

【アフターコロナの行方（その1）】

RESA・OPINION9（リーサオピニオン9）による【論評と提言】

2020年6月1日
一般社団法人 不動産総合戦略協会

4月6日に発令された緊急事態宣言が5月6日の延長を経て、5月25日に解除されました。宣言のタイミングや運用については議論がありますが、諸外国に比べて感染が抑制され、死亡者も少ない状態となりました。しかし、わずか2か月あまりの期間に多くの事業者や従業員等に大きな影響を与え、その対応はこれからです。現下の対応とともに正確な状況判断と今後の長期的な展望も重要です。

リーサではこれまでも多面的にOPINION9のメンバーから論評・提言を発信してきましたが、今回のアフターコロナについても、まずは緊急事態宣言の解除を踏まえて、第一弾をリリースしたいと思います。

以前より世界最大の脅威として「パンデミック」が危惧されてきましたが、現実のものになってしまいました。グローバル化の進展に伴い国境を簡単に超え、また、格差・差別がさらに感染を加速化させました。これまでの同様のパンデミックの経験を踏まえて各国では軍事面・災害面等も含めて総合的な国家の安全保障体制を構築してきましたが効果は限定的でした。我が国では感染対策も含めて、横断的・包括的なマネジメント力が他国に比べて欠如しているため、その対応が危惧されました。

しかし、現時点（2020年5月30日）ではこのパンデミックを最もうまく回避してきた国のひとつとして位置付けられます。

現状では収束段階への道に入っていますが、第二波に最大留意をしながら、この大きな被害を乗り越えて新たな社会像を構築することが緊急の課題となっています。

これを「アフターコロナの行方」と称して、総合的に考えていきたいと思っています。

論評・提言するリーサ（不動産総合戦略協会）のオピニオン9とは多様な分野の実績を有する論客であり、その概略は下記のとおりであり、詳細なプロフィール及びこれまでの投稿はリーサのHPを参照してください。

<https://resanet.or.jp/resaopinion/>

氏名	所属	主たる専門分野・領域
1 村林正次	リーサ理事長 	住宅・都市・国土政策 不動産投資 技術士(総合技術監理部門)
2 水谷敏也	リーサ客員研究員 株式会社 Aconsul 水谷 ッ T 代表取締役 	アナリスト(建設業等) (元三菱 UFJ モルガンスタンレー証券シニアアナリスト)
3 古荘欣吾	リーサ客員研究員 プロパティ・アドバイザーズ株式会社代表 	大規模不動産開発等 不動産鑑定士
4 村上敦	クラブヴォーバン代表 	環境問題とまちづくり 環境コンサルタント
5 渡邊高章	アーバンギークス代表 	地方再生、不動産証券化とまちづくり 不動産証券化協会認定マスター
6 吉富聡	株式会社リアルワース代表取締役 	事業開発コンサルタント (枚方 T-site 等)
7 風戸裕樹	Property Access Pte. Ltd. CEO 	海外不動産投資取引等 宅地建物取引士(元ソニー不動産:創業者)
8 本田伸孝	株式会社 HFM コンサルティング代表。 	金融制度・商品手法等(住宅ローン等) (中古住宅市場活性化ラウンドテーブル委員)
9 小林秀樹	千葉大学教授 	住宅政策、まちづくり等 一級建築士(つくば方式開発者)

今回は OPINION 9 の内、村林正次氏（不動産総合戦略協会理事長）、リーサフォーラムの講師を予定している水谷敏也氏（不動産総合研究協会 客員研究員、株式会社 Aconsul 水谷 ッ T 代表取締役）と本田伸孝氏（株式会社 HFM コンサルティング代表）です。

アフターコロナに関連する分野は広範囲にわたっていますので、今回そのすべてについて扱うことはできませんので、今後も継続的に重要な事項について論評・提言していきます。

また、感染症自体の課題や今後の取り組みについては重要であり、関心のあるところですが感染症やウイルス等の高度な専門知識が必要であり、その専門家が世界中で取り組んでいますので常時それらの情報を把握するに留めた

と思います。

アフターコロナを論ずるにあたってはまずは現在の足元をきちんと把握しておくことが肝要です。経済の回復の時間によってはアフターコロナの社会像もその実現も変わってきます。

今回は経済・金融の現状を実情やあり方をまとめつつ、俯瞰的にアフターコロナを論じていますが、日々刻々と変化する側面もありますので継続的に観測・分析し、適宜、リリースしていきたいと思っています。

■ COVID-19 の経過概要

<「COVID-19」の経過概況>

新型コロナウイルス(SARS-CoV-2)による COVID-19 は中国湖北省武漢市において、昨年 12 月以降、原因となる病原体が特定されていない肺炎の発生が複数報告され、1 月 23 日に武漢が都市封鎖(ロックダウン)、1 月 31 日未明(日本時間)世界保健機関(WHO)の緊急委員会は、中華人民共和国湖北省武漢市における新型コロナウイルス関連肺炎の発生状況が「国際的に懸念される公衆衛生上の緊急事態(PHEIC: Public Health Emergency of International Concern)」には該当すると発表しました。

その後、ダイヤモンドプリンセス号での感染(2 月 1 日(陽性確認)~3 月 1 日(全員下船))、北海道での「緊急事態宣言」(2 月 28 日から 3 月 19 日)、そして、政府が 4 月 13 日に特措法に基づく「緊急事態宣言」(4 月 14~5 月 6 日)(4 月 16 日には全都道府県)を発令しました。その後、予定していた 5 月 6 日には解除せずに実態を注視しながら 5 月 28 日まで延長しました。感染数が減少傾向に入ったとの認識のもとにその 2 週間後の 5 月 21 日に東京圏と北海道を除いて解除されました。さらに東京圏などにおいても 5 月 25 日には解除されました。

感染者の第一号は 1 月 15 日であり、現時点(4 月 20 日 9:16)で 10,807 人、死亡者の第一号は 2 月 13 日、現時点(5 月 30 日)で 894 人です。海外、特に欧米に比べると感染者も死亡者も二けた少ない状況で、クラスターに絞った対策により低水準で踏みとどまっています。今後とも一人一人が油断せず、感染対策を講じていけばパンデミック一歩手前で収まるような期待もありますが、現状では不透明です。COVID-19 によるパンデミック関連ではリーサレポートの 3 月号、4 月号でも取り上げました。

<https://resanet.or.jp/report/>

欧米では感染者・死亡者が増加を続け、長期的になるとの観測がされていますし、パンデミックが収まらなければ、経済面でも金融ショック含めて、不況の長期化も危惧されています。

＜視点＞

今後の展開にもよりますが、コロナショックにより我々は下記のような問題認識の視点を有しています。

①パンデミックが世界の最大の脅威であることの再確認

これまでも多くのウイルスによるパンデミックを経験し、乗り越えてきましたが、現代において、その経験が活かさない状況が発生しましたので、改めて、パンデミックの脅威を認識すべきであり、その対策を世界が連携して解決する必要に迫られています。

②国土安全保障マネジメントの必要性

米国の CDC、国土安全保障省による完璧とも思われたシステムも機能しませんでした。我が国はそのレベルにも達していない中で今後の安全保障システムの構築の必要性が再認識されました。

③生活・経済への広範な影響と新常态(ニューノーマル)

国内での感染状況が予想以上に早期に終息したとしても世界的には長期化する可能性が指摘されておりその影響は我が国にも及びます。

今回の危機は実体経済が直接的にダメージを受けたため短期間で大きな影響がありましたが、さらに、金融危機も誘発されると懸念されています。

今後の短中期、長期的な社会経済をいかに見通すかが問われています。

④国土すなわち不動産価値の再認識

このような社旗経済状況の中で国土の資産価値、不動産の資産価値はどのように影響をうけるのか、どのように対応すべきかが問われています。本件で改めて、製造の国内化や地方の再評価等も言われていますが地域金融、地域経済が疲弊している中での事態ですので、難しいところです。

■構成

I アフターコロナに向けての展望

1. パンデミックが世界の最大の脅威であることの再確認
2. 国土安全保障マネジメントの必要性
3. 生活・経済への広範な影響と新常态(ニューノーマル)
4. 国土すなわち不動産価値の再認識

II パンデミックと人々の意識の変化

1. コロナ感染症拡大が終息するには相当程度の時間が掛かる見通し
2. 過去の大不況と比較しても相当程度の経済の落ち込みが予想される
3. 今回の世界経済回復は中国頼みと言えるのか
4. 株価の動きは何を示唆しているのか
5. コロナショックによって、日常の世界観が一変する可能性がある

III 新型コロナ禍の金融のあり方を考察する

1. 新型コロナウイルスの影響
2. 金融分野の課題と対策
3. 住宅ローン利用者の救済策
4. 住宅資産価値の評価方法

I アフターコロナに向けての展望

今回は緊急危機宣言が解除された直後の状況を踏まえて、アフターコロナに向けて上述した4つの視点に関して俯瞰的に論評・提言をまとめてみました。今後、さらに多面的な提言に取り組みたいと思います。すでにリリースした「リーサレポート」や「リーサピニオン」そしてFacebookの投稿も参照ください。

1. パンデミックが世界の最大の脅威であること

①今回のコロナショックへの対処の評価

昨年、リーサオピニオン^{*1}に記載しましたが世界の最大の脅威はパンデミックです。もちろん戦争や地球環境問題も大きな脅威ですがこれらは何とか対応可能ですが、パンデミックは簡単に国境を越え、政治的解決もできなければ特効薬も目途がついていません。過去に何度もパンデミックを経験してきましたが世界的に今回も対応できませんでした。

現時点(5月30日)では幸いなことにパンデミックの一手前踏みとどまっています。緊急危機宣言の全面解除がなされ、少しずつ、慎重に緩和措置そして各人の行動がとられています。今後についてはまだ不確定ですが少なくともこれまでは上手く凌いできたと言えます(宣言や解除が早すぎる、遅すぎる等の両極の批判があること自体、この難しさを物語っています)。

万能ワクチンの開発も進んでいますが国際的な医薬業界の思惑もあり、なかなか、実現しないようです。今回は予想をはるかに上回る状態であり、開発に遅れることは感染防止とともに国際的な地勢図にも影響するため「SARS-Cov2-2」用のワクチン開発競争状態となっています。これを機にワクチン、治療薬そして万能ワクチンの開発に本気になって欲しいものです。

また、医療崩壊も一手前まででしたが、これまでの医療費抑制再作の付けが回ってきました。明治時代以来の感染症対策の成果であった公的医療機関や保健所をこの20数年にわたって抑制してきましたが、この機に改めて国の危機管理体制の整備とともにパンデミックの防波堤である医療の拡充に取り組む必要があります。

*1: 2019.11号参照 <https://resanet.or.jp/2019/11/07/opinion9murabayashi005/>

②未曾有の大恐慌に陥るのか

コロナショックはリーマンショックと異なり、実体経済を直撃したため3月～5月はどの産業も大きな減退となりました。多くの失業者が発生しましたがその支援策は限られていますので景気減退とともに不安感が高まりました。また、国内ではパンデミックの直前状況で収まりつつあります(今後とも油断しなければ)が海外、特に欧米は感染者・死亡者も日本とは二けたの差があり、都市封鎖(ロックダウン)は想像どおりにあまり効果を発揮することなくパンデミック状況となっています。しかし、経済の回復を目指して封鎖を解除しつつあります。各国とも大規模な財政支出をはかっており、リーマンショックとは異なり金融危機にはならず、株価も世界的に回復しています。

欧米での感染が収まらない限り景気回復は相当長引くとも思われますが、金融危機を回避する中で大恐慌に陥るとは思われません。もちろん、世界の経済を牽引する米国の状況はまだ不安定であり、欧米の回復の遅れが中国の生産活動に大きなダメージを与えている等の問題を抱えたまま、秋口以降まで続きそうです。日本はこの間に各企業の再生そして産業改革を進めて、海外依存度を低下させる戦略を講じることが不可欠です。この半年である程度国内レベルで持ち直せば、その後の世界的な景気低迷の中でも勝ち残ることが可能と期待されます。

2. 国土安全保障マネジメント

①国土安全保障マネジメント体制の整備及び長期的展望

パンデミックが発生するたびにその体制作りが課題となります。我が国は感染症対策で明治以来かなりの成果を挙げてきました。保健所や公営病院の整備もその一環でしたが、かなり整備がされたとの認識、経費削減等の下に近年は両者ともに大幅に削減されてきました。その結果、今回の PRC 検査問題等が生じました。担当部署に言わせれば通常業務でもぎりぎりの体制に削減された中で困難な業務を一手に担わされたことに憤りすら感じていると想定されます。しかし、現場は本当に素晴らしい働きをしていると思います。米国のように国家安全保障省（2003 年 テロリズムの防止、国境の警備・管理、出入国管理・税関業務、サイバーセキュリティ、防災・災害対策）、CDC 等のような包括的組織も設立されないまま、パンデミックのマネジメントはおろそかになっていました。しかし、当の米国 CDC もトランプ政権で大幅な予算削減を受けて、かつてのような働きは出来なかったようです。

日本においても感染対策面では 2011 年の東日本大震災後、災害対策基本法の大幅改定が行われ、また 2014 年に新型インフルエンザ等対策特別措置法（国と県の権限等の課題はあるが）が制定されるなど、大きく危機管理の体制が強化されていますが、安全保障に関してはタブー的な扱いですが世界はますます厳しい環境に置かれています。

パンデミックに大災害そして軍事活動が重なるという最悪の事態も十分考えられますので国の安全保障マネジメントの検討がアフターコロナで重要な課題となります。

②今こそ長期的展望が必要で、日本のかたち（社会像、国土像）>

日本の未来像については明治時代から各分野で議論されてきましたが、総理府主催（佐藤栄作総理大臣）で半世紀前の 1968 年に明治 100 年を記念した「21 世紀初頭における日本の国土と国民生活の未来像の設計」を課題とした大規模なコンペがあったことを記憶している方はどのくらいいるでしょうか？これは 10 チームが参加し、3 年間かけて提案がつくられて、早大チームが最優秀賞に選定されました。当時はまだインターネットも PC 等も無い時代でしたが、「ピラミッドから網の眼へ」等の示唆に富む意欲的なものでした。

アフターコロナを個々の分野・事象毎に議論することも重要ですが、長期的展望に経って日本の国土・社会のかたちを議論し、構築することが必要かと思います。ビフォーコロナでも国などで同様の検討も始められていましたので、このコロナショックの経験も踏まえて昭和 100 年（2025 年）の区切りでまとめてはどうでしょうか？是非、リーサで実施したいと思います。

3. 生活・経済への広範な影響と新常态（ニューノーマル）

①新常态（ニューノーマル）とは

ニューノーマルはリーマンショックの際にもう元の世界には戻れないとの趣旨で使われましたが、ここでは戻れないとともに戻らずに新たにする意味です。

コロナショック下ではこれまでの日常とは異なる対応が求められました。マスクや手洗い等はインフルエンザ対策でもあり、従前とはあまり変わりませんが、長期にわたる外出抑制、夜の飲み会や多数が集まる集会等の閉鎖等の「三密」が強いられましたし、就業環境としても在宅勤務等のリモートワークが実践されました。満員の通勤電車を回避し、業務によっては自由時間が増加する等の従来と異なる時間を過ごしました。すべてが元に戻れませんが、戻らない方が良くもありません。

特に就業形態は実際に体験した中で従業者サイドそして起業サイドの双方から新たな形態が要望されて定着する可能性もあります。

三密を避ける行動は自然に身に着いてきていますので、それを元に店や屋外においてもゆとりある空間を好む傾向が高まると思いますので、それに応じた空間形成が必要になります。

業界レベルでは、例えば、観光業は近年、インバウンドの急増に依存しつつ、その問題対応に苦慮してきましたがこれからはビフォーコロナのインバウンド依存に決別した業態となると思われます。国内需要の拡充とインバウンドの適切な受け入れ態勢が新常态となります。

新常态はむしろ欧米諸国への言葉ですね。数か月前まではマスクは滑稽な代物であり、挨拶はハグ・握手が当然、風呂も時々シャワーを浴びればいいのであり、あまりに潔癖な日本人はおかしいと言われていました。今やマスクは当然（米国では二分して争っているようですが）、となり、イタリア人もある調査では平均、日に12回手を洗うようになったようです。個人主義がもてはやされましたが、そろそろ、他人を思いやり、清潔な生活が新常态となることを期待します。

②リモートワークが定着するか

フットルース型のリモートワークのコンセプトはすでに30年前のもので、サテライトオフィス・リゾートオフィスの実証実験が行われましたが、windowsもインターネットも無かったため資料づくり、資料の受け渡し、会議等の仕事に必要なツールが不十分でした。その後、フレックsworkの名の下に多様な就業形態が行われましたし、安部内閣では働き方改革が主唱されましたが、ビフォーアコロナでは一部の先行者のみで全体としては普及しているとは言えません。やってみたい企業やビジネスマンは居たと思いますが個別に実行することが難しかったかもしれません。しかし、今回は数か月にわたって有無を言わず多くの就業者が在宅勤務等のリモートワークを強いられました。実施できたのは対面的業務以外で大企業が中心でしたが、それでも実際に体験した事実は大きな影響を与えたかもしれません。すでに関連の調査などによりメリット・デメリットが整理されつつありますがアフターコロナでも継続したい、継続可能との意見も結構あるようです。仕事の効率性以外にも通勤がなくなることもメリットのようですが通勤混雑はかつてに比べればかなり改善されており、また、1時間程度であれば一定の運動そして気分転換にもなるものです。また、時差出勤すればラッシュを避けられますし、通勤会費を理由としたリモートワークの普及はなさそうです。いずれにしてもこの数十年間の累計者より多くの実体験者が個人として、また、企業として仕事の効率化、住宅環境等の面からどのように判断するかです。

③地方創生 地方回帰が進む

コロナ感染は東京・大阪等の稠密な大都市において顕著であったため、密度が低く、安心して暮らせる地方への関心が高まっていると言われていています。地方都市に移住などの問い合わせが増えているようです。

インバウンド頼みの地方での観光業は国内需要あらしに地域内需要対応へ。特定の国からの大量のインバウンドはコロナショックが無くても限界があります。一方で来日者を拒否することは出来ないでコロナショックは意識改革、施策の転機となり得ます。

従来から地方の多分野の資源を活用して資産化することが課題でした。その意味では大都市には残っていない、古民家や歴史的建造物を保存ではなく、活用する工夫が官民ともに求められます。

地方創生の大きな柱であった観光もビフォーコロナですすでに観光公害が問題となり、爆買い目当ての免税店も閉鎖が続くなど大きな転機を迎えていました。2030年に6000万人という過大な目標もありましたが今回のコロナショックを機にインバウンド依存から国内の新たな需要重視、その上でのバランスのとれたインバウンド政策が必要となります。コロナショックで観光業は直接的なダメージを受けた産業であり、今後も倒産が続くと懸念されていますが、一方でそれらを

取得して新たな国内・域内観光戦略展開を図るために、地域活性化や産業再生のための官製ファンドや民間のファンド等及び地域金融等と協働した長期的な取り組みができるファンドの組成が必要であり、有用であると考えられます。

④郊外 郊外住宅地への評価が高まる

稠密な大都市中心部は感染陸リスクが高いため、郊外のゆとりある住宅地環境が再評価される傾向も一部に見られます。

郊外住宅地の資産価値が無いことが基本的な問題ですが、改めて、郊外居住需要が高まれば、郊外住宅も流通しますので思わずから資産価値が生じます。ただし、従前のようなものではやはり一過性のものになりますので、せつかくの意識変化に対応した住宅・住環境を早期に供給することが肝要で

4. 国土すなわち不動産価値の再認識

①国土の不動産価値

島国である日本はパンデミックに優位な立場にあります。今回、被害が少なかったニュージーランドや台湾等も同様です。もちろん、初期の迅速な対応や感染者対策が優れていたことも大きな要因ですが空間的な地勢的優位性があったのこともあります。

また、日本は社会的安定性の面では国際的にも群を抜いていますので信頼性は高いものがありました。また、パンデミック、大災害、テロ等の世界的な脅威に対するマネジメントを強化することにより、さらなる、安全で安定した国として認知されることになり一方で本来的に国土レベルのパンデミックに強いはずの日本において海外からの関心が高まり、海外移住などの受け皿としての地方はあり得ます。

近年のインバウンド増加はこれまで知られなかった日本が地方も含めて広く認知されるようになってきましたので、改めて、国際的な信頼度の向上は国土全体の資産価値を高めることになります。この期に長期的展望を明確にして、改めて、資産価値のある国土形成そして資産価値のある居住環境・就業環境を構築すべきですし、可能だと思われま

②不動産業界の見通し概観

リモートワーク等はそこそこ普及するとみられていますし、今回では全社員が対象となり、これまでのオフィスの大部分が不要となった企業もあるようです。

新常態として多様な就業形態が広がることは確かでしょうし、この機にオフィスコストの削減が可能として見直すことも多いでしょうが、オフィス空間が急減するとは思えません。

リモートワークの進展とともに従来のオフィス空間も見直されるでしょう。リモートワークの方が効率的との意見もありますが、それは従来のオフィスの生産効率が悪すぎるためと思われる。最近の都心部の立派な大規模オフィスは豊かな共用空間を誇りますが執務空間は相変わらずです。多くは小さな机で隣の声も聞こえ、集中できない大部屋です。これでは意味がありません。一定の時間をかけて通勤することはある意味重要であり、その上で生産効率の高い豊かな執務空間が求められています。独立性が高く、必要に応じて他部署そして他会社の人材と交流できることは重要でしょう。リモートワークで削減した分を一人当たり空間の拡充に使うべきです。それでも総コストの低減も見込めますし、生産効率は上昇します。

同時に自宅にリモートワークのための空間（書斎等）が不可欠となります。郊外の住宅が再評価される機会でもありますが、やはり、一定の広さが必要です。今後の住宅供給に当たっては三密を避け、リモートワークを可能とし、クラインガルテン等も装備した新たな郊外住環境の提供も意味があると思います。いずれにしても資産価値のあるものでないと意味がありませんので、この機会に新たな資産としての住宅を供給することが重要です。

株価は実体経済の直撃により、一気に下げましたがその後、転じつつあり比較的安定した動きで。不動産投資はどうでしょうか。ホテルや飲食関係の業種はテナント料の支払いも困難となり

ましたので関連の不動産賃貸事業は痛手です。家賃補助等の多様な支援策が講じられつつありますが実行されるまでに多くが倒産を避けられません。しかし、いずれ他が引き受け、持ち直すと思われます。すでに各地域にある地域金融も参画している地域活性化ファンドなども含めた上述したような国内域内観光の新たな戦略を講ずるための官民連携ファンド等も有用です。

住宅やオフィスは直撃ではないため大きな影響はないと思われますし、観光業も国内需要拡充等で転換する等、全体としてアフターコロナへの新業態が構築されると思います。また、都心部の再開発需要はまだまだ続います。建設費は低下傾向も見られることもあり、一定の開発需要は続くと期待されます。

一般社団法人 不動産総合戦略協会 理事長 村林 正次

II パンデミックと人々の意識の変化

ー新型コロナウイルス感染症収束後には経済及び社会構造が大きく変化すると予想ー

1. コロナ感染症拡大が終息するには相当程度の時間が掛かる見通し

国内での新型コロナウイルス感染症拡大は、ようやく収束に向かいつつあります。世界的にも感染者数のピークアウトが確認されつつありますが、依然として新規感染者数の水準が高いこと、発展途上国などで感染爆発のリスクがあることなどを考えると安閑としてはられません。コロナウイルス第一波が収束しても、「大きく落ち込んだ経済活動の立て直し」と「秋以降に予想されるコロナウイルス第二波への備え」という二つの大きな課題が立ちだかっています。コロナウイルス感染症が一旦収束しても、完全なる終息を迎えるにはしばらく時間が掛かるものと思われます。したがって、我々はウイルスと共存して生きていかなければならない時代になったのだと認識する必要があります。

感染症対策として最も有効なのは人と接触しないことです。このため、世界各国では入国制限、入国者に対する一定の隔離政策、そして国内での移動制限、飲食店の営業停止、イベントの禁止、学校・職場の閉鎖が実施されています。これから夏にかけては、様々な分野で営業自粛・禁止が解除されるものと思われます。とはいえ、感染リスクを勘案してゆっくりとしたスピードで解除することになるのではないのでしょうか。飲食店にしても、「密」を避けるために椅子の間隔を広げたり、「飛沫防止」のために席の間にパーテーションを設置したりといった動きが出ているようです。当面は、接待を伴う飲食に対する自粛要請は続くでしょうから、飲食店を取り巻く環境は依然として厳しいと言わざるを得ません。

2. 過去の大不況と比較しても相当程度の経済の落ち込みが予想される

こうしたなかで世界経済は大きな落ち込みをみせています。2008年に起こったリーマンショックは100年に一度の経済危機として、1929年の世界大恐慌に匹敵する大恐慌になるのではないかとみられていましたが、今回のコロナショックはそれをも上回る大不況になると懸念されています。コロナ禍では、感染症拡大防止に伴う経済活動自粛により全世界であらゆる生産・消費活動がストップしてしまいました。特に象徴的なことは、ヒトの移動がほとんどなくなったことによって航空機、鉄道、バスといった交通需要が蒸発してしまったことです。この先、コロナウイルスが収束しても、「不要不急」の行動を控え、移動を伴う旅行・出張が元の状態に戻るにはかなりの時間を要するとみえています。

ここで1929年のニューヨークダウ大暴落から始まった世界大恐慌当時のアメリカの状況を見てみましょう。当時のアメリカ経済は、①GDP水準及び生産指数はピークから半減し、②卸売物価指数はピークから3割下落、③失業率は24.9%にまで上昇、④銀行の倒産件数は6,000行に達し、⑤株価はピークから89.2%下落、といった燦燦たる状況でした。街には失業者が溢れ、政府は救済金を配布しましたが、国民は食費を賄うのが精一杯でした。その後、大不況を経て第二次世界大戦へと進んでいくわけですが、グローバル化が進んでいる今日ではこうしたシナリオは考えにくいと思われます。一方で、グローバル化の進展によって感染症拡大スピードが加速化してしまったことは紛れもない事実であり、未知のウイルスによる第二波、第三波の感染症拡大リスクを考えると、引き続き経済活動は大きく制限されてしまうかもしれません。

3. 今回の世界経済回復は中国頼みと言えるのか

2020年1～3月期のGDPは中国、アメリカ、日本ともマイナス成長となりました。特に、中国は1976年以来44年ぶりのマイナス成長でした。中国当局は、新型コロナウイルス感染症拡大を封じ込めたとアピールしていますが、海外の流行が中国に還流し、第二波、第三波の感染爆発が起こる可能性は否定できません。中国当局は、そうならないように手を打っておく必要性を認識していると思われます。ところで、中国当局の発表はかねてから疑念の見方をされていましたが、今回のGDP統計に関して中国政府がリアルタイムでマイナス成長を認めたことは画期的であったといえます。これまでも、マイナス成長が疑われる年がありましたが、国家統計局が発表する統計は常にプラスでした。中国のGDP統計は成長率が硬直的で、景気動向をみるうえでの機能が失われていました。しかし、GDP以外の経済統計との整合性が回復することによって、中国経済で何か起きているかということがある程度読み取れるようになるのではないのでしょうか。

中国の2020年4～6月期GDP成長率はプラス転換するとみられているのに対して、アメリカ及び日本の成長率は大幅なマイナスが予想されています。アメリカはマイナス40%、日本はマイナス30%といった見方すら出ています。統計の取り方については各国ごとに事情が違うので一概の比較はできませんが、中国とアメリカ、ヨーロッパ、日本といった先進諸国の成長率に大きな格差が付き始めていることに注目せざるを得ません。この勢いでは、当初2030年頃とみられていた中国とアメリカの経済規模逆転も2020年代半ばに早まるかもしれません。先進諸国にとっては民主主義という共通の価値観を持たない国家の経済発展は看過できないといった見方もあり、どの国にとってもどのように中国と付き合いしていくかが最大のテーマとなりそうです。

4. 株価の動きは何を示唆しているのか

さて、ここで株価の動きを見てみたいと思います。日経平均、ニューヨークダウともに新型コロナウイルスによる感染症拡大を嫌気して、2月から3月下旬にかけて年初来高値から30%以上の下げに見舞われました。チャートの動きはまさしくリーマンショックに類似した状況を示していました。ところが、4月に入ると、日経平均もニューヨークダウも戻り基調に転じ、リーマンショック当時のチャートとは異なる動きを示し始めました。3月下旬から4月にかけては日米ともにコロナ感染者が拡大基調にあり、アメリカではロックダウン、日本では緊急事態宣言に伴う外出自粛により経済活動が大きく停滞を始めた時期でした。日本もアメリカも経済指標の大幅悪化が表面化するのはいずれのことです。株価の動きを説明することは非常に難しいことですが、株価指数が回復しているのは、①株式市場への資金流入額が増えている、②コロナ感染症が早期に収束することを織り込んでいる、③感染症及び経済面での国際協調に対する期待感が出てきている、といった要因が考えられます（図表1及び図表2参照）。

確かに、株価下落により株価がバーゲン価格にまで下がったことで、長期運用資金や個人投資家が買いやすくなったことは頷けます。しかし、「コロナ感染症の早期終息」や「国際協調の実現性」については懐疑的にならざるを得ません。仮に、今回の第一波が収束を迎えても、第二波、第三波のリスクを考えると楽観的過ぎると思われます。国際協調という点ではむしろ各国とも自国第一主義に走っている印象すらあります。株価の動きは絶対ではありませんし、これから変わってくるかもしれません。しかし、株価は我々が想定していない何かを示唆しているのかもしれないといった観点でみると面白いと思います。

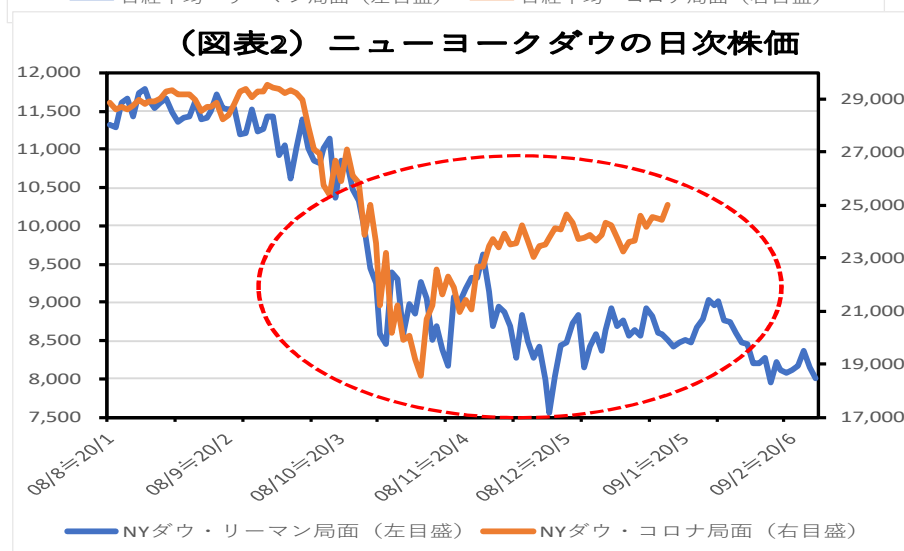
5. コロナショックによって、日常の世界観が一変する可能性がある

今回のような、感染症拡大に伴う社会・経済活動の停止についてはほとんどの人が初めて経験するのではないのでしょうか。今回のコロナウイルスがいつ完全終息するかは現時点では見えていませんが、終息後には世界観が大きく変わってくると思われれます。まず、働き方改革として、テレワーク、時差出勤、サテライトオフィスといった取り組みが一般的になってくるでしょう。そして、日常生活でも、ウェブ会議、オンライン飲み会、オンライン教育、オンライン診療といった新たな潮流が出てきました。家族や仲間内で旅行に行ったり、食事に行ったりすることは楽しいことですが、オンライン対応の方が効率的な分野ではどんどんオンライン化が進むのではないのでしょうか。

人との接触を出来るだけ控え、人との距離を意識することは「新たな生活様式」と言われています。これまでの価値観を180度転換する考え方となります。ウイルスと共存するには受け入れるしかないということなのでしょう。人々の移動制限によって、世界の観光産業、飲食・サービス業、運輸業は壊滅的なダメージを受けることになりました。テレワークの普及によって都心部へ人々が集中する傾向にも変化が出てくるかもしれません。終息後の社会の姿を想像するには早いかもかもしれませんが、生活スタイルが構造的に大きく変化してくる可能性が高いと思われれます（図表3参照）。

コーポレートガバナンスでも、従来の「株主第一主義」が見直されて、「雇用確保重視」「ESG重視」といった体制へシフトしてくると考えられます。また、企業の優先度も、「収益第一主義」から、「社員の健康重視」「財務体質重視」「集中より分散化」といった方向に変わってくるのではないのでしょうか。従来、世の中の価値観は「経済>社会>健康」であったのが、「健康>社会>経済」に変わっていくように思います。そもそも、健康・生命は人々にとって最優先であったはずが、健康が当たり前の時代が長く続くと優先度が下がってきたように感じます。ちなみに、健康維持にとっても社会活動拡大にとっても経済はとても大切なものであり、経済活動は問題解決のための礎であることは間違いありません。

これからの企業は従来以上に従業員の健康管理を経営的視点から捉えて、戦略的に実践していくことが大切になっていくと思われれます。企業によるリスク情報は、財務リスク、災害リスク、事業リスク等に関して言及することが殆どとなっています。勿論、こうしたリスク情報を整理し開示することは重要なことですが、今回のコロナ騒動をみていると、「従業員や利用者に対する健康リスク」「今回のような感染症拡大が事業に与えるリスク」「リスク低減のための投資と費用の算定」といった内容の開示も必要になってくると考えられます。既に海外企業においては、気候変動リスク、健康リスクといった事象についても言及しているケースが増えているようです。危機というのは起こってから対処しては遅いと言われていています。危機が起こる前に予め準備しておくことが必要になります。これからも世界を巻き込んだ感染症拡大といった事態がいつ突然やってくるかわかりません。従業員が「避難」「隔離」「入院」することによって企業は大きなダメージを被ることになります。こうしたリスクに真摯に向かい合わなくてはいけない時代になってきたといえるでしょう。



(図表3) コロナ前とコロナ後の社会の変化 ～ 個人も企業も社会も変革が必要 ～

	コロナ前の一般的な社会情勢	コロナ後に予想される社会情勢
仕事の仕方	決められた場所・時間に定期的に出社する。	テレワークなど場所・時間が決まっていない。
会議のやり方	決められた場所で一堂に会して行う。	WEB会議など遠隔地から自由に参加できる。
懇親会・歓送迎会	決められた場所・時間に集まって行う。	懇親会は激減、オンライン飲み会が増える。
株主の主張	株主第一主義によって株主還元圧力が高まる。	財務体質の健全化と株主還元とのバランス。
現預金の使途	配当、自社株取得、設備投資に使うべき。	社員、顧客、地域社会の健康管理にも充当。
ステークホルダー	株主>従業員>顧客>取引先>地域社会	従業員>顧客>取引先>地域社会>株主
インバウンド需要	インバウンド需要に対応した投資計画。	インバウンドに依存しすぎない社会構造。
企業収益	収益拡大>財務強化をベースに成長路線推進。	財務強化>収益拡大による有事への備え。
社会の優先度	経済拡大>社会の安定>文化活動>健康管理	健康管理>文化活動>社会の安定>経済拡大

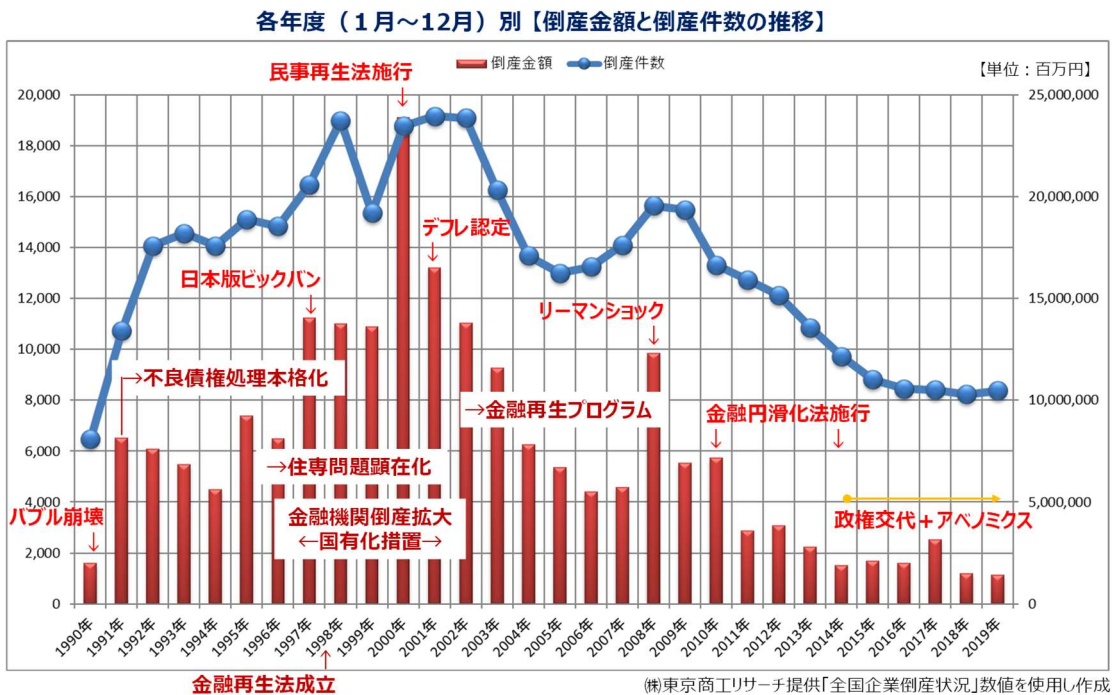
(出所) 各種資料等より作成。黄色の枠はコーポレートガバナンスに関わる項目。

Ⅲ 新型コロナ禍の金融のあり方を考察する

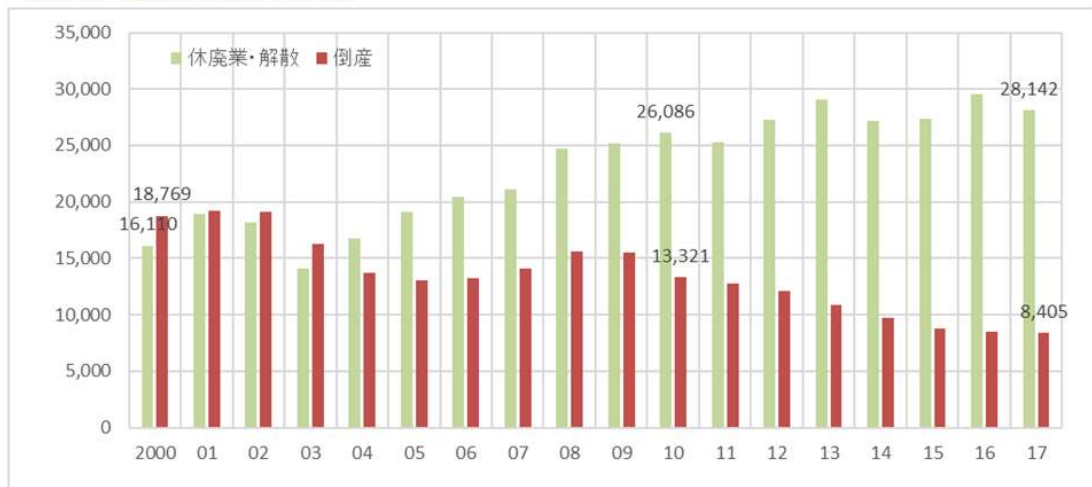
1. 新型コロナウイルスの影響

新型コロナウイルスによる緊急事態宣言で実施されている自粛要請の影響は甚大で、世界経済も国内経済も今後数年は低迷が続く可能性が高まっている。

バブル崩壊後の1990年から30年間の「倒産件数と倒産金額」の時系列推移を見ると以下の通り、倒産件と金額は安倍政権になってからは低位に推移している一方で、休廃業・解散の件数は拡大傾向にある状況下、今般発生した「新型コロナ問題」の影響は、リーマンショックを上回る可能性があることから、影響がどれだけ続くのか容易に想像できるのではないかと。



【休廃業・解散と倒産の件数推移】



2. 金融分野の課題と対策

金融分野では、経済低迷が続く倒産や休業業が増え不良債権が増加することで信用コストが急拡大することが予想されるが、一方で、ゼロ金利による低金利が今後も続くことで収益的には相当インパクトがあり経営へのダメージは甚大で、不良債権問題が顕在化した1997年当時のように信用創造が急激に縮小する可能性もでてきている。

緊急経済対策により、国による持続化給付金の資金支援も実施されているが、今後数ヶ月で資金繰りに窮する中小企業、特に、飲食・宿泊・運輸・旅行・サービス・アパレル・卸売り等の業種では相当数発生する可能性もあり、更なる経済対策を検討しているのが現状である。

政府系金融機関は民間金融機関と比べ優位な条件で資金提供できるため民業を圧迫するのではないかとのことから、これまでは民間金融機関と協調での融資を前提に推進していたが、政府が4月10日に発表した緊急経済対策では、危機対応ということで単独融資や資本提供を認めている。政府系金融機関としての役割を考えれば、民間で負担することのできないリスク性の高い資金を提供する機能として活用することは理に適っていると思うが、民間金融機関では本当に対応できないのだろうか。

昨年暮れ、貸出運営の指導方針であった金融検査マニュアルが廃止になったことから、各金融機関は独自の判断で貸出運営をできる環境になっているが、今回のような状況下で積極的に率先して取引企業を支援するという話は少ないように思う。

低金利政策が更に延長され、中小企業向けの融資債権の不良化に加え、住宅ローン債権も不良化することを想定すると、2020年度の金融機関決算は相当厳しいものになることも予想され、やむを得ない感もある。2020年3月の上場金融機関の決算では7割が減益という状況にある。

融資業務の5大原則（安全性・収益性・流動性・成長性・公共性）を考えると、一般個人等から預かっている預貯金を原資として貸出を行う際には、安全性・収益性という観点から「リスク性の高い、低金利」での融資を実行するのは難しいという点は理解できるが、公共性という観点を考えれば、年間収益の範囲内でリスクを補える資金提供の方法はあるように思う。

例えば、5年物定期預金（0.02%）を資金原資とした「支援ファンド」を数十億円規模で組成、0.03%の金利で、5年後期日一括返済の資金を提供する。0.01%は事務手数料として最低限確保するが、50%は回収の可能性が低いという前提で、これまでの蓄積=内部留保を活用して引当てを計上する（～現状では有税扱いになるだろうが…）。緊急対策による支援という前提で、特例で「無税引当」を認める政策的判断をしていただければ、金融機関としては運用し易くなるはずだ。全国47都道府県にある地域金融機関の内100機関が平均20億円の資金を提供できれば、総額2000億円の緊急支援ができることになる。

一方、リーマンショック後に施行された「金融円滑化法」の扱いを復活させることも議論され始めているが、金融庁の調査による、新型コロナの影響で業績が低迷した中小企業の融資条件変更への対応状況も公表されている。調査対象となっている金融機関は、主要行と地方銀行が主で信用金庫や信用組合は対象となっていないが、3月10日から同月末までに、返済期限の猶予といった融資条件変更の申し込みは2万6,592件。うち3月末までに9,996件の審査が終了し、99.7%にあたる9,963件で条件変更を行い、同月末時点で審査が終了せず「審査中」とした1万6,367件については、4月中旬までに7割で条件変更に応じたとのことだ。

個人の住宅ローンについては、1,028件の申込があり、152件の審査が終了し、94.7%の144件条件変更を行い、審査中である850件の内6割は条件変更に応じたとのことだ。

中小企業の取引を考えると、信用金庫や信用組合の取引先でも同様の扱いは更に多いと思われ、上記以上の申込があるのではないかと推測されるが、対応状況としては同じなのだろう。数字の捉え方として、申込件数に対し1カ月かけて6～7割の承認率ということだが、スピード感を考えた場合、金融機関は頑張っている…と評価できるのだろうか。

また、3月中に不渡りになった手形の数は全国で1,560件と去年の同じ月と比べて2倍になり、4月は更に増え倒産する企業が多くなるのではないかと思われていたが、4月17日に全国銀行協会が、新型コロナウイルス感染拡大の影響で資金不足に陥った企業に対して、手形や小切手の不渡り処分を当面猶予する特別措置を始めたことから、通常であれば資金不足で不渡りとなり、2回繰り返すことで金融機関取引停止＝倒産となる可能性が高い企業が相当数表面化していないと思われる。

不渡りにはならないが、資金繰りが厳しく手形決済は当然できないということは、金融機関の借入返済もできない企業が多数存在しているという状況であり、融資の条件変更により対応することでリスクを先延ばしているということが想定され、金融機関としては慎重な対応をとらざるを得ないということだろう。また、企業間取引を考えれば、不渡りが猶予されても、債権者としてみれば資金回収ができず、資金繰りを悪化させることに変わりはなく、サプライチェーンという観点から中堅企業にも連鎖的に影響が出てくるはずである。

金融庁は、地域金融機関に対して、数年前から「事業性評価」による事業実態の把握による取り組みを指導してきたことから、個々の企業の事業活動の内容も把握できており、今回のように緊急事態により資金不足に陥っている原因は明確であり、今後、回復の可能性が見込めるのであれば、時間もかけずに判断、支援できると思うのだが、現実にはそうになっていない。経済対策で示された、実質無利子・無担保の融資の扱いに関しても金融機関の窓口を通して実行される予定だが、事業性評価による事業の実態把握ができていなければ審査に1～2週間もかける必要もなく、1日で直ちに対応できるはずだが、おそらくそうならないであろう。現行の業務活動モデルを続けている金融機関経営の根本的な問題であり、改善が求められる重要なポイントだろう。

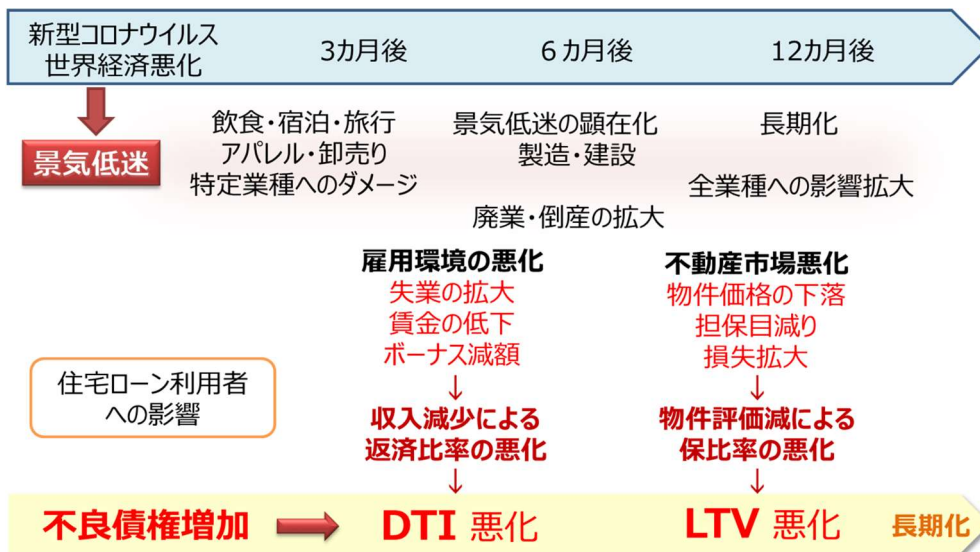
3. 住宅ローン利用者の救済策

次に、中小企業の環境悪化も然りだが、個人の住宅ローンに関しても、緊急事態宣言の期間が延長されることで収入が更に減少する利用者、夏のボーナス支給額が減少する利用者が相当数増え、住宅ローンの返済に窮する利用者が6月～8月にかけて急増することが予想される。

新型コロナの影響による経済へのダメージはこれまで経験したことがない状況になる可能性が高く、企業の経営体力低下は勤労者の生活に直接的に影響が及ぶことは、リーマンショック等過去の経験から想定できる。経済環境が現在の状態に戻るまでには2～3年以上かかるという見方もあり、現在政府が実施している給付金や雇用助成金等は緊急避難的には効果があっても、中長期的な対策に有効な手段は検討されていないのではないかと。

100年に一度という危機への対応ということを考えれば、勤労者を守る具体的対策を早急に検討することが重要であり、特に、住宅ローンを利用している勤労者について、今般の新型コロナの影響で困窮する方々を経済状態が元の状態に戻るまでの期間、一時的に支援する対策を金融業界全体で考えることが求められるはずである。

現在の状況が続くことで住宅ローン利用者への影響を考えると、以下の状態に陥ることは明確であり、金融機関経営においても不良債権が大幅に増加する可能性が極めて高くなる。



Copyright © HFMConsulting,Inc.

ここで、最大の問題となるのは、収入が減ることで返済が難しくなり延滞が続くことで個人信用情報に傷がつくこと、やむなく保有不動産を時価で処分し債務を減らしたとしても不動産市況悪化による売却価額の低下により債務が大幅に残り、再生の道が狭められてしまうことではないだろうか。これまでの金融機関の業務活動を考えれば、そうならざるを得ないのが現状である。

そこで、経済環境が元の状態に戻るまでの相応の期間（＝5年間）住宅ローン利用困窮者を支援する具体的なスキームを確立できれば、今後の経済再興にもプラスに働くのではないか。

具体的なスキームとして、以下のような手法を考えてはどうだろうか。

金融機関において、一定条件に合致（＝モラルハザードの回避①～③）した住宅ローン返済遅延債務者および遅延可能性のある債務者の住宅ローン債権を推定時価額（＝5年後の処分見込み価格）の資産価値活用型債権へ組替え、債権買取機関へ売却する。

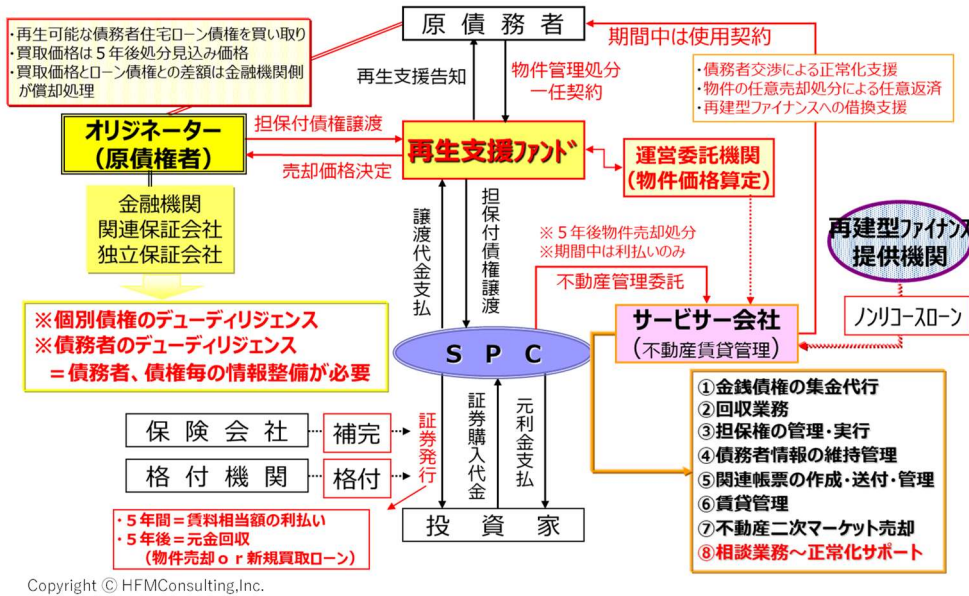
- ① 就業者または就業見込みの方（一時的に休職・失業～回復後職場復帰等見込める）
- ② これまで住宅ローン利用期間中返済滞りが無く、初めて遅延となった方
- ③ 住宅ローン債務以外の債務残高が100万円未満の方

債務者は、期間中（＝5年以内）に住宅を買い戻す（＝新規ローン利用）か売却処分するかを決定し、当該期間中は賃貸料相当の返済（～既存住宅ローン返済額の60%又は地域内平均家賃の60%の低い方）を行う。「処理先送り」を回避する仕組みとして最終処理を確定させることを前提とする。

債権者である金融機関は売却時点で損失を確定、債権買取機関は買い取った債権を担保とした期間5年間のSDGs資産担保証券を発行、一般投資家へ販売。（日本銀行に買取ってもらう、債権売却金融機関が投資家として購入する等も考えられる）

投資家へは期間中は想定する最低賃料収入を基とした利払いを実施すると同時に、期間終了時点までに物件処分価格により償還するが、買取機関が物件を代物取得した後に売却し処分見込額を超えてキャピタルゲインを得た場合は50%を投資家へ還元する。

【全体イメージ】

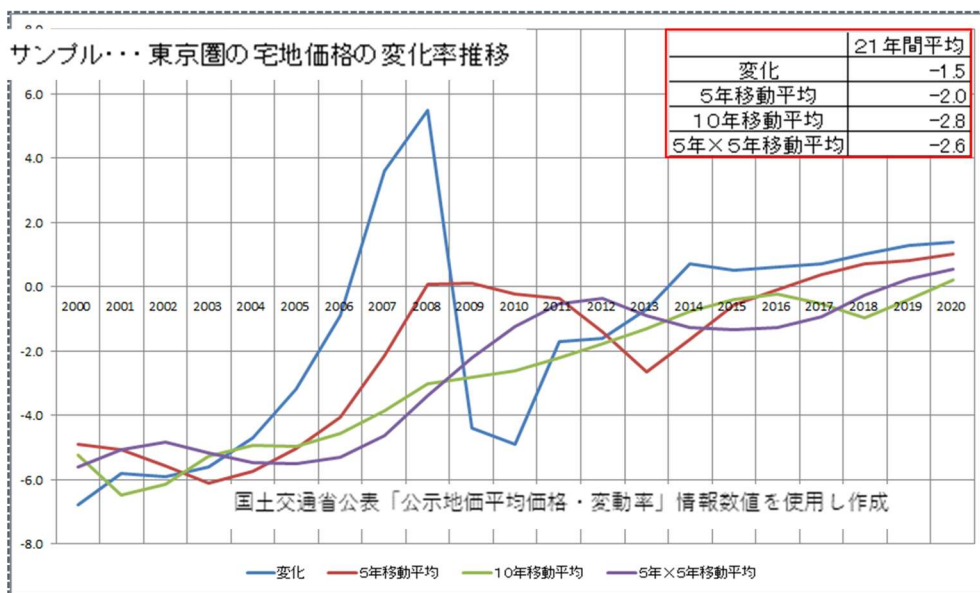


4. 住宅資産価値の評価方法

ここで問題となるのが、中古物件の時価評価の捉え方である。

現時点の市場実勢価格を適用すれば、100年に1度のリスク発生による市場の需給関係から価格が下落するのは目に見えている。そこで、5年後には現状まで経済が回復する可能性があるという前提で5年後の物件価格を推計し、当該価格を前提にモデルを体系化する。

戸建て住宅の土地価格に関しては、国土交通省が公表している昭和50年以降の公示地価の宅地価格情報を使用し、前年度比、前年度比の5年間移動平均値、10年間移動平均値等を用い、変化率を算出することで、バブル崩壊前後の価格急昇降やリーマンショック後の下落等の要因も組み込んだ予想変化率を導き出し、5年後の予想公示地価を推測することができるのではないかと。



東京圏の宅地情報の変化率を用い、予想すると「-2~3%」となり、当該比率を使用することで今般のコロナショックの下落率も吸収することは可能ではないかと思われる。当該情報は全国の主要都市が公表されており、全国規模でモデル化することもできる。

マンションに関しては、一般的に売買事例をベースとした価格を前提に評価されるが、当該物件を対象地域の賃料相場で賃貸運用したと仮定して得られる収益をベースに「収益還元法」を用いて価格算定することも考えられる。

■中古マンション価値の算定ロジックサンプル

マンションは耐用年数50年、残価10%による定額減価償却による①残存価額と、対象物件を近隣マーケットで賃貸した場合に想定される賃料収入を前提に「割引率5%」により割引現在価値 = PVを算出し、残存期間中の収益見込額をベースに②評価額を算定し、1対1対応の考え方で2対3の割合で最終評価価格額を算定する。

マンション物件評価基準算定シート

①マンション物件定額評価

物件価格 (千円)	経過年数 (年)
50,000	5

建物は残価10%とし残額を
50年 - 経過年数により
定額減価評価

年	残存評価額	⇒ 評価額 70%
1	45,000	31,000
2	44,000	30,000
3	43,000	30,000
4	42,000	29,000
5	41,000	28,000
6	40,000	28,000
7	39,000	27,000
8	38,000	26,000
9	37,000	25,000
10	36,000	25,000

②マンション収益評価

賃貸単価 (円)	120,000
経費率 (%)	15
年間収益 (千円)	1,224
収入減率 (%)	10 ⇒年間減収率
割引率 (%)	5

年	年間収入額 (千円)	割引現在 価値 = PV	(千円) 物件評価額 (残存期間中)
1	1,224	1,166	51,291
2	1,102	999	42,965
3	991	856	35,971
4	892	734	30,098
5	803	629	25,169
6	723	539	21,034
7	650	462	17,567
8	585	396	14,661
9	527	340	12,227
10	474	291	10,189

マンション総合評価 (5年後)

①×40%	②×60%	評価額 (千円)
11,200	15,101	26,301

Copyright © HFMConsulting, Inc.

以上のスキームを確立することができれば、住宅資産の5年後資産価値を予測し活用することで、返済に困窮していても今後再生が可能な利用者を経済環境が回復するまでの期間、一時的に支援する仕組みとして運用することができ、債権者、債務者双方にとってメリットのあるモデルになるのではないかと。

債務者支援による効果

- ・現状の民間住宅ローン商品特性を考えた場合、返済遅延による最終処理 = 代位弁済により個人情報機関へブラック情報へ登録となり、以後 (5~7年間) 再チャレンジへ支障を来すが、本件スキームでは回避できる…情報登録を制限することが可能
- ・取得したマイホームを手放さず再生する選択肢を提供することで、家族も含めた再生への意欲を引き上げる…当該者の意欲を高める事が可能

金融機関運営への効果

- ・偶発的要因により債務の返済が滞った債務者にとって再生の道を提供することが可能となる…SDGs を意識した個人版の持続可能支援体制が確立できる
- ・金融機関内部規制 (= 新B I S規制による規制) に対する延滞債権の早期処理が可能となる…債権管理回収業務負担を軽減できる

- ・物件価値の毀損（＝時価処理による損失）を抑制することで損失額を抑制できる…損失の拡大を抑制することで最終処理を促進できる

今回の新型コロナ問題はスペイン風邪から 100 年目のパンデミックでもあり、その後発生した世界恐慌にも近い世界的な災難になる可能性もあるが、こういう時こそ、金融機関が独自の目線で貸出債権の内容を見極め、適切に対処できる判断基準と取組方針をいち早く打ち出し、これまで蓄積してきた内部留保を効果的に活用しながら 2～3 年、5 年後の経営の姿を考え直す必要があるのではないか。

以上

株式会社HFMコンサルティング 代表 本田 伸孝