

## (不動産投資)：Jリート市場が示唆する今後の不動産価格の行方

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、Jリート市場は直近高値から一時▲49%急落した。これは不動産価格が今後▲23%下落するリスクを織り込んだ水準にあり、Jリート市場は前回の不動産ミニバブル期後と同程度の価格下落を一旦織り込んだと言える。

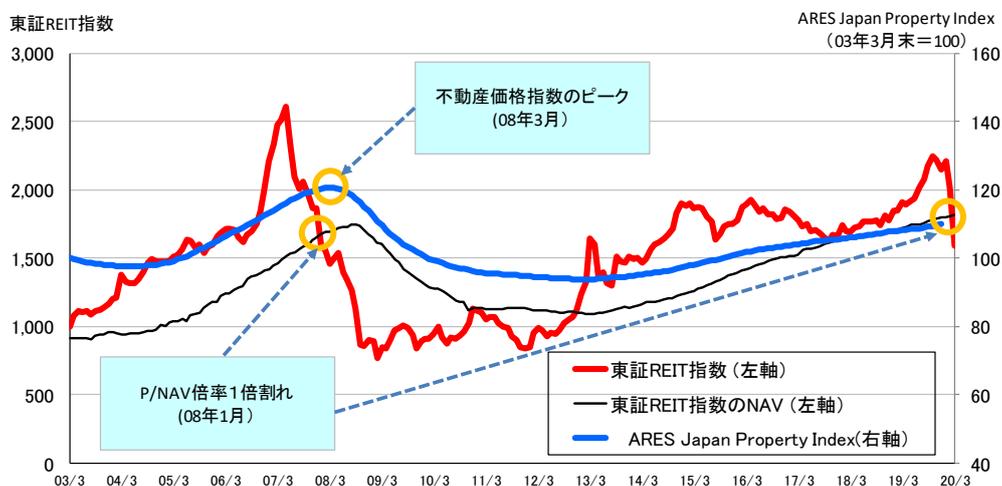
新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は金融市場を大きく揺さぶり、Jリート（不動産投資信託）市場にも多大な影響が及んでいる。市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数（配当除き）は、2,000 ポイント台から一時 1,145 ポイントまで急落し、直近高値から安値までの下落率は▲49%に達した(3/19 時点)。その後は反発に転じたものの3月の下落率(▲21%)は月間として過去2番目の大きさとなった。

今回の急落要因としては、(1)あらゆるリスク性資産を売却し現金化を急ぐ「需給要因」、(2)日増しに悪化するパンデミックへの不安感といった「心理要因」のほか、(3)将来の不動産価格の下落を見据えた「ファンダメンタルズ要因」が挙げられる。

このうち、「ファンダメンタルズ要因」についてみると、Jリート市場は不動産ファンダメンタルズの変動に対して先行して動く特性がある(図表1)。例えば、前回の「不動産ミニバブル期」では、2008年1月に東証 REIT 指数(赤線)が保有不動産の評価額をベースに算出した解散価値(NAV: Net Asset Value、黒線)を上から下へ突き抜けて以降、P/NAV 倍率(市場時価総額÷NAV)は長らく1倍を下回って推移した(市場時価総額<NAV)。これに対して、保有不動産の価格指数(ARES Japan Property Index、青線)は2008年3月にピークを付け、その後5年間で▲22%下落している。

それでは、今回の市場下落が保有不動産の価格下落をどの程度織り込んでいるのか、確かめたい。

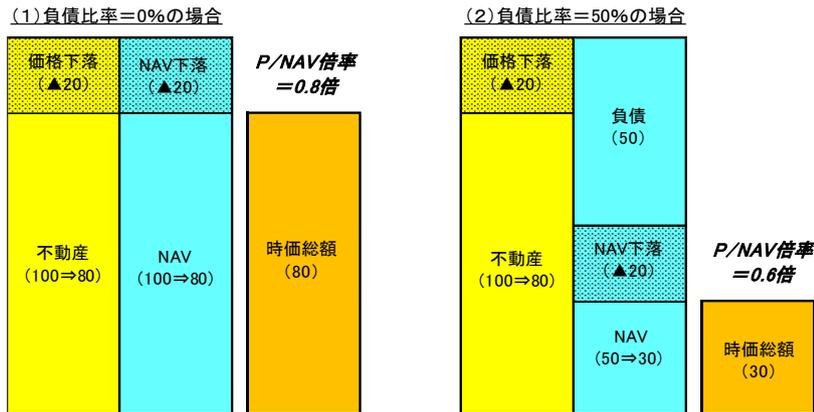
図表1：東証 REIT 指数と不動産価格指数の推移(月次)



(資料) 東京証券取引所、ARES のデータなどをもとに筆者作成

まず、不動産価格の変動と P/NAV 倍率の関係について確認する。図表 2 は、将来の不動産価格 ▲20%下落を織り込んだ P/NAV 倍率を示している。(1) 負債比率が 0% のケース (左図) では、NAV が将来「100→80」に下落することを反映し、時価総額は「80」、P/NAV 倍率は 0.8 倍 (80/100) に低下する。また、(2) 負債比率が 50% のケース (右図) では、NAV が将来「50→30」に下落することを反映し、時価総額は「30」、P/NAV 倍率は 0.6 倍 (30/50) に低下する。このように、不動産価格の下落率が同じ場合、負債比率が高い (低い) ほど、P/NAV 倍率は低く (高く) なる。

図表 2 : 不動産価格 ▲20%下落を織り込んだ P/NAV 倍率 (不動産=100、時価ベース)

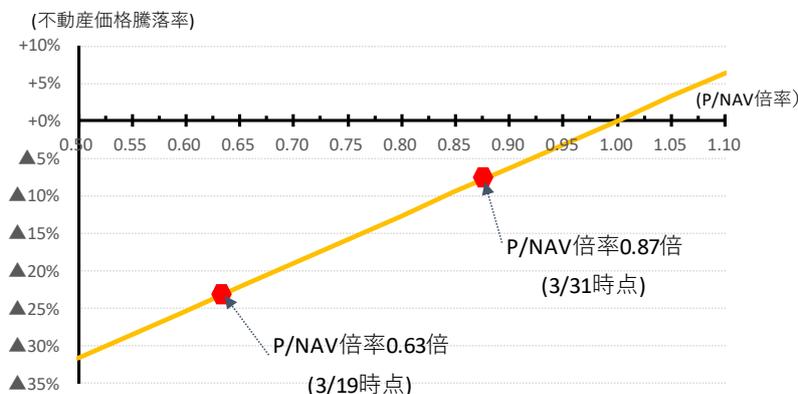


(資料)ニッセイ基礎研究所

次に、J リート各社の開示データ (2019 年 7-12 月期) によると、市場全体の保有不動産額は 21.7 兆円、NAV は 13.7 兆円、負債比率は 41% となっている。図表 3 は、この数値をもとに計算した P/NAV 倍率と不動産価格の騰落率を表わしている。これによると、今回の安値時点 (3/19) における P/NAV 倍率は 0.63 倍で、今後の不動産価格 ▲23% 下落を反映している。また、3 月末時点における P/NAV 倍率は 0.87 倍で、今後の不動産価格 ▲8% 下落を反映している。

こうしてみると、J リート市場は前回の不動産ミニバブル期後と同程度の価格下落を一旦織り込んだと言える。いずれにしても、今後の不動産市場は、コロナ禍の終息時期や各国の政策対応によるところが大きい。この危機を克服すべく、各国の足並みを揃えた国際協調を願いたい。

図表 3 : P/NAV 倍率と不動産価格の下落率



(資料)2019 年 7-12 月期の開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

(岩佐 浩人)