

# 不動産 投資 レポート

## 不確実性の高まる世界において。 不動産投資を再考する(2)

世界金融危機時のパフォーマンスから不動産のリスクと不確実性を  
考察する

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 [佐久間 誠](#)

e-mail: [msakuma@nli-research.co.jp](mailto:msakuma@nli-research.co.jp)

### 1. はじめに

新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染拡大を背景に、不動産市場は曲がり角を迎えている。不動産市場の先行きは、新型コロナウイルスの疫学的特性や感染推移、治療薬・ワクチンの開発動向、政府による感染防止策や経済対策などによるところが大きく、依然として曲がり角の先は視界不良である。

[前稿](#)<sup>1</sup>では、リスクと不確実性の違いを確認した上で、世界の様々なシステムの脆弱化やネットワークの拡大・複雑化を背景に、経済や社会の不確実性が構造的に高まっていることを述べた。本稿では、過去に不確実性が顕在化した局面として、米国のサブプライム住宅ローン危機を発端とした2007年以降の世界金融危機における不動産のインカムリターンを分析することで、不動産投資におけるリスクと不確実性について考察する。

### 2. 世界金融危機と新型コロナウイルスにおける不確実性の違い

まず、前回の世界金融危機と今回の新型コロナウイルスにおける不確実性の相違点について確認する。世界金融危機（The Global Financial Crisis）が不動産市場にもたらした不確実性は、金融危機により「カネの流れ」が止まったことに起因する。一方、新型コロナウイルスによる不確実性は、IMFが「大封鎖（The Great Lockdown）」と表現しているように<sup>2</sup>、感染症の拡大防止のため、「ヒトの流れ」が止まったことが主因だ。そのため、今回のパンデミックでは、前回の世界金融危機では見られなかった、不動産における3つの不確実性が顕在化する可能性がある。

第一に、「デジタル化による不確実性」である。半ば強制的に在宅勤務が実施されたことで、テレワークのメリットが認識され、今後定着していくとの見方がある<sup>3</sup>。仕事のポータルとしての役割がオフィスからタブレットやノートパソコンに移行することによって、単なるオフィス需要の減少以上のインパクトを不動産市場にもたらす恐れがある。またeコマースの拡大が加速するなど、様々なビジネス領域においてデジタルシフトがさらに進む可能性がある。

第二に、「行動変容に伴う不確実性」である。社会的隔離政策により、対面型（Face-to-Face）のサービス産業を中心に広い範囲で需要が蒸発してしまった。人の流れがコロナ前の水準に回復する期待はあるものの、With/After コロナの世界では、新たな行動様式が定着し、特に対面型サービス

<sup>1</sup> [佐久間誠, 2020]

<sup>2</sup> [IMF, 2020]

<sup>3</sup> 今後は「在宅勤務」と「オフィス勤務」を組み合わせた新たなワークスタイルが定着していく可能性があり、オフィス市況の下押し要因となる [吉田資, 2020]

業ではビジネスの在り方が変化していく可能性がある。不動産はヒトの流れや集積の度合いを一つの重要な価値評価軸としてきたが、特に都心の商業地に所在する不動産の価値は再評価を迫られるかもしれない。

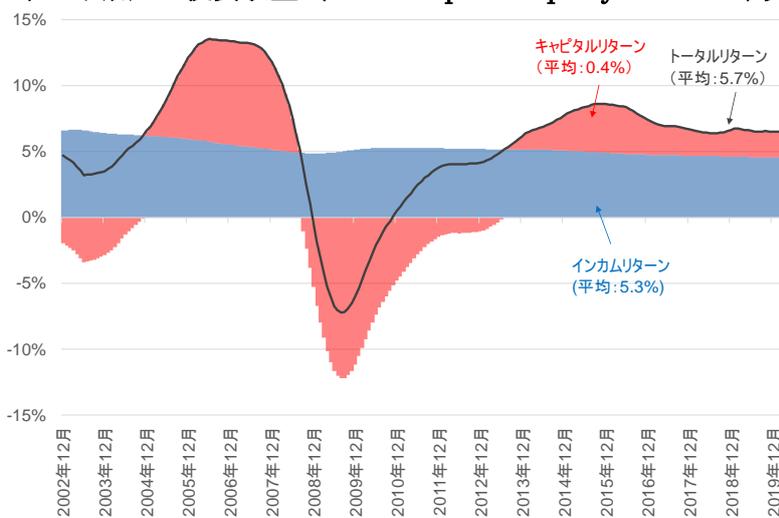
第三に、「賃貸借契約の不確実性」である。これまで賃貸借契約は原則として確実に履行され、不動産収益の安定性を担保してきた。しかし、商業施設やホテルにおける賃料の減免や引き下げ、支払い猶予など、契約に裏付けされた安定性が今後揺らいでしまう可能性もある<sup>4</sup>。

尚、現時点でこれら 3 つの不確実性の不動産市場への影響を結論付けることは難しいが、世界金融危機において見られた不動産のリスクと不確実性は、今回のパンデミックにおいて姿を変える可能性があり、留意する必要がある<sup>5</sup>。しかしながら、本稿ではこの点は考慮せず、まずは前回の世界金融危機において見られた不動産の状況を踏まえて、様々な角度から分析していきたい。

### 3. 世界金融危機における不動産のリスクと不確実性

日本の不動産においては、安定したインカムリターンが投資収益の源泉となっている。2001 年末以降の投資適格な不動産の投資収益率（年率）は、不動産価格の変動によるキャピタルリターンが 0.4%、賃貸収入を主としたインカムリターンが 5.3%、両者を合計したトータルリターンは 5.7% となる<sup>6</sup>（図表 1）。つまり、過去 20 年ほどの期間において、日本の不動産収益の大部分がインカムリターンで構成されている<sup>7</sup>。

図表 1：日本の不動産の投資収益（ARES Japan Property Index の年次リターン）



(注) 各リターンの平均は 2001 年 12 月からの幾何平均。2019 年 9 月から 2020 年 2 月は速報値  
(出所) ARES のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

<sup>4</sup> 短期の影響にとどまれば不動産価格への影響は限定的と考えられる [渡邊布味子, 2020]

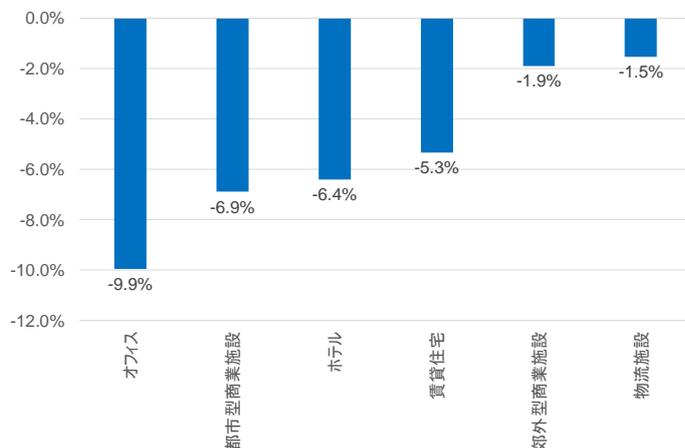
<sup>5</sup> 新型コロナウイルスによる不動産市場への 3 つの不確実性については次稿において考察する。

<sup>6</sup> ARES Japan Property Index (AJPI) をもとに算出。AJPI は、コア型の不動産ファンドが保有する国内投資不動産のパフォーマンス指数で、ユニバースにはコア型等の不動産私募ファンドと J-REIT が保有する不動産を含む。

<sup>7</sup> 本稿では、インカムリターンを重視するコア投資に焦点を当て、不動産インカムリターンのリスクと不確実性について考察している。バリューアッド・オポチュニスティック投資においては、インカムの成長性、サブマーケットや物件スペックなどのミクロな特性、売却時の流動性リスクなど、他の要素の重要性が増すことは言うまでもない。

J-REIT 各社の開示データをもとに<sup>8</sup>、インカムリターンのベースとなる賃貸収入について、世界金融危機における 2008 年下期から 2010 年下期の変化を確認すると、下落率が大きい順に、オフィス (▲9.9%) < 都市型商業施設 (▲6.9%) < ホテル (▲6.4%) < 賃貸住宅 (▲5.3%) < 郊外型商業施設 (▲1.9%) < 物流施設 (▲1.5%) となった (図表 2)。景気への連動性が高いオフィスの下落率が大きい一方、賃貸借契約期間の長い郊外型商業施設と物流施設の下落率は限定的であった。

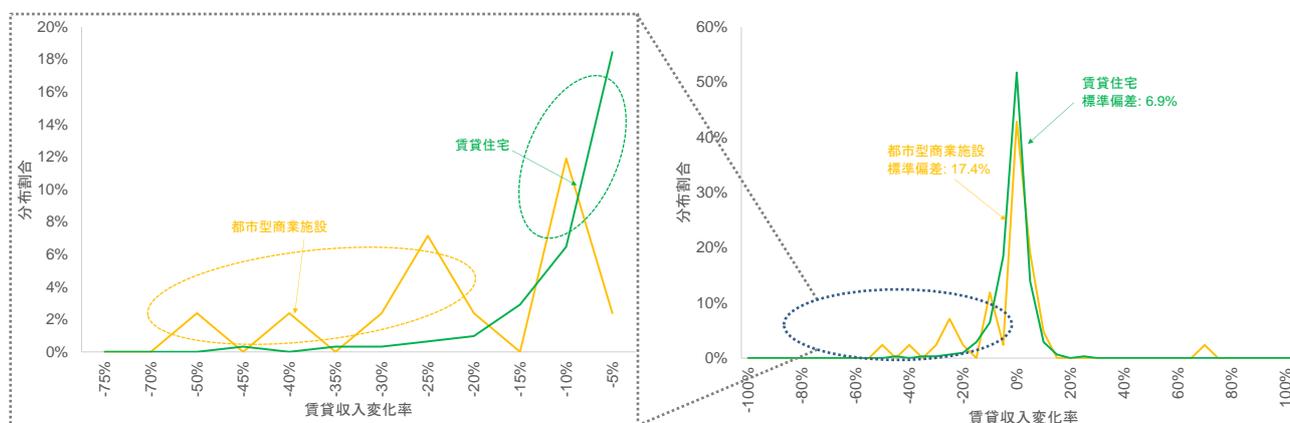
図表 2：世界金融危機における不動産セクター別の賃貸収入変化率



(注)2008 年下期から 2010 年下期への賃貸収入加重平均の変化率  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

一方、個別物件の賃貸収入変化率の分布を見ると、セクター毎の平均値からは読み取れない特徴も見られる。例えば、世界金融危機における賃貸収入変化率は都市型商業施設で▲6.9%、賃貸住宅で▲5.3%の下落と、近い水準である (図表 3)。それでは、両セクターのインカムリターンの特徴は、同様と見做せるのであろうか。両セクターの賃貸収入変化率の分布を見ると、都市型商業施設の個別物件の賃貸収入変化率のバラつき (標準偏差) は 17.4%と、賃貸住宅 (6.9%) より大きくなっていった。また、分布の裾野も都市型商業施設の方が広く、賃貸収入が大幅に減少した物件が多い。つまり、個別物件ベースで見ると、都市型商業施設の方が賃貸住宅と比べて、インカムリターンのリスクや不確実性が大きい可能性を示唆している。

図表 3：世界金融危機における都市型商業施設と賃貸住宅の賃貸収入変化率の分布

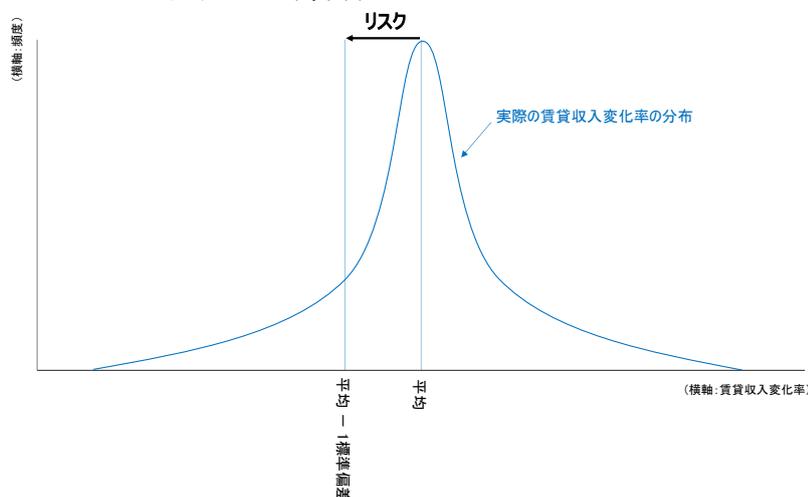


(注)2008 年下期から 2010 年下期への賃貸収入の変化率  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

<sup>8</sup> 世界金融危機時と現在では、特にホテルや物流施設において、J-REIT が保有する物件数や物件のスペック、賃貸借契約の内容などが異なる点には留意が必要である。

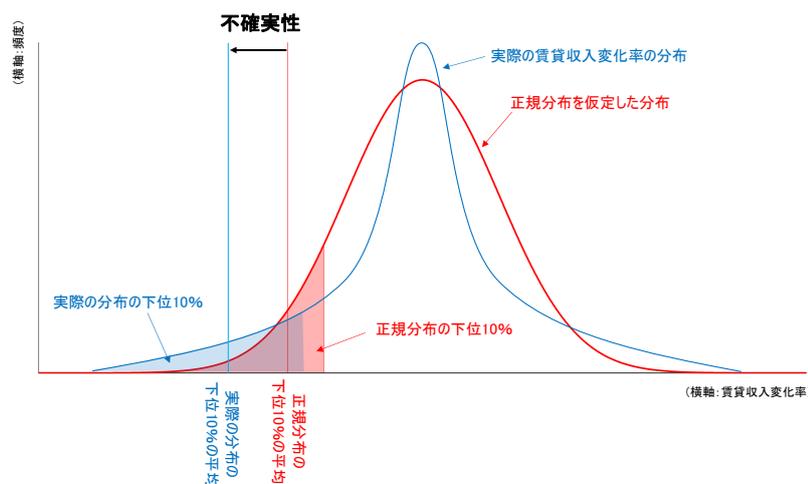
そこで、世界金融危機における賃貸収入変化率の分布の違いから、不動産セクター毎のリスクと不確実性を分析してみたい<sup>9</sup>。前稿では、米経済学者のフランク・ナイトの定義に倣い、リスクと不確実性は共に不確かな状況を指す概念ではあるが、リスクは事前に計量可能であるのに対し、不確実性は事前に計量できないと説明した<sup>10</sup>。本稿では、不動産のインカムリターンとして、個別物件毎の賃貸収入変化率の標準偏差を用いた（図表 4）。また、標準偏差では測りきれない分布の裾野の広さを不確実性とし、実際の賃貸収入変化率の下位 10%の物件の平均値と、賃貸収入変化率の平均値と標準偏差をもとに正規分布を仮定して計算した下位 10%の平均値の差分により推定した（図表 5）。これは、下位 10%の物件の損失の実績値が、統計的手法をもって推計した予想値に対して、どれほど大きかったかを計測することで、不確実性の大きさを推定していることを意味する。従って、数値自体ではなく、数値の大きさの順序に意味があることに留意が必要である。

図表 4：本分析のリスクのイメージ



(出所)ニッセイ基礎研究所作成

図表 5：本分析の不確実性のイメージ



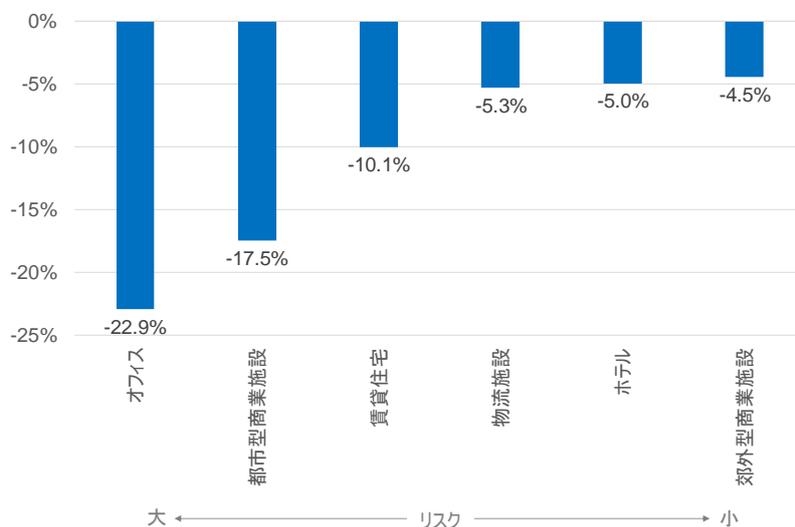
(出所)ニッセイ基礎研究所作成

<sup>9</sup> 世界金融危機における不動産セクター別の賃貸収入変化率の分布の推移は、P.8の【参考】世界金融危機におけるセクター別の賃貸収入変化率の分布の推移を参照

<sup>10</sup> リスクと不確実性の違いについては [佐久間誠, 2020] 参照

まず、世界金融危機における計量可能であるリスクとして、不動産セクター毎に賃貸収入変化率の標準偏差を見ると、リスクが大きい順に、オフィス（▲22.9%）＞都市型商業施設（▲17.5%）＞賃貸住宅（▲10.1%）＞物流施設（▲5.3%）＞ホテル（▲5.0%）＞郊外型商業施設（▲4.5%）となった（図表 6）。

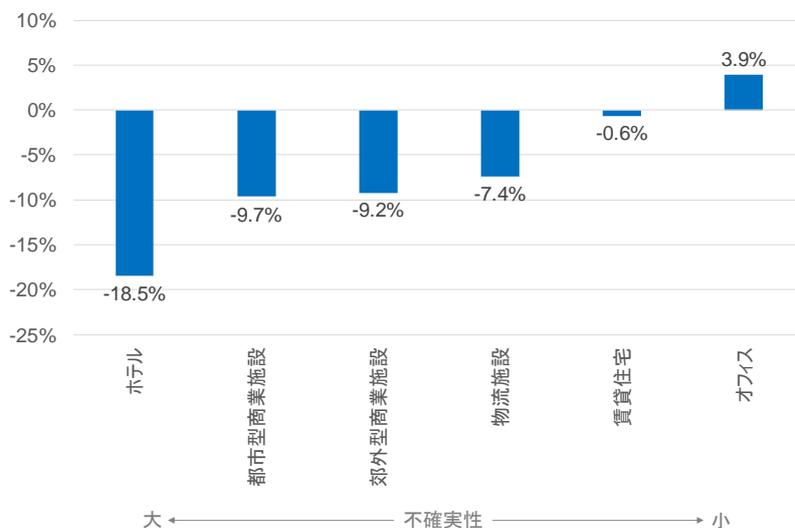
図表 6：世界金融危機における不動産セクター別のリスク



(注)2008 年上期から 2010 年下期における各半期の個別物件毎の賃貸収入変化率(前年比)の標準偏差(▲1SD)の平均  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

次に、世界金融危機における不確実性として、不動産セクター毎に実際の賃貸収入変化率の下位 10%の平均値と、賃貸収入変化率の平均値と標準偏差をもとに正規分布を仮定した場合の下位 10%の平均値の差分を見ると、不確実性が大きい順に、ホテル（▲18.5%）＞都市型商業施設（▲9.7%）＞郊外型商業施設（▲9.2%）＞物流施設（▲7.4%）＞賃貸住宅（▲0.6%）＞オフィス（+3.9%）となった（図表 7）。

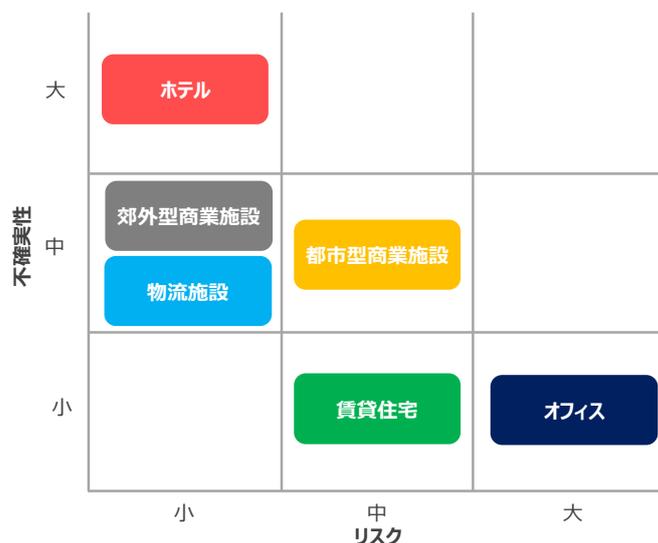
図表 7：世界金融危機における不動産セクター別の不確実性



(注)2008 年上期から 2010 年下期における各半期の実際の賃貸収入変化率の下位 10%の平均の最小値(マイナス幅の最大値)と、実際の賃貸収入変化率の平均値と標準偏差をもとに正規分布を仮定した場合の下位 10%の平均値の差分  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

以上の分析から、リスクを横軸、不確実性を縦軸に表すと、世界金融危機において示された不動産のインカムリターンリスクと不確実性は、図表 8 のように整理できる。各セクターのリスクは図表 6 において、 $\sim \blacktriangle 20\%$ を「大」、 $\blacktriangle 20\% \sim \blacktriangle 10\%$ を「中」、 $\blacktriangle 10\% \sim$ を「小」、不確実性は図表 7 において、 $\sim \blacktriangle 10\%$ を「大」、 $\blacktriangle 10\% \sim \blacktriangle 5\%$ を「中」、 $\blacktriangle 5\% \sim$ を「小」として分類している。

図表 8：世界金融危機における不動産セクター別のインカムリターンリスクと不確実性

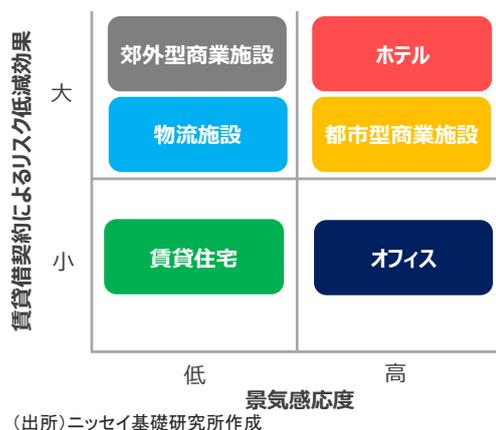


(注)リスクは図表 6 において $\sim \blacktriangle 20\%$ を「大」、 $\blacktriangle 20\% \sim \blacktriangle 10\%$ を「中」、 $\blacktriangle 10\% \sim$ を「小」、不確実性は図表 7 において $\sim \blacktriangle 10\%$ を「大」、 $\blacktriangle 10\% \sim \blacktriangle 5\%$ を「中」、 $\blacktriangle 5\% \sim$ を「小」として分類  
(出所)ニッセイ基礎研究所作成

これらのリスクと不確実性は、各セクターの景気感応度と賃貸借契約の内容によるところが大きい(図表 9)。一般に景気感応度が高いセクターとしては「ホテル・都市型商業施設・オフィス」、また低いセクターとしては「郊外型商業施設・物流施設・賃貸住宅」が挙げられる。景気感応度が高いセクターほど、本来的にはインカムリターンリスクが大きくなる。しかし、オペレーショナル・アセットであるホテルや商業施設は、長期の賃貸借契約期間に加えて、賃料固定型マスターリースや最低保証賃料などを採用することで、リスクを低減することが多い。また、物流施設は、オフィスや賃貸住宅と比較してテナント代替性に劣るため、長期の賃貸借契約を締結することでインカムリターンの安定性を確保しようとする傾向が多い<sup>11</sup>。これらのセクターでは、通常時の景気変動であれば、その影響を賃貸借契約などのスキームによって吸収することができるが、外部環境の悪化がある閾値を超えると、賃貸収入が大きく減少する可能性が高まる。つまり、ホテルや商業施設、物流施設においては、不動産の経済的なリスクを低減するために講じられる賃貸借スキームによって不動産のリスクを抑えることができるが、そのトレードオフとして外部環境の大幅な悪化等があった場合の不確実性を高めている。そのため、オフィスと賃貸住宅は、賃貸収入がアナログ(緩やかな曲線)に変化する傾向があるのに対して、ホテルや商業施設、物流施設は、賃貸収入がデジタル(段差のある非連続型)に変化する傾向がある。この不確実性の高さによって、ホテルや商業施設、物流施設の個別物件のインカムリターンを一般的な統計指標である平均や標準偏差をもとに評価すると、金融危機や景気後退における不確実性を過小評価する恐れがある。

<sup>11</sup> 例えば、都市型商業施設主体の日本リテールファンド投資法人の平均残存賃貸借期間は 5.1 年(2020 年 2 月末)、郊外型商業施設主体のケネディクス商業リート投資法人は 9.7 年(2020 年 3 月末)、物流施設の日本プロロジスリート投資法人で 7.1 年(2019 年 11 月末)と、一般的な賃貸住宅の賃貸借期間である 2 年と比較して長い。

図表 9：不動産セクター別の景気感応度・賃貸借契約による分類



#### 4. おわりに

本稿では、世界金融危機を振り返ることで、不動産セクター別のリスクと不確実性について考察し、それらは景気感応度や賃貸借契約の内容によるところが大きいとした。

また、冒頭で述べたように、新型コロナウイルスのパンデミックにおいては、世界金融危機では見られなかった3つの不確実性が顕在化する可能性がある。「デジタル化による不確実性」は短期的に顕在化する恐れは限定的だが、中長期的には不動産市場に Amazon Effect (アマゾン効果) をもたらすかもしれない。次に、「行動変容に伴う不確実性」では、少なくとも短期的には、社会的隔離政策がテナントの売上を直撃しているホテルや都心型商業施設において、インカムリターンが最も大きく減少する見通しである。また郊外型商業施設においても、裁量的消費や対面型サービス業の比重の高い物件では、賃貸収入が減少する懸念が強い。最後に、「賃貸借契約による不確実性」が顕在化すれば、多くの不動産セクターで不動産の価値の再評価が必要となるかもしれない。ただし、このような3つの不確実性に留意は必要であるとは言え、「歴史は繰り返さないが、しばしば韻を踏む」という言葉が示すように、前回の世界金融危機から学び、今回の危機や今後の不確実性に備えることはできるのではないだろうか。

#### 参考文献

IMF. (2020). World Economic Outlook, April 2020 : The Great Lockdown. 2020/4/14.

吉田資. (2020). 「東京都心部Aクラスビル市場」の現況と見通し～新型コロナウイルスの感染拡大を踏まえて見通しを改定、不動産投資レポート、2020年5月27日. 参照先: ニッセイ基礎研究所: <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64535?site=nli>

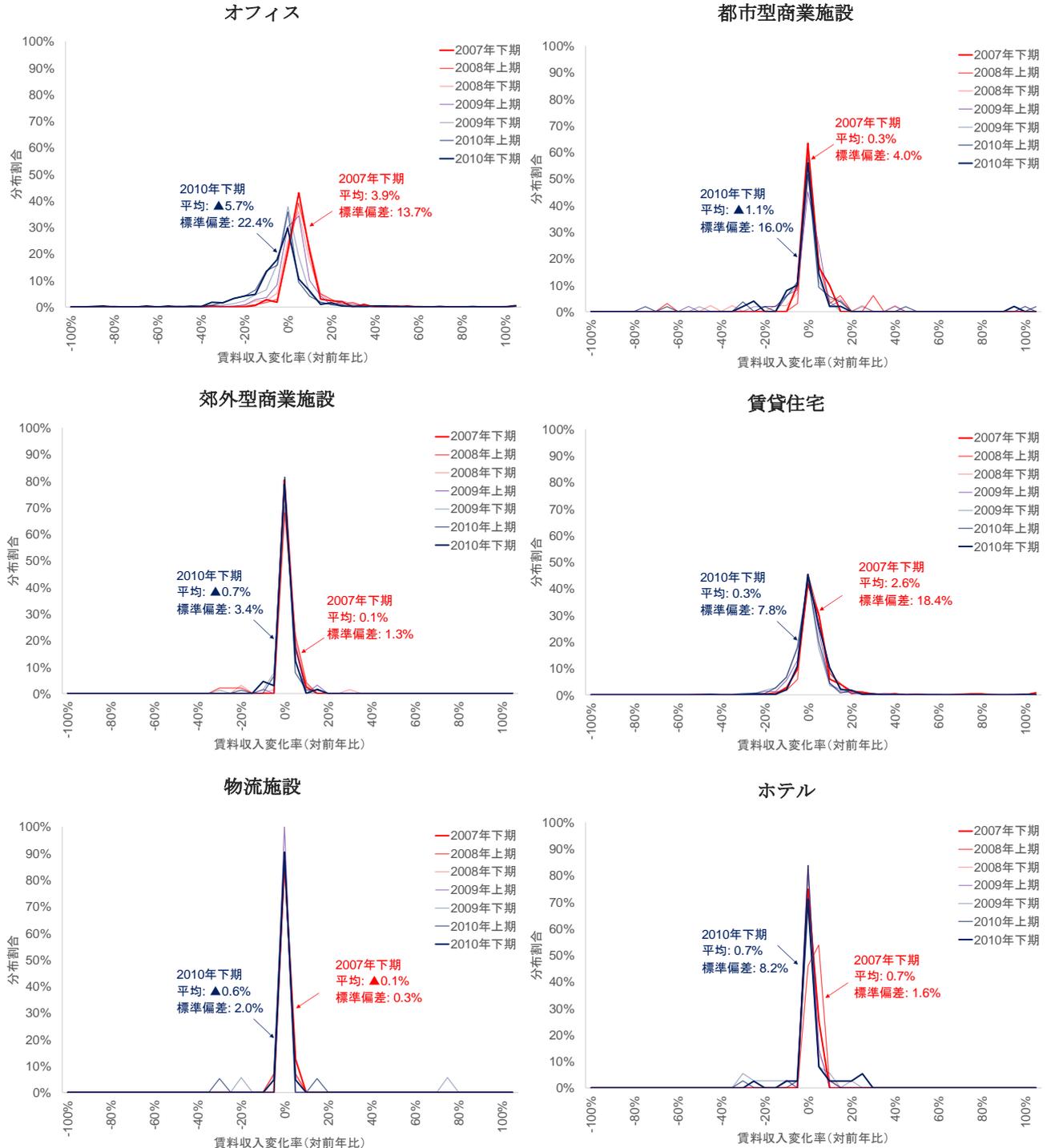
佐久間誠. (2020). 不確実性の高まる世界において。不動産投資を再考する(1)－新型コロナウイルス出現は必然か? 感染拡大により顕在化した不確実性、不動産投資レポート、2020年5月28日. 参照先: ニッセイ基礎研究所: <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64554?site=nli>

渡邊布味子. (2020). コロナ禍の下にある不動産、家賃モラトリアムのリスクを考える－コロナ禍が理由の家賃の延滞では契約解除が困難に、研究員の眼、2020年5月22日. 参照先: ニッセイ基礎研究所: <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64515?site=nli>

**【参考】世界金融危機における不動産セクター別の賃貸収入変化率の分布の推移**

J-REIT 各社の開示データをもとに不動産セクター別に見た、個別物件の賃貸収入変化率の分布は図表 10 の通り。

**図表 10 : 不動産セクター別の賃貸収入変化率の分布**



(注) 平均は単純平均。賃貸住宅の 2007 年下期は稼働率向上により大幅に賃貸収入が上昇した物件の影響で平均、標準偏差が上振れている  
 (出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。