

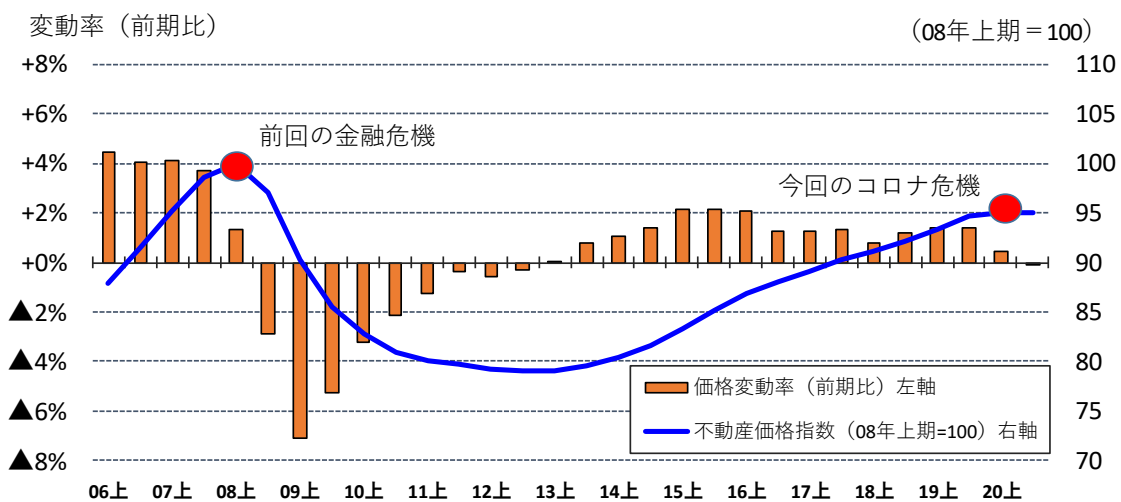
(不動産投資)：Jリート保有物件の価格はコロナ禍でも下落せず

2008年の金融危機時と異なり、今回のコロナ禍ではJリート保有物件の価格は下落せず、売買市場においても高値で売却できている。しかし、不動産賃貸市場の不確実性は高く、今後は不動産キャッシュフローの減少圧力に留意する必要がある。

2008年の金融危機と今回のコロナ危機によるJリート（不動産投資信託）市場への影響を比較した場合、相違点の1つに不動産価格の変動が挙げられる。前回の金融危機では、Jリート保有物件の価格が長期にわたり下落した一方で、今回は概ね横ばいで推移している。

図表1は、Jリート保有物件を対象に半年ごとに開示される鑑定評価額の変動率（前期比）を集計し、指数化（2008年上期=100）したグラフである。前回、2008年上期（1-6月期）にピークを付けた不動産価格は翌下期に▲2.9%下落し、その後5年間で累計▲20%を超える下落率を記録した。これに対して、今回はホテルセクターを除いて不動産価格は落ち着いた動きを示しており、Jリート全体で2020年上期が前期比+0.4%、2020年下期が前期比±0.0%となっている。

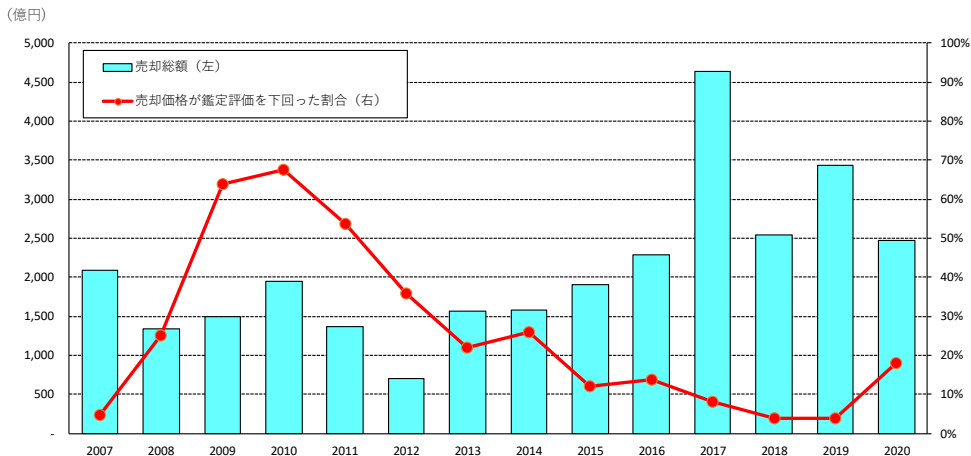
図表1： Jリート保有物件の価格推移（2008年上期=100）



(開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成)

さらに、前回は金融危機の深刻化によって売買市場の流動性が一時枯渇する事態に陥った。借入金のリファイナンスに窮した一部のJリートは希望価格での物件売却が困難となり、鑑定評価を下回る価格での売却を余儀なくされた。

これまでのJリートの売却事例を対象に、売却価格が鑑定評価を下回った取引（ディスカウント取引）の割合をみると、ディスカウント取引は2008年下期から増加し、その後は価格の先安観も相まって、2009年から2011年にかけて半数以上がディスカウント取引となった。（図表2）。これに対して、2020年のディスカウント取引の割合は18%であった。前年より増加したものの売却価格は鑑定評価を平均4.5%上回っており、高値での売却を実現できている。

図表 2： 売却価格が鑑定評価を下回った割合（Jリークの売却事例を対象）


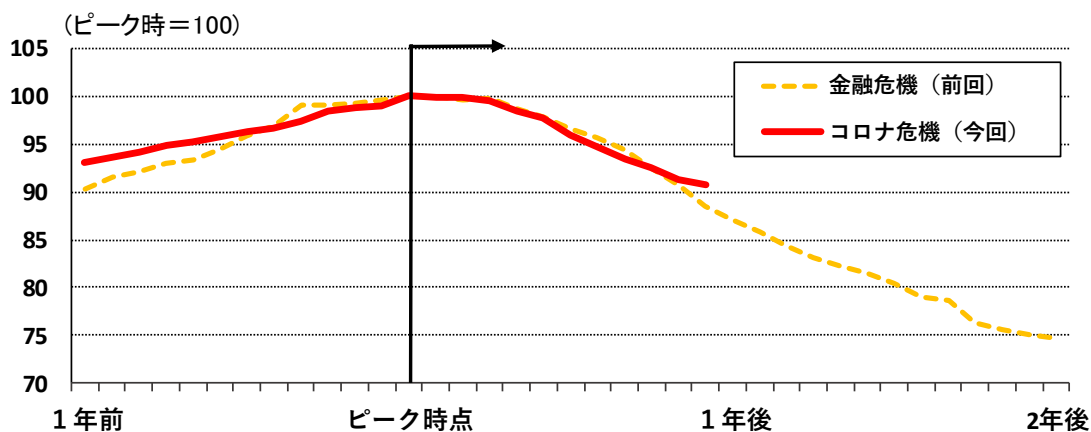
(注)発表日ベース。ポートフォリオ取引（個別の売却価格が非開示）については1件として集計

(開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成)

前回は金融ショックを発端に経済ショックの連鎖を招いた。しかし、今回は各国の果敢な財政拡大と金融緩和が経済悪化の痛みを和らげるとともに、金融ショックの連鎖を食い止めることに成功した。この結果、昨年3月に大幅下落となった東証 REIT 指数は不動産価格の下落リスクの後退とともに上昇し、NAV 倍率（株式の PBR に相当）で1倍を超える水準を回復している。

一方で、人々の移動制限や経済悪化を受けて不動産賃貸市場は調整色を強めている。東京のオフィス市況を確認すると、都心5区に所在するオフィスの稼働率（稼働率×募集賃料）は、前回の金融危機と同程度のスピードで悪化しており、2020年4月をピークに3月時点で約9%低下している（図表3）。

世界的な過剰流動性を背景に投資家の不動産投資意欲が強く、現在のところ不動産価格は高値を維持している。しかし、賃貸市場の不確実性は依然として高く、今後は不動産キャッシュフローの潜在的な減少圧力に十分留意する必要があるようだ。

**図表 3： 東京都心5区のオフィス市況：稼働率×募集賃料（ピーク時点=100）
（金融危機とコロナ危機の比較）**


(注)ピーク時点：金融危機時は2008年5月、コロナ危機時は2020年4月

(三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成)

(岩佐 浩人)