

### コロナ禍における不動産投資環境

新型コロナの影響を受けて国内外の上場REITは2020年に入り大きく下落しました。一方で鑑定価額を基に基準価格が算定される私募不動産ファンドには今のところ上場REITほどの影響は見られません。多くの私募不動産ファンドがリファイナンスに苦しんだ世界金融危機当時と比較して、不動産投資市場の現状について考えてみたいと思います。

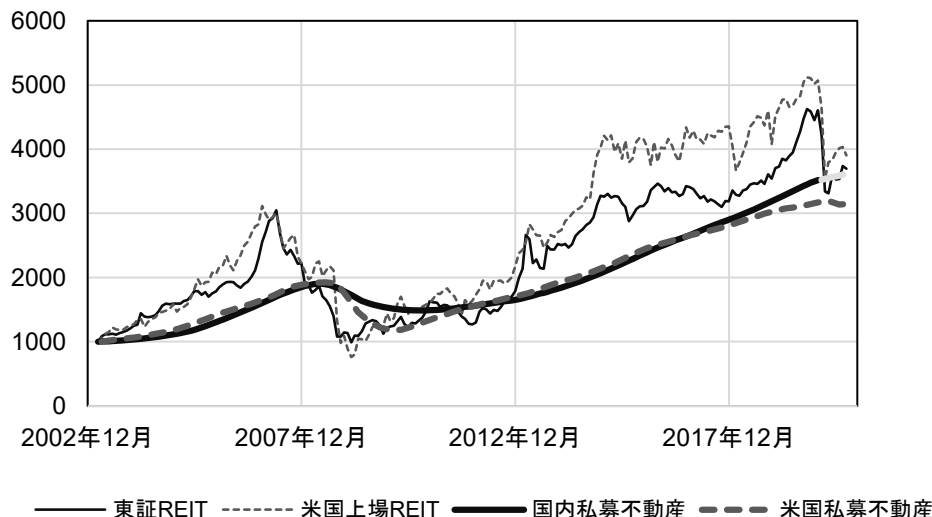
#### 世界金融危機における不動産ファンド

図表1に日米両市場における2002年12月以降の上場REITと私募不動産ファンドのパフォーマンスを示します。世界金融危機の際は2007年から上場REIT市場に割高感があり、下落に転じていましたが、リーマン・ショックがさらにその下

落を加速させたことが伺えます。一方で私募不動産ファンド市場は上場REIT市場に1年半ほど遅延する形で下落していました。

両者とも実物不動産の実勢価格が裏付けとなるので、長期的に両者の水準は収れんするはずですが、上場REITが将来の収益予想の低

図表1 ITバブル崩壊以降の不動産投資のパフォーマンス



(注1) 東証REIT及び米国上場REIT (FTSE EPRA NAREIT 米国)は配当込み指数 (USドルベース)、国内私募不動産はARES-AJFI指数、米国不動産はNCREIF-ODCE指数 (いずれも円ベース)を示す。

(注2) 私募不動産は私募REITを含む私募不動産ファンドの推移

(注3) 2020年2月以降の国内私募不動産の淡色部分は鑑定価額が揃っていない暫定値であることを示す。

(出所) ARES及びNCREIFより、野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

下やクレジット・スプレッドの拡大を見込んで急激に変化するのに対して、私募不動産ファンドは基準価格の変化が年に数回の鑑定評価時に限定され、その変化も上場REITの市場価格ほど激しくは変化しません。今後私募不動産ファンドが遅行して下落する可能性はあるのでしょうか。また、世界金融危機は、その後の不動産市場の回復を見ると絶好の買い場であったことが伺えます。今回もそのような買い場が訪れるのでしょうか。

### コロナ禍における不動産ファンド

世界金融危機の際には、その1年ほど前から日米ともに上場REITの価格は下落に転じており、上場REITの投資家は不動産市場に割高感を持っていたことが伺えます。その状況でサブプライム・ローン問題を契機とする世界金融危機が起こり、高いレバレッジを掛けていた投資案件が破綻し、流動性を失った市場にそれらの物件が放出される例も見られました。そのような取引事例もあって私募不動産ファンドのインデックスも大幅に低下しました。

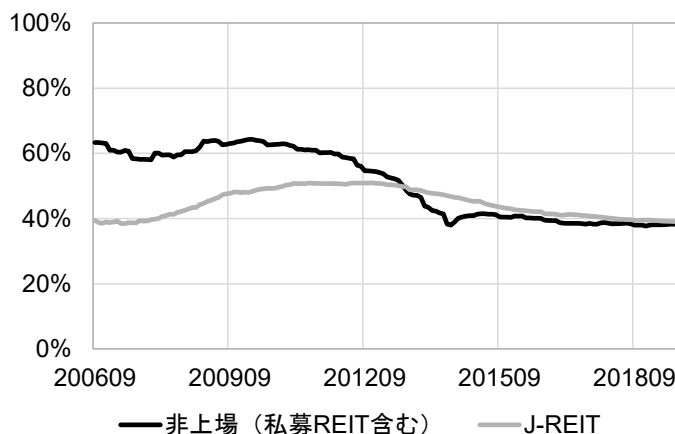
それに対して今回は新型コロナウイルス感染流行直前まで日米とも上場REIT市場は上昇を続けていました。ただし、米国の私募不動産ファンドは2016年ごろから米国金利の先高観もあってその伸びが鈍化していました。上場REITは株式相場との相関が高いために好調な株式相場に引きずられていたものの、米国私募不動産ファンドは利回りから見た割高感が懸念されていたのかもしれませんが。コロナ禍により2020年4～6月のパフォーマンスはマイナスに転じました。ただし、金利が急低下したこともあって、7～9月のパフォーマンスはプラスに転じています。

一方、国内の私募不動産ファンドにはコロナ禍が顕在化した時点で大きな下げは見られません。米国の私募不動産ファンドが四半期ごとに基準価格を公表するのに対し、日本の私募不動産ファンドの多くは基準価格の公表が半年ごとであり、

価格の更新が遅れる傾向にありますが、2020年11月時点でも大きな基準価額の低下は見られません。米国と異なり長期間低金利が続いている状況で、他に投資先がないこともあり、不動産への資金流入は続いているようです。

また、世界金融危機の経験を踏まえて、現在過度なレバレッジを掛けたファンドは少なくなっています(図表2)。リファイナンスの失敗から破綻する投資案件は世界金融危機の時ほど多くはありません。コロナ禍に対応するための大規模な金融緩和政策も支えとなっています。世界金融危機のような混乱は起きにくくなっていると考えられます。

図表2 国内不動産ファンドのLTVの推移



(出所) ARES より、野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### セクター間のパフォーマンス格差

もともと、今回のコロナ禍により不動産投資市場が全く影響を受けていないわけではありません。数年前からEコマースの普及により、物流施設の上昇と商業施設の下落が続いていましたが、コロナ禍はその流れを加速させました(図表3)。3月の上場REITの下落時には両者の間に大きな格差が生じています。ただし、その後のリバウンドに関しては両者の間に大きな格差は見られないことから、市場はこの流れにも先が見えてきたと感じているのかもしれませんが。

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

一方で、4月以降の回復局面で出遅れているのがオフィスです。オフィスは商業施設のように目先の需要が急激に衰えるという予想は今のところあまり聞きません。それでもリモートワークの急速な普及から、従来型のワークスタイルが今後も続くのか、オフィス需要は維持されるのか、市場は今も迷っている様子が伺えます。

### 新たな投資需要への対応

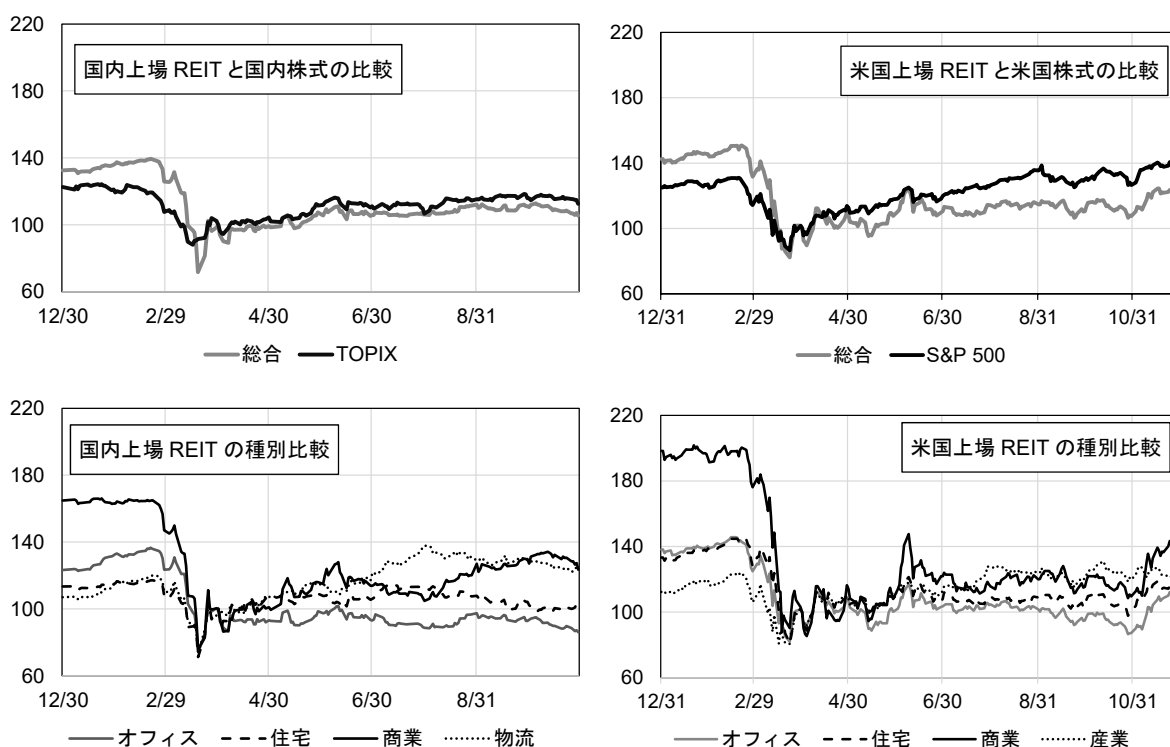
今後のオフィス需要は多様化するであろうことは、多くの不動産関係者が予想しています。需要の多様化に伴い新たな投資機会が増える可能性もあるかもしれません。しかしながら現在国内年金基金が投資している不動産ファンドに含まれるオフィス物件の多くは、コロナ禍以前の需要に基づく旧来型のオフィスでしょう。さらに新たなオフィス需要がどのようなスタイルになるかにつ

いて、現在様々な可能性が予想されていますが、まだ明確なビジネス・モデルが描けている状況にはありません。

今後不動産市場に現れる新たな投資セクターは確かに大きな収益チャンスを提供してくれる可能性があります。ただしその運営ノウハウ確立にはまだ時間がかかりそうですし、リスク・リターン特性も現在のところ推定が困難な状況です。

株式・債券と異なり、入れ替えにコストと時間を要する不動産投資において、新たなオフィス投資スタイルへの移行が円滑に進むか、市場は判断しかねている状況なのかもしれません。今後多様化する新たなオフィス需要スタイルが確立されるに従い、それぞれの需要に応じた物件への評価が固まっていくことでしょう。上場REITの種別動向には引き続き注視していきたいと思えます。

図表3 コロナ禍における上場REIT市場の推移とセクター間格差



(注1) 2020年3月末を100とし、国内は10月末まで、米国は11月までを示す。

(注2) 国内REITは円ベース、米国REITはUSドルベース

(出所) 東京証券取引所、三井住友トラスト基礎研究所、S&P及びFTSEより、野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

**1月12日(火)**

発行予定です。

## 《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

## 《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

## 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。