

# 新型コロナウイルスの影響下における不動産市場 ディフェンシブ性に注目される住宅アセット

## はじめに

2019年に中国の武漢を端として発生した新型コロナウイルスは瞬く間に世界に拡散し、現在も猛威を振るっている。日本でも2020年4月7日に緊急事態宣言が発出、5月19日時点では東京都など8都道府県が宣言下にあり、依然として終息の道筋が立っていない状況である。

こうした中で懸念される、新型コロナウイルスの不動産市況への影響は、当然、ホテルや商業では影響が大きくなるが、住宅は比較的影響が限定的なアセットであると考えられる。本稿では住宅アセットへの影響について、首都圏の賃貸住宅を例に検証を行う。

## ◆2008年リーマンショック時における鑑定評価額と取引価格

今回は世界的な金融危機を引き起こした2008年9月のリーマンショック後の不動産市況の変化を参照する。【図1】で旧ニューシティレジデンス投資法人が2008年9月の資金調達時に売却した3物件の直近の鑑定評価額と取引価格を比較した。リーマンショック時は日銀短観の不動産業への貸出態度DIが▲16ポイントと金融機関の融資

が停滞し、ニューシティレジデンス投資法人は同年9月末に返済期限を迎えていた125億円の借入金のリファイナンスができなかったため、3物件を売却した経緯がある。このような金融環境下での売却事例は、鑑定評価額と取引価格との価格差▲17%、利回り差は平均0.9%となっていた。

## ◆2020年コロナ影響下での賃貸住宅の購入シミュレーション

次に、横浜市に所在する賃貸住宅をモデル物件として2020年5月時点を想定した購入シミュレーションを行った。

物件の立地は、駅徒歩10分以内の横浜市中心部、築10年未満、1LDK中心で全200戸、平均54㎡月額賃料15万円、稼働率は95%とした。昨今の金融市場等を考慮し、LTVは50%（アモチゼーションの設定無し）、金利は1.5%、借入期間は5年と設定した。

【図2】より、モデル物件での物件収支は、ネットキャッシュフローを年間約2.8億円とし、期中は【図3】からも横浜市内は人口の社会動向が良好で安定した賃貸需要が期待できることから横ばいとした。6年目の売却価格はモデル物件での

【図1】旧ニューシティレジデンス投資法人の売却事例（2008年9月時点）

物件名称	取引時点	築年	取引価格	鑑定評価額	取引時NCF 利回り	鑑定NCF 利回り	利回り差
ニューシティレジデンス 横浜イースト	2008年9月	2003年3月	5,840,000千円	7,153,000千円	6.0%	4.9%	1.1%
ニューシティレジデンス 戸越銀座	2008年9月	2006年5月	1,800,000千円	2,060,000千円	5.5%	4.8%	0.7%
ニューシティレジデンス 南麻布イースト	2008年9月	2004年7月	1,150,000千円	1,367,000千円	5.5%	4.6%	0.9%
						平均	0.9%

キャッシュフローの安定性と不確実性を考慮して最終還元利回り 4.7%とし 59.6 億円で売却することとする。取得経費考慮後の自己資本 IRR は投資家が期待するエクイティリターン 6%とし、この条件を満たす物件の購入価格は 60.4 億円、取得時利回りは 4.64%となる。最近の取引利回りと比較しても概ね妥当な水準であり、リーマン時とは影響が異なると考えられる。

◆ディフェンシブアセットとしての住宅の今後

モデル物件での試算のように、首都圏の築浅のファミリー向け賃貸住宅は収益の大幅な変動が少

なく、ディフェンシブアセットとして認識される。流動性に関しては 3 月 19 日に J-REIT の投資口価格が大きく低下し、賃貸住宅の NAV 倍率は 0.71 となったが、その後 4 月末では 1.06 まで回復し、新規物件取得ができる投資環境に戻っている (NAV 倍率は弊社調べ)。

しかし、賃貸住宅が全て同様ではなく、人口の流入及び流出などの地域性、不動産の立地や築年等の個別性の要因により、優劣が顕在化していくと考えられ、物件選定に際しては、より精緻なデューデリジェンスが求められるだろう。

【図 2】モデル物件でのキャッシュフロー (2020 年 5 月時点)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目
借入金返済前ネットキャッシュフロー	280,000,000	280,000,000	280,000,000	280,000,000	280,000,000	280,000,000
年間借入金返済額	45,300,000	45,300,000	45,300,000	45,300,000	45,300,000	45,300,000
金利	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
DSCR	6.18	6.18	6.18	6.18	6.18	6.18
借入金返済後ネットキャッシュフロー (NCF)	234,700,000	234,700,000	234,700,000	234,700,000	234,700,000	234,700,000
自己資本利回り	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
自己資本IRR (取得経費考慮後)	6.0%					

復帰価格の計算	
分析期間	5年間
6年目NCF	280,000,000
最終還元利回り	4.7%
売却金額	5,960,000,000
売却手数料	178,800,000
売却収入	4,660,000,000
借入金残高	3,020,000,000
借入金返済後売却収入 (自己資本への帰属分)	1,640,000,000

初期自己資本投資額の計算	
購入価格	6,280,000,000円
うち不動産価格	6,040,000,000円
うち取得経費相当額 (不動産取得税等)	240,000,000円
借入金額	3,020,000,000円
自己資本投資額	3,020,000,000円
LTV	50%

【図 3】横浜市の人口転入及び転出、超過数

