

## Daily PPI から読み解く 2020 年 3 月の不動産価格の変動－Covid-19 の影響－

2020 年 5 月 12 日

## 株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第1部／新規事業開発部 主任研究員 菅田 修

(E-mail: [sugata@smtri.jp](mailto:sugata@smtri.jp))

- 不動産価格は、旺盛な投資需要に支えられ、2020 年に入っても、高騰局面が継続していた。
- 2020 年 3 月は、Covid-19 の感染拡大を受け、金融市場が大きく変動する中、東証 REIT 指数(配当なし)は日経平均株価よりも大きな落ち込みを記録した。
- 不動産は、金融市場のダウンサイド時には流動性が低下する傾向にあることから、不動産価格をリアルタイムで観測することは極めて困難である。
- そこで、三井住友トラスト基礎研究所は、J-REIT の投資口価格を用いた新しい日次の不動産価格指数(Daily PPI)を開発した。
- Daily PPI は、日経平均株価や東証 REIT 指数(配当なし)などと同様に、2 月 20 日以降、大きな落ち込みを観測していたが、その変動幅は、東証 REIT 指数(配当なし)との類似よりも、日経平均株価と似た動きとなっていた。
- プロパティタイプ別でみると、ディフェンシブアセットと言われる住宅(主要 5 区)と物流施設(1 都 3 県)の二つのプロパティタイプは、2 月初めと比較して 3 月末時点の Daily PPI は下落しているものの、他プロパティタイプよりも下落幅は小幅にとどまっている。
- 一番下落幅が大きいプロパティタイプはホテル(東京 23 区)だった。ただし、ホテルについては、2020 年の年明け時点で既に下落トレンドに入っており、下落幅が大きいのは他の下落要因に Covid-19 の影響が重なったためと見ている。
- 現在の価格動向は、NOI の下落等を期待値として織り込んでいるものだが、今後は実績値として NOI が下落する物件も増加が見込まれる。そのため、2020 年 4 月以降の不動産価格動向については、タイムリーかつ高頻度に状況を把握できる Daily PPI をより一層、注視していくことが必要である。

## 《Daily PPI の入手方法》

Daily PPI とは、株式会社三井住友トラスト基礎研究所が、東京大学 空間情報科学研究センター 不動産情報科学研究部門(清水千弘特任教授)の監修のもと、東京海上アセットマネジメント株式会社と Prop Tech plus 株式会社との共同研究により開発した日次不動産価格指数です。時系列データは、以下の公式サイトにて提供しております(ご利用には利用契約の締結が必要です)。

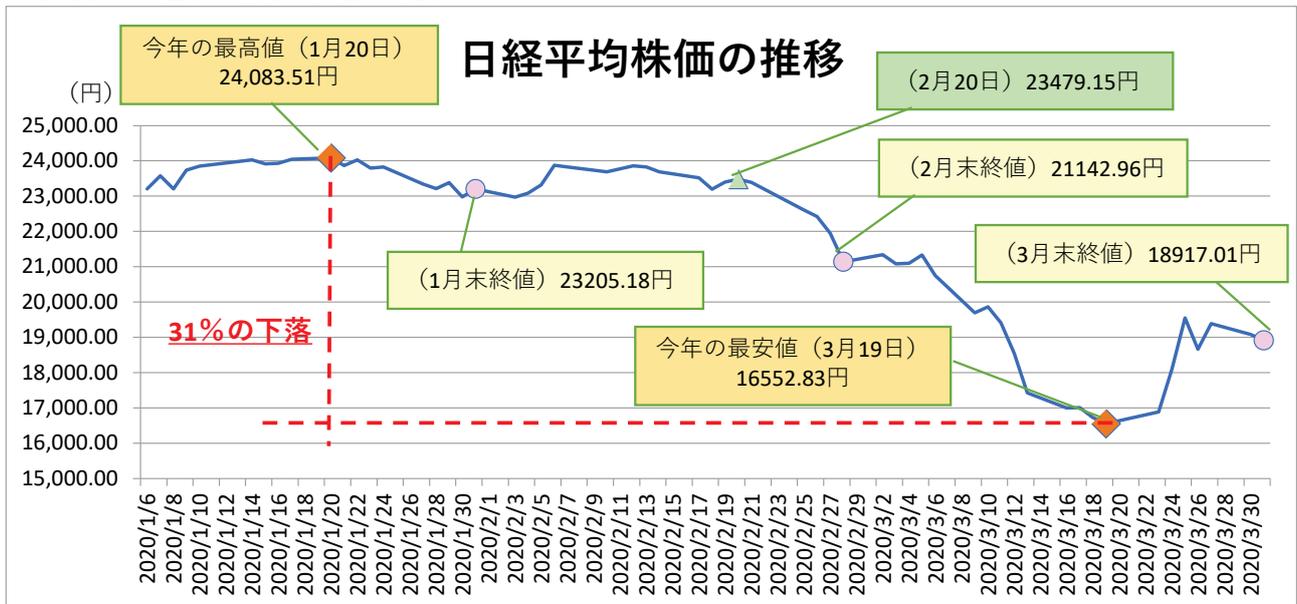
Daily PPI 公式サイト「 <https://daily-ppi.japan-reit.com> 」

## ■不動産価格高騰局面に訪れた Covid-19 の感染拡大に伴う金融市場の変調

不動産価格はここ数年、価格高騰局面が継続していた。賃料の上昇が既に織り込まれていてキャピタルゲインが見込みにくい価格高騰局面においては、本来であれば、売り手と買い手の価格目線が合わずに取引が成立しにくくなり、流動性の低下から徐々に価格下落局面へとシフトしていくと考えられる。しかし、リーマンショック以降、分散投資の観点から、不動産をはじめとするオルタナティブ投資への資金流入量が増加し、不動産においても Dry powder (未実行の投資できる資金) が積みあがるほど、投資需要が旺盛な局面にあった。この旺盛な不動産投資需要が、不動産の価格高騰を下支えしていた。

このような不動産価格高騰局面の中、Covid-19 の感染拡大によって、金融市場および実体経済に大きな変化が生じた。世界各国でのロックダウンなど、経済活動が自粛される中で、2020年3月は各国の株価指数が大きく変動していた。日経平均株価は、2月20日以降、下落トレンドで推移し、3月19日には1月20日の今年の最高値から31%の下落となる16,552.83円にまで落ち込んだ。その後、3月末に向けてやや持ち直したが、2月20日頃まで23,000~24,000円で推移してきたことと比較すると、3月末時点の水準は、それより20%ほど低い。

図表1. 日経平均株価(終値)の推移



出所) Bloomberg のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## ■日本の不動産市場においても Covid-19 の影響が懸念される状況に

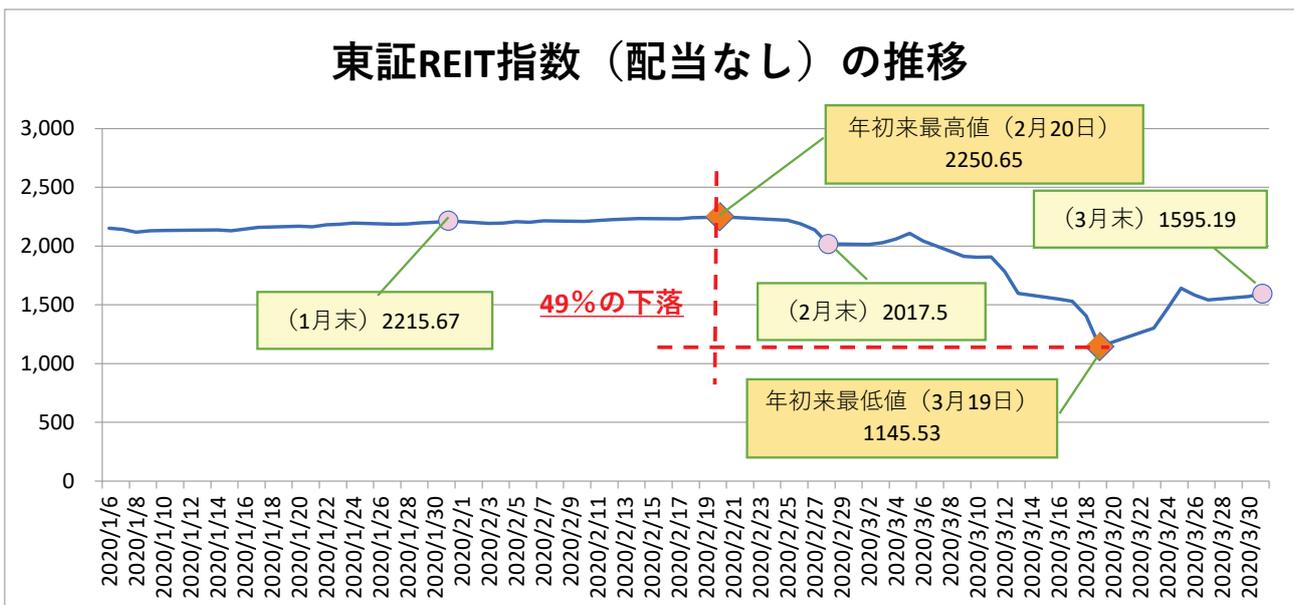
不動産市場においても、特に訪日外国人数や国内旅行者・出張者の激減によって宿泊需要が大きく落ち込んだホテルや、外出自粛に伴う高額商品を中心とした消費（飲食も含む）の縮小の影響を受ける都市型商業施設の稼働・業績の落ち込みが懸念されている。

しかし、不動産市場においては、取引される頻度が金融資産と比べると極めて少なく、足元の価格動向を把握するのに時間を要する。その上、足元のような金融市場の下げ局面においては、不動産物件の投げ売りが生じない限り、取引は成立しにくく、流動性が低下する傾向がある。そのため、即時性の高い不動産関連の代替指標として、J-REIT の投資口価格の推移を参考にするケースも多い。

J-REIT 全体の投資口価格の動向を東証 REIT 指数（配当なし）でみると、2020 年の年明け以降も緩やかな上昇トレンドで推移し、2 月 20 日に今年の最高値を記録している。その日を境に日経平均とともども下落に転じ、両者は共に 3 月 19 日に一旦の底値を付けた。但し、両者の推移を詳細に比較すると、日経平均株価は東証 REIT 指数（配当なし）より一足早く 1 月 20 日に年初来の最高値を付け、その後は概ね横ばい推移に留まっていた。そのため、今年の最高値から底値までの下落幅は、日経平均株価の 31% に対し、2 月 20 日まで上昇し続けていた東証 REIT 指数（配当なし）は 49% もの大幅なものとなった。その後、日経平均株価と同様に東証 REIT 指数（配当なし）も 3 月末に向けて持ち直して推移したが、3 月末の時点でも最高値と比べると、なお約 30% 下落している。

また、東証 REIT 指数（配当なし）は、構成銘柄の J-REIT が借入れによるレバレッジをかけている金融商品であり、不動産価格そのものの推移とは異なる側面を持っている。今回の下落局面では、不動産関連商品の中では最も流動性の高い商品でありながら、そうしたレバレッジのかかった金融商品としての性格も相まって、大幅な価格下落が生じたと見ている。こうした状況を鑑みれば、東証 REIT 指数（配当なし）に代わる即時性の高い「不動産価格」の推移を把握する指標の必要性を再確認できるであろう。

図表 2. 東証 REIT 指数（配当なし）の推移



出所) Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## ■観測しにくい不動産価格の変化を日次で捉えられる Daily PPI の特徴

不動産価格については、公示地価や不動産価格指数など、既にいくつかのインデックスが公表されている。インデックスは、市場の状態を正確に反映しつつ、発表までのタイムラグが短いものが望ましいとされているが、これまでの不動産価格に関するインデックスは、公表頻度や鑑定評価誤差などいくつかの問題点が指摘されており、事後的に大きなトレンドを概観するには今後も有用なツールとなり得るが、今回の経済活動が急速に停滞した状況をタイムリーに概観するには、適切なツールとは言えない。

そこで、株式会社三井住友トラスト基礎研究所は、東京大学 空間情報科学研究センター 不動産情報科学研究部門(清水千弘特任教授)の監修のもと、東京海上アセットマネジメント株式会社と Prop Tech plus 株式会社との共同研究によって、新しい日次の不動産価格指数(Daily PPI)を開発し、インデックスの提供サービスを2020年4月分より開始した。

Daily PPI は、図表3の通り、まず、J-REIT 投資口価格で純資産の時価総額を求めつつ、更にバランスシート全体を評価することにより、資産サイドの保有不動産の時価総額を算出する。これを各物件価格に配賦した上で、統計的な手法(ヘドニックアプローチ)を用いて標準化し、実物不動産の価格を指数化している。東証 REIT 指数と同じ J-REIT 投資口価格を活用しつつも、レバレッジの効いた金融商品とは異なり、実物不動産の価格指数となっている。これにより、もっとも効率的な市場の一つと言われる上場金融市場の情報に基づいて、タイムリーかつ高頻度に不動産価格の動向を把握することが可能となった。また、日次データで算出されるため、株式や債券といった他資産との比較も可能となり、オルタナティブ資産(不動産)を含めた統合的なリスク管理やアセットアロケーション戦略を構築していく一助にもなるものと期待される。

図表3. Daily PPI の算出方法(概念図)



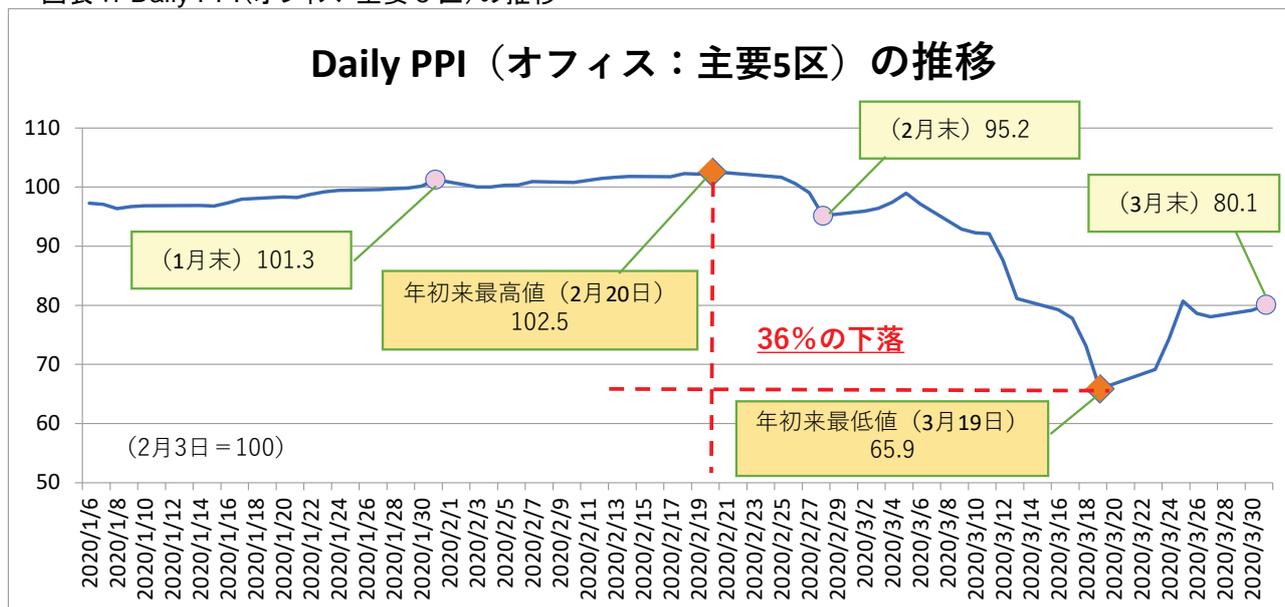
出所) Daily PPI 関連資料

## ■Daily PPI から読み解く2020年3月の不動産価格動向

図表4に示すグラフは、2020年2月3日(月初)を100とした、2020年1月～3月のDaily PPI(オフィス・主要5区)の推移である。

これを見ると、前述の日経平均株価や東証REIT指数(配当なし)と同様に、オフィスビル(主要5区)についても2月20日からの一ヶ月間に大きく下落している。3月末までのDaily PPIで、年初来の最低値となった3月19日までの下落幅は36%となり、同期間に49%下落した東証REIT指数(配当なし)よりも、31%の下落だった日経平均株価に近い推移となった。その後、3月末にかけて、約22%上昇し、2月頭と比べると、3月末のDaily PPI(オフィス・主要5区)は、約20%の下落となった。

図表4. Daily PPI(オフィス・主要5区)の推移



出所)Daily PPI 公式データより三井住友トラスト基礎研究所作成

注)主要5区とは、「千代田,中央区,港区,新宿区,渋谷区」のこと。

※「Daily Property Price Index(日次不動産価格指数)」は、三井住友トラスト基礎研究所、東京海上アセットマネジメント、Prop Tech plusの3社の共同開発プロジェクトによって算出された指数です。

次に、Daily PPI をプロパティタイプ別に比較したのが、図表5である。

上記グラフ同様、いずれも2020年2月3日(月初)を100とした数値であるが、2020年1月～3月の間における下落幅は、ホテル(東京23区)が一番大きい。

その一方で、キャピタルゲインは狙いにくいものの、NOIが安定していることが投資家に好感されている住宅(主要5区)と物流施設(1都3県)の下落幅は、他プロパティタイプよりも小さく、価格高騰局面から価格下落局面へとシフトしたと想定される足元の不動産市場において、ディフェンシブアセットとしての本領が発揮されている動向が観測されている。住宅(主要5区)と物流施設(1都3県)においては、3月末にかけての上昇幅も相対的に大きく、2月頭と比べると、3月末のDaily PPIは、約10%の下落に留まっている。

また、ホテルについては、2020年初以降の推移をみると、年初の段階で既に下落トレンドに入っており、下落幅はCovid-19の影響だけとは言い難い点も示されている。

図表5. Daily PPI の変動(2020年初から3月末まで)

	オフィスビル (主要5区)	住宅 (主要5区)	ホテル (東京23区)	都市型商業施設 (東京23区)	物流施設 (1都3県)
2020年初	97.25	98.44	108.04	98.98	95.47
年初来最高値	102.53	101.60	108.04	101.79	103.17
年初来最低値	65.89	71.68	61.92	65.60	73.30
2020年3月末	80.09	90.25	69.06	78.32	90.91
年初来騰落率 (Daily PPI)	-35.7%	-29.4%	-42.7%	-35.6%	-29.0%

出所)Daily PPI 公式データをもとに三井住友トラスト基礎研究所

注)年初来騰落率は、年初来最高値と年初来最低値の比較。主要5区とは、「千代田,中央区,港区,新宿区,渋谷区」のこと。

※「Daily Property Price Index(日次不動産価格指数)」は、三井住友トラスト基礎研究所、東京海上アセットマネジメント、Prop Tech plus の3社の共同開発プロジェクトによって算出された指数です。

本レポートの執筆時(4月28日時点)でも、関西を中心に北海道などでも近年、ホテルを相次いで開業してきたWBFホテル&リゾートが民事再生法の適用を申請した。この他に、簡易型宿泊施設を展開するファーストキャビンが自己破産を申請するなど、観光需要などに支えられた宿泊事業系の企業の中には、事業継続が難しい企業も出てきている。また、福岡市などを中心に、休業店舗などの賃料を補助する動きもみられるが、店舗等からの賃料の減額要請や賃料支払い期日の延期など、非常事態宣言の期限がどこまで延長されるかも含め、政策がNOIに直接影響を与える局面を迎えつつある。現時点では、ホテルなどを除き明確なNOIの下落は観測されていないが、ホテル以外のプロパティタイプにおいて、NOIが下落した決算発表等がなされるようになると、より一層の不動産価格の下落につながる懸念が大きい。そういった観点からも、4月以降のDaily PPIをより一層、注視する必要性が高まっている。

**【本レポートおよび不動産価格／不動産投資動向に関するお問い合わせ】**

投資調査第1部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>**【J-REIT 市場全般に関するお問い合わせ】**

REIT 投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-reit/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。