



Contact:

東京  
増子 卓爾  
VPシニア・クレジット・オフィサー  
ストラクチャード・ファイナンス  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
お問い合わせ電話番号：03-5408-4100  
報道関係者専用番号：03-5408-4110

東京  
竹之内 哲次  
SVP チーム・リーダー  
ストラクチャード・ファイナンス  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
お問い合わせ電話番号：03-5408-4100  
報道関係者専用番号：03-5408-4110

ムーディーズ、日本の不動産投資法人 13 社の格付けを引き下げ、1 社の格付けを据え置き

2009 年（平成 21 年）4 月 21 日、東京、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、以下に掲げる日本の不動産投資法人 13 社の格付けを引き下げ、1 社の格付けを据え置いた。今回の 14 社の格付けアクションは、2009 年 1 月 15 日に開始した引き下げ方向での見直しの結論である。

ジャパンリアルエステイト投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け Aa3（引き下げ方向で見直し）を A1 に引き下げ、格付け見直しは安定的。

日本リートファンド投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け A1（引き下げ方向で見直し）を A2 に引き下げ、短期格付け Prime-1 を据え置き。格付け見直しはネガティブ。

日本アコモデーションファンド投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け A1（引き下げ方向で見直し）を A2 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

野村不動産レジデンシャル投資法人：発行体格付け A1（引き下げ方向で見直し）を A2 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

フロンティア不動産投資法人：発行体格付け A1（引き下げ方向で見直し）を A2 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。（2008 年 2 月 19 日以来の見直しの結論）

東急リアル・エステート投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け A2（引き下げ方向で見直し）の格付けを据え置き。格付け見直しはネガティブ。

ジャパンエクセレント投資法人：発行体格付け A2（引き下げ方向で見直し）を A3 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

阪急リート投資法人：発行体格付け A2（引き下げ方向で見直し）を A3 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

トップリート投資法人：発行体格付け A2（引き下げ方向で見直し）を A3 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

ユナイテッド・アーバン投資法人：発行体格付け A3（引き下げ方向で見直し）を Baa1 に引き下げ、格付け見直しは安定的。

プレミア投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け A3（引き下げ方向で見直し）を Baa1 に引き下げ、格付け見直しは安定的。

森ヒルズリート投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け A3（引き下げ方向で見直し）を Baa1 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人：発行体格付け Baa2（引き下げ方向で見直し）を Baa3 に引き下げ、格付け見直しは安定的。

ケネディクス不動産投資法人：発行体格付けおよび無担保長期債務格付け Baa2（引き下げ方向で見直し）を Ba1 に引き下げ、格付け見直しはネガティブ。

日本の不動産投資法人（REIT 会社）は、世界的な信用収縮と金融市場の混乱による影響を受け、特に資金調達面で大きな影響を受けている。投資口市場は低迷し、多くの REIT 会社において投資口発行による資金調達が実質困難な状況が続いている。借入においても、REIT 会社への金融機関の融資姿勢に慎重さが増しており、借入コストの上昇や借入期間の短縮化といった現象が起きている。投資法人債は、発行条件が悪化し、新規の起債は実質困難な状況にあるほか、一部 REIT 会社においては、リファイナンス時において、物件売却による部分償還を余儀なくされる事例もでてい

また、当該金融市場の混乱が実体経済にも波及し、GDP のマイナス成長予測など景気後退色が鮮明になり、オフィスなどの賃貸市場においては、徐々にではあるが、空室率が上昇し、募集賃料においても下落が見られるようになった。また、不動産への金融機関の貸出姿勢の厳格化に伴い、不動産価格も下落傾向にあると推測される。2009 年 1 月の公示地価は、商業地・住宅地ともに下落に転じ、REIT 会社の保有不動産の鑑定評価も、資産タイプを問わず、下落傾向が強まっている。こうした不動産ファンダメンタルズの悪化は当面続くと想定せざるを得ず、REIT 会社において、今後、業績や財務面でストレスがかかる可能性がある。

ムーディーズは、こうした REIT 会社を取り巻く事業環境を勘案し、2009 年 1 月 15 日に、REIT 会社 14 社の格付けに対し、引き下げ方向で見直しとした。

当該 14 社の格付け見直しにおけるムーディーズの主な着目点と、それに対する意見の総括は以下のとおりである。なおムーディーズは、当該 14 社は、REIT セクターの中でも、信用力が高い先であると認識しており、現状、総じて金融機関からの資金調達に懸念がある先はないと判断している。

## 1. 投資口からの資金調達の蓋然性とレバレッジ水準

ムーディーズは、投資口からの資金調達が困難な状況下では、REIT 会社は従前以上に保守的な財務運営が求められると考えている。したがって、新規投資口発行による負債の返済が実質困難な REIT 会社で、現在のレバレッジ水準が従前のレバレッジ運営と比較し高い会社は、その保守的な財務運営にストレスがかかる可能性があることを認識している。今回見直しを行った REIT 会社の多くが当該事項に該当し、格下げもしくはアウトルックの見直しの要因の一つとなっている。

## 2. 金融機関取引の状況と流動性

今回見直しを行った REIT 会社 14 社においては、現時点において金融機関取引に懸念はなく、今後とも安定した資金調達を維持できると想定している。ただしムーディーズは金融機関の REIT セクターへの慎重な融資姿勢は今後も継続するとも考えている。一方、今後 1 年ないし 1 年半の間に期限が到来する負債総額に対する手元流動性比率（流動性管理）においては、多くの REIT 会社で手元流動性が限定的であり、財務の安定性を維持する上で依然として課題となっている。

## 3. 負債の長短比率や平均調達期間等に見る管理（負債管理）

今回見直しを行った 14 社においては、多くの REIT 会社が、REIT セクター全体の中で比較し、保守的な負債管理を行っていることが確認された。一方で、金融機関の貸出姿勢に慎重さが増す中、多くの REIT 会社において、今後調達コストの上昇、短期比率の増加、調達期間の短縮化といった調達条件の悪化がみられ、今後の柔軟な財務運営にストレスがかかる可能性があることが懸念される。

## 4. 景気後退局面における賃貸キャッシュフローの安定性と不動産価格下落の影響

ムーディーズはオフィスなどの賃貸市場において、今後新規賃料での下落傾向が顕著になると想定しているが、今回見直しを行った REIT 会社 14 社においては、ポートフォリオの分散、ポートフォリオを構成する不動産のテナント競争力や入れ替え率、テナントとの契約形態や賃料水準などを勘案した結果、今後想定される景気後退局面における足元のキャッシュフローへの影響は、ほとんどの REIT 会社において限定であると認識している。ただし、商業施設やホテルなどで売上連動の賃料の割合が多い REIT 会社や、高額住居がポートフォリオに占める割合が高い REIT 会社においては、今後の影響が懸念されよう。

一方、ポートフォリオを構成する不動産価格が軟化傾向にあり、現時点で鑑定価格と取得価格の乖離（含み益）が限定的である REIT 会社においては、今後市場価格でみたレバレッジ水準の上昇が懸念される。また、鑑定評価が融資契約書の財務制限条項（コベナンツ）におけるレバレッジ水準の算定に使用されている場合が多く、個別 REIT 会社においてコベナンツに対する余裕度が低下すれば、柔軟な財務運営に対するストレスとして顕在化する懸念がある。

## 5. 今後のポートフォリオ戦略

投資口価格の低迷が長期化した場合、ポートフォリオの成長戦略も見直しを迫られる可能性がある。従来からの格付けの想定に、投資口新規発行による今後のポートフォリオの成長やそれに伴う特定物件への集中リスクの緩和を相当程度織り込んでいた REIT 会社においては、現時点でのポートフォリオの規模や分散の改善シナリオにストレスがかかった前提で分析し、結果として資産の集中リスクの解消に相応の時間を要することが格下げの一つの要因となった REIT 会社も存在する。

なお REIT セクターを取り巻く外部環境の変化として、昨年 12 月以降、政府・日銀等による REIT セクターへの支援策が打ち出されている。株式会社日本政策投資銀行を指定金融機関として REIT 会社への資金供給を可能とする危機対応業務や、日銀による REIT 会社への貸付・投資法人債等の適格担保化がそれに該当する。現時点でムーディーズが格付けを付与するほとんどの REIT 会社は金融機関取引に懸念はなく、当該支援策の信用力への直接的な影響は限定的であると認識しているが、REIT セクター全体では、行政側から資金供給の円滑化に向け前向きな支援が得られることは、今後の資金調達環境の改善に寄与する期待が強く、REIT セクターのファイナンス全般に対するストレスの緩和材料として評価されるだろう。

見直しを行った個別 REIT 会社の格付けアクションの根拠は、各 REIT 会社のプレスリリースを参照されたい。なお個別 REIT 会社の格付け根拠に関する詳細は、今後発行予定のクレジット・オピニオンを参照されたい。

各社に対する前回の格付けアクションは以下の通り。

ジャパンリアルエステイト投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け Aa3 を引き下げ方向での見直し

日本リートファンド投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け A1、短期格付け P-1 を引き下げ方向での見直し

日本アコモデーションファンド投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け A1 を引き下げ方向での見直し

野村不動産レジデンシャル投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A1 を引き下げ方向での見直し

フロンティア不動産投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A1 を引き下げ方向での見直し

東急リアル・エステート投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け A2 を引き下げ方向での見直し

ジャパンエクセレント投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A2 を引き下げ方向での見直し

阪急リート投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A2 を引き下げ方向での見直し

トップリート投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A2 を引き下げ方向での見直し

ユナイテッド・アーバン投資法人：2009 年 1 月 15 日に発行体格付け A3 を引き下げ方向での見直し

プレミア投資法人：2009年1月15日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け A3 を引き下げ方向での見直し

森ヒルズリート投資法人：2009年1月15日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け A3 を引き下げ方向での見直し

ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人：2009年1月21日に発行体格付け Baa1 を Baa2 に引き下げ、さらに引き下げ方向での見直し

ケネディクス不動産投資法人：2009年3月6日に発行体格付け及び無担保長期債務格付け Baa1 を Baa2 に引き下げ、さらに引き下げ方向での見直し

ムーディーズの REIT 会社に対する格付け手法は、“Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, January 2006”（日本語版「REIT(不動産投資信託)およびその他の不動産会社の格付け手法」（2006年6月））であり、[www.moodys.com](http://www.moodys.com) の“Credit Policy & Methodologies”ディレクトリ、“Rating Methodologies”サブディレクトリで閲覧することができる。（なお当該格付け手法の日本語版は [www.moodys.co.jp](http://www.moodys.co.jp) の「格付け手法」ディレクトリ、「ストラクチャード・ファイナンス」ディレクトリで閲覧することができる。）

またスペシャルレポート“Japan Real Estate Investment Trusts: Assessing Debt Credit Quality During Financial Turmoil, December 2008”（日本語版「日本の不動産投資法人：金融市場の混乱期における債務の信用力について」（2008年12月））は、[www.moodys.com](http://www.moodys.com) で閲覧することができる。（なお日本語版は [www.moodys.co.jp](http://www.moodys.co.jp) で閲覧することができる。）

以上