

# REPORT IV

## J-REITにおける不動産投資利回りの動向

金融研究部門 / 不動産投資分析チーム 竹内 一雅  
take@nli-research.co.jp

### 1. 不動産利回りの低下とJ-REIT

J-REIT（不動産投資信託）と私募ファンドによる活発な不動産投資により、不動産投資市場は東京のオフィスビルを中心に活況を呈している。

最近の景気回復と都心部地価の底打ちに伴い、東京都心部の不動産に対するリスクプレミアムが低下しつつあり、その売買価格の上昇（投資利回りの低下）から、一部には「バブルに近づく」という認識も広がり始めている<sup>(注1)</sup>。

収益還元法（直接還元法）によれば、不動産価格は、以下のように決まるとされる。

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{期間内純収益}}{\text{直接還元利回り}}$$

分母にある還元利回りについては、純収益の予想成長率が0%である場合、以下の算式が成立する。

$$\text{還元利回り} = \text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム}$$

したがって、投資対象のリスク（リスクプレミアム）が低いと、還元利回りは低下し、その結果、不動産価格は上昇することになる。

なお、通常、直接還元利回りはキャップレートと呼ばれ、不動産価格を期間内の純収益で除して求められる。

純収益としては、NOI（Net Operating Income、NOI = 不動産賃貸事業損益 + 減価償却費）やNCF（Net Cash Flow、NCF = NOI - 資本的支出）などが用いられている。

以下では、NOIを純収益として算出したキャップレートを、NOIキャップレートと呼び区別する。

J-REITは、その上場以来、豊富な投資資金を背景に積極的に不動産を購入しており、低金利で運用難に陥っている国内投資家による低い利回りを許容するスタンスも加わって、最近の都心部におけるオフィス投資の利回り低下を主導しているとも言われている。

日経不動産マーケット情報の推定によると、2003年および2004年に行われたオフィスビル取引において、利回りが5%未満の取引のうち、J-REITが買手であるのがそれぞれ、10件（22件中）16件（26件中）と約半数を占める<sup>(注2)</sup>。

同じく、2004年中の取引で最も利回りが低いものが、東京理科大学が144億円で購入した都市基盤整備公団日本社ビルの3.3%だった。

しかし、これを除けば、J-REITの野村不動産オフィスファンドによるJALビルディングの3.8%、森トラスト総合リートによる三田MTビルの4.1%、ジャパンリアルエステイトによる恵比寿ネオナートの4.2%、グローバル・ワンによる銀座ファーストビルの4.2%、ジャパンリアルエステイトによる東五反田一丁目ビルの4.3%と、J-REITの取得物件が続いている。

## 2. J-REIT取得物件の鑑定利回り

では、当の各J-REIT投資法人自身はどのような利回りを想定して投資しているのだろうか。

J-REITの開示データから、各物件の取得時期に行われた鑑定にもとづき、用途別、地域別、取得時期別にNOIベースの直接還元利回り（NOIキャップレート）を集計したのが図表-1である（注3、注4）。

図表-1 用途別地域別取得年別にみたJREITの鑑定NOIキャップレートの推移

用途	地域	2001	2002	2003	2004	累計
オフィス	東京都心	6.4%	6.4%	6.1%	5.8%	5.9%
	都心以外東京圏		7.7%	7.7%	6.1%	6.5%
	その他圏		7.2%	6.7%	7.2%	7.0%
	オフィス計	6.4%	6.8%	6.6%	6.1%	6.3%
住宅	東京都心			5.8%	5.3%	5.5%
	都心以外東京圏			6.9%	5.8%	5.9%
	その他圏			6.5%	6.7%	6.6%
	住宅計			6.0%	5.7%	5.8%
商業	商業計			6.1%	5.5%	5.7%
	合計			6.1%	5.5%	5.7%
合計	東京都心	6.4%	6.4%	5.8%	5.5%	5.7%
	都心以外東京圏		7.7%	7.3%	5.9%	6.1%
	その他圏		7.2%	6.6%	6.9%	6.8%
	総計	6.4%	6.8%	6.3%	5.9%	6.0%

（注）東京都心：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

（注）都心以外東京圏：東京都心以外の東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県

（注）その他圏：東京都心および都心以外東京圏を除いた地域の合計、主に大阪、名古屋、福岡など

（資料）JREIT各社開示資料をもとに集計

これによると、J-REITの鑑定キャップレート（用途別地域別の総計）は、2002年の6.8%から2003年に6.3%、2004年には5.9%に低下している。

オフィスについて、鑑定キャップレートの推移をみると、東京都心部では2002年以降、毎年安定的に0.3ポイントずつ低下し（2004年に5.8%）都心以外の東京圏では2004年に1.6ポイントと大幅に低下し（2004年に6.1%）その他の地域では2004年は2002年の水準（7.2%）に戻っている。

住宅については、2003年以降のデータしか把握できなかったが、オフィスと同様、都心部と都心以外の東京圏で低下し、その他圏で上昇となっている。

地域別にみると、2004年の鑑定キャップレート（用途合計）は、東京都心部が5.5%、都心部以外の東京圏が5.9%（都心部と0.4%差）その他圏が6.9%（都心部と1.4%差）となっている。

また、用途別の2004年の値は、東京都心ではオフィスが5.8%、住宅が5.3%で、都心以外の東京圏ではオフィスが6.1%、住宅が5.8%、その他圏においては、オフィスが7.2%、住宅が6.7%と、どの地域でも住宅が0.3～0.5%低く評価され、オフィスより住宅の方がリスクプレミアムを低く見られていることが分かる。

ただし、キャップレートが5%未満と鑑定されているのは、西武信用金庫渋谷ビル（野村不動産オフィスファンド）、銀座ファーストビル（グローバル・ワン不動産）、ALLIANCE（日本ビルファンド）など、住宅よりオフィスの方が多い。全体として住宅の利回りがオフィスより低いのは、オフィスでは各物件のキャップレートの格差が大きいのに対し、住宅では総じて低く評価される物件が多いためである。

### 3. J-REIT取得物件の実現利回り

J-REITによる不動産鑑定結果の開示は非常に重要な情報ではあるが、鑑定に基づくNOIと実際のNOIは大きく異なることがある。これは、不動産は個別性が強く、マネージメントや営業力など鑑定では評価が困難な要因でも格差が生じ、さらに経済状況の変化なども大きく影響するためである。

そこで、以下ではJ-REITが保有する各物件の実際のNOIキャップレートを分析して、キャップレート動向の把握を試みた。

分析対象としては、物件への投資期日と利回りが確認できる12投資法人としたため<sup>(注5)</sup>、対象物件は315件となった<sup>(注6)</sup>。

具体的には、個別物件ごとに取得時期の翌期決算のNOIを求め<sup>(注7)</sup>、保有日数から年換算NOIを算出する。その総額を物件取得価格の総額で除してNOIキャップレートを求める。ただし、直近(主に2004年下期)の投資については、投資時期の決算書を利用した。

実際のNOIの集計値は、鑑定値のNOIに比べて格差が大きく、詳細に分類すると特定の物件の数値の影響を受けて、集計値が大きく変動した。J-REITの売買物件数が急速に拡大しているとはいえ<sup>(注8)</sup>、東京都心に集中しているため、今回の手法では市区別などの分類はできなかった。

集計の結果、地域別のキャップレートは、東京都心3区と副都心2区が最も低く、それぞれ5.4%と5.3%であった(図表-2)。次いで都心部以外の23区(6.5%)、東京市部・東京周辺3県の東京圏(6.6%)、関西圏および福岡圏(ともに7.1%)そして中京圏(7.9%)となっている。

図表-2 2004年にJ-REITに取得された物件の用途別地域別にみたNOIキャップレート

地域	合計	オフィス	住宅	商業
都心3区	5.4%	5.5%	4.9%	6.2%
副都心2区	5.3%	5.6%	4.9%	
23区	6.5%	6.7%	6.0%	7.3%
東京圏	6.6%	7.0%	5.9%	
関西圏	7.1%			
中京圏	7.9%			
福岡圏	7.1%			
総計	6.1%	6.1%	5.9%	6.2%

(注)東京都心3区：千代田区、中央区、港区

(注)東京副都心2区：新宿区、渋谷区

(注)23区：都心3区・副都心2区以外の東京都区部

(注)東京圏：東京市部、千葉県、埼玉県、神奈川県

(資料) JREIT各社開示資料をもとに集計

用途別にみると、オフィスは6.1%、住宅は5.9%、商業は6.2%であり、鑑定と同様、実際にも住宅の方がオフィスより低いキャップレートとなっている。

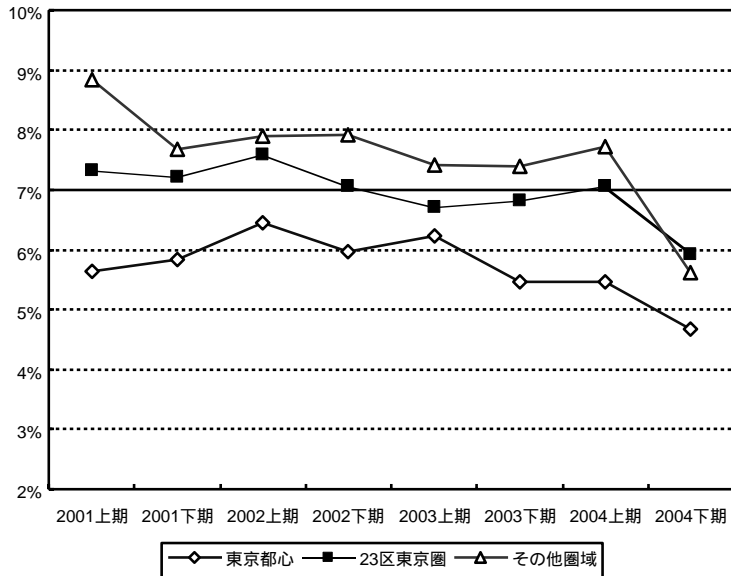
キャップレートの推移を半期ごとにみるために、分析対象の地域を3区分すると、東京都心部(都心5区)では、2003年の上期に6.2%に達してから低下傾向にあり、2004年の下期には4.7%と5%を下回った(図表-3)。

都心部以外の東京圏においては、2002年下期から2004年上期にかけて7%前後で推移していたが、2004年下期に大幅に低下し5.9%となった。その他圏域でも、2004年下期における利回りの低下は著しい。

このように、キャップレートの低下は、まず都心部で2003年下期に始まり、2004年下期に、周辺部に波及したようにみえる。ただし、2004年下期のデータは他の期のデータとは異なる(物件取得期の翌決算値ではなく取得期の決算値を利用していることと、直近のためサンプル数が不足している)ため、数値が過小評価されている可能性がある。

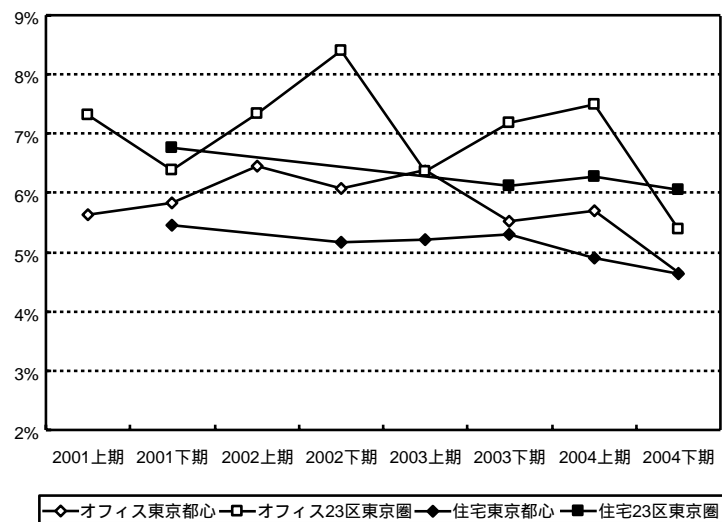
用途別に東京圏のキャップレートの推移をみると(図表-4) オフィス、住宅とも低下傾向にあるが、住宅ではオフィスに比べて利回り

図表 - 3 分析対象物件の地域別NOIキャップレート（半期ごと）



(注)23区東京圏：東京都心5区以外の東京圏  
 (資料) JREIT各社開示資料をもとに集計

図表 - 4 東京圏における用途別NOIキャップレート（半期ごと）



(資料) JREIT各社開示資料をもとに集計

の変動が小さい。

2004年下期は、オフィスでは都心部が4.7%、都心部以外の東京圏が2004年下期の急激な低下により5.4%となり、住宅では都心部が4.6%、都心部以外の東京圏が6.0%となっている。

最後に、オフィスのNOIキャップレートの決定要因を把握するため、回帰分析を試算した(図表 - 5)

その結果、取得単価(賃貸可能面積当り取得価格)が10万円上がるごとにキャップレート

図表 - 5 NOIキャップレートの要因分析

決定係数	0.4074	
変数名	係数	t 値
切片	0.0706	17.62
取得価格/総賃貸可能面積（百万円）	-0.0104	-4.45
延べ床面積（千㎡）	-0.00011	-1.96
都区部（都心5区以外）ダミー	0.0048	1.53
東京圏（都区部以外）ダミー	0.0069	1.871
関西圏ダミー	0.0137	3.634
中京・福岡圏ダミー	0.0079	1.985
その他圏ダミー	0.0084	2.373
2001年ダミー	0.0031	1.082
2002年ダミー	0.0100	2.86
2003年ダミー	0.0040	1.222

（資料）JREIT各社開示資料をもとに集計

は0.104%低下し、延べ床面積が千㎡大きくなるごとに0.011%低下、都心部に比べ、都区部（都心5区以外）は0.48%高く、東京市部を含めた東京周辺3県の東京圏は0.69%高く、関西圏は1.37%高く、中京・福岡圏は0.79%高く、その他の地方圏は0.84%高い、2004年に比べ、2001年は0.31%高く、2002年は1.00%高く、2003年は0.40%高いという結果であった。

また、賃貸可能床面積当りの取得単価が100万円/㎡で、延べ床面積1万㎡のオフィスが東京都心部（5区）にある場合、2004年のキャップレートは5.91%になるという結果が得られた。さらに、築年数は、利回りの上昇要因であるが統計的に有意ではなかった。リニューアルなどが、築年数の影響を低減させているのではないかと考えられる<sup>（注9）</sup>。また都心3区と副都心2区でも有意な差は見られなかった。

#### 4. おわり

J-REITは最近の都心部における投資利回りの低下に重要な役割を果たしてきたと言われてきた。しかしこれまで、J-REITの不動産投資利回りに関する分析はほとんど行われてこなかった。

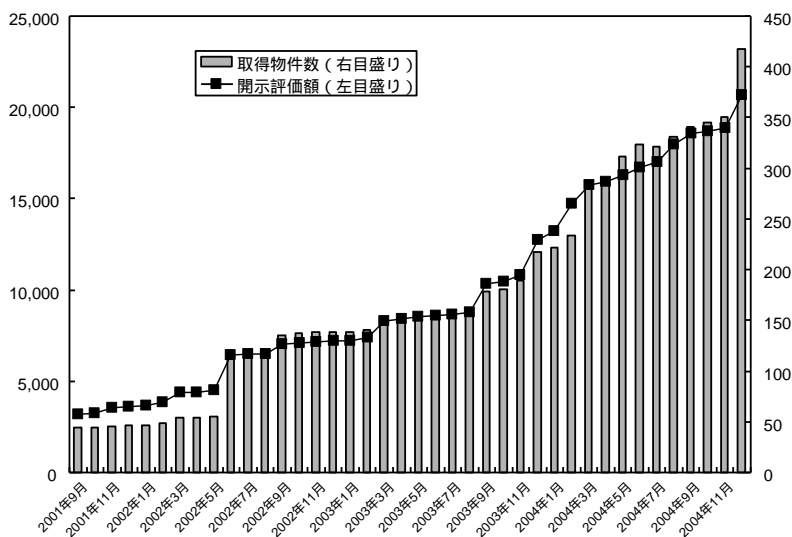
そこでJ-REITの開示情報をもとにキャップレートの動向を概観したところ、キャップレートは低下傾向にあり、2004年下期の東京都心部では、オフィスで4.7%、住宅で4.6%にまで低下していることが分かった。

J-REITによる情報開示は不動産投資の透明性を高めており、こうした利回りの低下も、情報が行きわたった中での市場動向を表したものと見えるだろう。

なお、J-REITの情報開示が不動産投資の適正化に貢献した事実を考えると、すべてのJ-REITが、利回りなどの鑑定情報を公表することが望まれる。また、基準の明確化という意味で、公表された利回りについては、その算定根拠となっている純利益がNOIかNCF（キャッシュフロー）かの明記も必要と考える。

- 
- (注1) ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 不動産投資分析チーム『東京のオフィス市場動向』(ニッセイ基礎研 REPORT2004.12)
  - (注2) 日経不動産マーケット情報『特集 2003年の売買を振り返る』(2004.3) 日経不動産マーケット情報『特集 不動産売買の潮流を読む』(2005.3)
  - (注3) 合計127件の鑑定結果を利用した。
  - (注4) 日経不動産マーケット情報で3.8%の利回りと推計されたJALビルディングの鑑定キャップレートは、NOIベースで5.1%、NCFベースで5.0%であり、両者の間には大きな差が見られる。
  - (注5) 日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、日本リテールファンド投資法人、オリックス不動産投資法人、日本プライムリアルティ投資法人、プレミア投資法人、東急リアル・エステート投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、野村不動産オフィスファンド投資法人、ユナイテッド・アーバン投資法人、森トラスト総合リート投資法人、日本レジデンシャル投資法人の12法人
  - (注6) すでにJREITが売却して、現在は保有していない物件も含まれている。
  - (注7) 取得時期が含まれる決算では、保有日数の少なさと特殊事情により、利回りが安定しないことが多いため、取得時期の翌決算書を利用した。
  - (注8) J-REITによる不動産の物件取得は急速に拡大している(参考図表)。当初、3,211億円であった開示評価額は、2004年末には6.4倍の2兆697億円に達し、保有物件数も44件から418件(9.5倍)へと急拡大している。
  - (注9) 鑑定利回りに対して同様の回帰分析を行うと、築年数は、利回りに対して、有意な上昇要因であった。

参考図表 JREITの開示評価額・取得物件数の推移



(資料) 社団法人投資信託協会