

## (不動産投資)：低下傾向が続く J-REIT の不動産投資利回り

J-REIT の活況にともない、一部では、不動産投資はバブルに近づいているという認識も生まれ始めている。そこで、J-REIT の開示情報をもとに投資利回りを分析すると、NOI 利回りは低下傾向にあり、東京都心部では 5% を下回る水準となっていることが明らかとなった。

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。J-REIT の時価総額をみると、2005 年 4 月末には約 2 兆円と、2001 年 9 月の上場時 (約 2600 億円) の 7.7 倍に急拡大している。

活況に伴い、不動産価格の上昇 (投資利回りの低下) が注目をあびている。近年の景気回復と都心部地価の底打ちに加え、J-REIT による積極的な不動産購入や、国内投資家による低い利回りを許容するスタンスが、最近の都心部のオフィスを中心に投資利回り低下を主導している。

日経不動産マーケット情報の推定によると、2004 年のオフィスビル取引で利回りが 5% を下回る取引 26 件のうち、J-REIT が買手であるのが 16 件と約 6 割を占めている。たとえば、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ートによる恵比寿ネオナートの 4.2%、などである。

J-REIT は、財務情報や物件の売買情報などの情報開示を積極的に行っているが、これまで、この情報を利用した投資利回りの分析はなされてこなかった。そのため、個別取引の利回りは推定できても、全体的な利回りの動向は把握できなかった。

そこで、開示情報から、J-REIT が保有する各物件の NOI キャップレートの現状 (2004 年に投資された物件) をとりまとめたものが、図表 1 である。東京都心 3 区では 5.4%、東京圏では 6.6%、関西圏・福岡圏では各 7.1%、中京圏で 7.9% となっている。全般的に見て、地域別では都心部ほどキャップレートが低く、用途別にはオフィスより住宅の方が低くなっている。

図表 1：J-REIT 保有物件の NOI キャップレート  
(2004 年投資物件)

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%	
東京圏	6.6%		7.3%	
関西圏	7.1%	7.0%		
中京圏	7.9%			
福岡圏	7.1%			
総計	6.1%	6.1%	5.9%	6.2%

(注) 都心 3 区：千代田区・中央区・港区  
副都心 2 区：新宿区・渋谷区  
23 区：都心 3 区・副都心 2 区以外の東京都区部  
東京圏：東京市部、千葉県、埼玉県、神奈川県

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。

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

また、通常、次の算式が成立する。  
還元利回り = リスクフリーレート + リスクプレミアム

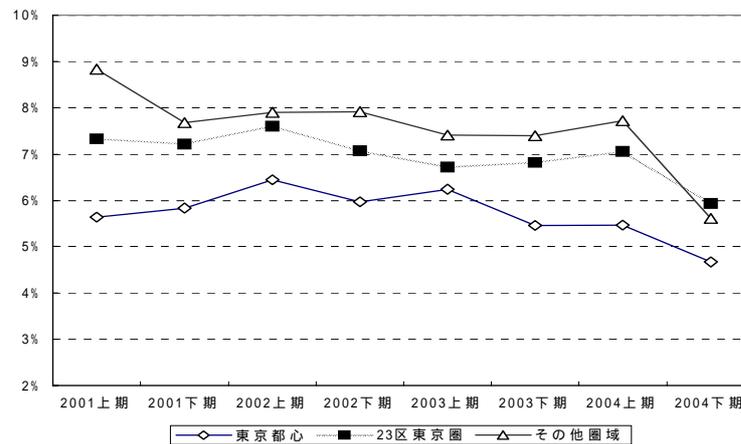
したがって、投資対象のリスク (リスクプレミアム) が低いと、還元利回りは低下し、その結果、不動産価格は上昇する。

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。

次に、NOI キャップレートの変化を半期別にみると（図表 2）、東京都心部では、2003 年下期から低下傾向にあり、2004 年下期には 5%を下回る水準（4.7%）となった。また、都心部以外では、2004 年下期に大幅に低下している。都心部で 2003 年下期に始まったキャップレートの低下は、2004 年下期に周辺部に波及したようである。こうした急激な利回り低下が、一部にバブルに近づいているという認識を生むことになったものと考えられる。

図表 2：地域別にみた J-REIT の NOI キャップレートの推移（半期ごと）



データをもとに、オフィスの NOI キャップレートの要因分析を試みた。同規模の物件の場合、キャップレートは、立地が東京都心 5 区にあるときに比べ、都区部（5 区以外）は 0.48%高く、関西圏は 1.37%高く、中京・福岡圏は 0.79%高いという結果が得られた。また、東京都心部に立地する賃貸可能床面積当り取得単価が 100 万円/㎡で、延べ床面積 1 万㎡のオフィスの場合、2004 年のキャップレートが 5.91%と算定できるなど、これまで不明だった利回りの構造をある程度把握できた。

図表 3：NOI キャップレートの要因分析（オフィス）

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

ここでの分析により、J-REIT の利回りの低さとその低下傾向が明らかとなった。現時点で、バブルかどうかの判断は難しいが、J-REIT のデータ蓄積が進むにつれ、不動産投資に有用なさらなる分析が可能になると考えられる。

（竹内 一雅）