

# 不動産 投資 レポート

## 上昇に転じた J-REIT の鑑定キャップレート

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 竹内 一雅  
e-mail : [take@nli-research.co.jp](mailto:take@nli-research.co.jp)

### はじめに

サブプライム・ローン問題からはじまった世界的な金融市場の混乱は、日本の景気や雇用にも深刻な影響を与えている。特に不動産セクターでは、不動産投資市場の縮小や金融機関の融資姿勢の厳格化などで、資金調達環境が大幅に悪化しており、多くのプレイヤーが資金調達難から新規開発の中止や市場からの退場に追い込まれている。

このような環境下、昨年まで低下傾向にあった不動産利回りはすでに底打ちし、上昇に転じたのではないかとみられている。しかし、不動産取引が極端に減少している現状では、実際の取引価格や利回り動向の把握が難しい。そこで本稿では、多少の遅行性があると思われるが、J-REITの開示情報から「鑑定キャップレート<sup>1)</sup>」の推移を分析する<sup>2)</sup>。

### 1. 鑑定キャップレートの上昇

#### (1) J-REIT 決算にみる鑑定キャップレートの上昇

2008年夏以降、市況の悪化を反映し、商業施設については、J-REITの鑑定評価でもキャップレートの上昇傾向が明らかとなっていたが<sup>3)</sup>、オフィスビルについては、これまで目立った上昇は認められなかった。

しかし、2008年12月11日に発表されたケネディクス不動産投資法人の第7期決算(2008年10月期)では、これまで順調に低下してきたキャップレートが、全体単純平均で23bp(ベースポイント、1%の百分の一)の急上昇となり、2年前と同じ水準に戻った<sup>4)</sup>(図表-1)。さらに、鑑定キャップレートの地域別の格差が拡大しているほか、鑑定機関の評価にも格差がみられた(図表-2)。

その翌週(12月)に決算発表(第10期決算)があった野村不動産オフィスファンド投資法人でも、前々期との比較が可能な37物件中、下落は0件、不変が19件、上昇が18件(うち、地方物件では下落が0件、不変が2件、上昇が12件)<sup>5)</sup>と、同様の傾向を示しており、オフィスにおいて

<sup>1)</sup> J-REITでは、それぞれが保有する物件の不動産鑑定評価額とともに、その算定根拠となる還元利回りとターミナルキャップレート(以上DCF法に基づく利回り)や、鑑定キャップレート(直接還元法に基づく)などを開示されることが多い。本稿では、開示された鑑定キャップレートをを用いて分析する。キャップレートは、キャッシュフローを価格で除した利回りである。

<sup>2)</sup> 不動産鑑定士の間でも、鑑定利回りの設定に参考とするデータは日本不動産研究所の投資家調査など多くはないようだ。

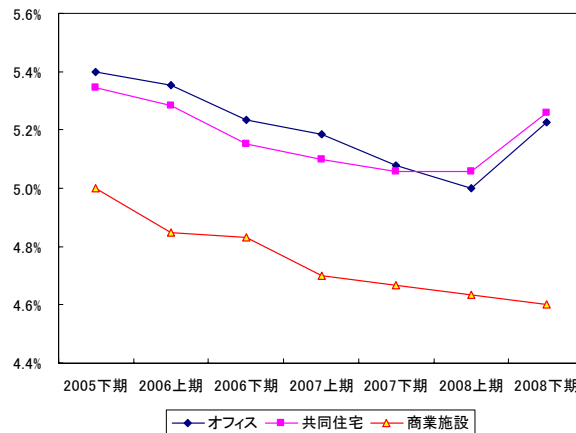
<sup>3)</sup> 日本リテールファンド第13期決算など。

<sup>4)</sup> ここでは、物件の入替え等は考慮せず、各期の全物件の単純平均値を比較している。

<sup>5)</sup> 決算短信より。前々期と前期の期末評価の比較。期末評価額については、決算説明会資料において、46物件中、期末算定価格の上昇は8物件、不変が12件、下落が26件となっている(前期の期中取得資産については、取得価格との比較)。

も、地方を中心に、鑑定キャップレートは上昇に転じたことが確認される（図表－3）。

図表－1 ケネディクス不動産投資法人の用途別キャップレート(単純平均値)



(出所)ケネディクス不動産投資法人決算短信を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表－2 ケネディクス不動産投資法人の地域別・鑑定会社別オフィスビル鑑定キャップレート(単純平均値)

決算期	全体				うち都心3区				うち東京圏以外			
	平均	A鑑定 機関	B鑑定 機関	C鑑定 機関	平均	A鑑定 機関	B鑑定 機関	C鑑定 機関	平均	A鑑定 機関	B鑑定 機関	C鑑定 機関
2008上期	5.0%	4.9%	5.1%	5.2%	4.7%	4.5%	4.7%	5.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.4%
2008下期	5.2%	5.3%	5.1%	5.3%	4.8%	4.8%	4.7%	5.1%	5.9%	6.3%	5.7%	5.5%
上昇幅	0.2%	0.4%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.0%	0.1%	0.3%	0.7%	0.1%	0.1%

(注1)ケネディクス不動産投資法人保有オフィスビルのうち、2008年4月期決算と10月期決算の両方で不動産鑑定評価されている物件の単純平均値

(注2)ここでは決算短信に開示されている鑑定会社名は明示していない

(出所)ケネディクス不動産投資法人決算短信を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表－3 野村不動産オフィスファンド投資法人の地域別オフィスビル鑑定キャップレート変化数

	全体	東京 都心部	東京 周辺部	その他 地方都市
低下数	0	0	0	0
不変数	19	12	5	2
上昇数	18	2	4	12
評価物件数合計	37	14	9	14

(注)野村不動産オフィスファンド投資法人保有オフィスビルのうち、2008年4月期決算と10月期決算の両方で不動産鑑定評価されている物件について、鑑定キャップレートの変化

(出所)野村不動産オフィスファンド投資法人決算短信を基にニッセイ基礎研究所が作成

## (2) 鑑定キャップレートの全体動向

それでは、J-REIT全体でも、鑑定キャップレートは上昇し始めているのだろうか。J-REIT全体の鑑定キャップレートの推移を見ると、オフィス、住宅、商業ともに、2004年以降の4年間は低下傾向にあった<sup>6</sup>。特に、オフィスと商業施設の低下幅が大きく、オフィスでは120bp、商業では130bpであった。一方、住宅は40bp程度の下落で、2004年以降、4%台後半で比較的穏やかに低下してきた。しかし、いずれも2008年上期を底に上昇に転じた可能性が高い（図表－4）。

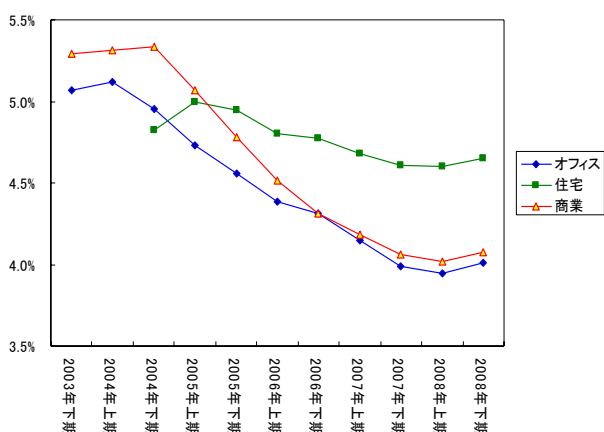
図表－4について半年ごとに前期との変動幅をみたのが図表－5である。対前期で鑑定キャップレートが低下していた期間の平均低下幅は、オフィスで15bp（2004年上期から2008年上期）、住宅で7bp（2005年上期から2008年上期）、商業で19bp（2004年下期から2008年上期）だった。

<sup>6</sup> セクター別のヘドニック関数の推計結果に基づく。これにより、立地や規模、築年などの違いを調整している。

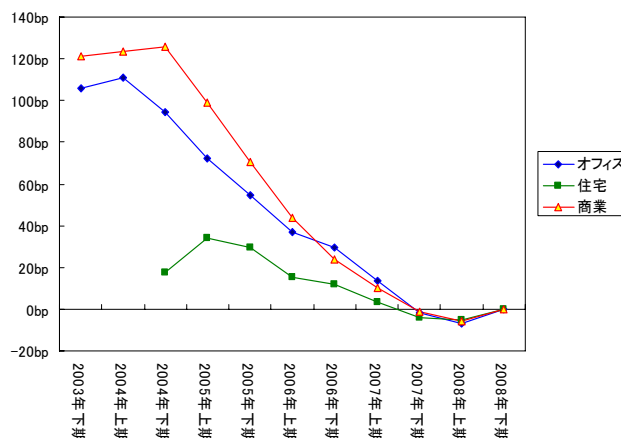
2004 年下期から 2007 年上期にかけて、オフィスと商業の低下幅の大きさが際立っている。特に、商業施設においては、2005 年頃には半期ごとに 25bp を上回るキャップレートの低下があった。その後、低下幅が徐々に縮小した後、2008 年下期に上昇に転じていることから、必ずしもサブプライム問題の影響で、突然に上昇したのではないことがわかる。

図表-4 セクター別鑑定キャップレートの動向(J-REIT 都心新築物件)

①鑑定キャップレートの推移



②2008 年下期を基準としたときの推移

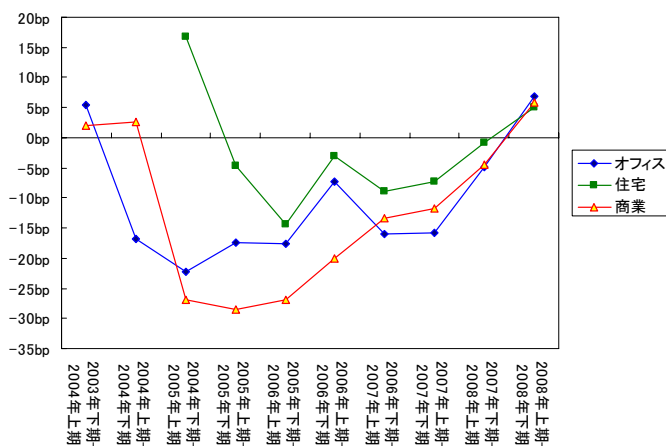


(注 1) 鑑定キャップレートの推移は、各セクターの平均的な動きを示したものの。ただ、図中のキャップレート水準は、オフィスでは、東京都心部に立地する新築大規模ビル、住宅は都心・城南地区の新築中規模マンション、商業は都心に立地する新築の都市型専門商業ビルを想定している。数値はヘドニック関数による推計結果。

(注 2) データは 2008 年 12 月第 3 週末までに決算発表があったもの。

(出所) J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

図表-5 鑑定キャップレートの対前期変動幅の動向(都心新築物件)



(注) 図表-4 注参照。

(出所) J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

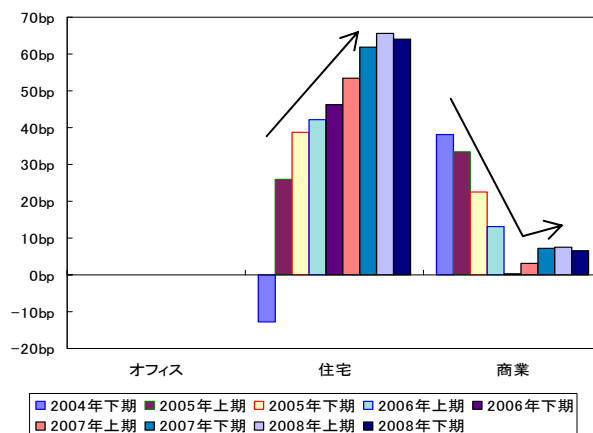
## 2. 鑑定キャップレートの格差

### (1) セクター格差

オフィス、住宅、商業のセクター間の鑑定キャップレートの差を、オフィスビルを基準にみると、2004 年下期以降、住宅との格差は一貫して拡大してきた。一方、商業との格差は、2006 年下期まで縮小した後、わずかながら拡大方向に転じており、2006 年下期を境に商業施設への評価に相対的

な変化があったことが分かる（図表－6）。

図表－6 オフィスを基準にした場合の鑑定キャップレートのセクター間格差の動向



(注)図表－4 注参照。  
(出所)J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

## (2)オフィスのキャップレート格差

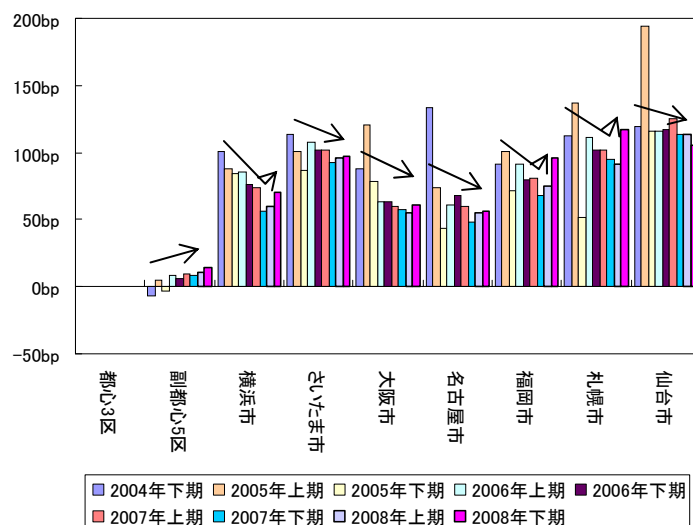
### ①地域格差

オフィスの鑑定キャップレートは、全国的な賃料の上昇と空室率の低下に基づく安定的なキャッシュフローの上昇に伴い、着実に低下してきた。

地域別にみると、最近まで、東京都心3区と、他の主要地方都市とのキャップレート格差は縮小傾向にあった。しかし、2008年に入り、地方におけるオフィス空室率上昇とビルの供給過剰懸念から<sup>7</sup>、東京都心部とのキャップレート格差縮小にブレーキがかかりはじめた。特に、横浜市、福岡市、札幌市では拡大に転じている（図表－7）。

<sup>7</sup> 岡正規「長期調整が不可避な地方オフィス市場」基礎研レポート2008年9月号(ニッセイ基礎研究所)参照。

図表－7 東京都心3区を基準にした地域別キャップレート格差

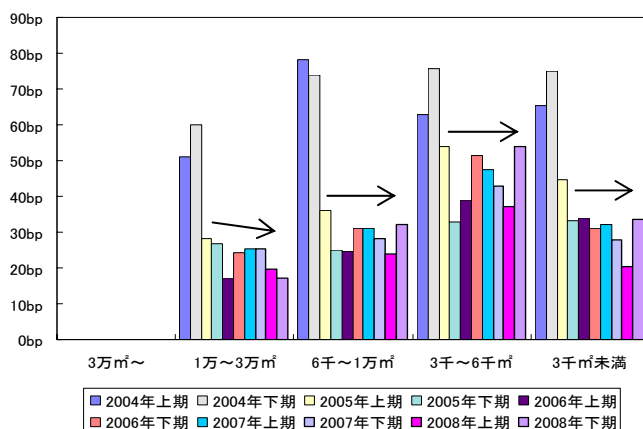


(注)新築オフィスビルについて東京都心3区を基準としたエリア別キャップレート格差。  
(出所)J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

②規模別格差

大規模ビル（延床面積 3 万㎡以上）と中小規模ビルの鑑定キャップレート格差は、2004 年から 2005 年にかけて、東京のオフィス大量供給（いわゆる 2003 年問題）が収束する時期に大きく縮小した。それ以降は、10bp 程度の差で推移し、2005 年以降は、規模別格差にほとんど変化はみられない。これは、2005 年以降、中小ビルも大規模ビルとほぼ同等に、利回りが低下してきたことを反映している（図表－8）。

図表－8 3万㎡以上の大規模ビルを基準にした規模別キャップレート格差



(注)新築オフィスビルについて延床面積 3 万㎡以上を基準とした規模別キャップレート格差。  
(出所)J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

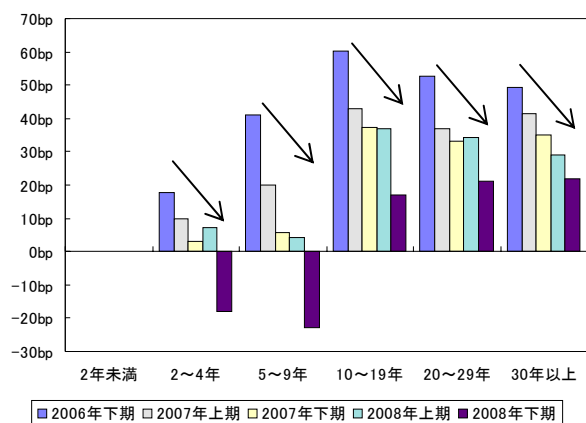
③築年別格差

築年別の格差をみると、2008 年下期は、データ数の不足という問題も影響したのか、築後 2～9 年の鑑定キャップレートが築後 2 年未満のオフィスより低いという結果になった<sup>8</sup>。2008 年下期も

<sup>8</sup> 新築ビルでは、最近の新規賃料の低下傾向を反映して、キャッシュフローの低下リスクが大きいと評価される一方、築2～9年のビルでは、高めの継続賃料と高稼働率から、キャッシュフローの低下リスクが新築ビルと比べて低いと評価された可能性もある。

含め、全般的に、築年数別の格差が縮小する傾向にあったことが分かる。これは、特に東京都心部の新築物件の利回りが下がり過ぎて横ばい状態にあった一方、築古物件の利回りが低下したためと考えられる（図表－9）。

図表－9 築2年未満の新築ビルを基準にした築年別キャップレート格差



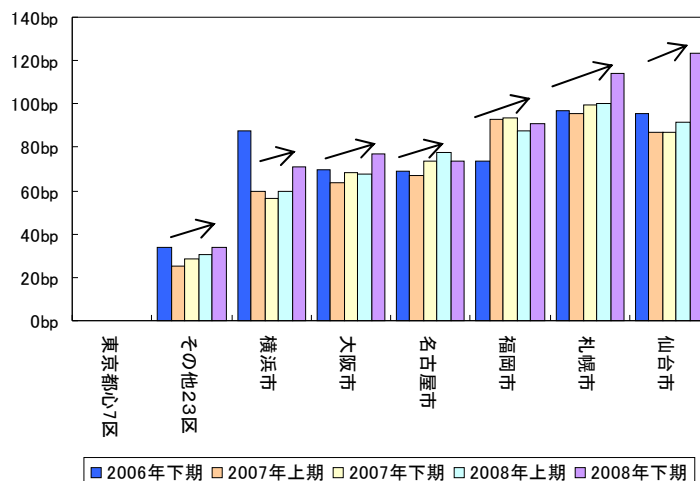
(出所) J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

### (3)住宅のキャップレート格差

住宅の地域別キャップレートの格差は、オフィスと異なり、東京の都心部（住宅は都心7区としている）と、地方の利回りに拡大傾向が見られる（図表－10）。

特に、都心部以外の都区部や、大阪市、名古屋市、札幌市、仙台市などでは、拡大幅が大きい。

図表－10 住宅の地域別キャップレート格差



(注) 中規模マンションについて東京都心7区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区、目黒区、世田谷区)を基準としたエリア別キャップレート格差。

(出所) J-REIT 各社の決算情報を基にニッセイ基礎研究所が推計

## 4. 今後の見通しーキャップレートの上昇と格差の拡大

昨年まで高騰してきた不動産価格は、突然の買い手の喪失で、価格がつかない状況になっているといわれる。確かに、本稿で見えてきたように、J-REITの開示情報を分析した結果、鑑定キャップレ

ートが上昇に転じていることを確認できた<sup>9</sup>。

過去数年間で、オフィスや商業施設の鑑定キャップレートは、100bpを上回る低下幅であっただけに、悲観的にみれば、今後は同程度まで上昇する可能性がある。同様に、これまでの動向を勘案すると、オフィスと住宅の格差が縮小し<sup>10</sup>、オフィスと商業施設の格差は拡大する可能性が考えられる。

近年の不動産価格の上昇の大部分は、不動産ファンドなどを通じた投資資金の超過供給によってもたらされたものといえる。J-REITのデータをみる限り、2004年下期からのNOI（純営業収益）の伸びは3%に満たないにも関わらず、鑑定価格は2008年上期まで35%も上昇している（図表-11）。鑑定キャップレートの急低下は、過剰流動性を背景に、キャッシュフローの上昇を大きく上回って市場価格が上昇し、鑑定価格がそれに追随しようとした結果とも考えられる<sup>11,12</sup>。

また、今後、オフィスセクターでは、これまで急速に縮小してきた東京都心部と地方との格差が拡大することが考えられる<sup>13</sup>。同様に、築年別の格差なども拡大する可能性が高い。ここ数年、鑑定キャップレート格差が縮小してきたのは、東京の大型ビルへの投資資金が地方や築古物件へオーバーフローし、価格が過大評価された結果と考えられるからである。

日本の不動産投資市場は、J-REITが本格化した2004年以降では、はじめての調整局面に直面している。今後もキャップレートの上昇と格差の拡大が一定期間は続くものと考えられるが、いずれはキャップレートが低下に転ずる時期が来るであろう。中長期的な不動産投資や不動産事業にとって、不動産市場データやJ-REITの開示情報などを活用し、不動産市場のサイクルと反転の時期を見定めて適切な判断を行うことが重要であると思われる。

<sup>9</sup> 投資家にとって、キャップレートは個々の物件評価において直感的に分かりやすい指標（期待利回り）である。しかし、実際の不動産鑑定はDCF法が基本であるため、本稿で分析に用いた鑑定キャップレートは、必ずしも全てが不動産鑑定評価に用いられているわけではない。例えば、直接還元法におけるキャップレートの上昇や査定賃料の下落にもかかわらず、不動産鑑定評価額が変動しないケースも見られる。

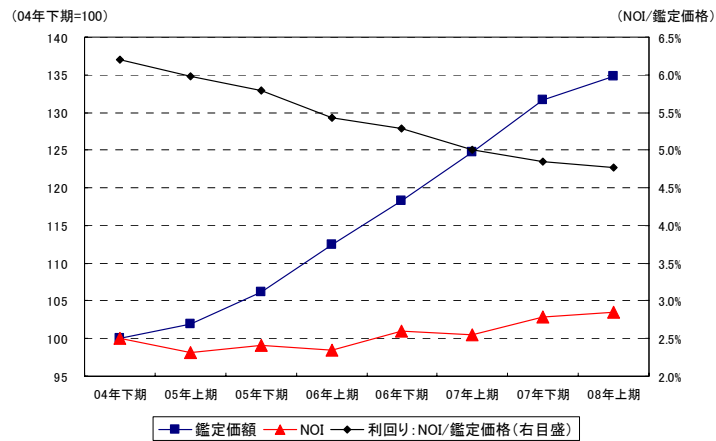
<sup>10</sup> 賃貸オフィス市場における賃料の下落と空室率の上昇傾向、住宅における相対的な賃料収入の安定度などからみて。

<sup>11</sup> 特に、商業施設において顕著な例が散見される。長期契約によりNOIやNCFが一定にもかかわらず、鑑定利回りは急低下し、評価額や含み益が大きく拡大した例も多くみられた。現在は、このような評価額の拡大傾向が反転し、逆の動きが起こっている。

<sup>12</sup> 明海大学不動産学部教授前川俊一によると、不動産の「鑑定評価は現在の取引価格の最頻値を示すものと期待される」（国土交通省土地・水資源局「不動産投資市場研究会報告書」（2008年11月）、前川俊一座長総括）。昨年まで、J-REITが資産規模の拡大を求めると、J-REITの不動産鑑定評価額は取引価格に擦り寄って上昇したように思われる。

<sup>13</sup> [岡正規「長期調整が不可避な地方オフィス市場」基礎研レポート2008年9月号（ニッセイ基礎研究所）](#)参照。

図表-11 J-REIT オフィス物件の NOI と鑑定利回り・鑑定価格の動向



(注)04年上期時点で J-REIT が保有し、継続比較可能な 184 物件を対象としている。  
 (出所)開示資料などをもとにニッセイ基礎研究所が作成