

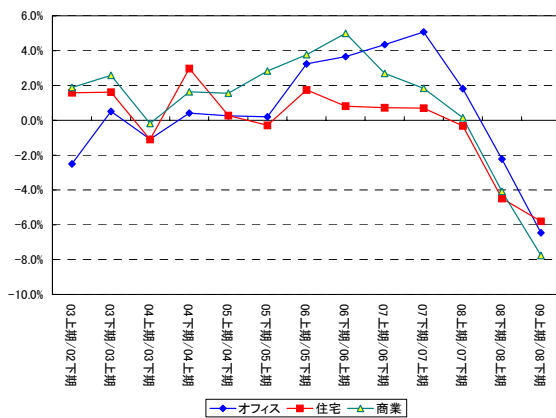
## (不動産投資)：J-REIT 不動産鑑定価格変化へのキャップレートの影響

J-REIT の不動産鑑定価格の下落要因は、オフィスではキャップレート (CR) と NCF (ネットキャッシュフロー) がほぼ同等だが、住宅や商業では CR の寄与度が高い。CR は日銀短観の不動産業貸出態度 DI との関連が強く、2009 年下期～2010 年上期がピークと予測された。

J-REIT の保有不動産価格は、リーマンショックを機に大きく下落した。2009 年の上期は、前期 (2008 年下期) に比べ、オフィスで 6.5% の下落、住宅で 5.8% の下落、商業では 7.8% の下落であった (図表 1)。2002 年下期を 100 とした指数でみると、2009 年の上期は、直近の最高水準 (2007 年下期～2008 年上期) から、オフィスで 8.5% の下落、住宅で 10.3% の下落、商業で 11.5% の下落となっている。

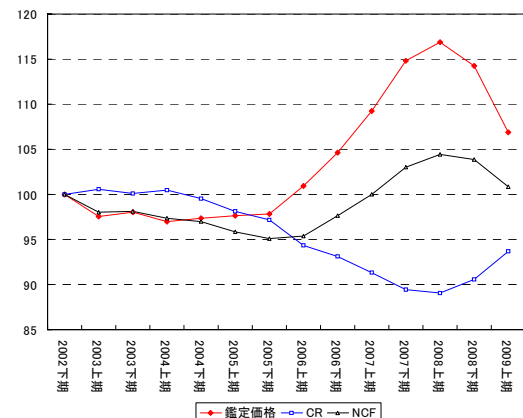
このような不動産鑑定価格の下落は、どのような要因によるのだろうか。不動産価格の変化率 (NCF (ネットキャッシュフロー) の変化率) - (CR (キャップレート) の変化率) を要因分解すると、2006 年下期以降のオフィスの価格変化に対して、CR と NCF の変化率が、ほぼ半分ずつの寄与となっている (図表 2)。一方、住宅と商業の不動産鑑定価格の変化は、そのほとんどが CR の変化によるものである (図表 3～4)。

図表 1: J-REIT 不動産鑑定価格変化率



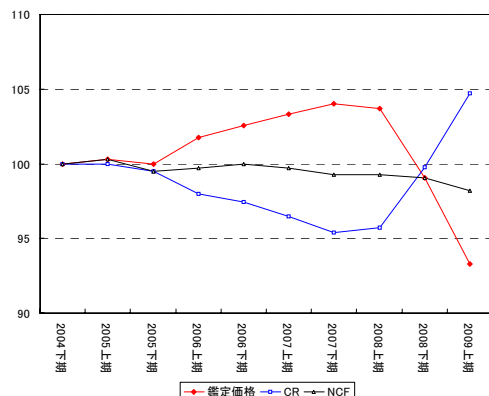
(出所) J-REIT 決算データを基にニッセイ基礎研究所が推計

図表 2: オフィスの価格・CR・NCF の推移



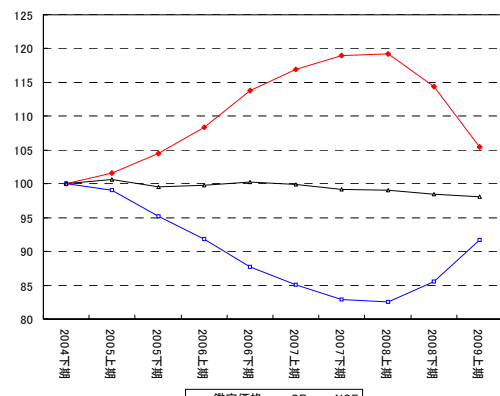
(出所) J-REIT 決算データを基にニッセイ基礎研究所が推計

図表 3: 住宅の価格・CR・NCF の推移



(出所) J-REIT 決算データを基にニッセイ基礎研究所が推計

図表 4: 商業の価格・CR・NCF の推移



(出所) J-REIT 決算データを基にニッセイ基礎研究所が推計

それでは、J-REITの不動産鑑定価格の主要な変動要因であるキャップレートは、どのような要因で変動してきたのであろうか。ここでは、各期の不動産データの相違に基づく特性の違い（立地や規模、築年などの相違）を調整したキャップレート指数を用いる。この指数によると、オフィス、住宅、商業のキャップレートは、2008年上期を底に上昇に転じており、2009年上期までの一年間に、オフィスでは25bp（ベーシスポイント、1%の百分の一）、住宅では47bp、商業では51bpの上昇となっている。

オフィスのキャップレートは2半期あるいは3半期前の日銀短観における金融機関の不動産業への貸出態度DIとの相関が高く、住宅のキャップレートは、半期前の貸出態度DIとの相関が高いという結果が得られた。一方、商業のキャップレートは、オフィスのキャップレートとの相関が高かった。また、日銀短観の不動産貸出態度DIは、都心3区の大規模オフィス賃料変化率との相関が高いという結果も得られた。

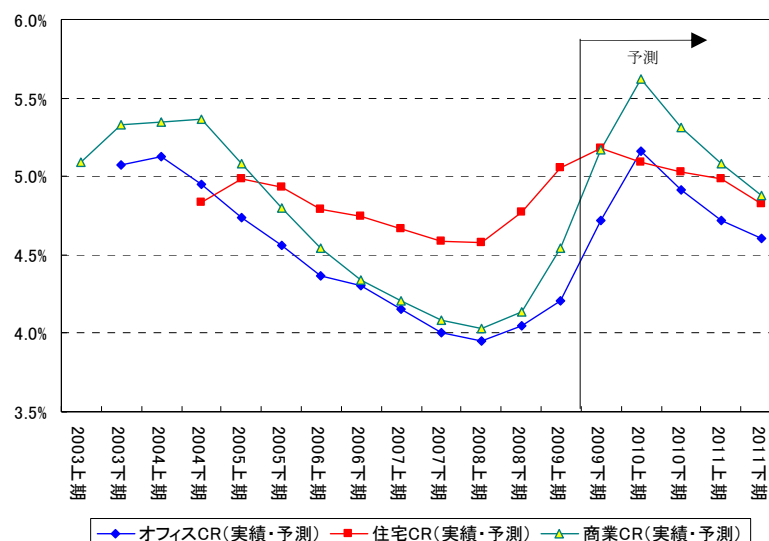
そこで将来のキャップレートを予測した結果、キャップレートのピークは、オフィスでは（不動産貸出態度判断DIから2半期遅れて反応する場合）2010年上期（5.2%、2009年上期と比べ93bpの上昇）となり、住宅では2009年下期（5.2%、同13bpの上昇）、商業では2010年上期（5.6%、同108bpの上昇）になると推計された（図表5）。

これらを考慮すると、キャップレートは、セクターに関わらず、金融機関の融資姿勢に強く影響を受けてきたと考えられる。また、住宅や商業の不動産価格およびキャップレートは、その安定したインカム・ゲイン（NCF）よりも、むしろオフィス市場との関連が強く、オフィスビル投資のサブセクターとして投資や価格づけが行われてきた可能性が高いように思われる。

本稿における要因分析は、単純かつ基本的なものであり、他の説明変数による分析も十分可能である。一つの試論として参考にしていただければと考えている。

（竹内 一雅）

図表5: オフィス、住宅および商業キャップレートの将来予測



（出所）ニッセイ基礎研究所が推計