

J-REIT における不動産投資利回りの動向

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
主任研究員 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）や私募ファンドなど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。

最近の景気動向や都心部地価の底打ちもあって、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¹。

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独自の推定²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。また、2004年中の取引で最も利回りが低い取引が、東京理科大学が144億円で購入した都市基盤整備公団旧本社ビルで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の取得物件が続く。

¹ ニッセイ基礎研究所『東京のオフィス市場動向』（ニッセイ基礎研REPORT2004.12）

² 日経BP社／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）、同『特集 不動産売買の潮流を読む』（2005.3）。なお、日経不動産マーケット情報では以下の式で利回りを推計している。
利回り（%）＝周辺成約事例に基づく推計賃料×賃貸面積×エリア平均ビル稼働率×12ヶ月×（100%－経費率）÷売買価格×100。賃貸面積が不明の場合は、ビル規模（延床面積）別の係数を乗じて推計している。たとえば、賃料収入は現在の新規賃料でテナントを総入れ替えした前提で推計されており、ここで利回りは実際の鑑定評価における利回りや取引利回りとは異なるので注意を要する。

※収益還元法（直接還元法）では、不動産価格は以下の式で決まる。

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

分母の還元利回りは、純収益の予想成長率が0%の場合、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。本レポートでは、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。

2. J-REIT 取得物件の鑑定利回り

以下、J-REITがどのような利回りを想定して投資しているのかについてみてみたい。開示情報から、各物件の取得時期に行われた鑑定に基づき、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³した（図表-1）。

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	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、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、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)

(出所)J-REIT各社開示資料をもとに集計

これによると、鑑定キャップレートの用途別地域別総計は、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。

オフィスビルの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0.3ポイントずつ低下して2004年に5.8%となった。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て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、その他圏で上昇している。

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%、

³ 合計127件の鑑定結果を利用した。

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が小さいと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 が開示する不動産鑑定結果は非常に重要な情報であるが、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、マネジメント能力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。

分析対象は、物件への投資期日と利回りが確認できる 12 投資法人⁴、対象物件は 315 件⁵である。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⁶、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⁷しているとはいえ、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。次いで都心部以外の 23 区（6.5%）、東京市部・東京周辺 3 県

4 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

5 すでに J-REIT が売却して、現在は保有していない物件も含まれている。

6 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。

7 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）へ急拡大している。

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）。

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%	
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) 東京都心3区: 千代田区、中央区、港区、東京副都心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

(出所) J-REIT 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%に達して以降低下傾向にあり、2004年の下期には4.7%と5%を下回った（図表-3）。

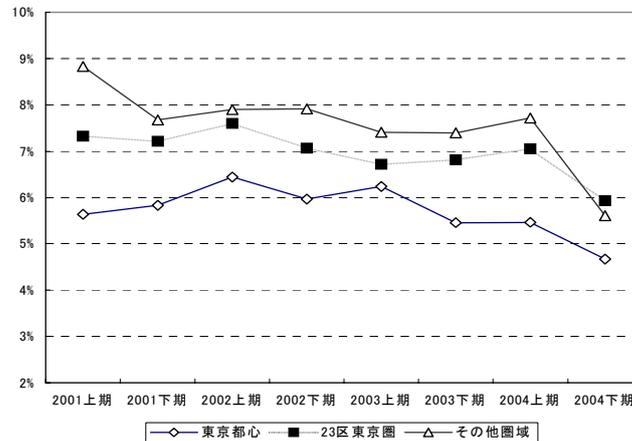
都心部以外の東京圏においては、2002年下期から2004年上期にかけて7%前後で推移していたが、2004年下期に大幅に低下し5.9%となった。その他圏域でも、2004年下期における利回りの低下は著しい。

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、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の変動が小さい（図表-4）。

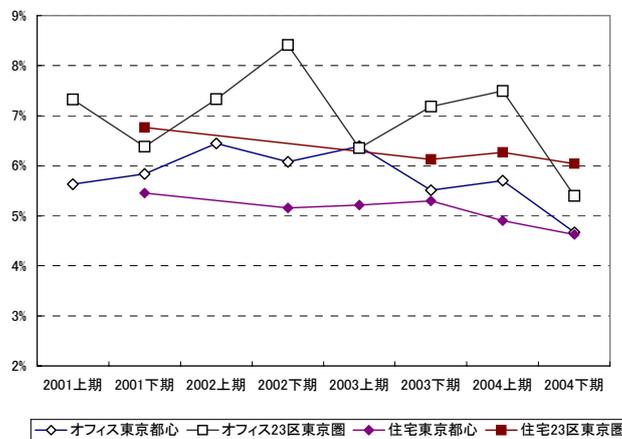
2004年下期は、オフィスでは都心部が4.7%、都心部以外の東京圏が2004年下期の急激な低下により5.4%となり、住宅では都心部が4.6%、都心部以外の東京圏が6.0%となつて

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
(出所)J-REIT 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)



(出所)J-REIT 各社開示資料をもとに集計

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、①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は0.104%低下し、②延べ床面積が千㎡大きくなるごとに0.011%低下、③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、④2004 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⁸。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。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。

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

（出所）J-REIT 各社開示資料をもとに集計

4. おわりに

J-REIT は最近の都心部における投資利回り低下に大きな役割を果たしてきたと言われるが、そ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、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、東京都心部では 2004 年下期に、オフィスで 4.7%、住宅で 4.6% にまで低下していることがわかった。

J-REIT による情報開示が不動産投資市場の透明性を高めたのは明らかで、こうした利回りの低下も、情報が市場参加者に広く行きわたった中での投資動向を表したものともいえるだろう。今後、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が、その際、基準の明確化という意味で、利回りの算定根拠となっている純利益が NOI か NCF（ネット・キャッシュフロー）かの明記も必要と考える。

⁸ 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。