

J-REIT 不動産価格指数・NOI 指数・キャップレート(2020 年版)

2020 年 3 月 24 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 副主任研究員 川村 康人

(Email: kawamura@smtri.jp)

- ・本レポートは、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の取引事例データや、賃貸事業純収益(NOI) データをもとに、マーケット動向を把握するための各種指数を算出し、年次で配信するレポートである。
- ・2020 年版レポートは、2019 年末までの取引および決算データ(決算は2020年2月公表分)を反映している。

1. 本レポートの位置付け

本レポートは、筆者が過去に当社 Web ページ上で配信したレポート¹⁾をもとに、不動産市場の動向を把握するために有益と考えられる各種の指数に関して、その後の価格動向のアップデートを行い、広く一般に定期的な情報提供を行うことを目的としたレポートである²⁾。

別途、当社 Web ページ上で「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」を毎月公表しているが、これは、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の取引データをもとに、月次単位で不動産取引価格指数を算出し、数値データを含めレポートを公表しているものである。これに対して、本レポートは、取引価格だけでなく NOI・キャップレート等を含めて、より詳細な指数をカバーするレポートと位置付けている。

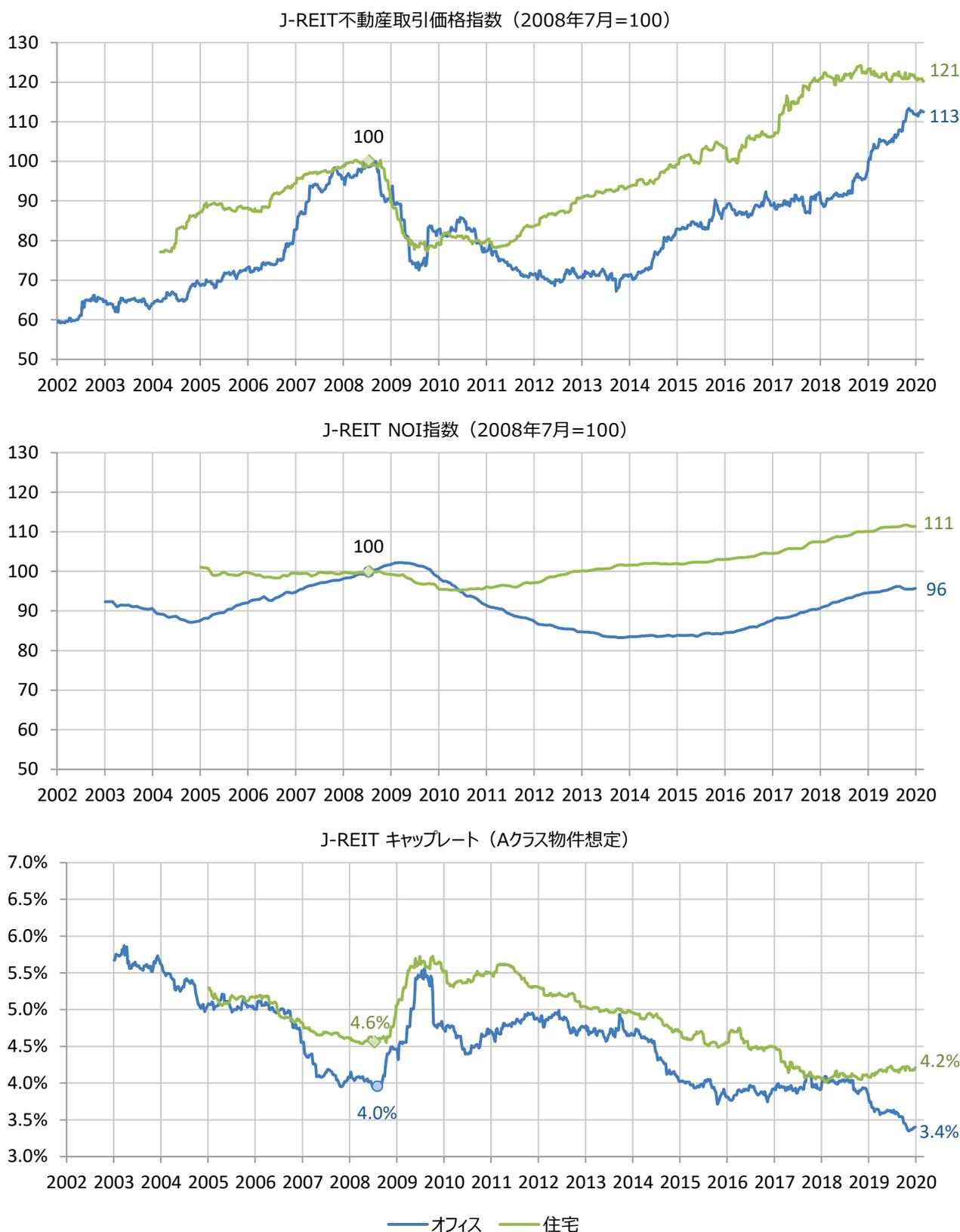
2. 不動産取引市場の動向をタイムリーに把握するための週次指数(オフィス、住宅)

不動産取引市場の動向をタイムリーに把握するために、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の売買事例を用いて、「オフィス」、「住宅」の 2 用途について、週次単位での不動産価格指数(年間移動平均指数)を算出したものが**図表1(上段)**である。同様に、決算データを用いて NOI 指数を算出し(**図表中段**)、A クラス物件想定のカップレート推移も週次で算出を行っている(**図表下段**)。価格・NOI の各指数は、金融危機前の不動産価格のピーク(2008年7月)を100として指数化している。(算出方法は p.5「補論A」を参照)

オフィスに関しては、全国的に新規賃料の上昇が続いているところであるが、J-REIT 保有物件の NOI(**図表中段**)で見ると、2015年の底打ち以降で回復は続いているものの、足元では依然として金融危機前のピークを下回る水準にある。カップレート(**図表下段**)は、不動産市場への投資資金の流入等を背景に、2015年には金融危機前の最低水準に到達し、その後2018年までは横ばいでの推移が続いていたが、2019年には一段と低下が進み、直近では金融危機前よりも60pbs低い水準まで低下している。この1年間でのカップレートの低下により、不動産価格(**図表上段**)は金融危機前のピークよりも1割以上高い水準まで上昇した。

住宅に関しては、J-REIT 保有物件の NOI(**図表中段**)はオフィスよりも堅調に推移しており、カップレート(**図表下段**)はオフィス同様に2015年には金融危機前の最低水準に到達した。この結果、不動産価格(**図表上段**)で見ても、2015年に金融危機前のピークに到達し、その後は NOI の成長やカップレートの一段の低下に伴い、不動産価格は金融危機前のピークよりも2割以上高い水準まで上昇している。

図表1. J-REITによる不動産取引価格指数、NOI指数、取引キャップレート(オフィス、住宅)



出所) J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) キャップレート(Aクラス物件想定)は、各用途についてそれぞれ以下の条件で推計している。(本レポート内で以下同様)

オフィス: 東京都心5区平均、最寄駅徒歩5分、延床面積50,000㎡、建築後5年、等

住宅: 東京都目黒区・世田谷区平均、最寄駅徒歩7分、平均専有面積25㎡/戸、総戸数50戸、建築後5年、等

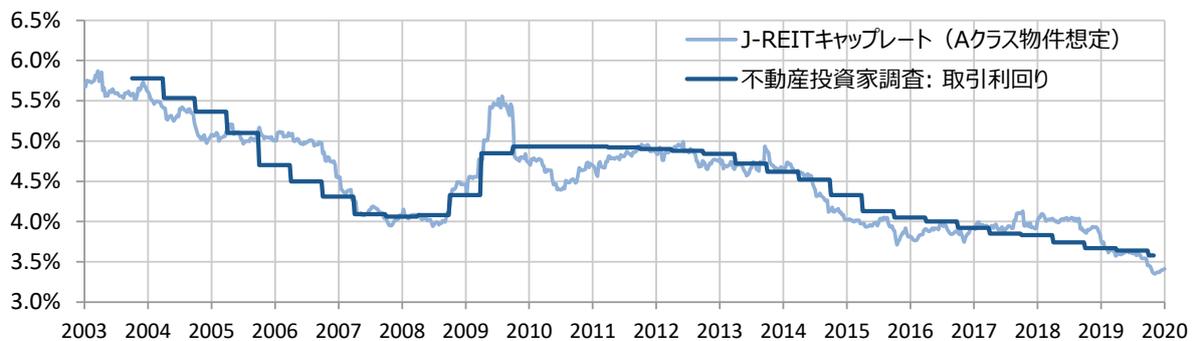
注2) 将来の取引データの追加等に伴い、数値は今後改訂される場合がある。(本レポート内で以下同様)

3. キャップレートの推移

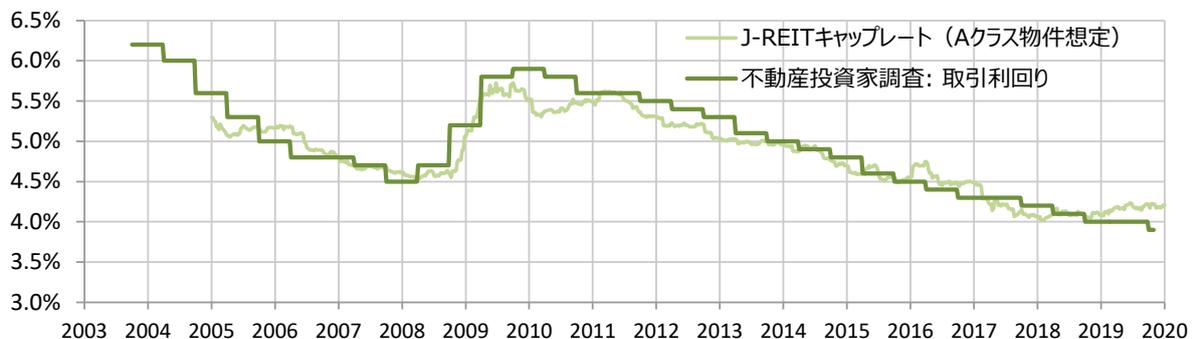
J-REIT が売買・保有する物件は、投資適格不動産(各投資法人が投資方針として定める耐震性、環境・地質条件、権利関係等の各基準に適合した一定規模以上の賃貸用不動産)に限定されており、開示される情報の量・質・速度に優れている。このため、分析対象を J-REIT データに限定することで、投資適格不動産の価格だけでなく、NOI・キャップレートの動向をタイムリーに把握する指標が算出可能といった利点を持つ(詳細は [2019 年版レポート](#) 参照)。一方で、投資用不動産取引市場における J-REIT の取引シェア(日経 BP「日経不動産マーケット情報」に掲載された取引のうち、買主/売主が J-REIT の割合)は、直近 10 年間ではオフィスが 20% 程度、住宅が 40% 程度に留まるため、分析対象を J-REIT データに限定してしまうことで、算出される指数が不動産投資市場全体の動向を反映しきれない可能性があることには、常に留意が必要である。

J-REIT データから観測可能なキャップレート動向の確からしさを確認するために、[図表 2](#)では一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」における「取引利回り」との比較を行っている。両者のデータソースは全く異なるにも関わらず、長期において高い相関関係が認められる。ただし、この 1 年間では、不動産投資家調査ではオフィス・住宅ともに一段の利回りの低下が生じているのに対して、J-REIT キャップレートに関しては、住宅で若干上昇に転じている。J-REIT 以外のプレイヤーの取引利回り目線が一段と低下する中で、J-REIT が実際には一段と低い利回り目線で取得できていない可能性が考えられる。前掲[図表 1](#)の住宅 NOI 指数(直近値 111)に対して、キャップレートが 4.2%ではなく 3.9~4.0%で推移したと仮定して試算すると、住宅価格指数(直近値 121)は 130 前後まで上昇していることになる。J-REIT 以外のプレイヤー(私募ファンド等)は、金融危機前のピークよりも 3 割程度高い価格で住宅の売買を行っている可能性が考えられる。

図表 2. J-REIT キャップレート(A クラス物件想定)と不動産投資家調査(A クラス物件を想定した取引利回り)の推移比較
オフィス



住宅



出所)「J-REIT キャップレート(A クラス物件想定)」は J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所推計

「不動産投資家調査: 取引利回り」は一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」各回の取引利回りの調査結果(中央値)のうち、オフィスは「日本橋」、「神田」、「秋葉原」、「虎ノ門」、「汐留」、「赤坂」、「六本木」、「港南」、「西新宿」、「渋谷」各地区の A クラスビルの調査結果の平均値、住宅は「城南地区」におけるワンルームの調査結果をそれぞれ採用

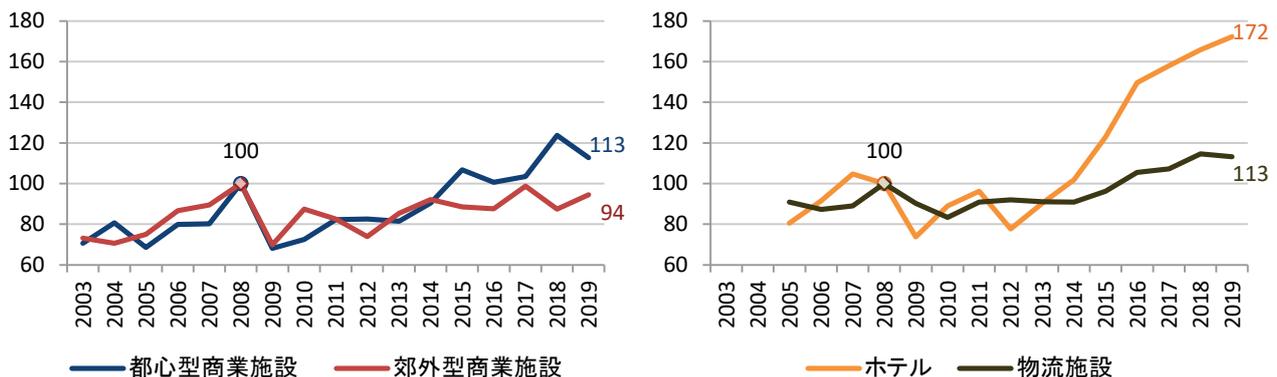
4. 商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数

前節まで、オフィスと住宅の2用途に関して不動産価格指数の紹介を行った。実際の不動産投資においては、商業施設、ホテル、物流施設など、各種の用途へ投資が行われており、本レポートでは最後に、これらの不動産価格指数についても取り上げることにしたい。作成方法に関しては、当社 Web ページ上で「[ホテル・物流施設の不動産価格指数](#)」(2016年5月18日付)および[2019年版レポート](#)で解説しているため、ここでは割愛し、その後の価格動向に関してアップデートを行うこととする。

2019年末までのデータ(決算は2020年2月公表分)を用いて価格指数の算出を行った結果が図表3である。いずれも金融危機前の2008年時点を100としている。ホテルに関しては、金融危機前のピークより70%程度高い水準まで価格上昇が続いている。都心型商業施設、物流施設に関しては金融危機前より15%程度高い水準まで価格上昇が続いているが、郊外型商業施設に関しては金融危機前のピーク水準までは回復していないことが確認できる。

本レポートの内容は以上である。本レポートで取り上げた用途別・種類別の各種指数の公表有無に関しては補論B(p.7)に整理しているため、必要に応じてご参照いただきたい。

図表3. 商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数(2008年=100)



出所) J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 商業施設に関しては、立地・建物属性や利用用途が多様であることから、便宜的に都心型、郊外型の2つに分けている。

注2) 将来の取引データの追加等に伴い、数値は今後改訂される場合がある。

補論 A. 週次指数の算出方法

<週次指数の算出におけるデータ利用方法の概要>

- ・ J-REIT の不動産取引価格指数、NOI 指数、キャップレートを算出するにあたっては、J-REIT による実物不動産および不動産信託受益権の取得・譲渡のデータと、取得後の決算データを用いている。具体的な利用イメージを整理したものが参考図表1である。
- ・ 不動産の取得・譲渡の時点に関しては、契約時点ではなく引渡時点を用いている。
- ・ NOI 指数に関しては、各決算期末までの6か月間の賃貸事業純収益(償却前)をもとに算出している。資産運用会社による取得時想定値ではなく、取得後の実績ベースの NOI である。

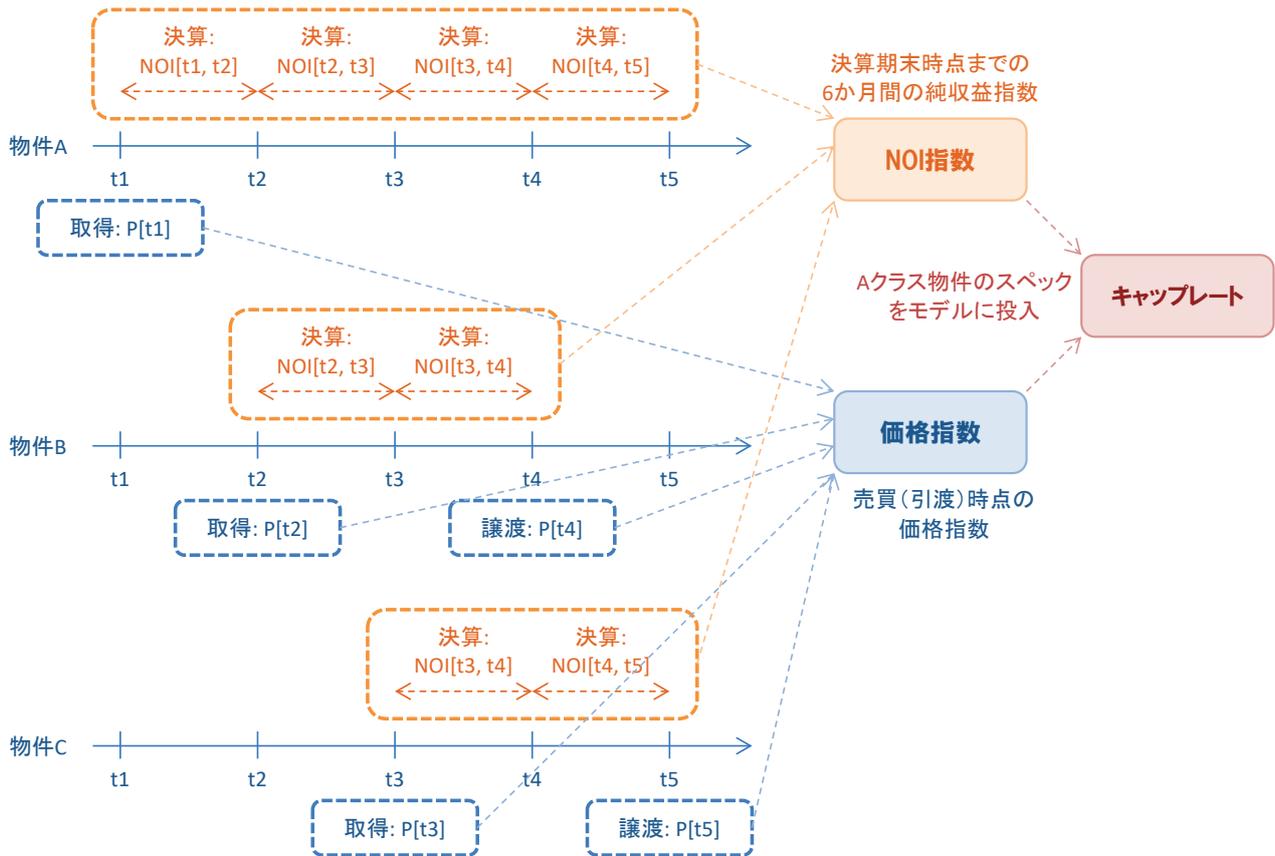
<不動産価格指数・NOI 指数・キャップレートの算出方法の概要>

- ・ 不動産は個別性が強く、面積規模・交通利便性・建築後年数などの立地・建物属性や、権利形態などが大きく異なる。このため、消費者物価指数における「りんご」や「バター」のように単純な平均価格の比により価格指数を算出することができず、立地・建物属性や権利形態等について同等条件を仮定した場合の価格指数(Constant quality price index)や NOI 指数を、統計的手法を用いて算出している。
- ・ 「同等な条件を仮定した場合」というのは、たとえば 2010 年でも 2015 年の場合でも、常に「築 5 年」と想定した場合を意味する。このため、価格指数・NOI 指数は経年劣化の影響を含んでおらず、市況変化に伴う純粋な価格・収益の変動を表す指標として捉えることができる。
- ・ キャップレートに関しては、オフィスおよび住宅の価格・NOI それぞれについて、A クラス物件のスペック(図表1の注1参照)を設定し、品質調整済みの価格・NOI の水準を推計したうえで、その比率によりキャップレートを算出している。ただし、時間を通じた変化の要素は、A クラスだけでなく、B・C クラスの物件も含む全取引データから算出している。

<週次指数の算出方法の概要>

- ・ 週次指数を単純に作成しようとすると、短期変動が大きくトレンドが読み取りにくい、不動産取引が 0 件の週は指数そのものが算出できない、といった問題が生じる。この問題を解消するために、参考図表2で示すように、年間移動平均ベースの指数を算出している。
- ・ 年間移動平均の算出方法は、後方移動平均値では計算上のタイムラグが生じてしまうため、中心化移動平均値を採用している。この結果、2016 年 6 月末時点の指数であれば 2016 年 1~12 月の取引を反映した指数、同様に、2017 年 12 月末時点の指数であれば、2017 年 7 月~2018 年 6 月の取引を反映した指数となり、このような年間平均値を週単位で小刻みにずらし、週次の指数を計算している。
- ・ なお、2018 年 12 月末時点の指数の例(参考図表2)で示すように、直近の指数に関しては、年間移動平均の範囲にデータが公表されていない期間が含まれるため、算出された指数は速報値となる。具体的には、2018 年 12 月末時点に算出可能な最新の指数は、2018 年 7~12 月末(半年分)の取引のみで計算された平均値のため、2019 年 6 月末までの間は、新たなデータ公表に伴い指数は改訂される。
- ・ 6 か月分の取引データで算出した「速報値」と 12 か月分の取引データで算出した「確定値」の改訂率(絶対値)の中央値は、オフィスが 1.4%、住宅が 1.2%である(2016 年 1 月~2019 年 8 月で計算)。
- ・ 移動平均は、取引金額加重ではなく取引件数加重の幾何平均値である。計算プログラムの変更により取引件数ではなく金額加重の指数や、幾何平均ではなく算術平均ベースの指数も算出可能であるが、本レポートで掲載した週次指数の図表は、いずれも件数加重幾何平均値による指数である。

参考図表1. J-REITによる不動産取引データと決算データの利用イメージ



出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 図では不動産の取得・譲渡が決算期末時点に行われるケースを表しているが、実際には決算期中に行われる場合が多い。
 注2) 不動産の取引価格データは日々の適時開示情報から得られる一方で、NOI データに関しては、決算期ごとにしかデータが公表されず、また、決算期末までの約6か月間の合計値が公表されるため、賃貸事業収益の変化をリアルタイムに反映しきれない可能性がある。加えて、決算データは、各決算期末の約1か月半後に公表されるため、NOI 指数およびキャップレートは、価格指数と比べてリアルタイムには算出できないといったデータ制約上の問題がある。

参考図表2. 各時点の週次価格指数がカバーする不動産取引の時点のイメージ



出所)J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 図では、確定値と速報値のイメージを捉えやすいように、2018 年末までの取引件数を表示している。算出時点よりも将来の取引(フォワードコミットメント契約)が公表されている場合には、それらのデータも推計に活用している。

補論 B. 本レポートで掲載した指数の用途別・種類別の整理

筆者は、当社 Web ページ上のレポートで、各種の指数を算出・公表している。公表系列の種類が増加すると、公表有無・違いなどが分かりにくくなると考えられるため、用途別・指数の種類別に参考図表3に整理した。表中の「○」は、本レポートで掲載をしている区分を表している。

参考図表3. 本レポートで掲載した指数の位置付け(用途別・指数の種類別の整理)

	オフィス	住宅	商業施設		ホテル	物流施設	シニア住宅	その他
			都心型	郊外型				
週次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数	○	○						
NOI指数	○	○						
キャップレート	○	○						
月次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数	※	※	※					
NOI指数								
キャップレート								
年次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数			○	○	○	○		
NOI指数								
キャップレート								

出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

※)本レポートとは別途、「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」として公表している。なお、都心型商業に関しては、計分析を行うにあたって十分なサンプルサイズが確保できないことから、単体の用途区分での指数ではなく、オフィスのデータとブールして「オフィス+都心型商業」として、指数の算出を行っている。

- 1) ①「[不動産取引価格指数・キャップレート指数が表す不動産市況](#)」(2016年1月14日付) ※単発レポート
 ②「[ホテル・物流施設の不動産価格指数](#)」(2016年5月18日付) ※単発レポート
 ③「[日本・諸外国の商業用不動産価格指数](#)」(2017年4月13日付) ※単発レポート
 ④「[J-REIT 不動産価格指数・NOI指数・キャップレート\(2019年版\)](#)」(2019年3月12日付) ※年次レポート
 ⑤「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」(2016年1月より毎月配信中) ※月次レポート

2) 本レポートは年次での更新を予定しているが、今後、予告なく更新停止される場合がある。

当サイトのレポート・図表等の転載をご希望の方は、こちらの「[レポート・図表等の転載について](#)」
(PDF:155KB)をご覧ください。

その他、本レポートに関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】投資調査第2部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。