

J-REIT 不動産価格指数・NOI 指数・キャップレート(2022 年版)

2022 年 4 月 27 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 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。
- ・2022 年版レポートは、2022 年 3 月末までの取引および 2021 年 1 月末までの決算データを反映している。
- ・2022 年版レポートでは、インプライド・キャップレートを用いた不動産市場・金融市場の比較分析を追加した。

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不動産価格指数に関するレポートをもとに、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、足元までの動向について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。

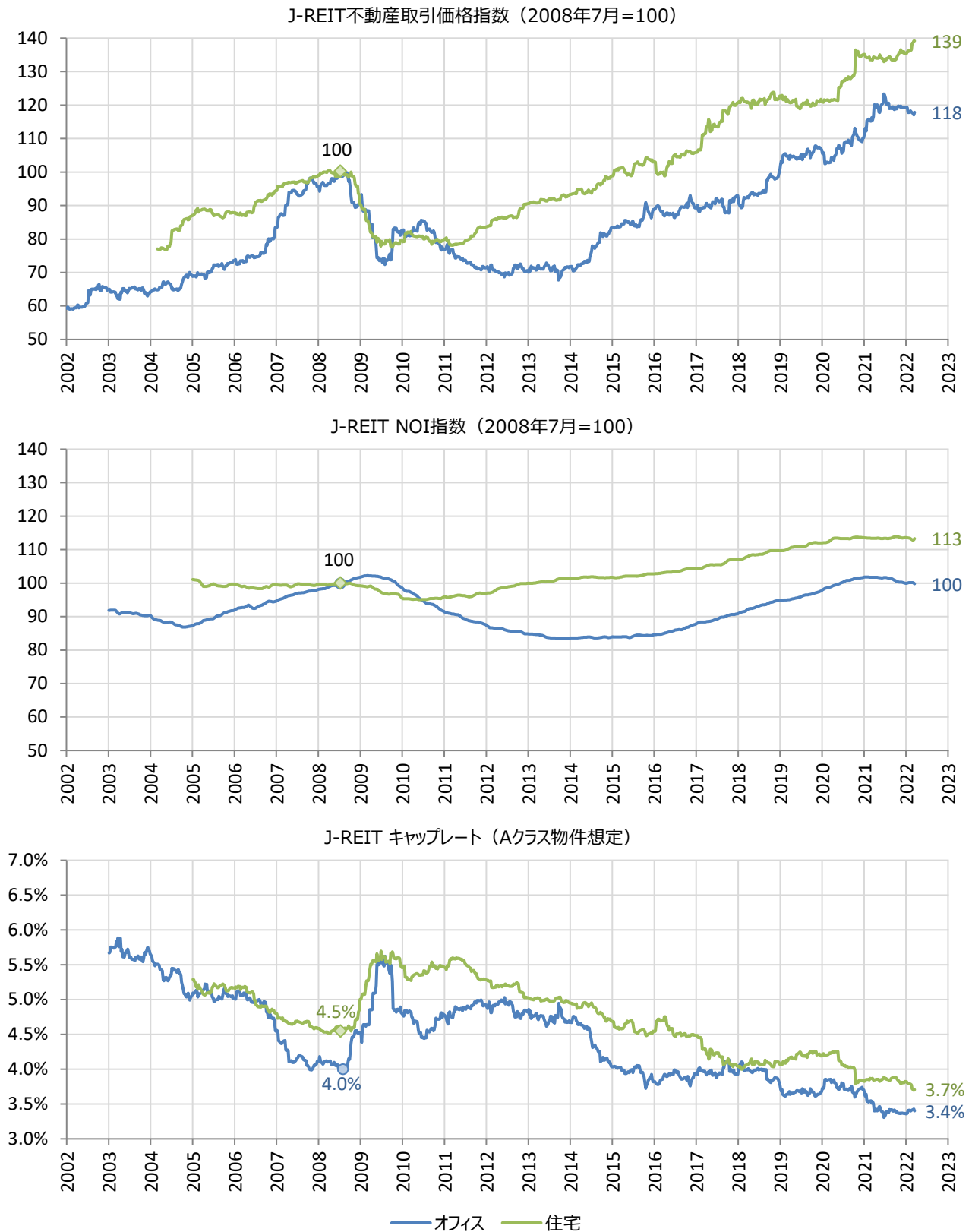
2. 不動産取引価格・NOI・キャップレートの動向(オフィス、住宅)

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 クラス物件想定キャ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.10「補論 A」を参照)

オフィスの取引価格は 2021 年前半に一段と上昇したものの、2021 年後半以降は緩やかな下落に転じている。不動産価格(=NOI÷キャップレート)の分母であるキャップレートに関しては 3.4%程度の水準で横ばい傾向にあり、上昇反転を示していないものの、分子の NOI は賃貸市場の悪化を受けて緩やかな下落に転じており、これがオフィスの取引価格の下落要因と解釈できる。住宅に関しては、2021 年中は NOI・キャップレートともに横ばいのため、価格指数も横ばい傾向が続いていたが、2022 年以降は一段のキャップレート低下・価格上昇が進んでいる。取引件数は、オフィス・住宅ともに概ね横ばいで推移している(図表 2)。

また、J-REIT キャップレート(A クラス物件想定)の推移に関する確からしさを確認するために、一般財団法人 日本不動産研究所が公表する「不動産投資家調査」における「取引利回り」との比較も行っている(図表 3)。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。

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

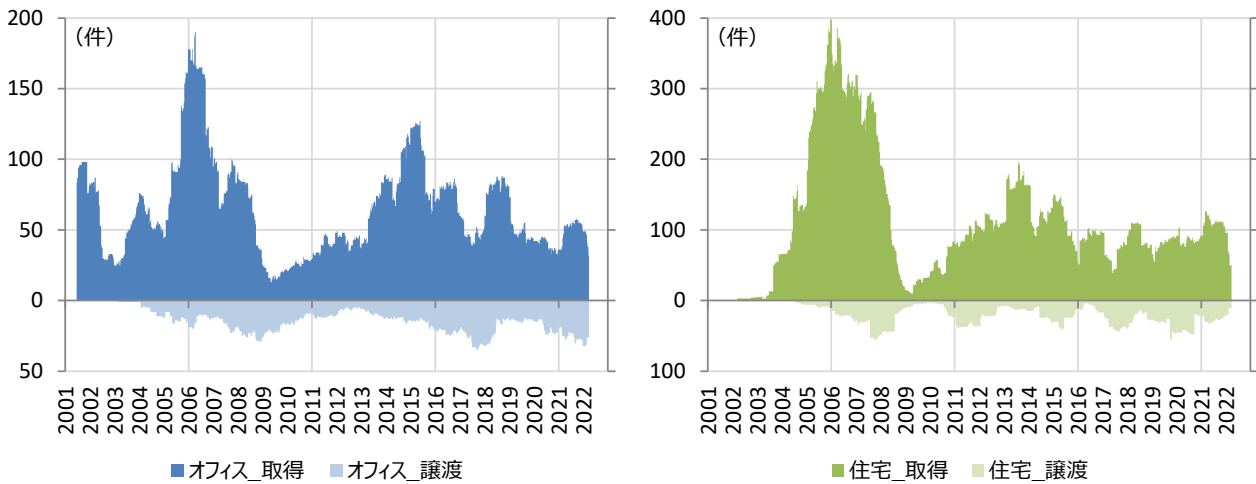
注1) キャップレート(Aクラス物件想定)は、各用途についてそれぞれ以下の条件で推計している。(本レポート内で以下同様)

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)

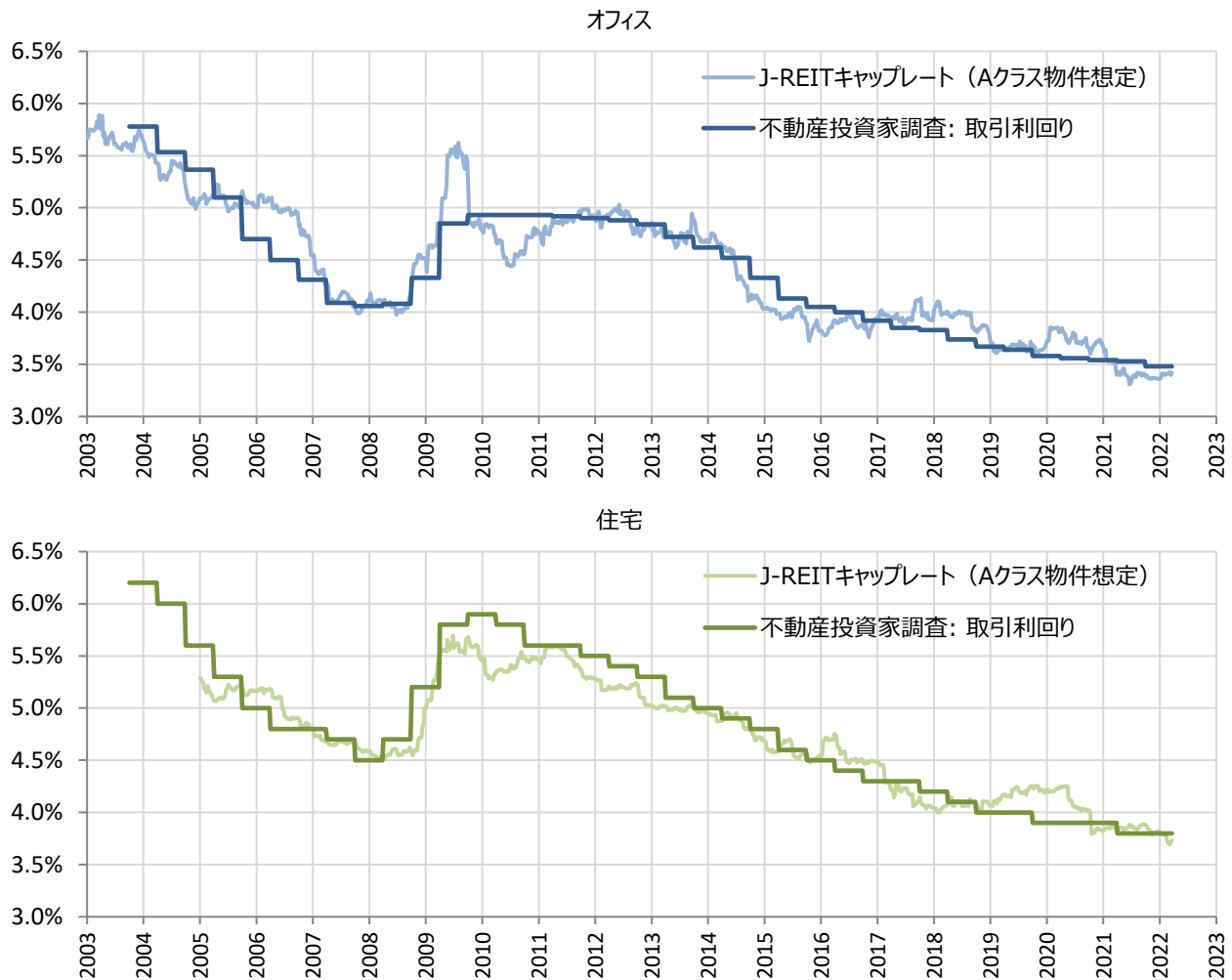
図表2. J-REIT 不動産価格指数の算出に用いた取得・譲渡のデータ件数(中心化・年間移動合計による件数)



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) 2021年10月~2022年3月のデータ件数は、1年分のデータが揃っていないため暫定値である。

図表3. 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



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」におけるワンルールの調査結果をそれぞれ掲載

3. 商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数

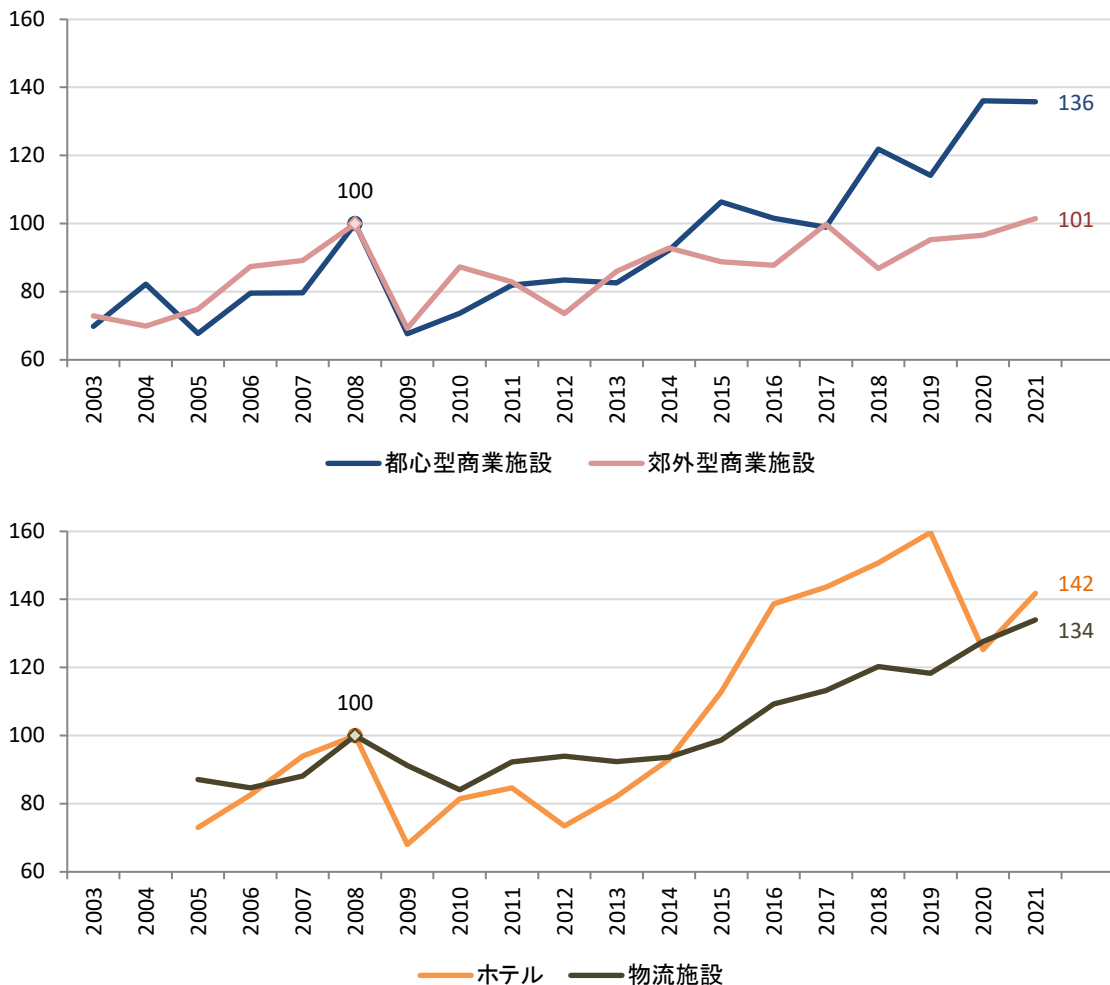
商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数に関して、2021 年末までのデータを用いて価格指数の算出を行った結果が図表4である。いずれも金融危機前の 2008 年時点を 100 としている。

都心型商業施設に関しては、不動産価格は金融危機前のピークよりも 30%以上高い水準で引き続き推移しているのに対し、郊外型商業施設は緩やかな価格上昇に留まっている。

ホテルに関しては、新型コロナ危機発生前の 2019 年時点では、金融危機前のピークと比べて 60%程度高い水準まで価格上昇が続いていたが、2020 年は前年比で▲20%超の大幅下落となった。2021 年は、新型コロナ後を見据えた取引等によりホテルの不動産価格は上昇に転じたが、2019 年時点と比較して 10%以上低い水準(2016~17 年頃と同程度の水準)に留まっている。

物流施設に関しては、引き続き堅調な価格上昇が続いており、金融危機前のピークよりも 30%以上高い水準で推移している。

図表4. 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) 作成方法に関しては、当社 Web ページ掲載の「[ホテル・物流施設の不動産価格指数](#)」(2016 年 5 月 18 日付)を参照。

注2) 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3) 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。

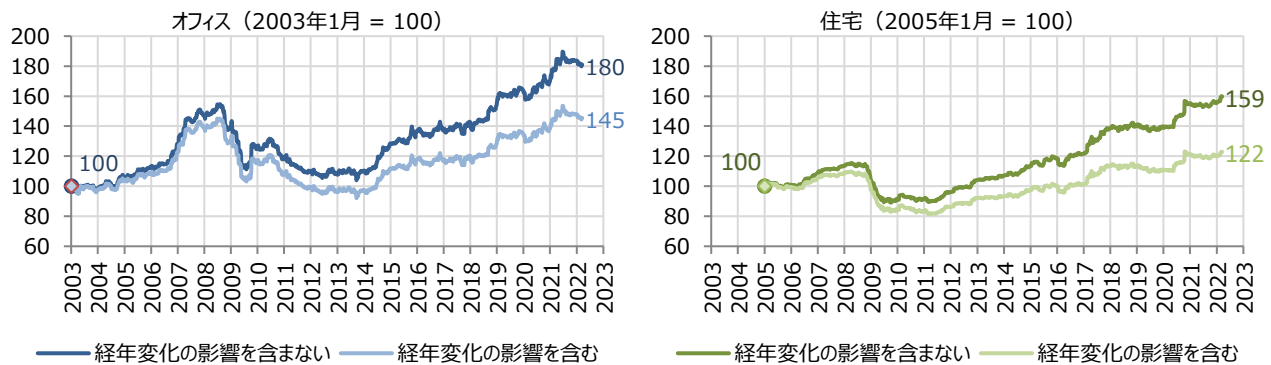
4. 不動産取引価格と不動産鑑定評価額の推移比較

J-REIT による不動産取引価格の動向を不動産鑑定評価額の推移と比較するために、経年変化の影響を含まない不動産価格指数(前掲図表1の指数)に加えて、経年変化の影響を含む不動産価格指数を図表5の通り作成した。そのうえで、J-REIT 保有物件の各決算期末時点における継続鑑定評価額データをもとに鑑定評価額指数を作成し、図表6の通り比較を行った。

不動産取引価格と不動産鑑定評価額の間には、変化率の大きさに違いがあるものの、過去の価格上昇/下落の転換点は概ね一致していることが確認できる。新型コロナ危機発生以降、オフィス・住宅ともに、J-REIT 保有物件の継続鑑定評価額は緩やかな上昇が継続している。オフィスに関しては、継続鑑定評価額の伸び率は徐々に鈍化しているものの、本レポート執筆時点では下落転換の兆候は見られない。

図表7は、J-REIT による不動産取得時・譲渡時の取引価格と鑑定評価額の乖離率の分布を、オフィス・住宅について見たものである。直近の数年間では、譲渡時の価格が直前の期末鑑定評価額を大きく上回る売却事例(図表中の青い部分)が多くを占めており、不動産取引価格の押し上げに寄与していると考えられるものの、オフィスに関しては、取得時の価格が鑑定評価額を5%以上下回る事例(図表中の赤い部分)が2022年に入り増加しており、今後も不動産取引価格と不動産鑑定評価額の動向に注視が必要と考えられる。

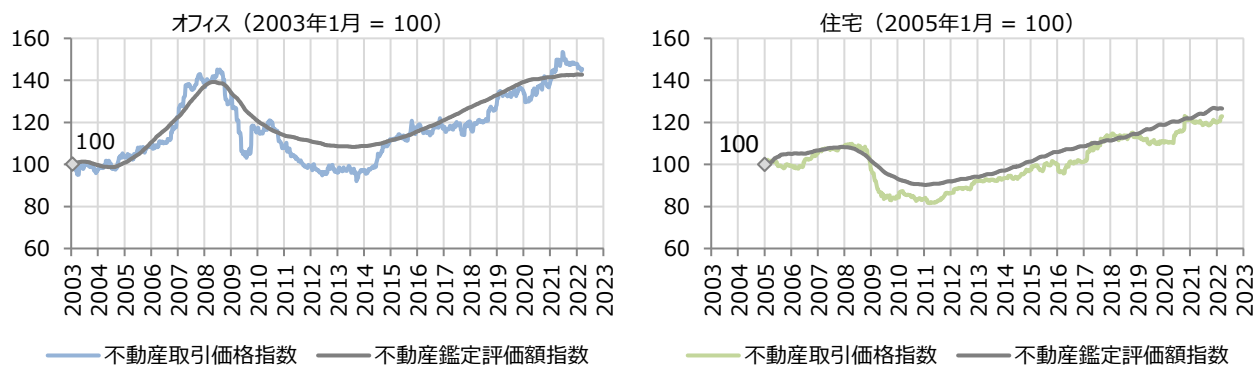
図表5. 経年変化の影響を含まない不動産取引価格指数と経年変化の影響を含む不動産取引価格指数の推移比較



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

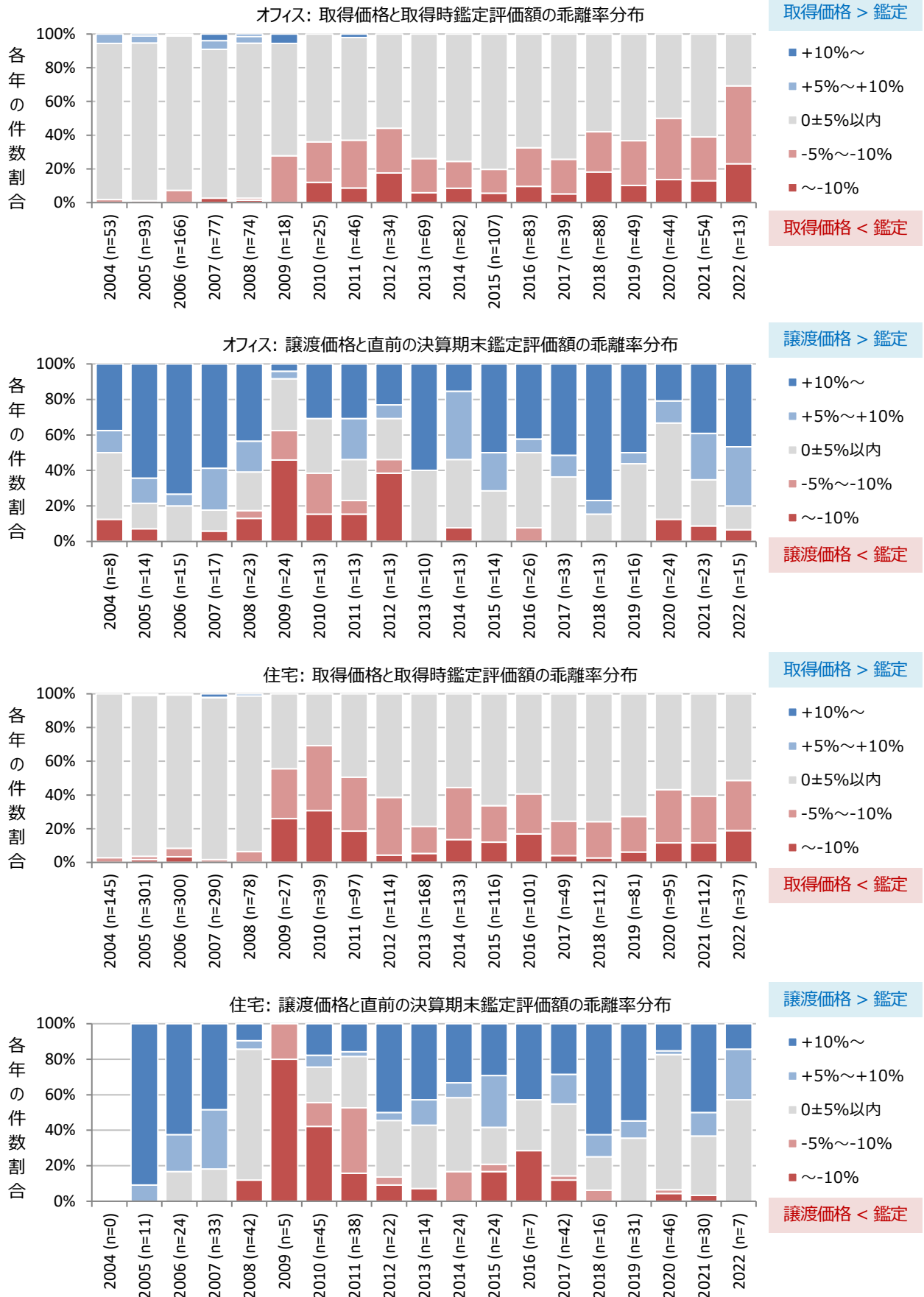
注) 経年変化の影響を含まない指数は、築年数を一定とした場合の不動産価格の純粋な変動を表すため、不動産市況の判断や、GDP・金利等のマクロ経済指標との関係性の分析等に適した指標である。これに対して、経年変化の影響を含む指数は、築年数を変化させた場合の不動産価格の変動を表すため、キャピタルリターン計測等に適した指標である。

図表6. J-REIT の不動産取引価格指数と不動産鑑定評価額指数の推移比較(経年劣化の影響を含む指数による比較)



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

図表7. J-REITによる不動産取得時・譲渡時の取引価格と鑑定評価額の乖離率(=取引価格/鑑定評価額-1)



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)個別の取引価格が非開示の事例は集計対象から除外している。2022年は1~3月分の公表データに基づく集計結果。

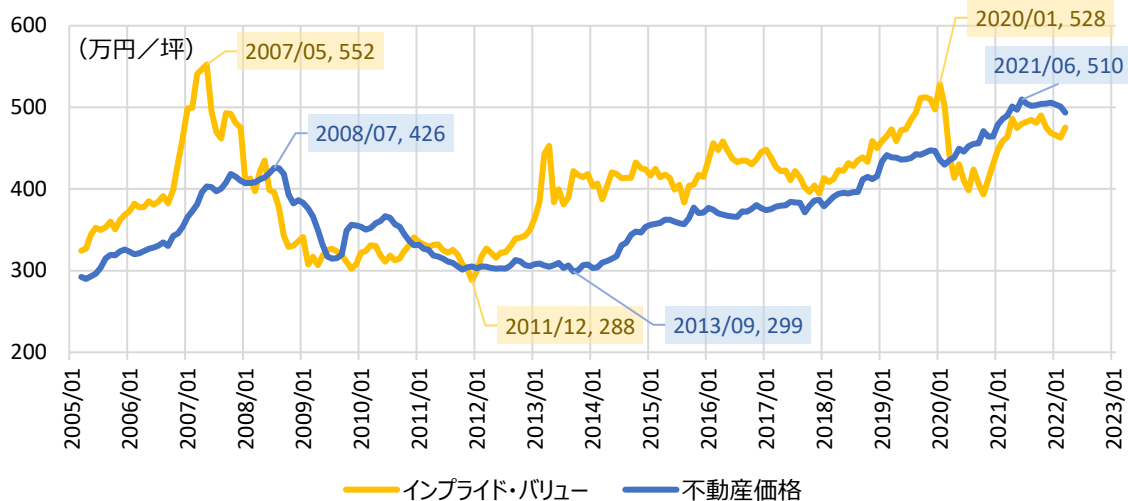
5. 不動産取引価格とJ-REIT インプライド・バリューの推移比較

当社 Web ページ掲載の「[インプライド・キャップレートによる不動産取引価格の予測可能性](#)」(2011年11月11日付)では、J-REIT のインプライド・バリュー(インプライド・キャップレートの分母)は、実際の不動産取引価格に対して1年程度先行することから、不動産価格の先行指標としての可能性を持つことを紹介した。

図表8は、J-REIT オフィス系3銘柄を対象とし、インプライド・バリューと不動産価格の推移を比較したものである。インプライド・バリューは2020年2~3月に急落し、2021年には回復に転じたものの、2021年末頃から再び軟調な推移となっており、新型コロナ危機前の水準まで回復するには至っていない。不動産価格に関しては、直近6か月の不動産価格指数は速報値であるため、今後の取引事例の追加により指数が改定される可能性はあるものの、足元の下落傾向が今後も継続する場合、2021年6月がピークとなる可能性がある。

図表9は、これらのインプライド・バリューと不動産価格のピーク、ボトムの時点を比較したものである。図表のうち(3)に関しては未確定であることに留意する必要があるものの、金融危機前後および新型コロナ危機前後では、インプライド・バリューは不動産価格に対して1年半程度、先行する可能性が引き続き示唆される。

図表8. J-REIT オフィス系3銘柄のインプライド・バリューおよび不動産価格の推移(賃貸可能面積単価)



出所)三井住友トラスト基礎研究所

注1)オフィス系3銘柄として日本ビルファンド(8951)、ジャパンリアルエステイト(8952)、日本プライムリアルティ(8955)を対象とした。

注2)インプライド・バリューは、各銘柄の時価総額+預り金+ネット有利子負債の合計を賃貸可能面積合計で除した指標である。

注3)不動産価格は、各保有物件の取得価格をもとに、その後の価格変化に関して経年変化の影響を含む不動産価格指数を用いて時点補正を行い、賃貸可能面積合計で除した指標である。

注4)インプライド・バリューが金融市場におけるJ-REITの買収価値を表すのに対して、この方法で計算された不動産価格は、実物不動産の取引市場におけるJ-REITポートフォリオの買収価値を表すと考えられる。

注5)日本プライムリアルティ(8955)は運用基準でオフィス比率を70~90%と定めており、都市型商業施設が一部含まれるため、それらの物件に関しては「オフィス+都心型商業」の不動産価格指数を用いて不動産価格の時点補正を行っている。

図表9. インプライド・バリューおよび不動産価格のピーク、ボトムの時点比較

	インプライド・バリュー		不動産価格		②-①
	①時点	(円/坪)	②時点	(円/坪)	
(1)金融危機前のピーク	2007/05	552	2008/07	426	1年2か月
(2)金融危機後のボトム	2011/12	288	2013/09	299	1年9か月
(3)新型コロナ危機前後のピーク? 【未確定】	2020/01	528	2021/06	510	1年5か月

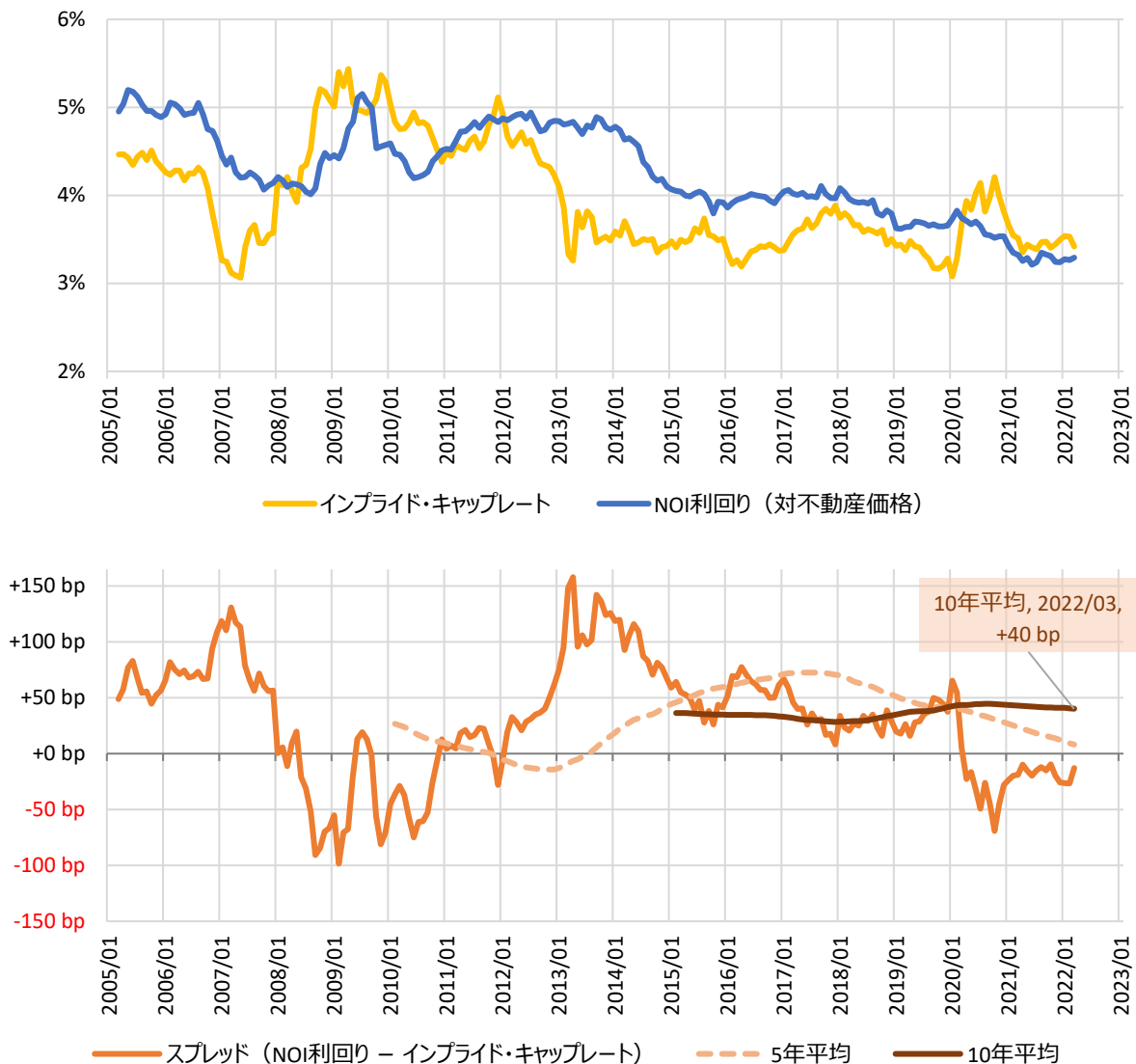
出所)三井住友トラスト基礎研究所

6. J-REIT のインプライド・キャップレートから得られる三つの情報

J-REIT のインプライド・キャップレート(インプライド・バリュウ)とポートフォリオの NOI 利回り(不動産価格)を比較することにより、①実物不動産の取引価格に対する先行性を用いた市況転換点の予測のみならず、②J-REIT の投資口に対する投資判断や、③J-REIT が不動産投資を行う際のハードルレートとしての活用が可能である。(詳細は当社 Web ページ掲載の「[J-REIT のインプライド・キャップレートとは何か](#)」(2011年11月付)を参照)

新型コロナ危機以降、J-REIT の投資口価格は 2020 年前半の急落後、上昇・下落を続けるなど、まだら模様の推移を示しているが、図表10や前掲図表8のように、J-REIT のインプライド・キャップレート(インプライド・バリュウ)をポートフォリオの NOI 利回り(不動産価格)と比較することで、実物不動産市場の価格に対して金融市場の評価(投資口価格)が相対的に割高・割安であるかを判断する際の材料の一つになると考えられる。

図表10. J-REIT オフィス系 3 銘柄のインプライド・キャップレートおよびポートフォリオ NOI 利回りの推移、スプレッドの推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

注1)オフィス系 3 銘柄として日本ビルファンド(8951)、ジャパンリアルエステイト(8952)、日本プライムリアルティ(8955)を対象とした。

注2)各 J-REIT のポートフォリオ NOI および B/S は、各時点における当社予想に基づく。NOI は公租公課費用化調整後の標準 NOI(取得予定物件を含む)。

注3)NOI 利回りに関して、帳簿価格や鑑定評価額に対する利回りを比較に用いる場合には、異なる結果となる可能性がある。

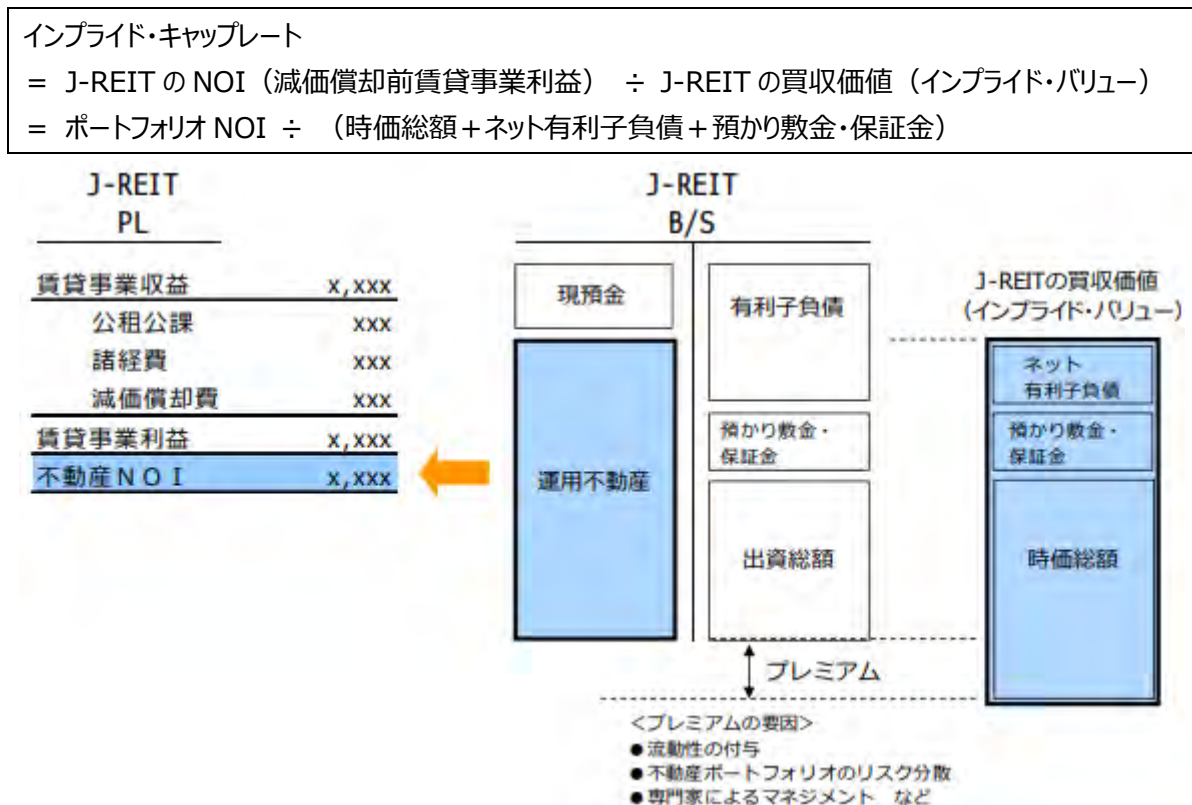
なお、実際には、J-REIT のインプライド・バリューは、流動性の付与やリスク分散の効果により、図表11に示すように、実物不動産価格に対してプレミアムを持つと考えられる。前掲図表10(下図)では、オフィス系3銘柄のデータをもとに、NOI利回りからインプライド・キャップレートを引いたスプレッドを算出している。時期によりスプレッドが変動し、正負が反転することもあるが、10年間の長期平均ではスプレッドは+40bp前後で推移していることが確認できる。同様に、前掲図表8をもとにインプライド・バリューの不動産価格に対するプレミアムを計算すると、10年平均では+12%のプレミアム(インプライド・バリュー > 不動産価格)となる。

以上を踏まえ、インプライド・キャップレートを J-REIT の投資口に対する投資判断として利用する際には、両者の乖離幅を長期トレンドと比較することで、相対的な割高・割安感の判断に活用可能と考えられる。また、インプライド・キャップレートを J-REIT が不動産投資を行う際のハードルレートとして利用する際にも、上記のスプレッド推計結果を運用報酬率等と組み合わせることで、一定の物差しとして活用できると考えられる。

これらに加えて、不動産ファンド等にエクイティ投資を行う投資家の観点では、(1)J-REIT のような上場資産ではなく、私募 REIT や不動産セキュリティ・トークンなどの非上場資産に対して、発行市場(プライマリーマーケット)で投資を行うことで、運用報酬や負債コストを加味しない不動産 NOI 利回りベースで見て、長期平均では 40bp 程度のプレミアムを獲得できる可能性を示唆している。加えて、私募 REIT の投資口や不動産セキュリティ・トークンを流通市場(セカンダリーマーケット)で売買する際には、投資家の買い・売りの量に応じた非流動性プレミアム/ディスカウントが別途加算されたリターンが形成されることが考えられる。

以上、不動産市場を複眼的な視点で観察するための各種指標について紹介を行った。J-REIT 誕生から20年が経過し豊富なデータが蓄積されているため、これらを活用し、今後も各種の分析を紹介していきたい。

図表11. インプライド・キャップレートの概念



出所)三井住友トラスト基礎研究所 ※当社 Web ページ掲載「[J-REIT のインプライド・キャップレートとは何か](#)」(2011年11月付)

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。

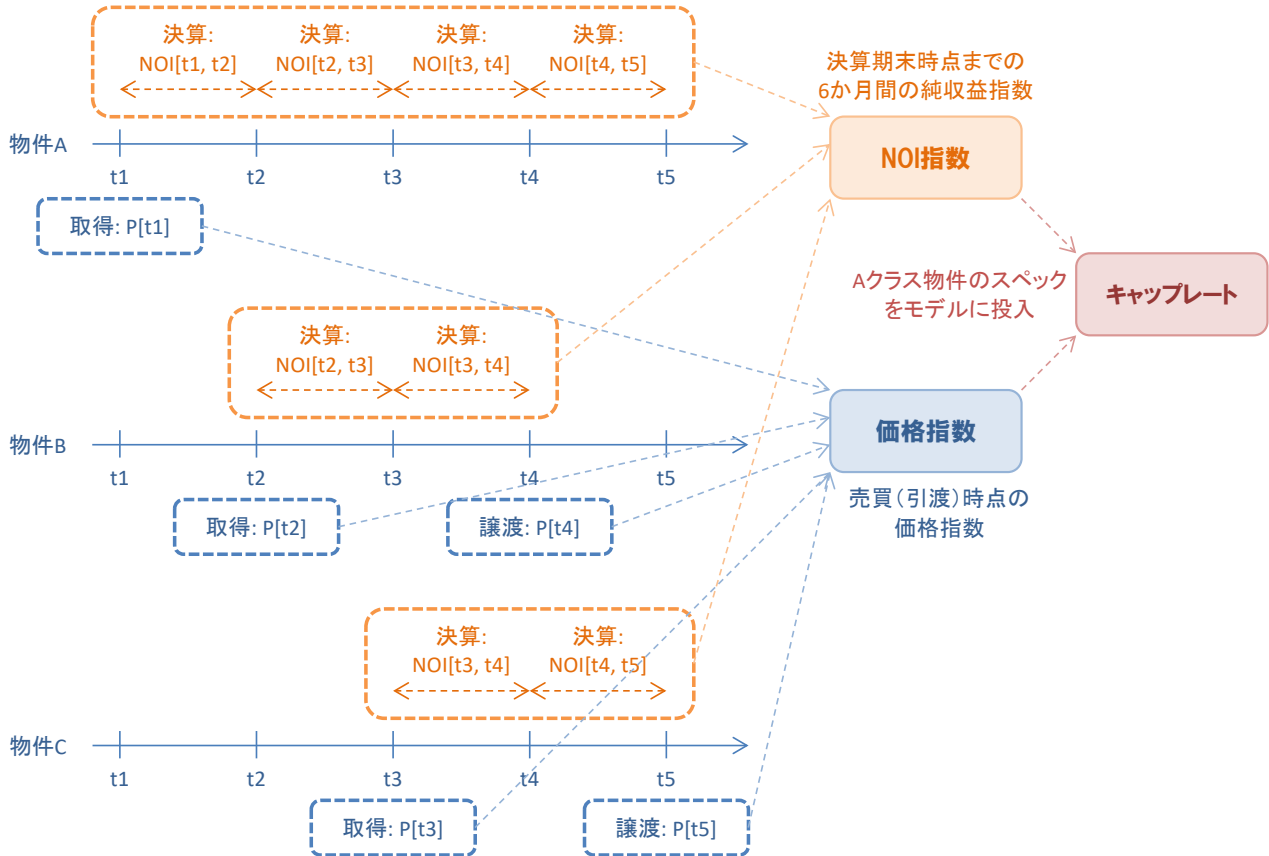
<不動産価格指数・NOI 指数・キャップレートの算出方法の概要>

- ・ 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、2019年6月末時点の指数であれば2019年1~12月の取引を反映した指数、同様に、2020年12月末時点の指数であれば、2020年7月~2021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、2021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、2021年12月末時点に算出可能な最新の指数は、2021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、2022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1.9%、住宅が1.3%である(2016年1月~2021年9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。

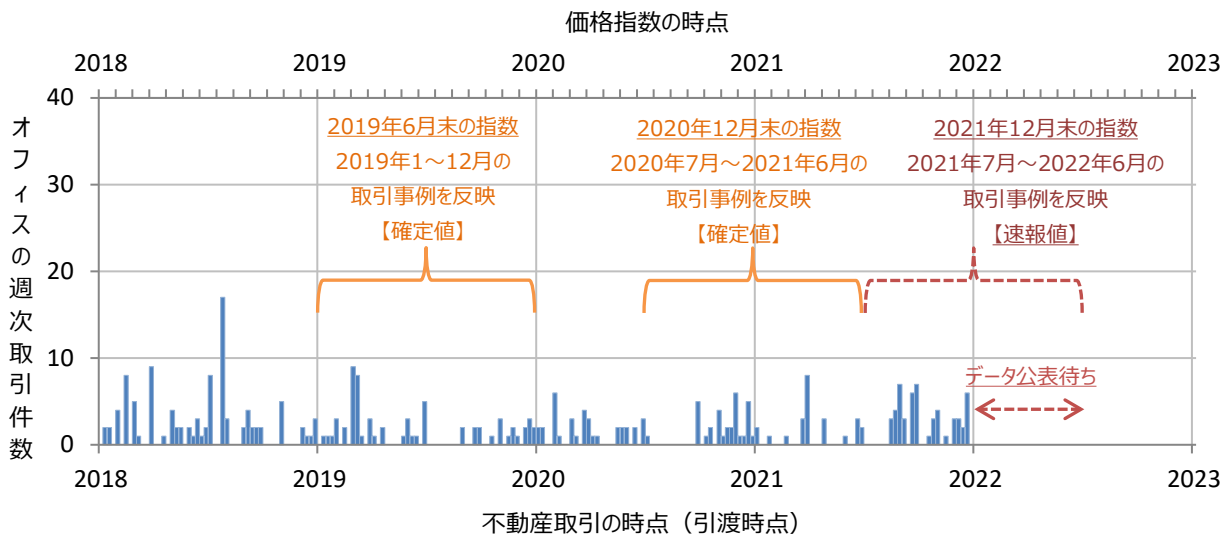
参考図表1. J-REITによる不動産取引データと決算データの利用イメージ



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、2021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「[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日付) ※年次レポート
 ⑥「[J-REIT 不動産価格指数・NOI指数・キャップレート\(2021年版\)](#)」(2021年4月12日付) ※年次レポート
 ⑦「[【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。

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。