

不動産キャップレートは 2013 年度まで改善する見通し

～ シナリオ別にみる不動産キャップレートの動向 ～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 主任研究員 渡部光章

◆J-REIT における 7 月末の不動産キャップレート (全用途、加重平均値) は、5.26%となった。
2010 年以降、順調な回復をみせている不動産キャップレートは、今後も下落トレンドを維持できるのか？ (本稿は分析・執筆に際して、早稲田大学大学院ファイナンス研究科の川口有一郎教授から助言を得た)

<目次>

1. 不動産マーケットは底に達しつつあるのか?1
2. 賃貸住宅を中心にキャップレートの回復が鮮明.....2
3. 今後のキャップレートのシナリオは?.....3

1. 不動産マーケットは底に達しつつあるのか?

ユーロのソブリンリスクの継続、あるいは中国などの新興国の成長率の鈍化といった世界経済の足踏み状況を横目でみながらも日本の不動産市場には一部回復の兆しが見えてきた。長期低迷してきた日本の不動産価格は底を打つのだろうか？もし、そうであるならば、この底はいつになるのか？

一般に、不動産価格の変動要因は、①キャッシュフロー (NOI) 要因、②キャップレート要因、および③ミスプライシングの 3 つに分解することができる。本稿では、上記の問いに答えるために、キャップレート要因に着目して今後の不動産市場の見直しを行う。

キャッシュフロー要因の背景となる不動産賃貸マーケットについては、底打ちの兆しがみえてきた。特に、2008 年以降大幅に調整されたオフィスマーケットの新規賃料については、2012 年をボトムに回復するとの意見が聞かれるようになった¹。新規賃料の下落が止まり、上昇に転じれば、NOI についてもポジティブなシナリオを描きやすいであろう²。これまでのところ、キャップ

¹ 都心 5 区における A クラスオフィスビルについては、新規賃料、稼働率ともに、2012 年後半から市況が上向き、13 年から本格的な回復をみせるというのがコンセンサスとなっている。詳細については、日経不動産マーケット情報 2012 年 8 月号『アナリスト 16 人が予測する今後 1 年半の市況』を参照のこと。

² 厳密には、NOI に影響を与える賃料は、新規賃料ではなく、現行のテナントを所与とした「継続賃料」の割合

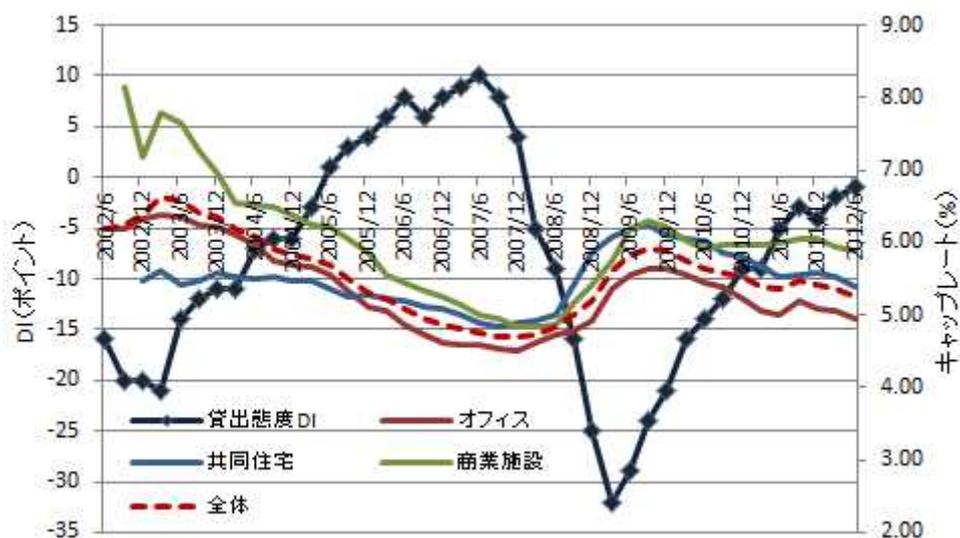
レートは、住宅については金融危機後の上昇を経て、最近では下落傾向を示している。今回の金融危機の打撃を最も大きくうけたオフィスについては、キャップレートは金融危機直後には上昇したものの最近では横ばいの傾向が続いてきた（いずれも早稲田大学・ARESによる不動産投資短観調査による）。そういう意味では、今回の不動産価格の底打ちは、キャッシュフロー要因によるところが大きい。近い将来に NOI が改善に転じるのであれば、不動産価格は本格的に底を打つ。

しかし、J-REIT 各社の決算における今後の見通しは上記ほど楽観的ではない。一部のタイプについてはすでに底を打ったような動きも見えるが、マジョリティはそうではない。近い将来も内部成長のシナリオを描けないファンドも少なくない。

とは言え、川口教授の近刊によれば、金融政策などに関連した不動産価格サイクルは約 10 年のサイクルを持つという。来年は、2008 年秋の不動産価格の暴落から数えて 5 年目になる。しかも、東京のオフィス市場の 2012 年問題のインパクトを市場は徐々に吸収しつつある。そうしたこともあるのか、上記で紹介したように、最近市場関係者の「アニマル・スピリッツ」が動き始めている。以下では、こうした関連からキャップレートの今後のシナリオを紹介しよう。

2. 賃貸住宅を中心にキャップレートの回復が鮮明

2012 年 7 月末時点のキャップレート（J-REIT 全用途・加重平均値）は、5.26%となった（ティーマックス算出値）。用途別にみると、オフィス：4.97%、賃貸住宅：5.39%、商業施設：5.86%の水準にある。それぞれボトム期からの改善幅は、オフィス：71 ベーシス・ポイント、賃貸住宅：86 ベーシス・ポイント、商業施設：44 ベーシス・ポイントとなっており、2010 年以降、賃貸住宅を中心にキャップレートの改善が鮮明になっている（図表 1）。



注 1) キャップレートは、J-REIT 保有物件についてのティーマックス独自の算出値

注 2) 貸出態度 DI は、日銀短観による不動産業（全規模）

図表 1. 不動産キャップレート及び貸出態度 DI の時系列推移

が大きい。新規賃料の下落は、契約改定時の賃下げ要求を誘因するため、フォワードの NOI に間接的に影響を与える。新規賃料と継続賃料の乖離がある程度まで縮小するまで賃下げ圧力の可能性が残るため、継続賃料の下限値を把握し、リスクマネジメントを行う上では、新規賃料は重要な指標となる。

不動産キャップレートと金融機関の不動産向け貸出態度 DI（日本銀行公表）には、一定のラグをもった相関関係がみられる³。その理由は、一般に不動産取引における資金調達の構成要素としてデットが不可欠であり、その調達難易が不動産取引における買い手の多寡に影響を与えるからである。実際、2003年から2007年の中頃まで、貸出態度 DI は-20pt から 10pt と大幅に改善したが、その間における不動産キャップレートも下落トレンドで推移していた。また、その後 2009 年前半まで貸出態度 DI が急激に悪化したが、同期間にはキャップレートが大幅な上昇をみせていた。両者には負の相関関係があり、貸出態度 DI の反転時期より数カ月程遅れてキャップレートが反転する傾向がみられる。貸出態度 DI とキャップレートの相関係数をみても、-0.5~-0.7 程度となっており、両者には比較的強い相関があることがわかる（図表 2）。

	オフィス	賃貸住宅	商業施設	全体
貸出態度DI t-1期	-0.69	-0.58	-0.31	-0.67
t-2期	-0.66	-0.62	-0.68	-0.65
t-3期	-0.56	-0.49	-0.57	-0.51

図表 2. 貸出態度 DI とキャップレートの相関係数

3. 今後のキャップレートのシナリオは？

このように改善傾向にあるキャップレートであるが、今後はどのような方向性を示すのか。ここでは、シナリオ別にキャップレートの見直しを行う⁴。

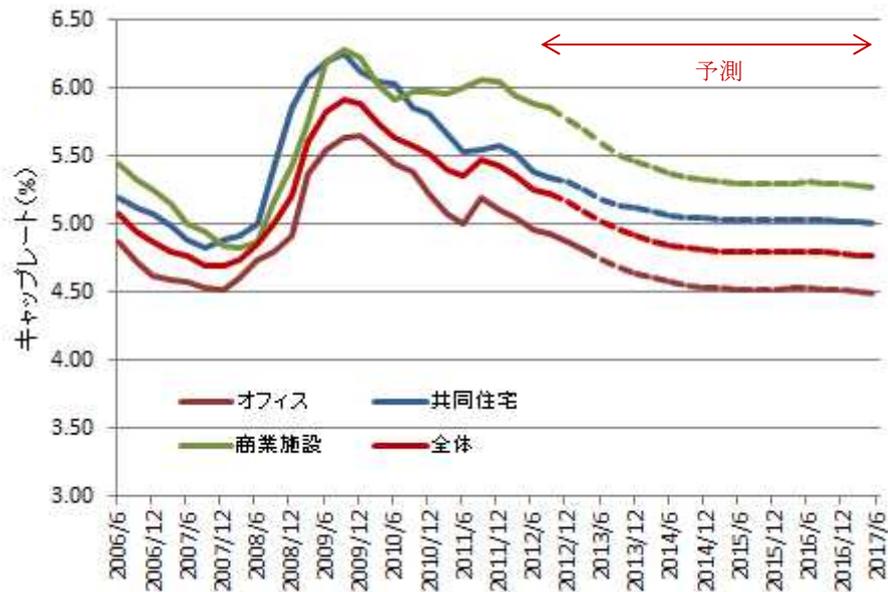
メインシナリオ

2012年4-6月期の実質 GDP（1次速報値）は前期比+0.3%（年率+1.4%）となった。1-3月期の前期比+1.3%（年率+5.5%）に比べれば、伸びは鈍化したものの、4四半期連続のプラス成長となった。需要項目別に主な変化をみると、個人消費が前期比+0.1%（1-3月期：+1.2%）、公共投資が前期比+1.7%（1-3月期：+3.6%）と堅調に推移している。世界経済の不透明感を要因として輸出環境が悪化しているものの、個人消費の堅調な増加や復興需要による公共投資の増加が内需を押し上げている状況が確認された。

こうした内需の増加は、短期的には実現可能であり、このような回復を前提とすれば、2012年度は2%前半、13年度には1%中盤程度の成長率となる見通しである。メインシナリオとしては、そうしたマクロ経済の回復を背景に貸出態度 DI もこれまでのトレンドを維持し、緩やかに改善する見通しである。マクロ経済の回復、貸出態度の緩和は、キャップレートの改善要因となるであろう。本シナリオによれば、キャップレートは、2013年度以降は改善幅が縮小するものの、5年間を通じて概ね悪化することはなく、改善が持続すると見込まれよう。

³ 不動産業に対する貸出態度 DI はキャップレートの先行指標になると指摘されている。ニッセイ基礎研究所『J-REITの鑑定キャップレートはどこまで上昇するか』、東急リアル・エステート投資法人第17期決算説明会資料（P23）等を参照のこと。

⁴ ここでは、キャップレートがマクロ経済変数、金融機関の貸出態度に影響を受けるというモデルを用いて予測をおこなった。またマクロ経済変数の予測値については、メインシナリオとして、民間シンクタンク等15社の平均値を用いた。実質 GDP でみれば、5年平均でみて1.3%程度の成長率になると仮定したものである。



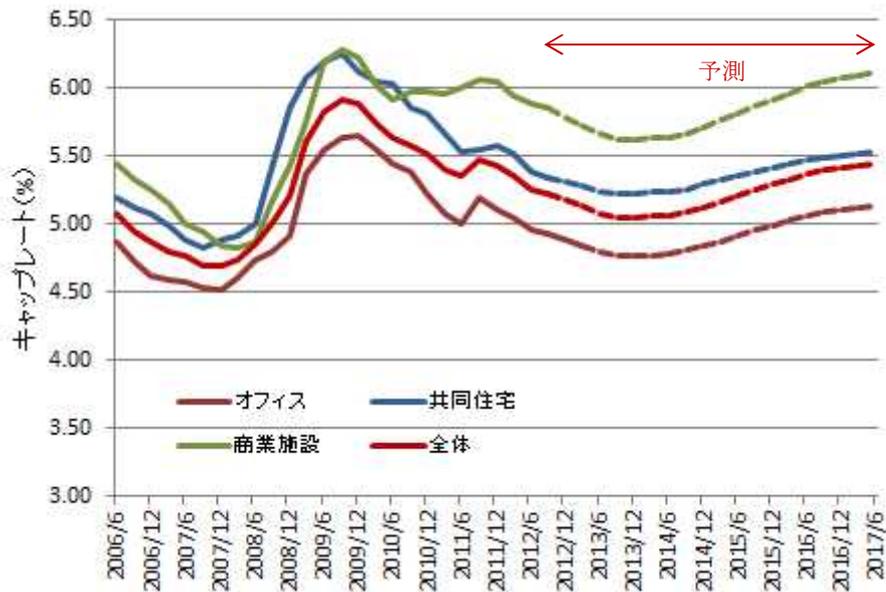
(出所：筆者らが独自に開発した予測モデルによる)

図表 3. キャップレートの見通しくメインシナリオ>

ネガティブシナリオ

しかしながら、上記のような内需の増加は、エコカー補助金による自動車販売の増加や復興需要による公共投資増加といった政策効果に負うところが大きく、自律的な回復を意味するものではない。2012年度の後半には政策による内需の支えが弱まることになるが、その後も、メインシナリオとして1%中盤の成長率を維持するためには、外需による牽引が不可欠となる。もともと13年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、一時的な成長は維持できようが、その後は、米中を中心に回復が鮮明にならなければ、メインシナリオを維持できない。欧州債務危機の帰趨によっては、外需による牽引が期待できない可能性もあろう。こうしたネガティブシナリオ⁵の場合、14年度以降は、マクロ経済の力強い回復及び貸出態度の緩和の持続は見込めず、キャップレートの上昇圧力になる見通しである。本シナリオによると、2013年度までは緩やかな回復を見込むことができるが、その後上昇に転じ、5年間でみれば、若干の悪化が懸念される。

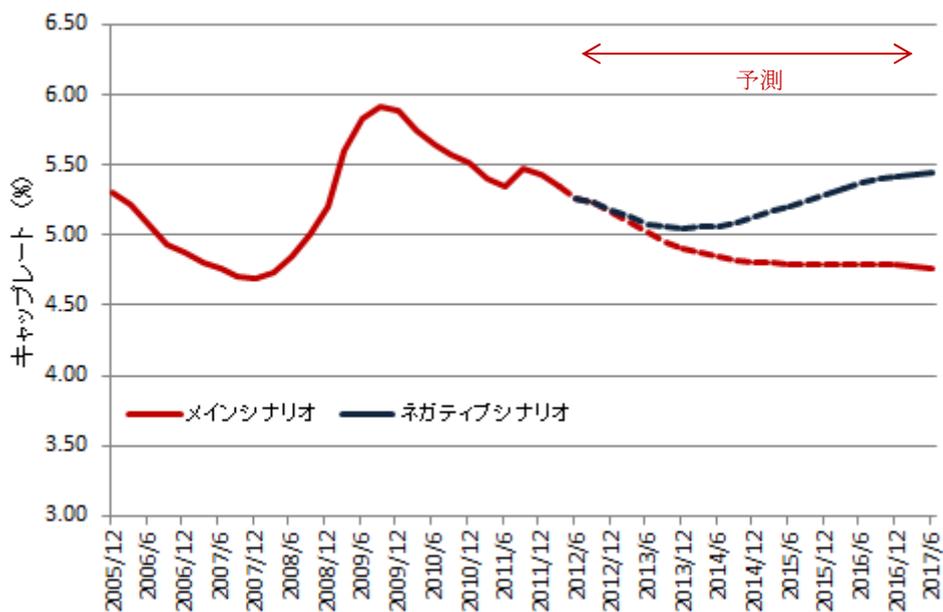
⁵ ここでのネガティブシナリオは、実質 GDP でみれば、5年平均でみて0.8%程度の成長率になると仮定したものである。リーマンショック直後にみられたようなマイナス成長を織り込んだものではない。ギリシャの無秩序なデフォルト等を想定しているわけでないことに留意が必要である。



(出所：筆者らが独自に開発した予測モデルによる)

図表 4. キャップレートの見通しくネガティブシナリオ>

キャップレート（全体）についてみると、上記メインシナリオとネガティブシナリオのいずれのシナリオにおいても、2013年度までは緩やかな改善を示しており、足元における下落トレンドを維持する可能性が高い（図表 5）。しかしながら、14年度に入るとシナリオによってキャップレートが異なる方向性を示した。メインシナリオにおいては、2013年度以降は改善幅が縮小するが、5年間で50 ベーシス・ポイント程度の改善が見込まれるのに対して、ネガティブシナリオのケースでは、5年間で20 ベーシス・ポイント程度の悪化が懸念される。



(出所：筆者らが独自に開発した予測モデルによる)

図表 5. キャップレート（全体）のシナリオ比較

今後、上記のいずれのシナリオが実現するのかは、確率の問題である。そうした確率の見積もりについては技術的にも難しい問題があるので本稿では割愛する。ただし、近い将来に対する投資家のセンチメントが改善しているという証拠は増えつつある。

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社ティーマックスに帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。