

不動産価格のリターンは、6年ぶりにプラスへ

～J-REIT 保有物件の価格変化率は足元でプラスに転じる～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

2008年以降マイナスで推移してきた不動産価格であるが、2013年になり、ようやくプラスに転じる見通しとなった。その要因のひとつは、キャッシュフローの背景となる不動産賃貸マーケットが底打ちしたことにある。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及び稼働率については、2013年後半以降も回復するとの意見が多い¹。新規賃料の下落が止まることで、NOIについては、価格を押し下げるネガティブな要因が減少している²。一方、09年後半から改善してきたキャップレートについても、改善傾向が続いている。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ミスマイシングの3つに分解することができるが、キャッシュフロー要因（賃貸市場）及びキャップレート要因（資本市場）について、ともに改善がみられており、不動産価格上昇の背景となっている。

図表1 J-REIT 保有物件の年次リターン（キャピタル）



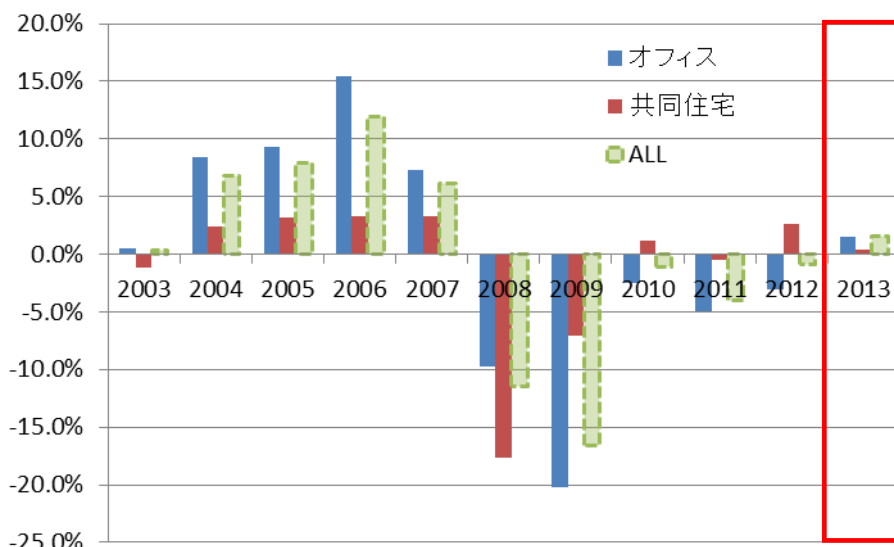
注) 2013年については、1月から6月までのキャピタルリターンを算出

¹ 都心5区におけるAクラスオフィスビルについては、2013年後半以降、新規賃料、稼働率ともに、回復をみせるというのがコンセンサスとなっている。グレードに応じて回復度合いは異なるものの底打ち感がみられている。詳細については、日経不動産マーケット情報7月号『専門家18人が予測する今後1年半の市況』を参照。

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」の割合が大きいが、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。

図表 1 は、J-REIT 保有物件の価格変動率³を年別にみたものである。不動産価格は、2003 年以降プラスで推移し、2006 年には年率 10%を超える上昇率を示した。ところが、2008 年のリーマンショック後はマイナスとなり、2009 年には年率 15%を超える下落率になった。その後も下落が続いてきたが、2013 年 1 月から 6 月時点までの価格変化をみると、プラス 1.5%となっており、わずかではあるものの、上昇を示している。上記のような足元の上昇トレンドが持続すれば、年率でみて、6 年ぶりの上昇となる。

図表 2 J-REIT 保有物件の年次リターン（用途別）



注) 2013 年については、1 月から 6 月までのキャピタルリターンを算出

さらに、上記価格変化率を用途別にみたのが、図表 2 である。オフィスの価格変動は、全用途の価格変化と類似して推移してきたことがわかる。オフィスについては、全用途の価格推移と同様に 2008 年以降マイナスが続いてきた。しかしながら、2013 年 1 月から 6 月までの変化率はプラスとなっており、このトレンドが持続すれば、年率リターンは、ようやくプラスになる見通しである。

これに対して、住宅については、オフィス等とは異なる価格変動を示してきた。全体及びオフィスについては、2006、07 年の上昇率が高かったのに対して、住宅については、04 年から 07 年にかけて上昇率が概ね 3%前後と安定した変動であった。さらに、リーマンショック後の推移をみると、オフィスは、2012 年までマイナスなのに対して、住宅は、08、09 年の下落を経て、2010 年には、一時的にプラスとなっている。その後、11 年には東日本大震災の影響から若干のマイナスとなったが、12 年には、再度プラスに転じた。

住宅価格の回復がオフィス等に先行した理由のひとつは、キャッシュフローの安定性にある。住宅については、価格変動要因のひとつである賃料（NOI）が安定していることから、キャップレートの改善が、価格の上昇にダイレクトにつながる傾向がある。これに対して、オフィスにつ

³ J-REIT をユニバースにした不動産価格指数 (TMAX CPPI) を用いて、年次変化率を算出した。TMAX CPPI の詳細については、http://www.tmaxv.co.jp/service_solutions/fund_forecast_latest2.html を参照のこと。

いては、住宅と異なり、キャッシュフローが景況感に左右されやすい。近年、オフィス価格の形成においては、キャッシュフローの悪化が、キャップレートの改善を打ち消す構造が続いてきた。しかしながら、足元において、オフィスのキャッシュフローは底打ちしている。キャップレートの改善が持続する中で、足元のキャッシュフローが安定化若しくは改善することは、価格の改善につながる。オフィス価格は、どの程度回復するのか。それを見極める上では、今後のキャッシュフローの動向は極めて重要な情報となる。

*免責事項

当ニュースリリースで示されているレポートは、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。

＜本件に関するお問い合わせ＞

株式会社ティーマックス

不動産戦略室

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 2-2-1

日本プレスセンタービル

TEL : 03-5501-2950 FAX : 03-5501-2951

E-Mail : ff_t@tmaxv.co.jp