

J-REIT 保有不動産のキャップレート見通し 2014

～オフィスのキャップレートは緩やかな低下トレンドが続き、ホテルはより一層の低下が期待される～

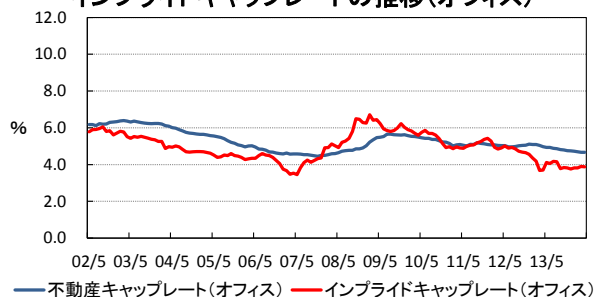
株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

今回はJ-REITの保有不動産のうち、オフィスとホテルについて不動産キャップレートとインプライドキャップレートとの時系列比較を行い、今後の不動産キャップレートの見通しを分析した(調査期間 2002 年 5 月末～2014 年 4 月末/月次)。

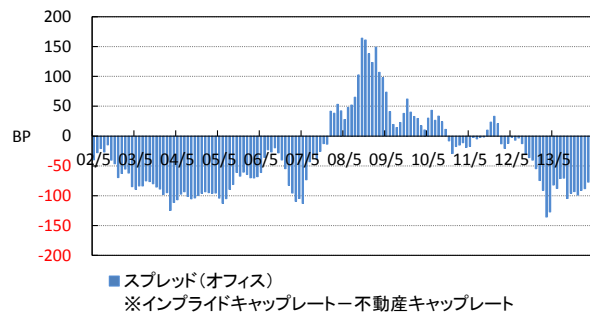
【不動産キャップレートとインプライドキャップレート】

不動産キャップレートとは、投資家の実物不動産に対する要求利回りであり、インプライドキャップレートとは、資本市場のJ-REIT運用不動産に対する要求利回りである。J-REIT 株式市場の方が不動産市場に比べ流動性が高く、金融市場の影響を受けるためインプライドキャップレートはボラティリティが高くなり、両キャップレートの間には一定のスプレッドが見られる。

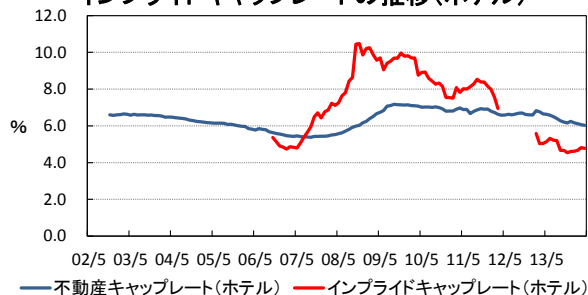
図表1-1 不動産キャップレートと
インプライドキャップレートの推移(オフィス)



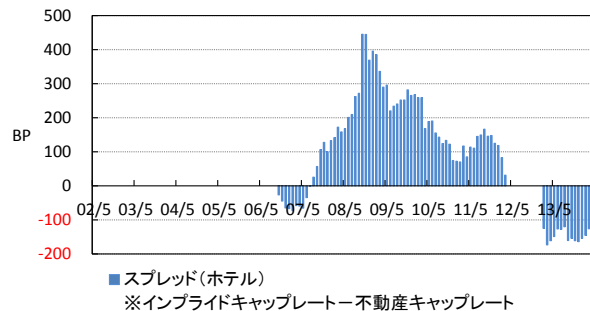
図表1-2 スプレッドの推移(オフィス)



図表2-1 不動産キャップレートと
インプライドキャップレートの推移(ホテル)



図表2-2 スプレッドの推移(ホテル)



図表 1-1 は 2002 年以降における、J-REIT 保有オフィスの不動産キャップレート及びインプライドキャップレートの推移である。

オフィスのインプライドキャップレートはサブプライムローン問題が表面化した 2007 年 6 月に上昇に転じ、リーマンショック以降も上昇の推移を続けた。その後、2009 年 3 月に低下に転じ、2011 年の東日本大震災以降に一時上昇局面が見られたものの、長期的には緩やかな低下基調を続けている。一方、不動産キャップレートは 2007 年 12 月に上昇を開始し、2009 年 10 月に低下に転じ、その後は緩やかな低下基調を続けている。2007 年の低下から上昇への転換点や 2009 年の上昇から低下への転換点はいずれもインプライドキャップレートが約 6 ヶ月先行しており、インプライドキャップレートは不動産キャップレートの先行指標としての性格を有することがわかる。

図表 1-2 はオフィスのインプライドキャップレートと不動産キャップレートのスプレッドを示したものである。スプレッドは J-REIT の上場による流動性の付与やポートフォリオによるリスク分散効果を反映して、マイナス(インプライドキャップレートが低い状態)になるのが通常であり、サブプライムローン問題の後には株式市場の混乱の影響から一時的にプラスで推移していたが、長期平均では▲32bp となっている。

オフィスでは 2014 年 4 月時点の不動産キャップレートが 4.7%、インプライドキャップレートが 3.9%であり、スプレッドは▲79bp と長期平均を大きく上回る水準にある。

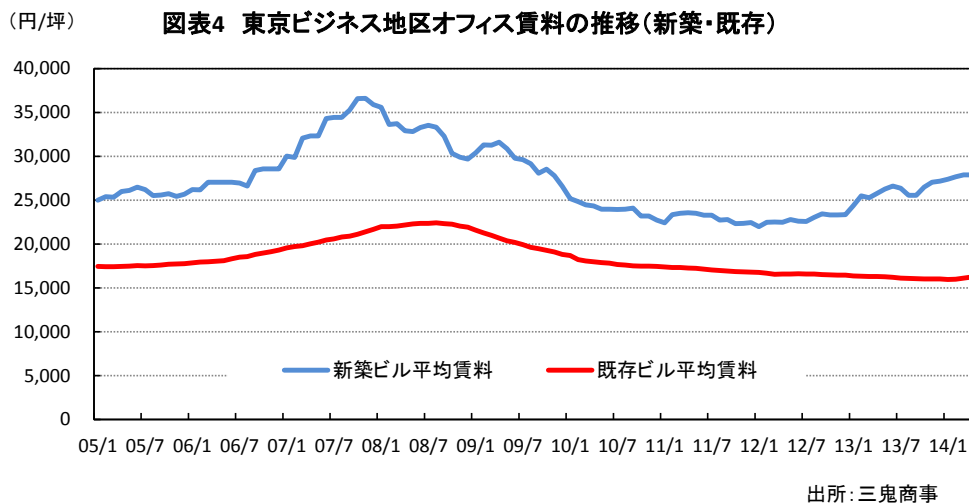
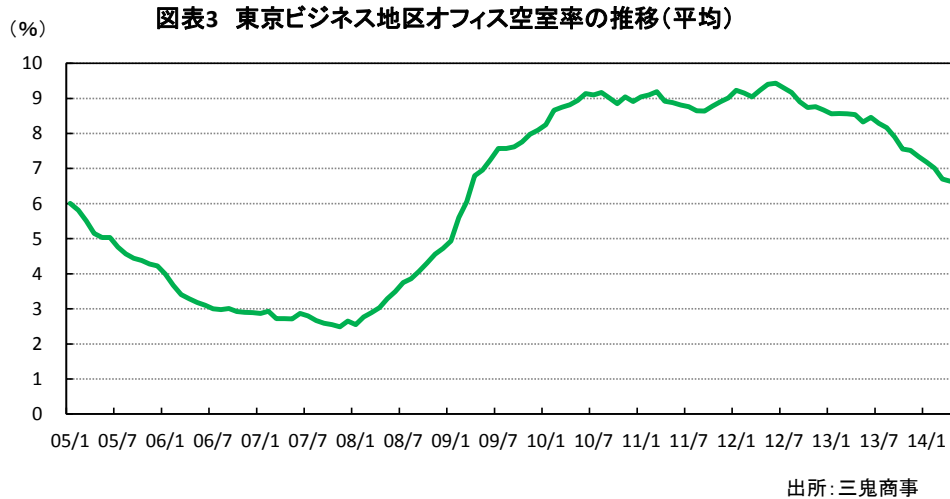
次に、ホテルのインプライドキャップレートはリーマンショック後の 2008 年 10 月に約 10%まで上昇し、その後も 8~9%付近での推移が続いたが、2010 年 7 月によりやく 7%台へと低下した。東日本大震災後には再び 8%まで上昇したが、2012 年の日本ホテルファンド投資法人とジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人の合併(ジャパン・ホテル・リート投資法人に商号変更)後には大きく低下し、2013 年後半以降は 4%台後半で推移している(図表 2-1)。ホテルのインプライドキャップレートは、オフィスと同様にマクロ経済の影響を受けるが、ビジネス目的の宿泊ニーズや観光市況等のホテル特有の要因が投資家のマインドに影響しやすい。ホテルの不動産キャップレートは、2007 年 12 月に上昇を開始し、2010 年 2 月に低下に転じてからは緩やかな低下基調を続けてきたが、2013 年 3 月頃からは大幅な低下傾向にある。

ホテルでは 2014 年 4 月時点の不動産キャップレートが 6.0%、インプライドキャップレートが 4.8%であり、スプレッドは▲125bp と非常に大きい(図表 2-1、2-2)。

【2014 年の不動産キャップレートの見通し】

オフィスについては、企業収益の改善を受けて需要が拡大しており、特に東京都心部では空室率の低下が進んでいる。三鬼商事のオフィスデータによれば、都心 5 区の平均空室率は 2009 年半ばに 7%を超え、その後は 8~9%台の推移が続いたが、2014 年に入ってから 6%台の水準に改善している(図表 3)。また、賃料は既存ビルではほぼ下げ止まり、新築ビルでは昨年より上昇基調にある(図表 4)。一部のビルでは既存テナントに対して賃料の引き上げ交渉を行う動きも出始めている模様である。2014 年のオフィス市況は本格的な回復が予想され、賃料の増額改定の実現可能性が高まり、NOI の改善が期待される。

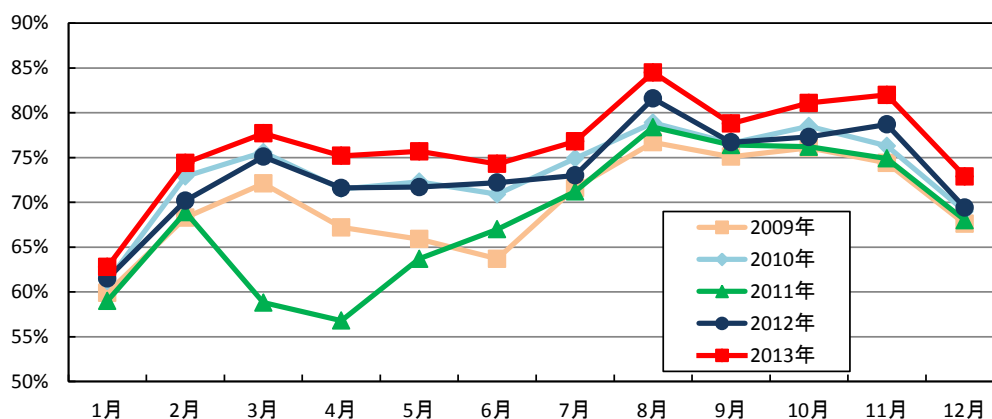
最近のオフィスビルの投資市場は過熱しており、都心部のみならず、地方都市における取引利回りも低下傾向にあるが、今後も賃貸市況の回復によるキャッシュフローの改善を見込んだ従来よりも低い利回りでの取引が継続する可能性が高い。したがって、2014 年のオフィスの不動産キャップレートは、ゆるやかな低下基調で推移すると考えられる。



ホテルについては、景気回復によるビジネス需要やレジャー志向の高まり、海外向け観光政策の実施や円安等のホテル市場の好況を支える材料が見られ、2013年の国内ホテルの平均客室稼働率は2009年以降最も高い水準となった(図表5)。また、日本政府観光局(JNTO)によれば、訪日外国人客数は2013年に年間1,036万人に達し、ビジット・ジャパン事業開始の2003年時点と比較して約2倍の規模となった(図表6)。2014年に入っても訪日外国人客数は増加基調が続いている。政府は2030年に3,000万人を超えることを目標に掲げるなど、長期的な観光政策の下で一層の訪日外国人客数の増加が見込まれる。2020年に開催される東京オリンピック・パラリンピックに向け、ホテルは有望な投資セクターとして注目を浴びており、特に東京都内ではホテルの新規開発が目立ち、投資市場でも過熱感が高まっている。ホテルの売買件数の増加により取引データが積み上がり、投資しやすい環境が形成されつつあることや、他のアセットの取引利回りが低下し、相対的に利回りの高いホテルへの投資ニーズが増え、競争がより激化していることから、2014年にはホテルの不動産キャップレートの一層の低下が予想される。

平均客室稼働率

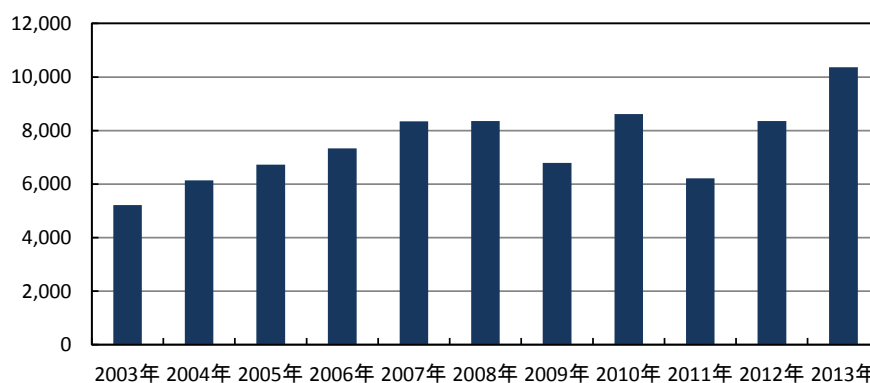
図表5 全国ホテルの平均客室稼働率の推移



出所: オータパブリケーションズ(週刊ホテルレストラン)

(千人)

図表6 訪日外国人客数の推移



出所: 日本政府観光局

【まとめ】

地価の回復や物価上昇、NISA 導入、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の J-REIT への投資開始等の効果により、2014 年も安定的な J-REIT への資金流入が予想され、当面はいずれのセクターにおいてもインプライドキャップレートの緩やかな低下基調が継続する可能性が高い。

オフィス、ホテルともに現在のインプライドキャップレートと不動産キャップレートのスプレッドは比較的大きく、過去のトレンドから今後はスプレッドの縮小が不動産キャップレートの下げ圧力となると見られ、前述のオフィス、ホテルの不動産キャップレートの低下可能性は高いといえる。

※1) ティーマックスでは、J-REIT が保有する物件について NOI 及び不動産価格を 2002 年 5 月から月次算出し、J-REIT における不動産キャップレート及びインプライドキャップレートの推移を観測している。2014 年 4 月末時点では 43 法人 2,635 物件※1 のデータを分析している。

※2) 不動産キャップレート=NOI÷不動産価格

インプライドキャップレート=NOI÷EV (Enterprise Value : 時価総額+ネット負債)

※3) インプライドキャップレートの分析は上場や合併後の初回決算発表後の投資法人が対象となる。投資法人の合併後、初回の決算短信が公表されるまでは算出されないため、2012 年 4 月～2013 年 1 月の期間はホテルのインプライドキャップレートのデータはない (図表 2-1)。

*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。

＜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

[会社概要]

株式会社ティーマックスは、累計1万6,000件の不動産デューデリジェンス実績をもつ不動産評価会社です(不動産鑑定業 東京都知事(1)第1823 号)。

不動産評価のリーディングカンパニーとして、全国のおフィス、住宅からオペレーショナルアセットまで多様な投資用不動産の評価サービスを提供すると同時に、調査研究事業では不動産投資インデックスの開発・配信や、不動産マーケット全般の調査・分析を行っています。

「マーケット・レビュー」は、ティーマックスがさまざまな角度から不動産市況を分析、紹介するレポートです。

過去のレポートはホームページで公表しています。

<http://www.tmaxv.co.jp/> (弊社ホームページトップ)→ナレッジレポート