

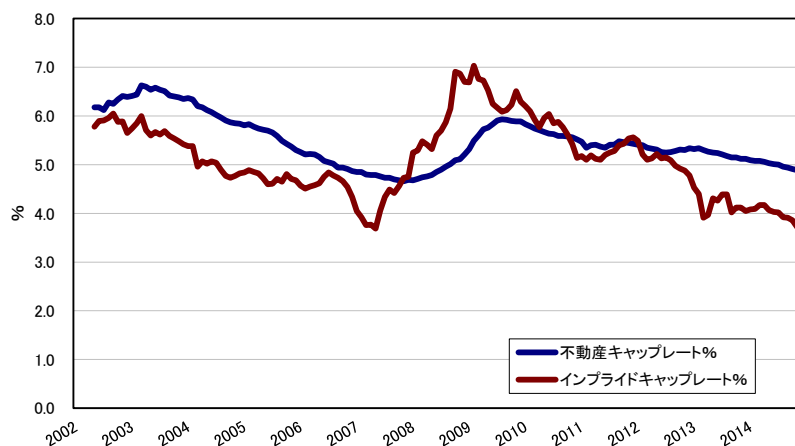
インプライドキャップレートを先行指標にした 不動産キャップレートの見通し 2015

～インプライドキャップレートは調査開始以来の最低値、不動産キャップレートは
2015年も緩やかな下落が継続する見通し～

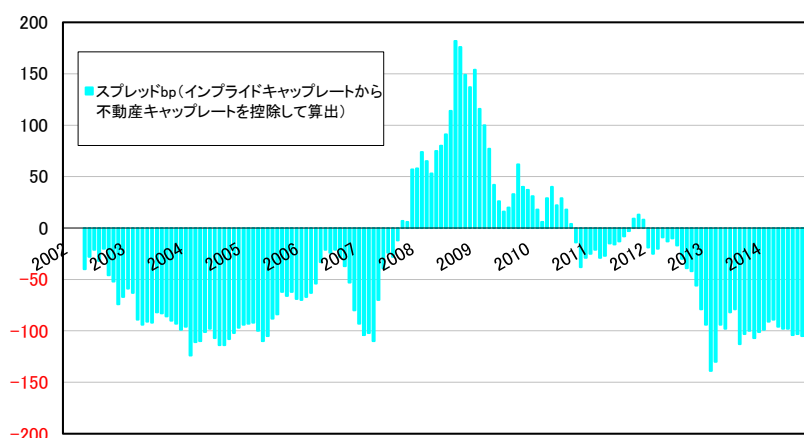
株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

ティーマックスでは J-REIT 株式市場から見たインプライドキャップレートと保有不動産キャップレート (エコノミックキャップレート) との時系列比較を行い、インプライドキャップレートを先行指標とした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 12 月末/月次)。

図表 1 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推移



図表 2 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



インプライドキャップレートと不動産キャップレート

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り、算出式は、 $\text{インプライドキャップレート} = \text{NOI} \div \text{EV (Enterprise Value: 時価総額 + ネット負債)}$ となる。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、算出式は、 $\text{不動産キャップレート} = \text{NOI} \div \text{不動産価格}$ となる。

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 におけるインプライドキャップレート及び不動産キャップレートの推移を観測している。2014 年 12 月末時点では 46 法人 2,833 物件※1 のデータを分析している。

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相関関係

図 1 は 2002 年以降における、J-REIT 全物件に対するインプライドキャップレート及び不動産キャップレートの推移である。

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。また、両キャップレートの転換点に着目すると、インプライドキャップレートの本格的な上昇時期(転換点)はサブプライムローン問題が表面化した 2007 年 6 月で、不動産キャップレートは 2007 年 12 月に上昇を開始した。下落時期(転換点)を見ると、インプライドキャップレートは 2009 年 3 月、不動産キャップレートは 2009 年 10 月に下落が始まっており、こちらもインプライドキャップレートが約 6 か月先行した。この結果から、インプライドキャップレートが上昇(下落)した後に一定のタイムラグをもって、不動産キャップレートが上昇(下落)することがわかり、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見ることができる。

図 2 は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。スプレッドは通常マイナス(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▲36bp となっている。なお、セクター別の長期平均は、オフィス:▲36bp、賃貸住宅:+17bp、商業・物流等:▲54bp(図表 3)である。

2015 年の不動産キャップレートの見通し

インプライドキャップレートは、近年、低下基調で推移しており、2014 年 12 月時点においては、3.66% となっている。こうした下落トレンドの継続により、インプライドキャップレートは、最低水準であった 2007 年 5 月の水準(3.69%)を下回り、調査開始以来最低の水準にある。一方、不動産キャップレートについても、下落傾向が続いており、2014 年 12 月時点で 4.88% である。両利回りとも下落傾向にあるが、不動産キャップレートの下落幅は、インプライドキャップレートの下落幅に比べ小さく、両者のスプレッドは 2014 年 12 月末時点で▲122bp まで拡大している。セクター別にみてもオフィス:▲103bp、賃貸住宅:▲128bp、商業・物流等:▲150bp となっており、いずれのセクターについてもスプレッドが大きい状況にある(図表 3)。

近年、日銀の量的質的金融緩和の影響により J-REIT 投資口価格は、上昇傾向が継続している。2015 年においてもこうした状況が維持され、上記利回りのスプレッドが一定程度確保されれば、不動産キャップレートはインプライドキャップレートに近づきながら緩やかに下落する可能性がある。

図表 3 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(セクター別)

単位:bp

	長期平均 (2002.5~2014.12※2)	直近(2014.12)	法人数
オフィス	▲ 36	▲ 103	21
賃貸住宅	17	▲ 128	10
商業・物流施設	▲ 54	▲ 150	15
全体	▲ 36	▲ 122	46

※1) データ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

※2) 賃貸住宅の平均値は、住宅のインプライドキャップレートの算出開始期である 2005.1 から 2014.12 の期間を用いて算出

*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 万4,000 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、奇数月の20日(休日の場合翌営業日)に配信しています。

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