

J-REIT 保有不動産のキャップレート分析ーホテル

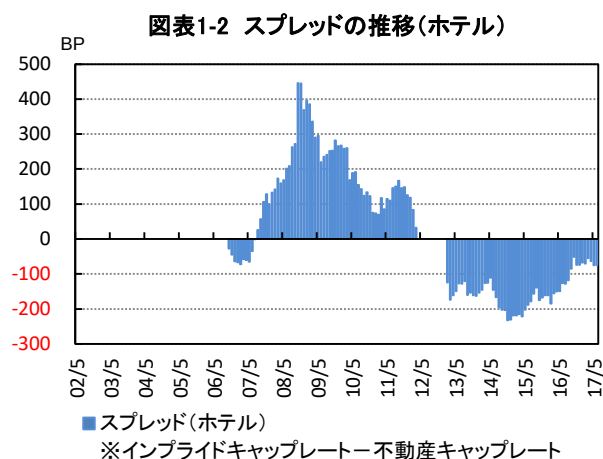
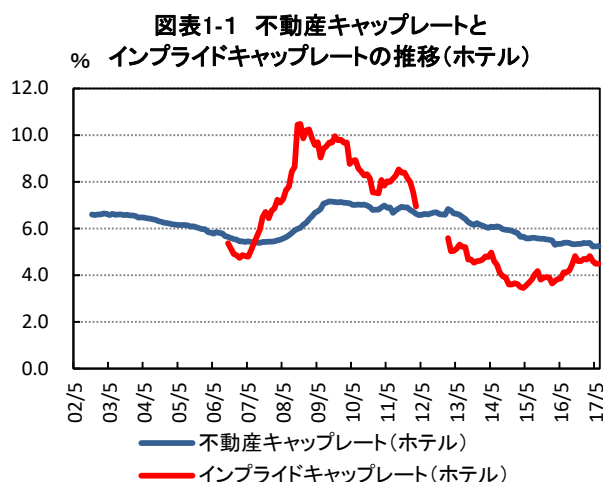
～ホテルのインプライドキャップレートが上昇、不動産キャップレートの低下余地は少なく、反転時期を探る展開に～

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 の保有不動産のホテル用途に着目し、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った。(調査期間 2002 年 5 月末～2017 年 6 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*2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*3とは、資本市場が示す不動産ポートフォリオに対する要求利回りである。J-REIT 市場の方が実物不動産市場に比べ流動性が高く、相対的に金融市場の影響を受けやすいため、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。

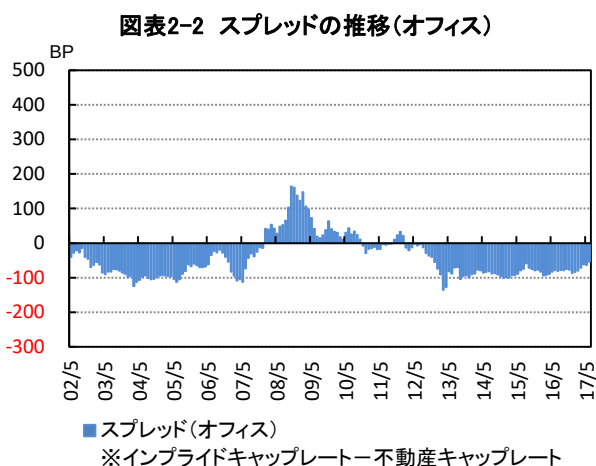
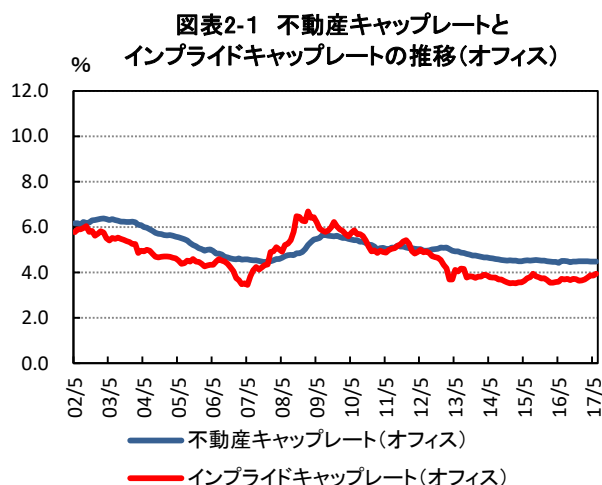


【不動産キャップレートとインプライドキャップレートのスプレッド】

図表 1-1 は 2002 年以降の J-REIT 保有ホテルの不動産キャップレート及びホテル REIT のインプライドキャップレートの推移である。

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 12 月に 7%台へと低下した。東日本大震災後には 8%まで上昇する局面もみられたが、以降は低下が続いた。2015 年 4 月の 3.45%を底に反転し、2016 年半ばからは 4%台で推移している。不動産キャップレートは 2009 年 9 月に 7.17%まで上昇し、以降は緩やかに低下し、直近の 1 年間は 5%台前半で推移している。

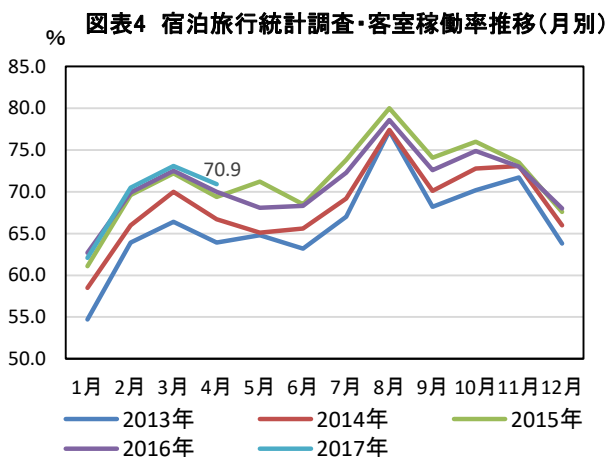
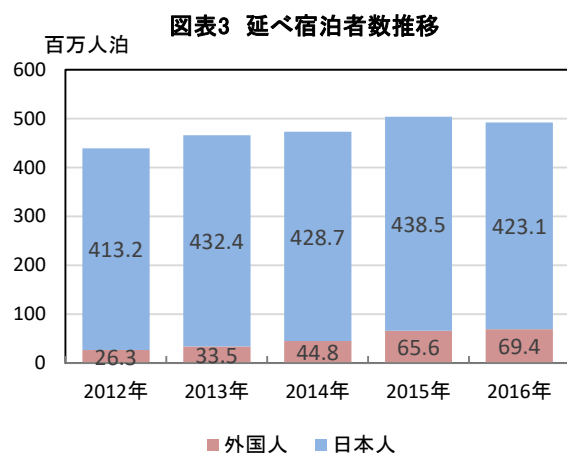
図表 1-2 はホテルのインプライドキャップレートと不動産キャップレートのスプレッドを示したものである。スプレッドは J-REIT の上場による流動性の付与やポートフォリオによるリスク分散効果等を反映して、マイナス(インプライドキャップレートが低い状態)になるのが通常であるが、ホテルはリーマンショック後約 4 年半はプラス圏で推移した。その後、インプライドキャップレートの算出を再開*4した 2013 年 2 月になるとスプレッドは▲124bpとなり、2014 年 11 月には▲232bpまで拡大した。直近の 2017 年 6 月時点では、不動産キャップレートが 5.25%、インプライドキャップレートが 4.5%で、スプレッドは▲75bp である。



参考に、図表 2-1 にオフィスの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、図表 2-2 にスプレッドを示した。ホテルに比べ、オフィスのインプライドキャップレートのボラティリティは小さく、不動産キャップレートとのスプレッドも小さい。2017 年 6 月時点では、不動産キャップレートが 4.49%、インプライドキャップレートが 3.95%で、オフィスのスプレッドは▲54bpとなっている。ホテルのスプレッド▲75bpは最近ではオフィスに近い水準まで縮小したことがうかがえる。

【ホテルの不動産キャップレートの見通し】

2014 年から 2015 年にかけてホテルのインプライドキャップレートが大きく低下した要因として、訪日外国人観光客増加の恩恵を受けるホテル系投資法人がインバウンド関連銘柄と称され、投資口市場で人気を博したことが挙げられる。しかしながら直近の観光庁の宿泊旅行統計調査結果確報によれば、2016 年の延べ宿泊者数は、全体で 49,249 万人泊(前年比▲2.3%)と、前年を下回る結果となった(図表 3)。



出典: 観光庁「宿泊旅行統計調査」

外国人は前年比+5.8%だったが、熊本地震や祝日の日並びの影響等により、日本人が前年比▲3.5%と減少したことが響いた。また、外国人観光客の増加は続いており、宿泊旅行統計調査の客室稼働率推移(図表4)の月次データでは、2017年は2015年を上回る稼働率が続いているが、一方で、ホテルの供給増加や、住宅宿泊事業法(民泊新法)の成立で合法化された民泊の影響等が懸念材料となっている。

ファンダメンタルの不透明感が増す中で、当面、インプライドキャップレートは上昇傾向で推移することが見込まれる。インプライドキャップレートと不動産キャップレートとのスプレッドも縮小しているため、ホテルの不動産キャップレートの低下余地は少なく、横ばいから上昇時期を探る展開となろう。

※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。2017 年 6 月末時点では 58 法人 3,634 物件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

※3) 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)

※4) 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 1-1)。

*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2万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(3)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