

コロナ禍 2 年目の不動産・用途別利回り

～「オフィス」「賃貸住宅」「倉庫」 キャップレートの考察～

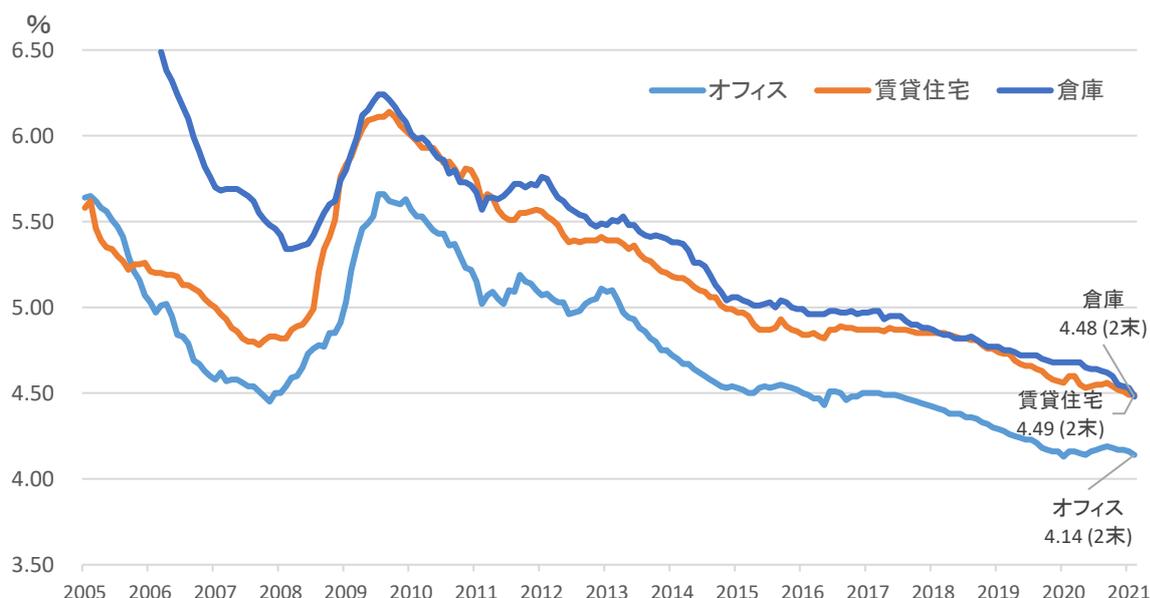
株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

2020 年初頭からのコロナ禍は 2 年目に入り長期化の様相を呈しているが、不動産市況全体は、概ね安定的に推移している。今回は当社が毎月算出し公表している J-REIT 保有物件の不動産キャップレート（以下キャップレート）の長期推移を用途別にグラフ化し、キャップレートの動向について考察した。今回取り上げるのは、主要用途のなかでも新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きい「商業」、「ホテル」を除いた「オフィス」、「賃貸住宅」、「倉庫」とする。

■キャップレートの時系列推移

図表 1 は、J-REIT 保有物件のキャップレートの用途別推移である。弊社では J-REIT の運用不動産について、毎月物件ごとに収益還元法を適用して価格を算出しており、グラフはその際に査定した NOI キャップレートの用途別の加重平均値である。キャップレートは 3 用途ともに 2009～2010 年以降は低下が続き、2021 年 2 月末時点ではいずれも 4.5% を下回る歴史的に低い水準にある。但し、2020 年 1 月以降のコロナ禍における動きをみると、「賃貸住宅」「倉庫」のキャップレートは低下が続いたが、「オフィス」は下げ止まりの状況にある。

図表 1) J-REIT 月次キャップレートデータ（2005.1～2021.2 末まで）



■用途別の比較

図表 2 では用途別に直近のリスクプレミアム及び純収益の変動要因を整理した。キャップレート式は【割引率－純収益の変動率】として表され、割引率は主にリスクプレミアム、純収益は賃料に着目した。各用途の当面のキャップレートの動向は、「オフィス」は概ね安定的、「賃貸住宅」「倉庫」は低下傾向が続くと考察される。

図 2) 用途別のリスクプレミアムと純収益の変動要因及びキャップレートの見通し

用途	オフィス	賃貸住宅	倉庫
リスク プレミアム	→	↘	↘
	2020年のJ-REIT取得件数は2019年と比較し減少したが、オフィス市場への参加者が、投資機会を探っている。	2020年のJ-REITの取得件数は2019年より増加している。市場参加者が増えており、リスクプレミアムは低下。	2020年のJ-REIT取得件数は2019年と変わらず旺盛である。
純収益の 変動率	→	→	↗
	AクラスBクラスとも継続賃料は安定的。	都市部への転入転出動向に注視すべきだが、賃料変化は少ない。	新規開発により賃料上昇期待が高い。
キャップレート	安定的	低下	低下

【リスクプレミアム】について

リスクプレミアムは、不動産市場の流動性や市場参加者の多寡を測定することであるが、定量化できるデータは少ない。J-REIT の場合は株式市場が安定化しエクイティの調達能力が高い場合は投資法人が買手として参加でき、取得件数は増加することになる。図表 3 で J-REIT の用途別取得件数（追加取得を含む）を年別にカウントした。「オフィス」の 2020 年は 2019 年と比べ取得件数はやや減少したが、外資系ファンドなどの市場参加者が投資機会を探っている状況にある。「賃貸住宅」は 2020 年の取得件数は増加し、投資市場が活況であることを示しておりリスクプレミアムは低下していると言える。「倉庫」はコロナ禍でも取引件数は安定的である。参考までに、「商業施設」「ホテル」の 2020 年の取得件数は減少している。

図 3) J-REIT の年別取得件数

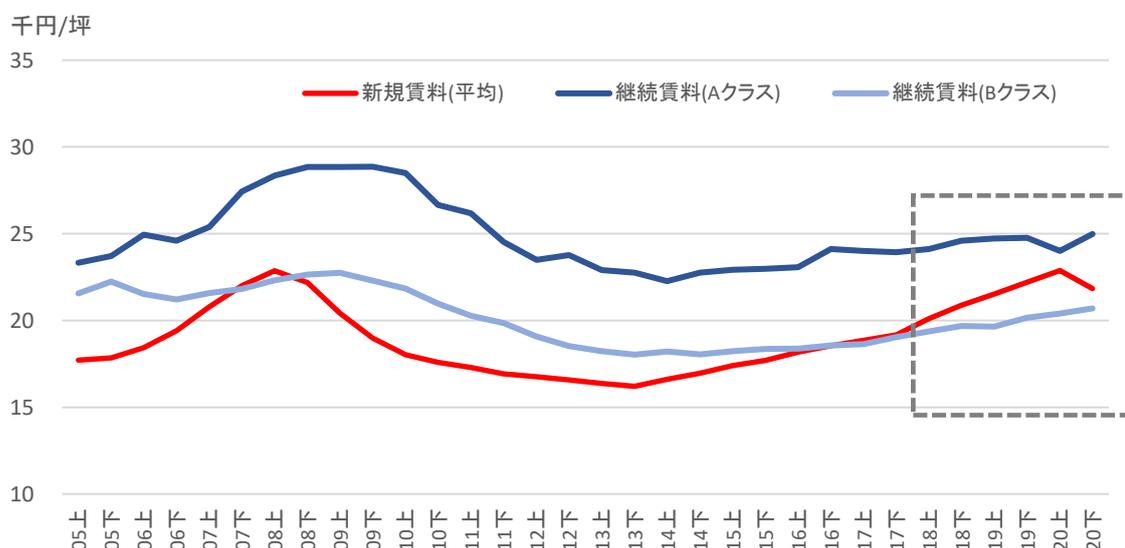


【純収益の変動率】について

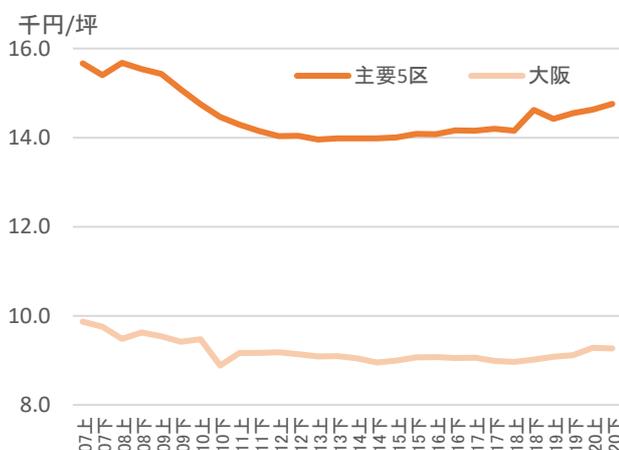
純収益の変動率に関しては、継続賃料は継続中の賃貸借契約に係る賃料(又は改定賃料)を指すものであり、一般的にその変動幅は新規賃料よりも小さいものである。図表 4-1 では、都心部ビジネス地区の新規賃料(三鬼商事ビル平均)と J-REIT 保有物件の継続賃料を比較し、継続賃料の安定性を可視化した。新規賃料はやや低下傾向がみられ、テレワークの定着や企業業績の悪化によるオフィス床需要の減少の影響が出ているが、継続賃料は A クラスは上昇、B クラスはやや上昇となっている。

図表 4-2、4-3 は J-REIT 保有物件の「賃貸住宅」と「倉庫」の継続賃料の推移を示した。「賃貸住宅」は継続賃料の変動が少ないアセットであり、コロナ禍で東京からの転出人口の増加など市況の変調がみられるが現状では影響は限定的であり、継続賃料は安定している。「倉庫」は物件数が増加した 2018 年以降の動きをみると、概ね安定的に推移している。最近では倉庫の需給が逼迫し、新規賃料は上昇傾向にあるため、継続賃料に上昇期待が高まっている。

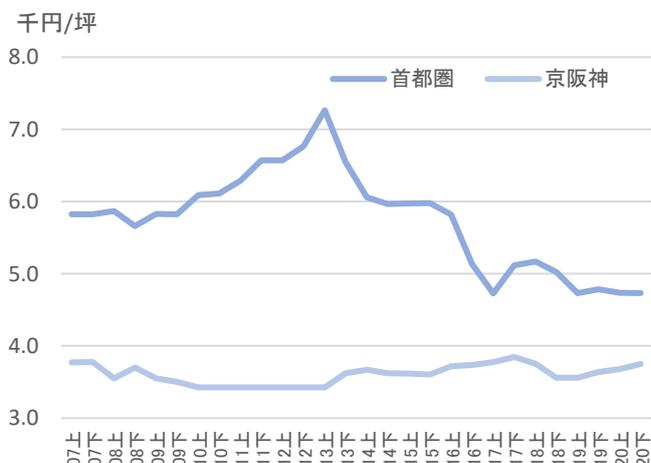
図表 4-1) オフィスの賃料変動



図表 4-2) 賃貸住宅の継続賃料推移



図表 4-3) 倉庫の継続賃料推移



注) 図表 4-1 新規賃料(平均)は三鬼商事「オフィスデータ」/継続賃料は J-REIT 決算データに基づき作成

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、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

〒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