

## J-REIT 保有不動産のキャップレート分析－ホテル

～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縮小し、  
安定的なセクターに成長～

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～2018 年 10 月末/月次)。

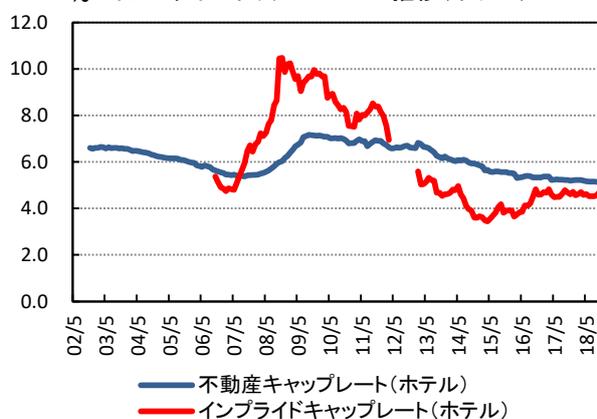
### 【不動産キャップレートとインプライドキャップレートのスプレッド】

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\*<sup>2</sup> 及びホテル REIT のインプライドキャップレート\*<sup>3</sup> の推移である。

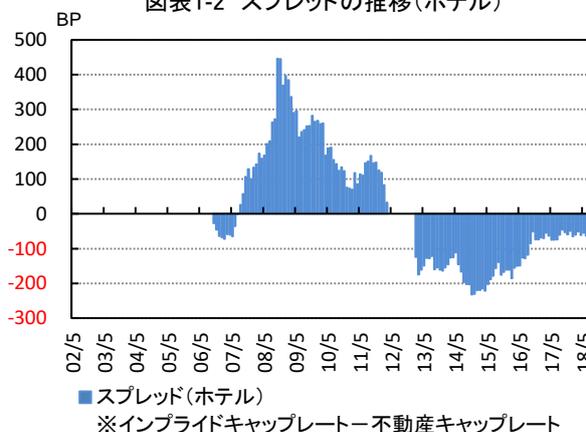
ホテルのインプライドキャップレートは、リーマンショック後の 2008 年 10 月に約 10%まで上昇し、その後も 8～9%付近での推移が続いたが、2010 年 12 月に 7%台へと低下した。東日本大震災後には 8%まで上昇する局面もみられたが、以降は低下が続いた。2015 年 4 月の 3.45%を底に反転し、2016 年 6 月に 4%台に上昇して以降は 4%台で推移している。不動産キャップレートは 2009 年 9 月に 7.17%まで上昇した後に反転し、2018 年 10 月は 5.13%まで低下した。

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、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、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。しかし、直近の 2018 年 10 月時点では、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は▲41bp まで縮小している。

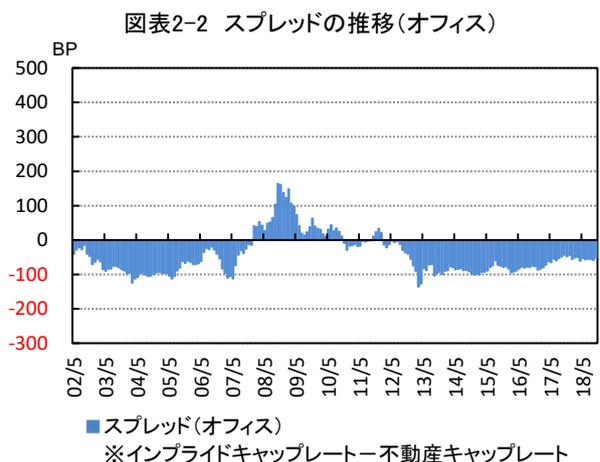
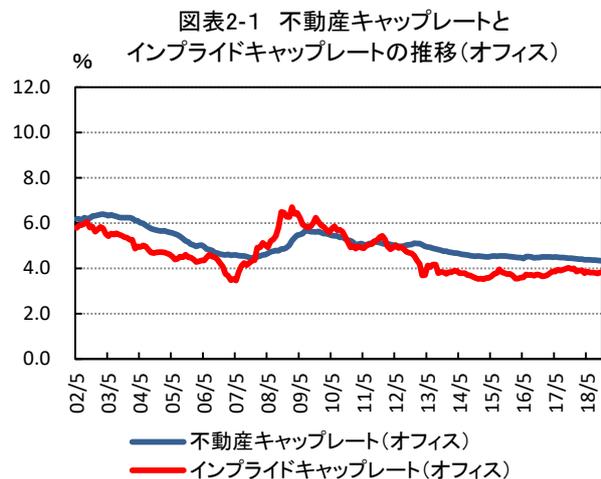
図表1-1 不動産キャップレートと  
インプライドキャップレートの推移(ホテル)



図表1-2 スプレッドの推移(ホテル)



参考として、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。2018 年 10 月時点では、不動産キャップレートが 4.33%、インプライドキャップレートが 3.82%で、オフィスのスプレッドは▲51bpとなった。直近の推移をみると、ホテルのスプレッドはオフィスより縮小し、不動産キャップレートとインプライドキャップレートのボラティリティはオフィス並みに小さくなっていることがわかる。

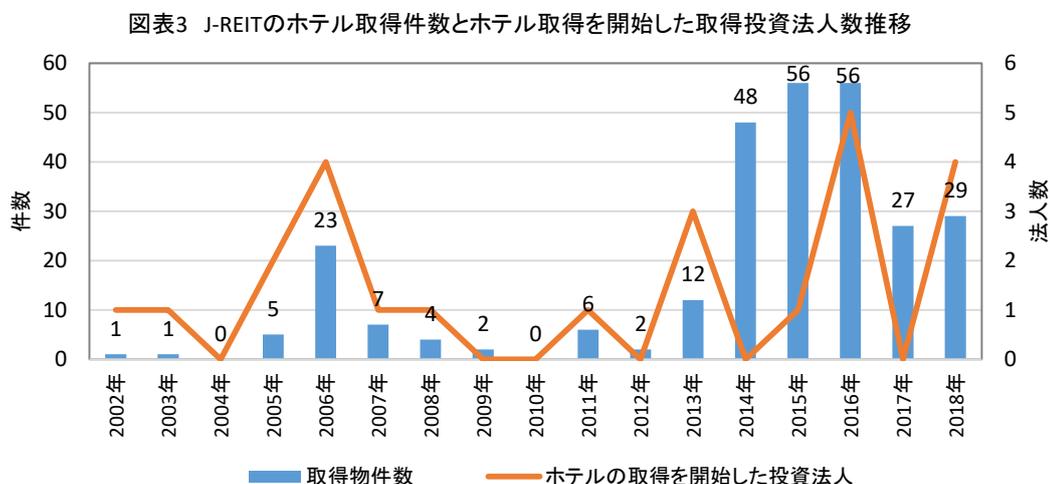


### 【不動産キャップレートの見通し】

過去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動きからは、インプライドのスプレッドが大きく拡大した後に不動産キャップレートが変化している。スプレッドが縮小した状況が 2 年以上続いている現状からは、ホテルについては今後キャップレートが大幅に下がることはないと考えられる。

### 【J-REIT のホテル取引】

図表 3 に、J-REIT 市場開設時からの投資法人のホテル取得状況と、取得を開始した投資法人数の推移を示した。2015 年から 2016 年にかけて、ホテル系リーディングの IPO や複数物件の取得等で、投資法人のホテル取得件数は増加し、2017 年は 27 件、2018 年は 10 月までに 29 件となっている。



※集計対象は新規取得物件で、売却済物件も含む。2018 年は 10 月までの取得

2018年に新しくホテルの取得を開始したのはIPO関連(ザイマックス・リート投資法人与タカラレーベン不動産投資法人)と、総合型REITの野村不動産マスターファンド投資法人、大和ハウスイリート投資法人の4法人となった。J-REITのホテル取得件数及びホテルを組み入れる投資法人は増加しており、ホテルはJ-REITにおいて安定的なセクターに成長したといえるだろう。

※1) 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。

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。

※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)

#### \*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](mailto:ff_t@tmaxv.co.jp)

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