

(はじめに)

不動産の還元利回り(キャップレート)は、収益還元法(特に直接還元法)を用いて不動産価額を求める際の基礎となる数字であり¹、投資用不動産を評価するに当たって非常に重視されている。一般に収益性に優れた不動産ほど還元利回りは低くなり、結果としてその価額は高くなるといわれている。ただし、不動産の還元利回りが総体としてどのような傾向を有しているかについては、公表されている分析結果はあまり見当たらない²。

そこで、本稿ではわが国の上場不動産投資法人(J-REIT)の取得不動産を対象として、投資用不動産の還元利回りの傾向について分析を試みることにする。なお、J-REITの取得不動産であるから、証券化対象不動産に該当し³、鑑定評価においてはDCF法を適用しなければならないとされている⁴。しかし、還元利回りは割引率をもとに対象不動産の純収益の変動率を考慮して求められる数値でもあり⁵、両者間には(例えば、保有期間途中に大規模増改築や用途変更など収益性に大きく影響する属性変更を予定している場合などを除き)安定的な関係があること、DCF法の適用に当たっては、併せて直接還元法を適用することにより検証を行うこととされていることから⁶、DCF法による場合との乖離はそれほど生じないと考えられる。また、DCF法の場合リスクを表象する変数が割引率と最終還元利回り(ターミナルキャップレート)に分かれ、かつ、割引率は保有時期によって異なる数値が用いられることもあるため、分析に用いることが煩雑であることから、還元利回りをを用いることとしたものである⁷。

(地価と還元利回りの全般的傾向)

まず、J-REIT上場開始以来のJ-REITによる取得不動産の還元利回りの年別平均とJ-REITによる投資対象エリアの大半を占める三大都市圏の地価(住宅地・商業地)の推移とを大まかに比較してみる。還元利回りについては、主に住宅地に立地する用途(共同住宅等)と主に商業地に立地する用途(オフィス、商業施設等)とに分けて示している。なお、本稿での不動産には実物不動産のほか不動産信託受益権も含むが、匿名組合出資持分及び優先出資証券の対象不動産は含めていない。

商業地の地価との比較においては、地価が上がれば還元利回りが下がり、地価が下がれば還元利回りが上がるというように逆方向に動く傾向が見てとれる。2008年まで地価は上昇傾向、還元利回りは低下傾向にあったが、この年の9月のリーマンショックに端を発した世界金融危機の影響により2009年以降地価は下落傾向、還元利回りは上昇傾向に転じた。その後2012～2013年を底にして、地価は上昇傾向、還元利回りは低下傾向が続い

¹ 不動産鑑定評価基準(国土交通省)(以下「鑑定評価基準」という。)p27～31。

² 例えば、期待利回りに関する時系列分析ではあるが、「不動産投資家調査」((一財)日本不動産研究所)がある。なお、期待利回りは新規賃料を求める鑑定評価において用いられる数値であるが、その算出は還元利回りを求める方法に準ずるものとされている(鑑定評価基準 p32・33)。

³ 鑑定評価基準 p53～54。

⁴ 鑑定評価基準 p58。

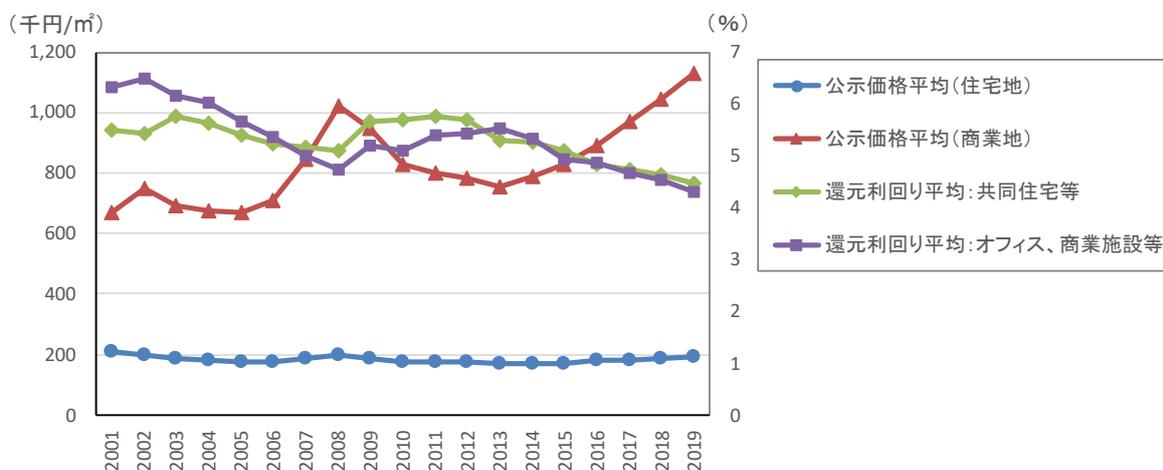
⁵ 鑑定評価基準 p30、不動産鑑定評価基準の留意事項(国土交通省)(以下「鑑定評価留意事項」という。)p18。

⁶ 同上

⁷ ちなみに、還元利回りの数値は、割引率と最終還元利回りの間の数値となるケースが多い。

て現在に至っている。住宅地の地価については、グラフ上ではほぼ横ばいで推移してきており、傾向が読み取りにくい。変動自体は商業地とほぼ同様の傾向を示している。

図 1. 三大都市圏の地価動向と J-REIT 取得不動産の還元利回りの推移



注) 公示価格は、各年 1 月 1 日現在。

還元利回り平均は、各年の J-REIT による取得不動産の取得時鑑定評価における還元利回りの平均(2019 年のみ上半期の取得分のみ)。ただし、還元利回りが公表されていない場合、還元利回りが用いられていない場合(底地等)は除く。

上場前に取得した不動産については、上場時に取得したものとみなしている。

既保有物件の追加取得分については、データに含めていない。

以上、図 2 以下においても同じ。

共同住宅等とは、共同住宅及びヘルスケア施設をいい、オフィス、商業施設等とは、オフィス、商業施設、物流施設及びホテルをいう。

資料: 地価公示の変動率及び平均価格の時系列推移表(国土交通省 HP: http://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_o_fr4_000043.html)、各上場不動産投資法人のプレスリリース資料・有価証券届出書より作成。

なお、地価が上がれば還元利回りが下がり、地価が下がれば還元利回りが上がるという傾向は、直接還元法の価格算定式(下記【参考】参照。)からいえばある意味当然のことでもある。ただし、公示価格の対象が土地のみであるのに対して、ここでの還元利回りの対象は土地・建物が一体となった不動産である点において両者は異なる。したがって、個々の建物の属性によっては例えば地価が上昇し不動産の還元利回りも上がるということもあり得ない訳ではない。はっきりしているのは、不動産の収益性が高まる(低まる) = 不動産価格が上昇(下落)する場面では、還元利回りは低下(上昇)することである。

【参考】直接還元法の価格算出式⁸

$$P = \frac{a}{R} \quad P : \text{求める不動産の収益価格} \quad a : \text{一期間の収益} \quad R : \text{還元利回り}$$

(地価と用途別の還元利回り)

次に、個々の取得不動産の属性に即した形での分析を試みる。対象としては、世界金融危機による影響がほぼ収まり、J-REIT による物件取得が回復した 2014 年から 2019 年上半期までの取得物件としている(既に売却済みの物件も含む)。なお、底地のみの物件は、建物と評価手法が異なるため⁹対象から除いている。また、研

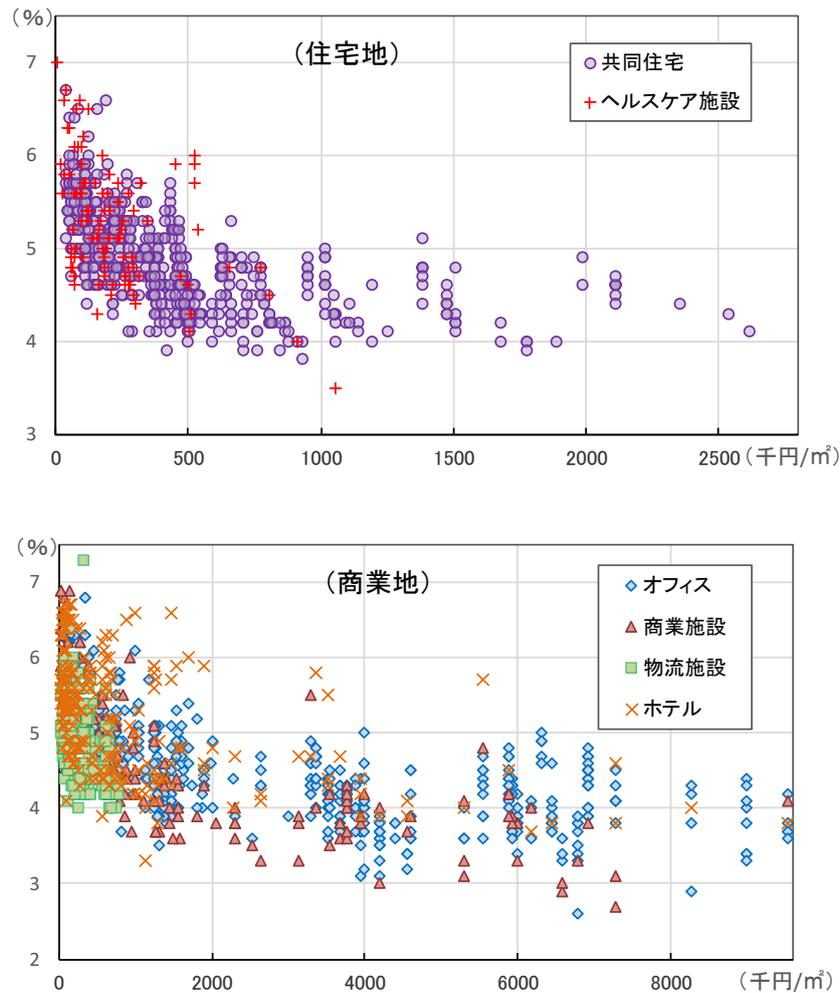
⁸ 鑑定評価基準 p27。

⁹ 底地のみの物件は、DCF 法のほか有期還元法が用いられることが多い(有期還元法については、鑑定評価留意事項 p15 参

究開発施設、インフラ施設等については、サンプル数が少ないため同様に対象から除いている。

まず、個々の取得物件における地価と還元利回りの分布を示したのが、図 2 である。地価については、住宅地と商業地とで大きな開きがあることから、共同住宅及びヘルスケア施設については住宅地に、オフィス、商業施設、物流施設及びホテルについては商業地に立地していると仮定した上で、取得年における立地市区町村(政令市については区)・特別区の住宅地・商業地別平均地価を用いている。なお、該当する公示価格が存在しない物件については対象から除いている。

図 2. J-REIT 取得不動産における立地市区町村の地価と還元利回り



資料: 地価公示の変動率及び平均価格の時系列推移表(国土交通省 HP)、「都道府県市区町村別・用途別」平均価格・対前年平均変動率表((-財)土地情報センター)、各上場不動産投資法人のプレスリリース資料・有価証券届出書より作成。

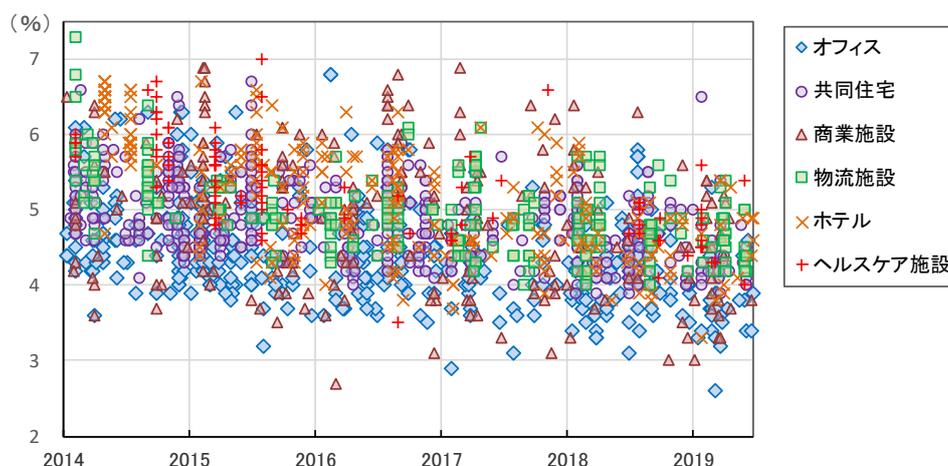
住宅地であれば 500,000 円/m²程度、商業地であれば 2,000,000 円/m²程度までは、地価の高い市区町村ほど還元利回りが低くなる傾向が見られるが(相関係数が、住宅地で-0.56、商業地-0.48(なお、全体の相関係数は、後掲表 2 参照。))で、地価がこれ以上となると地価と還元利回りとの傾向を見出すことが難しくなる(相関係数が、住宅地で-0.10、商業地で-0.13)。この地価レベルに相当するのは、住宅地であれば、世田谷区、杉並区、名古屋市中区、大阪市中央区など、商業地であれば、豊島区、品川区、名古屋市中村区、大阪市北区・中央区などであるから、東京都心の超一等地を除けば、概ね地価が高い場所ほど還元利回りが低下する傾向に照。)

あるといえよう。逆にいえば、東京都心三区に代表されるエリアの地価は、例えば中高層オフィスビルの用に供するといった一般的な土地利用を前提とした土地の収益性のみでは説明できないレベルまで上昇しているとも考えられる¹⁰。

(取得時期と還元利回り)

次に、個々の取得物件の取得時期と還元利回りの分布を示したのが、図 3 である。取得時期が最近になるほど還元利回りが低下する傾向が見てとれる。この背景には、ここ数年の大都市部の地価上昇、建設費高騰等に伴う建物価格の上昇、期待利回りの高い優良物件の枯渇といった事情があるものと考えられる。

図 3. J-REIT 取得不動産の取得時期と還元利回り



資料:各上場不動産投資法人のプレスリリース資料・有価証券届出書より作成(以下の図表においても同じ。)

表 1. J-REIT 取得不動産の還元利回りの用途別平均・標準偏差

用途	平均	標準偏差
オフィス	4.43	0.65
共同住宅	4.87	0.51
商業施設	4.87	0.93
物流施設	4.93	0.51
ホテル	5.24	0.78
ヘルスケア施設	5.28	0.66

なお、ここで注目しておきたいのは、商業施設の分布である。商業施設には、緩い右下がりの帯から上下に外れた物件が多い。これは、郊外型の大型ショッピングセンターから都心部における高級ブランドの入居ビルまで幅広いタイプの施設が含まれていることによる。前者は上に外れ、後者は下に外れることになる。このことは、用途別の還元利回りの標準偏差において、商業施設が最も大きくなっていることを見ても明らかである(表 1)。ホテルも商業施設に次いで高くなっているが、ホテルも都心部の高級ホテルから地方都市のビジネスホテル、観光地のリ

¹⁰ なお、ゆえに東京都心の地価はバブルであるなどという趣旨ではない。東京都心であれば、通常の土地利用を超える高度利用を行わなければ地価に相応する収益は得られないということである。都心において大規模な超高層ビルが林立しているのもその証左であると考えられる。後掲(容積率と還元利回り)も参照。

ゾートホテルや旅館まで幅広いタイプの施設が含まれることによると考えられる。

(築年数と還元利回り)

建物は築年数を経るほど老朽化やこれに伴う修繕・改修のリスク、あるいは空室リスクや賃料低下リスクが高くなり、還元利回りも高くなるといわれている。それでは、J-REITの取得不動産についてはどうであろうか。図4は、個々の取得物件の取得時点での築年数と還元利回りの分布を示したものである。地価や取得時期の場合とは異なり、特に傾向は見えてとれない。J-REITの場合、築年数を経た建物であっても、適切な維持管理がなされ、必要な修繕・リフォーム等が行われ、収益性において築浅物件に遜色ないものを選別しているということであろう。なお、デベロッパーや一部不動産ファンドであれば、築年数を経て老朽化等により収益性が落ちている物件をこれに見合った価格で取得した上で、大規模なリフォーム・改築等を施して収益性を回復させるといった手法をとる場合もあるが、J-REITの場合はその属性上そのような手法をとることが難しいことも、築年数を経た物件ほど還元利回りが高くなるといった傾向が見られない一因であると考えられる¹¹。

図4. J-REIT 取得不動産の築年数と還元利回り



注) 複数の主たる建物からなる物件については、最も古い建物の築年数としている。

(容積率と還元利回り)

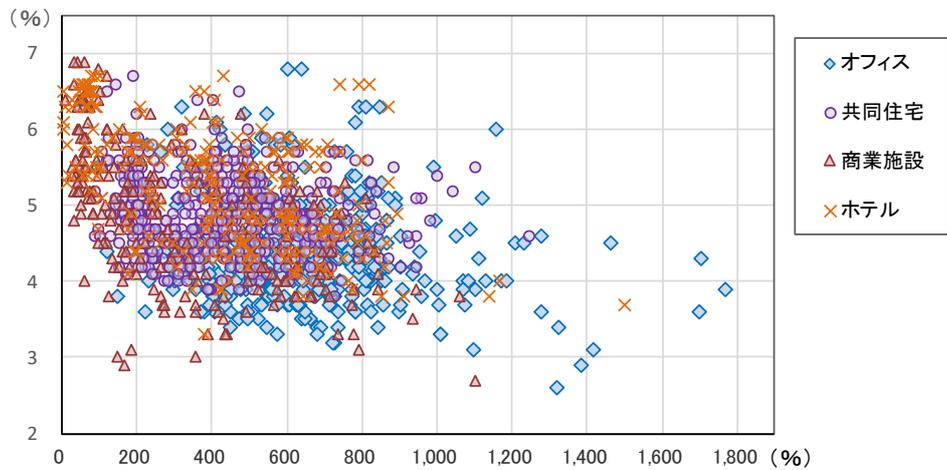
立地エリアの不動産賃貸需要の大きさにもよるが、一般に高度利用が進むほど収益性が高まり還元利回りは低下するはずである。そこで、高度利用の尺度として、ここでは容積率を取り上げて分析を試みる。図5は、個々の取得物件の容積率と還元利回りの分布を示したものである。ここでの容積率は、単純に延床面積を敷地面積で割った数値であり、建築基準法上の容積率とは必ずしも合致しない。なお、物流施設とヘルスケア施設については、その属性上超高層化等の容積率を高める手法に適していないと考えられるため、分析対象からは除いている。

あまり明確ではないが、容積率が高い物件ほど還元利回りが低い傾向が見てとれる。特に地価の高いエリアに

¹¹ 不動産投資法人の場合、建物建築を自ら行うことはできない(投資信託及び投資法人に関する法律施行令第116条第1号)。投資法人が建物建築に係る請負契約の注文者になることは可能だが、大規模修繕・改修工事等によるキャッシュフローの変動がポートフォリオ全体に過大な影響を与える場合については認められない(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(令和元年金融庁VI-2-6-3(5)①))。

においては、高度利用を図ることにより地価に見合った賃貸収入を確保しようとしているものと考えられる。

図 5. J-REIT 取得不動産の容積率と還元利回り



注) 建物の一部のみを取得した場合についても、建物全体の容積率を用いている。

(むすび)

最後に、確認の意味で、立地市区町村の地価、取得時期、築年数、容積率のそれぞれと還元利回りとの相関係数を示す(表 2)。すでにグラフでも明らかなように、公示価格、取得時期及び容積率と還元利回りとは逆相関が見られるが、築年数と還元利回りについては相関性が認められない。

表 2. 立地市区町村の地価、取得時期、築年数のそれぞれと還元利回りとの相関係数

	相関係数
公示価格 × 還元利回り(住宅地)	-0.55
公示価格 × 還元利回り(商業地)	-0.59
取得時期 × 還元利回り	-0.41
築年数 × 還元利回り	0.02
容積率 × 還元利回り	-0.41

注) 容積率との相関係数のみ物流施設とヘルスケア施設が含まれていない。

以上、還元利回りが不動産の属性との関連でどのような分布を示しているかについて、その概要を示してみた。不動産の価値を規定する要素にはさまざまなものがあり、それらを総合的に考慮した上で還元利回りが算出されることになる。したがって、ある特定の要素と還元利回りとの間に強い相関が見られるということは想定しにくいであろう。また、市場金利や経済情勢、あるいは資金調達上の構成要素¹²など、不動産そのものの属性とは関係ない要素にも左右される面も否めない。したがって、還元利回りに影響を及ぼす要素の分析としては、今回の分析ははなはだ中途半端なものではある。ただ、不動産の属性が還元利回りに影響を及ぼしていることを多少なりともイメージしていただければ幸いである。

(齋藤 哲郎)

¹² 鑑定評価基準 p30。