

## J-REIT 不動産価格指数・NOI 指数・キャップレート(2021 年版)

2021 年 4 月 12 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 副主任研究員 川村 康人

(Email: kawamura@smtri.jp)

- ・本レポートは、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の取引事例データや、賃貸事業純収益(NOI) データをもとに、マーケット動向を把握するための各種指数を算出し、年次で配信するレポートである。
- ・2021 年版レポートは、2021 年 3 月末までの取引および 2021 年 1 月末までの決算データを反映している。

## 1. 本レポートの位置付け

本レポートは、筆者が過去に当社 Web ページ上で配信したレポート<sup>1)</sup>をもとに、不動産市場の動向を把握するために有益と考えられる各種の指数に関して、足元までの価格動向のアップデートを行い、広く一般に定期的な情報提供を行うことを目的としたレポートである<sup>2)</sup>。

別途、当社 Web ページ上で「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」を毎月公表しているが、これは、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の取引データをもとに、月次単位で不動産取引価格指数を算出し、数値データを含めレポートを公表しているものである。これに対して、本レポートは、取引価格だけでなく NOI・キャップレート等を含めて、より詳細な指数をカバーするレポートと位置付けている。

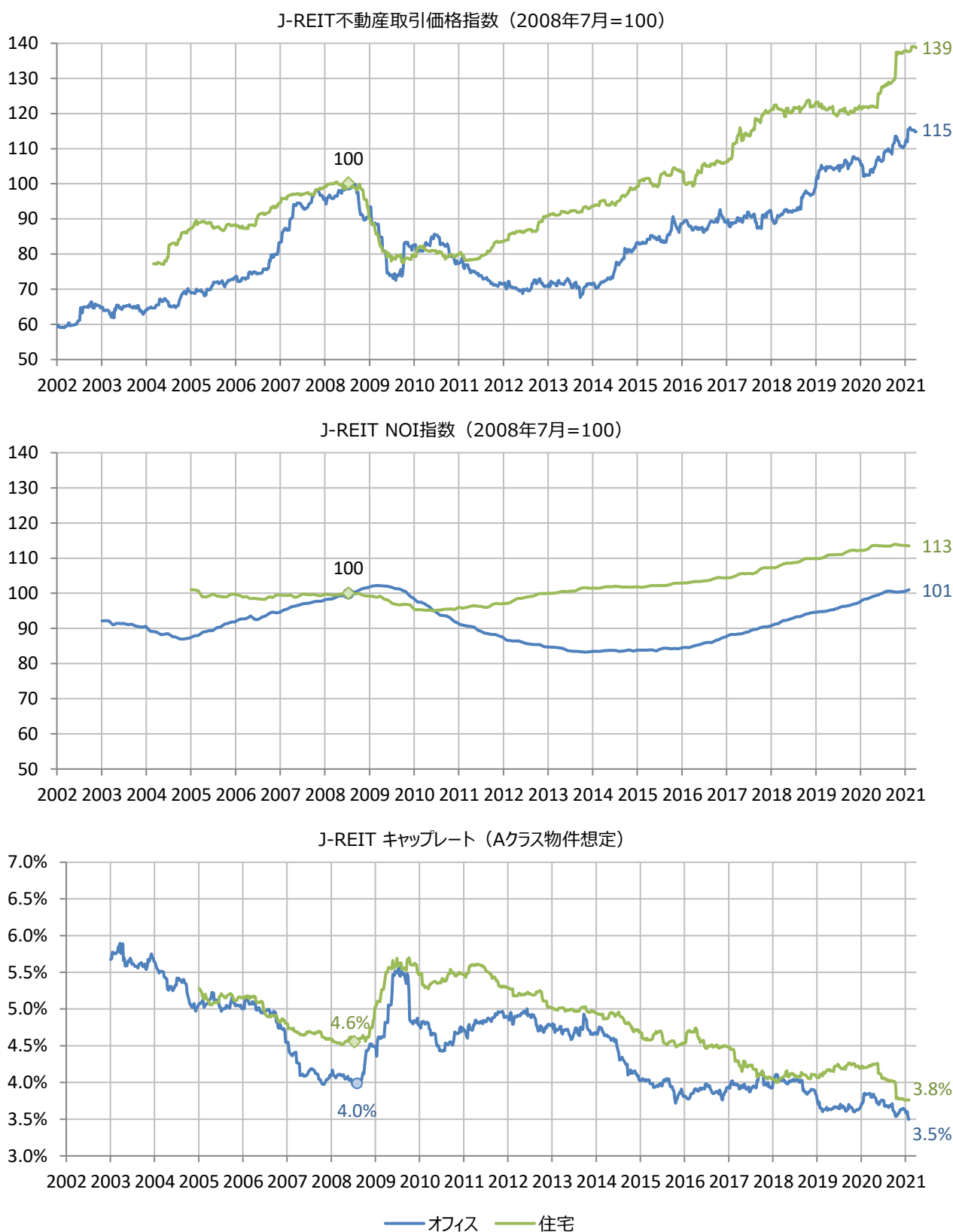
## 2. 不動産取引市場の動向をタイムリーに把握するための週次指数(オフィス、住宅)

不動産取引市場の動向をタイムリーに把握するために、J-REIT による実物不動産・不動産信託受益権の売買事例を用いて、「オフィス」、「住宅」の 2 用途について、週次単位での不動産価格指数(年間移動平均指数)を算出したものが **図表 1 (上段)** である。同様に、決算データを用いて NOI 指数を算出し(**図表中段**)、A クラス物件想定のカップレート推移も週次で算出を行っている(**図表下段**)。価格・NOI の各指数は、金融危機前の不動産価格のピーク(2008 年 7 月)を 100 として指数化している。(算出方法は p.6「**補論 A**」を参照)

新型コロナ危機発生後も、J-REIT による不動産の取得・譲渡件数に大きな変化はなく(**図表 2**)、取引価格も引き続き上昇基調にある(金融危機前のピーク比でオフィスは+15%、住宅は+39%)。賃貸市場は、新型コロナ危機の影響で今後頭打ちとなる可能性があるものの、足元までの実績 NOI は堅調に推移している(オフィスは金融危機前のピークと同水準、住宅は金融危機前のピーク比で+13%の水準)。これらをもとに算出した A クラス物件想定のカップレートは 2015 年頃には金融危機前の水準まで低下したが、その後も一段の低下が続いており、金融危機前と比較してオフィスは 50bps 低く、住宅は 80bps 低い水準となっている。

また、J-REIT キャンプレート(A クラス物件想定)の推移に関する確からしさを確認するために、一般財団法人 日本不動産研究所が公表する「不動産投資家調査」における「取引利回り」との比較も行っている(**図表 3**)。両者のデータソースは全く異なるにも関わらず、長期において高い相関関係が認められる。

図表1. J-REIT による不動産取引価格指数、NOI 指数、取引キャップレート(オフィス、住宅)



出所) J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

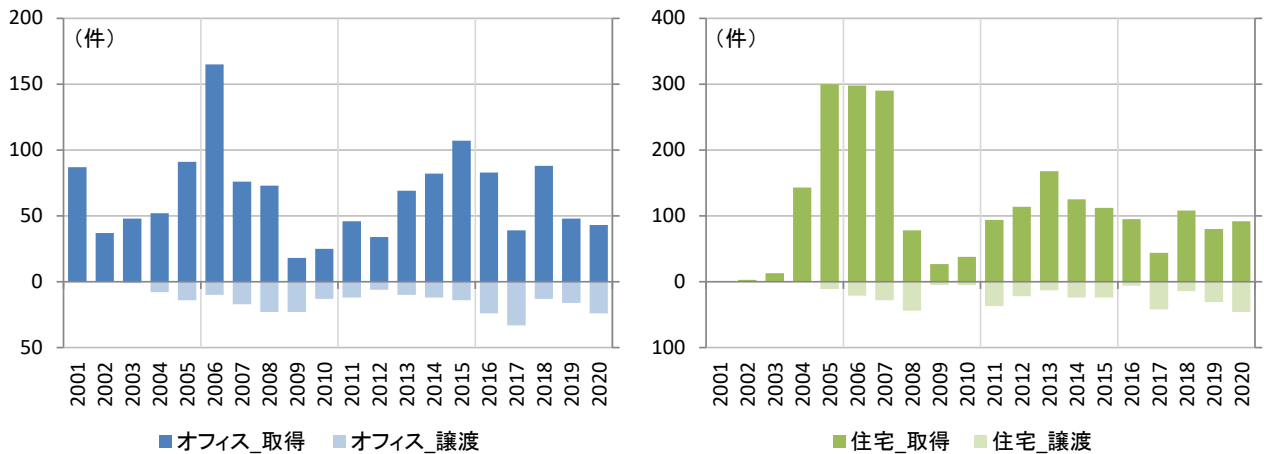
注1) キャップレート(Aクラス物件想定)は、各用途についてそれぞれ以下の条件で推計している。(本レポート内で以下同様)

オフィス: 東京都心5区平均、最寄駅徒歩5分、延床面積50,000㎡、建築後5年、等

住宅: 東京都目黒区・世田谷区平均、最寄駅徒歩7分、平均専有面積25㎡/戸、総戸数50戸、建築後5年、等

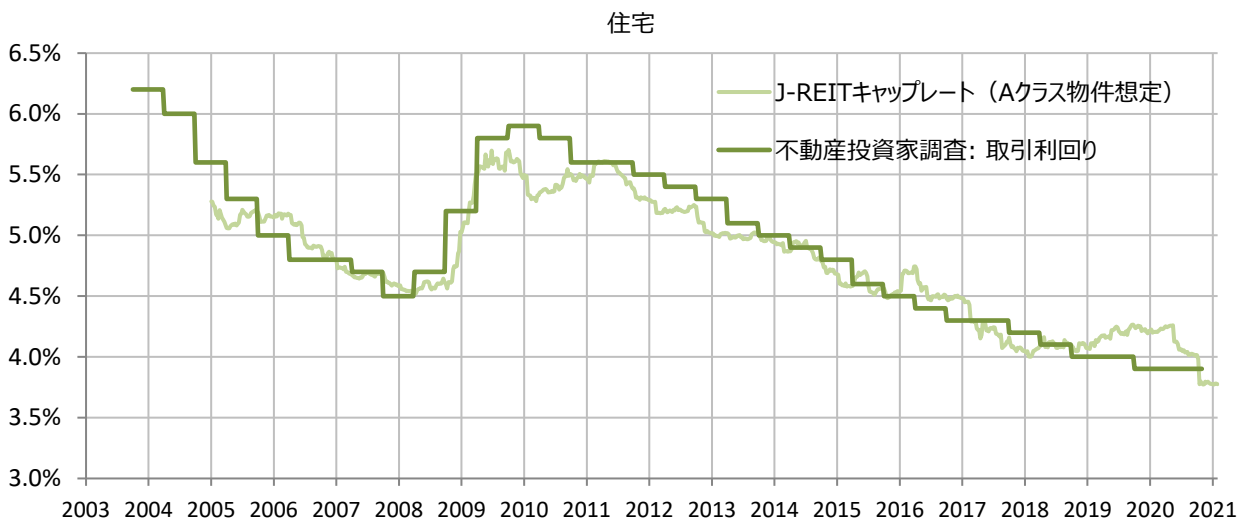
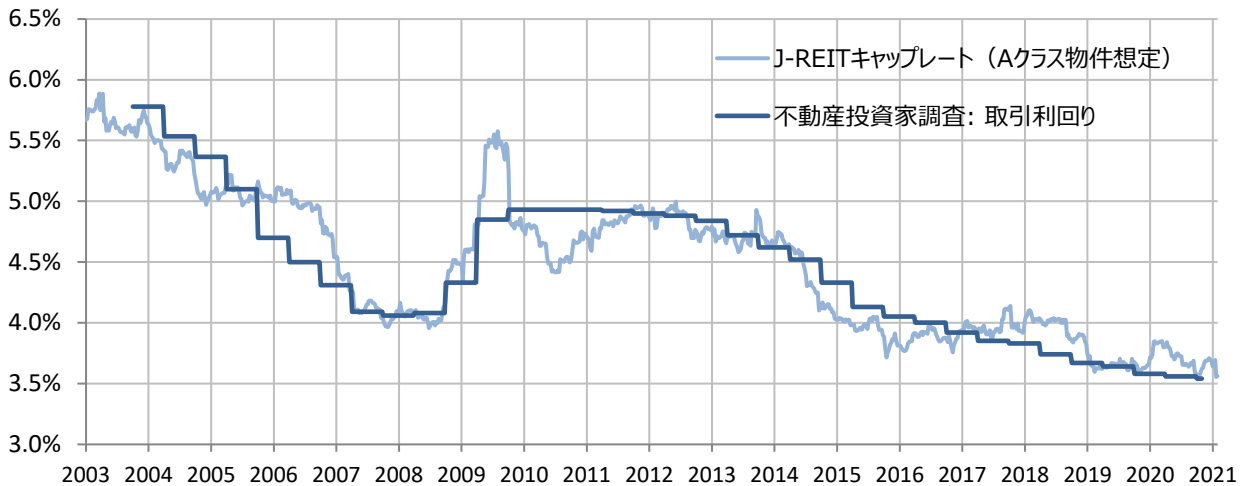
注2) 将来の取引データの追加等に伴い、数値は今後改訂される場合がある。(本レポート内で以下同様)

図表2. J-REIT 不動産価格指数の算出に用いた取得・譲渡のデータ件数(年次集計)



出所) J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表3. J-REIT キャップレート(A クラス物件想定)と不動産投資家調査(A クラス物件を想定した取引利回り)の推移比較  
オフィス



出所)「J-REIT キャップレート(A クラス物件想定)」は J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所推計

「不動産投資家調査: 取引利回り」は一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」各回の取引利回りの調査結果(中央値)のうち、オフィスは「日本橋」、「神田」、「秋葉原」、「虎ノ門」、「汐留」、「赤坂」、「六本木」、「港南」、「西新宿」、「渋谷」各地区の A クラスビルの調査結果の平均値、住宅は「城南地区」におけるワンルームの調査結果をそれぞれ掲載

### 3. 不動産取引価格とJ-REIT 投資口価格の推移比較

当社 Web ページ掲載の「[インプライド・キャップレートによる不動産取引価格の予測可能性](#)」(2011年11月11日付)では、J-REIT のインプライド・キャップレートは、実際の不動産取引価格に対して約1年程度先行することから、不動産価格の先行指標としての可能性を持つことを紹介した。

不動産の資産価格に置き換えた場合(レバレッジ調整後)の上昇/下落率の推定や、ポートフォリオの資産価値に対するプレミアム/ディスカウント幅など、複雑な分析については考えず、単純なピーク/ボトムの時期や先行・遅行関係に着目するのであれば、インプライド・キャップレートの主たる変動要素である J-REIT 投資口価格の推移だけをモニタリングすることでも、おおよその目的は達成できると考えられる。

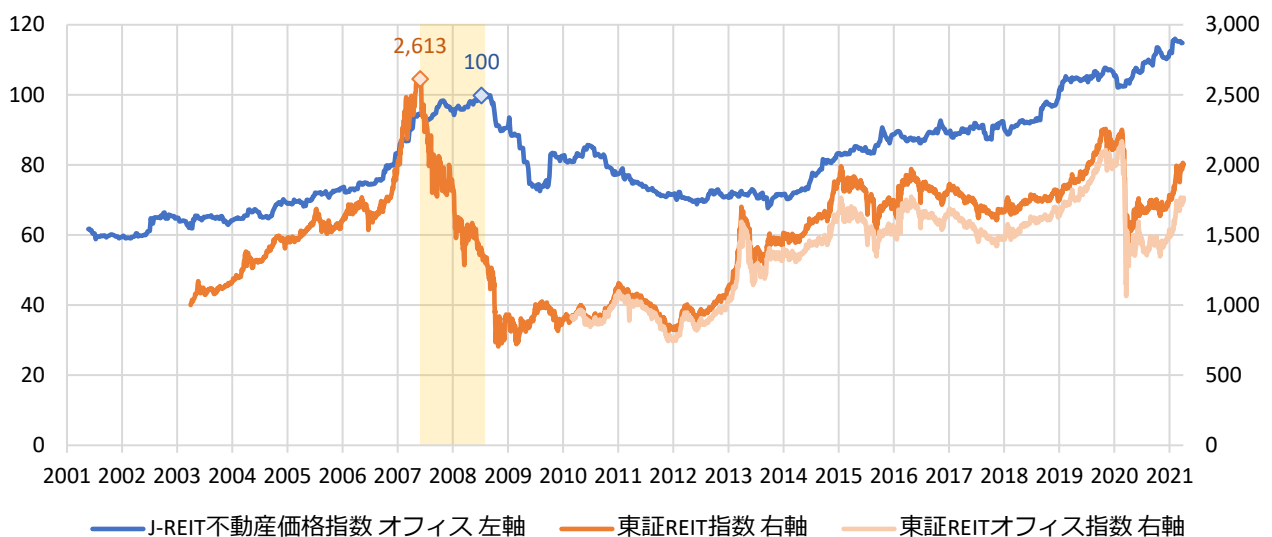
金融市場で形成される J-REIT 投資口価格の推移(東証 REIT 指数)と、J-REIT 不動産価格指数の推移を比較したものが図表4である。金融危機後の下落局面(2008年頃)だけでなく、その後の底打ち・上昇反転局面(2013年頃)で見ても、金融市場における J-REIT 投資口価格の変動から約1年程度のタイムラグをもって、実物不動産の取引価格が上昇/下落の反転を迎えていることが確認できる。

2020年前半は、新型コロナ危機を受けて、J-REIT 投資口価格は2020年2月19日から3月20日で▲49%と短期間で大幅下落した。2021年4月時点では一定程度回復しているものの、依然として下落前のピーク比で1割程度低い水準(東証 REIT オフィス指数で見ると2割程度低い水準)に留まっている。

ただし、金融危機前後とは、投融資資金の属性、資金調達環境、賃貸市場の状況について相違点も多く、不動産価格の先行きを見通すためには、J-REIT 投資口価格の動向だけでなく、賃貸市場・投資市場の動向把握が一層重要になると考えられる。

当社では、賃貸オフィス市場の空室率・賃料やキャップレートの将来予測を行い、有償レポートにてご提供しております。ご関心のある方は、[こちらのページ](#)よりお気軽にお問い合わせください。

図表4. J-REIT 不動産価格指数と東証 REIT 指数(配当なし)の推移比較



出所) 東証 REIT 指数・東証 REIT オフィス指数は Bloomberg、他は J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) J-REIT 不動産価格指数は 2008 年 7 月=100 とした週次指数

注2) 東証 REIT 指数は 2003 年 3 月 31 日=1,000 とした日次指数

注3) 東証 REIT オフィス指数は 2010 年 2 月 26 日(基準日)を東証 REIT 指数の水準に合わせて再指数化した日次指数

#### 4. 商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数

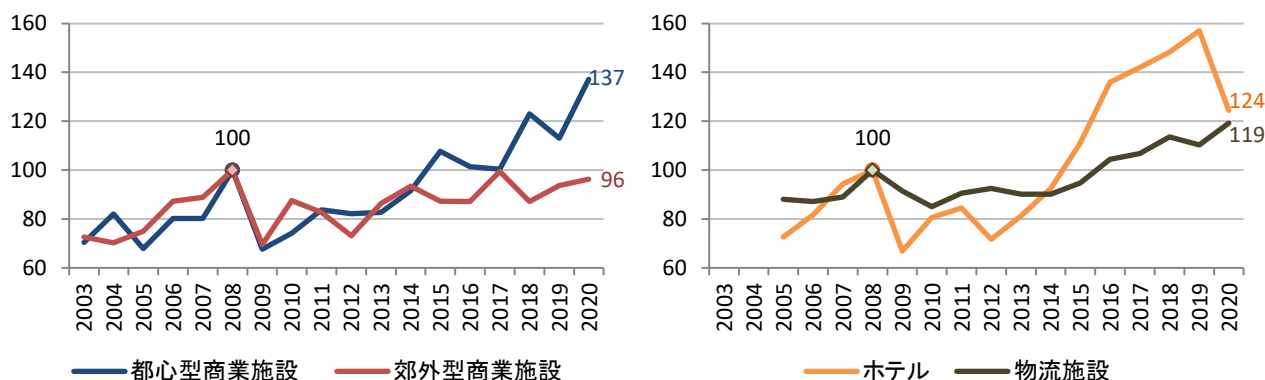
商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数に関して、2020 年末までのデータ(決算は 2021 年 2 月公表分)を用いて価格指数の算出を行った結果が図表5である。いずれも金融危機前の 2008 年時点を 100 としている。

都心型商業施設に関しては、不動産価格は引き続き上昇基調であるのに対し、郊外型商業施設は引き続き横ばい傾向にある。

ホテルに関しては、新型コロナ危機発生前の 2019 年時点では、金融危機前のピークと比べて 60%程度高い水準まで価格上昇が続いていたが、2020 年は前年比で▲20%程度的大幅下落となっている。

物流施設に関しては、引き続き緩やかな上昇傾向が続いている。

図表5. 商業施設、ホテル、物流施設の不動産価格指数(2008 年=100)



出所) J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 作成方法に関しては、当社 Web ページ掲載の「[ホテル・物流施設の不動産価格指数](#)」(2016 年 5 月 18 日付)を参照。

注2) 商業施設に関しては、立地・建物属性や利用用途が多様であることから、便宜的に都心型、郊外型の2つに分けている。

注3) 将来の取引データの追加等に伴い、数値は今後改訂される場合がある。

## 補論 A. 週次指数の算出方法

### <週次指数の算出におけるデータ利用方法の概要>

- ・ J-REIT の不動産取引価格指数、NOI 指数、キャップレートを算出するにあたっては、J-REIT による実物不動産および不動産信託受益権の取得・譲渡のデータと、取得後の決算データを用いている。具体的な利用イメージを整理したものが参考図表1である。
- ・ 不動産の取得・譲渡の時点に関しては、契約時点ではなく引渡時点を用いている。
- ・ NOI 指数に関しては、各決算期末までの6か月間の賃貸事業純収益(償却前)をもとに算出している。資産運用会社による取得時想定値ではなく、取得後の実績ベースの NOI である。

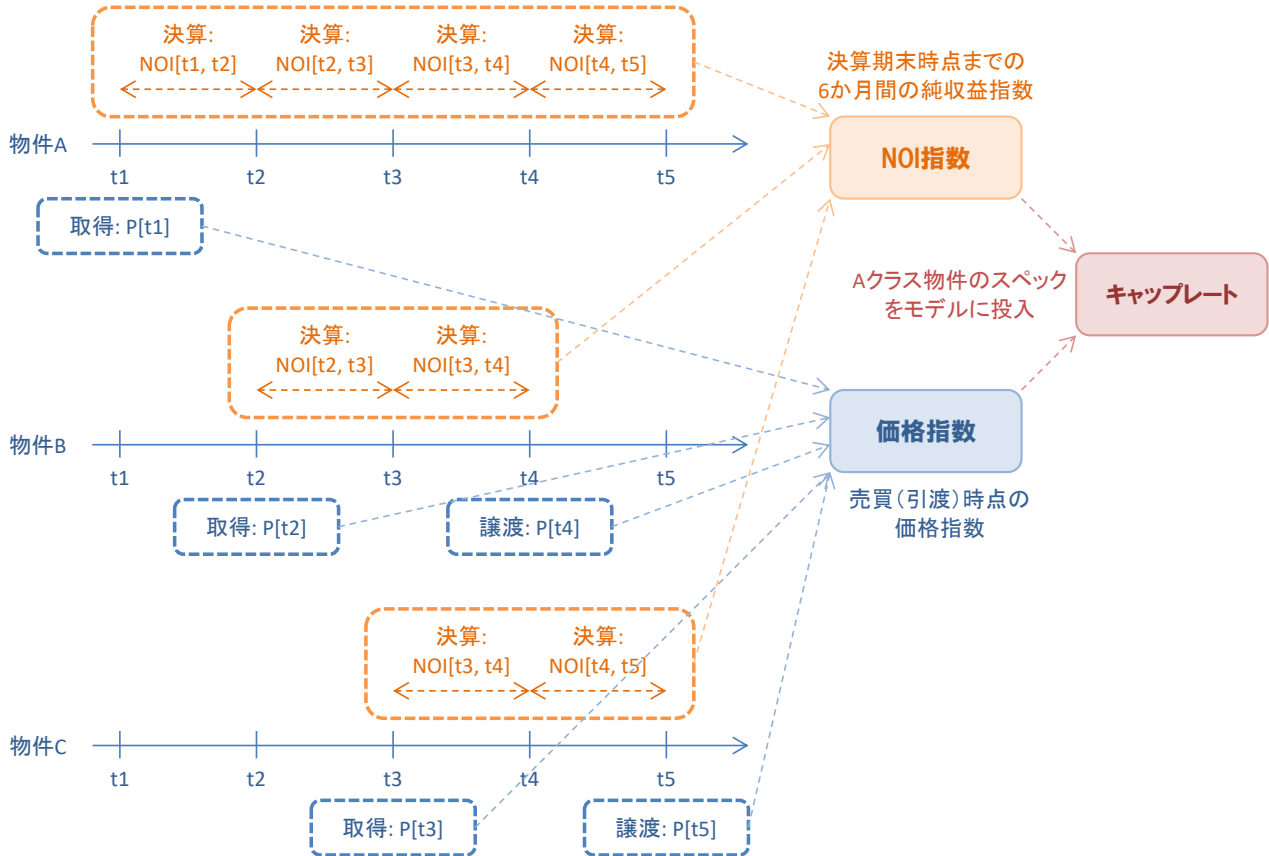
### <不動産価格指数・NOI 指数・キャップレートの算出方法の概要>

- ・ 不動産は個別性が強く、面積規模・交通利便性・建築後年数などの立地・建物属性や、権利形態などが大きく異なる。このため、消費者物価指数における「りんご」や「バター」のように単純な平均価格の比により価格指数を算出することができず、立地・建物属性や権利形態等について同等条件を仮定した場合の価格指数(Constant quality price index)や NOI 指数を、統計的手法を用いて算出している。
- ・ 「同等な条件を仮定した場合」というのは、たとえば 2010 年でも 2015 年の場合でも、常に「築 5 年」と想定した場合を意味する。このため、価格指数・NOI 指数は経年劣化の影響を含んでおらず、市況変化に伴う純粋な価格・収益の変動を表す指標として捉えることができる。
- ・ キャップレートに関しては、オフィスおよび住宅の価格・NOI それぞれについて、A クラス物件のスペック(図表1の注1参照)を設定し、品質調整済みの価格・NOI の水準を推計したうえで、その比率によりキャップレートを算出している。ただし、時間を通じた変化の要素は、A クラスだけでなく、B・C クラスの物件も含む全取引データから算出している。

### <週次指数の算出方法の概要>

- ・ 週次指数を単純に作成しようとすると、短期変動が大きくトレンドが読み取りにくい、不動産取引が 0 件の週は指数そのものが算出できない、といった問題が生じる。この問題を解消するために、参考図表2で示すように、年間移動平均ベースの指数を算出している。
- ・ 年間移動平均の算出方法は、後方移動平均値では計算上のタイムラグが生じてしまうため、中心化移動平均値を採用している。この結果、2016 年 6 月末時点の指数であれば 2016 年 1~12 月の取引を反映した指数、同様に、2017 年 12 月末時点の指数であれば、2017 年 7 月~2018 年 6 月の取引を反映した指数となり、このような年間平均値を週単位で小刻みにずらし、週次の指数を計算している。
- ・ なお、2018 年 12 月末時点の指数の例(参考図表2)で示すように、直近の指数に関しては、年間移動平均の範囲にデータが公表されていない期間が含まれるため、算出された指数は速報値となる。具体的には、2018 年 12 月末時点に算出可能な最新の指数は、2018 年 7~12 月末(半年分)の取引のみで計算された平均値のため、2019 年 6 月末までの間は、新たなデータ公表に伴い指数は改訂される。
- ・ 6 か月分の取引データで算出した「速報値」と 12 か月分の取引データで算出した「確定値」の改訂率(絶対値)の中央値は、オフィス・住宅ともに 1.4%である(2016 年 1 月~2020 年 8 月で計算)。
- ・ 移動平均は、取引金額加重ではなく取引件数加重の幾何平均値である。計算プログラムの変更により取引件数ではなく金額加重の指数や、幾何平均ではなく算術平均ベースの指数も算出可能であるが、本レポートで掲載した週次指数の図表は、いずれも件数加重幾何平均値による指数である。

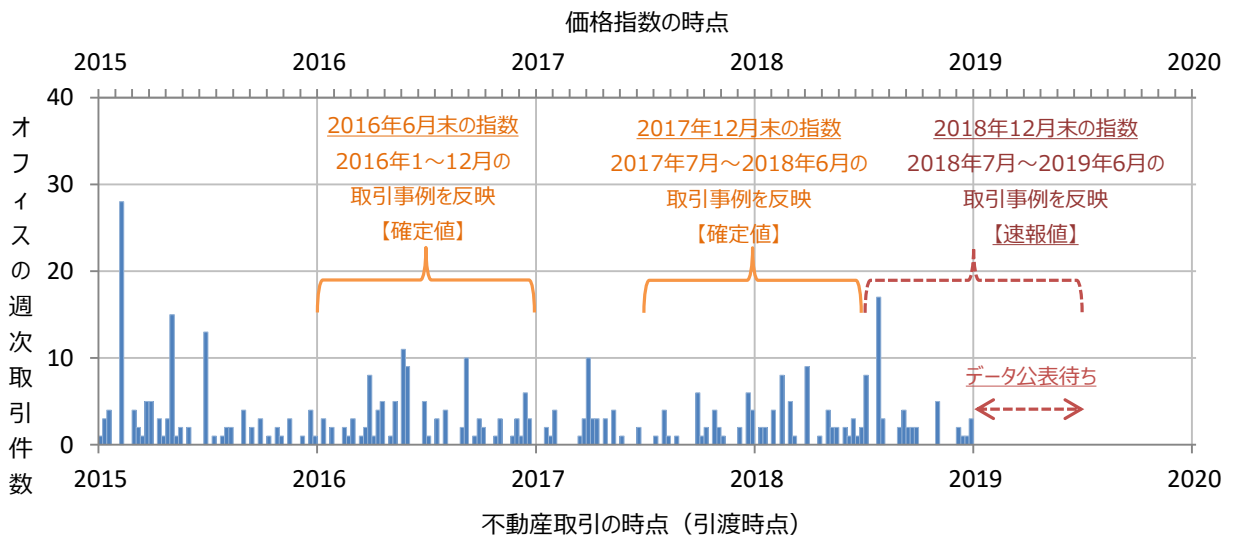
参考図表1. J-REIT による不動産取引データと決算データの利用イメージ



出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 図では不動産の取得・譲渡が決算期末時点に行われるケースを表しているが、実際には決算期中に行われる場合が多い。  
 注2) 不動産の取引価格データは日々の適時開示情報から得られる一方で、NOI データに関しては、決算期ごとにしかデータが公表されず、また、決算期末までの約 6 か月間の合計値が公表されるため、賃貸事業収益の変化をリアルタイムに反映しきれない可能性がある。加えて、決算データは、各決算期末の約 1 か半月後に公表されるため、NOI 指数およびキャップレートは、価格指数と比べてリアルタイムには算出できないといったデータ制約上の問題がある。

参考図表2. 各時点の週次価格指数がカバーする不動産取引の時点のイメージ



出所)J-REIT 開示情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 図では、確定値と速報値のイメージを捉えやすいように、2018 年末までの取引件数を表示している。算出時点よりも将来の取引(フォワードコミットメント契約)が公表されている場合には、それらのデータも推計に活用している。

## 補論 B. 本レポートで掲載した指数の用途別・種類別の整理

筆者は、当社 Web ページ上のレポートで、各種の指数を算出・公表している。公表系列の種類が増加すると、公表有無・違いなどが分かりにくくなると考えられるため、用途別・指数の種類別に参考図表3に整理した。表中の「○」は、本レポートで掲載をしている区分を表している。

参考図表3. 本レポートで掲載した指数の位置付け(用途別・指数の種類別の整理)

	オフィス	住宅	商業施設		ホテル	物流施設	シニア住宅	その他
			都心型	郊外型				
週次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数	○	○						
NOI指数	○	○						
キャップレート	○	○						
月次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数	※	※	※					
NOI指数								
キャップレート								
年次単位で計算される指数/指標								
不動産価格指数			○	○	○	○		
NOI指数								
キャップレート								

出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

※)本レポートとは別途、「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」として公表している。なお、都心型商業に関しては、計分析を行うにあたって十分なサンプルサイズが確保できないことから、単体の用途区分での指数ではなく、オフィスのデータとブールして「オフィス+都心型商業」として、指数の算出を行っている。

- 1) ①「[不動産取引価格指数・キャップレート指数が表す不動産市況](#)」(2016年1月14日付) ※単発レポート  
 ②「[ホテル・物流施設の不動産価格指数](#)」(2016年5月18日付) ※単発レポート  
 ③「[日本・諸外国の商業用不動産価格指数](#)」(2017年4月13日付) ※単発レポート  
 ④「[J-REIT 不動産価格指数・NOI指数・キャップレート\(2019年版\)](#)」(2019年3月12日付) ※年次レポート  
 ⑤「[J-REIT 不動産価格指数・NOI指数・キャップレート\(2020年版\)](#)」(2020年3月24日付) ※年次レポート  
 ⑥「[【データ配信レポート】J-REIT 不動産価格指数](#)」(2016年1月より毎月配信中) ※月次レポート
- 2) 本レポートは年次での更新を予定しているが、今後、予告なく更新停止される場合がある。



当サイトのレポート・図表等の転載をご希望の方は、こちらの[「レポート・図表等の転載について」](#)  
[\(PDF:155KB\)](#)をご覧ください。

その他、本レポートに関するお問い合わせはこちら

**【お問い合わせ】 投資調査第2部**

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。