

## J-REIT 不動産価格指数・NOI 指数・キャップレート(2023 年版)

2023 年 12 月 7 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査部 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。
- ・2023 年版レポートは、2023 年 9 月末までの取引および 2023 年 7 月末までの決算データを反映している。
- ・2023 年版レポートでは、月次で公表する系列の変更(物流施設の公表開始)についても解説を行う。

## 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不動産価格指数に関するレポートをもとに、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、足元までの動向をアップデートし、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。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、数値データを含め公表しているものである。これに対して、本レポートでは、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している。

## 2. 物流施設の不動産価格指数を公表開始

2023 年 9 月公表分より、**図表 1**に示す通り、月次公表系列を変更した。**図表 2**に示す通り、2013 年以降、J-REIT による不動産売買では、件数・面積・金額いずれの指標で見ても、物流施設の存在感が高まっていることから、不動産取引価格指数の算出対象となる用途区分に「物流施設」を追加した。また、2023 年 8 月まで公表していた「オフィス+都心型商業」は、都心型商業施設の取引量自体が少なく、長期で見ると「オフィス」単体の価格指数と概ね同様の傾向であることから、公表を終了した。

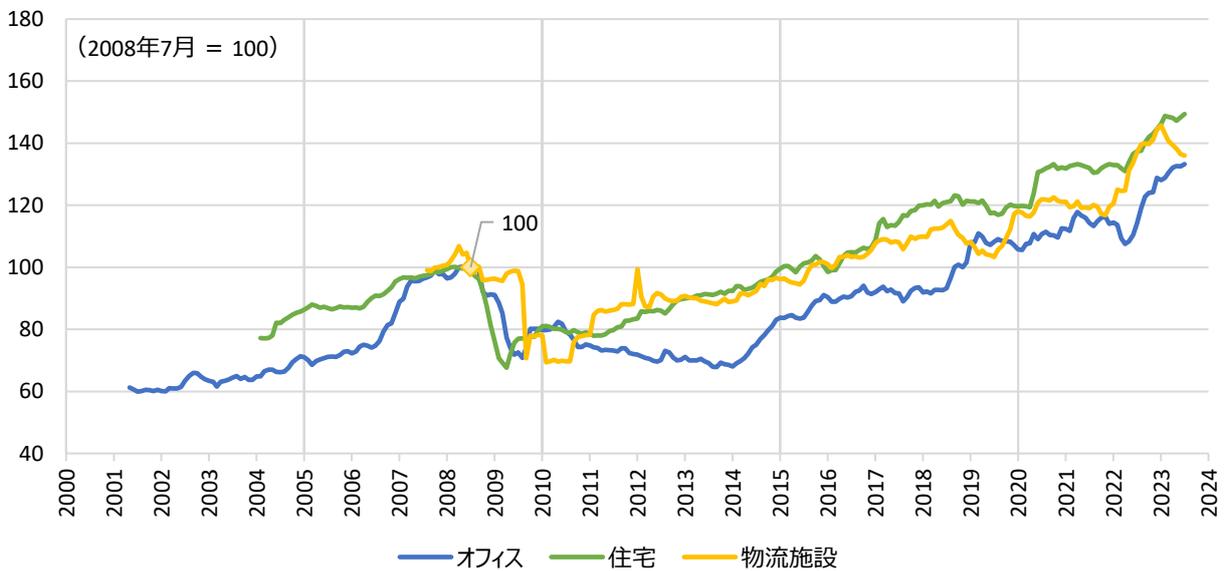
当社が公表する J-REIT 不動産価格指数の推移を、国土交通省が公表する「不動産価格指数(商業用不動産)」と比較したものが**図表 3**である。前者の「オフィス」系列と後者の「事務所」系列(**図表 3 上段**)、前者の「住宅」系列と後者の「マンション・アパート」系列を比較すると(**図表 3 中段**)、変動幅は異なるものの、それぞれ両指数の動向は概ね一致している。一方で、前者の「物流施設」系列と後者の「倉庫」系列を比較すると(**図表 3 下段**)、2015 年以降で両指数に乖離が生じていることが確認できる。国土交通省「平成 27 年度不動産価格指数(住宅・商業用不動産)の整備に関する研究会」の資料によれば、「倉庫」の価格指数算出に利用されるサンプル(2008~2015 年の取引事例)の 95%が延床面積 1,073 坪以下、取引金額 4.0 億円以下と報告されており、J-REIT が投資対象とする大型物流施設とはサンプルの平均像が異なることによって、取引価格動向に差異が生じていると考えられる。

図表1. J-REIT 不動産価格指数(月次公表系列)の算出対象用途の変更

**【変更前】** 2023年8月までの公表系列



**【変更後】** 2023年9月以降の公表系列



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) 価格時点については、次の通り変更を行い、過去系列も含めて価格指数の改定を行った

**【変更前】** 不動産／不動産信託受益権の引渡時点

**【変更後】** 不動産／不動産信託受益権の売買に関するプレスリリース公表時点が引渡時点のいずれか早い日

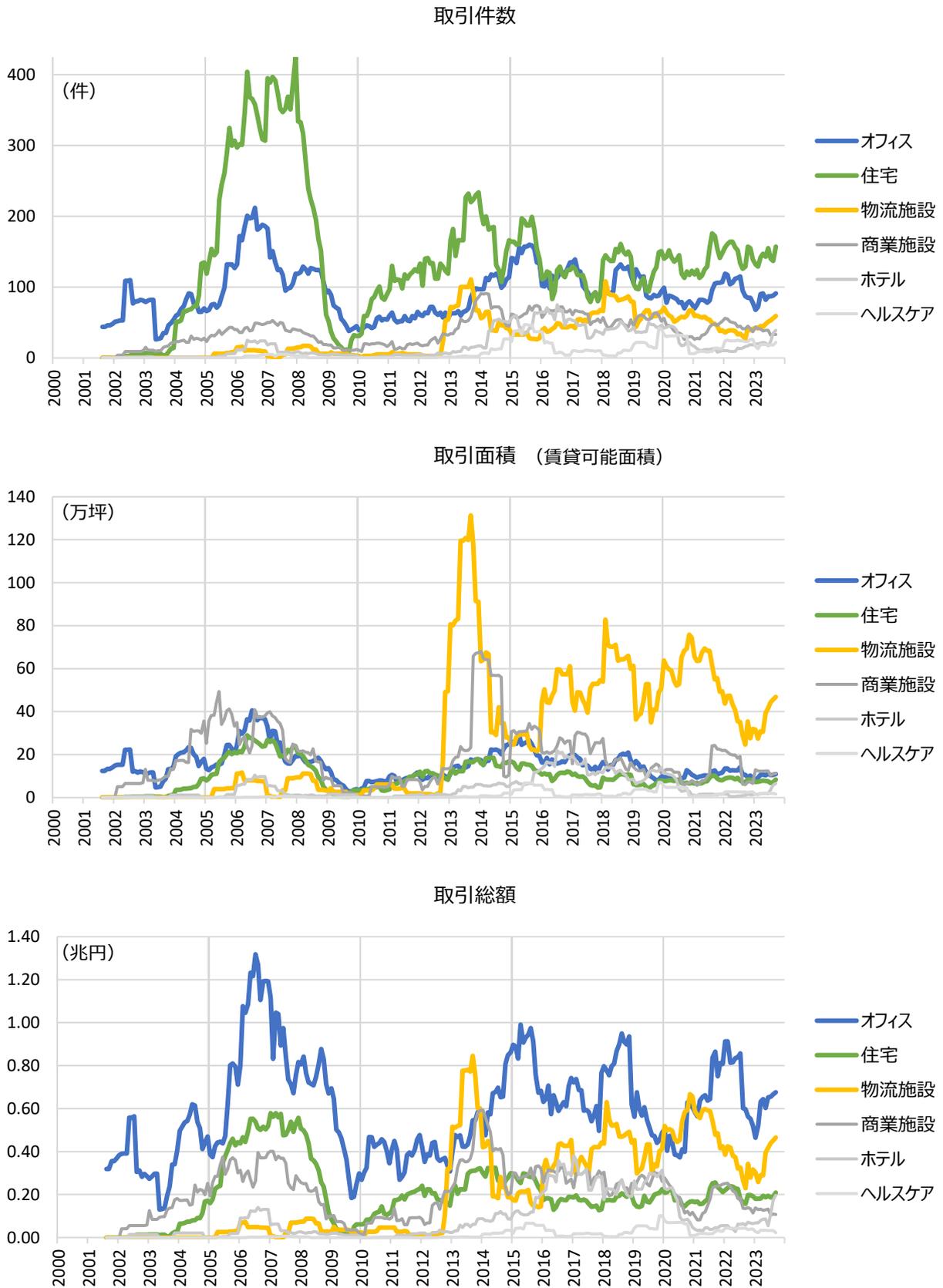
注2) 指数の基準時点・基準値については、次の通り変更を行った

**【変更前】** 2006~2010年平均 = 1.0

**【変更後】** 2008年7月 = 100

注3) 傾向を読み取りやすいよう、年間移動平均値(中心化移動平均値)としている

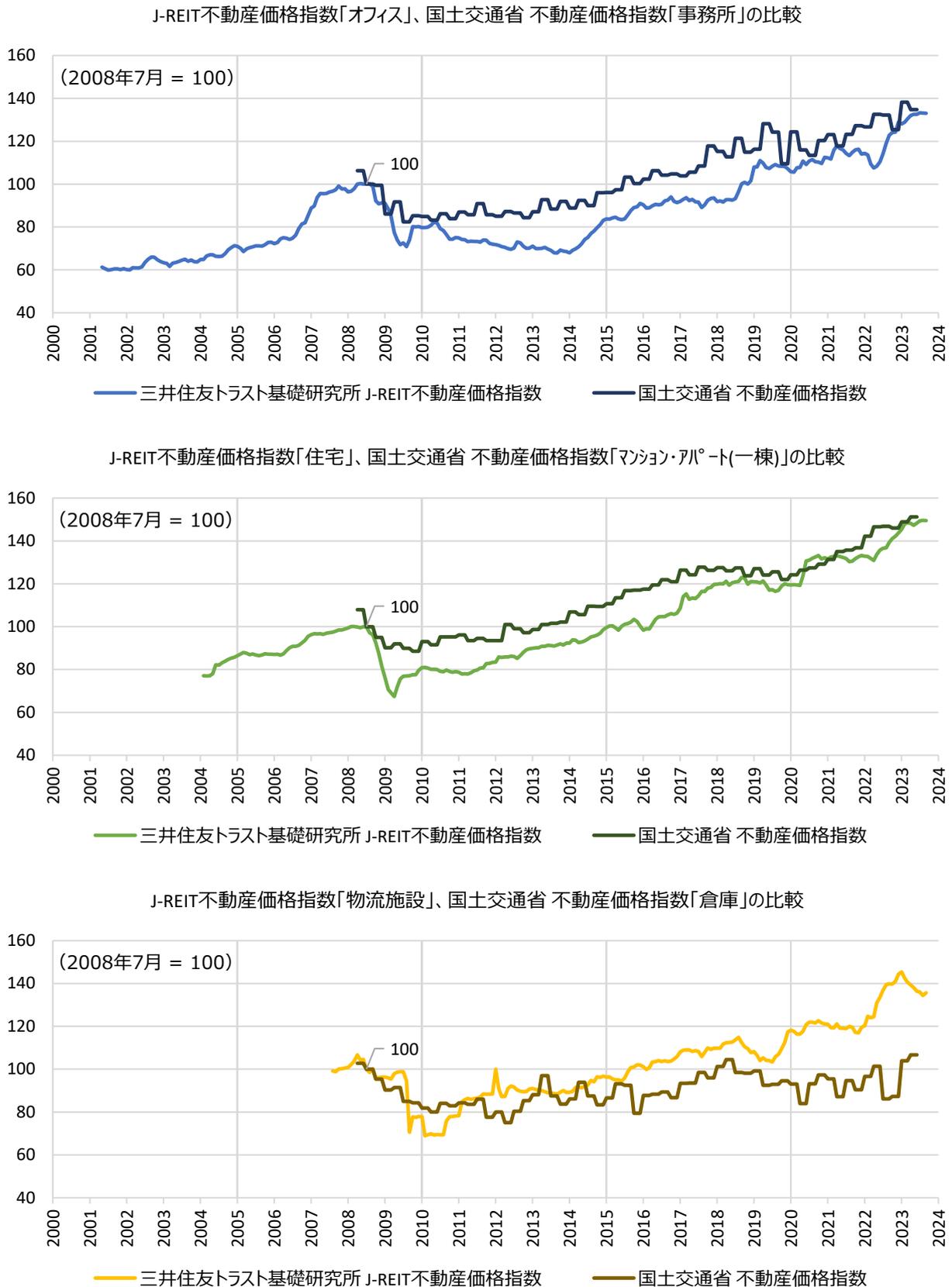
図表2. J-REIT の用途別取引件数、取引面積、取引総額



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) 後方 12 ヶ月移動合計 注2) 不動産および不動産信託受益権の取得と売却の取引合計

図表3. J-REIT 不動産価格指数と国土交通省 不動産価格指数の比較



出所)J-REIT 不動産価格指数は、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  
 国土交通省 不動産価格指数は、国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」(2023年9月29日付公表)における全国の「事務所」、「マンション・アパート(一棟)」、「倉庫」のそれぞれ原系列をもとに2008年7~9月を100として再指数化

### 3. 不動産取引価格・NOI・キャップレートの動向(オフィス、住宅、物流施設)

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」、「物流施設」の3用途について、週次単位の不動産価格指数(年間移動平均指数)を算出したものが**図表4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4中段**)、東京都心5区Aクラスビル想定、東京城南ワンルーム住宅想定、東京湾岸マルチテナント型物流施設想定、それぞれの想定スペックに応じたキャップレート推移も週次で算出している(**図表4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である2008年7月を100として指数化している(算出方法はp.14「補論」を参照)。

オフィスの取引価格は2022年中に米国の金利引き上げが進む中で、国内不動産価格の一時的な調整が見られたものの、その後は再び上昇基調に転じている。不動産価格(=NOI÷キャップレート)の分子であるNOIは、賃貸市場の悪化を受けて2021年以降緩やかな下落が続いているものの、分母のキャップレートがそれ以上のペースで低下しているため、不動産価格の上昇が続いていることが確認できる。

住宅の取引価格は、2020年半ば~2022年半ばまで高値圏での横ばい推移が続いていたが、2022年後半には上昇に転じ、2023年前半は再び高値圏で横ばい推移となっている。2022年後半の上昇局面では、不動産価格(=NOI÷キャップレート)の分子であるNOIが堅調に推移すると同時に分母のキャップレートも一段の低下が進み、分子・分母の両要因が不動産価格の押し上げに寄与したことが確認できる。

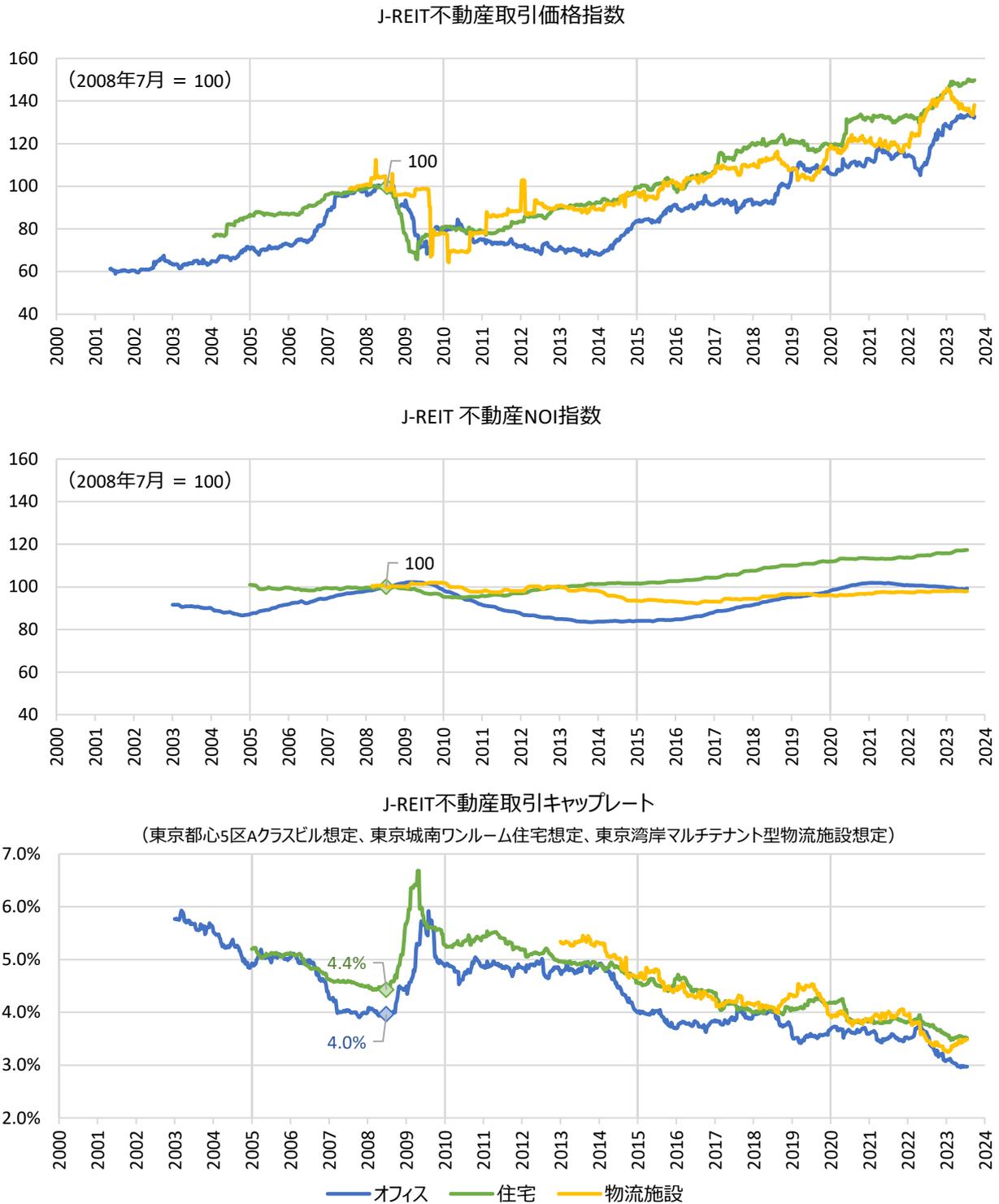
物流施設の取引価格は、2021年末~2022年末に一段と上昇したものの、その後は高値圏の維持とはならず、緩やかに調整している。不動産価格(=NOI÷キャップレート)の分子であるNOIは概ね横ばいで推移したものの、大量供給による賃貸市況の悪化懸念等からキャップレートが緩やかな上昇に転じている可能性が考えられる。

2022年半ば~年末頃には翌日物金利スワップ(OIS)円建て10年金利が1.0%近くまで上昇、2022年12月には日本銀行がイールドカーブ・コントロール政策における10年国債金利の変動幅上限を0.25%から0.5%へ引き上げ、さらに2023年7月には事実上の上限を1.0%へ引き上げる柔軟化が行われたものの、足元でもオフィス・住宅の取引キャップレートに上昇反転の兆しは見られていない。金利上昇は多くの場合キャップレートの押し上げ要因となるが、足元では建築費高騰による新築建物価格の上昇が流通市場における既存建物価格に波及し、その上昇幅(キャップレートの分母)がNOI上昇幅(キャップレートの分子)を上回ることによってキャップレートの押し下げ要因となり、両要因が相殺または後者が大きく影響し、また豊富な投資資金量も背景に、キャップレートが低水準で推移または一段と低下している可能性が考えられる。

J-REIT不動産取引キャップレート(**図表4下段**)の確からしさを見るために、**図表5**では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」との比較を行っている。J-REIT不動産取引キャップレートは、J-REITによる取得事例と一部の売却事例(=他のプレーヤーによる取得事例)にデータソースが限られているものの、実際の取引事例に基づくキャップレートの推移である。これに対して、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」は、実際の取引事例ではなくアンケート調査に基づく結果ではあるが、J-REIT運用会社以外の市場参加者にも広く調査しているという違いがある。

このように、両者のデータソース・作成方法は全く異なるにも関わらず、長期においては高い相関関係が認められる。ただし、短期的には乖離する局面が過去にも観測されており、直近では、オフィスのJ-REIT不動産取引キャップレートの低下幅が相対的に大きく、両者に乖離が見られる。

図表4. 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、物流施設)



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) J-REIT 不動産取引キャップレートは、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)

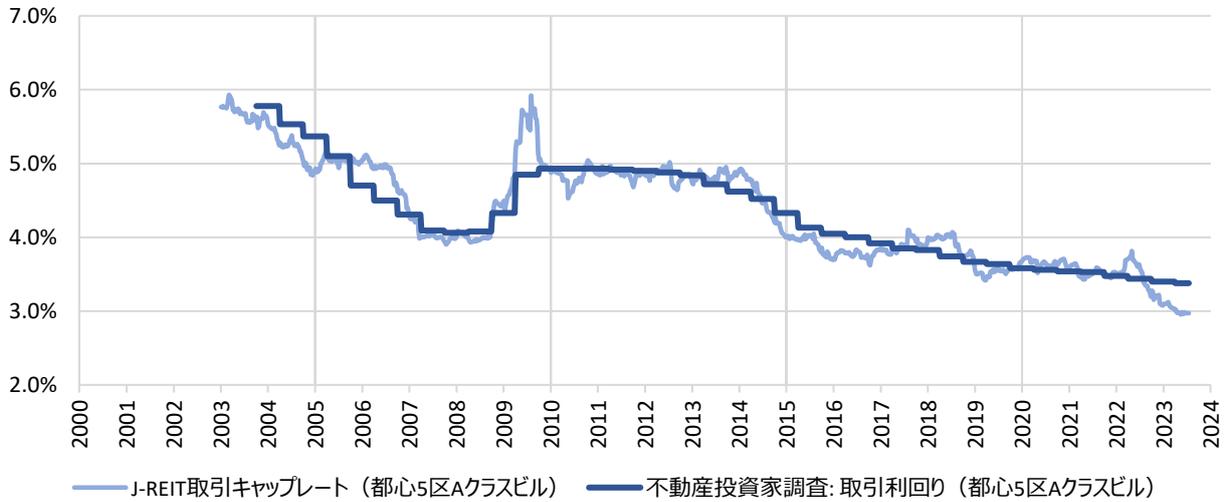
- オフィス: 東京都心5区平均、最寄駅徒歩5分、延床面積50,000㎡、建築後5年、等
- 住宅: 東京都目黒区・世田谷区平均、最寄駅徒歩7分、平均専有面積25㎡/戸、総戸数50戸、建築後5年、等
- 物流施設: 東京湾岸、マルチテナント型、最寄IC1km、延床面積50,000㎡、建築後5年、等

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

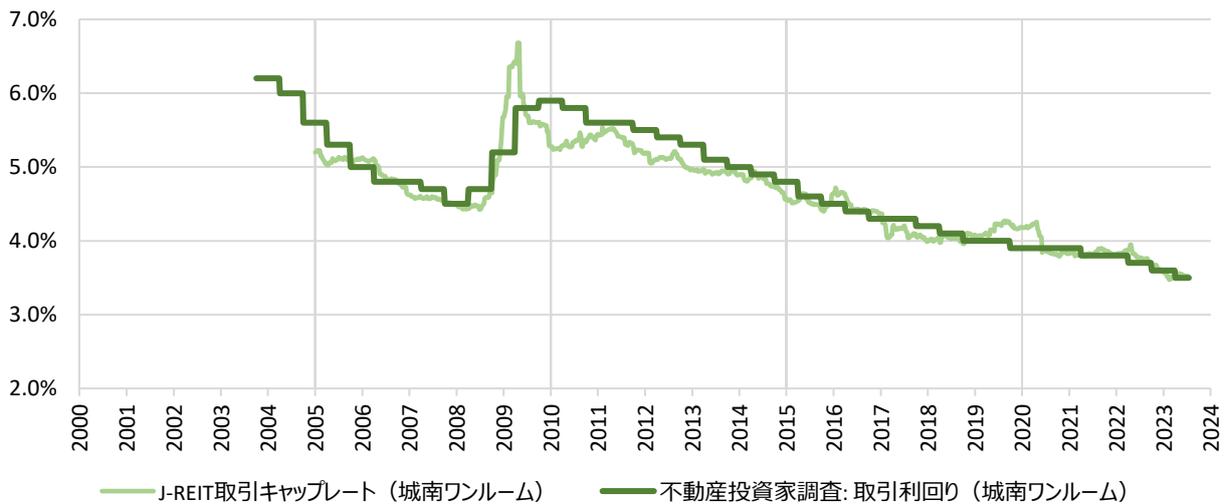
注3) 物流施設は、2012年以前の利用可能なデータ件数が少ないため、キャップレートは2013年以降のみ算出している

図表5. J-REIT 不動産取引キャップレートと不動産投資家調査(取引利回り)の推移比較

J-REIT不動産取引キャップレートと不動産投資家調査(取引利回り)との比較: オフィス



J-REIT不動産取引キャップレートと不動産投資家調査(取引利回り)との比較: 住宅



出所)「J-REIT 取引キャップレート」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

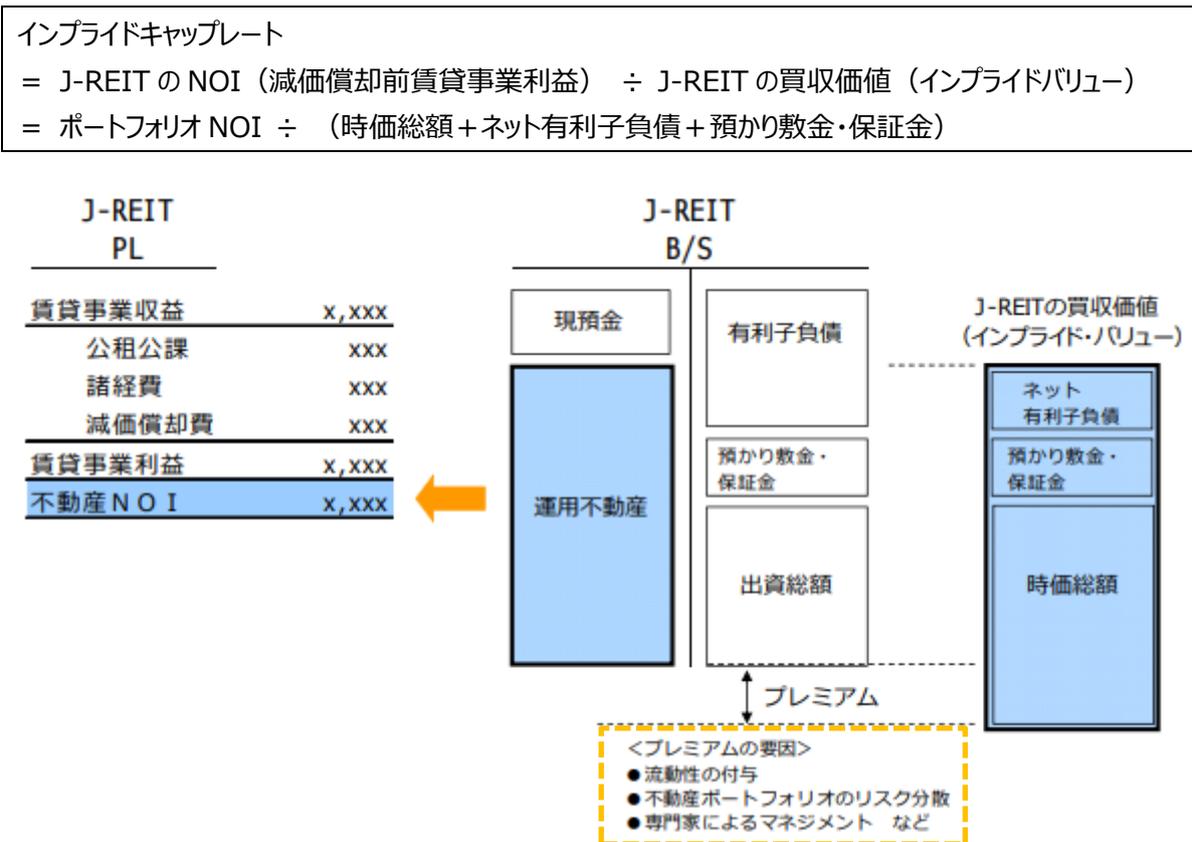
「不動産投資家調査: 取引利回り」は一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」各回の取引利回りの調査結果(中央値)のうち、オフィスは「日本橋」、「神田」、「秋葉原」、「虎ノ門」、「汐留」、「赤坂」、「六本木」、「港南」、「西新宿」、「渋谷」各地区の A クラスビルの調査結果の平均値、住宅は「城南地区」におけるワンルームの調査結果をそれぞれ掲載

注) 物流施設に関しては、「期待利回り」は公表されているものの、「取引利回り」は公表されていないため、比較グラフを掲載していない

#### 4. J-REIT の不動産価格とインプライドバリュー、NOI 利回りとインプライドキャップレートの比較

前節で見た J-REIT の不動産取引価格指数および取引キャップレートは、用途によって、水準や直近の動向に差異が見られた。本節では、**図表6**に示す考え方をを用いて、**図表7**の方法により、実物不動産市場と金融市場それぞれにおける J-REIT のポートフォリオに対する評価額・利回りを算出し、用途別にそれぞれの比較を行う。

図表6. インプライドキャップレートの概念



出所)三井住友トラスト基礎研究所 ※当社 Web ページ掲載「[J-REIT のインプライドキャップレートとは何か](#)」(2011年11月付)

図表7. 各指標の算出方法の概要

分析対象 銘柄	オフィス系: 日本ビルファンド投資法人(8951)、ジャパンリアルエステイト投資法人(8952) の2銘柄合算 住宅系: 日本アコモデーションファンド投資法人(3226)、アドバンス・レジデンス投資法人(3269 ※) の2銘柄合算 ※旧アドバンス・レジデンス投資法人(8978)と日本レジデンシャル投資法人(8962)のデータを接続 物流施設系: GLP投資法人(3281)、日本プロロジスリート投資法人(3283) の2銘柄合算
指標の 算出方法	① インプライドバリュー: 各銘柄の時価総額 + 預り金 + ネット有利子負債の合計を賃貸可能面積合計で除した指標 ② 不動産価格: 各保有物件の取得価格をもとに、その後の価格変化に関して経年変化の影響を含む不動産価格指数を用いて時点補正を行い、賃貸可能面積合計で除した指標 ③ NOI: 各J-REITのポートフォリオNOIは、各時点における当社予想に基づく。NOIは公租公課費用化調整後の標準NOI(取得予定物件を含む) ④ インプライドキャップレート = ③ ÷ ① ⑤ NOI利回り(対不動産価格) = ③ ÷ ②

出所)三井住友トラスト基礎研究所

具体的には、オフィス、住宅、物流施設の3用途について、**図表8**で①J-REITの買収価値＝インプライドバリュー（金融市場）と②運用不動産の不動産価格（実物不動産市場）の推移を比較している。前掲**図表6**の通り、①J-REITのインプライドバリューは、②不動産価格と比較して、流動性の付与等によって、一定のプレミアムを持つと考えられ、**図表9**では、**図表8**のデータをもとに、実際のプレミアムを算出している。時期によりプレミアムが変動し、正負が反転してプレミアムではなくディスカウントとなることもあるが、10年間の長期平均値を見ると、オフィスは+10%前後（直近は+6%）、住宅は+10～15%前後（直近は+16%）、物流施設は+20～25%前後（直近は+23%）で推移していることが確認できる。

次に、**図表10**で④J-REITのインプライドキャップレート（金融市場）と⑤運用不動産のNOI利回り（実物不動産市場）の推移を比較している。また、**図表11**では、**図表10**のデータをもとに、⑤NOI利回りと④インプライドキャップレートのスプレッドを算出している。

**図表8**の①インプライドバリューと②不動産価格の推移について用途間の比較を行うと、2020年以降の新型コロナ発生後では、オフィスはほとんどの期間で①インプライドバリューが②不動産価格を下回っている（グレー網掛け表示となっている）ことが確認できる。新型コロナ発生以降、東京などの大都市部を中心にテレワークの普及・定着によってオフィス出社率は新型コロナ発生前よりも2割前後低い水準で推移しており、オフィス需要の押し下げ圧力となった結果、NOIも弱含んで推移している（前掲**図表4**）。また、2023～2030年頃には東京だけでなく複数の主要都市で断続的な大量供給となる見通しである（参考資料：[「主要7都市における賃貸オフィスビルの供給見通し」2023年9月19日付](#)）。加えて、日本が抱える人口減少・高齢化による不動産需要への影響を考えると、60～65歳前後で現役を引退するワーカーに対するオフィス需要はただちに消失してしまい、現役引退後であっても、住宅需要や、商業施設・ECにおける消費需要（商業施設・物流施設への需要）、観光・宿泊需要（ホテル需要）は、質の変化はあるもののただちにゼロ近くまで消失することはないと考えられることと比較しマイナス影響が大きい。オフィスセクターに関しては、テレワーク影響・大量供給問題に加えて、このような人口減少・高齢化の影響が投資口価格に織り込まれていると考えられる。

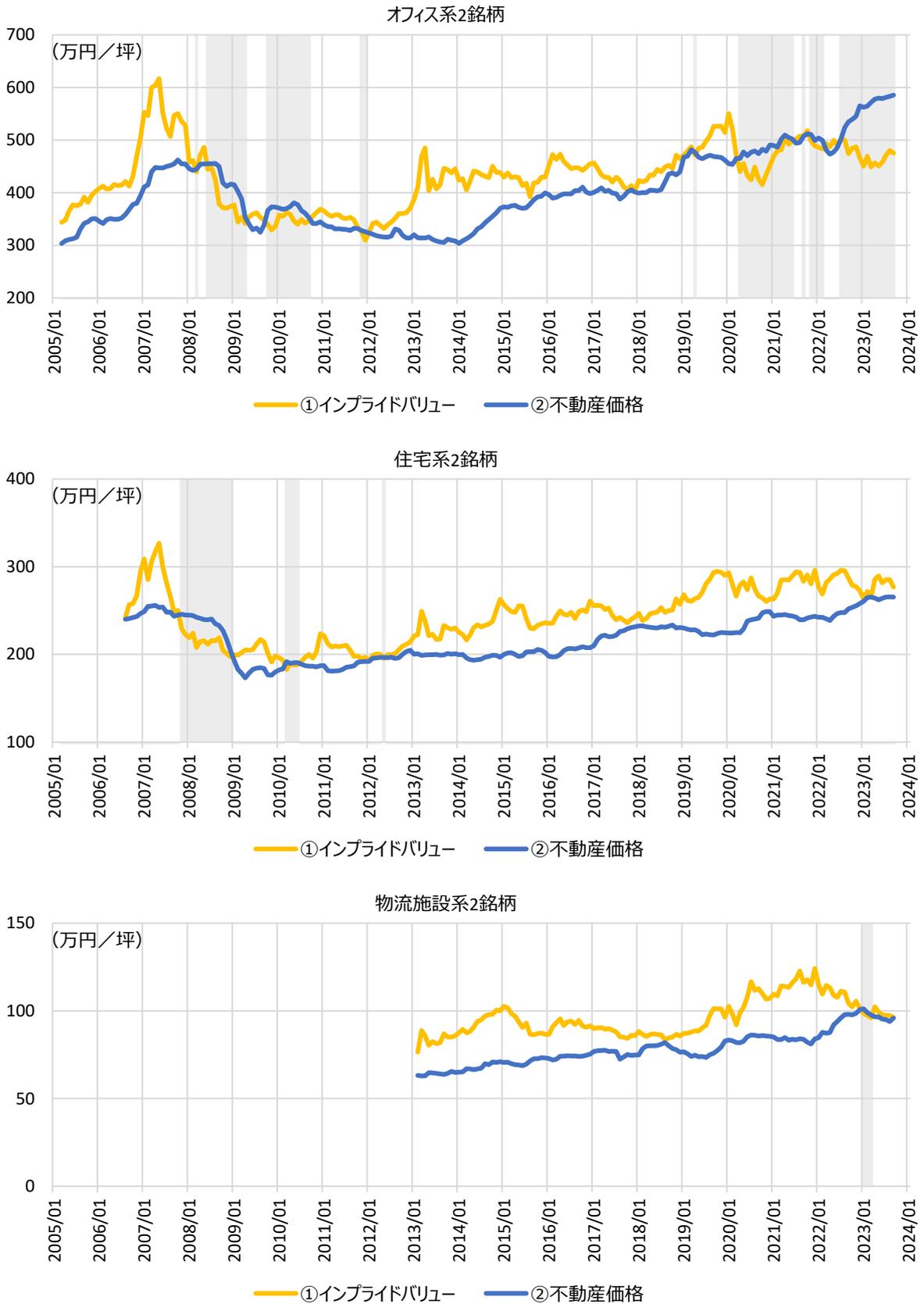
一方、住宅は2020年以降の新型コロナ発生後でも①インプライドバリューが②不動産価格を上回る水準を維持している。J-REITが保有するグレードの賃貸住宅に関しては、堅調な賃貸需要を背景にNOIも緩やかな成長を続けており（前掲**図表4**）、2023年中の早期の政策金利引き上げ懸念が後退した結果、住宅の①インプライドバリューは②不動産価格に対して一定のプレミアムを維持した水準で推移していると考えられる。

物流施設に関しては、2022年以降は①インプライドバリューが緩やかな低下傾向にあり、2023年には②不動産価格と同水準へ接近している。eコマース（EC）拡大を背景に大型賃貸物流施設への需要は堅調であり、NOIも安定的に推移しているものの（前掲**図表4**）、一時的な大量供給による需給バランスの緩和懸念や、大型増資に対する希薄化懸念等から、①インプライドバリューは2022年以降、弱含んで推移している可能性が考えられる。

このように、J-REITの①インプライドバリューや④インプライドキャップレートをポートフォリオの②不動産価格や⑤NOI利回りと比較し、両者の乖離幅を長期トレンドと比較することは、実物不動産市場の価格に対して金融市場の評価（投資口価格）が相対的に割高・割安であるかを判断する際の有効な材料になると考えられる。また、私募REITなど流動性の低い非上場資産への投資を行う際には、長期平均で見てどの程度の非流動性プレミアム（リターンの上乗せ）を獲得できているかを把握する材料の一つとしても活用可能と考えられる。

以上、本レポートでは不動産市場を複眼的な視点で観察するための各種指標について紹介を行った。今後も、J-REITの各種データを活用した分析事例について、当社Webレポートで紹介していく予定である。

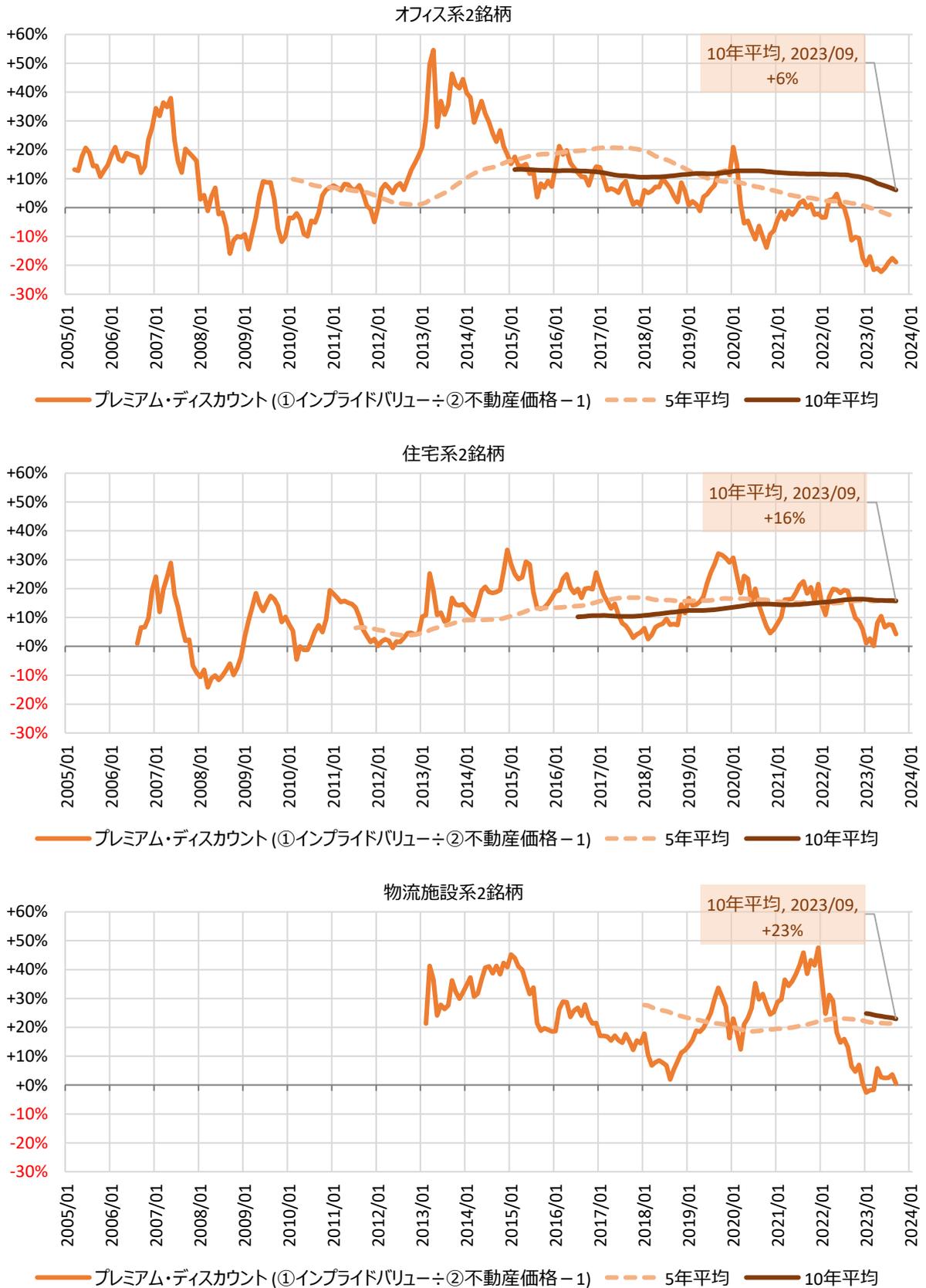
図表8. J-REIT のインプライドバリューと不動産価格の推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

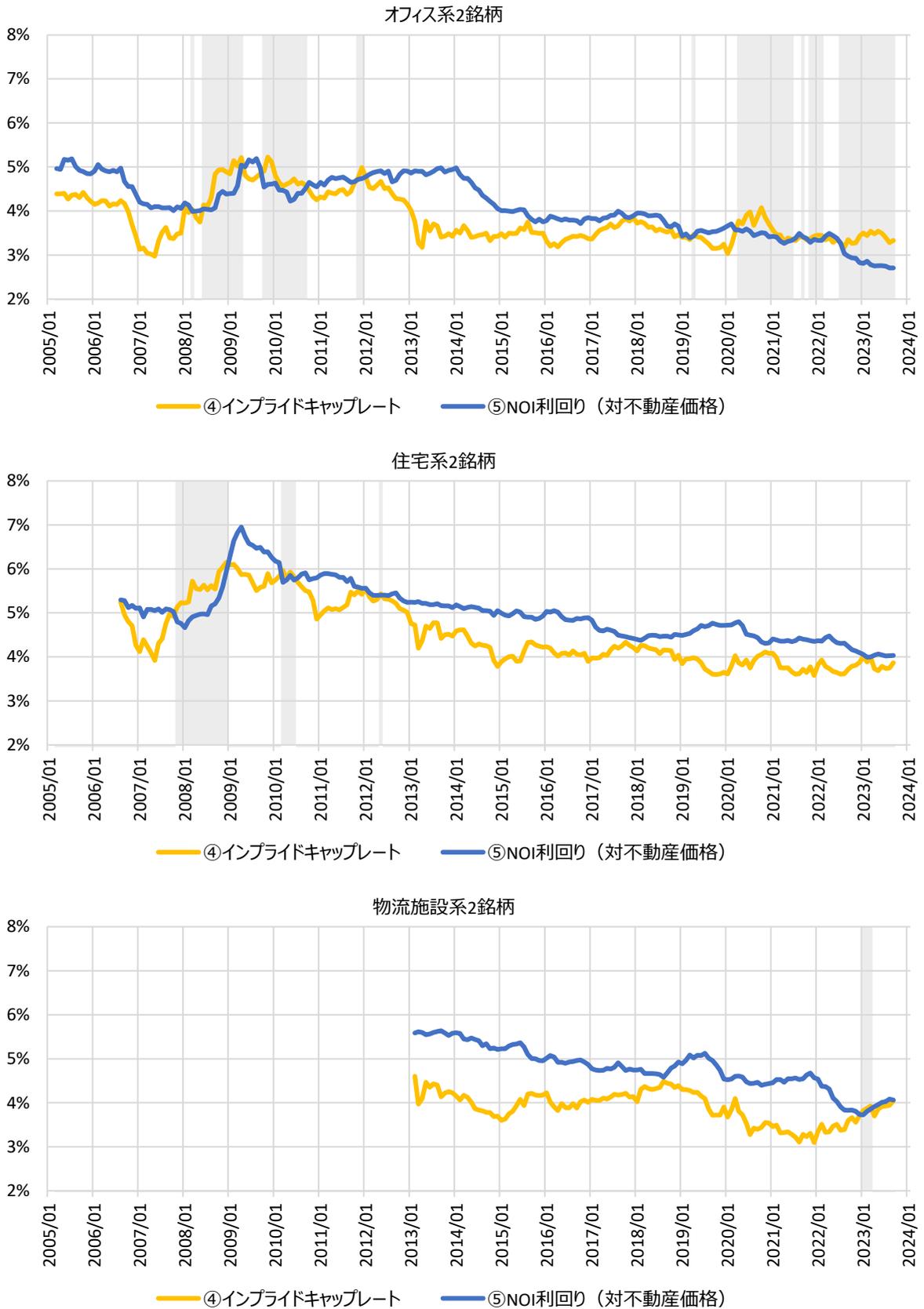
注1)賃貸可能面積単価 注2)グレー網掛けは、①インプライドバリューが②不動産価格を下回っている期間を表す

図表9. J-REIT のインプライドバリューと不動産価格の比率(プレミアム・ディスカウント)の推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

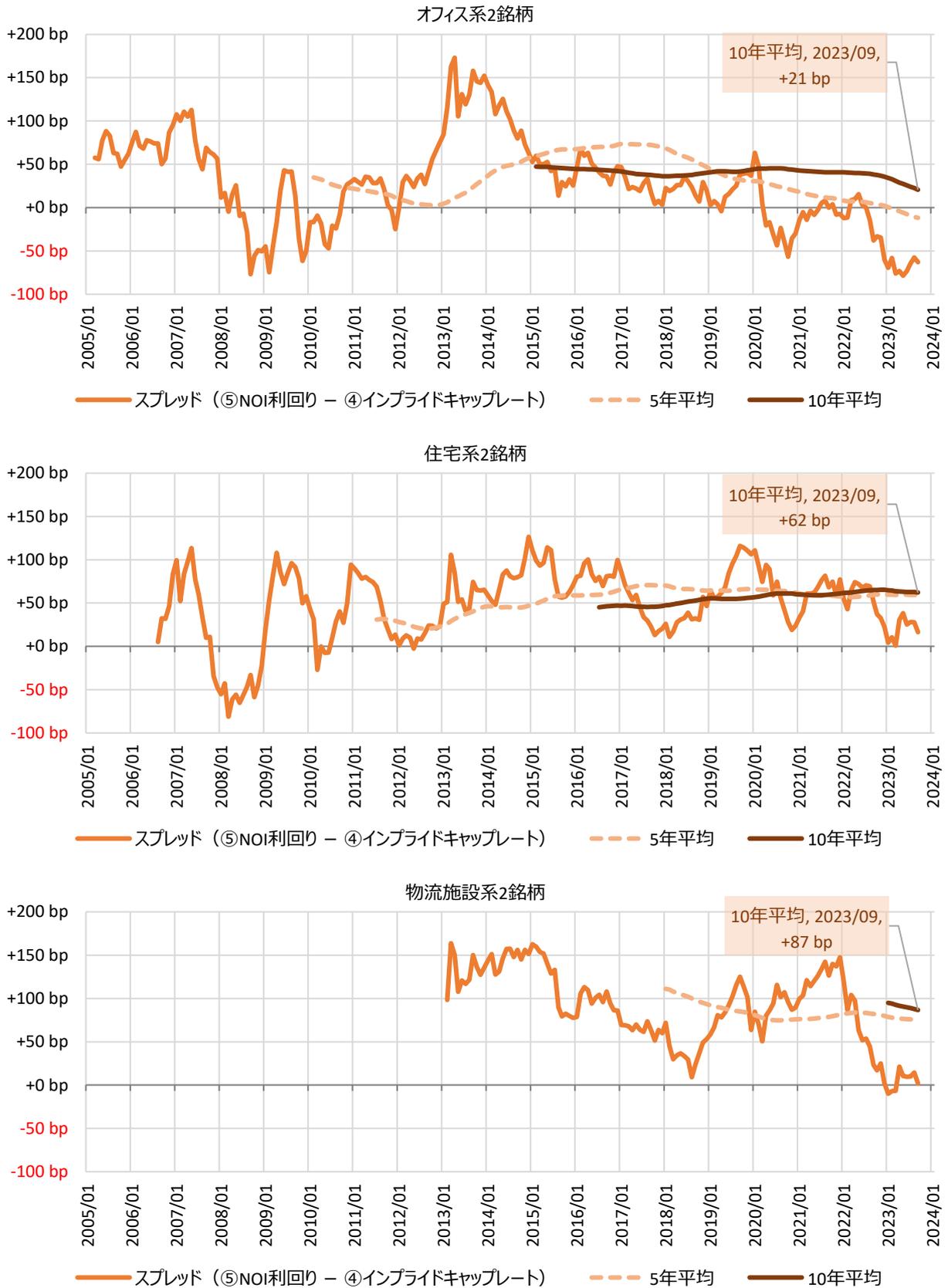
図表10. J-REIT のインプライドキャップレートと NOI 利回り(対不動産価格)の推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

注)グレー網掛けは、④インプライドキャップレートが⑤NOI 利回り(対不動産価格)を上回っている期間を表す

図表11. J-REITのインプライドキャップレートとNOI利回りのスプレッドの差分(スプレッド)の推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

## 補論. 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、プレスリリース公表時点または引渡時点のいずれか早い日を用いている。
- ・ 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。

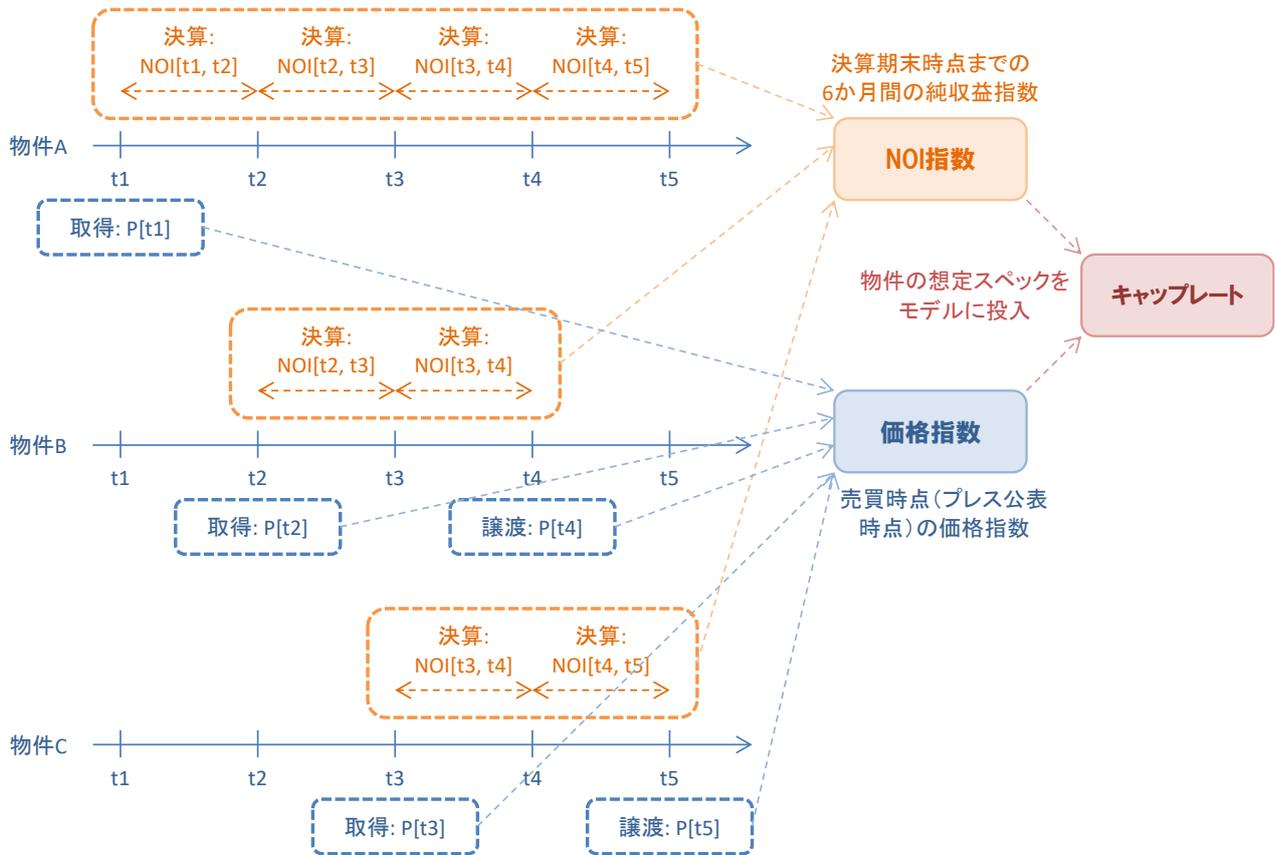
### <不動産価格指数・NOI 指数・キャップレートの算出方法の概要>

- ・ 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・住宅・物流施設の価格・NOI それぞれについて、想定物件スペック(**図表4**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。

### <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、2020年6月末時点の指数であれば2020年1~12月の取引を反映した指数、同様に、2021年12月末時点の指数であれば、2021年7月~2022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、2023年6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、2023年6月末時点に算出可能な最新の指数は、2023年1~6月末(半年分)の取引のみで計算された平均値のため、2023年12月末までの間は、新たなデータ公表に伴い指数は改定される。
- ・ 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」の改定率(絶対値)の中央値は、オフィスが2.0%、住宅が1.5%である(2016年1月~2023年1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。

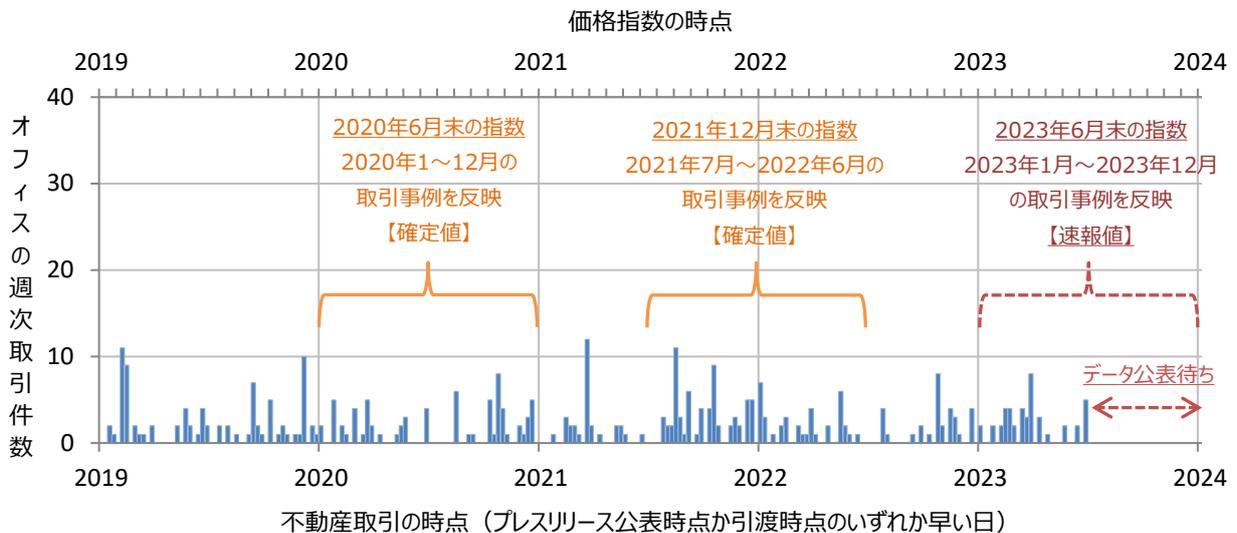
参考図表1. J-REITによる不動産取引データと決算データの利用イメージ



出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 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 か月半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

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】投資調査部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/113/>

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。

- 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「[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日付) ※**年次**レポート  
⑦「[J-REIT 不動産価格指数・NOI 指数・キャップレート\(2022年版\)](#)」(2022年4月27日付) ※**年次**レポート  
⑧「[【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。