

3

March, 2013

不動産マーケットレポート

- J-REITの運用資産にみる賃貸マンションの利回りの動向 ・ 2
- 経済トレンド・ウォッチ ・ 4
- 不動産市場トレンド・ウォッチ ・ 6
- 東京23区におけるJ-REIT保有賃貸マンションのNOI利回りと長期国債利回りの推移 ・ 8

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部
設楽 彰憲 TEL.03-3274-9340 (代表)

J-REITの運用資産にみる賃貸マンションの

J-REITが運用する賃貸マンションの収益性について、ReiTREDA^{*1}を用いて、投資指標のひとつであるNOI評価額利回り^{*2}（以下、NOI利回り）を中心に概観します。

*1 ReiTREDA：都市未来総合研究所が作成するJ-REIT保有物件の運用履歴情報を統合したデータベース

*2 NOI評価額利回り：物件の期末鑑定評価額（時価）に対するNOI（当期純収益＝年間総収入－年間総費（減価償却費を除く））の割合。運用時（決算時点）のNOI利回りを示し、キャップレート等と同様、売買する際の取引利回りなど判断する目安となる指標です。

●大都市の賃貸マンションのNOI利回りは概ね低下傾向

図表1に、大都市における賃貸マンションのNOI利回りの推移を示しました。各都市のNOI利回りは、2010年初めまでは上昇傾向で推移していました。その後、震災の影響を受けた仙台市以外の大都市については、東京

23区、札幌は2010年9月期、名古屋は2011年9月期、大阪、福岡は2011年6月期にそれぞれNOI利回りは頭打ちとなり、直近1年間では概ね横ばい、もしくは緩やかな低下傾向で推移しています。

●東京23区の賃貸マンションの直近のNOI利回りはほぼ横ばいで推移

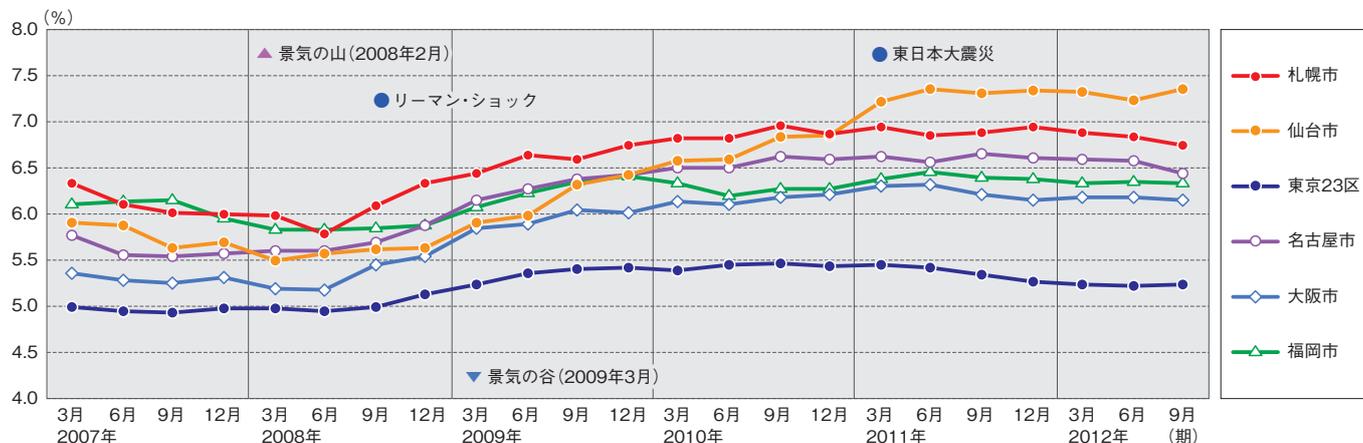
J-REITが保有する賃貸マンションが最も多い東京23区について、NOI利回りについて詳しくみてみます（図表2）^{*3}。

NOI利回りは2009年9月期から2011年9月期まで横ばいで推移し、2011年12月期で大きく下落した後、直近

まではほぼ横ばいとなっており、下落が続いているオフィスとは異なる動きとなっています。

*3 2007年3月期から2012年9月期まで継続して保有し、かつデータの開示がある物件について抽出。図表1との間で数値が若干異なる理由は、上記条件によるものです（以下、図表2～4まで同じ）。

【図表1】 賃貸マンションのNOI利回り



【図表2】 東京23区の賃貸マンションならびにオフィスのNOI利回り



利回りの動向

●賃貸マンションではNOI、物件価格ともに底打ち

NOI利回りはNOIが大きく(小さく)なると上昇(下落)し、物件価格が大きく(小さく)なると下落(上昇)します。

$$\text{NOI利回り} = \frac{\text{NOI (当期純収益=年間総収入-年間総費用)}}{\text{物件価格 (鑑定評価額)}}$$

賃貸マンションのNOI利回りが2011年12月期に大きく下落した時のNOIと物件価格の動きをみてみましょう。

NOIと物件価格(鑑定評価額)について、それぞれ個々の物件別に2007年3月時点の数値を100とする指

数化を行い、その平均をグラフ化しました(図表3, 4)。

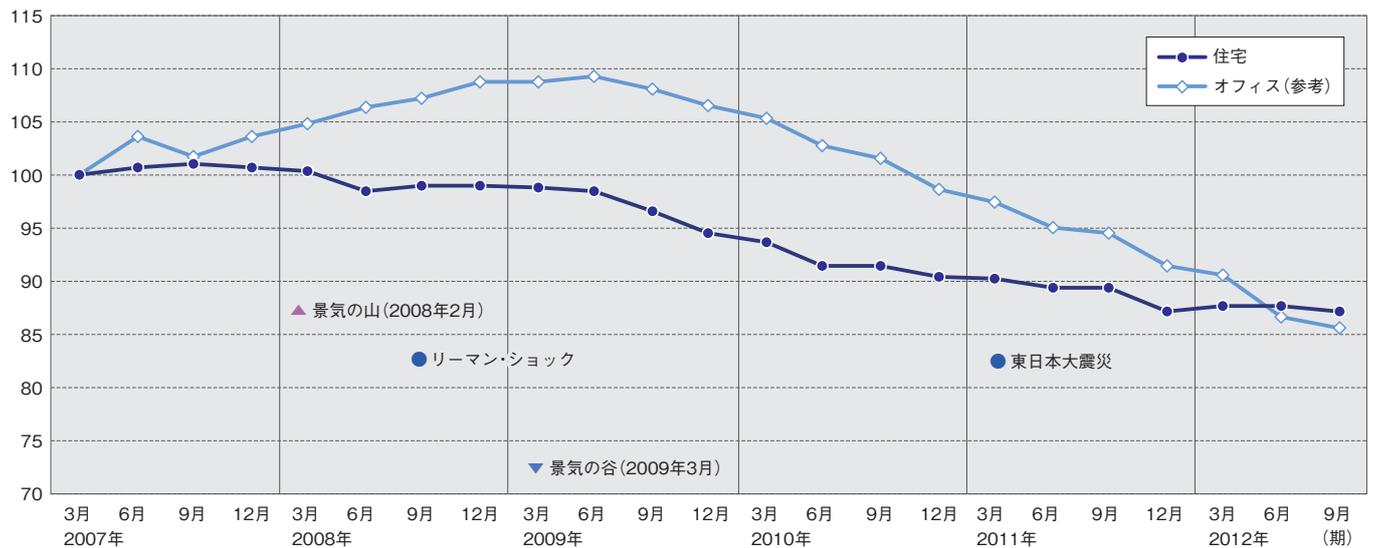
NOIは、緩やかに下落を続けていましたが、2011年12月期で大きく減少し、直近までほぼ横ばいで推移しています(図表3)。

一方、物件価格は、2011年6月期で底を打ち、2011年12月期で上昇した後、ほぼ横ばいで推移しています(図表4)。

これらのことから、賃貸マンションの2011年12月期時点でのNOI利回りの下落は、NOIが減少したことに加え、物件価格が上昇したことが要因であることがわかります。

(以上、都市未来総合研究所 大重 直人)

[図表3] NOIの推移(2007年3月を100として指数化)



[図表4] 物件価格(鑑定評価額)の推移(2007年3月を100として指数化)

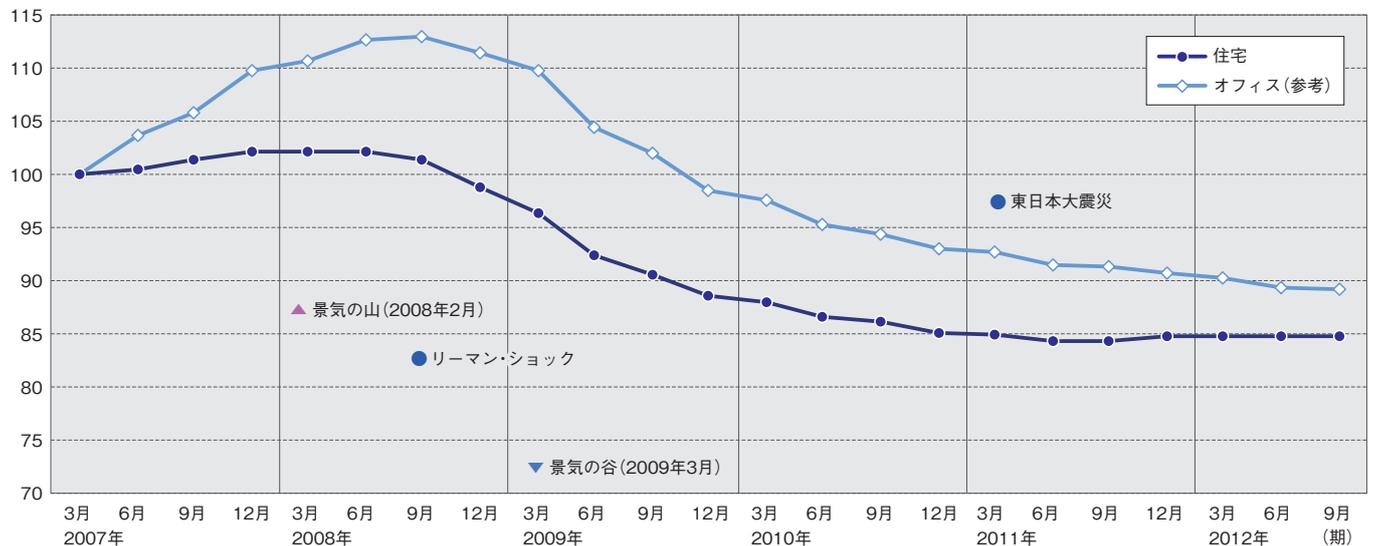


図1~4の資料: 都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」に基づき作成

■ 景気の動向 (全国)

図1 景気動向指数

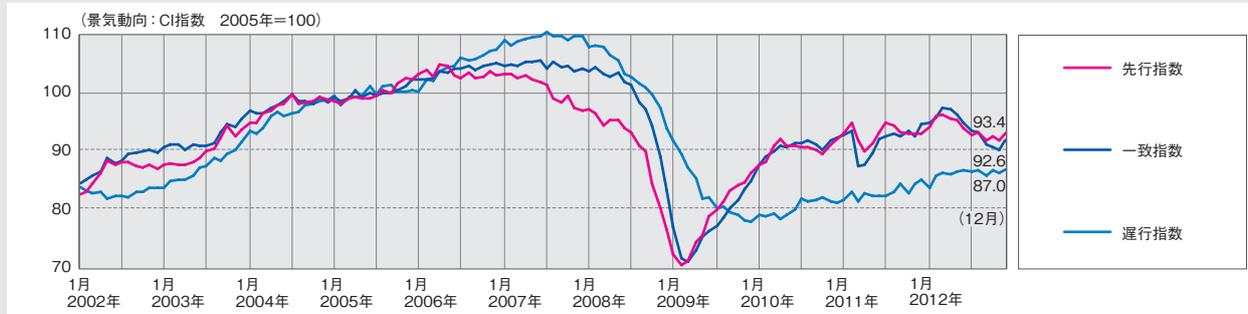


図2 景気ウォッチャーの景気判断指数

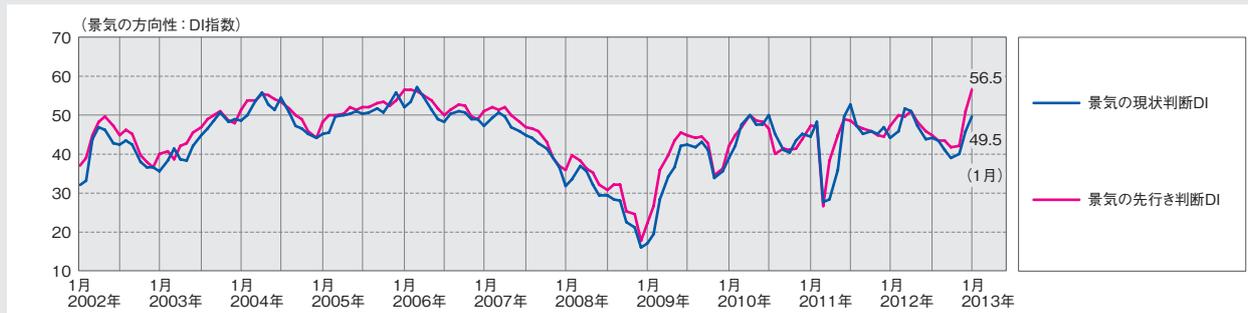
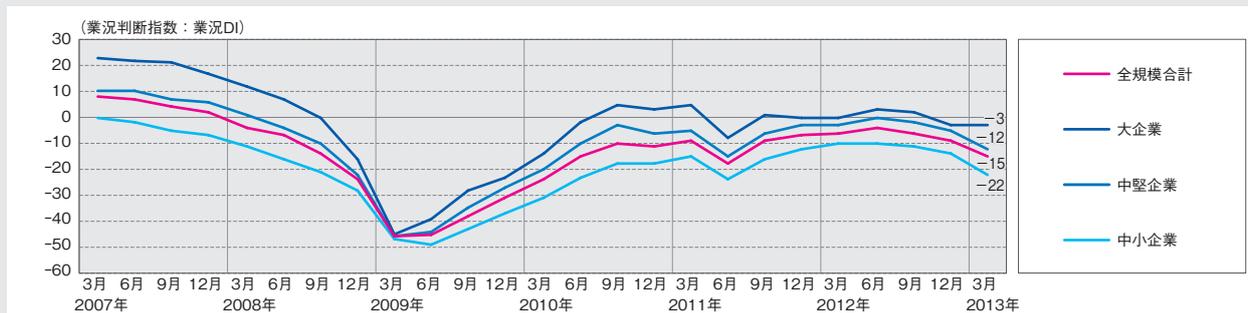


図3 企業の業況判断指数



【データ概要】

図1 景気動向指数のCI指数
(CI: コンポジット・インデックス)

CI指数は、景気の拡大・後退の大きさやテンポを示す。
景気先行指数は、景気一致指数より数ヶ月先行して動き、景気を予知するための指数。
景気一致指数は、実際の景気動向とほぼ一致して動き、景気の現状を示す指数。
景気遅行指数は、景気一致指数より数ヶ月遅れて動き、景気の変化を確認する指数。

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数

景気の動きに敏感な職業の人を景気ウォッチャーに選び、街中の景気の現状や先行き(2,3ヶ月先)について、景気ウォッチャーの判断による景気方向性を示す指数。
(DI指数: 50 = 変わらない・横ばい、50より高い = 良くなる、50より低い = 悪くなる)

図3 企業の業況判断指数

業況が「良い」と答えた企業の割合から、「悪い」と答えた企業の割合を引いた値を業況判断指数とするもの。「良い」と「悪い」の回答割合が同じ場合は「0」となる。

■ 物価・雇用・金利等の動向（全国）

図4 物価指数

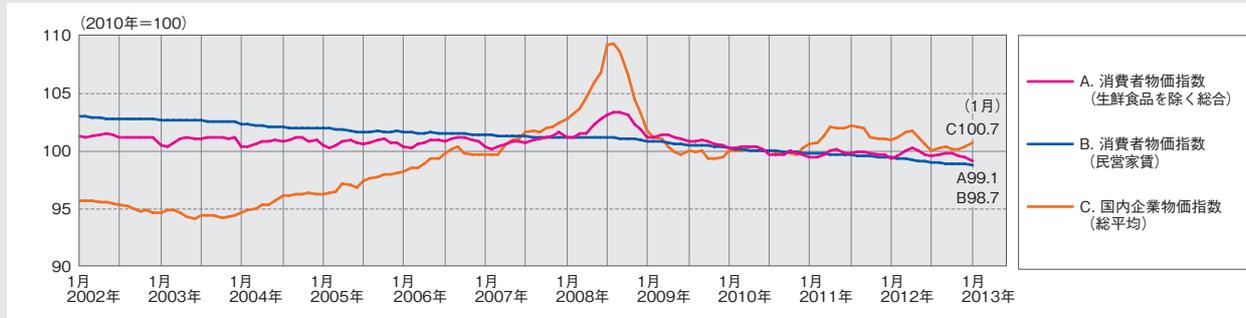


図5 雇用情勢

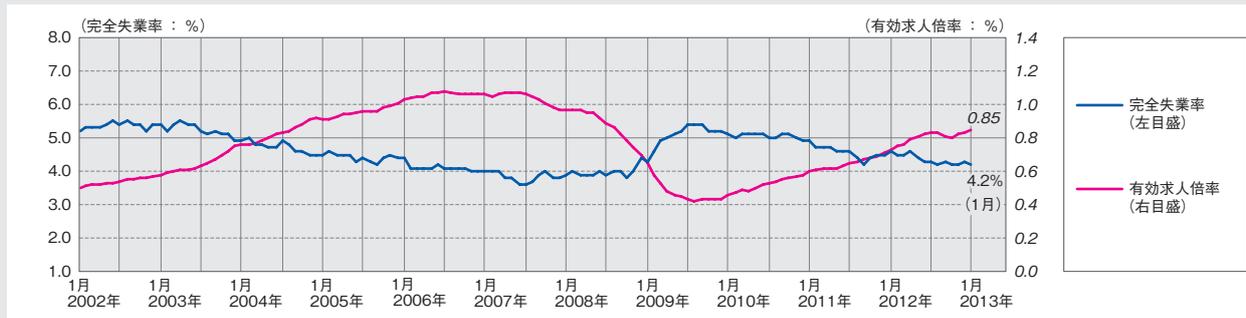
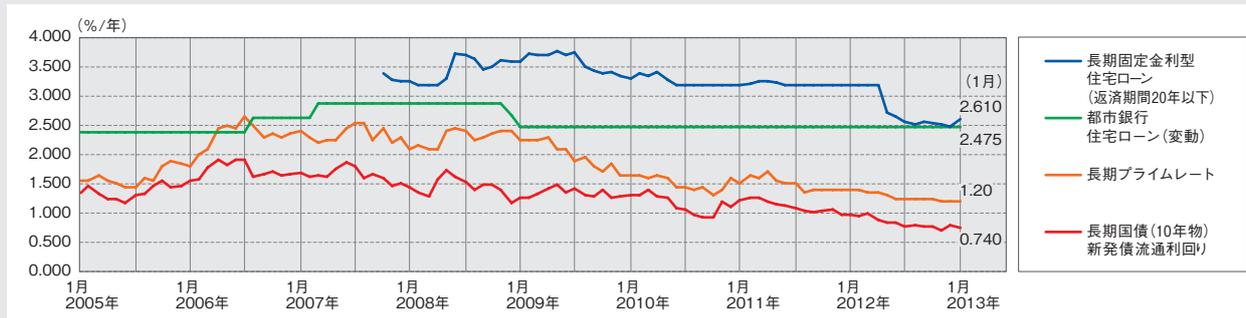


図6 主要金利



【データ概要】

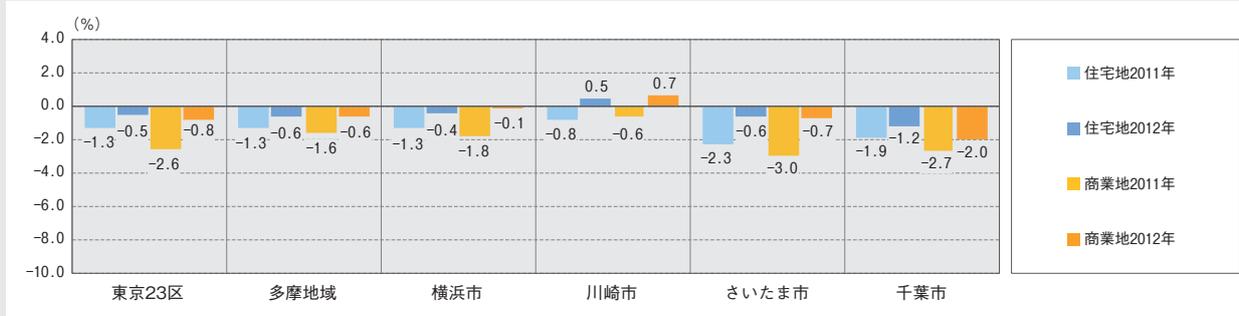
- | | |
|---|---|
| 図4 消費者物価指数
国内企業物価指数 | ：全国の家計に係る財及びサービスの価格等を総合した物価を時系列的に測定する指数。
：企業間で取引される国内向け国内生産品の価格水準を示す指数。 |
| 図5 完全失業率

有効求人倍率 | ：労働力人口(15歳以上で働く意志をもつ人)に占める完全失業者の割合。完全失業者は一定期間中に収入を伴う仕事に従事しなかった人で、実際に求職活動を行った人。
：公共職業安定所で扱う求職者1人に対する求人数。 |
| 図6 長期固定金利型住宅ローン
都市銀行住宅ローン(変動)
長期プライムレート
長期国債新発債流通利回り | ：民間金融機関と住宅金融支援機構の提携商品「フラット35」の借入金利の最高。(保証型は含まない)
：個人向け都市銀行住宅ローンの変動金利型の基準金利。
：民間金融機関が信用力の高い企業に資金を1年以上貸付ける際の基準となる貸出金利。
：金融機関や機関投資家などの間で取引される長期国債新発債の利回り。 |

不動産市場トレンド・ウォッチ

東京圏

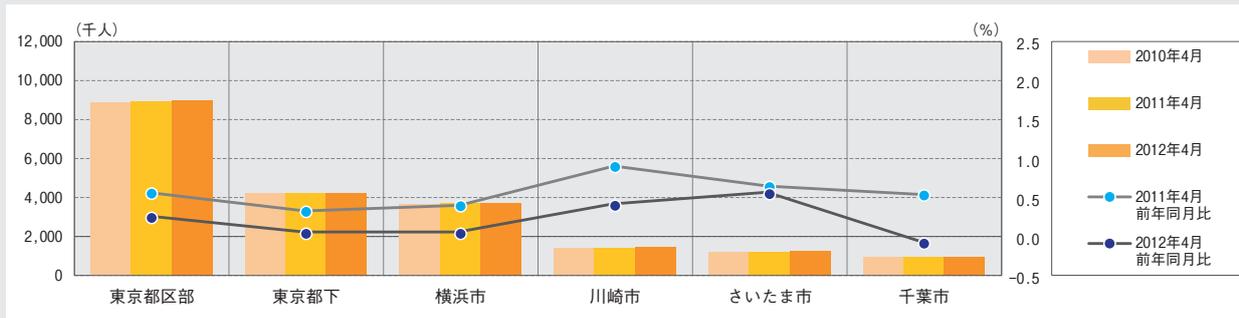
図1 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

資料：国土交通省「都道府県地価調査」

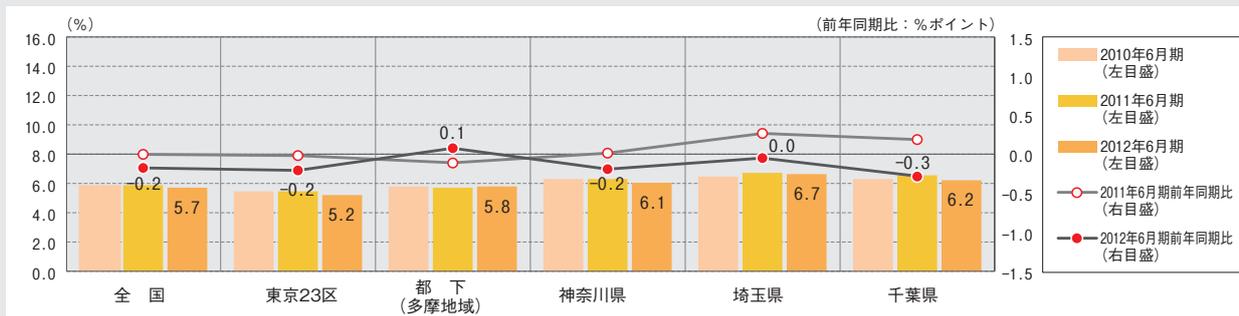
図2 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

資料：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図3 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2012年6月末までの決算資料による。

資料：都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」

【データ概要】

図1 用途別平均地価 (基準地価)

：都道府県地価調査に基づく各年7月1日現在の地価の対前年平均変動率。都道府県地価調査は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図2 総人口

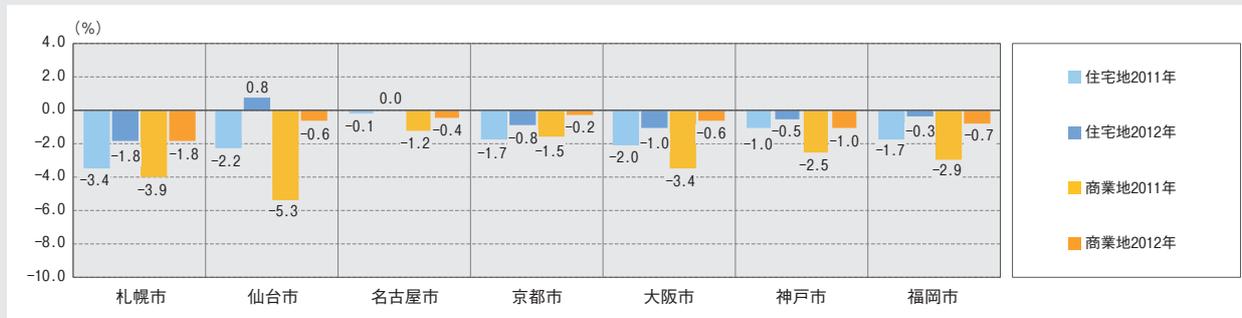
：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図3 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT(上場不動産投資信託)の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

■ 主要大都市(札幌・仙台・名古屋・京都・大阪・神戸・福岡)

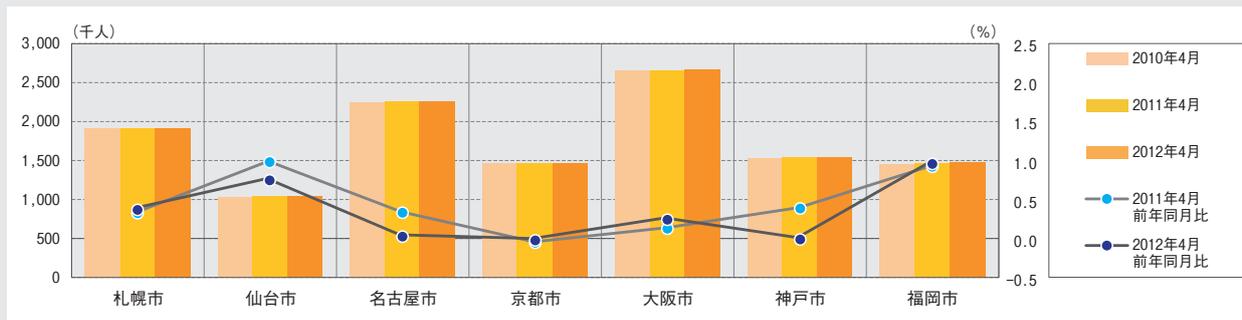
図4 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

資料：国土交通省「都道府県地価調査」

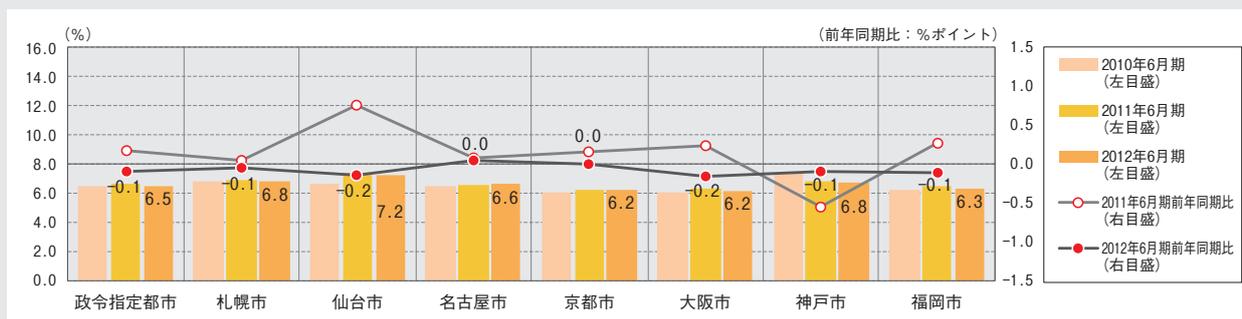
図5 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

資料：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図6 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2012年6月末までの決算資料による。

資料：都市未来総合研究所「ReiTREDA(リートレーダー)」

【データ概要】

図4 用途別平均地価(基準地価)

：都道府県地価調査に基づく各年7月1日現在の地価の対前年平均変動率。都道府県地価調査は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図5 総人口

：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図6 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT(上場不動産投資信託)の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

東京23区におけるJ-REIT保有賃貸マンションのNOI利回りと長期国債利回りの推移

J-REITが東京23区に保有する賃貸マンションのNOI評価額利回りと長期国債利回り*の利回りの差（イールドギャップ）の動きを比較しました。

長期国債利回りは、2007年3月期以降で見ると概ね下落傾向にあり、2012年3月期以降は1.0%を下回って推移、2012年9月期では0.80%となっています。

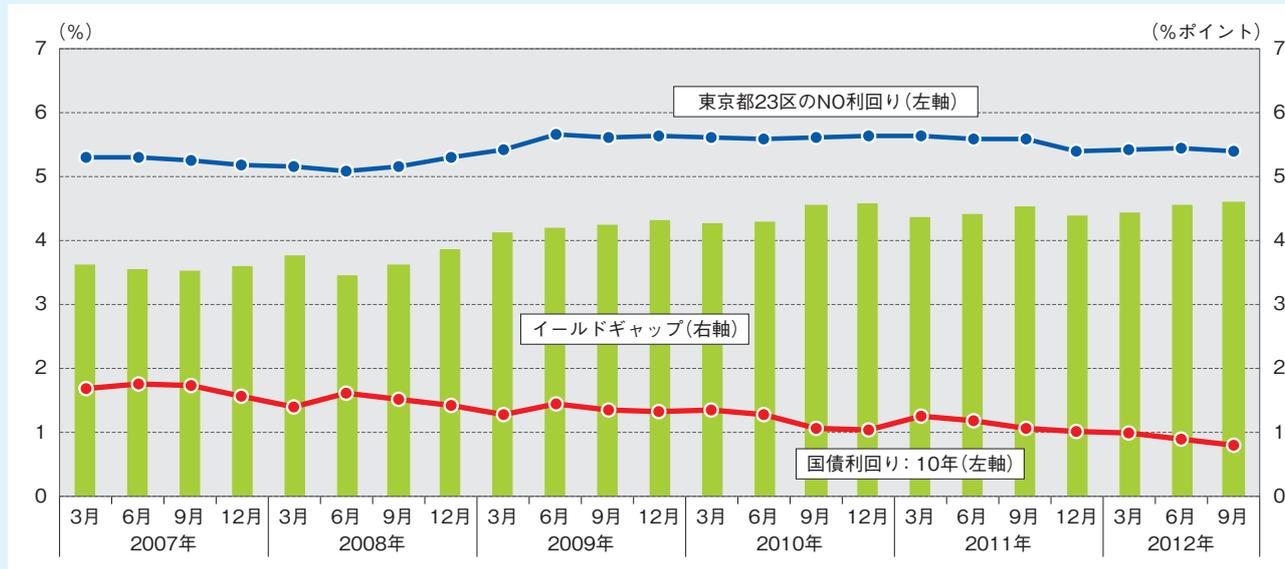
一方、東京23区の賃貸マンションのNOI評価額利回りは、2008年9月期のリーマンショックで上昇、2009年9月期から2011年9月期まで横ばいで推移した後、2011年12月期の下落後は再び横ばいで推移しています（2012年9月期では5.4%）。

この結果、一般的に投資のリスクが非常に低いとされる「長期国債利回り」とのイールドギャップ（ここでは、賃貸マンションに対する不動産投資の利回りと長期国債利回りの格差）は2009年3月期から4%を超える水準で推移しています。

（都市未来総合研究所 大重 直人）

*「長期国債の流通利回り」：機関投資家などの中で取引される10年物国債の利回り。一般的にリスクフリーレートとされる。本稿では同利回りの3ヶ月平均値を使用した。

東京23区J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回りと長期国債利回りのギャップの推移



資料：都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」および財務省開示資料に基づき作成

不動産の仲介物件のご紹介、売却のご依頼やご相談はこちらへ。

〈お問合せ先〉

宅地建物取引業：届出第2号

所属団体：一般社団法人不動産協会、一般社団法人不動産流通経営協会
公益社団法人首都圏不動産公正取引協議会加盟

みずほ信託銀行株式会社

不動産マーケットレポート 2013.3

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1

<http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階

<http://www.tmri.co.jp/>

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱いを助言、推奨もしくは保証するものではありません。

※本資料の全部または一部の無断複製・無断転載を禁じます。