

10

October, 2024

不動産マーケットレポート

- 不動産投資におけるインカムリターンの蓄積効果 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
- 政令指定都市に所在する物件の投資リターン 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 不動産業務部
橋本 陽介 TEL.03-4335-0940 (代表)

不動産投資におけるインカムリターンの蓄積効果

日銀は2024年3月の金融政策決定会合で金融緩和政策の修正を決定し、国内は利上げ局面を迎えています。不動産投資において金利上昇は調達コストの増加と投資利回り上昇の両面で価格下落圧力となり得ますが、利回り資産である不動産への投資はインカムリターンの蓄積がキャピタルロスを補完する特性を持ち、不動産価格サイクルの下落局面であっても投資収益を下支えする面があります。

本稿では、J-REITが保有する物件の運用データを用いて、賃貸不動産の運用動向を概観するとともに、2008年の世界金融危機後に不動産価格が大幅下落した局面において不動産投資した場合のインカムリターン、キャピタルリターン、トータルリターンを算出し、インカムリターンの蓄積効果を検証しました。

●賃貸マンション価格は上昇基調が継続、オフィスビル価格は上昇一服

[図表1]はJ-REITが保有する都区部の賃貸マンション(対象154物件)と都心5区^{*1}のオフィスビル(対象73物件)の価格、NOI(賃貸事業収益から賃貸事業費用を控除した金額)、投資利回りの運用実績を示したものです^{*2,3}。

都区部の賃貸マンション価格は2008年の世界金融危機後、投資利回りの上昇とNOIの減少で大きく下落しましたが、その後、投資利回りはピークアウトし、NOIも底打ちし価格は2012年度下期から上昇基調に転じました。NOIはコロナ禍で一時的に減少したもののその後回復し、投資利回りの低下と相まって、価格上昇が継続しています。

都心5区のオフィスビル価格も2008年の世界金融危機後の価格下落・回復の流れは賃貸マンションと同様で、価格は2013年度上期から上昇基調に転じました。しかし、コロナ以降は、投資利回りが賃貸マンションと同様に低下基調であるのに対し、NOIはコロナをきっかけとしたテレワーク進展によるテナント需要減退もあり回復力は弱く、価格上昇は一服しています。

●利上げ局面を迎え、投資利回りへの上昇圧力は強まる。今後の不動産価格は賃料動向がカギ

投資利回りに関しては、これまで低下基調で推移してきましたが、今後は上昇圧力が強まると考えられます。

投資利回りはリスクフリーレート(10年国債利回り)+イールドギャップと表せ、イールドギャップが大きいほど不動産投資の利回りの優位性は高いと考えられます。2019年度頃までの投資利回りの低下局面では10年国債利回りも低下・横ばい基調で推移してきたため、イールドギャップの厚い状況が続いてきました[図表2]。しかし、その後10年国債利回りが上昇基調に転じるとイールドギャップの縮小傾向が強まり、2023年度下期は都区部の賃貸マンション、都心5区のオフィスビルとも世界金融危機前の不動産好況期の水準を下回っています。したがって、リスクフリーレート(10年国債利回り)の上昇とイールドギャップの縮小余地低下の両面で投資利回りへの上昇圧力は強まると考えられます。

なお、不動産価格は $\text{NOI} \div \text{投資利回り}$ で算出されるた

め、投資利回りの上昇圧力が強まる中、NOIの増加(=賃料上昇)が見込めるかが今後の不動産価格を左右すると考えられます^{*4}。

●不動産価格サイクルの下落局面であってもインカムリターンの蓄積が投資収益を下支え

しかし、利回り資産である不動産への投資はインカムリターンの蓄積がキャピタルロスを補完する特性を持ち、不動産価格サイクルの下落局面であっても投資収益を下支える面があります。さらに長期保有し不動産価格サイクルが上昇に転じるのを待って売却すればキャピタルゲインも得られ、より高いリターンが得られるケースも考えられます。

[図表3]は、2008年9月の世界金融危機後に不動産価格が大幅下落した局面において都区部の賃貸マンション、都心5区のオフィスビルに投資した場合のインカムリターン(NOIベース)、キャピタルリターン、トータルリターンです^{*5,6}(2008年度下期に投資開始。例えば2010年度上期のグラフは2010年度上期末に運用終了し売却した場合の各リターンを示している。年率換算値)。

都区部の賃貸マンションでは5年目前半(2012年度下期)にインカムリターンがキャピタルリターンを上回りトータルリターンがプラス転換し、11年目前半(2018年度下期)にはキャピタルリターンもプラスに転じています。インカムリターンは4%台を維持し、保有期間が13年目後半(2021年度上期)以降はトータルリターンが5%を超えています。

都心5区のオフィスビルは都区部の賃貸マンションと比較して価格下落幅が大きく、インカムリターンの水準も低いため、6年目後半(2014年度上期)にインカムリターンがキャピタルリターンを上回りトータルリターンがプラス転換しています。価格回復に時間を要しキャピタルリターンは14年目後半(2022年度上期)までプラス転換しませんが、インカムリターンの蓄積で11年目後半(2019年度上期)以降はトータルリターンが3%を超えています。

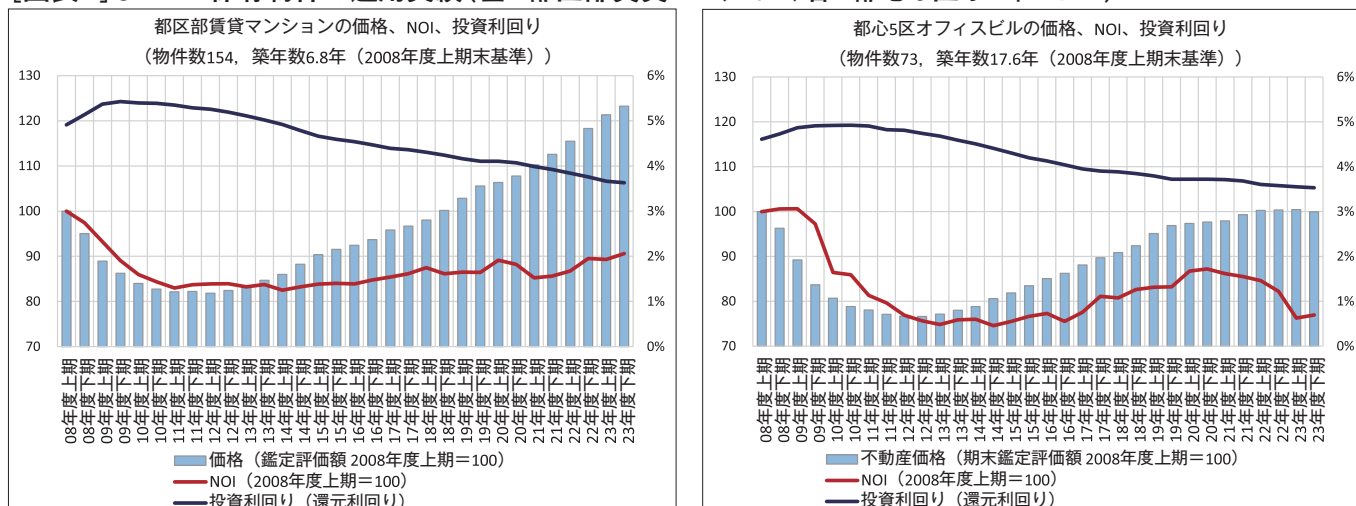
なお、P8に例示した政令指定都市の賃貸マンション、オフィスビルのケースを含め、用途やエリアでトータルリターン水準が異なるのはリスク(収益変動や流動性等)が反映された結果とも言え、トータルリターン水準と投資物件に内包されるリスクの両面から物件を選定することが求められます。

(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

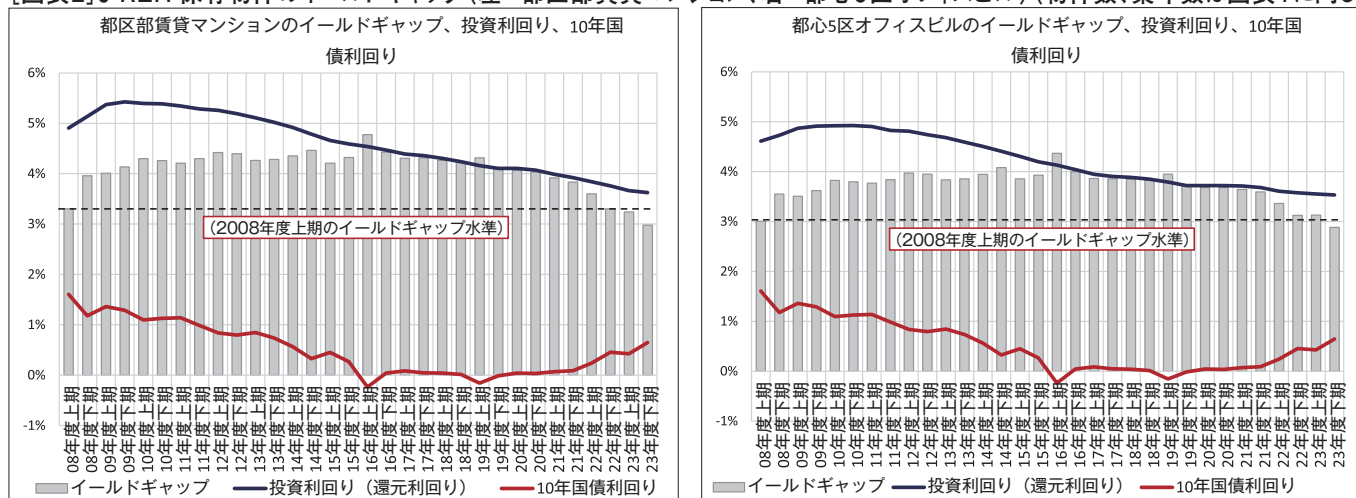
- ※1：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
 ※2：期間中、連続してデータが得られる物件を対象としており、築年経過も反映した運用実態を示しているといえる。
 ※3：価格は不動産鑑定評価額、投資利回りは不動産鑑定評価上の還元利回りで代替（以下、同じ）
 ※4：投資利回りはリスクフリーレート＋イールドギャップと表せ、イールドギャップはリスクプレミアム－NOI成長率と分解できるため、NOI増加

- は、不動産価格＝NOI÷投資利回りの算定式の分母、分子両方で価格上昇要因となる。
 ※5：インカムリターンは運用期間中の平均NOI÷2008年度上期末の鑑定評価額、キャピタルリターンは2008年度上期末の鑑定評価額に対する運用最終期末の鑑定評価額の増減率。いずれも年率で算出
 ※6：本稿では簡素化のため、借入金割合や借入金金利、割引率等は考慮していない。

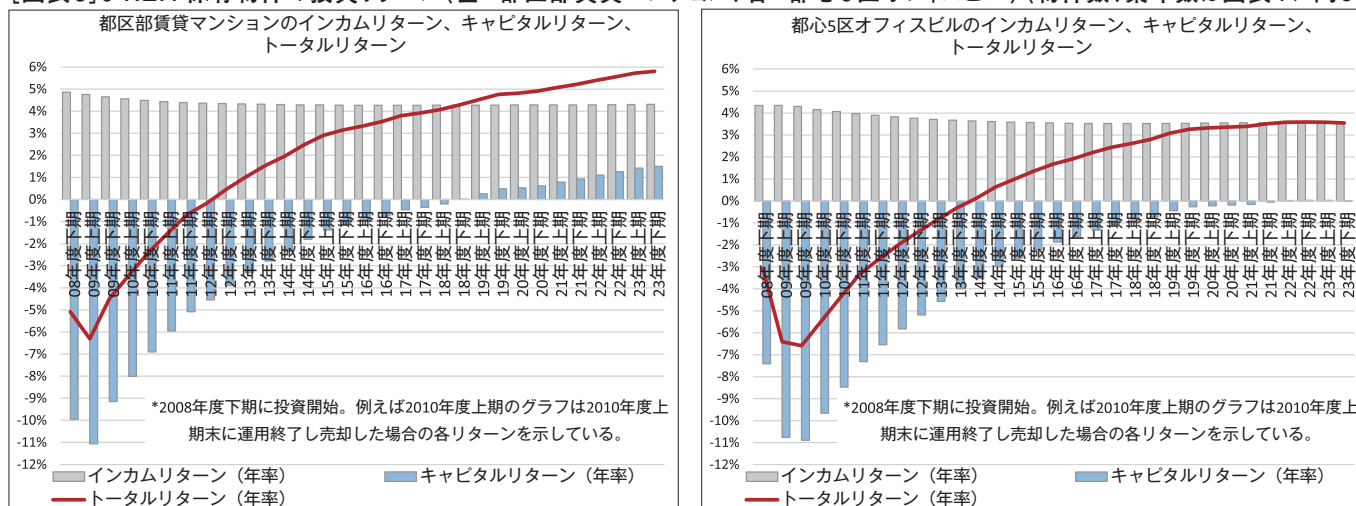
【図表1】J-REIT保有物件の運用実績（左：都区部賃貸マンション、右：都心5区オフィスビル）



【図表2】J-REIT保有物件のイールドギャップ（左：都区部賃貸マンション、右：都心5区オフィスビル）（物件数、築年数は図表1に同じ）



【図表3】J-REIT保有物件の投資リターン（左：都区部賃貸マンション、右：都心5区オフィスビル）（物件数、築年数は図表1に同じ）



図表1～3のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

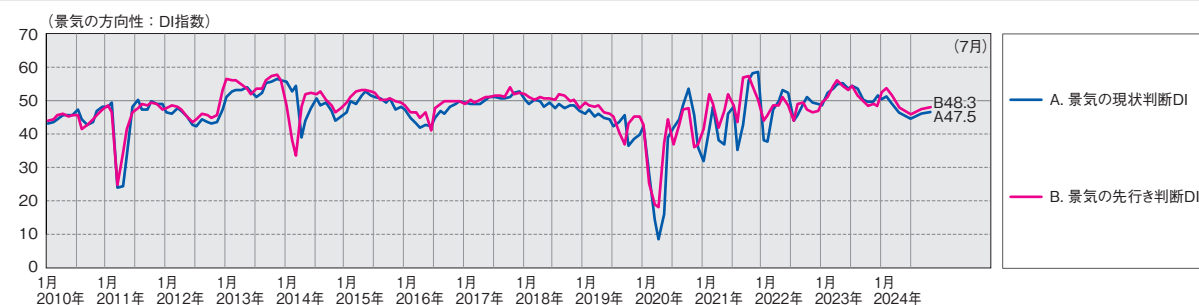
■ 景気の動向 (全国)

図1 景気動向指数



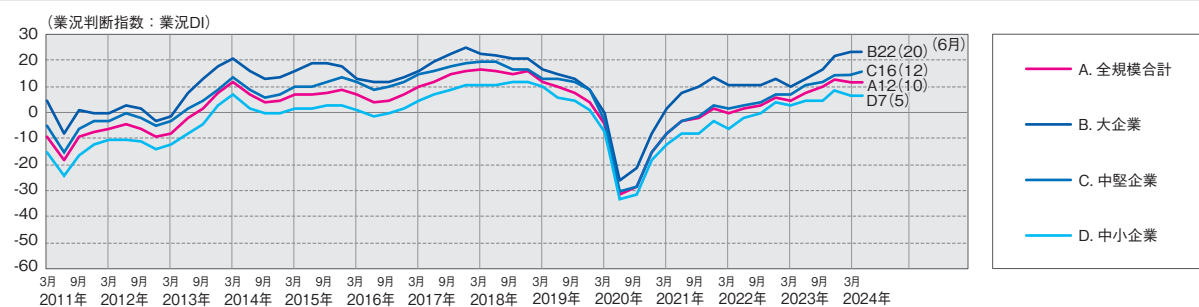
データ出所：内閣府「景気動向指数」

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数



データ出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

図3 企業の業況判断指数



注：「大企業」は資本金10億円以上、「中堅企業」は資本金1億円以上10億円未満、「中小企業」は資本金2千万円以上1億円未満
()内の数値は直近調査の3ヶ月後に関する予測値

データ出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」

【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の方角性を示す指数。
(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)

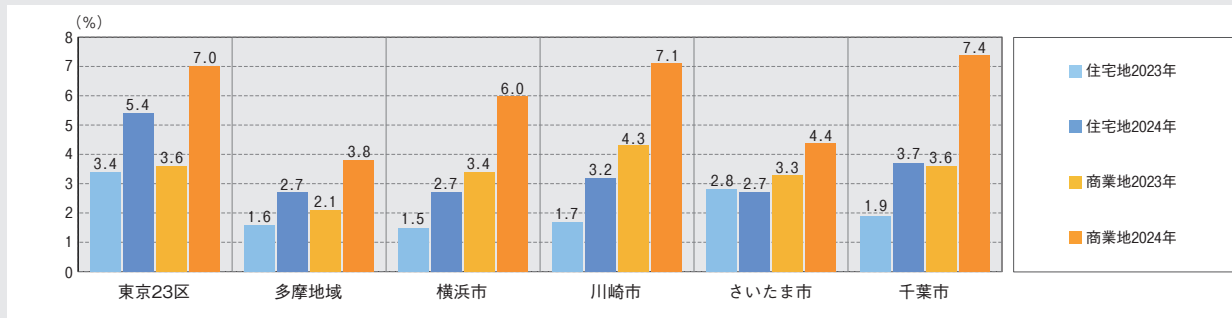
図3 企業の業況判断指数

：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。

不動産市場トレンド・ウォッチ

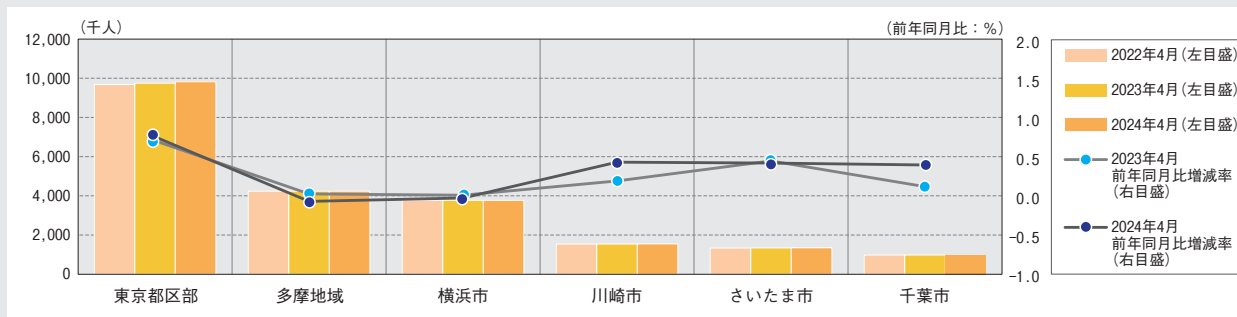
東京圏

図1 用途別平均地価(前年比)



データ出所：国土交通省「地価公示」

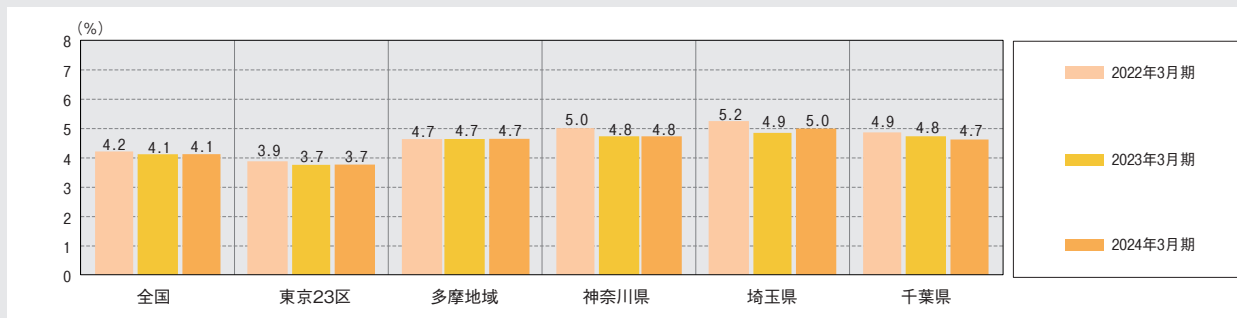
図2 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値

データ出所：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2024年3月末までの決算資料による。

データ出所：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
(公示地価あるいは基準地価を使用)

：「地価公示」の公示地価は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」の基準地価は、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

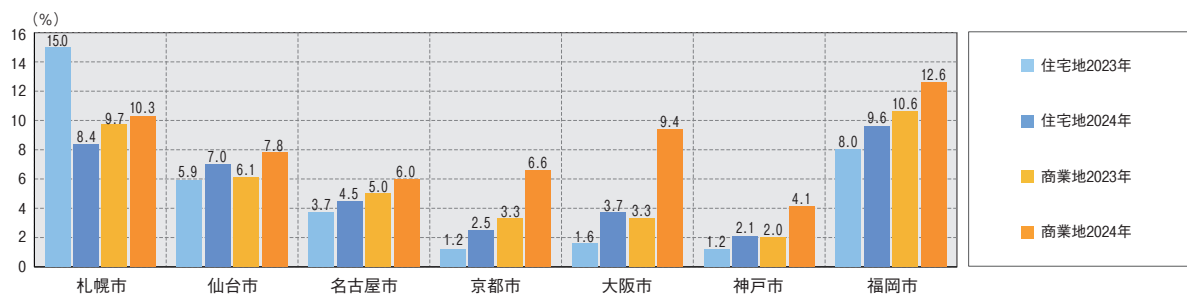
：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。
国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

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。

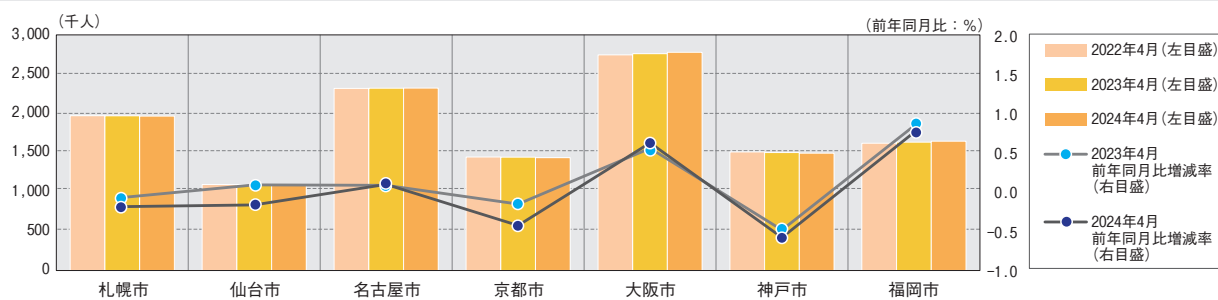
■ 主要大都市(札幌・仙台・名古屋・京都・大阪・神戸・福岡)

図4 用途別平均地価(前年比)



データ出所：国土交通省「地価公示」

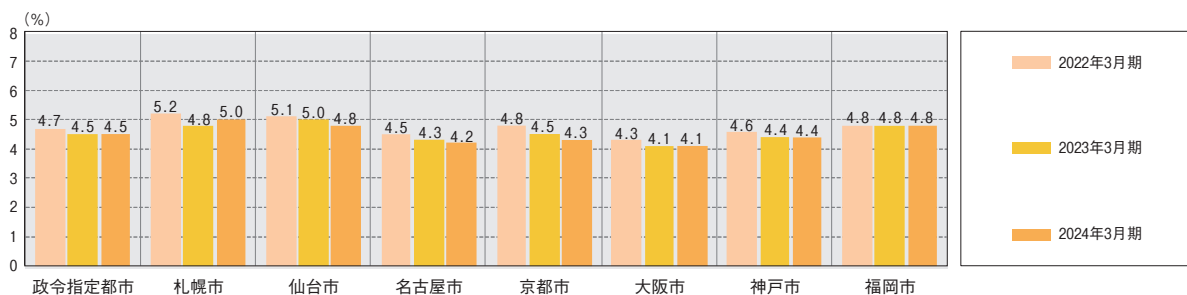
図5 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値

データ出所：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2024年3月末までの決算資料による。

データ出所：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
(公示地価あるいは基準地価を使用)

：「地価公示」の公示地価は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」の基準地価は、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。

注記：図1から図6はいずれも原稿作成時点で入手できたデータに基づき作成

P2、3と同様に、政令指定都市※の賃貸マンション(対象55物件)、オフィスビル(対象38物件)について、2008年度下期に投資開始した場合のインカムリターン(NOIベース)、キャピタルリターン、トータルリターンを[図表]に示しました。

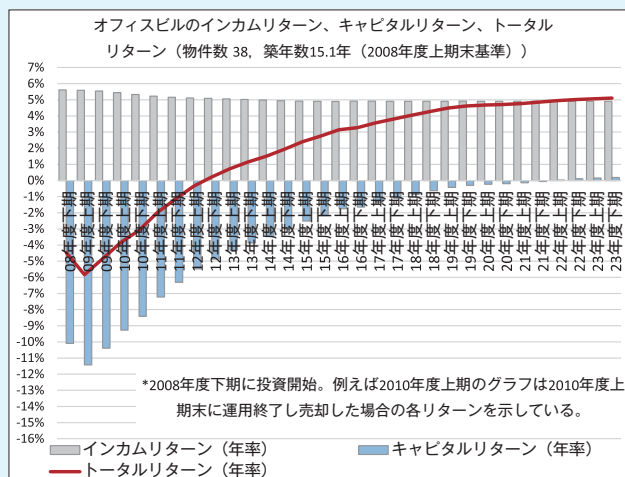
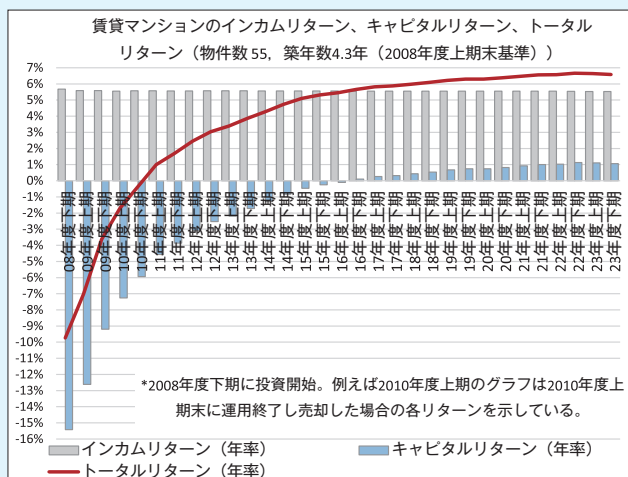
賃貸マンションは3年目後半(2011年度上期)にインカムリターンがキャピタルリターンを上回りトータルリターンがプラス転換し、9年目前半(2016年度下期)にはキャピタルリターンもプラスに転じています。インカムリターンは5%台を維持し、11年目前半(2018年度下期)以降はトータルリターンが6%を超えています。P2、3の東京都区部の賃貸マンションと比較すると、トータルリターンのプラス転換が1.5年早く、トータルリターン較差は投資期間が長期化するにつれ縮小する傾向で、2012年度上期は政令指定都市が2.6%pt上回っていましたが、2023年度下期には0.8%ptまで縮小しています。

オフィスビルは5年目前半(2012年度下期)にインカムリターンがキャピタルリターンを上回りトータルリターンがプラス転換しています。価格回復に時間を要しキャピタルリターンは14年目後半(2022年度上期)までプラス転換しませんが、インカムリターンの蓄積で10年目後半(2018年度上期)以降はトータルリターンが4%を超えています。P2、3の都心5区のオフィスビルと比較すると、トータルリターンのプラス転換が1.5年早く、トータルリターンは運用期間によらず1.5%pt程度上回っています。

(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

※：サンプル数が少なく、都市別ではなく政令指定都市一括で集計した。物件所在都市は、賃貸マンションが札幌市、仙台市、さいたま市、千葉市、横浜市、川崎市、名古屋市、大阪市、神戸市、岡山市、福岡市、オフィスビルが札幌市、仙台市、新潟市、さいたま市、千葉市、横浜市、川崎市、名古屋市、京都市、大阪市、堺市、福岡市

[図表] J-REITが政令指定都市に保有する物件の投資リターン(左：賃貸マンション、右：オフィスビル)



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

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

みずほ信託銀行株式会社