

吉崎誠二の REIT NOW

本連載は、不動産エコノミストの吉崎誠二が JREIT や私募 REIT など、証券化された不動産商品に関する、最近の話題、注目トレンドなどをお伝えするものです。

第2回：なぜ、JREIT 価格は下がっているのか？ ～キャップレートと JREIT 価格の価格算定～

(キャップレートとは？)

収益還元法での収益物件価格の算定のベースは、年間収益÷還元利回り＝不動産価格で計算されます。個別性の強い不動産における利回りを算出することは難しいため、目安としてキャップレート (Capitalization Rate) が用いられことが多くなっています。キャップレートとは、「不動産投資における利回りの指標」の一つで、投資家の「期待利回り」のことを指します。キャップレートは、当然ながらエリア (立地) や不動産の種類 (オフィスビル、ワンルームマンション、ファミリーマンション、商業施設など) によって変わってきます。

この計算式では、仮に年間収益が一定とすれば、「キャップレートの変動は、不動産価格の変動を反映したもの」とも言えます。例えば、キャップレートの低下局面は不動産価格の上昇局面ということになります。ただし、キャップレートはあくまでも、「投資家など市場参加者の期待値」ですので、実際の不動産取引価格から算出された利回り (=取引利回り) とは異なります (もちろん、一致することもあります)。

(不動産鑑定におけるキャップレートの算定方法)

不動産鑑定基準 (総論 7 章) によれば、キャップレート算定の基準は以下の4つとなっています。

(ア) 類似の不動産の取引事例との比較から求める方法

この方法は、対象不動産と類似の不動産の取引事例から求められる利回りをもとに、取引時点及び取引事情並びに地域要因及び個別的要因の違いに応じた補正を行うことにより求めるものである。

→中古マンション価格の算定のように、取引事例におけるキャップレート算出事例が多く集めることができれば有効となります。

(イ) 借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法

この方法は、対象不動産の取得の際の資金調達上の構成要素 (借入金及び自己資金) に

係る各還元利回りを各々の構成割合により加重平均して求めるものである。

(ウ) 土地と建物に係る還元利回りから求める方法

この方法は、対象不動産が建物及びその敷地である場合に、その物理的な構成要素（土地及び建物）に係る各還元利回りを各々の価格の構成割合により加重平均して求めるものである。

(エ) 割引率との関係から求める方法

この方法は、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るものである。

と記載されています。

(キャップレートを金融的な要素で分解)

キャップレートを金融的な視点で、理論上で要素分解すれば、リスクフリーレート（＝10年物国債金利を想定）＋リスクプレミアム（不動産保有するリスク）＋立地プレミアムで表現されます。リスクフリーレートは10年物国債金利を用いることが多く、また、立地プレミアムは、例えばオフィスビルでは、最も期待利回りの低い東京丸の内・大手町をベース（±0）として各地それぞれ加算します。

ここでのリスクプレミアムの算定は、不動産投資はどれくらいのリスクがあるか、を想定したもので、金融市場の動向により異なるものとされますが、24年5月の現状では3.5%～3.6%程度とみていることが多いようです。

(なぜ、JREIT 価格は下落しているのか？JREIT 価格の算定理論)

JREIT は、不動産ポートフォリオからの収益をほぼ100%還元しています。そのため、JREIT 価格は、ここまで実物不動産の収益還元法と同様に、 $\text{分配金} \div (\text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム})$ で算出することができます。ここでのリスクフリーレートは、前述と同様に長期国債（10年）金利を用いることが一般的です。

この計算式にしたがえば、昨今、JREIT 価格は下落基調にあることは、ここ数カ月の長期国債金利が上昇（年初は0.6%程度だったものが、5月半ばには1%超え）したことが、主たる理由であると説明が付きそうです。