

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9回： データで見る、不動産投資リスクは低くなっているのか？

不動産市況の現状と見通しに用いるデータにはいろいろとあります。実需物件では主に価格を考慮しますが、収益物件（投資用物件）や企業が保有し利用する物件では、「期待利回りの動向」を用いるのが一般的です。

（期待利回りとキャップレートは異なるものなのか？）

期待利回りについて、不動産鑑定評価基準には、第7章のなかで、「期待利回りとは、賃貸借等に伴する不動産を取得するために要した資本に相当する額に対して期待される純収益のその資本相当額に対する割合をいう。期待利回りを求める方法については、収益還元法における還元利回りを求める方法に準ずるものとする。この場合において、賃料の有する特性に留意。」とあります。つまり、期待利回りは「この価格で購入した物件は、これくらいの収益性を期待する」ということで、不動産価格がベースとなっています。

一方で、キャップレート（capitalization rate）は、日本語に訳せば資本還元率ですから、収益がどれくらい資本に還元されるか、収益性つまり賃料等から必要経費を引いたものがどれくらい資本に貢献しているか、ということになります。収益性ベースの考え方で

収益還元法による価格算出の公式は、

$$P（価格）＝A（賃料（あるいはNOI））÷ R（還元利回り）　　ですから、$$

期待利回りはPがベースとなり、キャップレートでAがベースとなる考え方ですが、上記の式のように裏表の関係であり、鑑定基準にもあるように、「期待利回り」と「キャップレート」の2つの求め方は「準ずる」つまり、基本的には同じということになります。

（キャップレートの要素分解）

資本還元は投資でいうところの「リターン」ですが、ファイナンス理論の教科書にあるように、リターンはリスクの裏返しとなります。「大きなリスクを取るので、大きなリターンを求める」（逆も同じ）という考え方です。

キャップレート（資本還元率であり期待利回りとも言える）の構成要素を考えれば、①投資のベースとなるリターン②不動産投資固有のリスクを取ることによるリターン③立地によるリスクを取ることによるリターンがあげられます（築年数、建物の構造、用途など

が同じと考えれば)。

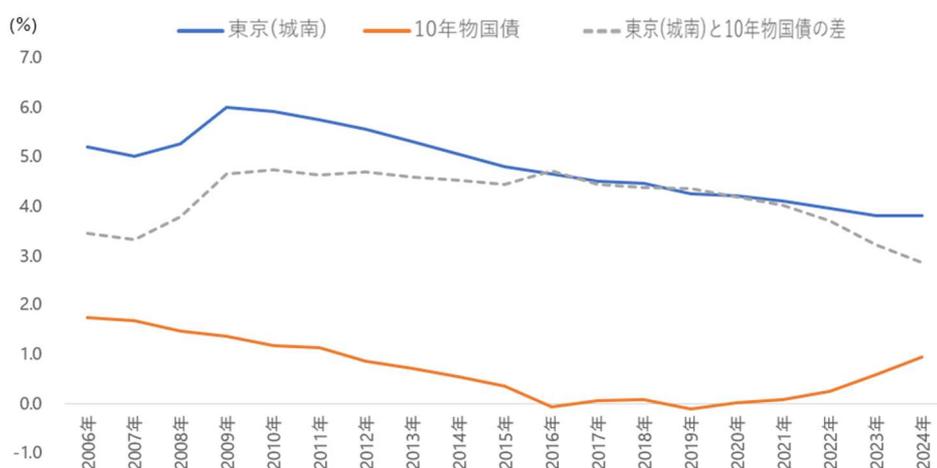
つまり、キャップレート (A) を理論上分解すれば、キャップレート $(A) =$ 投資のベースつまりリスクフリーレート(ここでは10年物国債とします) $(B) +$ 立地リスクプレミアム $(C) +$ 不動産投資固有のリスク (D) となります。

ここで、立地が同一条件だと仮定すれば、キャップレート (A) の変動要因は、リスクフリーレート (B) と不動産投資固有のリスク (D) の2つということになります。そこで、本稿のテーマである「不動産投資のリスク」の状況(変化)を見るためには、 A と B の変化を見ればわかることとなります。

(不動産投資固有のリスクの変化)

図は、2006年以降の東京城南地域における賃貸住宅(ワンルーム)のキャップレートの推移と10年物国債の利回りとその差を示しています。キャップレートは(財)日本不動産研究所が年2回実施している「不動産投資家調査」(機関投資家やAM、金融機関などプロへのアンケート調査)によるもので、投資家が「どれくらいの利回りを期待しているか」がうかがえるデータです。

賃貸住宅のキャップレート(東京(城南)IR)と10年物国債の比較



((一財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」・財務省より作成)

青線のキャップレートはリーマンショックで2009年ごろに上昇していますが、その後は低下が続いています。そして23年後半以降はこの調査での過去最低水準である3.7%程度となり、ここ3回の調査(1年半分)は横ばいとなっています。

グラフでは、同一立地(東京城南)ですので、前述のようにキャップレートと10年物国債の利回りを比較すれば、投資家が考える不動産投資に対するリスクの大きさの変化がわかります。点線が、キャップレートから10年物国債金利を引いたものとなります。

点線のグラフをみれば、国債金利が上昇し始めた 21 年後半以降 23 年前半までにおいても、キャップレートは低下しています。また 23 年後半から 24 年後半においては、キャップレートは横ばいですが、この間に長期国債金利は上昇していますので、結果点線は下落基調にあります。つまり、昨今は「不動産投資に対するリスクが低下している」、と考える方が増えていることがわかります。