

ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し

～ 緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し ～

2021年5月24日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆不動産キャップレートは、コロナ前と概ね同水準で推移しており、新型コロナウイルスの感染拡大を契機に、下落トレンドに歯止めがかかっている状況である。もっとも、上昇に転じていない点を鑑みれば、現在までのところ、当利回りに対する新型コロナウイルスの影響は限定的であるといえよう。しかしながら、不動産キャップレートは今後どのような方向性を示すのか？

◆不動産キャップレートの今後の動向を占う上で、インプライドキャップレートの動向が参考となる。リーマン・ショック前後の期間では、インプライドキャップレートの水準が不動産キャップレートを上回る状態が続き、不動産キャップレートに上昇トレンドがみられた。しかしながら、コロナ禍においては、インプライドキャップレートは急上昇したものの、再度下落傾向を示しており、リーマン・ショック時のような状態はみられていない。インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る直近の状況をみると、短期的にみれば、不動産キャップレートが上昇する懸念は後退したといえよう。

◆本稿では、不動産キャップレートがマクロ経済変数、金融機関の貸出態度に影響を受けるというモデルを用いて中期的な予測をおこなった。コロナ禍において、不動産業に対する金融機関の貸出態度は、リーマン・ショック時と異なり急激な悪化はみられていない。メインシナリオとしては、マクロ経済の回復や政府の財政金融支援策を背景に、貸出態度 DI は今後もプラス圏を維持し、概ね横ばいで推移するであろう。本シナリオによれば、キャップレートは今後5年間を通じて悪化することはなく、概ね横ばいを維持する見通しである。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

1. J-REIT 投資口価格の回復に伴い、インプライドキャップレートはコロナ前の水準に

不動産キャップレートの直近値（2021年4月末時点）は4.5%であり、コロナ前（2019年12月末時点）と概ね同水準で推移している²（図表1）。不動産キャップレートは、2012年末の第2次安倍政権発足以降、下落トレンドで推移してきた。しかしながら、2020年以降は新型コロナウイルスの感染拡大を契機として、その下落トレンドに歯止めがかかっている³。もっとも、不動産キャップレートが上昇に転じていない点を鑑みれば、現在までのところ新型コロナウイルスの影響は限定的であるといえよう。

不動産キャップレートは今後どのような方向性を示すのであろうか？この問いに答えるためには、まず、インプライドキャップレート⁴の動向が参考になるであろう。ヒストリカルにみると、インプライドキャップレートの上昇（下落）に不動産キャップレートの上昇（下落）が追随する傾向がみられるからである（図表1）。

過去の両利回りの動向をみると、インプライドキャップレートは、サブプライムローン問題が表面化した2007年6月に上昇傾向となり、不動産キャップレートは、その後、2007年12月に上昇している。また、インプライドキャップレートは2009年3月にピークを打ち、下落に転じたが、その後、不動産キャップレートも反転し、下落傾向がみられた。インプライドキャップレートが上昇（下落）した後に一定のタイムラグをもって、不動産キャップレートが上昇（下落）したことがわかる。

コロナ・ショックにより、急落したJ-REIT投資口価格は、概ねコロナ前の水準まで回復している。2021年4月末の東証REIT指数は、2,145.49ポイントとなっており、コロナ前（2019年12月末）の2,063.80ポイントと概ね同水準となった⁵。こうしたJ-REIT投資口価格の上昇を主要因として、インプライドキャップレートも、回復傾向となっている（図表1）。2019年12月末時点で、3.7%であったインプライドキャップレートは、コロナ・ショック後の2020年3月に4.4%まで上昇したが、その後回復傾向となり、直近（2021年4月末時点）では、3.7%にまで低下した⁶。

² 本稿では、不動産キャップレートとして、ティーマックスが公表しているJ-REIT保有物件群のキャップレートをを用いた。本キャップレートは、同社の調査対象投資法人が保有する全物件のキャップレート（還元利回り）の加重平均値を示しており、2021年4月末におけるカバー物件数は、4,191件である。

³ 早稲田大学大学院川口研究室『第31回不動産投資短期観測調査』にみられるように、キャップレートの動向は用途ごとに異なる。ホテルのように若干の上昇傾向がみられる用途もあれば、物流施設のように下落傾向となっている用途もあることに留意。

⁴ インプライドキャップレートとは、資本市場におけるJ-REIT運用不動産に対する要求利回りを示し、フォワードNOIを企業価値（投資口時価総額、ネット有利子負債及び敷金保証金等の合計額）で除して算出する。フォワードNOI及び有利子負債は、短期的な変動が少ないことから、時価総額がインプライドキャップレートの主な変動要因となる。

⁵ ただし、同期間の変化率を用途別にみると、オフィス：-9.6%、住宅：-0.4%、商業・物流等：+2.0%となりおりばらつきがみられる。物流施設の投資口価格の上昇を主要因として、商業・物流等の変動率はプラスとなったが、オフィスについては、空室率の上昇等を背景として、相対的にみて下落率が大きい。

⁶ 同期間における用途別のインプライドキャップレートの変動幅をみると、オフィス：+20bp（ベースポイント、0.1%=10bp）、住宅：+10bp、商業施設：+20bpの上昇であるが、物流施設については-40bpと、コロナ前を下回る水準である。

図表 1 インプライドキャップレート及び不動産キャップレートの推移



(出所)ディーマックス

2. 不動産キャップレートの上昇懸念は、後退したとみられる

不動産キャップレートとインプライドキャップレートのスプレッド⁷をみても、概ねコロナ前の水準まで回復している（図表 2）。両利回りのスプレッドは、一時大幅に縮小し、2020 年 4 月時点では-10bp となった。スプレッド縮小の主要因は、新型コロナウイルスの感染拡大により、J-REIT 投資口価格の下落が続いたことである。これに伴い、インプライドキャップレートは上昇トレンドとなった⁸。しかしながら、その後、インプライドキャップレートの回復に伴い再び拡大傾向に転じ、2021 年 4 月末のスプレッドは-75bp と、概ねコロナ前の水準にある（図表 2）。

不動産キャップレートの上昇が続いたリーマン・ショック前後の期間（2007 年第 4 四半期から 2010 年第 3 四半期）では、インプライドキャップレートの上昇が続き、不動産キャップレートを上回る（プラスのスプレッド）状態が続いた。しかしながら、コロナ後においては、インプライドキャップレートが再度下落傾向を示しており、こうした状態は、現在までのところ観測されていない。

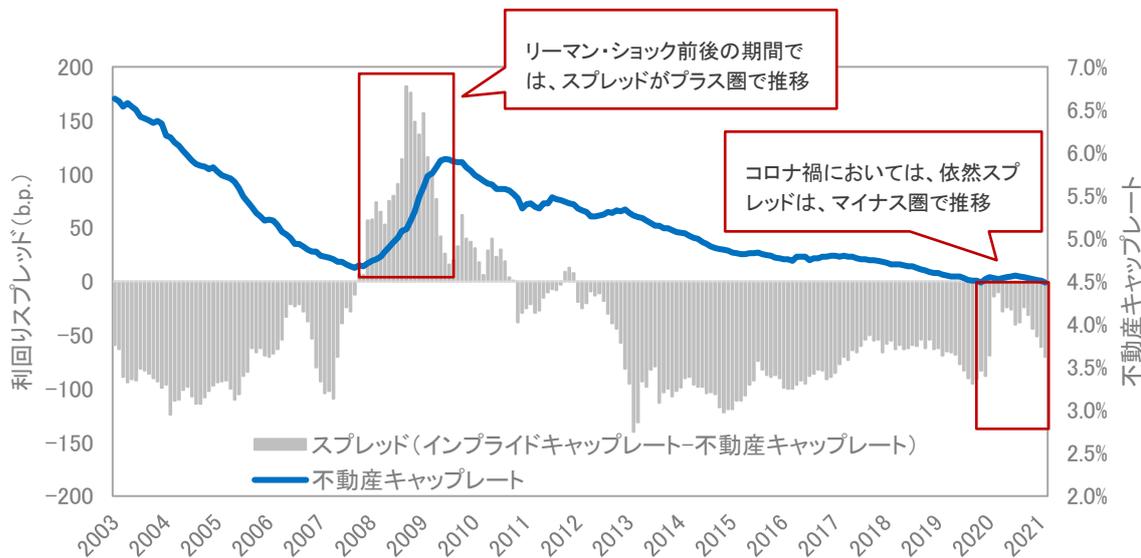
インプライドキャップレートの上昇が持続せず、再度下落している一つの要因は、政府の金融財政支援策により、金融機関の貸出態度の緩和が継続していることであろう（図表 3）。リーマン・ショックによる金融危機下では、新興系不動産会社をスポンサーに持つ J-REIT を中心として、リファイナンス等に懸念が浮上し、J-REIT 投資口価格が下落した。しかしながら、コロナ禍における不動産業に対する金融機関の貸出態度（DI）は、リーマン・シ

⁷ インプライドキャップレートから不動産キャップレートを控除して算出。インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る（上回る）場合、スプレッドは、マイナス（プラス）となる。

⁸ 物流施設を除くすべての用途について、インプライドキャップレートの上昇傾向がみられた。

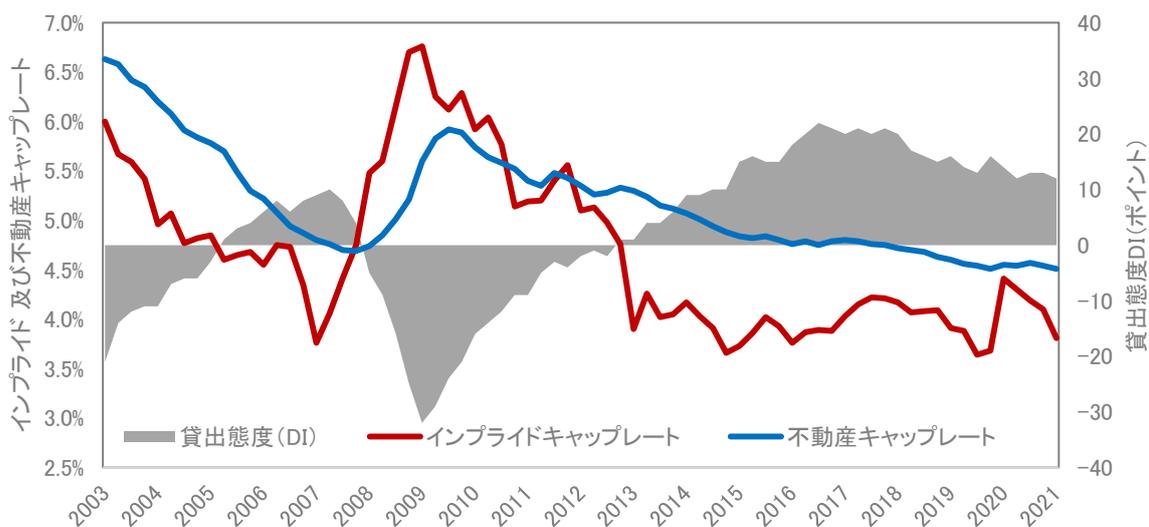
ック時にみられたような急激な悪化はみられていない。貸出態度 DI は、依然としてプラス圏で推移しており、インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る状況となっている。こうした直近の状況を鑑みれば、不動産キャップレートが短期で上昇する懸念は後退したといえるだろう。

図表 2 利回りスプレッドと不動産キャップレートの推移



(出所)ティーマックス

図表 3 貸出態度 DI、インプライド及び不動産キャップレートの推移



(出所)日本銀行及びティーマックスの資料を基に筆者作成

3. 不動産キャップレートは、横ばいを維持する見通し

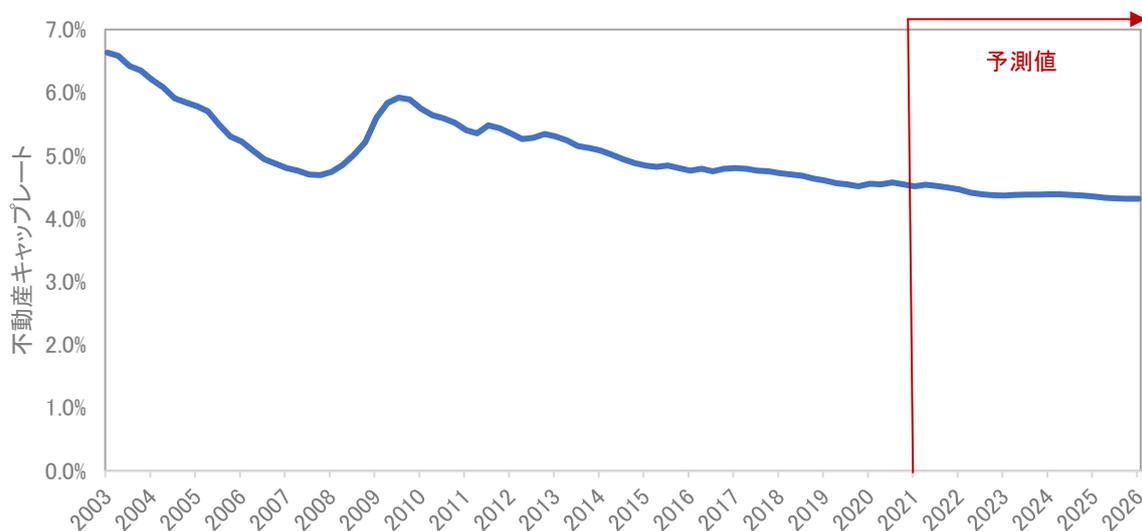
インプライドキャップレートの直近の状況をみれば、短期的には、不動産キャップレートが上昇する可能性は低いとみられる。しかしながら、中期的にみた場合にはどうなのか。

一般に、不動産取引における資金調達構成要素としてデットが不可欠であることから、不動産キャップレートと金融機関の不動産業に対する貸出態度には、一定のラグをもった相関関係がみられる（図表3）。実際、貸出態度DIは、2003年から2007年の中頃の間大幅に改善したが、その間における不動産キャップレートも下落トレンドで推移した。その後、リーマン・ショックを経て貸出態度DIは、2009年前半まで急激に悪化したが、同期間の不動産キャップレートは大幅に上昇している。両者には負の相関関係があり、貸出態度DIの反転時期より数カ月程遅れてキャップレートが反転する傾向がみられることがわかる⁹。

2020年度においては、国内外における新型コロナウイルスの感染拡大が、特に消費及び輸出を下押しし、我が国の実質GDPは大幅なマイナスとなった。2021年度以降のマクロ経済は、3度目の緊急事態宣言等の影響により、回復のペースが緩慢なものとなるであろうが、ワクチンの普及とともに、プラスの成長率となる見通しである。

メインシナリオとしては、こうしたマクロ経済の回復や政府の支援策等を背景に貸出態度DIもプラス圏を維持し、概ね横ばいで推移する見通しである¹⁰。マクロ経済の回復、金融機関における貸出態度の維持は、不動産キャップレートの下支え要因となるであろう。本シナリオによれば、キャップレートは今後5年間を通じて悪化することなく、概ね横ばいを維持する見通しである¹¹（図表4）。

図表4 不動産キャップレートの中期見通し



（出所）ティーマックスの資料を基に筆者作成、2021年度以降は筆者予測値

⁹ 貸出態度DIと不動産キャップレートの相関係数は-0.7程度であり、両者には比較的強い相関関係がみられる。

¹⁰ ここでは、キャップレートがマクロ経済変数、金融機関の貸出態度に影響を受けるというモデルを用いて予測をおこなった。なお、マクロ経済変数の予測値については、シナリオとして、実質GDPでみれば、5年平均で1.5%程度の成長率になると仮定したものである。

¹¹ シナリオ・用途によっては本推計結果と異なる方向性を示す可能性があることに留意。

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。