

4

April, 2014

# 不動産マーケットレポート

- J-REITの運用資産にみる東京23区の住宅の利回りの動向 . . . . . 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区における住宅のNOI評価額  
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  
夏目 和宏 TEL.03-3274-9079 (代表)

# J-REITの運用資産にみる東京23区の住

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

- \*1 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-年間総費用(減価償却費を除く))の割合であり、運用時(決算時点)の実際の運用利回りを示す指標です。
- \*2 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

## ●住宅のNOI利回りは、名古屋、大阪で上昇傾向

図表1に、大都市における住宅のNOI利回りの推移を示しました\*3。東京23区、札幌市、仙台市、福岡市のNOI利回りが低下あるいは横ばいで推移している一方で、2012年9月からNOI利回りが急激に低下していた名古屋市が2013年9月に上昇に転じています。また、大阪市も2012年9月から上昇が続いています\*4。

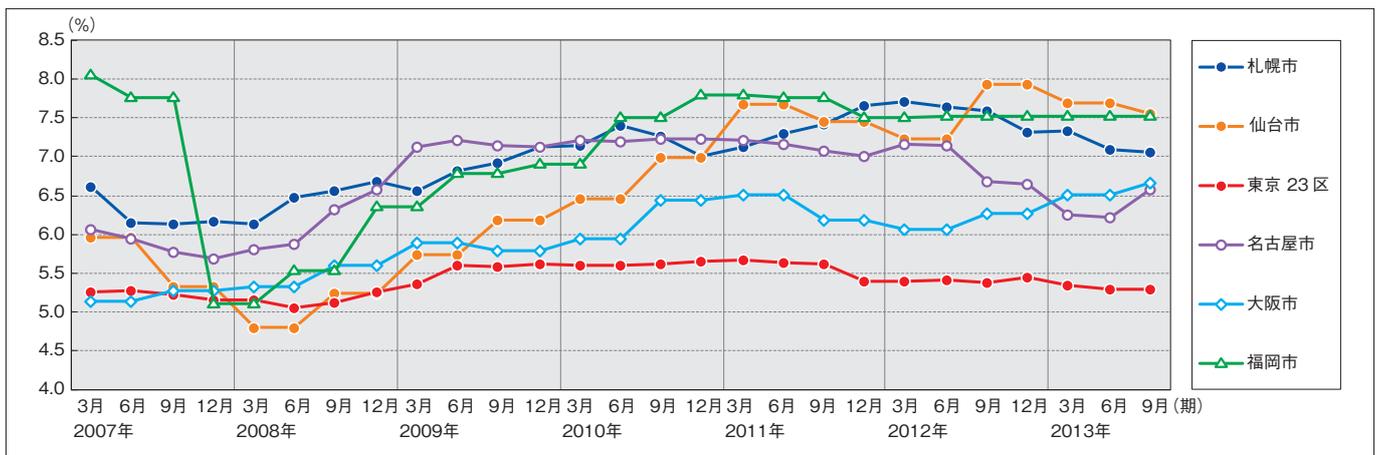
- \*3 2007年3月から2013年9月末まで継続して保有し、かつデータの開示がある物件について抽出。

## ●東京23区の住宅のNOI利回りはオフィスに比べ緩やかに低下

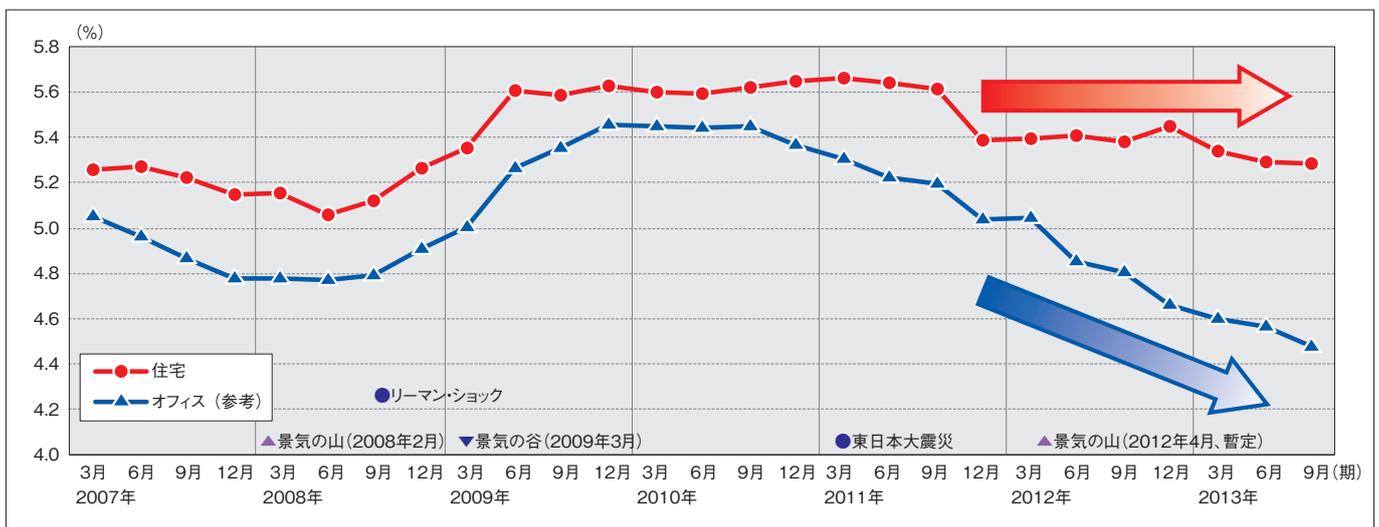
J-REITが保有する住宅のうち、東京23区に立地する住宅とオフィスのNOI利回りについて図表2で比較しました。住宅のNOI利回りは直近では緩やかな低下となっており、2010年3月以降低下が続いているオフィスとは異なる動きとなっています。

- \*4 数値の振れ幅が大きい理由の一つとして、都市毎の物件数の多寡に差異が挙げられ、データ数の少ない都市において、個別の物件の数値の影響が大きく反映されたものと考えられます。

図表1 大都市における住宅のNOI利回り



図表2 東京23区の住宅ならびにオフィスのNOI利回り



# 宅の利回りの動向

## ●住宅のNOIは横ばい、物件価格は回復傾向

次に、住宅のNOI利回りが低下となっている要因について見てみます。

NOI利回りは収益が大きく(小さく)なると上昇(低下)し、物件価格が大きく(小さく)なると低下(上昇)します。

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

そこで、NOIと物件価格<sup>\*5</sup>について、それぞれ2007年3月期時点の数値を100とする指数化を行いました(図表3)。

住宅のNOIは、緩やかに低下を続けていましたが、2011年12月で底を打ち、直近までほぼ横ばいで推移しています。

一方、住宅の物件価格は、2011年9月で底を打ち、ほぼ横ばいで推移した後、2012年12月から緩やかな上昇に転じています。

この結果から、NOI利回りの緩やかな低下は、物件価格の上昇に伴うものと見ることができます。

(以上、都市未来総合研究所 大重 直人)

\*5 物件価格：本稿では投資法人の決算期末時に行われる鑑定評価に基づく各物件の価格を指します。運用時点の市場価格と捉えることができます。

図表3 NOI・物件価格の変動推移(2007年3月を100として指数化)

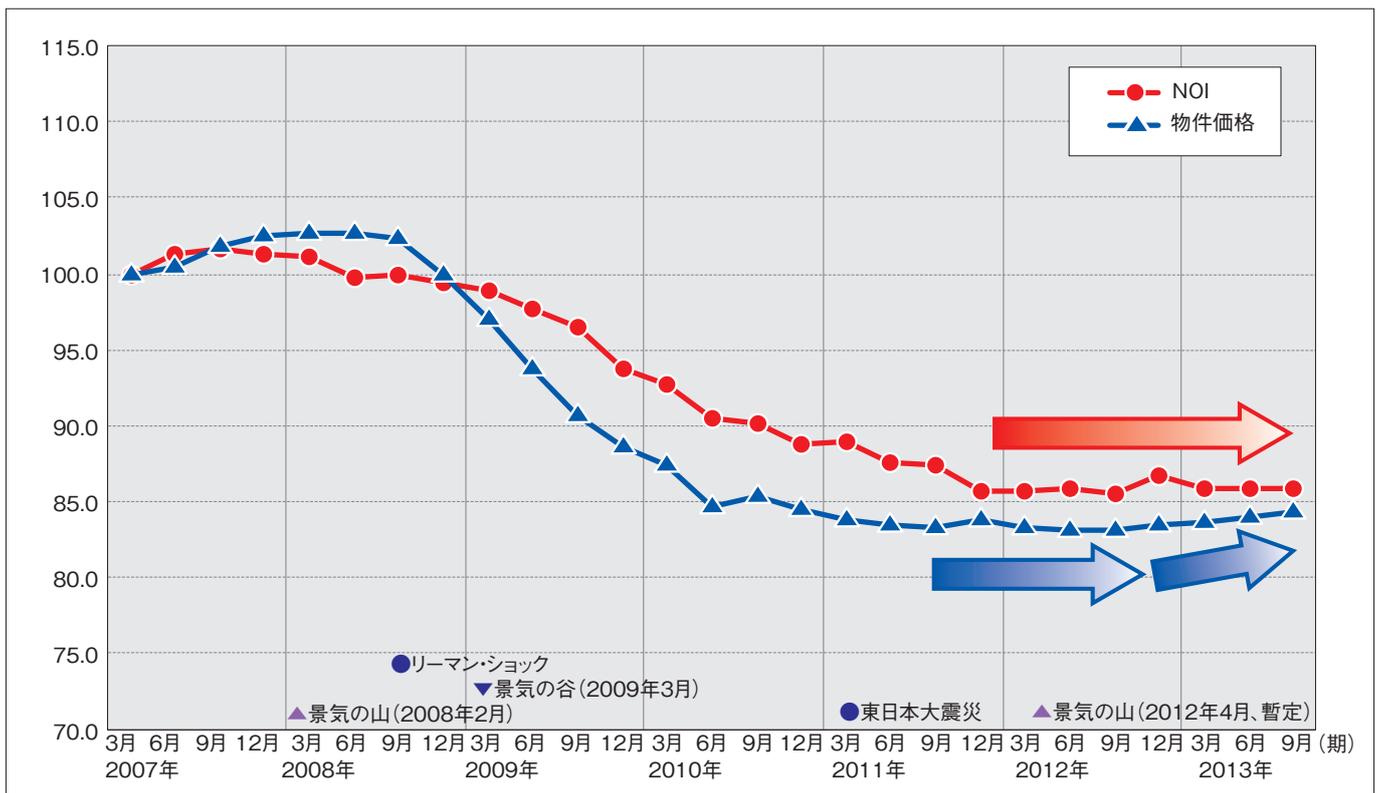


図1～3の資料：都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」に基づき作成

## ■ 景気の動向 (全国)

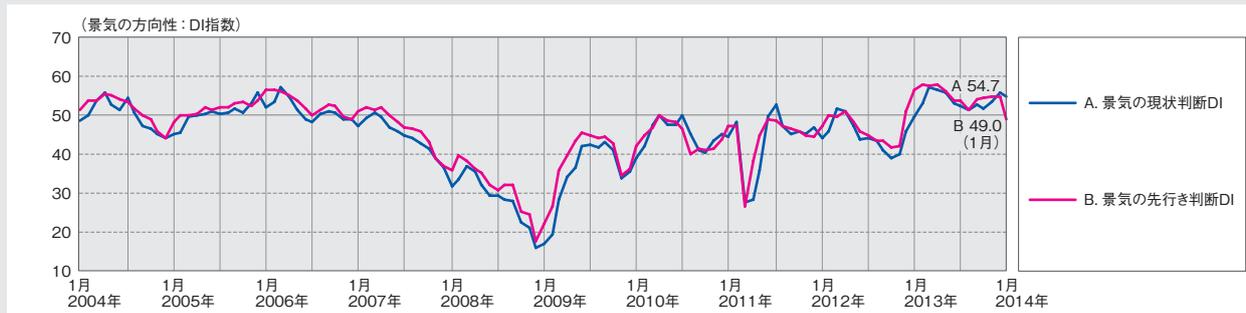
### 図1 景気動向指数



注: 図の指数は第10次改定の値。

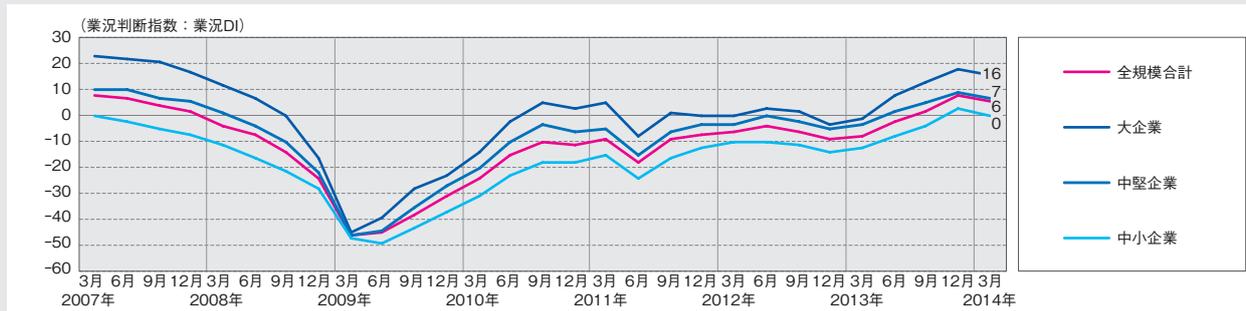
データ出所: 内閣府「景気動向指数」

### 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。2014年3月は、2013年12月調査時点の「先行き」の値。

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

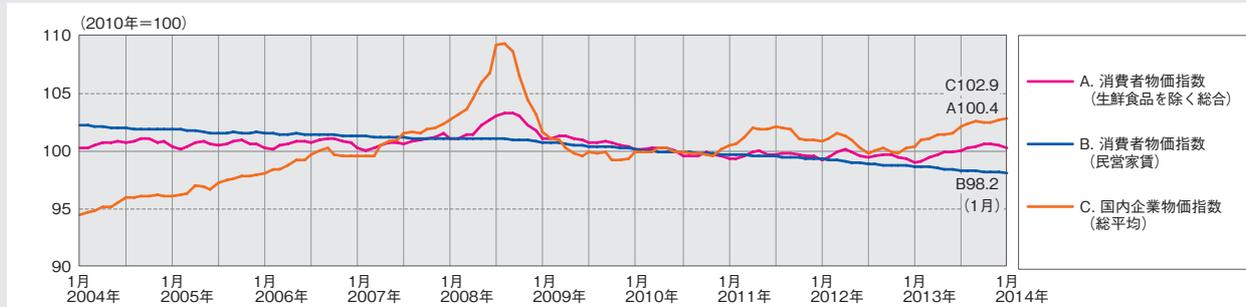
: 景気の動きに敏感な職業の人を景気ウォッチャーに選び、街中の景気の現状や先行き(2,3ヶ月先)について、景気ウォッチャーの判断による景気方向性を示す指数。  
(DI指数: 50 = 変わらない・横ばい、50より高い = 良くなる、50より低い = 悪くなる)

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



注：国内企業物価指数の1月は速報値。

データ出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」

### 図5 雇用情勢



注：図の値は季節調整値。完全失業率の2011年3月から8月は、岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果(1月は速報値)。

データ出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

### 図6 主要金利



データ出所：日本銀行「金融経済統計」、日本相互証券及び住宅金融支援機構ホームページ公表資料

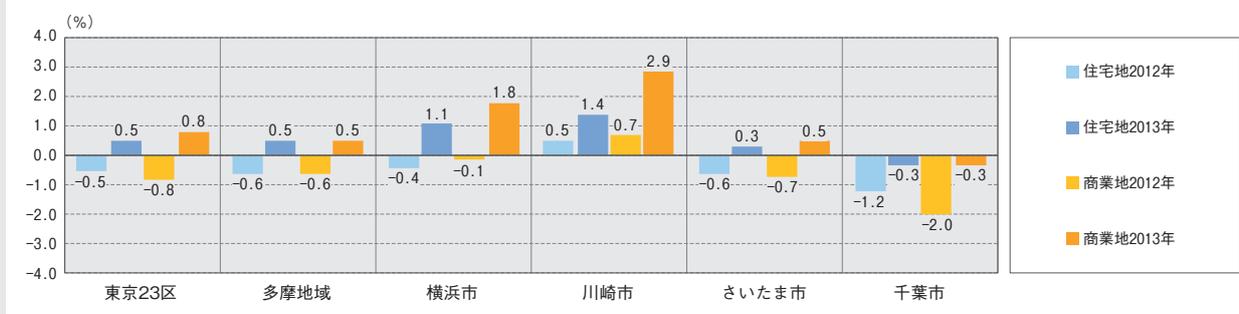
#### 【データ概要】

- |   |   |
|---|---|
| 図4 消費者物価指数<br>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。<br>：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<br>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。<br>：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<br>都市銀行住宅ローン(変動)<br>長期プライムレート<br>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)<br>：個人向け都市銀行住宅ローンの変動金利型の基準金利。<br>：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。<br>：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

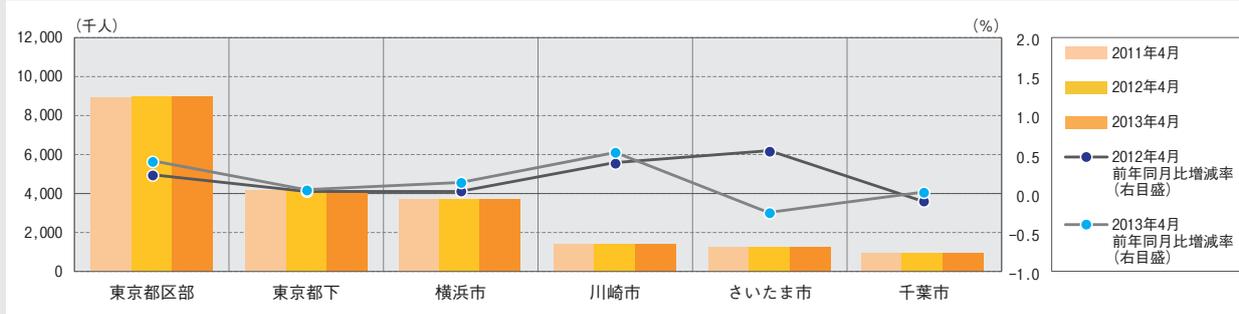
図1 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

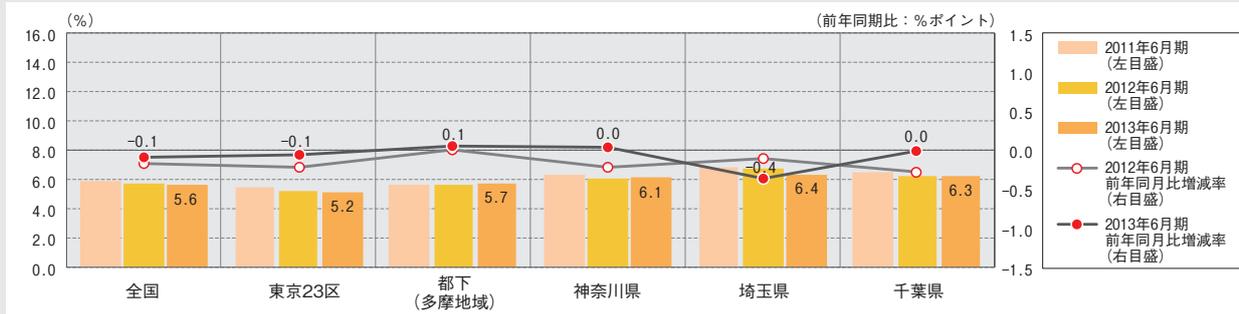
図2 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」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2013年6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(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

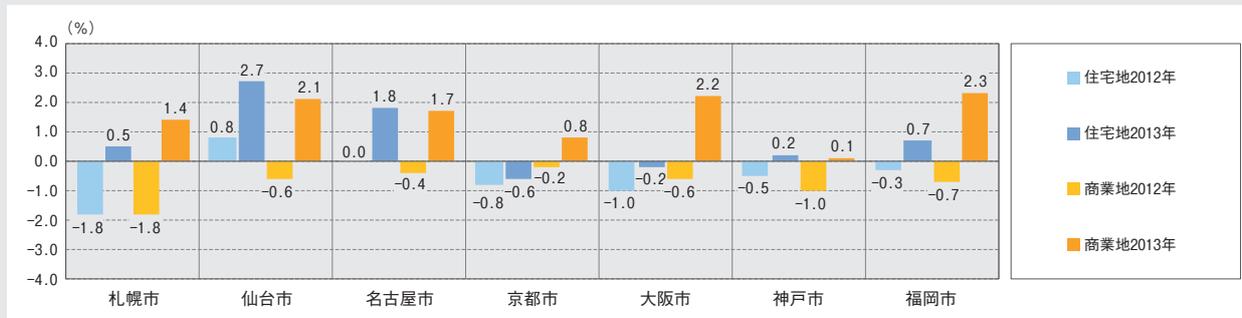
：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

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)

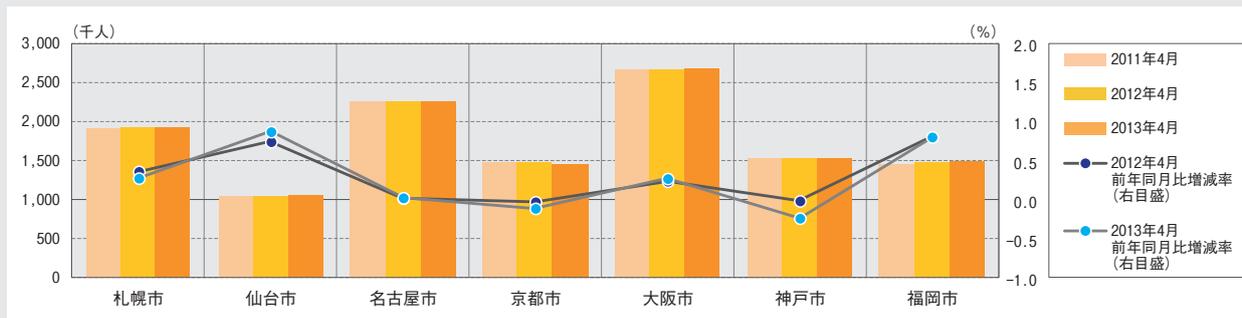
### 図4 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

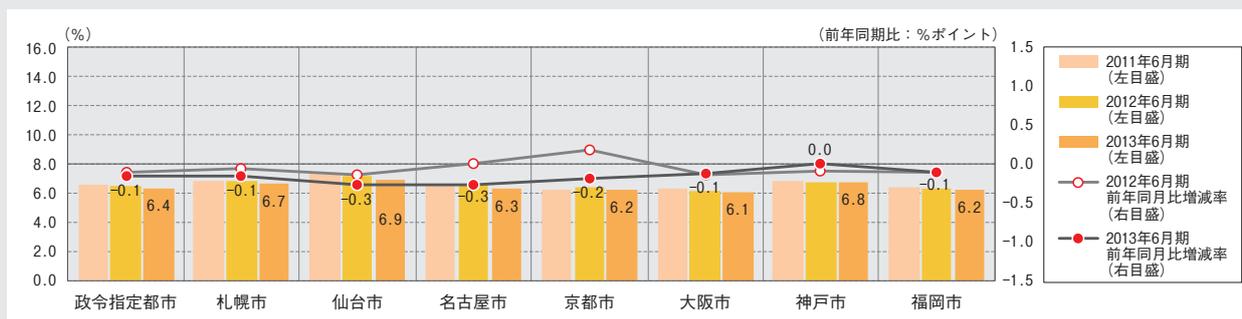
### 図5 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」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2013年6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(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区における住宅のNOI評価額利回りと長期国債利回りの推移

J-REITが東京23区に保有する賃貸住宅のNOI評価額利回りと国債利回り：10年（以下、長期国債利回り\*<sup>1</sup>）および2つの利回りの差（イールドギャップ）を示しました（図表4）。

イールドギャップを観察することで賃貸住宅への投資が長期国債利回りに対してどれくらいの超過リターンを得ることができたのかを知ることができます。

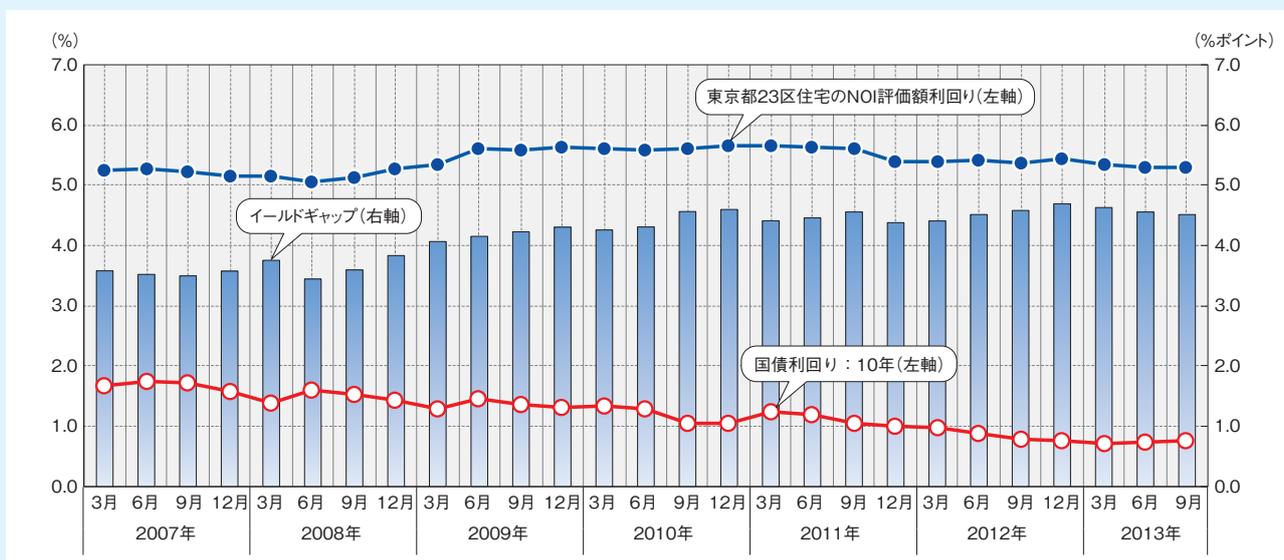
長期国債利回りは概ね下落傾向にあり、2013年9月末では0.77%\*<sup>2</sup>となっています。一方、東京都23区の住宅のNOI評価額利回りは、2008年9月のリーマンショックで上昇、2009年9月から2011年9月まで横ばいで推移した後、2011年12月に下落した後は、再び横ばいで推移しています（2013年9月末では5.29%）。

（以上、都市未来総合研究所 大重 直人）

\*1 「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。

\*2 2014年2月20日時点の長期国債利回りは0.598%と非常に低い水準となっています。

図表4 東京23区住宅のNOI評価額利回りと長期国債利回りの推移



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