

1. はじめに

1年ほど前に「バブルへGO!!～タイムマシンはドラム式～」という映画があった。広末涼子扮する少女が1990年の総量規制導入を止めに行くというストーリーなのだが、そこでバブルの象徴として取り上げられていたのがTIFFANYのペンダント（オープンハート）であった。

そして2007年、そのTIFFANYの銀座本店ビルが、ゴールドマン・サックスによって、単価としては史上最高値となる1億8千万円/坪（5,400万円/m²）で落札された。

日本の不動産マーケットは、80年代後半から異常に高騰し、「バブル」を経験した。そして1991年をピークに、10年超に及ぶかつてないデフレをも経験した。これにより、誰もがいつか来た道を警戒しているものの、現在の市況は「ミニバブル」「ファンドバブル」等と一部で囁かれるようになった。J-REITをはじめとする不動産投資ファンドが不動産取引の主体としての存在感を高める等、近年の不動産投資市場には構造変化が見られ、また一部の大都市、エリアでは不動産価格の上昇傾向が目立ち、物件取得が困難になってきている。

不動産を評価する側にある者として、利回りと成長率を的確に捉え、そして現実味を帯びたDCFシナリオにより適切にバリュエーションを行っていかねばならないところ、実務の現場においては、利回りの査定で単に取引利回りを追い掛けるだけのケースが多く、また「 R （還元利回り）＝ Y （割引率）－ g （成長率）」の関係、さらには復帰価格が購入価格を上回る関係を満たしていない等、評価の妥当性に疑問のあるものも見受けられる。不動産鑑定評価基準において「先走りがちな取引価格に対する有力な検証手段として、この手法（収益還元法）が活用されるべきである。」とあるが、積算価格を大きく上回る収益価格が特定価格として試算されるようにもなっており、80年代後半に取引価格を追い掛けてきたケースに似た感も覚える。2・3年前に「賃料は上がっていないため、当時のバブルとは様相が異なる。」という論調も一部で見受けられたが、今日のように空室率の低下、そしてオフィス賃料の上昇を結果として招いた状況からしても、やはりいつか来た道を再び辿っているようにも見える。

前FRB議長のアラン・グリーンスパン氏は、「市場には時に熱狂しては、自ら破裂するというリズムがある。～バブルは起きるものだ。～それを予測したり、正常な状況で取り除いたりするのは不可能なのだ。」と言っている。

果たして、現在の日本の不動産マーケットはバブルとなっているのか否か？バブルでないとすれば、一体どこまで行けるのか？…ということについて、このリサーチ・レポートで明らかにしていきたい。

（なお、分析対象は2007年9月までのデータに基づく。）

2. 「バブル」とは—これまでの研究

2.1 「バブル」とは

早稲田大学の野口悠紀雄教授によると、「バブル」とは「資産価格のうち経済の実体から離れて上昇した部分」「現実の資産価格のうち、ファンダメンタルズ（金利や収益など、経済の実体を反映する要因）で説明できない部分」をいう。

また、多摩大学の中谷巖学長によると、「経済の実体的な要因（ファンダメンタルズ）から大きく離れて、株価や地価などの資産価格が高騰する現象」をいい、「バブルは、株価や地価がファンダメンタルズとはかけ離れて上昇し続け、株や土地を購入することによってキャピタルゲインが得られると多くの人々が確信している状態が作り出すもの」とする。

一方、早稲田大学の川口有一郎教授によると、「ファンダメンタルズから離れたものというのでは不十分であり、これにモメンタムトレーディング（価格の上昇がさらにその価格の上昇をもたらし、そして価格が上昇から下落に反転すると、今後は価格の下落がさらにその価格の下落を導く）が加わったもの」とし、ファンダメンタルズから離れただけでは「ブーム」に過ぎない、とする。

ただ、エール大学のロバート・J・シラー教授は、「ブームとバブルの間に明確な線が引かれている訳ではない。」とも言っている。

このように、バブルか否かについては、新時代（new era）思考もあって明確に判別しづらい点もあるが、「ファンダメンタルズ」を的確に捉えることで、少なくともこの兆候は見て取れそうである。

効率的市場仮説によれば、ファンダメンタルズ価格は次のように表せる。

$$p = \frac{r}{i} \quad \dots (1)$$

ここで、 p は資産価格、 r は収益、 i は利子率を表す。即ち、収益還元法によりファンダメンタルズ価格は表せる。また、 i について「インカムゲイン＋キャピタルゲイン」とすると、ファンダメンタルズ価格は次のようにも表せる。

$$p = \frac{r}{r_f + \rho - g} \quad \dots (2)$$

ここで、 r_f はリスクフリーレート、 ρ はリスクプレミアム、 g は成長率（キャピタルゲイン率）を表す。

一般に、収益予想が上がれば上がるほど、また金利、リスクプレミアムが下がれば下がるほど、そしてキャピタルゲインに対する期待が高まれば高まるほど、資産価格は高くなる。

2.2 80年代後半バブルを振り返る

80年代後半の盛り上がりは経済実体の変化を反映したものではなかった。通常の財やサービスの価格は安定していたのに、資産価格だけが上昇したのが特徴であった。1985年には200兆円にも満たず名目GNPの50%程度に過ぎなかった株式時価総額が、1989年末には逆に名目GNPより50%も大きくなってしまった。地価はやや遅れて上昇をはじめたものの、大都市圏の上昇に限れば、地価上昇は株式の上昇に匹敵する激しいものであった。東京23区の土地の評価総額がアメリカ全体の土地の評価総額を上回るといったとんでもない現象が起こったのもこの頃である。

資産価格は、まずファンダメンタルズの変化によって変化する。もし、資産価格上昇がファンダメンタルズ要因の変化によるものなら、それは資源配分を適正化するために必要なシグナルと言える。80年代後半の日本では、超金融緩和と企業の「銀行離れ」の中で、銀行は融資先の確保に躍りとなっていた。融資対象についての厳格な審査を怠り、高収益をめざした融資競争に走ったことがバブルの原因だと指弾される。土地関連融資はさらに地方銀行へ波及し、89年に伸び率のピークを記録した。これは、地価高騰が地方都市に波及した過程と軌を一にしている。負債を増やして資産を増すという「両建て」的な資産運用がなされ、資産と負債がともに膨張していった。

ただ、80年代後半には、地価も株価についても、むしろバブルの存在を否定する見解が一般的だった。証券会社や不動産会社だけでなく、エコノミストの間でも、バブル否定論が強かった。地価や株価が急騰していく過程で、多くの人はそれがバブルによるものであることを認識していなかった。

「新しい時代へのパラダイムの転換が起こっているのだから、株価が上昇するのは当然だ。」

一方、地価上昇の初期に一般的だったのは、地価上昇は東京への一極集中や利子率の低下で説明できる、との見方である。つまり、地価上昇は、都市構造の変化や金融緩和というファンダメンタルズの変化によるものと考えられていた。「東京一極集中によって東京でオフィス用地が著しく不足する。」という予測が、東京圏の地価上昇を加速させたことは否定できない。

2.3 80年代後半バブル期と現在の比較

類似点	相違点
➤ 株式市場（REIT市場）の活況で資金コストが著しく低下したため、エクイティファイナンスによる資金調達が行われ、巨額の資金を資本市場から調達。	➤ 80年代後半バブルの頃は右肩上がりの土地神話に基づく土地の異常な価格高騰。／現在は土地・建物一体の複合不動産の価格高騰（一部で例外も）。

<ul style="list-style-type: none"> ➤ 地価上昇は地域的にも不均一なもので、大都市と地方圏、そして同一都市圏でも中心部と周辺部では、もともとの地価水準に差があったことに加え、上昇率の差が地価の格差をさらに広げた。 ➤ 80年代後半も超金融緩和期だった。公定歩合は、1987年2月には2.5%という当時としては史上最低の水準にまで低下した。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 80年代後半バブルの頃は取引事例比較法によるバリュエーション。／現在は収益還元法によるバリュエーション。 ➤ 現在、国と国との資金移動が自由になって、海外からも日本の不動産に対してファンドで何千億円単位のお金が入ってきている。
--	--

3. 株式市場にみるバブル

日経平均株価は、1989年12月29日に史上最高値となる38,915.87円を記録する(図1)。その後、金融引き締めに伴って株価は著しく下落。約15年にわたって低迷し続け、2003年4月28日には史上最高値から約8割下落した7,607.88円となる。そして、この2003年を底として現在は幾分盛り返し、2007年9月末で東証一部株式時価総額はバブル絶頂期に匹敵する500兆円を上回るまでになったものの、日経平均株価はバブル絶頂期と比較して約4割の水準にしか満たない。

ところで、これを欧米の株価指数と比較すると、面白い結果が得られた。日経平均株価のほか、ダウ工業平均、ナスダック総合指数(ともに米)、FTSE100(英)の1985年1月の指数を100として比較したものが図2である。これを見ると、日本の80年代後半のバブルは324.5と約3倍に跳ね上がったことであれほど懲りることになったものの、FTSE100が1999年12月に541.3、ダウ工業平均が2007年9月に1,079.9、そしてハイテク銘柄の多いナスダック総合指数については2000年2月のITバブル絶頂期に1,685.2にまで跳ね上がった。ナスダック総合指数についてはその後調整局面を迎え、現在ではダウ工業平均とほぼ同水準となっているが、それにしてもこれら欧米の株価指数と比較すると、日本の80年代後半バブルの山がいかにかわいらしく映る。

ところで、日本の上場不動産会社(三井不動産・三菱地所・住友不動産の3社)の株価に目を転じると、図3のとおり2007年前半に80年代後半バブル期を越える最高値を記録した。日経平均株価が史上最高値の4割水準である一方、大手3社の株価は当時を上回り、住友不動産についてはバブル絶頂期の2倍超となっている。これにより、現在の日本の不動産マーケットはバブルだと断定するのは早急に過ぎるが、過熱ぶりの一端を表してはいる。

4. 不動産市場にみるバブル

80年代後半、投機マネーは株式に向かうとともに、右肩上がりの土地神話を背景に不動産にも向かって行った。この時の地価上昇の原因として、次の3点が挙げられる。

- a. 東京への機能集中による商業地の需給逼迫
- b. 居住用財産の買い換え需要を通じた住宅地への波及
- c. 金融緩和

「バブル」というと、「地上げ」「土地転がし」といった言葉がまず思い浮かぶように、不動産に対するイメージの方が大きい。そして1990年3月27日、大蔵省(当時)が不動産向け融資の総量規制等の通達を発出し、日本のバブルは崩壊へと向かう。

4.1 地価の推移

表1・2は2007年の高順位公示価格をピーク時の1991年まで遡ったものである。選定替が結構行われたため、当時から継続しているものは住宅地で5ポイント、商業地で2ポイントのみとなっている。これによると、住宅地のトップである千代田-3(五番町)は当時から継続しているものの、2007年の価格はピーク時の約27%の水準となっている。一方、商業地については、上位で継続しているポイントがないものの、6位の千代田5-19(丸の内3丁目)をみると、1997年に底を打ち、その後横ばいから上昇傾向に転じた結果、2007年においてはピーク時の約55%の水準になった。とはいえ、まだ当時の約半値に過ぎないが、1位の中央5-22(銀座4丁目)については3,060万円/㎡と、ピーク時の1位である中央5-18(当時)の3,850万円/㎡の約8割の水準にまで達している。

公示地価から読み取るに、住宅地が低い水準、さらには商業地も一部を除きまだまだの水準と、かつてのバブル期とは様相が異なるようであるが、一部商業地については、かつてのバブル期の価格に匹敵しつつある。殊に、ゴールドマン・サックスが購入したTIFFANY銀座本店はこの公示地価の最高地点より200mほど北に位置し、基準地価の最高地点である中央5-13(2,530万円/㎡)の真向かいに位置するものの、入札という特殊条件も加わった5,400万円/㎡である。

4.2 不動産投資インデックスの推移

図4・5は住信基礎研究所による不動産投資インデックス(STIX)をグラフ化したものである。

(いずれも2005年までのデータ)

図4は都心3区の主要エリアについて、1975年の価格を100とした指数をグラフ化したものである。丸の内については2004年から80年代後半バブル期を上回る数値となっている。

図5は東京8エリア¹平均の総合収益率をインカム収益率とキャピタル収益率の2つの構成要素に分け、その推移を表したものである。インカム収益率は80年代半ばには小幅ながら低下傾向が続いたこともあったが概ね安定しており、1997年以降では5.0～6.2%と、より安定的に推移するようになった。一方、キャピタル収益率は90年代半ばまで大きな変動を示し、資産価値は80年代後半に大きく上昇したのち、90年代前半には大きく下落した。その後もキャピタルロス²の状況が2003年まで続いていたが、2004年にはプラスに転じ、2005年には+5.8%となって、インカムゲインと同水準のキャピタルゲインが発生している。不動産投資市場の整備などを通じ、好調な賃貸市場への期待感を反映して資産価値が高まりつつあるものと推察される。ここで注目すべきは、キャピタル収益率がインカム収益率を上回っている期間が1981～1989年までとなっている点である。都道府県地価調査において、都心三区の地価上昇率が1983年の段階で既に13.3%となっていたことから、この兆候をバブルのサインと捉えてよさそうである。

5. J-REITにみるバブル

2001年9月に第一号の2銘柄が東証に上場されてから6年余りが経過したJ-REITは、現在42銘柄、時価総額で約5兆円にまで発展した。

5.1 J-REITの指数にみるバブル(総論)

図6は東証REIT指数(配当込み)とその算出開始時の2003.3.31の指数を1,000とおいたTOPIXの推移を表したものである。相関係数は0.87と高い相関を示しているが、2006年の終わり頃より東証REIT指数がTOPIXを大幅に上回り始める。そして、2007年5月31日には算出開始以来最高値となる3,047.85(配当なし指数で2,612.98)を記録する。この主たる要因は外国人投資家の存在であるとされる。図7はJ-REITについての外国人買い越し額と東証REIT指数(配当込み)の推移を表したものである。2006年12月より外国人の買い越し額が一気に増加し、2007年2月には買い越し額が約1,400億円に上るまでになる。これを具体的に投資部門別の売買状況で見ると(図8)、東京証券取引所が統計を開始した2003年4月時点においては外国人の比率は約18%、金額で150億円に過ぎないが、2007年9月時点においてはその30倍弱の4,320億円と売買総額の半分を占めるまでに至っている。

このように、外国人投資家がJ-REITの高騰をもたらした張本人と捉えられるが、外国人投資家が日本への投資を加速している根底には、長期運用すべき年金資金の増大や原油高を追い風とした中東や北欧といった産油国の資金(オイルマネー)、新興国の外貨準備高の増加といった「世界的な運用資金の増加」とITバブル崩壊後のアメリカの金融緩和政策に端を発した世界的な低金利による「過剰流動性」が存在する。その

¹ 図4の6エリアに新宿区と渋谷区を加えた8エリア。

膨大な資金の流れの一部が、日本へも向かっていると考えられる。

次に、マーケットの需給が逼迫し、過熱感の著しいオフィスにターゲットを絞って追究してみる。図9は住信基礎研究所のJ-REITオフィスインデックスとその算出開始時の2001.9の指数を1,000とおいた米国のNAREIT Indexとの比較であるが、相関係数は0.95と非常に高い相関を示していることから、両者の線はほぼぴったりと同じ軌跡を辿っている。「アメリカがくしゃみをする」と日本が風邪をひく。」等とよく揶揄されるが、米国のREITとJ-REIT、とりわけオフィス特化型J-REITは全く連動していると言っても過言ではない。グローバルな投資マネーが各国の不動産市場に流れ込んでいる様子を如実に表している。そして、2006年12月にはJ-REITオフィスインデックスがNAREIT Indexを超える高い伸びを示して逆転し、2007年5月の最高値まで突き進んでいる。

ここで、NAREIT Indexについて、株価指数との比較をしてみたい。先のダウ工業平均とナスダック総合指数との推移を比較したものが図10である。統計の取れる1971.12の指数を100としたものであるが、NAREIT Indexの最高値となる2007年1月の数値は、ナスダック総合指数がITバブルで最高値となった2000年2月を超える水準となっている。よって、このNAREIT Indexに追随していったJ-REITオフィスインデックスも、サブプライム後の今となってはバブル的水準と見て取れそうである。

さらに、J-REITオフィスインデックスの算出開始時から史上最高値となる2007年5月31日までの期間について、日経平均株価が史上最高値となる1989年12月29日からその期間分遡った1984年4月11日を起算点として、その日の日経平均株価を1,000とおいたものと比較したのが図11である。これは即ち80年代後半バブル期の株価の異常な高騰と照らし合わせたものであるが、J-REITオフィスインデックスの上がり方はこの時期の日経平均株価とほぼ同じような右肩上がりで相関係数も0.94と高い相関を示しており、最高値を記録した時点においては日経平均株価の数値よりも約16%上回る結果となった。この点からもやはりJ-REITオフィスインデックスのバブル的高騰をみて取れる。

ここで、先のインカム収益率とキャピタル収益率との比較を行ってみる。やはり住信基礎研究所のJ-REITオフィスインデックスを用いて、月次の配当込みリターンから配当利回りを引いてキャピタル収益率を求め、これと配当利回りの推移を表したものが図12である。キャピタル収益率がインカム収益率を上回っている期間は、2004年3月と2006年11月～2007年3月の2度現れる。前者は2003年7月に解禁となったファンドオブファンズ(FOFs)効果で投資信託が増えている点も指摘できるが、3月のみ一時的にアップしているのも、おそらくはこの時の公示地価の発表にデフレ脱却の期待感が相当寄せられたものと推測される。一方、後者は先の外国人投資家の大幅な買い越しとほぼ時期が重なる。どちらも短期で終わったためブームとも見て取れるが、一時的にバブル的状况を醸し出していたことには相違ない。

さらに、住信基礎研究所の J-REIT オフィスインデックスを用いて、理論値と実際値について比較してみたい。理論値については、次の式により求めることにする。

$$\text{理論値} = \text{配当込み指数} \times \text{予想配当利回り} \div 5\% \quad \dots (3)$$

この理論値はいわゆる「ファンダメンタル・バリュウ」を表すものであり、5%というのは「PER(株価収益率: Price Earnings Ratio) 20 倍の逆数=益回り 5%」を基準として採用する。これによる理論値と実際値(配当込み指数)の推移を表したものが図 13 である。理論値は緩やかに上昇しているものの、実際値は 2003 年に入る頃より理論値から乖離し始め、2006 年の終わり頃からは大幅に乖離する。ファンダメンタルズとはかけ離れて上昇し続けている様子がよく伺える。

5.2 J-REITの株価にみるバブル(各論 1)

次に、J-REIT について、銘柄別にファンダメンタルズを追っていく。

(対象は、野村レジまでの 41 銘柄)

5.2.1 簡易 NAV による株式価値のファンダメンタルズ

まず、簡易 NAV(純資産価値: Net Asset Value) に対する実際株価(2007 年 9 月末終値)の水準をみたものが図 14 である。森トラスト R の 101.4%を筆頭に、エクセレントの 65.4%、ビルファンドの 60.4%、ジャパン RE の 55.3%と高いプレミアムとなっている銘柄のほか 23 銘柄がプラスとなっている。一方、プロレジ RE の-24.5%、ジョイント R の-23.2%、東京グリートの-14.8%、Jホテル R の-13.2%、ラサール J(旧イーアセット)の-11.9%とマイナスとなっている銘柄も 14 銘柄を数え、これらは負け組と言われているものが概ね該当する。しかし、理論的には J-REIT 投資口価格は 1 口当たりの NAV に等しいため、大半の銘柄がマネジメント能力として過大評価されていることになる。

5.2.2 ゴードンモデルによる株式価値のファンダメンタルズ

次に、ゴードンモデル(定率成長型モデル)により各銘柄の理論株価を算出し、それと実際株価(2007 年 9 月末終値)との乖離をみる。

ゴードンモデルによる理論株価 V は、次の算式により求められる。

$$V = \frac{D_1}{k - g} \quad \dots (4)$$

ここで、 D_1 は来期配当、 k は株主資本利益率、 g は成長率を表す。

本件において、 D_1 は直近の実績と来期の予想を足したものを採用し、 g はサステイナブル成長率²を採用することにする。また、 k は CAPM(資本資産評価モデ

² ROE×内部留保率。ここで内部留保率(1-配当性向)については、J-REIT では導管性要件によりほぼ全額が配当に回ってしまうため、「減価償却費÷(当期純利益+減価償却費)」として求める。

ル: Capital Asset Pricing Model) により求めるが、マーケットリスクプレミアムは 4.5%、 β 値はAMSUSによる対TOPIX β 値(120 日) を採用する。これにより求められた理論株価に対する実際株価の乖離率を表したものが図 15 である。マイナスの値は理論株価の方が上回っている銘柄であるが、スターツプロ(-73.3%)、LCP (-56.9%)、リプラスR(-53.2%)、東京Gリート(-52.3%)等、こちらも概して負け組と言われている銘柄が多い。一方、実際株価の方が上回っている銘柄は、ビルファンドの 181.8%を筆頭に、Jプライムの 172.1%、東急REの 138.5%、森トラスト Rの 135.3%、野村オフィスの 106.8%と半数以上の 22 銘柄が理論株価を上回っている。 β 値の取り方で左右はされるものの、些かJ-REIT株価の過熱感が伺える。

5.3 J-REITの保有資産にみるバブル(各論2)

5.3.1 還元利回りと ROIC・WACC

企業価値は、

- ・ ROIC(投下資産利益率: Return On Invested Capital) が WACC(有利子負債・株主資本の税引後加重平均コスト: Weighted Average Cost of Capital) をどの程度上回るリターンを上げられるか
- ・ どれだけ成長できるか

という 2 つのドライバーによって決まる。高リターンと高成長が、キャッシュフローを潤沢に生み出し、企業価値を創造するのである。

不動産ビジネスや実物不動産そのものを評価することも、企業を評価することも本質的に変わりはない。共に資本を投下することによってキャッシュフローを生み出す存在であり、その価値は将来キャッシュフローの現在価値で測られる。そして、不動産評価における ROIC は還元利回り(キャップレート)として表される。

ところで、不動産鑑定評価基準によると、還元利回りを求める方法の例示として、次の 4 つが挙げられている。

- (ア) 類似の不動産の取引事例との比較から求める方法
- (イ) 借入金と自己資金に係る還元利回りから求める方法
- (ウ) 土地と建物に係る還元利回りから求める方法
- (エ) 割引率との関係から求める方法

このうち、実務でよく使われているのは(ア)であるが、(ア)を求める上で私の事務所の WEB(www.yamaguchi-rea.co.jp) に掲載している「J-REIT 保有資産利回り」を評価機関の多くが参照しているという話を聞いたことがある。このように、利回りを求める場合に近く の物件から持ってくるやり方にも頼っていると、再びいつか来た道を辿ることになりかねない。

そこで、本項においては、まず J-REIT の WACC を求め、これに流動性リスクを加味した実物不動産向けの WACC を判定し、最終的に各銘柄が保有する資産の NOI 利回り(キャップレートと同じ概念)がこの WACC を下回っていないかどうか調べる。

5.3.2 J-REIT の WACC

オフィス特化型と住宅特化型とに分けて算定する。なお、負債コストと株主資本コストについては、それぞれ次のとおり算定する。

負債コスト	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 直近 1 年以内に発行された投資法人債利息を用いて、格付け別に利回り曲線(2 次近似) を求める。 ➤ 得られた回帰式より、10 年の場合の利息をそれぞれ求める。 ➤ 格付け別に求められた負債コストを採用する。なお、格付けを取得していない銘柄については、A3 の負債コストを採用する。 ➤ オフィス特化型と住宅特化型とで、それぞれの平均値を採用する。
株主資本コスト	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CAPM により求める。なお、β 値については、Bloomberg 社の修正方法に倣い、住信基礎研究所の STBRI J-REIT Index のオフィスと住宅の配当込みのリターン(月次) をそれぞれ回帰分析して得られる無修正 β 値と 1 を 2 対 1 の比率で加重平均したものを修正 β 値として採用する。
資本構成	<ul style="list-style-type: none"> ➤ オフィス特化型と住宅特化型とで、それぞれの平均値を採用する。

これにより、マーケットリスクプレミアムを 4.0~6.5%とした場合、WACC のレンジとして、

オフィス特化型	3.2~4.0%
住宅特化型	3.0~3.6%

という数値がそれぞれ得られた。

5.3.3 WACC を下回る NOI 利回り

以上はあくまで J-REIT の WACC であるため、実物不動産投資に当たっては流動性リスクを加味し、最終的に「4%」を切るものについて、ファンダメンタルズ

を超えた「バブル」と判定する。財団法人日本不動産研究所による不動産投資家調査をみても、期待利回りが2006年4月時点より4.0%で留まっているのは、この辺を意識してのことなのかもしれない。

この基準により、NOI利回りが4%を割り込んでいるものについてピックアップしたものが表3になり、全対象資産(直近の半期全期間運用している1,265資産。野村レジは期間が変則的であるため除く。)の1割弱の116資産に上る。中には1%を切る資産も見られる。また、これらは本来キャップレートとイコールとなるはずであるが、差をみると概してマイナスの値を示している。即ち、現在の鑑定評価額からみて1%や2%の水準のNOIしか得られていないのに、評価に当たって賃料や空室率の見積もりを甘くしている点が伺われる。

6. おわりに

日本の不動産市場は、これまでのような国内限定の独立した市場ではなく、内外の株式・債券市場や不動産市場とも連動する世界市場の一部へと急速な変化をみせている。その結果、流動性が向上する一方で、不動産市場と直接関係のないイベントが引き金となって変動が生じる可能性が出てくる。このような動きがJ-REIT市場に波及して、日本の不動産市場も影響を受ける可能性を想定しておくことが必要である。

そして、史上空前の低金利の下にグローバルな投機マネーは日本の不動産マーケットに代わり新たな投資先を模索しており、2008年に入ってから原油や商品の価格が高騰し始めている。米国の信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題を契機として逃避していったマネーはやはり投機的なものであった。

日本の不動産市場は、全体で見ればバブルというべき状況にないものの、個別物件ごとに見れば、都区部を中心に一部でキャップレート(NOI利回り)がWACCの4%を割り込んでいるものもあり、バブル期並みに高値となっているものも散見される。殊に、最近の不動産売買では入札形式を取るケースが増えており、これがファンダメンタルズを超えた価格をもたらす元凶となっている点が伺える。

歴史上、世界三大バブルと言われるオランダのチューリップ・マニア(1634-1637)、フランスのミシシッピーバブル(1719-1720)及びイギリスの南海バブル(1720)のいずれにおいても、コール・オプションやストック・オプションといった「金融スキーム」が背後で煽ってきた点は否めない。現代の状況を後世において「サブプライム・バブル」として世界四大バブルとされるなら、今回は「証券化」の金融スキームが槍玉に挙げられることになろう。証券化はバブル崩壊後の日本の不動産市場の特効薬であったとともに、用法容量を誤ると大きな副作用ももたらしかねない。

「ミドルリスク・ミドルリターン」のインカム目当ての商品として始まったJ-REITは、外国人投資家を中心とした投機マネーにより、いつしか「ミドルリスク・ハイリターン」のキャピタル目当ての商品と化してはいなかったか。土地基本法の第4条に「土地は、

投機的取引の対象とされてはならない。」とあるが、根拠なき熱狂とまでいかずとも、ここでサブプライムローン問題によりブレーキが掛かったことは、ある種神の啓示であるのかもしれない。

評価サイドにいる者として、単に取引利回りを追いかけるだけの査定に終始せず、不動産のリスク・リターンを明らかにし、各種金融関連指標との関連も絡めた WACC を見据え、ブームやバブルに惑わされることなく的確にファンダメンタルズを捉え、そしてより客観的に不動産のバリュエーションを行っていく姿勢を、鑑定業界全体に今後啓蒙していきたいと考える。

以上

引用文献

- 株式会社住信基礎研究所編 [2006], 「キャップレートは賃貸市場の動向を反映しているか～オフィスビル市場を例に～」『リサーチカフェ』(住友信託銀行情報コラム) no.85.
- 株式会社住信基礎研究所編 [2007], 「住友信託 不動産投資インデックス [STIX]」『リサーチカフェ』(住友信託銀行情報コラム) no.87.
- 株式会社住信基礎研究所編 [2007], 「外国人投資家の日本の不動産市場への投資増加の背景」『リサーチカフェ』(住友信託銀行情報コラム) no.88.
- 財団法人日本不動産研究所投資不動産評価研究会編 [2000], 『投資不動産の分析と評価』東洋経済新報社.
- 社団法人不動産証券化協会 [2005], 『実務演習 不動産証券化商品分析』社団法人不動産証券化協会.
- ロバート・J・シラー [2001], 『投機バブル 根拠なき熱狂 —アメリカ株式市場, 暴落の必然』ダイヤモンド社.
- ロバート・J・シラー [2007], 「不動産等の市場についての行動ファイナンスのインプリケーション」『証券アナリストジャーナル』45(12), 133-149.
- 中谷巖 [1993], 『入門マクロ経済学 第3版』日本評論社.
- 野口悠紀雄 [1992], 『バブルの経済学 —日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社.
- 本田俊毅 [2005], 『企業価値評価と意思決定 —バリュエーションからリアルオプションまで』東洋経済新報社.
- マッキンゼー・アンド・カンパニー, ティム・コラー, マーク・フーカート, デビッド・ウェッセルズ [2006], 『企業価値評価 第4版 —バリュエーション: 価値創造の理論と実践』ダイヤモンド社.
- みずほ総合研究所 [2007], 「最近の不動産市場の動向について～都心部の不動産市場は一部にバブル的な側面も～」『みずほレポート』.
- 村松岐夫, 奥野正寛編 [2002], 『平成バブルの研究』東洋経済新報社.

図1 日経平均株価の推移 (1985.1 ~ 2007.9)



図2 日・米・英 株価指数の推移 (1985.1 = 100)

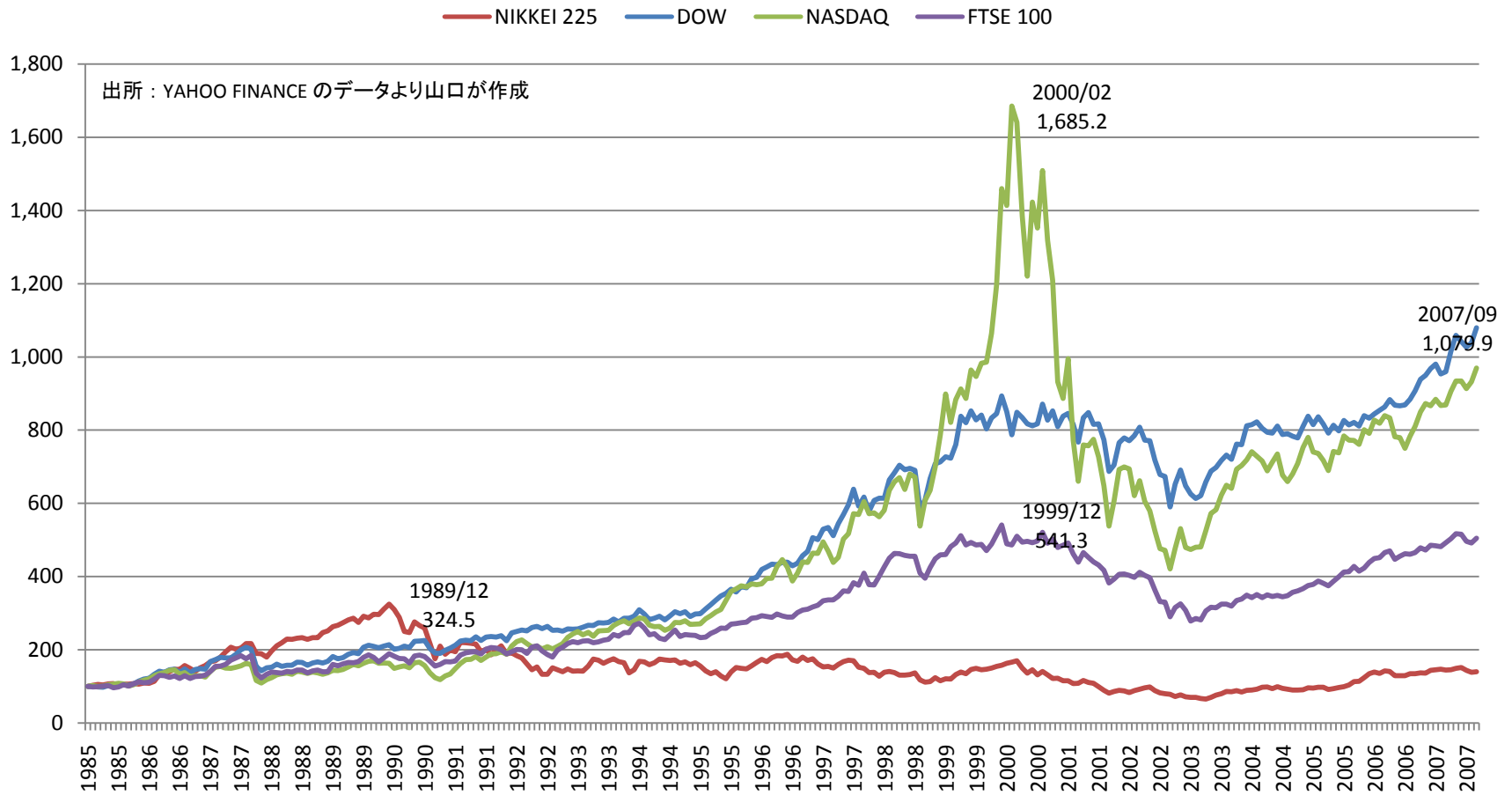


図3 上場不動産会社 株価の推移 (1985.1 ~ 2007.9)

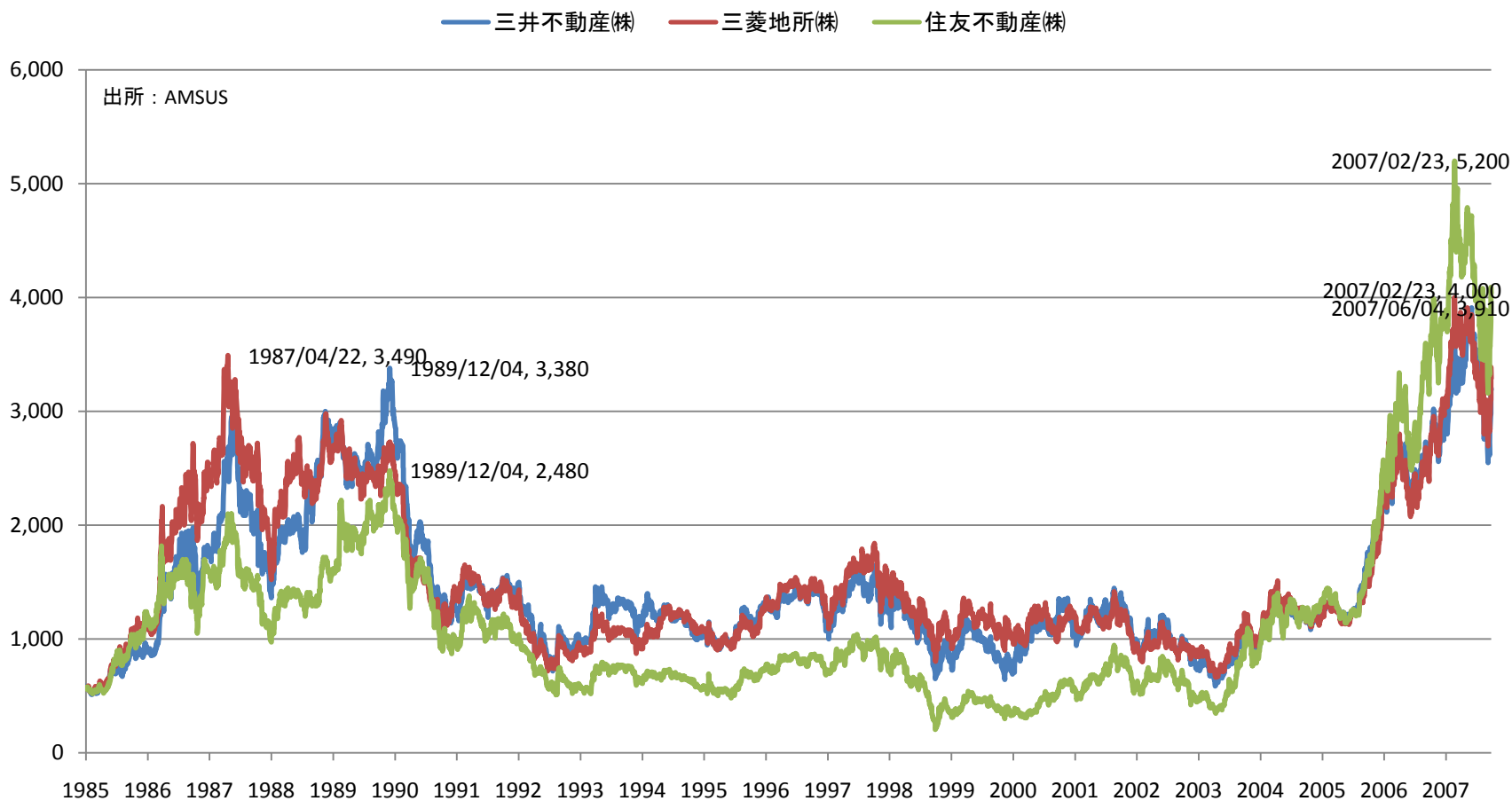


図4 不動産指数の推移 (1975 = 100)

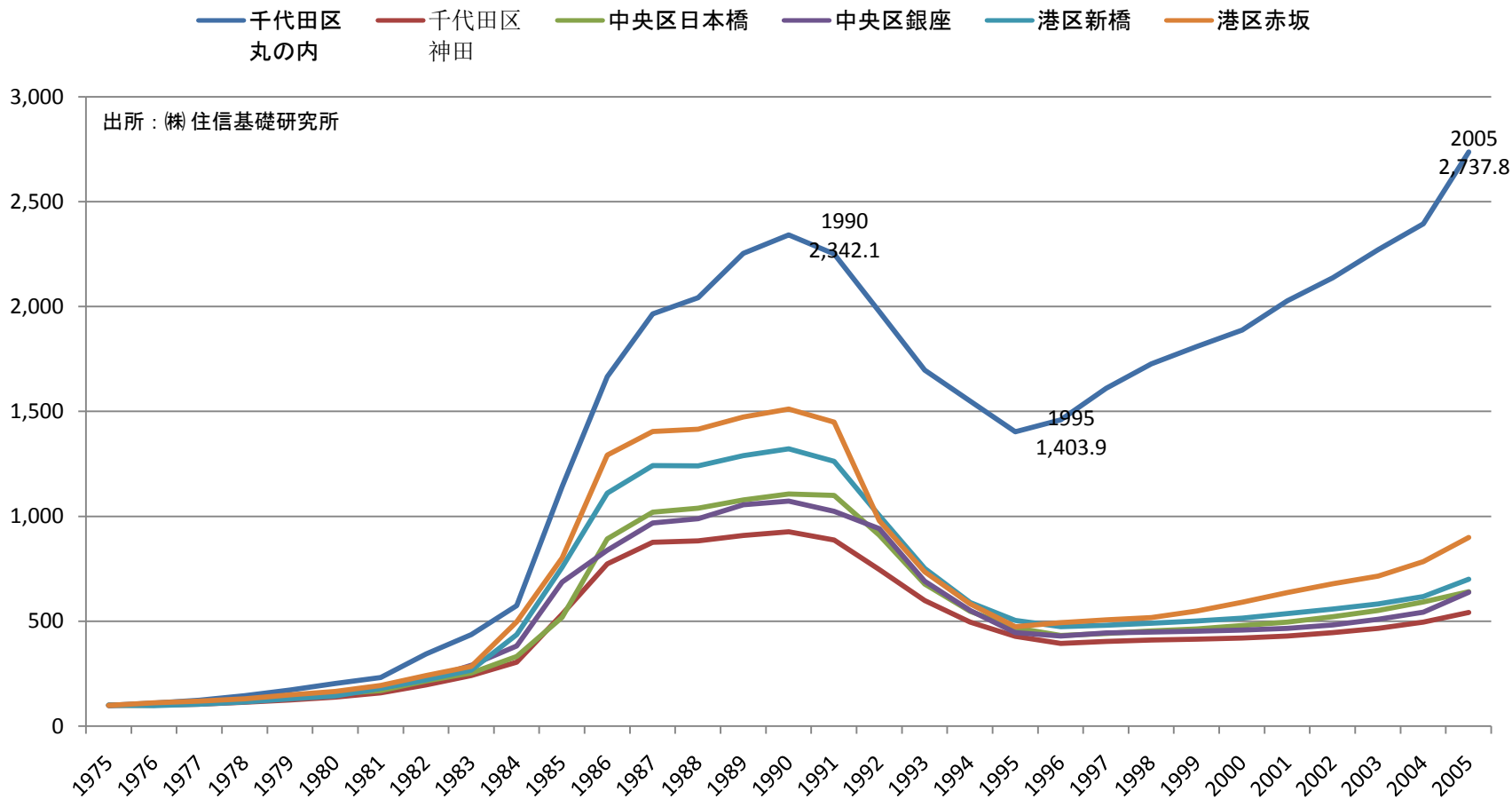


図5 インカム収益率とキャピタル収益率の推移（1976～2005）

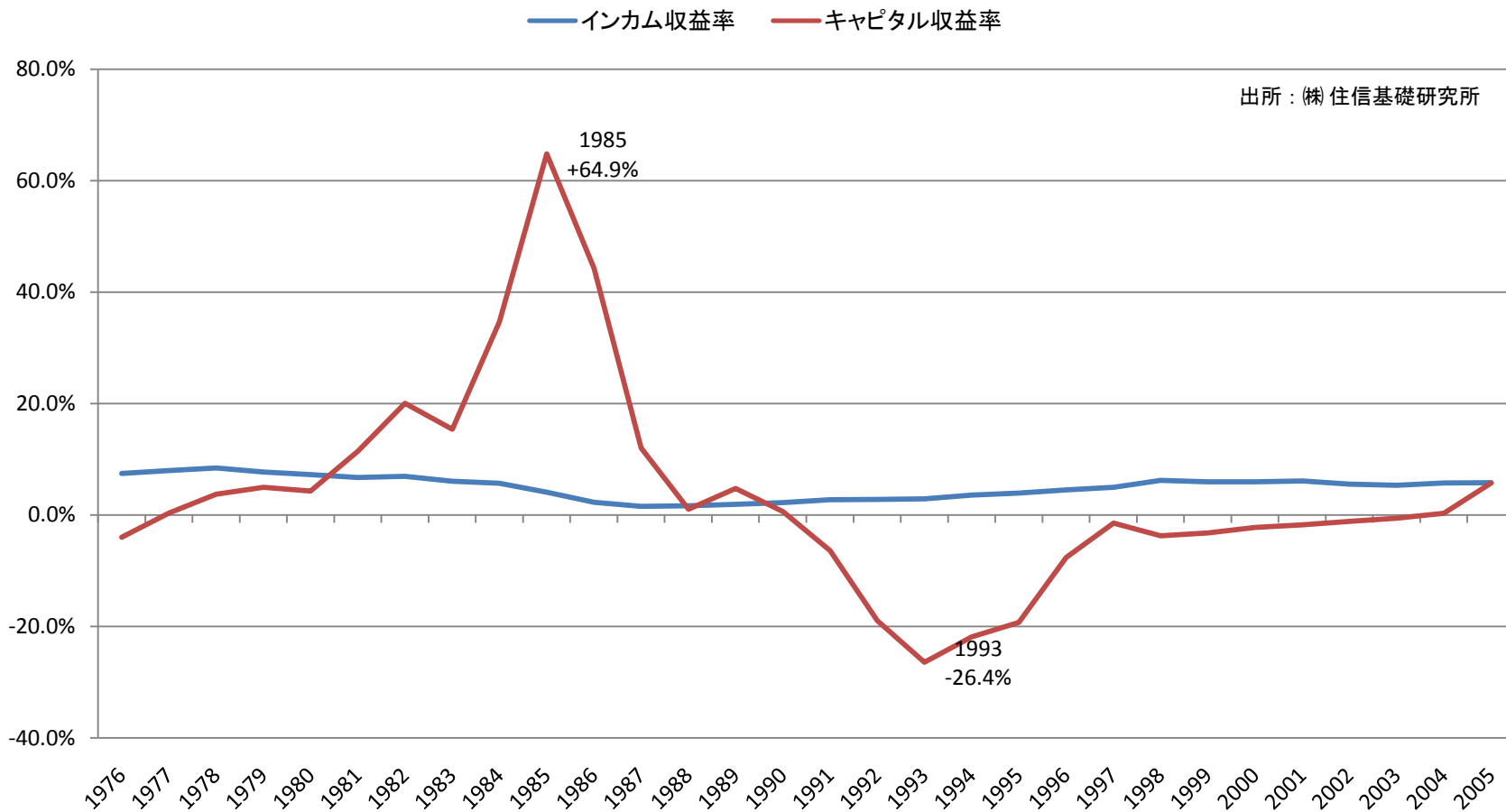


図6 東証REIT指数(配当込み)とTOPIXの推移 (2003.3.31 = 1,000)

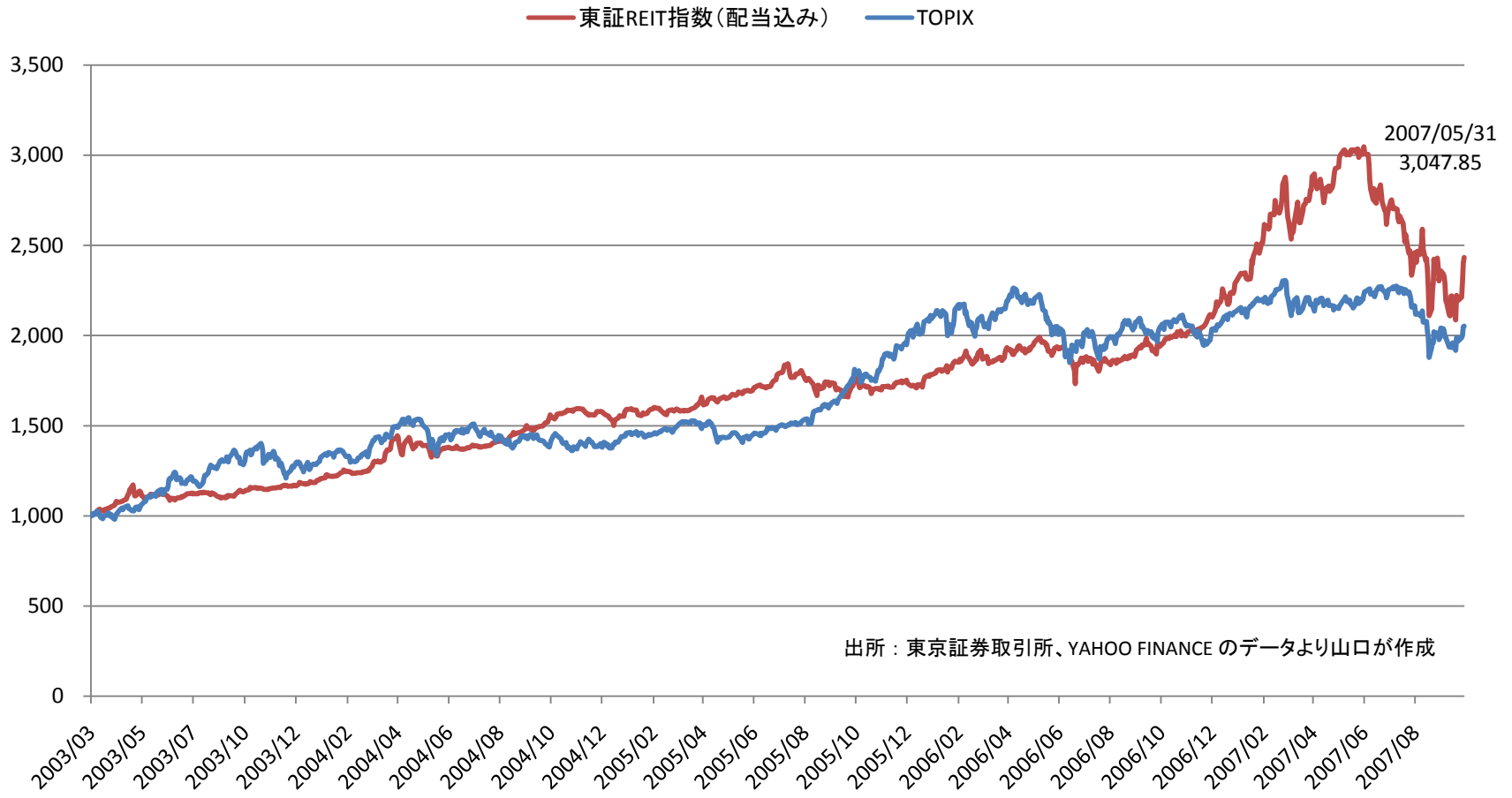


図7 外国人買い越し額と東証REIT指数 (配当込み)の推移

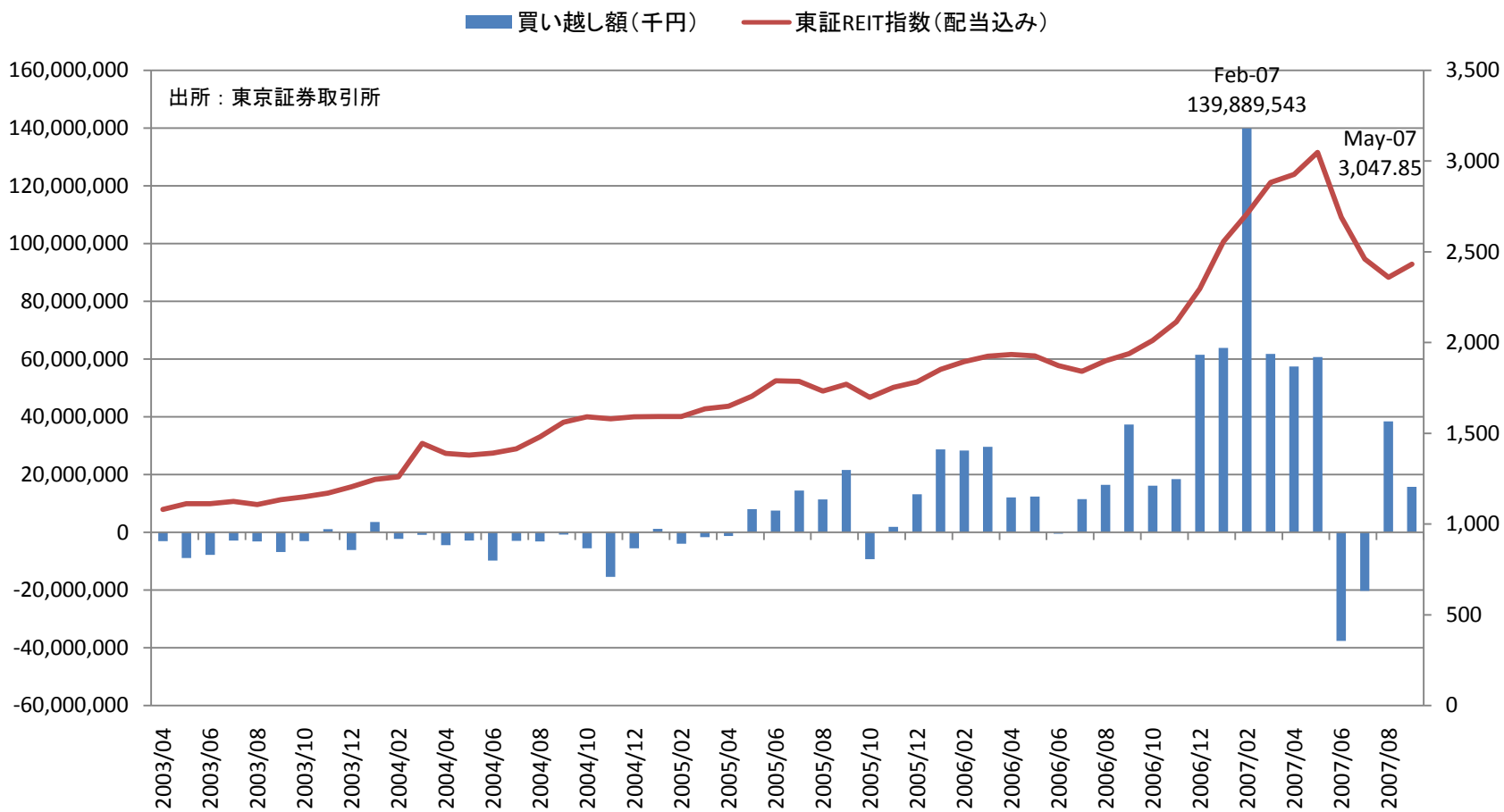
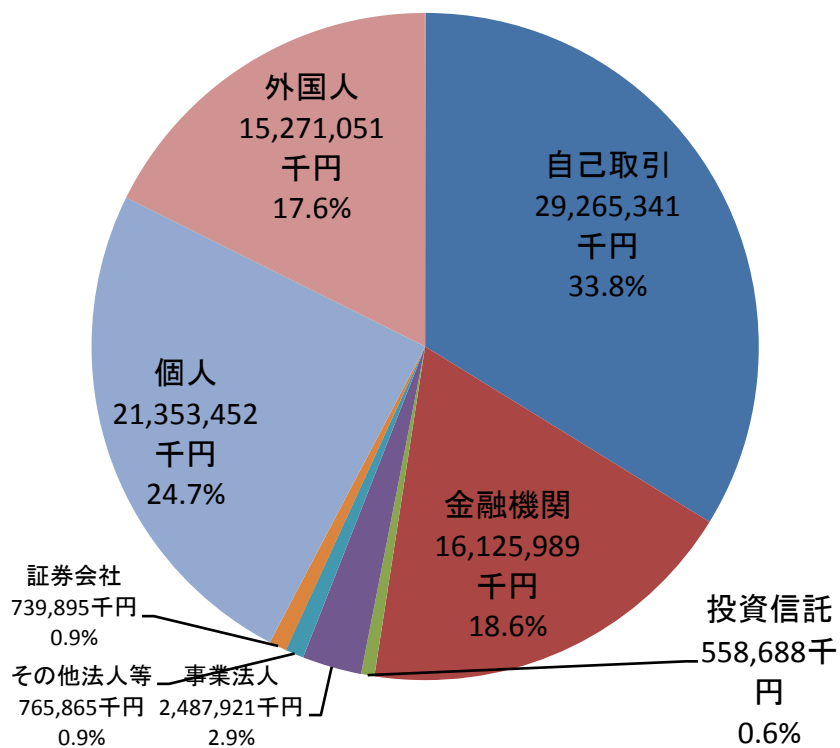


図8 投資部門別 J-REIT売買状況

2003.4



2007.9

出所：東京証券取引所

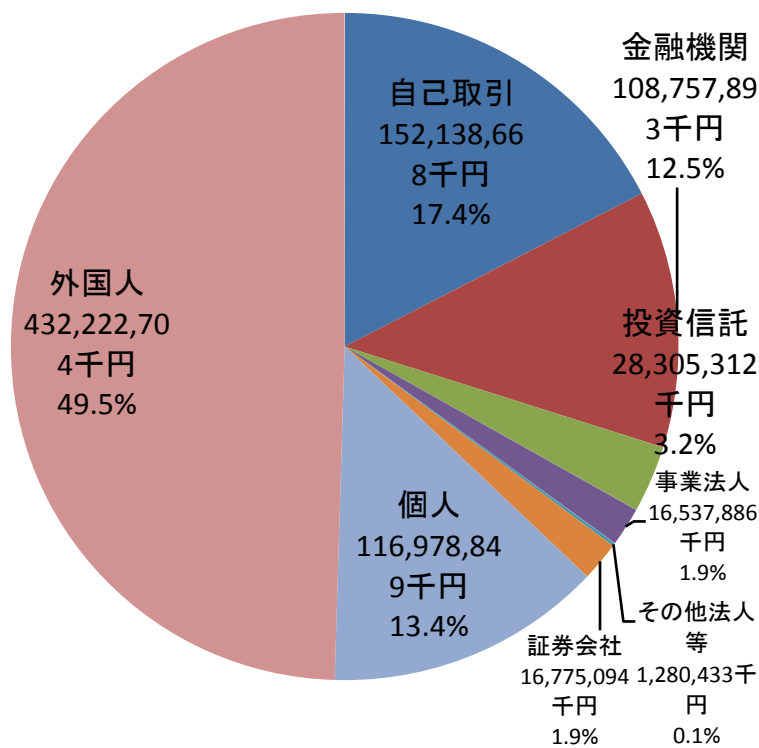


図9 STBRI J-REIT オフィスインデックス(配当込み)と FTSE NAREIT US Real Estate Index の推移 (2001.9 = 1,000)

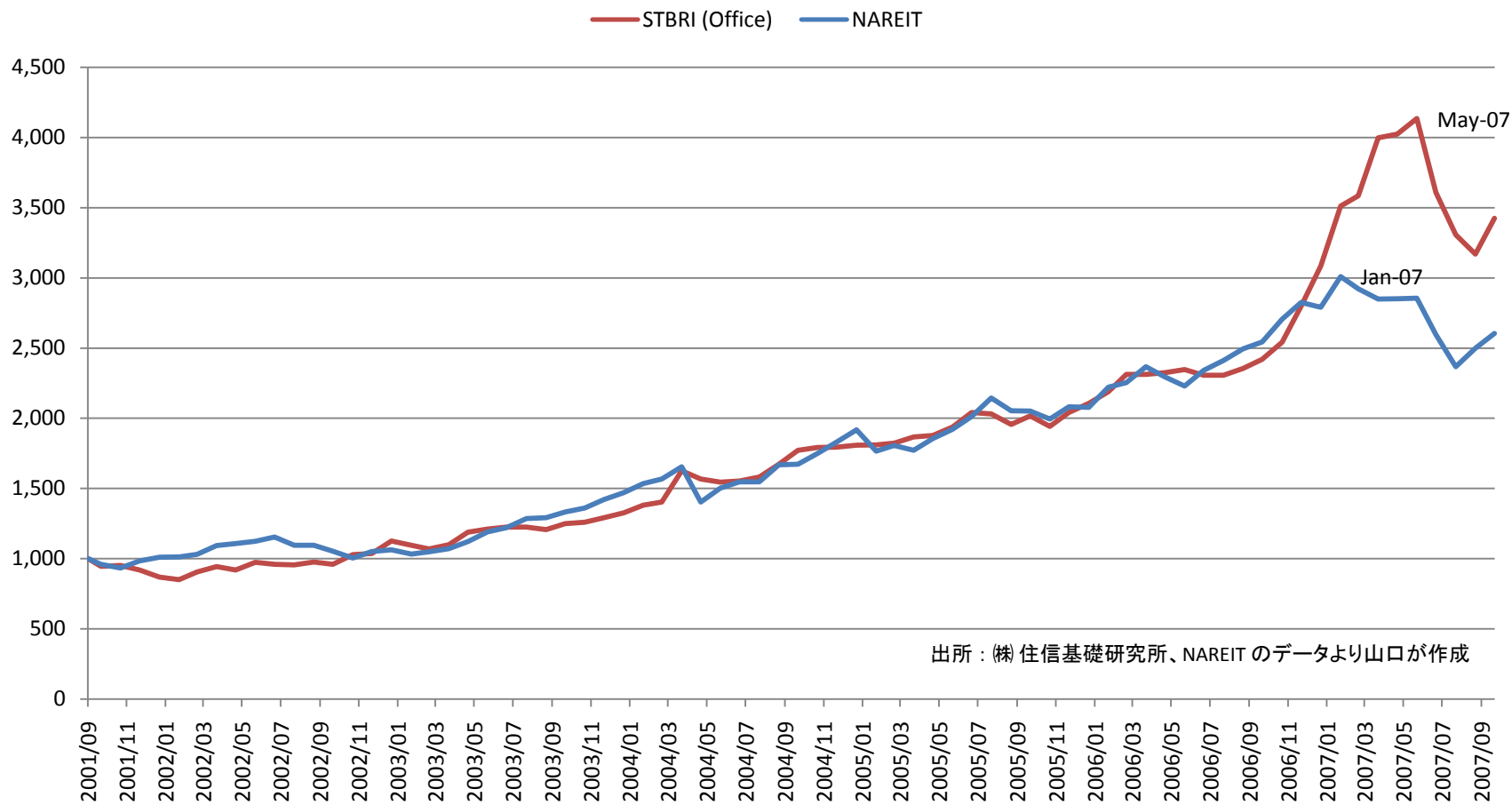


図10 FTSE NAREIT US Real Estate Index と米国株価指数の推移 (1971.12 = 100)

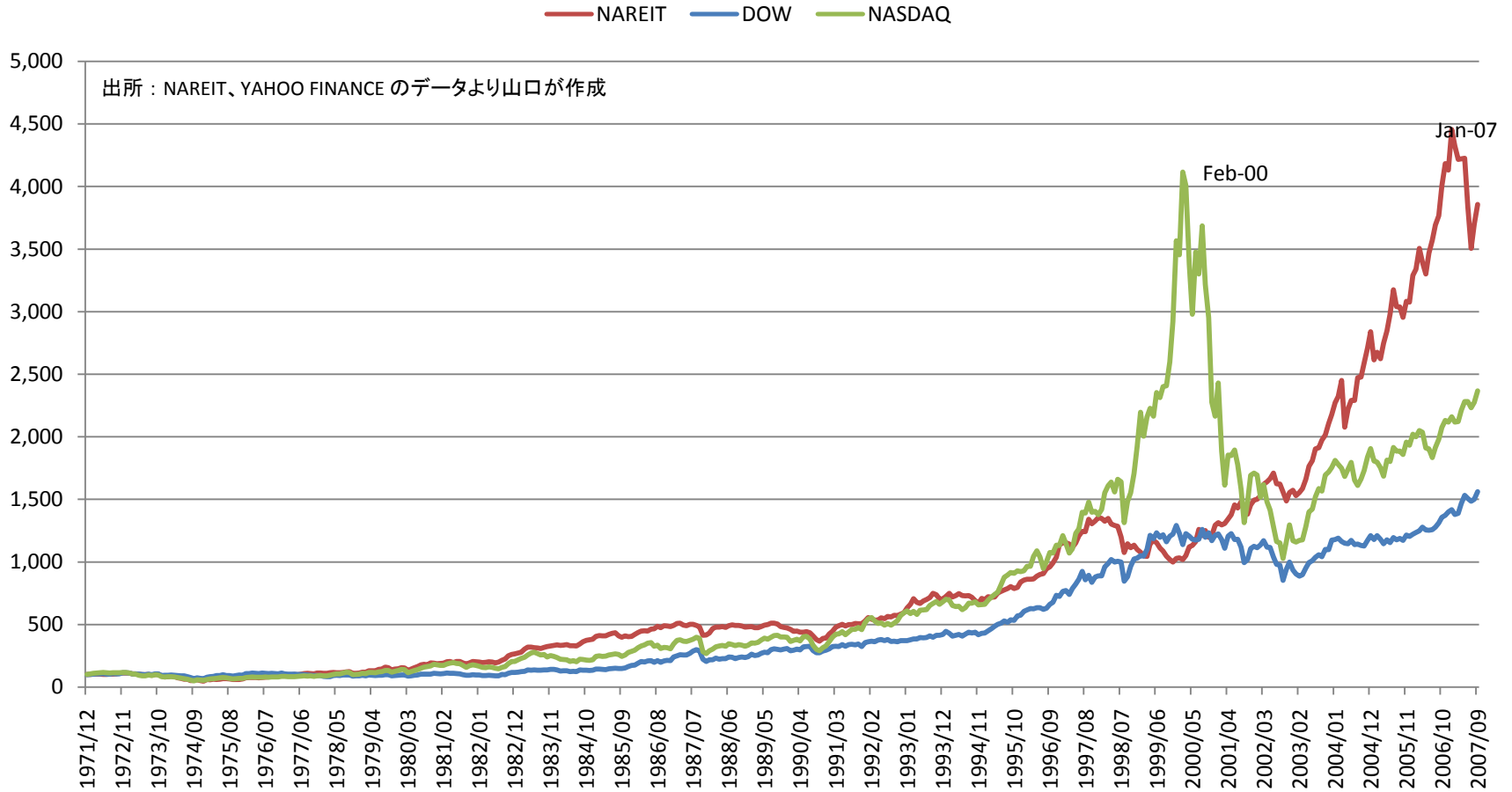


図11 STBRI J-REIT オフィスインデックス(配当込み)と 日経平均株価 史上最高値までの推移

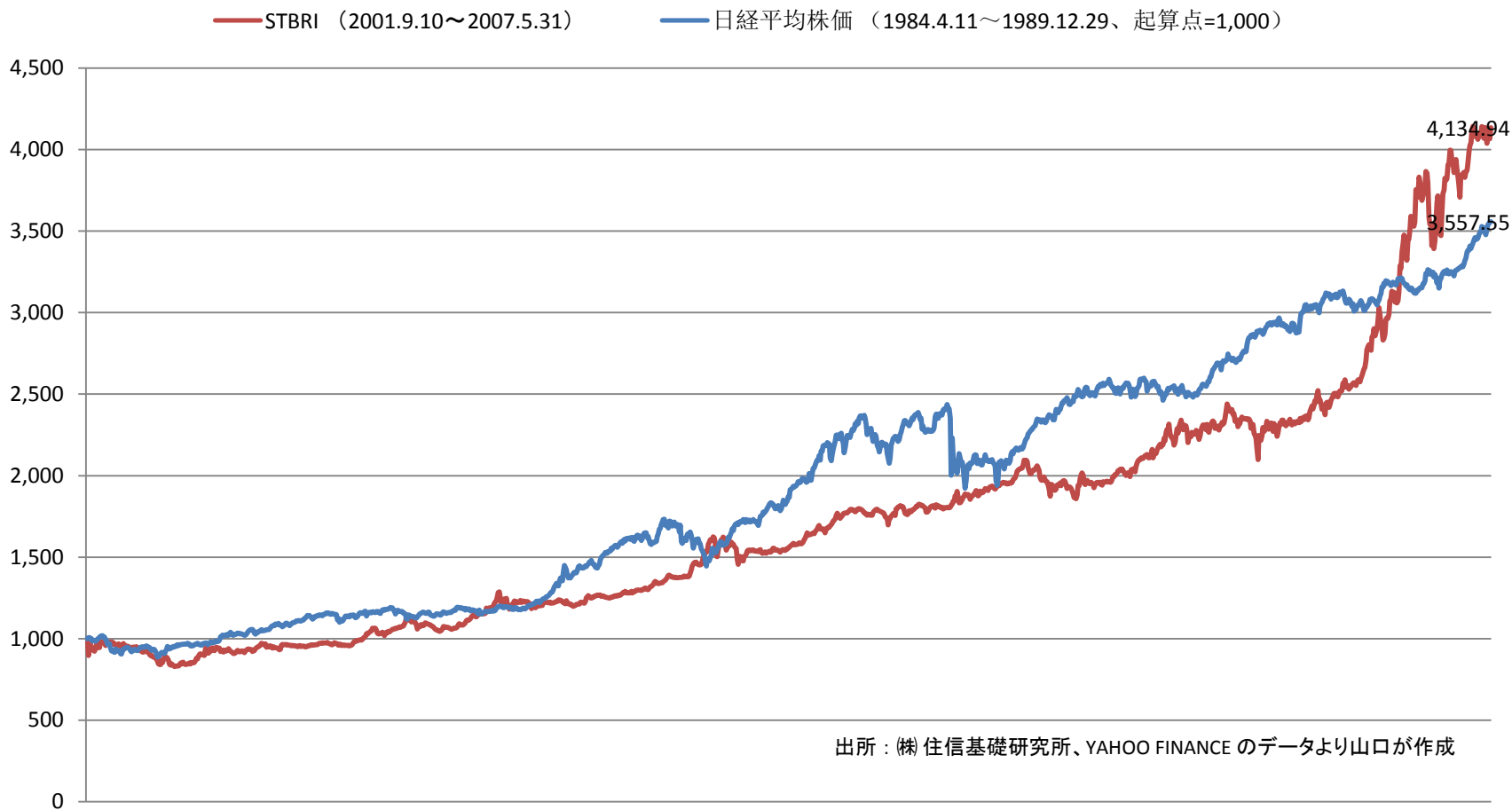


図12 オフィス特化型J-REITのインカム収益率とキャピタル収益率の推移

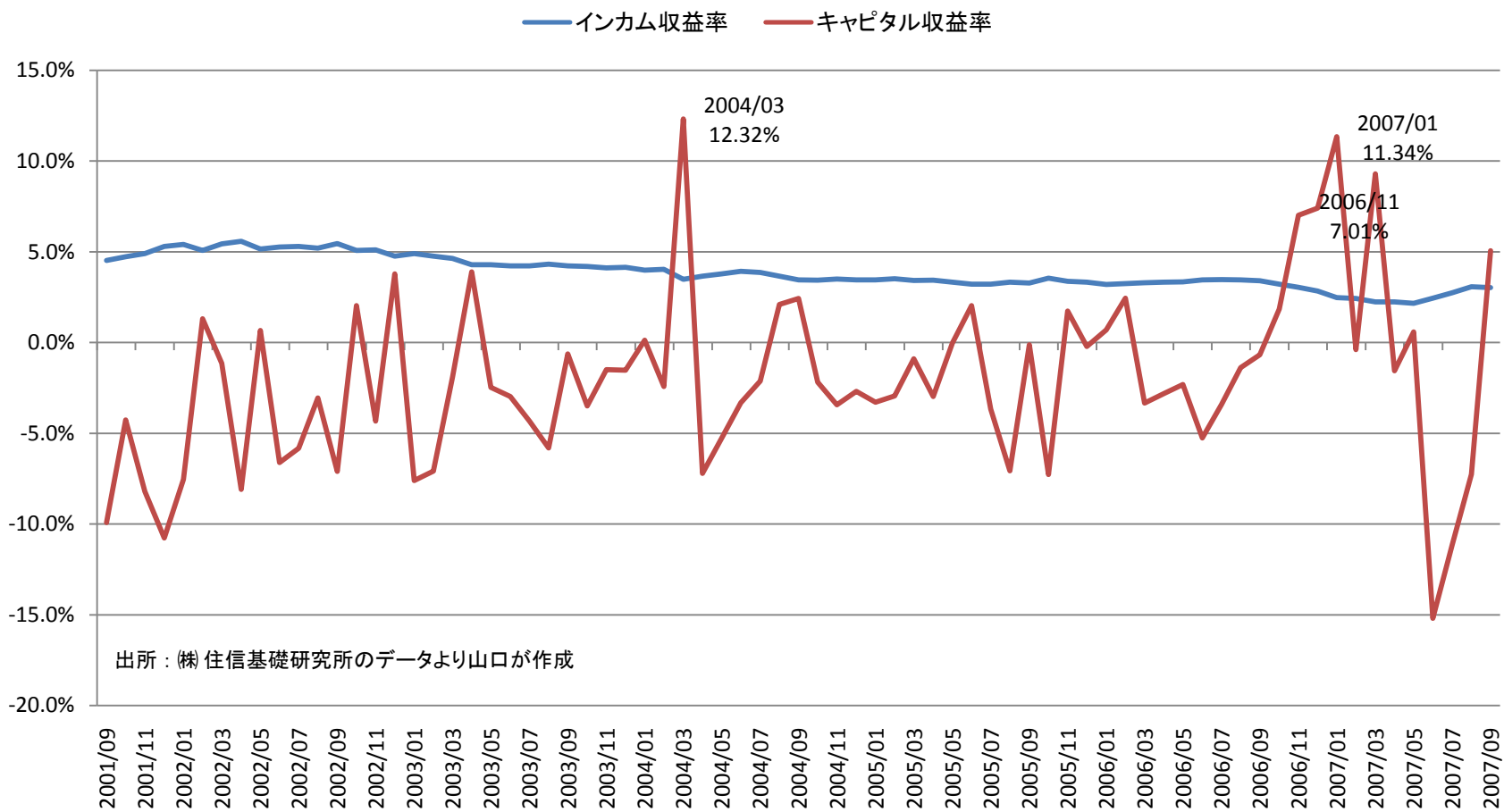


図13 STBRI J-REIT オフィスインデックス 実際値と理論値の推移

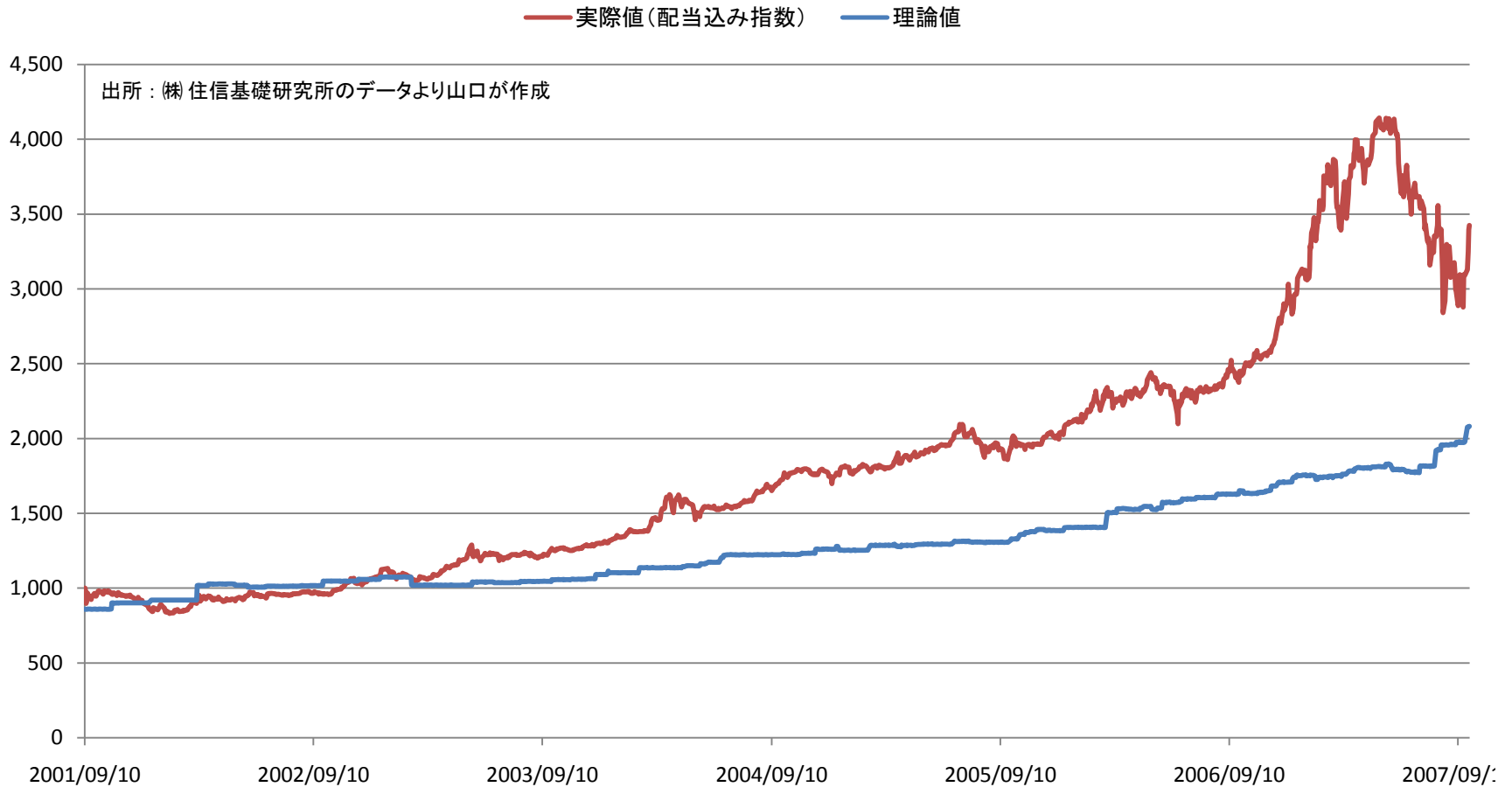


図14 簡易NAV に対する J-REIT株価 (2007.9.28 終値) のプレミアム

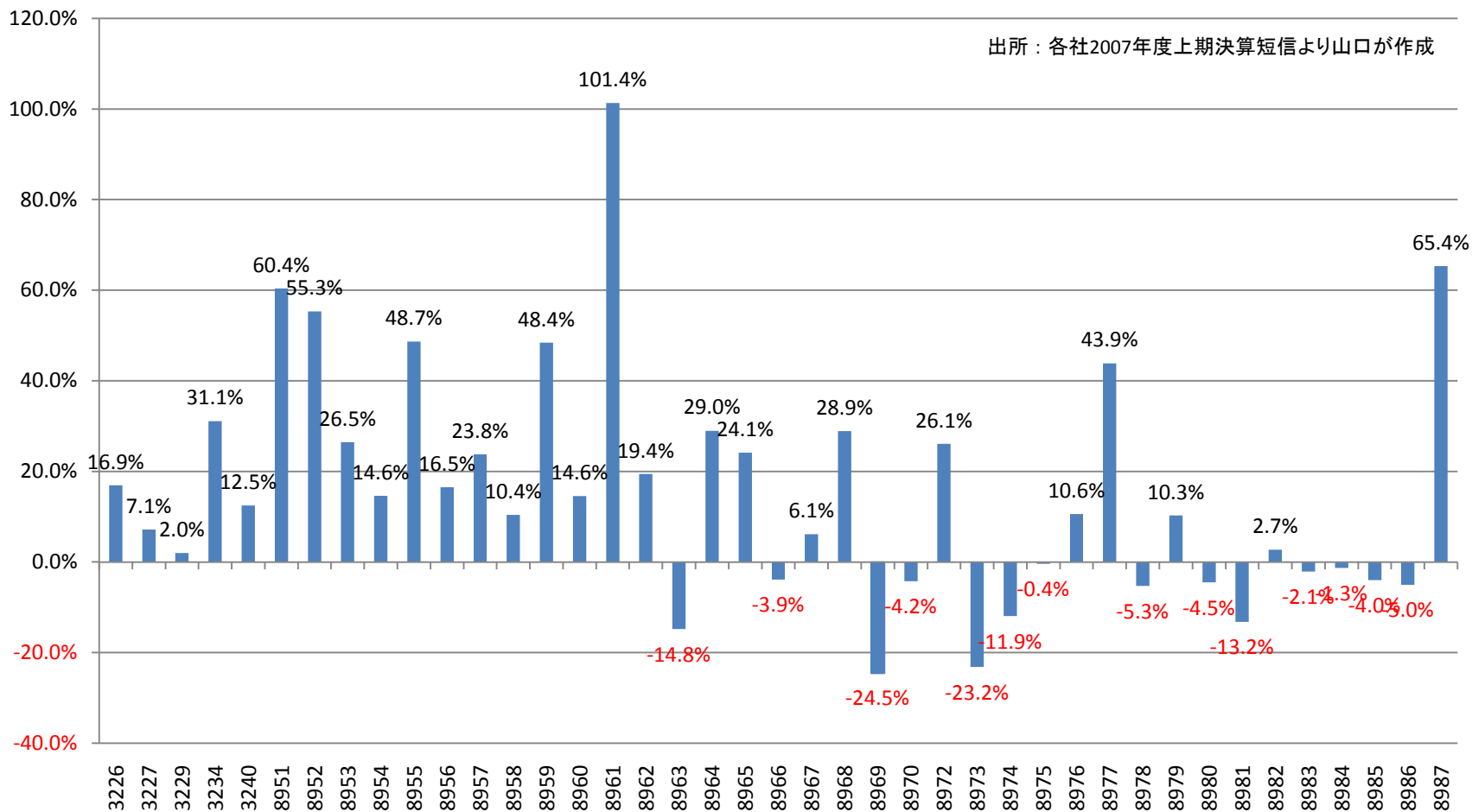


図15 ゴードンモデル(定率成長型モデル)による理論株価との乖離率 (実際株価 = 2007.9.28 終値)

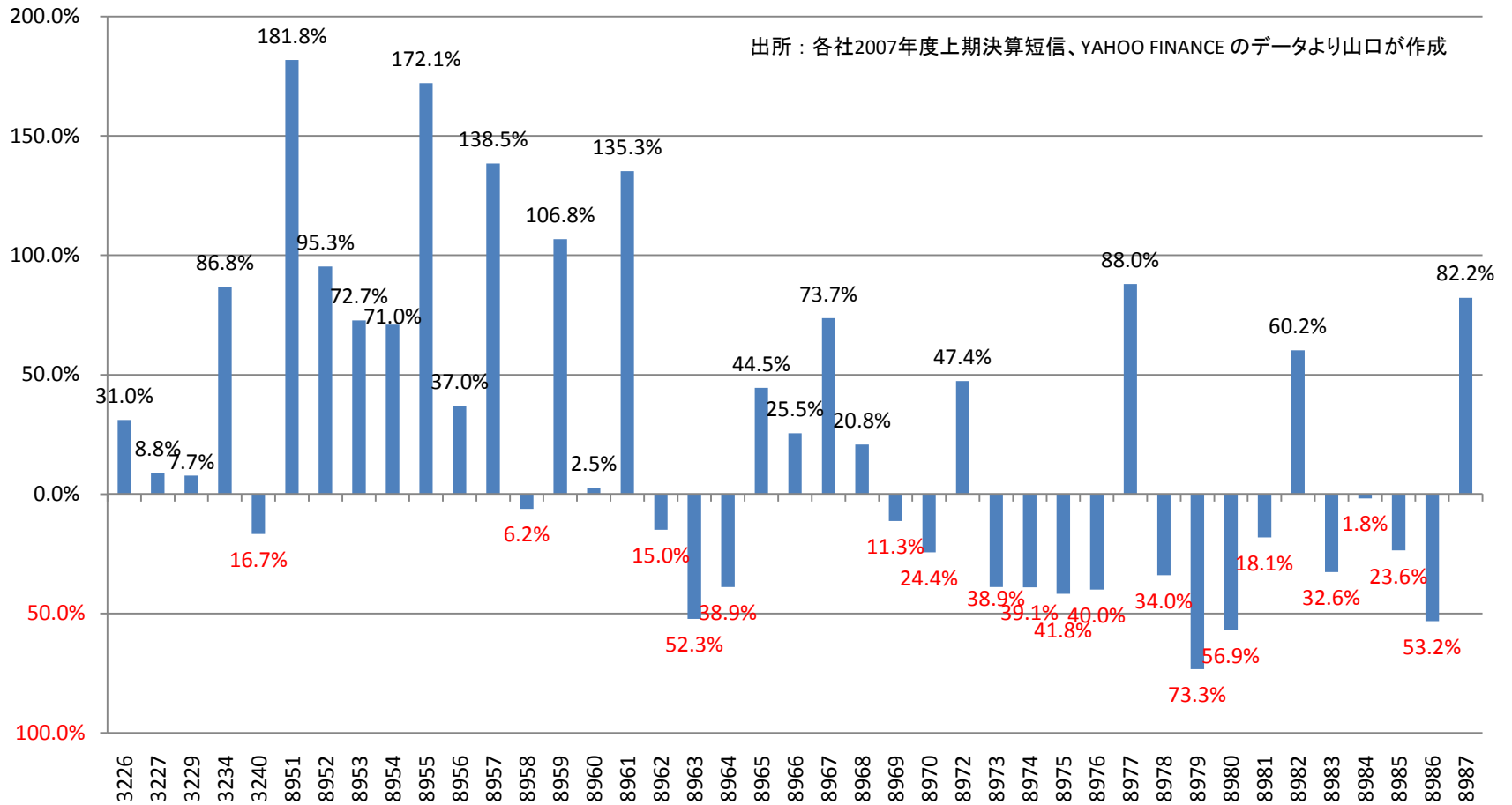


表1 2007高順位公示価格の推移（全国・住宅地）

単位：円/m²

2007順位	標準地番号	標準地の所在	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	千代田-3	千代田区五番町12番6	10,600,000 (±0%)	9,540,000 (-10.0%)	7,310,000 (-23.4%)	5,250,000 (-28.2%)	3,800,000 (-27.6%)	3,040,000 (-20.0%)	2,400,000 (-21.1%)	2,300,000 (-4.2%)	2,200,000 (-4.3%)	2,140,000 (-2.7%)	2,140,000 (±0%)	2,140,000 (±0%)	2,140,000 (±0%)	2,200,000 (+2.8%)	2,300,000 (+4.5%)	2,500,000 (+8.7%)	2,900,000 (+16.0%)
2	港-22	港区赤坂1丁目1424番1外 「赤坂1-14-11」												1,780,000 (±0%)	1,780,000 (±0%)	1,780,000 (±0%)	1,800,000 (+1.1%)	2,110,000 (+17.2%)	2,750,000 (+30.3%)
3	千代田-1	千代田区三番町6番25					3,200,000	2,400,000 (-25.0%)	1,880,000 (-21.7%)	1,800,000 (-4.3%)	1,700,000 (-5.6%)	1,650,000 (-2.9%)	1,650,000 (±0%)	1,650,000 (±0%)	1,650,000 (±0%)	1,680,000 (+1.8%)	1,730,000 (+3.0%)	1,890,000 (+9.2%)	2,250,000 (+19.0%)
4	千代田-2	千代田区一番町16番3	10,500,000 (±0%)	9,240,000 (-12.0%)	6,900,000 (-25.3%)	5,000,000 (-27.5%)	3,450,000 (-31.0%)	2,500,000 (-27.5%)	1,850,000 (-26.0%)	1,780,000 (-3.8%)	1,680,000 (-5.6%)	1,620,000 (-3.6%)	1,620,000 (±0%)	1,620,000 (±0%)	1,630,000 (+0.6%)	1,640,000 (+0.6%)	1,700,000 (+3.7%)	1,860,000 (+9.4%)	2,150,000 (+15.6%)
5	千代田-5	千代田区九段北2丁目6番26 「九段北2-3-25」												1,600,000 (±0%)	1,600,000 (±0%)	1,640,000 (+2.5%)	1,670,000 (+1.8%)	1,760,000 (+5.4%)	2,050,000 (+16.5%)
6	港-23	港区南青山5丁目306番 「南青山5-5-11」				1,950,000	1,430,000 (-26.7%)	1,150,000 (-19.6%)	1,010,000 (-12.2%)	993,000 (-1.7%)	962,000 (-3.1%)	932,000 (-3.1%)	932,000 (±0%)	932,000 (±0%)	932,000 (±0%)	974,000 (+4.5%)	1,040,000 (+6.8%)	1,340,000 (+28.8%)	1,950,000 (+45.5%)
7	千代田-10	千代田区平河町2丁目2番23 「平河町2-4-13」												1,450,000 (±0%)	1,450,000 (±0%)	1,470,000 (+1.4%)	1,520,000 (+3.4%)	1,610,000 (+5.9%)	1,900,000 (+18.0%)
8	港-1	港区赤坂6丁目1911番 「赤坂6-19-23」										1,270,000	1,270,000 (±0%)	1,270,000 (±0%)	1,270,000 (±0%)	1,270,000 (±0%)	1,300,000 (+2.4%)	1,540,000 (+18.5%)	1,880,000 (+22.1%)
8	港-13	港区元麻布2丁目138番9外 「元麻布2-3-24」	6,620,000 (-3.6%)	5,300,000 (-19.9%)	3,550,000 (-33.0%)	2,350,000 (-33.8%)	1,750,000 (-25.5%)	1,370,000 (-21.7%)	1,230,000 (-10.2%)	1,220,000 (-0.8%)	1,180,000 (-3.3%)	1,140,000 (-3.4%)	1,140,000 (±0%)	1,150,000 (+0.9%)	1,150,000 (±0%)	1,150,000 (±0%)	1,190,000 (+3.5%)	1,410,000 (+18.5%)	1,880,000 (+33.3%)
10	千代田-4	千代田区富士見2丁目21番1外 「富士見2-15-5」	8,000,000 (±0%)	6,800,000 (-15.0%)	5,100,000 (-25.0%)	3,710,000 (-27.3%)	2,770,000 (-25.3%)	2,100,000 (-24.2%)	1,640,000 (-21.9%)	1,600,000 (-2.4%)	1,520,000 (-5.0%)	1,460,000 (-3.9%)	1,460,000 (±0%)	1,420,000 (-2.7%)	1,430,000 (+0.7%)	1,460,000 (+2.1%)	1,500,000 (+2.7%)	1,630,000 (+8.7%)	1,850,000 (+13.5%)
10	港-2	港区六本木5丁目367番1 「六本木5-13-1」	6,580,000 (-3.1%)	5,570,000 (-15.3%)	3,800,000 (-31.8%)	2,500,000 (-34.2%)	1,880,000 (-24.8%)	1,480,000 (-21.3%)	1,320,000 (-10.8%)	1,300,000 (-1.5%)	1,260,000 (-3.1%)	1,220,000 (-3.2%)	1,230,000 (+0.8%)	1,240,000 (+0.8%)	1,240,000 (±0%)	1,240,000 (±0%)	1,270,000 (+2.4%)	1,500,000 (+18.1%)	1,850,000 (+23.3%)
10	港-3	港区南青山4丁目342番外 「南青山4-20-4」												930,000 (±0%)	930,000 (±0%)	972,000 (+4.5%)	1,030,000 (+6.0%)	1,300,000 (+26.2%)	1,850,000 (+42.3%)

出所：国土交通省

表2 2007高順位公示価格の推移（全国・商業地）

単位：円/m²

2007順位	標準地番号	標準地の所在	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	中央5-22	中央区銀座4丁目2番4 「銀座4-5-6」 (山野楽器銀座本店)												14,800,000	15,700,000 (+6.1%)	17,000,000 (+8.3%)	18,700,000 (+10.0%)	23,000,000 (+23.0%)	30,600,000 (+33.0%)
2	千代田5-42	千代田区丸の内2丁目2番1外 「丸の内2-4-1」 (丸の内ビルディング)												18,700,000	20,000,000 (+7.0%)	21,000,000 (+5.0%)	22,000,000 (+4.8%)	24,400,000 (+10.9%)	29,500,000 (+20.9%)
3	中央5-23	中央区銀座6丁目2番3外 「銀座6-9-5」 (ギンザコマツビル)			34,500,000	23,300,000 (-32.5%)	17,500,000 (-24.9%)	13,500,000 (-22.9%)	12,800,000 (-5.2%)	13,300,000 (+3.9%)	13,100,000 (-1.5%)	13,100,000 (±0%)	13,300,000 (+1.5%)	13,400,000 (+0.8%)	14,100,000 (+5.2%)	15,100,000 (+7.1%)	16,300,000 (+7.9%)	20,000,000 (+22.7%)	26,400,000 (+32.0%)
4	中央5-41	中央区銀座5丁目101番1外 「銀座5-3-1」 (ソニービル)												13,800,000	14,300,000 (+3.6%)	15,000,000 (+4.9%)	16,200,000 (+8.0%)	19,400,000 (+19.8%)	25,800,000 (+33.0%)
5	千代田5-55	千代田区丸の内1丁目8番6外 「丸の内1-3-2」 (三井住友銀行大手町本部ビル)												14,800,000	15,300,000 (+3.4%)	15,500,000 (+1.3%)	16,700,000 (+7.7%)	18,800,000 (+12.6%)	22,800,000 (+21.3%)
6	千代田5-19	千代田区丸の内3丁目14番1 「丸の内3-2-2」 (東京商工会議所ビル)	38,000,000 (+0.8%)	36,200,000 (-4.7%)	28,500,000 (-21.3%)	21,100,000 (-26.0%)	17,000,000 (-19.4%)	13,100,000 (-22.9%)	12,500,000 (-4.6%)	13,000,000 (+4.0%)	13,000,000 (±0%)	13,000,000 (±0%)	13,000,000 (±0%)	13,300,000 (+2.3%)	13,700,000 (+3.0%)	14,000,000 (+2.2%)	15,300,000 (+9.3%)	17,200,000 (+12.4%)	21,100,000 (+22.7%)
6	千代田5-49	千代田区大手町1丁目3番3外 「大手町1-7-2」 (東京サンケイビル)												14,000,000	14,200,000 (+1.4%)	14,600,000 (+2.8%)	15,300,000 (+4.8%)	17,200,000 (+12.4%)	21,100,000 (+22.7%)
8	千代田5-66	千代田区丸の内1丁目2番2 「丸の内1-4-4」 (住友信託銀行東京ビル)												13,600,000	14,100,000 (+3.7%)	14,300,000 (+1.4%)	15,500,000 (+8.4%)	17,300,000 (+11.6%)	20,900,000 (+20.8%)
9	千代田5-45	千代田区有楽町2丁目4番1外 「有楽町2-2-3」 (ニュートーキョービル)												12,600,000	12,800,000 (+1.6%)	13,200,000 (+3.1%)	13,800,000 (+4.5%)	16,000,000 (+15.9%)	19,200,000 (+20.0%)
10	中央5-5	中央区京橋1丁目1番1外 「京橋1-1-1」 (八重洲ダイビル)	33,000,000 (±0%)	32,000,000 (-3.0%)	26,700,000 (-16.6%)	20,200,000 (-24.3%)	15,500,000 (-23.3%)	12,000,000 (-22.6%)	11,100,000 (-7.5%)	11,500,000 (+3.6%)	11,400,000 (-0.9%)	11,400,000 (±0%)	11,400,000 (±0%)	11,500,000 (+0.9%)	11,600,000 (+0.9%)	11,900,000 (+2.6%)	12,300,000 (+3.4%)	14,600,000 (+18.7%)	19,000,000 (+30.1%)

出所：国土交通省

表3 J-REIT保有資産 NOI利回り（2007.4～9決算資料による）

出所：各社WEB、社団法人不動産証券化協会のデータより山口が作成

NOI利回り	還元利回り	差	所 在	資 産 名	用 途	J-REIT	鑑定機関
0.8%	4.8%	-4.0%	13 東京都 豊島区要町1丁目	エクセリア池袋WEST II	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
1.0%	4.9%	-3.9%	13 東京都 江東区平野町2丁目	プロスペクト門前仲町	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
1.2%	5.4%	-4.2%	23 愛知県 名古屋市中区栄4丁目	ニューシティレジデンス栄	共同住宅・店舗	ニューシティレジデンス投資法人	株式会社東京カンテイ
1.5%	4.8%	-3.3%	13 東京都 港区芝公園2丁目	プレミアステージ芝公園	共同住宅	プレミア投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
1.9%	-		13 東京都 渋谷区神宮前5丁目	ジャイル敷地	-	日本リテールファンド投資法人	
2.0%	5.5%	-3.5%	11 埼玉県 さいたま市大宮区吉敷町4丁目	すずらん館	共同住宅・事務所	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
2.0%	4.2%	-2.2%	13 東京都 港区南青山5丁目	青山246ビル	銀行・事務所	オリックス不動産投資法人	株式会社中央不動産鑑定所
2.0%	5.2%	-3.2%	27 大阪府 大阪市中央区島之内1丁目	ニューシティレジデンス心齋橋イーストタワー	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	東京建物株式会社
2.2%	5.8%	-3.6%	1 北海道 札幌市北区北十五条西3丁目	スカイヒルズN15	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
2.3%	5.6%	-3.3%	4 宮城県 仙台市青葉区中央3丁目	COI仙台中央ビル	事務所・店舗	クリード・オフィス投資法人	株式会社立地評価研究所
2.3%	5.7%	-3.4%	4 宮城県 仙台市青葉区北根3丁目	ロイヤルガーデン森林公園	共同住宅	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社不動産投資研究所
2.3%	4.5%	-2.2%	13 東京都 港区西新橋2丁目	パシフィックレジデンス虎ノ門	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	森井総合鑑定株式会社
2.5%	6.3%	-3.8%	1 北海道 千歳市栄町4丁目	スカイヒルズ栄町	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
2.5%	5.1%	-2.6%	26 京都府 京都市下京区寺町通五条上る西橋詰町	プロスペクト河原町五条	共同住宅・店舗・事務所	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
2.8%	6.9%	-4.1%	1 北海道 千歳市高台2丁目	ドリーミー千歳	寄宿舎	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
2.8%	2.8%		13 東京都 中野区本町2丁目	中野坂上サンブライトツイン	事務所・店舗・診療所	日本ビルファンド投資法人	大和不動産鑑定株式会社
2.9%	6.5%	-3.6%	1 北海道 千歳市高台4丁目	スカイヒルズ高台 I	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
2.9%	6.4%	-3.5%	4 宮城県 仙台市宮城野区岡田西町	リリカラ東北支店	事務所	ユナイテッド・アーバン投資法人	日本土地建物株式会社
2.9%	2.9%		13 東京都 港区芝3丁目	NBF芝公園ビル	事務所・共同住宅	日本ビルファンド投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.0%	5.1%	-2.1%	27 大阪府 大阪市西区江戸堀1丁目	パシフィックマークス肥後橋	事務所・店舗	日本コマース投資法人	株式会社立地評価研究所
3.1%	3.5%	-0.4%	13 東京都 千代田区大手町1丁目	大手町ファーストスクエア	事務所・店舗	グローバル・ワン不動産投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.1%	4.9%	-1.8%	13 東京都 渋谷区代々木4丁目	グレンパーク参宮橋	居宅	日本レジデンシャル投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.1%	5.1%	-2.0%	13 東京都 文京区千駄木4丁目	K2	共同住宅・事務所	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.1%	4.1%	-1.0%	13 東京都 港区南青山3丁目	b-town南青山	店舗・共同住宅	ジョイント・リート投資法人	株式会社立地評価研究所
3.1%	3.7%	-0.6%	27 大阪府 大阪市中央区西心齋橋1丁目	心齋橋OPA本館	店舗	日本コマース投資法人	株式会社ヒロ&リーエスネットワーク
3.1%	5.3%	-2.2%	27 大阪府 大阪市西区南堀江2丁目	ジェイフラッツ南堀江	共同住宅・店舗	ジョイント・リート投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.1%	6.2%	-3.1%	40 福岡県 北九州市小倉北区高坊2丁目	イマージュ霧が丘	共同住宅・店舗	リプラス・レジデンシャル投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.2%		3.2%	13 東京都 港区赤坂1丁目	アーク森ビル	事務所・店舗	森ヒルズリート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.2%		3.2%	13 東京都 渋谷区渋谷3丁目	渋谷ガーデンフロント	事務所・店舗	日本ビルファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.2%	3.6%	-0.4%	13 東京都 中央区銀座4丁目	銀座三和ビル	事務所・店舗	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.2%	5.1%	-1.9%	13 東京都 世田谷区砧4丁目	プティ・クール砧	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.2%	-		23 愛知県 名古屋市中区西二丁目	ワンダーシティ	店舗	日本リテールファンド投資法人	
3.2%	6.3%	-3.1%	26 京都府 宇治市横島町清水	ベルファ宇治	店舗	日本コマース投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.2%	4.3%	-1.1%	26 京都府 京都市中京区寺町通四條上るより六角下るまでの裏寺町	河原町OPA	店舗	日本リテールファンド投資法人	
3.3%	4.3%	-1.0%	13 東京都 新宿区西新宿1丁目	新宿野村ビル	事務所・店舗	野村不動産オフィスファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.3%	4.8%	-1.5%	13 東京都 大田区蒲田5丁目	パシフィックレジデンス蒲田 I	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.3%	4.4%	-1.1%	13 東京都 渋谷区広尾3丁目	チェルシーガーデン	居宅	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社立地評価研究所
3.3%	5.3%	-2.0%	23 愛知県 名古屋市千種区御園町2丁目	ヴィスコンティ覚王山	居宅	エルシーピー投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.4%	3.3%	0.1%	13 東京都 渋谷区神宮前4丁目	JPR神宮前432	店舗	日本プライムリアルティ投資法人	株式会社鑑定法人エイ・スクエア
3.4%	4.6%	-1.2%	13 東京都 港区東新橋2丁目	ピアネット夕留	共同住宅・店舗	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.4%	4.6%	-1.2%	13 東京都 港区六本木7丁目	パシフィックタワー六本木	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.4%	4.5%	-1.1%	13 東京都 渋谷区本町1丁目	プロスペクト初台	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	三井不動産販売株式会社
3.4%	-		23 愛知県 西春日井郡春日町大字下之郷字郷ヶ島	中部春日物流センター(底地)	底地	日本ロジスティクスファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.4%	4.5%	-1.1%	27 大阪府 大阪市中央区西心齋橋1丁目	心齋橋OPAきれい館	店舗・事務所	日本コマース投資法人	株式会社ヒロ&リーエスネットワーク
3.4%	6.2%	-2.8%	40 福岡県 北九州市小倉北区弁天町5丁目	内山南小倉駅前ビル	共同住宅・事務所・店舗	リプラス・レジデンシャル投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.5%	5.1%	-1.6%	12 千葉県 浦安市美浜1丁目	ビジネスコート新浦安	事務所	日本コマース投資法人	株式会社全国不動産鑑定士ネットワーク
3.5%	5.7%	-2.2%	12 千葉県 市川市塩焼4丁目	パークテラス塩焼	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	株式会社東京合同鑑定事務所
3.5%	3.5%		13 東京都 新宿区西新宿3丁目	新宿三井ビルディング二号館	事務所・店舗・診療所	日本ビルファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.5%	4.8%	-1.3%	13 東京都 世田谷区下馬1丁目	プレミアノッツェ祐天寺	共同住宅	プレミア投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
3.5%	3.5%		13 東京都 渋谷区宇田川町	TOKYU REIT 渋谷宇田川町スクエア	店舗	東急リアル・エステート投資法人	株式会社ヒロ&リーエスネットワーク、ジョーンズラングラーサル株式会社
3.5%	3.5%		13 東京都 渋谷区宇田川町	QFRONT(キューフロント)	商業施設	東急リアル・エステート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.5%	3.5%		13 東京都 品川区北品川5丁目	大崎MTビル	事務所・店舗	森トラスト総合リート投資法人	日本土地建物株式会社
3.5%	4.6%	-1.1%	13 東京都 港区芝4丁目	カテリーナ三田タワースイート(ニューシティレジデンス)	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	東京建物株式会社
3.5%	5.1%	-1.6%	13 東京都 北区滝野川5丁目	プロスペクト西巢鴨	居宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
3.5%	5.1%	-1.6%	14 神奈川県 横浜市中区相生町6丁目	横浜相生町ビル	事務所・店舗	日本コマース投資法人	株式会社不動産投資研究所
3.6%	4.1%	-0.5%	13 東京都 港区西新橋1丁目	日立ハイテクビルディング	事務所・店舗	日本コマース投資法人	株式会社立地評価研究所
3.6%	4.4%	-0.8%	13 東京都 渋谷区代々木1丁目	代々木1丁目ビル	事務所	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.6%	4.2%	-0.6%	13 東京都 港区赤坂2丁目	オリックス赤坂2丁目ビル	事務所・店舗	オリックス不動産投資法人	株式会社中央不動産鑑定所
3.6%	3.6%		13 東京都 港区南青山5丁目	レキシントン青山	商業施設	東急リアル・エステート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.6%	4.5%	-0.9%	13 東京都 港区赤坂1丁目	NOF溜池ビル	事務所	野村不動産オフィスファンド投資法人	株式会社鑑定法人エイ・スクエア

NOI利回り	還元利回り	差	所 在	資 産 名	用 途	J-REIT	鑑定機関
3.6%		3.6%	13 東京都 世田谷区砧4丁目	シティハイツ砧	共同住宅	東京グロースリート投資法人	株式会社アセツアールアンドディー
3.6%	4.7%	-1.1%	13 東京都 世田谷区北沢1丁目	ニューシティレジデンス北沢	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	株式会社東京合同鑑定事務所
3.6%	4.9%	-1.3%	13 東京都 中央区新川1丁目	東茅場町有楽ビル	事務所	ケネディクス不動産投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.6%	4.8%	-1.2%	13 東京都 世田谷区三宿1丁目	ホメスト池尻	共同住宅	エルシーピー投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.6%	5.3%	-1.7%	13 東京都 大田区田園調布本町	ターキーズ田園調布第2	共同住宅	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.6%	5.4%	-1.8%	14 神奈川県 横浜市港北区新横浜3丁目	パシフィックマークス新横浜	事務所	日本コマーシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.6%	5.3%	-1.7%	23 愛知県 名古屋市東区泉1丁目	パシフィックレジデンス泉	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.6%	3.6%	0.0%	27 大阪府 大阪市中央区南船場4丁目	ベネトン心斎橋ビル	店舗・事務所	日本プライムリアルティ投資法人	シービー・リチャードエリス株式会社
3.6%	5.6%	-2.0%	28 兵庫県 神戸市東灘区北青木2丁目	アプリーレ新青木一番館	共同住宅	ユナイテッド・アーバン投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.7%	5.7%	-2.0%	1 北海道 札幌市中央区南1条西13丁目	ニューシティレジデンス大通公園	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.7%		3.7%	13 東京都 港区元麻布1丁目	元麻布ヒルズ	居宅	森ヒルズリート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.7%	4.0%	-0.3%	13 東京都 渋谷区恵比寿西1丁目	代官山8953ビル	店舗	日本リテールファンド投資法人	
3.7%		3.7%	13 東京都 千代田区大手町1丁目	りそなマルハビル	事務所	東急リアル・エステート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.7%	5.1%	-1.4%	13 東京都 港区芝大門2丁目	パシフィックレビュー芝大門	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.7%	4.8%	-1.1%	13 東京都 渋谷区代々木5丁目	パシフィックレジデンス代々木公園	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.7%		3.7%	13 東京都 練馬区向山1丁目	フォロス中村橋	共同住宅	東京グロースリート投資法人	株式会社アセツアールアンドディー
3.7%	4.5%	-0.8%	13 東京都 港区麻布台1丁目	ダヴィンチ神谷町	事務所	DAオフィス投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.7%	4.5%	-0.8%	13 東京都 港区元麻布3丁目	c-MA1	共同住宅・店舗	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社立地評価研究所
3.7%	5.1%	-1.4%	14 神奈川県 横浜市保土ヶ谷区岩井町	TS保土ヶ谷ビル	事務所	日本コマーシャル投資法人	株式会社全国不動産鑑定士ネットワーク
3.7%	4.7%	-1.0%	23 愛知県 名古屋市中区錦1丁目	名古屋錦シティビル	事務所・店舗	日本コマーシャル投資法人	株式会社立地評価研究所
3.7%	4.6%	-0.9%	40 福岡県 福岡市中央区天神2丁目	アルポーレ天神	店舗	日本コマーシャル投資法人	株式会社全国不動産鑑定士ネットワーク
3.8%	3.8%	0.0%	13 東京都 渋谷区神宮前5丁目	FLEG神宮前	店舗	日本コマーシャル投資法人	株式会社ヒロ&リーエスネットワーク
3.8%		3.8%	13 東京都 港区六本木6丁目	六本木ヒルズゲートタワー	事務所・居宅・店舗	森ヒルズリート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.8%		3.8%	13 東京都 千代田区内幸町1丁目	大和生命ビル	事務所・店舗	日本ビルファンド投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%		3.8%	13 東京都 港区西新橋1丁目	NBF虎ノ門ビル	事務所	日本ビルファンド投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	4.1%	-0.3%	13 東京都 渋谷区神宮前6丁目	神宮前メディアスクエアビル	事務所・店舗	ジャパンリアルエステイト投資法人	株式会社鑑定法人エイ・スクエア
3.8%	4.2%	-0.4%	13 東京都 千代田区九段北1丁目	北の丸スクエア	事務所・店舗・共同住宅	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	3.6%	0.2%	13 東京都 千代田区丸の内1丁目	三菱UFJ信託銀行本店ビル	事務所・店舗	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	4.3%	-0.5%	13 東京都 渋谷区渋谷2丁目	渋谷クロスタワー	事務所・店舗・ホール	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	3.9%	-0.1%	13 東京都 港区南青山5丁目	南青山8953ビル	事務所・店舗	日本リテールファンド投資法人	
3.8%	3.9%	-0.1%	13 東京都 渋谷区神宮前5丁目	エスキス表参道アネックス	店舗・事務所	日本リテールファンド投資法人	
3.8%		3.8%	13 東京都 渋谷区神宮前4丁目	TOKYU REIT 表参道スクエア	商業施設	東急リアル・エステート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.8%	4.5%	-0.7%	13 東京都 港区浜松町2丁目	秀和第一浜松町ビル	事務所	ジャパンエクセレント投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.8%	5.1%	-1.3%	23 愛知県 名古屋市中区丸の内3丁目	マーレ	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	5.8%	-2.0%	27 大阪府 大阪市東淀川区西淡路3丁目	メロディハイム新大阪	共同住宅・事務所	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.8%	5.5%	-1.7%	28 兵庫県 神戸市中央区磯辺通3丁目	ニューシティレジデンス三宮	共同住宅	ニューシティレジデンス投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.9%	5.9%	-2.0%	4 宮城県 仙台市青葉区小松島2丁目	グリーンパーク小松島	共同住宅	リプラス・レジデンシャル投資法人	株式会社不動産投資研究所
3.9%	4.7%	-0.8%	13 東京都 中央区新川1丁目	パシフィックマークス新川	事務所・共同住宅	日本コマーシャル投資法人	株式会社全国不動産鑑定士ネットワーク
3.9%	4.3%	-0.4%	13 東京都 中央区八重洲2丁目	アーバンスクエア八重洲ビル	事務所・店舗	日本コマーシャル投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.9%		3.9%	13 東京都 港区白金1丁目	NBFプラチナタワー	事務所・店舗	日本ビルファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.9%		3.9%	13 東京都 千代田区神田須田町2丁目	NBF須田町ヴェルデビル	事務所・店舗	日本ビルファンド投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所
3.9%	3.7%	0.2%	13 東京都 中央区京橋2丁目	ビュレックス京橋	事務所・店舗	ジャパンリアルエステイト投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.9%	4.1%	-0.2%	13 東京都 渋谷区神宮前2丁目	原宿フェイス8953ビル	店舗・事務所	日本リテールファンド投資法人	
3.9%	4.25%	-0.4%	13 東京都 新宿区西新宿6丁目	新宿スクエアタワー	事務所	日本プライムリアルティ投資法人	株式会社エル・シー・アール国土利用研究所
3.9%	4.5%	-0.6%	13 東京都 墨田区錦糸3丁目	アルカイースト	事務所	日本プライムリアルティ投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.9%	4.5%	-0.6%	13 東京都 港区海岸3丁目	MEW	共同住宅	プレミア投資法人	東京建物株式会社
3.9%		3.9%	13 東京都 港区虎ノ門3丁目	TOKYU REIT 虎ノ門ビル	事務所・店舗	東急リアル・エステート投資法人	財団法人日本不動産研究所
3.9%	4.1%	-0.2%	13 東京都 港区南青山2丁目	TK南青山ビル	事務所・共同住宅・店舗	グローバル・ワン不動産投資法人	株式会社中央不動産鑑定所
3.9%	4.1%	-0.2%	13 東京都 中央区銀座1丁目	銀座ファーストビル	事務所・店舗	グローバル・ワン不動産投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.9%	4.8%	-0.9%	13 東京都 品川区東品川1丁目	パシフィックレジデンス東品川	共同住宅	日本レジデンシャル投資法人	大和不動産鑑定株式会社
3.9%		3.9%	13 東京都 文京区湯島2丁目	アルモノー御茶ノ水	共同住宅	東京グロースリート投資法人	株式会社アセツアールアンドディー
3.9%	4.6%	-0.7%	13 東京都 港区麻布台2丁目	メゾン・ド・ヴァレ麻布台	居宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
3.9%	4.6%	-0.7%	13 東京都 港区六本木3丁目	六本木ライズハウス	共同住宅	プロスペクト・レジデンシャル投資法人	青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社
3.9%	4.3%	-0.4%	13 東京都 中央区銀座6丁目	ダヴィンチ銀座	事務所・店舗	DAオフィス投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.9%	5.0%	-1.1%	27 大阪府 大阪市北区梅田2丁目	スノークリスタルビル	事務所・店舗・劇場	日本コマーシャル投資法人	森井総合鑑定株式会社
3.9%	5.4%	-1.5%	27 大阪府 大阪市中央区大手通2丁目	ニューシティレジデンス大手通	共同住宅・店舗	ニューシティレジデンス投資法人	株式会社谷澤総合鑑定所