



News Release

07-D-0369
2007年7月18日

野村不動産レジデンシャル投資法人（証券コード：3240）

長期優先債務新規格付：「AA」（ダブルAフラット）
格付けの見通し：「安定的」

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり長期優先債務*の新規格付けをしましたのでお知らせします。

* 長期優先債務格付けとは、債務者（発行体）の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限1年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付けと位置づけています。個別債務の評価（債券の格付け、ローンの格付け等）では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付けが長期優先債務格付けと異なること（上回ること、または下回ること）もあります。

発行体：野村不動産レジデンシャル投資法人

【新規】

（対 象）	（格 付）	（見通し）
・ 長期優先債務	AA	安定的

【格付事由～サマリー】

（1） 野村不動産レジデンシャル投資法人（以下、本投資法人）は06年8月3日に設立され、07年2月14日に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）に上場した不動産投資法人（J-REIT）である。不動産投資法人としては41番目（現在、J-REITは延べ41投資法人が上場している）に上場した、居住用施設特化型の投資法人である。

資産運用会社である野村不動産投信株式会社（以下、NREAM）の株主は、野村不動産ホールディングス株式会社（以下、野村不動産ホールディングス）であり、その出資持分は100%となっている。NREAMは本投資法人に先駆けて野村不動産オフィスファンド投資法人（以下、NOF）の資産運用業務を受託しており、1つの資産運用会社が2つの投資法人の資産運用業務を兼任する初めてのケースとなった。また、野村不動産ホールディングスは04年6月に野村不動産グループの持株会社として設立され、07年3月末日現在、野村不動産グループは野村不動産ホールディングス及び野村不動産株式会社（以下、野村不動産）をはじめとする傘下の関係会社30社で構成されている。

07/4/1現在、NREAMの役職員数合計59名のうち、取締役2名及び従業員38名が野村不動産から、加えて従業員1名が野村不動産ホールディングスからの出向者である。NREAMにおいては、私募ファンドや本投資法人に先行して上場した野村不動産オフィスファンド投資法人を通じて蓄積された資産運用業務に係る野村不動産グループの実績・ノウハウを、十分に活用できる体制が整えられているものと考えられる。

（2） 本投資法人は、ファンド・マネジメントにおいて重要と考える「投資戦略」「物件取得」「運営管理」「資金調達」「法令順守」のすべてにおいてこだわりをもち、その成果としてクオリティの高いファンド・マネジメントを実現することを基本理念としている。

① 投資戦略

賃貸住宅投資の特性や、賃貸住宅市場の動向に基づき、「テナント需要」を十分に把握した上で、戦略的な物件選定及び専門性の高い運営管理を行うことで、中長期の安定運用を目指す。

② 物件取得

野村不動産グループからの「プラウドフラット」の継続的な取得、および高いソーシング力を活かし

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 日本格付研究所

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>

た野村不動産グループ以外からの「プライムアーバン」「アーバンステージ」の取得により、賃料水準・投資地域・築年数・物件タイプ等のバランスに配慮した、安定的なポートフォリオ構築を行う。

③ 運営管理

投資物件の長期的な収益性・資産価値を最大化するため、「物件特性に応じた最適なPM会社」を選定するとともに、テナント動向の変化やポートフォリオの経年劣化、運用物件の拡大に対して、機動的かつ組織的なリーシング及びリニューアル戦略を実践する。

④ 資金調達

金融市場の動向に左右されにくい安定したファンド運用を行うため、「保守的なLTV水準」、「デュレーション及び金利固定化の適切なコントロール」、「取引金融機関の多様化」などの強固な財務基盤を確立する。

⑤ 法令順守

「投資家の信頼と期待に応えるREIT」であり続けるために、利益相反防止やコンプライアンスを徹底し、公正で透明性の高いファンド運用を実行する。

野村不動産グループとの協働体制の確立によって、現在のところ、これらの基本理念に合致したファンド・マネジメントが忠実に実行されていることが確認できた。今後もこの運営体制の継続についてポートフォリオの各物件の状況、運用のパフォーマンスを踏まえ、各理念の実践状況を軸に注視していく。

- (3) いわゆる「住居系ファンド」の優位性としては、分散効果を比較的享受しやすく、キャッシュフローの安定性を維持可能な点が挙げられる。多数の物件をいかに効率良く運営管理していくかについては、相応のプロパティ・マネジメント（以下、PM）上の対策が必要となるものの、一般的にはキャッシュフローを創出する資産の属性が分散されていることは、リスクの低減という意味では評価点として考えられる。本投資法人は、こうした分散効果を最大限に享受すべく、様々な観点から投資を行っている。

また、住宅の特徴として、坪あたり賃料が高い物件でも1賃借人あたりの賃貸借スペースには限度があることから、オフィス物件と異なり、建物に一定の規模が無ければ高い収益性を望めないということにはならない、という点が挙げられよう。また、大規模で戸数の多い物件の方が、建物の運営管理上、効率性の面で優れているという考え方が可能である一方、リーシングの観点からは大規模物件で戸数が増加するほど、高稼働率を維持していくために運営上相応の努力が必要になるという考え方もできる。本投資法人では過去の実績・経験から、早期にリースアップが可能な物件規模は1棟あたり100戸程度と考えており、その結果、最も運営管理を行いやすい10億円～20億円規模の物件への投資比率が高くなっている。

- (4) 本投資法人は、野村不動産グループによる分譲マンション（「プラウド」ブランド）開発のノウハウを継承し、特に東京圏を中心として、「どのような活動拠点に通勤・通学する層が、どのエリアに住むのか」という住宅に関するマーケティングの発想を強く採り入れ、ターゲットエリアを設定している。このターゲットエリアに関し、例えば「東京都心5区」といった「面」での捉え方ではなく、「活動拠点への通勤・通学時間」という賃貸住宅需要層の目線に近い発想で捉えた「沿線戦略」により、物件取得の重点地域を設定していることが本投資法人に係る大きな特徴の1つである。

また、ターゲットテナントが負担可能な「賃料（総額）」に対するこだわりを持って、取得物件の選定を行っていることも、大きな特徴の1つである。ターゲットテナントを、賃貸需要の厚い「月額想定支払い賃料10万円以下のミドルクラス」「月額想定支払い賃料10万円～15万円のアップミドルクラス」等にかategorizeし、その収入の中から負担可能と考えられる支払賃料（総額）をメルクマールとして、その範囲内にある物件に取得の照準を合わせている。

本投資法人では、このような賃貸住宅マーケットについての詳細な分析に基づいた投資戦略により、都心立地の物件投資に偏重することなく、比較的地味であっても堅実な需要が見込まれるエリア（例え

ば、「地下鉄東西線浦安～行徳エリア」など）への投資も積極的に実践している。

（図表1）本投資法人がターゲットの中心とするテナント層

	本投資法人がターゲットの中心とするテナント層		その他のテナント層
対象	一般企業の20～30代や学生等を中心とするミドルクラス	外資系企業等のアッパーミドルクラス	家賃補助制度のある企業、経営者、外資系マネジメントクラス等のアッパークラス等
特徴	一定の通勤・通学利便性と賃料を重視 年収(可処分所得)は安定。景気動向の影響を受けにくい	立地、間取り、仕様設備を重視 年収(可処分所得)は比較的安定。景気動向の影響も比較的受けにくい	都心高級立地、物件グレード、付加価値サービス等を重視 年収(可処分所得)は景気動向に左右されやすい
異動	入社・転勤、入学・卒業の多い3月に解約・契約が集中する等、季節要因の影響が大きい	季節要因の影響は、ミドルクラスと比較して少ない	需要層が限られており、空室期間が長期化する傾向にある
賃料	(概ね)10万円未満/月	(概ね)10万円～15万円/月	(概ね)15万円超/月

注：本投資法人は基本的に、アッパークラス等のその他のテナント層（図表1の右列）をターゲットの中心として想定していない。

- (5) 一般に、賃貸住宅の需要者にとって、新築・築浅物件に対するニーズは強いものとされている。一方で、支払賃料（総額）という絶対的な制約の下、賃貸住宅の需要者が物件属性のどの部分について妥協を強いられた際に順序付けするかについては、個人の価値観の帰する問題であって、一様に判断することは難しい。

とはいえ、新築・築浅物件への投資は当初の賃料水準・稼働率からみて効率的な運用が可能であることから、ここにターゲットを絞る投資戦略があることは当然である。反面、新築・築浅物件の取得価格は、特に昨今の不動産マーケットのような環境下では、相対的に高位にならざるを得ず、中長期的にみれば経年劣化の進行は避けられないことをも鑑みると、この新築・築浅物件への集中投資に内包される二面性の問題に各住居系 REIT がどのように対応していくのかについては、住居系 J-REIT の運用戦略を考察する際の重要な着眼点の1つであると JCR では考えてきた。

本投資法人は、築5年以内で競争力の高い物件を多く組入れる一方、10年超の比較的築古の物件も経年を分散するような形で保有している。NREAM ではこの経年対策に関して、経年を分散させることにより、ある一時期に大規模修繕等の資金負担が集中することを回避するとともに、NREAM 内で物件のリニューアルに関するノウハウを蓄積していくことも念頭に、築古保有物件について対応していくこととしている。

築年が経過するとともに、建物・設備が物理的にも経済的にも陳腐化することは必至である。運営管理が適切になされている物件においても、経年による陳腐化のため、程度の多寡はあれ賃料の減少は避けられない可能性がある。この前提に立てば、将来どこかの時点では、リニューアル／リノベーション／大規模修繕に係る投資を行って、賃料水準・稼働率の維持・向上を図る必要があるだろう。現状、この点のトラックレコードについて、本投資法人においても十分であるとはいえないが、明確な運用戦略のもと実績を積み上げつつあることは評価できると JCR では考えている。

(6) 現在のポートフォリオは全 91 物件、総取得価格は約 704 億円の資産規模となっている。野村不動産グループによる開発物件のみならず、他の事業者による開発物件や既稼動物件など、幅広いグループ力を活かして物件取得が行われており、今後も継続される見込みである。

今後のポートフォリオの外部成長については、早期に運用資産総額 1,000 億円の達成、及び中長期的（2013 年 3 月末を目処）に運用資産総額 3,000 億円の達成を目標としている。但し、過当な競争による無理な投資等を回避する観点から、具体的な時期のコミットはされていない。

本投資法人与自然野村不動産グループとの協働体制は、当グループが資産運用ビジネスの強化を企業戦略に掲げ、本投資法人を全面的にバックアップしていることから、物件供給面、人材提供面、ノウハウやネットワークの活用面等のいずれにおいても、有効かつ順調に機能している。このように強力なスポンサー・サポートが期待できる点は、本投資法人における優位性の 1 つであると考えられる。

J-REIT の運用に関し、グループの利害関係人との関係については、アームスレングスルール等、透明性に配慮した仕組みづくりが重要である。NREAM が NOF の資産運用業務も受託している関係上、本投資法人では特に、利害関係人との間で利益相反による弊害が生じないように、十分に配慮された意思決定のプロセスがルールとして策定されていることを JCR では確認している。

財務方針は LTV（総資産額ベース）の上限を原則として 60%、巡航時で 35～45% と規定しており、保守的にコントロールすることで財務の安全性を確保するものとしている。また、デット・ファイナンスについては、全て無担保・無保証での調達となっている。また、金利の固定化、借入金の平均年限の長期化、返済期限の分散化、メガバンクを主体とした取引金融機関の多様化により、財務の安定性・リファイナンスリスクに対する柔軟性に配慮した資金調達が実践されている。現在の財務構成に関し特段の懸念事項はないと考えられるが、今後の外部成長に伴う資金調達が財務構成に与える影響については、引続きフォローしていく。

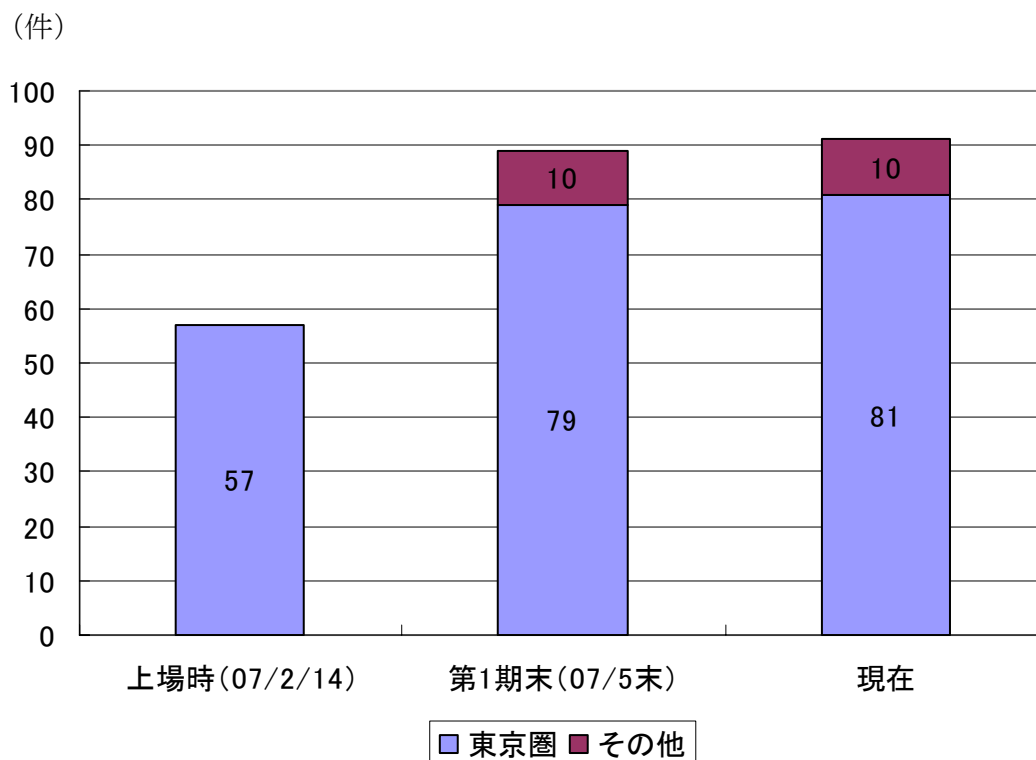
【ポートフォリオの分析】

(1) 物件数

ポートフォリオ全体の物件数は、上場時（07/2/14）の 57 物件から 07/5 期末に 89 物件、現在は 91 物件と推移している。現在の 91 物件のうち、野村不動産グループによる開発物件が 11 物件、野村不動産グループが運用を行っていた私募ファンドからの取得が 78 物件を占めており、スポンサー・サポートを十分に活用した物件取得が行われている。また、09/5 期末までに 11 物件を取得予定であることが公表されている。なお、スポンサーグループによる開発物件の積極的な取得が今後も計画されている一方で、スポンサーグループが運用する私募ファンドからの物件取得については、今後は想定されていない模様である。

一方、物件売却については、安定収益の確保という基本方針のもと、原則として長期保有を前提とした投資を行うが、運用不動産の資産価値の増減及びその予測、サブマーケットの将来性及び安定性、運用不動産の劣化又は陳腐化及びそれらに対応するためのコスト予測、ポートフォリオ構成等を考慮の上、総合的に判断するものとしている。物件売却は上場時以降現在まで行われておらず、今後についても特段予定はされていない。

(図表2) エリア別取得物件数推移



(2) 取得価格

現在のポートフォリオ 91 物件の総取得価格は約 704 億円、取得時の総鑑定評価額は約 704 億円、直近時点の総評価額（鑑定評価額、調査報告書等の合計評価額）は約 709 億円であり、1 物件当りの平均取得価格は約 8 億円となっている。個別物件に関する取得価格は取得時鑑定評価額と等しいことから、鑑定評価額に基づいた物件取得が行われている模様である。また、財団法人日本不動産研究所、大和不動産鑑定株式会社、株式会社中央不動産鑑定所、株式会社谷澤総合鑑定所を鑑定評価機関として、不動産鑑定評価書が発行されている。JCR では格付け付与にあたり、各物件の不動産鑑定評価書・エンジニアリングレポートの精査を実施し、各種設定数値、不動産鑑定評価額等に係る妥当性を検証しているが、現状の設定

数値等に特段の齟齬はないものと判断している。なお、この作業において、実際の契約賃料と周辺相場との比較を含め、不動産鑑定評価書上の想定賃料の妥当性（商業施設の場合賃料負担能力の検証等）、利回り等の分析を実施し、中期安定的な価格（JCR評価額）を査定した。

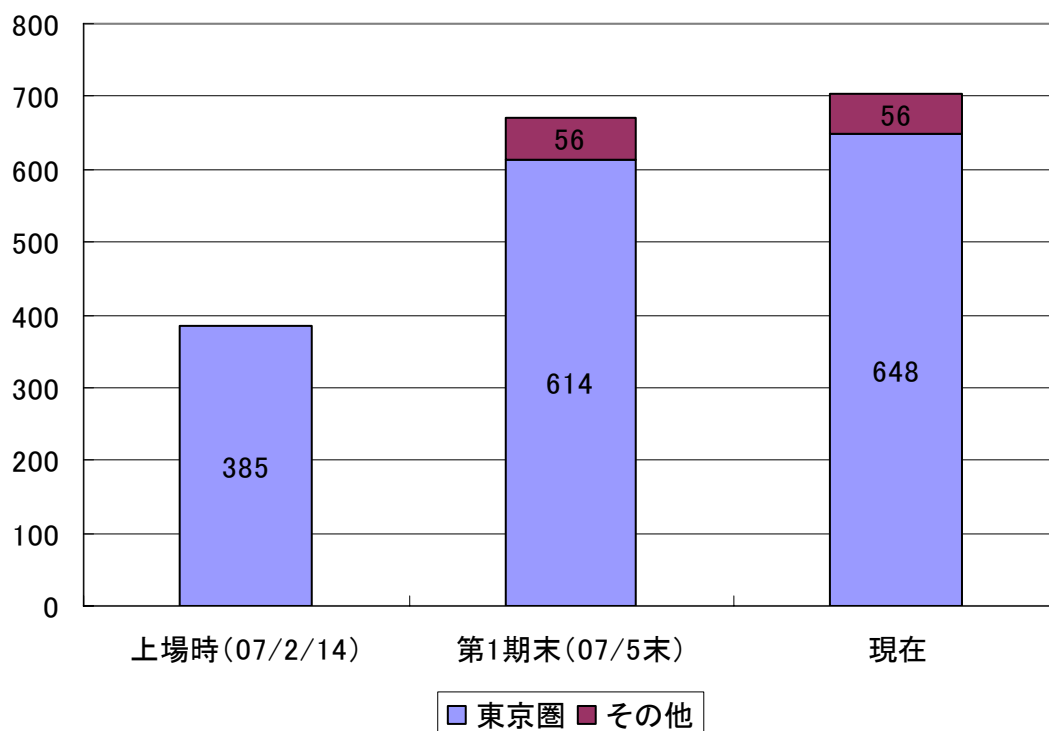
この結果として、現在の 91 物件を対象とする JCR 評価額は約 690 億円となった。この価額は、総取得価格に対して約 98.0%、直近時点の総鑑定評価額に対して約 97.3%となることから、ポートフォリオ全体として、概ね市場性を反映した適正な価格で物件購入がなされているものと判断される。

個別物件の取得価格についてみると、10 億円以下の物件が約 80%（物件数ベース）を占めていることから、市場参加者が多く、流動性も比較的高いと想定される中小規模の物件を中心に投資が行われており、市況の変化等により換価の必要が生じた場合でも機敏な対応が可能となるものと期待される。なお、本投資法人の物件選定基準では、ポートフォリオの物件分散を図るため、1 物件あたりの投資金額は当該物件への投資後におけるポートフォリオ全体の投資金額の 30%以下であること、と規定されている。

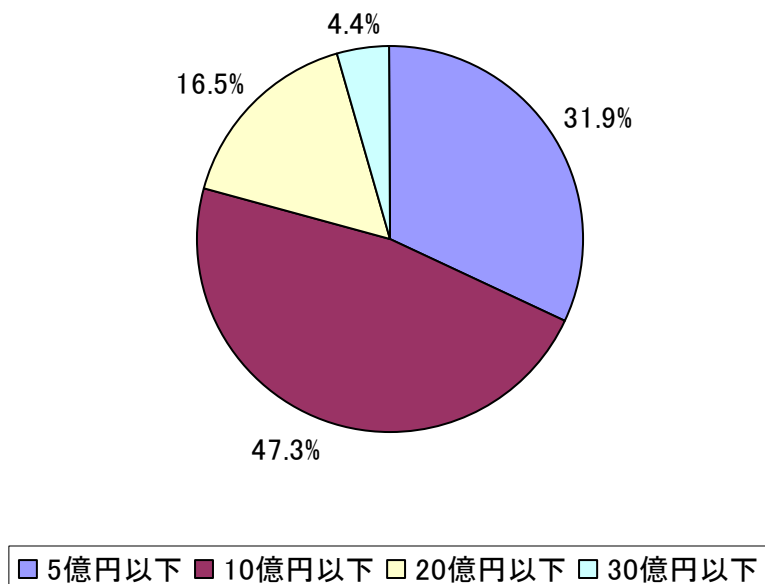
今後のポートフォリオの外部成長については、早期に運用資産総額 1,000 億円の達成、及び中長期的（2013 年 3 月末を目処）に運用資産総額 3,000 億円の達成を目標としている。ただし、過当な競争による無理な投資等を回避する観点から、具体的な時期のコミットはされていない。現在の公表ベースでは 09/5 期末までに約 85 億円の運用資産が積み上がる予定で、その他、数多くの物件情報が集まっていることもあり、スポンサーによる開発物件のみならず、他の事業者による開発物件、既に運用実績のある物件など、幅広いグループ力を活かして収集した物件情報の中から取得が検討されている模様である。今後も、取得物件の概要、投資方針との整合性等、外部成長の動向を注視していく。

（図表 3）エリア別取得価格推移

（億円）



(図表4) 取得価格別構成比 (物件数ベース)



(3) ブランド区分

本投資法人のポートフォリオにおける特徴として、各物件特性に応じた統一名称（ブランド名）を使用していることが挙げられる。使用されているブランド名と概要は以下の通りである。

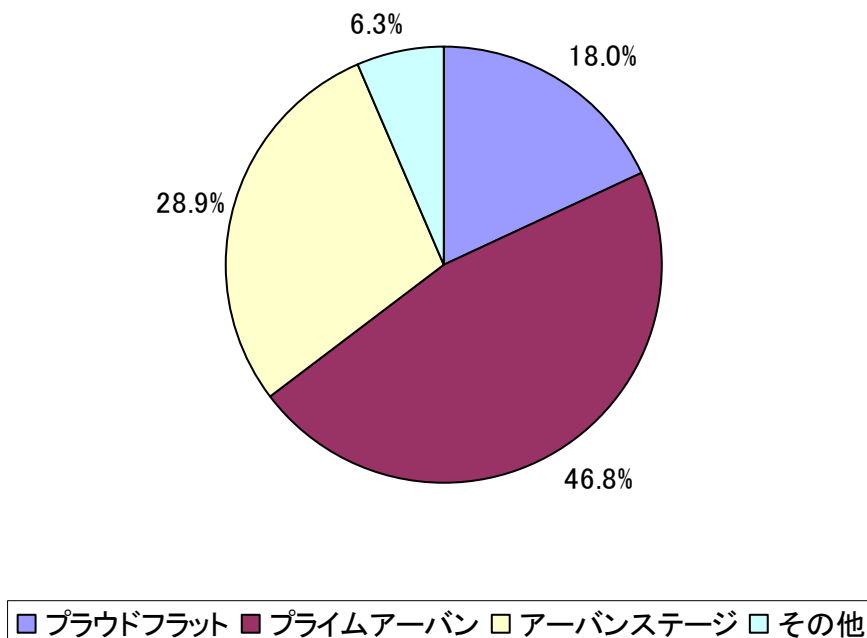
- ① 「プラウドフラット」：野村不動産の企画・開発物件で築年数が概ね1年以内
- ② 「プライムアーバン」：野村不動産以外の他社の企画・開発物件で築年数が概ね1年以内
- ③ 「アーバンステージ」：野村不動産以外の他社の企画・開発物件で築年数が概ね1年超

なかでも、①「プラウドフラット」はその継続的取得と運用が本投資法人の外部成長戦略の要と位置付けられており、ポートフォリオの中核を担うブランドである。また、「プラウドフラット」には野村不動産グループの住宅関連ノウハウ（用地取得・商品企画・管理等）が活かされており、立地、建物スペック、運営・管理等の観点から高い商品性を誇っている。

なお、各地域ごとのリーシング戦略や名称変更に関する諸事情などから、ポートフォリオの全物件が上記のブランド名に区分されているわけではない。

現在のブランド別投資比率（取得価格ベース）は、プラウドフラットが約18%、プライムアーバンが約47%、アーバンステージが約29%、その他が約6%の構成となっている。今後、外部成長が進展していく中、ブランド別投資比率としてプラウドフラットが40%、プライムアーバンが40%、アーバンステージ（及びその他）が20%と計画されている。プラウドフラットを含めた新築物件の比率が高まっていくことにより、ポートフォリオ全体の物件競争力が強化されていくかについては注視していく。

(図表5) ブランド別構成比 (取得価格ベース)



(4) エリア別投資

現在の投資対象エリアの区分は、東京圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）、その他（三大都市圏（東京圏を除く）及び政令指定都市をはじめとする全国主要都市）からなり、東京圏が約 648 億円（約 92%）、その他が約 56 億円（約 8%）となっている。

また、ポートフォリオ構築方針において、投資対象エリアは本投資法人がターゲットとする「賃貸需要の厚いテナント層」が集中している東京圏を中心とし、一定の地理的分散を図るためその他（地方）も投資対象としており、目標とする投資比率は東京圏で70%以上、その他で30%以下である。現在のところ、上記の構築方針の目標投資比率に準じた投資が実行されている。

なお、NREAMへのインタビューでは、その他（地方）物件については、後背地に人口が流入しており「賃貸需要の厚いテナント層」が見込める札幌・仙台・名古屋・大阪・福岡において投資実績があり、今後も、地元精通し、適切かつ継続的な管理運営ができる信頼度の高いPM会社への委託が可能な地域で、中長期的に安定した賃料収入が期待できる物件に投資を限定する予定であることを確認した。

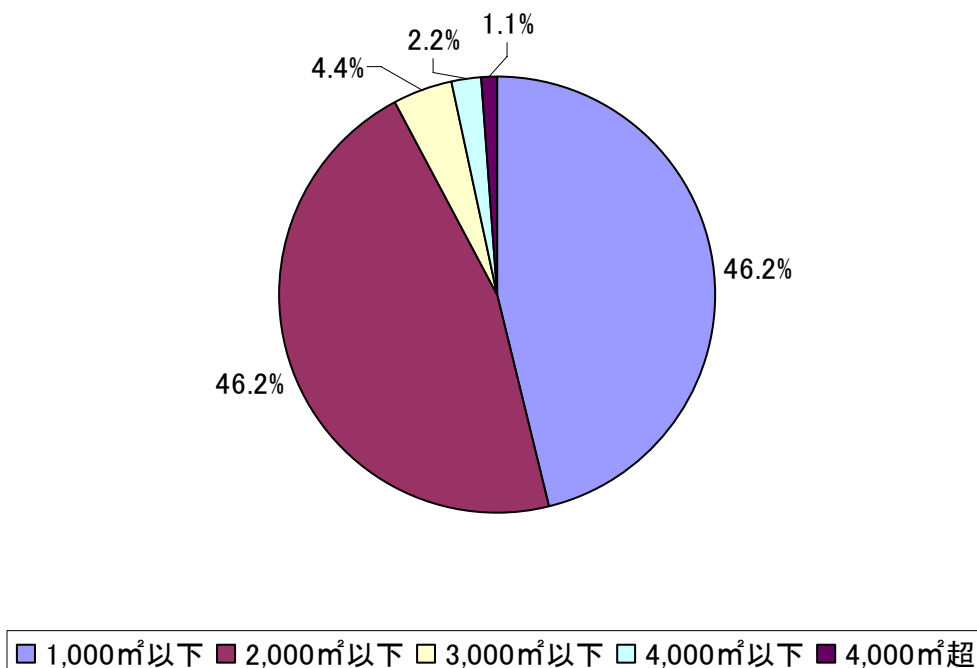
また、「投資比率30%以下」という数値は、あくまで一つの上限を示すものであって、この数値を目標として具体的に比率を高めていくという予定ではなく、東京圏を主軸に、その他（地方）を補完的な位置づけとして投資を実行していく計画であるとの方針である。

(5) 規模

現在のポートフォリオにおける規模（賃貸可能面積）別構成比（物件数ベース）は、2,000 m²以下の物件が約 92%と、中小規模の物件が大層を占めている。また、1 物件あたり平均取得価格は約 7.7 億円、1 物件あたり平均賃貸可能戸数は約 47 戸、1 戸あたり平均賃貸可能面積は約 24.9 m²であり、1 戸あたり平均賃貸可能面積を全賃貸可能面積で除して算出した「テナント集中度」は約 0.023%と、賃貸住宅の特性

を反映してテナント分散度が非常に高いポートフォリオとなっている。

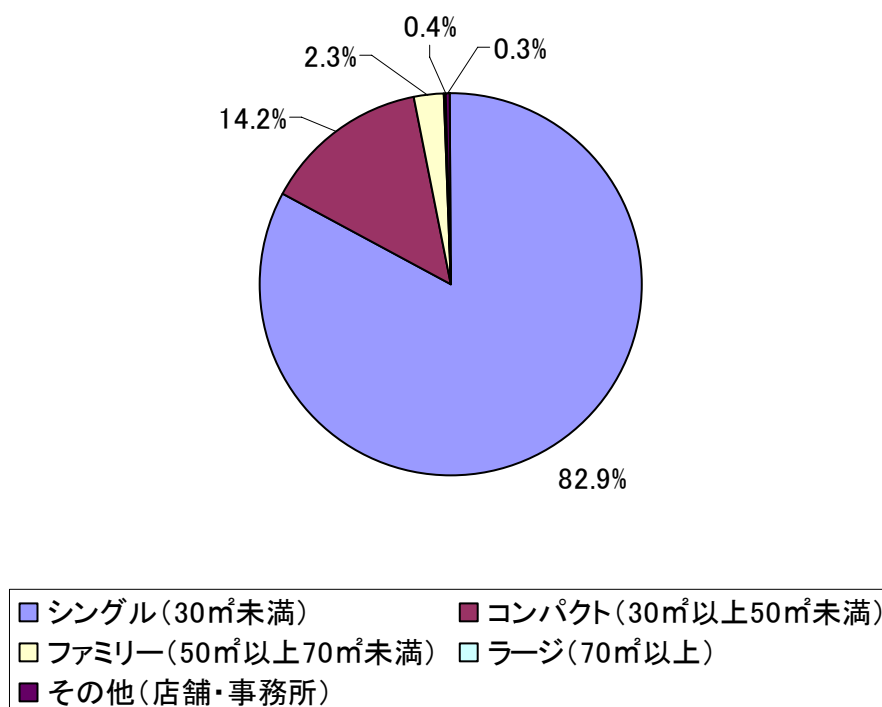
(図表6) 規模(賃貸可能面積)別構成比(物件数ベース)



(6) タイプ

現在のポートフォリオにおけるタイプ別構成比(賃貸可能戸数ベース)は、シングルタイプ(30㎡未満)が約83%、コンパクトタイプ(30㎡以上50㎡未満)も合わせると約97%を占めている。両タイプとも、本投資法人がターゲットの中心とする、単身者を中心としたテナント層にとって賃貸需要が厚いタイプであると考えられ、今後も両タイプへの投資は継続される計画である。なお、市況、金利動向等の変化により、ファミリー層の需要が分譲住宅から賃貸住宅へとシフト、あるいは現在の東京都心部を中心とした分譲マンション市場のやや過熱気味とも思われる市況が落ち着いた状況となった場合には、ファミリータイプへの投資が今後増加する可能性もありうる模様である。

(図表7) タイプ別構成比 (賃貸可能戸数ベース)

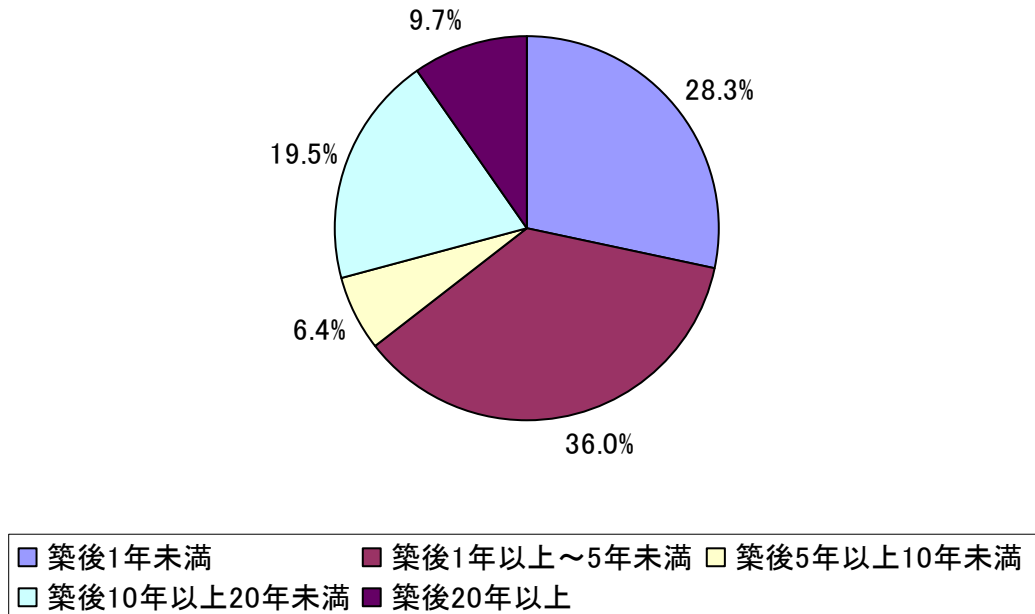


(7) 築年数・PML 値

07/5 期末時点のポートフォリオ平均築年数は約 7.1 年となっている。現在のポートフォリオにおいては、取得価格ベースで、築年数 5 年未満の物件が約 64% である一方、築年数 10 年以上の物件が約 29% を占めている。住宅の場合、一般的に築年数の経過により市場性・競争力が低下し、それに伴い稼働率低下、賃料下落が発生しやすいリスクがある。これに対し、本投資法人は、築年数が経過した物件に関するリニューアル（大規模修繕を含む）・リースアップの実績を有しており、当面、キャッシュフローへの悪影響が発生する可能性は小さいと考えられるものの、プラウドフラットを中心とした新築物件の構成比の高まりや、大規模修繕を含めた対応によって、市場性・競争力のある物件から構成されるポートフォリオをどのように維持していくかについて、注視していく必要がある。

耐震性については、原則として新耐震基準に適合していること、又はそれと同水準以上の耐震性能を有していることが物件選定基準となっている。（賃貸住宅をはじめとした居住用施設は分散がきいたポートフォリオの構成が可能であることから）物件選定基準において個別物件ごとに PML 値自体の制限は設定されていない。但し、ポートフォリオ PML 値が 15% 以上の場合において、個別物件の PML 値が 15% 以上の物件について地震保険を付保（火災保険及び利益保険の特約）することとしている。直近時点（竹中工務店による 06/11/21 付報告書記載）のポートフォリオ PML 値は 9.1%（東京区部直下を想定震源モデルとしたシナリオ地震が発生した場合）となっており、現在地震保険が付保されている個別物件はない。

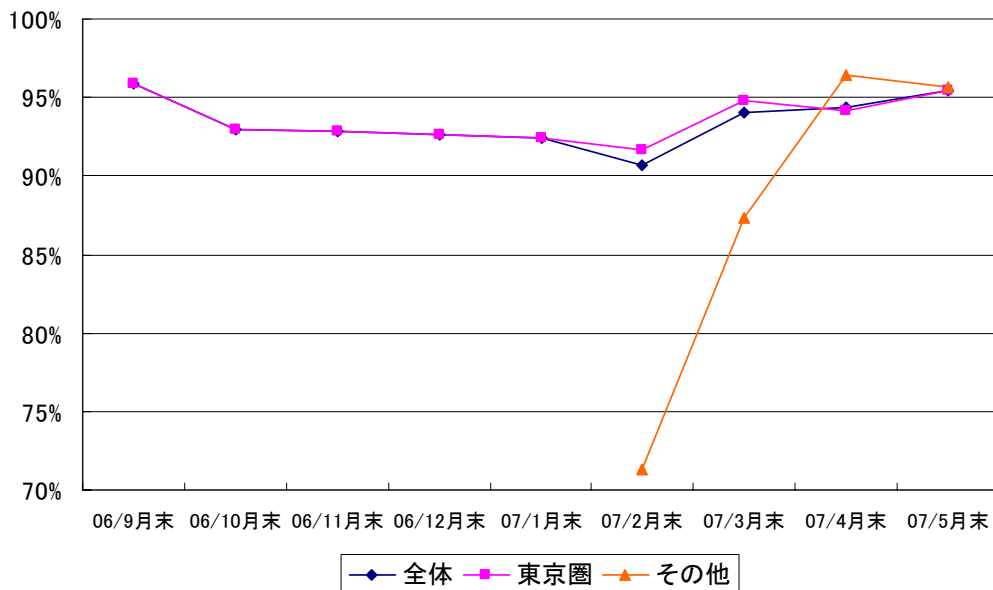
(図表8) 築年数別構成比 (取得価格ベース)



(8) 稼働率

上場以降、東京圏における物件稼働率は90%以上と堅調に推移している。その他（地域）の物件については、一時的な稼働率の低迷もみられたものの時期を逃さないリーシング戦略等が功を奏し、稼働率は改善傾向にある。07/5 期末時点の稼働率は、ポートフォリオ全体で95.4%、東京圏で95.4%、その他（地域）で95.7%と高水準を維持している。

(図表9) エリア別稼働率 (賃貸面積/賃貸可能面積)



(9) テナント・賃貸借契約

運用資産全てについてマスターリースが導入され、マスターレシーである各PM会社を介してエンドテナントと賃貸借契約が締結されている。主要テナント（マスターレシー）は、いずれも賃貸不動産の管理・運営事業において相応の実績を有する先をNREAMが選定している。選定されたPM会社は、必ずしもネームの通った大手とは限らず、特定のエリアに強いリーシングノウハウを持つ先、テナントフォローアップが可能な先を選定することとしている。なお、エンドテナントについては、法人の一括借上げによる社宅利用の物件も数件存在している。

賃料収受体系については殆どが「パス・スルー型」であり、本投資法人が各マスターレシーから収受する賃料は、各マスターレシーがエンドテナントから収受する賃料と同額である。一方、一部の物件は「賃料保証型」であるが、リーシングリスクおよびテナント退去リスクを排除することを目的に固定賃料を設定することによって収益の安定性を確保している模様である。

本投資法人のポートフォリオは賃貸住宅であることから、エンドテナントの分散度は十分に高い。季節要因等による稼働率の一時的な低下は発生するものの、個々のエンドテナントの退去がポートフォリオ全体の収益に与えるインパクトは極めて限定的であると考えられる。

(10) 上場時との比較におけるポートフォリオの外部成長および分散状況

上場時において、ポートフォリオの総物件数は57物件、総取得価格は約385億円、総賃貸可能面積は約58,979㎡であった。これに対し、現在の総物件数は91物件、総取得価格は約704億円、総賃貸可能面積は約108,295㎡であり、いずれをみても規模の拡大が図られている。JCRでは、外部成長をJ-REITの信用力判断上必要不可欠なものとして捉えているわけではないものの、ポートフォリオの安定的運用の観点からは、一定レベルの規模は必要であると認識している。この点、本投資法人に関しては、物件の分散度についてはすでに十分なレベルに達しているものと思われるが、更なる規模の拡大は一層の運用の安定に資するものと考えている。

地域別投資については上場時以降、東京圏を中心に投資が行われている一方、東京圏への投資比率（取得価格ベース）は上場時の100%から現在約92%へと低下しており、その他（地域）への地理的分散が進んでいる。地震リスクや局地的な市場性悪化リスクについて、ポートフォリオ内での分散がなされているのであれば、もとより重大なリスクとして捉える必要性は少ないものと考えている。物件の分散効果によって上記のような予測不可能な事象を含めたリスクの緩和を可能とするポートフォリオを比較的構築しやすい点は、住居系J-REITにおける格付け判断上の優位性の一つといえる。この意味で、地理的分散の進捗は、地方物件特有のリスク（大都市圏と比較し、相対的に需要層の厚みに欠ける点など）を排除できる範囲内であれば望ましいものとJCRでは考えている。

【資産運用業務における特徴】

(1) アセット・マネジメントとプロパティ・マネジメント

本投資法人におけるアセット・マネジメント（以下、AM）業務は、主に野村不動産グループからの出向者が担当している。NREAM では、野村不動産グループが運用する私募ファンドにおいて実績・経験を積んだ主要メンバーがレジデンス運用本部の人員として機能していること、オフィス担当からレジデンス担当へのスタッフ異動もみられ、NOF での資産運用ノウハウを本投資法人においても活用可能とする戦略であることなどから、相応に質の高い AM 業務の遂行が可能な体制が整備されているといえよう。

PM 業務については、多様な PM 会社との一体的運営管理という観点から、全物件に係る当該業務を、外部の PM 会社に委託しており、委託先は上場時の 16 社から 19 社へと増加している。主要な PM 会社は、(株)東急コミュニティー（現在の受託物件数：23 物件）、(株)ダイニチ（同：16 物件）、(株)明和住販流通センター（同：12 物件）、(株)長谷工ライブネット（同 11 物件）である。

PM 会社の選定にあたっては、賃貸住宅の 3 つの特性（広域に分散した立地、多数の物件・戸数、小口のエンドユーザーを対象）を重視し、個別物件ごとに最適な PM 会社を選定している。また、PM 会社の管理にあたっては、基本的な PM 業務や運営ルールに関して「PM 業務マニュアル」の整備を行い、PM 会社とのコミュニケーションの効率化、継続的な業務水準の安定化及び PM 会社間における業務水準の均質化を図っている。なお、PM 会社のパフォーマンスについては、継続的なモニタリングを行い、評価如何によっては PM 会社の変更を検討する可能性もありうる。

NREAM では、上記のように PM 業務に関して明確な方針を定めている。JCR では、NREAM 及び一部の PM 会社へのインタビューを行い、当該方針に沿った NREAM と PM 会社との一体的運営管理について確認している。

(2) 物件取得パイプライン

本投資法人において、野村不動産グループからの継続的な物件の取得機会を確保するため、NREAM は野村不動産及び野村不動産アーバンネットとの間でそれぞれ「情報提供協定書」を締結し、タイムリーに物件情報提供等を受ける体制が構築されている。主な内容は以下のとおりである。

① 野村不動産グループの保有・開発物件

野村不動産及び野村不動産アーバンネットは、自ら保有し又は今後開発して保有することとなる不動産等のうち、本投資法人の物件選定基準に大要適合すると思われる不動産等を売却しようとする場合、その情報を原則として第三者より先に NREAM に通知する。

NREAM がかかる情報を検討し、その結果取得を希望し、情報提供を受けた会社との間で売却条件等につき合意に達した場合には、本投資法人は、当該会社からこれを買受ける。

② 野村不動産グループの仲介物件

野村不動産及び野村不動産アーバンネットは、本投資法人の物件選定基準に合致する不動産等の所有者その他の関係者から当該不動産等の仲介の委託を受けた場合には、所有者等の意向等によって提供できない場合を除き、情報提供協定書に基づき、その情報を NREAM に速やかに通知するよう努める。

現在のポートフォリオ 91 物件については、野村不動産による開発物件の取得が 11 物件、野村不動産グループの私募ファンドからの取得が 78 物件となっており、野村不動産グループのサポートに基づく物件取得が大層を占めている。

本投資法人における外部成長戦略の要として、野村不動産グループとの戦略的協調を具現化したブランド賃貸住宅「プラウドフラット」の継続的取得が計画されていることから、今後も、野村不動産グループとの物件取得パイプラインが本投資法人の運用資産の着実な成長に大きく寄与していくものと JCR では考えている。また、中長期的に目標としている運用資産総額 3,000 億円を達成するためには、野村不動産グループ以外のプロバイダーからの物件取得も不可欠であると思料されることから、その物件取得先、物件規模、取得価格の妥当性等について、今後の動向を注視していく。

(3) リーシング戦略、大規模修繕・リニューアル戦略

一般に、賃貸住宅の賃料水準はオフィスと比べて、外部環境の変化による影響を受けにくいといわれる。すなわち、外部環境が好転し良好な状況にあっても、賃貸住宅に対する賃料上昇期待はオフィスのそれと比較して小さい傾向にある。

これに対し、ポートフォリオの内部成長のため、本投資法人は物件毎の特性に応じた計画的かつ機動的なリーシング活動を展開することにより、空室期間の短縮、賃料水準の維持・向上を図っている。基本的なリーシング戦略として、テナント異動シーズンにおける重点的活動(例えば、学生を対象とした賃貸住宅であれば、卒業シーズンの3月末から入学シーズンの4月にかけてタイミングを逃さず一気にリースアップをかけ、物件稼働率の低下を回避するなど)やテナント需給動向の把握がある。また、サブマーケット動向予測、リーシング実績の分析などの項目を反映した年間リーシング計画を策定し、当該計画に沿ったリーシング活動が行われている。先述したとおり、多様なPM会社との一体的運営管理のスローガンのもと、NREAMと実際にリーシング活動をおこなっているPM会社とのリレーションは良好に維持されているものと推察され、実際に上場時以降、特に東京圏の物件については平均して90%以上の高い稼働率を維持している。

ポートフォリオの内部成長に関してはまた、大規模修繕計画、リニューアル計画に基づき、物件ごとに適切な大規模修繕・リニューアル等の修繕投資を行うことで、物件の競争力、収益性の維持・向上を図るものとしている。NREAM及び各PM会社が一体となり、競争力が相対的に低下していると考えられる物件の大規模修繕、リニューアルに取り組み、賃料上昇、稼働率向上が図られた事例について、JCRでは幾つか確認をしており、一定の成果が上っているものと推察される。

ただ、本投資法人のポートフォリオは足元で経年10年以上の築古物件も多く、今後の外部成長に伴う物件数増加と相俟って、大規模修繕・リニューアル等の時期が重なることにより修繕投資のコストが内部成長分を毀損させてしまうケースが発生することもあると考えられる。については、大規模修繕・リニューアル等の修繕投資が、ポートフォリオ全体の収益性に与える影響については注視していく必要がある。

(4) コンプライアンス体制、利益相反対策

NREAMでは、適正な運用体制を構築するため、法令の遵守状況の確認、利害関係人等との取引及び利害関係人等がその資産の運用及び管理に係る助言等をおこなっている会社等と本投資法人との取引等について審議する機関として、コンプライアンス委員会を設置している。一例として、野村不動産及び野村不動産アーバンネットから不動産等を取得する場合には、NREAMはその社内規程に従い、コンプライアンス委員会の承認を必要とする。

コンプライアンス委員会はコンプライアンス・オフィサーを委員長とし、委員は取締役社長、常勤の取締役及び監査役並びに委員長が指名した社外の専門家から構成される。なお、社外の専門家は、コンプライアンス関連精通者及び弁護士である。

コンプライアンス規程に基づき、投資運用等に係る意思決定のプロセスにおいて、コンプライアンス委員会が重要な役割として位置付けられているとともに、本投資法人の資産の運用に係る重要な事項について審議・決定をする投資委員会で行われた審議の経過及び結論がコンプライアンス委員会に全て報告され、事後的にコンプライアンス上の問題の有無が審議・検討される体制が整備されている。

なお、コンプライアンス委員会の決議は、決議の対象となる議案について議決権を有する委員の3分の2以上の賛成により採決され、社外の専門家が全て反対した場合には決議が成立しない制約が課されている模様である。

投資家が要求するファンドの透明性を確保するため、野村不動産グループでは私募ファンド時代から、社外の専門家を招聘してコンプライアンス委員会の仕組みを採用してきた。また、コンプライアンス関連で特に留意しているのは利害関係人取引である。ここで、利害関係人との間で利益相反が生じないように策定されているルールとして次の点が挙げられる。

- ① NREAMにおいて、資産運用を受託する本投資法人与 NOF との利益を損ねることがないように、運用担当部門（本部）や運用意思決定機関（投資委員会）を各投資法人ごとに設置
- ② 利害関係人等との取引制限
- ③ 利益相反のおそれがある場合の書面の交付
- ④ 資産の運用の制限
- ⑤ NREAM の社内規程による利害関係人等との取引制限

不動産ファンド全般に対する金融庁の規制が強化されている中、J-REIT に関しては昨年、コンプライアンスの問題が指摘された件がいくつか明らかになった。もとより J-REIT という仕組みは、要求される情報公開のレベルと透明性が比較的高いものと考えられるが、中でもコンプライアンスの徹底は今後の更なる市場の健全な発展に不可欠で、不断の実効性ある整備が個々の J-REIT には要求されよう。

本投資法人及び NREAM において現状、コンプライアンスについての懸念事項は特段ないものの、今後の運営体制やその実効性について、JCR では継続的に注視していく。

（５）財務構成

財務方針は LTV（総資産額ベース）の上限を原則として 60%、巡航時で 35～45%と規定しており、保守的にコントロールすることで財務の安全性を確保するものとしている。JCR により算出した現在の LTV の数値は、以下の通りである。投資法人の場合、資産売却とその結果としての負債の返済方法が予め規定されているわけではないため、単純な比較はできないが、現状の LTV を前提としたストラクチャード・ファイナンス案件の場合であれば、JCR の格付け基準では「AA レンジ」の格付けに相応するレベルであるといえよう。

（図表１０）LTV

単位：億円

	期末簿価ベース	期末算定価額ベース	
		投資法人予想	JCR
ネット総資産	735	728	709
有形固定資産	683	676	657
その他の資産	52	52	52
ネット負債	309	309	309
有利子負債	319	319	319
敷金・保証金	8	8	8
信託現金・預金(-)	-18	-18	-18
LTV(%)	42.0	42.5	43.6

注：期末簿価ベースは07/5期末の本投資法人（予想）数値を使用

① ネット総資産＝資産合計－信託現金・信託預金

② ネット負債＝有利子負債＋敷金保証金－信託現金・信託預金

③ LTV＝ネット負債÷ネット総資産

④ 敷金・保証金：07/5期末の本投資法人（予想）数値を採用

⑤ 信託現金・預金：07/5期末の本投資法人（予想）数値を採用

⑥ 期末算定価額ベースの有形固定資産は、投資法人予想、JCRとも07/5期末の89物件に対応

また、デット・ファイナンスについては、全て無担保・無保証での調達となっている。金利の固定化、借入金の平均年限の長期化、返済期限の分散化、メガバンクを主体とした取引金融機関の多様化により、財務の安定性・リファイナンスリスクに対する柔軟性に配慮した資金調達が実践されている。現在の財務構成に関して特段の懸念事項はないと考えられるが、今後の外部成長に伴う資金調達が財務構成に与える影響については、引き続きフォローしていく。



News Release

【まとめ～住居系 J-REIT に対する JCR の評価をふまえて】

JCR では、J-REIT の格付けにあたって、単純な「資産証券化商品」と同様にヴィークル＝投資法人の保有するステイックな「資産」のみに焦点をあてるのではなく、不動産投資という物件の取得・管理・維持・売却といった一連の業務を行う過程の中で、投資法人ならびに資産運用会社が「債権者」「投資主」「スポンサー」といった関係者とどのように利害関係を調整しつつ、J-REIT の運営を行っていくのか、その意思と能力についても注目していきたい、との趣旨から、ゴーイング・コンサーンのコーポレートとしての観点を取り入れる、と考え、今までも折々に公表してきている。

本投資法人は、スポンサーである野村不動産グループがデベロッパーとして永年培ってきたマンション分譲に係るノウハウを軸に、2001年に運営を開始した私募ファンドにその源流を発する。

同じ「マンション」という住宅に係る事業ではあるものの、業務開始当初は若干の試行錯誤的な要素も存在した模様ではあるが、この私募ファンドの運用経験を基に、本投資法人における投資のスローガン「Urban（立地）」「Basic（基本性能）」「Quality（品質）」は確立されてきた。より具体的には、先述したようなスポンサーとのコラボレーションによる住宅マーケティングの発想から、賃貸需要者の目線にたった「絶対額としての賃料」「通勤時間のキーとなる沿線」といった独自の要素に着目し、最も賃貸需要の厚いテナント層を狙えることを投資判断の中心的な要素として、物件取得を進めてきている。

また、分散投資というファンド運用のメリットを最大限に発揮すべく、1物件あたりの投資金額が約7億円と J-REIT の中でも最も小さいレベルであるのも本投資法人の大きな特徴である。その背景として、本投資法人は、その物件マネジメント戦略の中で賃貸住宅の特性を「広・多・少」（広域に分散した立地、多数の物件・戸数、小口のエンドユーザーを対象）と把握しており、実際のポートフォリオ構築においては、物件の所在エリアやターゲットとなる賃借人の属性のみならず、築年数に関しても分散させるべき属性として明確に意識がなされていることが、ファンドコンセプトとして特徴的であると JCR では考えている。

一般に投資対象の分散が、リスクの低減に寄与することは広く知られているが、この嚆矢となったハーリー・マーコヴィッツのポートフォリオ選択モデルにおいて、リスクとリターンのプロファイルが異なる対象の組み合わせにより、より効率的なポートフォリオの構築が可能となることが示唆されていた。

翻って J-REIT のポートフォリオについて考察すると、投資対象となる不動産はその性質上、必ずしもリスク・リターンプロファイルが大きく異なるものとは言えず、いずれの物件も経済のマクロ環境・不動産市況の影響を強く受けると言わざるを得ないであろう。いわば、ウィリアム・シャープの CAPM（資本資産価格モデル）で観念されるところの、「分散投資によっても解消できないリスク（システムティックリスク）」の部分も相応に存在すると言うことになる。

とはいえ、いずれにせよ個別の物件ベースでの運用上のリスクが存することは確かである。地震等の天災や事件・事故の発生による予見しがたいリスク、立地等にかかる突発的なレピュテーションリスクなど、定量的に予想される発生確率等を表現することは困難ではあるものの、物理的に所在や躯体が分散されているだけでも、なんらかのポートフォリオとしての資産価格変動のリスクの緩和に資するものである、とは判断できよう。こうした物件の分散に対する視点について、JCR では住居系 J-REIT の格付け評価に織り込むものとしている。

なお、分散に対する評価については、住宅を投資対象としたファンドの場合にはある程度明確に可能であるものの、他の用途では別の要素も検討する必要がある。住宅の場合、エンドテナントに対する賃貸面積は、外国人向け等の一部の突出した高グレードの物件を除き、せいぜいのところ 100㎡未満であり、物件自体の規模は当然戸数によって異なってくるものの、最近都心部では分譲を中心に賃貸でも人気の高い「大型・高層タワー物件」に対し、「閑静な住宅地に所在する低層物件」にも相応の根強い人気があることから、規模の大・小どちらの物件にも、賃借人にとってそれぞれ別の訴求力があるものといえよう。



News Release

これに対して、オフィスの場合には、規模の違いが対象とするテナント層の違いに直結しやすい（賃料負担能力が高い大企業が賃借物件を探す場合には、相応の賃借面積のある大型物件に限定されやすく、また特にネームバリューのある大型物件は、高い収益性を継続的に維持可能である場合が多い）ことが大きく異なるポイントである。大型物件には分散された小型物件のポートフォリオにはない賃貸経営上のメリットがありうるのが、住宅以外の、特にオフィス用途の特徴であるといえよう。

本投資法人のポートフォリオは、公表されている取得予定物件も含めれば、物件数は既に 100 を超えている。分散を強く意識して、スポンサーのサポートも活用しながら、着実にポートフォリオを拡大しつつも安定した運用を旨として実践してきていることは、NERAM の J-REIT 運営の経験とも相俟って、安定的な資金調達構造の構築を可能にしている理由の一つであると思われる。

今次の本投資法人に対する格付けには、こうした構築方針をふまえた物件ポートフォリオの側面と、ゴーイング・コンサーンのコーポレートとしての側面との両面に対する、JCR の高い評価が反映されている。

本投資法人の今後の格付けについては、当面の間早急に解決されるべき課題は特段ないものと見ているが、物件の追加的購入によるポートフォリオの質の変化、及びそれに対応した資金調達が財務構成に与える影響については、引き続き注視していく。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 日本格付研究所

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

＜情報提供電子メディア（検索コード）＞

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）
QUICK（和文：QR / 英文：QQ） TELERATE JIJI PRESS

＜お問い合わせ先＞

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部
<http://www.jcr.co.jp>

【ポートフォリオ主要物件概要】

➤ アーバンステージ勝どき

都営地下鉄大江戸線「勝どき駅」徒歩約9分に位置する87年2月竣工、築約20年の10階建て共同住宅である。住居部分は単身者向けの19.72平米の1Kと若年DINKS層をターゲットとした42.39平米の2DK/1LDKの2つのタイプでからなり、総戸数は144戸である。当物件は本投資法人のポートフォリオの中で最も取得金額が高い物件であり、ポートフォリオ総額の約3.3%を占めている。

建物は、東北～南西に細長い形状で、デザイン性には乏しいものの機能的な外観である。本物件は、スポンサーの私募ファンドから購入した物件であり、その所有時代には内外装の塗装・防水工事・共用部エントランスのリニューアル（タイルの貼替え・共用玄関の底の取替え・ホール内装の一新など）の経年対策が実施されている。また、専有部についても、和室のある2DKのタイプを、引き戸を用いた可変式の1LDKに改装、水周り設備も一新するなどのリノベーションを逐次実施し、経年物件ながらも直近では賃料の引き上げにも成功しつつある。

対象地周辺は、住宅、倉庫や工場などが混在するやや雑然とした雰囲気の立地であり、銀座や丸の内方面への距離も3キロ以内ではあるものの、00年12月に大江戸線が開通するまでは、バス便が中心となるアクセス面ではやや魅力に欠ける立地ではあった。しかしその後は、01年には駅南方300メートルに大規模な都市再開発の「晴海トリトンスクエア」が開業するなど、近年の発展の目覚ましいエリアの一つである。こうした開発を受け、周辺では分譲マンションの開発も増加し、とくに対象地の北隣接地には地上58階建てのツインタワーのマンション（THE TOKYO TOWERS）が08年初頭に竣工の予定である。このマンションの敷地内には、スーパーやクリニックなどの開業が予定されており、当物件の利便性向上にも繋がることが期待されている。また、勝どき駅前でも都市再生機構による大型の再開発が始動している。

こうした周辺環境の変化を受け、NREAMでは従来は若年層の賃貸需要がやや弱い立地であった本物件に、上記のような積極的なリニューアル政策をも交えながら、需要を取り込むことに成功しつつある。私募ファンドが取得した直後の05年には一時期稼働率が80%台前半にまで落ち込むこともあったが、現在では安定的に95%以上を維持することに成功している。

賃料水準・立地等を考えれば、現在の稼働が当面継続する可能性は高いとJCRでは見ているものの、20年という経年物件への継続的な取組みとして、今後の物件状況の推移とともにNREAMの対応につき注視していきたい。

取得価格：2,290百万円

取得時鑑定評価額：2,290百万円

07/5期末算定価額：2,330百万円

➤ プラウドフラット隅田リバーサイド

東京メトロ東西線・日比谷線「茅場町」駅徒歩9分に位置する07年2月末に竣工した、スポンサーの野村不動産が開発した新築物件である。住居部分は単身者向けの25㎡以下のワンルームが中心の10階建てで、総戸数は110戸である。隅田川を望む東側の最上階には、メゾネット形式の専有テラスを持つタイプがあるなど、設備面を含めた仕様は分譲レベルと同等にあるといえる。当物件は本投資法人のポートフォリオの中で二番目に取得金額が高い物件であり、ポートフォリオ総額の約3.2%を占めている。

建物は、ほぼ正方形に近い形状であり、共用の内廊下を挟んで東西に貸室専有部分が並ぶ。デザインはすっきりとした都会的でスタイリッシュな外観であり、野村不動産の「プラウドフラット」ブランドを冠した物件らしい質感を醸し出している。

対象地周辺は、オフィスビルを中心とした中に一部マンション等が存在する立地であり、居住環境としては住宅適地とはいえないものの、最寄り駅の茅場町からは、東京の中心的ビジネス街である大手町へ2駅3分、有数の商業集積地である銀座へも4駅6分など、抜群の交通利便性にある。

こうした物件仕様と立地から、竣工後のリースアップは極めて順調に進捗し、現在ではほぼ満室稼働の状況にある。

取得価格：2,260 百万円

取得時鑑定評価額：2,260 百万円

➤ アーバンステージ南行徳 I

東京メトロ東西線「南行徳」駅徒歩7分に位置する92年5月に竣工した築15年の物件である。住居部分は全て単身者向けで20㎡以下のワンルームからなり、総戸数は41戸である。当物件は本投資法人のポートフォリオの中でも取得金額が低いカテゴリに入る物件の一つであり、ポートフォリオ総額の約0.5%を占めている。

建物内部は共用内廊下の東西に貸室専有部分が並ぶ。築後15年という経年から、相応の劣化は見られるものの、管理は行き届いており、外観・内装ともに特段の運営上の問題は発生していないものと思われる。建物の外観は一部タイル貼りで、ワンルーム専用の物件には珍しく、共用玄関ホール脇にソファを配したラウンジスペースが設けられているなど、機能性・デザイン性にも一定の配慮がなされている。

対象地周辺は、一戸建て個人住宅やアパート、比較的低層のマンション等が建ち並ぶ立地である。駅前の商業的な繁华性はやや欠けているものの、スーパー等の日常の買い物ニーズは十分に満たされている。また、最寄り駅の南行徳から日本橋・大手町へ30分以内など、通勤の上での利便性は高いといえよう。

なお、本投資法人は、当物件の近隣に4件のほぼ同じ経年・規模の物件（アーバンステージ南行徳Ⅱ～Ⅳ及びアーバンステージ浦安）を所有している。いずれも、法人の独身者向け社宅需要を主なターゲットとした物件であり、まとまった戸数の契約がなされるケースも多い。稼働率については、法人の大口解約等があった場合には、一時的に悪化するケースも過去には見受けられるが、比較的早期に90%以上を回復してきている。特に駅から離れた物件では、賃料をやや割安に設定すると同時に、解約を需要期前の1月に限定した法人向け契約を導入するなど、PMとの協働によって、需要動向を踏まえたリーシング政策上の工夫を行っている。これら5物件をはじめとして、東京都江戸川区・千葉県浦安市・市川市の本投資法人の物件（合計16件）のPMを受託しているのは、いずれも株式会社ダイニチ（以下、ダイニチ）である。JCRでは、こうしたエリアへの投資スタンスと運営状況の確認のため、本投資法人の格付けにあたって、ダイニチへのインタビューも行っている。この中では、ダイニチが地元特化・密着型の創業70年近い不動産業者として、リーシング面では当エリアに社宅需要を持つ法人営業に幅広い契約実績と需要ストックを持ち、また管理運営面では、法人契約先・単身者である居住者双方への目細かいサポート（入退去時を含む社宅管理業務の代行、クレーム対応等含む）を行っていることなどを確認している。

取得価格：357 百万円

取得時鑑定評価額：357 百万円

07/5 期末算定価額：364 百万円

➤ プライムアーバン中目黒

東急東横線、東京メトロ日比谷線「中目黒駅」徒歩約4分に位置する04年12月竣工、築約2.5年の3階建て低層共同住宅である。住居部分は全て単身者向けで約26㎡の1Kタイプからなり、総戸数は49戸である。当物件はポートフォリオ総額の約1.7%を占めている。

建物は、もともと開発業者が分譲マンション用として購入した土地に存していることもあり、白と薄い紫の色調を基調とした洗練されたデザインで、良好な住環境に適合している。また、外観及び共用部にも特に目立った損傷等はなく、維持管理の状態は良好である。

対象地周辺は、都心の中でも生活利便性が高く、都会的で洗練された高級感のあるイメージを有する中目黒エリアであり、住宅地としての人気が非常に高い。また、最寄り駅から徒歩5分圏内で、山手通りの南西側背後の高台に位置し、戸建住宅、中層マンションが建ち並ぶ閑静な住宅地域ということもあり、優れた住環境である。最寄り駅の中目黒からは、渋谷・六本木・霞ヶ関・銀座など、都内の各オフィスエリア、商業集積地にとどまらず、横浜方面へのアクセスも良好であり、交通利便性に恵まれている。

こうした物件仕様と立地から、本投資法人で定義する「アッパーミドル」をターゲットとした賃料設定ながらも、外資系企業や報道関係勤務者等の需要も厚い模様であり、現在では満室稼働の状況にある。今後も、その物件特性から、本投資法人のポートフォリオの中で中核的役割を担うことが期待される物件であると推察される。

取得価格：1,320 百万円

取得時鑑定評価額：1,320 百万円

07/5 期末算定価額：1,350 百万円

➤ プラウドフラット目黒行人坂

JR 山手線、東急目黒線、東京メトロ南北線、都営地下鉄三田線「目黒駅」徒歩約 5 分に位置する 07 年 1 月竣工の新築 7 階建て共同住宅である。住居部分は単身者向けの約 21 m²の 1K タイプからなり、総戸数は 40 戸である。当物件はポートフォリオ総額の約 1.1%を占めている。

建物は新築物件で、外観は都会的かつスタイリッシュなデザインであり、野村不動産の企画・開発力を具現化した、「プラウドフラット」の名を冠した物件らしい質感を醸し出している。また、西側サイドにはルーフバルコニーが設置されている。

対象地周辺は、中層共同住宅を中心に、オフィス、戸建住宅、駐車場等が混在している住宅地域だが、幹線道路である目黒通りの背後で比較的閑静であるほか、近隣商業施設への接近性が良好な地域である。最寄り駅が目黒へは複数の路線が乗り入れており、各地域へのアクセスは良好で、交通利便性に恵まれている。

こうした物件仕様と立地から、本投資法人が定義する「ミドル」を主体にテナント需要の厚い物件であることから、リースアップは 1 ヶ月で完了した模様であり、現在では満室稼働の状況にある。新築物件ということもあり、今後も底堅い需要が期待される。

取得価格：882 百万円

取得時鑑定評価額：882 百万円

07/5 期末算定価額：884 百万円

➤ コスモグラシア四谷外苑東

東京メトロ丸ノ内線「四谷三丁目駅」徒歩約 4 分に位置する 04 年 1 月竣工、築約 3.5 年の 15 階建て共同住宅である。住居部分は単身者向けの約 27 m²～39 m²の STUDIO、1K 及び 1DK と若年 DINKS 層をターゲットとした約 45 m²の 1LDK の 2 つのタイプからなり、総戸数は 51 戸である。当物件は本投資法人のポートフォリオの中で相対的に取得金額が高い物件であり、ポートフォリオ総額の約 2.2%を占めている。

建物について、外観及び共用部には特に目立った損傷等はなく、維持管理の状態は良好である。また個別住戸は白を基調に清潔感を醸出する内装で、全体的に圧迫感を与えない仕様となっている。

対象地周辺は、幹線道路（外苑東通り）に面し道路系統性が良好で、中高層の店舗、事務所ビル、共同住宅等が混在する地域であり、生活利便性に優れている。最寄り駅の四谷三丁目からは、新宿・霞ヶ関・銀座・大手町など、都内の各オフィスエリア、官庁街、商業集積地へのアクセスも良好であるほか、JR 総武線「信濃町駅」の利用も可能な立地であり、交通利便性に恵まれている。

こうした物件仕様と立地から、本投資法人で定義する「アッパーミドル」に加えて、周辺法律事務所勤務の弁護士、周辺病院勤務の医者等の高所得者層もテナントターゲットとした賃料設定にもかかわらず、現在ではほぼ満室稼働の状況にある。今後も、ポートフォリオ収益への寄与度に関して、注目度の高い物件の 1 つであると推察される。

なお、本物件の名称は、本投資法人による 3 つのブランド「プラウドフラット」、「プライムアーバン」及び「アーバンステージ」以外のものとなっている。これは、プロバイダーであるコスモスイニシアの強い意向による（本物件はコスモスイニシアの代表的物件の 1 つ）ものとのことである。NREAM では、今後外部成長が進んでいく中、野村不動産以外のプロバイダーとの友好的協調関係を継続させていくことの反映として、



News Release

3ブランド以外の冠を付した名称の物件取得も予定している模様である。07年5月16日に取得した福岡の2物件（「ベネフィス」シリーズ、前所有者は三和エステート）はその1例と考えられる。

取得価格：1,700百万円

取得時鑑定評価額：1,700百万円

07/5期末算定価額：1,700百万円

以上

ストラクチャード・ファイナンス部

チーフアナリスト 杉山 成夫

格付三部

アナリスト 松田 信康