

地方のビルと東京のビルとの利回り格差に関する分析

(株)住友生命総合研究所 喜多村広作

(株)住友生命総合研究所 森永昭彦

明海大学不動産学部 吉田 靖

現在、地方都市のオフィスビルは、概して東京（特に都心）のオフィスビルよりも高い利回りで取引されている。その要因について、リスク、成長性、建物の減価の3点から整理を行うとともに、賃料および空室率等のデータを用いて定量的な分析を行った。格差の主たる要因として、①地方都市の方がリスクが大きい可能性がある、②地方都市の方が成長性が低い可能性がある、③地方都市の方が概して建物の減価部分が多い、が考えられる。

1. はじめに

現在、地方都市に所在するオフィスビルは、概して東京（特に都心）に所在するオフィスビルよりも高い利回り（キャップレート）で売買されている。例えば、(財)日本不動産研究所の不動産投資家調査（2003年10月）によれば、東京都心のトップクラスのオフィスビルについては概ね5.2～6.5%の利回りが期待されているのに対し、地方都市については7.0～8.5%の期待利回りとなっている¹。また、JREITの取得物件でも、地方のビルの方が東京のビルよりもNOI（減価償却費控除前賃貸事業利益）利回りが概ね高くなっている²。

従って、不動産ポートフォリオにおける短期的な収益性の観点からは、地方のウェイトを高めた方が有利と思われる状況にある。しかしながら、不動産ポートフォリオの構築を行うにあたっては、(長期的な)収益性とリスクを考慮することが必要である。その際には、この利回り格差がどのような要因で生じているのかについて把握することが重要となるが、日本ではそのような研究はほとんど行われていないのが現状である。そこで、本研究では、地方のビルと東京のビルとの利回り格差が生じている要因について、3つの観点から包括的に整理を行うとともに、賃料および空室率等のデータを用いて定量的な分析を行った。

2. キャップレートについて

不動産の価格や収益性の分析にあたっては、キャップレートが用いられる場合が多い。キャップレートは概念的には次のように定式化できるとされている。

$$R = R_f + R_p - g + d$$

R : キャップレート（還元利回り）

R_f : 無リスク金利

R_p : リスクプレミアム

g : NOI（またはNCF）の成長率

d : 建物の減価に対応する加算部分

} 期待利回り（割引率）

つまり、キャップレートは一般金融環境とは別に、次の影響を受ける。

i. リスクプレミアム (R_p)