

最近のオフィス賃料の動向と還元利回りにおける賃料変動率(g)のゆくえ

1 はじめに

今回の豆知識では、鑑定評価手法におけるスタンダードモデルである収益還元法の直接還元式に着目し、当該手法における還元利回りの考え方と現下におけるオフィス賃料動向との関係を考察するものです。

2 還元利回り

還元利回りというのは、不動産から得られるネットの純収益から不動産価格を求めるための利回りで、その関係を式にあらわすと次の式になります。

$$\blacksquare \text{還元利回り} = \text{純収益} \div \text{不動産価格} \quad \blacksquare \text{不動産価格} = \text{純収益} \div \text{還元利回り}$$

(例 1) 純収益 100 万円 \div 不動産価格 1000 万円 = 還元利回り 10%

(例 2) 純収益 100 万円 \div 還元利回り 12% \div 不動産価格 833 万円

この還元利回りは対象不動産の「リスク」を表しており、

■還元利回りが高い＝物件のリスクが高い＝不動産価値が低い

■還元利回りが低い＝物件のリスクが低い＝不動産価値が高い

という基本セオリーがあります。

ちなみに還元利回りの決定要因としては次の要因(一例)があげられます。

①空室損失や現行賃料水準の割高感など純収益の将来動向についての予測
②権利の態様(区分所有、共有など)
③立地条件や建物の規模
④建物の築年数、グレード
⑤賃借人の属性
⑥管理、修繕の状況
⑦契約条件、賃貸形式等

ここで①の「純収益の将来動向についての予測」とありますが、これは具体的にはどのように還元利回りに反映させるのでしょうか？

そこで地価公示や地価調査において適用される還元利回りについて見ると次式で表され、賃料変動率によってさきの「純収益の将来動向についての予測」を勘案することになるのです。

$$\blacksquare \text{還元利回り} = \text{投資利回りを基礎とする「基本利率}(r)\text{」} - \text{賃料の「変動率}(g)\text{」}$$

3 賃料の変動率とは

純収益の変動は、賃料の変動と必要諸経費の変動により構成されるものであり、本来は 2 つの変動率を複合させる計算が必要となりますが、地価公示等においては必要諸経費の変動率は賃料の変動率と類似するとの考えに基づいて、賃料の変動率で代替させたものです。

賃料の将来動向については、短期的には現在の経済の停滞状況を反映すると下落も予測されますが、長期的なものとして予測する必要があることから、経済成長率の予測を参考指標として将来予測を行うものであります。(次頁グラフ 1 参考)

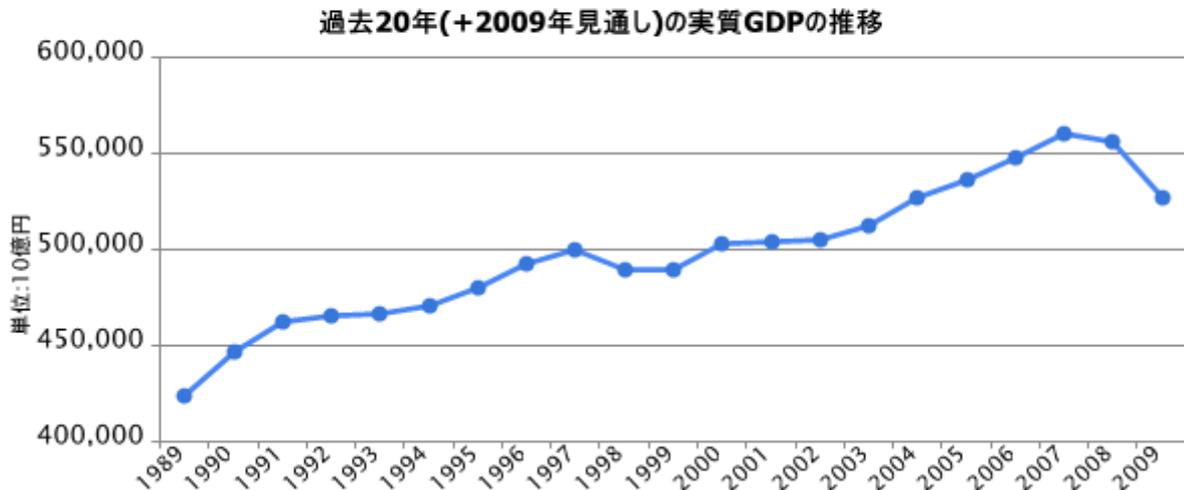
具体の将来予測については、財団法人日本経済研究センターの GDP 将来予測値において、名目 GDP の

年平均伸び率を2005年～2015年は3.3%、2015年～2025年は2.0%とし、25年間の年平均伸び率を2.2%と予測しており、鑑定評価実務においては一般的に、 $g=0.0\sim+1.0\%$ を適用して知るケースが多いです。

(グラフ1)

日本の過去20年(+2009年見通し)の実質GDPの推移(通貨:円)。

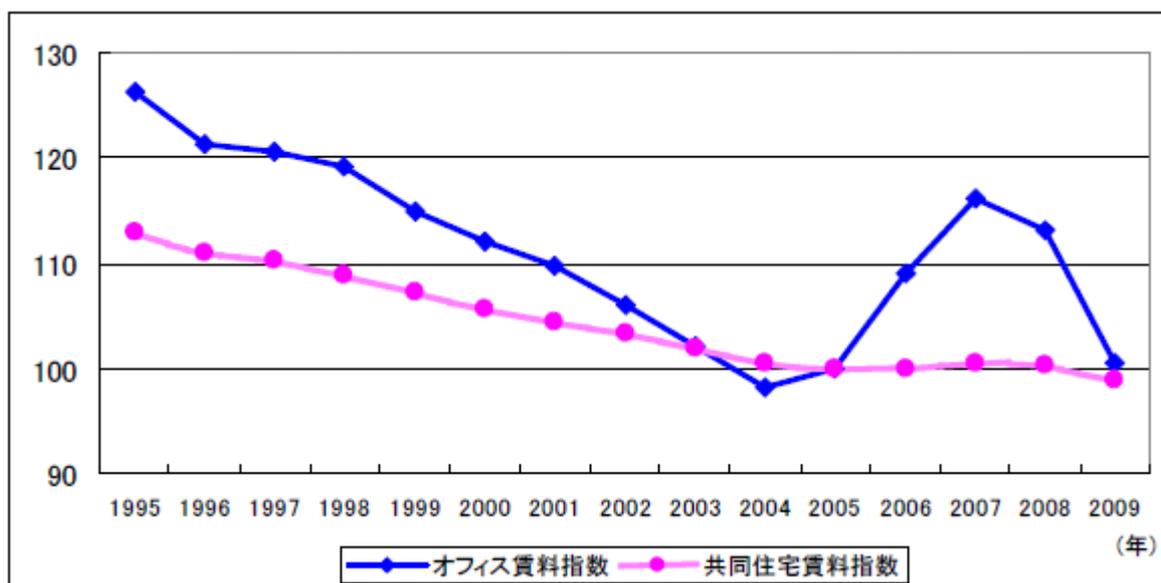
・ 実質GDPとは名目GDPから物価変動の影響を除いたものを指す。



4 一般的なオフィス賃料の動向について

2009.11 に発表された財団法人日本不動産研究所の賃料統計によると、「オフィス賃料は景気の悪化等から下落幅が拡大し、三大都市圏等では10%を超える下落に拡大し、共同住宅賃料は1%前後の下落にやや拡大した。今後はオフィス・共同住宅賃料ともに下落幅が縮小する見通し」であり、その中でオフィス賃料は、景気の悪化等から需要が減少し、全国で11.2%下落(前回2.5%下落)と調査開始以来最大の下落を記録しました。特に、東京都区部、名古屋市、仙台市等では供給が増加して15%を超える下落に拡大となりました。今後1年は下落幅が縮小して3.4%の下落になる見通しです。

(グラフ2)オフィス賃料指数及び共同住宅賃料指数の動向【全国】(2005年を100とする指数)



5 変動率 g の判定について

収益還元法は更地に最有効使用の建物想定を前提として賃料想定を行う土地残余法と実際の土地・建物に係る賃料収入を前提とする収益還元法があります。また新規賃料と継続賃料との区別もあり、いずれの場合においても変動率を予測するにあたっては、マクロ的な経済予測を指標としつつ、地域別、用途別のほか、とりわけ立地条件や建物の個別的要因(グレード等)に依存する部分が大きいと思われます。

したがって、日頃からマクロの社会経済動向を分析し、売買・賃貸市場の特性、動向および代替・競争等の関係にある類似不動産の需給動向に係る広域的なデータを分析・把握しておかなければなりません。

6 変動率 g のゆくえ

収益還元法及びオフィス賃料の動向に基づく変動率について、ここまでは教科書通りのセオリーであります。

ここで素朴な疑問として考えたいと思います。

変動率 g がマイナスを示すことは、既述の通り長期的には純収益がプラスで推移するというシナリオです。

では長期とはどの程度の期間を考えればよいのか。短期的に r や g を把握するべきではないことは明白ですが、昨今の経済情勢に基づくグラフ 2 の賃料指数の推移にみられるように 10 年以上にわたって g が下落傾向を示しているという実績があるにもかかわらず、プラスの変動率を採用することに違和感はないでしょうか？

一方で、変動率 g は投資家からみた「賃料上昇期待率」ともいえます。また賃料特有の下方硬直的な性格をも鑑みますと、 g は横ばい～上昇になると考えられるのも頷けます。賛否両論があると思いますが、いずれにせよ変動率を予測する際には、安易かつ楽観的な予測にとどまらず、広域的かつ的確なデータベースに基づく判断が必要ということです。