

## 縮まらない東京と地方のオフィス利回り較差

～東京への資金集中を背景に、地方オフィスのリスクプレミアム低下が緩やかな模様～

2014年11月27日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

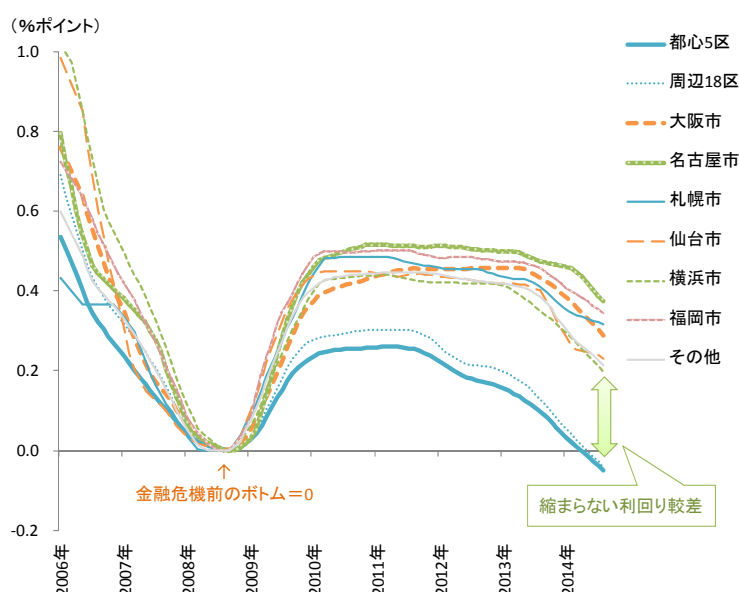
投資調査第2部 副主任研究員 竹本遼太

Tel: 03-6430-1346, E-mail: [takemoto@smtri.jp](mailto:takemoto@smtri.jp)

## &lt;要約・概要&gt;

- 本稿ではキャップレートの決定要因とされる3つのファクター(投資法人の資本コスト、物件固有のリスクプレミアム、キャッシュフローの期待成長率)について、東京23区と地方都市のオフィス物件における差異をそれぞれ分析し、足元の市況回復局面において東京と地方の利回り較差が縮小しない背景を考察する。
- 分析の結果、投資法人の資本コストとキャッシュフローの期待成長率は、キャップレートの低下要因にはいるが、東京と地方の利回り較差に目立った影響を与えないことが示唆される。
- 東京と地方の利回り較差を大きく左右するのは、物件固有のリスクプレミアム、中でも取引の流動性リスクプレミアムとみられる。足元では東京に投資資金が集中しがちな状況を背景に、地方物件の流動性リスクプレミアムの低下が過去の市況回復局面と比べると緩やかなペースにとどまっていることが、東京と地方のオフィス利回り較差が縮小していない主要因ではないかと推察される。
- 今後、地方都市におけるオフィス物件取引の流動性がより高まれば、流動性リスクプレミアムの低下を通じて地方物件のキャップレートに押し下げ圧力が強まり、東京と地方の利回り較差は縮小していくものと予想されるが、足元では未だその兆しは見られない。

図表1 J-REITが保有するオフィス物件のキャップレート推移(金融危機前のボトム時を0として基準化)



- 注) 1. 当月の数値=前月の数値+当月の前期差÷6、として計算。  
 当月の前期差は、各物件における直近決算期の直接還元利回りの前期差を、物件ごとの鑑定評価額で加重平均した値。  
 (前期に比べて持分の変動があった物件や前期に比べてキャップレートが1%ポイント以上変動した物件は除く)
2. 用途分類は当社による。
- 出所) 各投資法人の開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## オフィス物件のキャップレートは低下局面にあるものの、東京と地方の利回り較差は縮まっていない

J-REIT が保有するオフィス物件のキャップレート(直接還元利回り)低下が続く中、物件所在地別に集計すると、東京 23 区では 2008 年の金融危機前のボトム水準を既に下回っている(図表 1)。一方、東京 23 区以外(地方都市)のキャップレートは 2008 年後半から 2009 年にかけて大幅上昇した後、総じて緩やかなペースでの低下にとどまっており、金融危機を受けて急拡大した東京と地方のオフィス利回り較差(キャップレートの差)は縮まらずに推移している。

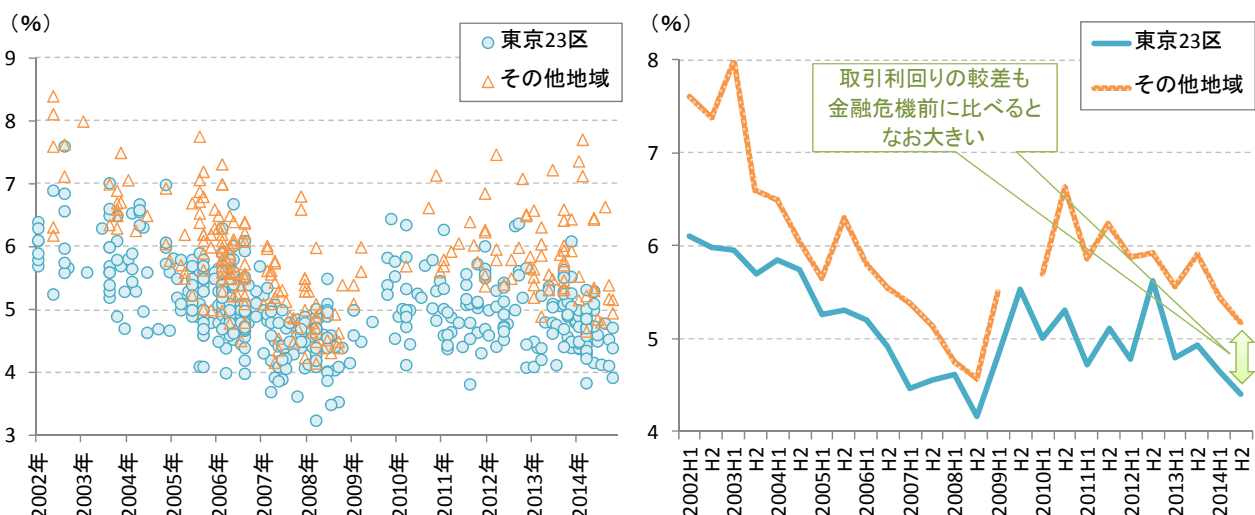
過去を振り返ると、2006 年から 2008 年前半の市況回復局面では、東京に比べて地方のオフィス物件のキャップレート低下が顕著に進み、キャップレートの低下と共に東京と地方の利回り較差は縮小する傾向にあったが、今回の市況回復局面では異なる様相を呈している。

J-REIT が新規にオフィス物件を取得する事例について見ても、東京 23 区とその他地域におけるオフィス物件の取得時実勢キャップレート(鑑定評価上のキャッシュフローを取得価格で除して算出した利回り)の較差は、2006 年には 60bp 程度あったのが 2008 年前半には 10bp 台半ばまで縮小していたのに比べ、2013 年前半以降は利回り較差が 80bp 前後と大きい水準で推移している(図表 2)。

本稿ではキャップレートの決定要因とされる 3 つのファクター(下式の①～③)について、東京 23 区と地方都市のオフィス物件における差異をそれぞれ分析し、足元のキャップレート低下局面において東京と地方の利回り較差が縮小しない背景を考察する。

$$\begin{aligned} \text{キャップレート} &= \text{投資法人の資本コスト(投資家・債権者の要求収益率)} \quad \dots \text{①} \\ &+ \text{物件固有のリスクプレミアム} \quad \dots \text{②} \\ &- \text{キャッシュフローの期待成長率} \quad \dots \text{③} \end{aligned}$$

図表 2 J-REIT のオフィス物件取得時における実勢キャップレートの推移(左:個別物件、右:半期ごとの中央値)



- 注) 1. 実勢キャップレートは、直接還元利回り×鑑定評価額÷取得価格、として計算。  
 2. 公表月ベース。鑑定評価の価格時点が不明の事例や取得日より後の事例、および持分の追加取得事例は除く。  
 3. 右図において、2014H2 は 2014 年 10 月までの取得事例が対象。  
 4. 用途分類は当社による。

出所) 各投資法人の開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## 資本コストの低下は東京と地方の利回り較差を決定する主要因とは考えにくい

まず、①の資本コストは、負債コストとエクイティコストから構成されるが、足元の金融環境を鑑みれば、負債コストは緩和的な金融政策の下で投資法人債の利率や借入金利が低下している上、エクイティコストも分配金利回りの低下が示唆するように低下しているとみられ、共にキャップレートの低下要因となっている。

ただし、資本コストが低下することの影響は、各投資法人が保有するオフィス物件の立地が東京か地方都市かによって個別物件のキャップレートに異なる影響を及ぼすとは想定しにくく、東京と地方の利回り較差を左右する主要因にはならないものと考えられる。

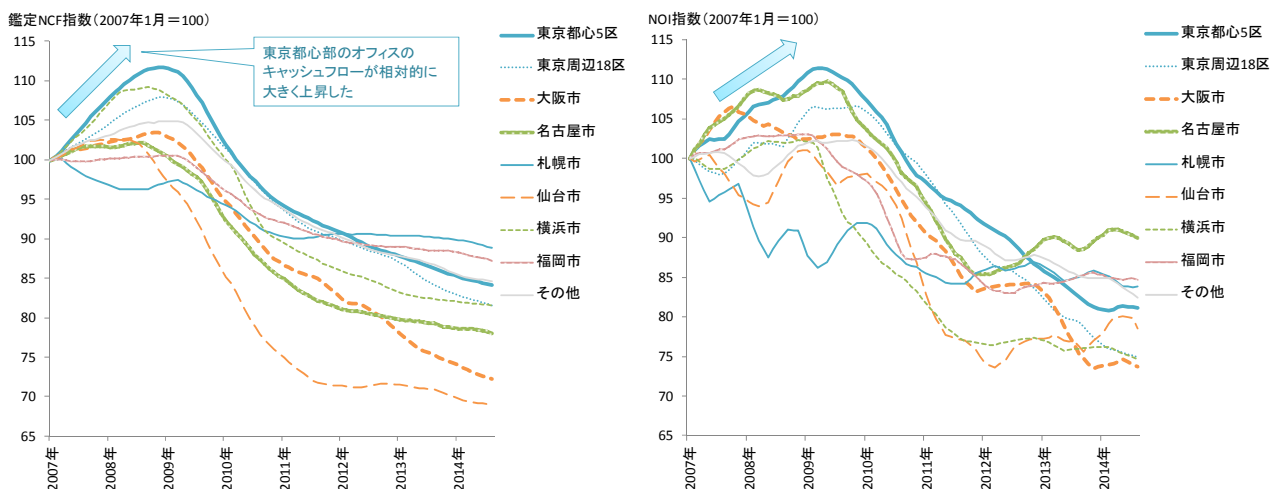
## キャッシュフローの期待成長率は東京の方が高い可能性はあるが、キャップレートへの影響は限定的

次に、③のキャッシュフローの期待成長率は、主に賃料収入の将来見通しに連動するため、市況回復局面では、むしろ景気感応度の高い東京23区の方が地方都市より期待成長率が高まりやすい(キャップレートは東京23区の方が低下しやすい)と考えることもできる。

実際、2008年にかけての賃料上昇局面では、鑑定評価上のNCFおよび実績のNOI共に、地方都市に比べて東京(特に都心5区)のオフィス物件における上昇幅が大きかった(図表3)。ただし、図表1から見て取れるように、当時のキャップレート低下は東京よりも地方都市において大幅であったことを踏まえると、キャップレートに織り込まれるキャッシュフローの期待成長率は、東京のオフィスが地方物件よりも高いとは必ずしも言えないであろう。

また、鑑定評価手法の一つであるDCF法における最終還元利回りと割引率の差(以下、“スプレッド”)の過去からの推移を確認しても、キャッシュフローの期待成長率は東京と地方都市で大きく異なることが示唆される。

図表3 J-REITが保有するオフィス物件の鑑定NCF(左)と実績NOI(右)の推移(2007年1月を100として基準化)



- 注) 1. 当月の指数=前月の指数×(1+当月の前期比)<sup>1/6</sup>、として計算。  
 2. 鑑定NCFの当月の前期比は、各物件における直近決算期の鑑定評価額×直接還元利回りの合計を前期と比較した数値。(前期に比べて持分の変動があった物件は除く)  
 3. NOIの当月の前期比は、各物件における直近決算期のNOI合計を前期と比較した数値。(前期や前々期に比べて持分の変動があった物件や取得後3期以内の物件は除く)  
 4. 用途分類は当社による。  
 5. 東京都心5区は千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区を、東京周辺18区はその他の区を表す。

出所) 各投資法人の開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

すなわち、最終還元利回りを DCF 法における最終期の「割引率－キャッシュフローの期待成長率」と捉えると、当該“スプレッド”は、

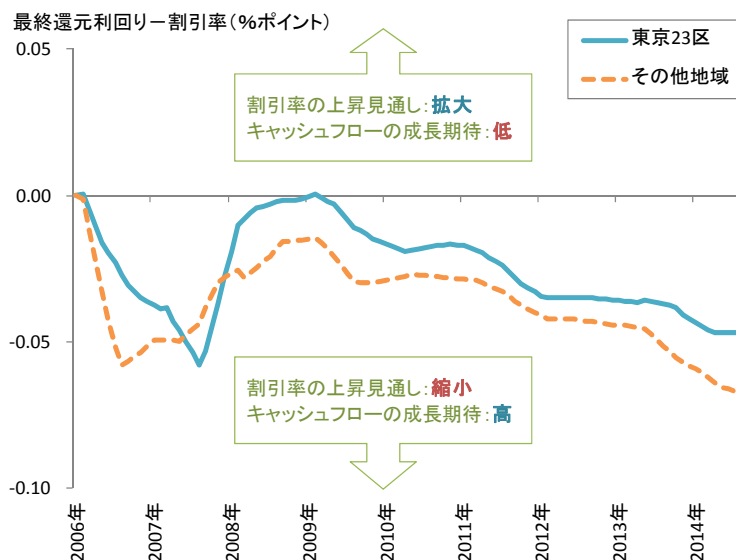
足元から最終期までの割引率の将来変化 － 最終期のキャッシュフローの期待成長率 …(1)  
と解釈できる。

図表 4 は J-REIT が保有するオフィス物件について、東京 23 区とその他地域における“スプレッド”の累積変化を集計したものである。過去の状況を振り返ると、2006 年から 2007 年前半（東京 23 区以外では 2006 年後半）までは“スプレッド”が低下しており、キャッシュフローの成長期待が高まっていたとみられるが、その低下幅は 5bp 程度と、キャップレートがその間 50bp 以上低下していたのに比べるとインパクトが小さいと言える。

この時期、割引率の上昇見通しの拡大とキャッシュフローの成長期待の高まりが相殺する形で、“スプレッド”の低下幅が小さくなった可能性はあるものの、東京 23 区とその他地域で低下幅がほぼ変わらないという結果は、③のキャッシュフローの期待成長率は東京と地方の利回り較差に大きく影響しないことを示唆しよう。

また、直近における“スプレッド”の実績値は、東京 23 区および地方都市のオフィス共に平均して 0.4% である（※図表 4 の数値は 2006 年 1 月を 0 として基準化したものである点に留意されたい）。すなわち、仮に DCF 法の評価期間における割引率の上昇見通しが 0.5% であれば、(1) 式よりキャッシュフローの期待成長率は 0.1% であり、割引率が 1% 上昇する見通しであっても、キャッシュフローの期待成長率は 0.6% に過ぎないということになる。これらの状況から、キャッシュフローの成長期待は、（直接還元法における分母の）キャップレートではなく、（分子の）NCF に反映されているのではないかと推察される。

図表 4 J-REIT が保有するオフィス物件の「最終還元利回り－割引率」スプレッドの推移（2006 年 1 月を 0 として基準化）



注) 1. 当月の数値＝前月の数値＋当月の前期差÷6、として計算。  
当月の前期差は、各物件における直近決算期の最終還元利回りと割引率の差の前期差を、物件ごとの鑑定評価額で加重平均した値。  
（前期に比べて持分の変動があった物件や前期に比べてスプレッドが 1%ポイント以上変動した物件は除く）  
2. 用途分類は当社による。

出所) 各投資法人の開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## 東京への資金集中を背景に、今回の市況回復局面では地方オフィスのリスクプレミアム低下が緩やかな模様

②の物件固有のリスクプレミアムとしては、物件売却を想定した際の流動性リスク、大口テナントの退去リスク、定期借家契約の終了に伴う賃料変動リスク等のリスクに応じたプレミアムが挙げられるが、東京と地方都市のオフィス物件間で条件が大きく異なるとみられるのは取引の流動性リスクであろう。

オフィスストックの規模が大きく、取引の流動性も厚い東京のオフィスは、地方物件に比べて流動性リスクプレミアムが低いものと考えられる。実際、件数ベースで、取引された大型オフィスビルの7割から8割は東京23区の物件である(図表5)。

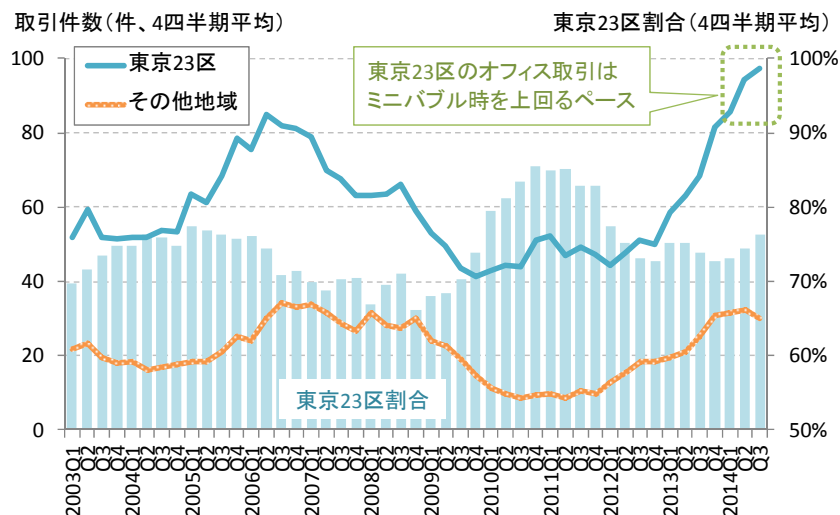
2006年から2008年にかけて、東京ではオフィス価格の高騰が取引減少につながったことや、オフィス市況の改善に伴う投資資金の地方都市への流入により、オフィスビル取引に占める東京23区の割合は低下したが、これを受けて地方の流動性リスクプレミアムが東京よりも大きく押し下げられ、東京と地方の利回り較差を縮小させたと推測できる。逆に、金融危機の発生を受けた2009年以降は、地方物件の取引が急減し、東京23区割合が8割を超える中、地方物件の流動性リスクプレミアムは東京に比べて大幅上昇したと考えられる。

足元に目を向けると、東京23区のオフィス取引件数は2006年第2四半期に付けたピーク水準を上回って増加しており、東京におけるオフィス取引の活発化が見て取れる。一方、地方物件の取引件数は既往ピーク水準に届いておらず、伸び悩んでいる様子さえうかがえる。このように、オフィス物件に関しては東京に投資資金が集中しがちな状況を背景に、地方物件の流動性リスクプレミアムの低下が過去の市況回復局面と比べると緩やかなペースにとどまっていることが、東京と地方のオフィス利回り較差が縮小していない主要因ではないかと考えられる。

## 地方都市のオフィス取引がより活発化すれば、東京と地方の利回り較差が縮小する可能性

今後、地方都市におけるオフィス物件取引の流動性がより高まれば、流動性リスクプレミアムの低下を通じて地方物件のキャップレートに押し下げ圧力が強まり、東京のオフィス物件に比べてもキャップレートの低下に弾みがつく可能性がある。その場合、東京と地方の利回り較差は縮小していくものと予想されるが、足元では未だその兆しは見られない。

図表5 「日経不動産マーケット情報」に掲載された大型オフィスビルの取引件数



注) 掲載月ベース。取引価格が1億円以上あるいは価格不明だが延床面積1千平方メートル以上の物件を集計。  
出所) 日経BP社「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

【お問い合わせ】 <https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。