



AAAコンサルティング ヘッド・オブ・リサーチ (不動産鑑定士・CMA)

賀藤 浩徳

不動産市場

国債の動きに影響され、 期待利回りは歴史的な低下

すでに歴史的な低水準にあった不動産の期待利回りだが、引き続き低下している。要因として、①世界経済や企業業績の先行き不透明感を大きく反映し、値動きのさえない株式や利回りの低い債券などの他資産との対比で、消去法的に不動産が選好されている、②オフィス需要は顕著だが、最低水準の空室率を反映した賃料の顕著な上昇が実績として深く浸透してきたうえ、当面の底堅さが評価されている、③他国の市場と比べたイールドスプレッド（期待利回り）と国債利回りの差）の大きさが評価されていることが考えられる。

図表は、東京都（大手町）のAクラスオフィスビルの投資家の期待利回りと10年国債利回りのイールドスプレッドを示す。期待利回りは、リーマンショック前のファンダメンタルの最低水準を大きく下回っている。一方で、イールドスプレッドは、2009年1月以降、常に3%を上回っており、狭いレンジでおおむね横ばいとなっている。こうした状況を受け、期待利回りの低水準を正当化する論調が見られる。

一般に、期待利回りは、「リスクフリーレート（国債利回り）+リスクプレミアム（期待成長率）」で計算

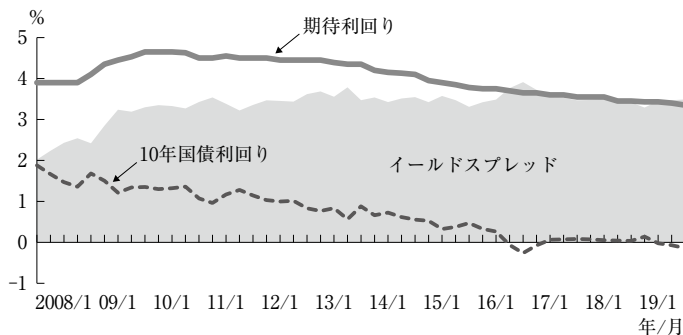
される。図表から直感的にわかるように、09年7月をピークとした期待利回りの低下局面では、期待利回りの低下はほぼ国債利回りの低下で説明がつく。長期金利ゼロ程度への誘導という日銀の金融政策により、不動産投資のイールドスプレッドは、ある種人工的に維持されている。

確かに、大きなイールドスプレッドの存在により、特に海外投資家（機関投資家や年金、政府系ファンドなど）が日本の不動産を選好し、大型取引を牽引していることも事実である。しかし、その動きも日銀の金融政策しだい、あるいはそれをも含めた長期金利の動きしだいという、非常に軟弱な土台の上に成り立っている。

ここから推測されるのは、今後不動産の価格が大きく下落する場合、その要因の最たるものは、長期金利の上昇であって不動産のファンダメンタルズの悪化ではないということだろう。双方の不動産価格との感応度は、不動産物件の収益性を示すNOI（Net Operating Income）が5%下落しても不動産の価格を5%下落させるだけだが、長期金利が0・5%上昇すれば、不動産価格を15%も下落

させる。現状は、長期金利が上がらないという市場コンセンサスに基づき、不動産価格が高値安定している。世界経済を見る限り、長期金利が近い将来上昇する要因には乏しそうだが、もしあるとすれば、引き金となるのは想定外の大きなリスクイベントの発生ということになるだろう。その種自体は世界中にいくつも転がっている。

〔図表〕 Aクラスオフィスビル（東京・大手町）の
期待利回り／10年国債利回りの推移



〔出所〕 CBRE JAPAN CAP RATE SURVEY (2019年7月)、財務省ホームページの金利情報から筆者作成。