

日米独の不動産価格と投資の比較

南カリフォルニア大学教授・前イエール大学客員研究員・前コロンビア大学客員研究員・
前早稲田大学高等研究所上級客員研究員・英国国王立音楽院コンサルタント 濱尾 泰
はまお やすし

1. はじめに

不動産市場を考えると、最初に思いつくことは、“Location, Location, Location”というフレーズである。これは、不動産を購入する際に最も大切な3つの要素をあげよという問いに対する回答で、よくアメリカの住宅購入の際に不動産ブローカーがよく使う表現なのだが、不動産価格を決定するものは、場所がどこであるかが一番目、二番目、それに三番目に大切な要素であるということである。これを流用すれば、不動産価格を論じるときに、場所が類似していない物件は比較のしようもないということになる。本稿では、筆者が一番親しい市場である日本、アメリカ、それにドイツの類似した不動産価格を比較してみたい。そうすることで、不動産価格の形成がすべて合理的になされているか、または何かのディスティーションあるいはアノマリーが起こっているかが理解できればと思う。

2. 制度とデータ

この三国は全て先進国であり（したがって経済の高度成長は望めない）、それぞれの地域で経済的に重要な役割を持ち、アメリカを除けば人口の増加は大きくなく（そのアメリカも移民のために人口が増えている形である）、さらに金融面でも全て金融緩和・低利子率（住宅金融の利子率も三国すべてほぼ同じ水準）、と類似している。したがって

これら三国の市場を比較するのは不自然ではない。それでも、locationを比較的類似している都市に限る必要がある。ここでは東京、ニューヨークとベルリンを取り上げよう。ニューヨークは首都ではないが、三都市すべて自国内で最大の都市であり、文化的にも比較的似た豊潤さを持っているという点も都合がよい。もう一点、この三都市のすべてが、重工業ではなくサービス産業（金融やIT）中心であるということも共通している。

さらに絞って東京は港区と千代田区、ニューヨークはマンハッタンのLincoln Square、それにベルリンはミッテ(Mitte)といわれる街の中心部の、しかも一戸建てではなく、ほぼ同じサイズのアパートメントを取り上げよう。これはマンハッタンにもベルリンのミッテにも特殊なケースを除き、一戸建ての住宅は存在しないからである。

最近の市場の状態は、それぞれの都市の不動産ブローカーが調べているレポートを見れば、比較的簡単に調べられる。

まずは東京の中心部。日本は中古の物件の価値は（不自然に）低く評価されているので、そのバイアスを除くために建築後間もないものに限って見たい。例えばケン・コーポレーション <http://www.kencorp.co.jp/> のサイトから以上の条件に合うものを探してみると、港区西麻布の66.61㎡の2014年竣工の物件が117,000,000円とある。もちろん1件だけで判断するのは問題がな

いわけではないのだが、実際のところ現在の時点ではあまり多数の例はないのであるし、筆者自身のほかの件を調べた経験からして、まずは妥当だと考える。この値段であれば、1,756,500 円/㎡ということになる。(なお、日本語の「マンション」という言葉は意図的な誤用をした英語で、ほかの国では全く通じない — mansion とは大きな庭のある大邸宅という意味で、アパートメントでは、まずこの意味に当てはまらない — のでご注意ください。)

次にマンハッタンのアッパー・ウェスト・サイド、さらに絞って Lincoln Square である。<http://streeteasy.com/> にはかなりな数のアパートメントが出ているが、条件にあうものは、大体平均して \$1,725/ft² ぐらいである。ニューヨーク (とシカゴ) に固有なアパートメントの所有形態として、コンドミニウム condominium (condo) とコオペラティブ cooperative (coop) の 2 種類があり、一般的には coop のほうが condo よりも価格が低いので「平均して」いるのである。これは平方メートルにすると \$18,556/㎡ = 1,930,000 円/㎡となる。東京の中心地よりは約 10% 高いことになる。なお、マンハッタンでは東京のように新築にプレミアムが付くということとはとくになく、購入者はむしろ戦前の建物の内装を近代化させた、しかも coop を好む傾向がある。地震の危険がないため、耐震であるかどうかということは問題にならない。

ここで不動産所有の法的制度について少し述べることにする。Condo は日本の分譲アパートメントと同様で、購入者はそのユニットと共用部分の割合分を買うのであり、ビルディングの外側と共有部分は condo の管理組合が維持し、個別のアパートメントの内側は購入者が維持することになる。それに対して coop の場合は、正確に言えば不動産そのものを購入するのではなく、その不動産を所有する会社の株を割合に応じて購入することとなる。その購入に際しては、既存の株主を代表する役員会に面接を受け、収入や財産を審査された後に承認を受ける (あるいは拒否される) こととな

る。また、アパートメントの内装を変更する、例えばキッチンや浴室を新しくするという時も、ビルディング管理会社に申請して承認されたあと、管理会社の承認する施工業者を使わなければならない¹。賃貸をすることも最大 2 年ぐらいいしか許されないし、flipping といわれる購入後まもなく売却して益を得ることもできない。Coop はこうすることによって住人に長期にわたって所有させ、好ましいコミュニティーを作ることを目指しているのである。一方で condo は審査等はないか、あっても緩やかであるため自由に売買ができるので、不動産好況期には投機的な取引の対象になることがありうる。2015 年 2 月から 12 月の間に、ニューヨーク・タイムズはいくつかの記事で、アメリカ (特にニューヨーク) の 5 百万ドル以上の不動産、ニューヨークの場合は condo、例えば Time Warner Center、Bloomberg Tower、Trump International、One 57、The Plaza のユニットの大多数が購入者の名前を隠すようにいわゆる shell company によって買われたこと、さらにその裏には社会的に好ましくない、あるいはあきらかに犯罪をおかしているビジネスで財産を形成したマレーシア、インド、ロシア、メキシコ、中国などの大富豪がいることなどを詳細に調査した結果を掲載した²。

¹ 日本で使われる「リニューアル」という言葉も英語では使われない。Renovation あるいは remodeling と言う。

² Louise Story and Stephanie Saul, “Tower of Secrecy - Stream of Foreign Wealth Flows to Elite New York Real Estate,” The New York Times, February 7, 2015; “Time Warner Center: Symbol of the Boom,” dido, February 7, 2015; “The Mysterious Malaysian Financier - Jho Low, Well Connected in Malaysia, Has an Appetite for New York,” dido, February 8, 2015; “The Besieged Indian Builder - Amid Complaints in India, a Real Estate Deal in Manhattan,” dido, February 9, 2015; “The Mexican Power Brokers - Mexican Political Family Has Close Ties to Ruling Party, and Homes in the U.S.,” dido, February 10, 2015; “The Russian Minister and Friends - At the Time Warner Center, and Enclave of Powerful Russians,” dido, February 11, 2015; “The Brooklyn Deed Thieves - Real Estate Shell Companies Scheme to Defraud Owners Out of Their Homes” November 7, 2015; “A Mansion, a Shell Company and Resentment in Bel

ではこれは単なるバブルであったのかというと、原油価格の低下、中国での反腐敗政策、アメリカの司法当局の追求などでこういった取引の件数は減ってはいるようだが、これらの高価な不動産物件が 2016 年には値下がりしたという話は聞かない。

さて、最後にベルリンのミッテであるが、ここでも東京と同じようにディヴェロッパあるいはコンサルティング会社の資料を見ることになる。ミッテはその東半分が 1962 年から 1989 年までは壁を越えた東ベルリンであったため、開発も最近になって盛んになってきたという事実も勘案するべきである。したがって、ここでは新築の案件を見ることにする。そのため、若干高価になってはいる。一方でドイツという国は、地震の心配はなく、窓やドアの規格は東西に分かれるまでに既に決まっていたので、古い建物が悪いという感覚はあまりないのだが、低価格な物件は後で手を入れる必要があることが多い。こういうのをアメリカやドイツでは fixer-upper と呼び、それはそれで自分の好きなようにアップグレードできるし、その後売却する際には通常、改装にかかったコストを足した額よりも高価に売れるのだが、それは単にそれにかかった時間と手間に対する補償でしかない。次に買う人はより高額で買うであろうから、その人にとっての時間と手間にかかる機会費用は、今工事をする購入者より高いのは当然である。

筆者のもとにはいくつかの今応募中の新築の案件の情報がある。コンサルティング会社とディヴェロッパの両方からの情報である。ユニットの大きさは大小取り混ぜてあるが、大体平均して 6,200€/m² くらいであろうか。ということは 700,000 円/m² で、これは東京の 4 割ということになる。ベルリンでは将来性を期待して不動産業者はかなり強気なのだが、それでも、同じドイツのほかの大都市、例えばミュンヘン（文化的にはベルリンに匹敵し、ドイツを代表する二大企業であ

る Siemens と BMW の本社がある）やフランクフルト・アム・マイン（金融の中心地で European Central Bank もある）に比べてもかなり安価である³。

3. 若干の理論

今までは事実の説明と現在みられる価格をのべてきたが、ここでそもそもアパートメントの市場価値はどう決定されるのかを手短かに説明（復習）したい。

1. 建築や改装・補修にかかった費用(cost)、それに利益分を加えた売主が求めている価格(asking price)、それと市場価値(market value)の3つは同じものでないこと。いくら費用をかけた物件でも、そもそもの基礎工事に問題があることが後になってことがわかった場合には市場価値は売主の asking price を下回ることになる。また、売主の asking price も売主の財務上の問題から売り急いでいるときには market value を下回ることになる。
2. したがって、市場価値の推定には通常、鑑定(appraisal)を要することとなる。この鑑定は理想的には売買の当事者とは違う独立した意見を持つ者にさせるべきであるが、実際には売主の費用でなされることが多く、その場合は手間と費用がかかっても買主が雇った鑑定士の意見も聴くべきである。
3. Appraisal は比較可能な類似の物件の価格から、実際にかかったコストから、それと賃貸した場合のキャッシュフローから出すことになる。

特に新築のアパートメントの場合は賃料を割り引いて現在価値を出すのが適切であろう。このアプローチには簡単な式があり、 r を投資家が要求するリターン、 g を営業純収入の毎年の成長率として、

$$\text{市場価値} = \text{営業純収入} / (r - g)$$

Air,” dido, December 14, 2015.
<http://www.nytimes.com/news-event/shell-company-t-owners-of-secrecy-real-estate>

³ 実は昔から西ベルリンであった地域にはミッテより高価格なアパートメントも開発されてはいるが、それはどの都市にもあるような super riches を対象にしたもので、ここでは取り上げない。

表 1

			r	g	Assumption on g	r - g
	LT Int. Rate	Risk prem + Liquidity prem				
Tokyo	0	3.5	3.5	0	nominal	3.5
NY	1.5	6.67	8.17	3.9	GDP	4.27
Berlin	0	8.21	8.21	2.4	growth	5.81
Tokyo	0	6.67	6.67	3.17	strong	3.5
NY	1.5	6.67	8.17	3.9	Tokyo and	4.27
Berlin	0	6.67	6.67	0.86	weak Berlin	5.81

で求められる。r はテナントの財務状況の悪化の可能性などのリスクに対するリスク・プレミアムと、流動性の低い不動産に対する流動性プレミアムを含んだ上で、投資家が要求するリターンである⁴。また、不動産投資は長期の投資であるので、この式のように将来無限に続く perpetuity とするのは妥当であろう。なお、これらは全てインフレーションを含めた名目の数値である。

4. Capitalization Rate

これをセクション 2 で求めた市場価値と、同様のソースから入手した賃貸料を使って $r-g$ (これをフローである毎年の収入からストックである市場価値を作り出す数値であるために capitalization rate と呼ぶ) について解いてみよう。

まずは東京から。1 m²あたり 1 年の賃貸料は上記のような物件で 61,500 円ほどである。とすると $r-g$ は 3.5% ということになる。ニューヨークでは 82,400 円ぐらいなので、 $r-g$ は 4.27%、ベルリンは 40,700 円で、 $r-g$ は 5.81% ということになる。この計算により、単なる市場価値の違いだ

けでなく、そのリターンも見えてくることになる。

ではこの違いはどこから来るのであろうか。直近の長期名目利子率は日本が 0%、アメリカが 1.5%、ドイツが 0% であり、r にはそれにリスク・プレミアムと流動性プレミアムを加えることとなる。一方で純営業収入の成長率 g は GDP の名目成長率によって代理できると仮定してみる。GDP の実質成長率は日本が 0.5%、アメリカが 2.4%、ドイツが 1.7% であり、インフレーションは日本が -0.5%、アメリカが 1.5%、ドイツが 0.7% であることを勘案すると、リスク・プレミアムと流動性プレミアムの部分は日本 (東京) は 3.5%、アメリカ (ニューヨーク) は 6.67%、ドイツ (ベルリン) は 8.21% ということになる。これは表 1 の上の部分である。

これらは妥当な数字であろうか。そもそもリスク・プレミアムと流動性プレミアムの部分が大きく変わらないようにできるだけ類似していると思われる物件を考慮してきたのであった。それなのにこのように大きな違いが出てきたのは、何かの前提が誤っているに違いない。それはどこだろうか。

純営業収入の成長率 g は GDP の名目成長率によって代理できると仮定してみたことに問題があるのかもしれない。ではニューヨークの純営業収入の成長率を不変にしたまま、リスク・プレミアムと流動性プレミアムの部分が三都市で同じになる

⁴ 「収益率」と言わずに「リターン」という言葉を使うのは、筆者には「収益率」という言葉が時に誤解を招くように使われることがあるように思えるからである。例えば P/E ratio のことを「株価収益率」というのは明らかに誤解しそうである。

よう東京とベルリンの成長率を変えてみると、表1の下の部分のようになる。これでは東京は3.17%で成長することとなり、ベルリンはわずか0.86%の成長ということになる。しかし、元々の6.67%というプレミアムはかなり高い数字ではある。

筆者は以下のように考える。

株式のリスク・プレミアム（株式の期待収益率から安全資産の収益率を引いたもの、流動性プレミアムは株式の場合は小さい）はアメリカでは長期的に7%–8%ぐらいだと推定されている。この推定には長くてまた大変興味のある論争があるのだが、その本筋は今回は省くとして、7%–8%の数値に近い不動産の6.67%のプレミアムは、その中の流動性プレミアムが高いのだと思う。流動性プレミアムそのものを個々の物件で計算するのは難しいが、4%から5%あっても不思議ではない。

日本でも成長戦略が成功し、株式市場が本来の機能を果たすならば7%–8%ぐらいの株式のリスク・プレミアムもおかしくはないと思う。であればここに前提にしている6.67%の不動産へのプレミアムも正当化されるだろう。ここで注意をしなければならぬのはアメリカの株式のプレミアムは1926年から直近までの、大恐慌、第二次大戦、高度成長、成長の鈍化、何度にもわたるリセッションと回復、バブルとその崩壊とその後の不況からの脱却という長い歴史的な数値をすべて使って推定されているもので、日本では株式市場の歴史はそれほど長くなく、その推定はまだ難しいということである。

では東京の3.17%という成長率はどうかだろうか。筆者には疑問もあるが、ここに取り上げた物件の条件では全く不可能ではないと思う。それは、東京の中でも再開発が進み、機能性、便利が高くなっている港区と千代田区ではそこに住むユーティリティー（効用）に対して高く評価する買主が出てくると期待もある。

ではベルリンの0.86%という成長率は正当化されるのだろうか。ベルリンには大企業の本社は比較的少なく、多いのは政府関係とスタートアップ

である。そのスタートアップの起業家たちの実力も高く、リスクはあるが将来性は高い。さらに何とんでもドイツ最大の人口を持つ首都であり、教育システムの良さや社会保障の完備、さらに文化的な豊かさでは一流の都市である（筆者には自分自身の経験から来る、少なからぬフランス嫌いのドイツ好きというバイアスはあることは認めます）。ただ、先進国に共通ではあるが、特に社会保障制度が維持できるのかという問題はある。

筆者にはベルリンの市場価値は *misprice* されているように思えてならない。つまり $r-g$ が高すぎて（将来を大きくディスカウントしすぎて）、価値が過小評価されているのではないかと考える。その理由には、ドイツ人の人口の少ないところにあえて住みたがる従来の気性もあって、ベルリンの将来性と、より密集した都市の便宜性を人々がまだ評価していないことがあるのではないかとと思われる。

とはいえ、不動産そのものは簡単に空売りを必要とするアービトラージが出来るものではないので、このミスプライシングは素早くは是正はされないだろう。

5. 結び

本稿では、類似の物件に絞って東京、ニューヨークとベルリンのアパートメントの市場価値を検討した。筆者にとって親しみのある都市であり、物件のある街の環境も周知している。Capitalization rate を使った単純な、しかし基本的な計算で、成長率とリスク・プレミアムの推定の難しさと、それでも存在するミスプライシングについてふれた。最後に *qualification* をいれさせていただくと、もちろん本稿はこれによって、投資を勧誘したり示唆することを目的にしているわけではないことはご理解いただきたい。