

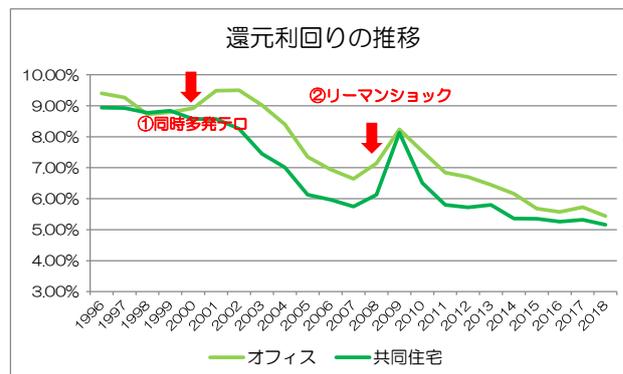
世界一の経済大国アメリカ。日本をはじめとする海外投資家からも常に注目を集めており、日本企業による不動産投資も活発である。海外への投資を考える際、景気経済及び収益確保の安定性等からまず初めに検討するであろう国であるといっ  
て良い。今回は、アメリカ不動産の評価を行う際の留意点を中心に下記にまとめた。

特にオフィスの利回りは一時的に上昇した。その後オフィスは 6%台後半まで、共同住宅については 5%台後半まで下落し、下落基調は 2007 年まで続いた。2008 年にはリーマンショックにより急上昇したが、景気回復に伴い昨今は低位安定しており、リーマンショック前を下回る水準にて推移している。

### 還元利回り

アメリカの不動産市場における還元利回りは、各リサーチ会社より公表されており、アセット毎・地域毎に把握可能である。なお、ここでいう還元利回りはNOI利回りであるが、アメリカにおいて一般的に使用されるNOIには、オフィスの場合、①資本的支出控除後、テナント内装工事費用・仲介手数料控除前、②資本的支出・テナント内装工事費用・仲介手数料控除前、③資本的支出・テナント内装工事費用・仲介手数料控除後の3種類があり、いずれかが用いられる。また、共同住宅の場合は、NOIについて①資本的支出控除後、または②資本的支出控除前の2種類がある。したがって、還元利回り査定の際はいずれのNOIを前提とするか留意が必要である。

次グラフに、1996年以降のアメリカ全土における還元利回りの推移をまとめた。1990年代後半は、オフィス・共同住宅共に9%程度で推移していたが、2001年の同時多発テロをきっかけに、



Data:PwC

続いて、エリア別に現在の還元利回りの水準をまとめたものが次表である。

#### 【オフィス（都心部）】

エリア	還元利回り	
	レンジ	平均
マンハッタン	3.00%-6.00%	4.70%
ボストン	4.00%-6.50%	5.05%
ロサンゼルス	4.00%-8.00%	5.58%
サンフランシスコ	3.50%-7.00%	5.00%

Data:PwC

## 【共同住宅（都心部・クラスA）】

エリア	還元利回り
南部	5.39%
東部	5.33%
中央部	5.97%
西部	4.52%

Data:IFR

なお、割引率及び最終還元利回りについても、還元利回り同様に各社から公表されている。割引率については、還元利回り+1.0~1.5%程度、最終還元利回りについては同+0.5~1.0%程度で把握されることが多い。

### 査定における留意点

アメリカの不動産について収益価格を求める際留意すべき点は、主に以下である。

#### ① 共益費の取り扱い

オフィスの場合、グロス契約（賃料に、維持管理費・損害保険料・公租公課等の共益費相当額が含まれている）となっていることが一般的であるが、契約時点からの増額分のみを支払う契約や、特に店舗部分については、別途共益費相当額を支払うネット契約になっている場合がある。

#### ② 中途解約不可

州によって異なるが、原則として賃貸借契約の期間中、中途解約はできず、オフィスの場合はサブリースを認めている場合が多い。よって、DCF法の適用においては、契約期間における賃料の変動予測に適切に反映する必要がある。なお、共同住宅についても同様に中途解約不可であることが一般的であるが、賃貸借期間は一般的に短期（1年程度）である。

#### ③ 賃料・経費上昇率の査定

物価が概ね一定である現在の日本とは異なり、賃料収入及び維持管理費、公租公課等の必要諸経費は基本的に毎年上昇することを見込む必要がある。なお、PwC（2018）によると、オフィス

の賃料上昇率は0.0~5.0%（平均2.47%）、経費率は1.0~4.0%（平均2.72%）、共同住宅の賃料上昇率は2.0~5.0%（平均2.40%）、経費率は2.0~3.0%（平均2.73%）となっている。  
④テナント内装工事費用（TI Allowances）の査定

内装工事費用について、オーナーが一部または全額を負担するケースがあり、その水準は地域・物件毎に様々である。PwC（2018）によると、都心部のオフィスでは、新規入居で\$30~100/sq.ft.（平均\$60.71/sq.ft.）、契約更新で\$5~40/sq.ft.（平均\$20.00/sq.ft.）となっている。

#### ⑤ 資本的支出の査定

先述の通り、NOI 査定において資本的支出を控除する場合としない場合があるが、控除する場合は、案件に即して適切に査定する必要がある。

一般的に、オフィスの場合はsq.ft.単価で査定し、共同住宅の場合は1戸あたり単価で査定することが多い。なお、PwC（2018）によると、オフィスで\$0.10~0.50/sq.ft.（平均\$0.27/sq.ft.）、共同住宅で\$150~2,000/戸（平均\$425/戸）となっている。

#### ⑥ 公租公課の査定

アメリカにおける不動産の公租公課について、税率については州毎・アセット毎に異なるので、物件に即して適切な税率を採用する必要がある。また、固定資産税評価額については、州によって異なるが、市場価格となることがあるため、特に取得時の評価については、取引価格によって将来の税額が変動する可能性がある点に留意する必要がある。

2019年6月



国際室マネージャー・不動産鑑定士  
遠藤 英（えんどう えい）  
慶應義塾大学卒業。米国系金融機関を経て2012年大和不動産鑑定株式会社入社。