

2012
7
July

Topics

不動産トピックス

トピックス1

賃貸マンションの供給・ストックと新規投資に関する
指標の動き（東京23区）……………2

トピックス2

J-REIT等による賃貸マンション等の取得は回復基調…6

マンスリーウォッチャー

底地を投資対象とする取引の状況……………8

賃貸マンションの供給・ストックと新規投資に関する指標の動き (東京23区)

2011年以降、東京23区における賃貸マンションの供給は過去10年間のなかで最低の水準で推移しており、結果として今後、築浅物件の希少性が高まると考えられます。本稿では賃貸マンションの建設・運用に関する指標の動きを整理しました。

23区の賃貸マンション供給は低調。築浅物件の希少性は高く

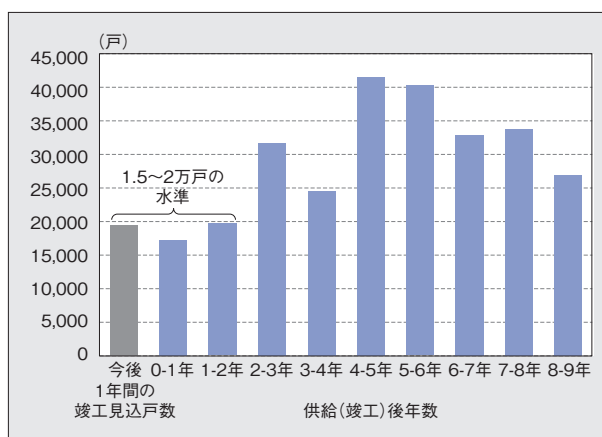
東京23区（以下23区）では2000年代に入ると、都心居住指向を背景とした人口流入増のほか、J-REIT市場の整備、これを出口とした投資ファンドの活発な投資活動、事業会社による不動産投資事業の活発な展開などがみられ、賃貸マンションの供給は、建築基準法改正の影響による一時的な減少を除き2009年まで大きく増加しました。しかし、金融危機後に落ちこんだ後は横ばいで推移しています〔図表1-1〕。供給戸数は2003年から2009年にかけて6千～1万2千戸/四半期の水準にありましたが、2011年以降は4～5千戸で推移しています〔図表1-1〕。

分譲マンションについては2011年以降、金融危機後の地価の下落と事業資金の調達環境の改善によりデベロッパーの供給環境が整ったこと、また居住者の購買意欲の回復や、低金利・住宅ローン減税の後押しによる需要増を背景に供給戸数が大幅に増加しました。対照的に賃貸マンションでは、賃料の下落が継続し採算性が不透明なこと、分譲マンションの素地取得が中小規模の用地に広がっており、土地取得の段階で賃貸マンション事業者

との競合が強まっているとみられることなどから、供給戸数が低調に推移しています。

その結果、23区においては賃貸マンションの築浅物件のストックの比率が低下しています。〔図表1-1〕の供給（竣工）戸数を竣工年からの経過年数別に集計すると（〔図表1-2〕）、

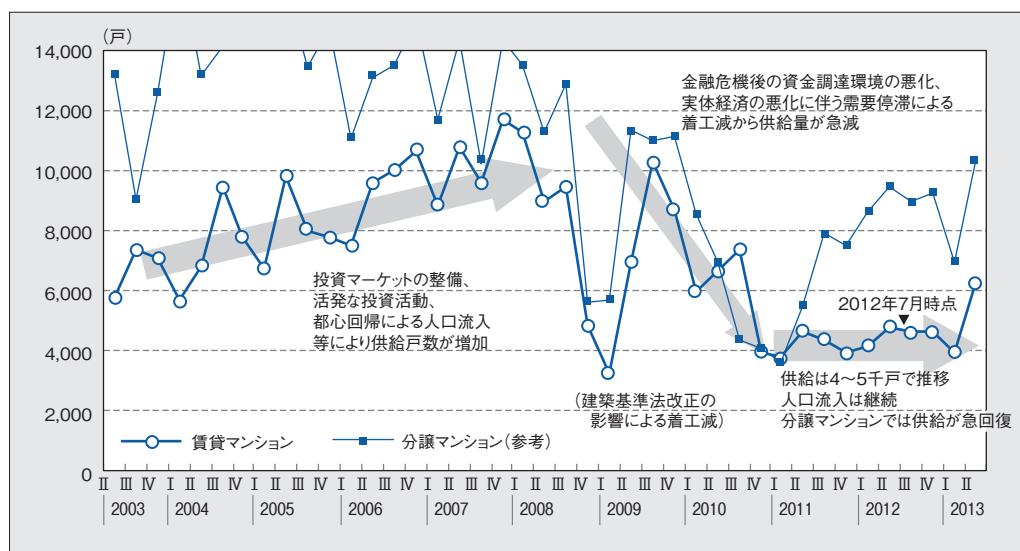
〔図表1-2〕 同 供給（竣工）後年数別の戸数



※着工時点から15ヶ月後（工事期間と想定）に竣工するものと想定
※竣工後9年までを集計

資料：国土交通省「建築着工統計」より
都市未来総合研究所作成

〔図表1-1〕東京23区における賃貸マンションの供給（竣工）戸数推移（四半期毎）



※着工時点から15ヶ月後（工事期間と想定）に竣工するものと想定し集計

※賃貸マンションはRC造・SRC造の共同建て貸家。分譲マンションはRC造・SRC造・S造の共同建て貸家

資料：国土交通省「建築着工統計」より都市未来総合研究所作成

竣工後1年未満、1～2年の築浅物件はそれぞれ1.5～2万戸となっており、竣工後3年以上の物件に比べて半数から7割程度の水準に留まっています。また今後1年間の竣工戸数も2万戸弱と同様に推移する見込みであり、当面、

築浅物件のストックの比率は低位で推移し、結果として希少性が高まると考えられます。

以下、23区において賃貸マンションの新規投資を行う際の、収益性に係る各指標の動向を整理します。

賃貸マンションの新規物件投資の収益性に係る指標の動き

【賃料収入】賃料単価下落も稼働率は回復。NOIの下げ幅は縮小の傾向

J-REIT保有物件の稼働率、賃料単価、NOI（賃貸純収益）の動きは次のとおりです。

【稼働率・賃料単価】[図表1-3]左・中

- 金融危機後の2008年度下期から2009年度下期にかけて、稼働率が低下しました。とくに比較的賃料水準の高い都心5区では退去が多く、また入居も敬遠されたことから落ち込みが大きくなりました。周辺18区では、緩やかな傾向でした。その後、賃料調整が進む中で、2011年度下期にかけて稼働率は回復しています。
- 賃料単価については、下落傾向が継続しています。稼働率の落ち込みが大きかった都心5区で賃料単価の下方調整が大きく、2007年度下期から2011年度下期にかけて5%程度下落しています。一方、周辺18区では2%程度下落にとどまっており、結果として、両者の賃料単価の差は2011年度下期で10%を切る水準に縮小しています。

【NOI】[図表1-3]右

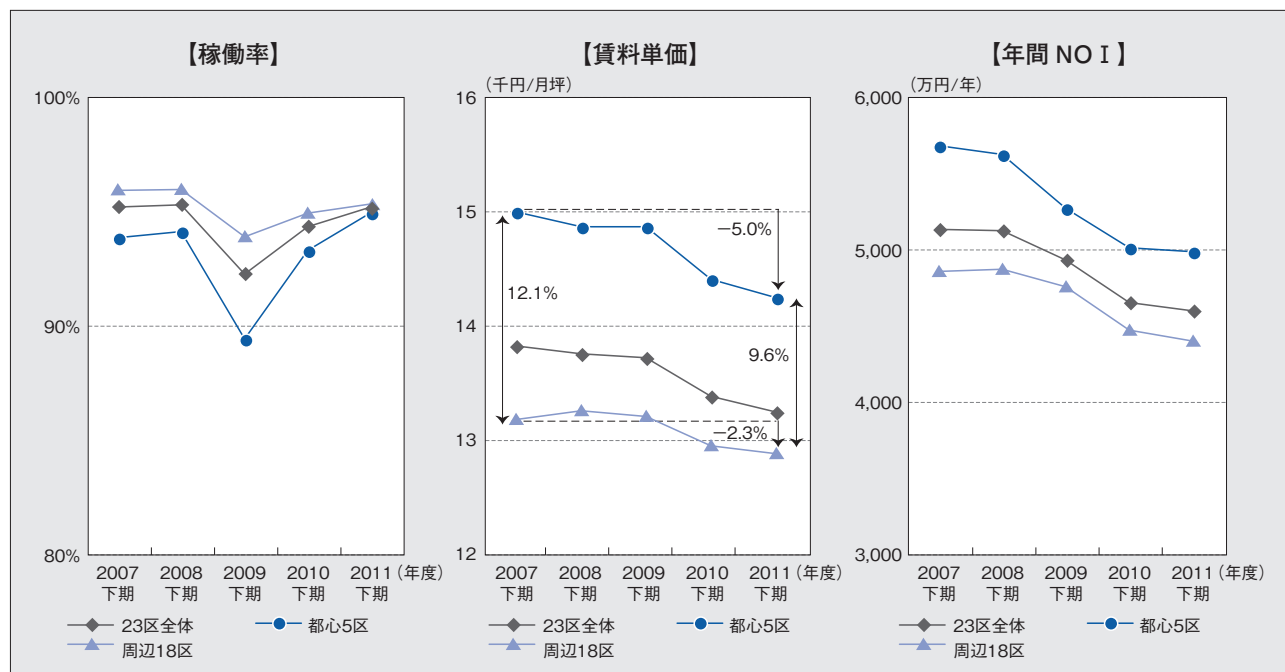
- 稼働率が改善、また賃料下落がやや緩やかになったことにより、NOIは2010年度下期から2011年度下期にかけて下落幅が縮小しています。とくに稼働率の戻りが大きかった都心5区ではNOIの下げ止まり傾向が強くなっています。

【土地価格】住宅地価格は大半の区で下げ幅が縮小（ただし湾岸近辺の区では下落傾向が強まっている）

【住宅地地価動向（23区全体）】[図表1-4]

- 23区の住宅地地価（地価公示）は、2010年1月から2011年1月にかけて下げ幅が大きく縮小しました。この間、用地取得の活発化等を背景に、一部で上昇地点もみられました。
- 2011年は分譲マンション用地など住宅用地取得の活発な動きもみられたものの、東日本大震災による直接的な被害や経済情勢の不透明性などを背景に地価は僅かな下落が続いています。

【図表1-3】23区の賃貸マンションの賃料単価・稼働率、NOI推移



※ともにワンルーム、コンパクトタイプを対象に集計

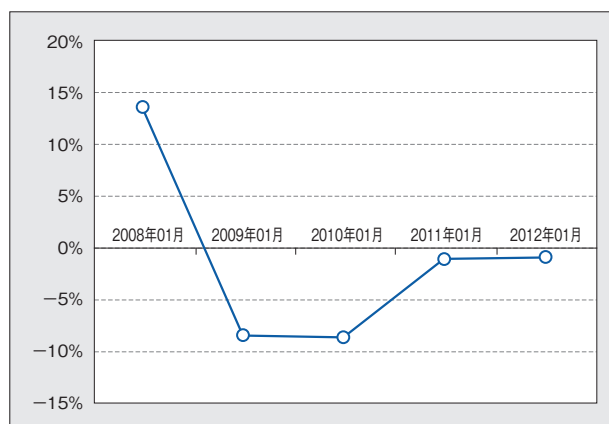
※2008年度下期から2011年度下期にデータ欠損のない物件を対象に集計

資料：都市未来総合研究所「ReiTREDA」より作成

【住宅地地価(区別の動向)】〔図表1-5〕

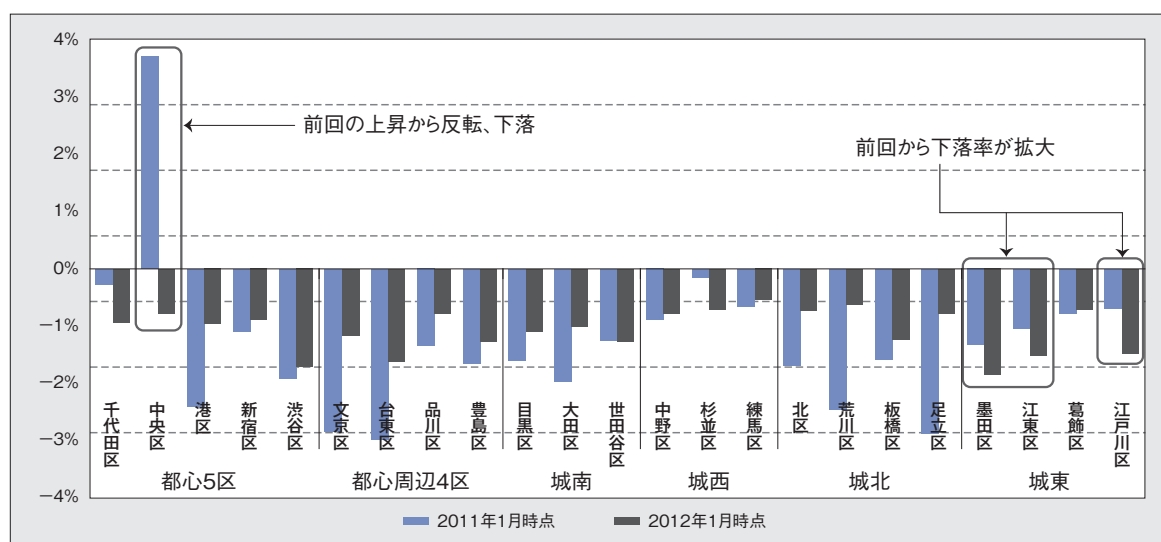
- ・都心5区の港区や都心周辺4区、城南、城西、城北のほとんどの区において、2012年1月時点の下落率は、2011年1月時点の下落率よりも小さくなっており、下げ止まりの傾向がみられます。
- ・一方、東日本大震災による直接的な被害が相対的に大きかった、あるいは被災時の危険性が相対的に高いとされる湾岸部近辺の区では、2012年1月時点の地価下落率が震災発生前の下落率に比べて拡大しています。中央区では上昇から下落に転じており、また城東の江戸川区、江東区、墨田区では下落幅が拡大しています。

〔図表1-4〕東京23区の住宅地地価推移
(前年比増減率)



資料：国土交通省「地価公示」より
都市未来総合研究所作成

〔図表1-5〕同 区別の推移(直近2年の比較)



※2012年1月値を含め過去6年データ欠損のない地点を独自に集計した値を使用(〔図表1-4〕も同様)

資料：国土交通省「地価公示」より都市未来総合研究所作成

【工事費】躯体、仮設、設備工事などを中心に に工事費は2010年を底に上昇傾向

マンションの建設費(工事原価)は、2006年あたりから資材価格の値上がりや活発な需要を背景に上昇をはじめ、2008年終盤にかけてピークアウトしました。2010年には、上昇前の2005～2006年の水準で推移しました。

しかし、2011年以降直近まで、工事原価は徐々に上昇する局面にあります。とくに躯体に係る工事原価の上昇が顕著で、2011年に入ってから大きく上昇しています。分譲マンションの着工が増加していることに加え、東日本大震災の復興過程における労務面での需給逼迫も工事費を押し上げている要因とみられます。

新規物件の収益性推移(試算)

賃貸マンション新規投資の収益性に係る指標の動きに基づき、投資収益性(NOI利回り)の試算を行いました(各年ごとに新規に土地を取得して一定のタイプの賃貸マンションを建築したものと仮定したうえで、それぞれの竣工時点の投資収益性の推移をみたもの。試算の前提条件はP5下の表に記載)。

試算によれば、新規投資における竣工時の投資収益性は、2008年度下期を底として、2009年度下期以降上昇し、2010年度下期から2011年度下期にかけてはほぼ横ばいとなっています〔図表1-7左〕。

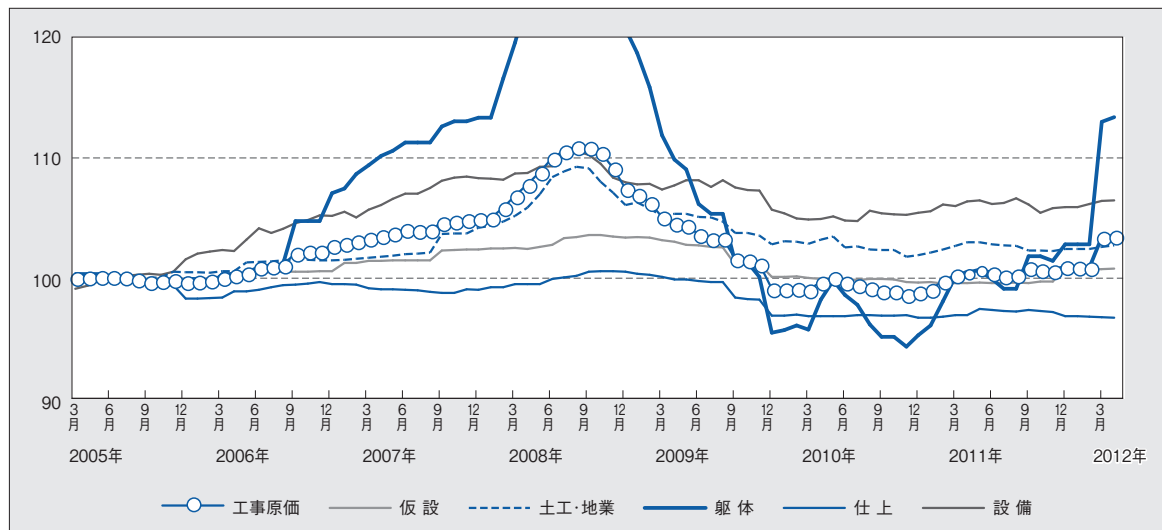
また、投資収益性に係る要素をNOIと初期投資に大きく分けて前年からの増減をみることでNOI利回りに対する影響を分析すると([図表1-7右])、2009年度下期および2010年度下期は、NOIの減少の影響を初期投資の減少の効果が上回り、この結果NOI利回りが上昇しています。

2011年度下期にかけては、NOIの減少幅は

過去2年に比べて小さくなっており、投資収益性改善の要因として働いていますが、初期投資については土地価格の下落幅の縮小や工事費の上昇により下げ止まっており、NOI利回りは過去2年の上昇傾向から、横ばい傾向に変化しています。

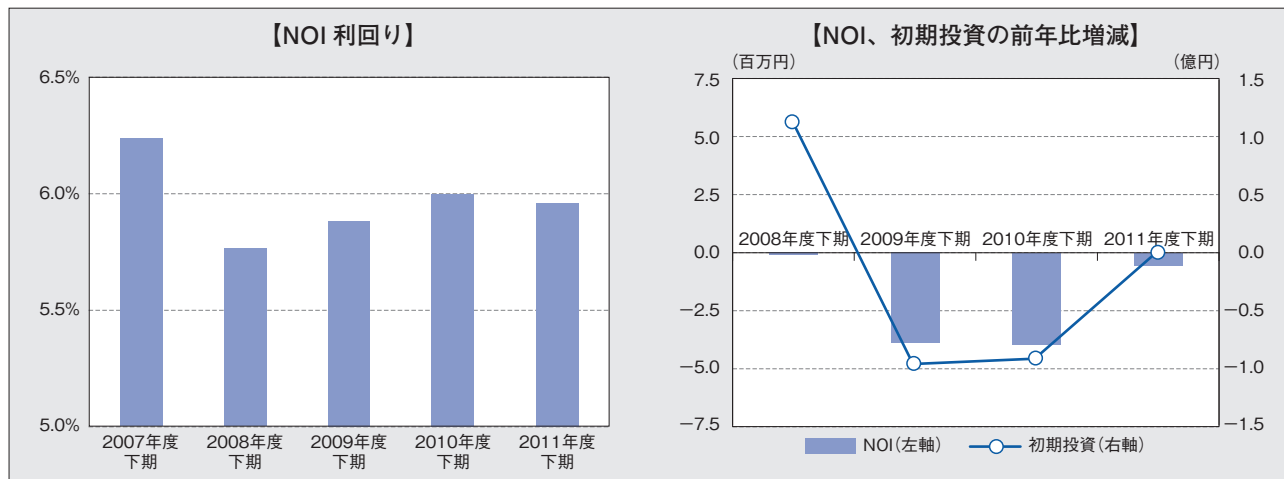
(以上、都市未来総合研究所 清水 卓)

【図表1-6】東京における集合住宅の建設費推移(指数)



資料：建設物価調査会「建設費指数(東京・集合住宅)」より都市未来総合研究所作成

【図表1-7】東京23区における新規物件(竣工初年度)の投資収益性(NOI利回り)※試算結果



資料：都市未来総合研究所作成

【投資収益性試算の前提条件】

試算に係る項目		設定条件
賃料に係る条件	賃料単価	J-REIT保有物件で過去5年データ欠損のない賃貸マンションの平均値(コンパクトタイプ、ワンルームタイプを対象)
	稼働率	賃料単価で使用了物件の稼働率平均値
建物に係る条件	室数・賃貸面積	40m ² 70室
	有効率	80%
	延床面積	3,500m ² (40m ² ×70室÷80%)
	容積率	賃貸マンション(J-REIT保有物件で情報の開示された物件)の平均値
土地に係る条件	土地面積	建物全階の面積を同一とし、かつ容積率を最大限使用した場合の面積
	地価	23区の住宅地地価平均値(地価公示)
その他		- 建物建設費＝延床面積×工事単価×1.1 - 工事単価は、国土交通省「建築着工統計」の工事費予定額単価(RC住宅に建設物価調査会「建設費指数(東京集合住宅)」を乗じて設定。 - 賃料・稼働率は当該時点の値を使用。地価、工事単価は、着工から竣工までのタイムラグを考慮し、それぞれ当該時点の1年前値、当該時点と1年前の平均値を使用。
備考		・利回りに着目して実施(出口売却による収益は想定していない)

J-REIT 等による賃貸マンション等の取得は回復基調

本稿では、株式会社都市未来総合研究所「不動産売買実態調査※」に基づき、2008年度から2011年度を対象にJ-REIT等による賃貸マンション等の住宅取得の状況についてご紹介します。

2009年度以降の住宅取得件数・取得額はJ-REIT等を中心に拡大

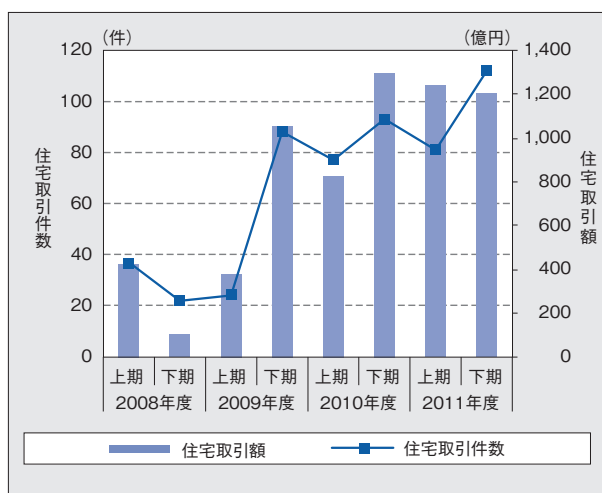
上場企業やJ-REITなどが開示・公表した賃貸マンション等の住宅の売買取引は、2009年度上期以降は概ね増加傾向で推移しています〔図表2-1〕。

直近の2011年度では、上期・下期を合わせた総額約2,400億円のうち92%の約2,200億円をJ-REIT等（非上場REIT、海外REITを含む）と建設・不動産の取得が占めています〔図表2-2〕。この2業種の取得額の推移について、特にJ-REIT等の伸長が著しくなっています。2011年度は合併した投資法人の物件入替や上場を控えていた投資法人等による積極的な物件取得などがあり、総額の3/4をJ-REIT等が取得した格好となりました〔図表2-3〕。

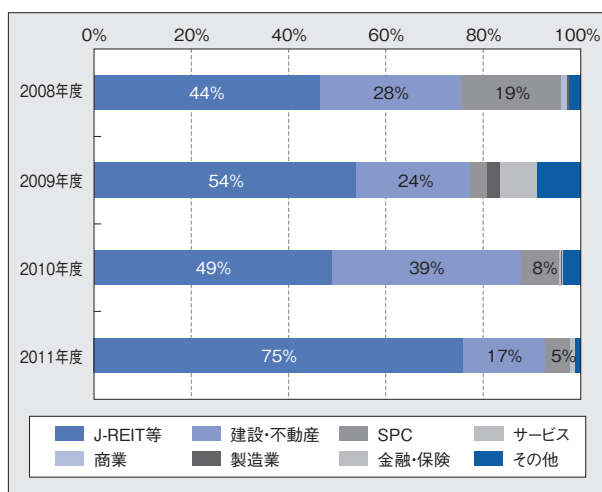
J-REIT等の売買状況をみると、2008年度以降の4年間はすべて買い越しであり、買い越し額は2011年度には約1,500億円まで拡大しています〔図表2-4〕。

以下、J-REIT等の取得の状況を詳しくみていきます。

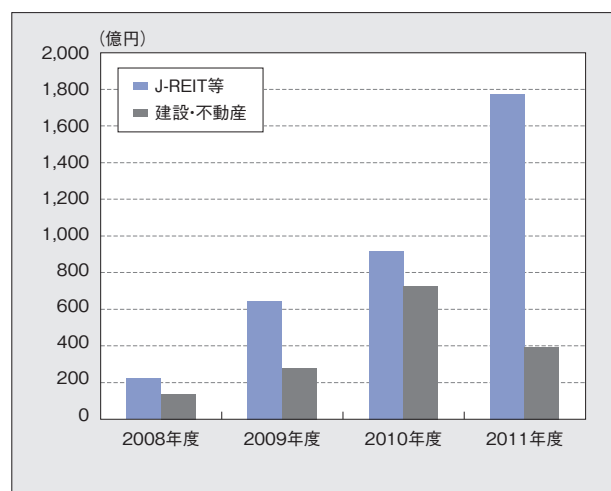
〔図表2-1〕住宅取引件数・取引額の推移



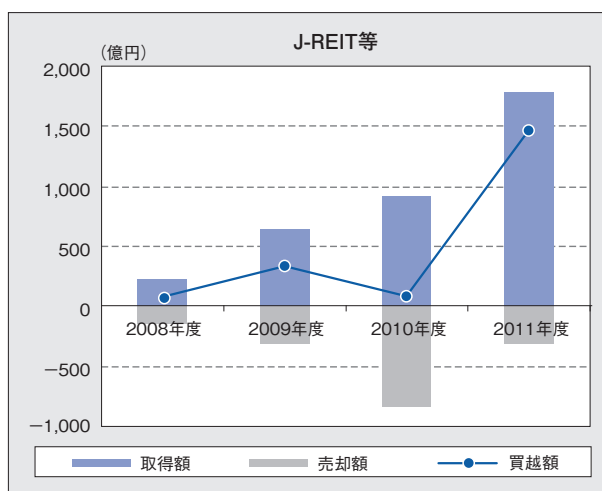
〔図表2-2〕買主業種別住宅取得額割合の推移



〔図表2-3〕J-REIT等、建設・不動産の住宅取得額の推移



〔図表2-4〕J-REIT等の住宅取得額・売却額の推移

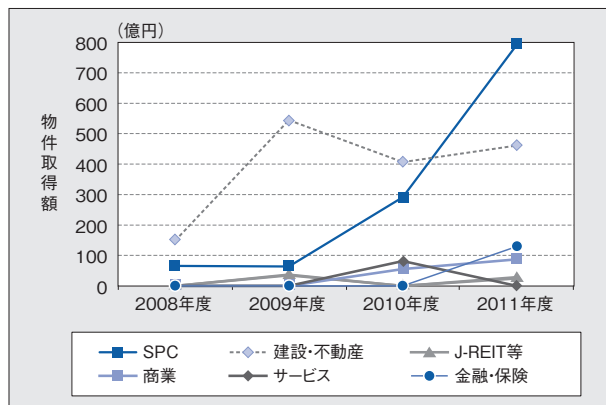


J-REIT等の物件取得先はSPCが急伸

J-REIT等による賃貸マンション等の取得額を取得先業種別にみると、2009年度以前は建設・不動産業からの取得が中心でしたが、2010年度以降大きく伸びてきたSPCからの取得が2011年度には建設・不動産業を上回りました〔図表2-5〕。

これには、2012年4月に新規上場した住宅系J-REITの取得物件のうち約130億円が2012年の3月に公表され、その取得先である系列SPCとの取引が当期に集計されたことも大きく影響しています。

〔図表2-5〕J-REIT等の取得先業種別の取得額



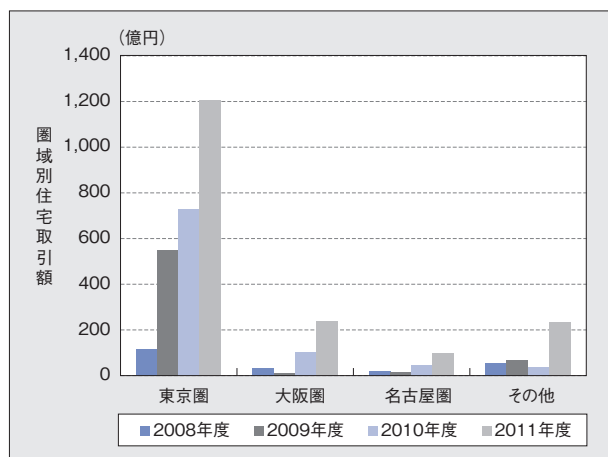
2011年度の取得額は各圏域で増加傾向

2008年度以降、J-REIT等による賃貸マンション等の住宅取得額はすべての圏域で概ね増加傾向となっています〔図表2-6〕。特に、2011年度の取得額はすべての圏域で大幅に増加しており、東京圏では前年度比66%、大阪圏では同131%増加しました。

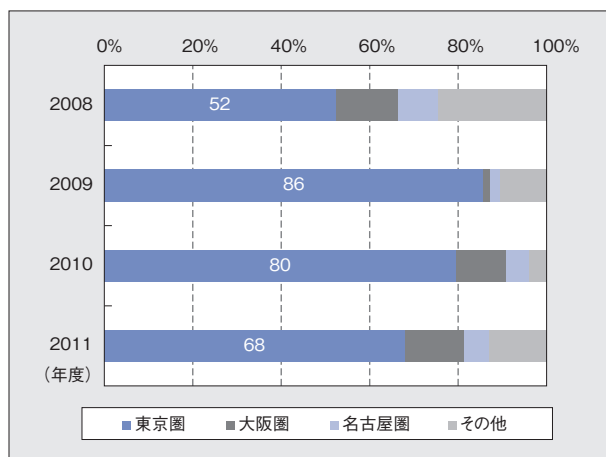
取得額割合の推移をみると、2009年度は東京圏以外の割合は14%程度にとどまっていますが、それ以降は徐々に拡大し、2011年度は32%となりました〔図表2-7〕。

(以上、都市未来総合研究所 出塚 哲也)

〔図表2-6〕J-REIT等の圏域別住宅取得額



〔図表2-7〕J-REIT等の圏域別取得額割合の推移



資料：〔図表2-1～2-7〕都市未来総合研究所 「不動産売買実態調査」に基づき作成

○凡例：業種分類

J-REIT等	投資法人、その他の投資目的法人
建設・不動産	建設、不動産
SPC	SPC
サービス	電気・ガス、サービス
商業	小売業、卸売業
製造業	繊維製品、パルプ、紙、化学、鉄鋼、非鉄金属
	機械、電気機器、輸送用機器、精密機器
	食料品、石油・石炭、ゴム製品、ガラス、土石製品、金属製品、その他製品
金融・保険	銀行、保険、証券・商品先物、その他金融
その他	運輸・通信、公共等

○凡例：圏域分類

東京圏	東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県
大阪圏	大阪府、京都府、兵庫県、奈良県
名古屋圏	愛知県、岐阜県、三重県
その他	その他の地域

※不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則(適時開示規則)」に基づき東京証券取引所に開示されている固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などに公表された情報から、上場企業等が譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行ったもの。

従来、底地(借地権付の土地の所有権)の取引の大半は、建物を保有している借地人がその底地を取得する取引であり、第三者との取引は競売が中心だった^{※1}と思われます。しかし、ここ最近、底地を投資対象とする(底地権のみの保有を目的とする)第三者との取引が増加しています。

2005年から2012年5月までに上場企業等が公表した底地に絡む取引額約1,690億円のうち、底地を投資対象とする取引は83% (約1,410億円^{※2}) を占めるまでになっており、その多くはJ-REITが取得したものです。

J-REITにおいては2002年から底地の取得はあったものの、2006年頃までは全体の取得額に占める割合はごく僅かでした。しかし、2010年以降になると、全体の取得額が低下する一方で、底地取得額が次第に増加しています。2012年第1四半期には420億円(取得の1物件が360億円と規模が大きいことから、全体取得額の実に4分の1を占めています。)となり、2012年3月末時点の底地の保有額は1,420億円(26物件)となっています[図表3-1]。

J-REITにおいて底地が注目される背景には、投資検討の対象となるオフィス物件や賃貸マンション物件等が少ない不動産取引の環境下において、減価償却費^{※3}や修繕積立金等が不要で中長期にわたり安定的な収益を確保できることに加え、将来の売却を予定しないゴーイングコンサーンとしての取得で、底地の流動性の低さ^{※4}が大きなネックにならないことがあると考えられます。

また、こうしたJ-REITの底地の取得増加によって、底地の売却先としてJ-REITを想定することができるようになり(底地の流動性が向上したと捉えることができ)、100億円規模の底地ファンドの組成や年金基金向けに300億円規模の店舗の底地を対象とするファンド組成の例にみられるように、底地に特化した規模の大きい私募ファンドが組成されるようになっていきます。

(以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司)

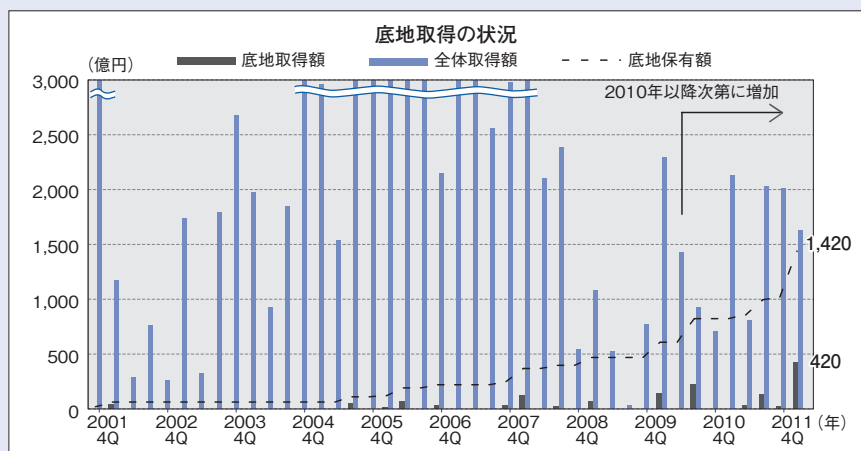
※1：社団法人 日本不動産鑑定協会(当時)、公的土地評価委員会、国税評価対応小委員会「(旧借地法の借地権の付着する)底地取引の実態」(平成16年10月)では、底地取引のアンケート調査を行い、底地取引事例182件のうち、借地人が絡む当事者間取引が138件、第三者取引は24件で、第三者取引のうち競売が15件で一般取引が8件であったとしている。

※2：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」によると、2005年から2012年5月までの底地の取引で取引額が開示された取引の総額は約1688億円で、そのうち「底地」を投資対象とする取得は1409億円となっている。

※3：減価償却費は、配当原資を低減させる費用項目であると同時に、キャッシュを内部留保できる重要な財源でもある。しかし、底地については、減価償却が発生しないため、J-REITの資産に占める底地の割合が過度に大きい場合は、円滑な財務活動に支障が発生する可能性がある。

※4：底地を借地人に譲渡する場合と第三者に譲渡する場合では、借地権価格は借地人に譲渡する方が高くなる可能性があり、借地権価格+底地価格=更地価格が成立するならば、第三者に譲渡する場合の方が底地価格が高くなるため、投資対象とする場合は一般的に低収益率となる。こうしたことから、買手が借地人等に限定されることが多く、第三者の取得はあまり期待できないとされている。

【図表3-1】J-REITの底地の取得状況



資料：(株)都市未来総合研究所「ReiTREDA」より加工

注1：2012年3月末時点。

注2：2012年第一四半期の420億円の金額は3物件取得、1物件一部譲渡の結果。

不動産トピックス 2012. 7

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部

下山田 英介 TEL.03-3274-9079 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

※本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。