

本当に有利か？ワンルームマンション投資

—投資リスクを誤解させる利回り表示の問題—

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門
不動産投資分析チーム

1. 再び人気を呼ぶワンルームマンション投資

「ペイオフ対策の新たな運用手段」、「低金利時代に預金より高い利回りが期待できる」、「家賃収入を将来の年金の一助に」などのキャッチコピーで、ワンルームマンション投資が再び人気を呼んでいる。1980年代後半のバブル期は、転売時の値上がり益や節税効果を狙った投資商品が主流であったが、今回は、低金利下における長期安定的な利回り商品という性格付けが個人投資家にアピールしているようだ。

しかし、ワンルームマンション投資は、個人にとって本当に有利な資産運用手段であるといえるのであろうか。少なくとも、重要な投資判断材料のひとつである利回りについて、正しく理解しないまま投資を行っている個人が多いように見受けられる。

そこで、以下では、ワンルームマンション投資における「利回り」について、金融的アプローチによる投資判断の考え方を理解する一助とするため、モデルケースを用いて解説したい(図表-1)。

図表-1 モデルケースの設定条件

<p>【初期条件】 物件価格 …① 2,000万円</p> <p>初期費用 …② 100万円 (物件価格の5%程度)</p>	<p>【年間キャッシュフロー】 収入 (単位:万円)</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>賃料 (礼金・更新料は考慮せず)</td> <td>100</td> </tr> <tr> <td>小計</td> <td>100 ③</td> </tr> </tbody> </table> <p>支出</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>維持管理費(収入の10%程度として概算)</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>税金(課税標準の1.7%より概算)</td> <td>12</td> </tr> <tr> <td>修繕費・保険料(日常補修費用及び火災保険)</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>小計</td> <td>25</td> </tr> </tbody> </table> <p>年間収支(収入-支出) 75 ④</p>	賃料 (礼金・更新料は考慮せず)	100	小計	100 ③	維持管理費(収入の10%程度として概算)	10	税金(課税標準の1.7%より概算)	12	修繕費・保険料(日常補修費用及び火災保険)	3	小計	25
賃料 (礼金・更新料は考慮せず)	100												
小計	100 ③												
維持管理費(収入の10%程度として概算)	10												
税金(課税標準の1.7%より概算)	12												
修繕費・保険料(日常補修費用及び火災保険)	3												
小計	25												
<p>【借入のあるケース】 自己資金 …⑤ 700万円</p> <p>借入金 1,400万円 (金利2.5%、30年返済)</p>													

2. さまざまな利回り指標

①表示利回り(初期コスト、管理コストとも無視)

通常、ワンルームマンション投資の広告等に記載されている利回りは、年間の家賃収入を物件価格で割った利回りで、広告で表示されることが多いので『表示利回り』と呼ぶことにする。モデルケースでは、 $5.0\% (= \text{㉑} \div \text{㉒})$ となる。

ただし、この家賃収入はあくまでも初年度の予想にすぎず、将来にわたって保証された金額ではないため、厳密には空室の発生や賃料の引き下げなどによる収支の変動リスクを想定しておくべきである¹。

②表面利回り(初期コスト含む、管理コスト無視)

不動産の取得時には、税金等の初期コストが物件価格の5%程度かかり、中古物件では、さらに仲介手数料3%が上乗せされる。モデルケースは新築物件なので、初期コストを100万円(2,000万円×5%)として、これを物件価格に加えて『表面利回り』を計算すると、 $4.8\% (= \text{㉑} \div (\text{㉒} + \text{㉓}))$ となる。

③実質利回り

年間の家賃収入からマンション管理に必要な各種管理コストを差し引いた純収入を、初期コストを考慮した投資額で割ったのが『実質利回り』である。モデルケースでは、 $3.6\% (= \text{㉑} \div (\text{㉒} + \text{㉓}))$ となる。これを表示利回り5.0%と比べると、7割程度の利回り水準になっていることがわかる。

なお、投資家が家賃保証システムを採用した場合、モデルケースでは、経費25万円にさらに家賃収入の10%(10万円)の手数料分がコストとして計上され、年間の管理コストは35万円となる。よって、実質利回りは $3.1\% (= (100 - 35) \div (\text{㉒} + \text{㉓}))$ と、利回りはさらに低下する。

④投下資本利回り

仮に、マンション購入額の7割を借入によって調達した場合、ローンの返済が発生するため、これを考慮すれば年間収支はさらに小さくなる(図表-2)。自己資金に対する利回りを『投下資本利回り(キャッシュ・オン・キャッシュ利回り)』というが、この場合、年1.1%程度($= \text{㉑} \div \text{㉔}$)となる。

一般に、ワンルームマンション投資で借入を行うことについて、(1)借入の金利(建物分のみ)が経費として所得控除されること、(2)ローン返済後はまるまる収入が得られること、(3)わずかな自己資金でも投資できること、(4)ローン返済額が家賃収入とほぼ同額であること、に焦点が当てられるが、このような投下資本利回りについての説明はない。

そもそも投資判断において、借入の是非や借入条件はきちんと議論すべき重要な要素である。たとえば、借入額が適正かどうかを判断する指標の一つに、DSCR(Debt Service Coverage

¹ このようなリスクを回避する方法として、売主による家賃保証システムがある。ただし、この場合、家賃収入の10～15%程度を手数料として支払う必要がある。

Ratio=年間純収入÷借入の元利返済額)がある。不動産投資では、一般に1.2~1.5程度が目安とされる。年間収支75万円であれば、元利返済を50~63万円程度に抑えることが望ましい²。また、通常、マンション投資用のローンは変動金利であり、現在が未曾有の超低金利状態にあることを考慮すれば、将来の金利上昇可能性を織り込んでDSCRの目標を保守的に(高目に)設定すべきであろう³。

図表-2 ローンを使った投資

【年間キャッシュフローの計算例】	
収支	(単位:万円)
年間収支	75
ローン年間返済額(元利払い、ローン額1,400万円、金利2.5%、期間30年)	67
ローン返済後の年間収支	8 ^③
【投下資本利回り】	
1.1%(=8/700)	

では、ワンルームマンション投資は、これまで説明してきた利回りのいずれを指標とすべきなのであろうか。答はどれもノーである。なぜなら、どの利回りも不動産から期待できる年間のインカム・ゲインだけに注目した利回り指標であり、投資判断に求められる指標として適切ではないためである(図表-3)。

図表-3 モデルケースの利回り比較

総投資額に対するインカム利回り		
【表示利回り】 5.0% (=100/2,000)	>	【表面利回り】 4.8% (=100/2,100)
	>	【実質利回り】 3.6% (=75/2,100)
自己資金に対するインカム利回り		
【投下資本利回り】 1.1% (=8/700)		

² モデルケースでは簡便のため借入割合を7割としたため、DSCRが1.1となっている。

³ さらに、モデルケースのような元利金(年間67万円)返済いでは、借入コストは4.8%(=67/1,400)にもなって実質利回りを上回るため、レバレッジ効果も期待できない。レバレッジ(槌子)効果とは、借入を行うことによって、自己資本に対する利回りが上昇することをいう。借入比率が高ければ高いほどレバレッジ効果は大きい。賃料収入や不動産の売却価格が下落すれば、資金ショートを起こしたり、最終的にキャッシュフローがマイナスになるリスクも大きくなる。また、モデルケースのように、借入コストが実物投資の利回りを上回ると、レバレッジ効果が成り立たない。

⑤期待利回り

投資対象となっているワンルームマンションは、家賃収入の変動もさることながら、その市場価格自体も大きく変動する。このため、たとえばペイオフ解禁後も1,000万円までなら元本と利息が保証される定期預金の利息と、前述したインカム・ゲインだけに着目した利回りを比較しても意味はない⁴。

通常、不動産の投資判断に必要と考えられる利回りは、家賃収入からのインカム・ゲインだけでなく、投資期間終了時の不動産売却によるキャピタル・ゲイン(ロス)も考慮した『期待利回り(トータル・リターン)』と呼ばれるものである。「資金を投じて商品を購入し、最終的に再び資金に戻して完了すること」を“投資”と定義すれば、このような投資期間を通じた総合的な利回りを指標とするのは当然といえよう。また、投資期間が長期となる不動産の場合、期待利回りの算出では、複利計算が一般的である⁵。

モデルケースでは家賃収入の増減はなく⁶、10年後の売却価格(税引き前⁷)を新築時の7割水準と想定した。一般に、ワンルームマンションの中古市場は未成熟で、10年目の中古価格は新築購入価格の半値⁸などということも珍しくないが、ここでは10年で3割程度の減価にとどめた。この結果、期待利回り(複利)は0.3%となった(図表-4)。これは、単利では0.7%程度に相当するが、現在の10年国債の利回り(約1.3%)よりもはるかに低い。

この計算では、投資家が定期預金を取り崩すなど、全額を自己資金で投資することを前提にしている。これに対し、借入により投資した場合には、将来の売却価格次第では、自己資金に対する期待利回りがマイナスとなるリスクがある。モデルケースの条件で借入を行った場合、自己資金(700万円)に対する投資期間10年の期待利回りは、複利ベースで-5.0%、単利ベースで-3.8%となる。現在のワンルームマンション投資は、ペイオフ対策の必要な資産家だけでなく、一般の会社員がローンを組んで投資するケースも少なくないとされるだけに、投資家はこの点に十分注意すべきである。

なお、ワンルームマンション投資では、不動産経費(減価償却分とローン金利)が家賃収入を上

⁴ 金融商品によって、利回りの表示方法や測定方法が異なる。株式は、年間(または半年)の価格変化と配当を合わせた総合利回りを指標とする。債券は、期間利回りとして、当該期間のクーポンと購入・売却価格差を複利ないしは単利でみる(日本の市場慣行では単利が多い)。定期預金は、単利・複利混在するが、元本が保証されている限り、利息が期待利回りにあたる。

⁵ 投資期間全体の利回りに着目した指標は、①単年度利回りを投資期間または一定期間にわたって平均化する投資期間年平均利回り(単利)と②複数年度にわたる総合収益(インカム・ゲインとキャピタル・ゲイン)を現在価値に割り引いて計算するNPV(正味現在価値)法とIRR(内部収益率)法、に大別できる。一般に、時間価値を考慮に入れた後者(NPV・IRR)が採用されることが多い。ここでは、IRRを使って期待利回りを計算している。

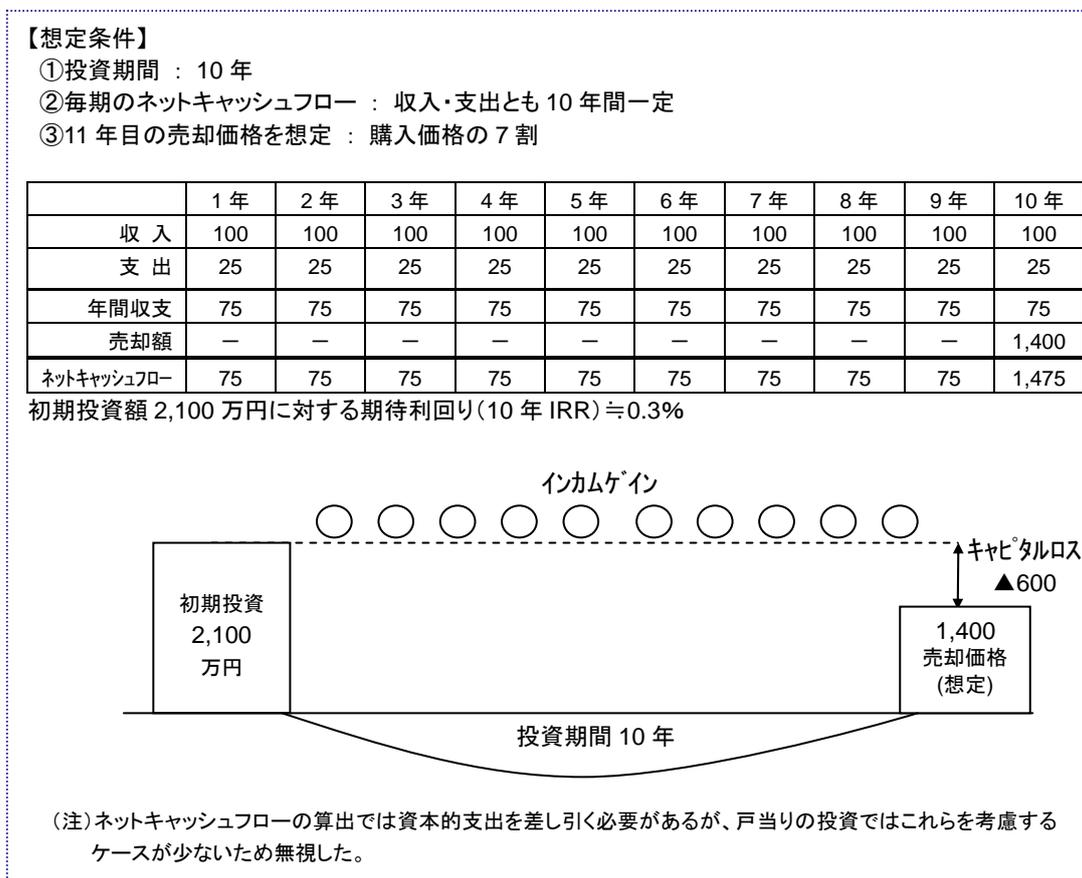
⁶ 家賃保証のあるケースでも、投資家が直接管理するケースでも、家賃全額を受け取り続ける想定は現実的でないため、常時5~10%の空室リスクを見込むという考え方もある。

⁷ 他の金融商品と利回りを厳密に比較する場合、税引き後のキャッシュフローで比較すべきだが、ここでは税引前のキャッシュフローを基にした。

⁸ 最近5年間の平均新築価格は、2,000万円前後、中古の平均価格は900万円前後である(東京カンテイ調べ)。また、新築物件でも購入後2~3年経てば2~3割は値下がるケースが多い上、商品企画面においても、最近では都心部の好立地物件が増え、一戸当たり面積の拡大や設備のグレードアップなどが顕著で、築年数の経った中古物件の値下がりがリスクはより大きくなっている。

回れば、不動産所得がマイナスになり、これを給与所得と損益通算することで所得税の還付⁹を受けられることができるという、節税メリットが強調されることが多い。しかし、借入による投資では、投資期間終了時に節税額以上のキャッシュフローのマイナスが発生する可能性が高いだけに、安易な判断は禁物である。

図表-4 期待利回りの測定



3. 不動産リスクプレミアムの想定

このような期待利回りで投資判断する場合、そもそもワンルームマンション投資の期待利回りがどの程度の水準であるべきかについての定見が必要となる。

不動産投資における期待利回りの設定では、不動産特有のリスクプレミアムを考慮すべきである。つまり、不動産は簡単に売却して換金できない(流動性リスクが高い)ことや、景気動向や経年劣化などで家賃収入や価格が変動することなどを考慮し、安全資産(一般には確定利付きで流動性も高い国債)の利回りに一定のリスクプレミアムを上乗せするのである(図表-5)。

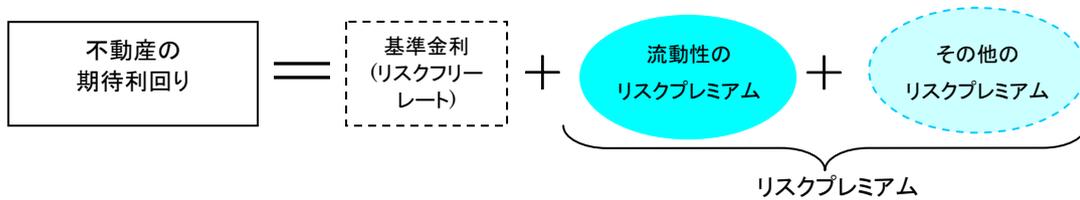
たとえば、10年国債の利回りを1.3%、不動産のリスクプレミアムを仮に3.7%¹⁰とすると、期待利回りは $1.3+3.7=5.0\%$ となる。売却価格が新築時の7割と想定した図表-4のケースで、5%

⁹ 節税による還付額は年収によって異なるが、およそ20~30万円である。

¹⁰ 不動産のリスクプレミアムを何パーセントとするのが妥当かについては、現時点では市場のコンセンサスが十

の期待利回りを確保するためには、購入時の実質利回りが8%、単純な表示利回りに換算すると実に10%以上でなければならず、コストが同じとすれば、当初ケースよりはるかに高い家賃収入が必要となる。

図表-5 マンション投資に求められる期待利回りの設定(イメージ)



4. 求められる投資家教育と適切な情報開示

投資家に自己責任を求めるためには、投資判断に必要な情報が十分に提供されていることが大前提となる。特に、情報弱者であるばかりか、投資家としての教育や訓練をほとんど受けていない一般個人に投資商品を提供する者は、投資家をミスリードしないよう適切な情報提供を行うべきである。ワンルームマンション投資を勧誘する場合には、少なくとも、利回りについて投資家に正しく説明し、理解を促す努力が不可欠といえよう。

以上