

REPORT III

賃貸住宅市場の概況と投資視点

金融研究部門 竹内 一雅
take@nli-research.co.jp

1. 住宅投資の拡大と利回りの低下

バブル経済の崩壊後、不動産投資は、地価下落と不良債権処理の中で長く停滞していた。それが、不動産証券化市場の整備^(注1)と不動産市況の底入れに伴い拡大を始め、現在では不動産投資市場がヒートアップしていると言われるほどになっている。

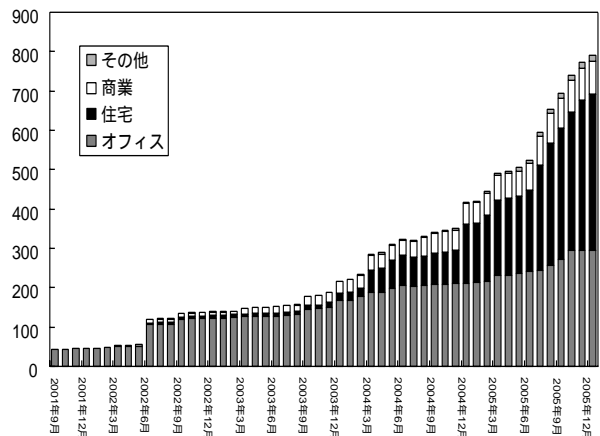
国土交通省の証券化実態調査によると、2004年度に証券化された不動産の資産額は、2003年度の1.9倍にあたる7.5兆円であり、これまでの単純累計で20兆円に達している。証券化された不動産資産の種類も、オフィス、住宅、商業施設、ホテル、倉庫など、多岐にわたっているが、その中で、住宅は、オフィス、商業施設とともに、主要な対象となっている。

J-REIT（不動産投資信託）においても、住宅への投資は拡大を続けている。特に物件数の伸びは著しく、2003年末の19件から、2005年末には397件に達している（図表 - 1）。その結果、J-REIT全体に占める比率は、物件数で50.3%、テナント数で76.0%であり、賃貸可能面積で14.2%、開示評価額で16.6%となっている。

このようなJ-REITや私募ファンドを通じた賃貸住宅への投資資金の流入は、首都圏における

住宅着工の下支えともなっている。1998年以降、首都圏（1都3県）の住宅着工は36万4千戸から43万2千戸へと6万7千戸増加（18.6%の増加）しているが、内訳は、持家が1万5千戸の減少（15.7%の減少）に対して、賃貸住宅は3万6千戸の増加（29.4%の増加）、分譲住宅は4万9千戸の増加（33.5%の増加）であった。

図表 - 1 J-REITの用途別投資物件数の推移



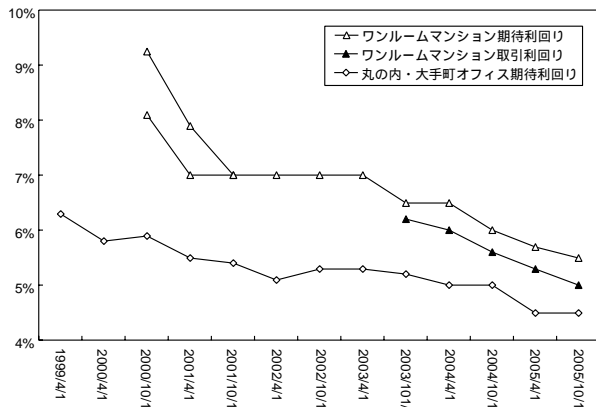
（資料）日本投資信託協会資料より作成

2005年には、マンションの2005年問題といわれる大量供給に伴う大量在庫の発生が予想され、デベロッパーの淘汰をもたらす可能性が懸念されていた。しかし、分譲用マンションの賃貸用への転用など、ファンドによる投資の拡大が、この問題を回避できた要因の一つと考えら

れている。

一方で、ファンドによる住宅投資の増加は、東京都心部における価格の上昇をもたらし、物件取得を困難にしている。すでに2004年の調査で、東京都心5区における住宅取得は困難と回答するプライベートファンドが約4割にもものぼっており^(注2)、東京城南地区(目黒区・世田谷区)のワンルームマンションの期待利回りは、2001年4月の8.1%から10.4%の範囲から、2005年10月には5.5%に急低下している(図表-2)。なお、2005年10月の取引利回りはさらに低く、5.0%であった。

図表-2 東京都心部における利回りの低下



(注1) マンションは城南地区(目黒区・世田谷区)、オフィスは丸の内・大手町地区が対象
 (注2) 2000年10月と2001年4月調査のマンション利回りには幅があり、それぞれ、8.1~10.4%、7.0%~8.8%であった。
 (資料) 日本不動産研究所「投資家調査」より作成

2. 賃貸住宅市場の動向

ファンド資金の流入で活発となっている不動産投資だが、その中で賃貸住宅需要は必ずしも強いとはいえない。

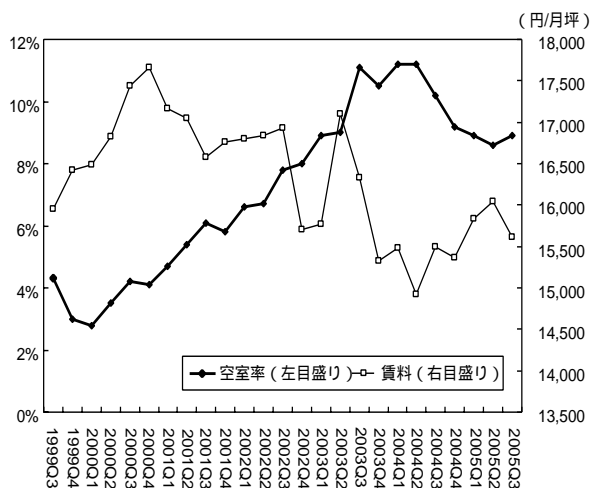
ケン・コーポレーションによると、東京都心部の高級賃貸マンションの空室率は、2004年第2四半期の11.2%をピークに低下傾向にあるが、2005年第3四半期も依然、8.9%と高い空室率となっている(図表-3)。

空室率が高水準で推移しているのに対応し、

賃料は下落基調にある。空室率と同様、2004年以降は、底打ちの兆しも見えるが、2005年第3四半期の15,610円/月坪は、最近の最高値である2000年第4四半期(17,660円/月坪)に比べ、12%低い。

なお、都区部全体のファミリータイプの賃料動向を、リクルートの中古マンション賃料指数(RRPI)からみると、2005年12月の値は、2000年1月に比べ、約2~3%低い水準で推移している。

図表-3 東京の高級マンションの空室率と賃料の推移(主要3区)



(注) 主要3区とは港区、世田谷区、渋谷区
 (資料) KEN不動産投資顧問「KEN Data Press-Real Estate Market in TOKYO」

こうした賃貸住宅における高い空室率と賃料の停滞は、供給の増加が一因となっている。

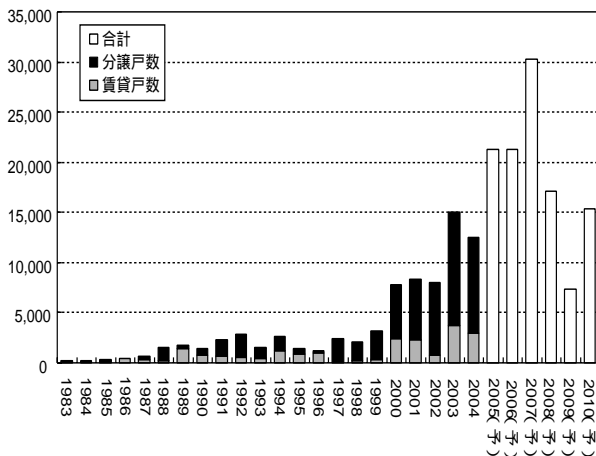
不動産経済研究所が2005年3月に行った首都圏超高層マンション(賃貸用・分譲用含む)の供給量調査をみると、1990年代には2,000戸程度で推移していた供給戸数は近年増加しており、2000~2003年には8,000戸、2004年には約1万5千戸となり、2005年には2万戸を超えた模様である(図表-4)。これが、上述の住宅の2005年問題といわれるものであった。

同様に、首都圏のワンルームマンションの供給も増加を続けてきた。東京カンテイの調査で

は、1995年の1,238戸から、2004年には約6倍にあたる7,394戸の供給となっている。2005年には供給量が減少した模様であるが、中期的にはいまだ高い水準となっている。

今後問題となるのは、超高層マンションの供給が3万戸を超えると予測されている2007年である。2003～2004年には、超高層マンションの約25%が賃貸物件となっており、賃貸市場への供給戸数はこれまで以上に増加するものと考えられる。

図表 - 4 首都圏の超高層マンションの供給戸数の推移



(資料) 不動産経済研究所資料より作成

3. 賃貸住宅需要層の人口推移

一方、賃貸住宅の居住者層の人口は、今後減少していくと予測されている。

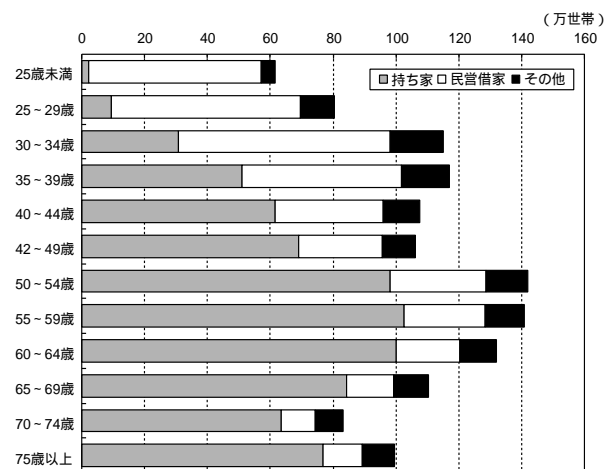
賃貸住宅はその住居面積の狭さもあり、居住者の多くは、世帯主が39歳以下の世帯である。これは、旧借家法下における厳しい解約制限などから、自発的に退去が見込まれる、若年層の利用を想定した小規模賃貸住宅が中心に建設・供給されてきたためといわれている(注3)。

関東大都市圏の2003年の年齢別世帯構成を見ると、25歳未満では世帯数の89%が民間借家に居住し(持家は3.6%)、35～39歳で持家との比

率が同率となり(民間借家・持家とも43.5%)、65～69歳では持家の比率が最も高く76.4%に達している(民間借家は13.6%)(図表 - 5)

その結果、関東大都市圏では、39歳以下の世帯が民間借家全体の53.9%を占めている。また、39歳以下の世帯の62.4%が民間借家に居住している。

図表 - 5 世帯主の年齢別にみた持家・民間借家別世帯数(関東大都市圏、2003年)

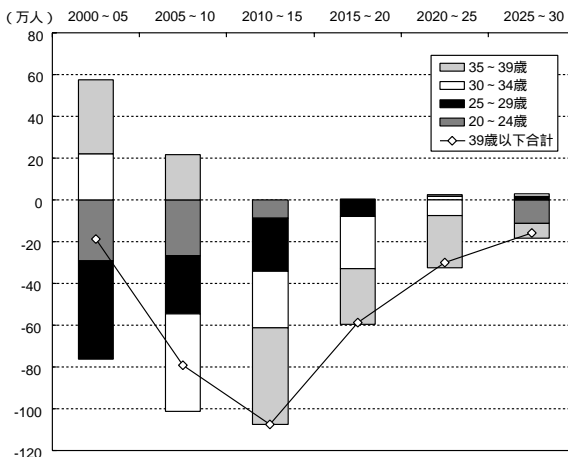


(資料) 住宅・土地統計調査より作成

次に、民間賃貸住宅の主要な居住層である39歳以下の人口推移をみると、国立社会保障・人口問題研究所の推計では、2000～2005年の19万人の減少から、2005～10年には79万人の減少、2010～15年には108万人の減少になると予測されている(図表 - 6)

特に、2015年度に向けて、団塊ジュニアの40歳代への移行により、30～39歳層の大幅な減少が予測されており、この年齢層の持家への移行は、賃貸住宅の需要減少に大きく影響するとみられる。

図表 - 6 賃貸住宅需要年齢層の人口予測



(資料) 国立社会保障・人口問題研究所資料より作成

4. 投資物件の競争力精査の重要性

現在の賃貸住宅居住者層（39歳以下人口）の減少は、投資家にとって重大な問題である。

今後、供給が需要を超過する状況が発生するならば、居住者は、より新しく、より便利で、より安い住宅へと転居し、その流動性が高まり、賃貸住宅の勝ち組と負け組という二極化が発生

する可能性がある。こうした状況下では、建て替え時期が来た木造賃貸アパート群が建て替え（られ）ずに、低家賃で市場に供給され続けることも考えられる。

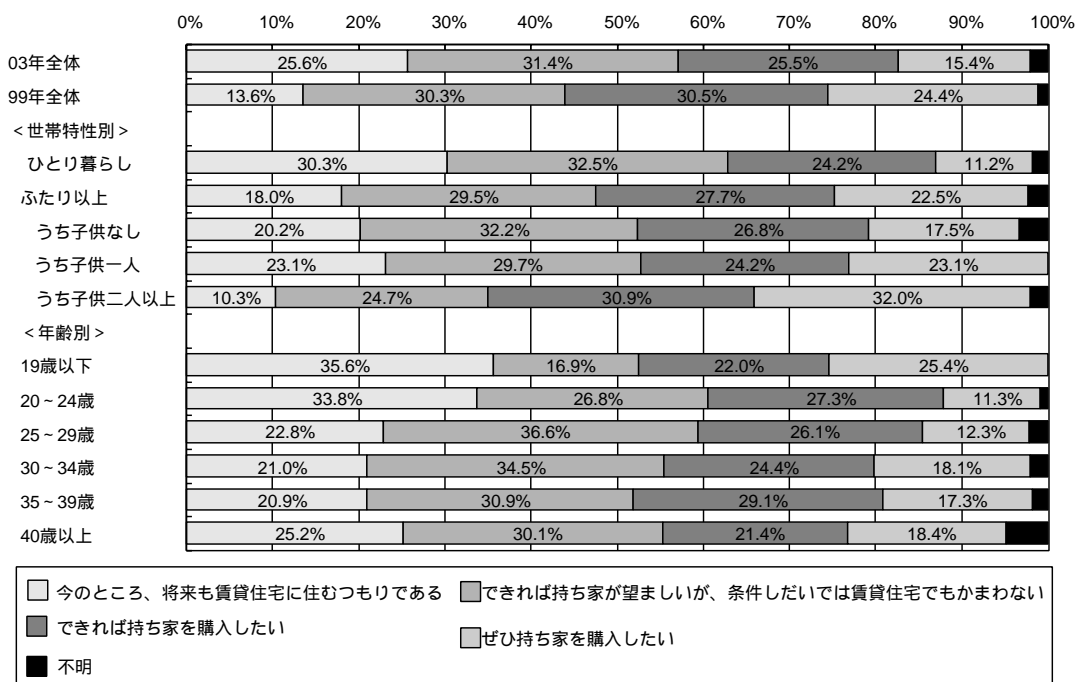
中・長期的な視点に立つのであれば、そうした状況も想定して、今後の賃貸住宅投資は、他の物件とは差別化された、「強み」を持つ物件への投資が重要になるだろう。

たとえば、すでに、多くの事例がみられる、広い居住面積をもった、これまでよりも高い年齢層（ファミリー層や高齢者層）を対象とした賃貸住宅などもその一つである。こうした背景には、賃貸住宅居住者の意識変化がある。

リクルート等の調査によると、賃貸住宅居住者の永住希望（「将来も賃貸住宅に住むつもり」「条件次第で賃貸住宅でもかまわない」の合計）は、99年の43.9%から、2003年には57.0%に増加しており、現在、この比率はさらに高まっていると考えられる（図表 - 7）

この調査をみると、賃貸住宅への永住希望は、

図表 - 7 賃貸居住者の永住希望



(資料) 21C.住環境研究会、リクルート「首都圏賃貸住宅市場における入居者ニーズと意識調査03」より作成

ひとり暮らし世帯（62.8%）や、DINCS世帯（52.4%）だけでなく、子供一人までの世帯でも高く（52.8%）、今後、ファミリー層で賃貸住宅に住み続ける世帯が増加すると予想される。

高齢化の進展による、高齢者のひとり暮らし世帯の増加と都心居住指向の強まりなども、さらなる賃貸住宅市場の拡大につながると考えられる。特に、団塊の世代の、持家から賃貸住宅への住み替え行動が発生すれば、その人口規模の大きさから、賃貸住宅需要への影響は大きい。

個々の物件の競争力確保のためには、以上のような、ファミリー向けや高齢者向けの住宅をはじめ、都心立地、超高級、超高層、介護つき、ペット可、楽器演奏可など、様々な差別化が考えられる。

ただし、不動産は物件ごとの相違が大きく、同じコンセプトで作られたからといって、立地によっては、まったく地域の需要に適合しない場合もある。

今後の賃貸住宅投資においては、これまで以上に、それぞれの投資対象物件の特性と差別化

戦略、居住者への訴求力など、投資対象の精査が必要になってくると考えられる。

5. コスト管理の重要性

以上で見てきたように、賃貸住宅投資は今後、より厳しい環境に直面する可能性が高いと考えられる。

第一に、投資資金の流入等により、物件価格が高騰し、利回りが低下していること。第二に、賃貸マンションの賃料は下落傾向にあり、空室率が高い水準で推移していること。第三に、そうした中でマンションの大量供給が計画されていること。第四に、今後、現在の主要居住者層（39歳以下）の人口減少が確実であること、などである。

このような環境下においては、投資家やファンド運用者は、投資物件の精査を行い、より競争力の高い物件に集中投資することが重要である。しかし、必ずしも高い競争力を持つ物件にばかり投資できる保証はないし、当初は競争力

図表 - 8 賃貸マンションの標準的コストの例示（オフィスとの比較）

区分	項目	年間総費用		賃貸面積1㎡当り年間費用	
		マンション	オフィス	マンション	オフィス
管理コスト	機能管理	1,426,000円	2,683,600円	570円	1,120円
	清掃衛生管理	1,681,800円	2,858,500円	670円	1,190円
	検査（特殊建築物・建築設備・水質検査・空気環境測定）	156,300円	390,700円	60円	160円
	要員	2,268,100円	1,604,000円	900円	670円
	その他管理（機械警備を含む）	614,400円	1,284,000円	240円	540円
	管理コスト原価	6,146,600円	8,820,800円	2,440円	3,680円
	経費	829,800円	1,190,800円	330円	500円
	管理コスト合計	6,976,400円	10,011,600円	2,770円	4,170円
水道・光熱コスト合計（共用部）		1,468,800円	4,771,500円	580円	1,990円

区分	項目	築15年までの総額		賃貸面積1㎡当り年間平均費用	
		マンション	オフィス	マンション	オフィス
修繕・資本的支出	外装	3,022,400円	3,345,400円	80円	90円
	内装	37,136,600円	3,335,700円	980円	90円
	電気	14,286,000円	30,976,700円	380円	860円
	給排水、衛生	55,827,400円	18,680,700円	1,480円	520円
	空調、熱源	13,972,300円	42,443,900円	370円	1,180円
	消防設備	11,616,200円	7,490,200円	310円	210円
	昇降機	1,799,300円	1,710,600円	50円	50円
	修繕費・資本的支出合計	138,011,300円	108,334,300円	3,650円	3,010円

（注1）賃貸マンション（ファミリータイプ）、オフィスともに、延床3,000㎡の物件を想定した

（注2）修繕・資本的支出における「賃貸面積1㎡当り年間費用」は、修繕費・資本的支出の15年間の累計額を15で除したものである

（資料）ニッセイ基礎研究所「コスト算定システム」を用いて作成

のある物件であっても、年数の経過や、新築の競合物件の登場などにより、競争力が低下することも考えられる。

そこで、保有する物件の毀損を防ぎ、一定のインカム利回りを確保するために、コスト管理がこれまで以上に重要になると思われる。

適切なコスト管理は、直接的な費用の減少による収益拡大だけでなく、資産価値の維持・向上をもたらし、空室率の低下などを通じた収益と利回りの改善をもたらすからである。

コスト管理においては、まずはじめに、コスト項目を整理して、それぞれの支出の額を把握するとともに、修繕費・資本的支出に関しては、過去の履歴を調査することからはじめる必要がある。その上で、設備の現状や管理の質を考慮し、個々の支出が適切かどうかを判断する。こうした作業により、管理コストの削減の要請や、バリューアップ投資の時期の決定などの検討が可能になるものと思われる。

ただし、投資家が賃貸物件の現在の支出額が適正かどうかを判断するのは、情報も少なく、非常に困難である。

そこで、賃貸住宅のコスト特性の把握のために、ニッセイ基礎研究所が開発したコスト算定システムを用いて、賃貸住宅にかかるコストを試算した。ここでは、築15年で延床面積3,000㎡の賃貸マンションについて適切な管理を行った場合の標準的なコストを算定し、同規模のオフィスの結果と比較した(図表 - 8)。

表から明らかなように、マンションはオフィスに比べて管理コストと水道光熱費が安く、修繕費・資本的支出が高くなっている。つまり、賃貸マンションのコスト管理では、修繕費・資本的支出の重要度がより高いといえる。

今後、中期的に見て賃貸住宅市場における供給過剰が予想される中で、競争力のある物件を

選別して投資することがより重要になる。その際、個々の物件ごとの適切なコスト管理が、投資収益と利回りの拡大のために、これまで以上に重要になると考えられる。

(注1) 1998年9月のSPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)施行と、2000年11月における資産流動化法(資産の流動化に関する法律)改正。1995年4月の不動産特定共同事業法施行と、1999年9月の改正。2000年11月の投信法(投資信託および投資法人に関する法律)改正による不動産投資ファンドの解禁などがある。特に、2001年のJ-REIT市場の創設は、不動産投資のすそ野を広げただけでなく、それまでブラックボックスであった不動産の様々な情報を開示したという点でも大きな意味を持っている。

(注2) 住信基礎研究所(2005)「不動産プライベートファンドに関する実態調査2004年」

(注3) 福井秀雄(2006)「少子高齢化と都市居住 - マンション管理を中心として - 」『住宅』2006年1月号、pp43-52