

(不動産投資)：住宅系 J-REIT の低評価と賃料収入の安定性について

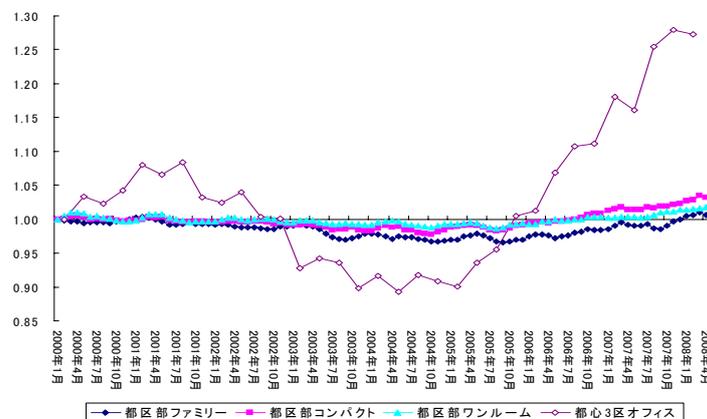
現在、住宅系 J-REIT 銘柄への評価は極めて低い。しかし、賃貸マンションの賃料は、オフィスに比べると変動が小さく、景気低迷期にも安定した賃料が得られる可能性が高い。特に J-REIT の保有マンションは、民間賃貸マンションの平均と比べて、築年が浅く管理やリーシングの面で優位性があることから、空室率も低く推移するのではないかとと思われる。このため、今後、人口減少により需要が減少しても、相対的に安定した賃料を確保できるのではないだろうか。

昨年 6 月以降、東証 J-REIT 価格指数は大きく下落しているが、その中でも、住宅系 J-REIT 銘柄への評価は特に厳しい。2008 年 7 月 16 日現在、住宅特化型銘柄で上場時の株価を上回るものは一つもない。上場価格に対する投資口価格の下落率は、最も小さい銘柄でも 14%、最も大きい銘柄では 64%となっている。

住宅系 J-REIT の評価が低迷している理由として、個別銘柄ごとの要因に加え、①今後の人口減少に伴う、住宅需要と賃料収入の減少への懸念、②賃貸住宅市場全体の市場動向（賃料や空室率の推移など）を把握できる統計データが存在しないため、J-REIT の保有物件を適切に評価できず、住宅需要の減少懸念を基にした印象評価が中心にならざるをえないこと、などの要因が考えられる。

リクルートマンション賃料指数から、過去の賃料動向をみると、都区部賃貸マンションの賃料は、都心 3 区のオフィス賃料に比べ安定した推移を続けている（図表 1）。マンション賃料は、景気拡大期でもオフィスのような大幅な賃料上昇は期待できないが、景気低迷期にも大きく下落せず、安定した賃料が得られる可能性が高い。

図表 1： 賃貸マンションとオフィスビルの賃料推移
(2000 年 1 月を基準とした指数)

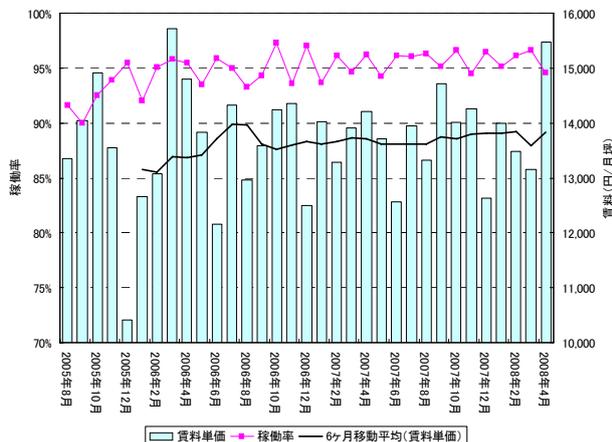


(注) マンションは都区部、オフィスビルは都心 3 区対象
(出所) ブルームバーグ「リクルートマンション賃料指数」、ニッセイ基礎研究所

それでは、都区部に立地する賃貸マンションの中で、J-REIT 物件はどのような状況にあるのだろうか。現在、統計で把握できる直近のデータである 2003 年の住宅・土地統計調査との比較で簡単に見ていこう。

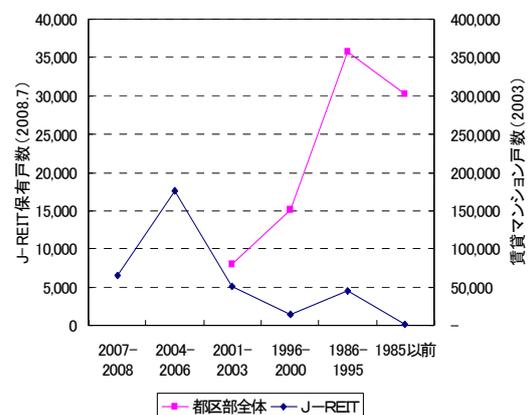
東京都区部の民間賃貸マンション（民営借家の非木造共同住宅）の空室率は、2003年時点で15.4%であった。一方、J-REITの保有マンションの空室率は、2005年8月～2008年4月の各月単純平均で4.7%にすぎない（図表2）。J-REITの物件は市場の平均より高い稼働率で運営されている可能性が高い。

図表2: J-REIT保有マンションの稼働率と賃料単価(都区部)



(注) 未稼働物件の影響で稼働率が低い時期がある
(出所) J-REIT 決算資料など

図表3: 建築年別賃貸マンション戸数(都区部)



(注) 都区部賃貸マンション戸数は、民営借家の共同住宅のうち非木造の専用住宅数を集計
(出所) 住宅・土地統計調査、J-REIT 各社データ

また、J-REITの保有マンションは、都区部の民間賃貸マンション全体と比べ、築年が浅い物件の比率が高いと思われる。2003年に都区部の民間賃貸マンションの総戸数は100万戸に達しているが（2003年以降の都区部貸家共同住宅の着工は毎年5～6万戸程度で推移）、このうち1995年以前に完成した賃貸マンション（築約8年以上）は66万戸で、築年が分かっているマンションの74%を占めていた（図表3）。一方、J-REITが都区部に保有する住宅のうち、2004年以降に竣工した築4年半未満の物件は2万4千戸で68%を占めている。

さらに、2003年時点で都区部民間賃貸マンション全戸数の8割は個人所有であり、築年が古い物件ほど個人所有が多かった。個人所有の物件は、J-REITの物件と比べて設備や管理、修繕、改修などの面で劣る可能性もあると思われる。特に、バブル時期に建築された物件には、あまり良質でないストックが多くあると言われている。

J-REITの保有物件は、概して、築年が浅く、設備などが高品質で、警備や清掃などの日常管理レベルが高く、リーシングにも強みがあると考えられる。

今後、東京都区部においても、若年人口の減少に伴い、賃貸住宅需要はしだいに減少していく可能性が高い。しかし、J-REITの保有マンションでは、相対的に高品質な住宅と高い管理レベル、法人契約に強いリーシング力などに加え、需要の変化に対応したポートフォリオの弾力的な入替えなどの実施により、賃貸住宅需要の減少に対して、相対的に安定した賃料を確保していく可能性が高いのではないかと考えられる。

(竹内 一雅)