

6

June, 2020

不動産マーケットレポート

- 価格高値圏で取得された賃貸マンション
の投資収益 2
- 経済トレンド・ウォッチ 4
- 不動産市場トレンド・ウォッチ 6
- 価格高値圏で取得された中小オフィスビル
の投資収益 8

■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 不動産業務部
大畑 善郎 TEL.03-3274-9079 (代表)

価格高値圏で取得された賃貸マンションの

賃貸マンション価格は2019年度上期に世界金融危機前の水準を上回り高値圏で推移してきましたが、新型コロナウイルスの感染拡大が発生し、不動産マーケットに変調が生じる蓋然性が高まっていると考えられます。

世界金融危機前の不動産価格が高位に推移していた時期に取得されたJ-REIT保有の賃貸マンションの運用データ^{※1}を用いて投資収益を算出^{※2}したところ、物件価格の下落によりキャピタル収益がマイナスになった場合でも、一定期間保有するとインカムキャッシュの累積効果でトータル収益がプラスに転換することが分かります。

●賃貸マンション価格は2019年度上期に世界金融危機前の水準を超過

J-REITの運用データを集計すると、賃貸マンション価格(対象物件の平均鑑定評価額)は世界金融危機の影響から2007年度下期をピークに下落。ピーク時と比べて2割近く下落した2012年度上期に底打ちして上昇に転じ、2019年度上期に2007年度下期を上回りました[図表1]。

●世界金融危機前の高値圏で取得された物件の投資収益

保有期間中の投資収益は、取得価格と時価の差益(キャピタル)と賃料収入を中心とする賃貸収益(インカム)の2指標から算出することができます。賃貸マンション価格が高位に推移していた2007年度上期～2008年度上期に取得された物件を対象に、キャピタル収益と累積インカムキャッシュ、両者を合計したトータル収益を算出しました[図表2]。

世界金融危機後は物件価格の下落に伴って[図表3]、物件価格が取得価格を下回り、キャピタル収益はマイナスが続いてきました。物件価格と同様に世界金融危機後にはNOIも減少しましたが[図表3]、物件保有期間が相当程度経過すると、キャピタル収益がマイナスで推移する中でも累積インカムキャッシュがそのマイナスを打ち消し、トータル収益がプラスに転換しています。

※1: 分析対象物件はデータが連続して取得可能で、かつ賃貸形態が変動収益のもの。追加取得があった物件は除く。

※2: 本稿で用いる指標は以下のとおり算出した。なお、投資期初(取得期)=0とし、借入金は無いと想定。また、投資主体によって設定の考え方が異なるとみられる割引率(連続する複数の期間における各期間の収益価値を補正するために用いる割合)は本稿では不算入とした。

・キャピタル収益=各期の鑑定評価額-物件取得額

・累積インカムキャッシュ=物件を取得した翌期以降のNOI(*)の累計

トータル収益=キャピタル収益+累積インカムキャッシュ

(*) NOIはNet Operating Incomeの略で、賃貸収益から賃貸費用(減価償却費を除く)を控除した純営業利益

※3: 東京都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区。東京周辺18区は東京都心5区以外の東京23区。その他は東京都心5区、東京周辺18区、政令指定都市以外の都市

●キャピタル収益のマイナスが長期間継続している場合でも、ある程度経過すればトータル収益はプラスに

先述のとおり賃貸マンション価格(対象物件の平均鑑定評価額)は2019年度上期に世界金融危機前の水準を上回りましたが、個々の物件をみると、2019年度上期時点でもキャピタル収益がマイナスとなっているものがあります。

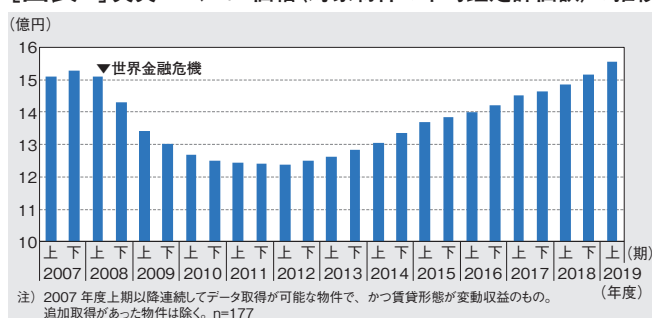
物件取得の翌期から2019年度上期まで一貫してキャピタル収益がマイナスとなっている物件のトータル収益の推移をみると、早ければ物件取得から4年、遅くとも8年程度経過後にトータル収益がプラスに転換しています[図表4]。すなわち、物件価格の大幅な下落などによりキャピタル収益のマイナスが長期間継続した場合でも、インカムキャッシュの累積効果でトータル収益はプラスとなり得ることが分かります。

●立地別にみるトータル収益のプラス転換時期の違い

立地別^{※3}にトータル収益のプラス転換までの期間を集計すると、長い順に、東京都心5区(5.2年)、政令指定都市(3.6年)、東京周辺18区(3.4年)、その他(2.0年)で、立地による差異がみられます[図表5]。物件価格の下落率が高い(キャピタル収益のマイナスが大きい)ほど、概ねインカムキャッシュ(NOI)の変動が大きいほど、プラス転換までの期間が長い傾向にあります[図表6]。

(以上、都市未来総合研究所 大島 将也)

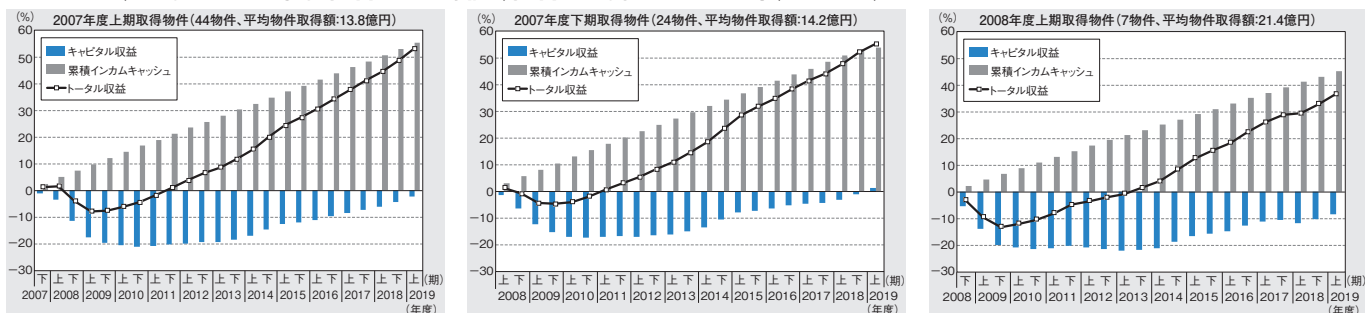
[図表1] 賃貸マンション価格(対象物件の平均鑑定評価額)の推移



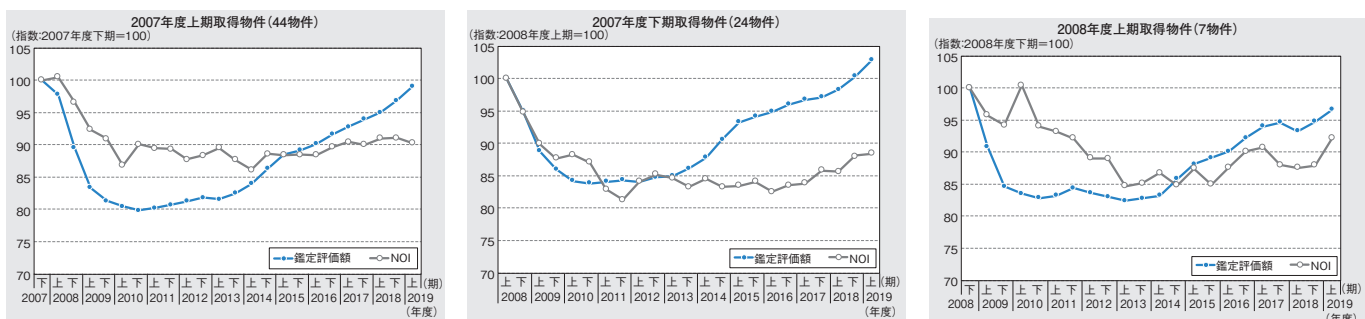
データ出所: 都市未来総合研究所「ReiTREDA」

投資収益

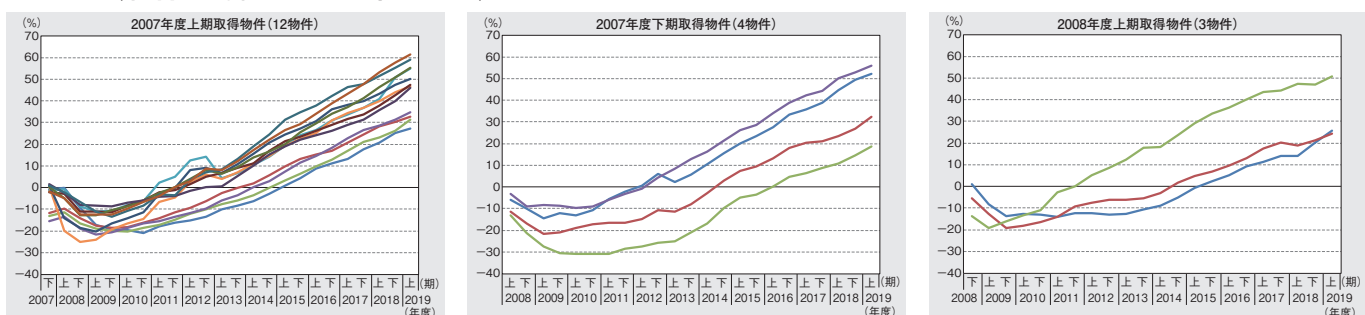
〔図表2〕2007年度上期～2008年度上期に取得された物件のキャピタル収益、累積インカムキャッシュ、トータル収益（取得期別に対象物件の平均値（物件取得額で除した率）を图示）



〔図表3〕2007年度上期～2008年度上期に取得された物件の鑑定評価額とNOIの推移（取得期別に対象物件の平均値を图示。取得翌期＝100として指数化）

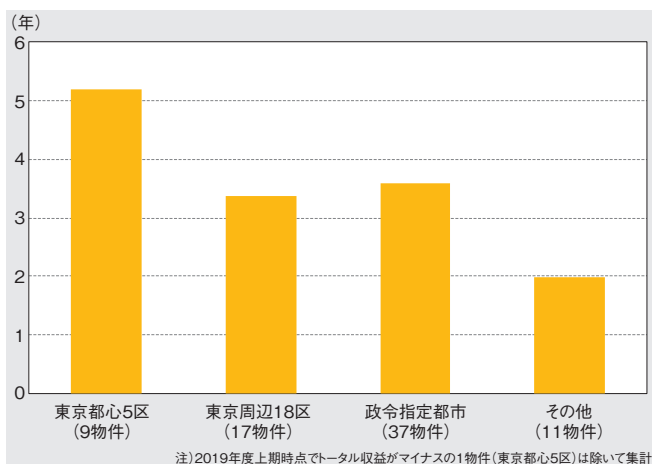


〔図表4〕取得翌期から2019年度上期まで一貫してキャピタル収益がマイナスである物件※4のトータル収益の推移（物件取得額で除した率で图示）

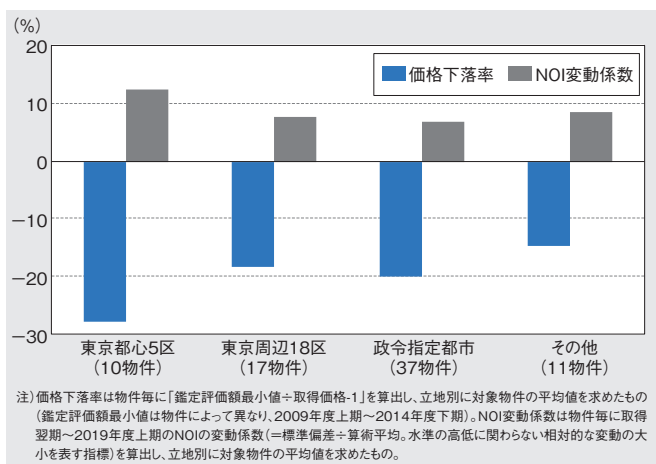


※4：2007年度上期～2008年度上期に取得された本稿の分析対象75物件のうちの19物件（25%）が該当

〔図表5〕トータル収益がプラスに転換するまでの期間（対象物件の平均値）



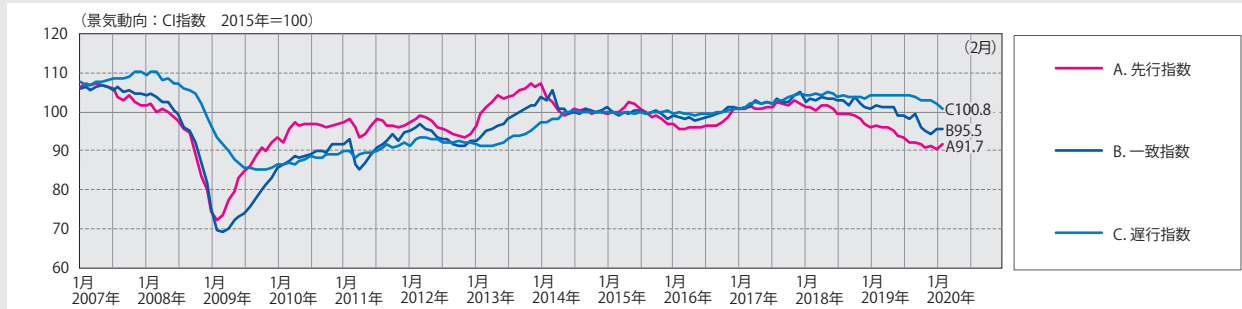
〔図表6〕価格下落率とNOI変動係数(対象物件の平均値)



図表2～6のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

■ 景気の動向（全国）

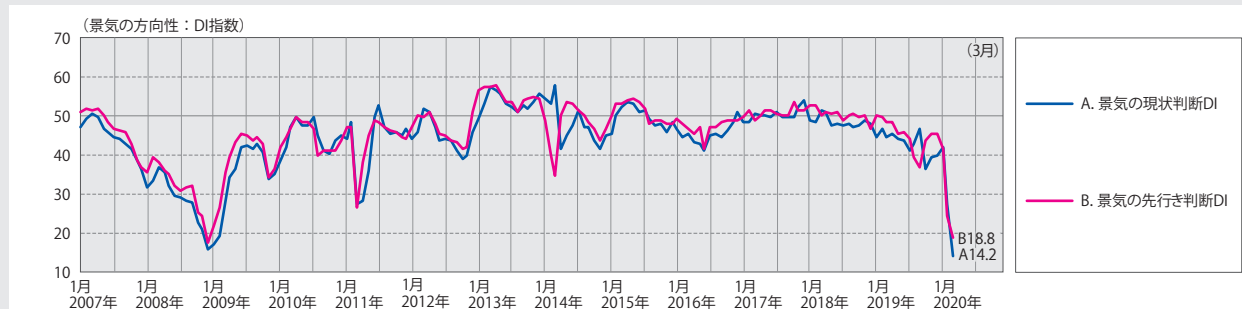
図1 景気動向指数



注：厚生労働省「毎月勤労統計」の再集計値への対応について、「景気動向指数」2018（平成30）年12月分速報（2019/2/7公表）から、リンク係数を用いた接続方法に変更された。

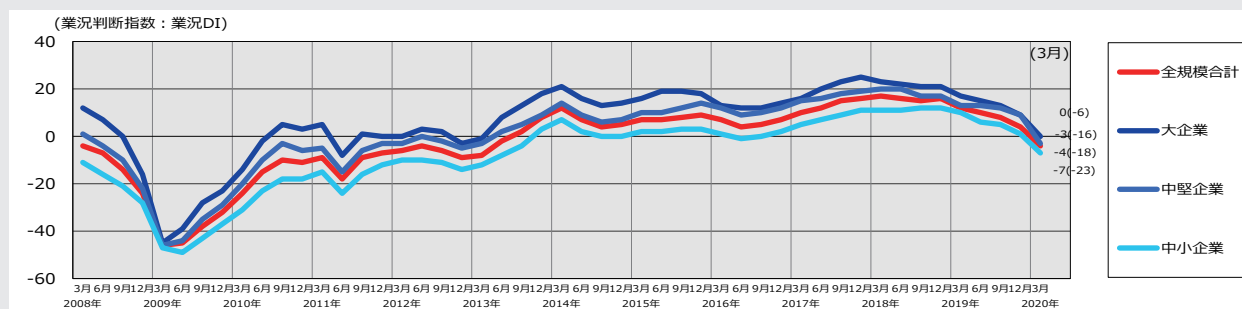
データ出所：内閣府「景気動向指数」

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数



データ出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

図3 企業の業況判断指数



注：「大企業」は資本金10億円以上、「中堅企業」は資本金1億円以上10億円未満、「中小企業」は資本金2千万円以上1億円未満。
（ ）内の数値は直近調査の3ヶ月後に関する予測値（本稿は2020年6月を対象とする予測値）。

データ出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査（短観）」

【データ概要】

図1 景気動向指数のCI指数
(CI: コンジット・インデックス)

CI指数は、景気の拡大・後退の大きさやテンポを示す。
景気先行指数は、景気一致指数より数ヶ月先行して動き、景気を予知するための指数。
景気一致指数は、実際の景気動向とほぼ一致して動き、景気の現状を示す指数。
景気遅行指数は、景気一致指数より数ヶ月遅れて動き、景気の変化を確認する指数。

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数

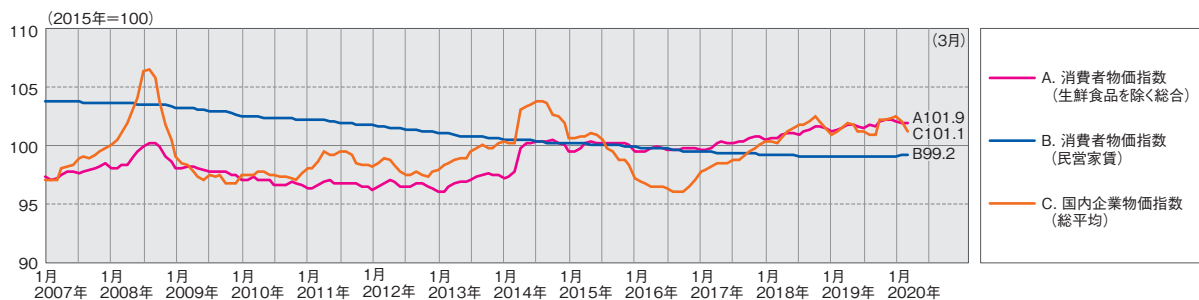
景気の動きに敏感な職業の人を景気ウォッチャーに選び、街中の景気の現状や先行き（2, 3ヶ月先）について、景気ウォッチャーの判断による景気の方角性を示す指数。
(DI指数: 50 = 変わらない・横ばい, 50より高い = 良くなる, 50より低い = 悪くなる)

図3 企業の業況判断指数

業況が「良い」と答えた企業の割合から、「悪い」と答えた企業の割合を引いた値を業況判断指数とするもの。「良い」と「悪い」の回答割合が同じ場合は「0」となる。

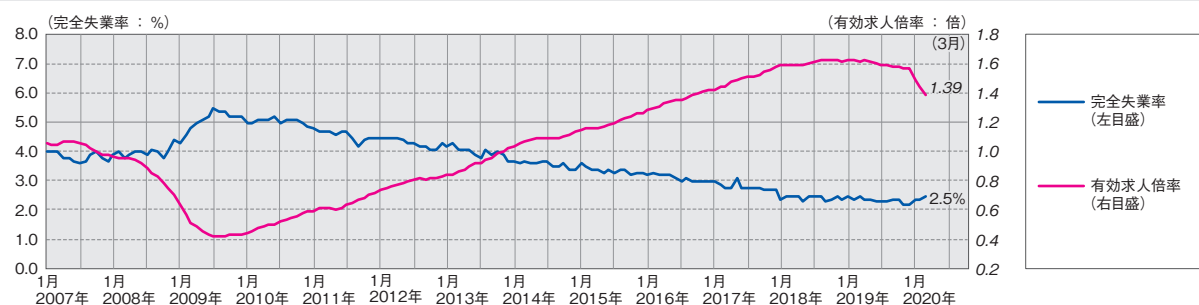
■ 物価・雇用・金利等の動向（全国）

図4 物価指数



データ出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」

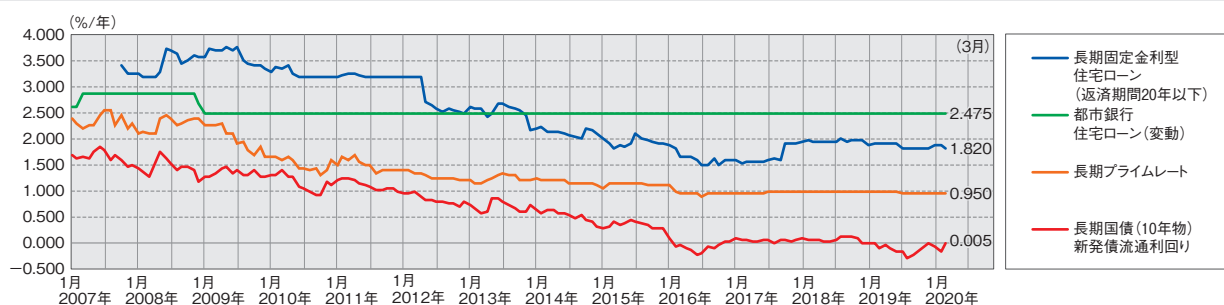
図5 雇用情勢



注：図の値は季節調整値。完全失業率の2011年3月から8月は、岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果。

データ出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

図6 主要金利



データ出所：日本銀行「金融経済統計」、日本相互証券及び住宅金融支援機構ホームページ公表資料

【データ概要】

図4 消費者物価指数
国内企業物価指数

図5 完全失業率

有効求人倍率

図6 長期固定金利型住宅ローン

都市銀行住宅ローン(変動)

長期プライムレート

長期国債新発債流通利回り

：全国の家計に係る財及びサービスの価格等を総合した物価を時系列的に測定する指数。
：企業間で取引される国内向け国内生産品の価格水準を示す指数。

：労働力人口(15歳以上で働く意志をもつ人)に占める完全失業者の割合。完全失業者は一定期間中に収入を伴う仕事に従事しなかった人で、実際に求職活動を行った人。

：公共職業安定所で扱う求職者1人に対する求人数。

：民間金融機関と住宅金融支援機構の提携商品「フラット35」の借入金利の最高。
(保証型は含まない。2010年4月以降は融資率が9割以下の場合。2017年10月以降は融資率が9割以下、新機構団信付きの場合)

：個人向け都市銀行住宅ローンの変動金利型の基準金利。

：民間金融機関が信用力の高い企業に資金を1年以上貸付ける際の基準となる貸出金利。

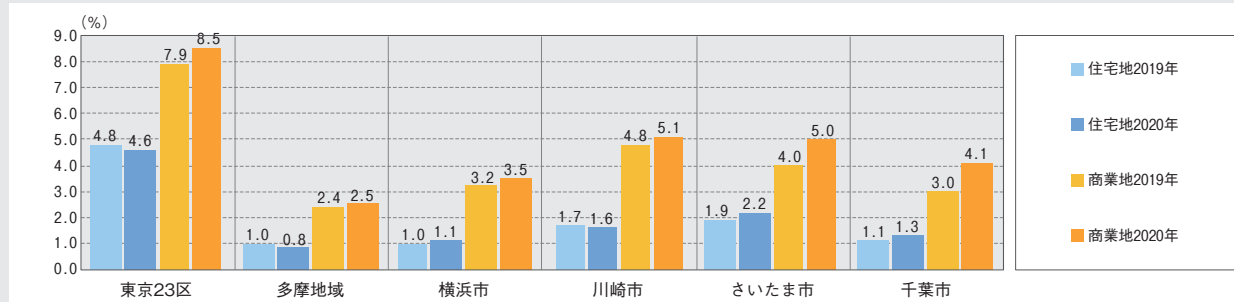
：金融機関や機関投資家などの間で取引される長期国債新発債の利回り。

注記：図1から図6はいずれも2020年5月1日時点で入手できたデータに基づき作成

不動産市場トレンド・ウォッチ

東京圏

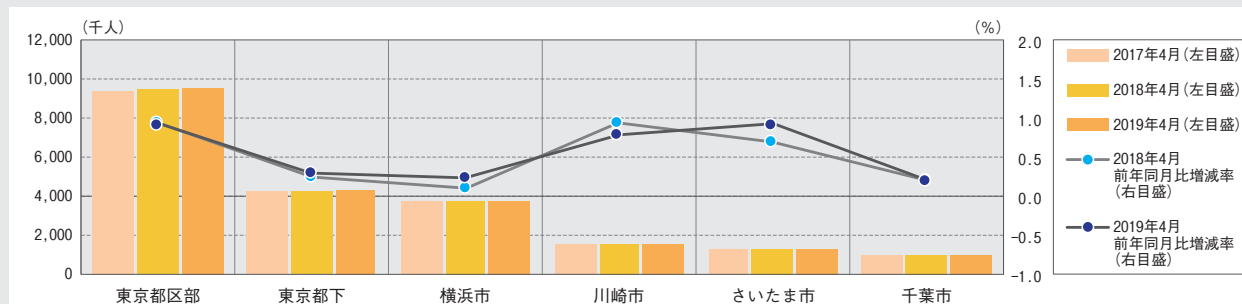
図1 用途別平均地価(公示地価の前年比)



注：各年1月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

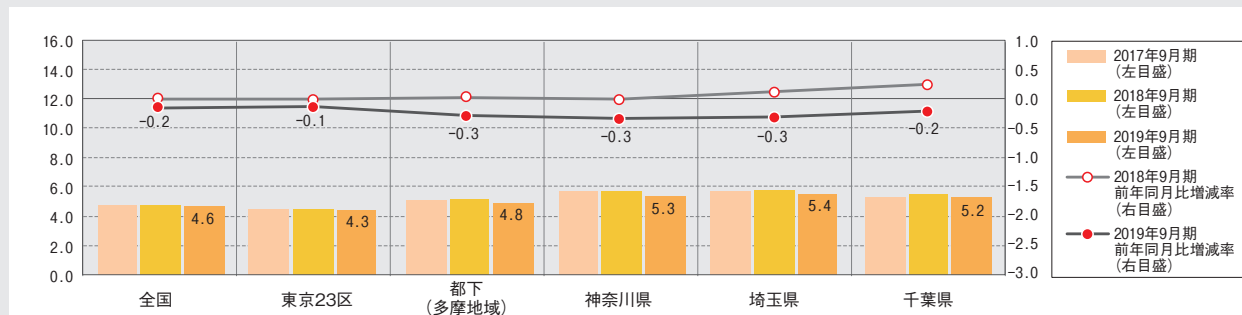
図2 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図3 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2019年9月末までの決算資料による。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」

【データ概要】

図1 用途別平均地価
(公示地価・基準地価)

：「地価公示」は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図2 総人口

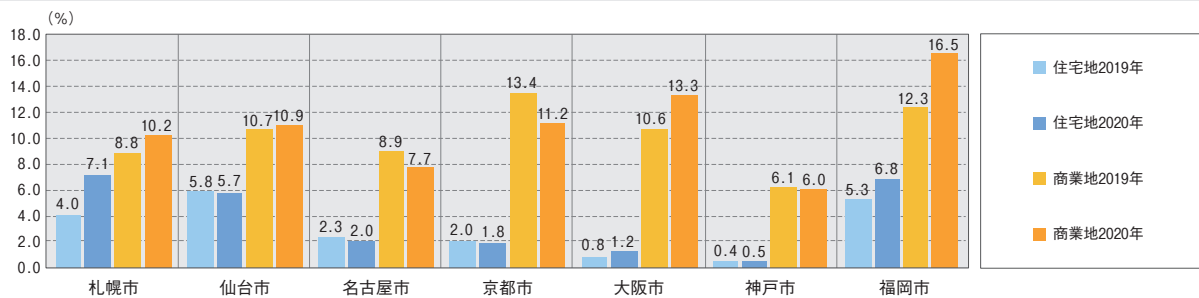
：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。
国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図3 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT (上場不動産投資信託) の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。
図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

■ 主要大都市(札幌・仙台・名古屋・京都・大阪・神戸・福岡)

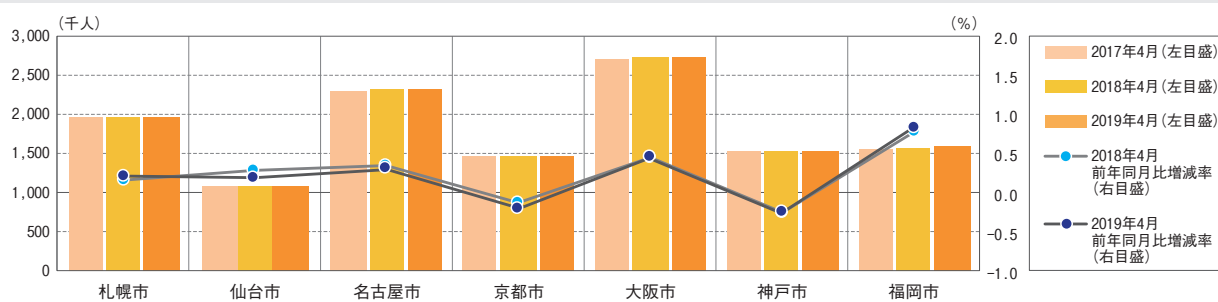
図4 用途別平均地価(公示地価の前年比)



注：各年1月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

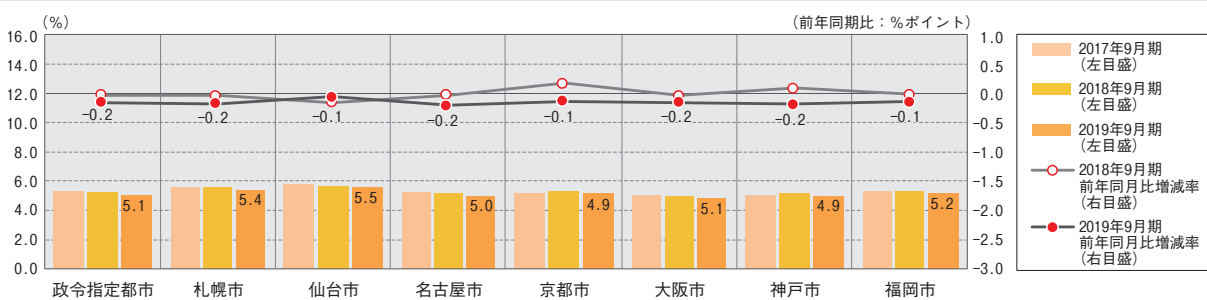
図5 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図6 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2019年9月末までの決算資料による。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA(リートレーダー)」

【データ概要】

図4 用途別平均地価
(公示地価・基準地価)

：「地価公示」は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図5 総人口

：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。
国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図6 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT(上場不動産投資信託)の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。
図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

注記：図1から図6はいずれも2020年5月1日時点で入手できたデータに基づき作成

価格高値圏で取得された中小オフィスビルの投資収益

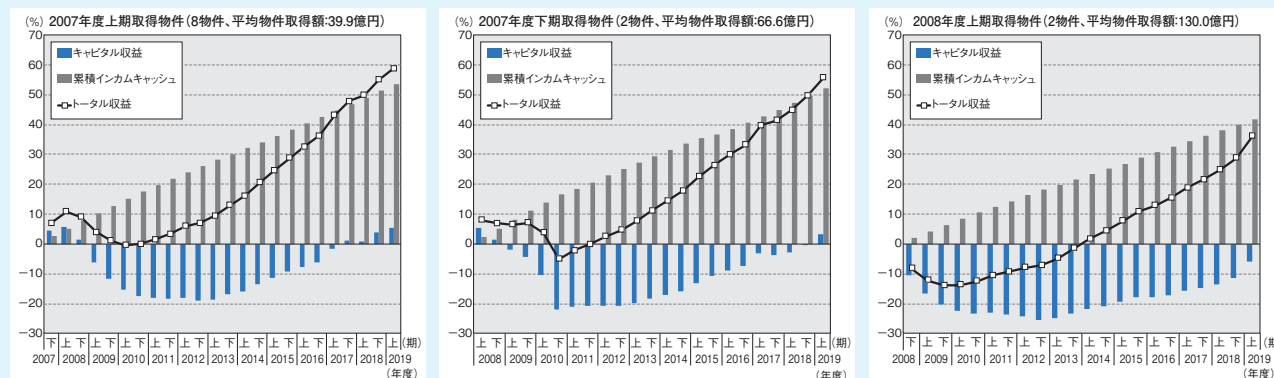
P2～3と同じ手法^{※1}で、2007年度上期～2008年度上期に取得されたJ-REIT保有の中小オフィスビル^{※2}のキャピタル収益、累積インカムキャッシュ、トータル収益を算出しました〔図表1〕。分析対象物件が少ないため取得期ごとのばらつきが大きいですが、世界金融危機の影響で賃貸マンション(P3の〔図表3〕)を上回る度合いで物件価格が下落し〔図表2〕、キャピタル収益がマイナスで推移している中でも、一定期間経過すると累積インカムキャッシュがそのマイナスを打ち消し、トータル収益がプラスに転換していることが分かります。

(以上、都市未来総合研究所 大島 将也)

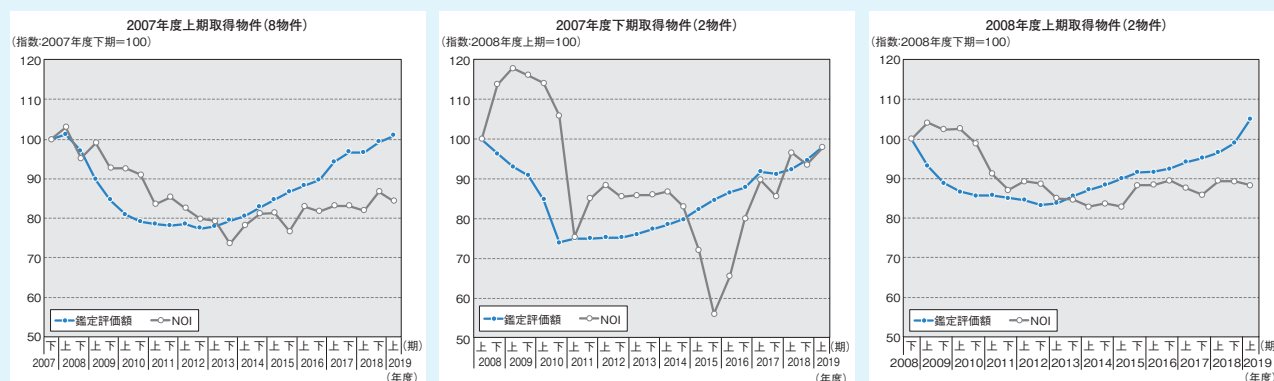
※1：P2の※1と同じ条件で分析対象物件を抽出。指標はP2の※2と同じ。

※2：延床面積5,000坪未満のオフィスビルと定義

〔図表1〕2007年度上期～2008年度上期に取得された物件のキャピタル収益、累積インカムキャッシュ、トータル収益(取得期別に対象物件の平均値(物件取得額で除した率)を图示)



〔図表2〕2007年度上期～2008年度上期に取得された物件の鑑定評価額とNOIの推移(取得期別に対象物件の平均値を图示。取得翌期=100として指数化)



図表1～2のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産の仲介物件のご紹介、売却のご依頼やご相談はこちらへ。

〈お問合せ先〉

宅地建物取引業：届出第2号

所属団体：一般社団法人不動産協会、一般社団法人不動産流通経営協会
公益社団法人首都圏不動産公正取引協議会加盟

みずほ信託銀行株式会社

不動産マーケットレポート 2020.6

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒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および都市未来総合研究所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。