2014
7
July

Topics
不動産トピックス

トピックス1
東京23区における賃貸マンションの投資環境 …… 2

トピックス2
J-REITによる住宅投資は東京圏以外で拡大が顕著 … 6

マンスリーウォッチャー
学校法人の不動産に関連する収益事業の取組み概況… 8

東京23区における賃貸マンションの投資環境

東京23区(以下、「23区」)の賃貸マンション市況は、需要と賃貸収益の双方で良好に推移あるいは改善する動きがみられます。一方で、築浅物件においてリーマンショック後の供給減の影響によるストック縮小がみられます。また、建築工事費と地価上昇から新築物件価格が上昇し、投資利回りが低下する可能性があります。

現状、需要と賃貸収益面で市況は好調に推移。今後、取得需要増加に伴う物件価格上昇から投資利回り低下の可能性

23区の住宅需要は旺盛。賃貸マンション供給は増加基調

2013年の23区への転入超過人口(転入人口-転出人口:流入人口の純増減)は6.1万人となり、前年比増減率+23%と大きく増加しました[図表1-1左]。リーマンショック後の停滞を経たのち、2012年以降に転入超過人口が大きく増加しています。これらの需要を見込んで活発な住宅供給が行われ、また新たな居住者を呼び込むという好循環下にあると考えられます。

23区において賃貸マンションの供給戸数は増加基調にあります。2013年は2.3万戸が供給され、前年比増減率は+23%となりました。都心6区で0.4万戸(前年比増減率+25%)、周辺17区で1.9万戸(同+23%)といずれも2割を超える高い伸びとなりました[図表1-1右]。リーマンショック前には及ばないものの供給は増加しています。

高水準の稼働率が続く。賃料収入単価は都心部、周辺部ともに下げ止まりが鮮明

J-REITが23区に保有する賃貸マンションでは、賃貸収益の底打ちが鮮明になってきました。平均稼働率は高水準が持続し、平均賃料収入単価はほぼ下げ止まった状況にあります[図表1-2-1]。

平均稼働率は2012年以降、95%超の高水準が持続しています。新築物件の供給が増加していますが、需要が旺盛なため平均稼働率が高止まりとなっています。これまで下方調整が行われてきた平均賃料収入単価についても、ほぼ下げ止まった状態に改善しています。

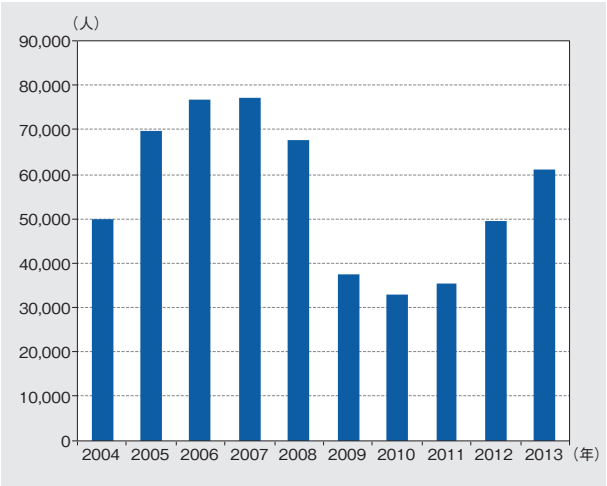
稼働率と賃貸収益のサイクルでみると([図表1-2-2])、2009年下期までの「A. 稼働率低下・賃料下落」、その後の「B. 稼働率改善」、「C. 稼働率上昇・賃料に下げ止まり感」の段階を経て、2013年下期は「D. 稼働率高位安定・賃料下げ止まり鮮明」の状態といえます。今後、賃料が反転上昇した場合には、賃料収入増加が主導して賃貸収益は更に改善する段階に入ると考えられます。

投資利回りのスプレッドは4ポイント台で推移。物件価格の上昇によりスプレッド縮小の可能性

J-REITが23区に保有する賃貸マンションのイールドスプレッド(ここでは物件自体の投資利回りから銀行の貸出平均金利を差し引いた利差として算出)は、2013年下期時点で都心6区が4ポイント前後、周辺17区が4ポイント台中盤で推移しています[図表1-3]。リーマンショック以降の景気低迷期から東日本大

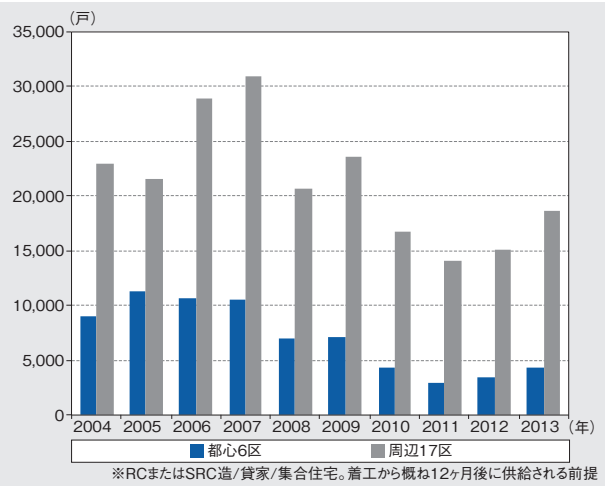
[図表 1-1] 23 区の転入超過人口と賃貸マンション供給戸数の推移

【転入超過人口】



データ出所:総務省「住民基本台帳人口移動報告」

【賃貸マンションの供給戸数】



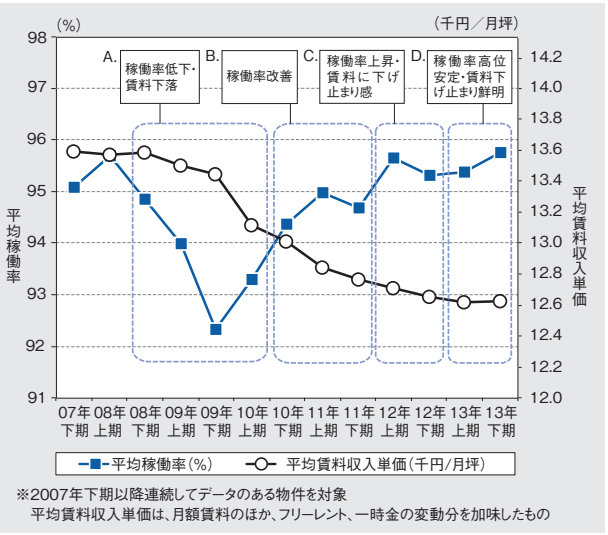
データ出所:国土交通省「建築着工統計調査」

震災を経て現在に至るまで、イールドスプレッドはほぼ横ばいで推移しており、低金利のもと、比較的高い水準の利差を安定的に確保できる状態が続いています。

ただし、イールドスプレッドの安定的な動きは、物件の投資利回りの低下と金利低下が同時進行することにより生じています[図表1-3]。今後の金利の動きとの兼ね合いもありますが、2013年に入り23区での物件取得は急増しており([図表1-4])、物件流通の活発化を背景とした取引価格上昇(投資利回り低下)から、イールドスプレッドは縮小する方向に動く可能性があります。

[図表 1-2-1] 23 区の賃貸マンション(J-REIT 保有物件)の賃貸収益サイクル

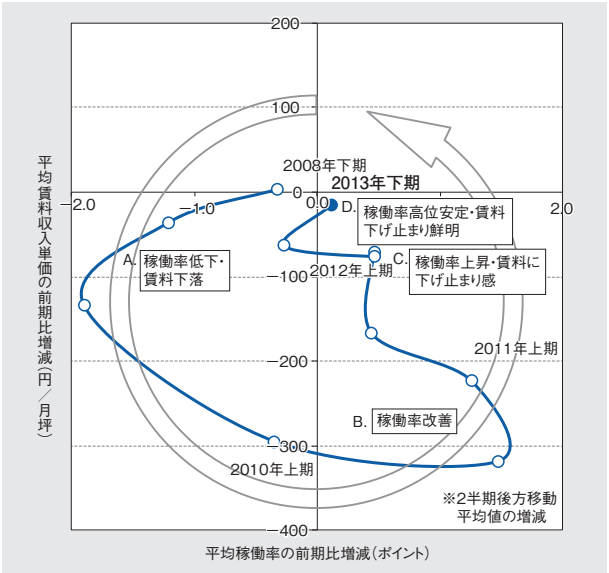
【平均稼働率と平均賃料収入単価の推移】



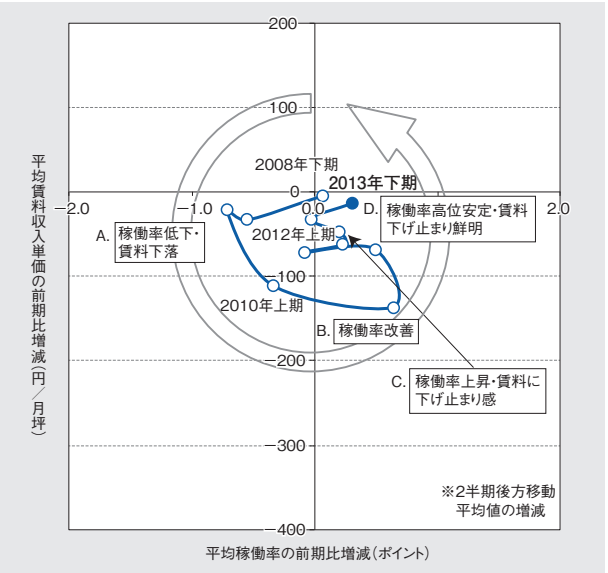
※2007年下期以降連続してデータのある物件を対象
平均賃料収入単価は、月額賃料のほか、フリーレント、一時金の変動分を加味したもの

[図表 1-2-2] 同　前期比増減の動き

【都心 6 区】

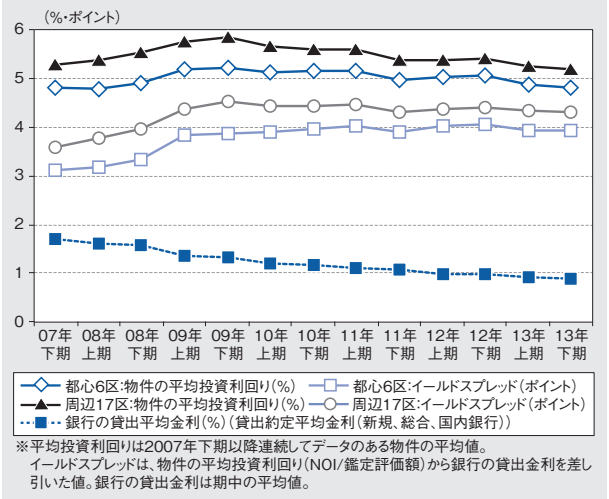


【周辺 17 区】



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

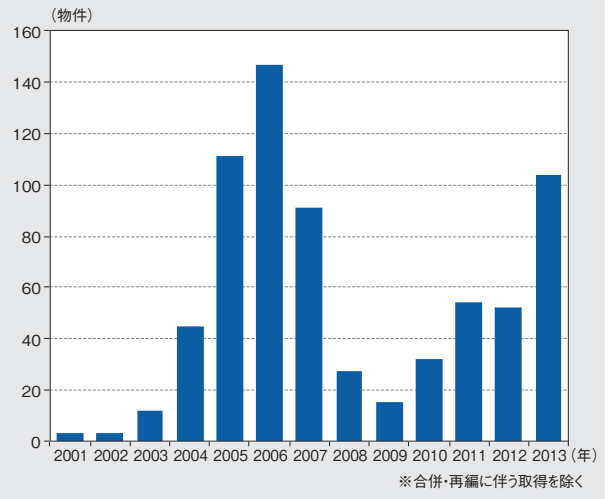
[図表 1-3] 23 区の賃貸マンション(J-REIT 保有物件)の投資利回り推移



※平均投資利回りは2007年下期以降連続してデータのある物件の平均値。
イールドスプレッドは、物件の平均投資利回り(NOI/鑑定評価額)から銀行の貸出金利を差し引いた値。銀行の貸出金利は期中の平均値。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」、
日本銀行「預金・貸出関連統計」

[図表 1-4] 23 区の賃貸マンションの取得物件数推移(J-REIT)



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

築浅物件のストック僅少、初期投資コスト上昇が続く可能性があり、物件の取得、開発に影響が及ぶ

＜取得面＞築浅物件のストックが少なく物件取得数比率が減少。とくに都心部で顕著

J-REITの取得状況によれば、23区における賃貸マンションの取得数は、築5-10年未満の物件の比率が急増し、築5年未満の物件（以下、築浅物件）の比率が大幅に減少しています［図表1-5］。これは、リーマンショック以降、新築物件の供給が大幅に減少したことから、市場に築浅物件のストックがそもそも少ないことが背景にあります。このような状況はとくに都心6区において顕著で、戸数ベースでみると築浅物件は築5-10年未満の物件の半数程度の水準となっています［図表1-6］。周辺17区でも築浅物件のストック戸数が築5-10年未満の物件の戸数を下回る状況にあり、23区内において、築浅物件を取得しづらい状況にあると考えられます。

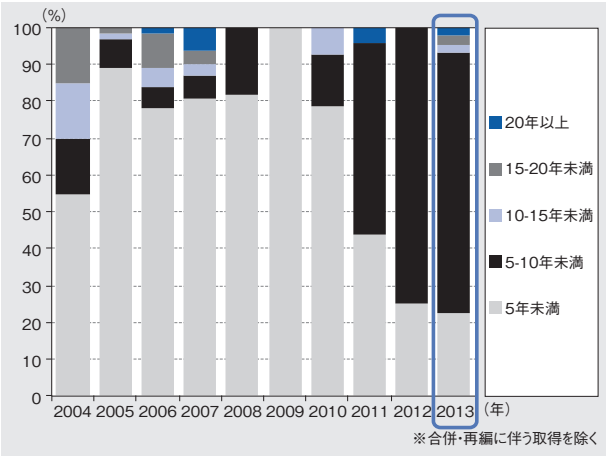
新築物件の供給は、今年、都心6区で増加する見込みであるものの、築5-10年未満に移行する物件も多いことから築浅物件のストック戸数は横ばいで推移するとみられます。周辺17区では新築の供給戸数は昨年に引き続き今年も減少する見通しで、築浅物件のストック戸数は減少傾向です［図表1-7］。築浅物件の取得は当面、低水準にとどまり、築5-10年未満の物件が引き続き取引の中心となる可能性があります。

＜開発面＞初期投資コストは年率３～５%上昇。当面、新規供給される物件の投資利回りは低下する可能性

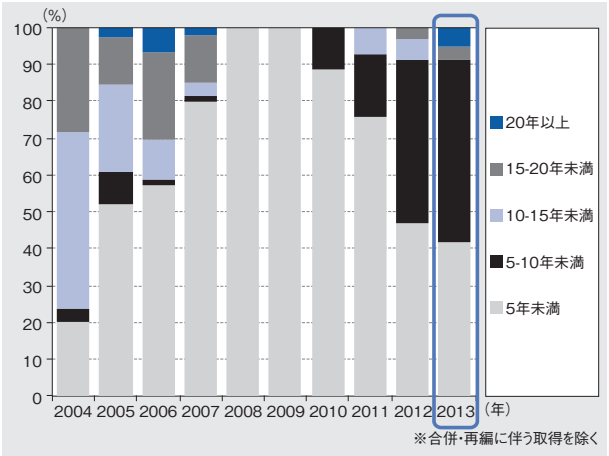
23区の賃貸マンションの建築工事費（ここでは東京のRC造住宅を対象）は、東日本大震災以降、上昇基調にあります。2013年から

［図表 1-5］ J-REIT の築年時期別物件取得数比率推移

【都心 6 区】

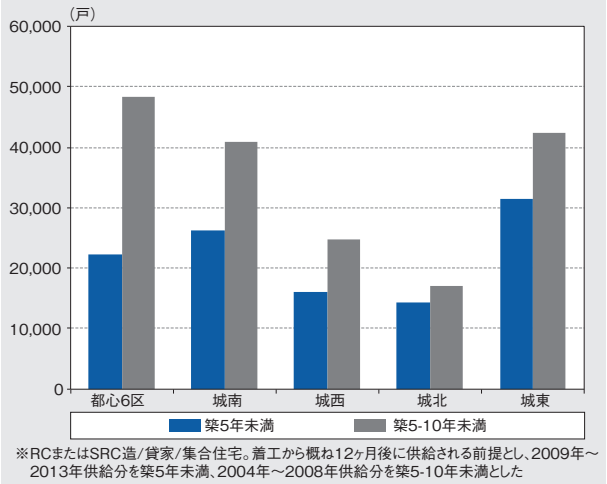


【周辺 17 区】



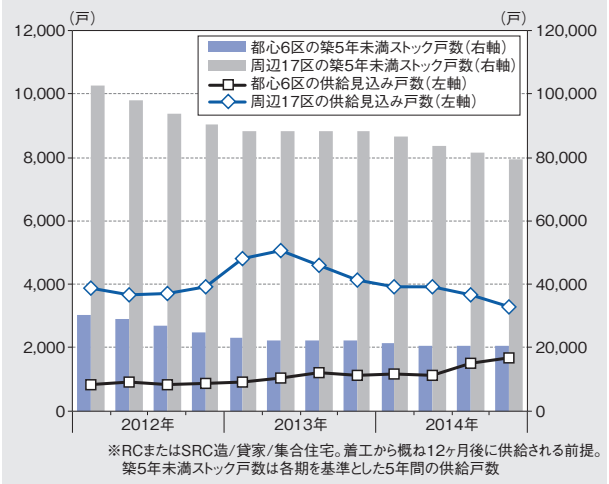
データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

［図表 1-6］ 23 区における賃貸マンションの築年時期別ストック戸数（2013 年末時点）



データ出所：国土交通省「建築着工統計調査」から作成

［図表 1-7］ 賃貸マンションの供給とストック戸数の見通し（四半期別）



データ出所：国土交通省「建築着工統計調査」から作成

2014年にかけては上昇度合が強まり、リーマンショック前の水準を上回っています[図表1-8]。

地価（住宅地の公示価格）は2009年以降5年間の下落を経て、2014年に反転上昇しました。上昇率は都心6区で4.7%、周辺17区で1.6%と都心部で高い伸びとなりました。

初期投資における土地/建物の比率（[図表1-9]）、建築工事費、地価の上昇率をもとに試算すると、23区における賃貸マンションの整備コストは、過去2年間（2011 ～ 2013年）で年率3%前後、直近1年間（2012 ～ 2013年）は4 ～ 5%程度上昇しました[図表1-10]。

建築工事費と地価は今後も上昇が持続する可能性があり、新築や築浅物件の投資利回りを低下させる要因となります。

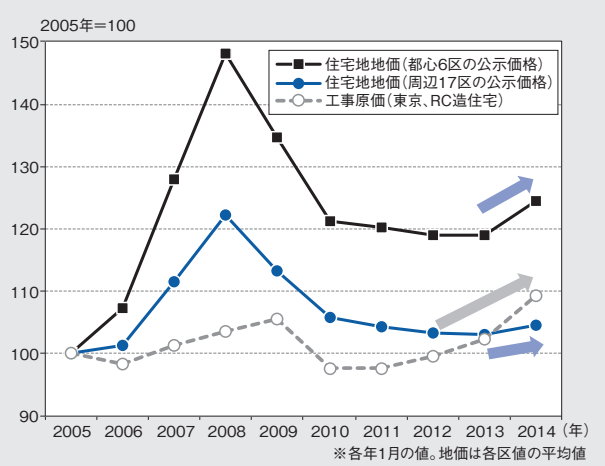
現状局面で考えられる投資スタンス

23区における賃貸マンションの投資環境が先のような状況にあるなか、投資スタンスとして、運用面では、①ストック数が豊富な築5-10年程度の物件を対象に立地条件の良好な物件等を選別取得、開発面では、②初期投資コスト上昇の影響を軽減する既所有地での整備（都心部でより有効）、また両方に係るスタンスとして、③今後の物件価格上昇を見込み数年後の売却を前提とした投資物件の組込み、④初期投資上昇の影響を少なくするための早期取得・開発などが考えられます。

取　得	開　発
①築年経過物件の選別取得 現状、ストック数の多い築年経過物件（5-10年等）の取得を検討。立地条件、建物劣化状況等から選別し取得。	②自己所有地の有効活用 とくに都心部、城南など土地コスト比率の高い地域において、新規の土地購入を控え、所有地において賃貸マンションを整備。
③キャピタルゲインによる売却益を狙った投資 取得、開発後に物件価格上昇の可能性があるなか、数年後に物件売却を行い投資収益確保する投資形態を採用。	
④早期の取得、開発 今後、初期投資コストが年率3-5%程度で上昇した場合、投資利回り確保のために賃料水準の設定値をあわせて上げることは難しいと考えられることから、初期投資コスト上昇の影響を抑えるため、早期の取得、開発を検討。	

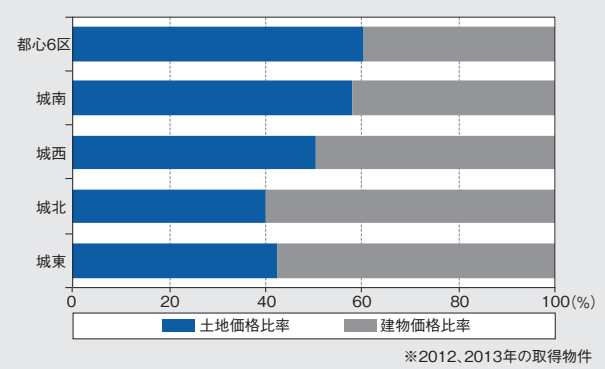
（以上、都市未来総合研究所　清水 卓）

[図表 1-8] 地価、建築工事費の推移（指数）



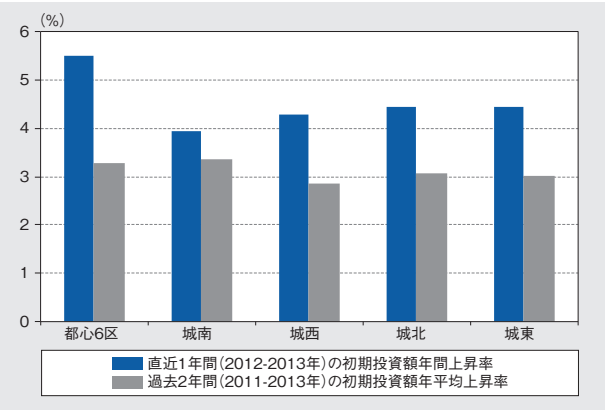
データ出所：国土交通省「地価公示」、（一財）建設物価調査会「建築費指数接続表」から作成

[図表 1-9] 賃貸マンションの初期投資コストの土地 / 建物比率（J-REIT 保有物件）



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-10] 23 区内エリア別の賃貸マンションの整備コスト年間上昇率（試算）



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」、国土交通省「地価公示」、（一財）建設物価調査会「建築費指数接続表」から作成

本稿で用いたエリア区分

［都心 6 区］	［周辺 17 区］			
	［城南］	［城西］	［城北］	［城東］
千代田区	品川区	中野区	北区	台東区
中央区	目黒区	杉並区	荒川区	墨田区
港区	大田区	豊島区	板橋区	江東区
新宿区	世田谷区	練馬区		足立区
文京区				葛飾区
渋谷区				江戸川区

J-REITによる住宅投資は東京圏以外で拡大が顕著

J-REITによる住宅への投資先は東京圏が約8割を占めています。ただし、ファンドバブル後の投資先の拡大は東京圏以外で顕著にみられます。背景の一因として、東京圏以外での物件の割安感や利回りの高さが考えられます。

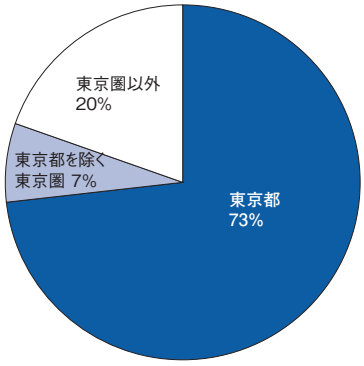
J-REITによる住宅投資の都道府県別の動向

J-REITによる住宅投資の都道府県別資産規模※1は、東京都が約3/4、東京圏※2が約8割を占めています[図表2-1]。東京都に次いで資産規模が大きい大阪府でも東京都の8%程度に留まります[図表2-2]。ただし、いわゆるファンドバブル後の2008年末から2013年末現在までの資産規模の増減額は東京都以外では大阪府、愛知県、福岡県等の増加が大きく、2013年末の大阪府は神奈川県を抜き2位に浮上しています。資産規模の2008年末から2013年末までの増加率は、東京圏の神奈川県、千葉県、埼玉県は東京都を下回る水準です[図表2-3]。一方、東京都の3割増に対し、京都府など多くの都道府県が5割増を超える高い水準で、東京を除く上位10位(以内)の都道府県の中では、J-REITの住宅資産規模の増加率拡大は東京圏以外で顕著にみられます。

住戸タイプ別の資産規模増減額※3は、ワンルームタイプやコンパクトタイプと比べ、ファミリータイプの増加が低水準です[図表2-4]。住戸タイプ別・都道府県別の資産規模増減額※3では上位の宮城県まではすべての住戸タイプで資産規模が増加しています[図表2-5]。ただし、北海道から下位では一部の都道府県で減少している住戸タイプがみられます。東京圏の神奈川県や千葉県等では、ファミリータイプの売却による減少が全体の資産規模の増加を押し下げています。

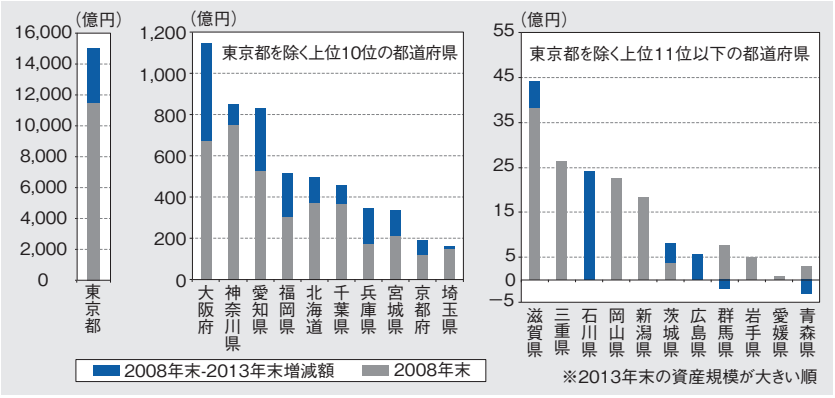
※1:2013年末現在の取得価格ベース資産規模(以下、すべての資産規模は取得価格ベース)
※2:東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県
※3:2008年末-2013年末の取得価格ベース増減額。住戸タイプは物件毎に分類。基本的に各物件で主な住戸が18m^{2}前後の場合はワンルームタイプ、30～40m^{2}前後の場合はコンパクトタイプ、60～70m^{2}以上の場合はファミリータイプに分類。

[図表2-1] J-REIT(住宅)における東京圏の資産割合

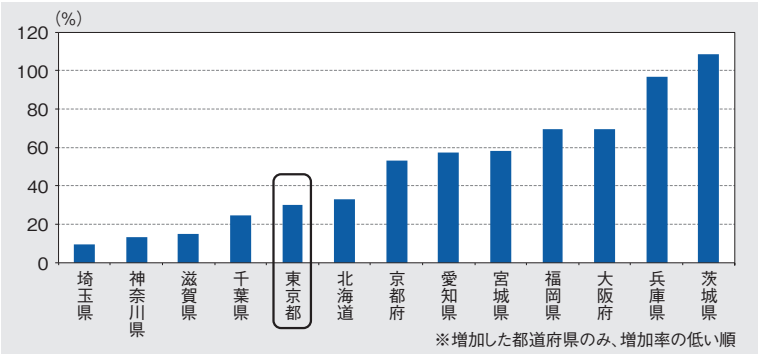


※2013年末取得価格ベース

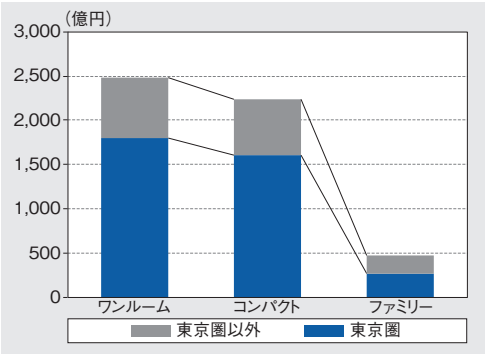
[図表2-2] J-REIT(住宅)における資産規模の増減額(2008年末→2013年末)



[図表2-3]資産規模の増加率(2008年末→2013年末)



[図表2-4]住戸タイプ別資産規模増減額(2008年末→2013年末)



データ出所:都市未来総合研究所「ReiTREDA」

資産価格の変動や利回りにみる東京圏以外での投資拡大の背景

東京圏以外での投資拡大の背景を把握するため、都道府県別にJ-REIT投資物件の資産価格の変動とNOI利回りを整理しました。

J-REITにおける住宅の鑑定評価額の指数※4は2007年下期に最高値となり、2011年上期に底を打っています［図表2-6］。そこで都道府県別の資産価格の変動を、2007年以降の鑑定評価額の最高値に対する最低値の増減率※5で比較しました［図表2-7の横軸］。都道府県別のNOI利回りについては、2013年下期の各物件の鑑定評価額に対する直近1年間のNOIの利回り※6で比較しました［図表2-7の縦軸］。

鑑定評価額増減率は、東京圏と比べ東京圏以外の下落が大きい傾向です［図表2-7の横軸］。NOI評価額利回りは、東京圏と比べ東京圏以外が高い傾向です［図表2-7の縦軸］。

以上より、東京圏と比べ東京圏以外は、ファンドバブル後の資産価格の下落が大きく、割安で利回りが高い傾向にあります。

図表2-7の東京圏以外の都道府県は図表2-2や図表2-3で示した2008年末時点で投資実績があり、以後に拡大が顕著な都道府県です。以前より投資対象とされている都道府県での物件の割安感や利回りの高さは投資拡大の背景の一因と考えられます。

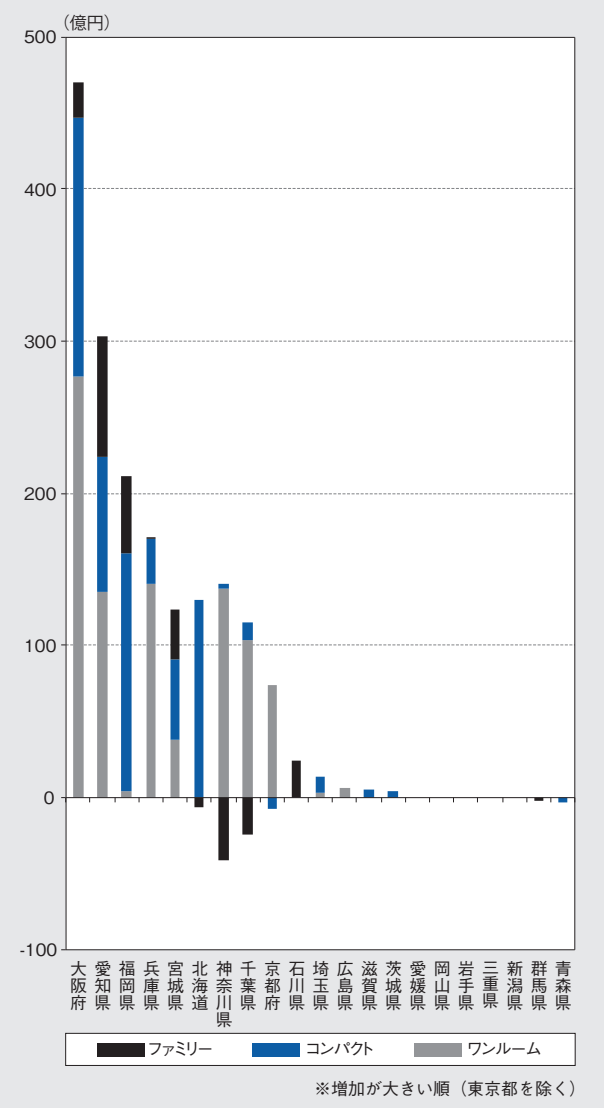
（以上、都市未来総合研究所　丸山 直樹）

※4：2007年上期から2013年下期までJ-REITで保有されている住宅物件が対象。各物件ごとに2007年上期を100とした指数化を行い、各期の指数を平均した。

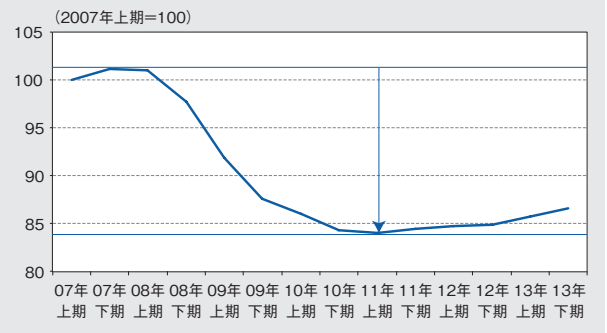
※5：※4で対象とした各物件について、2007年上期から2013年下期における鑑定評価額の最高値に対する最低値の増減率を算定。物件が複数所在する都道府県のみを対象とし、都道府県別に各物件の増減率を平均した。

※6：※5で対象とした物件について、都道府県別に各物件の直近1年間NOI評価額利回りを平均した。

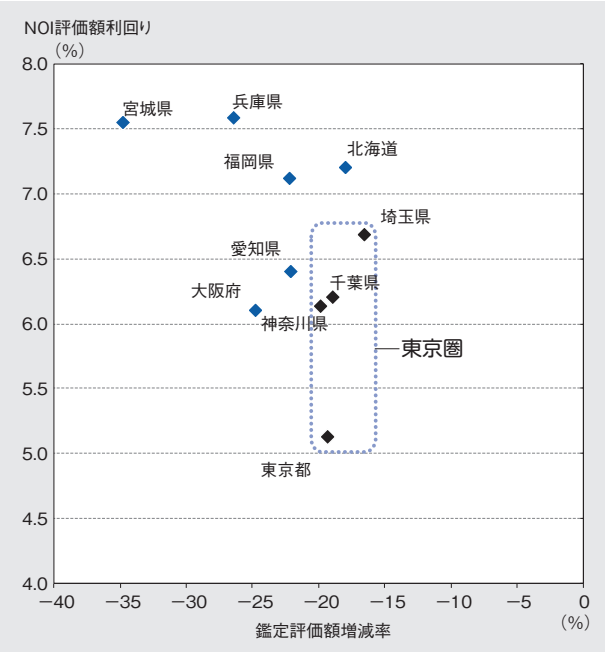
［図表2-5］住戸タイプ別・都道府県別資産規模増減額（2008年末→2013年末）



［図表2-6］J-REITにおける住宅の鑑定評価額指数



［図表2-7］都道府県別の鑑定評価額増減率とNOI評価額利回り



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

Monthly Watcher

学校法人の不動産に関連する収益事業の取組み概況

少子化に伴う学生数の伸び悩み等を背景として、大学、短大、専修学校等を運営する各学校法人においては教育事業だけでは今後の収入の大きな伸びが期待しにくい状況となっており、その対策として収益事業の強化や実施の検討を短期・中期の経営計画や方針に掲げるところが少なくありません。

収益事業を行う学校法人の中には、収入の下支え、あるいは資産運用の一策として、比較的安定した収入が期待できる不動産賃貸事業を行う法人があります。

学校法人による収益事業のうち、主に不動産に関連する近年の事例からその取組みを以下の4つに整理しました[図表3-1]。

(1)所有地等の高度利用を図るため、中高層ビル等を建設してその全部や一部を賃貸する取組み。
(2)既存の自用施設を賃貸に転用する取組み。
(3)賃貸不動産を取得して不動産賃貸事業を行う取組み。
(4)学校法人が関係会社を設立してキャンパス管理やビル・設備管理等を行う取組み。
（自校グループ内の学校にとどまらず、他の法人の学校へ営業展開しているケースもある。）

（以上、都市未来総合研究所　池田 英孝）

[図表 3-1] 学校法人の不動産に関連する収益事業の取組み概況

取組内容	収益事業、不動産賃貸事業の概況（事例）
(1) 所有地等の高度利用を図るため、中高層ビル等を建設してその全部や一部を賃貸する取組み	◇収入多角化と財政安定化のため、収益事業を行う事業法人の設置を計画している。 ◇東京都心キャンパス内に賃貸オフィスを含む大規模高層ビルを建設する。大学との共同研究や海外展開に積極的な企業を迎え入れ、グローバル人材を育成する目的とともに、テナント企業からの賃料収入で収益を増やし、大学経営の安定につなげる狙いもある。
	◇学校法人の本部や同法人が運営する学校等が所在した所有地を再開発して高層ビルを建設。低層階を同法人が運営する学校校舎、中層階以上を賃貸マンションとして収益事業を行っている。
	◇学校法人と企業２社が事業主となって東京都心キャンパスを高層化したことで、余剰となった敷地に高層賃貸オフィス・駐車場ビルを併設。当該賃貸ビルの管理会社も上記の学校法人と企業２社が設立している。
	◇企業等の名古屋駅前の元所有地を元所有者のうちの１社と学校法人が再開発し、同法人が土地・建物を取得したもの。高層ビルの１階以上を同法人の教育・文化施設として運営する一方、地下２階から１階の商業施設を同社に一括賃貸する不動産賃貸事業を行っている。
	◇東京都心で賃貸ビルを所有している。 ◇東京都市部で土地信託を行っている。
	◇東京都心で学校法人、企業数社、東京都が共同で建設した高層賃貸ビルを所有している。 ◇東京都市部で複数の学生会館をサブリースすることで新規の収益事業としている。
	◇学校法人の本部近くに賃貸マンションを複数所有している。 ◇本部が所在する都区部のキャンパス内に賃貸マンションを建設する方針。「長期的な学生数の推計から見て、収益事業による経営の安定の確保が不可欠。キャンパスの再開発に際して賃貸マンションを建設し、収益事業を拡大する。」（中期経営計画）
(2) 既存の自用施設を賃貸に転用する取組み	◇廃止した学生寮施設を収益事業として賃貸に転用。また大学諸施設の学外貸与を行い施設利用収入の増加を図る方針。
(3) 賃貸不動産を取得して不動産賃貸事業を行う取組み	◇東京圏の大都市駅近くに事務所等の賃貸不動産を多数所有。学校法人が運営する学校校舎の一部を外部企業や他校に賃貸している物件も多い。毎年度の法人収入の３分の１程度を不動産賃貸事業に依っており、経営において不動産賃貸事業が重要な位置づけとなっている。
	◇学校法人が東京、名古屋の都心部に賃貸ビルを所有している。
(4) 学校法人が関係会社を設立してキャンパス管理やビル・設備管理等を行う取組み	◇学校法人が設立した関係会社が、主に同法人グループの全国各校のキャンパス管理、施設設備管理、不動産仲介等の事業を展開している。 ◇当該関係会社が賃貸ビル事業を展開している。また関係会社による事業として、大学所有地を活用した複合ビルの新築を計画している。
	◇学校法人が設立した関係会社が、主に同法人グループの諸施設（病院および各種研究施設）の総合ビル管理をはじめ病院外来受付、カルテ管理、試薬、理化学機器販売、レストラン、売店、その他多岐にわたる業務を受託している。 ◇収益事業の強化を経営方針とする。
	◇学校法人が出資して関係会社を設立し、キャ ンパス環境管理、不動産仲介業等を行っている。受託先は同法人グループの学校にとどまらず他の大学等にも拡大している。
	◇学校法人を中心に建設会社、保険会社と共同出資で会社を設立し、建築設計、施設管理、不動産仲介等の事業を展開している。

データ出所：各学校法人の経営計画、事業計画等の公表資料に基づき都市未来総合研究所作成

不動産トピックス　2014. 7
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
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思わ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。