

2016

4

April

Topics

不動産トピックス

トピックス1

不動産価格の上昇に関する考察と
今後の投資スタンス…………… 2

トピックス2

地方でも活況を呈するホテル等への投資…………… 6

マンスリーウォッチャー

既存ストックの活用を通じた収益物件化の動き
(コンバージョンによるホステルや
コンパクトホテル等の整備) …………… 8

不動産価格の上昇に関する考察と今後の投資スタンス

不動産のキャップレート低下が続く中で、安定性や安全性の高い不動産投資を指向するための参考材料として、本稿は足元の不動産価格の上昇について、上昇(または下落)率ではなく、上昇(または下落)物件の割合に着目して実績を分析し、投資対象用途ごとの差異を明らかにしました。更に価格上昇の要因を、実収ベースの賃料単価と稼働率、キャップレートに分けて整理し、今回の価格上昇の実態を詳らかにしました。その上で、マイナス金利の導入で更に低下する金利環境等の中で、今後採りうる投資戦略について考察しました。

キャップレートの低下が不動産価格の上昇を演出

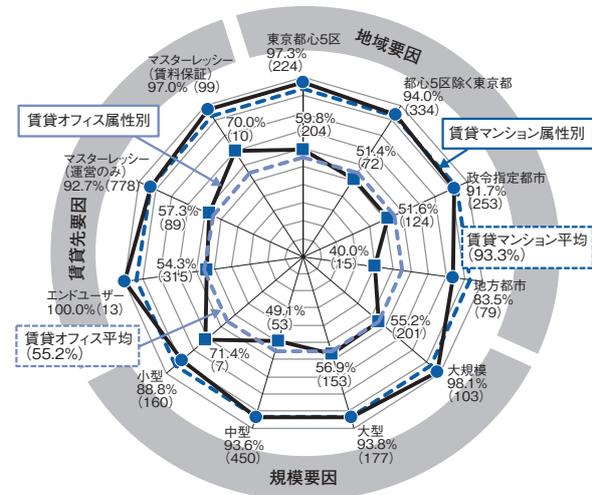
J-REIT 物件の 8 割が価格上昇

2013年来の金融緩和と円安が奏効して、世界金融危機後に生じた収益不動産の価格下落が底打ちし、物件用途等によっては価格が大きく上昇しました。J-REITの運用物件を対象に、期末鑑定評価額が底値圏にあった2011年度上期末と比較可能なデータにおいて直近の2015年度上期末と比較可能なデータにおいて直近の2015年度上期末を比べると、両時点の期末評価額が開示された1,601物件のうち81.1%で価格が上昇し、下落または横ばいの物件は18.9%と少数でした。中でも賃貸マンションは評価額が上昇した物件の割合(以下、上昇割合)が93.3%と大きく、賃貸オフィスビルの55.2%で相対的に低位でした[図表1-1]。

賃貸マンションも賃貸オフィスビルも共に物件の属性によって上昇割合に差がありますが、賃貸マンションの上昇割合は主な属性の全てで賃貸オフィスビルを上回っています[図表1-2]。内訳では、賃貸マンションは東京都心5区で上昇割合が大きく地方都市は低い傾向があります。賃貸オフィスビルにも上昇割合が大きい属性がありますが、対象物件数が少ないための特異値と考えられ、一般的な傾向は見出しにくいと思われます。

[図表 1-2] 物件の属性に関わらず、賃貸マンションの価格上昇物件の割合は賃貸オフィスビルよりも大きい

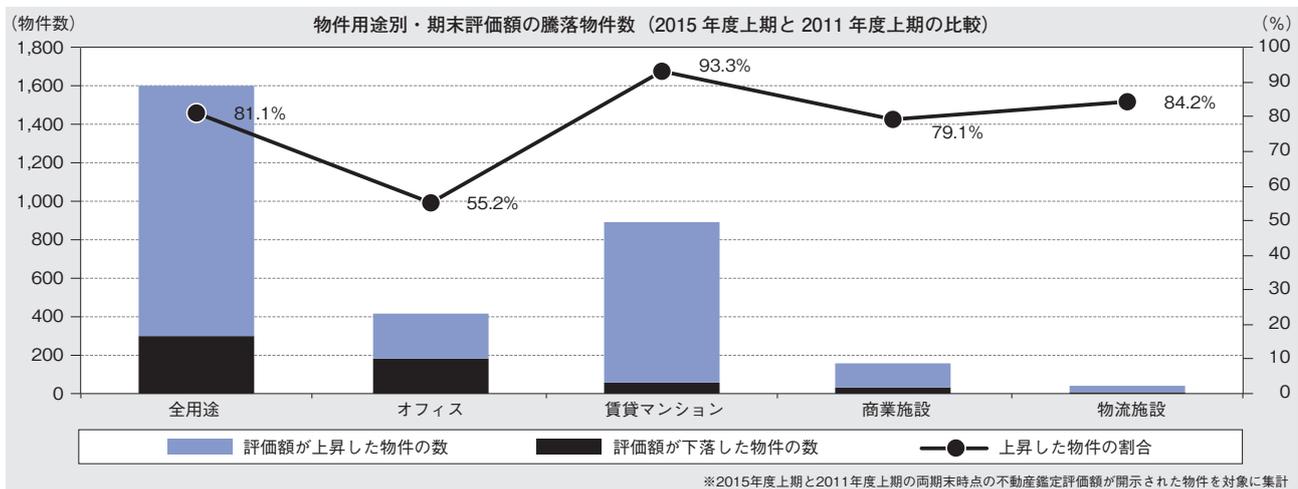
2015 年度上期末の不動産評価額が 2011 年度上期末よりも上昇した物件の割合



賃貸オフィスビルの規模区分: 大規模(基準階賃貸床面積 200 坪以上)、大型(100 坪以上 200 坪未満)、中型(50 坪以上 100 坪未満)、小型(50 坪未満)
 賃貸マンションの規模区分: 大規模(総戸数 120 戸以上)、大型(70 戸以上 120 戸未満)、中型(30 戸以上 70 戸未満)、小型(30 戸未満)
 東京都心 5 区: 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
 グラフ内()の数値は対象物件数

データ出所: 都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-1] 2015 年度上期と 2011 年度上期を比較して、J-REIT 運用物件の 8 割で価格(期末評価額)が上昇



※2015年度上期と2011年度上期の両期末時点の不動産鑑定評価額が開示された物件を対象に集計

データ出所: 都市未来総合研究所「ReiTREDA」

価格上昇物件の9割でキャップレートが低下、一方で賃料上昇は3割に満たない

期末鑑定評価額が上昇した物件（以下、上昇物件）のうち、全用途では99.2%で資産評価に用いた利回り（キャップレート）が低下しており、キャップレートの低下が遍く及んでいます〔図表1-3〕。一方、実収ベースの賃料単価^{※1}が上昇した物件は3割を下回っており、オフィスビルでは21.7%と非常に低い割合でした。

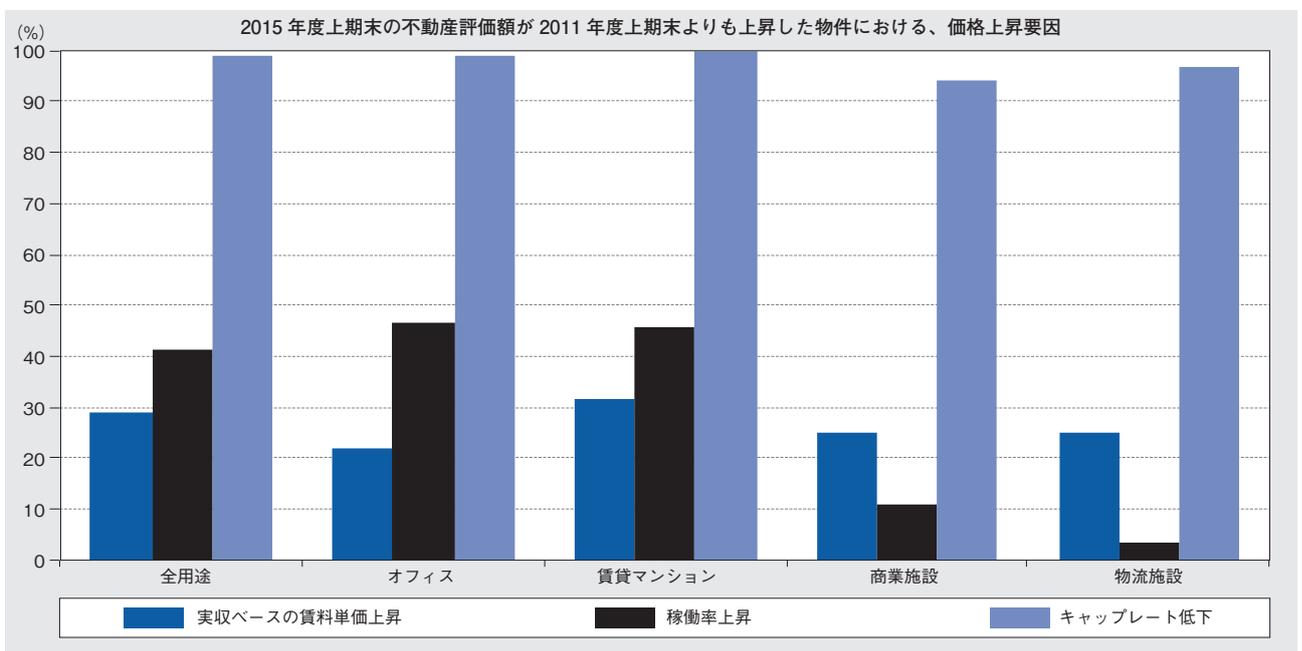
上昇物件のうち、図表1-3で掲げた3要因の中でキャップレート低下だけが該当する物件^{※2}の割合は、上昇物件総数1,299物件のうち最多の452物件（34.8%）を占めます〔図表1-4〕。反対に、

キャップレートは低下せず、賃料単価および/または稼働率が上昇して評価額を上げた物件は僅か3物件でした。

※1：不動産鑑定評価では、評価額の算定根拠に用いる賃料単価は、実績に基づきありべき単価を推定した想定値である。一方、本稿で採り上げた賃料単価は実績値（フリーレント等による減額分を差し引いた実収ベースの賃料単価）であって、この二つの値は一致しない。J-REITが保有するオフィスビルの期末鑑定評価ではここ数年、想定値が実績値を上回って推移しており、鑑定評価の賃料単価には増加期待分が加算されていると考えられる。後に賃料単価が上昇し、想定された水準に到達すればその想定は正しかったことになるが、ここ数年、想定値は実績値に対してほぼ一定の上乗せ幅を保ったまま推移しており、賃料上昇という逃げ水を見るような状況が続いている。この実態について、不動産トピックス2016年5月号で紹介する予定。

※2：実収ベースの賃料単価と稼働率がともに低下しているにも関わらず、キャップレートが低下したことを要因として価格が上昇した物件

〔図表 1-3〕 価格が上昇した物件の9割でキャップレートが低下。実収賃料単価が上昇した物件は3割弱



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

〔図表 1-4〕 価格上昇に係る3要因のうち「キャップレートの低下」だけ該当する物件が全用途で34.8%
～評価額が上昇したJ-REIT運用物件を対象に要因別にみた、価格上昇物件の割合～

対象物件数	実収ベースの賃料単価	稼働率	キャップレート	全用途	オフィスビル	賃貸マンション	商業施設	物流施設
130	○	○	○	10.0%	7.9%	12.0%	4.0%	0.0%
211	○	×	○	16.2%	10.0%	19.3%	12.8%	9.4%
372	×	○	○	28.6%	31.9%	33.1%	5.6%	0.0%
452	×	×	○	34.8%	29.7%	34.9%	50.4%	21.9%
0	○	○	×	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3	○	×	×	0.2%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%
0	×	○	×	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3	×	×	×	0.2%	0.0%	0.0%	1.6%	3.1%

凡例 ○：上昇（キャップレートは低下）
×：低下または横ばい（キャップレートは上昇または横ばい）

注）全ての用途で要因別のデータ捕捉率が100%であれば用途ごとの縦の合計が100%となるが、物件用途によって捕捉率が異なるため、縦の合計が100%にならない。「不明」の件数や割合を除いて表示した。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

価格下落物件でもキャップレートは低下

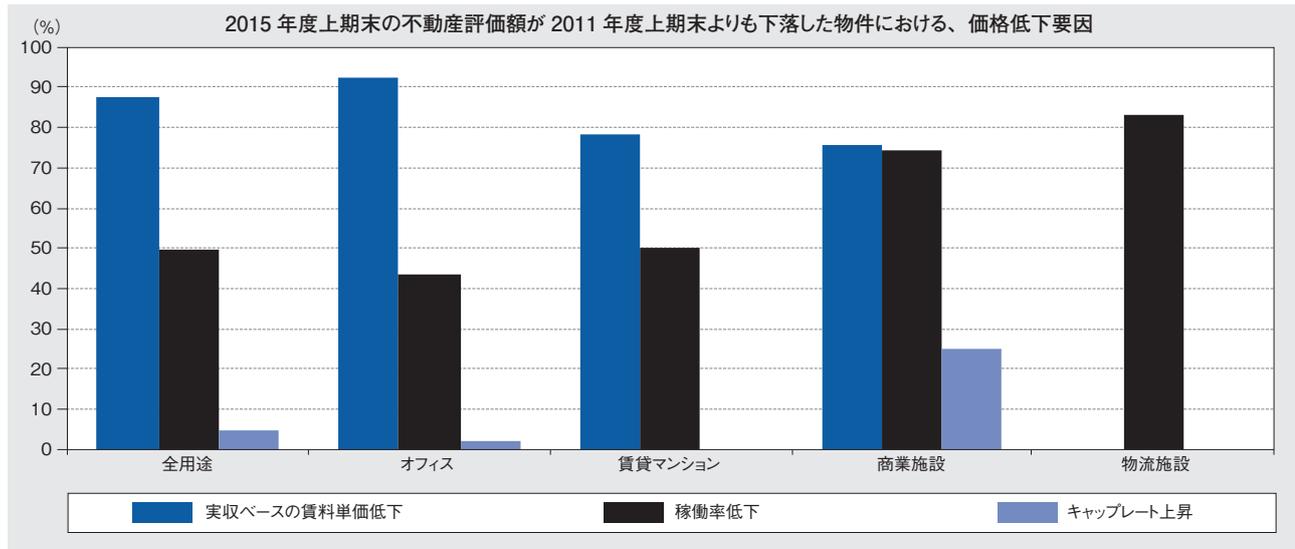
評価額が下落した全302物件のうち「キャップレートの上昇」を要因に持つ物件は僅か4.7%しかなく、「キャップレートは低下したが価格は下落」の傾向がみられます。これら下落物件では「賃料単価の低下」が生じた物件が9割近く存在します[図表1-5]。

価格下落かつキャップレートが低下した物件の中で、賃貸収入の減少要因^{※3}で評価額が下落

した物件は235物件(評価額が低下した物件の77.8%)あり[図表1-6]、これらの物件ではキャップレートの低下による評価額の引上げ効果を収入減少が打ち消していると考えられます。中でも、3要因のうち「賃料単価の低下」だけ該当する物件が126物件(同41.7%)で最多を占めており、賃料単価の低下による価格下落圧力が強いことが推測されます。

※3:「賃料単価の低下」と「稼働率低下」の少なくともいずれか一つを要因に持つこと

[図表 1-5] 賃料収入単価の低下が価格低下物件の最大の要因



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-6] キャップレート低下・稼働率上昇したのに、賃料低下で価格が低下した物件が全用途で41.7%～評価額が低下したJ-REIT運用物件を対象に要因別にみた、価格低下物件の割合～

対象物件数	実収ベースの賃料単価	稼働率	キャップレート	全用途	オフィスビル	賃貸マンション	商業施設	物流施設
11	○	○	○	3.6%	3.8%	3.3%	6.1%	0.0%
19	○	×	○	6.3%	2.2%	18.3%	9.1%	0.0%
126	×	○	○	41.7%	46.8%	46.7%	15.2%	0.0%
90	×	×	○	29.8%	29.6%	31.7%	33.3%	0.0%
0	○	○	×	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2	○	×	×	0.7%	0.0%	0.0%	6.1%	0.0%
3	×	○	×	1.0%	1.1%	0.0%	3.0%	0.0%
7	×	×	×	2.3%	1.1%	0.0%	12.1%	0.0%

凡例 ○：上昇(キャップレートは低下)

×：低下または横ばい(キャップレートは上昇または横ばい)

注)全ての用途で要因別のデータ捕捉率が100%であれば用途ごとの縦の合計が100%となるが、物件用途によって捕捉率が異なるため、縦の合計が100%にならない。「不明」の件数や割合を除いて表示した。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

低利回り時代での不動産投資戦略

マイナス金利による金利低下分をキャップレートに転嫁する考え方

2016年1月29日に日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表しました。この政策決定が契機となって多くの金融商品の利回りが低下しています。

不動産投資のキャップレートは世界金融危機前と同等かそれ以下に縮んでいますが、長期金利が低下したため、両値の差であるイールド・スプレッドは東京都心部のオフィスビルで4%程度に拡大しています[図表1-7]。

マイナス金利の導入を機に、更に拡大したスプ

レドを根拠または安全弁として、取得時のキャップレートを引き下げる考え方がみられます。また、J-REITなどの不動産金融商品は他の金融商品と比べて利回りが高いことから需要が高まっており、投資口価格の上昇などを背景に、増資等を行って物件を取得する好機といわれています。

コア戦略・長期保有と収入増への選別投資

しかしながら、投資入口のイールド・スプレッドの厚さは、必ずしも出口でのキャピタル・ゲイン/ロスの安全弁には繋がりません。出口戦略の基本[図表1-8]では売却時のキャップレートは取得時よりも低くなるのが望ましく、取得時キャップレートの引き下げは投資出口でのキャピタル・ロスのリスクを高めます。価格が安定的とみられる物件に投資し賃貸収入で投資回収を図ることや高い収入増加が期待できる物件への投資など、合理的な投資見通しが得られるケースを除いては、安易なキャップレート引き下げには注意が必要です。

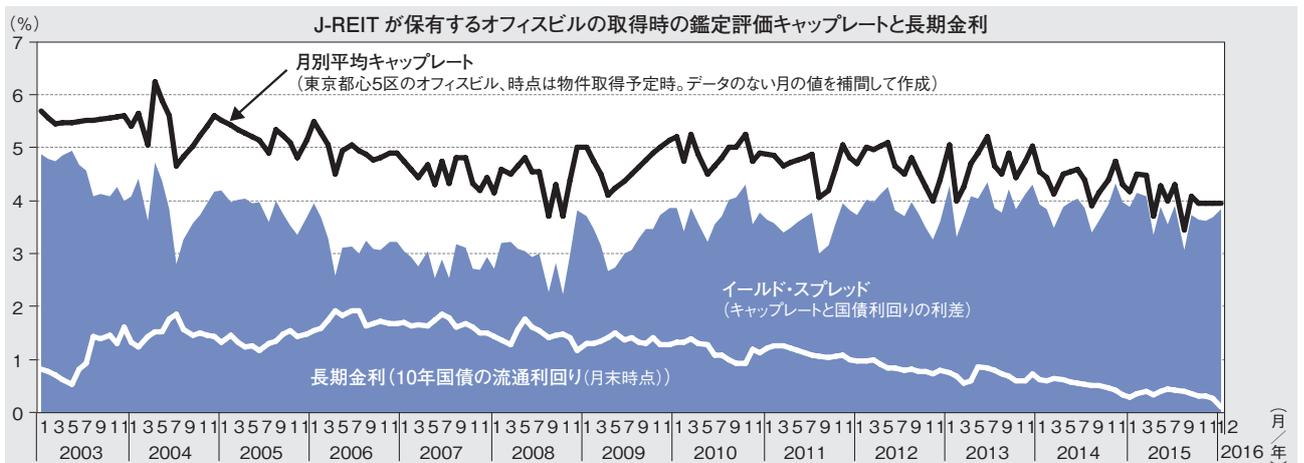
上記の考え方をふまえて、現在の市況の中で

考えられる主な投資戦略を大別すると、①コア戦略・長期保有と、②賃貸純収入の増加が見込める物件への選別投資が挙げられます。

①は、低いキャップレート(=投資利回り)を許容できる投資資金を背景に、低金利メリットと償還期間が固定されるリスクを勘案の上で借入金を活用し、賃貸収入を主目的として長期保有する戦略。また、キャッシュフローが安定的な物件を低レバレッジあるいは全額自己資金で取得、物件価格の変動が借入金償還に影響するのを回避する形で長期保有し、インカムゲインを重視する戦略。②は築古物件の取得後改装や宿泊需要が増大するホテルなど賃貸収入の増加を期待した投資や開発型投資など、不動産の活用・運用ノウハウを持った投資主体の目利きを活かす戦略です。低利回り時代であるだけに、検討対象とする物件数などの情報量や市場の分析データと将来見通し、運用者の実績と能力などについて、これまで以上に慎重な見極めが重要になるでしょう。

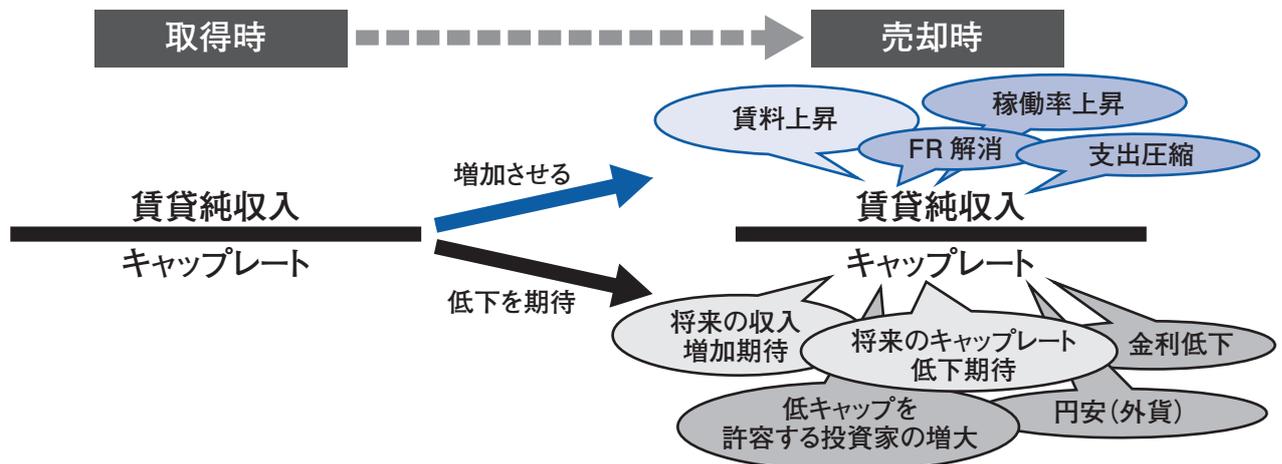
(以上、都市未来総合研究所 平山 重雄)

[図表 1-7] キャップレートが低下しているが、金利低下が更に顕著でイールド・スプレッドは拡大傾向



データ出所：キャップレートは都市未来総合研究所「ReiTREDA」、長期金利は財務省「国債金利情報」

[図表 1-8] 不動産投資における出口戦略の基本



出所：都市未来総合研究所

地方でも活況を呈するホテル等への投資

2015年の訪日外客数は過去最多の1973.7万人で前年比47.1%と大幅に増加しました。外国人旅行者らによる宿泊需要の高まりは地方へも波及し、ホテル等への活発な投資は東京をはじめとする大都市から地方へも広がっています。

旺盛な宿泊需要を背景にホテル新設が相次ぐ

国土交通省の「宿泊旅行統計調査」によると、過去最多の訪日外客を受けて、2015年の外国人宿泊者(延べ数)が全宿泊者に占める割合は、全国で13.1%と昨年の9.5%から上昇しました。特に、大都市や観光・リゾート地等では2～3割前

後の水準まで高まり、新宿区や渋谷区などでは、半数を超えています[図表2-1]。

これら大都市や観光・リゾート地では、外国人宿泊者がホテル等の稼働率を押し上げ、客室稼働率は高い水準が続いています[図表2-2]。

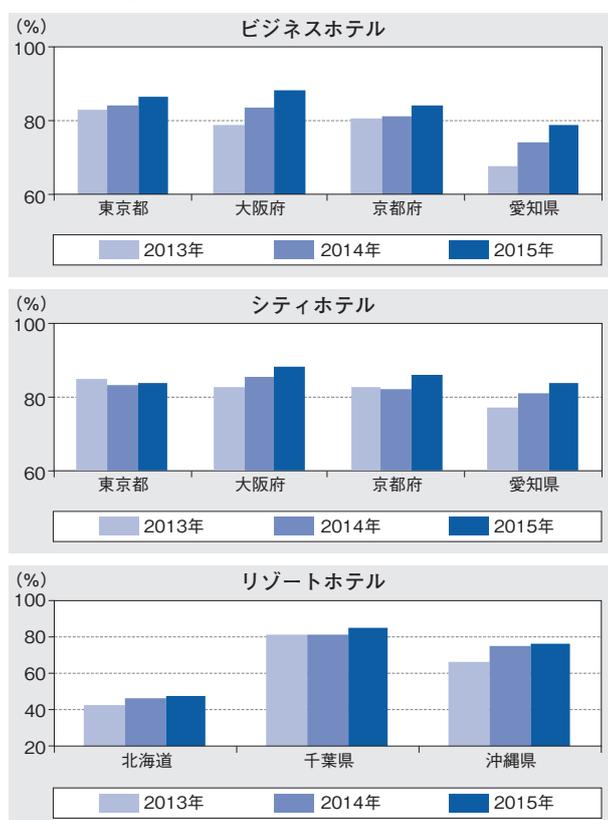
旺盛な宿泊需要を背景に、ホテルの新設計画も多くなっています。建設工事の標識設置届を元にホテル等(旅館やホステル等簡易宿泊所を含む)の新設件数(2016年2月調査時点までの届出による竣工予定日ベース)をみると、東京都区部では2015年に27件ありましたが、2016年は41件に増加し、2017年以降は45件の新設計画(コンバージョン含む)があります。とくに中央区の銀座や八重洲・京橋地区で多くのホテルが計画されています[図表2-3]。

同様に、関西圏の大都市においては、2016年以降に竣工予定の計画は京都市で32件(竣工時期不詳の15件を含む)、大阪市で34件となっています。京都市では建物の高さ制限など開発関連の制約があること、バックパッカーなどの外国人観光客の人気も高いことなどから、ホステルなどの小規模な簡易宿泊所が多く、計画の約4分の1(32件中8件)を占めているのが特徴的です。

[図表 2-1] 主要都市・観光地の外国人延べ宿泊者の占める割合
(従業員規模 10人以上の宿泊施設)

	延べ宿泊者数	うち外国人延べ宿泊者数	外国人延べ宿泊者の割合
北海道札幌市	8,567,634	1,780,903	20.8%
東京都港区	7,132,570	2,335,300	32.7%
東京都新宿区	3,639,292	1,949,351	53.6%
東京都渋谷区	1,483,695	762,736	51.4%
京都府京都市	7,423,596	2,055,255	27.7%
大阪府大阪市	14,123,196	4,187,366	29.6%
福岡県福岡市	6,484,214	1,343,299	20.7%
沖縄県那覇市	3,186,280	753,486	23.6%

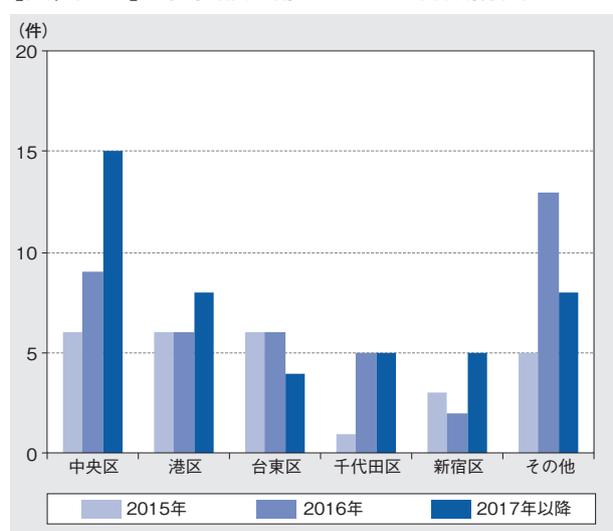
[図表 2-2] 近年の客室稼働率の推移



※図表 2-1 は第 2 次速報値より作成、図表 2-2 の 2015 年は年の速報値より作成。

図表 2-1 と図表 2-2 のデータ出所：
国土交通省「宿泊旅行統計調査」

[図表 2-3] 東京都区部のホテル新設計画



※計画は変更になる可能性がある。また現存する新設計画で標識設置届が未届の計画もある。

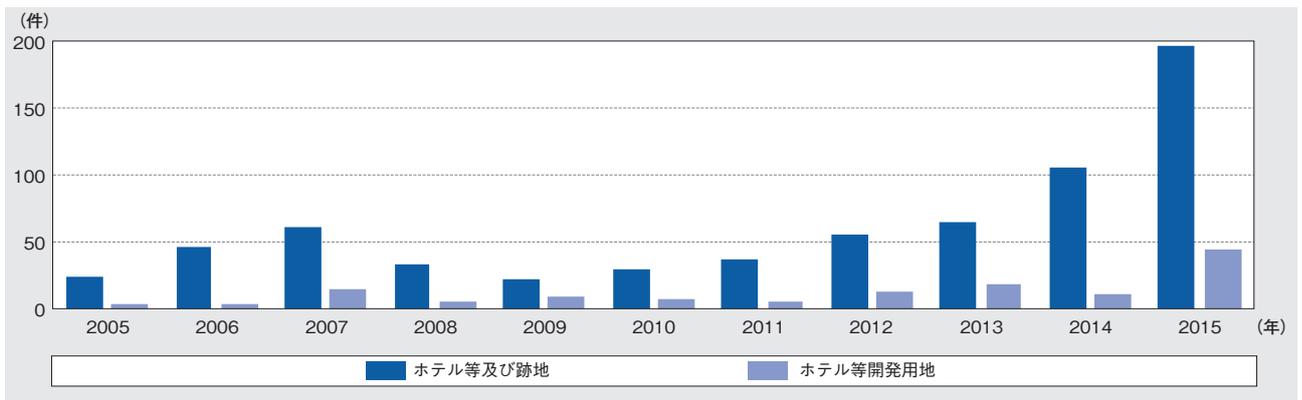
データ出所：建設工事の標識設置届より
都市未来総合研究所作成

2015年のホテル等の取引件数は約200件、地方におけるホテル売買も拡大

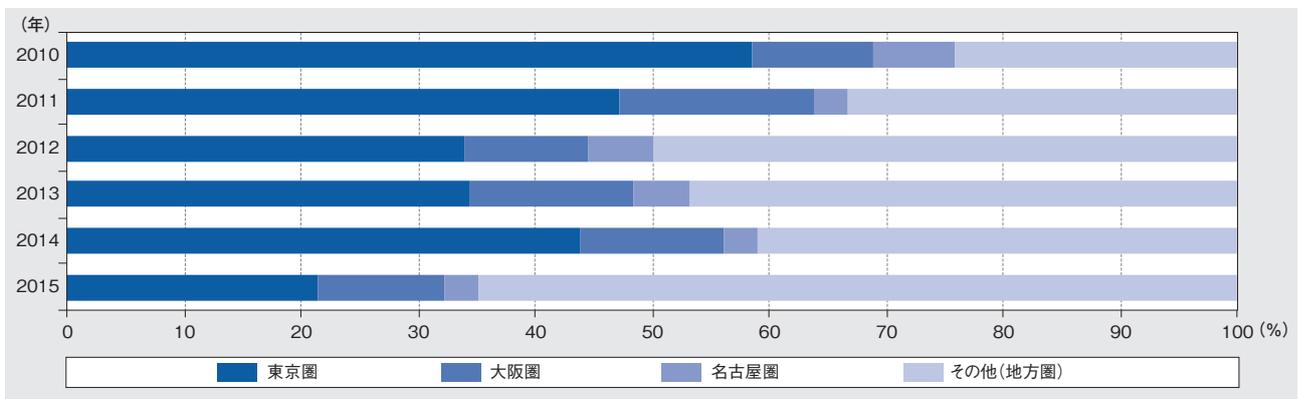
上場企業の開示情報などを元に不動産の売買取引を集計した都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査」によると、2015年の既存ホテル等（跡地や営業譲渡等を含む）の取引件数は約200件が確認されました。ホテルチェーンのM&AやJ-REITの積極的な物件取得などを背景に、2000年以降の最多の取引件数を更新するとともに、昨年と比べほぼ倍増しています。また、新規にホテルを開発する目的の更地等の取引も多くみられました[図表2-4]。

取引対象物件の所在地をみると、東京が2020年のオリンピック開催地に決定した翌年の2014年は東京圏の物件の割合が上昇しましたが、2015年は地方での取引が件数、割合とも拡大しました[図表2-5]。とくに那覇市を中心とする沖縄県や札幌市、福岡市、日光市など、インバウンドの人気の高い世界遺産やリゾートのあるエリアで取引が拡大しました。また北陸新幹線が開業した石川県や富山県、今年になって北海道新幹線が開業した函館市でも取引が活発になりました。

【図表 2-4】 ホテル等の売買取引件数の推移



【図表 2-5】 取引対象ホテルの所在地構成比の推移



図表 2-4 と図表 2-5 のデータ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

ルール整備で不動産投資先としての民泊にも注目

大都市を中心とするホテルの慢性的な不足や2020年東京オリンピック・パラリンピックをにらんで、観光客などを一般住宅の空き部屋等に有償で泊める民泊が注目されています。利用者と物件のオーナーとのマッチングサービスを提供するAirBnBには国内で2万件超の登録があるといわれていますが(執筆時点)、こうした民泊の多くは旅館業法の許認可の対象となり、違法状態での営業や、一部で住民等とのトラブルが問題視されています。

一方で、大阪府や大田区のように国家戦略特区を利用して民泊を認める条例を制定したり、旅館業法の施行規則の改正(要件緩和)の動きなど、ルールが整備されつつあり、今後民泊ビジネスは拡大するとみられます。

大手不動産業も民泊に対応可能なマンションの開発や賃貸マンションの取得などで市場参入を図っており、不動産投資の対象としても注目されます。

(以上、都市未来総合研究所 下向井 邦博)

既存ストックの活用を通じた収益物件化の動き (コンバージョンによるホステルやコンパクトホテル等の整備)

外国人旅行者の宿泊需要増大等を背景に、宿泊施設供給の一形態として、従前用途では競争力が低下した築古オフィスビルや商業施設などを取得したのちに、ホステルやコンパクトホテル[※]等にコンバージョン(用途転換)し収益物件化する動きがみられます。

ホステルやコンパクトホテルへの転換は一般的に、初期投資が小さいこと、工期が短く短期間での開業が見込めること、単位面積当たりの収益性が大きいこと、将来他用途への転換が比較的容易なことなどがメリットとしてあげられます。宿泊客のターゲットは外国人旅行者をはじめ国内の旅行者・ビジネスマン等が想定されます。

当該事業は2015年中盤あたりから活発化する様子が見えられ、現状、事業者は総合デベロッパー、買取再販事業者、リノベーション事業者、分譲マンションデベロッパー、設計事務所など多様です[図表]。(以上、都市未来総合研究所 清水 卓)

※ホステル：寝室は相部屋(2段ベッド等)のドミトリ型で、宿泊者が交流したり食事を採る共用スペースを持つ宿泊施設
コンパクトホテル：コンパクトな寝室空間が独立した形で仕切られたカプセルタイプの宿泊施設等
いずれも浴室等の水回りを部屋に設置せずシャワーブースやパウダールーム等の形で集約するのが一般的。
また相部屋やカプセルタイプの寝室空間と併せて少数の個室を併設するケースも多い。

[図表] ホステル、コンパクトホテルへのコンバージョン事例

事業者の属性	事業者	事業展開状況	従前建物の概要
総合デベロッパー	A社	2014年にゲストハウス型ホテル事業への参入を表明。施設形態はホステルで、増加が見込まれる外国人観光客の宿泊ニーズを捉え事業を展開。築古ビルを取得したのちにホステルにコンバージョンし営業。2015年4月に秋葉原駅徒歩6分の場所に第1号物件を開業し、2016年1月に東日本橋駅周辺で第2号物件を開業。ベッド数100~120程度の施設規模。ホテルの営業終了時には新築分譲マンションや賃貸マンションとして再開することも想定。今後も利便性の高い都心を中心に取得・開発を行う予定。	・築20~30年超のオフィスビル。 ・敷地面積200㎡弱、延床面積約1千㎡。 ・地上8階建て。
買取再販事業者	B社	銀座、築地市場に近い立地のもと企業本社ビル(建物がやや不整形で当時は空きビル)を取得し、コンパクトホテルにコンバージョンして2015年1月に開業。同3月に海外投資家に売却。2015年11月に第2号物件を開業(新宿三丁目駅徒歩3分の物件)。収容者数は130~160程度。同社は海外投資家の反響が大きいホテルの開発を新たな事業として展開することを決定。2015年5月、シンガポールに現地法人を設立し投資家向け活動を積極化。	(第2号物件) ・オフィスビル(築年数不詳)。 ・敷地面積200㎡弱、延床面積1千㎡弱。 ・地上5階建て。
リノベーション事業者	C社	国内各地の老朽化した遊休不動産(オフィスビル等)を取得後にコンバージョンし、宿泊施設・飲食店・シェアスペース・店舗等で構成する「シェア型複合ホテル」に再生する新規事業を2015年に開始。宿泊施設はコンパクト型やドミトリ型が中心。初弾として金沢市の築古オフィスビル2棟を取得し再生、2016年春から夏頃に開業予定。うち1施設の収容者数は90強。今後、企画・運営ノウハウを結集し新たな事業の柱に育てる方針で、三大都市圏ほか、京都、函館、岡山など地方都市を対象に年間2、3棟手がける予定。	(金沢の2物件) ・築40~50年のオフィスビル。 ・延床面積1千㎡弱~3千㎡弱。 ・地上4~8階建て。
分譲マンションデベロッパー	D社	宿泊、デユース施設として24時間利用可能なカプセルホテル(140室)を仙台市青葉区で2015年11月にオープン(広瀬駅徒歩5分)。取得済みの商業ビルをコンバージョンし、商業施設、カプセルホテル、賃貸レジデンスの複合ビルに再生。カプセルホテルの収容人数は140名程度。同社では京都市と成田空港周辺で2施設を開業済み(当該2施設では外国人利用客が半数)。	・商業ビル内のオフィスフロア部分をコンバージョン。
シェアハウス事業者	E社	首都圏を中心に約300棟、約6千戸のシェアハウスを運営する最大手グループが、ホステルを開業(2014年5月)。立地はJR山手線の鶯谷駅から徒歩3分。安価な相部屋は欧米人をターゲットとし、個室はアジアからのファミリー層に絞る戦略。2015年3月に水天宮駅周辺にカプセルタイプの施設を新たに開業。収容人数は90名弱。短期滞在ならホステルへ、1ヶ月以上の住居ならシェアハウスへと誘導することで、受け入れのすみ分けができ、顧客囲い込みの面で強みを発揮できる可能性。	・従前はオフィスビルあるいは商業ビルであったと思われる。
設計事務所	F社(企画・運営受託も行う事業者)	①他社と共同で東京都台東区浅草にホステルを整備し2015年冬季に開業。メインターゲットは外国人旅行者。収容人員は約130名。 ②川崎市川崎区の築古オフィスビルをコンバージョンし2015年秋季に竣工。ホステルタイプの施設で、2段ベッドの空間にゆとりを持たせ快適に過ごせる工夫をしている。共用部には、燻製料理のレストランや音楽ラウンジ等を設置。収容人数は約230名。	①・築30年の商業ビル ・敷地面積約300㎡弱、延床面積1千㎡弱。 ・地上7階建て。 ②・築22年のオフィスビル ・敷地面積約700㎡、延床面積3千㎡弱。 ・地上6階建て。

データ出所：各社 Web やニュースリリースなど各種公表資料から作成

不動産トピックス 2016. 4

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

金子 伸幸 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。