

2019

2

February

Topics

不動産トピックス

トピックス1

東京都心部の賃貸マンションの投資・運用の動向
～新規供給が少ない中、運用は好調で取引利回りは
低下が続く～…………… 2

トピックス2

築10～20年のオフィスビルの成約賃料が上昇 …… 6

マンスリーウォッチャー

J-REITの地方主要都市の賃貸マンションの
運用動向…………… 8

東京都心部の賃貸マンションの投資・運用の動向

～新規供給が少ない中、運用は好調で取引利回りは低下が続く～

東京都心6区(千代田、中央、港、新宿、渋谷、文京区)の賃貸マンションは世界金融危機以降、新規供給量が回復せずに低調に推移しています。一方、賃貸需要が堅調で物件収益が好調に推移していることを背景に投資需要は強く、取引利回り(不動産取引市場での還元利回り、純収益を市場価格で割ったもの)はファンドバブル期(2006～2008年頃)を下回る状況(価格は上昇)です。

本稿では、都心6区の賃貸マンションについて、新規供給動向(着工動向)、売買取引動向、運用動向を概観しました。

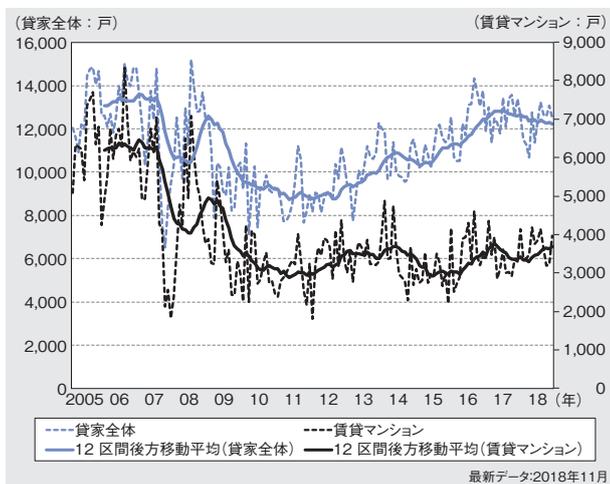
賃貸マンションの着工戸数は世界金融危機前の半分の水準

東京圏(東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県)の貸家全体(賃貸マンションのほかアパートや一戸建てなどの賃貸住宅)の着工戸数は、ここ数年、相続税制改正を受けた貸家建設需要に加え、景気のゆるやかな回復と低金利が並存する環境下、増加基調で推移していました[図表1-1]。しかし、賃貸マンションに限ってみると、世界金融危機後に着工戸数が急減して以降、ほぼ横ばいで推移しています。世界金融危機前のいわゆるファンドバブル期と着工水準を比較すると、貸家全体ではおおむね同水準まで回復したのに対し、賃貸マンションは約半分程度の水準にとど

まっています。

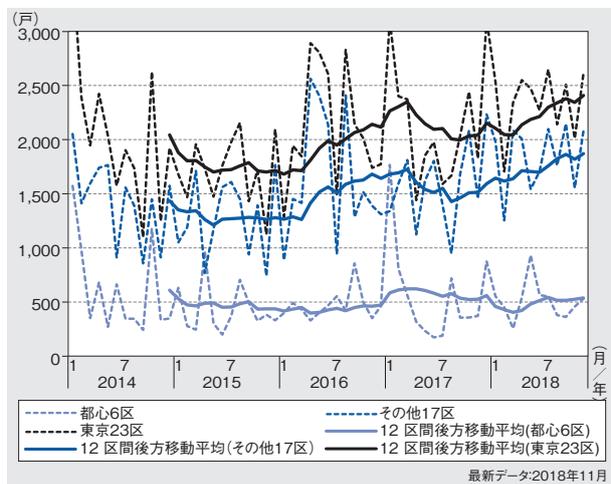
東京23区の賃貸マンションの着工動向を都心6区とその他17区に区分すると、都心6区はほぼ横ばいで推移しています[図表1-2]。都心6区の賃貸マンションが伸び悩んでいる要因としては、都心6区では個人地主などを中心とした相続税制改正に伴う着工戸数の押し上げ効果が少なかった、好調であった分譲マンションや投資意欲が旺盛なホテルとの用地獲得競争が強まった結果、採算に合う用地取得が難しくなったことなどが考えられます。

[図表 1-1] 東京圏の貸家全体および賃貸マンションの着工戸数



データ出所：国土交通省「建築着工統計」

[図表 1-2] 東京 23 区の賃貸マンション着工戸数



データ出所：国土交通省「建築着工統計」

賃貸マンションの売買取引は大型取引に牽引されるも基調は低調。取引利回りはファンドバブル期を下回る

売買金額は大型取引に牽引されるも基調は低調

都心6区の賃貸マンションの売買取引も低調です。2017年度下期に前年同期比で増加に転じましたが、2017年度下期は1棟430億円の大型取引があったこと、2018年度上期は1棟100億円の大型取引に加え、2017年度上期の売買金額がかなり少額だった反動で前年同期比では急増した側面があ

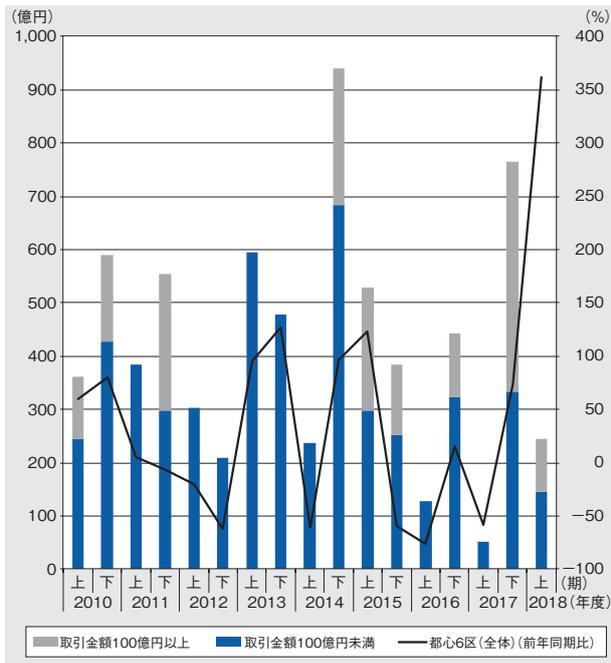
り、基調は低調な状況です[図表1-3]。主要な買主であるJ-REITは大半がスポンサーやスポンサーが組成したファンドから取得しています[図表1-4]。後述のとおり、都心6区の賃貸マンションは運用が好調なため、物件を売却せず継続保有する投資家の存在によって、投資市場に物件が出回りにくい環境下、スポンサールートを活用して物件取得を進めている状況を示唆していると考えられます。

取引利回りは4%台前半の水準で ファンドバブル期を下回る

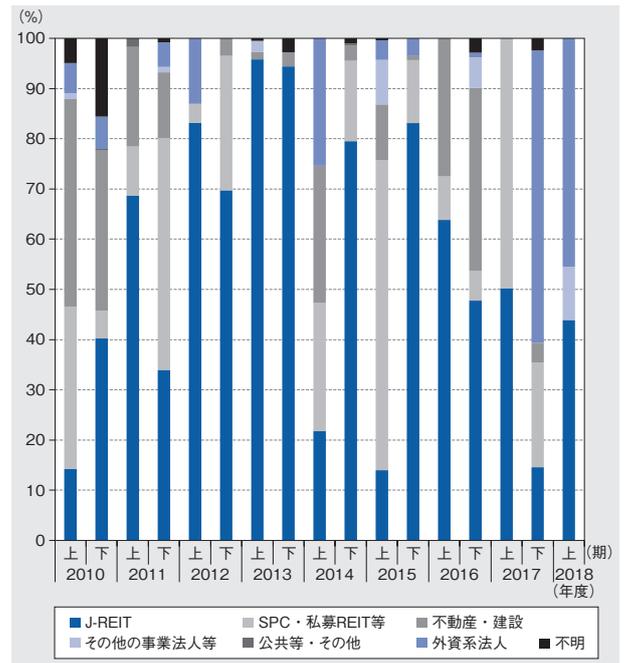
物件の品薄感が強い中、都心6区の賃貸マンションの取引利回りは低下基調が続いています〔図表1-5〕。J-REITの取得事例では、2010年以降、取引利回りの低下基調が続いており、2017年以降は4%台前半（4.5%未満）の取引が94%と大半を占めるに至り、ファンドバブル期（4.5%未満の取引割合8%）の水準を下回る状況となっています。住宅特化型REITの直近の決算資料

では、取引利回りの目安として、「都内4%半ば」、「都心の強いエリア4%前半」との記載がある一方で、他の住宅特化型REITの直近の決算資料では、「賃料上昇が強い都心部での外部成長を続けたいが価格が高騰しているため無理せず取り組みたい」との記載があり、現状の取引利回りの水準が一段と低下する余地は限られていると考えられます。他方、同じ都心6区のオフィスビルや商業施設と比較すると、賃貸マンションの利回りには優位性がみられます〔図表1-5〕。

〔図表 1-3〕 都心6区の賃貸マンションの売買金額
（取引金額100億円以上、100億円未満の2区分）

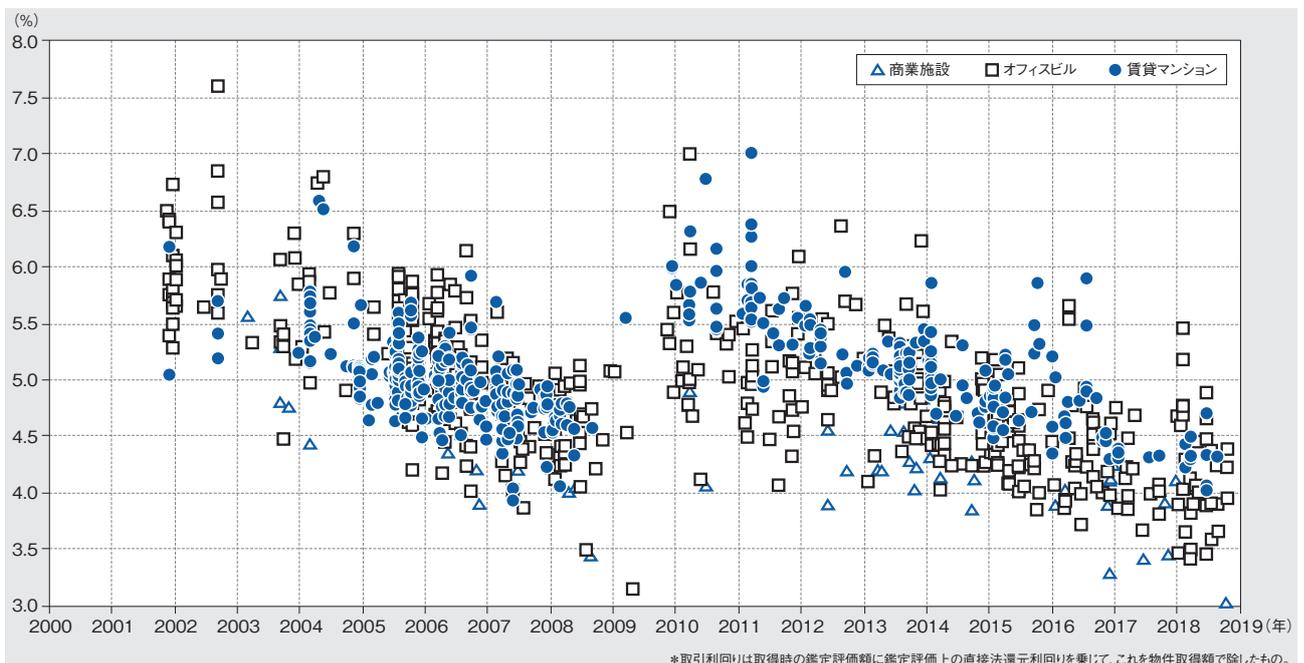


〔図表 1-4〕 都心6区の賃貸マンションの売買取引
における買主セクター別売買金額割合



データ出所：図表 1-3、1-4 とも都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

〔図表 1-5〕 J-REIT が都心6区で取得した賃貸マンションおよびその他用途
（オフィスビル、商業施設）の取引利回り



*取引利回りは取得時の鑑定評価額に鑑定評価上の直接法還元利回りを乗じて、これを物件取得額で除したものです。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

賃貸マンションの運用は堅調な賃貸需要と賃料上昇で好調

以下、都心6区の賃貸マンションの運用動向について、J-REITの保有物件^{*1}を例に概観します。

^{*1}：図1-6、1-8、1-9はそれぞれ表示期間中、連続してデータが得られた物件を対象として集計

稼働率は97%台まで上昇。今後の上昇余地は限定的

都心6区の賃貸マンションの稼働率は、その他17区を下回って推移していましたが、その差は徐々に縮小し、2017年度にはほぼ同水準まで上昇しました〔図表1-6〕。新規供給が少ない中、都心部の人口増加が続いていることが一因と考えられます^{*2}。また、高額価格帯の賃貸マンションは国内外の高所得者層や富裕層（企業経営者、高所得会社員、外国人赴任者など）が主なターゲットとなり、アベノミクス以降（2012年度下期）の景気回復の継続が高額価格帯の賃貸需

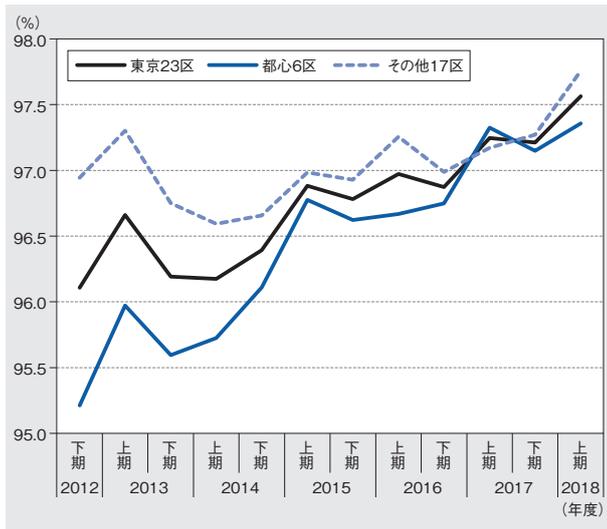
要増加の一因と考えられます（外国人の賃貸需要についてはコラム参照）。なお、稼働率の水準はすでに97%台にまで上昇し、今後の上昇余地は限定的と考えられます。

^{*2}：東京23区の人口は2013年1月1日から2018年12月1日の期間で6.2%増加しており、都心6区は同12.7%増加、その他17区は同5.2%増加となっている。

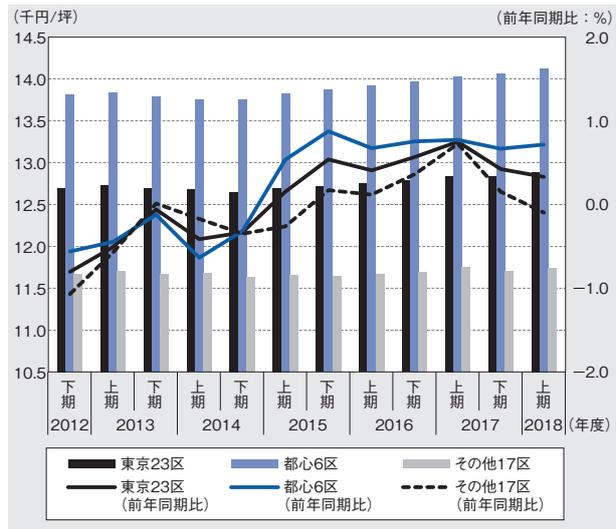
新規賃料の上昇により物件収益（賃料収入単価^{*3}）は上昇が続くが、ややペースダウン

稼働率の上昇によって、新規賃料も上昇しています。新規賃料についてはJ-REITからは情報が得られないため、ケン不動産投資顧問が公表する賃貸住宅の成約賃料（4区分）^{*4}の動向を紹介すると、各区分ともファンドバブル期（2006～2008年頃）の最高値を上回るもしくは近い水準まで回復しており（95～104%）、都心5区のオ

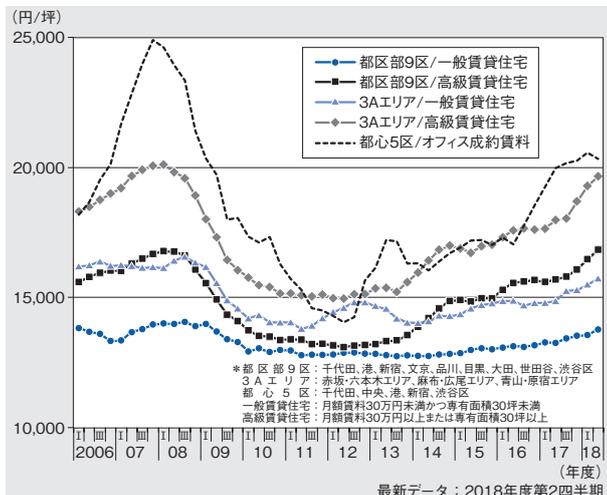
〔図表 1-6〕 J-REIT 保有物件（東京 23 区）の稼働率



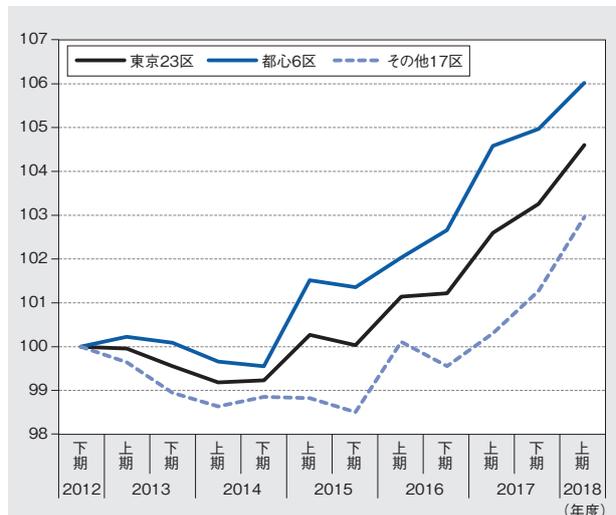
〔図表 1-8〕 J-REIT 保有物件（東京 23 区）の賃料収入単価



〔図表 1-7〕 都心部の賃貸マンションとオフィスビルの成約賃料（4 区分後方移動平均で図示）



〔図表 1-9〕 J-REIT 保有物件（東京 23 区）の NOI（2012 年下期 = 100）



注) I II III IV は第 1～第 4 四半期

データ出所：ケン不動産投資顧問「KEN Residential Market Report」、都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」

データ出所：図表 1-6、1-8、1-9 とも都市未来総合研究所「ReiTREDA」

フィジブルの成約賃料がファンドバブル期の最高値の75%にとどまっているのとは対照的に好調です〔図表1-7〕。都心部のオフィスビルは2012年と2018～2020年にかけて2度の大量供給期がありました。賃貸マンションは前述のとおり新規供給が低調なため賃料への上昇圧力が強いことが一因と考えられます。

新規賃料の上昇に伴って、運用物件における賃料収入単価は上昇しています〔図表1-8〕。都心6区の賃貸マンションの賃料収入単価は2015年度上期に上昇に転じ、それ以降はその他17区の賃料上昇スピードを上回って推移しています。

※3：賃料収入単価：賃料収入÷稼働賃貸面積
 ※4：同社のエリア区分(都区部9区/3Aエリア)とタイプ区分(一般賃貸住宅/高級賃貸住宅)による区分。詳細は図表1-7に記載。

NOIは堅調に推移。しばらくは上昇が続くと考えられる

稼働率の上昇と賃料収入単価の上昇から、都心6区の賃貸マンションのNOIは2015年度上期から増加基調に転じ、その後、堅調に推移しています〔図表1-9〕。新規賃料が上昇に転じたのは2013年頃のため、2年ほど遅行してNOIが上昇した格好で、しばらくは上昇が続くと考えられます。

今後の賃貸マンションの投資需要は物件収益の増加期待が続くかどうかに影響される面も

都心6区の賃貸マンションは新規供給が低調な中、堅調な需要に支えられ、物件収益は好調に推移してきましたが、今後は稼働率の上昇余地が限定的であること、新規賃料はすでにファンドバブル期水準に達しており、賃料上昇余地も徐々に縮小する可能性が考えられ、物件収益の上昇ペースが減速する可能性が考えられます。また、世界的に景気先行きの不透明感が高まっており、国内外の景気が大きく減速した場合は

高額価格帯の賃貸マンションのターゲットである国内外の高所得者層や富裕層の賃貸需要が急減する可能性が考えられます。

都心部の賃貸マンションの投資需要は、オフィスビルや商業施設との比較において利回りの優位性はあるものの、これまでのような物件収益の増加期待が続くかどうかに影響される面が考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹)

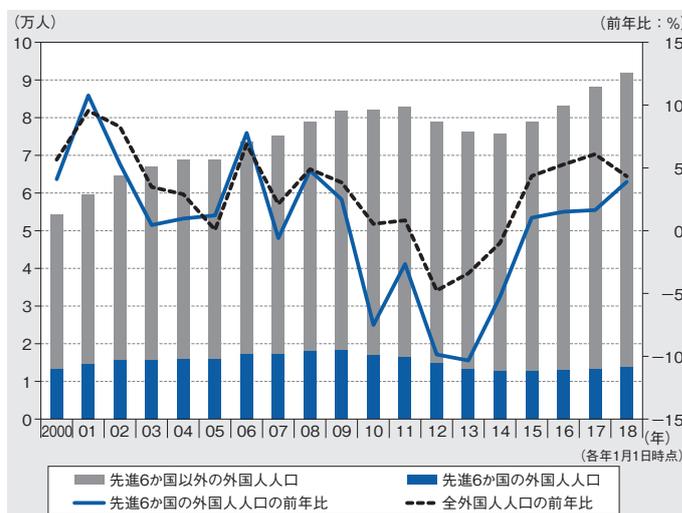
コラム：都心6区の外国人人口の動向

高額価格帯の成約賃料が上昇している要因のひとつに活発な外国人の新規赴任があるようです^{※5}。都心6区における先進6か国^{※6}の外国人人口は2008年の世界金融危機の翌年から減少が続きましたが、2015年以降増加に転じ、前回ボトム(2014年1月1日)から直近(2018年1月1日)の期間では8%増加しました〔図表1-10〕。

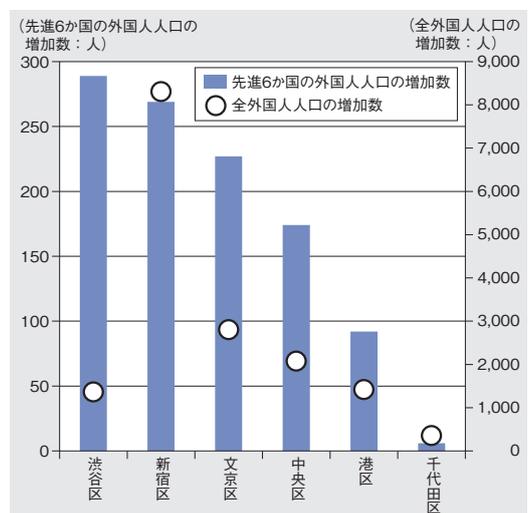
同期間における先進6か国の外国人人口の増加数を区別にみると、渋谷区が289人で最も多く、以下、新宿区、文京区、中央区、港区、千代田区と続きます〔図表1-11〕。

※5：ケン不動産投資顧問株式会社「KEN Residential Market Report」のVo.31(2018年8月)およびVo.32(2018年11月)
 ※6：米国、カナダ、英国、イタリア、ドイツ、フランス

〔図表 1-10〕 都心6区の外国人人口



〔図表 1-11〕 都心6区の外国人人口の増加数 (2014年1月1日から2018年1月1日の4年間)



データ出所：図表 1-10、1-11 とも東京都WEB サイト「外国人人口」

築10～20年のオフィスビルの成約賃料が上昇

2018年の東京23区のオフィスビルの平均成約賃料(本稿では「成約賃料」という。)は18,233円/坪となり、1999年以降の最高値となった2007時点の83%の水準まで戻りました。

空室率が最低水準を更新する中、築10年以上20年未満のビルの成約賃料が大幅に上昇しました。

築10～20年のビルの成約賃料は2018年に27,000円/坪を上回った

東京23区のオフィス空室率は史上最低水準

東京23区のオフィスビルは、好調な企業業績等を背景に増床や集約移転等の需要が顕在化していることから、空室率は2012年8月以降低下傾向で推移しています。2019年1月1日時点の大規模ビルの空室率は、東京23区が0.94%、都心3区が0.78%でいずれも2018年11月以降3か月続けて1%を下回りました。全体平均も東京23区が1.27%、都心3区が1.07%となり、いずれも2000年1月以降最も低い水準となりました[図表2-1]。

都心3区の成約賃料は2007年時点の86%の水準まで戻した

オフィス床の需給がひっ迫する中、オフィス成約賃料は2012年を底に上昇傾向で推移しています。2018年^{*1}の東京23区の成約賃料は18,233円/坪となり、1999年^{*1}以降の最高値である2007年の83%の水準まで戻しました[図表2-2]。

エリア別では、都心3区^{*2}の成約賃料が2018年は20,812円/坪となり、最高値(2007年)の86%の水準まで戻しました。一方、都心隣接3区^{*2}は2008年の77%の水準、その他17区^{*2}は2000年の73%の水準にとどまりました[図表2-2]。

規模別では、大規模ビル^{*3}の成約賃料が2017年に続いて2018年も前年比で上昇が続いた

のに対し、大型ビル^{*3}と中小型ビル^{*3}は2018年下落に転じました[図表2-3]。

※1：成約賃料は四半期データを年別に統合して集計。ただし、1999年は2～4期、2018年は1～3期のデータを集計。なお、成約賃料に共益費は含まない。

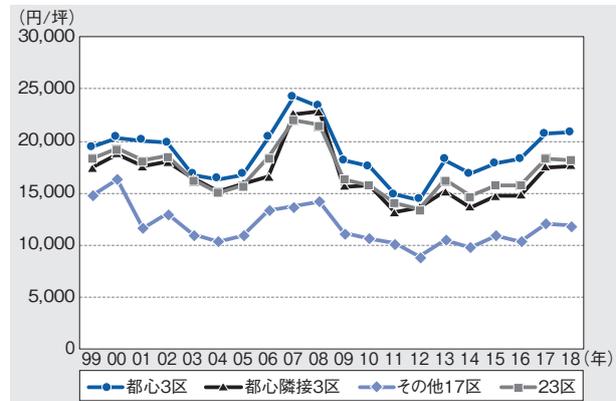
※2：都心3区：千代田区、中央区、港区 都心隣接3区：新宿区、渋谷区、品川区 その他17区：東京23区から都心3区と都心隣接3区を除いた17区

※3：大規模ビル：基準階面積200坪以上、大型ビル：同100坪以上200坪未満、中小型ビル：同100坪未満

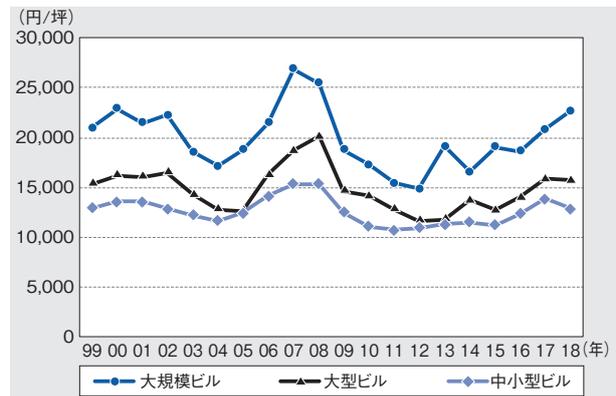
築10～20年のビルの成約賃料が2013年頃から上昇

成約賃料を築年数^{*4}別に集計すると、築10年未満のビルの成約賃料は築10年以上のビルに比べ高い水準で推移しています[図表2-4]。築10年以上の各区分のビルの成約賃料は、2012年まではいずれも大きな差はなく同様の動きをしていました。しかし、2013年以降、築10年以上20年未満(以下、グラフも含め「築10～20年」と記載。他の区分についても同様)のビルの成約賃料は

[図表2-2] エリア別成約賃料の推移

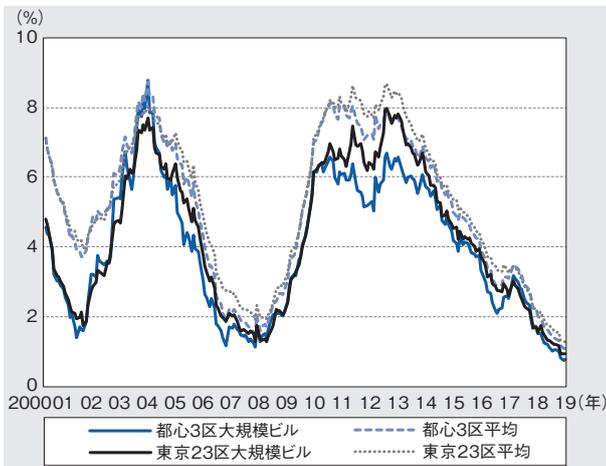


[図表2-3] 規模別成約賃料の推移(東京23区)



図表2-2と2-3のデータ出所：都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」

[図表2-1] 空室率の推移



注1) 毎月1日時点(最新データは2019年1月1日)

注2) 都心3区：千代田区、中央区、港区

注3) 大規模ビル：1フロア面積200坪以上

データ出所：三幸エステート「オフィスマーケット調査月報」

築20年以上のビルに比べて大きく上昇し、2018年は27,000円/坪を上回りました[図表2-4]。

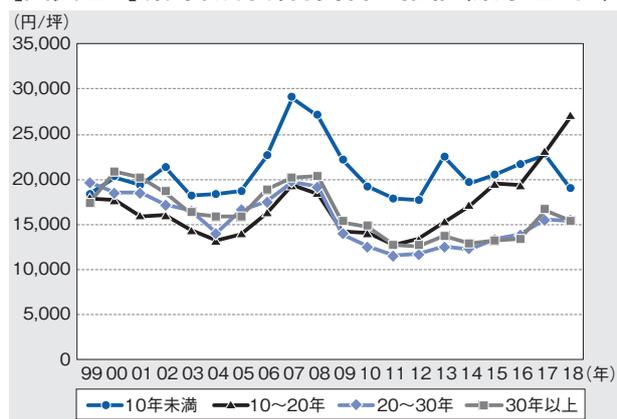
空室率が最低水準を更新する中、築10年未満のビルの空室が少ないことから、比較的築年数の浅いビルの需要が高まったことに加え、1990年代後半から大規模ビル(一般的には賃料が高水準となる)が多数供給されるようになったことも影響していると考えられます[図表2-5]。

2013年には2002年に竣工した丸の内ビルディングなど、2014年には2003年に竣工した六本木ヒルズ森タワーなどが築10年を迎えそれぞれ築10～20年の区分に属するようになったことが、築10～20年のビルの成約賃料の上昇に寄与している可能性があります。

なお、築10年未満のビルの成約賃料が2018年に下落した背景としては、築10年未満のビルの成約事例が比較的少ない中、比較的賃料水準の低い周辺17区で成約面積が大きい事例が多くみられたことなどが影響したと考えられます。

※4：築年数：成約時点の築年数(成約年-竣工年-1)

【図表 2-4】築年数別成約賃料の推移(東京 23 区)



図表 2-4 と 2-6 のデータ出所：都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」

【図表 2-5】1998年～2007年に竣工した主な大規模ビル

竣工年	物件名	所在	延床面積 (㎡)	階数
1998	文京グリーンコート	文京区 本駒込	約182,450	23/B3
1998	品川インターシティ	港区 港南	約337,120	A棟：32/0 B棟：31/0 C棟：31/0
1999	ゲートシティ大崎	品川区 大崎	約291,880	24/B4
2000	山王パークタワー	千代田区 永田町	約219,220	44/B4
2001	セルリアンタワー	渋谷区 桜丘町	約105,950	41/B6
2002	丸の内ビルディング	千代田区 丸の内	約159,900	37/B4
2002	泉ガーデンタワー	港区 六本木	約157,360	45/B2
2003	六本木ヒルズ森タワー	港区 六本木	約379,410	54/B6
2003	汐留シティセンター	港区 東新橋	約210,150	43/B4
2004	明治安田生命ビル	千代田区 丸の内	約148,730	30/B4
2005	東京ビルディング	千代田区 丸の内	約149,340	33/B4
2005	東京汐留ビルディング	港区 東新橋	約191,390	37/B4
2006	秋葉原UDX	千代田区 外神田	約161,480	22/B3
2007	新丸の内ビルディング	千代田区 丸の内	約195,400	38/B4
2007	グラントウキョウノースタワー	千代田区 丸の内	約171,770	43/B4
2007	東京ミッドタウン・タワー	港区 赤坂	約246,610	54/B5

出所：公表資料

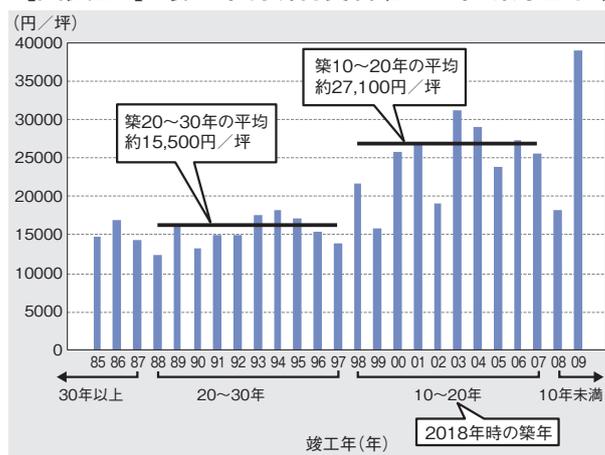
築10～20年のビルの成約賃料は 築20～30年のビルに対して75%高い水準

2018年時点で築10～20年に相当する、竣工年が1998年～2007年のビルの成約賃料の平均は約27,100円/坪で、築20～30年のビルの平均(約15,500円/坪)に比べて75%以上も高い水準となりました[図表2-6]。

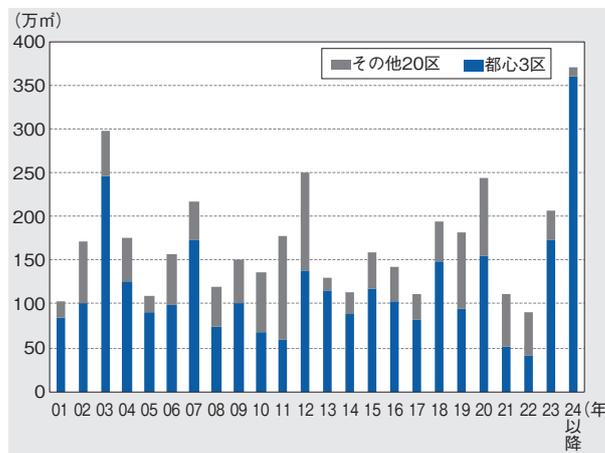
現在、オフィスビルの空室率は史上最低水準で推移しており、築10年未満の築浅ビルの空室がほとんどないことから、築10～20年のビルの賃料も上昇が続いています。しかし、東京23区では、今後も都心3区を中心に大型オフィスビルの新規供給が予定されています[図表2-7]。築10～20年のビルが、今後もオフィスとしての競争力を保ち、高水準の賃料を維持していくためには、適切な管理やリノベーション等に取り組んでいくことが必要と考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 佐藤 泰弘)

【図表2-6】竣工年別成約賃料(2018年、東京23区)



【図表 2-7】東京 23 区の大型オフィスビル
新規供給面積(予定含む)



注) 各種公表データを基に計画予定の延床面積が概ね5,000㎡以上の開発物件の延床面積を推計したもの。複合ビルの場合、他用途の延床面積も含まれる。自社ビルの延床面積も含む。

データ出所：各社リリースや新聞記事等の公表資料

J-REIT の地方主要都市の賃貸マンションの運用動向

都市未来総合研究所「ReiTREDA」のJ-REIT保有物件^{*1}のデータをもとに、大阪圏(以下、「大阪」という。)と名古屋圏(以下、「名古屋」という。)を中心に、J-REITの地方主要都市^{*2}の賃貸マンションの運用動向を以下に整理します。

稼働状況は、大阪、名古屋ともに、新築物件の供給増等により、稼働率が低下している時期もありますが、2016年上期以降、95%を上回る水準を維持しており、概ね堅調に推移しています[図表3-1、図表3-2]。

次に、賃料収入単価^{*3}の動きをみると、大阪は2017年上期以降、2016年上期の水準を下回っていますが、最大でも-0.5%程度と限定的であり、また、稼働率の回復に伴い、若干上昇に転じています。一方、名古屋は、2016年上期を若干上回る水準を維持していますが、供給増等により、稼働率の低下傾向が鮮明になってきていることから、今後、賃料が低下する可能性はあります[図表3-3]。

最後に、収益性を稼働率と賃料収入単価を掛け合わせた稼働賃料収入単価(稼働率×賃料収入単価)でみると、大阪は稼働率の低下に対し、賃料を低下させ稼働率の向上を図る動きがみられ、2018年上期は2016年上期と同水準に回復しています。一方、名古屋は、前述の通り、稼働率が低下しても、賃料を維持していることから、2016年上期並みの水準を維持しています[図表3-4]。

大阪、名古屋ともに、収益の大幅な増加は見込めないものの、競争力のある立地、建物の物件については、適切な維持管理を実施することにより、供給増等による一時的な変動を伴いながらも、築年が経過しても安定した収益を確保しています。

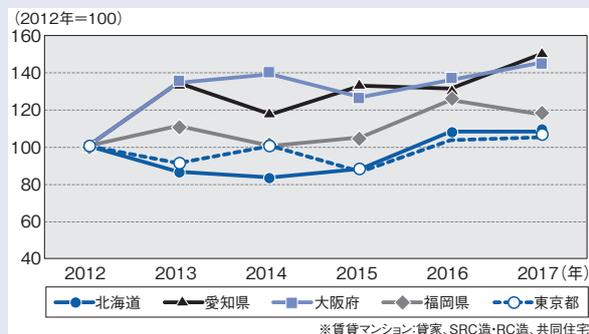
(以上、都市未来総合研究所 山口 光昭)

※1：J-REIT 保有物件：2018年6月末時点でJ-REITが保有している賃貸マンションで、サブリース等一棟貸の固定賃料の物件、他用途を含んでいる物件を除いて、2016年上期から2018年上期まで連続して各データが取得できる物件(各年のデータを全て同じ物件で算出)

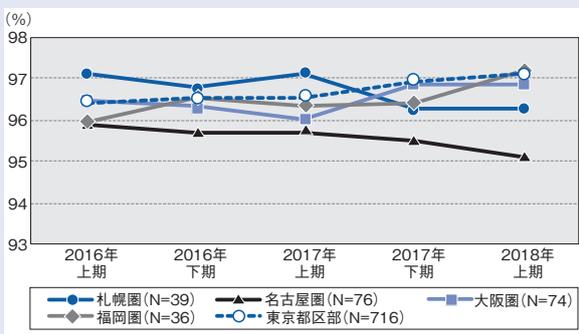
※2：地方主要都市：札幌圏(札幌市及びその近郊)、名古屋圏(名古屋市及びその近郊)、大阪圏(大阪市及びその近郊)、福岡圏(福岡市及びその近郊)

※3：賃料収入単価：賃料収入÷稼働賃貸面積

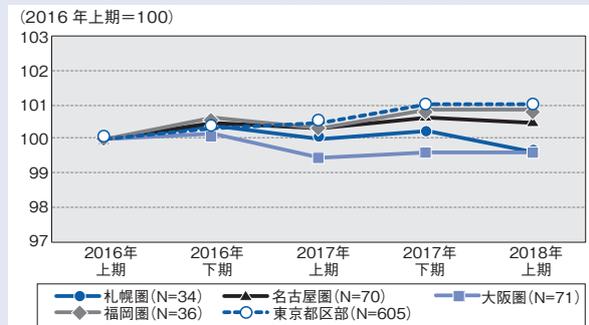
【図表 3-1】 賃貸マンション 着工戸数指数の推移



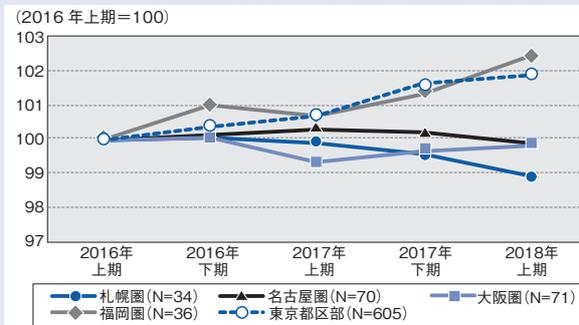
【図表 3-2】 J-REIT 保有物件 稼働率の推移



【図表 3-3】 J-REIT 保有物件 賃料収入単価指数の推移



【図表 3-4】 J-REIT 保有物件 稼働賃料収入単価の指数の推移



データ出所：図表 3-1…国土交通省「住宅着工統計」、図表 3-2～3-4…都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産トピックス 2019. 2

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

湯目 健一郎、秋田 寛子 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。

また、金融商品取引法において金融商品取引業として規定されている一切の業務について、当行が勧誘することを意図した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。