

2019

11

November

Topics

不動産トピックス

トピックス1

海外勢を軸に取引の大型化が進む
賃貸マンション投資市場…………… 2

トピックス2

都心5区のオフィス平均成約賃料…………… 6

マンスリーウォッチャー

J-REITにおけるESGに関する取組…………… 8

海外勢を軸に取引の大型化が進む賃貸マンション投資市場

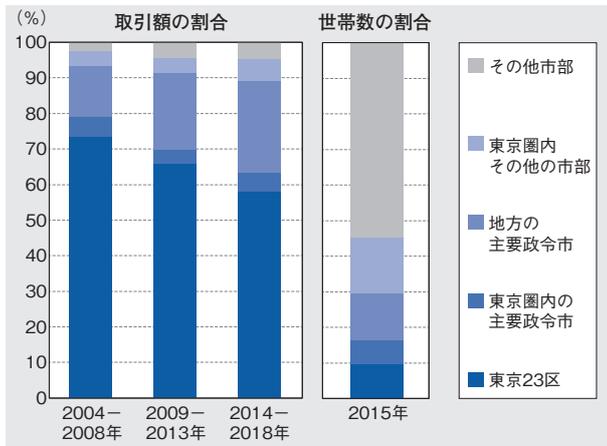
国内の賃貸マンション投資市場では、東京圏(東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県)および地方の主要都市を主な対象エリアとして投資が行われており、目下、賃貸収益面で好調な状況にあります。主要な投資主体であるJ-REITの取得はやや落ち着いた傾向がみられる一方、外資系法人による大型取引が存在感を増している状況がみられます。

投資の主な対象地域は大都市部に集中

賃貸マンションでは首都圏と地方主要都市が主な投資マーケット

国内の一棟賃貸マンション(以下、「賃貸マンション」という。)の売買実績の多寡から判断すると、国内における賃貸マンションの投資対象地域は、東京23区と東京圏内の主要政令市(横浜市・川崎市・さいたま市・千葉市)、地方の主要政令市(札幌市・仙台市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)に集中しています。これらの地域は国内の世帯総数の約3割を占めるに過ぎませんが、①業務・商業機能の集積や職住近接・都心部への人口回帰による世帯増、②都市化や高度利用が進むなか中高層型が多い賃貸マンションに居住する世帯の比率が高いことなどを背景に投資需要は旺盛で、取引

[図表 1-1] 国内賃貸マンションの投資対象地域の構成



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」、総務省「国勢調査」

額では約9割を占め投資対象地域の中心となっています。なお近年は取得時利回りの全般的な低下から、比較的高い利回りを確保可能な地方の主要政令市が注目を集めており、取引額の割合を高めています[図表1-1、図表1-2]。

物件の賃貸収益は好調に推移

東京圏と地方主要政令市を中心に物件を保有するJ-REITの賃貸マンションでは、2008年の世界金融危機に伴い平均賃料収入単価・平均稼働率が大きく落ち込みましたが2009年以降、平均稼働率が改善しました。その後、平均賃料収入単価は2015年度下期を底に上昇に転じており、賃貸収益は好調に推移しています[図表1-3左、右]。

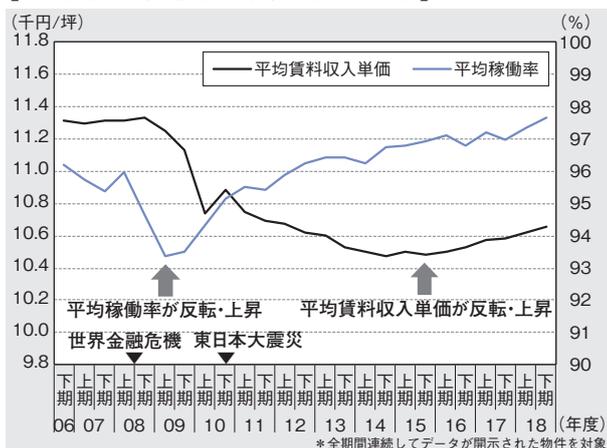
[図表 1-2] 世帯増加率と賃貸マンション居住世帯比率の都市間比較



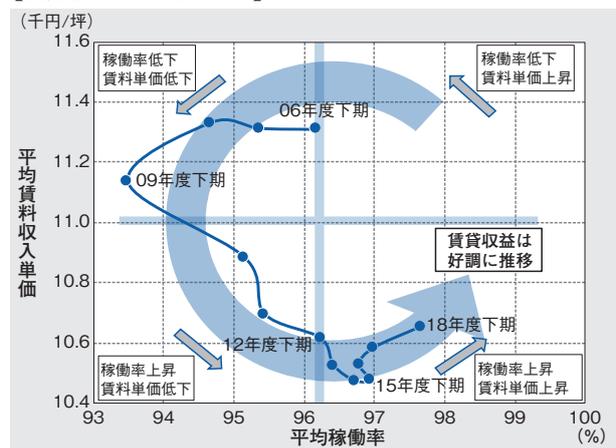
データ出所：総務省「住宅・土地統計調査」、「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数調査」

[図表 1-3] 国内賃貸マンションの賃貸収益の推移 (J-REIT 保有物件を対象)

【平均稼働率と平均賃料収入単価】



【賃貸収益サイクル】



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

直近数年、外資系法人を中心に投資が活発に

J-REITによる賃貸マンションの取得は 落ち着いた状況

従前、国内賃貸マンションの最大の投資主体はJ-REITで、頻繁な新規上場や増資に伴い、世界金融危機前には年間4~5千億円の物件取得がみられました。金融危機の影響で取得額が大きく減少したのち、市況の回復に伴い年間2千億円超に取得額が伸びましたが、2015年以降は年間1~2千億円の取得額に落ち着いています〔図表1-4〕。住宅系J-REITの新規上場が少ないことや東京都区部などでの新設着工戸数の伸び悩みによる物件供給の細りに加え、この数年は国内の賃貸マンションにおいて物件の取得時利回りが低下するなか、取得物件の選択がよりシビアになっていることも要因と推察されます〔図表1-5〕。

2018年度下期時点では、J-REITが保有し運用中の賃貸マンションの平均利回り(約5.5%)と、新規に取得する場合の利回り(約4.8%)には約0.8%ポイントの差が発生しており、積極的な物件

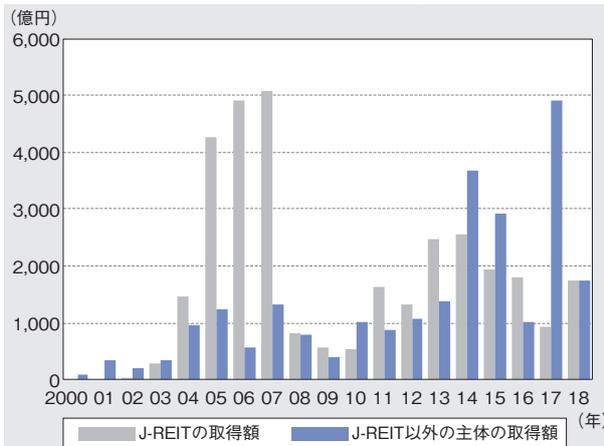
取得を行った場合、新たに加わる利回りの低い物件が運用物件全体の利回りを相応に低下させる環境にあります。このようななか、投資法人向けの物件をスポンサーのデベロッパーが取得あるいは新規開発して保有・運用しつつ、J-REITへの組入れのタイミングを計る動きが一部で見られます。

なおJ-REITでは直近期の2019年上期に、過去最高の合計約620億円の売却がみられました。2019年上期は売却額が取得額を上回る売り越しとなりました〔図表1-6〕。保有物件の含み益が発生している状況を物件売却の好機として捉えていることが背景にあるとみられ、売却と併せて取得を行う物件入替を行うケースが多くみられます。

外資系法人を中心に賃貸マンションへの 投資が活発に

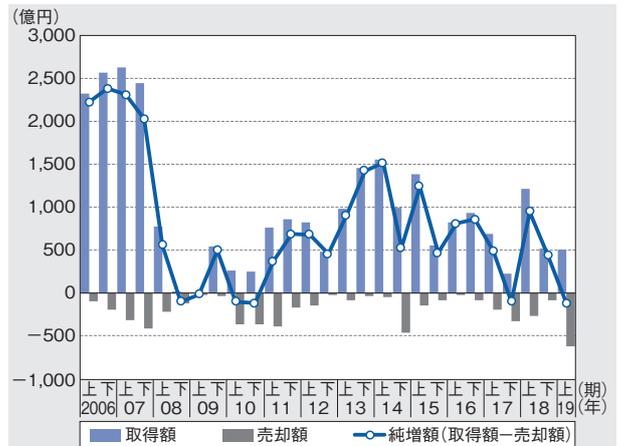
2015年以降、J-REITの賃貸マンションの取得が落ち着く一方で、J-REIT以外の投資主体による取得が増加する傾向にあります〔図表1-4〕。

〔図表 1-4〕 J-REIT とそれ以外の主体の
賃貸マンション取得額推移



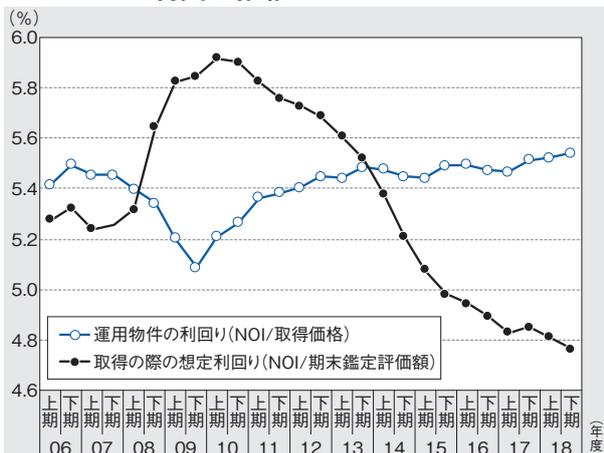
データ出所:都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

〔図表 1-6〕 J-REIT による賃貸マンションの
取得額 / 売却額推移



データ出所:都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

〔図表 1-5〕 J-REIT が保有する賃貸マンションの
利回り推移



データ出所:都市未来総合研究所「ReiTREDA」

〔不動産売買実態調査について〕

「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則(適時開示規則)」に基づき東京証券取引所に開示された固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などで報道された情報から、譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行うもの。情報公表後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っており、過日または後日の公表値と相違する場合がある。また、本集計では、海外所在の物件は除外した。金額は報道機関等による推計額を含む。数値化のため、「約」などの概数表記を省いたものや範囲表記の中間値を採用したものなど、報道された値を修正したものを含む。

主な投資主体は外資系法人で、海外資金等の市場への流入が活発となりました〔図表1-7〕。世界的な低金利下において資金運用先として、相対的に利回りの高い日本国内の不動産への投資需要が強いことなどが背景にあり、2014年か

ら2018年にかけて半期で合計5百～4千億円に上る大規模な投資がみられました。2019年に入ってから6月から8月にかけて合計6百億円を超える複数の取引がみられたほか、10月には約1,300億円の大型の取引が報道されました。

外資系法人を中心に複数物件を一括で取得する大型取引が増加

外資系法人による国内賃貸マンション投資の特徴としては、2014年以降、従前に比べ大型の取引が現れたことが挙げられます。従来少なかった200億円を超える規模の投資が大幅に増加しており、1,000億円を超える規模の投資も複数件みられます。複数物件をまとめて取得するケースが多いJ-REITが買主の取引を除いても、50億円を超える大型取引の割合は上昇傾向で、2018年には金額ベースで約7割を占めました〔図表1-8下〕。

加えてこれらの大型取引は、建物単体ではなく複数物件を一括取引する形態が中心であることが挙げられます〔図表1-8上〕。一般的にオフィスや商業施設、物流施設などに比べて単体の規模が小規模な賃貸マンションを複数組み合わせることで大型の投資を組成する、複数物件一括取引の形態が多く用いられています。

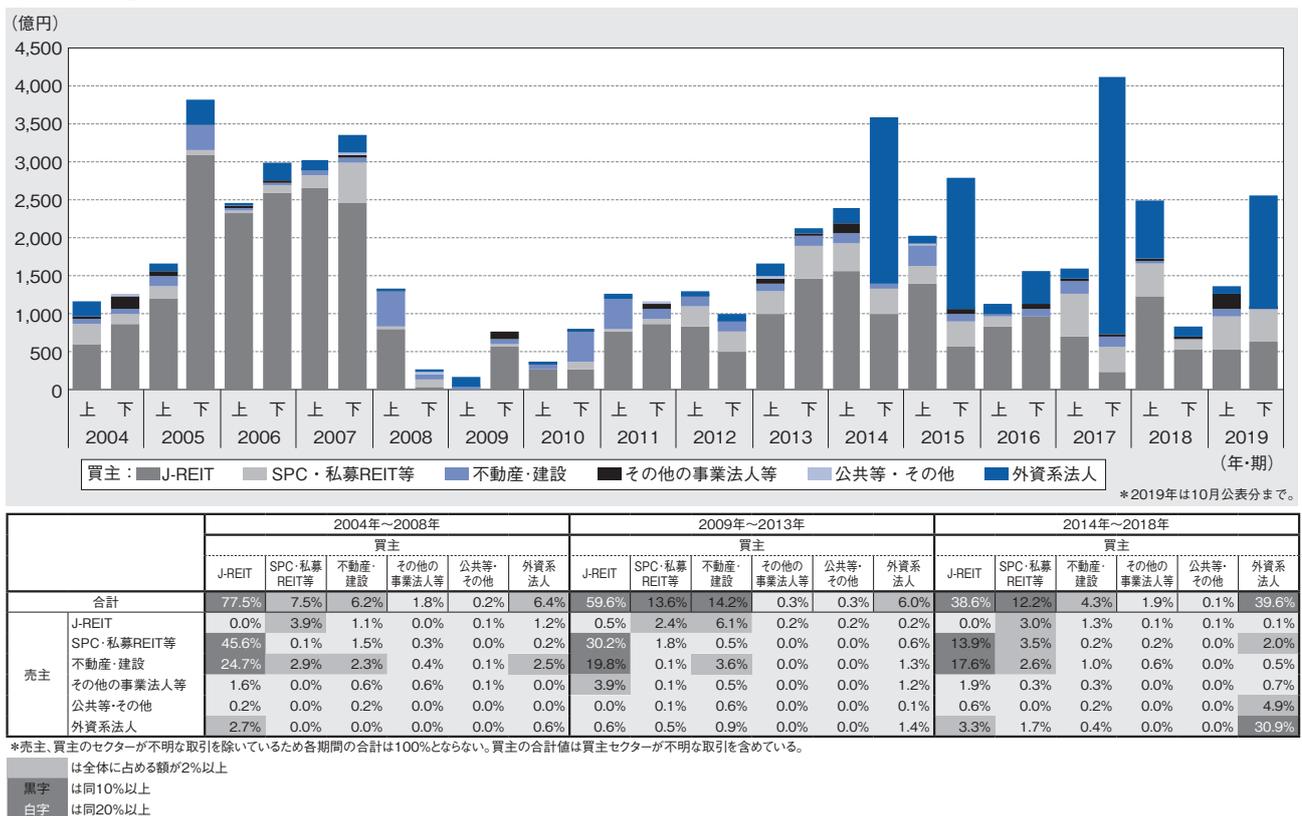
投資主体をみると、海外の国・地方政府・公的団体の年金基金や、海外の大学の基金などを運用する投資ファンド、外資の保険会社など

が中心で、公的な基金や保険の運用資金が国内の賃貸マンション市場に流入している状況です。また数百億円を超える大型の取引では、売主、買主ともに外資系法人であるケースが多くみられます。このうち1,000億円を超える取引では、外資系投資ファンドが数年保有した後に外資保険会社へ譲渡するケースのように、短期で運用する投資家から長期保有を志向する投資家への流通の動きが見て取れます。

なお単体取引においては、2018年に外資系法人による約430億円の大型の取得事例（総戸数500～700戸クラス）がみられるなど、従前に比べ大規模物件の取引が現れたことが特徴として挙げられます。また2018年には単体で100億円クラスの大型賃貸マンションを外資系法人が取得後、サービスアパートメントにコンバージョンして用途の最適化を図る大掛かりなバリューアップを施す事例もみられます。

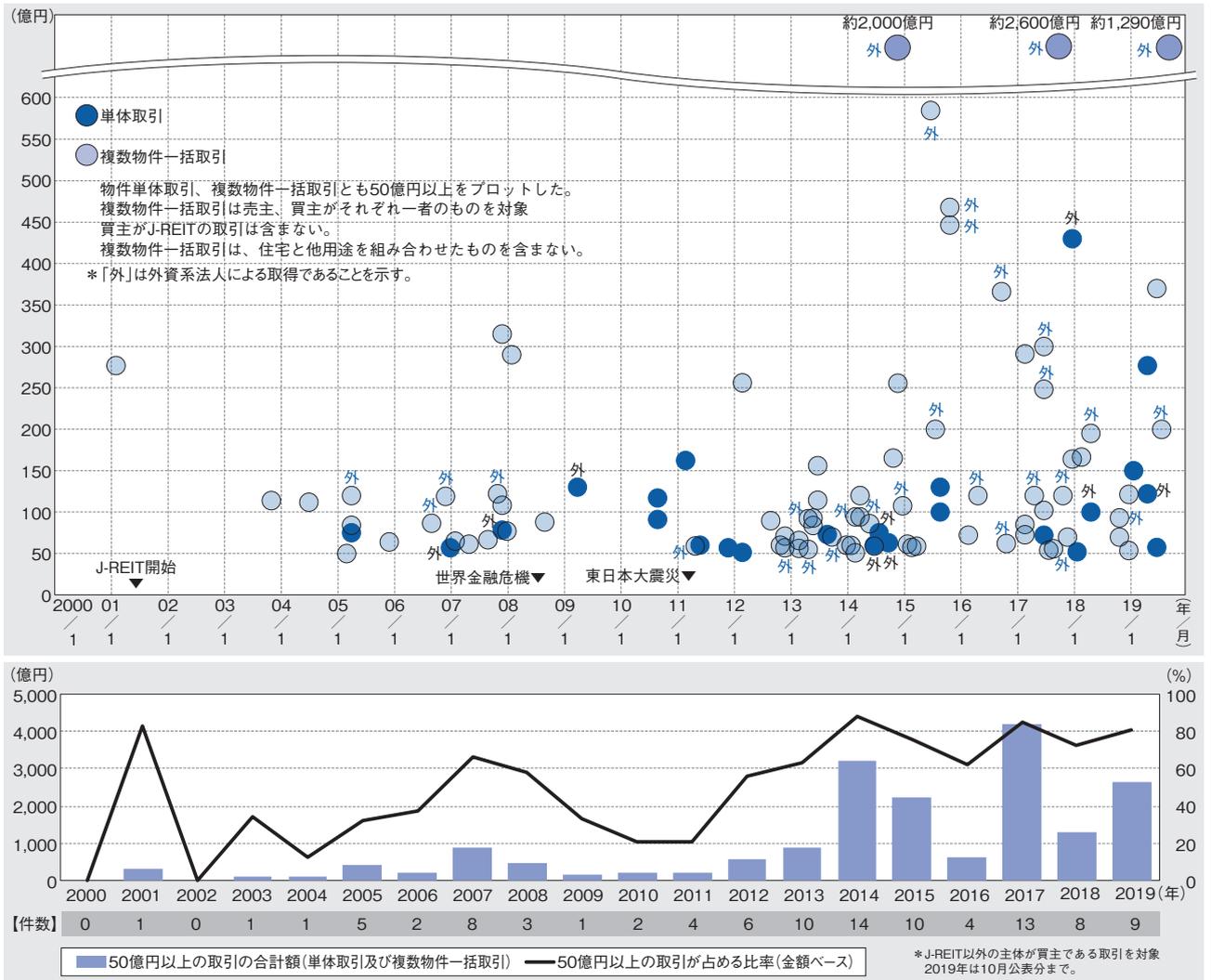
（以上、都市未来総合研究所 清水 卓）

〔図表 1-7〕 賃貸マンションの取得主体の推移と売却主体 / 取得主体の関係変化



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

【図表 1-8】 国内における賃貸マンションの大型取引の実績 (物件単体取引又は複数物件一括取引で50億円超) (買主がJ-REIT以外の取引が対象)



データ出所: 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

【図表 1-9】 最近の大型取引の特徴と事例

一取引当りの規模	取引の種類と構成	主な取引事例	主な投資主体		備考
			海外	国内	
50~200億円	単体取引と複数物件一括取引が同程度 複数物件一括取引の場合、概ね2~20物件/取引	①2018年、香港Phoenix Property Investors (フェニックス・プロパティ・インベスターズ)のSPCがストーリーア品川を約100億円で取得。大型賃貸マンションをサービスアパートメントにコンバージョンし「オークウッドレジデンス品川」の名で2018年4月に開業(単体取引) ②2018年、英国保険会社ブルーデンシャル傘下のM&G Real Estateが、賃貸マンション(計4物件561戸)を約93億円で取得		・国内の不動産デベロッパーや事業法人の不動産子会社 ・国内のアセットマネジメント会社(国内外の機関投資家の資金を運用)の組成するSPCなど	・単体取引で最近、リノベーション・コンバージョンによるバリューアップを施す事例がみられる。
200~1,000億円	複数物件一括取引が中心 複数物件一括取引の場合、概ね5~50物件/取引	③2015年、PAG(アジア不動産投資会社)のグループ会社である香港PAGインベストメント・マネジメントが、米国Kennedy Wilson等から50棟(2,410戸)を約585億円で取得 ④2018年、米国Westbrook Partnersの特定目的会社が、都市再生機構(UR)から河田町コンフォガーデンを約430億円で取得(単体取引) ⑤2019年、国内の特定目的会社がロイヤルパークスタワー南千住を約277億円で取得(単体取引) ⑥2019年、三菱商事子会社のダイヤモンド・リアルティ・マネジメントが海外機関投資家向けに首都圏の賃貸住宅に特化したファンドを組成。7物件一括取引(約370億円)	・海外の投資ファンド(公的年金(国や地方政府、公的組織)、大学の基金などを運用) ・海外の保険会社など	・国内の私募リート ・国内商社の子会社の組成するSPCなど	・近年、単体取引で200億円を超える、総戸数で500戸超の大規模物件が散見 ・一部に100物件/取引を超えるものあり地方中心に数百を超える物件で構成する例あり(独立行政法人の雇用促進住宅売却の例)
1,000億円超	複数物件一括取引 概ね80~200物件前後/取引	⑦2014年に米ブラックストーングループが日本GEから賃貸マンション204棟を約2,000億円で取得 ⑧2017年、中国の生命保険会社安邦保険集団が米ブラックストーングループから221棟を約2,600億円で取得。物件所在地は東京・名古屋・大阪・福岡など ⑨2019年、ドイツの保険会社大手傘下のアリアンツ・リアル・エステートが米ブラックストーングループが運用するファンドから、東京や大阪などの賃貸マンション約82棟を約1,290億円で取得		(事例では該当なし)	・投資主体は外資系投資ファンドや外資保険会社など ・投資ファンドの出口として長期ホルダー(保険会社)への譲渡の動きがみられる。

出所: 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」及び各種公開情報

都心5区のオフィス平均成約賃料

東京都心5区^{*1}のオフィス平均成約賃料^{*2}(以下、「成約賃料」という。)を規模別^{*3}に整理しました。

大規模ビルの成約賃料は、千代田区と港区が高水準で推移

大規模ビルの成約賃料は、千代田区が最も高い水準、次いで港区が高い水準で推移しています。特に2013年以降の両区の上昇幅は他の区に比べて大きいのが特徴的です[図表2-1]。千代田区や港区では、大規模再開発等による大規模ビルの新規供給が多かったことなどが背景と考えられます。なお、中央区や渋谷区でも大規模ビルの供給が進んでいますが、千代田区や港区に比べると供給量は少ないのが現状です

※1 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

※2 東京都心5区の賃貸オフィスビルで実際に成約した賃料事例を都市未来総合研究所が収集。成約した月額賃料の坪当たり単価を成約面積の加重平均で算出

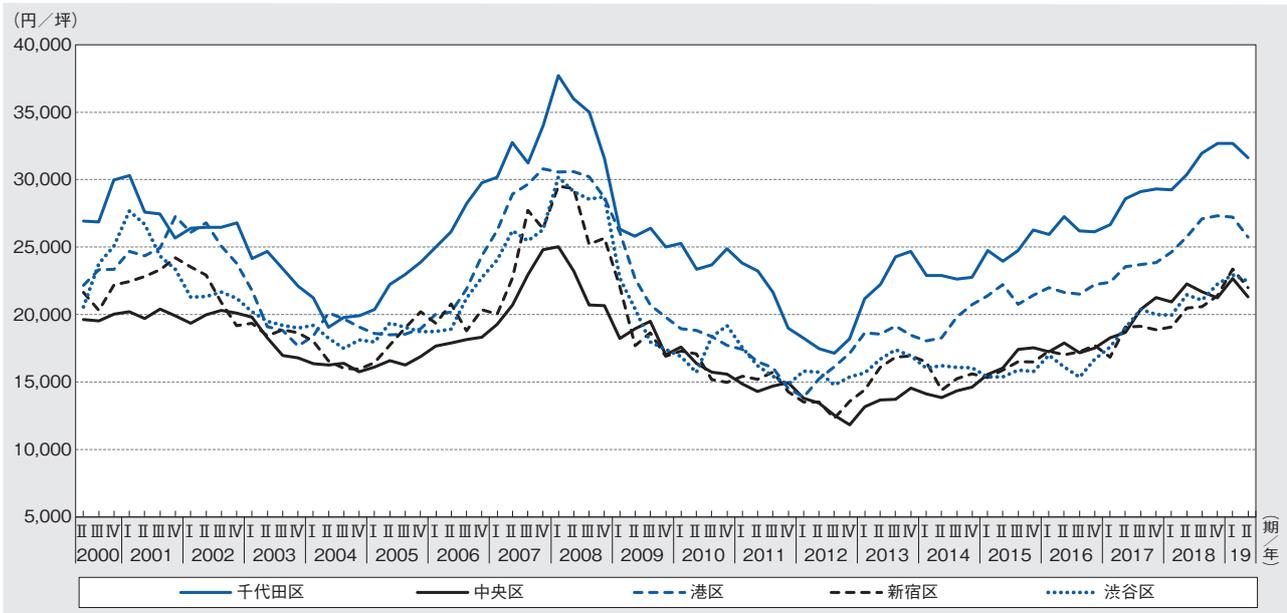
※3 大規模ビル：基準階面積 200 坪以上、大型ビル：基準階面積 100 坪以上 200 坪未満、中小型ビル：基準階面積 100 坪未満

[図表2-2]。

大型ビルと中小型ビルは渋谷区が高水準

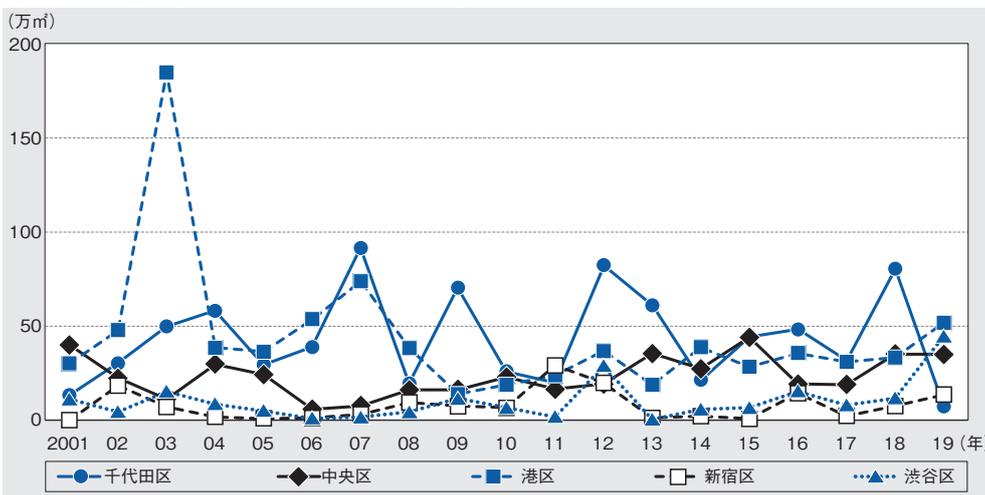
大型ビルと中小型ビルの成約賃料は、いずれも渋谷区が最も高い水準で推移しています[図表2-3、2-4]。IT関連企業などが集積してきた渋谷区のオフィスエリアでは、これらの企業が成長・拡大する一方で、大規模オフィスの供給が少ない時期が続いたことから、オフィス需給がタイトとなり、大型ビルや中小型ビルの成約賃料も高水準を維持してきたと考えられます。

【図表 2-1】 大規模ビル・都心5区の区別成約賃料（後方4四半期移動平均）の推移



注) I期:1～3月、II期:4～6月、III期:7～9月、IV期:10～12月(図表2-3～2-6も同じ)

【図表 2-2】 都心5区のオフィス供給量



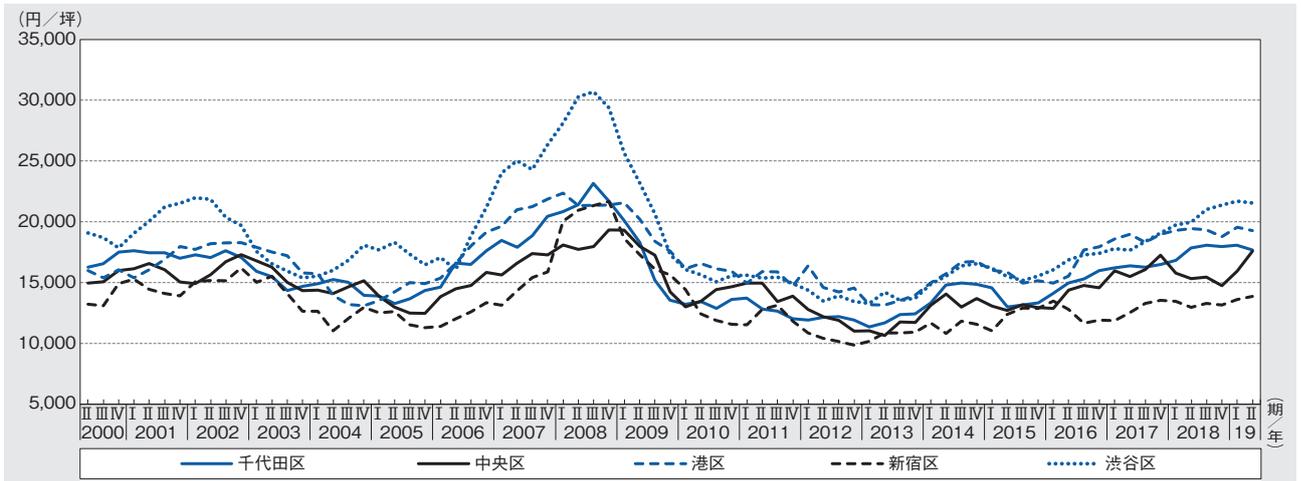
注)2019年8月末時点

図表 2-1 と 2-2 のデータ出所：都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」

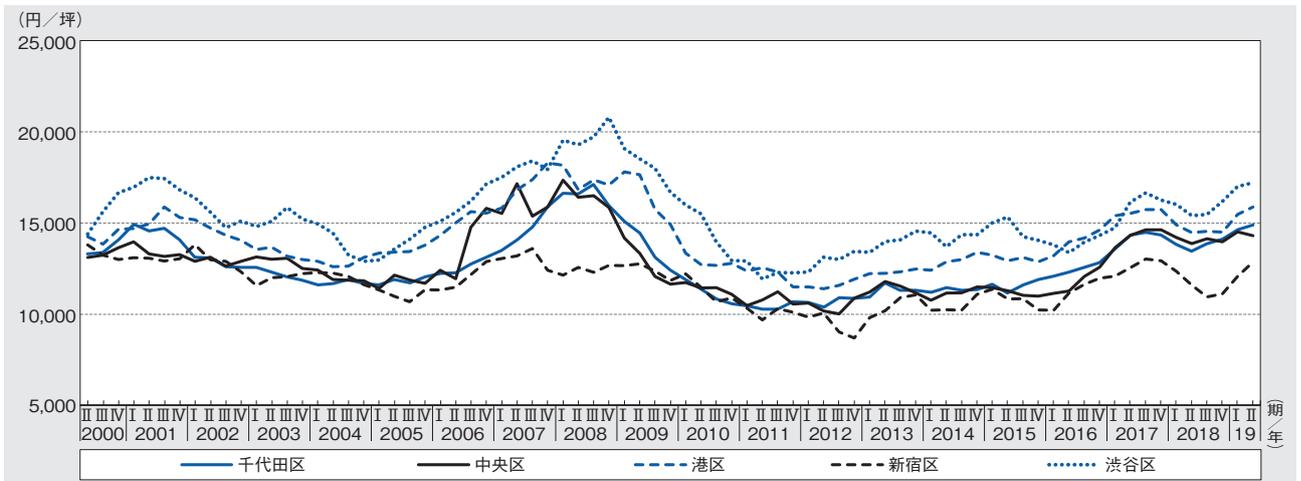
区	2001年～2019年計(万㎡)
千代田区	825
中央区	448
港区	836
新宿区	147
渋谷区	193
都心5区計	2,448

注) 延べ床面積が概ね5,000㎡以上で、オフィス用途部分が存在する建物に関するプロジェクトを集計。複合ビルの場合、他用途の延べ床面積も含まれる。自社ビルの延べ床面積も含む。

[図表 2-3] 大型ビル・都心5区の区別成約賃料（後方4四半期移動平均）の推移



[図表 2-4] 中小型ビル・都心5区の区別成約賃料（後方4四半期移動平均）の推移



図表 2-3 と 2-4 のデータ出所：都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」

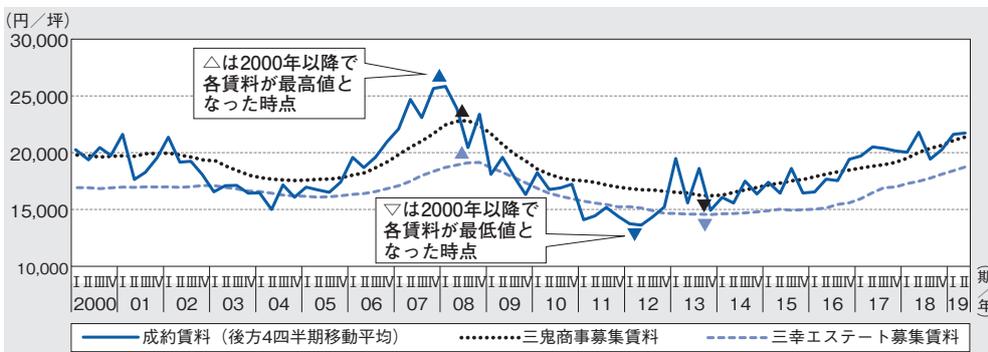
成約賃料は募集賃料に先行して変動

成約賃料とオフィス仲介会社が公表している募集賃料の推移を比較しました[図表2-5]。

2000年以降で最高価格となった時期は、募集賃料が2008年Ⅲ期であったのに対して成約賃

料は2四半期早い2008年Ⅰ期でした。同様に最低価格となった時期は、募集賃料の2013年Ⅳ期と2014年Ⅰ期に対して、平均成約賃料は2012年Ⅱ期で6四半期以上早い結果となり、成約賃料は募集賃料に先行する動きがみられます。[図表2-6]。（以上、都市未来総合研究所 佐藤 泰弘）

[図表 2-5] 都心5区の成約賃料と募集賃料の推移



注1) 募集賃料は月別データから3か月分の平均を算出し、期別データとした。
注2) 三幸エステートの統計日は各月1日時点のため、1ヶ月前のデータとして扱っている。(例：Ⅰ期=2月1日、3月1日、4月1日時点の賃料の平均)

[図表 2-6] 都心5区の成約賃料と募集賃料の比較

	成約賃料	三鬼商事募集賃料	三幸エステート募集賃料
2019年Ⅱ期	21,710	21,400	18,750
最高値	25,840	22,830	19,150
	2008年Ⅰ期	2008年Ⅲ期	2008年Ⅲ期
最低値	13,630	16,220	14,560
	2012年Ⅱ期	2013年Ⅳ期	2014年Ⅰ期

図表2-5と2-6のデータ出所：成約賃料（共益費別）は都市未来総合研究所「OFFICE MARKET RESEARCH」、三幸エステート(株)の募集賃料（共益費込）は「オフィスマーケット月報」、三鬼商事(株)の募集賃料（共益費は原則含まず。基準階面積100坪以上の主要賃貸事務所）は「オフィスマーケット情報」と「最新オフィスビル市況」

Monthly Watcher J-REITにおけるESGに関する取組

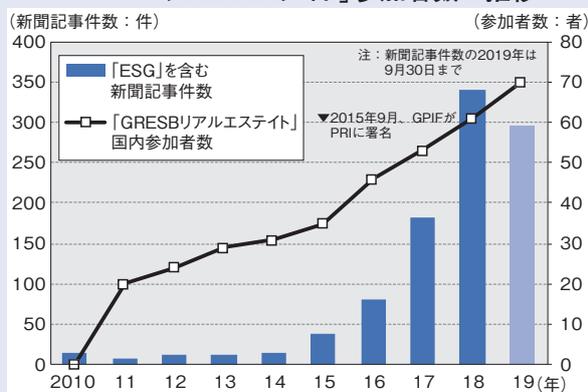
近年、年金基金などの機関投資家を中心に、投資対象の選定に当たってESG^{※1}の要素を考慮する動きが強まっています。「ESG」を含む新聞記事数^{※2}は2015年から増加基調となり、年々増加度合いが高まっています[図表3-1(棒)]。2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が責任投資原則(PRI)^{※3}に署名したことなどを契機に、国内におけるESGへの注目が高まっていることが主な背景とみられます。不動産分野においては、不動産企業・ファンド単位でESG配慮を測るベンチマーク評価として、PRIを主導した欧州の主要年金基金グループを中心に「GRESB」^{※4}が2009年に創設されました。国内のGRESB参加者数は2011年以降一貫して増加しており、2016年からは増加度合いが高まっています[図表3-1(折れ線)]。

直近(2019年)のGRESB国内参加者で最多のシェアを占めるのはJ-REIT(参加者数ベースで63%)で、J-REITの70%(投資法人数ベース)がGRESBに参加しています。J-REITの開示情報を基に集計したところ、総合スコアに基づく5段階の相対評価である「GRESBレーティング」で最高位の「5スター」を取得した投資法人は8法人でした[図表3-2]。「5スター」を取得したJ-REITが公表した評価された取組をみると、ESGのうち「E(Environment:環境)」に関連するとみられるものが比較的多く、特に環境認証の取得を挙げている投資法人が複数あります[図表3-3]。個別不動産に係る環境認証制度の一つである「DBJ Green Building認証」^{※5}の取得状況を「GRESBレーティング」別に集計すると、レーティングが高い投資法人ほど保有物件に占める認証取得物件の割合が大きいたことが分かります[図表3-4]。

(以上、都市未来総合研究所 大島 将也)

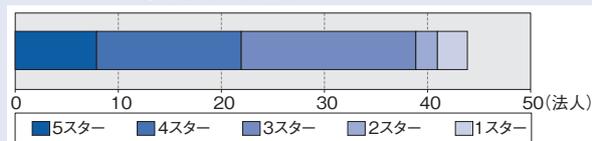
- ※1: ESGとは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字をとった用語。ESGに配慮した投資はESG投資といわれ、国土交通省「ESG不動産投資の在り方検討会 中間とりまとめ」では、投資の意思決定にESGの要素を組み合わせ、リスク管理を向上させ、持続可能で長期的なリターンをあげることを目指す投資手法とされている。
- ※2: 集計した新聞は全国紙5紙(日本経済新聞(朝刊・夕刊)、朝日新聞、毎日新聞、読売新聞、産経新聞)
- ※3: 責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)とは、持続可能な社会の実現を目的とし、機関投資家の投資の意思決定プロセスや株式の保有方針の決定にESG課題に関する視点を反映させるための考え方を示すものとして2006年に国連が公表した原則
- ※4: GRESBとは、Global Real Estate Sustainability Benchmarkを省略した用語で、一般に「グレスビー」と読まれる。評価は年次で行われ、ESGへの配慮に関する方針策定や管理体制等に係る「マネジメントと方針」と、ESGに対する実際の取組や保有物件におけるエネルギー消費量等の実績データに係る「実行と計測」の2軸で評価される。
- ※5: DBJ Green Building認証は環境・社会への配慮がなされた不動産の評価を通じ、事業者と金融機関・投資家の架け橋となることを目的に2011年4月に日本政策投資銀行が創設した認証制度

【図表3-1】「ESG」を含む新聞記事数と「GRESBリアルエステイト」参加者数の推移



データ出所: 新聞記事数は日本経済新聞社「日経テレコン」(上記※2に記載の全国紙5紙を対象に「ESG」が含まれる記事数を集計)、「GRESBリアルエステイト」国内参加者数はCSRデザイン環境投資顧問のwebサイト

【図表3-2】J-REITの「GRESBレーティング」件数(2019年)



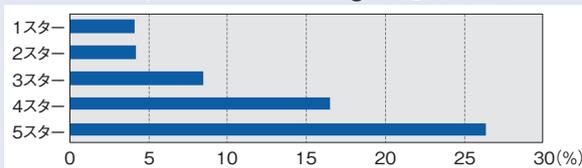
データ出所: 投資法人の開示情報

【図表3-3】「GRESBレーティング」(2019年)で「5スター」を取得したJ-REITが公表した、評価された取組

投資法人(タイプ)	評価された取組
A (オフィス特化)	・グリーンボンドを活用した省エネルギー改修の実施 ・環境データに対する第三者保証を取得 ・グリーンビルディング認証の取得割合が70%超へ ・テナントとの協力体制の構築(例:グリーンリース、テナント満足度調査) ・オフィスビルにおける健康と快適性の取組
B (複合)	・ステークホルダーとの連携・協力体制 ・環境関連パフォーマンス指標の管理 ・グリーンビルディング認証などの積極的な取組
C (複合)	・「ポリシーと開示」および「ステークホルダーとの関係構築(エンゲージメント)」において高評価 ・「パフォーマンス指標」および「ビルディング認証」において前回と比べて高評価
D (複合)	・サステナビリティに関わる目標の設定や執行体制の拡充等のマネジメントと戦略の向上 ・ESGリスクの適切な把握やESG課題に対する改善に向けた具体的な行動 ・テナントをはじめとするステークホルダーとの関係構築の強化

注: 下線部は、ESGのうち「E(Environment:環境)」に関連すると都市未来総合研究所が判断(推定を含む)したものを示す。
出所: 投資法人の開示情報を基に都市未来総合研究所作成

【図表3-4】「GRESBレーティング」(2019年)別に集計した「DBJ Green Building認証」取得割合



注: 投資法人を「GRESBレーティング」別に分類し、「当該レーティングを取得した投資法人保有物件におけるDBJ Green Building認証取得物件数÷所有物件総数」で算出した。

データ出所: 「GRESBレーティング」の総合スコアは投資法人の開示情報、「DBJ Green Building認証」はwebサイトの認証一覧、投資法人所有物件数は都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産トピックス 2019. 11

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
大畑 善郎 TEL.03-3274-9079 (代表)
株式会社都市未来総合研究所 研究部
清水 卓、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。