

2022

2

February

Topics

不動産トピックス

トピックス1

下げ止まりの傾向がみられる東京圏の住宅着工 …… 2

トピックス2

東京都23区におけるJ-REITの物件の取得動向および
保有物件の収益率の変化 …… 6

マンスリーウォッチャー

私募REITにおける市場拡大の動き …… 8

下げ止まりの傾向がみられる東京圏の住宅着工

東京圏^{※1}における住宅着工戸数^{※2}は、個人向け投資用不動産ローンの審査の厳格化等によりアパート等の着工戸数が減少したこと、消費増税による駆け込み需要の反動減等により戸建て住宅の着工戸数が減少したこと等から2017年半ばをピークに大幅に減少しています。一方で、新型コロナウイルスの感染拡大はあったものの着工戸数の減少幅は拡大しておらず、2021年には下げ止まりの傾向がみられます。コロナ下における実需の変化や堅調な投資需要等が住宅着工の下支えに繋がっていると考えられます。

2021年の東京圏の住宅着工戸数は2020年末の水準を上回り推移

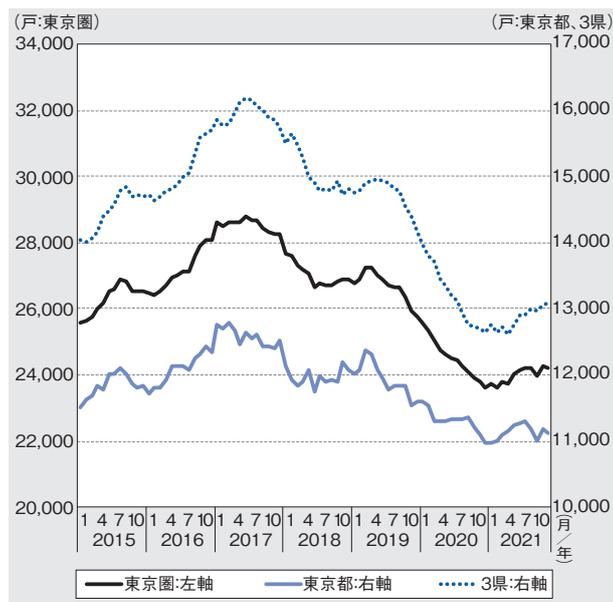
東京圏の住宅着工戸数(12ヶ月後方移動平均)は、2017年半ばをピークに減少に転じ、一旦持ち直しがみられたものの、2019年以降再び減少が続いていましたが、2021年に入り、底であった2020年12月の23,622戸を上回って推移しています[図表1-1]。東京都内と3県にエリアを分類すると、3県で増加基調に転じる動きがみられます。

また、戸建て住宅^{※3}、分譲マンション^{※4}、賃貸マンション^{※5}、アパート等^{※6}に物件タイプを分類すると、戸建て住宅およびアパート等の着工戸数に

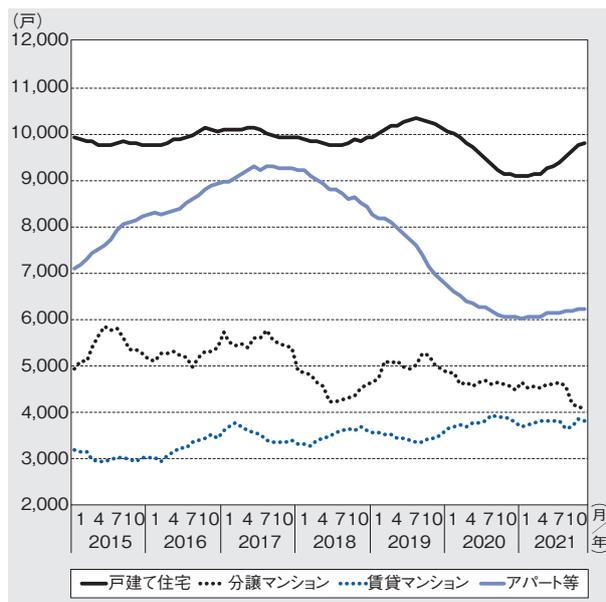
おいて、2021年に入り、減少から増加の基調に転じる動きがみられます[図表1-2]。

- ※1：東京都および神奈川県、埼玉県、千葉県、東京都の3県(以下、同じ)
- ※2：2021年11月までの新設住宅着工戸数の月次データを、季節要因を含め短期変動を除くため12ヶ月後方移動平均で集計(以下、同じ)
- ※3：戸建て住宅は、持家(注文住宅)と分譲住宅の一戸建ての合計とした。
- ※4：分譲マンションは、構造=鉄骨鉄筋コンクリート造・鉄筋コンクリート造・鉄骨造、建て方=共同住宅、利用関係=分譲住宅とした。
- ※5：賃貸マンションは、構造=鉄骨鉄筋コンクリート造・鉄筋コンクリート造、建て方=共同住宅、利用関係=貸家とした。
- ※6：アパート等は、貸家全体-賃貸マンションとした。殆どが木造や鉄骨造のアパートであるが、賃貸戸建て住宅も含まれる。

【図表 1-1】 東京圏(都内 / 3 県)の住宅着工戸数



【図表 1-2】 東京圏の物件タイプ別着工戸数



図表 1-1、1-2 のデータ出所：国土交通省「建築着工統計調査報告」

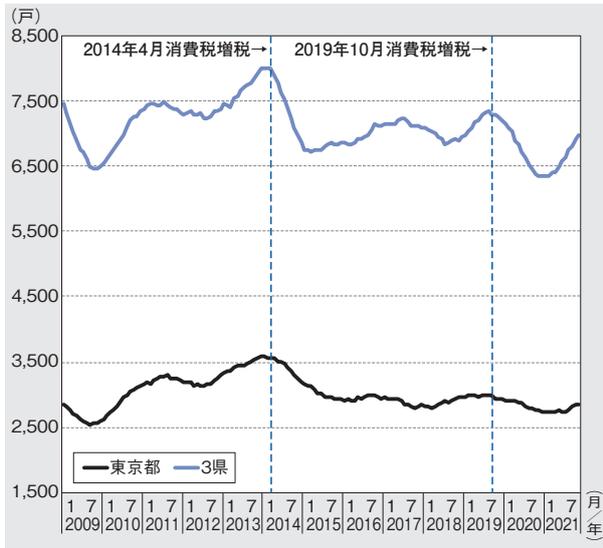
東京都内、3 県における物件タイプ別にみた住宅着工の動向

戸建て住宅の着工戸数は消費増税の反動減後の回復が顕著

戸建て住宅の着工戸数は、2019年後半から減少基調で推移してきましたが、都内では2021年3月の2,722戸、3県では2020年12月の6,353戸を底に増加基調に転じています[図表1-3]。2019年後半からの減少は2019年10月の消費増税による駆け込み需要の反動減とみられるものの、直近では駆け込み需要前の水準まで回復しています。

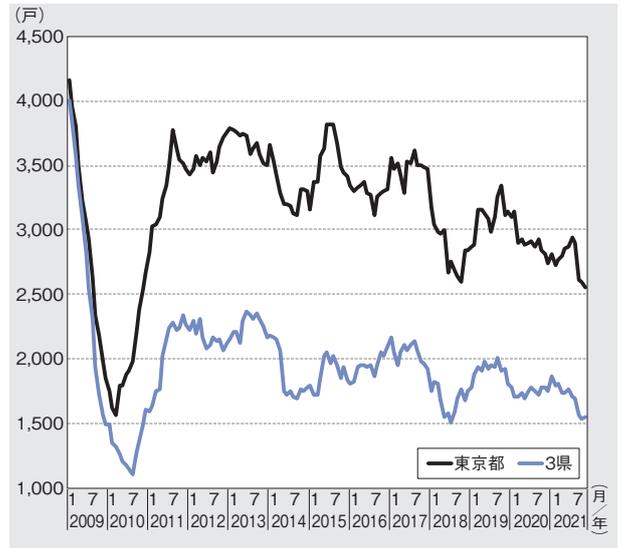
2014年4月の消費増税の際にも駆け込み需要の反動減がみられましたが、3県では今回のような顕著な回復はみられず、都内では殆ど回復はしませんでした[図表1-3]。2013年頃から価格の上昇基調が続く分譲マンションと比べた割安感や[図表1-4]、コロナ下で住宅への関心が高まり、在宅勤務ができる個室のある広い家を購入する動きが強まったこと等から新築戸建て販売が好調であることが報じられており、着工の底打ちや回復の後押しになっているとみられます。

【図表 1-3】 東京圏の戸建て住宅の着工戸数



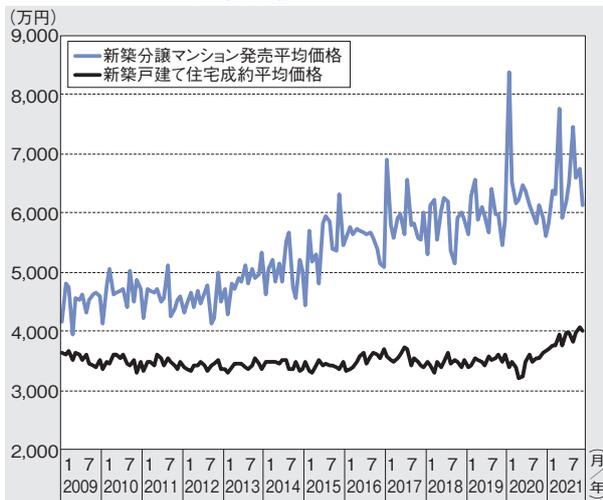
データ出所：国土交通省「建築着工統計調査報告」

【図表 1-5】 東京圏の分譲マンションの着工戸数



データ出所：国土交通省「建築着工統計調査報告」

【図表 1-4】 東京圏の戸建て住宅、分譲マンションの平均価格



データ出所：東日本不動産流通機構「Market Watch」、不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向」

分譲マンションの着工戸数は都内、3県ともに減少基調で推移

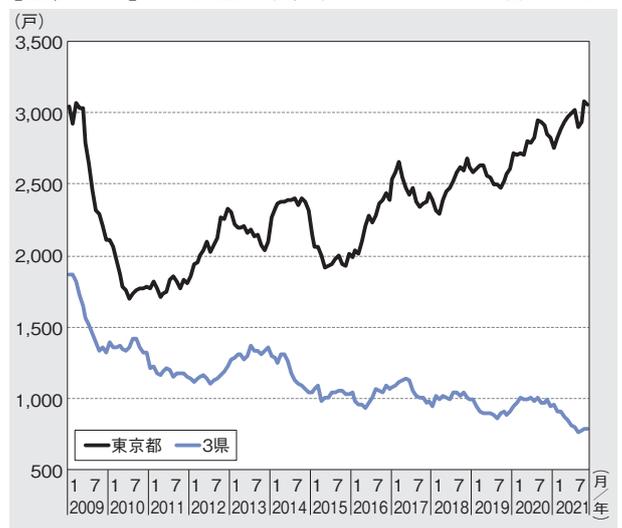
分譲マンションの着工戸数は、都内と3県ともにファンドバブル(2006年から2008年頃)後の減少から急回復した後、2014年頃から減少基調で推移し、2021年に入ってもその傾向が続いています[図表1-5]。背景として、発売価格の上昇や[図表1-4]、都区部等における開発適地の素地不足等が考えられます。

一方で、不動産経済研究所の公表^{*7}によると、「2022年の東京圏の分譲マンション発売戸数は都下や埼玉県、千葉県で大幅に発売が増加し、2021年比で4.6%増加する見通し」とされています。郊外では都区部と比べ発売価格が抑えられ、開発素地も確保しやすいとみられ、在宅勤務の普及等を背景に堅調な販売が続く場合、着工戸数の減少基調の緩和に繋がる可能性があると考えられます。

賃貸マンションの着工戸数は都内で増加基調が続く

賃貸マンションの着工戸数は、3県では分譲マンションと同様に減少基調である一方、都内では増加基調が続いています[図表1-6]。都内で増加が続く背景として、ファンドバブル後の回復が分譲マンション等と比べ緩やかであったこと[図表1-5]、直近でも強い投資需要が続いていること等が考えられます。

【図表 1-6】 東京圏の賃貸マンションの着工戸数



データ出所：国土交通省「建築着工統計調査報告」

投資環境についてJ-REITを例にみると、2020年、2021年における都内での物件の取得額は755億円、834億円と新型コロナウイルス感染拡大前の2019年の水準を上回り増加しています[図表1-7]。2021年の取得事例では、取得利回り^{*8}

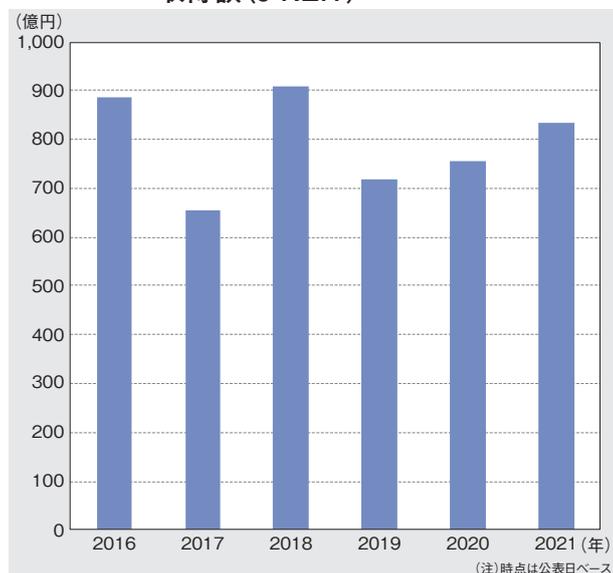
*7：不動産経済研究所「首都圏・近畿圏マンション市場予測」(2021年12月21日)

*8：J-REITの物件における取得額ベースの取引利回り事例。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

がファンドバブル期の最低である3.8%を下回る事例が複数みられます〔図表1-8〕。

堅調な着工が続く都内では、ライフスタイルの変化や新しい価値観に対応した賃貸マンションの開発（商品企画・サービス）がみられます

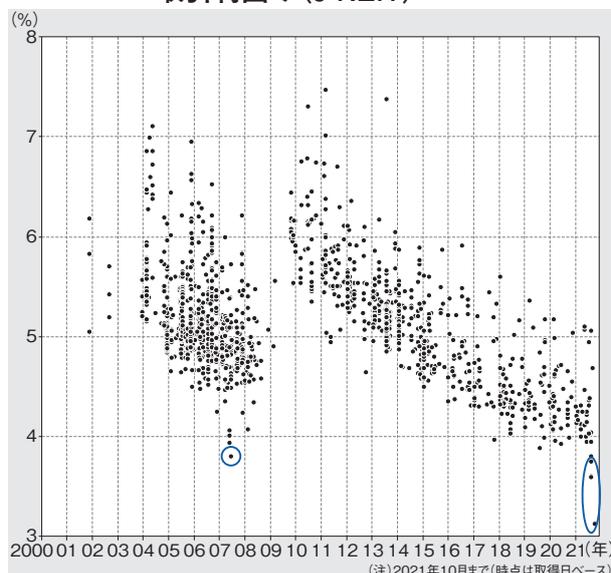
〔図表 1-7〕 東京都内における賃貸マンションの取得額（J-REIT）



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

す。具体的には新しい働き方へ対応する事例〔図表1-9の①〕、新型コロナウイルス対策を含めたスマート（情報技術による多機能化）対応の事例〔図表1-9の②〕、脱炭素等を意識した環境対応の事例〔図表1-9の③〕等があげられます。

〔図表 1-8〕 東京都内における賃貸マンションの取引利回り（J-REIT）



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

〔図表 1-9〕 賃貸マンションにおける商品企画・サービス事例（東京都内の 2020 年以降の竣工事例）

商品企画・サービスの概要		① 新しい 働き方 対応	② スマー ト対 応	③ 環境 対応	物件所在	竣工
1	住戸内への テレワークスペースの 設置	○	○		⑦台東区浅草橋、 ⑧中央区築地、 ⑨墨田区両国	⑦⑧ 2020 年 12 月、 ⑨ 2021 年 7 月
2	住宅設備メーカーと協業し、在宅勤務の普及や在宅時間の増加といった生活スタイルの変化を踏まえ、キッチンの機能のコンパクト化や在宅勤務に対応したデスクカウンターを設置などにより「新しい一人暮らしの在り方」を提案する商品企画を新たに展開	○			台東区浅草橋	2021 年 10 月
3	テレワークスペース + コワーキングスペース の設置	○			江東区高橋	2021 年 5 月
4	グループ会社の ICT のノウハウ等を活かした都市型賃貸マンションシリーズを新たに展開。エントランスの自動ドアについて非接触で解錠できるシステムを採用。共用部にコワーキングスペースを設置（Wi-Fi 完備、モニターと飛沫防止パーティションが電動で稼働するテーブルを配置）	○	○		中野区中央	2021 年 2 月
5	コワーキングスペース の設置	○		○	千代田区内神田	2022 年 6 月
6	シェアオフィスとの 連携	○			台東区台東	2020 年 7 月
7	シェアハウス + コワー キングスペースの 一体運営（注）	○	○		港区海岸	2020 年 6 月
8	木造による中高層開 発			○	江東区東陽	2020 年 2 月
9	CO ₂ 排出量実質ゼロ の ZEH マンション			○	文京区関口	2023 年 6 月

（注）他の開発事業においても、シェアハウスとコワーキングスペースが一体となった施設運営事業を開始する事例がみられ、コワーキングスペース部分を再現したコンセプトスペースを中央区日本橋浜町で 2021 年 11 月にオープンしている。一般的なシェアオフィスやコワーキングスペースのように働くための場ではなく、暮らしの要素を取り込み、運営スタッフがメンバー同士の緩やかな繋がりを支援することで、よりパーソナルなネットワークを生む空間を創出している。

出所：各社プレスリリース

新しい働き方へ対応する事例としては、居住者向けに在宅勤務用のワークスペースを設置する取り組みとともに〔図表1-9の1~4〕、オフィスと住宅の中間領域の新事業として、大手町駅徒歩圏の都心の立地で居住者以外の利用も想定した開かれたコワーキングスペースを設置する事例〔図表1-9の5〕、自社運営のシェアオフィス利用券を配布し、居住者の利便性向上とシェアオフィスの利用促進を図る事例〔図表1-9の6〕、シェアハウスとコワーキングスペースの一体運営により、起業家やフリーランス等に対し、仕事とともに交流の場を提供する事例〔図表1-9の7〕等がみられます。

アパート等の着工戸数は2021年に入り下げ止まりの傾向

アパート等の着工戸数は、3県では2017年後半から減少基調でしたが、2021年1月の3,464戸を底に以降はその水準を上回って推移しています〔図表1-10〕。都内でも2018年前半から減少基調でしたが、2020年に入り減少幅の縮小が顕著にみられます。

個人向け投資用不動産ローンの審査の厳格化等により2017年半ばから減少が続いていた個人貸家向け新規貸出額(4期後方

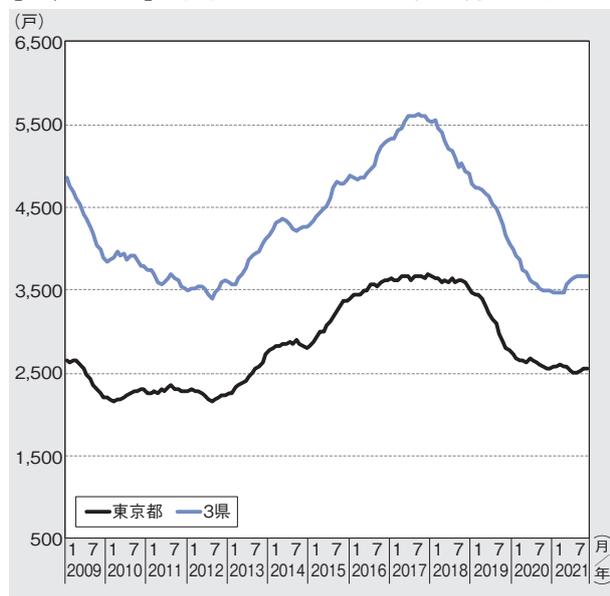
移動平均)は2021年3月期を底に6月期、9月期と増加に転じています〔図表1-11〕。コロナ下で個人の資産形成への関心が高まったこと、金融機関において不動産に代わる収益源の開拓が難しくなっていること等から地方銀行を中心に融資を拡大する動きが広がっていることが背景として報じられています。

また、開発の受け皿となるアパート等を投資対象としたREITやファンドを設立する動きがコロナ下の2020年以降でみられます〔図表1-12〕。投資にあたり、木造アパートを投資対象とする事例では、「地球環境の維持・向上に資する木造建築物を投資対象とした金融商品には潜在的にニーズがある」としています〔図表1-12の2〕。賃貸戸建て住宅を投資対象とする事例では、「リモートワークを活用し、より広く、部屋数も多い住宅で暮らすといった新しい価値観は、ウィズコロナ/アフターコロナにおいても続くと考えられる」としています〔図表1-12の3〕。

賃貸住宅への投資は、堅調な都内の賃貸マンションに加え、郊外を中心としたアパート等でも復調の兆しや広がりがみられ、着工の下支えに繋がっていると考えられます。

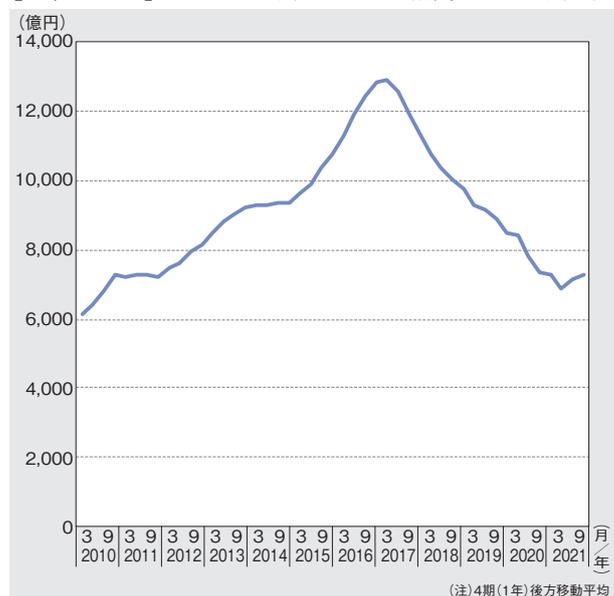
(以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹)

〔図表 1-10〕 東京圏のアパート等の着工戸数



データ出所：国土交通省「建築着工統計調査報告」

〔図表 1-11〕 個人による貸家業向け設備資金の新規貸出額



データ出所：日本銀行「貸出先別貸出金」

〔図表 1-12〕 アパート等を投資対象とした REIT、ファンドの設立の動き (2020 年以降の事例)

事例	概要
1 アパートを含む賃貸住宅を投資対象とした REIT	アパートを含む賃貸住宅を投資対象とした私募 REIT の運用を 2020 年 7 月末に開始。投資地域を東京 23 区限定とし、2022 年 3 月に東京証券取引所へ上場することが予定されている。
2 木造アパートを投資対象としたファンド	新築木造アパートを投資対象としたファンドを組成するため 2021 年 7 月に運用会社の業務を開始。地球環境の維持・向上に資する木造建築物を投資対象とした金融商品には潜在的にニーズがあるとしている。第一号ファンドは GK-TK スキームにより組成する想定だが、ファンドの形態を私募 REIT に繋げて、運用資産の更なる拡大を視野に入れている。
3 賃貸戸建て住宅を投資対象としたファンド	アセットマネジメント事業における新領域として一都三県に所在する賃貸戸建て住宅を投資対象とするファンドの取組みを開始したことを 2021 年 8 月に公表。リモートワークを活用し、より広く、部屋数も多い住宅で暮らすといった新しい価値観は、ウィズコロナ/アフターコロナにおいても続くと考えられるとしている。第一弾の取組みとして、新築の戸建て住宅 91 物件を取得したとしている。

出所：各社プレスリリース等

東京都 23 区における J-REIT の物件の取得動向 および保有物件の収益率の変化

コロナ禍の影響で、J-REITが取得する物件において用途によって取得動向に変化が生じ、運用している物件においても、キャッシュフローや資産評価額の変動に起因して収益率に変化がみられます。

本稿ではJ-REITが東京都23区で取得、保有する物件の取得動向および保有物件の収益率の変化について整理しました。

東京都23区のオフィスや住宅の収益性は安定して推移、一方ホテルは厳しい状況が続く

全国ではコロナ感染拡大でホテルや商業施設の取得が減少、一方、住宅は増加傾向に

J-REITが2020年、2021年^{※1}に全国で取得した物件数は、コロナの感染拡大前の2019年と比較すると、ホテルや商業施設が減少する一方で、住宅は増加傾向にあるなど、用途によって取得動向が異なっており、その傾向は継続しています[図表2-1]。

東京都23区のオフィスや住宅の取得時キャップレートはコロナ感染拡大前と遜色ない水準で推移

J-REITが直近5年間に東京都23区で取得した物件について、取得時鑑定キャップレートの推移を都心5区と周辺18区^{※2}に分けて図示しました[図表2-2]。

都心5区では、コロナ感染拡大(2020年初め)以降、オフィスや住宅の取得がさほど変化が無いことに対して、ホテルと商業施設の取得が大幅に減少するなど用途間で大きな違いが生じています[図表2-2左]。オフィスはコロナ感染拡大後の2020年は僅かに取得件数は減少し、取得物件のキャップレートのバラつきも大きくなっていましたが、取得した物件については感染拡大前のキャップレートと遜色ない水準となっており、コロナ感染拡大後もキャップレート2%台の取得がみられます[図表2-2左]。

都心5区に所在する収益性の高い(≒資産価値が高い)オフィスについては依然として需要が強く、今後の不透明感はあるつつも希少性の高さなどを背景に、当面は同様の状況が続くと推

測されます。

周辺18区においても、コロナ感染拡大後は、都心5区と同様にホテルや商業施設の取得は減少傾向にあります。一方、住宅の取得はコロナ感染拡大前と比較して、2020年、2021年と増加が目立ち、取得時のキャップレートの水準もコロナ感染拡大前とほぼ同等もしくは低い水準で取得されています[図表2-2右]。

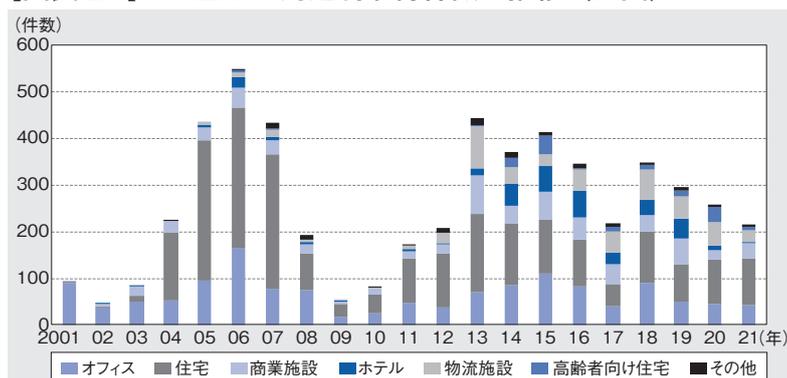
ホテルでは周辺18区では収益面に回復の兆しもみられるが、都心5区では厳しい状況が続く

J-REITが保有している物件の純収益利回り^{※3}、評価損益率^{※4}、総合収益率^{※5}について、J-REITの開示情報から連続したデータが得られる物件^{※6}を対象に都心5区、周辺18区ごとに用途別に整理しました[図表2-3、2-4]。

他の用途と比較して大きな動きが目立つホテルは、営業自粛などに伴って売上に連動する変動賃料が低下したことや固定賃料の減免等の影響で、都心5区、周辺18区ともに、2020年上期以降は純収益利回りがマイナスで推移し、評価損益率が減少するなど、厳しい状況が続いています。地域別にみると、周辺18区では2020年上期で純収益利回りが底を打ち、以降は徐々に回復に転じている一方で、都心5区では純収益利回りの落ち込みが激しく、直近の2021年上期時点でもマイナス幅が拡大しており、より厳しい状況となっています。

(以上、都市未来総合研究所 大重 直人)

[図表 2-1] J-REIT の用途別取得件数の推移 (全国)



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

※1：2021年は2021年10月31日までの取得を対象

※2：都心5区は中央区、千代田区、港区、新宿区、渋谷区。周辺18区は、文京区、台東区、墨田区、江東区、品川区、目黒区、大田区、世田谷区、中野区、杉並区、豊島区、北区、荒川区、板橋区、練馬区、足立区、葛飾区、江戸川区を指す。

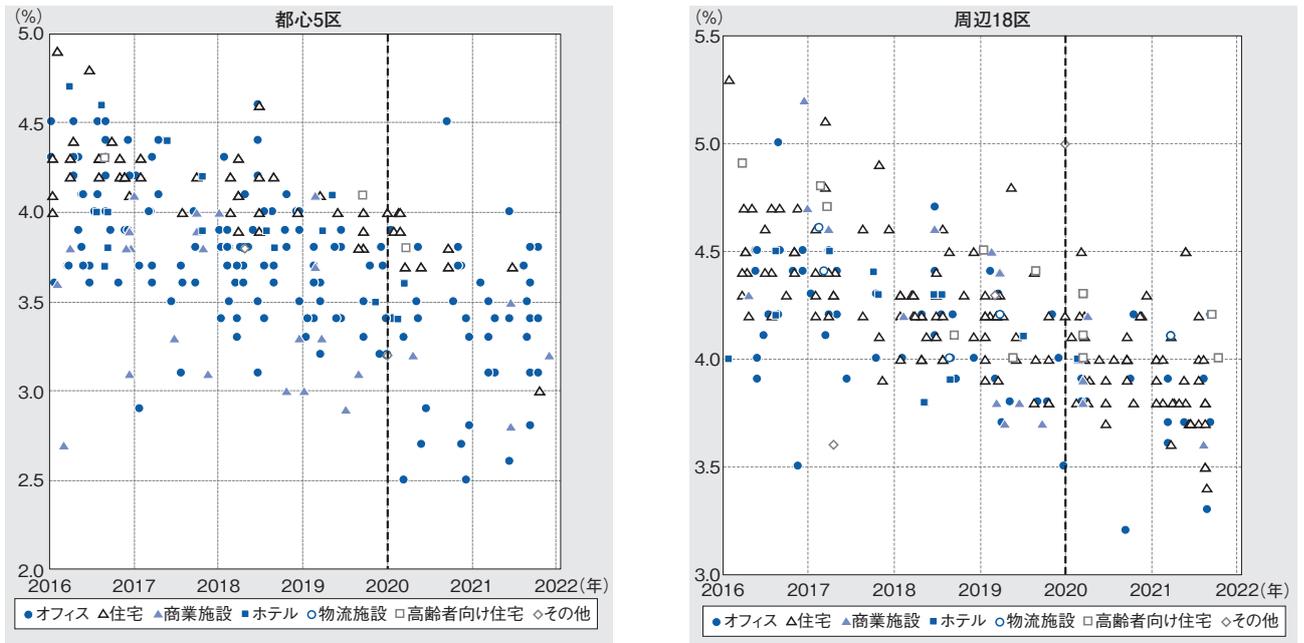
※3：純収益利回り：当期NOI ÷ (前期末評価額 + 1/2 当期資本的支出額)

※4：評価損益率：(当期末評価額 - 前期末評価額 - 当期資本的支出額) ÷ (前期末評価額 + 1/2 当期資本的支出額)

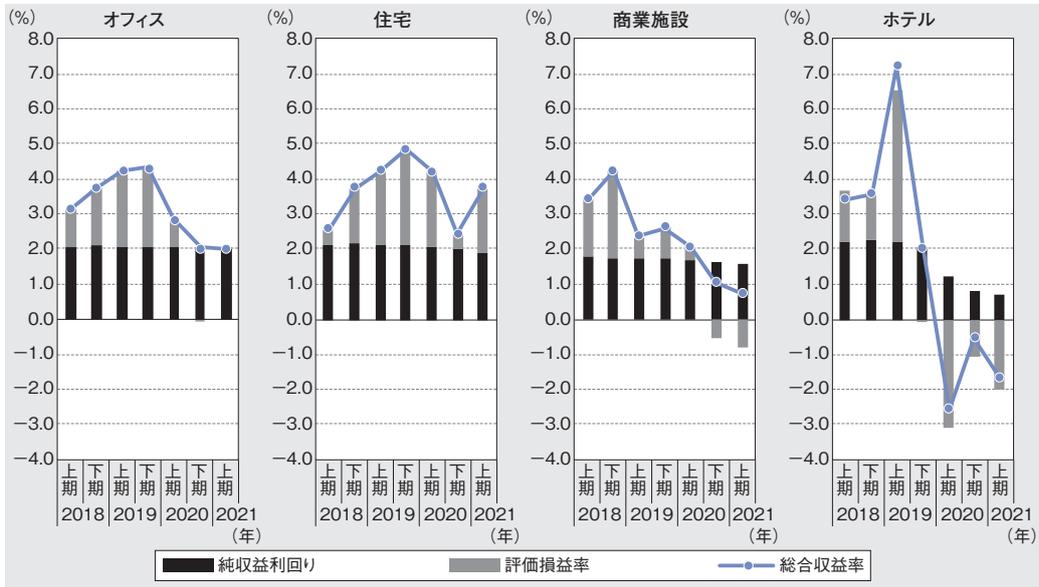
※5：総合収益率：純収益利回り + 評価損益率

※6：2018年上期から2021年上期まで継続して保有しデータが開示されている物件のうち、賃料収入が変動する物件を対象とした。

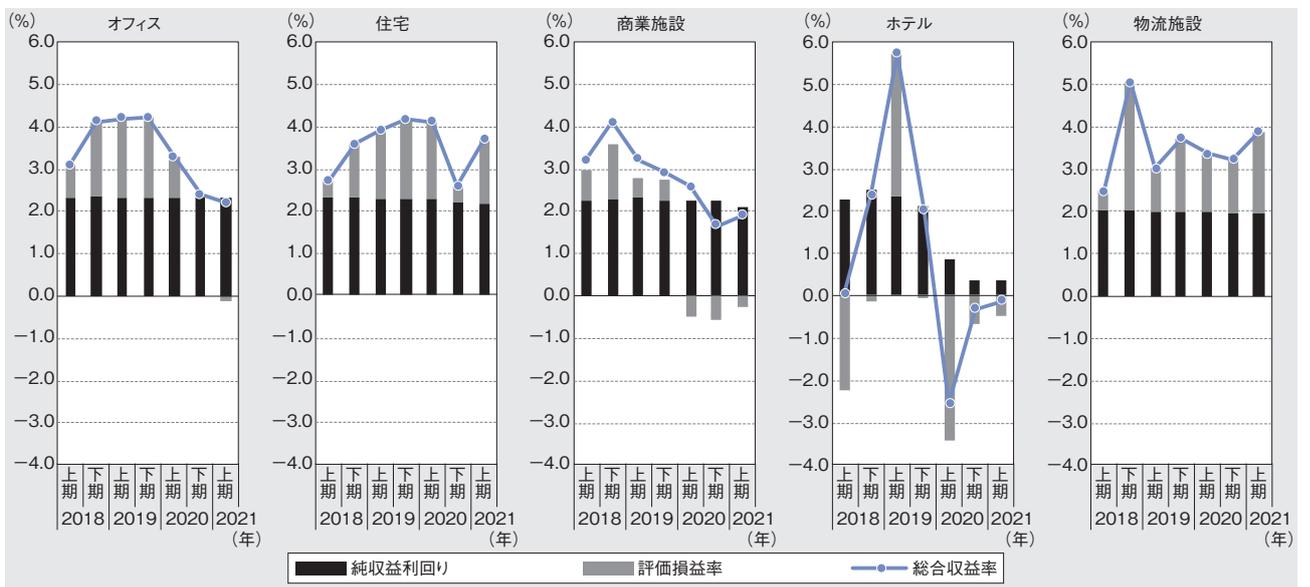
【図表 2-2】 取得時のキャップレートの状況（用途別）



【図表 2-3】 用途別収益率の変化（都心 5 区）



【図表 2-4】 用途別収益率の変化（周辺 18 区）



図表 2-2～2-4 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

Monthly Watcher 私募REITにおける市場拡大の動き

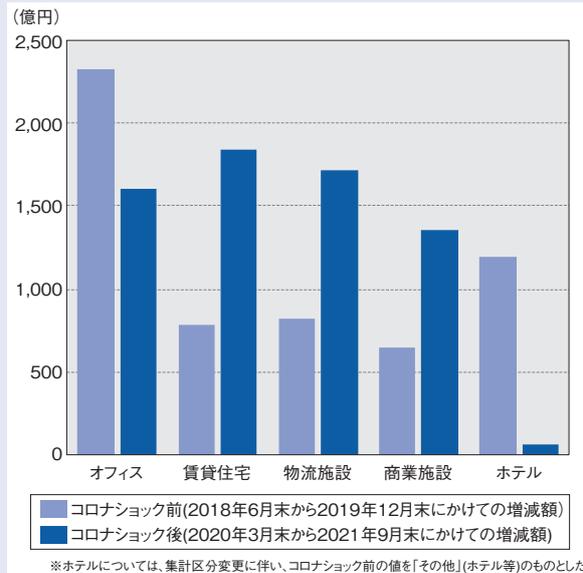
一般社団法人不動産証券化協会によると、2021年9月末現在、国内の私募REIT市場は、投資法人数が38、保有物件数が1,119物件、保有資産総額が4兆2,740億円で、コロナショック後も保有物件数、保有資産総額ともに増加基調にあります[図表3-1]。保有資産総額のアセット別の構成では、オフィスが最多の1兆7,319億円で、以下、賃貸住宅が8,508億円、物流施設が7,946億円、商業施設が5,936億円、ホテルが2,471億円で続いています[図表3-2]。コロナショック以降、組み入れられるアセットの構成が大きく変化しています。コロナショック前はオフィス及びホテルの組み入れが上位であったのに対して、コロナショック後は、物流施設、賃貸住宅の組み入れが多く、またホテルの組み入れはほぼ見られない状況です[図表3-3]。直近の組成実績や今後の組成計画では、設立主体は、鉄道会社、不動産会社、ゼネコン、買取再販事業者、マンションデベロッパーなどで、当該主体では対象アセットとして、オフィス、賃貸マンション、物流施設、商業施設、ホテルのほか、社宅や学生寮、ヘルスケア施設、底地等もターゲットとしています[図表3-4]。

(以上、都市未来総合研究所 清水 卓)

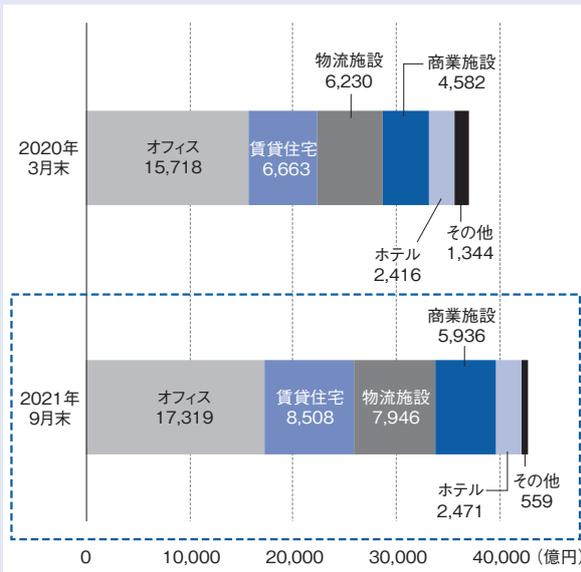
【図表 3-1】 保有資産総額と物件数の推移



【図表 3-3】 保有資産総額増減値の変化



【図表 3-2】 アセット別の構成



【図表 3-4】 組成に係る直近実績及び今後の計画事例

設立主体	概要、ポートフォリオ等
不動産会社 ※運用開始済み	・2021年10月から私募REITの運用を開始 ・資産規模は、運用開始時点で約170億円。総合型として、オフィス、レジデンス、商業施設、物流施設、底地などに投資
ゼネコン ※運用開始済み	・2022年2月から私募REITの運用を開始 ・運用開始時の資産規模は約200億円。投資対象用途は、賃貸住宅、学生寮、社員寮、シニア施設、生活関連商業施設及びその底地等
不動産会社(事業法人の子会社)	・資産規模100億円前後の私募REITの組成・運用を計画 ・物件取得エリアは首都圏、東海圏、関西圏のほか、札幌市や福岡市などで、資産種類は賃貸マンション、社宅、学生寮、底地等を予定
鉄道会社	・2022年春の運用開始に向け、2021年12月に投資法人を設立 ・グループで開発、保有する資産を中心に、賃貸マンション、オフィス、商業施設、物流施設、ホテル等を組入れる方針
鉄道会社	・今後数年後に向けて、私募REITの設立の検討を行う ・沿線エリアの物件を中心に組み入れる予定
鉄道会社	・不動産事業における資産効率性の向上にむけ、出口戦略確保のため私募ファンド・私募REITの組成に早期着手の予定
ゼネコン	・2022年秋に私募REITの運用開始を予定 ・グループで開発、設計、施工した賃貸オフィスや賃貸物流施設等でポートフォリオを構築する予定
買取再販事業者	・2022年中に400億円規模の私募REIT組成を計画 ・20億～40億円規模の開発案件を年に2棟ベースで組入れる予定
マンションデベロッパー	・中期経営計画で2023年3月期を目途に私募REITの組成を計画 ・対象アセットは、住宅を中心にヘルスケア施設などを想定

注) [図表 3-1, 2, 3] は「私募リート・クォーターリー」各号の値を集計したもの(後日、過去に遡って見直された分は反映していない)

図表 3-1～3-3 のデータ出所：(一社)不動産証券化協会「私募リート・クォーターリー」

図表 3-4 の出所：各社開示情報、報道情報等

不動産トピックス 2022.2

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒100-8241 東京都千代田区丸の内1-3-3 <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

橋本 陽介 TEL03-4335-0940 (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)