

2024年2月27日号

# 資産運用特集



## 目次

1. **専門家による24年のオフィスビル市場動向** .....3  
三幸エステート株式会社 市場調査部 今関豊和、津田宏美
2. **好悪材料が交錯する物流不動産** .....11  
株式会社イーソーコ総合研究所 取締役会長 大谷巖一
3. **デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現** .....20  
みらいずコンサルティング株式会社 代表取締役 今井基次
4. **データで読み解く！人口動態と不動産投資** .....27  
(社)住宅・不動産総合研究所理事長 不動産エコノミスト 吉崎誠
5. **不動産会社だからこそ、不動産投資を** .....35  
株式会社アセットビルド 代表取締役一級建築士・CCIM・CPM 猪俣 淳

# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

三幸エステート株式会社 市場調査部 今関豊和、津田宏美

## 25年の新規供給は20万坪超 都心5区 需給バランスの動向

- 成約面積3年連続で増加
  - ・ 供給過剰の状態が継続
- 今後3年間の募集賃料は緩やかな上昇を予測
- リーシング活動の拡大は一服 大阪市主要3区の成約面積
  - ・ 23年は第3四半期時点で需要が供給を上回る
  - ・ 今後3年間で募集賃料8.2%の上昇を予測
- 東京は二次空室の動向に注目

# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

## 25年の新規供給は20万坪超 都心5区 需給バランスの動向

東京都心5区と大阪市主要3区のオフィスマーケットについて、三幸エステートが集計する中型ビル以上(1フロア面積50坪以上)の各種データを用いながら現状を把握すると共に、今後について考察する。  
(三幸エステート株式会社 市場調査部 今関豊和、津田宏美)

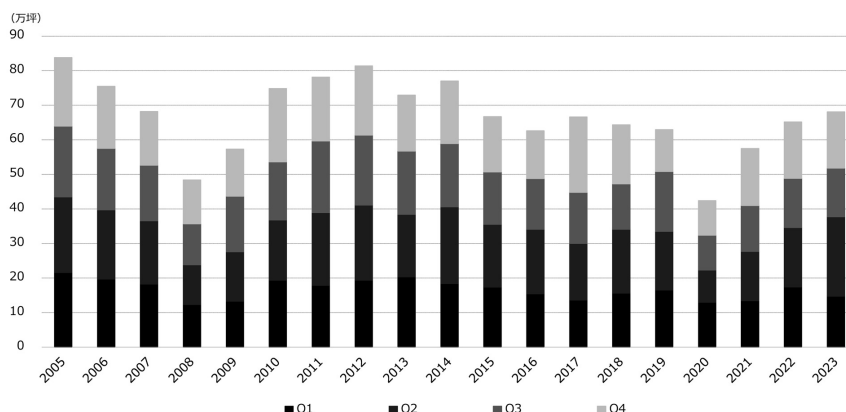
### 成約面積 3年連続で増加

成約面積はリーシング活動の活発度を測る指標である。20年は新型コロナの感染拡大に伴う緊急事態宣言が発令されオフィス需要が縮小したことから、年間の成約面積は前年比マイナス33%の約42.3万坪に落ち込んだ。21年にはオフィス需要が徐々に回復に向かい、成約面積は前年比プラス36%の約57.5万坪と大幅に増加し、22年も前年比プラス13%の約65.1万坪となった。

直近23年の成約面積は約68.1万坪となり、前年比プラス5%と増加幅は縮小したものの3年連続で前年を上回った。また、23年の年間の成約面積は、コロナ前の15年から19年までの水準を上回り、リーシング活動は拡大傾向が続いている。23年の成約面積の増加の背景には、23年や24年以降に竣工予定のビルでの大口の成約がある。なかでも渋谷区の建築中ビルでの成約が目立っている。

コロナ禍以降、建築中ビルや新築ビルは依然としてリーシング活動に時間を要する傾向にあるが、渋谷区では渋谷駅を中心にオフィス需要が強く、建築中ビルも比較的順調にテナント誘致が進んでいる。(図表1)

(図表1) 成約面積【東京都心5区 中型ビル以上】



# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

## 供給過剰の状態が継続

ネット・アブソープション(※)はオフィス需要の指標であり、一定期間におけるテナント入居面積(稼働面積)の増減を表している。東京都心5区では、05年～07年は需要が新規供給を大きく上回っていたが、リーマン・ショックによる景気後退によって、08年09年はネット・アブソープションがマイナスとなった。これにより、空室率は07年末時点で1%台の低水準にあったが、09年末時点には7%台へと急激に上昇した。その後、景気の回復に伴ってテナントの移転に向けた動きが活発化したことからネット・アブソープションはプラスで推移し、12年～19年は新規供給を上回る需要が創出された。13年以降は空室率が低下傾向となり、19年末時点では1%を下回る極めて低い水準まで低下した。20年4月に緊急事態宣言が発令されオフィス需要が鈍化したことで、20年のネット・アブソープションは09年以來のマイナスとなった。特に高価格帯のビルや大口の募集床においてリーシング活動が停滞した。

また、コロナ禍以前は都心部の建築中ビルは高い内定率を誇っていたが、需要の低迷を背景にリーシング活動が長期化する傾向が出始めた。解約予告期間中に後継テナントの確保に至らず、新築ビルへ移転したテナントの2次空室が現空となるケースが増加したことで、空室率は20年第1四半期をボトムに上昇傾向に転じている。21年には、テレワークの浸透に伴うオフィス戦略の見直しにより、部分解約や縮小・集約移転等に伴うまとまった面積の募集床が生じた。21年もネット・アブソープションはマイナスとなったものの、この年の秋に緊急事態宣言が解除され経済活動が活発化し、オフィス需要は徐々に回復へと向かった。22年は3年ぶりにネット・アブソープションがプラスとなり、新規供給も比較的 low 水準にとどまったことから、需要が供給を上回る需要超過となった。23年は第3四半期までの段階で供給が需要を上回る供給過剰の状態となっている。建築中ビルや新築ビルではリーシング活動に時間を要する傾向が続いていることから、20万坪超の大量供給を背景にまとまった面積の空室を抱えた新築ビルの竣工が続き空室率を押し上げている。(図表2・3 … 6頁参照)

### ※「ネット・アブソープション」

一定期間におけるテナント入居面積(稼働面積)の増減。前年末と当年末でのテナント入居面積の差分が、当年のネット・アブソープションとなる。

## 今後3年間の募集賃料は緩やかな上昇を予測

新型コロナを契機とするオフィスマーケットへの影響では、働き方の見直しによりオフィス面積の縮小に結びつくことが多いため、オフィス需要へのマイナス影響が今後も続く予想される。一方、オフィス需要の変化は20年を境とする非連続的な変化のため、長期時系列データに基づく統計分析では将来予測への反映が難しい。そのため、三幸エステートグループのオフィスビル総合研究所では、従前の需要予測モデルを利用して、働き方の見直しによる需要への想定影響率をマイナス15%(ケース1)、マイナス30%(ケース2)の2ケースを想定した予測を発表している。

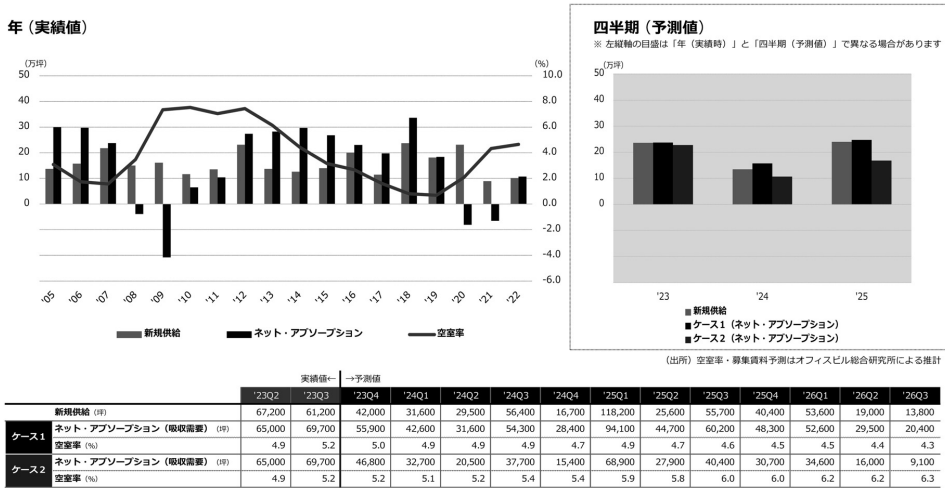
東京都心5区の空室率は、ケース1で24年第3四半期が4.9%、25年同期が4.6%、26年同期は4.3%と予測する。ケース2は24年第3四半期が5.4%、25年同期が6.0%、26年同期は6.3%となる。東京都心5区では25年にも20万坪超の大量供給が予定されるが、ケース1では新規供給を上回る需要が見込まれ、空室率は23年第3四半期をピークに緩やかな低下傾向に向かう。一方、ケース2は年単位では供給が需要を上回る供給過剰になるため緩やかな上昇傾向となり、空室率は26年第3四半期に6.3%まで上昇すると予想している。

募集賃料は足元では横ばい傾向にあるものの、大口の募集床を抱えるビルを中心にテナント誘致の促進を目的としたキャンペーン等を実施するオーナー側の動きが継続している。

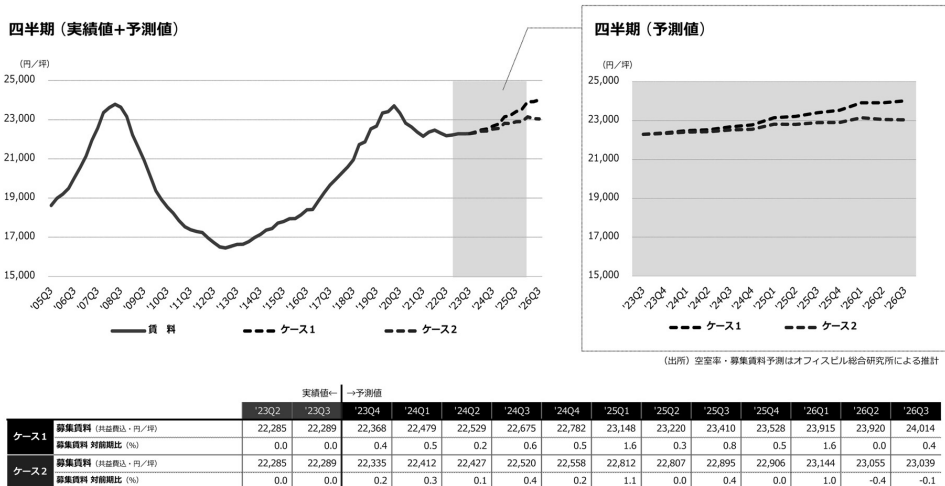
今後の予測は、ケース1では新規供給を上回る需要が見込まれ、23年第4四半期以降は緩やかな上昇傾向となる。今後3年間でプラス7.7%の上昇を予想し、26年第3四半期には2万4000円/坪台まで上昇する。一方、供給過剰となるケース2では年率1%前後の上昇が続く。今後3年間では3.4%の緩やかな上昇が見込まれ、26年第1四半期には2万3000円/坪を上回ると予測する。(図表2・3 … 6頁参照)

# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

(図表2) 需給バランス (実績値 + 予測値)



(図表3) 募集賃料 (実績値 + 予測値)

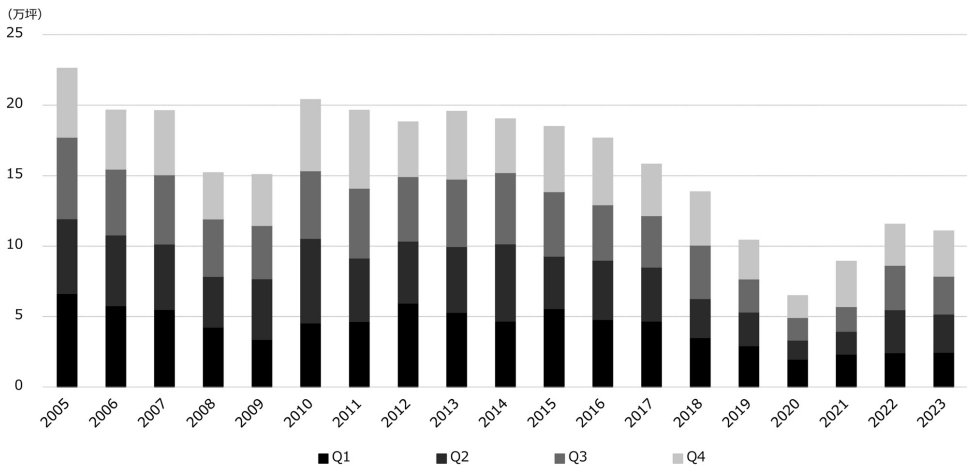


# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

## リーシング活動の拡大は一服 大阪市主要3区の成約面積

大阪市主要3区(北区・中央区・西区)における成約面積は、20年は前年比マイナス37%の約6.4万坪と、東京都心5区同様に新型コロナウイルスの影響で大幅に落ち込んだ。21年に入ると、第4四半期の成約面積が大きく伸びたことで前年比プラス34%の約8.9万坪と大幅に増加した。21年の秋に緊急事態宣言が解除され、出張制限の緩和に伴い決定権者の現地見学が可能となり、契約に向けた手続きがスムーズに進んだことが背景となっている。翌22年の成約面積は前年比プラス30%の約11.5万坪と、2年連続で前年を上回った。23年の成約面積は前年比マイナス4%の約11.1万坪となった。23年の新規供給が約5000坪と低水準に止まったこともあり、リーシング活動の拡大傾向は一服した形だが、足元の需要は拡張移転や立地改善等の前向きな移転需要が中心となっており、オフィス需要は活発な状況にある。(図表4)

(図表4) 成約面積【大阪市主要3区 中型ビル以上】



# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

## 23年は第3四半期時点で需要が供給を上回る

大阪市主要3区の需給バランスの推移は、東京都心5区とおおむね同様のトレンドとなっている。リーマン・ショックにより08年と09年は連続してネット・アブソープションがマイナスとなったものの、その後はオフィス需要が回復しプラスで推移した。14年～19年は旺盛なオフィス需要と低水準の新規供給により、需要が供給を大幅に上回ったことで空室率は低下した。新型コロナの影響でオフィス需要が鈍化する直前の20年第1四半期の空室率は1%台の非常に低い水準まで低下し、需給バランスは引き締まった状態となっていた。

20年にはネット・アブソープションは09年以来の大幅なマイナスを記録し、空室率は上昇傾向に転じた。ただし、東京と異なる点としては、大阪でも大企業を中心にテレワークの実施が見られるものの、全般的な浸透度は東京と比較して低かった。そのため、在宅勤務の導入を背景とするオフィス床解約の動きは空室率に大きな影響を与える水準とはなっていない。21年の秋頃からはオフィス需要が徐々に回復に向かい、ネット・アブソープションのマイナス幅は前年から縮小した。22年はネット・アブソープションが3年ぶりでプラスに転じたが、依然として供給が需要を上回る供給過剰の状態が続いていた。

23年は新規供給が低水準だったこともあり、第3四半期の時点で需要が供給を大きく上回っていることから空室率は緩やかな低下傾向にある。高価格帯のビルでは引き続きテナント誘致に時間を要する一方、経済活動の活発化に伴い大口の需要も増加しており、特に立地と賃貸条件のバランスが良好なビルでの成約が目立っている。(図表5・6 … 9頁参照)

## 今後3年間で募集賃料8.2%の上昇を予測

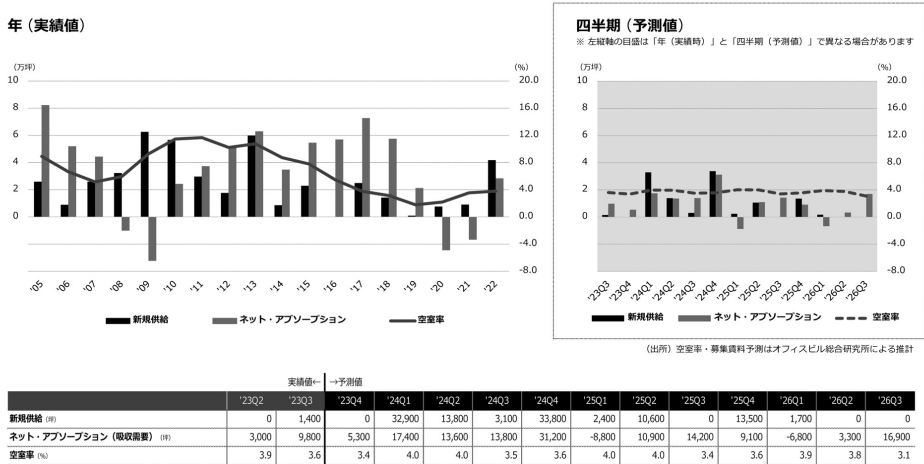
オフィスビル総合研究所による予測によれば、大阪市主要3区の空室率は24年第3四半期に3.5%、25年同期が3.4%、26年同期は3.1%と予測する。23年の新規供給は低水準に止まる一方、ネット・アブソープションは5期連続でプラスとなった。24年は大阪駅周辺を中心に8万坪超の大量供給が見込まれるものの、底堅い需要を背景に空室率は3～4%で推移するとしている。

募集賃料は23年第3四半期に前期比マイナス0.8%と、2期連続でわずかに下落したが、比較的安定した需給バランスを背景に年率2%台での緩やかな上昇傾向となり、今後3年間で8.2%の上昇を予測する。(図表5・6 … 9頁参照)

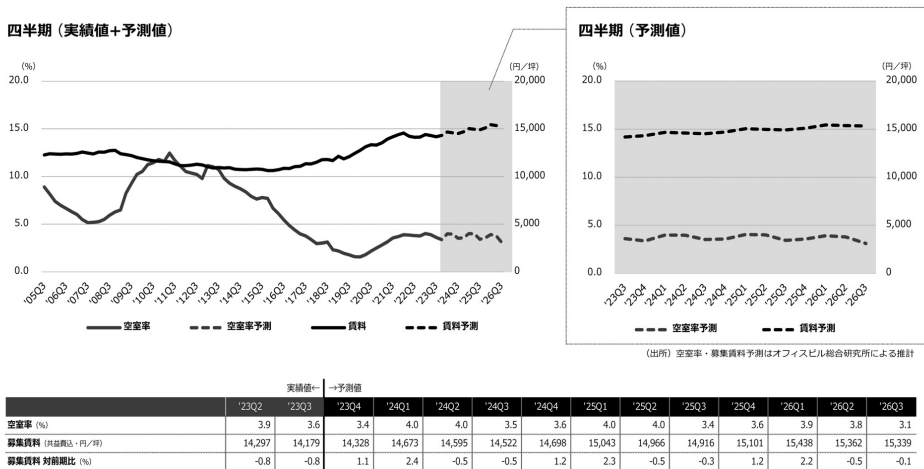


# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

(図表5) 需給バランス・空室率 (実績値+予測値)



(図表6) 空室率・募集賃料 (実績値+予測値)



# 専門家による24年のオフィスビル市場動向

## 東京は二次空室の動向に注目

東京都心5区は供給過剰の状態が継続しているものの、23年の大量供給の前にマーケットで懸念された程の大幅な需給バランスの緩みには至っていない。一昨年来、欧米の金融・IT企業では需要の低迷が続いたが、経済活動の活発化に伴い、国内大手企業や外資系でも金融・IT系以外の業種では需要の拡大が続いている。加えて、23年に竣工したビルへ移転するテナントの二次空室の募集が本格的には始まっていないことも要因と考えられる。

23年の空室率上昇は主に新築ビルが抱える一次空室によるものだが、これらの新築大規模ビルは基本的には立地やビルグレード等で競争力があり、賃貸条件の緩和が行われれば時間の経過とともにテナント誘致が進むとみられる。新築ビルの成約が進展すれば、そこに移転するテナントの二次空室が発生する。これらの二次空室は従前の賃貸条件からの緩和が求められるだけでなく、周辺既存ビルと競合する事態が想定され、テナント誘致競争が拡大する可能性がある。また、コロナ禍により働き方が変化し、特に大企業ではオフィスのペーパーレス化が進んだため、フリーアドレスの導入や書庫・キャビネットの削減等により使用するオフィス床面積が縮小する傾向にある。大口テナントが新築ビルへの移転に伴ってオフィス床面積を縮小する傾向が続けば、新築ビルでの成約面積を上回る二次空室が生じると考えられる。24年の新規供給は低水準に止まることもあり短期的には需給バランスは保たれる見込みだが、資材価格の高騰や建設会社の人手不足等を背景に、原状回復工事はコストが増加しているだけでなく工事期間が伸びている。二次空室の顕在化には従前よりも長いタイムラグが生じやすくなっており、今後の二次空室の動向が注目される。



コロナを契機に始まった働き方の見直しが市場を揺さぶる

# 好悪材料が交錯する物流不動産

株式会社イーソーコ総合研究所 取締役会長 大谷巖一

## 業界構造に変化の兆し

- 労働生産性の向上へ
- 物流不動産のトレンド
  - ・ 中継リレー輸送
  - ・ 小区画の賃貸
  - ・ PML
  - ・ 冷凍冷蔵倉庫
  - ・ 危険物倉庫
- 相次ぐ新規参入プレイヤー
- 各マーケットの展望
  - ・ 首都圏マーケット
    - 空室率
    - 賃料相場
  - ・ 近畿圏マーケット
    - 空室率
    - 賃料相場

## 好悪材料が交錯する物流不動産

### 業界構造に変化の兆し

「働き方改革関連法」が4月に施行される。トラックドライバーの年間時間外労働が制限されることで、運送会社の97%を占める中小企業の統廃合が進んでいる。更には競合となる異業種からの新規参入が相次ぐことで、業界全体の構造が変わる兆しが見えてきた。物流不動産市場では新規ディベロッパーの参入や開発プロジェクトの増加が続いており、国内外の投資家からの注目度は依然として高い。低金利が投資を後押しし、市場への資金流入が継続している。マーケットの地位も確立した一方で、大量供給による空室率の上昇、建設資材の高騰による採算面など、懸念材料が増えてきた。

(株式会社イーソーコ総合研究所 取締役会長 大谷巖一)

### 労働生産性の向上へ

物流の問題解決に政府が本腰を上げて来た。岸田文雄総理は「荷主・物流事業者間等の商慣行の見直し、物流の生産性を向上すると共に、荷主企業や消費者の行動変容を促す仕組みの導入を進めるべく、抜本的・総合的な対応が必要だ」と表明。関係省庁に連携強化を命じた。

政府が懸念しているのは、いわゆる「物流2024年問題」である。この問題の核心は、24年4月に施行される「働き方改革関連法」によるトラックドライバーの時間外労働時間の上限規制と、その影響である。具体的には、24年4月1日からトラックドライバーの年間時間外労働が960時間に制限されることになる。

ドライバーは労働環境が改善される一方で、時間外収入を得ることができないため賃金は下がる可能性が高く、離職率が高まるだろう。物流業は、現状でも全産業平均より5~10%程度年収が低いので、トラックドライバーの生活がより厳しくなることが予想される。

慢性的なドライバー不足は更に深刻化し、荷物が運べない＝物流が滞る。政府が設置した「持続可能な物流の実現に向けた検討会」によると、営業用トラックの輸送能力が14.2%、30年には34.1%が不足すると試算されている。

ほかにも、カーボンニュートラルへの対応など様々な課題に直面しており、対策を講じなければ物流が滞り、今までと同じクオリティで物を届けることが難しくなるだろう。これに対応するため、政府は「物流革新に向けた政策パッケージ」を発表し、輸送力不足への政策対応を官民上げて急ピッチで進めている。

荷主と物流事業者の商習慣を見直し、物流の標準化やDX・GXなどによる効率化を推進する必要がある。そして、物流の生産性を向上させ、荷主企業や消費者の行動変容を促進する仕組みを導入するための根本的かつ総合的な対応が不可欠だ。

荷主と物流事業者の見直しに伴い、料金交渉を行う企業が増えている。しかし、本当に料金を増額させることが良き解決策なのだろうか。

例えば、宅急便の産みの親であるヤマト運輸・元名誉会長の小倉昌男氏は「サービスが先、利益は後」の全員経営を社内に徹底させたことで知られる。しかし、宅急便取り扱い個数が爆発的に増加したことにより、昨年に値上げを断行した。「インフラは値上げしてはいけない」とする小倉氏の狙いは、弱者への救済だ。宅急便ネットワークが国内で張り巡らされ、日本経済を支えるまでに成長した。そんなインフラだからこそ、値上がりで弱者にしわ寄せがきいてしまう事態を避けようとする思いがあった。筆者も同様に、物流コストの値上がりに大きな違和感を持つ。物流業界が値上がりせざるを得ない背景として、労働生産性の低さがある。

## 好悪材料が交錯する物流不動産

日本生産性本部が21年12月に発表した「労働生産性の国際比較2021」によると、日本の労働生産性(就業1時間あたりの付加価値)は5086円(購買力平価換算)で、8282円の米国の61.4%に留まった。「運輸・郵便」カテゴリーの米国水準(17年調査)を100とすると、日本は43.1%。国内物流業の労働生産性は、米国に比較して5割以下と惨憺たる実状。物流業に課せられるミッションのひとつが労働生産性を向上させることだ。

施策の一つに規制緩和がある。例えば貨客混載だ。タクシー事業者、貸切バス事業者による貨物運送業(貨客混載事業)の解禁、トラック事業者による旅客運送業も全国で行うことが認められている。貸切バス事業者とタクシー事業者は、過疎地域でのみ営業が認められていたが、制度改正により、全国で営業を行えるようになった。同様にトラックも過疎地域に限定せず、全国での旅客運送が可能となる。より物流の効率化が期待されている。

私が以前より講演などで話しているのが、ライドシェアのトラック版だ。ライドシェアとは、白ナンバーの自家用車を使って一般のドライバーが有償で送迎すること。トラックも同様に、緑ナンバーの営業用トラックだけでなく、白ナンバーの自家用トラックが第三者の貨物を有償で運ぶことができれば、生産性は格段に向上するだろう。全日本トラック協会調べでは、21年に登録されているトラックの総車両数はおよそ776万台ほど。その中で、緑ナンバーの営業用トラック(トレーラー含む)はおよそ150万台で、全体の約20%弱に当たる。

稼働効率の指標である「実働1日1車当たり輸送トンキロ」で見ると、緑ナンバーは白ナンバーのおよそ10倍の輸送効率を示している。裏を返せば、白ナンバーの輸送効率には余裕があるため、解決のヒントがあるとみている。

## 物流不動産のトレンド

### 中継リレー輸送

輸送の効率化とドライバーの負担軽減を狙い、大手物流会社は長距離輸送のトラックドライバーがトラックを乗り換える「中継リレー輸送」を開始し、1泊2日だった業務が日帰りでも可能となった。これら拠点整備や大規模物流施設の地方展開のベースとなるのが、物流不動産だ。物流不動産の供給過剰を危惧する声も耳にするが、交通の利便性が高く、効率的な保管・流通加工・運搬、震災対応などが整う物流不動産のニーズは確実に高まっている。

物流集積地化の拡大と交通網の更なる拡充から、ポテンシャルが高まる東京・平和島、足立、葛西、埼玉・三郷、春日部、千葉・高谷、流山が物流適地として注目されている。物流会社は同業他社のM&A、事業所の統廃合・集約によるスケールメリット効果、物流システムの基盤強化を加速させている。

## 好悪材料が交錯する物流不動産

### 小区画の賃貸

借り手に配慮した契約条件の軟化により、小区画の賃貸が広がっている。TRC（東京流通センター）が23年8月に、同社敷地内で建て替え工事を進めてきた「物流ビル新A棟」を竣工した。先行して開発された「B棟」は17年に竣工し、竣工時点で半数区画のテナントと締結、約半年で満床となった。また、「新A棟」は1階から3階は最小区画476㎡から相談ができ、都心エリア最小クラスの小割スペースとして少量保管やスタートアップ企業からの引き合いが多いという。

プロロジスもラストワンマイルに対応する都市型物流不動産として、「プロロジスアーバン」の開発に積極的姿勢を見せる。

小区画のデメリットはテナント数が増えることで、リーシングや管理などに手間が掛かる。だが、今後も需要は増すと見られ、この流れにも注目している。



TRC（東京流通センター）物流ビル新A棟



プロロジスアーバン東京辰巳

## 好悪材料が交錯する物流不動産

### PML

元日に発生し、最大震度7を観測した「令和6年能登半島地震」で、PML(Probable Maximum Loss)が注目されてきた。米国で発祥した保険商品の一つで、地震により生じる建物の物的被害額を「建物全体に対する損失率」として表す。

BCP(事業継続性)の観点からもPMLは有効だ。現在、首都直下地震や南海トラフ地震の発生が懸念されているが、物流施設では人命を最優先、貨物損壊も考慮しなければならない。今後、PML値の優れた免震の物流不動産の価値が高まっていくことが予測されている。

### 冷凍冷蔵倉庫

需要の高まりを受けて、冷凍冷蔵倉庫の開発に動きが見える。これまでの冷凍冷蔵倉庫は、自社資金での開発が中心で、投資資金の回収に長期を要していた。中小物流会社や小売業者が専用スペースを間借してきたが、貸主の自社物流との混在から、テナントのスペース拡張や契約面で柔軟な対応が取りにくい欠点があった。

しかし近年では、食品ECやネットスーパーの売上急伸などを背景に、冷凍食品の需要が高まっている。そのため、冷凍冷蔵倉庫の賃借ニーズも上昇しているという構図だ。

そんな中、日本GLPは「GLP神戸住吉浜」で、初となる冷凍冷蔵マルチテナント型物流不動産を開発中だ。逼迫する冷凍冷蔵倉庫の需要を解決し、関連業界全体に変革をもたらす可能性が高い。

### 危険物倉庫

世界的なEVシフトに伴い、危険物倉庫の需要も旺盛だ。リチウムイオン電池のほか、香水、エアダスター等も保管数量により対象となる。大手物流会社は、国内半導体産業の国内回帰の流れから、製造プロセスに必要な化学物質や高圧ガスの危険物の保管需要の拡大を見越し、危険物倉庫への投資を加速する。

プロロジスは茨城・古河市で物流不動産の集積パーク「プロロジス古河プロジェクト」において、化粧品やアルコール類など危険品の保管に適する「プロロジスパーク古河6」の開発を計画する。

澁澤倉庫は、兵庫・神戸市中央区の新港第七突堤に2棟の新施設を建設中。同社は大阪・茨木市の茨木営業所敷地においても、危険物倉庫1棟を3月に完成予定だ。

首都圏で危険物倉庫を多数開発してきたセンコーグループも、九州に「大分物流センター危険物倉庫」を1月開設。県内では最大規模となる300坪2棟の危険物倉庫となった。物流不動産の開発ニーズは多様な形で変化しており、関連するビジネスの成長や新しいビジネスの誕生が期待される。今後、物流不動産市場はますます拡大していくことが予想される。

## 好悪材料が交錯する物流不動産

### 相次ぐ新規参入プレイヤー

近年、物流不動産への新規参入プレイヤーが活発化している。黎明期の2000年初頭はプロロジスやJLLを始めとした数社のみだったが、専門家によると、現在では開発関連のディベロッパーはゼネコンを含めると70社から80社にまで及ぶという。

不動産大手のヒューリックは、千葉・成田市下福田地区で初の大型物流不動産開発に向け、準備を進めている。同社は次世代アセットとして、成田エリアへの航空物流不動産開発事業が有望株と判断。約1,000億円を投じて、上屋（輸出入貨物の一時保管・荷捌きを行う施設）、冷凍冷蔵倉庫のほか、ドライ物流不動産3棟からなる同社最大規模の開発案件となる計画だ。

また、相鉄グループの相鉄アーバンクリエイツは、クレド・アセットマネジメントとの共同事業で、東京・羽村市に物流不動産「CREDO羽村」を1月に着工。相鉄グループは不動産事業の抜本的な強化を戦略的に打ち出し、初の物流不動産開発に乗り出した。竣工は11月の予定。

ゼネコンからは昨年9月に、鹿島が物流不動産開発事業に参入すると発表した。それ以前にもディベロッパー組からは清水建設が「S・LOGI(エス・ロジ)」シリーズを展開しているほか、大林組や大成建設も開発に積極的姿勢を示している。

ゼネコン各社は、施工を請け負うだけの存在から脱却を目指し、物流不動産を含む不動産開発事業を建設事業に次ぐ柱と位置付け、売却も視野に入れることで収益力の底上げを狙う。



# 好悪材料が交錯する物流不動産

## 各マーケットの展望

### 首都圏マーケット

#### ●空室率

首都圏でのマルチテナント型物流不動産の空室率は、23年上半期に8%を超える数値を記録していたが、下半期に入り、ますます物件の竣工が重なり、空室率は9%に迫る勢いだ。

この背景には、下半期も上半期と同ペースでの新規供給が続いていることにある。前回調査(23年6月)後の新規竣工物件に絞っても約50万坪に上っている。

更に、圏央道周辺で竣工された大型物件の多くが現在も空室を残していることも要因の一つと考えられる。

各エリア別に見ていくと、湾岸エリアは前回調査時よりも高い10%近くまで上昇。外環エリアは竣工物件のリーシングが好調で、2%台の数値を維持している。

国道16号エリアは引き続き新規の供給が続いた影響により、前回と同様に高い数値をみせている。

圏央道エリアに関しても前回と同様に、新規供給物件の多くが空室を残した状態で竣工を迎えたため、引き続き10%を超える数値となっている。

24年に予定されている首都圏の竣工物件の延床面積は70万坪を越える予定だ。竣工前に延床面積の一部でテナント内定している物件も見られるが、新規竣工物件が控えているため、空室率は引き続き高い水準を推移するものと思われる。

#### ●賃料相場

首都圏全体の賃料相場は前回と同様、4,500円前後で推移している。

湾岸エリアの物流不動産の需要は高く、今期も上昇傾向にある。一方で圏央道は、新規物件が需要を上回る勢いで供給された様相で、今期は微減の状況だ。外環エリア・国道16号エリアは横ばいの傾向を示している。

### 近畿圏マーケット

#### ●空室率

近畿圏での空室率は、23年上半期では4%を超える数値で推移。下半期に入っても、竣工物件が増えていることもあり、空室率は4%弱となっている。前回調査後からの新規供給は約30万坪に上っている。

現状は需要を上回る供給ペースにあり、今後も新規供給が続くことが見込まれることから、空室率は大きく変動しないものと推察される。

#### ●賃料水準

近畿圏の平均坪単価は、23年も同様に4,100円前後で推移している。

今後は建築コストの上昇、新築物件の賃料押し上げの影響を受け、緩やかに上昇していく傾向にあると思われる。

# 好悪材料が交錯する物流不動産

2024年1月以降に竣工される予定のマルチテナント型を主とする物流不動産一覧（首都圏）

No.	開発主体	名称	所在地	延床面積 (㎡)	延床面積 (坪)	竣工 (予定)
1	野村不動産	Landport 戸田	埼玉県戸田市川岸	62,359.58	18,863.77	2024年1月
2	CRE	ロジスクエアふじみ野A	埼玉県ふじみ野市	114,256.00	34,563.00	2024年1月
3	野村不動産	Landport 柏 I	千葉県柏市大青田	117,955.59	35,681.56	2024年1月
4	日本GLP	GLP 上尾	埼玉県上尾市安宕	105,000.00	31,762.50	2024年2月
5	日本GLP	GLP 千葉北	千葉県千葉市花見川区	24,000.00	7,260.00	2024年2月
6	CBRE	CBRE 1M 戸塚	神奈川県横浜市戸塚区	36,363.58	11,000.00	2024年2月
7	CBRE	横浜福浦	神奈川県横浜市金沢区福浦	59,504.04	18,000.00	2024年2月
8	CREDO	CREDO 加須	埼玉県加須市戸崎	50,227.00	15,194.00	2024年2月
9	東急不動産	柏沼南PJ	千葉県柏市早稲	33,011.52	9,986.00	2024年3月
10	三井不動産	MFLP 海老名南	神奈川県海老名市	37,685.89	11,400.00	2024年3月
11	日鉄興和不動産	LOGIFRONT 厚木	神奈川県厚木市	20,165.26	6,100.00	2024年3月
12	日本GLP	GLP 狭山日高Ⅲ	埼玉県日高市上籠山	67,000.00	20,268.00	2024年3月
13	プロロジス	プロロジスパーク吉河5	茨城県古河市北利根	50,000.00	15,200.00	2024年4月
14	中央日本土地建物	LOGIWITH 八王子	東京都八王子市北野町	25,213.40	7,627.05	2024年4月
15	大和ハウス工業	DPL青橋	東京都青梅市新町	137,758.73	41,672.01	2024年4月
16	大和ハウス工業	DPL境古河	茨城県猿島郡境町	126,506.82	38,268.31	2024年4月
17	オリックス	厚木Ⅲロジスティクスセンター	神奈川県愛甲郡愛川町	183,443.34	55,491.61	2024年4月
18	CRE	ロジスクエア成田	千葉県成田市吉岡	17,972.73	5,436.75	2024年5月
19	住友商事	SOSI/LA厚木金田 (仮称)	神奈川県厚木市下依知	19,140.47	5,790.00	2024年5月
20	CB&I	LF加須	埼玉県加須市	26,792.00	8,104.00	2024年5月
21	三井物産都市開発	(仮称) 柏市早稲1丁目物流センター	千葉県柏市早稲	13,113.00	3,967.00	2024年5月
22	東急不動産	LOGI' 白岡I	埼玉県白岡市	52,892.48	16,000.00	2024年春
23	CRE	ロジスクエア厚木Ⅱ	神奈川県厚木市	19,000.00	5,747.00	2024年春頃
24	東京建物	(仮称) T-LOGI鶴ヶ島	埼玉県川越市	23,471.04	7,100.00	2024年春
25	ラサール不動産投資顧問	ロジポート多摩瑞穂	東京都西多摩郡瑞穂町	162,125.07	49,042.00	2024年6月
26	ヒューリック	ヒューリックロジスティクス橋本	神奈川県相模原市中央区	62,797.06	18,996.11	2024年7月
27	オリックス	(仮称) つくばロジスティクスセンター	茨城県つくば市	49,586.70	15,000.00	2024年8月
28	アライプロバンス	アライプロバンス葛西A棟	東京都江戸川区葛西	87,122.30	26,354.49	2024年8月
29	フジタ	京浜島物流センター	東京都大田区京浜島	24,226.50	7,328.51	2024年8月
30	東京建物	(仮称) T-LOGI寒川	神奈川県高座郡寒川町	27,437.97	8,300.00	2024年夏
31	CRE	ロジスクエア草加Ⅱ	埼玉県草加市松江	16,100.40	4,870.37	2024年9月
32	三井不動産・日鉄興和不動産	MFLP・LOGIFRONT東京板橋	東京都板橋区舟渡	255,867.76	77,400.00	2024年9月
33	CBRE	CBRE 1M 野田	千葉県野田市	115,702.30	35,000.00	2024年9月
34	鹿島建設	(仮称) 鹿島南六郷物流センター	東京都大田区南六郷	22,719.00	6,872.00	2024年10月
35	滋澤倉庫	本牧埠頭に於ける新倉庫建設計画	神奈川県横浜市中区本牧ふ頭	22,656.00	6,853.40	2024年10月
36	CRE	ロジスクエアふじみ野B	埼玉県ふじみ野市	114,082.75	34,510.03	2024年10月
37	CBRE	CBRE 1M 川口	埼玉県川口市	36,363.58	11,000.00	2024年10月
38	CREDO	CREDO厚木	神奈川県厚木市	17,000.00	5,142.50	2024年11月
39	CREDO	CREDO羽村	東京都羽村市神明台	15,248.00	4,613.00	2024年11月
40	日本GLP	GLP 所沢	埼玉県所沢市	27,900.00	8,439.75	2024年11月
41	三菱地所	(仮称) 厚木市上依知物流施設計画	神奈川県厚木市上依知	52,800.00	16,000.00	2024年11月
42	CBRE	CBRE 1M 羽生	埼玉県羽生市	47,272.65	14,300.00	2024年12月
43	ESR	船橋ディストリビューションセンター	千葉県船橋市日の出	33,004.00	9,983.71	2024年12月
44	プロロジス	プロロジスパーク吉河6	茨城県古河市北利根	7,800.00	2,360.00	2024年12月
45	CRE	ロジスクエアふじみ野C	埼玉県ふじみ野市	43,893.00	13,277.00	2024年
46	CB&I	LF境古河	茨城県猿島郡境町	113,291.00	34,270.00	2025年1月
47	CB&I	LF谷田部	茨城県つくば市みどりの南	80,659.00	24,399.00	2025年1月
48	ESR	市川ディストリビューションセンター2	千葉県市川市本行徳	62,256.00	18,832.44	2025年1月
49	ESR	横浜幸浦ディストリビューションセンター3	神奈川県横浜市金沢区	165,300.00	50,003.25	2025年2月
50	ヒューリック	ヒューリックロジスティクス野田Ⅱ	千葉県野田市花井	16,722.17	5,058.46	2025年3月
51	オリックス	(仮称) 三郷ロジスティクスセンター	埼玉県三郷市	44,928.48	13,590.86	2025年3月
52	オリックス	(仮称) 伊奈町ロジスティクスセンター	埼玉県北足立郡伊奈町	31,708.00	9,591.67	2025年3月
53	野村不動産	Landport横浜杉田	神奈川県横浜市金沢区	163,483.78	49,453.84	2025年3月
54	日本GLP	GLP 八千代V	千葉県八千代市	158,000.00	47,795.00	2025年3月
55	三井不動産	MFLP つくばみらい	茨城県つくばみらい市台	96,198.20	29,100.00	2025年4月
56	日本GLP	GLP 境古河 I	茨城県猿島郡境町蛇池	85,000.00	25,712.50	2025年4月
57	東急不動産	LOGI' 0練馬	神奈川県練馬市	117,193.21	35,451.00	2025年4月
58	プロロジス	プロロジスパーク八千代2	千葉県八千代市	110,000.00	33,400.00	2025年春
59	三井物産都市開発	(仮称) 上尾市中新井物流センター	埼玉県上尾市中新井	14,409.00	4,359.00	2025年8月
60	CRE	ロジスクエア厚木南	神奈川県厚木市	14,644.30	4,429.90	2025年10月
61	CBRE	CBRE 1M 新子安	神奈川県横浜市神奈川区	96,872.58	29,304.00	2025年11月
62	住友商事	SOSI/LA厚木上依知 (仮称)	神奈川県厚木市上依知	66,786.67	20,203.00	2025年11月
63	東京建物	(仮称) T-LOGI相模原	神奈川県相模原市南区	95,206.46	28,800.00	2025年末
64	東京建物	(仮称) T-LOGI美女木	埼玉県戸田市美女木北	5,950.40	1,800.00	2025年以降
65	三井不動産	MFLP 三郷	埼玉県三郷市彦奈	46,942.08	14,200.00	2026年2月
66	CBRE	CBRE 1M 稲城	東京都稲城市	38,016.47	11,500.00	2026年3月
67	東京建物	(仮称) T-LOGI柏・野田Ⅱ	千葉県野田市	29,421.44	8,900.00	2026年初旬
68	三井不動産	MFLP 海老名	神奈川県海老名市	39,999.94	12,100.00	2026年6月
69	日本GLP	GLP 境古河Ⅱ	茨城県猿島郡境町猿山	79,000.00	23,897.50	2026年10月
70	東京建物	(仮称) T-LOGI南船橋	千葉県習志野市茜浜	95,537.04	28,900.00	2026年秋
71	三井不動産	MFLP 船橋南海神	千葉県船橋市南海神	20,826.41	6,300.00	2026年度下期
72	東京建物	(仮称) T-LOGI柏・野田	千葉県野田市	115,702.30	35,000.00	2026年末
73	CRE	ロジスクエア朝霞A	埼玉県朝霞市	96,000.00	29,040.00	2026年
74	CRE	ロジスクエア朝霞B	埼玉県朝霞市	65,500.00	19,813.00	2026年
75	住友商事	SOSI/LA八王子 (仮称)	東京都八王子市	44,304.06	13,402.00	2027年1月
76	CBRE	CBRE 1M 市川	千葉県市川市	181,817.90	55,000.00	2027年3月
77	ESR	東扇島ディストリビューションセンター2	神奈川県川崎市川崎区	306,000.00	92,565.00	2028年以降
				5,362,214.41	1,622,296.85	

## 好悪材料が交錯する物流不動産

2024年1月以降に竣工される予定のマルチテナント型を主とする物流不動産一覧（近畿・中京圏）

No.	開発主体	名称	所在地	延床面積 (㎡)	延床面積 (坪)	竣工 (予定)
1	日本GLP	GLP S・JL堺	大阪府堺市堺区匠町	93,000.00	28,132.50	2024年1月
2	東急不動産	LOGI' Q南茨木	大阪府茨木市蔵垣内	161,538.43	48,865.45	2024年1月
3	三井不動産	MFLP・OGUD大阪西島	大阪府大阪市此花区西島	58,842.88	17,800.00	2024年2月
4	日本GLP	GLP 六甲V	兵庫県神戸市東灘区	10,100.00	3,055.25	2024年3月
5	三井不動産	MFLP 名古屋岩倉	愛知県岩倉市川井町	59,504.04	18,000.00	2024年5月
6	大和ハウス工業	DPL大阪舞洲	大阪府大阪市此花区	115,986.77	35,086.00	2024年7月
7	日本GLP	GLP ALFALINK茨木Ⅰ・Ⅱ・Ⅲ	大阪府茨木市	320,000.00	96,000.00	Ⅰ：2024年8月 Ⅱ：2024年8月 Ⅲ：2025年8月
8	ロジランド	LOGI LAND 八尾	大阪府八尾市泉町	26,422.00	7,992.00	2024年10月
9	三井物産都市開発	(仮称) 彩都3街区物流センター新築計画	大阪府茨木市彩都	89,967.00	27,215.00	2025年1月
10	日本GLP	GLP 神戸住吉浜	兵庫県神戸市東灘区	45,000.00	13,612.50	2025年2月
11	CRE	ロジスクエア京田辺A	京都府京田辺市	115,040.00	34,800.00	2025年2月
12	プロロジス	プロロジスパーク東海1	愛知県東海市大田町	154,600.00	46,700.00	2025年冬
13	三菱地所	ロジクロス大阪住之江	大阪府大阪市住之江区柴谷	43,500.00	13,200.00	2025年3月
14	三井物産都市開発	(仮称) 一宮市大和町物流センター	愛知県一宮市大和町	11,362.00	3,437.00	2025年3月
15	大和ハウス工業	DPL小牧	愛知県小牧市下小針	192,385.66	58,196.66	2025年4月
16	三井不動産	MFLP 尼崎Ⅰ	兵庫県尼崎市西向島町	35,702.42	10,800.00	2025年5月
17	三井不動産	MFLP 一宮	愛知県一宮市大和町	65,785.02	19,900.00	2025年5月
18	CREDO	CREDO 滋賀竜王	滋賀県蒲生郡竜王町	64,000.00	19,300.00	2025年6月
19	日本GLP	GLP 大阪Ⅲ	大阪市東住吉区	30,937.00	9,358.44	2026年1月
20	住友商事	SOSiLA京都久御山(仮称)	京都府久世郡久御山町	92,561.84	28,000.00	2026年3月
21	CRE	ロジスクエア名古屋みなと	愛知県名古屋港区大江町	46,336.30	14,016.73	2026年春頃
22	日本GLP	GLP ALFALINK 尼崎	兵庫県尼崎市道意町	368,000.00	111,320.00	2026年6月
23	プロロジス	プロロジスパーク東海2	愛知県東海市大田町	63,700.00	19,200.00	2026年夏
24	日本GLP	GLP 大阪Ⅳ	大阪府大阪市東住吉区	37,959.00	11,482.60	2026年9月
25	CRE	ロジスクエア京田辺B	京都府京田辺市	87,534.00	26,479.00	2026年
26	三菱地所	(仮称) 京都城陽基幹物流施設	京都府城陽市東部丘陵地	277,000.00	83,800.00	2026年度
				2,666,764.37	805,749.13	

# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

みらいずコンサルティング株式会社 代表取締役 今井基次

- 避けられない家賃値上げ
  - ・ 経営リスクは高まる一方
- インフレを起こす要因
  - ・ 空室が足かせに
- 人気設備は確実に
  - ・ 不人気アイテムを消す
- 企画に勝るものはない
- 家賃アップ交渉のポイント
  - ・ 20日以内成約物件に可能性
- 家賃値上げの手順 相場確認 根拠を明確に 入居者との対話重視
  - ① 近隣相場の確認や運営コストの確認
  - ② 管理会社とオーナーとの打ち合わせ
  - ③ 入居者への交渉タイミング
  - ④ 入居者が合意しない場合
  - ⑤ 入居者にも特典を与える
    - ・ 双方納得できる策を
    - ・ 物価に応じて高めていく

# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

## 避けられない家賃値上げ

24年は、能登半島地震や羽田空港での事故など、年始早々、目を覆いたくなるような悲惨なニュースからの幕開けだった。一方、日経平均株価は年初から右肩上がりに上昇を続け、史上最高値に迫る勢いだ。東京や京都のようなメジャーな場所だけでなく、全国各地で外国人旅行者が増え、円安が続けば今後も衰える様子はないだろう。外国人旅行者は、日本のモノやサービスの価格や質の高さに驚愕し、消費をしていく。日本企業は長年続いたデフレにより価格を上げることに及び腰だったが、コストが上がることで、これまで行ってきたステルス値上げだけでは収められなくなってきた。

しかし、日本にお金が入るほど日本の価値が見直されるはずだ。食事一つとっても、海外に出かけるたびに日本の質の良さに改めて感心させられる。アメリカなどと比較すると価格は三分の一でも質は格段に高く、更に清潔性やサービスも別格な日本は明らかに「割安」でしかない。言い換えれば、価格が3倍になっても全く不思議な話ではないはずだが、長年価格を上げることに対して敏感だった国民のデフレマインドは、いつしか「安くて良いものが当たり前」になってきた。一方、投資をする側からすれば売上が安定して上がらなければ、賃金を上げることに及び腰になる。

## 経営リスクは高まる一方

賃貸経営に関しては、どうだろうか。都市部を中心に不動産価格は上がり、都心の新築マンションなどは一般の人が手を出せないくらい値段が跳ね上がっている。今後、さらにモノやコストが上がり続ける中、賃料を上げることができなければ賃貸経営をするオーナーの経営リスクは高まる一方だ。ただでさえ、人口減少に伴う空き家問題や災害のリスクは年々増し続けているのに、それに伴うリターンを得られなければ投資は成立しない。

この状況において、今後いかに家賃を下げずに高めていくのが重要であり、まだまだ続いていく物価上昇の中、どのように効率よく家賃を取得し賃貸経営を行っていくべきかを考えていかなければならない。

## インフレを起こす要因

インフレによりあらゆるものの価格が上がっている。それにより家賃にすぐに反映されれば、オーナーの不安も和らぐはずだが、そのようなことはない。インフレを引き起こす原因と物価上昇は全てが同時に起こるわけではなく、大きくは次のような流れとなる。

- ①原油や鉄など資源
- ②公共料金や製品
- ③サービスや生活用品など
- ④大手の賃金
- ⑤中小企業の賃金
- ⑥家賃

長年、賃金が上がってこなかった日本でも、24年新卒は大手企業を中心に賃金を大幅に上昇させている。新卒の初任給が32万円とする企業やスキルの高い技術者に関しては、高給で待遇している企業も増えてきた。ここから、物価上昇率も安定的になれば中小企業の賃金が上がり始めるだろう。そして、経済が順調に推移していけば賃貸住宅の家賃は、その後上がっていくはずである。

# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

## 空室が足かせに

しかしながら、既に日本全体で430万世帯を超える賃貸住宅の空室を在庫として抱えている。本来であれば家賃は上がるフェーズであっても、空室が上がるべき家賃上昇を吸収してしまい、家賃アップの足かせとなってしまい動きは鈍くなる。

家賃相場は需要と供給で決まるため、首都圏や大都市部を中心に、需要が高いエリアの家賃は上昇していくことになるはずだ。更に金利上昇を抑えている現段階では、家賃が上がらずコストばかりが増えてしまえば、利回りは安定せず投資が成立しなくなる。長年のデフレマインドは、家賃上昇を鈍くさせる。需給バランスが整っていれば、本来は物価上昇に応じて家賃は上昇してもおかしくない。ところが空室が多いことが、家賃上昇を防ぐことになってしまう。結局のところ、家賃を上げていくには、所有している物件や管理物件全体の入居率を高めることが第一条件になる。

## 人気設備は確実に

家賃を上げていくためには、まずは市場においてどのようなニーズがあるのかを見定めなければならない。必要とされていないものに対して投資してもリターンを得ることができない。本来であれば、管理会社や仲介会社がアイテム(設備)の一つひとつの価値を把握していて、それが可視化されていれば家賃査定に狂いはないはずだ。しかし、なかなかそのように情報を体系化している企業が少ないため、人によって査定がばらつく。取得できる家賃を最大化させるには、まずは全国的に確実に必要とされているアイテムの価値を押さえることが重要だ。例えば、高速無料Wi-Fi、宅配ボックス、オートロック、テレビモニター付インターフォン、温水洗浄機能付き便座などは、全国各地でニーズが高く、地域によっては必須とされるアイテムにもなりつつある。地域によってニーズのばらつきはあるものの、アイテム一つが家賃にいくら転嫁されるのかを見極める必要がある。価値を算出するには、過去の成約事例をもとに算出する方法と、直近で契約をいただいた入居者に時間をとってもらい、ヒアリングかアンケートを実施することで価値を算出する方法がある。

テレビモニター付インターフォンやオートロックの有無で、いくら家賃が変わるのか、一つずつのアイテムの価値を調査していく。これは、家賃帯でも金額が異なるため、定額で〇〇円をヒアリングして、家賃に対して〇〇%の価値があるというように置き換えていくことが、データとしては間違いのないものになる。

一つひとつのアイテムの価値が算出できれば、費用対効果がわかるはずだ。もしテレビモニター付インターフォンが1,000円の価値があるとすれば、1年間で1万2,000円となる。設備と設置費用に5万円が掛かるとなれば、 $1万2,000円/5万円 = 24\%$ の利回りとなる。このようにアイテム一つずつを積み上げていき、市場の需給バランスがおかしくなければ、家賃を上げることができるはずだ。

ライバル物件とそれぞれの設備を比較して、条件面で優っていれば適正な家賃を取得でき、稼働は上がるはずだ。

## 不人気アイテムを消す

もう一つは、絶対的に不人気なアイテムを消すことも重要である。ウィークポイントがあると、それが原因で「非成約要因」となり、大幅な家賃減少または空室を引き起こし、その結果資産価値は下落することになる。

不人気アイテムとしては、「3点ユニットバス」「和室トイレ」「室外洗濯機置き場」「和室」などがあげられる。ただ不人気とわかっていても、これらを改善するには大型のリフォームをする必要が出てくる。それも改善できるものとできないものがあるため、まずは確実に消せるところからやっていくことになるが、結局は抜本的な改善をしなければ、家賃を上げるどころか下げても決まらない物件となってしまう。

設備面はコストがかかるものもあるが、コストを抑えて改善できる場所はたくさんある。すぐに行動をすれば改善できる箇所も多数あるため、積極的にオーナーに再投資を促したい。

# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

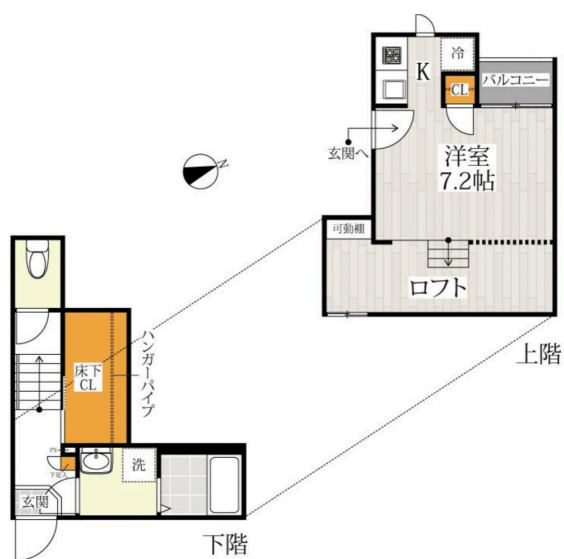
## 企画に勝るものはない

築年数が経過することにより、建築当時と必要とされるニーズやライフスタイルの変化で、間取りや設備が陳腐化するのは当然と言える。ただ、賃貸経営は単年で終わるものではなく、一般的には長期に渡る投資だ。

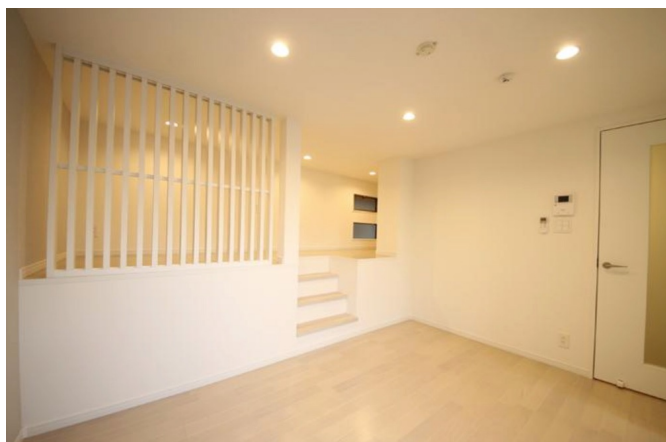
そのためには、ある程度の期間の需要の変化にも耐えられる間取りやデザインの企画が重要となる。不動産は動かすことができないため、そのエリアの需要の変化予測と入居ターゲットを明確にしておかなければならない。ターゲットを選定して算出できる家賃や生活スタイルから逆算して、効率良い間取りや設備、そして建築予算を決めていかなければならない。

私が保有する物件に、「スキップフロア」を採用した物件がある。福岡に本社を置く、株式会社三和エステートが企画する物件がある。1Kではあるが、室内はロフトも入れると3層構造になっているため、平面な部屋よりも立体的になる分、容積が増える(写真)。その結果、室内にボリュームが生まれるため、同じ専有面積の部屋に比べ入居者からするとお得に感じる。

保有して6年が経過したが、間取りが差別化されているため、競合が多い中でも退去をすると1週間で申し込みが入る。これまで退去も多数出ているが、その都度家賃を上げているため、全体平均では8%家賃が上がってきた。退去するたびに家賃を上げてきた結果、一番長い入居者が一番安い家賃で入居していることになった。よって後にも述べるが、家賃改定の交渉を行うことになった。



「スキップフロア」を採用した物件。ロフトも入れると3層構造に。容積が増え、同じ専有面積の部屋と比べてボリュームのある部屋に。



「スキップフロア」で有効面積が増える(企画・管理/株式会社三和エステート)



著者が所有する「スキップフロア」のある物件の外観

# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

## 家賃アップ交渉のポイント

物価上昇が続く中、不動産オーナーとしては、リフォーム費用、金利、設備の修繕費などの運営コストの上昇に直面しているはずだ。コストばかりが上がっていて、家賃を上げられないのは、利回りの低下が進み続けることになる。

それでは、このような状況下で、家賃の値上げ交渉を行うことは可能なのだろうか。その可能性と成功のためのポイントを紹介したい。

### 20日以内成約物件に可能性

前述の通り、市場の空室が多いエリアでは、供給過剰による空室が家賃の値上げを阻んでしまう。よって運営コストが上がるからといって、家賃を上げれば、他のライバル物件に入居者を取られてしまうことになる。

一方、入居率が高い地域や人気のある物件に関しては、需要が安定していれば家賃を上げられる可能性は十分にある。また、退去が出た際に入居までの募集期間が20日以内に成約をする物件に関しては、家賃を上げられる可能性が十分にある。言い換えれば、早く決まるということは、家賃が安すぎる可能性があるためだ。とはいえ、やみくもに家賃を上げることは難しい。そこには借地借家法第32条が関わってくるためだ。

### ■借地借家法第32条と賃貸借契約の条文

借地借家法第32条には、次のような条文がある。

(借賃増減請求権)

建物の借賃が、土地若しくは建物に対する租税その他の負担の増減により、土地若しくは建物の価格の上昇若しくは低下その他の経済事情の変動により、又は近傍同種の建物の借賃に比較して不相当となったときは、契約の条件にかかわらず、当事者は、将来に向かって建物の借賃の額の増減を請求することができる。ただし、一定の期間建物の借賃を増額しない旨の特約がある場合には、その定めに従う。

更に賃貸借契約には、この条文をもとに、通常次のような文言が入っているはずだ。

貸主及び借主は、次の項目に該当する場合には、協議の上、賃料を改定することができる

- 1 土地または建物に対する租税、その他負担の増減により賃料が不相当となった場合
- 2 土地または建物の価格の上昇、または低下、その他経済事情の変動により賃料が不相当となった場合
- 3 近隣の同種の建物賃料に比較して、賃料が不相当となった場合

簡単に言えば、家賃を上げるには「正当な理由」をもとに、「貸主と借主が合意」の上でなら、家賃を上げることができるわけだ。

それでは、実際に家賃を上げるためには、どのような手順を踏めば良いのだろうか。



# デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

## 家賃値上げの手順 相場確認 根拠を明確に 入居者との対話重視

### ①近隣相場の確認や運営コストの確認

まずは、周囲の同様の物件や地域の市場動向を調査する。物件の立地や設備、その他サービス内容などを比較することで、現在の家賃水準との関係を把握する。

その上で、適切な値上げ幅を設定することが重要となる。更に税金が上がっていることや、近隣での家賃が上がっている事例、運営コストなどが上がっている根拠を明確にする。家賃を上げるための「正当な理由」なので、そのためのエビデンスを集約する必要がある。

### ②管理会社とオーナーとの打ち合わせ

なんといっても、自主管理である場合を除き、管理会社が前面に立って入居者に交渉をすることになる。管理会社としてみれば、成功したとしても報酬になることがないので、余計な仕事が増えるだけであまり積極的に対応したくないというのが本音かもしれない。しかし、交渉に成功すればオーナーとの信頼関係が強くなることは間違いない。あまりに相場と乖離している場合は、管理会社側から先手を打ちオーナーに提案することでさらなる信頼関係を構築できる。

### ③入居者への交渉タイミング

家賃の値上げ交渉は、タイミングと準備が成功のカギとなる。通常は、契約更新で行うことになるが、通常の更新のやり取りよりも少し前段階からスタートしたい。また、値上げ交渉に向けては、事前に適切な資料や提案書を準備し、交渉の際に説得力を持たせることが重要だ。

### ④入居者が合意しない場合

入居者が条件改定を聞き入れてくれれば問題ないが、生活費が上がっている昨今、通常は嫌がる入居者がほとんどだろう。家賃値上げは貸主と借主が合意したものでなければいけないため、貸主が勝手に上げることはできない。

入居者が合意しない場合は、法的手続きが必要だが、大幅な値上げでもない場合は、ある程度は聞き入れられるのが大半だろう。

### ⑤入居者にも特典を与える

ただの家賃値上げは、入居者から反対されることも想定しておかなければならない。そこで入居者にも何かしらのメリットを与えて、バーターの取引交渉を進めたい。

例えば、更新料を免除や半減するなどをして、更新時のイニシャルコストを下げつつ、家賃でランニングコストを上げていくような、オーナー側からの譲歩は有効である。仮にオーナーが更新料を放棄したとしても、すぐに元は取れるし、何より家賃を上げることで資産価値は上がるため、特に直近で売却を考えている場合などは、非常に有効な手立てである。オーナーから家賃を上げたいという話が出た際には、この辺りを事前に話しておけると交渉はスムーズに進みやすい。

## デフレマインドから脱却 入居率向上が家賃アップを実現

### 「賃料改定についてのお知らせ」

時下ますますご清祥のこととお喜び申し上げます。  
平素は格別のご高配を賜り誠にありがとうございます。  
さて、貴殿に関しましては、平成 29年 11月 17日の契約から既に 5年が経過致しましたがこの間、一度も賃料が増額されることなく本日に至っております。  
しかしながら、近年公共料金、公租公課をはじめとする諸物価の上昇に伴い、人件費の高騰、リフォーム等の建物維持費等、諸経費が増加したこともあり、近隣の賃貸物件の賃料も軒並み上昇している状況です。その中で、本物件の賃料が、近隣同種の賃貸物件、及び本物件他室の賃料と比べて不相当となりつつあり、所有者様と協議した結果、今回の契約更新より賃料改定をさせて頂くこととなりました。  
つきましては令和 5年 11月分より賃料を近隣類似の賃貸物件と本物件他室の賃料及び共益費を参考にしたいうえ、下記の通り改訂したくお願い申し上げます。  
よって本書を通知いたします。  
事情をご賢察のうえ、何卒ご理解ご協力頂きますようよろしくお願い申し上げます。

管理会社と協議して作成した入居者向けの賃料改定通知文

### 双方納得できる策を

家賃の値上げ交渉は、入居者との対話を重視することが重要だ。事務的で一方的に通知を出したりすれば、入居者の立場や経済状況を無視することになるので、心象を悪くしてしまい、再度の交渉が難しくなる。よって、できるだけ丁寧に、折衷案や妥協点を探りながら、双方が納得できる解決策を見つけることが大切だ。順序を踏んで、長年の入居に感謝の気持ちを伝えつつ値上げの話をするのが重要となる。

### 物価に応じて高めていく

今後、物価上昇が続く中、家賃を高めることができなければ、実質の収益価値が下がることに等しい。アメリカの物件などは地域によっては「毎年〇%家賃を上げる」などの条文が入った契約が一般的に存在する。

更なる物価上昇に備えて、家賃は物価に応じて高めていく意識を持ち、いち早くデフレマインドから脱却していかなければならない。

# データで読み解く！人口動態と不動産投資

(社) 住宅・不動産総合研究所理事長 不動産エコノミスト 吉崎誠

## ■ 賃貸住宅需要増に外国人在留者寄与

- ・ 47都道府県で人口減
- ・ 続く三大都市圏の流入
- ・ 3割が高齢者

## ■ 増加続く単独世帯 40年に4割予測も

- ・ 生涯未婚率も急上昇

## ■ これからが本番 〳東京一極集中〵

- ・ 生産年齢人口も首都圏のみ増加へ

## ■ より顕著になる 〳中心部集中傾向〵

- ・ 東京都への人口流入
- ・ 23区で減少する区も

## ■ 立地選定がより重要に

- ・ 賃貸住宅需要を左右する世帯数

# データで読み解く！人口動態と不動産投資

本稿では、最新の人口動態や将来人口予測などを解説します。不動産投資、特に賃貸住宅(区分マンション・一棟収益物件)への投資を行う際には、将来にわたる住宅需要の見直しを行うことは何より重要です。言うまでもなく、住宅需要は、その物件周辺の現在から将来にわたる人口や世帯数により決まります。

(社)住宅・不動産総合研究所理事長 不動産エコノミスト 吉崎誠二)

## 賃貸住宅需要増に外国人在留者寄与

人口の動向は、日本全体では、自然増減(出生数と死亡数)と社会増減(海外と国内の移動)で決まります。都道府県別の人口では、自然増減と共に都道府県をまたぐ人口移動、つまり社会増減が影響します。社会増減は人口流入と人口流出の差です。ご承知の通り、出生数は年70万人台と大幅に減っており、その一方で死亡者数が増えており、人口減少となっています。他方、近年はコロナ禍での停滞した時期もありましたが、全般的には外国人の在留者が増えており、人口減少スピードを緩めていると共に、賃貸住宅需要増に寄与しています。

### 47都道府県で人口減

23年7月に総務省から「住民基本台帳に基づく23年1月1日時点の人口動態調査」が発表されました。これによれば、23年1月1日時点の日本に住む外国人を含む人口は1億2,541万6,877人、昨年1月1日から約51万人の減少(マイナス0.41%)、そのうち日本人は1億2,242万3,038人、外国人299万3,839人でした。日本人のみでは、約80万人の減少(マイナス0.65%)、一方、外国人は約29万人の増加(プラス10.7%)でした。日本に住む人口総数の減少率はマイナス0.41%で、昨年は同0.5%でしたので、新型コロナウイルスの影響がおさまリ、外国人人口が増えたことから減少率は減りました。

日本国内に住む日本人の人口は前年から80万523人減りましたが、これは11年以降、13年連続して減少。減少数は一昨年42.8万人、昨年61.9万人と年々増え続けており、68年(昭和43年)の調査開始以降最大の数となりました。また、日本人のみの人口を都道府県別で見れば、沖縄県が初めて本土復帰後人口減少したことにより、47都道府県の全てにおいて日本人人口は減少となりました。

日本全体の人口の増減は、自然増減(出生数と死亡数の差)では、日本人のみの減少はマイナス79万3,324人で15年連続の拡大となり、調査開始以来最大となりました。22年の1年間の日本人の出生数は77万1,801人で1979年の調査開始以来最少となる一方、死亡者数は156万5,125人で、調査開始以来最多となりました。なお、直近の公表データでは、24年1月23日に公表された「23年1～11月の出生数」は69.6万人。このペースで23年の年間換算をすれば73万人前後となり、22年よりも大きく減ることになります。そして24年の1年間では70万人を下回る可能性もありそうです。少子化がいつそう進んでいる状況が分かります。

## データで読み解く！人口動態と不動産投資

### 続く三大都市圏の流入

都道府県別では日本人の人口は全県で減少となりました。ただし、外国人を含めた総計では、東京都が唯一プラスで4万6,732人増となりました。

三大都市圏（東京圏・名古屋圏・関西圏）では6,400万8,221人となり、割合は52.28%と17年連続して全国人口の50%を上回っています。また、人口上位の東京都・神奈川県・大阪府・愛知県・埼玉県・千葉県・兵庫県・北海道の8つの都道府県の合計で人口の半数を超えます（50.75%）。三大都市圏への人口集中が続いていることから、こうしたエリアでは今後も住宅需要が旺盛となりそうです。

### 3割が高齢者

15歳未満の日本人の人口は、94年の調査開始以降毎年減少しており、日本人全体の11.82%となりました。一方、65歳以上の人口は3,568万人で、調査開始以来増え続けていましたが今回の調査報告で初めて減少。しかし、割合で見れば29.15%と過去最高となり、人口の約3割が高齢者ということになります。65歳以上人口は95年の約2倍。高齢化が一段と進んでいる一方で、老年者の減少が始まっています。これから団塊の世代が70代後半にさしかかり、死亡者が増えることから老年者総数は減少基調になるでしょう。

いわゆる「現役世代」である生産年齢人口（15～64歳）は、7,226万人で総数は減ってきていますが、人口割合で見ればここ5年は59%前後で推移しています。

# データで読み解く！人口動態と不動産投資

## 増加続く単独世帯 40年に4割予測も

ここからは、世帯数についてお伝えします。

前述の総務省「住民基本台帳に基づく23年1月1日時点の人口動態調査」では、住宅需要や賃貸住宅需要に影響の大きい世帯数の調査も併せて行われます。これによれば、世帯数は調査開始以来増加を続けており、23年1月1日時点の世帯数総計は、初めて6,000万世帯を突破し6,026万6,318世帯でした。前年比ではプラス0.85%、前年対前々年比はプラス0.44%でしたので、増加率も増えています。

全国の1世帯当たりの平均構成人員は日本人世帯の平均が2.09人、外国人世帯が1.69人となり、合計の平均は2.08人(前年は2.11人、前々年は2.13人)でした。これは、現行の調査開始(1968年)以来毎年減少しており史上最低となりました。世帯構成人員は初めて、2.1人を割り込み、単身世帯の増加が顕著になっています。

1世帯当たりの平均構成人員が最も少ないのは北海道で1.83人(前年は1.85人)、続いて東京都1.86人(前年は1.88人)、以下、高知県・鹿児島県・大阪府では2を切っています。世帯構成人員が2を切っている都府県は昨年と同じで、高齢化が進み人口減少している県と大都市部となっています。

## 生涯未婚率も急上昇

このように世帯数は、核家族化が進んでおり、戦後一貫して増えています。2000年以降は、生涯未婚率(50歳時点まで1度も結婚されない人)が急上昇しており、男性では25.7%、女性では16.4%(2020年国勢調査より)となっています。特に首都圏ではこの割合が高いとされています。生涯未婚率の将来予測のデータはありませんが、このところの伸びから考えれば、この先更に増えるでしょう。

単身世帯は、親から独立して未婚の人と離婚された人、そして高齢者の配偶者と死別された人の3パターンありますが、このうち、前者2つの人の多くは賃貸住宅に暮らすことが知られています。国立社会保障・人口問題研究所の2019年の予測では2040年には約4割の世帯が単独世帯になるとされています。人口見通しだけでなく、こうした世帯動向・見通しも住宅需要・賃貸住宅需要では重要となります。

# データで読み解く！人口動態と不動産投資

## これからが本番 “東京一極集中、

それでは、我が国のこの先の人口はどう推移していくのでしょうか？

23年12月に国立社会保障・人口問題研究所より「地域別将来推計人口（令和5年推計）」が発表されました。この推計は5年ごとに行われますが、5の倍数の年に行われる国勢調査に基づき、その3～4年後に推計を行い発表されます。この推計は、2020年に行われた国勢調査を基に、2050年までの向こう30年間を5年刻みで予測しています。

これによれば、15年の国勢調査から20年の国勢調査の間には、39の道府県で人口が減少しましたが、次回の国勢調査の年である25年までの5年間には、東京都を除く46の道府県で人口が減少すると推計されています。

東京都は25年以降も人口が増え続ける唯一の都市で、20年を100とすれば35年の人口は102.9、50年には102.5となります。東京都の人口のピークは、40年～45年の間と推計されており、東京の一極集中が言われていますが、これからが本番のようです。

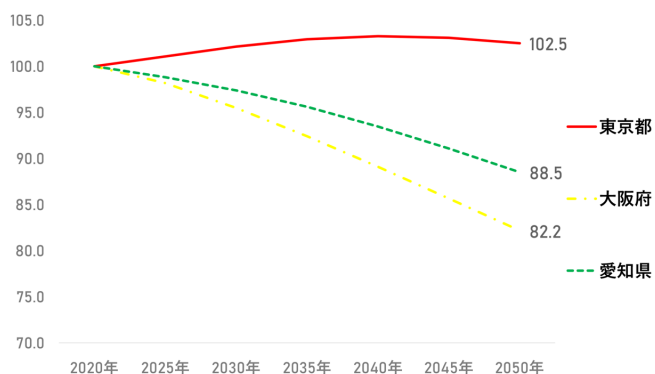
【図1】のように、大阪府・愛知県と比較するとその状況がよく分かります。

全国人口に占める東京都人口の割合は、20年時点では11.1%となっており、この先の見通しでは、5年ごと刻み（国勢調査ごと）で見れば毎回増え続け、40年には12.9%、50年には13.8%になります。

首都圏（東京・埼玉・千葉・神奈川）のうち、25年以降も人口が増え続けるのは東京都だけですが、埼玉・千葉・神奈川でも他の地域（例えば関西など）に比べて減少が少ないため、首都圏（本推計では南関東と表記されています）の人口割合は増え続けます。

首都圏に住む人口割合は、20年時点では29.3%、25年には30.0%と3割を超え、40年には33.7%となります。

（図1）将来人口予測（東京都・大阪府・愛知県）



『日本の地域別将来推計人口（令和5（2023）年推計）』より作成

## 生産年齢人口も首都圏のみ増加へ

賃貸住宅需要の中心である生産年齢人口と呼ばれる15～64歳は2000年を100とすれば、40年に100を超えるのは唯一東京都だけとなります。また、地域ブロックで見れば、1都3県では、15～64歳人口割合は20年では31.1%ですが、40年には34.4%と増えており、他の地域では、40年の推計では多くても17%台（近畿ブロック）ですので、首都圏の割合の圧倒的な多さが分かります。

# データで読み解く！人口動態と不動産投資

## より顕著になる“中心部集中傾向、

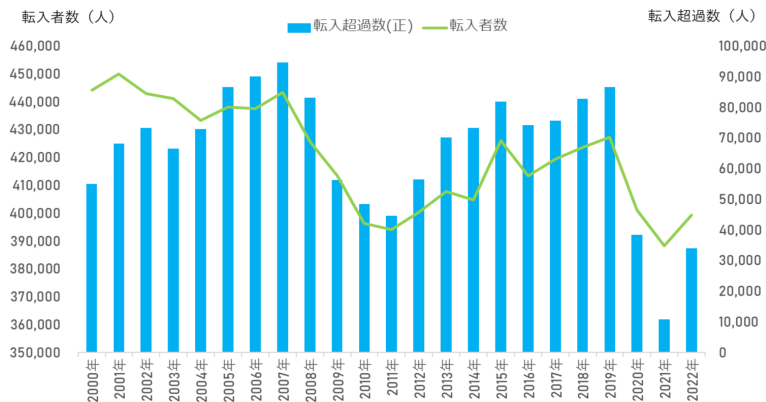
住宅需要を押し量る際には人口動態も重要ですが、一般的に住宅には世帯単位で住みますので、世帯数のほうが重要とされています。確かに我が国は人口減少期に入っていますが、単身世帯の増加に伴い世帯数はまだ増加傾向にあります。

このような調査結果を見れば、首都圏など人口集中が続く都市部では、特に10代後半～30代の人口流入が増えており、こうした人向けの、賃貸住宅需要は底堅いと思われます。また、単身世帯はしばらく増え続け、単身向け賃貸住宅需要の成長は続くでしょう。更に、未婚者数が増えていることから、若年層や高齢者の単身世帯だけでなく、30代～50代の単身者も増える傾向にあり、こうした人向けの賃貸住宅需要は伸びると思われます。

### 東京都への人口流入

【図2】は2000年以降の東京都への転入者数の推移です。東京都への人口流入は、地価上昇、住宅価格の上昇が続き67年から95年頃までは、マイナス（転出者数のほうが多い）が続きました。しかし、90年代後半からは再び転入超過となっています。このころ都心回帰と呼ばれていましたが、この傾向は、現在までも続いており、新型コロナウイルスのまん延で一時的に減少しました。

（図2）東京都の人口動態（日本人の移動者数）



総務省統計局「住民基本台帳人口移動報告」

しかし、22年の東京都の「転入超過」は3万8,023人となり、3年ぶりに転入超過が拡大しました。再び転入超過数は回復してきています。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う行動制限が緩和され、移動が活発化したことが浮き彫りとなっています。23年以降も引き続き人口の移動は活発になるでしょう。人口流入が増えることは、賃貸住宅需要拡大へつながります。

ここまで見てきたように、将来人口では首都圏、特に東京都区部では安泰のように思えます。しかし、もちろん他の地域よりも有利な状況にあるものの、多少の濃淡があるようです。



## データで読み解く！人口動態と不動産投資

### 23区で減少する区も

東京都が23年3月に公表した「東京都男女年齢別(5歳階級別)人口予測」を見れば、東京23区の中でも、かなり違いがあります。20年(=100)と比較して30年の人口予測は、東京23区全体では101.3となりますが、23区中4つの区ではマイナスの見通しです。江戸川区98.1、葛飾区99.6、荒川区99.8そして人気エリアの目黒区も99.4となる予測となっています。

一方、増加する上位では中央区118.8、千代田区115.3、港区108.5、文京区108.5となっています。

更に、45年の予測では、20年比で減少する区は9つに増えます。江戸川区93.1、葛飾区94.0、足立区94.7、荒川区95.6、目黒区97.3、豊島区97.4、大田区97.8、板橋区98.3そして新宿区も99.3となります。一方で、増える区の増加率は拡大します。例えば、中央区は20年比で137.9、千代田区128.6、文京区114.9、港区111.8などです。

このように、東京23区においても、より中心部の人口増が目立ち始めることになり、人口減少する区も増える見通しです。



中心部への人口集中がより顕著になっていく

## データで読み解く！人口動態と不動産投資

### 立地選定がより重要に

このような中心部集中傾向は、東京都区部だけではありません。例えば、20年に大阪市が公表した「大阪市人口ビジョン」では、20年は276万人、25年の人口は274万人となっていました。24年1月1日時点の人口は277.3万人と予測値以上の人口となっています。この背景には、大阪市中心部への人口流入があるようです。23年4月に大阪市より公表された「大阪の経済23」によれば、「この10年間の市内人口の増減を区別に見ると、中心部の増加が顕著で、北区では2.8万人増、中央区では2.6万人増、西区では2.2万人増となっています。中でも中央区の増加率は32.1%で市内最高となっています。また、中心部に隣接する3区(浪速区、天王寺区、福島区)の増加率も浪速区で21.7%、天王寺区で17.3%、福島区15.9%と高い割合となっています。一方、南部を中心に12区で人口は減少しています」とあり、大阪市の中でもより中心部への人口流入が進んでいることが分かります。また、大阪市の中心部へは、関西の他の地域からの流入も多く、こうした状況により、大阪市では予測以上の人口となっているものと思われます。

このような事例は、全国各主要都市で見られており、全国的に主要都市への人口流入、主要都市の中心部への人口流入が続いているようです。

### 賃貸住宅需要を左右する世帯数

将来にわたる賃貸住宅需要は、人口動態だけでなく世帯数も大きく影響します。たとえ人口が減っても単身世帯が増え続ければ、都市部に住む単身世帯の大半は賃貸住宅に住むことから、賃貸住宅需要は増えることになります。しかし、人口が減少すれば、その後には世帯数も減る可能性が高くなりますので、注視しておきたいものです。

不動産投資(賃貸住宅投資)で、長期的に安定的な収益を上げるためには、これからは、ますます物件選び、立地選定が重要となってくるでしょう。

# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

株式会社アセットビルド 代表取締役一級建築士・CCIM・CPM 猪俣 淳

## 基本の仕組みと特徴を知る

- 購入・運用のポイント
- 投資の効率性と安全性
- 利回りを決定する要素
- インカムゲインとキャピタルゲイン
- 金利と不動産
- 人口移動と不動産市場
- 理解を深めるために

# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## 基本の仕組みと特徴を知る

不動産投資に注目が集まっています。不動産投資関連サービスを提供する不動産会社にとって、投資物件の購入のポイントや運用のポイントを知ることが、とても重要です。不動産業界は専門分野が分かれ、得意分野や経験にばらつきがあり、日常の業務で取り扱う商品やサービスが全く異なるために、改めて不動産投資の基本的な仕組みや特徴を理解しておく必要があると言えます。(株式会社アセットビルド 代表取締役一級建築士・CCIM・CPM 猪俣 淳)

## 購入・運用のポイント

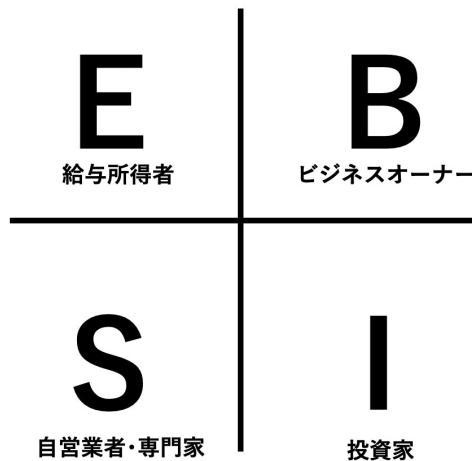
住宅新報を購読されている不動産業界の皆さんの中にも、少なからず投資物件をお持ちの方がいらっしゃると思いますし、ご自身の将来設計の中で収入の柱としての投資用不動産の取得を、前向きに検討している方もいらっしゃるでしょう。

ロバート・キヨサキ氏が著書「金持ち父さん貧乏父さん」シリーズの中で書いた「キャッシュフロー・クワドラント」、すなわち労働で稼ぐ「E(給与所得者)・S(専門家・自営)」の人は、仕組みで稼ぐ「B(ビジネスオーナー)I(投資家)」(図1)の立場に早く移行しておかないと、いつまでも時間と収入の交換をし続けるラットレースから抜け出せない…という本質を知った、あるいは気づいたということに他ならないと思います。

彼の著書の中でも「不動産投資は優れた仕組みである」と強調されていますが、それは不動産業界の皆さんにとってのアドバンテージといえるでしょう。

また、この本をきっかけに不動産投資に目覚めた方が増え、ビジネスとしてそういった方々へのサービスを提供する会社も増えてきましたが、投資物件の購入のポイントや運用のポイントを知っておくことは業界の皆さんにとっても、とても重要だと思います。特に、不動産業界は、賃貸管理(PM)、リーシング、実需売買仲介、投資物件売買仲介、開発、買取りなど、医師並みに専門分野が分かれています。日常取り扱う商品やサービスが全く異なり、得意分野や経験にばらつきがある上に、それぞれのバイアスがかかるということを前提とした場合には、不動産投資の基本的な仕組みや特徴を押さえておくことは役に立つはずですよ。

図1



# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## 投資の効率性と安全性

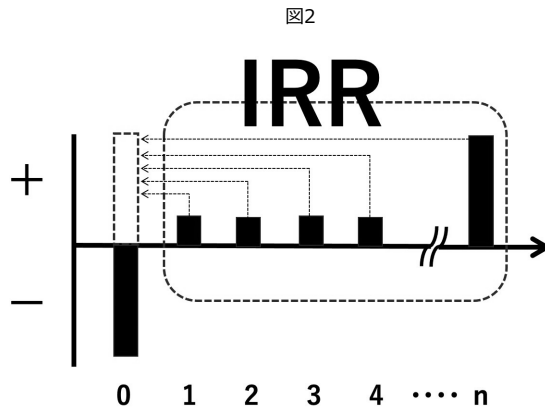
居住系、商業系、オフィス系に関わらず、

- (1) 物件を取得あるいは開発し、それを貸し付けて収入を得る(インカムゲイン)
- (2) 物件を取得あるいは開発し、それを売却することによって転売益を得る(キャピタルゲイン)

というのが投資物件を使って利益を得る基本的な方法です。

どちらを重視するかというのは、投資家によっても様々ですし投資する物件によっても変わります。

投資物件を検討する際、何をもって投資適格と判断したり、投資効率を比較するかということを見た場合、結論からいうと、取得・運営・売却という一連の流れで見た場合に、最初の投資資金と、運営・売却により複数年にわたって得られる資金を現在の貨幣価値に割り戻した合計額が同額になる割引率(内部収益率IRR)によって判断するということになります。(図2)



投資効率の指標として広く使われる表面利回り(満室想定賃料÷物件価格)は、空室損や運営費の要素が無視されていますし、キャップレート(営業純利益÷物件価格)は、物件取得に必要な取得経費や改修コストが欠落しています。

FCR(営業純利益÷総投資額)はこれらの要素を満たしていますが、あくまでも単年の指標であり、キャッシュフローに影響を与える融資条件によるローン返済額の多寡と売却時の手取り金額に影響を与えるローン残高減少の速度、そして売却時における市場価格の上昇・下落といった要素は無視されています。

単年での自己資本の運用利回りCCR(税引前キャッシュフロー÷自己資本)についても同様です。

また、投資効率を示す指標とは別に安全性の指標として、DCR(=営業純利益÷年間返済額)、BE%損益分岐点(=(運営費+年間返済額)÷市場家賃での満室時収入)、LTV(借入額÷物件価格)などがありますのでリスク許容度や金融機関の収支規定などとあわせて総合的に判断する必要があります。

# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## 利回りを決定する要素

「満室想定賃料÷期待利回り」といういわゆる表面利回りで投資物件の市場価格が決定する我が国の不動産市場ですが、本来は空室率や運営費の負担率(賃料単価が低いエリアでは修繕や維持管理のコストの賃料収入に対する負担が重くなるはずです)も反映させた「営業純利益」で見るとべきであるということは、前述の通りですが「期待利回り」についてはそれが何によって構成されているかを説明できる人は少ないと思います。

期待利回りを分解すると「f:安全利回り(10年物長期国債利回り)+r:リスクプレミアム-g:営業純利益NOIの成長率」(ゴードン成長モデル)。安全利回り(f)は投資として国債以上の利回りを確保するべきであろうということで、これは全国どこでどのような物件に投資しようが一律ですが、リスクプレミアム(r)は地域や物件によって変わります。

景気後退期か景気拡大期かといった要素のほか、不動産特有のリスク要素としては①エリア・立地のリスク②物件特有のリスク③運営上のリスクが挙げられます。都心と郊外、適法物件と違法建築、維持管理状態の良い物件とスラム化した物件、優良入居者が入っている物件とそうではない物件…リスクが高ければ高いほど期待利回りを押し上げる(価格を押し下げる)要因になります。

また、営業純利益NOIの成長率(g)がなぜマイナス表記になっているかという、インフレや景気拡大、地域の開発や人口の流入など将来的な営業純利益の増加が見込まれる場合にはその分、利回りを下げても良いだろうという事です。

逆に、デフレや景気後退、地域の過疎化・人口流出などで将来的な営業純利益の減少が見込まれる場合にはその分、期待利回りを上げる必要があるという事でもあります。(図3)

図3

$$V = \frac{\text{営業純利益 NOI}}{f + r - g}$$

物件価格
安全利率
リスク  
プレミアム
NOI成長率

この視点をもつことによって、満室想定賃料と表面利回りで価格決定される日本の不動産投資市場において、いかに本来の価値よりも高いあるいは安い価格での取引が行われているかということが、不動産取引の現場で働く皆さんであれば理解していただける上に、そこにビジネスチャンスを見出されることと思います。

# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## インカムゲインとキャピタルゲイン

キャッシュフロー(インカムゲイン)を重視するのであれば、高利回りの物件と言いたいところですが、それは多くの場合リスクを伴うものと考えるべきであり、それが解決できるものか、あるいは、解決するためのコストが見合うものかという点に注意する必要があります。

立地のリスクは、皆さん自身で解決することは不可能とも思われますが、例えば、入居者ターゲットを変更したり、居住系・商業系・宿泊系・オフィス系といった用途の入れ替えをしたりすることによって解決することも可能です。

また、維持管理がなされていないことでスラム化した物件の改修、設備の更新、デザインを施すといったことにより、賃料や稼働率を上げることもできますし、日常清掃の回数を増やしたりゴミ置き場・駐輪場の整備を行ったり、問題のある入居者を排除したりという運営上の問題を解決することで効果を得ることができます。

ただし、その施策に必要なコストが営業純利益の増加に対して過大になる場合、あるいは、その施策のコスト(特に修繕系)を物件の取得費に加えた場合の期待利回りを著しく悪化させる場合は、投資の再検討が必要になります。

また、融資を使う場合、月々の返済額を少なくなるよう返済期間をより長めにとることによりキャッシュフローは増えます。ただし、それは元金返済の進み方が遅くなることも意味しますので、最終的な投資の出口を取る段階で売却手取りを減少させることとなります。従って、前述の内部収益率(IRR)で見た場合、初期のキャッシュフローの再投資の効率にもよりますが、そう大きな差が出ないケースがほとんどです。

売却益(キャピタルゲイン)を重視するのであれば、市場相場よりも高利回りで開発・取得して市場相場で売却できれば、その差額が利益となります。ゴードン成長モデルに置き換えると、①相場よりも賃料水準が低い場合は賃料増額請求をする②バリューアップ工事をを行い物件の競争力を付けて賃料や稼働率をあげる③老朽化した設備の更新や管理会社の見直しなどで運営費を下げるといった方法で営業純利益(NOI)を増やし、分数の分子を大きくすることが有効になります。また、これらの諸施策は、同時に物件や運営のリスクを下げる要因になりますので、その効果はより大きくなります。

また、市場のゆがみを利用してキャピタルゲインを得る方法もあります(アービトラージ手法)。好立地で敷地面積が広いのに小規模な共同住宅が建っている物件は、家賃収入と期待利回りで価格決定されるので、更地価格よりも低い金額で取引される可能性があります。立退き・解体をした上で、実需の建売用地として販売すると大きな利益が出るかもしれません。逆に、駅から近く立地が良いのに道が狭くて自動車の進入ができないとか、地形が不整形であるといった条件の土地や住宅は実需市場では比較的low価格になりがちですが、そういった土地条件のマイナス面を気にしない単身者が住む共同住宅を建てて投資市場で売却すればやはり大きな利益が出るかもしれません。

# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## 金利と不動産

30年を超える長いデフレ期を過ぎて、24年はインフレ基調がより強まっています。

これまでの低金利政策の転換を余儀なくされる可能性もあります。金利上昇は、基本的に不動産価格の抑制圧力になりますが、企業価値を算出するのにつかわれるWACC(加重平均資本コスト)を投資不動産に置き換えた場合、以下のような仕組みであると理解できます。

「 $LTV \times \text{金利} \times (1 - \text{所得税率}) + (1 - LTV) \times \text{期待する自己資本利回り} (= CCR)$ 」  
 ※ $LTV = \text{借入額} (LB) \div \text{物件価格} (V)$

仮にLTV80%、金利2%、所得税率30%、CCR10%とした場合、この物件に対する期待利回り(表面利回りではなくキャップレート)は3.12%となります。

「 $80\% \times 2\% \times (1 - 30\%) + (1 - 80\%) \times 10\% = 1.12\% + 2.00\% = 3.12\%$ 」

ここで、金利が2%から4%に上昇した場合の期待利回りは3.12%から4.24%に上昇します。

「 $80\% \times 4\% \times (1 - 30\%) + (1 - 80\%) \times 10\% = 2.24\% + 2.00\% = 4.24\%$ 」

営業純利益1,000万円の物件であれば、その価格は、

$1,000 \text{万円} \div 3.12\% = 3 \text{億} 2,051 \text{万円}$ から $1,000 \text{万円} \div 4.24\% = 2 \text{億} 3,585 \text{万円}$ と $8,466 \text{万円}$ (マイナス26.4%)の価格押し下げ要因となります。

一方、金利は「お金のレンタル料<sup>g</sup>」という意味合いもありますので、インフレ下における金利上昇は将来的な貨幣価値の下落(=賃料の相対的な上昇)を前提としているとも言えます。

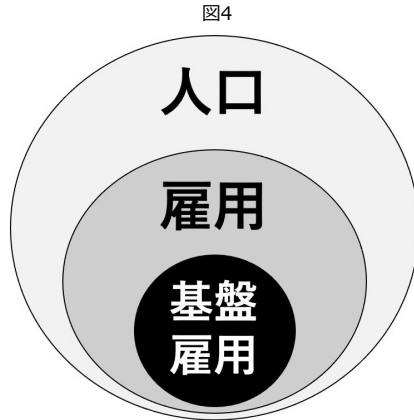
従って、賃料上昇に伴って営業純利益が増加するのであれば「 $-g$ 」の部分で期待利回りを押し下げ、結果として、金利上昇による期待利回りの押し上げ効果を相殺する方向へ働くということになります。



# 不動産会社だからこそ、不動産投資を

## 人口移動と不動産市場

ところが、インフレ時にはすべての賃料が上昇するかというそういうわけではなく、人口の増減(居住系物件の場合は世帯数の増減)、物件の供給数と賃貸在庫によって市場の需給が決定づけられます。(図4)



更に、詳細に市場を観察することにより、同一エリア内での間取りや面積や賃料帯ごとの需給ギャップに差異が生じていることを見つけることができます。

賃貸需要は、商業系・オフィス系にせよ、居住系にせよ、基本的にその地域に産業があり、雇用がもたらされるかということに大きな影響を受けます。将来的な雇用や人口を予想する方法に、経済基盤分析(EBA)があります。

農林水産業以外の産業分野(日本の場合16分野)のうち、エリア外から富をもたらす基盤産業と、その産業の雇用数から地域全体の雇用数と人口への影響の割合を算出した上で、地域の基盤産業の雇用状況をベンチマークするという手法ですが、企業城下町など基盤産業が限られ、多様化されていない地域ほど、為替や市場の変化に対するリスク耐性が低いという事がわかります。

## 理解を深めるために

本記事を更に深く理解したい方は、拙著「誰も書かなかった不動産投資の出口戦略・組合せ戦略～詳細解説改訂版」住宅新報出版社刊(22年)をご一読いただくことをお勧めします。

また、私も認定講師として、日本での授業を受け持っている米国発の2つの専門資格、CPM(認定不動産経営管理士)と、CCIM(認定商業不動産投資顧問)は、不動産管理と不動産投資の現場でビジネスをされている皆さんにとって、必ず役に立つ資格であり、取得する価値が大きいことを強調したいと思います。

本資料掲載の写真・イラストおよび記事の無断転載を禁じます。

株式会社住宅新報

Copyright © JUTAKU-SHIMPO, INC. All rights reserved.

〒105-0001 東京都港区虎ノ門三丁目11番15号 SVAX TTビル 3階

 **住宅新報**