

投資するならいまが旬!?

“市場回復の兆し”のホントのところ

PM編集部

よく分からないものに投資家は投資できない。余計なリスクプレミアムが乗るばかりである。

本稿では、現場の声、生のデータを集め、高級賃貸マンション市場の様相を前頁とは別の角度から探る。

これまで必ずしもスポットを浴びてきたわけではないこの住宅セクターは、いま買いなのか否か。

案外安い? 意外と狭い!?

高級賃貸マンションの多様性

不動産投資市場が回復傾向を強めている昨今、投資家に比較的余裕が生まれているためか、あるいは優良物件の品薄状態が続いているためか、型にはまらない新たな投資先を検討する投資家が増えているのだという。「住宅投資家から、学生マンションやサ高住などのシニア住宅を検討してみたいとの問合せがあるなど、ポートフォリオ戦略の一環で同じ住宅セクターのなかで投資対象を拡げようとする動きがみられる」(日本不動産研究所 証券化部 レジデンシャル専門チーム チーフ 竹内靖治氏)。そのなかには高級賃貸マンションの問合せもあるとのこと。では、リーマン・ショック以降、証券・金融機関を中心とする外資企業が日本から撤退した煽りを受けて低迷が伝えられていた同市場は現在どうなっているのか。それ以前にそもそもどのような市場であるのかもあわせ実態を探っていこう。

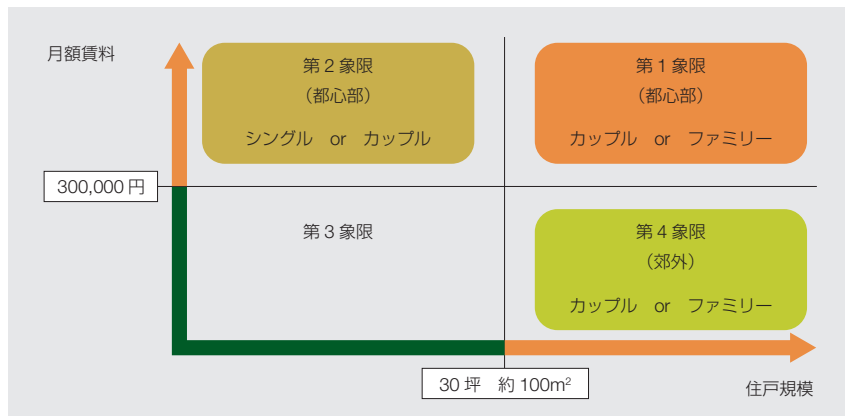
まず、高級マンションの定義であるが、ケン・コーポレーションが提唱する「月額家賃30万円以上、または30坪以上」の居室であることが広く認められている。この定義に基づく市場ストックは約3万戸(分譲賃貸約8,000戸を含む)、2万2,000戸のうち大手デベロッパー13社が供給したものが1万戸と言われている【図表1】。

【図表1】 主な高級賃貸マンションブランド

ブランド名	事業者名	代表的物件
パークアクシス	三井不動産	パークアクシス豊洲
ラ・トゥール	住友不動産	セントラルパークタワー ラ・トゥール新宿
森リビング	森ビル	六本木ヒルズレジデンス
パークハビオ	三菱地所	パークハビオ新宿イーストサイドタワー
コンフォリア	東急不動産	コンフォリア三田 EAST
ホームット	新日鉄興和不動産	ホームットバイカウント
アパートメンツ	東京建物	アパートメンツタワー勝どきスカイレジデンス
ガーデン	NTT都市開発	ガーデン東新宿
第一マンションズ	相互住宅	青山第一マンションズ
ベルファース	オリックス	ベルファース芝浦タワー
プラウドフラット	野村不動産	プラウドフラット白金高輪
レジディア	伊藤忠都市開発	レジディアタワー麻布十番
カスタリア	大和ハウス工業	カスタリアタワー品川シーサイド

事業者名はファンド等グループを含む
ホームットは新日鉄都市開発との合併により、アパートメンツは分譲への切り替えて、新規供給は行わない模様

【図表2】 賃貸住宅マーケットにおける高級賃貸住宅の位置づけ



出所:ケン不動産投資顧問

また、月額家賃30万円以上と定義されているのは、住宅アセットであっても景気との相関が高くなるためである。ケン・コーポレーション調査によると、「日経平均との相関係数は30万円以上で0.90、20万~30万円で0.70、20万円未満では0.55となるなど、30万円以上が一般賃貸住宅との境目となることが認められる」(ケン不動産投資顧問 マネー

ジャー 松本敬子氏) という。

もっとも、ひと口に高級賃貸マンションといっても商品構成に違いがある市場ということには注意が必要であろう【図表2】。例えば、森ビルのヒルズレジデンスや住友不動産のラ・トゥールシリーズのような、一般に高級賃貸マンションとしてイメージされるものは第1象限に位置づけられる。そして、三菱地所

[図表3] 募集推移(月額30万円以上)―東京都全体

		2012/07	2012/09	2012/11	2013/01	2013/03	2013/05	2013/07
坪単価	平均	¥15,842	¥16,130	¥16,464	¥16,298	¥16,152	¥15,929	¥16,177
月額賃料	平均	¥541,613	¥568,648	¥606,708	¥573,544	¥549,740	¥539,641	¥546,273
礼金(ヶ月)	平均	0.38	0.38	0.38	0.41	0.45	0.45	0.49
面積(㎡)	平均	111.31 ㎡	113.88 ㎡	118.48 ㎡	114.05 ㎡	110.38 ㎡	110.39 ㎡	109.71 ㎡
面積(坪)	平均	33.67 坪	34.45 坪	35.84 坪	34.50 坪	33.39 坪	33.39 坪	33.19 坪
坪単価	最大値	¥37,670	¥37,670	¥37,670	¥37,670	¥37,670	¥37,670	¥37,670
月額賃料	最大値	¥3,500,000	¥3,200,000	¥3,200,000	¥3,000,000	¥3,200,000	¥3,200,000	¥3,150,000
面積(㎡)	最大値	714.26 ㎡	491.34 ㎡	491.34 ㎡	491.34 ㎡	491.34 ㎡	491.34 ㎡	350.28 ㎡
面積(坪)	最大値	216.06 坪	148.63 坪	148.63 坪	148.63 坪	148.63 坪	148.63 坪	105.96 坪
坪単価	最小値	¥7,306	¥7,215	¥6,620	¥6,620	¥6,620	¥6,620	¥6,620
月額賃料	最小値	¥300,000	¥300,000	¥300,000	¥300,000	¥300,000	¥300,000	¥300,000
面積(㎡)	最小値	48.11 ㎡	48.11 ㎡	47.04 ㎡	44.27 ㎡	44.27 ㎡	44.27 ㎡	45.61 ㎡
面積(坪)	最小値	14.55 坪	14.55 坪	14.23 坪	13.39 坪	13.39 坪	13.39 坪	13.80 坪

出所：リーシング・マネジメント・コンサルティング

のパークハビオなどのように、大手町や丸の内のビジネスエリートが時間を買うという感覚で利便性重視で住まう第2象限に位置するものや、第4象限のように、居住性を重視した郊外立地の物件で坪1万円を切る程度に家賃が下がった物件まで様々である。

実際、住宅PM・コンサルティング会社であるリーシング・マネジメント・コンサルティングによる直近の募集住戸状況をみても面積・家賃に幅があるかが分かる[図表3]。

ちなみに、トヨタグループで不動産評価(査定)WebサイトTAS-MAPを運営しているタスによれば、高級賃貸マンションの間取りはほとんどがLDKタイプという[図表4]。広いほど高額になることは当然ながら、㎡単価5,000円以上の高級物件は、同4,000~5,000円の物件に比べ、同じ間取りでも面積が大きく、月額総額が約1.5倍高くなっているようである。

新規供給不足・空室率改善により いよいよ賃料上昇へ

足元の状況としては、高級賃貸マンションも一般賃貸住宅同様に新規供給は減少している。「5,000円超は2006年、4,000~5,000円は2007年をピークに新規供給が減少。特に2009年以

COMMENT



藤井和之 氏
タス
主任研究員

募集賃料データからも市場の回復傾向を確認

アットホーム賃貸住宅データを基に、募集価格ベースで賃料動向を分析したところ、2011年以降、専有面積40㎡以上かつ㎡単価4,000~5,000円の高級賃貸マンションの賃料は回復しています。東京23区では家族向け賃貸住宅の新規供給が少ないため、品質が良く手頃なサイズのLDKタイプは、日本人テナントの築古物件からの移動需要を一定量見込めるからと考えられます。このため空室率TVI(タス空室インデックス)は2008年以降改善傾向にあります。また募集期間も2009年末の約4.5か月をピークに減少に転じ、2012年頃からは3か月程度となっています。

一方同5,000円超の物件は、いまだ賃料の下落傾向が継続しています。また、空室率TVIも弱含みで推移しています。面積も大きく、月当りの賃料総額が同4,000~5,000円クラスの1.5倍程度高く、欧米系のテナントを当て込んだ物件も相当数含まれていることが要因だと思われます。しかし、同5,000円超においても2011年中旬の約6.5か月をピークとする募集期間は減少に転じており、2012年頃からは4か月前後で推移するようになっています。

同5,000円超の回復はまさに外資系企業の回復次第と言えそうですが、総じて高級賃貸マンション市場は最悪期を脱したのではないのでしょうか。

COMMENT



齊藤晃一 氏
リーシング・マネジメント・
コンサルティング
取締役副社長兼CMO

J-REIT等が主体の出口が多様化 事業会社や富裕層も1棟取得

J-REIT等が1棟単位で保有する分譲仕様の賃貸マンションのうち、東京都に立地する月額家賃30万円以上で募集している高級マンションを定点で独自調査しています。新規供給が目立たない状況下で募集戸数が減少しているのは、賃料を下げたことによると考えられますが、30万円以上の家賃を支払える層に動きが出てきたと捉えることもできると考えられます。当社は毎月数千の仲介会社とコンタクトをとっていますが、30万円以上の物件に強い動きが見られるという声は上がってきています。

現場の肌感覚レベルでもうひとつ加えて言えば、高級賃貸マンションのテナントは、例えば、芝浦近辺の物件を内見したついでに目黒や池袋まで足を伸ばすといった傾向がみられます。選択肢が限られるなか、立地だけのニーズで探すのではなく、建物の仕様やセキュリティ、あるいは眺望というところで選ばれるテナントが多い印象です。投資の観点では、最近、事業会社やアジア系を含む個人の富裕層による、ステータス性を重視した1棟単位での取得もみられます。これまでJ-REITやファンド主体だった出口が多様化してきたと言えるのではないのでしょうか。

【図表4】間取り別割合、面積、価格範囲(専有面積40㎡以上/2000年~2012年)

単価 4,000円/㎡月~5000円/㎡月

間取り	平均面積(㎡)	価格範囲(円)	割合
ワンルーム	44.98	180,000~225,000	5%
1K	45.78	183,000~229,000	3%
1DK	43.48	174,000~217,000	3%
1LDK	49.57	198,000~248,000	58%
2K	44.77	179,000~224,000	1%
2DK	49.54	198,000~248,000	1%
2LDK	71.94	288,000~360,000	23%
3DK	64.48	258,000~322,000	0%
3LDK	98.33	393,000~492,000	7%

単価 5,000円/㎡月~

間取り	平均面積(㎡)	価格範囲(円)	割合
ワンルーム	47.71	239,000~	5%
1K	47.14	236,000~	5%
1DK	42.90	215,000~	1%
1LDK	53.22	266,000~	49%
2K	50.93	255,000~	0%
2DK	49.21	246,000~	0%
2LDK	85.97	430,000~	27%
3DK			0%
3LDK	123.80	619,000~	13%

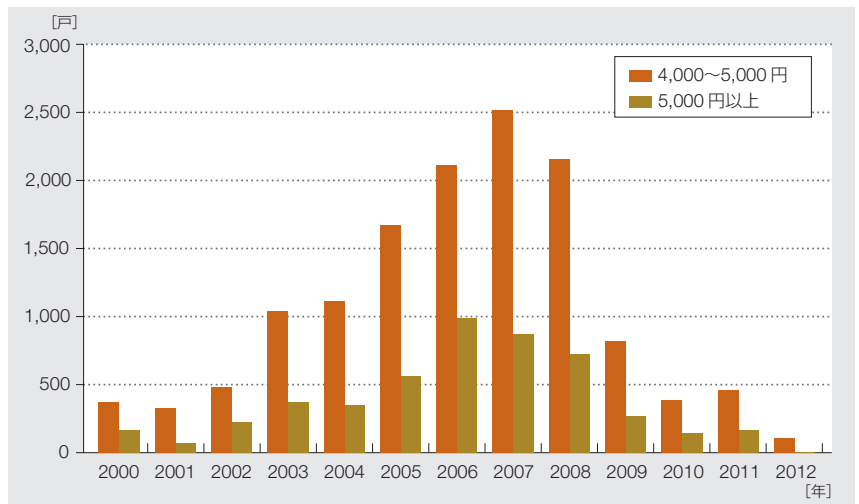
出所：アットホーム賃貸住宅データからタス作成

降の供給量が少なくなっている」(タス主任研究員 藤井和之氏) ようだ【図表5】。また、「2012年7月以降の募集住戸のうち2012年1月以降に竣工したマンションで月額家賃30万円以上の部屋は、分譲賃貸のシェアが高まっている」(リーシング・マネジメント・コンサルティング 取締役副社長兼CMO 齊藤晃一氏) ことがみてとれる【図表6】。

ケン・コーポレーションの仲介ビジネスにおいても成約件数が高止まりしているが【図表7】、これは新規供給が不足したことが要因との見解である。米国同時多発テロ、サブプライム問題、欧州債務危機を経るごとに外国人契約が減少しても、外国人に替わって日本人契約が大きく伸長したのは、およそ10年前、六本木ヒルズレジデンスを皮切りに、以降、東京ミッドタウン・レジデンスなどの新規供給が新たに日本人需要を創造し続けてきた結果だという。一般賃貸住宅に比べればターゲットが限られているとはいえ、供給されれば需要が生まれ、入居は埋められると説明している。

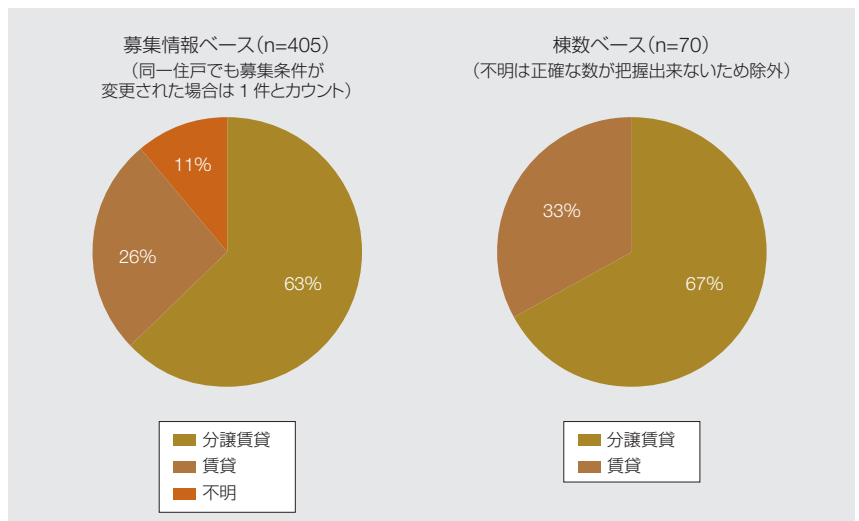
いずれにせよ、不況時に大量供給問題に直面したオフィス市場とは異なり、高級賃貸マンション市場は新規供給が少なかったことが幸いし、賃料値下げなどにより順次空室を消化してきたことで、現在、明らかに潮目の変化が出て

【図表5】高級賃貸住宅の新築供給戸数推移(専有面積40㎡以上/2000年以降)



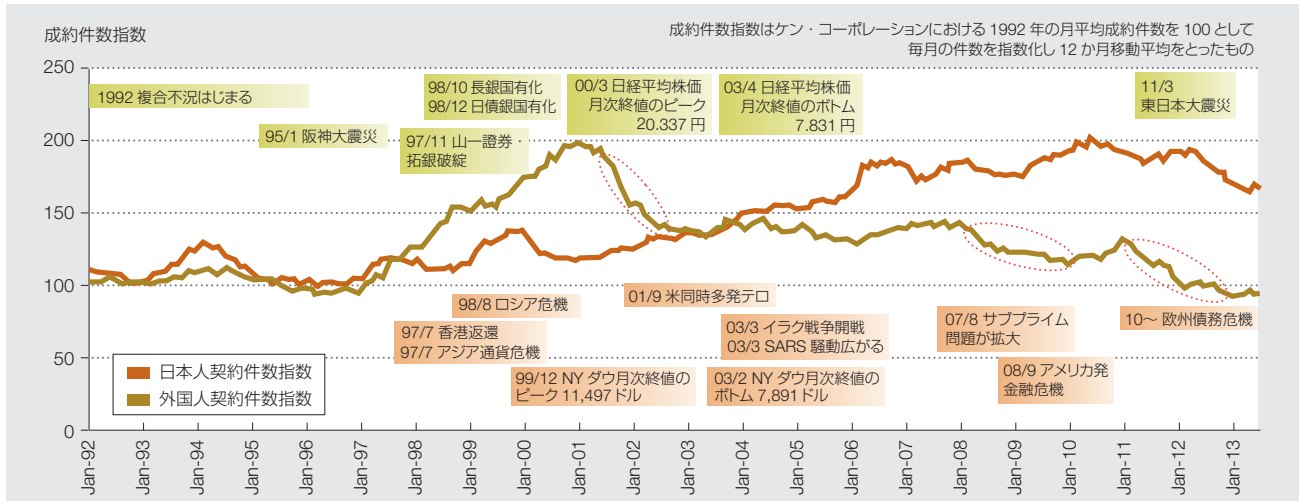
出所：アットホーム賃貸住宅データからタス作成

【図表6】募集住戸状況における分譲賃貸と賃貸の割合—東京都全体



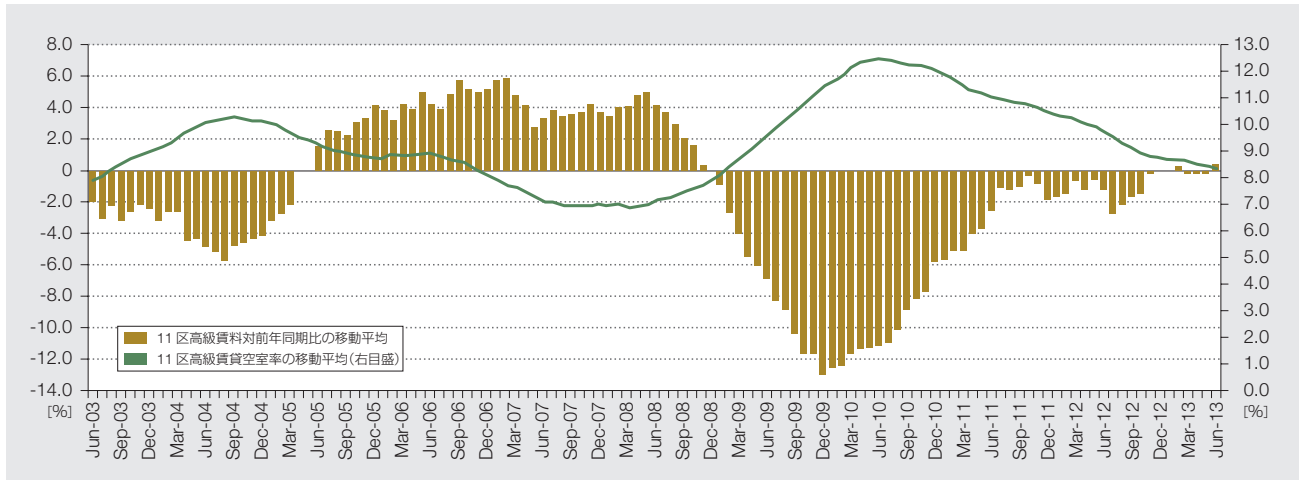
出所：リーシング・マネジメント・コンサルティング

【図表7】 成約件数指数(都区部11区) / 月額賃料30万円以上



注1: 対象物件は期間中にケン・コーポレーションで契約されたものうち月額賃料が30万円以上のもの
 注2: 対象エリアは都区部11区(港区、渋谷区、新宿区、千代田区、世田谷区、目黒区、大田区、品川区、杉並区、中央区、文京区)
 出所: ケン・コーポレーションよりケン不動産投資顧問作成

【図表8】 賃料増加率と空室率の推移—賃料反転の目安



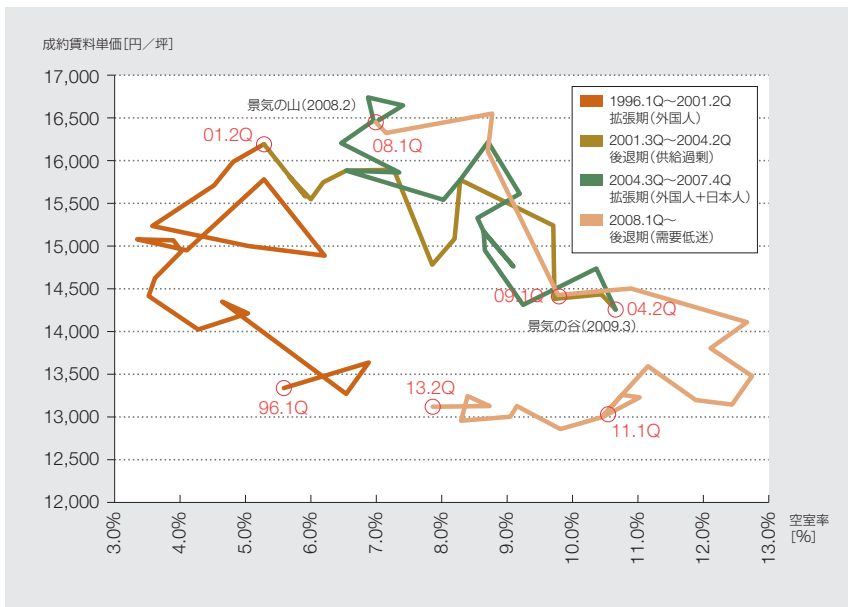
出所: ケン・コーポレーションデータよりケン不動産投資顧問作成

きている。

ケン不動産投資顧問によれば、空室率は、2009年第3四半期に12.6%と天井を打ったあと徐々に回復、足元では賃料反転の目安となる水準にまで改善している【図表8】。低迷していた高額帯にもようやく動きが見られ、昨年秋頃から個別物件レベルでは賃料上昇の動きも見られるなど、「空室率改善+賃料下落」の局面から、「空室率小+賃料上昇」の局面に移行しつつあることがうかがえる【図表9】。

日本不動産研究所も、高級賃貸マンションは稼働率の回復・テナントのバジェットが柔軟になってきており、賃料

【図表9】 賃料と空室率の動き(都区部11区高級賃貸)



出所: ケン・コーポレーションデータよりケン不動産投資顧問作成

COMMENT



松本敬子 氏
ケン不動産投資顧問
マネージャー

**賃貸料は底打ちから上昇へ
六本木ヒルズの動向にも注目**

空室率は、当社の管理戸数1万2,000戸から時系列で追っています。賃料動向については年間約5,500件の仲介実績に基づいていますから、当社データが高級賃貸マンション市場の実態そのものと捉えていただいで問題無いと思われます。

賃料は底打ちからいよいよ上昇へという見解です。都心11区における高級賃貸マンションの成約坪単価を築年数別に見ると、築11年以上の物件はまだまだ底ばいの状況にあります。築5年以下と築6～10年については、昨年秋頃より賃料の上昇傾向はゆるやかながらも継続しています。また築5年以下と築6～10年は現在ともに1万4,000円～1万5,000円のレンジにありますが、築6～10年には開業11年目を迎えているにもかかわらず、足元で坪3万円の部屋が決まるほど回復してきた六本木ヒルズレジデンスが入っていることが影響しているとみられます。オフィス市場では、まず六本木ヒルズに潮目の変化が現れると一部で言われているようですが、高級賃貸マンション市場においても同じことを指摘できるかもしれません。当社もひとつのベンチマークとしてその動向を注視しています。

COMMENT



竹内靖治 氏
古川喜久 氏 (右)
日本不動産研究所
証券化部レジデンシャルチーム

**高級賃貸住宅市場の拡大は
J-REIT 投資の拡大が鍵を握る**

需要が増えればデベロッパーサイドも供給を増やしていくと思われそうですが、賃貸市場そのものに回復の力強さはまだ感じられませんし、売買市場においてもどこまで取得ニーズがあるか読みにくい状況ですから、需給ギャップを狙った新規供給が一気に増えるのではなく、これまで通り高級賃貸マンションは巡航速度で供給されていくのではないかと思います。

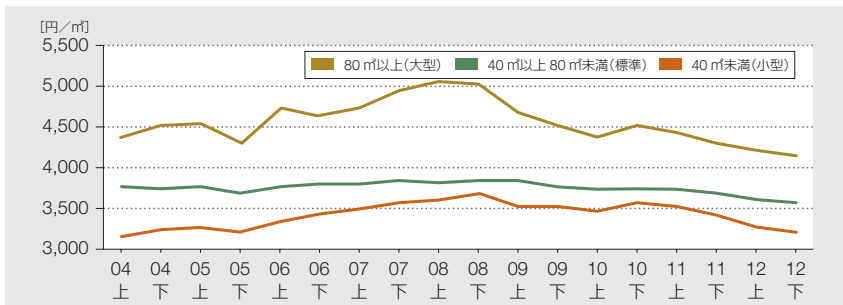
足元では分譲マンションの販売が絶好調であるように、J-REIT等が投資対象とする優良な一般賃貸マンションそのものが品薄状態にありますから、デベロッパーに投資回収に時間を要する高級賃貸マンションを開発するインセンティブはあまりないのではないのでしょうか。

高級賃貸マンション市場のファンダメンタルズが改善傾向にあることに加え、マクロ環境も外国人テナントを需要者とする高額物件にとって追い風となっていく様相はうかがえますが、賃貸市場がさらに活性化していくには、J-REITによる投資が拡大し、売買市場が盛り上がっていくことが先決なのではないでしょうか。

値上げの動きがあると、ケン・コーポレーションと同様の見解を示している。賃料のボラティリティの観点から、一般的なサラリーマンを対象とした賃料総額20万円未満の物件のほうが投資家から選好されやすいとしながらも「**図表10**」、「一般賃貸住宅よりGDPとの相関が高いことから円安メリットが波及しやすい高級賃貸マンションで、外国人の予算の幅が増え、今後さらに稼働率やNOIが回復するといった明るい兆しがみえてくることを期待したい」（日本不動産研究所 証券化部 レジデンシャル専門チーム 古川喜久氏）とのことである。なお、同社による不動産投資家調査では「外国人向け高級賃貸住宅」も含まれ、**図表11**のような取引利回りで推移している。

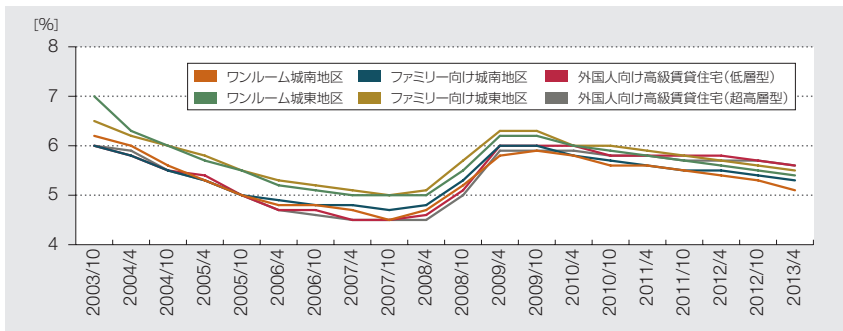
以上、高級賃貸マンション市場の概要をとらえてみたが、投資商品としては、複数のJ-REITの運用資産に含ま

【図表10】RIF住宅マーケットインデックス(東京23区新築補正)



出所：日本不動産研究所

【図表11】不動産投資家調査 賃貸住宅の取引利回り



出所：日本不動産研究所

れるなど歴史と実績を伴う住宅セクターである。近年では年金基金が出資する私募リートの取得・運用対象にもなっ

た。開発・投資の拡大が期待できる住宅セクターとなるか否か、いま注目しておくべき市場と言えそうである。