

## トピックス

### 金融環境からみた賃貸住宅の供給動向

#### 1. はじめに

本年6月12日に発表された建設投資見通しによれば、建設投資は総計で平成18年度52兆2,800億円の見込み、平成19年度52兆3,400億円の見通しである。中でも、民間住宅投資については、平成18年度19兆1,000億円（前年度比3.6%増）、平成19年度19兆5,900億円（同2.6%増）と、4年連続で増加となる見通しであり<sup>1</sup>、民間による住宅建設が活発なことが伺われる。

こうした建設活動の背景に目を向けると、日本経済はデフレ脱却が視野に入りつつある中、金融市場は、漸く正常化に向かって進みつつある。平成11年2月より、日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、低迷の続いていた我が国経済を金融政策運営面からサポートすべく、ゼロ金利政策を採用したが、その後、平成12年8月に一時的にこれを解除したものの、景気が後退局面に入らないうちに、平成13年3月に、再びゼロ金利政策を実施するとともに、量的金融緩和を実施することとした。その後は、長期にわたる景気回復の過程で構造調整が進展し、経済が正常化に向かったため、平成18年3月には量的緩和を解除し、同年7月にはゼロ金利政策も解除して利上げに踏み切り、本年2月には再度の利上げを実施した。

住宅と金融市場との関係を考えてみると、住宅の需要側に対しては、住宅ローン金利の動向が住宅取得能力に影響を与えるものと考えられる。一方、貸家や分譲住宅の供給側に対しては、住宅建設のための資金調達コストへの影響を考慮する必要がある。

近年では、こうした住宅建設のための資金調達の観点のほか、J-REIT等不動産投資信託を始めとした不動産証券化の進展など、住宅を金融的に捉え、これを資産運用の対象にした投資活動も活発になってきており、これまでとは別の観点から住宅と金融市場との結び付きに着目する視点が必要になってきている。

そこで、今月号のトピックスにおいては、現在の金融環境の変化を念頭に置きながら、収益物件としての意義を高めつつある賃貸用の住宅について、その動向を考察してみたい。

#### 2. 金融環境からみた賃貸住宅の着工要因

収益物件としての住宅とは、賃貸可能な物件ということであるが、こうした物件の新設着工動向を把握するには、当初から貸家として建築される場合と、分譲マンション<sup>2</sup>等として建築された後に他者がこれを購入し、賃貸の用に供する場合について考える必要がある。

それぞれの場合について、金融環境の変化が及ぼす影響に着目して、着工動向を左右する要因をみてみたい。なお、着工動向を左右する要因としては、このほか、人口動態や雇用・所得環境、地

<sup>1</sup> 平成18年度新設住宅着工戸数は128.5万戸（前年度比2.9%増）と、4年連続で増加となっている。

<sup>2</sup> 分譲マンションとは、建築着工統計上、利用関係が分譲住宅、建て方が共同住宅、構造が鉄骨鉄筋コンクリート造・鉄筋コンクリート造・鉄骨造のものを言う。

価・物価等の動向や賃貸住宅市場における供給動向、代替財としての持家等の供給動向、所得税・住民税の減税措置や住宅税制の創設、改廃等といった構造要因、循環要因、制度要因についても検討する必要があるが、ここでは、金融環境との関係に絞って考察する。

#### (1) 貸家着工

貸家建築を決定付けるのは、一義的には土地所有者を始めとした貸家経営者の意向であることから、その着工動向は、需要側の動向を踏まえつつも、基本的には供給側の要因がより強く反映されると考えられる。

金融環境の変化が及ぼす影響については、まず、建築のための資金調達コストに対する影響が考えられる。低金利水準が維持されていれば、資金調達コストが相対的に抑えられ、貸家着工にはプラスに働くが、逆に、金利水準が上昇すれば、マイナスに作用する。

また、資産運用の観点から考えると、低金利水準が維持される緩和的な金融環境の下では、貸家の利回りが注目され、魅力的な物件の一つとして投資活動による貸家着工が活発になることが考えられる。

#### (2) 分譲マンション着工

分譲マンションが賃貸用に用いられる場合を考えると、分譲マンション購入者は個人から法人まで様々な主体が考えられるものの、分譲マンション建築を決定付けるのは、不動産業者等の意向であることから、その着工動向は、需要側の動向を踏まえつつも、貸家と同様、基本的には供給側の要因がより強く反映されると考えられる。

金融環境の変化が及ぼす影響については、貸家と同様、まず、建築のための資金調達コストに対する影響が考えられる。低金利水準が維持されていれば、着工にはプラスに、金利水準が上昇すれば、マイナスに作用するが、建築主である不動産業者等の中でも、大手については、近年、間接金融から直接金融へシフトしているとの指摘もあり、金利の上昇が供給側の制約条件として作用する度合いは相対的に低下していると推察される。

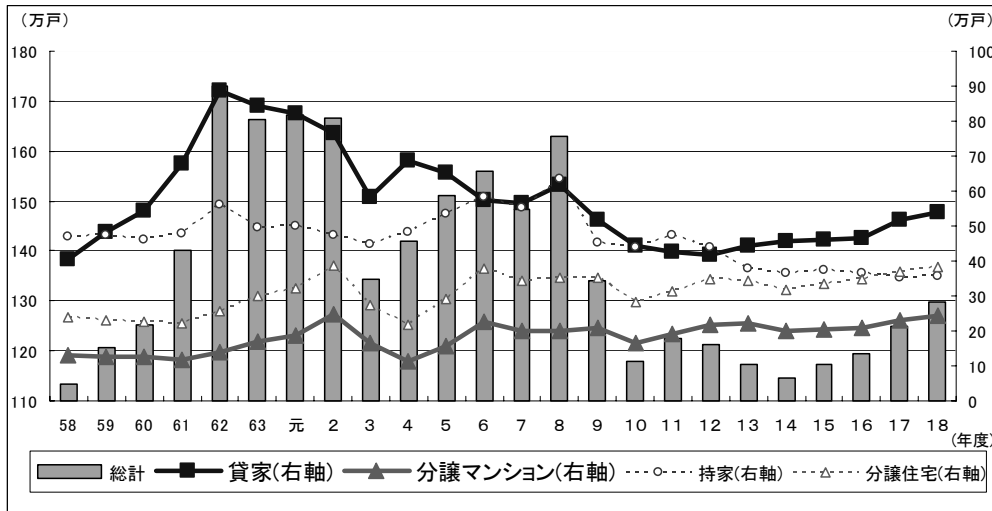
一戸当たり床面積の小さい分譲マンション、いわゆるシングル・タイプのマンションについては、転売された後、賃貸に用いられる投資用マンションとして供給されているものと推察されるが、資産運用の観点から考えると、これも貸家と同様、緩和的な金融環境の下では、その利回りが注目され、魅力的な物件の一つとして積極的な投資対象になっているものと推察される。

### 3. 賃貸住宅の供給動向

新設住宅の着工動向をみると、貸家については、昭和50年代末から急速に増加し、昭和62年度には89万戸にまで達している。その後、減少基調で推移し、平成12年度には42万戸と昭和62年度からほぼ半減したが、これを底に、6年連続で増加し、平成18年度には54万戸となっている。

分譲マンションについては、昭和62年度から急速に増加し、平成2年度には25万戸にまで達した後、バブル崩壊後の平成4年度には11万戸と大きく落ち込んだが、その後は20万戸前後で推移し、平成15年度以降、4年連続で増加して、平成18年度には24万戸と、平成4年度の最高値に次ぐ水準を記録した。(図表3-1)

図表 3-1 新設住宅着工戸数の推移

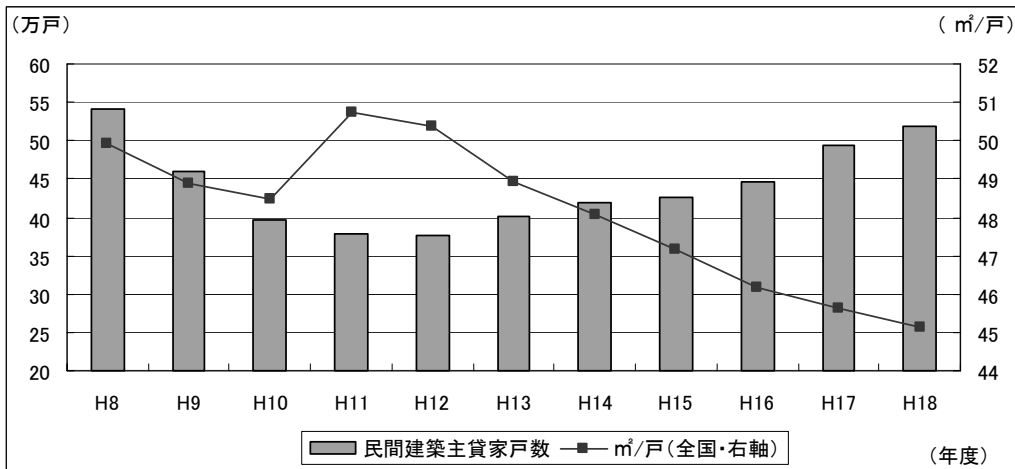


国土交通省「建築着工統計」より作成

(注)分譲マンションは、利用関係が分譲住宅、建て方が共同住宅のデータを使用

最近の動きに着目すると、貸家は、平成12年度を底として一貫して増加している一方、逆に、平成12年度以降、一戸当たり床面積が一貫して減少している。(図表3-2)

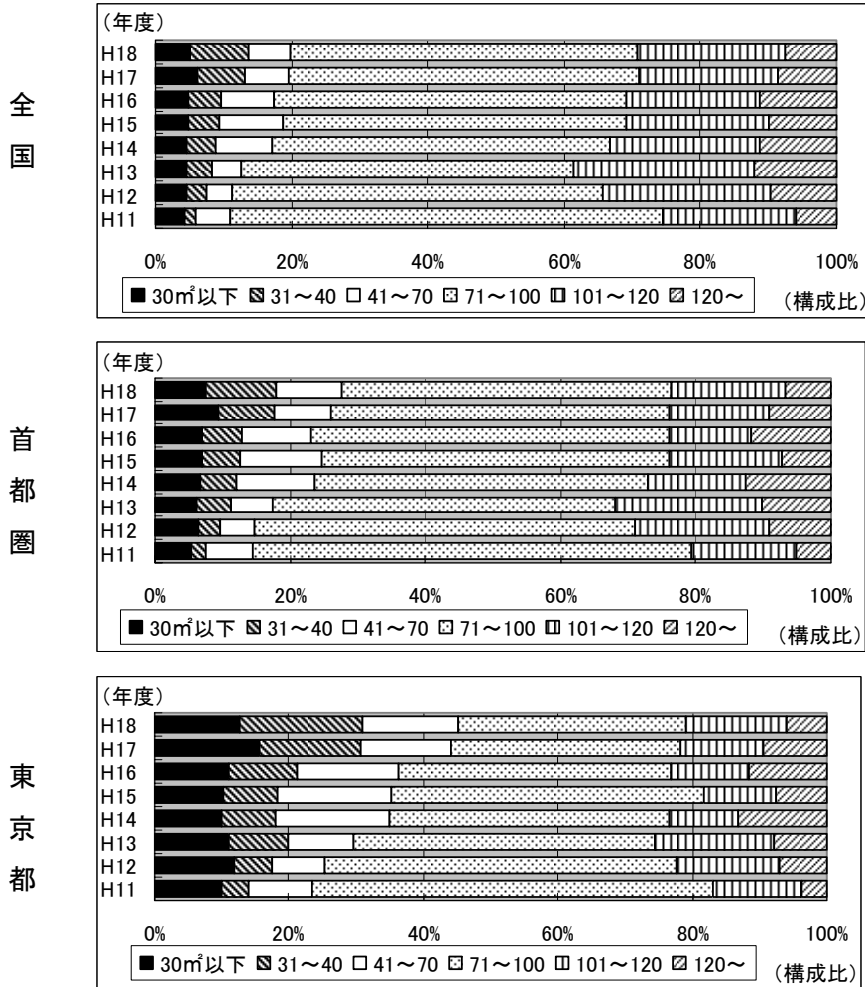
図表 3-2 民間建築主貸家着工戸数と一戸当たり床面積の推移



国土交通省「建築着工統計」より作成

また、全国分譲マンション着工戸数の半数近くを首都圏が、全国の約4分の1(首都圏の約半数)を東京都が占めることを踏まえ、全国、首都圏、東京都における一戸当たり床面積の分布状況をそれぞれみると、全国的にみても30㎡以下、40㎡以下の床面積の小さい分譲マンションが構成割合を増加させてきており、特に、首都圏、東京都と大都市圏の中心部に向かう程、その傾向が顕著となっていることが確認できる。(図表3-3)

図表3-3 分譲マンションの戸当たり床面積の分布状況の推移

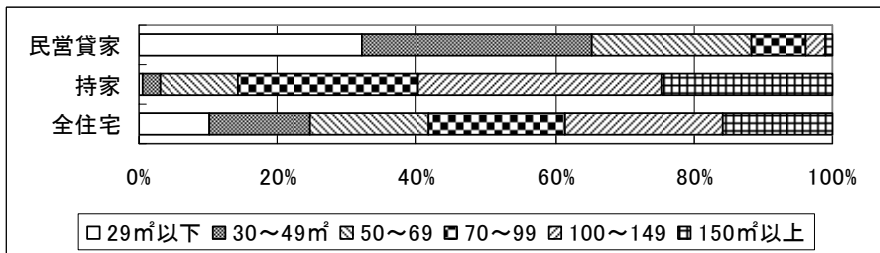


国土交通省「建築着工統計」より作成

(注)分譲マンションは、利用関係が分譲住宅、建て方が共同住宅のデータを使用

なお、ストックの規模でみても、民間賃貸住宅においては、全国でみて、戸当たり床面積が比較的低い水準にとどまっている中で、特に、29㎡以下のものが32%を占めており、その動向は無視できない程大きなウエイトを占めている。(図表3-4)

図表3-4 民間賃貸住宅ストック戸当たり床面積の分布

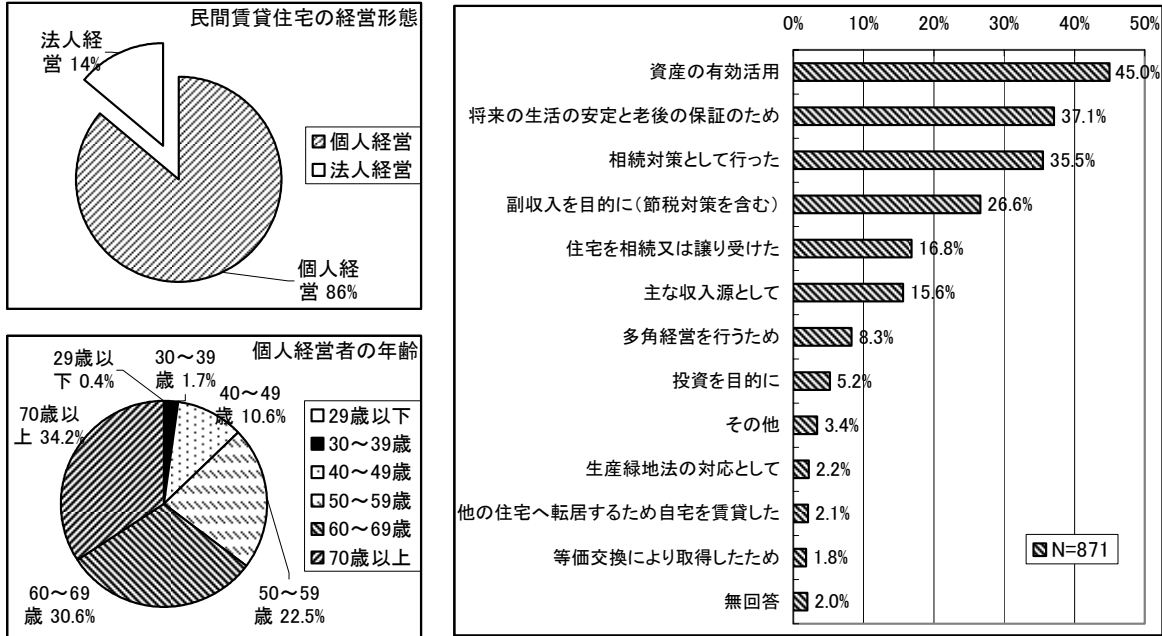


総務省「住宅・土地統計調査(平成15年)」より作成

4. 一戸当たり床面積の小さい賃貸住宅増加の背景

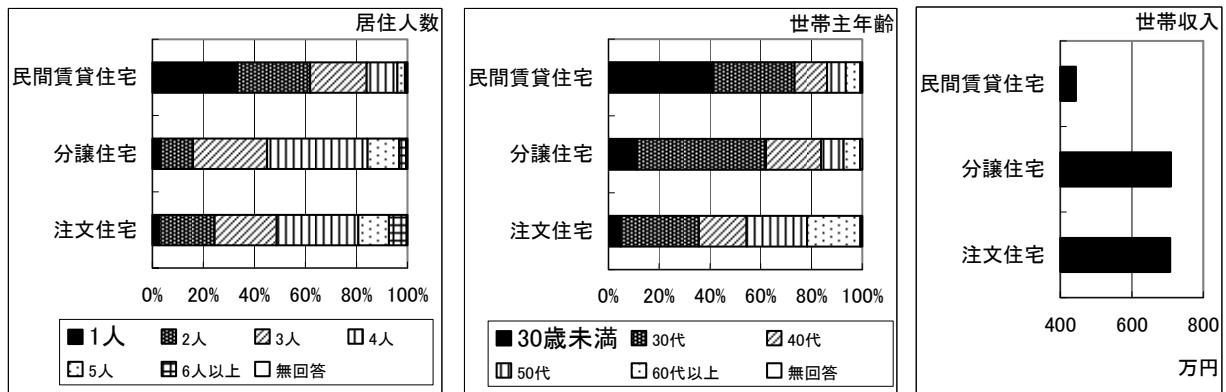
民間賃貸住宅の経営体制をみると、個人経営が86%を占め、そのうち65%が60歳以上の高齢者である。経営動機は、相続対策等が上位を占め、多くが副業経営となっている<sup>3</sup>。(図表4-1)

図表4-1 民間賃貸住宅の経営の状況



国土交通省「賃貸住宅経営の実態把握アンケート(平成14年6月)」より作成  
 需要者層としては、居住人数は単身若しくは2人、世帯主の年齢は30歳未満が多く、世帯収入は注文住宅や分譲住宅に比べて相対的に低い者が多い。(図表4-2)

図表4-2 民間賃貸住宅の需要側の動向(居住人数、年齢、収入)



国土交通省「住宅市場動向調査(平成18年度)」より作成

<sup>3</sup> 相続税については、貸家の場合、敷地が更地等よりも評価が低く、建物の評価も建築費と比べて低くなる。所得税については、土地の固定資産税が経費になるとともに、家賃収入より諸費用が高くなった場合(赤字の場合)、その部分を他の所得から差し引くことができる。また、敷地の固定資産税や都市計画税も軽減される。

このように、これまでは、土地所有者が相続対策や土地の有効利用のために、自ら建築主となって賃貸住宅を建設するケースが多く、借主も主に若年単身者世帯が想定されることが多いことから、比較的小規模の賃貸住宅が建設されることが多かったものと考えられる。したがって、これまでの賃貸住宅は、そこから生み出される収益の最大化を目指した経営がなされてきたとは必ずしも言えない状況であったと言える。

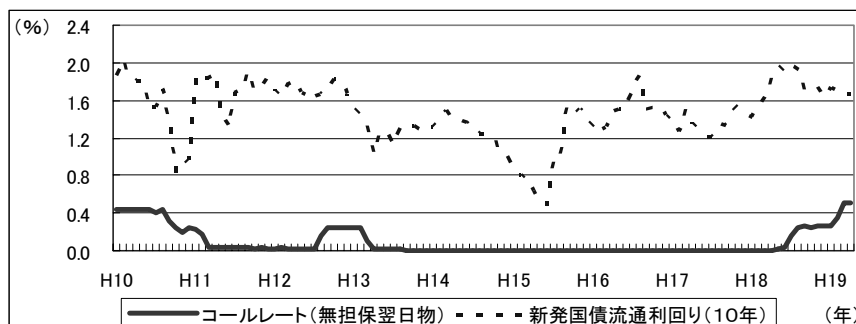
しかしながら、近年、若年単身者世帯で相対的に収入の少ない需要者層の動向をみると、貸家需要は都市部を中心に底堅く存在する一方、20歳代年齢層の減少等を背景に供給の押下げ要因が大きくなっていると思われる中で、一戸当たり床面積の小さい賃貸住宅の供給が年々増加しつつある現状は、従来型の経営体制にだけ着目していたのでは、十分説明が付かなくなっている。

一方、近年のJ-REITを始めとして不動産投資市場が活発化しており、こうした市場環境の変化を併せて考えると、これらの住宅の一部は、東京都を中心に証券化対象物件に組み入れられている可能性が高いと考えられる<sup>4</sup>。こうした動きは、賃貸住宅についても、収益に着目した投資活動が活発に行われることとなってきたことを意味しており、賃貸住宅事情の変化として注目される。証券化等された賃貸住宅への投資がなされる場合、不動産のメリット・デメリット（安定収益性、流動性の低さ等）を考慮しながら、資産運用の基本的な考え方（異なる性質の資産を組み合わせた投資によりリスクを分散することが基本）に基づいてポートフォリオに組み入れられていくものと考えられる<sup>5</sup>。

## 5. 現在の金融環境と賃貸住宅の動向

現在、金融市場は、平成18年7月のゼロ金利政策解除後、本年2月の利上げ実施以降も、正常化に向かいつつ、安定的な状況となっている。（図5-1）

図5-1 コールレート（無担保翌日物）、新発国債流通利回り（10年）の推移



日本銀行資料より作成

<sup>4</sup> 一戸単位でマンションを購入し、賃貸住宅を経営することも行われていると考えられるが、ここでは考慮していない。

<sup>5</sup> 不動産投資のプラス面としてこれまで言われてきた特性として、空間利用（投資によって得た空間を利用）、節税効果（償却資産としての節税効果）、担保価値（資金調達手段が動産に比較して容易）、インフレヘッジ性（物価上昇率と同等か、それを上回る値上がり期待）等が挙げられる。また、今後、注目される特性として、安定収益性（不動産が常時生み続ける利益、即ち、賃料）、分散投資効果（不動産証券の収益率は株式や債券とは異なる動きをすとされており、ポートフォリオに組み入れることでリスクを分散することが可能）、リスクシェア（不動産証券化により多数の投資家でリスクをシェア）、リスクヘッジ（不動産の収益と金利とをスワップする等の不動産デリバティブ等）が挙げられる。

一方、マイナス面の特性としては、流動性が低い、不透明性、管理負荷がかかる、非同質性（個別性・地域性）、最小投資単位が大きいこと等が挙げられる。

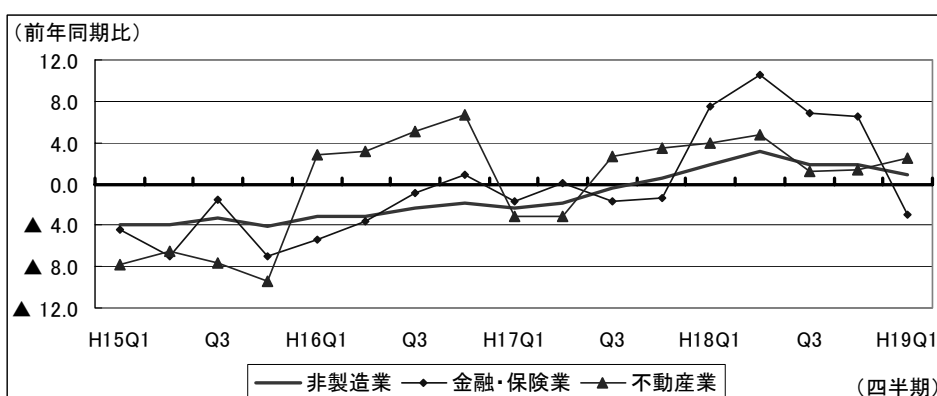
先にみたとおり、金融環境と賃貸住宅との関係では、資金調達コストの観点のみならず、収益物件として住宅を金融的にみる観点についても、注目しなければならなくなってきている。

そこで、それぞれの観点から、現在の金融環境の変化が、賃貸住宅の動向にどのように関わっているかみてみたい。

### (1) 資金調達との関係

資金調達の観点から、銀行の貸出状況をみると、業種別では、非製造業の貸出しが、平成 17 年第 4 四半期以降、前年度比で増加に転じる中、金融・保険業、不動産業向けの貸出しが増加しており、不動産業等において資金需要の回復がみられるところである。(図表 5-2)

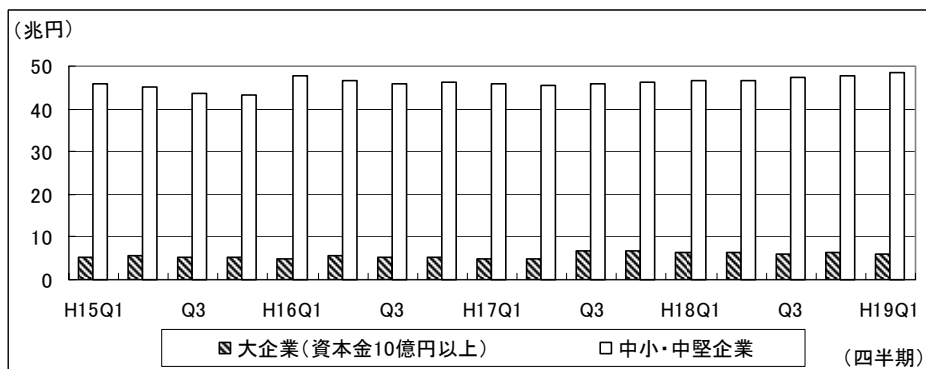
図表 5-2 銀行貸出状況 (業種別)



日本銀行「貸出先別貸出金」より作成

貸出状況を金額ベースでみると、貸出額全体のうち中小・中堅企業の割合が大きく、また、貸出状況も堅調に推移していることがわかる。(図表 5-3)

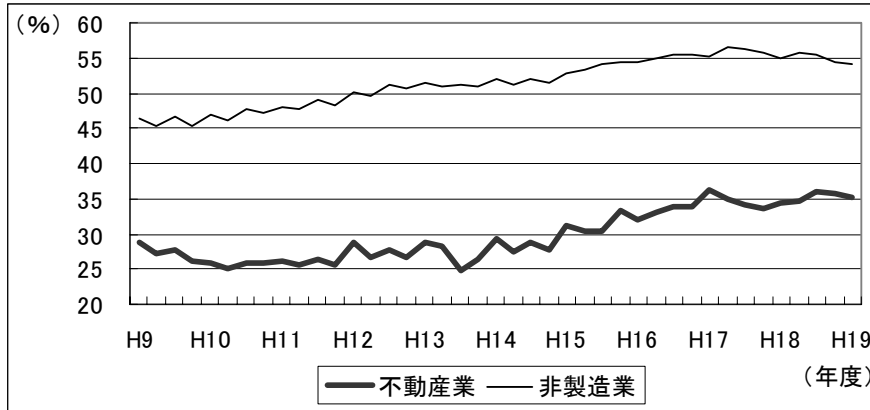
図表 5-3 不動産業への貸出状況



日本銀行「貸出先別貸出金」より作成

大手の不動産業者は、融資の裏付けとなる不動産を有していることもあり、他の非製造業と比べると資金調達の手段として金融機関からの借入金のウエイトが高いが、近年、こうした間接金融によらず、市場から直接資金を調達しているとの指摘もあり、財務省「法人企業統計」の資本金 10 億円以上の不動産業について、社債及び株式と金融機関からの借入金の割合をみても、直接金融の割合が上昇していることがわかる。(図表 5-4)

図表 5-4 不動産業における（資本金 10 億円以上）社債・株式、金融機関借入金の割合



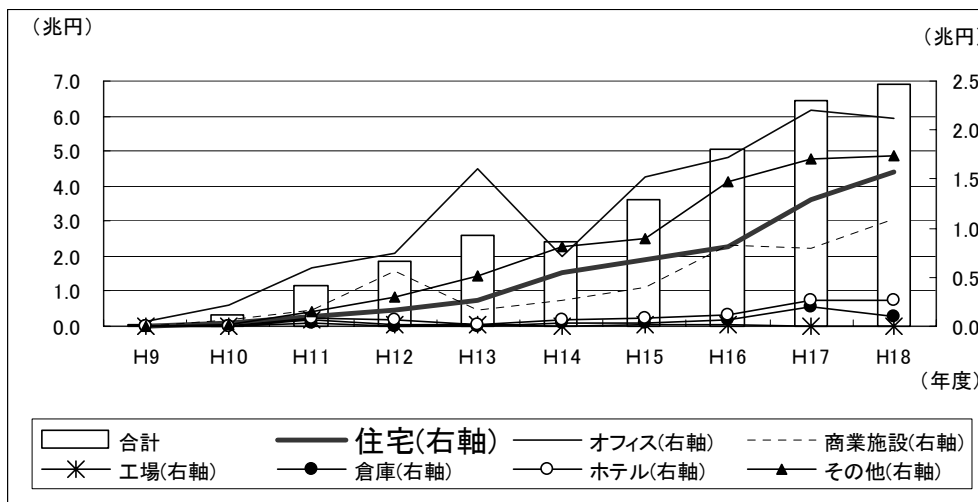
財務省「法人企業統計」より作成  
 (注) 社債・株式/社債・株式+金融機関借入金(固定負債)

このような状況を踏まえると、大手の不動産業者の供給する賃貸住宅については、引き続き、緩和的な金融環境が維持されている状態から、今後、金利水準の上昇局面に移行したとしても、そうした金利動向が直接の要因となって、供給側の資金調達に大きな影響を及ぼし、貸家着工や投資用マンション着工の動向全体に大きな影響を与えるとは考えにくい<sup>6</sup>。

(2) 金融的にみた賃貸住宅

一方、賃貸住宅を金融的にみると、緩和的な金融環境の下で、賃貸住宅の利回りが着目され、不動産証券化が活発化しているが、実際、金額ベースでは増加を続け、証券化不動産に占めるシェアも、この5年間、毎年 20%程度を占めている。(図表 5-5、5-6)

図表 5-5 不動産証券化の実績の推移 (金額)

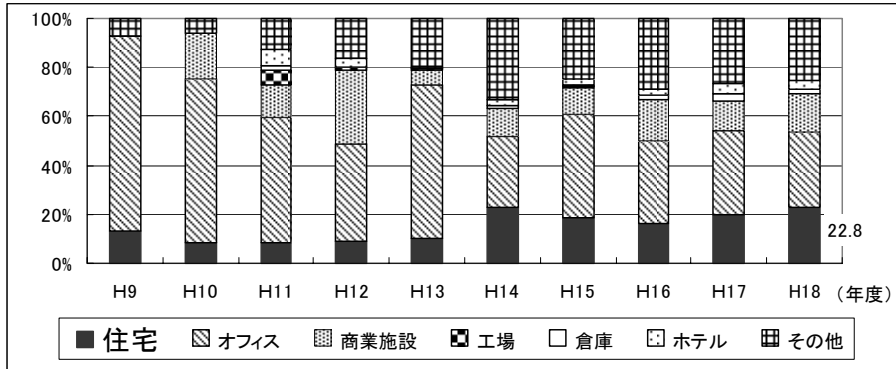


国土交通省「不動産証券化実態調査」より作成

<sup>6</sup> 従来型貸家経営についても、相続対策等が主たる目的であることを踏まえると、現在の程度の金融環境の変化が直ちに貸家着工に影響を与えるとは考えられない。



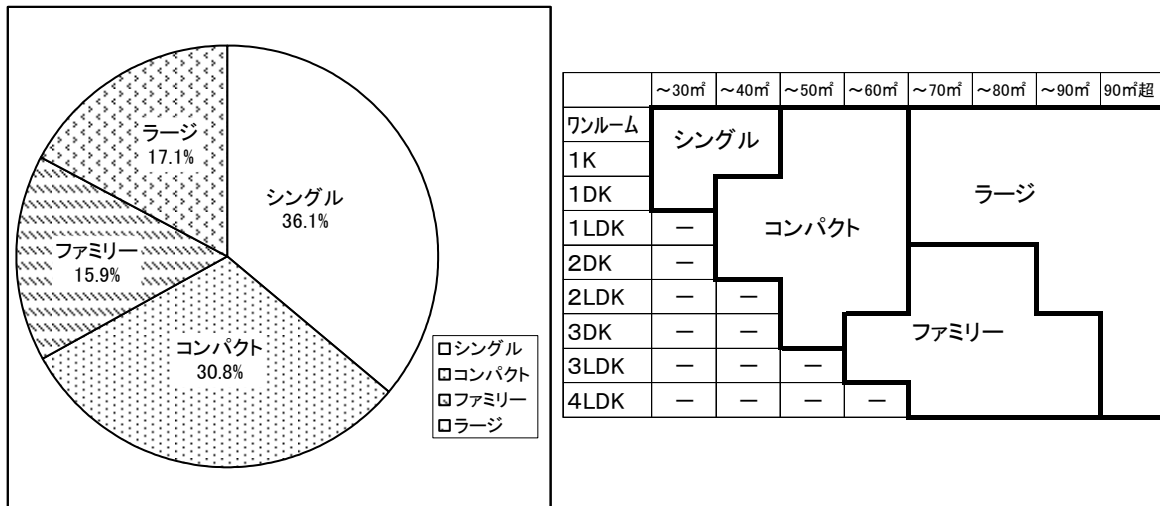
図表5-6 不動産証券化の実績の推移（構成比）



国土交通省「不動産証券化実態調査」より作成

また、住宅タイプ別の投資状況は、30㎡程度のシングル・タイプのものを中心としたものとなっていると言われていいる。（図表5-7）

図表5-7 日本レジデンシャル投資法人の資産運用状況の例



日本レジデンシャル投資法人「有価証券報告書（平成19年2月23日）」より作成

（注）資産総額から「預金その他」を除いて算出

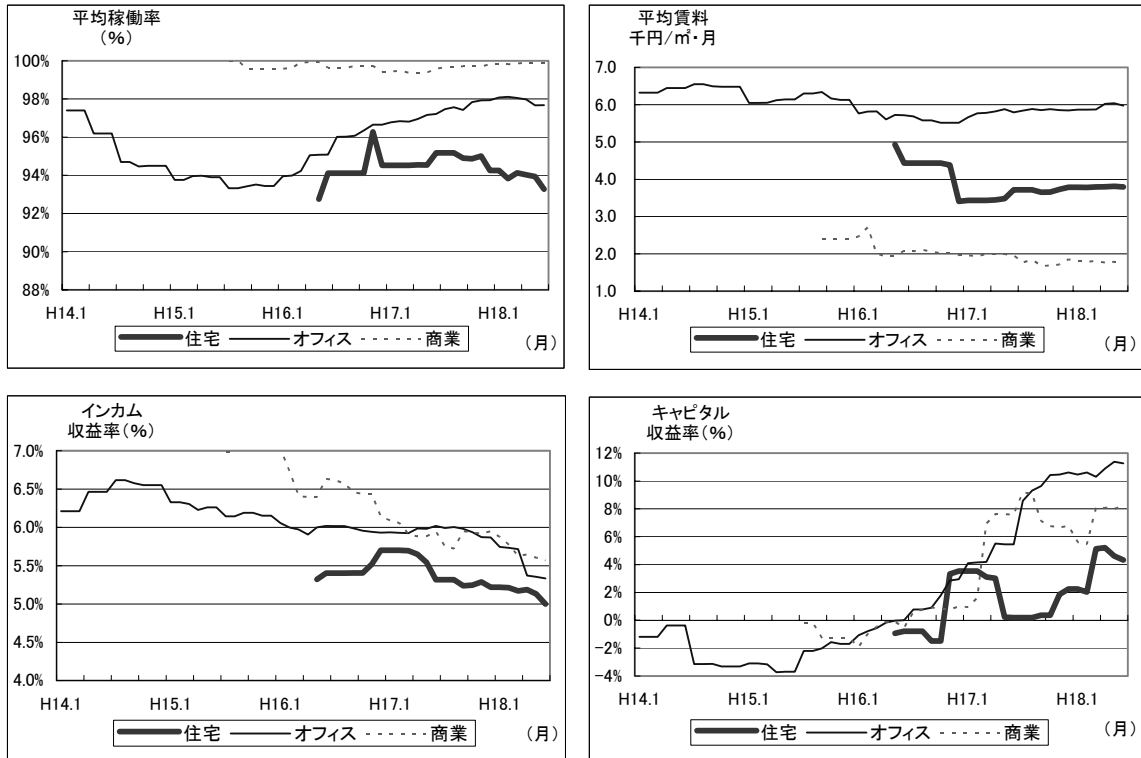
（注）平成18年11月30日現在

（注）金額（資産額）ベース

次に、証券化物件としての住宅の特徴について、他の不動産と比較してみると、住宅は、キャピタル収益率が他用途物件よりも相対的に低いものの、稼働率、インカム収益率ともに極端な振れはなく、比較的安定的に推移していると言えることから、他用途物件と比べて安定収益性という点で優れているという特性をみてとれる<sup>7</sup>。（図表5-8）

<sup>7</sup> オフィスビル系を投資物件とする銘柄は、現在、稼働率の上昇（空室率の低下）を背景に、インカム収益で高収益が見込まれるとともに、平均賃料も相対的に高めであることから、魅力ある物件としてキャピタル収益率も上昇傾向にあるが、景気動向等の背景事情による影響を受けやすく、上下の変動幅が比較的大きい。

図表 5-8 J-REIT における平均稼働率、平均賃料、インカム収益率、キャピタル収益率の推移



(社) 不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」より作成

このように、賃貸住宅は、証券化の規模において、金額でもシェアでも増加しつつあるとともに、他用途物件に比べて収益安定的な性質を有する商品として、既に不動産投資市場で一定の地位を占めるに至っている。

金利上昇局面に入りつつある平成 18 年度においても、従来の傾向に変化が現れることはなく、図 5-6 のとおり、不動産証券化が実施されるようになって以降、金額・シェアともに一貫して増加基調となっていることからすると、金融環境の変化が直ちに住宅の証券化市場に大きな影響を及ぼすとはまでは言えないが、逆に、金利動向、惹いては、景気動向と一定の距離を置いて変動する資産として、その特性がより注目されることも考えられる。ただし、不動産証券化一般として、金利上昇に伴うノンリコースローンによる資金調達への影響や、レバレッジ効果が低下することに伴うエクイティ・ファイナンスへの影響には、注意を要する。

証券化商品への投資行動は、住宅の利回りや他用途物件との値動きとの関係など、住宅という不動産の資産特性にも着目したものであるが、不動産である住宅を金融的にみるということは、賃貸住宅への投資に際して、科学的な分析に基づく経営手法が適用される場面が生じているということになる。したがって、相続対策を中心とした従来型貸家経営に加えて、今後は、利回りに着目した投資活動による貸家経営が、貸家及び分譲マンションの着工動向に一定の影響を与え続けていくことを銘記する必要がある。

## 7. まとめ

デフレ脱却が視野に入りつつある中、金融市場の正常化を背景に、好調な民間住宅投資を牽引し、新たな収益物件としての意義をも高めつつある賃貸住宅の動向について着目すると、以下のような実態が浮かび上がった。

- ① 賃貸住宅の着工動向は、貸家、分譲マンションのいずれも、基本的には供給側の要因がより強く反映されるが、金融環境の変化は、資金調達コストに影響を与えられられる。ただし、分譲マンションについては、大手の不動産業者の資金調達が間接金融から直接金融へシフトしていることを考慮する必要がある。また、資産運用の観点からは、低金利水準の下では賃貸住宅の利回りが注目され、魅力ある物件として投資活動による建設が活発化することが考えられる。
- ② 新設着工動向をみると、貸家、分譲マンションのいずれも、一戸当たり床面積の小さい物件が増加してきている。
- ③ 一戸当たり床面積の小さい賃貸住宅の増加の背景としては、土地所有者の相続対策等による小規模賃貸住宅の建設が多いことのほか、近年、J-REITを始めとする不動産投資市場の変化の中で、東京都を中心に、収益に着目した投資活動が活発化していることに注目すべきである。
- ④ 現在、緩和的な金融環境のまま安定している状況において、供給側の資金需要は回復している。一方、大手の不動産業者の資金調達は直接金融の比重が高まっており、大手による賃貸住宅の供給には、金利動向が大きな影響を与えられにくくなっている。
- ⑤ 証券化物件としての住宅も、金利や景気の動向に大きく左右されず、安定収益性の点で優れている傾向があるため、既に不動産投資市場で一定の地位を占めている。

今後は、相続対策等を中心とした従来型貸家経営に加えて、利回りに着目した投資活動による貸家経営が、貸家及び分譲マンションの着工動向に一定の影響を与え続けていくと考えられる。

賃貸住宅の供給は、若年世代の減少等による需要減を始めとして、所得・雇用環境の変化、地価の動向等社会経済情勢の様々な変化に影響されながら増減するものと考えられ、こうした背景を踏まえながら、金融環境との関係についても、引き続き、注視していく必要がある。