

株式会社 不動産経済研究所  
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階  
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330  
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>  
購読料:月額15,960円(税込、本体価格15,200円)  
月3回発行

●Opinion	住宅系ファンドの将来性を考える視点	1
●Deal Information	日本ビクターが「八王子工場」を45.3億円で売却	2
●Private Fund List	アジリティー・アセット・アドバイザーズの運用ファンドなど70件	4
●Interview	西垣佳機—大和リアル・エステート・アセット・マネジメント社長	8
●Project	街なかのアクセント—「空中店舗フィル・パーク」	11
●Focus	中堅デベロッパーの危機(上)—在庫処分と借入難で激減する棚卸資産	12
●Value-Up	Jリート運用物件の賃料調整 オフィスは一巡、住宅はもう一段	14
●Inside Story	都心部の投資市場はレジから回復?、電鉄・電鉄系不動産が独自組織	16

Opinion

住宅系ファンドの  
将来性を考える視点

松村 徹

株式会社ニッセイ基礎研究所  
金融研究部門 上席主任研究員



J-REITや私募ファンドは、分譲マンションと同等の基本構造・設備を持つ都市型賃貸マンションという新市場を開拓した。これにより、従来の小規模・安価・安普請のアパートやワンルーム・マンションに飽き足らなかった、都心居住志向の強い若者やDINKSなどの賃貸需要が顕在化した。ところが、多くの機関投資家やレンダーがリスク過敏状態に陥っている不動産金融市場において、住宅系ファンドに対する評価はオフィスビル系ファンドよりも明らかに低い。これは、新市場ゆえの透明性の低さに加え、低い参入障壁で粗製濫造されたと見られる物件の品質やファンドの運営に不信感があること、新興企業の多いスポンサーや運用会社の信用リスクが問題視されていることが大きな理由だろう。たしかに、立地選定の明らかなミスや割高な価格での購入、荒っぽいリースアップのやり方も散見されるが、これらはオフィスビル系にもないわけではなく、住宅系をことさら低く評価する点には異論がある。東京都心の高級賃貸マンション市況は、オフィスビル同様大きく崩れているものの、ファンドで中心的な月額賃料10万~20万円クラスの賃料動向はオフィスビルよりもずっと安定している。J-REITが開示する鑑定キャップレートも、オフィスビルや商業施設ほど変動は大きくなく、今後の上昇(価格は低下)も限定的と考えられる。また、生活者の意識が、賃貸マンション需要を拡大させる方向に変化している点にも留意すべきだ。雇用の不安定化などで国民の生活防衛意識や金融リテラシーが高まる中、住宅の所有にこだわらない生活者が増えている。最近の分譲マンションへの定住志向の強まりが、住まいのステップアップが困難化したことによる「住み切り(購入した住宅に生涯住み続ける)」志向の強まりという側面を持つこともポイントだ。このことは必然的にマンション購入に慎重な人々の増加と同時に、優良賃貸マンションを志向する人々の増加を意味すると思われるからだ。供給面を見ても、ファンドへの転売を狙った安易なマンション開発が影を潜める一方、電鉄会社など大手事業法人の新規参入が続いており、優良物件の供給増加が期待できる。世帯構造の変化で、東京都の賃貸住宅需要は穏やかに縮小していくと予想される。しかし、以上のような資産特性と生活者意識の変化を踏まえれば、ファンド市場の混乱が終息した後は、賃貸マンションが優良な投資セクターの1つとして再評価される可能性が高い。豊かな生活とは、家計のリスク負担力やライフスタイルに応じて、賃貸・分譲を問わず住まいを自由に選択できることではなかろうか。賃貸マンションセクターに残された最大の課題は、持ち家取得に偏重した政府の住宅政策の見直しである。税制優遇などの支援措置によって賃料の下方修正が実現すれば、需要の急増が期待できるだろう。少なくとも、持ち家志向か借家志向かを二者択一で問う陳腐な世論調査は止めにし、多様な住まい方のニーズを問うて欲しいものだ。

## 中堅デベロッパーの危機(上) —在庫処分と借入難で激減する棚卸資産

金融機関の不動産業向け融資姿勢の厳格化が業界を直撃している。値下げ販売による在庫処分が進み、仕掛り・販売用不動産(棚卸資産)が激減する一方、新規用地の仕入れがほとんどできない。千葉県では1985年の調査開始以来、初めて分譲マンション着工ゼロ(6月度建築着工統計)を記録した。中堅デベロッパーは向こう1年で資産を食い潰しかねない状況に追い込まれている。

### 千葉県の分譲マンションの6月着工ゼロ 売り物が払底する中堅と仕入れ順調な大手

分譲マンションの着工戸数が激減している。国土省が発表した6月の建築着工統計によると、全国の着工戸数は4532戸となり、前年同月比68.2%減。6カ月連続の前年同月割れとなるとともに、単月としては1985年の調査開始以来、最低となった。首都圏は前年同月比71.2%減の2109戸、千葉県に至ってはついにゼロとなった。単月で着工戸数がゼロになったのも首都圏では初めてのことで、

千葉県の1~6月の着工戸数は計788戸で、前年同期比71.2%の大幅減となっている。同じ首都圏の埼玉県や神奈川県でも上期の着工戸数は激減しているが、戸数そのものは埼玉県が計2006戸(前年同期比53.2%減)、神奈川県は計1900戸(同71.4%減)で、いずれも千葉県の2.5倍程度。仮にこのまま推移すれば、千葉県の年間着工は計1500戸程度に止まる計算で、例年実績(約1万戸)の10分の1程度まで激減する見通しである。

千葉県で着工が激減している背景には、もともと千葉県がもっとも市場に敏感なエリアであり、他の都県に比べて中堅デベロッパーの供給比率が高いことがある。彼らは、仮にすでにマンション用地を取得していても、先が読めないため着工を見合わせている。その上、金融機関の厳しい融資姿勢から、新規の用地仕入れがほとんどできていないのだ。

グローバルスは8月6日、2010年3月期第1四半

期決算を発表すると同時に「継続企業の前提に関する注記」を解消したと発表した。マンション契約戸数が前年同期の74戸から133戸に増加し、純資産も計画通り確保できているためだと説明、「7月には取引金融機関から新規土地仕入れのための資金調達を行った実績もある」と報告した。マンションデベロッパーが用地を取得するのは、本来当たり前だが、開示資料にそれをわざわざ書き込まざるを得ないほど事業環境は悪化している。

ある中堅デベロッパーの社長が嘆く。「マンション在庫は秋口までにさばける。これはこれで結構なことだが、その先の売りものが底をつく。銀行の不動産開発向け融資が完全にストップして、仕込みが全然できていない」。別のあるマンションデベロッパー社長は、国土省の会合で次のように発言した。「環境に配慮した建築物の論議も結構だが、われわれ不動産業界はいまそれぞれどころではない。マンション分譲を行いたい会社はたくさんあるが、銀行は不動産の“不”を開いただけでまったく融資に応じてくれない。この問題を何とかして欲しい」。

中堅が苦しむ一方、大手デベロッパーの状況はまったく対照的。野村不動産ホールディングスの鈴木弘久社長は今年4月、多くの記者を前に「用地取得もスケジュール通り進んでおり、昨年10月からこの半年間で東雲(550戸)をはじめ、赤羽のダイエー跡地、中野の丸井、錦糸町、検見川浜など約2000戸分のマンション用地を仕入れた」と話した。

### 中堅デベの棚卸資産が大幅に減少 対売上高の資産倍率0.5倍以下も

別表は、主な上場不動産会社の仕掛り・販売用不動産(棚卸資産)の増減を見たものだ。これによると、三井不動産、三菱地所、住友不動産、野村不動産ホールディングス、東急不動産、東京建物、NTT都市開発などの大手(系)デベロッパー7社の2009年3月期(東京建物のみ12月期決算)の棚卸資産額は、2008年3月期と比べそれほど減少していない。野村、住友、東急、東建、NTT都市開発の各社はむしろ増加している。対売上高の棚卸資産倍率も2~3倍を確保しているが、これは、おおよそ向こう2~3年分の売上に相当する販売用不動産を、現状で確保していることを意味する。

悲惨なのは大京、日神不動産、明和地所、タカラレーベン、ジョイントコーポレーションなどのマンション専業だ。大京の2009年3月期マンション売上高は2678億円で前期比14%減だったが、棚卸資産(2410億円)は前期比31%も減少している。対売上高の棚卸資産倍率も0.9倍以下の水準である。日神不動産も状況は同じ。売上高は前期比3%減の393億円だったが、棚卸資産は285億円で前期比35%減少しており、売上高に対する倍率は0.72倍に止まる。ランド、総和地所、新日本建物、BDOリアルティなどは、対売上高の棚卸資産倍率が0.5倍以下となっている。

つまり、これらの中堅デベロッパーは、このまま推移すれば、向こう1年間にすべての棚卸資産を食い潰し、売りものがなくなる事態に追い込まれる。これは企業の存続に関わる危機的な状況と言える。主要39社の棚卸資産の前期評価額は、合計約3500億円に上っており、仮にこれら39社のマンション市場占有率を4~5割と想定すると、業界全体の資産劣化は1兆円近い水準ということになる。

同じ中堅のデベロッパーでも戸建てが中心のバ

ワービルダーの場合、事情が異なる。たとえばアーネストワンの2009年3月期末時点の棚卸資産は前期比47%減の441億円で、対売上高の倍率は0.28倍だが、理論上、年間4回近い資本回転率も想定できる戸建事業の場合、多大な棚卸資産を抱える必要性はない。10階建て程度の規模で、用地仕入れから着工、販売、引渡しまで最短でも1年程度かかるマンションと比べれば、回収期間が短い分、銀行から見た融資リスクの予測は容易だ。また、景況や地価変動による住宅価格や売行き悪化の影響を分散できる分、業績も安定する。現在のような事業環境ではこれらの違いは大きい。(以下、次号)

主な上場会社の棚卸資産の増減 (単位: 百万円)

会社名	2009年3月期 売上高 棚卸資産	前期 売上高 棚卸資産	増減 増減	備考(棚卸資産評価額 計上額など)
野村不動産ホールディングス	231,874	263,801	▲0.18	289億円
三井不動産	396,239	382,206	▲0.04	158億円
三菱地所	643,560	756,629	▲0.15	前期145億円、当期
住友不動産	309,033	213,903	▲0.44	12月決算、第1四半
東急不動産	590,411	602,824	▲0.02	73億円
東京建物	7,348	4,873	▲0.51	101億円
東急不動産	36,899	48,467	▲0.20	
住友不動産	92,857	105,556	▲0.12	12月決算、第1四半
東急不動産	183,412	155,279	▲0.18	第54億円
東急不動産	157,000	177,000	▲0.11	101億円
東急不動産	200,000	159,029	▲0.26	
住友不動産	181,224	193,574	▲0.07	137億円
住友不動産	582,818	550,862	▲0.02	
東急不動産	50,351	50,647	▲0.17	124億円
東急不動産	80,143	105,705	▲0.16	
大京	297,845	312,356	▲0.14	
大京	241,025	249,683	▲0.03	434億円
明和地所	23,106	49,733	▲0.41	
明和地所	29,481	76,992	▲0.49	188億円
タカラレーベン	64,223	74,402	▲0.18	7億円
ジョイントコーポ	135,549	137,660	▲0.14	
ジョイントコーポ	77,590	56,739	▲0.29	349億円
タカラレーベン	183,408	256,598	▲0.21	
タカラレーベン	57,632	64,778	▲0.11	105億円
東急不動産	29,532	56,289	▲0.30	
東急不動産	99,295	103,181	▲0.04	81億円
東急不動産	52,290	102,749	▲0.49	
日神不動産	39,316	40,647	▲0.03	63億円
アーネストワン	28,596	43,893	▲0.35	
アーネストワン	155,460	154,997	▲0.00	38億円
サンシティ	44,176	85,684	▲0.47	
サンシティ	33,803	69,581	▲0.51	12月決算、89億円
ランド	28,834	22,890	▲0.70	
ランド	45,730	52,175	▲0.12	58億円
NTT都市開発	29,357	44,714	▲0.34	
NTT都市開発	32,888	38,415	▲0.15	79億円
セントラル総合開発	127,660	122,690	▲0.04	
セントラル総合開発	81,269	57,011	▲0.10	52億円
グローバルス	45,621	54,680	▲0.17	
グローバルス	11,937	18,280	▲0.25	31億円
総和地所	8,485	17,156	▲0.51	
総和地所	6,288	14,687	▲0.57	9億円
コスモスエニシア	3,214	10,120	▲0.68	
コスモスエニシア	181,616	194,408	▲0.07	612億円
新日本建物	167,606	222,930	▲0.25	
新日本建物	96,337	82,317	▲0.31	68億円
サンクツ	24,727	63,088	▲0.61	
サンクツ	23,088	15,516	▲0.40	24億円
サンクツ	18,378	24,394	▲0.25	
福光都市開発	12,114	18,841	▲0.35	12月決算、23億円
EMCOMリアルティ	7,779	10,232	▲0.24	
EMCOMリアルティ	4,077	11,598	▲0.65	
すてきな	466	5,645	▲0.92	
すてきな	55,090	63,182	▲0.13	88億円
すてきな	84,454	84,009	▲0.01	

(注) 社名の異なる上場の売上高は不動産事業以外の売上高