

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.226

2023.7.18

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

## カタチを変える住宅双六 ～拡大する“上がらない選択”～

- ・ 新築の持ち家を取得することが“上がり”とされてきた住宅双六に変化が見られる。
- ・ 特に賃貸の市場規模拡大が目立つ。分譲価格の上昇に加え、ファンド等の投資家の存在感の高まり、住宅に対する個人のマインドの変化の寄与が大きいと思われる。

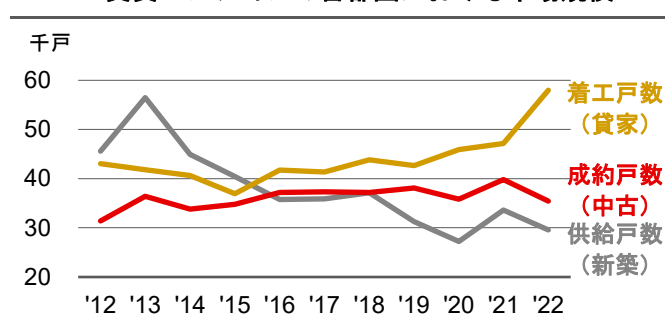
### 拡大する“上がらない選択”

住宅双六とは、建築学者の上田篤氏が1973年に朝日新聞の紙上で公表した都市居住者の住宅の住み替えを「双六」になぞらえて表現したものである。同氏が示した例<sup>1</sup>に限らず、最終的に新築の持ち家を取得することが一般的に“上がり”とされてきたと思われる。

しかし、首都圏のマンション市場では、この10年だけを振り返っても、この『常識』は大きく変わってきた。新築分譲マンションの市場規模が縮小しているのに対し、中古分譲マンション、賃貸マンションでは拡大している（図表1）。さらには、将来の売却を前提とした分譲マンションの取得も広がっている。

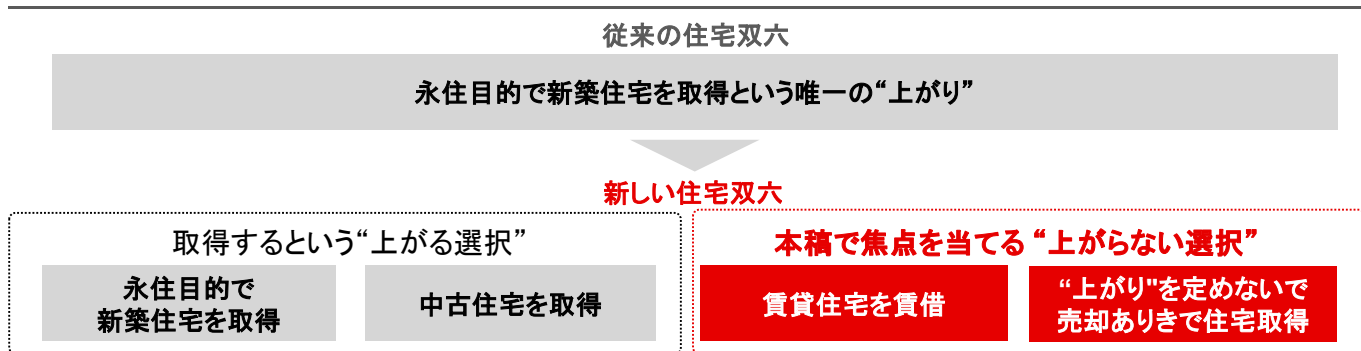
本稿では、首都圏のマンション市場の住宅双六の変化について、“持たない”という“上がらない選択”に焦点を当て、その背景を探りたい。

図表1: 分譲マンション（新築・中古）、賃貸マンションの首都圏における市場規模



出所 不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向」、東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向」、国土交通省「建築着工戸数」より三菱UFJ信託銀行が作成  
注 賃貸マンションはSRC造・RC造の合計

図表2: 住宅双六の新旧変化のイメージ



出所 三菱UFJ信託銀行

<sup>1</sup> 上田氏の当初の住宅双六は、下宿または寮・寄宿舎からスタートし、若年時代の賃貸住宅居住を経て分譲マンションを購入し、その後分譲マンションを売却して中年熟年期に庭付き一戸建て住宅を取得することで“上がり”とされていた。世界が進むチカラになる。

## 分譲価格の上昇だけではない賃貸住宅を選ぶ“上がらない選択”の背景

賃貸マンションを選択する層が拡大している背景として、一般的には分譲マンション価格の上昇が指摘されることが多い。勿論、分譲マンション価格の上昇はその一因と考えられるが、ファンド等の投資家の住宅所有者としての存在感の高まり等の寄与も大きいと考える。

### (1) 投資家の住宅所有者としての存在感の高まり

賃貸マンションについては、分譲マンション（新築・中古）の価格の上昇幅と比較しても、賃料の上昇幅が著しく小さいことが市場規模拡大の背景の一つになっているだろう。

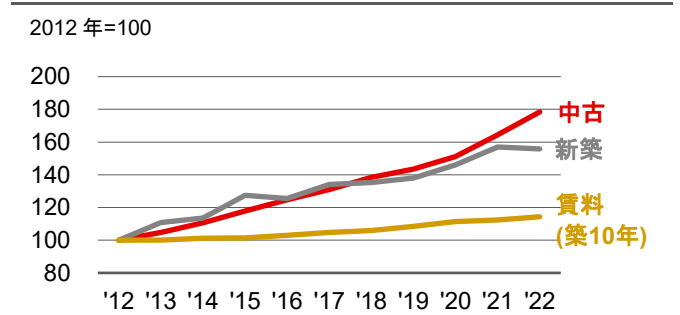
実際、東京 23 区では、2012 年から 2022 年の 10 年間に於いて、新築分譲マンションは 55.9%、中古分譲マンションは 78.4%、価格が上昇した一方、賃貸マンションの賃料は 14.3%の上昇にとどまっている（図表 3）。

では、「なぜ賃貸マンションの賃料が分譲マンション価格のように上昇しないのか」という疑問が生じる。その背景には、ファンド等を筆頭とした投資家の住宅所有者としての存在感の高まりがある、と筆者は推察する。

弊社の「私募ファンド調査」によれば、東京・目黒区の賃貸マンションの NOI ベースの期待キャップレートは、2012 年から 2022 年の間に 5.3%から 3.4%まで低下した。もしこの間に NOI<sup>2</sup>の成長がなかったと仮定しても、6 割弱の価格上昇が生じていたことと同義になる。図表 4 の分析の通り、賃貸マンションの価格上昇を要因別に分解すると、その約 7 割がキャップレートの低下によるものであり、低利調達が可能金利環境を背景に、投資家がこれを吸収したものと考えられる。

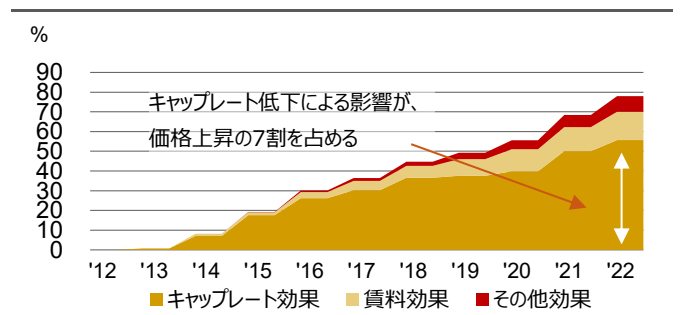
近年、特に不動産ファンドは賃貸マンションオーナーとして存在感を高めてきた。日本の不動産市場においては、改正投信法による J-REIT の解禁など 1990 年代後半から 2000 年代初頭に進んだ法整備によって国内外の投資資金の受け皿となる環境が整った。これによってリーマン・ショック後、グローバルに金融緩和マネーを集めてきた背景がある。さらに、賃貸マンションについては、コロナ禍以降、俄かに投資対象としての注目が高まった。外部環境の急変によってオフィス、ホテルといった用途は影響を強く受けた一方、賃貸マンションは安定性の高さが際立った。加えて借入の金利が低位安定していることから、イールドギャップも安定しており、コロナ前の日常を取り戻しつつある今日でも、投資家から高い評価を得ている（図表

図表 3: 分譲マンション価格（新築・中古）、賃貸マンション賃料の比較（東京 23 区）



出所 不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向」、東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向」、日本不動産研究所・アットホーム・ケンコーポレーション「住宅マーケットインデックス」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成  
注 賃貸マンションはファミリータイプ (40 ㎡~80 ㎡)

図表 4: 2012 年以降の賃貸マンションの価格変動の分解（東京 23 区）



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」、日本不動産研究所・アットホーム・ケンコーポレーション「住宅マーケットインデックス」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成  
注 賃料は東京 23 区、キャップレートは東京・目黒区の数値を採用

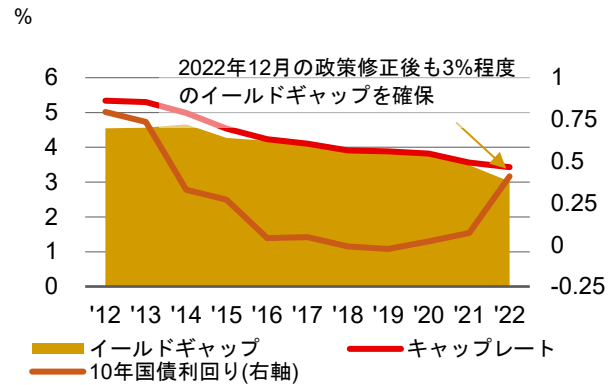
<sup>2</sup> Net Operating Income の略称。賃料収入等から減価償却費以外の費用を控除した純収益を指す。

世界が進むチカラになる。

5、図表 6、図表 7)。

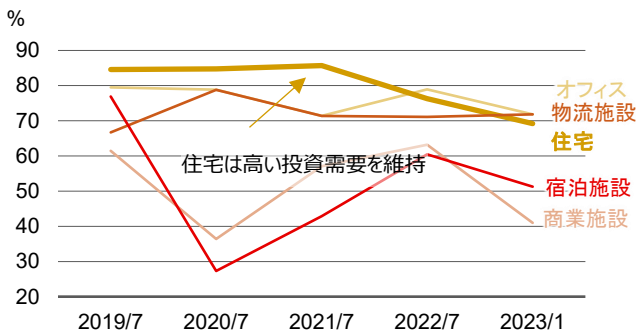
豊富な資金を持ったファンド勢の参入により賃貸マンションの仕様の改善があったことにも注目したい。J-REIT等のファンドは新築分譲マンションに劣らないような賃貸マンションを供給している。リノベーションの普及等も相俟って、賃貸マンションに対する個人の満足度は高まっているのではないだろうか。勿論、投資家の資金フローは市場環境の変化によって移ろいやすい性質があるものの、前述の通り、日本の不動産市場には投資資金を受け入れる土台が出来ていること、賃貸マンションは安定性が高く、金融政策の効果もあり一定のイールドギャップが確保できるとの定評が確立している。加えて、国内の最大投資家であるJ-REITは、クローズドエンド型<sup>3</sup>の投資法人であるため、基本的に一度取得した賃貸マンションを保有し続けることになる。投資家による物件保有は今後も賃料の安定性に寄与していくだろう。

図表 5: 賃貸マンションのイールドギャップ



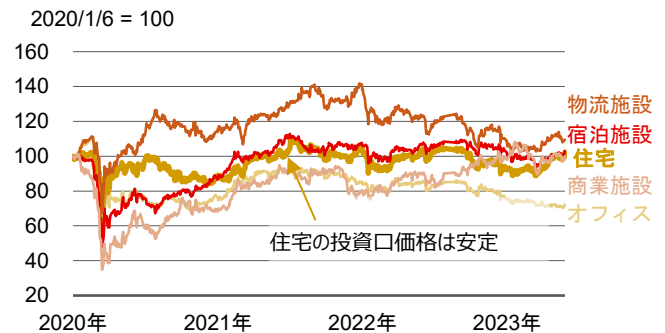
出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」、財務省公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成  
注 キャップレートは東京・目黒区の数値を採用

図表 6: アセットタイプ別の投資希望



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」  
注 私募ファンドを運用するアセットマネージャーの各アセットタイプに対する投資希望の割合

図表 7: 用途特化型 J-REIT の投資口価格



出所 日本証券取引所公表情報を基に三菱UFJ信託銀行が作成

(2) 住宅に対する個人のマインドの変化

ここまでは経済的な側面に注目した視点であったが、需要者である個人のマインドの変化も賃貸マンションの市場規模拡大に寄与していると考えられる。具体的には、新築志向の弱まりと、所有に拘らない考え方の広まりである。この背景には、“中古”に対する慣れや、モノに対する価値観が「所有」から「利用」に徐々に変遷していることがあろう。

実際、国土交通省の「住宅市場動向調査」によれば、新築分譲マンション購入者の住宅購入時の比較対象の筆頭は、過去には新築分譲戸建住宅だったが、現在では中古分譲マンションに変わった(図表 8)。過去 10 年間の価格上昇幅は“新築”分譲戸建住宅よりも“中古”分譲マンションの方が大きい<sup>4</sup>なか、後者が選択されるようになっている。中古分譲マンションは勿

<sup>3</sup> 投資信託の類型の一つで、発行者が投資家の請求による買戻しや解約を原則認めないものを指す。現在では J-REIT と私募 REIT が所有する賃貸マンションに限っても 2022 年末で 4.15 兆円(取得ベース)の残高がある。

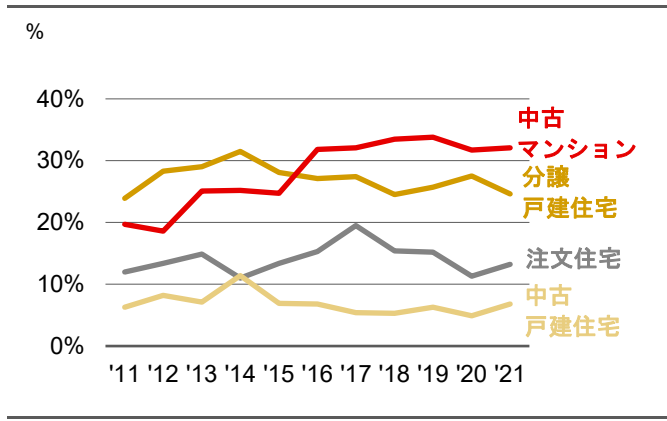
<sup>4</sup> 東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向」によれば、2012 年～2022 年の東京 23 区における価格上昇率は、中古分譲マンションは 78.4%の一方、新築戸建住宅は 48.2%だった。

世界が進むチカラになる。

論、入居時点で基本的に“中古”である賃貸マンションについても選ばれやすくなっているかもしれない。

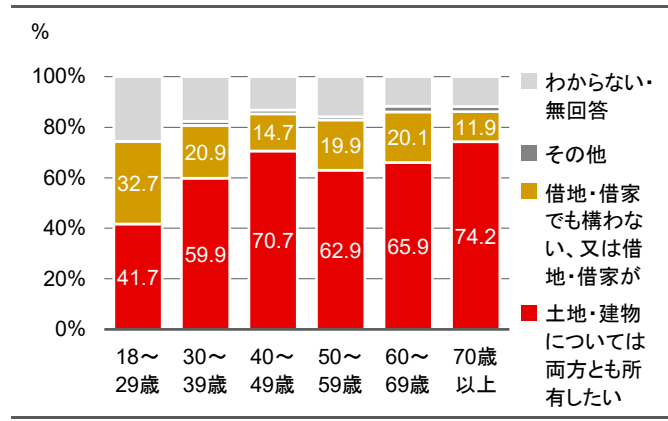
また、国土交通省の「土地問題に関する国民の意識調査」によれば、住宅について「土地・建物の両方とも所有したい」と考える割合は、2012年から2022年の間に79.8%から65.5%へ低下した。この傾向は今後の住宅取得者の中心的な年代となる20歳代、30歳代で特に強い（図表9）。若年層を中心に必ずしも所有には拘らない考え方が広がっていきそうだ。

図表 8: 新築マンション購入者が比較検討した住宅種別



出所 国土交通省「住宅市場動向調査」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 9: 所有と賃借の志向 (2022年)

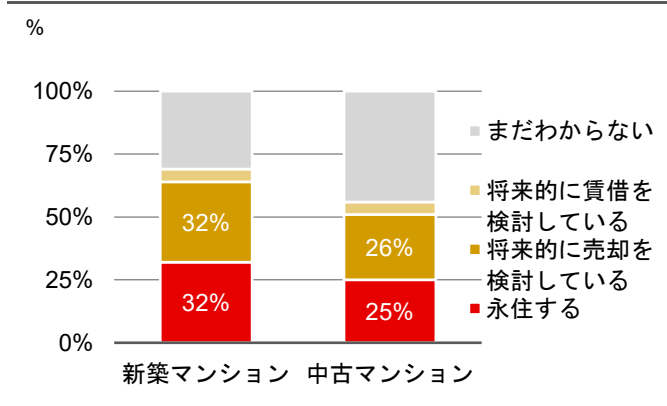


出所 国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

個人の新たな戦略的思考としての「売却ありきの取得」

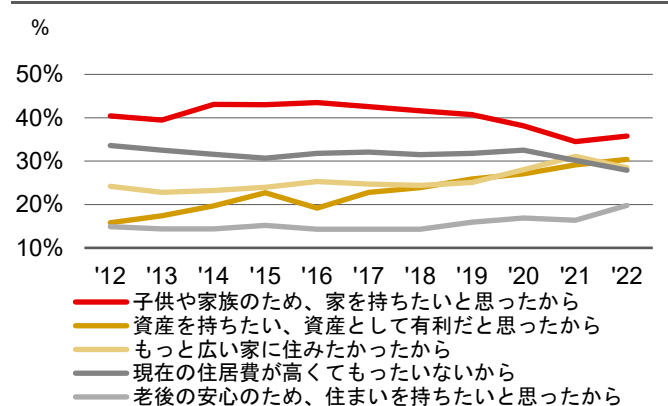
“持たない”という“上がらない選択”として、将来的な売却を前提とした取得という新しい考え方の広がりも確認される。リクルートの『住宅購入・建築検討者』調査によれば、新築分譲マンション取得検討者の32%、中古分譲マンション取得検討者の25%しか、当該物件への永住を検討しておらず、多くの取得検討者が将来的な売却も検討していると思われる（図表10）。

図表 10: 購入検討物件の永住・売却・賃貸意向 (全国)



出所 リクルート『住宅購入・建築検討者』調査より三菱UFJ信託銀行が作成

図表 11: マンションの購入理由 (首都圏)



出所 リクルート「首都圏新築マンション契約者動向調査」より三菱UFJ信託銀行が作成

この変化の背景には、マンションの資産性を重視する傾向の強まりがあると考えられる。同社の「首都圏新築マンション契約者動向調査」によれば、マンション購入時にその理由として「資産を持ちたい、資産として有利だと思ったから」と回答した取得者の割合は2012年に15.8%だったが、2022年には30.4%まで上昇した（図表11）。価格の上昇により個人の資産ポートフォ

世界が進むチカラになる。



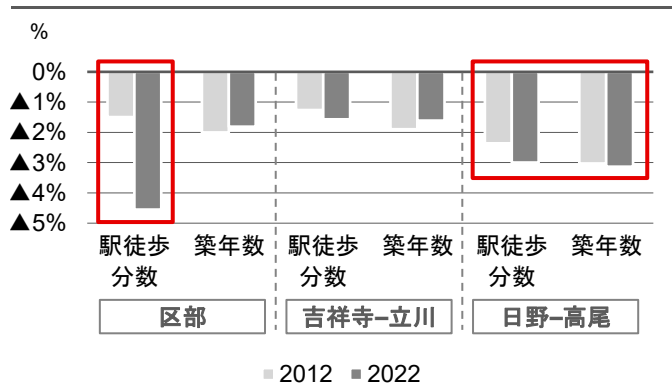
リオ内でのマンションの重要性が高まり、住宅としての役割だけでなく株式や債券のような資産として捉える考えがあるのではないかと。個人は近年の大幅な分譲マンション価格上昇も目にしている。

実際、資産性を重視する傾向は、マンションの立地選好にも表れている。国土交通省「土地総合情報システム」に登録された売買情報を基にした筆者の分析によれば、都心の物件ほど駅徒歩分数あたりの坪単価の減価度合いが大きい(図表 12)。駅徒歩分数が小さいほど潜在的な購入希望者や賃借希望者が多く、将来的に売却や賃貸に回しやすいことが、こうした分析結果に繋がった可能性がある。その他、駅近の立地が選好される背景としては、共働き率の上昇に伴い職住近接へのニーズが拡大していること等、様々な要因を挙げることができるが、マンションの持つ資産性に注目した個人の戦略的思考が強まっているという仮説も注目するに値するだろう。

### 固定観念にとらわれない住宅選びの広がり

冒頭で指摘したように、この10年だけを振り返っても、首都圏のマンションを中心とした住宅双六のカタチは大きく変化してきた。新築分譲マンションの市場規模が縮小しているのに対し、中古分譲マンション、賃貸マンションでは拡大した。さらには、将来的な売却を前提として住宅取得する考え方も広がった。とりわけ、持たないという上がらない選択の登場は、新築志向、保有主義という過去の住宅双六の前提を大きく覆すものである。本稿で指摘した構造的な変化を背景に、それぞれのライフステージ、置かれた環境に合わせ、固定観念にとらわれない住宅選びを行う個人の傾向が強まっていくだろう。

図表 12: 中央線沿線の築年、駅徒歩分数による坪単価の重回帰分析結果(回帰係数のみ)



出所 国土交通省「土地総合情報システム」より三菱UFJ信託銀行が作成

注 中古マンション等の坪単価を被説明変数、築年数および駅徒歩分数を説明変数とした重回帰分析。都区部エリアは杉並区、中野区、新宿区、千代田区、吉祥寺～立川エリアは立川市、国立市、国分寺市、小金井市、武蔵野市、三鷹市、日野～高尾エリアは八王子市、日野市。JR中央線に加え、上記市区内に存在する他路線の駅を含めた最寄り駅からの駅徒歩分数を採用している。いずれの係数も5%有意水準を満たしている

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部  
船窪 芳和

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。