

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.290

2024.09.26

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。

## 支出構造の変化が示す不動産運用戦略への示唆 《アセットタイプ別》

- 経費率の推移は用途別に異なる上昇傾向を示す
- 支出構造は、物価、地価、築年数、設備仕様等の複合的な要因で変化
- 今後は支出の増加を前提とした上で、資産価値の維持向上に繋がる投資かを検証することが収益安定化のポイント

(注) 本稿の図表は、すべて J-REIT 公表の決算資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成。個別図表への出所の記載は省略

### 経費率は投資判断における重要指標の一つ

不動産賃貸運営における経費率は、NOI (Net Operating Income) やキャッシュフローに直結する重要な指標の一つであり、運営上の戦略策定や意思決定の基盤となる。

用途別の経費率は、オフィスは緩やかな上昇傾向、共同住宅はほぼ横ばいながら近年はやや上昇傾向、物流施設は長期にわたり上昇している (図表 1)。

物価上昇が続く中、支出構造 (項目別構成比及び単価) に変化はないだろうか。

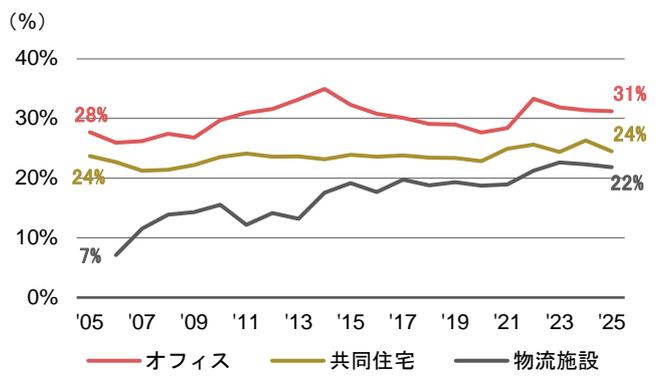
例えば、オフィスの場合、経費率は 30%前後で推移しつつ、長期的にはやや上昇傾向である (図表 2)。この上昇が、資産価値向上のための戦略的投資の結果なのか、外部環境によりやむを得ずコスト増となってしまったものなのか。前者であれば、やや遅行性を持ちながらもその成果が賃料上昇として反映されるはずだが、図表 2 からはそのような明確な傾向は読み取れない。一方、支出単価は過去 20 年間で約 1 割増加していることから、賃料以上に支出が増加した結果として経費率が上昇していると推察される。

そこで、本稿では、J-REIT 保有物件を対象に、経費率の推移や支出構造の変化 (単価) を分析した。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

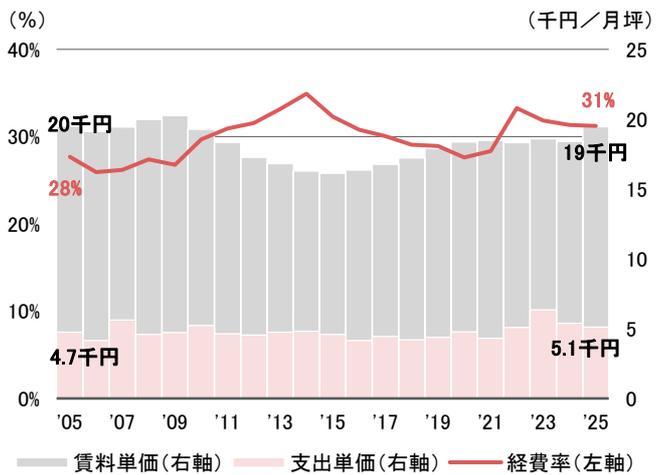
三菱UFJ信託銀行

図表 1: 用途別経費率の推移



注 対象は J-REIT 保有の東京都所在のオフィス、共同住宅及び全国の物流施設。資本的支出、減価償却費は除く。以下同様。

図表 2: オフィスの賃料・支出単価と経費率の推移



注 賃料は景気に連動したサイクルが明確に表れるが、支出は固定費が大半を占めるため、賃料と経費率の関係は、逆相関の関係が成り立ちやすい (上図の場合、相関係数は-0.62)。但し、近年は支出単価も上昇し、その関係が弱まっている。支出単価は、各時点で保有している物件の延床面積当たりに換算した平均値。以下同様。

世界が進むチカラになる。



## オフィス

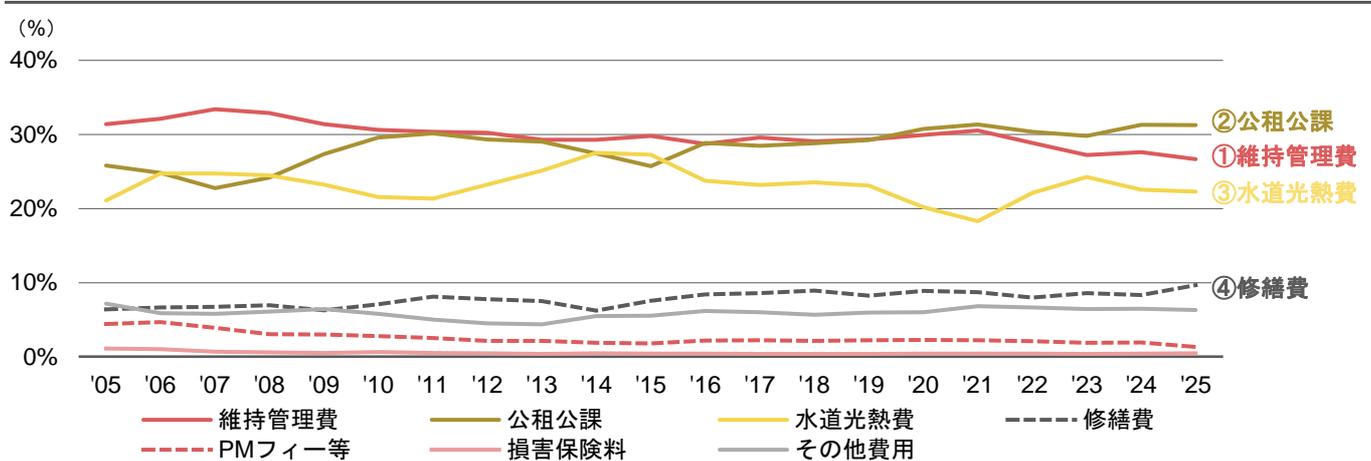
オフィスにおける主要支出項目は、維持管理費、公租公課、水道光熱費であり、これらで支出全体の約8割を占めている（図表3）。2000年代以降、維持管理費が最大だったが、2020年代には公租公課が逆転し、最大割合となった。

図表3: オフィスの支出構成比上位3項目

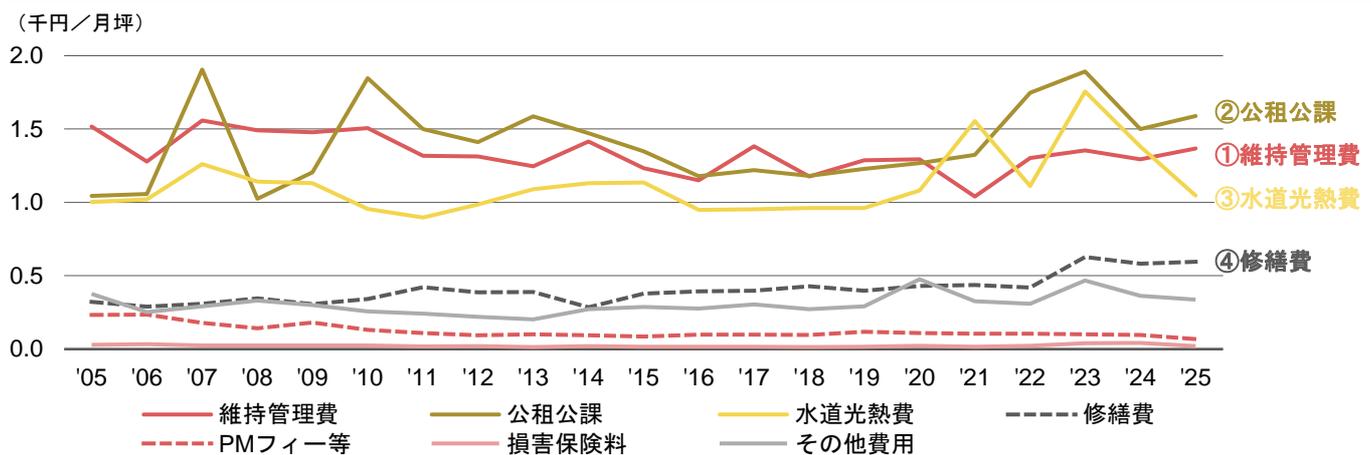
	2000年代		2020年代	
1位	維持管理費	30%	公租公課	30%
2位	公租公課	25%	維持管理費	25%
3位	水道光熱費	20%	水道光熱費	20%

注 支出全体のうち上位3項目について、おおよその割合を示したものの。以下同様。

図表4: オフィスの支出項目別構成比



図表5: オフィスの支出項目別坪単価



注 その他費用には、借地借家料、信託報酬、テナント募集費用等を含む。以下同様。

### ① 維持管理費\_構成比・単価ともに低下

	2000年代	2020年代
構成比	30%	25%
単価	1,500円	1,300円

構成比の低下は公租公課の上昇による影響と考えられるが、単価も減少している。背景の一つとして、複数物件の一括管理委託による運営効率化により、品質を維持しつつコストダウンを図る等の取り組みがなされたことや、管理会社による物価上昇の吸収努力があると考えられる。

足元では単価は若干上昇に転じており、今後、人件費や資材費の上昇が維持管理費にも転嫁される可能性が十分考えられる。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



## ② 公租公課\_構成比・単価ともに上昇

	2000年代	2020年代
構成比	25%	30%
単価	1,200円	1,600円

構成比は長期的に上昇し、2019年には維持管理費を上回り最大割合となった。単価も2020年以降は顕著に上昇しており、地価や建築費の上昇が反映されている。

地価上昇の著しい都心部では賃料も上昇しているが、公租公課の上昇に賃料が追いつかない物件の場合は公租公課が重い負担となる。公租公課は運用側でのコントロールが困難であるため、地価と賃料の上昇余地のバランスを見極める必要があるだろう。

## ③ 水道光熱費\_構成比は横ばい、単価は上昇

	2000年代	2020年代
構成比	20%	20%
単価	1,100円	1,300円

単価は長年1,000～1,200円/月・坪の範囲で推移していたが、近年は全国的な値上げにより1,500円/月・坪を超えるケースもあり、年ごとの変動が大きい。

省エネ性能の高い設備の導入や水道光熱費上昇分のテナントへの転嫁は進んでいるが、インフレ下では更に増加する可能性も考えられる。

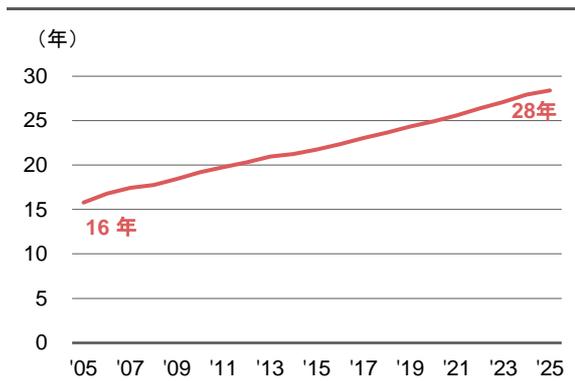
## ④ 修繕費\_構成比・単価ともに上昇

	2000年代	2020年代
構成比	7%	9%
単価	300円	500円

オフィスの平均築年数は、2005年時点で16年、2025年には28年になっており（図表6）、築年数の経過に伴い修繕費が増加したと考えられる。資材費・労務費等の上昇により2023年以降、急激に単価が上昇しており、今後も修繕費の増加が続くと予想される。

新築や築浅物件の取得が困難な現状では、既存物件の修繕を、資産価値維持・向上のための投資として捉え、戦略的な修繕計画を練ることが重要となるだろう（築年数に対する考察は [VOL.274「収益性指標から見る東京オフィス市場～築年数別～」](#) を参照されたい）。

図表6: オフィスの平均築年数の推移



## － 共同住宅 －

共同住宅では、維持管理費、公租公課、修繕費が支出全体の約8割を占める（図表7）。

図表7: 共同住宅の支出構成比上位3項目

	2000年代	2020年代
1位	維持管理費 45%	維持管理費 35%
2位	その他費用 25%	公租公課 25%
3位	修繕費 10%	修繕費 20%

## ① 維持管理費\_構成比・単価ともに低下

	2000年代	2020年代
構成比	45%	35%
単価	1,300円	900円

構成比は長期にわたり最大割合であるものの、2000年代の45%から2020年代の35%まで低下した。単価も1,300円から900円に減少しており、オフィス同様、複数物件の一括管理委託等の効率化や管理会社のコスト削減努力が進んだ結果と考えられる。

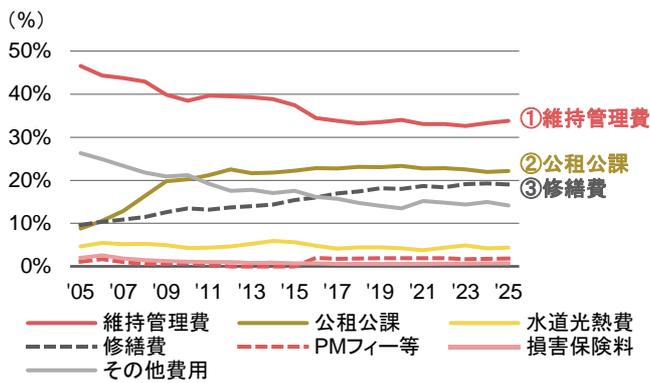
人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

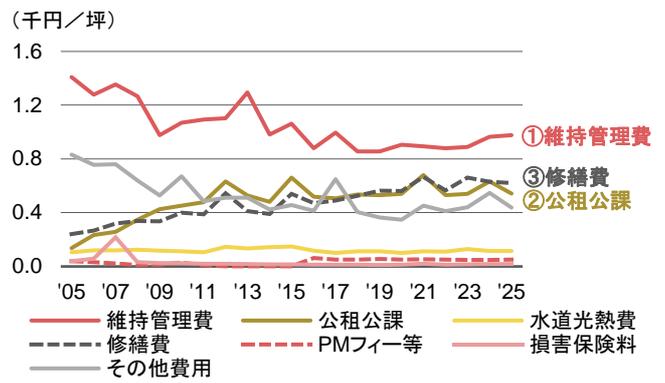
世界が進むチカラになる。



図表 8: 共同住宅の支出項目別構成比



図表 9: 共同住宅の支出項目別単価



② 公租公課\_構成比はやや上昇、単価は倍増

	2000 年代	2020 年代
構成比	15%	20%
単価	300 円	600 円

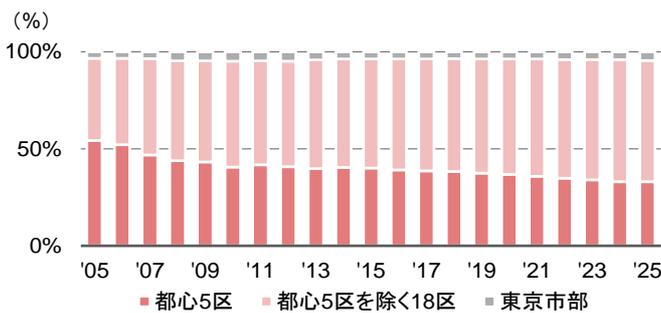
単価が倍増しており地価上昇の影響が伺えるが、足元では横ばいである。住宅地の地価上昇はオフィスの集中する都心部の商業地に比べると緩やかであることや、近年は高利回りの物件を求め、取得エリアが相対的に地価の安い都心周辺部や郊外へと広がっていること等が要因として考えられるだろう (図表 10)。

③ 修繕費\_構成比・単価ともに倍増

	2000 年代	2020 年代
構成比	10%	20%
単価	300 円	600 円

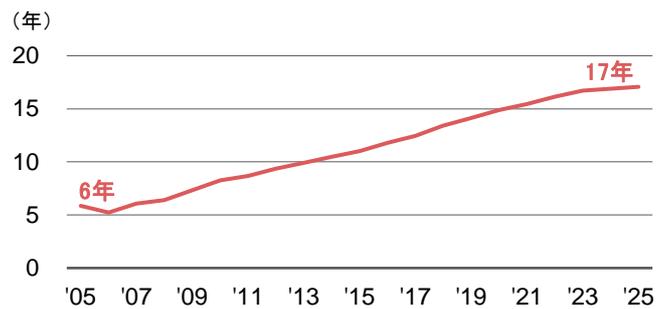
オフィス同様、建物の平均築年数の経過により、構成比・単価とも上昇していると考えられる。足元の単価は、公租公課を超える水準となり、今後も物価高の影響を受け修繕費が増加することが予想される。共同住宅においては、修繕費は維持管理費、公租公課に次ぐ割合を占め、収益への影響が大きい一方、物件の競争力維持には不可欠な支出であるため、安易な削減は望ましくない。投資したコストが資産価値の維持・向上に資するかどうかを見極めた上で、計画的な修繕計画が求められるだろう。

図表 10: 共同住宅の取得エリアの分散



注 都心5区：千代田・中央・港・新宿・渋谷

図表 11: 共同住宅の平均築年数の推移



## - 物流施設 -

物流施設の経費率や支出構造は、オフィスや共同住宅とは大きく異なる特徴を有している。

2012年のGLP投資法人の上場以降、外資系や国内デベロッパー系のJ-REITを中心に先進型大型物流施設<sup>1</sup>の取得が進んだことにより、倉庫以外の設備にかかる費用が増加したため、経費率が大きく上昇している。加えて、物流施設は長期契約が多く、賃料増額機会が限られる一方、支出単価は上昇傾向が続いたことも経費率上昇の要因の一つと考えられる（図表12）。

また、公租公課の構成比が他用途に比べ圧倒的に高く、支出全体に占める割合が突出している点も物流施設特有の傾向である。（図表13）。これは、物流施設の建物構造が比較的シンプルであり、維持管理費や水道光熱費が限定的であることに加え、BTS<sup>2</sup>型施設ではこれらの費用をテナント側が負担するケースが多いためである。

図表 12: 物流施設の賃料・支出単価と経費率の推移

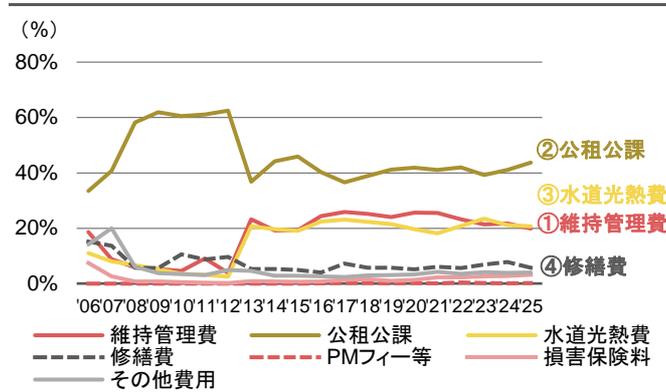


図表 13: 物流施設支出構成比上位3項目

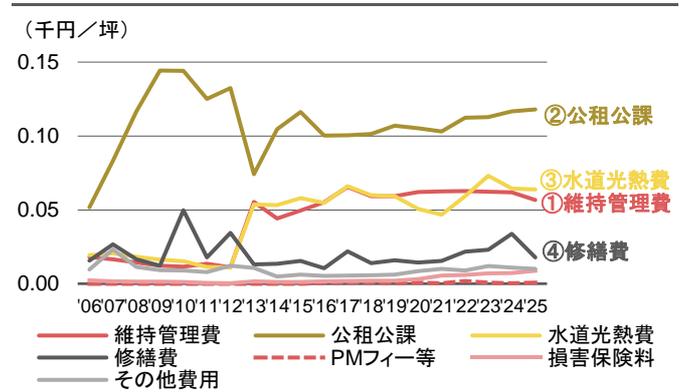
	2010 年前後		2020 年代	
	1位	公租公課	60%	公租公課
2位	修繕費	10%	維持管理費	20%
3位	維持管理費 水道光熱費	各 5%	水道光熱費	20%

注 投資対象となる物流施設のタイプが2008年～2012年頃とそれ以降で異なっているため、2010年前後と2020年以降として比較した

図表 14: 物流施設の支出項目別構成比



図表 15: 物流施設の支出項目別単価



### ① 公租公課\_構成比・単価ともに低下

	2010 年前後	2020 年代
構成比	60%	40%
単価	130 円	110 円

2010年前後と比較すると構成比・単価ともに低下しているが、近年に限ると、物流適地となる地方や郊外の地価上昇に伴い、構成比・単価ともに上昇傾向だ。

構成比が大きく収益への影響が大きい一方、既存契約においては公租公課の上昇を賃料増額として即時に転嫁できるとは限らない。物件の取得にあたっては、賃料の上昇余地と公租公課の上昇リスクのバランスを見極める必要があるだろう。

<sup>1</sup> 高機能・汎用性を備えた物流施設。明確な定義はないが、一般的に、各階にトラックが搬入できるランプウェイや床荷重 1.5t/m<sup>2</sup>以上、天井高 5.5m 以上、柱間隔 10m 以上のスペックを備えたものを指す。荷物を保管するだけでなく加工・修理・梱包・配送等に必要な設備、従業員向けのカフェテリア、保育所などの付帯設備も備えているケースが多い。

<sup>2</sup> Build to Suit 特定のテナント企業の要望に合わせてオーダーメイドで設計された物流施設

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



## ②維持管理費\_構成比・単価とも大きく上昇

	2010 年前後	2020 年代
構成比	5%	20%
単価	10 円	60 円

## ③水道光熱費\_構成比・単価とも大きく上昇

	2010 年前後	2020 年代
構成比	5%	20%
単価	10 円	60 円

注 これらの費用がテナント負担となる BTS 型施設を含む

背景には、前述の通り先進型大型物流施設の取得が進んだことがある。省エネ設備の導入等によるコストの抑制は進んでいるものの、当面は物価高により維持管理費・水道光熱費の高止まりが予想される。但し、長期的には庫内自動化が進み、施設内で働く従業員が現在より減少した場合には、付帯設備等の見直しに伴い、維持管理費も抑制される可能性も考えられるのではないだろうか。

## まとめ

経費率や支出構造の変化は、地価、物価、築年数、設備仕様等の複合的な要因によって生じている。地価や建築費の上昇に伴う公租公課の増加も引き続き見込まれるが、運営側でのコントロールが難しい。維持管理費は長期的に単価が低下していることから、すでに限界に近い水準まで効率化が進んでおり、足元の物価高の状況下でその効果が相殺されつつある状況だ。

今後もインフレ傾向が続くことや、物件の平均築年数が増加することが見込まれる。支出の増加を前提とした上で、その支出が資産価値の維持向上に繋がる投資になるかを十分に検証することが、安定した収益確保のポイントとなるだろう。

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部  
黒澤 直子

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。

本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社としての統一した見解を公式に表明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。弊社および執筆者はその正確性、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ん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。

弊社および執筆者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います。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。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。

