

賃貸住宅市場の現状と将来

〔要 旨〕

- 1 賃貸住宅の着工戸数は01年度から6年連続で増加した。空室率の上昇がいわれ地域によってはすでに賃貸住宅の供給過剰時代に入ったという指摘も強いなかで、賃貸住宅の供給ストックはさらに増えたことになる。
- 2 90～05年の15年間に総世帯数の増加などを背景に賃貸住宅への入居世帯は、単独世帯数を中心に27%、300万近く増加した。バブル崩壊後の日本経済の長期低迷のなかにおいても賃貸住宅への需要は順調に拡大してきたことを物語っている。
- 3 しかし、わが国は少子・高齢化の進行に伴い、これまで賃貸住宅への入居の中核をなしてきた若年人口が減少するとともに転居を伴う人口移動者数も減少が予想される。したがって、賃貸住宅需要の先行きは慎重に見る必要があり、特に転入者の増加の見込めない地域においては、長期的に高い入居率を確保する難しさはますます大きくなると思われる。
- 4 80年代後半以降の急激な地価上昇や92年の農地の宅地並み課税導入を契機に資産活用や節税対策として賃貸住宅経営ニーズが高まった。これに対し、サブリース方式などによる賃貸住宅経営の支援サービスは、賃貸住宅経営を簡便化し、賃貸住宅建設を促進した。近年では営業力の強化に加えて、「30年一括借上」を掲げる建設会社の中堅クラスを含めて増加しており、賃貸住宅建設へのインセンティブをさらに高めている。しかし、供給過剰による空室率の上昇や家賃相場下落は賃貸住宅経営のリスクとなっている。
- 5 賃貸住宅経営の収益モデルを使ったシミュレーション結果では、超長期国債30年物利回りと同程度の水準となり、高い投資利回りは期待できない。相続税対策等の節税効果を念頭に置いた賃貸住宅経営に過度の期待を抱くことは危険であり、賃貸住宅経営にあたっては収益性や事業リスクなどを考慮して慎重に検討する必要がある。

目 次

はじめに

1 少子・高齢化の進行と賃貸住宅市場

- (1) 賃貸住宅の供給増加は高水準
- (2) 賃貸住宅の入居者層とその変化
- (3) 若年人口減少と賃貸住宅需要

2 賃貸住宅経営のリスクとその管理支援

サービス

- (1) 空室率の上昇と家賃水準の低下

- (2) 賃貸住宅建設会社の営業スタンス

- (3) 賃貸経営サービスと課題

3 賃貸住宅の投資収益性

- (1) 収益モデルの前提条件
- (2) 入居率・家賃等一定の安定ケース
- (3) 賃貸経営のリスク増大ケース
- (4) 投資収益性の評価

おわりに

はじめに

賃貸住宅への融資は個人向けローンのなかで重要な位置を占めているが、少子高齢化・人口減少の進行のなか、今後も賃貸住宅の供給増加が続いていけば、「資産運用」としての賃貸住宅経営にとって長期的な収益性とリスクに無視できない影響を与える。また、賃貸住宅経営の収益性の悪化は、貸出債権の質の低下要因になる懸念もある。

本稿では、賃貸住宅の需給をめぐる環境とその変化について分析した後、賃貸住宅経営に関する支援サービスの推移と課題について述べたい、さらに、賃貸住宅経営の資産運用としてのリスクとリターンを、収益モデルのシミュレーションを通じて整理してみたい。

そのうえで、マクロ的に賃貸住宅の需要が減少し競合が激化することが予想されるなか、賃貸住宅のユーザーから求められている質的ニーズを踏まえ、どのような賃貸

住宅を提供していくことが重要かを考えた。

1 少子・高齢化の進行と賃貸住宅市場

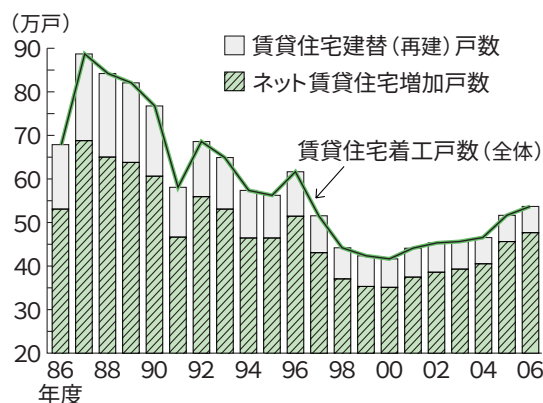
(1) 賃貸住宅の供給増加は高水準

賃貸住宅の着工戸数は、「ワン・ルーム」や「1K」など集合住宅の増加し、1戸当たり面積の狭小化を伴いながら01年度から6年連続で増加した。^(注1)

第1図に示されるように6年連続の増加と言っても、その着工戸数の水準は06年度においても90年代前半の水準に届いていない。しかし、賃貸住宅着工における老朽化などの滅失に伴う建替（再建）比率が低下をたどっていることから、この間の（着工ー建替）の差から試算される賃貸住宅のネット供給増加戸数（以下「ネット増加戸数」という）は意外に大きかったと思われる。

06年度のネット増加戸数は約48万戸となり90年代半ばの水準を回復し、01～06年度

第1図 賃貸住宅着工と建替(再建)の動向



資料 国土交通省「建築着工統計」「減失統計」より作成

の累計は250万戸に達した。

空室率の上昇が言われ地域によってはすでに賃貸住宅の供給過剰時代に入ったという指摘もあるなかで、賃貸住宅の供給ストックはさらに増えたということになる。

(注1) 01～06年度の賃貸住宅の着工増加には、大都市中心部で投資利回りのある賃貸用マンションが供給されるとともに、リートやファンドによる証券化ビジネスの拡大も底上げに寄与した部分があったことも指摘しておきたい。

また、07年6月の改正建築基準法の施行に伴い、構造計算書添付義務のある「1～3号建築物」のみならず、特例により免除されている2階建て等の「4号建築物」にまで建築確認業務の混乱が生じており、賃貸住宅の07年7～10月の合計着工戸数は前年同期比△40.8%の激減となっている。

(2) 賃貸住宅の入居者層とその変化

いわゆる「団塊ジュニア」世代の親からの独立や晩婚化・非婚化などを背景にした総世帯数の増加を受け、わが国の民営賃貸住宅の入居世帯は増加をたどってきた。総務省「国勢調査」によると、90年の1,021万世帯から05年には1,300万世帯に、300万近く増加した。バブル崩壊後の日本経済の長期低迷のなかにおいても、賃貸住宅への

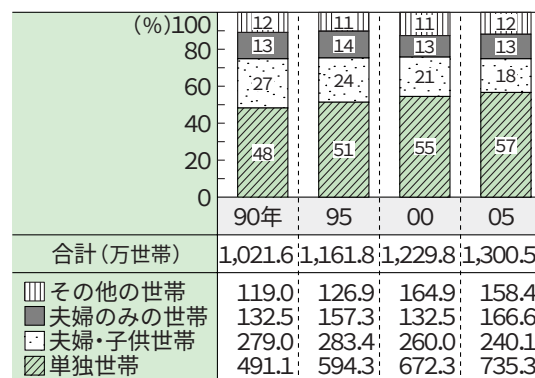
需要は順調に拡大してきたことを物語る。

なお、企業の資産リストラのなかで給与住宅(社宅)削減の動きが2000年前後から強まった。その結果、給与住宅の居住世帯数は、90年の184万世帯から05年には153万世帯へ31万世帯減少したが、特に2000年から05年のわずか5年間だけで給与住宅入居世帯は27万世帯減少した。給与住宅の削減に伴う給与住宅からのシフトも、近年の民営賃貸住宅の需要を支える一因となったことに注意が必要である。

第2図の民営賃貸住宅への入居世帯構成を見ると、単独世帯(単身者世帯)の比率が90年には48%だったのが、05年には57%へ、この間1割弱上昇した。その一方で、夫婦・子供からなる世帯の入居者数は、この間に279万世帯から240万世帯に減少するとともに、その構成比率も27%から18%へ低下した。

バブル崩壊後の過去15年間における、このような入居世帯の構成変化は、賃貸住宅に対する需要が家族持ち世帯から単独世帯

第2図 民営賃貸住宅の入居世帯構成とその推移



資料 総務省「国勢調査」より作成

(注) グラフ中の数値は、各世帯の民営賃貸住宅に住む全世帯に対する割合。

にシフトし、それに伴って「ワンルーム」や「1DK」など狭小賃貸住宅の需要が高まったことを示している。

次に第1表により、賃貸住宅へ入居している世帯主の年齢構成をみると、単独世帯では学生や新規就職した若年社会人の多くが属する世帯主年齢が24歳までの層の割合が圧倒的に高く全体の23%を占め、25～29歳層、30～34歳層と続く。

また、複数家族世帯の世帯主年齢では、結婚後、持家購入前に該当する30～34歳層が最も多く、この年齢層を挟んで35～39歳層、25～29歳層の順に多い。

以上の単独世帯、複数家族世帯の合計では、世帯主年齢が30～34歳層が最大の賃貸住宅入居の世代層となっており、次に24歳までの層、さらに25～29歳層という順で続く。以上の世帯主年齢が34歳までの若い年齢層が賃貸住宅に入居世帯に占める比率は05年時点では44%を占める。

ここで注目したいのは2000年から05年の

間に、賃貸住宅に入居する世帯主の年齢構成において、24歳まで層と25～29歳層の若年層が合計で33.4万世帯減少した一方、それより上の年齢層の30～34歳層と35～39歳層の入居世帯が増加したことである。この年齢層シフトの背景には、団塊ジュニア層の中心をなし人口規模の大きい世代が、25～29歳層から30～34歳層にシフトしていったことが影響していることは確かである。

しかし、このような賃貸住宅への需要に変化をもたらす若年人口の減少と人口の高齢化は一時的・一過性のものではない。若年人口の将来予想から見て、賃貸住宅への需要とその内容が大きく変わる可能性があることを次項において述べたい。

(注2) 05年の「国勢調査」によれば、30～34歳層人口は975万人。これは、いわゆる「団塊世代」が該当する55～59歳層人口の1,025万人に次ぐ人口規模。ちなみに、25～29歳層人口は828万人、20～24歳層人口は735万人である。

(3) 若年人口減少と賃貸住宅需要

第3図は、賃貸住宅の主要な借り手である若年人口の推移と将来推計である。

2005年国勢調査では、20～34歳の若年人口は合計で2,563万人であった。それが、国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、2010年に2,234万人に減少し、2015年には2,004万人へ05年時点に比べ500万人以上減少すると予測されている。さらに2020年には1,880万人まで減少していく。この若年人口の減少の流れには団塊ジュニア層の年齢上昇があることも確かであるが、20～24歳層、25～29歳層、30～34歳層の各年齢層すべてにわたって減少していく

第1表 世帯主年齢別・世帯類型別の賃貸住宅入居の動向

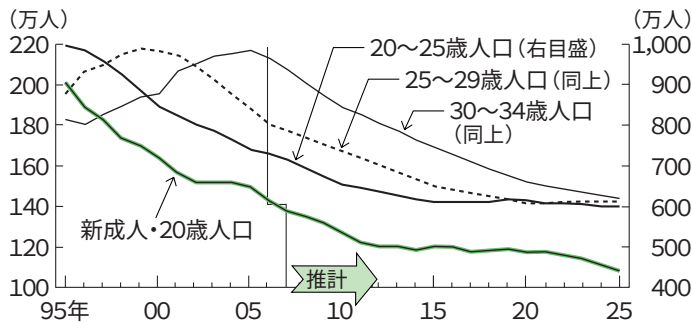
(単位 万世帯)

	単独世帯 ①		複数家族世帯 ②		合 計 ①+②	
		00年との差異		00年との差異		00年との差異
24歳まで	171.8	△16.2	20.1	△3.6	191.9	△19.8
25～29	113.9	△1.3	68.3	△12.3	182.3	△13.6
30～34	96.8	19.8	106.0	8.7	202.8	28.5
35～39	66.7	17.1	83.8	7.2	150.5	24.3
40～44	47.2	12.3	61.9	5.5	109.1	17.8
45～49	37.2	△0.3	46.8	△5.9	83.9	△6.1
50～54	41.1	△1.6	44.3	△9.4	85.3	△11.0
55～59	45.6	12.6	44.6	6.2	90.2	18.8
60～64	33.8	7.4	31.4	2.2	65.2	9.6
65歳以上	81.2	13.2	57.9	9.2	139.1	22.3
合計	735.3	63.0	565.2	7.7	1,300.5	70.7

資料 総務省「国勢調査」(05年, 00年) データより作成

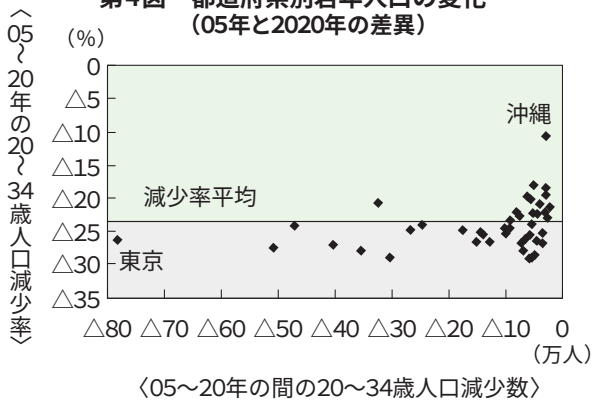
(注) 「00年との差異」は「05年国勢調査－00年国勢調査」の差異。

第3図 新成人人口と若年人口の推移



資料 総務省データ、厚生労働省推計より作成
 (注) 1 20歳人口は05年国勢調査の年齢別人口をベースに、第20回生命表から農中総研推計。
 2 5歳階級別人口は厚生労働省推計の5年間隔であるものを直線補完している。

第4図 都道府県別若年人口の変化
 (05年と2020年の差異)



資料 国立社会保障・人口問題研究所「日本の都道府県別将来人口推計(平成19年5月)」より作成

ことは、長期にわたる少子化現象によるものである。

また、第4図に示されるように、若年人口の長期的減少^(注3)についての地域間の差異は意外に小さい。2005年から2020年間の前述の20～34歳の人口減少率の47都道府県平均は24%であり、標準偏差は3.5%である。高出生率を背景に年少人口が多いことに加え、近年人口流入の多かった沖縄県(同県の前述期間の若年人口減少率は10.6%)を除けば、大都市圏と地方圏を問わず、05年に比べおおむね20～30%の若年人口の減少に直面すると予測される。

賃貸住宅需要には、他地域からの転入動向が影響するところが大い。進学や就職など転居を伴う地域間の人口移動によって、賃貸住宅への入居需要が生じるが、人口移動者数は80年代後半から90年代前半にかけては年間650万人以上、総人口に対する人口移動者数の比率である「人口移動率」も5.2～5.3%の水準が続いた。しかし、

90年代後半から減少傾向が強まり、06年には年間556万人に減少するとともに、人口移動率も4.4%に低下してきた。

この人口移動者数の減少傾向は、進学・就職などに伴っての移動の中核をなす若年人口の減少を背景に、今後も継続する可能性が大きい。たとえば、前掲第3図の新成人・20歳人口は95年の201万人から07年には138万人に減少したが、今後も減少傾向は続き、2010年は127万人に、その後120万人(2015年)、117万人(2020年)、さらに108万人(2025年)まで減少していくと推計される。

以上のような若年人口と人口移動者数の減少を前提にすれば、賃貸住宅需要の先行きは慎重に見る必要がある。

一方で中高年層の全人口に占める割合は増加し、賃貸住宅への入居者の年齢も上昇していくと考えられる。

賃貸住宅への入居者の年齢構成の変化(中高年層の入居者増加)に伴って、住居への広さ・設備内容などのニーズの変化やライフステージに応じた住み換え増加が想定

される。そのなかで、どのような賃貸住宅を供給していくか、地域における需給のミスマッチを小さくしていくことが重要な課題となる。

少子・高齢化は、転居を伴う人口移動の減少要因となり、地域の貸家需要を変化させる可能性がある。大都市圏では集積効果を背景に地方圏に比べ相対的に高い成長が維持され、サービス業を中心に雇用増加が予想されることから、人口流入が継続する可能性もある。しかし、地方圏については、魅力的な企業や大学の誘致等何らかの要因が無い限り、転入者が増加する可能性は大きくないであろう。そのような地域においては、少子・高齢化が進行するなかで賃貸住宅を建築しても、長期的に高い入居率を確保することには困難が増すと思われる。

(注3) 国立社会保障・人口問題研究所の都道府県別人口推計において、生命表に基づく生存率、人口移動率および出生率は過去の傾向や前提に基づいていることに一定の注意が必要である。

2 賃貸住宅経営のリスクとその管理支援サービス

(1) 空室率の上昇と家賃水準の低下

賃貸住宅経営には様々なリスクを伴うが、空室率の上昇と家賃の下落はそのなかの2大リスクと言えよう。

賃貸住宅の空室率（空家率）についての大規模調査に、5年ごとに行われる総務省「土地住宅統計調査」のデータがある。直近の同調査は02年10月に行われた。

同調査によれば、第5図の全国平均の賃

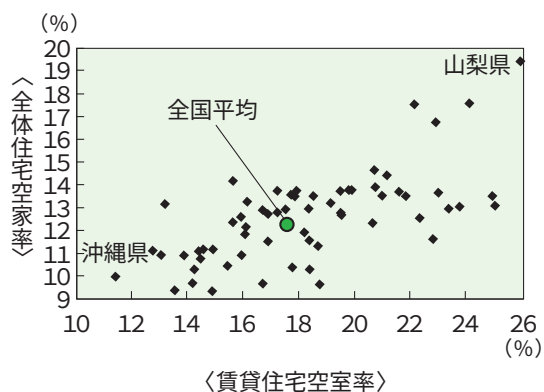
貸住宅・空室率は17.6%であり、住宅全体の空室率も12.2%と推計されている。

ただし、同調査における空室の有無は、基本的に調査員の外観からの目視によって行われる。このため、調査対象のバイアスに加え、目視による一定の錯誤があると考えるのが妥当だろう。したがって、入退居のズレに伴う空室を含め実態的に空室率がどの程度であるかは、データの^(注4)にも把握が難しい。

また、都道府県・政令指定都市別に見ると、空室率の最も高い山梨県の25.9%から、最も低い沖縄県の11.4%までかなりの開きがあり、かつ空室率の高低について一概に大都市圏と地方圏との差異というものも見られない。同一通勤可能圏内でも鉄道路線など交通手段・アクセスの時間的利便性に加え、地域のブランド力・安全性・生活快適性などの複合的な要因との関係から家賃水準が決まるが、人気地域とそうでない地域では空室率に相当の高低がある。

とはいえ、不動産管理業務の専門家への聞き取りでは、東京都心へのアクセスが30

第5図 都道府県・政令指定都市別の空室率



資料 総務省「土地住宅統計調査(2003年調査)」より作成

～40分の地域で空室率は1割程度という回答だった。これに対し、02年10月の住宅土地統計調査における同地域の空室率は1割前後（9～12%台）であり、聞き取りの数値とほぼ一致する。

前述の住宅土地統計調査の空室データについての信頼性に問題がないとは言えないが、空室の実態について大きな食い違いはないだろう。時系列的にも、前述のような近年の賃貸住宅の供給増加のもとで、募集停止の物件増加を含め空室率が緩やかに上昇していると考えられる。

また、第6図で全国の民営賃貸住宅の家賃動向をみると、非木造住宅を中心に下落傾向にある。特に、非木造・小規模住宅の家賃は2000年から△4.4%の下落となっている。家賃は下方硬直的な価格の一つと言われるが、新築の賃貸住宅供給が増すなかで、既存賃貸物件にも下落圧力が働いていると思われる。

加えて、賃貸住宅物件の補修・設備水準のレベルアップのためにかける建築費コストは非木造を中心に02年から反転し上昇傾向

向をたどっている。住宅建築デフレーターでみると、02年から直近まで累計で6%上昇した。

以上のような空室率の上昇、家賃の下落および補修等にかかる建築費上昇は、賃貸住宅経営の長期的リスク要因である。収益確保が困難になれば、家賃下落を防止するために不可欠となる物件の維持・補修費用が十分に捻出できず、さらに空室の増加と家賃下落という「負のサイクル」に陥りかねない。

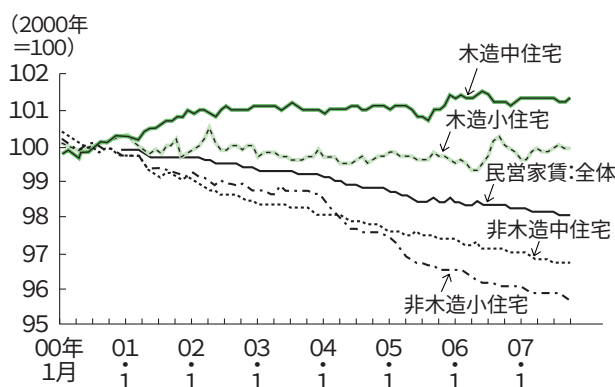
（注4）国交省「平成16（04）年度空室実態調査（17年1月実施）」は、所有者からの聞き取りに基づく調査であるが、民営賃貸住宅（共同・長屋建住宅）の空室率は東京都・大阪府の2大都市で28%（空家4.3戸÷1棟当たり戸数15.3戸，1都4県で31%（同3.9戸÷12.5）となっている。聞き取りによる調査であることから回答を得たサンプルについてのデータの確度は高いものの、サンプル数の少なさ・回収率の低さ・入居者非募集物件の多さから、空室率の回答に上方バイアスがかかっている可能性を否定できない。

（2）賃貸住宅建設会社の営業スタンス

賃貸住宅建設は80年代後半以降、上昇する地価への節税対策の一手段として注目された。当時の賃貸住宅建設を勧誘する営業スタイルは、いわゆる「飛び込み営業」が多く、空地の有効利用がメインであったともいわれている。

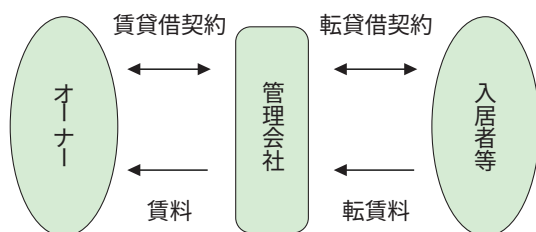
92年に農地の宅地並み課税が導入されたことで、賃貸住宅経営のニーズは大きく高まった。同時にバブル崩壊後の建設需要の低迷もあり、建設会社のなかには事業戦略を事業用・商業用建物建設から賃貸住宅建設にシフトするところもあった。さらに大手ハウスメーカー各社は、「サブリース方

第6図 全国の民営賃貸住宅の家賃動向



資料 日経Needs FQ (総務省「消費者物価指数」) データより作成

第7図 サブリース方式の概略図



出典 三井不動産編著(2001)『これからの賃貸住宅ビジネス・改訂新版』ダイヤモンド社p.273

式」に取り組むことで、節税対策や資産活用に意欲はあるが、賃貸住宅経営に自信が持てない土地所有者のニーズに積極的に対応し始めた。

第7図はサブリース方式の概略図である。賃貸住宅の管理サービスにおけるサブリース方式とは、賃貸管理会社はオーナーと賃貸借契約を結び、入居者等に転貸することで、入居者等は管理会社に転賃料を、管理会社はオーナーに賃料を支払う仕組みである。この仕組みをベースに建設会社各社は「家賃保証」や「一括借上げ」等の賃貸経営支援サービスを付加する。

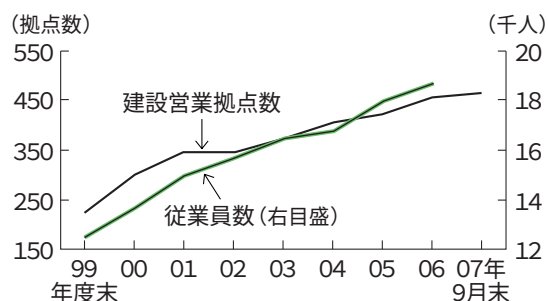
一般的に家賃保証は、総家賃収入の85%から90%程度を保証しており、オーナーは煩雑な賃貸住宅管理業務を行う必要はなくなる。このような賃貸住宅経営の簡便化が、土地所有者に賃貸住宅建設を促す大きな原動力となり、現在、市場シェアが6割とも言われている地域・地場の建設会社・工務店との差異化を図る手段にもなった。

さらに大手賃貸住宅建設会社は、サブリース方式による新規顧客の開拓に加えて、既存顧客に対しては「オーナー会」を組織することでリピート率を高めていった。

賃貸住宅建設専門大手3社（大東建託、レオパレス21、東建コーポレーション）の建設営業店舗数と従業員数（第8図）および年間受注額の推移（第9図）をみれば、90年代末ごろから積極的な営業展開を図り、それが今日の企業業績の拡大に結びついてきたと考えられる。

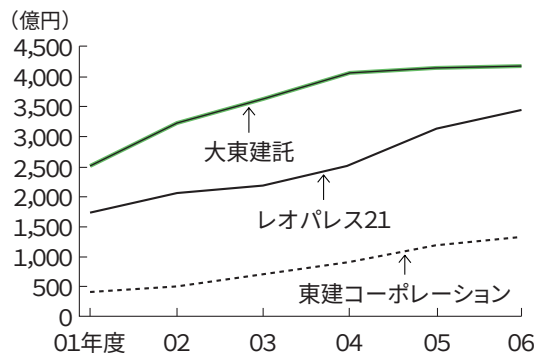
賃貸住宅建設専門会社の営業店は大別して、受注・建設・仲介業務を行う「三部店」と入居者を斡旋する「仲介店」という2種類の店舗がある。大東建託は、人口30万人を有する都市に営業拠点を築いているのに対して、東海地方を拠点に展開している東建コーポレーションは郊外への出店に重点を置くなど、各社とも独自の店舗戦略を展開

第8図 賃貸住宅専門3社の建設営業拠点数と従業員数



資料 各社IR資料より作成

第9図 賃貸住宅建設専門3社の年間受注額の推移



資料 各社IR資料より作成

開している。一方、入居者の募集や斡旋を行う仲介店は一般的に駅前など人通りの多い地域に出店することで入居率の向上に努^(注5)めている。

さらに、近年では営業体制も従来の「飛び込み営業」から「組織営業」へと変更することで、営業スキルやノウハウの共有と営業員の定着率を高めている建築会社もあり、競争優位を確保するうえで営業活動の質的向上を図ることがますます重要になりつつある。

06年4月に改正保険業法が施行されたことを受けて、大東建託は30年一括借上による「賃貸経営受託システム」を導入（06年7月）。大東共済会が行ってきた賃料収入保証事業は、大東建物管理と合併（08年4月を予定）することで実質的に履行を行うこととしている。また、東建コーポレーションも07年5月から「サブリース・経営代行システム」の導入を開始しており、各社とも営業戦略の観点から賃貸経営支援サービスをいかに重視しているか、がわかる。

(注5) 入居者の募集・斡旋業務において自社・仲介店舗の活用は重要ではあるが、宅建法上の重要事項説明書の交付・説明義務の必要から、業務委託している地域の不動産業者による仲介が通常、多くを占める。

(3) 賃貸経営サービスと課題

サブリース方式は、賃貸住宅経営を簡便化し、賃貸住宅建設を促進した。近年では営業力の強化に加えて、前述の「30年一括借上」を掲げる建設会社の中堅クラスを含めて増加しており、賃貸住宅建設へのインセンティブをさらに高めている。

しかし、前述のような賃貸経営支援サービスの向上・多様化は、賃貸住宅経営への参入障壁を低くするため、賃貸住宅の供給過剰を生み出し、家賃相場を下落させる大きな要因となっている。

サブリース契約の賃料改定の周期は通常2～3年と言われるが、空室率が上昇するか、ないしは競合する家賃相場が下落すれば、管理会社は収益を確保するためオーナーに支払う賃料の引下げを求めることになる。供給過剰による空室率の上昇や家賃相場の下落は賃貸住宅経営のリスクとなっている。さらに30年一括借上制度には、築10年を目途に大規模修繕・改修を要件としたり、築10年目以降の賃貸住宅については、契約を年度更新とすることで最長30年という内容もある。大規模修繕・改修に応じない場合は、契約の更新を行わないケースもある。

賃貸住宅の建設を計画する際には前述の空室・家賃に加え、金利など様々なリスクを十分に把握し、大規模改修・修繕等に備えることができる収益確保が可能かどうか、という長期的収支計画（シミュレーション）を策定することが不可欠である。しかし、第2表のアンケート調査によれば、収支計画を全く作成していないオーナーが45%、大半で作成していないという回答が15%ある。長期的収支計画が明確でないオーナーが合わせて6割にのぼるという回答結果であり、賃貸住宅経営についての長期的視点・認識は決して十分とはいえない。また、収支計画も建設会社と金融機関各社

**第2表 賃貸住宅の長期収支計画の作成
(有効回答168人)**

作成の程度	回答数(人)	割合(%)
1.全住宅で作成	25	14.9
2.大半の住宅で作成	23	13.7
3.半数程度の住宅で作成	17	10.1
4.大半の住宅で作成してない	26	15.5
5.全く作成していない	77	45.8
合計	168	100.6

出典 国土交通省「民間賃貸住宅実態調査」(家主対象:回収率36.6%) (07年3月調査)

によって大きく異なることが少なくない。例えば、予定収益率についても、ヒアリングベースでは2～10%と各企業によってバラつきがあるようだ。この原因については立地、顧客層の違いなどが考えられるが、なかには「建設会社の収支計画はやや楽観的である」と述べる金融機関の担当者もいる。

サブリース方式は賃貸住宅経営を行ううえで強いインセンティブを与えている。しかし、その一方でサブリース方式は賃貸住宅の過剰供給による家賃下落という現象を生み出す要因にもなる。近年も賃貸住宅の供給増加が続いていることから、家賃下落を危惧する金融機関もあり、建設会社、土地所有者等は今一度、既存の賃貸住宅における収支計画の見直しをも含めたより慎重な対応を検討する必要がある。

3 賃貸住宅の投資収益性

(1) 収益モデルの前提条件

低インフレ率、低金利という環境のもとで、賃貸住宅経営の投資収益性はどのようなのかを、収益モデルを使って検証してみることとする。

以下では、都心から15～20km圏内に耐用年数30年の2階建て10世帯用の鉄骨造アパートを新築して経営する場合を想定し、投資収益性を検討する。ここで検討する収益モデルの主な前提条件は第3表のとおりである。

初期投資と収支構造の概要について説明すると、初期投資は、アパート建築費およ

第3表 事業採算分析の主な条件

事業モデル	単位等	備考
延床面積	562.5m ²	専有部分506.2m ² 共用部分56.3m ²
1戸当たり住戸面積	50.6m ²	15.3坪
階数 構造 住宅戸数 間取り	2階 鉄骨造 10戸 1LDK・2DK	いわゆるアパートをイメージ
耐用年数	30年	
初期投資と収支の設定条件		金額 備考
初期投資	1m ² 当たりの建築費	18.8万円 坪単価56.8万円
	建築費	10,575万円 1m ² 当たりの建築費×延床面積
	その他	529万円 登記費用、印紙代、水道負担金等
	(計)	11,104万円 全額借入すると想定
収入	1戸当たり家賃月額	8.75万円
	年間収入	1,050万円 1戸当たりの家賃×10戸×12か月
諸経費	税金・損害保険料・委託管理費用合計(年間)	175万円
	維持管理費	— 賃貸収入の一定比率。経過年数とともに増加すると想定
	減価償却費	— 資金支出が発生しないため、経費に算入しない
	借入金利	3.3% 固定金利(年利)、30年返済

資料 『農林金融』03年9月号「都市圏賃貸住宅の投資環境と展望」第2節のモデルに基づき試算

び建物取得に伴う諸経費のみ考慮し、土地価格は含めない。これは「資産の有効活用」という観点から自己所有の土地で賃貸住宅経営を行う場合を想定し、本稿ではインカムゲインの投資収益性に焦点を当てるためである。なお建築費は、一般には坪単価40万～50万円台とも言われるが、建築物価が直近で前年比2%程度上昇していることや実勢価格などを考慮し、坪単価56.8万円とした。

一方、家賃収入は1戸当たりの家賃×入居率×戸数とし、家賃以外の共益費や駐車場料金、礼金、保証金（預かり金）は収入に含めない。

また、毎期発生する諸経費は、税金（固定資産税、都市計画税）、損害保険料、委託管理費、修繕・維持費とする。本稿では資金収支（キャッシュ・フロー）の観点から分析するため、実際の資金支出を伴う費用項目に限定する。このため、減価償却費は含めずに計算する。

なお、修繕費は入居者の入替時に主として発生するものとし、維持費は每期一定額の支出を見込むが、これら経費は建物の老朽化に伴って時間経過とともに負担額が増加すると想定する。

また、投資収益性の評価は、①初期投資回収年（収支差額累計が初期投資額を上回るまでにかかる年数）のほか、②内部収益率（複利計算に基づく投資利回り）、③正味現在価値（投資によって得られるキャッシュ・フローの現在価値の総和から初期投資額を引いた金額）の3つの指標で判断する。さらに

リスク要因として考えられる入居率、家賃、借入金利の条件設定を変えた場合について、収益性の変化を分析する。

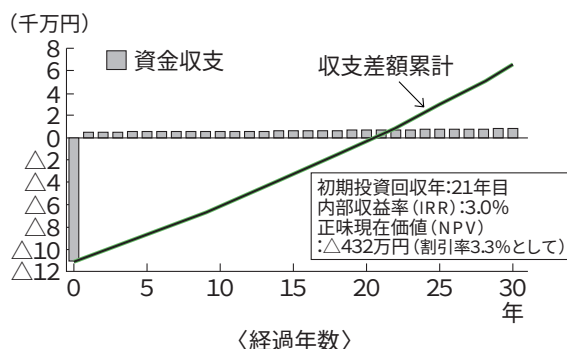
（2）入居率・家賃等一定の安定ケース

まず、入居率、家賃、借入金利が事業開始から30年間一定である場合を検討してみる。入居率は入退去に伴うズレなども考慮し95%とし、家賃は実勢を反映して月額1戸当たり87,500円、借入金利は30年固定で3.3%とする。なお、借入金利は、25年固定で年利4%台半ば（生保系、団信有）という比較的高い水準のアパートローンもあるが、ここでは住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）の07年第2回受付分の賃貸住宅融資金利（11月8日決定、35年固定、3.27%）を参考にした。また正味現在価値を算出する際の割引率は、借入金利と同率の3.3%とする。

この入居率等が一定のケースでは、初期投資回収年が21年、内部収益率は3.0%、正味現在価値は△432万円となった。正味現在価値がプラスとならずマイナスであるため、金融商品の安全資産などとの比較で資金の時間的価値を考慮すると投資採算には見合わない判断することができる（第10図）。

ちなみに、このケースを不動産投資の新聞広告でよく目にする単純な「表面利回り」（初期投資額に対する年間家賃収入の割合）で表示すれば初年度は9.5%となり、見かけの数字は大きくなることに注意が必要だろう。表面利回りの算出方法は簡単だが、

第10図 資金収支と累積損益



資料 第3表に同じ

(注) 資金収支は毎期末のキャッシュフロー(CF)ベース。
CF=税引前利益(経常利益+支払利息)-設備投資
ただし、減価償却費は資金支出が発生しないため、
経費不算入とする。

実際に家賃収入から諸経費を差し引いて計算したものと比べると利回りは大きく乖離する。このことは賃貸住宅経営の投資採算性を考える際に注意すべき点である。

(3) 賃貸経営のリスク増大ケース

つぎに、リスク要因として想定される入居率、家賃、借入金利の条件設定を変えた場合について検討する。第4表は、そのシミュレーションをまとめたものである。

入居率は前節の条件を変更し、1～10年は95%とするものの、11～20年は90%、さらに21年～30年は85%と、先行き漸減することを想定する。また家賃は2年ごとに△0.5%下落に変更する。さらに借入金利は当初10年間については3.3%と同条件とするが、11年目からは+1%上昇の4.3%に変更する。

この3つの条件変更を行った結果、いずれのケースでも初期投資回

収年は30年よりも短く、かつ内部収益率もプラスとなっていることから、投資額を上回る収益を確保することが期待できる。ただし、正味現在価値はすべてのケースでマイナスであるため、前節と同様に資金の時間的価値を考慮すると投資採算には見合わない判断することができる。

しかし、事業開始時点の表面利回りはどのケースでも初年度は9.5%と変わらず、短中期的にキャッシュ・フローの収入が期待できることから、多くの投資家(オーナー)は相続税対策等の節税効果とあわせて賃貸住宅経営に投資価値があるという錯覚に陥りやすいと考えられる。

(4) 投資収益性の評価

オーナーにとって相続税対策という観点からは、自己所有の土地にアパートを新築して賃貸住宅を経営する場合、借入を行い

第4表 賃貸経営の投資収益性

上段:初期投資回収年 中段:内部収益率(IRR) 下段:正味現在価値(NPV)

入居率	家賃	借入金利	
		固定 (30年固定, 3.3% で一定)	変動 (当初10年は3.3%, 11年目から4.3%)
95%	下落せず	21年 3.0% Δ432万円	22年 2.7% Δ1,943万円
	2年ごとに Δ0.5%下落	22年 2.6% Δ967万円	23年 2.3% Δ2,395万円
1-10年:95% 11-20年:90% 21-30年:85%	下落せず	22年 2.6% Δ1,024万円	23年 2.3% Δ2,428万円
	2年ごとに Δ0.5%下落	23年 2.2% Δ1,523万円	24年 1.9% Δ2,841万円

資料 第3表に同じ

(注) 1 初期投資回収年=収支差額累計>初期投資額となるまでにかかる年数

2 正味現在価値(NPV)算出時の割引率は、負債コスト(借入金利)を採用。

相続するネット資産（相続税評価額）を少なくするという効果も重要となる。その点では、借入を行って減価償却される実物的な不動産投資を行う場合と基本的に違いはない。^(注6) 投資のための借入金等負債の漸減ペースが緩やかな一方、元利金返済を上回る一定のキャッシュ・フローが確保できる不動産投資であるかが、ポイントとなる。

この点が、不動産投資と株式、債券および不動産投資信託（J-REIT）などの金融商品への投資との相違点となる。

しかし、資産運用という観点で、金融商品との比較において長期的な投資収益性を分析することも重要である。比較対象として他の金融商品の利回りを基準にして、前節までで行った収益モデルのシミュレーション結果を評価してみたい。

長期にわたる投資期間などの点で比較可能な安全資産（無リスク）の金融商品の利回りとしては、日本の超長期国債30年物（2007年9月起債、2037年9月償還）があげられる。同国債の利回りは直近では2.3%台前半である。他の不動産関連のリスク性金融商品では東京証券取引所に上場する不動産投資信託があり、41銘柄の配当利回り（税引前）は2.5～8.3%，単純平均では4.87%となっている。また、02年～06年の東証株価指数（TOPIX）の有配会社・平均配当利回り（税引前）は1.25%であり、配当込みの指数変化率は10.0%であった。

一方、収益モデルのシミュレーション結果の内部収益率は、想定するケースの条件設定により異なるものの、およそ2～3%

であり、安全資産（無リスク）の超長期国債利回りと同程度となる。したがって、賃貸住宅経営に伴う入居率や家賃等が変動する事業リスクを考慮すれば、無リスクの超長期国債に投資する方が安全かつ確実に評価することができる。

賃貸住宅経営にあたっては、こうした収益性のほか、流動性や事業リスクなども考慮し慎重に検討する必要があるだろう。

(注6) 建物がない更地に対し、建物が建てられている底地は8割に減額評価される効果や、資産管理にかかる手間・時間などの違いはある。

おわりに

現在、4割近くの世帯が賃貸住宅に住む。その供給の中心は個人などが提供する民営のものであるが、賃貸住宅の経営の主要目的は一定の収益確保を目指す「資産運用」である。節税という目的においても元利金返済を上回る収益確保が必要条件となる。

日本経済のバブル崩壊後の長期低迷においても、賃貸住宅の需要は増加してきたが、少子・高齢化社会への本格突入によって、需要は量とニーズの両面から変化の時期を迎えている。量的には進学・就職によって新たに賃貸住宅に住む若年人口の減少が継続し、賃貸住宅の需給の軟化要因になる一方、持家取得の環境や意欲が変わらない限り、賃貸住宅の居住者もより高い年齢層にシフトしていく。

これまで賃貸住宅経営は、賃貸期間が長期化せず回転が速く、かつ住宅設備ニーズが必ずしも高くない若年単身者層を主要な

ターゲットにしてきた。しかし、少子・高齢化に伴い賃貸住宅の主要需要層が若年から高齢層へシフトが進むなかで、間取りなど賃貸住宅へのニーズはさらに多様化していくことが予想される。

入居希望者の希望設備については、「シャワー」「備え付けエアコン」「独立したバス・トイレ」は基本装備となり、「オートロックやピッキング対応キー、防犯モニターカメラ（含むエレベーター内）」などの防犯・セキュリティ設備、「ブロードバンド・インターネット接続設備」や「ケーブルTV」なども要望の多い設備となっている。このようなニーズを満たしていない設備水準の低い賃貸住宅は厳しい選別に直面し、空室率上昇のリスクが高まると予想されるが、逆に設備ニーズに対応した投資をおこない、かつ定期修理を実施していくことは、そのコスト転嫁がしにくいことから収益性の低下を招きかねない。その辺りの設備投資判断は難しいところである。

また、高齢化の進行とともに、バリアフリーなど高齢者向け賃貸住宅設備に対する需要の増加が予想される。国も、06年に成立した「住生活基本法」のなかで、高齢者向け住宅供給の充実を重要な柱としており、高齢者世帯の入居を拒まない賃貸住宅の登録・閲覧制度の情報提供体制を整備、

高齢者居住支援センターによる滞納家賃の債務保証制度、民間土地所有者等へ的高齢者向け賃貸住宅建設の無利子融資制度などを進めている。ただし、これが高齢化の進行のなかでいかに受け入れられて行くかは現状は不透明である。さらに、賃貸住宅経営者により安心感を与えるような高齢者入居の施策の充実が求められる。

これまでの賃貸住宅経営は、相続税の節税メリットを除いて考えても、低リスクで着実にリターンがとれる事業であるとの認識が強かった。

しかし、シミュレーションが示すように、少子高齢化の進行という環境のもとで、長期的な金利、入居率、家賃の変化によっては収益を下方にシフトさせる可能性を否定できない。節税メリットを考えてもリスク対リターンの面から必ずしも割のいい投資とはいいいきれないところがある。少子高齢化が進展するなかで、賃貸住宅の経営計画の立案は相当慎重に行うべきと考える。

＜全体調整、はじめに、1，おわりに＞

（調査第二部

副部長 渡部喜智・わたなべのぶとも）

＜2＞（研究員 古江晋也・ふるえしんや，

副部長 渡部喜智・わたなべのぶとも）

＜3＞（主事研究員 木村俊文・きむらとしぶみ）

