

初銘柄の上場以来、1年以上が経過したJ-REIT。売買高や個人投資家の少なさなどから一時は期待はずれとの指摘もあったが、上場6銘柄中5銘柄が決算発表を終え、好利回りや配当の安定性など商品本来の特長が明らかになってきた。

40年以上の歴史を持つ米国と違い、日本の不動産投信市場はスタートしたばかりであり、そのリスクとメリットを見極めながらじっくり市場と接していくことが必要のようだ。現時点でのファンドの特徴を踏まえながら、J-REIT市場の今後を検証した。

上場ファンドの実績

資産総額は7,000億円超

2001年9月に誕生したJ-REIT(日本版不動産投資信託)は、不動産証券化の有力ツールとして、また1,400兆円にのぼる個人資産の運用対象として期待を集めている。今年1月時点の上場6銘柄の不動産取得額は7,200億円を超え、発行済投資口(株式に相当)の時価総額は4,800億円を超えた。これを東証1部の不動産株セクターと比較すると、時価総額で6分の1、1日の売買代金では14分の1と、市場はまだ未成熟との指摘も多い。一方、投資口価格(株価)は一時先行2銘柄が急落したものの、昨年11月以降は各銘柄とも上昇

し直近では6銘柄中4銘柄が公募価格を上回っている。

その値動きは、出資企業を含む不動産セクターの株価指数や低迷するTOPIXに比べて堅調で、デフレ下でもJ-REITが安定したパフォーマンスを示している。気になる配当利回りは、各銘柄ともおおむね5~6%台と好成绩。収益性の指標として重視される純利益ベースの物件NOI(Net Operating Income)利回りも6~7%台とみられ、東京圏で目安とされる5~6%台を上回っている(図表1)。

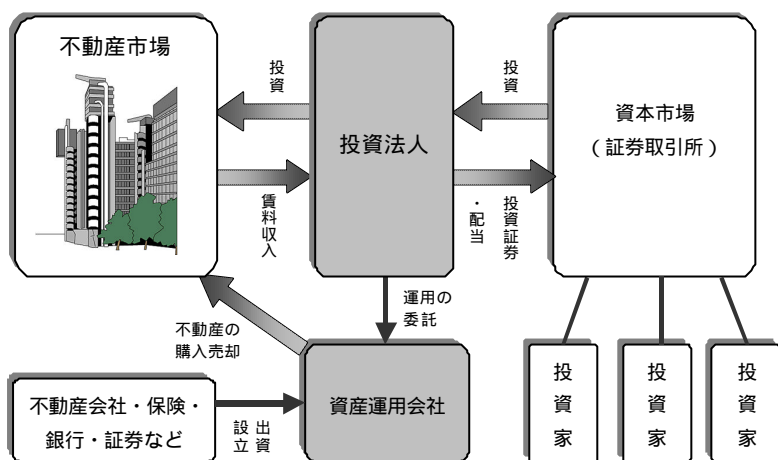
各銘柄の投資対象は東京都心など大都市のオフィスが中心だが、地方の商業施設や都心の高級レジデンス、ホテルまで組み込んだものもあり、少ない銘柄の中でバラエティに富んでいる。各ファンドでは基幹ビルの

図表1 上場6銘柄の概要と運用実績

銘柄名 (投資法人名)	日本ビル ファンド	ジャパ ンリアルエステイト	日本リアル ファンド	オリックス 不動産	日本プライム リアルティ	プレミア
資産運用会社	日本ビルファンド マネジメント	ジャパ ンリアルエステイト アセットマネジメント	三菱商事ユ ビ-リアルティ	オリックスア セット マネジメント	東京リアルティイ ンベストマネジメント	プレミアアド バインズ
主要組成(出資) 企業	三井不動産 住友生命等	三菱地所 東京海上等	三菱商事 IRISグループ	オリックス	東京建物 大成建設	ケコーレ ジョン 中央三井信
上場時期	2001年9月	2001年9月	2002年3月	2002年6月	2002年6月	2002年9月
投資対象の特徴	オフィス 特化型	オフィス 特化型	商業施設 特化型	オフィス・商業施 設・住居・ホテル	オフィス・ 商業施設	オフィス・住居
対象エリア	東京都心 5区中心	3大都市 中心	東京都区部 以外	首都圏のみ	全国展開	首都圏のみ
主な取得物件	日本鋼管ビル 芝NBFカ ー 新宿三井ビル2	渋谷加 スク 三菱総研ビル 御堂筋グ レイ	心斎橋ビル 川崎エ ル 仙台ジャ スコ	加 スク ビル ラ グ ン 赤 坂 東陽MKビル	兼松ビル 安田生命大阪 田無77	かながわSP ラ グ ン 第2 新橋ビル
不動産取得額	2,603億円	1,741億円	409億円	1,049億円	940億円	461億円
物件棟数	28棟	29棟	4棟	41棟	27棟	11棟
決算期	6月・12月	3月・9月	2月・8月	2月・8月	6月・12月	4月・10月
公募価格	625,000円	525,000円	470,000円	520,000円	200,000円	480,000円
投資口価格	604,000円	575,000円	561,000円	501,000円	228,000円	486,000円
予想配当利回り	5.03%	4.97%	4.99%	5.59%	5.70%	6.15%

*不動産取得額は取得諸経費を除く。投資口価格・予想配当利回りは平成15年1月17日現在。予想配当利回りは直近決算期における予想配当金より算出。

図表2 J-REITの仕組み



長期契約化やテナント数の拡大、完全所有権化などで賃料の変動リスクをヘッジし、地震保険の付与や日本プライムリアルティのバリューアップ戦略のように低稼働物件の資産価値の向上を図るファンドもある。都心の高級賃貸に強いケンコーコーポレーションが出資するプレミアでは住居系を将来4割に拡大するほか、ネット上での情報開示に積極的なファンドもあり、それぞれの特色が打ち出されている。

J-REITの特長と問題点

J-REITの仕組み

そもそもJ-REITはSPC(資産流動化法に基づく特定目的会社)と並ぶ不動産証券化の手法だが、これまでのような企業の資金調達と資産のオフバラ

ンス化を目指した「資産流動型」でなく、投資証券の発行資金で不動産を購入し賃貸収入や売却益を投資家に分配する「資産運用型」の商品と言える(図表2)。

J-REITでは、二重課税回避のため法人収益の90%以上を投資家に分配しなければならない。このパススルーにより高利回りが実現するのだが、定期借家契約等による長期の安定配当も期待できる。投資法人は証券発行体として自ら資産運用はできず、実際のアセットマネジメント(投資判断と物件の売買)とプロパティマネジメント(物件の運営・管理)は別会社に委託する。現状では系列の運用会社に双方を委託するケースが多いが、投資家への利益相反を避けるため専門性の高い外部業者に管理を委託する例もみられる。

流動性高く配当も安定

J-REITでは、投資対象を時価購入するため含み損益はなく、会計上の透明性が確保されている。開発型物件の組込みも抑えられ、ジャパンリアルエステイトの格付けはA+(S&P)と出資元の三菱地所を上回る。投資信託としてのJ-REITは基本的にミドルリスク・ミドルリターンの商品であり、元本割れや分配金減少のリスクがある。ただ、ワンルームマンションや他の不動産投資商品と比べて投資リスクが分散されており、インカムゲインの安定性は高い。50万円程度の小口から始められ、株式に似た高い流動性や換金性も魅力と言えそうだ(図表3)。

図表3 個人向け不動産投資商品との比較

	J-REIT	匿名組合出資	ワンルームマンション投資	J-REITの優位性
根拠法	投資信託法	不動産特定共同事業法	-	-
投資単位	20~60万円	500万円	1,000~2,000万円	小口投資可能
利回り	4%~6%台	2.45%~4.2%	新築5%~中古10%	好利回り
売買形態	東証で市場取引	販売会社と相対売買	第三者と相対売買	高い流動性
商品換金	随時(小口売却可)	償還期限に額面償還	随時(売買金額大)	高い換金性
投資対象不動産	複数の物件に分散投資、長期テナント契約中心	特定の物件に限定投資、退去リスクが残る	2年更新の賃貸借契約が主体で、退去リスクが残る	ポートフォリオの充実による配当の安定性

市場の成長を妨げる販売体制・税制

しかし、こうした特長にもかかわらず個人投資家の比率は2割前後と、50%を占める米国を大きく下回る(図表4)。

個人向けが好調なワンルームマンションは、利回りの高さや資産としての身近さが好感されており、住友不動産が展開する匿名組合型商品も販売が好調だ。

一方、J-REIT は仕組みが複雑で馴染みが薄く普及が遅れている。発行口数が少なく回転率が低いことも証券会社が積極的になれない理由とされる。しかし、長期保有で安定利回りを狙う J-REIT は本来頻繁な売買は馴染まず、キャッシュリッチな高齢者が運用先として安心できるような市場整備が必要だろう。

J-REIT の税制は株式と同様だが、個人の場合 1 銘柄の配当が 10 万円を超えると確定申告が必要となる。分配金が高い J-REIT (日本ビルファンドで 1 口・3 万円 / 年前後) では申告を避けるため口数を抑える必要もあり、税制上のネックとされている。

不動産投資信託市場の見通し

望まれる堅実な成長

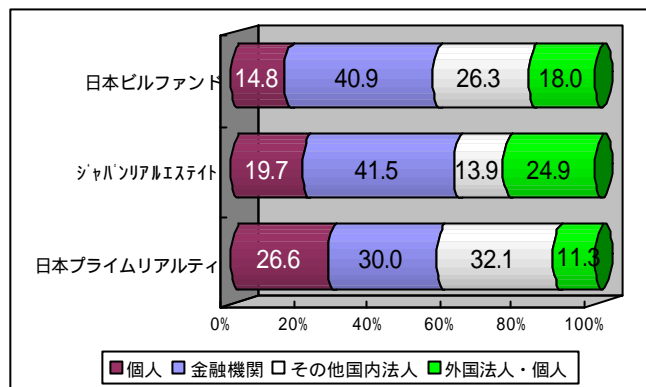
J-REIT は、不動産投資ながら投信と株式の性格を併せ持つ全く新しい金融商品だ。米国では 1960 年の登場以来 30 年間は低迷し、市場が拡大したのは景気回復や譲渡損益の繰延策が寄与した 90 年代以降のこと。現在では約 180 の銘柄があり、時価総額は 1,500 億ドルと日本の 40 倍近くに達している。

今の日本の資産規模では大口売買が入ると値動きが荒くなる懸念もあり、年金資金などは様子見の状態にある。ただ、不動産を資産とする REIT は基本的にインフレヘッジ商品で、米国でも不動産価格の上昇により個人や年金資金が流入した。実際、J-REIT でも年金を含む海外投資家が 2 割前後入り込んでいる。今後個人投資家を呼び込む余地は大きい。だが、デフレ下の日本では投資過熱の反動があると信頼回復が難しくなるため、市場にとってはむしろ今のような堅実な成長が望ましいと言えるだろう。

2003 年問題のインパクト

いわゆる 2003 年問題はオフィス特化型の J-REIT にも少なからず影響を与えていると言われている。確かに賃料水準や稼働率の低下でキャッシュフローの増加(内部成長)は困難との指摘は多いが、大口テナント撤退の影響はポートフォリオにより限定的と

図表 4 主なファンドの投資主構成



され、退去時にも代替テナントを決める運営能力で差を付けるといった積極姿勢が強い。新鋭ビルの大量供給で苦戦となる既存の優良ビルの購入チャンスとの見方もあり、当面は投資対象の追加による資産規模の拡大(外部成長)に注目が集まっている。

ポートフォリオの多様化で市場は成熟へ

米国の REIT ではオフィスが 3 割、店舗・住宅が各 2 割を占め、ホテルや倉庫、医療施設なども組み込まれている。一部ファンドの上場延期は J-REIT 不振の理由にもされるが、現在も住居系を含む 3 ファンドが上場予定だ。キャッシュフロー経営とノンアセット化が重視されるなかで、企業資産の証券化は着実に進むと考えられ、ポートフォリオの多様化で市場の拡大も見込まれる。ただ、J-REIT の制度自体は米国等に比べて不十分な点が多く、以下のような課題も残されている。

- ・ 10 万円台から購入できるような商品の一層の小口化
- ・ 銀行窓販やネット販売による個人投資家の獲得
- ・ 物件価格や賃料、税負担などに関する情報開示
- ・ トラックレコード(運用実績・履歴)の蓄積による投資インデックスの整備
- ・ 配当課税などの証券税制、流通課税・固定資産税などの不動産税制の見直し、負担軽減 など

こうした数々の課題を抱えるなかで、発足 1 年余りの J-REIT に評価を下すのは時期尚早とも言える。今後は、商品構成の多様化と安定配当を重ねることで、幅広い投資家の信頼を得ることが J-REIT 市場に求められていると言えよう。

住宅の取得可能性と資産デフレ

価格下落で容易な一次取得、買い換えは困難な状況続く
築11～15年の売却損はさらに拡大

近畿圏の中古住宅取引はこのところ堅調だが、成約価格の下落は止まらず全体の6割は2千万円未満の取引となっている。安い物件に需要が集中する背景には、所得の減少や雇用不安で買主側の価格への要求が厳しくなっていることが挙げられる。

こうしたデフレ圧力の強さは一次取得層に恩恵をもたらす一方、買い換え時には売却損を拡大させ、取引が一次取得にかたよる原因ともなっている。資産デフレを背景に物件の購入環境はどう変化しているのか、取得条件を考慮したシミュレーションから探った。

買いやすさの捉え方

住宅購入のしやすさは、年収からみて購入時に無理なく払える金額と、実際に支払わなければならない金額との対比から見ることができる。ここでは住宅取得可能性(1.00を超えると物件は買いやすい/図表5参照)の指標を用い、一般的なサラリーマン世帯がローンを組んで購入する場合の可能性を中古マンション、新築マンション、戸建住宅の別でシミュレーションした。一次取得と買い換えの2ケースを想定し、ゆとりを持ったローン返済を前提に年収の25%を返済可能額とした。物件は市場で平均的なものを想定し、返済条件は物件価格から貯蓄額を差し引き、残りを公庫、銀行ローンの順で借り入れるものとした。

ちなみに、買い換えで売却損が生じた場合は、これを新規購入価格に上乗せすることになるため取得可能性は低下する。この値は各年度での取得の可能性を示し、購入後の金利や所得の変化は見込んでいない。

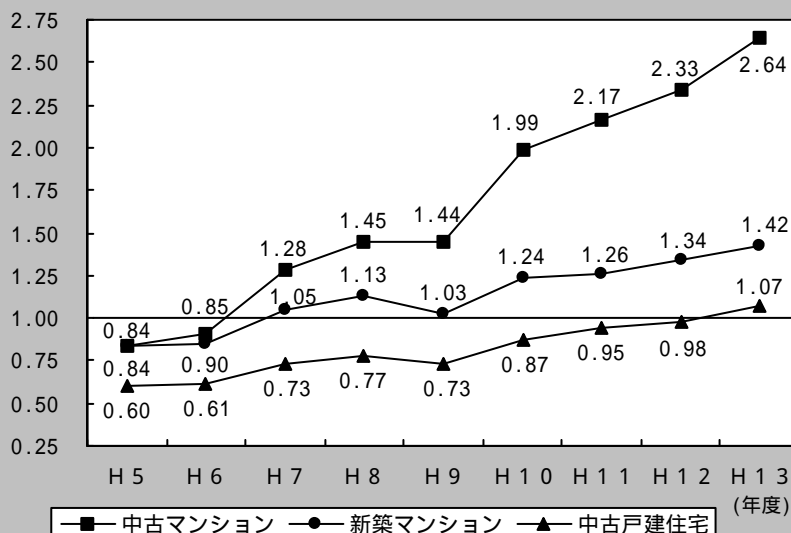
り、ますます購入しやすい環境となっている(図表1)。

価格や金利の低下で、取得可能性は一貫して上昇し、特に平成10年度以降は中古マンション価格の下落が進み、可能性は大きく改善している。13年度の取得可能性は2.64まで上昇し、本来返せる額は返済に必要な額の2.5倍以上となり、十分ゆとりを持った購入が可能となっている。新築マンションも13年度の可能性は1.42と、平均年収の17%程度のローン負担で近畿圏の平均的な物件が買え、一次取得層をターゲットとした価格設定が定着していることをうかがわせる。

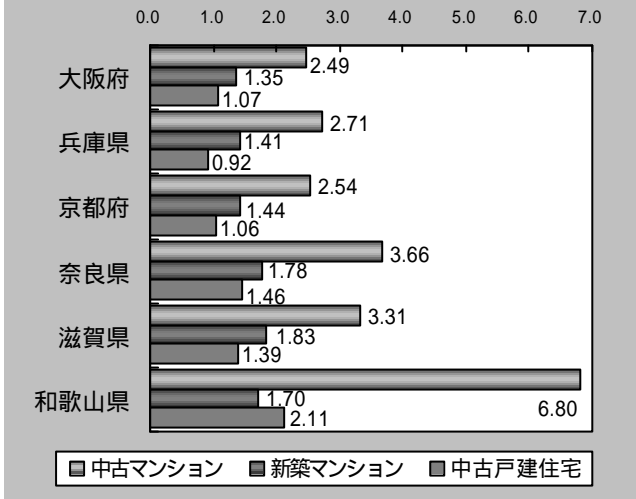
一次取得の可能性

各物件で一次取得はより容易に
一次取得では物件価格の下落によ

図表1 一次取得可能性の推移



図表2 府県別の一次取得可能度(平成13年度)



下で購入可能となっている。新築マンションは比較的地域差が少なく、大阪府でも1.35と年収の20%以下のローン返済で購入が可能だ。一方、中古戸建住宅も大阪府や京都府では1.00を上回り、各府県ともおおむね買いやすくなった。ただ、兵庫県は0.92と依然として1.00を下回り、年収の27%はローン返済に充てる必要がある(図表2)。

買い換えの可能性

困難な状況続く買い換え

また、中古戸建住宅も13年度には1.00を上回り、ローンを組んでもゆとりある購入が可能となった。中古戸建住宅の価格(13年度・2,450万円)は今回の条件下では新築マンション価格(同70㎡・2,898万円)より表向き安い。公庫の融資条件が厳しく金利がやや高い点や、中古住宅で一般的な借入期間の短さ(15年程度)などが影響し、新築マンションより取得可能度は低くなっている。

一次取得では購入環境の改善につながる物件価格の下落も、買い換えでは大きな阻害要因となっている。今回条件とした築10年の中古マンションを売却して各物件に買い換えるケースでは、平成11年度以降、可能度が急速に低下しており、12年度からは中古マンションを含むすべての物件で1.00を下回った(図表3)。

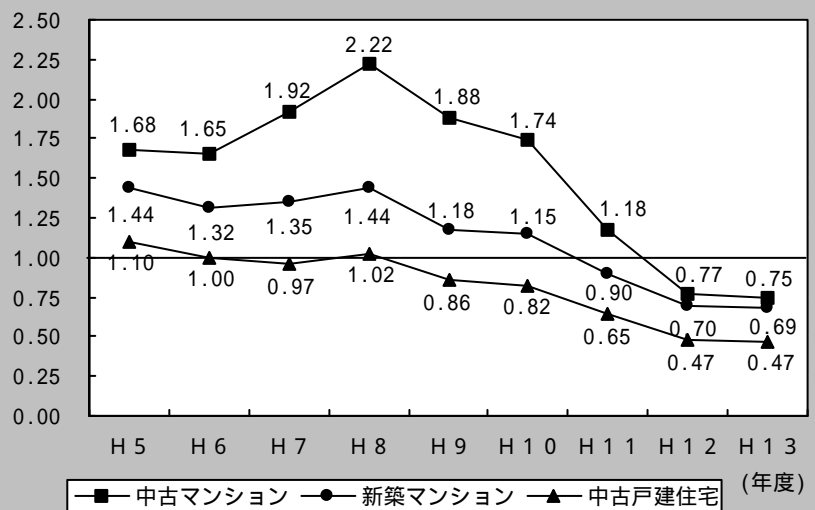
購入側の条件として、近畿圏のサラリーマン世帯の平均年収は、厳しい雇用情勢を反映して過去4~5年にわたり減少しているが、貯蓄額はおおむね横ばいで、この間の物件価格と住宅ローン金利の低下が全体的な物件の買いやすさを押し上げている。

13年度は中古マンションでも0.75と、年収に対するローン負担率は33%にも達している。また、新

各府県でも一次取得は容易

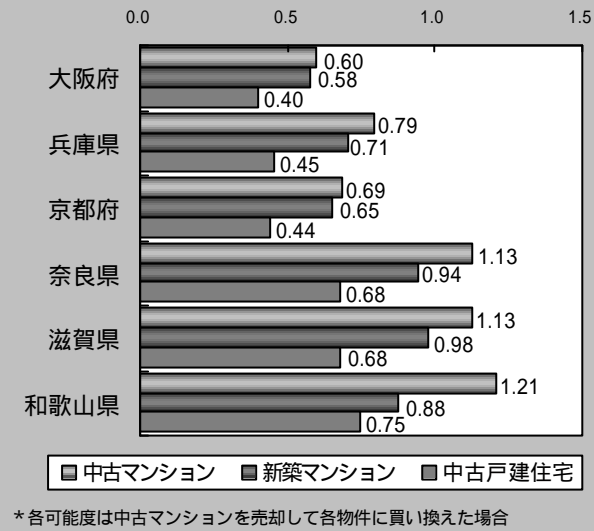
府県別の一次取得の可能性をみると、ほとんどの府県で1.00を超えており、中古マンションでは大阪府・兵庫県・京都府とも2.00以上と、返済可能額の半分以

図表3 買い換え可能度の推移



*各可能度は中古マンションを売却して各物件に買い換えた場合

図表4 各府県内での買い換え可能度(平成13年度)



築マンションは0.69、中古戸建住宅に至っては0.47と、事実上買い換えはほとんど不可能な状態となっている。

こうした買い換え可能度の悪化は、売り出し物件の購入時価格が高く、今売却しても大幅に差損が生まれることが最大の理由となっている。平成12~13年度時点で売却する築10年の中古マンションは平成2年~3年に取得されたもので、この時期の新築マンション価格は70㎡換算で5,500万円前後と、近畿圏で最も高い水準にあった。ローン金利も公庫が5.5%、銀行金利は7%台と高かったことから、10年を経た今でも残債は3,700万円以上にのぼる。

これに、充当すべき売却物件の価格の下落が加わり、買い換え先の新規ローンも含めた借入必要額は、中古マン

ションで3,200万円、新築マンションでは4,500万円にもなっている。

買い換え難しい大阪・兵庫・京都

ほとんどの府県でゆとりを持った購入が可能な一次取得と対照的に、買い換えでは各府県の取得の難しさがはつきりと現われている。同一県内での買い換えケースでも、10年前の取得価格が低かった奈良県・滋賀県・和歌山県の中古マンションを除いて、いずれの買い換えパターンもすべて1.00を下回っている(図表4)。

大阪府や京都府、兵庫県では中古マンション同士の買い換えも困難な状況で、特に大阪府では10年前の購入価格が6,600万円以上と、売却収入を充てても買い換え後の借入必要額は4,000万円にものぼる。こうした状況では年収に対する負担も4割を超えることになり、一般のサラリーマン世帯が無理なく買い換えを行うことは極めて困難と言わざるを得ない。

図表5 シミュレーションの前提条件

$$\text{住宅取得可能度} = \text{年間返済可能額} - \text{年間返済必要額}$$

(1.00を超えるとその物件は買いやすい)

[年間返済可能額]

年収の25%(家計調査・京阪神大都市圏の勤労者世帯に基づく)

[年間返済必要額]

購入物件価格: 中古マンション 専有70㎡×各年度の成約単価
 新築マンション 専有70㎡×各年度の販売単価
 戸建住宅 各年度の平均成約価格
 購入経費として物件価格の5%を加算

自己資金: 貯蓄額の80%(家計調査・生保等を除く額)

買い換え時の売却損益: [売却物件価格] - [借入金の残債]

各年度で10年前に購入したマンションを売却し各物件に買い換える
 売却物件価格: 中古マンション 専有70㎡×各年度の成約単価
 借入金の残債: 売却物件購入時に組んだローンの残債

返済必要額: 借入額(- -)について公庫・銀行を利用した返済額
 公庫の金利・融資条件は大阪圏の都市部地域を適用
 銀行ローン金利は固定金利選択型10年(94年以前は固定)
 返済期間 中古マンション20年、新築マンション30年、
 戸建住宅15年で元利均等払い(ゆとり返済なし)

*新築マンションデータの出所: ㈱不動産経済研究所

買い換え不振の原因・資産デフレ

拡大する売却損

近畿圏で買い換えが困難な状況に陥った背景には、深刻な資産デフレとそれに伴う売却損の拡大が挙げられる。取得可能度では築10年の中古マンションを前提に買い換えの可能性をみたが、ここで各築年での売却損の発生状況についてみておくことにする。ここでの売却損は便宜上、各購入年次の新築マンション価格から、同じ年次に対応する築年数での中古マンション価格を差し引いた平均の金額である。

図表6で明らかのように、1物件あたりの平均売却損額は平成3年が最大で、その金額は3,875万円にのぼる。この時点での新築マンション価格は5,552万円と、対応する築11年の中古マンションは1,677万円と、中古価格の下落によって売却損は昨年の3,763万円からさらに拡大している。

近畿圏全体での売却損の総額は、差損の水準が高く販売戸数も比較的多かった平成2年で、実に1兆円を超えている。これも昨年時点の9,400億円から1千億円近く増加し、デフレ圧力は着実に高まっている。

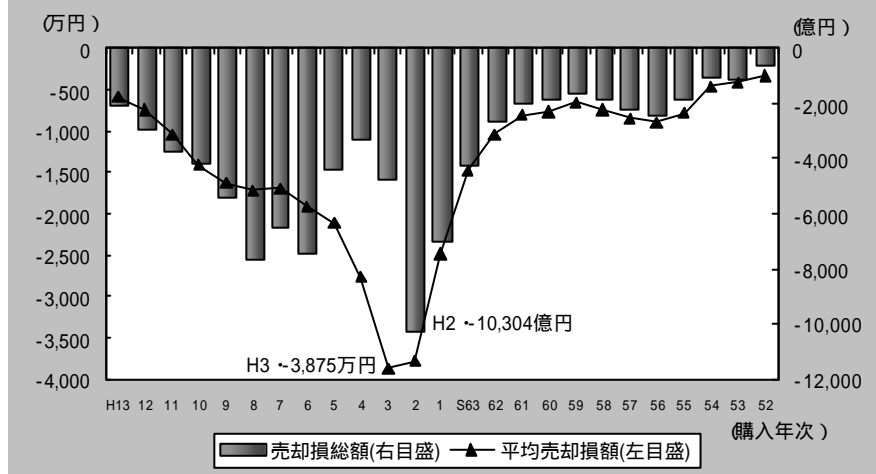
築11～15年で大幅に増加

売却損の築年帯別の推移を時系列でみると、築11～15年の差損が急速に拡大している

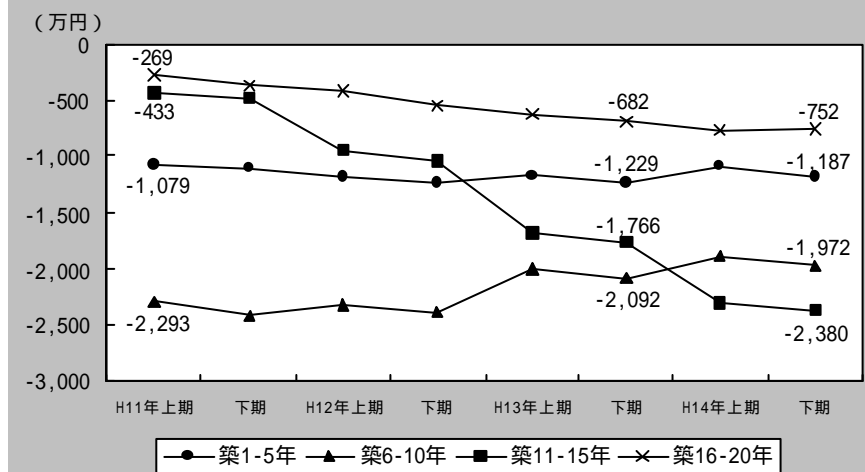
ことがわかる(図表7)。ただ、この築年帯は既に平成2年前後の売却損のピークを含んでおり、これ以上の拡大はないとみられる。問題は、市場全体の売却損が一向に減らない点であり、中古価格の下げ止まりが見られない現状では、潜在的キャピタルロスは拡大する一方である。

このように、近畿圏市場が抱える資産デフレの影響は深刻であり、特に驚くのは昭和52年以降に購入されたすべてのマンションに売却損が生じる可能性がある点だ。一次取得にかたよった現在の中古住宅市場では、買い換えに対する融資や税制面など政策的な支援がますます重要になっていることを認識すべきだろう。

図表6 中古マンションの築年別売却損(平成14年)



図表7 中古マンションの築年帯別売却損の推移



好転の兆しも見えはじめた中古マンション市場
戸建住宅市場も弱含みながら堅調に推移

10～12月期の中古マンション取引は、2期連続2ケタの増加を示した。新規登録件数も増加し市況は拡大局面に転じている。戸建住宅も取引増が続き、新規登録も減少率が縮小するなど市況好転の兆しが見えはじめた。

しかし、近畿圏の住宅取得を取り巻く環境は相変わらず厳しく、新築マンションでは販売の減速感も目立ってきた。物件価格のデフレ傾向が収まらないことから中古市場の先行きは楽観視できず、今年前半の動きを見守る必要があるようだ。

中古マンション市場の動き

5 四半期ぶりに2ケタ増の成約件数

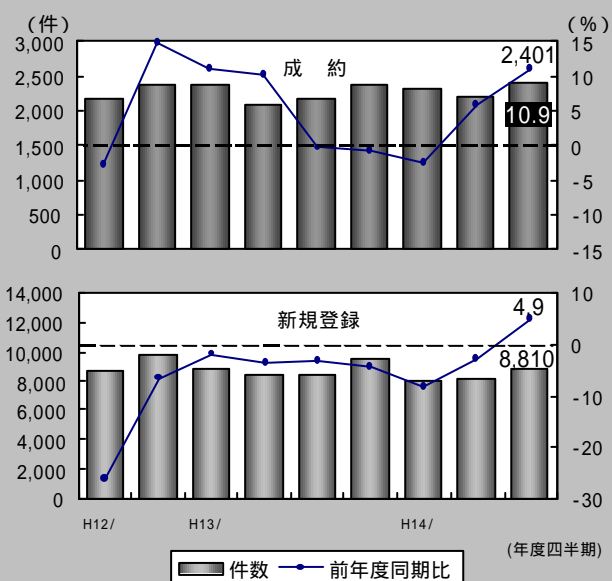
14年度第 四半期(10～12月期)の中古マンション成約件数は2,401件で前年比10.9%増と5 四半期ぶりに2ケタの増加となった(図表1)。直近3年では四半期ベースで最も高い水準にあり、7～9月期以降増加傾向に弾みがついている中古マンション市場は、このまま推移すると昨年度以上の取引量が確保される見通しとなってきた。新規登録件数も前年比4.9%増に転

じ、市場における物件供給は拡大している。成約件数に対する新規登録件数は3.7倍で水準自体はまだ低いが、市場で供給される物件のラインナップが拡大し高水準の取引需要も顕在化しつつある。ただ、後述のように近畿経済全体の景況は悪化要因が多く、薄氷の上での市況改善と言えそうだ。

成約価格は引き続き6%前後の下落

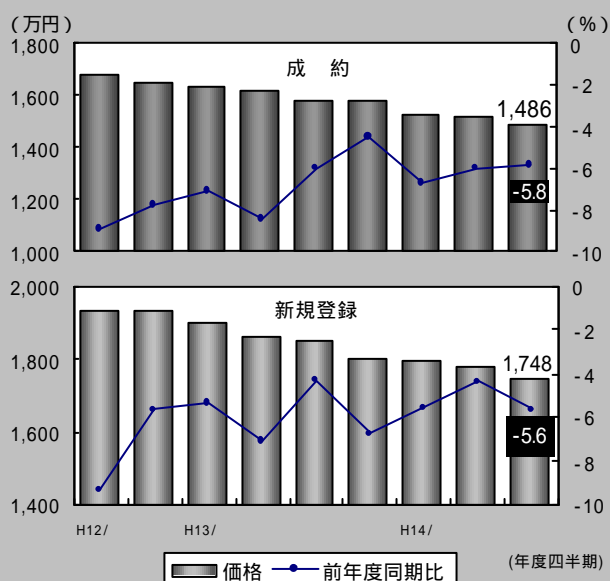
一方、10～12月期の成約価格は1,486万円と1,500

図表1 中古マンションの成約・新規登録件数の推移



*年度第 四半期：4～6月、第 7～9月、第 10～12月、第 1～3月を指す

図表2 中古マンションの成約・新規登録価格の推移



*年度第 四半期：4～6月、第 7～9月、第 10～12月、第 1～3月を指す

万円台を割り込み、前年比では5.8%下落した(図表2)。これは7~9月期と同様の動きで、価格低下のトレンドは変化していない。

新規登録価格も下落が続いており、前年比では5.6%下落し1,748万円となった。売り出し価格と取引価格の差を示す値引率(成約平均価格÷新規登録平均価格-1)は15.0%で、差額は262万円と前期と大きな変化はない。このように、好調な取引は継続的な価格の下落が背景となっており、デフレが需要を引き止める格好となっている。

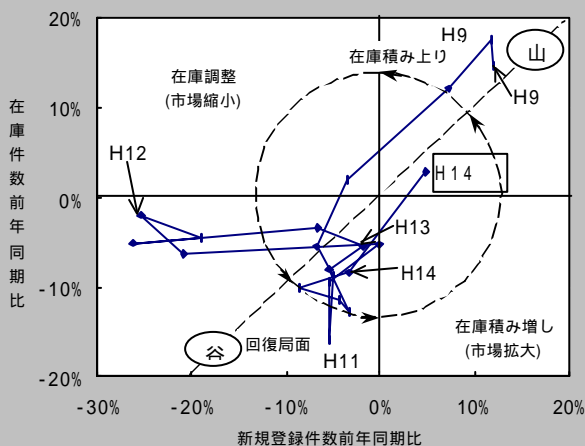
在庫循環にみる市況の見通し

拡大局面をみせる中古マンション市場

新規登録件数が増加に転じ市場の在庫件数も拡大しはじめたことから、10~12月期の市況は一気に在庫積み上がり局面にベクトルを変えた(図表3)。取引量が順調に伸びるなかで、市場の物件ボリュームも大きくなっており購入時の選択肢が増えるといった好循環が生まれている。こうした市場拡大局面への転換は平成10年4~6月期以来、実に4年半ぶり。これまで取引の増加はあったものの市場全体での拡大サインは見られず、これまでとは違っ

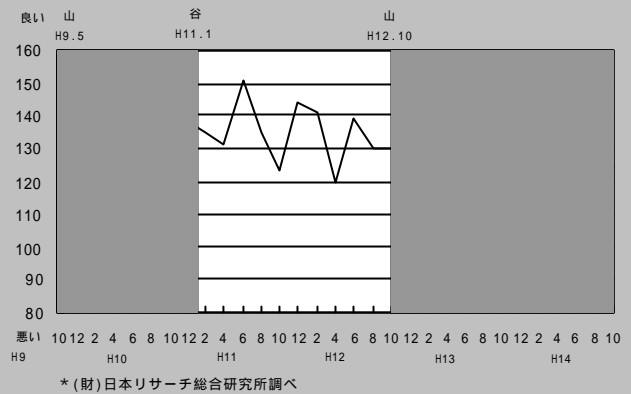
図表3 中古マンションの在庫循環

(平成9年度第 四半期~平成14年度第 四半期)



*年度第 四半期: 4~6月、第 三半期: 7~9月、第 二半期: 10~12月、第 一半期: 1~3月を指す

図表4 不動産購買態度指数(近畿圏)



た動きを示すものとして注目される。

ただ、気になるのは足元の景気の低迷で、10月の不動産購買態度指数(今後1年間不動産が買い時かどうか)は、消費者の先行き不透明感を受け124まで低下した(図表4)。

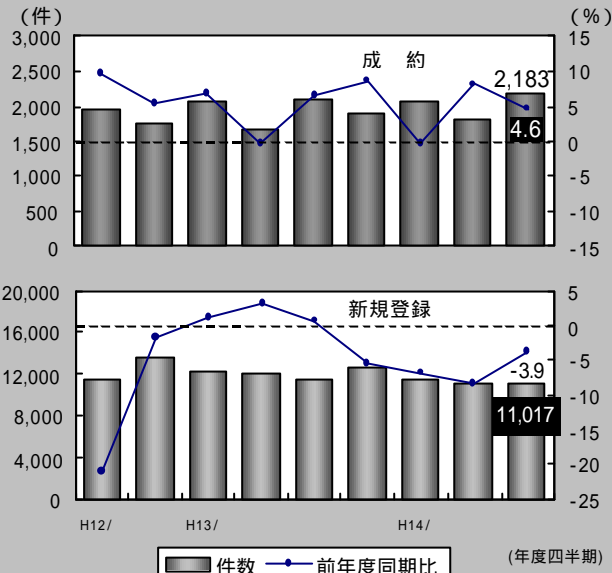
デフレ傾向、景気後退、不良債権処理の加速など依然として景気の不安材料は多く、近畿圏経済でも家計を取り巻く環境は一向に改善しない。10月の完全失業率は7.2%(原数値)と全国平均を2%近くも上回り、近畿財務局の景気予測調査(11月)では引き続き雇用過剰感が強く、先行きの景況判断も下降との見方を示している。住宅着工数も昨年7月以降減少基調にあり、中古市場だけが好調さを維持するかどうかは微妙な情勢と言える。

戸建住宅市場の動き

成約件数の増加続く

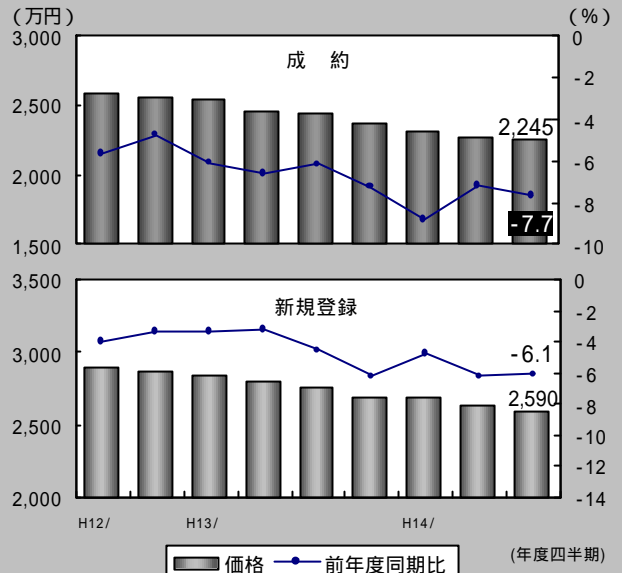
10~12月期の戸建住宅の成約件数は2,183件で4.6%増と7~9月期に続き増加した。増加率はやや縮小したが四半期ベースの件数は中古マンション同様、過去3年間で最高の水準となっている(図表5)。一方、新規登録件数は11,017件と3.9%減少したが減少率は縮小し、供給拡大の兆しが見えは

図表5 戸建住宅の成約・新規登録件数の推移



* 年度第 四半期：4～6月、第 7～9月、第 10～12月、第 1～3月を指す

図表6 戸建住宅の成約・新規登録価格の推移



* 年度第 四半期：4～6月、第 7～9月、第 10～12月、第 1～3月を指す

じめた。成約件数に対する新規登録件数は5.0倍と取引の増加に売り出しが追いついていないが、中古マンションと比べると市場の物件量にはまだゆとりがある。

成約価格は依然として7%台の下落

10～12月期の成約価格は、2,245万円 で前年比7.7%の下落となり、7～9月期より0.5ポイント拡大した(図表6)。戸建住宅は中古マンションより下落率が高い状態が続いており、下落幅でも186万円と中古マンション(92万円)の2倍の下げ幅となった。新規登録価格は6.1%下落し2,590万円となり、成約価格に対する値引率は13.3%と前期並みで、買主の価格押し下げ圧力は依然として強い。

在庫循環にみる市況の見通し

戸建住宅市況もやや好転

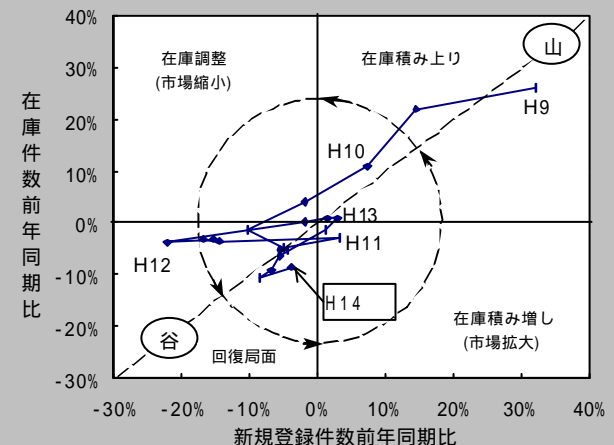
戸建住宅の市況は10～12月期も回復局面にとどまったが、そのベクトルは中古マンションほどではないが市場拡大に向かう動きをみせた。市場での

売り出し物件が増加に転じれば、市況が本格的に改善することも期待できる(図表7)。

戸建住宅の取引は、過去2年間おおむね増加基調にあるが、価格のデフレ圧力が強く市場全体の取扱高が膨らむような好循環とはなっていない。15年度の税制改正では、贈与税の非課税枠拡大や登録免許税の引き下げなどが行われるが、今後はこうした取得促進策の効果も期待したいところである。

図表7 戸建住宅の在庫循環

(平成9年度第 四半期～平成14年度第 四半期)



* 年度第 四半期：4～6月、第 7～9月、第 10～12月、第 1～3月を指す

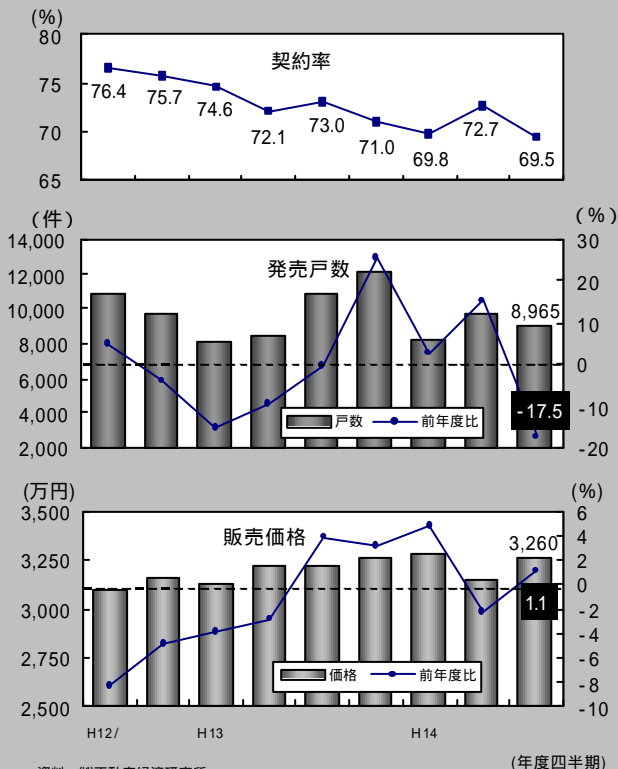
関連不動産市場の動き

新築マンション販売大きく減速

10～12月期の新築マンション販売は、好調な中古市場とは対比的に大きく落ち込んだ。販売戸数は8,965戸と前年比で17.5%減少し、7～9月期から一転して2ケタの大幅減となった(図表8)。契約率も69.5%と、好不調の目安となる7割前後の水準まで再び低下。一方、販売価格は3,260万円と前年比や前月比でも上昇し、価格のアップとともに売れ行きがダウンする結果となった。

昨年12月の即日完売は大阪市内や豊中市などの5物件241戸で、全体の12.3%にとどまった。増加が続く在庫件数は12月末時点で7,168戸と前月比で177戸減少したものの、前年比では1千戸以上増加しており高水準のまま。都心の超高層・大型物件の供給加速や低価格化、住戸規模、設備プランの

図表8 新築マンションの供給状況



改善など販売競争の激化で、すでに物件や地域ごとの売れ行き格差が広がっているが、市場全体での販売の減速感も次第に強まってきた。

拡大するオフィス市場の需給ギャップ

大阪市内では、企業のリストラに伴うオフィスの統廃合や撤退、貸室面積縮小の影響が続き、空室率の上昇と募集賃料の下落が止まらない。特に、募集賃料は9月に9,940円/坪と1万円台を割り込み、深刻さを増している。空室率も10.2%と10%台に達し、なお上昇基調にある(図表9)。一部で業績好調な企業による移転拡張や、御堂筋沿い本社ビル跡地の購入、心斎橋や南船場、北堀江・南堀江周辺のオフィス1階部分の店舗需要などもみられるが、全体的にはビル需要の縮小が目立っている。

また、神戸市では9月の空室率が18.0%に達し、堅調な1階店舗部分を除くと三宮でも需要の低迷が続いている。京都市内の空室率も13.6%と過去最高を記録し、京都駅前では若干低下したものの四条烏丸では15%以上となっている。平均家賃は坪1万円を維持しているが、個別には需要の低迷により減額を迫られるケースが多くなっている。

図表9 オフィス空室率と募集賃料

