

株式会社 不動産経済研究所

〒160-0022 東京都新宿区新宿 1-15-9 さわだビル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	AJPIの誕生プロセスとスタンダード化に向けた対応	1
● Deal Information	MHRが「六本木ヒルズ森タワー」持分を219億円で追加取得	2
● J-REIT Benchmark	REIT全体のトータルRが半年ぶりに改善、個別分析：UUR、API	4
● Interview	久光龍彦—トータルブレイン社長	8
● Retail	足で稼いだ世界中のビールをいただく—「世界のビール博物館 横浜店」	11
● Focus	スマートマンションがブランドになる—補助金が導入後押しするMEMSの動向	12
● Fund of Funds	資産総額0.1%減の4.49兆円	14

## Opinion

### AJPIの誕生プロセスとスタンダード化に向けた対応

澤田 考士

一般社団法人不動産証券化協会  
調査部 首席研究員

不動産証券化協会(以下、「ARES」)は、2012年の10月に非上場・私募のデータを取り込んだ不動産投資インデックスであるARES Japan Property Index (AJPI) 及びARES Japan Fund Index (AJFI) を新たに公表した。AJPI 及びAJFI (以下、両者をあわせて「AJPI」) はいずれも、米国のNCREIF (全米不動産投資受託者協会) が公表するインデックスと同等の手法で算出されているのが特徴である。

不動産投資インデックスは、不動産投資市場の歴史が長い欧米等において広く普及し、市場のインフラとして重要な役割を果たしている。日本においても、市場参加者によって同様の不動産投資インデックスが望まれてきたが、非上場・私募の不動産ファンドの運用成果が外部の第三者に提供されるケースが、従来、極めて稀であったことから、たとえ不動産投資インデックスの生成を目的とする場合であっても、非上場・私募のデータの収集が容易には実現しない状況にあった。

そうした中、ARESは、非上場・私募のデータを含む不動産インデックスの稼働に向け、信託銀行と不動産投資顧問会社から構成する投資インデックスWGを設置し、論点の整理や具体的な準備に着手した。投資インデックスWGにおいては、欧米等と同等の日本の不動産投資インデックスの有用性については比較的早期に総論的なコンセンサスを得たが、非上場・私募のデータに秘匿性がある点や、データの提供は不動産投資顧問会社にとって新たな負荷となる点等が論点となり、データ提供者となる不動産投資顧問会社各社とARESとの間で、インデックス事業に関する協定書を締結が実現するまでに一定の議論を要した。協定書締結後のデータ投入作業にも相応の労力と時間が必要であった。投資インデックスWGは、このような実務的な問題点を解消する場としても機能し、結果として、非上場・私募ファンドを運用する大手の不動産投資顧問会社が一丸となってデータを提供して不動産投資インデックスを生成する、日本初の体制が実現したのであった。

投資インデックスWGは、2013年度も引き続きARESの組織として設置され、AJPIのスタンダード化に向けて、コア・ファンドのカバー率の向上や認知度の向上に向けた議論や活動が行われることとなった。先日の投資インデックスWGの議論では、AJPIのスタンダード化が必要であるという旨が再確認されるとともに、WGの各メンバーからAJPIの活用実態や課題、必要な施策等に関する意見が出された。不動産投資インデックスの生成に向けた非上場・私募のデータの提供自体が長らく実現しなかったかつての状況から、AJPIのスタンダード化に向けて投資インデックスWGメンバー等が一丸となって取り組むことができる状況へと大きく転換したといえる。

日本において、欧米同様に不動産投資インデックスが市場インフラとして定着し、より合理的な不動産の投資判断を行いやすい市場環境が整備されるためには、多くの市場参加者が日本の代表的なインデックスとして認識するようなスタンダードな不動産投資インデックスの存在が不可欠である。AJPIのスタンダード化は、その実現が必ずしも容易ではなく、相応の時間や労力を要する可能性もあるが、日本の不動産投資市場の透明性向上に向けた1つの重要な課題だといえる。



## 「エンドユーザーの好立地志向が高まっている 原点回帰すれば異次元価格も期待できる」

トータルブレイン・久光龍彦社長に聞く

勢いが戻り始めた首都圏マンション市場。トータルブレインの久光龍彦社長は、年明け以降、昨年までの様子見市場から明らかに潮目が変わったという。一方エンドユーザーの好立地志向が進み、販売価格は二極化すると分析する。久光社長に市場の見通しなどを聞いた。



# 久光 龍彦

前半の分譲マンション市場を振り返って。久光氏——前半は久しぶりに市場に勢いが戻り始めた。時間を追うごとに実態ベースの売れ行きも良くなってきている。エンドユーザーは景気回復に対する期待感が非常に高く、さらに長期金利の上昇懸念、不動産・マンション価格の先高感から買い時感が高まり、マンション購入に踏み切る動きとなっている。昨年までの様子見の状況からは明らかに潮目が大きく変化し、この流れは当分続くのではないかと。

具体的な販売状況は？

久光氏——新規発売物件 301 件のうち 232 件について、事業主に売れ行き状況のヒアリングを行ったところ、好調物件が 42.7%、まずまず物件が 37.1%と、両方で約 80%だった。昨年末に行ったヒアリング結果と比較すると、11 ポイント上昇しており、前半戦の売れ行きが大幅に好転している。好調要因を見ると、圧倒的に好立地が多く、顧客の好立地志向が増している。また苦戦要因を見ると、昨年と比べて価格の割高感での苦戦例が減少している。実際には価格は上昇傾向であり、好立地物件に関しては価格上昇に対するエンドユーザーの理解も進んでいる。エリア別では、23 区と神奈川の販売が好調。供給エリアの都心回帰、好立地化が売れ行きにも反映している

のではないかと。また、都下、千葉も苦戦物件は少なく、まずまず以上の売れ行き物件比率がいずれも 80%超だった。唯一販売が厳しかったのは埼玉県、川口・浦和といった激戦エリアでの需給バランス悪化による販売苦戦事例がやや多く見られた。

年後半の市場をどう見ているか。

久光氏——マンションの供給立地条件に関しては、沿線力、駅力、駅距離の 3 点が重要となり、売値に関してもその条件によって二極化していくだろう。ただし、一部の供給激戦エリアに関しては、需給バランスにも注意が必要だ。消費税増税による影響に関しては、住宅取得控除の拡充と、消費税・住民税から戻しきれない場合の給付措置まで講じられることから、大きな影響は無いものと思われる。ただし、住宅取得控除が受けられないシングル向けコンパクト商品に関しては、消費税増税による駆け込みとその反動減等の影響が若干懸念される。年間販売戸数は前半が 2 万 4299 戸（不動産経済研究所調べ）だったため、5 万 3000 ～ 5 万 4000 戸程度と予想する。

足下の市場について。

久光氏——昨年までの販売の悩みに代わり、マンション用地の仕入れ難が、デベにとって深刻な問題になってきている。大手企業の遊休

地の放出が一巡していること、モラトリアム法が実質的には継続した状態にありマンション用地の供給が非常に少ないからだ。また、民間の土地案件に関しては相対物件が減少、銀行主導で入札に代わってきているが、デベは入札に関して消極的なため、結果的に検討材料の減少につながっている。加えて、中小デベへもマンション事業資金が流れ始め、プレーヤーが急激に増加、また、企業の設備投資に関しても動きが出てきているため、エンド法人による土地取得の機会も増えている。これらの多くの要因が重なり用地の取得競争は激化し、入札時の用地の高値取得競争もヒートアップしている。ただし、今後の景気見通しがわかった段階から、売り物件に関しても増加すると考えられる。また、相続税の改正により、相続税対策用の売却物件も今後増加することが予想され、マンション用地に関しては 10 月以降から徐々に増えて行くのではないかと。

エンドユーザーは何を求めている？

久光氏——マンションに対するエンドユーザーの好立地志向はますます強まっている。また、実際の供給事例から見ても、供給商品の好立地化は急速に進んでいる。近年、駅から徒歩 16 分以上の駅遠立地物件の供給比率が激減し、駅徒歩 5 分圏の駅近立地が急増しており、二極化傾向が顕著だ。売れ行きをヒアリングしたところ、駅近等の好利便性立地物件は販売も好調、売値に関しても高値でのチャレンジが可能だった。しかし、駅徒歩 15 分圏やバス便は、中途半端な割安感では苦戦するケースが多く、立地面での利便性の良さをうたえない物件に関しては、相当の割安感が必要とされ



### ●プロフィール

1940 年生まれ。1964 年 3 月、中央大学卒業。同年 3 月、長谷川工務店（現長谷工コーポレーション）入社。1974 年 1 月、同社取締役。1978 年 6 月、常務取締役。1983 年 2 月、専務取締役。1986 年 1 月、長谷工不動産代表取締役社長に就任。1992 年 1 月、長谷工アーベスト代表取締役社長。1998 年 6 月、長谷工コミュニティ代表取締役社長を経て、1999 年 6 月、同社顧問。退社後、1999 年 10 月にトータルブレインを設立し、代表取締役に就任（現任）。

る。実際に、駅遠物件は建売戸建てと競合し、価格競争力を加味すると、供給は極めて難しい。郊外部では駅力がある駅で駅近立地を狙うことが必要不可欠となっている。

建築費が上がっている。

久光氏——現在、郊外 1 次取得向け商品に関しては法床単価で坪当たり 80 ～ 85 万円、23 区内で同 90 ～ 95 万円と高騰している。しかし、建築費の高騰の原因が、慢性的な労務不足とそれに伴う人件費の高騰であるため、今後を考えても、短期的に建築費が低下する可能性は低い。今後も政府による国土強靱化計画の推進や、企業の設備投資の増加を考えると、建築費は当面右肩上がりの可能性もある。そうした中、事業主は構造など建築コストに最大限配慮して配棟計画を行うなど、自ら出来るコストダウンの努力をすることが重要だ。とくに、郊外の 1 次取得者メインの物件は「買える価格」が重要なため、今までのこだわりを捨て、本当にいるのかどうかの検証が必要だ。また、ゼネコンに対しては、事業パートナーというスタンスで、着工時期の調整、人繰り協力、コストダウンに向けての新しいアイデアを出し合うなどの努力が喫緊の課題なのではないかと。

マンション価格はどう推移しそうか。

久光氏——マンションの今後の売値は、昨

「エンドユーザーの好立地志向が高まっている  
原点回帰すれば異次元価格も期待できる」

トータルブレイン・久光龍彦社長に聞く



年の水準から10%程度の上昇が適正值の範囲内ではないか。その理由はいくつかある。10%上昇後の価格は2006～2007年のいわゆる新価格の水準だが、当時、23区の販売率が平均78.4%で、2012年の平均70.8%より高かった。平均単価が2012年より9.3%高かったにもかかわらずだ。その当時の経済状況を見れば、株価は1万5000～1万7000円程度。現在の水準と比べると高いが、今の企業の業績回復期待感から、今後1万5000円に向かって、再び株価が上昇する可能性は大いにある。また、土地価格を見ると、東京都の平均公示地価は2007年が㎡当たり約81万円だったが、2012年は同約75万円と地価水準は下回っており、価格上昇のノリシロはある。建築費に関しても、2006～2007年は、戸当たり2000万円程度まで上昇していたが、現在は1850万円程度であり、建築費がさらに上昇しても、売値アップで吸収される。また中古マンション市場が、新築マンションに先行して既に2006～2007年の成約単価・価格から5～10%上昇していることも理由に挙げられそうだ。

## 給与水準の低下はどう見るのか。

久光氏——たしかに、平均給与所得に関しては、2006～2007年の435万円程度に対して、2011年は409万円と25万円強ダウンしている。しかし、今年に関しては、社員への給与のベースアップや、賞与等の一時金による年収アップを打ち出す企業も増えてきており、さらに、現在の円安による輸出企業を中心とした企業の今後の業績回復によっては、来年秋ごろには給与所得の反転上昇も期待できる。また、マンション購入にあたっては、給与水準だけでなく住宅

ローン金利も見る必要がある。2006～2007年のフラット35の金利は平均約3.1%、2010年以降は急激に低下し、今年4～5月は1.8%まで低金利が進んだ。現在は約2%前後であり、1%の金利差のメリットを加味すれば、収入ダウンに関しては低金利のメリットで相殺される。

## 今後の価格上昇は必至か。

久光氏——販売が急激に悪化した2008～2009年にかけての新々価格はあり得ないとしても、2006～2007年の新価格水準でのマンション市場が販売好調であったことを考えれば、現在の建築費・土地代の上昇分を吸収するための、今後の売り値の10%程度の上昇はOKと考える。しかし、気を付けなければならないのは、全物件が一律に10%上昇できるわけではなく、上昇が可能なのはあくまで好立地物件に限られること。それら好立地物件に関しては、さらに買い上げるための新価格プラスアルファになってもユーザーはついてくる。

## 年後半に向けて。

久光氏——デベは、物件毎に立地のポテンシャルや置かれている市場の状況を見極めることが重要ではないか。マンション供給立地に関しては、利便性を重視する原点回帰がキーワードとなる。これに該当する物件は2006～2007年の新価格を超える異次元の価格も期待できるのではないかと。いずれにしても、デベは売値目線（用地仕入れ目線）、商品企画（コスト最優先の構造計画）、販売手法（経費を抑えた販売計画）等、マンション事業全般において、昨年までの3年間の常識から頭を切り替えて、新しい常識を作り出していくことが求められている。