

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.fudusankeizai.co.jp>  
購読料：月額 15,200円 (税別)  
月3回発行

● Opinion	虚しい未来予測	1
● Deal Information	物産・イデラ連合リートが1007億円で12月に上場	2
● J-REIT Benchmark	全体のトータルRは前月比で横ばいに近く、個別分析：HLI、GLP	4
● Interview	塚田清彦 シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ 会長兼社長	8
● Topics	「相鉄フレックス」が直営17店舗に拡大/インフラ投資モデルの共同研究	11
● Focus	エリア市場性を判断する新たな物差し—人口動態で見る首都圏マンション市場	12
● Fund of Funds	総資産額は3.3%減の6兆3477億円	14

Opinion

## 虚しい未来予測

金 惺潤

株式会社野村総合研究所  
上級コンサルタント

米国の独立記念日である7月4日、日経がアパート供給に警鐘を鳴らした。社説を通して、相続税対策で着工が増え続けている貸家について、「アパートバブル」という表現で懸念を露にした。日経以外にも全国紙や主要ビジネス誌において同様の記事・主張が見られるようになった。

筆者は2013年後半から不安を持って貸家市場を見てきた。市場シェアの50%近くを占める最大手3社がどんどん供給数を伸ばすと宣言し、他の專業大手プレーヤーも成長戦略として供給増を鮮明にしていた。ファイナンシャルプランナーやメディアも、アパートを建てるのが有益と声高に主張してきた。一方、人口減少に伴う貸家需要の減退は明らかであり、2000万戸にもなり得る空き家問題への注目もどんどん高まってきていた。アパート経営は長期にわたって資金回収するものであり、短期的に客付けができたとしても、色々なリスクがある。簡単に言えば、筆者から見れば供給は全然噛み合っていない。データをつき合わせて常識的に考えれば、誰しも同じ結論に辿り着く、と考え主張してきた。

ところが、メディアも資本市場も企業もそんな懸念に意を介さない。この好況に乗らない手はないと、2014年も2015年も、あるいは最近まで供給を増やすべく全速力で走ってきた。このように、ファンダメンタルズ分析が無視されるのは、アパート供給に限らない。オフィス市場の需給や、J-REITのAUM見通しなどでも同じであるし、他の業界や他の投資商品・サービスでも同様である。

我々のように、ファンダメンタルズを見て将来を評価する立場は、ついつい少し先のこと、3年後や10年後を見てしまいがちである。ほとんどの場合、統計データは3カ月後のことや、翌年のことを教えてくれない。一方で、投資家や企業は目先のことを欲している。したがって、残念なことに中長期の予測や分析の価値は十分に認められない。真面目にコツコツとデータを集めて、分析手法やモデルを練り上げ、将来を考える作業に虚しさを覚えてしまう。

去る11月9日、米国でトランプショックが現実のものとなった。あるいは、6月24日にはBREXITも目の当たりにした。世の識者はこれから不確実な時代がやってくるという。大統領選終了から1週間に限って言えば、為替や株価は、まるで予想のつかない動きをしている。2カ月後の経済指標に関しても意見は様々であり、コンセンサスは無い。2017年はフランスやドイツで総選挙があり、それらも予測不能であるため、市場の先を見通すことも諦めている人々もいるのではないだろうか。

地道な分析・予測活動に対する逆風はどんどん厳しくなっているようだ。悩ましい立場ではあるが、我々はこれまでどおり愚直にやるしかない、と半ば諦めている。こつこつデータを集めてファンダメンタルズを見極めた将来予測する、それが自分たちの役割であると。これから不確実な時代が来るのであれば、ファンダメンタルズをしっかりと見据えて方針を決めたいという企業や投資家が増えるかもしれない。そうなることを願っている。そうした考えが共有されることが、市場の失敗を防ぐことになり、経営や投資の失敗を防ぐことになると信じて。



# エリア市場性を判断する新たな物差し —人口動態で見る首都圏マンション市場

全国での人口は2010年の1.28億人をピークに減少時代に入っている。東京都全体では2020年までは人口増加が続く予定ながら、首都圏ではすでに人口増加都市と人口減少都市に分かれ出した。都市の人口増減率とマンション市場動向の関係性をデータを使いながら検証する。

人口増減は都心への距離と交通利便性が影響  
マンション供給の増減に一致しないエリアも

分譲マンションが売れる条件は23区で最寄駅から7～8分以内、なおかつ需給バランスの良し悪しで優劣が決まる。確かに、首都圏における分譲マンション市場が縮小するなかで、売れる条件は狭まってくる。しかし、一概に都心からの距離や分譲価格の高低だけでは測りきれない。首都圏は人口が増えているとはいえ、郊外へ行くほど減っていく。人口増加都市は人口流入が継続しているエリアであり、人気のエリアと考えられる一方で、人口減少都市はその反対と見ることが出来る。調査会社のトータルブレインが人口増減から見た都市の盛衰と、近年のマンション供給動向をリンクさせることで、今後の市場動向を考察している。

5年毎に実施される国勢調査によると、2015年における東京23区の人口は927万2565名で、5年前と比べて3.7%・32万6870名増えている。そのうち千代田区(23.8%増)、港区(18.7%増)、中央区(14.9%増)や台東区(12.8%増)など2ケタ増の区があるほか、渋谷区、江東区など都心に近く交通利便性が高いエリアの人口増加率が高い。一方、杉並区、練馬区といった中野区を除く城西エリア、世田谷区、大田区等の品川区を除いた城南エリア、江戸川区、葛飾区といった城東エリアの増加率が低く、城北エリアは全体的に増加率が低めに推移し、足立区に至っては、23区で唯一、

人口減少が見られる。都心隣接区では豊島区と新宿区の伸びが抑えられているものの、人口の伸びが低い区は都心からやや距離があり、交通利便性が悪いバス便エリアが広い区が目立っており、人口増減は都心への距離とエリアの交通利便性が大きく影響していることがわかる。

23区における新築マンションの年間平均供給戸数を見ると、2015～2016年8月までの20カ月平均で677戸、2010～2014年の平均である971戸を30%下回っている。そのうち供給増は、品川区(241戸増)と中央区(65戸増)の2区のみだが、両区とも、それぞれ人口が5.9%、14.9%伸びており、需給バランスそのものは問題がない。その他の区は、ほとんどが20%以上の供給減となっているため、ほとんどの区で需給バランスに問題がないと考えられるが、江戸川区、新宿区、練馬区に関しては、人口増加率が低い割に供給が多く、やや需給バランスが懸念される。一方で大幅に人口が増加しているにもかかわらず、供給が減っているのが千代田区、渋谷区、台東区、文京区などで、デベロッパーにとっては狙い目のエリアということになる。

同様に、都下の人口を見ると、415万6446人で0.7%増に止まっている。都下で最も人口が伸びているのが武蔵野市(4.3%増)、次いで豊田での再開発の影響が大きい日野市(3.5%増)、稲城市、調布市、府中市など京王線沿線の増加率も高い。

一方、マイナスなのはJR青梅線沿線をはじめ、八王子市(0.6%減)、立川市(2.4%減)、国立市(3.0%減)でJR中央線沿線が並び、とくに減少数では立川市と八王子市が減少数のワースト1位、2位である。

マンション供給戸数は、都下平均で17.2%減。23区の30%減に比べると減少幅は小さいが、供給大幅増加エリアと供給大幅減少エリアの二極化が見られる。供給増加エリアは、中央線と京王線沿線に多い。供給が10%以上増加しているのは、稲城市、小金井市、東村山市、町田市、国分寺市、三鷹市、小平市の7市。そのうち、東村山市は人口が2.2%減にもかかわらず、マンション供給は33.3%増、国分寺市と小平市は人口が1.7%増でも供給はそれぞれ21.7%増、12.6%増で乖離が大きい。一方、人口増加都市でも調布市、狛江市、西東京市、府中市、日野市、武蔵野市は供給増減率が人口増加率と比べて低く需給バランスが取れている。

その他エリアでは、横浜・川崎ともに、人口増加率の1～5位までは交通利便性が良好なエリア、人口減少エリアは都心から距離のある行政区だった。それでも横浜・戸塚区、金沢区、保土ヶ谷区はマンションの供給が増えている。人口が増加している横浜・港北区、都筑区、神奈川区、鶴見区などは人口が2%以上増加する人口流入区だが、供給は半以下に減少している。埼玉、千葉県も人口増加率が高いのは東京寄りのエリアだが、人口増減率と供給数の増減が一致しておらず、需給バランスにばらつきが見られた。

人口減少エリアは負のスパイラルに陥る  
増加都市と減少都市の差はますます開く

人口増加率が高いのは東京都心部に近く、交通利便性が良好なエリアであることが共通してい

る。人口減少エリアは、郊外・超郊外部が中心で、東京から遠く交通アクセスが弱いエリアが多い。また、マンション供給の観点から見ると、都心からの距離が遠いこと、交通利便性が悪いことがネットワークで広域集客が出来ず、地元狭域集客で消化できるだけの小規模マーケットということになる。すなわち、需給バランスの限界点が低く、マンションの大量供給ができない、そのため人口も増えないといった人口減少のスパイラルに陥る。地元中心のマーケットで購入体力も伸びないため、価格の上昇も見込めない。一方、人口増加エリアは、都心に近く、交通利便性良好で人気が高く広域集客が見込める。需給バランスの限界点も高く、マンション供給が活発化し人口が流入するといった増加のスパイラルに入る。

東京圏は2010年から2015年で人口が50.8万人・1.4%増加しているが、行政別の人口増減率を見ると、23区が3.7%増、都下が0.7%増、神奈川県が0.9%増(うち横浜市1.0%増、川崎市3.5%増)、埼玉県が0.9%増(うちさいたま市3.4%増)、千葉県が0.1%増など、増加率にもかかわらず温度差がある。「今後も東京の中心部への人口移動は強まっていくため、この人口増加都市と減少都市の差は、ますます開いていく(久光龍彦トータルブレイン社長)。ニーズが強い中心部の価格は強く、郊外はますます弱含みの市場となっていくことかもしれない。マンション価格が高止まりしていても、住宅ローン金利が低いまま、顧客の購買能力は下がっていない。それほどか「一部の高額物件を除くと、その他物件の分譲価格はそれほど上がっていないのではないか。マンションの買い時はいま(久光氏)との指摘もある。分譲マンションは細かい立地性が求められており、デベロッパーにとってエリアの市場性を判断する際に、近年の人口増減率を物差しとして活用することは重要となりそうだ。