

● Opinion	不動産は黄金か石ころか	1
● Deal Information	DHRが物流・商業など計13物件を670.9億円で取得	2
● J-REIT Benchmark	住宅特化型のトータルRが再び前月比で悪化、個別分析：HRI	4
● Interview	久光龍彦トータルプレイン 社長	8
● Topics	三井地所がコンパクトオフィス「CIRCLES」を開設、GLPが国内最大規模の物流施設開発ファンドを組成	11
● Focus	不動産投資需要は旺盛なままリートと海外投資家は地方都市も	12
● Fund of Funds	総資産額は4.3%増の4兆3825億円	14

## Opinion

# 不動産は 黄金か石ころか

大谷 咲太

株式会社三井住友トラスト基礎研究所  
 投資調査第2部 主任研究員

企業は空間的な制約がない。活動の拠点はどこでも良い。時代の変化に合わせて業容を自在に変えられ、拡大することも縮小することもできる。千变万化であるがゆえに、加速度的に変化し続ける経済社会では、投資対象として企業の株式は魅力的に見える。ただ、株主が自らの意思を企業行動につなげ、舵を取ることは容易ではない。一方、不動産はその名のごとく、活動の場を変えることができない。不動産投資家はその空間と一緒に生の運命となるが、株主とは違い、建て替えやテナントの入れ替えを通じて、業容を変えることは可能である。東京や大阪では老朽化し競争力が弱まったオフィスビルがホテルへと転換され、外国人観光客で賑わう施設へと生まれ変わる様子を目にする。

地方では、人口減少や高齢化によって使われなくなった不動産が増加している。シャッター通りとなった商店街も多くある。目立つ顕在化していないが、郊外のショッピングモールにおける空き区画の増加、施設の閉鎖もこれから増えてくるだろう。使われなくなる不動産が増えてくることは不動産市場の縮小を意味するのだろうか。

時代を遡ること250年。18世紀の西ヨーロッパでは印刷技術の発達により、貨幣は金貨から紙幣へと代替され始めた。貨幣として持ち運びやすく、鋳造コストもかかる紙が金よりも重宝された。当時は紙幣の誕生によって、金の利用価値は無くなり、石ころのように価値を落とすのではないかと考える人も多かった。現代ではスマートフォンの部品をはじめ、金は様々なものに利用され、紙とは比較にならないほどの価値を持つ。18世紀を生きた哲学者アダム・スミスはこの状況を予見し、紙幣の普及は「空中に馬車道をひくようなもの」と表現した。馬車道を空中に移せば、これまで馬車を通すことしか利用できなかつた土地を自由に使える。それによって土地の価値は高まるのだと。貨幣として金が紙に代替されていなければ、金は現代のような価値を持っていなかつただろう。

不動産はどうか。インターネットの登場により、多くの活動が仮想空間へと移行している。最も仮想空間にその領域を奪われているのは、おそらくショッピングモールであろう。ネット通販に売上を奪われ続け、ショッピングモールはその価値を落とすのだろうか。金が辿ってきた道をみれば、必ずしもそうとは言えない。

全国どこへ訪れてもテナントの顔ぶれがそう変わらない、金太郎飴のように千篇一律なショッピングモールが増殖した。これではネットの侵食は加速するだろう。一方で、シェアオフィスやコールセンターといった就業施設、市役所などの公共施設が商業施設内に入居する事例が見られ始めた。「ショッピング」の機能はネットに譲り、様々な目的で人が集まるモールへと再生しようというのだ。これからは住居やホテルが入ったショッピングモールがあっても良い。使途は自由だ。不動産は場を変えることはできないが、用途を変えることは容易である。商業施設が石ころとなるのか、黄金として輝くのか、まだ道は定まってはいない。



# 「分譲マンションは売値が限界まで上がっている パラダイムシフト起こすために建築費見直しを」

トータルブレイン 久光龍彦社長に聞く

分譲価格の高止まりが続く首都圏のマンション市場。利便性を求める共働き世帯など資金力の高い層を対象に、売れ行きは落ちていない一方で、郊外型ファミリーマンションは厳しさを増している。所得が追いつかないため一般のエンドユーザーが買えない商品となった今、建築費を見直すきっかけにしたいと言う久光龍彦社長に市況の見通しなどを聞いた。



久  
光

龍  
彦

足元のマンション市況をどう見ているのか。

久光氏——今年は厳しい。売値が限界まで上がっている。去年までは売れ行きは悪くなつていながらも、低金利環境が下支えし、まったく売れないわけではなく、時間をかけて売ってきた。この傾向は変わらず、このまま続ければ厳しい状況となるだろう。ただ、私は続かないだろうと考えている。売値をこれ以上上げられないため、建築費を下げいかなければならぬ。現状は、デベロッパーの方が建設会社より立場が弱いため、建築費は下がりにくい。大手、準大手はマンション建築に関心がなく、売り上げをあてにしていない。しかし、マンション専業のゼネコンになればなるほど、受注の先行き不安を感じている。建築費は2012年が一番安く、2018年と比べると建築費と売値が35%も上がっている。この間、低金利でつないでいるものの、それも限界だ。現に、販売現場では竣工までに完売する物件はまずない。竣工後、1年内に完売すればいい。理由は、とにかく売れ行きが悪い。もう1つは、売り出す時期が遅くなっている。昔のような青田売りは通用せず、顧客が他と比較するため現物を見る。デベも、青田売りすると販売経費ばかりかかるので、販売時期を遅らせている。早く竣工の半年前、多くは3~4カ月前だ。

購入者の環境は?

久光氏——売値が35%アップしたとはいえ、それに対応するほど給与が上がってない。とくに、郊外型のファミリーマンションを購入する中小企業の就業者は、全く上がっていない。金利が低い分だけ何とか対応できているのではないか。しかし、良い材料もあり、今は2012年当時と比べて共働き世帯が増えた。だから、共働き世帯を対象にした商品ならば、ペアローンを組むことで購入することが出来る。ある大手デベロッパーの社長と話すと、購入者の約60%が共働き世帯と言っていた。また、シングルが勢い付いている。男女のシングルは、未婚率、離婚率の高まりとともにどんどん増えている。とくに30~40歳代のシングルは、生産労働人口の問題もあり、よほどのことがない限りクビを切られないという風が吹いている。だから、駅近物件を高いローンを組んでも購入する。さらに、相続税対策として親からの贈与が当たり前にになっている。購入者自身の能力では無理でも、親子買いにすれば6000~7000万円のマンションを購入することができる。

高所得層に限られる?

久光氏——マンション市況は二極化しており、今年厳しいのは郊外型ファミリーマンション。所得が追いつかない。都内でも駅遠

物件が厳しい。人気のある城南、城西エリアでも駅から遠ければダメだ。一方、共働き世帯が増えれば、ますます都心立地が求められ、それらの物件が売れている。富裕層はここ数年で株を中心に資産を増やしており、アベノミクスが始まって以降、格差が拡大している。こうした層が、都心で利便性が高く希少性のある物件で、坪1000万円の商品を購入する。デベ各社はターゲットを絞っており、皆同じ動きをしている。

今年の懸念事項は何が考えられるのか。

久光氏——従来ならば、日本経済とマンション業界が連動していたが、今年は日本経済に大きな変化は見込めないなかで、マンション業界は厳しい。大手デベロッパーの着工済未供給、着工予定の素地を合計すると、首都圏だけでも6万戸以上あると言われている。販売予備軍がこれだけあり、皆、値引きしてくるだろう。彼らが仕込んでいる郊外物件は、約15%売値を下げないと、売れる値段にならない。実際に売値を下げてくると思うので、今年の供給量は当初予想の3万7000戸よりも上にいくのではないか。また、東京・晴海の選手村跡地のプロジェクトは、値段を下げていく相当大きなインパクトになる。今年5月から坪270~280万円で販売すると言われるが、品質が物凄くいい。選手村とはいえ、あのプロジェクトは総合開発。2年かけてリノベーションをし、タイプバリエーションを増やし、仕様グレードを高める。小中学校を併設し、商業施設の設置、地下駐車場を整備する。それが、相場から15%程度安く供給されると当然影響は大きい。ただ救いは、引き渡しまで4年かかり、転売禁止になると思うので、実需層に限られるが、売れるだろう。一時

的に顧客の様子見が起こり、この物件が価格革命を起こすのではないか。供給戸数が多いだけに、周辺のみならず23区すべてで影響が大きい。顧客にとっては良くても、デベロッパーにとっては厳しい年であり、売値を下げて何とか凌ぐことになりそうだ。

足元と見通しは?

久光氏——今年は3月までは様子見。現場に聞くと、顧客はいるものの決まらない。去年は顧客は少なかったが歩留まりがよかった。4月以降は様子が変わってくる。売値を下げることが起こるし、5月は選手村跡地の販売が始まることになる。大きな意味で、マイナス要素があるが、売値が35%も上がったということは、買える限界を超えたということ。だからデベから建設会社に対して値段交渉が始まる。去年までは目立たなかった。売る側も利益を落とすので、建設会社も落として売れる値段にするよう協力を求めている。分譲マンション市場にはマイナスとプラスの要因があるなか、売値が下がれば、供給量も増え売れ行きも上がる。この1年は整理の年になるのかもしれない。

今後、郊外型マンションはどうなるのか。

久光氏——人口が減少するなか、マンション供給が3~4万戸となると、郊外部は厳しいのではないか。生活形態が専業主婦時代から共



●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、長谷工コミュニケーションズ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）。

「分譲マンションは売値が限界まで上がっている  
パラダイムシフト起こすために建築費見直しを」  
トータルプレイン 久光龍彦社長に聞く



働き時代に変わったので、どうしても郊外だと仕事がなく、子供を預かってくれるところもない。ただ、横浜、川崎、浦和、さいたま新都心などは郊外とはいわない。また、沿線力によってマンションの売れ行きが変わる。例えば田園都市線沿線は売れていない。価格が高いことと、坂が多いことが影響している。昨年の不動産経済研究所のデータによると、都区部で売り出したマンションの52%が駅徒歩5分以内、10分以内だと92%だ。埼玉は5分以内が21%しかない。郊外エリアは駅近での用地取得が難しいのだろう。今の傾向として、まずは駅から近くなければだめだ。マンションの原点であり、昔と違って、環境は二の次。共働き世帯を中心なので、部屋の向きは気にしない。駅から近い、買い物など利便性を求める。かれらは車を持たないため、年間可処分所得が100万円は変わり、2000万円以上ローン借り入れが上乗せできるため、坪単価が100万円高くても購入することができる。

#### 郊外は厳しい?

久光氏——郊外は基本的に顧客が少なく、価格が合わない。今後、1都3県でもかなりの部分は市場として消滅し、エリアが狭まつくるのではないか。供給エリアが埼玉県全体、千葉県全体ということはなくなり、神奈川県も県央、都下の奥などは、安定供給する意味でマンション市場とは言わなくなるだろう。

#### デベロッパーが注力すべきことは何か。

久光氏——はっきりしているのは、マンション価格が土地の価格で上がったのか、建築費で上がったのか、両方なのか見極めをすること。土地価格で上がったのならば、将来売却時にキャピタルロスは出ない。この点は顧客の方が

わかっていて、値上がり期待感のある土地かどうかを、顧客がデベロッパー以上に見極めている。デベロッパーは、そうした土地で事業を進めなければならない。しかし、マンション適地はそれほどないため、大手以外は、マンション事業以外にポートフォリオを多様化せざるを得ない。1ルーム、1LDKまで大手が手掛け、土地の情報、資金調達能力が勝るなか、金融環境が締まったら、中小のデベロッパーは事業の継続が難しくなる。分譲マンション市場は、ますます寡占化が進むのではないか。

#### 価格が上がり過ぎた。

久光氏——去年は人気のある土地とそれ以外との価格差が大きく開いた。今や売れるマンションとは、特殊な顧客のみがターゲットで、一般のエンドユーザーが買えない商品になった。売値は限界を超えていたため、価格を15%程度下げれば一般的な顧客層でも手が届くが、そのためには建築費が相当痛めつけられるため今いまでは難しい。ただ、ここでパラダイムシフトを起こすためには、建築費を見直す必要があるのではないか。建設会社は労務費が上がったことを理由に、自らの利益率も上げている。建築費はここ数年上がりっぱなしで、建設会社も工夫をして建築費を下げて、マンション業界に協力していくべきだ。分譲マンションが限られた層だけが購入できる商品と割り切ることが出来ないわけではないが、最大ボリュームゾーンと向かい合わなければ、マンション業界は成り立たない。かつてはデベロッパーが1人勝ちし、今は建設会社が1人勝ち、いつもエンドは1人負け。もうそんな時代ではない。今年は建築費を見直すきっかけにしたい。