

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 15,200 円 (税別)
 月3回発行

● Opinion	軍用地投資の現実	1
● Deal Information	Ascottリートがレジ18物件をブラックストーンに120億円で売却	2
● J-REIT Benchmark	事務所特化型のトータルRの悪化傾向が顕著、個別分析：JRF、LLR	4
● Interview	田島正彦ーケネディクス不動産投資顧問 社長	8
● Topics	ADRは年率5%成長を予測/香港と日系のPE投資会社がベトナムデベに投資	11
● Focus	存在感強める中古マンションー規模逆転した首都圏市場を見る	12
● Fund of Funds	総資産額は2.8%減の6兆1194億円	14

Opinion

軍用地投資の現実

小林 秀二

不動産金融工学研究所代表

土地価格に絡む政治問題が続いているが、私が気になったのは3月に公開されたある参議院議員の「資産等報告書」である。この先生は自衛隊の那覇基地と米軍の嘉手納基地の土地を所有するいわゆる「軍用地主」であった。「軍用地」とは米軍以外の自衛隊関連も含んだ通称である。政治の話はさて置き、この件を投資という面から見てみよう。

その議員事務所によると、相続等ではなく純粋な資産運用目的であると回答している。県外の人からすると驚くかもしれない。たしかに沖縄を歩くと「軍用地求む」というビラが貼ってある。聞けば県外からの客も絶えないとのこと。ある意味、国との取引であるから堅実な投資としてリーマン・ショック以降に人気になっている。地元の金融機関の担保評価は高く、琉球銀行や沖縄銀行には「軍用地ローン」がある。固定資産税等は比較的安く、管理は国が行ってくれる。換金性はすぶる高い(「売ります」のビラはない)。各地主は国と賃貸借契約を結ぶ。年間地代は、国と沖縄県軍用地等地主連合会(土地連)の一括交渉で決定される。毎年の概算要求に合わせ防衛施設庁(那覇施設局)と折衝し、地代は国から毎年8月に1年分が、12月にその年の値上がり分が振り込まれる。歴史的な経緯から地代は地価評価×6%からスタートし以降もこの水準が残ることになった。なお、土地連は任意加入であり、地代の0.2%の年会費が必要である。

地代総額はほぼ右肩上がりに上昇し続けており、沖縄県「県民経済計算」をみると自衛隊関連を除いても年間900億円近く、関連する経済効果は1600億円以上(「(一)沖縄県軍用地等地主会連合会」2015年報告書)となる。米軍基地の民有地は約3分の1であるが地主数は約4万2000人おり、そのうち県外・海外の人や基地反対派の一坪地主が3000人程度いる。1000万円以上を得る地主は3%を超える。沖縄県の高額納税者の中にはこうした軍用地主がおり、有名なのは嘉手納基地に約110万坪を保有しているT氏で、受取地代は年間約20億円とされる。

取引は紙上で現地は見えない。地元不動産業者のサイトや海邦総研「駐留米軍用地取引の現状」などのレポートを見れば取引水準がわかるが、興味深いのは地代倍率で表示されていることである。つまり収益還元価格で取引されており、これは総合キャップレートの逆数である。完全に金融商品化されているわけだ。たとえば嘉手納飛行場35倍とあれば利回り2.86%であり、これは国債利回りに加え、返還可能性等をスプレッドとして考慮して決まったことになる。ただし、グロスの利回りであるから前述の固定資産税や交渉費、仲介料等の運用コストを引いて考える必要がある。もし普天間飛行場が27倍であれば85ベースポイントほど高いから、普天間の返還の可能性の方が高いと評価していることになる。倍率が高いほど手堅い投資となる。実際、嘉手納で細かく見ると滑走路やその脇、T氏の持つ弾薬庫辺りの土地が高い。返還され難いからだ。

人々は評価時点までに得た政治的な情報、返還後の利用価値(リゾート施設等)を総動員させて判断している。効率的市場なら倍率の中に全てが織り込まれている。国際情勢は刻々動いているから、金利だけでなく将来予想や心理も含めその数値も動く。有事の懸念で倍率は上がる。逆に平均スプレッドを観察すれば地政学リスクを測ることもできる。



存在感強める中古マンション —規模逆転した首都圏市場を見る

2016年、首都圏の新築マンションの供給戸数を、中古マンションの成約戸数が上回った。新築マンションの契約率を考えれば、その差はさらに広がっている。首都圏でマンションを購入するメインは中古に移ったことになる。市場規模が逆転した首都圏マンション市場の現状をデータを使いながら検証する。

**新築マンション購入者の30%超が中古も検討
総取引件数が減る中、中古の比率が上昇へ**

新築マンションの購入に際し、中古マンションを同時に検討する顧客が増えている。国土交通省がこのほど明らかにした「平成28年度住宅市場動向調査」によると、新築の分譲マンションを取得した世帯が、購入前に比較検討した住宅の種類を聞いたところ、同じ新築分譲マンションが78.8%（前年調査比6.9P減）だったのに対し、「中古マンション」が31.8%（7.1P増）へ伸び、中古マンションへの関心が高まっている実態が明らかになっている。平成24年度調査では18.6%にとどまっていたため、アベノミクス後に13.2Pも上昇したことになる。しかも中古マンションの取得理由が、「価格が適切だった」（71.6%）が最多だったことは当然として、「立地環境が良かったから」（59.0%）が続き、しかも立地環境については7.3Pも伸びており、マンション市場における、いわゆる「新築信仰」は薄らぎ、不動産としての価値を見極めていることがわかる。新築マンションの供給戸数が抑えられ購入時の選択肢が狭まっていることと、建築費の高騰から分譲価格が高止まりしており、勢い、中古マンションへ顧客が流れている。ただし、新築マンション購入者が中古を選ばなかった理由として「新築の方が気持ち良い」（65.3%）が圧倒的に多いことに加えて、「リフォーム費用などで割高になる」（30.1%）、「隠れた不具合が心配」（27.5%）

など、中古特有の事項に懸念を示す層が存在することも注意すべき点である。

マンション取引において中古マンションの位置づけはどうかとなっているのか、全国のマンション売買は、消費増税前の駆け込み需要が膨らんだ2014年第1四半期の9万6570戸をピークに、2015年、2016年は概ね横ばいへ推移。2016年第4四半期では9万1068戸、年間37万件程度に上る。三井住友トラスト基礎研究所の竹本遼太副主任研究員は、「これを新築と中古に分けてみると、それぞれ異なる動向を示している」と指摘する。国土省が毎月公表するマンション（区分所有）の「不動産取引件数・面積」を中古マンションの売買件数と考え、それ以外のマンション等取引を新築マンションにかかるとみる売買取引の場合、2015年第3四半期を境に、新築と中古のトレンドが逆を向いている。ピークだった2014年第1四半期は新築5万4383戸、中古4万1287戸、2015年第1四半期に両者は底を打ち反転するが、2015年第3四半期を境に新築は減少する一方で中古は増加を辿り、2016年第4四半期に新築3万6682戸に對し、中古は4万4329戸だった。新築マンションの取引が減少している一方、中古マンションの取引が増加基調にあることについて、竹本氏は「消費者が中古マンション購入に流れている様子を示唆する」と指摘する。景気が良くなれば新築も中古も売れ、悪くなると売れない。しかし、新築供

給が減っている環境下で中古成約が増えていることは、これまでのトレンドとは明らかに違う。この状況を支える背景には、中古市場の拡大を後押しするインフラが整ってきたことも大きい。検索サイトが充実するなどソフト面でのサービスが浸透しているほか、リフォームやリノベーション、インスペクションといったハード面でのサービスが広がっていることも大きい。

このハード面での充実については、前出の「不動産取引件数・面積」から見ることができる。中古マンションの取引件数を「個人間売買」、「個人」と法人間の売買」、「法人間売買」に分けてみると、2016年から個人と法人間の売買が伸び、個人間売買を上回っている。これはリノベ、再販業者が一旦個人から買い取り、リノベ後に再販するなど、リノベ物件が相当規模で増えていると見られている。

**若年1次取得者に中古のネガティブ感はない
新築と中古の価格差が50%超のエリアも**

共働き世帯が増え、子育てが伴うと、安値を求めて超郊外へ出ていくことは現実的ではない。中古マンション市場が急激に伸びる要素の1つである。トータルブレインは今の若い1次取得のユーザーは、中古に対してネガティブな感覚はなく、立地と割安感を正当に評価するため、中古マンションの存在感が高まっていると話す。中古に限らず、新築でも城東エリアでの引き合いが増えていることが、その状況を表している。また、インスペクション技術の向上や中古物件の情報開示、優良住宅認定制度、瑕疵担保保険や保証制度など中古マンションの商品としての信頼性も高まっている

る。住宅ローンにおいても、リフォーム費用も同時に組めるなど、ユーザー寄りになった中身が充実してきている。割安感で言えば、中古マンションは新築と比べて、25～50%も割安であり買いやすい価格水準にある。トータルブレインが、駅徒歩6～9分に立地し、中古は2016年に成約した築11～20年、新築は2015～2016年供給を条件に両者の価格差・単価ともに約35%前後の差・難幅があった。新築の価格高騰により、中古との価格差・難幅が拡大している。神奈川県では、同30～35%の差・難幅だが、利便性の高い横浜、川崎市では、25～30%程度で、県央部などでは45%程度に拡大している。埼玉エリアは同40%程度、利便性・人気が高いさいたま市、川口市、戸田市でも35～40%と大きく、他エリアと比べて中古が割安に取引されている。三郷市は50%前後と価格差は大きい。千葉エリアは、市川市、柏市、千葉市の一部を除き、難幅が45～55%と新築の半値近い価格水準にあり、割安感は大い。

中古マンション市場は、全国で600万戸を超え、首都圏では250万戸程度と推定されている。現在、景気が決して悪いわけではなく、建築費が急速に下がることが想定されない以上、新築の買いにくさは続く。1次取得者の年も大きく増えないなか、今後も中古マンション市場はさらに市場拡大が予想される。そのため、流通仲介業務や買い取り再販、リノベーション業など、「中古マンションを取り巻くマーケットが、デベロッパーにとって、今後ますます大きなビジネスフィールドになっていく」（トータルブレイン）と見ても不思議ではない。