

「東京、大阪、名古屋の賃貸マンション市場における賃料プライシングに与える属性の影響度に関する調査分析報告」

1. 調査分析の背景とその目的

日本の各都市に存在する住居系の賃貸マンション市場は、従来の考え方ではそれぞれの地域に独立した市場として存在し、各市場の特性は互いに影響しあう事なく、市場の歴史・投資環境等の地域固有のファンダメンタルズによってその特性が形成されていると考えられてきた。それはまず賃借人の立場から、単純に東京のマンションの賃料と大阪のマンションの賃料とを比較して、安い方の賃貸マンションを選択するといった市場の代替性が無い事からこのように判断されてきた。あくまで東京に住む目的があって、初めて東京の市場の中で賃貸マンションを選択するのであって、各都市の賃貸マンション市場間には代替性がほとんど無いからでもあった。一方賃貸マンションに投資をする投資家サイドの問題を見ても、遊休地の利用、相続対策、節税対策等の目的の範囲においては、市場を戦略的に選択する投資は少なく限られていた。しかし資産ポートフォリオの中でオルタナティブな投資に対する関心が高まる中で、専門的なアセットマネジャーだけでなく個人レベルの小ロットの投資家においても、より高い利回りを求めて、いろんな市場の特徴のデータがほしいというニーズが出始めている。

伝統的なポートフォリオ理論の考え方によると、地域分散投資はリスク低減効果があるはずである。このようなりリスク低減効果を求める上では、投資家は都市間の市場の特性を把握するニーズが本来あるはずである。しかし従来、特に賃貸マンション投資においては、日本全国に地域分散する不動産投資戦略はとられてこなかった。確か

にリスク分散の考え方からは、地域に分散させるポートフォリオの考え方は理論的であるが、現実には日本の地域に分散する事によって実現するリスクの低減はあまり効果が期待できていない。シンクタンク各社から公表されている不動産総合収益率を東京、大阪、名古屋、仙台、札幌、福岡等でポートフォリオを組、何らかの収益率を設定して、その条件下でリスクを最小にする組み合わせをエクセルシート等を使って試算してみると、主要都市間の東京と大阪又は名古屋ではなく、東京と地方都市との組み合わせになるⁱ。日本の特徴でもある、東京、大阪、名古屋、地方都市はこの順番で時系列の相関性が強い現状では、相関性の低い（もしくは逆）都市を探して組み合わせようとするポートフォリオ理論の考えにおいて、相関性が少ない対極に位置する東京圏と地方都市の組み合わせになるのは当然である。しかし現実には、最近多く組成されている不動産ファンドに取り込まれる不動産の地域は、東京圏が中心となつてはいるものの、大阪圏、名古屋圏等の大都市圏への分散にも広がっている。この点をファンドマネジャーにヒヤリングすると、日本では分散によるメリットより、分散によるデメリットの方が大きく、利回りがよく上質のマネージメントがなされている物件を求めれば、東京だけでなく大阪・名古屋市場に存在する魅力ある物件を見過ごすことはできないとの見解である。ましてや過去の経験から東京一極に過剰投資が行われることを避ける意味でも、常に代替的な市場を用意しておく考え方は非常に重要である。

従来と異なり不動産ファンド等の出現により、このような新しい投資スタイルが求

める戦略から、結果的に東京圏、大阪圏、名古屋圏等の市場に投資が分散される傾向にある。実際、市場間に裁定機会が存在する実証研究も既に登場しているⁱⁱ。このような不動産投資市場の新しい潮流の変化は、市場間の裁定機会に対する投資行為にしても、ファンドの地域分散にしても、本来の分散によるリスクの低減が目的ではなく、より高いパフォーマンスの実現を求めた行動の結果である点である。より高いパフォーマンスが求められる背景には、日本の不動産投資市場に市場原理の仕組みが急速に浸透してきた事にもよる。日本の投資不動産市場に市場原理を導入するきっかけとなったのが、不動産の証券化の一番の功績ともいえよう。Kerry D.Vandell 氏の論文ⁱⁱⁱを引用するなら、証券化の本質的な意味合いを、商業不動産市場における“public”を作るのではなく、市場での様々なファンダメンタルによる倒産リスクを反映したプライシングをする事が公的性を示すのであるとしている。セキュライゼーションの重要性は公開そのものではなく、市場での公開にふさわしいプライシングのあり方にあるということである。こう言った理由から今ファンドを組成するアセットマネジャーの東京以外の市場の特性データに関するニーズが非常に高い。このようなニーズに応えるためにも、市場のプライシングがどのような属性によって影響を受けているかを調査し比較分析する事は、新しい投資スタイルにとって重要な情報となる。今回この報告書では、東京、大阪、名古屋のそれぞれ3市場において、どのような属性に影響を受けて賃料がプライシングされているかを調査分析してみた。この分析が、日本の不動産投資市場の進化を促進させ、経済厚生に貢献する投資成果があげられる事に役立つ事を目的としている。

2. データ

東京 23 区、大阪 24 区市内、名古屋 16 区市内の賃貸マンションをサンプル対象として、インターネット、民間の賃貸マンシ

	度数	最小値	最大値	平均値
実質賃料	7265	21333	592064	83569.6
m ² 数	7265	9	217	33.8
築年数	7265	1	50	14.1
徒歩時間	7265	1	30	6.9
階数	7265	1	54	5.9
グレード	7265	0	20	7.0

ョン情報誌^{iv}から抽出した標本サンプルを採用。サンプル総数 7265 サンプル^v (東京 3230 サンプル、大阪 1888 サンプル、名古屋 2147 サンプル、調査時点 2005 年 1 月中)。実質賃料を非説明変数として、m²数、築年経過年数、主要駅からの徒歩距離、グレード、建物の階建数を説明変数としてヘドニック法にて分析。

実質賃料 R の定義

$$R = MR + A/m + SD \times i/12$$

R : 実質賃料 MR : 名目月額賃料 m : 回転月数^{vi} i : 想定市場金利 2%

A : 礼金償却金等の一時金

SD : 敷金、保証金

ヘドニック法によるモデル式

実質賃料 = 定数項 + a × m²数 + b × 築年経過年数 + c × 徒歩分数 + d × 階建数 + e × グレード f × 大阪ダミー + g × 名古屋ダミー + h × (大阪ダミー × m²数) + i × (大阪ダミー × 築年経過年数) + j × (大阪ダミー × 徒歩分数) + k × (大阪ダミー × 階建数) + l × (大阪ダミー × グレード) + m × (名古屋ダミー × m²数) + n × (名古屋ダミー × 築年経過年数) + o × (名古屋ダミー × 徒歩分数) + p × (名古屋ダミー × 階建数) + q × (名古屋ダミー × グレード) + 誤差項

m²数 : 専有面積

築年経過年数 : 新築を 1 年とし築後の経過年数

徒歩分数：徒歩分数は地下鉄、鉄道の主要
 駅からの徒歩分数
 階建数：物件建物の地上階数

都心：(東京都心区：港区、新宿区、渋谷区、品川
 区、千代田区、中央区 大阪都心区：西区、北区、
 中央区、天王寺区 名古屋都心区：中区、東区、
 千種区) 周辺区：都心区以外の区

	係数B	係数β	t-Stat	有意確率
(定数)	25539.1		14.4	0.00
m ² 数	2205.6	0.937	92.9	0.00
築年数	-434.6	-0.108	-11.1	0.00
徒歩時間	-726.3	-0.074	-9.3	0.00
階数	1764.1	0.158	16.6	0.00
グレード	1323.2	0.108	8.4	0.00
大阪ダミー	-10570.0	-0.120	-4.0	0.00
名古屋ダミー	-4967.9	-0.059	-2.0	0.05
大坂ダミー*m ²	-727.6	-0.324	-20.8	0.00
大坂ダミー*築年数	-130.7	-0.025	-2.0	0.05
大坂ダミー*徒歩	361.5	0.029	2.5	0.01
大坂ダミー*階数	-764.1	-0.074	-4.5	0.00
大坂ダミー*グレード	316.7	0.023	1.3	0.20
名古屋ダミー*m ²	-957.1	-0.496	-29.5	0.00
名古屋ダミー*築年数	-111.9	-0.023	-1.8	0.07
名古屋ダミー*徒歩	278.6	0.026	2.1	0.04
名古屋ダミー*階数	-737.6	-0.060	-4.1	0.00
名古屋ダミー*グレード	-623.2	-0.057	-3.0	0.00

東京、大阪、名古屋の市場を
 都心区と周辺区とに分けて市場
 にオフアされている実質賃料を
 非説明変数とし、属性 (m²数、
 築年数、徒歩分数、階建数、
 グレード) を説明変数として回
 帰分析を行った。調整済み R²
 78.1%。大坂ダミー*グレード、
 名古屋ダミー*築年数において
 若干有意差が認められないもの
 の概ね差があるものとして推定
 結果を用いる。プライシングに
 おける属性の影響度を検討する

グレード：物件のハード面の設備^{vii}或いは
 コンビニが近くにあるなどの利便性の特徴
 等を 0-12 等級に簡易区別

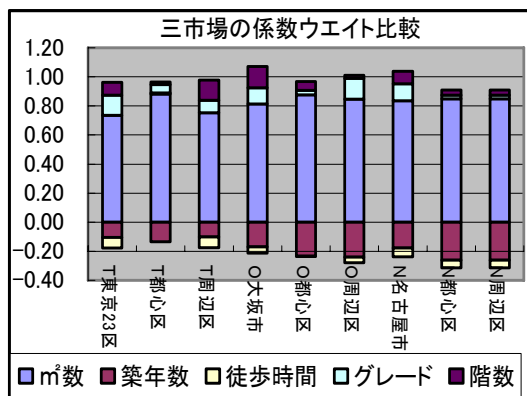
3. 推定結果及び分析

図表 3 東京大阪名古屋 3 市場の標準化係数
 の比較 (SPSS)

指標として、推定結果の通常の回帰係数で
 はなく標準偏差によって各データを標準化
 した推定結果である係数値βを使用した。
 それぞれの影響度のマイナス係数、プラス
 係数がわかるように棒グラフで表した。築

	T東京23区	T都心区	T周辺区	O大坂市	O都心区	O周辺区	N名古屋市	N都心区	N周辺区
m ² 数	0.74	0.88	0.75	0.81	0.88	0.85	0.84	0.85	0.88
築年数	-0.10	-0.13	-0.10	-0.17	-0.23	-0.24	-0.18	-0.26	-0.14
徒歩時間	-0.07	0.01	-0.07	-0.04	0.00	-0.04	-0.06	-0.05	-0.04
グレード	0.14	0.06	0.09	0.11	0.03	0.14	0.12	0.02	0.06
階数	0.09	0.02	0.14	0.15	0.06	0.02	0.09	0.04	0.09
調整済R ²	0.70	0.86	0.73	0.83	0.86	0.84	0.80	0.83	0.82

図表 3-1 三市場係数ウェイト比較



年経過年数は経年数が増えるほど賃料は安
 くなるはずである。同じように主要駅から
 の徒歩距離は多くなれば賃料が安くなるは
 ずである。従ってこれらの属性は概念上マ
 イナスの部分に位置する事になるはずであ
 る。推定結果の図表 3 において網掛け太枠
 数字は何れも有意確率 5%以上である。図
 表 3-1 で棒グラフの比較図にしてある。縦
 軸の 0 値以下がマイナス係数のウェイトで

ある。㎡数つまり面積が賃料決定に非常に大きな影響力を持っている事が観察できる。反対に主要駅からの徒歩分数が他の属性の影響度より比較的小さい事が観察できる。また各市場の違いを見てみると、東京では築年数が賃料に影響を与える割合が大阪、名古屋に比べて少ない。更に名古屋は大阪よりこの属性が賃料に与える影響が高い事が観察できる。東京、大阪の都心区においては徒歩分数が明らかに有意確率が高く、主要駅からの徒歩分数のプライシングに与える影響が非常にあいまいである事が言える。これら都心区では、隣接する駅の徒歩圏がすぐにオーバーラップしてしまう状況にあり、不動産立地の要素が複雑に入り組み、賃料のプライシングに明確な影響を与えなくなっている状況が考えられる。図表4各市場の属性の相関マトリクスを見ても、どの市場の徒歩分数も他のどの属性とも相関性が低く、駅からの立地と言う概念が東京、大阪のような大都市では非常にあいまいになっている。相関性が低い中で最も多少逆相関性があるのが物件の階建数である。駅から離れるに従って階建数が若干減る傾向が見られることを意味している。

図表4 各市場における属性の相関係数

東京	実質賃料	㎡数	築年数	徒歩時間	階数	グレード
実質賃料	1.00					
㎡数	0.79	1.00				
築年数	-0.23	-0.05	1.00			
徒歩時間	-0.09	0.04	0.06	1.00		
階数	0.38	0.22	-0.23	-0.21	1.00	
グレード	0.42	0.27	-0.61	-0.10	0.42	1.00
大阪	実質賃料	㎡数	築年数	徒歩時間	階数	グレード
実質賃料	1.00					
㎡数	0.84	1.00				
築年数	-0.24	0.04	1.00			
徒歩時間	-0.05	0.06	0.05	1.00		
階数	0.36	0.18	-0.22	-0.21	1.00	
グレード	0.39	0.14	-0.49	-0.17	0.37	1.00
名古屋	実質賃料	㎡数	築年数	徒歩時間	階数	グレード
実質賃料	1.00					
㎡数	0.85	1.00				
築年数	-0.22	0.01	1.00			
徒歩時間	-0.02	0.09	-0.01	1.00		
階数	0.31	0.15	-0.13	-0.22	1.00	
グレード	0.21	0.01	-0.38	-0.13	0.38	1.00

図表4より、東京では築後経過年数とグレード等級数との間に明確な逆相関性(-0.61)が見られる。この逆相関は東京から大阪(-0.49)、名古屋(-0.38)へ行くにつれて弱くなる事も観察できる。東京では徒歩分数、築年数が賃料のプライシングにそれ程影響しない分、付帯価値或いは設備等によるグレード差別化戦略を新築の段階で取り入れてプライシングに反映させていると考えられる。そしてこれらの差別化となるグレード等級は築年数に対して逆相関をしていることから、築年数が経年劣化として直接賃料に影響を与えるのではなく、築年数を重ねることによってグレードの評価価値劣化という形を経て賃料に影響を与えていると考えられる。グレード等級数と築年経過年数との間が逆相関が明確であると言うことは、築年数の経過したものに対して再投資によりグレードをアップいわゆるバリュウアップ戦略が市場ではミンチで着ない状況にあるといえよう。この逆相関現象は大阪から名古屋にいくにしたがって弱くなる事が観察できる。

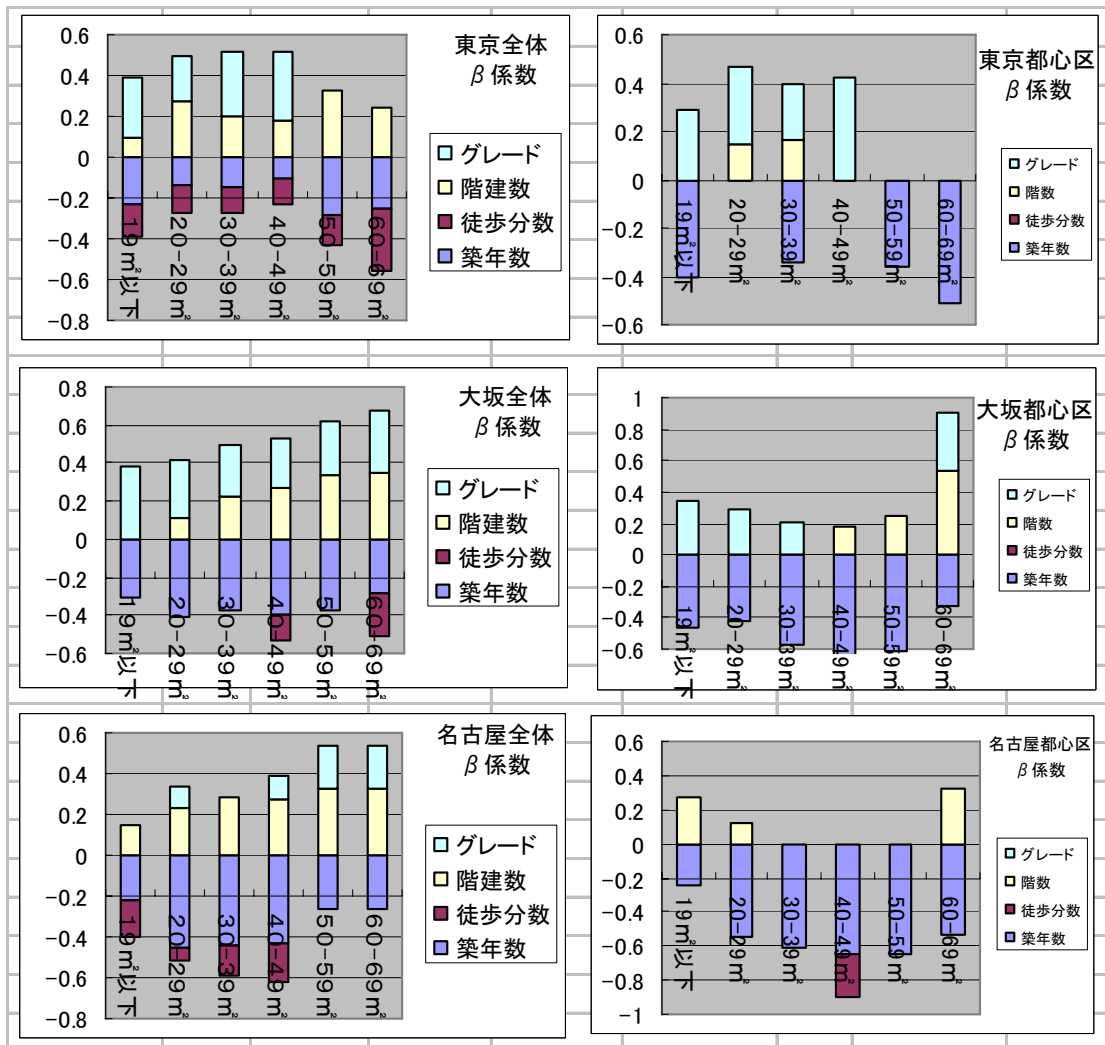
図表5では更に詳しく市場を都心区と周辺区とに分けて、賃貸マンションの㎡数の規模別による比較を行った。賃料プライシングに一番大きな影響度をもっていた㎡数を規模別に分けると、3市場の他の属性の影響度が、より特徴的となっている事が観察できる。東京ではグレード、階建数がプライシングに対する影響度が非常に大きなウエイトを示している。特に東京の市中の不動産業者が取り扱う賃貸マンションの主力クラスである49㎡まででは、グレードが非常に大きな影響度を持っている事が観察できる。東京の都心区においては、徒歩分数、階建数などの属性が有意確率で信頼できる水準を確保できない状況にある。これらの属性の概念が市場

の中で明確なポジションを持っていないといえよう。

大坂と名古屋は全編的なグラフの形状が似た状況にある。大坂と名古屋の違いは、主要駅からの徒歩分数がプライシングに与える影響度と、グレードと階建数のウエイトである。階建て数が両市場とも㎡規模が大きくなるに従って、つまりファミリータイプになるに従ってその影響度が高くなっている。大坂の方が名古屋よりグレードの影響度が高い事も観察できる。特に都心区では名古屋ではグレードの影響度は見られ

ず、もっぱら築年数による影響度が大きい事が観察できる。図表 5 から言える事は、グレードのようなプロパティマネジメントによる戦略的な属性は東京、大阪のほうが影響度が高く、名古屋は低い。反対に築年数のような属性は比較的東京から大坂、名古屋と行くに従って影響度は大きいといえよう。グレードは設備その他使い勝手の便利性、近接するコンビニなどの有効施設等の付加価値を意味する。オートロック等の占有設備だけでなく、建物施設内にコインランドリーを設ける、コンビニエンスストアを1階に誘致する等戦略的な付加価値を意味する。市場規模から判断するに、当然大阪名古屋より東京の方がプロパティマ

図表 5 東京大阪名古屋3市場の規模（㎡数）別属性の影響度



ネジメントの業者が多く存在するはずである。このような付加価値が評価される市場であるからプロパティマネジメントが育つのか？プロパティマネジメントが多いから付加価値が高く評価されるか？どちらも考えられるが、グレードの差の価値を見出しプライシングに大きな影響力を持っているという事は、その価値の多様性を評価できると言う点について、市場の市場原理が進んでいるともいえよう。

4. 調査の分析総括と今後の課題

今回賃料のプライシングにおける各属性の影響度を分析した結果、3市場全般的において主要駅からの徒歩分数が賃料に与える影響度は小さい。特に都心においては不動産立地の概念が不明確になっている事が観察できた。徒歩分数、築年数などの影響が少ない市場では逆にグレード等の付加価値の影響力が大きい。特にそれは市場競争の激しいある意味で市場の進化している東京の都心の市場でより明確にこの傾向が見られる事が観察できた。市場の成長過程において、競争が非常に激しく進化した市場では不動産ビジネスのアンバンドリンクが生じるものと考えられる。まさしく東京ではプロパティマネジメント、リーシング、コンバージョン等ビジネスの業態が大阪、名古屋等他の市場より成長している。プライシングは競争戦略の最も重要な要素である。東京市場におけるプライシングが激しい市場競争にさらされ、築年数、徒歩分数とは別に競争差別化するグレード等に大きく影響力を持っている。ビジネス戦略として、逆にグレードの差別価値にまだ市場が反応していない市場に、プロパティマネジメント技術を集中的に投入することによって差別化された付加価値を提供して、新たな競争優位的なポジションを得、高いパフォーマンスを得る可能性があると考えられる。

今回の調査による属性の影響度が、本当に賃貸人のニーズに基づいて影響しているのか？流通市場における仲介業者のプライシングに対する戦略の問題からこのような結果になっているのかは明言できない。最近市場の成長にあわせて様々な業態の仲介業者が市場に登場してきた。零細不動産業者を業務提携によってチェーン店化する企業、或いは一つの仲介専門の企業が急成長した形態等がある。主要駅前に従来からあった駅前不動産が殆んど姿を消して、これらの広域仲介業者に取って替わられているエリアが、どの市場にも急増している。プライシングは販売戦略の大きな要素でもあり、流通市場の寡占度が属性影響度にどのような影響を与えるかも今後分析する必要がある。同様に不動産投資市場におけるファンドの存在の今後の動向しだいでは、ファンドが要求する何らかのデファクトスタンダードのようなものが各市場に登場するかもしれない。今後、市場における新しい投資形態としてのビークルの動向と、市場におけるリーシング、プロパティマネジメント業者のマーケティング動向の影響に関する分析を行う必要がある。

i 川津昌作 (2004) 「不動産投資戦略」 清文社 104 頁

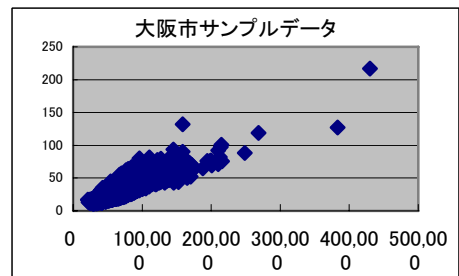
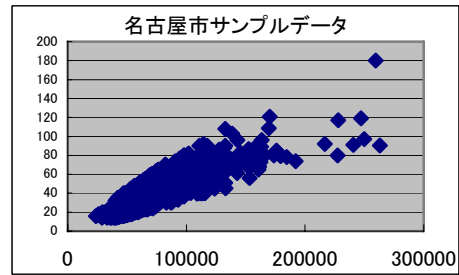
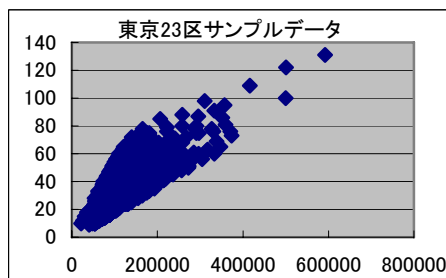
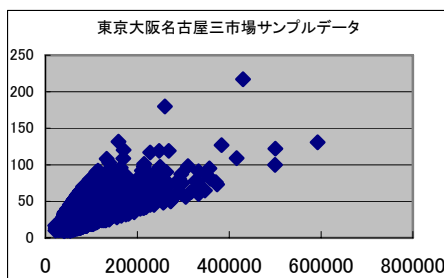
ii 不動産投資市場研究会 (委員長: 早稲田大学大学院 川口有一郎教授) 研究報告「不動産投資市場における裁定機会とリスク特性に関する実証分析」

iii Kerry D.Vandell

「STRATEGIC MANAGEMENT OF THE APARTMENT BUSINESS IN A 'BIG REIT' WORLD」 (1998) University of Wisconsin Center for Urban Land Economic Research in its series Wisconsin-Madison CULER working papers

iv インターネット: アットホーム、雑誌: リクルート社、ミニミニ、ニッショウ、アットホーム、アパマンショップ、賃貸住宅ニュース社

v データをそれぞれ、属性別に散布図を観察しはずれ値と想定されるものを除外している。



vi 回転数の目安 部屋の間取りにより、各市場の仲介業者にヒヤリング調査を行い、1 借借人当りの基準回転月数を設定
 $1R \cdot 1K30$ ヶ月+ α $2LK45$ ヶ月+ α
 $3LK60$ ヶ月+ α

vii 給湯 シャワー エアコン EV オートロック CATV フローリング TV ホン シャンドレ 追焚 インターネット カードキー 浴室乾燥 B/T SK CS ペット 有線 室内洗 宅配 B 管理人 ウォシュレット 光ケーブル 食器洗浄器 TV 等