

賃貸住宅市場はディフェンシブ性を維持できるか？

～ 稼働率はコロナ禍前の水準まで回復する見通し ～

2022年10月24日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆賃貸住宅は、コロナ禍におけるディフェンシブアセットとして、多くの投資家に選好されている。しかし、賃貸住宅需要の増減要因だと考えられる転入超過の動向はコロナ禍で大きな影響を受けている。こうした現象により賃貸住宅市場はどのような影響を受けたのか、またその市場動向は今後どうなるのであろうか？

◆賃貸住宅の賃料単価は、コロナ禍においても概ね横ばいで推移しているものの、稼働率については、下落傾向がみられている。特に、コロナ禍では東京都心のシングルタイプの稼働率の下落が相対的に大きいものの、地方エリアでは下落幅は小さい。またファミリータイプについては東京都心部についてはシングルタイプと同様に下落傾向がみられるが、地方エリアについては下落がみられない。

◆稼働率の下落が相対的に大きい東京に着目すると、転入超過数と賃貸住宅の稼働率には相関がみられ、過去の動向を前提とすれば、転入超過数が増加（減少）すれば、稼働率は改善（悪化）すると考えられる。また、有効求人数と転入超過の主な増減要因である転入者数の間には正の相関があり、仮に、有効求人数が増加した場合、転入者数はタイムラグをもって増加する可能性が高い。

◆2022年度中に経済活動の正常化がさらに進展すると予想され、「全国旅行支援」やインバウンドの受け入れ緩和等が本格化すれば経済成長率にプラスに寄与し相対的に高い成長率となるであろう。今後、マクロ経済の回復に下支えされ、有効求人数もさらに増加すれば、転入超過数も増加し稼働率も上昇する可能性が高い。今後5年間でみた稼働率は、増加傾向が継続し、概ねコロナ禍前（2019年）の水準まで回復する見通しである。ただし、マクロ経済の見通しについては、量的引き締め（QT）に伴う米経済の急減速、資源高などの下方リスクもあり、こうした前提のもとでは、賃貸住宅の稼働率に下方圧力がかかる可能性もあることに留意する必要がある。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではない。

1. はじめに

コロナ禍はホテル・商業施設を中心として、そのNOIの源泉となる売上高や賃貸収入に甚大な影響を及ぼした。J-REITにおける投資口価格の推移をみてもホテル・商業施設を中心としたポートフォリオ構成となっている銘柄については、コロナ・ショックによる価格の下落が大きくなった²。これに対して、賃貸住宅に特化したJ-REIT銘柄については、コロナ禍における投資口価格の下落は相対的に小さく、コロナ禍前比でみて6割程度の水準までの下落に留まった³。賃貸住宅はホテルや商業施設等と異なりコロナ禍の影響が相対的に小さいことから、賃貸住宅銘柄の下落率が低く、その回復も早くなった。こうした投資口価格の回復に伴いインプライドキャップレートも概ねコロナ禍前の水準に回復している⁴。また、賃貸住宅のキャップレートも概ね横ばいで推移しており、今後のキャップレートの動向についても概ね横ばいで推移する見通しである⁵。

不動産投資短期観測調査⁶の結果をみても、賃貸住宅がコロナ禍におけるディフェンシブアセットとして、多くの投資家に選好されていることがわかる。当アンケート調査によれば、全回答者の約54%の投資家が賃貸住宅（ワンルーム）を投資対象としており、その割合は、コロナ禍前の約50%から増加している。また、ファミリータイプの賃貸住宅についても、全回答者の約29%が投資対象としており、ワンルームと同様に、コロナ禍前の割合（約20%）から増加傾向がみられる。オフィス、ホテル及び商業施設（都市型）については、いずれも投資対象とする投資家の割合が、同期間で減少している⁷ことを考えれば、賃貸住宅への投資はコロナ禍で選好されているといえる。

しかし、賃貸住宅における需要の増減要因だと考えられる転入（転出）超過の動向はコロナ禍で大きな影響を受けている。特に、東京については新型コロナウイルスの感染拡大に起因して、転入者が減少する一方、転出者が増加傾向となり、転出超過もみられた。東京近郊や他の都市部の居住者が、より感染リスクの高い東京への居住を控えたり、東京の居住者が、テレワークの普及により、東京近郊等へ移住するなどの行動もみられている。こうした現象により賃貸住宅市場はどのような影響を受けたのか、またその市場動向は今後どうなるのであろうか？

本稿の目的は、賃貸住宅市場についての見通しを行うことである。まず、第2節において、足元の賃貸住宅の賃料及び稼働率の動向を確認する。次に、第3節では、雇用環境や転入超

² ホテル・商業施設セクターのJ-REIT銘柄については、コロナ・ショックにより、その投資口価格が、コロナ禍前（2019年12月末）の水準からみて半値を下回る水準にまで落ち込む場面もみられた。

³ MFI J-REITスタイルインデックスをみると、2019年末に1,122.44ptであった賃貸住宅銘柄群の指数は、2020年3月19日には667.18ptとなり同期間の下落率はマイナス40%であった。しかし、直近（2022年9月25日時点）では1,120.07ptまで回復し、コロナ・ショック発生前（2019年末）の水準で推移している。

⁴ インプライドキャップレートと不動産キャップレートのリード・ラグ関係については、(株)谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの長期見通し』等を参照のこと。

⁵ 早稲田大学大学院川口研究室『第34回不動産投資短期観測調査』（2022年6月調査）をみると、エリアにより差はみられるものの、賃貸住宅の半年後のキャップレートは概ね横ばいで推移するとの結果となっている。

⁶ 詳細については、早稲田大学大学院川口研究室『第34回不動産投資短期観測調査』（2022年6月調査）及び『第29回不動産投資短期観測調査』（2019年12月調査）を参照のこと。

⁷ コロナ前後における投資対象とする投資家の割合は、オフィス（Aクラス）：22%→18%、オフィス（Aクラス以外）：56%→46%、ビジネスホテル：14%→7%、商業施設（都市型）：17%→7%となっており、それぞれ低下傾向がみられる。

過に着目し、稼働率との相関を確認する。第4節では、特にコロナ禍の影響を受けている東京に焦点を当て賃貸住宅市場の見直しを行う。

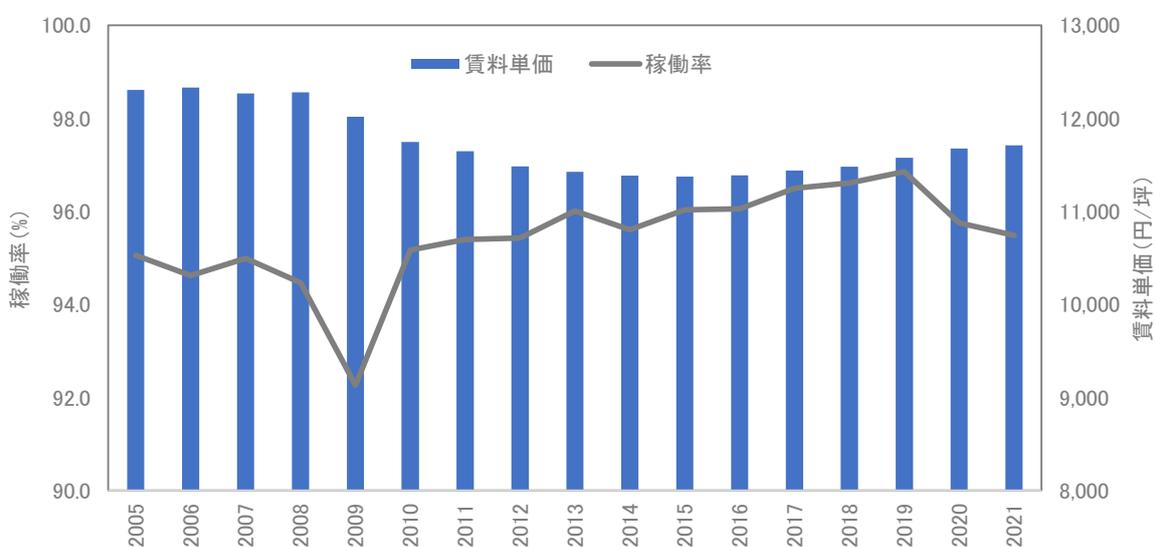
2. 賃貸住宅の稼働率の動向はエリア・タイプにより異なる傾向がみられる

まず、全国における賃貸住宅の賃料について過去の動向を確認する。賃料単価⁸の推移をみると、リーマン・ショックを経て2009年以降は下落傾向となったものの、その後は横ばいで推移し、2017年以降は若干の上昇傾向となってきた(図表1)。2020年以降も下落傾向はみられておらず、コロナ禍においても賃料は安定して推移している。

次に、稼働率⁹の推移をみると、2007年に95.0%であった稼働率は、リーマン・ショックにより下落傾向となり2009年には92.3%と2.7ポイント下落した(図表1)。その後、概ね上昇傾向が続いてきたが、2020年のコロナ・ショックを契機に再び下落に転じている。コロナ禍前(2019年)に96.9%であった稼働率はコロナ禍で下落し、2021年時点では95.5%と1.4ポイントの下落幅となった。

リーマン・ショック後の期間では、賃貸住宅の賃料単価及び稼働率はともに下落した。しかし、コロナ禍においては稼働率については、下落傾向がみられるものの、賃料単価は概ね横ばいで推移しており下落傾向はみられていない¹⁰。

図表1 賃貸住宅における賃料及び稼働率の推移(全国)



(出所)J-REITの公表資料をもとに筆者推計

⁸ 本稿では、賃料単価として、J-REITが保有する賃貸住宅の賃料データを用いた。当賃料単価データは、厳密には、戸単位ではなく、賃貸マンション単位での賃料単価であることに留意。それでもなお、賃貸マンション1棟への投資を前提とすれば、こうしたマンション単位の継続賃料のトレンドを把握することには一定の有用性があるろう。

⁹ ここで、稼働率は、エンドの稼働率が判明している物件のみを推計対象とし、マスターリース等の物件は除外していることに留意。

¹⁰ 従って、NOIの水準がコロナ・ショック前の水準に戻るか否かは稼働率の動向に依存する。

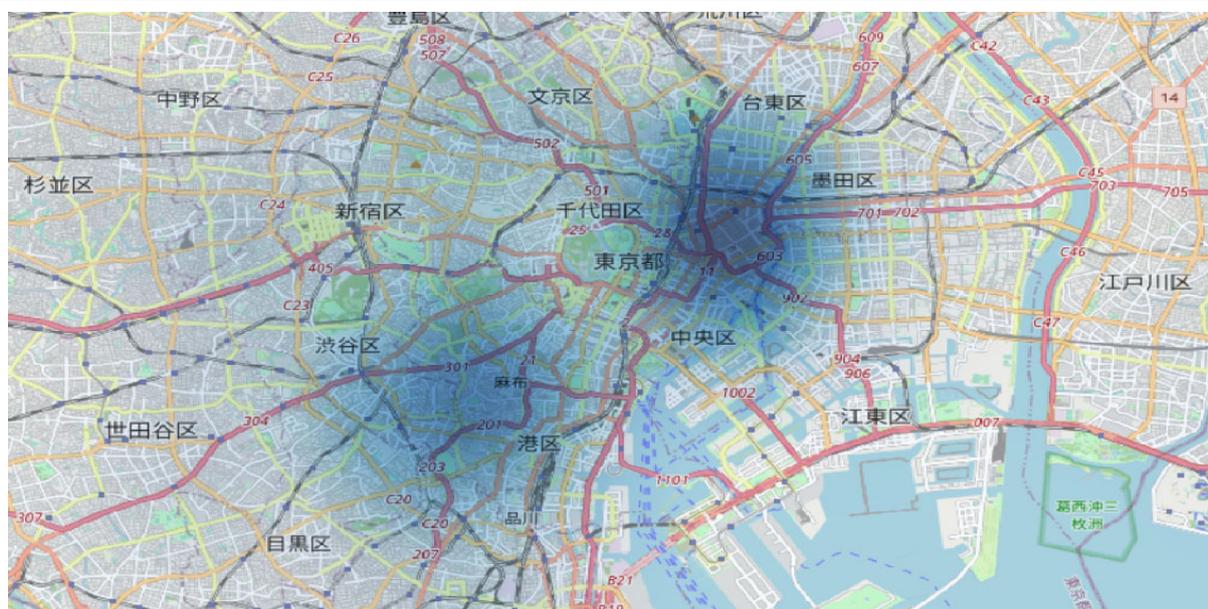
さらに、コロナ禍における稼働率の下落幅はエリアにより異なる傾向がみられる。図表2は、コロナ禍における稼働率の下落幅¹¹をヒートマップで示したものであるが、これを見ると、東京都心部ほど青色が濃くなっており、下落幅が大きくなっていることがわかる。

図表3-1及び図表3-2は、リーマン・ショック及びコロナ禍の期間における賃貸住宅の稼働率の変動¹²をエリア・タイプ別に推計したものである。リーマン・ショック時の稼働率の変動をみるといずれのエリアについても下落傾向となっており、特に、主要3区を初め都心部の下落幅が大きい(図表3-1)。またファミリータイプの下落に比べシングルタイプの下落幅が相対的に大きいことがわかる。

これに対して、コロナ禍における稼働率の変動をみると、シングルタイプについては、リーマン・ショック時と同様に全てのエリアで下落傾向がみられるが、下落幅はリーマン・ショック時に比べ相対的に小さく、特に地方など東京都心部以外での下落幅がより小さいことがわかる(図表3-2)。またファミリータイプについても東京都心部では若干の下落がみられるものの、東京都下、首都圏及び地方では僅かに上昇しており、下落傾向がみられないのが特徴である。

リーマン・ショック時ではタイプ・エリアにより差異はあるものの、全てのエリアで稼働率の下落傾向がみられた。しかし、コロナ禍では東京都心のシングルタイプの下落が相対的に大きいものの、地方エリアでは下落幅は小さい。またファミリータイプについては東京都心部についてはシングルタイプと同様に下落傾向がみられるが、地方については下落がみられない。コロナ禍は主に東京都心部のシングルタイプの稼働率には直接的な影響を与えているが、地方やファミリータイプへの影響は限定的であることがわかる。

図表2 コロナ禍における賃貸住宅の稼働率の下落幅(ヒートマップ)

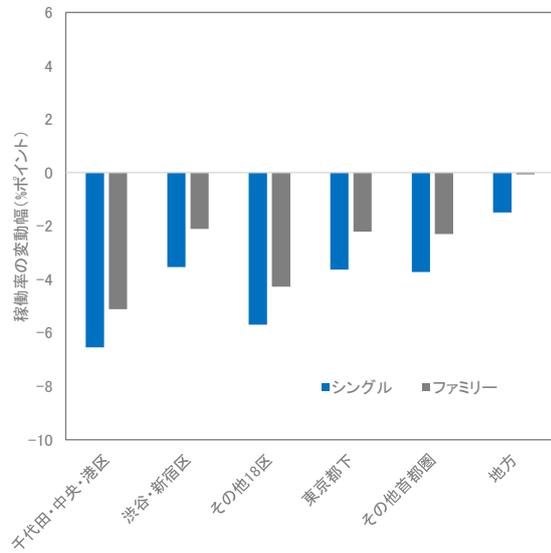


(出所)OpenStreetMap を用いて筆者作成 注)青色が濃いエリアほど稼働率の下落が大きいことを示している

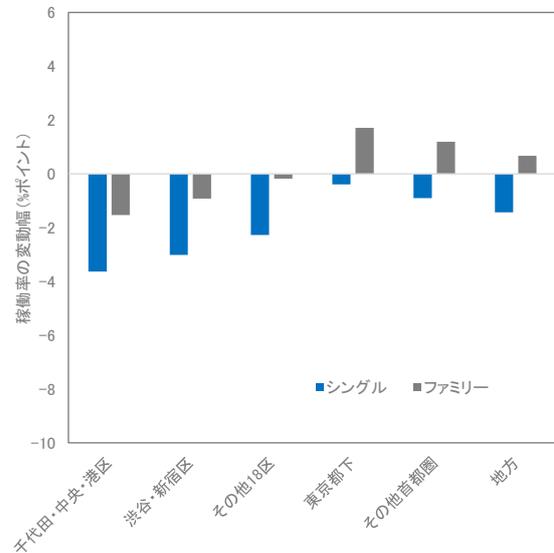
¹¹ 2021年末の稼働率から新型コロナウイルスの感染拡大前である2019年末時点の稼働率を控除して算出した。

¹² リーマン・ショック期間の稼働率の下落幅は、2009年末時点の稼働率から2007年末時点の稼働率を控除して算出した。

図表 3-1 リーマン・ショック後の稼働率の下落幅



図表 3-2 コロナ禍における稼働率の下落幅



(出所) J-REIT の公表資料をもとに筆者推計

注) その他首都圏・・・神奈川、千葉及び埼玉

3. 賃貸住宅の稼働率と転入超過数の動向には相関がみられる

本節では、コロナ禍において稼働率の下落が相対的に大きい東京に焦点を当て、当エリアへの転入超過数の動向と賃貸住宅の稼働率の関係を分析する。

東京における賃貸住宅の稼働率は、コロナ禍で減少傾向にあるが、同時に転入超過数にも減少傾向がみられる(図表4)。過去の両者の動向をみても、転入超過数が減少傾向(増加傾向)にあるときは稼働率も減少傾向(増加傾向)となっていたことがわかる。

例えば、リーマン・ショックの際には、稼働率が低下傾向にあったが、その間には転入超過数が減少傾向にあった。また、アベノミクス以降では、稼働率は上昇傾向となっていたが、同時に転入超過数には増加傾向がみられた。両者には正の相関があり、その相関係数は0.77と比較的高く、転入超過数と稼働率には相関がみられることがわかる¹³。このような過去の動向を前提とすれば、転入超過数が増加(減少)すると、稼働率も改善(悪化)すると考えられる。

図表4からわかるように、コロナ禍での東京への転入超過数の減少は、リーマン・ショック時における転入超過数の減少に比べ大きい。そうした差の主な要因は両期間における転出者数の動向である¹⁴。リーマン・ショック前後における東京への転入者数の減少は約6%であり、転出者数の増加率は約3%であった。これに対して、コロナ禍では、転入者数の減少は約

¹³ 転入者数の全てが賃貸マンションに居住するわけではないものの、転入者の多くが単身世帯かつ賃貸比率も高いことから、賃貸マンションの稼働率との相関が高くなっていると考えられる。

¹⁴ 転入超過数は転入者数から転出者数を控除して得られることから、転入者数の減少及び転出者数の増加は転入超過数の減少要因となる。

8%であり、転出者数の増加率は約11%である¹⁵。コロナ禍での東京への転入者数の減少率は、リーマン・ショック時と類似の傾向がみられるが、転出者数はリーマン・ショック時と比較して相対的に増加率が大きいことがわかる。このことから、転出者の大幅な増加はコロナ禍特有の現象であると推察できる。今後については、コロナ禍に入ってしまったため、テレワークの普及などの恩恵を受け得る東京外への移転希望者は既に転出している可能性も高く、新型コロナウイルスの収束とともに、転出者数は減少傾向となるであろう。

従って、ポストコロナ下では、転入超過数の増減は主に転入者数の増減により影響を受けるであろう。東京への転入者数のボリュームゾーンは20代¹⁶であることから、転入の主な目的が就学・就職にあると推察される。就学者数の年変動は相対的に小さいと考えられるため、転入者の変動要因は主に就職であり、求人数に影響を受けると考えられる。

実際、転入者数と有効求人数には高い相関がみられる。図表5は都道府県別の有効求人数と転入者数の関係¹⁷を示したものであるが、両者の間には正の相関がみられ、有効求人数が多い（少ない）都道府県ほど転入者数が多い（少ない）傾向にあることがわかる。有効求人数の増加は、転入者数の増加（転入超過数の増加要因）を通じて稼働率にプラスに寄与すると考えられる。

さらに、本稿では計量モデル¹⁸を用いて、東京における有効求人数が転入者数にどれくらい影響を与えるかの分析を行ったが、有効求人増減は、その後の転入者数の動向に正の影響を与えるとの結果を得た。グレンジャー因果性の検定の結果をみると、有効求人は転入者数に影響し、有効求人が増加（減少）した場合、転入者数が増加（減少）する可能性があることを示唆している。従って、仮に、有効求人数が増加した場合、転入者数はタイムラグをもって増加する可能性が高い¹⁹。

¹⁵ ここでは、リーマン・ショック時の転入・転出者数の変化率として、2008年から2010年の期間における転入・転出者数の平均値と2007年時点の転入・転出者数の変化率を用いた。また、コロナ禍における転入・転出者数の変化率としては、2020年から2021年の期間における転入・転出者数の平均値と2019年時点の転入・転出者数の変化率を用いた。

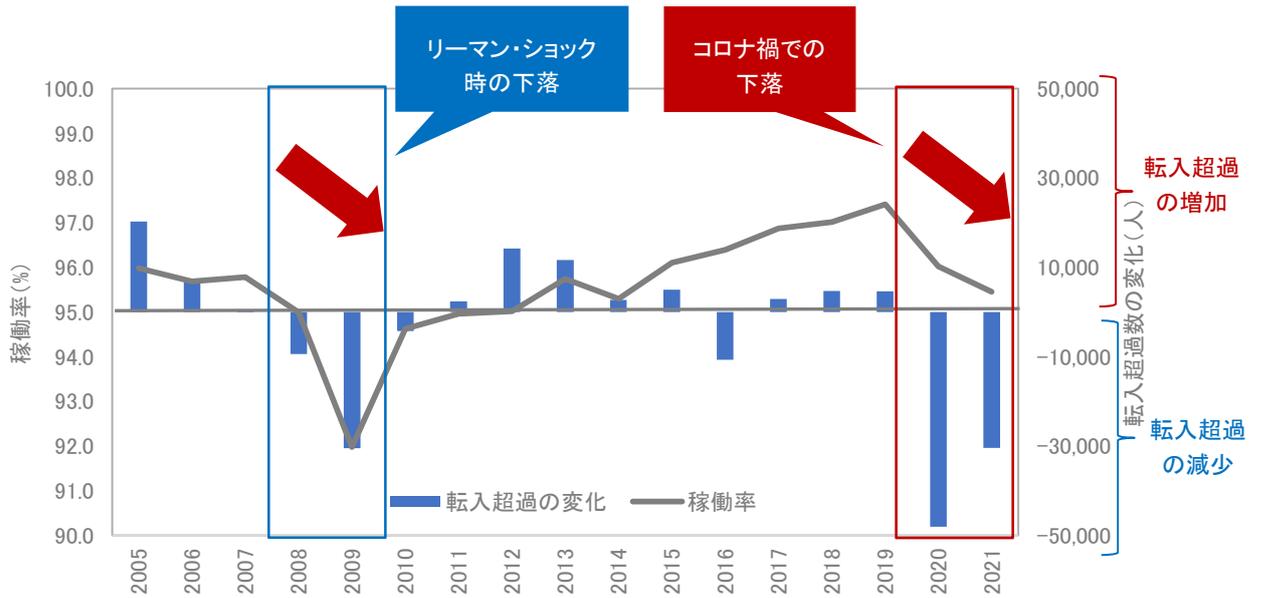
¹⁶ 総務省住民基本台帳人口移動報告によれば、2021年における東京への転入者数の割合は、10～19歳：約5%、20～29歳：約54%、30～39歳：約20%となっており、20代及び30代の転入者の割合が全体の7割超を占める。

¹⁷ コロナ禍前である2019年時点における都道府県別の有効求人数及び転入者数を用いた。なお、コロナ禍である2020年及び2021年の有効求人数と転入者数との間にも2019年と同様に高い相関がみられた。

¹⁸ 本稿では、有効求人数及び転入者数の増減の2変数からなるVAR（ベクトル自己回帰）モデルを推定し、有効求人数の増加（減少）が転入者数の動向に対して、どのような影響を与えるかを時系列的に分析した。なお、VARモデルの推計期間は、2000年から2021年であり、ラグは、赤池情報量基準（AIC）に基づき2とした。また、ADF検定の結果では、有効求人数及び転入者数の原系列は、ともに1次和分過程（I(1)）であり、かつ両変数には共和分関係がみられなかったため、本稿においては、非制約VARモデルによる推定を行った。ここではグレンジャーの因果性検定の結果から過去の有効求人数の増減の情報は転入者数の予測の改善に有用であると解釈できる。

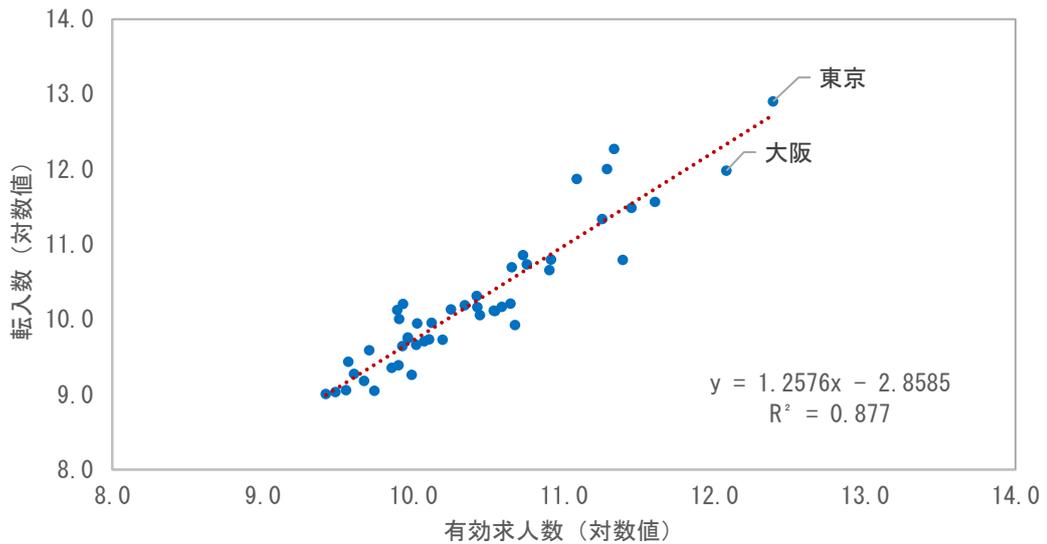
¹⁹ 新型コロナウイルス感染拡大の収束により転出者数が減り、経済正常化により求人数が増え転入者数が増加すれば、転入超過者が増加するシナリオを描きやすい。ポストコロナでは、転入超過数の増減は主に転入者数の増減により影響を受けるであろう。

図表 4 東京における賃貸住宅の稼働率と転入超過数の変化の推移



(出所)総務省、J-REIT の公表資料をもとに筆者推計

図表 5 都道府県別の有効求人数と転入者数の関係



(出所)総務省及び厚生労働省の資料をもとに筆者作成

4. 賃貸住宅の稼働率はマクロ経済の回復とともに改善する見通し

賃貸住宅の稼働率は、今後はどう推移するのであろうか。本稿では、特にコロナ禍の影響が大きい東京の賃貸住宅に焦点を当て、稼働率の見直しを行う。

前節で確認したように賃貸住宅の稼働率と有効求人数は転入超過数を通じて相関があることから、まず有効求人数の直近の状況を確認する。2019年時点で約34.6万人（有効求人倍率：2.08）であった東京都の有効求人数はコロナ禍の影響により大幅に下落した。2020年時点の求人数は約24.0万人（有効求人倍率：1.17）であり、有効求人倍率は1.0倍を超えているものの、求人数はコロナ禍前（2019年）比でみて約30%減少した。リーマン・ショック時の減少率が約-26%であったことと比較するとコロナ禍の影響が大きいことがわかる。2021年末時点では約26.8万人（有効求人倍率：1.23）となっており僅かに回復傾向がみられた。直近の動向をみると、回復傾向が鮮明となっており、2022年7月における求人数は、約31.5万人（有効求人倍率：1.53）となっている。

こうした求人数増加の背景には、マクロ経済の回復がある。7月に入り新型コロナウイルス感染症「第7波」が発生し、1日あたり新規感染者数は過去最多となった²⁰。しかし、足元の1日当たりの新規感染者数は39,723人（2022年10月4日現在）となっておりピーク時（2022年8月19日）の261,004人からみれば大幅な減少傾向となっている。また我が国の現時点における3回目のワクチン接種率は65.5%（2022年10月3日時点）であり、全人口の過半を超える水準である。今後、ワクチンの追加接種が進展し、経口治療薬が普及すれば人出の回復傾向も続き、マクロ経済の動向にプラスに寄与するであろう。

新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しが実施され、2022年度中にさらに経済活動の正常化が進展すると予想される。「全国旅行支援」やインバウンドの受け入れ緩和²¹等が本格化すれば2022年度の経済成長率にプラスに寄与し相対的に高い成長率となるであろう²²。国内外における新型コロナウイルスの感染拡大による活動制限により、2020年度における我が国の実質GDPは大幅なマイナスとなったが、2021年度以降はプラスに転じており、2022年度以降もプラス圏で推移する見込みである。今後、マクロ経済の回復に下支えされ、有効求人数もさらに増加すれば、東京への転入超過数が増加し稼働率も上昇する見通しである²³。

筆者の分析によれば、2022年は感染症の落ち着きともなう賃貸需要の回復の影響により稼働率は増加する見込みである。2023年以降もマクロ経済の回復の影響が大きく、稼働率の変動幅はプラスで推移する可能性が高い。今後5年間でみた稼働率は、増加傾向が継続し、概ねコロナ前（2019年）の水準まで回復する見通しである（図表6）。

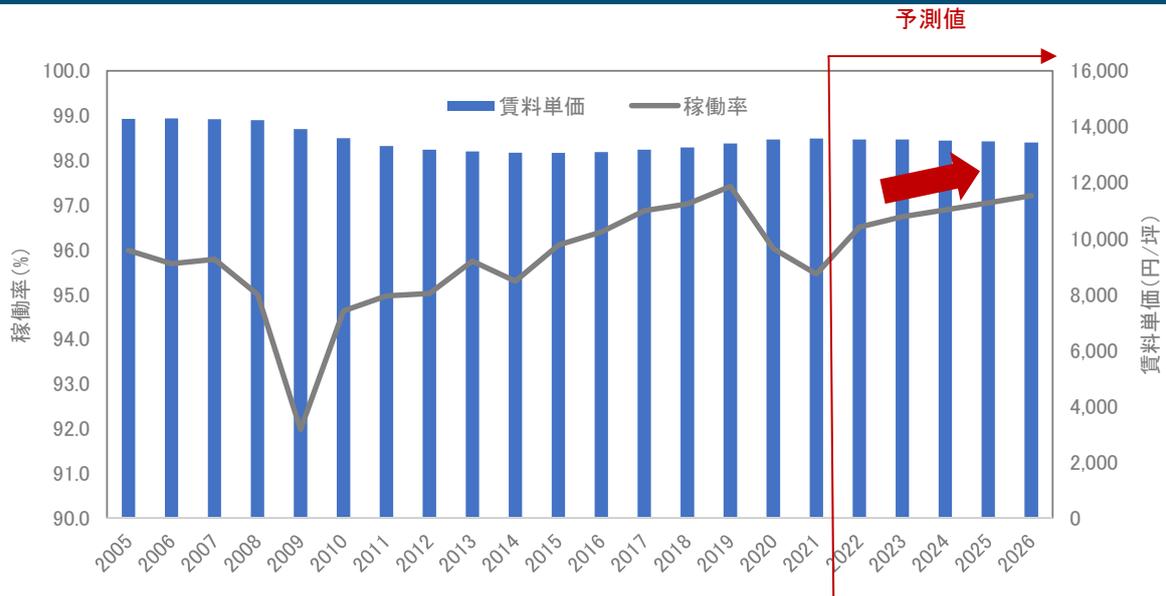
²⁰ しかしながら、重症者数は比較的低位で推移したことから、政府による行動制限は実施されなかった。

²¹ 新型コロナウイルスの水際対策は10月11日に大幅に緩和されている。訪日旅行は、これまでツアーに限られていたが、個人旅行が解禁され、1日当たりの入国者数の上限も撤廃されている。

²² ただし、マクロ経済の見直しにおいては、QTに伴う米経済の急減速、資源高、逆資産効果などの下方リスクがあり、こうした前提のもとでは、賃貸住宅の稼働率に下方圧力がかかる可能性もあることに留意する必要がある。

²³ ここでは、賃貸住宅の稼働率がマクロ経済変数、雇用環境及び転入超過数に影響を受けるというモデルを用いて予測を行った。マクロ経済変数の予測値については、メインシナリオとして、実質GDPでみれば、5年平均で1.2%程度の成長率になると仮定したものである。なお、長期的にみれば、我が国における少子高齢化の進行による賃貸住宅へのネガティブな影響は看過できないであろう。しかし、東京などの都市については今後も人口が増加傾向になる見通しである。

図表 6 稼働率の予測(東京)



(出所)2022年以降は筆者予測値

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。