

マンション価格が下がらない原因

3つの要因から価格高止まりが続く見通し

経済調査部エコノミスト

佐藤高

03-3591-1294

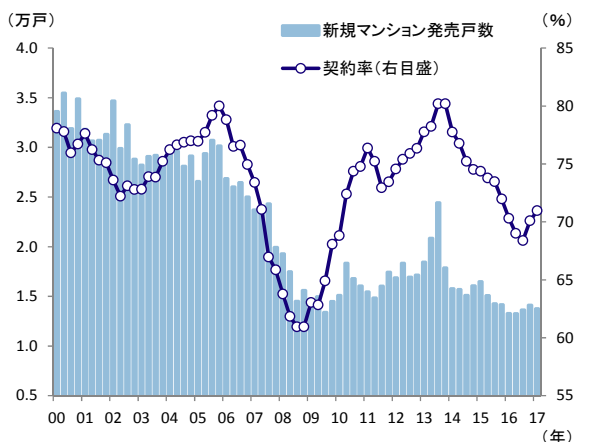
takashi.sato@mizuho-ri.co.jp

- 首都圏・近畿圏の新築マンションの販売が振るわない。その一方で、マンション価格は2007年の不動産ミニバブル期を上回る水準で、高止まりの状況が続いている
- 価格高止まりの背景には、①デベロッパーの業績回復、②在庫調整圧力の弱さ、③建設コストの増加という3つの要因が考えられる
- これら3つの要因から、マンション販売が伸び悩む中でもマンション価格は当面現状水準を維持する公算。ただし、金利の上昇が勢いづけば価格調整が本格化する可能性がある

1. 販売減少とは裏腹に、新築マンション価格は高騰

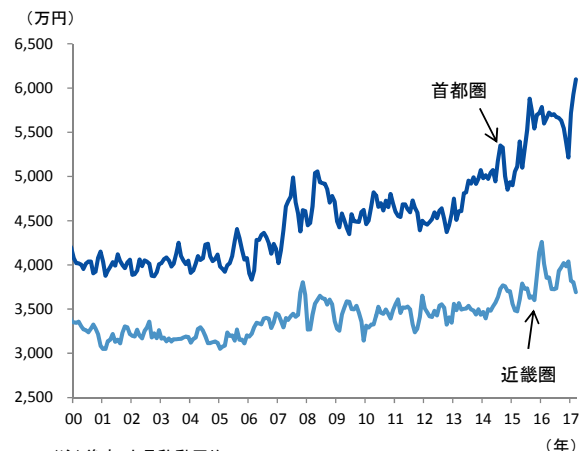
全国の約7割を占める首都圏・近畿圏の新築マンション市場は、消費増税前に販売が盛り上がった2013年をピークに弱含みが続いている（図表1）。足元の契約率は、好調・不調の節目とされる70%近傍で推移しているが、首都圏に限ると2017年1~3月が3カ月連続で60%台と振るわない状況だ。一方で、販売不振にもかかわらず価格は高止まりしている。実際、首都圏のマンション価格は不動産ミニバブル期と呼ばれる2007年頃の水準をゆうに超えている（図表2）。本稿では、こうした新築マンション市場の背景について整理した上で、今後の見通しについて考察する。

図表1 首都圏・近畿圏の新築マンション発売と契約率の推移



(注)契約率は、後方2四半期移動平均。
 (資料)不動産経済研究所「首都圏・近畿圏のマンション市場動向」、国土交通省「建築着工統計」より、みずほ総合研究所作成

図表2 新築マンション価格の推移



(注)後方3カ月移動平均。
 (資料)不動産経済研究所「首都圏・近畿圏のマンション市場動向」より、みずほ総合研究所作成

2. マンション価格高止まりの背景

まず、価格高止まりの背景には、マンションデベロッパーが値下げしなければいけない状況に追い込まれていないことと、採算的に値下げしようにも出来ないことの二つの要因が考えられる。

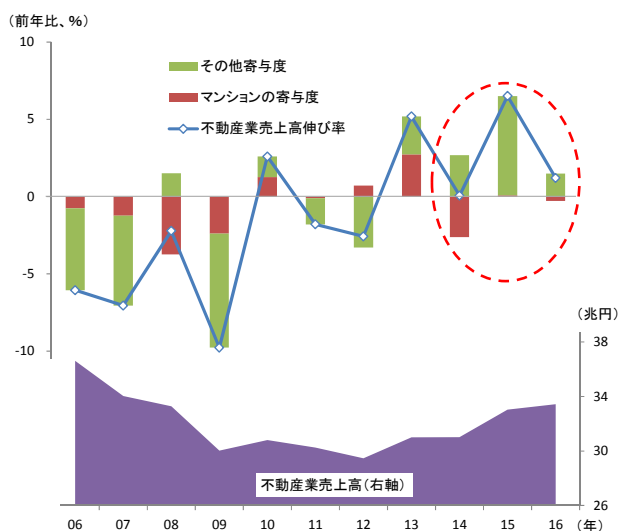
さらに、それぞれの要因を細かくみていくと、前者については①デベロッパーの業績回復と、②在庫調整圧力の弱さが挙げられる。また、後者については③建設コストの増加があるとみられる。以下、①～③について詳述する。

①デベロッパーの業績回復

マンション市場が弱含む中、デベロッパーの業績は好調に推移している。事実、売上の推移をみると、2000年代後半に不動産業全体が落ち込んだ局面と異なり、マンション販売が振るわない中でも、不動産業の売上は順調に回復している（図表3）。内訳をみるとマンション以外の売上が寄与しており、総合デベロッパーの中にはオフィスビルや商業施設など他のセクターがカバーする形で、過去最高益を更新した大手もあるほどだ。

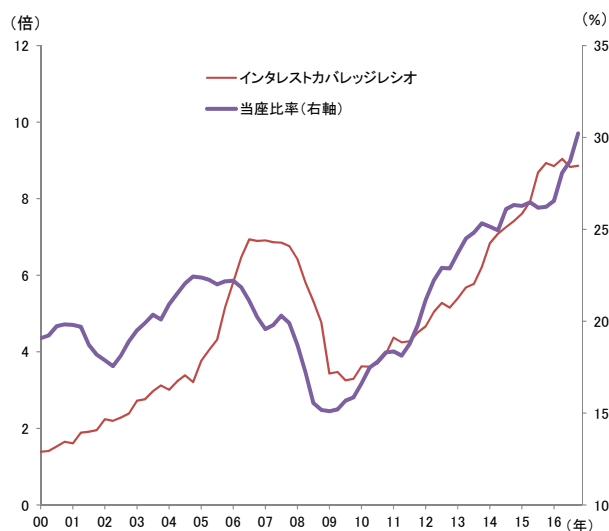
また、金利が歴史的な低水準にあることも、借入金額が大きい不動産業にとっては追い風となる。2016年には不動産業向け融資残高が過去最高を記録したが、利益の増加に加え、低金利で支払利息が低減したことから、借入金等の利払い能力を表すインタレストカバレッジレシオは現行統計で過去最高水準となっている。また、手元現預金の増加を要因として、短期的な支払い能力を表す当座比率も高い水準を保っている（図表4）。つまり、マンション販売が振るわなくても、良好な財務内容を維持しており、利益を削ってまで早期に資金回収する必要が小さいということだ。

図表3 不動産業の売上高とマンションの寄与度の推移



(注) マンションの寄与度は、契約に至った総額ではなく売りに出された物件の総額をもとに算出(全国ベース)。
(資料) 不動産経済研究所「首都圏・近畿圏のマンション市場動向」、財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

図表4 不動産業(大企業)のインタレストカバレッジレシオと当座比率の推移



(注) 後方4四半期移動平均。
インタレストカバレッジレシオは「(営業利益+受取利息等)/支払利息等」。
当座比率は「(現金・預金+受取手形+売掛金+有価証券)/流動負債」。
(資料) 財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

加えて、財務に余裕がある状況下で、デベロッパーが戦略的に低額マンションの販売を圧縮してきたことが平均価格を押し上げた面も無視できない。図表5は、首都圏の契約戸数を2013年と2016年で比較したものである。これをみると、戸数全体の過半を占める5,000万円以下のマンションの落ち込みが大きいことがわかる。一方で、5,000万円超1億円未満のもの、ならびに1億円以上のいわゆる「億ション」の契約戸数の減少は限定的だ。このように、販売総額が減る中でも利益を確保するために、デベロッパーがより収益性の高い高額マンションのウェイトを高めてきた結果、価格が押し上げられたことがみてとれる。

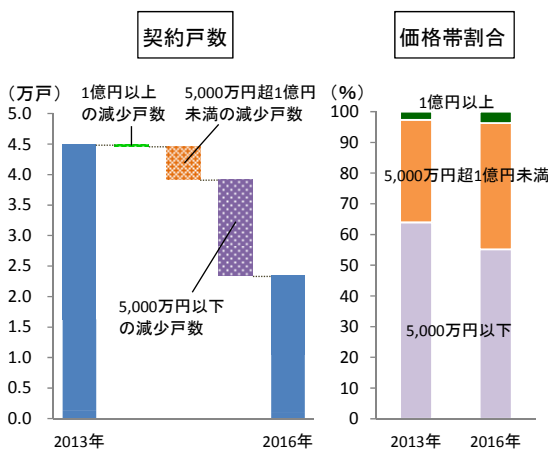
②在庫調整圧力の弱さ

次に在庫調整圧力についてみてみよう。一般的に販売が不振のときは、在庫が積み上がり在庫率は上昇する。しかし、足元の在庫の状況を見ると、全在庫率（建設中のものと完成品を合わせた在庫率）・完成在庫率ともに過去平均並みの水準にとどまっている（図表6）。完成在庫率に至っては、販売不振にもかかわらず足元でやや低下しているほどだ。それだけデベロッパーが供給を抑制し、在庫が増えるのを回避してきたということを示している。その結果、2000年代後半の局面のような完成在庫の積み上がりによるデベロッパーの体力低下と、それに伴うマンションの投げ売りが大規模に発生せず、価格が高止まる一因になったとみられる。

③建設コストの増加

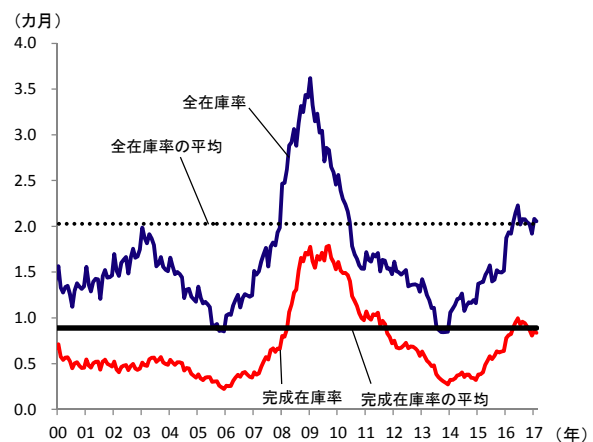
このように、不動産業者が価格を下げてまで新築マンションを売り急がない理由をみてきたが、以下では値下げしたくともなかなか出来ない理由について考えてみたい。具体的には、建設コストの増加である。図表7（次ページ）は、主要なマンション構造別に建設工事の価格動向をみたものである。これをみると、各構造の建設工事費デフレーターはいずれも高水準で推移していることがわかる。資源価格の持ち直しや円安を受けて生コンクリートやH型鋼などマンションの主要建設資材が上昇して

図表5 新築マンション契約戸数の価格帯別内訳（首都圏）



(資料)不動産経済研究所「首都圏・近畿圏のマンション市場動向」より、みずほ総合研究所作成

図表6 首都圏・近畿圏の新築マンションの在庫率の推移



(注) (在庫率) = (在庫戸数) / (全売却戸数)。後方6カ月移動平均。
 全在庫率および完成在庫率の平均は、2000年1月から2017年2月までの値。
 (資料)不動産経済研究所「首都圏・近畿圏のマンション市場動向」、長谷工コーポレーションより、みずほ総合研究所作成

いるためだ。また、建設業における技能労働者の不足を背景に人件費が上昇していることもデフレーターを押し上げたとみられる。

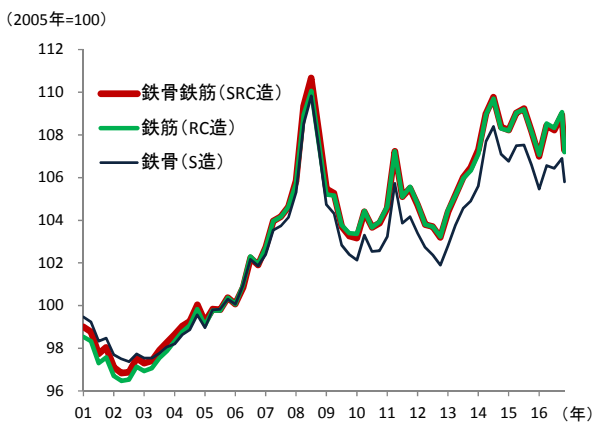
加えて、景気の回復や歴史的な低金利、オリンピック関連需要、訪日外国人客の増加などを背景に、マンション用地の需給ひっ迫が深刻化していることも一因だ。図表8に示す通り、住宅地の市街地価格指数は、2016年9月時点で東京圏が7半期、大阪圏が6半期連続の前期比プラスとなっている。こうした居住用マンション用地の取得費用上昇も、マンション価格が下がりにくい要因といえよう。

3. マンション価格は横ばいで推移する見込みだが、金利動向に注意

以上みてきたように、価格の高止まりには、デベロッパーがマンションを売り急いでいないことと、値下げしたくとも下げられないことが影響しているといえそうだ。不動産業者の経営体力が回復し、また五輪やインバウンド需要の拡大が見込まれる中、①～③の要因は当面継続する可能性が高い。もちろん、販売が弱含んでいる以上、現状水準からの一段の価格上昇は想定しづらいが、首都圏・近畿圏の新築マンション価格はしばらく現状水準で高止まりするとみた方が良さそう。

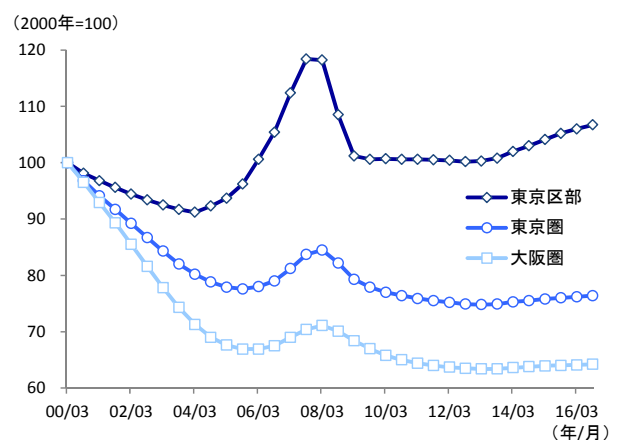
このように、価格の高止まりがメインシナリオだが、今後金利が上昇した場合には価格下落圧力が強まる局面もありえることには留意が必要だ。国内金利は依然低水準ではあるものの、米国の金利上昇などを受けて、昨年の最低水準からは脱している。金利がさらに上昇していった場合、借入金の利払い負担増加による不動産業者の収益圧迫や、住宅ローン金利上昇によるマンション購入意欲の一段の低下などにより、①、②の状況が崩れ価格下落が起こる可能性がある。また、③についても、建設需要の減退から建設資材や地価の下落につながるようであれば、デベロッパーによる値下げ余地も高まると考えられる。日銀が現状程度の金利水準を維持すべく金融緩和を進めているため、急激な金利上昇の可能性は小さいが、マンション価格の下振れ要因として金利動向には注視しておく必要があるだろう。

図表7 建設工事費デフレターの推移



(注)2016年12月までは四半期の平均、2017年は1月単月の値。
(資料)国土交通省「建設工事費デフレーター」より、みずほ総合研究所作成

図表8 市街地価格指数(住宅地)の推移



(資料)日本不動産研究所「市街地価格指数」より、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。