

「投資不採算時代」における各種方策について

2025 年 9 月

(文責：阪口)

地価上昇と建築費の高止まりが続く中、特に中心市街地においては、シミュレーションにより投資の回収が困難となる事例がみられます。本稿では、そのような事例と、P J（プロジェクト）を推進するための方策（取り組み）について考察します。

I. つづく地価上昇と建築費の高止まり

令和 7 年 9 月 16 日に国土交通省が発表した地価調査（令和 7 年 7 月 1 日時点）では、全国の全用途平均・住宅地・商業地のいずれも 4 年連続で上昇しました。引き続き東京を中心とする三大都市圏が牽引していますが、地方圏においても地価上昇が顕著である地点がみられます。

この背景には緩和的な金融環境により資金調達がしやすいことが挙げられます。マイナス金利の解除後、徐々に金利水準が上昇しつつあるとは言え、その水準は未だ低位にあります。金融機関にとっても、経営者の高齢化や産業構造の転換により多くの業界が縮小あるいは大手に集約化するなか、融資額（ロット）、利ザヤ（スプレッド）ともに大きい不動産融資は魅力的なものとなっています。その結果、都市部の土地価格は上昇を続けており、インバウンドの増勢がこれを後押ししています。

また、建築費についても、生コンや骨材といった資材の高騰（円安効果を含む）、人手不足による現場作業者の確保困難、その他輸送費等間接費の上昇もあり、RC 造（鉄筋コンクリート造）、S 造（鉄骨造）をはじめコストは高止まりしています。中小の建設業者は、原価を価格転嫁できずに倒産するケースが多数発生しており、今後熟練した技能を持つ職人が減少し状況がますます悪化することが見込まれます。実際、大手の不動産会社が参画した都心の再開発等においても、建設費の急激な高騰によりプロジェクトが延期されるケースがみられます。

II. 「投資不採算」となるケース

土地を購入（仕入）し、建物を建築した上で一定期間収益物件として賃貸運用し、機会があれば売却する P J があったとします（次表参照）。表左側に示した初期投資（インシヤルコスト）である土地購入費や建築費について、大半の事業者は金融機関の融資を利用します。この融資の返済原資は表右側に示した賃料収入から運営経費を引いた利益（キャッシュフロー）となり、通常、融資期間は、建設される建物の残存耐用年数（構造によって異なります）が上限となります。

初期投資			購入後運用		
1	土地購入費(仕入) ↑	100,000,000 円	4	収入(賃料等)	10,000,000 円
2	建物建築費 ↑	100,000,000 円	5	経費(修繕・管理等)	2,000,000 円
3	諸経費	10,000,000 円	6	利益=キャッシュフロー	8,000,000 円
4	合計(1~3)	210,000,000 円	7	利回り	5.0%
			8	価格(6÷7)	160,000,000 円

(出所)筆者作成。数値例はあくまでサンプルであり、分かりやすさを重視するため極論していることにご留意ください。

前項の通り、土地代と建築費のいずれも高騰していますから、初期投資に見合った利益(キャッシュフロー)が得られない場合は「投資不採算」となり、事業自体が見直し、あるいは自己資金の拠出により借入額を少なくすることが求められます。

ところで、鑑定評価の立場では、左側の土地・建物等を合算した価格は「積算価格」、右側の賃貸利益を利回りで還元した価格は「収益価格」と呼ばれます。収益価格を求める際の利回りは対象不動産の立地、構造、築年等を反映して売買市場で水準が形成されます。そのため、上表のように収益価格が積算価格を大幅に下回るケースでは、完成後直ちに売却した場合、損が出てしまい、(融資条件にもよりますが)返済ができない可能性があります。

このようなケースが発生する要因としては、「地価に対する賃料の遅効性」が挙げられます。すなわち、地価が大幅に上昇しても賃料は同様の伸びは示さず、上昇するとしても反応は緩やかとなる傾向があるのです。賃料は、対象不動産の立地、構造等を前提に、入居者の賃料負担力を反映して賃貸市場で定まります。例えば、住居であればターゲットとなる入居者の所得水準が上昇しないと賃料の上昇に耐えられませんが、現状物価高の影響で実質賃金は伸び悩んでいます。また、店舗についても、例えば飲食業界では、原価の高騰により廃業するケースもみられます。賃料は事業利益から負担可能な水準となりますので、周辺地価が上昇しているからといって、必ずしも高い賃料でテナントを誘致できる訳ではありません。一方、物価高により修繕・維持管理費等についても上昇傾向にありますので、賃料収入から経費を差し引いた利益(キャッシュフロー)をベースとした初期投資の回収が困難となるケースが増えています。

以下、各項目について、利益確保のための方策を検討します。

Ⅲ. 方策①(表左側=初期投資を抑える)

1. 土地代について

地価が上昇し、仕入価格の高騰がプロジェクトの採算を悪くしていることは前項で述べた通りですが、土地代を抑える方策はあるのでしょうか。一つは、地価上昇が著しい都心部を避けて郊外部を狙うことが考えられます。郊外部は都心部より賃貸需要は低くなりますが、駅前等の好立地であれば比較的安定した需要があり採算性のあるPJが組める可能性があります。もっとも、冒頭で述べた地方圏の地価上昇は、この要因によるものであり、投資採算性の悪化は郊外部でも進んでいると考えるべきです。

また、都心部で土地を仕入れる際に、個人が所有する古家付土地を多数購入し、まとめていくケースもみられます。駅から徒歩圏にありながら、古い木造家屋が密集するようなエリアは多数みられます。この一つ一つの物件は小規模で市場性が低いため安値で購入できる場合があり、隣接する土地をまとめて集約化することによりマンション等が建設可能な画地に仕立てることが可能となります。ただし、この事業は借地人や借家人がいる場合は立退き費用等を要し、交渉にも期間を要する場合があること、買い進んでいくにつれ購入単価が急上昇する傾向があることに留意する必要があります。

2. 建設費について

前述の通り、建設費は資材の高騰や人手不足により高止まっています。特に、中高層マンションで使用されるRC造（鉄筋コンクリート造）の上昇が著しく、投資採算性を悪化させています。S造（鉄骨造）も同様です。このような中、RC造やS造に比べると比較的水準が低位で安定している木造（W造）のアパート計画が増えています。木造は、3階建程度までで、賃料もRCやSに比べ低くなりますが、収益とのバランスが良く、郊外の駅近エリア等で企画されています。RCやSで建設費の見積もりを取ったものの、賃料とのバランスで「投資不採算」となる場合は、そもそも対象地の立地と建物の構造等がミスマッチであるケースがあり、木造等他の構造を検討することが一案となります。

なお、木造の場合は、住宅性能評価における劣化対策等級を取得することで、金融機関が耐用年数を伸長でき、結果融資期間が伸びて返済計画が改善する場合があります。

IV. 方策②（表右側＝賃貸収入を増やす）

賃料については、前述の通り地価に対する遅効性があり、地価が急上昇していても、賃料の伸びは緩やかとなる傾向があります。特に、住居については他のアセットに比べて需要が安定しているため、コロナ等景気後退期には投資対象として回帰する傾向がみられます。しかし、入居者は自身の所得水準により月々支払可能な賃料を選び、また、競合物件も多いため都心部を除き大幅な賃料増加は望みにくい傾向があります。さらに、住居賃料は築年を経るごとに低減していく傾向もみられます。一方、店舗、事務所といった事業用物件については、景気変動の影響を受けやすく、空室になると長期化するケースも多いですが、住居に比べ築年との相関が薄く、景気が良い時期は賃料のアップサイドが見込める場合があります。

そこで、行われているのが住居用物件の事業用物件への転化です。典型的なものは、共同住宅の特区民泊への転用です。共同住宅の賃料は周辺相場により上限がありますが、観光地や空港へのアクセスが良く拠点としての立地適性がある物件は、特区民泊に転用すれば運営業者により高い賃料で貸せる場合があります。

※ ただし、特区民泊のメッカである大阪では、急増する民泊による地域的環境の悪化を懸念し民泊の在り方を見直す動きが出ていることに留意する必要があります。

また、最近では、1階にガレージ、2階に住居を配置した「ガレージハウス」の企画もみられ、周辺の住居等と比べ高水準の賃料を収受しているケースがみられます。3戸等の連棟式で前述の木造を利用したものが多く、立地はやや駅から離れた工業系の土地が選ばれる傾向がみられます。1階はガレージですが、倉庫等多様な用途に利用可能であり、2階についても実際は事務所と兼用したSOHO（small office、home office）のような使われ方をされることが多いと思われます。立地の選定がやや難しいですが、テナントニーズに合致する場合は賃料のアップサイドが見込めます。

V. まとめ

以上のように、事業利益確保のための方策について端的に考察しましたが、逆に言えば、それだけ地価や建築費の高騰により「投資不採算」となるケースが多いことが示唆されます。なお、収益物件の価格上昇により、前表右側7に記載した利回りは低下傾向で推移してきました。地価や建築費の高騰は、利回りの低下により帳尻を合わせてきたとも言えます。現在のところ、投資利回りの明らかな反転上昇は観察されていませんが、日銀は景気や物価の動向をみながら利上げする機会を窺っており、利回りが上昇する場合は収益価格が低下し、結果、地価が下落する可能性があることに留意すべきでしょう。

以 上