

複雑化する時代における不動産投資市場の動向と今後の展望

2022年11月9日

一般社団法人不動産証券化協会 フェロー
リッキービジネスソリューション株式会社 顧問

田邊 信之

メール: rbs-tanabe@rickie-bs.com

講師 プロフィール

- 氏 名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe
- 現 職 、(一社)不動産証券化協会・フェロー、リッキービジネスソリューション(株)顧問ほか
- 略 歴

1980年京大(法)卒業後、日本興業銀行に入行。金融業務とともに、不動産業界調査、都市開発、不良債権処理、不動産会社の事業再編、証券化など多様な不動産関連業務を経験。2009～2022年3月 公立大学法人宮城大学事業構想学群 教授を経て現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。修士(経営学)、MBA。

- 公 職 (*は現職)
 - 不動産証券化協会 教育資格制度委員長*・コンプライアンスWG委員長*
 - 国土交通省「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備のための検討委員会」委員(座長)
 - 国土交通省・内閣府「官民連携のための東北ブロックプラットフォーム」委員(座長)*
 - 国土交通省「不動産投資市場政策懇談会 制度検討ワーキング・グループ」委員
 - 国土交通省「不動産鑑定評価制度懇談会」委員
 - 国土交通省 東北地方整備局「国道4号富谷地区電線共同溝PFI事業 有識者等委員会」委員(座長)
 - 財務省 東北財務局「国有財産の有効活用に関する有識者懇談会」委員*
 - 東京証券取引所「Jリートに関わる有識者懇談会」委員
 - 宮城県「職業能力開発審議会」会長* 宮城県企業局「経営審査委員会」委員長*
 - 大崎市「空家等対策協議会」会長*
 - 文部科学省「インターンシップ表彰選考委員会」委員
 - 経団連「採用と大学教育の未来に関する産学協議会・分科会」委員 などを歴任

- 主な著書
 - ◆ 不動産証券化協会編、田邊信之監修執筆「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年3月)
 - ◆ 「よく分かる不動産証券化とビジネス活用」(2008～、住宅新報)
日本不動産ジャーナリスト会議・著作賞受賞
 - ◆ 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(2004年、日経BP社)
不動産協会・優秀著作奨励賞受賞、ロングセラー
 - ◆ 「不動産投資のイノベーション」(2000年、ダイヤモンド社)
 - ◆ 「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(2015年、日経BP社)など多数



<目 次>

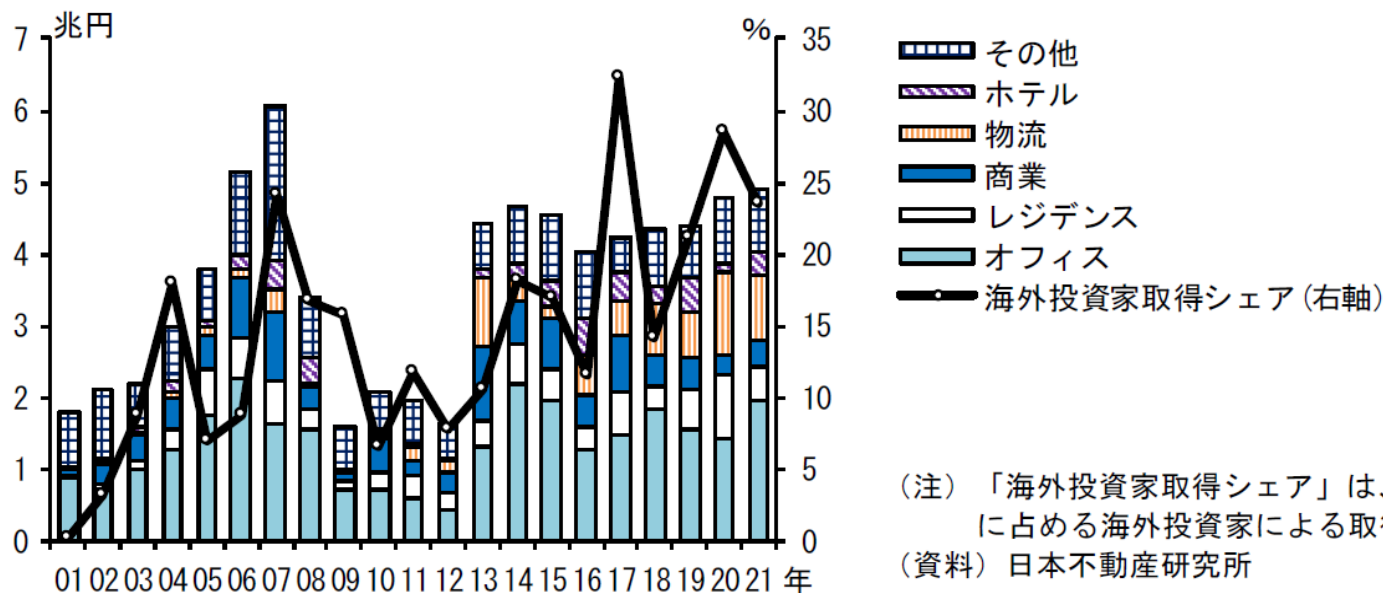
- I. 日本の不動産投資市場
- II. 地方圏の不動産市場
- III. 不動産投資市場の今後の動きを読む視点
- IV. 不動産投資市場の展望と地方圏における活用

I . 日本の不動産投資市場の動向

不動産投資市場の動向①:概 観

- ◆ 2021年の**世界の商業用不動産投資額は急減した2020年から大きく回復**し1兆2,500億米ドル(前年比54%増)と、コロナ禍前の水準を上回る。クロスボーダー投資も活発化(JLL調査)。
- ◆ **日本市場の取引額は、コロナ禍ながら2020年、2021年と漸増**で推移。2022年上期も、取引額2.5兆円と投資需要は旺盛ながら、投資口価格の変動や物件取得競争の激化などの要因で、J-REITが売り越し主体に。
 - － 取引用途の中心はオフィス。物流とレジデンスが堅調に推移。2020年に大きく減少した商業、ホテルも回復の方向。
 - － **海外投資家の取引比率が趨勢的に増加(過去10年間)**。日本のイールド・スプレッドの相対的な高さ、近時の円安も大きな要因。2022年度も前年度より投資増を予定する投資家が多い(全体の74%、CBRE調査)
- ◆ 投資家の多くが中長期的保有を前提として投資しており、安定的な市場基盤を堅持。ただし、過去の事例からは金融ショックなどで、欧州系を中心に海外ファンドが資金を引き上げる傾向にある点などは留意の要。

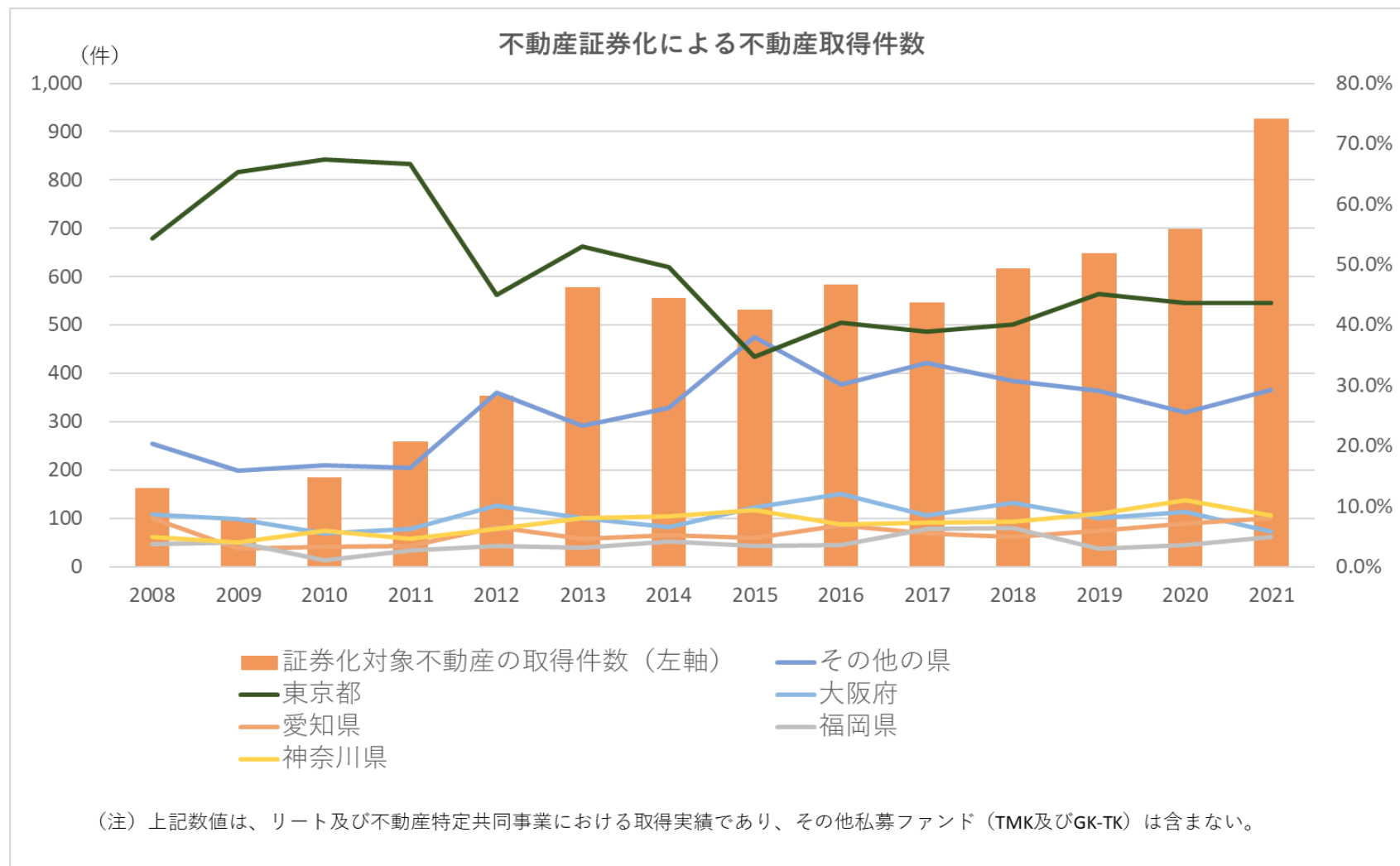
商業用不動産取得額の推移(日本)



資料: 日本銀行「金融システムレポート2022年4月」より抜粋

不動産投資市場の動向②: 地方への投資

- ◆ 不動産投資市場の整備とともに、市場の透明化、投資対象用途・地域の拡大が進展。
- ◆ 投資のリスク・リターンが蓄積する中で、**地方への投資も拡大**。



不動産投資市場の動向③:インバウンド・アウトバウンド

- ◆ 2021年のインバウンド投資額は、前年の大型物件取引の影響を受け、103億ドル(前年比▲21%)に減少。米州、アジア太平洋が中心。用途別では、オフィス39億ドル(対前年比17%増)、物流施設34億ドル(同左66%増)であり、ホテル、商業も回復の方向。(CBRE調査による)。
 - アジア太平洋地域の魅力的な都市として、東京が3年連続で1位(2位:上海、3位:シンガポール)
- ◆ 2021年のアウトバウンド投資額は、米国での増加を主因に20億ドル(対前年比72%)に増加。ただし、全投資額はパンデミック前(2019年:36億ドル)を大きく下回る水準。
 - 渡航規制のため、現地に拠点を持つ、もしくはパートナーがいる投資家が取引の中心。

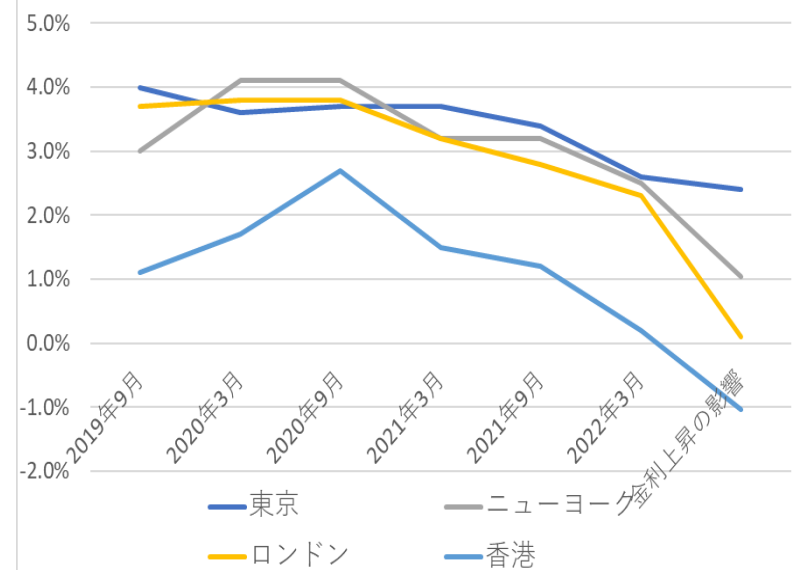
日本における不動産のクロスボーダー投資(2021年度)

	インバウンド			アウトバウンド		
	投資額 (億ドル)	対前 年比	構成 比	投資額 (億ドル)	対前年 比	構成 比
米州	48.0	▲41 %	46%	15.1	140%	76%
アジア太平 洋	25.0	+6.1%	24%	1.7	*	9%
欧州・中東・ アフリカ	8.2	▲67 %	8%	3.1	▲41%	15%
その他	21.8	—	22%	0	—	—
合計	103.0	▲21 %	100 %	20.0	+72%	100%

*前年に取引なし

資料:CBREデータから作成

オフィスビル投資のイールドスプレッド

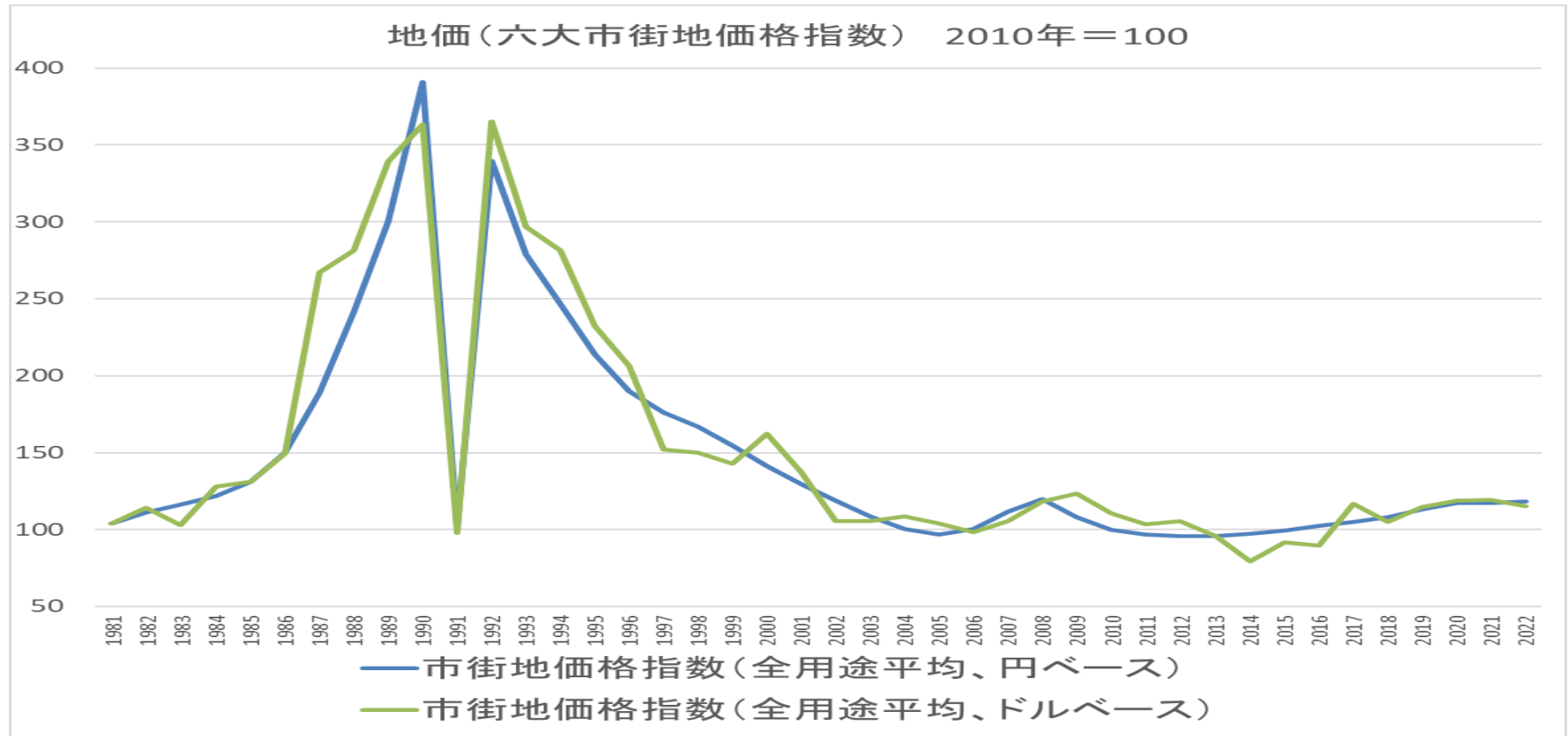


(注)「金利上昇の影響」は2022年3月データを基に、以降の国債金利上昇だけを反映した推計であり、不動産投資利回りの変化は反映されていない。

資料:各種公表データより作成

不動産投資市場の動向④: 外国為替の不動産価格への影響

- ◆ 基本的には、**地価に比べて為替(円/ドル)の変動率が低い**ため、円とドルベースで地価の動きの方向性に大きな違いはない。
- ◆ ただし、**為替水準が大きく動く場合には、ドルベースで割安割高の時期が生じる**ことがあり、外資の投資スタンスにも影響。



(注)円ドルレートは暦年平均、市街地価格指数は各年3月末基準。

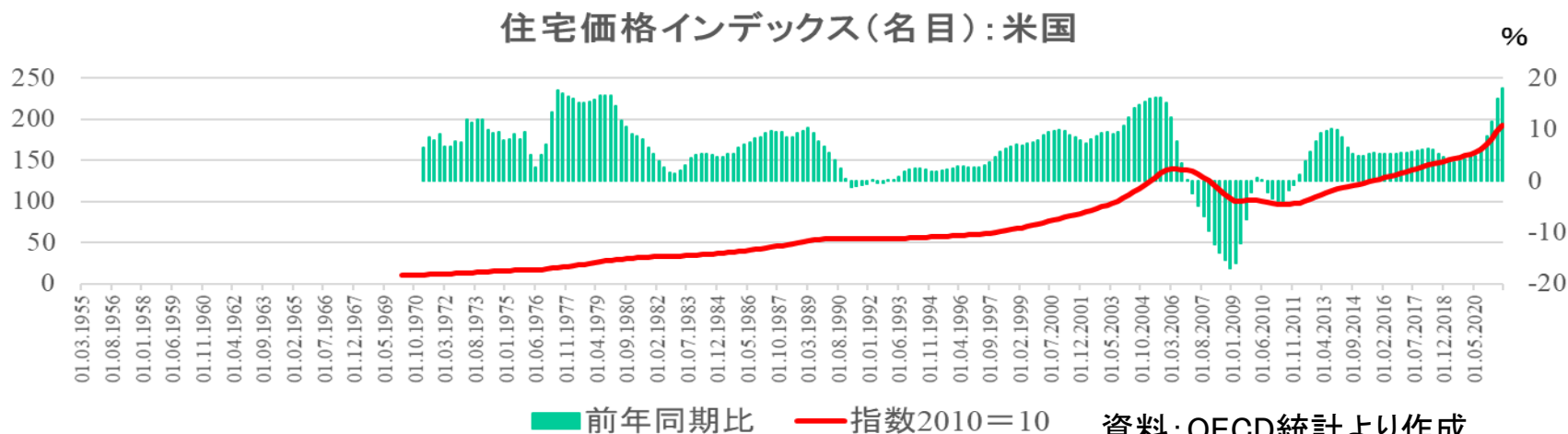
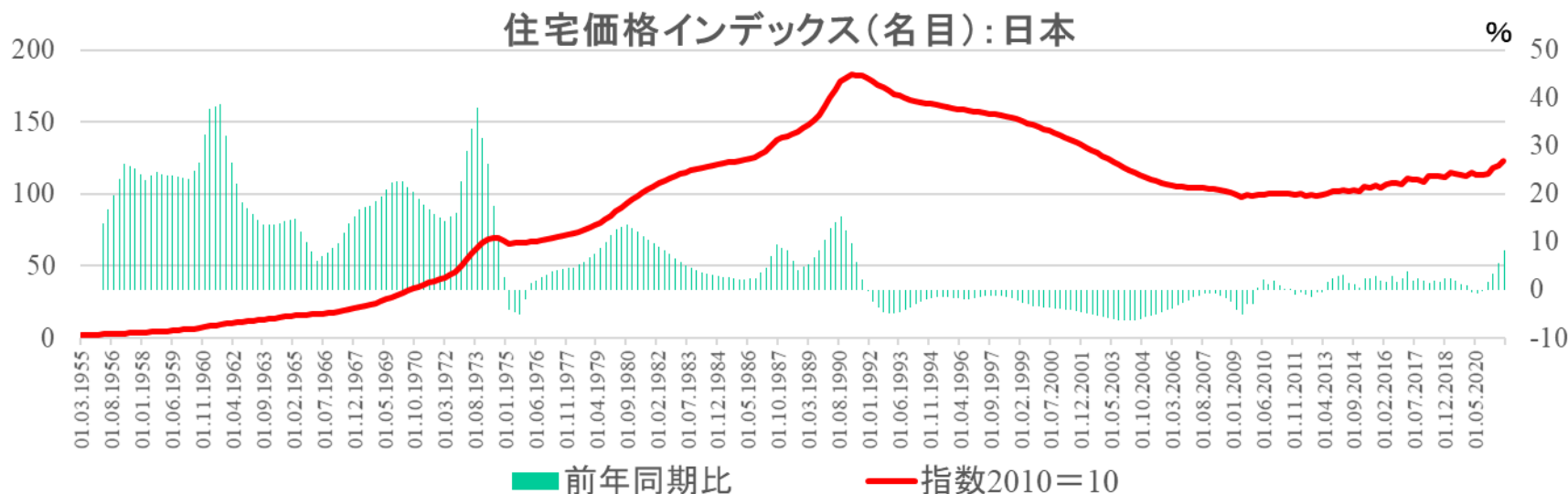
<例示>2021年は2021年暦年の円ドルレート、2022年3月末の市街地価格指数。

資料: 日本不動産研究所「市街地価格指数」、IFM統計を基に作成

不動産投資市場の動向⑤:住宅価格(名目)の水準 日米比較

- ◆ 1970年から現在までの日本の住宅価格は約3.2倍、世界金融危機後(2010年)から現在までは約1.2倍であるのに対し、米国はそれぞれ約17.5倍、約1.9倍と資産価値が増大。

⇒海外投資家から見ると、円安もあり日本の住宅は割安な投資対象

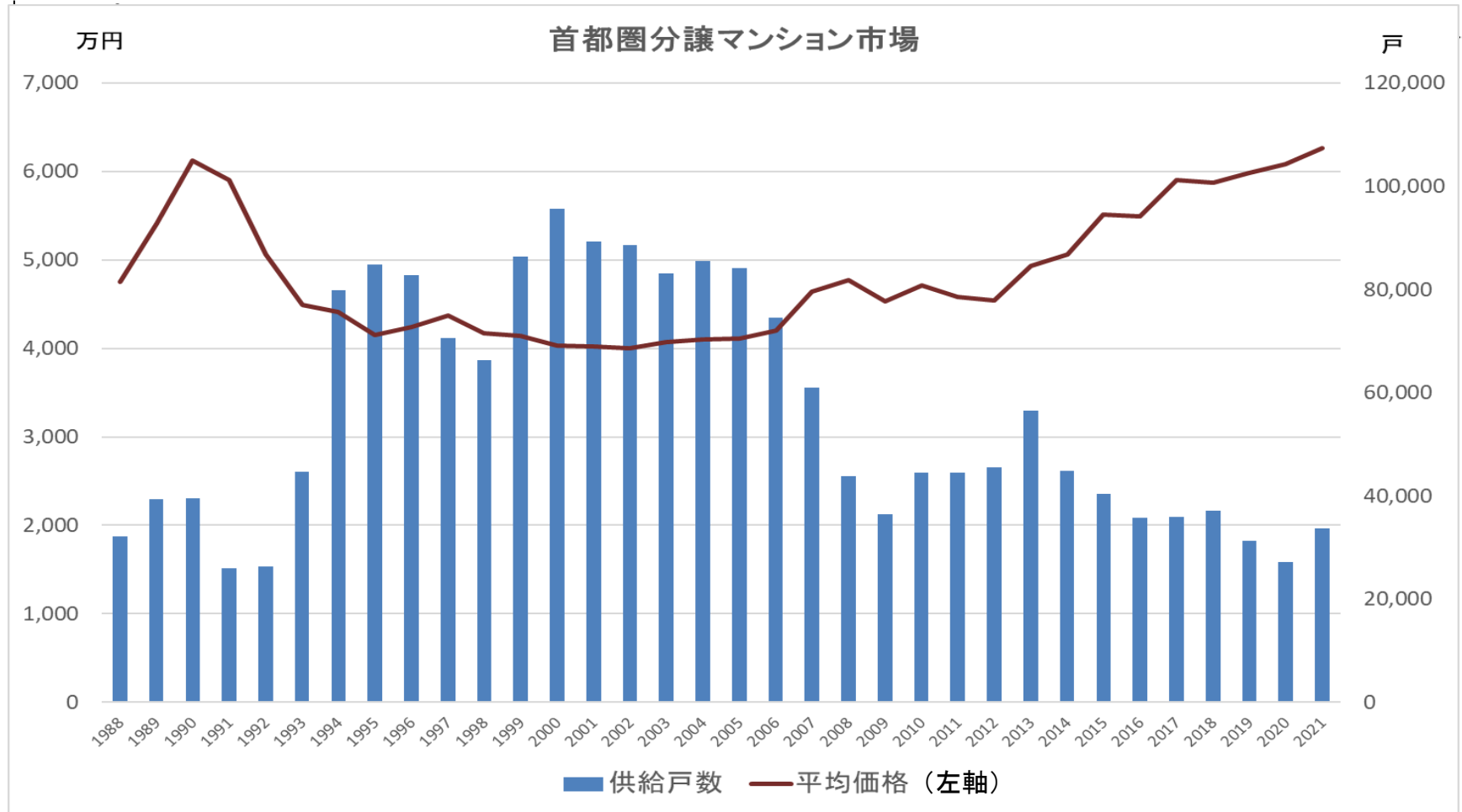


資料: OECD統計より作成

首都圏マンション分譲価格のバブル期越え①

◆ バブル期に比べて、より利便性に優れた物件が供給される中、2021～2022年の平均価格がバブル期越え。

- 東京23区内の物件比率 1990年:18.2% → 2021年:39.5%
- 駅から徒歩5分以内の物件比率 1990年:15.2% → 2021年:39.3%



資料:不動産経済研究所(株)統計、長谷工総合研究所レポートより作成

首都圏マンション分譲価格のバブル期越え②

- ◆ マンション購入資金は、2006年から2021年にかけて約3割増加(3,542→4,528万円)。立地の優れたマンションの供給増、ダブルインカム世帯の増加などによる需要増に加えて、低金利での住宅ローンの供給が主な要因。
- ◆ 高年収の購入者層が増えたものの、年収倍率は5.6倍から7.2倍に上昇。自己資金比率も25%から17%へ低下。
- ◆ この間、低金利に下支えされ、家計の借入金返済負担(総返済負担率)はそれほど高まっていなかった(20%→22%)、同比率が25%を超える世帯が17%から41%へと大きく上昇。マンション価格のさらなる上昇や金利の上昇は、家計に大きな負担となる懸念。

マンション新規購入者の属性 (全国)

	年度	世帯年収 1000万円以上	所用資金 (万円)	年収倍率 (倍)	総返済負担率*				自己資金比率 (対所要資金)
					30%以上	25%以上～30%未満	25%以上	平均	
H18	2006	11.8%	3,542	5.6	5.0%	12.3%	17.3%	20.2%	25.4%
H19	2007	15.4%	3,739	5.7	6.3%	14.2%	20.5%	20.5%	25.3%
H20	2008	15.8%	3,540	5.8	12.9%	25.3%	35.1%	22.2%	22.1%
H21	2009	14.4%	3,389	5.7	14.6%	28.7%	37.3%	22.7%	16.8%
H22	2010	17.0%	3,772	5.9	10.5%	22.8%	33.3%	21.5%	20.0%
H23	2011	17.0%	3,840	5.9	10.6%	21.7%	32.3%	21.3%	20.9%
H24	2012	16.1%	3,758	6.0	9.6%	22.7%	32.3%	21.1%	19.7%
H25	2013	17.3%	3,862	6.2	7.3%	20.8%	28.1%	20.4%	22.0%
H26	2014	16.6%	3,968	6.4	8.4%	21.1%	29.5%	20.6%	21.1%
H27	2015	19.4%	4,250	6.5	10.0%	20.8%	30.8%	20.7%	20.9%
H28	2016	18.3%	4,267	6.8	10.6%	22.3%	32.9%	21.1%	17.3%
H29	2017	18.8%	4,348	6.9	10.6%	22.3%	32.9%	21.3%	16.2%
H30	2018	18.3%	4,437	6.9	11.9%	23.7%	35.6%	21.7%	18.7%
R1	2019	17.7%	4,521	7.1	13.5%	23.4%	36.9%	21.3%	18.0%
R2	2020	20.0%	4,545	7.0	14.0%	23.1%	37.1%	21.7%	17.5%
R3	2021	20.1%	4,528	7.2	15.7%	25.4%	41.1%	22.1%	16.7%
R4	2022								

*総返済負担率：1か月当たり予定返済額を世帯月収で除した数値

資料：住宅金融普及協会「フラット35利用者調査」より作成

投資利回り①:J-REIT全体の資産運用利回り(2019年7-12月期決算、63銘柄)

- ◆ 資産合計：約19兆円 営業収益：6,611億円 営業利益：3,206億円
- ◆ 不動産賃貸事業利益（不動産賃貸事業収益－不動産賃貸事業費用）：3,297億円。

◆ 主な財務指標

営業利益率（営業利益／営業収益）：48.5% ROA（当期純利益×2／資産合計）：2.9%

ROE（当期純利益×2／純資産）：5.6%

負債比率（（流動負債＋固定負債）／負債・純資産合計）：48.5%

貸借対照表

		(億円)	
流 動 資 産	11,498	流 動 負 債	13,260
現預金	10,929	短期借入金	11,266
固 定 資 産	182,964	固 定 負 債	80,996
不動産等	180,151	長期借入金	67,312
		投資法人債	6,519
		敷金相当額	7,003
繰 延 資 産	45	純 資 産	100,250
資産合計	194,507	負債・純資産合計	194,507

損 益 計 算 書

		(億円)
営 業 収 益		6,611
不動産賃貸事業収益		6,072
営 業 費 用		3,405
不動産賃貸事業費用		2,775
営 業 利 益		3,206
営 業 外 収 益		7
営 業 外 費 用		379
支払利息等		286
経 常 利 益		2,834
税引前当期純利益		2,831
当 期 純 利 益		2,826

ROA(営業利益(償却後)×2/資産合計)=3.3%

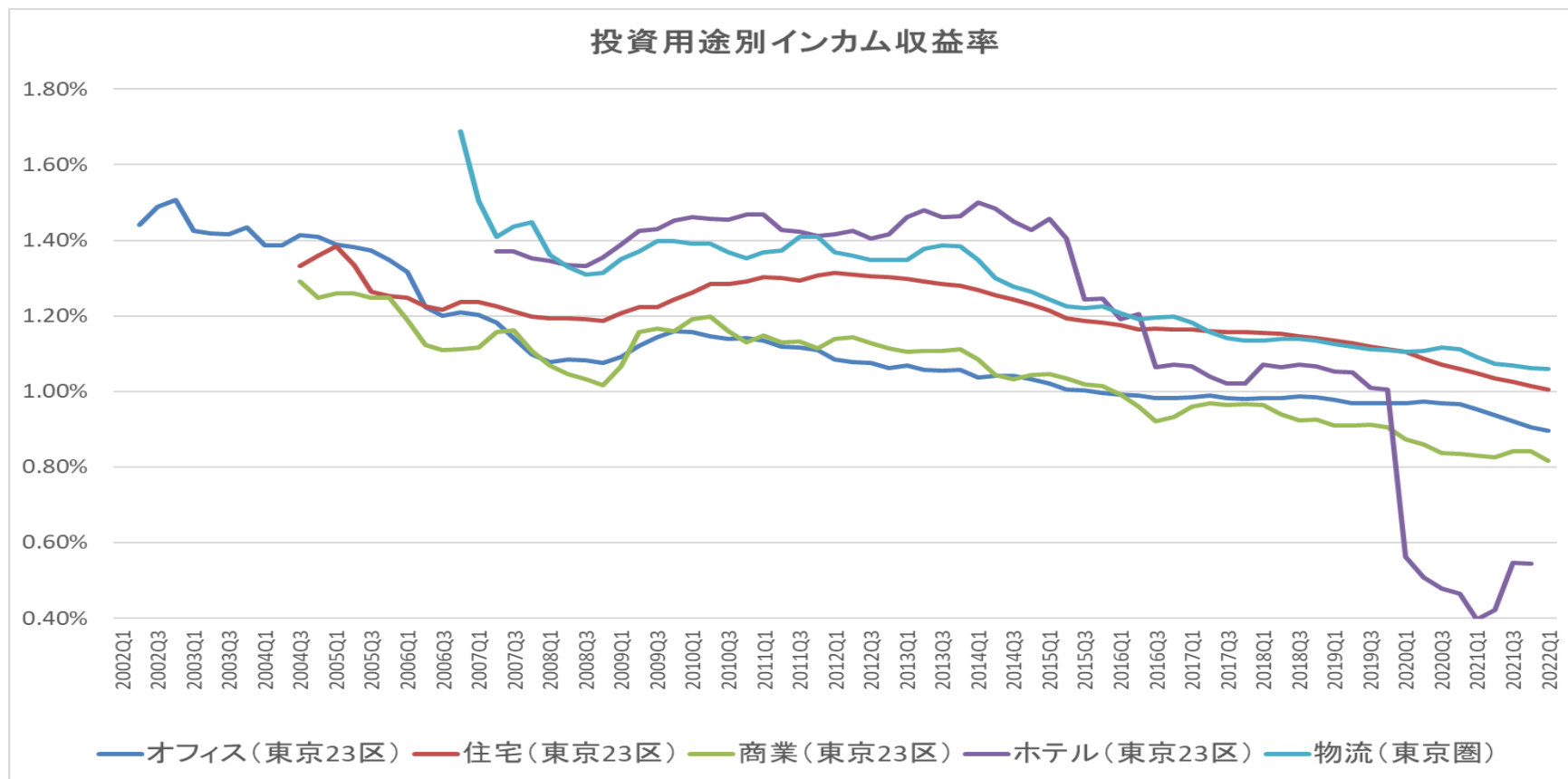
(出所) 各投資法人の決算短信（2019年7月期～12月期の決算数値*）を基にARES集計、対象63銘柄

* 決算期間が6ヶ月でない銘柄の損益計算書項目及び分配金を6ヶ月換算して計上

資料:不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」を一部改変

投資利回り②:不動産投資・インカム収益率(四半期、用途別)

- ◆ 継続する金融緩和(低金利、量的緩和、フォワードガイダンス)や市場における物件取得競争などを背景に、**インカム収益率は中長期的に穏やかに低下**。
- ◆ 近時の東京都心部のオフィスビルでは、空室率の上昇が収束つつあるものの、賃料単価の下落が継続。一方で、個別物件ごとの格差が拡大。



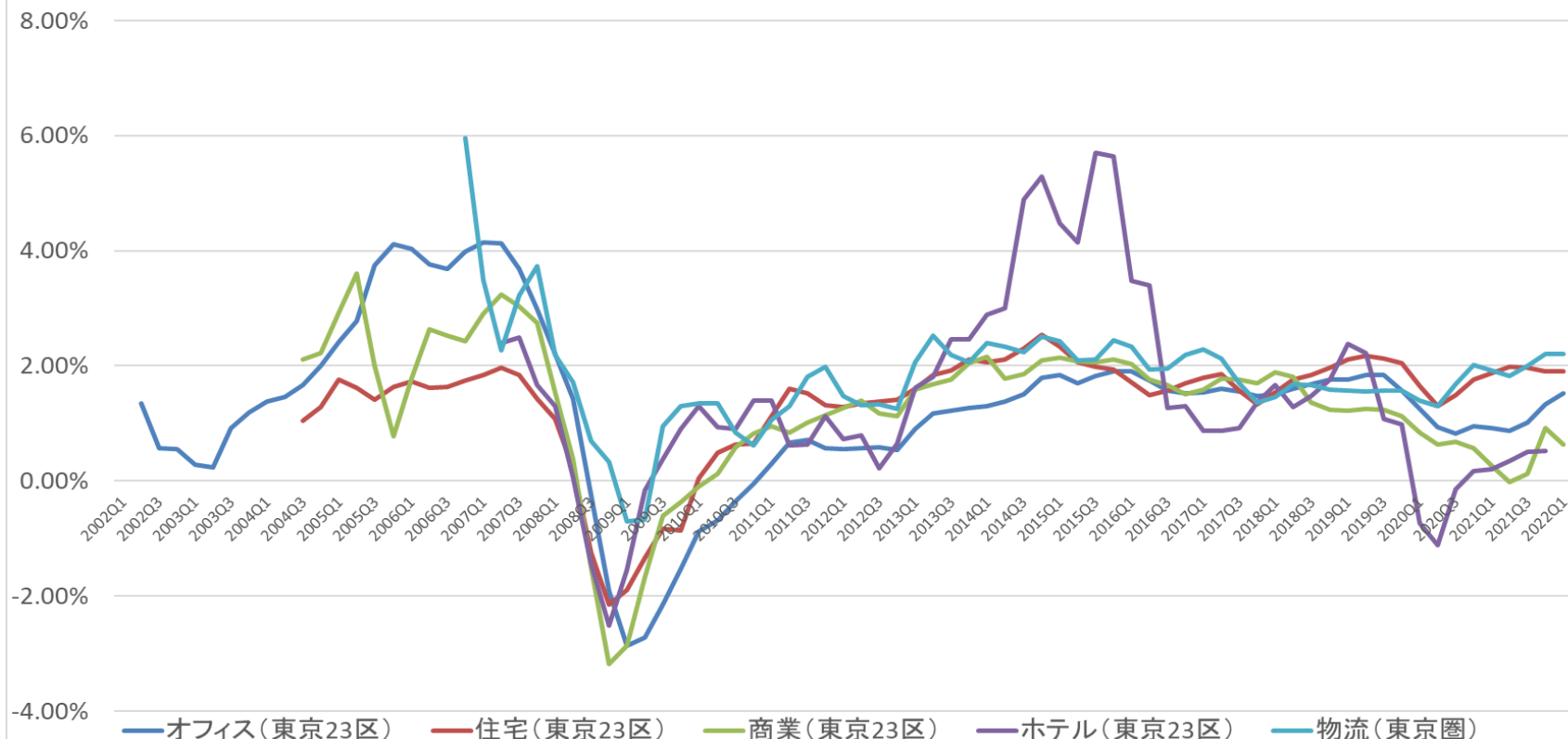
(注)2021Q以降は速報値

資料:ARES・AJPIより作成

投資利回り③:不動産投資・総合(インカム+キャピタル)収益率(四半期、用途別)

- ◆ 景気のピークアウトなどにより、総合収益率は2019Q4から若干低下。**新型コロナ感染の影響が顕在化した2020Q1から、キャピタル収益率の低下が拡大し総合収益率も大きく低下。**
- ◆ 最近では全用途で収益率が持ち直し。ホテル、商業施設(特に都市型商業)などではキャピタル収益率の低下が大きかったが、徐々に回復の方向。

投資用途別総合収益率(インカム+キャピタル)

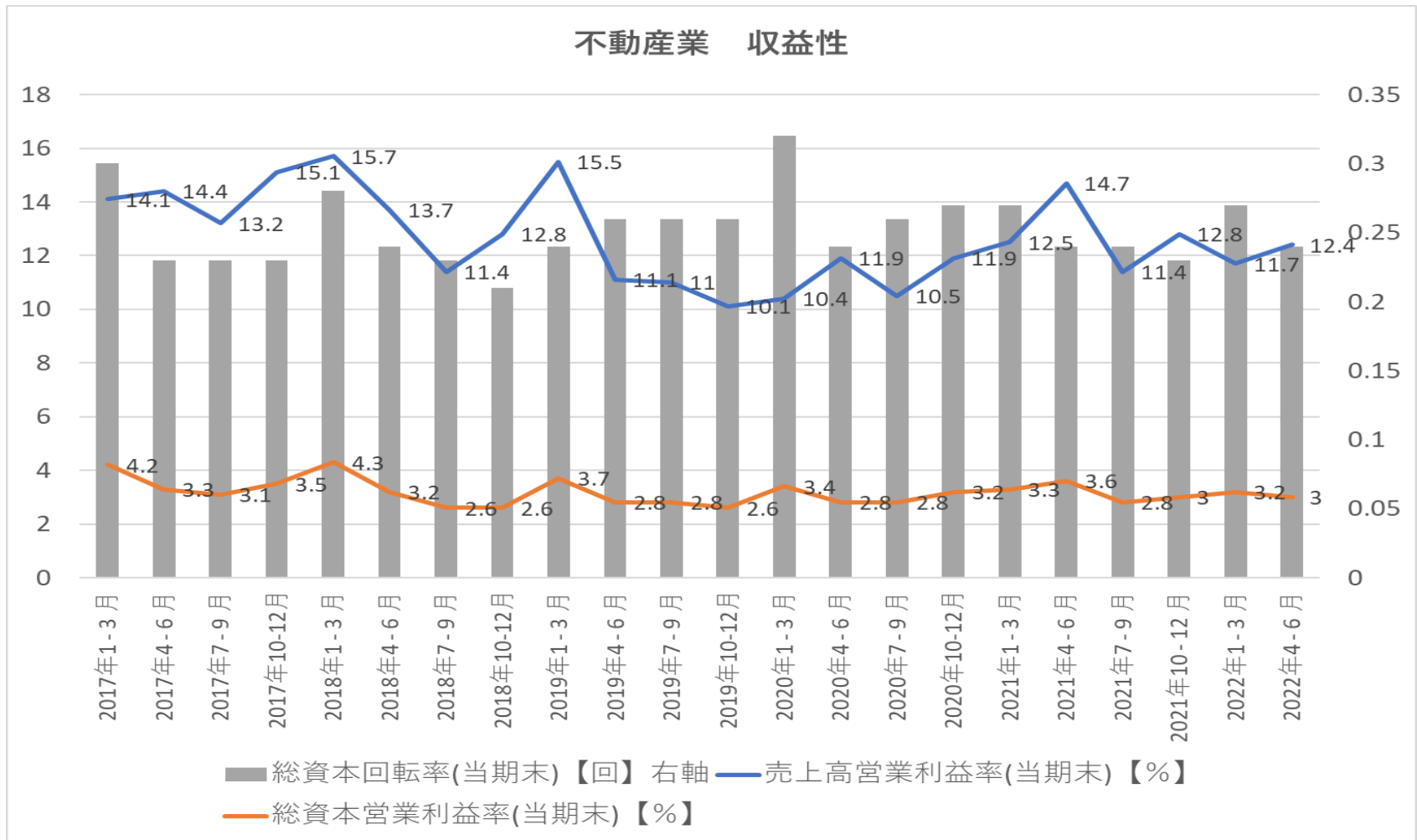


(注)2021Q以降は速報値

資料:ARES・AJPIより作成

不動産業 収支財政①

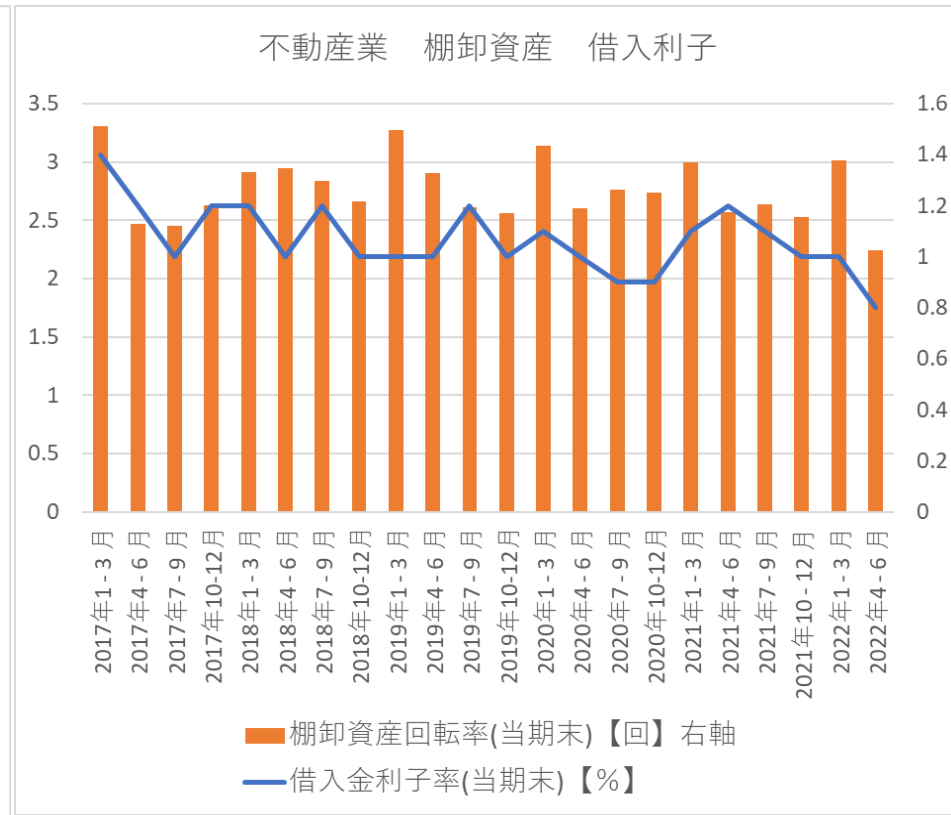
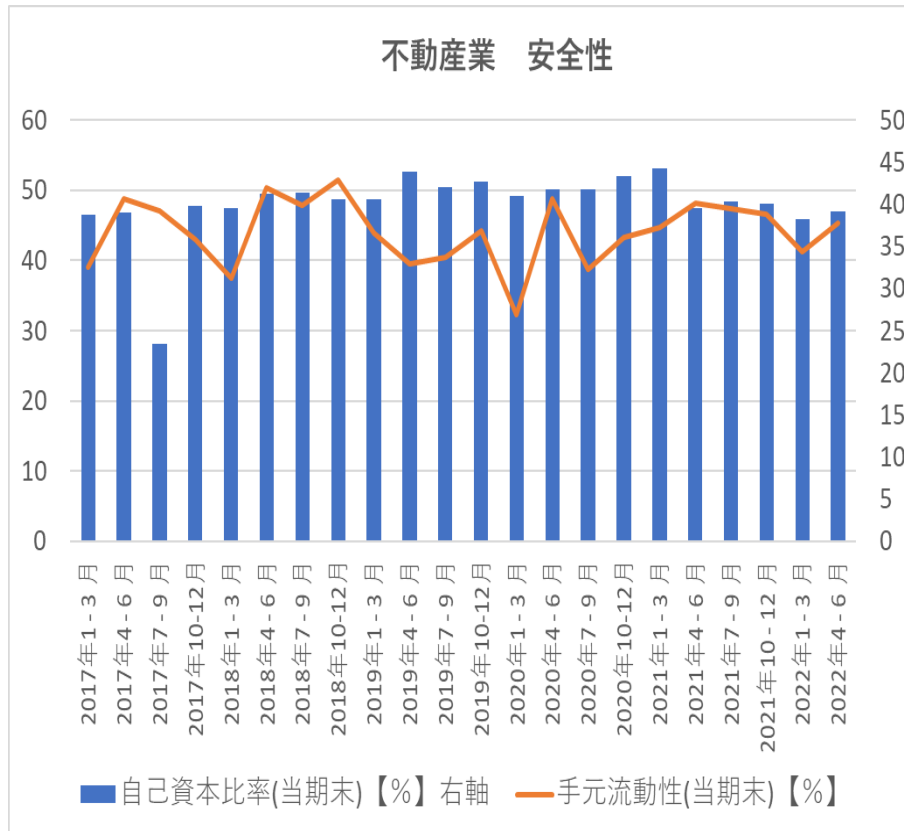
- ◆ 多様な要因により、2018年秋頃から**収益性**が若干低下したものの、**2021年頃から回復基調**。
景気後退(2018年10月～2020年5月)、消費税率アップ(2019年10月)、
新型コロナ感染拡大(2020年1月～)



資料:財務省「法人企業統計」より作成

不動産業 収支財政②

- ◆ 2020年1-3月期のコロナ禍初期に一時的に**手元流動性**が落ち込んだものの、すぐに回復。
- ◆ **販売用不動産の在庫**を若干減らしつつ、慎重な経営姿勢を維持している模様。
- ◆ 2021年4-6期にかけて上昇した**借入金利子率**は徐々に低下しており、金融機関から安定的な資金調達ができていることがわかる。



(注)手元流動性 = $\frac{\text{現金・預金} + \text{有価証券}}{\text{売上高}} \times 100$

資料:財務省「法人企業統計」より作成

経営状況(全産業)①:実質無利子・無担保融資等の状況(2022年9月末)

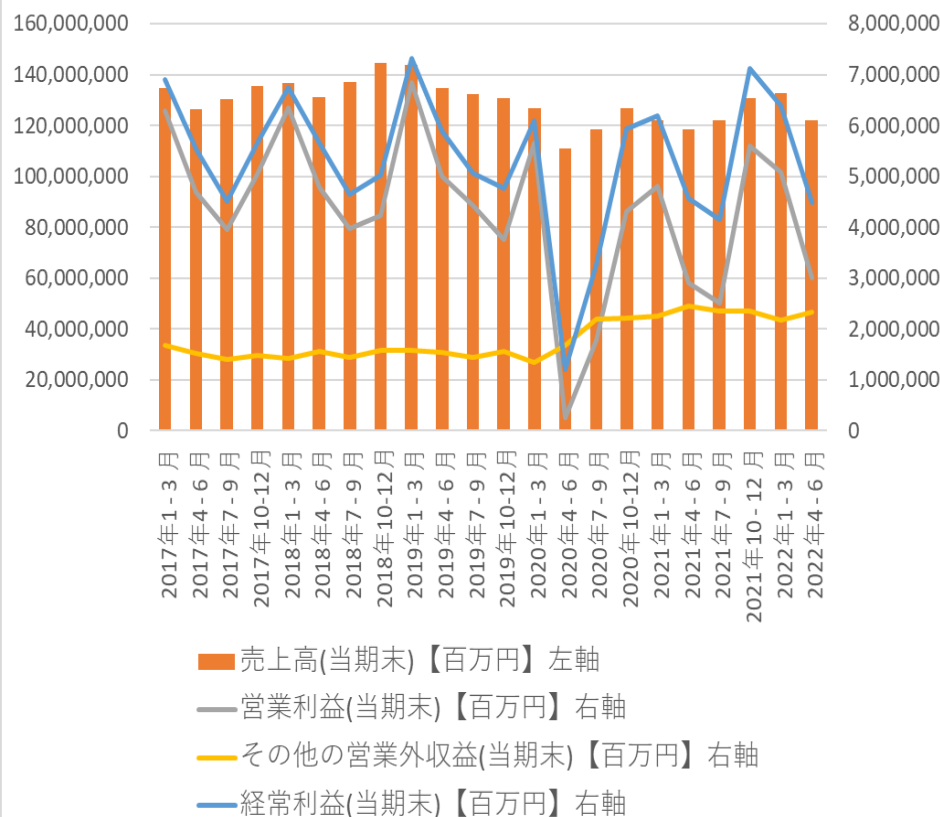
新型コロナ対策による貸出(資金繰り支援)の状況

新規受付期間	2020年3月～2022年9月 日本政策金融公庫、商工中金 2020年5月～2021年3月 民間金融機関
貸出条件	実質無利子・無担保(ゼロゼロ融資)
利子支払	貸出後3年間は都道府県が補給。その後は債務者による利払い。
元本返済	最長5年間の据え置き可(実際には1年間以内が過半)
保証	債務者の返済が滞ると信用保証協会が元本を代位弁済。 協会の損失の約8割を日本政策金融公庫が補填。
貸出実績	約234万件、約42兆円
企業の借入状況	・大企業に比べて、中小企業の借入金増加が目立つ。建設業の借入増加も多い。 ・借入金月商倍率の高い業種(金融を除く) ①宿泊業、 ②飲料(酒類を含む)等製造業 ③その他生活関連サービス業(旅行業、冠婚葬祭業を含む) ④飲食店
返済状況 (22年2月)	・元金返済開始企業54.2%、今後返済開始32.1%、減額・返済猶予・代位弁済1.5% ・融資条件通りの返済可能81%、返済に不安9%、その他10% *帝国データバンクアンケート(2022. 2.14～2.28)による

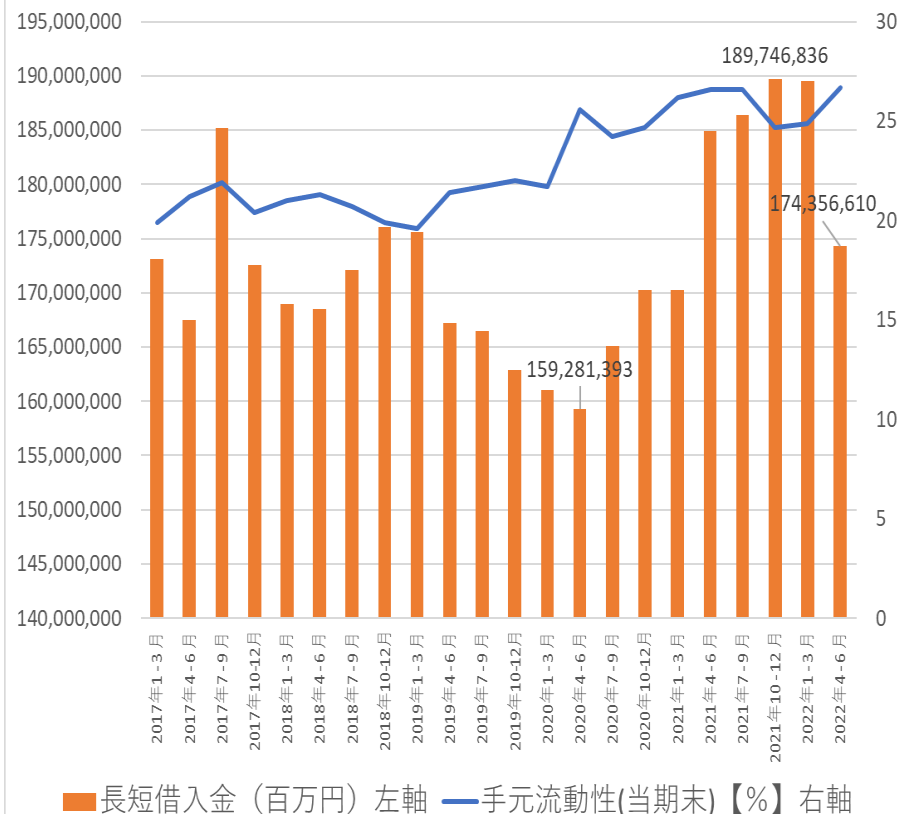
経営状況(全産業) ②: 中堅・中小企業の財務

- ◆ 新型コロナ対策による補助金の効果(主に「その他の営業収益に計上」)により、中堅・中小企業の収益は、営業利益を経常利益が大きく上回る状況が継続。
- ◆ 一方、ゼロゼロ融資も含めて、借入金が約2年間で159兆円から190兆円へと大きく増加。近時は元本返済が開始され、借入金は減少に向かうが、返済に苦慮する企業も予想される。金利返済が2023年3月から開始されるため、一部企業で資金繰り破綻が起きる懸念も。

企業（全産業、資本金1000万円以上1億円未満）の収益状況



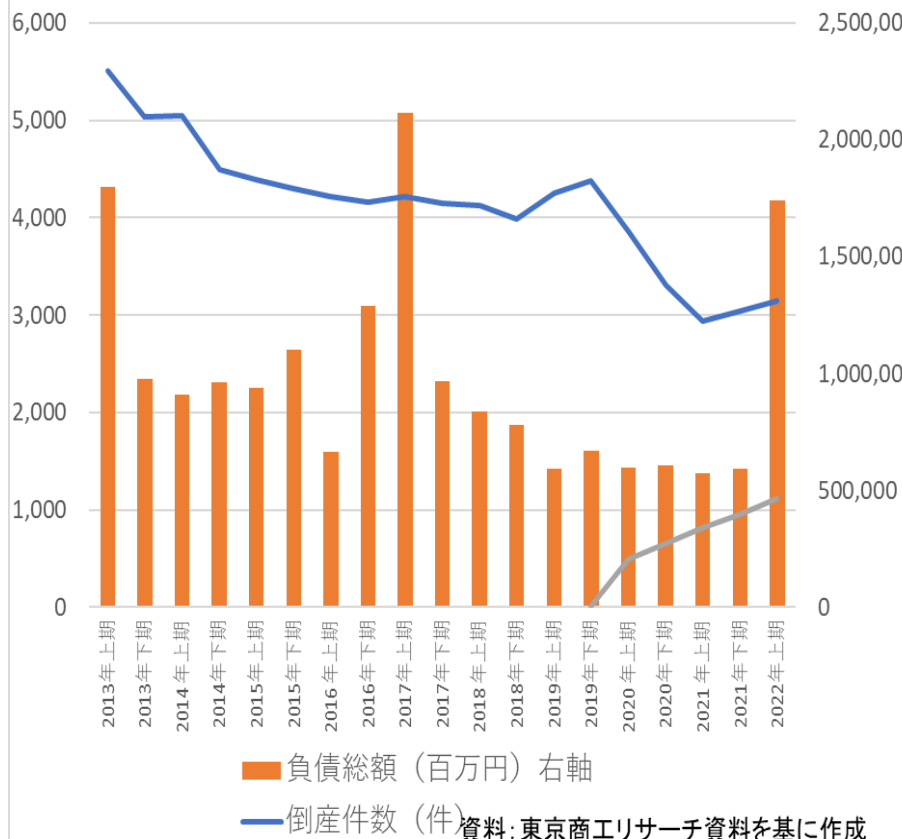
企業（全産業、資本金1000万円以上1億円未満）の資金状況



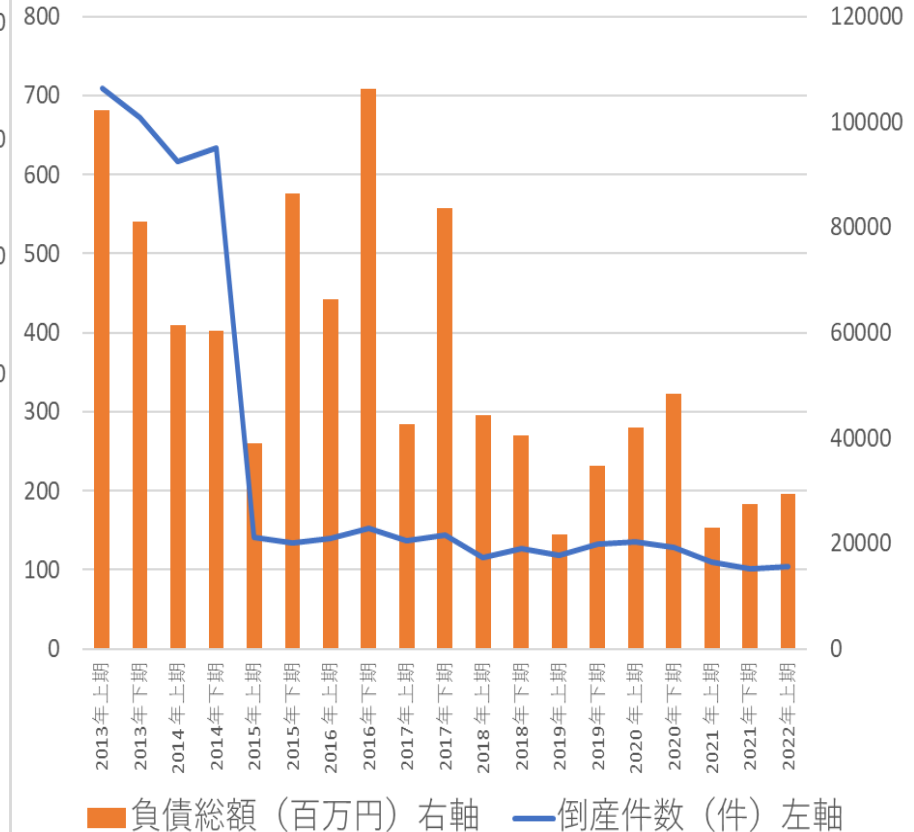
経営状況(全産業) ③: 企業倒産

- ◆ 企業倒産件数は**過去最低水準が続いたものの、2021年頃から増加方向。新型コロナ倒産も増加しており、今後のゼロゼロ融資などの返済に懸念。**
- ◆ 不動産業は新型コロナ感染拡大当初に若干倒産件数・総負債額が増加したものの、その後は回復に向かい、企業経営は相対的に安定している。

企業の倒産件数・負債総額（全産業）



不動産業の倒産件数・負債総額

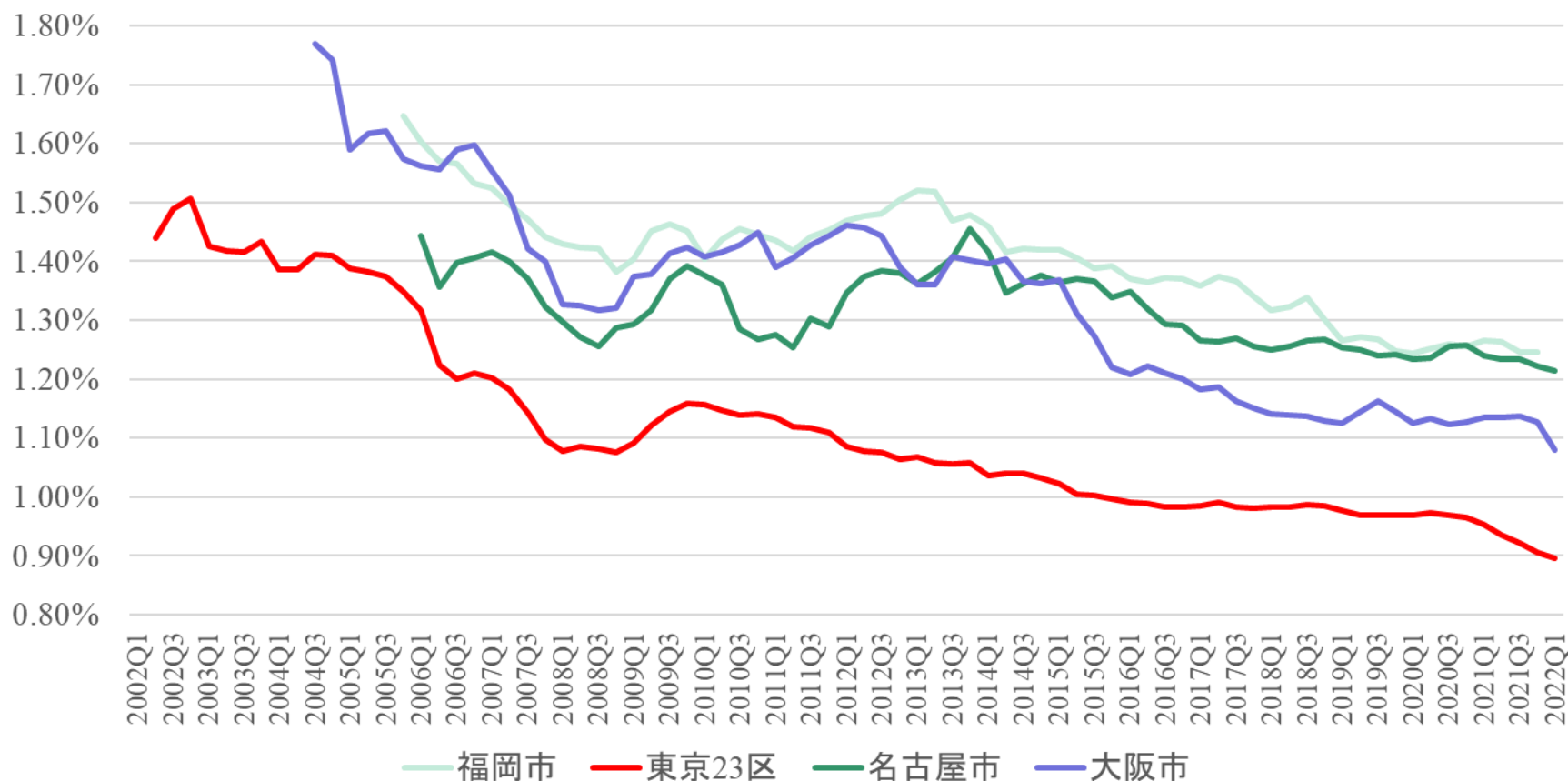


Ⅱ．地方圏の不動産市場

投資利回り①:オフィスビル・インカム収益率(四半期、地域別)

- ◆ 市場の透明化、不動産取得競争の激化などにより、インカム収益率は低下の方向。近時は東京23区と他の大都市では、年間0.8～1.2%程度のインカム収益率の違い。
- ◆ 過去10年間に於いて、大阪市、福岡市のインカム収益率の低下(物件価格の上昇)が、名古屋市と比較して大きく、両市のビジネス地区としての投資家の評価が高まっていることを示唆。

オフィスビル インカム収益率(四半期、地域別)

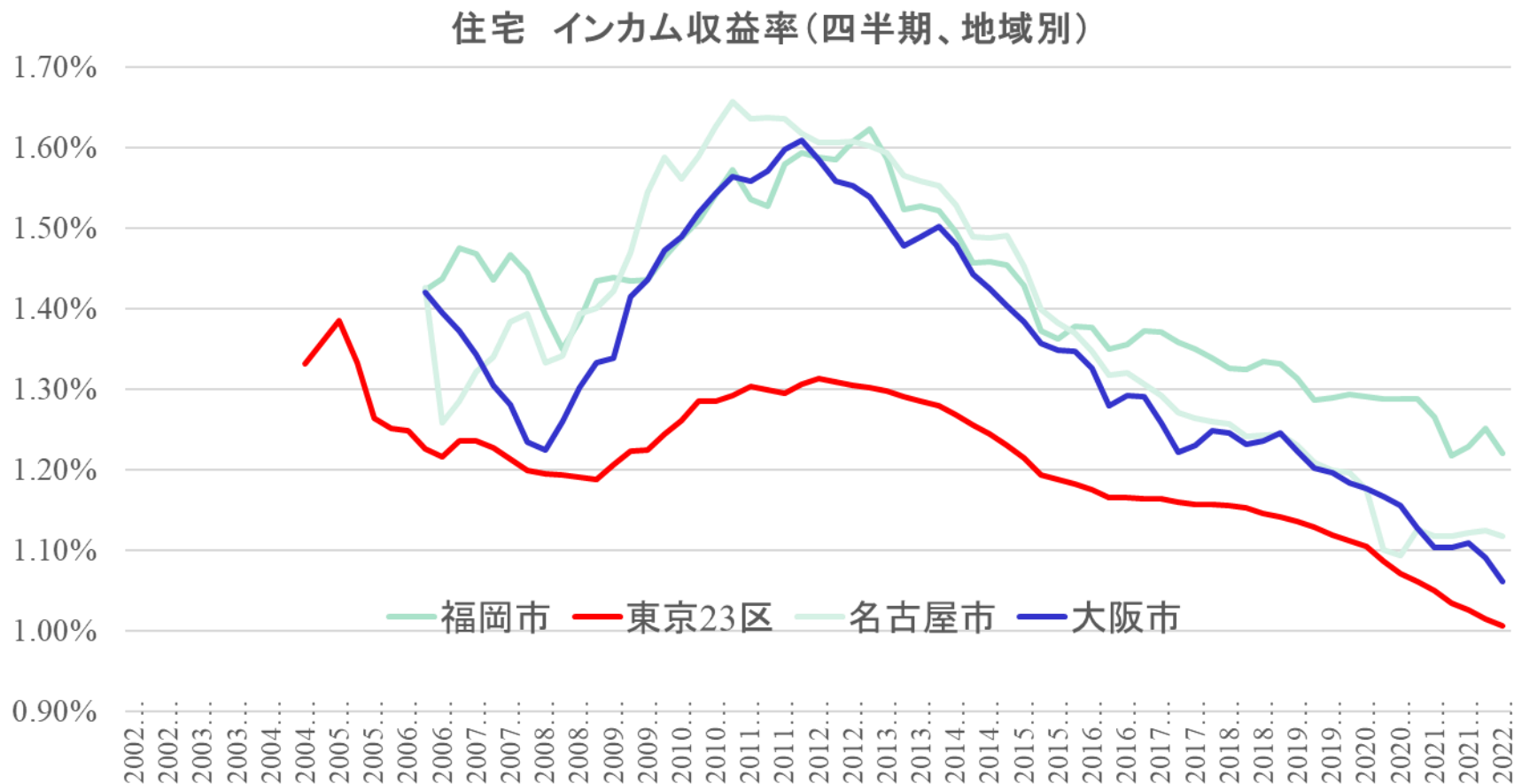


(注)2021Q以降は速報値

資料:ARES・AJPIより作成

投資利回り②: 住宅・インカム収益率(四半期、地域別)

- ◆ 住宅もオフィス同様に、インカム収益率は低下の方向。近時の東京23区と他の大都市では、年間0.2～0.8%程度のインカム収益率の違いであり、オフィスよりも差が少ない。
- ◆ インカム収益率は安定的に、東京<大阪市、名古屋市<福岡市の順。賃貸住宅に対する需要の大きさや投資リスクの違いなどを反映。



(注) 2021Q以降は速報値

資料: ARES・AJPIより作成

投資利回り③: オフィスビル・インカム収益率(年間、都市別)

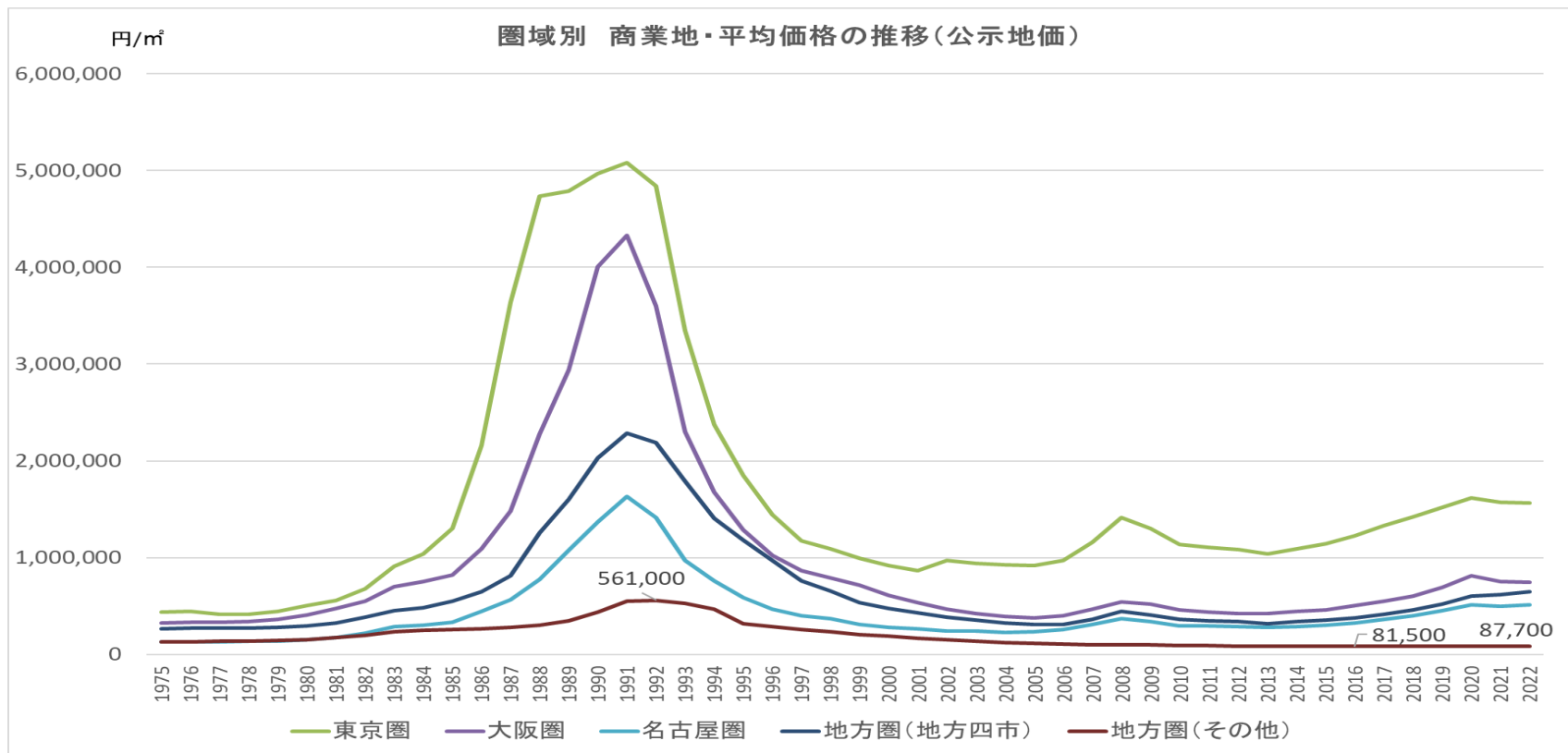
◆ 市場取引のデータが蓄積する中で、地方への投資のリスク・リターンが明らかになるにつれて、地方への投資が拡大するとともに、都市間の違いも顕在化。

オフィスビル(Aクラス)の投資利回りの推移

	東京 丸の内	札幌	仙台	京都	広島	福岡
2007年10月(リーマンショック前)	3.8	5.4	5.5	—	5.3	5.5
2009年4月(リーマンショック直後)	4.5	6.7	6.7	—	6.8	6.3
2022年4月 (現在)	3.3	5.2	5.3	5.0	5.5	4.6

不動産価格①: 商業地・平均価格の推移(圏域別)

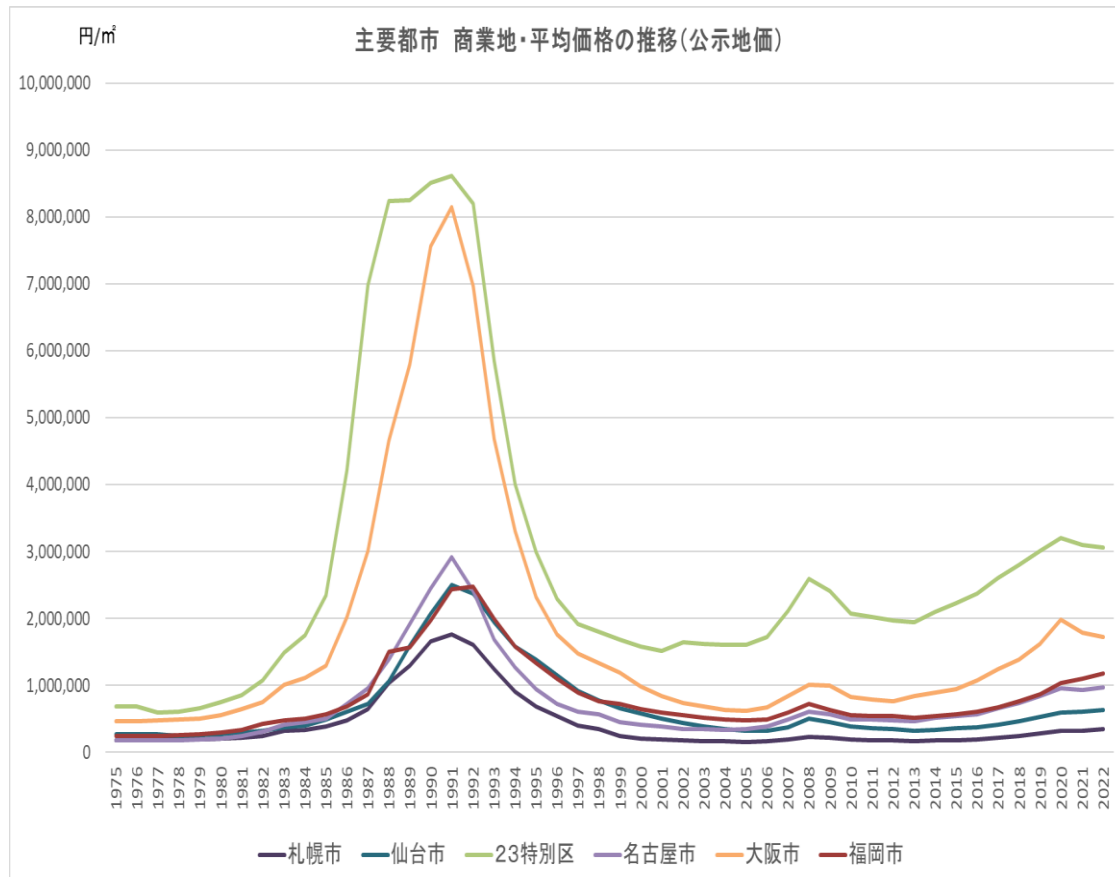
- ◆ 85年頃からのバブル醸成とともに、3大都市圏へ人口・機能などの集中が進み、大都市圏と地方の商業地価格の格差が拡大。
- ◆ バブル崩壊後に3大都市圏の商業地価格が急落し、2000年頃まで地方との格差は縮小。
- ◆ 2000年頃から不動産投資市場が拡大して大都市圏への投資が集中する中、地方圏(地方4市を除く)の商業地の回復が遅く格差が拡大。
- ◆ ただし、ここ10年間で、不動産投資は大都市圏から地方圏へと拡大の方向。



資料: 国土交通省「地価公示」より作成

不動産価格②: 商業地・平均価格の推移(主要都市)

- ◆ 過去10年間に於いて、主要都市の商業地価格は、住宅地価格を大きく上回る上昇率(東京は1.6倍、他は2倍前後)。
- ◆ 地方圏域も**一定のリターンが見込める都市**には、不動産投資マネーが向かい、商業地価格を押し上げている姿がうかがえる。



資産価値の変動(2013年～2022年)

(単位: 円/㎡)

	商業地・平均価格		変化倍率 (②/①)	変化額 (②-①)
	2013年①	2022年②		
札幌市	166,100	346,300	2.08	180,200
仙台市	324,800	631,900	1.95	307,100
23特別区	1,948,900	3,066,200	1.57	1,117,300
名古屋市	472,500	972,300	2.06	499,800
大阪市	845,700	1,719,600	2.03	873,900
福岡市	514,600	1,178,600	2.29	664,000

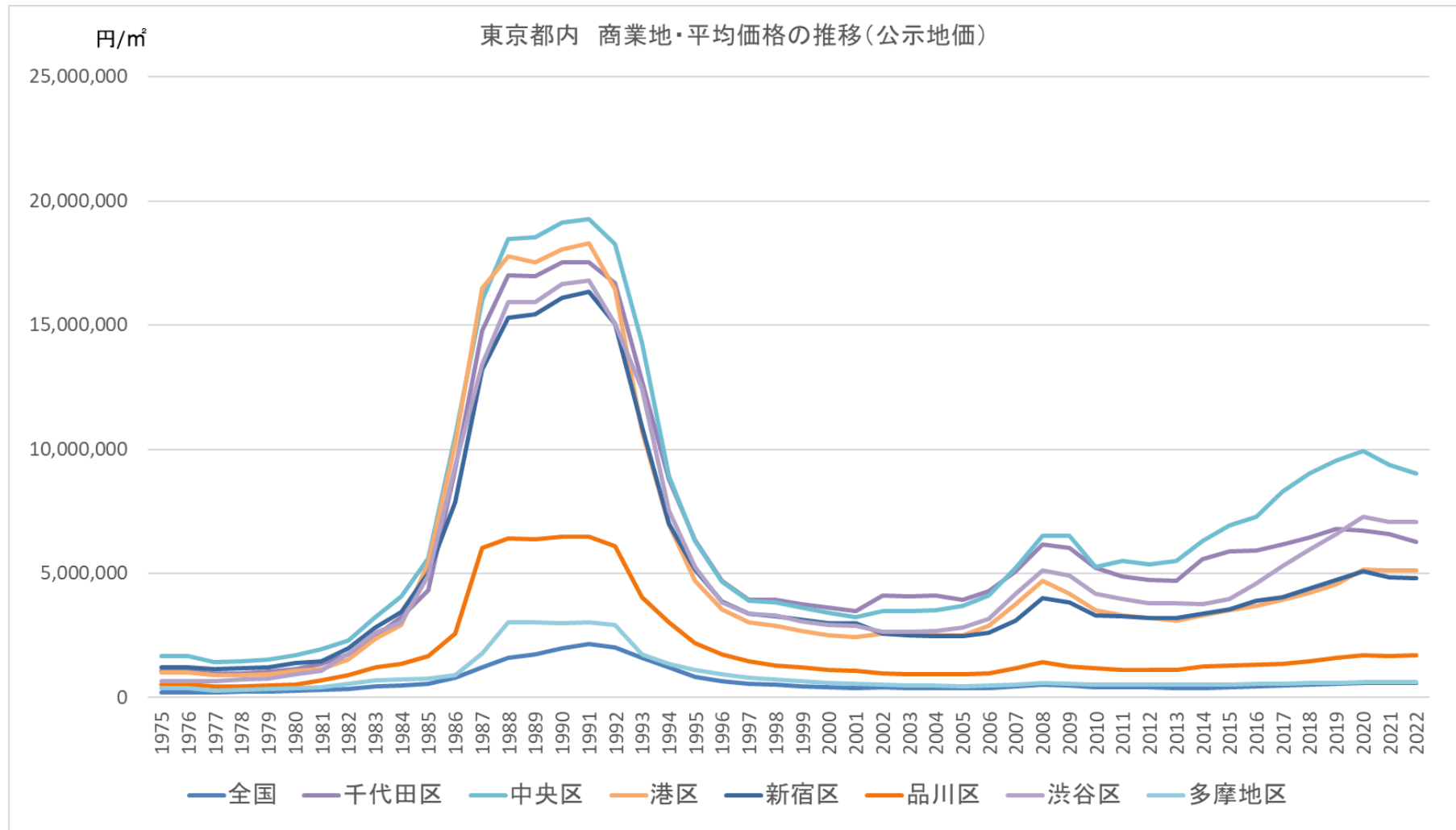
<参考>

(単位: 円/㎡)

	住宅地・平均価格		変化倍率 (②/①)	変化額 (②-①)
	2013年①	2022年②		
札幌市	58,000	89,700	1.55	31,700
仙台市	66,600	104,600	1.57	38,000
23特別区	478,000	641,400	1.34	163,400
名古屋市	156,400	192,600	1.23	36,200
大阪市	227,200	249,300	1.10	22,100
福岡市	112,600	180,100	1.60	67,500

不動産価格③: 商業地・平均価格の推移(東京都内)

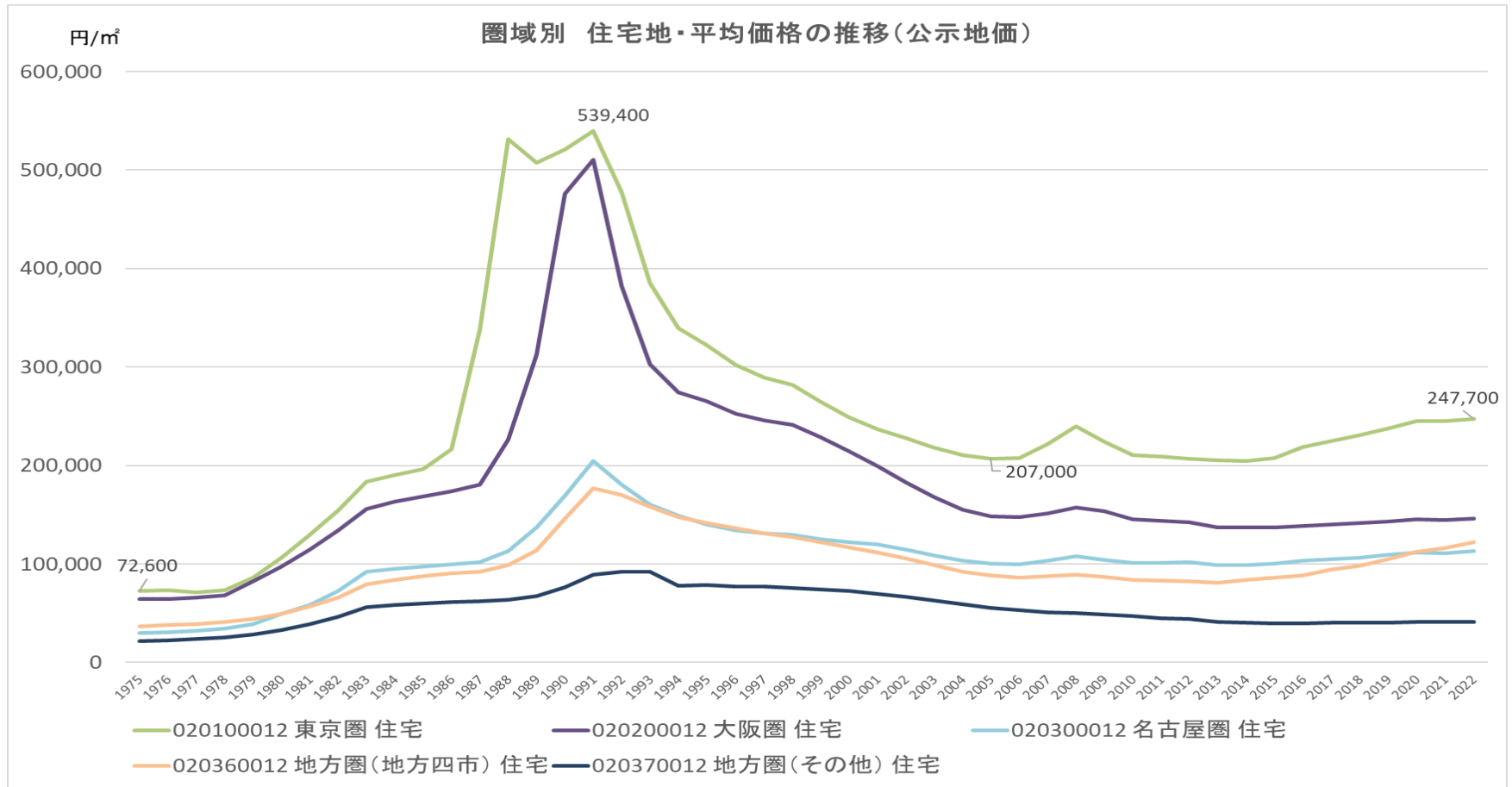
◆ 東京都内では、全体的に不動産価格が上昇しているが、地区により異なる動き。**中央区の活性化、渋谷区の魅力度の向上**が特徴。



資料: 国土交通省「地価公示」より作成

不動産価格④：住宅地・平均価格の推移（圏域別）

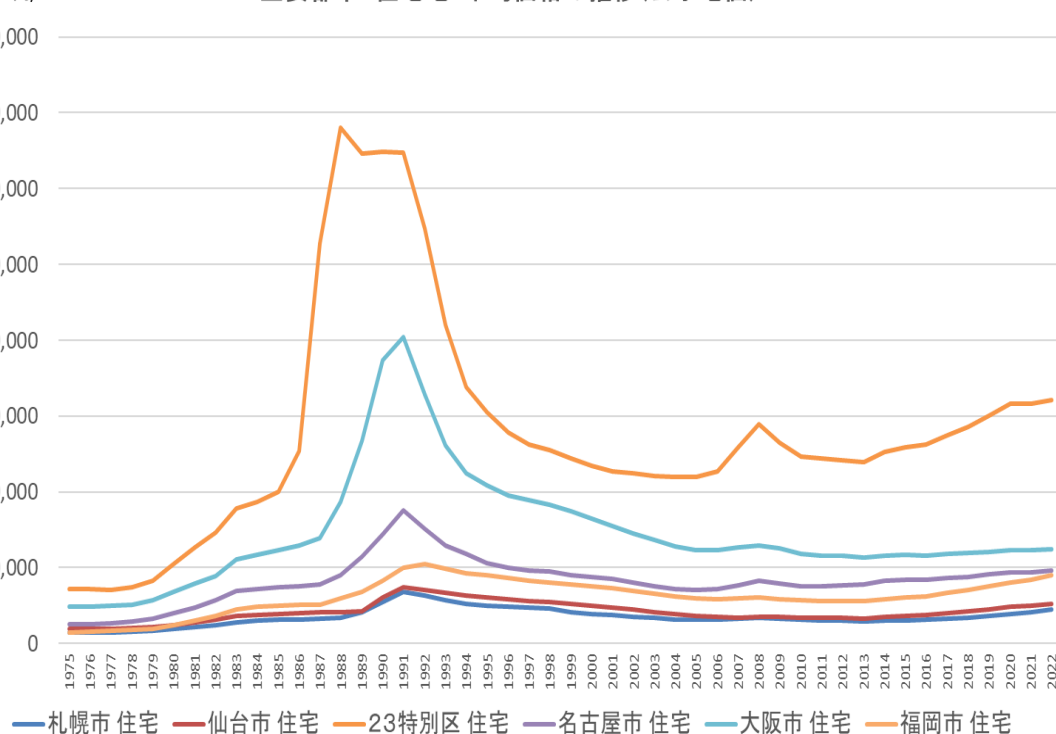
- ◆ 85年頃からのバブル醸成とともに、3大都市圏へ人口・機能などの集中が進み、大都市圏と地方の住宅地価格の格差が拡大。
- ◆ バブル崩壊後に3大都市圏の住宅地価格が急落し、2000年代前半まで地方との差が縮小したが、**2010年頃から、地方圏の住宅価格が下落を続ける中で格差が拡大。**
 - ・ 東京圏、地方圏（地方4市）の価格上昇が顕著。



不動産価格⑤:住宅地・平均価格の推移(主要都市)

- ◆ 過去10年間に於いて、主要都市の住宅地価格は着実に上昇。
- ◆ 上昇率は、地方圏域内の中心としてある福岡、仙台、札幌で顕著。3大都市圏では東京23区、名古屋市、大阪市の順。
- ◆ 一方、資産価値の増加額では、東京23区が突出しており、福岡市が続く。

円/㎡ 主要都市 住宅地・平均価格の推移(公示地価)



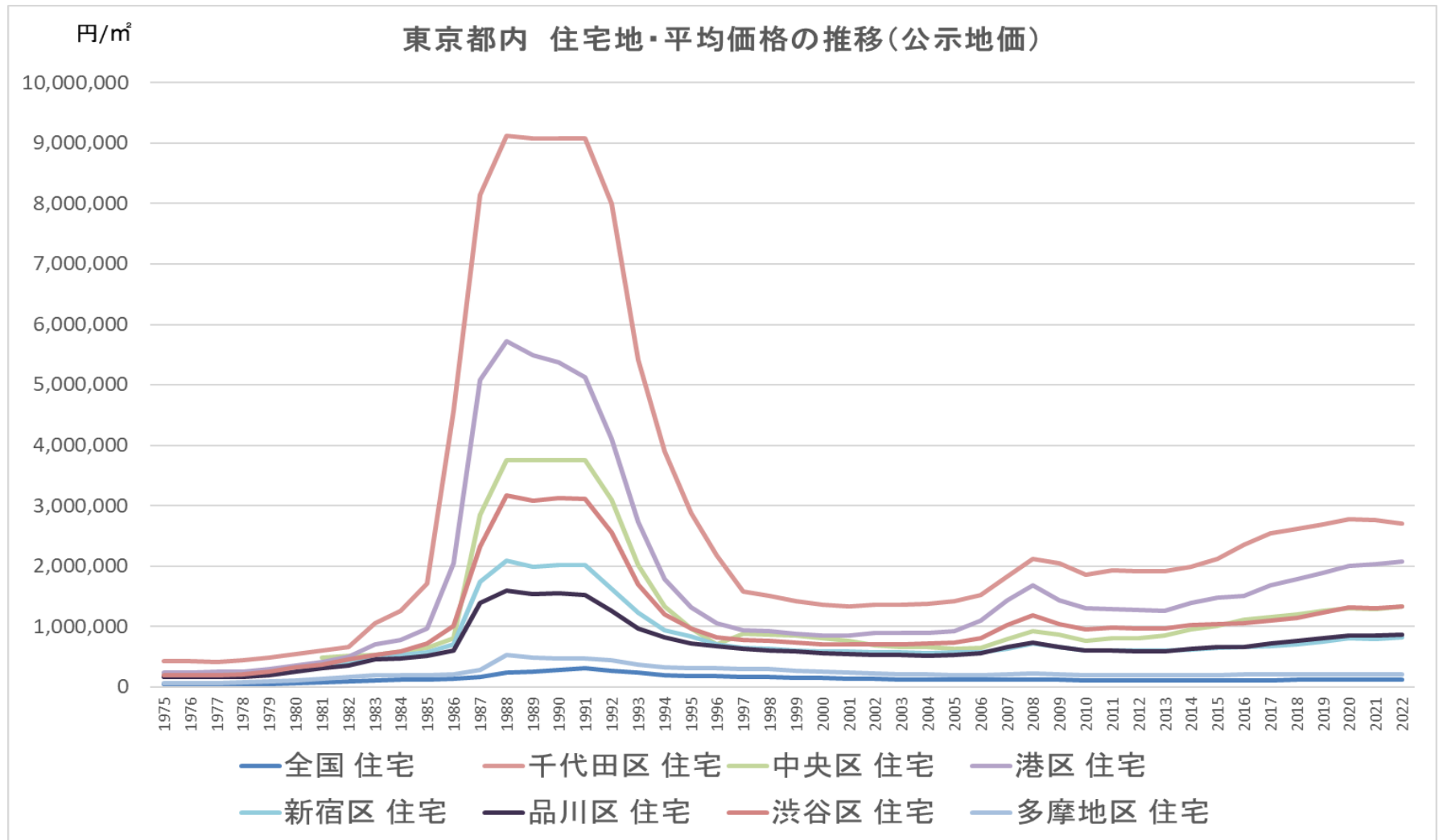
資産価値の変動(2013年～2022年)

(単位:円/㎡)

	住宅地・平均価格		変化倍率 (②/①)	変化額 (②-①)
	2013年①	2022年②		
札幌市	58,000	89,700	1.55	31,700
仙台市	66,600	104,600	1.57	38,000
23特別区	478,000	641,400	1.34	163,400
名古屋市	156,400	192,600	1.23	36,200
大阪市	227,200	249,300	1.10	22,100
福岡市	112,600	180,100	1.60	67,500

不動産価格⑥:住宅地・平均価格の推移(東京都内)

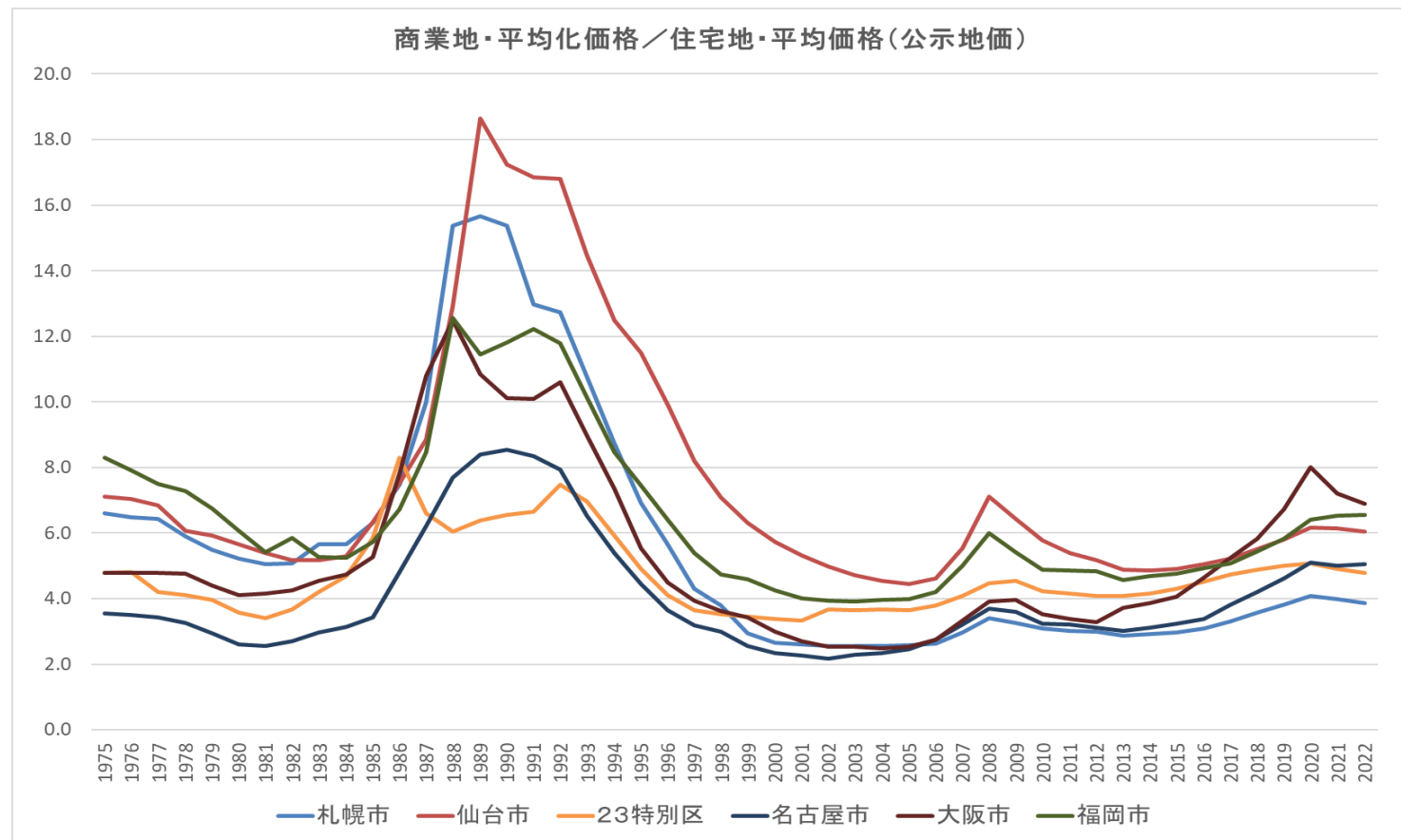
- ◆ 東京都内でも、地域差、個別特性による差異が拡大。
- ◆ 中央3区が高値圏で推移し、近時は渋谷区が中央区に迫る水準に上昇。



資料:国土交通省「地価公示」より作成

不動産価格⑦：商業地と住宅地の平均価格の相対比（主要都市）

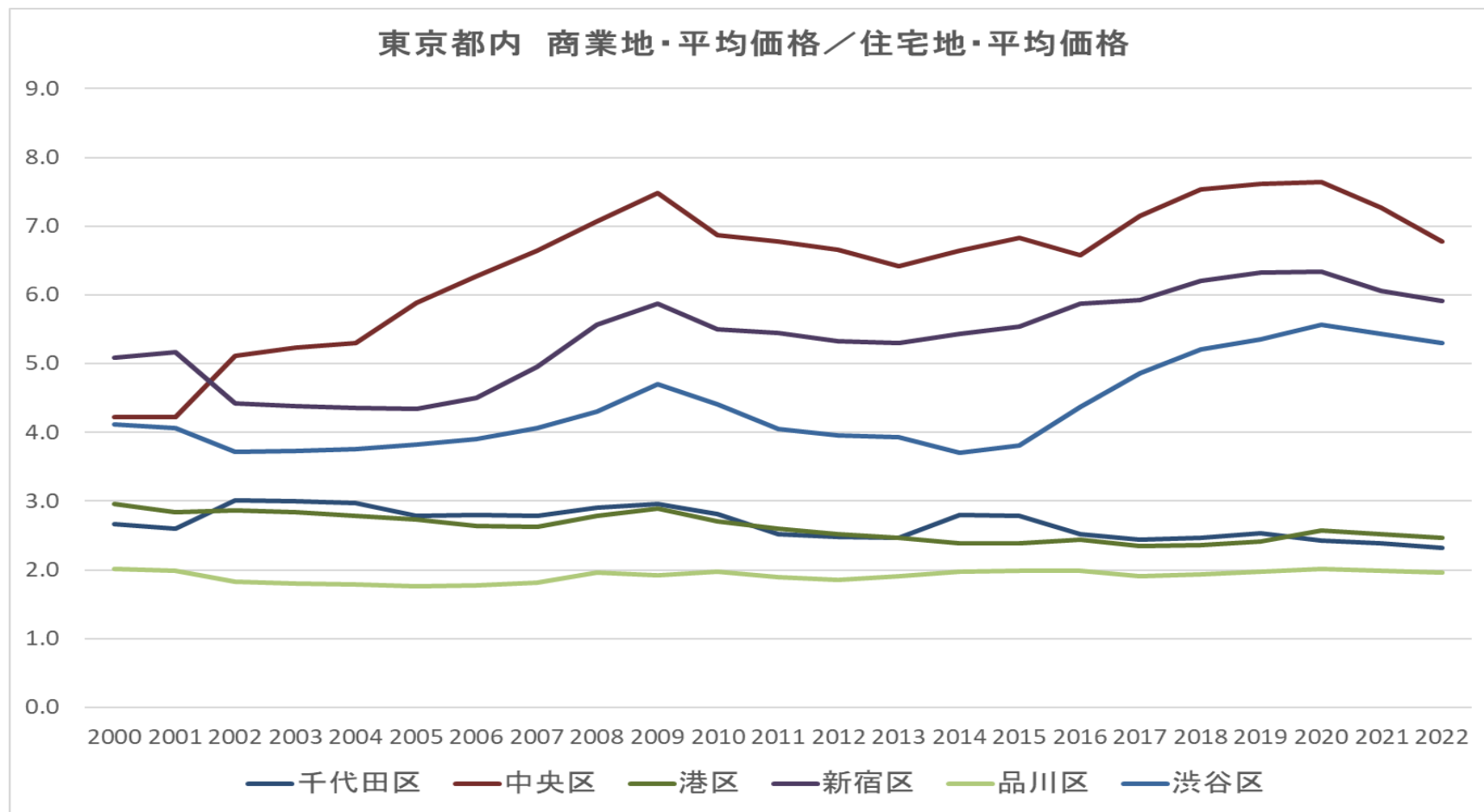
- ◆ 商業地と住宅地価格の相対割合の推移（絶対値ではない）は、ビジネス立地（オフィス、商業施設など）としての魅力度の変化を示すものと仮定。
- ◆ ここ10年間、主要都市では、収益物件の多さや駅前を中心とする都市開発の進展などの影響で、住宅地と比べて商業地の価格上昇が顕著。特に、**大阪市、福岡市**のビジネス立地の魅力度向上がうかがえる。



資料：国土交通省「地価公示」より作成

不動産価格⑧：商業地と住宅地の平均価格の相対比（東京都内）

- ◆ 東京都内でも、地区ごとの特性が現れており、**中央区、新宿区、渋谷区におけるビジネス立地としての魅力が向上**している。
- ◆ 千代田区、港区は、ビジネス地区としての魅力が確立されており、かつ元々の住宅地価格も高いことから、一定の評価を維持していると解釈される。



資料：国土交通省「地価公示」より作成

ここまでのまとめ

- ◆ 2008年の世界金融危機後、不動産投資・証券化市場は新型コロナの影響を受けたものの、物流施設や住宅への投資需要に下支えされ堅調に推移。ホテル、商業施設も回復基調。地方主要都市への投資も拡大。
- ◆ 日本市場の安定性に加えて、魅力的なイールド・スプレッド、近時の円高もあり、インバウンドも増加。
- ◆ 投資利回りは2000年代前半から低下基調（不動産価格は上昇）。だが、継続する金融緩和（ゼロ金利、量的緩和、フォワードガイダンス）により、一定のイールド・スプレッドが維持できている。
- ◆ 世界的な金利上昇、景気の先行き見通しの不透明感からすると、収益物件の投資利回りの低下はそろそろ限界か。好調を続ける分譲マンション市場の価格上昇も、購入者の資金調達に制約となる懸念。
- ◆ 不動産投資市場の透明化の進展より、リスク・リターンの違いが明らかになるにつれて、地域や物件特性ごとの格差が拡大。
- ◆ 3大都市圏、地方4市を除き、広域圏の中核都市や一部の地域を除くと地方では地価が継続的に下落。人口減少、財政難による公共投資の限界などを背景に、「集中」現象が顕在化。

Ⅲ. 不動産投資市場の今後の動きを読む視点

複雑化する経営環境

最近の現象・課題

政治(2022年)*

不動産のマーケット・サイクル

ウクライナ侵攻

エネルギー

景 気

インフレ

サプライ・チェーン
(供給制約)

新型コロナ

一部需要低迷

外国為替

金利(含量的緩和)

*2022年: 3月 韓国 大統領選、4月 仏 大統領選、7月 日本 参議院選、秋 中国 共産党大会、11月 米 中間選

数多くの要因が相互作用と通じて景気に影響を与えることが、将来の見通しを不透明にしている。

中長期的課題

従来からの課題

潜在成長率低下

人口減少・少子高齢化

インフラ・ストック老朽化

財政逼迫

今後の課題

新自由主義の変化(格差問題)

地政学的要因

デジタル化(社会経済構造の変化)

人的資源(雇用形態)

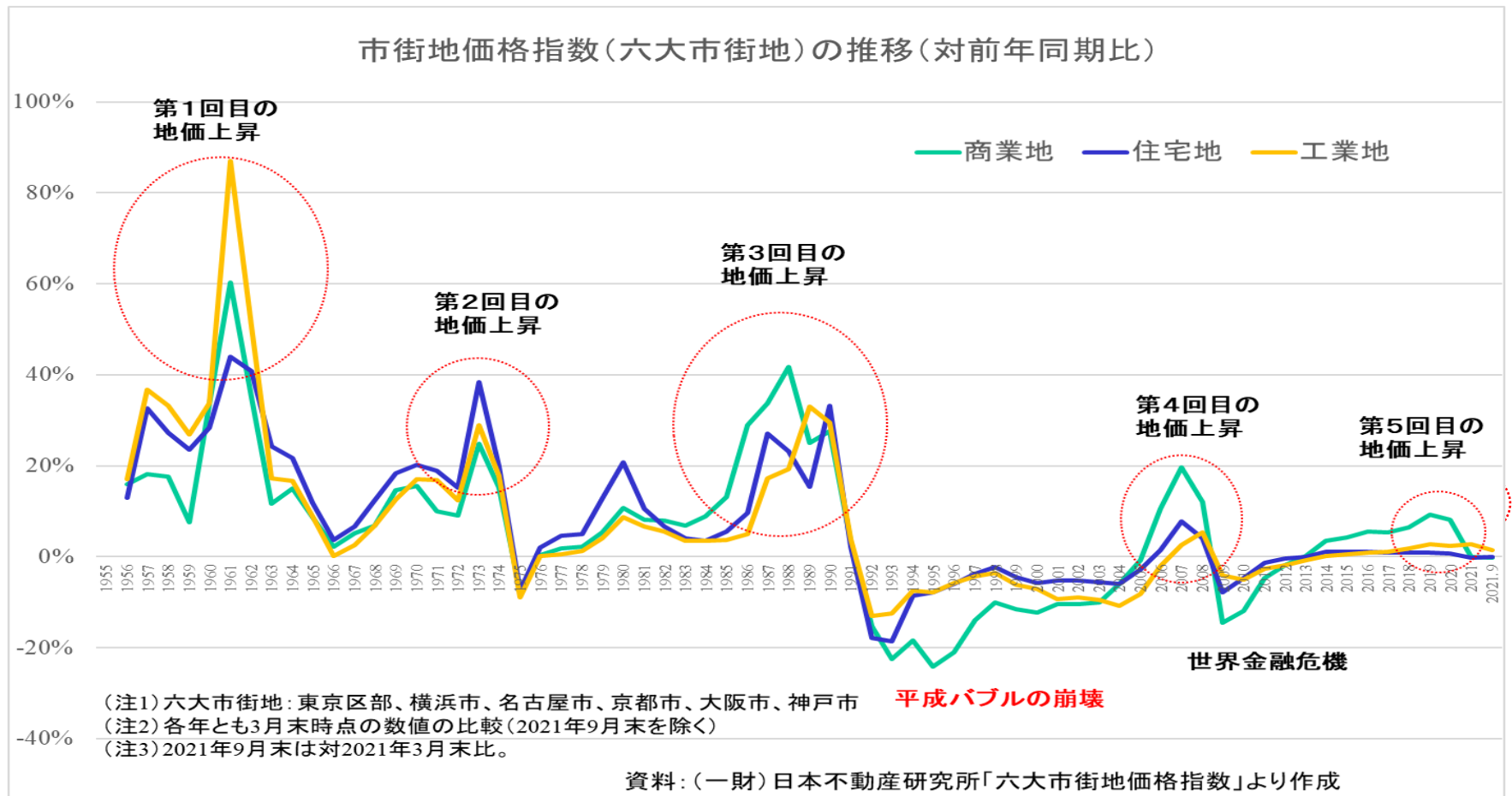
SDGs・ESG投資

Ⅲ-1. 不動産のマーケットサイクルと不動産価格

不動産のマーケットサイクル

六大都市市街地価格指数の推移(各年3月末、前年同期比伸び率)

- ◆ 日本の不動産市場では「土地神話」の時代から、過去においては**15年前後を周期とするマーケットサイクル**が観察される(不動産価格ピーク時ベース)。**現在はピークが続いている状況。**
- ◆ 不動産市場の透明化、成熟化などにより、**サイクルによる変動幅は縮小傾向**にあるが、**金融市場、グローバル市場との連動性の高まりから、証券化などを通じて金融市場やマクロ経済の動向がより直接的な影響を及ぼすように変化。**



今次市況と過去の不動産のマーケットサイクルの比較

	平成バブル崩壊	世界金融危機	今次市況
時 期	1991~2003年	2008~2009年	2020~
直前上昇期	1983~1990年	2004~2007年	2010~2019年
サイクル	16ー17年	16-17年	12-13年
直前過熱度	極めて大(全国全用途)	やや大(大都市中心部の一部)	中(通常サイクルのピーク)
金 融 (一部財政)	・日銀:金融緩和⇒金融引締め ・政府 貸出総量規制、銀行資本注入	・日銀:緩和縮小⇒緩和、信用 補完 ・政府:政府系金融機関貸出	・日銀:前後とも金融緩和継続 ・政府:収入補填(補助金)、資金 繰り支援(制度融資など)
市況悪化の 発端	・政府・日銀・世論による意図的 なバブル潰し	・意図せざる世界的な信用収 縮、金融逼迫。	・新型コロナの感染拡大による意 図せざる実体経済の収縮。
市況悪化の 形態	・3業種で不良資産によるBS悪 化、損益悪化、経営破綻増。 ・幅広い業種で資産、債務、雇 用の3つの過剰	・幅広い業種で資金繰り逼迫・ リファイナンス難、経営破綻増。	・飲食・サービス業等で大幅な収 入減による損益悪化。借入金増。 ・政府・日銀の資金繰り対策により 経営破綻抑制。
不動産価格	大幅下落後、長期の下落継続	一時的に下落後、早期に回復	2020-2022/9 ほぼ安定的に推移 2022/10～インフレ、金利の影響？
特 徴	バランスシート悪化	資金繰り悪化	複合的 コロナ(損益悪化・借入過多、供給 制約)+ ロシアのウクライナ侵攻 + インフレ(+金利+円安)
債務の規模	・不動産業貸出99/3 63.7兆円 同上GDP比 99/3 12.6% ・世界債務99/3 83.9兆ドル	・不動産業貸出 09/3 58.5兆 円 同上GDP比 09/3 11.9% ・世界債務09/3 186.0兆ドル	・不動産業貸出20/3 82.4兆円 同上GDP比 20/3 16.0% ・世界債務20/12 226兆ドル

Ⅲ-2. インフレ、金利と不動産価格

不動産価格の構成要素

不動産市場で決定

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{不動産の生み出すキャッシュフロー (CF)}}{\text{国債金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{期待成長率 (g)}}$$

金融市場で決定

不動産・金融市場の動向、他資産とのバランス
などで決定(リスクオン、リスクオフ)

金融政策

成長期待*で決定

*インフレによる
賃料変動を含む

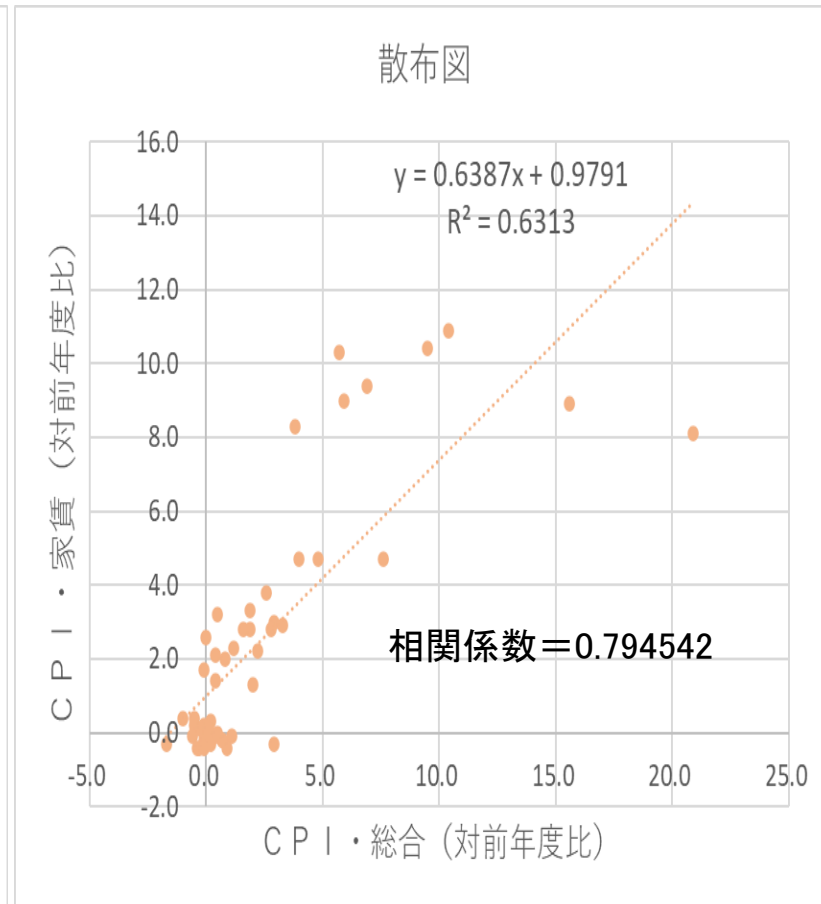
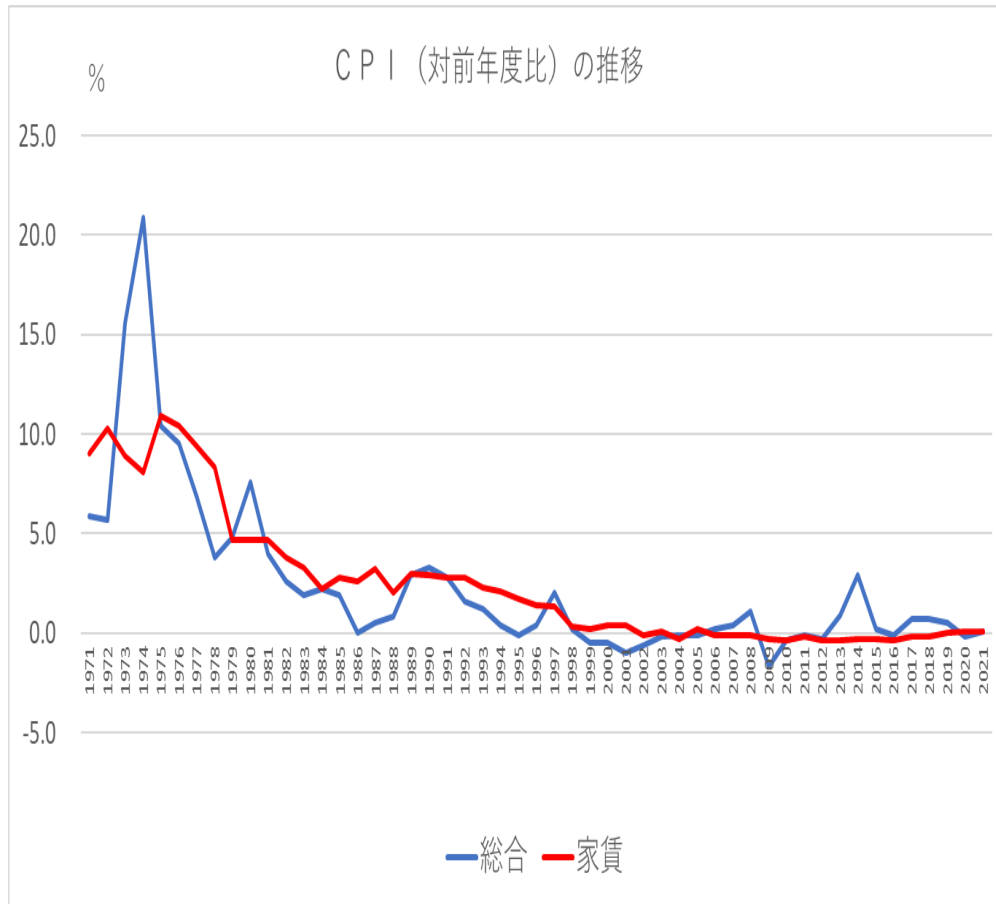
財政政策

リスクプレミアムの考え方

- ①流動性リスク: 取引費用、可分性
- ②資産価値変動リスク: 確実性(確実性等価: 投資対象の価格変動、利回りの変動という不確実性の回避)
- ③行動経済的視点: 近視眼性(人は短期間で投資の得失を考える傾向)、損失回避性(投資家は相場の変動を嫌っているのではなく、損失を出すことに強い嫌悪感を持つ)

賃料とインフレーション①:住宅

- ◆住宅賃料(CPI・賃料)とインフレ率(消費者物価指数(CPI・総合))は、**中長期的には相関性が高く**、インフレ率の変化は賃料の上下にも一定以上の影響がある。
- ◆ただし、インフレ率が大きく上昇(低下)するときは、賃料の上昇(低下)率はインフレ率と比べて小さいものに止まる傾向(**賃料のボラティリティが小さい**)。



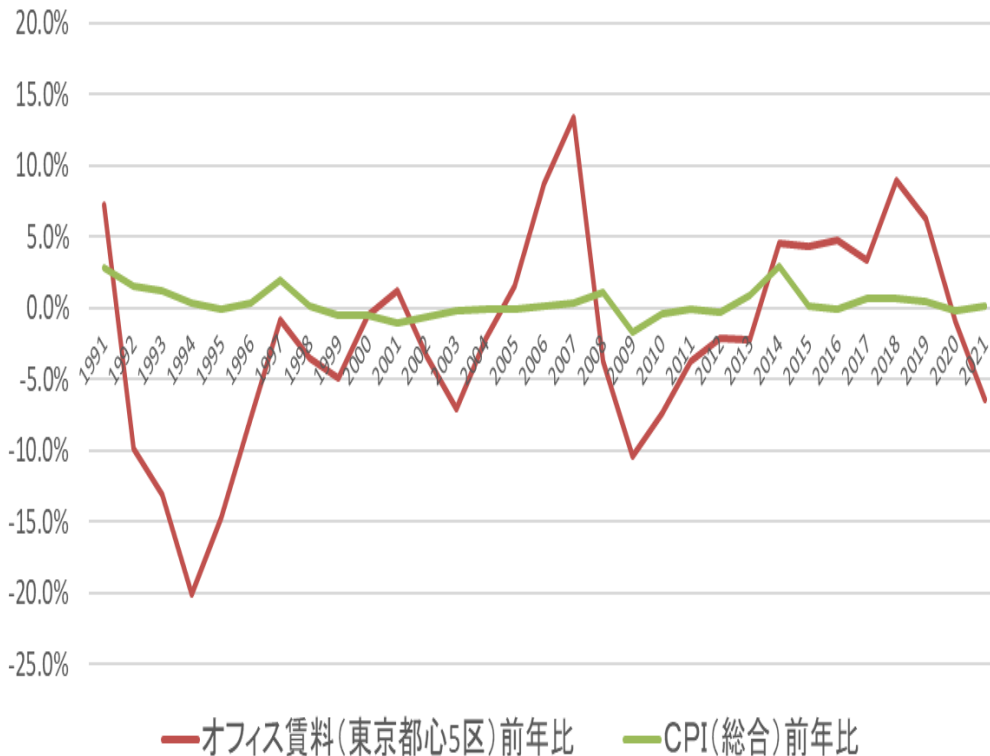
(注) 上記グラフは全国CPIを対象としているが、東京都区部を対象としても、ほぼ同様の結果が得られる。

総務省「消費者物価指数(全国)」より作成

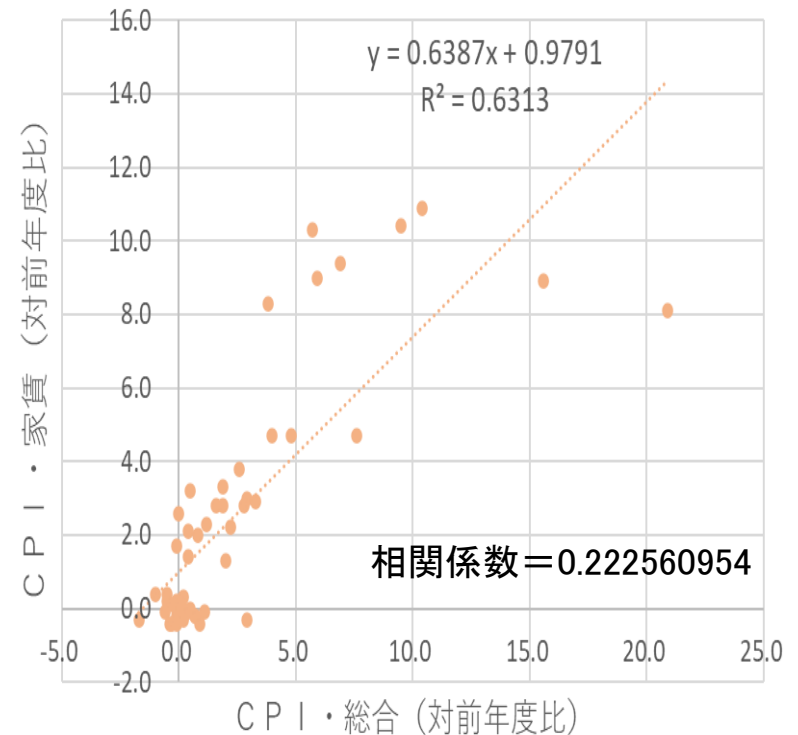
賃料とインフレーション②: オフィス

- ◆ オフィス賃料とインフレ率（消費者物価指数（CPI・総合））との**直接的な相関性は低い**。
 - ・ 日本では穏やかな物価変動が小さい状況が続いたため、インフレ率と比べてオフィス賃料のボラティリティが高いことも要因のひとつ。
- ◆ オフィス賃料は、**景気や市場の需給バランスに連動**して動く傾向。

オフィス賃料とCPI(総合)



散布図

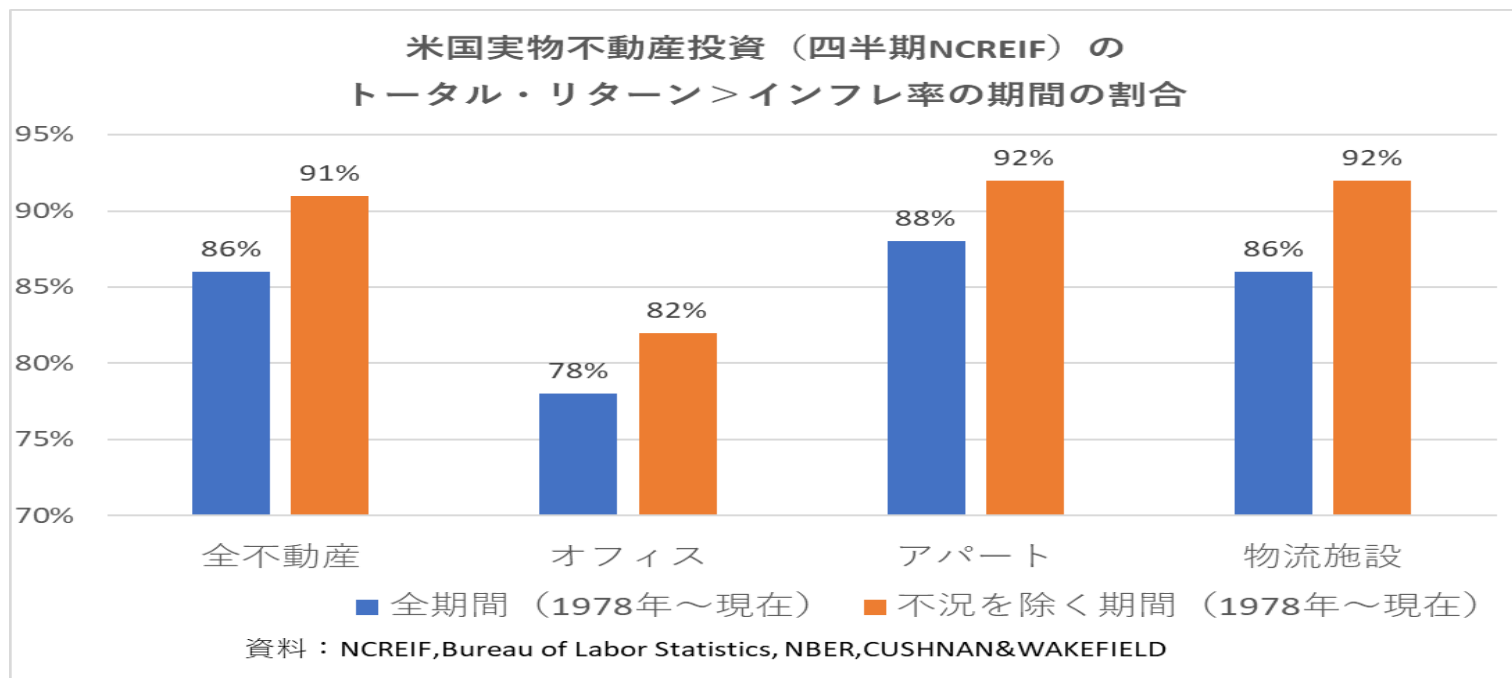


賃料とインフレーション③:国内景気循環

谷	山	谷	循環 期間	好景気名称 (通称)	不況名称・要因
1983年2月	1985年6月	1986年11月	45カ月	ハイテク景気	円高不況
1986年11月	1991年2月	1993年10月	83カ月	バブル景気	バブル崩壊
1993年10月	1997年5月	1999年1月	63カ月	カンフル景気	列島総不況
1999年1月	2000年11月	2002年1月	36カ月	ITバブル景気	ITバブル崩壊
2002年1月	2008年2月	2009年3月	86カ月	いざなみ景気	世界金融危機
2009年3月	2012年3月	2012年11月	44カ月	エコ景気	円高不況
2012年11月	2018年10月	2020年5月	90カ月	アベノミクス景 気	賃金低下 消費低迷 消費税引き上げ (19年10月～) コロナ感染拡大 (20年1月～) 供給制約 →物価上昇

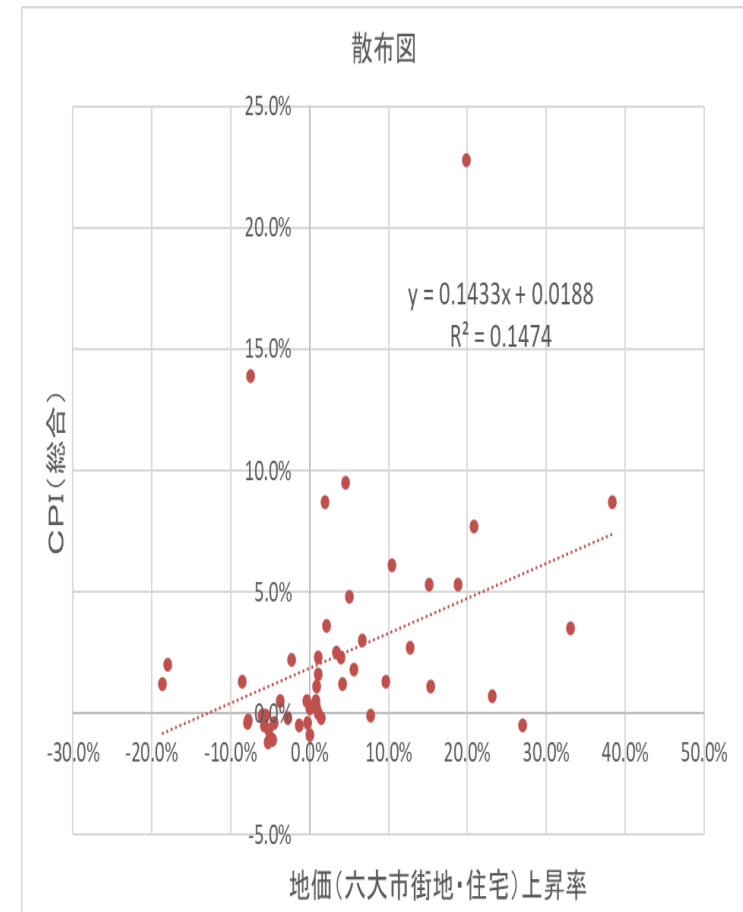
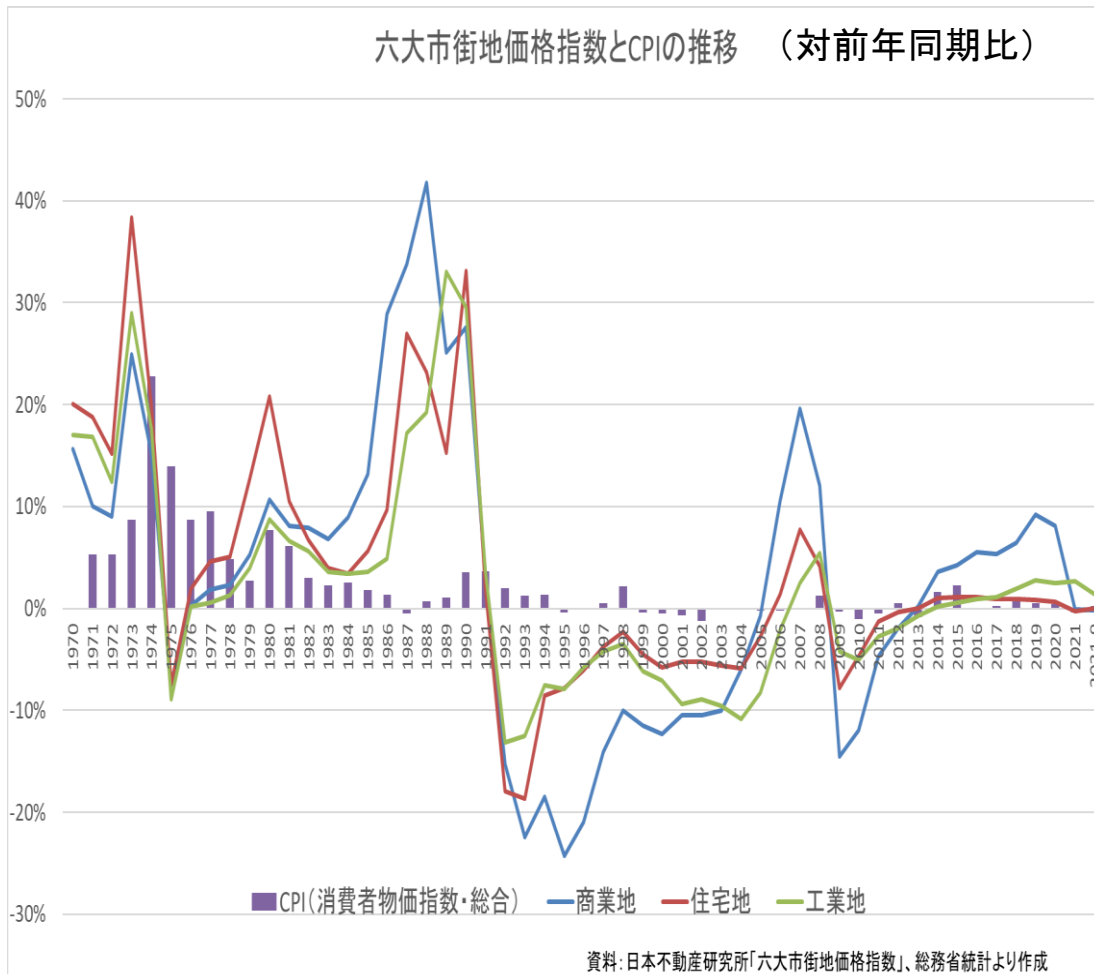
賃料とインフレーション④: インフレと実物不動産の収益率(米国)

- ◆ 不動産収益率は過去41年間のうち34年間でCPI(消費者物価指数)を上回っており、**投資用不動産は、インフレリスクに対する効果的なヘッジ**であることを示唆。
 - **不動産収益率がインフレ率を上回らなかったのは景気後退期のみ**
 - レバレッジのない不動産のリターンは、インフレ率を年率5—6%程度(年平均)上回る
- ◆ **インフレに応じた賃料更改がインフレヘッジを下支え。**
 - 賃貸契約の更改期間が比較的短い集合住宅などでは賃料更改のタイミングでいち早くインフレの影響を反映することが可能。
 - オフィス、物流施設、商業施設などでは、賃貸契約期間(5—7年が典型的)が長いため、インフレ・ヘッジのため年間賃料上昇を反映する条項が含まれるのが一般的。



不動産価格とインフレーション

- ◆インフレ率(CPI)と不動産価格の変化率には一定の関係はあるものの、**賃料と比べて低い相関性**。
近似式からの推計値と実際の地価の上昇率の乖離幅も大きい。
- ◆不動産価格のキャップレートはインフレ率や賃料上昇期待などが反映される「**期待成長率(g)**」だけでなく、「**国債金利+リスクプレミアム**」によって大きく変動していることが、主たる要因と推測。

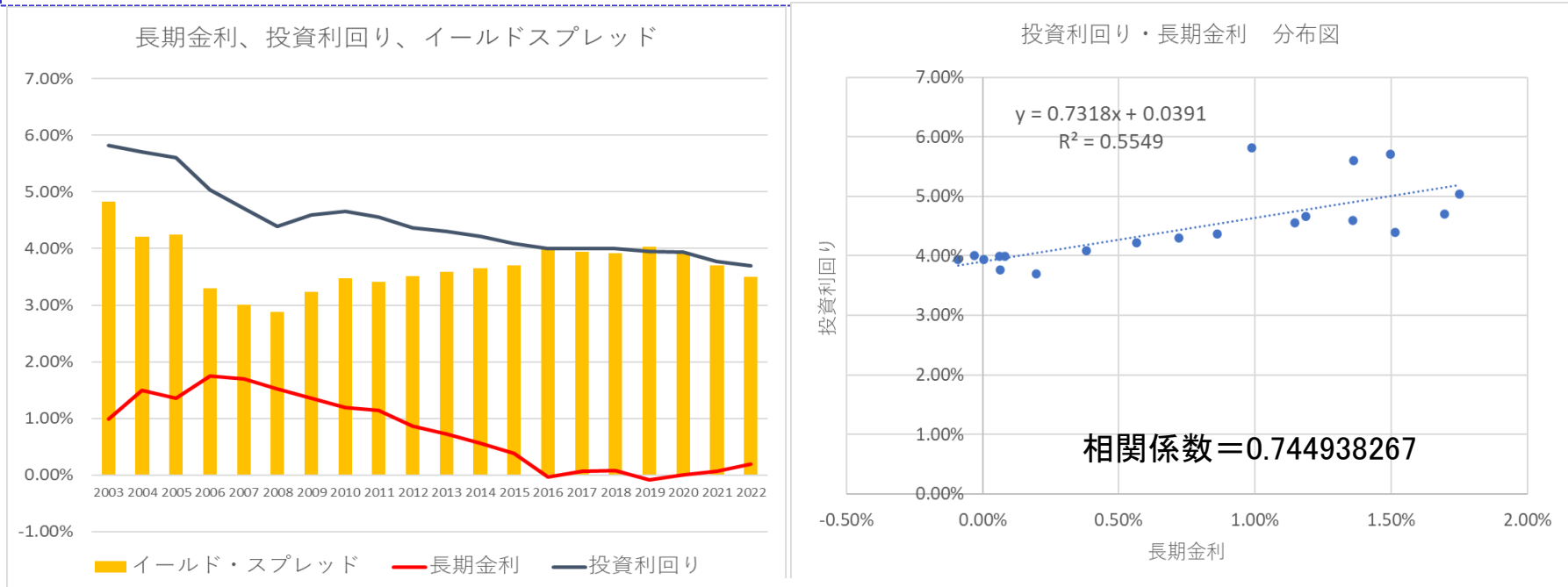


相関係数0.383875398

長期金利(10年国債)、不動産の投資利回り(キャップレート)、イールドスプレッド①

- ◆ 不動産投資・証券化市場が整備された過去約20年間では、長期金利と不動産の投資利回り(キャップレート)には高い相関性。
- ◆ 相関性は金利低下局面では明確ながら、金利上昇局面では、**イールド・スプレッド(≒リスク・プレミアム-期待成長率)**の縮小が生じ、投資利回りが横這い乃至低下する傾向が見られる。

⇒日本市場では一定水準のイールド・スプレッドを確保できているため、長期金利の上昇が起きても、投資利回りの上昇(不動産価格の下落)に直結せず、イールド・スプレッドの縮小により吸収される可能性あり。ただし、景気後退、金融不安など、イールド・スプレッドが縮小し難い事象が生じる場合は、金利上昇が投資利回りの上昇に直結する懸念。



(注1) 長期金利は各年とも10年国債の1月から12月までの応募者利回りの平均(小数第4位を四捨五入)。2022年は9月発行分まで。

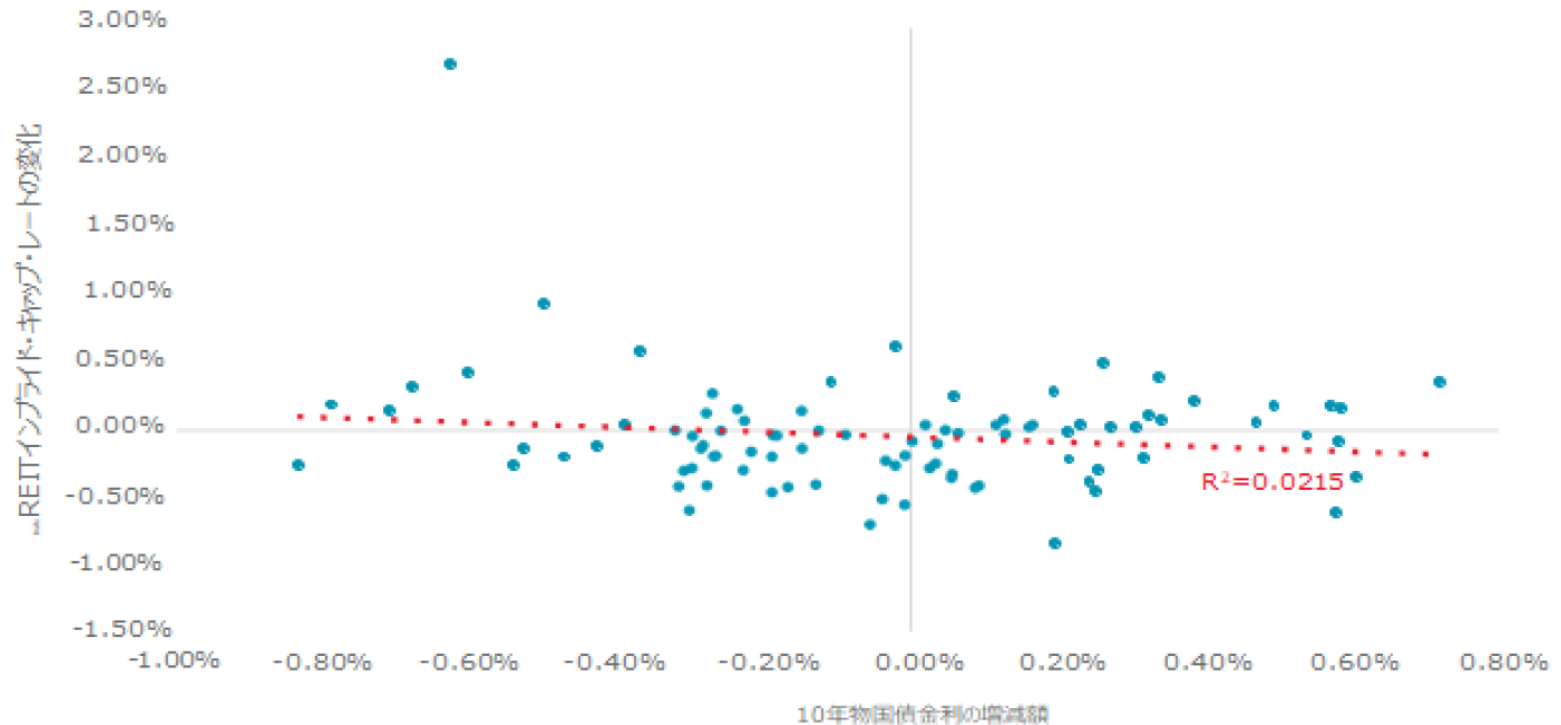
(注2) 投資利回りは、ARES・AJPIの東京23区オフィスビルの年間インカム利回り(各年12月末、2022年は5月末)。

全国・全用途にすると0.5%程度利回りが上昇するが傾向には変化なし。

長期金利(10年国債)、不動産の投資利回り(キャップレート)、イールドスプレッド②: 米国

- ◆ 米国では過去約20年間に於いて、金利(政策金利・10年物米国債など)の変化とキャップ・レートの変化に明確な関連性はなし。
- ◆ 金利が上昇しても、景気が拡大している場合、イールドスプレッドの縮小によりキャップ・レートは低下(不動産価格は上昇)していく傾向。

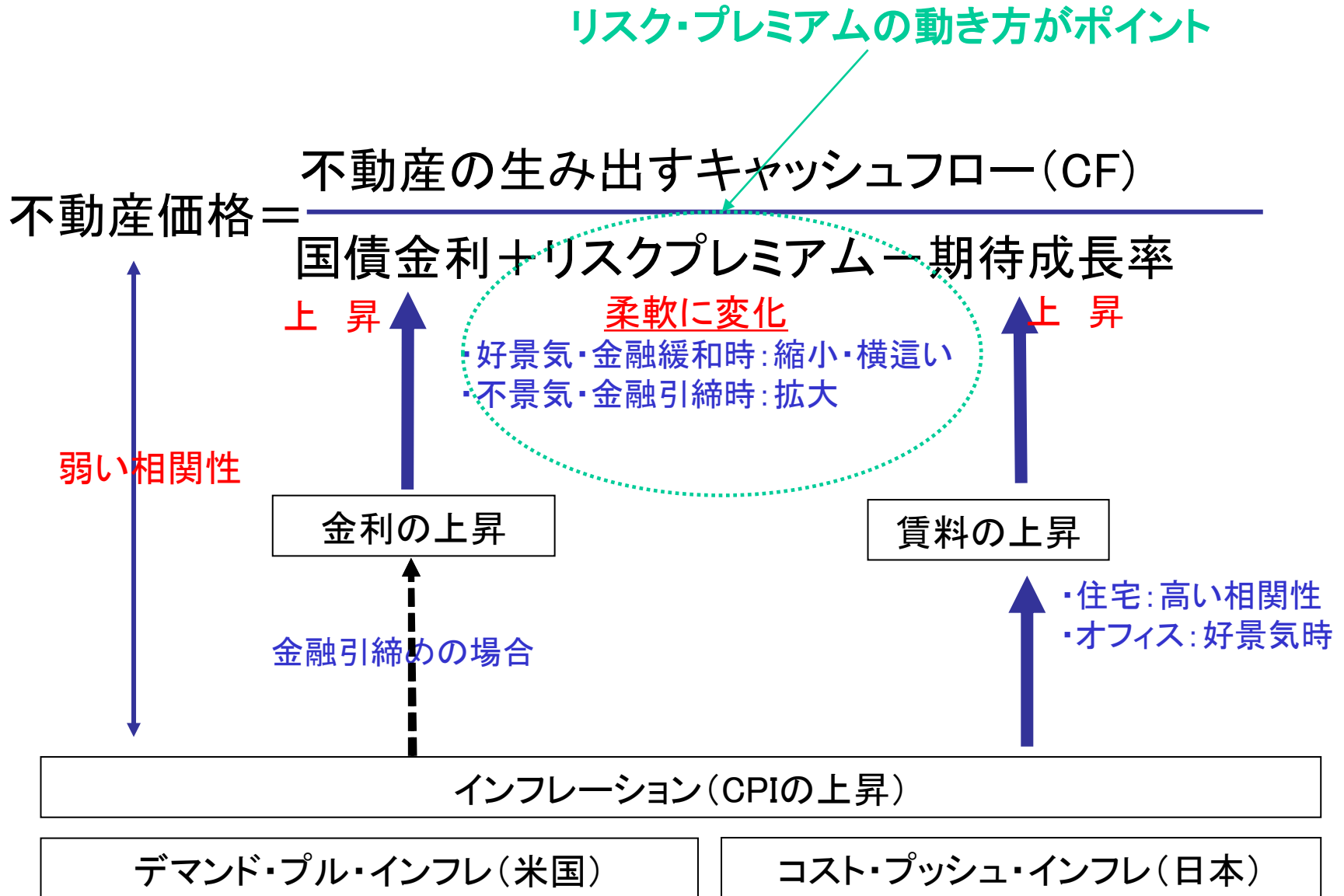
キャップ・レートの変化を10年物米国債金利の変化と比較する：2000年第1四半期から2021年第4四半期



出典: グリーン・ストリート、連邦準備制度理事会、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド・リサーチ

資料: CUSHMAN & WAKEFIELD「インフレ上昇を受けて米国の不動産価格はどこに向かうのか?」より抜粋

インフレーションの不動産価格への影響(イメージ)



各国中央銀行の金融政策(2022年9月時点)

◆世界的にインフレが進行し、各国中央銀行が金利引上げなどの金融引締め措置を講じる中、**日銀はイールドカーブコントロールを継続するスタンス(短期-0.1%、長期0%程度目標)**。

- 円安や資源価格の高止まりで日本でもインフレ圧力が高まっているが、新型コロナウイルス禍からの景気回復を下支えするため、金融緩和を続ける必要がある。急速に進む円安は、一方的な動きであり、投機的な要因もあるとの認識。

◆米国では、3会合連続となる0.75%の利上げを決定し、短期金利の指標であるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標は3.0~3.25%に。

- ソフトランディング(経済の軟着陸)を達成しながら物価の安定を回復する難しさを認識しつつ、高インフレの抑制をやり遂げるまで金利引き上げを続ける方針。**

	9月金利 決定日	金利変更	現在の金利	消費者物価指数 (総合)	備 考
日本	21~22日	変更なし	-0.1% (長期は0%程度)	+3.0%(8月) (除生鮮食品 +2.8%)	イールドカーブ・コントロール(YCC)
米国	20~21日	+0.75%	3.0~3.25%	+8.3%(8月)	ソフトランディングと物価 安定の両立の難しさ認識
欧州	8日	+0.25%	1.75%	+9.1%(8月)	
英国	22日	+0.5%	2.25%	+9.9%(8月)	財政不安によるポンド安
スイス	22日	+0.75%	0.5%	+3.4%(7月)	
スウェーデン	20日	+1.0%	1.75%	+9.8%(8月)	

Ⅲ-3. マネースtockと不動産価格

マネーストック①: マネーストック(市中流通通貨)と不動産価格

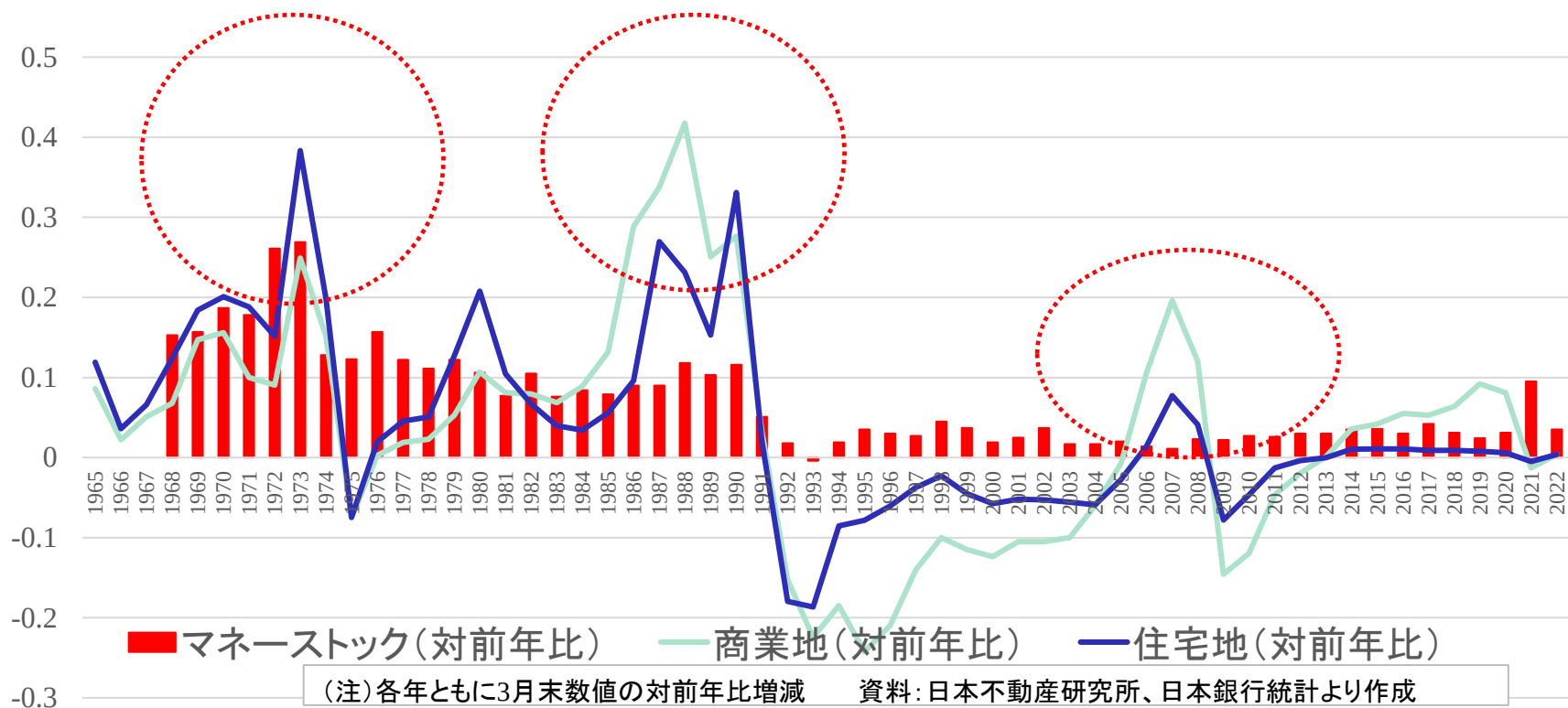
◆不動産価格高騰期のマネーストックは一般的に高い伸び率を示し、マネーストックが絞られることにより下落に向かう傾向。ただし、マネーストックが5%以内程度の増加では不動産価格が上昇と下落の双方の場合あり。

◆2008年の世界金融危機による下落は、信用不安による意図せざる資金逼迫が起きたもの。

◆90年代のバブル崩壊後は、マネーストックの伸び率も低く、本格的なバブルは発生せず。

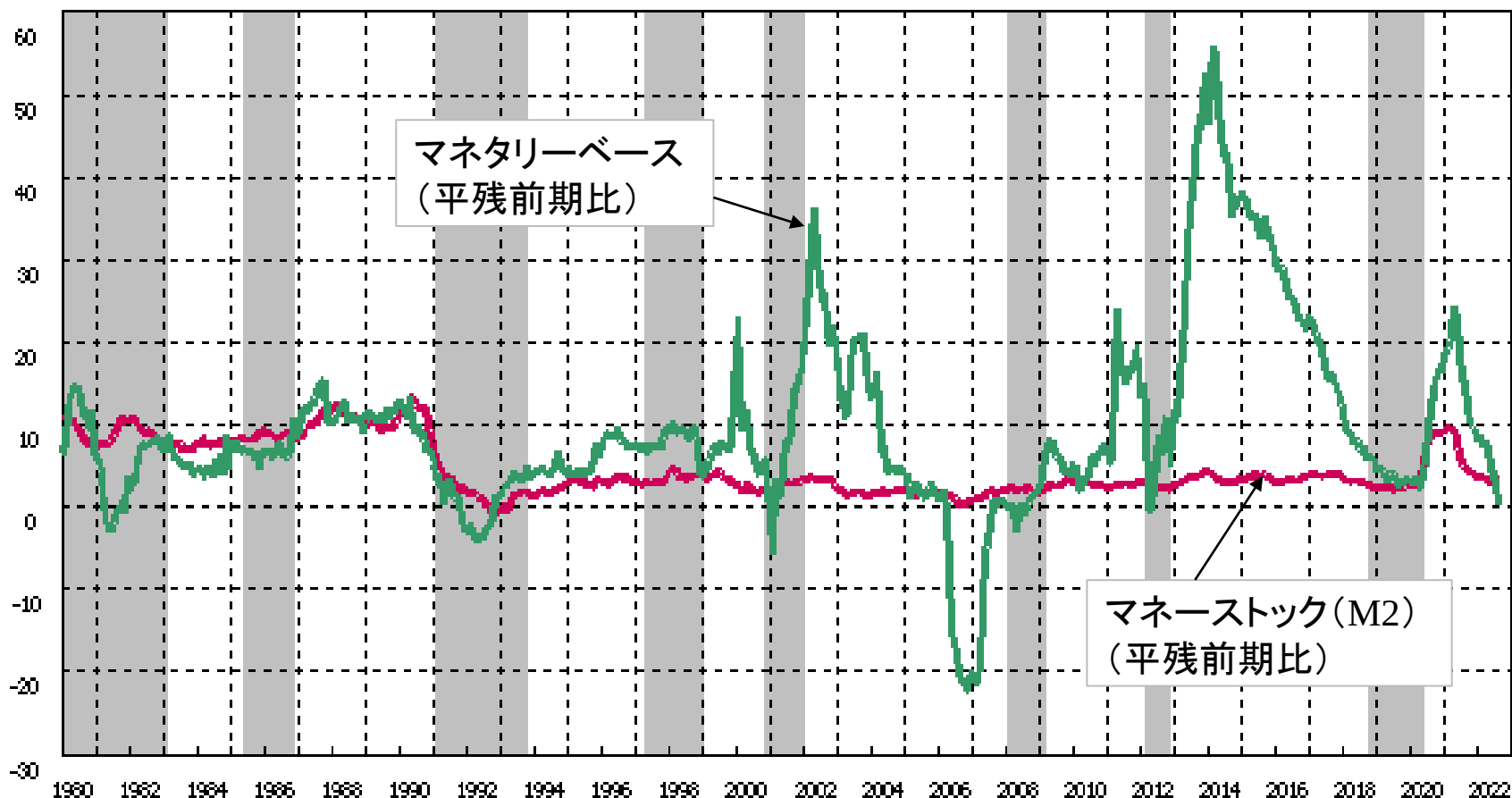
⇒マネーストック(市場の流通資金量)が大きく動く場合は、不動産価格に一定の影響

マネーストックと不動産価格



マネースtock②: マネースtockとマネタリーベース(平残前期比)

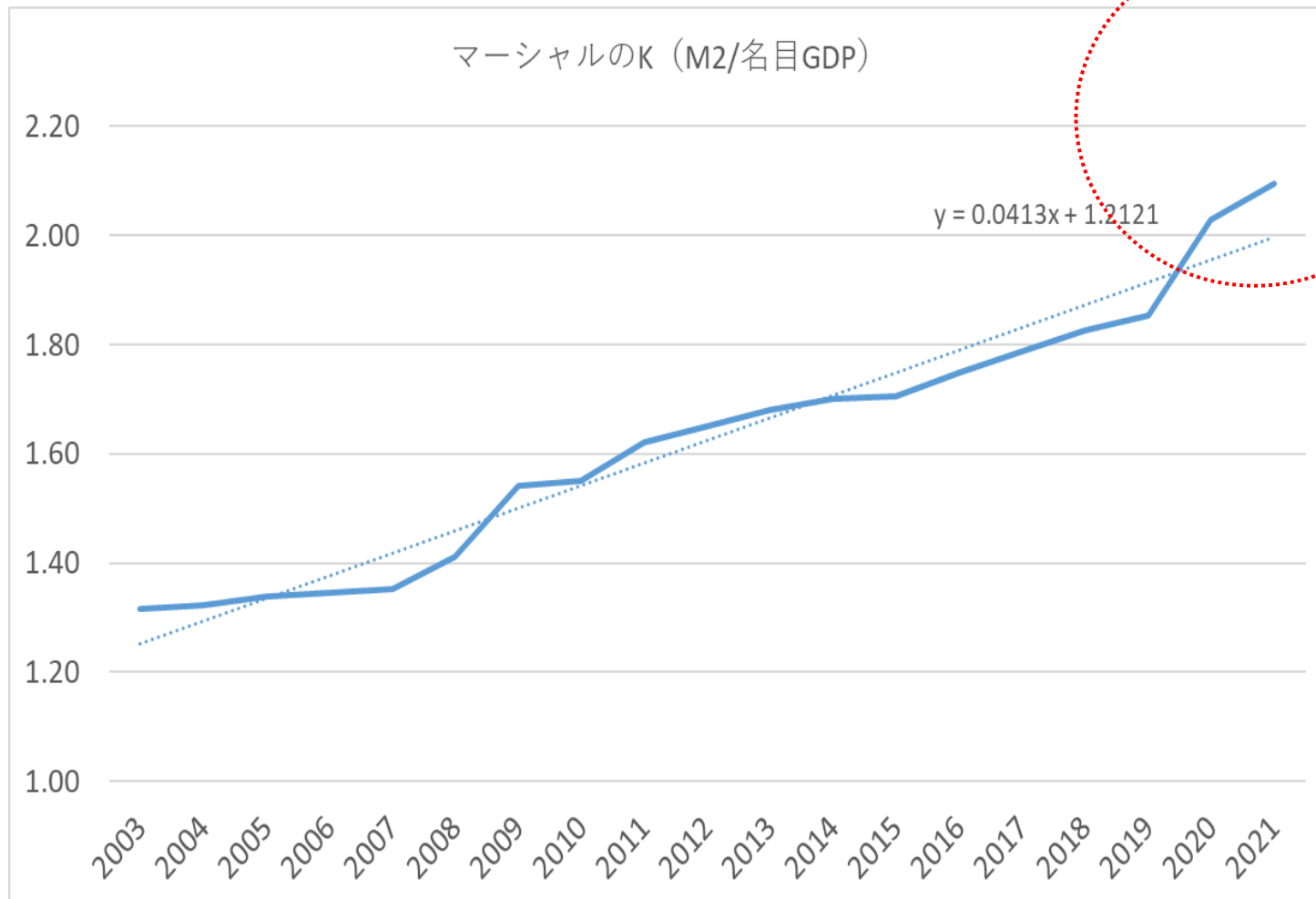
- ◆アベノミクス以降のマネタリーベースの大幅な増加に対して、マネースtockの伸び率は新型コロナ禍までは限定的。
- ◆新型コロナ対応のためのマネタリーベースの増加は、銀行貸出などを通じて市中への資金流出につながったが、ペースは徐々に鈍化。



資料: 日本銀行統計を基に作成

マネーストック③: マネーストックとGDPの関係

◆マネーストックは、新型コロナ対応や景気対策などにより、経済規模に比しても膨張している状況。

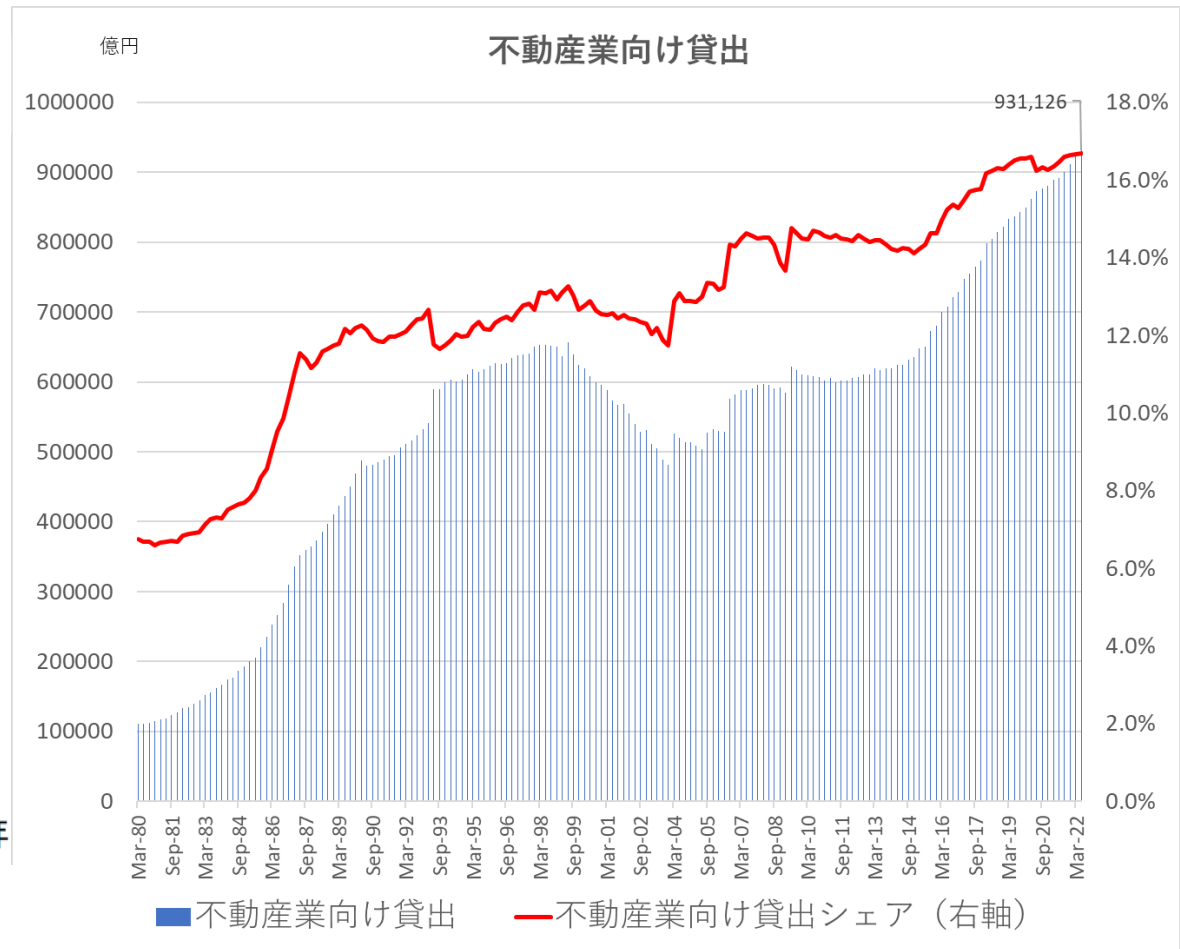
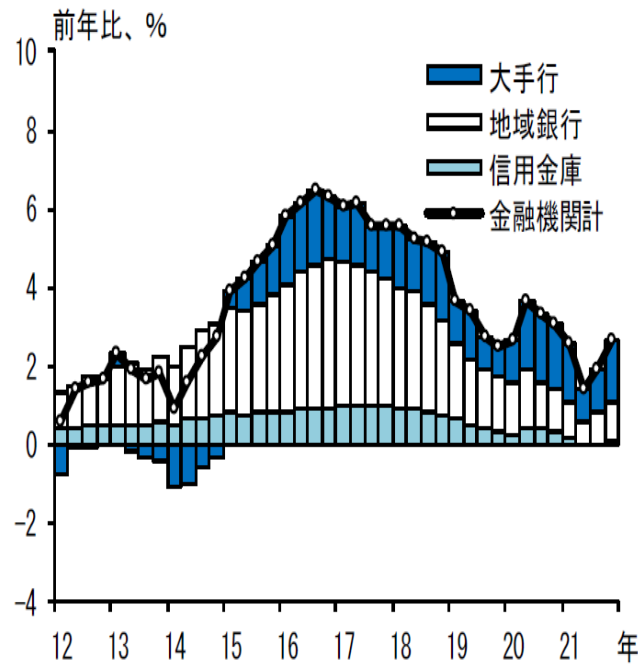


資料: 日本銀行、内閣府統計を基に作成

銀行の不動産業向け貸出

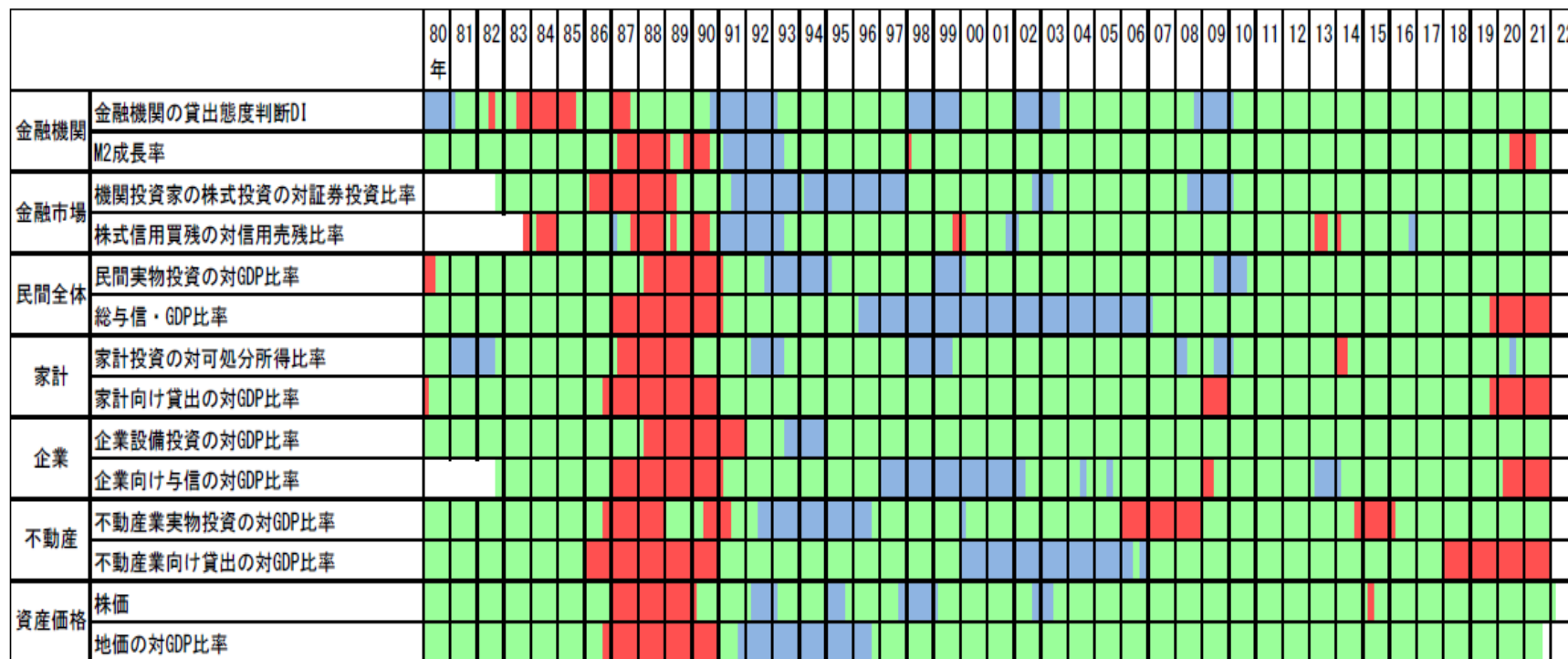
◆不動産業向け貸出は全産業向けを上回るペースで増加を続けており、2021年12月末には約91兆円と過去最高の残高に。

◆大手行はJ-REIT、不動産ファンド向け、地域行は大都市中心の貸家向け貸出が増加。



- ◆ 市場全体に資金が大量供給されていること、企業・家計向け貸出しの増加による債務の膨張、不動産向け貸出しの増加などが今後のリスク要因。

⇒マネーストックの変動に留意する必要

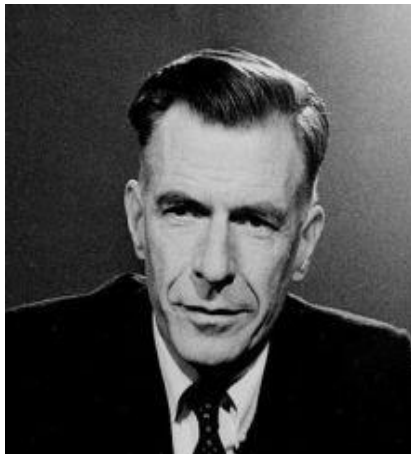


(注) 直近は、株価が 2022 年 1～3 月、地価の対 GDP 比率が 2021 年 7～9 月、その他が 2021 年 10～12 月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

*赤:トレンドから上方乖離 青:トレンドから下方乖離 緑:中間

資料：日本銀行「金融システムレポート2022年4月」より抜粋



金融の記憶は短い

ジョン・ケネス・ガルブレイス「バブルの物語」
(John Kenneth Galbraith、1908年10月15日 - 2006年4月29日)

ここまでのまとめ

- ◆ 不動産投資市場に影響を与える要因は複合化。ここでは、過去の不動産のマーケットサイクルと比較したうえで、近時加速するインフレや金利上昇が不動産価格に与える影響を分析。

◆ 賃料

- 住宅賃料：中長期的にインフレ率が反映される。
- オフィス賃料：インフレ率との関連性よりも、景気や市場の需給バランスの影響が大。
- 投資収益率：好景気下でのデマンドプル・インフレの場合は、賃料の引上げがスムーズにいき易く、収益率も上昇（米国では不動産投資収益率＞インフレ率）。

◆ 金利

- インフレ抑制のために金利が上げられると、不動産投資利回りも上昇（不動産価格は下落）するのが原則。
- だが、実際にはその時々々の景気や金融環境によって、リスク・プレミアム（イールド・スプレッド）が動くため、金利の変化がそのまま投資利回りに反映されてはいない。
- 現在、日本のイールド・スプレッドはグローバル比較においても高い水準にあるため、好景気であれば、多少の金利上昇は、イールド・スプレッドの縮小により吸収される可能性大。

◆ 金融政策と景気

- 日銀は金融緩和維持の姿勢。現在のコスト・プッシュ型からデマンド・プル中心のインフレ（好景気）に変われば、賃料上昇やイールド・スプレッドの縮小を通じて、不動産価格の上昇につながることを期待される。ただし、逆回転の可能性もあり。
- 米国などの金利引き上げの影響、来春以降の日銀の政策変更などに留意する必要。

◆ マネーの流通量

- マネーストックの増加は金利引き下げ効果に加え、投資資金の量的増加をもたらすため、不動産価格にも大きな影響。今後も重要指標としてフォローしていく必要。
- 金融機関は不動産業向け融資に積極的姿勢を継続。ただし、与信ポートフォリオから見て供給余力に限界も。

(参考)金利、インフレが不動産市場に及ぼす影響: 米国不動産市場

インフレ類型	景 気	インフレ率	金 利	賃 料	キャップレート
デマンドプル型 インフレ	拡大	上昇	上昇	上昇 (テナント転嫁)	低下の場合が多い (金利上昇リスクオフ によるイールド・スプレッドの縮小) *イールド・スプレッド の低下幅>金利上昇 幅
コストプッシュ型 インフレ	拡大 (→後 退へ)	上昇	上昇 (政策的 引上げ)	上昇 (テナントへの転嫁、 持続性に課題)	低下→上昇 *イールド・スプレッド の低下幅と金利上昇 幅の関係次第
コストプッシュ型 インフレ	後退 (スタグ フレー ション)	上昇→低下 (コスト上昇 要因の解消 に伴うもの)	低下 (政策的 引下げ)	下落 (テナント転嫁困 難)	上昇 (リスクオンによるイー ルド・スプレッドの拡 大)

*金融の量的緩和(市場へのマネー供給増)は資産価格(株価、不動産価格など)への影響大。

(注1)上表は、典型的な事象を整理したものであり、すべてのケースに当てはまるものではない。

(注2)賃料は、マクロ経済環境だけでなく、各市場の需給要因の影響を大きく受ける。

資料: CUSHMAN & WAKEFIELD「インフレ上昇を受けて米国の 不動産価格はどこに向かうのか?」、
NAREIT「金利上昇がREITのパフォーマンスにどのような影響を与えたか」(2022.3.9付)などを参考に作成

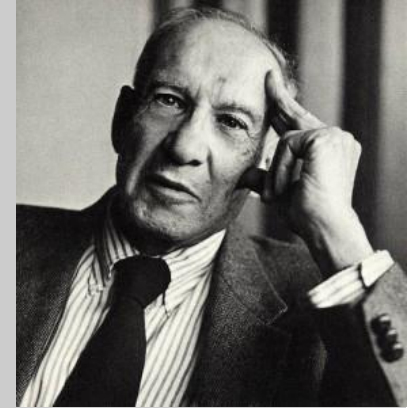
<参考> 日本経済と将棋界の動き：関連性？

	日本経済	将棋界の牽引者 (敬称略)	棋 風
1950年代中頃～	戦後からの復興	大山康晴	二枚腰、受け潰し <u>将棋は人生の総合力</u>
1970年代初頃～	高度経済成長	中原誠	自然流
1980年代初頃～	バブル	谷川浩司	光速の寄せ
1990年代初頭～	バブル崩壊	米長邦雄	泥沼流
1993年頃～	経済の再生 グローバル化	羽生善治	羽生マジック <u>将棋はゲーム</u>
2020年頃～	経済の分岐点 デジタル化	藤井聡太	<u>藤井曲線</u> <u>AI越え(局面認識力)</u>

(注)将棋界の牽引者が同時代に複数存在するため、原則として名人経験者から代表者を抽出。藤井聡太氏は、既に竜王に就任しており、将来の名人有力候補として掲載。

IV. 不動産投資市場の展望と地方圏における活用

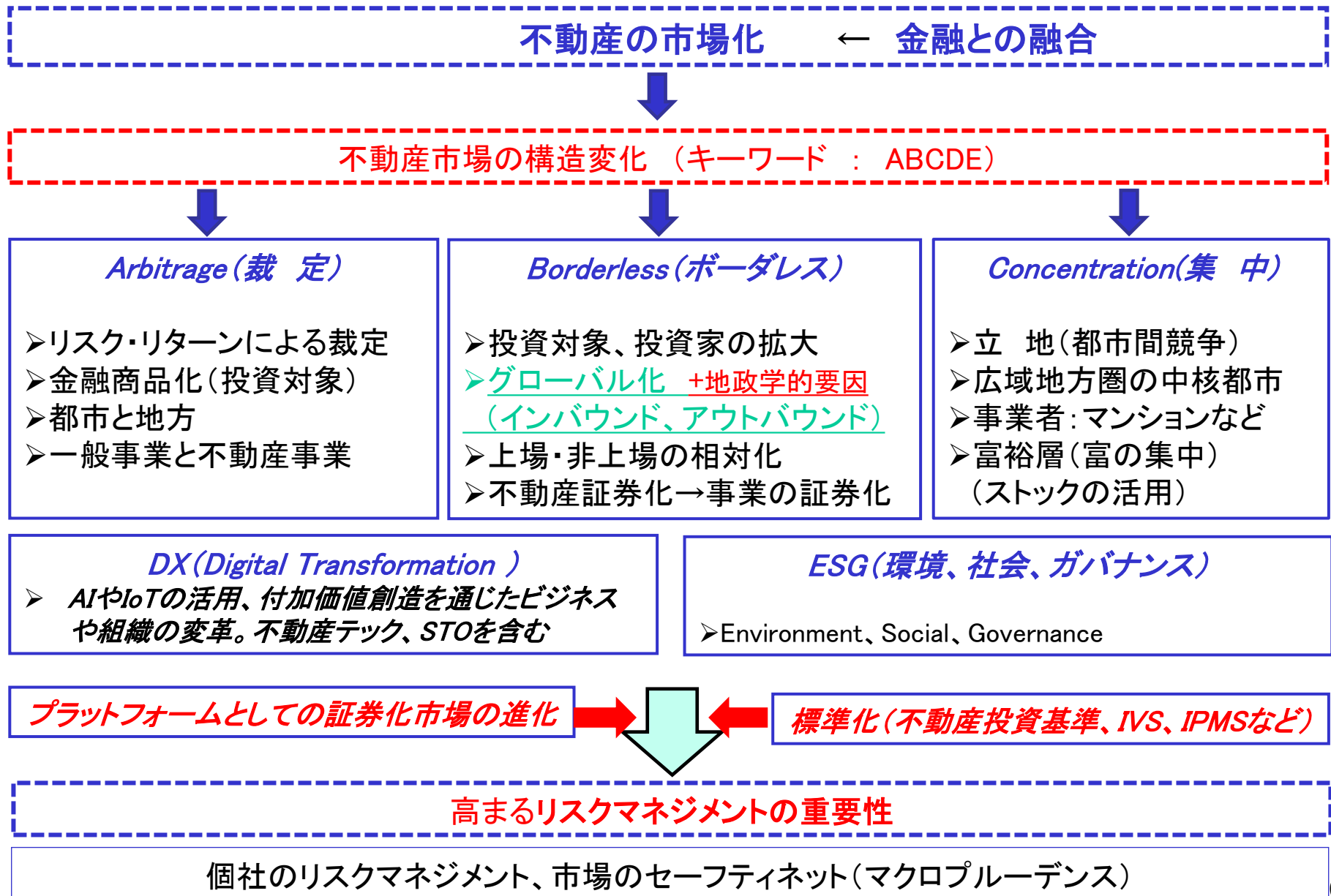
未来を予測することは、人間の限りある能力では無駄である。



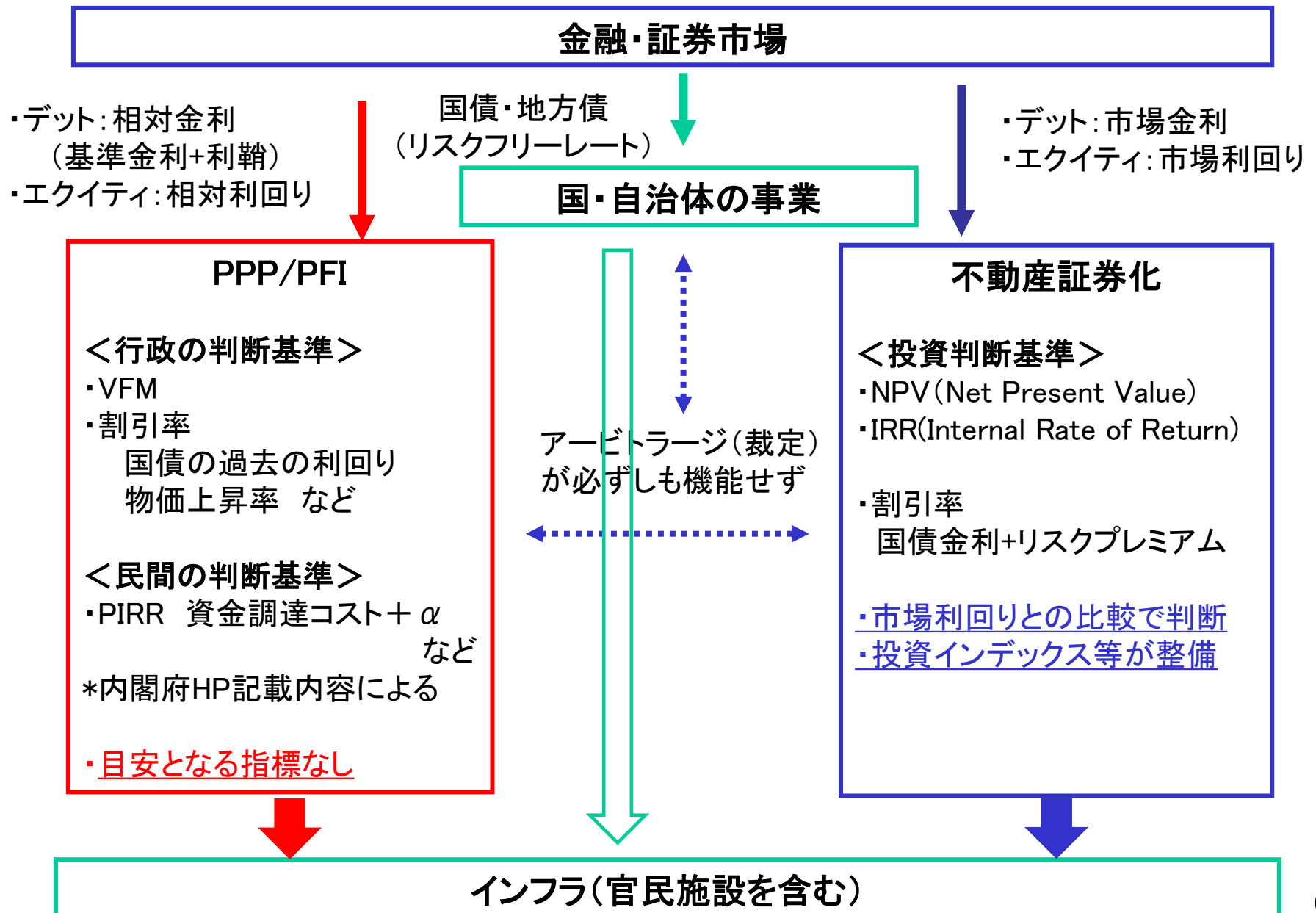
私は社会生態学者である。社会生態学は、通念に反することのうちで、**すでに起こっている変化は何か**、**パラダイム・シフトは何か**を問いつつ、社会を観察する。変化が一時のものでなく、本物であることを示す証拠はあるかを問う。そして、その変化がどのような機会をもたらすかを問う。

P・F・ドラッカー著「すでに起こった未来」

不動産投資・証券化市場の構造変化



アービトラージ(例示):PFI/PPPにおける資金調達



不動産セキュリティ・トークン・オファリング(STO)①

1. セキュリティ・トークン(Security Token)

セキュリティ・トークンとは、ある私法上の権利がブロックチェーン等の技術によりデジタルに管理される状態に置かれることでトークン化されたものを指す。

セキュリティトークン(デジタル証券)を活用した資金調達方法の仕組みのことをSTO (Security Token Offering)と呼ぶ。

2. 受益権型:公募型不動産STO(Security Token Offering)

◆ 対象となる権利(私法)

受益証券発行信託の信託受益権(受益証券を発行しない旨を信託契約に規定)

◆ 権利の譲渡方式

当事者の合意のみによって受益権の譲渡が可能(信託法185条2項)

◆ 譲渡の第三者対抗要件

受益権原簿への記載又は記録

◆ 受益権原簿の管理

ブロックチェーン等の技術を用いてデジタル化

◆ メリット

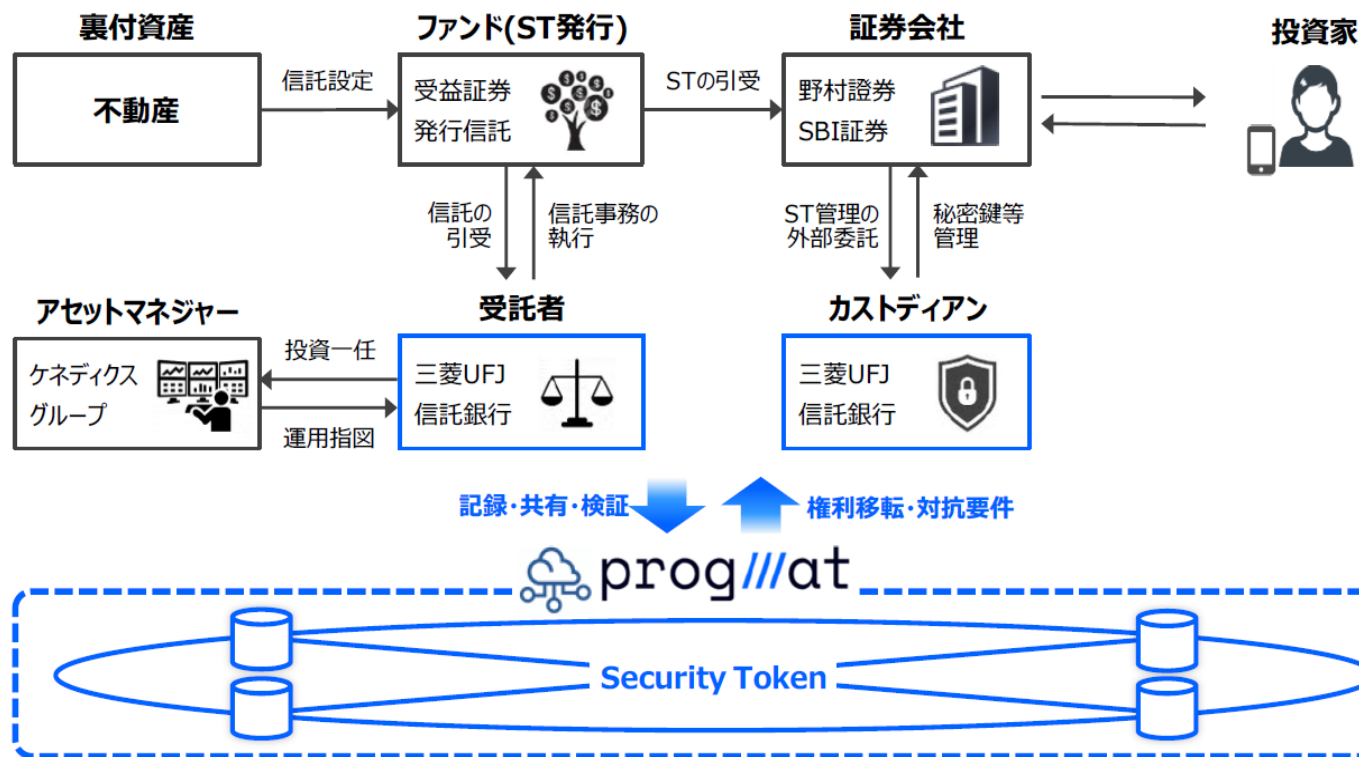
プラットフォーム内でSTOの権利移転及び対抗要件の具備を、タイムラグが極力ない形で実施可能

不動産セキュリティ・トークン・オフリング(STO)②

＜受益権型不動産STOの実例:ケネディクス、三菱UFJ信託銀行、野村證券、SBI証券＞

- 特徴 ①法的な取引安定性を、デジタル完結で容易に担保できる（確定日付取得を要さない）
②長期・無期運用型の商品を、柔軟に設計できる（資産入替に際し法律上の制約がない）
③信託財産として受託可能な財産性があれば、広く裏付資産型 ST の対象にできる

◆資産裏付型 ST のスキームイメージ



不動産セキュリティ・トークン・オファリング(STO)③

◆ 不動産クラウドファンディングにおけるSTOの位置付け

	不特法型クラウドファンディング (一般)	不動産クラウドファンディング (受益権型STO)
運用期間	短期(半年～2年) (長期になる不確実性を回避))	幅広い運用期間が可能
中途解約	原則として不可。 (事業者買取がある場合、一般に 高コスト)	スキームによる (受益権型では1年後の信託計算期 間の終了後の決算発表翌営業日か ら中途換金可能なものあり)
出口	不動産売却	不動産受益権の売却
運用期間中の投資家 間売買	個別交渉	ブロックチェーンにより、投資家間売 買が容易。
流動性	低い ⇒投資家や投資規模の拡大には 限界	高い ⇒幅広い投資家からの資金調達、 投資規模の拡大が可能。

地方ファンドの組成: REITや私募ファンド組成に向けた実績と試み

- ◆ 地方圏でも個別案件に投資するだけでなく、不動産投資ファンドを組成する動きが見られる。
- ◆ 投資対象は、地域特性やファンド組成主体によって違いがあり、中小規模では住宅や商業施設が主体のところが多い。
- ◆ ファンド組成の前提となるのが、良質な収益不動産や中核となる企業(複数の場合もあり)が存在することに加えて、地域金融機関の協力も重要。

地方ファンド・REIT組成に向けたこれまでの実績と試み 【総合ユニコム・プロパティマネジメント2021年8月号】

エリア	ファンド・企業・サービス名	カテゴリ	概要
九州	福岡リート投資法人	J-REIT	福岡地所などをスポンサーとする『福岡リアルティ』が運用、福岡市内を中心に商業施設、オフィスなどに投資
関西	阪神阪急リート投資法人	J-REIT	阪急阪神グループをスポンサーとする『阪急阪神リート投信』が運用、商業施設やオフィスを中心に、関西圏で50%以上投資
全国	マリモ地方創生リート投資法人	J-REIT	分譲マンションデベロッパーのマリモをスポンサーとする『マリモ・アセットマネジメント』が運用、全国主要地方都市の賃貸住宅や商業施設を中心に投資
東海	東海道リート投資法人	J-REIT	デベロッパーのヨシコンなどをスポンサーとする『東海道リート・マネジメント』が運用、静岡、愛知、三重を中心に、賃貸住宅、産業用施設、底地などに投資
中国	ひろしま地方創生リート投資法人	私募REIT	広島銀行をスポンサーとする『ひろぎんリートマネジメント』が運用
関西	関西プライベートリート投資法人	私募REIT	関西電力グループをスポンサーとする『関西不動産投資顧問』が運用、関西圏に50%以上、オフィス、ホテル、商業施設に投資
中四国	両備APプライベート投資法人	私募REIT	岡山の運輸事業者である両備ホールディングスなどをスポンサーとする『A.P.アセットマネジメント』が運用、中四国や首都圏を中心とした総合型ポートフォリオを志向
中部	東洋リート投資法人	私募REIT	愛知が拠点のスポーツクラブ事業の東洋がスポンサーの『東洋アセットマネジメント』が運用
九州	村上ホールディングス	私募ファンド	福岡を拠点に収益不動産開発・投資を手掛ける。福岡市内の飲食商業施設とホテルに投資
全国	フージャースホールディングス	私募REIT	地方中核都市へのヘルスケア施設を中心に投資する予定だったが、住宅中心型に計画変更
関東	リスト	私募REIT	神奈川県を拠点とする不動産会社、神奈川・東京を中心に投資予定
北海道	アルファコート	REIT	北海道の不動産開発・投資会社、北海道に特化した総合型REITの組成を目指す
東北	まちワク。ファンド	不特法	仙台市を拠点とする『中城建設』が運営、保育園や老人ホーム、観光施設などで匿名組合型のファンドを目指す
全国	Jointo α	不特法	『穴吹興産』が運営、17本の運営実績があり、区分所有マンション、商業施設、ホテルを組み入れている
中部	信長ファンディング	不特法	名古屋を拠点としている戸建て住宅事業者の『ウッドフレンズ』が運営、愛知、岐阜の賃貸住宅を組み入れている
関東	KORYO Funding	不特法	茨城県を拠点とする不動産会社、『香陵住販』が運営、初期ファンドは茨城県内の木造アパートを組み入れている
関西	わかちわいファンド	不特法	滋賀、京都で不動産売買・賃貸を手掛ける『日本プロパティシステムズ』が運営、第11号ファンドまでの運営実績があり、賃貸住宅や商業ビルを組み入れている
九州	えんfunding	不特法	福岡を拠点とする『えんホールディングス』が運営、

地方REITの事例

- ◆ 地元中核企業が中心となり、規模に応じてJ-REITまたは私募リートの形態で地方リートを創設する動きが見られる。地元の情報ネットワークの優位性を活用可能。
- ◆ 直接的短期的なリターンだけでなく、地方創生への寄与を重視。
- ◆ 初期段階において、基幹物件を揃える方法と中小物件を着実に集めていく方法がある。

地方リートの概要					
	福岡リート投資法人 Jリート	マリモ地方創生リート投資法人 Jリート	東海道リート投資法人 Jリート	ひろしま地方創生リート投資法人 私募リート	北海道リート投資法人 私募リート
上場	2005年6月21日	2016年7月29日	2021年6月22日	2018年3月（運用開始）	2024年1月（運用開始）
運用会社	㈱福岡リアルティ	マリモ・アセットマネジメント㈱	東海道リート・マネジメント㈱	ひろぎんリートマネジメント㈱	北海道リートアセットマネジメント㈱
代表取締役	古池 善司	北方隆士	江川 洋一	鷺森 直人	
資本金（百万円）				150	245
出資構成	福岡地所55%、九州電力10% 福岡銀行5%、西日本シティ銀行5% 日本政策投資銀行5%、 西部ガスホールディングス5% 九電工5%、西日本鉄道5%、 九州旅客鉄道5%	株式会社マリモホールディングス10% （広島デベロッパー）	ヨシコン㈱55%（静岡デベロッパー） 中部電力ミライズ㈱ 10% 木内建設㈱ 5%、静岡ガス㈱ 5% ㈱静岡銀行 5%、静岡不動産㈱ 5% 鈴与㈱ 5%、清和海運㈱ 5% 日本国土開発㈱ 5% （ヨシコン㈱と㈱静岡銀行が中核）	広島銀行100%	<幹事会社> アインホールディングス8.2% 伊藤組土建、岩田地崎建設、 クリプトン・フューチャー・メディア 日動、ニトリHD、藤井ビル 北海道電力 <出資者> 石屋製菓、土屋ホールディングス 中山組、野口観光 ノーザンクロス
主な投資対象地域	福岡を中心とする九州全体及び山口県 福岡都市圏77.1%、その他22.9%	地方（東京圏を除く全国都市） ：70%以上 東京圏（東京、神奈川、千葉、埼玉） ：30%以下	静岡、愛知、三重を含む産業地域 ：60%以上 それ以外の東海地域（東京、神奈川、京都、大阪など）東海周辺地域（千葉、埼玉、奈良、兵庫、奈良など）を含む産業地域：90%以上	広島銀行の営業エリア 広島県・岡山県・山口県・愛媛県	北海道内
主な投資用途	商業53.0%、オフィスビル33.0%、 その他14.0%	賃貸住宅、産業用施設、底地	産業インフラアセット （物流施設、オフィスなど） 生活インフラアセット （賃貸住宅、商業施設底地など）	総合型 各地域の「まちづくり」に適しているかどうかという点を最も重視	
投資規模（取得価額） （百万円）	202,029	39,545	30,930	8,400 （2021年3月）	2023年からの3年間で300億円程度
代表的投資物件	キャナルシティ博多（32,000） キャナルシティ博多・B（21,060） パークプレイス大分（19,610） キャナルシティ・ビジネスセンター 呉服町ビジネスセンター（11,200）	アルティザ仙台花京院（2,730）住宅 MRRくまもと（2,120） 光明池アクト（2,040） ヤマダ電機テックランド 三原店（2,000）	いなペロジスティクスセンター（6,230） ロイヤルパークス千種（4,400）住宅		
時価総額（2022年10月） （百万円）	132,932	257,010	119,100		

《 主要参考文献 》

- (一社)不動産証券化協会編著、田辺信之監修「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年4月)
- (一社)不動産証券化協会「ARESマスター テキスト」(2022年)
- (一社)不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」(2021年)
- (一社)不動産証券化協会「不動産投資運用業のコンプライアンス」(2021年)

田村幸太郎編著「不動産ビジネスのための金融商品取引法入門」(ビーエムジュー, 2006年11月)
内藤伸浩「アセット・ファイナンス」(ダイヤモンド社, 2003年6月)
松村徹外ニッセイ基礎研究所「不動産ビジネスはますます面白くなる」(日経BP社、2013年8月)
田辺信之「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス 第3版」(日経BP社, 2011年12月)
田辺信之「不動産投資市場再生のシナリオ」(住宅新報社、2009年12月)
田辺信之著、田中俊平監修「基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法」(日経BP社, 2008年4月)
田辺信之「不動産投資のイノベーション」(ダイヤモンド社, 2000年3月)

(五十音順)