

# 不動産投資市場の現状と今後の展望

2023年11月22日

一般社団法人不動産証券化協会 フェロー  
田邊 信之

# 講師 プロフィール

- 氏 名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe

- 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年4月-2022年3月公立大学法人宮城大学事業構想学群教授。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。FRICS

現在は、企業の顧問、ゼンウェルス代表などのほか、(一社)不動産証券化協会フェロー、中央官庁・自治体の委員などを務める。

- 公 職

不動産証券化協会・フェロー・教育資格制度委員長・基礎コンプライアンス研修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「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\*

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

日本不動産研究所「不動産研究交流会」メンバー\*

などを歴任

\*は現職

大崎市「空家等対策協議会」会長\*

- 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)

- ◆ 「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

- 連絡先 リッキービジネスソリューション(株) 顧問 rbs-tanabe@rickie-bs.com



# 目 次

1. 世界経済の動向と膨張する債務
2. 中国・米国の不動産市場の動向
3. 複合化・分断化する経営環境と不動産投資・証券化市場の動向
4. 不動産投資・証券化市場を見る視点（現実の動きとの対比）
  - 4-1. 不動産のマーケットサイクル
  - 4-2. インフレ、金利
  - 4-3. マネーストック
  - 4-4. 不動産投資・証券化市場のサステナブルな発展のために
5. 不動産投資・証券化市場の展望と地方圏における活用

# **1. 世界経済の動向と膨張する債務**

# 低迷が続く世界経済

- ◆ 新型コロナの流行は鎮静化したものの、世界のGDP成長率は、2023年3.0%、2024年2.9%、2025年3.1%と低成長が続く見込み(2023年10月 IMF)。多くの国が、エネルギー価格を含むインフレや金利上昇、サプライチェーンの寸断などに苦慮。地政学的・地経学的分断化の進展もその背景。
- ◆ 米国は金利上昇等により2024年に一時的に景気が後退。ユーロ圏は、ドイツの不振の影響が響き低成長を継続。中国は不動産危機や失業者増加などの影響で、2025年には3.4%にまで低下。
- ◆ 日本も2023年は2.0%の成長率となるが、2025年には潜在成長力に近い0.4%まで低下。

| 地域・国       | 経済規模(2023年GDP、兆円) | 経済(GDP)成長率(%) |       |       |
|------------|-------------------|---------------|-------|-------|
|            |                   | 2023年         | 2024年 | 2025年 |
| 米国         | 26.9              | 2.1           | 1.5   | 2.1   |
| ユーロ圏       | 18.4              | 0.7           | 1.2   | 1.3   |
| 中国         | 17.7              | 5.0           | 4.2   | 3.4   |
| 中南米        | 6.5               | 2.3           | 2.3   | 2.5   |
| 中東・中央アジア   | 4.7               | -             | -     | -     |
| 日本         | 4.2               | 2.0           | 1.0   | 0.4   |
| インド        | 3.7               | 6.3           | 6.3   | 6.3   |
| 英国         | 3.3               | 0.5           | 0.6   | 1.5   |
| ASEAN-5    | 3.3               | 4.2           | 4.2   | 4.5   |
| サブサハラ・アフリカ | 2.0               | -             | -     | -     |
| ロシア        | 1.9               | 2.2           | 1.1   | 1.0   |
| 韓国         | 1.7               | 1.4           | 2.2   | 2.3   |
| 世界         | 104.5             | 3.0           | 2.9   | 3.1   |

資料: IMF“IMF, World Economic Outlook, October 2023”より作成

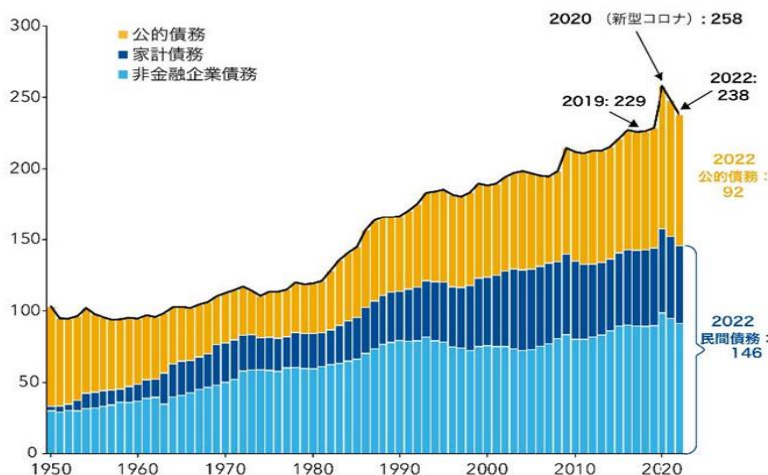
# 膨張する世界の債務

- ◆ 世界の債務は2年連続で縮小したものの、パンデミック前の水準を上回る。
  - 2022年末の債務総額は235兆ドル(対前年比+2,000億ドル)、対世界GDP比で238%(対2019年比+9%)。
  - 民間債務(家計+非金融企業)が縮小、公的債務は拡大。
- ◆ ここ数十年間の世界債務の拡大においては、中国が中心的な役割。
  - 中国の借入の伸びは経済成長率を上回り、債務の対GDP比は米国と同水準。
  - 中国の債務総額(47.5兆ドル)は米国(ほぼ70兆ドル)を大きく下回るが、非金融企業の債務に関しては、中国のシェアは28%と世界最大。
- ◆ 低所得国でも、そもそもの水準が低かったとはいえ、この20年で債務が大幅に増加。低所得途上国の半数以上が過剰債務、またはそのリスクが上昇。
- ◆ 欧米では2022年末頃から、金利上昇とともに銀行貸出残高が減少(年1%以内)、信用収縮の動き。
  - 約5分の1の新興市場国のソブリン債がディストレスト水準で取引されている状況。

パンデミック下で一時的に急上昇

世界債務は、昨年もパンデミック前の水準を大きく上回って推移しており、長期的な上昇基調に戻る可能性がある。

(対GDP比、%)



出所: IMF「世界債務データベース」(2023年)、IMF職員の見積り。  
注: 世界債務の対GDP比率の試算は、各国のGDPを米ドルで加重したもの。

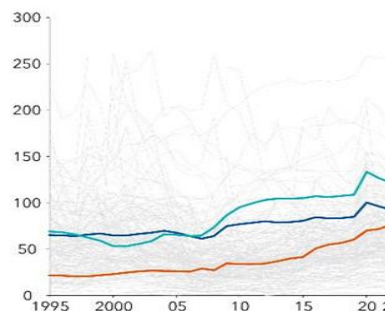
IMF

上昇続く

公的債務と民間債務は、中国が主な要因となって、パンデミックのずっと前から増加しつつあった。

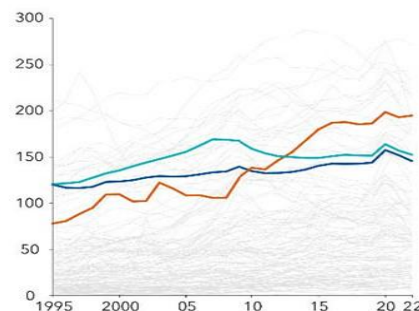
公的債務  
(対GDP比、%)

— 世界 — 米国 — 中国 — その他の国



民間債務  
(対GDP比、%)

— 世界 — 米国 — 中国 — その他の国



出所: IMF「世界債務データベース」、IMF職員の見積り。  
注: 各グループの債務の対GDP比率の試算は、各国のGDPを米ドルで加重したもの。公的債務のパネルには他に181か国、民間債務のパネルには他に151か国が含まれ、各国は灰色の線で表示されている。中国の公的債務については、対中4条協議報告書中のIMF職員による試算よりも一般政府の範囲が狭くなっている(両試算の調整についてはIMF国別報告書No.23/67を参照)。中国の民間債務には地方融資プラットフォーム(LGFV)の債務の3分の1と、その他の予算外政府基金の債務が含まれる。

IMF

出所: IMF BLOG「再び増加しつつある世界債務」(2023年9月13日)より抜粋

# 中国の債務(非金融セクター)

- ◆ **政府債務残高(狭義)**: 過去5年間で、実数で69兆元(2.1倍)、対GDP比で55%(1.5倍)に急速に増加。
- ◆ **政府債務残高(広義)**: 過去5年間で、実数で151兆元(2.0倍)、対GDP比で121%(2.0倍)に増加。
  - ・ その主たる要因は**隠れ債務**の多くを占める**LGFV(地方融資平台)**の残高の増加(2023年 66兆元)。
  - ・ 隠れ債務残高は2018年委以前から、政府債務(狭義)を上回って推移。
- ◆ **民間セクター債務**: 過去5年間で、家計48→75兆元(対GDP比52→61%)、企業105→153兆円(対GDP比115→123%)と経済成長率以上の増加。特に家計の債務増加が顕著。
  - ・ 企業債務の2020年以降の債務増加率の低下は、政府による**不動産融資規制**の影響も一要因
  - ・ 中国では**家計資産の約8割が不動産**のため、住宅価格の上昇が家計負債の急増を招いた可能性

中国・非金融セクターの債務構成

|                |           | 債務残高: 実数(兆元) |       |       |       |       |       |         | 債務残高: 対GDP比 (%) |       |       |       |       |       |         |
|----------------|-----------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|                |           | 2018年        | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 23年-18年 | 2018年           | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 23年-18年 |
| 政府債務 (広義)      | 政府債務 (狭義) | 74           | 85    | 101   | 115   | 132   | 151   | 77      | 80              | 86    | 98    | 101   | 112   | 121   | 41      |
|                | 中央政府      | 15           | 17    | 21    | 23    | 26    | 29    | 14      | 16              | 17    | 20    | 20    | 22    | 23    | 7       |
|                | 地方政府      | 18           | 21    | 26    | 30    | 35    | 40    | 22      | 20              | 22    | 25    | 27    | 30    | 32    | 12      |
|                | 隠れ債務      | 41           | 47    | 54    | 62    | 71    | 82    | 41      | 44              | 47    | 53    | 54    | 60    | 66    | 22      |
|                | LGFV      | 35           | 40    | 45    | 50    | 57    | 66    | 31      | 38              | 40    | 44    | 44    | 48    | 53    | 15      |
|                | 政府引導基金    | 6            | 7     | 9     | 12    | 14    | 16    | 10      | 6               | 7     | 9     | 10    | 12    | 13    | 7       |
|                | 民間セクター債務  | 153          | 166   | 184   | 199   | 215   | 228   | 75      | 167             | 168   | 180   | 175   | 180   | 184   | 17      |
|                | 家計        | 48           | 55    | 63    | 71    | 73    | 75    | 27      | 52              | 56    | 62    | 62    | 61    | 61    | 9       |
|                | 企業        | 105          | 111   | 121   | 128   | 142   | 153   | 48      | 115             | 112   | 118   | 113   | 119   | 123   | 8       |
| 非金融セクター債務 (合計) |           | 227          | 252   | 285   | 315   | 348   | 380   | 153     | 248             | 254   | 278   | 277   | 291   | 306   | 58      |

(注1) LGFV: Local Government Financing Vehicles (地方融資平台)

(注) 2021年以降は推計値

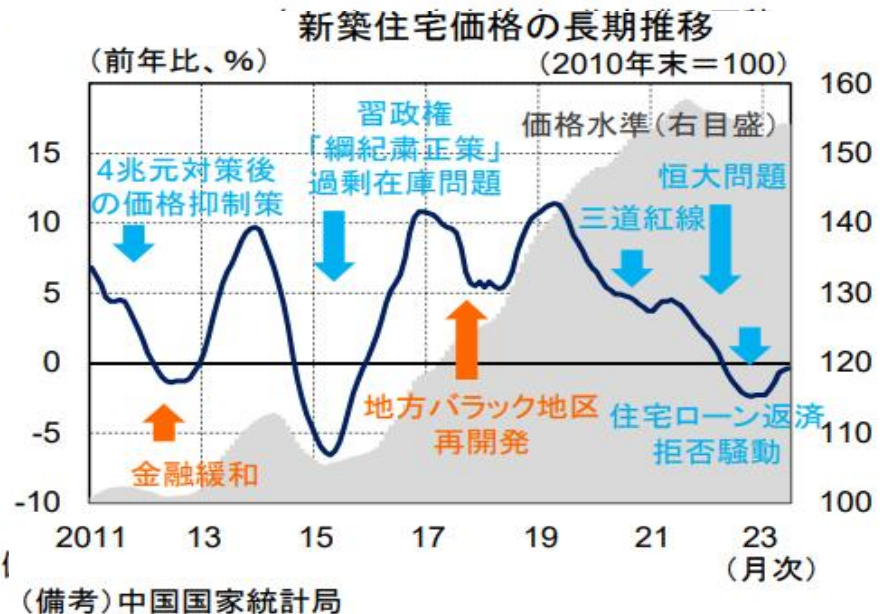
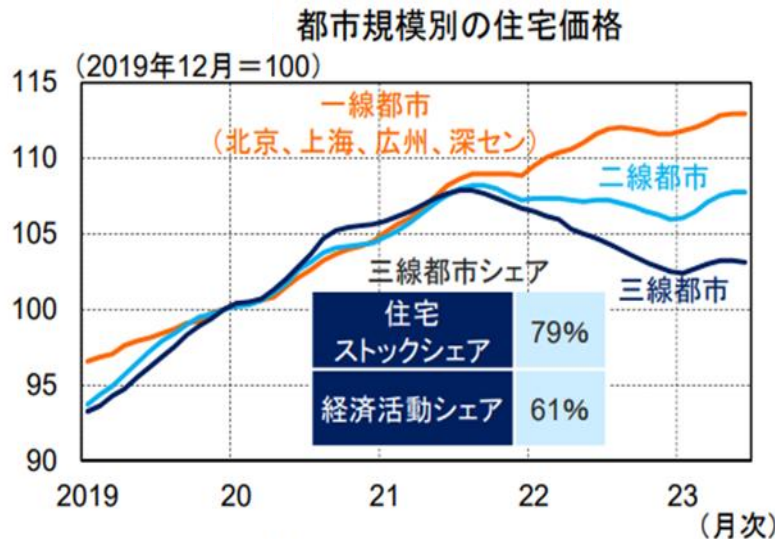
資料: IMF公表データより作成

## 2. 中国・米国の不動産市場の動向



# 中国の不動産市場の動向①:不動産市況

- ◆ 中国の不動産市況は、経済状況だけでなく、政治情勢によっても左右される中で変動を繰り返し。
- ◆ 2016年頃からは好況を続け、**住宅価格上昇による需要拡大・資産効果**に加えて、不動産業の収益拡大、インフラ整備を担う**融資平台・地方政府の土地使用権価格の上昇・売却促進**などに貢献。
- ◆ だが、不動産債務の膨張を回避するため、**政府が2020年から新たな不動産規制を導入**してから、不動産価格は上昇率の低下(1線都市)や下落(主に2・3線都市)が生じ需要が大きく減少。
  - ・ 2023年7月は主要70都市中49都市で新築住宅価格が前月より下落、不動産在庫は前年同月比17.9%増。
- ◆ **政府は2021年頃から規制緩和を進めているが、不動産業の経営悪化、融資平台・地方政府の財政悪化が顕在化。**
  - ・ 人口減少や大都市への人口流入の減少などによる住宅需要の縮小、金利引き下げの副作用(人民元安)などの課題の中で、**経済成長とのバランスを取ることが困難に。**



# 中国の不動産市場の動向②: 中国政府による不動産規制と副作用

## ◆ 不動産規制の導入の背景

中国の大都市部の住宅は2008年の北京五輪の前から高騰。2020年から実施した新型コロナ対応の金融緩和で増大したマネーの一部が不動産市場に流れ込み、一部の大都市における価格上昇を加速。バブル膨張と格差拡大の是正(共同富裕)が必要に。そのために、**デレバレッジ**を推進。

## ◆ 不動産規制の実施

2020年夏 人民銀行などが「**3つのレッドライン**」設定

投機の過熱などによる不動産価格の高騰、関連負債の膨張を回避する目的で導入

①総負債(前受け金を除く)÷総資本負債>:70%以下

②ネット負債÷自己資本<100%

③現金÷短期債務<100%

不動産会社の財務指針の違反数に応じて、**年間債務増加額上限**(0%、5%、10%、15%)

2021年1月 銀行の住宅ローンや**不動産企業への融資に総量規制**

銀行の資産規模に応じ、総融資残高に占める住宅ローン残高の上限比率を設定

## ◆ 不動産規制の副作用

- 銀行が不動産融資を縮小、貸し渋り

建設工事中断、住宅購入者のローン支払い拒絶、中国恒大集团などの大手企業の経営危機、融資平台の物件売却収入減による地方財政悪化、金融システムへの波及、中国債務残高増大

- 理財商品に対する信用力の低下**も金融システムリスクを膨張させる恐れ

中融:(中国最大級の資産運用会社・中植企業集団傘下の国内9番目の信託会社):2023年8月デフォルト発生、1000億元以下

中国恒大集团(エバー・グランデ):グループ販売の理財商品が期限に償還されず(2021年9月:400億元など)

# 中国の不動産市場の動向③: 中国政府による不動産規制の緩和

## ◆ 2022年11月 不動産市場に対する**包括的な金融支援策**を取りまとめ

- 銀行にマンション開発資金の融資期間を1年延長するよう要請(半年以内に返済期限到来の資金)
- 地方政府に住宅ローン金利の下限引き下げを要請

## ◆ 2023年1月 「**貸借対照表改善行動計画**」公表(不動産業への資金調達制限などを緩和、支援政策に転換)

- 対象企業

経営規模が大きく広範囲で事業活動をする「一定の制度的な重要性を持つ優良企業」限定  
→全体の4割前後

中国全国 : 住宅販売額(2022年1-11月) 11兆8648億元

上位30社: 住宅販売額(2022年) 5兆2000億元

- 緩和内容

**16項目からなる不動産市場向けの金融支援策(包括的支援)**

「3つのレッドライン」の緩和

業界の再編推進、金融資産管理会社向け資金計画支援

動産会社の株式調達支援

未完成物件の引き渡し支援(2000億元融資計画)

賃貸住宅向け融資支援(1000億元)

ex. 人民銀行が1-3月期に800億元を不良債権会社を介し提供、同社にも800億元出資を促す

## ◆ 2023年7月 **包括的支援策の期限延長**

銀行にマンション開発資金の融資期間を1年延長するよう要請(24年末迄に返済期限到来資金)

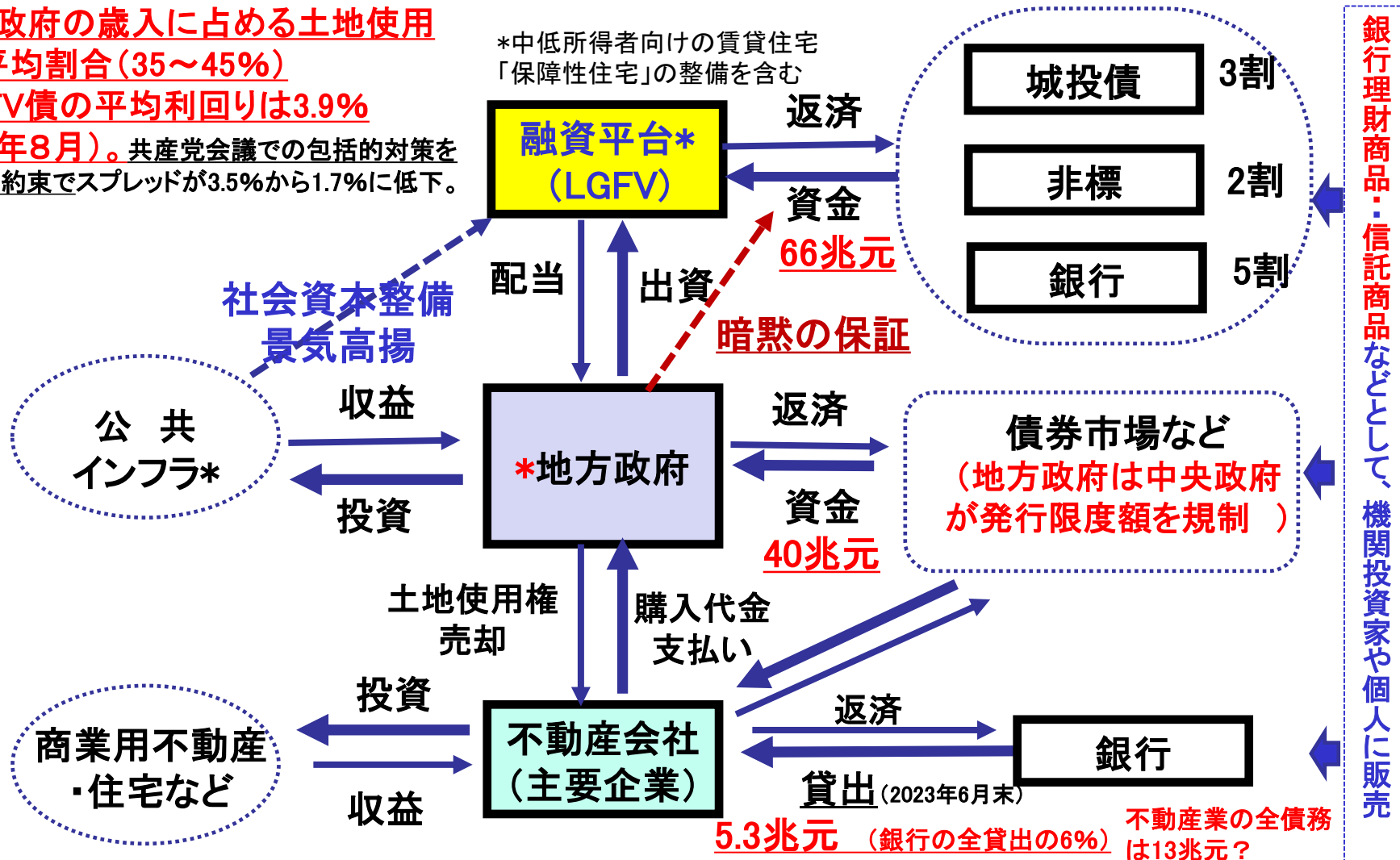
資料: IMF, 中国人民銀行、新華社などの資料により作成

# 中国不動産市場の動向④: 中国不動産市場の構造(イメージ図)

**\*地方政府の歳入に占める土地使用権の平均割合(35~45%)**

**\*\*LGFV債の平均利回りは3.9%**

**(2023年8月)**。共産党会議での包括的対策を取るとの約束でスプレッドが3.5%から1.7%に低下。



(注) 城投債: 地方平台が発行する債券。主に銀行が投資している模様。

非標: 非情報化債権資産(貸付信託、受託債権、受取手形、信用状、売掛金、各種収益権など)であり、銀行間市場や証券取引所などの市場で取引されない資産が対象

# 中国の不動産市場の動向⑤: 碧桂園控股、恒大集団などの経営状況

## ◆ 中国の大手不動産会社である恒大集団、碧桂園控股、遠洋集団控股などの経営破綻が顕在化

### ＜碧桂園控股(カントリー・ガーデン・ホールディングス)＞

- ・ 過大な在庫の販売を加速することにより資金化しようとするも、損失が発生し、資金繰りも改善せず。保有物件に3～4級都市物件を抱えていることも、財務リストラの障害に
- ・ 未完成物件に対する前受け金となる契約負債も重い負担
- ・ 2023年10月にCD決定委員会(世界の民間金融機構)がドル建て債のデフォルト認定。総負債の約1割はドル建て社債等で海外投資家が保有。年内に25億ドル以上の利払いや社債の償還期限(JPモルガン推計)

### ＜中国恒大集団(エバー・グランデ)＞

- ・ 碧桂園控股と似通った経営状況。グループが販売する理財商品が期限に償還されず(2021年9月:400億元、2023年8月)。2023年8月に米連邦破産法第15条申請(外貨建て債務の再編協議)

## ◆ 政府による指導などを背景に、株主である中国国有企業、平安保険、中国人寿保険、大家保険集団などの金融機関が、大手不動産会社の救済に乗り出すかがポイント。

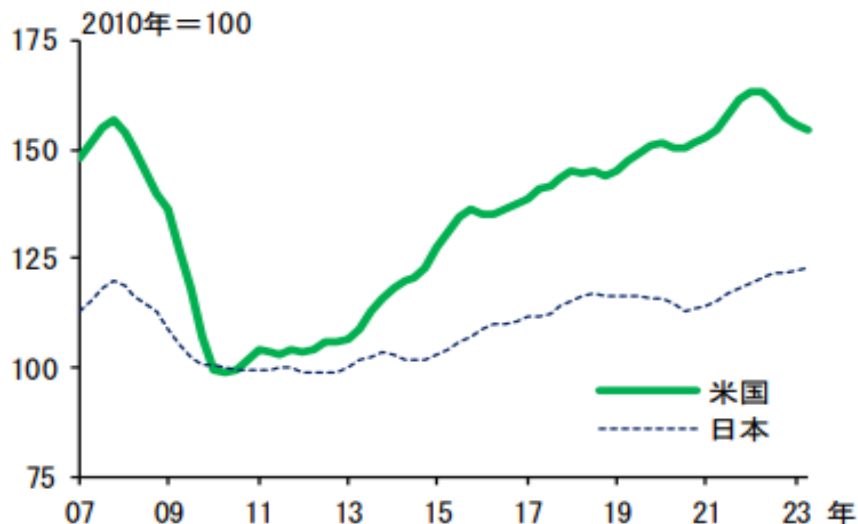
|     |        | 碧桂園控股<br>2023年1～6月期(億元) | 恒大集団<br>2023年1～6月期(億元) |
|-----|--------|-------------------------|------------------------|
| 資産  | 開発用不動産 | 8,436                   | 10,859                 |
|     | 資産総額   | 16,185                  | 17,440                 |
| 負債  | 買掛金    | 4,485                   | 10,565                 |
|     | 契約負債   | 6,036                   | 6,036                  |
|     | 負債総額   | 13,642                  | 23,882                 |
| 資本  | 資本     | 2,544                   | ▲6,442                 |
| 売上高 | —      | 2,263(前年同期比+40%)        | 1281(前年同期比+44%)        |
| 純損失 | —      | ▲489(前年同期6.12)          | ▲330*(前年同期▲663)        |



# 米国の不動産市場の動向①

- ◆ 米国不動産市場は、**金利上昇**を背景に、**景気の先行き見通しの不透明感**、商業用不動産向け銀行貸出の減少(**信用縮小**)に加えて、新型コロナ禍によるリモートワークの普及による**オフィス空室率の上昇**などにより、過去10年間にわたる**不動産価格上昇から下落に向かう**。
  - ・ 米国不動産の用途別下落率(対前年比)  
全体: ▲15%、オフィス: ▲25%、アパート: ▲21%、商業施設: ▲15%、工業 ▲130%
- ◆ 今後、**不動産貸出しの年間償還額**が増加(2015~2021年: 0.2~0.4兆ドル⇒2022~2025年: 0.4~0.6兆ドル)に向かうため、償還資金を捻出するための不動産売却がスムーズにいかない場合、金融環境次第では**リファイナンス**(借換え)が困難となり、一部貸し出しにデフォルトが生じるリスク。

商業用不動産価格

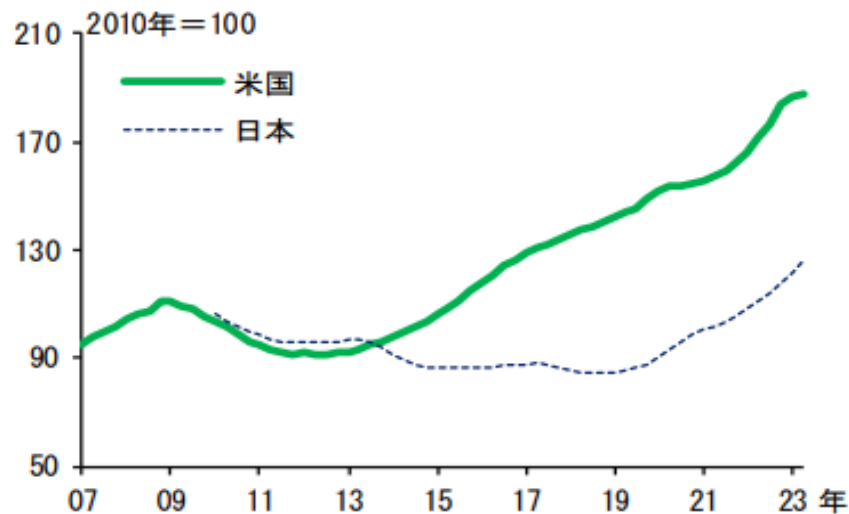


(注) 消費者物価指数で調整した実質値。

直近は 2023 年 4~6 月。

(資料) BIS、FRED、総務省、国土交通省

商業用不動産向け貸出



(注) 1. 「日本」は銀行の不動産業向け貸出(大企業不動産業向けおよびSPC向け)。

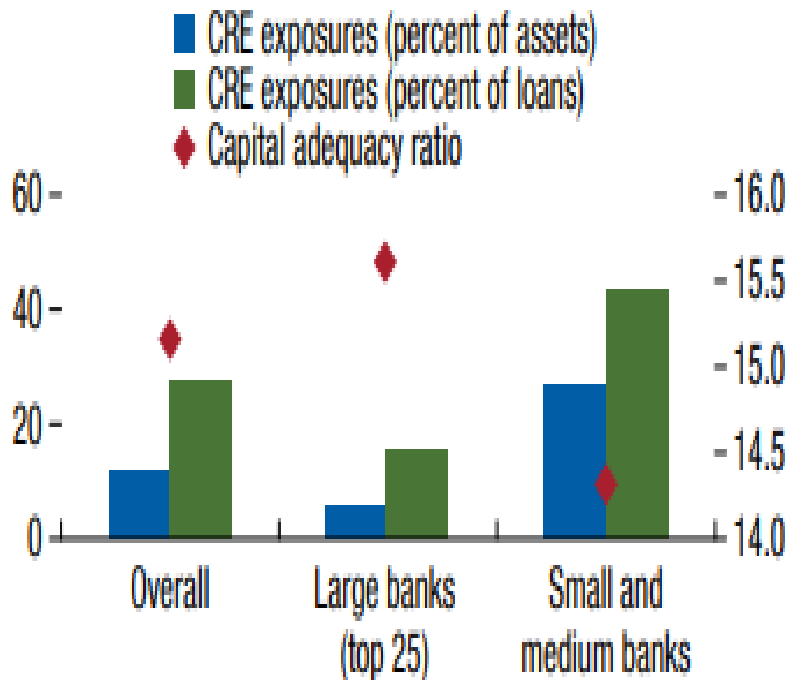
2. 直近は 2023 年 6 月。

(資料) FRB、日本銀行

## 米国の不動産市場の動向②:

◆ ただし、米国の不動産業向け貸出は、中堅・中小銀行が中心となっていること、世界金融危機時に比べてCMBSのスキームが厳格化されていることなどを勘案すると、一部でデフォルトが生じて、大手金融機関を巻き込む金融システムリスクにまで発展する可能性は、現在のところは低いものと予想。

米国銀行の不動産業向け貸出比率  
(2023年2月、対総資産、対貸出)と  
自己資本比率



資料: IMF "GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT"  
(2023年10月)より抜粋

## 世界金融危機以降のCMBSの改善

| 項 目            | 内 容                                                                                                                       |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 規制の変更          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・格付けに応じたリスク・ウェイトの算出</li> <li>・リスク・リテンションルール(オリジネーターが原ローンの劣後部分を原則5%以上保有)</li> </ul> |
| 投資単位の小規模化      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資集中リスクの排除</li> </ul>                                                             |
| 安全性向上          | <ul style="list-style-type: none"> <li>・キャッシュ準備率の引上げ</li> <li>・ローンのレバレッジ比率の低下</li> </ul>                                  |
| 格付の厳格化         | 劣後比率の要求厳格化                                                                                                                |
| 金融機関のモニタリングの強化 | コベナントの強化                                                                                                                  |
| その他            | オペレーティング・アドバイザーの導入                                                                                                        |

資料: 大槻奈那「米商業用不動産リスクの深刻度」  
(PICTET2023年5月1日レポート)を基に作成

### **3. 複合化・分断化する経営環境と 不動産投資・証券化市場の動向**



# 複合化・分断化する経営環境

## 経営環境・課題

ロシア・ウクライナ

エネルギー

インフレ

イスラエル、パレスチナ

サプライ・チェーン  
(供給制約・再構築)

景 気

金 利

ポストコロナ

経済・社会安全保障

外国為替

マネーストック

IT、AI

不動産のマーケット・サイクル

複合化・分断化が相互作用と通じて、景気や不動産市況に影響を与えることが、将来の見通しを不透明。

## 中長期的課題

従来からの課題

潜在的経済成長率の低下

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

地政学、地経学、相互依存の脆弱性\*

新自由主義の変化(格差問題)

デジタル化(社会経済構造の変化)

人的資源(雇用形態、人手不足)

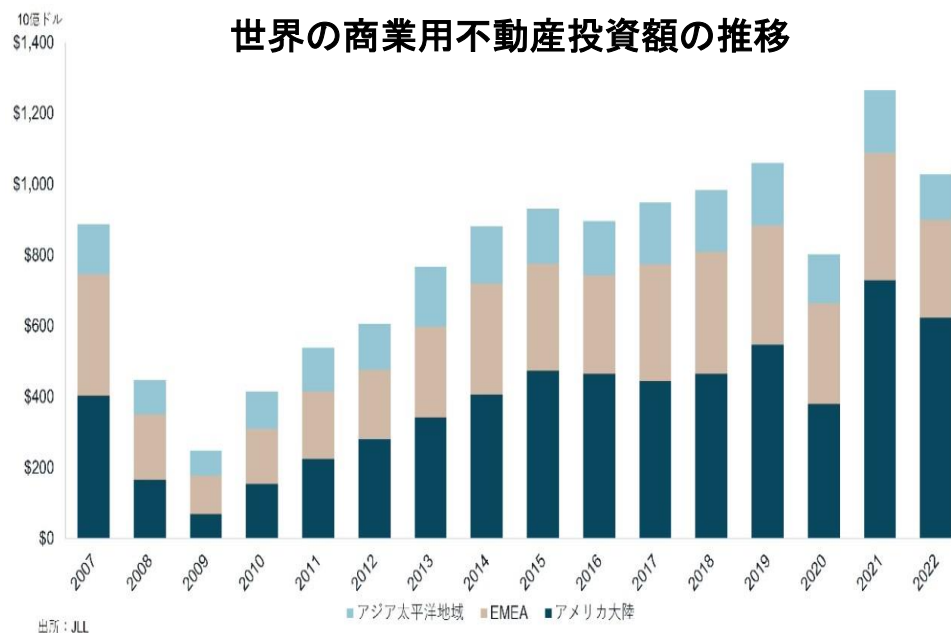
SDGs・ESG投資

\*地政学:現状の分析、リアリズム

地経学:政策の実践(国際協力銀行HPより引用)。

# グローバル不動産投資市場の概況：不透明要素が多く市場は停滞気味

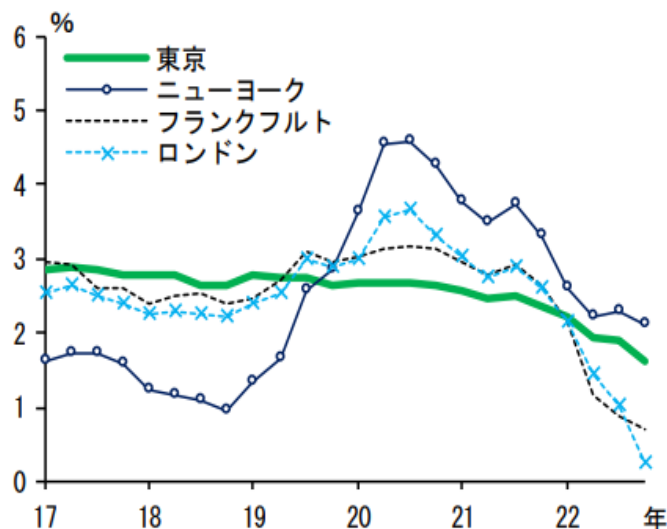
- ◆ 2021年の世界の商業用不動産投資額は急減した2020年から大きく回復し、コロナ禍前の水準を上回り、クロスボーダー投資も活発化。
- ◆ だが、2022年には、新型コロナ、インフレの継続、金利上昇、金融機関の破綻、イールドスプレッドの縮小などを背景に、投資家は慎重なスタンスに変化。世界の商業用不動産投資額1兆290億米ドルに減少（前年比▲19%）。
  - ・ アメリカ大陸▲15%、 EMEA▲23%、 アジア太平洋地域▲27%（JLL調査による）
- ◆ 世界各国では、金利引き上げと不動産投資利回りの上昇、投資家の保守的な物件評価による様子見姿勢などにより、不動産投資市場の停滞が続く見込み。



※1 商業用不動産投資額の対象セクター（オフィス、リテール、インダストリアル、ホテル、複合用途、住宅、その他）、2020年第1四半期より住宅を追加  
※2 EMEA (Europe, the Middle East and Africa)：ヨーロッパ、中東及びアフリカ大陸

資料：JLL「グローバル不動産の展望2023」より抜粋

商業用不動産のイールドスプレッド



(注) グレードA オフィスビルの収益率－10年OIS金利。  
直近は2022年10～12月。

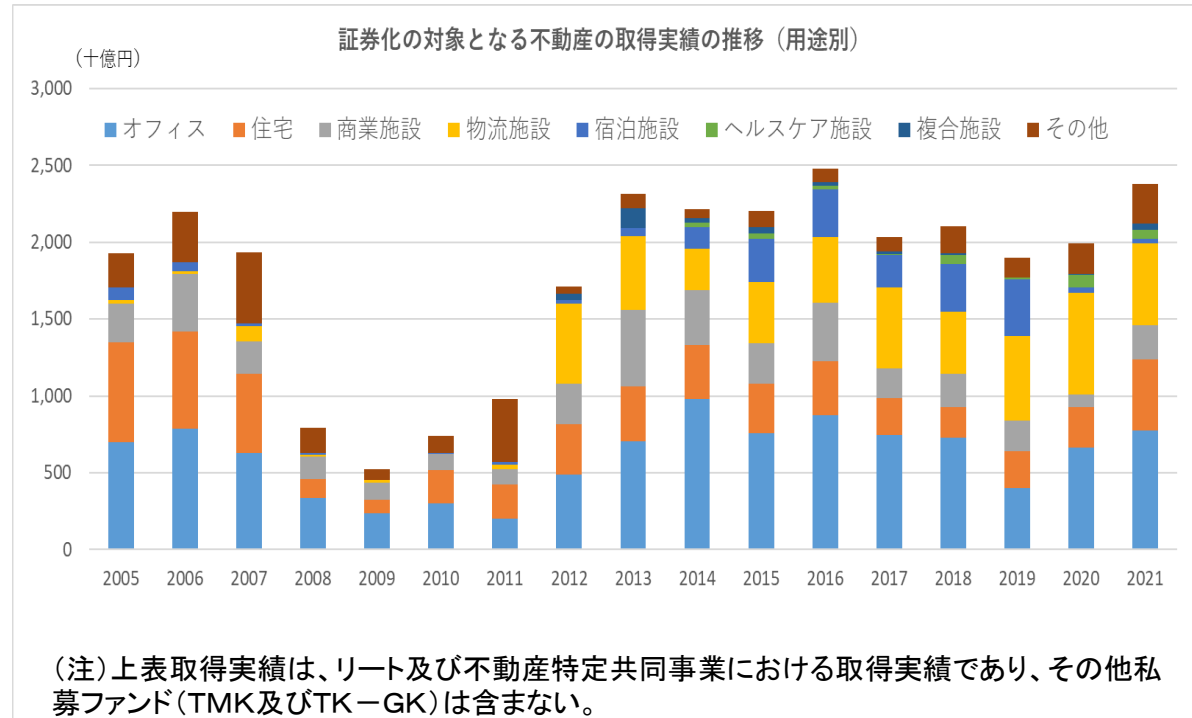
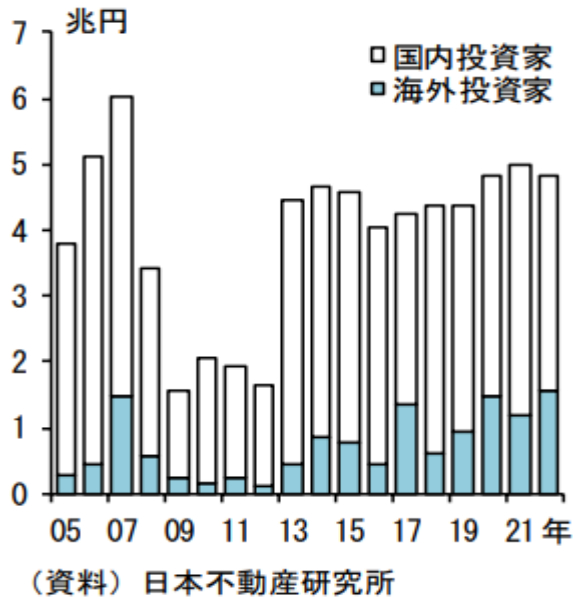
(資料) JLL、Refinitiv Eikon

資料：日本銀行「金融システムレポート2023年4月」より抜粋

# 日本の不動産投資市場の概況：日本市場は安定的

- ◆ 日本市場の取引額は、コロナ禍が続いた2020年～2022年もほぼ横這いで推移。2023年上半期は前年同期比52%増（JLL調査）。低金利によるイールドスプレッドの大きさが投資家にとって魅力。
- ◆ 2020年に大きく減少した商業、ホテルも回復の方向。レジデンスと物流が堅調。オフィスが回復基調。
  - － 海外投資家の取引比率が趨勢的に増加傾向（過去10年間）
- ◆ 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。2023年も増加の予測。
- ◆ 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方向にある点などは留意の要。
- ◆ 世界の都市別投資額（2023年上期）は、①ロサンゼルス、②東京、③ニューヨーク、④パリ、・・・⑲大阪

## 取引主体別の不動産取得額

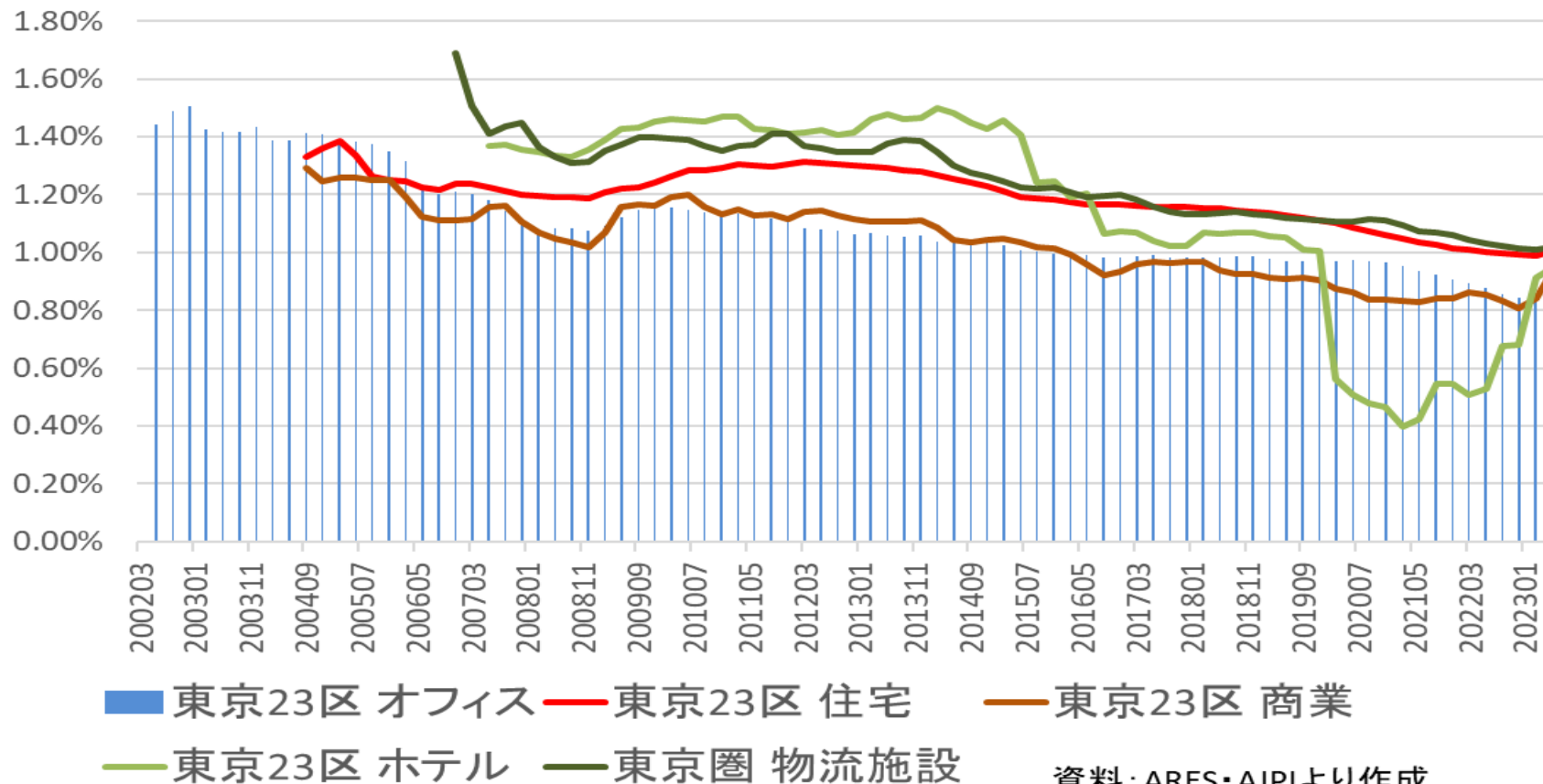


（資料）国土交通省「令和3年度不動産証券化実態調査」より作成

# 不動産のインカム収益率の推移

- ◆ 不動産投資市場の成長、物件取得競争の激化に連れてインカム収益率は徐々に低下。
- ◆ 世界金融危機、新型コロナ禍などの影響が、ホテル、商業施設などの一部業種で見られるがコロナ禍の影響が薄れるにつれて順調に回復。

不動産のインカム収益率の推移(四半期)



# 地価動向①(公示地価ベース)

- ◆ 景況感が改善する中、**全国全用途の平均地価は+1.6%**と2年連続で上昇。上昇地点58%、下落地点27%であり、**地域格差や個別物件ごとの格差が拡大**。
- ◆ 住宅地については低金利の住宅ローン、税制優遇措置などの効果から、全国的に地価は1.4%上昇。地方4市(札幌、仙台、広島、福岡)は8.6%と突出。ただし、東京都心部や地方中核都市の分譲マンションは高値維持。
- ◆ 商業地も昨年に比べて2.9%上昇。地方4市や一部の観光地の上昇率が高い。東京都内オフィスビルの空室率の上昇も一服感。**都心への人流は回復傾向**。
- ◆ ネット販売の拡大による物流施設の建設増加が工業地の価格を引き上げ。

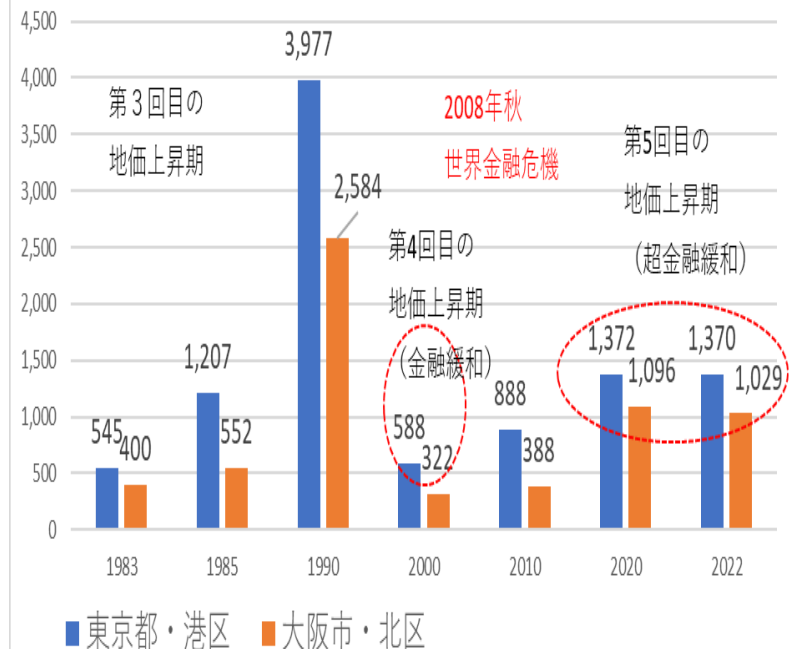
地価の変動率(公示地価、対前年比)

|       |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | (単位: %) |      |      |      |  |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|------|--|
|       | 住宅地  |      |      |      | 商業地  |      |      |      | 工業地  |      |      |      | 全用途     |      |      |      |  |
|       | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2020    | 2021 | 2022 | 2023 |  |
| 全国    | 0.8  | -0.4 | 0.5  | 1.4  | 3.1  | -0.8 | 0.4  | 1.8  | 1.8  | 0.8  | 2    | 3.1  | 1.4     | -0.5 | 0.6  | 1.6  |  |
| 三大都市圏 | 1.1  | -0.6 | 0.5  | 1.7  | 5.4  | -1.3 | 0.7  | 2.9  | 2.4  | 1    | 2.7  | 4.3  | 2.1     | -0.7 | 0.7  | 2.1  |  |
| 東京圏   | 1.4  | -0.5 | 0.6  | 2.1  | 5.2  | -1   | 7    | 3    | 3    | 2    | 3.3  | 5    | 2.3     | -0.5 | 0.8  | 2.4  |  |
| 大阪圏   | 0.4  | -0.5 | 0.1  | 0.7  | 6.9  | -1.8 | 0    | 2.3  | 2.8  | 0.6  | 2.5  | 4    | 1.8     | -0.7 | 0.2  | 1.2  |  |
| 名古屋圏  | 1.1  | -1   | 1    | 2.3  | 4.1  | -1.7 | 1.7  | 3.4  | 0.7  | -0.6 | 1.6  | 3.3  | 1.9     | -1.1 | 1.2  | 2.6  |  |
| 地方圏   | 0.5  | -0.3 | 0.5  | 1.2  | 1.5  | -0.5 | 0.2  | 1    | 1.1  | 0.5  | 1.3  | 2    | 0.8     | -0.3 | 0.5  | 1.2  |  |
| 地方4市  | 5.9  | 2.7  | 5.8  | 8.6  | 11.3 | 3.1  | 5.7  | 8.1  | 5.6  | 4.4  | 7.4  | 9.6  | 7.4     | 2.9  | 5.8  | 8.5  |  |
| その他   | 0    | -0.6 | -0.1 | 0.4  | 0.3  | -0.9 | -0.5 | 0.1  | 0.8  | 0.2  | 0.8  | 1.4  | 0.1     | -0.6 | -0.1 | 0.4  |  |

(注) 地方4市: 札幌、仙台、広島、福岡

資料: 国土交通省「地価公示」より作成

地域別(全用途)の土地単価(坪当たり)の推移(万円)



## 地価動向②(公示地価+基準地価)

- ◆ 全国的な地価上昇の基本的な傾向に変化なし。地方4市の地価上昇が顕著。
- ◆ 三大住宅地についても、東京圏、大阪圏の商業地で、人流の回復や都市開発の進展などにより、地価上昇が加速する傾向。

### 基準地価と地価公示との共通地点における半年ごとの地価変動率

| (単位：％) |                   |     |     |     |     |     |
|--------|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
|        |                   | 住宅地 |     |     | 商業地 |     |
|        |                   | 前半  | 後半  | 年間  | 前半  | 後半  |
| 全国平均   |                   | 1.1 | 1.4 | 2.6 | 1.4 | 1.9 |
| 三大都市圏  |                   | 1.2 | 1.6 | 2.9 | 1.9 | 2.6 |
|        | 東京圏               | 1.5 | 1.9 | 3.4 | 1.9 | 2.6 |
|        | 大阪圏               | 0.7 | 1.1 | 1.8 | 1.6 | 3.0 |
|        | 名古屋圏              | 1.4 | 1.6 | 3.0 | 2.1 | 1.9 |
| 地方圏    |                   | 1.0 | 1.1 | 2.1 | 0.8 | 1.0 |
|        | 地方4市（札幌・仙台・広島・福岡） | 3.3 | 3.1 | 6.6 | 3.7 | 4.0 |
|        | その他               | 0.7 | 0.9 | 1.7 | 0.5 | 0.7 |

(注) 1. 地価公示と基準地価の共通地点での収益

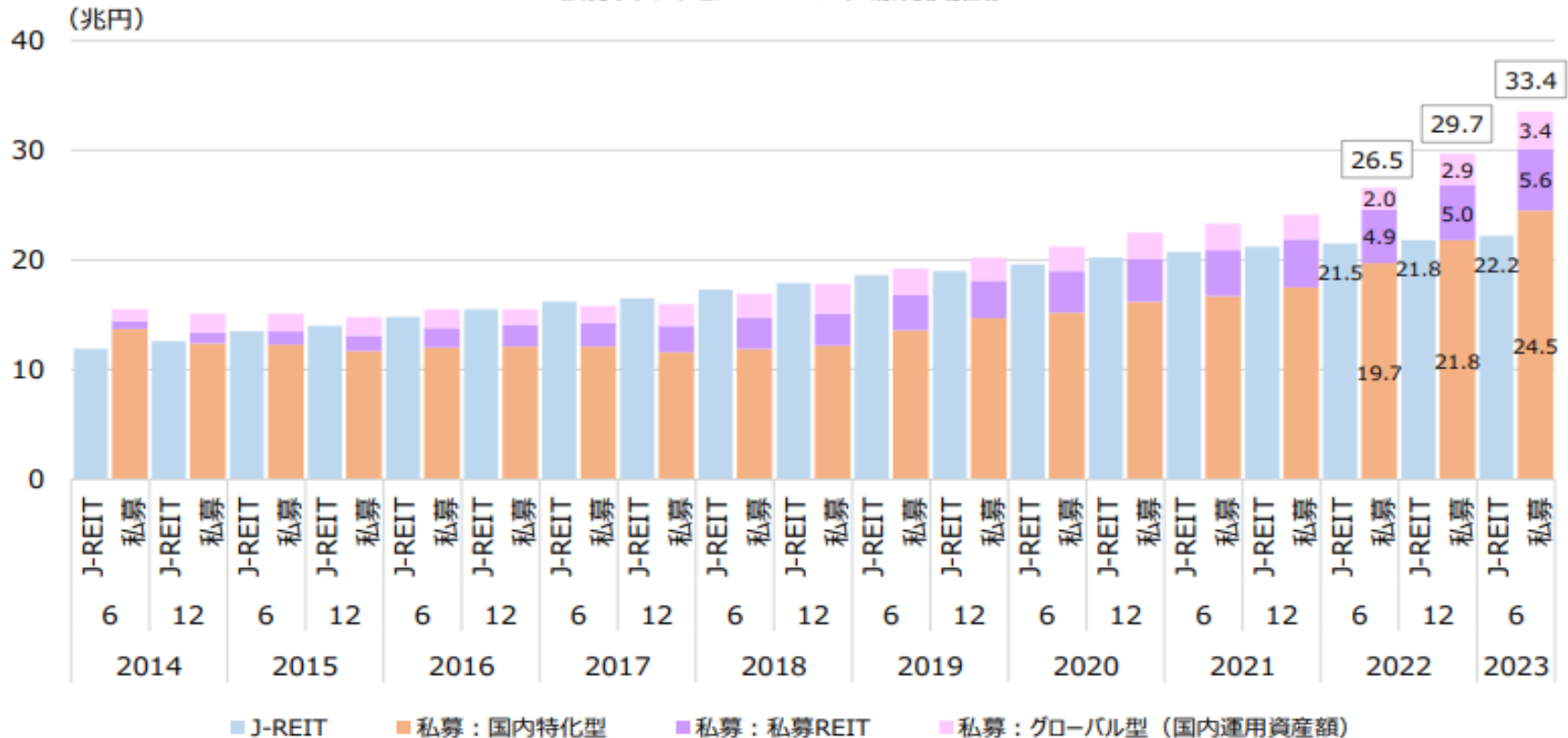
2. 前半2022年 7月1日～2023年 1月1日、後編：2023年 1月1日～同年 7月1日

資料：国土交通省資料に基づき作成

# J-REITと私募ファンドの成長

- ◆ J-REITは物件取得難に加えて投資口価格の低迷もあり、近時の成長率は鈍化しつつも。**ポートフォリオの入れ替え**などを通じて着実に成長。
- ◆ 私募ファンドは、世界金融危機後に資産売却を促進。その後は新たな資産を積み増し、**ここ数年間はその自由度を活かしてJ-REIT以上のペースで規模を拡大。**
- ◆ 安定的な運用が期待できる私募REITに、中長期の投資家である年金などからの人気が集中。

私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



(出所) ARES「私募リート・クォーター」、三井住友トラスト基礎研究所



# J-REIT①：物件取得・保有不動産などの概要

- ◆ J-REITはその投資・資産総額の大きさ、取引情報の開示などから、多用途にわたって、不動産投資価格の水準感や動きに影響を与える市場としても機能。私募REITと合わせた**含み益は約4兆円（15%）保有**。
- ◆ 投資口価格の低迷から脱しつつあるため、2003年度上期の物件取得額は大きく増加。**J-REITの物件取得状況は、不動産投資市場全体に大きな影響**。

## J-REITと私募REITの保有不動産は6,230物件、約28.4兆円（2023年9月末）

保有不動産総額（取得価格ベース）

| J-REIT     | 私募REIT    | 合計         |
|------------|-----------|------------|
| 22兆5,368億円 | 5兆8,731億円 | 28兆4,099億円 |

投資法人数

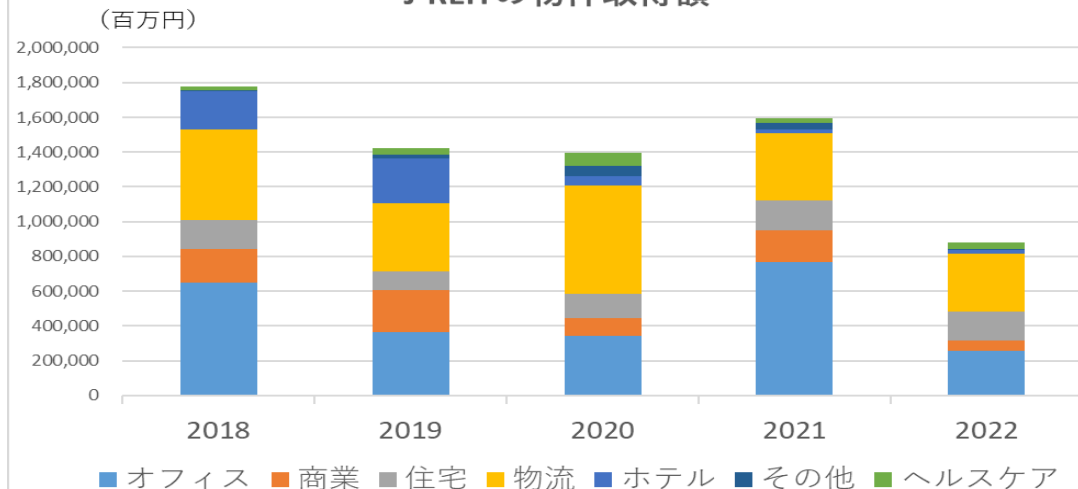
| J-REIT | 私募REIT | 合計  |
|--------|--------|-----|
| 60     | 53     | 113 |

物件総数

| J-REIT | 私募REIT | 合計    |
|--------|--------|-------|
| 4,664  | 1,566  | 6,230 |

（注）J-REIT、私募REITとも2023年9月末の数値（以下同じ）

J-REITの物件取得額



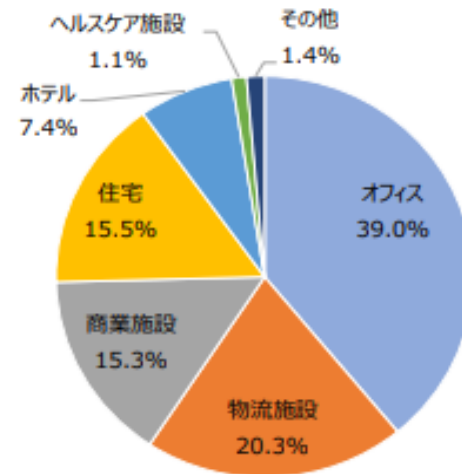
（注）2023年（1～9月）9,057億円（前年同期比+57%）

資料：不動産証券化協会「J-REIT DB」より作成

J-REIT・私募REIT 保有不動産の用途別比率

（2023年9月末、取得価格ベース）

物件数：6,230物件、取得価格：28兆4,099億円

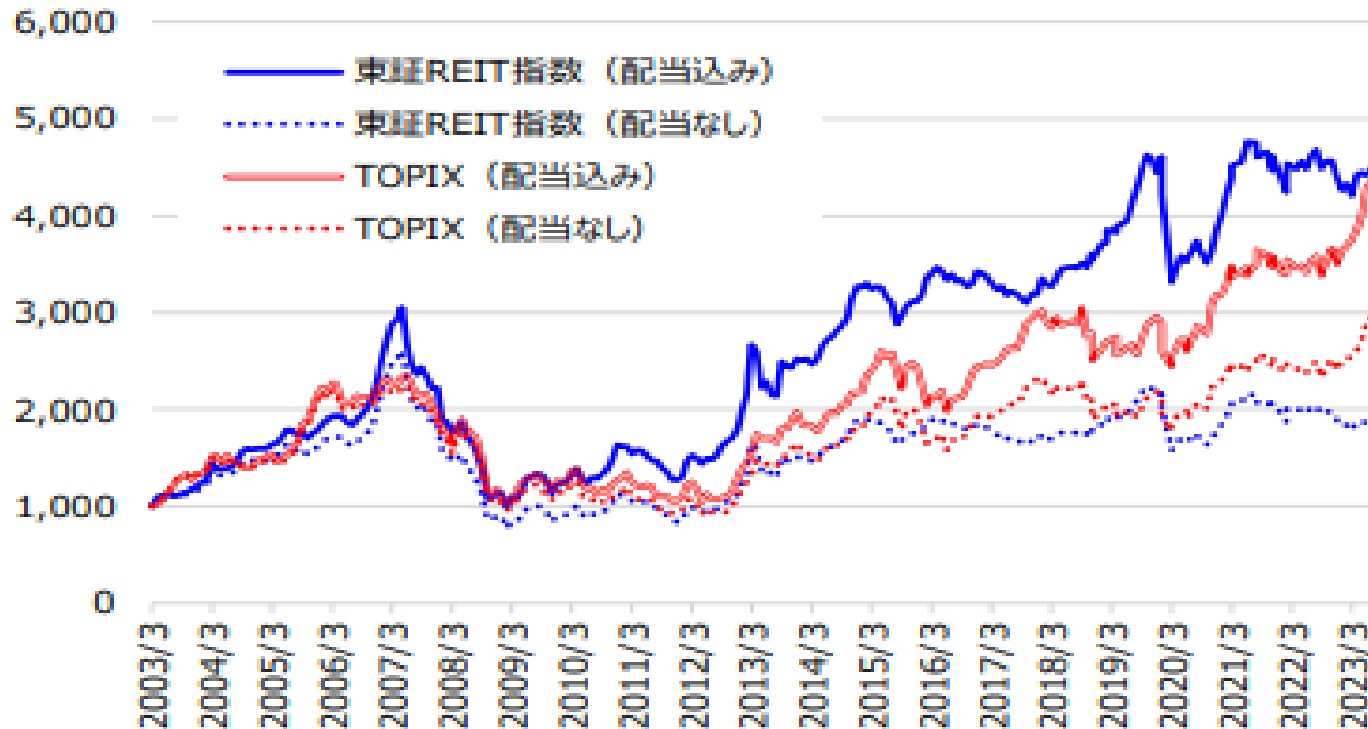


出所：不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

## J-REIT②: 投資口価格

- ◆ J-REITの投資口価格は、**2020年の新型コロナ感染拡大の当初に大幅に下落するも、比較的早期に回復**。だが、その後は徐々に下落に向かい、**POによる物件取得をしにくい状況に**。
- ◆ **2023年からは投資口価格は変動を伴いつつも上昇基調に転じ、物件取得も活発化**。
- ◆ J-REIT市場の成熟化に伴い、ミドルリスク・ミドルリターンの性質から、2015年頃からTOPIXと異なる動きを示すケースも増加。

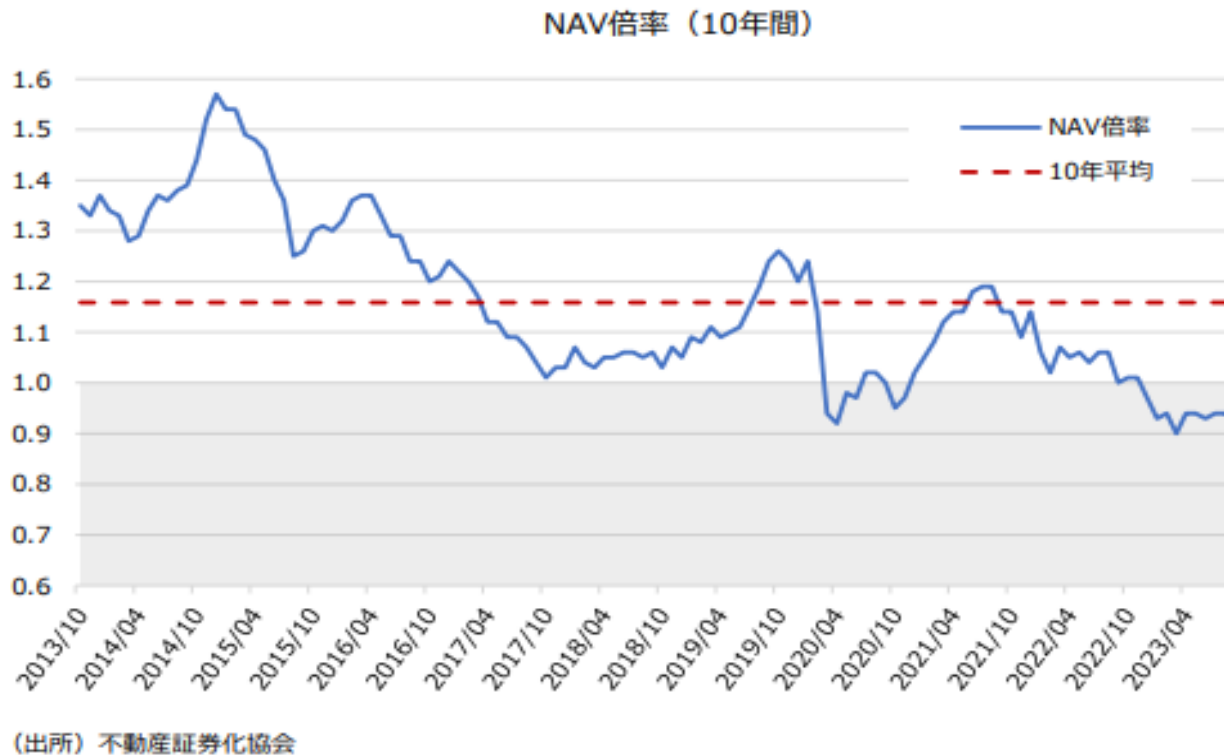
東証REIT指数・東証株価指数（TOPIX）の長期推移



（注）東証REIT指数の基準日2003年3月31日=1,000 （出所）QUICK

## J-REIT③:NAV倍率

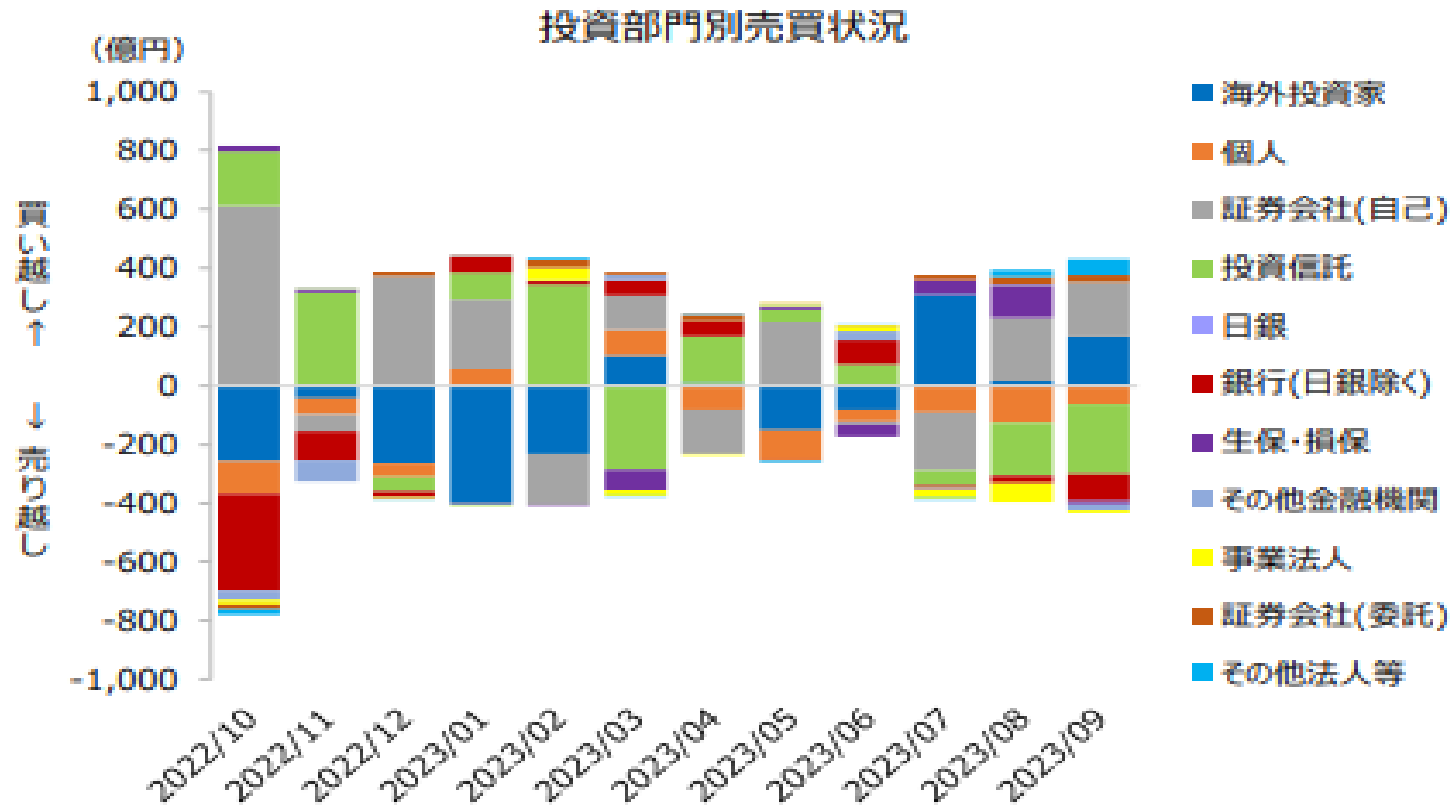
- ◆ J-REITの投資口価格は、2020年の新型コロナ感染拡大の影響から比較的早期に回復に向かったが、その後は徐々に下落し、NAV倍率が1を切るところまで低下。
- ◆ J-REITの平均LTVは44.7%と低水準を維持。デット調達環境は問題なく、投資口価格の回復が鮮明になれば、投資活発化の方向。
- ◆ ただし、個別のREITごとに投資・財務戦略、成長性、資産規模などの違いが広がる傾向。



(注) NAV倍率(Net Asset Value倍率) = 株価 ÷ 1口あたりNAV (NAVは不動産の時価を基に算出)

## J-REIT④: 投資部門別売買状況

- ◆ 投資信託が期末を除き着実に買い越していたが、2023年8～9月にかけて利益確定の売却の動き。
- ◆ 海外投資家の売り圧力が、投資口価格の足枷になってきたが、2023年7月以降は主に買い手に回り投資口価格の上昇を主導。

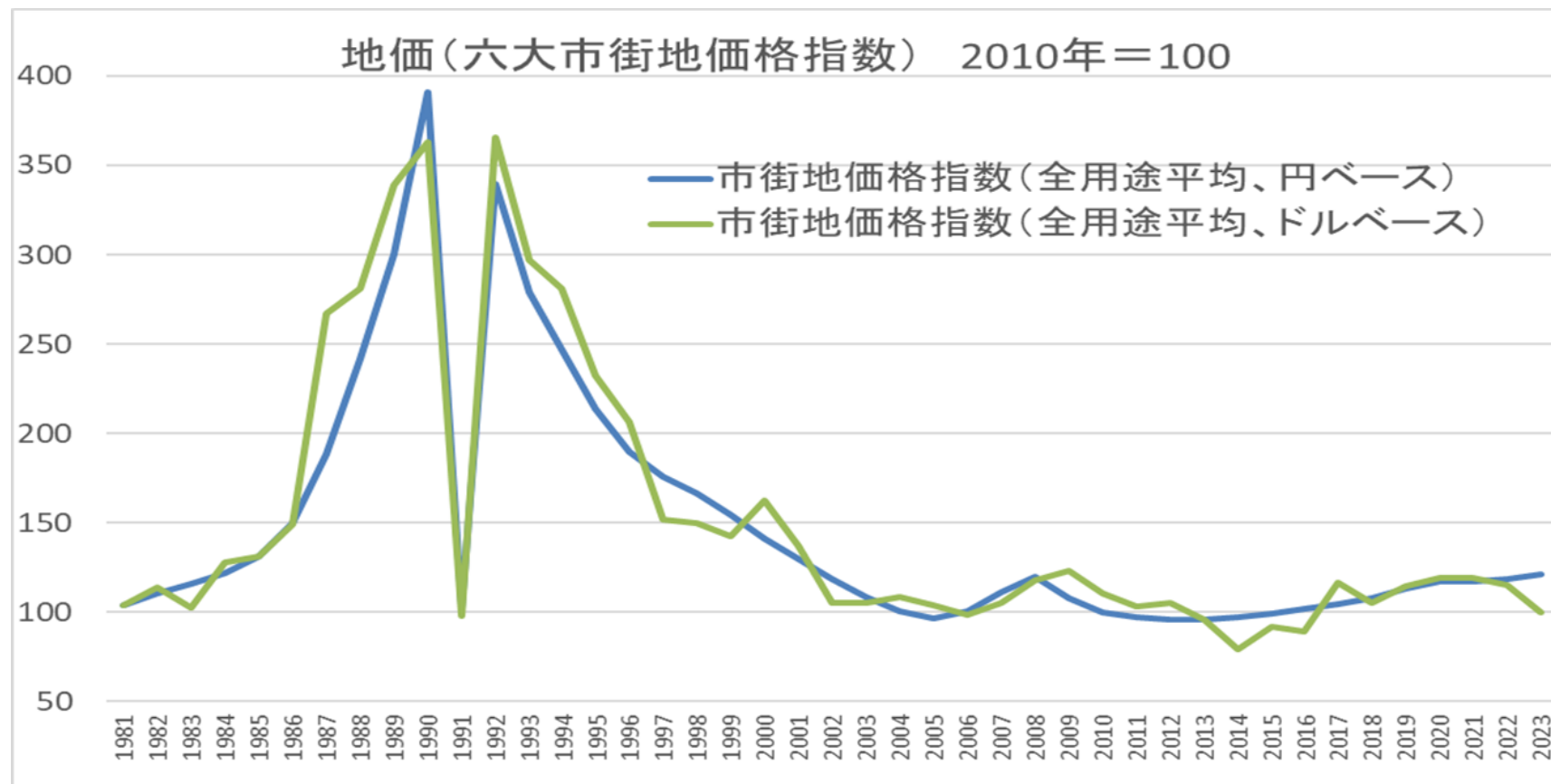


(注)個人投資家、投資信託は発行市場における買い手として機能

出所:不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

# 外国為替変動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、**円建てとドル建て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。現在は割安な投資時期。**

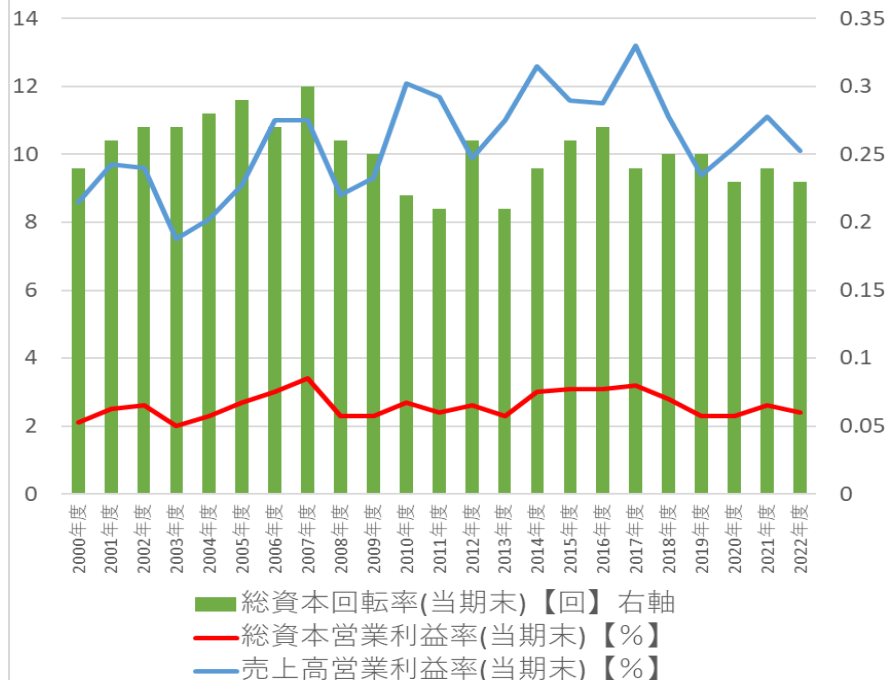


(注)市街地価格指数は各年3月末、CPIは暦年平均  
資料: 日本不動産研究所「六大市街地価格指数」、総務省統計より作成

# 不動産会社の経営動向①：中長期（年度別）

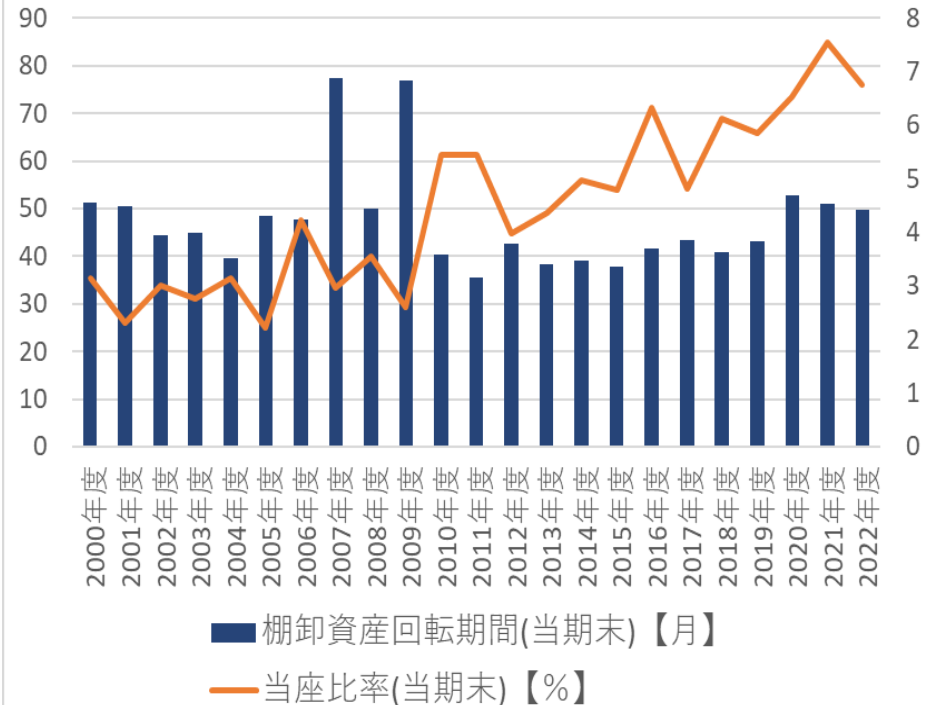
- ◆ **総資本営業利益率**（総営業利益÷総資本）は、**過去20年間に於いて8～13%の間で安定的に推移**。世界金融危機、新型コロナ禍の影響からも総じて早期に回復。
- ◆ **世界金融危機の金融逼迫の経験、金融緩和を踏まえ、短期負債に対する支払い能力を占めう当座比率は上昇傾向**。コロナ禍の期間中に延びた**棚卸資産回転期間も徐々に圧縮の方向にあるが、元の水準よりも1カ月程度高めの水準（3カ月→4カ月）**。
- ◆ **売上高はコロナ禍期間中に約5%減少し、自己資本比率も32%に5%低下したものの、高い水準を維持**。

不動産業：収益性



(注) 総資本営業利益率 = 売上高営業利益率 × 総資本回転率

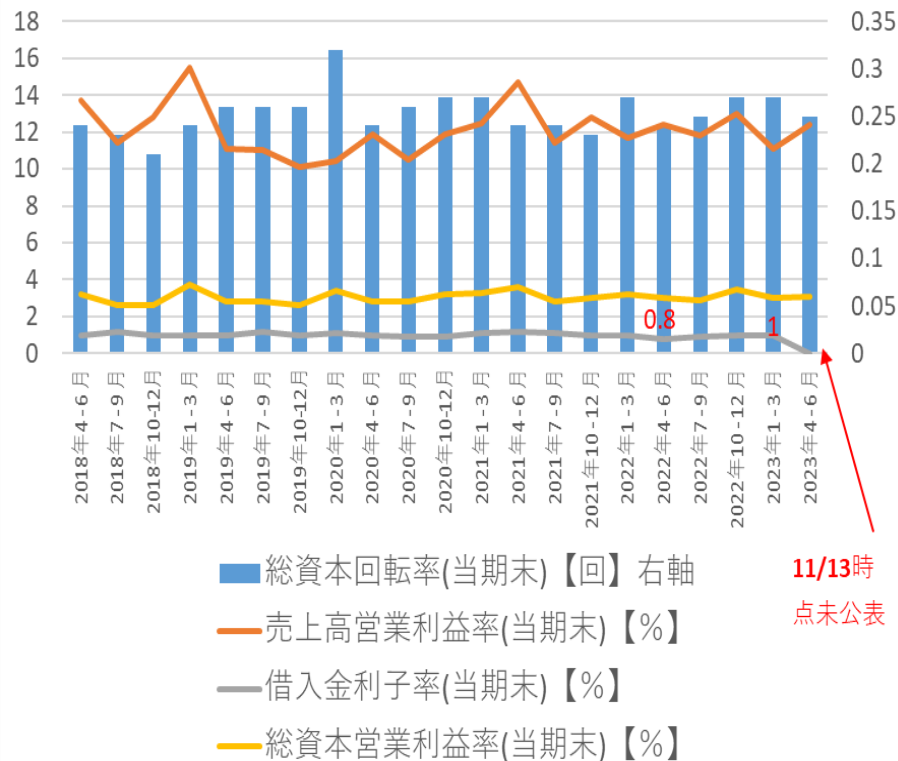
不動産業：資金繰り



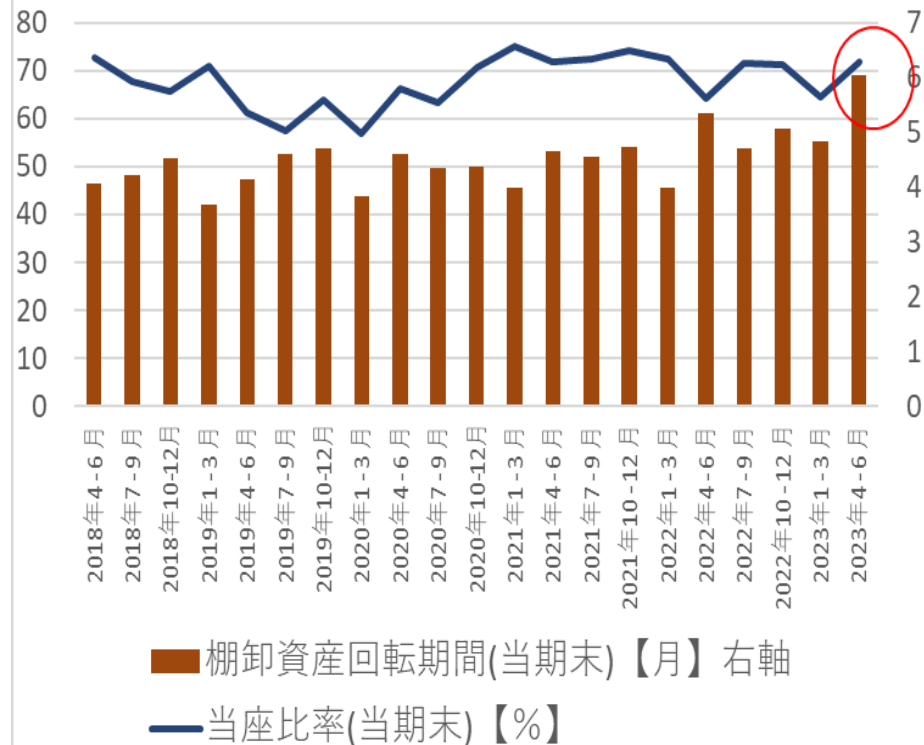
## 不動産会社の経営動向②(短期、四半期別)

- ◆ 2023/4-6期の総資本利益率は3.1%と前四半期(3.0%)からは改善傾向にあるが、この間に借入金利が上昇(0.8→1.0%)しており、今後の金融政策を含めた金利動向には留意する必要。
- ◆ これまでの現預金の蓄積や借入金の長期化などにより、当面の資金繰りへの影響は少ないが、2023/4-6期に棚卸期間回転期間が上昇(4.9→6.0カ月)しているため、今後の動きには要注意。

不動産業：収益性



不動産業：資金繰り





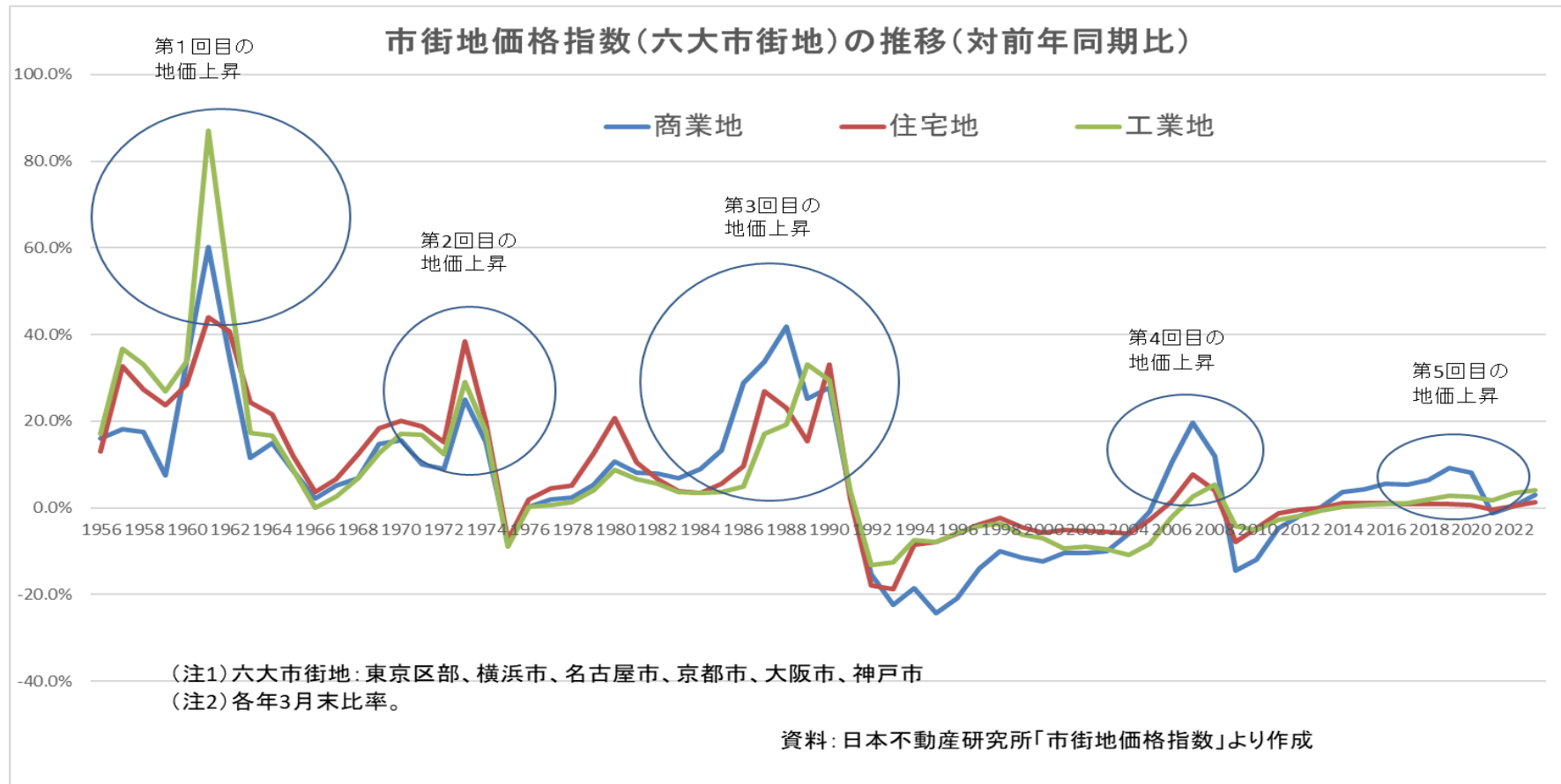
## **4. 不動産投資・証券化市場を見る視点 (現実の動きとの対比)**

## 4-1. 不動産のマーケットサイクル

# 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、**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)。コロナ禍による影響を受けたものの、**現在はピーク前後**にある状況。但し、**地域差、個別差が拡大**。
- ◆ 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。



# 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

成長期待で決定

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

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)

# 不動産価格の高騰期(バブルを含む)の価格形成要因と高騰鎮静化の要因

| 不動産価格高騰期 |          | リスクフリーレート<br>(国債金利)<br>RF | リスクプレミアム<br>RP | 期待成長率<br>G | ドライバー<br>DR              | 主な投資主体          | 高騰鎮静化の要因                     |
|----------|----------|---------------------------|----------------|------------|--------------------------|-----------------|------------------------------|
| I        | 60年代前半   | 若干低下(実質水準は低い)             | 低位安定(土地神話)     | 大きく上昇      | 日本経済の復興<br>高度成長          | 製造業(実需中心)       | 昭和40年不況<br>東京オリンピック終了、金融引き締め |
| II       | 70年代前半   | 若干低下(実質水準は低い)             | 低位安定(土地神話)     | 大きく上昇      | 列島改造                     | 大企業を中心に全国民      | ニクソンショック、石油ショック、金利引き上げ       |
| iii      | 80年代後半   | 低下                        | 低位安定(土地神話)     | 上昇         | 世界都市・東京、<br>Japan as NO1 | 中堅・中小企業を含む全国民   | 金利引き上げ、不動産融資総量規制             |
| IV       | 2000年代半ば | 超低金利継続                    | 低下             | 若干上昇       | 投資のグローバル化                | ファンド、外資系        | 世界金融危機による金融逼迫                |
| V        | 2010年代半ば | 超低金利継続                    | 低下             | 若干上昇       | アベノミクス                   | ファンド、外資個人(REIT) | コロナによる一時的減速？                 |

⇒新型コロナ禍は、マーケットのボラティリティを高めたが、一部投資用途の収益に影響したものの、マーケットサイクルへの影響は限定的

# 近時の不動産のマーケットサイクルの比較(サイクル下降期)

|               | 平成バブル崩壊                                                       | 世界金融危機                                                        | 負債増、金利上昇、リスクオフ？                                                   |
|---------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 時 期           | 1991~2003年                                                    | 2008~2009年                                                    | ？(2024年以降)                                                        |
| 直前上昇期         | 1983~1990年                                                    | 2004~2007年                                                    | 2010~(2020-2021は一時的下落)                                            |
| サイクル          | 16-17年                                                        | 16-17年                                                        | 15年前後？                                                            |
| 直前過熱度         | 極めて大(全国全用途)                                                   | やや大(大都市中心部一部)                                                 | 中(通常サイクルのピーク)                                                     |
| 金 融<br>(一部財政) | ・日銀:金融緩和⇒金融引締め<br>・政府<br>貸出総量規制、銀行資本注入                        | ・日銀:緩和縮小⇒緩和、信用<br>補完<br>・政府:政府系金融機関貸出                         | ・日銀:金融緩和から解除の移行期<br>・政府:コロナ対策財政措置(補助<br>金、資金繰り支援(制度融資など))         |
| 市況悪化の<br>発端   | ・政府・日銀・世論による意図的<br>なバブル潰し                                     | ・意図せざる世界的な信用収<br>縮、金融逼迫。                                      | ・新型コロナの感染拡大(一時的)<br>・金利上昇。リスクオフ？                                  |
| 市況悪化の<br>形態   | ・3業種で不良資産によるBS悪<br>化、損益悪化、経営破綻増。<br>・幅広い業種で資産、債務、雇<br>用の3つの過剰 | ・幅広い業種で資金繰り逼迫・<br>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<br>減による損益悪化。借入金増。<br>・政府・日銀の資金繰り対策により<br>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                                                 | ほぼ安定的に推移<br>地域・個別物件による格差拡大                                        |
| 特 徴           | バランスシート悪化                                                     | 資金繰り悪化                                                        | 複合的<br>コロナ(損益悪化・借入過多、供給<br>制約)+ 地政学リスクの顕在化、<br>+ インフレ+金利上昇+円安)    |
| 債務の規模         | ・不動産業貸出99/3 63.7兆円<br>同上GDP比 99/3 12.6%<br>・世界債務99/3 83.9兆ドル  | ・不動産業貸出09/3 58.5兆円<br>同上GDP比 09/3 11.9%<br>・世界債務09/3 186.0兆ドル | ・不動産業貸出20/3 82.4兆円<br>同上GDP比 20/3 16.0%<br>・世界債務20/12 226兆ドル      |

## ＜参考＞日本経済と将棋界の動き

|           | 日本経済            | 将棋界の牽引者<br>(敬称略) | 棋 風                                 |
|-----------|-----------------|------------------|-------------------------------------|
| 1950年代中頃～ | 戦後からの復興         | 大山康晴             | <u>二枚腰、受け潰し</u><br><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<br>グローバル化 | 羽生善治(7冠)         | <u>羽生マジック</u><br><u>将棋はゲーム</u>      |
| 2020年頃～   | 経済の分岐点<br>デジタル化 | 藤井聡太(8冠)         | 藤井曲線<br><u>AI越え(局面認識力)</u>          |

(注)「将棋界の牽引者」は同時代に複数存在するため、名人経験者から代表者を抽出。

## 4-2. インフレ、金利



# 不動産価格の構成要素(再掲)

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

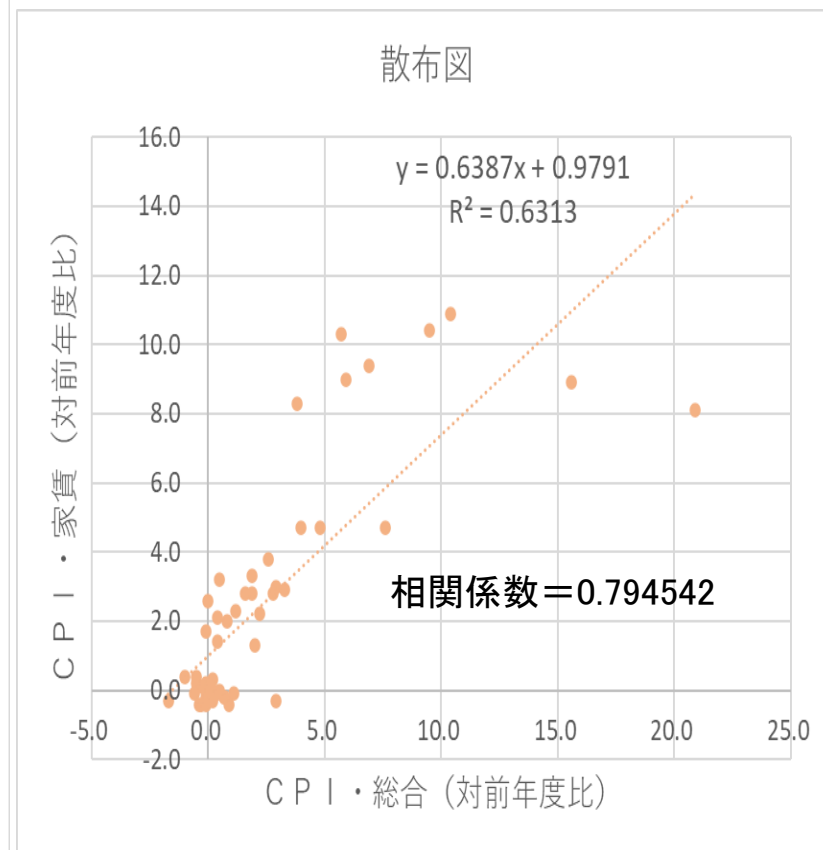
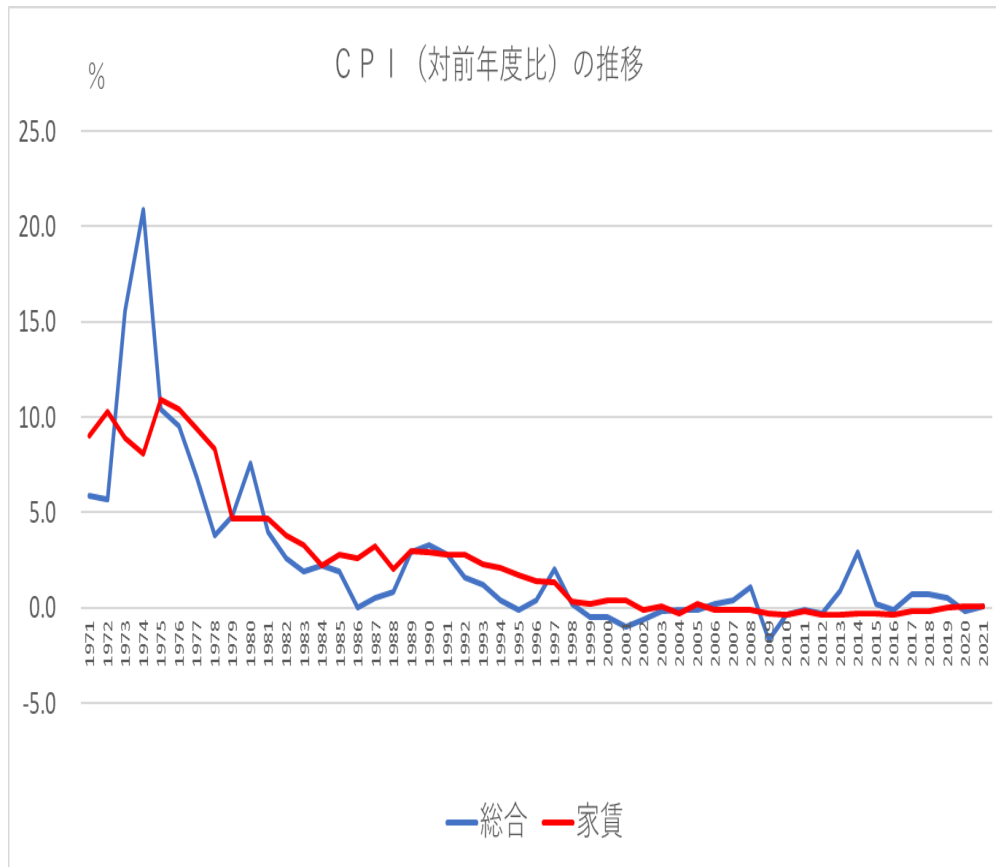
## リスクプレミアムの考え方

- 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**)。

⇒現実にも、ほぼ想定通りの動き



(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。

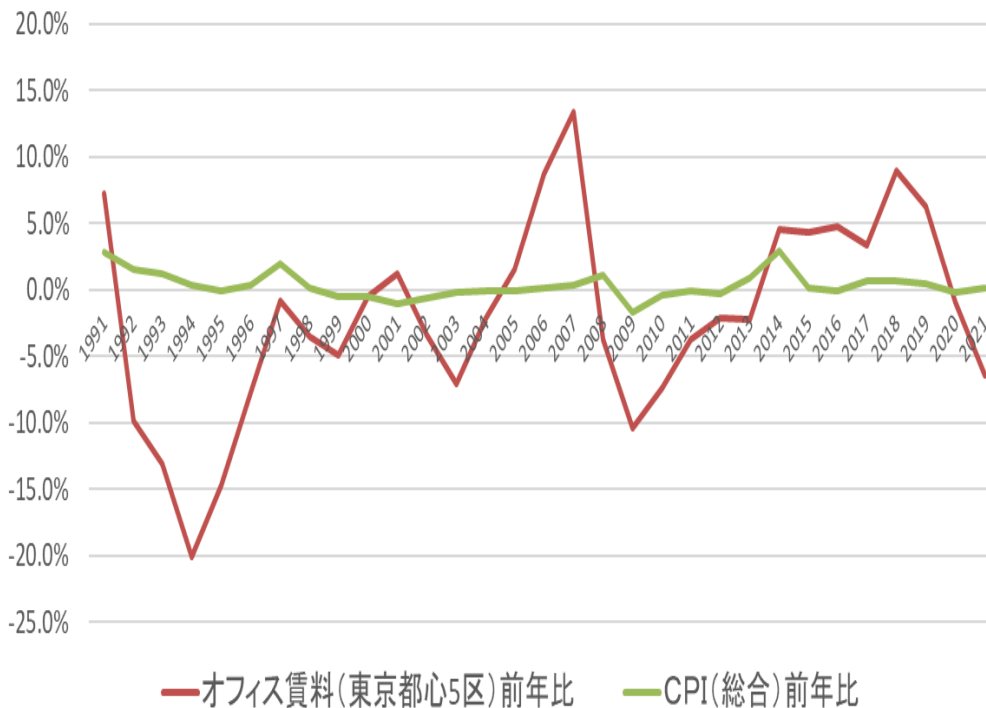
総務省「消費者物価指数(全国)」より作成

## 賃料とインフレーション②: オフィス

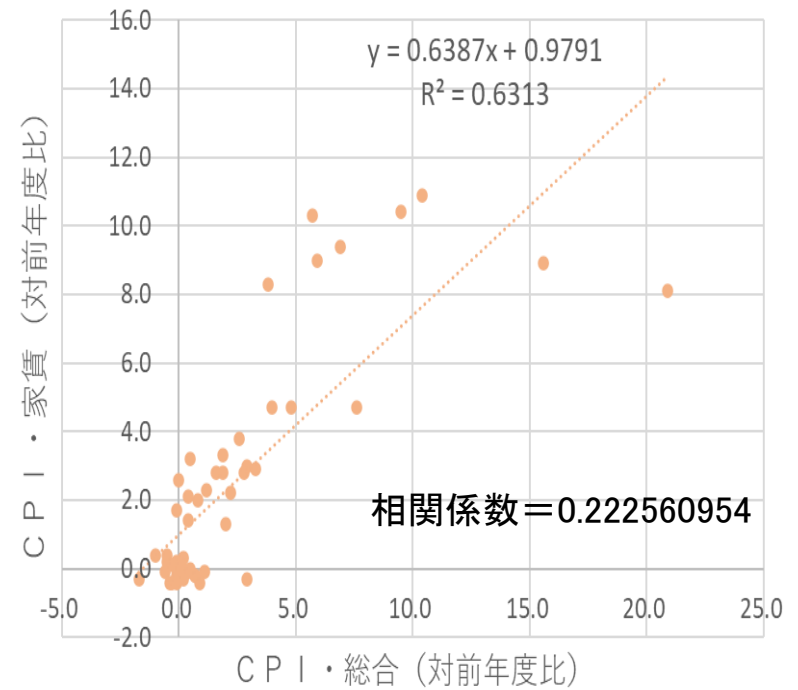
- ◆ オフィス賃料とインフレ率(消費者物価指数(CPI・総合))との**直接的な相関性は低い**。
  - ・ 日本では穏やかな物価変動が続いたため、インフレ率と比べてオフィス賃料のボラティリティが高いことも要因のひとつ。
- ◆ オフィス賃料は、**景気や市場の需給バランスに連動**して動く傾向。

⇒ 現実にも、ほぼ想定通りの動き

オフィス賃料とCPI(総合)



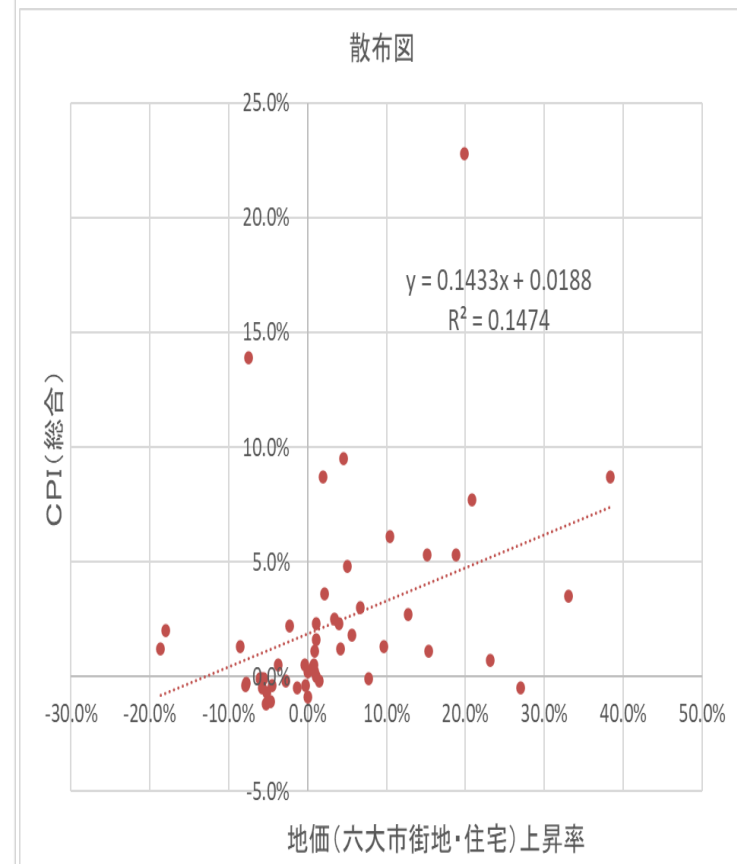
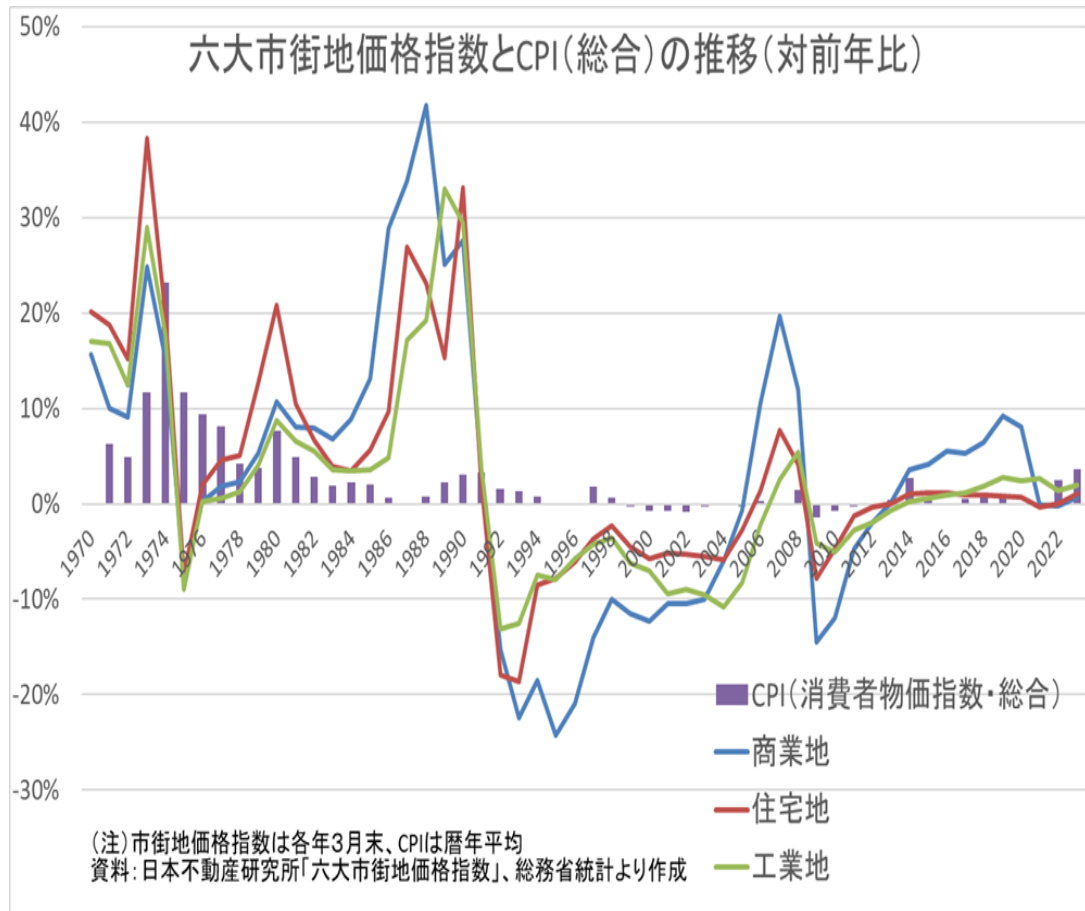
散布図



# 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。

⇒現実にも、ほぼ想定通りの動き

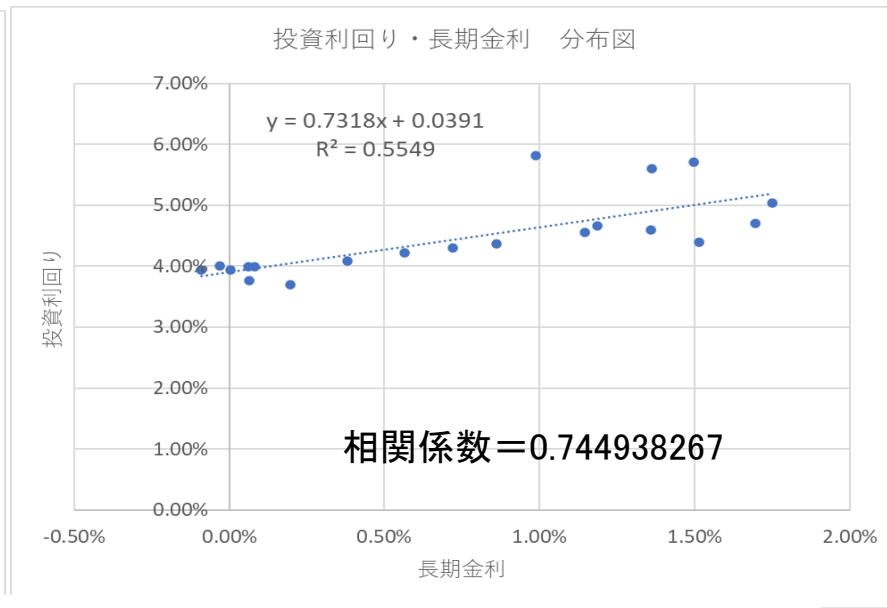
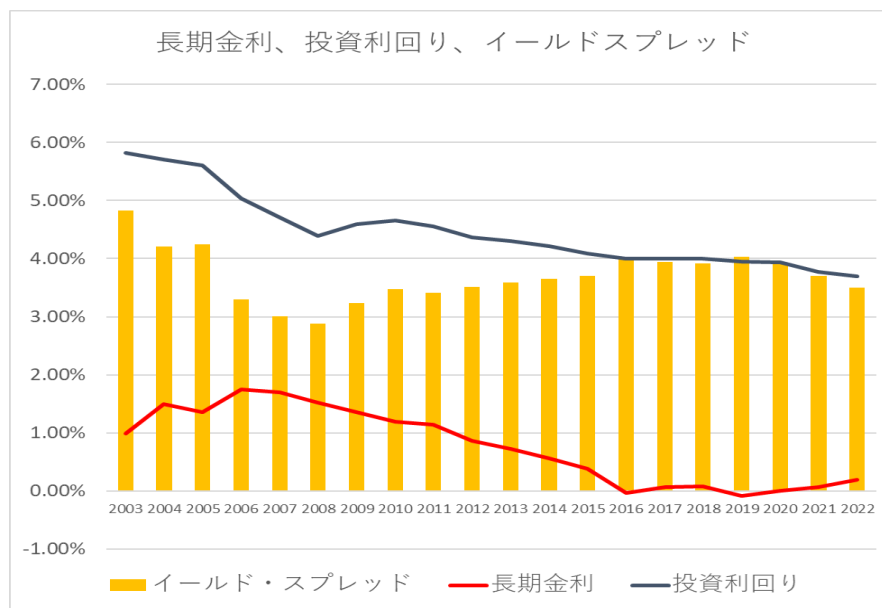


相関係数0.383875398

# 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

- ◆ 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(市場全体でのリスクオフ)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。

⇒現実にも、ほぼ想定通りの動き、10年国債利回り(2023年11月12日 0.842%へ上昇)

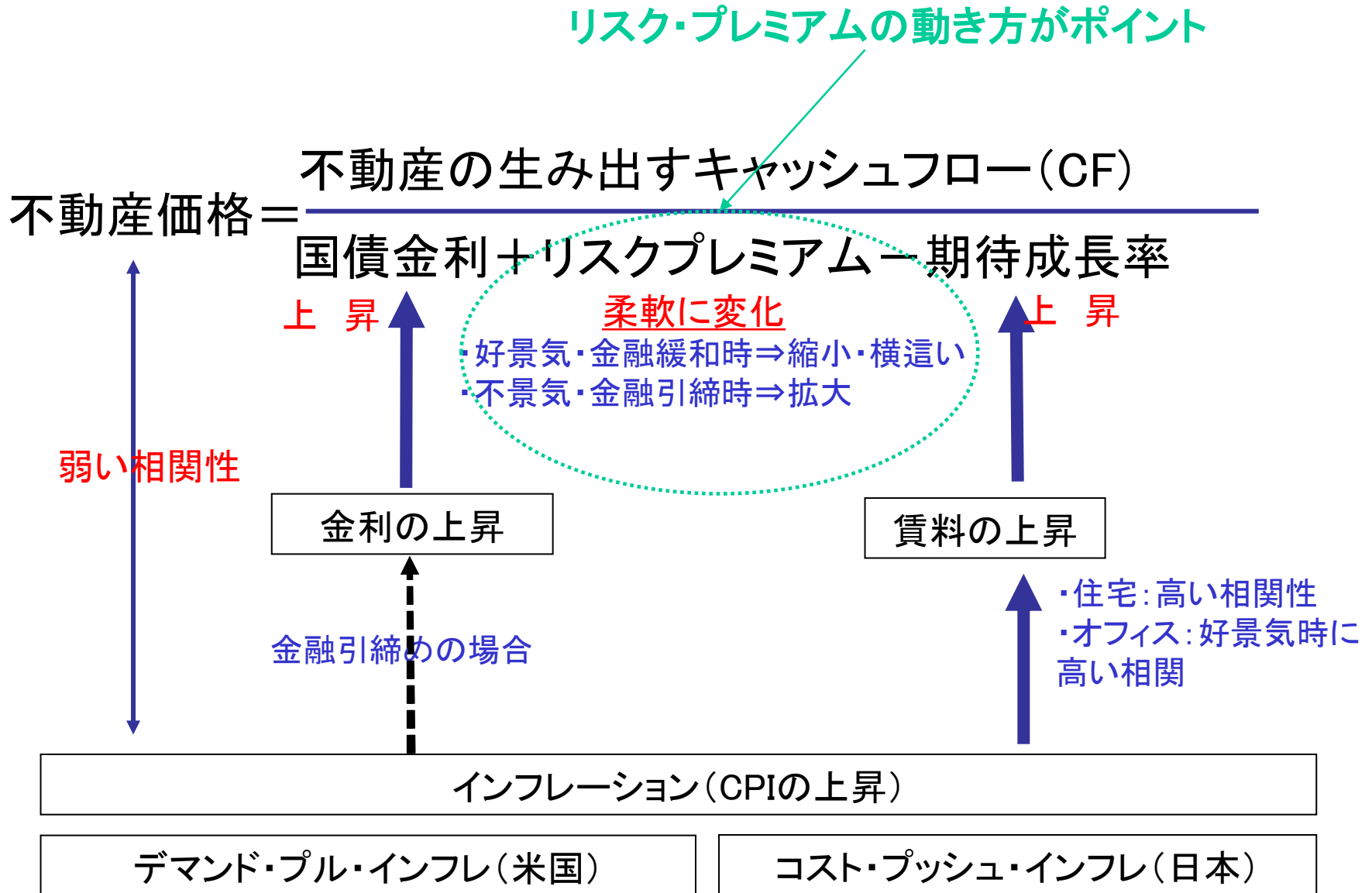


(注1) 長期金利は各年とも10年国債の1月から12月までの応募者利回りの平均(小数第4位を四捨五入)。2022年は9月発行分まで。

(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。

# インフレーションの不動産価格への影響(イメージ)



## 4-3. マネーストック

# 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。

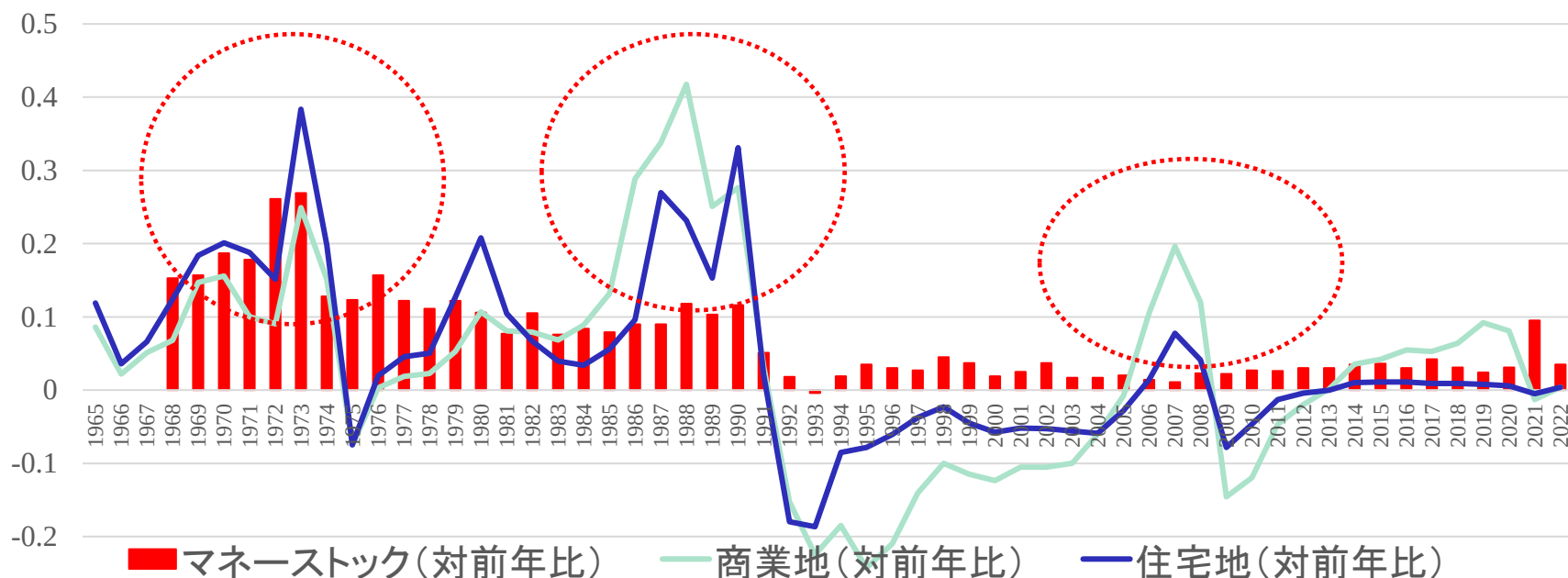
◆2008年の世界金融危機による不動産価格の下落は、信用不安による意図せざる資金逼迫により生じたもの。

◆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

⇒現実にも、ほぼ想定通りの動き

マネーストックと不動産価格



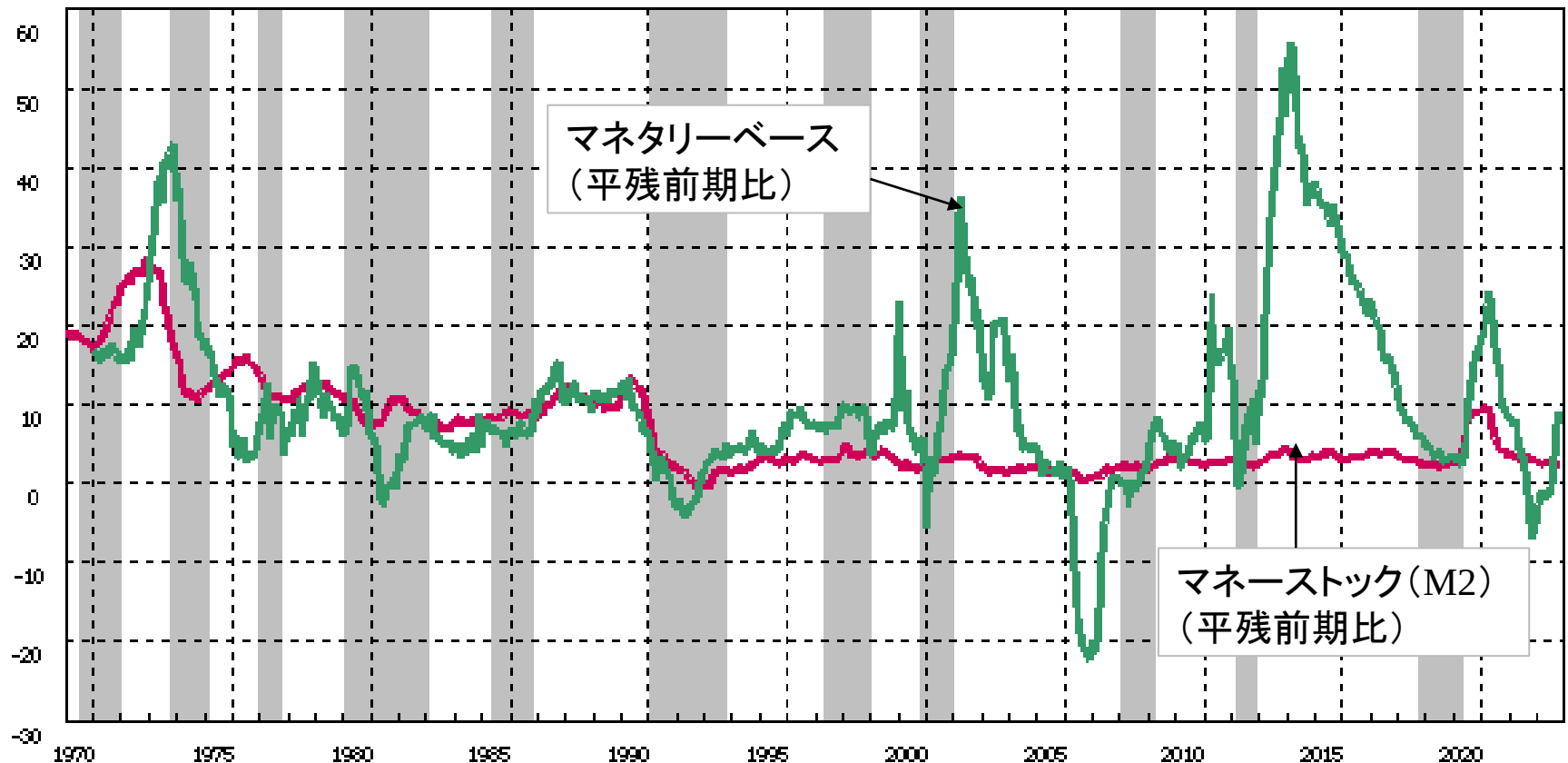
(注)各年ともに3月末数値の対前年比増減    資料: 日本不動産研究所、日本銀行統計より作成



## マネーストック②: マネーストック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、マネーストック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マネーストック(資金流出資金)の増加につながったが、ペースは徐々に鈍化。
- ◆だが、最近もマネーストックの増加は一定ペースを維持。

⇒金利は上昇しているが、投資資金が縮小している状況にはない

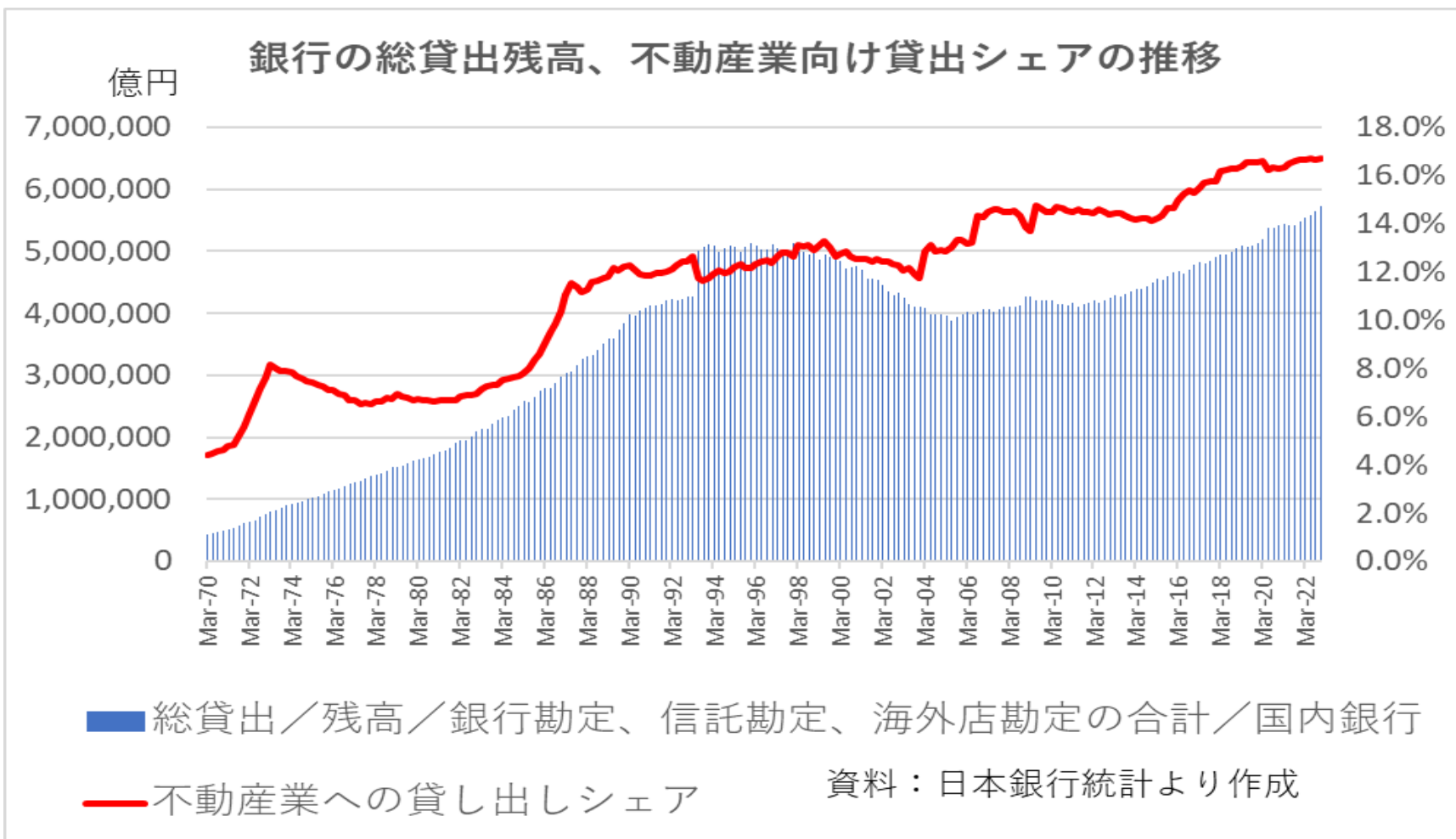


資料: 日本銀行統計を基に作成

# 銀行の不動産業向け貸出

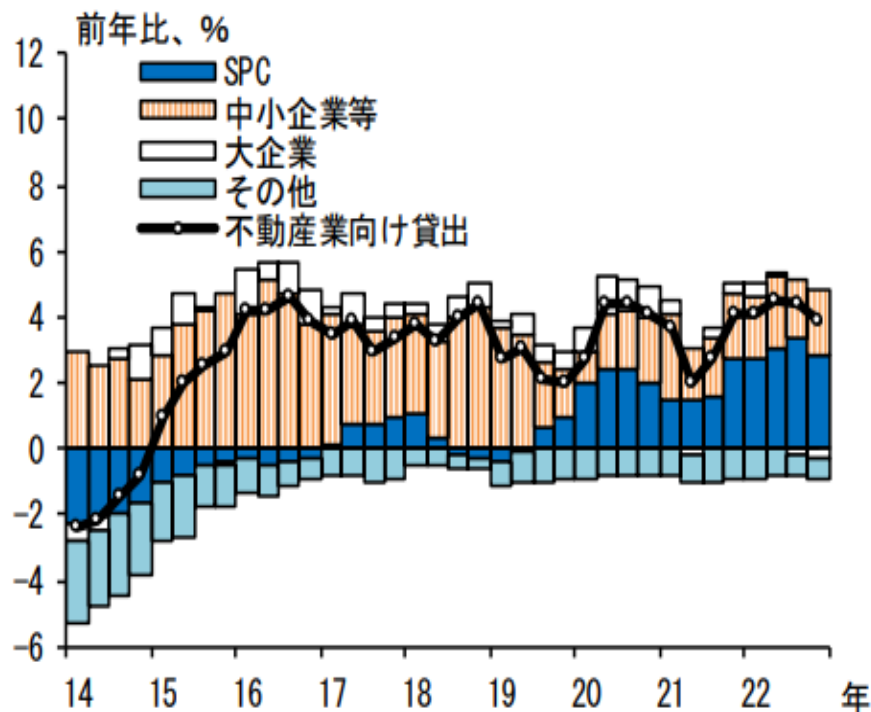
◆不動産業向け貸出は全産業向けを上回るペースで増加を続けており、2022年12月末には約95兆円、16.7%と過去最高の残高、シェア。デットの供給余力が課題。

◆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。



# 大手行の不動産業向け貸出

- ◆ 大手行は、REIT向け貸出、私募ファンド向け貸出を中心に、大企業向けを含めて、不動産業向け貸出残高を増加。
- ◆ コーポレート・ファイナンスからアセット・ファイナンス(不動産証券化)へとファイナンスの主流が移行。

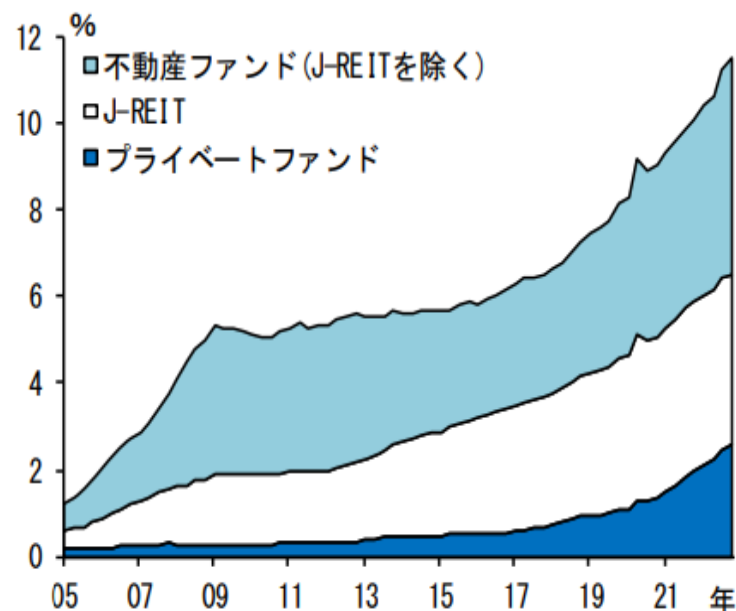


(注) 末残前年比。「中小企業等」はJ-REITを含む。

直近は2022年12月末。

(資料) 日本銀行

ファンド資産の対GDP比率



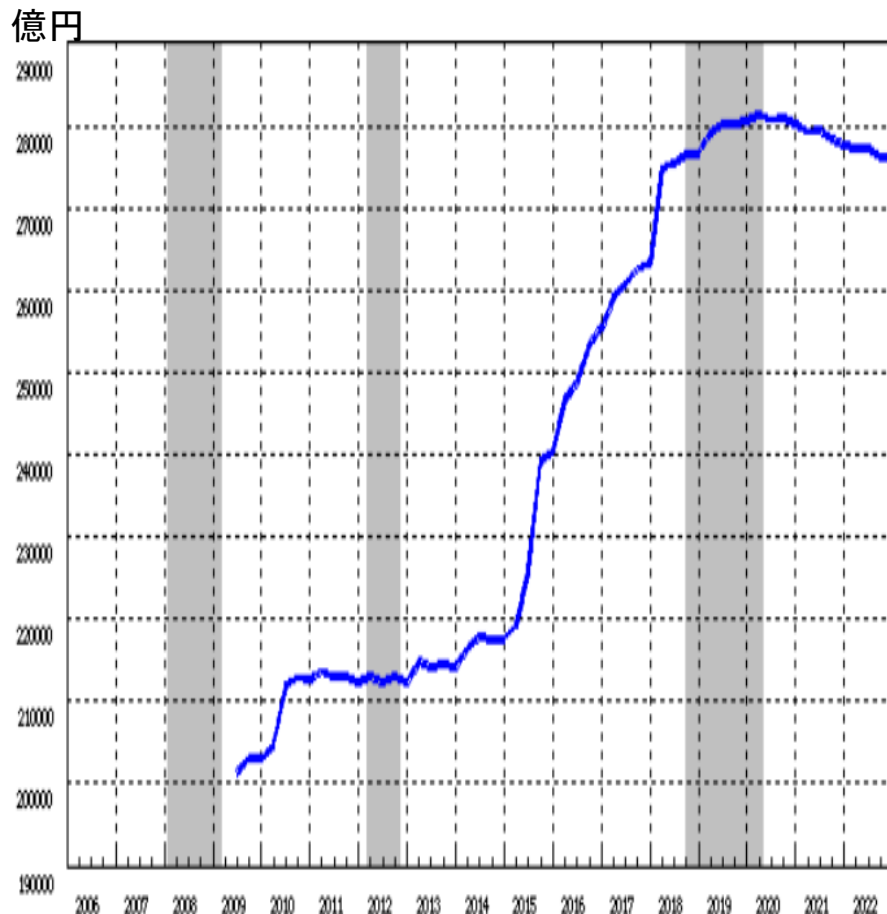
(注) 後方4期移動平均。直近は2022年10~12月。

(資料) Preqin、投資信託協会、内閣府、  
三井住友トラスト基礎研究所

# 銀行の個人が建築する貸家向けの貸出

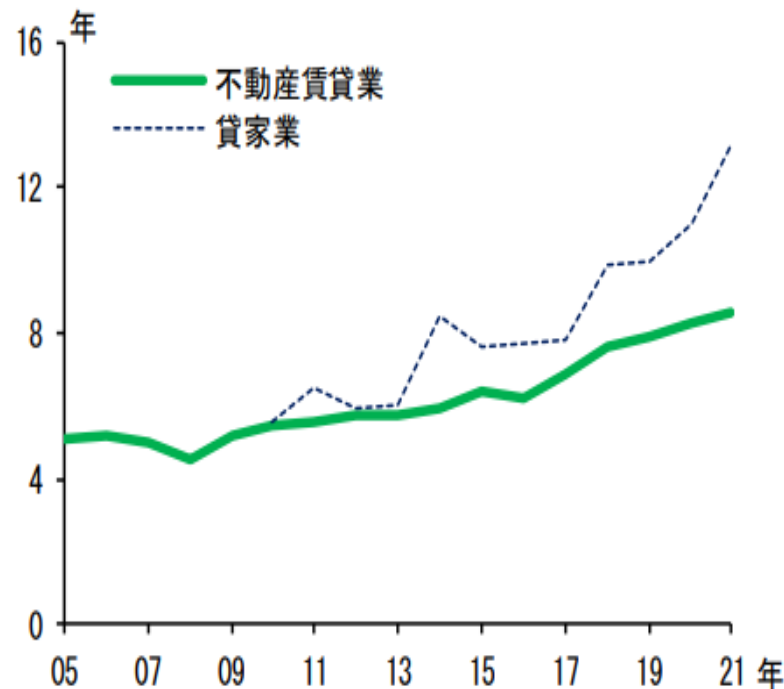
◆ 主に地方銀行などが中心となる個人向けの貸家建設資金の貸出しについては、平均償還年数が延びる中、金融機関が慎重姿勢となり、高水準を維持しつつも貸出残高は減少傾向。

銀行の個人が建築する貸家向けの貸出残高の推移



資料：日本銀行統計より作成

不動産業向け貸出の平均償還年数



(注) 平均償還年数は、借入金を短期（１年以内）借入金で除した試算値。

(資料) CRD 協会

資料：日本銀行「金融システムレポート2023年4月」より抜粋

## 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、**イールド・スプレッド（リスク・プレミアム）**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、今後の日銀の政策変更有無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。**デットの供給余力**が課題。

## ＜参考＞ 日本銀行の金融政策①

- 1999/2月～2000/8月 ゼロ金利
- 2001/3月～2006/3月 量的緩和
  - ・ 操作目標：金利→当座預金残高
  - ・ 長期国債オペの増額
  - ・ 時間軸政策の採用
- 2010/10月～2013/4月 包括緩和
  - ・ 実質的なゼロ金利政策
  - ・ 時間軸の明確化
  - ・ 資産買入等の基金
- 2013/4月～ 量的・質的緩和 異次元緩和
- 2014/10月～ 追加緩和
- 2015/12月～ 補完措置
  - ・ 買い入れる国債の残存期間を長期化
- 2016/1月～ マイナス金利付き量的・質的金融緩和
- 2016/7月～ 上場投資信託（ETF）保有増額
  - ・ ETFの年間購入ペースを年間3.3兆円から6兆円に増額
- 2016/9月～ 総括検証、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）付き量的・質的金融緩和
  - ・ 量重視から金利重視へ 長期金利をゼロ%程度に誘導

## 日本銀行の金融政策②

- 2018/7月～ 強力な金融緩和継続のための枠組み強化
  - **政策金利に関するフォワードガイダンス(将来の指針)導入**  
→日銀は極めて低い金利水準を当分の間、維持することを約束
  - **長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)**  
→短期金利:日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。  
→長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度となるよう国債を買入。経済・物価情勢である程度変動(低金利の副作用を考慮、**長期金利の上限を0.2%程度迄容認**)  
→ETF買い入れ、TOPIX連動型の割合増加(金利変動容認に合わせ買い入れ手法の柔軟化を図る)
- 2021/3月～ より効果的で持続的な金融緩和
  - **長期金利の変動幅について「±0.25%程度」と明記**
  - ETF買い入れについて、目標の「6兆円」を削除し、TOPIXに完全に連動する形に変更
  - 「貸出促進付利制度」の創設
    - 「連続指値オペ制度」の導入
- 2022/3月～ 金融緩和を継続
  - **経済判断を「持ち直しが一服」(前回「持ち直しが明確化」)に下方修正。**
  - 資源高や円安による輸入価格の上昇などにより、消費者物価の上昇率は4月以降2%程度の見通し。**好ましい物価上昇ではないが、資源高が主因で一時的。円安による影響はわずかであり、円安は日本経済に全体としてプラスに働く。金融政策を修正する必要性を否定。**
  - ロシアが2014年にクリミアを併合して以降、ロシアの金融システムと日米欧の金融システムは極めて縁が薄くなっている
- 2022年6月～ 金融緩和を継続
  - **長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)をこれまで通り継続。年12兆円を上限に、必要に応じて上場投資信託(ETF)を買い入れる措置も維持。**
  - **急速な円安進行は経済にマイナス。中央銀行が為替をターゲットに金融政策を運営することはない。**
  - **家計は苦渋の選択としてやむを得ず(値上げを)受け入れている。**



# 日本銀行の金融政策③

## ➤ 2022/12月～ 長短金利操作の運用を一部見直す

- 緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため、長短金利操作の運用を一部見直すことを決定。
- **長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)**
  - 短期金利: 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。
  - 長期金利: 10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れ
- **長短金利操作の運用**
  - 国債買入れ額を大幅に増額しつつ長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大
  - 10 年物国債金利について 0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施。長期国債買入れ(利回り・価格入札方式)を 従来の月間 7.3兆円から9兆円程度に増額。整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施。
- **資産買入れ方針**
  - ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。
  - CP等、社債等については、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(CP等: 約2兆円、社債等: 約3兆円)へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。
- 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続。

## ➤ 2023/4月～ 大規模な金融緩和を継続

- 毎回の会合で金融・物価・経済情勢次第では必要な政策を実施していく。
- 約25年の政策運営を1年から1年半ほどかけ多角的に評価するレビューを実施。
- 持続的安定的に2%の物価目標が達成される見通しに至ったら長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を止め、バランスシートの縮小に取り掛かっていきたい。



# 日本銀行の金融政策④

## ➤ 2023/7月

- **YCC(イールドカーブコントロール)**
  - 長期金利の上限は0.5%程度を目途に、一定比率への上昇(1.0%)を容認  
10年物国債の指し値オペの利回りを1.0%に引き上げ
  - 短期金利の上限をマイナス0.1%で維持。
- **資産買入れ方針**
  - 従来通りを維持
- **物価認識**
  - 物価見通し 2023年度2.5%(引き上げ)、2.5%。24年度 1.9%、25年度 1.6%。

## ➤ 2023/9月～ 長短金利操作の運用を一部見直す

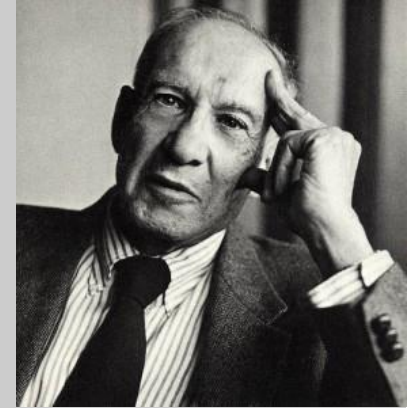
- **YCC(イールドカーブコントロール)**
  - 長期金利の上限を事実上1%で維持
  - 短期金利の上限をマイナス0.1%で維持。
- **長短金利操作の運用**
  - 従来通りを維持。
- **資産買入れ方針**
  - 従来通りを維持。
- **物価認識**
  - CPIの前年比はプラス幅縮小しているが、価格転嫁により3%程度上昇。経済・物価・金融情勢に機動的に対応しながら粘り強く金融緩和を続け、賃金の上昇を伴う形で2%の物価安定目標を持続的・安定的な実現を目指す。

## ➤ 2023/10月～ 長短金利操作の運用を一部見直す

- **YCC(イールドカーブコントロール)**
  - 長期金利の上限のめどを1%とし、一定の上昇を容認
  - 短期金利の上限をマイナス0.1%で維持。
- **資産買入れ方針**
  - 従来通りを維持。
- **物価認識**
  - 2023～25年度の物価見通しを上方修正:23年2.8%、24年2.8%、25年1.7%

## 5. 不動産投資・証券化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。

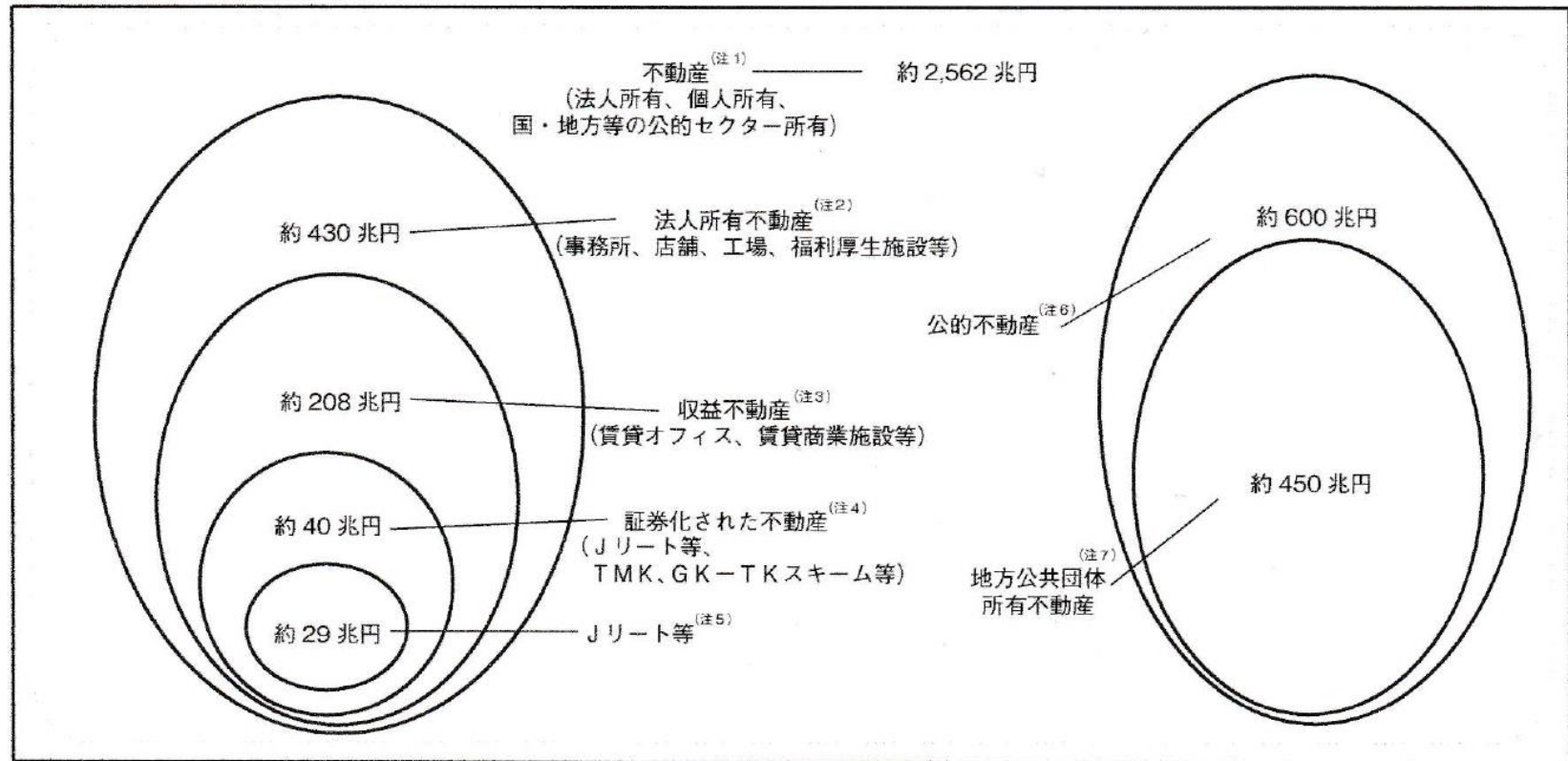


私は社会生態学者である。社会生態学は、通念に反することのうちで、**すでに起こっている変化は何か**、**パラダイム・シフトは何か**を問いつつ、社会を観察する。変化が一時のものでなく、本物であることを示す証拠はあるかを問う。そして、その変化がどのような機会をもたらすかを問う。

P・F・ドラッカー著「すでに起こった未来」

# 日本の不動産の所有形態別の市場規模

既存収益不動産の証券化に加え、新たな収益不動産への組み込み、投資対象の多様化、インフラなどの公的資産の証券化などが見込まれ、証券化対象不動産の潜在的市場規模は大。



(注1) 内閣府「国民経済計算(平成28年度確報)」より国土交通省作成※住宅、住宅以外の建物、その他の構築物及び土地のストックの総額

(注2) 事務所、店舗、工場、福利厚生施設等の法人及び公的な法人が所有する不動産。土地基本調査に基づく時価ベースの金額(平成25年1月1日時点)

(注3) PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS "A Bird's eye View of Global Estate Markets: 2012 update" (円換算)

(注4) 国土交通省 平成29年度 不動産証券化の実態調査、投資信託協会「統計データ」より国土交通省作成。2022年3月末基準で筆者が時点修正(一部推計を含む)

(注5) 投資信託協会「統計データ」、ARES「私募リート・クォーター(2018年3月末)」、国土交通省「平成29年度 不動産証券化の実態調査」より

国土交通省作成。2022年3月末基準で筆者が時点修正(一部推計を含む)

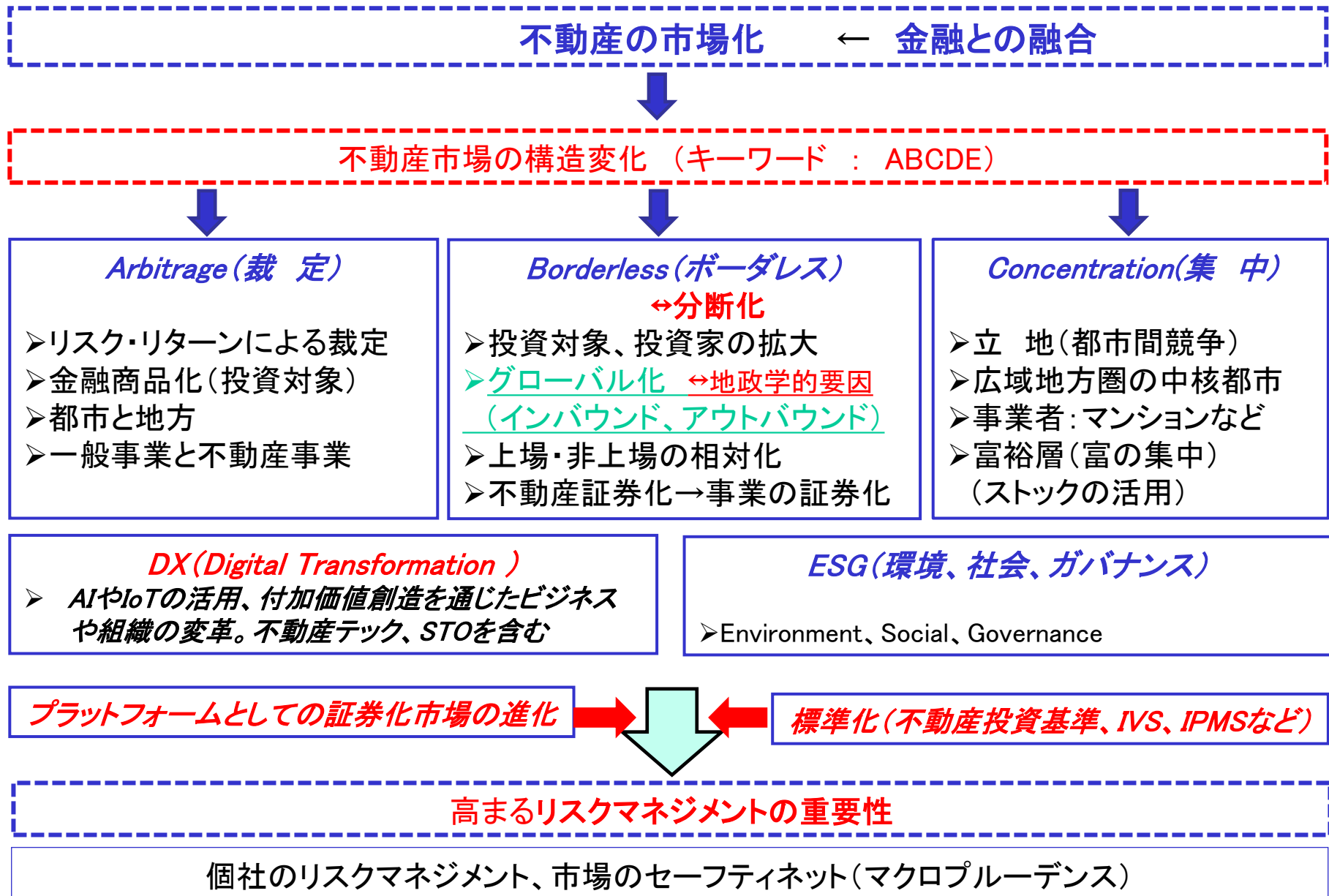
※Jリート(2018年3月末)、私募リート(2018年3月末)、不動産特定共同事業(2018年度末)の合計額

(注6) 内閣府「国民経済計算(平成26年度確報)」より国土交通省作成 ※固定資産及び土地の総額(平成26年末時点)

(注7) 内閣府「国民経済計算(平成24年度確報)」より国土交通省作成 ※地方公共団体が所有する不動産のうち固定資産の総額は、一般政府の所有する固定資産を総固定資本形成の累計額(昭和55年度～平成25年度)のうち地方の占める比率で按分したもの

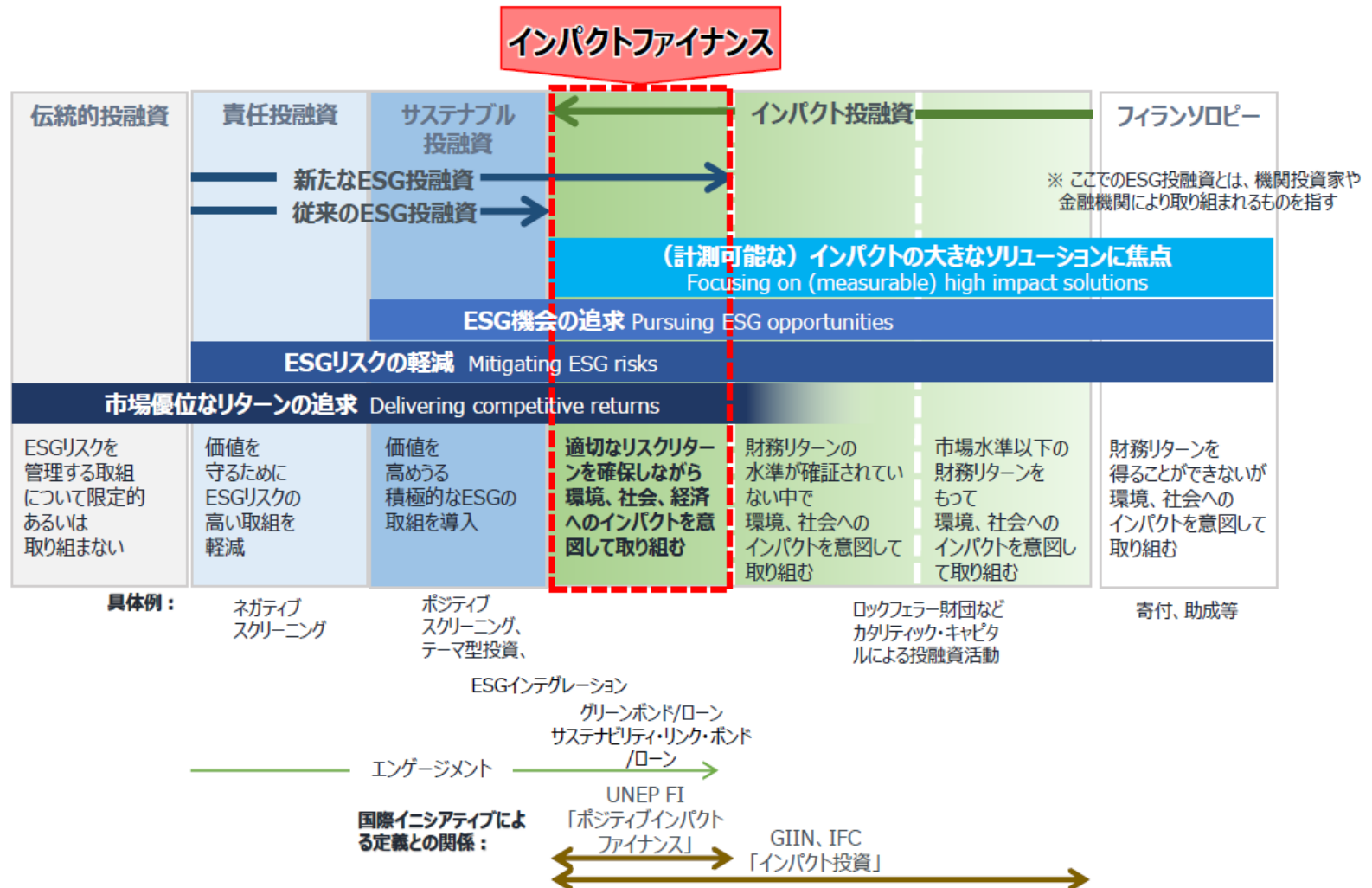
(資料) 国土交通省資料より抜粋。筆者が一部時点修正。

# 不動産投資・証券化市場の構造変化



# ESG投融资、インパクトファイナンス

- ◆ 元々は投資家主導であったが、広く社会との共存共栄を図るために、**ESG重視経営**が求められているとの認識が普及。**インパクトファイナンス**の概念も広がりつつある。

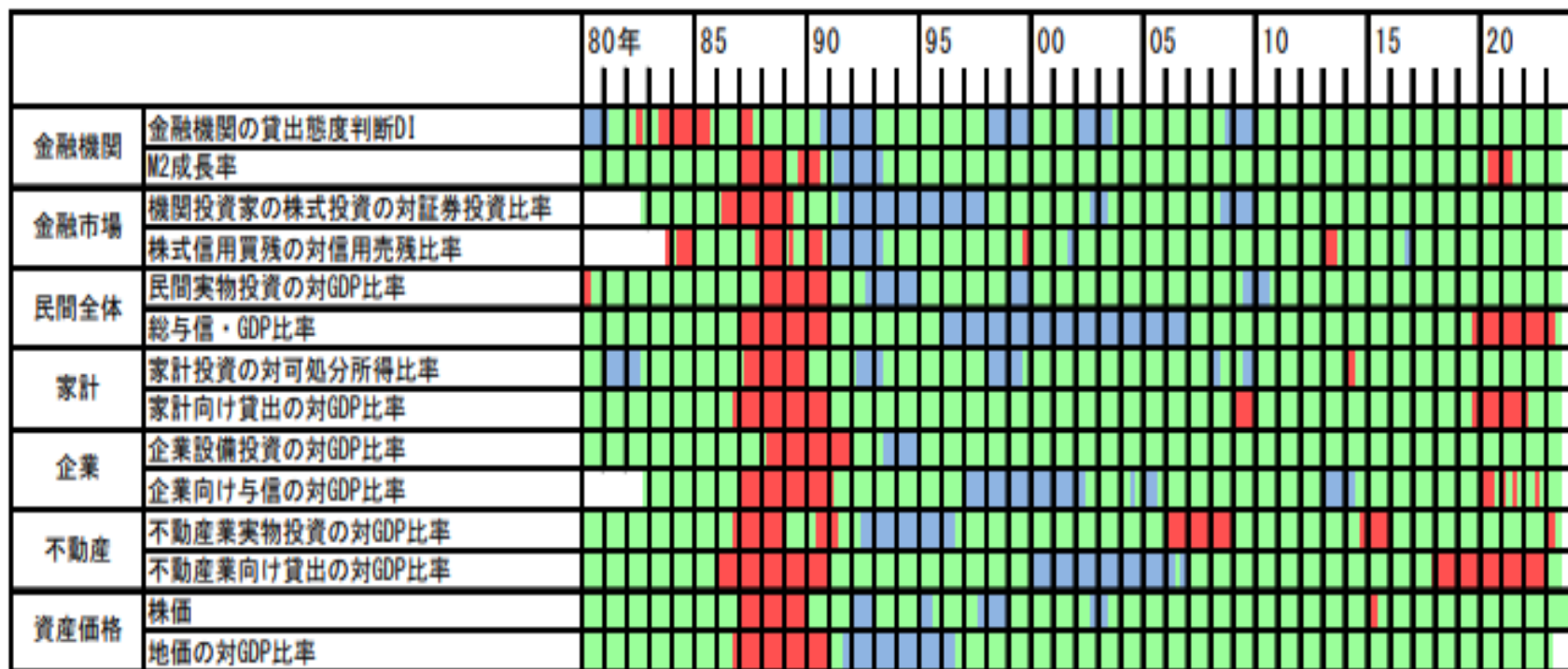




# 日本銀行・ヒートマップ

- ◆ 現在の金融活動に過熱感は認められない。
- ◆ 企業向け貸出のGDP比率等が高いのは、企業が手元資金を厚めに確保しようとする中小企業等を中心とした慎重な資金繰りを反映
- ◆ 中長期的にみると、民間債務が増加する過程で、**企業・家計 部門の借入期間が長期化**しており、**金融機関のデュレーション・ギャップの拡大**には留意する必要。

## ヒートマップ



\*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2023年10月」より抜粋

# 不動産市況の変化を見るための指標(総括表)

| 指 標                     | 備 考                                                                         |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 不動産取引件数                 | ①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の4つの局面を経て、再び第1の局面に戻るパターン |
| 不動産の取引利回り               | 過去、 <b>世界</b> の水準との比較                                                       |
| マンション市場の動き              | 販売増加 → 価格上昇 → 供給地域の外延化、1戸当たり面積の縮小 → 販売減少 → 価格下落                             |
| 銀行の不動産業向け貸出(増減、比率)      | 不動産業向け貸出の増減、融資規制、 <b>償還期の分散</b>                                             |
| 不動産会社の財務指標              | 資金繰り、資産回転期間、 <b>資産利益率</b>                                                   |
| 株式市場                    | 株価、先物、オプション、エクイティ資金流出入、海外投資家                                                |
| 不動産会社の財務諸表              | 金利負担、資金繰り、レバレッジ                                                             |
| 不動産キャピタルゲインのGDP比        | 過去との比較                                                                      |
| 不動産業実物投資のGDP比           | 日本銀行レポート                                                                    |
| 不動産業向け貸出のGDP比           | 日本銀行レポート                                                                    |
| 商業用不動産価格上昇率の分布          | 日本銀行レポート                                                                    |
| <b>マネタリーベース、マネーストック</b> | 日本銀行レポート                                                                    |
| 住宅投資のGDP比               | IMFレポート                                                                     |
| 経常収支のGDP比               | IMFレポート                                                                     |
| 住宅価格の伸び                 | IMFレポート                                                                     |



# 地方創生のためのファンドの活用①: 地方創生REITの事例

- ◆ 地元中核企業が中心となり、創設経緯に応じて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。地元企業の協力、地域情報ネットワークの優位性を活用を企図。
- ◆ 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。札幌、広島、福岡では設立済。

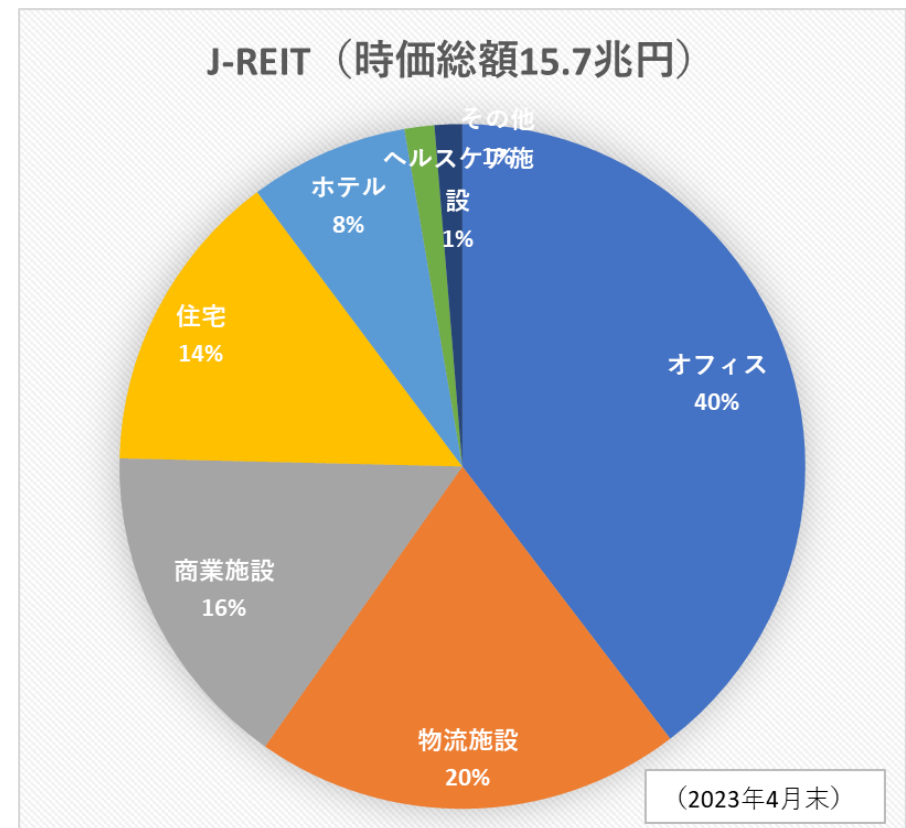
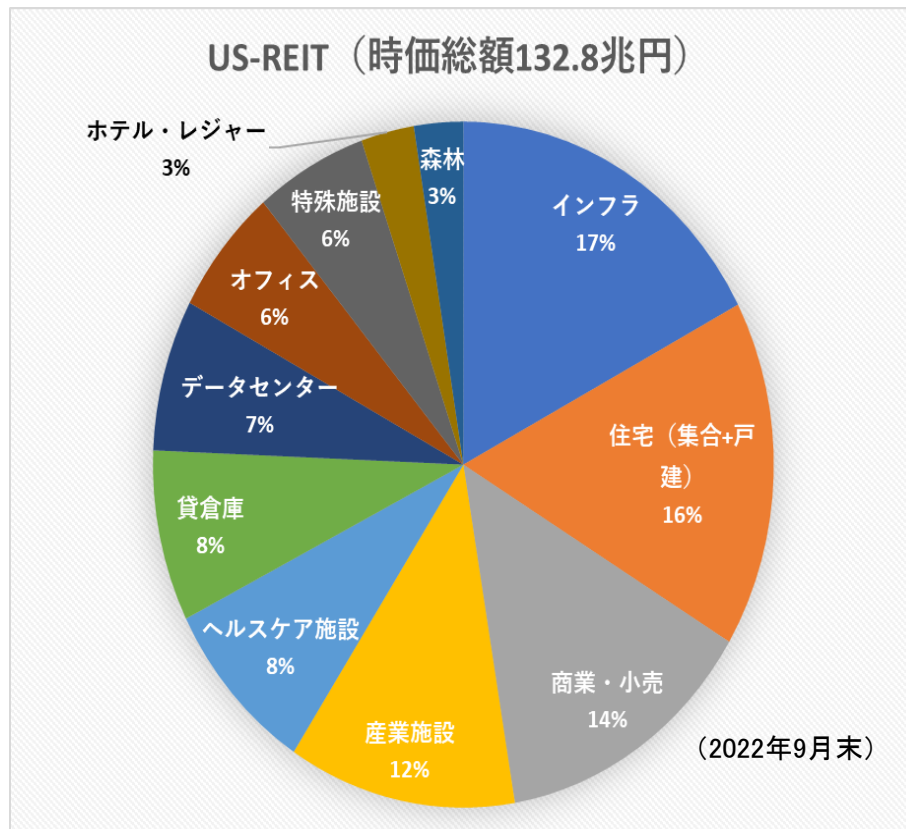
地方創生REITの概要

|                  | 福岡リート投資法人<br>Jリート                                                                                            | マリモ地方創生リート投資法人<br>Jリート                                                           | 東海道リート投資法人<br>Jリート                                                                                                                  | ひろしま地方創生リート投資法人<br>私募リート              | 北海道リート投資法人<br>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                                                                             | 加藤貴将                                                                                                                                | 益 裕治                                  | 浜野恭義（元三菱UFJ銀行・札幌支店長）                                                                                                                                                                               |
| 資本金（百万円）         | 200                                                                                                          | 100                                                                              |                                                                                                                                     | 150                                   | 245                                                                                                                                                                                                |
| 出資構成             | 福岡地所55%、九州電力10%<br>福岡銀行5%、西日本シティ銀行5%<br>日本政策投資銀行5%、<br>西部ガスホールディングス5%<br>九電工5%、西日本鉄道5%、<br>九州旅客鉄道5%          | 株式会社マリモホールディングス100%<br>（広島デベロッパー）                                                | ヨシコン㈱55%（静岡デベロッパー）<br>中部電力ミライズ㈱ 10%<br>木内建設㈱ 5%、静岡ガス㈱ 5%<br>㈱静岡銀行 5%、静岡不動産㈱ 5%<br>鈴与㈱ 5%、清和海運㈱ 5%<br>日本国土開発㈱ 5%<br>（ヨシコン㈱と㈱静岡銀行が中核） | 広島銀行100%                              | <幹事会社>アインHD8.2%<br>伊藤組土建、岩田地崎建設、<br>クリプトン・フューチャー・メディア、日動、<br>ニトリHD、藤井ビル、北海道電力<br><出資者>土屋HD、野口観光。ほくていHD<br>北海道新聞社、丸ヨ池内、石屋製菓、中山組、<br>ノーザンクロス、フルテック、北海道空港、宮坂建設<br><運営支援>三菱UFJ銀行<br>リート成長のため特定デベに依存せず。 |
| 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・沖縄県<br>福岡都市圏77.1%、その他22.9%                                                                 | 地方（東京圏を除く全国都市）<br>：70%以上<br>東京圏（東京、神奈川、千葉、埼玉）<br>：30%以下                          | 静岡、愛知、三重を含む産業地域<br>：60%以上<br>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<br>広島県・岡山県・山口県・愛媛県         | 北海道内（札幌以外を含む）<br><br>資産規模拡大によるスケールメリットではなく、優良物件の揃えた利回り（平均5.5%目標）を重視した運用。                                                                                                                           |
| 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                                                                    | 産業インフラセット<br>（物流施設、オフィスなど）<br>生活インフラセット<br>（賃貸住宅、商業施設底地など）                                                                          | 総合型<br>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 | 総合型<br>オフィスビル、マンション、商業施設、物流施設など                                                                                                                                                                    |
| 投資規模（取得価額）       | 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）<br>キャナルシティ博多・B（21,060）<br>パークプレイス大分（19,610）<br>キャナルシティ・ビジネス（14,600）<br>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<br>MRRくまもと（2,120）<br>光明池アクト（2,040）<br>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）<br>ロイヤルパークス千種（4,400）住宅                                                                                        | 非公表                                   | 非公表                                                                                                                                                                                                |
| 時価総額（2023/11/13） | 128,315                                                                                                      | 29,938                                                                           | 30,264                                                                                                                              | 非公表                                   | 非公表                                                                                                                                                                                                |

（注1）阪神阪急リート投資法人は関西圏で50%以上の投資方針であるが、大都市圏に所在するので上表からは除外。（注2）指定あるもの以外の単位は百万円

## 地方創生のためのファンドの活用②:不動産ファンドの投資先は拡大

- ◆ Jリートでは、**オフィスビル**、**住宅**、**商業施設**ばかりでなく、産業の基盤となる**物流施設**、**データセンター**、**インフラ**をはじめ、高齢化社会に必要な**ヘルスケア施設**（高齢者向け住宅、病院など）、観光立国を目指すためのホテルへと投資対象が拡大している。
- ◆ 米国との比較では、インフラ、データセンター、ヘルスケア施設、森林などへの投資比率が低い状況。



# 地方創生のためのファンドの活用③:都市の盛衰は変遷する

- ◆日本の全地域・全産業の発展は困難 → 一定の**集中化(Concentration)**が必要
- ◆政策・地域の努力によって都市の発展・未来は大きく変わる → **社会資本整備**の役割は重要  
⇒**地域の社会資本整備、産業発展、雇用創出にファンド活用は有力な手法**

| 順位 | 1876年(明治9年) | 1920年(大正9年) | 1970年(昭和45年) | 2013年(平成25年) |
|----|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 1  | 東京(112万人)   | 東京(217万人)   | 東京(884万人)    | 東京(902万人)    |
| 2  | 大阪(36万人)    | 大阪(125万人)   | 大阪(298万人)    | 横浜(370万人)    |
| 3  | 京都(25万人)    | 神戸(61万人)、   | 横浜(224万人)    | 大阪(268万人)    |
| 4  | 名古屋(13万人)   | 京都(59万人)    | 名古屋(204万人)   | 名古屋(227万人)   |
| 5  | 金沢(9.8万人)   | 名古屋(43万人)   | 京都(142万人)    | 札幌(193万人)    |
| 6  | 横浜(9.0万人)   | 横浜(42万人)    | 神戸(129万人)    | 神戸(154万人)    |
| 7  | 広島(8.2万人)   | 長崎(18万人)    | 北九州(104万人)   | 福岡(149万人)    |
| 8  | 神戸(8.0万人)   | 広島(16万人)    | 札幌(101万人)    | 京都(147万人)    |
| 9  | 仙台(6.2万人)   | 函館(14万人)    | 川崎(97万人)     | 川崎(144万人)    |
| 10 | 徳島(5.7万人)   | 呉(13万人)     | 福岡(85万人)     | さいたま(124万人)  |
| 11 | 和歌山(5.5万人)  | 金沢(13万人)    | 堺(59万人)、     | 広島(118万人)    |
| 12 | 富山(5.4万人)   | 仙台(12万人)    | 尼崎(55万人)     | 仙台(107万人)    |
| 13 | 函館(4.5万人)   | 小樽(11万人)    | 仙台(55万人)、    | 北九州(97万人)    |
| 14 | 鹿児島(4.5万人)  | 鹿児島(10.3万人) | 広島(54万人)     | 千葉(97万人)     |
| 15 | 熊本(4.4万人)   | 札幌(10.2万人)  | 東大坂(50万人)    | 堺(84万人)      |
| 16 | 堺(4.4万人)    | 福岡(9.5万)    | 千葉(48万人)     | 新潟(81万人)     |
| 17 | 福岡(4.3万人)   | 岡山(9.5万人)   | 熊本(44万人)     | 浜松(79万人)     |
| 18 | 新潟(4.1万人)   | 新潟(9.2万人)   | 浜松(43万人)     | 熊本(74万人)     |
| 19 | 長崎(3.8万人)   | 横須賀(9.0万人)  | 長崎(42万人)     | 相模原(72万人)    |
| 20 | 高松(3.8万人)   | 佐世保(9.0万人)  | 静岡(42万人)     | 岡山(71万人)     |

2023年1月  
12位 106万人

### ◆ 地元企業の地域創生に向けた団結・協力と国・自治体のバックアップ

- 地域創生に国内外の投資資金を活用して、地域の社会資本を整備
- 地元金融機関の積極的な関与
- 地元の情報ネットワークの優位性の活用

### ◆ 可能であれば、一定の実績・信用力を有するデベロパーの関与

- 街づくり、都市再生への貢献
- ファンドへの物件供給のパイプライン

### ◆ 小さく生んで大きく育てる発想。

- 同時に、地域の基幹物件を保有する可能性を追求(成長、信用力に大きな違い)。

### ◆ 地域貢献の情熱を持つファンド組成・運用経験者の活用

- ・ 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- ・ 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。
- ・ 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。
- ・ 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。