

不動産ファンドフォーラム2024イン仙台
(仙台アセットマネジメント研究会・第200回例会)
講演資料

『日本の不動産投資市場の現状と今後の動向』

— 経営環境の変貌下における不動産投資市場の現状と
地域特化型リートの可能性 —

2024年11月8日

公立大学法人宮城大学 客員教授
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月より公立大学法人宮城大学事業構想学群教授を経て2024年4月より同大学客員教授。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。修士(経営学)、FRICS

現在は、企業の顧問のほか、(一社)不動産証券化協会フェロー、中央官庁・自治体・業界団体など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* 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

日本不動産研究所「不動産研究交流会」委員一* などを歴任 *は現職

● 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

- I. 世界経済の動向と膨張する債務
- II. 日本の不動産投資・証券化市場の現状
と今後の展望
- III. 中国の不動産市場の動向
- IV. 米国の不動産市場の動向
- V. 地域特化型リートの可能性

I . 世界経済の動向と膨張する債務

低迷と不透明感が続く世界経済

- ◆ 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 (2024年10月 IMF)。
- ◆ 財の価格は安定方向。サービス価格は今も、多くの地域で高止まり。部門別の力学の理解、金融政策・財政政策の適切な調整の重要性が高まる。
- ◆ 日本は2024年は潜在成長力に近い0.3%の成長率。2025年は企業収益の向上等で1.1%に上昇。

地域・国	経済規模(2023年 名目GDP、 兆USドル)	実質GDPの成長率(%)			
		2023年	2024年	2025年	
米国	27.7	2.8	2.9	2.2	金利引き下げ等により景気失速の懸念が薄れる。
ユーロ圏	18.4	0.4	0.8	1.2	ドイツや諸大国中心に成長率の下方改定
ドイツ	4.5	-0.3	0.0	0.8	
日本	4.2	1.7	0.3	1.1	
イギリス	3.4	0.3	1.1	1.5	
中東・中央アジア	-	2.1	2.4	3.9	石油などの一次産品の生産・供給の寸断、紛争、社会情勢不安、異常気象現象の影響
中南米	-	2.1	2.4	3.9	
中国	17.8	5.2	4.8	4.5	半導体や電子機器への需要が急増。公的投資拡大。 <u>不動産危機や失業者増加による下方修正懸念。</u>
インド	3.6	8.2	7.0	6.5	AI対応の大規模投資による半導体や電子機器に対する需要が急増。公的投資を実行
ロシア	2.0	3.6	3.6	1.3	<u>ウクライナ戦争があるも成長率はプラスを維持。</u>
サブサハラ・アフリカ	-	3.6	3.6	4.2	中東・中央アジアと同様。
世界	104.8	3.0	2.9	3.1	

(注) 赤字は前回IMF公表(6カ月前)より上方修正、青字は下方修正

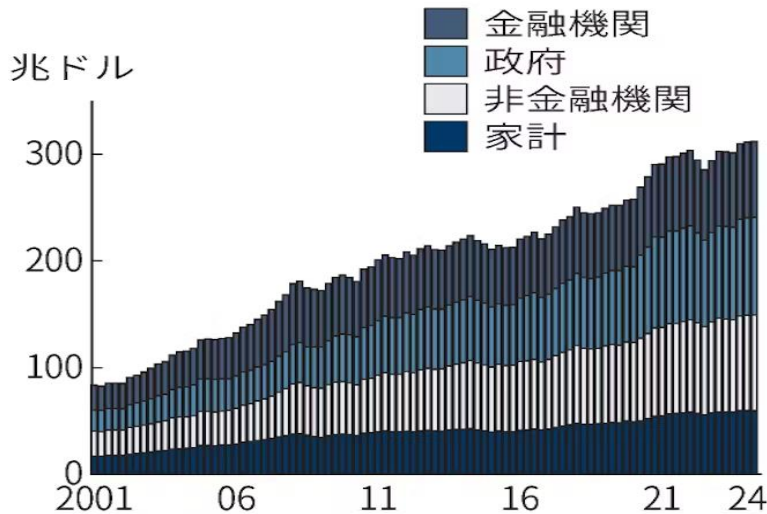
資料: IMF“World Economic Outlook, October 2024. 10”より作成

膨張する世界の債務

- ◆ **世界の債務**(家計、企業、政府、金融機関)は2年連続で縮小したものの、**2024年6月末には312兆ドルと過去最高を更新**(国際金融協会(IIF))。
 - 少子高齢化や開発資金ニーズの高さから、主に政府の債務残高(92兆ドル)が増加。今後も気候変動に伴う政府の債務増加が見込まれる
- ◆ **先進国の債務は(211兆ドル)**は非金融部門を中心に、23年9月以来の水準まで**減少**(高金利政策による借入の抑制が一因)したものの、対GDP比では高水準。
- ◆ **中国やインドを中心に新興国の債務(101兆ドル)**が増加し、**過去最大を更新**。
 - 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(IMF調査)。

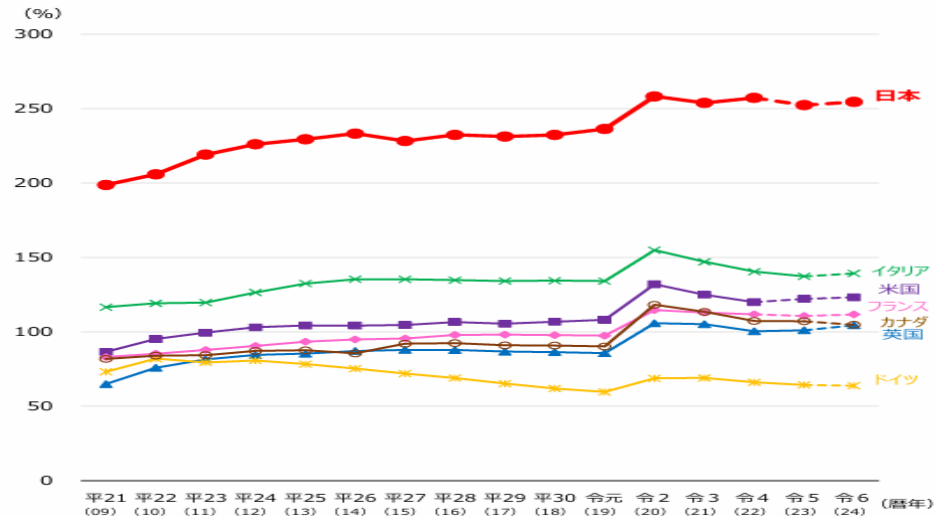
⇒ **金融危機が起きたときのインパクトは、世界金融危機(2007年)のときよりも拡大**
国により財政政策の余地に相違、日本は金利上昇・欧米は金利低下の方向による不整合

世界の債務残高の推移



(出所)国際金融協会

政府債務残高の国際比較(対GDP比)



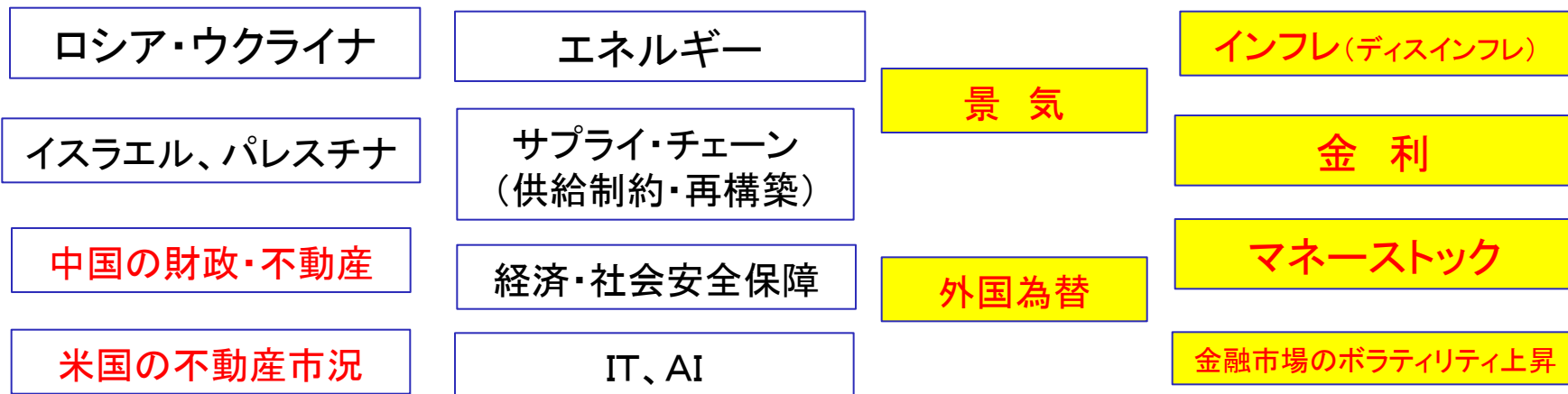
(出所)IMF “World Economic Outlook” (2024年4月)

(注1)数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの)

Ⅱ. 日本の不動産投資・証券化市場の現状と今後の展望

日本の不動産投資市場を取り巻く経済環境(複合化・分断化)

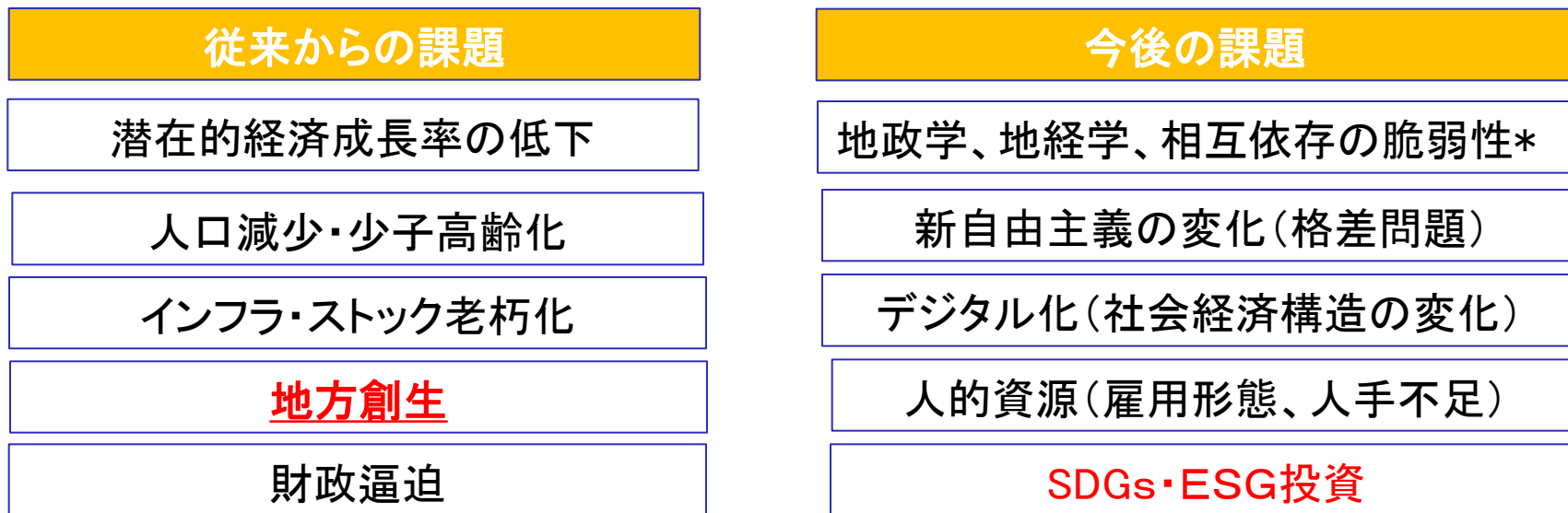
経済環境・課題



不動産のマーケット・サイクル

複合化・分断化が相互作用を通じて、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化。

中長期的課題

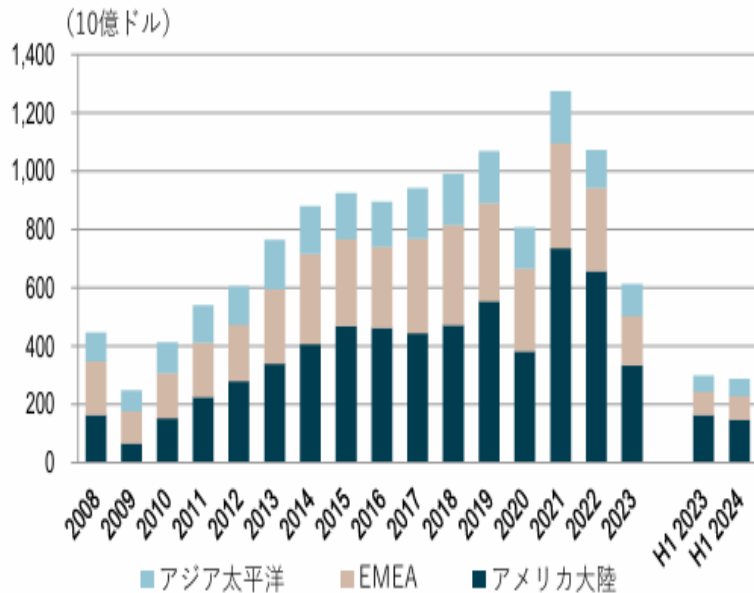


*地政学:現状の分析、リアリズム 地経学:政策の実践 (用語の定義は国際協力銀行HPより引用)。

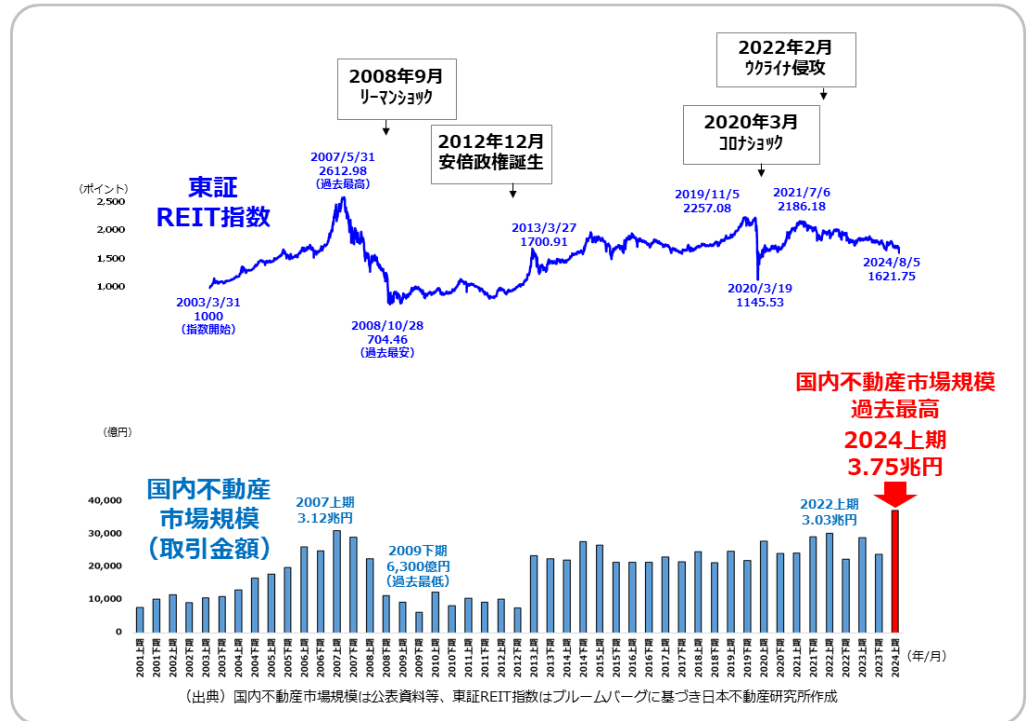
世界と日本の不動産投資市場の概況(総括)

- ◆ 世界の商業用不動産の投資額は、金融危機後、新型コロナ禍を除いて順調に回復し、2021年には約1.3兆米ドルに。だが、インフレ、金利上昇、イールドスプレッドの縮小などにより、2023年には約0.6兆米ドルにまで減少。近時アジア中心に回復するも、2024年上期は0.28兆米ドル(前年同期比▲4%)の投資額。
 - ・ 2024年第上半期：アメリカ大陸▲10%、 EMEA+1%、 アジア太平洋+7% (JLL調査による)
- ◆ 日本市場の取引額は、コロナ禍の影響、インフレの進行、金利上昇の懸念などにより、2022年～2023年に3兆円台に減少したものの、中長期的には3～5兆円のレンジで推移。2024年上期は約3.75兆円と過去最高(半期)。
 - ・ 2020年に大きく減少した商業、ホテルも2021年から回復の方向。レジデンスが堅調。
 - ・ 過去10年間、**海外投資家**の取引比率が趨勢的に増加傾向にあったが、**近時は物件売却**も目立つように
- ◆ 日本市場は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する見込み。
 - ・ 賃料・空室率の改善に加えて、日銀による金利引き上げの速度の鈍化、金融緩和環境が下支え。
 - ・ ただし、これまで不動産取得に積極的だった**海外投資家**が、**昨年後半、4年振りの売り越し**に転じたこと、世界的な不動産・金融ショックによる日本市場への影響には留意の要。

世界の投資総額推移



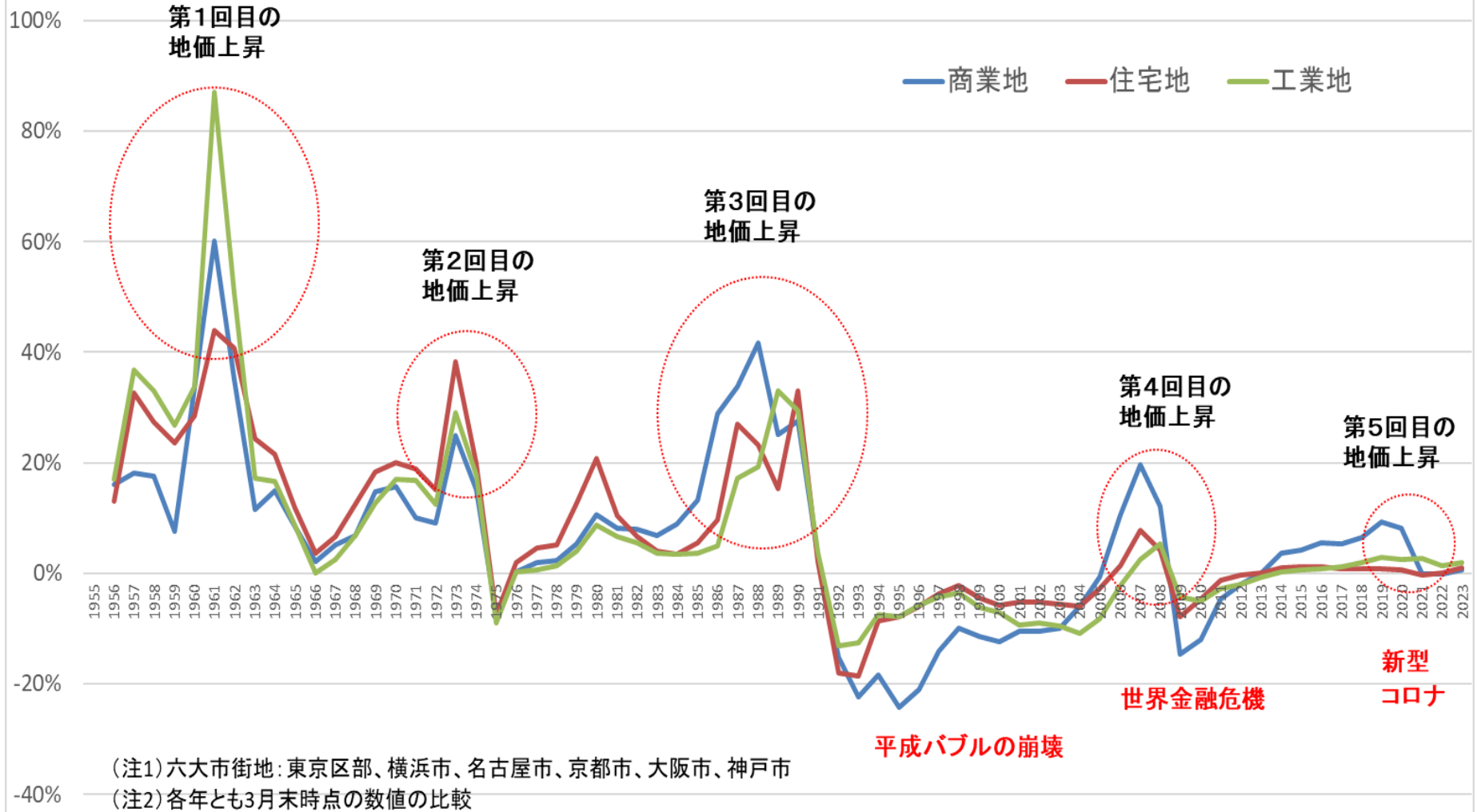
出所：JLL



出所：日本不動産研究所「不動産研究より抜粋」

不動産のマーケットサイクル: 不動産価格の推移(対前年同期比)

市街地価格指数(六大市街地)の推移(対前年同期比)



資料: (一財)日本不動産研究所「市街地価格指数」より作成

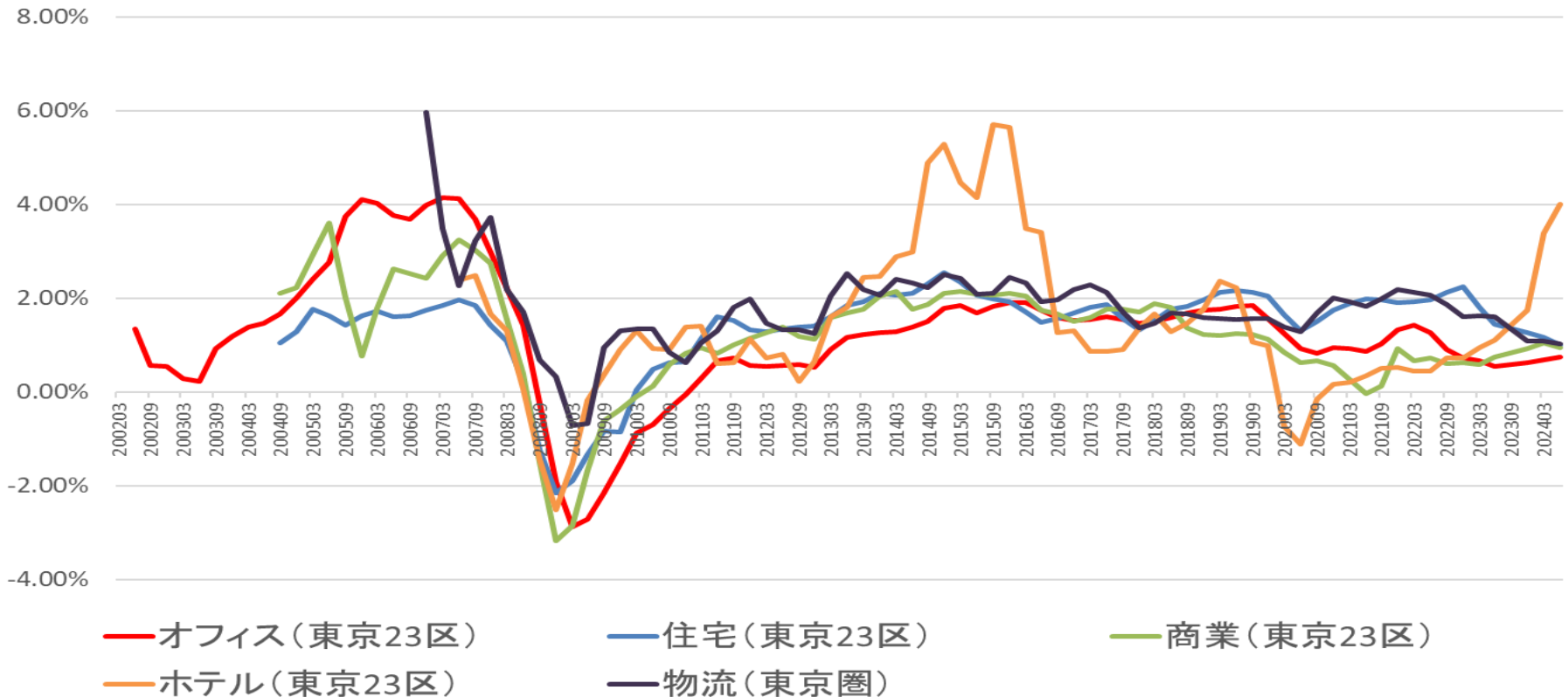
不動産のマーケットサイクルと新型コロナ禍・インフレの影響

	平成バブル崩壊	世界金融危機	新型コロナ禍・インフレ
時 期	1991~2003年	2008~2009年	2020~2021
直前上昇期	1983~1990年	2004~2007年	2010~2019年
サイクル(ピーク間)	16-17年	16-17年	13年(新型コロナ直前をピークと仮定?)
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	<ul style="list-style-type: none"> ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀:緩和縮小⇒緩和,信用補完 ・政府:政府系金融機関貸出 	<ul style="list-style-type: none"> ・日銀:前後とも金融緩和継続 ・政府:財政支援、収入補填
市況悪化の発端	<ul style="list-style-type: none"> ・政府・日銀・世論による意図的なバブル潰し 	<ul style="list-style-type: none"> ・意図せざる世界的な信用収縮、金融逼迫。 	<ul style="list-style-type: none"> ・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	<ul style="list-style-type: none"> ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・幅広い業種で資金繰り逼迫、経営破綻増(リファイナンス困難)。 	<ul style="list-style-type: none"> ・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・日銀の対策により、資金繰り難による経営破綻抑制。
市況悪化の波及経路	<ul style="list-style-type: none"> ・バブル崩壊後の資産価格の大幅下落の継続 ⇒金融と実体経済の継続的な悪化 	<ul style="list-style-type: none"> ・資産価格の下落、資金繰りの逼迫あるも早期に回復。 ⇒金融と実体経済の一時的な悪化。但し後遺症あり 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和による資金繰り緩和、資産価格への影響小。 ⇒特定業種の経営悪化、供給制約・資源価格上昇等による物価上昇(インフレ)、景気後退リスク
企業の課題	バランスシート悪化	資金繰り悪化	複合的(特定業種の損益悪化、借入過多、供給制約、インフレ)
債務の規模	<ul style="list-style-type: none"> ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・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

不動産投資・総合収益率(キャピタル+インカム、四半期)

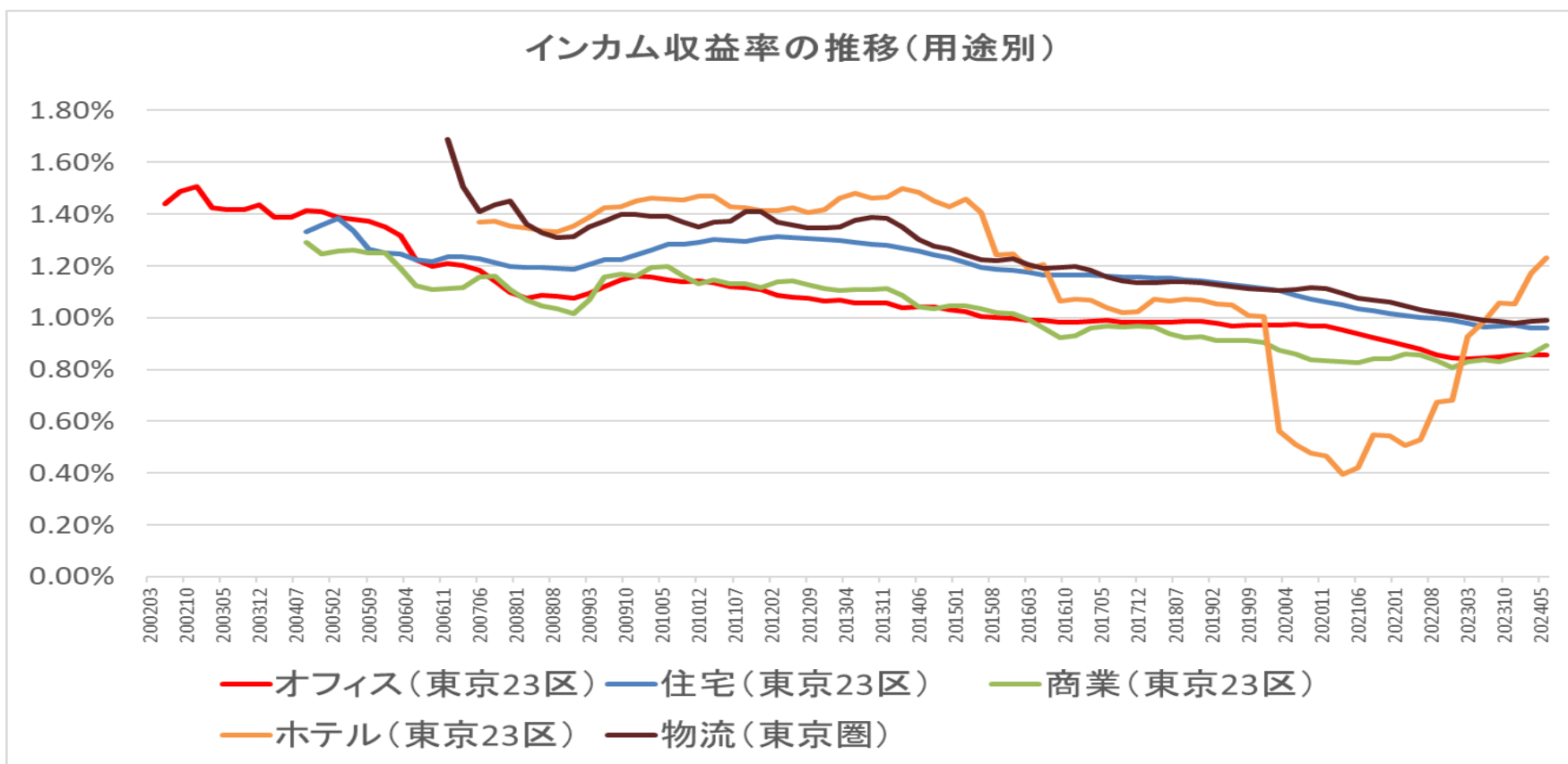
- ◆ 景気のピークアウトなどにより、総合収益率は2019Q4から低下したが、コロナ禍後には用途別の程度差があるも回復。ただし、金利見通し、国内外景気、地政学的問題などにより、**回復の力強さには欠ける。物件による格差拡大。**
- ◆ 新型コロナ感染の影響が顕在化した2020Q1から、特に**ホテル、商業施設(特に都市型商業)**などのキャピタル収益率の低下が大きかったが、インバウンド需要などもあり**急速に回復。**

総合収益率(キャピタル+インカム)の推移(用途別)



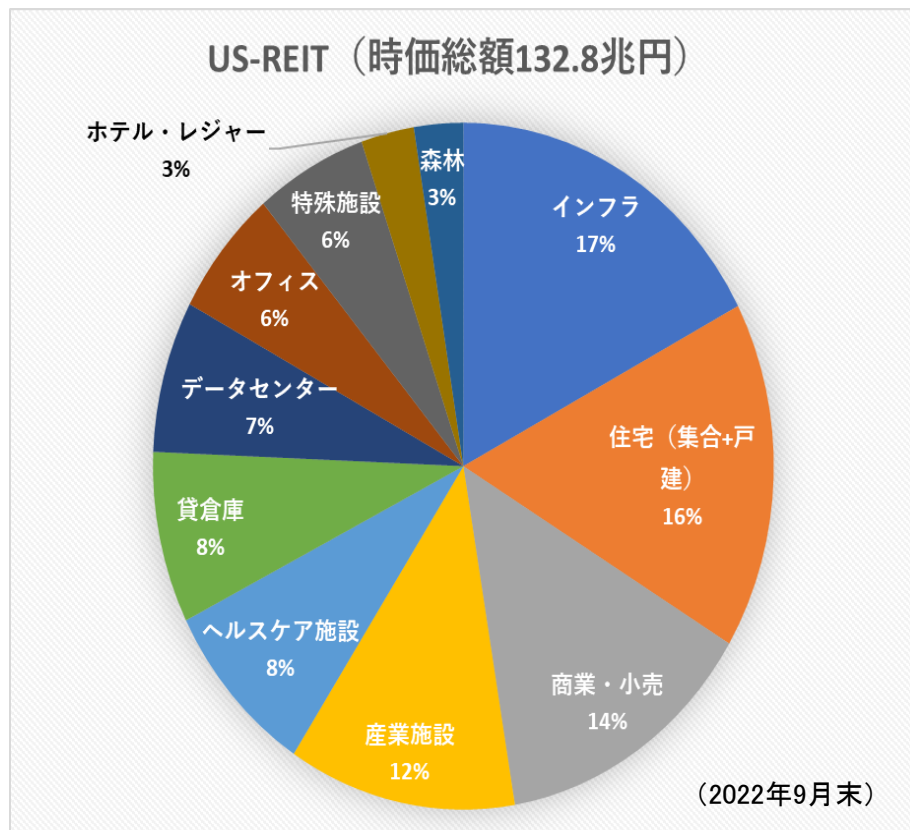
不動産投資・インカム収益率(四半期)

- ◆ 金利低下や市場における物件取得競争などを背景に、**インカム収益率は穏やかに低下を続け、過去最低水準に**。今後の日銀による金融政策の変更は今のところ限定的。
- ◆ 一方で、用途による差異はあるものの、**総じてインカム収益率は安定的に推移しており、不動産のミドルリスク・ミドルリターンとしての特性を堅持**。
- ◆ 現在、日銀の金融政策変更に伴い**投資方針の変更をしたファンドは16%にとどまる**(ARES調査)。

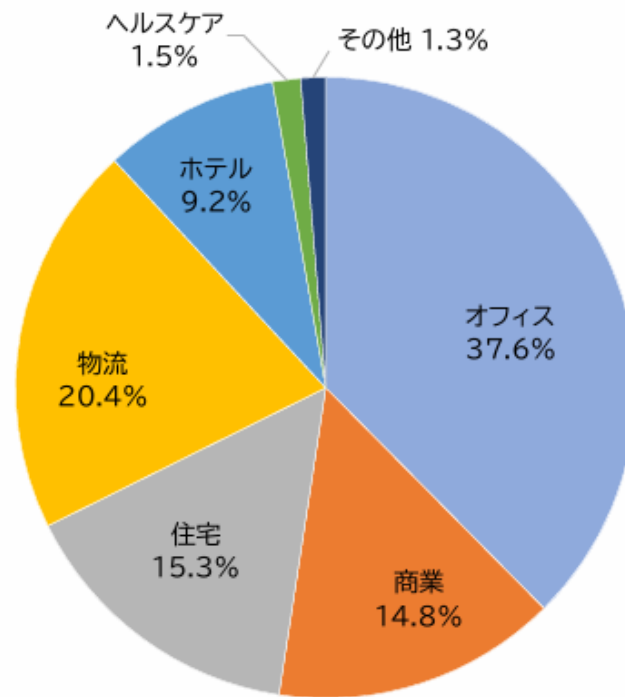


投資先用途の多様化:オペレーショナルアセットへの拡大(日米リートの比較)

◆ Jリートでは、データセンター、産業施設、インフラ、ヘルスケアをはじめ、投資対象の更なる多様化が期待される。



J-REIT保有物件の用途別比率
(2024年9月末時点。合計23.4兆円)

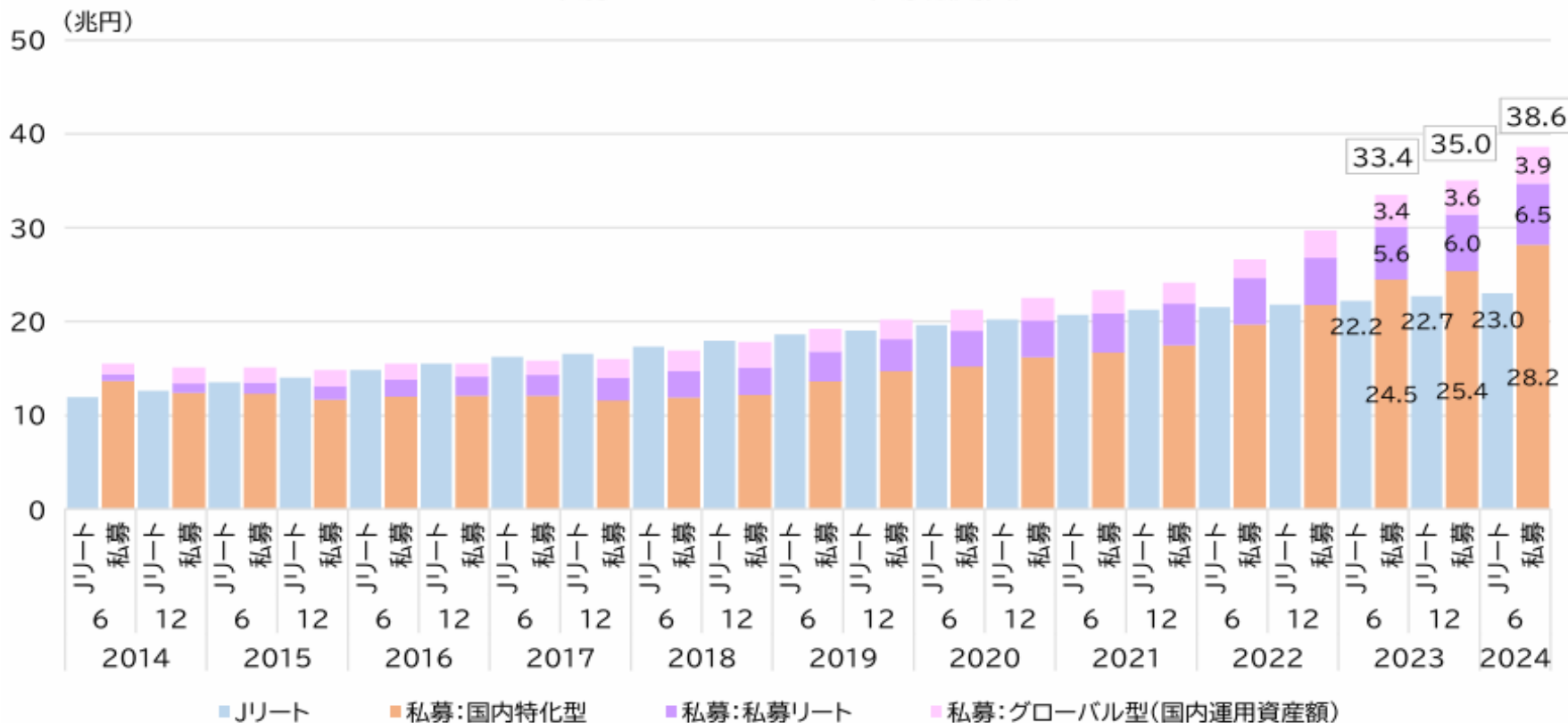


出所:ARES J-REIT Databook 注:取得価格ベース

J-REITと私募ファンドの市場規模

- ◆ J-REIT市場はリーマンショック後の2010年度から回復し、2012年には新規上場も再開。不動産の最終的な受け皿としての機能を果たす。だが、金融環境変化等による投資口価格の停滞、物件取得競争の激化(投資利回りの低下)などにより、近時の市場規模の伸びは鈍化。
- ◆ 私募ファンドは2009~2015年に、それまでに積み上げた物件売却の動き。以降は、新規ファンド、私募リート₁の成長などにより資産を積み増し。**近時はJ-REITに比べて積極的な投資姿勢。**

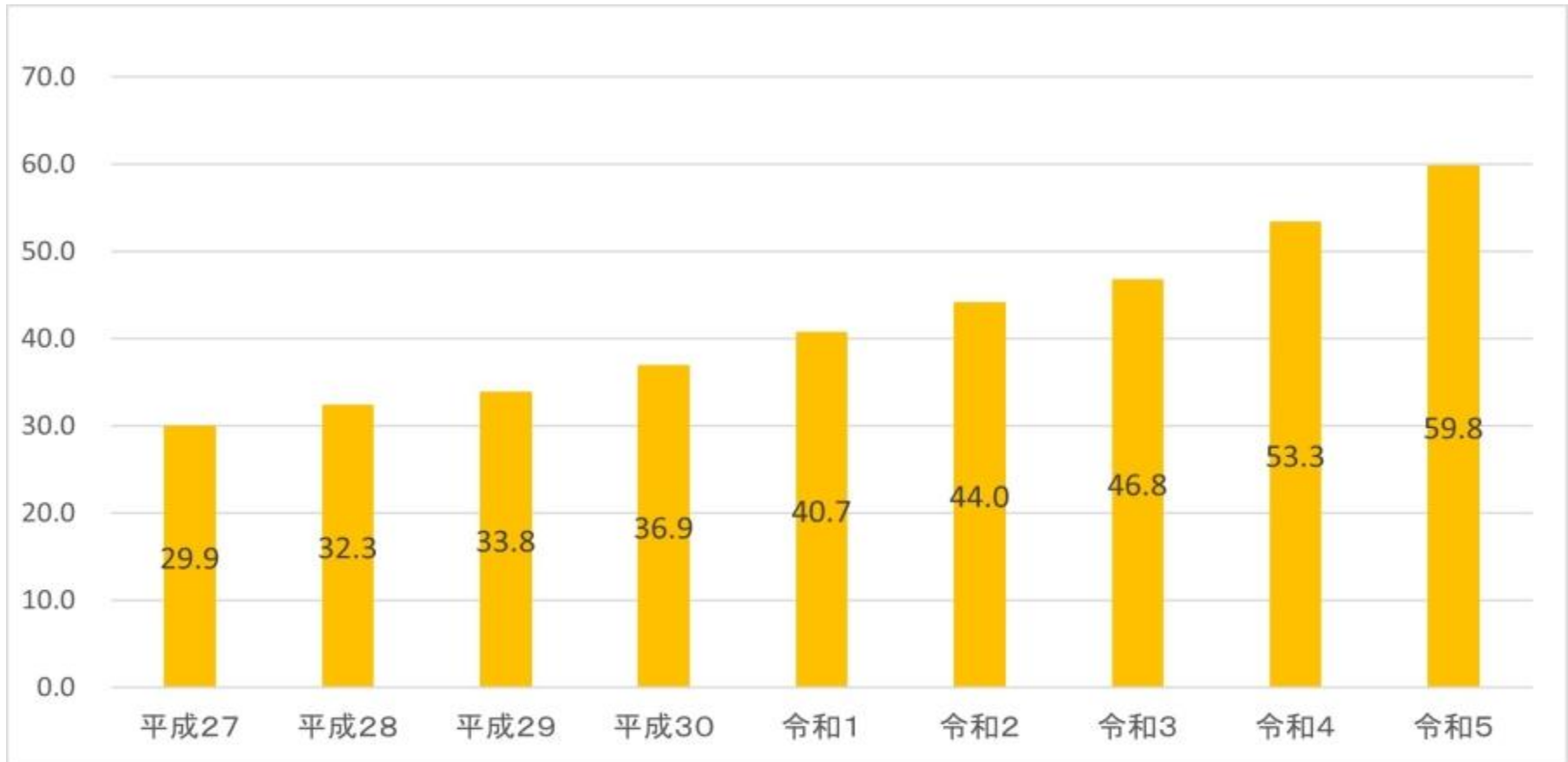
私募ファンドとJリート₁の市場規模推移



(出所)ARES「私募リート・クォーターリー」、三井住友トラスト基礎研究所

J-REITと私募ファンドの市場規模

◆ 経済環境の変化に適応しつつ、J-REITと私募ファンドを中心に、不動産証券化市場規模は順調に拡大。

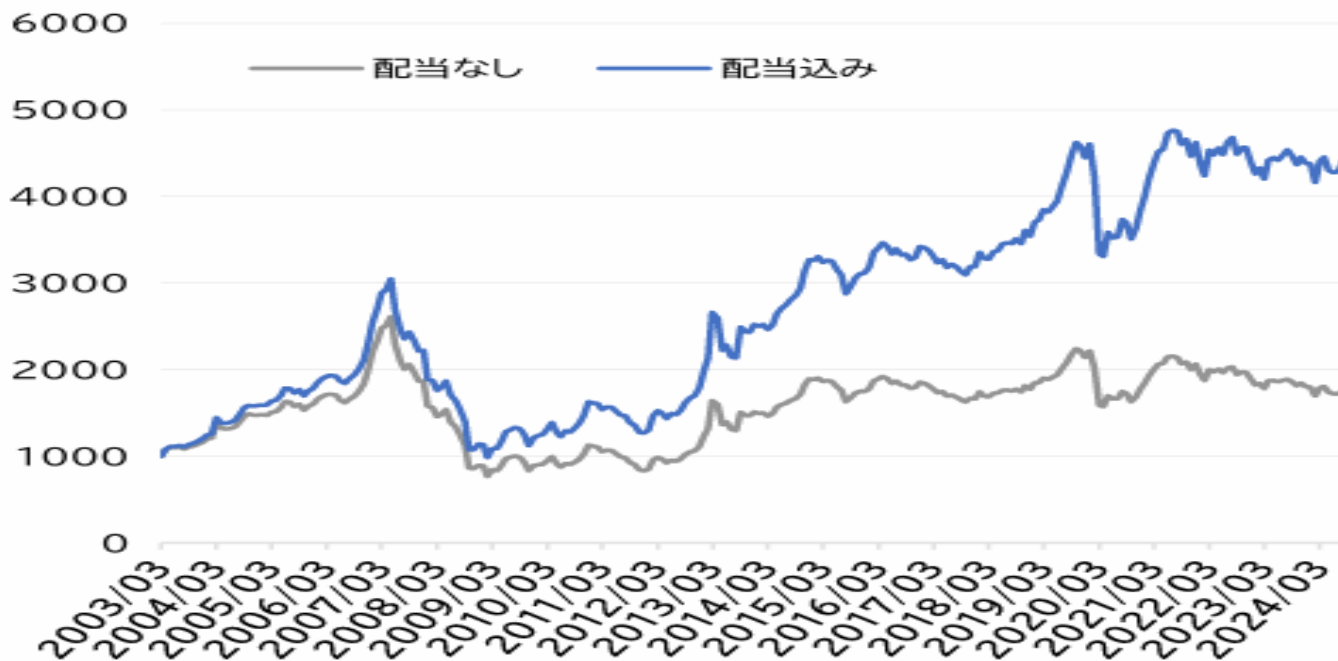


※国土交通省「不動産証券化の実態調査」(3月末時点)、不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」「私募リート・クォーターリー」(3月末及び12月末時点)、三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」(12月末時点)より推計

J-REIT①: 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年上期から投資口価格が変動を伴いつつも上昇基調に転じ、物件取得も活発化した。同下期からは下落から横這い基調。株価に比べて相対的に劣後する値動き。
- ◆ 銀行が継続して売り越しており、海外投資家の売買の影響を強く受けている状況。
- ◆ J-REIT市場の成熟化に伴い、ミドルリスク・ミドルリターン性の性質から、2015年頃からTOPIXと異なる動きを示すケースも増加。

東証REIT指数の算出開始来推移
(2003年3月～2024年9月、月次)



出所:QUICK

J-REIT②:NAV倍率、分配金利回り(イールドスプレッド)

- ◆ 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45.3%(2024年9月末)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。

J-REITの平均NAV倍率

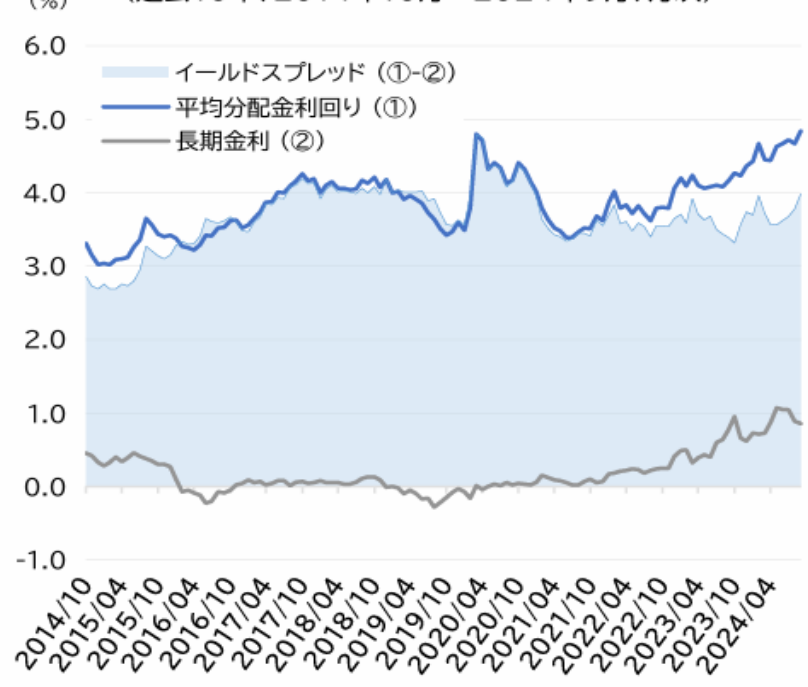
(過去10年、2014年10月～2024年9月、月次)



出所:ARES J-REIT Databook

J-REITの平均予想分配金利回り

(過去10年、2014年10月～2024年9月、月次)



出所:ARES J-REIT Databook、日本相互証券 注:長期金利は10年国債利回り

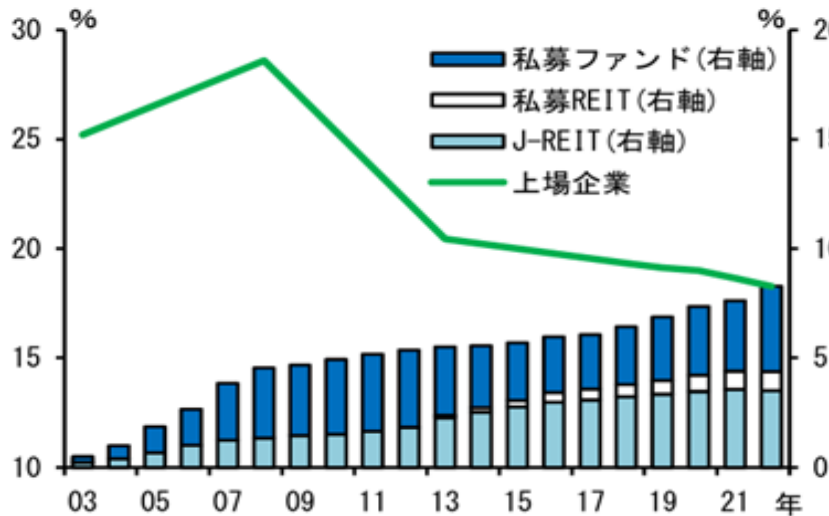
(注) NAV倍率(Net Asset Value倍率) = 株価 ÷ 1口あたりNAV (NAVは不動産の時価を基に算出)

出所:不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

事業主体別不動産の保有状況と海外投資家の影響の拡大

- ◆ 企業がオフランス化した物件の多くは、現在、様々な不動産ファンドが保有。その結果、不動産ファンドの売買から直接的な影響を受け得るオフィス物件は、都市圏を中心に以前より増加。
 - ・ 特にファンドや機関投資家など、海外投資家の市場プレゼンスが向上。
- ◆ このうち、比較的短期間に投資物件を売買する海外ファンドの投資行動は、わが国不動産市場の調整リスクを抑制する要因にもなれば、市場を不安定化させる要因にもなり得る。
- ◆ 米国をはじめとする海外不動産市場の変調が、世界分散投資を行う海外ファンドを介して日本の不動産市場に及ぼす影響について、今後も注視する必要。

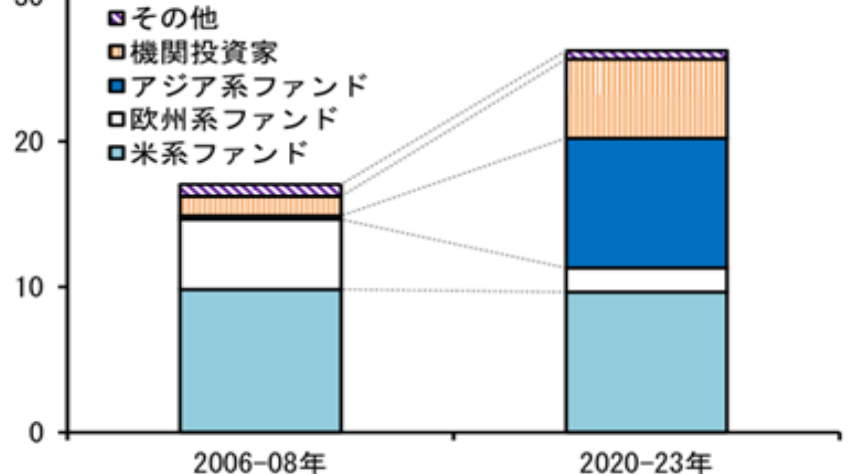
主体別の不動産保有比率



(注) 1. 民間不動産ストック（土地と建物。家計保有を除く）に対する保有比率。「上場企業」の2019年以降は試算値。
 2. 直近は2022年。
 (資料) 国土交通省、投資信託協会、内閣府、三井住友トラスト基礎研究所

投資家構成

構成比、% (不動産取得額の海外投資家のシェア)



(注) 不動産取得額に対する海外投資家のシェア。
 (資料) 株式会社日経BP「日経不動産マーケット情報 ディールサーチ」、日本不動産研究所

海外不動産市場の変調が日本の不動産金融市場へ及ぼす影響

◆ 海外不動産市場の変調が日本の不動産金融市場へ及ぼす影響(マクロ・ストレス・テスト、日銀)

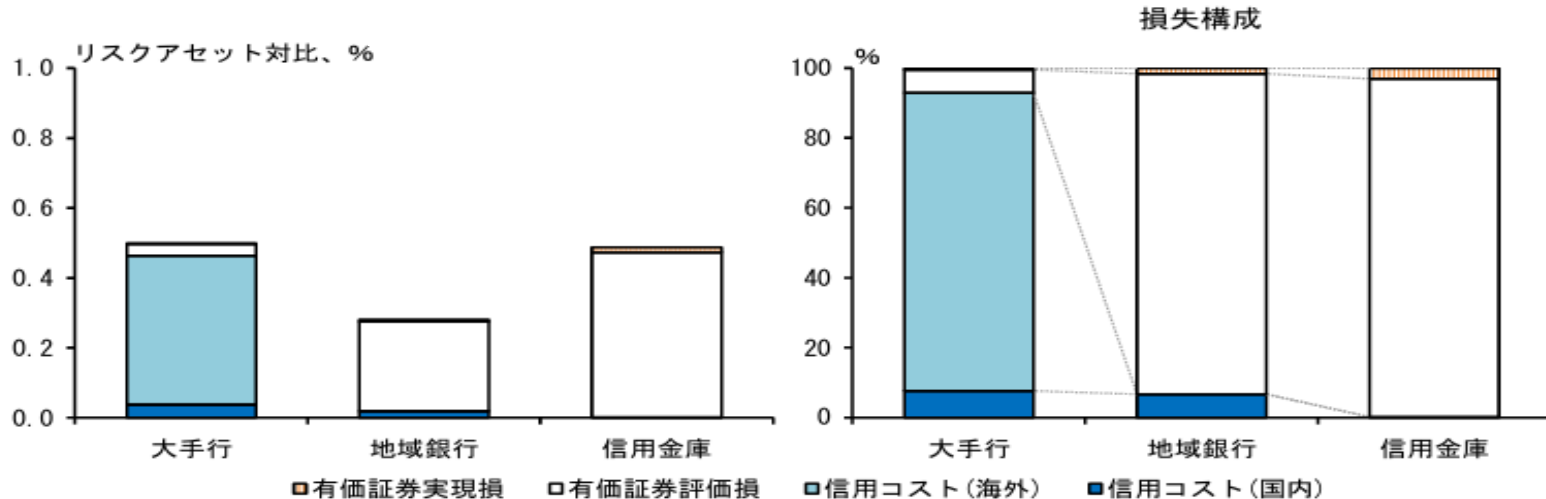
・ 不動産価格

世界分散投資を行う海外ファンドを介して、日本の都市圏の商業用不動産価格に及ぼす影響は限定的。

・ 金融機関

不動産ショックのもとで発生する金融機関の経済損失(国内外の信用コスト+有価証券の評価損・実現損)はマクロ的には限定的。また、邦銀による海外不動産ファイナンスは僅少であり、米国市場の大幅な調整を想定しても、追加損失は限られる。

不動産ショックの経済損失

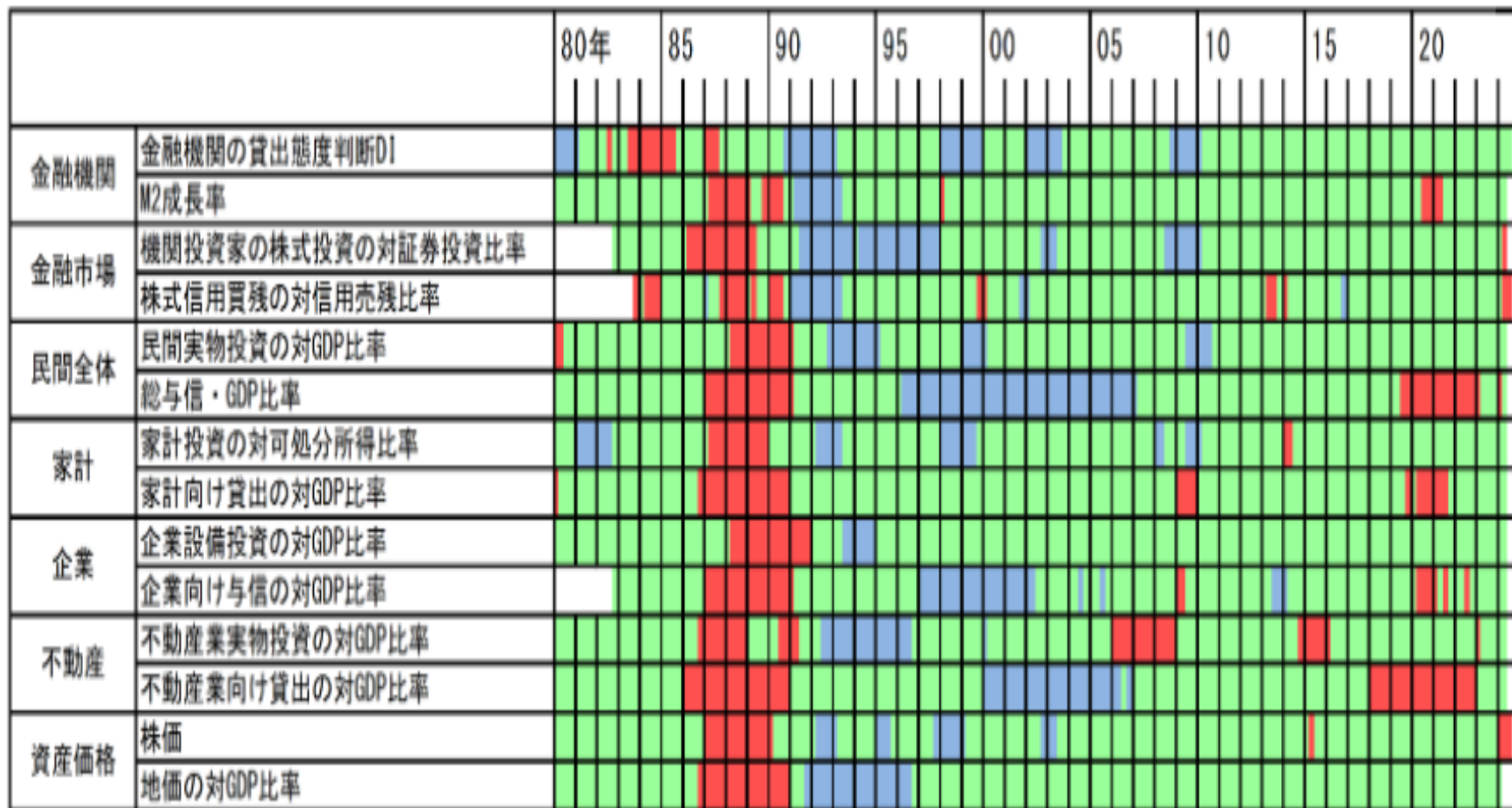


(注) 不動産ショック発生後1年目の経済損失率。「有価証券評価損」は減損を含む。

(注) **不動産ショック・シナリオ**: 海外不動産ファンドの投げ売りをきっかけに、三大都市のオフィス市況(物件価格、REIT価格、賃料)が大きく悪化することを追加的に想定。なお、不動産市場の調整は、三大都市の商業用不動産市場において局所的に発生。不動産市場の調整が、他地域に広がったり、实体经济やその他の金融変数に影響を及ぼすことは想定しない。

日本銀行・金融システム・ヒートマップ

- ◆ **不動産市場**：一時期の過熱状況から、やや沈静化。
- ◆ **株式市場**：金融市場、資産価格の両面において、**株価の動きには留意**する必要。



不動産投資・証券化市場の構造変化

不動産の市場化 ← 金融との融合

不動産市場の成長の方向性(キーワード : ABCDE)

Arbitrage (裁定)

- リスク・リターンによる裁定
- 金融商品化(投資対象)
- 都市と地方
- 一般事業と不動産事業
(鉄道、建設会社等の参入)

Borderless (ボーダレス)

- 投資対象、投資家の拡大
- グローバル化
(インバウンド、アウトバウンド)
- 上場・非上場の相対化(MA等活用)
- 不動産証券化→事業の証券化

Concentration(集中)

- 立地(都市間競争)
- 広域地方圏の中核都市
- 事業者:マンションなど
- 富裕層(富の集中)
(ストックの活用)

DX(デジタルトランスフォーメーション)

ネットとリアルの両面で顧客エクスペリエンスの
変革を図って価値を創出し、競争上の優位性を確立

ESG(環境、社会、ガバナンス)

- Environment、Social、Governance

プラットフォームとしての証券化市場の進化

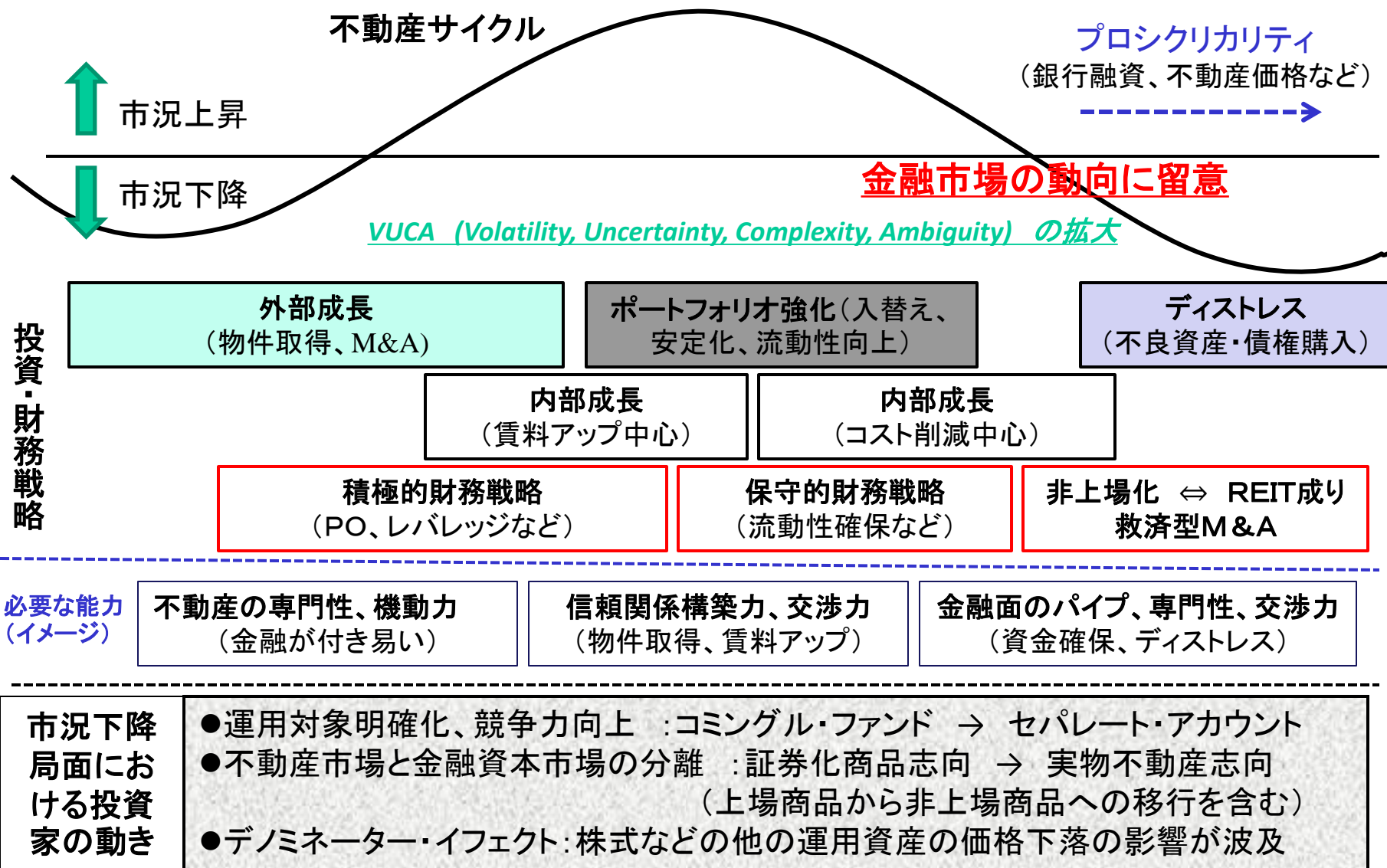
(金融商品取引法の改正、市場の透明化等)

De facto standard(事実上の標準)

高まるリスクマネジメントの重要性(世界の債務膨張) *不動産デットファンドのシェア拡大

個社のリスクマネジメント、市場のセーフティネット(マクロプルーデンス)

不動産のマーケットサイクルに応じた投資戦略～金融市場の動向に注視を!



過去の歴史から見たインフレ、金利上昇の影響(総括)

- ◆ 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、**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、景気拡大が続け、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
 - 日銀は金利の急速な引き上げには慎重姿勢。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下げの影響、今後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。**デットの供給余力**が課題。

◆ 社会性の議論：「格差のない平等な社会」「地球の長生きに貢献」

時期	目標	内容	対象
1990年代後半～	CSR (Corporate Social Responsibility)	企業の社会的責任	企業 (企業の規範)
2000年代半ば～	ESG (Environment, Social, Governance)	環境・社会・ガバナンス 事業や投資の意思決定 のプロセスに関するもの	主に投資家、運用機関* (個社のCSRを評価)
2000年代後半～	CSV (Creating Shared Value)	共有価値の創造	企業 (社会問題の解決)
2015年代後半～	SDGs (Sustainable Development Goals)	持続可能な開発目標 (国連提唱) 取り組みのゴールになる	世界中のすべての主体 (2030年の望まれる状況 と必要施策)

*PRI (Principles for Responsible Investment) に署名すると、公式にESG投資家となる。

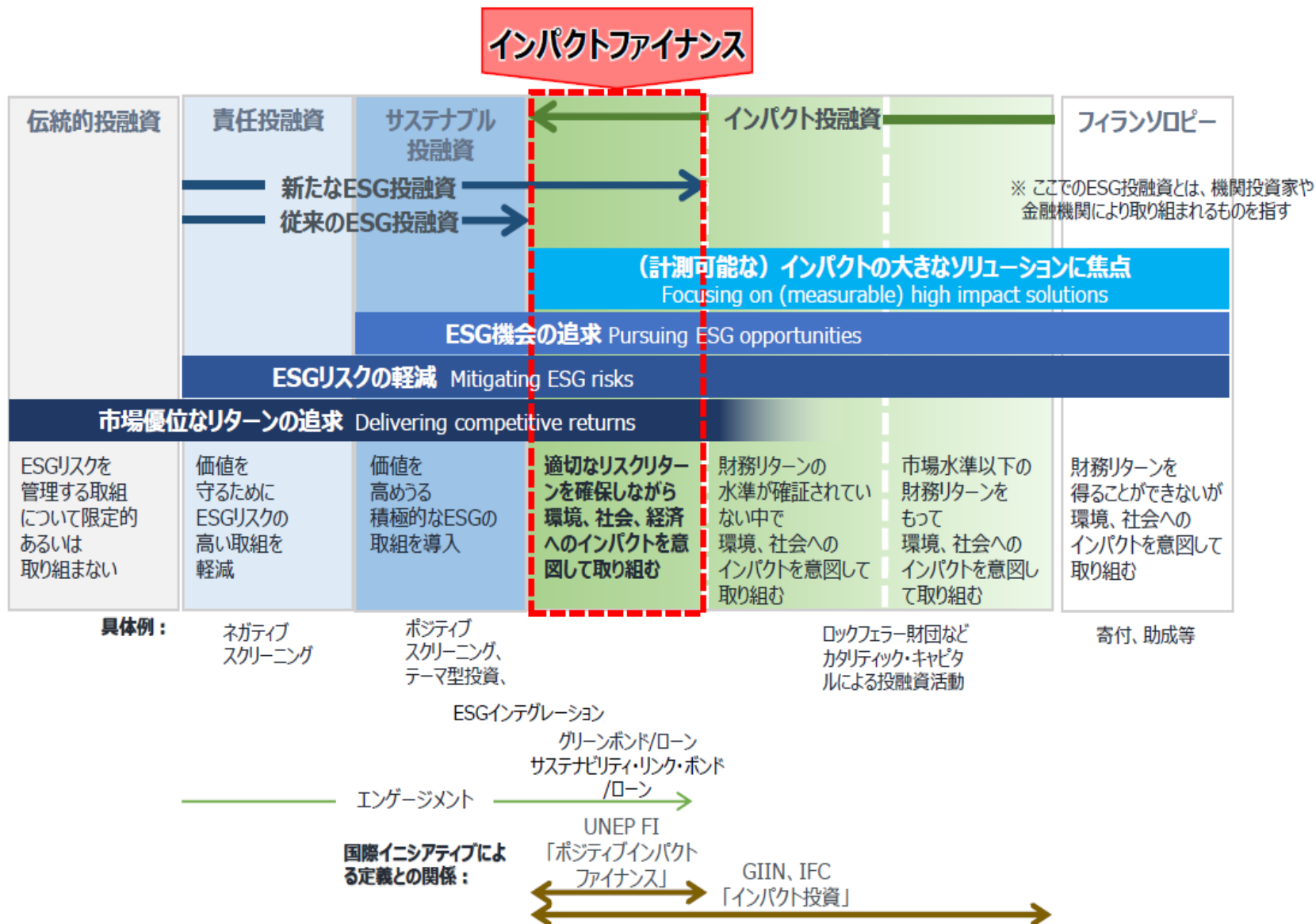
*企業、ファンドなどへのESG投資の評価機関(インデックス提供者)

FTSE (Financial Times–Stock Exchange 100–Share Index)、MSCI (Morgan Stanley Capital International)、GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark)

◆ サステイナブル・ファイナンス

資金用途を限定し、そこから得られる環境面・社会面の価値についてもフィードバックすることを約束した資金調達

ESG投融資、インパクトファイナンス(概念図)

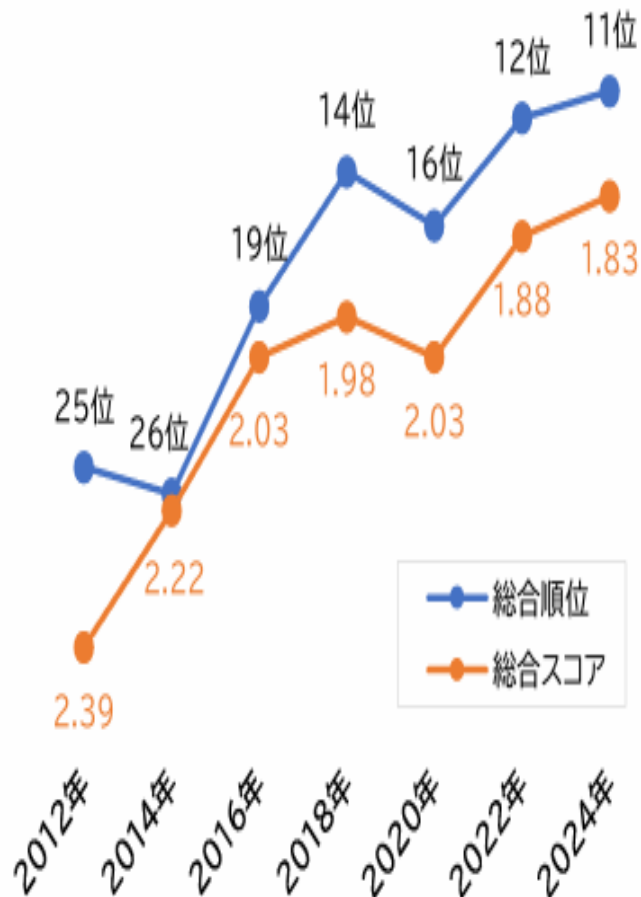


出所: 環境省資料より抜粋

<https://greenfinanceportal.env.go.jp/pdf/114285.pdf>

グローバル不動産透明度とサステナビリティ(JLL調査)

＜日本の総合順位及び総合スコアの推移＞



＜サステナビリティサブインデックス上位10位＞

前回調査(2022年)

順位	市場	スコア
1	フランス	1.70
1	米国	1.70
3	英国	1.80
4	カナダ	1.90
5	オーストラリア	2.10
6	日本	2.20
6	シンガポール	2.20
8	ベルギー	2.50
8	オランダ	2.50
8	スウェーデン	2.50

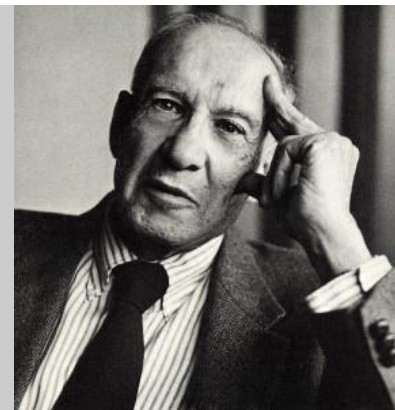
今回調査(2024年)

順位	市場	スコア
1	フランス	1.27
2	日本	1.91
3	米国	2.00
4	英国	2.09
5	オーストラリア	2.14
6	カナダ	2.41
6	オランダ	2.41
8	ニュージーランド	2.50
8	デンマーク	2.50
10	スウェーデン	2.55

→

出所: JLL、ラサール インベストメント マネージメント公表資料をもとにARES作成

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」

不動産金融に関わる実務経験者としての所感①

◆デットの恐怖

- 不動産市場とは必ずしも関係なく訪れる金融危機。
- 金融危機で業界関係者が改めて認識したことは、デットを調達できなければ経営破綻するという当たり前の事実。
- 株主重視は流動性確保には直結せず(米国のような財務基盤改善のための増資は受け入れられず)。
- LTV引き上げへの誘惑(レバレッジ効果、節税効果など)

◆金利上昇への懸念

- 機関投資家などの多くは、不動産の利回りよりイールドスプレッドで投資判断しており、その低下とともに不動産市場への資金流入が減少する可能性。
日本市場の高イールドスプレッドは低金利によるところ大。
- 金利上昇による不動産価格の下落の懸念
賃貸物件のCFの変化は小さくとも、キャップレート上昇の価格に及ぼす影響大

◆不動産証券化が従来のデットでの調達をエクイティに置き換える機能の重要性

◆バブル生成とその崩壊に関する経験と記憶の伝承の重要性

- 90年前後のバブルとその崩壊、2000年代半ばの地価高騰と金融危機との遭遇の過程における不動産会社の対応の違いは、経験と記憶(経営者、実務中核者)に依存するところも大きい。
- 金融危機時に、(資金逼迫でなく)事業性の問題から経営破綻に至った不動産会社、ファンドの多くは新興企業。
- 「金融の記憶は早い」(ガルブレイス)とすれば、これからの企業の対応が課題。

不動産金融に関わる実務経験者としての所感②

◆市場の声

- 「市場の声」は多くの場合、一様ではないにもかかわらず、ある特定の主張が「市場の声」の名を借りることがある。

◆不動産のマーケットサイクルとバブルの認識

- 不動産のマーケットサイクルの認識の普及が必要
- リスクマネジメントの重要性
不動産投資市場では、金商法の施行によりコンプライアンス意識は飛躍的に向上。金融危機によりリスクマネジメントの重要性を認識。
- マクロだけでなくセミマクロ、ミクロの指標の活用

◆不動産バブル崩壊への対応(企業サイド)

<事前対応>

- ALM(Asset Liability Management): 資産運用と負債の資金吻合
- オフバランス: 資産負債の保有リスクを分散
- 賃貸事業による安定収益確保: 賃貸収入のCF減少は限定的
- 流動性の確保: 売却しやすい資産を保有、フォワードコミットメントの回避

<事後対応>

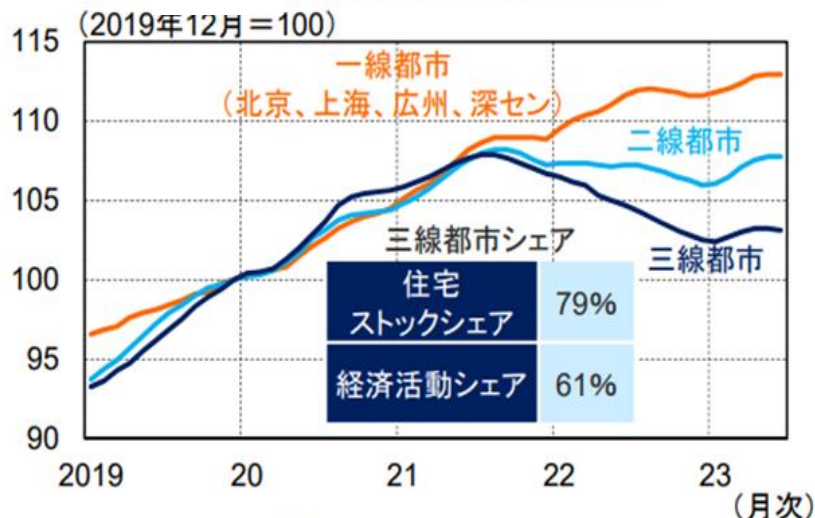
- 早期段階での資金確保(物件売却、金融機関対応)
- 早期の損切り(決断力)

Ⅲ. 中国の不動産市場の動向

中国の不動産市況

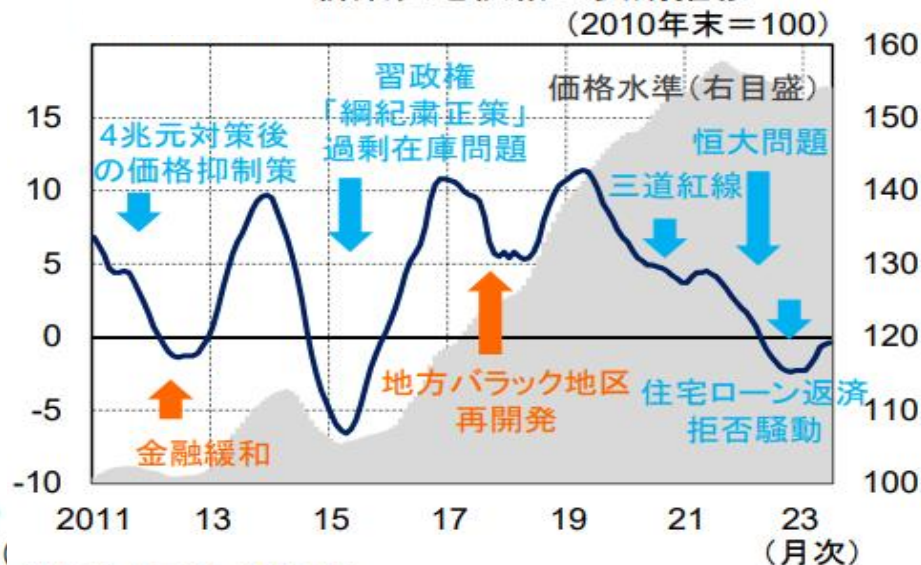
- ◆ 中国の不動産市況は、経済状況だけでなく、政治情勢によっても左右される中で変動を繰り返す。
- ◆ 2016年頃からは好況を続け、住宅価格上昇による需要拡大・資産効果が、不動産業の収益拡大、インフラ整備を担う融資平台・地方政府の土地使用権価格の上昇・売却促進などに貢献。
- ◆ 不動産債務の膨張を回避するため、政府が2020年に新たな不動産規制を導入してから、不動産価格は上昇率の低下(1線都市)や下落(主に2・3線都市)が生じ、コロナ禍で需要も大きく減少。
 - 2024年9月の主要70都市の新築住宅の在庫面積は前年同月比2割増。住宅価格の下落継続。
 - 政府は2021年頃から規制緩和を進めているが、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。2022年末より対策本格化。
 - 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。

都市規模別の住宅価格



(備考) 1. 中国国家统计局、Rogoff, S. Kennethほか(2023)
2. 全国70都市の新築住宅価格

新築住宅価格の長期推移



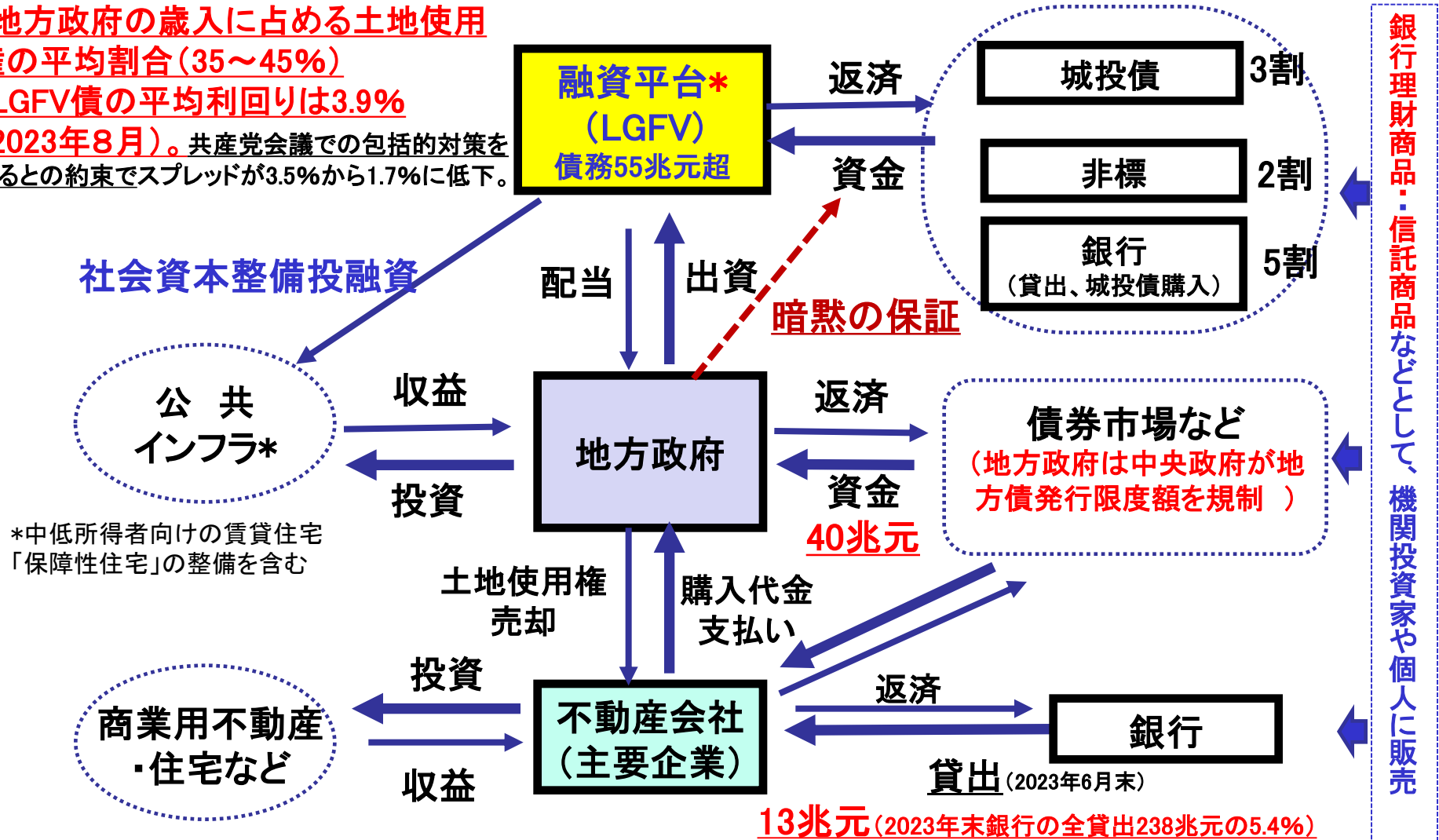
(備考) 中国国家统计局

中国不動産市場の構造(一部推計)

*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。

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

中国政府による不動産規制の導入と副作用(2020年頃～2022年秋頃)

◆ 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、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**3つのレッドライン(三道紅線)**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%～15%)を設定

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などの上限比率を設定

◆ 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、中国恒大集団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

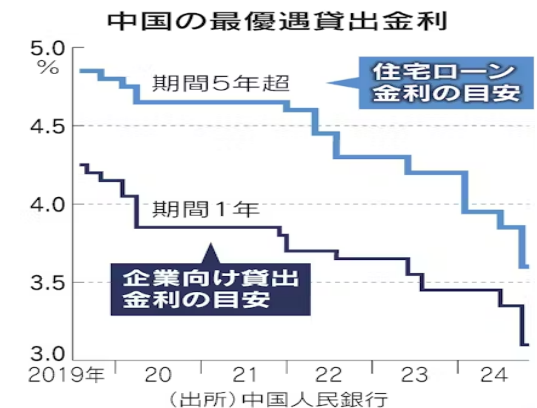
中国恒大集団(エバー・グランデ):グループ販売の理財商品が期限に償還されず(2021年9月:400億元など)

中国政府による不動産規制の緩和(2022年11月～)①

- ◆ 2022年11月 不動産市場に対する**包括的な金融支援策(包括的支援策)**を取りまとめ
- ◆ 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)
- ◆ 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
- ◆ 2023年8月～ **住宅・不動産の需要サイドの喚起策(→効果薄)**
 - 2軒目の住宅ローン規制の緩和、最低頭金の引き下げ、既存の1件目の住宅ローン金利引き下げ
- ◆ 2023年10月 **特別国債1兆元を発行**
(全額を中央政府の債務とし、移転支出により地方政府に配布)
- ◆ 2023年11月 金融当局が、金融機関に期限延長等により**融資平台**の債務コストの引下げ等を要請
- ◆ 2023年12月 中国人民銀行が不動産流動化促進のために、政策性銀行に対して、**3500億元のPSL(Pledged Supplemental Lending)**を実施
- ◆ 2024年1月 中国人民銀行が預金準備率を0.5%引き下げ

中国政府による不動産規制の緩和②

- ◆ 2024年1月 地方政府が金融機関に対し、不動産案件に関する**ホワイトリスト**(融資適格)を提示。金融機関に対して、**3大プロジェクト**を積極的に支援するよう指導・要求
- ◆ 2024年2月 中国人民銀行が**5年物優遇貸出金利(LPR)**を0.25%引き下げ、**預金準備率**も引き下げ。
- ◆ 2024年3月 **特別国債1兆元(2024年)**の発行を表明(全人代)
- ◆ 2024年5月 中央政府が**地方政府による不動産会社の売残り住宅購入の仕組み**を構築
- ◆ 2024年7月 中国人民銀行が**金利引き下げ**
- ◆ 2024年9月 中国人民銀行が**デフレ回避のため、景気刺激策を公表**。
 - **預金準備率**: 中国人民銀行(中央銀行)が0.5%引き下げ、加重平均で6.6%にする方針
 - **金利**: 中国人民銀行が**公開市場操作(オペ)の金利**を1.7%→1.5%に引き下げ。
 - 住宅を買う時の**頭金規制**を緩和。商業銀行に対し**既存の住宅ローン金利**の引き下げ要請
 - **売れ残り住宅取得**に向け中国人民銀行が支援拡大。
- ◆ 2024年10月 **景気刺激策を発表**
 - **特別国債**を発行して**大手国有銀行**に資本注入
 - **地方政府が発行するインフラ債(専項債)**を、**不動産開発会社が未開圧の土地などの買い取りに利用許可**
- ◆ 2024年10月 **人民銀行が貸出金利の目安を0.25%引下げ**

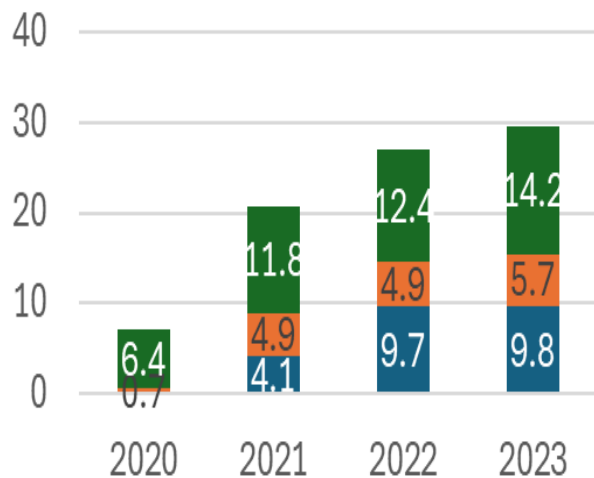


資料: 日本経済新聞より抜粋

不動産会社の経営動向: 主要デベロッパーの負債構造と経営状況

- ◆ 中国の主要デベロッパーの保有資産の5割弱(資産比率ベース)を、資金繰り困難デベロッパーが保有(IMF試算)
- ◆ 中国の主要デベロッパーの約3割(資産比率ベース)が、実質債務超過の状況(IMF試算)
- ◆ デベロッパーの経営破綻は、銀行だけでなく、建設会社、住宅買主、理財商品投資家などへ影響
- ◆ 2023年12月期決算でも、不動産業は大幅な赤字

債務超過デベロッパー比率



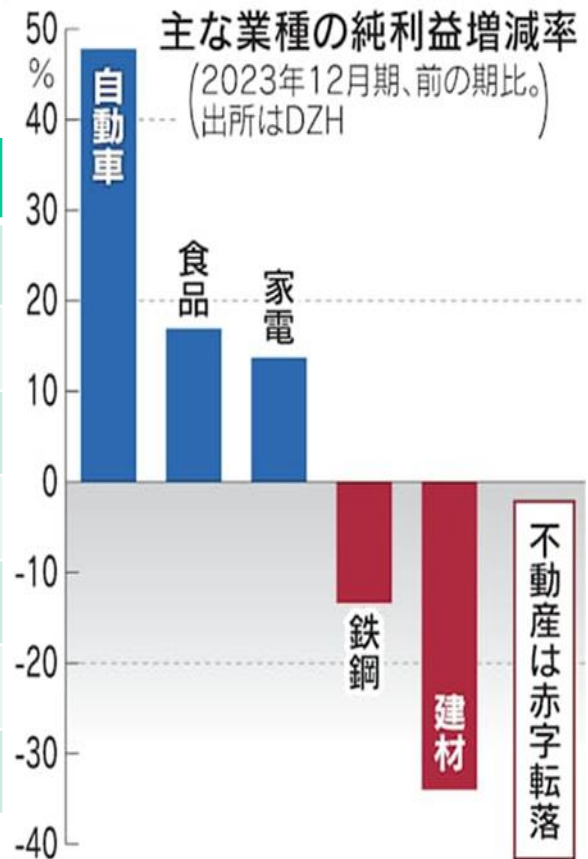
- 経営危機デベロッパー
- 債務超過デベロッパー
- 実質債務超過デベロッパー

主要デベロッパーの負債構造

(単位: %)

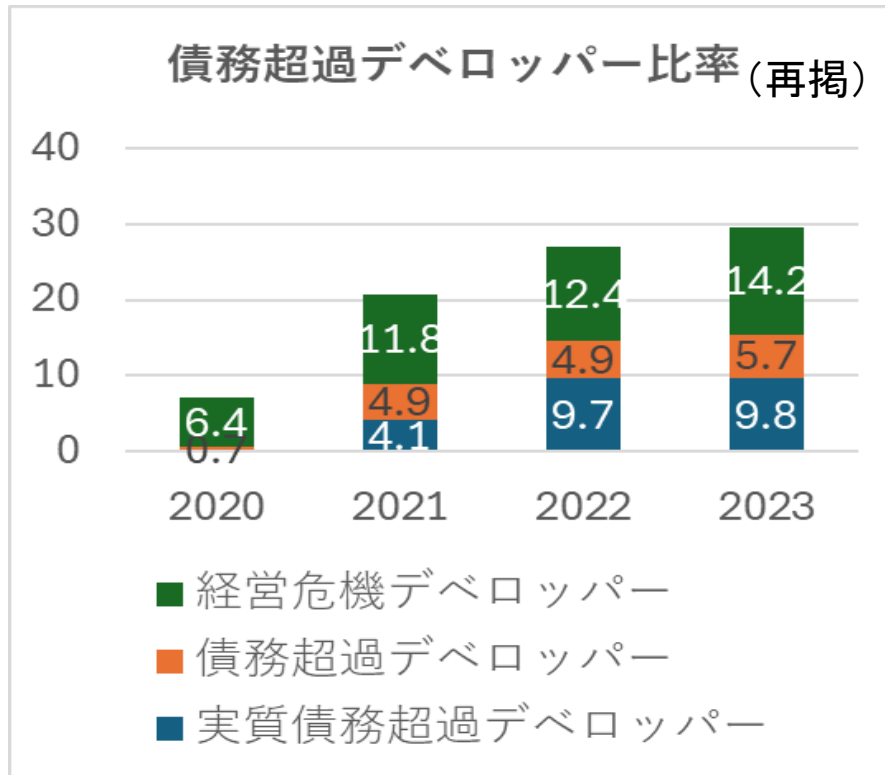
項目	構成比
住宅購入前受金	32
買掛金	30
銀行借入(注)	14
債券	9
理財商品等	8
繰延税金負債	7
総負債	100

(注) 銀行の不動産会社向け貸出は13兆元(総貸出238兆元の5.4%)



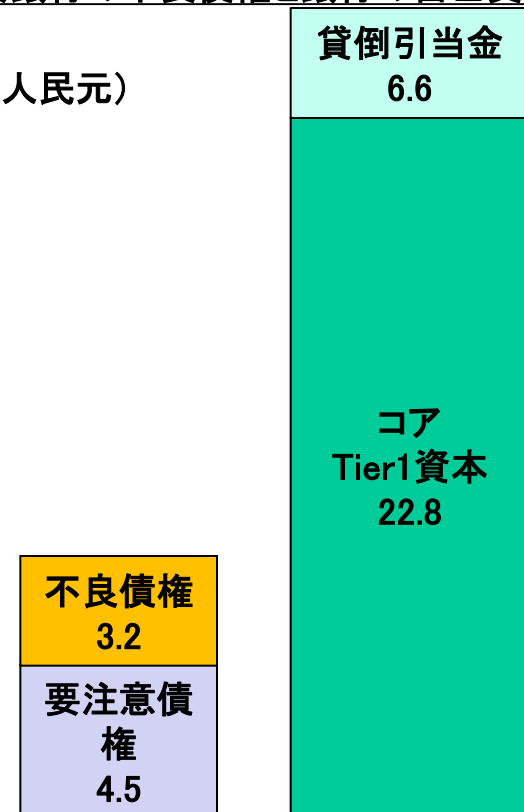
不動産会社・融資プラットフォームの経営状況と金融システムへの影響：不動産会社

- ◆ 中国の主要デベロッパーの保有資産の5割弱(資産比率ベース)を、資金繰り困難デベロッパーが保有。中国の主要デベロッパーの約3割(資産比率ベース)が、債務超過の状況(IMF試算)
- ◆ 主要商業銀行の不動産業向け貸出比率は5.4%、不良債権比率(全産業向け)も1.6%と低水準で銀行の自己資本を大きく下回っているため、現在のところ金融システム不安は生じていない状況。
- ◆ 但し、不動産は関連産業を含めると中国の国内総生産(GDP)の3割を占めることや、統計の信頼性、地価下落の逆資産効果なども勘案すると、景気や金融システムへの影響には今後も留意の要
 - ✓ 中国奥園集団は9月20日、中東の投資グループ、マルチ・ゴールド・グループが筆頭株主となると発表。デフォルトに陥った中国の主要不動産開発会社で外部投資家による救済が表面化したのは初めて



主要銀行の不良債権と銀行の自己資本

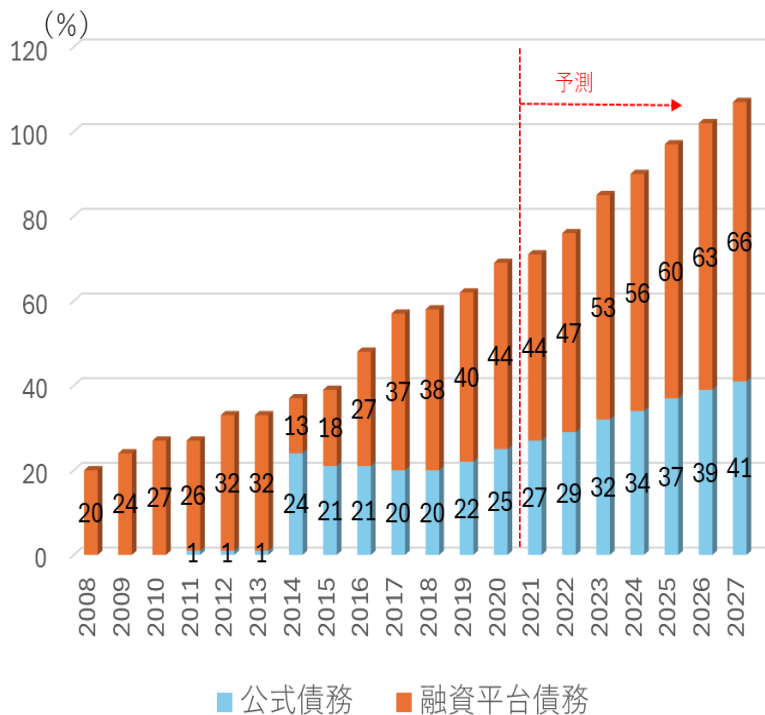
(単位:兆人民元)



不動産会社・融資平台の経営状況と金融システムへの影響：融資平台

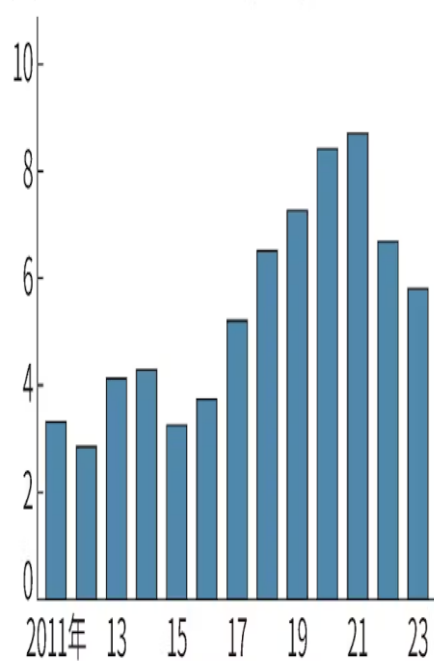
- ◆ 地方政府による地方債（特別地方借換債を含む）の発行が中央政府に認められた後も、**融資平台の債務は増加基調**であり、抜本的な対策が求められる状況に。
- ◆ 現在の供給過剰などによる住宅価格下落、在庫膨張だけでなく、将来の人口減少見込み、地価回復に対する懸念などから、**住宅の大幅な需要回復、土地使用権の売却収入増加は見込み薄**。
- ◆ ただし、中国政府の債務水準は、OECD平均を下回っているため、地方財政、融資平台に対する**中央政府による支援余地はあるもの**と考えられる。

中国の地方政府債務/GDP比率の推移



資料：IMF推計・予測に基づき作成

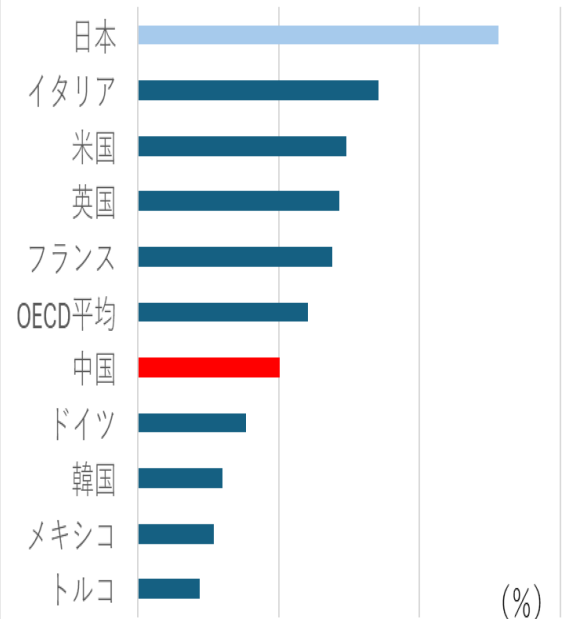
兆元 国有土地使用権の売却収入



(出所)中国財政省

出所：2024.7.15付日経新聞

各国政府債務/GDP比率（2021年末）



資料：IMF統計より作成

7.中国の不動産市場の動向 まとめ

- ◆ 主要商業銀行の**不動産業向け貸出比率は5.4%**と低く、銀行の内部留保も一定水準以上あるため、現在のところは不動産業向け貸出に起因する金融システム不安は生じていない状況。
- ◆ 但し、関連産業を含めると**不動産は中国の国内総生産(GDP)の3割**を占めるため、景気や金融システムへの影響には今後も留意の要。
- ◆ 住宅価格の下落(供給過剰、過剰在庫、購入者の不安などが要因)を背景に、**地方政府の財政悪化、融資平台の債務の増加**が進展。
- ◆ 2022年11月から24年10月にかけて、段階的に踏み込んだ金融緩和や財政政策、不動産市況の回復施策等が講じられてきたものの、マクロ経済、不動産市況への効果は、今のところ限定的。
- ◆ 今すぐに金融システム不安が生じる状況ではないが、不動産不況(それに伴う内需不振)や金融システムの維持、住宅購入者の被害の救済、政治的安定を図るためにも、**経済成長率を維持するためにも、中央政府が本格的な財政政策も含めた措置を講じることが必要な段階**に。

IV. 米国の不動産市場の動向

米国の不動産市場の動向①: 不動産市場、資金調達

- ◆ 米国不動産市場は、**金利上昇(引下げ開始)**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い、2024年も引き続き下落。**

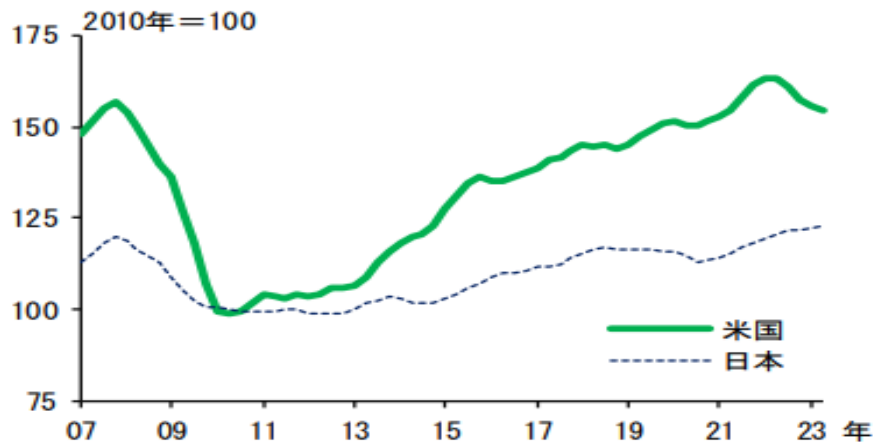
米国不動産の用途別下落率(2023年対前年比)

全体: ▲15%、オフィス: ▲25%、アパート: ▲21%、商業施設: ▲15%

- ◆ 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)するため、**償還資金捻出の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。

商業用不動産市場におけるディストレス残高は、2024年第3四半期に1,026億米ドルに上昇(前期比+43億ドル、9四半期連続)。オフィス物件の苦境は特に深刻。アパートセクターと小売セクターはディストレス解決が進展(MSCI Real Estate Newsletter: October 2024)

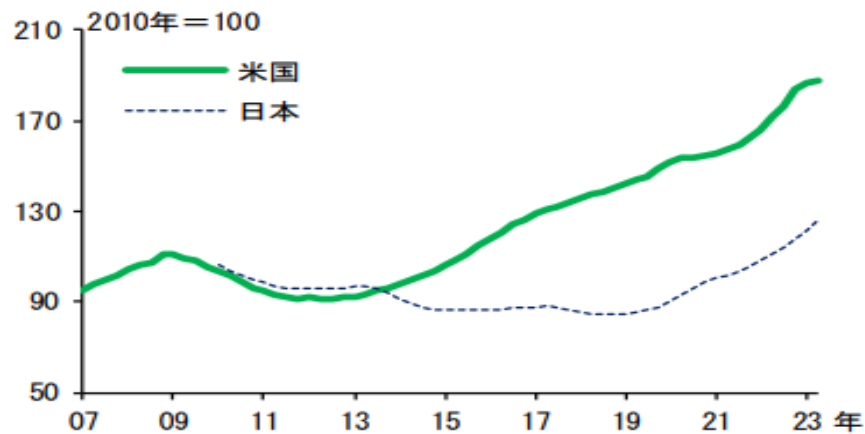
商業用不動産価格



(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)。

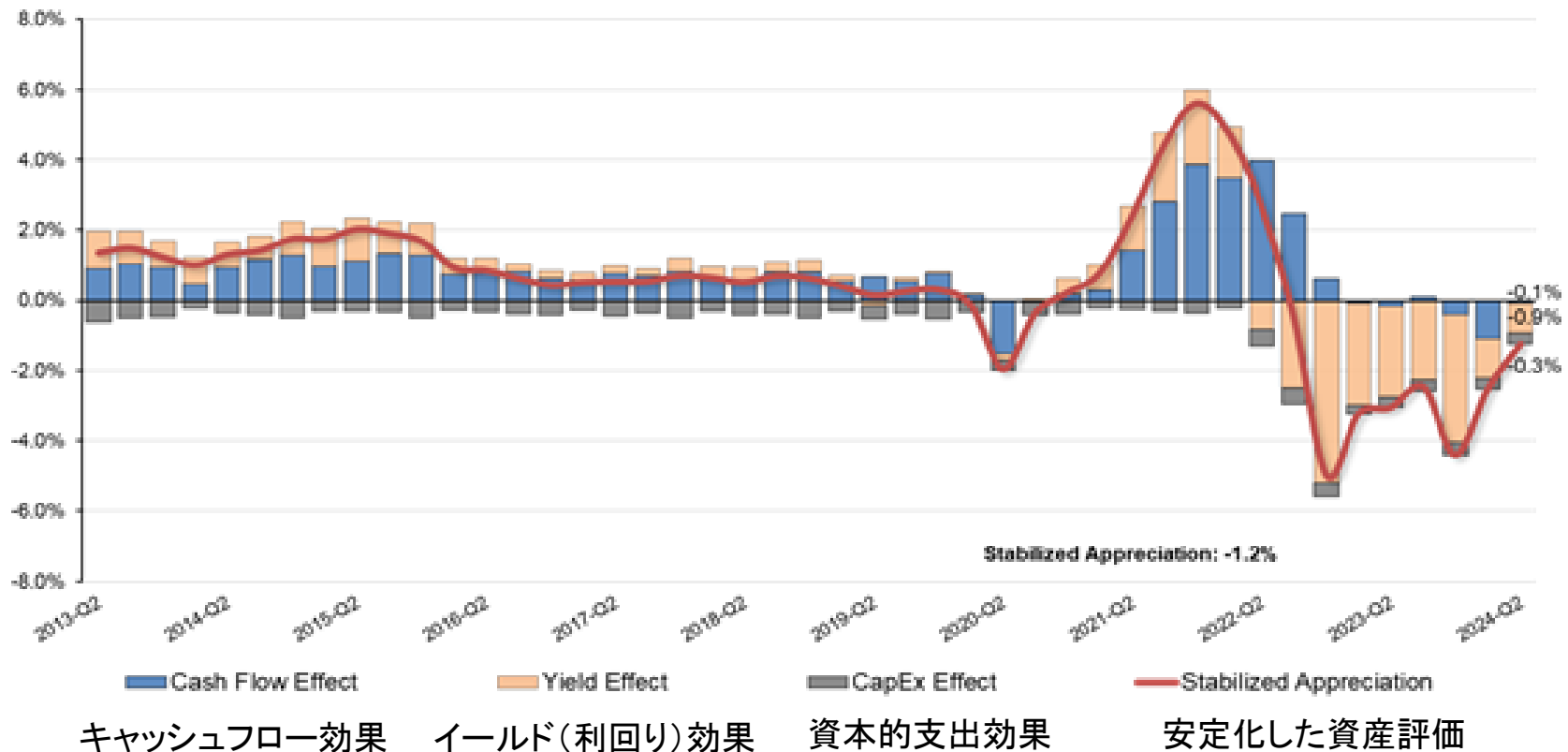
2. 直近は2023年6月。

(資料) FRB、日本銀行

米国の不動産市場の動向②: NCREIF ODCE インデックス

- ◆ ODCE 指数は 2024 年第 2 四半期に **7 四半期連続**でマイナスのリターン(▲-1.2%、全用途平均)を記録。ただし、価値の下落幅は鈍化の兆し。また、主要 4 セクターのうち**オフィスを除く3 セクター**の収益は、**プラス圏に転換**。
 - ・ **イールド(利回り)**: 2024年第1四半期よりも緩やかに上昇
 - ・ **キャッシュフロー**: 第1四半期に顕著な減少を経験後、横ばいで推移。
- ◆ FRBによる金利引き下げ効果などから、**サイクルの変曲点に達するかどうかをウォッチする必要**。

NCREIF ODCE (Open End Diversified Core Equity Index) インデックス(四半期収益)の推移

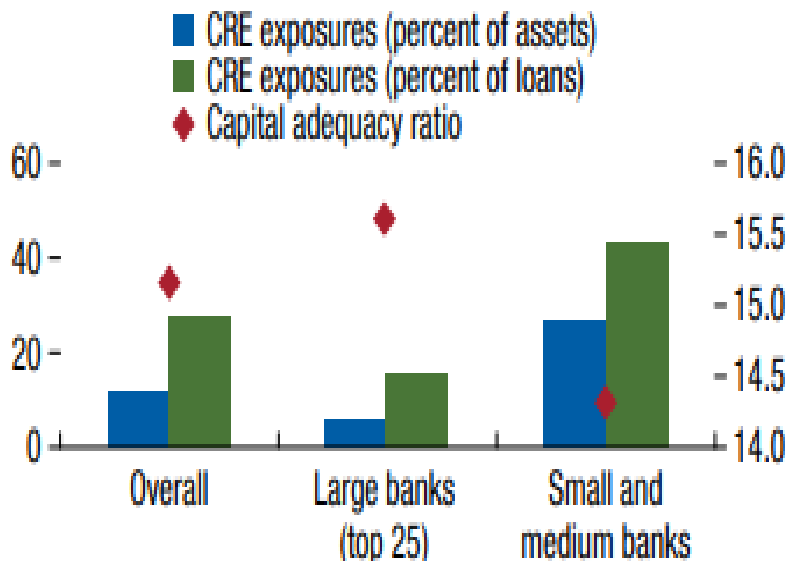


資料: NAREIT公表資料を一部改変

米国の不動産市場の動向③: 金融システムへの影響

- ◆ 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も、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。
- ◆ だが、世界金融危機などによる信用収縮が生じた場合は、不動産業向け投融资が拡大していることから、影響は甚大になる懸念。

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"> ・格付けに応じたリスク・ウェイトの算出 ・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)
投資単位の小規模化	<ul style="list-style-type: none"> ・投資集中リスクの排除
安全性向上	<ul style="list-style-type: none"> ・キャッシュ準備率の引上げ ・ローンのレバレッジ比率の低下
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

V. 地域特化型リートの可能性

今、地方創生に求められる不動産等投資市場の活用

経済社会環境の変化と地方創生

- 日本の経済社会構造の変革が求められている今は、地方創生の絶好の機会
- 宮城県、東北地方は、立地、経営資源等で更なる成長のポテンシャルを有する地域
- ファンド等によるリスク資金を活用したインフラ整備、産業基盤構築の活用余地大
 - DXの進化と活用(距離・時間の制約の縮小、地方にある資源の活用など)
 - 経済安全保障の観点からの地方分散の必要性(エネルギー、食料、IT、防衛など)
 - 新たなグローバル化(連携と分断)の中での工場・流通経路などの再構築
 - 国内外の投資資金の地方へ展開の進展



「地方創生10年の取組と今後の推進方向」(2024年6月 内閣官房、抜粋)

(1)東京圏への過度な一極集中への対応

➡ 地方移住、企業の地方移転、女性・若者にとって魅力的な地域づくり、中枢中核都市等におけるゲートウェイ機能の向上、分散型国づくり等との連携など

(4)地域資源を生かし、付加価値を高める産業・事業の創出

➡ 産業活性化と拠点施設等の一体的な整備による地域の稼ぐ力の向上、地域経済の内発的な活性化、海外製造業を含めた国内投資の促進に向けた関連インフラの整備

(5)地域における日常生活の持続可能性の低下などへの対応

➡ デジタルの活用や官民連携による日常生活に必要なインフラの強化

(9)地方創生の取組を加速化・深化するデジタル活用の更なる拡大

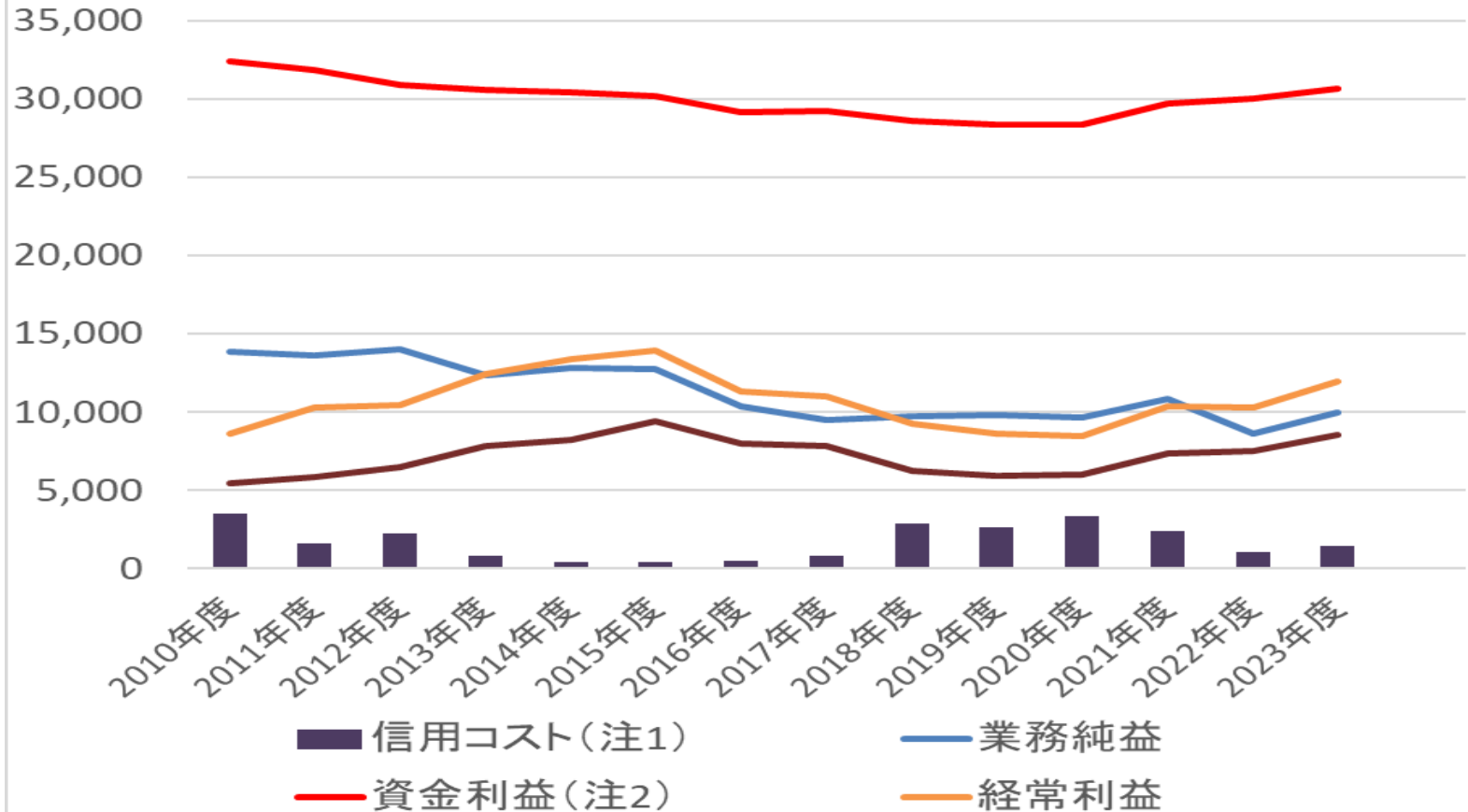
(10)地域・社会課題の解決に向けた規制・制度改革

➡ 国家戦略特区の取組の推進と成果の全国展開、地理的に離れた自治体が連携して共通の課題に取り組む「連携“絆”特区」の推進など

金融環境の変化

地方銀行全体の損益の推移

(単位: 億円)



(注1) 信用コスト = 一般貸倒引当金繰入額 + 不良債権処理額② + 貸倒引当金戻入益 + 償却債権取立益

(注2) 資金利益 = 資金運用収益(貸出金利息 + 有価証券利息・配当金) - 資金調達

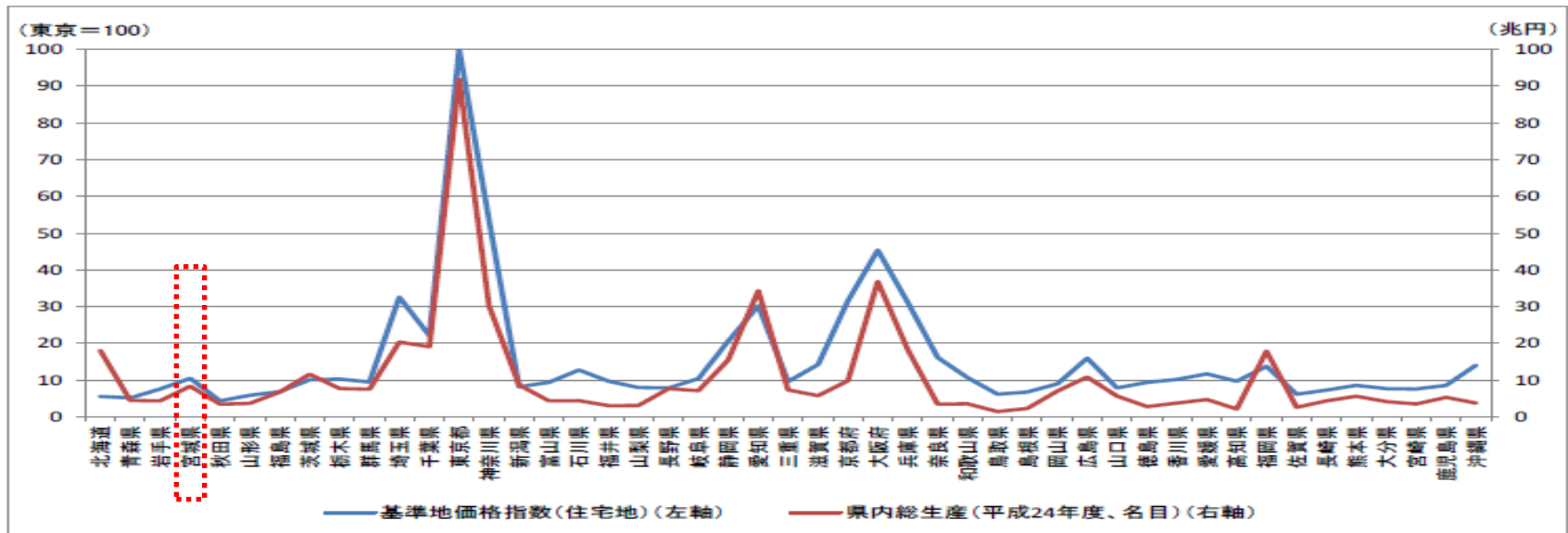
出所: 全国地方銀行協会資料より作成

土地の資産額と経済活動(県内総生産)

- ◆ 各県の**基準地価(住宅)**と**県内総生産**には**相関関係**があり、**経済活動規模**が大きい地域の**地価**は高い傾向にある(*1)。また、各県の**土地資産額**と**県内総生産**にも強い**相関関係**がある(*2)。
 - ⇒各地域の土地の資産額と経済活動の規模(県内総生産)には、「地域の経済規模の拡大⇒土地の資産額の増加⇒地域の経済規模の拡大⇒土地の資産額の増加・・・」といった因果関係が推測される。
 - ⇒土地の有効活用などによる**経済活動の活性化(規模の拡大)**は、**土地の資産額の増加**や**資産効果(家計、企業)**を通じて、**地域の活性化に資するもの**と考えられる。この際の「土地資産額の増加」はバブルではなく、その土地の生み出す**収益(キャッシュフロー)**の増加による「**バリューアップ(付加価値の向上)**」であり、その効果は地域住民や企業が享受可能。
 - ⇒そのためには、**地域内資金だけでなく、国内外からのリスクマネーを活用**することも重要

*1.土地総合研究所「基準地価と県内総生産との関係について」(2015年10月2日)、*2.同左「土地の資産額と県内総生産等の関係について」(2014年11月28日)

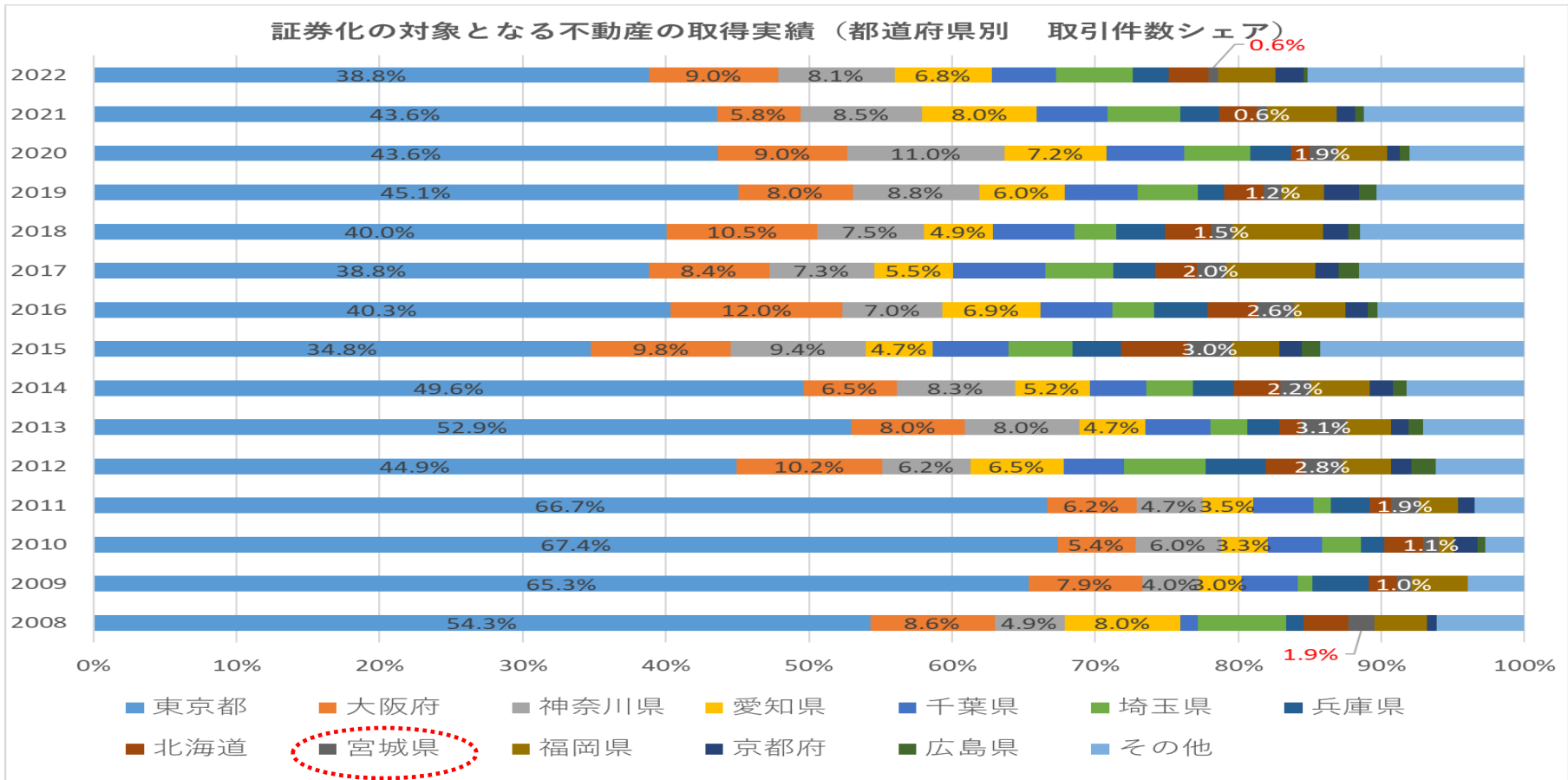
基準地価(指数化)と県内総生産との関係



出所:土地総合研究所「基準地価と県内総生産との関係について」(2015年10月2日)より抜粋

地方に拡大する不動産投資

- ◆ 東京を中心とする大都市圏への集中傾向は続くが、投資市場の透明化(情報整備)により、**リスク・リターンが明確化**する中で、最近では**投資地域の多様化、地方への投資拡大**が続く。
- ◆ 一般に不動産市場が活発化するとき、リターンを求めて東京圏以外の大都市圏や地方への投資が増加する傾向。
- ◆ 一方、**投資対象物件の収益力(ポテンシャルを含む)や地域特性による格差が拡大**



東北・北海道地域における不動産ファンドの投資状況

- ◆ 東北・北海道は地域の経済規模を勘案すれば、本来はJ-REITの投資資金がさらに流入しても然るべき地域。
- ◆ J-REITの投資対象には、オフィスビルや住宅だけでなく、地方での開発が期待される物流施設、ホテル、ヘルスケア施設、インフラなども含まれる。

『J-REIT 保有不動産の用途別比率』2024.03 現在

用途	オフィス	商業	住宅	物流	ホテル	ヘルスケア	その他
金額(兆円)	8.87	3.49	3.42	4.78	1.90	0.34	0.30
比率(%)	38.4	15.1	14.8	20.7	8.2	1.5	1.3

『J-REIT保有不動産の所在地別比率』2024.03 現在

所在地	都心 5区	東京 23区	関東	近畿	中部 北陸	九州 沖縄	東北 北海道	中国 四国
金額(兆円)	6.86	3.57	5.61	3.57	1.18	1.16	0.74	0.33
比率(%)	29.8	15.5	24.3	15.5	5.1	5.0	3.2	1.4

《地方都市における不動産投資の実績》

●地方では、不動産証券化のノウハウを持った人材が限られていること、大都市圏と比較して事業規模が小さくなり、収益性の確保が困難なこと等から、不動産証券化手法の活用が十分でない。
(近年、地方での不動産証券化実績は増えつつあるが、仙台・札幌・広島・福岡が中心)

出所：仙台アセットマネジメント研究会資料より抜粋

東北・北海道における県民総生産

(単位：兆円)		
日本の順位	都道府県	県民総生産 (2022年)
8位	北海道	20.5
14位	宮城県	9.8
20位	福島県	8.0
29位	岩手県	4.8
33位	青森県	4.5
35位	山形県	4.3
41位	秋田県	3.6
東北・計		35.2
東北・北海道 合計		55.6
県民総生産・全国比		9.6%

東北・北海道におけるJ-REIT投資額

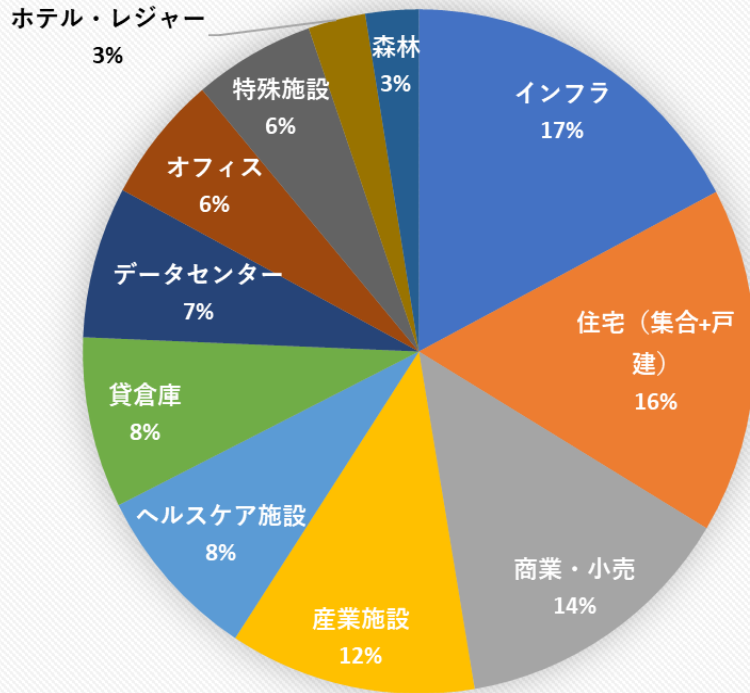
J-REIT投資額 (兆円)	0.7
J-REIT投資額)	3.2%

資料：公表資料を基に作成

J-REITの投資先は多様化の方向

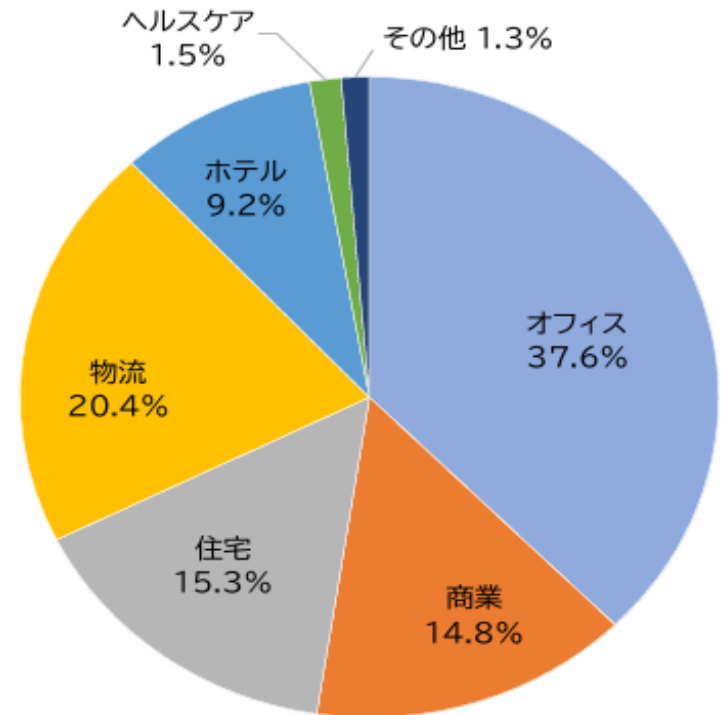
◆ Jリートは、米国との比較では、**インフラ、データセンター、ヘルスケア施設、森林**などへの投資比率が低い状況。

US-REIT（時価総額132.8兆円）



（2022年9月末）

J-REIT保有物件の用途別比率
（2024年9月末時点。合計23.4兆円）



出所:ARES J-REIT Databook 注:取得価格ベース

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または私募リートで地方リートを創設。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、地方創生への貢献も重視。札幌、広島、福岡では設立済。

地方特化型（創生）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	2005/6/21（東証、福証）	2016/7/29（東証）	2021/6/22（東証）	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	鷲森 直人	濱野 恭義
資本金（百万円）				150	
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% 西日本鉄道5% 西部ガスホールディングス5% 九電工5%、 九州旅客鉄道5% 日本政策投資銀行5%、	株式会社マリモホールディングス100% （広島デベロッパ）	ヨシコン㈱55%（静岡デベロッパ） 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・沖縄県 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）東海道周辺地域（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 （億円）	商業53.0%、オフィスビル33.0%、 その他14.0%	レジデンス33.6%、商業施設 44.9% ホテル9.3%、オフィス7.7% 物流施設4.6%	産業インフラセット44.5% （物流施設、オフィスなど） 生活インフラセット55.5% （賃貸住宅、商業施設底地など） 「産業地域」の本命アセット工場底地	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）	2,207 2024/8末 平均鑑定NO1利回り5.34% スポンサーからの取得38.5%	619 2024/6末 平均鑑定NO1利回り 6.2% スポンサーからの取得59.5%	530 2024/7末 平均鑑定NO1利回り 5.4%	NA	2023年からの3年間で300億円程度
代表的投資物件	チャンネルシティ博多（32,000） チャンネルシティ博多・B（21,060） パークプレイス大分（19,610） チャンネルシティ・ビジネスセンタービル 呉服町ビジネスセンター（11,200） 35物件	アルティザ仙台花京院（2,730） MRRC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） 60物件	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 22物件	NA	
借入金（億円）	963 長期比率100%、固定比率90.9% LTV44.8%	278 長期比率100%、固定比率14.2% LTV48.7%	273 長期比率89.7%、固定比率20.5% LTV46.9%	NA	
時価総額（2024年11月1日）	1,245	307	298	NA	

地方創生のためのファンドの活用

- ◆ **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、地域のインフラを整備
 - ・ 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
- ◆ **一定の実績・信用力を有するデベロッパーの関与**
 - ・ 街づくり、都市再生の実績、ノウハウ
 - ・ ファンドへの物件供給のパイプライン
 - ・ 地域内外のデベロッパーとの連携、合併での資産運用会社の設立などの検討も
- ◆ **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、人材の育成**
 - ・ 人材の交流、ノウハウ共有が地域にイノベーションを引き起こす。

幅広い選択が可能な時代。ファンド創設意義の明確化、運用会社の枠組み(出資構成、役員など)の工夫、投資方針の確立と柔軟な修正、設立当初の基幹物件の確保、地元官民の協力体制の構築などが重要

	選択肢	留意事項
ファンド形態	J-REIT(上場REIT)、私募REIT、私募ファンド	投資家層、将来の成長などの観点
運用会社	デベ(地元、大手)、共同出資(地元財界)、ゼネコン、鉄道会社、資産効率向上	出資比率、ノウハウ、人材、投資規模
投資家層	私募(地元、大手企業、機関投資家)、公募、(個人)	私募REITへの需要が増加
投資対象(用途)	オフィスビル、住宅、商業施設、ホテルなど(運用会社が強い分野)、公的物件	将来的には、工場、農地などの新規分野の開拓も
投資対象(地域)	宮城県、東北(みちのく)中心 北海道? 北陸?	投資規模(成長性)、NOI利回り 物件パイプライン など

不動産証券化は平成バブル崩壊後に起きたイノベーション

90年代後半から、わずか25年間で50兆円を超える市場に成長

イノベーション (シュムペーターによる分類)	不動産証券化の特性
イ) 新しい生産物または生産物の新しい品質の創出と実現	不動産を原資産とする新たな金融商品を創出。
ロ) 新しい生産方法の導入	証券化商品を組成するために、新たなストラクチャー（仕組み）を活用。
ハ) 産業の新しい組織の創出	不動産ファンドなどの新たな組織が、不動産の売買主体として 登場
ニ) 新しい販売市場の開拓	従来は不動産に投資していなかった機関投資家や個人が証券化商品に投資
ホ) 新しい買い付け先の開拓	不動産証券化を通じて、多くの企業や公的主体などが不動産を流動化。

イノベーションの重要な要素: 人材とオープン・イノベーション

＜市場で起きたこと＞

創設期: 企業の生き残り戦略として不動産証券化への注力

- ・自社保有不動産の売却(オフバランス)による資金化
- ・ファンド組成による新たな収益機会の確保、ビジネス機会の拡大

成長期: 市場成長の確信、多様なビジネスチャンスの拡大

- ・市場規模そのものの拡大
- ・新たな投資対象・手法の連続的開発

オープン・イノベーション(日本型)
(ノウハウの相互提供、リーダー人材の育成)
経営層のリーダーシップと理解が前提

＜市場関係者の意識＞

多くの企業・担当者の高い使命感、モチベーション ⇒ Project X

- ・一人一人の地道な努力、積み重ね
- ・重い責任と成功したときの達成感

市場創造に参画している充実感と高揚感。 ⇒ 坂の上の雲

- ・更なる市場成長に向けた企業間の連携・共同PJの増加
- ・企業を超えた同志としての連帯感

不動産証券化は連続イノベーションで成長、成長の中核となるのが人材



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

順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2024年(令和6年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(964万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(377万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(277万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(233万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(197万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	福岡(164万人)
7	広島(8.2万人)	長崎(18万人)	北九州(104万人)	川崎(155万人)
8	神戸(8.0万人)	広島(16万人)	札幌(101万人)	神戸(150万人)
9	仙台(6.2万人)	函館(14万人)	川崎(97万人)	京都(144万人)
10	徳島(5.7万人)	呉(13万人)	福岡(85万人)	さいたま(134万人)
11	和歌山(5.5万人)	金沢(13万人)	堺(59万人)、	広島(119万人)
12	富山(5.4万人)	仙台(12万人)	尼崎(55万人)	仙台(110万人)
13	函館(4.5万人)	小樽(11万人)	仙台(55万人)、	千葉(98万人)
14	鹿児島(4.5万人)	鹿児島(10.3万人)	広島(54万人)	北九州(92万人)
15	熊本(4.4万人)	札幌(10.2万人)	東大坂(50万人)	堺(81万人)
16	堺(4.4万人)	福岡(9.5万)	千葉(48万人)	浜松(78万人)
17	福岡(4.3万人)	岡山(9.5万人)	熊本(44万人)	新潟(77万人)
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(73万人)
20	高松(3.8万人)	佐世保(9.0万人)	静岡(42万人)	岡山(72万人)

- ・ 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。