

[特集]不動産市場とまちづくり

わが国の不動産投資市場規模

株式会社価値総合研究所 パブリックコンサルティング第三事業部 主任研究員 室 剛朗
株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 吉田 資

はじめに

日本の不動産投資市場は、2001年9月のJ-REIT市場の開設以降、拡大が続いている。REIT等の資産総額は、0.4兆円（2002年3月時点）から26.6兆円（2020年3月時点）に拡大しており、政府の「未来投資戦略」における数値目標の30兆円に迫っている（図表1）。また、私募ファンドの市場規模も、10.2兆円（2007年6月時点）から21.1兆円（2020年6月時点）に拡大した。

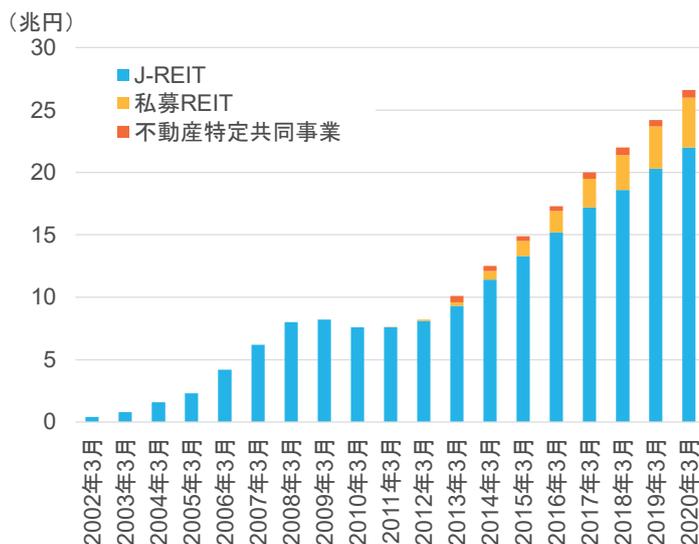
国土交通省「令和元年度不動産投資家アンケート調査」によれば、「現在投資している不動産商品等の用途」は、「オフィスビル」（19.3%）が最も多く、次いで「商業施設」（16.7%）、「ホテル・旅館」（13.5%）、「賃貸住宅」（13.3%）、「物流施設」（13.3%）となっている（図表2）。投資対象資産は、当初オフィスビルを中心としていたが、現在は裾野が広がり多岐に渡っている。

また、J-REITの取得物件の状況を見ると、2010年以降、地方都市の割合が増加傾向にあり、近年では2~3割を占めており、投資対象エリアについても広がりを見せている。

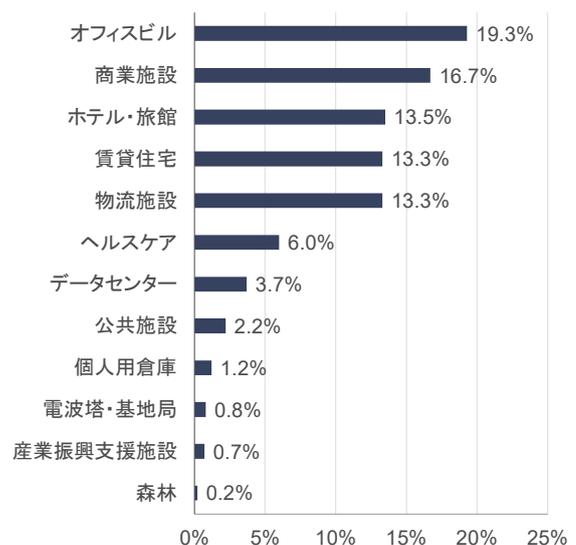
このように、日本の不動産投資市場は、J-REIT市場の開設以降、拡大が続いており、投資対象資産・投資対象エリアの多様化も進展している。不動産投資市場の将来を見通すにあたり、投資対象となる「収益不動産」の資産総額について把握することは重要な視点であり、また、その内訳を「用途別」や「エリア別」に把握することは、政策立案や投資判断には極めて有用な情報となると考えられる。そこで、株式会社価値総合研究所と株式会社ニッセイ基礎研究所は、共同でわが国の不動産投資市場規模に関する調査を実施した。

本稿では、まず、「収益不動産」の資産規模を、「用途別」（「オフィス」・「賃貸住宅」・「商業施設」・「物流施設」・「ホテル・旅館」）に、そして、「エリア別」に推計する。次に、推計した「収益不動産」の資産規模と、J-REIT等の既に証券化された不動産の資産規模を比較することで、今後の不動産投資市場の拡大可能性を考えたい。

図表1 REIT等の資産総額



図表2 投資している不動産商品等の用途



出典：図表1、図表2 いずれも国土交通省公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

「収益不動産」の資産規模の推計方法

「収益不動産の定義」

本稿では、事業者や個人に物件を賃貸することで、賃料収入を獲得できる不動産（以下、「収益不動産」）を調査対象とする。ただし、「オフィス」、「商業施設」、「物流施設」、「ホテル・旅館」では、企業における不動産の利用形態がオフバランス化の進展に伴い「自社所有」から「賃貸借」に移行する動きがある。現時点で「自社所有」の不動産であっても、将来、賃貸されることで「収益不動産」になり得ることから、現時点の所有形態の如何を問わず、一定の規模以上の不動産を「収益不動産」と定義した。

また、「収益不動産」の内訳を詳細に把握するため、（１）「収益不動産」、（２）「投資適格不動産」、（３）「コア投資不動産」に分類し推計する（図表3）。

（１）「収益不動産」は、一定水準以上の面積基準(例:オフィスは延床面積1,000㎡以上)や、築年基準(例:住宅は1981年の着工以降)を満たす不動産を対象とする。

（２）「投資適格不動産」は、機関投資家の投資意欲が特に強いスペック（面積基準や築年基準、等）や立地要件を満たす不動産を対象とする。

（３）「コア投資不動産」は、最大の投資対象アセットであるハイクラスの「オフィス」に焦点を当て、主要政令指定都市に立地する大規模ビルを対象に推計する。

図表3 「収益不動産」の定義（用途別）

		収益不動産	投資適格不動産	コア投資不動産
オフィス	着工年	1971年以降	1971年以降	1981年以降
	規模	延床面積1,000㎡以上	延床面積2,000㎡以上	延床面積5,000㎡以上
	エリア	全国(都道府県)	東京特別区部＋主要政令指定都市(札幌市・仙台市・東京23区・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)	東京特別区部＋主要政令指定都市(札幌市・仙台市・東京23区・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)
賃貸住宅	着工年	1981年以降	2001年以降	-
	規模	全面面積帯・非木造	全面積帯・非木造	
	エリア	全国(都道府県)	東京特別区部＋主要政令指定都市(札幌市・仙台市・東京23区・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)	
商業施設	着工年	現存するもの全て	現存するもの全て	-
	規模	店舗面積1,000㎡以上	店舗面積5,000㎡以上	
	エリア	全国(都道府県)	全国(都道府県)	
物流施設	着工年	1981年以降	2001年以降	-
	規模	延床面積2,000㎡以上	延床面積5,000㎡以上	
	エリア	全国(都道府県)	主要な物流エリアが所在する都道府県(北海道、宮城県、茨城県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、静岡県、愛知県、三重県、岐阜県、滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、岡山県、広島県、福岡県、佐賀県)	
ホテル・旅館	着工年	現存するもの全て	現存するもの全て	-
	規模	全客室数	全客室数	
	エリア	全国(都道府県)	政令指定都市および中核都市	

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

先行研究

「収益不動産」資産規模の推計方法として、主に「トップダウン・アプローチ」と「ボトムアップ・アプローチ」による方法がある。

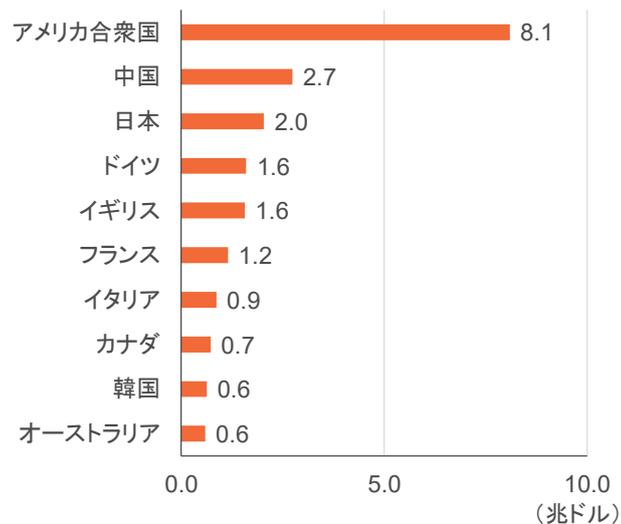
(1) 「トップダウン・アプローチ」による推計

「トップダウン・アプローチ」は、GDPと不動産ストックには強い相関関係があるという仮定に基づき、GDPに占める「収益不動産」の割合を設定して資産規模を推計する手法である。「トップダウン・アプローチ」の事例として、「PGIM Real Estate」による推計が挙げられる。「PGIM Real Estate」の推計対象は、機関投資家を対象にした投資用不動産（「institutional-grade real estate」）と定義されている。「institutional-grade real estate」に関して、詳細内容は公表されていないが、投資適格性の高い不動産のストック量を示すものと考えられる。

「PGIM Real Estate」の推計では、まず、世界各国を「国民一人あたりのGDP」を選別基準として、「先進国」と「先進国以外の国」に分ける。次に、「先進国」を対象に、GDPに占める投資用不動産の割合を45%と仮定した上で、「投資不動産」の資産規模を計算している。

世界の「投資用不動産」の資産規模は、2016年末時点で約27兆ドルと推計されている。日本の資産規模は、アメリカ（約8.1兆ドル）、中国（約2.7兆ドル）に次いで大きい約2兆ドル（約224兆円）で、世界の「投資用不動産」の7.4%を占める（図表4）。

図表4 世界の「収益不動産」の資産規模（上位10位）



出典：PGIM Real Estate 「A Bird's Eye View of Real Estate Markets: 2017 Update」をもとにニッセイ基礎研究所作成

(2) 「ボトムアップ・アプローチ」による推計

「ボトムアップ・アプローチ」は、個別不動産の積算により、市場規模を推計する手法である。「ボトムアップ・アプローチ」の事例として、一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」が挙げられる。

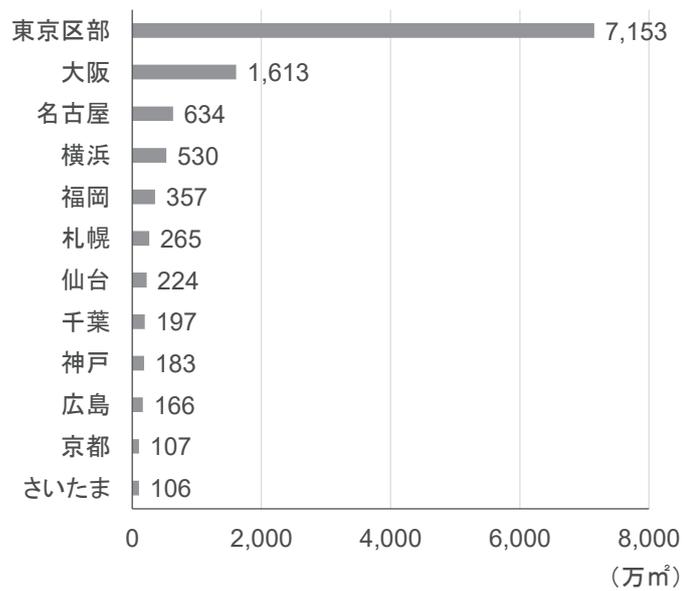
「全国オフィスビル調査」では、全国87都市に立地する延床面積3,000㎡のオフィスビルを推計対象としている。具体的には、調査対象地域の住宅地図をもとに建物を抽出して、建物登記簿を取得し、建物用途・延床面積の条件判定を行い、条件を満たすオフィスビルを毎年1月1日時点で集計している。建物登記簿がない建物については、他で代用できる資料がある場合はその内容を付加している。

「全国オフィスビル調査」によれば、全国のオフィスビルストックは、2020年1月時点で1億3,021万㎡（10,586棟）となっている。都市別にみると、「東京区部」が7,153万㎡（全国の55%）と最も大きく、次いで「大阪」が1,613万㎡（同12%）、「名古屋」が634万㎡となった。三大都市に全国のオフィスストックの72%が集積している（図表5）。

先行調査のレビューを踏まえ、本調査では、「用途別」や「エリア別」の推計を行う目的から、「ボトムアップ・アプロー

チ」を採用した。ただし、「建物登記簿」等を調べる個別不動産の積算ではなく「建築着工統計」等を利用することで、調査の継続性並びに再現性の担保を図ることとした。

図表5 全国のオフィスビルストック



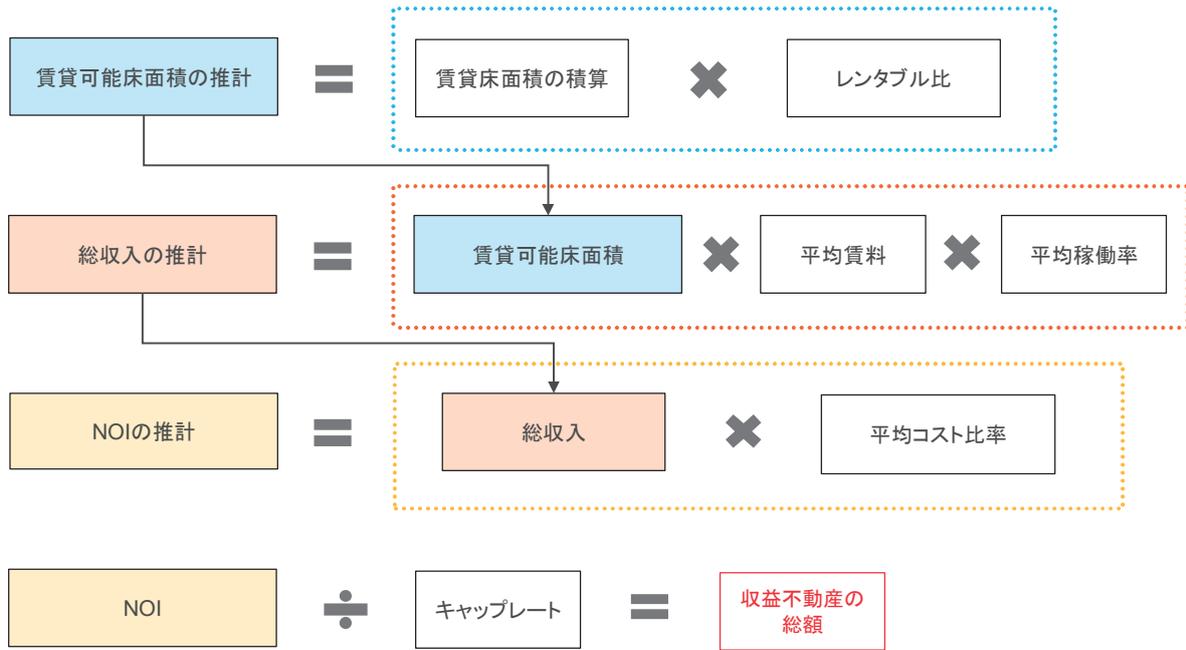
出典：一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

推計方法

「収益不動産」の資産規模を、図表6に示した手順で、収益還元法に基づく「ボトムアップ・アプローチ」による推計方法を行う（図表6）。

まず、「着工床面積の積算」と「レントラブル比」のデータをもとに「賃貸可能床面積」を推計する。次に、推計した「賃貸可能床面積」と、「平均賃料」や「平均稼働率」のデータをもとに、「総収入の推計」を行う。3段階目として、推計した「総収入」と、「平均コスト比率」をもとに、「NOI」を推計する。最後に、推計した「NOI」を「キャップレート」で除して、「収益不動産の総額」を求める。各用途の詳細な推計方法は図表7に示した。

図表6 推計手順



出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

図表7 用途別推計方法

	推計方法
オフィス	<ul style="list-style-type: none"> ・竣工年が2018年以前の物件は、国土交通省「法人土地・建物基本調査」、2018年以降の物件は国土交通省「建築着工統計調査」に基づき、「ストック量」(延床面積ベース)を算出 ・J-REITデータに基づくレントラブル比を乗じて、「ストック量」(賃貸可能床面積ベース)を算出。 ・上記のストック量に賃料単価(共益費込み)と稼働率を乗じて、「総収入」を算出。 ・「総収入」にJ-REITデータに基づくコスト比率を乗じ、NOI (Net Operating Income)を算出し、キャップレートで除すことで「資産規模」を推計。
賃貸住宅	<ul style="list-style-type: none"> ・竣工年が2018年以前の物件は、総務省「住宅・土地統計調査」、2018年以降の物件は国土交通省「建築着工統計調査」に基づき、「賃貸マンション」の住戸数を積算して「ストック量」を算出。 ・不動産流通機構(REINS)と総務省「小売物価統計調査」に基づく賃料と、J-REITデータに基づく稼働率を乗じて「総収入」を算出。 ・「総収入」にJ-REITデータに基づくコスト比率を乗じ、NOIを算出し、キャップレートで除すことで「資産規模」を推計。
商業施設	<ul style="list-style-type: none"> ・公表資料等に基づき、大型小売店の店舗面積を積算し、賃料単価を乗じ、「総収入」を算出。 ・「総収入」にJ-REITデータに基づくコスト比率を乗じ、NOIを算出し、キャップレートで除すことで「資産規模」推計。
物流施設	<ul style="list-style-type: none"> ・竣工年が2018年以前の物件は、国土交通省「法人土地・建物基本調査」、2018年以降の物件は国土交通省「建築着工統計調査」に基づき、「ストック量」(延床面積ベース)を算出 ・上記のストック量に賃料単価(共益費込み)と稼働率を乗じて、「総収入」を算出。 ・「総収入」にJ-REITデータに基づくコスト比率を乗じ、NOIを算出し、キャップレートで除すことで「資産規模」を推計。
ホテル・旅館	<ul style="list-style-type: none"> ・ホテル・旅館の「客室数」に「客室単価・稼働率」を乗じて、「年間の客室総売上」を算出。客室以外の売上げである「料飲・宴会等の売上」を加え、「総売上高」を算出。 ・「総売上高」にGOP比率を乗じ、備品等更新費用やホテル会社の利益を差し引き、「支払い可能賃料」を算出。 ・「支払い可能賃料」にJ-REIT公表データに基づくコスト比率を乗じ、NOIを算出し、キャップレートで除すことで「資産規模」を推計。

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

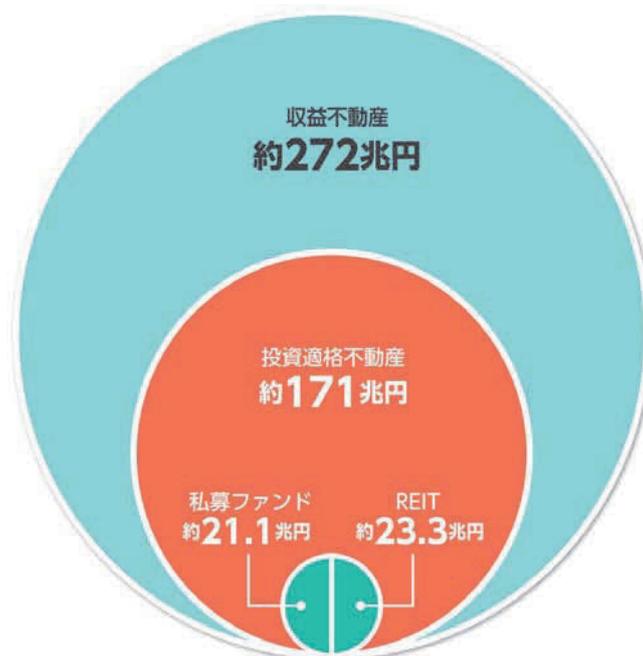
「収益不動産」資産規模の推計結果

概要

本調査では、「収益不動産」の資産規模は約272.3兆円、「投資適格不動産」の資産規模は約171.3兆円と推計された。J-REITの資産総額は約23.3兆円（2020年12月）、不動産私募ファンドの市場規模は21.1兆円（2020年6月時点）で、既に証券化された不動産の市場規模は、約44.4兆円である。これに基づけば、「収益不動産272兆円」の16%、「投資適格不動産171兆円」の26%が既に証券化されていることになる。（図表8）。

先行研究によれば、米国の証券化率（投資不動産に占める証券化不動産）は42%である。日本では2001年のJ-REIT開設以降、不動産と金融の融合は着実に進んでいるが、「収益不動産」の証券化という観点でみると、米国と比べてまだ拡大余地はある。

図表8 「収益不動産」の市場規模



出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

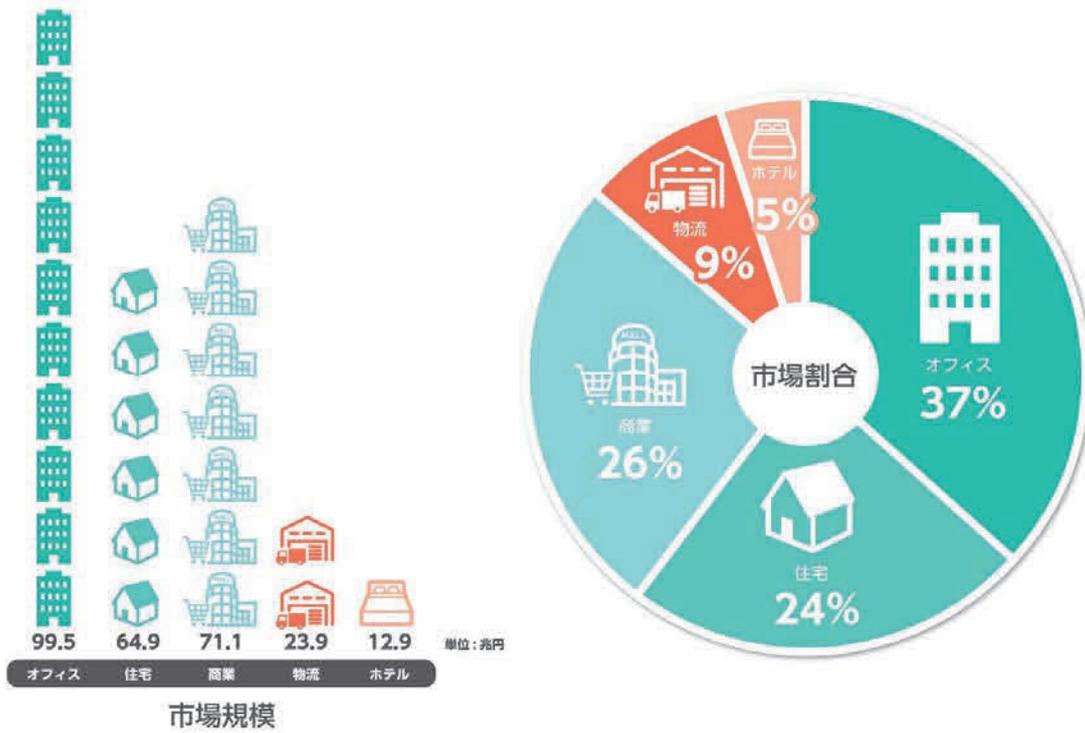
「用途別」資産規模

「収益不動産272兆円」を用途別にみると、「オフィス」が約99.5兆円（占有率37%）と最も大きく、次いで「商業施設」が約71.1兆円（26%）、「賃貸住宅」が約64.9兆円（24%）、「物流施設」が約23.9兆円（9%）、「ホテル」が約12.9兆円（5%）と推計された（図表9）。

J-REITの資産総額（用途別）は、「オフィス」が約9.1兆円と最も大きく、次いで「物流施設」が約3.7兆円、「賃貸住宅」が約3.4兆円、「商業施設」が約3.4兆円、「ホテル」が約1.8兆円である。

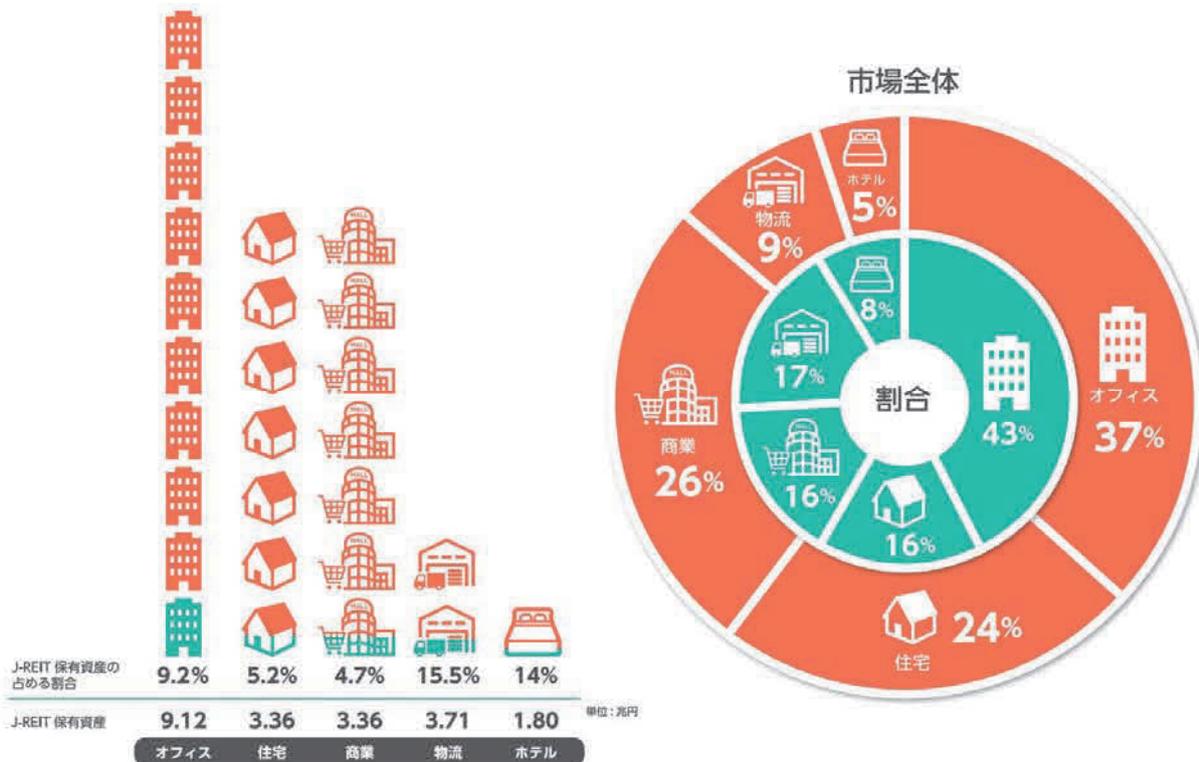
「収益不動産272兆円」におけるJ-REITの保有比率は、「物流施設」が15.5%と最も大きく、次いで「ホテル」が14.0%、「オフィス」が9.2%、「賃貸住宅」が5.2%、「商業施設」が4.7%となった（図表10）。

図表9 用途別「収益不動産」の市場規模



出典: 価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

図表10 J-REIT保有資産との比較



出典: 価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

オフィスの資産規模の推計結果

概要

オフィスの「収益不動産ストック」を把握するため、

- (1) 一定水準以上の面積基準や築年基準を満たす「収益不動産」
- (2) 機関投資家の投資意欲が特に強いスペックや立地要件を満たす「投資適格不動産」
- (3) 主要政令指定都市に立地するハイクラスオフィスである「コア投資不動産」

の3カテゴリーに分類し、推計を行った（図表11）。

図表11 「収益不動産」の定義（オフィス）

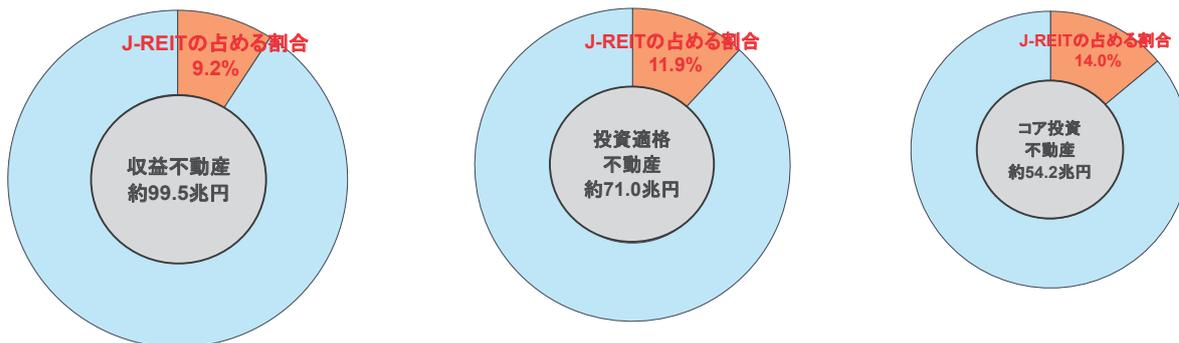
	収益不動産	投資適格不動産	コア投資不動産
着工年	1971年以降	1971年以降	1981年以降
規模	延床面積1,000㎡以上	延床面積2,000㎡以上	延床面積5,000㎡以上
エリア	全国(都道府県)	東京特別区部＋主要政令指定都市(札幌市・仙台市・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)	東京特別区部＋主要政令指定都市(札幌市・仙台市・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

まず、オフィスの資産規模は、「収益不動産」で約99.5兆円、「投資適格不動産」で約71.0兆円、「コア投資不動産」で約54.2兆円と推計された（図表12）。

不動産投資市場の将来を見通す上で、「不動産証券化」の視点は重要である。そこで、各カテゴリーにおけるJ-REITの保有比率を確認すると、「収益不動産」で9.2%、「投資適格不動産」で11.9%、「コア投資不動産」で14.0%となった。先行研究によれば、米国REITの投資不動産に占める割合は31%である。わが国では2001年9月の開設以降、J-REIT市場は順調に拡大しているが、米国と比べて保有比率はまだ低く、成長余地は十分にあると言える。

図表12 オフィスの「収益不動産ストック」とJ-REITの占率



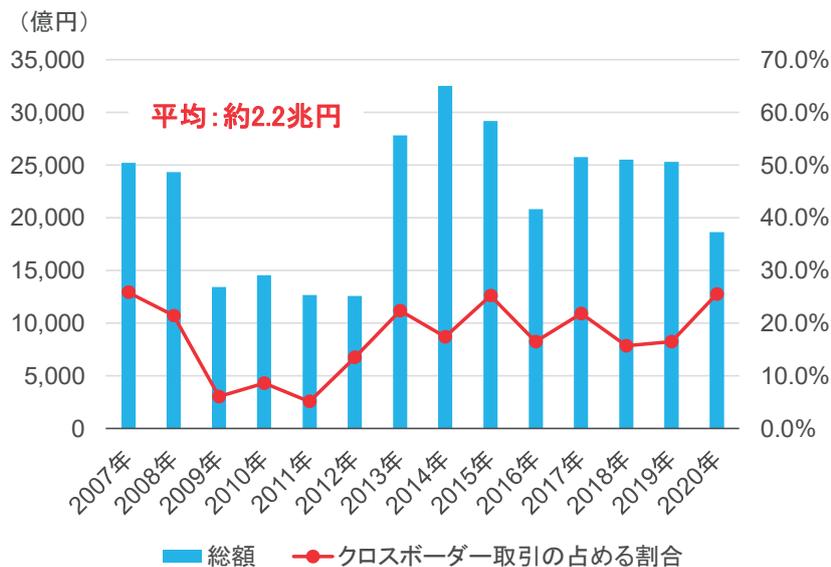
出典：J-REIT各社の公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

次に、オフィスの「収益不動産ストック」に対する年間の取引量（以下、市場回転率）を確認する。

Real Capital Analytics(以下、RCA)によれば、オフィスの年間取引額は、ファンドバブルと言われ活況を呈した2007年と2008年には約2.5兆円に達した。その後、リーマンショックや東日本大震災等の影響により取引額は低迷したが、2013年にスタートしたアベノミクス以降、国内外の投資資金が流入し取引額は大きく回復した。そして、2020年はコロナ禍を受けて投資家の様子見姿勢が強まったこと等から、約1.9兆円（前年比▲26%）に減少した（図表13）。

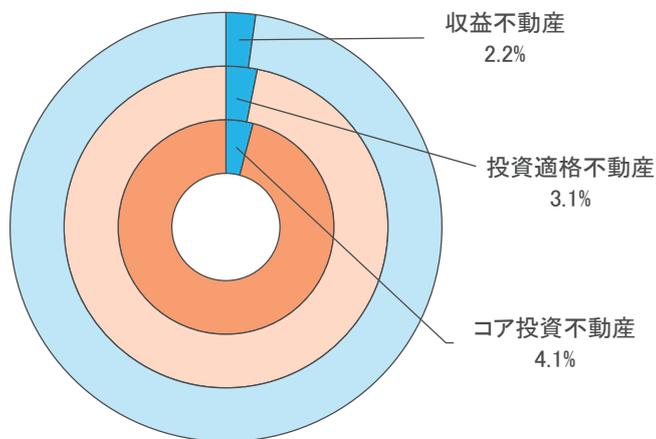
また、取引額に占めるクロスボーダー取引（外国資本による取引）の割合は、これまで10～20%で推移していたが、2020年は26%に上昇した。日本は、欧米の主要都市と比較して新型コロナウイルス感染者が相対的に少なく、コロナ禍による経済的な打撃が小さいこと等が評価されており、昨年は海外資金の流入が目立つ1年だった。

図表13 オフィスの取引額（2007年～2020年）



出典：Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表14 オフィスの市場回転率

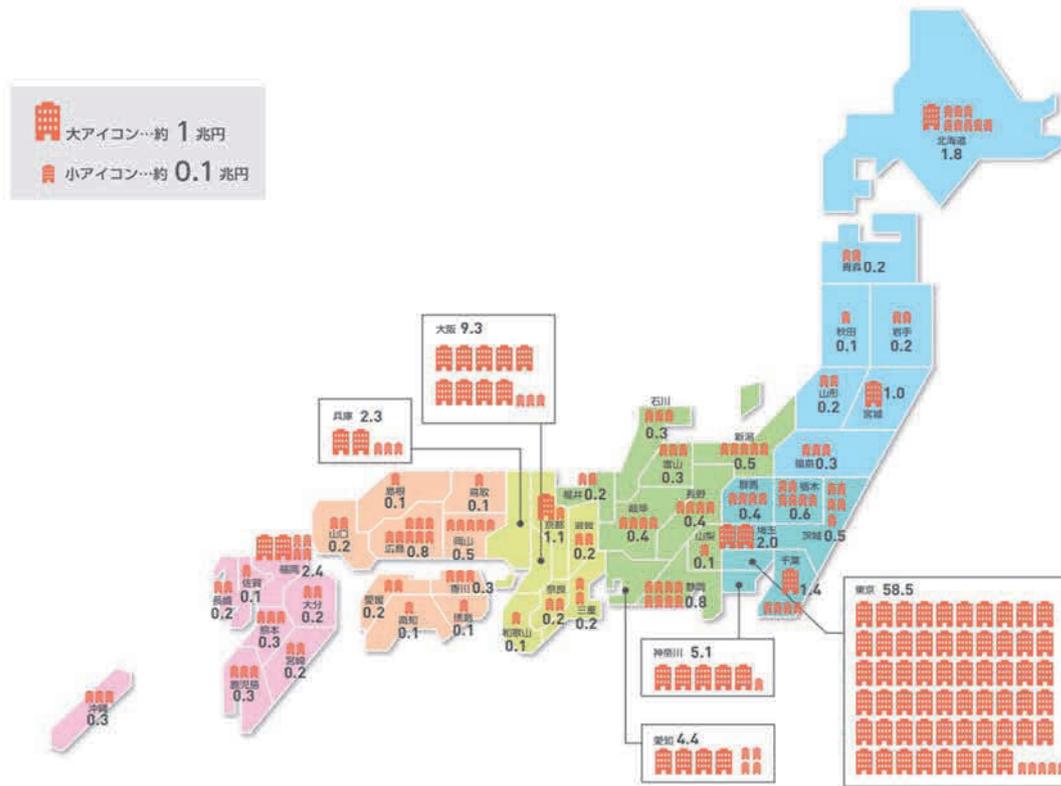


出典：Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

エリア別にみたオフィスの「収益不動産ストック」

オフィスの「収益不動産(99.5兆円)」をエリア別にみると、「東京都」が約58.5兆円（占率59%）と最も大きく、次いで「大阪府」が約9.3兆円（9%）、「神奈川県」が約5.1兆円（5%）、「愛知県」が約4.4兆円（4%）、「福岡県」が約2.4兆円（2%）と推計された（図表15）。「収益不動産」の約6割が「東京都」に集積している。

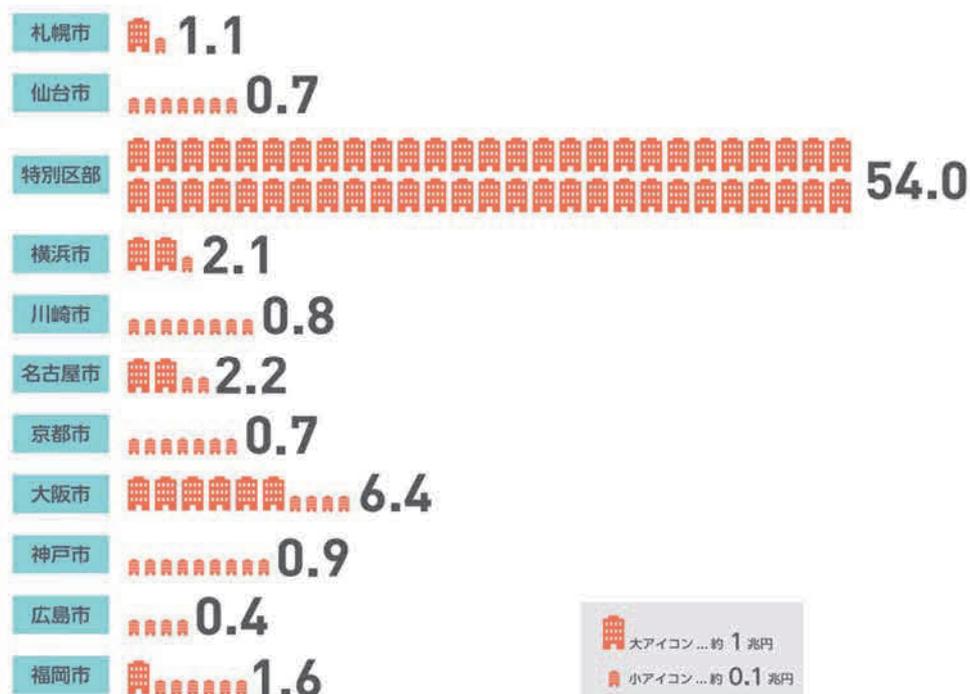
図表15 オフィスの「収益不動産」の市場規模（単位：兆円）



出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作

続いて、オフィスの「投資適格不動産(71.0兆円)」をエリア別にみると、「東京23区」が約54.0兆円（占率76%）と最も大きく、次いで「大阪市」が約6.4兆円（9%）、「名古屋市」が約2.2兆円（3%）、「横浜市」が約2.1兆円（3%）、「福岡市」が約1.6兆円（2%）と推計された（図表16）。「投資適格不動産」の約4分の3が「東京23区」に集積していることになる。

図表16 オフィスの「投資適格不動産」の市場規模（単位：兆円）



注)「特別区部」は「東京23区」のこと。

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

住宅の資産規模の推計結果

概要

住宅の「収益不動産ストック」を把握するため、(1)「収益不動産」、(2)「投資適格不動産」の категорияに分類し、推計を行った(図表17)。

まず、住宅の資産規模は、「収益不動産」で約64.9兆円、「投資適格不動産」で約30.4兆円と推計された(図表18)。

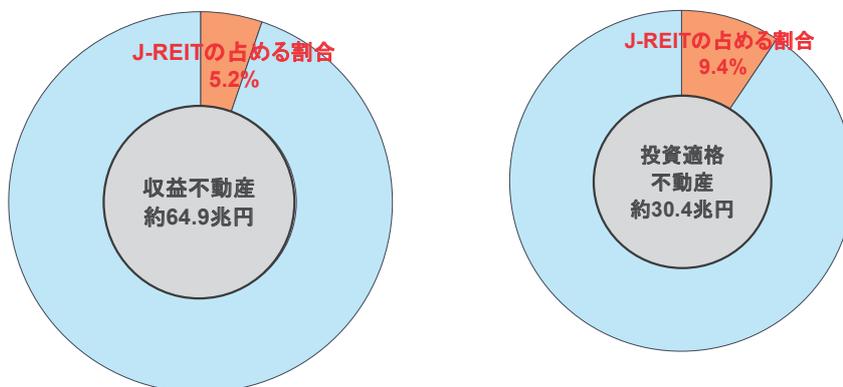
各カテゴリーにおけるJ-REITの保有比率を確認すると、「収益不動産」で5.2%、「投資適格不動産」で9.4%となった。前述の「オフィス」におけるJ-REITの保有比率(「収益不動産：9.2%」、「投資適格不動産：11.9%」)と比較した場合、住宅の比率は低い水準に留まっている。

図表17 「収益不動産」の定義(住宅)

	収益不動産	投資適格不動産
着工年	1981年以降	2001年以降
規模	全面積帯・非木造	全面積帯・非木造
エリア	全国(都道府県)	東京特別区部+主要政令指定都市(札幌市・仙台市・川崎市・横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市・広島市・福岡市)

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

図表18 住宅の「収益不動産」の市場規模

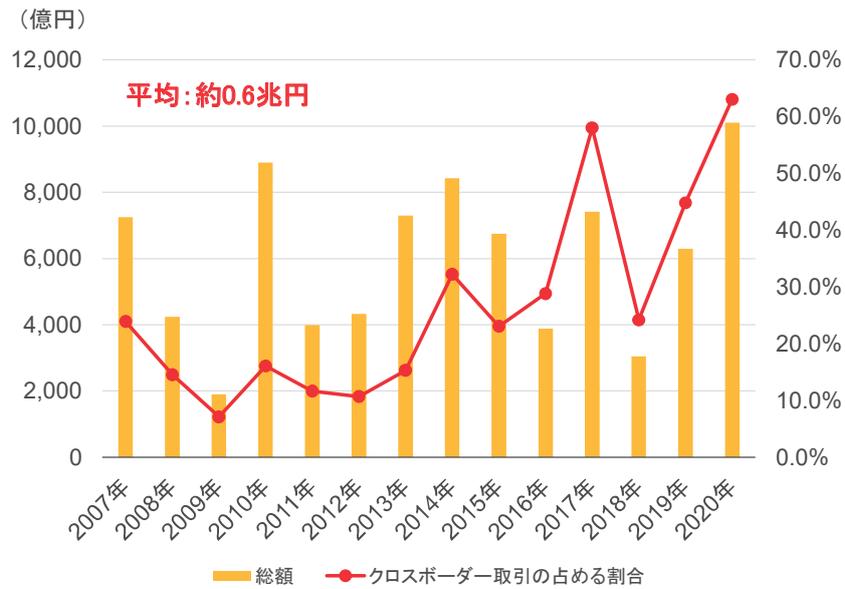


出典：J-REIT各社の公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

次に、住宅の市場回転率を確認する。RCAによれば、2020年の住宅の取引額は、約1.0兆円(前年比+60%)と大きく増加した。また、取引額に占めるクロスボーダー取引の割合は63%であった(図表19)。

英国やアジアの多くの国では、土地のリース・ホールド(借地権の一種)が多いのに対し、日本では、土地の所有権が認められていること等から、住宅に対する海外投資家の関心は従前より高い。加えて、コロナ禍のもと、賃料変動が小さく安定収益を志向する投資家の関心が高まったことで海外資金が流入し、2020年は「住宅」の取引が活発であった。

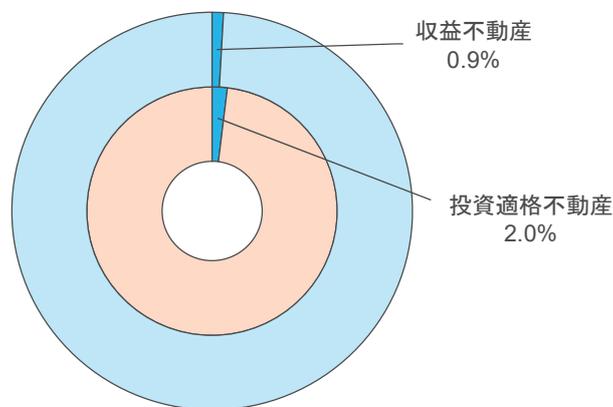
図表19 住宅の取引額（2007年～2020年）



出典：Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2007年から2020年の住宅の年間取引額は、平均0.6兆円であった。これに基づく市場回転率は、「収益不動産」で0.9%、「投資適格不動産」で2.0%と推計される（図表20）。前述のオフィス（「収益不動産：2.2%」、「投資適格不動産：3.1%」）と比べて、住宅の市場流動性は低いようだ。

図表20 住宅の市場回転率

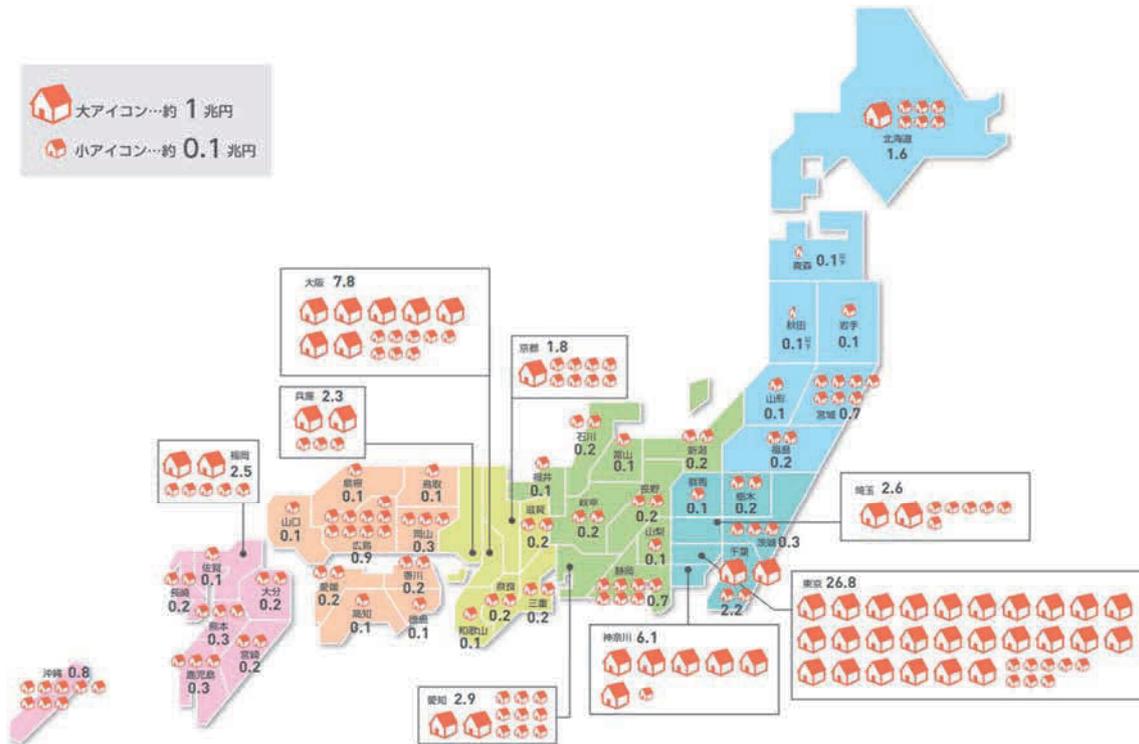


出典：Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

エリア別にみた住宅の「収益不動産ストック」

住宅の「収益不動産(64.9兆円)」をエリア別にみると、「東京都」が約26.8兆円（占率41%）とも大きく、次いで「大阪府」が約7.8兆円（12%）、「神奈川県」が約6.1兆円（9%）、「愛知県」が約2.9兆円（4%）、「埼玉県」が約2.6兆円（4%）、「福岡県」が約2.5兆円（4%）と推計された（図表21）。「東京都」の割合が最も高いものの、「オフィス」と比較すると集積度は低く、地方都市も一定の市場規模を有していることが確認できる。

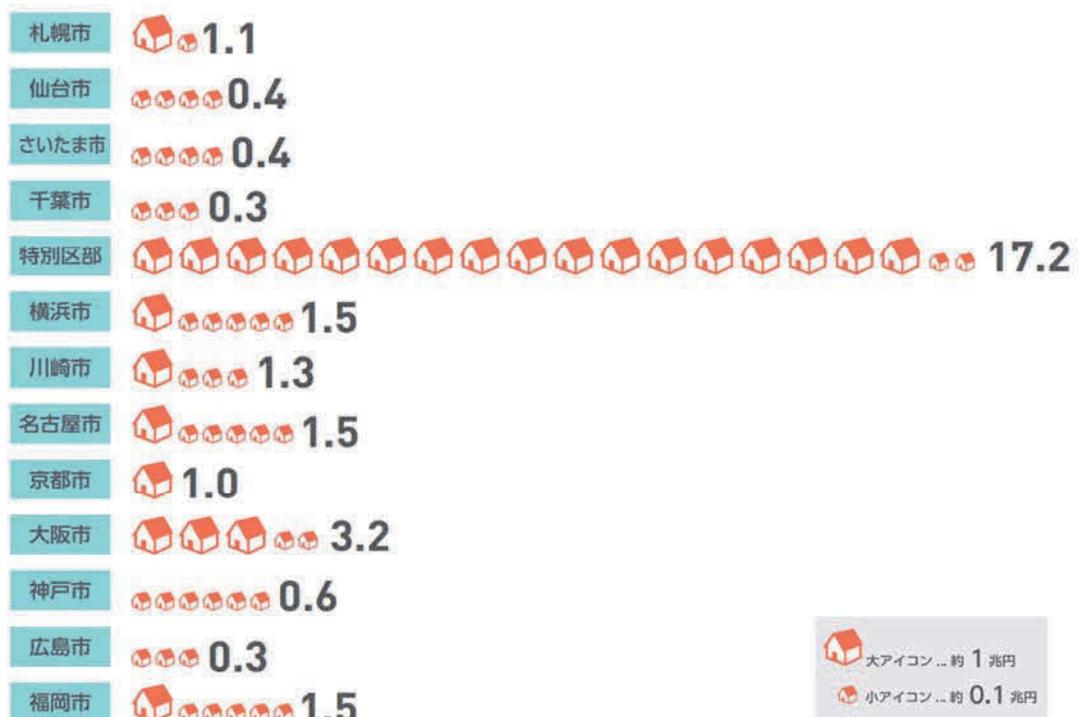
図表21 住宅の「収益不動産」の市場規模（単位：兆円）



出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所

続いて、住宅の「投資適格不動産(30.4兆円)」をエリア別にみると、「東京23区」が約17.2兆円（占率57%）と最も大きく、次いで「大阪市」が約3.2兆円（10%）、「名古屋市」が約1.5兆円（5%）、「横浜市」が約1.5兆円（5%）、「福岡市」が約1.5兆円（5%）と推計された（図表22）。「投資適格不動産」の約6割が「東京23区」に集積していることになる。

図表22 住宅の「投資適格不動産」の市場規模（単位：兆円）



注)「特別区部」は「東京23区」のこと。

出典：価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所作成

おわりに

これまで日本を含め世界の不動産市場を説明する際、中心になるのは取引のボリュームで、その国の本当の市場規模がどれくらいで、それに対してどの程度投資が進んでいるのか、そうした情報は不足していた。投資家が日本の不動産運用について適切に投資判断を下すための、あるいは政策立案の基礎情報として、今般の分析を実施した。ここまで見てきたよう不動産投資市場は成熟しているとはいえ、市場の拡大余地は残っている。また、従来の投資対象アセットから、用途の多様化が進む可能性も秘めている。日本でも物流施設やシニアリビングなどへと投資対象が広がってきた歴史があるが、この動きがもっと進めば自然と市場は拡大していく。異なる側面からは、既存セクターの中で物件を選別し深掘していくことが考えられる。これまでは、本来投資適格の都市や不動産であっても「わかりやすさ」を重視するあまり切り捨てられてきた側面があり、細かく市場を分析して投資対象を探っていけば、市場拡大の余地は残されていると考えられる。こういった観点から、本調査の結果が広く利用されることを期待したい。