

わが国の不動産投資市場規模(1)

ーボトムアップ・アプローチによる推計結果ー

～「収益不動産」は約272兆円、「投資適格不動産」は約171兆円～

パブリックコンサルティング第3事業部

主任研究員 室 剛朗

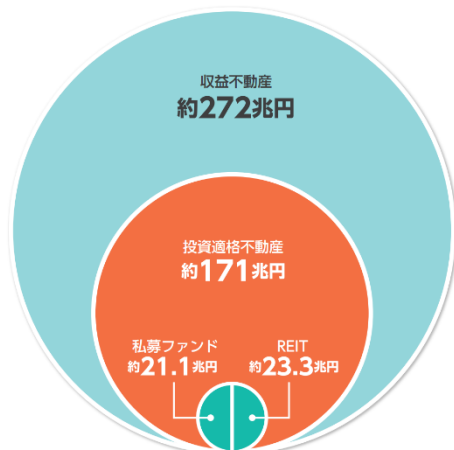
株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 不動産投資チーム

主任研究員 吉田 資

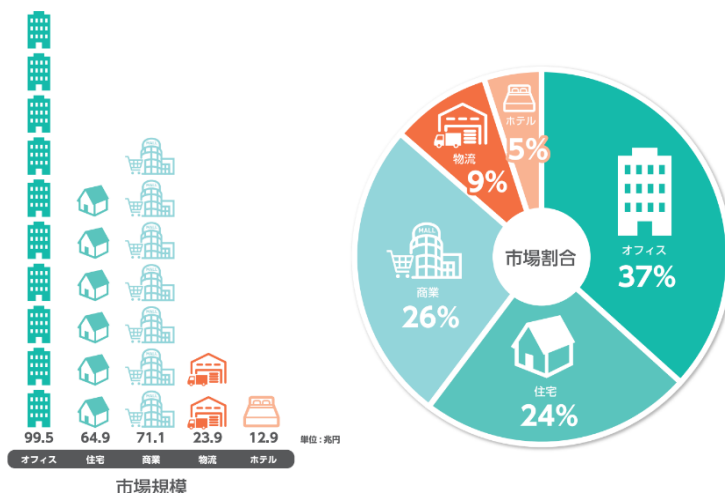
<要旨>

- 日本の不動産投資市場は、J-REIT市場の開設以降、拡大が続いている。当初、オフィスビルが中心であった投資対象資産は多岐に渡っており、投資対象エリアについても広がりを見せている。
- 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」の資産総額がどれくらいの規模であるのか、また、その内訳を「用途別」や「エリア別」に把握することは重要だと考えられる。
- そこで、価値総合研究所と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。
- 調査の結果、日本における「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」の16%、「投資適格不動産」の26%が既に証券化されていることになる。
- 「収益不動産」を用途別にみると、「オフィス」が約99.5兆円(占率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。

「収益不動産」の市場規模



用途別「収益不動産」の市場規模



1. はじめに

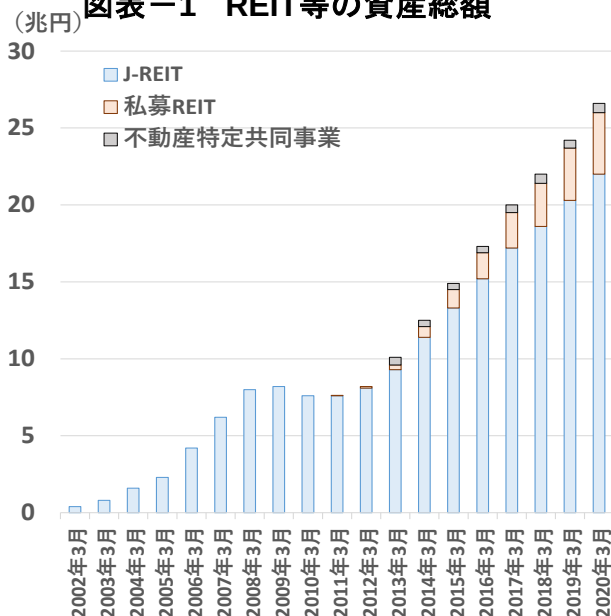
日本の不動産投資市場は、2001年9月のJ-REIT市場の開設以降、拡大が続いている。REIT等の資産総額は、0.4兆円(2002年3月時点)から26.6兆円(2020年3月時点)に拡大しており、政府の「未来投資戦略^{※1}」における数値目標の30兆円に迫っている(図表-1)。また、私募ファンドの市場規模^{※2}も、10.2兆円(2007年6月時点)から21.1兆円(2020年6月時点)に拡大した。

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。

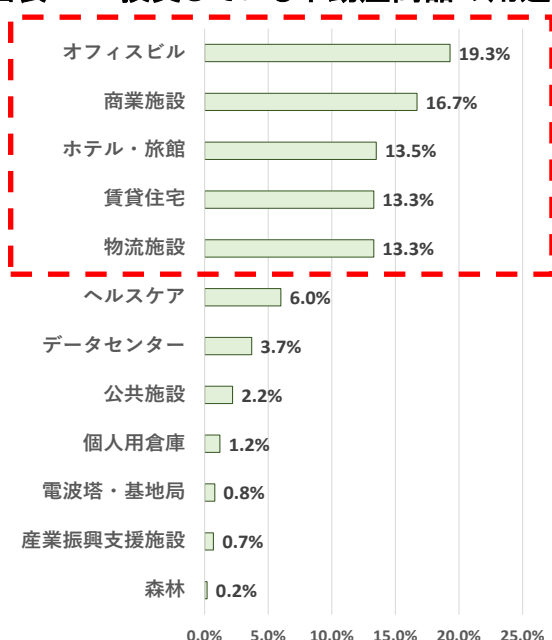
不動産投資市場の将来を見通すにあたり、投資対象となる「収益不動産」の資産総額がどれくらいの規模であるのか、また、その内訳を「用途別」や「エリア別」に把握することは重要だと考えられる。そこで、本稿^{※3}では、まず、「収益不動産」の資産規模を、「用途別」(「オフィス」・「賃貸住宅」・「商業施設」・「物流施設」・「ホテル・旅館」)に、そして、「エリア別」に推計する。次に、推計した「収益不動産」の資産規模と、J-REIT等の既に証券化された不動産の資産規模を比較することで、今後の不動産投資市場の拡大可能性を考えたい。

図表-1 REIT等の資産総額



(出所) 国土交通省公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-2 投資している不動産商品の用途



(出所) 国土交通省「不動産投資家アンケート調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

※1 「未来投資戦略2017 - Society 5.0の実現に向けた改革」において、「民間投資の喚起による都市の競争力の向上等」の項目で「2020年頃までにリート等の資産総額を約30兆円に倍増することを目指す」としている。

※2 三井住友トラスト基礎研究所「私募ファンドに関する実態調査」私募REITを含む運用資産額ベースの市場規模

※3 本調査は、価値総合研究所とニッセイ基礎研究所の共同研究であり、その内容を3回に分けて報告する

2. 「収益不動産」の資産規模の推計方法

2-1 「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	-

2-2 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。

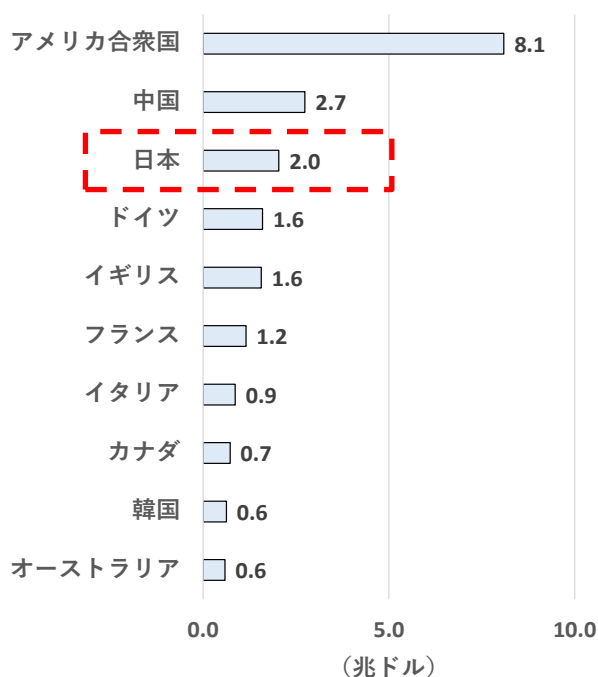
(1) 「トップダウン・アプローチ」による推計

「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※⁴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※⁵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※⁶）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）



（出所）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

※⁴ PGIM Real Estate 「A Bird's Eye View of Real Estate Markets: 2017 Update」

※⁵ 先進国の中でも、人口密度が高い香港などは、この率を上方修正している。

※⁶ 1ドル112円で換算。

(2) 「ボトムアップ・アプローチ」による推計

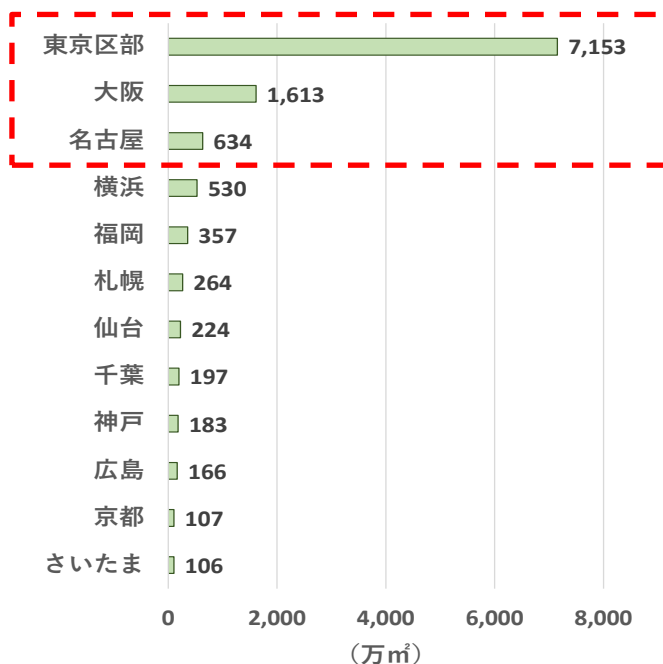
「ボトムアップ・アプローチ」は、個別不動産の積算により、市場規模を推計する手法である。「ボトムアップ・アプローチ」の事例として、一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」が挙げられる。

「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



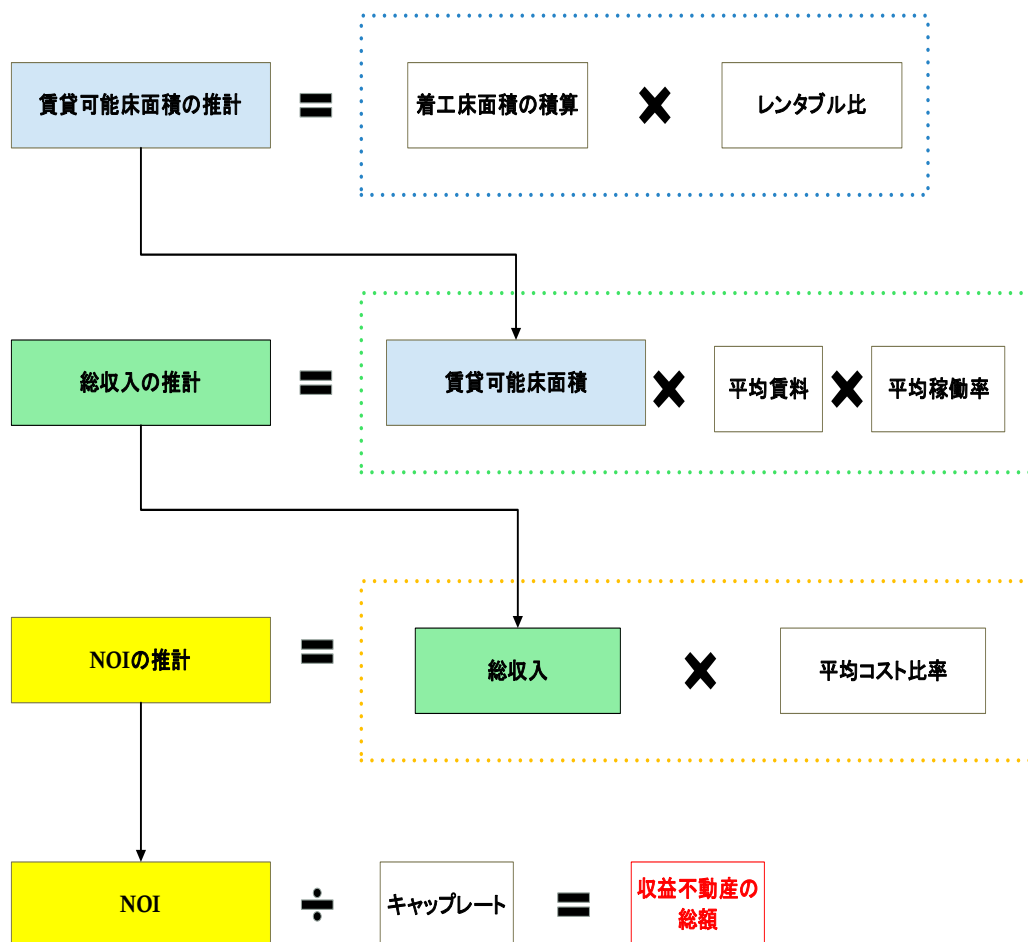
（出所）一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

2-3 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。

まず、「着工床面積の積算」と「レントブル比」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



(出所) 価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所

図表－7 「用途別」推計方法

オフィス	・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	・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	・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	・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	・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。

（出所）価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所

3 「収益不動産」資産規模の推計結果

3-1 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^{※7}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。

※7 小夫 考一郎「グローバルな視点から見た日本の不動産市場の魅力と課題」東洋経済新報社 不動産政策研究各論Ⅳ 国際不動産政策 不動産政策研究会編 2018年

3-2 「用途別」資産規模

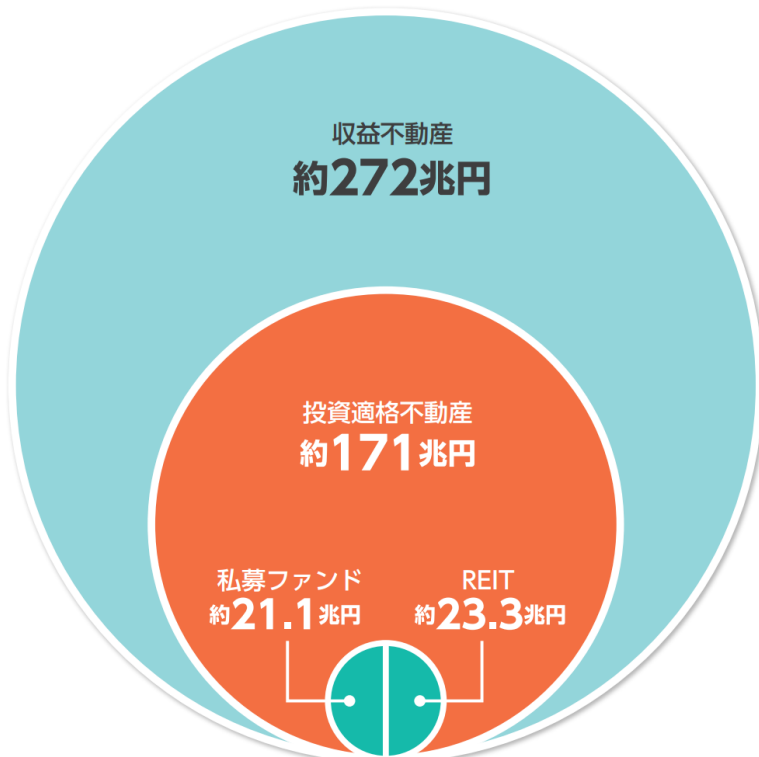
「収益不動産272兆円」を用途別にみると、「オフィス」が約99.5兆円（占率37%）と最も大きく、次いで「商業施設」が約71.1兆円（26%）、「賃貸住宅」が約64.9兆円（24%）、「物流施設」が約23.9兆円（9%）、「ホテル」が約12.9兆円（5%）と推計された（図表—9）。

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）。

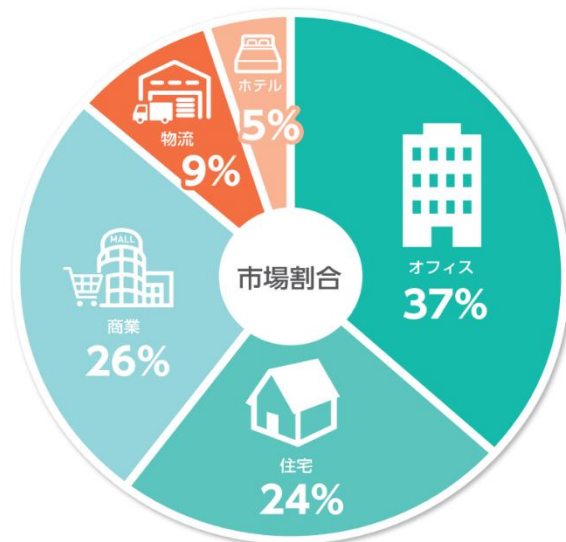
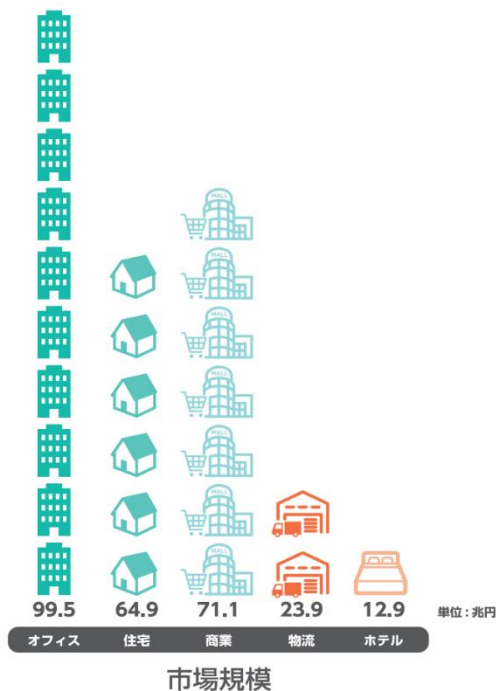
次回は、収益不動産の資産規模を「用途別」や「エリア別」に概観した上で、不動産投資市場の拡大可能性について考察する。

図表—8 「収益不動産」の市場規模



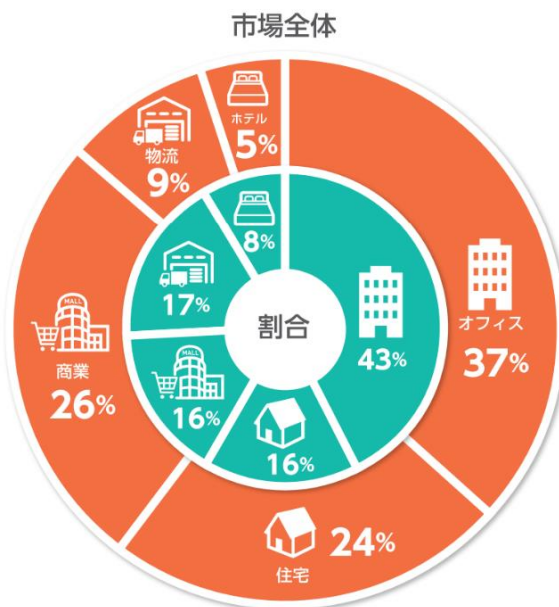
（出所）価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所

図表－9 用途別「収益不動産」の市場規模



(出所) 価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所

図表－10 J-REIT保有資産との比較



(出所) 価値総合研究所・ニッセイ基礎研究所



Copyright (C) 2021 Value Management Institute, Inc. All Rights Reserved.

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。

本資料は弊社が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。

本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要です。弊社までご連絡ください。

著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：株式会社価値総合研究所』と明記してください。

(お問い合わせ先)

株式会社価値総合研究所(日本政策投資銀行グループ)

パブリックコンサルティング第三事業部(担当：室)

〒100-0004

東京都千代田区大手町1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ15階

URL: <https://www.vmi.co.jp/jpn/index.html>

<https://www.realestate.vmi.co.jp/>