

不動産市場の最新動向と 今後の有望分野 ～多様化する不動産投資の影響～

2015年10月9日

みずほ証券株式会社
経営調査部

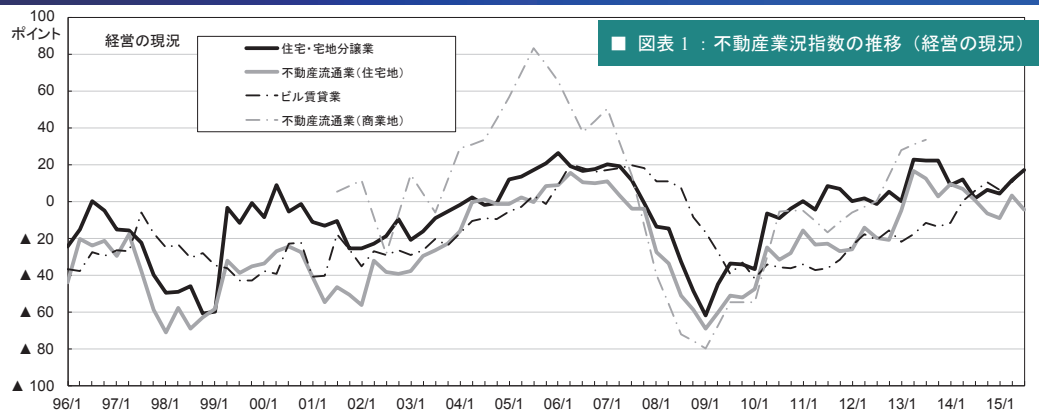
石澤 卓志

本資料は情報の提供のみを目的としており、取引の勧誘を目的としておりません。投資の最終決定は投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。最後のページに本資料の利用に関する重要事項を掲載していますのでご覧下さい。

みずほ証券株式会社



1. 不動産業の全体動向



注：1. 経営の状況＝ $(\text{「良い」とする回答数} \times 2 + \text{「やや良い」とする回答数}) - (\text{「悪い」とする回答数} \times 2 + \text{「やや悪い」とする回答数}) \div 2 \div \text{全回答数} \times 100$
 不動産業況指数は、回答の全てが経営の状態を「良い」とする場合+100を示し、全てが経営の状態を「悪い」とする場合-100を示す。
 2. 住宅・宅地分譲業の業況感には主に新築住宅市場の市況を反映し、不動産流通業(住宅地)の業況感には主に中古住宅市場の市況を反映。
 3. 不動産流通業(商業地)は、6ヵ月ごとの調査だが、2014年1月時調査は公表取り止め。他は、3ヵ月ごとの調査。
 出所：一般財団法人土地総合研究所「不動産業況等調査結果」により、みずほ証券が作成

- ・住宅関連業種の業況感には、2014年に駆け込み需要の反動によって低下したが、2015年に入ってから概ね回復傾向
 - ・ビル賃貸業の業況感には、住宅関連業種に比して改善のスタート時期が遅れたものの、最新調査(2015年4月時)でも回復傾向が継続
- | |
|--|
| (a) 住宅・宅地分譲業＝新築住宅：前々回(2015年1月時)4.0 → 前回(2015年4月時)11.3 → 今回(2015年7月時)16.7 |
| (b) 不動産流通業(住宅地)＝中古住宅：同 ▲9.1 → 同 2.9 → 同 ▲4.4 |
| (c) ビル賃貸業：同 6.3 → 同 10.0 → 同 17.4 |

2. 不動産価格の動向① - 地価上昇地点数等の推移

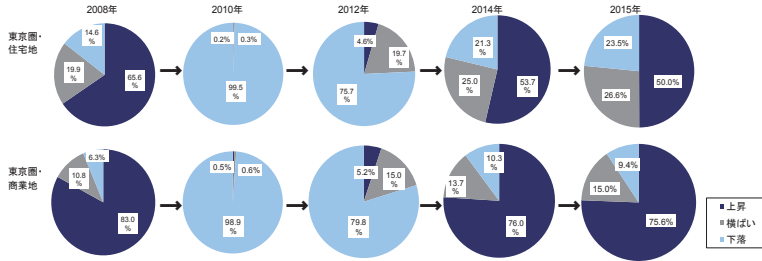
① 基準地価の年間変動率の推移 (単位: %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
住宅地	▲6.1	▲5.6	▲4.3	▲2.4	0.7	4.8	1.6	▲6.5	▲3.0	▲1.9	▲1.0	▲0.1	0.6	0.5
大坂圏	▲8.9	▲8.9	▲6.8	▲3.7	0.0	2.9	1.0	▲4.5	▲3.6	▲1.8	▲1.0	▲0.4	0.1	0.0
名古屋圏	▲5.3	▲5.6	▲3.9	▲2.5	▲0.1	2.4	1.5	▲4.2	▲1.3	▲0.7	▲0.2	0.7	0.9	0.7
三大都市圏	▲6.8	▲6.6	▲5.0	▲2.8	0.4	4.0	1.4	▲5.6	▲2.9	▲1.7	▲0.9	▲0.1	0.5	0.4
地方圏	▲3.4	▲4.3	▲4.4	▲4.1	▲3.1	▲2.3	▲2.1	▲3.4	▲3.6	▲3.7	▲3.2	▲2.5	▲1.8	▲1.5
全国	▲4.3	▲4.8	▲4.6	▲3.8	▲2.3	▲0.7	▲1.2	▲4.0	▲3.4	▲3.2	▲2.5	▲1.8	▲1.2	▲1.0
商業地	▲6.9	▲5.8	▲3.9	▲1.5	3.9	12.1	4.0	▲8.9	▲4.1	▲2.3	▲0.9	0.6	1.9	2.3
大坂圏	▲10.8	▲10.3	▲7.6	▲3.3	3.6	8.0	2.8	▲7.1	▲5.3	▲2.6	▲1.0	0.4	1.5	2.5
名古屋圏	▲8.8	▲7.6	▲5.2	▲2.1	2.4	7.2	1.9	▲7.3	▲2.9	▲1.1	▲0.5	0.7	1.5	2.2
三大都市圏	▲8.2	▲7.3	▲5.0	▲2.1	3.6	10.4	3.3	▲8.2	▲4.2	▲2.2	▲0.8	0.6	1.7	2.3
地方圏	▲6.9	▲7.4	▲7.1	▲6.1	▲4.3	▲2.6	▲2.5	▲4.9	▲4.8	▲4.8	▲4.1	▲3.1	▲2.2	▲1.6
全国	▲7.2	▲7.4	▲6.5	▲5.0	▲2.1	1.0	▲0.8	▲5.0	▲4.6	▲4.0	▲3.1	▲2.1	▲1.1	▲0.5
全用途	▲6.6	▲6.0	▲4.5	▲2.5	1.3	6.3	2.1	▲6.9	▲3.3	▲2.1	▲1.0	0.1	0.9	1.0
大坂圏	▲9.2	▲9.3	▲7.2	▲3.9	0.4	3.5	1.2	▲5.0	▲4.0	▲2.1	▲1.1	▲0.3	0.4	0.6
名古屋圏	▲6.1	▲6.1	▲4.4	▲2.6	0.1	3.1	1.4	▲4.9	▲1.8	▲0.9	▲0.3	0.7	1.0	1.1
三大都市圏	▲7.3	▲7.0	▲5.3	▲2.9	0.9	5.1	1.7	▲6.1	▲3.2	▲1.9	▲1.0	0.1	0.8	0.9
地方圏	▲4.3	▲5.1	▲5.2	▲4.7	▲3.5	▲2.4	▲2.3	▲3.8	▲3.9	▲4.0	▲3.4	▲2.6	▲1.9	▲1.5
全国	▲5.0	▲5.6	▲5.2	▲4.2	▲2.4	▲0.5	▲1.2	▲4.4	▲3.7	▲3.4	▲2.7	▲1.9	▲1.2	▲0.9

■ 図表2: 基準地価の推移

2015年基準地価(2015年7月1日現在)は、
**全国・全用途で24年連続の下落だが、
 下落率は6年連続で縮小**
**三大都市圏・住宅地は、2年連続の上昇
 だが、上昇率が縮小**
 …… 2014年に、消費増税前の駆け込み需要
 が剥落したことを反映
地方圏は、下落が継続
 …… 全体としては地価が回復する中で、
 大都市圏と地方圏の二極化が進行

② 上昇・横ばい・下落地点の構成比の推移



出所: 国土交通省「都道府県地価調査」
 により、みずほ証券が作成

3. 不動産価格の動向② - 地価の上昇要因

都道府県	基準地番号	所在地	ビル名 (最寄駅からの距離)	(上段=地価(単位:千円/m ²)、下段=年間変動率(単位: %))					
				2010	2011	2012	2013	2014	2015
(a-1) 再開発の進展 - 大規模オフィスビル等の建設									
東京都	5-1	港区	勤銀不二ビル	7,800	7,300	7,190	7,330	7,820	9,200
				(▲14.8)	(▲6.4)	(▲1.5)	(1.9)	(6.7)	(17.6)
東京都	中央	中央区	銀座尾張町TOWER	-	-	-	13,200	14,800	17,700
				-	-	-	-	(12.1)	(19.6)
愛知県	5-9	名古屋市中村区	名駅3-26-e	-	-	-	-	2,080	3,030
				-	-	-	-	-	(45.7)
愛知県	5-4	名古屋市中村区	井門名古屋ビル	2,160	2,050	2,070	2,170	2,390	3,250
				(▲11.8)	(▲5.1)	(1.0)	(4.8)	(10.1)	(36.0)
福岡県	5-9	福岡市博多区	代々木ゼミナール福岡校	1,120	1,120	1,150	1,210	1,300	1,550
				(▲7.4)	(0.0)	(2.7)	(5.2)	(7.4)	(19.2)
(a-2) 再開発の進展 - 商業施設の整備									
東京都	5-14	港区	ナラビル	8,600	8,340	8,340	8,620	9,650	11,600
				(▲9.5)	(▲3.0)	(0.0)	(3.4)	(11.9)	(20.2)
千葉県	2	木更津市	木更津駅前ビル	-	-	-	34.0	35.8	39.0
				-	-	-	-	(5.3)	(8.9)
大阪府	5-6	大阪市中央区	リソな心斎橋ビル	3,300	2,950	2,840	2,950	3,200	4,150
				(▲18.3)	(▲10.6)	(▲3.7)	(3.9)	(8.5)	(29.7)
広島県	5-4	広島市中区	金正堂ビル	1,720	1,640	1,600	1,660	1,800	2,080
				(▲9.0)	(▲4.7)	(▲2.4)	(3.8)	(8.4)	(15.6)
岡山県	5-2	岡山市北区	尚備ビル	970	900	886	904	960	1,100
				(▲8.8)	(▲7.7)	(▲1.5)	(0.9)	(6.2)	(14.6)
福岡県	5-15	福岡市中央区	天神町木村家ビル	3,350	3,350	3,350	3,400	3,480	3,870
				(▲4.3)	(0.0)	(0.0)	(1.5)	(2.4)	(11.2)
(b-1) 交通アクセスの整備 - 北陸新幹線の開業									
石川県	5-21	金沢市	伊藤忠金沢ビル	260	250	255	272	315	395
				-	(▲3.8)	(2.0)	(6.7)	(15.8)	(25.4)
石川県	5-28	金沢市	ホテルエコー金沢駅前	200	195	203	215	235	282
				(▲4.8)	(▲2.5)	(4.1)	(5.9)	(9.3)	(20.0)
(b-2) 交通アクセスの整備 - 物流施設需要の高まり									
千葉県	9-1	船橋市	船橋物流センター	64.5	62.0	61.5	67.0	74.0	92.0
				(▲0.8)	(▲3.9)	(▲0.8)	(8.9)	(10.4)	(24.3)
佐賀県	9-1	鳥栖市	森永デザート	28.8	27.7	26.6	25.8	26.1	26.6
				(▲3.4)	(▲3.8)	(▲4.0)	(▲3.0)	(1.2)	(1.9)
(c-1) 観光・リゾート需要の拡大、イベント需要									
北海道	3	倶知安町	(倶知安駅1.9km)	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	14.3
				(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(3.6)
北海道	3	南4条東5丁目1番67		0.090	0.095	0.095	0.100	0.150	0.210
				-	-	-	(5.6)	(5.3)	(50.0)
鳥栖県	5-8	出雲市大社町	出雲大社	49.5	47.8	46.2	46.2	47.6	49.0
				(▲2.9)	(▲3.4)	(▲3.3)	(0.0)	(3.0)	(2.9)
沖縄県	5-9	那覇市	マツキベアシティ	260	247	240	240	250	270
				(▲4.4)	(▲5.0)	(▲2.8)	(0.0)	(4.2)	(8.0)
(c-2) 観光・リゾート需要の拡大、イベント需要 - 東京オリンピックに対する期待									
東京都	2	中央区	中央駅	-	860	859	885	981	1,090
				-	-	(▲0.1)	(3.0)	(10.8)	(11.1)

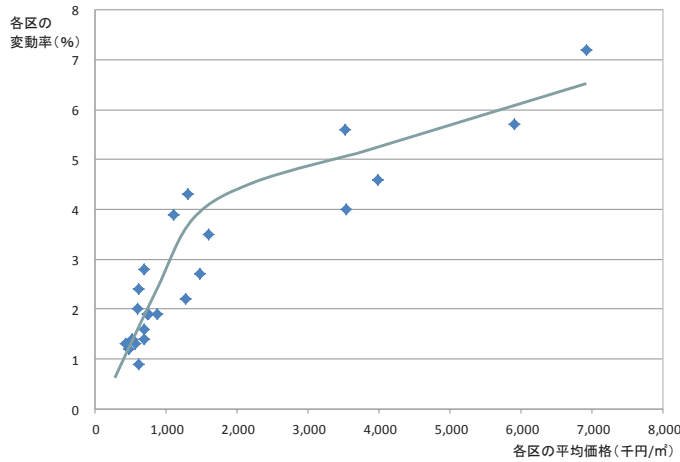
■ 図表3: 2015年基準地価における主な地価上昇地点

2015年基準地価の上昇地点は、
①再開発が進行した地域
 (東京都心、名古屋駅前、大阪・心斎橋周辺、
 広島中心部、岡山駅周辺、博多駅前など)、
②交通アクセスが整備された地域
 (北陸新幹線沿線、東京湾岸など)、
③観光・リゾート需要が回復した地域
 (北海道倶知安町、出雲市、那覇市など)、
④東日本大震災の被災地。
 に大別できる。

出所: 国土交通省「都道府県地価調査」
 により、みずほ証券が作成

4. 不動産価格の動向③ - 地価水準と地価上昇率の関係

■ 図表4：平均地価と平均変動率
(東京23区・商業地・2015年公示地価)



・2015年公示地価等では、「地価水準が高い場所ほど、上昇率も高い」という傾向が見られた。
…不動産投資が大きな地価上昇要因となったことが一因

注:1. 2015年公示地価における東京23区・商業地について、各区の平均価格と平均変動率をまとめたもの。
2. グラフ中の曲線は、大まかな傾向を示す。
出所:国土交通省「地価公示」により、みずほ証券が作成

5. 不動産価格の動向④ - 地価下落の状況と要因

都道府県	基準地種別	所在地	(上段=地価(単位:千円/m²)、下段=年間変動率(単位:%))							
			2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
(a) 過疎化・高齢化の進行、地域経済の衰退										
北海道	苫平	苫平町	13.4	12.6	11.9	10.7	10.0	9.20	8.30	地場産業(漁業、炭鉱)が衰退
北海道	5-1	大宇新地町23番	(▲4.3)	(▲6.0)	(▲5.6)	(▲10.1)	(▲6.5)	(▲8.0)	(▲9.8)	
北海道	美唄	美唄市	7.00	6.10	5.40	4.80	4.30	4.00	3.65	
北海道	-1	東明2条2-6-10	(▲7.9)	(▲12.9)	(▲11.5)	(▲11.1)	(▲10.4)	(▲7.0)	(▲8.8)	
茨城県	取手	取手市	154	149	141	133	127	121	116	
茨城県	5-2	新町2-2-3	(▲3.8)	(▲3.2)	(▲5.4)	(▲5.7)	(▲4.5)	(▲4.7)	(▲4.1)	
新潟県	湯沢	湯沢町大字三国字	24.8	22.5	20.2	18.1	16.3	14.9	13.7	温泉客が減少、スキー客が伸び悩み
新潟県	5-1	土橋23番12外	(▲12.4)	(▲9.3)	(▲10.2)	(▲10.4)	(▲9.9)	(▲8.6)	(▲8.1)	
兵庫県	姫路	姫路市家島町真浦字	67.5	63.5	59.8	56.5	52.8	48.0	43.2	いずれも島しょ部(離島)。
兵庫県	-21	小川1259番2	(▲6.9)	(▲5.9)	(▲5.8)	(▲5.5)	(▲6.5)	(▲9.1)	(▲10.0)	人口減少、高齢化が著しい
兵庫県	姫路	姫路市家島町真浦字	84.0	79.0	74.0	69.4	64.3	58.5	53.0	
兵庫県	5-24	片山2344番外	(▲6.2)	(▲6.0)	(▲6.3)	(▲6.2)	(▲7.3)	(▲9.0)	(▲9.4)	
兵庫県	南あわじ	南あわじ市福良字	98.4	89.5	81.4	74.0	67.2	61.0	56.0	
兵庫県	5-2	八反512番193外	(▲8.9)	(▲9.0)	(▲9.1)	(▲9.1)	(▲9.2)	(▲9.2)	(▲8.2)	
広島県	呉	呉市下蒲刈町下島字	37.0	33.5	30.3	27.7	25.5	23.2	21.0	
広島県	-25	大地蔵3298番	-	(▲9.5)	(▲9.6)	(▲8.6)	(▲7.9)	(▲9.0)	(▲9.5)	
広島県	大崎上島	大崎上島町明石字	20.0	19.3	18.6	17.9	17.0	16.0	14.5	
広島県	-3	東浜2695番2外	(▲3.4)	(▲3.5)	(▲3.6)	(▲3.8)	(▲3.0)	(▲3.9)	(▲3.4)	
長崎県	新上五島	新上五島町蒲葉郷字	53.6	49.0	44.8	41.2	38.0	35.0	32.2	
長崎県	5-2	浦浜1385番	(▲7.6)	(▲8.6)	(▲8.6)	(▲8.0)	(▲7.8)	(▲7.9)	(▲8.0)	
奈良県	桜井	桜井市大字	117	113	110	108	106	103	99.0	
奈良県	5-2	粟殿1019番5	(▲2.5)	(▲3.4)	(▲2.7)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲2.8)	(▲3.9)	
奈良県	五條	五條市	74.6	71.0	67.6	64.5	62.2	60.7	59.3	
奈良県	5-1	五條3-1-4	(▲4.4)	(▲4.8)	(▲4.8)	(▲4.6)	(▲3.6)	(▲2.4)	(▲2.3)	
奈良県	天理	天理市	184	172	165	159	154	151	148	
奈良県	5-1	川原坂町273番5	(▲5.6)	(▲5.5)	(▲4.1)	(▲3.6)	(▲3.1)	(▲1.9)	(▲2.0)	
(b) 台風等による被害										
千葉県	我孫子	我孫子市	53.5	52.4	51.0	49.5	48.7	48.5	45.5	東日本大震災で液状化が発生。
千葉県	-6	布佐平和台5-14-6	(▲3.6)	(▲2.1)	(▲2.7)	(▲2.9)	(▲1.6)	(▲0.4)	(▲6.2)	2013年10月に台風による浸水被害
神奈川県	平塚	平塚市	224	219	215	212	207	203	198	2014年10月に台風による冠水被害
神奈川県	5-2	平塚1-9-21	(▲3.9)	(▲2.2)	(▲1.8)	(▲1.4)	(▲2.4)	(▲1.9)	(▲2.5)	
(c) 地震・津波リスク										
神奈川県	三浦	三浦市	98.0	94.5	91.0	87.8	83.8	78.0	71.5	三浦半島の活断層に対する懸念
神奈川県	-4	尾上町6-13	(▲3.9)	(▲3.6)	(▲3.7)	(▲3.5)	(▲4.6)	(▲6.9)	(▲8.3)	
神奈川県	横須賀	横須賀市	98.0	95.0	92.0	89.2	86.7	83.0	78.5	
神奈川県	-27	長井5-8-9	(▲4.9)	(▲3.1)	(▲3.2)	(▲3.0)	(▲2.8)	(▲4.3)	(▲5.4)	
愛知県	美浜	美浜町大字野間字	36.5	36.4	34.2	33.5	32.5	29.8	27.5	津波リスク
愛知県	-4	矢野54番12	(▲5.7)	(▲3.0)	(▲3.4)	(▲2.0)	(▲3.0)	(▲3.3)	(▲2.7)	
愛知県	南知多	南知多町大字大井字	32.3	31.8	31.0	30.3	29.5	28.7	28.9	
愛知県	-1	西園114番1	(▲2.1)	(▲1.5)	(▲2.5)	(▲2.3)	(▲2.6)	(▲2.7)	(▲6.3)	
三重県	四日市	四日市市	53.9	52.2	50.4	48.9	47.6	46.4	45.3	
三重県	5-5	権町南川字旭84番3	(▲3.2)	(▲3.2)	(▲3.4)	(▲3.0)	(▲2.7)	(▲2.5)	(▲2.4)	
三重県	桑名	桑名市長島町又木字	60.3	59.1	57.6	56.1	55.0	53.9	52.9	
三重県	5-6	熊沢28番3	(▲2.7)	(▲2.0)	(▲2.5)	(▲2.6)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.9)	

■ 図表5：2015年基準地価における主な地価下落地点

・2015年基準地価では、下記の場所で、比較的大幅な下落を記録

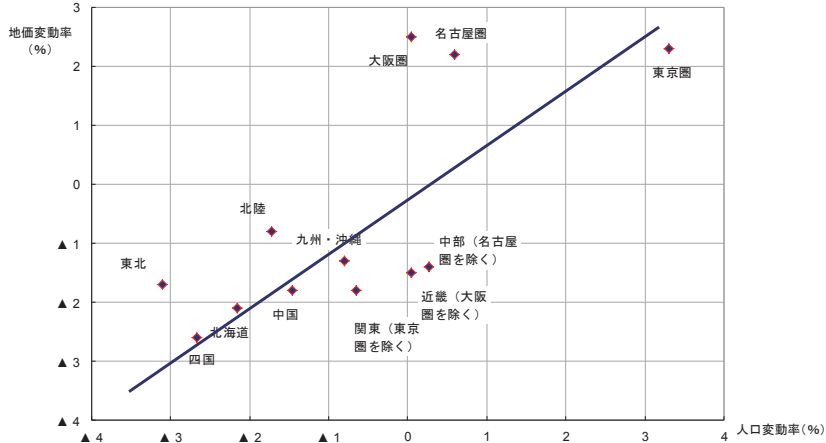
- ①人口減少・高齢化が進行した地域
- ②台風・豪雨等の被害を受けた地域
- ③地震・津波リスクが大きい地域

・構造的な要因が多いため、下落率が大きい場所は固定化する傾向がある

出所:国土交通省「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成

6. 不動産価格の動向⑤ - 地価動向と人口動態の相関関係

■ 図表6：地価動向と人口動態の相関関係（2015年基準地価）



・地価動向と人口動態との間には、相関関係が認められる。
 …人口が増加している地域の地価は上昇するが、人口が減少している地域は地価下落が継続
 ・人口変動率(国勢調査による2005年～2010年の変動率)を横軸に、
 地価変動率(基準地価における圏域別・地方別の商業地価の変動率)を縦軸に設定してグラフ化すると、
 大まかな傾向線を「右上がりの直線」で示すことができる。

出所：国土交通省「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成

7. 不動産価格の動向⑥ - 四半期ごとの地価動向

都市名	行政区	地区	12年				13年				14年				15年	
			第2Q	第3Q	第4Q	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	第1Q	第2Q	
札幌市	中央区	駅前通	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
仙台市	青葉区	中央1丁目	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
千葉市		千葉駅前	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		海浜幕張	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
浦安市		新浦安(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
柏市		柏の葉(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
東京都	千代田区	番町	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		丸の内	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	中央区	銀座中央	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	港区	赤坂	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		虎ノ門	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	新宿区	新宿三丁目	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		歌舞伎町	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	渋谷区	渋谷	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		表参道	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	豊島区	池袋東口	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
横浜市	西区	横浜駅西口	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
川崎市	川崎区	川崎駅東口	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	中原区	武蔵小杉	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
新潟市		新潟駅南	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
金沢市		金沢駅周辺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
名古屋市	中村区	名駅駅前	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
		太閤口	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	中区	伏見	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	東区	大曾根(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	千種区	覚王山(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	昭和区	御器所(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	熱田区	金山	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
京都市	下京区	京都駅周辺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	中京区	河原町	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
大阪府	北区	西福田	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	中央区	心斎橋	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	播磨区	福島	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	天王寺区	天王寺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	阿倍野区	阿倍野	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
神戸市	中央区	三宮駅前	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
芦屋市		JR芦屋駅周辺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
福岡市	中央区	大濠(住宅)	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
	博多区	博多駅周辺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔
熊本市	中央区	下通周辺	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔	↔

■ 図表7：「地価LOOKレポート」の概要

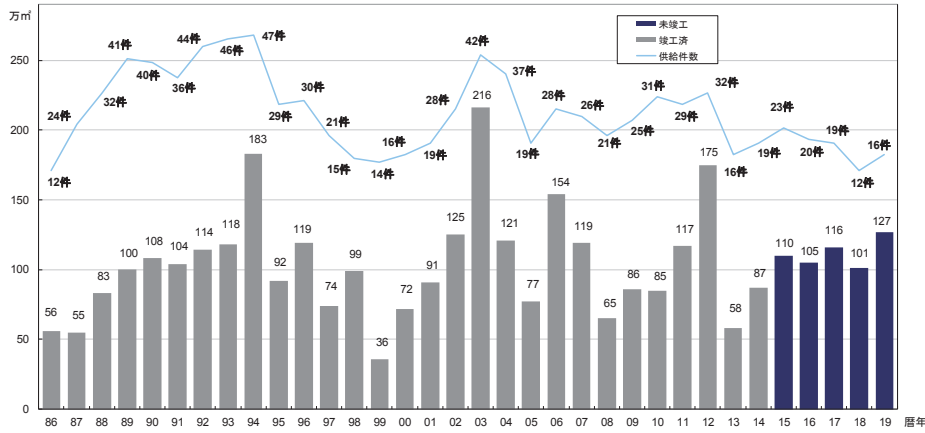
・最新調査(2015年7月時)では、全国100地区のうち、
 上昇が87地区(前回調査に比して+3地区)を占めた。
 下落地区は、4期(1年)連続でゼロ
 ・18期振りに「6%以上」の上昇地点(名古屋・太閤口)が登場
 ①リニア新幹線が着工
 ②名古屋駅周辺に比して不動産価格が低いため、
 不動産投資が活発化
 ・大阪圏は、10期連続で下落地区ゼロ
 …「JR芦屋駅周辺」が19期連続、「阿倍野」が16期連続、
 「福島」「天王寺」が14期連続の上昇
 ・名古屋圏は10期連続で下落地区ゼロ、
 9期連続で全地区が上昇…「金山」が16期連続、
 「名駅駅前」「覚王山」が15期連続、「太閤口」が14期連続、
 「大曾根」「御器所」が13期連続の上昇
 ・地方圏では、熊本市「下通周辺」が横ばいから上昇に転じた
 …2016年秋に、「(仮称)熊本下通新天街NS共同ビル」が
 オープン予定

【凡例】
 *総合評価
 ↗ : 上昇(6%以上) ↘ : 上昇(3%以上6%未満)
 ↖ : 上昇(0%超3%未満)
 ↔ : 横ばい(0%) ↙ : 下落(0%超▲3%未満)
 ↘ : 下落(▲3%以上▲6%未満) ↙ : 下落(▲6%以上▲9%未満)
 ↘ : 下落(▲9%以上▲12%未満) ↙ : 下落(▲12%以上)

出所：国土交通省「主要都市の高度利用地価動向報告
 ～地価LOOKレポート～」により、みずほ証券が作成

8. オフィスビル市場の動向① - オフィスビル供給の動向

■ 図表 8 : 東京23区における大規模オフィスビルの供給動向

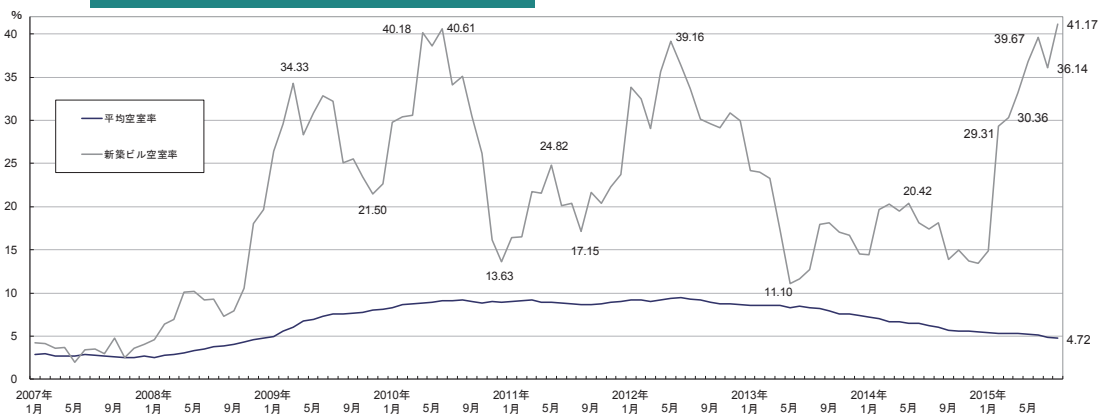


- ・現在の開発動向を考慮すると、次のビル供給のピークは2017年～2018年となる可能性
 - ① 2003年に比べると、低水準の供給にとどまる見込み
 - ② オリンピック関連の需要が、市況を支える見込み
- ・オフィスビルに対する潜在需要が旺盛な場所では、「供給が需要を生む」効果が期待できる
 - 不動産市場の活性化に資する可能性も考えられる

出所: 森ビル株式会社「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査(速報版)」(2015年4月22日)により、みずほ証券が作成

9. オフィスビル市場の動向② - 東京都心部の空室率

■ 図表 9 : 東京・都心5区のオフィス空室率

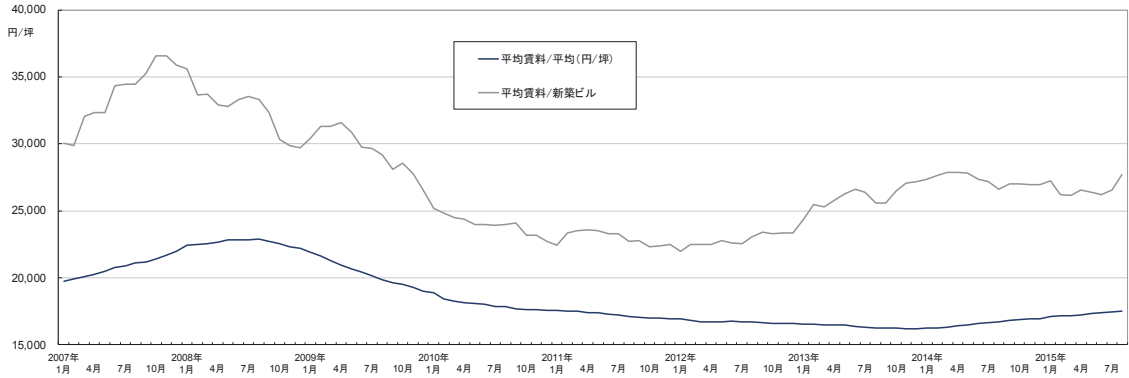


- ・新築ビル空室率は2012年6月以降、平均空室率は同年7月以降、概ね低下傾向
- ・東京23区のオフィスビル供給量は、抑制傾向が続く見込み → 空室率は、全体としては低下傾向
- ・新築ビル空室率は、2015年2月末に29.31%(前月末比+14.46%ポイント)と急上昇。その後も高水準が継続
 - …「品川シーズンテラス」(2015年2月の竣工時点の稼働率は約25%)など、「貸し急ぎ」をしないビルが増加
 - 既存ビルの空室率は低下傾向が継続。新築ビルの空室も、比較的早期に消化
 - …「品川シーズンテラス」の稼働率は、2015年8月時点で約60%に上昇した模様

出所: 三鬼商事(株)の資料により、みずほ証券が作成

10. オフィスビル市場の動向③ - オフィス賃料の推移

■ 図表 10 : 東京・都心5区のオフィス賃料の推移



- ・三鬼商事の資料によれば、東京・都心5区における新築ビルの募集賃料は、2012年春から上昇傾向に転じた。既存ビルの募集賃料も、2015年1月から上昇傾向に転じた模様
- ・CBREの資料によれば、東京・都心5区の平均募集賃料は、2013年4月～6月期に、4年半振りに上昇に転じた
- ・三幸エステートの資料によれば、成約賃料も、2014年10月以降は上昇に転じた模様

出所: 三鬼商事(株)の資料により、みずほ証券が作成

11. オフィスビル市場の動向④ - 新築ビルの入居状況

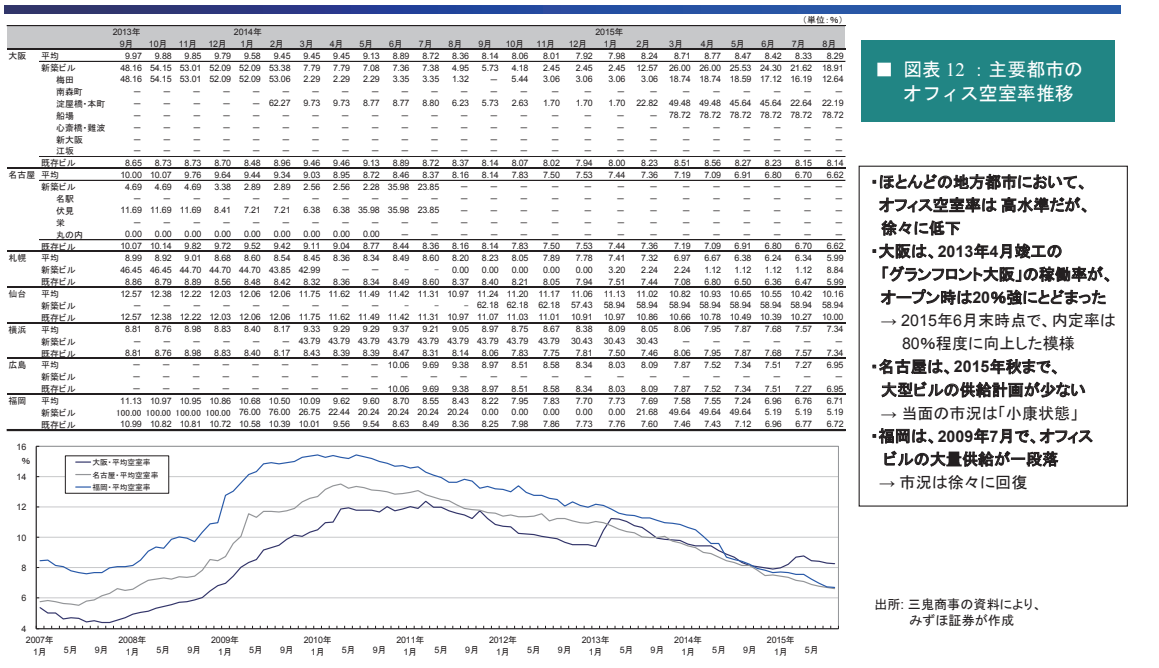
■ 図表11 : 新築ビルの入居状況

竣工年月	ビル名称	入居率	賃料水準 (坪当たり)	主なテナント	
2014年	1月	大崎ウイズタワー	98%	第一フロンティア生命、損保ジャパンDIY生命	
		室町ちばぎん三井ビルディング	100%	千葉銀行	
		森野吉野三井ビルディング	100%	アステラス製薬(一棟借り)	
	2月	京橋トラストタワー	97%	クボタ、アカマイ・テック/ロジーズ	
		フロントプレイス日本橋	100%	ANAセールス、クオールSD	
	5月	虎ノ門ヒルズ	100%	40,000円弱	アサツーディ・ケイ、ノバルティス、西松建設
	6月	西新橋スクエア	100%		日本水産、日立キャピタル
		飯田橋グラン・ブルーム	95%	35,000円弱	インターネットインシアティブ
	7月	日本生命丸の内ガーデンタワー	100%		三井物産(一棟借り)
	8月	オアービを満Mビルディング	95%		
		豊洲フロンティア	82%		ムラヤマ、SCSK
2015年	9月	日本橋日館通りビル	75%		ユニチカ東京本社、東レプラスチック精工
		日本橋ダイヤビルディング	100%		三菱倉庫、東京海上日動あんしんコンサルティング
		恵比寿ファーストスクエア	100%		バンダイビジュアル、アレクシオン ファーマ
	11月	オンワードパークビルディング	100%		キッツ、東洋バルブ、西本貿易、カークエスト
	2015年 1月	住友不動産平河町ビル	100%		LVMH モエ・ヘネシー、ルイ・ヴィトン
		新青山東急ビル	100%		宣伝会議、ウエディングパーク
		CROSS PLACE 浜松町	25%		
	2月	東京建物日本橋ビル	80%	38,000円程度	テラスカイ、みずほ信託不動産販売
		京橋MIDビル	100%		フレコ
		品川シーズンテラス	60%		丹青社、オイレム工業、富士通システムズ・イース
	3月	東京日本橋タワー	80%	40,000円弱	サイボウズ
	フロントプレイス御成門	35%			
4月	テラススクエア	90%		パシフィックコンサルタンツ、旭化成アミダス	
	大崎プライドタワー	100%		かんほ生命	
	大崎プライドコア	100%		巴工業	
	二子玉川ライズ・タワーオフィス	100%		楽天	
5月	ビューリック虎ノ門ビル	60%		西松、虎門中央法律事務所	
10月	鉄鋼ビルディング	50%		JR新幹線管理本部、京都銀行東京支店	
	アーバンネット日本橋二丁目ビル	100%			
11月	大手門タワーJXビル	100%		JXホールディングス、西村あさひ法律事務所	
	住友不動産三田ビル	100%		バンダイナムコホールディングス	
2016年	2月	マークライト虎ノ門	20%		
		アーバンネット銀座一丁目ビル	100%		
	3月	六本木三丁目東地区	40%		テレビ東京
		住友不動産二番町ファーストビル	100%		
		住友不動産新町ガーデンフロント	30%		
		JR新宿ミライタワー	63%		LINE、セイコーエプソン、帝京大学
		目黒駅プロジェクト			
	4月	NS166ビル	70%		
		大手町フィナンシャルシティグランキューブ	45%		
	5月	東京ガーデンテラス(紀尾井町プロジェクト)	80%		ヤフー
8月	JEBL秋葉原スクエア				
10月	京橋再開発プロジェクト	20%			

- ・新築ビルの多くは、高い稼働率を確保
 - … 震災前は「賃料が安いビル」を重視するテナントが多かったが、震災後は「安全性の高いビル」を重視する傾向が強まった
- ・「貸し急ぎ」をしなくなったため、竣工時点では空室が目立つ例も見られる
 - … 比較的短期間に空室を解消する例が多い
- ・相場を大きく上回る賃料水準で成約する例が見られる
 - … 日本橋エリアでは、新築ビルの供給が多いことが、賃料水準を引き上げた模様

注: 入居率は2015年9月時点。
賃料、入居率は一部推計。
出所: 公表資料により、みずほ証券が作成

12. オフィスビル市場の動向⑤ - 主要都市の概況



■ 図表 12 : 主要都市のオフィス空室率推移

- ・ほとんどの地方都市において、オフィス空室率は高水準だが、徐々に低下
- ・大阪は、2013年4月竣工の「グランフロント大阪」の稼働率が、オープン時は20%強にとどまった → 2015年6月末時点で、内定率は80%程度に向上した模様
- ・名古屋は、2015年秋まで、大型ビルの供給計画が少ない → 当面の市況は「小康状態」
- ・福岡は、2009年7月で、オフィスの大量供給が一段落 → 市況は徐々に回復

出所：三菱商事の資料により、みずほ証券が作成

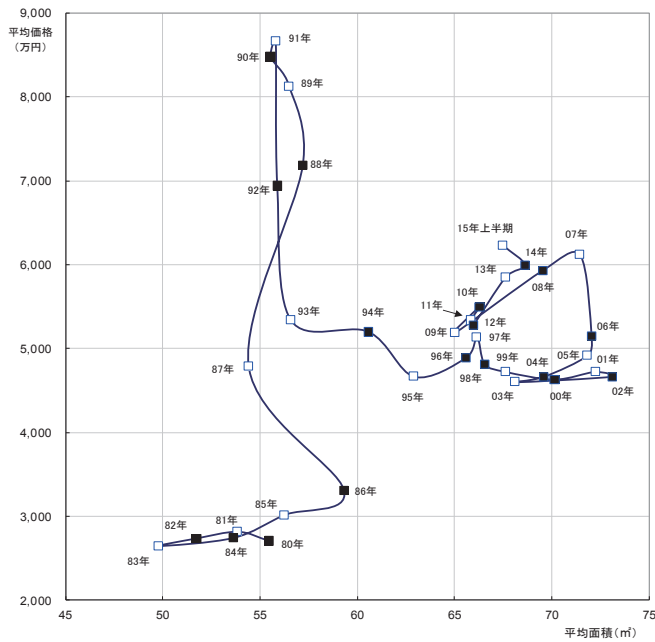
13. 住宅市場の動向① - 住宅価格等の推移

■ 図表 13 : 新築分譲マンションの供給動向

出所：(株)長谷工総合研究所「CRI」により、みずほ証券が作成

	供給戸数(戸)				平均価格(万円)				分譲単価(千円/㎡)				平均面積(㎡)						
	2013年		2014年		2015年		増減率 (%)	2013年		2014年		2015年		増減率 (%)	2013年		2014年		増減率 (%)
	上半期	年間	上半期	年間	上半期	年間		①	②	③	④	⑤	⑥		⑦	⑧	⑨	⑩	
東京圏	10,898	28,340	8,827	20,774	8,535	▲3.3	5,853	5,994	6,231	4.0	865	873	923	5.7	67.64	68.63	67.49	▲1.7	
東京23区	5,813	14,847	4,767	11,124	4,441	▲6.8	6,881	7,005	7,255	3.6	1,028	1,023	1,086	6.2	66.93	68.47	66.78	▲2.5	
下町エリア	5,085	13,493	4,060	9,650	4,094	0.8	4,722	4,829	5,120	6.0	690	702	750	6.8	68.42	68.81	68.26	▲0.8	
東京都下	2,297	4,436	1,672	4,425	2,383	▲2.5	4,238	4,726	4,470	▲5.4	580	648	615	▲5.1	73.07	72.97	72.69	▲0.4	
神奈川県	5,072	11,805	4,598	10,121	3,648	▲20.7	4,212	4,384	4,645	6.0	574	610	645	5.7	73.39	71.86	72.03	0.2	
横浜市	2,319	6,220	2,225	4,590	1,803	▲19.0	4,126	4,411	4,998	13.3	560	607	687	13.2	73.69	72.62	72.74	0.2	
川崎市	1,362	3,217	1,443	3,187	1,338	▲7.3	4,718	5,086	4,488	▲11.8	656	724	631	▲12.8	71.89	70.28	71.10	1.2	
その他	1,391	2,368	930	2,344	507	▲45.5	3,749	3,375	3,802	12.7	502	465	528	13.5	74.66	72.51	71.96	▲0.8	
埼玉県	3,351	6,617	2,159	4,473	1,673	▲22.5	3,718	3,930	4,093	4.1	512	544	570	4.8	72.65	72.26	71.78	▲0.7	
さいたま市	975	1,538	966	1,704	483	▲50.0	4,575	4,679	4,674	▲0.1	627	632	677	7.1	72.96	74.00	69.01	▲6.7	
その他	2,376	5,079	1,193	2,769	1,190	▲0.3	3,458	3,469	3,858	11.2	477	487	529	8.6	72.56	71.19	72.91	2.4	
千葉県	2,681	5,280	2,138	5,120	1,779	▲16.8	3,675	3,879	3,981	2.6	475	500	526	5.2	77.40	77.51	75.71	▲2.3	
千葉市	715	1,286	649	1,125	314	▲51.6	3,677	3,677	3,691	0.4	446	460	473	2.8	82.43	80.00	78.06	▲2.4	
その他	1,966	3,994	1,489	3,995	1,465	▲1.6	3,674	3,936	4,043	2.7	485	512	538	5.1	75.78	76.81	75.21	▲2.1	
全体	24,299	56,478	19,394	44,913	18,018	▲7.1	4,929	5,060	5,256	3.9	697	711	748	5.2	70.77	71.16	70.31	▲1.2	
大阪圏	4,492	8,576	2,821	6,229	3,775	33.8	3,386	3,294	3,345	1.5	528	576	604	4.9	64.12	57.20	55.39	▲3.2	
阪神間	1,125	2,599	775	1,360	1,021	31.7	3,940	4,728	4,395	▲7.0	514	600	588	▲2.0	76.71	78.74	74.75	▲5.1	
神戸市	1,194	2,993	1,285	3,277	1,571	22.3	3,549	3,595	3,192	▲11.2	512	503	551	9.5	69.31	71.48	57.88	▲19.0	
北摂	2,015	3,993	1,013	2,368	1,449	43.0	3,655	4,044	4,222	4.4	490	517	553	7.0	74.54	78.15	76.38	▲2.3	
東大阪	501	1,459	443	841	416	▲6.1	2,942	3,218	3,404	5.8	413	446	496	11.2	71.29	72.15	68.66	▲4.8	
南大阪	322	893	301	549	190	▲36.9	2,963	3,142	3,229	2.8	389	403	411	2.0	76.14	78.01	78.51	0.6	
京都市	832	2,153	908	1,957	839	▲7.6	3,957	4,288	4,261	▲0.6	612	580	614	5.9	64.64	73.95	69.40	▲6.2	
外周地域	837	2,025	1,166	2,233	617	▲47.1	3,143	3,352	3,398	1.4	408	444	447	0.7	77.07	75.42	76.07	0.9	
兵庫県	153	243	237	378	357	50.6	3,094	3,188	3,216	0.9	395	428	421	▲1.6	78.40	74.44	76.45	2.7	
京都府	148	148	273	730	119	▲56.4	2,488	3,543	3,624	2.3	309	467	488	4.5	80.46	75.82	74.18	▲2.2	
滋賀県	212	743	288	394	129	▲51.9	3,041	3,208	3,319	3.5	398	434	443	2.1	76.41	73.90	74.84	1.3	
奈良県	312	723	269	579	172	▲36.1	3,546	3,460	3,825	10.5	453	450	485	7.8	78.24	76.91	78.88	2.6	
和歌山県	12	168	119	152	64	▲46.2	2,508	2,807	2,999	6.8	358	378	414	9.5	70.02	74.32	72.41	▲2.6	
全体	11,318	24,691	8,712	18,814	10,102	16.0	3,496	3,647	3,634	▲0.4	501	528	562	6.4	69.72	69.06	64.61	▲6.4	

14. 住宅市場の動向 ② - 住宅価格等の推移

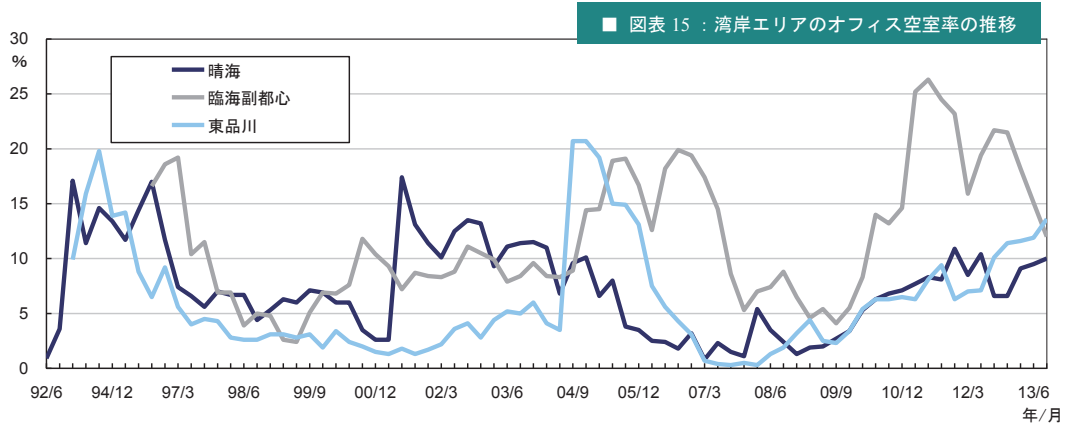


■ 図表 14 : 新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移 (東京圏)

- ・ 2015年上半期の供給実績は、
東京圏 全体で18,018戸(前年同期比▲7.1%)
… 周辺3県の供給が大幅に減少
東京23区のシェア拡大(上半期としては3年連続)
前年同期 45.5% → 今期: 47.4%
- ・ 供給戸数の減少は、用地不足や建築コストの上昇のほか、「売れないものを作らなくなった」ことも要因
- ・ 初月契約率: 76.1%(前年同期比▲2.3%ポイント)
… 上半期としては6年連続で70%超
- ・ 平均価格 5,256万円(前年同期比+4.9%)
… 3年連続の上昇、91年以來の高値
- ・ ㎡単価 74.8万円(前年同期比+5.8%)
… 3年連続の上昇、92年以來の高値
- ・ 在庫 4,936戸(前年同月末+1,218戸)
… 3年振りの増加だが、依然として低水準

出所: (株)長谷工総合研究所「CRI」により、みずほ証券が作成

15. オリンピック招致の効果 ① - 湾岸エリアのオフィス市況の安定化



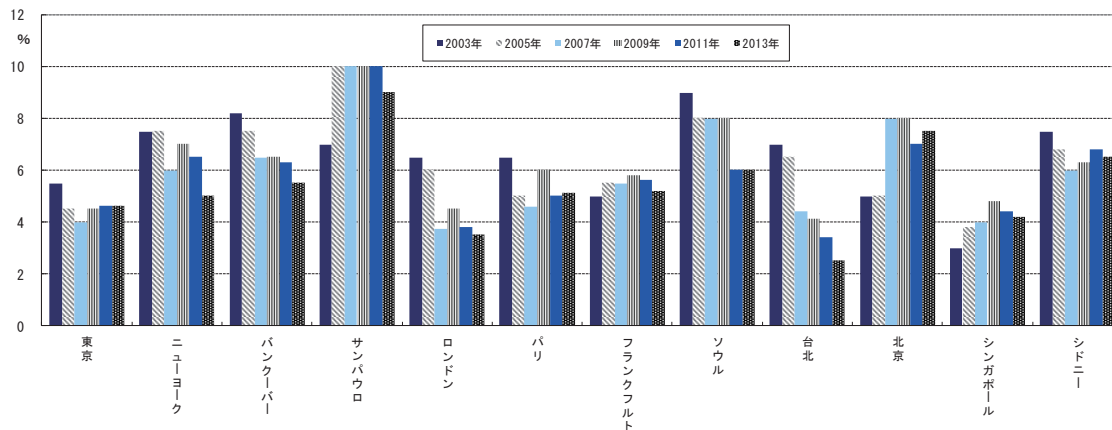
■ 図表 15 : 湾岸エリアのオフィス空室率の推移

- ・ 東京湾岸のオフィスビル市況は、安定性が乏しい
 - ① 交通アクセス、インフラ整備に不備
 - ② 埋立地であるため、立地イメージが良いとは言えない
- ・ オリンピック導入によって、上記の問題が解決される可能性がある(晴海エリアの場合)・BRT(バス高速輸送システム)の導入…2016年4月開通予定
- ・ LRT(次世代型路面電車)導入の検討
- ・ 「選手村」設置により、国際交流の場として発展 → 立地イメージの向上も

注: 96年12月までは半年間のデータ、97年3月以降は四半期のデータ
出所: シービーアールイー(株)の資料により、みずほ証券が作成

18. 不動産投資の動向① – 主要国と比較した東京の投資環境

■ 図表 18 : 主要都市の不動産投資利回りの推移

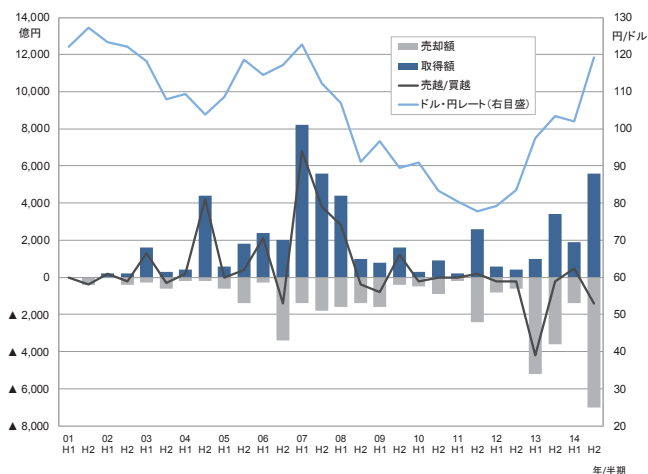


注: 高度商業地のキャブレート。
出所: 公益社団法人 日本不動産鑑定士協会連合会「世界地価等調査結果」により、みずほ証券が作成

・東京の不動産利回りは、他の主要都市に比べて低め
ただし、資金調達のコストも低いため、一定の収益を安定的に確保できる

19. 不動産投資の動向② – 外資系ファンド等による不動産投資

■ 図表 19 : 外資系プレイヤーによる不動産取得の動向

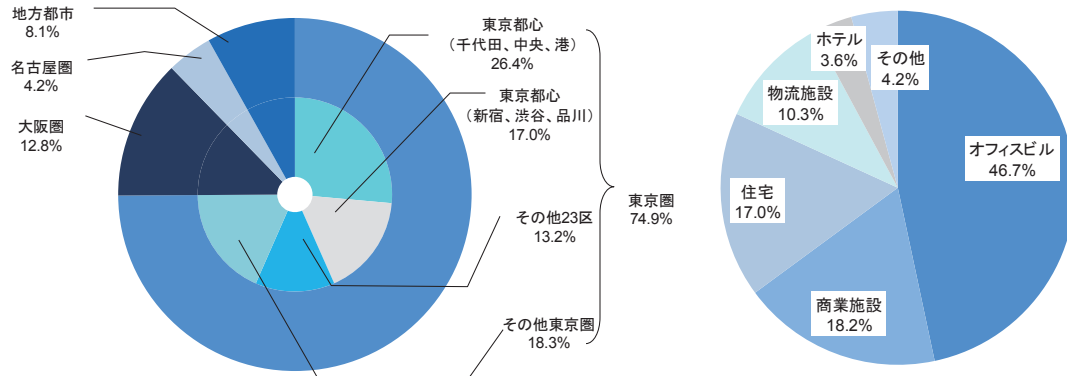


・外資系ファンド等による不動産購入は、
2014年後半に大幅に増加した模様。
・日本不動産研究所の調査によれば、
「外資系プレイヤー」の不動産取得金額は、
2014年上期が1,885億円、
2014年下期が5,590億円
・売却額も増加。
2014年上期は買い越したものの、
2014年下期は1,300億円余りの売り越し
・アジアの外資系プレイヤーは、
円安や日本のイールドギャップに着目して
不動産を積極的に購入。
一方、以前から日本の不動産を保有する
外資系プレイヤーは、ドルベースでの資産
価値下落を嫌気して、売却。
・・・外資系プレイヤーの売越・買越状況は、
為替の動きと似た傾向

注: 1. 一般財団法人日本不動産研究所の調査による。
2. 為替レートは、各年6月・12月の月中平均。
出所: 「日経不動産マーケット情報」等の資料により、みずほ証券が作成

20. 不動産投資の動向 ③－ J-REITによる投資の傾向

■ 図表 20 : J-REIT の運用対象不動産の内容(立地別、用途別)

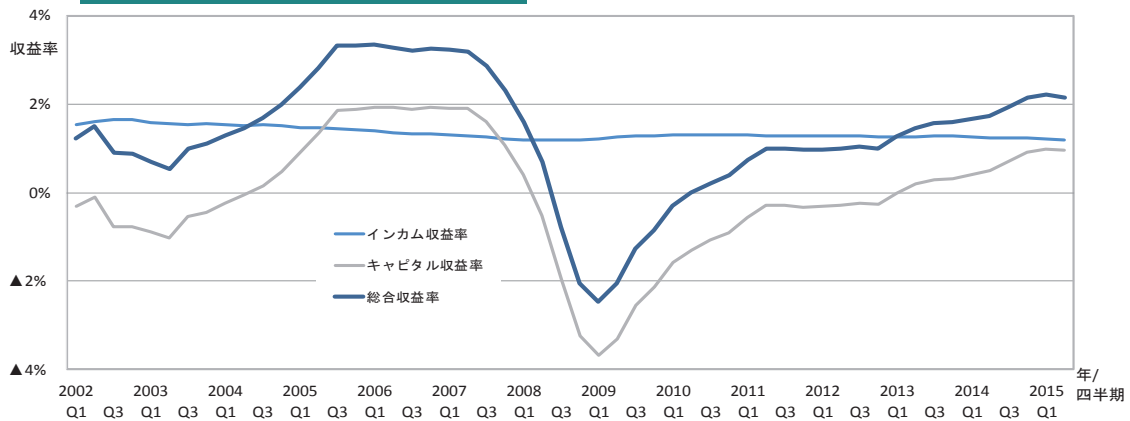


・J-REITの運用対象は、東京圏に集中
 … 不動産市況に「東京の一人勝ち」傾向が強まる中で、投資対象の一種集中が進行
 ・施設用途はオフィスビルが約半分を占めるが、徐々に多様化が進行
 … 2012年後半から、物流施設系REITが増加、
 オリンピック開催を控えて、ホテル系REITや、ヘルスケアREITにも投資家の関心が高まりつつある

注: 1. 2015年8月末時点
 2. 構成比は、取得価格ベース
 出所: みずほ証券

21. 不動産投資の環境①－ 不動産賃貸事業の安定性

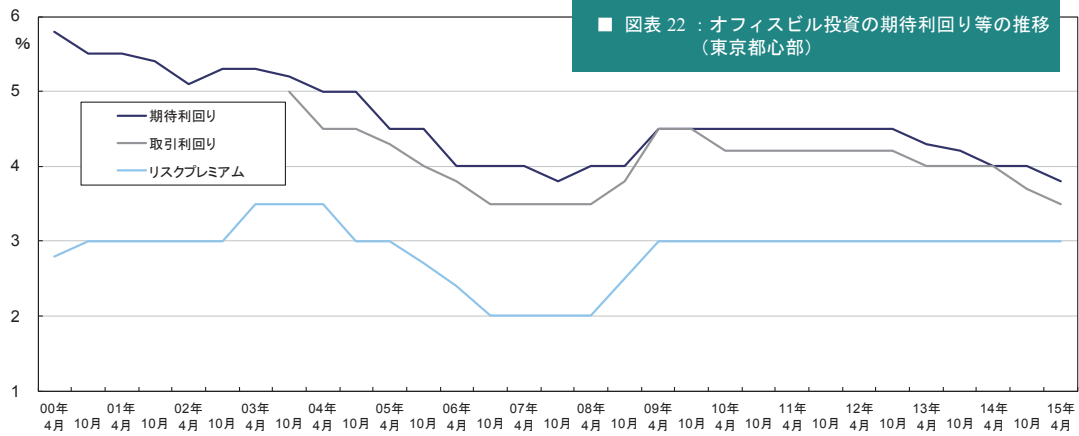
■ 図表 21 : 不動産投資の収益性 (四半期ベース)



・不動産賃貸事業の賃料収入に基づく収益率(インカム収益率)は、1.3%程度(四半期ベース)で安定的に推移
 … J-REITの購入者は、景気動向に左右されずに、安定した分配金(配当)収入を期待できる
 ・資産価値に基づく収益率(キャピタル収益率)は、変動が大きいですが、2013年第2四半期からプラス圏に転じた
 ・総合収益率(インカム+キャピタル)は、2010年第3四半期からプラス圏を維持
 … ただし、足元では、不動産価格の高騰などにより、収益率がやや低下

注: 「ARES Japan Property Index」による
 全用途・四半期の収益率
 出所: 不動産証券化協会の資料
 により、みずほ証券が作成

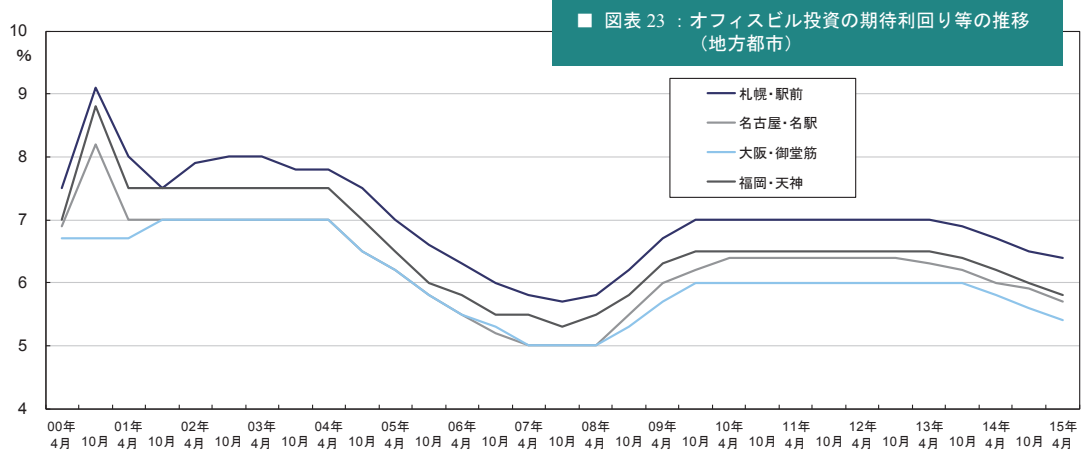
22. 不動産投資の環境 ② - 不動産投資利回りの推移(1)



- 2009年4月～2009年10月に、期待利回り・取引利回りは横ばい傾向。ただし、不動産評価額は低下が継続
 … 不動産評価額の低下要因が、「キャップレートの上昇 → キャッシュフローの低下」へと変化
- 2013年4月時調査で、9期振りに期待利回りが低下。リスクプレミアムは横ばい傾向が継続
 … 不動産市況の悪化が収まり、不動産評価額も底打ち
- 2013年4月時調査から、取引利回りが大幅に低下。最新調査(2015年4月時)では3.5%に
 … 不動産投資が活発化。「バブル」の目安(3%台前半と想定)に近づく

注: 東京の「丸の内・大手町」エリアのAクラスビル(優良ビル)に投資した場合の期待利回り等をまとめたもの
 出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」により、みずほ証券が作成

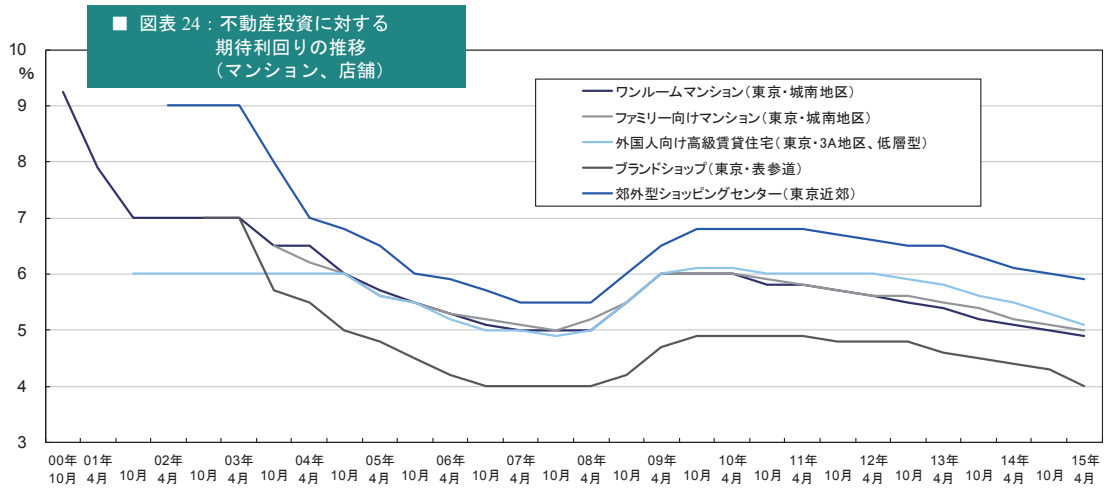
23. 不動産投資の環境 ③ - 不動産投資利回りの推移(2)



- 2010年4月時調査～2013年4月時調査において、地方都市の期待利回りは概ね横ばい。一部の都市で低下
 … 地方都市でも、不動産市況が底打ち
- 2013年10月時調査以降、多くの都市で、期待利回りが低下
 … 地方都市でも、不動産投資が活発化
- 最新調査(2015年4月時調査)において、大阪・御堂筋の期待利回りは、5.4%まで低下

注: 主要都市の優良ビルに投資した場合の期待利回りをまとめたもの
 出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」により、みずほ証券が作成

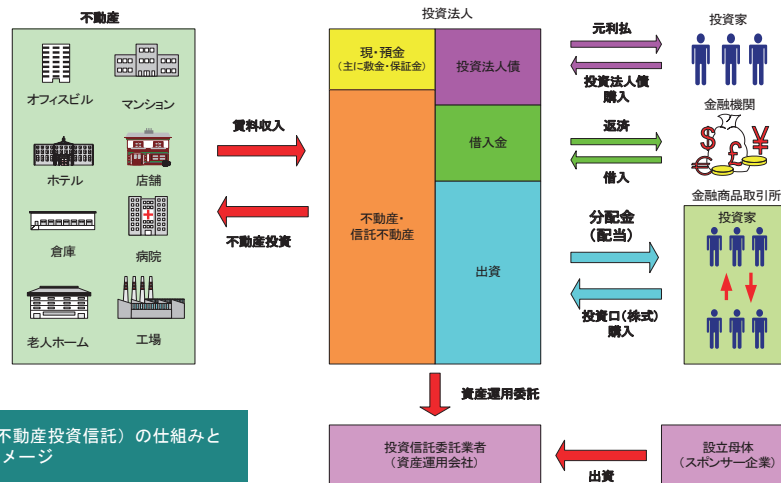
24. 不動産投資の環境 ④ - 不動産投資利回りの推移(3)



- ・住宅、商業施設に対する期待利回りは、同一エリアのオフィスビルよりも高い水準
- ・・・投資環境(市場規模、運用対象の多様性、価格算定方法等)が未整備であることが一因
- ・2010年10月時調査以降、東京都心部等でマンションの期待利回りが低下・・・住宅市場の回復が先行
- ・2012年10月時調査以降は、多くの不動産で期待利回りが低下・・・不動産市況が多くの分野で回復

出所: 日本不動産研究所
「不動産投資家調査」により、
みずほ証券が作成

25. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み



■ 図表 25 : J-REIT (不動産投資信託) の仕組みと資金調達イメージ

- ・J-REIT(日本版不動産投資信託)とは
- ① 投資家から集めた資金でファンド(投資法人)を設立し、
 - ② その資金を不動産(オフィスビル、マンション等)に投資し、
 - ③ 不動産を運用(維持・管理、買い替え等)し、
 - ④ 不動産事業の利益(賃料収入-管理コスト)を投資家に分配(配当)する商品

出所: みずほ証券が作成

26. J-REIT市場の動向② - 投資法人の現状

<特化型> (1種類の不動産に特化したタイプ)

- **オフィスビル専門**
 - 日本ビルファンド投資法人 (NBF, 8951)
 - ジャパンリアルエステイト投資法人 (JRE, 8952)
 - グローバル・ワン不動産投資法人 (GOR, 8958)
 - 野村不動産オフィスファンド投資法人 (NOF, 8959)
 - * 2015年10月1日付で野村不動産系J-REIT3法人が合併
 - 大和証券オフィス投資法人 (DOI, 8976)
 - インベスコ・オフィス・ジェリート投資法人 (IOJ, 3298)

- **商業施設専門**
 - 日本リアルファンド投資法人 (JRF, 8953)
 - フロンティア不動産投資法人 (FRI, 8964)
 - イオンリート投資法人 (ARI, 3292)
 - ケネディクス商業リート投資法人 (KRR, 3453)

- **住宅専門**
 - 日本アコモデーションファンド投資法人 (NAF, 3226)
 - 野村不動産レジデンスリアル投資法人 (NRF, 3240)
 - * 2015年10月1日付で野村不動産系J-REIT3法人が合併
 - アドバンス・レジデンス投資法人 (ADR, 3269)
 - 日本賃貸住宅投資法人 (JRH, 8986)
 - 積水ハウス・SIレジデンスリアル投資法人 (SSI, 8973)
 - スターアップロード投資法人 (SPI, 8979)
 - 大和ハウス・レジデンスリアル投資法人 (DHI, 8984)
 - ケネディクス・レジデンスリアル投資法人 (KDR, 3278)
 - コンフォリア・レジデンスリアル投資法人 (CRR, 3282)
 - サムティ・レジデンスリアル投資法人 (SRI, 3459)
 - * 2015年6月30日 上場

- **物流施設専門**
 - 日本ロジスティクスファンド投資法人 (JLF, 8967)
 - GLP投資法人 (GLP, 3281)
 - 日本プロロジスリート (NPR, 3283)

- **ホテル・旅館専門**
 - ジャパン・ホテル・リート投資法人 (JHR, 8985)
 - 豊野リゾート・リート投資法人 (HRR, 3287)

- **ヘルスケアリート**
 - 日本ヘルスケア投資法人 (NHI, 3308)
 - ヘルスケア&メディカル投資法人 (HCM, 3455)
 - ジャパン・シニアリビング投資法人 (JSR, 3460)
 - * 2015年7月29日 上場

<複合型> (2種類の不動産で運用するタイプ)

- **オフィスビル + 商業施設**
 - 日本プライムリアルティ投資法人 (JPR, 8955)
 - 東急リアル・エステート投資法人 (TRI, 8957)
 - アクティバ・プロパティーズ投資法人 (API, 3279)
 - SIA不動産投資法人 (SIA, 3290)

- **オフィスビル + 住宅**
 - プレミア投資法人 (PIC, 8956)
 - 平和不動産リート投資法人 (HFR, 8966)

- **物流施設 + 商業施設**
 - 大和ハウスリート投資法人 (DHR, 3263)
 - 野村不動産マスターファンド投資法人 (NMF, 9286)
 - * 2015年10月1日付で野村不動産系J-REIT3法人が合併

- **物流施設 + インフラ施設**
 - 豊農ファンド投資法人 (IF, 3249)

● **2010年～2012年4月に、9組・18投資法人が合併**
 上場J-REIT数は、
 2007年5月：41法人 → 2012年4月：33法人に減少

● **2012年以降、新規上場が増加**
 2015年7月29日時点で、上場J-REITは53法人に増加

● **2015年10月1日付で、野村不動産系の3法人が合併**
 新設合併により、10月2日付で1法人が上場
 …… 同日時点で、上場J-REITは、51法人

<複合型> (不動産の用途を限定しないタイプ)

- **オフィスビル中心**
 - MCUBS MidCity投資法人 (MID, 3227)
 - * 2015年6月16日付で、MIDリート投資法人から商号変更
 - 森ビルリート投資法人 (MHR, 3234)
 - オリックス不動産投資法人 (OJR, 8954)
 - 森トラスト総合リート投資法人 (MTR, 8961)
 - ケネディクス・オフィス投資法人 (KDO, 8972)
 - いちごオフィスリート投資法人 (ICG, 8975)
 - トップリート投資法人 (TOP, 8982)
 - * 2015年9月5日付で、115不動産投資法人から商号変更
 - ジャパンエージェンシー投資法人 (JEI, 8987)
 - ニューリットリート投資法人 (NLI, 3295)
 - 日本リート投資法人 (NRI, 3296)
 - トーセイ・リート投資法人 (TSR, 3451)
 - 積水ハウス・リート投資法人 (SHR, 3309)
 - 野村不動産マスターファンド投資法人 (NMF, 3462)
 - * 2015年10月2日 上場

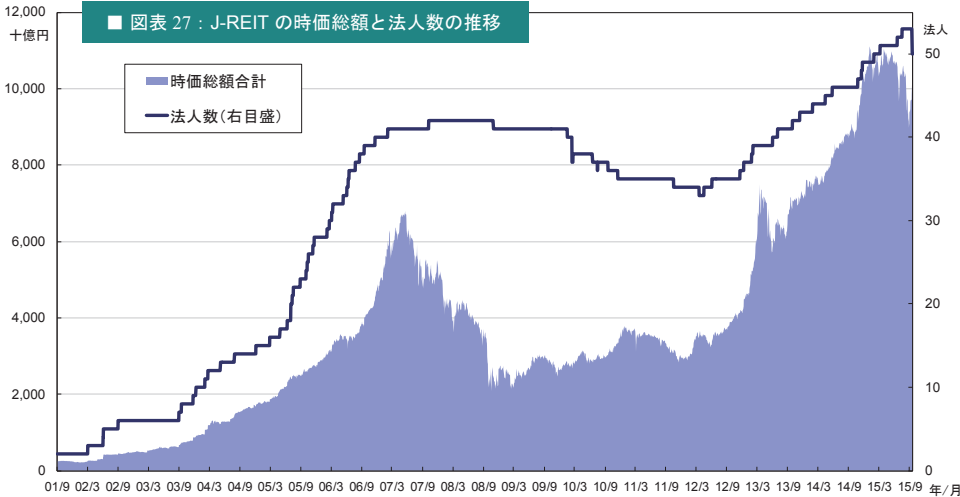
- **商業施設中心**
 - ユナイテッド・アーバン投資法人 (UUR, 8960)
 - 福岡リート投資法人 (FRC, 8968)
 - 飯島リート投資法人 (HRI, 8977)

- **住宅中心**
 - インヴァンシブル投資法人 (INV, 8963)

■ 図表 26 : 上場J-REITの概要

注: 2015年10月2日時点
 出所: みずほ証券

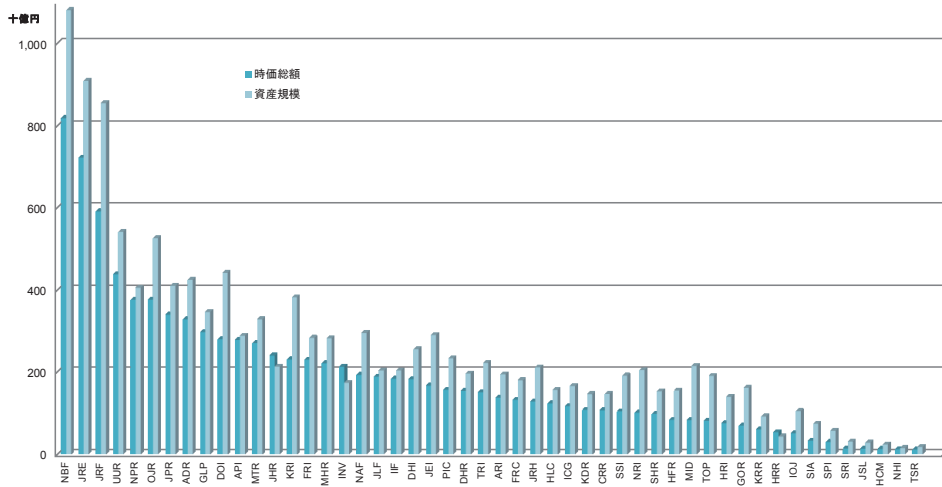
27. J-REIT市場の動向③ - 市場規模の変動状況



- J-REITの時価総額は、2008年10月下旬に約2.1兆円の市場規模に縮小
 ……リーマンショック後に、J-REIT1法人が経営破綻したことなどが影響
- J-REITの時価総額は、2012年春以降は、概ね拡大傾向。
 2014年11月28日に、10兆円の「大台」を突破
- 2015年9月末時点の時価総額は9.61兆円
 ……ピーク時をやや下回るものの、過去最大級の市場規模が継続

出所: 不動産証券化協会
 等の資料により、
 みずほ証券が作成

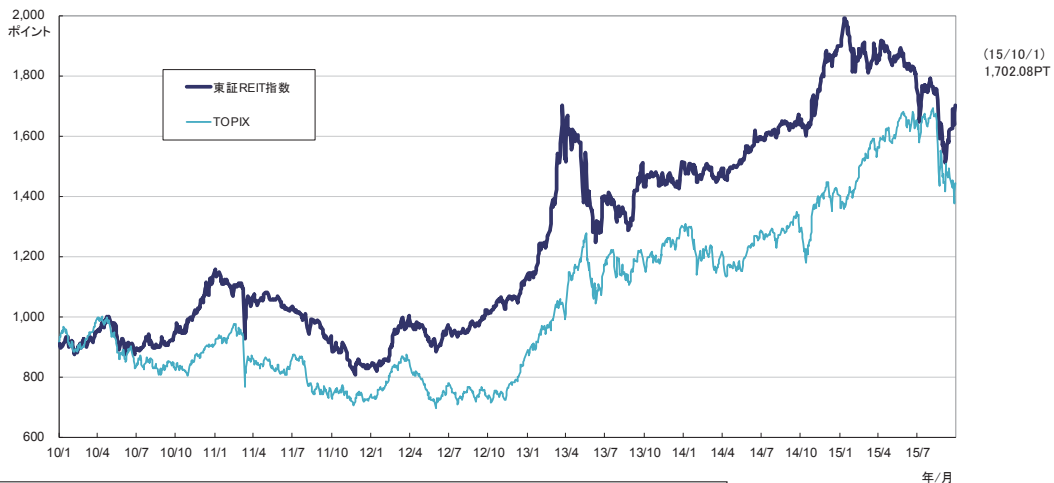
28. J-REIT市場の動向④ — 資産規模と時価総額



- ・上位3銘柄で時価総額および資産総額(不動産取得価格の累計)の約25%を、上位5銘柄で時価総額の約32%、資産総額の約30%を占める。
- ・上場時の資産規模は1,000億円以上、J-REIT市場において一定の存在感を確保できる資産規模は3,000億円以上が、一応の目安となっている(必ずしも確立された基準ではない)

注: 1. 2015年10月1日時点。
 2. グラフは、時価総額の順に記載。
 出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

29. J-REIT市場の動向⑤ — 株価(投資口価格)の推移(1)



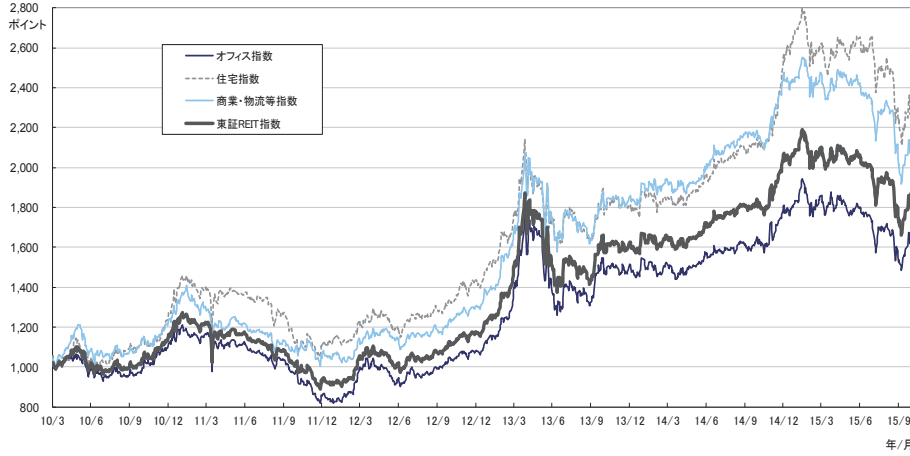
- ・東証REIT指数の変動要因は、下記の3項目と考えられる
 - (a) J-REITの収入源である実物不動産の市況
 - (b) 投資家の需給関係
 - (c) 長期金利の動向
- ・東証REIT指数は、2015年7月・9月に大幅に低下したが、J-REIT市場には、特段の悪材料が見当たらない
 - … 9月の下落は、中国リスクを主因とする株式市場の不調に「巻き込まれた」部分が大きい
 - 比較的早期に回復する可能性

■ 図表 29: 東証REIT指数とTOPIXの推移

出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

30. J-REIT市場の動向⑥ - 株価(投資口価格)の推移(2)

■ 図表 30 : 東証REIT用途別指数の推移



(15/10/1)
 オフィス指数 1,681.59 PT
 住宅指数 2,338.33 PT
 商業・物流等指数 2,164.91 PT

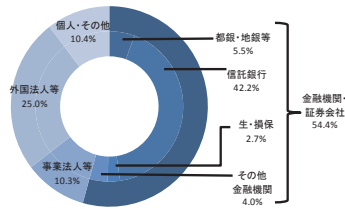
- ・オフィス系REITの指数は、2014年3月以降に上昇傾向(ただし、指数の水準は相対的に低い)
 … オフィスビル市況の底入れを反映
- ・住宅REITの運用は、オフィスビルに比べて安定
 … 住宅関連の指標は景気動向に先行し、オフィス関連は遅延する傾向がある。
 好況時には、住宅の家賃等が「なかなか上昇しない」可能性もある

注: 1. 東証REIT用途別指数は、2010年2月26日を起算日として、2010年6月21日より東証が公表。
 2. 東証REIT指数は、2010年2月26日の終値(908.23pt)を1,000ptとして指数化したもの。
 出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

31. J-REIT市場の動向⑦ - 投資家の構成

■ 図表 31 : 投資主の投資部門別構成比(ストック)

● 投資口ベースの構成比(2015年2月末)



- ・投資口数ベースでは、**信託銀行が40%以上を占める最大の投資家層**
 … 「投資信託分」が大部分を占める
- ・**個人投資家の構成比は約10%**
 … 投信を個人投資家と考えた場合の構成比は50%弱に達する

出所: 東京証券取引所「REIT投資主情報調査」により、みずほ証券が作成

(a) 所有者別-投資主数ベース

(単位:人、%)

	2014年6月末 全体(45銘柄)		2015年2月末 全体(46銘柄)		オフィス系(20銘柄)		住宅系(11銘柄)		商業・物流系(15銘柄)		
	人数	構成比	人数	構成比	人数	構成比	人数	構成比	人数	構成比	
合計	①+②+⑩+⑪	532,412	100.0	555,507	100.0	243,587	100.0	126,976	100.0	184,944	100.0
政府・地方公共団体	①	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国内法人・小計	②=③+⑨+⑩	14,563	2.7	15,603	2.8	6,851	2.8	3,045	2.4	5,707	3.1
金融機関・小計	③=④~⑧	3,707	0.7	4,186	0.8	1,739	0.7	795	0.6	1,652	0.9
都銀・地銀等	④	1,183	0.2	1,270	0.2	493	0.2	258	0.2	519	0.3
信託銀行	⑤	471	0.1	509	0.1	221	0.1	116	0.1	172	0.1
④+⑤の投資信託分		180	0.0	184	0.0	80	0.0	44	0.0	60	0.0
④+⑤の年金信託分		134	0.0	158	0.0	64	0.0	38	0.0	56	0.0
生命保険会社	⑥	242	0.0	263	0.0	106	0.0	52	0.0	105	0.1
損害保険会社	⑦	97	0.0	92	0.0	43	0.0	24	0.0	25	0.0
その他の金融機関	⑧	1,714	0.3	2,052	0.4	876	0.4	345	0.3	831	0.4
証券会社	⑨	919	0.2	1,012	0.2	437	0.2	236	0.2	339	0.2
事業法人等	⑩	9,937	1.9	10,405	1.9	4,675	1.9	2,014	1.6	3,716	2.0
外国法人等	⑪	7,786	1.5	8,609	1.5	3,861	1.6	1,545	1.2	3,203	1.7
個人・その他	⑫	510,063	95.8	531,295	95.6	232,875	95.6	122,386	96.4	176,034	95.2

(b) 所有者別-投資口数ベース

(単位:口、%)

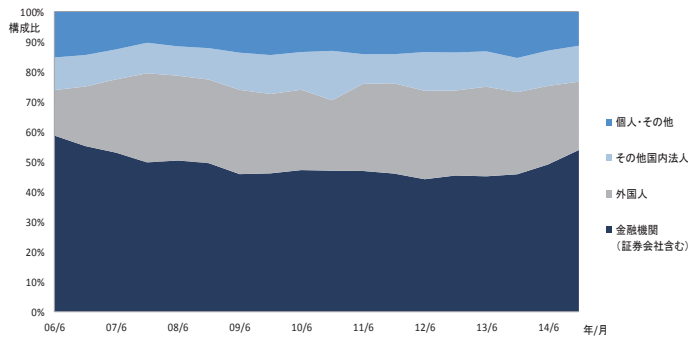
	2014年6月末 全体(45銘柄)		2015年2月末 全体(46銘柄)		オフィス系(20銘柄)		住宅系(11銘柄)		商業・物流系(15銘柄)		
	口数	構成比	口数	構成比	口数	構成比	口数	構成比	口数	構成比	
合計	①+②+⑩+⑪	36,222,615	100.0	41,519,685	100.0	15,097,404	100.0	9,063,272	100.0	17,359,009	100.0
政府・地方公共団体	①	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国内法人・小計	②=③+⑨+⑩	23,376,081	64.5	26,836,295	64.6	10,021,257	66.4	6,082,080	67.1	10,732,958	61.8
金融機関・小計	③=④~⑧	18,699,131	51.6	21,695,054	52.3	8,054,331	53.3	4,648,133	51.3	8,992,590	51.8
都銀・地銀等	④	1,851,013	5.1	2,289,432	5.5	839,389	5.6	421,433	4.6	1,028,610	5.9
信託銀行	⑤	15,194,471	41.9	17,505,990	42.2	6,434,813	42.6	3,911,275	43.2	7,159,902	41.2
④+⑤の投資信託分		12,820,083	35.4	14,747,768	35.5	5,291,399	35.0	3,357,340	37.0	6,099,029	35.1
④+⑤の年金信託分		544,815	1.5	576,002	1.4	147,564	1.0	225,356	2.5	203,082	1.2
生命保険会社	⑥	856,762	2.4	944,242	2.3	415,836	2.8	134,370	1.5	394,036	2.3
損害保険会社	⑦	198,138	0.5	185,688	0.4	65,004	0.4	71,086	0.8	49,598	0.3
その他の金融機関	⑧	598,747	1.7	769,702	1.9	299,289	2.0	109,969	1.2	360,444	2.1
証券会社	⑨	684,572	1.9	853,579	2.1	307,614	2.0	124,269	1.4	421,696	2.4
事業法人等	⑩	3,992,378	11.0	4,287,662	10.3	1,659,312	11.0	1,309,678	14.5	1,318,672	7.6
外国法人等	⑪	8,828,357	24.4	10,374,506	25.0	3,468,437	23.0	1,853,756	20.5	5,052,313	29.1
個人・その他	⑫	4,018,177	11.1	4,308,884	10.4	1,607,710	10.6	1,127,436	12.4	1,573,738	9.1

32. J-REIT市場の動向⑧ – 投資家層の推移

(単位: %)

	2006年		2007年		2008年		2009年		2010年	
	6月末	12月末	6月末	12月末	6月末	12月末	6月末	12月末	6月末	12月末
金融機関 (証券会社を含む)	58.7	55.2	53.0	49.8	50.4	49.5	45.8	46.1	47.2	47.0
外国人	15.2	19.9	24.5	29.8	28.3	27.9	28.1	26.5	26.8	23.5
その他国内法人	10.9	10.5	10.0	10.2	9.8	10.5	12.4	13.0	12.6	16.5
個人・その他	15.2	14.4	12.5	10.3	11.5	12.1	13.6	14.4	13.4	13.0

	2011年		2012年		2013年		2014年	
	6月末	12月末	6月末	12月末	6月末	12月末	6月末	12月末
金融機関 (証券会社を含む)	46.9	46.0	44.1	45.4	45.1	45.8	49.1	53.9
外国人	29.1	30.1	29.5	28.4	29.9	27.4	26.2	22.8
その他国内法人	9.9	9.7	12.9	12.7	11.8	11.4	11.8	12.0
個人・その他	14.1	14.1	13.4	13.6	13.2	15.4	12.9	11.3



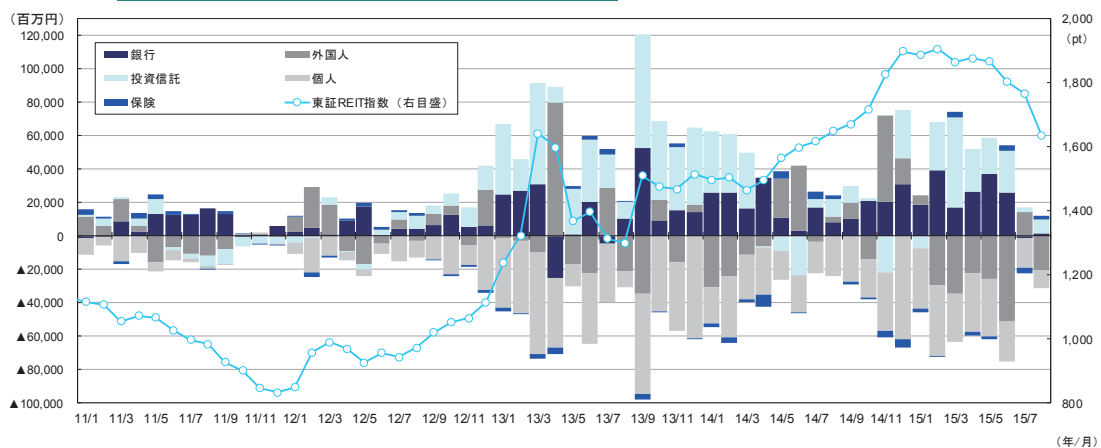
■ 図表 32 : 投資主の投資部門別構成比の推移 (投資口数ベース)

- ・J-REIT市場の最大投資家層は金融機関**
 リーマンショック後に、J-REIT投資を中断した例が多いものの、2014年12月の末には、再び過半を占めるまでに回復
 …株式市場が不安定、かつ国債利回りの低下が続く中で、J-REIT投資の優位性が向上
- ・外国人投資家の構成比は、足元ではやや低下**
 日銀の追加緩和公表後に、東証REIT指数が急騰したため、利益確定の動きが強まる
- ・国内法人の構成比は、足元では上昇基調**
 スポンサーの「セიმポート投資」などが増加
- ・個人投資家の構成は、2014年に大幅低下**
 J-REITのファイナンス件数が増加したため、個人投資家が、ディスカウント価格で取得した新投資口を早期に売却する例が増加

出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

33. J-REIT市場の動向⑨ – 投資主別の取引動向

■ 図表 33 : 投資主別の売買動向 (売買差し引き金額)



- ・2013年から、J-REIT投資が活発化**
 投資家別では、銀行の買い越し、個人投資家の売り越しが目立つ
 …個人の売り越しは、増資・新規上場の増加が影響している可能性
 銀行は、分配金の安定性と、配当利回りが高水準であることから、J-REIT投資を重視
 外国人投資家は、金融政策の動向を重視している模様

出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

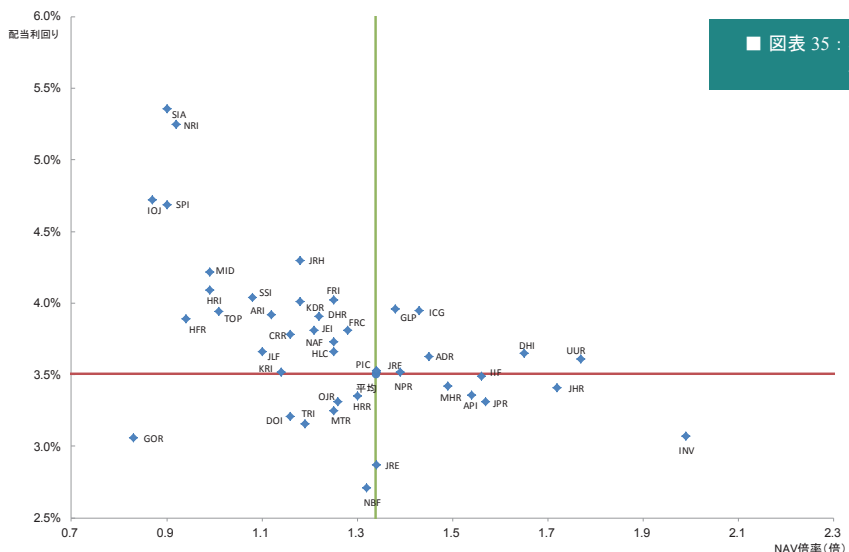
34. J-REIT市場の動向⑩ – 配当利回りの推移



・J-REITの平均配当利回りは「円の金融商品」としては高水準
 ・2004年6月～2006年11月の配当利回りは、概ね「長期金利+200bp」で推移
 ・2013年3月以降の平均配当利回りは、概ね「長期金利+300bp」で推移
 ……東証REIT指数が表面的に大きく変動しても、投資家は「利回り中心の金融商品」として、明確な基準によってJ-REITを評価している模様

注: 1. J-REIT平均配当利回りは、各J-REITの配当利回りを時価総額で加重平均して算出。
 2. 各J-REITの配当利回りは、分配金の予想値(年換算値)で算出。
 出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

35. J-REIT市場の動向⑪ – 不動産賃貸の運用状況

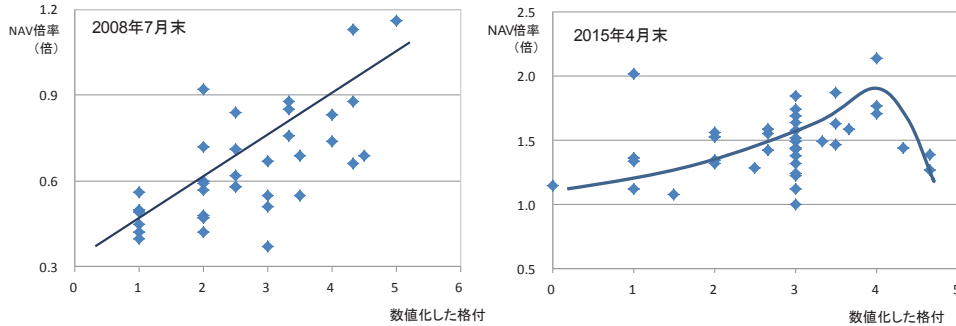


・J-REITのNAV倍率は、平均で1.2倍超
 スポンサーの信用度がやや低い銘柄や、不動産運用に難点があった銘柄には、相対的に「割安」と判断できるものも見られる

注: 2015年10月1日時点
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

36. J-REIT市場の動向⑫ - 投資家による評価基準の変化

■ 図表 36: 格付とNAV倍率

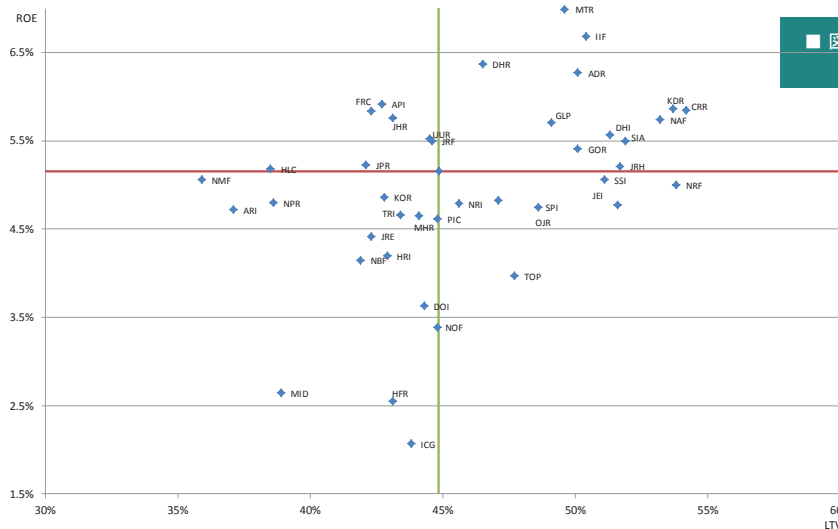


- 2008年7月末(リーマンショック前): 数値化した格付とNAV倍率は、概ね正の相関関係
 - …信用度が高い銘柄ほど、投資家の人気が高かった
- 2015年4月末: 格付が高い銘柄にNAV倍率が大きく低下した例が見られる
 - …金融機関や投資信託などに、分配金利回りが低下した銘柄や、成長スピードが鈍化した銘柄を、より割安な銘柄と入れ替える動きが強まった
 - 格付が低い銘柄の一部に、NAV倍率が大幅に上昇した例が登場
 - …(a) 運用方針を見直してホテルなど成長余地が大きい資産の取得を活発化した例
 - (b) スポンサー企業(設立母体)の信用度や知名度が向上した例 など
- J-REITが安定性の高い財務内容を維持していることが、投資家に浸透。
 - 投資家は、格付に示された信用度ではなく、個別銘柄の運用実績や特殊事情を考慮して、投資対象を選別

注: 1. J-REITの格付を数値化し、NAV倍率と比較した。グラフ中の曲線は、大まかな傾向を示す。
 2. 格付については、格付会社4社(R&I, JCR, S&P, MDYS)による発行体格付・長期債格付について、高い順から5点~0点を配点し、4社の平均値をそのJ-REITの点数とした。無格付の銘柄は試算の対象外。
 出所: 2015年5月17日付「日経ヴェリタス」などの公表資料により、みずほ証券が作成

37. J-REIT市場の動向⑬ - 財務状況

■ 図表 37: J-REITの財務状況等



- 多くのJ-REITは、LTV(有利子負債比率、資産総額ベース)について、規約上の上限は60~65%だが、通常時は40~50%程度に抑える方針を探っている…保守的な財務内容を堅持
- 現状では、増資の実施が遅れたため、LTVが50%超の高水準となっている例も見られる
- 住宅系REITは、物件取得が資金調達に先行することが多いため、オフィス系に比して、LTVが高め

注: 1. 2015年10月1日時点
 2. ROEの平均値は、時価総額に基づく加重平均。
 3. LTVの平均値は、銘柄数による単純平均。
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

38. J-REIT市場の動向⑭—J-REITの信用度

投資法人名	コード	格付会社	格付状況	JCR	主なスポンサー企業
		R&I	MDYS	S&P	
ジャパンリアルエステイト	8952	AA	A1	A+	- 三菱地所、三井物産
日本ロジスティクスファンド	8967	AA	A1	-	AA+ 三井物産、三井住友信託、ケネディクス
日本ビルファンド	8951	AA	-	A+	AA+ 三井不動産、住友生命
フロンティア不動産	8964	AA-	A2	A+	- 三井不動産
日本アコモデーションファンド	3226	AA-	A3	A+	- 三井不動産
日本リテールファンド	8953	AA-	A3	A	- 三菱商事、UBS A.G.
日本プライムリアルティ	8955	AA-	-	A	- 東京建物、大成建設、安田不動産
野村不動産レジデンシャル	3240	-	-	A	AA 野村不動産HD
ユナイテッド・アーバン	8960	-	A3	-	AA 丸紅、極東証券
アドバンス・レジデンス	3269	A+	-	-	AA 伊藤忠商事、日本土地建物
森トラスト総合リート	8961	-	-	-	AA 森トラスト、パルコ、損保ジャパン
産業ファンド	3249	-	-	-	AA 三菱商事、UBS A.G.
日本プロロジスリート	3283	-	-	-	AA プロロジス
ジャパンエクセレント	8987	A+	A3	-	AA- 新日鉄興和不動産、第一生命
東急リアル・エステート	8957	A+	-	A	- 東京急行電鉄
オリックス不動産	8954	A+	-	A	AA オリックス
福岡リート	8968	A+	-	A-	AA- 福岡地所、九州電力
プレミア	8956	A+	-	Baa1	- AA- NTT都市開発、ケネディクス
積水ハウス・SI レジデンシャル	8973	A+	-	-	AA- 積水ハウス、スプリング・インベストメント
大和ハウス・レジデンシャル	8984	A+	-	-	AA- 大和ハウス工業
阪急リート	8977	A+	-	-	AA- 阪急電鉄
大和証券オフィス	8976	A+	-	-	AA- 大和証券グループ本社
グローバル・ワン不動産	8958	-	-	-	AA- 明治安田生命、近鉄、森ビル
森ヒルズリート	3234	-	-	-	AA- 森ビル
アクティビア・プロパティーズ	3279	-	-	-	AA- 東急不動産
GLP	3281	-	-	-	AA- GLPグループ
大和ハウスリート	3283	-	-	-	AA- 大和ハウス工業
野村不動産マスターファンド	3285	-	-	-	AA- 野村不動産HD
イオンリート	3292	-	-	-	AA- イオン
積水ハウス・リート	3309	-	-	-	AA- 積水ハウス
野村不動産オフィスファンド	8959	A+	-	A-	- 野村不動産HD
トップリート	8982	A+	-	-	- 三井住友信託、王子不動産
ケネディクス・オフィス	8972	-	-	-	A+ ケネディクス
コンフォリア・レジデンシャル	3282	-	-	-	A+ 東急不動産
ヒューリックリート	3295	-	-	-	A+ ヒューリック
日本賃貸住宅	8988	A-	-	A	- オークリーグループ、大和証券グループ本社
ジャパン・ホテル・リート	8985	A-	-	A	- ロックライブズ、共立メンテナンス
平和不動産リート	8966	A-	-	A	- 平和不動産
MCUBS MidCity	3227	A-	-	-	- 三菱商事UBSリアルティ、MD都市開発
ケネディクス・レジデンシャル	3278	-	-	A	- ケネディクス
ケネディクス商業リート	3453	-	-	A	- ケネディクス
いちごオフィスリート	8975	-	-	A-	- いちごグループHD
日本リート	3296	-	-	A-	- 双日、クジマン&ウェイクフィールドAM

■ 図表 38 : J-REITの格付状況

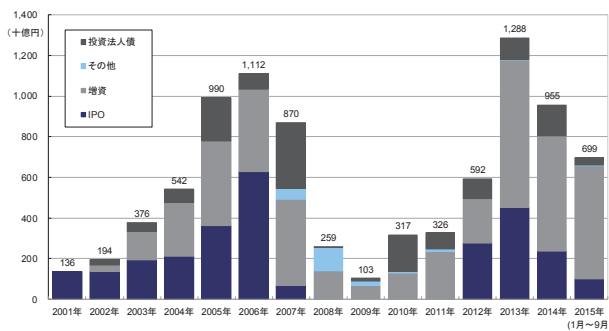
・信用度の高いJ-REIT(与高格付けのJ-REIT)は、新規調達(銀行借入等)についても、特に問題は見られない
 ・スポンサー企業の信用度が、J-REITの信用度に関する評価にもある程度影響している模様

注: 1. 2015年9月10日時点。
 2. 発行体格付・会社格付または無担保長期債務格付。ただし、一部に長期債務格付を含む。
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

投資法人名	コード	主なスポンサー企業
●無格付		
インヴァンシブル	8963	Calliope合同会社 (Fortress グループ)
スターツプロシード	8979	スターツコーポレーション
星野リゾート・リート	3287	星野リゾートHD
S I A 不動産	3290	シンプルクス・イベストメント・アドバタイズ
インベスコ・オフィス・ジェイリート	3298	インベスコ・リミテッド
日本ヘルスケア	3308	大和証券グループ本社
トーセイ・リート	3451	トーセイ
ヘルスケア&メディカル	3455	トップヘルスケアHD、NECキビソリューション
サムティ・レジデンシャル	3459	サムティ
ジャパン・シニアリビング	3460	ケネディクス、長谷工コーポ、新生銀行

39. J-REIT市場の動向⑮—J-REITの資金調達状況

■ 図表 39 : J-REITのファイナンス状況



注: 2015年の投資法人債は、7月までの起債分。
 出所: 不動産証券化協会の資料などにより、みずほ証券が作成

- ・2013年にJ-REITが調達した資金は約1.3兆円に達し、過去最大を記録
 - ① 投資口価格(株価)の上昇により、「プレミアム増資」が可能となった
 - ② 現在は不動産価格が底値圏にあり、「不動産取得の好機」と考えるJ-REITが多い
- ・2014年の資金調達は、前年比では大幅減だが、高水準を維持
 公募増資(新規上場を除く)による資金調達額は、過去第2位の規模
- ・2015年1月~9月の公募増資(新規上場を除く)は29件(前年同期比+7件)、
 資金調達額は556,593百万円(同+27.3%)の大幅増

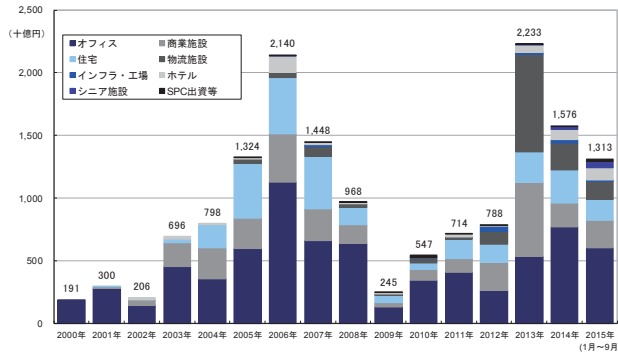
		2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
合計	件数(件)	2	6	13	20	45
	金額(百万円)	135,813	194,194	375,950	541,512	990,054
IPO	件数(件)	2	4	4	5	13
	金額(百万円)	135,813	137,280	192,605	210,877	364,099
増資	件数(件)	0	1	5	7	14
	金額(百万円)	0	31,914	143,345	268,635	415,955
その他	件数(件)	0	0	0	0	0
	金額(百万円)	0	0	0	0	0
投資法人債	件数(件)	0	1	4	8	18
	金額(百万円)	0	25,000	40,000	62,000	210,000

		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
合計	件数(件)	30	56	13	12	32
	金額(百万円)	1,111,944	870,107	258,805	102,719	316,975
IPO	件数(件)	12	2	0	0	0
	金額(百万円)	630,056	69,755	0	0	0
増資	件数(件)	12	16	6	4	6
	金額(百万円)	406,388	421,811	139,605	66,719	128,975
その他	件数(件)	0	3	5	5	2
	金額(百万円)	0	55,941	114,200	22,500	8,500
投資法人債	件数(件)	6	35	2	3	24
	金額(百万円)	75,500	322,600	5,000	13,500	179,500

		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 (1月~9月)
合計	件数(件)	30	35	66	82	49
	金額(百万円)	325,611	592,408	1,287,608	954,941	698,796
IPO	件数(件)	0	4	6	6	4
	金額(百万円)	0	278,211	452,448	237,227	100,567
増資	件数(件)	12	11	37	30	29
	金額(百万円)	236,511	218,197	725,860	568,115	556,593
その他	件数(件)	2	0	1	0	1
	金額(百万円)	10,600	0	3,000	0	2,436
投資法人債	件数(件)	16	20	22	46	15
	金額(百万円)	78,500	96,000	106,300	149,600	39,200

40. J-REIT市場の動向 ⑩-J-REITによる不動産取得

■ 図表 40 : J-REITによる不動産取得



注: 2015年は、9月末時点で取得済の物件。取得予定を含まない。
出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

2013年に、J-REITが取得した不動産は約2.2兆円に達し、過去最大を記録。
取得金額については、物流施設が突出
…GLP投資法人の上場(上場日は2012年12月だが、不動産取得は2013年1月)、日本プロジスリート投資法人の上場・増資、野村不動産マスターファンド投資法人の上場などのイベントが重なった

2014年の不動産取得も、過去第3位の高水準
プラス要因: ①資金調達環境が良好、②不動産価格がボトム圏
マイナス要因: (a)優良不動産の不足、(b)不動産価格の上昇による物件利回りの低下

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
合計	件数(件) 538 金額(百万円) 2,140,448	件数(件) 424 金額(百万円) 1,447,852	件数(件) 209 金額(百万円) 967,863	件数(件) 55 金額(百万円) 244,841	件数(件) 85 金額(百万円) 546,539
オフィス	件数(件) 174 金額(百万円) 1,128,750	件数(件) 87 金額(百万円) 661,389	件数(件) 86 金額(百万円) 640,413	件数(件) 20 金額(百万円) 132,599	件数(件) 32 金額(百万円) 345,846
商業	件数(件) 47 金額(百万円) 384,623	件数(件) 32 金額(百万円) 254,390	件数(件) 24 金額(百万円) 147,457	件数(件) 6 金額(百万円) 34,930	件数(件) 14 金額(百万円) 85,996
住宅	件数(件) 280 金額(百万円) 447,005	件数(件) 271 金額(百万円) 418,990	件数(件) 79 金額(百万円) 139,273	件数(件) 24 金額(百万円) 54,427	件数(件) 28 金額(百万円) 52,757
物流施設	件数(件) 9 金額(百万円) 43,881	件数(件) 14 金額(百万円) 72,122	件数(件) 5 金額(百万円) 25,890	件数(件) 2 金額(百万円) 15,590	件数(件) 5 金額(百万円) 38,825
インフラ・その他	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 1 金額(百万円) 18,100	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 2 金額(百万円) 5,600
ホテル	件数(件) 23 金額(百万円) 129,924	件数(件) 7 金額(百万円) 20,255	件数(件) 4 金額(百万円) 14,032	件数(件) 2 金額(百万円) 7,223	件数(件) 1 金額(百万円) 40
ヘルスケア	件数(件) 4 金額(百万円) 2,865	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 0 金額(百万円) 0
SPC出資等	件数(件) 1 金額(百万円) 3,400	件数(件) 12 金額(百万円) 2,606	件数(件) 11 金額(百万円) 1,201	件数(件) 1 金額(百万円) 72	件数(件) 3 金額(百万円) 17,475

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 (1月~9月)
合計	件数(件) 167 金額(百万円) 714,407	件数(件) 208 金額(百万円) 787,902	件数(件) 473 金額(百万円) 2,233,448	件数(件) 396 金額(百万円) 1,576,310	件数(件) 356 金額(百万円) 1,312,598
オフィス	件数(件) 52 金額(百万円) 411,025	件数(件) 41 金額(百万円) 262,089	件数(件) 84 金額(百万円) 536,334	件数(件) 94 金額(百万円) 769,736	件数(件) 107 金額(百万円) 603,890
商業	件数(件) 22 金額(百万円) 105,804	件数(件) 28 金額(百万円) 225,090	件数(件) 95 金額(百万円) 591,497	件数(件) 43 金額(百万円) 192,228	件数(件) 48 金額(百万円) 217,690
住宅	件数(件) 77 金額(百万円) 158,394	件数(件) 99 金額(百万円) 143,420	件数(件) 168 金額(百万円) 244,111	件数(件) 134 金額(百万円) 262,514	件数(件) 95 金額(百万円) 167,636
物流施設	件数(件) 6 金額(百万円) 14,040	件数(件) 23 金額(百万円) 108,430	件数(件) 92 金額(百万円) 776,547	件数(件) 39 金額(百万円) 214,482	件数(件) 25 金額(百万円) 142,587
インフラ・その他	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 5 金額(百万円) 34,984	件数(件) 5 金額(百万円) 16,346	件数(件) 12 金額(百万円) 27,306	件数(件) 2 金額(百万円) 10,300
ホテル	件数(件) 5 金額(百万円) 21,989	件数(件) 2 金額(百万円) 10,800	件数(件) 12 金額(百万円) 58,480	件数(件) 48 金額(百万円) 83,021	件数(件) 37 金額(百万円) 99,909
ヘルスケア	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 0 金額(百万円) 0	件数(件) 2 金額(百万円) 1,980	件数(件) 11 金額(百万円) 21,517	件数(件) 12 金額(百万円) 53,226
SPC出資等	件数(件) 5 金額(百万円) 3,155	件数(件) 10 金額(百万円) 3,089	件数(件) 15 金額(百万円) 8,152	件数(件) 14 金額(百万円) 5,506	件数(件) 10 金額(百万円) 17,270

41. 私募REITの運用・設立状況

■ 図表 41 : 私募REITの運用・設立の動向

投資法人名	設立日	決算期	出資額 (億円)	資産規模 (億円)	スポンサー	資産運用会社
●運用中						
日本オープンエンド不動産投資法人	2009年12月2日	2月/8月	1,531	2,315	三菱地所	三菱地所投資顧問(株)
野村不動産プライベート投資法人	2010年3月2日	2月/8月	617	800	野村不動産	野村不動産投資顧問(株)
三井不動産プライベートリート投資法人	2011年11月1日	6月/12月	1,231	1,868	三井不動産	三井不動産投資顧問(株)
DREAMプライベートリート投資法人	2012年7月6日	5月/11月	1,005	1,200	三菱商事	ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント(株)
ジャパン・プライベート・リート投資法人	2012年7月23日	2月/8月	355	594	ゴールドマン・サックス	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(株)
大和証券レジデンシャル・プライベート投資法人	2012年12月17日	2月/8月	363	588	大和証券	大和リアル・エステート・アセット・マネジメント(株)
ブローディア・プライベート投資法人	2013年10月15日	2月/8月	200	213	東急不動産	東急不動産キャピタル・マネジメント(株)
ケネディクス・プライベート投資法人	2013年10月17日	5月/11月	156	300	ケネディクス	ケネディクス不動産投資顧問(株)
SGAM投資法人	2014年4月30日	4月/10月	1.96		SGリアルティ、ザイマックス	SGアセットマックス(株)
東京海上プライベートリート投資法人	2014年6月18日	5月/11月	261	400	東京海上ホールディングス	東京海上不動産投資顧問(株)
SCリアルティプライベート投資法人	2014年8月1日	6月/12月	235	324	住友商事	住商リアルティ・マネジメント(株)
丸紅プライベートリート投資法人	2014年8月13日	1月/7月	1.00	510	丸紅	丸紅アセットマネジメント(株)
日本土地建物プライベートリート投資法人	2014年11月6日	2月/8月	2.00	300	日本土地建物	日本土地アセットマネジメント(株)
東京建物プライベートリート投資法人	2015年3月5日	5月/11月	1.00	160	東京建物	東京建物不動産投資顧問(株)
センコー・プライベートリート投資法人	2015年			214.1	センコー	センコー・アセットマネジメント(株)
●計画中						
名称未定	2015年度 運用開始予定		250(当初)		京阪電気鉄道	京阪アセットマネジメント(株)
名称未定	2015年度 運用開始予定		300(当初)		NTT都市開発	
名称未定	2016年 組成(計画)		650(当初)		大和ハウス工業	

・2015年9月末時点では、私募REIT(投資法人)として、15法人が設立済み、少なくとも3法人が運用を計画(報道ベース)

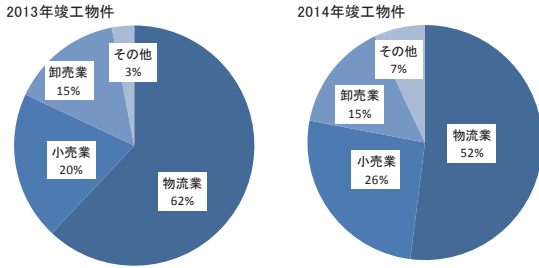
・私募REITのスポンサーには、既に公募REITを組成・運用している事業者が多い

①公募REITで蓄積した運用ノウハウを、私募REITに活用
②公募REITの投資家が有する多様なニーズを、私募REITに誘導
③不動産市況に応じて、公募と私募を使い分け
…物件の規模・グレードに応じて、公募・私募の優先度を設定している例が多い

注: 2015年10月1日時点
出所: 公表資料により、みずほ証券が作成

44. 物流市場の動向③ - 物流施設のテナント層

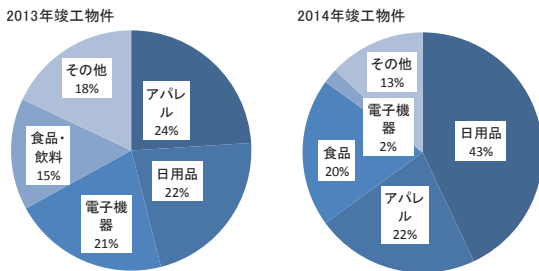
① LMTの入居企業



■ 図表 44：物流施設のテナント等の動向

- ・ LMTの入居企業(契約テナント)は、**物流業(3PL事業者等)が過半を占める**
- ・ 2014年に竣工したLMTでは、**小売業の直接契約が増加**
… エコマースの普及を反映
- ・ 業種別構成では、**アパレルの他、日用品・食品の増加が目立つ**
… スーパー、コンビニのPB(プライベートブランド)の増加も一因

② 契約テナント・荷主の業種別構成比



出所: CBREの資料により、みずほ証券が作成

45. 物流市場の動向④ - 物流施設の開発計画

施設名称	事業者	所在地	竣工(予定)年月	延床面積(m ²)
ロジポート橋本	ラサール不動産投資顧問、三菱地所	相模原市緑区	2015年1月	156,589
ランドポート厚木Ⅱ	野村不動産、野村不動産投資顧問	厚木市	2015年1月	38,660
グッドマン市川	グッドマンジャパン	市川市	2015年4月	75,579
GLP練瀬	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	練瀬市	2015年4月	68,642
MFLP厚木	三井不動産	神奈川県愛川町	2015年4月	43,055
GLP座間	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	座間市	2015年7月	131,913
新木場物流センター	IKインベストメント・スリー	江東区	2015年8月	46,370
GLP八千代	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	八千代市	2015年10月	71,610
MFLP日野	三井不動産	日野市	2015年10月	212,760
レッドウッド生妻物流センター	レッドウッド・グループ	横浜市鶴見区	2015年10月	62,300
レッドウッド佐倉	レッドウッド・グループ	佐倉市	2015年11月	85,437
GLP狭山日高Ⅰ	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	日高市	2015年12月	41,818
プロロジスパーク吉見	プロロジス	埼玉県吉見町	2015年12月	104,587
本牧物流施設開発事業	三菱商事都市開発	横浜市中区	2015年12月	70,639
レッドウッド川崎	レッドウッド・グループ	埼玉県川崎市	2016年1月	38,353
テストラビュンションセンター B棟				
ランドポート柏沼南Ⅰ	野村不動産	柏市	2016年2月	49,524
野田物流センター	伊藤忠商事、メイプルツリーグループ	野田市	2016年2月	74,278
プロロジスパーク習志野5	プロロジス	習志野市	2016年3月	64,403
グッドマンビジネスパーク千葉イースト	グッドマンジャパン	印西市	2016年3月	133,443
守谷ロジスティクスセンター	オリックス不動産	茨城県常総市	2016年4月	47,849
ランドポート柏沼南Ⅱ	野村不動産	柏市	2016年4月	54,136
DLP市川	大和ハウス工業	市川市	2016年 春	87,302
川崎市物流施設開発事業	三菱商事都市開発	川崎市高津区	2016年 春	49,900
ロジスクエア久喜	シーアールイー	久喜市	2016年6月	44,331
プロロジスパーク千葉ニュータウン	プロロジス	印西市	2016年6月	128,340
GLP厚木Ⅱ	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	神奈川県愛川町	2016年6月	89,104
習志野善浜Ⅲ	住友商事	千葉県習志野市	2016年8月	38,723
GLP狭山日高Ⅱ	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	日高市	2016年9月	85,539
MFLP船橋	三井不動産	船橋市	2016年 夏	198,136
ランドポート八王子Ⅱ	野村不動産	八王子市	2016年9月	36,453
MFLP平塚Ⅰ	三井不動産	平塚市	2016年11月	33,221
ロジスクエア浦和美園	シーアールイー	さいたま市緑区	2017年3月	52,000
物流ビル 新B棟	東京流通センター	大田区	2017年 夏	170,000
京浜トラックターミナル A棟	日本自動車ターミナル	大田区	2017年 秋	105,000
プロロジスパーク海老名2	プロロジス	海老名市	2017年	38,057

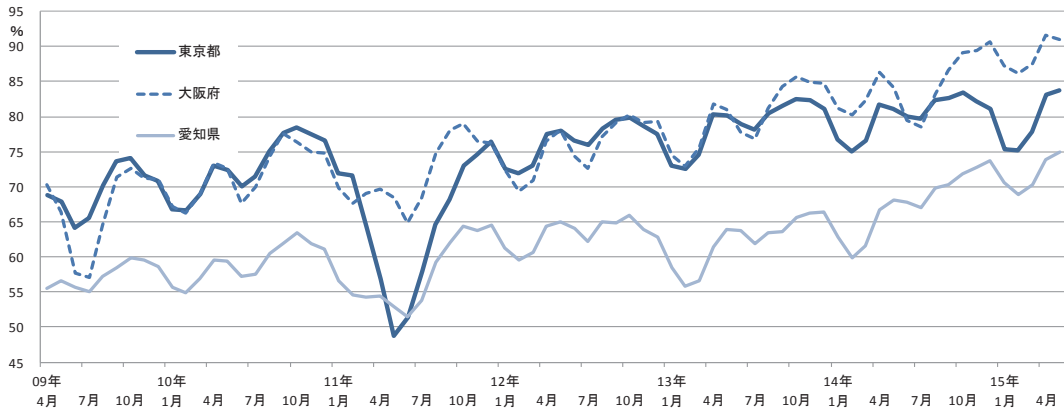
■ 図表 45：物流施設の主な開発計画 - 東京都

- ・ **千葉県湾岸(市川市、船橋市など)、埼玉県(三郷市、川崎市、久喜市など)、神奈川県内陸部(座間市、相模原市など)で、大規模な物流施設の建設計画が、多数進行中**
… 開発適地は不足
… 不動産価格高騰の一因
- ・ **一部地域では、マンション開発と競合**

出所: CBREの資料により、みずほ証券が作成

46. ホテル事業の動向① - ホテル稼働率の推移

■ 図表 46: ホテルの客室稼働率(都道府県別)の推移

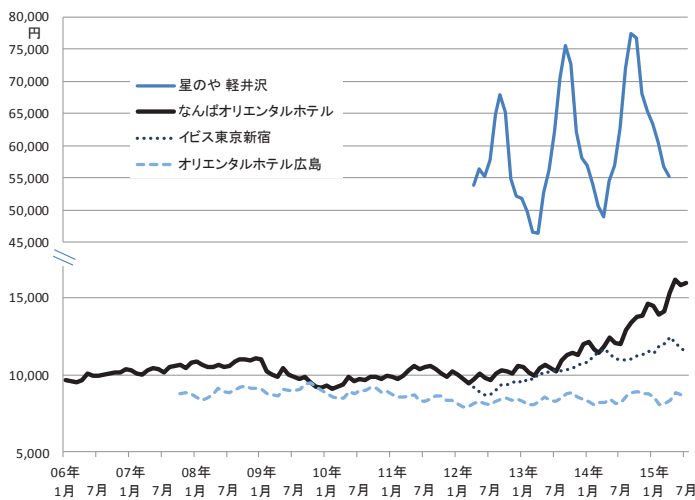


・大阪の客室稼働率は、2009年に50%台に低迷していたが、2015年に90%台に上昇
 … 関西国際空港の利用客は、韓国からの入国者数が2010年に、香港が2014年に、
 中国が2015年5月に、いずれも成田空港を抜き、国内空港のトップとなった
 ・東京都の客室稼働率は、震災直後の2011年には50%以下に低迷したが、
 2013年以降は、概ね75%～85%の範囲内で推移

注: シティホテル、リゾートホテル、ビジネスホテルの
 3施設の平均値(月次データの3ヵ月移動平均
 出所: 国土交通省観光庁「宿泊旅行統計調査」により、
 みずほ証券が作成

47. ホテル事業の動向② - J-REITが保有するホテルの運用状況

■ 図表 47: J-REITが保有するホテルのADRの推移



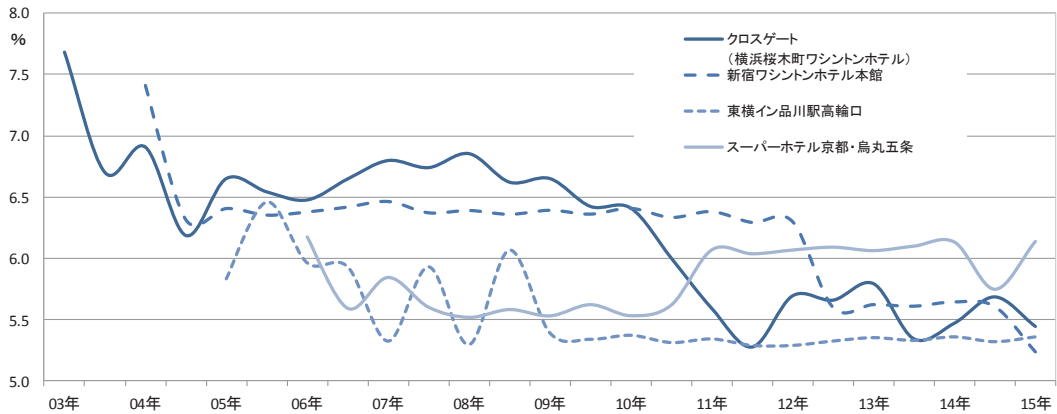
注: J-REITが保有するホテルのADR(Average Daily Rate、平均客室単価)の3ヵ月移動平均
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

・「なんばオリエンタルホテル」のADRは、
 2014年～2015年に、40%近くも上昇
 … 同ホテルは、外国人観光客のニーズに
 合わせて2014年に客室構成比を見直し。
 ダブル: 73% → 43%、
 ツイン: 27% → 44%、
 トリプル/フォース: 0% → 13%
 ・「イビス東京新宿」(旧・スターホテル東京)の
 ADRは、2013年は10,000円前後だったが、
 2015年に入ってから12,000円前後で推移
 … 同ホテルは、交通利便性が高く(新宿駅西口
 から徒歩3分)、恒常的に満室状態
 ・「オリエンタルホテル広島」のADRは安定して
 いるが、客室稼働率が上昇傾向
 … 広島は、欧米からの観光客が多く、
 「京都よりも満足度が高い」との調査もある
 (トリップアドバイザー調べ)
 ・「星のや 軽井沢」のADRは、季節変動が大きい
 ものの、年間ベースでは上昇傾向
 … 同施設は日本旅館だが、外国人客の利用も
 多い

48. ホテル事業の動向③ - J-REITが保有するホテルの運用状況

■ 図表 48 : J-REITが保有するホテルのNOI利回り (年換算) の推移

出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

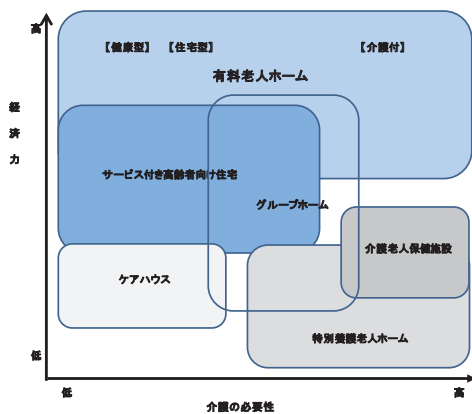


- ・J-REITが保有するホテルには、固定賃料が導入されているものが多い
 … ホテル事業の収益は向上しているものの、J-REITの収益については、インバウンド需要等の貢献は限定的
- ・一部に、オペレーターの経営状態を配慮して、賃料減額措置を採っているホテルや、賃料改定が保争中のものも見られる
- ・最近では、変動賃料を導入し、固定賃料の比率を低下させたホテルが増加 … インバウンド需要等の積極的な取り組みを図る

49. ヘルスケア施設の動向① - ヘルスケア施設の整備状況

■ 図表 49 : (左図) 高齢者向け施設の区分

(右図) 高齢者向け住宅の供給状況



No.	施設名	ホーム数		要介護者向け居室数		自立者向け居室数		居室数計
		うち地域密着型	うち地域密着型	うち地域密着型	うち地域密着型			
1	介護付き有料老人ホーム	3,605	197	177,640	4,670	25,037	202,677	
2	住宅型有料老人ホーム	6,627		168,223		7,048	175,271	
3	健康型有料老人ホーム	18				715	715	
4	無届有料老人ホーム	167		3,131		2,960	6,091	
5	分譲型ケア付きマンション	62				9,595	9,595	
6	サービス付き高齢者向け住宅	5,439	21	136,629	541	38,035	174,664	
7	シルバーハウジング	890				23,813	23,813	
8	軽費老人ホーム・A型	208		171		12,145	12,316	
9	軽費老人ホーム・B型	20				948	948	
10	ケアハウス	2,018	55	21,145	1,347	58,820	79,965	
11	生活支援ハウス	578				7,071	7,071	
12	養護老人ホーム	958		27,007		37,717	64,724	
13	グループホーム	12,720	12,720	193,237	193,237	193,237	193,237	
14	介護老人福祉施設	9,053	1,665	552,043	42,675	552,043	552,043	
15	介護老人保健施設	4,137		363,813		363,813	363,813	
16	介護療養型医療施設	1,540		67,983		67,983	67,983	
合計		48,040	14,658	1,711,022	242,470	223,904	1,934,926	

出所: 日本不動産研究所の資料により、みずほ証券が作成

注: 2015年3~4月現在

出所: タムラブランニング&オペレーティングの公式サイトにより、みずほ証券が作成

- ・有料老人ホームや、サービス付高齢者向け住宅(サ高住)など、ヘルスケア施設の整備が進行
 … 2014年以降、「ヘルスケアリート」の上場が増加

50. ヘルスケア施設の動向② - オペレーターの状況

順位	事業主体	居室数		施設数		要介護者向け		自立者向け		主なブランド名
		(室)	(施設)	(室)	(施設)	(室)	(人)	(室)	(人)	
1	ベネッセグループ	13,184	250	13,101	13,554	83	97	アリア、くらら、グランダ、まどか ボンセジュール、こち		
2	メッセージグループ	9,887	188	9,734	9,756	153	183	アミーユ、アミーユレジデンス 他		
3	(株)ベストライフ	9,535	149	9,535	9,869			ベストライフ		
4	ワタミの介護(株)	7,841	103	7,809	7,906	32	34	レストヴィラ		
5	ニチイグループ	6,720	112	6,720	6,829			ニチイホーム、ニチイケアセンター		
6	(株)川島コーポレーション	5,753	70	5,753	6,368			サニーハウス、やわらぎ苑		
7	木下工務店グループ	4,347	72	4,143	4,330	204	385	ライフコミュニケーション、応援家族 他		
8	(株)ハーフ・センチュリー・モア	3,739	15	352	382	3,387	4,291	サンシティ		
9	シブヘルスケアグループ	3,496	57	3,496	3,687			はびね、メディス、シーハーツ 他		
10	ウチヤマグループ	3,364	48	3,321	3,361	43	50	さわやか		
11	中銀グループ	3,269	18	123	129	3,146	3,225	ライフケア、ケアホテル		
12	聖隷福祉事業団グループ	2,481	11	200	204	2,281	3,312	エデンの園		
13	長谷川介護サービス(株)	2,440	42	2,440	2,454			イリーゼ		
14	スーパコートグループ	2,428	35	2,428	2,428			スーパコート		
15	(一財)日本老人福祉財団	2,127	7	326	328	1,801	2,430	ゆうゆうの里		
16	長谷工グループ	1,936	28	741	807	1,195	1,878	ライフハウス、シニアハウス		
17	オックス・リビング(株)	1,905	23	1,739	1,999	166	166	グッドタイムリビング		
18	シダーグループ	1,873	34	1,873	1,873			ラナシカ		
19	(株)ユニマツトそよ風	1,773	34	1,373	1,466	400	497	そよ風		
20	(株)ツクイ	1,747	24	1,747	1,747			ツクイ・サンシャイン		
21	(株)明昭	1,692	20	1,692	1,952			明生苑		
22	(株)未来設計	1,616	26	1,616	1,656			未来倶楽部		
23	ウイズネットグループ	1,503	34	1,479	1,479	24	28	すこやか 他		
24	(株)はれコーポレーション	1,387	30	1,387	1,387			あいらの社 他		
25	(株)チャーム・ケア・コーポレーション	1,374	20	1,368	1,427	6	6	チャーム		
26	創生事業団グループ	1,181	18	857	936	324	366	グッドタイムホーム		
27	(株)フレサンスコーポレーション	1,120	8			1,120	1,120	エイジングコート		
28	ゆうあいグループ	1,108	22	1,108	1,129			はなごころ		
29	徳洲会グループ	1,099	19	920	929	179	298	ケアタウン徳洲会 他		
30	シティンデックスグループ	979	4	41	41	938	1,077	ザ・レジデンス		

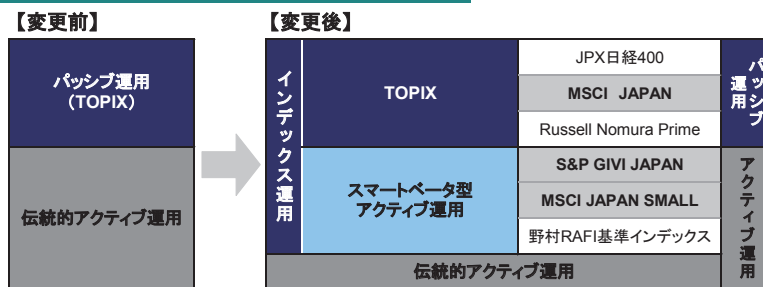
注：2015年3～4月現在。事業主体名は一部略称。
出所：タムラプランニング&オペレーティングの資料により、みずほ証券が作成

■ 図表 50 :
ヘルスケア施設のオペレーター

- ・ヘルスケア施設に対する投資には、下記の問題が存在
 - ①信用度の高いオペレーターが少ない
…介護保険法において、事業者に対する規制は強化される方向
 - ②施設・設備、サービス、投資リスクなどの評価方法が確立されていない
…老人ホーム等としての優秀さと、投資対象としての適格性は異なる
 - ③介護保険など制度に依存する部分が大きい
…制度変更リスクを軽減するため、投資対象を、利用者の負担比率が大きい高額施設に特化する例も見られる
- ・上記①については、ほとんどのオペレーターが1施設のみを運用する小規模事業者
…業界トップのベネッセグループでも、シェアは4%以下
- ・現状では、投資対象候補の豊富さや、オペレーター確保の容易さなどにより、ヘルスケア施設への投資は大都市集中

51. J-REIT市場の新潮流① - 新たな投資家層

■ 図表 51 : GPIFの運用受託機関構成の変更 (イメージ)



注：MSCI JAPAN型運用はブラックロック・ジャパン(株)が、S&P GIVI JAPAN型運用はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(株)が、MSCI JAPAN SMALL型運用は野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー(株)が担当する予定。
出所：GPIFの資料により、みずほ証券が作成

- ・GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は、日本株運用を見直し、J-REITの投資やインデックス運用の多様化を決定
…運用効率の向上や超過収益の確保を図る。GPIFの運用資産額は129兆円(2013年12月末)、国内株式は約22兆円(同)
- ・パッシブ運用ではTOPIXに加え、JPX日経400、MSCI JAPAN、Russell Nomura Primeを新たに採用
- ・アクティブ運用では「スマートベータ型アクティブ運用」を、従来の「伝統的アクティブ運用」を別枠で位置付け
- ・新たなインデックスの採用に伴い、パッシブ運用、アクティブ運用ともにJ-REITへの投資をスタート
- ・MSCI JAPANに組み入れられているJ-REITは7銘柄(NBF、JRE、JRF、JPR、UUR、NPR、JHR)(2014年6月時点)
- ・GPIFのJ-REIT投資が当初見込みよりも早期になる見通しであり、GPIF以外の年金資金などの資金流入による投資家層の拡大が期待できることから、J-REITの需給面に好材料となる可能性も

52. J-REIT市場の新潮流②－ J-REIT市場の再編

① J-REIT同士の合併事例

合併成立日	存続法人 (吸収合併の場合)	消滅法人 (吸収合併の場合)	合併比率 (投資口分割前、 存続法人:消滅法人)	負ののれん (百万円、 一部見込み)
2010年2月10日	東京グローストア → インヴェンシブル(商号変更、INV、8963)	エルシービー	1:0.8	11,800
2010年3月1日	アドバンス・レジデンス(ADR、3269) (新設合併)	アドバンス・レジデンス(IBADR) 日本レジデンシャル(NRI)	IBADR:NRI= 3:2	43,281
2010年3月1日	日本リテールファンド(JRF、8963)	ラサール ジャパン	1:0.295	7,202
2010年4月1日	ビ・ライフ(BLI、8984) → 大和ハウス・レジデンシャル(DH、2011年12月1日に商号変更)	ニューシティ・レジデンス	1:0.23	19,009
2010年7月1日	日本賃貸住宅(JRH、8986)	プロスペクト・リート	1:0.75	12,343
2010年10月1日	クレンシエント → 平和不動産リート(商号変更、HFR、8966)	ジャパン・シングルレジデンス	1:0.75	11,400
2010年12月1日	ユナイテッド・アーバン(UUR、8980)	日本コマースヤル	6:1	12,241
2011年11月1日	FCレジデンシャル(FCR) → いちご不動産(商号変更、ICG、8975)	いちご不動産	7:3	16,567
2012年4月1日	日本ホテルファンド(NHF、8985) → ジャパン・ホテル・リート(商号変更)	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	12:11	24,000
2015年10月1日	野村不動産マスターファンド(新NMF、3462) (新設合併)	野村不動産オフィスファンド(NOF) 野村不動産レジデンシャル(NRF) 野村不動産マスターファンド(旧NMF)	NMF:NRF:NRF= 1:3.00:4.45	▲ 80,116 (正ののれん)

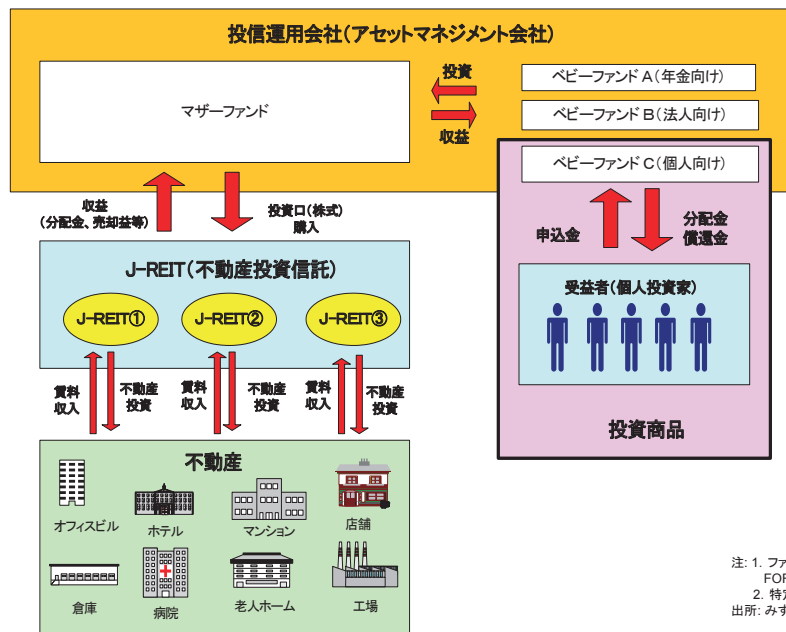
交換時期 (資産運用会社の 株式譲渡時期)	投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2009年7月	大和証券オフィス(DOI、8976) * IBD Aオフィス	ダヴィンチHD(4314)	→ 大和証券グループ本社(8601)
2010年4月	積水ハウス・SI(SSJ、8973) * IJジョイント・リート	ジョイント・コーポレーション	→ 積水ハウス(1928) スプリング・インベストメント * 豪州REIT(LPT)が日本国内で投資した 不動産の運用会社
2010年5月	プレミア(PIC、8956)	ケン・コーポレーション 他	→ NTT都市開発(8933) * ケン・コーポレーションは第2位のスポンサーに
2010年7月	日本ホテルファンド (NHF、8985)	クリエイティブ・リノベーション・ グループ・ジャパン * カナダのホテルコンサルティンク	→ Rockrise Sdn Bhd (ロックライズ社、マレーシア法人) * ケイマン籍の不動産ファンド(RECAP II)の子会社
2011年7月	インヴェンシブル (INV、8963)	The LCP Group	→ Caliope合同会社 (Fortress Investment Group LLCの関係会社)
2015年4月	MDリート (MD、3227)	MD都市開発 (関西電カグループ)	→ 三菱商事・ユー・ピー・エス・リアルティ * MD都市開発は、第2位のスポンサーに

■ 図表 52 : J-REIT 市場再編の動き

- ・2010年に、J-REIT同士の合併が初めて成立。同年中に7組・14法人が合併
→ 資産規模の大きなJ-REITが増加
- ・合併J-REITは、「負ののれん」の利益等を活用して、財務内容の改善を推進
- ・ADRIは、分配金に乗せる形で、「負ののれん」の利益を投資家に還元
- ・BLIとHFRは、資産入替で売却損が発生した場合や、賃貸収益が予想を下回った場合に、「負ののれん」を活用して、未達部分を補完する方針
- ・スポンサーの交替により、スポンサーの信用力に関する問題は大幅に軽減
… 有力デベロッパー等が、J-REIT市場に新規参入(あるいは本格参入)

注: 2015年10月1日時点。
出所: みずほ証券が作成

53. J-REIT市場の発展①－ FOFによる運用(1)



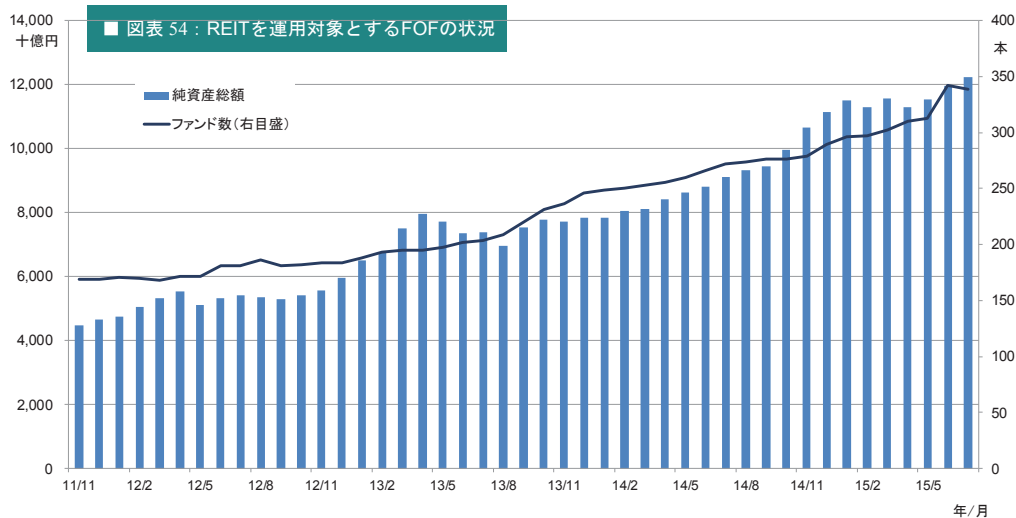
■ 図表 53 : J-REITを運用対象とする FOFの仕組み

・J-REITを運用対象に組み込んだ FOF(ファンド・オブ・ファンズ)が、2003年7月に解禁

- ① 東証REIT指数をベンチマークとするパッシブ運用型、
- ② 毎月分配型、が主流
← J-REITの安定性に着目

注: 1. ファミリーファンドを経由してJ-REITに投資する FOFの仕組みを、イメージとして示した。
2. 特定の金融商品について説明したものではない。
出所: みずほ証券が作成

54. J-REIT市場の発展 ② - FOFによる運用(2)



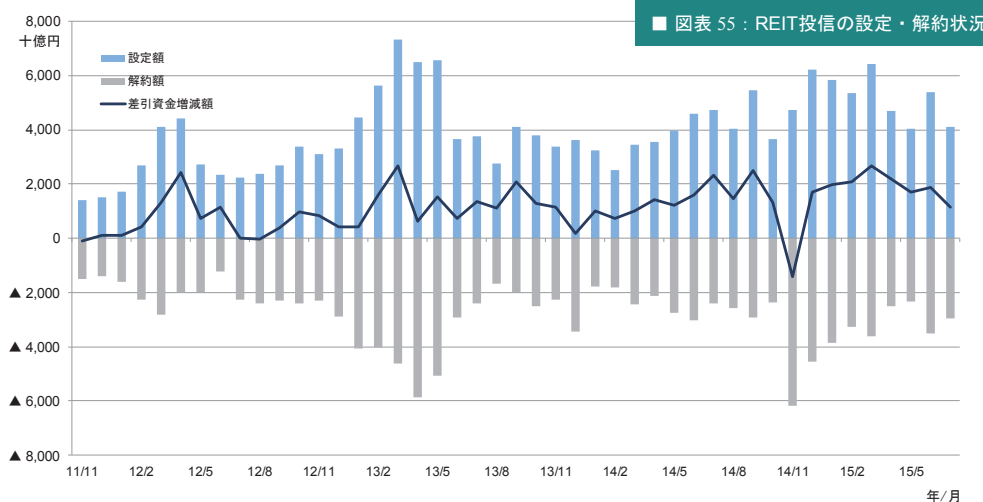
■ 図表 54 : REITを運用対象とするFOFの状況

•2015年7月末時点で、REITを運用対象とするFOF(REIT投信)は339本。
 資産総額は12兆2,361億円(投信協会の資料による)

•2015年6月末時点で、J-REITを組入れたFOFは150本。資産総額は7兆6,592億円(不動産経済ファンドレビューによる)
 … 足元では、基準価額の上昇が顕著

出所: 投資信託協会の資料により、みずほ証券が作成

55. J-REIT市場の発展 ③ - FOFによる運用(3)



•2012年以降、REIT投信の設定額が解約額を上回る状況が、概ね継続
 通常の株式投信を上回る売れ行き

注: 「差引資金増減額」には、償還による減少分を含む

出所: 投資信託協会の資料により、みずほ証券が作成

56. 不動産投資の意義と可能性

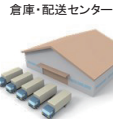
① 経済活動の基盤



オフィスビル



物流施設



工場・研究施設



② 市民生活の支援



賃貸マンション



店舗



③ 観光立国の実現



ホテル・旅館



④ 高齢化社会への対応



ヘルスケア施設



■ 図表 56：不動産投資の発展可能性

- ・不動産投資は、様々な発展可能性を有する
2015年4月末に、インフラファンドの
新市場もスタート
- ・J-REIT等は、高齢化、エネルギーなど、
日本社会の難問に対応する
「社会インフラ」としての役割を果たす
可能性も

出所：みずほ証券が作成

⑤ 検討中・その他

太陽光発電施設
— インフラファンド市場
の創設(2015年4月末)



病院
ヘルスケアREITへの
組入れを検討中



その他の投資対象候補

- ・学校
- ・鉄道、高速道路
- ・コンベンション施設、イベント施設
- ・レジャー施設、エンタテインメント施設
- ・刑務所、留置場

留意事項

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者への情報提供のみを目的として作成したものであり、投資家への特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は投資家に対し、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。

本資料に記載されている意見等は、各著者の個人的な意見であり、みずほ証券の意見ではありません。

みずほ証券は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を受領した市場関係者(以下、受領者)ならびに直接間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるもの)を含みますが、これに限定されるものではありません。))について、賠償責任を負うものではなく、受領者のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面等でご確認ください。

MIZUHO みずほ証券

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

経営調査部
〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

MG2010-151002-12