

# 不動産市場の最新動向と 今後の有望分野

～「足元の転換期」と「2021年以降」の市況を読む～

2016年10月27日

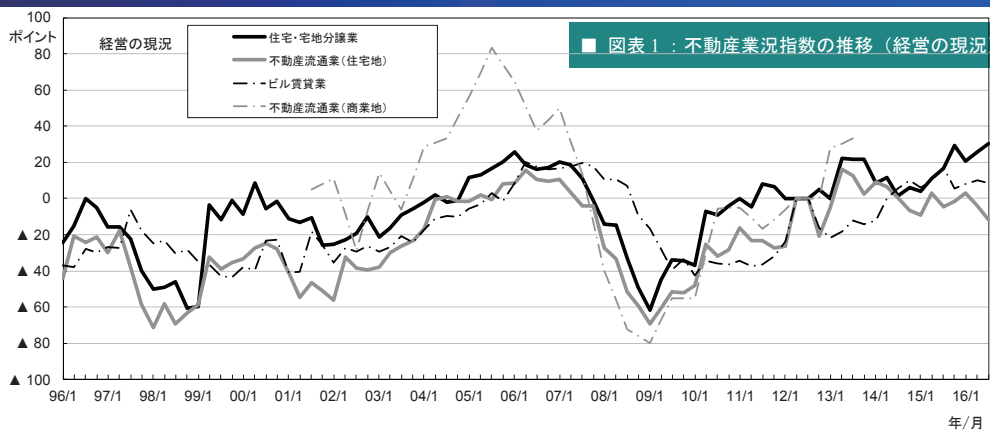
みずほ証券株式会社  
市場情報戦略部  
石澤 卓志

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ください。

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か月ごとの調査だが、2014年1月時調査は公表取り止め、他は、3か月ごとの調査。  
 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、2014年に駆け込み需要の反動によって低下したが、2015年以降は概ね回復した模様
- ・ビル賃貸業の業況感、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(2016年7月時)でも回復傾向が継続
  - (a) 住宅・宅地分譲業の業況指数は、最新調査において前期比+4.5ポイントとなり、13期連続でプラス水準を達成
  - (b) 不動産流通業(住宅地)の業況指数は、足元では2期連続のマイナス水準 … 中古マンション等への投資が増加し、割安感が低下
  - (c) ビル賃貸業の業況指数は、最新調査では前期比▲1.3ポイントだったが、9期連続でプラス水準を維持

## 2. 不動産価格の動向① - 地価上昇地点数等の推移

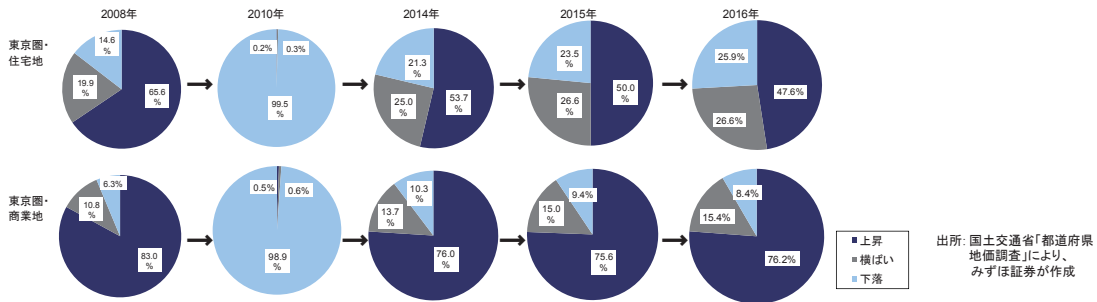
① 基準地価の年間変動率の推移 (単位: %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
住宅地														
東京圏	▲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	0.5
大阪圏	▲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	0.0
名古屋圏	▲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	0.5
三大都市圏	▲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	0.4
地方圏	▲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	▲1.2
全国	▲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	▲0.8
商業地														
東京圏	▲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	2.7
大阪圏	▲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	3.7
名古屋圏	▲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	2.5
三大都市圏	▲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	2.9
地方圏	▲7.4	▲7.1	▲6.1	▲4.3	▲2.8	▲2.5	▲4.9	▲4.8	▲4.8	▲4.1	▲3.1	▲2.2	▲1.6	▲1.1
全国	▲7.4	▲6.5	▲5.0	▲2.1	1.0	▲0.8	▲5.9	▲4.6	▲4.0	▲3.1	▲2.1	▲1.1	▲0.5	0.0
全用途														
東京圏	▲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	1.1
大阪圏	▲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	0.8
名古屋圏	▲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	1.1
三大都市圏	▲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	1.0
地方圏	▲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	▲1.2
全国	▲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	▲0.6

■ 図表2: 基準地価の推移

- 2016年基準地価(2016年7月1日現在)は、全国・全用途は7年連続で下落だが、下落率は7年連続で縮小
- 全国・商業地は、9年振りに下落から脱却
- 三大都市圏の住宅地は上昇テンポが減速、上昇地点数が減少  
…マンション等の価格が「実需の限界」近づいた
- 三大都市圏・商業地は、上昇率が拡大  
…オフィスビル市況の好転や、不動産投資の活発化が主な原因

② 上昇・横ばい・下落地点の構成比の推移



## 3. 不動産価格の動向② - 地価の上昇要因

都道府県	基準地	所在地	ビル名	(上段=地価(千円/m <sup>2</sup> )、下段=年間変動率(%))	備考
(a-1) 再開発の進展 - 大規模オフィスビル等の建設					
東京都	中央	中央区	福島ビル	10,600 (2.9) / 12,700 (8.5) / 14,600 (15.0)	4,000 オフィスビル供給が増加。
	5-6	日本橋室町1-5-3		(2.9) / (8.5) / (15.0)	
愛知県	中村	名古屋市中村区	名駅古川ビル	— / 2,080 (45.7) / 3,030 (32.0)	4,000 名古屋は、2015年にビル供給量が過去最大だった。地元経済の好調を背景に、ビル市況が安定。
	5-9	名駅3-26-6		— / (45.7) / (32.0)	
愛知県	中村	名古屋市中村区	井門名古屋ビル	2,170 (4.8) / 2,380 (10.1) / 4,300 (32.3)	好調を背景に、ビル市況が安定。
	5-4	樽町16号		(4.8) / (10.1) / (32.3)	
大阪府	北	大阪市北区	グランフロント大阪	— / 9,500 (20.0) / 13,200 (22.6)	大阪は2016年のビル供給ゼロ。
	5-2	大深町4-20	南館	— / (15.8) / (19.2)	
福岡県	福岡博多	福岡市博多区	代々木ゼミナール福岡校	1,210 (5.2) / 1,300 (7.4) / 1,550 (19.2)	1,900 「JURP博多ビル」がほぼ満室。
	5-9	博多駅前4-2-25		(5.2) / (7.4) / (19.2)	
(a-2) 再開発の進展 - 商業施設の整備					
東京都	中央	中央区	銀座尾張町TOWER	13,200 (12.1) / 14,800 (19.6) / 17,700 (22.5)	インバウンド需要に加えて、多数の大型開発が進行。
	5-14	銀座6-8-3		(12.1) / (19.6) / (22.5)	
大阪府	北	大阪市北区	NTTコミュニケーションズ	750 (10.6) / 820 (9.3) / 967 (17.9)	インバウンド需要に加えて、大阪のオフィスビル市況が好転。
	5-12	中之島5-3-81	中之島ビル	(10.6) / (9.3) / (17.9)	
大阪府	中央	大阪市中央区	りそな心斎橋ビル	2,950 (3.9) / 3,200 (8.5) / 4,150 (28.9)	商業エリアの再整備が進行。
	5-6	南船場3-5-11		(3.9) / (8.5) / (28.9)	
大阪府	浪速	大阪市浪速区	天満屋薬局	583 (▲0.9) / 590 (1.2) / 663 (12.4)	
	5-1	日本橋3-8-2		(▲0.9) / (1.2) / (12.4)	
広島県	東	広島市中区	金正ビル	1,660 (3.8) / 1,800 (8.4) / 2,080 (15.6)	広島は、欧米の観光客に人気。大型家電量販店等の進出が増加。
	5-4	本通5-9		(3.8) / (8.4) / (15.6)	
(b) 交通アクセスの整備 - 北陸新幹線の開業					
北海道	札幌中央	札幌市中央区	(地下鉄横手橋駅 1.3km)	95.0 (2.2) / 96.0 (1.1) / 100 (4.2)	107 2015年12月に、市電の延伸が完成。
北海道	札幌中央	札幌市中央区南2条西5丁目26番17	第一北野駅ビル	630 (0.0) / 630 (0.0) / 800 (6.3)	
	5-9			(0.0) / (0.0) / (6.3)	
宮城県	宮城野	仙台市宮城野区	イーストンビル	770 (6.2) / 864 (12.2) / 975 (12.8)	1150 2015年12月に、地下鉄東西線が開業。
	5-1	榴岡1-2-1		(6.2) / (12.2) / (12.8)	
石川県	金沢	金沢市	伊藤忠金沢ビル	272 (6.7) / 315 (15.8) / 496 (25.3)	496 北陸新幹線の開業効果が継続。
	5-21	広町1-1-18		(6.7) / (15.8) / (25.3)	
東京都	新宿	新宿区	レインボービレッジ	10,300 (3.2) / 11,300 (9.7) / 13,000 (15.0)	14,900 2013年3月に副都心・東横線が開業。相互乗入。渋谷からの観光客流入も。
	5-10	新宿3-5-4		(3.2) / (9.7) / (15.0)	
茨城県	五霞	五霞町大字江川	クリタケミカル製造(幸手駅7.0km)	22.5 (0.0) / 22.5 (5.8) / 28.0 (17.6)	2015年3月に、圏道・久喜白岡沖/内258番1外
	9-1			(0.0) / (5.8) / (17.6)	
千葉県	船橋	船橋市	船橋物流センター(二俣新駅1.3km)	67.0 (8.9) / 74.0 (10.4) / 92.0 (24.3)	108 2017年度に外環道・三郷南IC~
	9-1	西浦2-14-1		(8.9) / (10.4) / (24.3)	
(c) 観光・リゾート需要の拡大					
北海道	倶知安	倶知安町宇津山	(比羅夫駅3.6km、グラン・ヒラフ近郊)	— (16.5) / — (27.3)	21.0 豪州資本による、スキー場・別荘の開発。アジア系の観光客も増加。
	-2	65番132外		— / —	
京都府	伏見	京都市伏見区深草福向	宇野サイクルショップ(福向駅50m)	197 (0.0) / 197 (0.0) / 214 (6.6)	270 イバウンド需要により、店舗賃料などが上昇傾向。
	5-1	御前町89番		(0.0) / (0.0) / (6.6)	
京都府	下京	京都市下京区四条通	アオビル	2,480 (2.5) / 2,660 (7.3) / 3,000 (12.8)	
	5-5	船場立売赤中之町92番		(2.5) / (7.3) / (12.8)	
沖縄県	那覇	那覇市	マツキベアシティビル	240 (0.0) / 250 (4.2) / 303 (8.0)	303 イバウンド需要に加え、自社ビルや市役所の建て替えが完成。
	5-9	松山1-14-19		(0.0) / (4.2) / (8.0)	

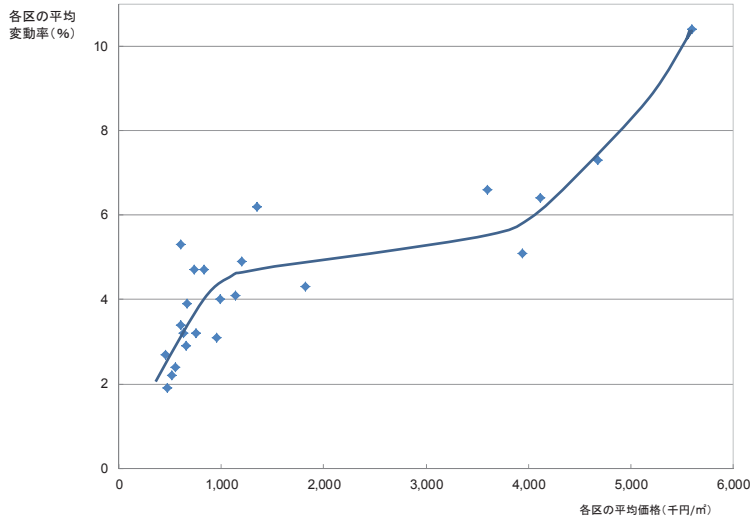
■ 図表3: 2016年基準地価における主な地価上昇地点

- 2016年基準地価の上昇地点は、  
①再開発・不動産投資が進行した地域 (東京都心、名古屋駅前、大阪・梅田エリア、広島中心部、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、札幌中心部、仙台市内、東京湾岸など)、  
③観光・リゾート需要が回復した地域 (大阪・心斎橋エリア、京都、沖縄、北海道倶知安町など)、  
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・2016年基準地価)



・2016年基準地価では、  
東京23区の各区について、  
「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. 2016年基準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: 東京都の資料により、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	基準地番号	所在地	(上段=地価(単位:千円/m²)、下段=年間変動率(単位:%))							備考
			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>(a) 過疎化・高齢化の進行、地域経済の衰退</b>										
北海道	美瑛	美瑛市	6.10	5.40	4.80	4.30	4.00	3.65	3.30	地場産業(漁業、炭鉱)が衰退。
	-1	東明2条2-6-10	(▲12.9)	(▲11.5)	(▲11.1)	(▲10.4)	(▲7.0)	(▲8.8)	(▲9.6)	
北海道	増毛	増毛町永寿町	14.1	13.0	12.0	10.8	10.2	9.70	8.90	
	5-1	2丁目28番1	(▲4.7)	(▲7.8)	(▲7.7)	(▲10.0)	(▲5.6)	(▲4.9)	(▲8.2)	
北海道	妹背牛	妹背牛町字妹背牛	13.9	12.7	11.8	11.0	10.5	9.80	9.00	
	5-1	382番2	(▲4.1)	(▲8.6)	(▲7.1)	(▲6.8)	(▲4.5)	(▲6.7)	(▲8.2)	
北海道	夕張	夕張市	7.50	7.00	6.55	6.10	5.70	5.30	4.90	
	5-1	清水沢3丁目2番	(▲7.4)	(▲6.7)	(▲6.4)	(▲6.9)	(▲6.6)	(▲7.0)	(▲7.5)	
岩手県	一関	一関市千厩町千厩字	33.3	31.6	30.3	29.1	27.5	25.6	23.5	
	-14	町浦40番1	(▲5.1)	(▲5.1)	(▲4.1)	(▲4.0)	(▲5.5)	(▲6.9)	(▲8.2)	
茨城県	取手	取手市	149	141	133	127	121	116	112	2005年に、つくばエクスプレスが開業し、
	5-2	新町2-2-3	(▲3.2)	(▲5.4)	(▲5.7)	(▲4.5)	(▲4.7)	(▲4.1)	(▲3.4)	都市機能が守谷市に流出。
埼玉県	行田	行田市	53.4	50.3	48.0	47.0	46.1	45.5	44.1	郊外型店舗の進出により、
	5-2	佐間1-6-14	(▲6.0)	(▲5.8)	(▲4.6)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲1.3)	(▲3.1)	市中心部が空洞化。
兵庫県	姫路	姫路市家島町真浦字	63.5	59.8	56.5	52.8	48.0	43.2	39.0	瀬戸内エリアの島しょ部(離島)。
	-21	小川128番2	(▲5.9)	(▲5.8)	(▲5.5)	(▲6.5)	(▲9.1)	(▲10.0)	(▲9.7)	人口減少、高齢化が著しい
兵庫県	姫路	姫路市家島町坊勢字	41.0	39.0	38.0	36.8	35.0	32.0	29.2	
	-48	炭焼ノ東552番4外	(▲5.1)	(▲4.9)	(▲2.6)	(▲3.2)	(▲4.9)	(▲8.6)	(▲8.8)	
広島県	安芸太田	安芸太田町大字戸内	21.1	20.3	19.4	18.6	17.9	16.9	15.5	
	5-1	字本郷714番1外	(▲3.7)	(▲3.8)	(▲4.4)	(▲4.1)	(▲3.8)	(▲5.6)	(▲8.3)	
広島県	呉	呉市豊浜町大字豊島字	32.5	30.5	28.3	26.3	23.9	21.7	20.0	
	5-2	杖樋口3572番	(▲8.5)	(▲6.2)	(▲7.2)	(▲7.1)	(▲9.1)	(▲9.2)	(▲7.8)	
<b>(b) 台風、地震等による被害</b>										
茨城県	常総	常総市水海道山田町字	39.9	37.0	36.2	35.4	34.9	34.4	31.7	2015年9月10日の「関東・東北豪雨」に
	-2	八間西422番4	(▲4.0)	(▲4.9)	(▲2.2)	(▲2.2)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲7.8)	よって、鬼怒川の堤防が決壊。
茨城県	常総	常総市新石下字	45.7	43.7	42.7	41.8	41.0	40.3	38.4	
	5-2	高島3835番	(▲1.9)	(▲4.4)	(▲2.3)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲1.7)	(▲4.7)	
茨城県	坂東	坂東市辺田字	57.6	54.5	51.5	49.0	46.7	44.8	43.0	
	5-2	原1143番2外	(▲4.0)	(▲5.4)	(▲5.5)	(▲4.9)	(▲4.7)	(▲4.1)	(▲4.0)	
熊本県	益城	益城町大字島田字	17.2	16.9	16.6	16.5	16.4	16.4	14.8	2016年4月14日・16日に
	-6	東無田敷376番	(▲1.7)	(▲1.7)	(▲1.8)	(▲0.6)	(0.0)	(0.0)	(▲9.8)	「熊本地震」が発生。
<b>(c) 地震・津波リスク</b>										
神奈川県	三浦	三浦市	94.5	91.0	87.8	83.8	78.0	71.5	65.2	人口減少、地場産業の衰退に加えて
	-4	屋上町6-13	(▲3.6)	(▲3.7)	(▲3.5)	(▲4.6)	(▲6.9)	(▲8.3)	(▲8.8)	三浦半島の活断層群に対する不安。
神奈川県	横須賀	横須賀市	95.0	92.0	89.2	86.7	83.0	78.5	73.5	
	-27	長井5-8-9	(▲3.1)	(▲3.2)	(▲3.0)	(▲2.8)	(▲4.3)	(▲5.4)	(▲6.4)	
愛知県	美浜	美浜町大字野間字	35.4	34.2	33.5	32.5	29.8	27.5	25.6	「南海トラフ地震」により、
	-4	天野54番12	(▲3.0)	(▲3.4)	(▲2.0)	(▲3.0)	(▲8.3)	(▲7.7)	(▲6.9)	津波被害が発生する可能性。
愛知県	南知多	南知多町大字豊浜字	17.0	16.7	16.4	16.0	15.7	15.0	14.0	
	-3	小佐瀬42番外	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.8)	(▲2.4)	(▲1.9)	(▲4.5)	(▲6.7)	
愛知県	田原	田原市福江町堂前	63.5	62.5	61.5	60.5	59.0	57.0	52.5	
	5-2	24番6外	(▲1.6)	(▲1.6)	(▲1.6)	(▲1.6)	(▲2.5)	(▲3.4)	(▲7.9)	

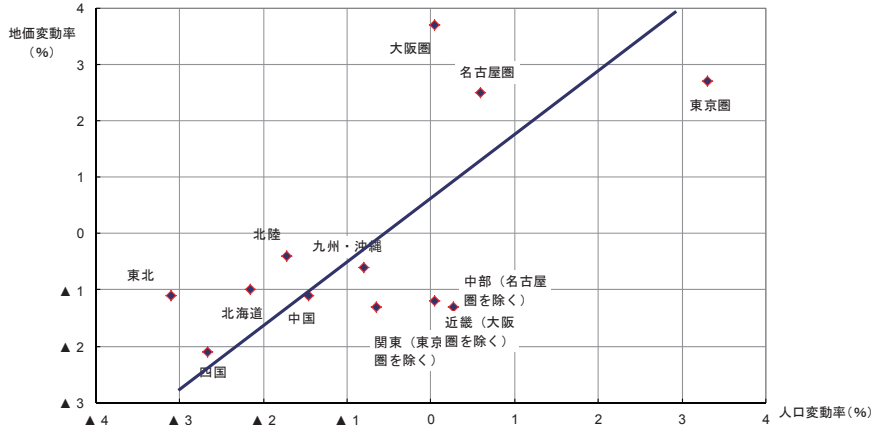
■ 図表5：  
2016年基準地価における  
主な地価下落地点

- ・2016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
- ・①は構造的な要因のため、  
下落率が大きい場所が固定化する  
傾向がある
- ・東日本大震災以降、天災リスクが  
強く意識されるようになった。
- ②は天災リスクが顕在化した地域、  
③は将来的なリスク顕在化が  
懸念される地域

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（2016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	13年		14年		15年		16年		
			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	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗
		浦安市	新浦安(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗
東京都	杉市	柏の葉(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		千代田区	香町	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗
	中央区	丸の内	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		銀座中央	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	港区	日本橋	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		赤坂	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	新宿区	虎ノ門	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		新宿三丁目	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	渋谷区	渋谷	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		表参道	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
台東区	上野	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
	清洲・台場	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
横浜市	西区	横浜駅西口	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		元町	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
川崎市	中原区	武蔵小杉	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		金沢駅周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
名古屋市	中村区	名駅駅前	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		太閤口	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	中区	伏見	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		大曾根(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	千種区	覚王山(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		御器所(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
熱田区	金山	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
草津市	中央区	南草津駅周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
京都市	下京区	京都駅周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		河原町	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	西京区	烏丸	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		桂(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
大阪府	北区	西梅田	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		心斎橋	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
	中央区	なんば	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
		福島	福島(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	
天王寺区	天王寺(住宅)	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
	阿倍野区	阿倍野	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
神戸市	中央区	三宮駅前	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
芦屋市	東区	JR芦屋駅周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
福岡市	博多区	博多駅周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		
熊本県	中央区	下通周辺	↗	↗	↗	↗	↗	↗	↗		

■ 図表7：「地価LOOKレポート」の概要

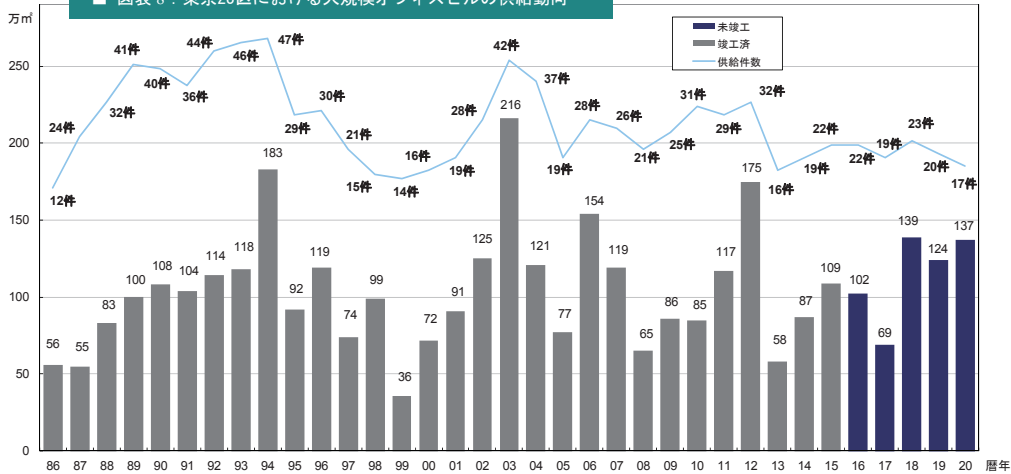
・最新調査(2016年7月時)では、全国100地区のうち、  
 上昇が88地区(前回調査に比して▲1地区)、  
 横ばいが12地区(同+2地区)となり、上昇テンポが鈍化  
 ・下落地区は、8期(24ヵ月間)連続でゼロ  
 ・東京圏では、最新調査において、「銀座中央」の  
 上昇率区分が1ランクアップ  
 …名古屋市「太閤口」、大阪市「なんば」とともに、  
 全国で最も高い上昇区分  
 …2016年9月に「GINZA PLACE(銀座プレイス)」が  
 オープンするなど、建て替えが盛ん  
 ・大阪圏は、14期連続で下落地区ゼロ  
 …「JR芦屋駅周辺」が23期連続、「阿倍野」が20期連続、  
 「福島」「天王寺」が18期連続の上昇  
 ・名古屋圏は14期連続で下落地区ゼロ、  
 13期連続で全地区が上昇…「金山」が20期連続、  
 「名駅駅前」「覚王山」が19期連続、「太閤口」が18連続、  
 「大曾根」「御器所」が17期連続の上昇

【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

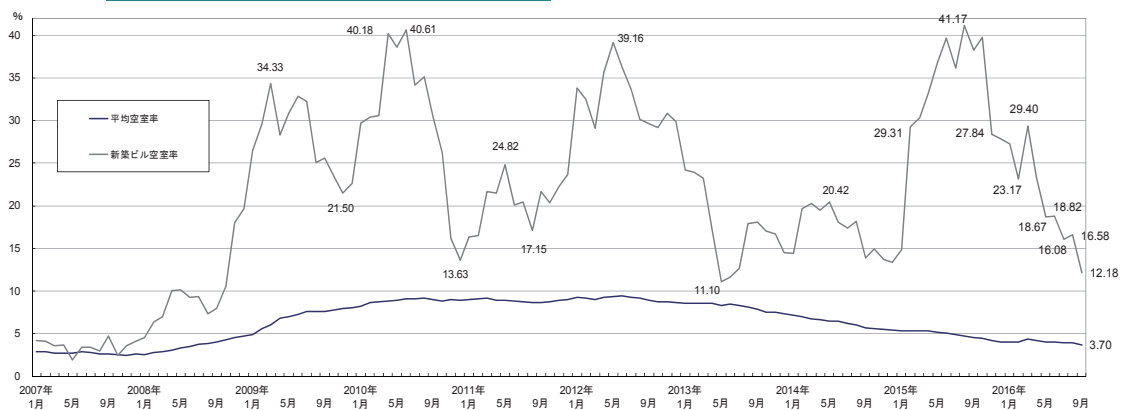


・2017年は供給が大幅に減少する見込み  
 …… 建築費上昇、大規模開発における権利調整の難航、行政手続きの遅延などによる  
 ・従前の予想では、2019年に大量供給が見込まれていたが、計画の一部が後ずれしたため、  
 2018年以降の供給量は平均化する見直し

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)」(2016年4月21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

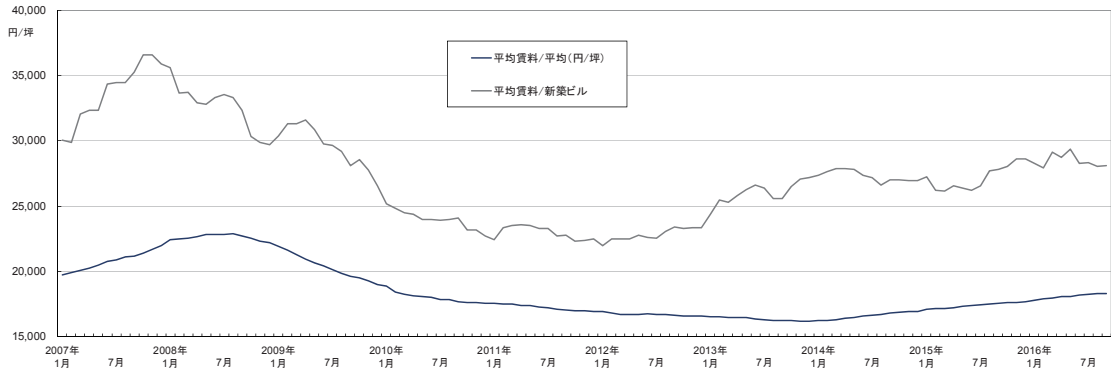


・東京都心5区の平均空室率は2012年7月以降、概ね低下傾向 …… 2015年7月以降は5%未満で推移  
 ・新築ビル空室率は、2012年6月以降は概ね低下傾向だが、2015年2月以降は上昇局面も見られる  
 …… 市況が悪化したわけではなく、市況の底打ちを受けて「貸し急ぎ」をしないビルが増加したことが主因  
 新築ビルの空室は、比較的早期に消化される傾向  
 …… 「品川シーズンテラス」の稼働率は、2015年2月の竣工時は25%程度だったが、2016年6月までにほぼ満室を達成

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年半振り以上上昇に転じた
- ・三幸エステートなどの資料によれば、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

竣工年月	ビル名称	入居率	賃料水準 (貸出率)	主なテナント	
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	
	1月	新青山東急ビル	100%	宣伝会議、ウエディングパーク	
	2月	CROSS PLACE 浜松町	97%	東京会議、ウエディングパーク	
	2月	東京建物日本橋ビル	90%	38,000円程度	テラスカイ、みずほ信託不動産販売
	2月	京橋MDビル	100%	フレコ	
	2月	品川シーズテラス	95%	100%	丹精社、オイス工業、富士通システムズ・イースト
	3月	東京日本橋タワー	95%	40,000円弱	サイボウズ
	3月	アビエンス御成門	100%	100%	ジャストシステム、経産省
	4月	テラススクエア	100%	100%	バビフック コンサルタンツ、旭化成アミダス
	4月	大崎プラウドタワー	100%	100%	かんぽ生命
	4月	大崎プラウドコア	100%	100%	住友工業
2016年	5月	二子玉川ライズ・タワー・オフィス	100%	100%	楽天
	5月	ヒューリック虎ノ門ビル	100%	100%	西松、虎ノ門中央法律事務所
	10月	鉄鋼ビルディング	85%	100%	JH新幹線管理本部、京都銀行東京支店
	11月	大手門タワー・JXビル	100%	100%	JXホールディングス、西村あさひ法律事務所
	11月	住友不動産三田ビル	100%	100%	ハンダイクホールディングス
	1月	マークシティ虎ノ門	100%	100%	双日マリン、日本コンピュータシステム
	2月	アーバンネット日本橋二丁目ビル	100%	100%	インヴェンティヴ・ヘルス・ジャパン
	2月	アーバンネット銀座一丁目ビル	100%	100%	セイコーホールディングス
	3月	住友不動産二番町ファーストビル	100%	30,000円台後半	ミラジャパン、セブン&アイホールディングス
	3月	JR新宿ミライタワー	100%	100%	LINE、セイコーエフソン、オリエント時計、マイナビ
	3月	TR・SEVEN ROPPONGI	60%	95%	バーニーズ・ニューヨーク、カカオジャパン
	4月	住友不動産新宿ガーデントワー	70%	70%	JCB、丸紅情報システムズ、オリックス生命
4月	oak mitsuo(目黒駅前プロジェクト)	70%	70%	アカツキ	
4月	NS流ノ門ビル	100%	100%	シーベエス	
5月	大手町ファンシヨナルシティグランキューブ	100%	100%	ソニー生命、ジグソー、協和泰成キリン	
5月	東京ガーデンテラス紀尾野	100%	100%	ヤマト、メットライフ生命	
6月	ネクストサイト渋谷	100%	100%	ネクシエ	
7月	PMO日本橋江戸通	100%	20,000円台後半	前橋システムズ・デジタル、住商モンブラン	
7月	住友不動産新橋ビル	100%	20,000円台後半	スカイ	
8月	UEBL北東区スクエア	90%	90%	アルテリア・ネットワークス	
9月	オリックス上野1丁目ビル	25%	25%		
10月	京橋エドグラン	50%	40,000円前後	明治、東洋インキグループ	
10月	住友不動産大塚水谷ランドタワー	60%	70%	テレビ東京、特許庁、DMM.com	
11月	アリスエクスナビル	100%	100%	三井	
11月	日比谷ビルディング	100%	100%	変種商事、JASRAC	
12月	山王プロジェクト	100%	100%	あおぞら銀行(本社)	
2017年	1月	住友不動産麻布十番プロジェクト	30%	30%	
	1月	大手町パークビルディング	20%	20%	
	1月	銀座六丁目10地区	40%	40%	
	2月	南青山一丁目プロジェクト	40%	40%	
	2月	京橋二丁目プロジェクト	100%	100%	
	4月	渋谷スクランブルスクエア	90%	90%	ペイクルーズ
	5月	内幸町二丁目プロジェクト	100%	100%	
	8月	赤坂インタージュA1R	30,000円台後半	30,000円台後半	
	9月	エンパイヤビル	75%	75%	DTS
	9月	神楽坂計画	30%	30%	
9月	タワマン浦ビル	100%	100%	THK(1棟借り)	
10月	松坂屋上野店再建設計画	10%	10%		

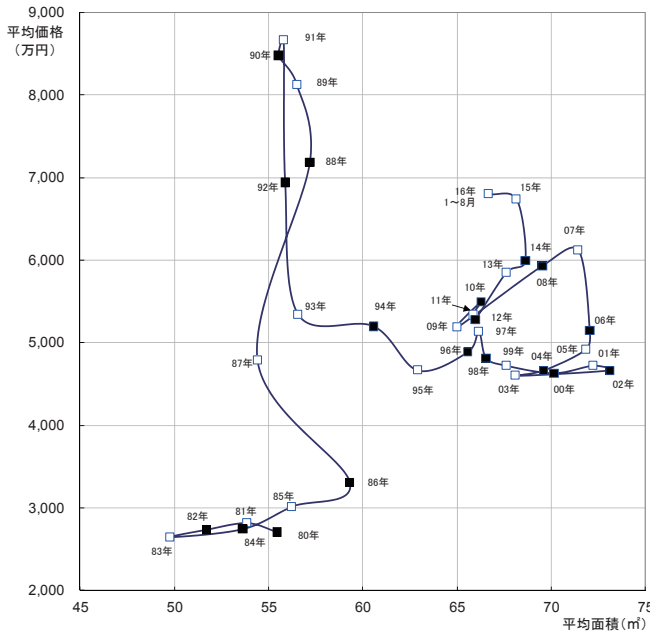
■ 図表 11 : 新築ビルの入居状況

- ・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
- ・一部に周辺相場を上回る賃料賃料で成約する例が見られる
  - … 日本橋エリアなどでは、安全性の高い新築ビル(≒賃料水準の高いビル)の供給が多いことが、賃料水準を引き上げた模様
- ・一方で、過去最低水準の賃料が継続している例も多い模様
  - … 賃料コストの低下を経緯に、立地、床面積等の執務環境の改善を図る企業も増加

注: 入居率は2016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



## 14. 住宅市場の動向 ② - 住宅価格等の推移



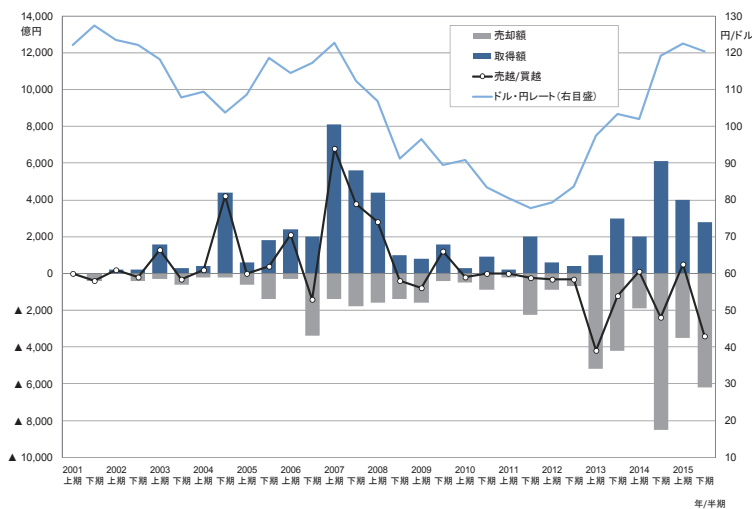
■ 図表 14：新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移（東京圏）

- 2016年上半年(1月～8月)の供給実績は、東京圏 全体で19,737戸(前年同期比▲22.3%)  
 … 山手・下町エリア、都下、川崎市が同約▲30%、千葉市が同約▲45%大幅減
- 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」ことや、消費税の検討状況の様子見も一因
- 初月契約率:67.4%(前年同期比▲5.9%ポイント)  
 … 同時期としては7年振りの70%割れ
- 平均価格 5,678万円(前年同期比+4.2%)  
 … 4年連続の上昇、91年(6,450万円)以来の高値
- ㎡単価 81.3万円(前年同期比+4.9%)  
 … 4年連続の上昇、92年(82.2万円)以来の高値
- 在庫 6,228戸(前年同月末+1,333戸)  
 … 8月末時点では2年連続の増加

出所：(株)長谷工総合研究所「CRI」により、みずほ証券が作成

## 15. 不動産投資の動向① - 外資系ファンド等による不動産投資

■ 図表 15：外資系プレイヤーによる不動産取得の動向



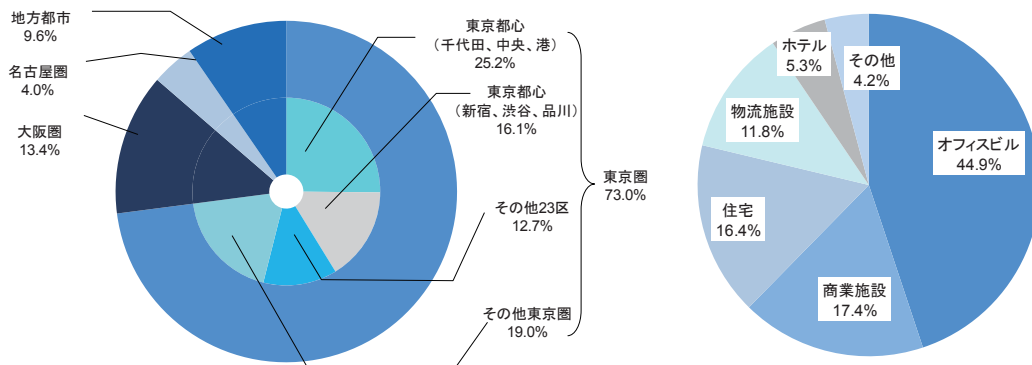
注：為替レートは、各年6月・12月の月中平均。  
 出所：一般財団法人 日本不動産研究所の資料により、みずほ証券が作成

- 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
- 2015年は、前年比では減少したものの活発な取引が継続
- 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却・買越状況は、為替の動きと似た傾向
- 足元(2016年上半年)は、不動産投資利回りの低下に伴い、日本での投資を手控える動きが強まったと見られる



## 16. 不動産投資の動向 ②－ J-REITによる投資の傾向

■ 図表 16：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、東京都市心に集中**

… 不動産市況に「東京の一人勝ち」傾向が強まる中で、投資対象の極集中が進行

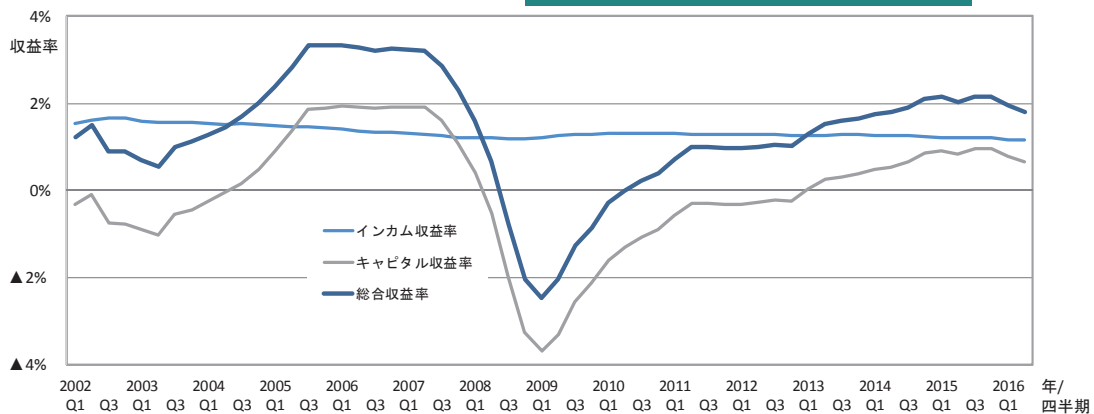
**施設用途はオフィスビルが約半分を占めるが、徐々に多様化が進行**

… 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. 2016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

## 17. 不動産投資の環境①－ 不動産賃貸事業の安定性

■ 図表 17：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

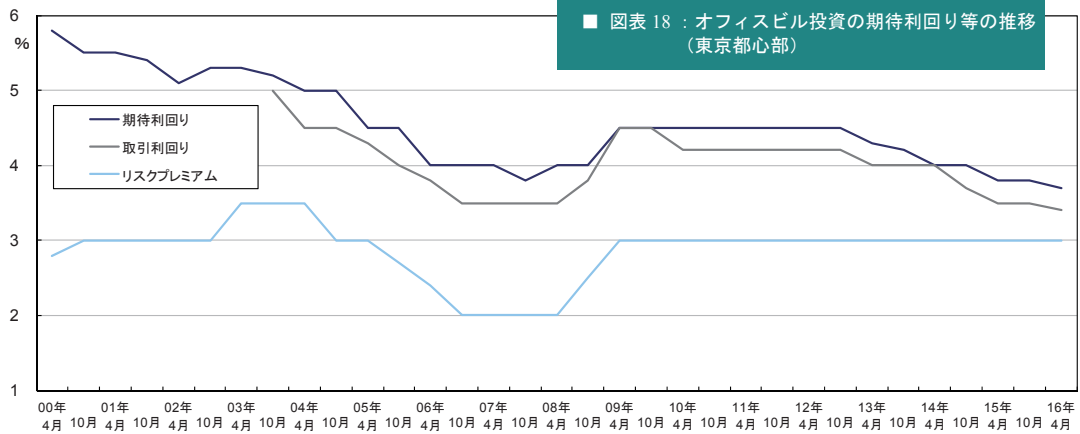
**資産価値に基づく収益率(キャピタル収益率)は、変動が大きいですが、2013年第2四半期からプラス圏に転じた**

**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

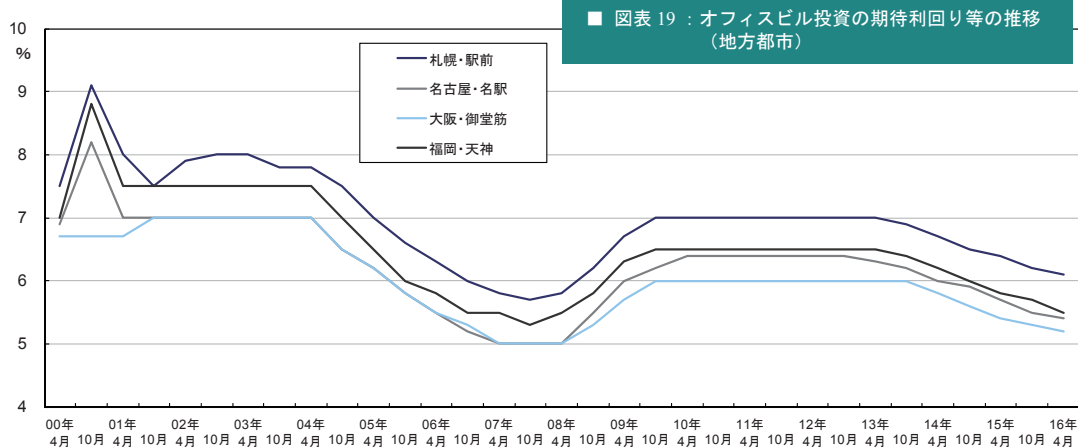
## 18. 不動産投資の環境 ② - 不動産投資利回りの推移(1)



- 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(2016年4月時)では3.4%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

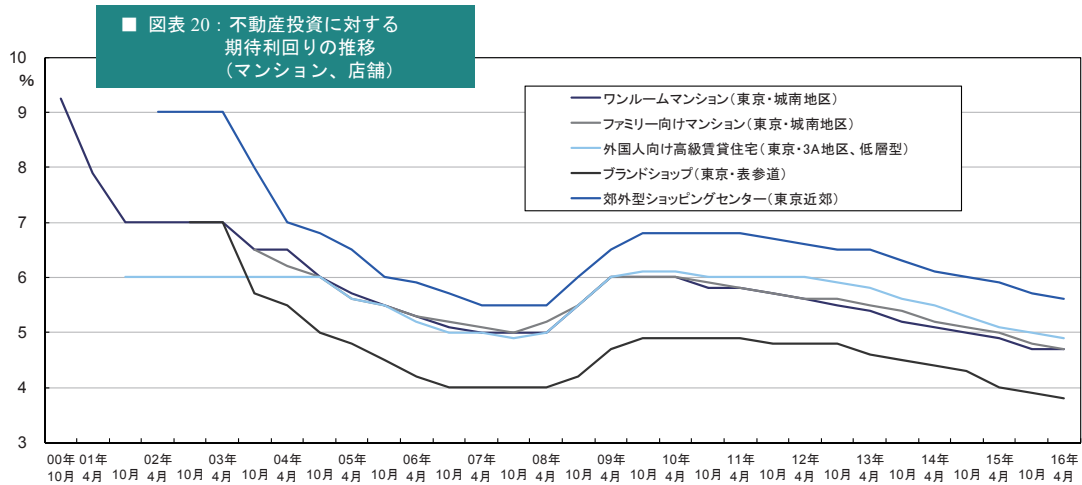
## 19. 不動産投資の環境 ③ - 不動産投資利回りの推移(2)



- 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(2016年4月時調査)において、大阪・御堂筋の期待利回りは、5.2%に低下

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

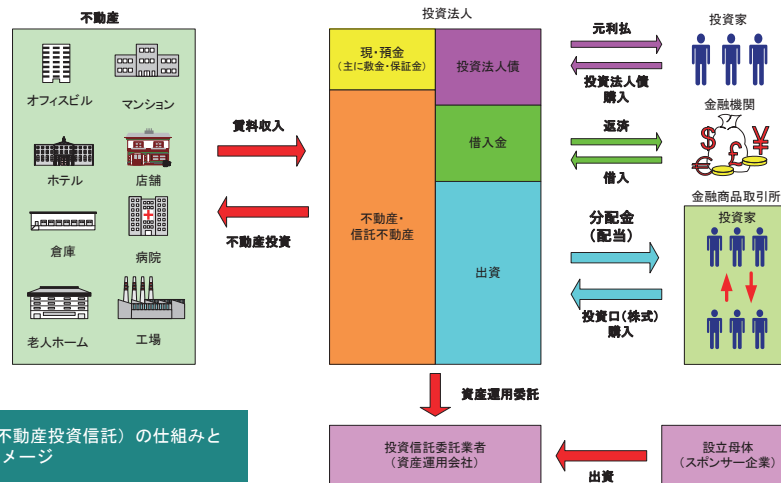
## 20. 不動産投資の環境 ④ - 不動産投資利回りの推移(3)



- ・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

## 21. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み



- ・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

## 22. J-REIT市場の動向② - 投資法人の現状

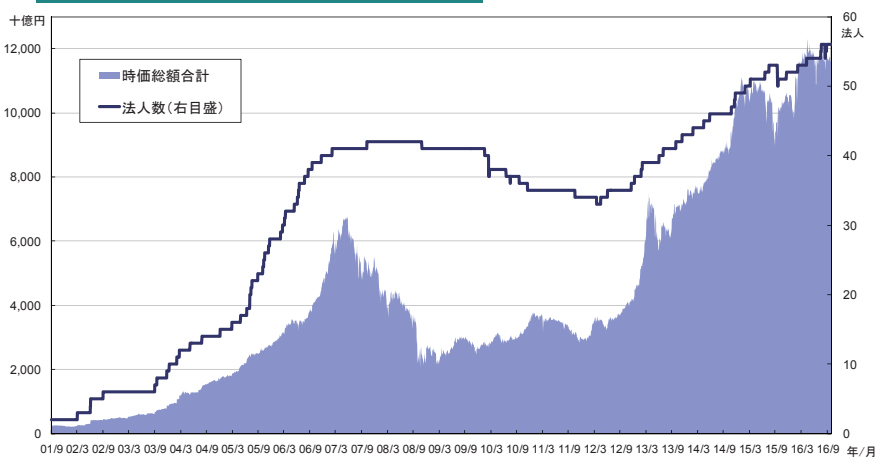


■ 図表 22 : 上場J-REITの概要

注: 2016年10月18日時点  
出所: みずほ証券

## 23. J-REIT市場の動向③ - 市場規模の変動状況

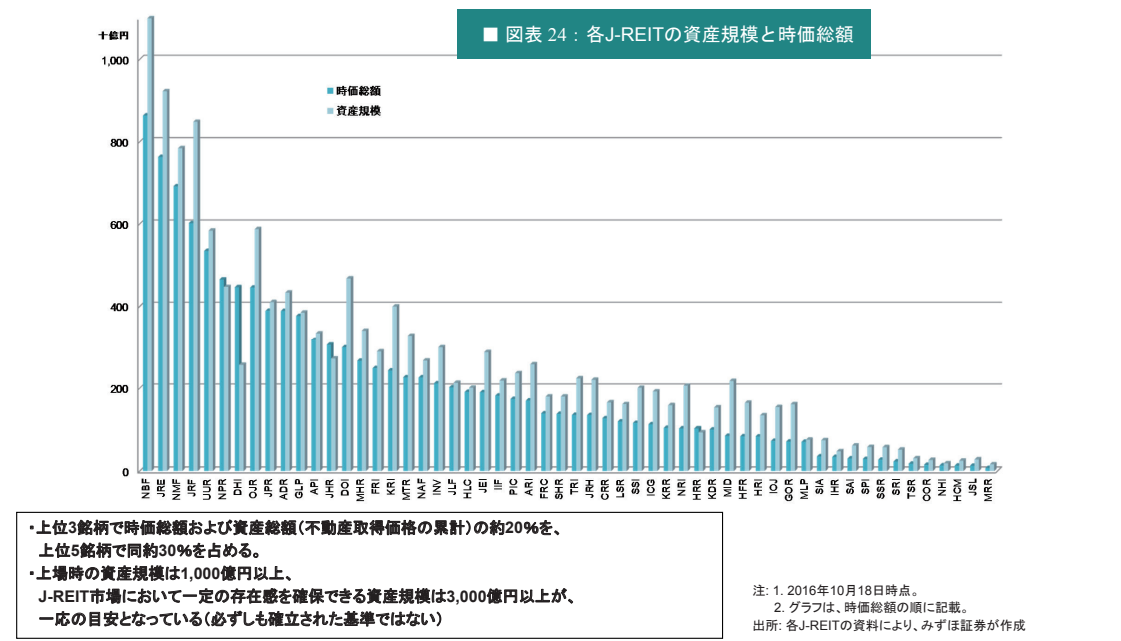
■ 図表 23 : J-REITの時価総額と法人数の推移



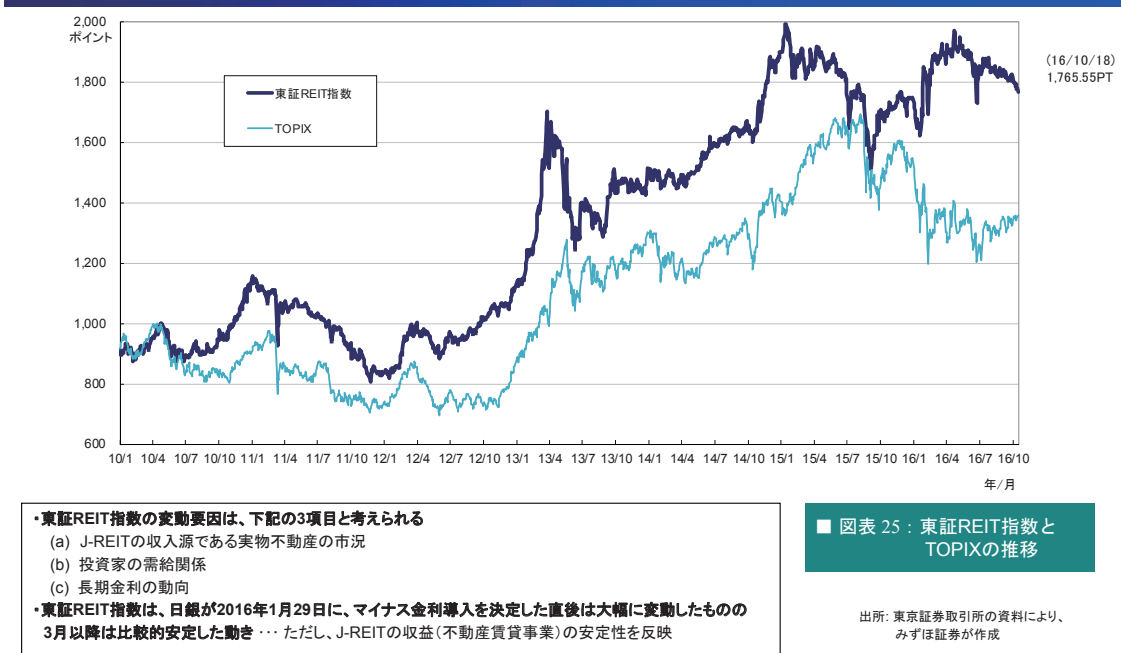
- J-REITの時価総額は、2008年10月下旬に約2.1兆円の市場規模に縮小  
… リーマンショック後に、J-REIT1法人が経営破綻したことなどが影響
- J-REITの時価総額は、2012年春以降は、概ね拡大傾向。  
2014年11月28日に、10兆円の「大台」を突破
- 2016年8月10日時点の上場法人数・時価総額は56法人・11.7兆円  
… 上場法人数・時価総額とも過去最大級

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

## 24. J-REIT市場の動向④ — 資産規模と時価総額

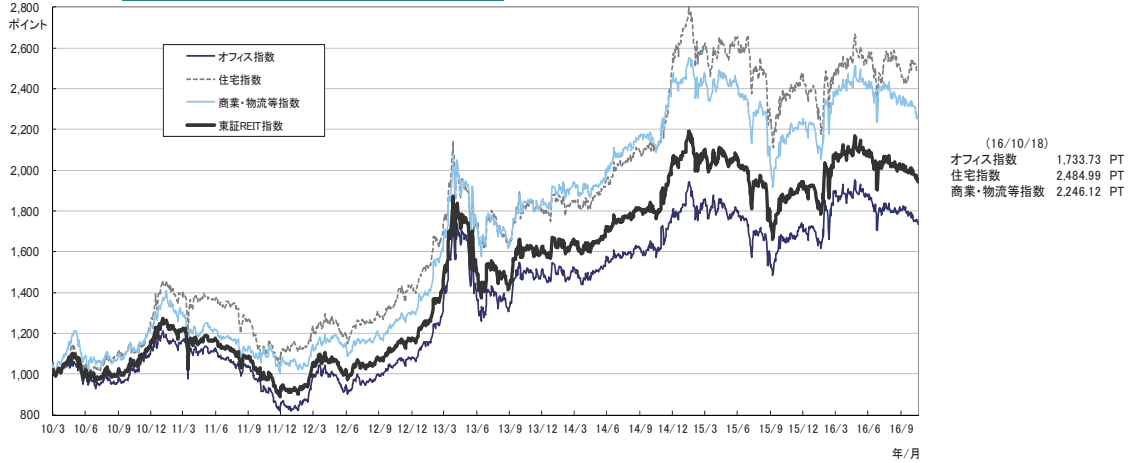


## 25. J-REIT市場の動向⑤ — 株価(投資口価格)の推移(1)



## 26. J-REIT市場の動向⑥ - 株価(投資口価格)の推移(2)

■ 図表 26: 東証REIT用途別指数の推移



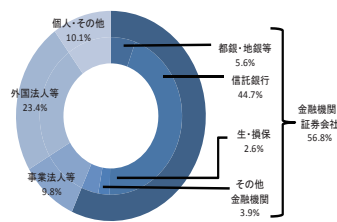
- ・オフィス系REITの指数は、2014年3月以降に上昇傾向(ただし、指数の水準は相対的に低い)  
 … オフィスビル市況の底入れを反映
- ・住宅REITの運用は、オフィスビルに比べて安定  
 … 住宅関連の指標は景気動向に先行し、オフィス関連は遅れる傾向がある。  
 好況時には、住宅の家賃等が「なかなか上昇しない」可能性もある

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

## 27. J-REIT市場の動向⑦ - J-REITの投資家層(1)

■ 図表 27: 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(2016年2月末)



- ・投資口数ベースでは、信託銀行が約45%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

	2014年8月末 全体 (45銘柄) 人数・口数	2015年2月末 全体 (46銘柄) 人数・口数	2015年8月末 全体 (50銘柄) 人数・口数	2016年2月末 全体 (52銘柄) 人数・口数	構成比	2016年2月末 全体 (52銘柄) 人数・口数	構成比	2016年2月末 全体 (52銘柄) 人数・口数	構成比	
(a) 投資主数ベース(単位:人、%)										
合計	532,412	555,507	602,910	650,246	100.0	650,246	100.0	298,449	138,558	213,239
政府・地方公共団体	①	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国内法人・小計	②=③+⑨+⑩	14,563	15,603	16,995	2.8	18,273	2.8	8,271	3,320	6,682
金融機関・小計	③=④~⑧	3,707	4,186	4,664	0.8	4,841	0.7	2,114	836	1,891
都銀・地銀等	④	1,183	1,270	1,380	0.2	1,371	0.2	565	242	564
信託銀行	⑤	471	509	540	0.1	537	0.1	229	114	194
④+⑤の投資信託分		180	184	200	0.0	208	0.0	84	48	76
④+⑤の年金信託分		134	158	169	0.0	175	0.0	75	38	62
生命保険会社	⑥	242	263	275	0.0	276	0.0	116	51	109
損害保険会社	⑦	97	92	100	0.0	121	0.0	57	25	39
その他の金融機関	⑧	1,714	2,052	2,369	0.4	2,536	0.4	1,147	404	985
証券会社	⑨	919	1,012	1,062	0.2	1,100	0.2	449	254	397
事業法人等	⑩	9,937	10,405	11,269	1.9	12,332	1.9	5,708	2,230	4,394
外国法人等	⑪	7,786	8,609	9,212	1.5	9,558	1.5	4,397	1,648	3,513
個人・その他	⑫	510,063	531,295	576,703	95.7	622,415	95.7	285,781	133,590	203,044
(b) 投資口数ベース(単位:口、%)										
合計	36,222,615	41,519,685	44,561,976	49,704,440	100.0	49,704,440	100.0	20,557,613	10,591,275	18,555,552
政府・地方公共団体	①	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国内法人・小計	②=③+⑨+⑩	23,376,081	26,836,295	29,615,234	66.5	33,069,363	66.5	13,935,974	7,356,237	11,777,152
金融機関・小計	③=④~⑧	18,699,131	21,695,054	24,042,283	54.0	27,316,331	55.0	11,515,470	5,803,274	9,997,587
都銀・地銀等	④	1,851,013	2,289,432	2,618,407	5.9	2,794,737	5.6	1,065,062	524,023	1,205,652
信託銀行	⑤	15,194,471	17,505,990	19,361,528	43.4	22,235,646	44.7	9,456,759	4,663,587	7,915,300
④+⑤の投資信託分		12,820,083	14,747,768	16,397,884	36.8	18,707,867	37.6	7,848,519	4,268,686	6,590,662
④+⑤の年金信託分		544,815	576,002	479,277	1.1	477,682	1.0	179,174	129,932	168,586
生命保険会社	⑥	856,762	944,242	971,041	2.2	1,026,702	2.1	455,121	166,832	404,749
損害保険会社	⑦	198,138	185,688	194,280	0.4	234,527	0.5	88,426	81,612	64,489
その他の金融機関	⑧	598,747	769,702	897,027	2.0	1,024,719	2.1	450,102	167,220	407,397
証券会社	⑨	684,572	853,579	943,514	2.1	890,648	1.8	378,360	117,006	395,282
事業法人等	⑩	3,992,378	4,287,662	4,629,437	10.4	4,862,384	9.8	2,042,144	1,435,957	1,384,283
外国法人等	⑪	8,828,357	10,374,506	10,419,243	23.4	11,628,536	23.4	4,441,196	2,064,752	5,122,588
個人・その他	⑫	4,018,177	4,308,884	4,527,499	10.2	5,006,541	10.1	2,180,443	1,170,286	1,655,812

## 28. J-REIT市場の動向⑧ - J-REITの投資家層(2)

■ 図表 28 : 日銀によるJ-REIT買入方針の変遷

金融政策決定 会合の日付	買入方針の概要	備考: 増額ベース等
2010年10月5日	J-REITを含む金融資産の買入れを決定 (実際の買入れは2015年12月16日から)	
2010年10月28日	・買入限度枠の設定: 2011年末までに500億円程度 各銘柄の発行残高の5%が上限	500億円の買入枠を設定
2010年11月5日	・買入対象の要件を決定 (a) 格付が「AA格以上」 (b) 取引所で売買が成立した日数が年間200日以上、 かつ、年間の売買の類型額が200億円以上 ・銘柄別の買入限度額 各銘柄の発行残高の5%以内、 買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比例するように銘柄毎の買入上限を設定	
2011年3月14日	・買入限度枠の拡大: 2012年6月末までに500億円程度を増額	半年間で500億円を増額
2011年8月4日	・買入限度枠の拡大: 100億円程度増額し、残高を1,100億円程度に	半年間で100億円を増額
2012年4月27日	・買入限度枠の拡大: 100億円程度増額し、 2012年12月末の残高1,200億円程度 2013年6月末の残高1,200億円程度(年間の残高は変更なし)	半年間で100億円を増額
2012年10月30日	・買入限度枠の拡大: 100億円程度増額し、 2013年12月末までに残高1,300億円程度	半年間で100億円を増額
2013年4月4日 (異次元緩和)	・買入ペースを設定: 年間約300億円に相当するペースで買入れ 2013年12月末の残高1,400億円 2014年12月末の残高1,700億円	年間300億円ペースで買入れ
2014年10月31日	・買入ペースの加速: 年間約900億円に相当するペースで買入れ (ただし、2014年12月末までの残高は1,800億円)	年間900億円ペースで買入れ
2015年12月18日	・銘柄別の買入限度額の変更 発行済投資口数の「5%以内」→「10%以内」に引き上げ	

出所: 日銀の公表資料により、  
みずほ証券が作成

- ・日銀は、J-REITの買入限度額を順次拡大
- ・2013年4月の「異次元緩和」において買入限度額を、従前の残高ベースの目標から、取得ペースを示す方針に転換
- ・2014年10月に、取得ペースを一挙に3倍に拡大「年間300億円ペース」→「年間900億円ペース」
- ・2015年12月に、個別銘柄の買入限度を発行済投資口数の「5%以内」→「10%以内」に引き上げ  
・・・買入余地は、300億円→約4,000億円に拡大した模様

## 29. J-REIT市場の動向⑨ - J-REITの格付状況

投資法人名	コード	格付会社・格付状況 R&I MDYS S&P JCR	主なスポンサー企業
日本ビルファンド	8951	AA - A+	三井不動産、住友生命
日本ロジスティクスファンド	8957	AA A1 A+	三井物産、三井住友信託、ケネディクス
ジャパンリアルエステイト	8952	AA A1 A+	三菱地所、三井物産
フロントピア不動産	8964	AA - 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
野村不動産マスターファンド	3462	A+ - A	野村不動産HD
アドバンス・レジデンス	3269	A+ - -	伊藤忠商事、日本土地建物
ユナイテッド・アーバン	8960	- A3 -	丸紅、極東証券
森トラスト総合リート	8961	- - -	森トラスト、バルコ、損保ジャパン
産業ファンド	3249	- - -	三菱商事、UBS A.G.
日本プロロジスリート	3283	- - -	プロロジス
GLP	3281	- - -	GLPグループ
オリックス不動産	8954	A+ - A-	オリックス
ジャパニクセレント	8987	A+ A3 -	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	東急急行電鉄
福岡リート	8968	A+ - A-	福岡地所、九州電力
プレミア	8956	A+ - -	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+ - -	積水ハウス、スプリング・インベストメント
大和ハウスリート	8984	A+ - -	大和ハウス工業
阪急リート	8977	A+ - -	阪急電鉄
大和証券オフィス	8976	A+ - -	大和証券グループ本社
グローバル・ワン不動産	8958	- - -	明治安田生命、近鉄、森ビル
森ビルリート	3234	- - -	森ビル
アクティビア・プロパティーズ	3279	- - -	東急不動産
イオンリート	3292	- - -	イオン
積水ハウス・リート	3309	- - -	積水ハウス
ラサールレジポート	3466	- - -	ラサール不動産投資顧問
コンフォリア・レジデンシャル	3282	- - -	東急不動産
ヒューリックリート	3295	- - -	ヒューリック
三井不動産ロジスティクスパーク	3471	- - -	三井不動産
ケネディクス・オフィス	8972	- - -	ケネディクス
日本賃貸住宅	8986	A - -	大和証券グループ本社
ケネディクス商業リート	3463	- - -	ケネディクス
ケネディクス・レジデンシャル	3278	- - -	ケネディクス
ジャパコ・ホテル・リート	8985	A - -	ロックスイズ社、共立メンテナンス
平和不動産リート	8966	A - -	平和不動産
MCUBS MidCity	3227	A - -	三菱商事UBSリアルティ、MID都市開発
いちごオフィスリート	8975	- - -	いちごグループHD
日本リート	3296	- - -	双日、クッシュマン&ウェイクフィールドAM
星野リゾート・リート	3287	- - -	星野リゾートHD

■ 図表 29 : J-REITの格付状況

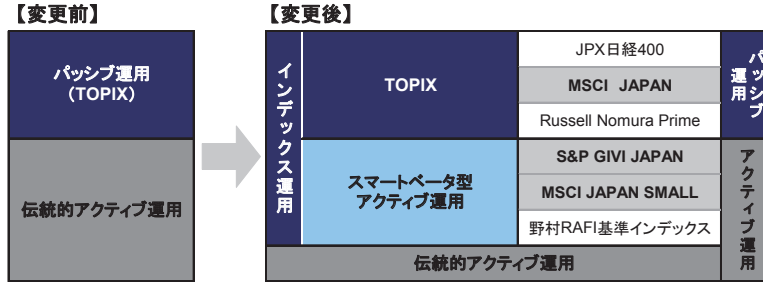
- ・信用度の高いJ-REIT(与高格付けのJ-REIT)は、新規調達(銀行借入等)についても、特に問題は見られない
- ・日銀による買入れの対象は、格付が「AA」格以上 ※「AA-」も含まれる  
・・・日銀は、J-REITの安定性を重視

注: 1. 2016年9月14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		
インヴェンシブル	8963	Calliope合同会社(フォートレス)
スターツプロシード	8979	スターツコーポレーション
S1A不動産	3290	シンプレクス・イノベーション・アドバンス
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	シヤトル&7HD、NEOキャピタルグループ
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
いちごホテルリート	3463	いちごグループHD
スターアジア不動産	3468	スターアジア・アセット・マネジメント
マリモ地方創生リート	3470	マリモ、リビタ
大江戸温泉リート	3472	大江戸温泉物語(ペインキャピタル)
まくら総合リート	3473	ガリレオグループ、日本管財

### 30. J-REIT市場の動向⑩ – J-REITの投資家層(3)

■ 図表 30 : GPIFの運用受託機関構成の変更 (イメージ)



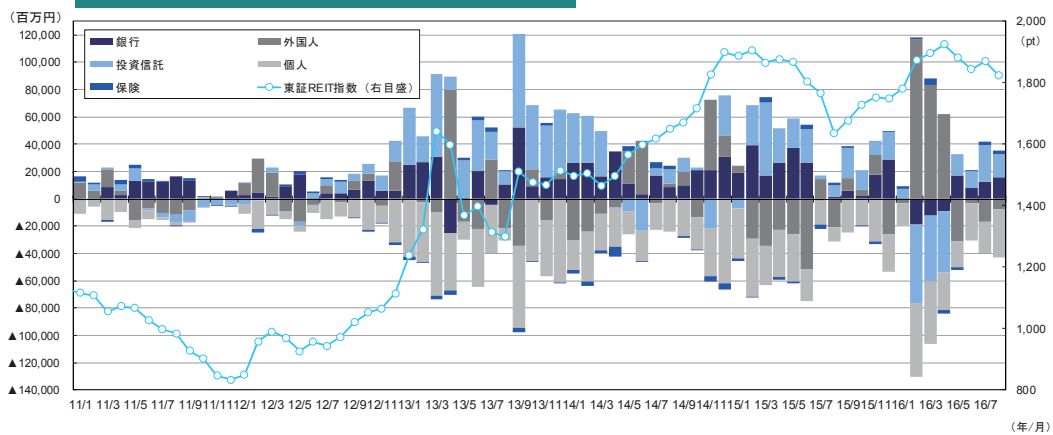
■ は、J-REITが投資対象となる運用

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

### 31. J-REIT市場の動向⑪ – 投資主別の取引動向

■ 図表 31 : 投資主別の売買動向 (売買差引き金額)



- ・2016年2月～4月は、マイナス金利導入の影響で、外国人投資家が過去最大級の買い越し  
一方、銀行、投資信託などの国内勢は大幅な売り越し  
… 外国人は、金融政策の動向に敏感に対応  
銀行は、3月末の決算を控えて、含み益のある有価証券を売却する傾向
- ・2016年5月以降は、外国人が売り越し、銀行、投資信託が買い越しと、売り・買いの主体が逆転
- ・個人投資家は、4年以上にわたって売り越し … 増資・新規上場の増加が影響している可能性

出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成



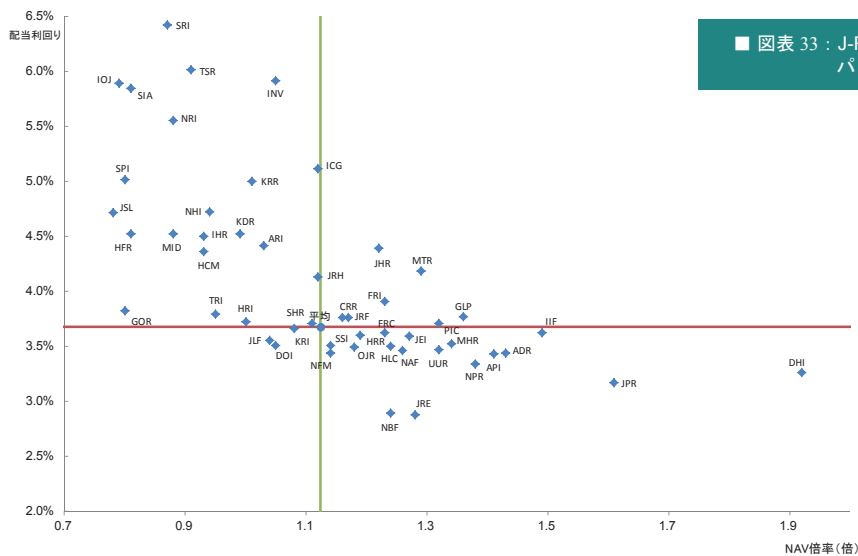
### 32. J-REIT市場の動向⑫ — 配当利回りの推移



・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

### 33. J-REIT市場の動向⑬ — 不動産運用のパフォーマンス

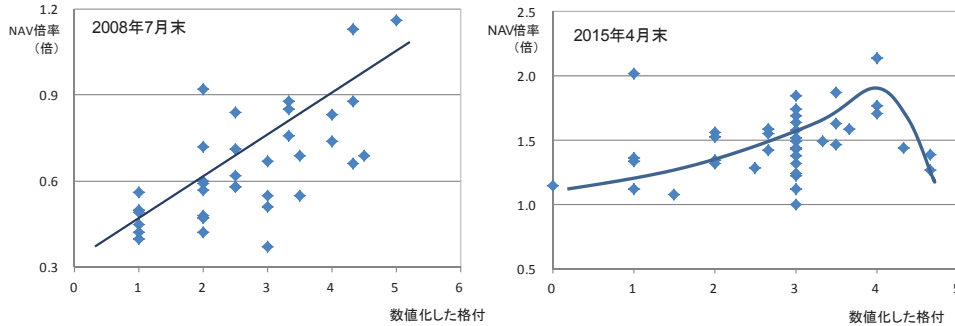


・J-REITのNAV倍率は、平均で約1.2倍  
 スポンサーの信用度がやや低い銘柄や、不動産運用に難点があった銘柄には、相対的に「割安」と判断できるものも見られる

注: 2016年10月18日時点  
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

### 34. J-REIT市場の動向⑭ - 投資家による評価基準の変化

■ 図表 34：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

### 35. J-REIT市場の動向⑮ - 財務状況

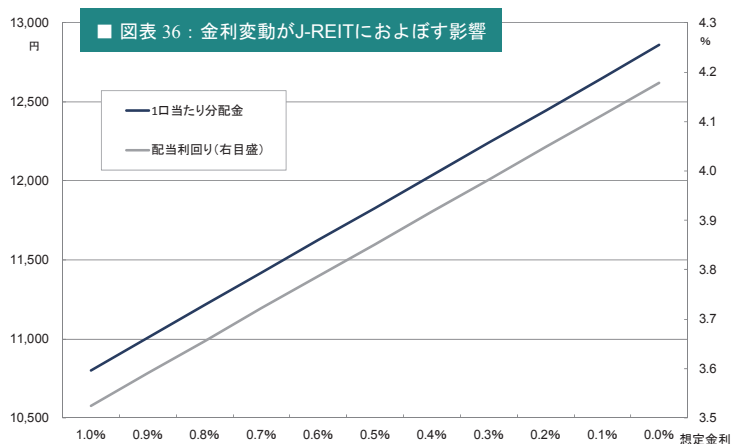
■ 図表 35：J-REITの財務状況等



**・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. 2016年10月18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

### 36. J-REIT市場の動向⑩ – マイナス金利の影響(1)



・金利の低下は、下配の点で、J-REITにとってメリットが大きい

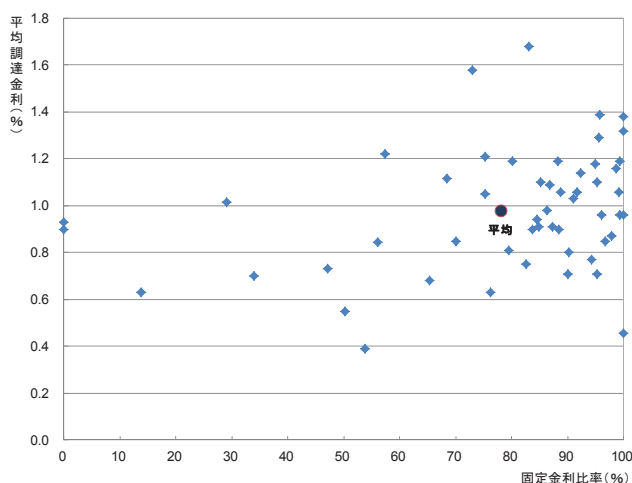
① 支払金利の低下など、J-REITの運用コストが低下  
 LTV約45%、PBR1.2倍のJ-REITの場合、金利が0.1%ポイント低下する毎に  
 (a) 分配金が2%弱ずつ増加、(b) 配当利回りが0.07%ポイントずつ上昇

② J-REITの分配金利回りと長期金利等とのスプレッドが拡大し、  
 利回り面での投資妙味が高まる

注: 資産規模5,000億円以上のオフィス系REIT (LTV45%、PBR1.2倍)を想定し、借入金利の低下が、配当等におよぼす影響を試算した。  
 特定のJ-REITを想定したものではない。  
 出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

### 37. J-REIT市場の動向⑪ – マイナス金利の影響(2)

■ 図表 37 : J-REITの有利子負債の状況



・金利低下はJ-REITにとってメリットが大きいものの  
 実際に金利が低下する余地は乏しい

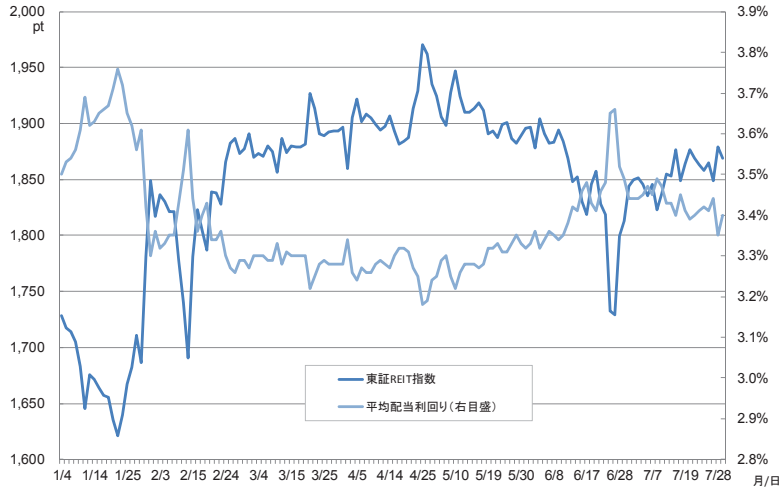
・J-REITの有利子負債の平均値は、  
 平均調達金利: 0.98%  
 長期負債比率: 94.2%  
 固定金利比率: 78.2%  
 平均残存年数: 3.90年

・各J-REITは、これまで、金利上昇に備えて  
 借入金の長期化・固定金利化を進めていた  
 → 金利低下局面でのメリットは抑制される  
 可能性が高い

注: 1. 各J-REITが公表している決算関連資料により、有利子負債の状況をまとめた  
 2. 2016年2月22日時点で公表されている資料を基に作成  
 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⑱ – マイナス金利の影響(3)

■ 図表 38 : 東証REIT指数と配当回りの推移



・配当利回りに対しては、  
借入金利よりも、  
株価(投資口価格)変動の影響の方が  
大きい

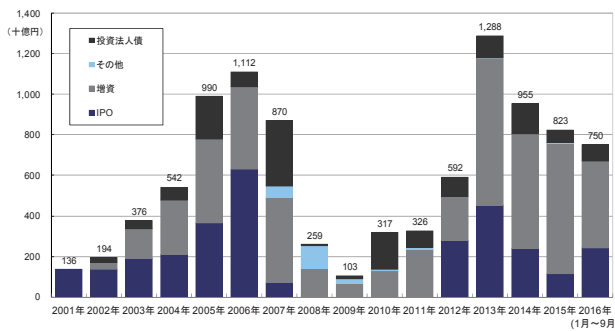
・NAV倍率が1.2倍→1.4倍に上昇した場合、  
借入金利が0.6%ポイント低下しても、  
配当利回りは低下する見込み

・マイナス金利は  
J-REITにとってメリットがあるが、  
株価の上昇に注意する必要がある

注:2016年1月4日以降の、東証REIT指数と配当回りの推移をまとめた  
出所:東証、各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

### 39. J-REIT市場の動向⑲ – J-REITの資金調達状況

■ 図表 39 : J-REITのファイナンス状況



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 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
- ・2016年(1月~9月)の公募増資(新規上場を除く)は、件数・金額とも前年同期比で減少
  - … 優良物件の不足と、不動産価格の高騰が、増資の障害となった模様
- ・2016年(1月~9月)の新規上場は、件数・金額とも、前年(12ヵ月)を上回る
  - … 物流施設と、ホテル(温泉を含む)が中心。東京都心部の物件は少ない

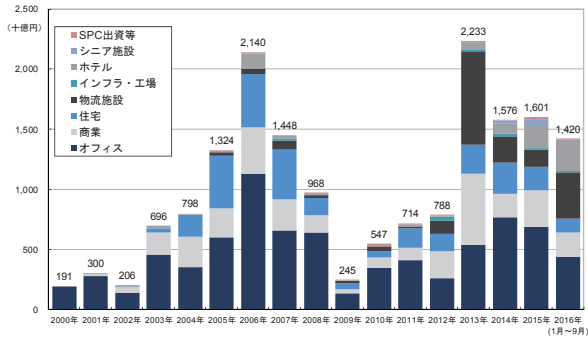
	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
合計	件数(件) 6	13	20	45	30
	金額(百万円) 194,194	375,950	541,512	990,054	1,111,944
IPO	件数(件) 4	4	5	13	12
	金額(百万円) 137,280	192,605	210,877	364,099	630,056
増資	件数(件) 1	5	7	14	12
	金額(百万円) 31,914	143,345	268,635	415,955	406,388
その他	件数(件) 0	0	0	0	0
	金額(百万円) 0	0	0	0	0
投資法人債	件数(件) 1	4	8	18	6
	金額(百万円) 25,000	40,000	62,000	210,000	75,500

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
合計	件数(件) 56	13	12	32	30
	金額(百万円) 870,107	258,805	102,719	316,975	325,611
IPO	件数(件) 2	0	0	0	0
	金額(百万円) 69,755	0	0	0	0
増資	件数(件) 16	6	4	6	12
	金額(百万円) 421,811	139,605	66,719	128,975	236,511
その他	件数(件) 3	5	5	2	2
	金額(百万円) 55,941	114,200	22,500	8,500	10,600
投資法人債	件数(件) 35	2	3	24	16
	金額(百万円) 322,600	5,000	13,500	179,500	78,500

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
合計	件数(件) 35	66	82	64	45
	金額(百万円) 592,408	1,287,608	954,941	822,819	749,603
IPO	件数(件) 4	6	6	5	6
	金額(百万円) 278,211	452,448	237,227	114,413	242,342
増資	件数(件) 11	37	30	35	23
	金額(百万円) 218,197	725,860	568,115	643,770	428,062
その他	件数(件) 0	1	0	1	0
	金額(百万円) 0	3,000	0	2,436	0
投資法人債	件数(件) 20	22	46	23	16
	金額(百万円) 96,000	106,300	149,600	62,200	79,200

## 40. J-REIT市場の動向 ②0 - J-REITによる不動産取得

■ 図表 40 : J-REITによる不動産取得



注: 2016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  
・2015年の不動産取得も高水準を維持。ただし、年後半に取得ペースが減速  
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

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
合計	件数(件) 55 金額(百万円) 244,841	85 546,539	167 714,407	208 787,902	473 2,233,448
オフィス	件数(件) 20 金額(百万円) 132,599	32 345,846	52 411,025	41 262,089	84 536,334
商業	件数(件) 6 金額(百万円) 34,930	14 85,996	22 105,804	28 225,090	95 591,497
住宅	件数(件) 24 金額(百万円) 54,427	28 52,757	77 158,394	99 143,420	168 244,111
物流施設	件数(件) 2 金額(百万円) 15,590	5 38,825	6 14,404	23 108,430	82 778,547
インフラ	件数(件) 0 金額(百万円) 0	2 5,600	0 0	5 34,984	5 16,346
その他	件数(件) 2 金額(百万円) 7,223	1 40	1 21,989	2 10,800	12 58,480
ヘルスケア	件数(件) 0 金額(百万円) 0	0 0	0 0	0 0	2 1,980
SPC出資等	件数(件) 1 金額(百万円) 72	3 17,475	5 3,155	10 3,089	15 8,152

	2014年	2015年	2016年 (1月~9月)	前年同期比 (円安)	(%)
合計	件数(件) 396 金額(百万円) 1,576,310	442 1,600,766	356 1,312,508	290	▲18.5
オフィス	件数(件) 94 金額(百万円) 769,736	120 684,885	107 603,890	76	▲29.0
商業	件数(件) 43 金額(百万円) 192,228	73 305,674	48 217,690	44	▲8.3
住宅	件数(件) 134 金額(百万円) 262,514	117 198,819	95 167,636	70	▲26.3
物流施設	件数(件) 39 金額(百万円) 214,482	26 144,315	25 142,587	37	▲32.4
インフラ	件数(件) 12 金額(百万円) 27,306	3 10,990	2 10,300	7	250.0
その他	件数(件) 48 金額(百万円) 83,021	53 180,469	37 99,909	42	▲13.5
ホテル	件数(件) 12 金額(百万円) 21,517	38 58,141	32 53,226	4	▲87.5
ヘルスケア	件数(件) 12 金額(百万円) 21,517	38 58,141	32 53,226	4	▲87.5
SPC出資等	件数(件) 14 金額(百万円) 5,506	12 17,473	10 17,270	10	▲0.0
				4,523	▲73.8

## 41. 私募REITの動向① - 運用・設立状況

投資法人名	設立日	決算期	運用対象	スポンサー	資産運用会社
日本オープンエンド不動産	2009年12月2日	2月/8月	総合型	三菱地所	三菱地所投資顧問(株)
野村不動産プライベート	2010年3月2日	2月/8月	総合型	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	2011年11月1日	6月/12月	総合型	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	2012年7月6日	5月/11月	総合型	三菱商事	ダイヤモント・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	2012年7月23日	2月/8月	総合型	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	2012年12月17日	2月/8月	住宅	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)
フローディア・プライベート	2013年10月15日	2月/8月	総合型	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	2013年10月17日	5月/11月	総合型	ケネディクス	ケネディクス不動産投資顧問(株)
SGAM	2014年4月30日	4月/10月	物流	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	2014年6月18日	5月/11月	オフィス、商業	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	2014年8月1日	6月/12月	総合型	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	2014年8月13日	1月/7月	総合型	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	2014年11月6日	2月/8月	総合型	日本土地建物	日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	2015年3月5日	5月/11月	総合型	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	2015年7月1日	2月/8月	物流	センコー	センコー・アセットマネジメント(株)
NIT都市開発・プライベート	2015年11月5日	1月/7月	総合型	NIT都市開発	NIT都市開発投資顧問(株)
D&Fロジスティクス	2016年2月25日	2月/8月	物流	大和ハウス工業	大和ハウス不動産投資顧問(株)
京阪プライベート・リート	2016年4月6日	1月/7月	総合型	京阪電気鉄道	京阪アセットマネジメント(株)
DBJプライベートリート	2016年4月7日	1月/7月	総合型	日本政策投資銀行	DBJアセットマネジメント(株)
ニッセイプライベートリート	2016年4月18日	2月/8月	総合型	日本生命保険	ニッセイリアルティ・マネジメント(株)
CREロジスティクスファンド	2016年5月12日	1月/7月	物流	シーアールイー	ストラテジック・パートナーズ(株)
地主プライベートリート	2017年1月(運用開始予定)		底地	日本商業開発	地主アセットマネジメント(株)

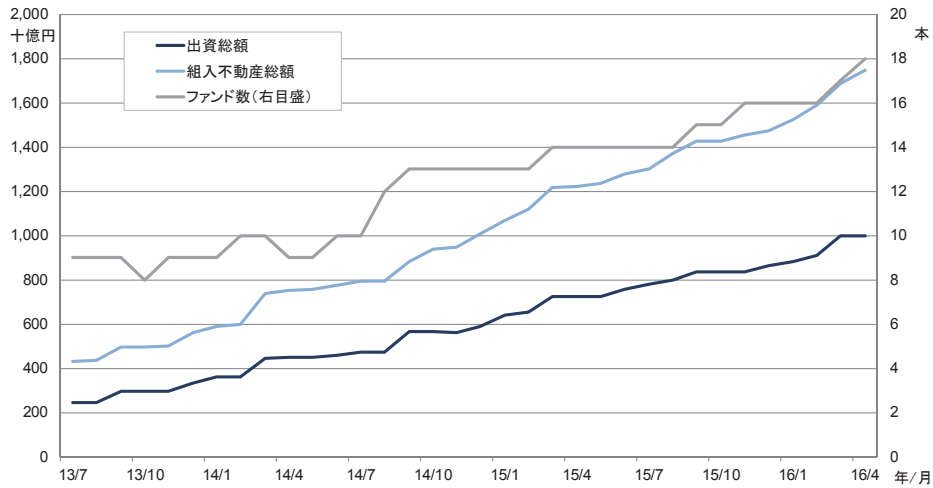
・2016年9月末時点で、私募REIT(投資法人)として22法人が組成済み、  
・私募REITのスポンサーには、既に公募REITを組成・運用している事業者が多い  
①公募REITで蓄積した運用ノウハウを、私募REITに活用  
②公募REITの投資家が有する多様なニーズを、私募REITに誘導  
③不動産市況に応じて、公募と私募を使い分け  
…物件の規模・グレードに応じて、公募・私募の優先度を設定している例が多い

■ 図表 41 : 私募REITの運用・設立の動向

注: 2016年10月18日時点  
出所: 公表資料により、みずほ証券が作成

## 42. 私募REITの動向②－運用不動産等の状況

■ 図表 42：私募REITのファンド数・組入不動産等の推移



・私募REITは、ファンド数、組入不動産とも順調に拡大  
ただし、2015年は、優良物件の不足により、取得不動産の小型化が進行した模様

出所：投資信託協会の資料により、みずほ証券が作成

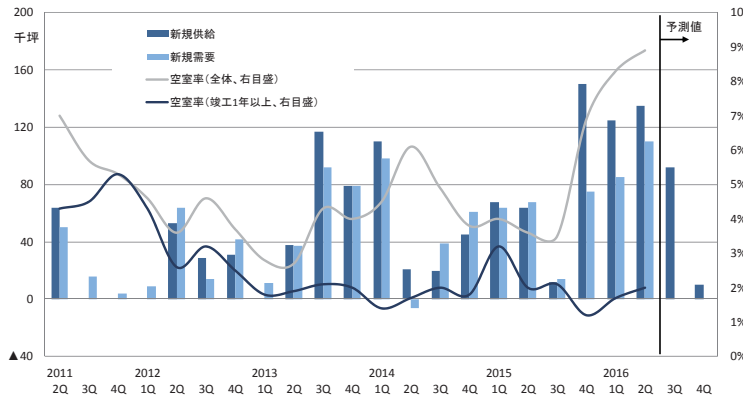
## 43. 物流市場の動向①－物流施設の需給動向

① 大型マルチテナント型物流施設 (LMT) の空室率－東京圏

		2012年				2013年				2014年				2015年				2016年	
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	
東京圏	全体	3.6%	4.6%	3.7%	2.8%	2.7%	4.3%	4.0%	4.5%	6.1%	4.9%	3.8%	4.0%	3.6%	3.5%	6.9%	8.3%	8.9%	
	竣工1年以上	2.6%	3.2%	2.5%	1.8%	1.9%	2.1%	2.0%	1.4%	1.7%	2.0%	1.8%	3.2%	2.0%	2.1%	1.2%	1.7%	2.0%	
東京ベイエリア	全体	-	-	-	-	-	-	-	1.6%	3.5%	3.3%	2.9%	4.4%	0.0%	8.4%	8.4%	8.4%		
	竣工1年以上	-	-	-	-	-	-	-	1.6%	3.5%	3.3%	2.9%	4.4%	0.0%	8.4%	8.4%	8.4%		
外環道エリア	全体	-	-	-	-	-	-	-	6.7%	12.4%	6.8%	2.3%	2.1%	0.0%	0.7%	0.6%	7.4%		
	竣工1年以上	-	-	-	-	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	2.3%	0.1%	0.7%	0.7%	1.1%		
国道16号エリア	全体	-	-	-	-	-	-	-	5.1%	3.3%	3.1%	3.3%	4.5%	4.5%	3.1%	8.6%	8.8%	7.8%	
	竣工1年以上	-	-	-	-	-	-	-	0.9%	0.2%	1.1%	1.4%	3.5%	1.2%	0.9%	0.8%	1.5%	2.4%	
圏央道エリア	全体	-	-	-	-	-	-	-	1.7%	12.7%	11.7%	10.0%	6.1%	5.7%	7.4%	10.3%	18.3%	19.7%	
	竣工1年以上	-	-	-	-	-	-	-	1.9%	3.6%	4.7%	5.1%	3.4%	6.7%	7.8%	1.8%	3.0%	3.0%	

■ 図表 43：大型マルチテナント型物流施設 (LMT) の市況

② 大型マルチテナント型物流施設 (LMT) の需給動向－東京圏



・東京圏の大型マルチテナント型物流施設 (LMT, Large Multi-Tenant Properties) の新規供給は、2015年第4四半期が過去最大の約15万坪、2016年第1四半期～第2四半期も各12万坪超で、過去最大級の供給が継続。  
 ・東京圏の空室率は、2016年第2四半期末時点で8.9%に上昇したものの、全体的な需要は堅調。… 2016年第2四半期の新規需要は110,000坪で、過去最高。  
 新規供給7棟のうち4棟は満室で竣工。  
 ・大量供給にもかかわらず、既存物件の空室率は2%以下で概ね安定  
 ・東京圏の内側3エリア(東京ベイ、外環道、国道16号)の空室率は7%～8%台だが、外周部(圏央道)の空室率は20%弱に上昇  
 … 東京圏の中で、需給バランスの格差が拡大  
 ・2016年第3四半期の供給は93,000坪の見込みだが、その後は2017年第2四半期まで、各期50,000坪以下の見込み  
 … 今後の空室率は低下すると予想

出所：CBREの資料により、みずほ証券が作成

### 44. 物流市場の動向② - 賃料水準の推移

	2010年										2015年										2016年										
	2H	2H	2H	4Q	2Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	2H	2H	2H	4Q	2Q	4Q	1Q	2Q	2H	2H	2H	4Q	2Q	4Q	1Q
足立・葛飾	5,410	5,220	5,170	5,260	5,470	5,270	5,270	5,360	5,530	5,370	5,570	5,520	大阪南部	3,080	3,160	3,440	3,610	3,240	3,490	3,260	3,750	3,750	3,630	3,460	2,880						
江東・墨田	7,110	7,100	7,390	6,960	7,220	7,190	6,860	7,230	6,860	6,910	7,140	6,900	大阪北部	3,960	3,910	4,060	4,020	4,300	4,450	4,430	4,110	3,860	4,120	3,900	4,920						
品川・大田	6,690	6,720	6,820	6,360	6,750	6,990	7,170	7,460	7,210	7,490	7,400	7,590	大阪市湾岸	4,650	4,480	4,440	5,310	4,900	4,420	5,060	4,880	4,730	4,480	4,770	5,790						
板橋・練馬	6,100	6,050	5,730	5,450	6,000	5,860	5,840	5,900	5,980	5,590	5,420	5,400	神戸市中心部	5,210	4,880	4,300	3,850	4,030	4,610	4,560	4,620	5,530	5,980	5,820	6,150						
23区中心部・西部	7,620	7,540	7,470	8,730	8,120	7,620	7,580	7,630	7,150	6,790	7,710	8,360	神戸市西部	3,700	3,910	4,580	2,870	2,830	3,270	3,270	3,300	3,300	5,400	5,590	-						
小平・東村山	3,980	3,910	3,910	7,000	2,490	2,430	2,370	3,090	3,090	4,230	5,200	5,480	尼崎・西宮	4,380	4,670	5,370	4,720	4,670	5,280	5,450	5,620	5,090	5,100	4,920	5,620						
国立府中IC	5,030	4,260	5,280	4,490	4,330	4,200	4,410	4,850	4,910	4,350	4,440	4,550	姫路・加古川	3,390	4,270	3,200	3,850	4,020	4,650	-	-	3,500	3,500	3,500	3,500						
八王子IC	4,450	5,040	4,100	4,200	4,240	4,190	4,540	5,180	5,170	3,890	4,110	4,110	京都南IC	5,010	4,580	4,140	5,240	5,160	5,350	5,100	4,830	4,850	5,730	6,020	6,000						
青梅IC	3,930	3,410	3,420	3,790	3,250	3,590	4,320	4,360	4,210	4,310	4,210	4,430	京都西部	4,700	3,820	4,080	4,670	6,320	7,950	7,950	-	1,130	5,440	5,440	5,440						
千葉湾岸	4,520	4,400	4,870	4,730	4,640	5,200	5,010	4,850	4,610	4,470	4,950	4,570	京都南部	3,450	3,720	3,220	3,340	4,570	3,780	3,000	2,910	3,590	4,290	2,860	-						
柏IC	3,660	3,410	3,490	3,420	3,510	3,760	3,790	3,830	3,700	4,150	3,990	4,230	滋賀南部	3,090	2,970	3,160	4,040	4,270	3,950	3,360	3,690	2,890	4,020	4,020	4,160						
成田・佐倉IC	3,100	2,870	2,920	3,040	3,130	3,130	2,600	2,660	2,870	2,670	2,690	3,420	名古屋市中心部	4,960	3,670	3,900	4,160	4,110	4,270	4,250	4,250	4,250	4,270	4,400	4,400						
市原・木更津IC	2,890	3,170	5,460	2,450	3,040	4,570	4,570	4,680	4,140	4,140	4,140	3,480	名古屋南西部	3,820	3,780	3,730	3,500	3,810	3,630	3,670	3,670	3,510	3,510	3,130	3,160						
千葉市	3,680	3,230	3,530	3,860	3,710	3,820	3,990	4,090	4,630	4,410	3,860	4,200	名古屋東部	4,620	4,450	4,580	4,850	4,720	5,180	4,900	4,980	4,740	4,460	4,460	4,530						
三郷・草加IC	3,780	3,560	3,680	3,850	3,880	3,960	4,100	4,230	4,160	4,070	4,090	3,850	名古屋北西部	4,010	3,950	4,260	4,590	4,100	4,630	4,630	4,760	4,920	5,060	4,880	4,960						
さいたま市	4,190	4,310	4,130	4,110	4,370	4,230	4,060	4,240	4,360	4,010	4,280	4,570	尾張	3,110	3,020	2,640	3,210	3,390	3,250	3,290	3,260	3,220	3,180	3,150	3,360						
川口・戸田	4,360	4,060	4,070	4,130	4,480	4,580	4,500	4,680	4,730	4,630	4,580	4,560	三河	3,250	3,400	3,380	3,190	3,230	3,230	3,230	3,300	3,270	3,220	3,210	3,280						
16号(春日部・川越)	3,340	3,320	3,340	3,390	3,270	3,400	3,210	3,350	3,590	3,500	3,400	3,530	金沢市	3,390	3,300	3,570	3,620	3,490	3,450	3,700	3,570	3,610	3,750	3,750	3,750						
神奈川湾岸	3,960	3,930	3,920	3,930	4,100	3,940	3,910	3,860	3,830	3,670	3,610	3,720	札幌市	3,470	3,410	3,320	3,340	3,410	3,460	3,600	3,680	3,690	3,760	3,710	3,930						
川崎市内陸部	5,030	4,930	4,720	5,170	5,020	5,030	5,060	4,780	5,200	5,160	5,410	5,400	仙台市東部	3,510	3,640	4,040	4,000	4,270	4,410	5,170	4,980	4,570	4,420	4,710	5,450						
横浜市内陸部	6,200	5,550	5,790	6,150	6,280	6,860	6,520	6,790	6,490	7,340	6,490	6,490	広島市南部	4,720	4,810	4,710	4,360	4,010	4,060	3,980	4,010	3,770	3,640	3,680	4,030						
横浜町田IC	5,790	5,680	5,570	5,840	5,870	5,910	6,240	6,120	5,890	6,310	5,950	5,720	広島市北部	4,610	4,190	4,370	4,130	4,090	4,530	4,950	5,290	4,880	4,720	4,820	4,420						
厚木IC	4,080	3,870	3,950	4,020	4,100	4,140	4,170	4,200	4,220	4,060	3,990	3,830	名古屋市	4,440	3,740	3,880	3,720	3,960	3,720	4,170	3,520	4,170	4,170	4,170	3,500						
大阪中心部	3,980	3,940	3,770	3,940	3,820	3,930	4,040	3,950	3,840	3,700	3,590	3,640	安芸	4,590	4,330	3,950	3,730	3,300	3,240	3,130	3,350	2,800	2,800	2,800	2,800						
吹田市	5,460	5,410	5,850	6,310	6,330	5,850	5,930	5,790	5,680	5,870	6,050	5,840	福岡市	4,500	4,510	4,630	4,820	4,900	4,880	4,870	4,830	4,840	4,880	4,830	4,810						
大阪東部	5,720	5,520	5,450	6,330	6,230	6,020	6,060	6,080	5,970	6,020	5,890	5,260	北九州市	2,940	3,040	3,070	3,870	3,520	3,450	3,640	3,460	3,530	3,430	3,430	3,640						
	4,180	4,230	4,170	4,350	4,550	4,380	4,460	4,370	4,430	4,070	3,940		鳥栖	2,160	2,580	2,890	2,600	2,480	2,380	2,390	2,390	2,420	2,420	2,420	2,420						

■ 図表 44. 物流施設の平均募集賃料

出所: CBREの資料により、みずほ証券が作成

・江東・墨田、品川・大田、千葉湾岸などにおいて、募集賃料が高水準で推移  
 …「都市型施設」の性格が高まる  
 ・大阪南部、大阪北部でも物流拠点の整備が進行  
 …物流施設の需要が全国に拡大

### 45. 物流市場の動向③ - 物流施設の開発計画

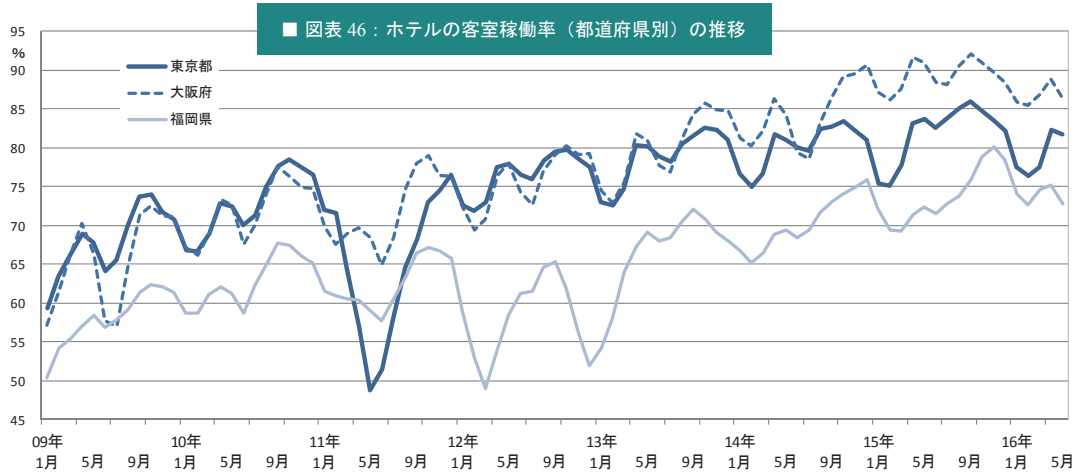
施設名称	事業者	所在地	竣工(予定)年月	延床面積(㎡)
ロジポート橋本	ラサール不動産投資顧問、三菱地所	相模原市緑区	2015年1月	156,589
ランドポート厚木Ⅱ	野村不動産、野村不動産投資顧問	厚木市	2015年1月	38,660
グッドマン市川	グッドマンジャパン	市川市	2015年4月	75,579
GLP綾瀬	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	綾瀬市	2015年4月	68,642
MFLP厚木	三井不動産	神奈川県厚木市	2015年4月	43,055
QLP船橋	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	船橋市	2015年7月	131,913
新木場物流センター	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	41,816
本牧物流施設開発事業	三菱商事都市開発	埼玉市中央区	2015年12月	70,839
プロジェクトパーク青見	プロジェクト	埼玉県青見町	2016年1月	104,587
レッドウッド川越イストピア・イノベーションB棟	レッドウッド・グループ	川越市	2016年1月	38,353
ランドポート柏沼南Ⅰ	野村不動産	柏市	2016年2月	49,597
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
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2月	49,900
レッドウッド千葉北イストピア・イノベーション	レッドウッド・グループ	千葉市花見川区	2016年3月	39,600
プロジェクトパーク習志野5	プロジェクト	習志野市	2016年3月	64,403
グッドマンビジネスパーク千葉工業イースト	グッドマンジャパン	印西市	2016年3月	133,443
守谷ロジスティックセンター	オリックス不動産	常総市	2016年4月	47,849
プロジェクトパーク千葉ニュータウン	プロジェクト	印西市	2016年4月	127,524
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6月	87,302
ロジスクエア久喜	シーアールイー	久喜市	2016年6月	44,312
GLP厚木Ⅱ	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	神奈川県厚木市	2016年6月	89,104
QLP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	85,148
MFLP船橋	三井不動産	船橋市	2016年9月	198,136
SOSILA習志野蓄浜Ⅲ	住友商事	千葉県習志野市	2016年9月	38,723
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
レッドウッド加須イストピア・イノベーション	レッドウッド・グループ	加須市	2017年1月	33,679
レッドウッド川島イストピア・イノベーション	レッドウッド・グループ	川崎市川島町	2017年1月	39,796
DPL川崎夜光	大和ハウス工業	川崎市川崎区	2017年3月	118,515
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4月	52,150
GLP川島	グローバル・ロジスティック・プロパティーズ	埼玉県川島町	2017年4月	49,000
ロジスクエア守谷	シーアールイー	守谷市	2017年5月	33,000
ロジポート柏沼南	ラサール不動産投資顧問	柏市	2017年 春	38,200
物流ビル 新B棟	東京高速センター	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
SOSILA横浜港北開発計画	住友商事	横浜市緑区	2017年 秋	84,353
ロジポート相模原Ⅱ	ラサール不動産投資顧問	相模原市中央区	2017年 冬	45,500
プロジェクトパーク東松山	プロジェクト	東松山市	2017年	70,000
プロジェクトパーク海老名2	プロジェクト	海老名市	2017年	38,057

■ 図表 45. 物流施設の主な開発計画 - 東京圏

・東京圏では、大規模な物流施設の計画が、多数進行中  
 …開発適地は不足  
 立地は徐々に外延化  
 ・一部地域では、物流施設の開発と、マンション開発の計画が競合

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

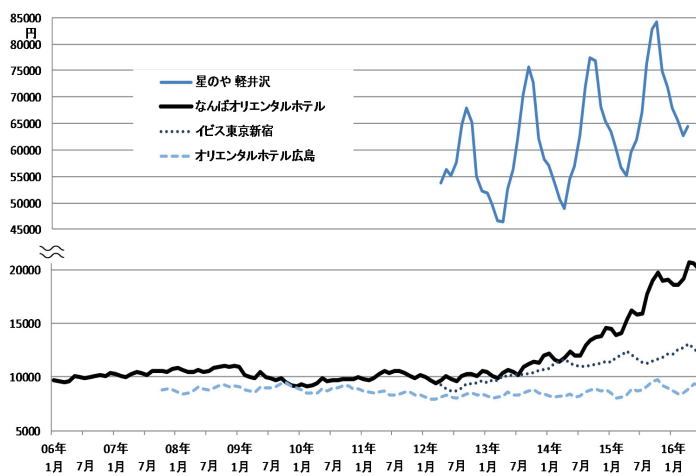


・大阪の客室稼働率は、2009年に50%台に低迷していたが、2015年に90%台に上昇  
 … 関西国際空港の利用客は、韓国からの入国者数が2010年に、香港が2014年に、  
 中国が2015年5月に、いずれも成田空港を抜き、国内空港のトップとなった  
 ・東京都の客室稼働率は、震災直後の2011年には50%以下に低迷したが、  
 2013年以降は、概ね75%～85%の範囲内で推移

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



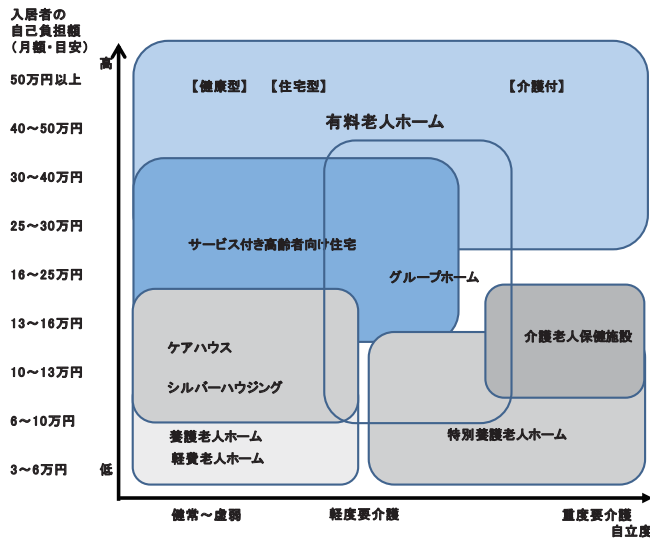
注: J-REITが保有するホテルのADR(Average Daily Rate、平均客室単価)の3ヵ月移動平均  
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

・「なんぼ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bis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、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. ヘルスケア施設の動向① - 高齢者向け施設の概要

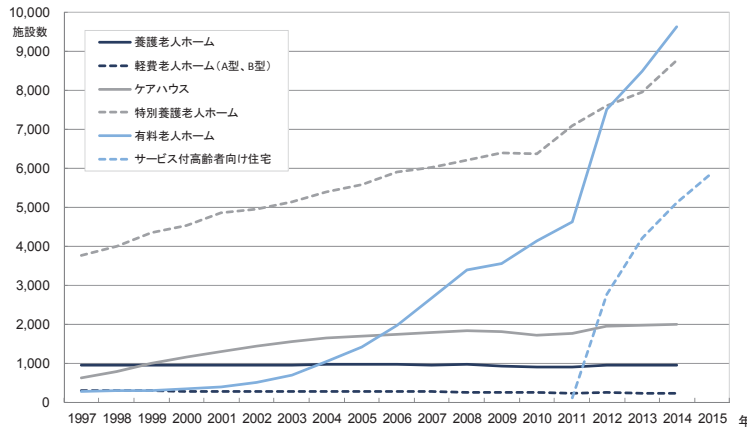
■ 図表 48: 高齢者向け施設の区分



高齢者向け施設には、さまざまな形態が存在  
 ・「**軽費老人ホーム**」「**特別養護老人ホーム(特養)**」  
 など比較的低廉な施設は、  
 地方自治体や社会福祉法人が運営  
 ・「**シルバーハウジング**」(バリアフリー対応の公営住宅)  
 は、高齢者住宅財団や都市再生機構が整備を担当  
 ・「**グループホーム**」の多くは、社会福祉法人や自治体、  
 NPOなどが、地域密着型で運営  
 ・「**サービス付き高齢者向け住宅**」「**有料老人ホーム**」は  
 主に民間が運営。  
 「高齢者の居住の安定確保に関する法律（高齢者  
 住まい法）」、「老人福祉法」などに基づき、  
 都道府県の監督を受ける。  
 ・この他、医療機関と提携して、入居者に健康相談など  
 のサービスを提供する分譲マンションなども増加

注:「入居者の自己負担額」は、大まかな目安。  
 実際は、施設によって相当な差がある。  
 出所: アドバンス・レジデンス投資法人、日本不動産研究所の資料  
 などにより、みずほ証券が作成

## 49. ヘルスケア施設の動向② - 高齢者向け施設の整備状況



■ 図表 49: 高齢者向け施設の整備状況

注:「特別養護老人ホーム」は厚生労働省「社会福祉行政業務報告」,「サービス付高齢者向け住宅」は(一社)すまいづくりまちづくりセンター連合会、その他の施設は厚生労働省「社会福祉施設等調査」による。  
 出所: 公表資料により、みずほ証券が作成

・国や自治体は、財源不足のため、高齢者向け施設の新設を制限する傾向 → 「市場化」が進行

- (a) **養護老人ホーム**: 1985年以降、施設数は900~950程度、定員数は6万人台で推移、  
 在所者数は、1985年は66,452人だったが徐々に減少し、2011年以降は56,000人台で推移 … 「行政の措置控え」も一因と見られる
- (b) **軽費老人ホーム**: A型(食事付き)、B型(入居者の自炊が前提)は1990年以降新設なし。「ケアハウス」(C型)への建替えが進行
- (c) **特別養護老人ホーム**: 2014年3月時点で、全国で52.4万人が入所待ちだったが、最近では稼働率が低下しているとの調査もある
- (d) **民間事業者が運営する「有料老人ホーム」や「サービス付き高齢者向け住宅」が大幅に増加**

### 50. ヘルスケア施設の動向③ - 事業者の状況

2016年			2015年			2014年			
	棟数	室数		棟数	室数		棟数	室数	
損保ジャパン日本興亜	合計	454	26,585	メッセージ	合計	329	17,499	324	17,070
ホールディングス	介護付	294	18,310	介護付	183	9,826	183	9,827	
(SOMPOケアメッセージ)	住宅型	5	112	住宅型	4	82	4	82	
SOMPOケアネクスト)	売上高(百万円)	78,799		売上高(百万円)	78,933		74,205		
ベネッセスタイルケア	合計	297	15,900	ベネッセ	合計	279	14,869	263	13,794
介護付	248	13,183	介護付	243	12,888	243	12,888	246	12,466
住宅型	44	2,540	住宅型	32	1,853	32	1,853	32	1,200
売上高(百万円)	94,966		売上高(百万円)	87,271		87,271	79,297		
ニチイ学館	合計	417	13,361	ニチイ学館	合計	403	12,626	386	11,624
介護付	134	8,095	介護付	125	7,522	125	7,522	125	6,805
住宅型	2	100	住宅型	2	100	2	100	2	100
売上高(百万円)	273,583		売上高(百万円)	271,868		271,868	271,447		
ベストライフ	合計	123	10,337	ベストライフ	合計	160	10,179	151	9,626
介護付	120	7,629	介護付	117	7,471	114	7,319	114	7,319
住宅型	43	2,708	住宅型	43	2,708	37	2,307	37	2,307
売上高(百万円)	29,938		売上高(百万円)	29,938		29,938	29,938		
川島コーポレーション	合計	90	7,607	ワタミの介護	合計	114	8,558	105	8,013
介護付	57	4,556	介護付	112	8,467	104	7,983	104	7,983
住宅型	32	3,039	住宅型	1	30	1	30	1	30
売上高(百万円)	25,975		売上高(百万円)	25,975		25,975	25,975		
湖山医療福祉グループ	合計	150	6,718	川島	合計	84	7,030	74	6,049
介護付	13	952	介護付	52	4,131	45	3,468	45	3,468
住宅型	10	184	住宅型	31	2,887	28	2,569	28	2,569
売上高(百万円)	45,490		売上高(百万円)	45,490		45,490	45,490		
メディカル・ケア・サービス	合計	257	5,378	社会福祉法人	合計	46	6,909	45	7,364
介護付	9	630	聖隷福祉事業団	介護付	8	1,810	8	1,810	
住宅型	1	26	住宅型	1	209	1	209		
売上高(百万円)	24,100		売上高(百万円)	24,100		24,100	24,100		
長谷川介護サービス	合計	90	5,307	湖山医療福祉	合計	140	6,141	125	5,296
介護付	35	2,028	介護付	12	832	9	675	9	675
住宅型	49	3,076	住宅型	10	184	9	167	9	167
売上高(百万円)	14,047		売上高(百万円)	14,047		14,047	14,047		
木下の介護	合計	90	4,905	メディカル・ケア・	合計	245	5,156	230	4,820
介護付	70	4,178	サービス	介護付	9	630	7	530	
住宅型	5	350	住宅型	1	26	1	25		
売上高(百万円)	22,035		売上高(百万円)	22,035		22,035	22,035		
創生会グループ	合計	48	4,685	木下の介護	合計	89	5,044	89	5,061
介護付	18	1,668	介護付	71	4,193	70	4,153	70	4,153
住宅型	13	966	住宅型	4	462	6	533	6	533
売上高(百万円)	22,035		売上高(百万円)	22,035		22,035	22,035		

■ 図表 50 : 高齢者向け住宅の事業者

過去数年間に、多数の有力事業者が、介護業界に参入

(a) 損保ジャパン日本興亜HD(8630)

- ・ワタミの介護(現・SOMPOケアネクスト)を買収・子会社化
- ・メッセージ(現SOMPOケアメッセージ)に、TOBを実施し、子会社化
- ・シダーの株式の約34%を取得

(b) 総合警備保障(ALSOK, 2331)

- ・ウィズネットの株式69.5%を取得し子会社化

(c) ソニーフィナンシャルHD(8729)

- 傘下のライフケアデザインが、横浜市の介護付有料老人ホームを取得、ゆうあいHD(本社:横浜市)の株式14.5%を取得

(d) 長谷工コーポレーション(1808)

- 生活科学運営、センチュリーライフ、ふるさとの3社により「長谷工シニアHD」を設立

(e) 野村不動産ホールディングス(3231)

- ・「野村不動産ウェルネス」を設立
- ・国土交通省の「スマートウェルネス住宅推進モデル事業」に採択されたサービス付き高齢者向け住宅「ふなばしの森シティ」(総126戸)を、三菱商事(8058)と共同で建設

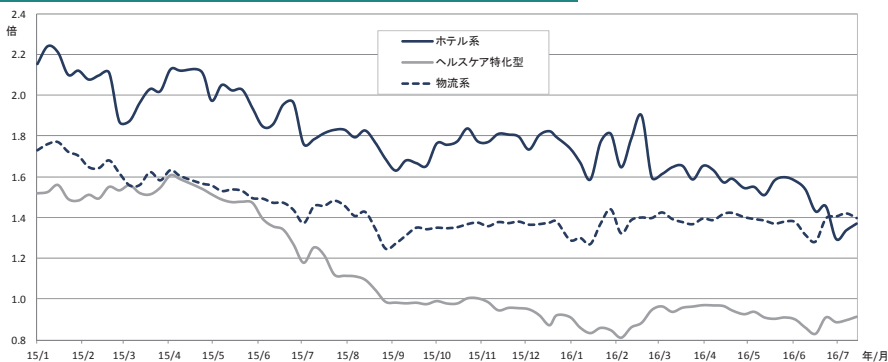
(f) 東京建物(8804)

- 東京建物シニアライフサポート
- ・サンライズ・ウィラ(本社:千代田区)の株式32.8%を取得、「誠愛苑」を買収

注: 各年8月時点  
出所: 「高齢者住宅新聞」により、みずほ証券が作成

### 51. 新たな投資分野に対する評価

■ 図表 51 : NAV倍率の推移 - ヘルスケア特化型、ホテル系、物流系



・ヘルスケア特化型REITは、2015年4月以降、①介護報酬の引き下げ、② 優良物件、オペレーター不足による外部成長力の低迷、③ 入居者の事故の多発、などにより、NAV倍率が低下。ただし、上記②については、大手損保の参入などにより、今後、改善が見込まれる

・ホテル系REITは、(a)NAV倍率が急上昇した反動、(b)インバウンド需要の一服などにより、2015年春以降、NAV倍率が低下・・・ただし、今後もホテル不足は継続する模様

・物流系REITは、物件供給の急増に伴う稼働率の上昇などにより、2015年9月以降の評価が低迷・・・2016年7月下旬から、ヘルスケア特化型、ホテル系、物流系とも、見直される動き

注: 1. ホテル系は、JHR、HRR、INV、IHRの4銘柄。  
物流系は、JLF、IIF、GLP、NPRの4銘柄。  
2. 新規上場銘柄の組入れにより、期間の途中で銘柄の構成が変わった区分が存在する。  
出所: 東京証券取引所の資料などにより、みずほ証券が作成

## 52. インフラファンドの動向①－インフラ市場の整備状況

■ 図表 52 : インフラファンド市場とJ-REIT市場の比較

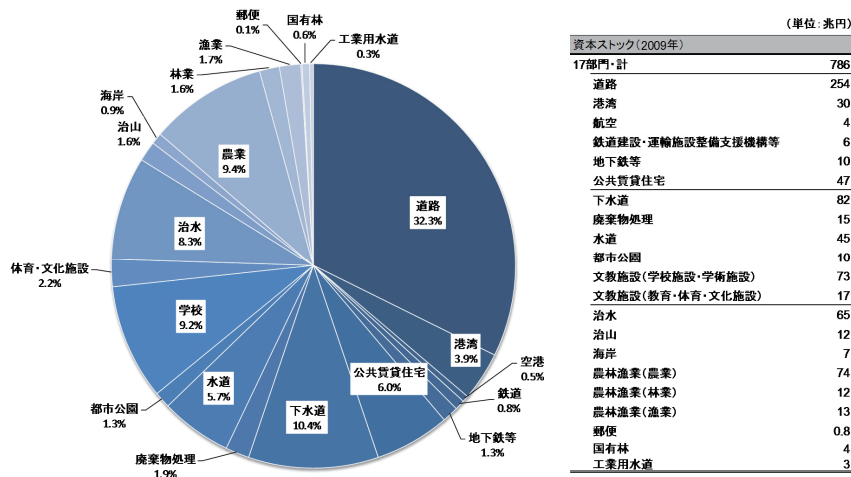
	インフラファンド市場	J-REIT市場
上場ファンドの概要 (ファンドの構成資産)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中核的資産(インフラ施設を保有するのと同等の資産)がファンド総資産の70%以上</li> <li>・中核的資産、周辺資産(インフラ施設のリターンを一定程度反映する資産)および現預金等をあわせて95%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中核的資産(不動産を保有するのと同等の資産)がファンド総資産の70%以上</li> <li>・中核的資産、周辺資産(不動産のリターンを一定程度反映する資産)および現預金等をあわせて95%以上</li> </ul>
上場基準の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務基準(総資産50億円、純資産10億円)</li> <li>・分布・流通性に係る基準(投資主数1,000人など)</li> <li>・継続的な分配見込みがあること(分配が行えない状況となった場合は上場廃止)</li> </ul>	
情報の開示 (適時開示事項)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オペレーターを選定方法の策定</li> <li>・発行者、資産運用会社、資産運用に係る情報の開示</li> <li>・オペレーターに係る情報の開示</li> </ul>	

- ・2015年4月30日に、東京証券取引所が上場インフラファンド市場を開場
- ・2016年6月2日に、タカラレーベン・インフラ投資法人(9281)が上場、同市場での取引がスタート
- ・東証のインフラファンド市場の制度は、J-REIT市場とほぼ同様・・・オペレーターに関する開示事項等に相違
- ・将来的には、空港、港湾施設、高速道路などの公共施設等運営権(コンセッション)を対象としたファンドの上場も見込まれる

出所:東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

## 53. インフラファンドの動向②－インフラ市場の発展可能性

■ 図表 53 : 日本の「粗インフラ」の状況

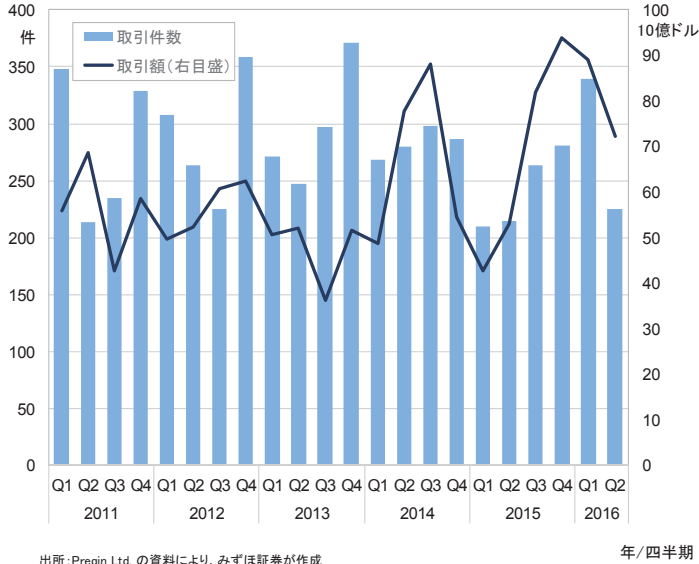


- ・日本の「粗インフラ」は、2009年時点で約786億円(内閣府資料)
  - ・・・金額としては、道路(構成比32.3%)、下水道(10.4%)、農業(9.4%)が上位
- ・2015年時点の「粗インフラ」は、名目GDPの伸び率等を考慮すると、830兆円程度と推計

出所:内閣府「社会資本ストック推計」により、みずほ証券が作成

## 54. インフラファンドの動向③ー世界のインフラ市場

■ 図表 54 : 世界のインフラ取引の状況



・世界のインフラ取引は、2014年、2015年とも、年間2,700億ドル（27兆円）程度。取引額は徐々に増加傾向

・プライマリー市場の35%～45%程度が再生可能エネルギー  
17%～25%程度が運輸、12%～15%程度が公共施設、8%～13%程度がエネルギー（送電、ガス、水道）、7%～14%程度が公益施設、2%～3%程度が通信、

・2016年第2四半期については、39%がグリーンフィールド（稼働前：計画、資金調達、建設中）  
20%がブラウン・フィールド（稼働・運営中）  
41%がセカンダリ・ステージ

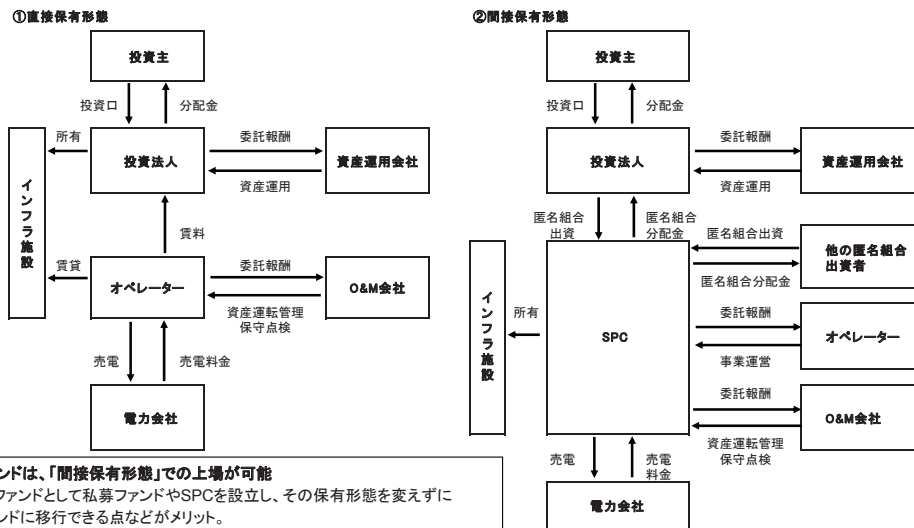
・近年はアジアの新興国等でインフラ投資が増加傾向

出所：Preqin Ltd. の資料により、みずほ証券が作成

年/四半期

## 55. インフラファンドの動向④ーインフラファンドの形態

■ 図表 55 : 直接保有形態と間接保有形態



・インフラファンドは、「間接保有形態」での上場が可能  
…ブリッジファンドとして私募ファンドやSPCを設立し、その保有形態を変えずに上場ファンドに移行できる点などがメリット。  
ただし「中核的資産70%以上」「中核的資産+周辺資産95%以上」の上場要件と、税法上の導管性要件（他法人への出資49%以下）をクリアする必要がある  
・コンセッションを運用対象とするには「間接保有型」が中心となるとの見方もある

出所：公表資料により、みずほ証券が作成

## 56. インフラファンドの動向⑤－固定価格買取制度(FIT)の概要

■ 図表 56 : 固定価格買取制度の概要

① 買取価格の変遷

買取価格 決定年度	買取価格 (1kWh当り)	買取期間
2012年度	40円	20年
2013年度	36円	20年
2014年度	32円	20年
2015年度 (4月～6月)	29円	20年
(7月～3月)	27円	20年
2016年度	24円	20年

② 固定価格買取制度における買取実績

	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	固定価格買取制度 開始からの累計
① 電力量(単位:万kWh)					
太陽光(10kW未満)	232,068.3	485,686.0	578,017.8	594,465.5	1,890,237.6
太陽光(10kW以上)	18,952.9	425,466.9	1,317,731.0	2,209,246.3	3,971,397.1
風力	274,171.2	489,638.3	492,082.3	475,727.2	1,731,619.0
水力	12,007.4	93,552.6	107,277.2	133,451.0	346,288.2
地熱	123.5	570.9	608.1	5,207.4	6,509.9
バイオマス	21,698.5	316,940.0	364,438.0	485,795.0	1,188,871.5
合計	559,021.8	1,811,854.7	2,860,154.4	3,903,892.4	9,134,923.3
② 金額(単位:億円)					
太陽光(10kW未満)	1,049.1	2,148.1	2,486.0	2,503.9	8,187.1
太陽光(10kW以上)	75.2	1,769.3	5,486.0	8,950.2	16,280.7
風力	585.6	1,045.8	1,087.4	1,057.6	3,776.4
水力	30.4	237.5	281.9	352.9	902.7
地熱	0.5	2.4	2.7	22.5	28.1
バイオマス	41.3	588.3	742.5	1,107.6	2,479.7
合計	1,782.2	5,791.4	10,086.5	13,994.7	31,654.7

注: 2015年度は2015年4月～2016年2月の実績  
出所: 経済産業省  
資源エネルギー庁  
の資料により、  
みずほ証券が作成

・再生可能エネルギーの固定価格買取制度(FIT, Feed In Tariff)とは、  
一定の設備認定を受けた再生可能エネルギーにより発電された電気を、電力会社との接続契約締結の上、固定価格にて買い取ることを国が約束する制度。  
一度適用された価格は、調達期間(太陽光の場合20年)にわたって保障される  
・買取価格は年度毎に見直しされ、接続申込日、系統連係に関する契約締結日等により決定される … 買取価格は、年々低下する傾向  
・2015年度までの買取実績では、太陽光(10kW未満、10kW以上の合計)が77.4%を占める  
…2015年度は、地熱、バイオマスが大幅に増加

## 57. インフラファンドの動向⑥－空港事業の採算性

■ 図表 57 : 空港の事業収支 (2014年度)

① 航空系事業				② 非航空系事業				①+② 航空系事業+非航空系事業			
営業収益	営業損益	経常損益	EBITDA	売上高	営業損益	経常損益	EBITDA	営業収益	営業損益	経常損益	EBITDA
東京国際	64,257 ▲1,303	12,923	37,536	225,272	17,830	14,068	41,742	289,528	16,527	26,991	79,279
新千歳	10,262 ▲3,382	6,209	5,845	51,938	3,146	2,462	8,786	62,200	6,527	8,671	14,631
福岡	11,629 ▲3,376	640 ▲1,748		21,714	3,188	3,295	6,199	33,343	▲188	3,935	4,451
那覇	4,460 ▲5,510	8,052 ▲3,318		9,537	3,175	2,880	5,290	13,997	▲2,335	10,932	1,972
稚内	53 ▲954	▲762	▲608	157	18	18	53	210	▲937	▲744	▲555
釧路	209 ▲1,082	▲878	▲568	645	155	131	278	854	▲927	▲748	▲290
函館	600 ▲1,760	▲632	▲965	2,801	584	543	926	3,402	▲1,177	▲89	▲40
仙台	1,216 ▲1,309	▲173	▲449	2,226	633	719	1,147	3,441	▲676	546	697
新潟	445 ▲2,957	▲1,756	▲1,152	1,890	206	99	435	2,334	▲2,751	▲1,658	▲717
広島	1,135 ▲348	176	179	2,564	452	453	994	3,699	104	628	1,173
高松	752 ▲379	▲25	▲43	1,122	170	170	361	1,874	▲208	145	404
松山	970 ▲549	80	▲222	2,154	582	629	897	3,124	33	709	675
高知	461 ▲772	▲271	▲508	1,197	172	183	323	1,658	▲601	▲88	▲185
北九州	621 ▲983	▲964	▲231	932	50	29	282	1,563	▲933	▲935	51
長崎	1,047 ▲429	769	▲83	5,389	307	321	657	6,436	▲123	1,090	574
熊本	1,105 ▲518	▲15	▲43	1,856	309	382	712	2,961	▲209	366	754
大分	587 ▲550	▲378	▲290	2,704	238	235	453	3,291	▲312	▲142	164
宮崎	951 ▲525	207	▲147	4,309	305	279	649	5,280	▲220	485	502
鹿児島	1,690 ▲603	358	▲9	2,577	123	366	957	4,267	▲480	724	948
八尾	103 ▲298	▲242	▲	0	0	0	▲	103	▲298	▲242	▲
丘珠	26 ▲339	▲326	▲275	184	8	9	35	210	▲331	▲317	▲239
小松	1,073 ▲619	950	720	2,543	344	384	643	3,616	963	1,334	1,363
美保	307 ▲163	▲156	55	411	54	55	171	718	▲108	▲101	226
徳島	469 ▲216	▲216	149	702	54	56	217	1,171	▲162	▲160	367
三沢	75 ▲209	▲207	▲193	203	14	15	28	278	▲195	▲193	▲164
百里	192 ▲184	▲163	▲13	480	27	34	192	672	▲157	▲130	179
岩国	131 ▲598	▲597	▲333	238	24	13	81	369	▲573	▲583	▲252
合計	104,825 ▲21,913	22,602		345,745	32,167	27,827		450,570	10,254	50,429	
赤字の空港数	2	10	8		26	26	26		5	13	18

・「航空系事業」(滑走路など)は赤字でも、  
「非航空系事業」(ターミナルビルなど)は  
赤字の空港が多い  
… 民営化(経営の一体化)によって、  
収支の改善が見込める

注: 「八尾空港」(大阪府八尾市)は、  
前年度に引き続き、  
乗降客数がゼロだった。  
出所: 国土交通省「空港別収支」により、  
みずほ証券が作成

## 58. 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	消滅法人	合併比率 (存続法人:消滅法人)	負ののれん (百万円)
2010年2月10日	東京グローサリート → インヴァンシブル(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)	旧アドバンスレジデンス(IBADR) 日本レジデンス(NRI)	IBADR:NRI=	43,281
2010年3月1日	日本リートファンド(JRF、8953)	リールシティ	1:0.295	7,202
2010年4月1日	ビ・ライフ(BLL、8984) → 大和ハウス・レジデンシャル(DHI、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	クレッセント → 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・アパルトメント(UUR、8960)	日本コマニヤル	6:1	12,241
2011年11月1日	FCLレジデンシャル(FCL)	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(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) 旧野村不動産マスターファンド(旧NMF)	IBNMF:NRF=	▲ 80,116 1:3.60:4.45 (正ののれん)
2016年9月1日	大和ハウスレジデンシャル(DHI、8984) → 大和ハウスリート(商号変更)	大和ハウスリート(DHR、9263)	1:2.2	▲ 44,544 (正ののれん)
2016年9月1日	野村不動産マスターファンド(NMF、3462)	トップリート(TOP、8982)	1:2.62	▲ 23,500 (正ののれん)

② スポンサーの交替事例

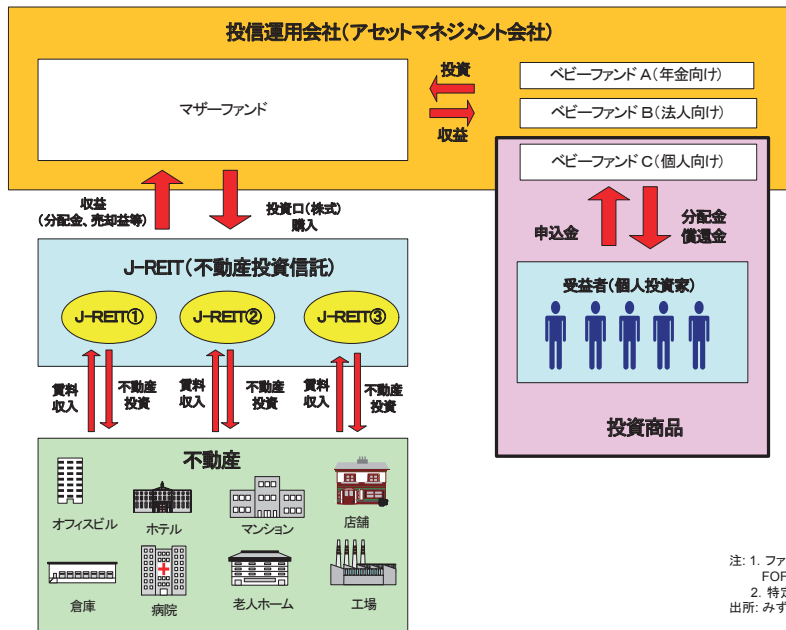
交替時期 (証券運用会社の株式譲渡時)	投資法人名	旧メインスポンサー	新メインスポンサー
2009年7月	大和証券オフィス (IBDAオフィス、8976)	ダヴィンチHD	→ 大和証券グループ本社(8601)
2010年4月	積水ハウス・SI (SSI、8973、 旧ジョイント・リート)	ジョイント・コーポレーション	→ 積水ハウス(1928) スプリング・インベストメント * 豪州REIT(LPT)の日本国内の運用会社
2010年5月	フレミア(PIC、8956)	ケン・コーポレーション 他	→ NTT都市開発(8933) * ケン・コーポレーションは第2位のスポンサーに
2010年7月	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グ	→ Rockrise Sdn Bhd (ロックライズ社、マレーシア法人) * ケイマン島の不動産ファンド(RECAP II)の子会社
2011年7月	インヴァンシブル (INV、8963)	The LCP Group	→ Calliope合同会社 (Fortress Investment Group LLCの関係会社)
2015年4月22日	MCUBS midcity (EMDリート、3227)	MD都市開発 (関西電力グループ)	→ 三菱商事・ユーロ・エス・リアルティ * MD都市開発は、第2位のスポンサーに
2015年12月18日	日本賃貸住宅 (JRH、8986)	アップリコ・ベンチャー・ワン (オークツリー・キャピタル・マネジメント系列)	→ 大和証券グループ本社(8601)
2015年12月29日	SIA不動産 (SIA、3290)	シンプレクス・インベストメント・ アドバイザーズ(SIA)	→ ヒューリック(3003) → みずほ信託銀行(実質的なスポンサー) ※ 名義上のスポンサーは、みずほ信託の100%子会社となったSIA

■ 図表 58 : 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
- 2012年までの合併事例では、「負ののれん」が発生
- … 合併J-REITの多くは、「負ののれん」の利益等を活用して、財務内容を改善
- 2015年以降の合併事例では、「正ののれん」が発生
- … 2015年度の税制改正により、税金不一致による二重課税回避のために「のれん償却費」(会計上は費用)を「一時差異等調整引当金」として、「利益超過分配」することが可能となった
- 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: 2016年10月18日時点  
出所: みずほ証券が作成

## 59. J-REIT市場の発展 ① - FOFによる運用(1)



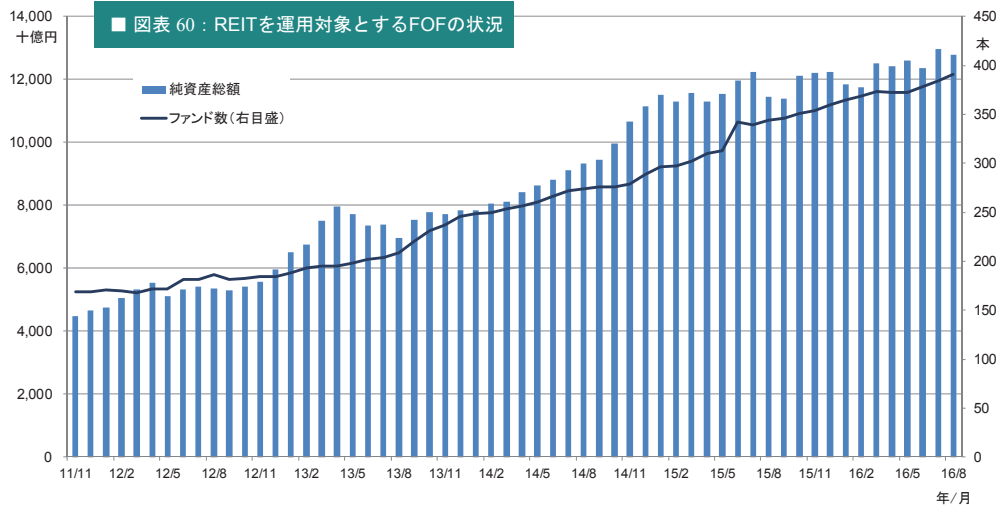
■ 図表 59 : J-REITを運用対象とするFOFの仕組み

• 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のではない。  
出所: みずほ証券が作成

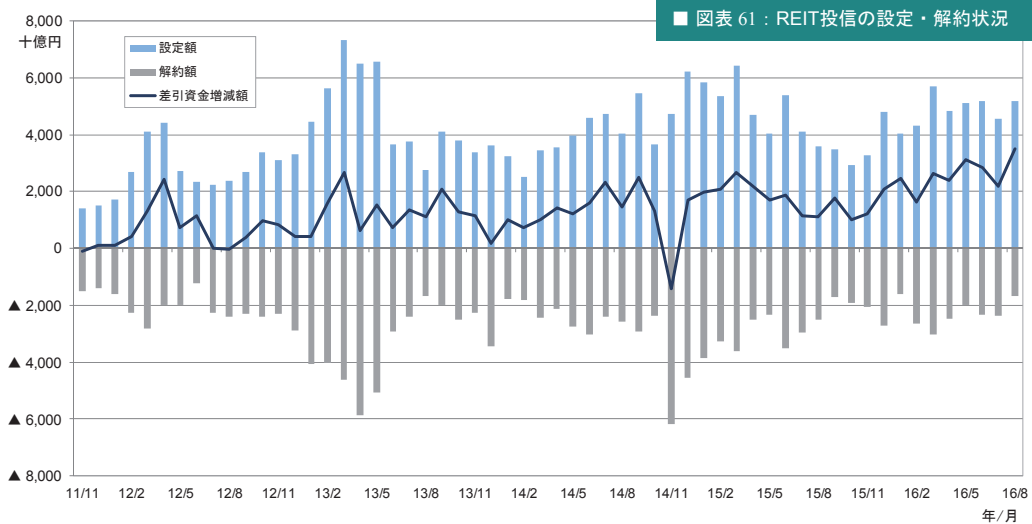
## 60. J-REIT市場の発展 ② - FOFによる運用(2)



・2016年8月末時点で、REITを運用対象とするFOF(REIT投信)は391本。  
 資産総額は12兆7,722億円(投信協会の資料による)  
 ・2016年8月末時点で、J-REITを組入れたFOFは148本。資産総額は6兆6,727億円(不動産経済ファンドレビューによる)  
 ……2016年6月は、英国のEU離脱問題の影響でREIT価格が下落。英国では、ロンドンの保有物件の売却が増加

出所: 投資信託協会の資料により、みずほ証券が作成

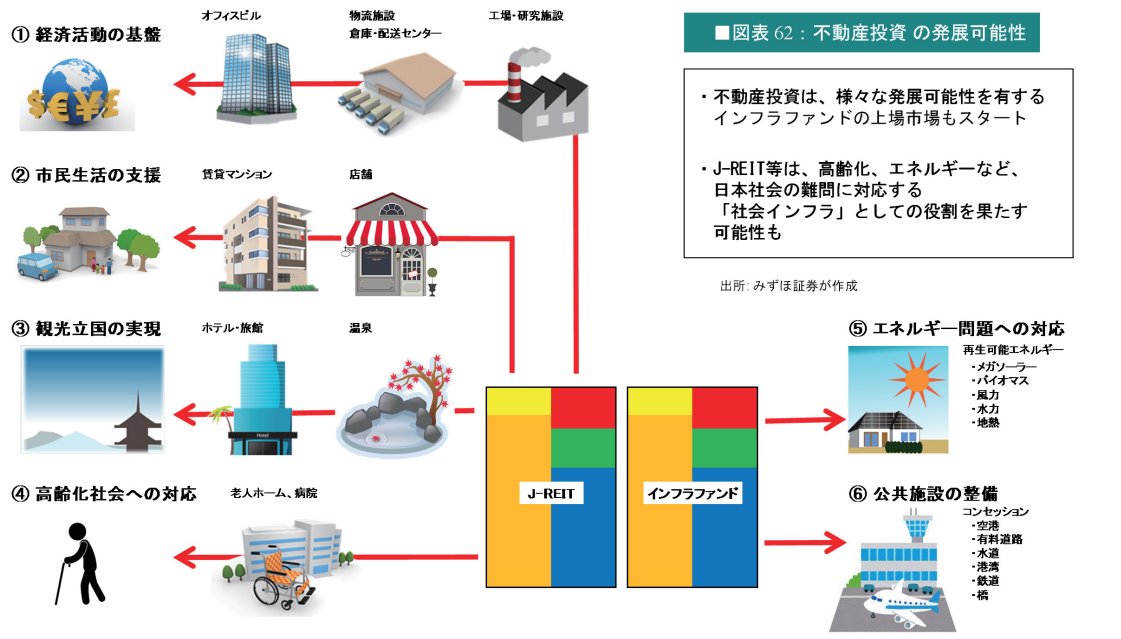
## 61. J-REIT市場の発展 ③ - FOFによる運用(3)



・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

## 62. 不動産投資の意義と可能性



## 留意事項

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者およびみずほ証券の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、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、本資料は会計、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、各筆者の個人的な意見等であり、みずほ証券の意見等ではありません。

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等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、直接的、間接的、付随的、または、通常・特別を問わず、あらゆる損害等(本資料の使用に直接的または間接的に起因したと思われるもの、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、これら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、意見等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係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いません。

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や目録見書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

市場情報戦略部  
 〒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