

2023

2

February

Topics

不動産トピックス

トピックス1

広がりをもせる不動産投資対象アセット…………… 2

トピックス2

J-REITにおける底地の投資動向 …………… 6

マンスリーウォッチャー

東京圏における滞在人口の動向…………… 8

広がりをもせる不動産投資対象アセット

コロナ下においても不動産投資需要は引き続き堅調でオフィスビルや住宅などの伝統的なアセット^{※1}は品薄感が強く利回り低下が続いています。また、世界的なインフレをきっかけとした景気後退懸念の強まりは、より安定的な収益が見込まれるアセットへの投資需要を高める可能性があり、オペレーショナルアセット^{※2}を中心とする非伝統的なアセットへの投資が促進される可能性があります^{※3}。

本稿では主な非伝統的なアセットを取り上げ、投資対象として注目される背景要因や投資アセットとしてのメリットとデメリット、リスクなどを整理しました。

※1：本稿では一定の投資実績がみられる一般的なオフィスビル、住宅、商業施設、ホテル、物流施設を伝統的なアセットとし、これら以外を非伝統的なアセットとした。

※2：賃借人等（オペレーター）が対象不動産で事業を行い支払賃料の源泉となる収益を生み出すアセット。賃借人等（オペレーター）に運営ノウハウが必要とされる。

※3：本稿では用途の多様化にフォーカスし、権利形態（底地、区分所有）、投資戦略（コア、バリュアード、オポ）、投資手法（小口化投資）の多様化や投資エリアの拡大は対象外とした。

投資対象として注目される非伝統的なアセットはオペレーショナルアセットが中心

施設利用者の増加や建物の新設・更新需要の増加が見込まれる

投資対象として注目される非伝統的なアセットは、オペレーショナルアセットが中心で、①主に施設利用者（エンドユーザー）の増加が見込まれるアセット（潜在的な需要を喚起するアセット含む。）、②主に建物（設備含む。）の新設や更新需要が増加し、建物所有者（オリジネーター）による資金調達の一環で不動産証券化（流動化）の増加が見込まれるアセットに大別されると考えられます（丸数字は図表1-1に対応）。

投資家目線では安定収益のほか、ESG投資やSDGsと整合するアセットもある

オペレーショナルアセットは、投資家目線では、③建物一棟を長期賃貸する場合は景気変動の影響を受けにくく安定収益が見込まれる、④社会貢献や地域活性化などに資するアセットはESG投資やSDGsと整合するといったメリットが考

えられます。

非伝統的なアセットへの投資はこれまで実績が少なかったが、最近では幅広く取り組みがみられるように

国土交通省がコロナ前（2020年2月）に実施した調査では、不動産投資家の用途別投資実績割合は、オフィスビルや住宅などの伝統的なアセットは13～19%であるのに対し、非伝統的なアセットは、最も高いヘルスケア（高齢者施設・医療施設）が6%のほか、データセンター4%、個人用倉庫と電波塔・基地局は1%と低い状況でした〔図表1-2〕。

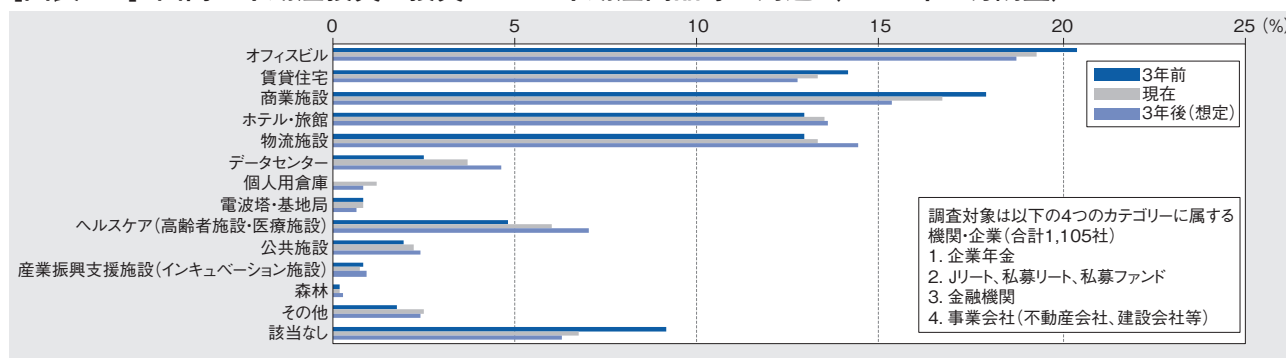
しかし、最近では次頁以降で紹介するとおり、非伝統的なアセットに投資する動きが幅広くみられます〔図表1-3〕。不動産証券化が先行する海外（米国REIT）では、データセンターや個人用倉庫、医療施設などは投資カテゴリーとして確立されています。

〔図表 1-1〕 非伝統的なアセットが注目される背景要因

施設利用者/建物所有者サイドの背景要因		投資家サイドの背景要因（投資アセットとしてメリット）	
①主に施設利用者（エンドユーザー）の増加が見込まれる（潜在的な需要を喚起するアセット含む。）	高齢者向け住宅/施設、保育園、データセンター、都市型物流施設、シェアオフィス/コワーキングオフィス、セルフストレージ、賃貸戸建、アフォーダブル住宅、ラゴ、通信鉄塔、学生マンション/学生寮	③オペレーターへ建物一棟を長期賃貸し、固定賃料等の場合は景気変動の影響を受けにくく長期安定収益が見込まれる。	オペレーショナルアセット全般
②主に建物の新設や更新需要に伴う資金調達の一環で不動産証券化（流動化）の増加が見込まれる。	通信鉄塔、病院、冷凍冷蔵倉庫	④社会貢献や地域活性化などに資するアセットはESG投資やSDGsとの整合性がある。	高齢者向け住宅/施設、保育園、アフォーダブル住宅、通信鉄塔、病院

出所：都市未来総合研究所

〔図表 1-2〕 国内の不動産投資が投資している不動産商品等の用途（2020年2月調査）



データ出所：国土交通省 令和元年度「不動産投資家アンケート調査」（調査時点 2020年2月）

長期トレンドで施設利用者の増加が見込まれるアセット

非伝統的アセットでは、人口動態やデジタル化の進展などの長期トレンドで施設利用者の増加が見込まれるアセットがみられます（以下、紹介するアセットは[図表1-3]の掲載順）。

高齢者住宅や保育園、学生マンション／学生寮は人口動態や働き方の変化が背景

高齢者住宅／施設は高齢化が、保育園は共働き世帯の増加が利用者増加の背景です。学生マンション／学生寮は少子化の一方で大学進学率は上昇基調のため大学の在学者は増加基調で推移しています。コロナ前は増加が目立った留学生は渡航制限の解除で回復すると考えられます。最近の投資事例では、高齢者住宅／施設は国内生保や鉄道系不動産会社による投資参入、保育園は保育園運営事業を展開する企業グループと国内不動産運用会社による保育園特化型ファンド組成などがみられます。学生マンション／学生寮は国内生保の投資事例のほか、デベロッパーによる開発事業参入が継続しています。

データセンターや都市型物流施設はデジタル化やEコマースの普及が背景

データセンターはデジタル化の急速な進展が、都市型物流施設（消費者近くに立地するいわゆるラストワンマイル配送施設）はEコマースの普及が需要増加の背景です。最近の投資事例では、データセンターは国内外の不動産運用会社や物流デベロッパーによるファンド組成事例、都市型物流施設は物流デベロッパーや総合デベロッパーが積極展開する事例がみられます。

シェアオフィスやセルフストレージはコロナをきっかけに利用者が一層増加

シェアオフィスは働き方の多様化が、セルフストレージ（個人向けのトランクルーム等）は住宅価格が上昇し住宅面積が縮小する中での収納スペース不足に加えテレワーク進展に伴う在宅勤務時のスペース確保が利用者増加の背景と考えられます。最近の投資事例では、シェアオフィスは築古ビルの再生を行う企業がファンド組成を視野に物件取得を進めています。セルフストレージでは物流デベロッパーによるファンド組成の事例がみられます。

潜在的な賃借需要を喚起する可能性があるアセット

国内では投資実績がほとんどなく、利用者の認知度が低いものの、海外では投資実績があるアセットとして、賃貸戸建、アフォーダブル住宅、ラボ（ラボラトリー：研究室、実験室）が挙げられます。

賃貸戸建はストックが少なく供給によって戸建賃借という潜在需要を喚起する可能性も

コロナ下において在宅勤務者を中心に住宅に利便性よりも広さを求める志向が台頭する一方で、戸建住宅は持家と分譲による供給が大半であり、賃貸戸建の供給が戸建賃借という潜在的な需要を喚起する可能性があります。最近の投資事例では、不動産投資会社がハウスメーカーと協調し賃貸戸建ファンドを組成する事例がみられます。

アフォーダブル住宅は中低所得者向け住宅の不足が背景

アフォーダブル住宅とは本来、手の届く価格の

住宅を指しますが、ここでは中低所得者向け住宅と定義します。我が国では公営住宅などが住宅供給の役割を担ってきましたが財政ひっ迫が支障といわれています。こうした状況下、2017年に米系運用会社が全国約11万戸の雇用促進住宅を取得、アフォーダブル住宅として運用を開始しました。

ラボは自社所有から賃借に選択肢が広がる

ラボは液体やガスなどを用いた実験を行うことがあり、一般的な賃貸オフィスビルや倉庫では給排水や換気等の設備対応が困難で自社所有とならざるを得ないケースは多いと考えられ、都心に近いエリアで整備する場合を中心に潜在的な賃借需要があると考えられます。近年はライフサイエンス企業向けのラボが注目され、国内では複数のデベロッパーがラボの賃貸事業を開始しています。

オリジネーターの資金調達の一環で投資対象となりうるアセット

建物の新設や老朽化、法改正などによる更新需要が増加し、オリジネーターによる資金調達の一環で不動産証券化（流動化）の増加が見込まれるアセットとして、病院、冷凍冷蔵倉庫、通信

鉄塔が挙げられます。オリジネーターの施設に求める要求や賃貸条件の調整が難しいと考えられます。

病院は建替え等の資金調達の多様化が背景

築年数が経過した民間病院が相当数あることや政府による民間病院における病床機能再編推進などで、病院の建替えや大規模修繕の増加が見込まれます。病院施設の証券化は難易度が高いと考えられますが、最近ではリース会社傘下の投資会社が建替え移転する病院を対象としたファンドを組成しています。福祉医療機構による病院に対する長期低利融資は上限があることなどから、資金調達の多様化ニーズがあると考えられます。

冷凍冷蔵倉庫は、フロンガス全廃に伴い建替えを促す

冷凍冷蔵倉庫は、共働き世帯や単身世帯の増加などを背景とした冷凍食品の消費量増加に加え、フロンガス全廃に伴う設備更新・建替え

需要の増加が見込まれます。冷凍冷蔵倉庫は現状自社所有が多いものの、最近では賃貸施設の開発事例が複数みられます。消費地近接タイプでは大型商業施設を冷凍冷蔵倉庫にコンバージョンする事例もみられます。

通信鉄塔は、政府が通信インフラシェアリングを推進

通信鉄塔は、デジタル田園都市国家構想における5Gネットワーク整備に必須であり、政府は通信インフラシェアリング^{※4}を推進しています。すでに情報通信インフラの設計・構築等を行う企業が国内通信事業者から通信鉄塔6,000本超を取得することで合意し、他事業者への貸出しのほか防災無線やカメラ、Wi-Fi等の設置による賃貸収益の獲得を企図している事例などがみられます。

※4：通信鉄塔を通信事業者（携帯キャリア）が個々に整備せず他の事業者と共用化することで各社の投資抑制と効率的な整備を進めるもの。

投資家目線では収益安定に加え、ESG投資やSDGsと整合性があるアセットも

オペレーショナルアセットでは景気変動に左右されにくく長期安定収益に資するケースも

オペレーターへ建物一棟を長賃貸する場合、賃貸が開始してしまえば投資家サイドに特段のノウハウは不要です。また、賃料が固定の場合や賃料改定機会が限定される契約の場合、景気の変動に左右されにくく、手間がかからず長期安定収益が見込まれやすいと考えられます^{※5}。

社会貢献や地域活性化などに資するアセットはESG投資やSDGsの観点で投資家の関心が強い

高齢者向け住宅／施設、保育園、アフオーダ

ブル住宅、病院、通信鉄塔は社会貢献や地域活性化に資するアセットと考えられ、ESG投資やSDGsの観点で投資家の関心が強いと考えられます。最近の事例では、認可保育所などを組み込むファンドに投資する国内生保は当該投資をポジティブ・インパクト不動産投資^{※6}と位置付けています。

※5：一例として、有料老人ホームで契約期間30年、当初10年は中途解約不可、固定賃料の事例。学生マンションで契約期間20年、契約期間中原則解約不可、賃料改定は契約期間中2回に限定する事例

※6：国連環境計画金融イニシアティブが提唱するポジティブ・インパクト金融原則の概念とポジティブ・インパクト不動産投資フレームワークに整合した投資

オペレーショナルアセット投資であるがゆえのデメリット、リスク

一方で、オペレーショナルアセット投資では以下のようなデメリット、リスクが挙げられます。

長期の賃料固定契約は賃料のアップサイドが見込めないという意味でもある

オペレーターとの契約が長期の賃料固定契約の場合、安定収益が見込まれる反面、賃料のアップサイドは見込めないといえます。将来、景気回復を伴って金利が上昇する局面では、オフィスビルや商業施設では賃料増額改定や歩合賃料部分の増加で賃料のアップサイドが見込めますが、固定賃料契約の場合は賃料が変わらず金利負担が大きくなり、収益の圧迫につながります。

テナントの代替性や施設の汎用性が低いケースがある

オペレーターへ建物一棟を長賃貸する場合、オペレーターの意向を取り入れた建物設備仕様となるケースも多く、賃貸借契約満了後や万一オペレー

ターが倒産などで中途解約した場合に後継テナントの誘致が難しいケースや立地面^{※7}も含め他用途への転用が難しいケースが想定されます。そのため、投資検討段階では、オペレーターが賃借物件を継続使用する蓋然性、中途解約を想定したバックアップオペレーターの設定、他用途への転用可能性など多角的な検討が必要です。

※7：同じ住居系でも、交通アクセスが良くない場所に立地する高齢者住宅は交通利便性を重視する賃貸マンションへ転用することは難しいと考えられる。

投資規模の小ささや投資対象物件の少なさがデメリットとなることも

保育園、セルフストレージ、賃貸戸建など物件あたり価格が低いアセットは多額の資金の投資先としては非効率といえます。また、立地の制約から投資対象物件が少ないデータセンターのように取得競争で価格が上昇することがあります。

伝統的アセットの品薄感と景気先行き不透明感が投資アセットの多様化を促進

非伝統的アセットは、現状では投資実績が少ないものの、伝統的なアセットの品薄感と景気先行き不透明感が強い中、安定収益が得られるアセットとして投資需要が強まる可能性があります。投資実

績が積み上がり、更なる投資を呼ぶ循環を生めば、投資アセットの多様化が本格的に進むきっかけになると考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

〔図表 1-3〕 非伝統的アセットの概要

図表1-1の区分	アセット	施設利用者／建物所有者サイドの背景要因 (テナント需要や建物新設・更新需要の増加。*はコロナで加速)	左記を示す主なデータ (需要の増加や施設数の増加を示すデータ)	主なテナント属性	投資家サイドの背景要因 (投資アセットとしての主なメリット)(注) (*は長期契約で固定賃料等の場合)	投資アセットとしての主なデメリット・リスク (オペレーターの中途解約や賃料減額要請につながり得る事業リスク含む。)(注)	最近の投資事例等
①③④	高齢者向け住宅／施設(有料老人ホーム、サービス付き高齢者住宅等)	・高齢化、要介護者の増加	・高齢者の増加 ・要介護者の増加 ・有料老人ホーム／サービス付き高齢者住宅の定員数、戸数の増加	オペレーター	・長期安定収益(*) ・ESG投資・SDGsとの整合性(社会貢献等) ・一般的な賃貸住宅よりも開発可能エリアが広い(駅距離が相対的に重視されない。)	・物件あたり価格規模が比較的小さい。 ・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性 ・施設職員の人手不足 ・政策や制度変更リスク	・2020年、国内生保が有料老人ホーム、特別養護老人ホーム(後者は複合施設)に投資 ・2022年、鉄道系不動産会社が有料老人ホーム2物件の建築に着手 ・2022年、米系不動産運用会社が高齢者向け住宅を主な投資対象とする国内不動産ファンドを組成(J-REITでは有料老人ホームやサービス付き高齢者住宅の取得、運用事例は多数あり。)
①③④	保育園	・共働き世帯の増加 ・保育需要の偏在(全国ベースでは待機児童数は減少しているが特定のエリアで高止まり)	・共働き世帯の増加 ・待機児童数は首都圏等では高止まり ・保育所等の定員数の増加	オペレーター	・長期安定収益(*) ・ESG投資・SDGsとの整合性(社会貢献等)	・物件あたり価格規模が比較的小さい。 ・オペレーターの代替性(認可保育園の場合は自治体が代替事業者を手当て) ・施設の汎用性 ・施設職員の人手不足	・2020年、保育園運営事業を展開する企業グループが国内不動産運用会社と保育園特化型私募ファンドを組成。2022年に3号ファンド組成、国内生保、国内リース会社、国内電力会社等が出資 ・2021年、国内生保が認可保育園に投資
①③	学生マンション／学生寮	・学生数の増加基調 ・留学生数の増加 ・少子化ゆえ子供一人あたりの親の出費が増えやすい面。	・少子化の一方で大学進学率は上昇しており大学の在学者数は増加基調 ・留学生数の増加(コロナ前)	オペレーター	・長期安定収益(*) ・一般的な賃貸住宅よりも開発可能エリアが広い(駅距離よりも大学との近接性を重視)。	・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性	・2021年、国内生保が学生マンションに投資 ・2022年、欧州系運用会社が学生用住宅4棟に投資 ・国内デベロッパーによる開発事業参入が継続(J-REITでは学生マンション／学生寮を取得、運用事例は多数あり。)
①③	データセンター	・デジタル化 ・企業におけるITシステムの所有から利用への流れ	・データ通信量(トラフィック)の増加 ・企業のクラウドサービス利用率の上昇 ・データセンター市場規模の拡大	オペレーター	・長期安定収益(*)	・適地確保(電力供給、地盤、水害、利用者・陸揚げ局・IXとの近接性等) ・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性 ・大量の電力消費量(環境負荷面でのマイナス要素)	・2021年、国内不動産運用会社がデータセンターを主な投資対象とする開発型ファンドを組成 ・2021年、国内総合デベロッパーはデータセンターを積極展開すると公表 ・2022年、香港系物流デベロッパーがデータセンターファンドを組成(J-REITではデータセンター取得事例は複数あり)
①③	都市型物流施設	・Eコマース普及に伴うラストマイルの配達需要の増加(*)	・Eコマース市場規模の拡大 ・宅配便取扱個数の増加	オペレーター(3PL、荷主)	・長期安定収益(*)	・庫内作業員や配達員の人手不足	・2020年、米系物流デベロッパーの日本法人が国内の都市型物流施設をシリーズ化、2023年には商業施設をコンバージョンした物件を完成予定 ・2021年、国内総合デベロッパーは都市型物流施設を積極展開すると公表
①③	シェアオフィス／コワーキングオフィス	・働き方の多様化(*)	・企業によるサテライトオフィス導入率の上昇 ・フレキシブルオフィス面積の増加	オペレーター	・長期安定収益(*) ・低稼働オフィスビルの活用(用途転換)メニューとなり得る。	・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性	・2021年、築古ビルの再生を行う企業が都心部のシェアオフィスビル2物件を取得(当社がシェアオフィスビルに再生、マスターリースしていた物件)。ファンド組成も視野 ・2022年、国内不動産会社が都心部でシェアオフィスを建設
①③④	セルフストレージ(個人向けのトランクルーム等)	・住宅価格上昇に伴う住宅面積縮小による収納スペース不足 ・テレワーク進展に伴う在宅勤務スペース確保(*)	・住宅面積の縮小 ・トランクルーム市場規模の拡大	オペレーター	・長期安定収益(*) ・低稼働オフィスビルの活用(用途転換)メニューとなり得る。	・物件あたり価格規模が比較的小さい。 ・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性	・2021年、国内物流デベロッパーの子会社がセルフストレージ特化型ファンドを組成 ・2022年、国内不動産会社がセルフストレージを投資対象とする不動産クラウドファンディングを発売
①③	賃貸戸建	・持ち家志向の低下 ・テレワーク進展に伴い住宅に利便性よりも広さを求める志向の台頭(主に都心近郊)(*) ・賃貸戸建は少ない(潜在的な需要喚起)	・持ち家率の低下 ・住宅購入検討者における駅距離よりも広さを重視する割合の上昇 ・賃貸住宅ストックにおける戸建比率は低位	エンドユーザー	・主なターゲットであるファミリーは単身者と比較して入居期間が長い傾向(相対的に長期安定収益)	・物件あたり価格規模が小さい。 ・立地が分散している場合は賃貸マンション等の集合住宅と比較して管理効率が悪い。	・2021年、国内不動産運用会社が不動産投資会社がハウスメーカーと協同し賃貸戸建ファンドを組成 ・ハウス・リースバック事業(住宅を売却後も住み続けられるシステム)を行う企業が2018年にリースバック物件(区分所有物件含む)を組み入れたファンドを組成。2022年に12号ファンドを組成
①④	アフォーダブル住宅	・世帯の低所得化(アフォーダブル住宅の本来の意味は手の届く価格の住宅を提供であって必ずしも低所得者向け住宅ではない。)	・低所得世帯の割合が上昇、高所得世帯割合が低下	エンドユーザー	・ESG投資・SDGsとの整合性(社会貢献等)	・既存住宅を対象とする場合はオリジネーターが限定的 ・管理会社の代替性 ・施設の汎用性	・2017年、米系運用会社が高齢・障害・求職者雇用支援機構から全国約11万戸の雇用促進住宅を取得、運用開始。約2万戸はセーフティネット登録住宅(住宅確保要配慮者の入居を拒まない賃貸住宅) (J-REITでは市営住宅(市街地再開発で建設された市営住宅で自治体借り上げ)を運用していた事例あり。誤差済)
①③	ラボ(特にライフサイエンス分野)	・高齢社会、健康長寿社会 ・バイオ創薬ベンチャーの興隆 ・貴族ラボは少ない(潜在的な需要喚起)	・高齢者の増加 ・平均寿命の上昇 ・医療費の増加基調 ・医療系ベンチャー企業設立数の増加	エンドユーザー	・テナントは相応の設備投資をするため入居期間が長くなる可能性あり(長期安定収益)(*)	・施設の汎用性(給排水設備等を造り込んだ施設)	・2019年、国内総合デベロッパーがライフサイエンス向けのウェットラボを持つオフィス事業を開始。2022年末時点3物件運用 ・2021年、国内総合デベロッパーがオフィスビルをラボ機能を有するビルに改装し運用開始(J-REITでは製薬会社から創業研究を主体とする施設を取得、運用している事例あり。)
②③④	病院	・施設の老朽化 ・政府による民間病院における病床機能再編推進	・病院耐震化率は約79%(=耐震化不十分／不明が21%) ・一般病院の約4割が経常赤字(コロナ前の2019年度)	オペレーター(ホルダーによる流動化)	・長期安定収益(*) ・ESG投資・SDGsとの整合性(社会貢献等)	・建替え移転の場合の適地確保 ・オペレーターの施設に求める要求や賃貸条件の調整が難しい。 ・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性 ・施設職員の人手不足 ・政策や制度変更リスク	・2021年、リース会社傘下の投資会社が建替え移転する病院を対象とした不動産ファンドを組成(J-REITでは病院を取得、運用している事例あり。なお、国土交通省は以前から病院を含むヘルスケアリートの活用を議論)
②③④	冷凍冷蔵倉庫	・施設の老朽化 ・共働き世帯や単身世帯の増加などを背景とした冷凍食品を含む中食需要の増大 ・フロンガス全廃に伴う設備更新・建替え需要の増加	・東京都では冷蔵倉庫の4割強が築30年超 ・冷凍食品消費量の増加基調	オペレーター(3PL、荷主)(ホルダーによる流動化含む。)	・長期安定収益(*) ・ESG投資・SDGsとの整合性(設備更新・建替えの場合、フロンガスから自然冷媒への転換)	・建替え移転の場合の適地確保 ・オペレーターの施設に求める要求や賃貸条件の調整が難しい。 ・オペレーターの代替性 ・施設の汎用性 ・庫内作業員の人手不足	・2021年と2022年に鉄道系不動産会社が冷凍冷蔵倉庫の建築に着手 ・2022年、米系物流デベロッパーの日本法人が都心に近い消費地近接地に所在する大型商業施設をコンバージョンした冷凍冷蔵倉庫を完成 ・2022年、国内総合デベロッパーは冷凍冷蔵倉庫を積極展開すると公表
①②③④	通信铁塔	・デジタル化 ・政府による5G基地局の整備推進 ・政府による通信インフラシェアリング推進(複数の通信事業者が基地局を共用すること)	・総務省「デジタル田園都市国家インフラ整備計画」(2022)における5G基地局の整備目標は2023年度末28万局→2030年度末60万局	オペレーター(ホルダーによる流動化含む。)	・長期安定収益(*) ・ESG投資・SDGsとの整合性(社会貢献等)	・オリジネーターが限定的 ・オペレーターの施設に求める要求や賃貸条件の調整が難しい。 ・施設(設備)の汎用性 ・通信障害発生時の責任所在	・2021年、総合商社と鉄道系不動産会社が共同で通信インフラシェアリング会社を設立。複数実績あり ・2022年、情報通信インフラの設計・構築等を行う企業が国内通信事業者から通信铁塔6,000本超を取得する基本契約を締結。防災無線、カメラ、Wi-Fi等の設置も想定 ・2022年、国内総合デベロッパーがインフラシェアリング事業を拡大すると公表

(注) 投資アセットとしてのメリットとデメリット・リスクは特徴的と思われるものを記載

出所：公表資料、報道記事を基に都市未来総合研究所作成

J-REIT における底地の投資動向

J-REITが保有する底地^{※1}は2022年12月末時点で146物件、取得額ベースの資産規模は5,738億円に達し、J-REIT62法人のうち、半数の31投資法人が底地を保有しています。近年では底地を主要な投資対象に位置付ける投資法人の上場や底地のみを投資対象とする私募REITもみられるなど投資対象として底地の認知度が高まっています。本稿ではJ-REITにおける底地の投資動向と投資利回りについて概観、分析します。

J-REIT が保有する底地は件数、額ともに増加が続き、テナントの多様化が進む

底地に投資するJ-REIT投資法人が増加しています。底地を主要な投資対象に位置付けるエスコンジャパンリート投資法人が2019年に、東海道リート投資法人が2021年にそれぞれ上場し、底地を投資対象として保有する投資法人は、J-REIT全体の半数(31法人)に達しています。

J-REITが2022年12月末時点で保有する底地の物件数は146件、取得額ベースの資産残高は5,738億円に達しました〔図表2-1〕。J-REITが保有する底地の所在地では、件数ベースでみると地方都市が44.4%と最も多くを占め、次いで政令指定都市の39.5%と地方圏の物件がやや多くなっています。取得額ベースでは政令指定都市が37.3%、地方都市が29.9%と過半数を占めていますが、地価の高さを反映して東京都心5区^{※2}が28.4%と高い割合を占めています〔図表2-2、2-3〕。

底地上にある建物用途別では商業施設が71.0%と最も多くを占め、次いでその他の15.4%、オフィスビルが6.2%、物流施設が5.6%となっています〔図表2-4〕。その他の用途は工場・研究開

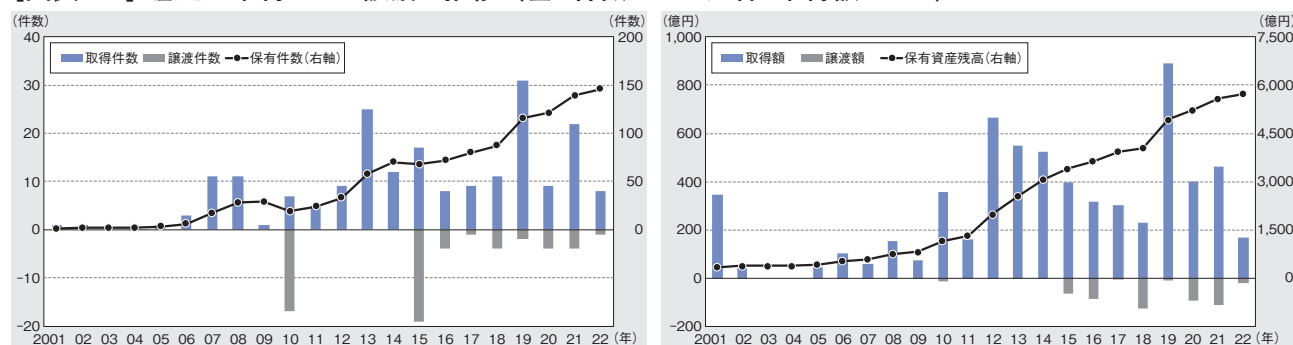
発施設等やデータセンター、屋内型レジャー施設、大学キャンパスの敷地など多岐に渡り、底地のテナント(地上建物)用途の多様化が進んでいます。

底地への投資は、①建物に係る維持管理費の負担がない、②建物の減価償却費が発生せず、配当に回せる利益が増える、③地震や火災・水害など災害による建物の滅失や毀損による収入の低下リスクがないといった特徴があります。

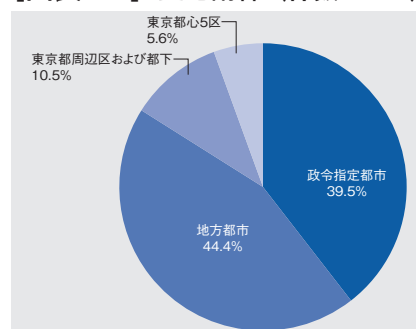
底地の売主側から見た場合、土地と建物を所有していた事業会社等が底地のみを売却する際、底地売却後にその土地を借地することによって建物が継続使用が可能となります。通常のセール&リースバック^{※3}の場合と比較すると、そのまま建物を所有し利用することで、建物の内外装のリニューアル等について自由裁量が確保できるメリット^{※4}があります。

- ※1：建物所有を目的とする借地権が付着する土地の所有権。
J-REIT が保有する底地には建物の敷地のみを取得するケースのほか、土地と建物を取得し、その後に再開発等のため一時的に借地権を設定し底地として運用するケースもある。
- ※2：東京都心5区は東京都23区のうち、千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区を指し、図表における東京都周辺区はその他の18区、都下は東京都のうち23区を除いた自治体を指す。

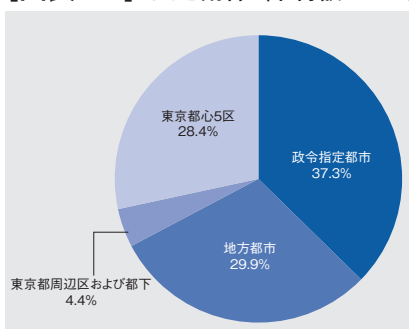
〔図表 2-1〕 底地の取得および譲渡の推移 (左：件数ベース、右：取得額ベース)



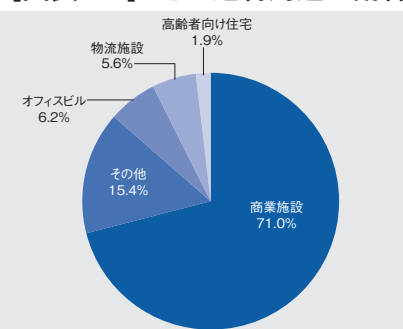
〔図表 2-2〕 立地割合 (件数ベース)



〔図表 2-3〕 立地割合 (取得額ベース)



〔図表 2-4〕 地上建物用途の割合



(注) 東京都心5区、東京都周辺区および都下については※2を参照
図表 2-1～2-4 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

投資利回りが高い商業施設を中心に底地への投資が拡大する可能性

J-REITが底地を保有するメリットのうち、「建物の減価償却費が発生せず、配当に回せる利益が増す」について、底地のみで運用する場合と土地建物一体で運用する物件を保有する場合について減価償却後のNOI^{※5}を期末鑑定評価額（≒時価）で除した償却後NOI評価額利回り（以下、投資利回り）で比較検証^{※6}をおこないました。

商業施設の底地の投資利回りは高水準

投資利回りは全用途平均で底地が4.5%、土地建物一体で運用する物件が3.2%と、底地が1.3% pt上回る結果となりました〔図表2-5〕。用途別にみると、最も底地の保有件数が多い商業施設では底地が4.6%、土地建物一体で運用する物件が3.6%で底地が1.0% pt上回っており、物流施設でも同様に0.4% pt底地が上回っています〔図表2-5〕。

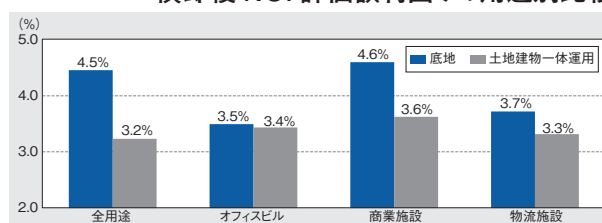
商業施設や物流施設の建物は法定耐用年数が短いケースが多い^{※7}こと、またオフィスビルなどと異なり郊外に立地する物件が多いため、土地価格に対する建物価格の割合が大きくなることで、物件収支における減価償却費の割合が高くなるケースが多いことが要因と考えられます。

一方、J-REITが保有するオフィスビルの底地は地価が高い都市中心部に立地しており、土地建物一体の物件においても取得価格に占める土地価格の割合が高く、物件の収支に与える減価償却費の影響が小さいことから、利回りのギャップは0.1% ptと小さくなっています。

地価の高い都心部では底地利回りも低下

立地における比較では、底地の投資利回りは全国平均で4.5%で、土地建物一体で運用する物件の平均3.2%よりも1.3% pt上回っています〔図表2-6〕。東京都心5区については、底地の投資利回りが2.9%、土地建物一体で運用する物件が3.0%と底地の投資利回りの方が0.1% pt低い結果となりました。

地方都市では地価が都心部に比べると低い〔図表 2-5〕 土地建物一体運用物件と底地における償却後 NOI 評価額利回りの用途別比較



ケースが多く、土地建物一体で取得する場合、取得価格に占める建物価格の割合が大きくなることから減価償却費の割合も高くなる傾向にあります。一方、都心5区のように地価が高く、取得価格における建物価格が占める割合が低い地域では、底地と土地建物一体で運用する物件とのギャップが小さくなる傾向にあります。

底地への投資は裾野を広げ拡大していく可能性

これまで底地は相対取引が多く、契約経緯の複雑さや、市場での取引が少なく公開情報が少なかったことから、投資対象としてはハードルがやや高い状況にあったと考えられます。しかし、底地は借地契約により安定した地代収入を得ることが可能で、建物に起因するリスクやコストがないことから安定した投資対象と言えます。また都心部と比較して地価が低い地方都市など、取得価格に占める建物価格の割合が高くなる（土地価格の割合が小さくなる）地域では、商業施設や物流施設にみられるように、土地建物一体で運用する物件よりも投資利回りが高い傾向がみられます〔図表2-5、2-6〕。

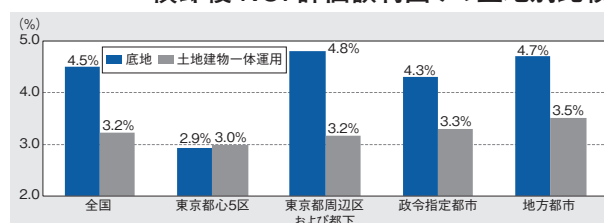
売り手側の事業法人にとっては建物を利用継続しながら資金調達が可能となるなど底地売却は企業戦略の一手となっており、今後J-REITが底地売却の受け皿となっていく可能性があります。

J-REITによる底地への投資実績が積み上がり、価格や投資利回りなどの情報開示が進むことで底地への投資は裾野を広げて拡大していく可能性が考えられます。

（以上、都市未来総合研究所 大重 直人）

- ※3：賃貸借契約付き売却。不動産を売却後、売却先と賃貸借契約を締結し、そのまま不動産を活用
- ※4：建物の建て替えなどには底地権者の承諾が必要となる場合もある。
- ※5：J-REITでは原則として減価償却後のNOIが配当原資の対象となる。
- ※6：2022年9月末で運用している物件のうち、NOI、減価償却費および期末鑑定評価額が開示されている物件を対象とする。
- ※7：法定耐用年数が短いと減価償却費の計上額は大きくなる。

〔図表 2-6〕 土地建物一体運用物件と底地における償却後 NOI 評価額利回りの立地別比較



図表 2-5、2-6 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

Monthly Watcher 東京圏における滞在人口の動向

コロナ禍による外出自粛や3密回避などで大きく変化した人流は、2022年3月のまん延防止等重点措置の終了以降、回復がみられます。東京圏(東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県)の人流について、内閣府などが公表する「V-RESAS^{※1}」のうち、観測地点を中心に500m四方に滞在する人数を示す「滞在人口^{※2}」でみました。

東京圏の都県別の滞在人口は、居住する地域で活動する人の数を表す「市区町村内」が、2022年以降は一部時期を除き5~10%の伸びでした。また、同じ都道府県の違う地域から来た人の数を示す「都道府県内」は、一部の時期を除きマイナスとなった一方、他の都道府県から来た人の数を示す「都道府県外」は、2022年下期に入り東京都を除く3県はプラスの時期が多く、行動制限のない大型連休や夏季休暇などが人流回復に寄与したと考えられます[図表3-1]。

東京圏の40駅周辺の滞在人口を2022年3月のまん延防止等重点措置終了後の期間(2022年3月5週~2022年12月5週)で比較しました。「市区町村内」の増加幅が大きいのは、西武秩父を除けば駅周辺にタワーマンション等の大規模マンションや商業施設などがある武蔵小杉、所沢、津田沼、朝霞台など首都圏近郊の中心駅で、テレワークや遠隔授業の増加から居住地域で活動が増えたためと考えられます。また、ビジネス街や旅行者が多いターミナル駅周辺の品川、観光地周辺の館山、川越のマイナス幅も1割前後まで回復しました。「都道府県内」、「都道府県外」の滞在人口では、「都道府県外」の落ち込みが品川、新橋で4割を超えた一方、東京都を除く3県の11駅がプラスでした[図表3-2]。

(以上、都市未来総合研究所 秋田 寛子)

※1:「V-RESAS」は、地方創生の様々な取組を情報面から支援するため、企業や団体が持つ速報性のあるデータを内閣官房デジタル田園都市国家構想実現会議事務局と内閣府地方創生推進室が提供。特に、新型コロナウイルス感染症が地域経済に与える影響を適時適切に把握するため、原則1週間程度の頻度で更新

※2:「滞在人口」とは、各代表観測地点の駅重心に位置する500m四方に平均して滞在していると推定される換算人口数で、株式会社Agoopの「流動人口データ」(GPSデータを元に換算処理を施した人口換算値)を元に集計したもの。数値は2019年同週比による。時間区分については全ての時間帯を対象とした。

滞在人口の区分は以下の通り。市区町村の区は東京都特別区

市区町村内:当該市区町村に滞在する人口のうち、推計居住地が同じ市区町村である人口であり、自分が居住する地域で活動している人数

都道府県内:当該市区町村に滞在する人口のうち、推計居住地が同じ都道府県内の他の市区町村である人口であり、同じ都県で違う地域から来た人数

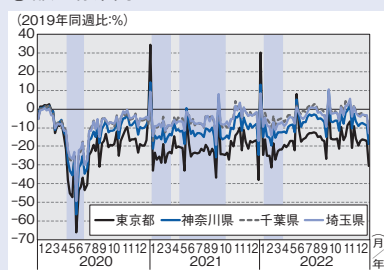
都道府県外:当該市区町村に滞在する人口のうち、推計居住地が他の都道府県である人口であり、他の都道府県から来た人数

【図表3-1】1都3県別にみた滞在人口の推移

①市区町村内



②都道府県内



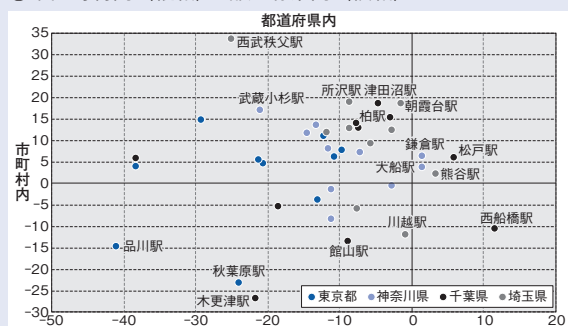
③都道府県外



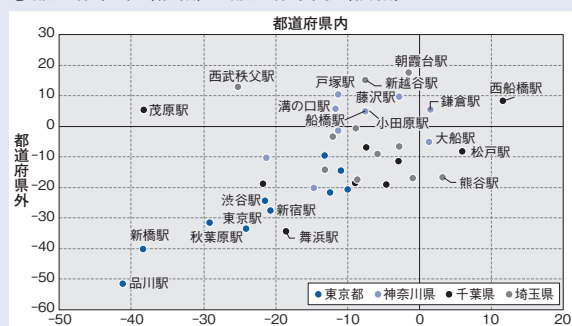
注) 図表3-1の網掛け部分は緊急事態宣言等が出された時期を週次ベースで示したものの。

【図表3-2】1都3県の40駅周辺の滞在人口:2022年(2022年3月5週~12月5週平均値、全ての時間帯、2019年同週比(%))

①市区町村内(縦軸)・都道府県内(横軸)



②都道府県外(縦軸)・都道府県内(横軸)



注) 図表3-2の駅は公表する代表拠点駅のうち1都3県毎に乗降者数や観光地などを考慮し10駅を抽出し、駅名は一部のみを表示した。

図表3-1、3-2のデータ出所:「V-RESAS」における株式会社Agoop「流動人口データ」による。

不動産トピックス 2023.2

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒100-8241 東京都千代田区丸の内1-3-3 <https://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階 <http://www.tmrj.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

川井 涼 TEL.03-4335-0940 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

清水 卓、秋田 寛子 TEL.03-3273-1431 (代表)