

# 不動産投資レポート

## わが国の不動産投資市場規模（1）

－ボトムアップ・アプローチによる推計結果－

～「収益不動産」は約272兆円、

「投資適格不動産」は約171兆円。

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [吉田 資](#)

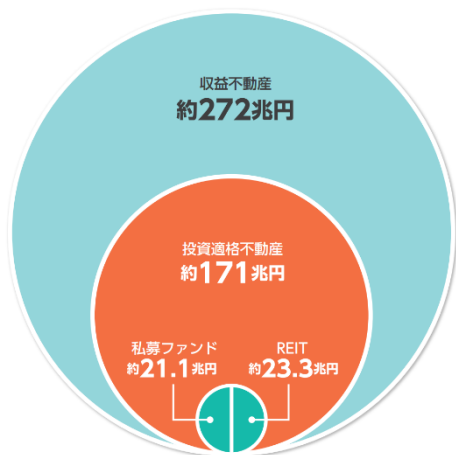
株式会社 価値総合研究所 パブリックコンサルティング第3事業部 主任研究員 室 剛朗

(03)3512-1861 e-mail: [tyoshida@nli-research.co.jp](mailto:tyoshida@nli-research.co.jp)

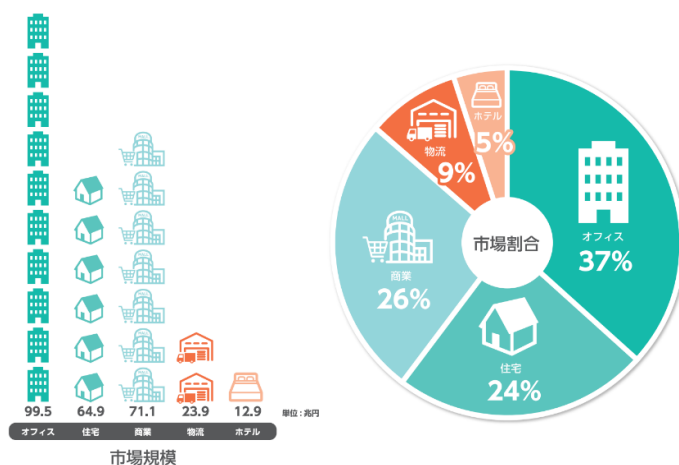
### 要旨

- 日本の不動産投資市場は、J-REIT 市場の開設以降、拡大が続いている。当初、オフィスビルが中心であった投資対象資産は多岐に渡っており、投資対象エリアについても広がりを見せている。
- 不動産投資市場の将来を見通すにあたり、投資対象となる「収益不動産」の資産総額がどれくらいの規模であるのか、また、その内訳を「用途別」や「エリア別」に把握することは重要だと考えられる。
- そこで、ニッセイ基礎研究所と価値総合研究所は、共同でわが国の不動産投資市場規模に関する調査を実施した。
- 調査の結果、日本における「収益不動産」の資産規模は約272.3兆円、「投資適格不動産」の資産規模は約171.3兆円と推計された。
- J-REITの資産総額は約23.3兆円(2020年12月)、不動産私募ファンドの市場規模は21.1兆円(2020年6月時点)で、既に証券化された不動産の市場規模は、約44.4兆円である。これに基づけば、「収益不動産」の16%、「投資適格不動産」の26%が既に証券化されていることになる。
- 「収益不動産」を用途別にみると、「オフィス」が約99.5兆円(占率37%)と最も大きく、次いで「商業施設」が約71.1兆円(26%)、「賃貸住宅」が約64.9兆円(24%)、「物流施設」が約23.9兆円(9%)、「ホテル」が約12.9兆円(5%)と推計された。

「収益不動産」の市場規模



用途別「収益不動産」の市場規模



(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

## 1. はじめに

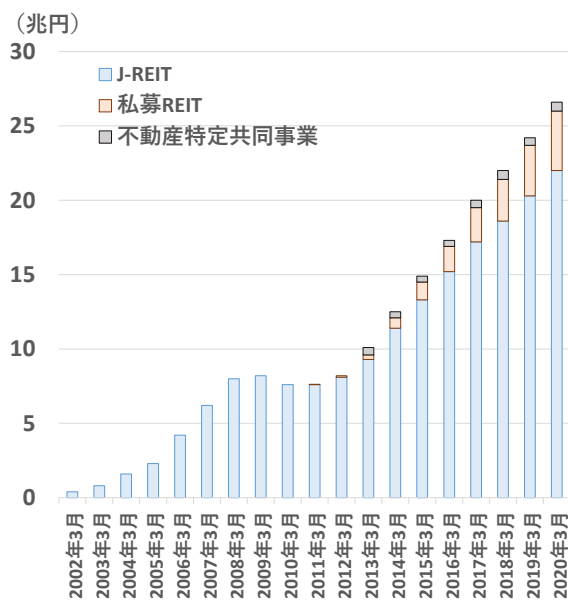
日本の不動産投資市場は、2001年9月のJ-REIT市場の開設以降、拡大が続いている。REIT等の資産総額は、0.4兆円（2002年3月時点）から26.6兆円（2020年3月時点）に拡大しており、政府の「未来投資戦略<sup>1</sup>」における数値目標の30兆円に迫っている（図表－1）。また、私募ファンドの市場規模<sup>2</sup>も、10.2兆円（2007年6月時点）から21.1兆円（2020年6月時点）に拡大した。

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

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

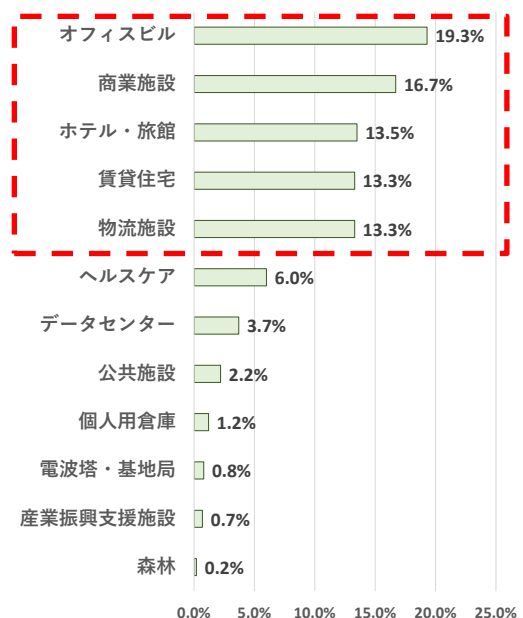
不動産投資市場の将来を見通すにあたり、投資対象となる「収益不動産」の資産総額がどれくらいの規模であるのか、また、その内訳を「用途別」や「エリア別」に把握することは重要だと考えられる。そこで、本稿<sup>3</sup>では、まず、「収益不動産」の資産規模を、「用途別」（「オフィス」・「賃貸住宅」・「商業施設」・「物流施設」・「ホテル・旅館」）に、そして、「エリア別」に推計する。次に、推計した「収益不動産」の資産規模と、J-REIT等の既に証券化された不動産の資産規模を比較することで、今後の不動産投資市場の拡大可能性を考えたい。

図表－1 REIT等の資産総額



（出所）国土交通省公表資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表－2 投資している不動産商品の用途



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

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

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

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

## 2. 「収益不動産」の資産規模の推計方法

### 2-1 「収益不動産」の定義

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

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

(1)「収益不動産」は、一定水準以上の面積基準(例:オフィスは延床面積 1,000 m<sup>2</sup>以上)や、築年基準(例:住宅は 1981 年の着工以降)を満たす不動産を対象とする。

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

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

図表－3 「収益不動産」の定義(用途別)

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

(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

## 2-2 先行研究

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

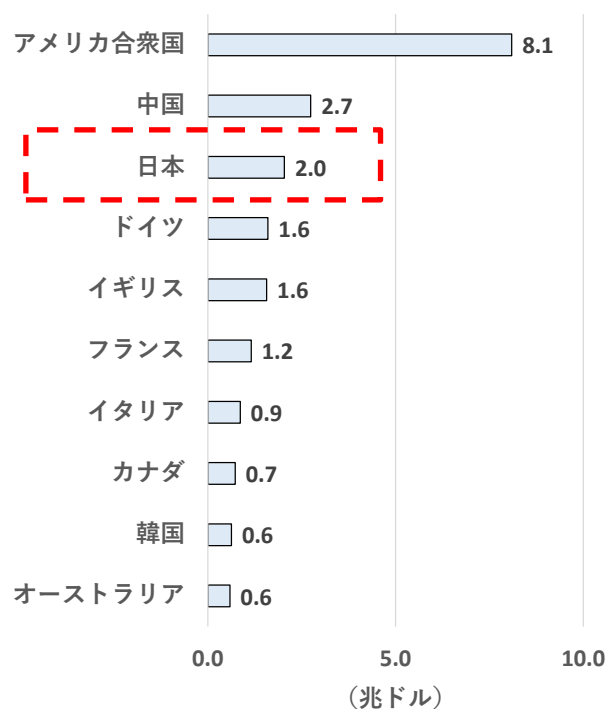
### (1) 「トップダウン・アプローチ」による推計

「トップダウン・アプローチ」は、GDP と不動産ストックには強い相関関係があるという仮定に基づき、GDP に占める「収益不動産」の割合を設定して資産規模を推計する手法である。「トップダウン・アプローチ」の事例として、「PGIM Real Estate」による推計<sup>4</sup>が挙げられる。「PGIM Real Estate」の推計対象は、機関投資家を対象にした投資用不動産（「institutional-grade real estate」）と定義されている。「institutional-grade real estate」に関して、詳細内容は公表されていないが、投資適格性の高い不動産のストック量を示すものと考えられる。

「PGIM Real Estate」の推計では、まず、世界各国を「国民一人あたりの GDP」を選別基準として、「先進国」と「先進国以外の国」に分ける。次に、「先進国」を対象に、GDP に占める投資用不動産の割合を 45 %と仮定した上で<sup>5</sup>、「投資不動産」の資産規模を計算している。

世界の「投資用不動産」の資産規模は、2016 年末時点で約 27 兆ドルと推計されている。日本の資産規模は、アメリカ（約 8.1 兆ドル）、中国（約 2.7 兆ドル）に次いで大きい約 2 兆ドル（約 224 兆円<sup>6</sup>）で、世界の「投資用不動産」の 7.4%を占める（図表—4）。

図表—4 世界の「収益不動産」の資産規模(上位 10 位)



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

<sup>4</sup> PGIM Real Estate 「A Bird's Eye View of Real Estate Markets: 2017 Update」

<sup>5</sup> 先進国の中でも、人口密度が高い香港などは、この率を上方修正している。

<sup>6</sup> 1ドル 112 円で換算。

## (2) 「ボトムアップ・アプローチ」による推計

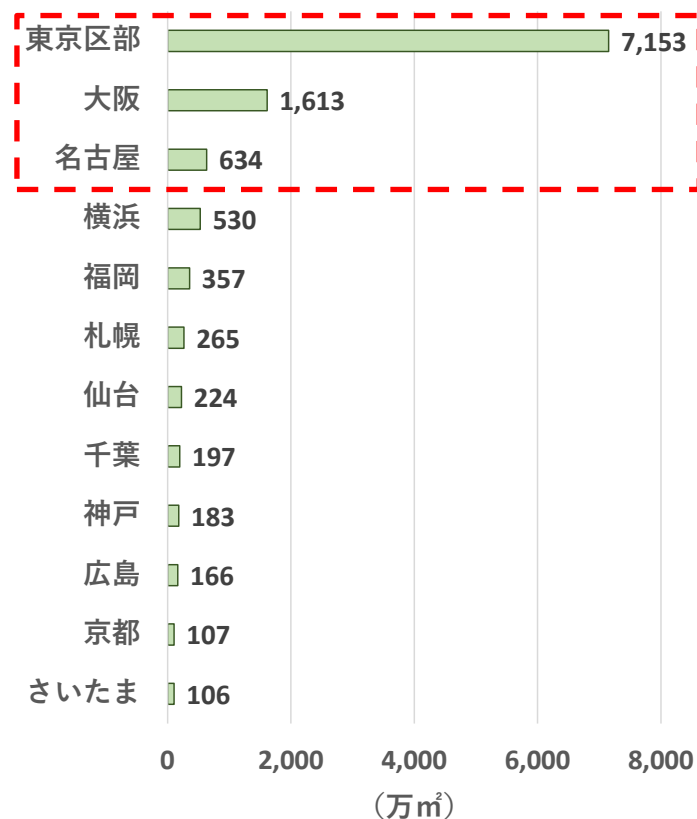
「ボトムアップ・アプローチ」は、個別不動産の積算により、市場規模を推計する手法である。「ボトムアップ・アプローチ」の事例として、一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」が挙げられる。

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

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

先行調査のレビューを踏まえ、本調査では、「用途別」や「エリア別」の推計を行う目的から、「ボトムアップ・アプローチ」を採用した。ただし、「建物登記簿」等を調べる個別不動産の積算ではなく「建築着工統計」等を利用することで、調査の継続性並びに再現性の担保を図ることとした。

図表—5 全国のオフィスビルストック



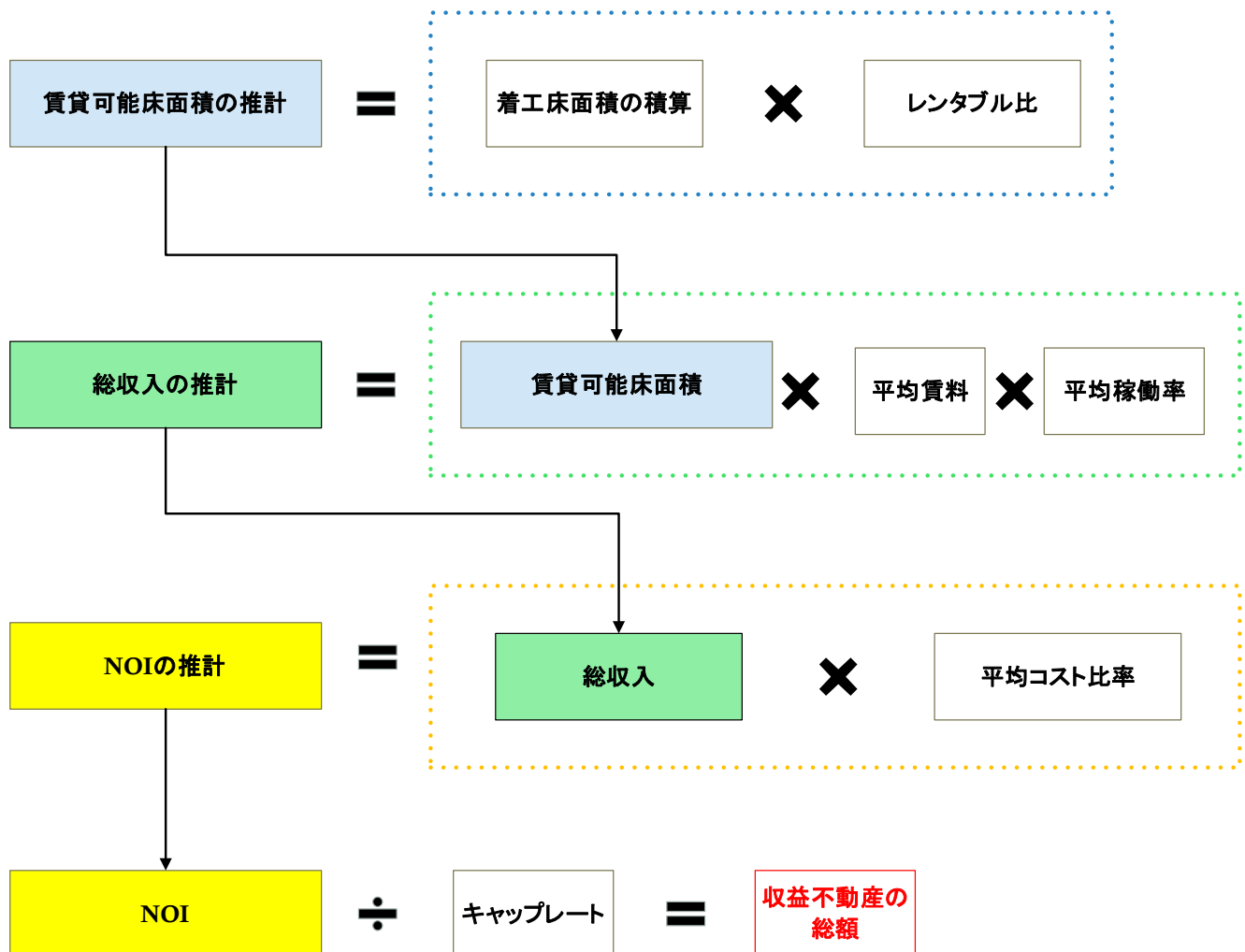
(出所)一般財団法人日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

### 2-3 推計方法

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

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

図表-6 推計手順



(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

図表-7 「用途別」推計方法

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

(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

### 3. 「収益不動産」資産規模の推計結果

#### 3-1 概要

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

先行研究<sup>7</sup>によれば、米国の証券化率（投資不動産に占める証券化不動産）は 42%である。日本では 2001 年の J-REIT 開設以降、不動産と金融の融合は着実に進んでいるが、「収益不動産」の証券化という観点でみると、米国と比べてまだ拡大余地はある。

#### 3-2 「用途別」資産規模

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

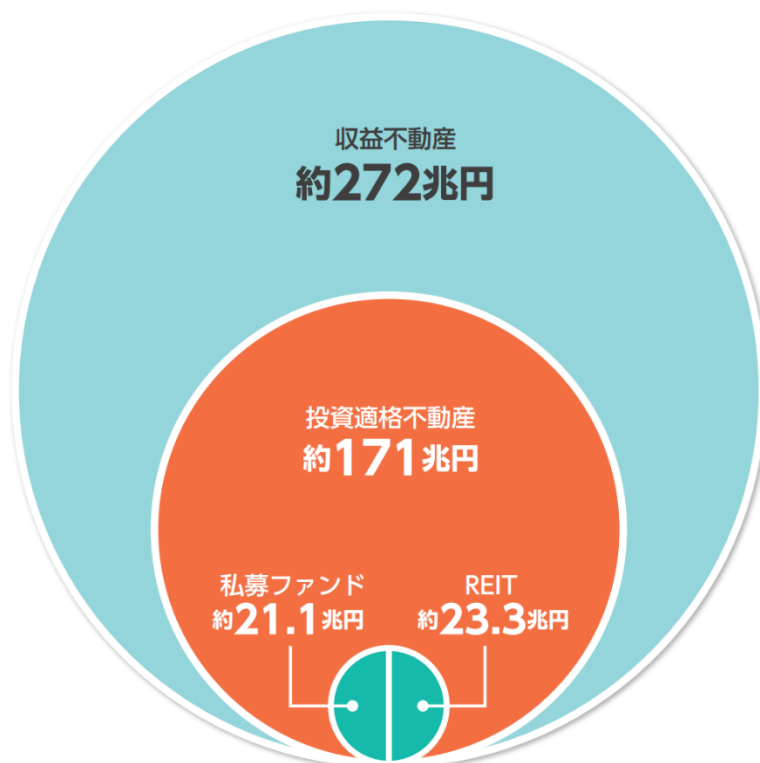
J-REITの資産総額（用途別）は、「オフィス」が約 9.1 兆円と最も大きく、次いで「物流施設」が

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

約 3.7 兆円、「賃貸住宅」が約 3.4 兆円、「商業施設」が約 3.4 兆円、「ホテル」が約 1.8 兆円である。  
「収益不動産 272 兆円」における J-REIT の保有比率は、「物流施設」が 15.5%と最も大きく、次いで「ホテル」が 14.0%、「オフィス」が 9.2%、「賃貸住宅」が 5.2%、「商業施設」が 4.7%となった（図表—10）。

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

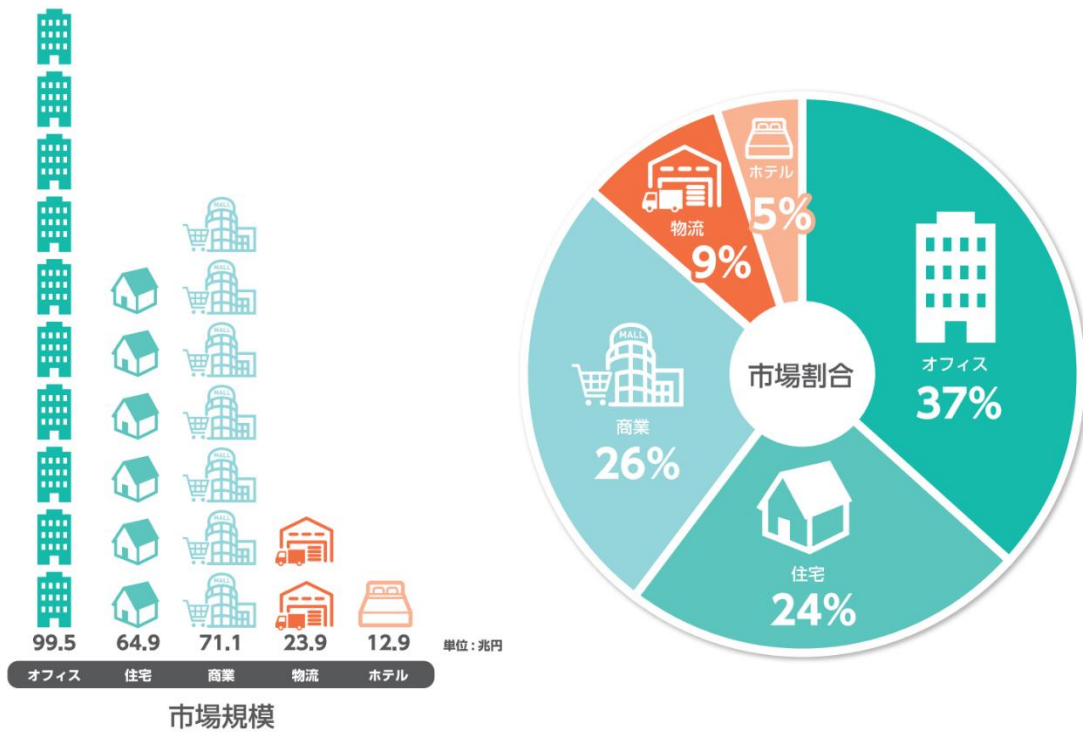
図表—8 「収益不動産」の市場規模



(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

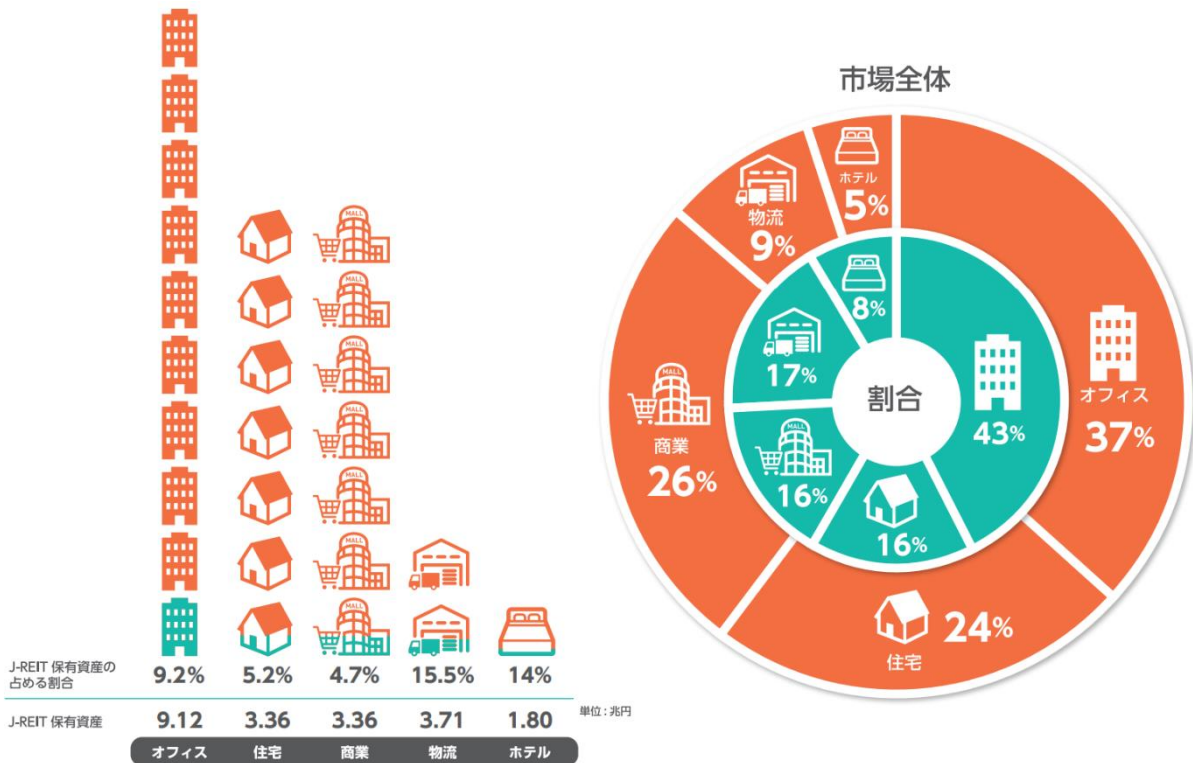


図表-9 用途別「収益不動産」の市場規模



(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

図表-10 J-REIT 保有資産との比較



(出所)ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。