

# 地方で拡大する不動産投資

執筆



シービーアールイー(株)  
リサーチ

エグゼクティブディレクター  
**大久保 寛**  
Hiroshi Okubo



アソシエイトディレクター  
**貝畑 奈央子**  
Naoko Kaihata



アソシエイトディレクター  
**本田 あす香**  
Asuka Honda

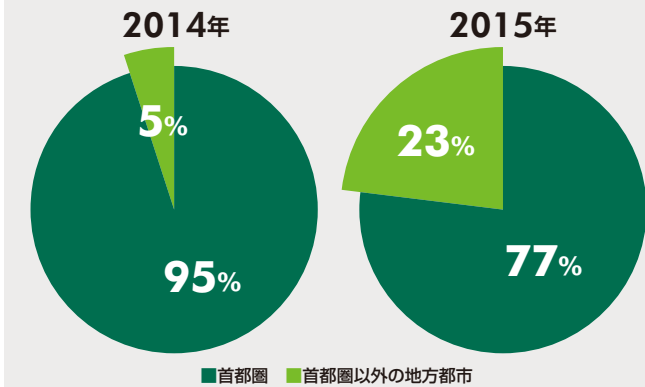
## 投資家の注目を集める地方都市

CBREが四半期毎に実施している「CBRE不動産投資家調査」の2015年4月の結果を見ると、より多くの投資家が地方都市に目を向けていることが分かる。「投資対象として最も魅力のある都市」に首都圏以外の地方都市を挙げた回答者の割合は前年比で18%増加し、回答者全体に占める比率は5%から23%に大幅に増加した(図表1)。

また、同じく2015年4月の調査結果では、東京都心部のオフィスの期待利回り(NOIベース)は2003年の調査開始以来の最低水準を更新した。こうしたオフィスの期待利回りの低下トレンドは地方都市にも広がっている。地方都市で見られる期待利回りの低下は、地方都市においても空室率の低下と賃料上昇に対する期待が高まっていることを表している。また、東京都心の期待利回りとの格差は2012年以降、縮小傾向にある(図表2)。このことは、東京都心部における取得競争が激化しているため、より高い利回りを求める投資家の視線が地方都市に集まりつつあることを示唆している。J-REITが大阪市で取得したオフィス物件のNOI利回りを例に取引利回りのトレンドを見ても、地方都市に対する関心が再び高まっていることが分かる(図表3)。

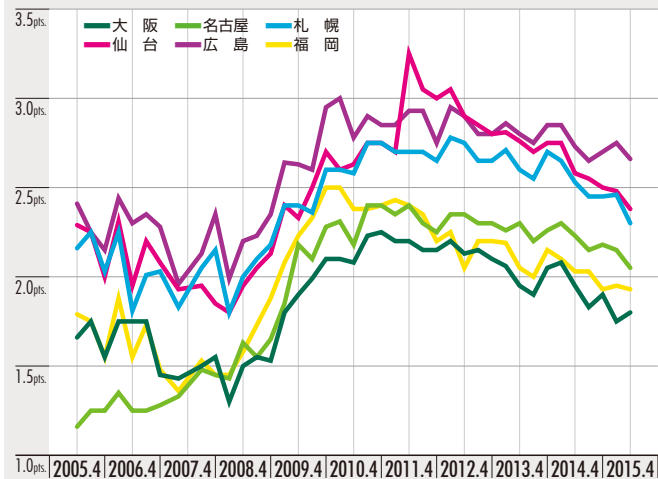
2015年第1四半期の実質GDPは、前期比1.0%(年率換算3.9%)と2期連続のプラスとなった。景気回復の波は地方都市にも着実に広がり始めている。完全失業率は政令指定都市を含むほぼ全ての道府県(首都圏を除く)でリーマンショック前の水準を下回って推移している(図表4)。雇用環境の改善に伴ってオフィス需要も拡大しており、2014年はCBREが調査対象としているほぼ全ての地方都市で空室率が低下した。また、ほとんどの地方都市で賃料は底を打って上昇に転じている。地方都市のファンダメンタルズの改善は、今後、不動産投資におけるエリアの拡大を更に促すこととなる。

図表1: 投資対象として最も魅力のある日本の都市



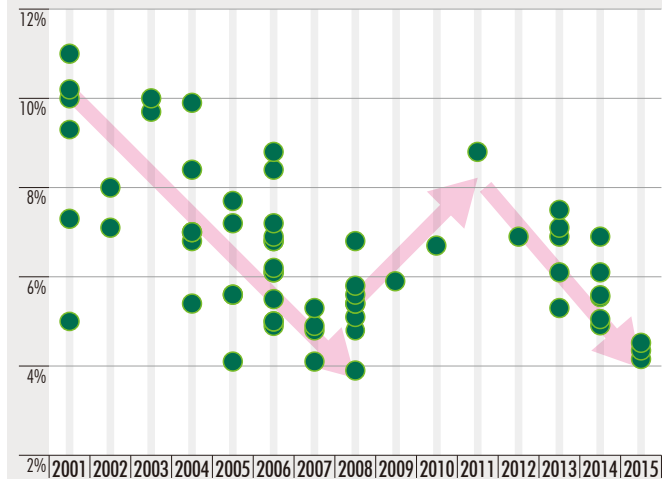
出典: CBRE, 2014年および2015年4月

図表2: 地方都市と東京の期待利回り格差 (オフィス、NOIベース)



出典: CBRE, 2015年4月

図表3: 大阪市におけるオフィスの取引利回り (NOIベース、J-REITによる取得物件)



出典: 出典: CBRE, Q1 2015

## 地方都市の投資マーケット

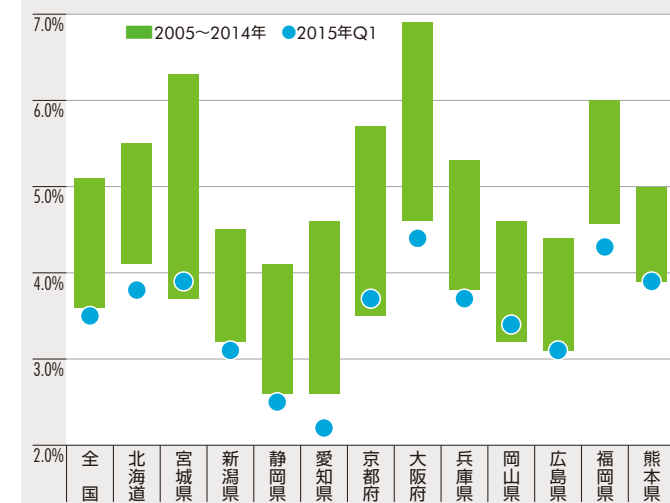
投資家の関心が地方都市に向き始めたきっかけの一つに地方都市のオフィスマーケットの一部で東京に先駆けて需給バランスの回復が見え始めたことが挙げられる。マーケットの全体感を表すオールグレードのデータを見ると、2012年第2四半期にピークを迎えるまで東京の空室率の方向感が定まらない一方で、福岡や金沢では2010年第2四半期から空室率が低下し始めた(図表5)。また、その他の地方都市でも2010年末ごろから空室率が低下し始め、2015年のデータを見ると、ほとんどの地方都市で空室率は過去10年の最低水準を更新あるいはそれと同水準まで低下している。

2013年には、不動産投資マーケット全体の盛り上がりと共に、地方都市への投資額も大きく増加した。地方都市での2013年の売買取引額(図表6上:金額ベース)は前年比+103%の1兆510億円とリーマンショック直前の2007年の1兆3,360億円に次ぐ水準となった。2014年は8,660億円で、前年に比べて18%減となったものの、リーマンショック後の2009~2012年の年間平均(3,810億円)の2倍以上の規模であった。件数ベース(図表6下:件数ベース)で見ても、2013年と2014年には2009~2012年の年間平均(100件程度)の2倍以上の取引が行われた。また、取引全体に占める地方都市の割合は2011年以降一貫して増加傾向にあり、2014年は前年比+4ポイントの35%となった。

2013年から地方都市での売買取引が活発になった背景として、東京のオフィスの利回り感が2013年第2四半期から加速度的に下がり始めたことが挙げられる(図表7)。経済環境の好転により、東京のオフィスマーケットではテナントの動きが活性化し始めたことにより空室の消化が進み、東京のグレードAの賃料も2012年以降ようやく上昇局面に入った。これを受けて東京都心部をはじめ、首都圏の投資マーケットの活性化も進み、投資家の地方都市への関心も高まった。

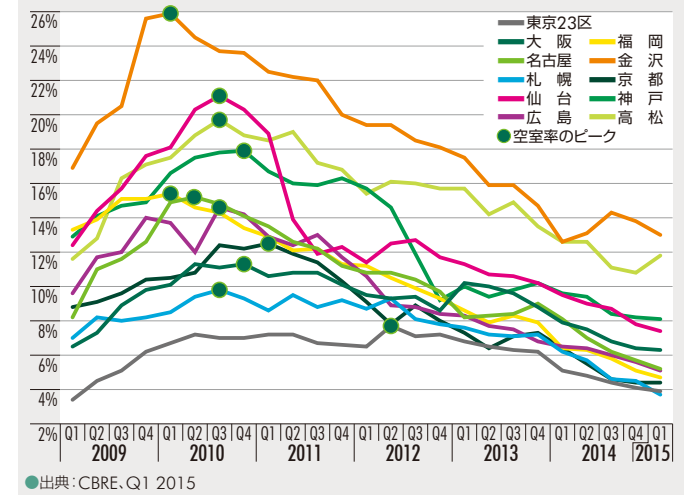
地方都市の投資マーケットは2014年にやや鈍化したものの、2015年に入ってから再び拡大傾向にある。「イオンモールKYOTO(京都市)」、「梅田スクエアビルディング(大阪市)」、「エフソ

図表4: 政令指定都市を含む道府県(首都圏を除く)の完全失業率

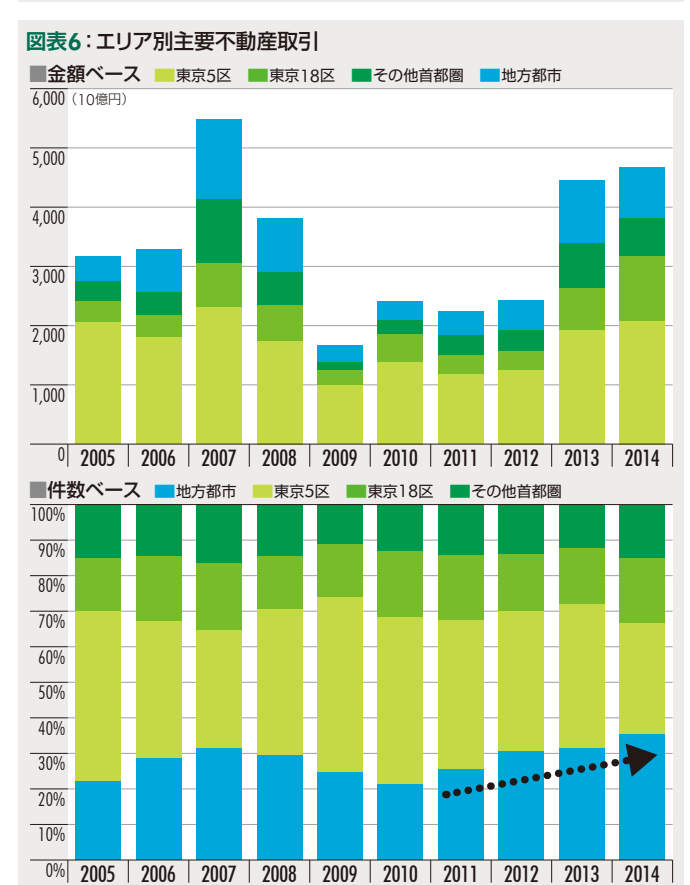


出典: CBRE, 総務省, 2015年3月

図表5: 東京および主要地方都市のオフィス空室率(オールグレード)

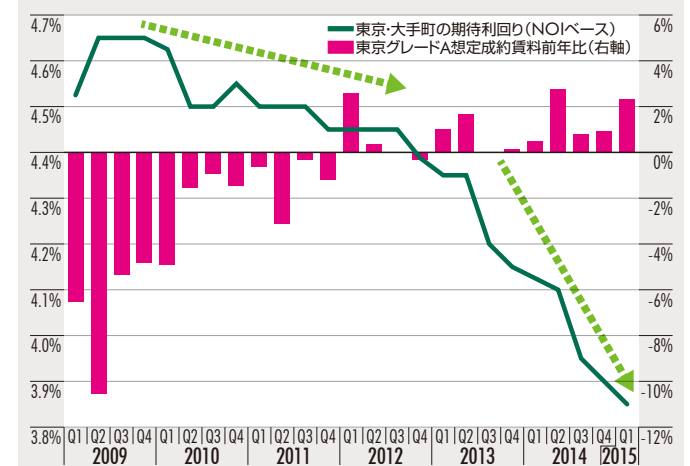


図表6: エリア別主要不動産取引



※注: 10億円以上の取引が対象、J-REITによるIPO時の取得物件を除く 出典: CBRE, Q1 2015

図表7: 東京中心部の賃料と期待利回り



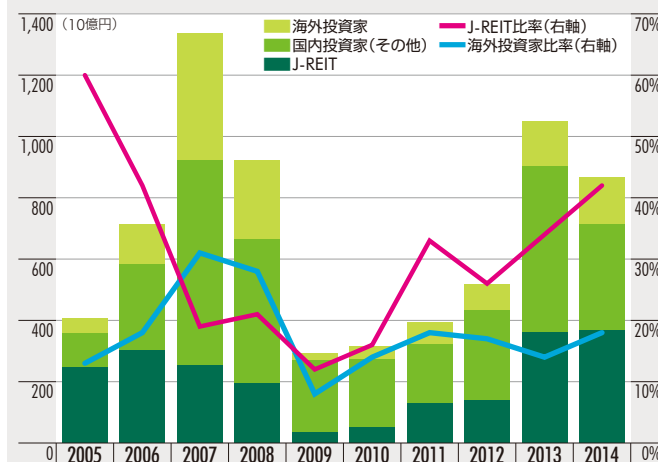
出典: CBRE, Q1 2015

図表8：地方都市での大型取引事例(取得価格は推定値を含む)

物件名	所在地	アセットタイプ	取得価格	利回り	取得時期
DFS T ギャラリア沖縄	沖縄県那覇市	リテール	156億円	5.3%	2014
ユニバーサルシティウォーク大阪	大阪市	リテール	155億円	5.9%	2014
中之島セントラルタワー	大阪市	オフィス	149億円	5.1%	2014
プロロジスパーク川西	兵庫県川西市	物流	136億円	5.2%	2014
イオンモール京都五条	京都市	リテール	135億円	—	2014
大阪国際ビルディング	大阪市	オフィス	130億円	—	2014
イオンモールKYOTO	京都市	リテール	215億円	5.1%	Q1 2015
梅田スクエアビルディング	大阪市	オフィス	155億円	4.4%	Q1 2015
エフソン大阪ビル	大阪市	オフィス	140億円	—	Q1 2015

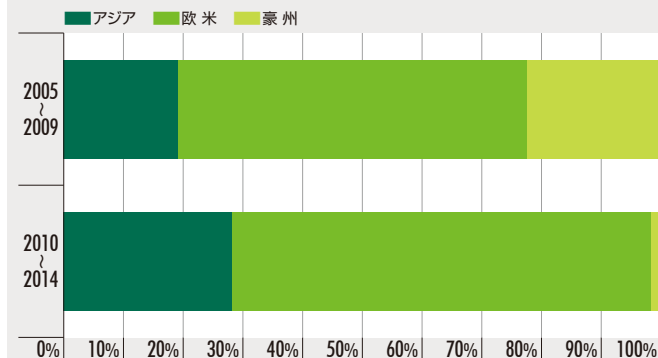
●出典：CBRE、Q1 2015

図表9：地方都市における主要不動産取引(投資家別)



※注：10億円以上の取引が対象、J-REITによるIPO時の取得物件を除く ●出典：CBRE、Q1 2015

図表10：地方都市における主要不動産取引(海外投資家の国籍別)



※注：10億円以上の取引が対象、J-REITによるIPO時の取得物件を除く ●出典：CBRE、Q1 2015



ン大阪ビル(大阪市)」などの大型取引が牽引し(図表8)、2015年第1四半期の売買取引額は前年比32%と大きく増加した。

## 地方都市における投資家層の変遷

地方都市では、J-REITを含む国内投資家による取引が市場全体の80~90%を占めている(図表9)。中でも、2005~2006年はJ-REITの存在が目立っていた。しかし、2007年以降は、期待利回りの急激な低下が一部の地方都市でも見られるなど、不動産価格の過熱感が高まり始めた。その頃からは、J-REITに比べてリスク選好度が相対的に高いJ-REIT以外の国内投資家が、地方都市の投資マーケットのメインプレイヤーとして台頭した。

2011年以降はJ-REITが再び地方都市での存在感を高めている。2011年には地方都市の売買取引額全体に占めるJ-REITのシェアは30%台に回復し、投資額も2013年には3,600億円と、2006年に記録した過去最高額である3,020億円を上回った。J-REITの地方都市での投資額は2014年に更に増えて3,660億円と2013年の記録を更新し、地方都市での売買取引額全体に占めるJ-REITのシェアも40%超に拡大した。

海外投資家についても、リーマンショックを契機に地方都市への投資額は大きく減少したものの、J-REITと同様、2010年以降は再び増加傾向にある(図表9)。地方都市の売買取引額全体に占める海外投資家のシェアは2009年に8%まで落ち込んだが、フォートレス・インベストメント・グループやゴールドマン・サックス、ラサール・インベストメント・マネジメント、グリーンオーク・リアル・エステートといった米系その他、パークウェイ・ライフREITやヘルスウェイク・メディカル・デベロップメント、PAG、アスコット・レジデンス・トラスト、ゴー・キャピタルといったアジア系も加わり、2014年には18%に回復した。海外投資家の内訳を見ると、2010年以降は米系その他、シンガポールや香港のアジア系投資家の取得額が増加している(図表10)。

## 地方都市におけるアセットタイプの変遷

地方都市での投資対象アセットは、これまでのところオフィスとリテールが中心であった。リーマンショック直前の2007年まで、オフィスは地方都市の売買取引額全体の30~40%、その後2010年までは50%程度を占めていた(図表11上:金額ベース)。2011年には20%以下にシェアが落ち込み、2012年以降も30%前後に留まっている。一方、リテールの売買取引額全体に占めるシェアは、2005年以降、20~40%で推移している。オフィスとリテールを合わせたシェアは、2010年までは70%以上、それ以降はオフィスのシェア低下を主因に概ね60%程度で推移しており、こうしたデータは地方都市における投資対象が広がりつつあることを示唆している。

件数ベース(図表11下:件数ベース)で見ても、地方都市においてアセットタイプが広がっていることがうかがえる。オフィスとリテールの売買取引全体に占めるシェアは、2005~2010年の平均が59%であったのに対し、2011~2014年は51%に減少しており、住宅やホテルなどその他のアセットタイプがシェアを伸ばしている。

アセットタイプ別に見ると、物流施設の場合、地方都市の売買取引全体に占める件数ベースの年間平均シェアは2010年を挟んで大きく変わっていないものの、2011年以降の売買取引額の年間平均は973億円以上で、2005~2010年の年間平均636億円から拡大している。2013年には物流施設の地方都市での投資額は1,398億円で、2007年(1,446億円)に次ぐ水準を記録した。住宅の場合、地方都市の売買取引全体に占める件数ベースのシェアは、2005~2010年の平均16%から2011~2014年は22%に上昇している。金額ベースの投資実績で見ても、2013年に1,390億円と2007年の1,320億円を上回り、2014年も1,236億円と2年連続で1,000億円台を維持している。住宅同様、ホテルについても、件数シェアは2005~2010年の平均12%から2011~2014年は14%に上昇している。2011年以降は4年連続で500億円以上が地方都市のホテルに投資され、特に2014年の売買取引額は2005年以降過去最高の1,150億円となった。ヘルスケアについては投資額、投資件数、いずれも未だ少ないものの、地方都市において一定の存在感を示しており、投資対象として急速に注目を集めていることがうかがえる。同アセットタイプに特化した海外投資家などの参入により、2013年には176億円と2008年の141億円を上回り、2014年も100億円台を維持している。

2015年4月に実施した「CBRE不動産投資家調査」においても、投資家のアセットタイプの関心の対象が広がってきていることを示唆する結果が見られた。「投資対象として最も魅力のあるアセットタイプ」としてオフィス、リテールと回答した投資家の割合が前年の調査結果に比べて減った一方、住宅は横ばい、ホテル、物流ではその割合が増加した(図表12)。

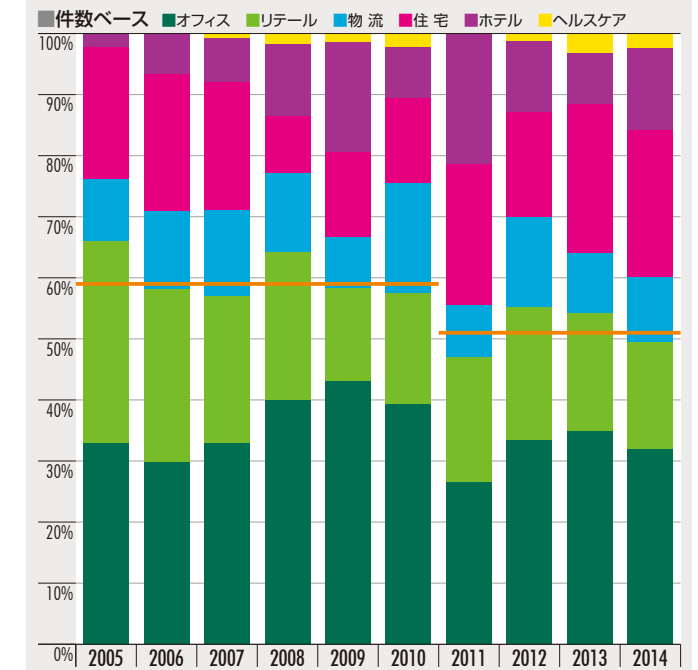
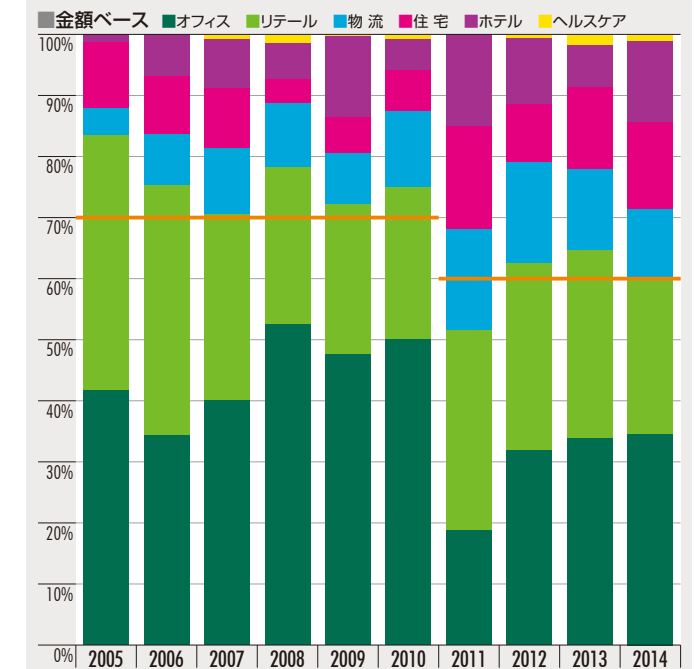
首都圏をはじめ、地方都市でもオフィスやリテールの利回りが取得競争により低下する中で、それ以外のアセットタイプへと関心が広がっている。また、特に増加が著しかったホテルについては、ビザ発給要件の緩和や円安などにより2012年から増加を続けている訪日外国人によるインバウンド需要が投資マーケットの新たなドライバーとなりつつあることが背景にあると考えられる。

## 地方都市に注目が集まる背景

地方都市の不動産マーケットに対する投資家の関心が高まっていること理由として、東京都心部において取得競争が激化していることだけでなく、オフィスマーケットを中心とする市況の回復が挙げられる。

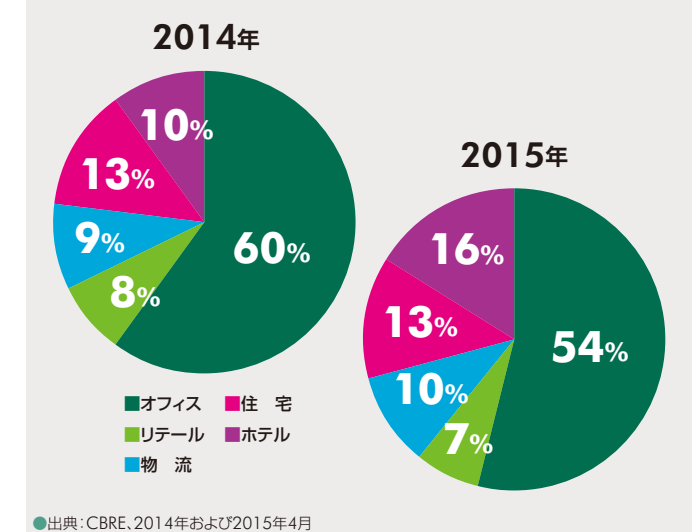
地方にも景気回復の波が広がっており、オフィス需要は拡大傾向にある。過去10年間の主要地方都市の新規需要(稼働床面積の変動)の前年比の推移を見ると、いずれの都市においても2010年ないし2011年以降は成長率が1%を上回っている(図表13)。特に、2013年からは立地改善(郊外から市内中心部への移転、中心部内での主要駅周辺への移転)や設備改善を動機とする移転が地方都市においても増加している。加えて、件数は多くないものの、地方自治体の政策的な後押しやBCPIに対する企業の取り組みを背景に、アクサ生命保険やマスマチュアル生命保険、ケンコーコムなど、東京から地方へ本社機能を移転させる動きも見られ始めており、地方都市にお

図表11：地方都市における主要不動産取引



※注：10億円以上の取引が対象、J-REITによるIPO時の取得物件を除く ●出典：CBRE、Q1 2015

図表12：最も魅力のあるアセットタイプ



●出典：CBRE、2014年および2015年4月



けるオフィス需要の積み増し要因としてマーケットにポジティブに作用している。このようなオフィス需要拡大の結果、主要地方都市のオフィス空室率は過去10年間での最低水準に近づいており、札幌、神戸、広島、福岡では既に過去10年の最低水準を間もなく更新する勢いである(図表14)。

需給バランスの改善を受け、地方都市のオフィス賃料も上昇に転じている。主要地方都市のオフィスマーケットを見ると、2015年第1四半期時点の想定成約賃料(共益費込み)はほとんどの都市で過去10年間のボトム水準を平均で5%上回っている(図表15)。そして、需要の強さに対して予定されている新規供給が少ないことに照らし、賃料は今後もしばらくは上昇傾向が続く見通しである。CBREでは、大阪および名古屋のグレードA賃料は2018年第1四半期までの3年間で6~7%程度、その他の主要地方都市のオールグレード賃料については10%以上の上昇を予想している。オフィス賃料の上昇傾向がより鮮明になってくることで、地方都市への投資意欲も更に高まってこよう。

## 地方都市でのアセットタイプの広がり

前述したように、売買取引額の総額ではオフィスやリテールに及ばないものの、2011年以降はそれ以外のアセットタイプが投資対象として検討される機会が増え、地方都市においてもその投資実績が積み上がっている(図表11)。

## ホテル

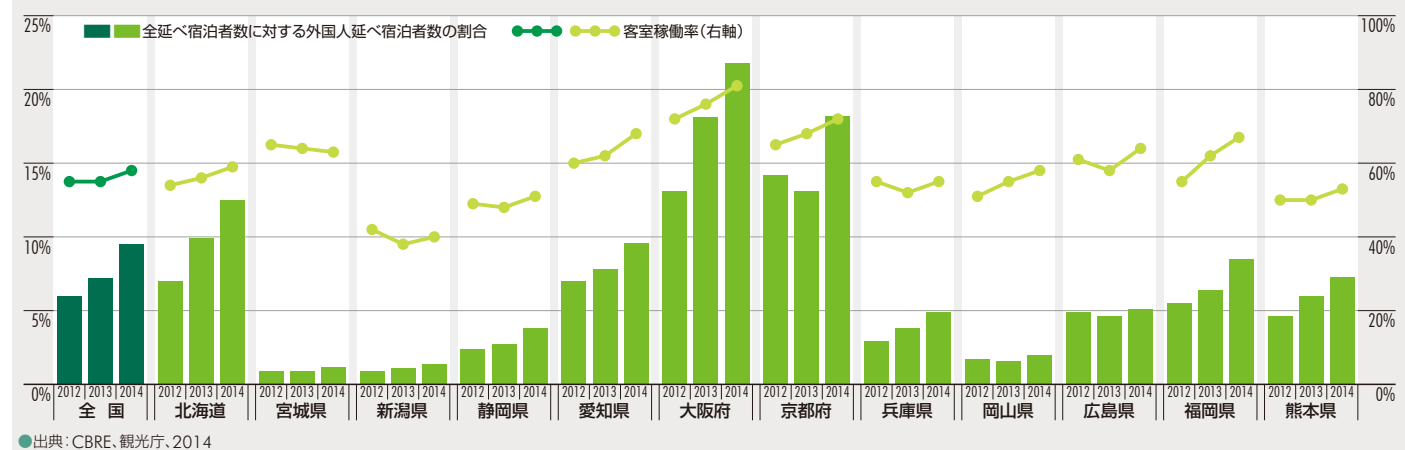
地方都市のホテルへの投資意欲が高まっている背景には、景気回復に伴う客室稼働率の上昇に加え、その上昇に大きく貢献している訪日外国人の増加が挙げられる。国内消費を底上げする程大きな存在感となりつつある訪日外国人は、従来は東京や大阪、京都などの定番ルートを回ることが多かったが、最近はその他の地方都市にも足を延ばし始めている。

このことはデータからも確認されており、外国人延べ宿泊者数(図表16:棒グラフ)が増えている道府県(大阪、京都、愛知、北海道、広島、福岡など)では客室稼働率(図表16:折れ線グラフ)が上昇している。インバウンド需要の一層の拡大に向けて、訪日外国人向けに全国7地域に広域周遊観光ルートが指定されるなど、官民挙げた取り組みが進められている。ホテルを含む観光産業は、小売りや飲食といった関連産業への波及効果が期待される裾野が広い産業であり、アベノミクスの「第三の矢」である成長戦略の柱の一つとしても期待されている。従って、未だ訪日外国人の増加がさほど顕著に見られない地方都市においても、中長期的にはホテル需要の伸びが期待できるだろう。

## 物流施設

投資マーケットにおいて物流施設が注目される背景として、先進的な設備を備えた大型マルチテナント型物流施設(Large Multi-Tenant Logistics Facilities:以下、「LMT」)のそもそもの希少性、また、LMTを

図表16: 全国の政令指定都市を含む道府県(首都圏を除く)の宿泊施設需要



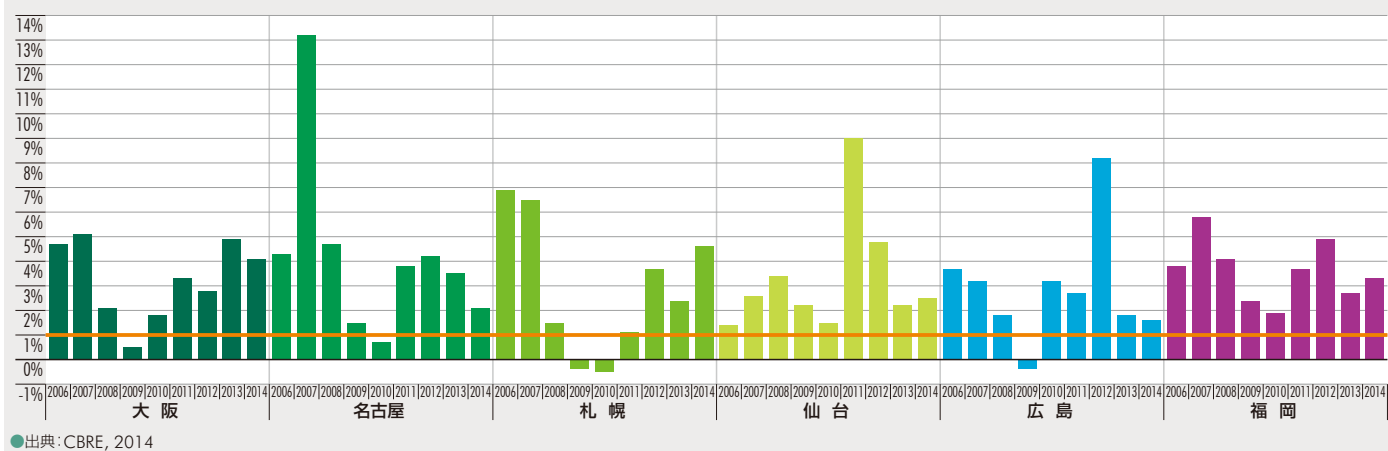
主に利用する3PL企業からのニーズの高まり、そして拡大するeコマース(EC)市場への対応が急がれていることが挙げられる。現状、EC市場は拡大を続けているが、インターネットを通じて買い物をした世帯数の割合を見ると、EC市場そのものは関東、近畿、東海といった一部のエリアを中心に成り立っているとも言える状況である(図表17)。利用度の面から見ると、地方都市ではオンラインを通じた消費は成長の途についたばかりで、大都市圏で見られるようなEC市場の全国的な展開はまさにこれからと言える。最近では、アマゾンや楽天といったEC専門の企業のみならず、実店舗を持つリテラーがオンライン販売を強化する動きも増えている。時間と場所が限定されないその消費形態が全国的に普及、拡大することはほぼ確実であろう。

一方、即日配送など、昨今の物流ニーズに対応可能なLMTは首都圏でも全体の倉庫ストックのわずか4%に留まっている。上述の物流ニーズの拡大を背景に、首都圏では2015年に28万坪、2016年に30万坪と単年レベルで過去最大規模の供給が予定されている。しかし、EC市場とLMTの稼働床面積の拡大トレンドを見る限り、需給バランスが大きく崩れることはないCBREは見ている。こうした背景もあり、地方においても、後背人口が多い大都市圏を中心に複数の開発計画が公表されており、投資家、デベロッパーの地方都市に対する投資意欲も旺盛であることがうかがえる。

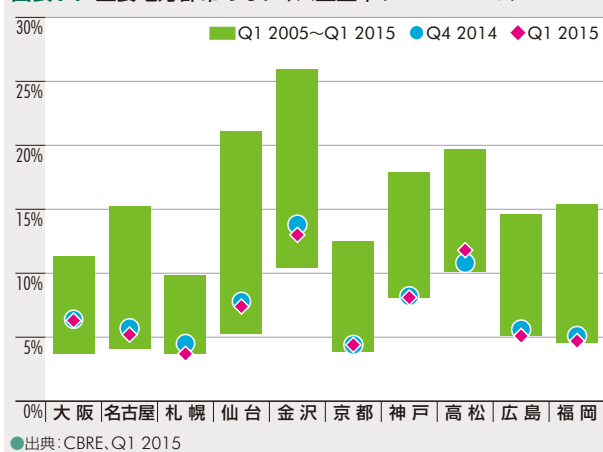
このように、EC市場の拡大に伴う量的および質的な物流ニーズの変化は、そのニーズを満たすことのできる先進的物流施設の更なる



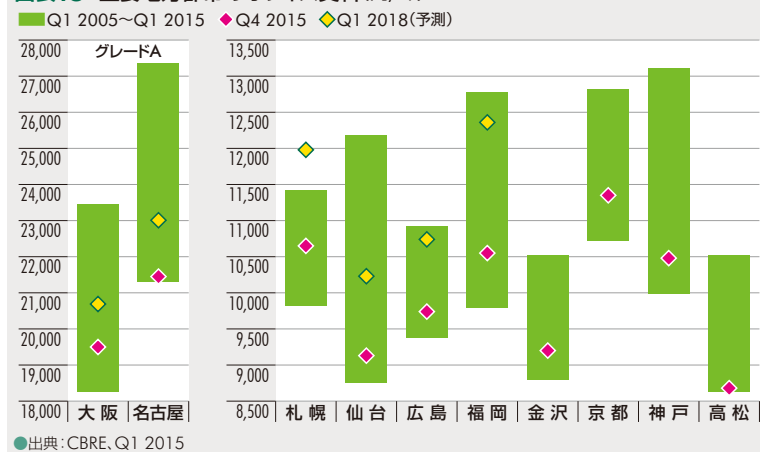
図表13: 主要地方都市のオフィス新規需要前年比伸び率



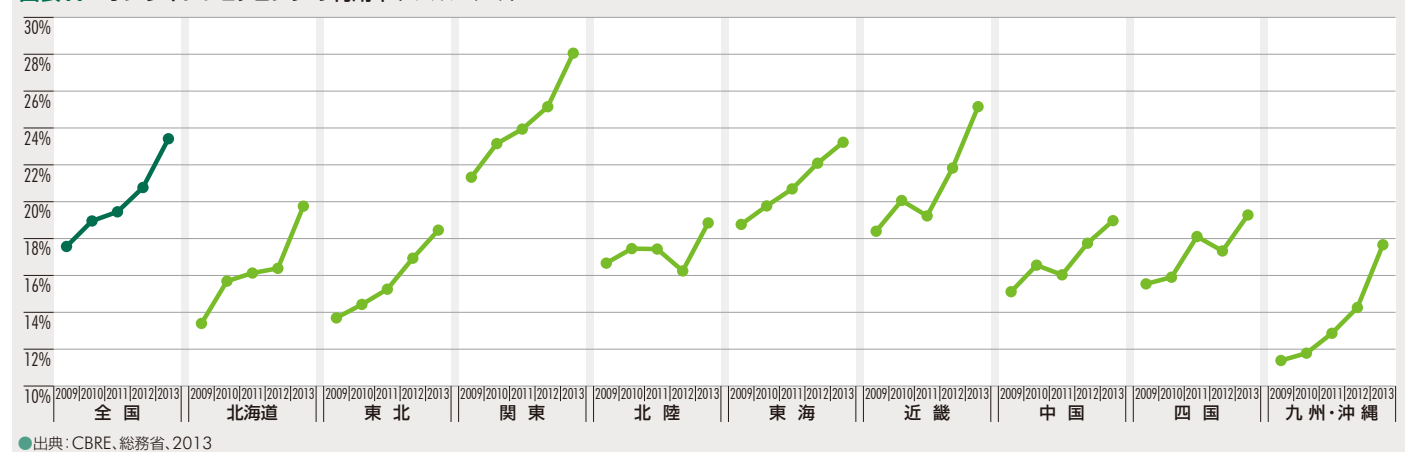
図表14: 主要地方都市のオフィス空室率(オールグレード)



図表15: 主要地方都市のオフィス賃料(円/坪)



図表17: オンラインショッピングの利用率(2人以上世帯)





開発を促している。また、J-REIT市場の拡大はもちろん、最近では私営REITも徐々に投資マーケットにおいて存在感を増している。投資家にとってこれまで以上に出口戦略が描きやすい環境が整いつつあることも追い風として、物流施設に対する投資家の関心は今後も高まっていくものと考えられる。

## 住宅

住宅投資が注目される理由の一つとして挙げられるのが、地方においても見られる都市部への底堅い人口流入である。人口減少を背景に、住宅の着工戸数は長期的には減少傾向にあり、その傾向は収益不動産として売買される賃貸共同住宅にも当てはまる。ただし、人口減少の状況はエリアによって異なっている。全国の政令指定都市を比べて見ると、大阪、名古屋、札幌、仙台、広島、福岡など、地方の大都市では転入超過が続いており、居住人口の成長が維持されている〔図表18〕。これは、地方の大都市の交通利便性が高まっていること、地方においてもオフィス需要がより中心部へシフトしていることなどが背景にあると考えられる。また、昨今の持家比率の内訳を見ると、40代以下の比率は低下傾向にあり、賃貸共同住宅に対する需要は横ばい安定、あるいは従前よりも増えている可能性がある。

また、住宅については複数エリアに所在する物件を含むポートフォリオで取引されることが多く、取得時に既にエリアのリスク分散が図られているケースが多い。そのため、地方都市の住宅を含むポートフォリオの案件でも、投資対象として検討の俎上に載るケースが多いアセットタイプである。2015年6月には「主要地方都市を中心としたレジデンス」を主な投資対象とするサムティ・レジデンシャル投資法人が上場した。同投資法人は運用対象として、賃貸住宅を80%以上、地方都市を70%程度を運用方針としており、こうした地方都市を投資戦略の中心に据えるようなプレイヤーが増えることは、地方都市での住宅投資を後押しする材料になってくるだろう。



## ヘルスケア

ヘルスケア施設に対する投資規模はまだ小さいものの、社会構造の変化によるニーズの高まりを背景に、投資家からの関心は今後ますます高まっていくことが予想される。高齢化の進展に伴い、政府を挙げた高齢化対策が進められている。2011年3月に策定された「住生活基本計画」では、サービス付き高齢者向け住宅(以下、「サ高住」)の供給促進を図り、高齢者人口に対する高齢者向け住宅(有料老人ホーム、サ高住など)の充足率を、2005年に0.9%であったものを、2020年には3%から5%に引き上げるとの政策目標が提示された。例えば、全国の政令指定都市を含む道府県(首都圏を除く)におけるサ高住の高齢者の充足率を見ると、北海道や大阪府、広島県では全国平均を上回っているものの、ほとんどの自治体において、全国平均とほぼ同水準か、それを下回っている〔図表19〕。高齢者向け住宅の目標充足率3%のうち、仮に1%をサ高住で補うと想定した場合、2020年までに必要なサ高住の戸数は、一部の自治体を除き、ほぼ全ての自治体において現状の倍以上になると試算される。

一方、ヘルスケア施設を投資対象とする投資家層も拡大しつつある。2014年11月には、有料老人ホームおよびサ高住を主な投資対象とする初のJ-REITである、日本ヘルスケア投資法人が東京証券取引所に上場した。続いて今年3月には、ヘルスケア&メディカル投資法人が上場を果たした。これらJ-REITのポートフォリオには地方都市の物件も多く含まれている。また、2013年からのヘルスケア施設の売買取引を見ると、シンガポールREIT(Parkway Life REIT)やヘルスウェイ・メディカル・デベロップメント、フォートレス・インベストメント・グループといった海外投資家も地方都市で取得している。

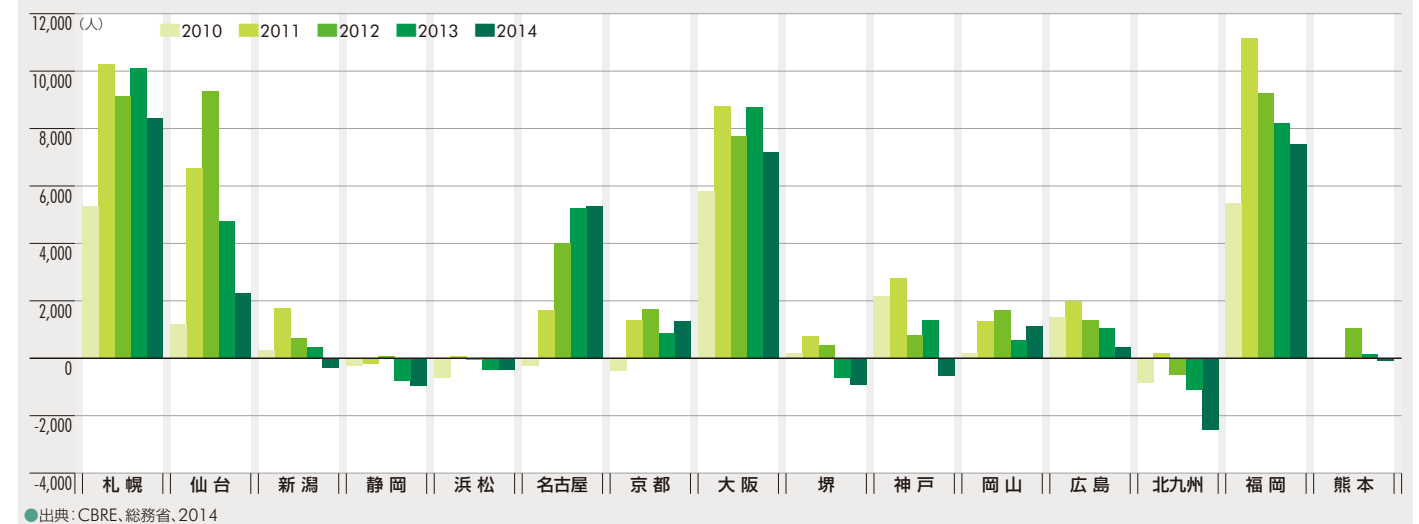
物流施設と同様、ヘルスケア施設は加速的に増加する高齢者のニーズに対して絶対的なストック量が不足しているアセットタイプである。2014年以降、ヘルスケアREITの存在感も高まっているため、開発を含めた投資活動が活発化することが期待できる。

## 地方都市におけるリスクと投資戦略

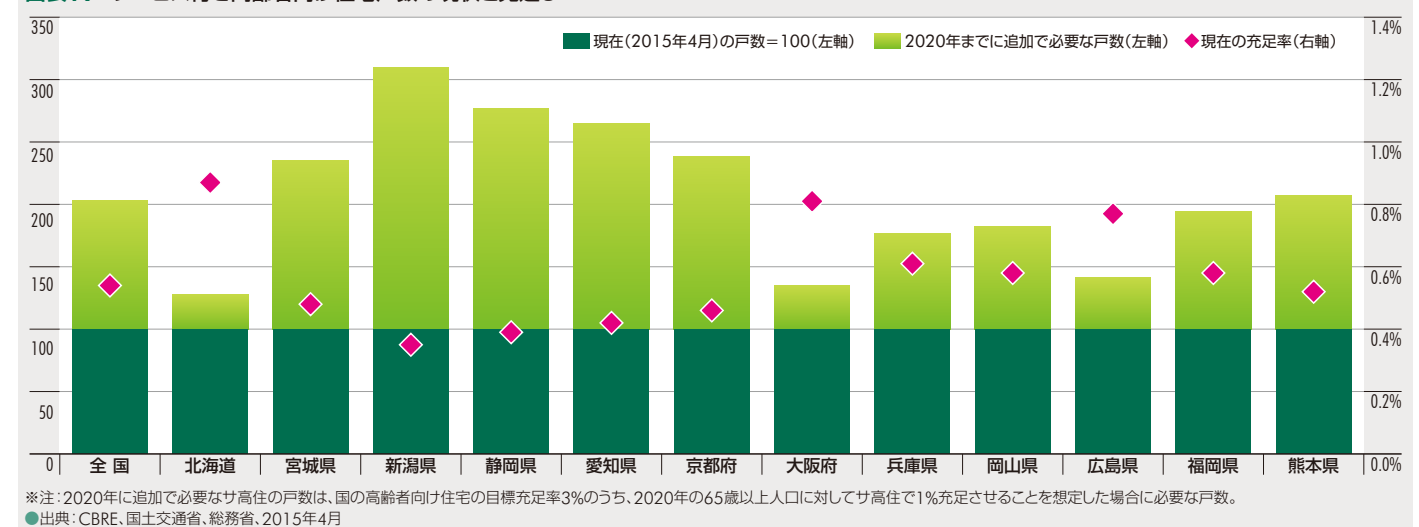
地方都市での不動産売買取引市場は再び活気を取り戻している。2013年、2014年の地方都市における売買取引件数は、リーマンショック前のピークと同様の200件程度を上回るレベルで推移している。ただし、流動性についてはまだ都市間で差が見られる。オフィス为例に、ストック(棟数)に対する売買取引件数の比率を以て各都市の投資マーケットの流動性を見ると、大阪、名古屋、福岡などでは流動性の高まりが確認できる〔図表20〕。

昨今は「インバウンド需要の拡大」、「eコマースの拡大」、「高齢化の加速」という、これまで日本が経験したことのない構造変化が明確になりつつあり、その変化の波は首都圏以外の地方都市にも及んでいる。こうした点に鑑みると、マーケットのサイクルを重視する投資のみならず、そうした構造変化に着目することで投資対象となるアセットタイプの裾野が広がり、他の地方都市でも今後は流動性が次第に高まっていくと考えられる。

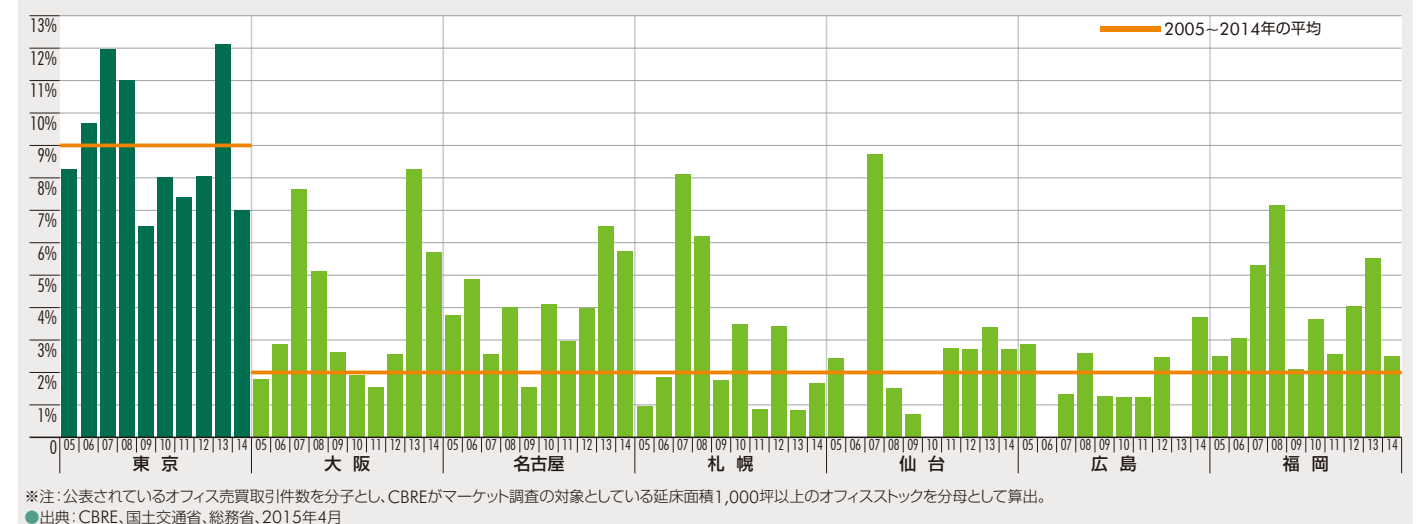
図表18: 全国の政令指定都市における転入超過数(首都圏を除く)



図表19: サービス付き高齢者向け住宅戸数の現状と見通し



図表20: 主要地方都市の流動性(2005~2014年)、オフィス売買取引件数の賃貸オフィスビルストック棟数(オールグレード)に対する比率



本稿に関するお問い合わせは

シービーアールイー株式会社 リサーチ ●MAIL: info-research@cbre.co.jp

●CBREリサーチのレポートはこちらでもご覧いただけます。

<http://www.cbre.co.jp/JP/research/Pages/research-centre.aspx>

本稿は2015年7月23日にリリースされたレポートの再録です。