

2023

1

January

Topics

不動産トピックス

トピックス1

製造業の国内回帰は進むか…………… 2

トピックス2

J-REITが都区部に保有する賃貸マンションの
インカム・リターンとキャピタル・リターンの状況… 6

マンスリーウォッチャー

J-REITのオフィスビルにみる地方四市(札幌・仙台・広島・福岡)の
投資環境…………… 8

製造業の国内回帰は進むか

コロナ下のサプライチェーンの混乱や経済安全保障の確保に加え、国際情勢の緊迫化から、安定的なものづくりを続けるために、特に重要と考えられる物資の生産や研究開発に政府の支援が提供されたり、アジアをはじめとする海外に展開した生産機能を国内に回帰させる動きが散見されます。アジア諸国の経済発展で労働コストが上昇していることや急速な円安の進行もこれを後押しする要因となって、経済的合理性からも国内で工場の新設・増設のための設備投資が拡大する可能性があります。

コロナ下の工場立地件数は低調

新たに用地を取得（賃借含む）して工場を設立する工場立地件数^{※1}は、近年は1,000件前後で推移していましたが、2020年は831件、2021年は27件（3.2%）増加の858件にとどまりました。敷地面積は4年ぶりに増加に転じました〔図表1-1〕。2018年から深刻化した米中貿易摩擦の影響に加え、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大で経済活動がグローバルに停滞したことや、先行き不透明な状況が設備投資の意欲を減退させたことなどが新規立地件数が低調となった要因と考えられます。

業種別では、「食料品」や「金属製品」、「輸送用機械」が立地件数の上位にある業種として前年比で増加しましたが、2017、18年の水準からは大きく減らしています〔図表1-2〕。

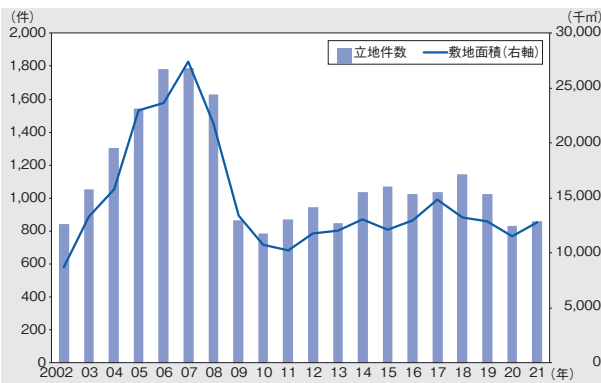
工場1件当たりの平均敷地面積は2019年以降拡大し、過去20年の最大の水準まで近づきました。他方、平均設備投資額（土地購入費を含

む。）は4年連続の低下となり、過去20年の平均程度の水準となりました。また、平均の雇用予定従業員数も減少傾向が続いており、過去20年の最小値となりました〔図表1-3〕。コロナ下で社会・経済の先行き不透明感が漂う中、工場用地は十分確保したものの、設備や雇用などへの初期投資を抑え、段階的に能力の拡大を図るような動きもあったとみられます。

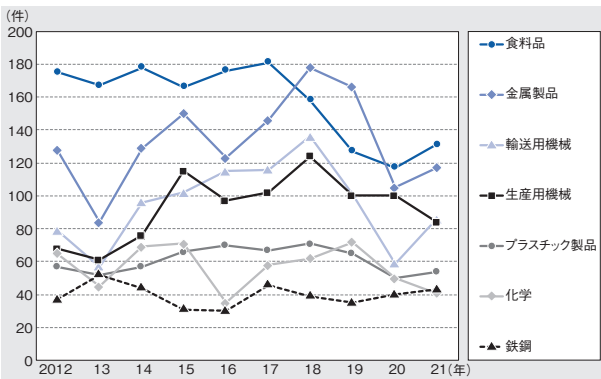
都道府県別の立地件数は、愛知県や茨城県など上位の顔ぶれに大きな変化はありません。第3位の岐阜県は近年上位にランクされるようになっており、その理由として、県では、高速道路整備で広域アクセスが充実したことや、内陸部で地盤が強固であることから地震災害リスクが低いこと、県と市町村が連携した企業誘致の推進を挙げています〔図表1-4〕。

※1：工場を建設する目的で1,000㎡以上の用地を取得・賃借した製造業、ガス業、熱供給業、電気業（水力・地熱・太陽光発電所を除く）の事業者を対象に実施するもの。

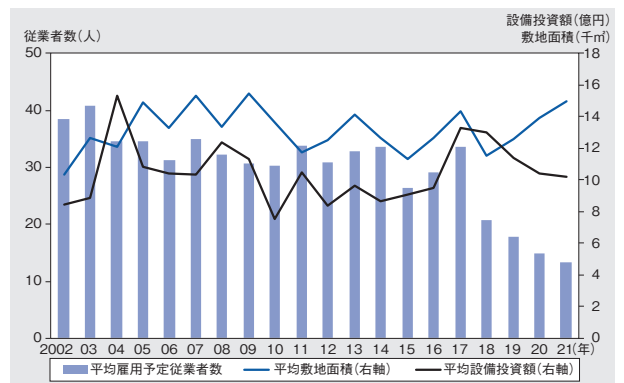
〔図表 1-1〕 工場立地件数及び敷地面積の推移



〔図表 1-2〕 業種別工場立地件数の推移(上位業種)



〔図表 1-3〕 1件当たりの敷地面積・設備投資額、雇用予定従業員数



〔図表 1-4〕 工場立地件数上位都道府県ランキング

順位	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1	静岡	茨城	茨城	茨城	静岡	静岡	愛知	愛知	茨城	愛知
2	兵庫	兵庫	群馬	兵庫	愛知	群馬	茨城	静岡	愛知	茨城
3	群馬	静岡	静岡	群馬	群馬	兵庫	愛知	静岡	静岡	岐阜
4	愛知	群馬	埼玉	静岡	兵庫	愛知	静岡	群馬	群馬	群馬
5	栃木	愛知	愛知	愛知	宮城	茨城	兵庫	岐阜	岐阜	静岡
6	埼玉	福島	兵庫	埼玉	茨城	福岡	岐阜	兵庫	兵庫	兵庫
7	福島	埼玉	栃木	栃木	岐阜	長野	福岡	新潟	栃木	埼玉
8	岐阜	福岡	岐阜	宮城	新潟	栃木	新潟	長野	新潟	新潟
9	福岡	新潟	宮城	福岡	長野	埼玉	埼玉	奈良	三重	長野
10	長野	北海道	新潟	岐阜	埼玉	新潟	長野	福岡	福岡	奈良

注) 境界線のないランクは同数で同順位

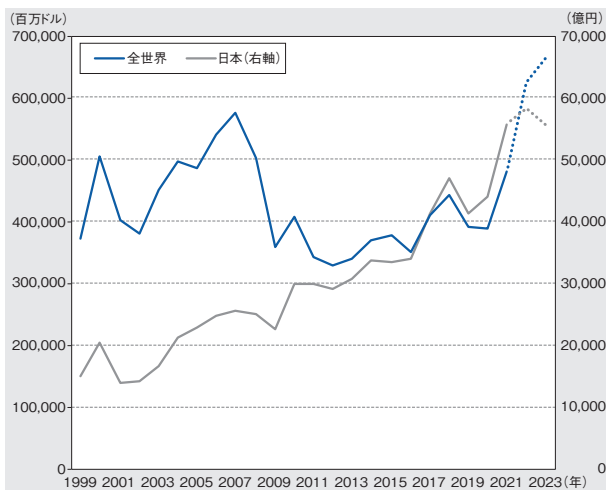
図表 1-1～1-4 のデータ出所：経済産業省「工場立地動向調査」

コロナ禍の半導体不足が世界経済に影響

半導体は、近年のデジタル化の加速によって、活用される分野が拡大したことから急激に需要が増大しています。また、半導体の需要は、景気の変動の影響を受けやすい一方、半導体の技術革新のスピードの速さと製造サイクルの長さ（工場新設決定から生産開始まで2~3年、製造には材料を投入してから完成まで数カ月を要する）などから設備投資や在庫管理のタイミングの調整が難しいとされており、好況期には大量に発注が集中して供給が不足し、不況期には需要が急減して供給過剰となります。この半導体業界特有の構造的な循環はシリコンサイクルと呼ばれ、約3~4年の周期での好不況を繰り返してきました[図表1-5]。データセンター投資の増加や第5世代通信(5G)やIoT(モノのインターネット)といった技術革新によるアプリケーションの多様化で半導体需要がさらに拡大した2017、18年頃は「スーパーサイクル」とも呼ばれ、サイクル性に変化が出たともいわれています。足下では物価高による消費減速などで需要減少がみられ不況期に向かうとみられます。

新型コロナウイルスによるパンデミックが世界に広がったことで、テレワークやオンライン学習、オンライン診断が普及し、家庭では巣ごもり需要でインターネット通販や動画視聴、ゲーム等のオンラインコンテンツを利用するため、パソコンやゲーム機などの出荷台数が増加し搭載される半導体の需要が押し上げられました。同時にコロナ禍で半導体の製造や流通が滞る事態が発生、2021年には強烈な寒波で米国の半導体工場の生産ラインが止まったり、日本では半導体工場の火災により長期間操業ができない事態が供給不足に追い打ちをかけ、自動車や家電、ゲーム機など広範な製品の生産に影響を及ぼしました。

【図表 1-5】 半導体売上の推移



注) 点線は予測値

データ出所: WSTS 日本協議会「世界半導体市場統計(WSTS)」

各国政府による自国の半導体産業支援

コロナ禍による生産・流通の停滞や米中関係の悪化、さらにウクライナ侵攻など、半導体のサプライチェーンが混乱した事態を重視し、米国バイデン政権は半導体の「レジリエントな(強靱な)サプライチェーン」の構築を目指しています。2022年8月には半導体分野や科学技術分野などに対して広範かつ多額の補助金を投じる法案「CHIPS及び科学法(CHIPS and Science Act)」に大統領が署名し成立しました。これにより、今後5年間で半導体産業に527億ドルが提供され、国内での製造や研究開発等への投資に充てられます。また、240億ドル相当と推計される半導体工場向け投資税額控除が措置されます。さらに日米の協力の強化、主要生産国である韓国や台湾を念頭に置いた地域連携にも取り組むとしています。

日本の半導体産業は1980年代には世界シェアの約50%を占めていましたが、近年は10%程度に低下しています。政府は2021年6月に「半導体・デジタル産業戦略」をまとめて国内の半導体製造基盤の確保・強化に向けた支援策を打ち出し、5G促進法^{*2}などの半導体関連の設備投資を支援する関連法改正案が22年3月に施行されました。また、同年5月に成立した経済安全保障推進法^{*3}の柱の1つであるサプライチェーンの強化を図る「特定重要物資」に半導体を候補の1つとして指定しており、有事や災害、感染症の流行でサプライチェーンが途絶する事態に備え、民間企業に助成するとしています。

他にもアジアや欧州の各国・地域で自国の半導体産業を支援する政策が推進され、生産基盤の囲い込みを図っています[図表1-6]。

※ 2: 特定高度情報通信技術活用システムの開発供給及び導入の促進に関する法律

※ 3: 経済施策を一体的に講ずることによる安全保障の確保の推進に関する法律

【図表 1-6】 諸外国等の半導体産業支援策

国・地域	産業支援策の主な動向
韓国	・2021年5月に「K-半導体戦略」を制定・発表。2030年までにソウル近郊に世界最大・最先端の半導体供給網「K-半導体ベルト」を構築する計画 ・22年1月には「国家先端戦略産業競争力強化および育成に関する特別措置法」が成立。本法に基づき指定した戦略技術(半導体や蓄電池、ワクチンを対象とする方向で検討)について、研究開発費用や設備投資に対して税額控除を措置
中国	・2014年9月、国内半導体および関連産業振興のために「国家集成电路産業投資資金」(通称「大基金・Big Fund」)を設立。第1号ファンドの総額は1,387.2億元(約2.4兆円、1元=17.2円)。2019年に組成した第2号ファンドは総額2,041.5億元(約3.2兆円、1元=15.8円)に上った。 ・2020年にAI、データセンター、5Gネットワークなどのインフラに官民で5年間に10.6兆元(約160兆円、1元=15.5円)の投資を行う「新しいインフラストラクチャ(新基建)」キャンペーンを発表。中国の国内半導体産業に大きなビジネスチャンスとなる。
台湾	・2019年1月から台湾への投資回帰を促す補助金等の優遇策を実施 ・20年7月、半導体分野に21年までに計約300億円の補助金を投入する計画を発表
欧州	・2021年3月、半導体を含むデジタル分野に今後2~3年で1,450億ユーロ(約18.8兆円、1ユーロ=129.8円)を投資する計画を公表 ・21年9月、製造を含む欧州の最先端チップ・エコシステムの構築を目指し、「新・欧州半導体法案」の制定を宣言。22年2月、域内の半導体産業を強化し、米国やアジアからの供給への依存を減らすため、官民で2030年までに430億ユーロ(約5.6兆円)を投じる「欧州半導体法案」を発表
インド	・2021年12月、電子産業(半導体およびディスプレイ)の誘致・育成を図る包括的な政策プログラムを発表。総額7,600億ルピー(約1,14兆円、1ルピー=約1.5円)の予算を計上し、半導体やディスプレイメーカーの工場新設に際して、投資コストの50%を上限に財政支援等を行う。

注) 日本円への換算は原則公表当時の為替レートによる。

出所: JEITA 半導体部会『国際競争力強化を実現するための半導体戦略 2022年版』等より作成

半導体関連工場の立地設備投資動向

2021年10月、半導体受託生産（ファウンドリ）の世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）が日本での工場建設を公表しました。TSMCやソニーセミコンダクタソリューションズ、デンソーが出資するJapan Advanced Semiconductor Manufacturing（JASM）を設立し、熊本県菊陽町の敷地約21.3haに建設中の工場が24年12月から生産を開始する予定です。総投資額は86億ドル（公表時の為替レートで約9,800億円）となる見込みですが、5G促進法による認定特定半導体生産施設^{※4}として国は最大で4,760億円の補助を決定しています。工場進出により今後10年間で約4兆2,900億円の経済波及効果が生まれ、約80社が県内に工場・事業所を新增設し、JASMの約1,700人を含めた7,500人分の雇用が創出されるという試算^{※5}もあります。JASMは装置や材料の国内調達を5割とする目標を掲げており、熊本県によると、半導体関連企業の新増設などの立地件数は2021年度に過去最多の22件となり、22年度も9月末までに10件に上るなど、関連産業の進出が相次いでいます。このため近隣市町を含めて新たな工業団地の造成やこれらの従業員のための住宅や生活関連施設の開発が進められています。2022年の都道府県地価調査では菊陽町の工業地の調査地点において前年からの上昇率が31.6%で全国1位となり、県内の商業地や住宅地の上昇率の最高地点も菊陽町でした。

さらにキオクシア等が1兆円規模の投資をする四日市工場（三重県四日市市）の新製造棟と、マイクログループが広島工場（広島県東広島市）に増設した製造棟に対してそれぞれ929.3億円、464.7億円の国からの支援が決定しています。他にも主に既存生産拠点における増強としての投資計画が公表されており、中には一度閉鎖した工場の再稼働もみられます〔図表1-7〕。半導体産業は製造装置や部材・部品など関連産業のすそ野も広く、周辺産業の設備投資も活発化するとみられます。

また、経済産業省は次世代半導体の設計・製造基盤確立に向けた新たな研究開発組織「技術研究組合最先端半導体技術センター（LSTC）」を日米連携の下、2022年中に立ち上げるとともに、製造基盤の確立に向けた研究開発プロジェクトの採択先をキオクシア、ソニーグループ、ソフトバンク、デンソーなどの日本企業8社が出資して設立する「Rapidus株式会社」に決定しました。LSTCとRapidusが連携して2020年代後半に「ビヨンド2ナノ（回路線幅が2nmクラスの次世代半導体）」と呼ぶスーパーコンピュータやAI（人工知能）向けの次世代半導体の製造基盤を確立することをめざし、Rapidusがファウンドリとして量産を担う計画です。

※4：5G通信システムに不可欠な特定半導体等について、10年以上の継続生産や需給逼迫時の増産などの一定基準を満たす計画の対象となる生産施設

※5：株式会社九州フィナンシャルグループによる試算（2022年9月7日）

〔図表 1-7〕 国内半導体工場への投資事例

事業者	所在地	概要
ミネベアアミツミ	北海道千歳市	パワー半導体（電力の制御や変換に特化した半導体）の一種であるIGBT（絶縁ゲートバイポーラトランジスタ）を生産する千歳事業所で成膜装置や帯電した原子や分子（イオン）注入機、洗浄装置など裏面加工工程の装置を増設。22年度後半稼働
富士電機	青森県五所川原市	子会社の富士電機津軽セミコンダクタでラインを新設してSiC（炭化ケイ素）パワー半導体を増産。電気自動車（EV）など電動車向けを見込む。24年度に量産開始予定
キオクシア	岩手県北上市	フラッシュメモリ（電氣的にデータの消去と書き換えができる半導体メモリ）を製造する北上工場で新棟となる第2製造棟の建設を開始。23年竣工・稼働予定。総投資額は1兆円規模
キャノン	神奈川県平塚市	平塚事業所の敷地内にCMOSイメージセンサー（レンズから入った光を電気信号に変換する半導体）新工場を建設。23年7月に稼働予定。神奈川県企業立地支援事業に認定され、投資額は約214億円で操業開始時に200人を雇用予定
ルネサスエレクトロニクス	山梨県甲府市	900億円規模の投資をして2014年に閉鎖した甲府工場の稼働を再開。300nmウエハー対応のパワー半導体量産ラインとして24年稼働予定
富士電機	長野県松本市	松本工場8インチ（200mm）ラインの生産能力を拡大。22年度内に車載用SiCパワー半導体も量産
東芝デバイス&ストレージ	石川県能美市	加賀東芝エレクトロニクスの工場に300nmウエハー対応のパワー半導体製造棟を新たに建設。生産能力は21年度比の2.5倍に増強される。24年度内の稼働を予定
ミネベアアミツミ	滋賀県野洲市	オムロン野洲事業所内の半導体・MEMS工場を21年に取得。アナログ半導体（連続的な電気信号（アナログ信号）を処理・制御するための半導体）生産の増強に向けて100億円を投資し、8インチウエハー換算で月産約2万枚の生産体制を構築
UMC	三重県桑名市	日本拠点のユナイテッド・セミコンダクター・ジャパン（USJC）三重工場の300mmラインで23年上期からデンソーのIGBTを生産する予定
キオクシア	三重県四日市市	四日市工場第7製造棟（第1期）の稼働を22年秋から開始。3次元フラッシュメモリ第6世代製品（162層）および次世代品を製造する。20年にシャープから取得した福山工場で22年春からパワー半導体の量産を開始。24年度から300mmラインの稼働を予定。総投資額は土地・建物取得費用を含めて約200億円を見込む。
三菱電機	広島県福山市	
ローム	福岡県筑後市	子会社のローム・アポロ筑後工場にSiCパワー半導体の新製造棟を建設。使用電力の100%を再生可能エネルギーでまかない、BCP対策を強化
ソニーグループ	長崎県諫早市	ソニーセミコンダクタマニュファクチャリング長崎テクノロジーセンターで21年4月から稼働しているスマートフォンカメラ向けCMOSイメージセンサーを製造する5棟目の工場を拡張。第1期増築部分が22年8月に竣工し、23年後半に第2期増築部分が完成予定

出所：各社の開示資料や報道資料より作成

工場の国内回帰の動き

コロナで改めて見直される国内生産

コロナ前においても、中国をはじめとするアジア諸国などに置いた海外生産拠点を日本国内に戻

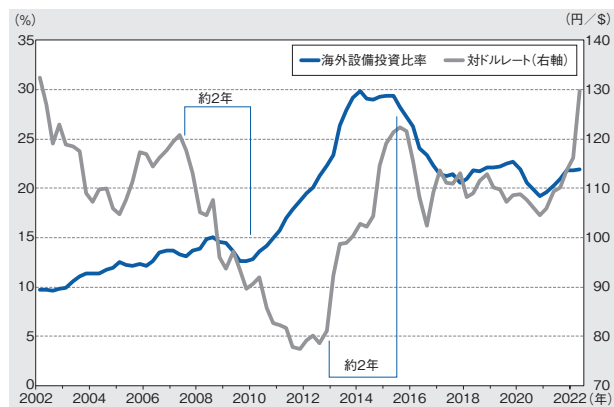
す動き（リショアリング）は、①進出先の経済成長による労働コストの上昇や②円安傾向によるコスト差の縮小、③国内マザー工場の機能強化、④政治的・社会的・軍事的な緊張によるリスクの回

避などを理由に散見されていましたが、コロナ下では⑤ロックダウンや移動制限による工場の操業停止や物流網の停滞によるサプライチェーンの混乱、⑥経済安全保障の考えによるマスクなどの衛生用品や生活必需品、重要物資の安定的な確保、などから生産拠点のアジア諸国への分散や国内回帰を図るケースがあったとみられ、政策的な支援^{※6}もこれを後押ししたと考えられます。

2022年に入ると、ウクライナ侵攻による国際物流の混乱や原油などの価格高騰が物流コストを上昇させたことや、一段と進んだ円安も海外生産のメリットを減衰させていると考えられます(ただし資源・エネルギー価格の高騰や円安が国内での生産コストを増大させる面もあります)。経験的には為替の大きな変動から約2年後に海外への設備投資の割合が変動しています[図表1-8]。また、海外に進出する製造業は2020年度に過去20年で最少となり、撤退する企業は高水準になりました[図表1-9]。このような環境が続けば製造業における今後の海外投資は抑制的になる可能性があります。

一方、国内の製造拠点への設備投資では、BCP対応など強靱なサプライチェーンの構築を意

【図表 1-8】 製造業の海外設備投資比率の推移



データ出所：経済産業省「海外現地法人四半期調査」、財務省「法人企業統計」、IMF「IMF DATA」より作成

【図表 1-10】 製造業の国内生産体制の強化の動き

企業	所在地	生産品目	竣工/稼働時期	内容
SMC	岩手県遠野市	FA(工場自動化)機器向け空気圧制御機器	2025年春	遠野工場に隣接して部品供給メーカーが入る新工場「遠野サプライヤーパーク」を建設。同社とサプライヤーが協業体制をとり、一貫生産体制とすることで品質改善、コスト低減、在庫適正化、製造リードタイム削減による競争力強化を図る。部品メーカーと合わせた投資額は400億円規模
TDK	秋田県にかほ市	電子デバイス	2023年9月	スマートフォンの無線充電器向け部品工場を新設。同社の新工場は約7年ぶりとなる。投資額は建屋および設備で約90億円。使用電力の100%を再生可能エネルギーでまかない、プロセスの省人化にも対応
SUBARU	群馬県大泉町	自動車	2027年以降	大泉工場の敷地内に、電気自動車(EV)生産用の建屋を建設。新工場の建設は60年ぶりで、別工場も含めて国内生産体制の強化に今後5年間で約2,500億円を投じる計画
キャノン	栃木県宇都宮市	半導体製造装置	2025年上期	宇都宮事業所内の約7万㎡の空き地に21年ぶりに半導体露光装置の新工場を建設する。新工場建設で他拠点と合わせて、同社の生産能力を2倍近くまで高めて拡大する半導体市場の需要に対応する。投資額は建設費として380億円を見込む。
日東工業	愛知県瀬戸市	電気機器収納用キャビネット等	2024年春	再生可能エネルギーで全ての電力をまかなうなど環境負荷低減に配慮し、DXを採り入れたスマートファクトリー(顧客が入力した仕様データ(サイズ、穴加工、色など)を生産設備に活用して自動かつ多品種少量生産に対応する生産システム)を導入し、納期の短縮および高品質で高効率な生産を図る。
三菱電機	愛知県尾張旭市	FA(ファクトリオートメーション)製品	2025年4月	FA機器を生産する工場を約130億円(土地取得、造成工事、工場建設)を投じて建設。次世代工場として、5G通信やAIの活用に加え、高度なSCM(Supply Chain Management)、ECM(Engineering Chain Management)を構築し、納期の短縮および高品質で高効率な生産を図る。
JFEエンジニアリング	岡山県笠岡市	モノパイル	2024年4月	JFEスチール西日本製鉄所(福山地区)の敷地内に洋上風力発電設備の着床式基礎(モノパイル式)新工場を建設。津市にある関連工場と合わせて約400億円の投資額を見込む。
アイリスオーヤマ	岡山県瀬戸内市	家電製品	2025年10月	国内10工場目となる「岡山瀬戸内工場」を新設。総投資額は約100億円です。家電工場として国内生産を強化する。また、輸送コストの高騰対策で衣装ケースなど約50種類の製品の生産を中国から国内の3工場に移管
SUMCO	佐賀県伊万里市	シリコンウエハー	2023年	久原工場の敷地に新工場棟を建設し、直径300mmシリコンウエハーの生産能力の増強を図る。投資額は2,015億円です。フル稼働する2025年までの間に500~600人の正社員を新規採用する予定

出所：各社の開示資料や報道資料より作成

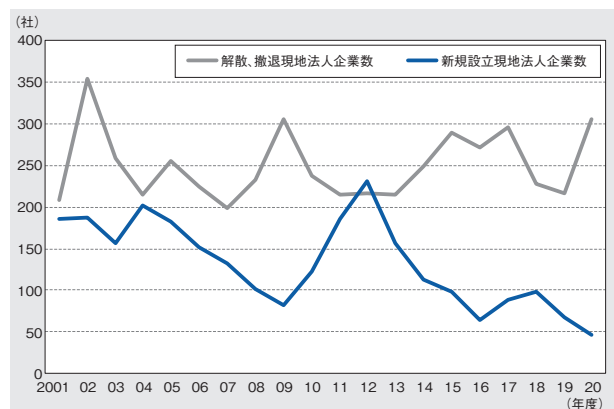
図したものや、家電や精密機械など付加価値の高い製品の工場、5G通信やAIなどの最新技術を導入して高効率化を図ったスマートファクトリー等の新增設がみられます[図表1-10]。

今後の製造業の国内/海外投資の動きは国際情勢や金融環境等によって大きな影響を受けるとみられますが、国内生産のコスト競争力が高い製品や経済安全保障上の重要物資の他、主に国内消費される(あるいは輸出向けにもブランド力のある)高品質・高機能な高付加価値製品、技術進歩のスピードが速い製品などが国内生産に重心を移す可能性があります。その際は稼働に余裕のある既存国内工場の増強といった対応も考えられますが、生産年齢人口の減少により労働力の不足が見込まれることから高効率化や省人化・自動化を進めたスマートファクトリー化が推進されるとみられます。

(以上、都市未来総合研究所 下向井 邦博)

※6:「マスク等生産設備導入支援事業費補助金」、「サプライチェーン対策のための国内投資促進事業費補助金」、「海外サプライチェーン多元化等支援事業」など

【図表 1-9】 製造業の海外現地法人の進出・撤退状況



注)「現地法人」は、海外子会社(日本側出資比率が10%以上の外国法人)と海外孫会社(日本側出資比率が50%超の海外子会社が50%超の出資を行っている外国法人)。撤退とは「解散、撤退・移転」及び「出資比率の低下(日本側出資比率が0%超10%未満となった。)」をいう。

データ出所：経済産業省「海外事業活動基本調査」

J-REITが都区部に保有する賃貸マンションの インカム・リターンとキャピタル・リターンの状況

J-REITが保有する一棟賃貸マンション(以下「賃貸マンション」という。)では、2011年以降純収益はおおむね横ばいでしたが、物件評価額(J-REITが期末に開示する鑑定評価額)は大きく上昇しました。本稿では、都区部における賃貸マンションのインカム・リターンとキャピタル・リターンを整理し、リターン特性を考察します。

J-REIT 保有の賃貸マンションではキャピタル・リターンも大きかった

一定の投資期間内の運用収益とキャピタル・ゲインまたはロス(以下、キャピタル・リターンという。)を合算した収益を、トータル・リターンといいます。不動産投資では、トータル・リターンは運営で得られる純収益(=運営収入-運営費用)の大きさを表すインカム・リターン(=純収益÷前期末評価額)と、当該期末に売却した場合の売却益の大きさを表すキャピタル・リターン(=(当期末評価額-前期末評価額)÷前期末評価額)で構成されます^{※1}。

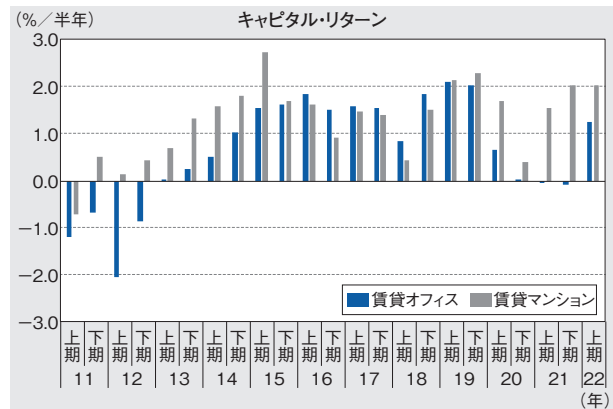
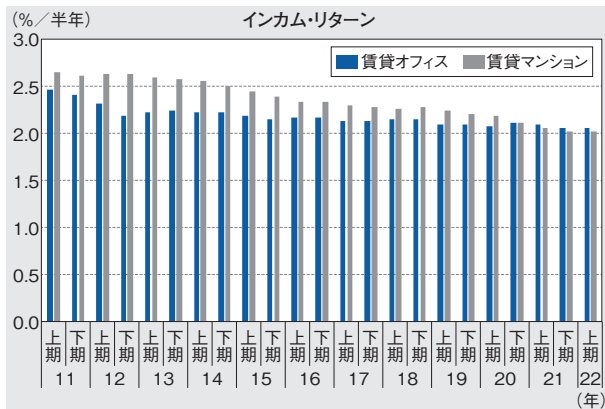
J-REITが都区部に保有する賃貸マンションのインカム・リターンとキャピタル・リターン^{※2}を賃貸オフィスと比較すると[図表2-1]、インカム・リターンは2012年頃までは、賃貸マンションの方が高い傾向がありましたが、2013年度頃から、純収益

がおおむね横ばいであったのに対し、物件評価額が比較的大きく上昇[図表2-2]したことで、賃貸マンションのインカム・リターンは低下し始め、2020年下期にはわずかですが純収益の減少もあり賃貸オフィスと同水準となりました。

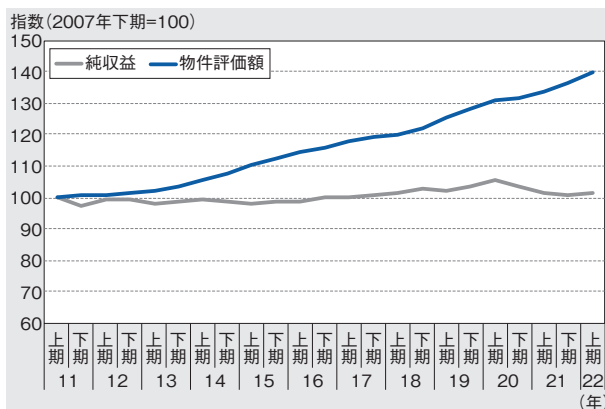
物件評価額の上昇は同時に、賃貸マンションのキャピタル・リターンを高め、賃貸オフィスと同等以上の水準を示しました。特に、2020年上期以降は明らかに賃貸マンションの方が大きくなりました^{※3}。

2011年上期以降から賃貸マンションを保有している場合は、純収益がおおむね横ばいで推移し、安定した収益が得られたことに加え、大きなキャピタル・リターンも得られると考えられ、売却の好機とも考えられます。

[図表 2-1] インカム・リターンとキャピタル・リターン



[図表 2-2] 賃貸マンションの純収益と物件評価額の推移



注)純収益と物件評価額は2011年上期を100として指数化した平均値

※1:本文中の各式は、基本的な式を示している。
 ※2:インカム・リターンとキャピタル・リターンは、ともに期初に取得し、期末に売却した場合のリターンを表している。J-REITの決算は半年ごとが大半であるため、半年利で計算した。J-REITのデータは2011年上期から連続データが得られる物件を対象にした。なお、マスターリース契約などで賃料保証されていると判断した物件は除外した。
 ※3:J-REIT物件は、市場の平均的な物件と比較して競争力を持っていると考えられることや募集条件の見直しによって稼働率を維持している面もあると考えられ、そうした特殊性を考慮する必要がある。

図表 2-1、2-2 のデータ出所:都市未来総合研究所「ReiTREDA」

急激な円安で外資系法人は思惑通りの投資リターンが得られないケースも

2022年での急激な円安により〔図表2-3〕、外資にとっては、従前から継続している低金利での借入環境等に加えて、本国通貨換算では従前よりも低額で投資でき、日本の不動産に投資しやすい環境とされます。一方、売却に関しては、為替差損が顕在化するケースが多いと考えられ、得られるトータル・リターンとのバランスが意識される状況と考えられます。

開示された不動産売買の情報に基づき、2022年9月までの全国の不動産取引額の状況^{※4}をみると〔図表2-4〕、2022年度上期では、外資系法人が最も取得額が大きい買主セクターとなりました。

外資系法人による賃貸マンション^{※5}の売買の状況をみると〔図表2-5〕、2014年度以降売買額が大きくなっており、2014年度下期と2017年度上期及び2019年度下期では取得額が大きく伸びたタイミングで売却額も大きく伸びました。これらの取引額の中で多くを占めたのは、外資系法人同士での複数賃貸マンションの一括取引でした。

J-REITの都区部に所在する賃貸マンションのデータと為替レートのデータを用いて、外資系法人による1,000万ドルの3年間投資を前提に、①2014年度下期に取得したケース、②2017年度上期に取得したケース、③2019年度下期に取得したケース、で為替差損益を含む投資リターンを試算しました^{※6}〔図表2-6〕。トータル・リターンはいずれも3年間で23%以上ですが、投資リターンは、③のケースでは同0.2%にとどまります。

外資系法人にとって、急激な円安で売却により為替差損が顕在化することで、本国通貨での投資リターンが思惑通り得られないケースも考えられます。（以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司）

※4：本稿の不動産売買取引に係る実績データは都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」による。不動産売買実態調査は「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」に基づき東京証券取引所に開示された固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などで報道された情報から、譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行うもの。当該取引の開示または記事日付を取引の基準日として採録している。金額は報道機関等による推計額を含む。数値化のため、「約」などの概数表記を省いたものや範囲表記の中間値を採用したものなど、報道された値を修正したものを含む。

※5：雇用促進事業団住宅のような特殊な住宅も含まれる。

※6：売買手数料等の要素は考慮外とした。

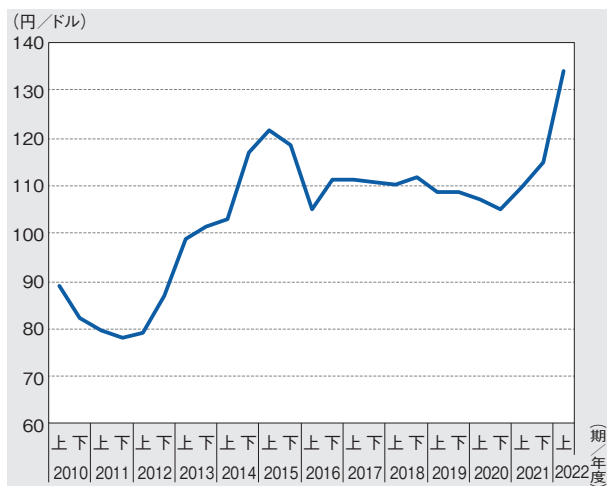
〔図表 2-6〕 3年間の投資リターンの試算

投資時期 ^{注)}	インカム・リターン	キャピタル・リターン	トータル・リターン	投資額 (億円) (1000万ドル分)	投資時 円ドルレート	終了時 手元額(億円)	終了時 手元額(万ドル)	終了時 円ドルレート	ドル建て投資 リターン
① 2014年下期に取得	15.2%	10.6%	25.8%	10.3	103.0	13.0	1,167.1	111.1	16.7%
② 2017年上期に取得	14.4%	9.5%	23.9%	11.2	111.5	13.8	1,269.3	108.8	26.9%
③ 2019年下期に取得	13.3%	10.3%	23.6%	10.9	108.6	13.4	1,002.1	134.0	0.2%

注) 投資期間は期始め～期終りまでとした。

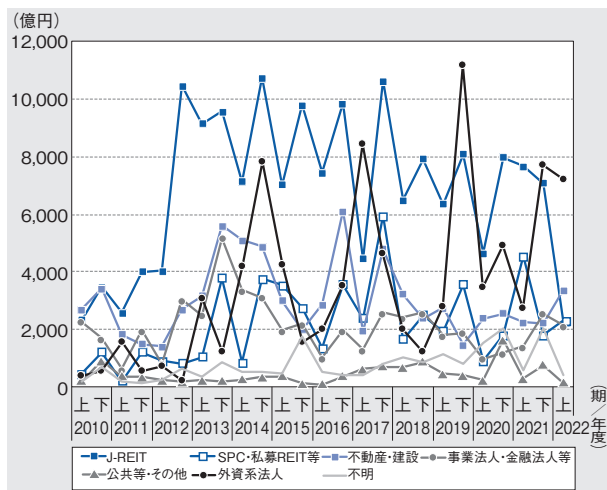
データ出所：インカム・リターンからトータル・リターンは都市未来総合研究所「ReiTREDA」、円ドルレートはみずほ銀行「外国為替公示相場ヒストリカルデータ」を用いて試算

〔図表 2-3〕 円 / ドルレートの推移

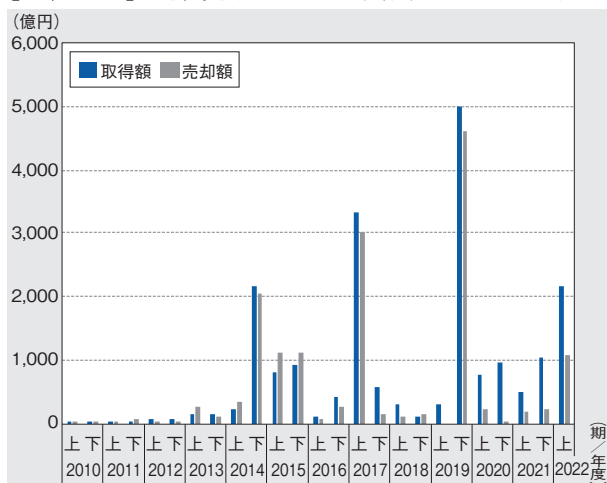


データ出所：みずほ銀行「外国為替公示相場ヒストリカルデータ」

〔図表 2-4〕 不動産売買額の推移 (買主セクター別)



〔図表 2-5〕 外資系法人による賃貸マンションの売買



図表 2-4、2-5 のデータ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

J-REITのオフィスビルにみる地方四市(札幌・仙台・広島・福岡)の投資環境

2022年(令和4年)の都道府県地価調査によると、地方四市(札幌市・仙台市・広島市・福岡市)の商業地の上昇率は+6.9%で、三大都市圏の+1.9%と比べ大きく上昇しました。

J-REITが地方四市で保有するオフィスビルの期末鑑定評価額^{*1}は、ファンド・バブル後(2008年下期以降)においては2013年下期から上昇に転じており、コロナ下の2020年上期以降も上昇が続いています[図表3-1]。地方四市のNOI評価額利回り^{*1*2}は、期末鑑定評価額が上昇に転じた2013年下期頃から下落基調で推移するものの、評価額に遅れNOI^{*3}も2016年下期頃から上昇基調に転じているため、近年は下げ止まりの傾向がみられます。

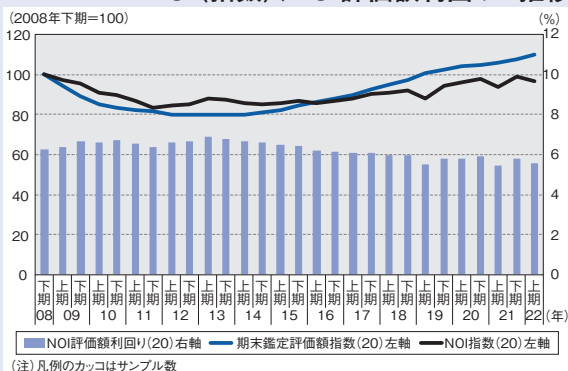
直近(2022年下期)における地方四市のNOI評価額利回り^{*3}は、三大都市圏の東京都心5区^{*4}と比べ1.5% pt、大阪市と比べ0.7% pt、名古屋市と比べ0.3% pt高い水準です[図表3-2]。地方四市の中では、福岡市の利回りが4.9%と低く、名古屋市と同程度の水準です。広島市の利回りが5.7%と高く、各市で違いがみられます。

コロナ下における地方四市の各市別の期末鑑定評価額^{*5}をみると、感染拡大前の2019年下期を100とした直近(2022年上期)の指数は福岡市110、札幌市106、仙台市103、広島市102と上昇幅に違いがみられます[図表3-3]。同じく直近のNOI^{*5}の指数は札幌市111、福岡市108、仙台市102、広島市102であり[図表3-4]、地方四市の中では福岡市や札幌市に所在する物件の運用状況が比較的堅調です。

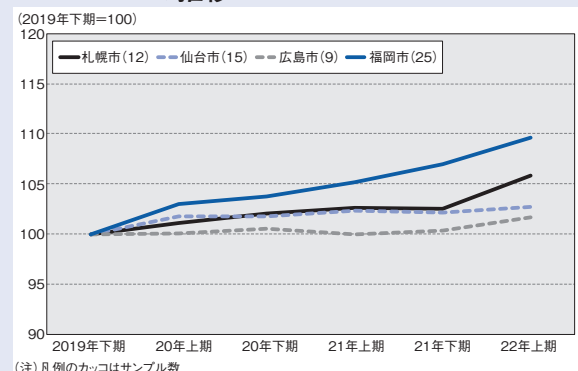
(以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹)

- ※1：2008年下期から連続してデータが公表されている20物件(データ期間で追加取得のあった物件は除く。札幌市3・仙台市5・広島市2・福岡市10)の平均
- ※2：NOIはNet Operating Incomeの略。収入(賃料)から、実際に発生した経費(管理費、固定資産税など)のみを控除して求める。NOI評価額利回りは各期のNOI(年換算)を期末鑑定評価額で除したものである。
- ※3：2022年上期に公表されている物件の各平均(地方四市のサンプル数は65物件)。サンプルが異なる関係で地方四市のNOI評価額利回りは図表3-1の2022年上期のNOI評価額利回りと一致しない。
- ※4：東京都心5区は千代田区、港区、中央区、新宿区、渋谷区
- ※5：2019年下期から連続してデータが公表されている61物件(データ期間で追加取得のあった物件は除く。札幌市12・仙台市15・広島市9・福岡市25)の各平均

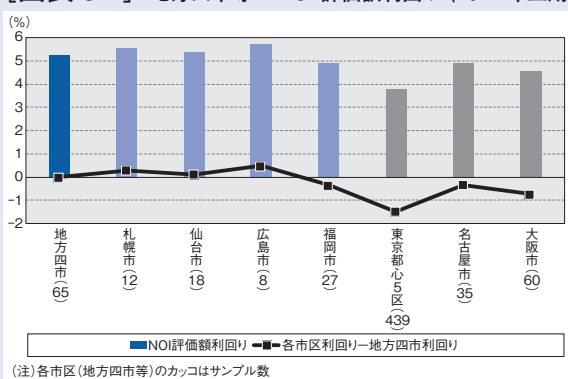
【図表 3-1】 地方四市の鑑定評価額(指数)とNOI(指数)、NOI評価額利回りの推移



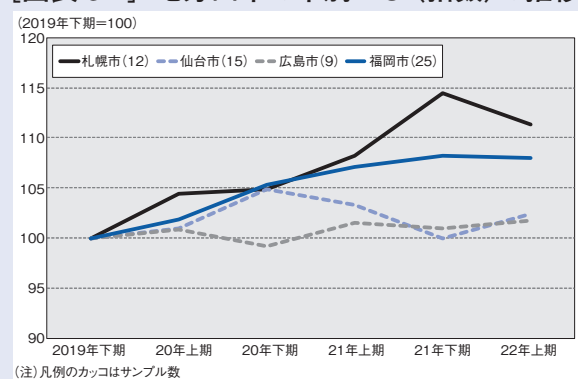
【図表 3-3】 地方四市の市別鑑定評価額(指数)の推移



【図表 3-2】 地方四市等の NOI 評価額利回り (2022 年上期)



【図表 3-4】 地方四市の市別 NOI(指数)の推移



図表 3-1 ~ 3-4 のデータ出所:都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産トピックス 2023.1

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.tmri.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)