

令和6年3月14日

公益財団法人  
産業構造調査研究支援機構 御中

住 所 島根県松江市西川津町 1060  
機関名 国立大学法人島根大学法文学部  
代表者 学部長 丸橋 充拓



産業構造調査研究事業報告書

産業構造調査研究事業の実施について、下記の通り報告します。

記

- 1、研究課題 不動産投資市場の形成が日本の産業構造に及ぼす影響に関する研究
- 2、研究代表者 菊池 慶之
- 3、研究実施の概要 別紙のとおり

## 研究事業に関する実施概要

### 調査・研究の目的

不動産の資産的な価値に注目し、投資対象として不動産を所有することは、古代ローマ貴族の大土地所有から、副業としてのアパート経営まで古今東西にあまねくみられる経済活動であり目新しいものではない。しかし、2000年代以降の金融市場を通じた不動産投資の拡大は、経済活動に占める投資金額の割合、投資家と投資対象の空間的な広がり、多様な主体が錯綜する投資経路の複雑さといった点で、これまでの不動産投資とは全く異なる社会的・経済的なインパクトを有している。本研究が対象とする不動産投資市場とは、このような金融市場を通じた不動産投資を可能とする、制度や仕組みと、売買や仲介に関与する主体、そして実際に取引に供される不動産そのものを指す。

不動産投資市場の形成の背景には、不動産価格をリスクとリターンによって標準化することで、個別性、地域性に囚われずに投資可能な金融商品に変換する金融工学の発展とともに、金融市場と不動産市場に関する専門的な知識を有する関連部門の成長がある。この結果、不動産業とその関連部門は、産業構造や地域経済の成衰にも大きな影響を与える主体となりつつある。特に資金を拠出する投資家と、様々な投資家から資金を集め不動産の取得、運用、売却等を行うアセットマネージャーは投資対象不動産・地域の選択を通じて地域経済に大きな影響を及ぼす。

従来、日本の不動産市場においてこれらの役割を担ってきたのは不動産デベロッパー、生命保険、鉄道会社といった国内の大手不動産資本であったが、1990年代以降は保有不動産の価格下落により財務体質が悪化しプレゼンスを低下させた。一方で、不動産証券化市場と関連産業の成長、定期借地・借家権などの貸し手保護の法制度の整備などにより、従来とは異なる属性の主体が不動産投資市場に参入するようになった(金 2013)。例えば、国内外の投資家から運用資金を受託し不動産投資を行う新興のアセットマネージャーや自社のバランスシートから切り離れた不動産を運用する事業会社、国境を越えて投資活動を行うグローバルプレイヤーなどである。しかし、ローカルな市場に依拠してきた伝統的な不動産資本と、世界各国の市場を比較し機動的に投資対象を選別するグローバルプレイヤーとでは投資対象の選別やリスクに対する感度が大きく異なる。したがって、ローカルな不動産市場におけるプレイヤーやその役割の差異を把握することが、不動産投資市場の地域別の構造とその形成要因を明らかにする上で重要である。

また、不動産投資市場の形成が地域経済に与える影響についても依然として不明瞭である。景気拡大期においては、投資家の不動産取得活動が、地価の上昇や建築活動を活発化させ、都市空間の更新を促したことが指摘されている(矢部 2008)。しかし景気後退期、特に金融危機が不動産価格の下落につながった時期に、不動産投資市場が地域経済にどの程度影響してきたのかは明らかでない。不動産投資市場の形成を通じて地域経済が金融市場に結合されることは、国際的な金融センターにおける金融危機をダイレクトに波及させることになる。この結果、地域経済はより大きなボラティリティにさらされると言えよう。加えて、地域経済の停滞や自治体財政の逼迫を背景に、都市インフラの更新を意図した自治体の不動産投資誘致政策が進み、自治体財政そのものも金融化しつつある。したがって、地域における不動産投資市場の形成状況とその産業構造への影響を検討することは、地域経済の持続可能性を明らかにする上で

重要な課題である。そこで本研究では不動産投資市場に関与するプレイヤーを整理するとともに、関連産業のプレゼンスの変化を把握する。その上で、地域別の投資金額・投資件数と産業としてのプレゼンスの比較検討を通じて、不動産投資市場の拡大が産業構造に与えている影響を明らかにすることを目的とする。

不動産投資市場を産業構造や地域経済との関係から扱った研究は金融危機以降に急増している。これは、金融市場を通じた不動産投資のグローバル化が地域経済の持続可能性に大きな影響を及ぼすという認識が強まったためである (Lin 2017)。しかし、不動産投資市場は参加主体やその仕組み自体の匿名性が高く分析可能なデータも少ない。このため投資対象となる不動産の種別やプレイヤーの差異などの質的な側面に関する研究は限られている。申請者はこれまでの研究で、民間データベンダーの資料や公的縦覧資料などを利用し独自のデータベースを作成してきた (科研費研究番号 19K01169: 不動産の金融化が地域社会へ与えるインパクトに関する研究, 研究代表者 菊池慶之)。本研究ではこれらのデータベースを活用し、不動産投資市場に関与する、国内外の不動産資本、金融仲介業、不動産管理・仲介業などのプレイヤーの盛衰が日本の産業構造に及ぼす影響を明らかにする。

なお、不動産投資市場を産業構造や地域経済との関係から扱った研究は欧米を事例としたものが主体であり、日本を始めとする東アジアに関する研究は非常に少ない。土地・金融制度やグローバルプレイヤーと地域経済との距離感が異なる日本の事例を検討することは、世界的に拡大する不動産投資の国や地域による差異を検討する上でも重要な事例になると考えられる。本研究では、日本国内における偏在に加えて、複数の国における関連部門の産業としての規模を比較し、日本における不動産投資関連部門の集積状況の相対的な位置づけについても検討を加える。

—参考文献—

- ◇金 惺潤 2013. 『不動産投資市場の研究—1992年から2011年の市場変遷と投資行動の二十年史』東洋経済新報社.
- ◇矢部直人 2008. 不動産証券投資をめぐるグローバルマネーフローと東京における不動産開発. 経済地理学年報 54: 292-309.
- ◇Lin, G. C. S. 2017. Making sense of the uneven geography of urban and regional growth in the era of financialization: Financial intermediation, institutions and markets. *Area Development and Policy* 2: 245-250. DOI: 10.1080/23792949.2017.1347049.

#### 実施体制

研究代表者 菊池慶之 (島根大学法文学部准教授)

- ・不動産投資市場に関わる産業の時系列分析
- ・不動産投資市場の関係者に対するヒアリング
- ・研究成果を取りまとめ

研究分担者 手島健治 (一般財団法人日本不動産研究所, 主席研究員)

- ・不動産投資市場におけるプレイヤーの分類・整理
- ・不動産投資市場の地方経済への影響分析

研究分担者 吉野 薫 (日本不動産研究所, 主席研究員・不動産エコノミスト)

- ・各国の不動産投資市場関連部門の規模に関する分析
- ・リゾート開発に関する分析

研究分担者 新見祐樹（早稲田大学教育学研究科，大学院生）

- ・不動産取引データの分類・整理
- ・日本の地方都市における不動産投資市場に関する分析

#### 研究スケジュール

- 2023年4月 共同研究者全員による研究分担とスケジュールの確認（オンライン）
- 2023年6月 事前準備の報告（人文地理学会特別例会，島根県松江市）
- 2023年9月 現地調査（石川県小松市）
- 2023年11月 現地補足調査（神奈川県湯河原町）
- 2023年11月 研究成果著書および研究成果報告についての打ち合わせ（日本不動産研究所）
- 2024年2月 研究成果の報告（ICHGPS-24, Kranj, Slovenia）
- 2024年3月 研究成果著書の刊行

#### 研究費の使途

- ・調査旅費および学会参加旅費

共同研究の進捗管理は原則としてオンライン会議で実施し，オンラインストレージを用いた調査データ等の情報共有を行った。ただし，最終成果著書の構成，各章の内容の調整・確認は2023年11月7日～8日にかけて共同研究者全員の対面による打ち合わせ（於日本不動産研究所）を実施している。

現地調査は2023年9月16日（石川県小松市，実施者：新見祐樹），2023年11月9日～10日（神奈川県湯河原町，実施者：菊池慶之，新見祐樹）の2回実施し，そのための調査旅費を計上している。

研究発表は2023年6月24日～25日（人文地理学会特別例会，島根県松江市），2024年2月19日～20日（ICHGPS-24, Kranj, Slovenia）の2回実施した。前者の人文地理学会特別例会では，本共同研究の事前準備にあたる統計データの分析結果を報告し，後者のICHGPS-24では研究成果著書の第7章の一部を報告している。また，ICHGPS-24がスロベニア共和国で開催されたことを活用し，スロベニアにおけるグリーンツーリズムの取り組みに関する調査を合わせて実施した。スロベニアにおいては，自治体，宿泊施設，旅行会社などを社会的な健全性，地元コミュニティとの関係性，水質保全，エネルギー効率などの基準で，スロベニアグリーンとして認証する仕組みが整えられている。とりわけ宿泊施設の認証は資金調達やホテルへの投資と密接に関連しており，不動産投資の判断材料ともなっている。今回の調査では，スロベニアグリーンに関する資料の収集と，認証ホテルに対するヒアリングを行った。

- ・研究成果の刊行に関する経費

本共同研究の成果は，古今書院より『不動産投資の空間構造—金融市場に支配される地域』として刊行した。刊行に関わる出版費用を計上している。

- ・アルバイト費

研究成果の刊行に当たっての資料整理のため，学生アルバイトを雇用した。



## 研究成果に関する実施概要

### 著書

◇『不動産投資の空間構造—金融市場に支配される地域』古今書院, 193頁.

- 第1章 不動産投資の地理学 (菊池慶之)
- 第2章 金融商品としての不動産 (菊池慶之)
- 第3章 日本における不動産投資市場 (菊池慶之・手島健治・吉野薫)
- 第4章 21世紀のオフィスビル開発 (菊池慶之・手島健治・新見祐樹)
- 第5章 オフィスビルの大型化とその影響 (菊池慶之)
- 第6章 都心外縁部における都市空間の更新 (菊池慶之)
- 第7章 周辺地域における不動産投資市場 (菊池慶之)
- 第8章 メガソーラー開発の地域構造 (菊池慶之)
- 第9章 投資対象としてのリゾート開発 (吉野薫)
- 第10章 不動産の金融化 (菊池慶之)

本書は、日本における不動産投資市場の形成とその空間構造を、経済地理学的な視点から読み解くとともに、不動産投資市場の拡大が日本の地域構造や産業構造に与えている影響を検討するものである。

第1章では、不動産投資に関する経済地理学や金融・ファイナンスなどの関連分野における視角と、不動産投資市場の拡大が地域に与える影響についての議論を俯瞰した。不動産投資に関する従来の議論を空間的な側面から整理すると、金融市場を介した不動産投資の拡大は、投資の地理的な集中とローカルな不動産市場とグローバルな金融市場の結合の視点に整理できる。ただし、多くの研究は不動産投資市場の整備が早くから進んだ欧米を主軸に据えており、不動産市場の地域的な多様性が十分に考慮されているとは言い難い。2000年以降に不動産投資市場が急拡大した東アジア、特に日本の事例を議論の俎上に載せることは、世界的な不動産投資の拡大の影響を把握する上で重要な視点である。

第2章では、金融商品としての不動産の位置づけを、不動産投資の手法の分類から整理している。不動産投資には、直接投資や不動産資本への出資などの伝統的な投資と私募ファンド、REIT、私募 REIT などの共同投資スキームを通じた投資の大きく二つの投資手法がある。とりわけ後者の共同投資スキームは、2000年以降急速に拡大し、金融市場を通じた不動産投資の拡大に大きな役割を果たしている。

第3章では、日本における不動産投資市場の拡大過程と、その空間的な特徴をJリート事例に検討した。Jリートをそのスポンサーから分類すると、大きく国内不動産資本、海外資本、新興デベロッパー、国内事業会社に分類できる(表1)。最も数が多いのは国内不動産資本であるが、2007年の金融危機以降、外資系企業や国内事業会社が増加している。国内不動産資本が東京圏や大阪・名古屋圏のオフィス、住宅、商業施設といったコア・アセットを中心に運用しているのに対して、外資系企業や国内事業会社は周辺地域の物流施設やホテルなどのオペレーショナル・アセットを積極的に組み込んでいる。結果として、外資系企業や国内事業会社の不動産投資市場への参入が、不動産投資の空間的な拡大に大きな影響を与えていると言える。

表1 スポンサー属性別のJリート投資法人数（2020年末時点）

主要スポンサー	投資法人数 (社)	累計取得金額 (兆円)	取得件数 (件)
国内不動産資本	46	15.7	3,235
海外資本	12	5.5	1,407
新興不動産資本	5	1.5	566
国内事業会社	7	0.8	228
計	70	23.6	5,436

注：スポンサーは出資額の最も多い法人による分類。複数属性のスポンサーが該当する場合は、投資法人数を両方で計上し、取得額、取得件数は按分。

資料：投資法人各社の有価証券報告書より作成。

第4章では東京圏におけるオフィスビル開発の特徴を論じている。2000年以降のオフィスビル開発は都心回帰と高層化・大型化が顕著に進んでいる。この背景には、規制緩和、不動産証券化、本社機能の集約化など、需要・供給両面の構造変化がある。オフィス立地の都心回帰は、集積を志向する企業組織の再編の結果として論じられることも多いが、現象面ではオフィス供給そのものが、企業組織の再編を促していると考えられる。すなわち、大型のオフィスビルの供給が、本社機能の集約化意欲や大規模なフロアスペースへの志向性を顕在化させ、企業組織の再編を促したとも言えるわけである。

第5章では、1棟10万㎡をこえる大型オフィスビル開発の増加とその都市空間への影響を検討した。大型オフィスビル開発は、地域イメージの向上やランドマークとしての役割も大きく、都市の構造に大きなインパクトを与える。東京都心5区における2002～2005年にかけての大型オフィスビル開発の事例からみると、大型オフィスビルの増加は、都市圏スケールにおいてはオフィス立地の都心回帰を促進するとともに、都心内部においてはオフィス集積が高まる地区とそうでない地区を二極化させる傾向にある。共同投資スキームによる不動産投資は、開発リスクを低減させることで大型オフィスビルの開発を促進しており、不動産投資の拡大がオフィスビルの大型化・複合化を通じて都市内部構造の再編にも大きな影響を与えていることが読み取れる。

第6章は都心外縁部における都市空間の更新を、老朽化したオフィスビルの取壊と建替のプロセスから検討している。事例とした日本橋堀留町地区において取壊となったオフィスビルの多くが、事業法人から開発業者に売却された上で、新たに共同住宅として建替となったケースが多い。また、開発業者にとっては投資回収に時間のかかる賃貸よりも、分譲マンションや共同投資スキームへの売却が選択される傾向にある。不特定多数の投資主体が関与する共同投資スキームは、個々のオフィスビルのキャッシュフローや資本の回転効率といった、金融商品としての不動産の価値のみを投資判断の基準とする。結果として敷地の大小や短期的な資金調達コストによって都市空間の利用用途が規定されることになる。投資主体の影響力の増大は、都心からの距離に基づいた空間分化という伝統的な都市地域構造のモデルを大きく変化させる可能性があるといえよう。

第7章では、三大都市圏や広域中心都市圏以外の周辺地域における不動産投資市場の形成とその影響について考察した。周辺地域での不動産投資は、たとえ一定の収益性が見込めたとしても、市場規模は小さいために流動性が低く、リスクも高いと見なされがちである。そのため周辺地域では投資資金を集めづらく、不動産証券化等による不動産投資が進

まないという構図がある。一方で、公的主体は、地域の不動産投資市場を活性化させることで、地価の下落を食い止め地域経済を活性化させるとともに、財政的制約の中で公共サービスを維持するために、金融手段を活用しようとしている。公的主体と投資主体は、金融商品としての不動産を巡って相互に依存関係にあり、結果的に不動産投資市場の拡大に寄与することになる。

第8章では、大型の太陽光発電施設であるメガソーラーの開発が周辺地域の土地を金融化するメカニズムを検討している。本章で事例としている岡山県、津山都市圏におけるメガソーラー開発をみると、大都市圏や海外などの大規模発電事業者が、地方圏の土地資源を利用し、世界中の投資家のために開発・運営を行う構図が浮かび上がる。このような形態の開発は、地方圏の土地を金融市場に結び付けることで土地利用を急速に変化させる典型的な不動産を通じた金融化の進展とみることができる。また、金融化された開発においても、地元自治体の関与が地域の主体の事業参加を促すことが示唆される。

第9章は北海道倶知安町、ニセコ町にまたがるニセコ地区を事例に、リゾート投資が地域の不動産空間構造にもたらした影響について、観光ジェントリフィケーションとして議論される論点を援用しながら整理する。ニセコ地区における活発なリゾート投資は、外資系ホテルやコンドミニアムの開発、さらにはそこで働く労働者層の流入などにより、急激な地価の上昇をもたらしている。この間、ニセコ地区では観光ジェントリフィケーションとして問題視されるような苛烈な人口動態および都市空間構造の変化は生じていなかったように見受けられる。それでも本章で示したとおり、ニセコ地区の土地利用等への影響が皆無だった訳ではなく、一部ではリゾート開発進展の弊害と考えられる課題も浮き彫りとなっている。

最後に第10章は、金融商品としての不動産への投資が、東京圏に代表される中核地域と、東京圏以外の大都市圏である半周辺地域、それ以外の周辺地域とに如何に空間的に配分され、それが各地域にどのような影響を与えているのかについてまとめている。金融市場を介した不動産投資の拡大は、金融化する経済活動の一断面であるとともに、金融市場と地域の接合面である。この意味で不動産の金融化が、地域経済や地域社会に大きな影響を与えることに疑問の余地はない。しかし、不動産の金融化は、地域経済の停滞、地域間格差の拡大、地域社会の持続可能性への危惧、環境問題への対応など様々な地域的課題に対する解決策であるのか、問題自体の根本的な原因であるのかには議論の余地が残る。すなわち、不動産投資市場の整備は、地域金融機関や伝統的な不動産資本の退潮、インフラの開発・維持財源の不足に悩む地方政府などが生み出した経済的プレゼンスの空白を埋め合わせるための手段である一方で、投資アクターの開発する建物は投資家に利益をもたらすための金融商品であり、より均質で商品化された建造環境を生み出すことになる。したがって、それぞれの地域において、地域経済の持続的な成長と、都市計画や景観保護などの社会政策との整合性を見つけていくことは今後ますます重要な課題となる。

## 論文

◇Kikuchi, Y. Changes in employment structure and net migration between 2005 and 2020 in Japan's peripheral areas: Focus on San'in Region. *Journal of Geography*. (英文, 投稿中. 邦題: 2005年から2020年にかけての日本の周辺地域における雇用構造の変化と人口移動—山陰地方を中心に—)

本論文は、日本の周辺地域における就業構造と人口移動の関係を検討したものである。最初に、2005年以降の日本の産業別就業者数の変化の地域的特徴を明らかにした上で、山陰地方を事例として産業別就業者数の変化と転入・転出超過の関係を分析した。2005年以降の日本の就業構造は、東京・大阪を中心とする大都市圏、大都市圏を取り囲む国土の中心部、それら以外の周辺地域で異なる方向性の変化を呈している。大都市圏では、知識集約型産業の構成比の上昇と、人口流入が呼応し、脱産業化社会における新たな就業構造が形成されつつある。大都市圏を取り囲む国土の中心部では、依然として製造業に強く依存した就業構造を維持しており、大都市圏との空間的分業の中に位置付けられる。ただし、製造業就業者数の減少を反映し、緩慢な人口流出に直面している。一方で、山陰地方をはじめとする周辺地域においては、医療福祉が最多就業者数産業になった。特に地域構造からみると、地域の中心都市と農村地域の両方で医療福祉が主就業産業となった点に特徴がある。医療福祉がその地位を占めるようになった要因は、既存産業の衰退にあり、知識集約型産業の欠如、観光業などの雇用吸収力の弱さと相まって、周辺地域からの人口流出を促している。ただし、山陰地方においても、IFRSs（情報通信、金融・保険、不動産、学術・専門サービス）の就業者数はほとんどの自治体で、わずかではあるが増加傾向にある。とりわけ、周辺地域の中でも最も条件不利地域である海士町で、転入超過とIFRSsの増加が緩やかに結び付いていることは注目に値する。IFRSsの就業者構成比と人口流入には正の相関があり、周辺地域においても、人口流入につながる知識集約型産業育成が重要である。

## 研究報告

◇菊池慶之. 地方都市の人口動態と就業構造－山陰地方を中心に－. 人文地理学会 第297回例会（特別例会 於島根県松江市）.

本報告は、2023年6月に島根県松江市において開催された人文地理学会特別例会のシンポジウム「地域多様性からみた地方の価値と未来像」において報告したものである。報告内容については、上記論文（Changes in employment structure and net migration between 2005 and 2020 in Japan's peripheral areas）の内容の一部であるため割愛する。

◇Niimi, Y and Kikuchi, Y. Sustainability of Regional Finance in the Face of Population Decline: A Focus on Shimane Prefecture as a Peripheral Region in Japan. International Conference on Human Geography, Politics and Sociology (ICHGPS-24, Kranj, Slovenia).

本報告は、2024年2月にスロベニア、クラニで開催された国際会議(ICHGPS-24)において、日本の周辺地域における地域金融の持続可能性について報告したものである。報告内容は、日本の周辺地域における地域金融機関の融資態度、店舗展開に関する分析結果であり、報告内容の一部は上記著書（不動産投資の空間構造 第7章）に掲載した。



経費の使用内訳

費 目	当 初 予 定 額	実 支 出 額
調査旅費	15 万円	117,775 円
学会参加旅費	90 万円	726,715 円
アルバイト謝金	20 万円	19,582 円
出版費用	100 万円	1,070,400 円
消耗品		35,483 円
図書費		3,762 円
その他		26,283 円
		合計 2,000,000 円