

|                  |                                        |    |
|------------------|----------------------------------------|----|
| Opinion          | グローバルに分散し、ローカルに集中する                    | 1  |
| Deal Information | アリサ P、オフィス「恵比寿」に 450 億円超の投資か           | 2  |
| J-REIT Benchmark | REIT 全体のトータル R は緩やかな改善が継続：個別分析：DHR     | 4  |
| Interview        | 松尾正俊—玄海キャピタルマネジメント社長                   | 8  |
| Topics           | 物流・DC × アジアに成長機会—上場 REIT も見据えた ESR の戦略 | 11 |
| Focus            | 不動産と向き合う金融機関—地域経済を支える資産活用の視点           | 12 |
| Value Up         | 歴史的建造物を活かし体験価値を向上—「OMO7 横浜 by 星野リゾート」  | 14 |
| Inside Story     | ロジ投資の苦悩 / 首都圏の新築戸建て分譲住宅が好調             | 16 |

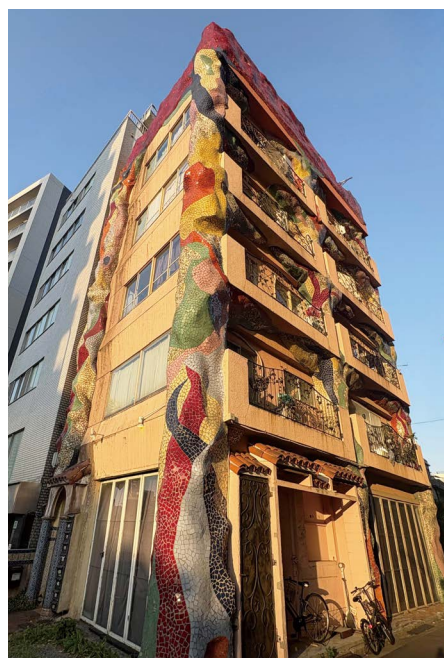
月3回発行 / 月額 16,720 円 (税込)  
株式会社不動産経済研究所  
〒160-0022  
東京都新宿区新宿1-15-9  
さわだビル7階  
TEL 03-3225-5301 (代表)  
FAX 03-3225-5330  
URL <https://www.fudousankeizai.co.jp>

## Opinion

# グローバルに分散し、ローカルに集中する

佐久間 誠

ラサール不動産投資顧問株式会社  
アジア太平洋地域 リサーチ&ストラテジー  
共同責任者



海外出張で実際に街を歩くと、思わぬ発見がある。オフィス街の集積、商業施設の賑わい、住宅街の佇まい、人々の流れを見て回るうちに、日本の不動産市場との共通点と相違点が次々と浮かび上がってくる。米国、ドイツ、シンガポール——いずれの地でも同じ体験をした。他市場を知ることは、日本市場の輪郭を鮮明にする最良の方法でもある。こうしたレンズを携えて帰るたびに、市場をグローバルに、そしてローカルに見渡すことの意味を改めて考えさせられる。今強く感じるのが、グローバルな「分散」と日本国内で進む「集中」という、一見相反する2つの潮流である。

近年、世界の REIT 市場では、地域間の連動性が静かに低下しつつある。米国 REIT と米国以外の先進国 REIT との相関を追うと、2024 年以降その連動性の低下が顕著だ。もとより相関は時期によって変動するものであり、現在の水準が定常的に続くとは早計である。しかし、経済・政治の分断が進む局面においては、地理的分散の効果は損なわれるどころか、むしろ高まりやすい。かつての世界金融危機後のような、同調的な金融緩和サイクルが想定しづらくなった今、各地のサイクルが運用成績を左右する時代に入りつつある。なかでも、金融・不動産サイクルが米欧と位相の異なる日本市場は、グローバルポートフォリオにおいて改めて存在感を増している。実際、長らくデフレに沈んでいた日本がインフレ環境へと構造的に転換しつつあり、その不動産市場は海外投資家にとって、分散効果と新たな成長期待を兼ね備えた稀有な対象として映っているはずだ。

ところが日本に視点を移すと、今度は「分散」ではなく「集中」の重要性に気づかされる。人口減少局面に入った日本では、人と資本、そして企業活動が一段と大都市へ集まり続けている。地価と人口動態を重ねれば、東京や大阪といった主要都市では人口流入と地価上昇がみられる一方、人口流出が続く地域では地価の停滞・下落傾向が鮮明だ。同じ「日本のオフィス」「日本の住宅」と括っても、立地によってまったく性格の異なる資産になりつつある。「日本市場」を一括りに評価する時代は終わりを迎え、都市単位・立地単位で選別する眼が今こそ求められている。

グローバルでは分散、ローカルでは集中。この2つは矛盾するようでいて、実は同じ事象の裏表である。マクロ環境も人口動態も一様でなくなった結果、市場の連動性は崩れ、「平均」ではなく「実相」を読み解く必要が増している。グローバルでは「どこと組み合わせるか」、ローカルでは「どこを選ぶか」を問う。この2層の問いを同時に持つことは、分析の精緻化にとどまらず、投資の思想そのものを問い直すことでもある。地図を俯瞰する鳥の眼と、路地を見つめる虫の眼。この2つを併せ持つ運用が、今静かに求められている。

こうした差異はデータに現れるより先に、街に現れる。そしてデータが、街で気づいた仮説を裏づけ、あるいは覆していく。両者を行き来しながら投資判断に織り込んでいく——その積み重ねが、長い目で見て運用の差になると信じている。次の出張先を思い描きながら。

# アリサP、オフィス「恵比寿」に450億円超の投資が DLI、インフレ耐性強化で122億円超の資産入替え

## アリサP、オフィス「恵比寿」を取得 今後数カ月でさらなる積極投資が

今号のディールでは、アジアを拠点とした独立系不動産投資運用会社のアリサ・パートナーズが、東京・渋谷区のオフィス「恵比寿ファーストスクエア」を取得した。取得額は推定450億円超。取得先は三井物産デジタル・アセットマネジメントが組成したSPCとみられ、5月29日までに取得を完了した。

取得した「恵比寿」（東京都渋谷区恵比寿1-18-14）は、JR山手線および東京メトロ日比谷線恵比寿駅から徒歩5分に立地。敷地面積2616.83㎡（791.59坪）、S造地下1階地上12階建て、延床面積1万5438.15㎡（4670.04坪）。サッポロ不動産開発が開発を手掛け、2014年9月に満室竣工した。基準階面積は992.32㎡（300.18坪）とゆとりあるプレート有しており、天井高2800mm、免震構造の設計でBCP対応にも優れる。足元は新たな募集区画は出しておらず、継続的に高い需要が期待できる。

7月に組織変更が決定しているサッポロホールディングスは2021年、コロナ禍による業績不振から同物件を売却することを決め、売却益約220億円を確保した。その後、三井物産系のファンドらが運用を続けてきた。恵比寿エリアは比較的狭小な土地が多く、賃貸可能面積1万㎡を超える物件は高い希少性がある。

アリサPのシェドリ・ブジェラビア

CEO & Co-CEOは、「東京都心の一等地において、新規供給が限定的なマーケット環境の下、大型オフィス資産を取得できたことは意義深い」とコメントを公表。また廣田勝彦マネージングパートナー兼共同最高投資責任者は、「現在のテナントには一部マーケットとの賃料ギャップが見られており、今後数年にわたる賃料成長を見込む。バリューアップ戦略の一環として運用していく」と方針を話した。同社は、「今後数カ月にわたりさらなる資産取得を積極的に推進する」姿勢を表明。足元は、住宅、オフィス、ホテルなど幅広いアセットクラスに対して、計4300億円超の資産残高を積み上げている。

## DLIが総額122.7億円で資産入替え インフレ耐性強化へPf再構築加速

そのほか、大和証券リビング投資法人（DLI）が、東京・江戸川区の「グランカーサ瑞江」などレジデンス3物件を取得し、東京・大田区の「プレザングラン南雪谷」などヘルスケア施設2物件を譲渡することを決めた。取得額は計64億4900万円（鑑定評価額計66億円）、譲渡額は計58億3000万円（鑑定評価額同）。取得先はスポンサーグループの大和証券リアルティ。譲渡先は非開示。5月22日に売買契約を締結し、取得は6月2日、譲渡は同1日にそれぞれ決済・引渡しを終えた。

26億6100万円（鑑定評価額26億7000万円）で取得した「瑞江」（東京

都江戸川区南篠崎町2-2-1）は、東京都営地下鉄新宿線瑞江駅から徒歩8分に立地し、総戸数50戸。敷地面積822.92㎡（248.93坪）、RC造陸屋根地上6階建て、延床面積2925.59㎡（884.99坪）。竣工は2025年9月。2026年3月末時点の稼働率は97.6%。間取りは1DK～3LDKで、1階にデイサービスセンターが入居するファミリータイプの賃貸レジ。立地する江戸川区は世帯数増加が継続しており、今後も高い需要が見込まれることからDLIは取得を決めた。

35億1000万円（鑑定評価額同）で譲渡した「南雪谷」（東京都大田区南雪谷3-11-9）は、介護付有料老人ホーム。東急電鉄池上線雪が谷大塚駅から徒歩9分に立地し、総室数61室。敷地面積1468.12㎡（444.10坪）、RC造陸屋根地上5階建て、延床面積3064.85㎡（927.11坪）。竣工は2019年1月。

DLIは、インフレ耐性を高めるため、レジを取得しヘルスケアを譲渡する物件入替えを継続している。本ディールでポートフォリオ（Pf）のレジ比率は約78%まで高まり、さらに今後3年で90%程度への引き上げを目指す。足元では、同社のインプライドキャプレートより利回りがやや低めの物件取得も目立つが、「新築・築浅かつ好立地の物件を厳選して取得することで、高い内部成長が期待でき、将来的な利回りの上昇を見込んでいる」（担当者）。今回のディールによりDLIのPfは、239物件・3991億円に。

# 若手成長企業と地方の証券化事業で協業 インドは成長性知られ、流動化の安定感高まる



## 松尾正俊 社長に聞く 玄海キャピタルマネジメント

福岡と東京の2つの拠点において、不動産ファンドマネジメント・アセットマネジメント、不動産アドバイザーを主たる業務とする玄海キャピタルマネジメント。国内では、インフレの影響が及ぶ不動産市場の変化を俯瞰し、コストなどを吸収できる事業を選別する。また、成長段階のデベロッパーやオペレーターと協業し、地方でのオフバランス証券化事業にも注力している。国外では、インドでのアウトバウンド投資に注力し、成長のストーリーに重点を置いたファンド事業を手掛ける。同社の松尾正俊社長に足元の不動産市場と今後の見通しなどを聞いた。

### 足元の不動産市場をどう見る？

日本の不動産市場は好調だ。物価が上昇する中で不動産の賃料も上がり、デベロッパー各社も最高益と謳っている。ただ、この状況がサステナブルなのかという点は、考えていかなければならない。経済の成長に合わせて不動産価格や賃料が上がった過去の日本とは少し違うフェーズにあり、将来の見通しが立てづらいとも言える。

背景には、日本人のお金の使い方が少し変わってきたことがあるのではないかと。真の価値を重視し、ものによっては高額商品から売れていくマーケットへ変容しつつある。コロナ禍の反動もあると思うが、一般の人々が単なる効率性や安さを求めるのではなく、クオリティ・オブ・ライフを向上させるための支出を惜しまなくなった。これは先進国で消費市場が成熟した場合に見られる現象だろうが、人々の支出動向の変化により、不動産もその恩恵を受けていると感じている。最も顕著なのがホテル

や旅館で、宿泊費が1.5～2倍などかなり高額であってもホテルの質を選択するという傾向がある。

### アクティビストの動向が不動産市場に影響

海外からの資金流入のインパクトが大きい。ツーリズムだけではなく、台湾の富裕層の資産分散ニーズや、欧米の機関投資家によるリターンの獲得を狙った投資も増加している。これは、純粋な不動産投資というより、市場の歪みを狙った株式市場におけるアクティビストも含めた動きで、結果的に不動産の需要や取引のボリュームを高めている。

現在はバランスシートの重さや株式の持ち合いといった伝統的な日本式資本主義が修正されている過程と言える。その中で不動産がある程度流動化しやすくなっているというのは、今は歓迎されることかもしれないが、10年後も同じ状況が続いているとは言い難い。