

(はじめに)

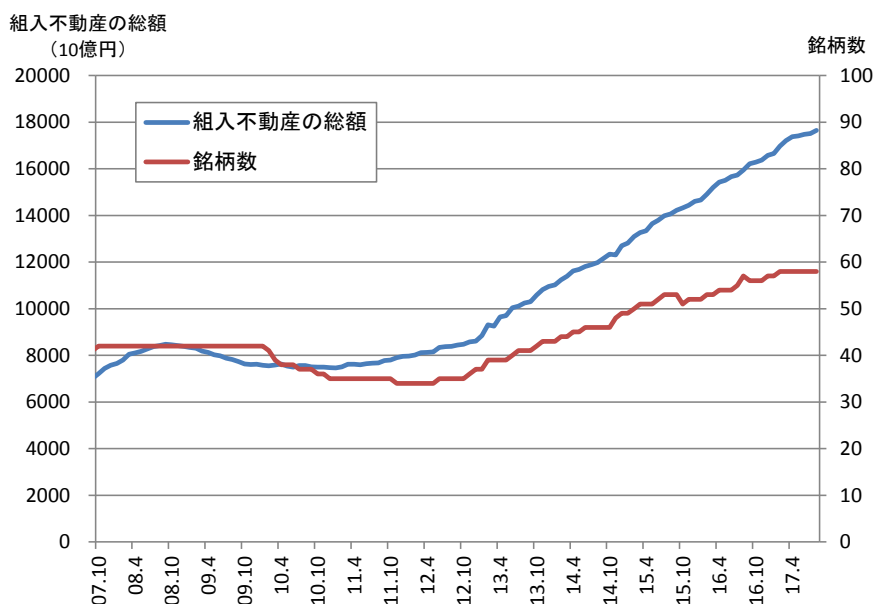
本稿は、ここ 10 年間の上場不動産投資法人(J-REIT)の不動産保有の動向について、統計データを集計・図表化することにより、その傾向を探ろうというものである。この 10 年は、世界金融危機の頃から東日本大震災を経てアベノミクスによる景気回復が進行する現在に至るまでの時期に相当する。

J-REIT 市場もこれら経済環境の影響を強く受けてきたわけであるが、この影響が最も表れる J-REIT の価格動向等についての検討は別の機会に譲るとして、以下ではもっぱら J-REIT が保有する不動産の種類と売買状況に係る動向に絞りその概要を示すこととする。

(保有不動産総額等の推移)

2007 年前半にいわゆる不動産ミニバブルの頂点を迎えたのち、同年後半にはサブプライム危機、翌 2008 年にはリーマンショック勃発、2011 年には東日本大震災と経済の悪化要因が続く中、J-REIT の保有不動産総額も横ばいないし漸減が続いた。その後 2012 年の第 2 次安倍内閣の成立とそれによるアベノミクスの推進などを背景にして、2011~12 年頃から保有不動産総額は増加傾向に転じ、この 5 年ほどで約 2 倍の資産規模となり、現在に至っている。

図 1. J-REIT の保有不動産の総額と銘柄数の推移



注) 「組入不動産の総額」は各投資法人等が規約等において定めた評価方法により開示された参考価格。

資料: 不動産投資法人に関する統計: 公募不動産投信の月末資産増減状況(投資信託協会)より作成。

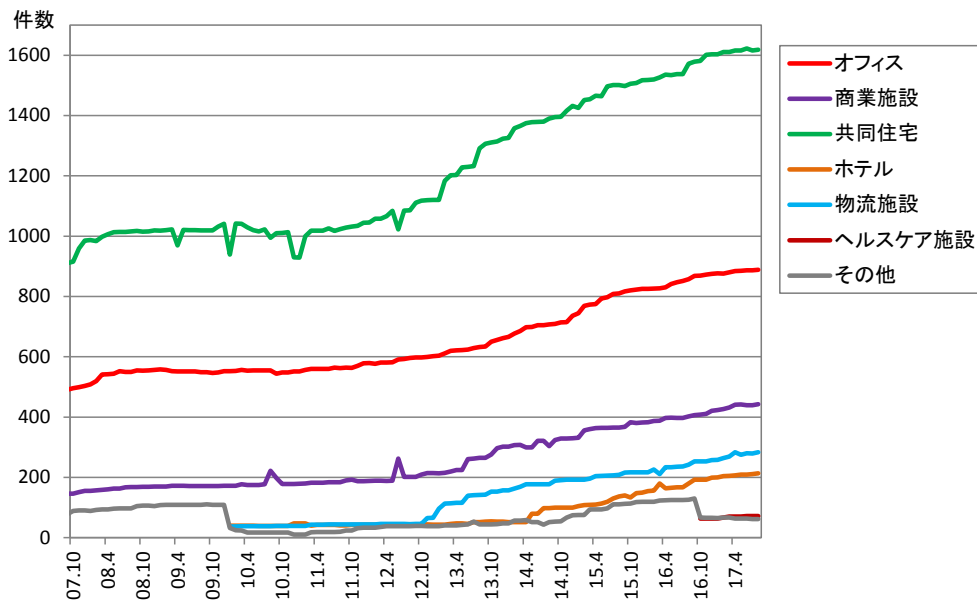
上場不動産投資法人の数(J-REIT 銘柄数)も保有不動産総額と同様に 2007 年以降横ばいないし漸減傾向が続いていたが、保有不動産総額からやや遅れたタイミングでやはり増加傾向に転じ、この 5 年で 30 銘柄が新規上場を果たし(うち 2 銘柄はそれ以前に上場した投資法人と合併。)、本年 9 月末現在で 59 銘柄が上場している。

(保有不動産の種類別推移)

東京証券取引所に J-REIT 市場が開設されたのは 2001 年 3 月であるが、その後しばらくは保有不動産のほとんどがオフィス、共同住宅又は商業施設であった。2005 年に初の物流施設特化型の投資法人が上場(日本ロジスティクスファンド投資法人)、2006 年に初のホテル特化型の投資法人が上場し(ジャパンホテルアンドリゾート投資法人(現ジャパン・ホテル・リート投資法人))、徐々に J-REIT が保有する不動産の種類が広がっていく。2014 年に初のヘルスケア施設特化型の投資法人が上場したのをはじめ(日本ヘルスケア投資法人)、現在ではインフラ施設(地域冷暖房施設、データセンター等)、研究開発施設、工場、純和風旅館、温泉温浴関連施設などさまざまな種類の不動産が保有対象となっている。また、2014 年には J-REIT としては初の海外不動産の取得例(イオンリート投資法人がインドネシアの不動産を取得)も現れている。

不動産の種類別での件数の推移をみると(図 2)、共同住宅の件数が全体の約半数を占めてきている。オフィスや商業施設も順調に増えているが、最近では物流施設やホテルの増加傾向が目立っている。ネット通販の拡大や外国人観光客の増大などに起因するものと考えられる。

図 2. J-REIT 保有不動産の種類別件数の推移(月次)



注) 「その他」は「オフィス」「商業施設」「共同住宅」「ホテル」「物流施設」以外の用途。

2010 年 1 月以前の「ホテル」「物流施設」は「その他」に含まれる。

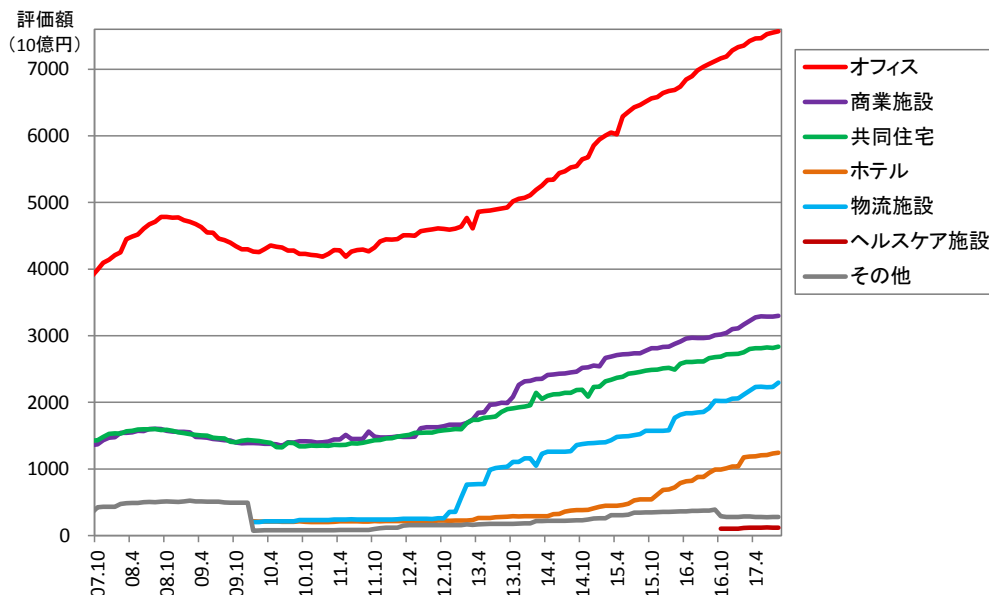
2016 年 9 月以前の「ヘルスケア施設」は「その他」に含まれる。

以上については、図 3・図 4 においても同じ。

資料:不動産投資法人に関する統計:組入不動産全体の状況(保有状況)(投資信託協会)より作成。

開示評価額の推移をみると、オフィスが大きな割合を占めてきているものの、商業施設、ホテル、物流施設の伸びも著しい。開示評価額ではここ数年商業施設が共同住宅を上回る状況が続いているほか、近い将来物流施設も共同住宅を上回る可能性が高い。

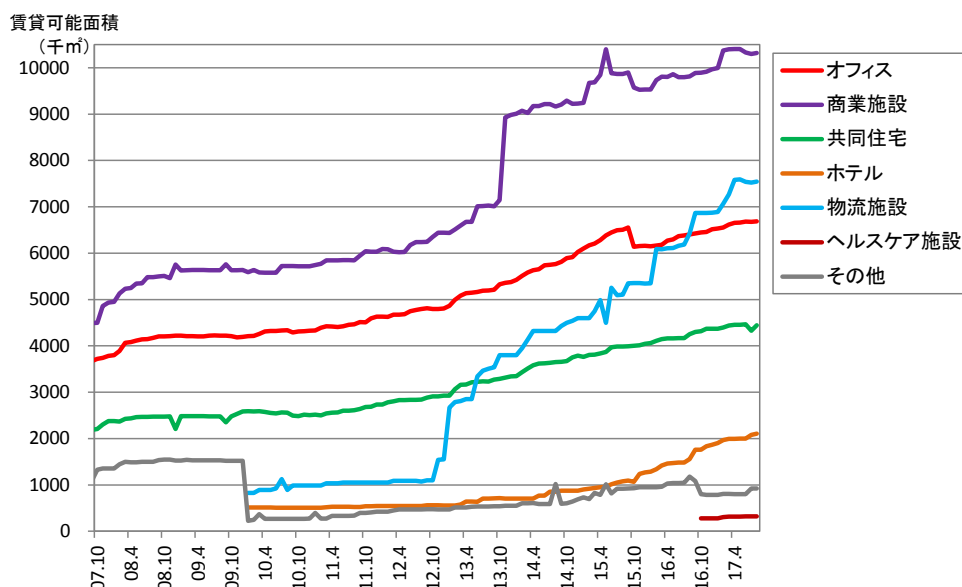
図 3. J-REIT 保有不動産の種類別開示評価額の推移(月次)



注) 「評価額」は各投資法人等が規約等において定めた評価方法により開示された参考価格。

資料:不動産投資法人に関する統計:組入不動産全体の状況(保有状況)(投資信託協会)より作成。

図 4. J-REIT 保有不動産の種類別総賃貸可能面積の推移(月次)



資料:不動産投資法人に関する統計:組入不動産全体の状況(保有状況)(投資信託協会)より作成。

賃貸可能面積の推移をみると(図 4)、商業施設の割合が最も大きいものの、物流施設の伸びが極めて著しい。物流施設は、2013年に共同住宅を、2016年にはオフィスを追い抜いており、この5年間で7~8倍の面積規模に

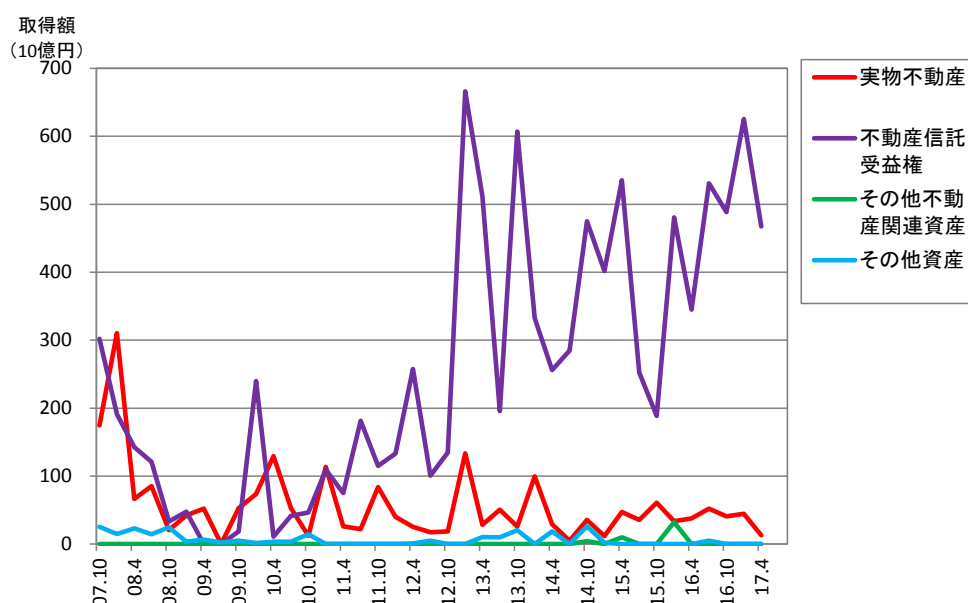
なっている。

なお、2012年から2013年にかけて物流施設が、2013年に商業施設が急増しているが、これらはそれぞれ物流施設特化型投資法人の新規上場（GLP 投資法人、日本プロロジスリート投資法人）、商業施設特化型投資法人の新規上場（イオンリート投資法人）によるものである。

（不動産等資産売買の推移）

次に、J-REITにおける不動産等資産の取得及び売却の推移についてみてゆく。図5-1及び図5-2は、四半期ベースで見たJ-REITによる資産取得額及び資産売却額の推移を示したものである。2011年頃までと2012年頃以降とでは傾向が大きく異なるため、それぞれ分けてみていくこととする。

図5-1. J-REITにおける資産取得額の推移（四半期ベース）



注) 「その他不動産関連資産」は不動産投資証券、匿名組合出資持分等の売買金額。

「その他資産」は、その他投資証券(その他投資信託受益証券)、公社債(含転換社債)、株式(国内外合計)、その他有価証券、その他の特定資産の合計。

原データは月次であるが、四半期ベースに集計している。

資料: 不動産投資法人に関する統計: 資産売買状況(投資信託協会)より作成。

まず2011年頃までの資産取得額の推移についてみると、実物不動産、不動産信託受益権ともに取得額が低いレベルで推移している。これは世界同時不況等を背景に、国内不動産投資市場の低迷により投資法人の不動産取得意欲が低下していたことや金融危機の影響で借入金の調達が困難になったことによるものと考えられる。この直前に不動産ミニバブルがあったこととの関連で、投資法人によってはその時期の不動産取得資金に充てた有利子負債の返済に迫られ、資産取得どころではなかったといった事情も存する。J-REITとしては初めてかつ唯一の経営破綻があったのもこの頃である(2008年10月にニューシティ・レジデンス投資法人が民事再生法申請)。

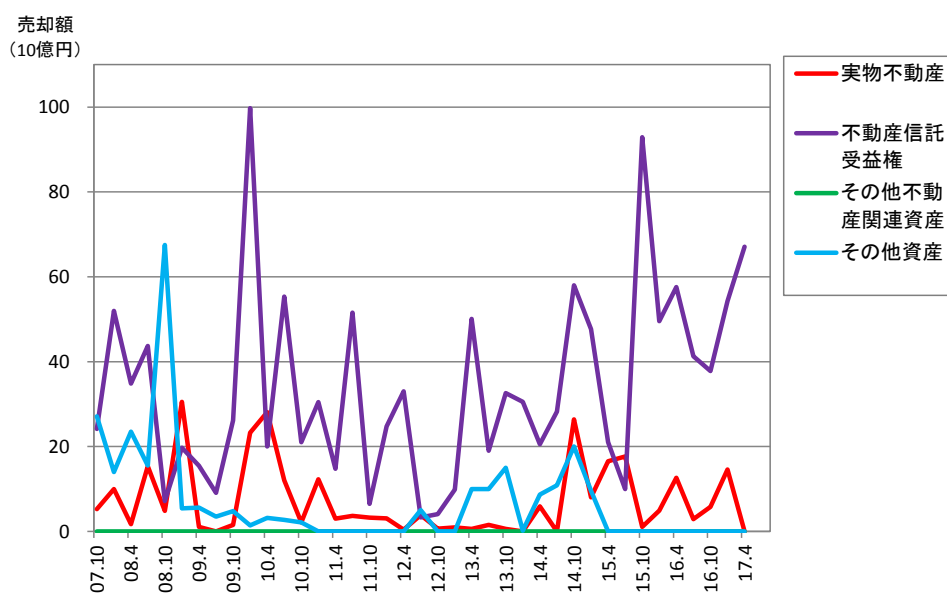
この時期においては、実物不動産の取得額と不動産信託受益権の取得額との間に目立った差はみられない¹。

¹ この時期においても、ストックベースでは実物不動産より不動産信託受益権の割合がかなり高い(2009年末の不動産信託受益権の割合は件数ベースで72.8%、取得価額ベースで69.9%である(J-REITプレスリリース資料より集計)。

その理由としては、投資法人の不動産取得意欲の低下のほか、金融危機の影響に対する懸念や金融庁による監督の強化²を受けて信託銀行等が不動産信託の受託に消極的であったこと、資金力や信用力が高い投資法人の中には実物不動産の取得に積極的な投資法人が比較的多いこと³などが考えられる。

このあたりの事情は、資産売却額の推移にも表れている。その他資産や不動産信託受益権の売却額が増えているのは、有利子負債の削減等を意図したものと考えられる。なお、グラフからは分かりにくいですが、2009年10月期と2010年4月期と7月期は不動産信託受益権の売買差額がマイナスとなっている。J-REIT において不動産信託受益権の売買差額がマイナスとなったのはこの時期のみである。

図 5-2. J-REIT における資産売却額の推移(四半期ベース)



注) 注書と資料は、図 5-1 の注書等と同じ。

2012年後半以降は、J-REITによる資産取得額、特に不動産信託受益権の取得額が急増する。この背景には、同年12月に成立した第2次安倍内閣によるアベノミクスの推進や日銀の金融緩和策などがある。不動産投資市場の活性化により投資法人の物件取得意欲が高まるとともに、新たな投資法人の上場も相次いだ。また、機関投資家や金融機関がその資金を低金利下での資金運用先としてのJ-REIT市場へと振り向けた。これらにより、投資法人による資金調達額が急増し(図表6)、不動産取得が大きく膨らんだわけである。なお、実物不動産の取得額については特段の増加傾向はみられないが、これは新規上場の投資法人をはじめ、投資法人においては信託受益権の取得志向が強いことによると考えられる⁴。

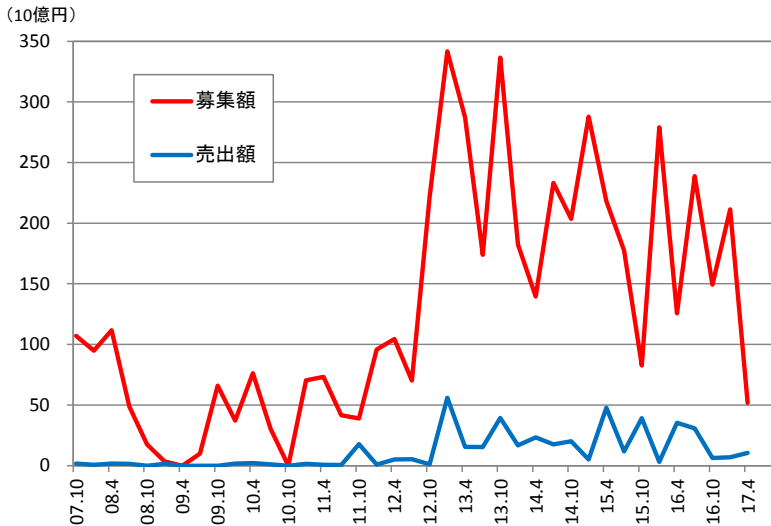
² 金融庁検査局長から信託検査マニュアル(金融検査マニュアル別編[信託業務編])が発出されたのが2006年7月、金融商品取引法の施行が2007年9月である。

³ 2007年から2016年までのJ-REITによる不動産等の取得件数のうち79%が不動産信託受益権であるのに対し、例えば、J-REITでは最上位の格付AA+の投資法人ではその割合が46%、格付AAの投資法人では68%である(格付は2017年5月末の日本格付研究所(JCR)の格付による(JCRの格付のない投資法人については他社の格付から推定。)。不動産信託受益権の件数割合はJ-REITプレスリリース資料より集計。)

⁴ 投資法人が実物不動産より不動産信託受益権を選好する理由については、今月のリサーチ・メモ「不動産投資市場における不動産信託の動向」を参照。

資産売却の推移については、資産取得のような変化はみられない。ただ、2011 年頃までの資産売却が主として有利子負債の削減を意図したものだったのに対して、2012 年頃以降の資産売却は主にポートフォリオ改善を意図したものになってきていると考えられる。

図 6. J-REIT 投資口の募集・売出額⁵の推移(四半期ベース)



注) 募集額:投資口に係る出資総額の増加額。
 売出額:投資口売出しの場合の投資者の払込額。
 原データは月次であるが、四半期ベースに集計している。
 資料:不動産投資法人に関する統計:募集・売出等の状況(投資信託協会)より作成。

(むすび)

以上、ここ 10 年間における J-REIT における不動産の保有動向とその売買動向について概観してみた。その時々々の経済・社会状況に左右されつつも、概ね順調に資産規模を拡大し、資産内容も多様化してきていることがわかる。J-REIT 市場は、2015 年 3 月に豪州を抜き世界第 2 位となったが、第 1 位である米国 REIT の市場規模はわが国の 10 倍近い(2016 年 10 月末現在)⁶。まだまだ拡大の余地は大きいと考えられ、今後とも J-REIT の更なる成長に期待したい。

(齋藤 哲郎)

⁵ 投資口とは、均等の割合的単位に細分化された投資法人の社員の地位をいい(投資信託及び投資法人に関する法律第 2 条第 14 項)、株式会社における株式に相当する。募集とは、多数の者を相手方として行う新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘をいい(金融商品取引法第 2 条第 3 項)、売出とは、多数の者を相手方として行う既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘(取引所における有価証券の売買を除く。)をいう(同条第 4 項)。
⁶ 四益宏吏「世界の REIT 市場 2016-2017 ~中東イスラム圏に広がる REIT 市場・制度~」(ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.35 2017 年) p57