

(はじめに)

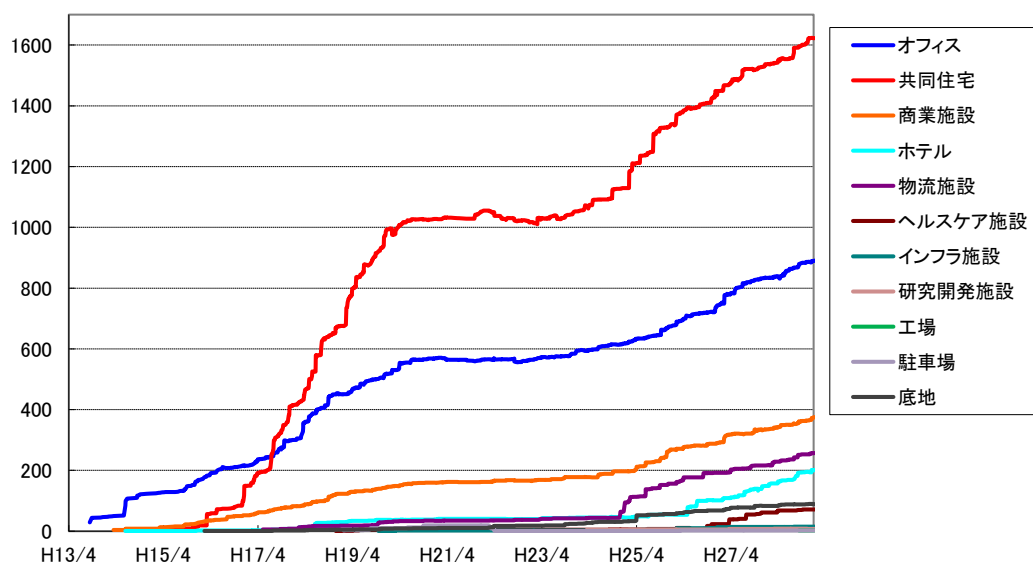
わが国において不動産証券化市場が黎明期を迎えた平成10年代初め¹においては、投資用不動産というとオフィスと共同住宅がほとんどであった。J-REITの保有不動産においても、かつてはそのほとんどがオフィスと共同住宅、商業施設であった。その後、物流施設やホテルが保有物件に加わり、さらに最近ではヘルスケア施設やインフラ施設等まで用途が広がりつつある。

J-REITの保有不動産の用途については、昨年11月のリサーチ・メモ²においても投資信託協会の統計データを用いて簡単に触れたところであるが、本稿では J-REIT 市場の開設当初まで対象期間を広げるとともに、昨今の新たな用途にも着目してより細かな分析を行うこととする。

(保有件数の推移)

図1は、J-REITの保有物件数の推移を用途別でみたものである。件数ベースでは平成17年にオフィスを上回って以降共同住宅が最も大きな割合を占めてきている。平成24年頃まではオフィス、共同住宅、商業施設がほとんどを占めていたが、平成25年頃から物流施設やホテルが増えてきている。

図1. J-REITの用途別物件数の推移



注) 平成28年末までを分析対象としている(以下の図においても同じ。)
旅館、温泉温浴関連施設は、ホテルに含まれる。

¹ 平成10年に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(現・資産の流動化に関する法律)が施行され、特定資産として不動産が明記された。

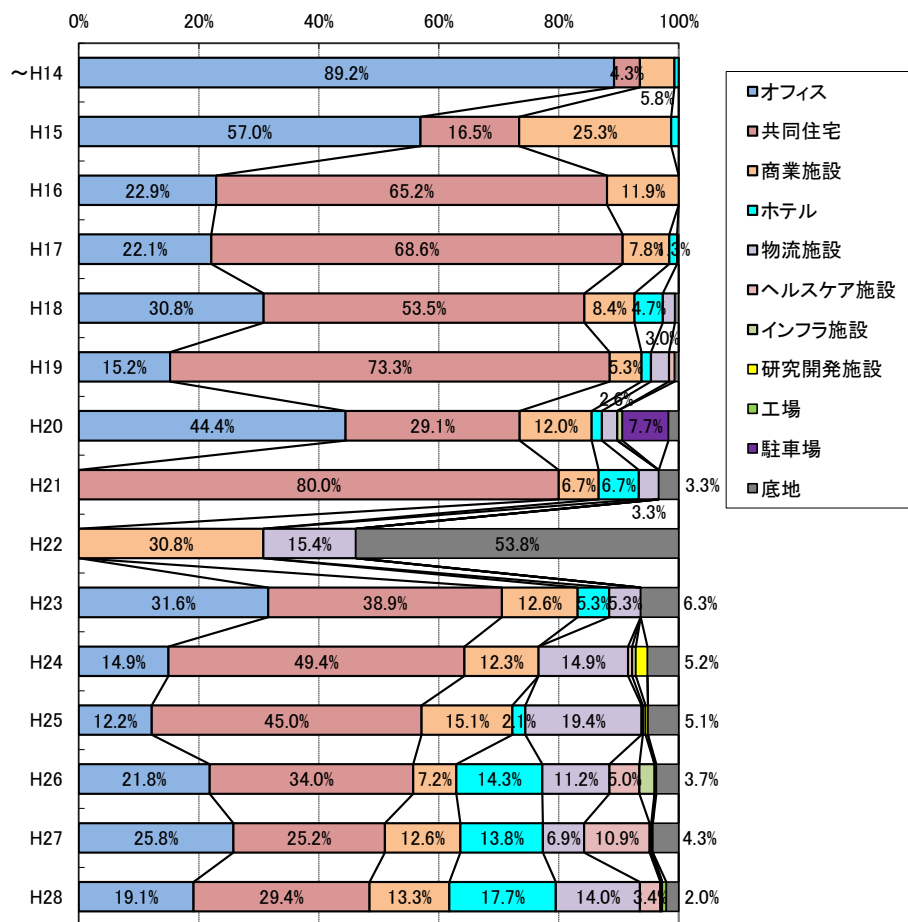
² 2017年11月30日付けリサーチ・メモ「J-REITが保有する不動産に係る最近の傾向」。

土地のみ所有の物件は、建物用途にかかわらずすべて底地としている。
 上場前から保有していた物件については、上場時に取得したものとして処理している。
 物件数は各投資法人のポートフォリオ上の物件数とは必ずしも一致しない。
 以上は図 2 以下においても同じ。

資料:各投資法人のプレスリリース資料、有価証券届出書より集計(図 2 以下においても同じ。)

最近では、ヘルスケア施設、インフラ施設、研究開発施設、工場といった従来の J-REIT においては想定されなかった用途への投資もみられるようになってきている。このうち、ヘルスケア施設については、老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅が主である。病院については、平成 29 年 11 月の取得事例が初となる³。インフラ施設については、データセンター⁴やネットワークセンター⁵が主であるが、地域冷暖房施設、航空機整備用格納庫といった事例もある。工場については、平成 28 年に初めて本格的に J-REIT の投資対象不動産に組み入れられた⁶。

図 2. J-REIT の物件増加数に係る用途別の割合の推移



³ ヘルスケア&メディカル投資法人による取得事例である。ただし、診療所が主たるテナントとなっているビルの事例は、ユナイテッド・アーバン投資法人、日本ビルファンド投資法人等の保有物件で数件みられる。なお、これらをヘルスケア施設として位置づけるか、オフィス(事務所ビル)として位置づけるかについては、各投資法人による区分に従っている。また、老人ホーム等に診療所が併設されている物件も少なくない。
⁴ インターネット用のサーバやデータ通信、固定・携帯・IP 電話などの装置を設置・運用することに特化した建物の総称をいう(日本データセンター協会 HP より)。
⁵ 音声ネットワークサービスやデータネットワークサービス等の各種通信サービスを提供するための基盤となる施設であり、各通信事業者が保有する通信網を日本国内全体にわたって接続する役割を果たしている(産業ファンド投資法人 HP より)。
⁶ さくら総合リート投資法人による 2 件の工場の取得である。なお、工場の底地のみの取得事例は従来より存する。

注) J-REITの各年の物件増加数(各年における取得物件数から売却物件数を差し引いた数)の用途別の割合を示したもの。平成13年・14年については、合算して割合を算出している。同一物件の追加取得分は取得件数に含めていない。物件の一部売却分は売却物件数に含めていない。対前年での用途別件数変化がマイナスになる場合には0件としている。

また、ホテルについては、従来はシティホテル・ビジネスホテルやリゾートホテルが主であったが、近年では旅館に対する投資も増加している⁷。なお、駐車場については、平成19年から20年にかけて19件の取得があったが⁸、その後はほとんど投資対象とされていない。

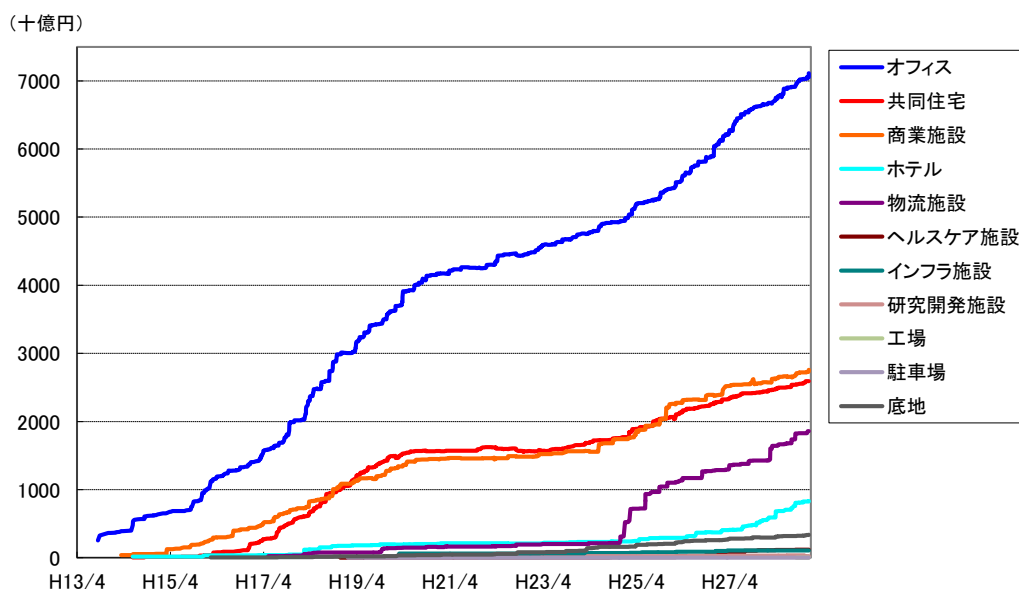
次に、用途別の物件数割合の増減をフローベースでみていく。図2は、J-REITの用途別の暦年ベースでの物件増加数の割合の変化を示したものである。リーマンショックの直後にあたる平成21・22年に物件取得が極端に細った影響で傾向が乱れているものの、全体としてはオフィスや共同住宅の物件増加数割合が低下し、ホテルや物流施設の物件増加数割合が上昇している傾向がみとれる。

(取得価額合計の推移)

J-REITの保有物件は、個々の物件の立地、規模等によってその価額は大きく異なる。そこで、J-REITの保有物件について用途別に価額ベースでみていくこととする。

図3は、J-REITが保有する物件に係る取得価額合計の推移を用途別にみたものである。取得価額ベースで見ると、オフィスのウェイトが圧倒的に大きい。物件数ベースでは最多であった共同住宅は、商業施設とよく似た推移を示しており、物件当たりの価額でみるとオフィスや商業施設に比べて少額なのがわかる。物流施設の伸びは物件ベース以上に顕著であり、大型物流施設の取得が盛んに行われてきていることがわかる。

図3. J-REIT保有物件の用途別取得価額合計の推移



注) 用途別にJ-REITの物件取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いて算出。

同一物件の追加取得分については、追加取得時にその取得価額を加算している。物件の一部売却分については、一部売却時に売却分に相当する当初取得価額を差し引いている。ただし、一部取得・一部売却分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には当初の取得価額に直接反映させている場合がある。

⁷ 築年を経た和風旅館のJ-REIT資産への組み入れ状況については、2018年2月1日付けリサーチ・メモ「J-REITにおける取得建物の築年数について」p4以下参照。

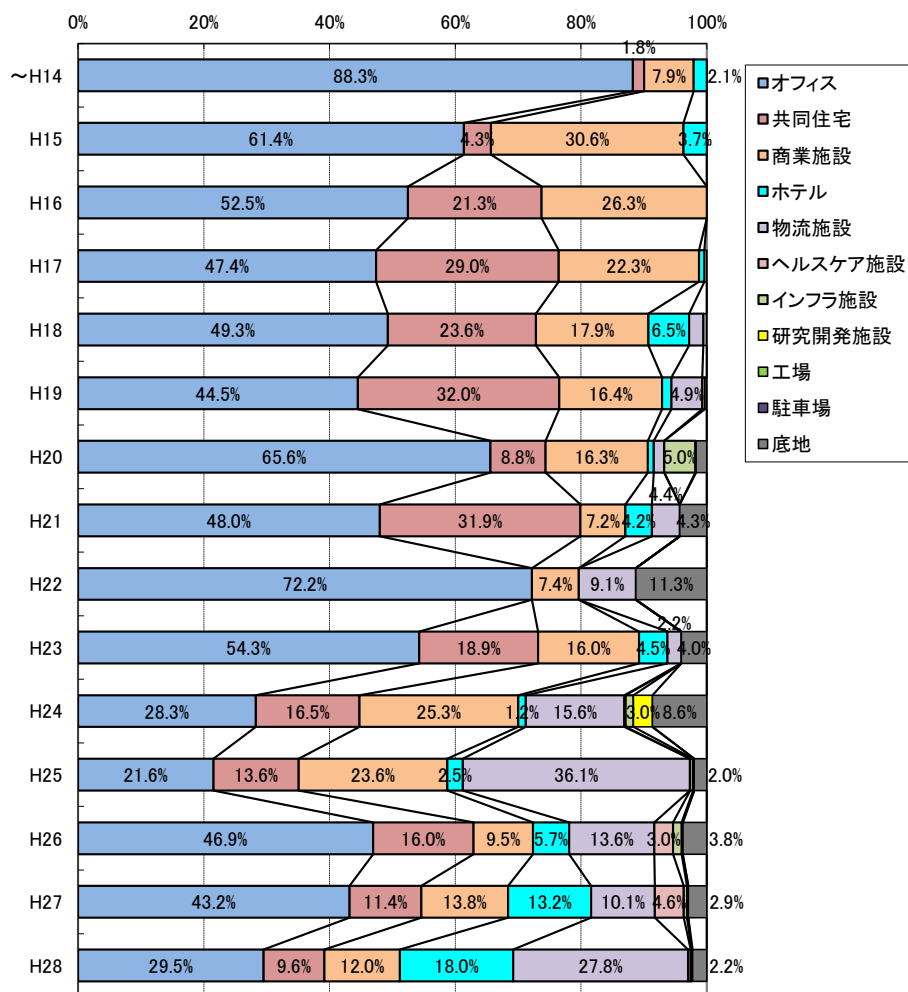
⁸ いずれも、東京グロースリート投資法人(現インヴァインシブル投資法人)による取得である。

取得後の評価額の変化や取得価額と売却価額の差は反映していない(なお、評価額ベースでの変化については、脚注2のリサーチ・メモを参照。)

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に対価分を加算している。その他改築等は反映していない。

次に、用途別の取得価額合計額割合の増減をフローベースでみていく。図4は、J-REITの用途別の暦年ベースでの取得価額合計額の割合の変化を示したものである。全体としてはオフィスや共同住宅の取得価額合計額割合が低下し、物流施設やホテルの取得価額合計額割合が上昇している傾向がみとれる。J-REIT全体の投資額における用途別のポートフォリオは、かつてはオフィスが中心であったのが、平成28年にはオフィス、集合住宅、商業施設、ホテル、物流施設へと分散傾向が顕著に認められるようになってきている。

図4. J-REITの物件取得価額合計に係る用途別の割合の推移



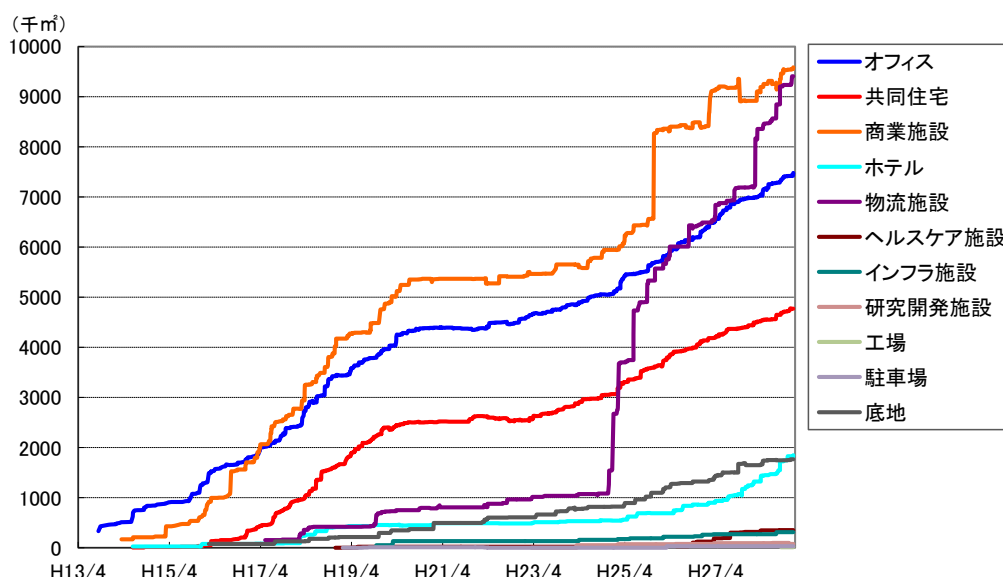
注) J-REITの各年における取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いた額の用途別の割合を示したもの。平成13年・14年については、合算して割合を算出している。対前年での用途別の額の変化がマイナスになる場合には0としている。

(総賃貸可能面積合計の推移)

J-REITの保有物件は、比較的小規模なオフィスビル・共同住宅から巨大な物流施設・ショッピングモールに至るまで、規模的にもかなり多様である。そこで、最後にJ-REITの保有物件について用途別に規模ベースでみていくこととする。

図5は、J-REITが保有する物件に係る総賃貸可能面積合計の推移を用途別にみたものである。物件数や取得価額合計と比べると、かなり様相の異なるグラフとなっている。まず、平成16年とかなり早い時期から商業施設が面積割合では最も大きい状況が続いている。オフィスや共同住宅、ホテルも順調に面積を広げてきているが、平成25年頃から物流施設の面積が急速に増加してきており、平成28年後半には商業施設にほぼ追いついている。物流施設はその特性上面積規模の大きい物件が多いことから、物件数や取得価額合計に比べてその増加傾向が顕著になっている。なお、平成25年頃から商業施設や物流施設について急激な増加を示している局面がみられるが、これは商業施設特化型投資法人⁹及び物流施設特化型投資法人¹⁰の相次ぐ上場とこれらによる盛んな物件取得によるところが大きい。また、物件数や取得価額合計のグラフではわかりにくかったが、底地も順調に面積を広げている。底地の場合、建物と比較して収益性には劣ることが多いものの、建物も含めた投資より投資額は小さく、建物の劣化リスクを直接負うことはなく、テナントの退去リスクも建物に比べると低い点で、投資リスク抑制の観点からも活用されてきているものと考えられる。

図5. J-REIT 保有物件の用途別総賃貸可能面積合計の推移



注) 総賃貸可能面積とは、各物件の本投資法人の保有部分のうち、賃貸が可能な部分の面積合計のことをいう。持分で保有している場合には持分相当分に割り引いている。

J-REITの取得物件の総賃貸可能面積を加算するとともに売却物件の総賃貸可能面積を差し引いて算出。

同一物件の追加取得分については、追加取得時にその総賃貸可能面積を加算している。物件の一部売却分については、一部売却時に売却分に相当する総賃貸可能面積を差し引いている。ただし、一部取得・一部売却分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には当初の総賃貸可能面積に直接反映させている場合がある。

建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に総賃貸可能面積の増分を加算している。

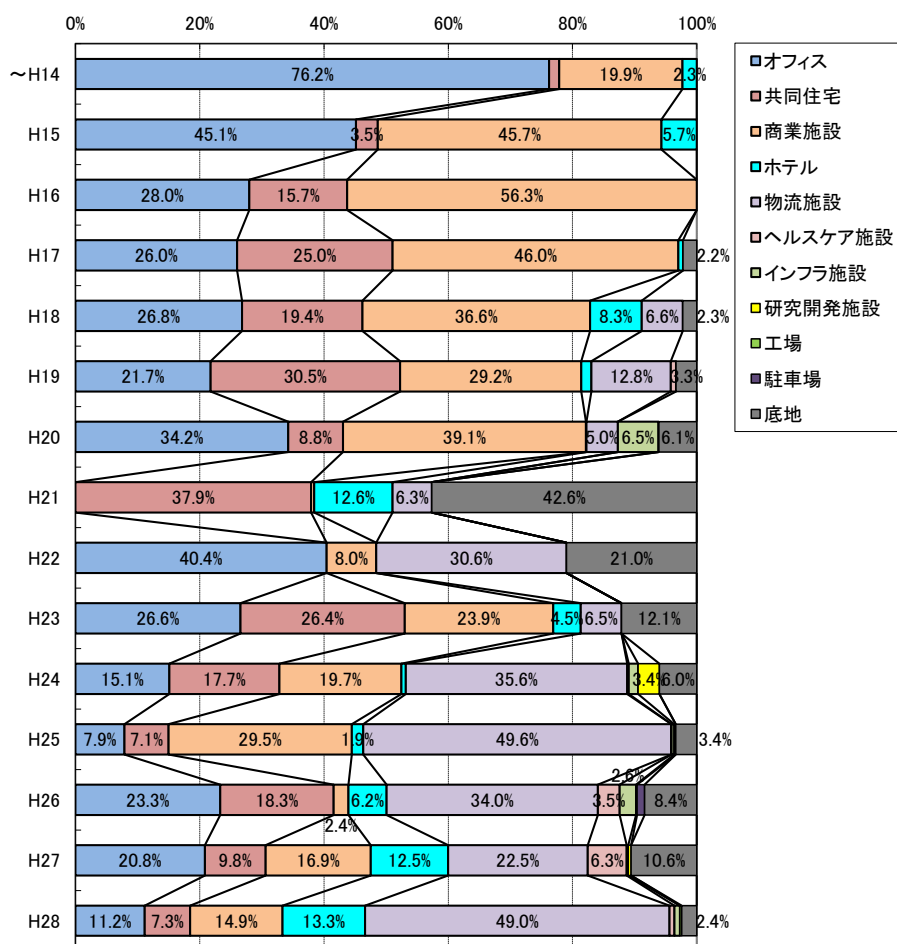
次に、用途別の総賃貸可能面積合計割合の増減をフローベースでみていく。図6は、J-REITの用途別の暦年ベースでの総賃貸可能面積合計の割合の変化を示したものである。図2と同じく平成21・22年に傾向が乱れ

⁹ イオンリート投資法人(平成25年11月上場)、ケネディクス商業リート投資法人(平成27年2月上場)。特にイオンリート投資法人は郊外型の大規模ショッピングモールを多数取得しており、商業施設の面積拡大の大きな要因となっている。

¹⁰ GLP投資法人(平成25年1月上場)、日本プロロジスリート投資法人(平成25年2月上場)、ラサールロジポート投資法人(平成28年2月上場)、三井不動産ロジスティックパーク投資法人(平成28年8月上場)。その他大和ハウスリート投資法人や野村不動産マスターファンド投資法人も盛んに物流施設を取得している。なお、平成29年以降にも物流施設特化型投資法人として三菱地所物流リート投資法人(平成29年9月上場)、CREロジスティクスファンド投資法人(平成30年2月上場)が新たに上場しており、平成29年末現在では物流施設の総賃貸可能面積は商業施設のそれを50万㎡超上回っている。

ているものの、全体としてはオフィス、共同住宅、商業施設の総賃貸可能面積合計割合が低下し、物流施設やホテルの総賃貸可能面積合計割合が上昇している傾向がみとれる。平成 21・22 年には底地の割合が高くなっているが、これは経済危機の中で前述のようにリスクが相対的に低い底地物件を投資法人が選好した結果であると推察される。

図 6. J-REIT の総賃貸可能面積合計に係る用途別の割合の推移



注) J-REIT の各年における総賃貸可能面積の合計から売却物件の総賃貸可能面積の合計を差し引いた数値のエリア別の割合を示したもの。

平成 13 年・14 年については、合算して割合を算出している。

対前年での用途別の面積の変化がマイナスになる場合には 0 としている。

(むすび)

以上 J-REIT における投資対象不動産の用途の推移について、物件数、価額、規模の 3 つの側面から概観してみた。いずれの側面からも、オフィス、共同住宅から物流施設やホテルへと投資のウエイトが移ってきていることがわかる。また、インフラ施設やヘルスケア施設をはじめとして、新たな用途へと投資対象が広がりつつある。学校¹¹、鉄道、上下水道等のインフラ施設、農場、森林など J-REIT の投資対象となっていない用途はいまだ多く、今後さらに投資対象不動産の用途が広がることが期待される。

(齋藤 哲郎)

¹¹ 底地での取得は野村不動産マスターファンド投資法人による事例が存する。