

(はじめに)

本稿は、2018 年から 2019 年上期にかけての J-REIT(上場不動産投資法人)における不動産投資の動向について、前年まで傾向と比較して複数の切り口からトピック的に取り上げてみたものである。なお、前年である 2017 年の状況については、2018 年 4 月 3 日付けのリサーチ・メモにおいて、2016 年以前の用途、立地、築年数、取得・売却先の属性別の分析については、2017 年度のリサーチ・メモにおいて取り上げているので、併せて参照されたい。

(2018 年から 2019 年上期にかけての J-REIT 市場の動向)

不動産投資について取り上げる前に、まず 2018 年から 2019 年 8 月にかけての J-REIT 市場の動向について簡単に触れておく。

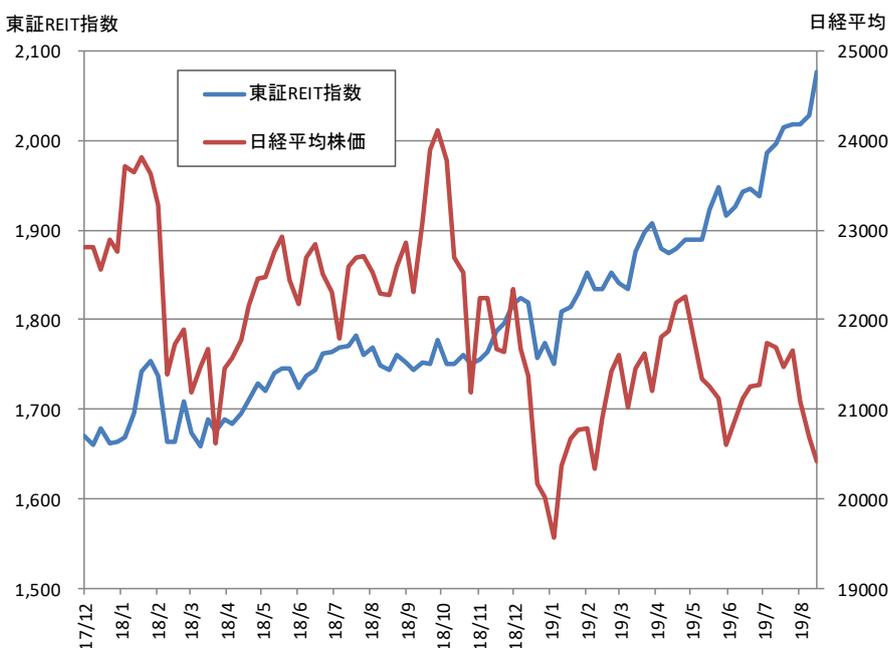
図 1 は 2017 年 12 月から今年 6 月までの東証 REIT 指数と日経平均株価の値動きを示したものである。この時期の株価は、中国の成長減退、米国金利の動向、さらに米中貿易摩擦の激化といった主に外的要因により不安定な動きを示しており、特に昨年末以降は株価低迷の傾向を強めている。他方、J-REIT 価格は昨年初頭から

上昇傾向が続いている。特に今年に入ってからには上昇傾向を強めており、7 月には東証 J-REIT 指数が 2007 年 12 月以来となる 2000 ポイントを超え、2100 ポイントを窺う動きとなっている。

この価格上昇の要因としては、J-REIT の場合先に挙げた外的要因の影響を受けにくいことのほか、低金利が続く中で配当利回りが相対的に高いこと、オフィス需給が逼迫するとともに主要都市での地価上昇が続くなど不動産市況が好調に推移していることなどが挙げられる。

このような事情を背景にして、

図 1. 東証 REIT 指数と日経平均株価の価格の推移

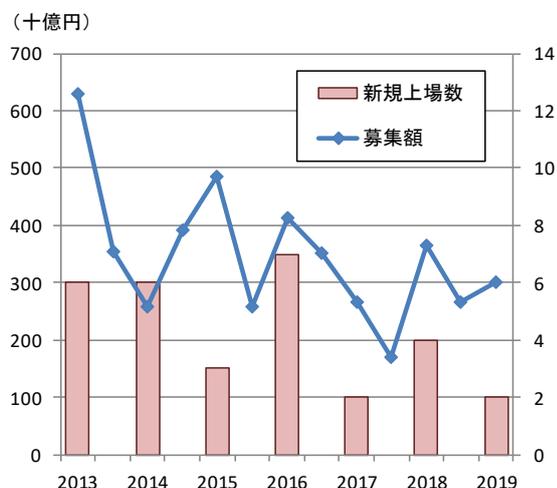


注) 数値は各週終値ベース。

資料: Bloomberg「マーケット:アジア太平洋の株価指数」より作成。

2017 年にかけていったん低迷しかけた新規投資口発行による資金調達や投資法人の新規上場についても、2018 年以降盛り返す傾向がみられる(図 2)。

図 2. J-REIT の募集額と新規上場数



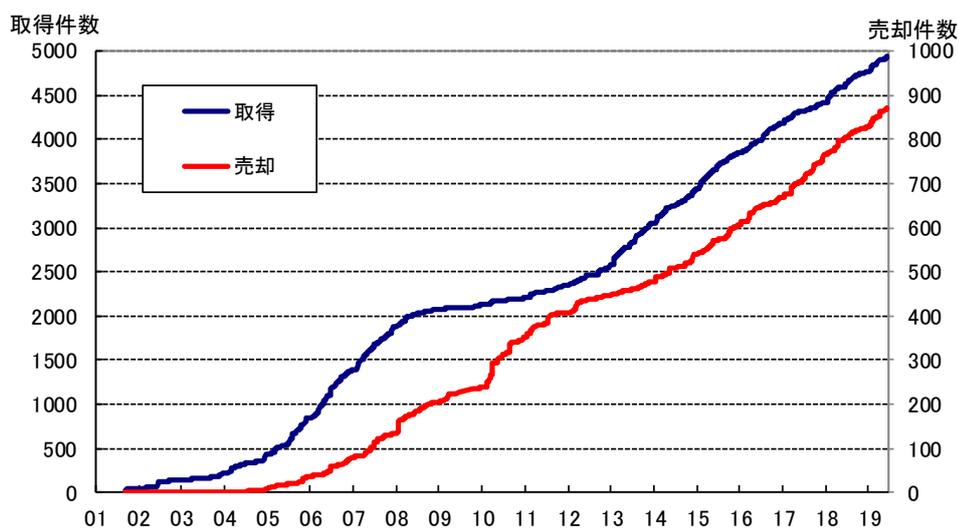
注) 募集額は、各年の上期・下期それぞれの募集額を示している(ただし、2019 年は上期のみ)。  
 新規上場数は、各年通年での上場数を示している(ただし、2019 年は上期のみ)。  
 募集額とは、投資口を追加発行した場合の出資総額の増加額。  
 新規上場数には合併による投資法人数の減少は反映していない。

資料:「不動産投資法人に関する統計:募集・売却等の状況」(投資信託協会)、「J-REIT 変遷図」(不動産証券化協会)より作成。

(J-REIT による不動産投資は順調に推移)

J-REIT による不動産投資は、リーマンショック等の金融危機によるダメージがほぼ癒えた 2013 年頃からかなりの勢いで伸びてきており、2019 年上半期までその勢いを維持している。図 3 は J-REIT の不動産取得件数・売却件数それぞれの累計の推移である。この傾向は、取得価額・売却価額の累計でも同様であるが、価額ベースでは 2017 年半ばから売却価額の増加がやや目立っている。

図 3. J-REIT における不動産の取得件数・売却件数の推移(累計)



注) 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 4 以下においても同じ。

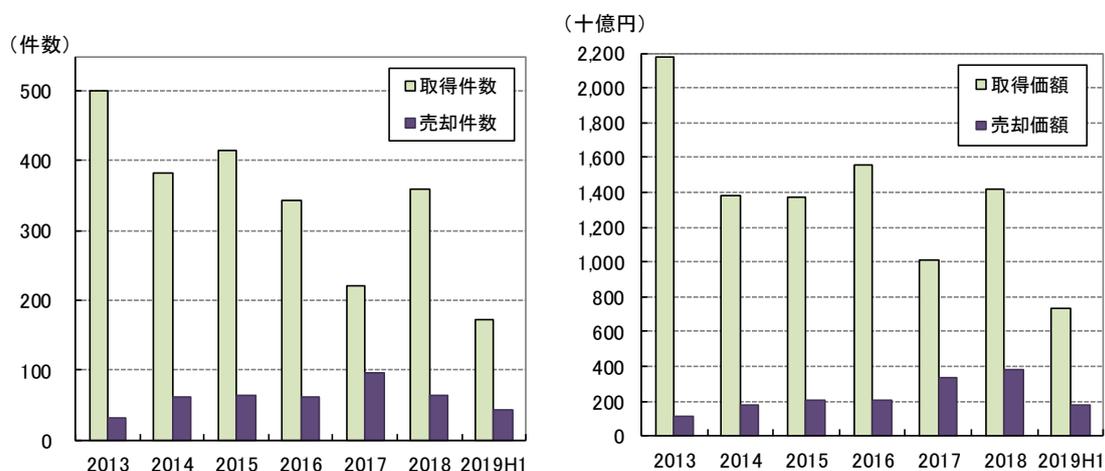
保有物件の追加取得及び一部売却は件数に含めていない。

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 4 以下においても同じ。)

図 4 は、2013 年以降の暦年ベース(2019 年は上半期のみ)でみた不動産の取得・売却件数及び取得・売却価額の推移である。取得分は 2017 年にいったん減少したものの、2018 年には 2016 年並みに回復している。一方、売却分はこのところ増加傾向にあり、2017 年の売却件数は、金融危機による資金調達難により売却が急

増した平成 22 年以来の件数であり、2018 年の売却価額合計は J-REIT 市場開設以来最も多くなっている。主にポートフォリオ改善を目的とした売却であると考えられる。

図 4. J-REIT における年別の取得・売却件数及び取得・売却価額の推移



注) 2019 年は上半期のみの件数・価額である。

取得・売却件数については、保有物件の追加取得及び一部売却は件数に含めていない。

取得・売却価額については、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分については、追加取得・一部売却時にその取得・売却価額を加算している。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。

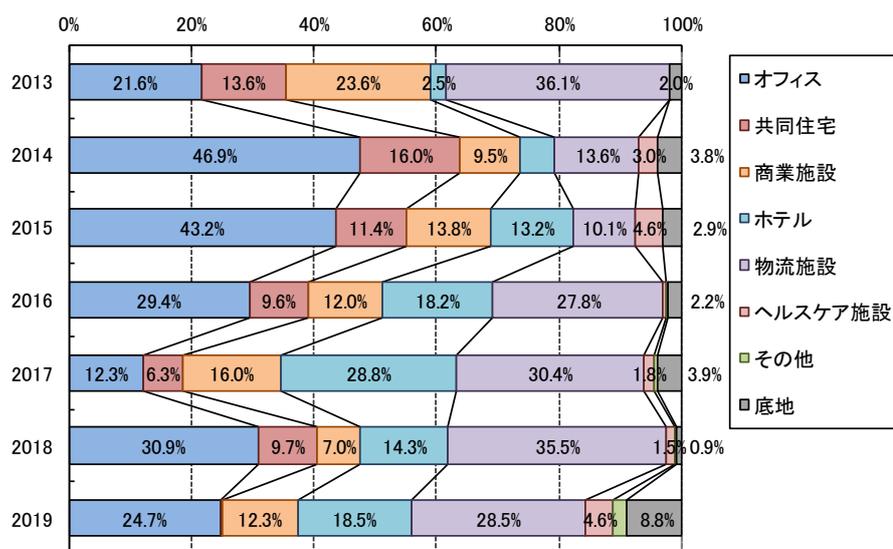
取得価額は、売却物件の取得価額分を控除している。

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取得価額として対価分を加算している。

(用途別ではオフィスのウエイト低下に歯止め。依然物流施設の増加が顕著)

用途別では、2017 年までのオフィスのウエイトの低下傾向にやや歯止めがかかったように見える一方で、物流施設やホテルのウエイトは高いままに推移している。

図 5. J-REIT の価額増加分に係る用途別の割合の推移(暦年ベース)



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価額分の用途別の割合を示したものである。

2019 年は上半期のみの価額である。

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割割合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。

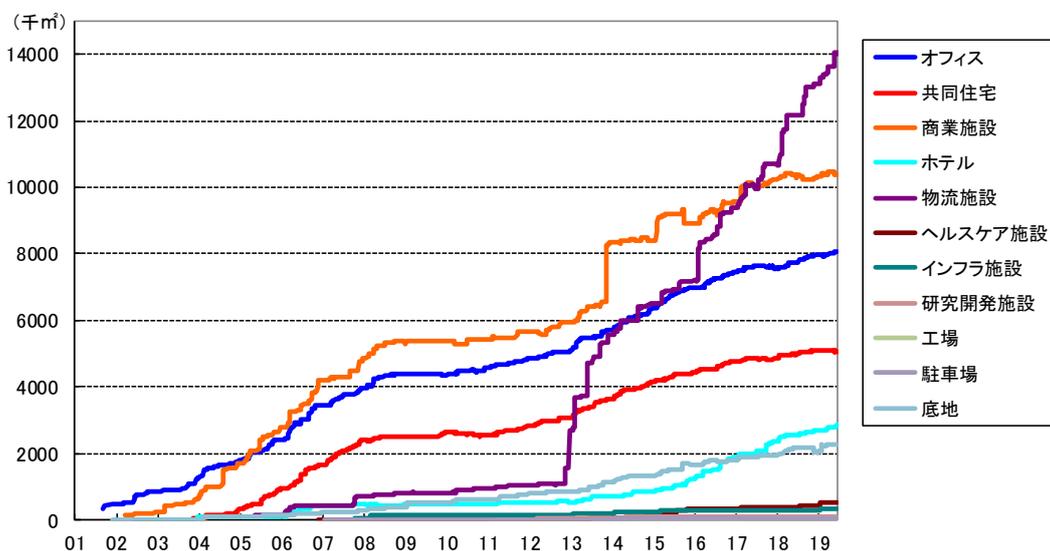
建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に取得価額として対価分を加算している。

図 5 は J-REIT の年別の価額増加分に係る用途別の割合を示したものである。オフィスは、2014 年以降ウエ

トの低下が続いてきたが、2018年からウエイトが持ち直す傾向がみられる。これは都市部でのオフィス需給の逼迫による賃料上昇を背景に改めてオフィス取得の動きが活発化したことによると考えられる。他方、共同住宅の割合は低下傾向が続いているように見える。また、物流施設やホテルの割合は依然として高く、特に物流施設の取得意欲は弱まる気配がみえない。このあたりは、物件数ベースでも、同様の傾向がみてとれる。なお、底地の割合が急増しているが、これは、2019年2月に上場したエスコンジャパンリート投資法人が投資方針として商業施設が立地する底地への投資の積極的推進を掲げ、取得した25物件中20物件が底地であったことによる。

図6は、J-REITの保有物件について用途別に総賃貸可能面積合計の推移を示したものである。2018年以降も物流施設の増加傾向が群を抜いており、また、ホテルも順調にその面積を拡大している。オフィスは2017年にやや伸び悩んだがその後増加傾向に戻っている。一方、商業施設と共同住宅の面積ベースでの伸び悩みは明らかになっている。なお、新たな用途としては、昨年はJ-REITとしては初めて主たる用途が保育所である物件の取得事例が現れた<sup>2</sup>。病院についても2017年に次いで2件目の取得があった。工場、研究開発施設の取得も各1件あったほか、2008年以来となる単独の駐車場の取得もあり、用途の広がりも進みつつあるように見える。

図6. 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・一部売却分が小規模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。

#### (投資エリア別では東京都区部の割合が増加、地方が減少)

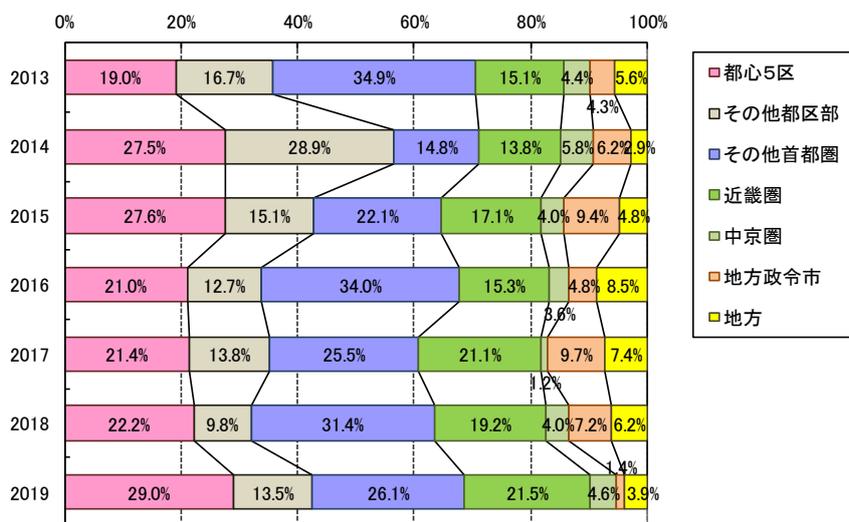
図7はJ-REITの物件取得価額の割合を年別・エリア別にみたものである。オフィスのウエイトが持ち直した影

<sup>1</sup> エスコンジャパンリート投資法人有価証券届出書(2018年12月25日)p20・25。なお、底地への重点投資の理由として、長期にわたる安定した賃料収入、減価償却及び保守・修繕等がないことに基づく低保有コストの実現、底地流通市場の拡大、災害等による資産価値の下落リスクが低い、の4つを挙げている。底地への重点投資を明確に打ち出した上場不動産投資法人はこれが初めてではないかと思われる。なお、私募リートにおいては、底地への投資に特化した投資法人が既に存在する(地主プライベートリート投資法人:2017年1月に運用開始)。

<sup>2</sup> 保育園については、ヘルスケア施設として分類している。なお、共同住宅や老人福祉施設に併せて保育所が設けられている物件は、2019年上半期までに7物件あった。

響からか、東京都区部、特に都心5区の割合が伸びている。他方、地方、特に地方政令市の割合の減少が目立つ。東京都区部を除く三大都市圏はいずれもほぼ横ばいである。同様の傾向は、件数ベース、面積ベースでもみられるが、面積ベースにおいては、物流施設の増加により都区部を除く首都圏と中京圏の伸びがやや目立っている。なお、海外物件の取得は、2018年に2件(いずれも匿名組合出資持分による。)あり、J-REIT全体で計4物件となった。

図 7. J-REIT の物件取得価額合計に係るエリア別の割合の推移



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エリア別の割合を示したものである。2019年は上半期のみのものである。

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、一部売却時に売却割合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。

※エリアの定義は以下のとおり。

- ・都心5区: 東京都の千代田、港、中央、新宿、渋谷の各区
- ・その他都区部: 都心5区以外の東京都区部
- ・その他首都圏: 栃木、群馬、茨城、埼玉、千葉、東京、神奈川の各都県(東京都区部を除く。)
- ・中京圏: 愛知、岐阜、三重の各県
- ・近畿圏: 大阪、京都、兵庫、滋賀、奈良、和歌山の各府県
- ・地方政令市: 首都圏、中京圏、近畿圏以外に存する政令指定市
- ・地方: 国内の上記各エリア以外

図 8. J-REIT における取得先の属性別の物件取得件数割合の推移



注) 暦年ベースでの物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の割合の推移を示したものである。

2019年は上期のみのものである。同一物件の追加取得については、追加取得年に件数として加算している。ただし、一部取得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件数に含めていない場合がある。

取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。

取得先について非開示である場合は件数に含めていない。ただし、取得先について会社名等に関しては非開示であっても上記属性に係る情報開示がある場合には件数に含めている。

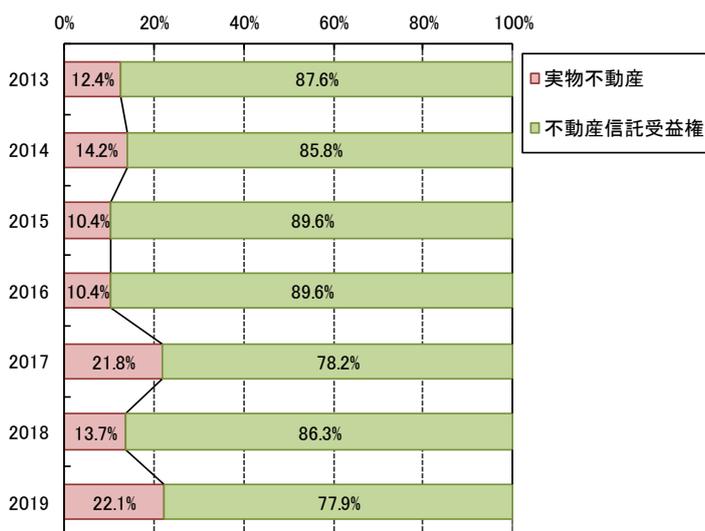
### (不動産の取得先は私募ファンド系の減少傾向が続く)

J-REIT による不動産の取得先については、2019 年上期に件数ベースで株式会社が 2009 年以來の 60% 超えとなった。他方、GK(YK)–TK スキームのビークルである合同会社・特例有限会社、及び TMK スキームのビークルである特定目的会社は、2018 年にやや割合が増加したもののいずれも件数ベースでの割合の減少傾向が続いており(図 8)、2019 年上期の私募ファンド系の割合は過去最低となっている。私募ファンド等からの取得割合は減少する一方、スポンサー企業等事業会社からの取得割合は増加していることになる。取得価額ベースでも同様の傾向がみられる。売却先については、非開示の割合が高く傾向を把握するのが困難である。なお、2019 年には J-REIT から私募リート(非上場不動産投資法人)へのまとまった売却(共同住宅 5 件)があった。

### (資産の種別では実物不動産の割合が増加傾向)

J-REIT が取得した不動産の種別については、件数ベースで実物不動産の割合が、2018 年にやや落ち込んだものの 2019 年上期には再び 2 割を超え、増加する傾向にあるように見える(図 9)。私募ファンド等からの取得割合が減少したことによるものと考えられる。なお、資産価額ベースでは、実物不動産の割合はほぼ横ばい傾向にあるが、この 3 年ほどは漸増しており、2019 年上期には 2011 年以來の高い割合になっている。

図 9. J-REIT における取得不動産の種類別の件数割合の推移



注) J-REIT の各年における取得件数の合計から売却件数の合計を差し引いた件数の資産種別ごとの割合を示したもの。

2019 年は上半期だけの件数である。

保有物件の追加取得及び一部売却は件数に含めていない。

不動産の種別としては、他に匿名組合出資持分と優先出資証券とがあるが、いずれも大部分は優先交渉権の行使等により最終的に実物不動産又は信託受益権を取得することになるため、分析対象から除いている。

### (むすび)

以上、2018 年から 2019 年上期にかけての J-REIT における不動産投資の動向について、過去のトレンドと比較しながら簡単に触れてみた。このところの J-REIT 投資口価格の上昇により、2017 年以前と比較するとだいぶ様相が異なってきたように見えるものの、人口減少・高齢化に伴う不動産市場自体への将来懸念や建設費高騰等に伴う不動産価格の上昇といった要因は依然として残っており、今後の J-REIT による不動産投資を楽観視することはできないであろう。とはいうものの J-REIT 投資口価格が株価のトレンドとは明らかに異なる動きを示すようになった中で、J-REIT に対しては、ミドルリスク・ミドルリターン投資商品の担い手として、着実に不動産投資を進めていくことが期待される。

(齋藤 哲郎)