

リサーチ・メモ

J-REIT における物流施設、ホテル、商業施設の取得傾向について ～電子商取引の拡大とインバウンド需要の高まりを受けて～

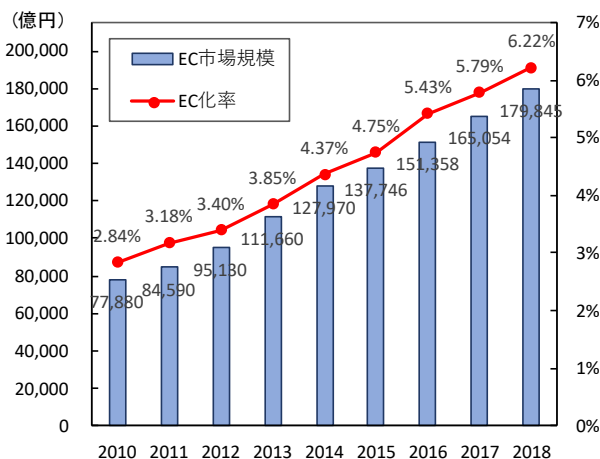
2020年1月6日

(はじめに)

J-REIT(上場不動産投資法人)による不動産の取得・保有も、当然のことながらその時期の経済・社会状況等の影響を受ける。本稿は、J-REIT の保有不動産のうち、経済・社会状況の変化を受けやすいと考えられる物流施設、ホテル、商業施設の3つの用途に絞って、その取得動向について分析を試みたものである。例えば、急速な電子商取引の広がり(図1)は、物流施設立地の強い追い風になっているといわれる。また、インバウンド観光需要の高まり(図2)は、ホテル立地の主たる促進要因となっている。商業施設にとっては、電子商取引の普及は向かい風となる一方、インバウンド観光需要の高まりは立地促進要因になり得ると考えられる。このような経済・社会情勢は、J-REIT における不動産取得・保有にどのような影響を及ぼしている可能性があるのか。以下順次見ていくこととする。この際、2008年以降の世界金融危機の影響による物件取得の停滞からJ-REIT が脱したのが、2012年後半であったことから、分析対象期間は原則として2012年から2019年上期までとする。

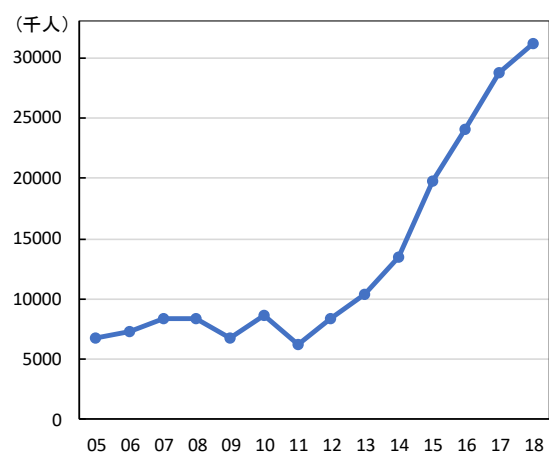
なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

図1. BtoC-EC の市場規模と EC 化率の推移



資料:「平成30年度我が国におけるデータ駆動型社会に係る基盤整備(電子商取引に関する市場調査)報告書」(平成31年5月 経済産業省)

図2. 訪日外客数の推移



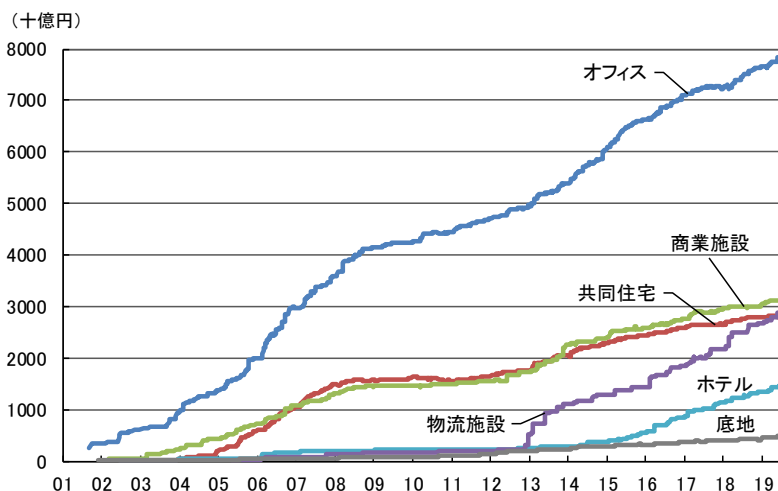
資料:「年別 訪日外客数、出国日本人数の推移」(日本政府観光局)

(J-REIT 保有不動産の用途別ボリュームとその割合)

はじめに、J-REIT 保有不動産の価額及び賃貸可能面積について、主たる用途別にその推移をみってみる。図3・4は、J-REIT 上場開始(2001年)以来の主な用途別の取得価額合計及び賃貸可能面積合計の推移である。当初保有不動産の用途はオフィスが主であったが、やや遅れて共同住宅と商業施設が増加する。世界金融危機をはさんで2013年頃から物流施設とホテルが急速に増加している。特に物流施設は、賃貸可能面積ベースでも

ともボリュームの大きい用途になっていることがわかる。

図 3. J-REIT 保有不動産の用途別取得価額合計の推移



注) 分割取得・譲渡物件については、それぞれの取得時点・譲渡時点で取得分・譲渡分を算入・除外している。
 上場前に取得した物件は上場時に取得したものみなしている。
 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、以下の図においても同じ。

図 4. J-REIT 保有不動産の用途別賃貸可能面積合計の推移

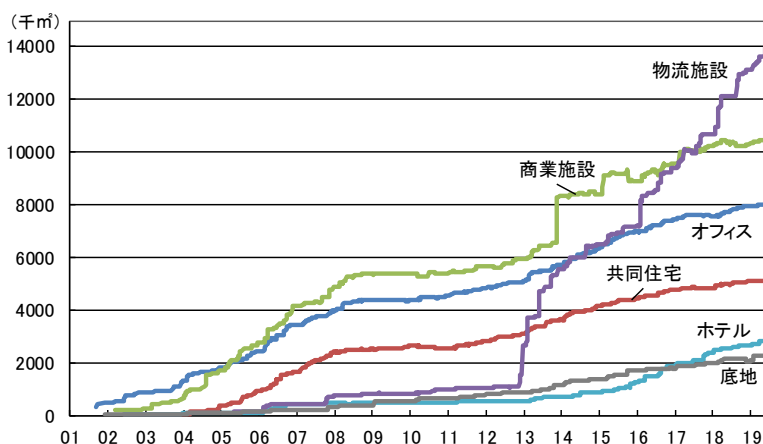
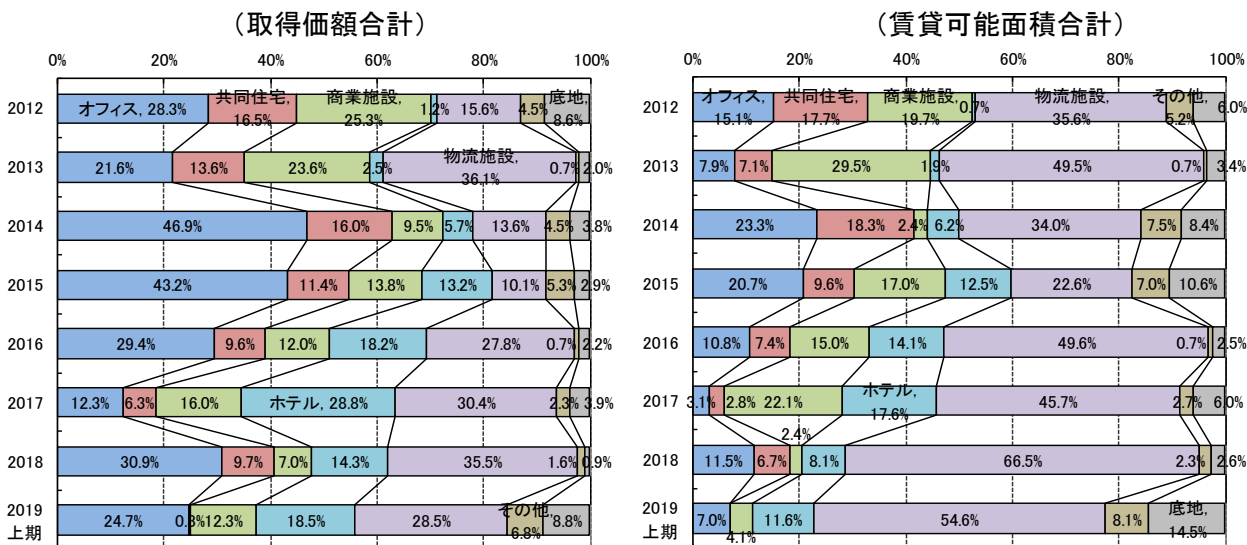


図 5. J-REIT 保有不動産の取得価額合計・賃貸可能面積合計に係る各年増加分の用途別割合



注)2012年から2019年上期までの各年において、当該に取得した不動産の価額合計・賃貸可能面積合計から譲渡した不動産の取得価額合計・賃貸可能面積合計を差し引いた価額・面積の用途別の割合を示している。

2012年より前に取得した物件の追加取得分は含まない(以下の図表においても同じ。)

その他とは、ヘルスケア施設、インフラ施設、研究開発施設、工場、駐車場をいう。

取得した不動産の取得価額合計・賃貸可能面積合計から譲渡した不動産の取得価額合計・賃貸可能面積合計を差し引いた面積がマイナス値となる場合については、面積 0 として計上している(2019年上期の共同住宅の賃貸可能面積合計がこれに該当する。)

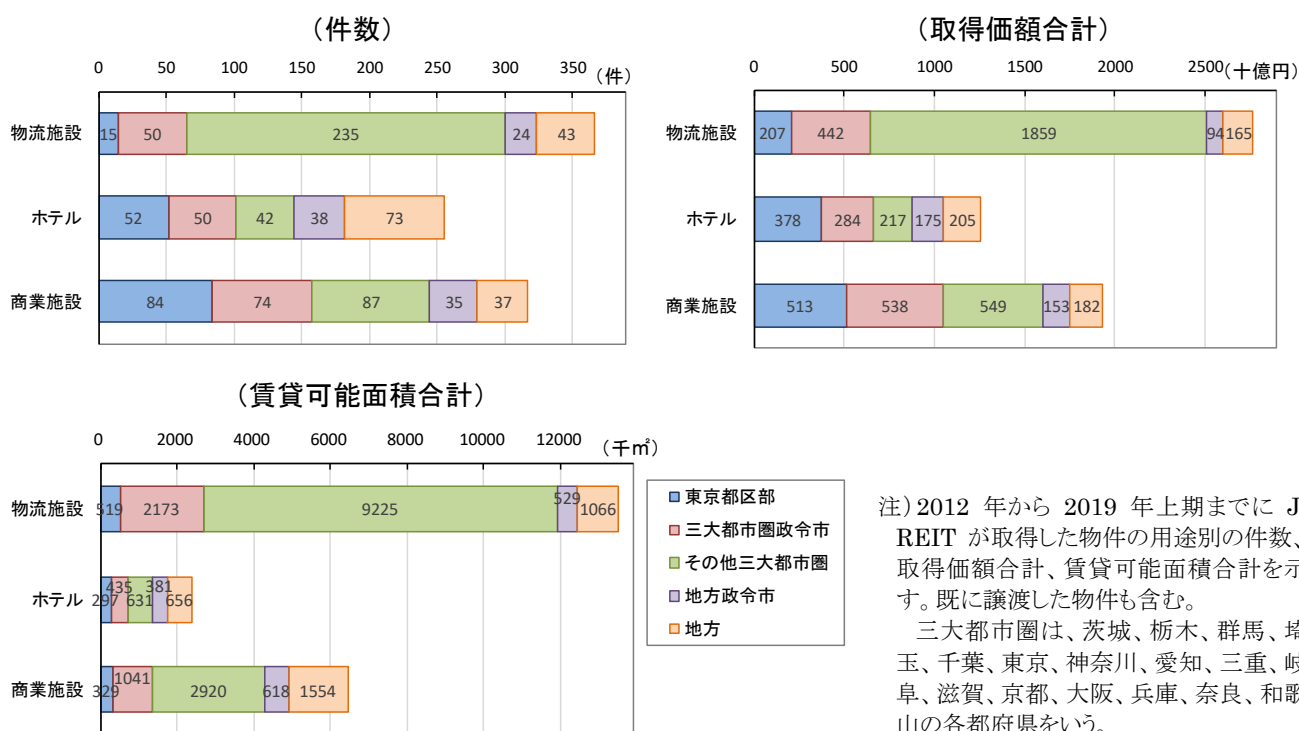
また、2012年以降各年における J-REIT 保有不動産の価額及び賃貸可能面積の増加分の用途別割合をみると(図5)、ホテルと物流施設が増加傾向にあるのに対して、オフィス等他の用途については、横ばいないし減少傾向にある。

(物流施設、ホテル、商業施設の立地傾向)

次に、物流施設、ホテル及び商業施設に絞り、まず立地傾向について分析を試みる。図6は、2012年から2019年上期までに J-REIT が取得した物流施設、ホテル、商業施設それぞれの件数、取得価額合計、賃貸可能面積合計について、エリア別に示したものである。エリアの分類については、人口・産業の集積度合いの程度に沿う形で、東京都区部、三大都市圏政令市、その他三大都市圏、地方政令市、地方に分けている。

これをみると用途によって立地傾向が異なり、特に物流施設の立地傾向は独特であることがわかる。件数及び取得価額合計ベースでは、ホテルと商業施設についてはエリア間での差があまりなく各エリアに分散して立地しているのに対し、物流施設についてはその他三大都市圏、いわば大都市周辺部に立地が集中している。賃貸可能面積合計ベースでは、商業施設もその他三大都市圏の割合が高くなっているが、これは郊外型の大型商業施設の立地によるものと考えられる。

図6. J-REITにおける物流施設、ホテル及び商業施設の立地傾向



注)2012年から2019年上期までに J-REIT が取得した物件の用途別の件数、取得価額合計、賃貸可能面積合計を示す。既に譲渡した物件も含む。

三大都市圏は、茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、東京、神奈川、愛知、三重、岐阜、滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山の各都府県をいう。

さらに立地傾向を細かくみるために、都道府県・市区町村別の立地件数をみていく。表1は、都道府県・市区町村別の物流施設、ホテル、商業施設の立地件数(上位10位まで)である。

表 1. J-REIT における物流施設、ホテル及び商業施設の都道府県・市区町村別の立地件数
(都道府県) (市区町村)

都道府県別			市区町村別		
施設種別	件数	都道府県	施設種別	件数	市区町村
物流施設	67	東京都	物流施設	18	大阪市
ホテル	55	大阪府	ホテル	23	渋谷区
商業施設	96	大阪府	商業施設	25	大阪市
埼玉県	65	北海道	久喜市	11	港区
千葉県	65	神奈川県	神戸市	11	福岡市
神奈川県	40	福岡県	鳥栖市	11	札幌市
大阪府	36	愛知県	船橋市	10	名古屋市
東京都	31	神奈川県	江東区	10	台東区
兵庫県	21	栃木県	柏市	9	京都市
福岡県	18	千葉県	福岡市	9	那覇市
宮城県	14	愛知県	仙台市	8	品川区
佐賀県	12	沖縄県	川崎市	8	横浜市
茨城県	11	長野県	川越市	8	横浜市
愛知県	11	埼玉県	習志野市	8	名古屋市
			相模原市	8	京都市

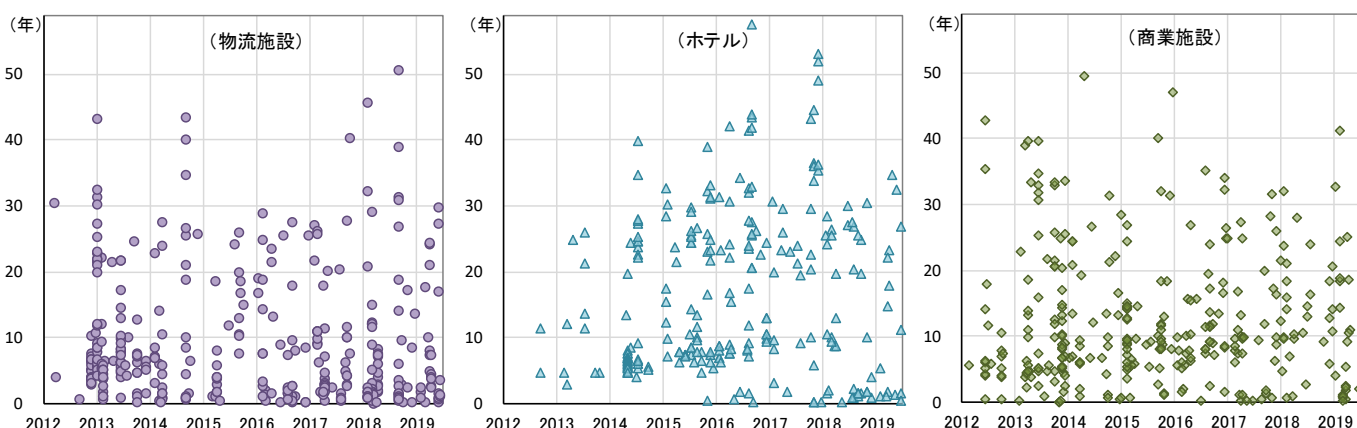
注) 2012 年から 2019 年上期までに J-REIT が取得した物件の用途別の件数を示す。既に譲渡した物件も含む。

都道府県別では、ホテルと商業施設は東京都と大阪府が 1・2 位であるのに対して、物流施設では埼玉、千葉、神奈川と東京都周辺の県が上位を占めている。商業施設が概ね人口集積の大きい都府県に多いのに対して、ホテルは北海道、沖縄県、長野県といった観光資源の豊富な道県での立地も多くなっている。市区町村別では、ホテルと商業施設が人口・産業の集積した市区での立地が多いのに対して、物流施設では臨海地域を含む大都市周辺部での立地が多いことがわかる。特に久喜市と鳥栖市が 2 位に入っていることは物流施設立地の特質を示しているものと考えられる。

(物流施設、ホテル、商業施設の築年数)

次に、物流施設、ホテル及び商業施設について J-REIT による取得時の築年数をみていく¹。図 7 は、2012 年から 2019 年上期までに J-REIT が取得した物流施設、ホテル、商業施設について、取得時期と取得時点での建物築年数との分布を示したものである。

図 7. J-REIT における物流施設、ホテル及び商業施設の取得時期と取得時の築年数



注) 2012 年から 2019 年上期までに J-REIT が取得した物流施設、ホテル、商業施設の取得時期と取得時の築年数の分布を示し

¹ なお、オフィス、共同住宅等も含めた用途全般の築年数の傾向とその推移については、拙稿「リサーチ・メモ J-REIT における取得建物の築年数について」(2018 年 2 月 1 日 土地総合研究所 HP)を参照。傾向としては、オフィスの取得時築年数が最も長く、共同住宅のそれが最も短くなっている。

たもの。既に譲渡した物件も含む。

1 物件に複数の建物が含まれる場合には、主たる建物のうち最も築年数の長い建物の築年数としている。

建築時期不詳により築年数を算出できない物件は含まない。建物竣工前に底地を取得し、建物竣工後建物を追加取得した物件については、取得時の築年数 0 としている。

以上、表 2 においても同じ。

取得時期と取得時築年数との間には特に傾向はみられないが、全体に物流施設の取得時築年数が短い傾向があるように見える。また、ホテルについては 2016 年頃からそれまでほとんどなかった竣工後間もない物件の取得が増加する傾向がみられる。訪日外客数が 1000 万人を超えたのが 2013 年、前年比 47.2% 増の急激な伸びを示したのが 2015 年であるから²、インバウンド観光需要の高まりを受けた動きであるとも考えられる。

表 2 は、上記の事情を確認するため、物流施設、ホテル、商業施設について取得時築年数の平均及び取得時築年数が 5 年以内の物件と 2 年以内の物件の割合について示したものである。これをみると、物流施設に築浅の物件が多いことは明らかである。ちなみに物流施設における取得時築年数 1 年以内の物件も全体の 13.4% を占めており、物流施設の場合着工前から J-REIT への組入れを予定している物件が多いと考えられる。ホテルについては、2016 年以降取得時築年数 2 年以内の物件の割合が急増しており、竣工後間もない物件の取得が増えていることがわかる。

表 2. J-REIT における物流施設、ホテル及び商業施設の取得時築年数平均と築浅物件の割合

用途	平均築年数	築後5年以内の割合	築後2年以内の割合
物流施設	9.0	46.6%	26.2%
ホテル	16.3	16.7%	11.3%
ホテル(2016年以降)	17.8	22.3%	20.1%
商業施設	12.2	22.3%	12.9%

(商業施設のタイプ別の変化)

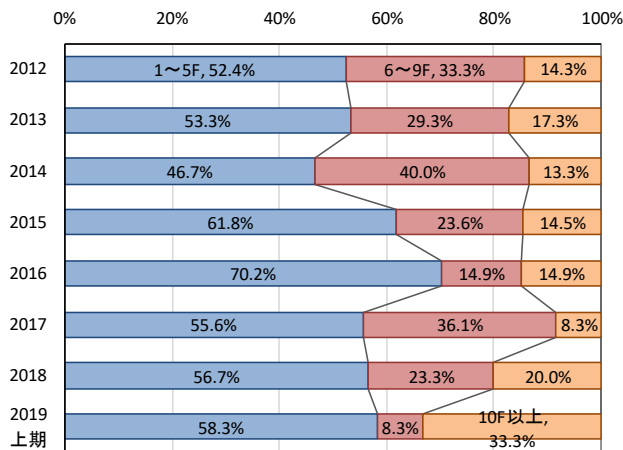
冒頭でも触れたように、商業施設にとっては、電子商取引の普及は逆風となるが、インバウンド観光需要の高まりは立地促進要因になり得る。このうちインバウンド需要の高まりを受けた形で J-REIT においても取得対象となる商業施設のタイプが変化しているのではなかろうか。インバウンド需要の高まりの影響を受けるのは、主に購買目的の外国人客が集まる大都市部商業地域の店舗であると考えられるが、大都市部商業地域の店舗ビルの場合、高層ビルであることが多い一方、郊外や住宅地域立地の商業施設は中低層建物であることが多いことから、ここでは商業施設の階数に着目して分析を試みる。

図 6 は、2012 年以降 J-REIT が取得した商業施設の階数別の割合の年別での推移を示したものである。高層建物³の割合については、若干の変動はありながらも特に傾向を見出すことはできない。ただこの 2 年ほど例えば、グランフロント大阪・うめきた広場南館(大阪市北区)、キュープラザ原宿(渋谷区)、ミュージ川崎(川崎市幸区)など建物が地上 10 階以上の商業施設の割合が増加しており、インバウンド需要の高まりなどを受けて都心部での大型商業施設などへのシフトを示している可能性もある。電子商取引の普及については、購買施設は都市部・郊外部問わずマイナスの影響を受ける可能性が高く、影響を受けにくいのは生鮮品中心の食品スーパーや飲食・娯楽施設であると想定されることから、その影響は建物階数には表れにくいものと考えられる。

² 「年別 訪日外客数、出国日本人数の推移」(日本政府観光局)による(図 2)。

³ 何階以上が高層建物となるか明確な定義はないが、住宅については 6 階以上を高層住宅としていることから(「長寿社会対応住宅設計指針」(平成 7 年 6 月建設省住備発第 63 号住宅局長通達)第 3. 5)、ここでも 6 階以上を高層建物とみなしている。

図 6. J-REIT が取得した商業施設の階数別割合の推移

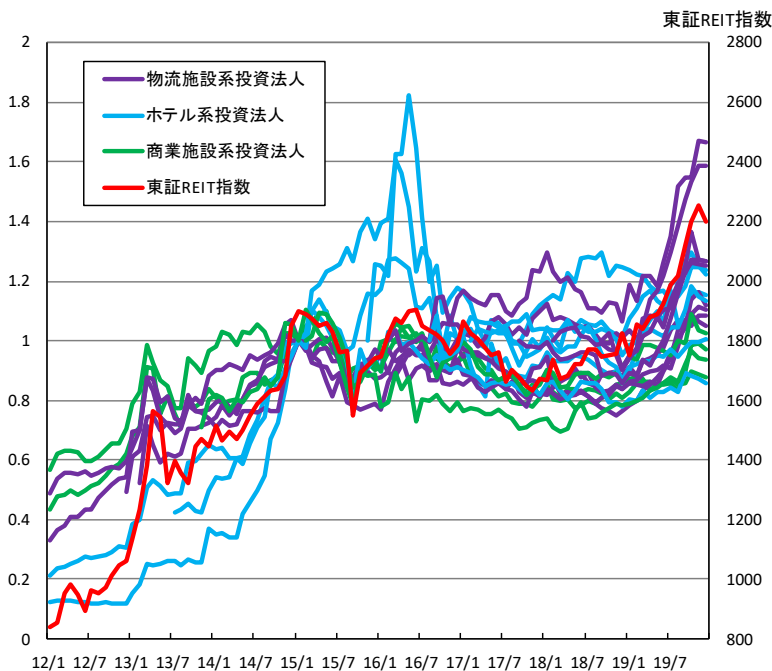


注)2012 年から 2019 年上期までに J-REIT が取得した商業施設の階数別割合の推移を示す。
既に譲渡した物件も含む。
地下階は含まない。
複数の建物からなる物件の場合は最も階数の多い建物の階数としている。
取得対象が建物の一部である商業施設の場合についても、当該建物全体の階数としている。

(投資口価格の推移)

用途別の需要の大小や今後の伸びに対する期待感は、当然投資家の判断も左右することになる。そこで、最後に物流施設、ホテル、商業施設のそれぞれを主たる投資対象としている投資法人の投資口価格の推移をみていく(図 7)。

図 7. 物流施設系、ホテル系、商業施設系投資法人の投資口価格と東証 REIT 指数の推移



注)2012 年から 2019 年 12 月までの月ベースでの投資口価格の指数と東証 REIT 指数の推移を示す。
投資口価格の指数は 2015 年 1 月を 1 として算出している。ただし、2015 年 1 月以降に上場した投資法人については、上場した月の投資口価格を 1 として算出している。
物流施設系、ホテル系、商業施設系の各投資法人には、各用途特化型の投資法人のみならず、本年 12 月時点で投資価額比率の過半が当該用途で占められている投資法人も含む。

資料: Bloomberg、Yahoo ファイナンス HP のデータより作成。

これを見ると、2014 年頃から 2016 年頃までにかけてホテル系投資法人の投資口価格が急上昇している。この間は、訪日外客数が急増していた時期でもあり、これを受けて投資家が数的に少なかったホテル系投資法人⁴に積極的に投資した結果ではないかと思われる。物流施設系投資法人については、順調な国内電子商取引市場

⁴ 2015 年時点で、ジャパンホテルリート投資法人、インヴィンシブル投資法人、星野リゾート・リート投資法人の 3 法人であった。

の拡大等⁵を背景に 2013 年頃からその数を増やしてきたが⁶、2018 年頃から投資口価格の上昇傾向が強まっている。この間商業施設系投資法人の投資口価格はほぼ横ばいで推移している。

このような投資口価格の推移傾向の違いは、物流施設、ホテル、商業施設のそれぞれが置かれた経済環境がある程度反映したものではないかと推察される。

(むすび)

以上、J-REIT における物流施設、ホテル、商業施設の取得傾向について、経済・社会情勢を踏まえて分析を試みた。今回の分析対象には含めていないオフィス、共同住宅については、物流施設やホテルほど個々の経済・社会情勢の影響は見られないと思われるが、例えばオフィスであれば、今後シェアオフィスやサテライトオフィスの増加などによる影響が見られる可能性もある。また、ヘルスケア施設については、少子高齢化の進行が追い風となる可能性もあるが、今のところ J-REIT においては物流施設やホテル並みの積極的取得には至っていない⁷。今回の分析は、電子商取引の拡大、インバウンド需要の高まりといった外部要因と J-REIT による不動産取得の傾向との因果関係を立証したものではないため、軽々に今後の J-REIT による不動産取得について予測することはできない。ただ、今のところ物流施設やホテルに対する注目度が高いのは確かであり、経済・社会環境の変化等に応じて、今後どのような用途に注目していくべきかは、J-REIT 運用主体にとっても、投資家にとっても、重要な関心事であろう。

(齋藤 哲郎)

⁵ BtoC・EC の市場規模・EC 化率は、2012 年に 9.5 兆円・3.85%だったのが、2018 年には 18 兆円・6.22%まで増加している(図 1)。

⁶ 物流施設系投資法人の数は、2012 年には 2 法人であったが、2013 年に 2 法人が加わり、2019 年には 9 法人となっている。

⁷ 例えば、ヘルスケア施設特化型の投資法人は、2015 年に 3 法人にまで増えたが、このうち 1 法人は、2018 年に共同住宅系投資法人に吸収合併された。