土地総研リサーチ・メモ

J-REIT における不動産投資の動向～2019 年の状況

2020 年 4 月 2 日

（はじめに）

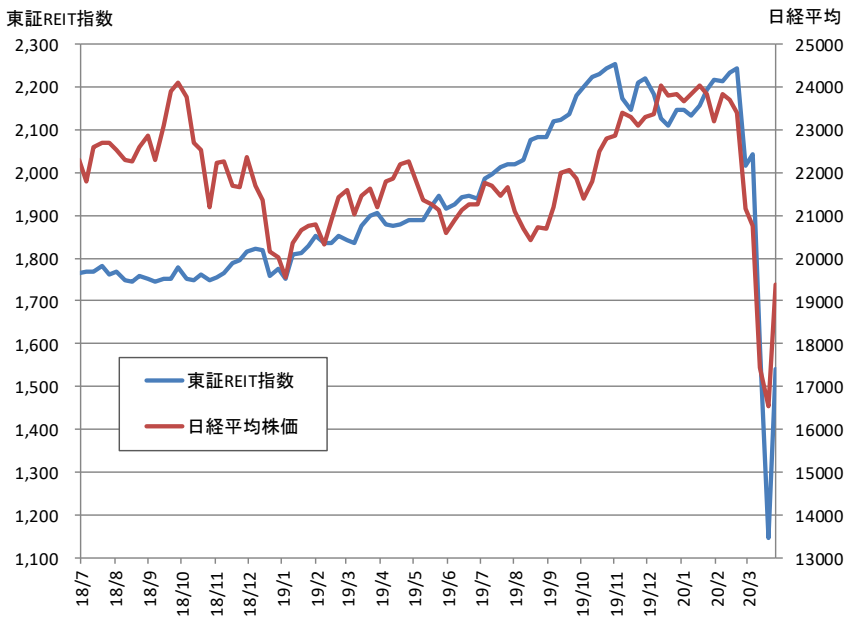
本稿は、昨年（2019 年）の J-REIT（上場不動産投資法人）における不動産投資の動向について、前年までの傾向と比較して複数の切り口からトピック的に取り上げてみたものである。なお、前年である 2018 年、前々年である 2017 年の状況については、それぞれ 2019 年 8 月 30 日、2018 年 4 月 3 日付けのリサーチ・メモにおいて、用途、立地、築年数、規模、取得・売却先の属性別の分析については、2017 年度以降のリサーチ・メモにおいて取り上げているので、併せて参照されたい。また、2019 年 8 月 30 日付けのリサーチ・メモにおいては 2019 年上半期についても言及している関係上、本稿の内容がこのリサーチ・メモと若干の重複が認められる点についてはご容赦願いたい。

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。

（2019 年前後の J-REIT 市場の動向）

J-REIT における不動産投資について取り上げる前に、まず 2018 年 7 月から 2020 年 3 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. 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で 2018 年 7 月 6 日から 2020 年 3 月 27 日まで。

資料：Bloomberg「マーケット:アジア太平洋の株価指数」より作成。

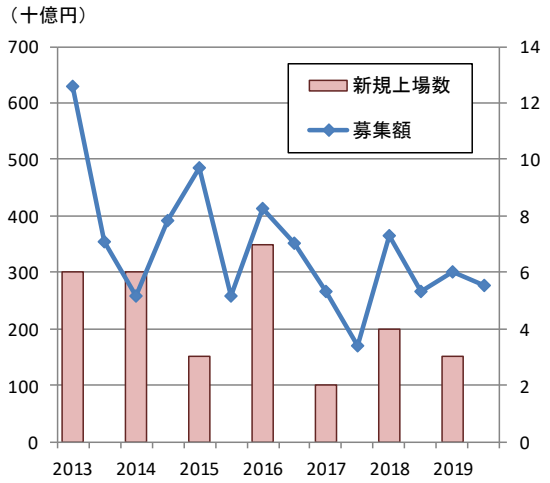
図 1 は 2018 年 7 月から今年 3 月までの東証 REIT 指数と日経平均株価の値動きを示したものである。この時期の株価は、中国の成長減退、米国金利の動向、さらに米中貿易交渉の行方といった主に外的要因により不安定な動きを示している。昨年秋から上昇傾向にあったものの、昨年末以降は株価低迷の傾向を強めている。他方、J-REIT 価格は 2018 年末から上昇傾向が続いており、2019 年 10 月には東証 J-REIT 指数が 2007 年 6 月以来となる 2300 ポイントを超え、その後も高値圏を維持してきた。なお、先月中旬頃から、新型コロナウイルス感染拡大への懸

念から東証 REIT 指数、日経平均株価のいずれも急激に下落後、乱高下している。

新型コロナウイルス感染拡大の影響を除けば、株価に比べて J-REIT 投資口価格の推移が堅調だった要因としては、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、EC の普及により物流施設に対する需要が根強いことなどが挙げられる。以上のような事情を背景にして、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 年以降やや盛り返す傾向がみられる（図 2）。

なお、図 1 にあるとおり、今のところ新型コロナウイルス感染拡大の影響は、上場株式と比較しても J-REIT の価格により顕著に表れている。その理由の一つとして、年度末を控えた地銀等国内金融機関が信用不安に備えて手元流動性を確保するため、換金売りを行っているからではないかと思われる[1]。今後新型コロナウイルス感染の影響がいつまで続くか懸念されるところである。特に、新型コロナウイルスの感染拡大は、インバウンド需要の減退要因となることは明らかであるから、今後ホテル特化型や商業施設特化型の投資法人の動向などについては注視していく必要があろう。

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。
新規上場数は、各年通年での上場数を示している。
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・売出等の状況」（投資信託協会）、「J-REIT 変遷図」（不動産証券化協会）より作成。

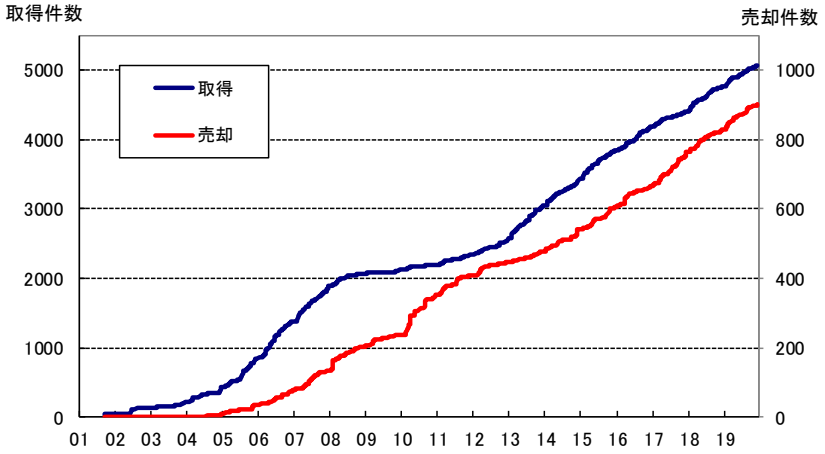
（J-REIT による不動産投資は順調に推移）

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。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 年までその勢いを維持している。

図 4 は、2013 年以降の暦年ベース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、2019 年は若干の減少となっている。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。2019 年もその傾向が続いている。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。

[1] 換金売りの対象となるのは、上場株式も同じであるが、低金利傾向が続く中で J-REIT は比較的高利回りが得られる安全資産として地銀等の保有が増えていたこと、銀行等による株式保有に制限が課される中、地銀等は政策保有株の削減を図ってきていることなどを背景に、より J-REIT に及ぼす影響が大きくなったのではないかと考えられる。

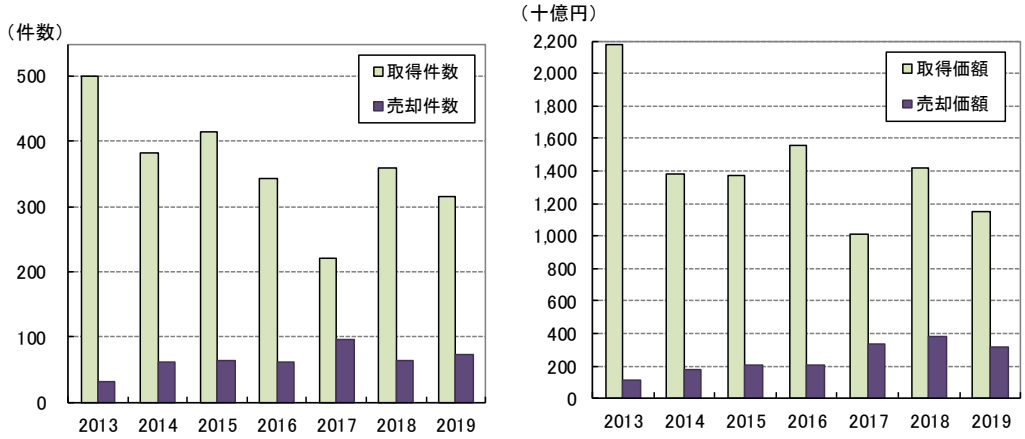
図 3. J-REIT における不動産の取得件数・売却件数の推移（累計）



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 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. 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）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。

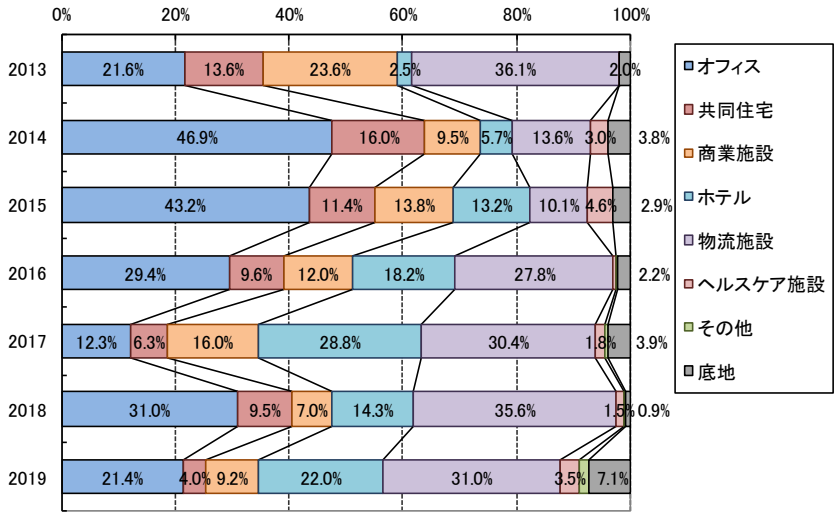
（用途別では物流施設のウエイト増加にやや歯止め。ホテルのウエイトは増加）

用途別では、2018 年までの物流施設のウエイトの増加傾向にやや歯止めがかかったようにみえる一方で、ホテルのウエイトは増加している。オフィス、共同住宅のウエイトは低下している。

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。物流施設は 2015 年以来ウエイトの増加が続いてきたが、2019 年になってややこの傾向に歯止めがかかったようにみえる。ホテルのウエイトも高い。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したオフィス取得の動きは、2018 年ほどではないが 2019 年も継続しているようである。他方、共同住宅の割合は低下傾向が続いているようにみえる。このあたりは、物件数ベースでみても、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[2]、取得した 25 物件中 20 物件が底地であったことによる。

[2] 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

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）

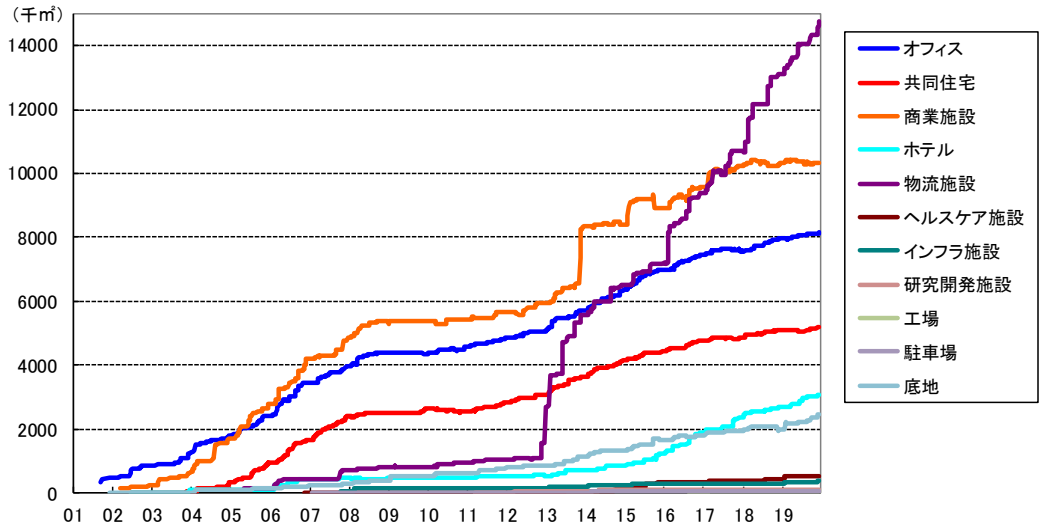


注）J-REIT の各年における取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いた価額分の用途別の割合を示したもの。

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。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 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。

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

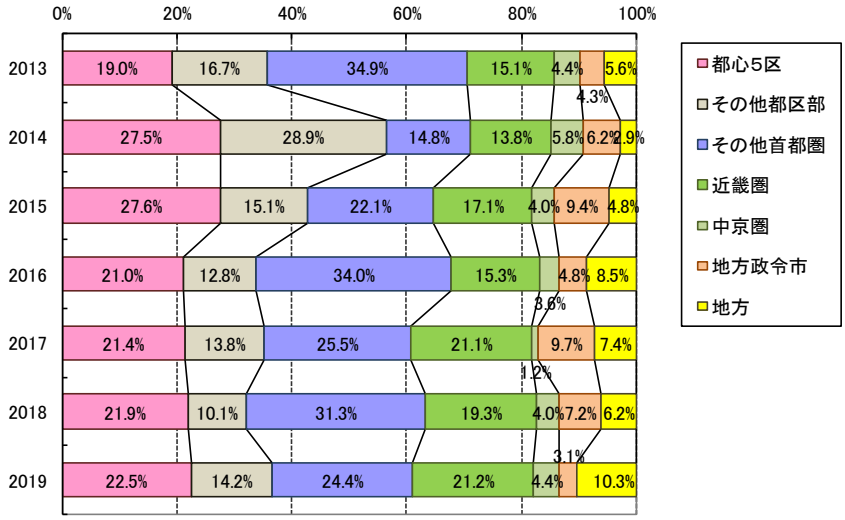
わたる安定した賃料収入、減価償却及び保守・修繕等がないことに基づく低保有コストの実現、底地流通市場の拡大、災害等による資産価値の下落リスクが低い、の4つを挙げている。底地への重点投資を明確に打ち出した上場不動産投資法人はこれが初めてではないかと思われる。なお、私募リートにおいては、底地への投資に特化した投資法人が既に存在する（地主プライベートリート投資法人：2017 年 1 月に運用開始）。

明らかになっている。なお、新たな用途としては、2019 年は建物の底地ではなく、乗下船ヤードというインフラ施設としての土地のみの取得があった。土地のみの物件で底地、屋外駐車場以外のものは J-REIT ではこれが初めてである。また、初めて主たる用途が保育所である物件の取得事例があった[3]。病院についても 2017 年に次いで 2 件目の取得があった。さらに、2020 年 1 月の取得ではあるが、J-REIT としては初の教育施設（専門学校）の取得もみられた[4]。以上から J-REIT における投資対象の用途もさらに広がりつつあるようにみえる。

（投資エリア別では東京都区部と地方の割合が増加、地方政令市の割合は減少）

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。その他都区部と地方の増加が目立つ一方、その他首都圏と地方政令市の減少がやや大きい。このうち、地方の取得物件の 8 割超はホテルと底地となっている。その他首都圏の割合が減少したのは、物流施設の取得にやや歯止めがかかったことの影響によると考えられる。同様の傾向は、件数ベース、面積ベースでもみられるが、件数ベースにおいては、その他首都圏の割合は増加している。その他首都圏の取得件数割合が増加したのは、比較的価額の小さい共同住宅についてまとまった取得があったことによるものと考えられる。なお、2019 年においては、海外物件の取得はなかった。

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。
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

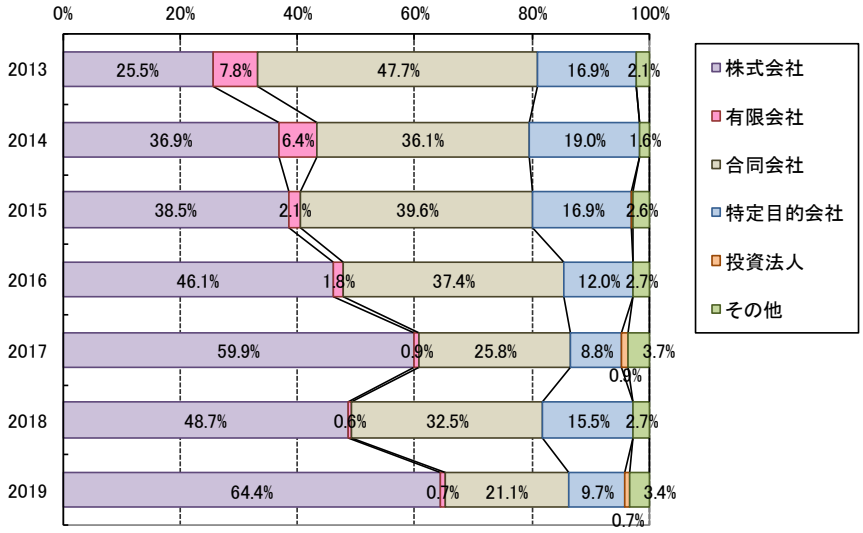
（不動産の取得先は私募ファンド系の減少傾向が続く）

J-REIT による不動産の取得先については、2019 年に件数ベースで株式会社が 2009 年以来の 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

[3] 保育園については、ヘルスケア施設として分類している。
[4] なお、学校の底地の取得は、2016 年に 1 例ある。

いており（図 8）、2019 年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、非開示の割合が全体の過半を占めており、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）があったほか、上場不動産投資法人間での物件の交換も行われた。

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。

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。

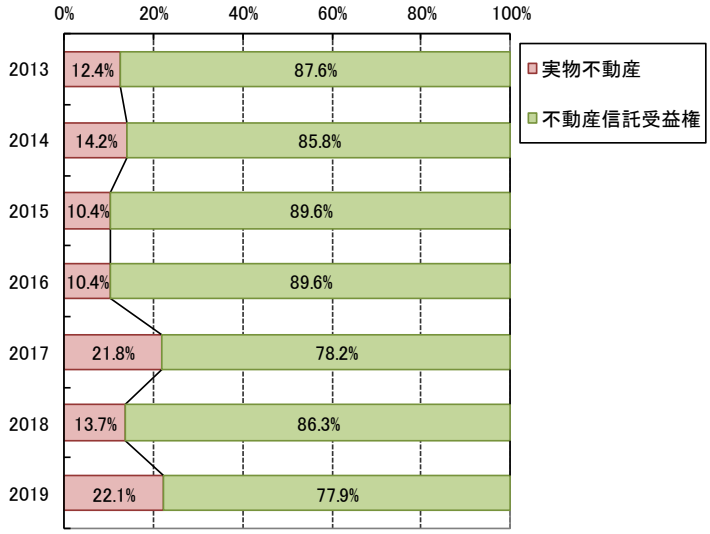
取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。

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。

（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みえる（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 年には 2011 年以来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。

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、2019 年の 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。新型コロナウイルス感染拡大の影響は読み切れないものの、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・ミドルリターンの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）