土地総研リサーチ・メモ

J-REIT における不動産投資の動向～2020 年の状況

2021 年 2 月 26 日

（はじめに）

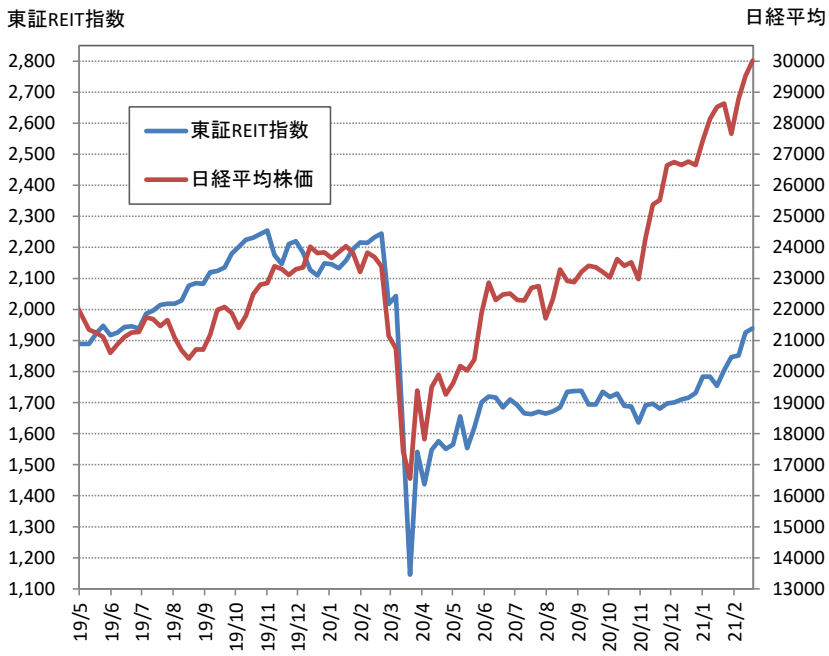
本稿は、昨年（2020 年）の J-REIT（上場不動産投資法人）における不動産投資の動向について、前年までの傾向と比較して複数の切り口からトピック的に取り上げてみたものである。なお、2019 年、2018 年、2017 年の状況については、それぞれ 2020 年 4 月 2 日、2019 年 8 月 30 日、2018 年 4 月 3 日付けのリサーチ・メモにおいて、用途、立地、築年数、規模、取得・売却先の属性別の分析については、2017 年度以降のリサーチ・メモにおいて取り上げているので、併せて参照されたい。

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。

（2020 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 2019 年 5 月から 2021 年 2 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 2019 年 5 月 10 日から 2021 年 2 月 19 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 2019 年 5 月から今年 2 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。2019 年の夏から秋にかけては、株価、J-REIT 投資口価格ともに上昇傾向にあったものの、その後やや上値が重い状況が続いていた。そして、昨年 2 月中旬から 3 月にかけて、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した。

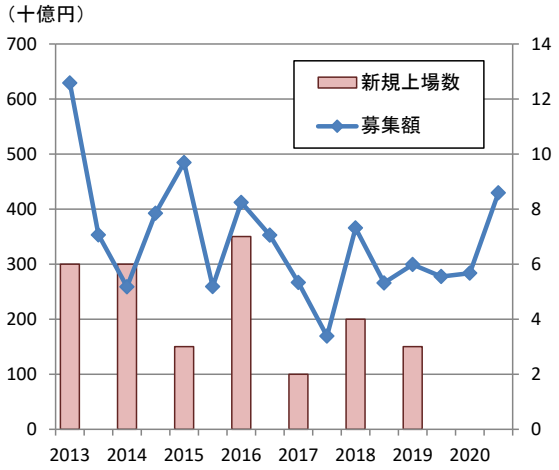
その後日経平均株価は昨年 6 月には急落前の水準をほぼ取り戻し、11 月以降は急速な上昇傾向が続き、2 月 9 日にはバブル崩壊後高値を更新し、さらに 3 万円の大台を突破した。この背景には中央銀行の量的緩和や政府の追加経済対策などがあるといわれている。

他方、J-REIT 投資口価格は、昨年 3 月の急落時からの戻りが鈍いままとなっている。これは、新型コロナウイルス感染拡大による投資口価格の急落が株価と比較してもより顕著であったこともあるが[1]、ホテルや商業施設の稼働率が急激に低下したほか、オフィスもリモート・ワークの浸透等により先行きに懸念が生じており、株式に比べてコロナ禍による悪影響を受けた銘柄の割合が大きいことによるものと考えられる。なお、物流施設については巣ごもり消費の増加等が EC 拡大を通じて追い風となっており、物流施設系投資法人の投資口価格も概ね好調に推移している。

新規投資口発行による資金調達には大きな変化はないが、2020 年は 2016 年以来 4 年振りに調達額が 7000 億円を超えた。他方、投資法人の新規上場については、リーマンショックの影響が残り東日本大震災の発生もあった 2011 年以来となる 0 件となった（図 2）。投資法人の数は、合併により前年より 2 法人減少している[2]。

今後新型コロナウイルス感染の影響がいつまでどのように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ほか、勤務形態や生活様式の変化にも結びつくとみられることから、今後ホテル特化型や商業施設特化型の投資法人のほか、従来から J-REIT の主要な資産であったオフィスや共同住宅の動向などについても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。
新設合併による新規上場は含まない。
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、取得件数でみても 2020 年までその勢いをほぼ維持している。ただ、2020 年は新規上場がなかった分まとまった不動産取得が少なくなり、やや取得件数の伸びが鈍っているようにもみえる。売却件数についても増加傾向が続いているが、特に 2020 年前半にまとまった売却がみられる。これは、日本賃貸住宅投資法人と日本ヘルスケア投資

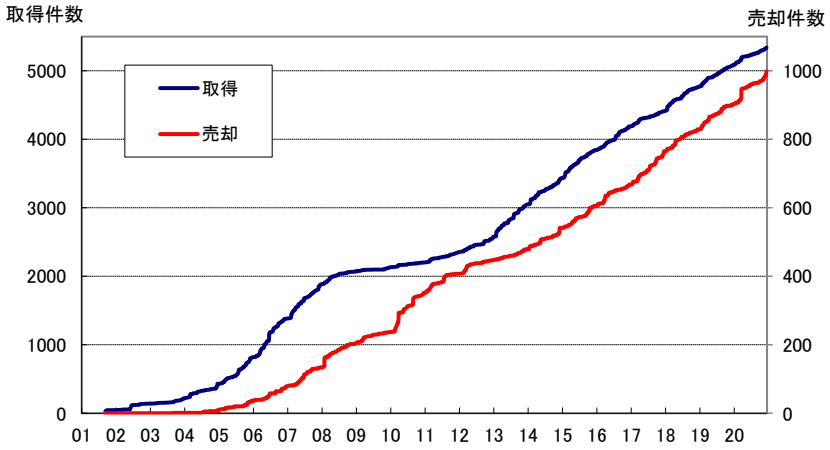
[1] J-REIT 投資口価格の下落がより顕著であった理由の一つとして、年度末を控えた地銀等国内金融機関が信用不安に備えて手元流動性を確保するため、換金売りを行ったことがある。換金売りの対象となるのは、上場株式も同じであるが、低金利傾向が続く中で J-REIT は比較的高利回りが得られる安全資産として地銀等の保有が増えていたこと、銀行等による株式保有に制限が課される中、地銀等は政策保有株の削減を図ってきていることなどを背景に、より J-REIT に及ぼす影響が大きくなったのではないかと考えられる。

[2] 2020 年 4 月に日本賃貸住宅投資法人が日本ヘルスケア投資法人を吸収合併し（合併後の名称は、大和証券リビング投資法人）、8 月にはスターアジア不動産投資法人がさくら総合リート投資法人を吸収合併した。

法人との合併に合わせて、ポートフォリオの質の向上のため共同住宅 27 件の売却がなされたことによるものである。

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・2020 年は若干の減少が続いている。一方、売却分は 2018 年以降件数ベースでは増加、価額ベースでは減少の傾向がみられる。ポートフォリオ改善を目的とした中小物件売却の傾向が強まっているものとみられる。

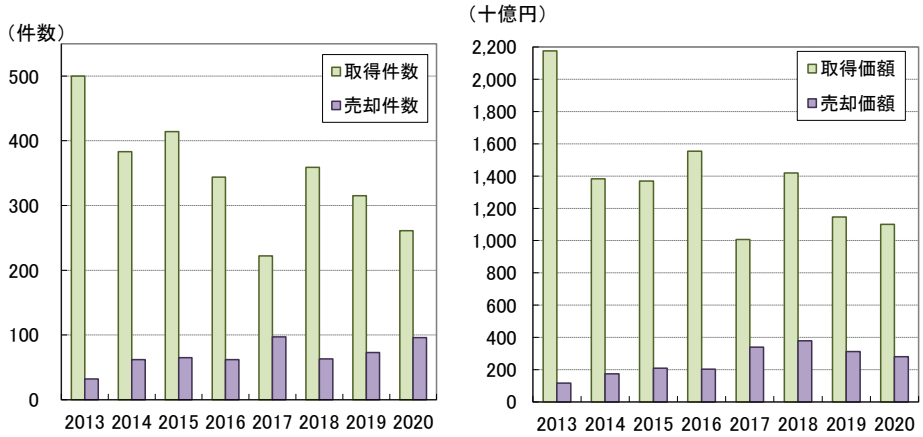
図 3. J-REIT における不動産の取得件数・売却件数の推移（累計）



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作成（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。

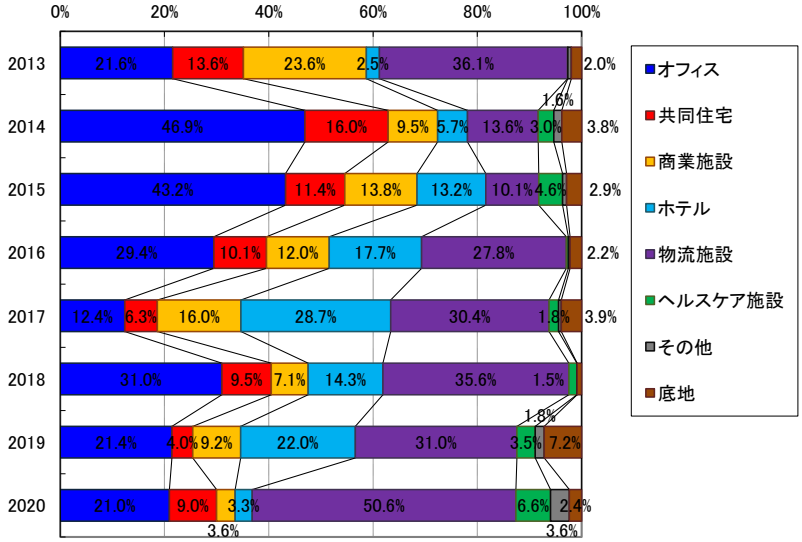
（用途別ではホテル・商業施設が減少。物流施設は増加）

用途別では、ホテルと商業施設のウエイトが低下する一方、物流施設のウエイトが上昇している。オフィスのウエイトは横ばい、共同住宅とヘルスケア施設のウエイトは上昇している。

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。ホテルと商業施設については、

コロナウイルス感染拡大の影響をもろに受けたようで[3]、2019 年と比較してそのウエイトが低下している。特にホテルの減り方が急激なものとなっている。他方、物流施設は 2015 年以来のウエイトの増加傾向が 2020 年にはさらに顕在化し、価額ベースでは年増加分の 5 割超を物流施設が占める状況となっている。オフィスについては、コロナ禍でのリモート・ワークの普及などで将来の需要に懸念が生じているが、そのウエイトは今のところほぼ横ばいである。共同住宅とヘルスケア施設については、コロナ禍の影響を受けにくいからか、いずれもウエイトが上昇している。その他のウエイトも上昇しているが、これは大型の研究開発施設[4]の取得によるところが大きい。グラフは省略するが、これらの点については物件数ベースでも同様の傾向がみてとれるが、物件数ベースでみるとヘルスケア施設が全体の 2 割弱を占めている。

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）

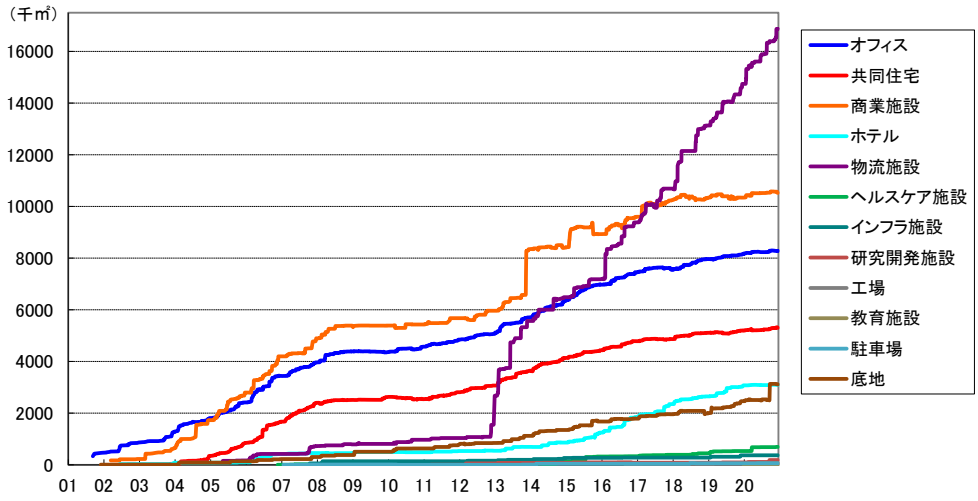


注）J-REIT の各年における取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いた価額分の用途別の割合を示したもの。

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。

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



[3] 新型コロナウイルス感染拡大のホテル・商業施設への影響については、拙稿「新型コロナウイルス感染拡大とホテルに対する不動産投資の状況」（土地総研リサーチ・メモ 2020 年 7 月 2 日）（https://www.lij.jp/news/research_memo/20200702_1.pdf）、「新型コロナウイルスの感染拡大と商業施設に対する不動産投資の状況」（土地総研リサーチ・メモ 2020 年 7 月 31 日）（https://www.lij.jp/news/research_memo/20200731_3.pdf）を参照。

[4] 産業ファンド投資法人が、武田薬品工業（株）の研究開発施設である IIF 湘南ヘルスイノベーションパーク（取得価額 231 億円・準共有持分 60%）を取得した。

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。

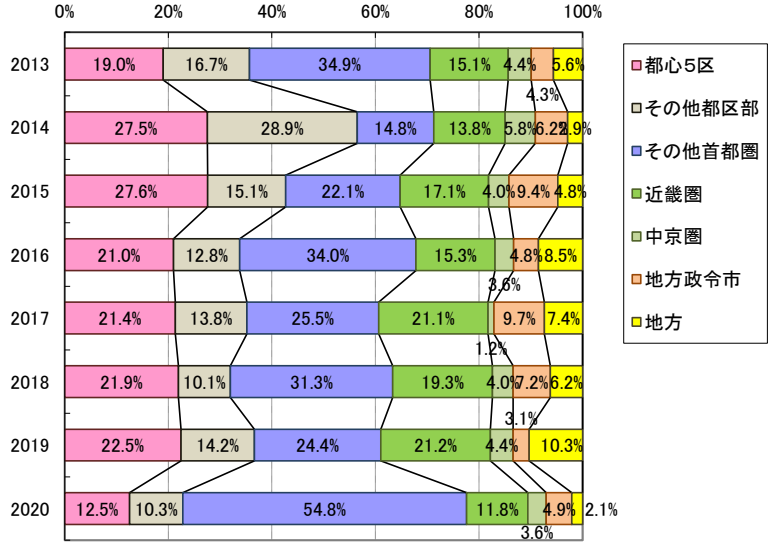
建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に総賃貸可能面積の増分を加算している。

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。2013 年以降物流施設の増加傾向が群を抜いており、2020 年もその勢いが続いている。順調にその面積を拡大してきたホテルは、2019 年後半以降横ばいに近い状況となっている。オフィスは 2017 年にやや伸び悩んだがその後緩やかな増加傾向に戻っている。共同住宅はゆっくりとした増加傾向にある一方、商業施設は、面積ベースでの伸び悩みが明らかになっている。なお、新たな用途としては、2020 年 1 月に J-REIT としては初の教育施設（専門学校）の取得もみられた[5]。

（投資エリア別では都区部以外の首都圏が増加、都区部・近畿圏・地方の割合は減少）

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。その他首都圏の増加が目立つ一方、都心 5 区、近畿圏、地方の減少が大きい。その他首都圏の割合が上昇したのは、物流施設の取得が増加したことの影響によると考えられる。地方の減少が大きくなったのは、コロナ禍により地方都市や観光地でのホテルの取得が減ったことが大きい。グラフは省略するが、エリア別でみた同様の傾向は面積ベースでもみられるものの、件数ベースにおいては近畿圏の割合は増加している。近畿圏の取得件数割合が増加したのは、比較的価額の小さいヘルスケア施設についてまとまった取得があったこと[6]によるものと考えられる。なお、2020 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。

海外物件は含まない。

※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。）

[5] 投資法人みらいが東京衛生学園専門学校をセール&リースバック方式で取得した。なお、学校の底地の取得は、2016 年に 1 例ある。

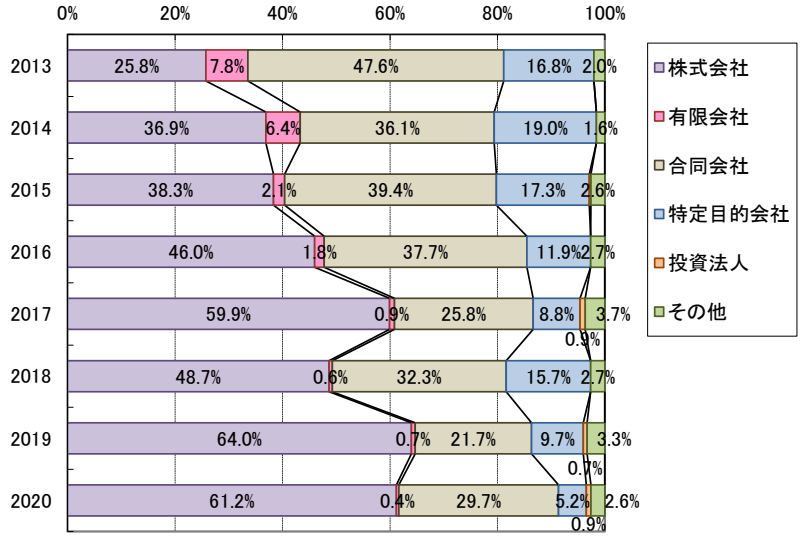
[6] 大和証券リビング投資法人が 12 件のヘルスケア施設を取得した。

・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 年に比べると割合が低下したものの、件数ベースで株式会社が 2 年連続の 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、合同会社の割合がやや持ち直したものの時系列的には件数ベースでの割合の減少傾向が続いている（図 8）。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傾向は変わらないようである。グラフは省略するが、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 4 割強を占めており、傾向を把握するのが困難である。なお、2020 年は取得先についての非開示件数が初めて 2 割を超えており、情報開示の面でやや懸念が残る結果となっている。

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



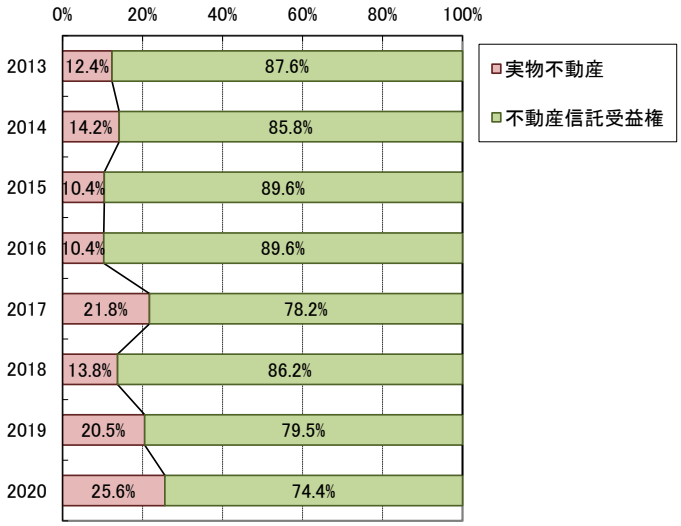
注） 暦年ベースでの物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の割合の推移を示したもの。
同一物件の追加取得については、追加取得年に件数として加算している。ただし、一部取得分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には件数に含めていない場合がある。
取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。
取得先について非開示である場合は件数に含めていない。ただし、取得先について会社名等に関しては非開示であっても上記属性に係る情報開示がある場合には件数に含めている。

（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その後増加傾向が続き、2020 年には全体の 4 分の 1 超を占めるに至っている（図 9）。その要因は明らかでないが、私募ファンド等からの取得割合が減少傾向にあること[7]、ポートフォリオ改善を受けて長期保有指向がより高まっていること[8]などがあるのではないか。なお、資産価額ベースでも、実物不動産の割合はここ数年漸増している。いずれの割合も、リーマンショック等の影響で不動産投資ファンドが機能不全状況に近かった 2011 年以来の高さとなっている。

[7] GK(YK)－TK スキームを用いた場合には、制度的に不動産信託受益権を対象とせざるを得ない。
[8] 中短期での売却を想定しないのであれば、実物不動産取引に伴う不動産取得税等の負担感が低下する一方、信託報酬の負担がより顕在化するのではないかと考えられる。

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。

国内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不動産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、2020 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。J-REIT における不動産投資は、数的には順調に拡大しているようにみえるものの、新型コロナウイルス感染拡大の影響が今後どのような形で表れてくるかはわからないところが多い。短期的には既にホテルや商業施設に係る投資に対してかなりの影響を及ぼしている。今後特に取得価額ベースで J-REIT の保有資産の 4 割強を占めるオフィスがどのような影響を受けるのかについて注視していく必要があろう。

（齋藤　哲郎）