

J-REIT における不動産投資の動向～2021 年の状況

2022 年 4 月 4 日

(はじめに)

本稿は、昨年(2021 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、2020～2017 年の状況については、それぞれ 2021 年 2 月 26 日、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、関心のある向きは併せて参照されたい。

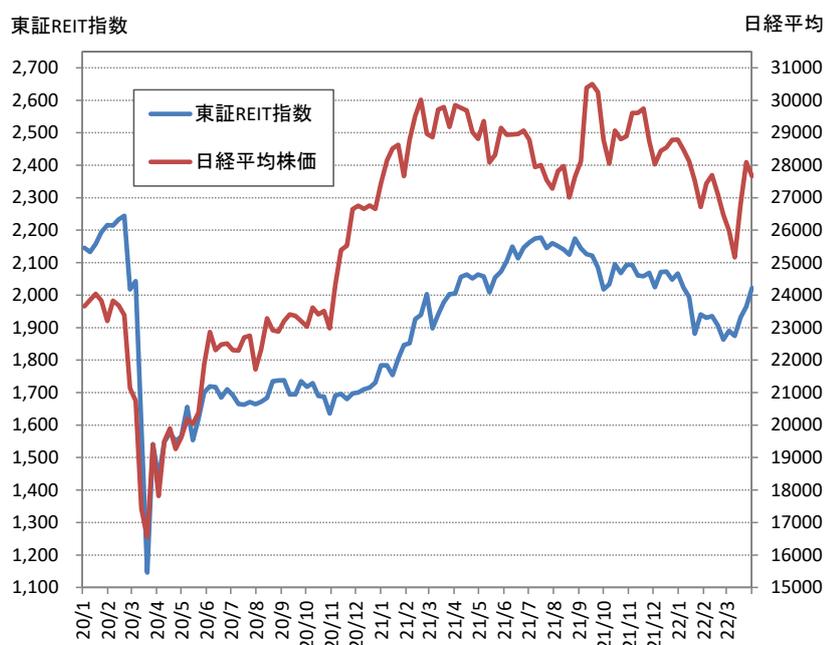
なお、以下において用いているデータは、特に注記のない限り各投資法人のプレスリリース資料及び有価証券届出書により筆者が作成したデータベースに基づいている。

(2021 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、まずコロナ禍の直前に当たる 2020 年 1 月から 2022 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 は 2020 年 1 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。2020

図 1. 東証 REIT 指数と日経平均株価の価格の推移



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同年 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、昨年 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であり、コロナ禍直前の水準を超える場面はいまだ見られない。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

注) 数値は各週終値ベースで 2020 年 1 月 3 日から 2022 年 4 月 1 日まで。

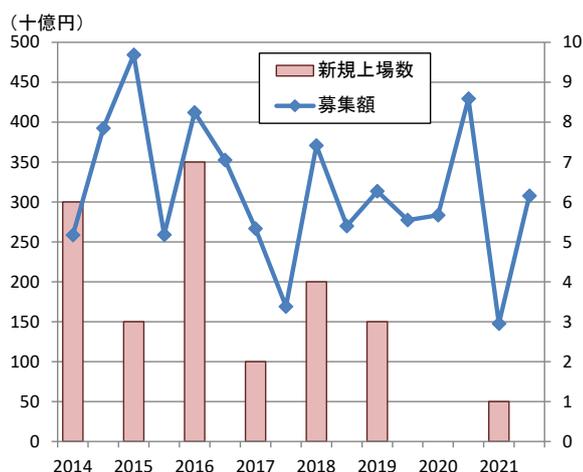
資料: Bloomberg「マーケット:アジア太平洋の株価指数」より作成。

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。

今年に入ってから、新型コロナ感染者数等の急激な増加とこれに伴うまん延防止等重点措置の実施などにより東証 REIT 指数、日経平均株価ともに下落傾向となり、さらに 2 月下旬に開始されたロシア軍のウクライナ侵攻により、日経平均株価は一時急落している。東証 REIT 指数も下落しているが、株価に比べると下落の程度は目立たない。これは、少なからざる株式銘柄が、エネルギー、穀物等の価格上昇、ロシアへの経済制裁による金融、交易の混乱といった事象の影響を直接的に受けるのに対し、投資対象のほぼすべてが国内不動産である J-REIT への影響は間接的であることによるものと考えられる。

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、2021 年は 2017 年以来 4 年振りに調達額が 5000 億円に届かなかった。他方、投資法人の新規上場については、東海道リート投資法人の上場による 1 件であった(図 2)。上場投資法人の数は、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の上場廃止があったため、前年と同数となっている。ちなみに、この上場廃止は、投資戦略上の理由から私募リートへの転換を図ったものであるが、合併以外による上場不動産投資法人の上場廃止としては、初めての事例となる。

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・上場廃止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。売却額が増える)

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。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

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 具体的には、非公開化により投資主への短期的かつ安定的な価値の還元を行う必要性は低下するため、より長期的な視点から一層の資本的支出を行うことや、テナント管理の方法に関して従来の上場 REIT で採られている典型的な方法とは異なるアプローチを採ることが可能になり、これにより、資産ポートフォリオの価値を向上させることができること、その資本効率性を高める目的で上場 REIT では採り難い一層のレバレッジ手法を活用していくことなどが挙げられている(「インベスコ・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けに関する意見表明(賛同)のお知らせ」(2021 年 6 月 17 日 インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人、インベスコ・グローバル・リアルエステート・アジアパシフィック・インク) p13)。

件数でも 2021 年までその勢いをほぼ維持している。売却件数についても増加傾向が続いており、2021 年 12 月にはややまとまった売却がみられる。

図 4 は、2014 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、2019～2021 年は件数ベースではやや減少、価額ベースではほぼ横ばい傾向にある。一方、売却分は 2018～2020 年において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たが、2021 年は、J-REIT 上場開始後初めて売却価額が 4000 億円を超えた。ポートフォリオ改善を目的とした売却傾向がより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)

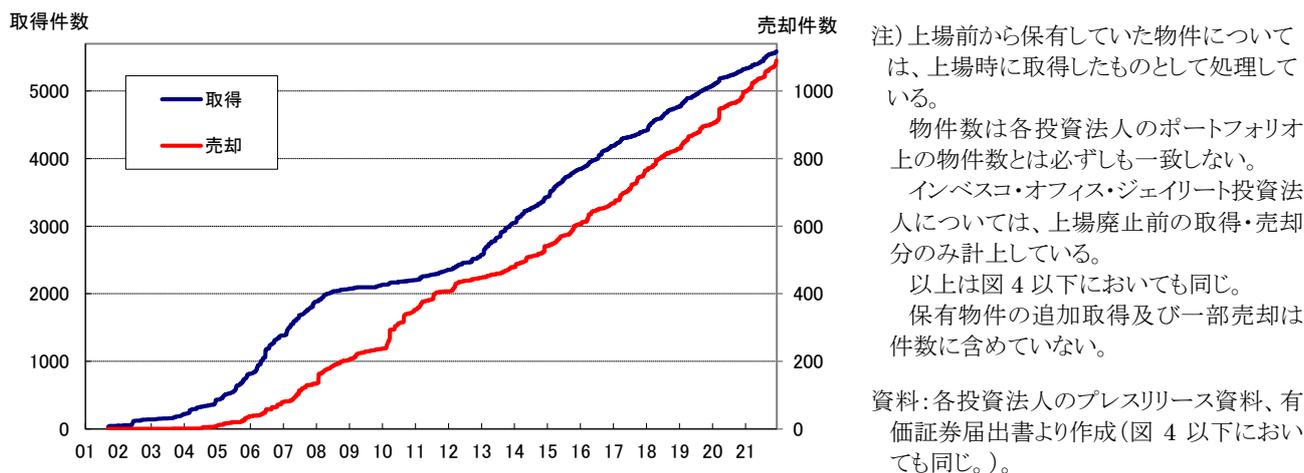
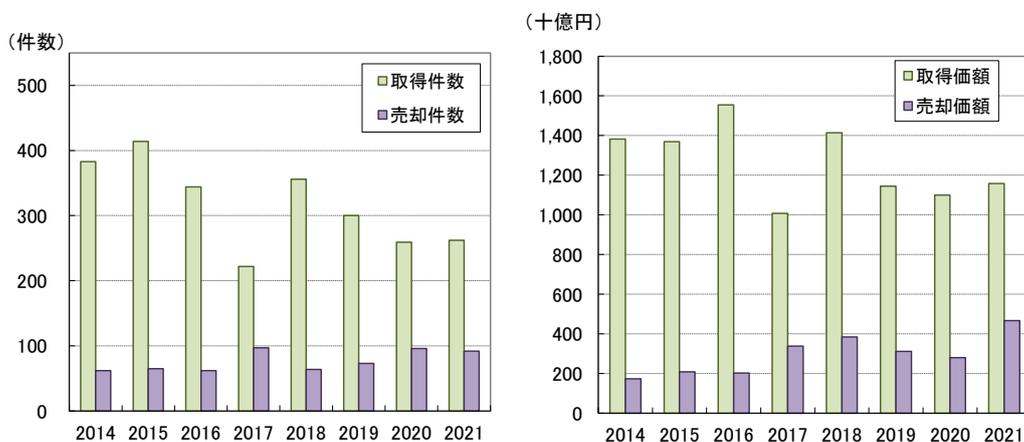


図 4. J-REIT における年別の取得・売却件数及び取得・売却価額の推移



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。

(用途別ではホテルがさらに減少。オフィスと共同住宅が増加。物流施設の増加傾向はやや沈静化)

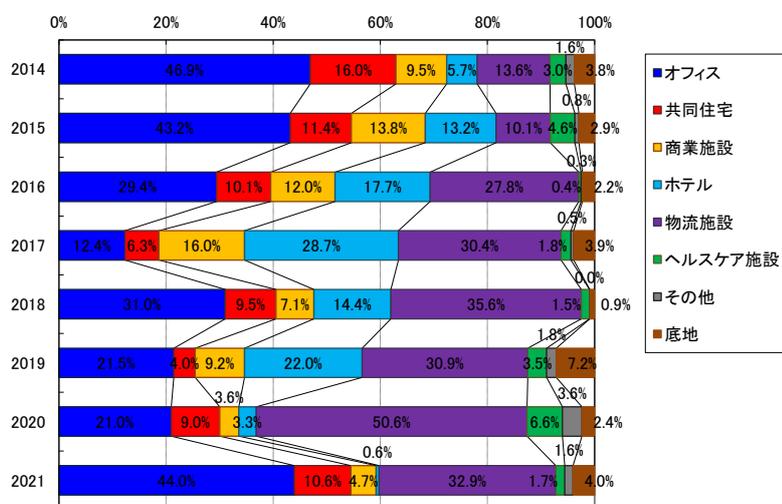
図 5・6 は J-REIT の年別の価額増加分と物件数増加分に係る用途別の割合を示したものである。2020 年に新型コロナウイルス感染拡大の影響をもろに受けて減少したホテルと商業施設³については、ホテルの割合がさらに減

³ 新型コロナウイルス感染拡大の影響については、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

少する一方、商業施設は減少傾向にやや歯止めがかかったように見える。他方、物流施設についてはこのところの増加傾向が 2020 年に顕在化したことの反動か、その割合が低下している。とはいえ、価額ベースでの年増加分では約 3 分の 1 を物流施設が占めており、J-REIT における物流施設取得意欲はまだまだ旺盛である。

2021 年に特徴的だったのは、オフィスの割合が価額ベースでは急増し、2015 年以來の 4 割超となったことであろう。ただし、物件数ベースでの年増加分では、オフィスの割合は 14.5% (25 件) にとどまっており、2021 年の価額ベースでの急増は、一部のオフィス系投資法人による東京都心部の複数の大型物件の取得⁴によるところが大きい。逆に共同住宅については、価額ベースではほぼ横ばいであるが、物件数ベースでは増加件数の 5 割弱と急増し、2013 年以來の 4 割超となっている。これは一部の住宅系投資法人や総合型投資法人が、J-REIT としては低額の共同住宅をまとめて取得したこと⁵によるところが大きい。

図 5. J-REIT の価額増加分に係る用途別の割合の推移

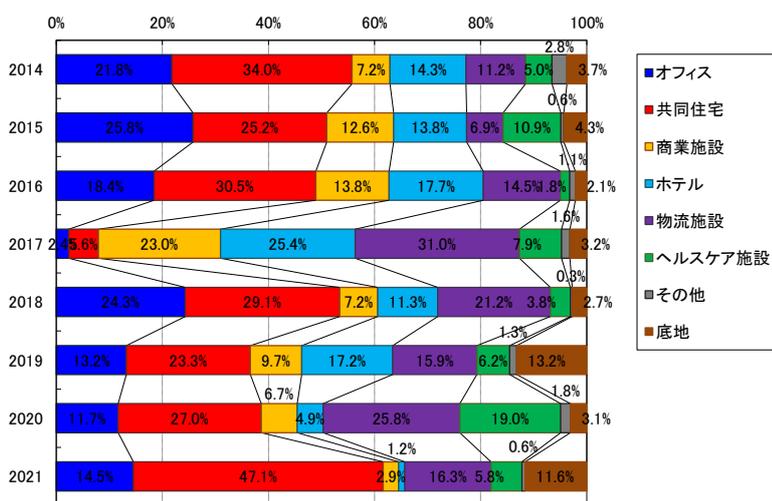


注) J-REIT の各年における取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いた価額分の用途別の割合を示したものの。

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 の物件数増加分に係る用途別の割合の推移



注) J-REIT の各年における取得物件数の合計から売却物件数の合計を差し引いた物件数の用途別の割合を示したものの。

取得・売却物件数については、同一物件の追加取得分・物件の一部売却分は含まない。

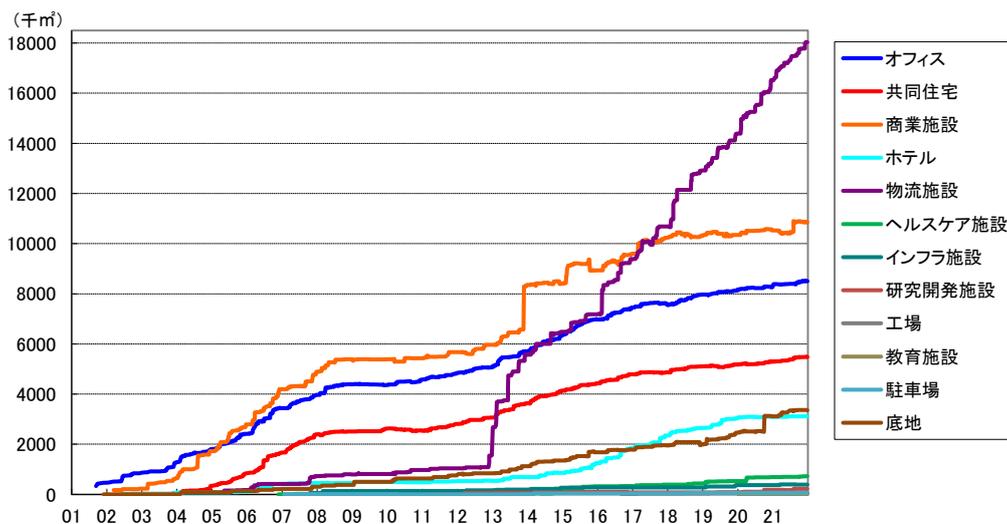
産投資の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 7 月 2 日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20200702_1.pdf)、「新型コロナウイルスの感染拡大と商業施設に対する不動産投資の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2020 年 7 月 31 日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20200731_3.pdf)を参照。

⁴ 日本ビルファンド投資法人が、新宿三井ビルディング(1700 億円)、飯田橋グラン・ブルーム(776 億円)、グラントウキョウサウスタワー(470 億円)を取得している。これら 3 物件で 2021 年のオフィス取得価額合計の 44.3%を占める。

⁵ 例えばサムティ・レジデンシャル投資法人は、中小規模の共同住宅を 30 件(平均価額約 996 百万円)取得した。

図 7 は、J-REIT の保有物件について用途別に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、2021 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 年後半以降明らかな横ばい傾向となっている。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が、ここ 1~2 年増加傾向が増しているように見える。一方、商業施設は、面積ベースでの伸び悩みが明らかにではあるが、2021 年半ばに商業施設系投資法人による複数のショッピングモールの取得により⁶、面積ベースではやや増加した。なお、2021 年 1 月には、投資法人によりホテルをサービスオフィスにコンバージョンした物件の供用が開始された⁷。

図 7. J-REIT 保有物件の用途別賃貸可能面積合計の推移



注) 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、賃貸が可能部分の面積合計のことをいう。共有持分で保有している場合には持分割合相当分に割り引いている。

J-REIT の取得物件の賃貸可能面積を加算するとともに売却物件の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賃貸可能面積の増分を加算している。

(投資エリア別では都心 5 区が増加、その他都区部・首都圏は減少)

図 8 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。都心 5 区の増加が目立つ一方、その他都区部の減少が大きい。ただし、都心 5 区の増加は物件数ベースでは 7 件(30 件取得・23 件売却)にとどまっており、ここでの増加は、一部のオフィス系投資法人による東京都心部の複数の大型物件の取得(脚注 4 参照。)によるところが大きい。その他都区部の増加は物件数ベースでは 25 件(46 件取得・21 件売却)であるが、売却物件の中に売却価額 200 億円超の物件が 2 件含まれる⁸など、100 億円台の物件が 2 件あるのみの取得物件に比べて売却物件の単価が大きくなっており、結果的に価額ベースでの増加分が低く抑えられる結果となっている。

そもそも東京都区部は、2001 年の J-REIT 市場創設当初から主たる投資対象エリアとされてきており、取得物

⁶ イオンリート投資法人が 4 件のショッピングモール(賃貸可能面積合計:約 39.8 万㎡)をまとめて取得した。

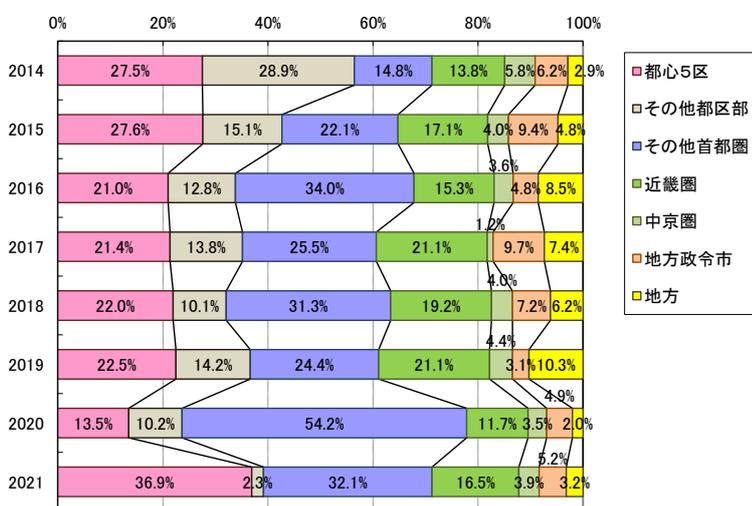
⁷ 投資法人みらいが、保有するホテルのテナントの民事再生法適用を機に、セットアップ型サービスオフィスにコンバージョンした事例である(<https://3476.jp/file/news-783b31782be3b45a17b0fe746afc79d115a46214.pdf>)。

⁸ 中野坂上サンプライトツイン(400 億円)と世田谷ビジネススクエア(227 億円余)。

件数ベースでも取得価額ベースでも 2005 年まではおおむね 6 割超、2011 年まではおおむね 5 割超を占めていた⁹。2021 年末現在の保有物件でも、物件数ベースで約 45%、取得価額ベースで約 47%を占めているが、これらの物件のうち、初期の J-REIT における主たる投資対象用途であったオフィスや共同住宅については、取得後ある程度の年数を経ており、築浅物件等との入替えが望ましいものも相当数あると考えられる。特にオフィスについては、コロナ禍による需要減退の懸念を受けて不動産投資主体による物件取得意欲が低下していることから、ポートフォリオ改善の好機とみて、投資法人が資産の入替えを進めているのではないかと。

その他首都圏の割合はかなり減少しているが、これは 2020 年の物流施設取得の増加によるシェア急増の反動と考えられる。地方の割合は依然低いままであるが、これ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ていることが大きい。グラフは省略するが、物件数ベースにおいては中京圏の割合も前年比 3 倍に増加している。これは、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¹⁰によるものと考えられる。なお、2021 年においては、海外物件の取得はなかった。

図 8. J-REIT の価額増加分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。)
- ・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、株式会社の割合が増加し、件数ベースで株式会社が 3 年連続の 60% 超えとなった。他方、GK(YK) - TK スキームのピークルである合同会社・特例有限会社、及び TMK スキームのピークルである特定目的会社は、全体として件数ベースでの割合の減少傾向が続いている(図 9)。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

⁹ 拙稿「J-REIT にみる不動産投資対象エリアの変化について」(土地総研リサーチ・メモ 2017 年 11 月 30 日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20171130_6.pdf) を参照。

¹⁰ サムティ・レジデンシャル投資法人が愛知・三重県内の 12 件の共同住宅を取得した。

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、2021年の取得先についての非開示件数は、約19%となっている。

図9. 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

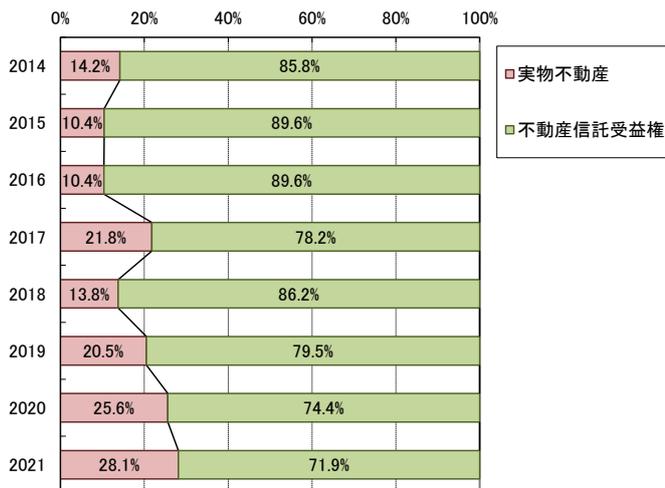


注) J-REITの各年における物件取得件数を取得先の属性に応じて分類し、それぞれの件数の割合の推移を示したもの。
同一物件の追加取得については、追加取得年に件数として加算している。ただし、一部取得分が少額でトレンドに与える影響が極めて小さい場合には件数に含めていない場合がある。
取得先が属性の異なる複数の主体である場合には、異なる取引とみなして件数に加算している。
取得先について非開示である場合は件数に含めていない。ただし、取得先について会社名等に関しては非開示であっても上記属性に係る情報開示がある場合には件数に含めている。

(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、2021年には全体の3割近くを占めるに至っている(図10)。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¹¹、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¹²などがあるのではないかと考えられる。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年以降の高さとなっている。

図10. 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。

¹¹ GK(YK)-TKスキームを用いた場合には、不動産特定共同事業法の適用を回避するため、実物不動産を対象とすることはできない。また、私募ファンドの場合は不動産の保有期間が短くなる傾向があることから、不動産取得税等の負担を避けるため、不動産信託受益権での取引を選択することになる。

¹² 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。

(むすび)

以上、2021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見えるものの、新型コロナウイルス感染拡大による労働、居住、余暇等に対する影響が今後どのような形でどの程度続くのかいまだわからないところが多い。また、ロシアによるウクライナ侵攻が、世界経済、ひいてはわが国の産業や生活にどの程度の影響を及ぼすのかも懸念される場所である。当面ホテルや商業施設は厳しい状況が続き、それらに対する投資にも慎重にならざるを得ないであろう。オフィスについては、コロナ禍でのテレワークの浸透などがオフィス需要にどのような影響を及ぼすか、共同住宅については、在宅勤務の増加等に伴い居住エリアがどう変化するかといった点も気になる場所である。物流施設についても、首都圏では需給が緩み空室率も上昇傾向にあるとの調査結果もあり¹³、ここ数年のような投資拡大は望めないかもしれない。

昨今の不動産投資には、多くの不確定要因が存在し、今後の変化が非常に読みづらい状況にあるが、J-REITにおいては、将来の投資環境の変化を見据えて着実かつ柔軟な投資の実行が期待される場所である。

(齋藤 哲郎)

¹³ 「ロジスティクスマーケットビュー2021年第3四半期」(シービーアールイー(株)) (http://cbre.vo.llnwd.net/grgservices/secure/Japan%20Logistics_MarketView%20Q3%202021_JP.pdf?e=1647482257&h=7b3f8804b5f9250fb4e43aca9919402c)。