

J-REIT における不動産投資の地域的傾向（前編）

2022年8月1日

はじめに

本稿は、わが国の上場不動産投資法人（J-REIT）における不動産投資の地域的な傾向について整理しようとするものである。本来不動産投資全体の実態を把握するためには、デベロッパー、機関投資家、不動産私募ファンドなどの動向も含めて分析すべきところであるが、これらの投資主体についてはその投資内容について詳細な公表データが存しない。唯一 J-REIT では、各投資法人がその投資対象不動産について詳細なデータを公表していることから、今回 J-REIT を取り上げるものである。また、J-REIT 自体、大手デベロッパーや機関投資家がスポンサーとなっている投資法人が大多数であり、デベロッパー等の投資指向と大きな相違はないと考えられる。

まずは、前編において全国を人口・産業の集積度に応じて大まかに分けたエリアに沿って概観した後、後編では都道府県・市区町村別に投資状況をより細かく探っていくこととする。

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。

1. エリア別でみた不動産投資の推移

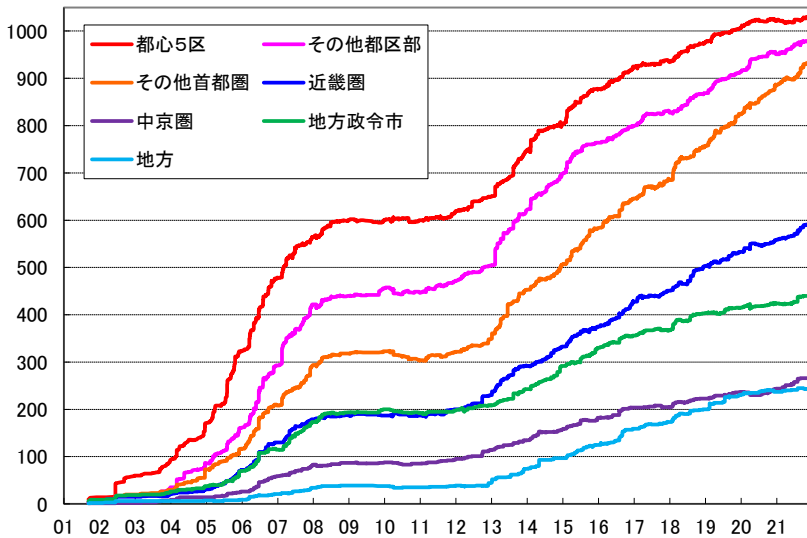
当然のことであるが、不動産投資は、人口・産業の集積度の高いエリアほど盛んに行われることになる。したがって、不動産投資のエリア別の相違を示すためには、北から順に北海道、東北、関東といったエリア分けをしても実態をつかむことは難しい。そこで、本章では、東京都心 5 区（千代田、中央、港、渋谷、新宿の各区）、都心 5 区以外の東京都区部、東京都区部以外の首都圏（東京（23 区以外）、神奈川、埼玉、千葉、茨城、栃木、群馬の各都県）、近畿圏（大阪、兵庫、京都、滋賀、奈良、和歌山の各府県）、中京圏（愛知、岐阜、三重の各県）、三大都市圏以外の地方政令指定市、三大都市圏・地方政令市以外の地方の 7 つのエリアに分けて、整理を進めることとする。

① エリア別の物件数の推移

図 1 は、J-REIT の保有物件数の推移をエリア別でみたものである。東京都心5区が常に最も大きな割合を占めているものの、2013 年頃から東京都区部以外のエリアの物件数増加も目立ってきている。割的にみれば、2013 年と比較すると、東京都区部以外の首都圏、近畿圏、中京圏及び地方政令市が約 2 倍、その他地方で約 3.3 倍に増加している。

次に、エリア別の物件数割合の増減をフローベースでみていく。図 2 は、J-REIT のエリア別の暦年ベースでの物件増加数の割合の変化を示したものである。リーマンショックの直後にあたる 2009・2010 年に物件取得が極端に細った影響で傾向が乱れているものの（なお、2010 年は物件数が増加したエリアがなかったため、グラフの掲載対象から除いている。）、全体としては東京都区部の物件増加数割合が低下し、その他のエリア、特にその他首都圏の物件増加数割合が上昇している傾向がみてとれる。

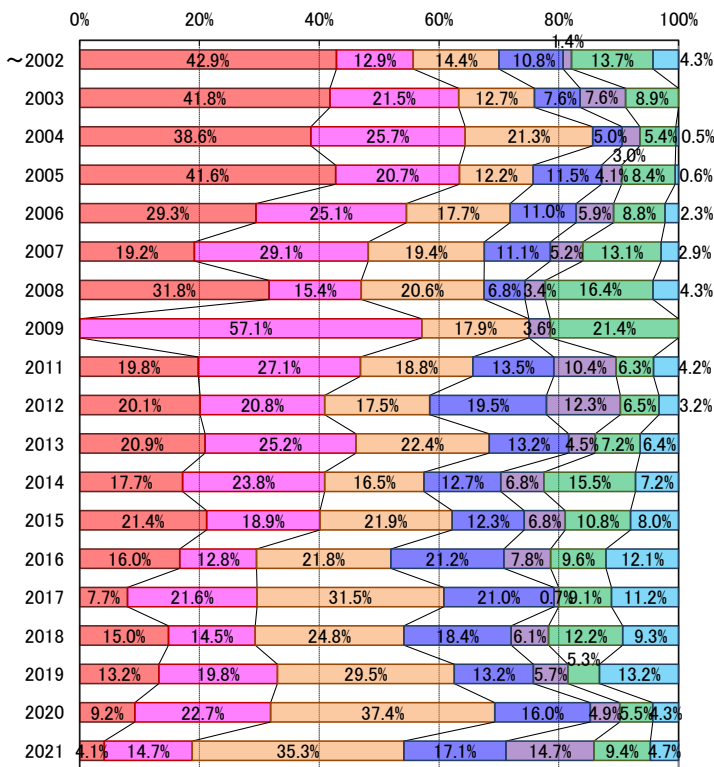
図 1. エリア別でみた J-REIT 保有物件数の推移



注) 各エリアの定義については、本文参照。
 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。
 インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法
 人については、2021年11月の上場廃止
 前の取得・売却分のみ計上している。
 以上、図2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2以下におい
 ても同じ。)

図 2. J-REIT における各年の物件増加数に係るエリア別の割合の推移



- 都心5区
- その他都区部
- その他首都圏
- 近畿圏
- 中京圏
- 地方政令市
- 地方

注) J-REIT の各年の物件増加数(各年における取得
 物件数から売却物件数を差し引いた数)のエリア別
 の割合を示したもの。

2001・2002年については、合算して割合を算出し
 ている。

同一物件の追加取得分は取得件数に含めていな
 い。物件の一部売却分は売却物件数に含めていな
 い。

対前年でのエリア別件数変化がマイナスになる場
 合には 0 件としている(2009・2010年にのみ生じ
 た。)

2010年是对前年での件数が増加したエリアがな
 かったため、グラフの対象から除いている。

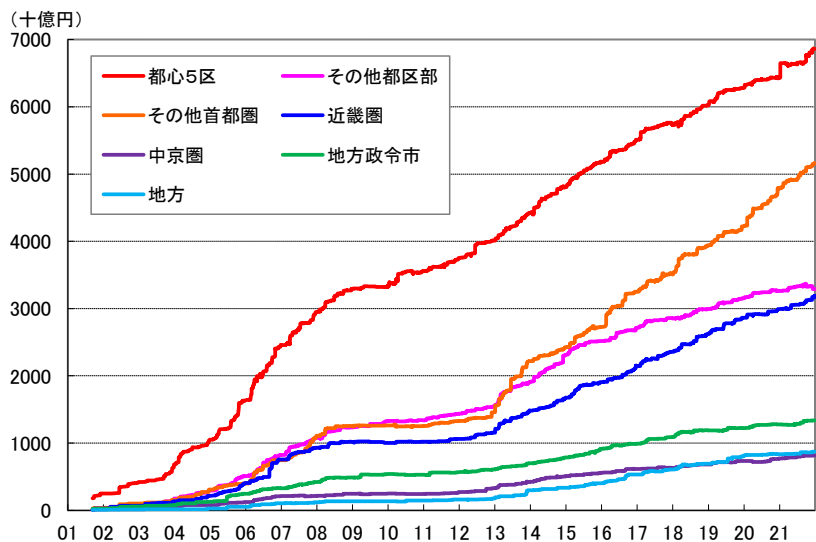
② エリア別の取得価額合計の推移

J-REIT の保有物件は、例えば東京都心の大型オフィスビルと都市郊外の中規模共同住宅を比較すれば明ら
 かなように、個々の物件によってその価額は大きな差がある。そこで、次に J-REIT の保有物件についてエリア別
 に価額ベースでみていくこととする。

図 3 は、J-REIT が保有する物件に係る取得価額合計の推移をエリア別にみたものである。取得価額ベー
 スでみると、都心5区のウエイトが圧倒的に大きいものの、他のエリアも順調に増加している。特に東京都区部以外
 の首都圏の増加が目立つ(2013年半ばには都心5区以外の東京都区部を上回った。)が、これは東京都心部で

の物件不足等を受けて横浜市をはじめとする都区部周辺都市へと投資対象エリアをシフトさせていることや物流施設等必ずしも東京都心での立地が望ましいとはいえない用途への投資が増加したことなどによるものと考えられる。

図 3. エリア別でみた J-REIT 保有物件の取得価額合計の推移



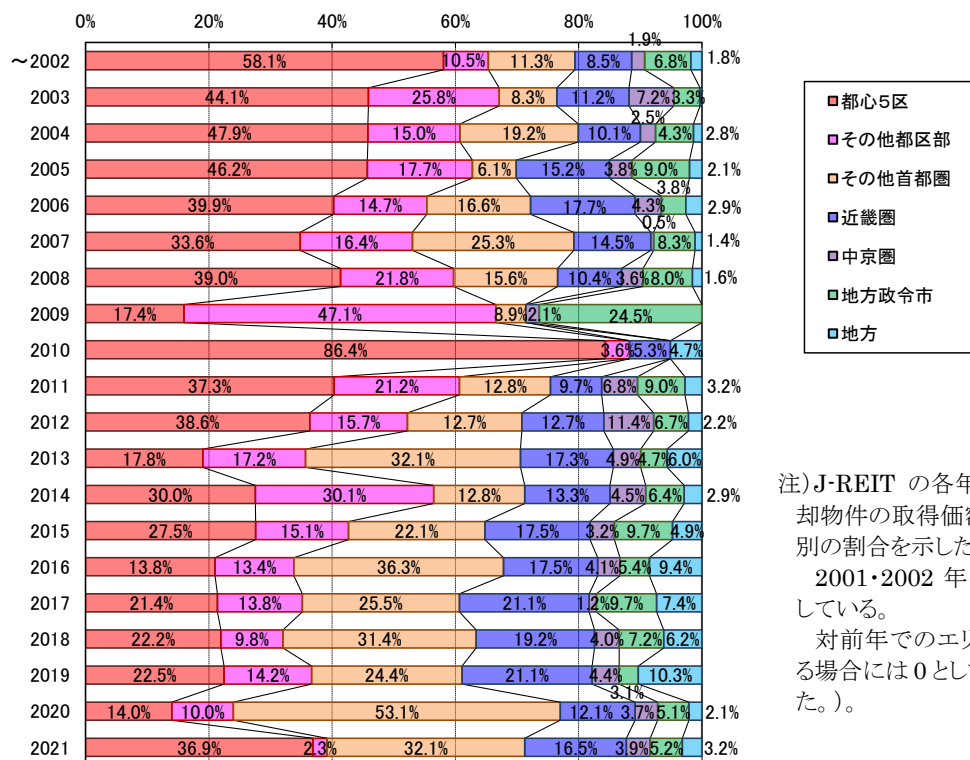
注) エリア別に J-REIT の物件取得価額の合計から売却物件の取得価額の合計を差し引いて算出。

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。

取得後の評価額の変化や取得価額と売却価額の差は反映していない。

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対価分を加算している。

図 4. J-REIT における各年の物件取得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の。

2001・2002 年については、合算して割合を算出している。

対前年でのエリア別の額の変化がマイナスになる場合には 0 としている(2009・2010 年にのみ生じた。)

次に、エリア別の取得価額増加分割割合の増減をフローベースでみていく。図 4 は、J-REIT のエリア別の暦年ベースでの取得価額増加分の割合の変化を示したものである。やはりリーマンショックの直後にあたる 2009・2010 年に物件取得が極端に細った影響で傾向が乱れているものの、全体としては東京都都区部の取得価額合計

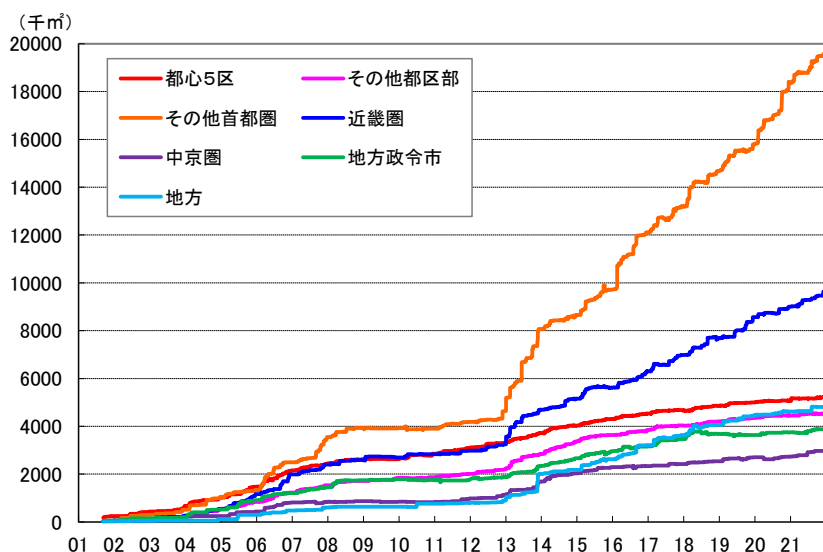
額割合が低下し、その他のエリアの物件増加数割合が上昇している傾向がみてとれる。なお、直近 2021 年には、都心 5 区の増加が目立つが、ここでの増加は、一部のオフィス系投資法人による東京都心部の複数の大型物件の取得によるところが大きい。

③ エリア別の賃貸可能面積合計の推移

J-REIT の保有物件は、比較的小規模なオフィスビル・共同住宅から巨大な物流施設・ショッピングモールに至るまで、規模的にもかなり多様である。そこで、最後に J-REIT の保有物件についてエリア別に規模ベースでみていくこととする。

図 5 は、J-REIT が保有する物件に係る賃貸可能面積合計の推移をエリア別にみたものである。まず目立つのは、2013 年頃からその他首都圏が著しい伸びを示していることである。これは、圏央道沿線をはじめとした地域に立地する大型物流施設や大型商業施設の取得によるところが大きい。また、地方の伸びも目立っている。2013 年に中京圏を追い抜き、さらに、2016 年末時点で地方政令市を上回り、2019 年にはその他都区部を超えるに至っている。これは、物流施設や商業施設の取得に加え、ホテルの取得によるところも大きいと考えられる。これに対し、大型の物流施設や商業施設の取得が期待しにくい東京都区部については、相対的に緩やかな増加が続いている。

図 5. エリア別でみた J-REIT 保有物件の賃貸可能面積合計の推移



注) 賃貸可能面積とは、各物件の保有部分のうち、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 の取得物件の賃貸可能面積合計を加算するとともに売却物件の賃貸可能面積合計を差し引いて算出している。

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。

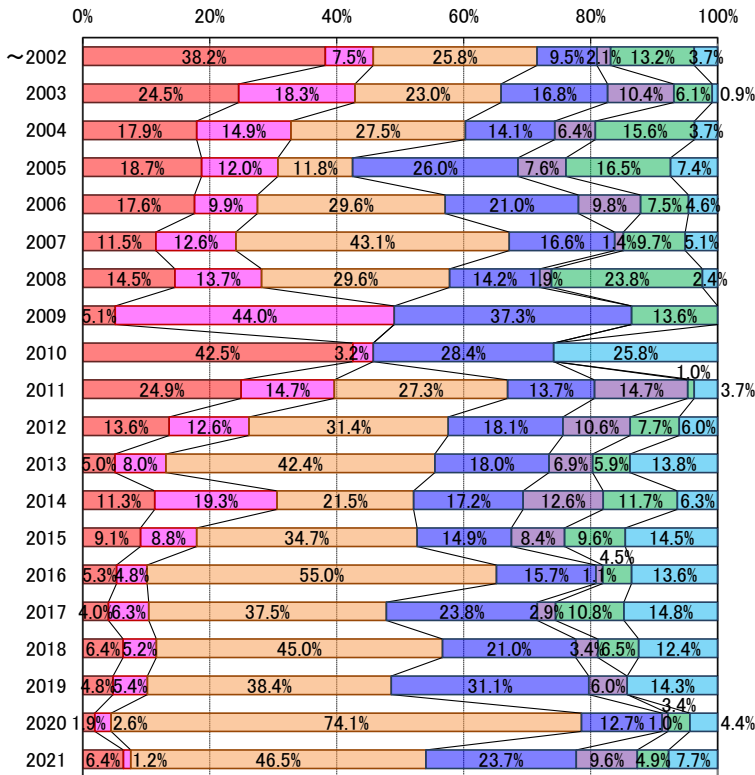
建物の新築や大規模増築については当該建物の引渡時に賃貸可能面積の増分を加算している。

次に、エリア別の賃貸可能面積合計割合の増減をフローベースでみていく。図 6 は、J-REIT における暦年ベースでの賃貸可能面積増加分のエリア別割合の変化を示したものである。やはり 2009・2010 年に傾向が乱れているものの、全体としては東京都区部の賃貸可能面積合計割合が低下し、その他首都圏や地方圏の賃貸可能面積合計割合が上昇している傾向がみてとれる。2011 年から 2014 年にかけて東京都区部の割合が比較的高くなっているが、これはリーマンショックから立ち直り投資を再開するに当たって、リスクが相対的に低い東京都区部の物件を選好した結果であると推察される(賃貸可能面積合計ほど顕著ではないが、取得価額にも同様の傾向が見受けられる。)。2020 年には全体の 4 分の 3 をその他首都圏が占めているが、これは物流施設の大量取得

¹ このあたりの詳細については、拙稿「J-REIT における不動産投資の動向～2021 年の状況」(土地総研リサーチ・メモ 2021 年 4 月 4 日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20220404_1.pdf) を参照。

によるところが大きい。

図 6. J-REIT における各年の賃貸可能面積増加分に係るエリア別の割合の推移



注) J-REIT の各年における賃貸可能面積の合計から売却物件の賃貸可能面積の合計を差し引いた数値のエリア別の割合を示したものの。
 2001・2002 年については、合算して割合を算出している。
 対前年でのエリア別の額の変化がマイナスになる場合には 0 としている(2009・2010 年にのみ生じた。)

④ エリア別推移の全体的傾向

エリア別でみた推移について改めてみると、物件数ベースでは都心5区が最も多いもののその伸びはここ3年程かなり鈍っており、その他都区部とその他首都圏が都心5区に迫ってきている。その他のエリアもこのところ順調に伸びている。取得価額ベースでは都心5区が他のエリアを引き離しているものの、その他首都圏は都心5区以上の伸びを示している。一方、その他都区部は伸びが鈍化しており、本年中には近畿圏がその他都区部を上回る可能性がある。賃貸可能面積ベースではその他首都圏が圧倒的に多く、その伸びも際立っている。近畿圏の量と伸びがこれに次いでおり、その他のエリアはあまり目立たないが、地方がここ数年の間に地方政令市とその他都区部を上回り、都心5区に迫っている。

このように、物件数、取得価額、賃貸可能面積それぞれのエリア別の推移はかなり異なるわけである。その要因としては様々なものが考えられるが、最も大きいのは、投資対象となる物件の用途の変化・多様化である。図 7 は、2021 年末現在での J-REIT 保有物件について、エリアごとに分けて用途別の物件数割合を示したものである。エリアによって用途分布が大きく異なることがわかる。都心5区では半分がオフィスであるが、その他都区部では7割近くを共同住宅が占める。その他首都圏では物流施設の割合が高く、地方ではホテルの割合が高い。ヘルスケア施設については、近畿圏やその他首都圏での割合が比較的高い。なお、底地については、その約8割は商業施設の敷地である²。底地は、建物保有に係るリスクを回避するために用いられることが多いことから³、建物保

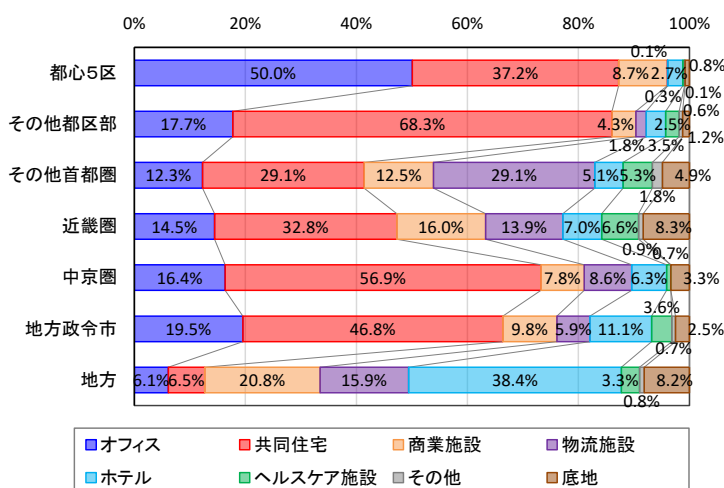
² 拙稿「J-REIT の保有不動産における規模の傾向とその推移」(土地総研リサーチ・メモ 2019年11月28日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20191129_2.pdf) p4。

³ 拙稿「商業施設における賃貸借契約の形態とリスク管理」(土地総研リサーチ・メモ 2020年8月31日) (https://www.lij.jp/news/research_memo/20200831_2.pdf) p6~8。

有リスクが相対的に高い地方や大都市周縁部などの割合が高い。なお、物流施設と大都市中心部のオフィスについては、その他の物件と比べて規模が大きく高価額の物件が多い。図8は、図7と同じ物件について、用途別の取得価額合計の割合を示したものであるが、大都市部でのオフィスや三大都市圏での物流施設の割合がより大きくなっている。

これらの用途のうち、J-REIT 市場開設当初しばらくはオフィス、共同住宅、商業施設が主な投資対象であった。リーマンショックによる世界金融危機の後、2013 年頃から物流施設が主たる投資対象に加わり、これにやや遅れてホテル、さらに 1~2 年遅れでヘルスケア施設が主たる投資対象となった。特に物流施設とホテルが主たる投資対象となったことは、都心5区をはじめとした大都市中心部が主な投資エリアであった従来の状況に大きな変化をもたらすことになった。物流施設は、高速道路インターチェンジ近隣や大規模港湾の近隣などに立地し、これがその他首都圏や近畿圏、地方などでの投資増加をもたらした。ホテルは、観光・リゾートホテル・旅館やビジネスホテルの立地を通じて、地方や地方政令市への投資の増加に結びついたのである。

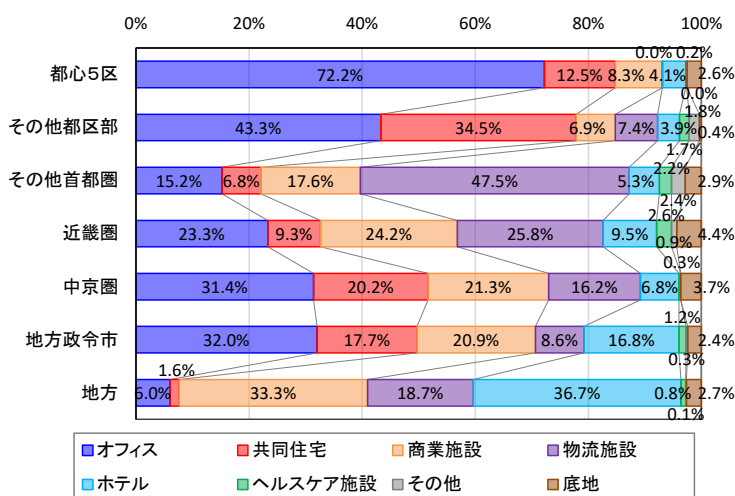
図 7. エリア別でみた J-REIT 保有物件の用途別物件数割合



注) 2021 年末現在での J-REIT 保有物件についてエリアごとに用途別物件数割合を示している。

「その他」には、インフラ施設、工場、研究開発施設、教育施設、駐車場が含まれ、「底地」は、建物等の敷地をいい、平面駐車場等は含まない(以下の図においても同じ。)

図 8. エリア別でみた J-REIT 保有物件の用途別取得価額合計の割合



注) 2021 年末現在での J-REIT 保有物件についてエリアごとに取得価額合計の割合を示している。

以下、後編に続く。

(齋藤 哲郎)