土地総研リサーチ・メモ

J-REIT における不動産投資の動向～2022 年の状況

2023 年 4 月 4 日

はじめに

本稿は、昨年（2022 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、2021～2017 年の状況については、それぞれ翌年のリサーチ・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。

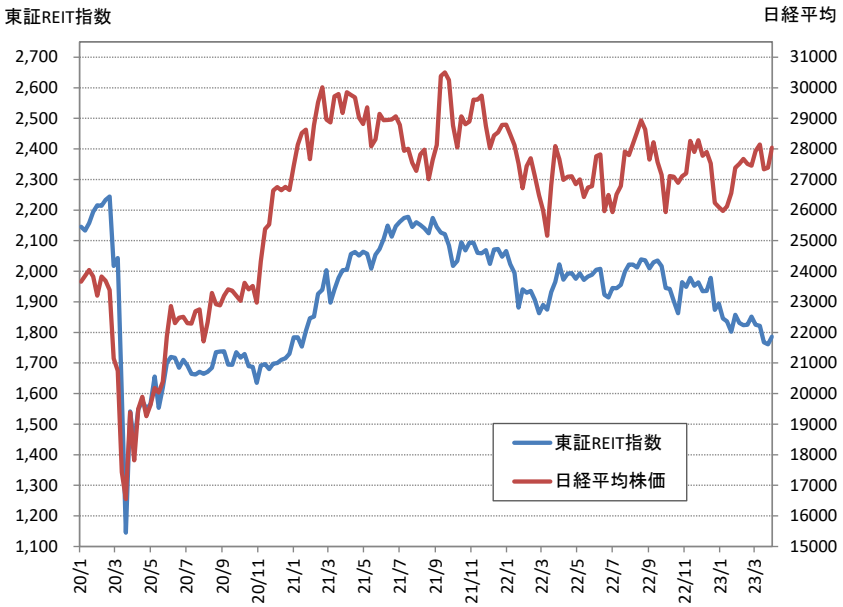
1. コロナ禍以降の J-REIT 市場の動向

（1）投資口価格の動向

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 2023 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 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。

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 2020 年 1 月 3 日から 2023 年 3 月 31 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。

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、2021 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

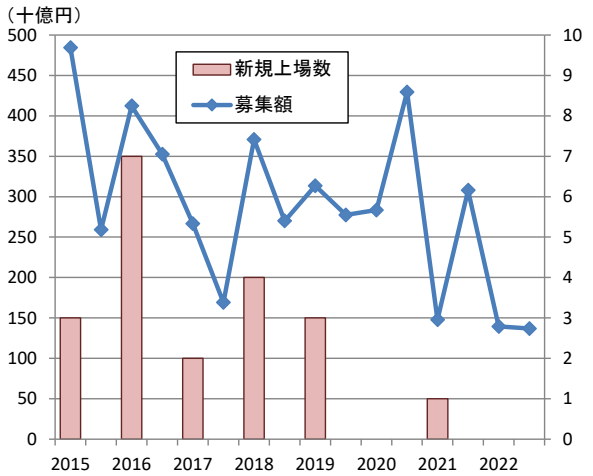
大による投資口価格の急落が株価と比較してもより顕著であったこともあるが、ホテルや商業施設の稼働率が急激に低下したほか、オフィスもリモート・ワークの浸透等により先行きに懸念が生じており、株式に比べてコロナ禍による悪影響を受けた銘柄の割合が大きいことによるものと考えられる。

2022 年初頭には、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かった。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。

2022 年 3 月に米国の政策金利が 0.25%引き上げられ、欧米は金融引締め、金利上昇へと大きく局面が変化した。日本銀行も昨年 12 月には長期金利の変動許容幅を 0.25%から 0.5%へと拡大し、金融緩和を事実上修正した。米ドル／円が一時 150 円台に乗せ、32 年来の円安水準を更新するなど、為替相場には大きな影響を及ぼしたが、日経平均株価に関しては、変動を繰り返しつつもほぼ横ばいに推移してきている。他方、東証 REIT 指数は、2022 年秋冬以降明らかな下落傾向にある。その背景には、不動産取得において多額の資金を要する J-REIT においては金利上昇による借入コストの増大懸念がより高まっていること、テレワークの浸透等によるオフィス需要の減退と 2023 年に見込まれるオフィスの大量供給により J-REIT における資産運用の悪化が懸念されること、さらに債券金利が上昇することにより J-REIT 投資口の利回りの優位性が薄れ、J-REIT からの資金流出につながりかねないことといった事情があるものと考えられる。

(2) 資金調達と新規上場

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。

図 2 にあるとおり、新規投資口発行による資金調達は、2022 年に大きく減少し、リーマンショックの影響が残り、東日本大震災が発生した 2011 年以来の 2000 億円台となった。不動産価格が上昇傾向にある一方で、コロナ禍の影響でその運用に懸念が残る面も大きく[1]、各投資法人が物件取得に消極的であった結果であると考えられる（なお、この点については、図 4 も参照。）。投資法人の新規上場もなかった。上場投資法人の数は、前年末と

[1] ホテル・商業施設については、コロナ禍による外出自粛やインバウンド需要の消失などにより、テナントの経営が非常に厳しくなった。オフィスについては、既述のとおりテレワークの浸透とオフィスの大量供給見込みにより需給が緩む公算が強い。

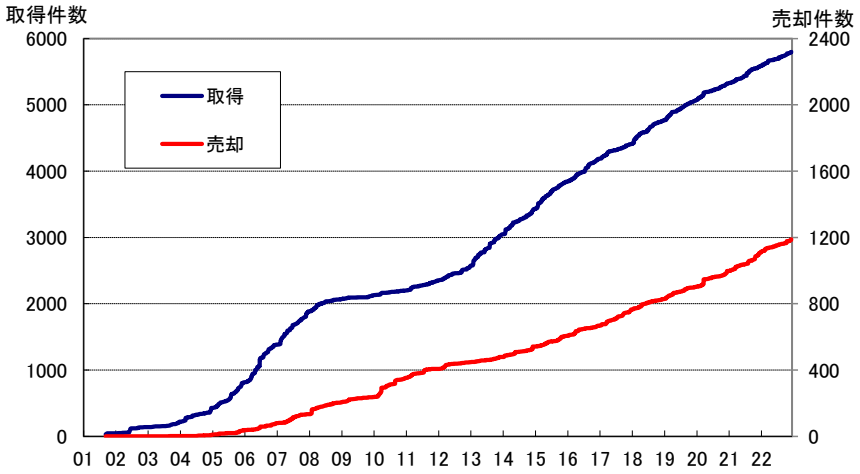
同数となっている。ちなみに、本年（2023 年）3月に投資法人の合併[2]があったため、現時点での投資法人数は、2022 年から1つ減って 60 法人となっている。

2. J-REIT における不動産投資の動向

（1）不動産の取得・売却の全般的傾向

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いる。ただ、ここ2～3年ほどややその勢いが鈍ってきている。売却件数についても増加傾向が続いており、こちらはその勢いが鈍るといった傾向はみられない。

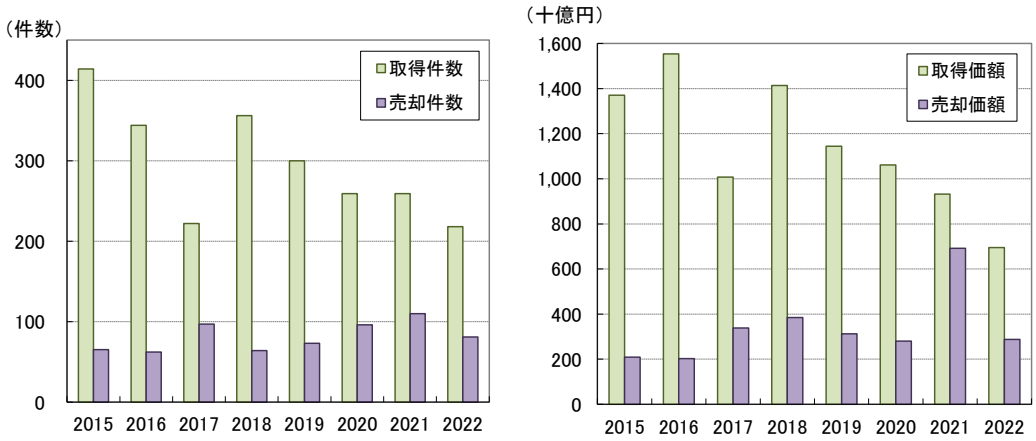
図 3. J-REIT における不動産の取得件数・売却件数の推移（累計）



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。
インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人については、上場廃止時（2021 年 11 月 9 日）に保有物件すべてを取得価格で売却したこととして取り扱っている。
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。
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。
取得価額は、売却物件の取得価額分を控除している。
図 3 注にあるとおり、2021 年の売却件数・価額には、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の上場廃止分が含まれている。この分を除くと、2021 年の売却件数は 92 件、売却価額は約 4700 億円となる。

[2] 森トラスト総合リート投資法人と森トラスト・ホテルリート投資法人が合併し、森トラストリート投資法人となった。

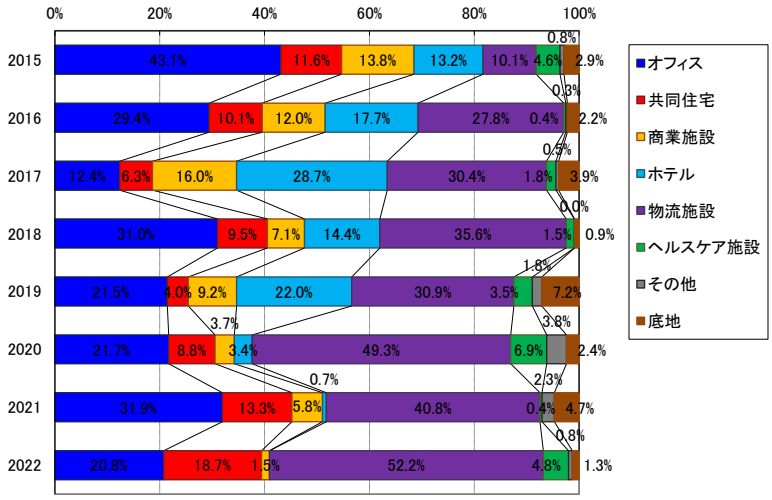
図 4 は、2015 年以降の暦年ベースでみた不動産の取得・売却件数及び取得・売却価額の推移である。取得分は 2017 年にいったん減少し、2018 年には 2016 年並みに回復したものの、2019～2022 年は件数ベース、価額ベースともに減少傾向にある。特に、2022 年は、取得価額が 7000 億円を割り込んだが、これは 2011 年以来となる。一方、売却分は 2018～2020 年において件数ベースでは増加、価額ベースでは減少の傾向がみられたが、2021 年は、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の上場廃止分を除いても、J-REIT 上場開始後初めて売却価額が 4000 億円を超えた。2022 年は、売却件数・価額ともに前年より減少したが、2018～2020 年並みの水準は維持しており、ポートフォリオ改善を目的とした売却傾向がこのところ強まっているものとみられる。

(2)用途別の傾向

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、2022 年にはその割合をさらに減少させている。特にホテルについては、価額増加分と物件数増加分ともに 0 となっている。ホテルに係る取引がなかったわけではないが、2022 年は、ホテルの新規取得件数と全部売却件数とが同じであり、価額面では売却価額合計の方が取得価額合計よりも多かったことによるものである。ちなみに、2022 年は上場不動産投資法人間での取引がホテルで2件あった。

他方、物流施設については増加傾向が続いている。2022 年には価額ベースでの年増加分で過半を占めるに至っており、J-REIT における物流施設取得意欲はいまだ旺盛である。オフィスについては、2021 年の増加の反動からか 2022 年は2割ぎりぎりの比率にとどまっている。なお、2021 年については、上場廃止となったインベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の保有分を売却分として差し引いているが、これを差し引かなければ、オフィスの価額増加分に係る割合は4割超となる。共同住宅については、物件数増加分に係る割合は 2021 年より若干減少したものの、価額ベース・物件数ベースともにここ数年増加傾向にあり、2022 年も一部の住宅系投資法人によるまとまった取得[4]がみられた。

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。

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。

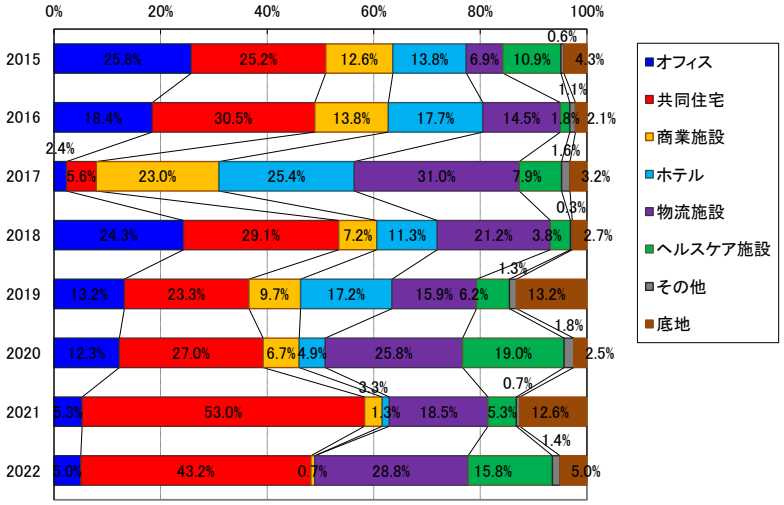
用途別の売却物件の取得価額合計がその年の取得価額合計を上回る場合には、価額増加分0としている。

---

[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] 件数的に最も多かったのは、サムティ・レジデンシャル投資法人が 2022 年 8 月 2 日に 19 件の共同住宅を取得したケースである。

図 6. J-REIT の物件数増加分に係る用途別の割合の推移

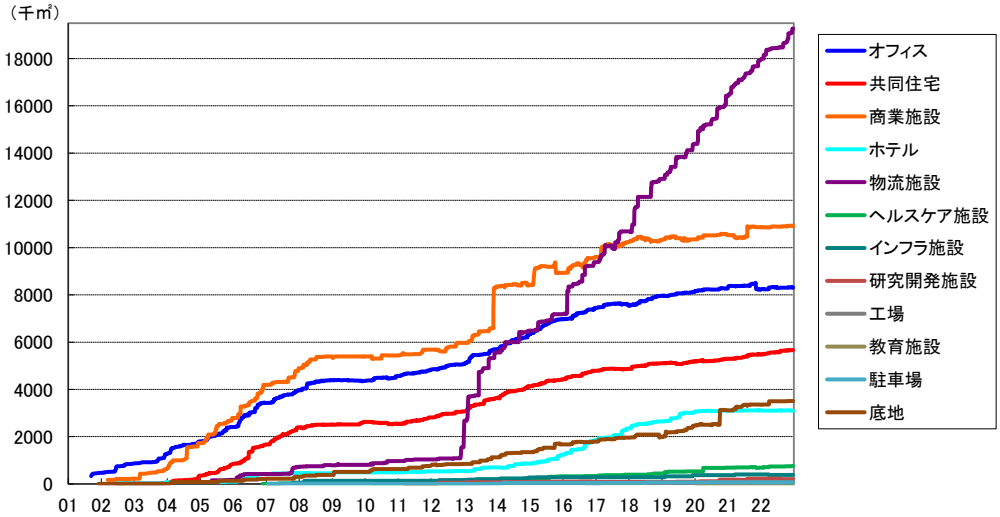


注）J-REIT の各年における取得物件数の合計から売却物件数の合計を差し引いた物件数の用途別の割合を示したもの。

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。

用途別の売却件数合計が取得件数合計を上回る場合には、物件数増加分 0 としている。

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。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。

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、2022 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。オフィスは緩やかな増加傾向から横ばいへと伸びが鈍る傾向にある。なお、2021 年後半に急減しているのは、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の上場廃止によるものである。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みえる。共同住宅は、コロナ禍やこれをきっかけとした就労形態の変化の影響を受けづらいことから、投資対象として見直しが進みつつあるようである。一方、商業施設は、面積ベースでの伸び悩みが明らかにである。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る急増があったが[5]、それを除けば横ばいが続いている。

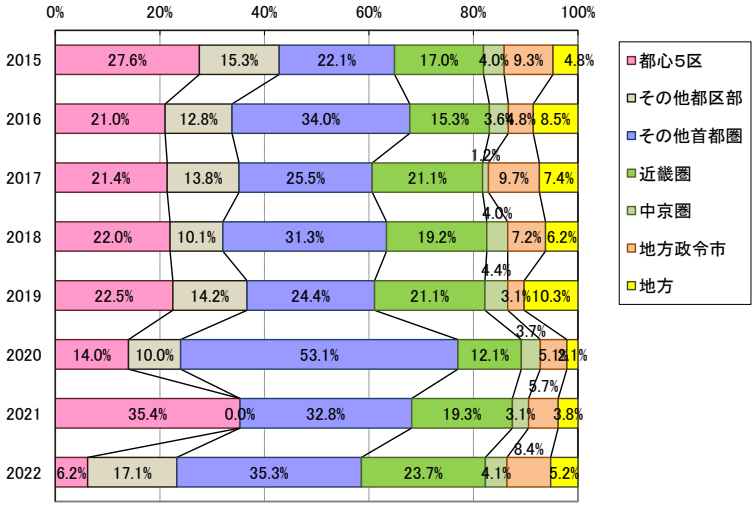
なお、物件数ベース、取得価額ベースでの推移のグラフは省略するが、物件数ベースでは共同住宅が、取得価額ベースではオフィスが、他の用途を大きく上回るボリュームを維持している。

(3)エリア別の傾向

図 8 は J-REIT の物件取得価額(売却物件の取得価額分は控除)の割合を年別・エリア別にみたものである。2021 年に急増した都心5区の割合は、2022 年には大きく低下し 2020 年の半分程度となっている。他方、2021 年に0%となったその他都区部の割合は急増した。ちなみに、2021 年にその他都区部の割合が0%となったのは、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人の上場廃止によるところも大きいが、この分を差し引かなくとも 2021 年のその他都区部の割合は、2%程度にとどまっている。2022 年には都心5区以外のエリアの割合はいずれも増加しており、都心5区の減少分を他のエリアが補う形となっている。なお、グラフは省略するが、物件数ベースでは 2022 年は近畿圏の割合が最も大きく、次いでその他首都圏、その他都区部の順となっている。

2022 年の市区町村別の取得件数では、大阪市が最も多く(18 件)、次いで札幌市、名古屋市の順となっている。また、北海道深川市など8市町[6]において、初めて J-REIT の保有物件が立地することとなった。この深川市にみられるように、J-REIT の投資対象エリアは、大都市近郊や観光・リゾート地以外の中小都市にも広がりつつあるようである。なお、2022 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。

用途別の売却物件の取得価額合計がその年の取得価額合計を上回る場合には、価額増加分0としている。

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

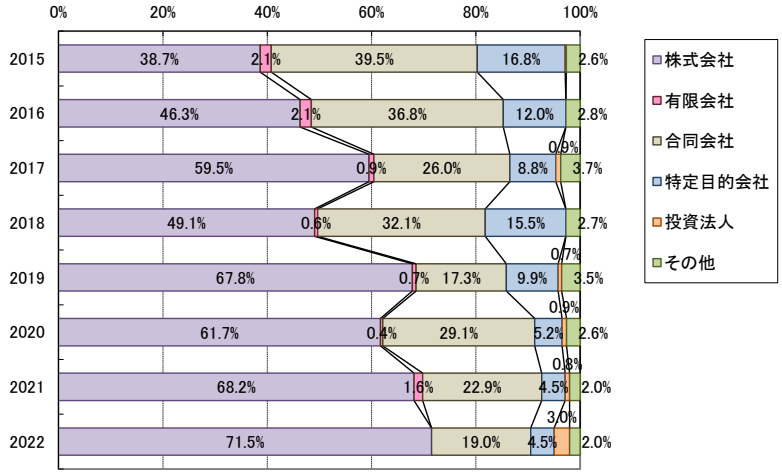
[5] イオンリート投資法人が 4 件のショッピングモール(賃貸可能面積合計:約 39.8 万㎡)をまとめて取得した。
[6] 北海道深川市、愛知県刈谷市、岐阜県岐南町、三重県松阪市、滋賀県野洲市、奈良県天理市、福岡県小郡市、沖縄県豊見城市の8市町である。

(4)不動産の取得先属性に係る傾向

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 2009 年以来の 70%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、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。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、傾向を把握しづらくなっている[7]。なお、2022 年の取得先についての非開示件数(法人名等は非開示でもその属性は開示されているものを除く。)は、約 19%となっている。

2022 年の特徴として、投資法人からの取得が 3.0%(6件)を占めたことであろう。投資法人からの取得割合が 1%を超えたのは、リーマンショック直後で取得物件数が極端に落ち込んだ 2010 年以来となる。うち3件がコロナ禍でテナント運営の厳しくなったホテル・商業施設であり、いずれも総合型の投資法人からホテル系投資法人・商業施設系投資法人への譲渡となっている。採算の厳しい物件をより運営ノウハウに長ける専業型の投資法人へと移す動きとも考えられる。

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。この場合、同一契約に基づく追加取得であっても、取得時期が異なるケースは異なる取得として取り扱っている。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。

(5)資産の種別に係る傾向

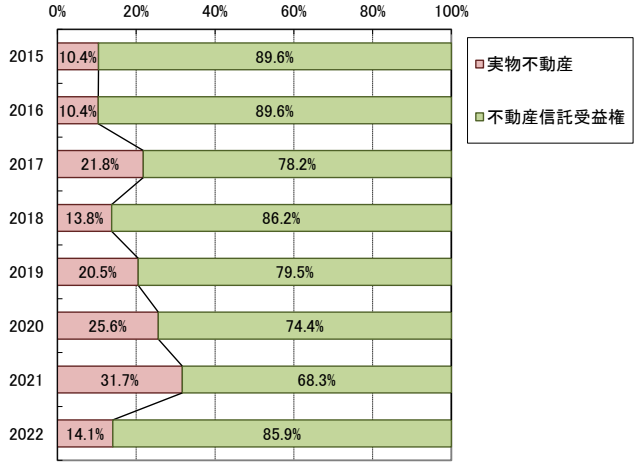
J-REIT が取得した不動産の種別については、件数ベースで実物不動産の割合が、2018 年にやや落ち込んだもののその後増加傾向が続き、2021 年には全体の 3 割近くを占めるに至ったが、2022 年は実物不動産の割合が前年の半分以下に急落した(図 10)。私募ファンド等からの取得割合が減少傾向にあること[8]は、2022 年も変わりないことから(図 9 参照)、実物不動産の割合は増加するのが自然ではあるが、実物不動産指向の強い投資法人による取得が少なかったなど何らかの要因が働いたものと考えられる。2022 年は、実物不動産の割合が

[7] なお、取得先・売却先の属性に係る詳細については、拙稿「J-REIT にみる不動産証券化市場における取引主体の傾向(前編)・(後編)」(土地総研リサーチ・メモ 2022 年 12 月 1 日・2023 年 1 月 5 日)(https://www.lij.jp/news/research_memo/20221130_1.pdf、https://www.lij.jp/news/research_memo/20230104_1.pdf)を参照。

[8] 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好することになる。

低いヘルスケア施設や物流施設の件数割合が高くなった一方、実物不動産の割合の高いホテルの取得件数割合が前年に続き低かったこと[9](図 6 参照。)も一因であると推察される。少なくとも長期保有指向が低下したといった事情は考えにくい[10]。なお、グラフは省略するが、資産価額ベースでも、2022 年は実物不動産の割合が前年の半分以下に急落している。

図 10. J-REIT における取得不動産の種類別の件数増加割合の推移



注）J-REIT について、各年において資産の種類別で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。

むすび

以上、2022 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。2022 年の特徴として、やはり不動産取得に対する投資が大きく落ち込んだことは挙げられるであろう。オフィスやホテル・商業施設をはじめとして不動産に係る需要の動向に懸念が残ること、現状でコロナ禍は一段落したものの、ロシアによるウクライナ侵攻や金利の先高観など経済・金融情勢に不透明な要素が多いことなどもあり、ここしばらくは不動産投資に慎重な姿勢が継続するのではないか。

個人金融資産の貯蓄から投資へのシフトが求められる中で、安定した分配金収入が得られる J-REIT は、個人投資家にとっても有力な投資先のひとつであろう。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ところである。

（齋藤　哲郎）

[9] 2013～2022 年の 10 年間の実物不動産・不動産信託受益権の取得件数でみると、実物不動産の件数割合は、ヘルスケア施設、物流施設がそれぞれ 2.4%、5.6%に対して、ホテルが 28.5%である。
[10] 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し、実物不動産取得の誘因が高まると考えられる。