

### はじめに

本年4月をもって、東証 REIT 指数の算出開始から丸 20 年を経た(算出開始日 2003 年 4 月 1 日)。本稿は、東証 REIT 指数の変化を他の時系列指数やデータと対比することに加え、個々の上場不動産投資法人の投資口価格の変化を通して、ここ 20 年間にわが国の不動産投資・証券化市場の変遷を辿ろうと試みるものである。

### 1. 東証 REIT 指数とは

東証 REIT 指数とは、東京証券取引所に上場する REIT 全銘柄を対象とした時価総額加重方式<sup>1</sup>で算出される株価指数である。各 REIT は、「オフィス」、「住宅」、「商業・物流等」の3つのいずれかに分類されており、各用途ごとに、「東証 REIT オフィス指数」、「東証 REIT 住宅指数」、「東証 REIT 商業・物流等指数」の3指数(「東証 REIT 用途別指数シリーズ」と総称している。)が算出される。

また、東証 REIT 指数の算出対象を母集団とする株価指数として、時価総額や売買代金の大きい銘柄を選定して均等加重方式<sup>2</sup>で算出される東証 REIT Core 指数、物流施設への投資に特化した REIT 及び物流施設を投資対象とする REIT を構成銘柄とし、修正指数用時価総額加重方式<sup>3</sup>で算出される東証 REIT 物流フォーカス指数が存する<sup>4</sup>。

東証 REIT 指数は、J-REIT(わが国の上場不動産投資法人)の代表的指数であり、多くの ETF や投資信託がベンチマークとして採用しているほか、リアルタイムでは捕捉が困難な投資用不動産の市況を反映する指標として、不動産投資の分野においても参考とされている。

### 2. 上場株式指数との比較

それでは、東証 REIT 指数と他の時系列データとの比較を試みる。まずは、上場株式との比較である。

図 1 は、東証 REIT 指数の推移とわが国上場株式に係る代表的な指数である日経平均株価の推移とを比較したものである。まずは全体を通して見ると、2015 年くらいまでは東証 REIT 指数と日経平均株価は非常によく似

<sup>1</sup> 時価総額加重方式とは、算出時の組入銘柄の時価総額合計を基準時の時価総額合計で除して株価指数を算出する手法である。親会社の保有分、持ち合い株等固定株の影響を排除するため、算出対象を浮遊株に絞っている(具体的には、各銘柄ごとに浮遊株比率を掛けて株式数を算出している)。

<sup>2</sup> 均等加重方式とは、組入銘柄のウェイトが均等になるよう修正した時価総額合計を時価総額基準時の時価総額合計で除して株価指数を算出する手法である。各銘柄の時価総額に修正係数を掛けて算出することになる。

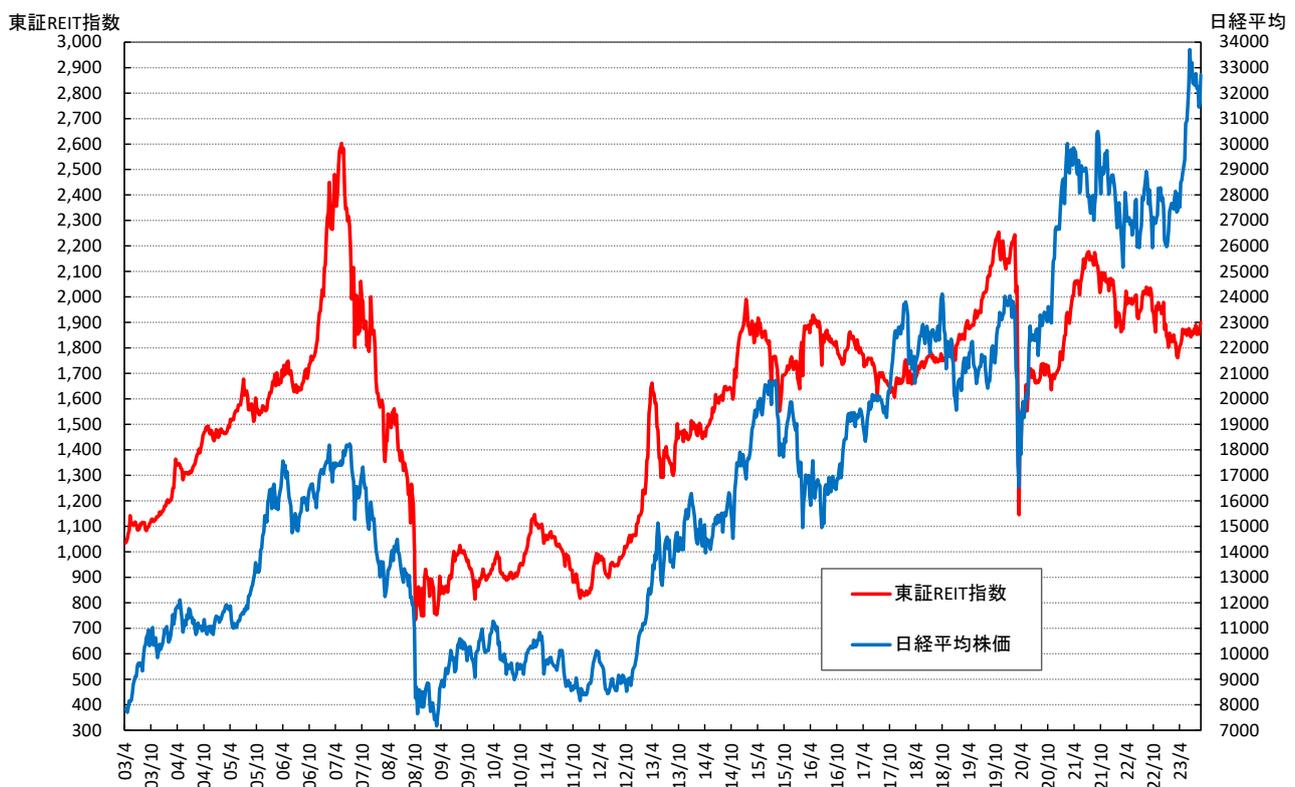
<sup>3</sup> 修正指数用時価総額加重方式とは、浮動株時価総額に銘柄によってウェイトが異なるものとなる修正係数を掛けて算出する時価総額加重方式をいう。東証 REIT 物流フォーカス指数の場合、物流施設特化 REIT 群と物流施設関連 REIT 群とで前者のウェイトが大きくなるよう修正係数を掛けている。また、個別銘柄のウェイトが 20%を超える場合には、当該銘柄についてはウェイトが 20%となるよう浮動株時価総額を減じている。

<sup>4</sup> なお、各指数の算出方法等の詳細については、(株)JPX 総研「東証指数算出要領(東証 REIT 指数・東証 REIT 用途別指数・東証インフラファンド指数編)」、同「東証指数算出要領(東証 REIT Core 指数)」、同「東証指数算出要領(東証 REIT 物流フォーカス指数)」、同「指数計算に係る算出要領」(いずれも 2023 年 2 月 13 日版)を参照のこと。

た動きを示していた(2015年までの両者の相関係数は、0.88。)。これに対して、2016年以降は、東証REIT指数と日経平均株価とが異なるトレンドを示す場面が多くなっている(2016年以降の両者の相関係数は、0.42。)。

上場株式は、当該企業の将来性を見越したキャピタルゲイン狙いの需要が主であるのに対して、本来J-REITは、安定したインカムゲイン狙いの長期保有需要が主であるはずである。J-REITの金融商品としての性格は、株式と債券の中間に位置するのであり、したがって上場株式と異なる値動きをするのが自然であると考えられる。にもかかわらず、2010年代の半ばまでは、多くの投資家がJ-REITを株式に近い商品性を有する金融商品として見ていたのであるが、2016年以降のトレンドの変化は、J-REIT市場の規模が拡大し、投資家層の厚みが増す中で、徐々にその商品特性が市場に浸透してきたことを示すものと捉えることができるとされる<sup>5</sup>。

図1. 東証REIT指数と日経平均株価の推移の比較



注) 数値は各週終値ベースで2003年4月1日から2023年9月1日まで(図2も同じ。)

資料: Fusion Media「Investing.com 日本版」より作成(図2も同じ。)

さて、上図において節目ともいべき時期について、若干コメントを加える。まず2007年の半ばである。この時期日経平均株価もやや上昇しているが、東証REIT指数は、不動産価格の上昇(いわゆる不動産ミニバブル)を背景に、極端な上昇を示している。代表的銘柄の一つである日本ビルファンド投資法人のこの時期のNAV倍率<sup>6</sup>を試算すると、2007年5月末の投資口価格で1.99倍となっている(なお、同時期のPBRは、2.81。)<sup>7</sup>。ちなみ

<sup>5</sup> 田辺信之「平成年間の不動産証券化市場の歩みと今後の展望(3)」(ARES不動産証券化ジャーナル Vol.56 2020年) p49。

<sup>6</sup> 投資口価格を投資証券一口あたりの時価ベースでの純資産(NAV)で除して算出された値。株式におけるPBR(株価純資産倍率)と似た指標であるが、PBRが純資産の簿価評価、NAV倍率が純資産の時価評価(不動産であれば鑑定評価額)を用いる点が異なる。

<sup>7</sup> 2007年6月期の保有不動産の不動産鑑定評価額、純資産額及び期中平均投資口数より算出した。これらの数値は、日本ビルファンド投資法人(8951)平成19年6月期有価証券報告書の記載による。

に、本年8月末時点での日本ビルファンド投資法人のNAV倍率は1.03倍、最もNAV倍率が高い銘柄でも1.14倍、本年7月末時点でのJ-REIT全体のNAV倍率が0.94倍となっており<sup>8</sup>、保有資産額と比べてこの時期の投資口価格はかなり割高となっている。本年8月の規模別・業種別PBRをみると、東証プライム市場の情報・通信業で単純PBRが2.3倍、加重PBRが1.7倍であるが<sup>9</sup>、IT産業の将来的成長を見込んだ数字がこの程度であるにもかかわらず、不動産賃貸収入が主たる収益源でありIT産業のようないわゆる大化けが見込めないJ-REITでNAV倍率が約2倍、PBRが3に近いというのは、明らかにバブルの要素が強かったものと考えられる。

2008年の後半には、東証REIT指数、日経平均株価ともに急落する。同年9月に発生したリーマンショックによるものである。これ以降、J-REIT市場と株式市場のいずれも、約3年にわたり低迷することになる。J-REIT市場では、初めて不動産投資法人が経営破綻に至った(2008年10月)。多くの投資法人にとっては、リファイナンスが最大の課題となり、当然ながら新たな物件の取得数・取得額は大きく落ち込むことになる(図5・6参照)。投資法人の新規上場も、2007年10月を最後に2012年4月まで行われない結果となった(新設合併によるものを除く)。

2016年には、それまでほぼ同様のトレンドを示してきた東証REIT指数と日経平均株価とが異なるトレンドを示すようになった。既述のとおりこれ以降両者が異なるトレンドを示す場面が多くなっていく。2016年に株価が下落・低迷したのは、中国経済の減速懸念、円高の進行、さらには英国のEU離脱決定(6月)が要因といわれている。いずれも国内不動産の賃貸収入を主要な収益源とするJ-REITにとっては、直接的な影響は乏しく、日本銀行によるマイナス金利政策の導入(1月)による金利低下期待もあって、投資口価格は株価とは異なり堅調な動きを示していた。為替相場、資源価格、海外主要国の政治経済状況などは、輸出産業をはじめとして国内企業には重大なインパクトを与える要素ではあるが、J-REITにとっては、金利変動などとは異なり、不動産運用に直接的影響を及ぼすものではないということであろう<sup>10</sup>。

2020年はじめには、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する。J-REITについていえば、コロナ禍により営業に大きな支障を来したホテル、商業施設と、リモート・ワークの急拡大により余剰感が強まったオフィスに対する影響が大きかった。その後日経平均株価は、年内にはコロナ禍前の水準を取り戻し、翌年にはこれを大きく超えて30000円を突破するのであるが、東証REIT指数は、いまだコロナ禍直前の水準に届いていない。中央銀行の量的緩和や政府の追加経済対策などが株価上昇をもたらしたが、J-REITにはあまり効果が表れていない。その要因としては、ホテル等の稼働率は回復が見込まれるものの、J-REITにおいて最もウエイトの高いオフィスについては、テレワークの浸透等によるオフィス需要の減退と2023年以降に見込まれるオフィスの大量供給による運用悪化が懸念されること、さらに不動産取得に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があると考えられる。

最後に、このところの日本株の急上昇についてである。その要因としては、金融緩和策継続への期待感、東京証券取引所の株価純資産倍率(PBR)1倍割れ企業に対する改善要請、ウォーレン・バフェット氏の言動などによる海外投資家の日本株買いがあるといわれている。これに対して、東証REIT指数は日経平均株価に追随する様子はみられず、国内株式と比べて出遅れを指摘する向きも多い。要因の一つとしては、海外投資家は、日本株

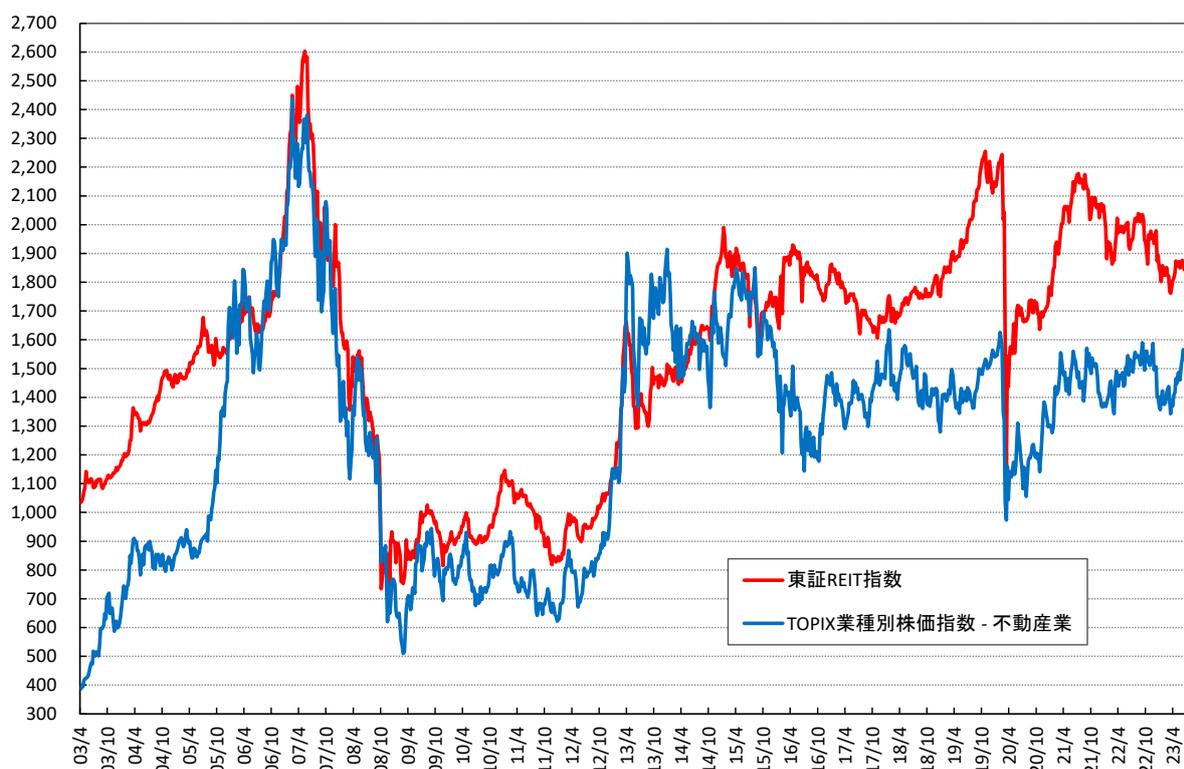
<sup>8</sup> Japan REIT HP、不動産証券化協会 HP:ARES J-REIT Databook による。

<sup>9</sup> 日本取引所グループ HP「規模別・業種別 PER・PBR(連結・単体)一覧」による。

<sup>10</sup> J-REIT に対してこれらの影響がないというわけではない。例えば為替相場は、海外投資家によるJ-REITへの投資意欲に影響を及ぼし、ひいては投資口価格を左右する可能性がある。

とは異なり既に高い水準で J-REIT を保有しており、さらなる取得対象にはなりにくいことがあるという<sup>11</sup>。もし海外投資家が日本株の割安感と将来性により投資を増やしているのであれば、J-REIT については、その商品特性からいずれについても期待する余地が乏しく(REIT の場合、保有資産の価額とそこから得られる利益が明確である分、評価のぶれは生じにくい。また、不動産賃貸というシンプルな業態ゆえ、投資法人ベースでの急激な成長も期待しにくい。)、昨今の日本株のような動きを J-REIT に期待するのは困難なのではないか。

図 2. 東証 REIT 指数と不動産業の株価指数の推移の比較



次に、大手デベロッパー等上場不動産会社の株価との比較を試みる。図 2 は、東証 REIT 指数の推移と東証業種別株価指数・不動産業<sup>12</sup>の推移とを比較したものである。図 1 の場合と同様に、2015 年くらいまでは東証 REIT 指数と不動産業の業種別指数は非常によく似た動きを示していたが(2015 年までの両者の相関係数は、0.88。)、2016 年以降は、東証 REIT 指数と不動産業の業種別指数とがやや異なるトレンドを示すようになっていく。とはいえ、同じく不動産を扱う事業者であるということからか、日経平均株価に比べると両者の乖離度は小さい(2016 年以降の両者の相関係数は、0.54。)

さて、2007 年不動産ミニバブルの頃には、不動産業の株価は J-REIT と同様に極端な上昇を示している。この点同じ時期に横ばいに近い動きを示していた日経平均株価とは大きく異なっている。同じ不動産セクターということで、J-REIT にも不動産業株にも投機的な資金が大量に流入したものと考えられる。

その後も不動産業株は J-REIT とよく似た株価の動きを示していたが、2016 年になると不動産業の株価は落ち込む一方、J-REIT の投資口価格は堅調であった。同じく不動産を扱うセクター間でこのような差が生じた理由はさだかでないが、不動産業の株価については、上場株式全体の動きに引っ張られた面は大きいと考えられる。

<sup>11</sup> 「「日本買い」乗れぬ REIT 海外勢の買い余力乏しく」(日本経済新聞 2023 年 6 月 9 日朝刊 19 面)。

<sup>12</sup> TOPIX の構成銘柄を業種別に区分した株価指数。33 業種に分類されており、不動産業はその中の 1 業種となっている。なお、TOPIX の構成銘柄は、旧東証 1 部上場銘柄とプライム市場新規上場銘柄からなる。

他に、同年 1 月の日銀によるマイナス金利政策導入による金利低下が、利益のほとんどを分配金に充てる J-REIT にとっては、金利負担減少による分配金増加という形でストレートに反映されることに対する評価もあったのかもしれない<sup>13</sup>。

その後 2017 年頃から、上場株式全般の株価も上昇傾向に転じるが(図 1)<sup>14</sup>、不動産業の株価については低迷傾向が続く。この頃は、上場株式全体・J-REIT と不動産株との間で二極分化の様相を呈してくる。この理由もさだかでないが、不動産市況の過熱感や大手不動産会社の配当性向の低さによる投資家の J-REIT 選好を挙げる向きもあった<sup>15</sup>。

2020 年ははじめには、新型コロナウイルス感染拡大への懸念から不動産業株も急落する。ただし、下落幅については、J-REIT よりも不動産業株の方が小さかったようである。もともとの株価水準が低かったということもあろうが、不動産会社の方が、コロナ禍による影響の大きいオフィス、商業施設、ホテルのウエイトが低く、住宅のウエイトが高いことにもよると考えられる。その後、不動産業株も J-REIT と同様にコロナ禍直前の水準を超えるに至っておらず、不動産株は、このところの日本株急上昇にも完全に乗り遅れている。やはり、オフィスの運用悪化懸念や金利上昇による借入コストの増大懸念が背景にあるものと考えられる。

### 3. 公示地価との比較

公示地価とは、国土交通省土地鑑定委員会が、適正な地価の形成に寄与するために、毎年1月1日時点における標準地の正常な価格として3月に地価公示上で示される土地の価格である。J-REIT の場合、その投資対象エリアのほとんどが大都市圏、特に保有物件が多いのが東京都心であるから、図 3 では三大都市圏と都心5区それぞれの住宅地と商業地の平均価格の推移を指数化した上で<sup>16</sup>、東証 REIT 指数と比較して示している。

概ね東証 REIT 指数と公示地価とは類似した動きを示しているが、公示地価の上昇又は下降へのトレンド変化の局面(2005年、2008年、2013年)においては、東証 REIT 指数の方が1年程度早くトレンドの変化がみられる。やはり金融商品の価格は、実体経済の先行指数的な側面を有するというであろう。また、投資用不動産に関しては、市場での実勢価格の変化が先行し、これに呼応する形で投資口価格も変動し、一方で不動産鑑定評価額は、過去の相場を参照した結果等によりこれらに追いつかないといった事情も考えられる<sup>17</sup>。

コロナ禍以降の公示地価をみると、住宅地は上昇傾向にある一方、商業地は横ばいないし下落傾向にある。東証 REIT 指数も伸びを欠いていることから、J-REIT 投資口の価格は、商業地の公示価格に近い傾向にあるようである。J-REIT の保有資産のうち、主に住宅地に立地するのは、共同住宅とヘルスケア施設であるが、これらの保有不動産全体に占める割合は2割前後で推移してきており<sup>18</sup>、J-REIT 投資口価格は商業地地価の影響をより受けやすいということであろう。

<sup>13</sup> 「マイナス金利効果リポートに軍配、下落不動産株と明暗一チャート」(Bloomberg News 2016年6月6日)(<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2016-06-06/O8BPJM6KLVR801>)。

<sup>14</sup> 図 1 は、日経平均株価の動きであるが、東証株価指数(TOPIX)でも、この動きは変わらない。

<sup>15</sup> 窪田真之「不動産ブームでも上値重い不動産株 REIT は堅調」(楽天証券「トウシル」2017年2月21日)(<https://member.rakuten-sec.co.jp/web/market/opinion/stock/kubota/0747.html#>)。

<sup>16</sup> 公示地価の数値そのものは、エリアや商業地・住宅地によって大きく異なり、比較しにくいいため、変化をわかりやすくして比較を容易にするため、ここでは指数化している。

<sup>17</sup> このあたりの事情については、一井純「金融庁の厳罰が示す「リート」成長の曲がり角」(2022年7月27日 東洋経済 ONLINE)(<https://toyokeizai.net/articles/-/606745>)に指摘がある。

<sup>18</sup> 2022年のJ-REIT保有不動産に占める住宅・ヘルスケア施設の割合(鑑定評価額ベース)は、16.8%である((一社)投資信託

図 3. 東証 REIT 指数と公示地価の推移の比較



注) 東証 REIT 指数は各週終値ベースで 2003 年 4 月 1 日から 2023 年 1 月 10 日まで。  
 公示地価は、2003 年の数値を 1 として指数化している。  
 公示地価は各年 1 月 1 日現在の平均価格であるが、2003 年 4 月 1 日のみ 2003 年 1 月 1 日の値を用いている。  
 資料: 図 1 記載資料のほか、国土交通省「地価公示・変動率及び平均価格の時系列推移表」より作成。

#### 4. 投資用不動産の収益率との比較

不動産から得られる収益には、不動産の運用により得られる賃料収入に基づく収益(インカム・リターン)と不動産価額の上昇により得られる収益(キャピタル・リターン)とがある。インカム・リターンは、賃料等賃貸事業収入から管理費等賃貸事業費用を控除することによって得られ、キャピタル・リターンは、不動産価格上昇分から建物改装費等資本的支出を控除することにより得られる。インカム・リターンとキャピタル・リターンの合計をトータル・リターンという。

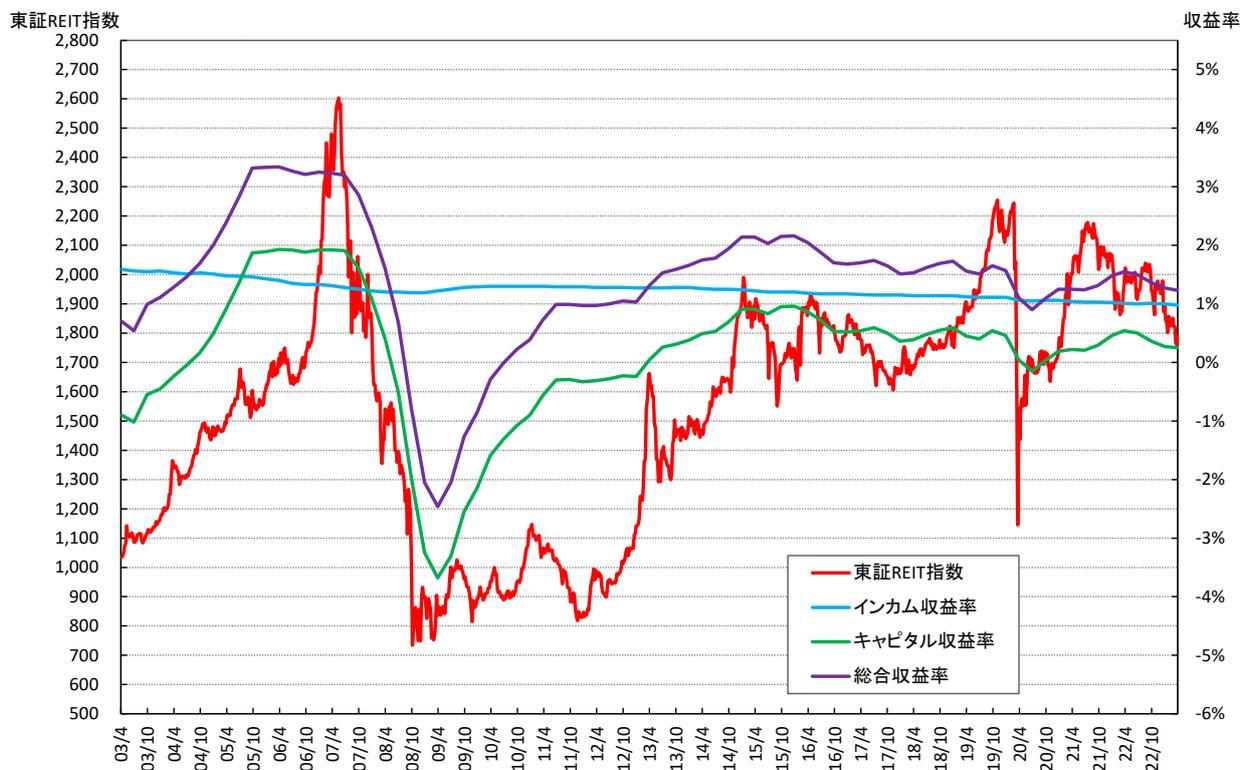
そして、不動産価額に対するインカム・リターンの割合をインカム収益率、同じくキャピタル・リターンの割合をキャピタル収益率、インカム収益率とキャピタル収益率の合計を総合収益率という。

J-REIT の保有不動産全体で見た場合、賃料収入が 0 となる事態は想定されないため、インカム収益率は常にプラスとなる。他方、キャピタル収益率については、不動産価格の下落によりキャピタル・ロスが生じることにより、マイナスとなる場面も想定される。

図 4 は、国内の投資用不動産のインカム収益率、キャピタル収益率、総合収益率を、東証 REIT 指数と比較して示したものである。各収益率としては、(一財)不動産証券化協会が公表している AREs Japan Property Index における四半期収益率を用いている。対象に J-REIT 保有不動産のほか、国内不動産私募ファンド(コア協会「公募不動産投信の組入不動産全体の状況(保有状況)」)。

型<sup>19</sup>等)が保有する不動産も含まれているため、J-REIT 保有不動産のパフォーマンスをそのまま表したものではない。

図 4. 東証 REIT 指数と投資用不動産収益率との比較



注) 東証 REIT 指数は各週終値ベースで 2003 年 4 月 1 日から 2023 年 3 月 31 日まで。

インカム収益率、キャピタル収益率、総合収益率は、ARES Japan Property Index の四半期収益率を用いている。年換算はしていないので留意されたい。

資料: 図 1 記載資料のほか、(一財)不動産証券化協会 HP より作成。

あくまで収益“率”であるから、総合収益率がプラス圏内で推移していれば、投資法人の保有資産価額自体は増加し続けていることになる。このあたりは、2005～2007 年や 2012～2013 年、2017～2019 年あたりの総合収益率と東証 REIT 指数の変化に表れているようにみえる。この点も考慮すると、東証 REIT 指数は、総合収益率とよく似た動きを示してきているといえよう。なお、2.において国内株と比べた J-REIT の出遅れ感について触れたところであるが、総合収益率のこのところの動きをみると、東証 REIT 指数の変化はむしろ自然であると思われる。

総合収益率・キャピタル収益率についてみると、リーマンショックの時期に大きく落ち込んだのに対して、コロナ禍においては多少の落ち込みがあったものの、大きく変動するには至っていない。これは、リーマンショックとコロナ禍がそれぞれ不動産投資市場に与えた影響の度合いの違いを表したものと見えよう。また、インカム収益率については、非常になだらかではあるが、右肩下がり傾向が続いている。これは主に投資用不動産の価格の上

<sup>19</sup> (一財)不動産証券化協会の ARES Japan Property Index に関する解説によると、コア型とは、不動産ファンドの運用戦略による分類における一つのタイプであり、ファンドの主要な期待リターン源泉が、不動産賃貸からの生じるインカム・リターン(賃貸インカム)の獲得を目的として運用されるファンドをいう。他のタイプとして、コアプラス型(賃貸インカム獲得に加え、一部キャピタル・リターンの獲得も目的として運用されるファンド)、バリュー・アッド型(賃貸インカムの獲得に加え、積極的に不動産の収益性を高め、不動産価値を増加させてキャピタル・リターンの獲得を目的として運用されるファンド)、オポチュニスティック型(市場動向予測に基づく不動産売買により、キャピタル・リターンの獲得を目的としたファンド)がある。詳細は、<https://index.ares.or.jp/ja/about/corefund.php> 参照。

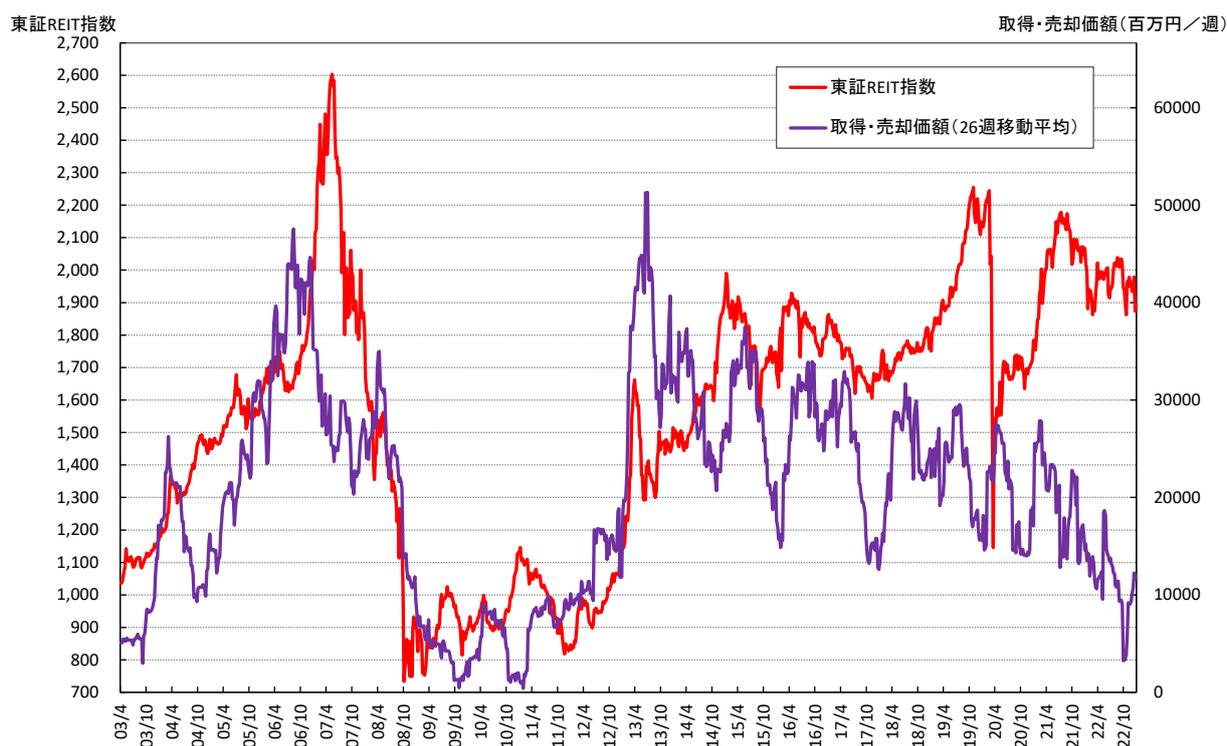
昇によるものと考えられる。やや懸念が残るのは、今後のオフィス市場の動向である。テレワークの浸透等によるオフィス需要の減退と2023年以降の新規オフィス大量供給により、賃料低下や空室増加が生じれば、インカム収益率の低下が想定される一方、オフィス価格自体の低下によって、逆にインカム収益率が高まる可能性もある。ただ、いずれにしても総合収益率は低下することになり、J-REITにとって望ましい事態ではない。

## 5. 不動産取得・売却価額等との比較

不動産投資法人は、より多くのインカム・リターンを得るため、逐次新たな不動産を取得している。また、不動産投資法人は、主にポートフォリオの改善のため、あるいは投資方針の変更に伴い、時には有利子負債の返済・償還のため、不動産を売却することもある。そして、この不動産取得・売却価額とその変化は、J-REIT、ひいては不動産投資市場の状況を示すものといえることができる。

図5は、J-REITにおける不動産取得・売却価額を、東証REIT指数と比較して示したものである。東証REIT指数が各週終値ベースであるから、不動産取得・売却価額も週ごとに集計した値を用いているが、そのままだと変動が大き過ぎるため、26週移動平均値に加工している<sup>20</sup>。ここでの不動産取得・売却価額とは、各週においてJ-REITが取得した不動産の価額合計からJ-REITが売却した不動産の取得価額ベースの合計を差し引いたものであり、いわばJ-REITの外部成長の度合いを示したものであるといえる。

図5. 東証REIT指数とJ-REITにおける不動産取得・売却価額との比較



注) 東証REIT指数は各週終値ベースで2003年4月1日から2022年12月30日まで。

取得・売却価額とは、各週においてJ-REITが取得した不動産の価額合計からJ-REITが売却した不動産の取得価額ベースの合計を差し引いたものをいう。

取得・売却価額をそのままグラフ化すると変動が大きくなり過ぎるため、26週(約6カ月)の移動平均値をグラフ化している。したがって、取得・売却価額のデータは、東証REIT指数算出開始の26週前の2002年10月7日から2022年12月30日までと

<sup>20</sup> 26週は、ほぼ6カ月に該当する。ほとんどの上場不動産投資法人の会計期間は6カ月であるから、6カ月は、不動産の取得・売却に係る収支を考慮する上での単位となる期間でもある。

なっている。

取得・売却には、同一物件の追加取得、物件の一部売却を含む。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。

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。

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。

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売却したこととして取り扱っている。

資料: 図1記載資料のほか、各投資法人のプレスリリース資料、有価証券届出書より筆者が作成したデータベースによる。

不動産取得のピークは、2005～2007年と2013～2014年にあったとみられる。いずれの時期も、投資法人による積極的な不動産取得に加え、投資法人の新規上場が相次いだことにより、不動産取得額が増大したものと考えられる。東証REIT指数のピークは、これら不動産取得のピークより後にずれている。投資家は、J-REITの積極的な物件取得等を目の当たりにして、外部成長への期待が高まり、投資口取得に動いたということであろうか。

逆に不動産取得が最も落ち込んだのは、リーマンショック等金融危機にあった2008～2012年頃である。この時期は、新たな不動産の取得を控えたとともに、リファイナンスが困難となって有利子負債返済のための不動産の売却が増えたことにより、不動産取得・売却価額が大きく減少したものである。

不動産取得の二つ目のピークであった2013～2014年の後、2015年以降は、増減を繰り返しつつも減少傾向が続いている。投資法人の新規上場が徐々に減少するとともに、投資法人の多くが安定成長の段階に入ってきたことによるものと思われる。特に、2021年後半から2022年にかけては減少傾向が強まっているように見える。2020年からの新型コロナウイルス感染拡大の影響もあり、ホテルや商業施設、オフィスの取得が減少したこと、また、不動産の市場価格が高騰し、不動産鑑定評価に基づく適正価格での取得を旨とするJ-REITにとって不動産を取得しにくい状況となったことなどが要因として考えられる。

図6. 東証REIT指数とJ-REITにおける不動産取得・売却件数との比較



注) 東証REIT指数は各週終値ベースで2003年4月1日から2022年12月30日まで。

取得・売却件数とは、各週においてJ-REITが取得した不動産の物件数合計からJ-REITが売却した不動産の物件数合計を

差し引いたものをいう。

取得・売却価額をそのままグラフ化すると変動が大きくなり過ぎるため、26週(約6カ月)の移動平均値をグラフ化している。したがって、取得・売却件数のデータは、東証REIT指数算出開始の25週前の2002年10月7日から2022年12月30日までとなっている。

取得・売却には、同一物件の追加取得、物件の一部売却は含まない。

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。

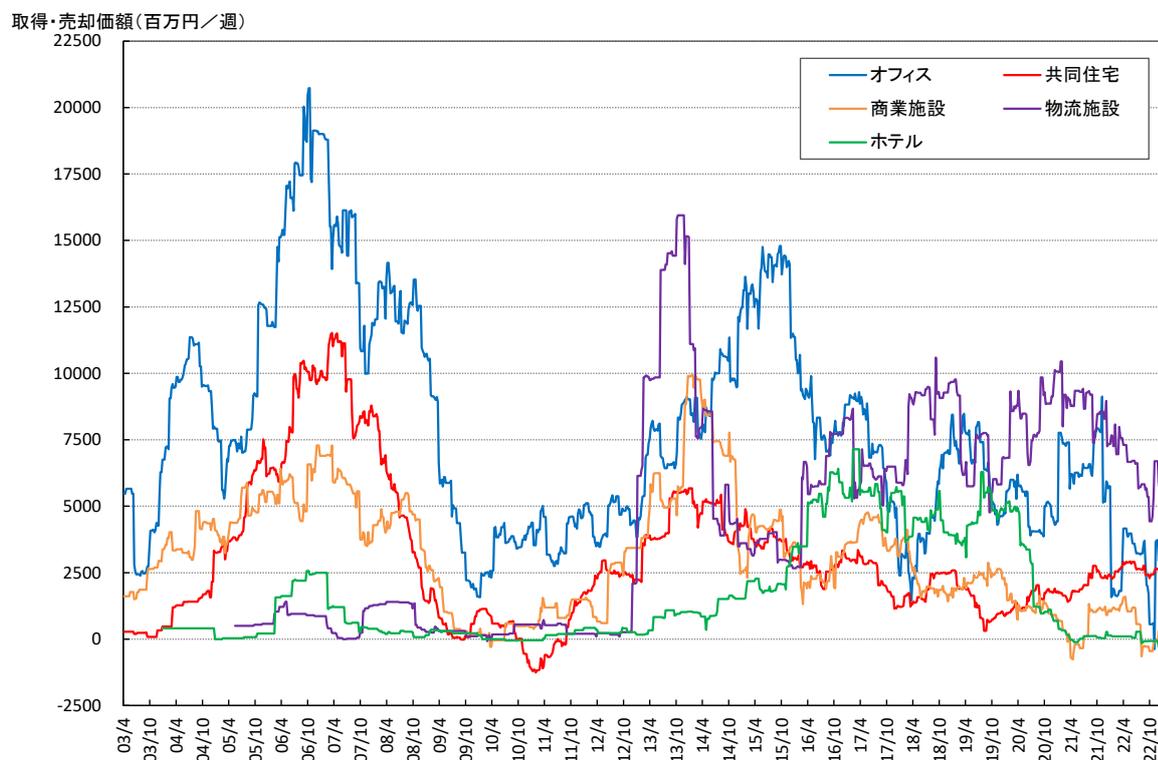
インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人については、上場廃止時(2021年11月9日)に保有物件すべてを売却したこととして取り扱っている。

資料:図5と同じ。

なお、参考までに不動産の取得・売却件数との比較も試みる。図6は、J-REITにおける不動産取得・売却件数を、東証REIT指数と比較して示したものである。データの抽出・処理は、不動産の取得売却価額の場合に準じている。

一般的な傾向は、不動産取得・売却価額の場合と変わらないが、不動産取得のピークであった2005~2007年と2013~2014年とを比べると、明らかに後者の方が低くなっている。物件数ベースでは2005~2007年頃が最大のピークということになるが、これは2010年代以降の方が高額物件の取得割合が高くなっていることを示している。具体的には、大型物流施設の取得が増えたことが大きいと考えられる。また、取得・売却価額の移動平均値がマイナスになる局面はみられなかったが、取得・売却件数では、リーマンショック後2010年頃にマイナスとなる局面がみられる。6カ月ベースでも、売却件数が取得件数を上回っていることを意味するが、この時主に売却対象となったのが、J-REITとしては低価額の物件である中規模共同住宅である。

図7. J-REITにおける用途別の不動産取得・売却価額の推移



注) 取得・売却価額に関しては、下記以外は図4の注書と同じ。

取得・売却価額をそのままグラフ化すると変動が大きくなり過ぎるため、52週(約1年)の移動平均値をグラフ化している。したがって、取得・売却件数のデータは、東証REIT指数算出開始の51週前の2002年4月14日から2022年12月30日までとなっている。

底地のみ取得している場合を含まない。

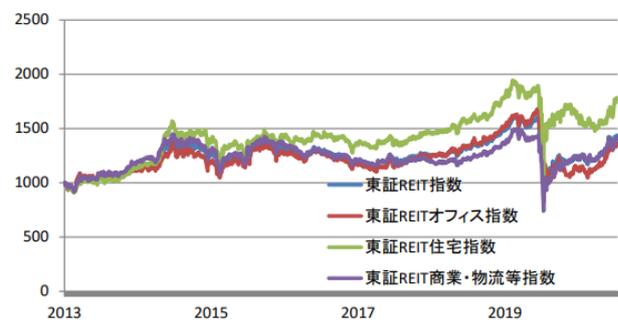
上記用途以外の用途（ヘルスケア施設、インフラ施設等）の価額は含まない。

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筆者が作成したデータベースによる。

このあたりを検証するために、図 7 において、J-REIT における主な用途別の不動産取得・売却価額の推移を示した。図 5・6 よりサンプル数が少なくなりさらに変動が大きくなるため、52 週（約1年）移動平均値に加工している。リーマンショックの前までは、オフィスや共同住宅の取得が主であったのに対し、2010 年代以降は、オフィスに加え物流施設が主要な取得用途となっていること、ホテルについては、2010 年代後半には、オフィス並みの取得額となっていたが、コロナ禍が始まった 2020 年以降取得実績が急減したこと、共同住宅は、リーマンショック後にかなり売却されたが、その後は物流施設等と比べると少ないものの取得額は堅調に推移していること、商業施設は 2010 年代半ば以降減少傾向が続いていることなどがみてとれる。

## 6. 用途タイプ別の投資口価格の推移

上場不動産投資法人には様々な用途タイプがあり、当然ながら用途タイプによってそのパフォーマンスが異なることが想定される。このため、日本取引所グループでは、1.でも触れたように東証 REIT オフィス指数、東証 REIT 住宅指数、東証 REIT 商業・物流等指数の3指数（東証 REIT 用途別指数シリーズ）を公表している。日本取引所グループ・東京証券取引所の HP では、右の図表を掲載している。



資料：日本取引所グループ HP ([https://www.jpx.co.jp/markets/indices/line-up/files/fac\\_7\\_reit.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/indices/line-up/files/fac_7_reit.pdf))

この図表によると、住宅系投資法人のパフォーマンス

が比較的良好のように見えるが、商業施設と物流施設では、J-REIT による不動産取得における選好度が対照的であり、両者を総括した指数では実態が見えてこないこと、近年の J-REIT の主たる投資用途の一つであるホテルの指数が欠けていることといった問題点がある。物流施設については、東証 REIT 物流フォーカス指数もあるものの、算出開始は 2020 年 7 月であり、他の用途とトレンドを比較するには期間的に不十分である。

そこで、上記表と同じく 2013 年以降について、上場不動産投資法人の中から、オフィス系、住宅系、商業施設系、物流施設系、ホテル系の5つの用途タイプの投資法人を抜き出し、各用途タイプに属する個々の投資法人の投資口価格の推移を示してみた（図 8～12）。用途タイプの判定に当たっては、オフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテル・旅館・観光施設に係る保有不動産に占める取得価額ベースでの割合が概ね 70%以上の投資法人を基準としている。なお、投資口価格そのものは投資法人によってかなり異なるため、投資口価格を指数化して示している。また、投資方針の変更や吸収合併により用途タイプの転換等があった場合には、その時点でグラフに反映させている。なお、詳細は図 12 下の注書を参照されたい。

各グラフの始点である 2013 年は、リーマンショック等金融危機の影響がほぼ解消され、東日本大震災による影響懸念もほぼ払拭された時期に当たる。この頃から物流施設系投資法人を始めとして投資法人の新規上場が相次ぎ、J-REIT による不動産取得が非常に盛んになった（図 5～7 参照。）。

まずは、オフィス系投資法人の投資口価格の推移である（図 8）。オフィス系投資法人については、コロナ禍前においては投資口価格が堅調に推移していたが、新型コロナウイルス感染拡大により急落した。その後も、コロナ禍により急速に普及したリモート・ワークがコロナ収束後も定着するとの見方、さらには今後予定されている首都圏でのオフィスの大量供給などにより、2020 年以降オフィス系投資法人の投資口価格は全般に低迷している。

図 8. オフィス系不動産投資法人の投資口価格の推移

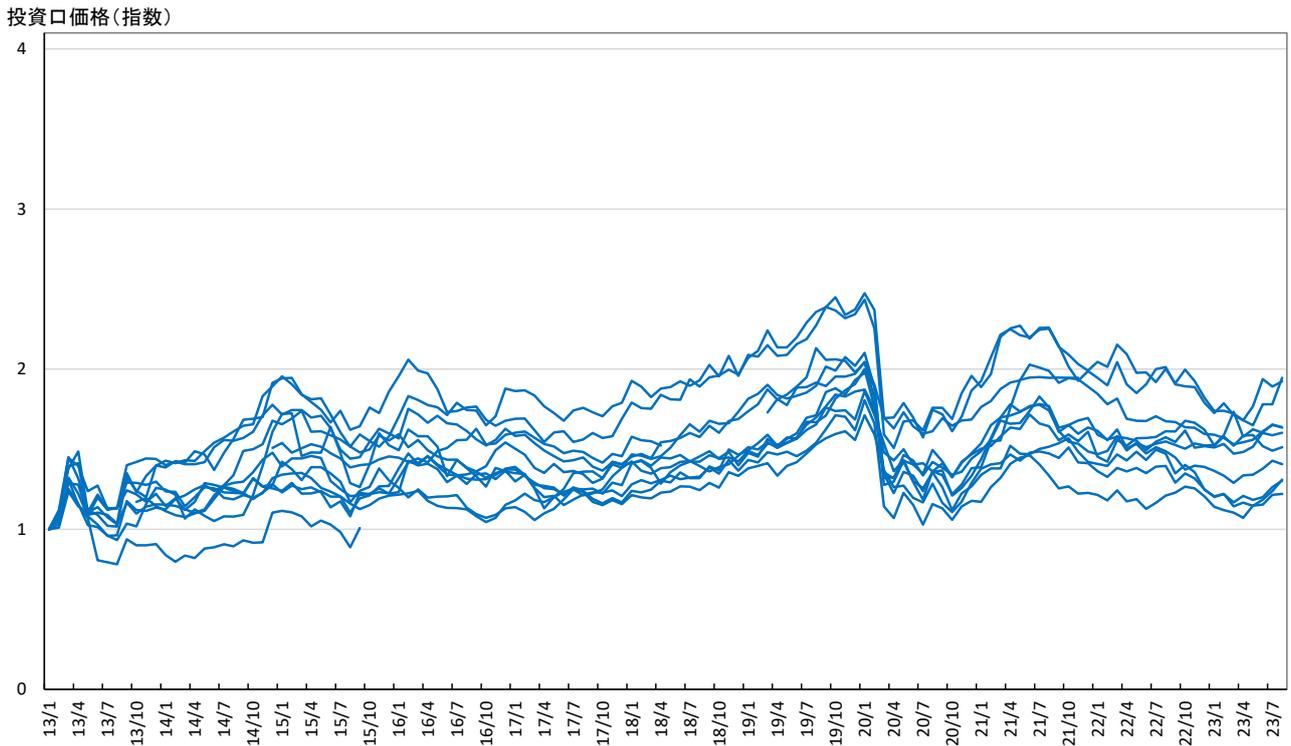


図 9. 住宅系不動産投資法人の投資口価格の推移

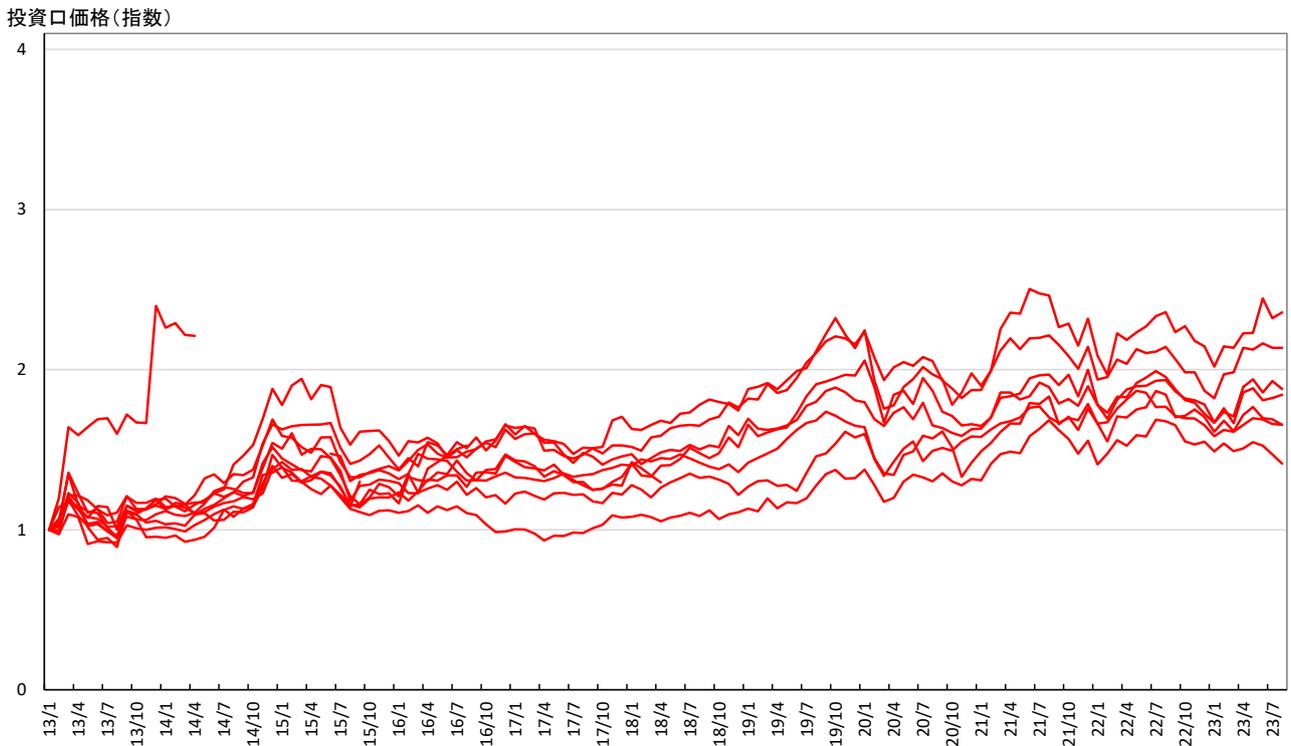


図 10. 商業施設系不動産投資法人の投資口価格の推移

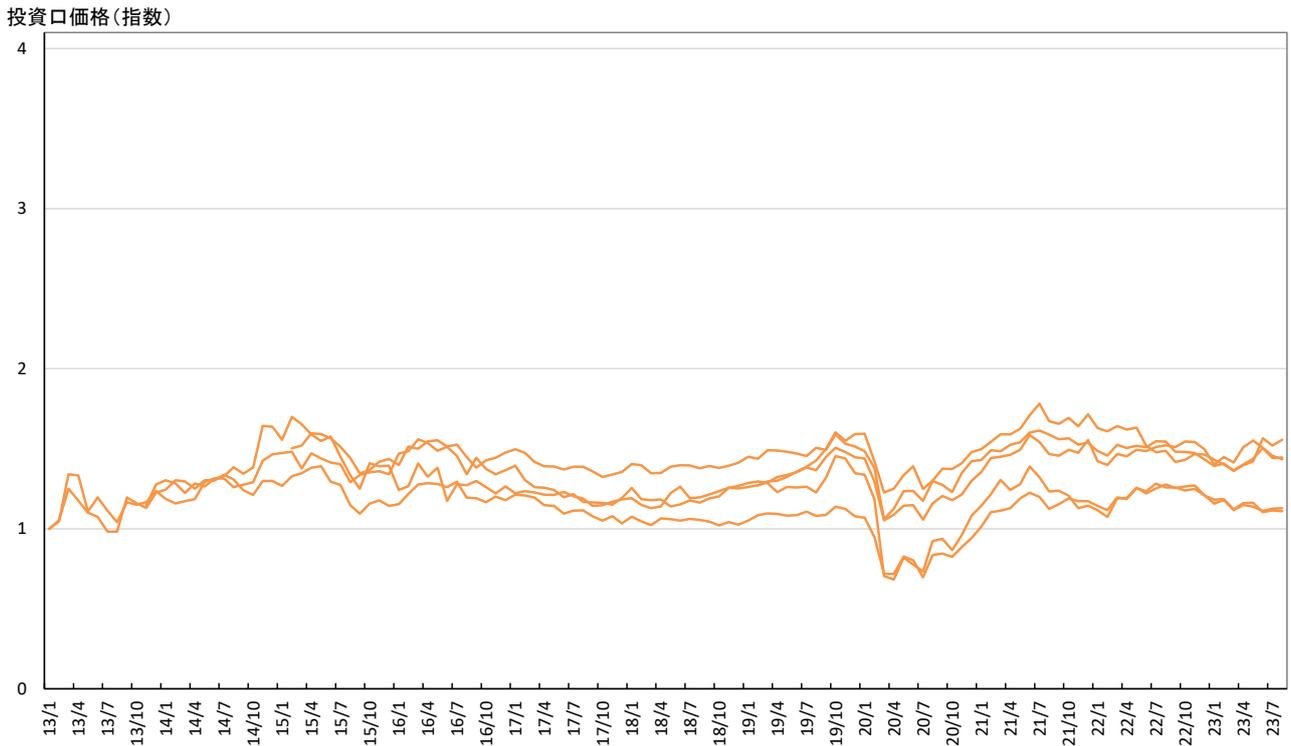


図 11. 物流施設系不動産投資法人の投資口価格の推移

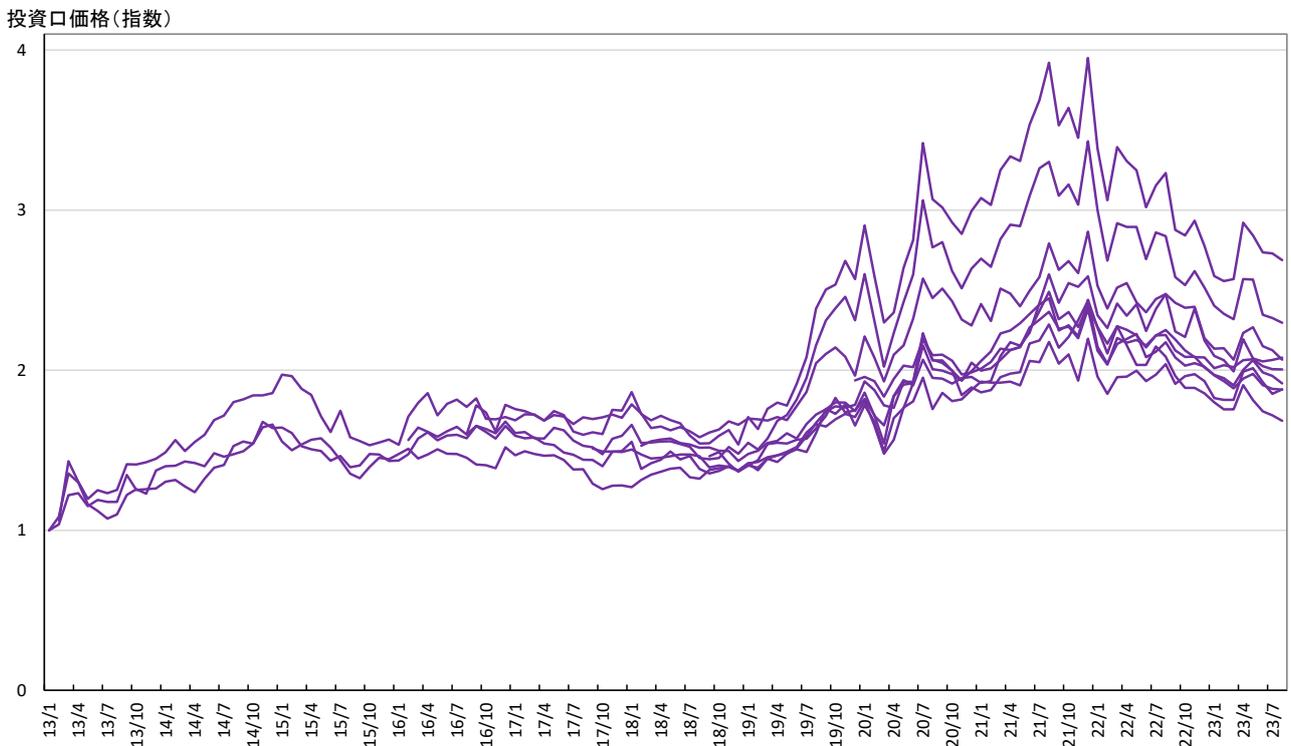


図 12. ホテル系不動産投資法人の投資口価格の推移

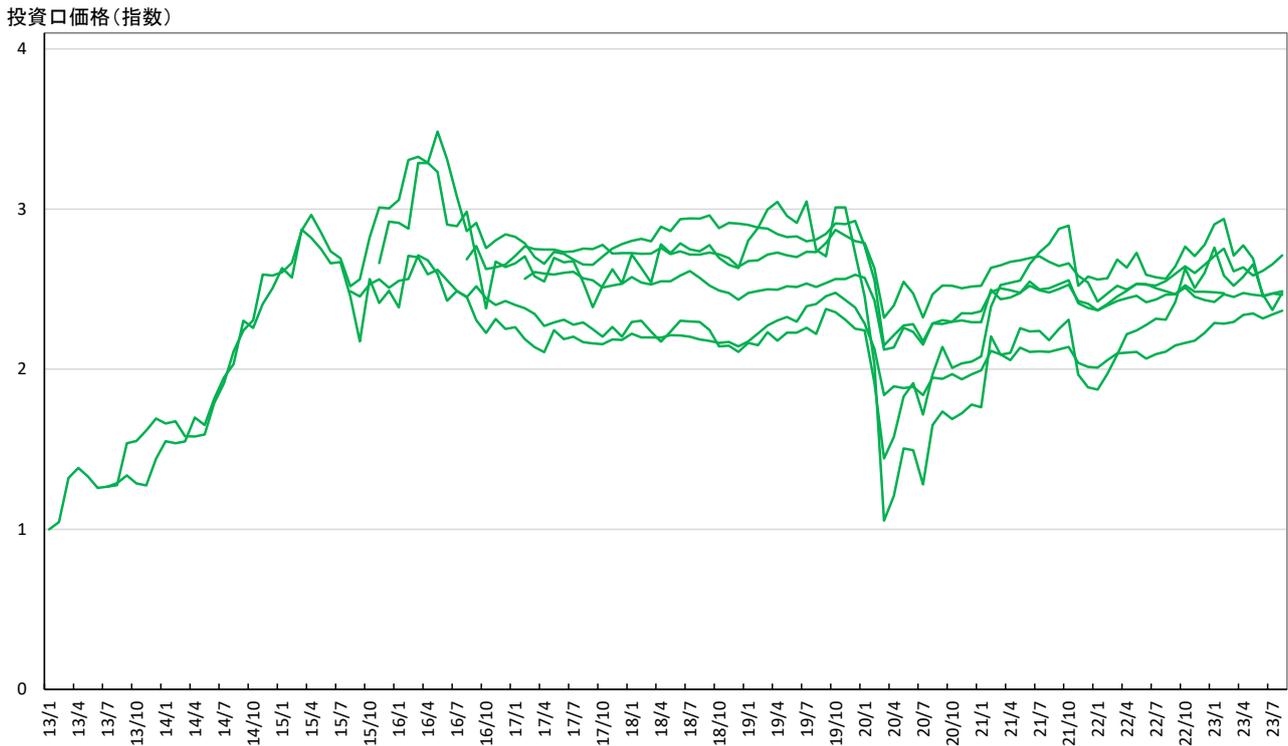


図 8～12 の注) 2013 年 1 月以降 2023 年 8 月までの上場不動産投資法人の投資口価格(月終値ベース)を、オフィス系、住宅系、商業施設系、物流施設系、ホテル系それぞれの用途タイプごとに、2013 年 1 月末の価格を 1 として指数化して示している。

2013 年 2 月以降に上場した投資法人については、上場月における同一用途タイプの投資法人の投資口指数の平均値を当該上場月の指数値とし、その後の指数は上場月を 1 とした指数値から 1 を引いた値を加算している。

総合型及び上記用途タイプのいずれにも該当しない用途タイプ(ヘルスケア施設系等)の投資法人については掲載していない。

オフィス系、住宅系、商業施設系、物流施設系、ホテル系とは、それぞれオフィス、共同住宅、商業施設、物流施設、ホテル・旅館に係る保有不動産に占める取得価額ベースでの割合が概ね 70%以上の投資法人をいう。

用途の判定に当たっては、底地のみ保有する物件についても、建物用途を基準として分類している。

ポートフォリオの組み換え、吸収合併等により用途タイプの転換があった場合には、その時点の前後で該当する用途タイプを変えている。また、上記 5 つの用途タイプのいずれにも該当しなくなった場合には、その時点で対象から除いている。

資料: Fusion Media「Investing.com 日本版」より作成(図 13 も同じ。)

次に、住宅系投資法人については(図 9)、その投資口価格は 2010 年代前半にはやや低迷していたが、その後コロナ禍の影響を受けにくい用途であることもあり、住宅系投資法人の投資口価格は、コロナ禍の前後を通じて堅調なパフォーマンスを維持している。新型コロナウイルス感染拡大による投資口価格の落ち込みも、5 つの用途タイプの中では最も目立たなかった。オフィスや商業施設に比べて大型テナントの退去といった空室リスクが低く、安定した運用が見込まれることも背景にあると考えられる。現に進行しつつある人口減少・高齢化は、住宅系投資法人にとってマイナス要因となり得るが、ヘルスケア施設をポートフォリオに取り込むことにより、その対応を進めているようである<sup>21</sup>。

商業施設系投資法人については(図 10)、電子商取引(EC)の拡大による大型ショッピングセンター、都市型商業施設等の先行きに対する不安などにより、2010 年代半ばあたりからその投資口価格は低迷していた。2020 年には新型コロナウイルス感染拡大により、テナントの休業や撤退が相次いだことから、投資口価格は急落した。

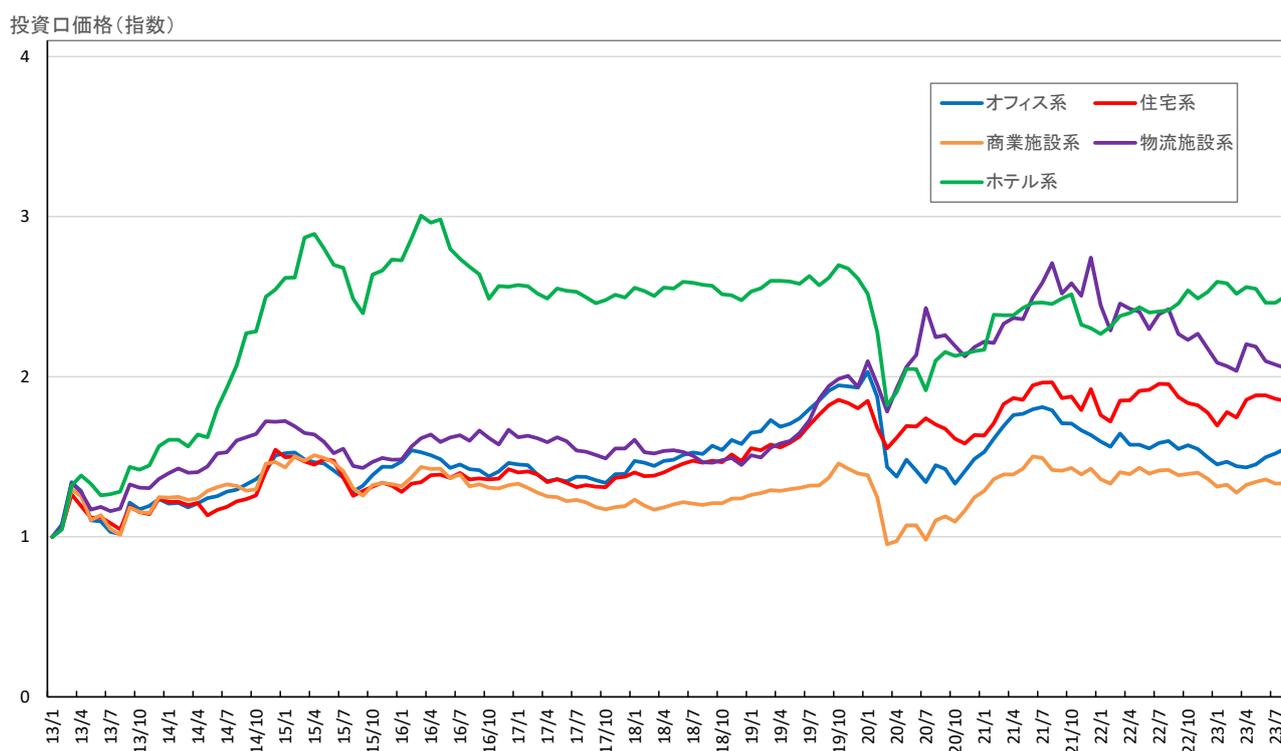
<sup>21</sup> 投資法人自らヘルスケア施設を取得するほか、住宅系投資法人によるヘルスケア施設系投資法人の吸収合併も行われている(2018 年 3 月と 2020 年 4 月)。

その後多少回復の兆しはあるものの、インバウンド需要が消失したことや、EC への需要の移行がさらに進むとの懸念もあり、投資口価格は低迷したままである。

次に、物流施設系投資法人の投資口価格の推移である(図 11)。もともと EC の拡大により、コロナ禍前から堅調な値動きを示していたが、コロナ禍以降は、特にパフォーマンスの好調さが目立っている。コロナ禍により EC のさらなる拡大が期待されたこと、オフィス、商業施設等と異なりコロナ禍の影響を受けにくいことなどにより、投資資金が流入したものと考えられる。最近では物流施設の空室率上昇を指摘する調査等もあり<sup>22</sup>、投資口価格はやや下降気味となっている。

ホテル系投資法人の投資口価格については(図 12)、2016 年頃までは非常に好調なパフォーマンスを示していた。その後もコロナ禍前までは堅調に推移している。これらは、海外からの観光客増加などインバウンド観光需要が急速に高まっていたことに照応するものと考えられる。また、2016 年頃までは、ホテル系投資法人の数が少なく、その資産規模も小さかったため(図 7 参照。)、ホテルに係る投資・運用に期待する投資家の受け皿が不足していたこともあったのではないかと考える。ただし、2020 年から始まった新型コロナウイルス感染拡大により、観光・ビジネスともに宿泊需要等が大きく落ち込み、これによりホテル系投資法人のパフォーマンスも急速に悪化した。ただ、その後コロナ禍の影響が薄らぐにつれて、インバウンド観光需要の回復等を見越してホテル系投資法人の投資口価格も回復してきている。

図 13. 用途タイプ別にみた J-REIT 投資口価格の推移の比較



注) 図 8～12 で用いた各投資法人の投資口価格の指数値を用途タイプ別に単純平均した数値の推移を示している。  
発行済み投資口価額による加重平均等は行っていない。

最後に、用途タイプ別の投資口価格の変化の違いをわかりやすく示すため、用途タイプごとに各投資法人の投資口価格の指数値の平均値の推移をグラフにしてみた(図 13)。既に触れたとおり、コロナ禍前は堅調だった

<sup>22</sup> シービーアールイー(株)「賃貸倉庫・物流施設の市場動向 | ロジティクスマーケットビュー2023 年第 1 四半期」(<https://www>

オフィス系投資法人は、コロナ禍後は低迷していること、住宅系投資法人はコロナ禍前後を通して堅調であること、商業施設系投資法人は、コロナ禍前から低迷状況が続いていること、物流施設系投資法人は特にコロナ禍後好調であること、ホテル系投資法人はコロナ禍による落ち込みも大きかったもののそこから回復も早かったことなどが読み取れるであろう。

なお、ここ数年のJ-REIT全体の流れとしては、上記のような1つの用途を主要な投資対象とする投資法人は、物流施設系投資法人を除き、減少傾向にある。2010年代後半以降合併により総合型投資法人に衣替えした事例も少なくない<sup>23</sup>。上記で挙げた投資法人の中にも、ヘルスケア施設も主たる投資対象として組み込んだ住宅系投資法人のように、複数用途をターゲットとした投資法人が存する。おそらく個々の投資法人ないしその運用会社としては、複数用途を投資対象とする方が、リスク分散が図られ持続的成長が見込めるという面があるのではないかと考える。ただ、投資家目線からいえば、異なる用途タイプの投資法人の投資口を組み合わせ、個々の投資家の裁量でリスク分散を図るといった対応がとりにくくなるのも確かであり、J-REIT市場全般にとって望ましいことといえるのかやや疑問が残る。

## むすび

以上、東証REIT指数や上場不動産投資法人の投資口価格の変化について、他の時系列指数やデータと対比することを通して、この20年ほどの間の不動産投資・証券化市場の変化をみてきた。J-REITの投資口価格は、投資用不動産の価格やパフォーマンスと密接なつながりがあり、J-REITが上場株式等とは異なる商品特性を有している点などが確認できたのではないかと。

また、J-REITも様々な経済・社会情勢の影響を受けており、投資口価格の大きな変化には何らかの経済・社会要因があること、そして不動産の用途タイプによってその影響は異なり、それが個々の投資法人のポートフォリオの違いを通して異なる値動きにも結び付くことなども示されたと考える。

東証REIT指数は、あくまで金融商品としてのJ-REIT投資口の価格の指標であり、不動産投資・証券化市場の実態を直接表象するものではない。しかしながら、不動産投資・証券化市場の全般的状況を外部からとらえるのが困難である中で、その動向を探るに当たっての貴重な手がかりになり得るものと考え。今後とも不動産投資・証券化市場の把握に当たっては、東証REIT指数をはじめとするJ-REIT投資口価格関連のデータに注目していくことが必要であろう。

(齋藤 哲郎)

---

.cbre-propertysearch.jp/article/industrial\_marketview-q1-2023-index/)など。

<sup>23</sup> 直近の例としては、ケネディクス・オフィス投資法人、ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人、ケネディクス商業投資法人の合併契約締結が発表されている(合併の効力発生日は、2023年11月1日。)