2021年上期のJ－REIT：ESGへの取り組みが進展

三井住友トラスト基礎研究所
河合　延昭

1．2021年上期のJ－REIT市場

(1) 2020年はコロナ影響により大幅下落

2020年は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、年間の東証REIT指数（配当込み）は前年比－13.4%と2019年（＋25.6%）を大幅に下回り、株式（＋7.4%）もアンダーパフォームした。コロナ影響で急落した3月19日には、東証REIT指数（配当無し）が1,145.53ptに低下、バリュエーションは予想配当利回りが6.74%、P／NAVは0.66倍と一時2009年3月以来の低水準となった。その後反発したものの、J－REITは株式に対して戻りが鈍く、6月以降は概ねP／NAV1倍を上限に推移した。年末の予想配当利回りは4.00%（2019年末3.58%）、P／NAVは1.03倍（同1.24倍）と、前年末からは大きく悪化した。

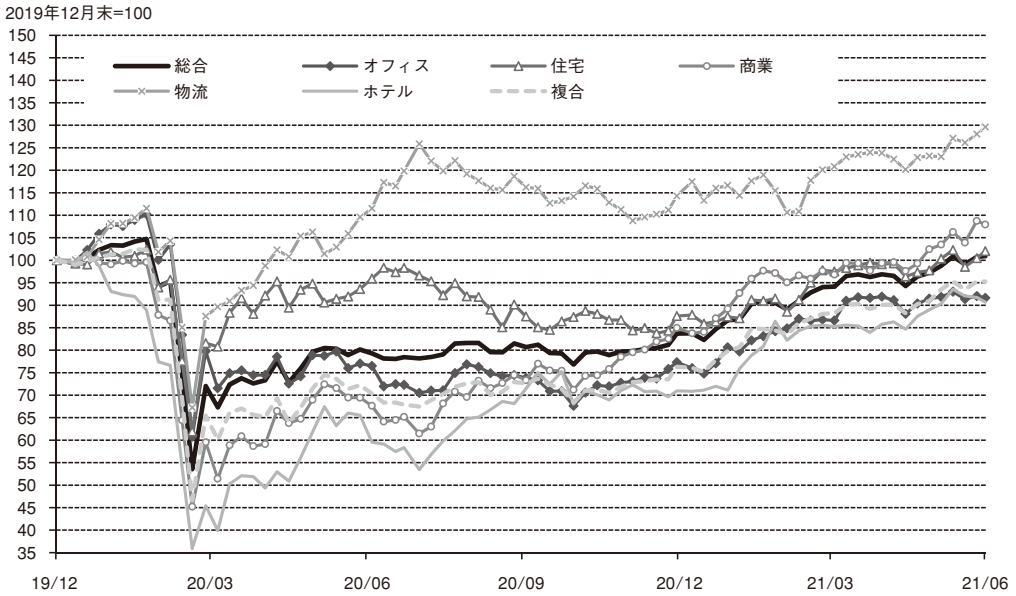
また、2020年末時点の予想分配金は前年末比で約7%減少、2011年以来長らく継続してきたプラス成長がマイナスに転じた。要因はホテルに投資する銘柄がコロナ影響を受けて大幅減配となったことであり、他のセクターの分配金成長率は前年に比べて鈍化はしたもののプラスは維持した。

また、コロナによる収益影響の違いを反映し、セクターに対する投資家の選好に明らかな温度差が生じた。キャッシュフローが安定的で、かつ外部成長による分配金成長期待もある物流（＋18.2%）が上昇した一方、それ以外のセクターは下落、特に、コロナ影響で大幅な減配となったホテル（－26.7%）、企

〈目　次〉

1．2021年上期のJ－REIT市場
2．資金調達：エクイティは増加
3．物件取得：外部成長スピードはやや鈍化
4．ESGへの取り組みが進展

（図表１）SMTRI J－REIT Indexの推移（配当無し）



（注１）J－REIT全体を総合と称し、２以上の不動産用途の組み合わせで運用する銘柄を複合セクターとしている
（注２）セクター間の比較を可能にするため、全インデックスを再指数化している
（出所）三井住友トラスト基礎研究所

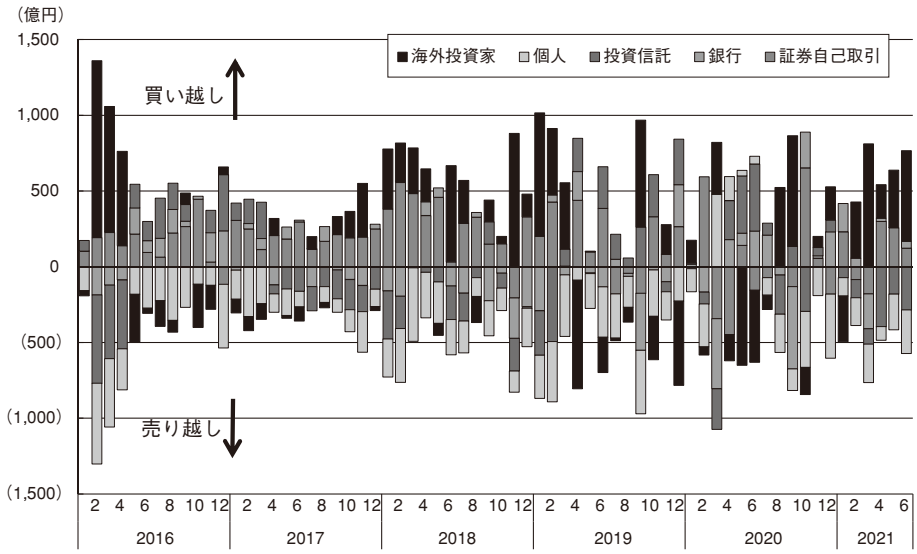
業業績の悪化やテレワーク浸透によりオフィス需要減速への懸念が広がるオフィス（－19.3%）は大きく下落した。

⑵ 2021年上期は堅調推移

2021年上期のJ－REIT市場は、コロナ影響を受けながらも堅調に推移し、概ねコロナ影響前の水準にまで持ち直している（図表１）。低金利環境下の資金流入とワクチン接種進展への期待等から、前年の株式に対する出遅れ感を解消し、2021年６月末の東証REIT指数（配当無し）は2019年末2,145.49ptをやや上回る2,150.73ptにまで上昇。時価総額は17.5兆円、2020年末から21.7%増加した。セクター別の配当込み指数は前年末比で全セクターがプラスとなった。前年にJ－REIT全体を大きく下回ったホテルが大幅反発（前年末比＋28.6%）、商業（＋29.4%）、複合（＋27.2%）とともにJ－REIT全体（＋22.8%）をアウトパフォームした。前年唯一プラスであった物流は堅調ながらも全体をアンダーパフォーム（＋15.2%）、住宅（＋18.7%）、オフィス（＋20.6%）も同様に下回った。

2021年６月末の予想分配金利回りは平均3.33%へ低下（2020年末4.00%）、10年国債利回りとのイールドスプレッドは3.27ptへ縮小（同3.98pt）。セクター別では、物流2.96%、住宅3.19%、オフィス3.42%、複合3.53%、商

（図表２）投資部門別の売買状況



（出所）東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

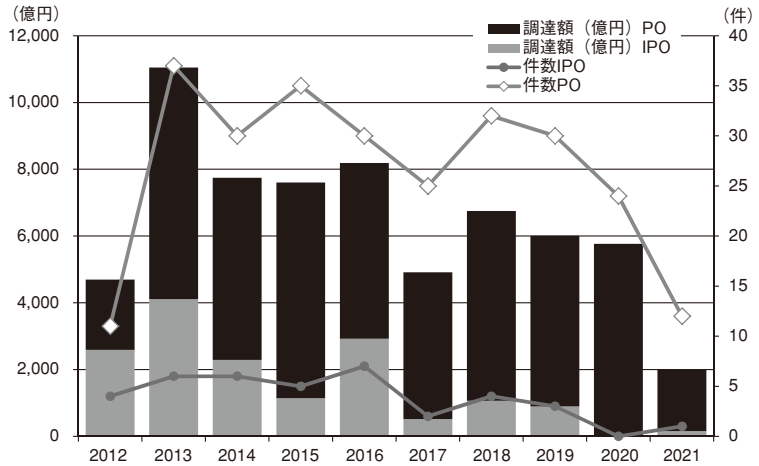
業4.21%、ホテル1.31%（ホテルはコロナ影響で予想分配金が激減している半面、期待先行で投資口価格が回復）。オフィス以外はコロナ影響前（2019年末）以下にまで低下したが、前年と同様、テナント需要減速への懸念が生じているオフィスは依然として約40bp高いままである。

2021年上期の投資部門別売買状況をみると、海外投資家は２月以降、大幅な買い越しが続いた。一方、投資信託は上期を通じて売り越しが続いている。国内銀行（日銀除く）は１月、３月以外は売り買い拮抗の状態（図表２）。なお、上期中の日本銀行によるJ－REIT買い入れは、６回、合計60億円で４月以降は実施されていない（2020年は年間1,147億円、2019年から倍増）。

⑶ J－REITの運用状況にはコロナ影響残る

６月までに決算発表を行った銘柄について、今後の業績見通しとその前提をみると、物流以外はコロナによるマイナス影響を受けている。オフィスは、コロナ影響前は稼働率99%程度とほぼ満室稼働であったが97%前後にまで低下、賃料も増額は続いているが上昇率が鈍化している。テナント企業の様子見姿勢が継続しており、新規リーシングにおいて空室期間の長期化がみられる。住宅の稼働率もやや低下、賃料は増額が続くもののやはり上昇率は鈍化している。商業施設は、一時的な賃料減額や支払猶予の影響は概ね一巡した模様であるが、運営状況はテナント属性による差が残る。ホテルは、RevPAR（販売可能

（図表３）J－REITのエクイティ調達額（2021年６月発表分まで）



（出所）投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

客室当たりの宿泊売上高）がコロナ前の約７割減と依然厳しく、ホテル収益等に連動する変動賃料は概ね受け取れない状況にあり、固定賃料の一部減額も行っている。物流は、高稼働率を維持、賃料増額の基調にも変化はない。

このような状況下、各投資法人は、稼働率低下や賃料減額による収益悪化を、保有物件の売却益や内部留保の取崩し、物件取得、費用圧縮といったマネジメントにより、分配金を下支えしている。

２．資金調達：エクイティは増加

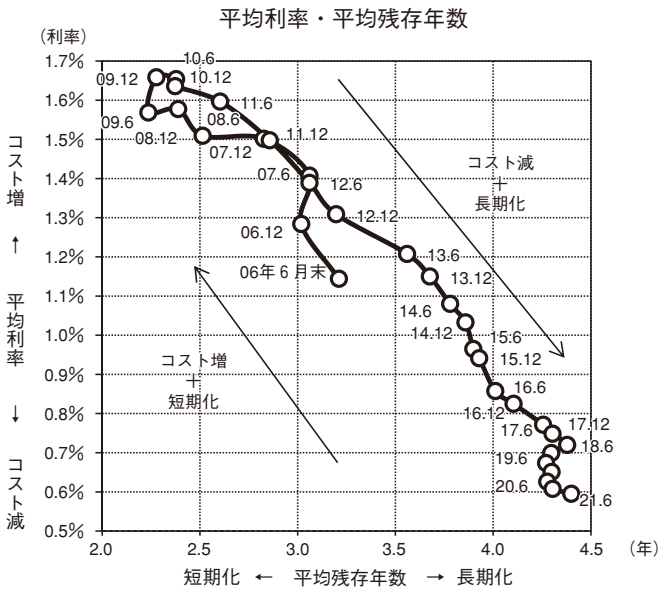
⑴　エクイティ調達

2021年上期は既存12銘柄がPOを発表、その調達額は約1,830億円で、2020年年間の３割程度である（図表３）。ただ、コロナ影響後での前年同期間比較（３月～６月）では、2020年の２件､316億円に対し､2021年は６件､926億円に増加している。これらは前年同様、いわゆるプレミアム増資であり、LTVを適正レンジでコントロールしながら（レバレッジを引き上げることなく）、BPS向上によって増資後の予想分配金を維持向上させている。なお、2020年にIPOはなかったが、2021年上期は１銘柄が上場した。

⑵　デット調達

デット調達環境には、基本的にコロナ影響による変化はみられない。2021年６月末のJ－REITの有利子負債残高は9.5兆円、従来同様、借入金が全体の９割を占めている。ただ前年末からの増加は借入金が＋1.8%に対し、投資法人債は＋8.4%である。全体の有利子

（図表４）J－REITの有利子負債～調達条件の変化



（注）平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年６月末・12月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる。
（出所）投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

負債の平均残存年数は4.4年、平均利率は0.6％で、昨年末から残存年数はやや長期化、利率はほぼ同じ（図表４）。また、LTVを低位に維持しつつ、固定金利比率は91.1％と高水準を維持。低金利が継続する状況下においても、将来の金利上昇にも備えた保守的な財務運営が継続している。

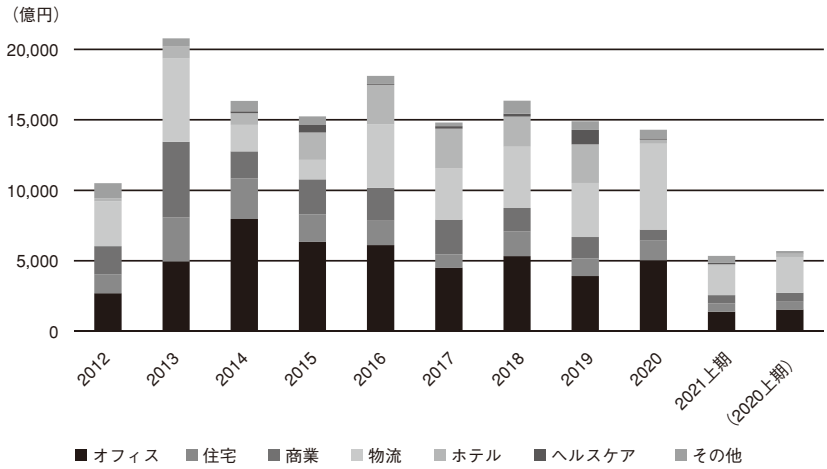
３．物件取得：外部成長スピードはやや鈍化

(1) 前年上期よりやや成長が鈍化

J－REITの運用資産額（取得価格ベース）は、2021年６月末時点で20.7兆円。2020年末から約5,500億円、2.7％増加で、前年上期よりもやや成長が鈍化した（2020年上期は約5,900億円、3.1％増加）。

背景にはPOの減少と物件譲渡の増加が指摘できる。投資口価格の上昇でエクイティ調達環境は改善したが、不動産の取得環境が依然厳しい上に、物流セクターを除くと保有物件の収益が低下し、分配金成長といったエクイティストーリーを描きづらくなっている。2021年上期のPOによるエクイティ調達額は、POが一旦ストップした前年同期から約18％減少し、物流銘柄を除けば４割弱の減少である。結果、エクイティ調達額に占める物流銘柄の割合は７割弱まで高まった（2020年は約

（図表５）J－REIT物件取得額の推移（発表日ベースの集計）



積み上げ棒グラフは、下から「オフィス」「住宅」「商業」「物流」等、凡例の並び順

（注１）取得の決定を発表した時期で集計（実際の取得日とは異なる）

（注２）優先出資証券や匿名組合出資持分の取得は集計から除外

（出所）投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

６割）。

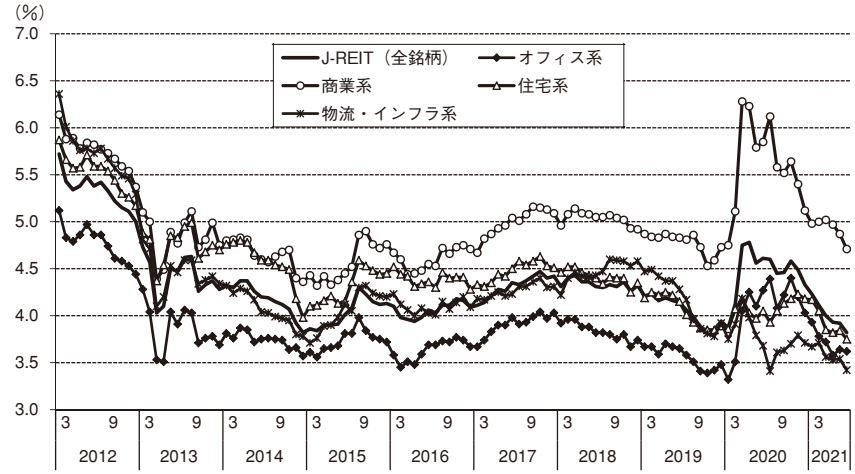
一方、保有物件の収益低下を補うため売却益で分配金を底上げする運営が広がっており、上期に発表された物件譲渡額は約1,980億円と、前年同期の約850億円から増加した。なお、不動産価格が高値圏を維持する状況下、譲渡価格は鑑定評価額、簿価を平均で１割程度上回る水準を確保している。

物件の取得は引き続き物流施設とオフィスが中心で、ホテルは前年上期に続き半減した。また、取得競争が厳しい状況下、スポンサー関連からの取得割合（IPOを除く）が概ね７割を占める状況が続いている。

⑵　取得物件の収益性

各投資法人が取得する物件の収益性は、物件の競争力や立地・築年数といった質を重視した取得の影響もあり引き続き低い水準にある。2021年上期取得物件の鑑定NOI利回り（鑑定評価における直接還元法の純収益（NOI）÷取得価格）は平均4.4％で前年上期平均と同水準。これは、2020年末の運用不動産ポートフォリオの平均NOI利回り4.8％（全リートのNOI合計÷取得価格合計）より低いものの、2021年上期中のインプライド・キャップレートよりも概ね0.4pt高く、資本市場の要求利回りを満たす水準である。セクター別にみても、インプライド・キャップレートと同水準か上回る利回りで取得しており、高値買いは回避されていると言える。なお、インプライド・キャップレートが最も低い物流（21年６月末3.4％）においても、鑑定NOI利回

（図表６）J－REITのインプライド・キャップレート（投資口価格から逆算したキャップレート）



（出所）三井住友トラスト基礎研究所

りの平均は４％台半ばを維持している（図表６）。

４．ESGへの取り組みが進展

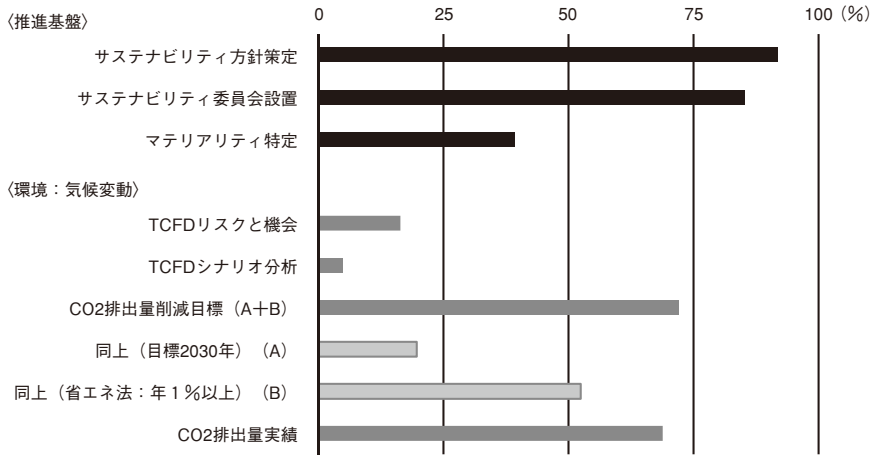
J－REITは、上場不動産ファンドとして中長期の資産運用を行うことから、その事業を通じて社会的課題を解決し、持続可能な社会の実現に貢献する取り組みに積極的である。また、関連する情報開示も急速に充実してきている。最後に今後のJ－REIT市場を展望する上で重要性が高まっているESGへの取り組みについて、主にE（環境）に関して注目される動きを紹介しておきたい。

⑴ ESGへの積極的な取り組みと開示

ESGへの取り組みは、E（環境）では、保有物件における環境認証の取得、省エネルギー・温室効果ガス削減、水環境の保全、省資源・廃棄物削減、テナントや取引先との協働（グリーンリース等）、グリーンファイナンス等があげられる。S（社会）では、地域社会への貢献や資産運用会社従業員の人材育成や労働環境整備の他、ポジティブ・インパクト投資もみられる。G（ガバナンス）は、J－REITでは法制度に基づくガバナンスとその強化、利益相反回避のための規程、意思決定機構・プロセスの整備が当初より取り組まれてきたところである。開示媒体は、投資法人及び資産運用会社のHPが中心であり、ESGレポートを発行する投資法人も複数ある。

取り組みを推進する際には、サステナビリティ方針の策定やサステナビリティ推進体制の整備（サステナビリティ委員会設置等）により、投資法人・資産運用会社が組織的に意思決定し、着実に取り組む必要がある。J－

（図表７）J－REITによるESGへの取り組みに関する開示状況



（注１）各項目につき開示している投資法人の比率（母数：上場61法人、2021年６月時点）
（注２）J－REIT各投資法人は、環境・社会・ガバナンスに関して幅広く豊富な開示を行っている。本図はその一部を抽出したもの
（出所）投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所

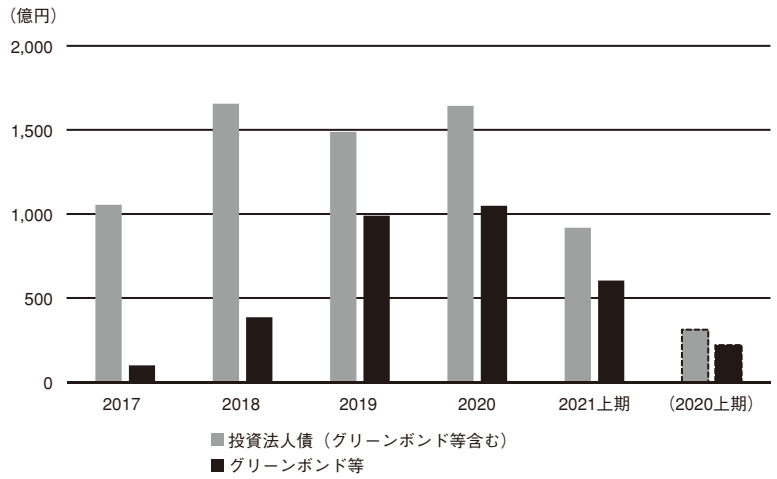
REITは既に９割程度の投資法人がサステナビリティ方針を策定しており、その意識は高いと言える。また、不動産資産の運用を通じて取り組むべき重要性の高いESG課題（マテリアリティ）を特定し、課題毎の目標や主要指標（KPI）を設定する投資法人も増えてきている（図表７）。

⑵　気候変動リスクに対する取り組み

気候変動影響の顕在化と「パリ協定」等の世界的な枠組みの強化を受け、気候変動リスクの対応が重要課題となっている。その中で幅広い業種の企業に対して、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言に基づき、気候変動が与える財務的影響の開示要請が高まっている。J－REITにおいても複数の投資法人がTCFDに対応した開示を始めたところである。

既に多くのJ－REITは、環境への配慮を重視し、エネルギー・CO2排出量削減に取り組んできている。TCFDでも求められているGHG（温室効果ガス）排出量等の開示についても、削減目標及びその実績（環境パフォーマンス）を開示している。現状、削減目標に関しては、省エネ法に則った年１%以上削減とする投資法人が多く、2030年をターゲットとした削減目標の設定はまだ多くはない。ただ我が国においても、2050年カーボンニュートラルに向けた動きが加速しており、その対応がJ－REITにとっても重要なファクターになりうると考えられる。2050年に向けた道筋として2030年目標を設定する投資法人は更

（図表８）J－REITによるグリーンボンド等の発行



（注）グリーンボンド等は、グリーンボンド、サステナビリティボンド、ソーシャルボンド及び一部の私募債含む
（出所）投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所

に増えると思われる（図表７）。

⑶　グリーンボンド等の発行

Ｊ－REITのESGへの積極的な取り組みは、その資金調達にも現れており、近年、グリーンボンド発行等のサステナブルファイナンスが増加している。2021年６月末のグリーンボンド等の発行残高は約3,100億円で、グリーンボンドが８割を占めている（その他はサステナビリティボンド、ソーシャルボンド等）。発行が本格化した2019年以降では、投資法人債発行額の65％を占めており、既に投資法人債残高の１／３がグリーンボンド等となっている（2021年６月末）（図表８）。

現在、６割の投資法人がグリーンボンド等の発行実績を有しているが、今後更に広がることが予想される。これら資金調達を通じ、ESGに配慮した資産運用が更に推進されるとともに、ESG投資に関心を持つ投資家層の拡大を通じた資金調達基盤の強化にも寄与するものと期待される。