

## J-REIT で加速する気候変動リスクへの対応

2021年9月10日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 上席主任研究員 堀 明希子

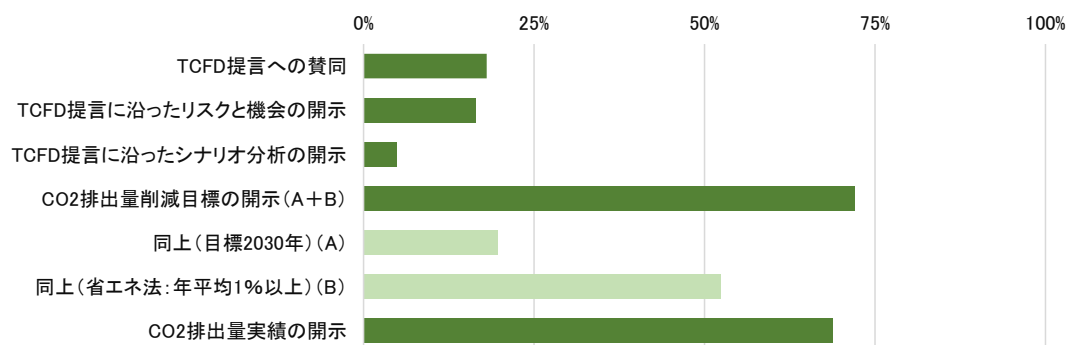
- 気候変動問題の高まりを受け、J-REIT においても複数の投資法人が TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) に賛同し、気候変動が与える財務的影響について開示を始めた。
- 投資法人の開示によれば、J-REIT にとって財務的影響の大きい移行リスクは、CO2 排出コストの増加、規制強化やテナントの志向変化に伴う環境性能の低い物件の需要減少、気候変動リスクへの対応の遅れによる資金調達コストの上昇に集約される。
- 上記リスクへの対応として挙げられる CO2 排出量の削減、環境認証取得比率の向上、グリーンファイナンスの拡大については、既に J-REIT 全体として取り組みの加速が確認できる。市場創設来 20 年、J-REIT は不動産投資市場を牽引し、安定分配の投資商品としてその地位を確立してきた。気候変動リスクへの対応でも引き続き投資家の信頼に応え、脱炭素社会においても選ばれる投資先となることを期待している。

## 1. J-REIT においても TCFD 提言に対応する開示が始まる

気候変動リスクへの対応は、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て、社会にとって最重要課題の一つとなっている。企業にとっては、経営判断として自社が直面する気候変動のリスクや、それを生かしたビジネス機会を認識し、それらのリスク・機会にどう対応していくかの重要性が増している。一方、金融市場では、気候変動が投融資先の企業に及ぼす影響を評価する動きが急速に広がっている。

効率的な気候関連の財務情報開示を企業へ促し、投資家に適切な投資判断を促すことを目的に、2017年6月に気候変動の情報開示に関するフレームワークとして、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言が公表された。TCFD 提言は、気候変動の影響をシナリオ分析により財務的なインパクトに落とし込んで開示することを推奨している。

図表1. J-REIT による気候変動リスクに関する開示の状況



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) 「省エネ法: 年平均 1% 以上」は、省エネ法に準拠したエネルギー消費原単位削減目標年平均 1% 以上に準じ、同等の CO2 排出量削減目標を設定していると判断した銘柄

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

国内では2019年度からTCFD提言に対応する開示が急増しており、2021年8月25日時点で475の企業・機関がTCFD提言に賛同している。今年6月のコーポレートガバナンス・コード再改訂では、プライム市場の上場会社に対し、TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく気候変動開示を求める旨が明記された。

J-REITにおいても、まだ少数ではあるが、TCFD提言に賛同し、気候変動が及ぼしうるリスクと機会を評価し、シナリオ分析を踏まえた財務的影響の把握、開示を行う投資法人が出てきた(図表1)。

## 2. J-REITにとって財務的影響の大きい気候変動リスクとは

TCFD提言では気候変動リスクを移行リスクと物理リスクに分類している。移行リスクとは、脱炭素社会を実現するための新しい規制、税制、技術等によって生じるリスクであり、物理リスクとは、気候変動が引き起こす自然災害の激甚化に伴い資産損壊等の直接的な被害が生じるリスクである。

TCFD提言への対応を始めた投資法人の開示をまとめると、J-REITにとっての気候変動リスクは図表2の通り整理でき、そのうち財務的影響が大きいとされるリスクは、赤字で記載したリスクに概ね集約される。

各投資法人は、こうした気候変動リスクの低減に向けて取り組むが、移行リスクへの主な対策としては①CO2排出量の削減、②環境認証取得比率の向上、③グリーンファイナンスの拡大が挙げられている。

図表2. J-REITにとっての気候変動リスク

		※赤字は財務的影響大
移行リスク (機会)	政策・法規制	・炭素税導入や排出量取引制度の拡大によるCO2排出コストの増加 ・省エネ規制の強化に伴う改修コストの増加
	技術	・省エネ技術の進化、普及による新技術導入コストの増加
	市場	・規制強化やテナントの志向変化に伴う環境性能の低い(高い)物件の需要減少(増加) ・規制強化やテナントの志向変化に伴う環境性能の低い(高い)物件の資産価値低下(上昇)
	評判	・気候変動リスクへの対応の遅れ(先行)による資金調達コストの上昇(低下) ・気候変動リスクへの対応の遅れ(先行)によるレピュテーションの低下(向上)
物理リスク	急性	・台風や洪水被害による修繕コストや損害保険料の増加
	慢性	・気温上昇によるエネルギーコストの増加



移行リスクに対する対応	CO2排出量の削減・環境認証取得比率の向上・グリーンファイナンスの拡大
-------------	-------------------------------------

出所)三井住友トラスト基礎研究所

## 3. CO2 排出量の削減 : 7割が削減目標と実績を開示。2050年脱炭素を宣言する投資法人も

既にJ-REITでは、約7割の投資法人がCO2排出量の削減目標を設定し、その目標に向けてLED照明や高効率空調への更新、再生可能エネルギーの活用など排出量削減に取り組み、排出量の実績開示を行っている(図表1)。この1年でCO2排出量の実績開示を行う銘柄は3割増加した。データカバー率や算出基準の違いなど銘柄間比較を行うにはまだ課題も残るが、CO2排出量原単位(対象面積当たりのCO2排出量)のデータを時系列で開示する投資法人が増えたことで、環境配慮に対する各種取り組みが環境パフォーマンスの改善にいかにつ結びついているか、目標達成に向けて削減の進捗状況がどうかを、投資家も客観的に把握できるようになってきた。

現状、CO2排出量の削減目標に関しては、年平均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2050年カーボンニュートラルに向けた動きが加速するなか、J-REITにおいてもより一層積極的な目標を設定する動きがみられる。例えば、今年6月、日本

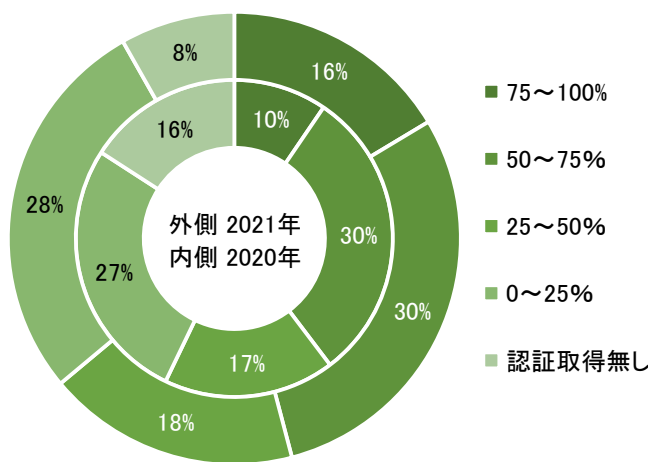
都市ファンド投資法人と産業ファンド投資法人は2050年カーボンニュートラルの実現に向けて新たなCO2排出量削減目標を設定、2030年までにCO2排出量を2015年対比で50%削減(原単位ベース)とした(従来目標は日本都市ファンド投資法人が23%削減、産業ファンド投資法人が30%削減)。また、日本プライムリアルティ投資法人も、これまでの2030年目標(CO2排出量原単位30%削減(2017年比))に加えて、今年8月にCO2排出量を2050年までにネットゼロとする新たな長期目標を設定した。今後、2050年に向けた道筋として2030年目標を設定する投資法人は更に増えていくと思われる。

また、CO2排出量の削減に向けた施策としては、上述の保有物件での取り組みに加えて、資産入替による環境性能の改善も挙げられる。資産入替の効果としてCO2排出量原単位の改善を具体的に開示する投資法人も出てきた。J-REITの保有資産のうち4割を占めるオフィスは平均築年数が20年を超えており、築古物件も少なくない。コロナ禍で減少傾向の賃貸収益を補う目的もあり、J-REITの資産入替はこれまで以上に活発化しているが、含み益の実現、収益性および立地や築年数などの質の改善に加えて、今後は環境性能の改善といった観点でも、資産入替の効果に注目が集まっていくだろう。

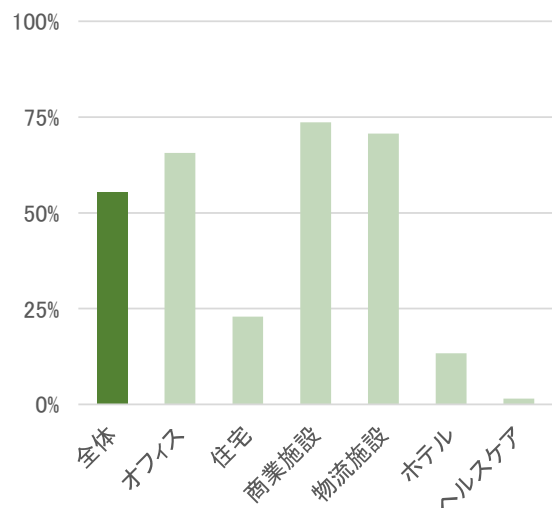
#### 4. 環境認証取得比率の向上 : 取得比率は平均55%に向上。取得比率過半の銘柄が約半数

テナント企業や投資家の脱炭素を目指す動きが顕著となる状況を見据えて、各投資法人は、保有物件の環境性能に客観性を持たせ、ポートフォリオのグリーン化を可視化するために、保有物件における環境認証の取得を推進している。J-REIT全保有物件に占めるCASBEE認証、BELS認証、DBJ Green Building認証のいずれかの環境認証を取得している物件の比率は、賃貸可能面積ベースで2019年5月末時点44%、2020年5月末時点50%、2021年5月末時点55%と年々上昇している。

図表3. 環境認証取得比率別の銘柄数の割合



図表4. 用途別の環境認証取得比率(2021年)



注1) CASBEE 認証、BELS 認証、DBJ Green Building 認証のいずれかの認証を取得している物件の賃貸可能面積の割合。

注2) 2020年、2021年ともに5月末時点。

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

約9割の投資法人が保有物件について何らかの環境認証を取得しており、約5割の投資法人がポートフォリオの過半について認証を取得している。ただ、全物件認証取得済の投資法人もあれば認証を全く取得していない投資法人もあり、銘柄によって取得比率はばらつきがある(図表3)。これは保有物件の環境性能や取り組みスタンスの違いもあるが、用途による影響も大きい。用途別の比較では住宅等の認証取得比率が低い(図表4)、収集可能なエネルギーデータの制約等オフィスなどと比べた認証の取りづらさもあるため、各投資法人の認証取得比率を比較する際には、ポートフォリオの用途構成を考慮する必要があるだろう。

環境認証の取得比率の向上は、多くの投資法人のマテリアリティ(重点的に取り組むべき ESG 課題)に挙がっており、取得比率 70~80%以上といった具体的な数値目標を設定している投資法人もみられることから、引き続き J-REIT 全体として環境認証の取得比率は向上していくものと思われる。

## 5. グリーンファイナンスの拡大：投資法人債残高の3割がグリーンボンド。調達年限も長期化

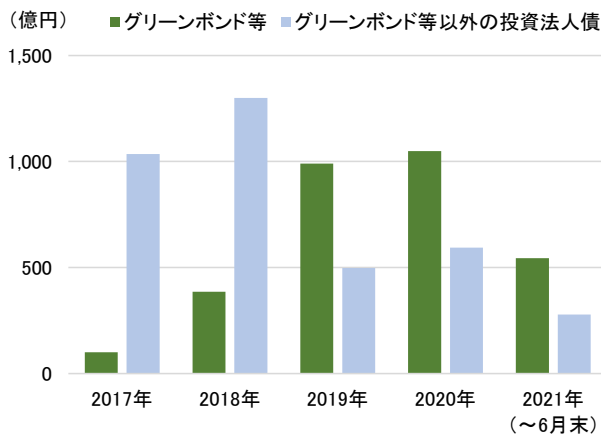
グリーンボンド等グリーンファイナンスの推進は、環境対応に積極的であることをアピールでき、それを通じて社会的支持の獲得に寄与する。また、企業の環境対応を重視する新たな投資家との関係構築によって資金調達基盤の強化にもつながる。

J-REIT では、近年、グリーンボンド等の発行が増加している。21 年 6 月末におけるグリーンボンド等の発行残高は約 3,000 億円で、有利子負債残高約 9 兆 4,500 億円の 3%、投資法人債残高約 9,200 億円の 33%を占める。発行が本格化した 2019 年以降では、グリーンボンド等の発行額が投資法人債発行額全体の 65%を占めている(図表 5)。

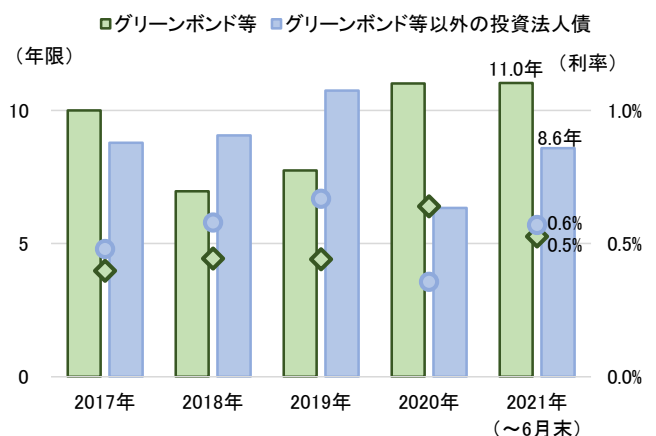
グリーンボンドで調達した資金は、一定の適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得資金もしくは改修工事等の資金、またはそれらに要した借入等のリファイナンスに充当されるが、J-REIT が取得している環境認証のうち約 9 割が、このグリーン適格資産の要件を満たす評価水準<sup>2</sup>にある。また、グリーンボンド等の発行実績を有する投資法人はまだ 5 割であり、今後の発行増加の余地はあるといえる。

世界的にはグリーンボンドに対する投資意欲が高まり、普通債より利回りが低くなる「グリーンニアム」という現象が起きているという。現状、J-REIT のグリーンボンド等において「グリーンニアム」は確認できていないが、これまで起債したグリーンボンド等の調達条件は平均年限 9.4 年、平均利率 0.5%と良好で、2020 年以降は期間 20 年、30 年の超長期債も発行されており、平均年限は 10 年超と、調達年限の長期化が確認できる(図表 6)。

図表5. J-REIT のグリーンボンド等の発行実績



図表6. J-REIT のグリーンボンド等の発行条件



注1) 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。

注2) グリーンボンド等の発行残高のうち、約 8 割をグリーンボンドが占める。

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

今年 1 月には、ジャパンリアルエステイト投資法人が J-REIT で初めてサステナビリティ・リンク・ローンによる資金調達を実施した。サステナビリティ・リンク・ローンとは、野心的なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成を貸出条件等と連動させることで奨励するローンである。また、今年 2 月の日本プロロジスリート投資法人に続き、今年 9 月には CRE ロジスティクスファンド投資法人がグリーンエクイティ・オフリングを実施することを

1 その多くは延床面積ベースの目標としている。

2 具体的には、CASBEE 認証 B+ランク以上、BELS 認証 3 つ星以上、DBJ Green Building 認証 3 つ星以上。

決定した。グリーンファイナンスは多様化しながら更なる広がりを見せている。

## 6. おわりに

J-REIT では、TCFD 提言に沿った情報開示が一部の投資法人で始まったばかりではある。しかし、本稿で見てきた通り、J-REIT にとって財務的影響が大きいとされる気候変動リスクに対しては既に多くの投資法人が対応を進めており、コロナ禍で不動産投資運用にストレスがかかるなかでも、気候変動リスクへの対応はむしろ加速しているのが実態である。

J-REIT は初の上場から今年9月で20年を迎えるが、透明性・信頼性で不動産投資市場を牽引し、安定分配の投資商品としてその地位を確立してきた。気候変動問題は不動産の収益性や資産価値、資金調達に全てにおいて影響を及ぼし、J-REIT の投資主価値を左右する重要な問題と言える。気候変動リスクへの対応でも引き続き投資家の信頼に応え、脱炭素社会においても選ばれる投資先となることを期待している。

### 【お問い合わせ】REIT 投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-reit/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。