

# 基礎研 レポート

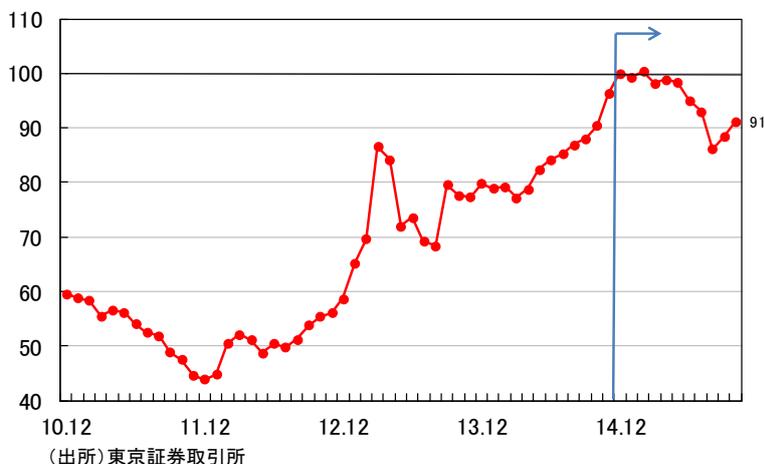
## J-REIT市場の収益見通し ～現在の市場環境下、5年間で14%成長を見込む～

金融研究部 主任研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

### 1—J-REIT 市場は調整局面入り。一方、業績は順調に回復

2015 年に入り、J-REIT(不動産投資信託)市場は弱含みで推移している。過去3年にわたる大幅上昇の反動<sup>1</sup>や世界経済の減速懸念などを背景に、市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数は1月の高値(1,990pt)から9月の安値(1,509pt)まで一時▲24%下落した。その後は中国や欧州、日本における追加の金融緩和期待から反発したものの、昨年末から▲9%の水準に留まる(図表—1)。

【図表—1】東証REIT指数(2014年12末=100、月末値)

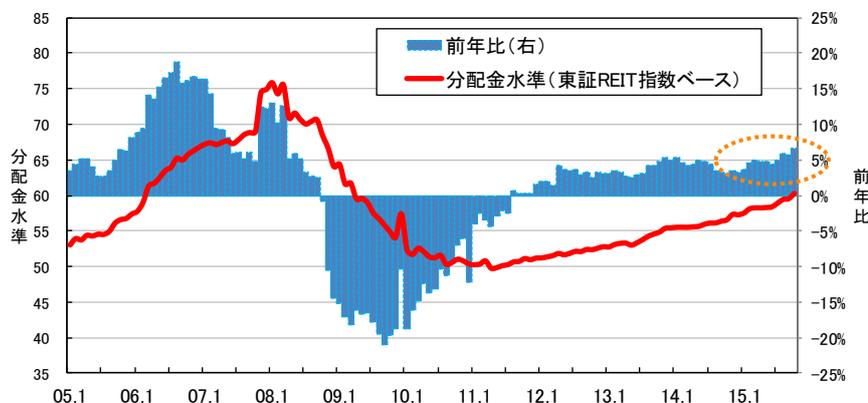


このように J-REIT 市場が調整局面入りする一方、業績は順調である。各社の開示する半年から1年先の1口当たり予想分配金を集計し、市場全体の分配金水準の推移をみると、東日本大震災後の2011年をボトムに反転し、足もとでは年率5%程度のペースで緩やかに回復している(図表—2)。当面、オフィス市況の改善や良好な資金調達環境が見込まれるなか、この先の業績悪化リスクはかなり限定的だと思われる。それでは、現在の環境下で今後の分配金成長はどの程度期待できるだろうか。

<sup>1</sup> 2012年から2014年の東証REIT指数(配当除き)の上昇率は127%(年率32%)である。

以下では、最初に、J-REITの運用状況と分配金増加に向けた資産運用会社の3つの運用戦略について確認する。次に、各運用戦略に係わるシナリオ（オフィス賃料、借入金利、物件取得要件）を想定し、簡易収益モデルのもと今後5年間の分配金水準を試算したい。

**[図表-2] 市場全体の予想分配金**



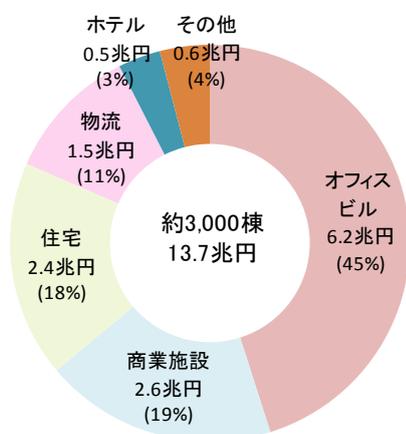
(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

## 2—J-REITの運用状況と3つの運用戦略

J-REITは、エクイティ資金及び借入金を調達して賃貸不動産に投資し、賃貸事業収益（賃料収入－賃貸事業費用、Net Operating Income、以下 NOI）を原資に利益のほぼ全額を分配金として投資家に還元する仕組みである。投資家のエクイティ持分は東京証券取引所で日々売買できるため流動性が高く、小口資金での不動産投資が可能となる。

7月末時点の運用不動産は市場全体で約3,000棟、金額にして13.7兆円に拡大している（図表-3）。アセットタイプ別の投資額(比率)は、オフィスビルが6.2兆円(45%)で最も大きく、商業施設2.6兆円(19%)、住宅2.4兆円(18%)、物流1.5兆円(11%)、ホテル0.5兆円(3%)の順に続く。市場の成長に伴い投資対象の多様化が進み、最近ではオフィスビルの比率が低下する一方、インターネット通販市場の拡大などを背景に需要の高まる大型物流施設の取得が増加し、物流の比率が上昇している。また、昨年秋以降、有料老人ホームなど高齢者向け住宅を専門に投資するヘルスケアREITが新たに3社上場した。

**[図表-3] :アセットタイプ別投資比率**

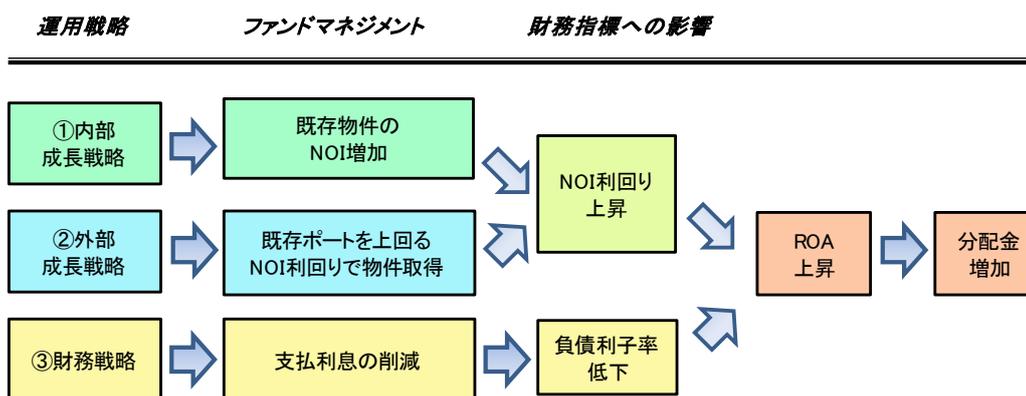


(注) 2015年7月末時点、鑑定価格ベース  
(出所)開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

運用不動産の拡大と多様化は、市場全体の不動産キャッシュフローの安定性を確実に高めている。しかし、規模拡大と多様化だけでは投資家が受け取る分配金の増加は期待できない。テナントとのリレーションシップ強化や建物設備の修繕・更新など日々の管理運営をしっかりと行い、ポートフォリオ全体の品質と競争力を維持しなければならない。また、J-REITは借入金を活用して不動産を運用するため、財務の健全性を高めて信用力を強化することが大切だ。

これらのファンドマネジメント機能を担うのが資産運用会社である。資産運用会社は、①賃料や稼働率を引き上げるなどして既存物件の収益性を高める「内部成長戦略」、②エクイティ資金や借入金を調達し不動産を取得する「外部成長戦略」、③財務基盤を強固にして借入コストを低減する「財務戦略」、という3つの運用戦略をバランスよく駆使することで、1口当たり分配金の安定成長を目指す。具体的には、①内部成長戦略のもと既存物件のNOIを拡大する、②外部成長戦略のもと既存ポートフォリオを上回る利回りで物件を取得する、③財務戦略のもと支払利息を削減する、という3つのルートを通じて総資産利益率(ROA)を高めて、分配金の増加に取り組むことになる(図表-4)。

[図表-4] : 分配金増加に向けた3つの運用戦略



(出所)ニッセイ基礎研究所

### 3—運用戦略の成果は、総資産利益率(ROA)の上昇に表れる

#### 1 | 市場全体のROAはボトムの2.0%から2.4%に改善

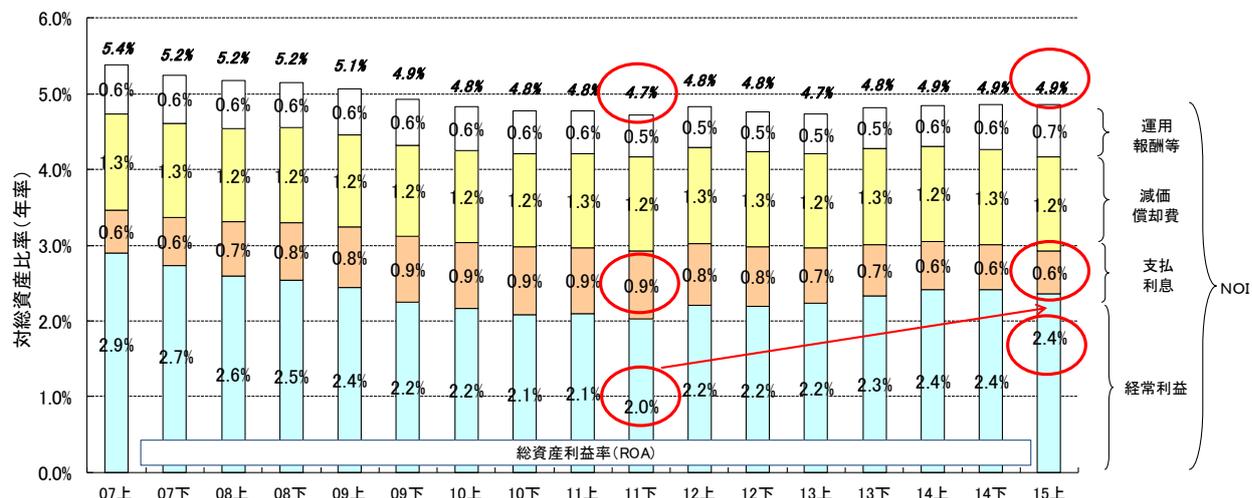
3つの運用戦略がいかんにしてROAを高めて分配金の増加をもたらすのか、J-REITの財務データをもとに確認したい。図表-5は、J-REIT全体の収益構造について、「経常利益(分配金原資)」＝「NOI」－「支払利息」－「減価償却費」－「運用報酬等」の各項目を半期毎に集計し、それぞれ総資産(期初・期末平残)で割った数値(年率換算)を示している。これによると、2015年上期のNOI利回り(対総資産)は年率4.9%であり、そこから費用項目の「支払利息」0.6%、「減価償却費」1.2%、「運用報酬等」0.7%を控除したROAは2.4%であった。

このうち、「減価償却費」と「運用報酬等」は、総資産額に連動する固定費の性質が強く、総資産に対する両項目の合計値は1.8%から1.9%で毎期の変動は小さい。したがってROAを高めるにはトッ

プラインの NOI を増やす（NOI 利回り上昇）、あるいは金融機関などへの支払利息を削減する（負債利率低下）ことが求められる。

2015 年上期の ROA は 2.4%であり、2011 年下期 2.0%から 0.4%上昇した。このうち、NOI 利回り上昇の効果は 0.2%（4.7%→4.9%）、支払利息削減の効果は 0.3%（0.9%→0.6%）であった。この間、運用不動産の利回り向上と負債利率の低下がともに分配金増に寄与したことになる。

【図表－5】：J-REIT市場全体の収益動向(対総資産ベース、年率)

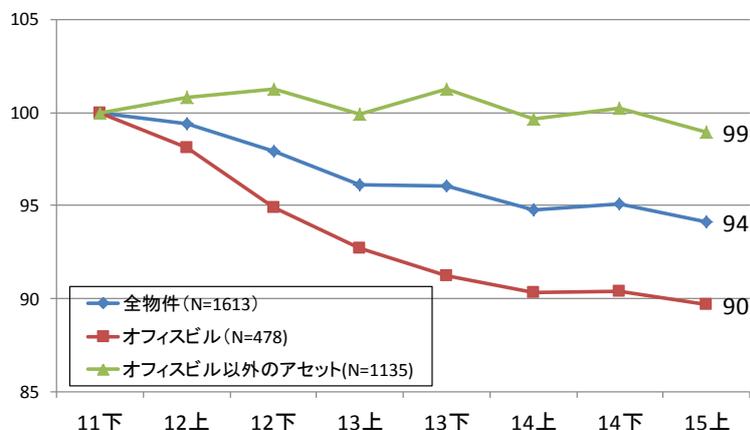


(注) 上場後の初回決算を除く。不動産売却損益を除く経常利益ベース。支払利息は融資関連費用を含む (出所) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2 | 内部成長戦略は分配金増加にマイナス寄与。今後のオフィス賃料上昇に注目

上述の通り、運用不動産の NOI 利回りは改善基調にある。しかし、既存物件の NOI は減少しており、これまでのところ内部成長戦略は分配金の増加に貢献していない。2011 年下期時点の保有物件（継続比較可能な 1,613 棟を対象）の NOI を 100 とした場合、2015 年上期の NOI は 94 となり累計で 6% 減少した（図表－6）。

【図表－6】：既存物件のNOI(2011年下期=100)



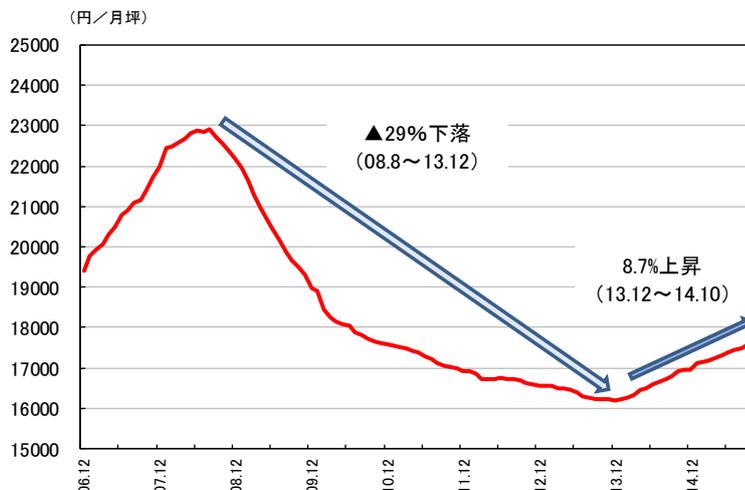
(注) 一部物件について、運用日数を修正し集計 (出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

これを、運用不動産の約50%を占める「オフィスビル」と「オフィスビル以外のアセット」に分けてみると、「オフィスビル」のNOIが10%減少する一方、「オフィスビル以外のアセット」のNOIは安定推移している。これは、アセットタイプ毎に市場賃料の動きやテナントとの賃貸借契約内容が異なるためである。一般に、オフィスビルやホテルの市場賃料は景気感応度が高く、上下に大きく変動する傾向が見られるのに対して、住宅や物流の市場賃料は景気に関わらず比較的安定している。また、オフィスビルや住宅の契約期間が通常2年に対して、商業や物流は5年から20年と長期にわたることが多い。さらに、商業やホテルは売上などに連動した歩合賃料を締結するケースもある。

三鬼商事の発表によると、オフィスビルの都心5区の平均募集賃料は2008年をピークに5年間で29%下落した(図表-7)。同様に、J-REITが保有するオフィスビルのNOIも市況悪化の後を追って2008年下期から2015年上期まで28%減少している。このように、J-REITのオフィスビル収益は市場賃料に連動したパッシブな動きが見て取れる。

現在、都心5区の募集賃料はオフィス需要の拡大やデフレ心理の後退などから22ヶ月連続で前月比プラスとなり8.7%上昇している。また、ニッセイ基礎研究所の推計では、J-REITのオフィスビル賃料と市場賃料の乖離(賃料ギャップ)は個別ビル毎に差はあるもののこれまでの水準調整を経てほぼ解消したと見る。今後は市場賃料の上昇を反映し既存ビルでもNOIの増加が期待できそうだ。

【図表-7】：オフィスの平均募集賃料(東京都心5区)



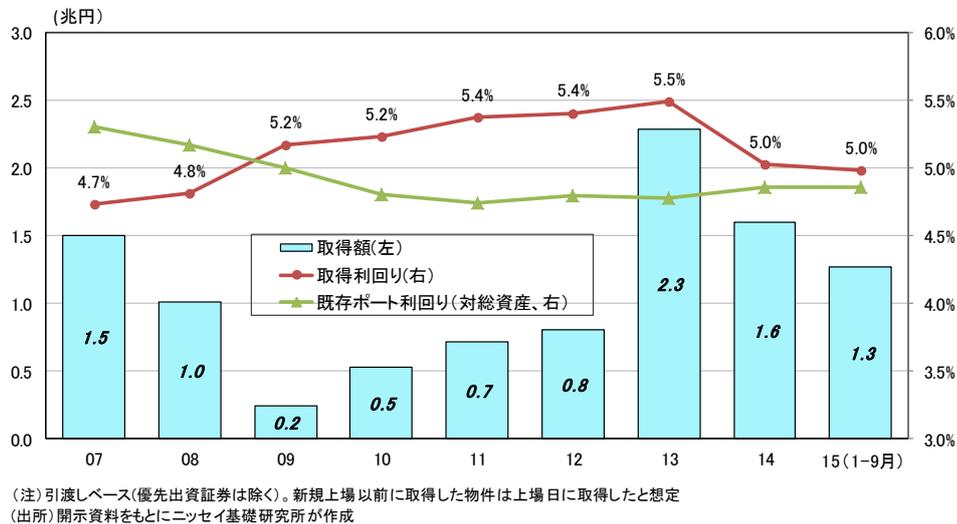
(出所)三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

### 3 | 外部成長戦略は分配金増加にプラス寄与。課題は取得利回りの低下

J-REITによる物件取得額はリーマンショック後に低迷し、2009年には2,000億円台に落ち込んだ。その後、2012年にJ-REITの新規上場が再開し取得額は8,000億円まで回復し、不動産価格の上昇を先取りして積極姿勢に転じた2013年の取得額は2.3兆円と過去最高を記録した(図表-8)。続く2014年の取得額は1.6兆円、2015年(1-9月)も1.3兆円と高水準で、直近5年間で取得した物件が現在の運用不動産の約50%を占める。

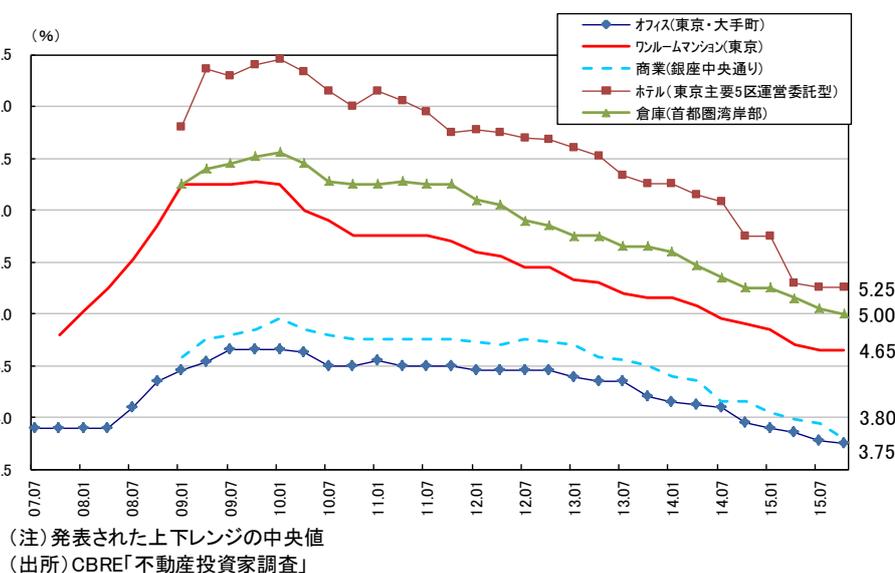
また、取得利回りは2009年以降、既存ポートのNOI利回り(対総資産)を上回る水準を確保している。過去最高の取得額となった2013年の取得利回りは平均5.5%で既存ポートに対して0.7%上回った。前回の不動産価格上昇期(06年~08年)は、既存ポート利回りを下回る水準で外部成長を行い、結果的に全体の利回りを押し下げてしまったが、今回は利回り重視の外部成長戦略が既存物件の減収を補いポート全体の利回り向上に寄与している。

【図表-8】：物件取得額と取得利回り



ただし、国内外の投資マネーが不動産売買市場に流入し不動産の取引利回りが低下するなか、これまでのように利回り上昇に資する外部成長は難しくなっている。CBREの投資家調査(2015年10月)によると、東京オフィスの期待利回りは3.75%となり調査開始以来の最低値を更新した。オフィスビルより相対的に利回りの高い住宅や倉庫、ホテルも軒並み水準を下げている(図表-9)。実際、2015年の取得物件と既存ポートの利回りスプレッドは0.1%に縮小しており、外部成長ペースが今後鈍化する可能性も考えられる。

【図表-9】：不動産の期待利回り

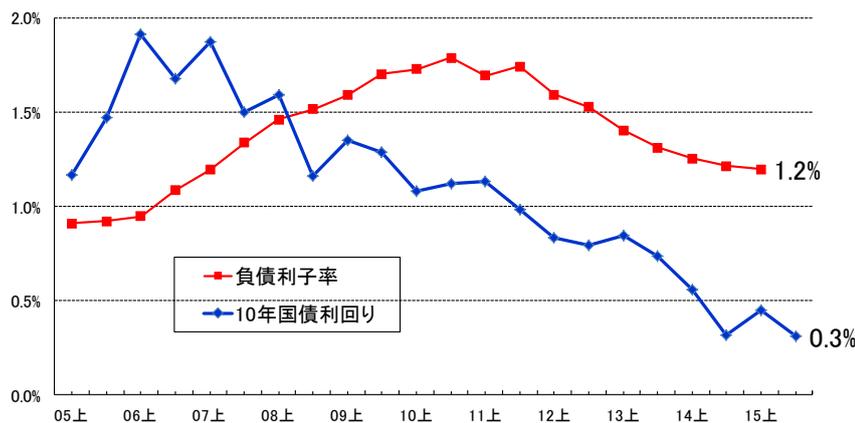


#### 4 | 財務戦略は分配金増加にプラス寄与。引き続き支払利息の減少を見込む

日銀による2度の追加緩和を背景に市場金利は一段と低下し、10年国債利回りは0.5%を下回る水準が定着している(図表-10)。J-REITの負債利率も低下基調をたどっており、財務戦略が支払利息の減少を通じて分配金の増加に寄与している。

J-REITの負債利率は2007年頃から上昇を開始した。途中、世界的な金融危機が波及し借入金のリファイナンスに苦勞する時期を経験し2010年には1.8%まで上昇した。その後は金融緩和の効果が浸透し、低い金利でのリファイナンスや新規の借入調達のたびに負債利率が低下し、2015年上期は1.2%である。

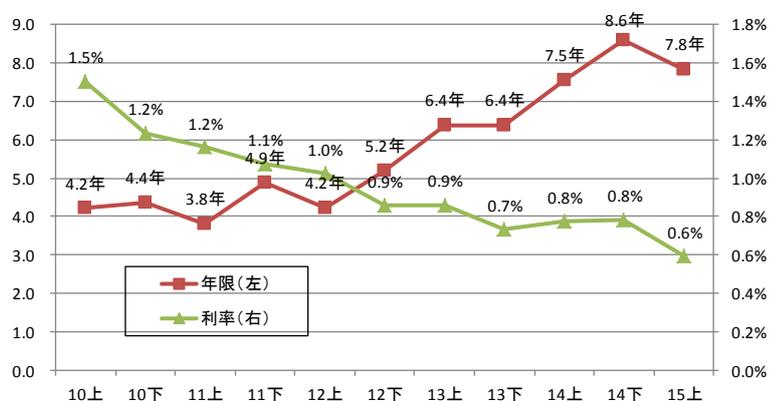
【図表-10】: J-REIT負債利率と10年国債利回り



(注) 負債利率: (支払利息+融資関連費用)/(負債平残)  
(出所) 開示データなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

J-REITによる投資法人債の発行条件を確認すると、2015年上期の利率は平均0.6%、期間は7.8年であった(図表-11)。良好な資金調達環境のもと、利率の低下と期間の長期化を同時に実現しており、負債利率の低下余地は依然大きいと考えられる。

【図表-11】: 投資法人債の発行条件



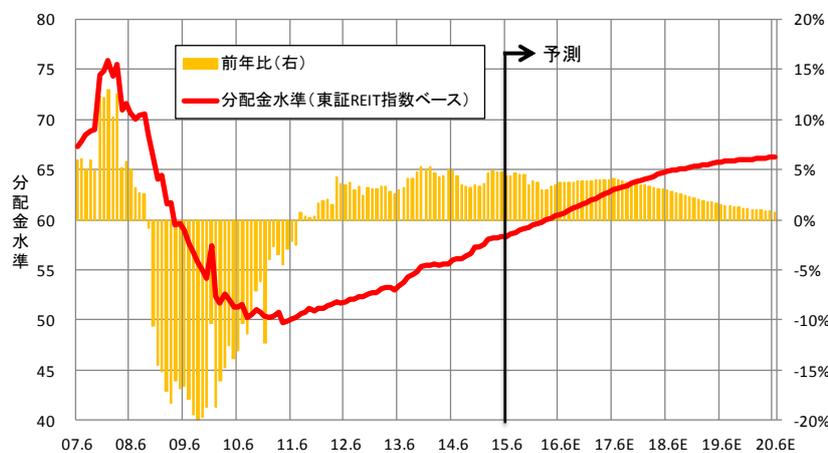
(出所) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

#### 4—今後5年間の分配金成長率

それでは、各運用戦略に係わるシナリオを想定し、今後5年間の分配金成長率を試算する。内部成長戦略については、ニッセイ基礎研究所の公表する6都市（東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、仙台）のオフィス賃料予測<sup>2</sup>を利用してオフィスビルのNOIを計算し、「オフィスビル以外のアセット」のNOIは横ばいとした。外部成長戦略及び財務戦略については、最近の運用状況を勘案し年1兆円（利回り5.0%）の物件取得と利率0.6%（借入期間8年）のリファイナンス及び新規借入を想定した（その他の前提は稿末に記載）。

試算によると、今後5年間の分配金成長率は14%（年平均2.7%）となった（図表—12）。当初3年は平均3%強の成長を見込み、後半2年は1%成長に鈍化するものの期間を通じて増益を維持する結果となった。なお、後半の鈍化は、ニッセイ基礎研究所の賃料予測(東京)において2017年から賃料下落を予想し既存物件の内部成長がマイナスに寄与するためである。

【図表—12】：今後5年間の分配金見通し



(出所)ニッセイ基礎研究所

#### 5—おわりに

本稿では、一定の外部環境を前提に今後の分配金成長率を計算したが、各社の運営努力や独自の成長戦略は予測に含まれていない。この成長率をベースにさらなる業績の上積みを期待したい。また、J-REITの減価償却費についても触れたい。今回はその用途を特定しなかったが、J-REITの運用資産が拡大するなか今後5年間で約1兆円の減価償却費(フリーキャッシュフロー)が生じることになる。この自由に使える資金をいかに活用して投資主価値の最大化を図るのか、各社の運用方針にも注目したい。

<sup>2</sup> 竹内一雅「[東京都心部Aクラスビルのオフィス市況見通し\(2015年\)](#)」(2015年2月12日)、「[札幌オフィス市場の現況と見通し\(2015年\)](#)」(2015年2月17日)、「[仙台オフィス市場の現況と見通し\(2015年\)](#)」(2015年2月20日)、「[名古屋オフィス市場の現況と見通し\(2015年\)](#)」(2015年2月24日)、「[大阪オフィス市場の現況と見通し\(2015年\)](#)」(2015年3月3日)、「[福岡オフィス市場の現況と見通し\(2015年\)](#)」(2015年3月10日)

## <主な前提条件>

・2015年上期(1-6月決算、初回決算を除く)に発表した46社の財務データを使用

### ○内部成長戦略

アセットタイプ	項目	前提値
オフィスビル	賃料	賃料予測を使用
	賃料GAP	▲1%
	テナント入退去率	年8%
	賃貸借期間	2年
	更新賃料水準	賃料GAPの1/2
オフィスビル以外のアセット	NOI	横ばい

### ○外部成長戦略

項目	前提値
年間取得額	1兆円
取得利回り	5.0%
新規発行株価(PBR)	1.3x
LTV(負債比率)	50%
新規借入期間	8年
新規借入金利	0.6%

### ○その他

項目	前提値
減価償却費	固定資産の1.3%
資産運用報酬など	総資産の0.5%

### ○財務戦略

項目	前提値
既存借入残存年数	4.0年
既存借入利率	1.1%
融資関連費用	0.2%
新規借入期間	8年
新規借入金利	0.6%