

# 不動産 投資 レポート

## オフィスREITの収益ボトムライン を考察する

～厳しい市況下での不動産収益の安定性維持に期待～

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岩佐 浩人  
[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

### 1. 高まるオフィス REIT の収益変動リスク

世界的な金融危機を背景に、極度の信用収縮状態から機能不全に陥っていたJ-REIT（不動産投資信託）市場は、2009年10月以降、公募増資による物件取得を再開する<sup>1</sup>など、本来の資金調達機能や不動産の買い手としての存在感が回復し、投資口価格も落ち着きを取り戻している。

これは、政府と民間の一体支援を通じて、政策投資銀行による危機対応融資、日本銀行による投資法人債の適格担保化、「不動産市場安定化ファンド（官民ファンド）」創設といった市場セーフティネットが整備され、合併促進に向けた会計・税制面での制度改正を受けて4件合併が成立するなど、市場の頑健性、効率性が大きく改善したためと思われる。

もっとも、J-REIT市場の本格的な回復には、本業である賃貸事業純収益（賃料収入－賃貸事業費用、NOI：Net Operating Income）、特に、運用不動産の約56%を占めるオフィス市況の底打ちが必要との意見が多い。実際、2008年9月のリーマンショックにより急低下した国内株式の予想1株利益（以下、EPS）が既に底打ちし反転している一方、J-REITの予想EPSは下落傾向が続き回復が遅れている（図表-1）。

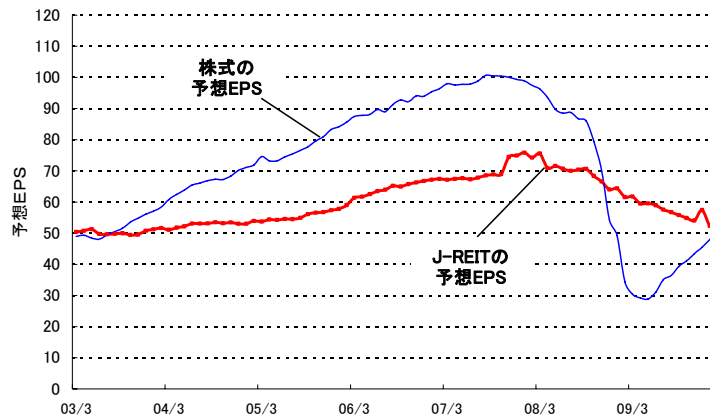
一般に、オフィス市況は景気循環や企業業績に対して遅行性があり、賃料収入以外の収益源を持たないJ-REITは、当然ながら収益のピークやボトムもこれらに遅行する。そして、こうした不動産サイクルに沿った緩やかな収益変動が、株式や債券など他の金融商品にないJ-REITの商品特性であり強みだと言える。しかし、不動産賃貸市況の低迷が長期化するなか、オフィスREITの収益変動リスクがこれまで以上に高まっているのも事実であろう。

そこで本稿では、現在の運用環境を確認したのち、J-REITが保有するオフィスビルの運用実績を参考に「モデルオフィスREIT」を設定、これに、ニッセイ基礎研究所の賃料推計モデル<sup>2</sup>を適用し、現在のテナントが支払っている賃料（以下、現行賃料）と市場賃料のかい離（以下、賃料ギャップ）を推定することで、収益ボトムラインを考察する。

<sup>1</sup> 7銘柄が公募増資で約1,000億円調達、約1,500億円の物件取得を発表。

<sup>2</sup> 竹内一雅『東京都心部の成約賃料データ分析に基づく個別ビル賃料の推計方法』ニッセイ基礎研究所報、2000年Vol.12

図表-1 J-REITと国内株式の予想EPS



(注)株式のEPS:TOPIX 12MTH FWD(IBES社)、J-REITのEPS:東証REIT指数ベース  
(出所)開示資料、Datastreamよりニッセイ基礎研究所が作成

## 2. J-REITの運用環境

### (1)借入金(デット)の調達環境は正常化へ

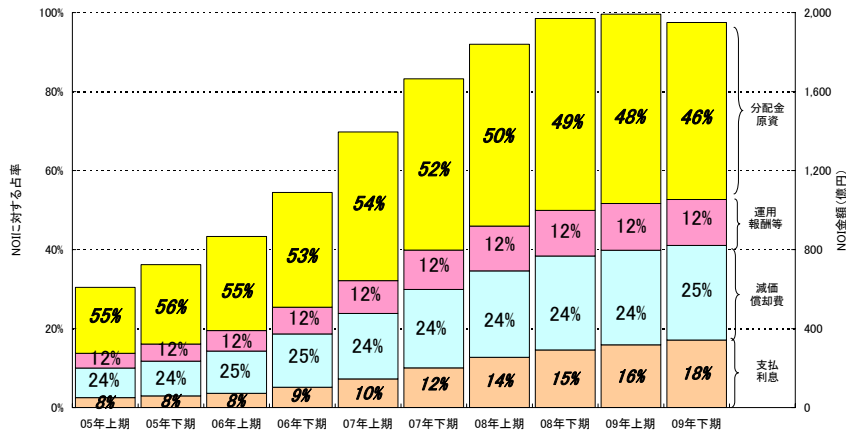
J-REITは、投資家からの出資金に借入金<sup>3</sup>を加えて賃貸不動産に投資、そこから創出される賃貸事業純収益 (NOI) を原資として、利益のほぼ全額を投資家に還元する金融商品である。「NOI」から「支払利息 (融資関連費用を含む)」、「建物などの減価償却費」、「資産運用会社への運用報酬など」を費用控除した残額が、投資家への「分配金原資」となる (NOI=支払利息+減価償却費+運用報酬など+分配金原資)。

従来、J-REITは金融緩和などを背景に低金利での資金調達が可能で、J-REIT全体の負債利率は1%を下回り、NOIに占める支払利息は10%未満に留まっていた。しかし、2006年のゼロ金利政策解除による貸出基準金利 (LIBOR 3M、SWAP5年など)の上昇、更にはリーマンショック後の世界的な信用収縮による不動産向け融資の厳格化がJ-REITの調達コストにも波及した。2009年下期の負債利率は1.7%、支払利息占率は18%とこれまでの約2倍に上昇、金融費用増加が収益圧迫要因となっている (図表-2、図表-3)。

ただし、こうした厳しい財務環境は最悪期を脱し、今後は正常化が期待できそうだ。不動産証券化協会の「J-REITの資金調達環境に関するアンケート調査」によると、2009年12月時点の既存借入れのリファナンス難易度は、3月時点の大幅マイナスから通常レベルを示すゼロ近辺まで回復、新規借入れの難易度についても改善見通しを示している (図表-4)。また、貸出基準金利の低下に加えて、「不動産市場安定化ファンド」の始動、一部REITによる公募投資法人債の起債再開、信用力の高いスポンサー企業 (J-REITの設立母体)への交替事例など、J-REIT固有の明るい材料は多い。もちろん、個別REIT間のクレジット格差や金融機関の融資選別姿勢は厳しく、以前のように誰もが低金利の恩恵を享受できる環境ではないが、金融費用増加に一定の歯止めがかかると思われる。

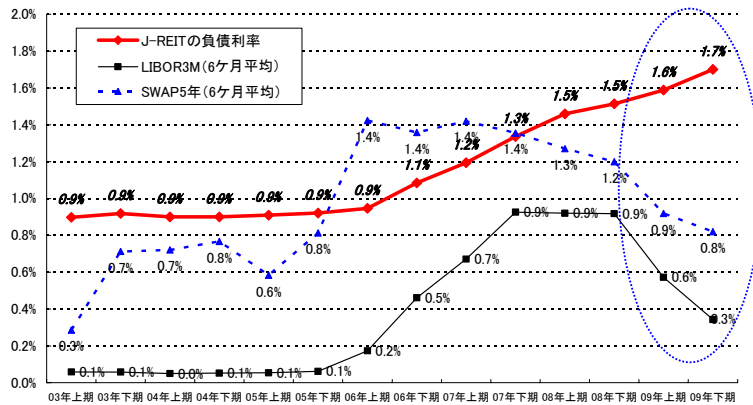
<sup>3</sup> REIT毎に負債比率は異なるが、J-REIT全体で約50%となっている。

図表-2 NOIに対する支払利息占率



(出所) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

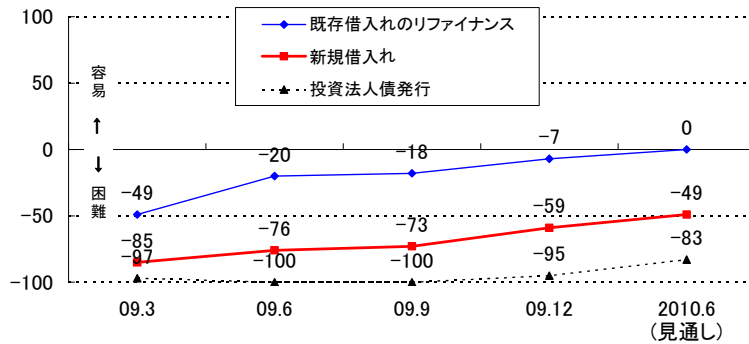
図表-3 J-REITの負債利率と貸出基準金利(6ヶ月平均)



(注) 負債利率: (支払利息 + 融資関連費用) / (前期末負債 / 2 + 今期末負債 / 2)  
 (出所) 開示資料、Bloombergを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 J-REITの資金調達環境に関するアンケート調査

ファイナンスの難易度D.I



(出所) 不動産証券化協会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

## (2)「2003年問題」当時より厳しいオフィス市況

一方、オフィス市況に改善の兆しは見られない。ニッセイ基礎研究所が独自に作成しているオフィス賃料指数では、東京都心3区の大規模ビル賃料はピーク時から▲36%下落、シービー・リチャードエリス総合研究所（以下、CBRE 総研）発表の東京23区空室率は、2007年9月の1.7%を底に2009年12月時点で6.5%に上昇している（図表-5）。

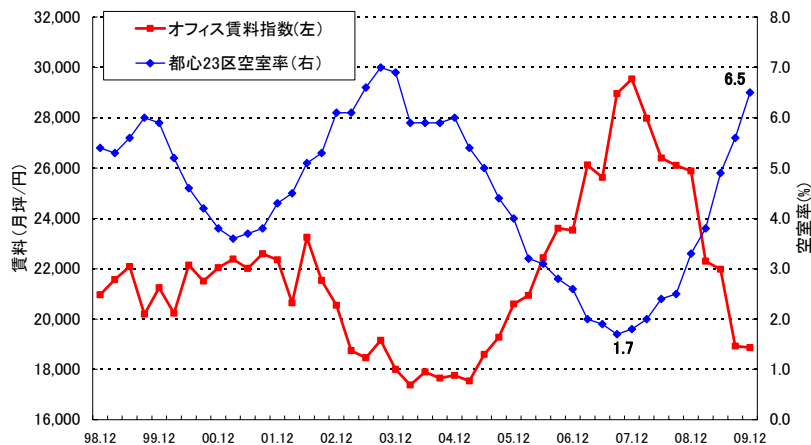
今回の賃料下落や空室率上昇のスピードを、2003年のオフィス大量供給（いわゆる2003年問題）に伴う市況悪化局面と比較すると、当初はほぼ同程度のペースで推移していたが、リーマンショックを契機に企業のオフィス需要が急減、賃料・空室率ともに想定を上回る調整を余儀なくされている（図表-6）。

CBRE 総研によると、2009年の東京23区の新規需要面積は、2年連続マイナスの▲16.1万坪と過去最大の落ち込みを記録しており、市況悪化の原因が需要縮小による需給バランス崩壊であったことがわかる。また、東京以外の主要地方都市では、景気後退に過剰な投資マネーが開発したオフィスビルの大量供給が重なり、空室率は軒並み10%超と、過去のピークを既に上回るか、それに近い水準まで上昇している（図表-7）。

このように、ピークからの調整幅や下落スピードの大きさ、先の読めない需要の落ち込み、東京だけではなく地方都市の市況大幅悪化からみて、オフィス事業の景況感は2003年以上の厳しさと言えそうだ<sup>4</sup>。

このため、オフィスビルに投資するJ-REITにとっても収益悪化が避けられない。2004年下期をボトムに2008年までNOIを10%拡大させ、市場環境の激変にもかかわらず、2009年のNOI減少率が4%に留まるなど安定した運用実績を残してきたJ-REITのオフィス収益は、これからが正念場を迎えることになりそうだ。（図表-8）。

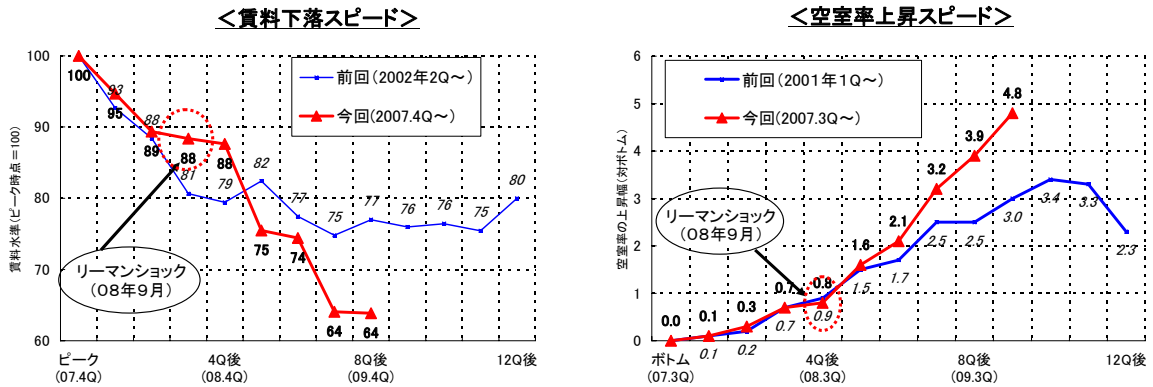
図表-5 オフィス賃料指数と東京23区空室率



(出所)CBRE 総研、ニッセイ基礎研究所

<sup>4</sup> 土地総合研究所の「不動産業業況等調査結果(2010年1月実施)」によると、ビル賃貸業の景況感は前回不況期を下回る。

図表-6 賃料下落と空室率上昇スピードの比較

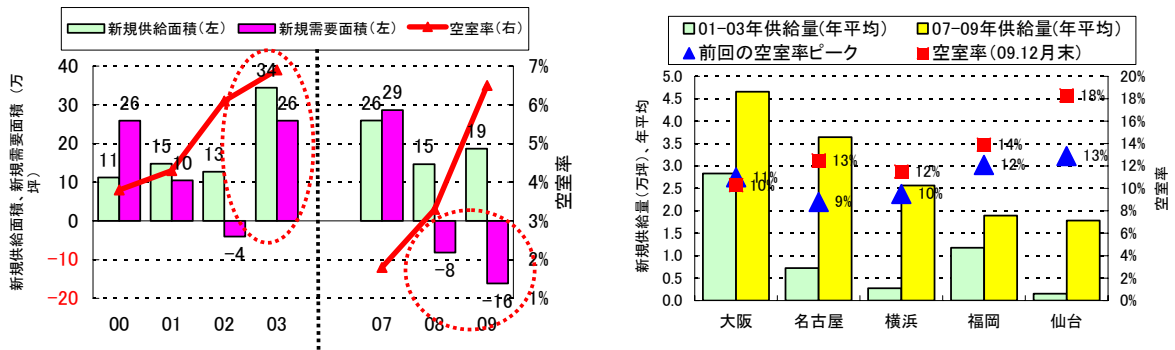


(出所)CBRE 総研資料、ニッセイ基礎研究所

図表-7 オフィス需給バランス

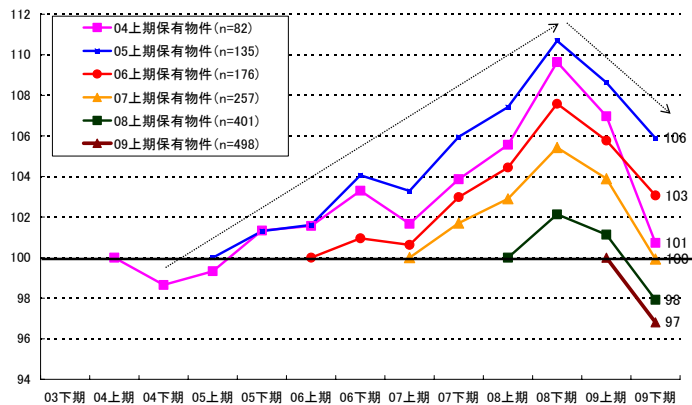
<東京 23 区の需給バランス>

<地方都市の新規供給量>



(出所)CBRE 総研資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 J-REIT オフィス物件の NOI 推移(期初=100)



(注)各期末時点で3期以上の運用実績があり継続比較可能な物件を対象に集計  
(出所)開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

### 3. オフィス REIT の収益ボトムラインの考察

#### (1) 賃料収入の変動要因

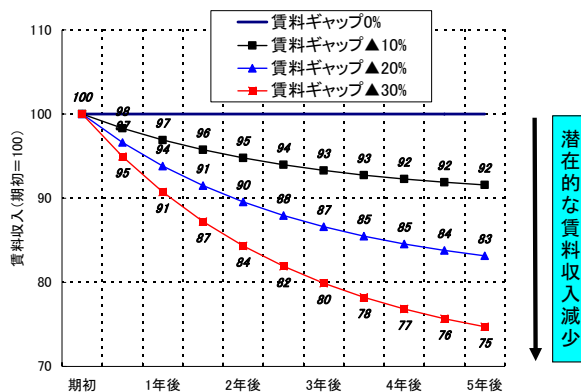
まず、賃料収入の変動要因である、①空室率、②賃料ギャップ、③更新時の賃料改定率、④テナント退去率について、賃料収入への影響を整理する。

図表-9 のグラフは、「賃料ギャップ」と賃料収入の関係を示している。「空室率」など他の条件が将来も変わらず一定とした場合、「賃料ギャップ」がゼロであれば賃料収入の見通しは変わらず、「賃料ギャップ」のマイナス幅（▲10%～▲30%）が拡大するにつれて、潜在的な賃料収入のボトムライン（5年後で期初 100→92～75）が低下していく。また、「賃料改定率」及び「テナント退去率」と賃料収入の関係について、両方がゼロであれば「賃料ギャップ」が生じていても賃料収入の見通しは変わらず、両方が高くなるにつれて賃料収入の下落スピードが大きくなる。

つまり、賃料収入の見通しは、「空室率」や「賃料ギャップ」といったマクロ要因（市況変動）によってその潜在的なボトムラインが決まり、「賃料改定率」や「テナント退去率」といったビル毎の個別要因（テナント管理）によってボトムラインに到達するまでの時間（賃料収入の下落スピード）が決まると言えそうだ。

図表-9 賃料収入の変動要因

<賃料ギャップと賃料収入の見通し>



(注)前提:テナント退去率10%、賃料改定率:賃料ギャップの50%改定、契約期間2年(半年でテナントの1/4が更改)

○賃料改定率、テナント退去率と賃料収入の関係(2年後の賃料収入下落率)

		低 ← テナント退去率 → 高			
		0%	10%	20%	30%
賃料改定率	低	0%	-4%	-7%	-10%
	中	-5%	-7%	-10%	-12%
	高	-8%	-10%	-12%	-14%

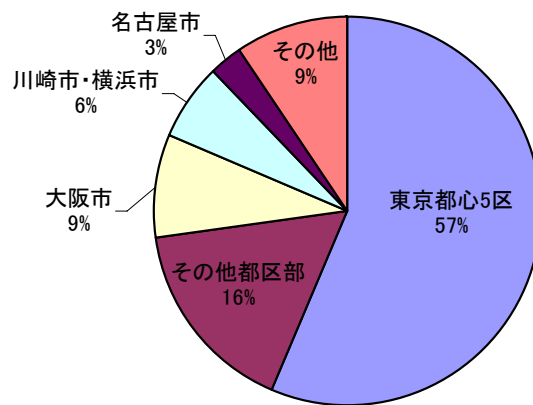
(注)賃料改定率50%(1/2)は、賃料ギャップの50%改定を表す  
前提:賃料ギャップ▲20%、契約期間2年

(出所)ニッセイ基礎研究所

## (2)J-REIT のオフィス運用実績

次に、J-REIT のオフィスビルの運用実績を確認する。2009 年下期時点（7-12 月決算）のオフィス投資額は 550 棟・4.2 兆円（取得額ベース）で、住宅や商業施設などを含めた J-REIT 市場全体の投資額（7.5 兆円）の約 56%を占めている。日本の代表的オフィス集積エリアである東京都心 5 区（投資比率 57%）を中心に、全国主要都市に広く分散投資されたポートフォリオは、いわば「日本オフィスビル株式会社」であり、半期毎の開示実績はオフィス運用のベンチマークともいえよう（図表-10）。

図表-10 オフィスの地域別投資状況(取得額ベース)



(出所)開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

### ①空室率

空室率は、1.7%を底に 2009 年 12 月末で 6.3%に上昇している。都市別に見ると、東京 23 区の空室率が最も低く、一般に貸し手優位の分岐点とされる 5%前後を維持している一方、地方都市の悪化は顕著で、全体の空室率を押し上げている。しかし、テナントからの解約通知件数は 2009 年上期をピークに減少し、優良オフィスビルでは賃料引き下げで引き合いが増加している模様で、空室率はピークに近づきつつある。

### ②賃料ギャップ

J-REIT最大の資産規模を持つオフィス特化型の日本ビルファンド投資法人（NBF）によると、「市場賃料を 10%超上回る契約」の割合が 61.9%、「市場賃料を 10%下回る契約」の割合が 0.6%で、ポートフォリオ全体の賃料ギャップは▲10%台後半に拡大している。また、調査時点が異なるものの、他のREITの賃料ギャップは▲6%～▲20%であった<sup>5</sup>。

そこで、J-REITが保有するオフィスビルを対象<sup>6</sup>に、ニッセイ基礎研究所の賃料推計モデルを用いて NOIベースの賃料ギャップを推定すると、▲15%となった。

<sup>5</sup> ジャパンリアルエステイト投資法人、東急リアル・エステート投資法人、DAオフィス投資法人、ジャパンエクセレント投資法人の決算説明会資料

<sup>6</sup> 2009 年下期の保有物件のうち、3 期以上の運用実績の開示がある 524 物件・3.8 兆円を対象



### ③賃料改定率

J-REIT 4社の賃料改定状況を確認すると、2009年に入り減額改定の割合が増加しているものの、依然として4社中3社は据置改定がトップであった。これは、更新賃料の変動が市場賃料の変動に比べて小さいことに加えて、長期安定運用を期待する投資家が多いJ-REITでは、市況サイクルにあわせて積極的に賃料改定し収益極大化を追求する運用方針<sup>7</sup>ではなく、好不況にかかわらず賃料変動を抑制し中長期のテナントリレーションを優先する運用方針が、投資家ニーズに合致するためと思われる。

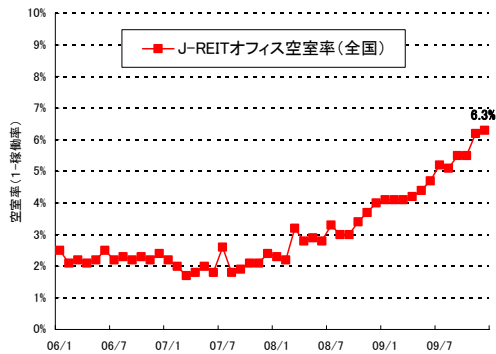
CBRE 総研の全国賃料改定状況（2008年）によると、東京23区の平均改定率は2005年から2008年まで4年連続プラスの一方、2007年にプラスとなった大阪市や名古屋市の平均改定率は、早くもマイナスに転じている。支店経済でオフィス需要の厚みと広がり欠ける地方都市では、好況期でもプラス改定の難しさを示唆する反面、賃料上昇の続いた東京に比べると更新賃料の減額余地が小さくなる可能性もありそうだ。また、1996年以降の最大の減額改定率は、東京23区で▲6.6%、大阪市で▲6.6%、名古屋市で▲3.4%であった。

### ④テナント退去率（年率）

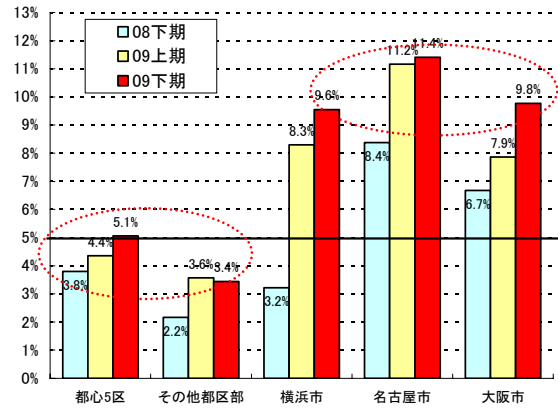
J-REIT 4社のテナント退去率を確認すると、2003年下期から2009年下期の退去率は平均7.3%（±1標準偏差(σ): 4.2%~10.5%）であった。2009年から解約予告が増加してテナント退去率の上昇が懸念されたものの、立地・テナント構成・契約期間など十分に分散されたポートフォリオでは、個別ビル毎のバラツキが吸収されるため、2009年下期の退去率は平均8.9%に留まっている。

図表-11 J-REITの運用実績

#### ①空室率



(出所) 投信協会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成



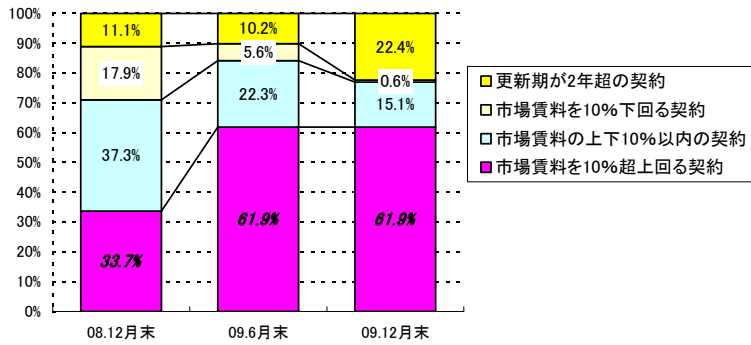
(注) 空室率は各物件の平均値  
(資料) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>7</sup> あるREITでは、保有不動産の稼働率が低下している理由として、「旧スポンサーが賃料増額訴訟を行うなどテナントと良好な関係を築けなかったため」と説明している。訴訟を含めた強気の賃料交渉は、結果的に収益変動性を高める結果となったが、一方で従来の市場慣行に風穴を開けるなど功罪両面を考えなければならないだろう。結局のところ、J-REIT運用では、資産運用会社が投資主利益の最大化に向けて運用方針を明確にし、投資家への説明責任を果たしていくことが重要だと思われる。



## ②賃料ギャップ

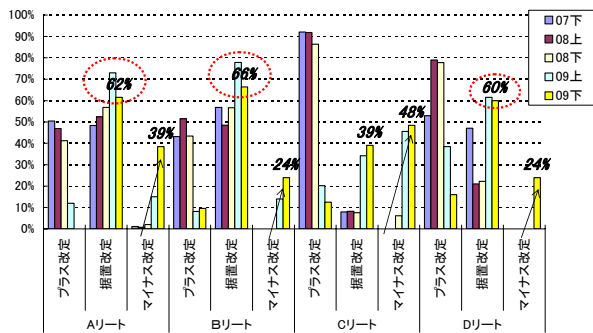
＜NBFの既存テナントの賃料状況＞



(出所)NBFの決算説明会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

## ③賃料改定率

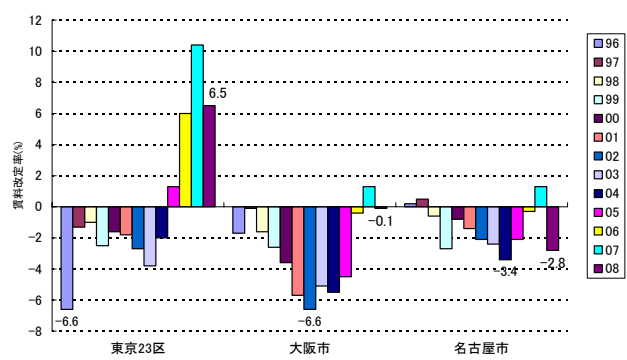
＜J-REIT各社の賃料改定状況＞



(資料) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所作成

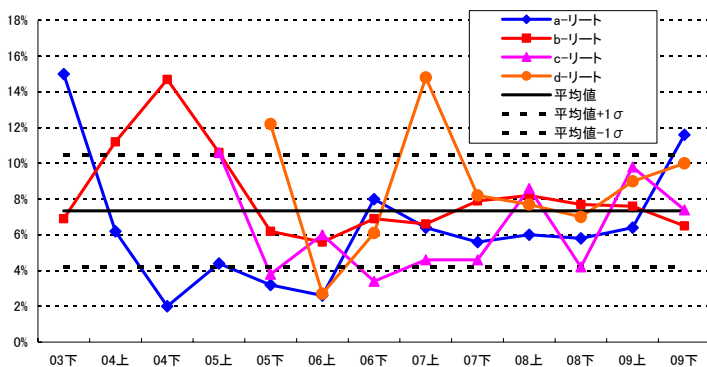
(出所)各社の決算説明会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

＜全国賃料改定状況＞



(出所)CBRE 総研資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

## ④テナント退去率 (年率)

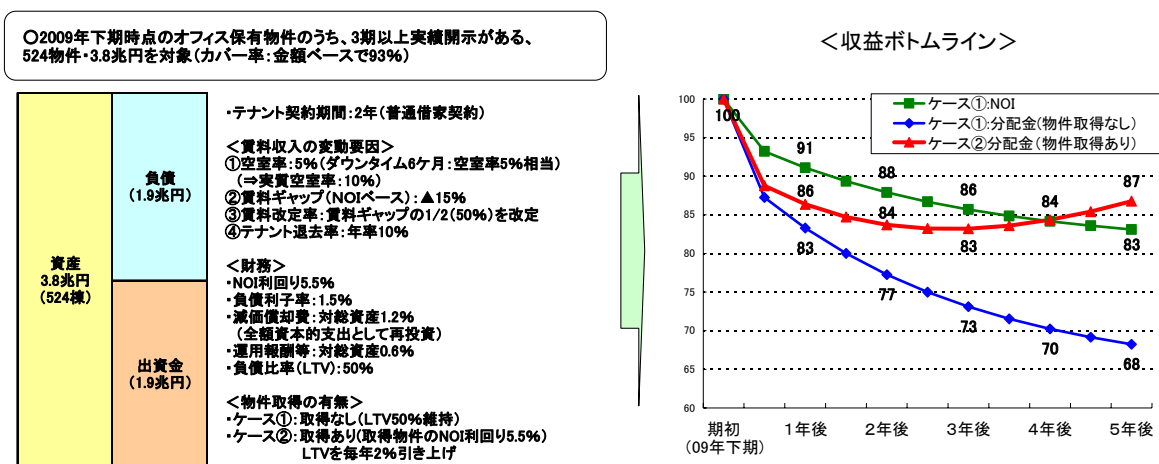


(出所)各社の決算説明会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

### (3)「モデルオフィス REIT」による収益ボトムラインの試算と読み方

以下では、これまでにみてきたJ-REITの運用実績<sup>8</sup>を参考に、オフィスREITの収益ボトムラインを試算する。2009年下期の保有物件のうち、3期以上運用実績の開示がある524物件・3.8兆円を対象に、図表-12のような「モデルオフィスREIT」を設定。前提となる空室率（実質10%）、賃料改定率（賃料ギャップの1/2を改定）、テナント退去率（年率10%）は、実績値より保守的な水準を想定、これに、ニッセイ基礎研究所が推計した賃料ギャップ（NOIベースで▲15%）を適用することで、NOI及び分配金のボトムラインを試算した（「ケース①」）。さらに、収益減少を補うため、継続的にオフィスビルを取得した場合の分配金についても試算した（「ケース②」）。

図表-12 「モデルオフィス REIT」の収益ボトムライン



(出所)ニッセイ基礎研究所

「ケース①」のNOIは、更新時の減額改定に加えてテナント入替に伴う未収入期間（以下、ダウンタイム）の影響から1年目の下落率が大きく▲9%、その後は賃料ギャップの縮小などから下落率は緩やかで2年で▲12%、3年で▲14%となった。ニッセイ基礎研究所の将来予測（標準シナリオ）では、東京都心3区大規模ビル賃料は2011年から上昇に転じ賃料水準は概ね底値圏に近づきつつあると見ている<sup>9</sup>。そのため、今後1年のオフィスREITの不動産収益は厳しいにしても、企業業績の回復やオフィス床需要の増加などマクロ環境が改善し、ダウンタイム短縮を含めた実質稼働率の回復、市場賃料上昇による賃料ギャップの解消が、都心部から周辺地域へ広がるにつれて、収益ボトムラインもはっきりと見えてくると思われる。

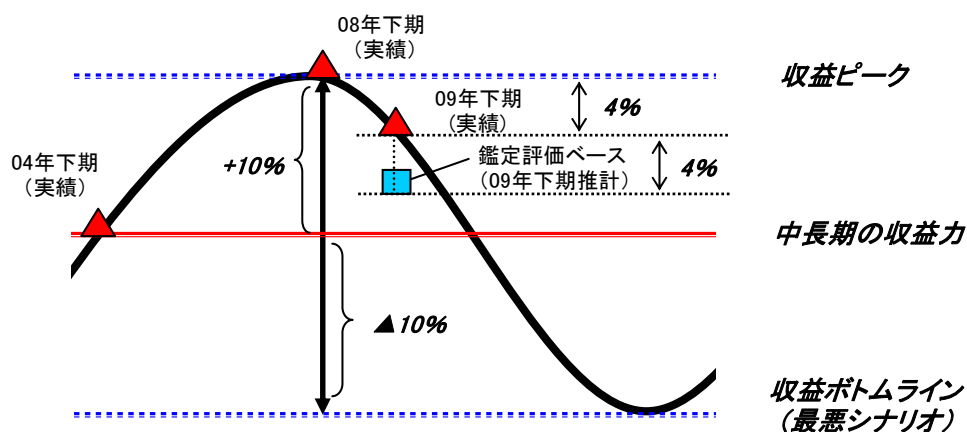
また、償還期限のないJ-REITの不動産投資は中長期運用を前提としており、投資家は収益ボトムラインとともに中長期的な収益力の見極めも肝要になる。今回の試算では、オフィス市況低迷が長期化し5年間回復しない（L字型での推移）場合、5年後のNOIは2009年下期対比▲17%、ピークに対

<sup>8</sup> 他の前提として、テナントが退去して次のテナントが入居するまでの期間(ダウンタイム、フリーレントを含む)を6ヶ月、テナント契約期間を2年とした。

<sup>9</sup> 竹内一雅『[東京都心部のオフィス賃料予測\(2010年版\)](#)』不動産投資レポート(2010年2月16日)

して▲20%程度低下する結果となった。仮にピークからボトムまでの低下幅の半分である±10%地点を中長期の収益力だとすれば、最悪シナリオでもJ-REITの不動産収益は上下10%のレンジ内を景気循環に遅行しながら緩やかに変動すると考えられる。ちなみに、中長期の収益力を測る指標の1つとして、J-REITが開示する鑑定評価額から不動産キャッシュフロー金額<sup>10</sup>を推計すると、2009年下期の実績NOIを4%下回る水準であった(図表-13)。

図表-13 J-REITの不動産収益(イメージ)



(出所)ニッセイ基礎研究所

一方、J-REITはレバレッジによって分配金を引き上げ、商品魅力度を高めているが、トレードオフの関係で、レバレッジの分だけ分配金の変動率は大きくなる。「ケース①」の分配金は1年で▲17%、2年で▲23%となった。そのため、市況悪化局面でもJ-REITの商品特性である分配金の安定性を維持していくには、物件取得により収益を下支えする運用が求められる。「ケース②」では、物件取得効果で分配金水準が上昇修正されて、「ケース①」のNOI下落率の曲線に近づいていくことがわかる。

言い換えると、J-REITの運用では、好況期には次ぎの不況期に備えてレバレッジを抑え、物件取得余力を確保する自制心が求められる。しかし、実際には、好況期にレバレッジ比率を引き上げてしまったため、不況期に物件取得ができなくなったREITは多い。これは、個々REITの経営課題に留まらない。J-REIT市場が、不動産市場のインフラとして過度な不動産価格の変動を抑えるアンカー役を担い、好況期に物件取得を控えて不況期に積極的に物件取得を行うカウンターシクリカル機能を発揮するには、現在の50%を標準目線とする負債比率の妥当性、不動産サイクルを見据えた財務運営のあり方について、市場全体の共通課題として議論を深める必要があると思われる。

<sup>10</sup> 直接還元収益価格×直接還元利回り(Capレート)。直接還元収益価格が非開示の場合は鑑定評価額を、Capレートが非開示の場合はニッセイ基礎研究所推計値を使用。また、鑑定キャッシュフローはNCF(ネットキャッシュフロー)のため、NOIとは異なる。

## おわりに

創設から8年が経過したとはいえJ-REIT市場の歴史はまだ浅く、市況サイクルの山から谷へ下る運用は初めての経験になる。今回、100年に一度とされる経済ショックと金融収縮に対応できず、経営破綻したREIT、リファイナンスリスクが顕在化し自立存続できなくなったREITが出現するなど、資産運用会社の財務マネジメント力の優劣が浮き彫りとなった。今後はオフィスビル管理における日頃のテナント対応やテナントリーシング力など、現場に根ざした不動産マネジメント力が一層問われることになるが、J-REIT市場に対する投資家の信認向上と市場再浮上の礎を築くような運用実績の積み重ねを期待したい。