

# 基礎研 レポート

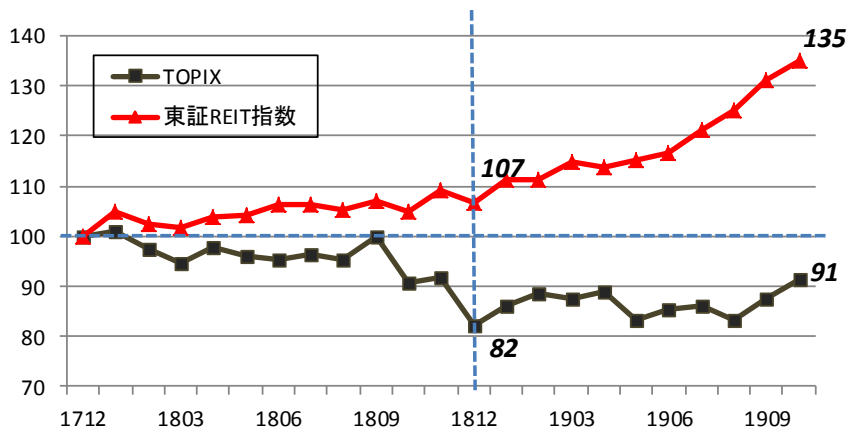
## J-REIT市場の収益見通し。今後 5年で分配金6%成長を見込む ～シナリオ別の分配金レンジは▲2%～+14%の見通し～

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

### 1——今年に入り、J-REIT 市場は一段と上昇。投資主価値の向上を評価

2019 年に入り、J-REIT(不動産投資信託)市場が上昇基調を強めている。市場全体の値動きを表す東証 REIT 指数(配当除き)は10月に2007年8月以来となる2,200ポイントを回復し、年初からの上昇率は26%となった(10/31時点)。2018年に付けた高値を10%程度下回る株式市場と比較した場合、年初来高値を更新して上昇するJ-REIT市場の好調さが目立つ(図表-1)。

[図表-1]東証REIT指数とTOPIX(2017年12末=100、配当除き)

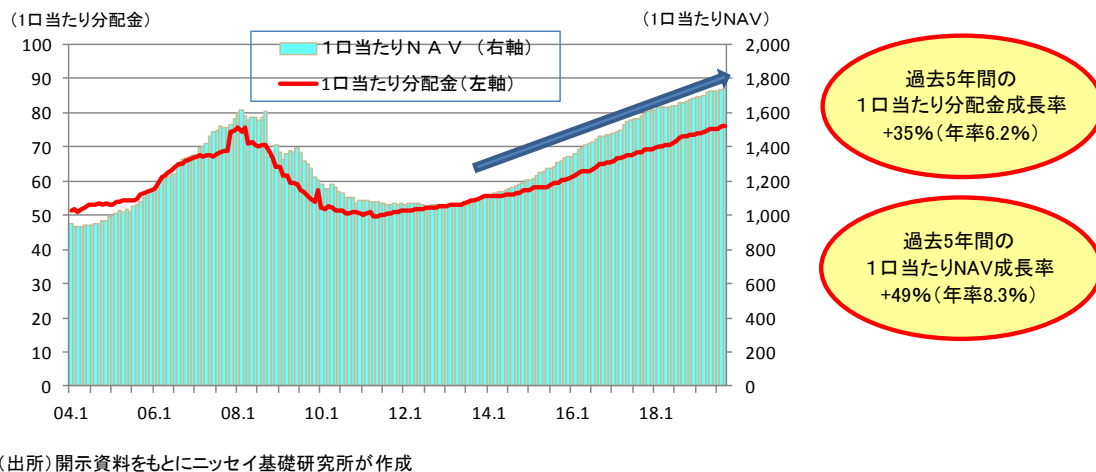


(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

こうしたJ-REIT上昇の要因の1つに、投資主価値の持続的向上が挙げられる。「投資主価値の向上とは、1口当たり分配金(Distributions Per Share、以下DPS)と1口当たりNAV(Net Asset Value Per Share、以下NAVPS)を高めること」を言い、J-REIT市場の共通認識として定着している。過去5年間(2014年9月～2019年9月)の市場全体のDPS成長率は35%(年率6.2%)、NAVPS成長率は49%(年率8.3%)となり、同期間における東証REIT指数の上昇率(30%)を上回る(図表-2)。東証REIT指数が昨年から大きく上昇しているにも関わらずバリュエーション面でさほど割高感が強まっていない理由は、J-REIT各社の投資主価値が着実に向上しているためだと言える。

それでは、現在のマーケット上昇を支える DPS 成長は今後も期待できるのであろうか。以下では、まず、J-REIT 市場を取り巻く収益環境を確認する。次に、現在の環境下において各種シナリオ（オフィス賃料見通し、物件取得要件、金利見通しなど）を想定し、今後 5 年間の DPS 成長率を試算したい。

【図表-2】1口当たり分配金と1口当たりNAV(東証REIT指数ベース)

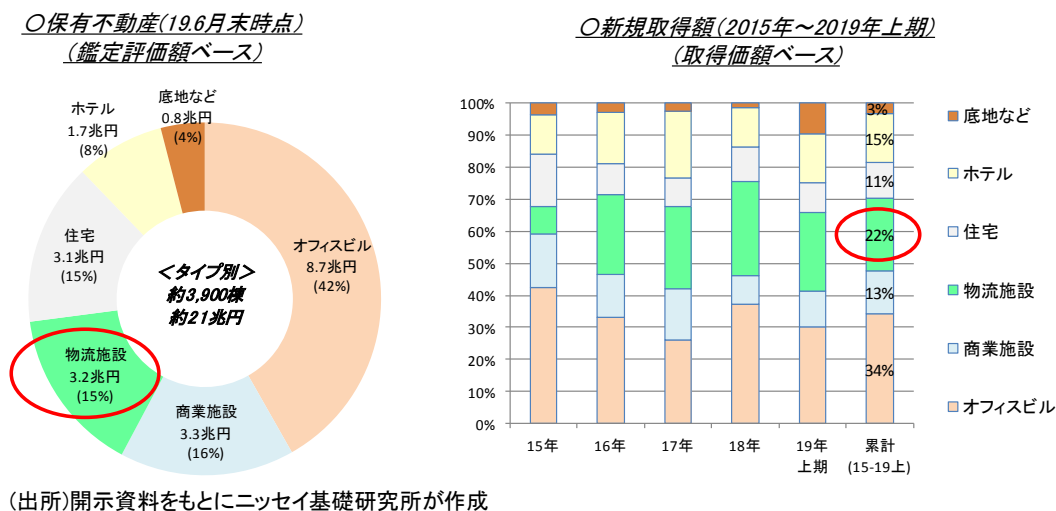


## 2——保有不動産は物流施設の占率が高まる。DPS は足もと前年比で 4~5%増加

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、そこから得られる賃貸事業収益（Net Operating Income、以下 NOI）を原資に利益のほぼ全額を分配する金融商品である。J-REIT の運用を担う資産運用会社は、主に、①賃料や稼働率を高めるなどして保有不動産の収益力を高める「内部成長」、②資金を調達し不動産を新規取得する「外部成長」、③財務基盤を強化し金融コストを低減する「財務戦略」、の3つのルートを通じて DPS 成長を図り、投資主価値の向上に努めている。

2019年6月末時点の運用不動産は市場全体で約3,900棟、金額にして約21兆円である(図表-3)。アセットタイプ別では、オフィスビルが8.7兆円(42%)、商業施設が3.3兆円(16%)、物流施設が3.2兆円(15%)、住宅が3.1兆円(15%)、ホテルが1.7兆円(8%)、その他(底地など)が0.8兆円(4%)となっている。2015年以降の累計取得額(約7.3兆円)をみると物流施設(22%)の割合が増加し、物流施設の保有額が住宅を抜いて第3位となった。

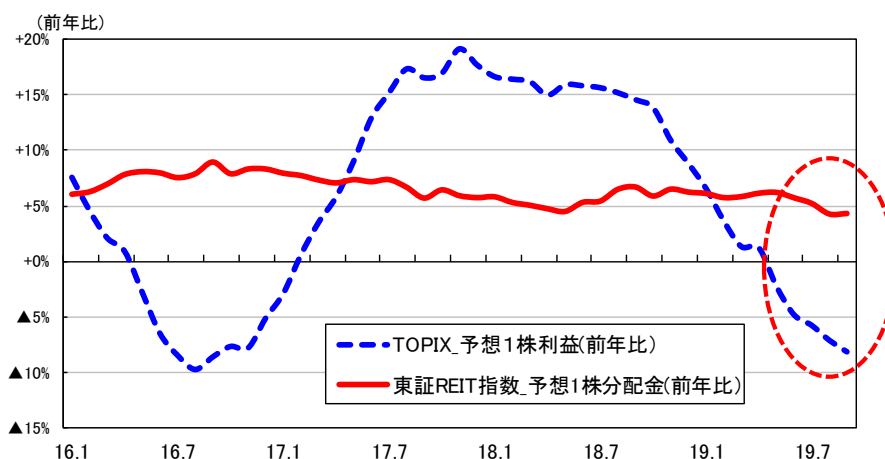
【図表-3】J-REITの保有不動産及び新規取得額(アセットタイプ別)



また、運用資産が拡大するなか業績も順調である。市場全体の予想 DPS は足もと前年比 4~5% プラスで推移している(図表-4)。これに対して、企業業績の先行きは不透明感が強い。TOPIX ベースの予想 1 株利益は昨年秋をピークに減少に転じ前年比▲8%となっている。今後も世界景気の減速や消費増税の影響など業績の下押し要因となりうる材料は多く、両市場の業績モメンタムの違いが昨年からのパフォーマンス格差に表われていると思われる。

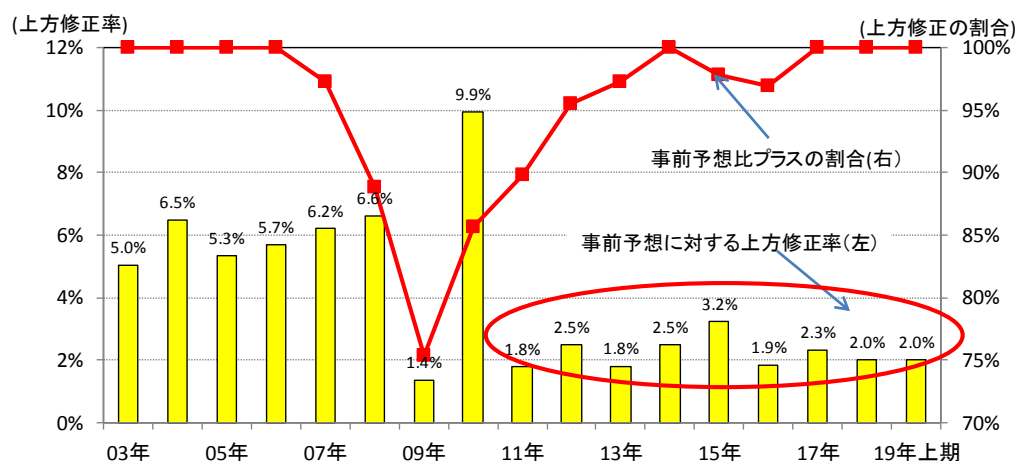
また、J-REIT 各社の実績 DPS は事前予想比で上振れ傾向にある。2019 年上期(1 月~6 月)決算では、全社が事前予想比プラス(同水準を含む)を確保し、平均上方修正率は 2.0%であった(図表-5)。従来からの保守的な見積りに加えて、売却益の内部留保や利益超過分配の仕組みなどが整備されたことで DPS の下振れリスクが軽減されて、予想値に対する信頼性が高まっている。

【図表-4】 J-REIT市場の予想DPSと株式市場の予想EPS(前年比)



(出所)開示資料、データストリームをもとにニッセイ基礎研究所が作成

【図表-5】 事前予想に対する実績DPSの修正率



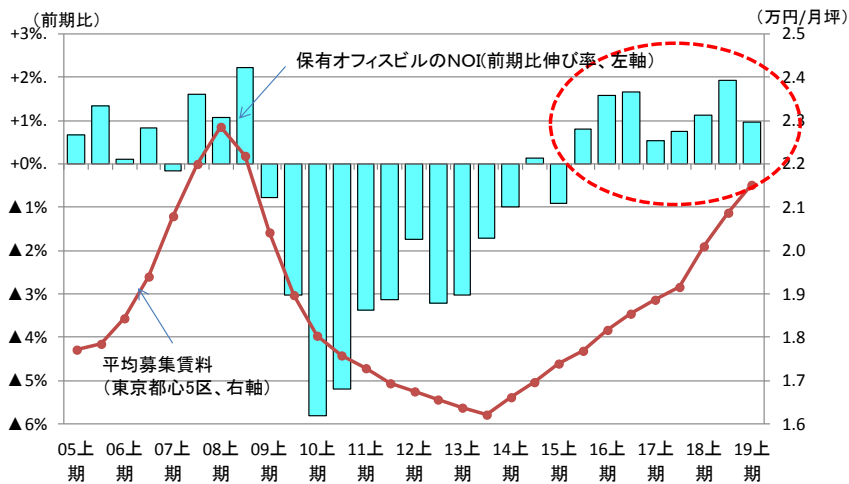
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

### 3—各種シナリオを想定し、今後のDPS成長率を試算する

#### 1 | 保有オフィスビルのNOI成長率は直近4年間で9.7%プラス。引き続き、プラス成長が見込まれる

三鬼商事によると、都心5区の平均募集賃料(2019年6月)は2013年12月を底に66カ月連続でプラスとなりこの間の上昇率は33%となった(図表—6)。オフィス市況の改善は地方都市にも波及し空室率低下と賃料上昇の局面が続く。こうした市況改善を背景にJ-REITの保有ビルでも賃貸事業収益(NOI)が拡大している。継続比較可能なオフィスビル対象にNOI成長率(前期比)を確認すると、2015年下期から8期連続でプラスとなり直近4年間で9.7%増加した。また、各社の開示データなどをもとに保有ビルの賃料ギャップ(継続賃料と市場賃料のかい離率)を集計すると、継続賃料が市場賃料の上昇に追いついておらず賃料ギャップは全体で▲7%(継続賃料<市場賃料)と推計される。したがって、市場賃料の上昇が一息ついたとしても賃料ギャップの解消を通じて継続賃料が上昇し、今後もNOIの拡大が期待できそうだ。

【図表—6】 オフィスビルの内部成長と東京都心5区オフィス賃料



(注)各時点で3期以上の運用実績があり継続比較可能なオフィスビルを対象に集計  
(出所)三鬼商事、開示資料、もとにニッセイ基礎研究所が作成

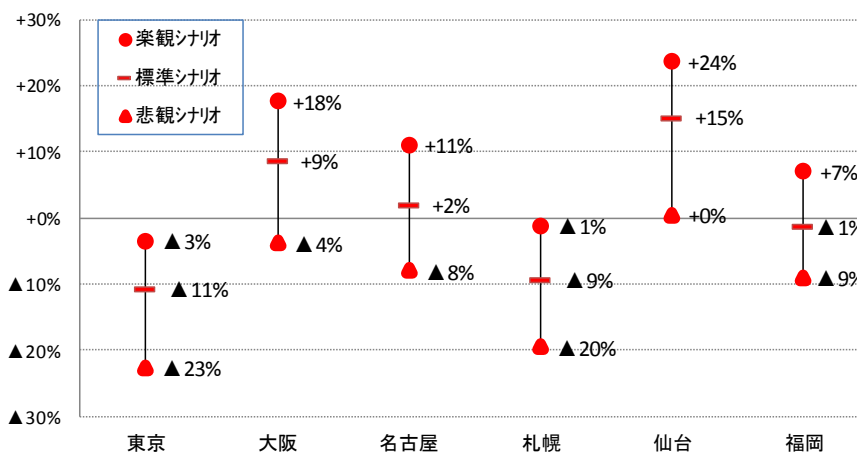
#### 2 | オフィスビルのNOI成長率(今後5年間)は、標準シナリオで+5%(▲1%~+9%)の見通し

ニッセイ基礎研究所は国内6都市(東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、福岡)のオフィス賃料予測(標準、楽観、悲観)を公表した<sup>1</sup>。これによると、今後5年間(2018年~2023年)の賃料変動率は、標準シナリオで東京が▲11%、大阪が+9%、名古屋が+2%、札幌が▲9%、仙台が+15%、福岡が▲1%となっている(図表—7)。オフィスビルの新規供給や需要見通し、現在までの賃料の回復度合いなどから都市間でバラツキが見られるが、このうち、「東京都心Aクラスビル賃料は2019年をピークに下落に転じる」見通しである。

<sup>1</sup>吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現状と見通し(2019年8月時点)」(2019年8月27日)、「福岡オフィス市場の現状と見通し(2019年)」(2019年7月24日)、「札幌オフィス市場の現状と見通し(2019年)」(2019年7月9日)、「仙台オフィス市場の現状と見通し(2019年)」(2019年6月11日)、「名古屋オフィス市場の現状と見通し(2019年)」(2019年5月10日)、「大阪オフィス市場の現状と見通し(2019年)」(2019年3月8日)

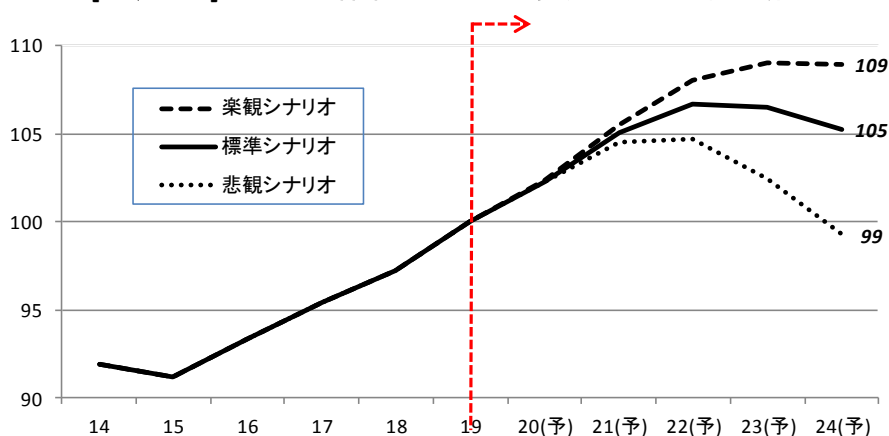
この予測を利用して、一定の前提条件（稿末に記載）のもと保有ビルの NOI 成長率（今後 5 年間）を計算した。結果は、標準シナリオで+5%、楽観で+9%、悲観で▲1%となった（図表—8）。収益ベースで約 7 割を占める東京のオフィス賃料が下落したとしても現在の賃料ギャップ（▲7%）や東京以外の賃料が概ね底堅く推移することから、保有ビルの NOI は 2022 年まで拡大し 5 年間では 5%増加する見通しである（標準シナリオ）。

【図表-7】今後5年間のオフィス賃料予測(2018末~2023年末)



(出所)ニッセイ基礎研究所

【図表-8】JREIT保有ビルのNOI見通し(2019年上期=100)



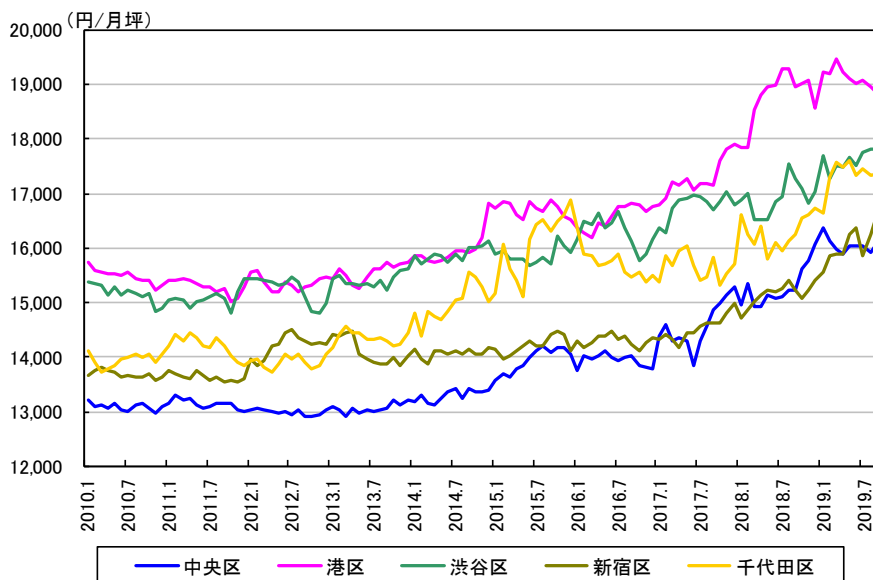
(出所)ニッセイ基礎研究所

### 3 | 賃貸マンションはテナント入替時の賃料が直近1年で4%上昇

これまで賃貸マンションは良くも悪くも賃料のアップサイドが期待できない資産として認識されてきた。しかし、最近は都市部への継続的な人口流入を背景に賃料が上昇している。リーシング・マネジメント・コンサルティングによると、東京都心5区に所在する賃貸マンションの募集賃料（月坪）は上昇基調にあり、リーマンショック後に付けたボトムからの上昇率は5区平均で 24%に達する（図表—9）。こうした賃料の上昇は J-REIT が保有する賃貸マンションでも確認することができる。住宅系 REIT 主要 5 社の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率は各社とも右肩上がりで推移し、

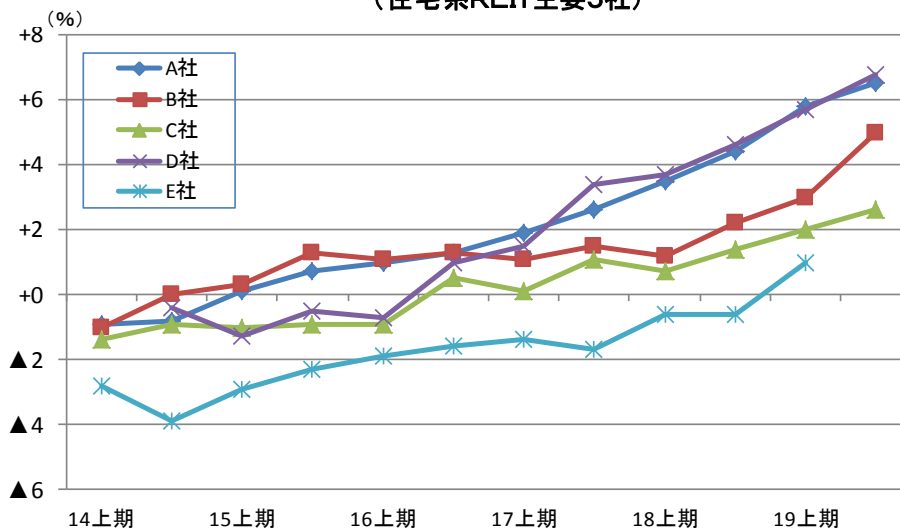
直近1年間の上昇率は5社平均で+4%となった（図表—10）。エリア別では都心部に近いほど、住居タイプ別では住居面積の大きい物件ほど上昇率が高い傾向にある。そこで、こうした市場動向を勘案し一定の前提条件（稿末に記載）のもと、テナント入替時に4%の賃料上昇（賃料ギャップ▲4%）を想定することとする。

【図表—9】 賃貸マンションの募集賃料(東京都心5区)



(出所) リーシング・マネジメント・コンサルティング「都心主要5区 平均募集坪単価推移」  
※集計対象:集計時点(月次)から過去10年間に竣工したRC・SRC造マンションタイプ

【図表—10】 賃貸マンションのテナント入替時の賃料変動率 (住宅系REIT主要5社)



(出所) 開示資料もとにニッセイ基礎研究所が作成

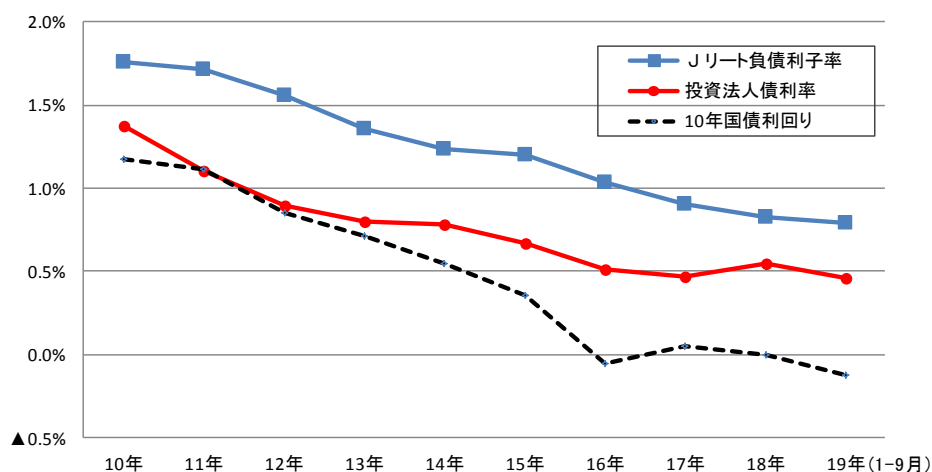
#### 4 | 借入利率の変動による DPS 寄与度(今後 5 年間)は、メインシナリオでゼロ(▲4%~+4%)の見通し

FRB が 7 月から 10 月にかけて 3 会合連続で利下げを発表し、ECB も 9 月理事会で追加緩和と量的緩和再開を決定するなど世界は再び金融緩和局面に突入している。国内においても 10 年国債利回りが一時、日銀の設定する下限（マイナス 0.2%）を下回って推移するなど極めて低い金利環境にあ

る。こうしたなか、J-REIT各社は引き続き好条件でデット資金を調達できている。2019年(1~9月)にJ-REITが発行した投資法人債の平均利率は0.46%(期間7.4年)で、現在のJ-REIT全体の負債利率(融資関連費用を含む)が0.79%のため、今後も金融コストの低減が期待できる(図表-11)。

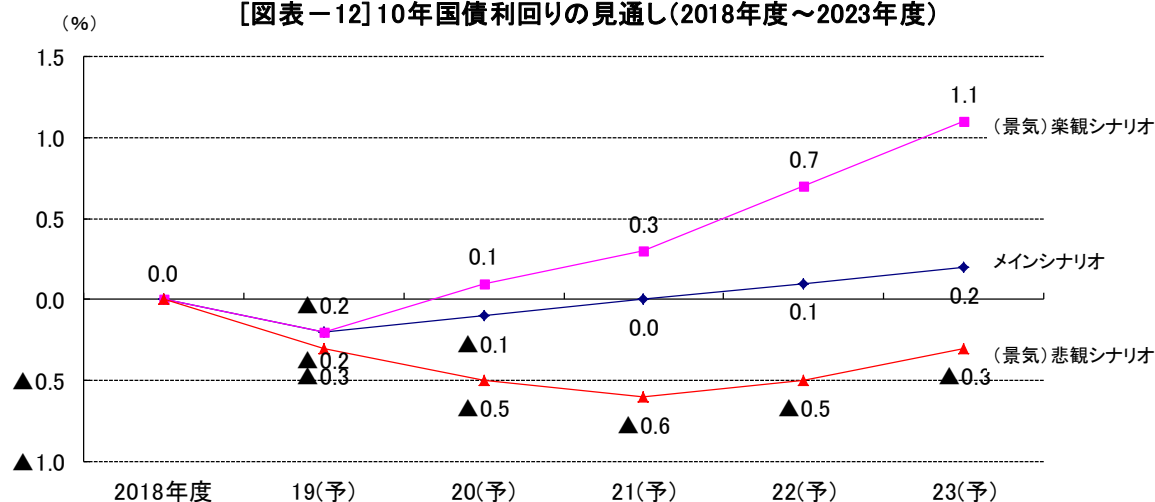
ところで、ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し<sup>2</sup>によると、「日銀は現行の金融緩和を長期にわたって続けざるを得ず、10年国債利回りは米長期金利の持ち直しが波及することで若干上昇するが、超低金利が長期間にわたって継続する(メインシナリオ)」としている(図表-12)。この金利見通し「メイン、景気楽観、景気悲観」を利用して、一定の前提条件(稿末に記載)のもと借入利率の変動に伴うDPSへの寄与度(今後5年間)を計算した。結果は、メインシナリオで0%、景気楽観(金利上昇)で▲4%、景気悲観(金利低下)で+4%となった。メインシナリオでは、当面は借入利率の低下がDPSにプラス寄与するもののその後は緩やかな金利上昇を受けて5年間ではゼロとなった。また、金利がさらに低下するシナリオではDPSに4%プラスに寄与する一方で、金利が早期に上昇するシナリオでは4%マイナスに寄与する結果となった。

【図表-11】：負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率の推移



(注)10年国債利回り:年平均値、投資法人債利率:金額加重平均、負債利率:(支払利息+融資関連費用)/負債平残  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

【図表-12】10年国債利回りの見通し(2018年度~2023年度)



(出所)ニッセイ基礎研究所「中期経済見通し」

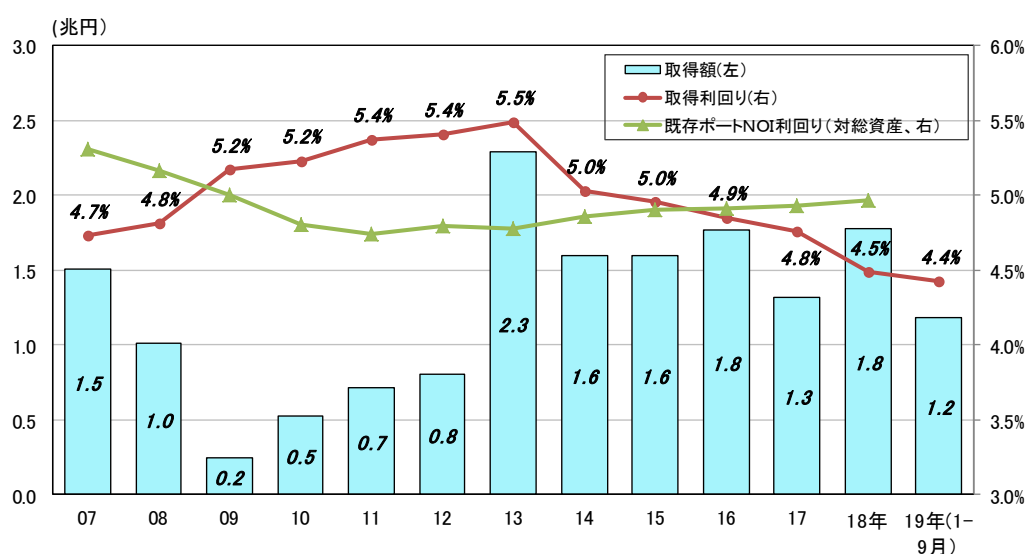
<sup>2</sup>「中期経済見通し(2019~2029年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2019年10月15日)

## 5 | 取得利回りの低下が続くものの、外部成長は DPS にプラス寄与する見通し

J-REITによる物件取得（外部成長）は、2013年に2.3兆円と過去最高を記録しその後も高い水準（1.3兆円～1.8兆円）を維持している（図表—13）。2019年(1-9月)の取得額は1.2兆円(前年同期比▲25%)と昨年を下回るものの、概ね例年並みの水準を確保できている。一方で、取得利回りは一段と低下しており、2016年以降、既存ポートフォリオの利回りを下回る水準での取得が続く。

そこで、現在の取得環境を踏まえて、今後の外部成長について以下のシナリオを想定し DPS への寄与度（今後5年間）を計算した（毎年1.5兆円取得、取得利回り4.4%、借入比率50%、増資PBR1.5倍<sup>3</sup>、借入利率：メインシナリオの金利）。結果は、取得利回りが既存ポート利回り(5.0%)を下回るもののプレミアム増資（高PBR）の効果により DPS を2%押し上げる見通し<sup>4</sup>である。しかし、プレミアム増資はREIT価格の水準に大きく依存することに留意したい。

【図表—13】：Jリートによる 物件取得額と取得利回り



(注)引渡しベース(優先出資証券は除く)。新規上場以前に取得した物件は上場日に取得したと想定  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 6 | DPS 成長率(今後5年間)はメインシナリオで+6%(▲2%～+14%)の見通し

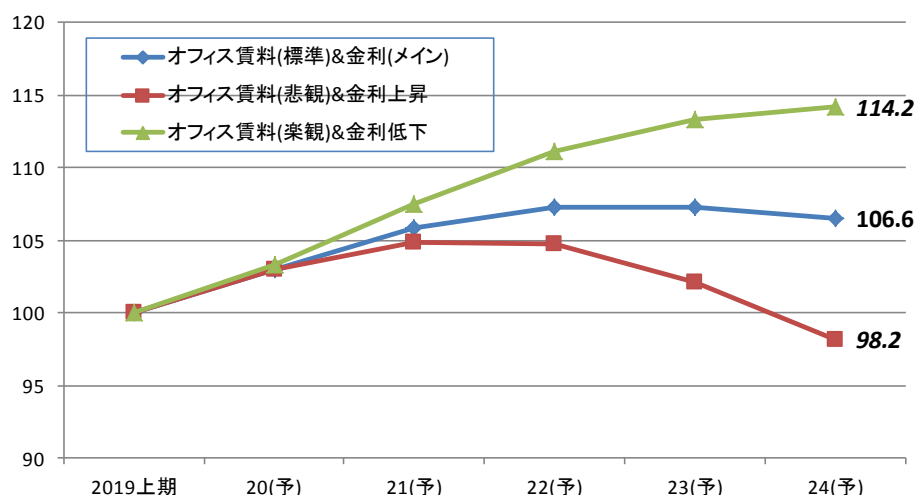
最後に、上記で想定した各種シナリオを組み合わせることで DPS 成長率(今後5年間)を試算した(図表—14)。オフィス賃料(標準)と金利(メインシナリオ)を組み合わせさせた場合、DPS 成長率は+6%(年率+1.2%)となり増配基調を維持する結果となった(内訳は内部成長で+4%、外部成長で+2%、財務で0%)。また、オフィス賃料上振れ(楽観)と金利低下(景気悲観)を組み合わせさせた場合、DPS 成長率は+14%(年率+2.8%)と最も高くなる。一方で、オフィス賃料下振れ(悲観)と金利上昇(景気楽観)を組み合わせさせた場合、DPS 成長率は▲2%(年率▲0.4%)となり、DPS は2023年から下落に向かう結果となった。

<sup>3</sup> 9月末の市場平均PBR(株価純資産倍率)は1.6倍である。

<sup>4</sup> 取得利回りの低下に伴う総資産利益利率(ROA)の悪化を、プレミアム増資に伴う1口当たり純資産(BPS)の上昇が補うことでDPSにプラス寄与する。



[図表-14] : 今後5年間のDPS見通し(2019年上期=100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

#### 4—おわりに

本稿では、現在の環境下において各種シナリオを想定し今後5年間のDPS成長率を試算した。最も悪いシナリオでもDPS成長率は▲2%にとどまり、引き続き安定した業績推移が期待できそうだ。もっとも、DPSの成長ドライバーは保有物件の収益拡大(内部成長)に依存し、物件取得(外部成長)や借入利率低下(財務)によるDPSへの貢献は限定的となる見通しである(メインシナリオ)。そのため、内部成長に関してテナントの賃料負担力に上限があるとするならば、市場全体のDPS水準は自ずと天井に近づきつつあると言える<sup>5</sup>。

現在、J-REIT市場は業績の安定成長が評価されて株式の代替投資先として資金が流入しているが、投資家は株式とは異なるJ-REIT特有のDPSの天井にも注意を払う必要があると思われる。

#### <主な前提条件>

・2019年6月決算までの60社の財務データを使用

○内部成長			○外部成長	
アセットタイプ	項目	前提値	項目	前提値
オフィスビル	賃料	賃料予測を使用	年間取得額	1.5兆円
	賃料GAP	7%	取得利回り	4.4%
	テナント入退去率	年8%	新規発行株価(PBR)	1.5%
	賃貸借期間	2年	借入比率(LTV)	50%
	更新賃料水準	賃料GAPの1/2	借入期間	7年
住宅	賃料GAP	4%	利率(融資関連費用含む)	当初0.7%
	テナント入退去率	年25%		
	賃貸借期間	2年		
オフィス・住宅以外のアセット	NOI	横ばい		
○その他			○財務	
項目	前提値		項目	前提値
減価償却費	固定資産の1.2%		既存借入残存年数	4.2年
資産運用報酬など	総資産の0.5%		既存借入利率	0.7%
			融資関連費用	0.2%
			新規借入期間	7年
			新規借入利率	10年金利見通しに連動

<sup>5</sup> 一般に、J-REITは利益全額を分配するため(内部留保率=0%)、内部投資のみで実現できるサステナブル成長率(=株主資本利益率×内部留保率)は0%である。

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。