

基礎研 レポート

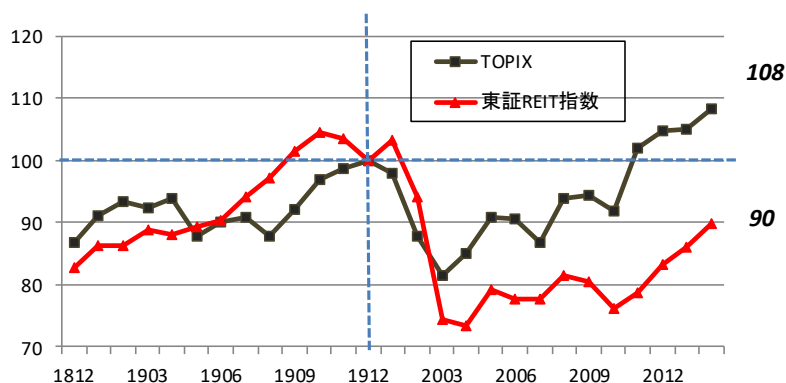
J-REIT市場の動向と今後の収益見 通し。5年間で12%成長を見込む ～今年は横ばいも、来年以降回復に向かう見通し

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

1——新型コロナ感染拡大による急落から1年。現在、J-REIT 市場は 2019 年末の9割水準を回復

新型コロナウイルス感染拡大からおおよそ1年が経過した。この間、J-REIT（不動産投資信託）市場は一時リーマン・ショック時（2008年）に次いで大きい下落率を記録するなど大きなダメージを被ったが、その後は金融市場の回復にあわせて上昇している。市場全体の値動きを表す東証REIT指数（配当除き）は今年に入り8%上昇し、2019年末の9割の水準まで回復した（2月末時点）（図表-1）。

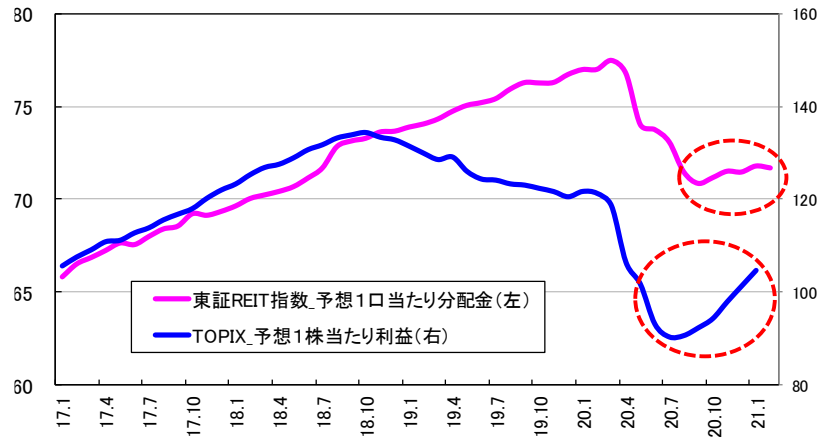
【図表-1】東証REIT指数とTOPIX(2019年12末=100、配当除き)



(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

このように株式や J-REIT の価格が上昇する要因として、各国の政府及び中央銀行による大規模な財政出動と金融緩和の実施が挙げられる。停滞する経済活動を刺激するため大量の資金が投入されるなか、余剰資金が金融市場等に押し寄せて、あらゆるリスク性資産の価格を押し上げている。さらに、アフターコロナを見据えた企業の業績回復期待も上昇を後押しする。上場企業の業績をみると、TOPIXの予想1株利益（12ヶ月先）は、2020年7月にボトムを付けて以降、いち早く回復に向かっている。J-REIT市場の予想分配金水準についても、2020年9月にボトムを付けて底打ち感がみられる（図表-2）。

【図表－2】 J-REIT市場の予想分配金水準と国内株式の予想利益



(出所)開示資料、データストリームよりニッセイ基礎研究所が作成

もともと、J-REITの業績に対する過度な懸念が和らぐ一方で、収益の源泉となる不動産賃貸市場は先行き不透明感が高い。運用資産の4割を占めるオフィス市場は昨年から調整局面に入り、ホテル市場は人の移動制限によって宿泊需要が蒸発し、厳しさを増している。もちろん、前回のリーマン・ショック時のように分配金水準が3割強減少する事態は避けられそうだが、このまま直ちに元の水準まで回復するとの見方はやや楽観的過ぎるかもしれない。

そこで、以下では最初に、現在のコロナ禍におけるJ-REITの収益環境を確認する。次に、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）を設定し、今後5年間の分配金見通しを試算したい。

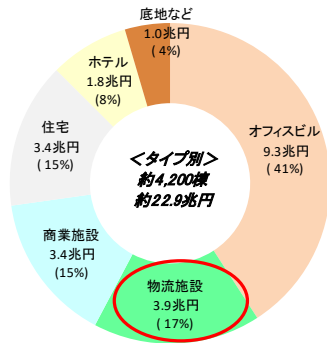
2——保有不動産は物流施設の比率が高まる。1口当たり分配金(DPU)はひとまずピークアウト

J-REITは、エクイティ資金及び借入金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は主に、①保有不動産の収益力を高める「内部成長」、②不動産を取得する「外部成長」、③金融コストを低減する「財務戦略」を通じて、1口当たり分配金(Distributions Per Unit、以下DPU)の成長を図る。

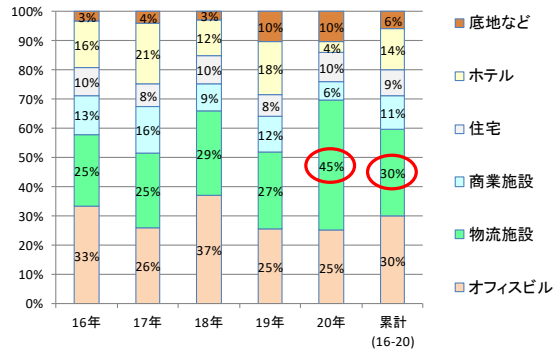
まず、2020年12月末時点の運用不動産はJ-REIT全体で約4,200棟、金額にして約22.9兆円である(図表-3)。アセットタイプ別の保有額は、オフィスビル(9.3兆円、41%)、物流施設(3.9兆円、17%)、商業施設(3.4兆円、15%)、住宅(3.4兆円、15%)、ホテル(1.8兆円、8%)、底地など(1.0兆円、4%)の順となっている。また、過去5年間の取得額(約7.6兆円)の内訳をみると、物流施設の比率(30%)が拡大しており、物流施設の保有額が商業施設を抜いて第2位となった。

【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)

○保有不動産(20.12月末時点)
(鑑定評価額ベース)



○新規取得額(2016年~2020年)
(取得価額ベース)

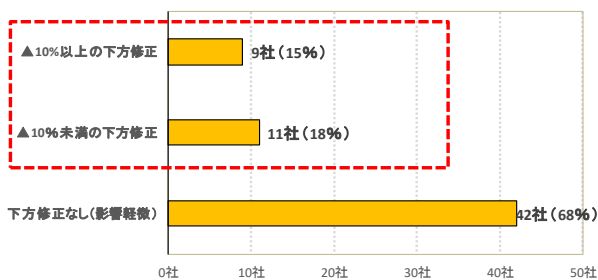


(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

次に、業績動向を確認する。2020年は、新型コロナウイルス感染拡大を受けて、施設売上などに連動して受け取る変動賃料の減少や固定賃料の減免などにより予想 DPU の下方修正が相次いだ(図表-4)。J-REIT 各社の業績修正は 2020 年 8 月までに一巡し、「▲10%以上の下方修正」が 9 社 (占率 15%)、「▲10%未満の下方修正」が 11 社 (18%)、全体で 20 社 (32%) が業績の下方修正を発表した。この結果、市場全体の予想分配金水準は 2020 年 3 月のピーク水準から一時 ▲9%低下した。

しかし、その後に発表された実績 DPU は上振れて着地している。2020 年下期(7月~12月期)における事前予想に対する上振れ率は+4.1%となった(図表-5)。コロナ禍の影響を保守的に見積っていたことに加えて、不動産売却益の計上などにより実績 DPU が増加し、市場全体の分配金水準は上向き傾向にある。

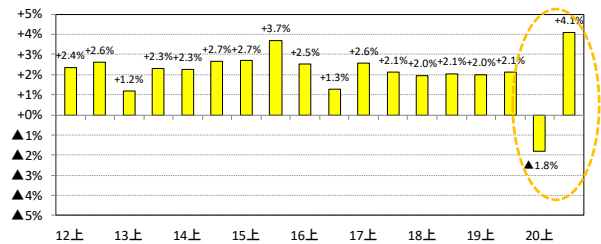
【図表-4】DPU(今期・来期予想)の修正



(注)対象62社。2020年3月~8月の開示

(出所)開示資料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DPU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

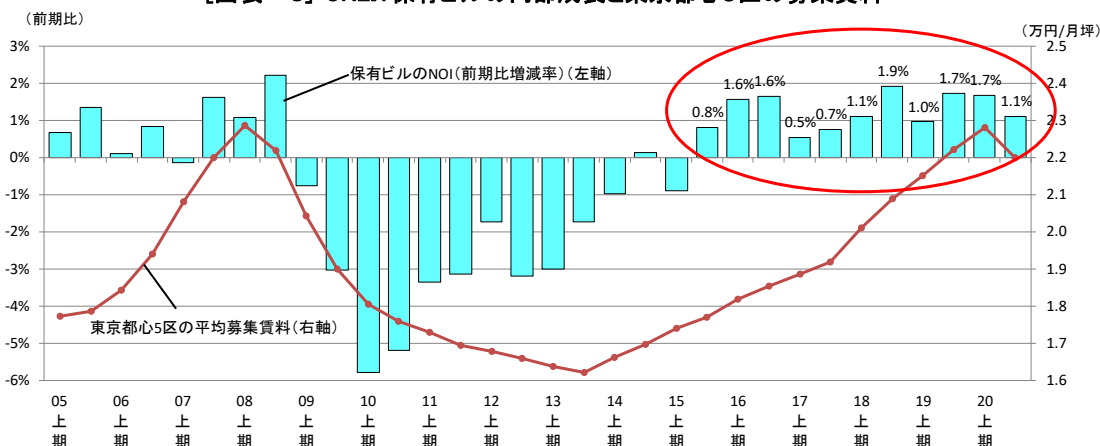
3—シナリオを設定し、今後の DPU 成長率を試算する

1 | 保有オフィスビルの NOI 増減率は 11 期連続でプラス。今後は空室率上昇の影響に留意

三鬼商事によると、東京都心 5 区の空室率(2021 年 1 月)は 11 ヶ月連続で上昇し 4.82%となった。平均募集賃料についても 2020 年 7 月をピークに下落に転じており、長らく好況にあった東京オフィ

ス市場は調整局面に入ったと言える。一方、J-REIT が保有するオフィスビルは収益拡大を維持している。継続比較可能な保有ビルを対象に賃貸事業収益(NOI)の増減率（前期比）を確認すると、2020年下期は+1.1%と11期連続でプラスとなり、この間の増加率は+15%に拡大した（図表-6）。

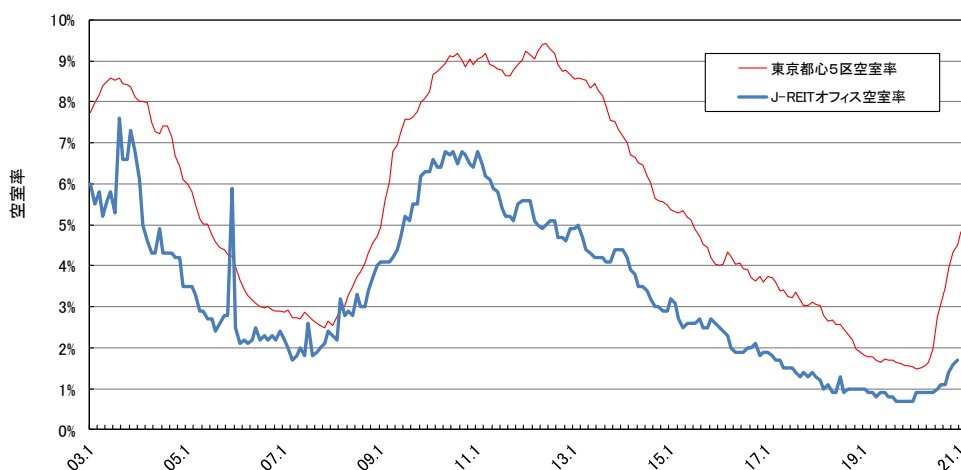
【図表-6】 JREIT保有ビルの内部成長と東京都心5区の募集賃料



(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、開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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、全体で▲7%（継続賃料<市場賃料）と推計される。依然として継続賃料が市場賃料を下回る状態にあり、既存テナントの賃料改定やテナント入れ替え時において賃料増額を実現できている。ただし、今後については空室率上昇の影響に留意する必要がある。過去のJ-REITのオフィス空室率の推移をみると、東京都心5区との高い連動性を確認することができる（図表-7）。現在のところ、J-REITのオフィス空室率は低位に留まっているが、今後は空室率が上昇し、収益に対する下押し圧力の高まりが予想される。

【図表-7】 J-REIT保有ビルと東京都心5区の空室率



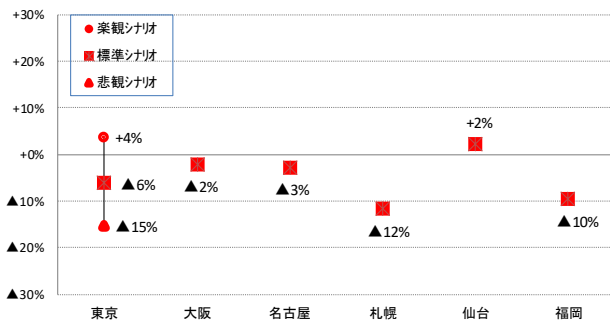
(出所) 投資信託協会、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

2 | 保有オフィスビルのNOI成長率は今後5年間で+3%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を公表した¹。今後5年間（2020年～2025年）の賃料変動率は、標準シナリオで東京が▲6%、大阪が▲2%、名古屋が▲3%、札幌が▲12%、仙台が+2%、福岡が▲10%となっている（図表-8）。このうち、「東京都心Aクラスビル賃料は当面横ばいで、2023年以降弱含みで推移する」見通しである。

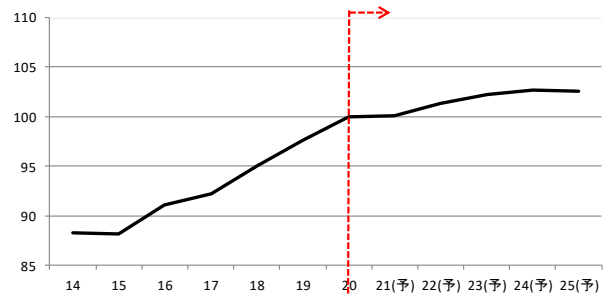
この賃料予測並びに一定の空室率上昇（一律2%上昇）を前提条件（稿末に記載）として、保有ビルのNOI成長率（今後5年間）を計算すると+3%となった（図表-9）。収益ベースで7割を占める東京のオフィス市況が弱含みで推移したとしても、現在の賃料ギャップ（▲7%）が収益にプラス寄与し、保有ビルのNOIは底堅く推移する見通しである。

【図表-8】今後5年間のオフィス賃料予測(2020末～2025年末)



(注)楽観シナリオ、悲観シナリオは東京のみ
(出所)ニッセイ基礎研究所

【図表-9】JREIT保有ビルのNOI見通し(2020年下期=100)

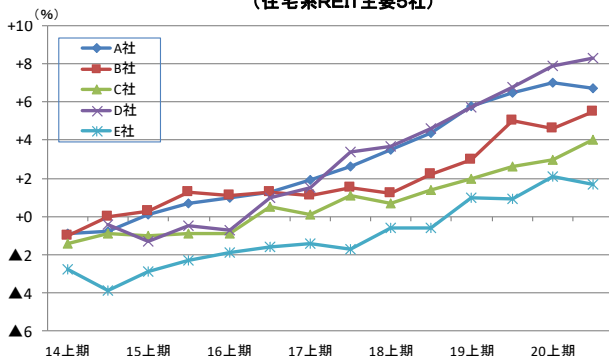


(出所)ニッセイ基礎研究所

3 | 賃貸マンションはテナント入替時の賃料上昇が継続。コロナ禍を受けて東京は人口流出に転じる

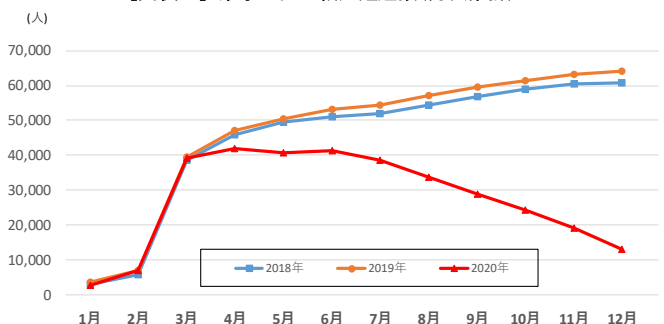
住宅系REIT主要5社の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率は右肩上がりでも推移している。2020年下期の賃料変動率は5社平均で+5.2%となった（図表-10）。一方で、これまで賃料上昇を支えてきた都心部への人口流入に変化が生じている。なかでも、保有マンションの7割を占める東京23区は昨年5月以降流出超過に転じている。2020年の転入超過数は1.3万人とプラスを維持したものの前年比で▲80%減少した（図表-11）。こうした市場動向を勘案し、前提条件としてテナント入替時の賃料上昇が足もとの+5%から+2%へ鈍化することを想定する。

【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

【図表11】東京23区の転入超過数(月次累計)

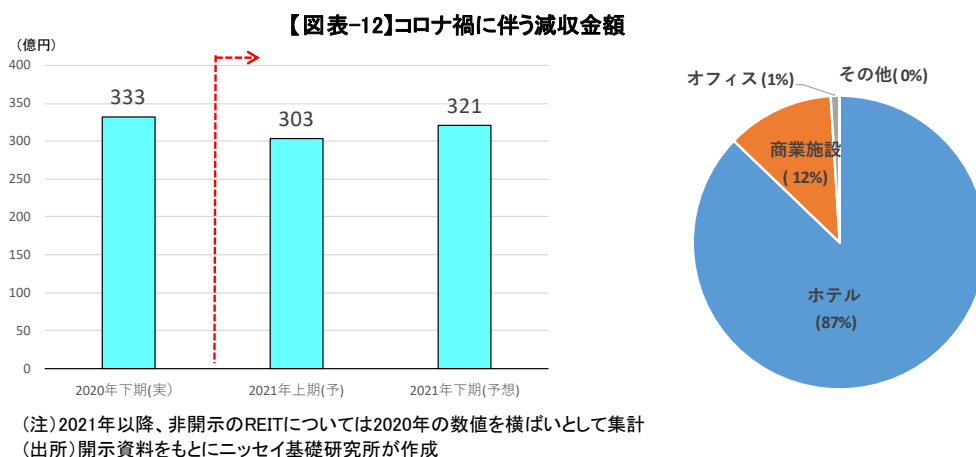


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

¹吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2021年)」(2021年2月19日)、「福岡オフィス市場の現況と見通し(2020年)」(2020年8月19日)、「札幌オフィス市場の現況と見通し(2020年)」(2020年7月30日)、「仙台オフィス市場の現況と見通し(2020年)」(2020年7月15日)、「大阪・名古屋オフィス市場の現況と見通し」(2020年6月15日)

4 | コロナ禍による減収金額(2020年下期)は▲333億円。回復は2022年以降となる見通し

J-REIT各社の開示資料をもとにコロナ禍による減収金額(変動賃料の減少や賃料減免などの影響)を推計すると、2020年下期(2020年7月~12月期決算)は合計▲333億円となった(図表-12)。内訳は、ホテル(87%)と商業施設(12%)で全体の99%を占める。本来、コロナ禍に伴う減収は一過性のもので翌年以降DPUの押し上げ要因となる。しかし、ホテルや商業施設を取り巻く事業環境は依然として厳しく、各社の業績予想においても2021年内の回復は難しい模様だ。そこで、減収金額については、減収額の8割(266億円)が2022年から段階的に回復することを想定する(67億円/年)。

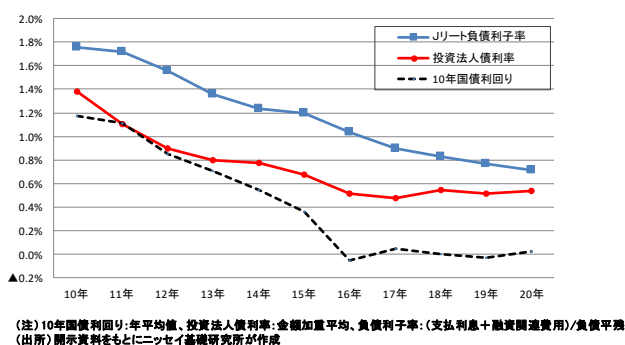


5 | 借入利率の変動によるDPUへの寄与度はゼロとなる見通し

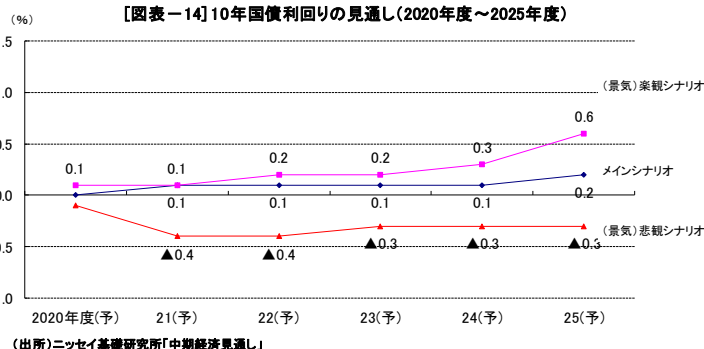
各国の中央銀行が積極的な金融緩和姿勢を維持するなか、J-REIT各社は引き続き好条件でデット資金を調達できている。2020年にJ-REITが発行した投資法人債の平均利率は0.54%(期間9.3年)で、現在のJ-REIT全体の負債利率(融資関連費用を含む)を下回り、支払利息の減少が業績にプラス寄与している(図表-13)。

ところで、ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し²によると、「しばらくは新型コロナの影響が尾を引くことから、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年国債利回りは現状より多少上振れるものの上昇幅は限定的となる(メインシナリオ)」としている(図表-14)。この金利見通しを利用して、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DPU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ゼロとなり、借入利率の変動はDPUに対して概ね中立となる見通しである。

【図表-13】負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率の推移



【図表-14】10年国債利回りの見通し(2020年度~2025年度)

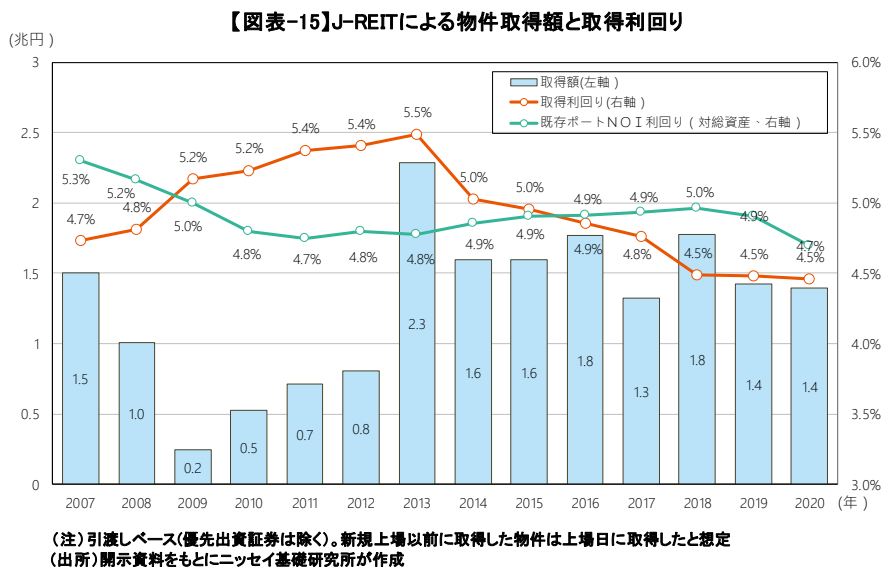


²「中期経済見通し(2020~2030年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2020年10月13日)

6 | 取得利回りが既存ポート利回りを下回るものの、外部成長は DPU 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-15）。2020年の取得額は約1.4兆円（前年比▲2%）となり、新型コロナの影響で第2四半期（4-6月）に落ち込んだものの例年並みの水準を確保した。一方で、売買市場における取得競争は厳しく、取得利回りは既存ポート利回りを下回る水準が続いている。

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 DPU への寄与度（今後5年間）を計算した（年1.5兆円取得、取得利回り4.4%、借入比率50%、増資PBR1.4倍³、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を下回るものの、プレミアム増資（高PBR）の効果により DPU に3%プラスに寄与する見通し⁴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。



7 | 今後5年間のDPU成長率は+12%（年率+2.4%）の見通し

最後に、上記で設定したシナリオをもとに今後5年間のDPU成長率を試算した（図表-16）。DPU成長率は+12%（年率+2.4%）となり、業績の回復が期待できる結果となった。内訳は内部成長が9%（このうちコロナの収益回復が7%）、外部成長が3%、財務がゼロとなる。2021年は概ね横ばいで推移するものの、来年以降は成長率が高まり回復に向かう見通しである。

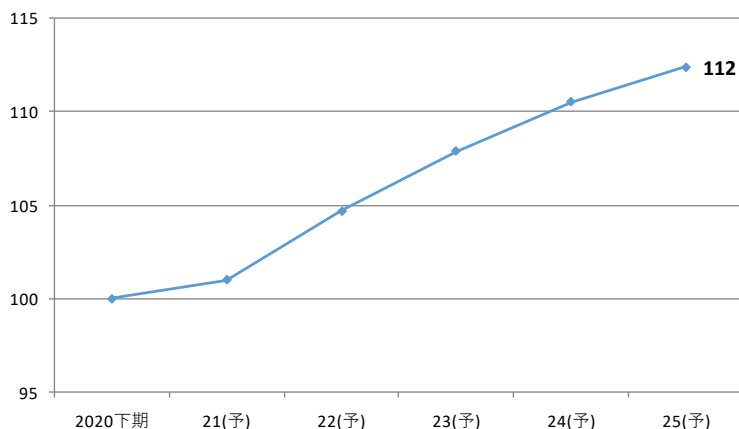
ただし、DPUの成長ドライバーは主に、コロナ禍により剥落したホテルや商業施設の収益回復と、保有オフィスビルの賃料ギャップ（継続賃料<市場賃料）に依存する。特に、後者については足もとの市場賃料の軟化により賃料ギャップが想定以上に縮小している可能性があり、その動向に注意したい。

現状、新型コロナの猛威が収まらず不動産賃貸市場は不確実性の高い状況が続いている。しばらくの間、JREIT各社は守りを固めたリスクマネジメント重視の運用姿勢が求められることになりそうだ。

³ 2月末時点の市場平均PBR(株価純資産倍率)は1.45倍である。

⁴ 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(BPU)の上昇が補いプラスに寄与する。

[図表-16] : 今後5年間のDPU見通し(2020年下期=100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

<主な前提条件>

・2020年7-12月期決算61社の財務データを使用

○内部成長

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	7%
	空室率	一律2%上昇
	テナント入退去率	年8%
	賃貸借期間	2年
住宅	更新賃料水準	賃料GAPの1/2
	賃料GAP	2%
	テナント入退去率	年25%
オフィス・住宅以外のアセット	賃貸借期間	2年
オフィス・住宅以外のアセット	NOI	横ばい
コロナ禍による減収額(▲333億円)		2022年以降に8割回復

○外部成長

項目	前提値
年間取得額	1.5兆円
取得利回り	4.4%
新規発行株価(PBR)	1.4倍
借入比率(LTV)	50%
借入期間	9年
利率(融資関連費用含む)	当初0.7%

○財務

項目	前提値
既存借入残存年数	4.3年
既存借入利率	0.65%
融資関連費用	0.15%
新規借入期間	9年
新規借入利率	10年金利見通しに連動

○その他

項目	前提値
減価償却費	固定資産の1.2%
資産運用報酬など	総資産の0.5%

(お願い) 本誌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、本誌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はありません。