

基礎研 レポート

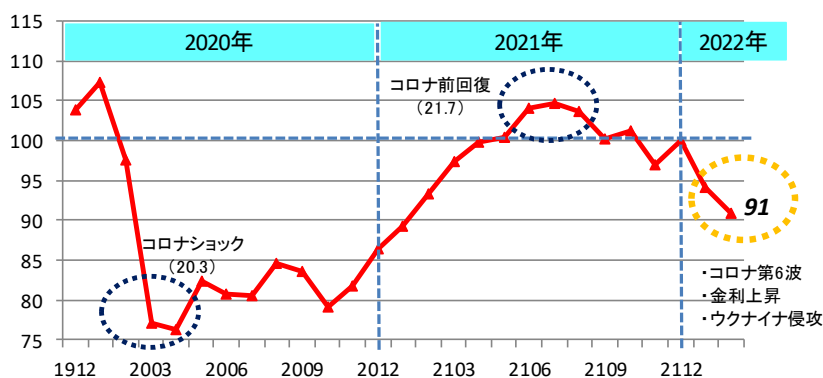
J-REIT市場の動向と収益見通し。 今後5年間で+8%成長を見込む ～コロナ禍で剥落した収益回復分を除けば、横ばいとなる見通し

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▲9%下落。世界的な金利上昇やウクライナ侵攻など悪材料が重なる

今年に入り、J-REIT（不動産投資信託）市場は下げ足を速めている（図表-1）。市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数は、2020 年 3 月に新型コロナウイルス感染拡大を受けて急落したが、その後上昇に向かい、昨年 7 月にはコロナショック前の水準を回復した。しかし、足もとでは、コロナ第 6 波や世界的な金利上昇、ウクライナ侵攻など悪材料が重なるなか、年初からの下落率は▲9%に拡大している（2 月末時点）。

【図表-1】東証REIT指数(2021年12月末=100、配当除き)



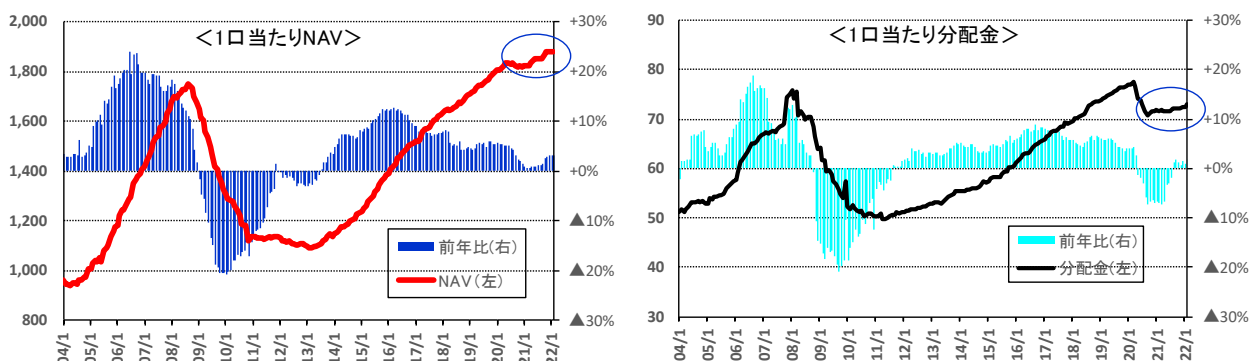
（出所）東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

このように、外部環境の不透明感が急速に高まる一方で、今のところ、J-REIT 市場のファンダメンタルズに大きな変化はみられない。市場全体の 1 口当たり NAV(Net Asset Value、解散価値)は、不動産価格の上昇により前年比+3%増加している。コロナショックで落ち込んだ 1 口当たり分配金(Distributions Per Unit、以下 DPU)についても底打ちし、回復傾向にある（図表-2）。

もちろん、上記に示した懸念材料は現時点では見通しを立て難く、予断を許さない。しかし、国内不動産市場への影響が一定の範囲に収まり、不動産価格の下落や賃貸市況の長期低迷が回避されるのであれば、現在の割安なバリュエーションはいずれ見直されることになりそうだ。

そこで、本稿では最初に、現在の J-REIT 市場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 年間の分配金の見通しを試算したい。

【図表-2】1口当たりNAVと1口当たり分配金（東証REIT指数ベース）



（出所）開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

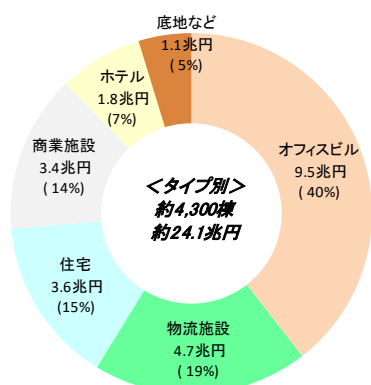
2——保有不動産は物流施設の比率が拡大。1口当たり分配金は底打ちし、回復に向かう

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、利益のほぼ全額を投資家に還元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、DPU の成長を目指す。

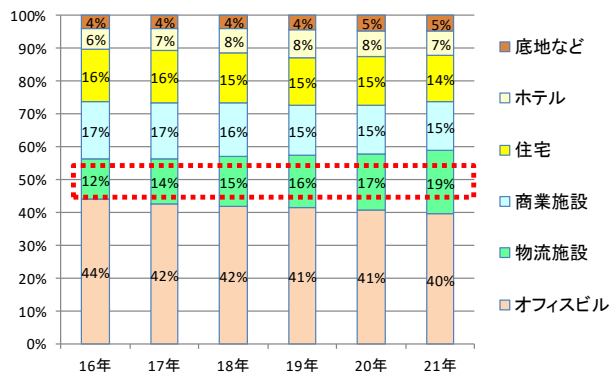
まず、2021 年 12 月末時点の運用不動産は市場全体で約 4,300 棟、金額にして約 24.1 兆円である（図表-3）。アセットタイプ別では、オフィスビル（9.5 兆円、40%）、物流施設（4.7 兆円、19%）、住宅（3.6 兆円、15%）、商業施設（3.4 兆円、14%）、ホテル（1.8 兆円、7%）、底地など（1.1 兆円、5%）の順に多い。5 年前の構成比と比較すると、E コマース市場の拡大などを背景に賃貸需要の高まる物流施設が 12%から 19%に上昇し、オフィスに次ぐ第 2 のセクターとして存在感を高めている。

【図表-3】J-REITの保有不動産額（アセットタイプ別）

○保有不動産(21.12月末時点)
(鑑定評価額ベース)



アセットタイプ別構成比率(2016年末～2021年末)

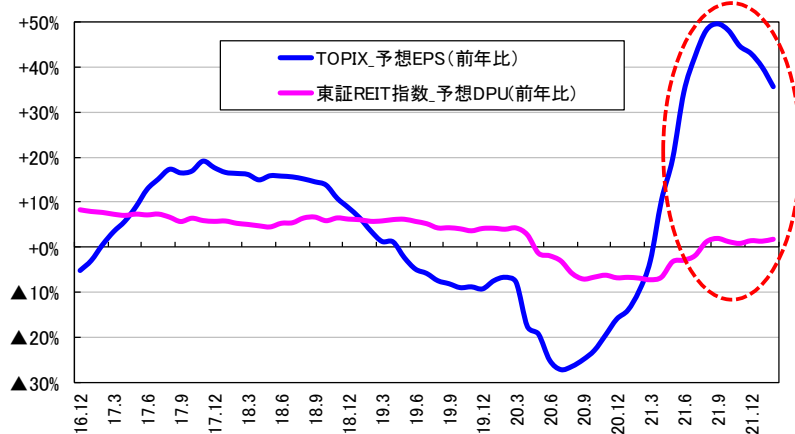


（出所）開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

次に、業績動向を確認する。J-REIT 市場全体の予想 DPU は 2020 年 3 月のコロナショック以降、施設売上に連動して受け取る変動賃料の減少や固定賃料の減免措置などにより、ピーク対比で▲9%減少した。その後もホテルや商業施設を中心に厳しい事業環境が続いているが、予想 DPU は 2021 年後半から前年比プラスに浮上している(図表-4)。コロナ禍からいち早く立ち直り大幅な増益見通しである国内株式と比べて回復のスピードは緩慢だが、J-REIT の業績はひとまず底打ちしたと言えそうだ。

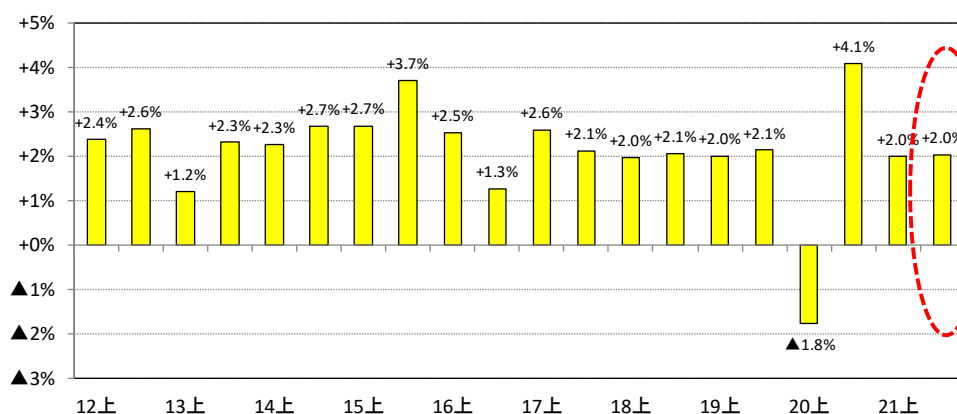
また、J-REIT が開示する実績 DPU は事前予想に対して上振れて着地することが一般的である。2021 年下期(7月～12月)における上昇修正率は+2.0%で、引き続き業績の予測精度に対する信頼は厚い(図表-5)。なかでも、不動産価格が高値で推移するなか、J-REIT 各社は鑑定評価を上回る価格で物件を売却し不動産売却益を計上することで、DPU の下振れリスクを軽減し投資家への利益還元を強化している¹。

【図表-4】 J-REIT市場の予想DPUと株式市場の予想EPS(前年比)



(出所)開示資料、データストリームより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

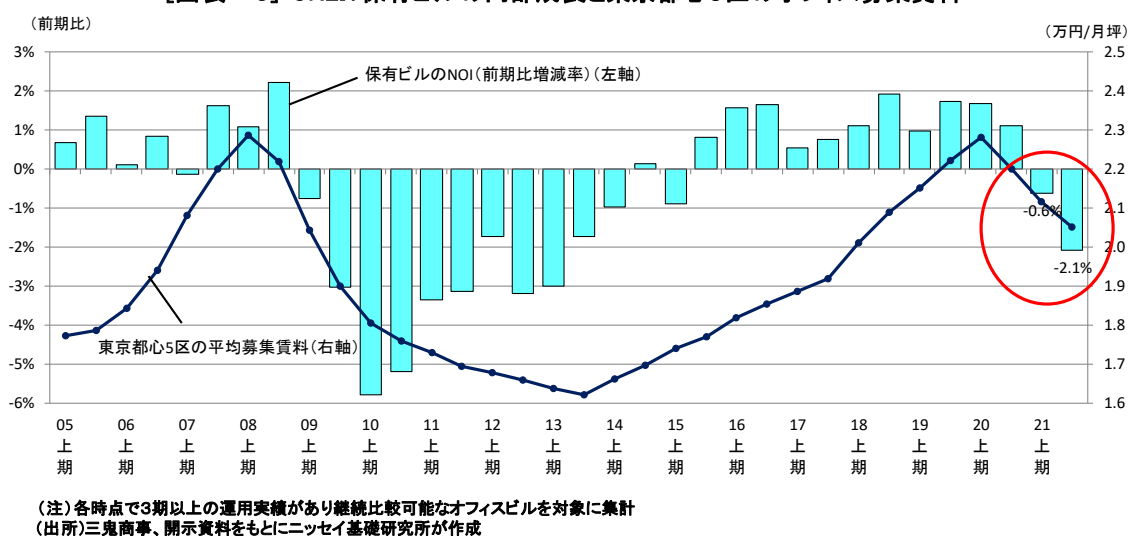


3——各種シナリオを設定し、今後5年間のDPU成長率を試算する

1 | 保有オフィスビルのNOIは2021年上期よりマイナスに転じる

三鬼商事によると、東京都心5区の空室率(2022年2月)は前年比+1.17%上昇の6.41%となった。平均募集賃料についても19カ月連続で前月比マイナスとなり、ピーク対比で▲11%下落した。地方都市についても空室率は総じて上昇基調にあり、オフィス市場はコロナ禍を契機に調整局面が続いている。J-REITが保有するオフィスビルの収益も2021年上期よりマイナスに転じた。継続的に比較可能な保有ビルを対象に賃貸事業収益(NOI)の増減率を確認すると、2021年上期は前期比▲0.6%、下期は▲2.1%となり通年で▲2.7%減少した。2020年まではオフィスセクターの内部成長が市場全体のDPU成長を牽引してきたが、足もとではマイナスに寄与している(図表-6)。

【図表-6】 JREIT保有ビルの内部成長と東京都心5区のオフィス募集賃料



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▲3%(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っており、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が期待できる。しかし、オフィス市況の先行き不透明感が強いなか、J-REIT各社は稼働重視のリーシング戦略のもと賃料単価の引き上げに慎重姿勢であり、オフィスビルの収益回復には時間を要する見通しである。

2 | 保有オフィスビルのNOI成長率は今後5年間で▲2%の見通し

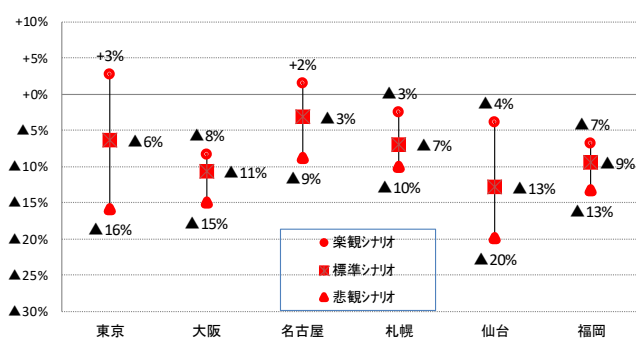
ニッセイ基礎研究所は国内6都市(東京・大阪・名古屋・札幌・仙台・福岡)のオフィス賃料予測を公表した²。今後5年間(2021年~2026年)の賃料変動率は、標準シナリオで東京が▲6%、大阪

²吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2022年2月時点)」(2022年2月21日)、「札幌オフィス市場の現況と見通し(2021年)」(2020年7月28日)、「仙台オフィス市場の現況と見通し(2021年)」(2021年6月18日)、「福岡オフィス市場の現況と見通し(2021年)」(2021年6月4日)、「名古屋オフィス市場の現況と見通し」(2021年4月16日)、「大阪オフィス市場の現況と見通し」(2021年3月29日)

が▲11%、名古屋が▲3%、札幌が▲7%、仙台が▲13%、福岡が▲9%となっている（図表-7）。このうち、「東京都心 A クラスビル賃料はオフィス需要の回復に力強さを欠くなか緩やかに下落する見通し」である。

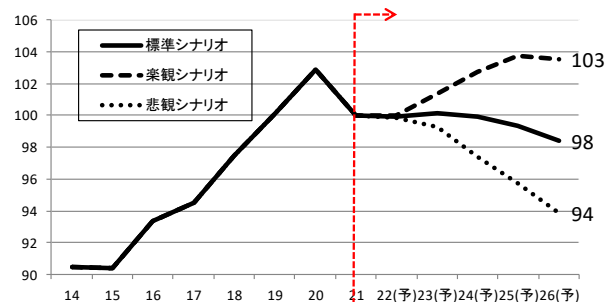
この賃料予測並びに一定の空室率上昇（+1%）を前提条件（稿末に記載）に、保有ビルの NOI 成長率（今後 5 年間）を計算した。結果は、標準シナリオで▲2%、楽観で+3%、悲観で▲6%となった（図表-8）。標準シナリオでは引き続きオフィス市況の調整を見込んでいるが、保有ビルの NOI は概ね横ばいを維持できる見通しである。

【図表-7】今後5年間のオフィス賃料予測(2021末～2026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(2021年下期=100)

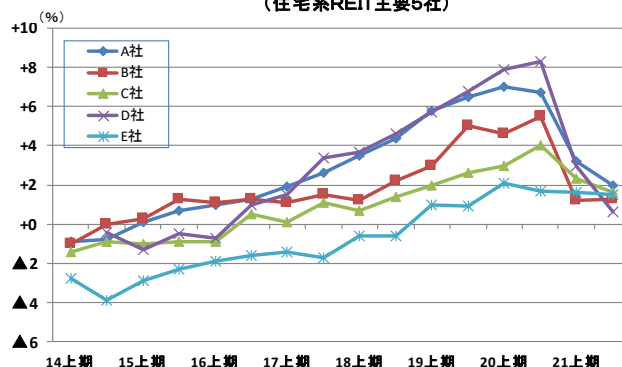


(出所)ニッセイ基礎研究所

3 | 賃貸マンションはテナント入替時の賃料上昇が大きく鈍化。東京 23 区は人口流出に転じる

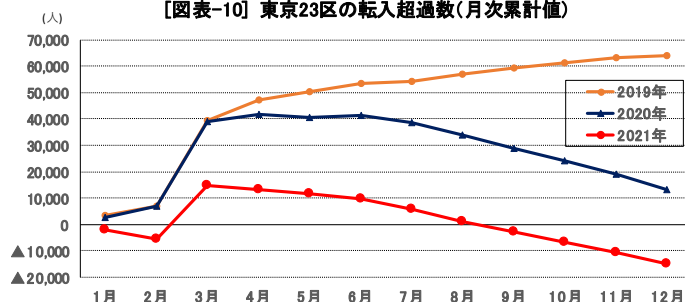
住宅系 REIT 主要 5 社の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率は大きく鈍化し、2021 年下期は 5 社平均で+1.4%となった（図表-9）。この要因の1つに、保有マンションの 7 割を占める東京 23 区の人口流出が挙げられる。住民基本台帳人口移動報告によると、2021 年の転入超過数は▲14,828 人となり、1996 年以来の転出超過となった（図表-10）。また、リーシング・マネジメント・コンサルティングのデータによると、東京都心 5 区に所在する賃貸マンションの募集賃料（月坪）は直近のピーク水準から 5 区平均で▲5%下落している。こうした市場環境を勘案し、テナント入替時の賃料上昇率は直近実績と同水準である +1%を想定する。

【図表-9】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-10】東京23区の転入超過数(月次累計値)

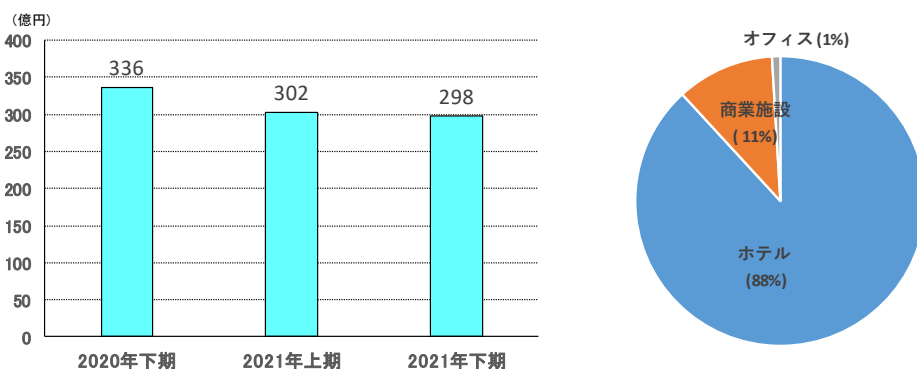


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

4 | コロナ禍による減収金額(2021 年下期)は▲298 億円。本格回復は 2023 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)を推計すると、2021 年下期は合計で▲298 億円となり、経常利益を▲9%押し下げる結果となった(図表-11)。内訳は、ホテル(88%)と商業施設(11%)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あり、翌年以降、DPU の押し上げ要因となる。しかし、年明け以降もコロナ第 6 波に伴う経済活動の制約が繰り返されるなか、ホテル市場や商業施設の回復時期は後ずれする可能性が高い。そこで、減収金額については、減収額の 8 割が 2023 年から 2026 年にかけて段階的に回復することを想定する。

【図表-11】コロナ禍に伴う減収金額(億円)



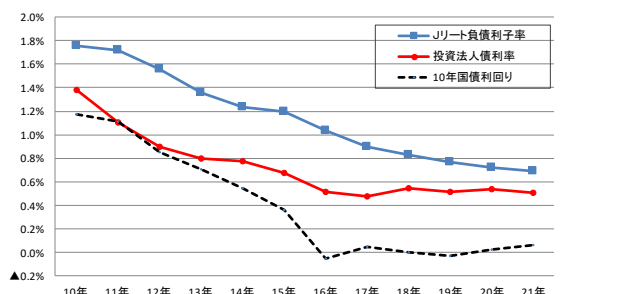
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

5 | 借入利率の変動によるDPUへの寄与度は今後5年間でゼロとなる見通し

日銀による金融緩和策が継続するなか、J-REIT 各社は好条件でデット資金を調達できている。2021 年に J-REIT が発行した投資法人債の平均利率は 0.50% (期間 9.8 年) で、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 DPU にプラス寄与している(図表-12)。

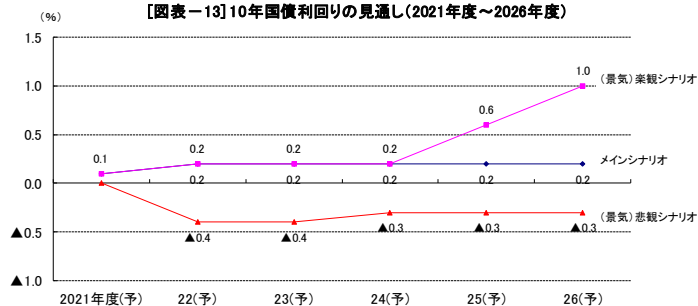
ところで、ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し³によると、「日銀の長短金利操作のもと、10 年国債利回りは現状よりも多少上振れるものの、日銀の設定するレンジの上限(0.25%程度)が壁となり、上昇幅は限定的となる(メインシナリオ)」としている(図表-13)。この金利見通しを利用して、一定の前提条件(稿末に記載)のもと借入利率の変動に伴う DPU への寄与度(今後 5 年間)を計算した。結果はメインシナリオでゼロとなり、借入利率の変動は業績に対して概ね中立となる見通しである。

【図表-12】：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)/負債平均
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

【図表-13】10年国債利回りの見通し(2021年度～2026年度)



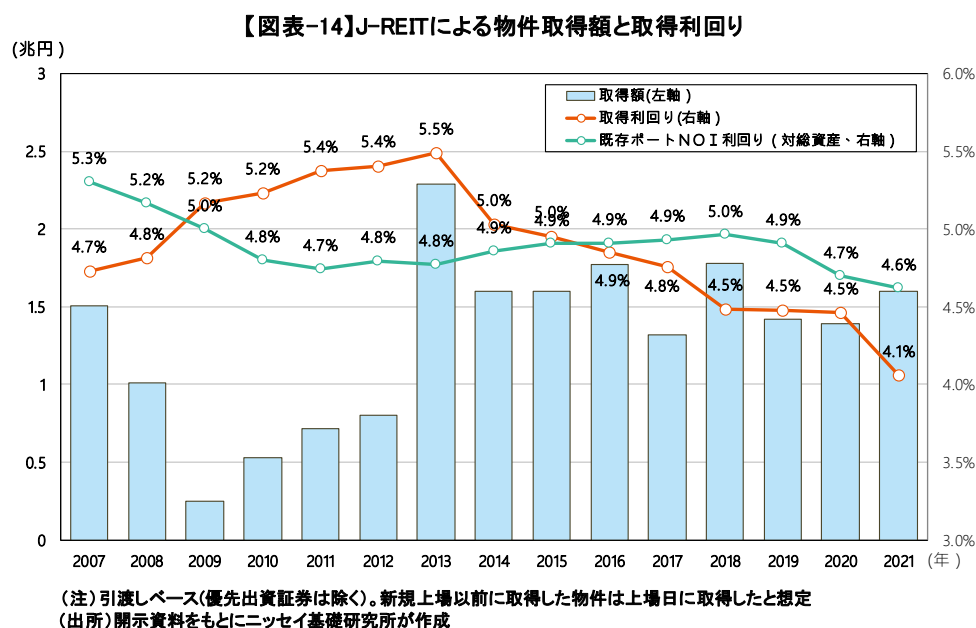
(出所)ニッセイ基礎研究所「中期経済見通し」

³「中期経済見通し(2021～2031 年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2021 年 10 月 13 日)

6 | 2021 年は取得利回りが大きく低下。今後の外部成長は DPU にプラス1%寄与する見通し

J-REIT による物件取得（外部成長）は、高い水準を維持している（図表-14）。2021 年の取得額は 1.6 兆円(前年比+15%)となり、2019 年並びに 2020 年の取得額(ともに 1.4 兆円)を上回った。一方で、国内外の投資マネーが流入し不動産利回りが低下するなか、2021 年の取得利回りは 4.1%となり大きく低下した。

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 4.1%、借入比率 50%、増資 PBR1.4 倍⁴、借入利率：金利シナリオに準ずる）。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）の効果によりプラス 1%寄与する見通し⁵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する必要がある。



7 | 今後 5 年間の DPU 成長率は+8%（年率+1.6%）となる見通し

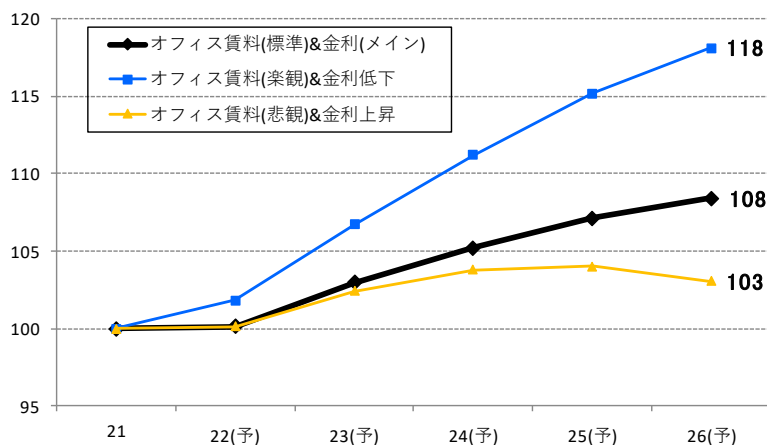
最後に、上記で設定したシナリオをもとに今後 5 年間の DPU 成長率を試算した（図表-15）。オフィス賃料（標準）と金利（メインシナリオ）を組み合わせた場合、DPU 成長率は+8%(年率+1.6%)となり、業績の回復が期待できる結果となった。内訳は内部成長が 7%（このうちコロナの収益回復が 8%）、外部成長が 1%、財務がゼロとなる。2022 年は概ね横ばいで推移するものの、来年以降、回復に向かう見通しである。ただし、DPU の成長ドライバーはコロナ禍により剥落した収益の回復であり、この要因を除くと DPU は概ね横ばいで推移する見通しである。また、オフィス賃料上振れ（楽観）と金利低下を組み合わせた場合、DPU 成長率は+18%(年率+3.6%)、オフィス賃料下振れ（悲観）と金利上昇を組み合わせた場合、DPU 成長率は+3%(年率+0.6%)となった。

⁴ 2 月末時点の市場平均 PBR(株価純資産倍率)は 1.4 倍である。

⁵ 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 口当たり純資産の上昇が補いプラスに寄与する。

現状、長引くコロナ禍の影響に加えて金融市場、国際情勢が不安定さを増すなか、J-REIT 市場の不確実性は一段と高まっている。引き続き、不動産ファンダメンタルズや金利動向、グローバルの資金フローについて注意深く分析することが求められそうだ。

【図表－15】：今後5年間のDPU見通し(2021年下期＝100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

＜主な前提条件＞

・2021年7-12月期決算60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	3%
	空室率	一律1%上昇
	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
住宅	賃料GAP	1%
	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
コロナ禍による減収額(300億円/期)		2023年以降、8割回復

○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%

○外部成長

項目	前提値
年間取得額	1.5兆円
取得利回り	4.1%
新規発行株価(PBR)	1.4倍
借入比率(LTV)	50%
借入期間	10年
利率(融資関連費用含む)	当初0.65%

○財務

項目	前提値
既存借入残存年数	4.3年
既存借入利率	0.61%
融資関連費用	0.15%
新規借入期間	10年
新規借入利率	10年金利見通しに連動

(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。