

基礎研 レポート

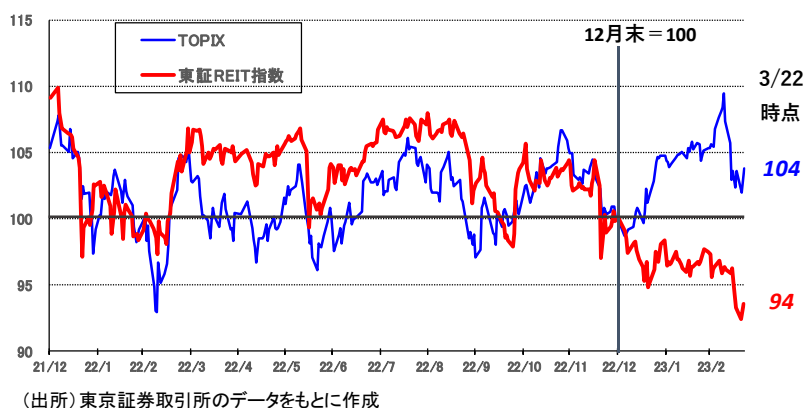
J-REIT市場の動向と収益見通し。 今後5年間で+1%成長を見込む ～シナリオ別の分配金レンジは「▲10%～+8%」となる見通し～

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

1—J-REIT 市場は年初から▲6%下落。金利の先高観から下値を切り下げる展開

今年に入り、J-REIT（不動産投資信託）市場は金利の先高観から下値を切り下げる展開となっている。日本銀行は2022年12月20日の金融政策決定会合において、「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）」の許容変動幅を±0.50%へ拡大し、10年国債利回りの上昇を容認した。新年度からは植田日銀新総裁のもと、大規模緩和の修正が想定され、多くの投資家は金利上昇の影響を見極めるべく様子見の姿勢を強めている。東証REIT指数とTOPIX(東証株価指数)の値動きを比較すると、12月20日のYCC修正前までは概ね連動していたが、その後はパフォーマンスに格差が生じている（図表1）。株式市場が年初から4%上昇したのに対して、J-REIT市場は昨年来の安値を更新するなど株式を約10%アンダーパフォームしている（3/22時点）。

図1 東証REIT指数とTOPIXの推移（22年12月末=100）

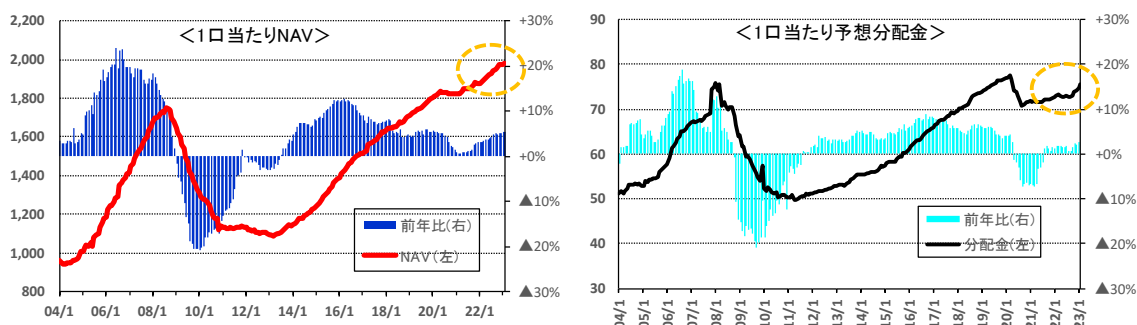


このように、投資口価格が軟調に推移する一方で、足もとのJ-REIT市場のファンダメンタルズは堅調である。市場全体の1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)は、不動産価格の上昇によって前年比+5%増加し、コロナ禍で一時落ち込んだ1口当たり予想分配金(Distributions Per Unit、以下DPU)についても不動産売却益の計上やホテル収益の回復が寄与し始めたことで改善基調にある（図表-2）。

もともと、業績の先行きは予断を許さない。運用資産の約4割を占めるオフィスセクターは賃貸市況の調整が長期化している。また、今後は、金利上昇に伴う利払い費用の増加や投資口価格の低迷などで資金調達コストが上昇し外部成長の鈍化が懸念される。収益拡大のドライバーが見通し難いなか、DPUの回復が今後どこまで期待できるのか、不透明感が強まっている。

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口当たり予想分配金（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

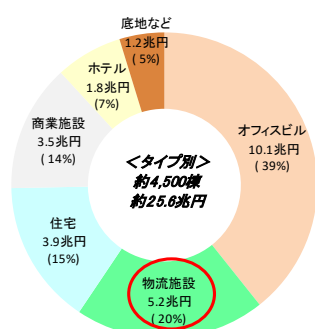
2——保有不動産は約4,500棟・25.6兆円。1口当たり分配金(DPU)は前年比プラスで推移

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の成長を図る。

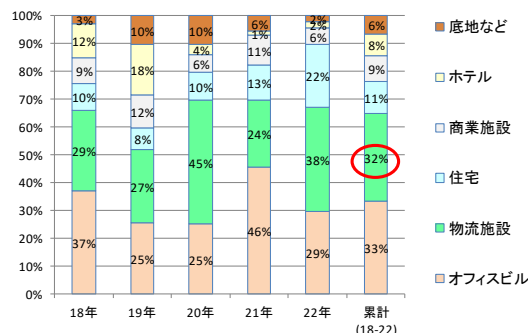
まず、2022年12月末時点のJ-REITの保有不動産は全体で約4,500棟、金額にして約25.6兆円となっている（図表-3）。アセットタイプ別では、オフィス(10.1兆円、39%)、物流施設(5.2兆円、20%)、住宅(3.9兆円、15%)、商業施設(3.5兆円、14%)、ホテル(1.8兆円、7%)、底地など(1.2兆円、5%)の順に多い。また、過去5年間の取得額(約7.0兆円)の内訳をみると、物流施設の比率(32%)が拡大し、オフィスに次ぐ第2のセクターとして地位を確立している。

【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(22.12月末時点)
(鑑定評価額ベース)



○新規取得額(2018年~2022年)
(取得価額ベース)

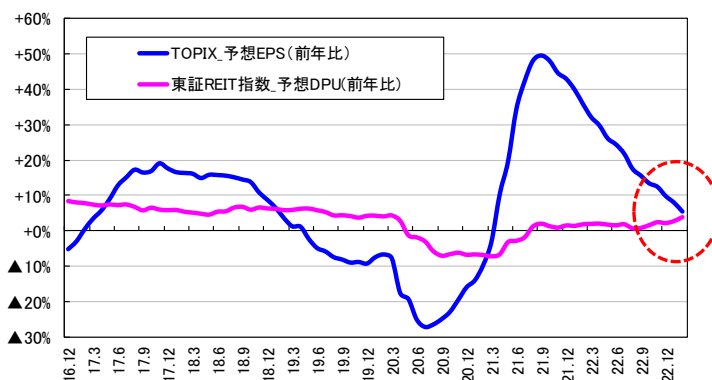


(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

次に、業績動向を確認する。J-REIT 市場全体の予想 DPU は 2020 年 3 月のコロナ危機を受けてホテルや商業施設を中心に事業環境が悪化し、2020 年 3 月をピークに▲9%減少した。その後は 2021 年後半から前年比プラスに浮上し、現在はホテル収益の回復が寄与し前年比+4%と上向いている(図表-4)。一方、株式市場の予想 EPS をみると増益率が鈍化しており、両市場の業績モメンタムの格差は縮小傾向にある。

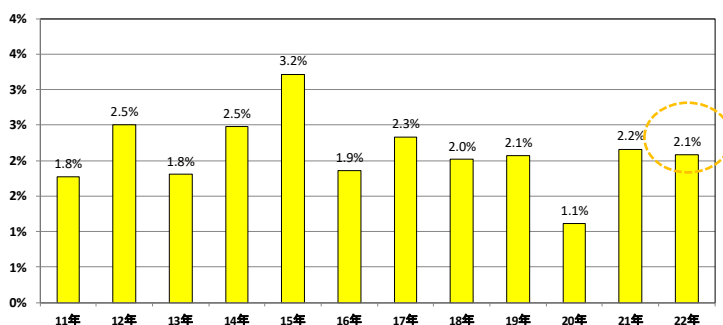
また、J-REIT の実績 DPU は事前予想に対して上振れて着地している。2022 年（1 月～12 月決算）の上方修正率は+2.1%で、引き続き高い予測精度を確保できている（図表-5）。不動産価格が高値圏にある市場環境を好機と捉えて、J-REIT 各社は鑑定評価に対して 10%を超える価格で物件を売却し売却益を計上することで、投資主への利益還元を強化している（図表-6）。

[図表-4] J-REIT市場の予想DPUと株式市場の予想EPS(前年比)



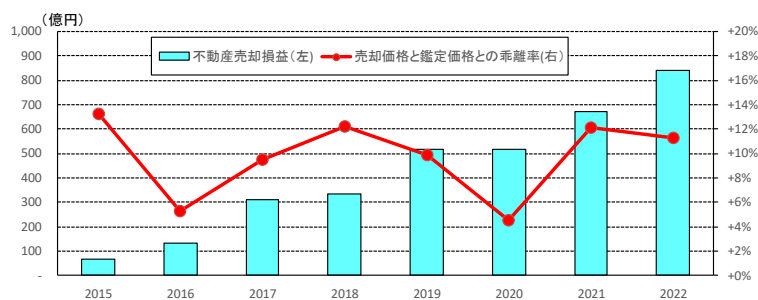
(出所)開示資料、データストリームよりニッセイ基礎研究所が作成

[図表-5]事前予想に対する実績DPUの修正率



(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

[図表-6]不動産売却損益、売却価格と鑑定評価の乖離率



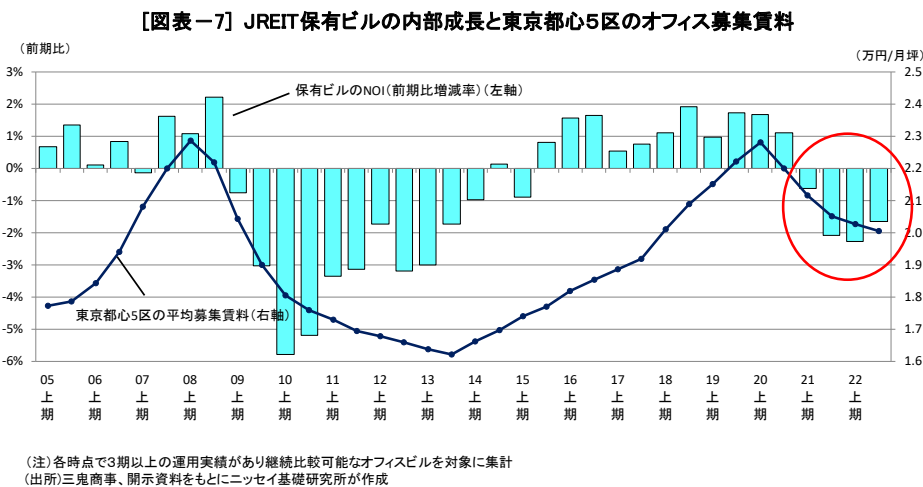
(注)売却損益は発表日ベースで集計(取引コストなどは含まず)

(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年から前期比マイナスに転じる。2022年は▲3.9%減少

三鬼商事によると、東京都心5区の空室率(23年2月)は6.15%(前年比▲0.26%)となり、21カ月連続6%台で推移している。平均募集賃料についても31カ月連続で下落し、2020年7月をピークに▲13%下落した。地方都市についても総じて空室率が上昇し、オフィス市場はコロナ禍を契機に調整局面を迎えている。J-REITが保有するオフィスビルの収益も2021年上期から前期比マイナスに転じた。継続比較可能な保有ビルを対象に賃貸事業収益(NOI)の増減率を確認すると、2022年は上期が▲2.3%、下期が▲1.6%となり年間で▲3.9%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、コロナ禍以降、マイナスに寄与している(図表-7)。



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乖離率)を集計すると、全体ではほぼゼロ(継続賃料≒市場賃料)になったと推計される。J-REIT各社は稼働重視のリーシング戦略のもと募集要件など柔軟に対応する姿勢を強めており、オフィスビルの収益回復にはしばらく時間を要することになりそうだ。

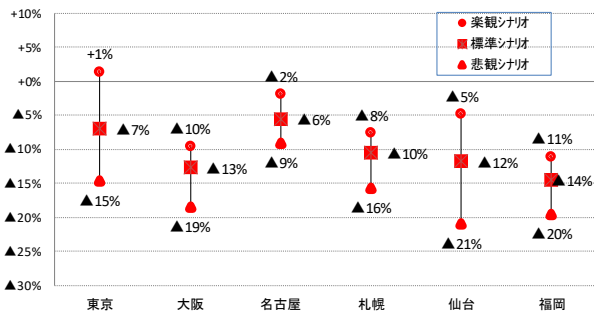
2 | 保有オフィスビルのNOIは今後5年間で▲4%減少する見通し

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(2022年~2027年)の賃料変動率は、標準シナリオで東京が▲7%、大阪が▲13%、名古屋が▲6%、札幌が▲10%、仙台が▲12%、福岡が▲14%となっている(図表-8)。このうち、「東京都心Aクラスビルはオフィス需要が力強さを欠き空室率が上昇するなか、成約賃料についても下落する見通し」である。

¹吉田資「大阪オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年3月10日)、「東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2023年2月時点)」(2023年2月21日)、「札幌オフィス市場の現況と見通し(2022年)」(2022年7月1日)、「仙台オフィス市場の現況と見通し(2022年)」(2022年6月28日)、「福岡オフィス市場の現況と見通し(2022年)」(2022年5月30日)、「名古屋オフィス市場の現況と見通し(2022年)」(2022年5月17日)

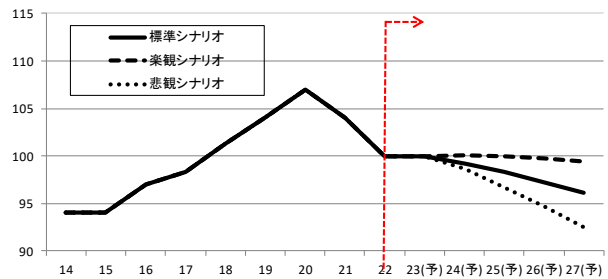
この賃料予測並びに一定の前提条件（稿末に記載）に、保有ビルの NOI 成長率（今後 5 年間）を計算した。結果は、標準シナリオで▲4%、楽観シナリオで▲0%、悲観シナリオで▲7%となった(図表-9)。保有ビルの NOI はオフィス市況の調整を反映し弱含みで推移する見通しである。

【図表-8】今後5年間のオフィス賃料予測(2022年末~2027年末)



(出所)ニッセイ基礎研究所

【図表-9】J-REIT保有ビルのNOI見通し(2022年下期=100)

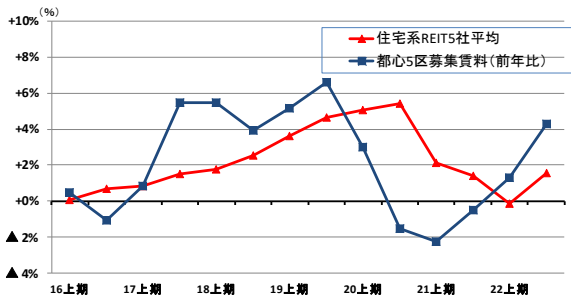


(出所)ニッセイ基礎研究所

3 | 賃貸マンションはテナント入替時の賃料がプラスに反転。東京 23 区の人口は転入超過に転じる

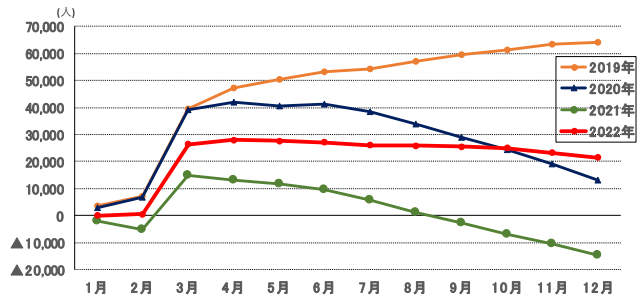
住宅系 REIT 主要 5 社の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率（5 社平均）はピーク時の+5.4%から 2022 年上期には 0%に縮小したものの、下期は早くも反転し+1.6%となった(図表-10)。リーシング・マネジメント・コンサルティングのデータによると、東京都心 5 区に所在する賃貸マンションの募集賃料(月坪)は 2021 年下期にボトムを付けた後、足もとで上昇率が拡大している。この要因の1つに、保有マンションの 6 割強を占める東京 23 区の人口動態が挙げられる。住民基本台帳人口移動報告によると、2021 年はコロナ禍を受けて▲14,828 人の転出超過となったが、2022 年は+21,420 人の転入超過に転じた(図表-11)。コロナ禍前の水準には及ばないものの東京への人口回帰が進むなか、テナント入替時の賃料上昇率については、2022 年下期と同水準の+2%を想定する。

【図表-10】住宅テナント入替時の賃料変動率と東京都心5区募集賃料(前年比、平均)



(注)テナント入替時の賃料変動率は住宅系REIT5社、東京都心5区募集賃料は各区の平均値
(出所)開示資料、リーシング・マネジメント・コンサルティングの資料をもとに作成

【図表-11】東京23区の転入超過数(月次累計値)



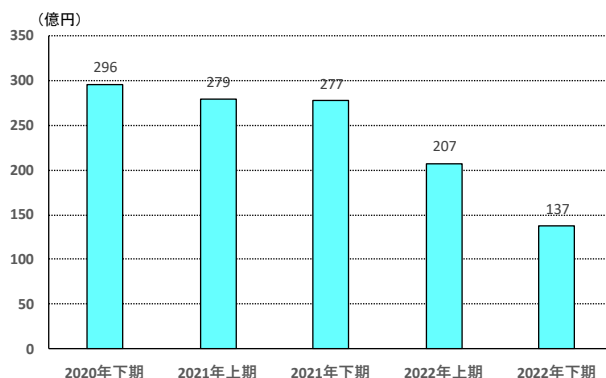
(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

4 | コロナ禍によるホテルの減収金額(2022 年下期)は▲137 億円。ピーク時の半分程度に縮小

J-REIT 各社の開示資料をもとにコロナ禍によるホテルの減収金額を推計すると、2022 年下期は合計▲137 億円となり、市場全体の経常利益を約▲4%押し下げたと考えられる(図表-12)。宿泊旅行統計調査によると、昨年 10 月以降、政府の全国旅行支援や水際緩和を背景に、2022 年 12 月の延べ宿泊者数は 2019 年対比▲0.2%とコロナ禍前の水準を回復した。こうした事業環境の改善を追い風に、

ホテルの減収金額はピーク時の半分程度に縮小した。今年からインバウンド需要の本格回復が期待されるなか、今後については、減収額の8割（▲110億円）が2023年から2025年にかけて段階的に回復することを想定する。

【図表-12】コロナ禍に伴うホテルの減収金額(推計値)



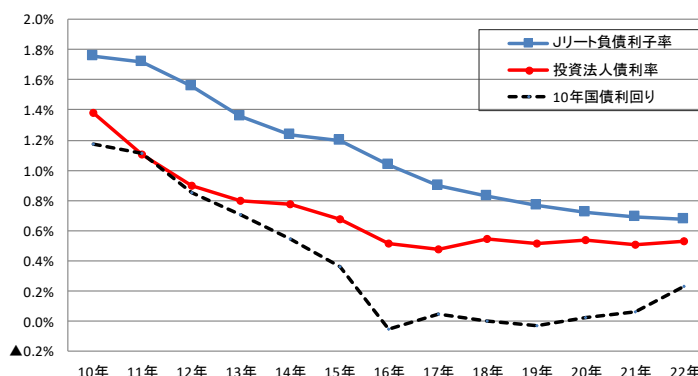
(出所)ニッセイ基礎研究所

5 | 「財務戦略」によるDPUへの寄与は今後5年間で▲1%となる見通し

昨年は市場金利が上昇するなか、J-REIT 各社は期間と利率のバランスを図りながら長期資金を低い利率で調達できている。2022年にJ-REITが発行した投資法人債の平均利率は0.53%（期間7.0年）となった。ただし、既存と新規の借入利率の乖離が縮小するなか、J-REIT全体の負債利率の低下は緩やかとなり、DPUへのプラス寄与は限界に近づきつつある(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、「新総裁が就任する新年度以降、枠組みの修正を絡めて実質的に10年国債利回りの小幅な上昇を容認する(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▲1%となり、「財務戦略」のDPUへの寄与はマイナスに転じる見通しである。

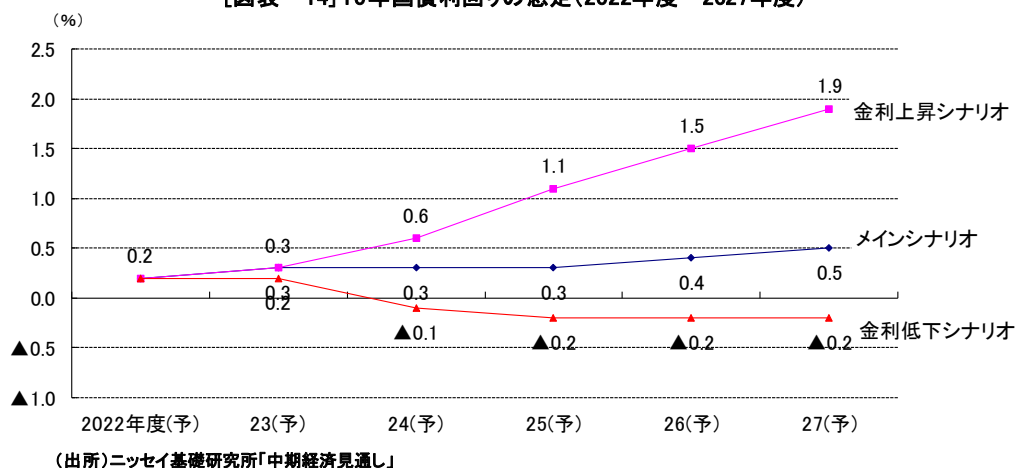
【図表-13】負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率の推移



(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

² 「中期経済見通し(2022~2032年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2022年10月12日)

【図表-14】10年国債利回りの想定(2022年度~2027年度)

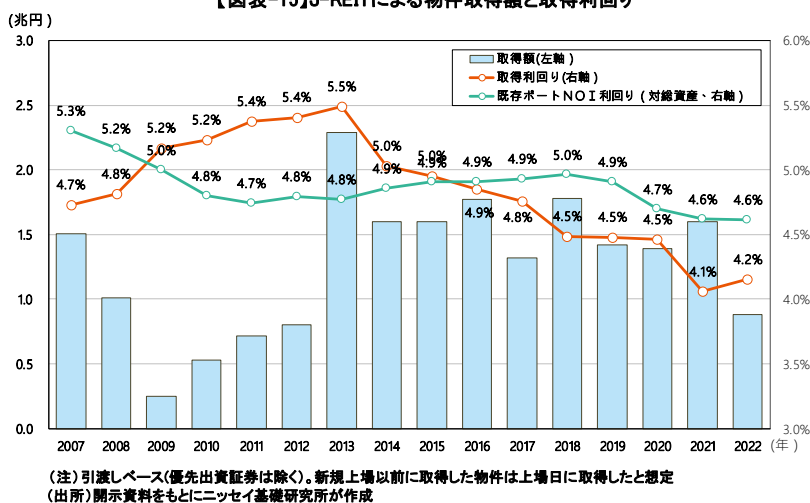


6 | 2022年は「外部成長」が大きく鈍化。「外部成長」によるDPUへの寄与度はゼロを見込む

昨年、J-REITによる物件取得は資金調達コストの上昇などから急ブレーキがかかり大幅に減少した(図表-15)。2022年の取得額は8,783億円(前年比▲45%)となり、アベノミクス効果で市場が本格回復した2013年以降では最も少なく、10年ぶりに1兆円を下回った。取得利回りについても、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、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、昨年の取得実績を踏まえて、「外部成長」について以下のシナリオを想定し、今後5年間のDPUへの寄与度を計算した(年間1.0兆円取得、取得利回り4.2%、借入比率50%、増資PBR1.3倍³、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一方、プレミアム増資(PBR1倍超)の効果が相殺し、「外部成長」の寄与はゼロとなる見通し⁴である。しかし、プレミアム増資は投資口価格の水準に依存することに留意する必要がある。

【図表-15】J-REITによる物件取得額と取得利回り



³ 2月末時点の市場平均PBR(株価純資産倍率)は1.3倍である。

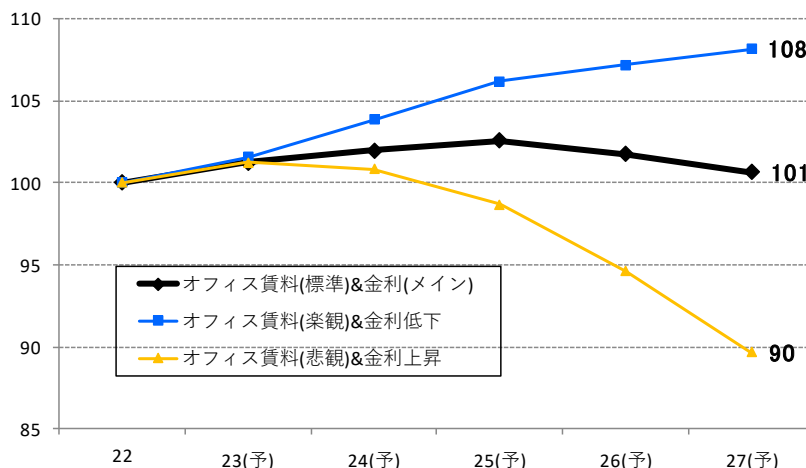
⁴ 取得利回り低下に伴う総資産利益率(ROA)の悪化を、プレミアム増資に伴う1口当たり純資産の上昇が補う関係にある。

7 | 今後5年間のDPU成長率はメインシナリオで+1% (▲10%~+8%) 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)。オフィス賃料(標準シナリオ)と金利(メインシナリオ)を組み合わせた場合、DPU成長率は+1%で概ね横ばいの結果となった。内訳は「内部成長」が+2%(このうちホテル収益の回復が+3%)、「外部成長」がゼロ、「財務戦略」が▲1%で、2025年まで増配を維持した後、2026年から減配に転じる見通しである。ただし、DPUの成長ドライバーはコロナ禍により剥落したホテル収益の回復であり、この要因を除くと今後5年間のDPU成長率はマイナスとなる見通しである。また、楽観シナリオとして、オフィス賃料上振れと金利低下を組み合わせた場合、DPU成長率は+8%(年率+1.6%)、悲観シナリオとして、オフィス賃料下振れと金利上昇を組み合わせた場合、DPU成長率は▲10%(年率▲2.1%)となった。

現状、国内では日銀の金融政策やオフィス市況、海外では中央銀行の金融引き締めや銀行の経営不安など、J-REIT市場を取り巻く外部環境は不確実性を増している。引き続き、不動産ファンダメンタルズや日米の金融政策、金融システムの動向を注視する必要があるようだ。

[図表-16] 今後5年間のDPU見通し(2022年下期=100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

<主な前提条件>

・2022年7-12月期決算61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	1.0兆円
	賃料GAP	0%	取得利回り	4.2%
	空室率	横ばい	新規発行株価(PBR)	1.3倍
	テナント入退去率	年8%	借入比率(LTV)	50%
	賃貸借期間	2年	借入期間	7年
	更新賃料水準	賃料GAPの1/2	利率(融資関連費用含む)	当初0.78%
賃貸マンション	入替時賃料変動率	2%		
	テナント入退去率	年25%		
	賃貸借期間	2年		
オフィス・住宅・ホテル以外	NOI	横ばい		
コロナ禍によるホテル減収額(▲137億円/期)		2023年以降、8割回復		
○その他			○財務戦略	
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	0.58%
			融資関連費用	0.15%
			新規借入期間	7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もありません。