

基礎研 レポート

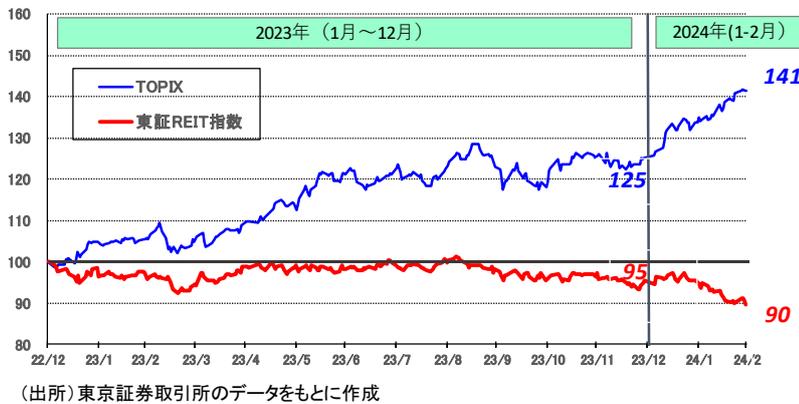
J-REIT市場の動向と収益見通し。 借入金利上昇を背景に今後5年間で▲5%減益を見込む ～シナリオ別の分配金レンジは「▲18%～+7%」となる見通し～

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。金利の先高観やJリート投信からの資金流出が重しに

今年に入り、J-REIT（不動産投資信託）市場は下値を切り下げる展開が続く。市場全体の値動きを表わす東証REIT指数は昨年▲4.6%下落し、今年も▲6.0%下落している（2月末時点）。史上最高値を更新し活況に沸く株式市場（TOPIX）と比較すると、2023年以降、TOPIXが+41%上昇したのに対して、東証REIT指数は▲10%下落し、両者のパフォーマンス格差が一段と拡大している（図表-1）。

【図表-1】東証REIT指数とTOPIXの推移（22年12月末=100）



日本銀行による金融政策正常化に伴う金利の先高観や世界的に広がる不動産セクターへの警戒感に加えて、需給面では新NISAを契機としたJリート投信（毎月分配型）からの資金流出が重しとなり、投資家は様子見の姿勢を強めている。

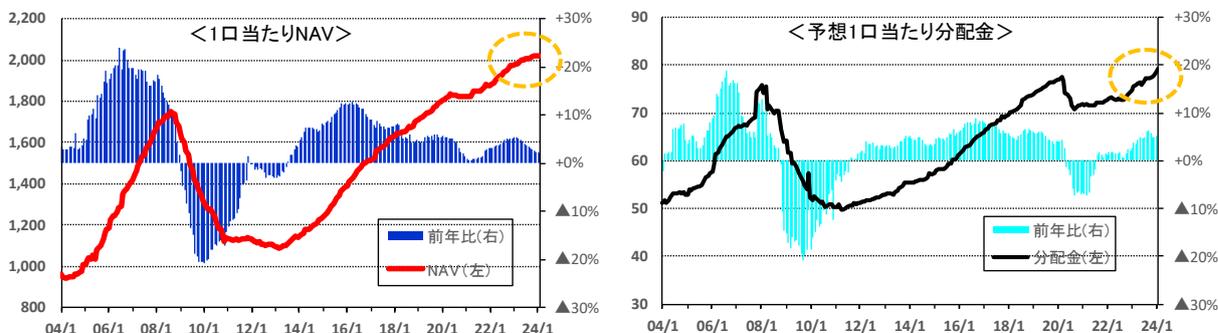
もっとも、投資口価格が下落する一方で、J-REIT市場のファンダメンタルズは堅調である。市場全体の1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)は、保有不動産の価格上昇を反映し前年比+2%増加し、予想1口当たり分配金(Distributions Per Unit、以下DPU)についてもホテル収益の本格回復や不動産売却益の計上が寄与し前年比+5%増加している（図表-2）。

こうした市場価格とファンダメンタルズのかい離は、いずれ修正に向かうと考えられるが、そ

の前提となる J-REIT 市場の業績回復はどの程度期待できるだろうか。

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と予想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

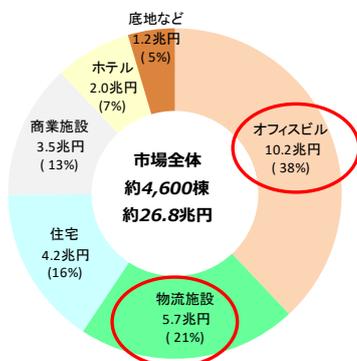
2——保有不動産は約 4,600 棟、金額にして 26.8 兆円。予想1口当たり分配金は過去最高水準に

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、利益のほぼ全額を投資主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、2023 年 12 月末時点の J-REIT の保有不動産は全体で約 4,600 棟、金額にして約 26.8 兆円の規模となっている（図表-3）。アセットタイプ別では、オフィス(10.2 兆円、38%)、物流施設(5.7 兆円、21%)、住宅(4.2 兆円、16%)、商業施設(3.5 兆円、13%)、ホテル(2.0 兆円、7%)、底地など(1.2 兆円、5%) の順に多い。過去 5 年間の物件取得額(6.4 兆円)の内訳をみると、物流施設の比率が 31% を占めて、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。

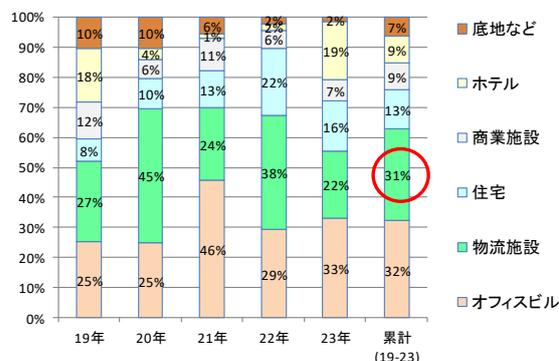
【図表-3】 J-REITの保有不動産及び新規取得額(アセットタイプ別)

○保有不動産(23年12月末時点、鑑定評価額ベース)



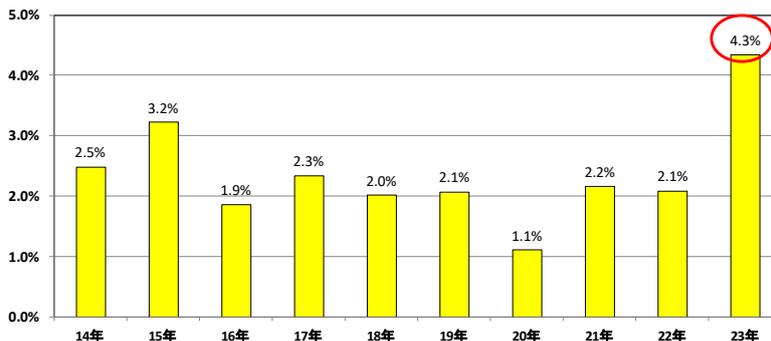
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

○新規取得額(2019年~2023年)
(取得価額ベース)



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を受けてホテルセクターを中心に事業環境が悪化し、2019 年末対比で一時▲8%減少した。その後は緩やかな回復基調を辿り、現在は過去最高水準に達している(図表-2、右図)。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おり、2023 年(1月~12月期決算)の上方修正率は+4.3%となった(図表-4)。この上振れ要因の1つに、不動産売却益の計上が挙げられる。不動産価格が高値で推移する現在のマーケット環境を好機と捉えて、J-REIT 各社は鑑定評価を8%程度上回る価格で保有不動産を売却し、投資主への利益還元を強化している(図表-5)。

[図表-4]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-5]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

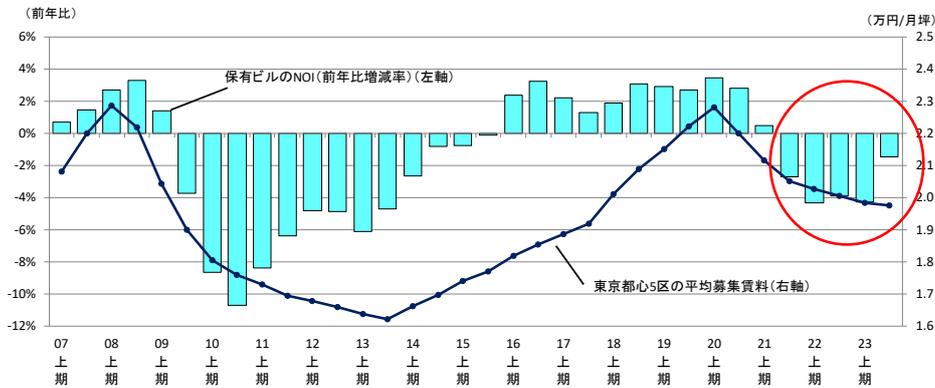
1 | 保有オフィスビルのNOIは減少が続く。2023年下期は前年同期比▲1.4%減少

三鬼商事によると、東京都心5区のオフィス空室率(24年2月)は5.86%(前年比▲0.29%)となり、2022年9月(6.49%)をピークに改善基調にある。また、平均募集賃料についても前月比プラスに転換するなど足もとで底打ち感がみられる。地方都市では新規供給の増加を受けて空室率が上昇している都市もあるが、募集賃料は前年比プラスで推移している¹。このように、コロナ禍を契機に悪化した

¹佐久間誠「東京オフィス市場は賃料が下げ止まり。宿泊需要はコロナ禍前を上回る(不動産クォーターリー・レビュー2023年第4四半期)」(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2024年2月7日)

オフィス市場は空室率の上昇が概ね一巡し、調整局面を脱しつつあると言える。一方、J-REITが保有するオフィスビルの収益は減少が続いている。継続比較可能な保有ビルを対象に賃貸事業収益(NOI)の推移(前年比増減率)を確認すると、2021年からマイナスに転じ、2023年上期は前年同期比▲4.3%、下期は▲1.4%となった。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-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



(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)三晃商事、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オフィスビルの賃料ギャップ(市場賃料と継続賃料の乖離率)を集計すると全体で▲1%と推計され、現状、市場賃料が継続賃料を下回る状態にある。したがって、オフィスビルの収益は減少率が縮小傾向にあるものの、その反転時期は今後の市場動向次第と考えられる。

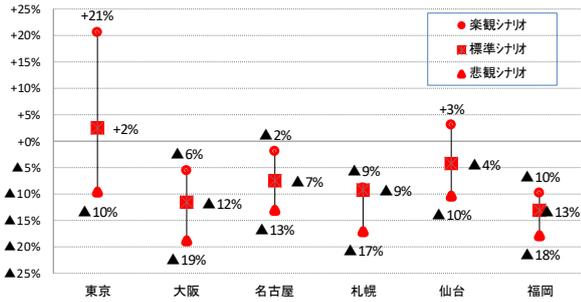
2 | 保有オフィスビルのNOIは今後5年間で▲1%減少する見通し(標準シナリオ)

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(2023年~2028年)の賃料変動率は、標準シナリオで東京が+2%、大阪が▲12%、名古屋が▲7%、札幌が▲9%、仙台が▲4%、福岡が▲13%となっている(図表-7)。このうち、東京については「新規供給が高水準で推移する一方、オフィス環境整備に向けた需要は底堅いことから、空室率の上昇は限定的で、成約賃料は概ね横ばいで推移する見通し」である。

この賃料予測並びに一定の前提条件(稿末に記載)に、保有オフィスビルのNOI成長率(今後5年間)を計算した。結果は、標準シナリオで▲1%、楽観シナリオで+4%、悲観シナリオで▲6%となった(図表-8)。

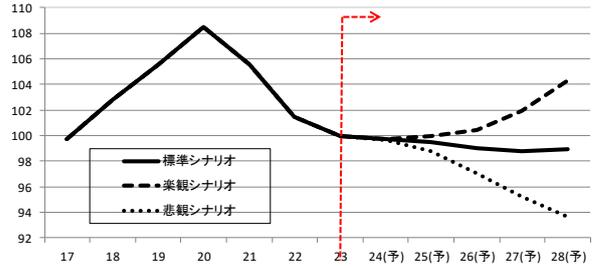
²吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2024年2月時点)」(2024年2月9日)、「札幌オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年7月28日)、「仙台オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年7月19日)、「福岡オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年6月21日)、「名古屋オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年5月31日)、「大阪オフィス市場の現況と見通し(2023年)」(2023年3月10日)

【図表-7】今後5年間のオフィス賃料予測(2023年末~2028年末)



(出所)ニッセイ基礎研究所

【図表-8】J-REIT保有ビルのNOI見通し(2023年下期=100)

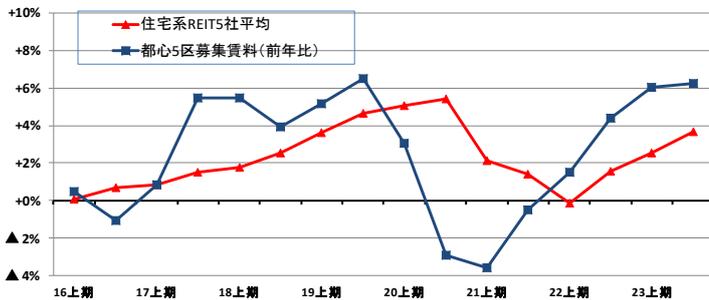


(出所)ニッセイ基礎研究所

3 | 賃貸マンションは賃料上昇率が拡大。テナント入替時の上昇率は+3%を想定

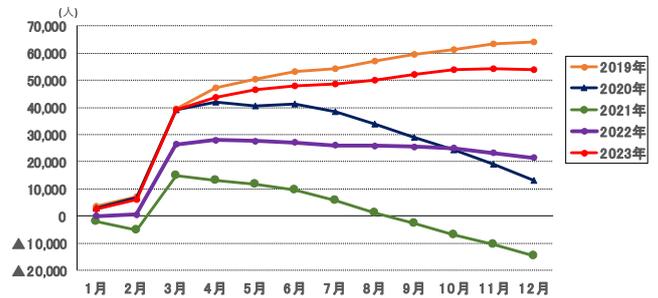
住宅系 REIT 主要 5 社の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率（5 社平均）は+3.7%（2023 年下期）となり、プラス圏で推移している(図表-9)。この要因の1つに、保有マンションの6割強を占める東京 23 区への人口回帰が挙げられる。住民基本台帳人口移動報告によると、2021 年はコロナ禍を受けて▲14,828 人の転出超過となったが、2022 年は+21,420 人、2023 年は+53,899 人の転入超過となった(図表-10)。また、リーシング・マネジメント・コンサルティングによると、東京都心5区に所在する賃貸マンションの募集賃料(月坪)の上昇率はコロナ禍前の水準を回復し、前年比+6%となっている。こうした市場環境を勘案し、賃貸マンションのテナント入替時の賃料上昇率は+3%を想定する。

【図表-9】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-10】東京23区の転入超過数(月次累計値)

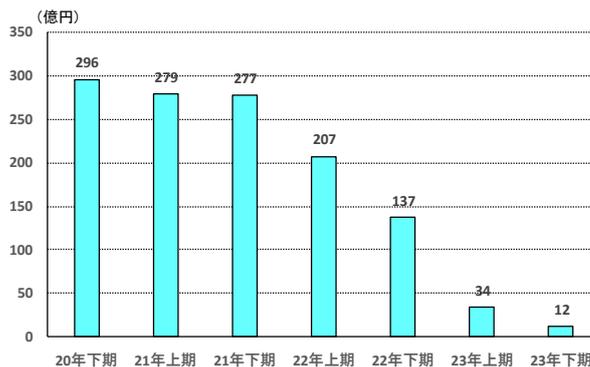


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

4 | コロナ禍によるホテルの減収金額は▲12 億円(2023 年下期)と推計。収益ダメージはほぼ消滅

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、2023 年下期は▲12 億円となり、収益ダメージはほぼ消滅したと考えられる(図表-11)。宿泊旅行統計調査によると、2023 年 12 月の延べ宿泊者数は 2019 年同月対比+7.6%とコロナ禍前の水準を上回った。今後についてもインバウンド需要のさらなる拡大を背景にホテル収益の改善が期待される。こうした市場環境やホテル系 REIT 主要 2 社の業績見通しなどを参考に、ホテルの NOI は 2024 年下期に 50 億円増加(市場全体の経常利益を+1.6%押し上げ)し、その後は横ばいでの推移を想定する。

【図表-11】コロナ禍に伴うホテルの減収金額(推計値)

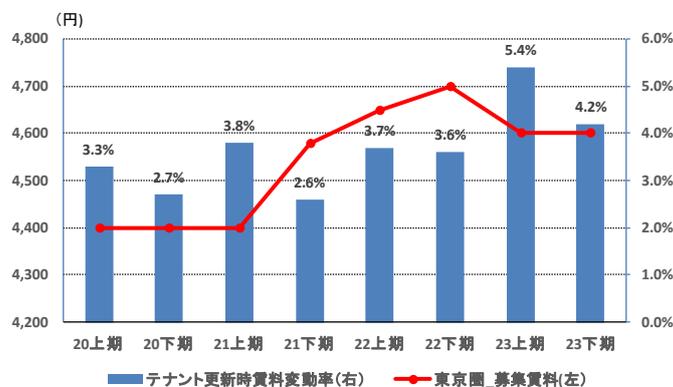


(出所)ニッセイ基礎研究所

5 | 物流施設の賃料は堅調を維持。テナント更新時の賃料上昇率は+4%を想定

物流系 REIT 主要 12 社の開示資料によると、テナント更新時の賃料変動率（12 社平均）は 2023 年下期+4.2%となり、契約更新時において賃料増額を実現できている(図表-12)。また、一五不動産情報サービスによると、東京圏の募集賃料(2023 年 10 月)は 4600 円/月坪と高い水準で推移している。EC 市場の拡大や企業の物流効率化・サプライチェーン見直しに伴う賃貸ニーズは旺盛で、J-REIT が保有する先進的物流施設の需要は強いと言える。そこで、こうした市場環境を勘案し、物流施設のテナント更新時の賃料上昇率は+4%を想定する。

【図表-12】物流テナント更新時の賃料変動率と東京圏の募集賃料

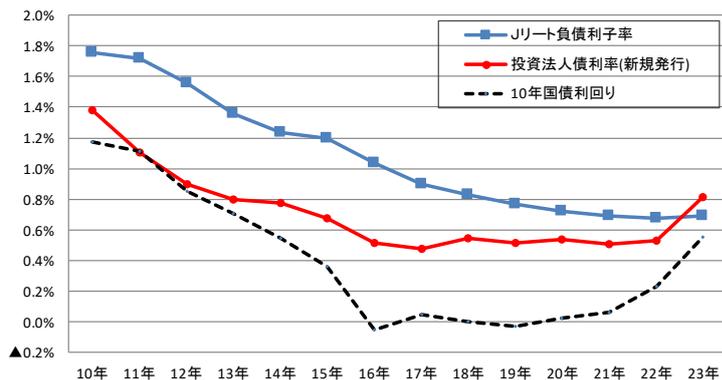


(注)テナント更新時の賃料変動率は物流系REIT12社の平均値
(出所)開示資料、一五不動産情報サービスの資料をもとに作成

6 | 『財務戦略』によるDPUへの寄与度は今後5年間で▲5%となる見通し(メインシナリオ)

2023 年に入り、J-REIT 各社は長期固定金利の借入を中心としつつ、借入期間の短縮や変動金利での調達を増やすなどして財務負担の軽減を図っている。2023 年に J-REIT が発行した投資法人債の平均利率は 0.81%(2022 年 0.53%)、発行期間は 5.8 年(同 7.0 年)となった。市場金利が上昇し新規の借入利率が既存の利率を上回るなか、今後は支払利息の増加が DPU にマイナス寄与すると考えられる(図表-13)。

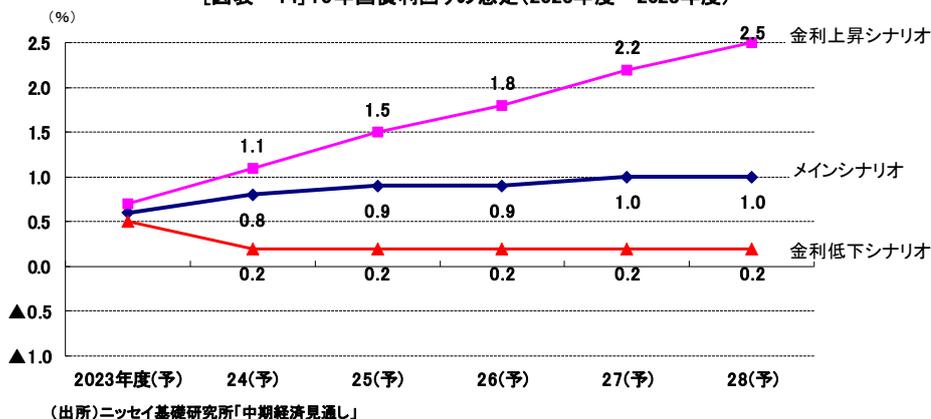
【図表-13】J-REIT負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率の推移



(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

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、「日本銀行による YCC（イールドカーブ・コントロール）撤廃やマイナス金利政策解除を受けて金利上昇圧力が高まる一方、国債買入れの効果などもあり、10年国債利回りは1%程度の水準に留まる(当初5年間)」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▲5%となり、『財務戦略』は DPU にマイナス寄与する見通しである⁴。

【図表-14】10年国債利回りの想定(2023年度~2028年度)



7 | 『外部成長』による DPU への寄与度は▲2%となる見通し

昨年、J-REIT による物件取得額は 1 兆 1,043 億円となり、2 年ぶりに 1 兆円の台を上回った(図表-15)。インバウンド需要の回復を背景にホテルの取得額(208 億円→2,107 億円)が大きく増加した一方、物流施設の取得額は 3 年連続で減少した。また、不動産価格が高値圏で推移するなか、2023 年の平均取得利回りは 4.1%と既存ポートフォリオ利回り(4.7%)を下回る水準での取得が続く。こうした市場環境を踏まえて、J-REIT の『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 PBR1.2 倍

³ 「中期経済見通し(2023~2033 年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2023 年 10 月 12 日)

⁴ 借入利率が 0.1%上昇(低下)した場合、分配金は 1.6%減少(増加)する。

5、借入利率：金利シナリオに準ずる)。結果は、取得利回りの低下や借入利率の上昇に伴う総資産利益率(ROA)の悪化が、プレミアム増資 (PBR 1 倍超) によるプラス効果を上回るため、『外部成長』の DPU への寄与度は▲2%となる見通しである。このようにしてみると、不動産利回りが低下し資金調達コストが上昇する現在の環境下において、『外部成長』による DPU 成長の実現はハードルが高く、J-REIT 各社には慎重な対応が望まれよう。

【図表-15】J-REITによる物件取得額と取得利回り



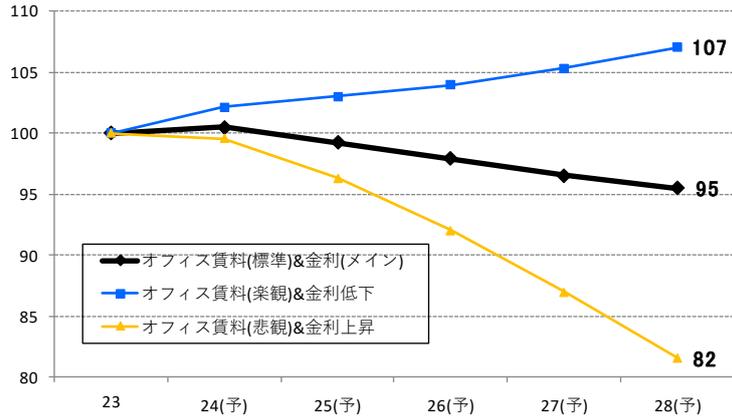
8 | 今後 5 年間の DPU 成長率はメインシナリオで▲5% (▲18%~+7%) の見通し

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▲5% (年率▲1.0%) となった。内訳は「内部成長」が+2%、「外部成長」が▲2%、「財務戦略」が▲5%で、2024 年はプラス成長を維持するものの、2025 年から減配に転じる結果となった。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+7%(年率+1.4%)、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▲18%(年率▲3.6%) となった。

今後、日本経済の正常化に伴い、「金利のある世界」・「インフレのある世界」を想定すると、DPU の持続的成長には金利とインフレに打ち克つ『内部成長』の実現が鍵となる。投資口価格が低迷し外部環境も先行き不透明感を増すなか、引き続き、不動産ファンダメンタルズや日米の金融政策の動向を注視する必要があるようだ。

⁵ 2 月末時点の市場平均 PBR (株価純資産倍率) は 1.2 倍である。

[図表-16] 今後5年間のDPU見通し(2023年下期=100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

<主な前提条件>

・2023年7-12月期決算59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	弊社の賃料予測を使用
	賃料GAP	▲1%
	空室率	横ばい
	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
賃貸マンション	入替時賃料変動率	プラス3%
	テナント入退去率	年25%
	賃貸借期間	2年
物流施設	更新時賃料変動率	プラス4%
	契約残存期間	5年
ホテル	収益改善額	50億円/期(25年以降横ばい)
その他資産	NOI	横ばい

○外部成長

項目	前提値
年間取得額	1.0兆円
取得利回り	4.2%
新規発行株価(PBR)	1.2x
借入比率(LTV)	50%
借入期間	6年
利率(融資関連費用含む)	当初0.96%

○財務戦略

項目	前提値
既存借入残存年数	4.0年
既存借入利率	0.60%
融資関連費用	0.16%
新規借入期間	6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。