

基礎研 レポート

J-REIT市場の動向と収益見通し。
財務負担増加が内部成長を上回り、
今後5年間で▲7%減益を見込む
～シナリオ別のレンジは「▲20%～+10%」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 市場は底打ちの機運がみられるも、金利上昇への警戒感から一進一退の動き

J-REIT（不動産投資信託）市場は昨年まで3年連続で下落していたが¹、今年に入り、底打ちの機運がみられる（図表-1）。J-REITを投資対象とする公募投信（ETF 除き）からの資金流出が一巡し、需給悪化への懸念が後退しつつあることに加え、割安なバリュエーションに着目した外資系アクティビストによる公開買い付け表明²が好感され、東証 REIT 指数は一時 1700 ポイント台を回復した。もともと、日本銀行の政策金利引き上げに伴う市場金利の急上昇や、トランプ政権の通商政策への警戒感もあって、J-REIT 市場は一進一退の動きとなっている（3/14 時点）。

【図表-1】東証REIT指数とTOPIXの推移（23年12月末=100）



（出所）東京証券取引所のデータをもとに作成

このように、市場価格の低迷が長期化する一方で、J-REIT市場のファンダメンタルズは着実に改善している。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

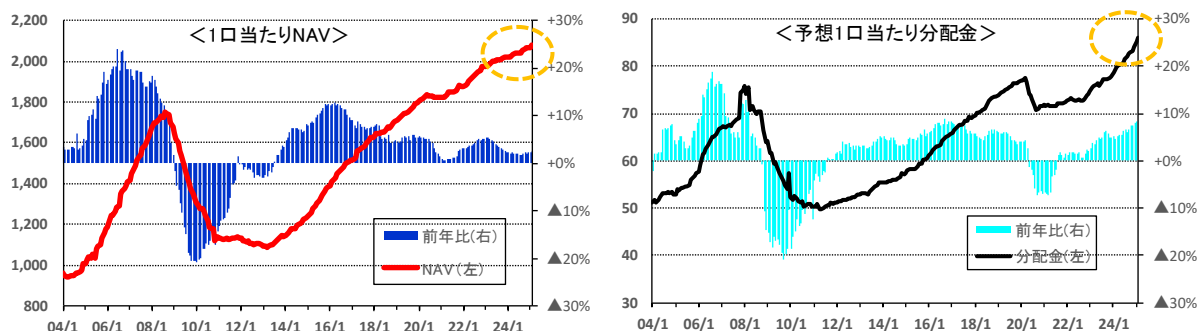
¹ 東証REIT指数(配当除き)は過去3年(2022年～2024年)で▲20%下落。

² 3Dインベスト・パートナーズはJ-REIT2社に純投資目的で公開買い付け(TOB)を発表した。

昇を受けて前年比+2%増加。また、予想1口当たり分配金(Distributions Per Unit、以下DPU)も好調な賃貸市況や不動産売却益の計上による投資主還元強化が寄与し、前年比+8%増加している(図表-2)。

それでは、「金利のある世界(借入金利の上昇)」と「インフレのある世界(不動産賃料の上昇)」が本格到来するなかで、今後のDPU成長率はどのように推移するのか。本稿では、まず現在の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4800棟、金額にして28兆円。予想1口当たり分配金は過去最高を更新

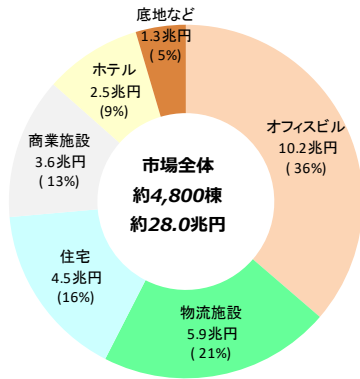
J-REITは、エクイティ資金および借入金を調達して賃貸不動産に投資し、そこから得られる賃貸事業収益(Net Operating Income、以下NOI)を原資として、利益のほぼ全額を投資主に還元する金融商品である。J-REITの成長戦略は主に、①保有不動産の収益力を高める『内部成長』、②新規に不動産を取得する『外部成長』、③金融コストを低減する『財務戦略』の3つに大別される。

2024年12月末時点におけるJ-REITの保有不動産は、市場全体で約4,800棟、金額にして約28.0兆円の規模である(図表-3)。アセットタイプ別の構成比は、オフィス(10.2兆円、36%)、物流施設(5.9兆円、21%)、住宅(4.5兆円、16%)、商業施設(3.6兆円、13%)、ホテル(2.5兆円、9%)、底地など(1.3兆円、5%)の順に多い。過去5年間の物件取得額(6.3兆円)の内訳をみると、オフィス(32%)と物流施設(29%)が全体の6割を占めるが、昨年は好調な賃貸市況を背景にホテル(26%)と住宅(24%)の取得が上位を占めた。

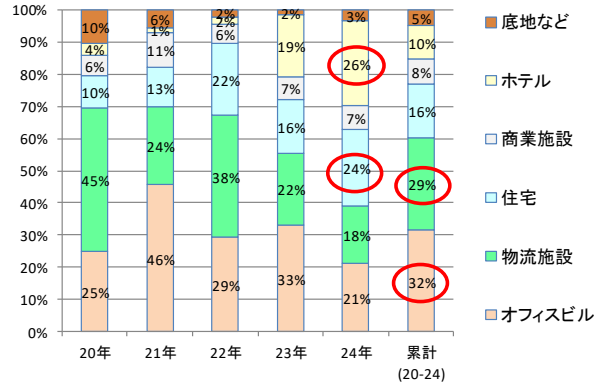
続いて、業績動向を確認する。J-REIT市場全体の予想DPUは、2020年3月のコロナショックを契機にホテルセクターを中心に事業環境が悪化し、2019年末比で一時▲8%減少した。しかし、その後は回復基調をたどり、現在は過去最高水準を更新し、前年比の増益率も拡大傾向にある(図表-2、右図)。また、J-REITの実績DPUは事前予想に対して上振れて着地しており、2024年(1月~12月期決算)の上方修正率は+2.9%となった(図表-4)。この上振れ要因の1つに、不動産売却益の計上による積極的な投資主還元が挙げられる。J-REIT各社は、不動産価格が高値で推移する現在の市場環境を好機と捉え、鑑定評価を10%上回る価格で保有不動産を売却。2024年の不動産売却損益(発表日ベース)は1,262億円(前年比+79%)に拡大している(図表-5)。

[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(24年12月末時点、鑑定評価額ベース)

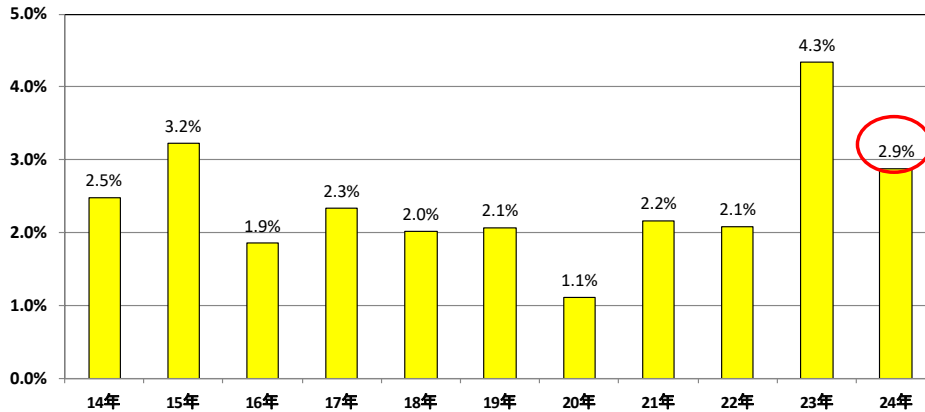


○新規取得(2020年~2024年)
(取得価額ベース、%)



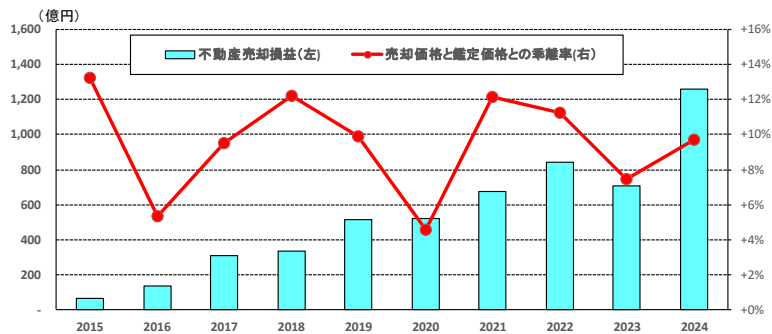
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

[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)

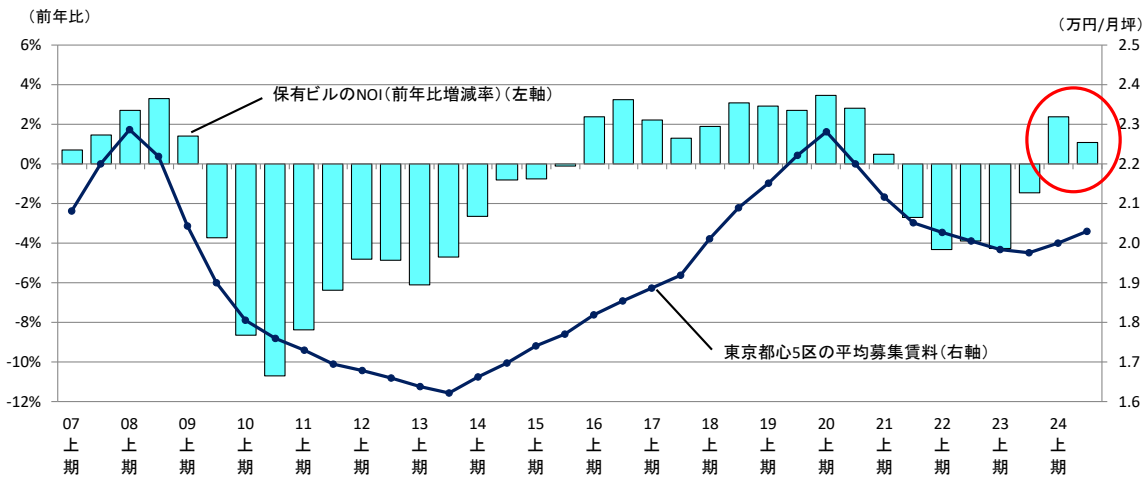
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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は増加に転じる。2024年下期は前年同期比+1.1%増加

三鬼商事によると、東京都心5区のオフィス空室率(25年2月)は3.94%(前年比▲1.92%)となり、2022年9月の6.49%をピークに低下基調が続く。また、平均募集賃料は2024年1月をボトムに13カ月連続で上昇している。地方都市では新規供給の増加を受けて一部の都市で空室率が上昇しているものの、需給バランスは総じて良好で、募集賃料は前年比プラスで推移している。こうしたオフィス市況の改善を受けて、J-REITが保有するオフィスビルの収益も増加に転じている。継続比較可能な保有ビルを対象に賃貸事業収益(NOI)の推移を確認すると、2024年上期は前年同期比+2.6%、下期は同+1.1%の増加となった。コロナ禍以降、オフィスセクターは市場全体のDPU成長に対してマイナスに寄与していたが、2024年からプラスに転じている(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+2%と推計され、市場賃料が継続賃料を上回る状態にある。したがって、オフィスビルの収益は今後のマーケット環境次第ではあるものの、増益基調の継続が期待される。

2 | 保有オフィスビルのNOIは今後5年間で+6%増加する見通し(標準シナリオ)

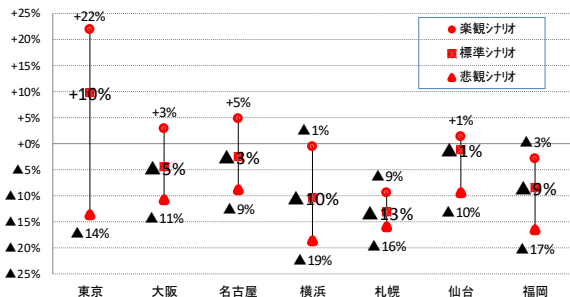
ニッセイ基礎研究所は国内7都市(東京・大阪・名古屋・横浜・札幌・仙台・福岡)のオフィス賃料予測を公表した³。今後5年間(2024年~2029年)の賃料変動率は、標準シナリオで東京が+10%、大阪が▲5%、名古屋が▲3%、横浜が▲10%、札幌が▲13%、仙台が▲1%、福岡が▲9%となって

³吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2025年3月時点)」(2025年3月5日)、「札幌オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年8月13日)、「仙台オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年8月2日)、「福岡オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年6月21日)、「名古屋オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年5月24日)、「横浜オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年3月27日)、「大阪オフィス市場の現況と見通し(2024年)」(2024年3月14日)

いる(図表-7)。このうち、東京については「高水準の新規供給が続くものの、オフィス環境整備に向けた需要は堅調で、空室率は3%~6%のレンジで推移し、成約賃料は上昇基調で推移する見通し」である。

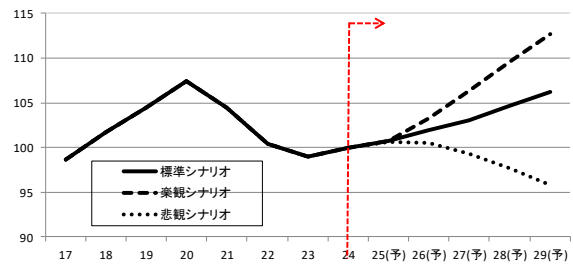
この賃料予測並びに一定の前提条件(稿末に記載)をもとに、今後5年間のJ-REIT保有オフィスのNOI成長率を計算した。結果は、標準シナリオで+6%、楽観シナリオで+13%、悲観シナリオで▲4%となった(図表-8)。

【図表-7】今後5年間のオフィス賃料予測(2024年末~2029年末)



(出所)ニッセイ基礎研究所

【図表-8】JREIT保有オフィスのNOI見通し(2024年下期=100)

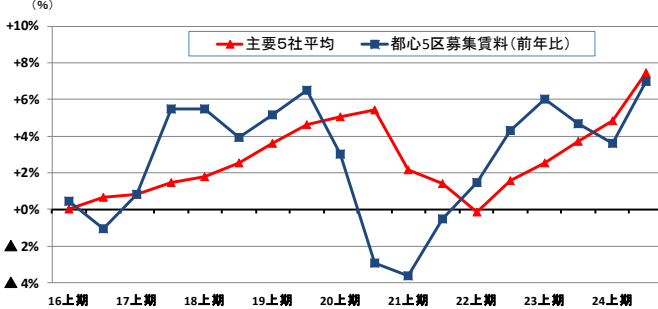


(出所)ニッセイ基礎研究所

3 | 賃貸マンションは賃料上昇率が拡大。今後のテナント入替時の賃料変動率は+5%を想定

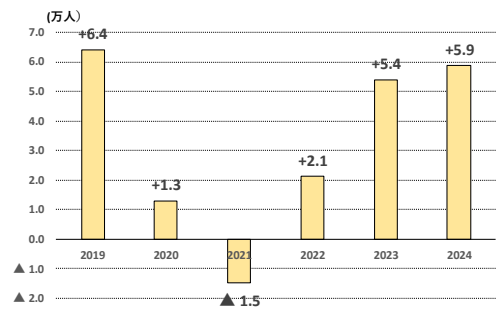
J-REITの開示資料(主要5社)によると、テナント入替時の賃料変動率は+7%(2024年下期)となり、上昇率がさらに拡大している(図表-9)。この要因の1つに、保有マンションの6割強を占める東京23区への人口回帰が挙げられる。住民基本台帳人口移動報告によると、2021年はコロナ禍の影響で転出超過となったが、2022年以降はプラスに転じ、2024年は約+5.9万人の流入超過となった(図表-10)。また、リーシング・マネジメント・コンサルティングによると、東京都心5区に所在する賃貸マンションの募集賃料(2024年下期)は前年比+7%上昇している。こうした市場環境を踏まえ、今後のテナント入替時の賃料変動率は+5%(過去2年間の平均上昇率に相当)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主要5社平均、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区の人口流出入

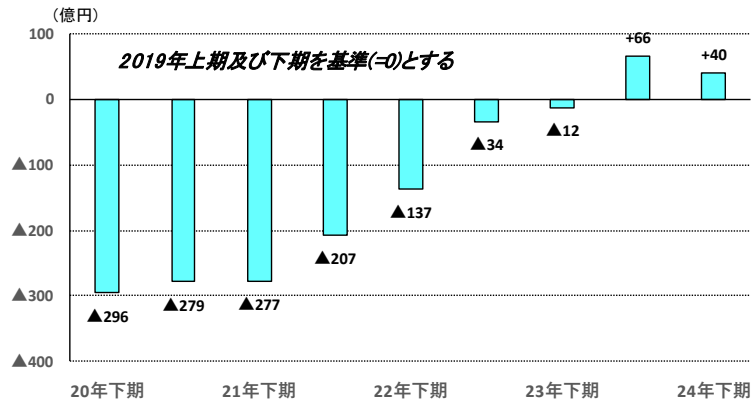


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

4 | ホテル収益はコロナ禍前の水準を超過。さらなる改善を見込む

J-REIT 各社の開示資料をもとにコロナ禍がホテル収益に与えた影響を推計すると、2023 年まではマイナスの影響が残っていたが、2024 年下期には+40 億円とコロナ禍前の水準を超過した(図表-11)。また、宿泊旅行統計調査によると、2024 年の延べ宿泊者数は 2019 年比で+9%増加し、インバウンド需要が牽引しホテルセクターは新たな成長ステージを迎えたと言える。こうした市場環境やホテル系 REIT 主要 3 社の業績見通しを参考に、ホテルの NOI は 2025 年下期に前年同期比+38 億円増加(市場全体の経常利益に対して+1%寄与)し、その後は横ばいで推移することを想定する。

【図表-11】コロナ禍に伴うホテル収益への影響(推計値)

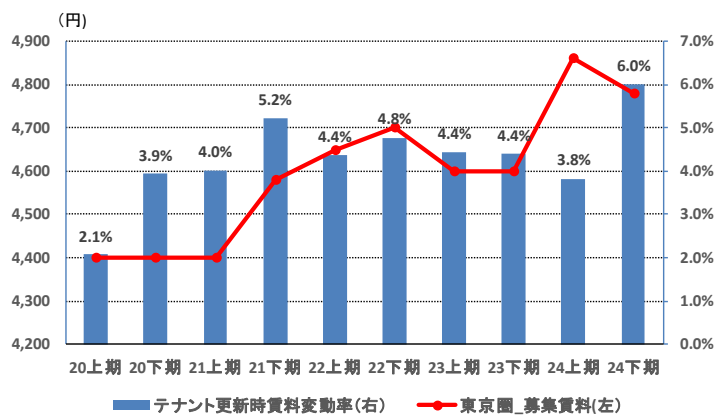


(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

5 | 物流施設の賃料は堅調を維持。今後のテナント更新時の賃料変動率は+5%を想定

J-REIT の開示資料(主要 12 社)によると、2024 年下期のテナント更新時の賃料変動率は+6.0%となり、増額更改が継続している(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(2024 年 10 月)は 4,780 円/月坪と高い水準を維持している。EC 市場の拡大や企業の物流戦略見直しに伴う賃貸ニーズは強く、J-REIT が保有する先進的物流施設への需要は堅調である。こうした市場環境を踏まえ、今後のテナント更新時の賃料変動率は+5% (過去 2 年間の平均上昇率に相当) 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

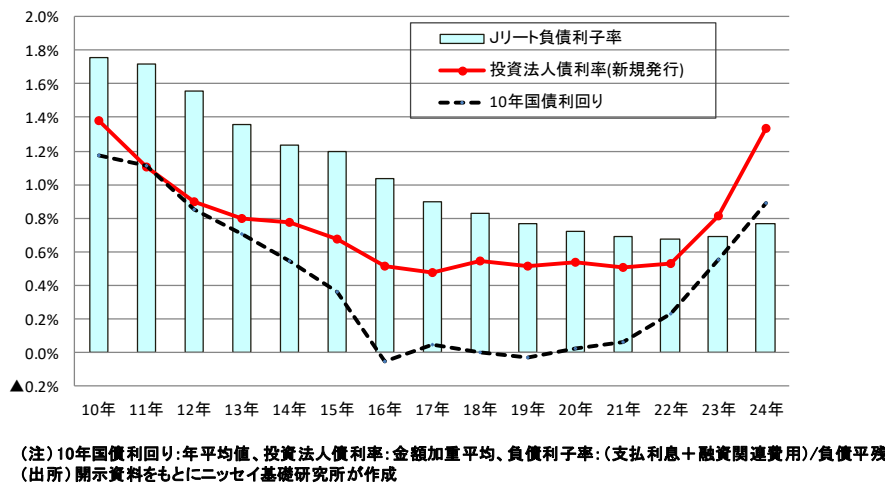


(注)テナント更新時の賃料変動率はJ-REIT主要12社の平均値
(出所)開示資料、一五不動産情報サービスの資料をもとに作成

6 | 『財務戦略』によるDPUへの寄与度は今後5年間で▲11%となる見通し(メインシナリオ)

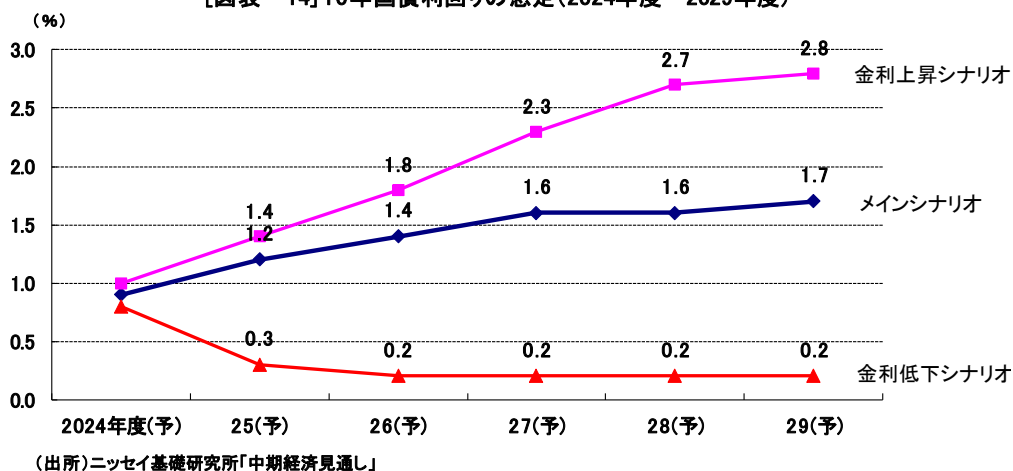
2024年に入り、日本銀行の金融政策正常化に伴う市場金利の上昇を受け、J-REITの新規調達コストが大幅に上昇している。2024年にJ-REITが発行した投資法人債の平均利率は1.34%(発行期間7.4年)となり、既存の負債利率(0.77%)を大きく上回った。J-REIT各社は借入期間の短縮や変動金利での調達を増やすなどして、財務負担の軽減を一定程度図ることが可能だが、今後は支払利息の増加がDPUにマイナスに寄与すると考えられる(図表-13)。

【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



ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し⁴⁾によると、「実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえ、日本銀行は2027年度に政策金利を1.25%まで引き上げて、10年国債利回りは1%台後半に上昇する(当初5年間、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、借入利率の変動がDPUに与える影響(今後5年間)を試算した。結果は、メインシナリオで▲11%となり、『財務戦略』はDPUにマイナス寄与する見通しである⁵⁾。

【図表-14】10年国債利回りの想定(2024年度~2029年度)



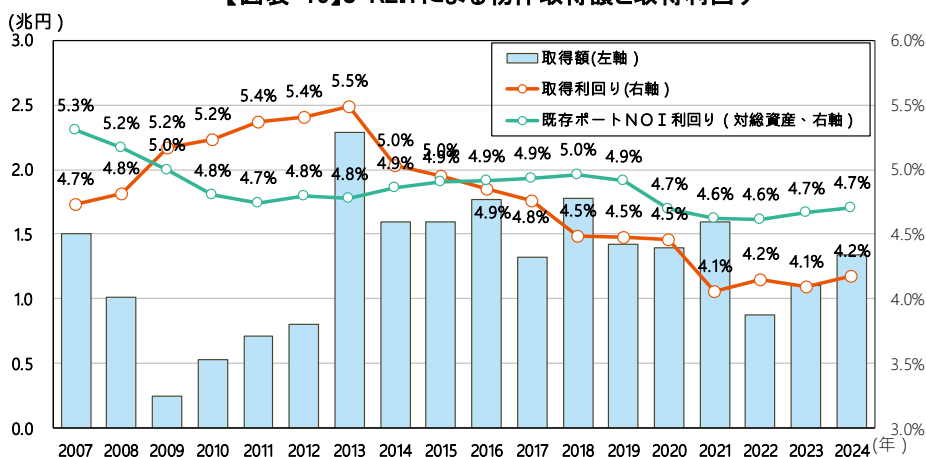
⁴⁾ 「中期経済見通し(2024~2034年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2024年10月11日)

⁵⁾ 借入利率が0.1%上昇(低下)した場合、分配金は1.5%減少(増加)する。

7 | 『外部成長』による DPU への寄与度は▲3%となる見通し

2024年のJ-REITによる物件取得額は1兆3,446億円となり、2年連続で1兆円を上回った(図表-15)。ホテル(2107億円→3543億円)や住宅(1821億円→3218億円)の取得額が大きく増加した一方、物流施設の取得額は2020年をピークに4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、2024年の平均取得利回りは4.2%と、既存ポートフォリオの平均利回り(4.7%)を下回る水準での取得が続いている。こうした市場環境を踏まえ、エクイティ調達を伴う『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への影響を試算した(年間5千億円取得⁶、取得利回り4.2%、借入比率50%、増資PBR1.2倍⁷、借入利率:金利シナリオに準ずる)。結果は、低い利回りでの物件取得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(PBR1.2倍)によるプラス効果を上回るため、DPUへの寄与度は▲3%となる見通しである。このように、不動産利回りが低下し資金調達コストが上昇する環境下においては、『外部成長』によるDPUの成長は期待し難く、J-REIT各社には慎重な対応が求められよう。

【図表-15】J-REIT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

8 | 今後5年間のDPU成長率はメインシナリオで▲7% (▲20%~+10%)の見通し

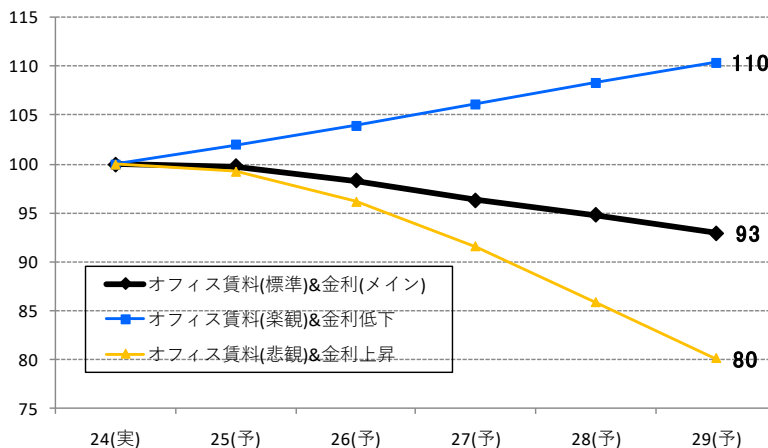
最後に、上記で設定したシナリオをもとに今後5年間のDPU成長率を試算した(図表-16)。「オフィス賃料(標準シナリオ)と金利(メインシナリオ)」を組み合わせさせた場合、DPU成長率は▲7%(年率▲1.4%)となった。内訳は「内部成長」が+7%、「外部成長」が▲3%、「財務戦略」が▲11%で、2025年は横ばいを維持するものの、2026年から金利上昇の影響が顕在化し、減益に転じる結果となった。また、楽観シナリオとして「オフィス賃料上振れと金利低下」を組み合わせさせた場合、DPU成長率は+10%(年率+2.0%)、悲観シナリオとして「オフィス賃料下振れと金利上昇」を組み合わせさせた場合、DPU成長率は▲20%(年率▲4.0%)となった。

⁶ 2024年のエクイティ調達額は2673億円であった。

⁷ 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。

今後の「金利のある世界（借入金利の上昇）」と「インフレのある世界（不動産賃料の上昇）」において、不動産売却益に頼ることなく DPU 成長率を高めるには、金利上昇の影響に打ち克つ『内部成長』の実現が鍵を握る。また、現在の投資口価格が低迷する局面では、物件取得による資産規模の拡大ではなく、自己投資口買いによる資本効率の向上が求められる。世界経済や金融市場の先行きに不透明感が高まるなか、引き続き、不動産ファンダメンタルズや金利動向を注視する必要があると見られる。

【図表-16】 今後5年間のDPU見通し(2024年下期=100)



(出所)ニッセイ基礎研究所

＜主な前提条件＞

・2024年7-12月期決算58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	弊社の賃料予測を使用	年間取得額	5千億円
	賃料GAP	+2%(市場賃料>継続賃料)	取得利回り	4.2%
	空室率	横ばい	新規発行株価(PBR)	1.2x
	テナント入退去率	年8%	借入比率(LTV)	50%
	賃貸借期間	2年	新規借入期間	7年
賃貸マンション	更新賃料水準	賃料GAPの1/2	利率(融資関連費用含む)	当初1.49%
	入替時賃料変動率	プラス5%	○財務戦略	
	テナント入退去率	年25%	項目	前提値
物流施設	賃貸借期間	2年	既存借入残存年数	4.0年
	更新時賃料変動率	プラス5%	負債利率	0.77%
ホテル	契約残存期間	5年	融資関連費用	0.15%
その他資産	収益改善額	38億円/期(26年以降横ばい)	新規借入期間	7年
	NOI	横ばい	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%			

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料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。