

J-REIT レビュー 2022年下期

2023年3月

三井住友トラスト基礎研究所
REIT投資顧問部

J-REITの運用状況

2022年下期の実績 ※2022年7月期～2022年12月期または2022年7月～12月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.3%。22年上期の同+1.2%と同程度のプラスを維持。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+4.6%。22年上期の同+4.5%と同程度のプラスを維持。
内部成長	<ul style="list-style-type: none">ポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期の4.7%と変わらず。含み益率は25.1%。前期末23.6%から上昇。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約5,000億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.2%。物件譲渡額は約2,000億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の7.9%。 ※いずれも2022年7月～12月発表分を集計。
財務運営	<ul style="list-style-type: none">LTV(出資総額ベース)は平均47.3%(前期末47.2%)。有利子負債の平均利率は0.58%(前期末0.58%)、残存年数は平均4.2年(同4.3年)。公募増資は13件、調達額は1,386億円。BPS※変化率は平均+1.5%。※BPS:1口当たり純資産額。

2023年上期の会社予想 ※2023年1月期～2023年6月期

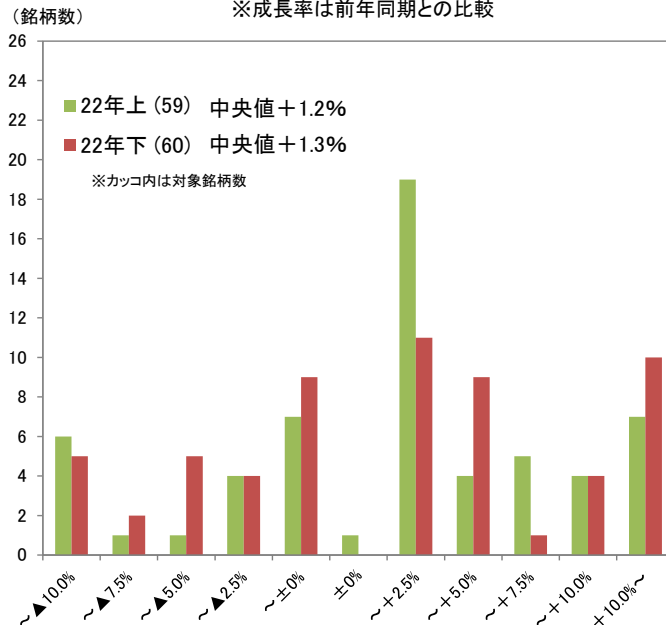
分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.3%。 成長率プラスを予想する銘柄は52%、成長率マイナスを予想する銘柄は45%。
-----	---

分配金・NAVの成長率

- 22年下期の分配金の成長率は前年同期比+1.3%（対象銘柄の中央値）。22年上期の同+1.2%と同程度。成長率プラスの銘柄が58%（前期は66%）、成長率マイナスの銘柄が42%（前期は32%）。ホテルや住宅の収益回復、POによる外部成長等で過半の銘柄は成長率プラスだが、売却益の減少や水道光熱費収支の悪化等で成長率がマイナスに転じる銘柄が増加した。
- 22年下期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+4.6%（対象銘柄の中央値）。22年上期の同+4.5%と同程度。成長率プラスの銘柄は92%（前期は93%）、成長率マイナスの銘柄は5銘柄（前期は4銘柄）のみ。鑑定評価額の上昇は、物流施設や住宅を中心に継続している。

1口当たり分配金成長率の分布

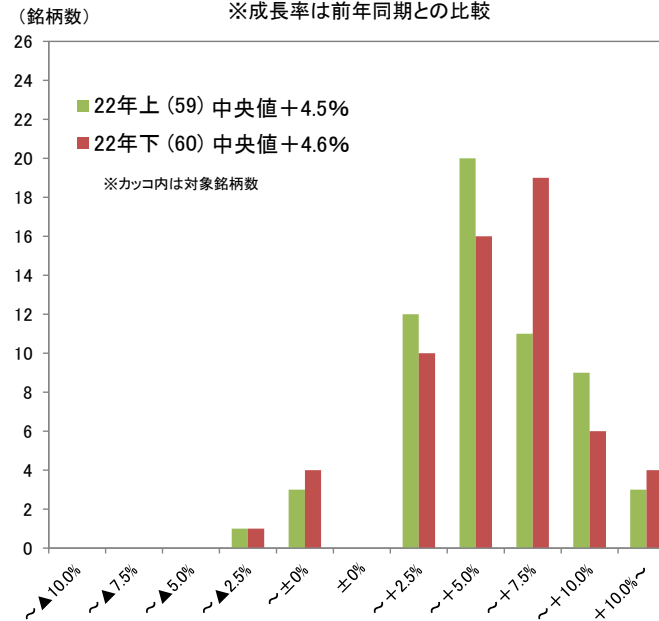
※成長率は前年同期との比較



(注) 上場後2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1口当たりNAV成長率の分布

※成長率は前年同期との比較

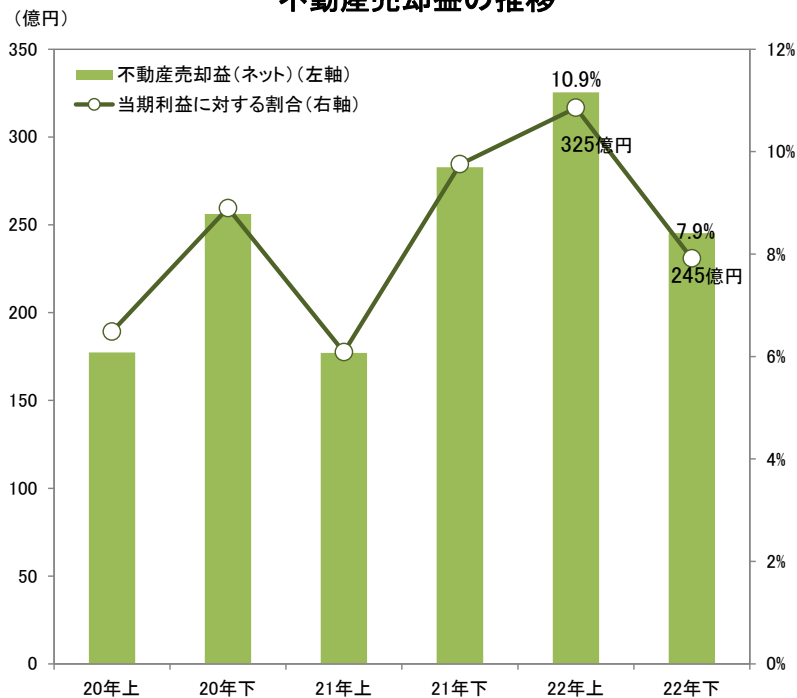


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
(注2) 1口当たりNAV=(純資産+鑑定評価額合計-帳簿価額合計-分配総額)÷発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益・含み損益

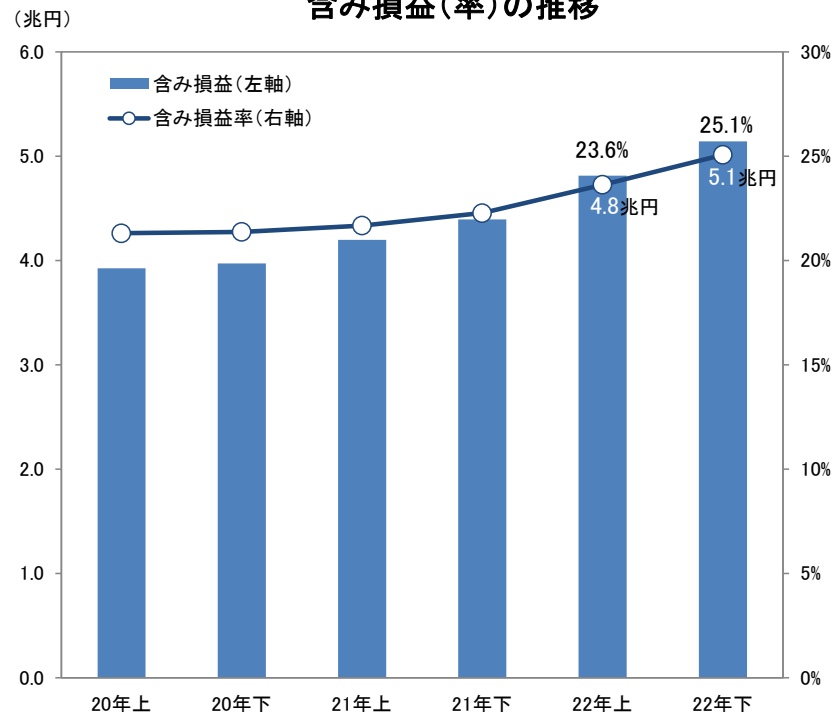
- 22年下期の不動産売却益(ネット)は合計245億円、全銘柄の当期利益総額3,100億円に対する割合は7.9%。売却益は前期(325億円)から25%減少。オフィス銘柄の売却益が前期の117億円から63億円に大幅に減少。売却益を計上した銘柄は前期と同様、約半数。
- 22年下期の含み益は5.1兆円、含み益率は25.1%。含み益は全銘柄の実績分配総額3,130億円の約16倍に相当。物流施設や住宅を中心とした鑑定評価額の上昇で、含み益と含み益率は過去最高を更新継続。

不動産売却益の推移



(注1) 上場廃止期は対象外
 (注2) 不動産売却益(ネット) = 不動産等売却益 - 不動産等売却損。不動産等交換差損益を含む
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

含み損益(率)の推移

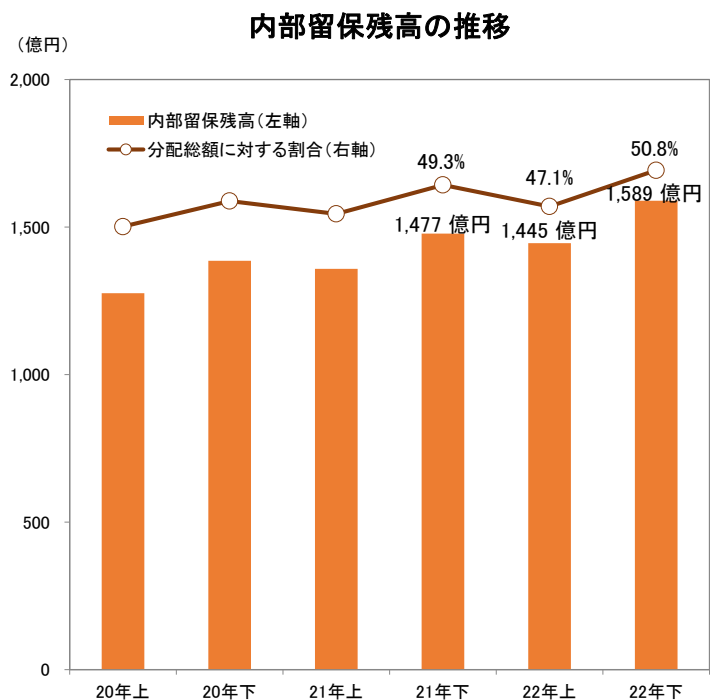


(注) 含み損益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み損益率 = 含み損益 ÷ 帳簿価額合計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

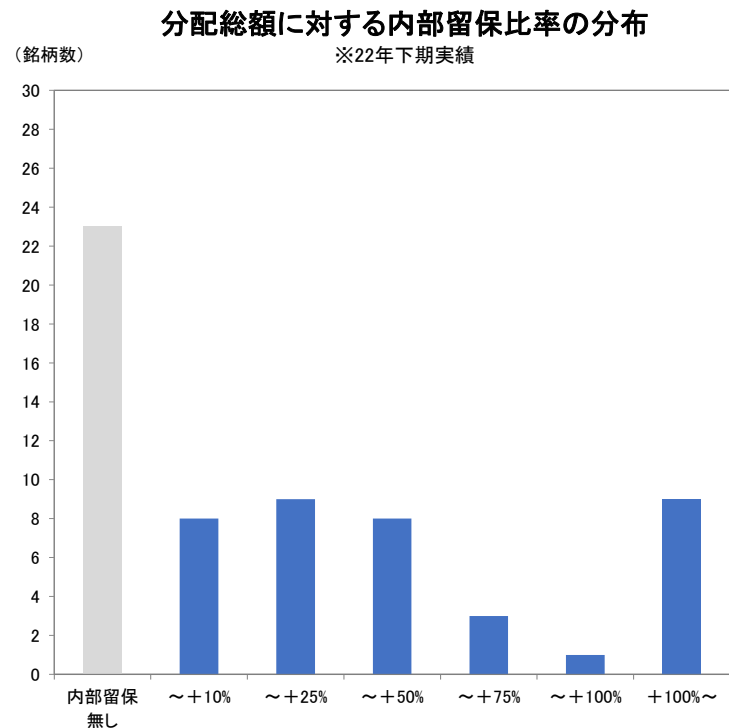
内部留保

- 22年下期の内部留保※¹残高は合計1,589億円、全銘柄の実績分配総額3,130億円に対する割合は50.8%。内部留保残高、分配総額に対する割合はともに前年同期※²より増加。
- オフィス稼働率の低下や水道光熱費収支の悪化による業績悪化に対して内部留保の取崩で分配金を下支えする銘柄が増える一方、将来の分配金安定化のために売却益の一部を内部留保に繰り入れる動きも進む。
- 内部留保を有する銘柄は約6割で、前年同期と変わらず。

※¹ 合併時に発生した負ののれんや税制特例を活用した物件売却益の一部を内部留保として蓄積。一時的な利益減少等の際に取り崩して分配金に充当することで分配金の安定化が可能。
 ※² ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12月の年1回決算で下期のみ集計対象となるため、前年同期と比較。



(注1) 上場廃止期は対象外
 (注2) 内部留保残高は任意積立金残高のほか、繰延税金負債、繰越利益を集計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



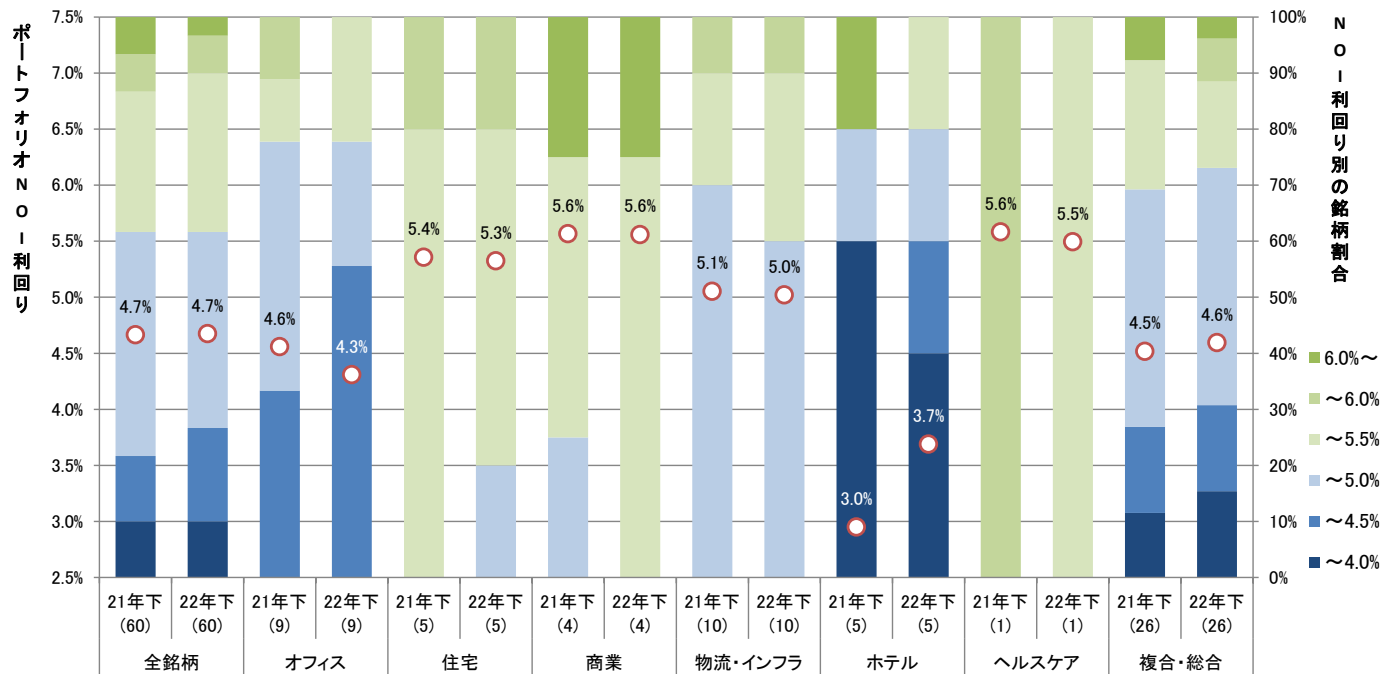
(注1) 対象銘柄61銘柄
 (注2) 内部留保残高は22年下期の繰入・取崩後
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 22年下期のポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期の4.7%と変わらず。
- オフィスセクターは4.3%と前年同期の4.6%から低下。稼働率の低下、水道光熱費収支の悪化が影響。
- ホテルセクターは3.7%と前年同期の3.0%から回復したが、コロナ前(19年下期6.2%)を大きく下回る。
- 住宅セクターは5.3%、物流・インフラセクターは5.0%と、それぞれ前年同期比0.1pt低下。住宅セクターは物件取得、物流・インフラセクターは水道光熱費収支悪化が影響。商業セクターは5.6%で、前年同期と変わらず。

ポートフォリオ NOI利回り(対取得価格)

— セクター別平均と利回り別の銘柄割合 —



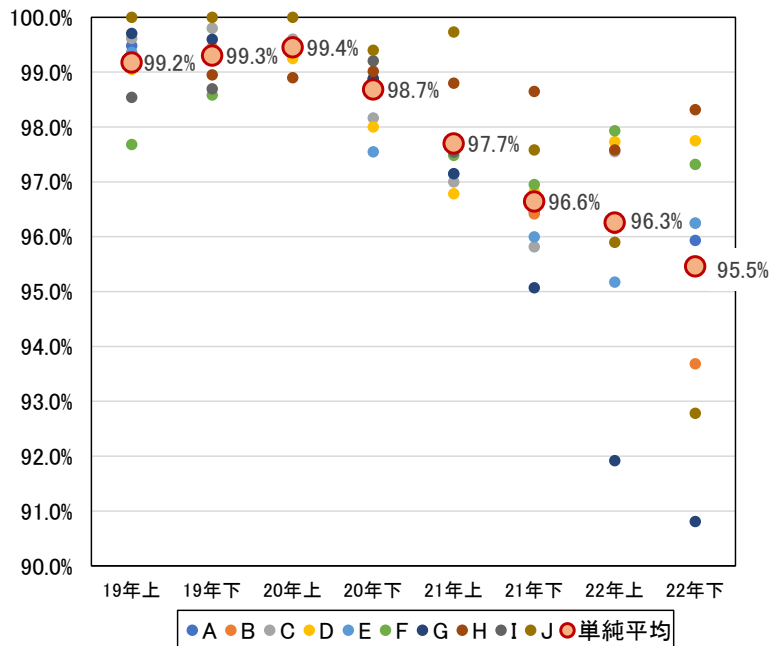
(注1) 上場2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) NOI利回り=当該期のNOI÷当該期の運用日数×365日÷期末取得価格割合
 (注3) 平均NOI利回りは取得価格加重平均
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率(オフィス、住宅)

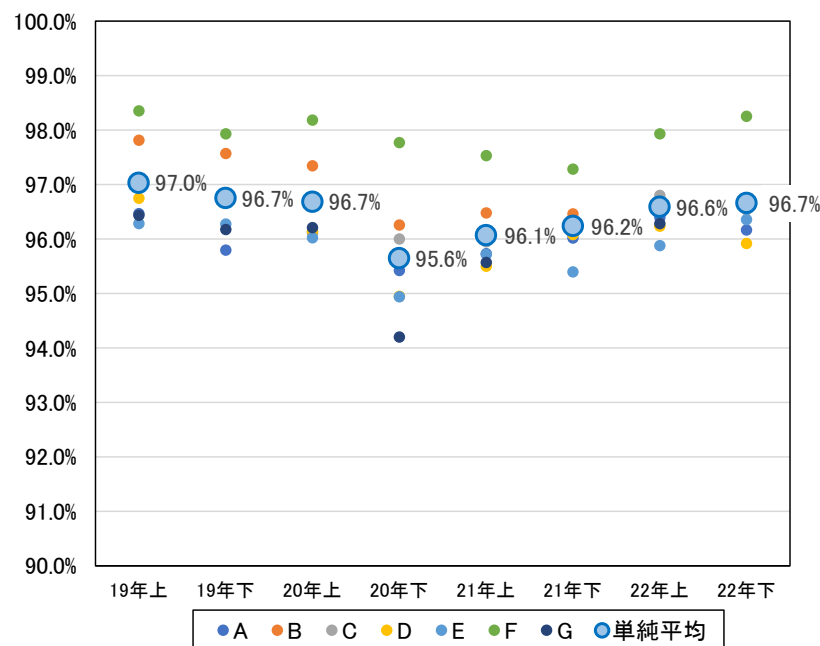
- 22年下期のオフィス稼働率は95.5%。
22年上期から0.8pt低下し、コロナ影響前ピークの20年上期を3.9pt下回る。中規模オフィス銘柄で回復がみられる一方、新橋～品川、川崎エリアで発生した大口テナント退去の影響等で大きく悪化する銘柄もあり、格差が更に拡大している。
- 22年下期の住宅稼働率は96.7%。
稼働率重視の運営で、前年同期比で0.5pt上昇し、コロナ影響がなかった19年下期の水準を回復した。コロナ収束に伴う都心回帰によって、都心物件の稼働率も改善傾向にある。

オフィス稼働率の推移



(注1) 集計対象はオフィス特化銘柄。21年上期までは10銘柄、21年下期以降は9銘柄
(注2) 上期は1～6月、下期は7～12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

住宅稼働率の推移



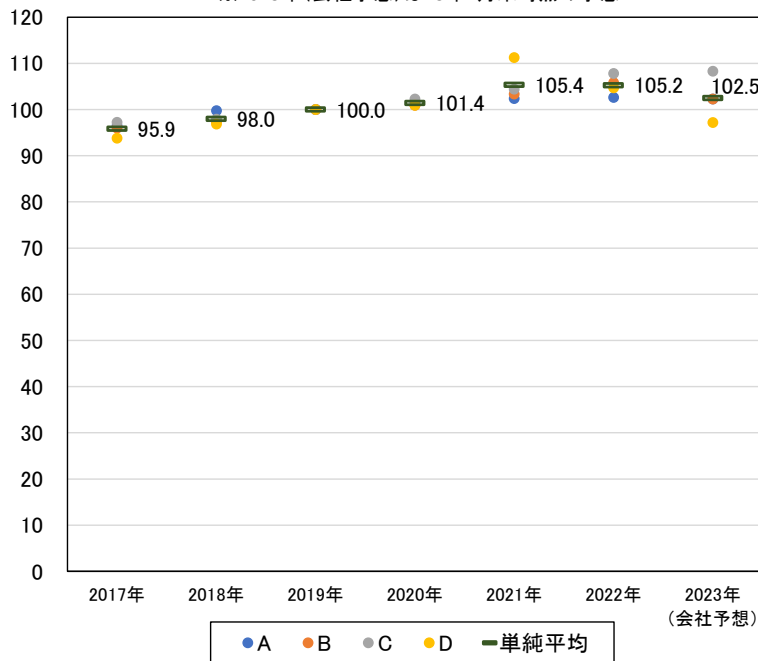
(注1) 集計対象は住宅特化5銘柄に住宅中心の複合2銘柄を加えた7銘柄
(注2) 上期は1～6月、下期は7～12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金(商業、ホテル)

- 商業銘柄の22年の年間分配金は、コロナ影響がなかった19年比で5.2%増加。23年の会社予想(23年2月末時点)は同2.5%増加。プレミアム増資によるBPS向上が寄与。郊外型物件やマスターリース物件が多い商業銘柄の稼働率は99%超を維持。
- ホテル銘柄の22年の年間分配金は、前年比で回復したが、19年の39.5%の水準。23年の会社予想(23年2月末時点)も同52.4%にとどまる。ホテル銘柄の変動賃料はGOP(ホテル営業粗利益)に連動する物件が多いが、宿泊需要回復による売上の増加に比べて、エネルギーコスト上昇等の費用増の影響で、GOPの回復は鈍い想定である。

商業銘柄の年間分配金の推移

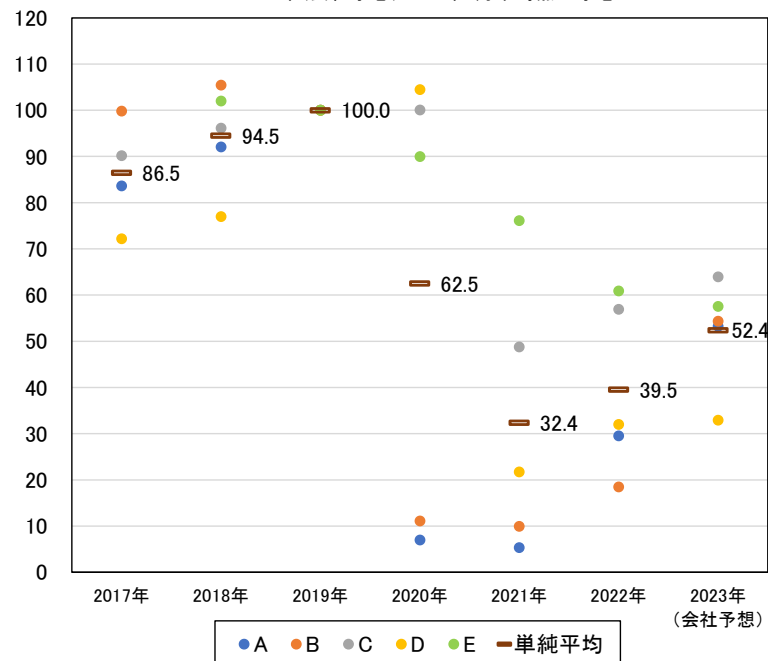
※2023年(会社予想)は23年2月末時点の予想



(注1) 集計対象は商業特化3銘柄に商業中心の複合1銘柄を加えた4銘柄
 (注2) 年間分配金は、上期(1~6月)と下期(7~12月)を合計し、2019年を100として指数化
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ホテル銘柄の年間分配金の推移

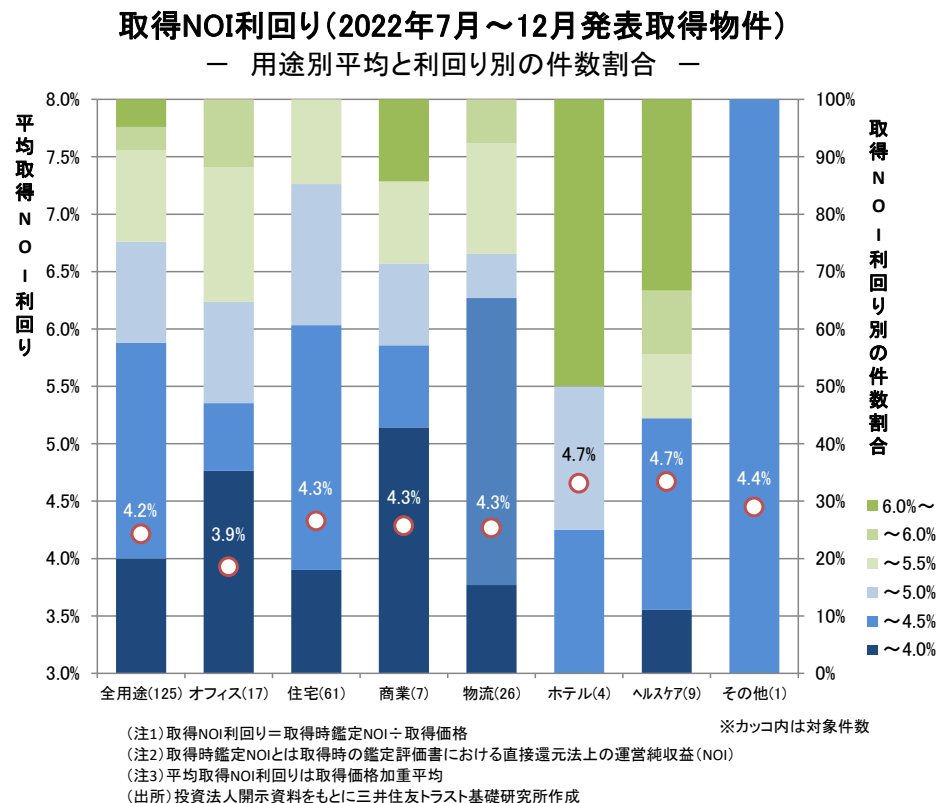
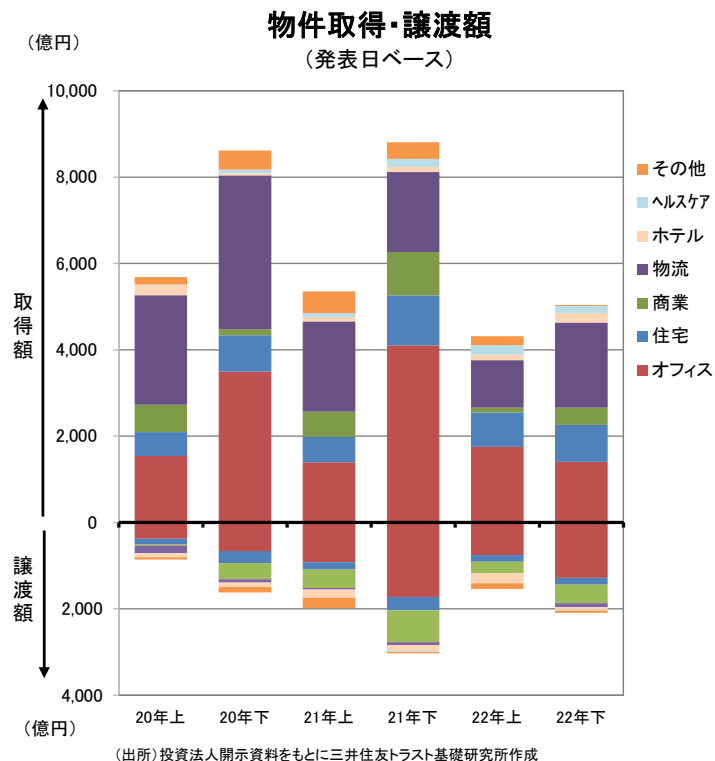
※2023年(会社予想)は23年2月末時点の予想



(注1) 集計対象はホテル特化4銘柄にホテル中心の複合1銘柄を加えた5銘柄
 (注2) 年間分配金は、上期(1~6月)と下期(7~12月)を合計し、2019年を100として指数化
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

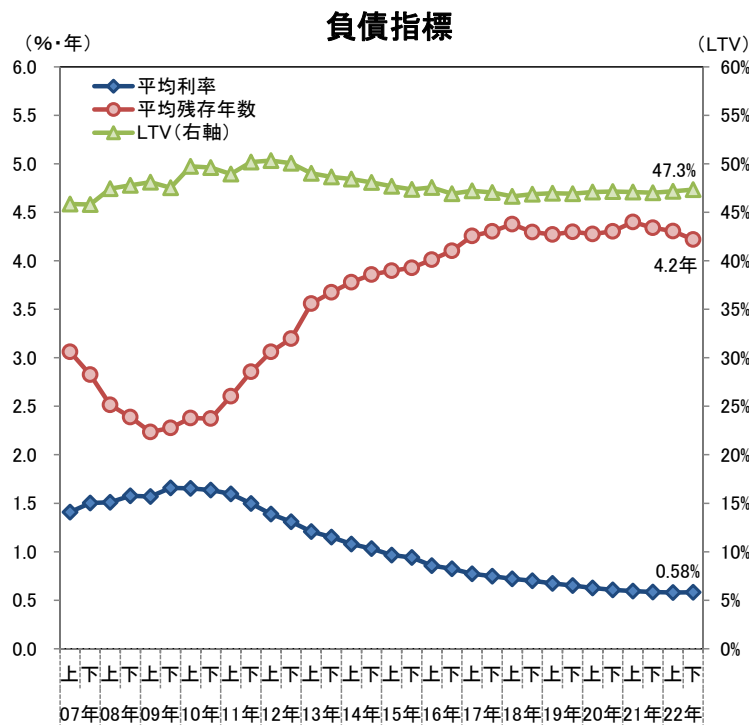
外部成長

- 22年下期(2022年7月～12月)発表の物件取得額は約5,000億円で、前年同期比4割減。オフィスの取得額が6割減。取得額の約6割がスポンサー関連※からの取得。平均取得NOI利回りは4.2%、22年上期の4.4%から低下。
※スポンサー関連からの取得とは、投信法に定める利害関係人等からの取得および資産運用会社の内部規定に定める利害関係者からの取得
- 22年下期発表の物件譲渡額は約2,000億円で、うちオフィスが61%、商業施設が21%、住宅が8%を占める。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で10%上回り、直近簿価を38%上回る。

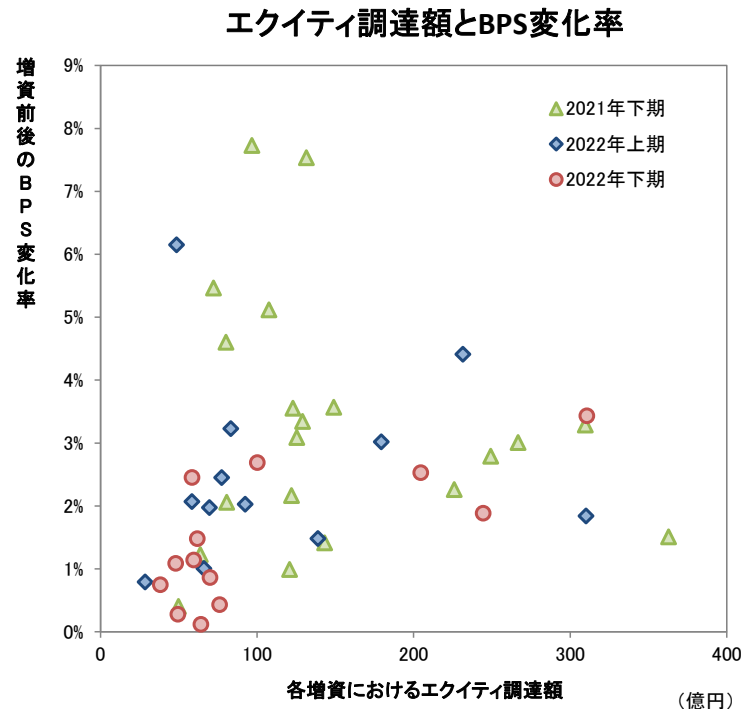


財務運営

- 22年12月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.3%。22年6月末の47.2%から僅かに上昇。
- 22年12月末の有利子負債の平均利率は0.58%(22年6月末0.58%)を維持、残存年数は平均4.2年(同4.3年)に若干短期化。
- 22年7月～12月の公募増資は13件、調達額は1,386億円。BPS変化率は平均+1.5%。
投資口価格は米国長期金利の上昇で上値が重く、不動産価格は高値圏推移が続いており、POは前期(12件、1,383億円)と同程度で、前年同期(20件、3,008億円)から大幅に減少した。
- 自己投資口取得の発表は2件(前期5件)に減少。



(注1) 各指標は上期が6月末、下期が12月末時点における全銘柄加重平均値
(注2) LTV=有利子負債残高÷(有利子負債残高+出資総額+出資剰余金)
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



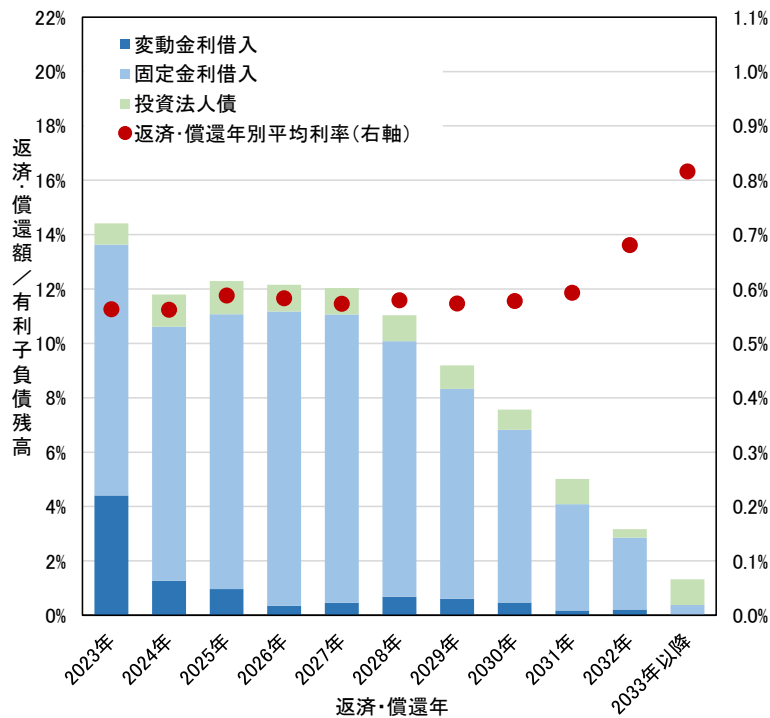
(注1) IPOを除く公募増資を対象
(注2) 払込日ベース。上期は1～6月、下期は7～12月
(注3) BPS(1口当たり純資産額)=(出資総額+出資剰余金)÷発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

返済期限・借入利率

- J-REIT全体の2022年12月末の有利子負債残高は約9.9兆円、平均残存期間は4.2年、平均利率は0.58%。今後返済期限が到来する有利子負債の各年返済額は、残高総額の12%程度と分散しており、その平均利率は各年とも0.6%程度。
- 22年下期に調達した固定金利借入は、平均借入期間6.9年、平均利率0.79%。平均利率は21年下期調達分に比べて各年限で上昇し、借入期間4～5年で約0.2%、6～8年で約0.3%、9年で約0.5%、10年で約0.4%上昇した。

有利子負債の返済・償還期限の分散状況

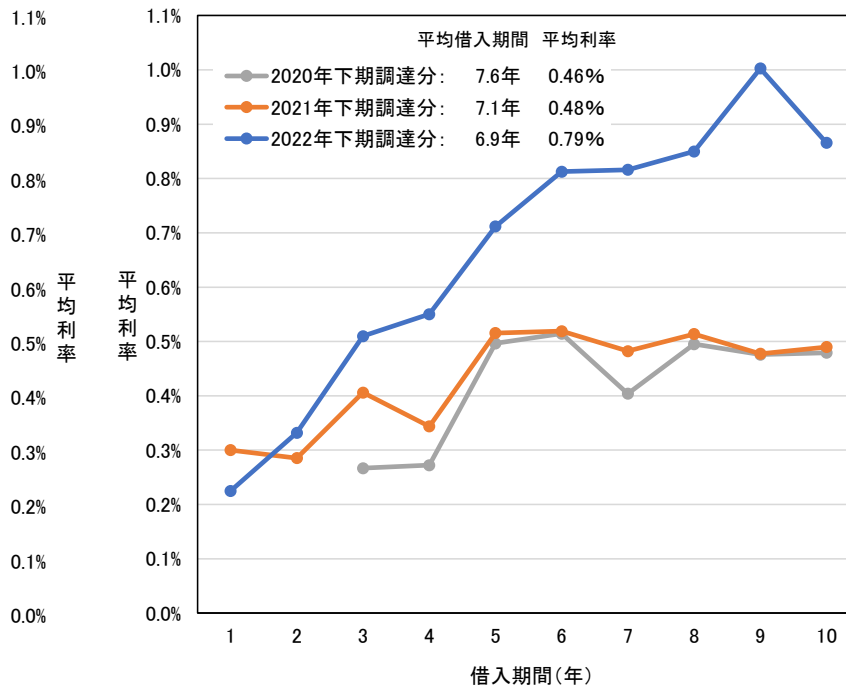
※2022年12月末の有利子負債が対象



(注) 返済・償還年別平均利率は金額加重平均で算出
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

借入期間別の平均利率

※2022年12月末の固定金利借入が対象



(注) 借入期間は四捨五入、平均利率は金額加重平均で算出
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

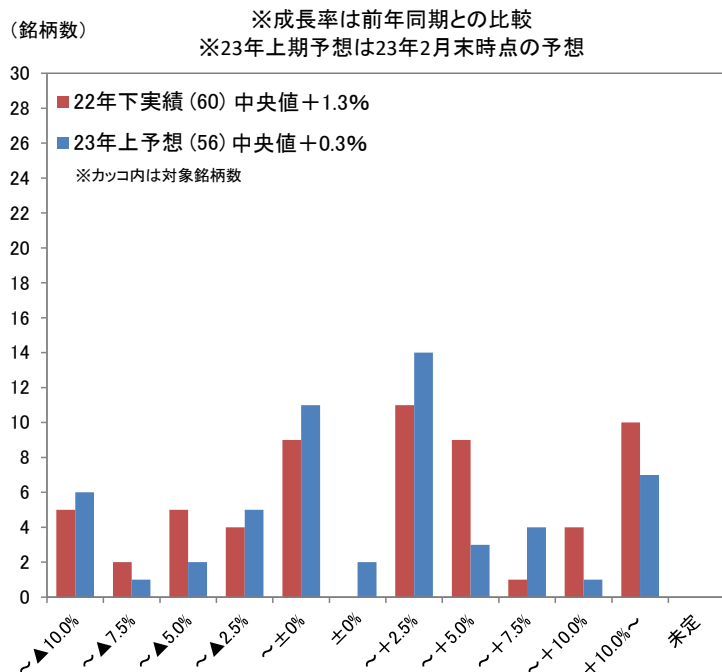


2023年上期の予想(会社予想1口当たり分配金)

※2023年1月期～2023年6月期

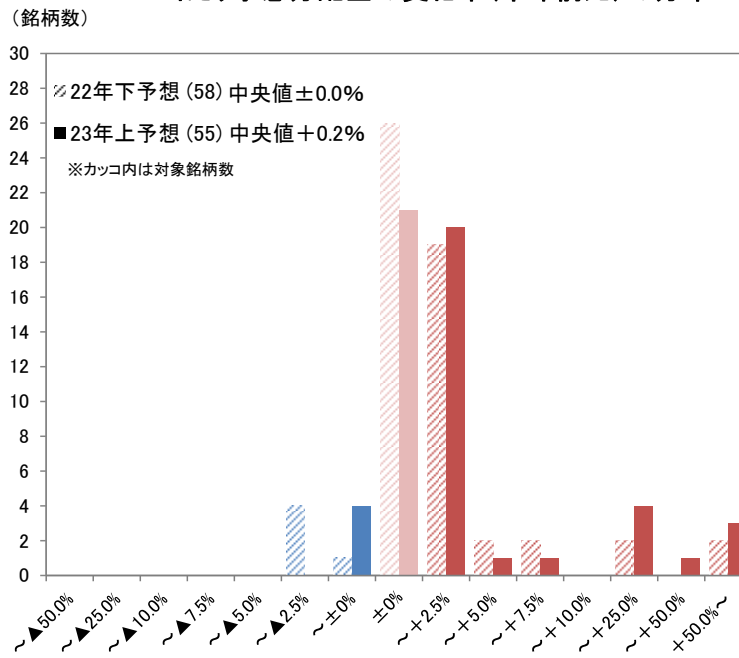
- 23年上期の会社予想分配金(23年2月末時点)の成長率は前年同期比+0.3%(対象銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は52%、成長率マイナスを予想する銘柄が45%、横ばい予想が2銘柄。成長率プラスの主要因は、ホテル収益の回復、POによる物件取得、売却益の増加等で、成長率マイナスの主要因は、売却益の減少、水道光熱費収支の悪化、大口テナントの退去影響等である。
- 23年上期の予想分配金を半年前(22年8月末時点)から上方修正した銘柄は55%、変更なしが38%、下方修正が7%。この半年で運用状況に大きな変化は無く、売却益や内部留保の活用も継続。水道光熱費収支の悪化等で下方修正した一部の銘柄を除き、多くの銘柄で予想分配金は上方修正、あるいは維持されている。

1口当たり分配金成長率の分布



(注) 上場後2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1口当たり予想分配金の変化率(半年前比)の分布



(注) 22年下期予想は、22年2月末時点予想と22年8月末時点予想との比較
23年上期予想は、22年8月末時点予想と23年2月末時点予想との比較
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



【本件のお問い合わせ先】

REIT投資顧問部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/115/>

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル11階

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。