

J-REIT の賃貸 EPS — セクター別の違いと今後の成長の鍵

2025 年 5 月 16 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 上席主任研究員 堀 明希子

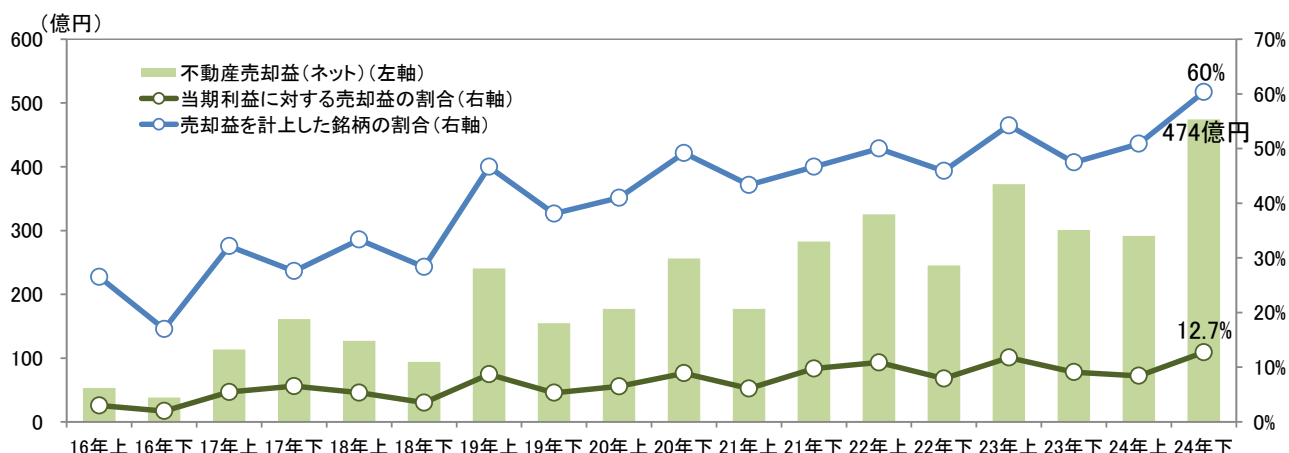
- J-REIT の 2024 年下期の不動産売却益は過去最大で、売却益還元の積極化が分配金成長に寄与している。分配金のベースとなる売却益影響を除いた賃貸 EPS の動きは見えづらくなっているが、分配金だけでなく、賃貸 EPS もプレミアム増資や LTV 活用で全体としては 2019 年の水準を上回っている。
- ただし、賃貸 EPS の回復度合いは、賃貸市況や賃貸借スキーム、プレミアム増資や LTV 活用といった財務運営の違いが影響して、セクターや銘柄によって異なる。また、今後の賃貸 EPS の成長は負債コスト増加を上回る賃料増加を実現できるかが鍵となり、その実現可能性はレントギャップを活かした積極的な賃料交渉等で賃料増額を幅広く実現できるか、分散された返済期限や固定金利中心のデット調達で金利上昇への耐性が高いかなど、各銘柄の状況に応じて異なってくるだろう。

2024 年下期の不動産売却益は過去最大で、分配金成長に寄与

J-REIT の不動産売却益は 2024 年下期に過去最大となった。図表 1 の通り、同期の不動産売却益は 474 億円と、2024 年上期の 291 億円から大きく増加し、当期利益に対する不動産売却益の割合も 12.7% に上昇した。オフィスの大型譲渡が相次いだ影響もあるが、不動産売却益を計上する銘柄は物流銘柄などを含めて増えており、2024 下期は 35 銘柄で J-REIT 全 58 銘柄の 60% を占める。

不動産売買市場が堅調で物件譲渡に有利な状況が続く中、不動産売却益はコロナ禍の賃貸市況悪化局面では分配金を下支えし、金利上昇下の投資口価格低迷局面では投資主還元の強化に活用されている。その反面、分配金のベースとなる保有不動産からの賃貸キャッシュフローに基づく動きが見えづらくなっており、本稿では、売却益影響を除いた賃貸 EPS の動向を確認する。

図表 1. J-REIT の不動産売却益の推移



(注 1) 上期は各年 1 月期～6 月期、下期は各年 7 月期～12 月期。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。24 年上期以降は減損損失を含む

(注 3) 当期利益に対する売却益の割合＝全銘柄の各期の不動産売却益(ネット)合計÷全銘柄の各期の当期利益総額

(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

J-REIT 全体の賃貸 EPS はプレミアム増資や LTV 活用により 2024 年ではコロナ前を上回る

図表 2 は、J-REIT 全体の分配金と賃貸 EPS の推移である。全期間比較可能な 52 銘柄を対象に、各銘柄の分配金と賃貸 EPS をコロナ前の 2019 年下期を 100 としてそれぞれを指数化し、対象銘柄の各期の指数の中央値を過去 5 年分つないでいる。

分配金と賃貸 EPS との乖離は主に不動産売却益の還元、内部留保の取崩、利益超過分配で、賃貸 EPS は下記の通り算出している。なお、下記の算出式では解約違約金収入や固都税費用化といった一時的影響が排除されない。また、多額の不動産売却益を計上した期の賃貸 EPS には利益連動の資産運用報酬増加や工事前倒しによる修繕費増加が下押しに働きやすい点に留意が必要である。

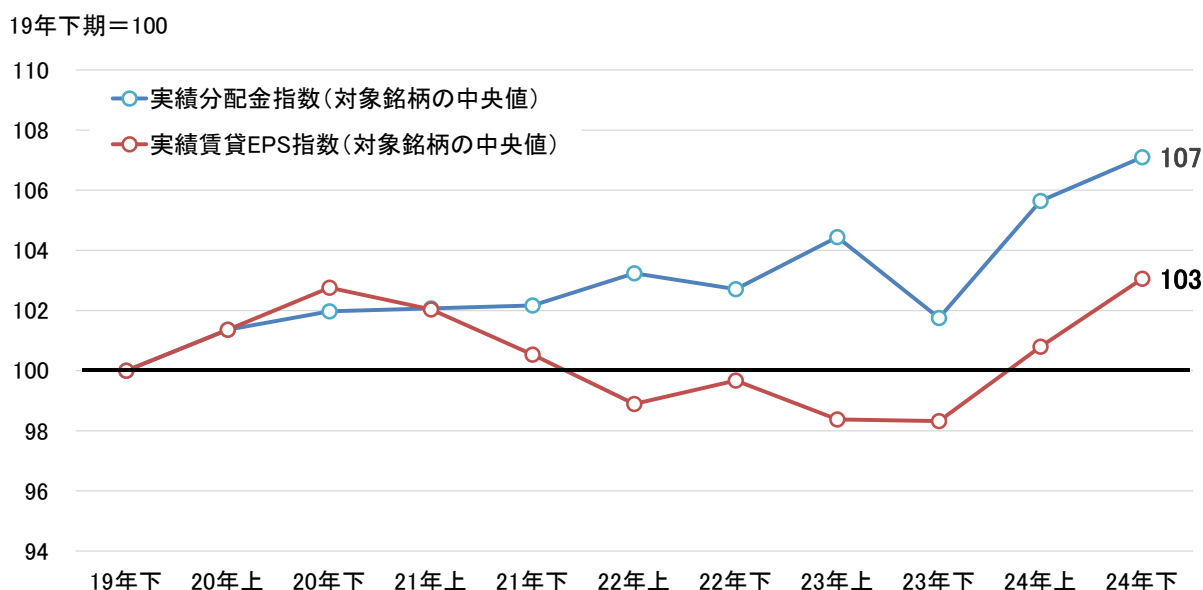
$$\text{賃貸 EPS} = (\text{経常利益} - \text{不動産売却損益} + \text{のれん償却額}) \div \text{発行済投資口数}$$

分配金指数はコロナ禍でも賃貸利益の減少を不動産売却益や内部留保の取崩で補う運用が行われ、100 を上回って推移し、2024 年下期には 107 となった。2024 年下期で分配金指数が 100 を上回る銘柄は 40 銘柄と約 8 割を占めている。指数の水準は物流銘柄が相対的に高く、指数が 100 を下回る銘柄は不動産売却益の剥落や減少が要因の銘柄を除けば、ホテル銘柄やオフィス銘柄等の一部に限られる。

一方、賃貸 EPS 指数は、2021 年上期以降 2023 年下期にかけて 100 を下回って低下、2023 年下期の 98 を底に反発し、2024 年下期は 103 とコロナ前を上回っている。2020 年はホテル銘柄を除けば賃貸運営は安定しており、プレミアム増資効果の継続で賃貸 EPS は上昇したが、2021 年に入ると運用資産の約 4 割を占めるオフィスの稼働率が低下し、水道光熱費収支の悪化も進んだため、賃貸 EPS が低下に転じた。さらに、2022 年からは金利上昇懸念による投資口価格の低下でプレミアム増資による押し上げ効果が乏しくなり、賃貸 EPS 指数は 100 を割り込んだ。その後も厳しいエクイティ調達環境は続くが、ホテル賃貸運営の改善、オフィス稼働率の上昇、LTV 活用による物件取得が寄与して、2024 年に入ると賃貸 EPS 指数が上昇している。

ただ、賃貸 EPS 指数が 2024 年下期に 100 を上回る銘柄は 29 銘柄と半数強で、回復度合いはセクターや銘柄によって異なる。

図表 2. J-REIT の実績分配金指数と実績賃貸 EPS 指数の推移



注1) 対象銘柄の中央値の推移。上期は各年 1 月期～6 月期、下期は各年 7 月期～12 月期

注2) 対象銘柄は全期間比較可能な銘柄で、各上期が 51 銘柄、各下期が 52 銘柄

ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12 月の年 1 回決算で下期のみ対象に含む
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

セクター、銘柄によって異なる賃貸 EPS の推移

図表 3 は、セクター別の賃貸 EPS 指数の推移である。図表 2 と同様の指数をセクター別に集計し、併せて個別銘柄の指数をプロットで示している。

オフィスセクターの賃貸 EPS 指数は 2022 年下期以降 2024 年下期まで 100 を下回っている。2021 年から賃貸市況の悪化で稼働率が低下し、特にテナント分散が十分効いていない銘柄では大口テナントの退去影響を受けて稼働率が大幅に下がり、賃貸 EPS が大きく低下した。加えて、2022 年からは電気料金の上昇で水道光熱費収支が悪化し、賃貸 EPS の低下に拍車をかけた。2023 年下期以降は、賃貸市況の改善や電気料金上昇分のテナントへの転嫁、LTV 活用による物件取得で、賃貸 EPS は全体として持ち直したが、稼働率や水道光熱費収支はいずれも 2019 年の水準に戻っておらず、ほぼ全ての銘柄が 100 を下回る。

住宅セクターの賃貸 EPS 指数は 100 近辺で比較的安定的に推移しており、銘柄間格差もオフィスセクターに比べれば小さい。コロナ禍での都市間人口移動の変化を受けて、稼働率がオフィスに先行して低下し、都心シングルタイプではテナント入替時の賃料低下も生じたが、その後は稼働率がコロナ前を上回る水準に回復し、賃料単価も上昇が続いている。LTV はもともと 50% 程度と高く、この間さほど変化はなかったが、投資口価格が比較的堅調に推移したため、オフィスセクターよりプレミアム増資効果が大きかった。

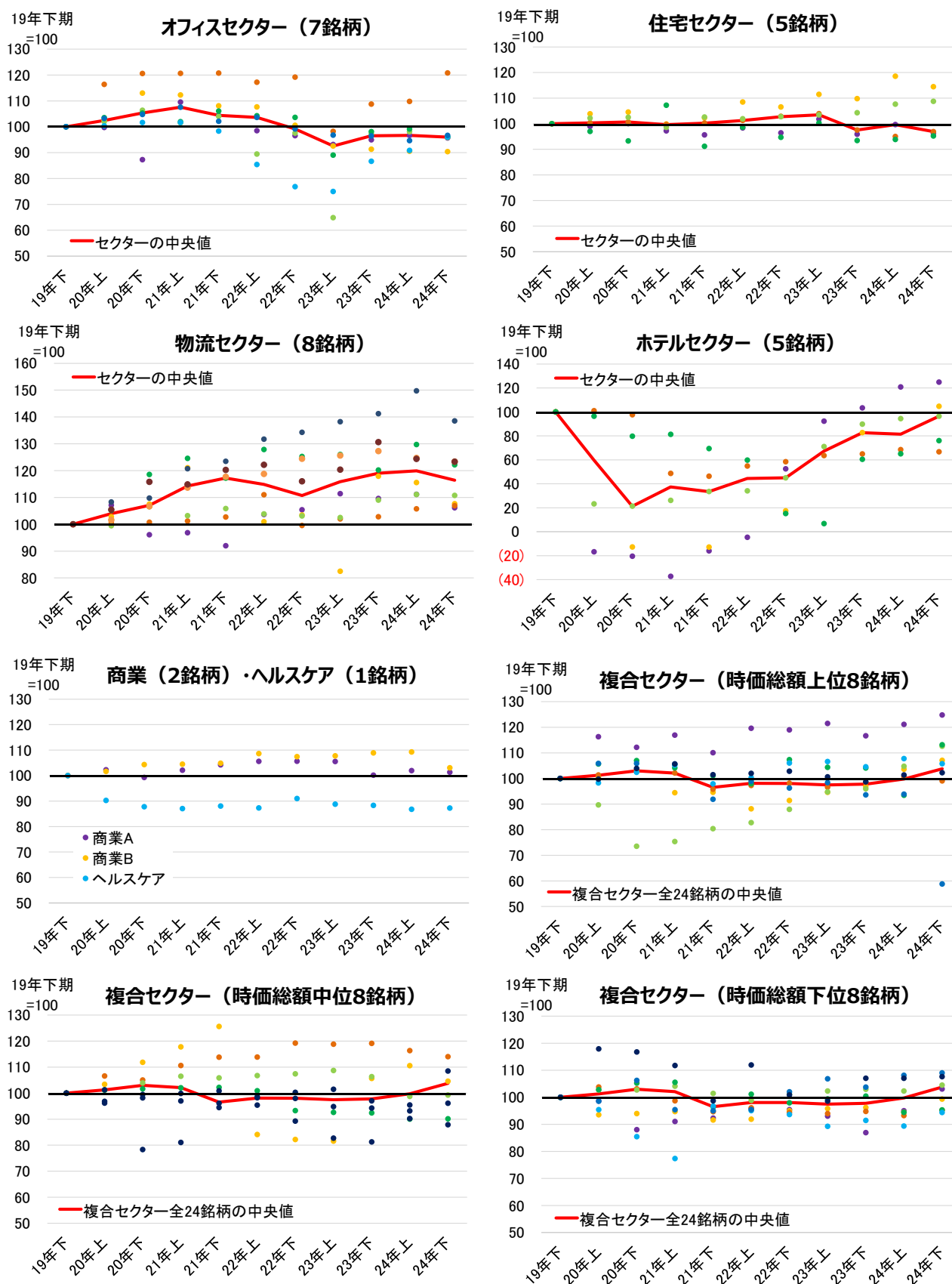
物流セクターの賃貸 EPS 指数は全期間 100 を上回って推移し、2024 年下期の水準は他セクターに比べて最も高くなった。長期固定契約中心の物流セクターは保有物件の賃貸収益が安定している。不動産高値圏での資産規模の拡大に伴いポートフォリオ全体の収益性は低下したが、2021 年までは成長期待で選好されて投資口価格が大きく上昇し、各銘柄ともプレミアム増資を重ねることが出来た。また、一部の低 LTV 銘柄による LTV 活用も賃貸 EPS の成長に寄与した。その結果、2024 年下期では全銘柄が 100 を上回っている。

ホテルセクターの賃貸 EPS 指数は 2020 年以降大きく低下したが、2024 年下期にはオフィスや住宅セクター並に回復が進んでいる。ホテル銘柄の多くが、保有するホテルの売上や利益に連動する変動賃料体系を採用しているためコロナ禍で変動賃料が無くなり、固定賃料も一部減額されるなど賃貸利益が大幅に悪化、その後は需要回復で業績を戻している。ただし、ホテル収益の回復が遅れている銘柄や、LTV の引き下げ、負債コストの上昇、ディスカウント増資など財務運営がマイナスに作用している銘柄もあり、銘柄間格差は他セクターより大きい。

商業銘柄は保有物件の多くで賃料固定型の長期賃貸借スキームを採用しているため、賃貸 EPS 指数はいずれも安定感が高く、プレミアム増資効果も寄与して 100 を上回って推移している。ヘルスケア銘柄の賃貸 EPS 指数は図表上 90 程度の推移となっているものの、2019 年下期に実施した公募増資の一時的影響を除けば、商業銘柄と同様長期固定の賃料スキームによって実態としては 100 程度で安定推移している。

複合セクターの賃貸 EPS 指数は、住宅セクターと同程度に安定推移しており、2024 年下期で 100 を上回る。個別銘柄で見ると用途構成が異なることもあり、推移は様々で傾向を掴みにくいが、合併銘柄を含む時価総額上位の銘柄群は用途分散が効いており、外部成長も資産入替が中心であるため、オフィス比率の高い時価総額中位の銘柄群や不動産高値圏で規模拡大を進めてきた時価総額下位の銘柄群に比べると、2024 年下期の賃貸 EPS 指数は 100 を上回る銘柄が多いといえる。

図表3. セクター別、銘柄別の実績賃賃 EPS 指数の推移



注) 各セクターの対象銘柄は全期間比較可能な銘柄で、[SMTRI J-REIT Index](#) の構成銘柄をもとにセクターを分類。ただし、本図表ではインヴィンブル投資法人、日本ホテル&レジデンシャル投資法人を複合セクターではなくホテルセクターに含めている
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

今後の賃貸 EPS の成長は負債コスト増加を上回る賃料増加の実現が鍵

分配金は、売却益還元や内部留保活用によって今後も安定成長が期待できる状況にある。J-REIT 全体の 2024 年下期の含み益は同期の分配総額 3,688 億円の約 16 倍に相当する 5.8 兆円と過去最高で、内部留保も 1,953 億円に増加している。売却益還元の持続性を示すために、物件譲渡ペースや売却益還元の目安を具体的に表明する銘柄も増えており、2025 年も物件譲渡額は高水準で推移している。

一方、賃貸 EPS は、金利上昇による負債コスト増加を上回る賃料増加を実現できるかが今後の成長の鍵となる。投資口価格の低迷でプレミアム増資は困難で、LTV の更なる引き上げ余地が限られてきた銘柄も少ないが、各用途とも不動産賃貸市況は良好で、賃料増額を実現しやすい環境にある。ただし、負債コスト増加を上回る賃料増加を達成できるかは、一定のテナント入替や賃料改定の機会が到来し、レントギャップを活かした積極的な賃料交渉で賃料増額を幅広く実現できるか、分散された返済期限や固定金利中心のデット調達で金利上昇への耐性が高いかなど、各銘柄の状況に応じて異なってくるだろう。金利上昇による負債コストの増加が進行中で、投資家にとっては賃貸 EPS が成長していけるか見極めにくい状況にある中、負債コストの増加を上回る賃料増加や NOI 増加の数値目標を設定する銘柄も出てきている。

分配金とともに、そのベースとなる賃貸 EPS の動向、セクターや銘柄による違いにも引き続き注目したい。

当社では、J-REIT の運用状況をまとめたレポート「[J-REIT レビュー](#)」を年2回（3月、9月）公表しています。

本レポートでご紹介した「賃貸 EPS」は、「[J-REIT レビュー2024 年下期](#)」にも掲載しておりますので、併せてご覧下さい。

【お問い合わせ】REIT 投資顧問部

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

- 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。また、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。
- 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。