

SMTRI シリーズレポート

【新たな経済環境における資産価値向上に向けた不動産等プレイヤーへの期待】その3

金利上昇、インフレ下で J-REIT に期待される賃料成長

2026 年 4 月 7 日

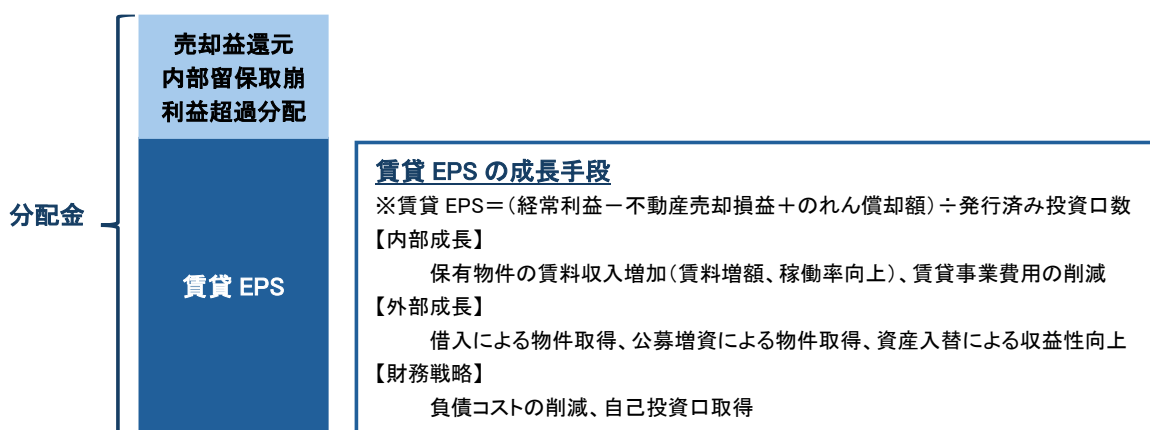
株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 上席主任研究員 堀 明希子

■ 持続的な分配金成長の観点からは賃料 EPS の成長が求められる

J-REIT の分配金は不動産賃貸で稼ぐ力を表す「賃料 EPS」とそれ以外に大別できる(図表 1)。賃料 EPS は 不動産売却損益等の影響を除いた利益を発行済み投資口数で割った 1 口当たり指標で、分配金のベースとなる概念である。賃料 EPS 以外の部分には売却益還元、内部留保取崩、利益超過分配がある。

図表 1 : 分配金の内訳と賃料 EPS の成長手段



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

2023 年以降の金利上昇下でも J-REIT の分配金は年平均 +3.8% の成長¹が続いているが、これには売却益還元の拡大や借入による物件取得が大きく寄与している。この間の賃料 EPS の成長は年平均 +0.6%²にとどまる。売却益還元等の割合が高まり、分配金に占める賃料 EPS の比率は 2022 年下期の 93%³から 2025 年下期で 87% に低下した。また、借入での物件取得が進み、出資総額ベースの LTV⁴は 2022 年 12 月末の 47.3% から 2025 年 12 月末の 49.1% に上昇した。

J-REIT 全体の含み益が 6 兆円と過去最高額を更新する中、分配金成長戦略としては売却益還元の拡大や歴史的な低水準にある時価 LTV の活用も可能ではあるが、持続的な分配金成長の観点からは、売却益還元や LTV の引き上げに依存せず、保有物件の内部成長を軸に賃料 EPS の成長を実現していくことが市場等から広く求められている。

¹ 対象銘柄(上場後 2 期間、変則決算期、上場廃止期は対象外)の分配金成長率(前年同期比)の中央値。23 年上期~25 年下期の平均

² 対象銘柄(上場後 2 期間、変則決算期、上場廃止期は対象外)の賃料 EPS 成長率(前年同期比)の中央値。23 年上期~25 年下期の平均

³ 19 年下期以降比較可能な 51 銘柄の中央値

⁴ 出資総額ベースの LTV = 有利子負債残高 ÷ (有利子負債残高 + 出資総額 + 出資剰余金)。数値は全銘柄の加重平均値

こうした市場の期待に応え、J-REITの分配金成長戦略も賃貸EPSの成長をメインに据えている。大半の銘柄が設定する分配金成長目標をみると、売却益の影響を受ける分配金ではなく、賃貸EPSをベースに成長目標を設定しているケースが多い。また、多額の含み益を有する大型銘柄であっても分配金と賃貸EPSとの乖離を10%程度に維持しながら分配金成長を目指す銘柄や、両者の乖離が大きい場合、分配金水準を維持しながら、賃貸EPSの成長で乖離縮小を目指す銘柄もみられる。

現状、不動産賃貸市場は各用途とも良好なため、賃料増額の加速による賃料収入の増加期待は高まる一方、急速な金利上昇で負債コストの増加が進んでおり、インフレ下で賃貸事業費用がどの程度増加しているかは資産入替の影響もあり把握が難しい。したがって、賃料収入の増加によってコスト増を吸収し、賃貸EPSを成長させることができるのかを見極めにくい状況にある。

以下では、コスト増の現状を把握したうえで、J-REIT全体の利益構造をもとに、賃貸EPSの成長に必要な賃料収入増加率を試算する。

■コスト増の現状：直近1年間で賃貸費用は2.2%増加、平均利率は0.18pt上昇

コスト増の現状を把握するため、直近1年間の賃貸事業費用の増加率と平均利率の上昇幅を確認する。

J-REIT全体の賃貸事業費用は、24年下期から25年下期の1年間で2.2%増加した(当社試算)⁵。費目別には、公租公課が平均約2%、建物管理委託費等が同約2%、修繕費が同約7%、減価償却費が同約1%増加した。費目のウエイトや費目毎の増加率が異なるため、賃貸事業費用増加率は物流施設の1%未満、オフィス、商業の2%台半ば、住宅、ホテルの約3%とセクターによって差はあるが、今後も公租公課は地価上昇、建物管理委託費等は人件費の上昇、修繕費、減価償却費は工事単価の上昇によって増加が継続するものと見込まれる。なお、水道光熱費に関しては、ウエイトが高いオフィスセクターや物流セクターで既にテナントへのパススルー化が進んでいるため、上記の賃貸事業費用増加率の算出から除外している。

J-REIT全体の有利子負債の平均利率は、2024年12月末0.73%から2025年12月末0.91%に、年間で0.18pt上昇した。個別銘柄の上昇幅は0.1pt未満から最大で0.4ptと、固定金利比率や年間返済額等の違いによって格差はある。J-REIT全体では固定金利比率が84%と高いが、今後5年の年間返済額は全体の14%程度に分散されているため、借り換えに伴う平均利率の上昇は当面続くと想定される。

■賃貸EPS成長2%超に必要な賃料収入増加率：直近程度のコスト増の前提で3.5%以上

図表2はJ-REIT全銘柄の2025年年間実績を集計し、賃貸事業収入=100として表した利益構造である。同利益構造をベースに、図表3は、平均利率上昇幅(縦軸)と償却後NOI増加率(横軸)の組み合わせによって賃貸EPSが何%変化するか、図表4は、賃貸事業費用増加率(縦軸)と賃貸事業収入増加率(横軸)の組み合わせによって償却後NOIが何%変化するかを示したマトリックスである。

これに基づくと、償却後NOIが一定で、平均利率が0.10pt上昇した場合には賃貸EPSが1.7%減少し、賃貸事業収入と平均利率が一定で、賃貸事業費用(水道光熱費を除く)が1.0%増加した場合には償却後NOIが0.7%減少して賃貸EPSは1.0%減少し、賃貸事業費用と平均利率が一定で、賃貸事業収入が1.0%増加した場合には償却後NOIが1.6%増加して賃貸EPSは2.2%増加する結果となる。

では、コスト増の下でJ-REIT全体の賃貸EPSがインフレ目標2%を上回る成長を実現するために必要な賃貸事業収入増加率はどの程度となるか。目安として、直近1年間と同程度のコスト増を前提にシミュレーションすると、平均利率上昇幅0.20ptのもとで、賃貸EPSが2.0%超増加するためには、償却後NOI増加率4.0%以上が必要となり(図表3の赤枠)、賃貸事業費用増加率2.5%のもとで、償却後NOIが4.0%以上増加するためには、賃貸事業収入増加率3.5%以上が必要となる(図表4の赤枠)。

⁵ 24年7月期～12月期と25年7月期～12月期の実績を比較

全銘柄の比較可能な同一物件の費用増減率をベースに、用途によって異なる収支非開示物件の比率を調整して、全体の増減率を算出

図表 2 : J-REIT の利益構造 (2025 年)

貸貸事業収入 = 100	全銘柄	セクター別						
		オフィス	住宅	商業	物流	ホテル	ヘルスケア	複合・総合
貸貸事業収入	100	100	100	100	100	100	100	100
その他貸貸事業収入	9	9	8	1	8	2	1	11
不動産貸貸事業収益	109	109	108	101	108	102	101	111
公租公課	9	11	6	11	9	6	7	9
諸経費	20	26	22	18	16	7	4	22
建物管理委託費等	8	14	9	2	5	1	2	8
水道光熱費	5	8	1	0	6	1	0	6
修繕費	3	3	5	5	2	1	2	4
その他	3	1	6	10	2	3	1	4
減価償却費	18	17	18	22	20	19	24	16
貸貸事業費用	47	55	46	51	45	31	35	47
貸貸事業利益(=償却後NOI)	61	55	61	49	62	71	65	63
NOI	79	72	79	71	82	90	89	79
不動産売却損益 ②	9							
資産運用報酬	8							
販管費	3							
営業利益	60							
支払利息	6							
経常利益 ①	53							
当期利益	53							
利益超過分配	1							
任意積立金取崩(+)繰入(-)	-1							
分配総額 (@分配金)	53							
貸貸利益 ①-② (@貸貸EPS)	44							

注 1) セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所による

注 2) 「セクター別」は物件用途によって特徴がある NOI まで掲載。不動産売却損益以下は個別銘柄による違いが大きい
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

図表 3 : 平均利率上昇幅と償却後 NOI 増加率を
変化させた場合の貸貸 EPS 増減率

平均利率 上昇幅	償却後NOI増加率					
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
0.00pt	±0.0%	+1.4%	+2.8%	+4.2%	+5.5%	+6.9%
0.10pt	▲1.7%	▲0.3%	+1.1%	+2.5%	+3.8%	+5.2%
0.20pt	▲3.4%	▲2.0%	▲0.6%	+0.7%	+2.1%	+3.5%
0.30pt	▲5.1%	▲3.7%	▲2.3%	▲1.0%	+0.4%	+1.8%
0.40pt	▲6.8%	▲5.4%	▲4.1%	▲2.7%	▲1.3%	+0.1%
0.50pt	▲8.5%	▲7.1%	▲5.8%	▲4.4%	▲3.0%	▲1.6%

図表 4 : 貸貸事業費用増加率と貸貸事業収入増加率を
変化させた場合の償却後 NOI 増減率

貸貸事業 費用増加率	貸貸事業収入増加率						
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%
0.0%	±0.0%	+1.6%	+3.3%	+4.9%	+5.7%	+6.6%	+8.2%
1.0%	▲0.7%	+1.0%	+2.6%	+4.2%	+5.0%	+5.9%	+7.5%
2.0%	▲1.4%	+0.3%	+1.9%	+3.5%	+4.4%	+5.2%	+6.8%
2.5%	▲1.7%	▲0.1%	+1.6%	+3.2%	+4.0%	+4.8%	+6.5%
3.0%	▲2.1%	▲0.4%	+1.2%	+2.9%	+3.7%	+4.5%	+6.1%
4.0%	▲2.8%	▲1.1%	+0.5%	+2.2%	+3.0%	+3.8%	+5.4%
5.0%	▲3.4%	▲1.8%	▲0.2%	+1.5%	+2.3%	+3.1%	+4.8%

注) 貸貸事業費用増加率は水道光熱費を除外して計算。水道光熱費のテナントへのパススルー化進展を考慮
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

■賃貸 EPS 成長の積み上げに向けた取り組み：資産入替、バリューアップ投資

賃料収入増加率 3.5%以上は決して低いハードルではない。最大用途のオフィスは、保有物件の契約賃料と市場賃料のギャップ(契約賃料<市場賃料)が 10%以上に拡大していることから今後賃料増額の加速が期待できるが、現状の賃料収入増加率は年間でまだ 2%程度である。住宅の賃料単価は 2025 年に年間 3%程度上昇したが、稼働率は既に高位で上昇余地に限られる。ホテルの賃料収入増加率は 2025 年が年間 10%程度だったが、今後同様の高い増加率を持続させることは難しくなっている。物流施設はオフィスや住宅に比べて契約期間が長いいため契約更改頻度が少なく、商業施設やヘルスケア施設は硬直的な賃貸借形態の物件が中心である。

このため、J-REIT はテナント入替時および契約更新時の賃料増額だけでなく、以下の通り、よりアクティブな取り組みによっても賃貸 EPS 成長の積み上げを図っている。

資産入替では、ポートフォリオの中で相対的に低収益の物件や築年経過等で将来的な収益性低下が懸念される物件の譲渡が継続的に行われているが、最近ではインフレ耐性を強化する入替が広がっている。ホテルの取得額が大きく増加しているのは、その顕著な例である。ホテルは相対的に取得利回りが高く、変動賃料の導入で賃料成長期待もある。一方、賃料固定のヘルスケア施設については譲渡あるいは新規投資の見合わせで投資比率を引き下げる銘柄もある。こうした成長期待の高い用途への投資拡大は、複数の用途に分散投資する複合銘柄が全体の半数を占める J-REIT ならではの戦略といえる。

また、住宅やホテルをはじめ各用途で収益性の向上につながるバリューアップ投資が積極化している。物件取得環境が厳しい中、物件売却資金やフリーキャッシュフローの一部をリニューアルに投じて高い賃料上昇を目指す。住宅銘柄では、テナント入替時の賃料変動率が通常 10%強の上昇に対して、リノベーション住戸では 30%程度の上昇がみられる。ホテル銘柄では、ホテル競争力の向上を目的とした戦略的な CAPEX がここ数年大きく増加しており、客室リニューアルによる客室単価の引き上げ等に取り組んでいる。

その他、物流施設や商業施設では長期契約において CPI 連動条項や段階賃料の導入を推進するほか、契約期間の短期化で賃料増額の実現機会を増加させている。

こうした取り組みは中長期的に効果を発現するケースもあるため、負債コストの上昇がある程度一巡する当面の間は売却益還元の拡大や LTV 活用も適度に併せながら分配金成長を図る運用が想定されるものの、金利上昇、インフレ下という新たな経済環境下でも賃貸 EPS の向上をもって分配金成長は持続するとのトラックレコードを示すことができれば、潜在的な投資家層の呼び水となり、J-REIT 市場は更に発展していくことができるだろう。

【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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。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。