

J-REITレポート

オフィスリート及びオフィス市況の動向と見通し

都心5区オフィス空室率は5.5%程度でピークアウトか

- ▶ 足元のオフィスリート（オフィスセクター指数）は、今後の空室率悪化を過度に織り込んだ水準にあるものと見られる。
- ▶ 新型コロナウイルスワクチンの開発進展等をきっかけに市場懸念が払しょくされれば、同リートの急反発が期待される。

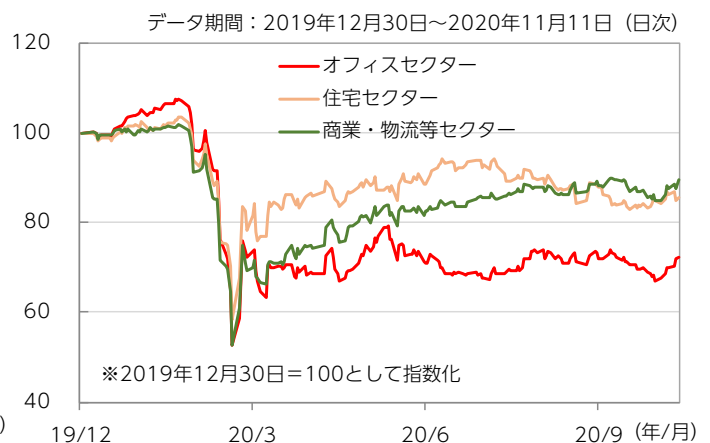
(1) 東証REIT指数及びセクター別指数の推移

- 東証REIT指数が上値の重い展開が続いています（図表1）。時価総額の約4割（2020年10月末時点）を占めるオフィスセクターの不振が主な要因と思われる。同セクターは、2020年2月に東証REIT指数がリーマン・ショック後の高値を更新する局面でのけん引役となっていました（図表2）。
- コロナ禍によるテレワーク（在宅勤務）の拡大等で、オフィス市況が悪化し、今後も悪化傾向が続くと懸念等が影響しています。

図表1：東証REIT指数の推移



図表2：J-REITセクター別指数の推移

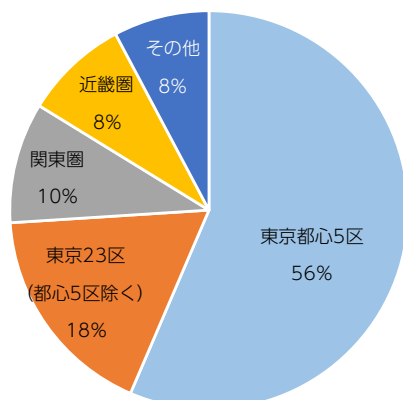


(2) 都心5区オフィス市況の動向

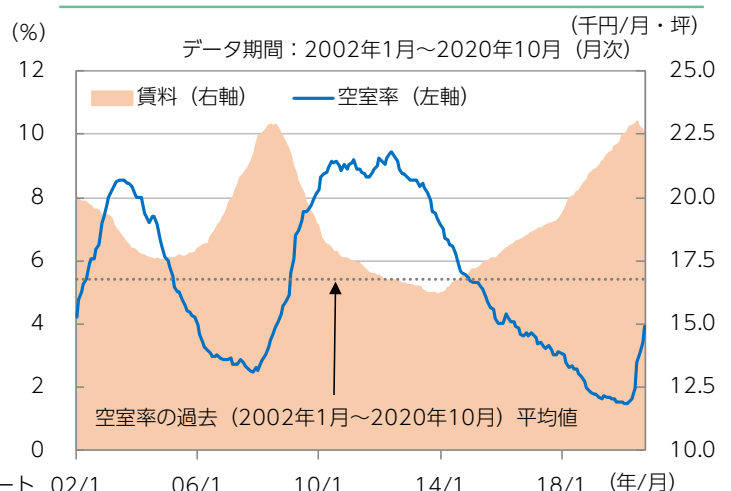
- J-REITが保有するオフィスの内、6割弱が都心5区（千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区）にあります（図表3）。従って、オフィスリートの業績は都心5区の市況に比較的大きく左右されることになります。
- 都心5区のオフィス空室率は2020年2月に1.49%まで低下し、過去最低を記録した後、10月時点には3.93%に上昇しています。なお、坪当り月額賃料は最高値圏にあります（図表4）。

図表3：J-REIT保有オフィス地域別構成

(鑑定評価額ベース、2020年8月末時点)



図表4：都心5区オフィス市況

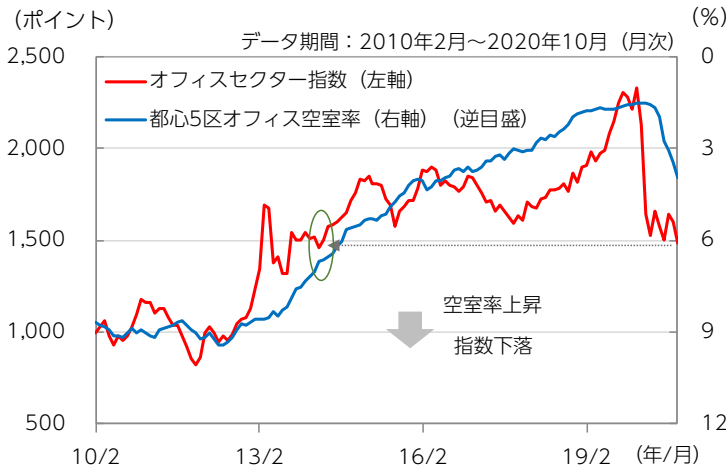


※オフィスリート：J-REITの内、オフィスへの投資を中心とするリート（出所）図表1～4はブルームバーグや三鬼商事データ等をもとにニッセイアセットマネジメントが作成

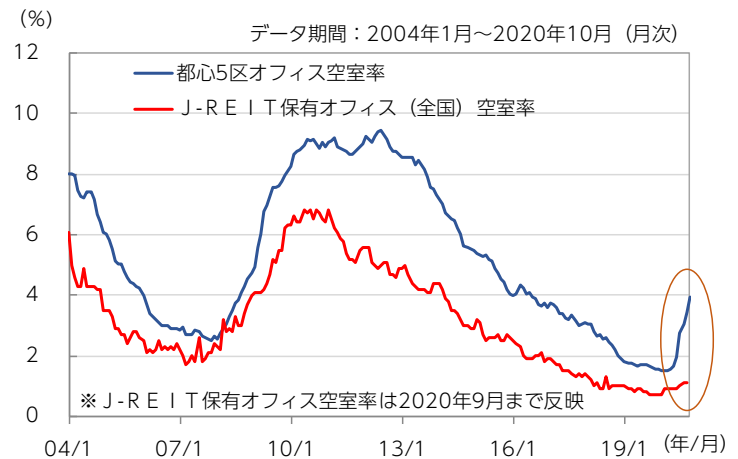
(3) オフィスセクターと都心5区オフィス空室率等の推移

- 2020年10月末時点のオフィスセクター指数は約6年半ぶりの水準となっています。当時の都心5区オフィスの空室率は6.70%であり、足元の空室率からはやや売れ過ぎの水準にあると思われます（図表5）。
- 10月の都心5区オフィスの空室率が3.93%まで上昇しているのに対し、9月時点ではありますがJ-REITが保有するオフィスの空室率は全国規模でも1.1%に留まっています。築年数が新しく、規模が大きい等、競争力の相対的に高い物件が多いこと等が要因であると思われます。

図表5：オフィスセクターと都心5区空室率の推移



図表6：J-REIT保有オフィス空室率等の推移



(4) 主要オフィスリーの業績動向（1口当たり配当額：DPU）

- 2020年6～10月に発表された主要オフィスリーの業績（今期実績）は、コロナ禍にあっても比較的堅調でした。来期、再来期の業績について、主要オフィスリー各社は概ね底堅く推移すると見ています（図表7）。
- 所有オフィスの空室率が低水準で推移し、高稼働が続いていることや、実勢賃料の水準がテナントとの既契約賃料を上回っており、次期契約更改で賃料引上げが可能な物件があること等が要因と見られます。

図表7：主要オフィスリーの業績動向

銘柄名	項目	今期実績	会社予想	
			来期	再来期
ケネディクス・オフィス	対象年月	2020/4	2020/10	2021/4
	DPU (円)	14,412	14,500	14,150
	前期比 (%)	5.7	0.6	-2.4
大和証券オフィス	対象年月	2020/5	2020/11	2021/5
	DPU (円)	13,595	13,700	13,700
	前期比 (%)	3.5	0.8	0.0
日本ビルファンド	対象年月	2020/6	2020/12	2021/6
	DPU (円)	10,986	11,000	11,000
	前期比 (%)	-0.2	0.1	0.0
ジャパンエクセレント	対象年月	2020/6	2020/12	2021/6
	DPU (円)	2,960	3,000	2,910
	前期比 (%)	1.4	1.4	-3.0
森ビルズリート	対象年月	2020/7	2021/1	2021/7
	DPU (円)	2,898	2,900	2,910
	前期比 (%)	0.5	0.1	0.3

※2020年6～10月に決算発表を行ったオフィスリーが対象
※会社予想は各リートの予想。各今期実績発表時点での予想

(5) 都心5区オフィス市況の見通し

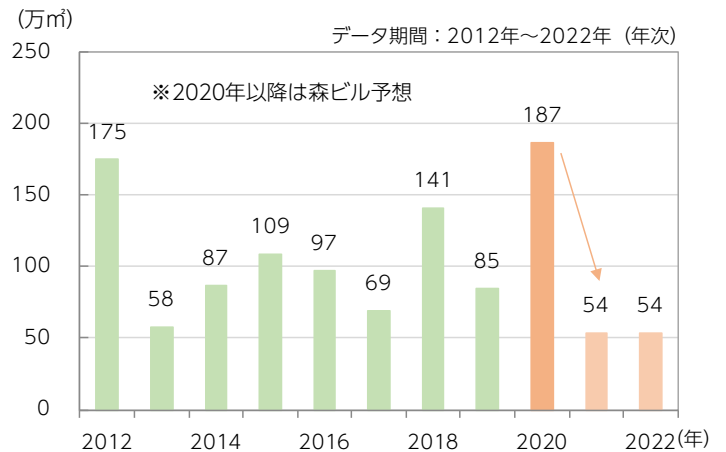
- 2020年2月を底に10月にかけて急上昇している都心5区オフィス空室率（この間の上昇幅は2.44%）ですが、以下の理由等から、そのスピードは今後緩やかなものとなり、月次データを遡ることのできる2002年1月から2020年10月までの平均値である5.5%程度でピークアウトするものと見ています。ピークアウトの時期は、新型コロナウイルスのワクチン開発の状況にもよりますが、2021年年央頃を想定していません。
- 2020年のオフィス大量供給（東京23区）が9月末にほぼ一巡したことに加え（図表8）、2021～22年の新規供給量が限定的であることから、需給の改善が期待されること（図表9）。
 - リーマン・ショック後の空室率上昇がオフィス需要の縮小であったのに対し、今回は新型コロナウイルスの感染拡大によりテナントの移転が抑制されているためと考えられること。新型コロナウイルスワクチンの開発が進めば、テナントの移転需要が回復するとみられること。
 - 企業がオフィスの拠点分散を進めることで、郊外を含めた新たな需要が見込まれること。

出所) 図表5～7は、ブルームバーグや三鬼商事データ、J-REIT各社決算短信等を
もとにニッセイアセットマネジメントが作成

図表8：主なオフィス開発計画

竣工年	月	開発計画・物件名	区	延床面積(m ²)
2020年	2月	OH-1計画	千代田区	357,800
	3月	虎ノ門トラストシティ/ワールドゲート	港区	210,000
	3月	TGMM芝浦プロジェクトB棟	港区	153,000
	4月	豊洲2-1街区A,C棟	江東区	184,000
	5月	都市再生ステップアップ・プロジェクト	港区	180,000
	9月	丸の内1-3計画	千代田区	180,650
2021年	4月	大手町二丁目常盤橋地区再開発 A棟	千代田区	146,000
	6月	新橋田村町地区再開発	港区	106,000
2022年	8月	八重洲二丁目北地区再開発 A-1街区	中央区	284,000

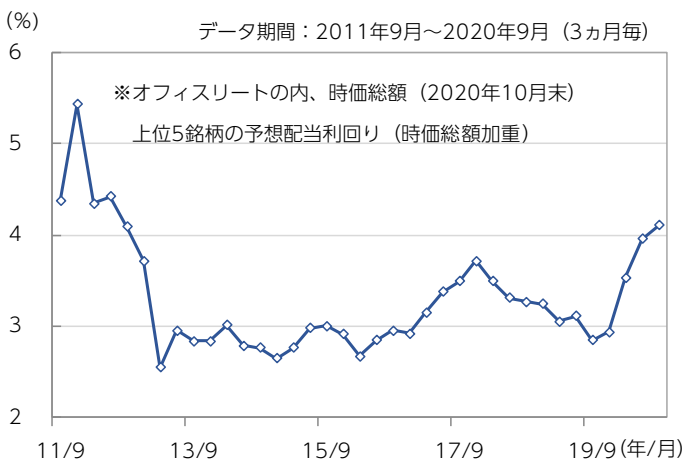
図表9：東京23区大型オフィス供給量予想



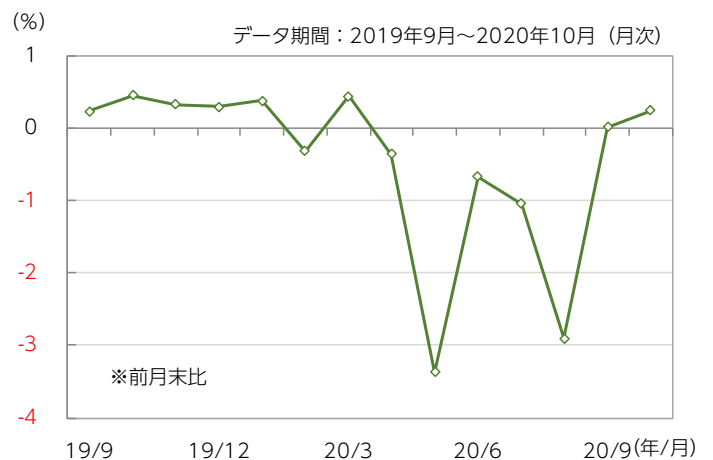
(6) オフィスセクター指数及び東証REIT指数の見通し

- 2020年10月末時点のオフィスセクター指数は、都心5区オフィス空室率が6.70%であった2014年3月の水準まで下落しており（図表5）、同指数は既に空室率が7%前後まで上昇することを織り込んでいる可能性があります。都心5区オフィス空室率は5.5%程度でピークアウトすると見られることや、オフィスリートが相対的に競争力の高い物件を保有していること（図表6）、オフィスリートの予想配当利回り（時価総額加重）が約8年ぶりとなる4%を超える水準に上昇していること（図表10）等から判断して、足元のオフィスセクター指数の水準は、相対的に割安感の強い状態にあるように思われます。
- オフィスセクター指数の今後の動向は、新型コロナウイルスワクチンの開発状況が鍵を握っているものと思われれます。ワクチン開発が進む場合には、経済活動の正常化によるテナント需要の回復期待等から業績見通しを上方修正する動きが強まり、相対的に割安感の強い状態にあると思われるオフィスセクター指数は急上昇するものと見られます。一方、ワクチン開発が遅延する場合は引き続き上値の重い展開を続けることが予想されますが、割安感等から下値は限定的なものになると考えています。
- 減少を続けていたJ-REITの予想配当額（前月末比）は、ホテルリートや物流施設リート等の業績上方修正により、2020年9月、10月と2ヵ月連続で前月末を上回りました（図表11）。時価総額の約4割を占めるオフィスリートが業績上方修正の動きを強めれば、J-REITの業績回復傾向がより鮮明化し、東証REIT指数も新型コロナウイルス感染拡大前の高値回復を目指す動きになるものと考えています。

図表10：オフィスリート予想配当利回りの推移



図表11：J-REIT予想配当額の変動率



出所) 図表8～11は、ブルームバーグや森ビル、不動産証券化協会データ、各社情報をもとにニッセイアセットマネジメントが作成

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>