

コロナ禍がインカムリターンに及ぼす影響

～ J-REIT データを用いた用途別 NOI の動向及び見通し ～

2021年12月27日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆コロナ禍は、NOI にどのような影響を与えたのか。コロナ・ショックから1年半以上が経過し、コロナ禍における不動産投資関連のデータセットが揃いつつある。そこで、本稿では、J-REIT 保有物件のヒストリカルデータを用いて各アセットのNOIがどのように変化したのか分析を行う。

◆コロナ禍におけるNOIの動向は、用途・エリアにより異なる傾向がみられる。ディフェンシブアセットとされる賃貸住宅や物流施設については、概ね横ばいで推移しているが、特に緊急事態宣言による活動自粛の影響等により深刻な影響を受けたホテルは、相対的に下落率が大きい。一方、オフィスのNOIについては、エリア別に異なる傾向がみられる。東京（主要5区）のオフィスについては直近で下落しているが、名古屋や大阪については下落傾向が観測されていない。

◆NOI と継続賃料の過去のボラティリティをみると、継続賃料に比して、NOI のボラティリティが相対的に大きい。オフィスについては、今後、新規賃料の下落の影響が徐々に継続賃料に波及し、NOI にも影響が出てくる可能性があるが、そうした場合、継続賃料の下落幅に比してNOIは相対的に大きな下落幅になる懸念があろう。しかし、メインシナリオにおいては、継続賃料の下落が限定的であることから、その影響を受けるNOIについても若干の下落に留まる見通しである。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

1. コロナ禍における NOI の動向は用途により異なる傾向がみられる

不動産投資のパフォーマンスを示すトータルリターンは、インカムリターン及びキャピタルリターンに大別される。キャップレートが安定して推移している状況において、そのパフォーマンスの高低を左右するのは、インカムリターンである²。コロナ禍は、インカムリターンの構成要素である NOI にどのような影響を与えたのか。コロナ・ショックから1年半以上経過し、コロナ禍における不動産投資関連のデータセットが揃いつつある。そこで、本稿では、J-REIT 保有物件のヒストリカルデータを用いて各アセットの NOI がどのように変化したのかを分析を行う。

まず、NOI についてコロナ禍における足元の動向を確認する。J-REIT（全用途）について、NOI の動向をみると、コロナウイルスの感染拡大後（2020 年上半期以降）に若干の下落傾向がみられている（図表 1）。感染拡大前の 2019 年下半期には、前期比+1.5%と上昇基調にあったが、2020 年上半期には前期比-4.0%となり、その後下落傾向が続いている³。

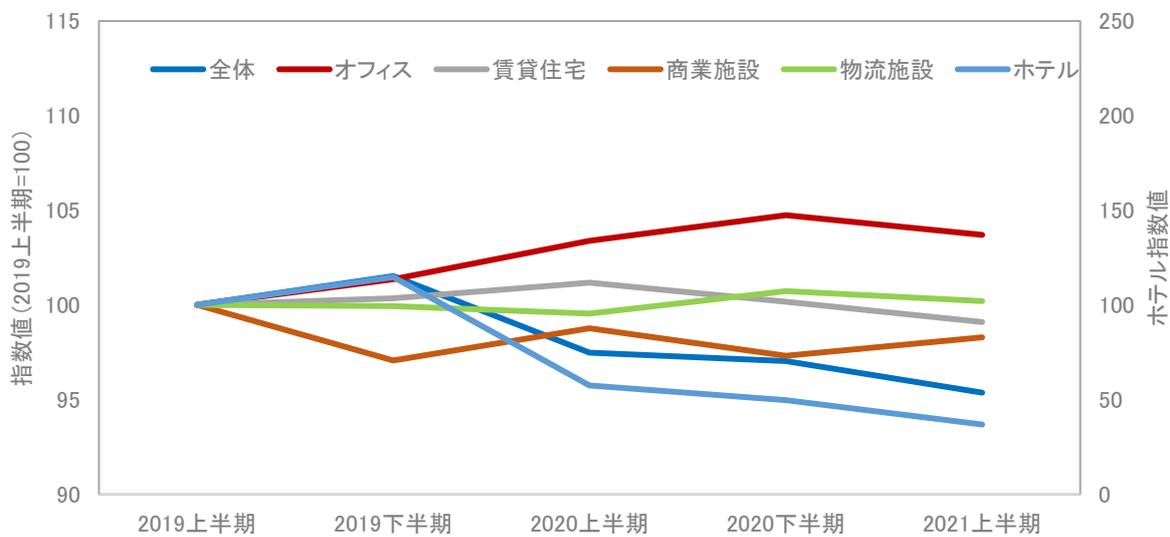
しかし、NOI の動向には用途別に異なる傾向がみられる。賃料のボラティリティが低くデیفレンシブなアセットとされる賃貸住宅や物流施設については、コロナ禍の影響が限定的であり、概ね横ばいで推移していることがわかる。一方、オペレーショナルアセットについては下落傾向がみられる。特に、緊急事態宣言による活動自粛の影響等により深刻な影響を受けたホテルは、相対的に下落率が大きく、2020 年上半期には半減し（前期比：-49%）、その後も下落傾向が続いている。

これに対し、オフィスについては、2020 年下半期までは僅かに上昇傾向がみられ、下落に転じたのは直近（2021 年上半期）であることがわかる。オフィスの NOI が、ホテルのように感染拡大直後に下落せず、タイムラグを持って下落に転じた主な理由は、NOI の源泉となる継続賃料は新規賃料に比べ遅効性があり、コロナ禍がタイムラグを持って影響しているからである。さらに、エリア別の NOI の動向をみると、東京（主要 5 区）のオフィスについては直近で下落しているが、名古屋は概ね横ばいであり、大阪については上昇傾向となっている。このようにエリアにより、NOI の動向に差がみられるひとつの要因は、継続賃料に影響を与える新規賃料の動向がエリアにより異なるからである。

² 我が国における新型コロナウイルスの感染者数は足元では低位で推移しており、J-REIT 価格も安定的に推移している。こうした状況を受け、インプライドキャップレートも低位を維持しており、ティーマックスの調査による直近値（2021 年 11 月末）は 3.8%となっている。不動産キャップレートがインプライドキャップレートに追随する関係を前提とすれば、現在のところ不動産キャップレートが上昇に転じる兆しはみられない。なお、不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。

³ ユニバースの用途構成割合は、オフィス：35.3%、賃貸住宅：19.5%、物流施設：17.4%、商業施設：14.2%、ホテル：9.4%である。

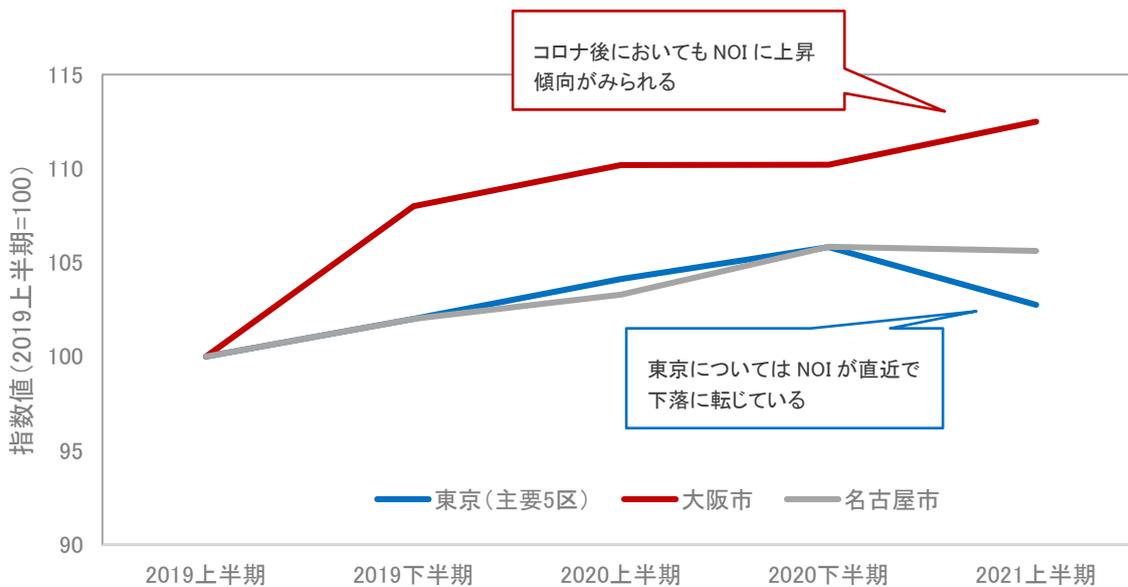
図表1 コロナ前後における NOI 指数の推移(用途別)



(出所) J-REIT 公表資料を基に筆者作成

注) ホテル指数値の軸(右軸)については指数値の縮尺が異なることに留意

図表2 オフィスにおける NOI 指数の推移(エリア別)



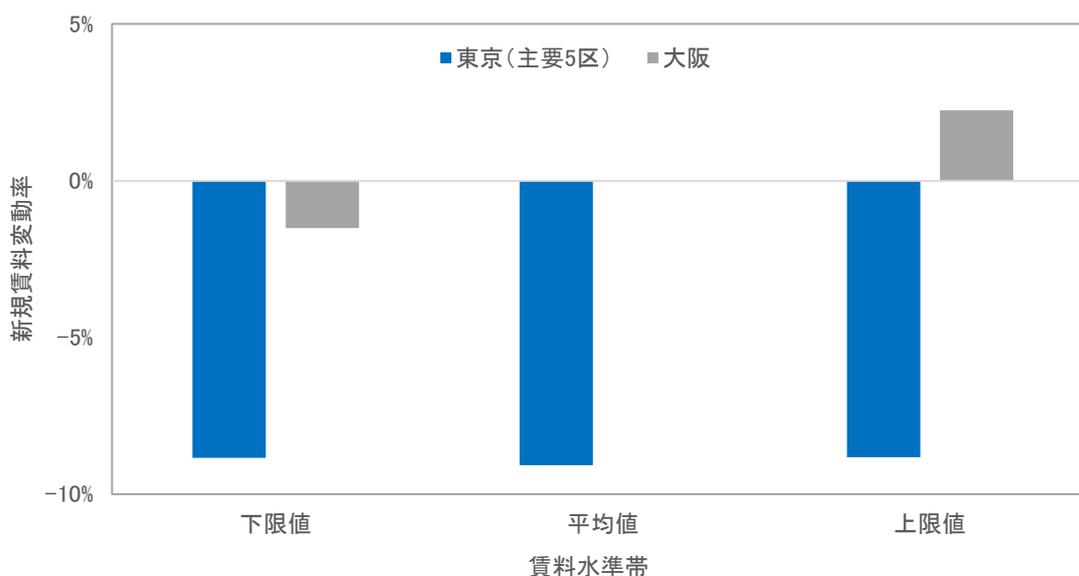
(出所) J-REIT 公表資料を基に筆者作成

2. 東京の新規賃料は下落傾向がみられるも大阪は安定的に推移

東京（主要5区）の新規賃料⁴をみると、空室率の上昇⁵に伴い下落傾向がみられる。2019年第4四半期には、31,600円/坪であった新規賃料は、コロナ・ショック以降下落し、2021年第3四半期では、28,700円/坪となっている。これに対して、大阪の新規賃料の動向をみると、東京と異なり下落傾向はみられない。当該エリアにおいて、2019年第4四半期には、26,000円/坪であった新規賃料は、コロナ禍においても僅かに上昇し、2020年第4四半期まで26,700円の水準であった。その後若干の下落傾向を示しているものの、直近（2021年第3四半期）では26,000円/坪であり、コロナ前と同水準を維持している状況にある。また、名古屋の賃料動向をみても、大阪と同様にコロナ禍においても下落傾向はみられない⁶。

東京（主要5区）と大阪の変動率（2019年第4四半期から2021年第3四半期）を賃料帯別にみても、東京については下限値、平均値、上限値すべてにおいて、-9%程度下落となっているのに対して、大阪は下限値については-2%と若干の下落がみられるが、平均値については横ばい、上限値については+2%とコロナ禍においても上昇傾向がみられており、エリアによりその動向が異なる（図表3）。

図表3 東京(主要5区)及び大阪における新規賃料の変動率(2019年Q4から2021年Q3)



(出所)日経不動産マーケット情報を基に筆者作成

⁴ 日経不動産マーケット情報が公表するエリア別「想定成約賃料（平均値）」の中から、東京主要5区・大阪市に存するエリアのみを抽出し、その平均値を用いた。当賃料は、複数のオフィス仲介会社にヒアリングしてまとめられたものであることから、速報性に優れるという特徴を有する。なお、本稿においては、築10年、駅から徒歩5分程度、基準階床面積300坪程度の想定賃貸オフィスビルについて、テナントとの契約が成立する平均的な賃料水準（想定成約賃料）を用いている。

⁵ コロナ・ショックを契機に東京主要5区におけるオフィスの空室率は上昇傾向となっている。三鬼商事によれば、コロナ禍において、空室率は上昇に転じており、2020年第1四半期に1.5%であった空室率は、2021年第3四半期では6.4%に達している。なお、大阪についても空室率は上昇に転じており、2020年第1四半期に2.0%であった空室率は、2021年第3四半期では4.3%となっている。

⁶ 名古屋については、日経不動産マーケット情報の想定成約賃料調査の対象になっていないが、三鬼商事による募集賃料の動向をみるとコロナ禍においても大阪と同様に下落傾向はみられない。

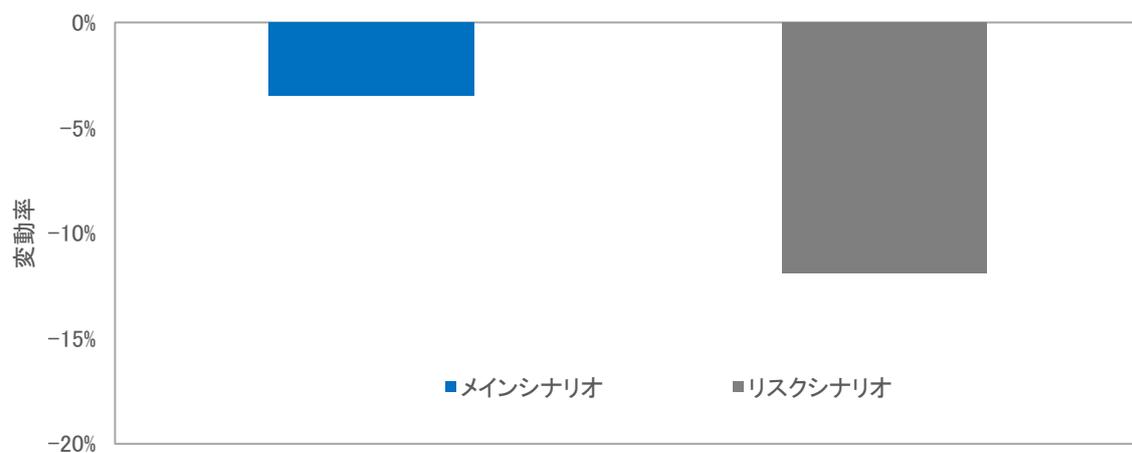
3. オフィスにおける NOI の中期見通し

今後、NOI はどのように推移するのか。本稿においては、特にオフィスに焦点を当て継続賃料と NOI の関係を分析し、今後の見直しを行う。

NOI は継続賃料に比してその変動幅が大きくなる傾向がある。過去の両者のボラティリティ（2011 年下半期から 2021 年の上半期）をみても、継続賃料は 3.1%であるのに対し、NOI については 3.8%と NOI のボラティリティが相対的に大きい⁷。オフィスについては、今後、新規賃料の下落の影響が徐々に継続賃料に波及し、NOI にも影響が出てくる可能性があるが、そうした場合、継続賃料の下落幅に比して NOI は相対的に大きな下落幅になる懸念がある。

メインシナリオにおいては、新規賃料の下落は限定的であり、継続賃料は 2022 年まで若干下落するものの 2023 年以降は概ね横ばいで推移する見直しである⁸。NOI 変動の主要因である継続賃料の下落が僅かなものであることから、NOI についても若干の下落に留まるであろう⁹（図表 4）。これに対して、新型コロナウイルス感染症の再拡大等を考慮したリスクシナリオ¹⁰においては、2022 年以降もマクロ経済の力強い回復が見込めず、新規賃料が下落し継続賃料も緩やかな下落傾向が続く見直しである。本シナリオでは、NOI の下落幅が相対的に大きくなる懸念がある¹¹。

図表 4 オフィスにおける NOI の中期見直し(今後 5 年間の変動率)



(出所)筆者予測値

⁷ これは NOI の源泉である継続賃料が下落した場合、相応のコスト削減ができなければ継続賃料の下落に比して NOI の下落幅が大きくなることを示している。

⁸ 継続賃料の見直しについては、谷澤総合鑑定所『コロナ禍において、オフィス継続賃料はどうか～～感染状況次第で下落圧力がかかるも、影響は軽微か～』を参照のこと。

⁹ 本稿においては、NOI の動向が継続賃料の動向に影響を受けるというモデルを用いて予測を行った。

¹⁰ 新株の感染拡大等により日欧米でロックダウンや緊急事態宣言が断続的に行われた場合には、個人消費や輸出の回復が遅れ、メインシナリオを維持できない懸念もある。

¹¹ ただし、NOI の動向はエリアにより異なる傾向となるであろう。前節で確認したように、東京のように新規賃料の下落がみられるエリアについては継続賃料の下落を通じて NOI に下落圧力がかかる可能性が高いが、大阪のように新規賃料に鮮明な下落がみられないエリアでは NOI は引き続き安定的に推移するであろう。

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。