

長期化が進む J-REIT オフィスの築年数

<要旨>

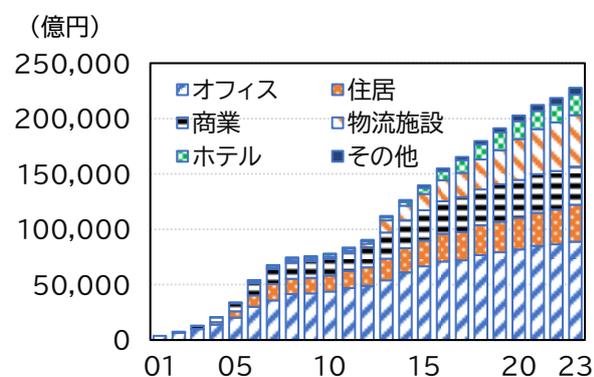
J-REIT は 2001 年の市場創設から 20 年以上が過ぎ、2023 年末の運用資産額は 22.8 兆円まで拡大するとともに保有物件の築年数の長期化も進んでいる。最も運用額が大きいオフィスについて築年別に運用実績を分析すると、築 10 年以上経過すると修繕コストは増えるが、賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体と同水準で推移しており、利回りも築 10 年以上が経過すると安定推移する傾向にある。

また、築年が古い物件であっても規模が大きい物件では環境認証の取得が進んでいる。環境認証を取得した物件はエネルギー効率などのサステナビリティへの取り組みに優れた物件であり、認証取得は長期保有の意思の証といえる。今後も規模が大きく環境認証を取得した物件の長期保有により築年数の長期化が進むと考えられるが、築年が経過しても安定したインカムリターンを期待できることは J-REIT にとってプラスの面があるといえよう。築古の物件に対して賃料競争力や流動性を懸念する見方もあるが、認証を取得した物件での築年の長期化であれば、必ずしも物件の質の低下とはならない。この先の J-REIT のポートフォリオの質を評価する上では、こういった視点も必要になると考える。

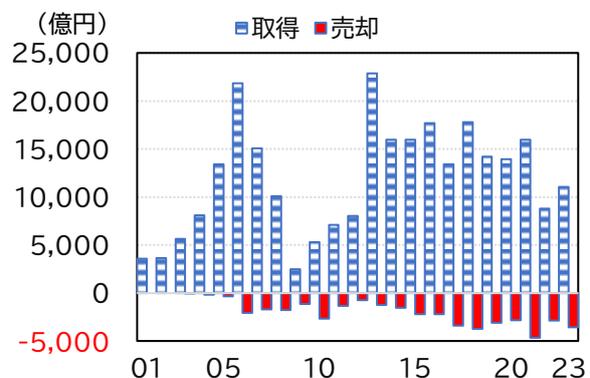
1. J-REIT の物件取得と築年数の状況

J-REIT は 2001 年の市場創設から 20 年以上が経過し、2023 年末の運用資産額は 22.8 兆円まで拡大してきた。J-REIT は物件運営により得られるインカムリターンを投資家に分配することを目的としている。基本的に物件売買によるキャピタルリターンを目的とした短期売買は少ないため、売却に比べると取得が圧倒的に多い(図表 1、2)。

図表 1 保有資産額の推移



図表 2 売買の推移

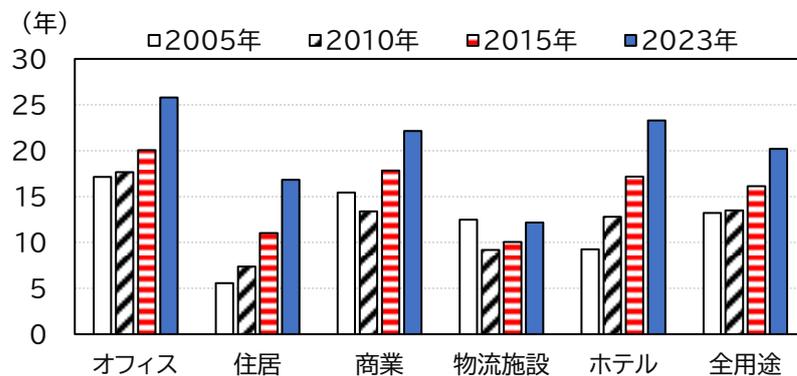


(資料)各社公表資料

J-REIT は基本的に物件を長期保有することから、運用期間が経過するにつれて保有物件の築年数も長期化する。J-REIT 保有物件全体の平均築年数は 2023 年時点で 20.2 年であり、2005 年の 13.2 年と比べ 7.0 年、2015 年の 16.1 年と比べて 4.1 年長期化している。物件用途別で見ると、物流施設は築年が浅い物件の取得が多いため平均築年数も 10 年前後で維持されているが、オフィスや住居、商業、ホテルの平均築年数は長期化する傾向にある。(図表 3)。

一般に築年数が経過していくと、競合物件の出現やテナントが求めるニーズの変化に物件仕様が適さなくなることなどによる物件競争力の低下や、修繕工事が増えるなど管理コストの増加による収益性の低下が考えられる。本稿では J-REIT の保有物件の 4 割を占めるオフィスにおける築年数の長期化による影響について考察を進めていく。

図表 3 用途別の平均築年数の推移



(資料)各社公表資料

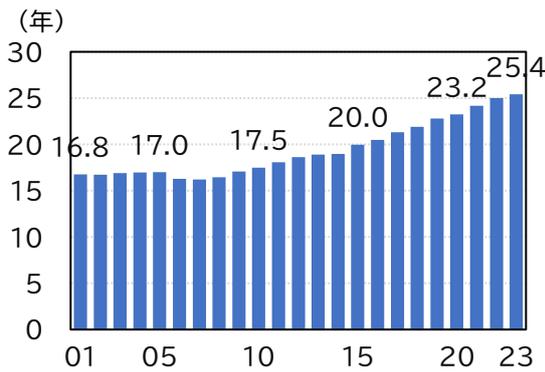
2. オフィスの築年の分析

(1) 築年数の推移と築年別の構成内訳

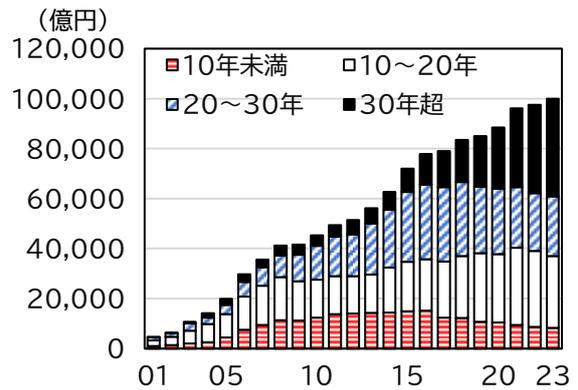
J-REIT 保有オフィス全体の平均築年数は 2023 年時点で 25.4 年であり、2005 年の 17.0 年から 8.4 年、2010 年の 17.5 年から 7.9 年、2015 年の 20.0 年から 5.4 年長期化している(次頁図表 4)。

2023 年時点の築年別内訳をみると、築 10 年未満が 8.2%、築 10～20 年が 28.7%、築 20～30 年が 23.8%、築 30 年超が 38.9%となっている。築 10 年未満の割合は 2015 年までは新規取得により増加していたものの、資産規模が増し既保有物件の築年数が 10 年以上へ長期化していくことで 2016 年以降は減少傾向にある。一方で、築 30 年超の物件の構成比は、2005 年は 12.1%、2010 年は 9.2%、2015 年も 12.9%と低い水準であったが、保有物件の築年数が長期化することに加え、近年は運営や管理状況がしっかりしていれば築年が古い物件でも取得される事例や築年が古い物件が多い REIT の新規参入もあって、構成比が上昇してきている(次頁図表 5)。

図表 4 オフィス全体の平均築年数の推移



図表 5 築年別のオフィス保有資産額



(資料)各社公表資料

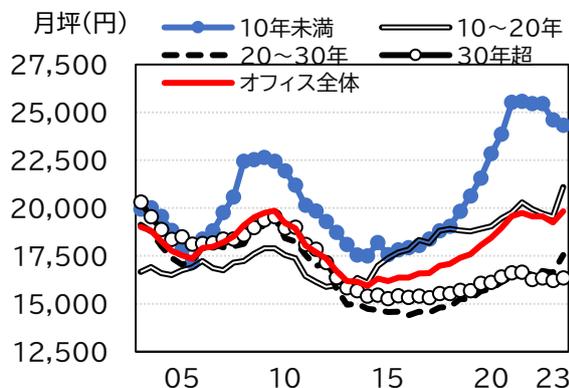
(2) 収益面

竣工時期が古い物件は、テナントが求めるニーズや物件仕様を満たしにくく、物件競争力が劣ると考えられている。例えば、コロナ後にニーズが増しているコミュニケーションスペースやオンライン会議室などを充実させるには、無柱空間によるレイアウト変更の容易さや、1フロア当たりの広さなどが必要となり、築古では対応しきれないことが多い。

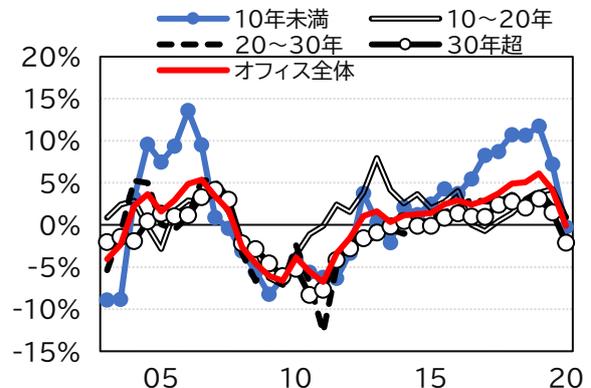
J-REIT の賃料収入と稼働面積から求めた賃料単価を築年別で比べると、築 10 年未満と築 10～20 年の賃料は J-REIT 保有オフィス全体の平均より高いが、築 20～30 年、築 30 年超は概ね J-REIT 保有オフィス全体を下回っており、築年が賃料水準に影響していることがわかる(図表 6)。

平均賃料単価の変動率でみると、築 10 年未満の賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体よりも高く推移しているが、築 10～20 年になると同水準となり、築 20～30 年、築 30 年超も J-REIT 保有オフィス全体と概ね同水準で推移している。築 10 年未満の物件は市況好調時に上昇率が高くなる傾向があるが、築 10 年以上となると賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体と同程度に落ち着いていき、その傾向は築 30 年を超えても変わらないことがわかる(図表 7)。

図表 6 平均賃料単価



図表 7 賃料変動率(前年同期比)



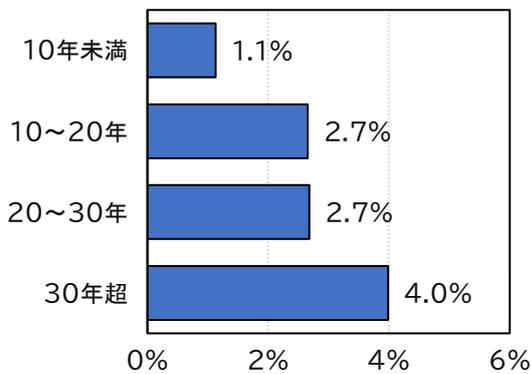
(資料)各社公表資料

次にコスト面について 2023 年の修繕費と資本的支出¹を確認すると、築 10 年未満は修繕費および資本的支出ともに負担は小さいが、築 10 年を超えると築年が経過するにつれて修繕費が増え、資本的支出も築 20 年を超えると大きくなる(図表 8、9)。

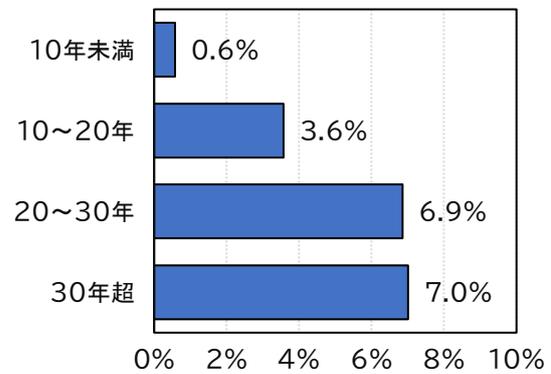
ただし、取得価額に対する NOI 利回りをみると、築 10 年未満の NOI 利回りは概ね J-REIT 保有オフィス全体を下回る水準で推移している。築浅物件は取得価格が割高となりがちであることが理由と考えられる。一方で、築 10～20 年、築 20～30 年、築 30 年超では水準に差はなく、賃料変動率と同様に築 10 年を経過すると NOI 利回りの水準格差は小さくなり、J-REIT 保有オフィス全体の NOI 利回りと同じように変化する傾向が見て取れる(図表 10)。

以上から、築年が経過することで修繕や資本的支出などのコストは増すものの、賃料や NOI 利回りは安定的な推移が見込まれ、インカムリターン重視の J-REIT としては安定した運用成果を期待できるといえる。

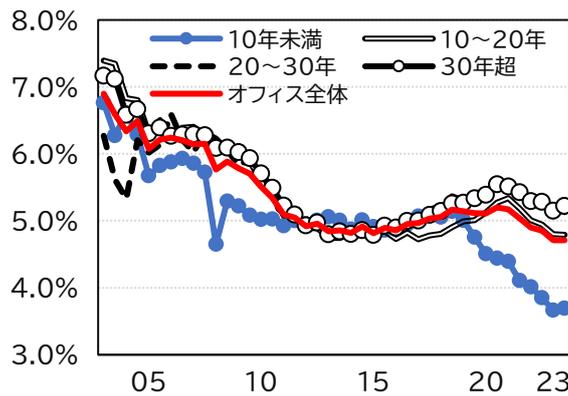
図表 8 修繕費の比率(対賃貸収入)



図表 9 資本的支出の割合(対賃貸収入)



図表 10 NOI 利回り(対取得価額)



(資料)各社公表資料

¹ 改修工事等のうち固定資産の使用可能期間を延長または価額を増加させる部分に対応する支出の金額

(3) 物件スペック

築年が経過しても継続的に保有される物件と売却される物件の違いを考察するため、事業継続性の観点で重視される耐震性能や、テナント分散や館内増床ニーズの取り込みなどで有利となる物件規模、テナントでも注目が増している環境認証評価から物件スペックをみていく。

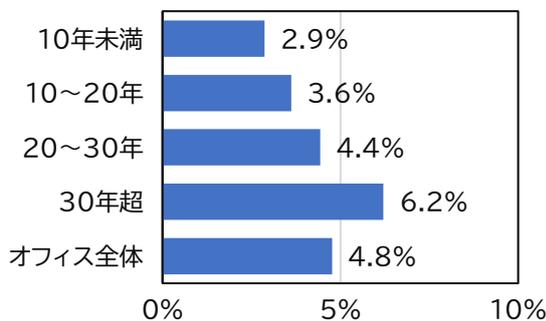
まず、耐震性能をPML²で確認すると、PMLは築年に伴い大きくなるが、築30年超でも6.2%と適正な水準とされる10%を下回っており、築年による大きな懸念はないと考えられる(図表11)。

次に、物件規模を平均延床面積で見ると、築10年未満は36千坪、築10～20年は30千坪、築20～30年は37千坪とJ-REIT保有オフィス全体の22千坪を大きく上回るのに対し、築30年超は13千坪と平均を大きく下回る(図表12)。

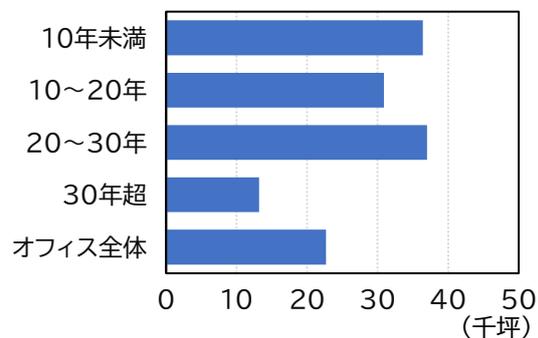
環境認証の取得状況は、築10年未満は91.5%、築10～20年は82.5%とJ-REIT保有オフィス全体の68.4%に比べ取得率が高い一方、築20～30年は66.1%、築30年超は54.7%とJ-REIT保有オフィス全体を下回る(図表13)。

延床面積と環境認証での築年の違いを踏まえ、認証取得の有無と平均延床面積で比較すると、築10年未満で違いはないが、築10年以上では平均延床面積が大きく異なることが分かる(図表14)。規模が大きければ築年が古くても認証を取得可能で、これは長期保有の意思の証ともいえよう。一方、規模が小さい物件は物件仕様の制約から認証取得の基準を満たすために必要な改修工事や設備の設置が難しいと考えられ、売却が進む可能性がある。

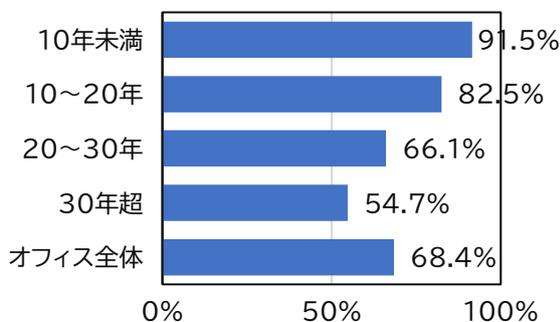
図表 11 PML



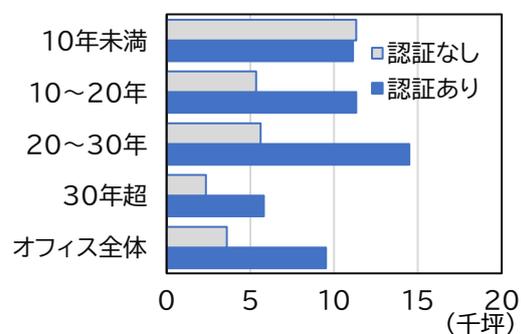
図表 12 平均延床面積



図表 13 環境認証の取得率(取得価格ベース)



図表 14 延床面積(環境認証の取得別)



(資料)各社公表資料

² 建物の使用期間中で予想される最大規模の地震(再現期間 475 年相当 = 50 年間で 10 %を超える確率)に対して予想される最大の物的損失額(90 %非超過確率という)の、再調達費に対する割合をいう。

3. まとめ

J-REIT が保有するオフィスビルでは築年数の長期化が進んでいるが、運営実績を分析した結果、築年が経過した物件は修繕や資本的支出などのコスト負担は築年経過に伴い増すものの、賃料の変動率は小さく、NOI 利回りは安定した推移が期待できることがわかった。

物件スペックの面でも、築年が経過した物件でも規模が大きければ環境認証の取得が進んでいる。環境認証を取得した物件はエネルギー効率やウェルビーイングなどサステナビリティへの取り組みに優れた物件であり、認証取得には取得コストだけでなく物件運営面の管理体制の整備も必要となるため、認証取得は長期保有の意思の証と見ることができる。

今後も規模が大きく認証を取得した物件の長期保有により築年数の長期化も進むと考えられるが、築年が経過しても安定したインカムリターンを期待できることを考慮すると、築年の長期化は必ずしも物件の質の低下とはならない。この先の J-REIT のポートフォリオの質を評価する上では、こういった視点も必要になると考える。

(調査部 不動産調査チーム長 神谷 潤)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。