

2025年上期のJ-REIT市場と 今後の展望



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

1. 2025年上期のJ-REIT市場

(1) TOB発表で反発後、分配金成長期待と利回り魅力で上昇に転じる

2025年上期のJ-REITの配当込みのトータルリターンは+10.3%（2024年年間-4.0%）となった。金利上昇懸念を背景に2022～2024年まで各年のトータルリターンはマイナスで推移してきたが、2025年上期はプラスに転じ、TOPIXの+3.8%（2024年年間+20.5%）を上回った。

東証REIT指数（配当なし）は2024年12月

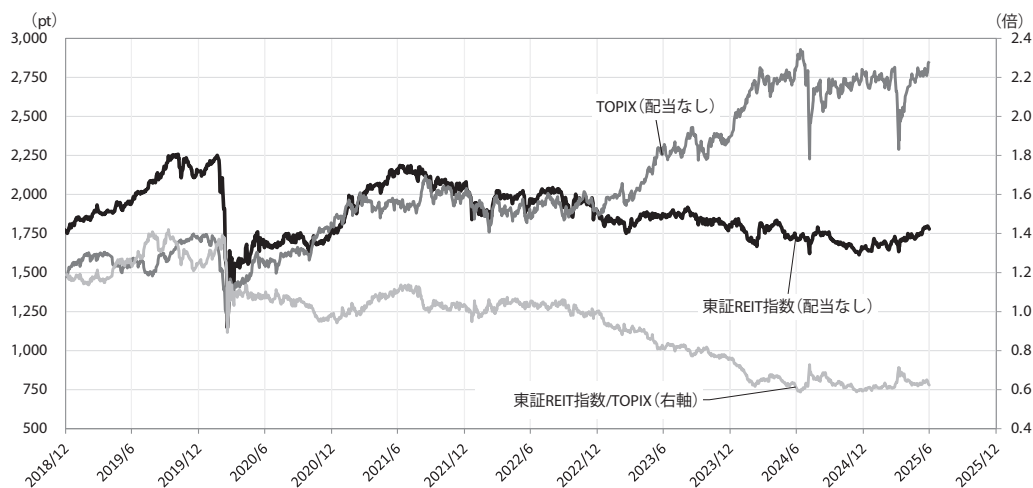
〈目次〉

1. 2025年上期のJ-REIT市場
2. セクター別のパフォーマンスと運用状況
3. ESGの取り組み動向
4. 今後の市場展望

末の1,652.94ptから、2025年1月28日の海外ファンドによるTOB発表で反発して1,700pt台を回復。トランプ関税への警戒から株式市場が急落した4月7日には1,634.12ptまで一旦下落したが、戻りは早く、その後は堅調な業績に加え、日銀の早期追加利上げ観測の後退もあり、6月末には1,778.87ptまで上昇した（図表1）。

各用途とも賃貸市況は好調で、金利上昇下でも不動産価格は高値圏で推移し、J-REITの保有資産価値も増加したが、これに比べて投資口価格は割安で推移したため、配当利回りは昨年12月以降5%超で高止まりした。2銘柄のTOBはいずれも不成立となったが、保有資産価値対比での割安さに着目した投資家の動きが確認されたことでJ-REIT市場全体の下値リスクの低下につながった。また、投資口価格向上に向けた投資主還元の動きが強まり、J-REITの分配金成長期待や利回り魅力がより高まったことで、投資口価格が上

(図表 1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(出所) Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

昇に転じた。

(2) 分配金成長は前年並の強いペースが継続。予想配当利回りは5%から足元やや低下

予想分配金の成長率は、2023年+5.7%、2024年+7.7%と加速し、2025年も6月末の予想分配金指数が過去最高の86.8となり、6月末までの半期の成長率は+3.2%と前年並の強いペースで成長が続く(図表2)。多くの銘柄が不動産売却益の投資主還元を積極化しており、予想分配金はインバウンド需要の拡大で業績好調なホテルセクターを筆頭に全セクターがプラス成長となった。

不動産売却益は、2024年下期(2024年7月期~2024年12月期)の決算で6割の銘柄が計上し、合計額は474億円と過去最大となった。

全銘柄の当期利益総額3,725億円の12.7%を占め、一部が分配金増加に寄与した。良好な物件譲渡環境が続いており、2025年上期の物件譲渡額は2024年上期および下期を上回った。譲渡価格は平均で鑑定評価額を10%、簿価を34%上回り、多額の売却益が実現できている。

一方、予想配当利回りは、2024年12月以降の長期金利上昇局面では5%の水準で推移していたが、2025年6月以降やや低下し、6月末は4.88%となった。日本の10年国債利回り(6月末1.43%)とのイールドスプレッドは3.45%と、2003年12月末以降の長期平均3.49%と概ね同程度となっている。

(図表 2) 予想分配金指数、予想配当利回りと日米10年国債利回りの推移



(注) 予想分配金指数 = 東証REIT指数 × 予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所、予想分配金は投資法人開示資料、10年国債利回りはBloombergによる

(3) NAVはプラス成長を維持。P/NAVは1倍割れが続くが、0.85倍を底に若干上昇

NAVの成長率は、2023年 +3.1%、2024年 +1.7%とペースがやや鈍化していたが、2025年も不動産評価額は各用途とも微増が継続しており、6月末までの成長率は+1.2%とプラス成長を維持している。6月末のNAV指数 (P/NAV1倍に相当) は2,003ptと過去最高水準である (図表3)。

J-REITのバリュエーション指標の1つであるP/NAVは、金利上昇局面でも不動産価格が高値圏で推移する中、低下傾向が続いたが、2025年に入るとTOB発表をきっかけに割安さが再確認され、概ね0.85倍程度で下げ止まり、5月以降は0.9倍に向けて若干上昇

し、6月末は0.89倍となった。

(4) エクイティ調達乏しい一方、自己投資口取得は過去最多。LTVは上昇が続く

J-REITの平均P/NAVはPOのハードルとされている1倍を下回っており、エクイティ調達額は2024年上期の1,245億円 (発表日ベース) から2025年上期はわずか284億円まで大幅に減少し、PO発表は2024年上期6件に対し3件にとどまった。

これに対して、自己投資口取得は2025年6月末までの発表分で16件、7月の2件を加えると計18件で、過去最多となった2024年の年間22件を上回るペースで実施され、取得額は552億円 (取得終了していない場合は取得価

(図表 3) NAV指数とP/NAV、東証REIT指数（配当なし）



(注) NAV指数は三井住友トラスト基礎研究所算出。P/NAV=東証REIT指数/NAV指数
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所、東証REIT指数はBloombergによる

額上限で集計)とエクイティ調達額を上回る。これまでに、上場廃止となった1銘柄を含めて33銘柄が自己投資口取得を実施しており、最多で7回実施の銘柄もある。

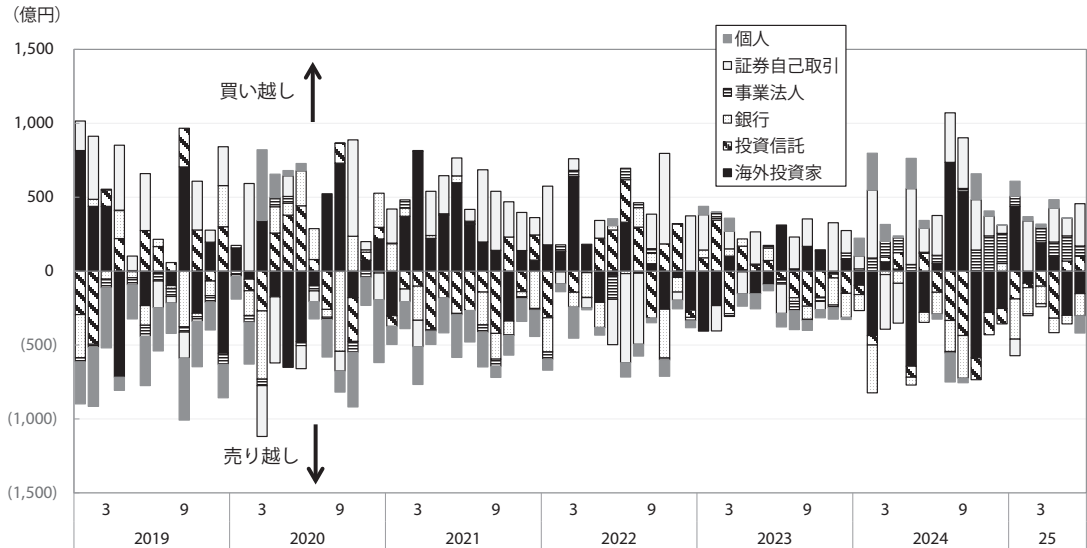
エクイティ調達がこの数年低調に推移する中、J-REITは過去に比べて低位にあったLTVを引き上げることで物件取得を進めてきた。J-REITの平均LTV(出資総額ベース)は2013年末48.7%からコロナ前2019年末は46.9%まで低下していたが、2024年末は48.2%に上昇し、2025年6月末48.8%となっている。LTVの水準が目安とする運用レンジの上限に近づき、借入余力が限られてきた銘柄も少なくないが、保有物件の含み益を考慮した時価ベースのLTVが低下していることを踏まえ、簿価ベースLTVから時価ベース

LTVに運用基準を変更する銘柄もみられる。

(5) 海外投資家がTOB発表で大幅買い越し。投資信託も5月以降買い越しに転じる

2025年上期は、海外投資家が累計199億円、事業法人が同491億円の買い越しとなった。海外投資家はTOBが発表された1月に438億円の大規模な買い越しとなった。事業法人の買い越しは多数の自己投資口取得が反映された結果である。一方、投資信託は累計では466億円の売り越しとなったが、5月と6月は買い越しに転じており、J-REIT投信からの資金流出が漸く一巡した点は需給面でプラスの変化である。また、銀行は累計872億円の売り越しとなったが、ETFの設定動向が反映

(図表 4) 投資部門別売買状況



(出所) 東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

される証券自己取引は同規模の買い越しとなっており、地銀等の金融機関においてはJ-REIT個別銘柄への直接投資からETFを活用したJ-REIT投資へのシフトが継続していると推察される（図表4）。

2. セクター別のパフォーマンスと運用状況

2025年上期のトータルリターンは全セクターがプラスで、オフィスセクターが+13.6%、複合セクターが+11.7%とアウトパフォームし、物流セクターが+7.4%、ホテルセクターが+7.0%、商業セクターが+5.3%、住宅セクターが+4.3%となった。良好なオフィス賃貸市況を受けて、オフィスセクターと保

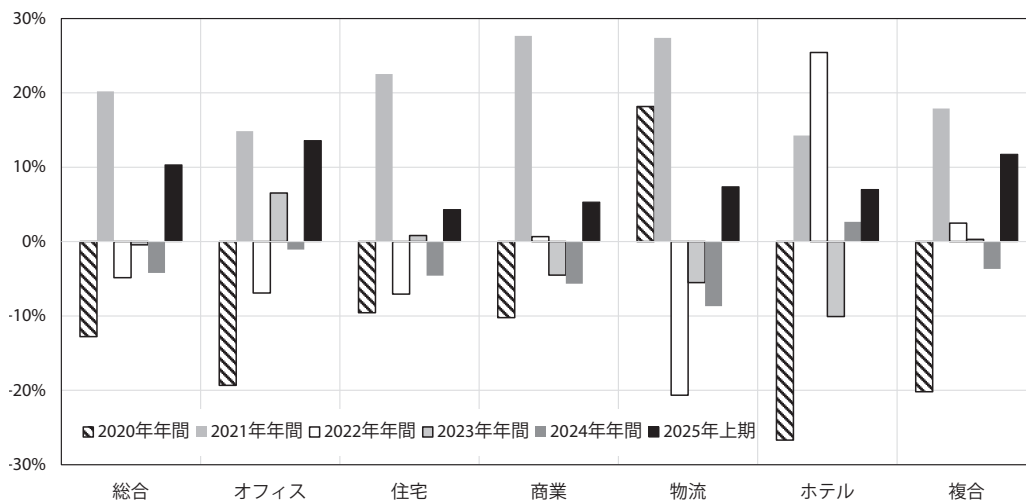
有資産の約4割をオフィスが占める複合セクターの投資口価格が大きく上昇した。

各セクターの最近の運用状況やバリュエーションを以下にまとめる。

(1) オフィス

オフィス特化銘柄の2025年5月末の稼働率は単純平均で97.8%である。コロナ前の2019年12月末の99.5%は下回るものの、前年同月の97.1%より上昇している。オフィス賃貸需要は緩やかな経済成長や大都市部における就業者数の増加によって堅調で、市場賃料は上昇が続く。市場賃料と契約賃料との賃料ギャップ（市場賃料＞契約賃料）が拡大することで、テナント入替および賃料改定時の賃料増額が継続し、賃料増額幅の拡大もみられる。

(図表 5) SMTRI J-REIT Index セクター別のトータルリターン



(注) J-REIT全体を「総合」と称し、2つ以上の不動産用途の組合せで運用する銘柄を「複合」セクターとしている

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

オフィスセクターの予想配当利回りは2025年6月末4.08%と24年12月末の4.47%から大きく低下し、全セクターの中で最も低位となった。P/NAVの平均は6月末で1倍に近い水準に回復しており、日本ビルファンド投資法人が25年6月に約3年半ぶりのPOを発表した。

(2) 住宅

住宅中心銘柄の2025年6月の稼働率は単純平均で97.0%である。季節性があるため各年6月末の稼働率を比較すると、コロナ前の2019年96.9%、2023年96.8%、2024年96.9%を若干上回る高い水準となった。賃料単価は所在エリア等のポートフォリオ特性の違いから銘柄による強弱はあるものの、J-REIT保

有物件の過半を占める東京都区部の賃貸住宅は需給が逼迫しており、全体として高い上昇率が継続している。

住宅セクターの予想配当利回りは2025年6月末で4.15%とオフィスに次いで低い。ただし、P/NAVの平均は6月末0.9倍弱で、保有不動産価値の上昇に、投資口価格が追いついていない。

(3) 商業

商業特化銘柄はマスターリース契約の郊外型物件を多く保有し、稼働率は99%超で高位安定だが、固定賃料中心の賃料体系のため、賃料成長が期待されにくく、予想配当利回りは2025年6月末で5.36%と高い。

ただ、複合銘柄が保有する商業物件も含め

てみると、賃料収入やNOIがコロナ前を下回る物件は少なくないものの、都市型物件ではインバウンド需要の拡大等を背景に売上が増加しており、テナント入替時の大幅な賃料増額や歩合賃料増加の事例が散見される。

(4) 物流

物流特化銘柄の2025年6月の稼働率は単純平均で98.9%である。2024年12月の99.1%から若干低下したが、物流賃貸市場は新規供給増で需給が緩む中、概ね高稼働率を維持している。底堅い賃貸需要を背景に契約更改時の賃料増額も継続している。

物流銘柄では2024年下期以降自己投資口取得が積極的に行われているが、2025年上期も投資口価格の回復が鈍く、予想配当利回りは2025年6月末で4.95%と、全セクター平均より高い。物流銘柄はこれまでプレミアム増資を積み重ねて分配金を成長させてきたが、現状、P/NAVはいずれも0.8倍台とPOは検討し難い水準にある。また、長期固定契約が基本のため賃料増額機会が限られるうえ、首都圏の物流施設賃貸市場で空室率が高止まりしているため、バリュエーションの改善が遅れている。

(5) ホテル

ホテルの運営状況は、インバウンド需要の拡大や大阪・関西万博の影響で好調に推移する。ホテル系銘柄のRevPAR（販売可能客室当たり宿泊売上高）は2025年も前年同期比で

+10%~20%程度が続く。ただ、保有物件のタイプや賃料スキームにより、分配金の回復度合いは銘柄によって違いがあり、2024年の年間分配金が既に2019年の水準を上回る銘柄がある一方、2025年の年間予想分配金が2019年の80~90%の水準にとどまる銘柄もある。

業績好調で分配金は増加基調だが、分配金の変動リスクは他セクターに比べて高いため、予想配当利回りは2025年6月末で5.62%と全セクターで最も高い。2024年はホテル系5銘柄のうち4銘柄がPOを実施したが、2025年は7月末時点でPOの発表はない。なお、ホテルは変動賃料の増加や相対的に高利回りが期待できる用途として、複合銘柄による取得が増えている。

■ 3. ESGの取り組み動向

投資家の関心は分配金成長に集まっているが、J-REITは保有物件における環境認証の取得、ネットゼロに向けた取り組み、各種開示の充実等ESGの取り組みを着実に進めている。

J-REIT全保有物件に占めるCASBEE認証、BELS認証、DBJ Green Building認証のいずれかの環境認証を取得している物件の比率は、賃貸可能面積ベースで2019年5月末時点の44%から2024年5月末時点で65%、さらに2025年5月末時点では68%と上昇が続いている。2024年にDBJ Green Building認証のホテル版が運用を開始したことで、ホテルの環境

認証取得割合が46%（1年前31%）に大きく上昇した。

GHG排出量削減については、多くの銘柄が2030年目標および2050年ネットゼロを掲げて削減に取り組んでいる。2030年目標においては入居テナントが排出するスコープ3まで目標対象にしている銘柄は多くないものの、再生可能エネルギーの導入やLED化や空調設備更新による省エネ促進等によって、大半の銘柄は目標を上回るペースで削減が進捗している。

■ 4. 今後の市場展望

(1) 2025年下期の市場見通し

7月も東証REIT指数は日米長期金利が上昇する中でも上昇基調が続き、7月末で1,859.19ptとなり、予想配当利回りは4.75%に低下、P/NAVは0.93倍に上昇した。6月の日本ビルファンド投資法人のPOに続き、7月にはIPO（霞ヶ関ホテルリート投資法人）が発表され、2021年6月以来の新規上場でJ-REITは全58銘柄となる予定である。P/NAVがPOを検討できる水準に回復した銘柄はまだ少ないものの、投資口価格の上昇とともにエクイティ調達にも回復の兆しがうかがえる。

2025年下期も、好調な不動産賃貸市況や良好な不動産売買市況を背景に、金利上昇下でも賃料増額や売却益還元で分配金成長を継続できるとみており、投資口価格は更なる上昇

余地があるとみている。

(2) 賃貸EPSの成長に注目

大型銘柄を中心に、分配金の中期的な成長目標を成長率や分配金水準として具体的に示す銘柄が増えている。分配金の成長戦略には売却益の還元も含まれているが、J-REIT全体の含み益は2024年下期で分配総額の16倍に相当する5.8兆円と過去最高であることから、売却益還元の持続性に対する懸念は低い。一方、分配金から売却益影響を除いた賃貸EPSの成長は、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に左右される。投資口価格の低迷でプレミアム増資は難しく、LTVの更なる引き上げ余地が限られてきた銘柄も少なくないが、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、賃料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。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注目している。

(3) データセンター特化REITの可能性

25年6月、金融庁はREITの投資対象にデ

ータセンター関連設備の一部も該当することを明確化した。データセンターは土地建物より電源・空調など設備の価値が大きい特徴があり、これまでもJ-REITでは物流銘柄や総合型銘柄が取得した事例はあったが、ポートフォリオのごく一部の組み入れにとどまっていた。データセンター関連設備も投資対象と認められたことで、日本でもデータセンター特化REITの組成が可能になると期待されている。

J-REIT市場の歴史を振り返ると、2001年9月のオフィス特化2銘柄の上場から始まり、商業、住宅、ホテル、物流、ヘルスケアと多様な特化セクターが登場し、不動産投資市場の拡大と投資家ニーズの充足に貢献してきた。

ただ、足元のJ-REIT市場では不動産価格が高値圏で推移する中、物件取得機会の拡大や新たな収益機会の獲得のため、合併や投資方針の変更で特化型から総合型に転換するケースが相次ぎ、過半の銘柄が複合セクターとなっている。

また、ヘルスケア特化REITが登場後10年を経過しても拡大が進まないことを踏まえると、データセンター特化REITも、社会的需要があるアセットタイプとはいえ、高い収益性や成長性を備えた魅力ある商品に仕立てられるかが重要である。

昨今の厳しい不動産取得環境下でも高い不動産収益性を確保できるのか、インフレ下でアップサイドがある賃料体系を採用できるか

など課題は多いが、こうした課題をクリアすることで、今後、新たな特化セクターが誕生すれば、投資家にとっても選択の幅が広がり、J-REIT市場の更なる魅力向上にも寄与することになるだろう。

(本稿は2025年7月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成)

