

2026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. 2026年上期のJ-REIT市場

(1) 中東情勢の悪化、金利の急速な上昇を背景に、J-REIT市場は3月以降下落基調

2026年上期のJ-REITの配当込みのトータルリターンは-8.2%（2025年年間+27.9%）となった。賃貸市況が好調で、不動産価格も高値圏で推移しているが、中東情勢の悪化や急速な金利上昇による分配金への影響懸念を背景に下落基調となった。

東証REIT指数（配当なし）は2025年12月

末の2,013.50ptから2026年2月までは2,000pt前後で安定推移していたが、3月に中東情勢の悪化によるリスク回避の流れから株式に連れて大きく下落し、3月末に1,848.45ptとなった。その後反発して4月16日には1,942.27ptまで上昇したものの、世界的なインフレ観測の高まりなどを受けて国内長期金利が急速に上昇したことで6月5日に1,751.79ptまで下落し、6月末は1,805.16ptとなった（図表1）。

AI・半導体関連銘柄の牽引で上昇した株式とのパフォーマンス格差は拡大し、東証REIT指数をTOPIXで割った倍率は、2025年12月末0.59倍から2026年6月末0.45倍と過去最低水準に低下した。

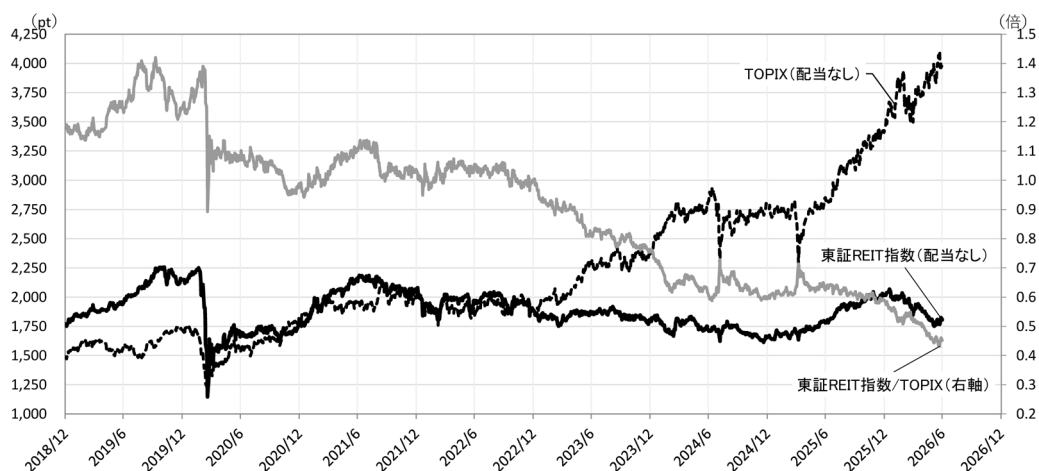
〈目次〉

1. 2026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

(2) 分配金成長は鈍化ながらもプラス維持。予想配当利回りは金利上昇で5%に上昇

予想分配金指数は2026年6月末で90.6と過去最高水準である（図表2）。2025年12月末

(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

90.0からの半年間の成長率は+0.7%と、2024年の年間+7.7%、2025年の年間+7.0%からは大きく鈍化しているものの、プラス成長を維持している。各用途とも賃貸運営は好調だが、ホテル銘柄は前年開催の大阪・関西万博に伴う需要の剥落、中国からの訪日客の減少で成長ペースが鈍化している。また、不動産売却益の減少や剥落が大きい銘柄も散見されるうえ、全体として負債コストの増加が利益を下押ししている。

2026年上期発表の物件譲渡額は2,305億円と、2025年上期の4,695億円および下期の4,129億円から大きく減少した。2024年、2025年に複数見られたオフィスの大型譲渡が2026年はなかった影響が大きい。それでも、良好な物件譲渡環境の下、資産入替で売却益を投資主に還元する運用は2026年上期も継続しており、同時に含み益は2025年12月時点の

6.3兆円から2026年5月時点では6.6兆円に増加し、過去最高である。

予想配当利回りは、2025年12月末の4.47%から上昇し、2026年6月末は5.02%となった。同期間に、日本の10年国債利回りは2.07%から2.68%に上昇し、イールドスプレッドは2.40%から2.34%と僅かに縮小した。

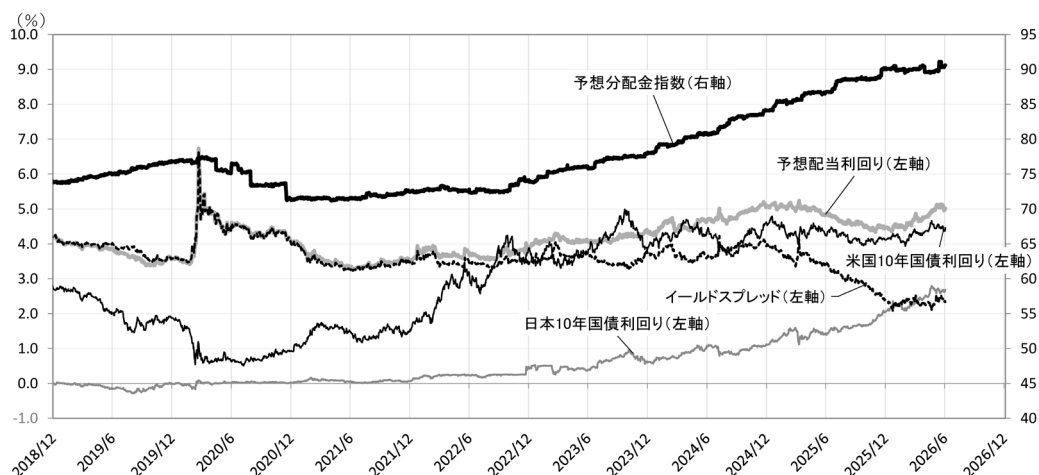
(3) NAV成長は前年を上回るペース。

P/NAVは0.8倍台に低下

NAV指数 (P/NAV1倍に相当) は2026年6月末で2,082ptと過去最高水準である (図表3)。2025年12月末2,039ptからの半年間の成長率は+2.1%と、2024年の年間+1.7%、2025年の年間+3.0%を上回るペースである。金利上昇局面でも、賃料収入の増加により不動産評価額は各用途で上昇が継続している。

J-REITのパリュエーション指標の1つで

(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

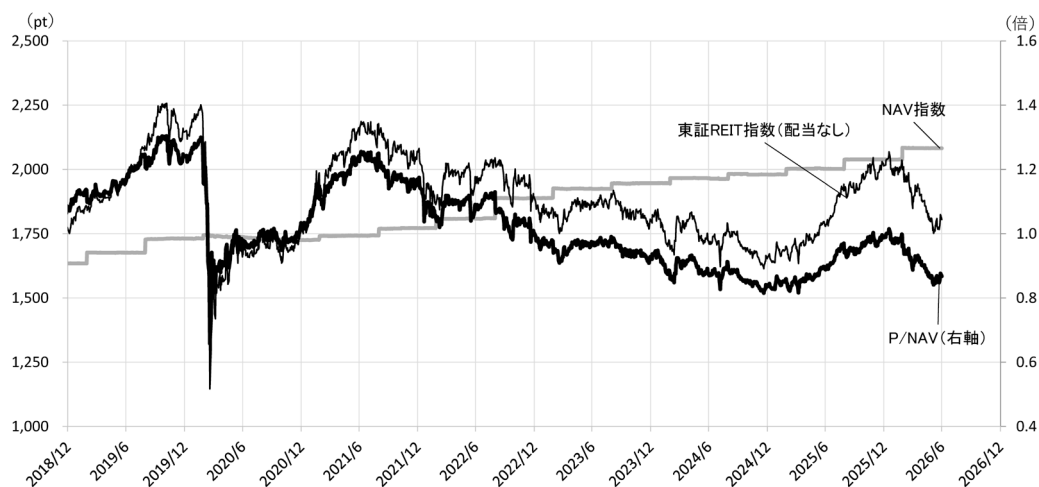


(注 1) 予想分配金指数 = 東証REIT指数 × 予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース

(注 2) イールドスプレッド = 予想配当利回り - 日本10年国債利回り

(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

(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

あるP/NAVは、2025年後半の投資口価格上昇で2026年年初に約1倍を回復したが、3月以降の投資口価格下落とともに0.84倍まで低下し、6月末は0.87倍となった。

(4) ホテル銘柄が大型増資を実施も、4月以降の増資は限定的

2026年上期発表の公募増資は9件、調達額は1,639億円と、2025年上期発表の3件、284億円から増加した。調達額618億円のジャパン・ホテル・リートの大型増資の他、オフィス、複合銘柄など8銘柄が1月～3月に公募増資を発表したが、投資口価格の下落で4月～6月の発表は複合1銘柄のみとなった。

自己投資口取得は2026年6月末までの発表分で7件、取得額は351億円（取得終了していない場合は取得価額上限で集計）と、年間25件と過去最多だった2025年（上期16件、下期9件）と比べると少ないが、P/NAVが0.9倍を下回る状況下ではオフィスや物流銘柄などでコンスタントに実施する銘柄がみられる。

エクイティ調達がこの数年低調に推移する一方、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て、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）はコロナ前の2019年12月末の46.9%から2025年12月末は49.1%に上昇し、2026年6月末は49.4%と緩やかに上昇が続いている。

(5) 変動金利の積極活用と年限短縮で、負債コスト増加の抑制に取り組む

J-REIT全体の有利子負債の平均利率は2026年6月末で1.05%と、マイナス金利導入

前の2014年以来の水準に上昇した。平均利率は2024年が年間で+0.11pt、2025年が年間で+0.18pt、2026年は6月末までの半年間で+0.14ptと上昇ペースが加速している。

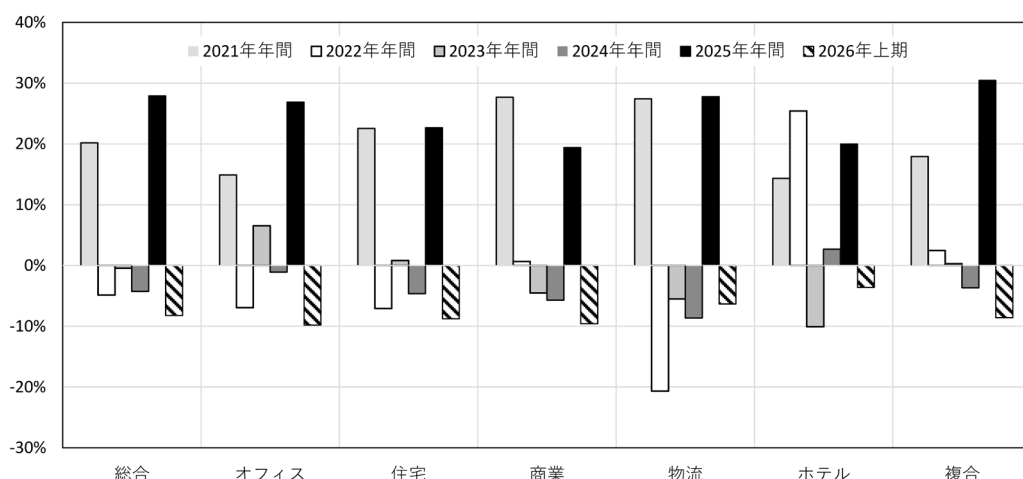
調達した長期借入金の変動金利比率は2022年まで20%弱と、低金利下で固定金利中心の調達が行われてきたが、金利上昇とともに2023年～2025年は30～40%に上昇し、2026年上期は67%と過半となった。2026年上期の調達利率については、同一借入年限における変動と固定の金利差が1pt程度に拡大していることから、負債コストの増加を抑制するため、変動金利の活用が顕著になっている。併せて借入年限の短縮も継続しており、調達した長期借入金の平均借入年限は2022年まで7年程度の長期を維持した後、2023年～2025年は6年程度、2026年上期は5.3年となった。

■ 2. セクター別のパフォーマンスと運用状況

2026年上期のトータルリターンは全セクターがマイナスとなったが、ホテルセクターが-3.6%、物流セクターが-6.3%と比較的下げ幅が小さく、オフィスセクターが-9.8%、商業セクターが-9.6%とアンダーパフォームとなった。住宅セクターは-8.8%、複合セクターは-8.6%と市場平均並みとなった（図表4）。

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。

(図表 4) 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

(1) オフィス

オフィス特化銘柄の2026年5月末の稼働率は単純平均で98.3%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97.8%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ある。物価・建築費の上昇に加えて、特に東京では空室率が低水準で推移するため、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は加速している。

オフィスセクターの予想配当利回りは2026年6月末4.48%と2025年12月末の3.77%から大きく上昇した。6月末のP/NAVは大型銘柄で1倍程度を維持するが、それ以外の銘柄

は0.8倍程度となっている。

(2) 住宅

住宅中心銘柄の2026年6月末の稼働率は単純平均で96.5%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、賃料最大化に向けてリノベーション工事を積極化する傾向も影響し、コロナ前の2019年96.9%、2025年97.0%を下回る水準となっている。ただ、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、賃料単価は所在エリアなど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、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2026年6月末で4.22%と全セクターの中で最も低いですが、P/NAVの平均は6月末0.8倍強で、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、一部銘柄では工事単価の上昇や経年劣化に伴い修繕費の負担が増加している。予想配当利回りは2026年6月末で5.39%と相対的に高い水準が続く、P/NAVは平均0.8倍弱と低い。

ただ、複合銘柄が保有する商業物件も含めてみると、都市型物件ではインバウンド需要の拡大など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2026年6月末の稼働率は単純平均で98.6%と、前年同月末98.9%と概ね同程度で推移する。賃貸市場は、空室率が首都圏で2025年に5年ぶりに低下に転じ、賃料は全エリアで上昇基調にある。物流銘柄では、売却益還元継続や継続的利益超過分配の引き上げ、自己投資口取得などで分配金の引き上げを図っており、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る取り組みも進めている。

予想配当利回りは2026年6月末で4.82%と

市場平均を下回り、2025年12月末比での上昇も0.38ptと市場平均0.55ptと比べて小幅であった。P/NAVは平均0.85倍にとどまる。

(5) ホテル

ホテル系銘柄のRevPAR（販売可能客室当たり宿泊売上高）は2025年年間では前年比+10%強となったが、2026年上期は大阪・関西万博の反動減や中国からの訪日客の減少が影響し、前年同期比の伸びが大きく鈍化、銘柄によってはマイナスとなっている。

予想配当利回りは2026年6月末で6.29%と2025年12月末の5.64%から大きく上昇し、全セクターの中で最も高い。P/NAVも平均0.8倍と低位にとどまる。

なお、2026年2月にジャパン・ホテル・リートが大型増資を実施し、J-REIT保有ホテルとしては最大となる「ハイアットリージェンシー東京」を1,260億円で取得した。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も多く、2026年上期の取得額はオフィスに次いで多い。

3. ESGの取り組み動向

J-REITのESGの取り組みは、銘柄間の取り組み格差が大きいながらも、全体としては着実に進んでいる。

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2025年5月末時点で68%、さらに2026年5月末時点では71%と上昇が続いている。特に、ホテルの環境認証取得割合は56%（1年前46%）と、既存銘柄が保有する大型物件や新規上場銘柄の保有物件で認証取得が進んだため、大きく伸びた。

また、人的資本経営の観点では、J-REITの運用を担う資産運用会社の人材育成について、研修受講時間・費用や資格保持者数・割合などのデータも交えて開示する銘柄が増加した。ガバナンスの観点では、資産運用報酬体系の見直しを行い、1口当たり利益や分配金、投資口価格に連動する報酬体系を導入することで、投資主利益との連動性をより高める取り組みも続いている。

■ 4. 今後の市場展望

(1) 2026年下期の市場見通し

J-REITは、2026年下期も良好な不動産賃貸市況や不動産売買市況を背景に、金利上昇下でも分配金とNAVのプラス成長を継続できるとみている。堅調なファンダメンタルズに加えて、金利上昇に関する過度な懸念後退によるバリュエーション改善で投資口価格は上昇すると見込んでいる。

(2) 金利上昇、インフレ下で期待される賃料成長率

J-REITの目下の課題は、運営コストの増加を吸収し、インフレに負けない分配金成長を実現していくことである。

前述のとおり、J-REIT全体の有利子負債の平均利率は、2025年年間で0.18pt上昇した。有利子負債の年間返済額は全体の14%程度に分散されており、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。また、水道光熱費はテナントへのパススルー化が進んでいるが、水道光熱費を除く賃貸費用も2024年下期から2025年下期の1年間で2.2%増加している（当社試算）。公租公課は地価上昇により、建物管理委託費は人件費の上昇により、修繕費や減価償却費は工事単価の上昇によって、今後も増加が継続するものと見込まれる。

J-REIT全体の利益構造をベースに賃貸EPS（不動産売却損益などの影響を除いた1口当たり利益）へのインパクトをシミュレーションすると、平均利率0.10ptの上昇は賃貸EPSを1.7%押し下げ、賃貸費用1.0%の増加は賃貸EPSを1.0%押し下げ、一方で賃料収入1.0%の増加は賃貸EPSを2.2%押し上げる結果となった。

上記を踏まえると、直近1年間と同程度のコスト増（平均利率年間0.2pt上昇、賃貸費用同2.5%増加）が続くと想定した場合、賃貸EPSがインフレ目標の2.0%を超えて増加するためには、賃料収入成長率3.5%以上が

必要と試算される（賃貸EPSは負債コスト増加で3.4%減少、賃貸費用増加で2.4%減少、賃料収入増加で7.9%増加、差し引き2.1%増加）。

(3) 賃貸EPSを積み上げるアクティブな取り組み

賃料収入成長率3.5%以上はJ-REIT全体として考えた場合、決して低いハードルではない。オフィスの賃料成長率は年間3%前後に加速しており、住宅の賃料単価も年間4%程度上昇しているが、ホテルの賃料成長率が一桁に鈍化している。一方、物流施設はオフィスや住宅に比べて契約期間が長いと契約更改頻度が少なく、郊外型商業施設やヘルスケア施設、底地は硬直的な賃貸借形態の物件が中心であり、こうした用途はJ-REIT保有資産の約3割を占める。

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、資産入替やバリューアップ投資といった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、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ホテルの取得額が増加する一方、賃料固定のヘルスケア施設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。用途間の資産入替は、複数の用途に分散投資する複合銘柄が半数を占めるJ-REITならではの戦略といえる。

また、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バリューアップに投じて高い賃料上昇を目指すことも各用途で行われている。例えば、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。

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、当面は売却益還元の拡大やLTV活用による物件取得なども適度に組み合わせながら分配金成長を図る運用が想定される。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の向上や長らく積み上げてきた含み益の活用で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るだろう。

（本稿は2026年6月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成）

