

SMTRI シリーズレポート【我が国のリアルアセットファンド市場の課題と展望】その 3 インフレ経済における投資ニーズの受け皿として、 J-REIT は更なる成長が必要

2025 年 10 月 7 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 部長 上席主任研究員 中野 邦彦

はじめに

J-REIT は市場創設から 20 年超が経過し、投資対象アセットクラスとしても、不動産市場におけるプレイヤーとしても一定の存在感を得るまでに成長した。

日本社会がデフレ経済からインフレ経済に転換し、「貯蓄から投資」の必要性が以前にも増して高まる中、専門家による不動産運用の成果を投資家に還元するスキームである J-REIT には引き続き、投資家利益および良質な不動産ストックの形成への貢献が求められる。

J-REIT の投資用途の変遷と投資家層を確認したうえで、J-REIT 市場の課題と展望を示したい。

(1) J-REIT の投資用途の変遷: ホテルや物流施設等の投資市場拡大に貢献してきた

2001 年 9 月にオフィス特化 2 銘柄の上場でスタートした J-REIT だが、運用資産額(取得価格ベース)は、2001 年 9 月末の約 3,200 億円から 2025 年 7 月末 23.5 兆円まで拡大した。

用途も当初のオフィスのみから、商業施設、住宅、ホテル、物流施設、ヘルスケア施設と順次、多様化が進んできた。直近 2025 年 7 月末においても、オフィスが 8.6 兆円で全体の 37%を占める最大用途ではあるものの、その比率は低下してきており、代わりに物流施設の比率が 2011 年 12 月末 0.2 兆円、11%から 2025 年 7 月末には 4.8 兆円、20%まで上昇している。最近の動きとして、コロナ禍で苦戦したホテルについて、コロナ後の好調な業績を受けて、ホテル特化銘柄だけでなく、複合・総合型銘柄でも取得が広がっており、コロナ前 2019 年 12 月末の 8%から直近 2025 年 7 月末には 10%まで比率が上昇した。

また J-REIT の各銘柄が、その時々の時流に沿った用途の物件取得を重ねてきたことで、J-REIT 全体の保有物件は 2025 年 7 月末時点で 4,857 物件(海外不動産、SPC 経由での投資を除く)まで積み上がっている。

このように、J-REIT は日本の不動産投資市場の拡大と共に、専門家によって目利きされた不動産ポートフォリオに対する間接投資という投資家ニーズを充足してきた。

(2) J-REIT の投資家層(投資主構成): 個人の潜在的投資ニーズに応える必要がある

J-REIT は投資家からの資金(エクイティ)に負債(デット)による調達を組み合わせ、不動産に投資するスキームである。2025 年 7 月末における内訳は、エクイティ 11.5 兆円、デット 10.9 兆円となっているが、ここではエクイティの拠出者(投資主)を確認したい。

日本取引所グループが年 2 回公表している「REIT 投資主情報調査」によると、2025 年 2 月における J-REIT の投資主の内訳は、金融機関(投資信託を含む)が 55.2%、外国法人が 23.5%に対し、個人は 8.6%に過ぎず、日本株に占める個人の保有比率 16.9%に比べて低い。ただし、J-REIT は投資信託(ETF を含む)による保有比率が 35.4%で、日本株の 10.4%に比べて非常に高いのが特徴である。約 9 割を金融機関が保有している ETF 約 15%を除くと、ETF 以外の投資信託は約 20%で、ETF 以外の投資信託の大半は個

人が保有していると捉えると、J-REIT の実質的な個人の保有比率は3割弱(=個別 REIT への直接投資 8.6%+投資信託経由での投資約 20%)と考えることができる。

つまり、J-REIT の実質的な投資主は、個人(ETF 以外の投資信託を含む)が3割弱、金融機関(ETF を含む)が3割強、外国法人が25%弱、スポンサー(J-REIT 運用会社の株主)を含む事業法人が1割弱、日銀が約5%と捉えるのが良い。

引き続き、個人、金融機関、海外投資家の主要な3つの投資家層からの資金調達を得て、J-REIT 市場が発展することを期待したいが、中でも、インフレ下での個人の投資ニーズに応えていく必要があると考えている。約2,200兆円とされる個人金融資産のうち、投資信託経由を含めてもJ-REIT への投資は5兆円にも満たない(2025年7月末のJ-REIT 全体の時価総額16.0兆円×個人の実質的な保有比率3割弱=約4.8兆円)。専門家によって適切に運用される良質な国内不動産は、個人にとって、為替リスクなしで安定的なインカムが期待できる有力な投資対象である。不動産クラウドファンディングや不動産ST(セキュリティ・トークン)など、個人投資家が間接的に不動産に投資する手段は増えているが、ポートフォリオ分散が効いていて、満期がないため長期投資が可能で、市場でいつでも売買可能なJ-REIT の特長にフィットする個人マネーは潤沢に開拓余地があるとみている。

(3)J-REIT の課題と展望: 自己投資口ではなく、物件を取得する本来の姿に回帰したい

日米の長期金利が上昇し、国内では利上げ局面の継続が見込まれる中で、金利上昇によるマイナス影響が過度に懸念されてJ-REIT 市場は低迷し、大半の銘柄の投資口価格は緩やかな上昇が続く保有不動産価値に対して割安な水準にある。成長への回帰に向けて、このような事態を打開すべく、J-REIT の各銘柄は賃料増額に取り組むとともに売却益の積極的な投資主還元による分配金の引き上げに取り組んできた。

加えて、自己投資口取得も多く銘柄で実施された。自己投資口取得の発表件数は2023年の3件から2024年は22件に急増し、2025年も7月末までで18件(前年同期9件)に上った。2025年1月~7月の自己投資口取得額は556億円の方、同期間のPO発表は3件、調達額は284億円(前年同期は6件、1,183億円)にとどまり、エクイティ調達額はネットでマイナスだった。

ただし、潮目が変わりつつある。インフレ下で好調な賃貸市況、金利上昇下でも良好な売買市況を背景に、J-REIT の分配金や保有不動産価値は増加基調であり、資金流出が続いていたJ-REIT 投信も2025年5月以降、資金流入に転じた。東証REIT 指数は2025年3月末の1,691.63ptから2025年7月末1,859.19ptまで上昇し、J-REIT 全体ではP/NAV(株式のPBRに相当)は0.93倍に留まるものの、1倍を超える銘柄も複数出てきた。2025年8月には4年ぶりの新規上場も行われた。

そこで、J-REIT の運用会社には「自己投資口取得ではなく、POを伴う物件取得」に舵を切ってもらいたい。安定分配にはポートフォリオ分散につながる規模の拡大が必要である。また、発行済投資口の投資家間の売買だけで、投資口が増えなければ、新たな投資ニーズの充足にはつながらない。ましてや、自己投資口取得・消却は投資家に資金を返す行為であり、非常時対応としての有効性は認めるが、投資ビークルであるJ-REIT において継続的な実施には疑問がある。

今後も不動産価格は堅調に推移し、難しい取得環境が続くとみており、私募リート含め競合プレイヤーが増える中で、J-REITの最大の課題は物件取得だと考えている。

では、どのように物件を取得していけるか。ここでは、①スポンサーサポートも含めた賃貸運営力が発揮できる物件、②新たな用途への取り組み、の2点について言及する。

①スポンサーサポートも含めた賃貸運営力が発揮できる物件

不動産は他の投資対象と異なり、保有期間中の賃貸運営の巧拙によってパフォーマンスが変動する。物件そのものの競争力や取得時の収益性だけでなく、スポンサーサポートを含めた運営力でいかにキャッシュフローを高めるかを投資家に説明することで、増資を伴う物件取得を実現してもらいたい。

②新たな用途への取り組み

社会的に注目されているデータセンターを例に説明したい。J-REITにおいても、物流銘柄や総合型銘柄で限定的に投資実績はあるものの、施設需要の高まりを投資拡大につなげられるかは、リスクに見合ったリターンを享受できる建付けにできるか次第である。ホテルも当初は固定賃料の物件がほとんどだったが、今では多くの物件でアップサイドを享受できる変動賃料を採用している。データセンターについても長期契約で固定賃料とするのか、インフレに対応して賃料増額できる体系とするのか、また、テナント退去リスクや建物汎用性の低さを軽減する仕組みや相応の利回りを確保できれば、J-REITにおいても取得が進む可能性はある。

なお、社会的なニーズもあり、2014年から2015年にかけて、ヘルスケア特化REITが3銘柄上場したが、2銘柄は住宅系銘柄や総合型銘柄に吸収されて消滅し、現在は1銘柄のみである。但し、J-REITにおけるヘルスケア施設の運用資産額は2014年12月末の339億円から2025年7月末には3,524億円に着実に増加している。

既存銘柄でも新たな用途の取得が進むことで、過当競争を避けた規模拡大と社会資本整備への貢献を実現できると考えるが、投資家にとっての選択肢、投資対象銘柄の多様化という点で、データセンターに限らず、新たな用途を対象とする特化型銘柄の上場を期待したい。

インフレかつ不動産価格高止まりの中で、J-REITは新たなステージに入ったと言える。

不動産賃貸市況に加えて、不動産売買市況からの恩恵も投資家に還元すべく、過去最高額を更新している含み益の一部を売却益に実現して分配金に上乗せする動きが広がっている。また、総資産に対する有利子負債の比率であるLTVは、簿価ベースと含み益を考慮した時価ベースの差が拡大しており、歴史的にみると低水準にあるLTVを活かし、借入による物件取得で分配金の引き上げを図る動きもみられる。

これらの動きは市場環境に応じたものと評価できるが、行き過ぎには留意が必要である。目先の分配金や投資口価格の引き上げのために売却益やレバ上げに頼りすぎることなく、分配金のベースとなる賃貸利益の向上に着実に取り組むとともに、エクイティとデットのバランスの取れた資金調達で健全な財務基盤を維持することで、中長期的な分配金の安定成長が実現し、投資家利益および良質な不動産ストックの形成に貢献できると考える。

J-REIT市場の成長は各銘柄が投資家のニーズに如何に応えていけるかにかかっている。それぞれが自分たちの強み・特長を常に意識し、潜在層も含めた投資家に訴求するとともに、スポンサーと共に投資主価値の向上に取り組むことでJ-REIT市場全体として更なる成長を続けることを期待している。

【お問い合わせ】REIT 投資顧問部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/115/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。