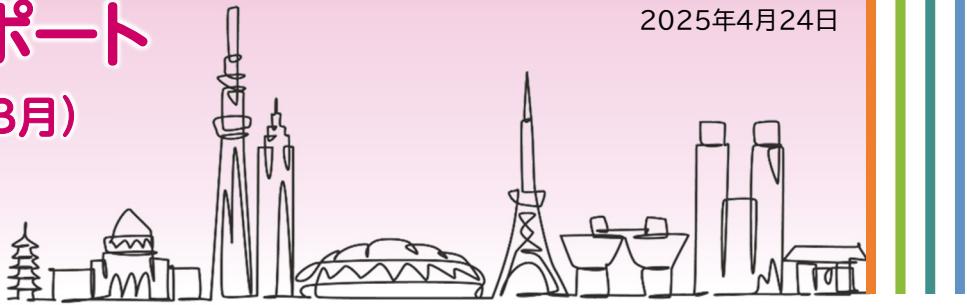


# J-REIT四半期レポート

(2025年1月～2025年3月)



## 複数銘柄の自己投資口取得や、海外投資ファンドによるTOB発表を好感

2025年1月～3月のJ-REIT市場は上昇しました。

1月は、氷見野日銀副総裁の発言等を受けて追加利上げ観測が高まり、月前半にかけて下落しました。月後半は、日銀が追加利上げを決定したものの、あく抜け感から反発しました。また、シンガポール系投資ファンドがJ-REIT銘柄の割安感に着目してTOB(公開買付)を発表したことが追い風となり、月間では上昇しました。

2月は、長期金利が上昇基調で推移したことが要因となり、上旬にかけて下落しました。その後は、シンガポール系投資ファンドが2件目となるTOBを発表したことや、J-REITの複数銘柄が決算発表と同時に自己投資口取得を発表したことなどを受けて切り返し、月間では横ばいでした。

3月は、日銀の追加利上げ観測がくすぶるなか、欧米金利の上昇を背景に長期金利の上昇基調が続いたことなどが重石となり、上旬にかけて下落しました。中旬以降は、複数銘柄のJ-REIT自己投資口取得の発表を受け、東証REIT指数は2013年以来となる11日連騰を記録したものの、月末最終日にはトランプ米政権の関税政策を巡る不透明感を受けた株式市場の急落が波及し、月間では下落しました。

## 2025年の海外投資家は買い越しに転じている

海外投資家は、2024年は年間で売り越しだったものの、2025年は買い越しに転じています。

2月は、ファンのベンチマークとして世界的に利用されているMSCIジャパン・スタンダード指数からジャパンリアルエスティート投資法人が除外された影響で海外投資家は売り越したもの、1-3月累計売買金額でみると550億円程度買い越ししており、これは投資部門別で最大となります。

足元、J-REITの配当金、NAV(保有不動産の時価評価額-負債)は向上しており、J-REITの運用状況からみると業績懸念はみられない状況です。今後は、世界的な経済の見通しが不透明になるなか、業績の安定性や高利回りであることなど、J-REITの本質的な価値に着目した投資が期待されます。

(図1) 東証REIT指数の推移

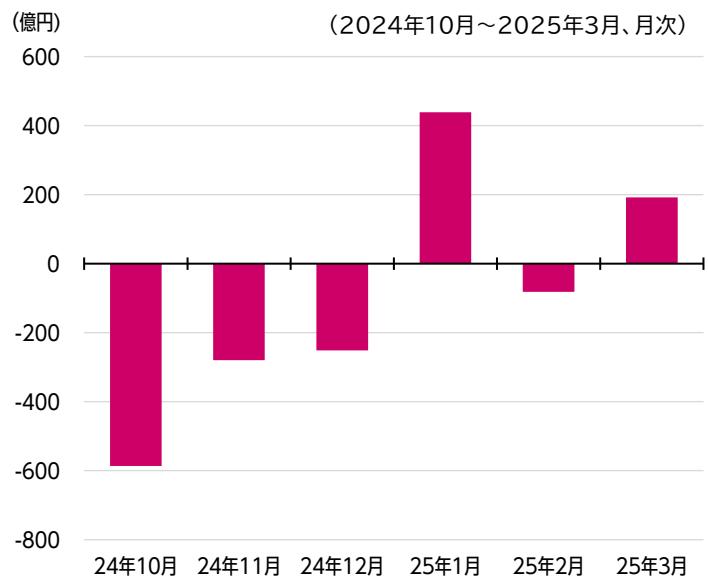
(2024年12月末～2025年3月末、日次)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

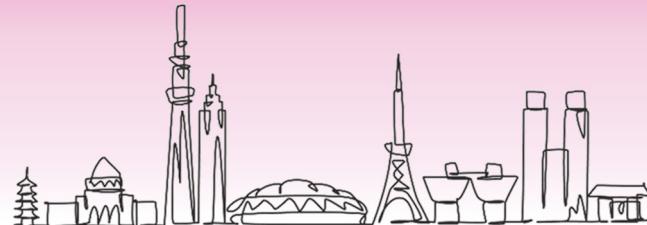
(図2) 海外投資家によるJ-REIT売買の推移

(2024年10月～2025年3月、月次)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。



## 1 金融政策

## トランプ関税ショックで早期追加利上げ観測が後退

## 3月は金融政策を現状維持

日銀は、2025年3月の金融政策決定会合で現行の金融政策の現状維持を決定しました。1月の追加利上げから2カ月ほどしか経過しておらず、トランプ関税の影響等による海外の経済・物価動向を巡る不確実性が意識されるなか、影響を見極める段階と判断したとみられます。

景気減速への懸念から  
早期追加利上げ観測が後退

2025年4月上旬には、トランプ米政権による関税政策の発表を受けて米国および世界経済が減速するとの懸念が強まり、金融市場ではリスク回避の動きから世界的に株価が急落しました。これまで急ピッチで上昇していた国内長期金利も大きく低下しました。

このような中、日銀の早期追加利上げ観測も後退しています。これまで、翌日物金利スワップ市場が織り込む年内の利上げ確率は100%以上でしたが、4月上旬にかけて大きく低下しました。

今後の金融政策運営について、日銀は3月の金融政策決定会合で「予断をもたず、経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度をアップデートしながら、適切に判断していく必要がある」との考えを示しており、引き続き状況を見極めながら金融政策を決定していくとみられます。

## 金利コスト増加による影響を抑制

金融政策の正常化が緩やかに進められているなか、金利上昇に伴うJ-REITの借入コスト増加による業績への影響は、さまざまな対応策により抑制されています。

具体的には、2025年3月末時点において、J-REITの有利子負債の平均残存年数を3.9年程度へ短期化させるほか、変動金利を活用し、固定金利比率を85.4%へ小幅に低下させています。この対応の結果、平均利率は0.8%程度とYCC(イールドカーブ・コントロール)調整前と比較してやや上昇するも、10年前よりも低い水準を維持しています。また、借入金の割合であるLTV(有利子負債比率)も50%以下と保有不動産の資産価値の半分以下に抑えられています。

このように、保有不動産から得られる賃料収入の拡大や変動金利の活用、借入年数の短期化等の柔軟な対応から、金利上昇に伴う借入コスト増加の影響を吸収できると考えています。

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。

(図3) 東証REIT指数と国内長期金利の推移

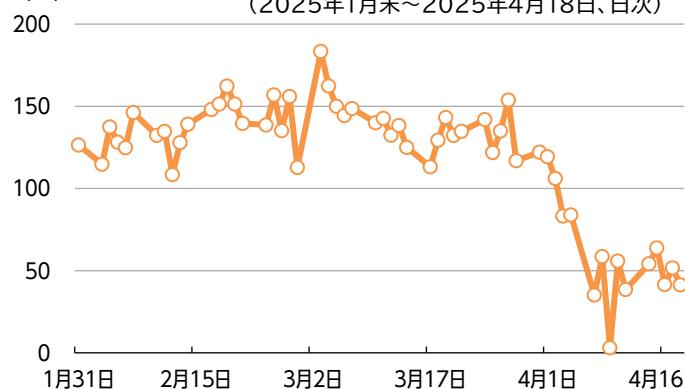
(2024年3月末～2025年4月18日、日次)



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図4) スワップ市場が織り込む年内利上げ確率

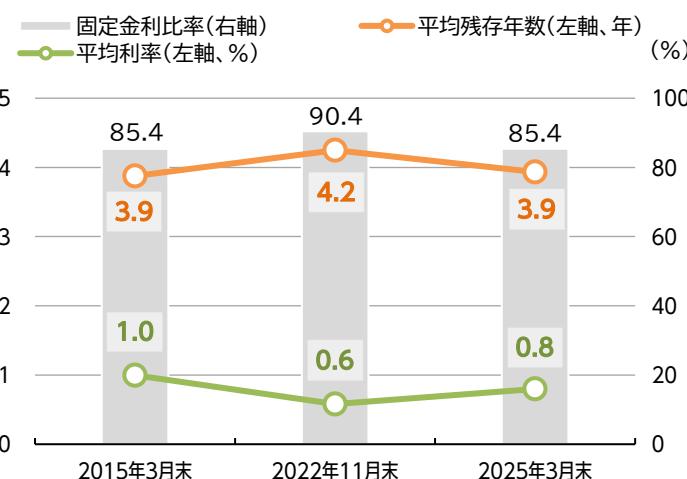
(2025年1月末～2025年4月18日、日次)



※翌日物金利スワップ市場の金利から計算した2025年12月の金融決定会合までに政策金利を0.75%に引き上げる確率

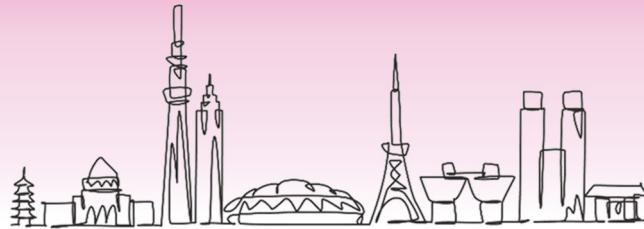
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図5) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※平均残存年数、平均利率は全銘柄加重平均

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成



2

賃貸  
不動産市場

## 都心5区のオフィスの空室率、賃料は改善が進む

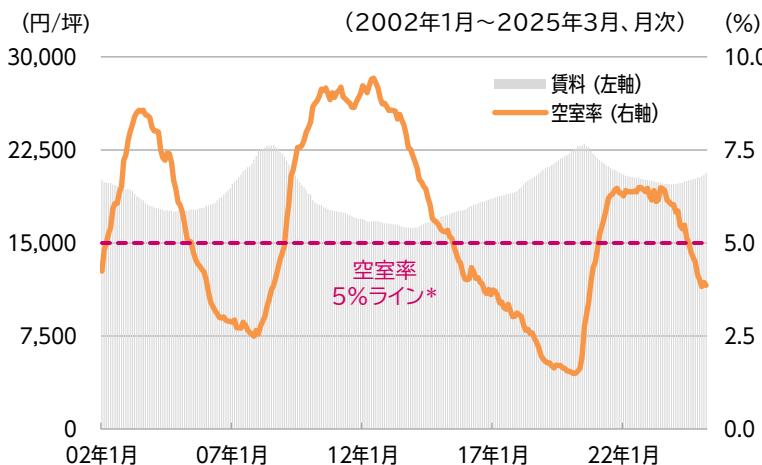
### オフィス需給の引き締まりを確認、賃料は上昇基調が継続

2025年3月の東京都心5区のオフィス空室率は3.9%と、前四半期比0.1%低下、前年同月比1.6%低下し改善が続いている。区ごとの空室率も総じて低下基調にあり、プライムエリアとされる千代田区は1.9%、渋谷区は3.1%を記録し、需給のタイト化が進んでいます。

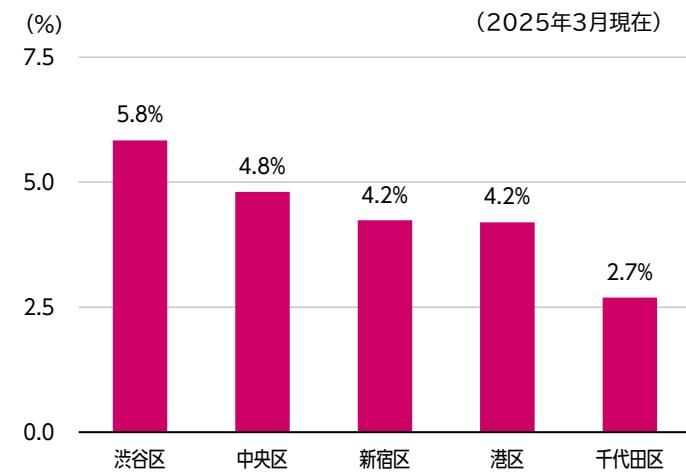
3月の平均賃料は20,641円/坪と14ヶ月連続で上昇し、2023年末の反転以降、上昇基調は変わらず継続しています。区別でも5区全てが前年同月比で上昇し、IT企業が集積する渋谷区が年初来+5.8%、次いで中央区も同+4.8%と力強い賃料上昇が継続しています。

2025年以降は比較的大規模なオフィスビルの竣工を控えていますが、需要の強さから入居テナントの内定状況は順調と観測されており、都心5区の賃貸オフィス市況の改善はしばらく続くことが期待されます。

(図6) 東京都心5区のオフィス空室率と賃料の推移



(図7) 東京都心5区のオフィス賃料変化率(前年同月比)



\*オフィス市場において、景気判断の目安とされる需給の均衡点

※東京都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

(出所)三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(出所)三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

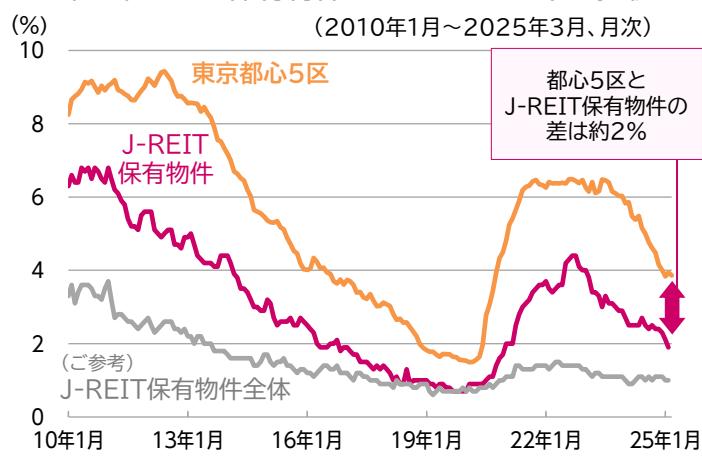
### J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

J-REITが保有するオフィス物件空室率(稼働率から推計)は比較的緩やかな動きが続き、2025年2月現在で1.9%まで低下しています。

J-REITが保有するオフィス物件の空室率は、東京都心5区に比べ低位で推移しています。この背景として、J-REITが保有するオフィス物件は、不動産市場全体のオフィス物件と比較して、立地の利便性や築年数等の機能面で競争優位性があること、売買市場が良好であり、空室が見込まれるビルは早期に売却し稼働率の高い物件への入れ替えを進めていることが挙げられます。

なお、J-REIT保有物件全体の空室率は、長期契約かつ高稼働である「物流」や「商業施設」などが含まれるため、J-REIT保有オフィス物件の空室率と比べさらに低位となっています。

(図8) J-REIT保有物件のオフィス空室率の推移



※J-REIT保有物件、J-REIT保有物件全体は2025年2月まで

(出所)一般社団法人投資信託協会、三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。



## 3 地価動向

## 全国的に地価の上昇が継続

## 全国的に地価の上昇が続く

J-REITの主要投資地域である三大都市圏(東京圏、大阪圏、名古屋圏)の公示地価(2025年1月1日時点)は、「全用途」が前年比+4.3%、「住宅地」が同+3.3%、「商業地」が同+7.1%といずれも4年連続で上昇しました。

「住宅地」は、低金利環境の継続などにより、引き続き住宅需要が堅調であることから3.3%上昇と、前年の上昇率を上回りました。

「商業地」も、店舗・ホテルなどの需要が堅調であり、オフィスについても空室率の低下基調や賃料の上昇基調によって収益性が向上していることなどから7.1%上昇と、前年の上昇率を大きく上回りました。

特に、東京23区は「住宅地」、「商業地」のどちらも全ての区で上昇率が拡大し、10%超の伸びを記録する区も多数確認されるなど、力強い伸びが確認されました。

## J-REITの含み益は最高水準

堅調な地価動向は、J-REITが保有する物件の含み益にも表れています。

2025年1月期のJ-REIT全体の含み益は合計約5.9兆円と、市場設立以来最高の水準で推移しています。簿価比で見た含み益率は26.7%となっています。

含み益の増加は、ストック面での評価を高めるだけでなく、物件売却時に利益計上ができるなど、フローフロントから経営の自由度の高まりにも繋がります。

J-REITは含み益を実現  
投資主への還元姿勢を強める

2024年下期の不動産売却益は合計で474億円と、従前と比較しても高水準となりました。

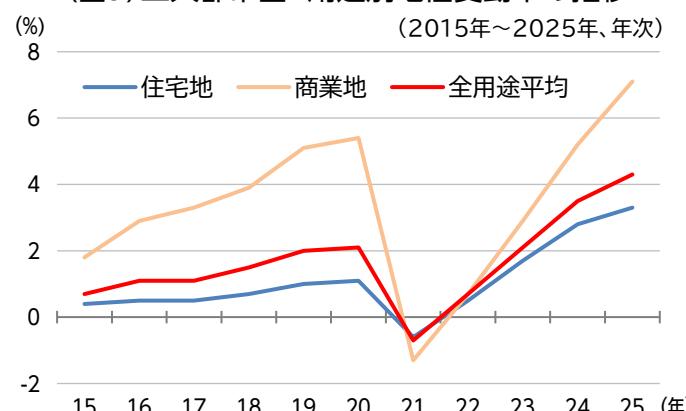
堅調な不動産市況を背景に、J-REITは物件ポートフォリオの改善を進めています。築年経過や、所在エリアの競争力低下などにより優位性が低下した物件を中心に売却を実施し、スポンサーから築浅物件を取得するなど、物件入替の動きが広がっています。

多額の含み益を有する物件売却により生じた売却益は、将来の安定分配のための内部留保や、分配金増加など、投資主還元に活用されています。引き続き、投資主還元策を強化する動きは広がっており、分配金の増加傾向が続くことが期待されます。

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。

(図9) 三大都市圏 用途別地価変動率の推移



(出所)国土交通省のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

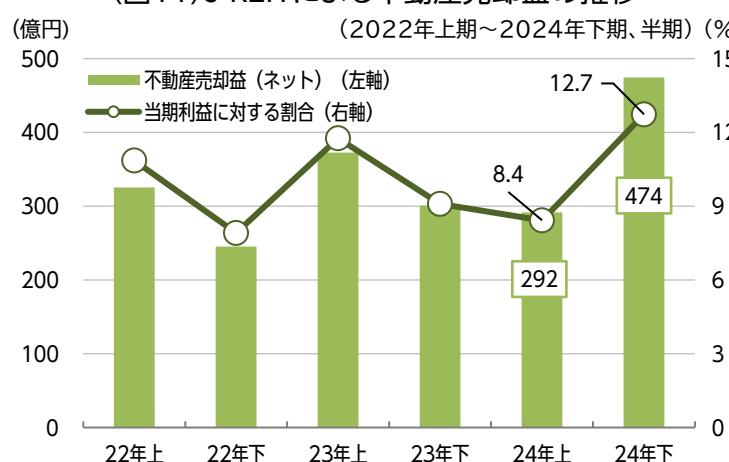
(図10) J-REIT保有物件の含み益と含み益率の推移



※含み益(不動産鑑定評価額 - 不動産帳簿価額)は、過去6ヶ月間に決算発表した銘柄の含み益の合計値。含み益率は含み益÷不動産帳簿価額。

(出所)三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図11) J-REITによる不動産売却益の推移



※上場廃止期は対象外。

※不動産売却益(ネット) = 不動産等売却益 - 不動産等売却損。不動産等交換差損益を含む。2023年下期以前は減損損失は含まない。2024年上期以降は減損損失を含む。

(出所)三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成



## 4 バリュエーション

## 配当利回り、NAV倍率ともに魅力的な水準

### 東証REIT指数の低迷に反して、配当金は過去最高水準

J-REITの業績を示す指標の一つである配当金は、2025年3月末に過去最高を更新しました。

今後も建築費高騰を受けた建築計画の見直しなどを背景に、オフィス市況の改善による賃料増加や、賃貸住宅の賃料増加が一段と進展することが見込まれます。また、良好な不動産売買市場を背景とした物件譲渡による譲渡益や内部留保の還元を通じて、引き続き金利コスト増加の影響を吸収しつつ、配当金の成長が見込まれます。

トランプ米政権による政策運営により、世界的に景気の先行き不透明感が続く懼れがありますが、比較的安定した配当が期待できる資産としてJ-REITに着目する動きも予測されます。引き続き、良好な不動産市況やJ-REITの増配施策などにより、1口当たり配当金の上昇が続くと見込まれます。

足元では、J-REITの割安感に着目したアクティビストの動きも確認されており、J-REITの安定した収益性や相対的に高い配当利回りを見直す動きが続くことで、東証REIT指数への資金流入がより高まると考えています。

### 過去と比べて 収益面、資産価値面から割安な水準

2025年3月末現在、配当利回りは5.0%となり、リーマンショックや東日本大震災、コロナショックの市場混乱期を除くと高い水準にあります。

この混乱期を除いた配当利回りは、ほぼ4%を下回る水準で推移しており、過去との比較から足元割安な水準にあると考えられます。

またJ-REITが保有する物件を鑑定価格で全て売却し、借入金などの負債を全て返済した場合に残る価値が時価総額と比べてどれくらいかを示す指標であるNAV倍率\*は2025年3月末現在で解散価値(1.0倍)を下回る0.8倍と割安な水準です。市場の混乱期を除けば、1倍を下回る水準での推移が定着したことはなく、足元の水準は非常に魅力的であると言えます。

\*NAV倍率は、REITの保有不動産を時価評価した純資産価値に対する投資価格の割高・割安度を示す指標。1倍未満であると、投資価格が保有不動産の時価より割安に評価されていることを意味する。

(図12) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移

(2020年1月末～2025年3月末、月次)



\*グラフの起点を100として指数化、1口当たり配当金は東証REIT指数の1口当たり実績配当金の直近12カ月合計を使用  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図13) J-REITの配当利回りの推移

(2003年12月末～2025年3月末、月次)



\*配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図14) J-REITのNAV倍率の推移

(2003年12月末～2025年3月末、月次)



(出所) ARES(不動産証券化協会)のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。



## 5 コラム

## トランプ米大統領の「相互関税」の影響

## 4月の急落局面でJ-REITは逆行高

2025年4月2日、トランプ米大統領は世界各国からの輸入品に対し「相互関税」を導入すると発表しました。発表を受け、世界の株式市場は世界経済への影響懸念から乱高下する不安定な動きとなっています。

日本株式も、関税政策による業績見通しや今後の金融政策に対する思惑が交錯し、業種によっては大きく反応しました。相互関税発表から4月18日までの期間で、銀行業、非鉄金属などは10%超の下落となりましたが、一方で東証REIT指数は1.7%程度の上昇と逆行高しています。

## 関税政策は相場の先行きを不透明に

今回導入が発表された相互関税は、米国と貿易を行う多くの国に対して関税を強化するものです。各国はこれを回避するため米国に協議を求めていますが、決着については不透明です。現時点では、米国に対抗措置を打ち出した中国に対する関税を上乗せする一方、それ以外の国に対しては10%程度の追加関税と軽減し、さらなる引き上げまで90日間の猶予を設けるとされています。

世界経済に対してマイナスの影響が出るとの見方から、4月2日以降の日本の国債利回りは急低下し、翌日物金利スワップ市場が織り込む年内の利上げ確率も低下しています。

## 収益基盤の安定が見直される展開を期待

第1次トランプ政権下では、中国に対する追加関税の段階的な導入が経済成長や先行きの不透明感を高め、株式市場における不安材料となりました。その結果、この期間(2018年6月末からコロナ禍前まで)においてTOPIX(配当込み)は+0.8%と横ばいとなったのに対して、東証REIT指数(配当込み)は+33.6%と相対的に優位なパフォーマンスとなりました。

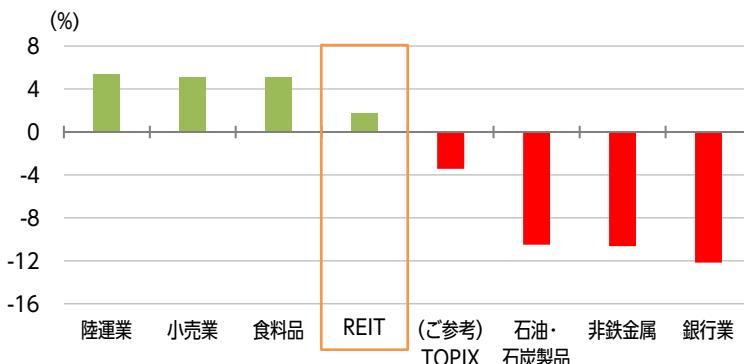
今回についても、賃貸料収入を主な収益源とするJ-REITの配当金の安定性、直接的には為替変動の影響を受けないという商品特性から、世界経済への見通しが不透明になるなか、投資資金の逃避先としてJ-REITに資金シフトが起こる可能性があり得ると感じています。

(図18) 第1次トランプ政権における対中追加関税

発動時期	追加関税の内容
2018年7月	産業機械などに25%
2018年8月	半導体などに25%
2018年9月	家具・家電などに10% (2019年5月に25%に修正)
2019年9月	衣料品などに15%

(出所)各種報道を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図15) 相互関税発表後の各指数の騰落率



※業種は東証33業種分類

※2025年4月2日から18日までの期間における、REIT(東証REIT指数)、TOPIX(東証株価指数)、東証業種別株価指数(上位/下位3業種)の騰落率  
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

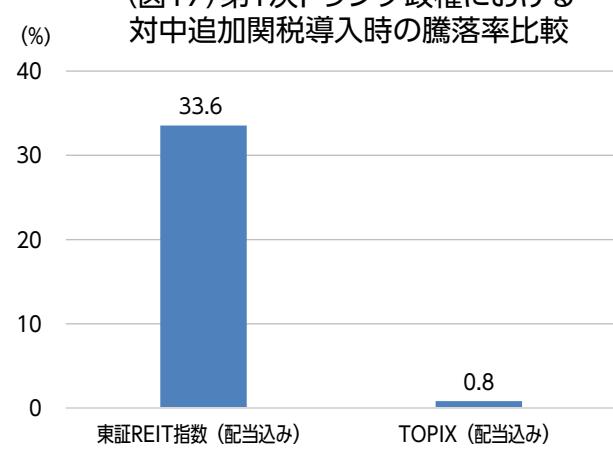
(図16) スワップ市場が織り込む利上げ確率

日銀金融政策決定会合	5月	6月	7月	9月	10月	12月
2025年4月18日時点	2%	15%	24%	39%	44%	41%
2025年3月末時点	20%	53%	75%	92%	111%	122%

※翌日物金利スワップ市場の金利から計算した、2025年の各会合時までに政策金利を0.75%に引き上げる確率

(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図17) 第1次トランプ政権における対中追加関税導入時の騰落率比較

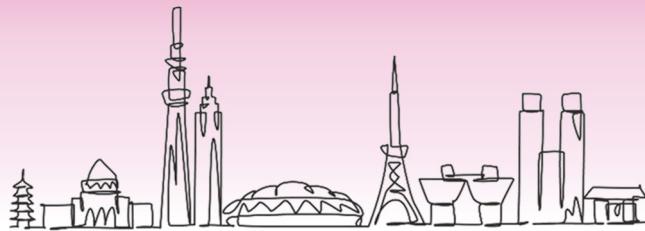


※2018年6月末から2020年1月末までの騰落率。

(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。



## 【ご留意事項】

- 当資料は三井住友トラスト・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクを伴います。)に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- 投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると判断した各種情報等に基づき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- 当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表示に帰属します。