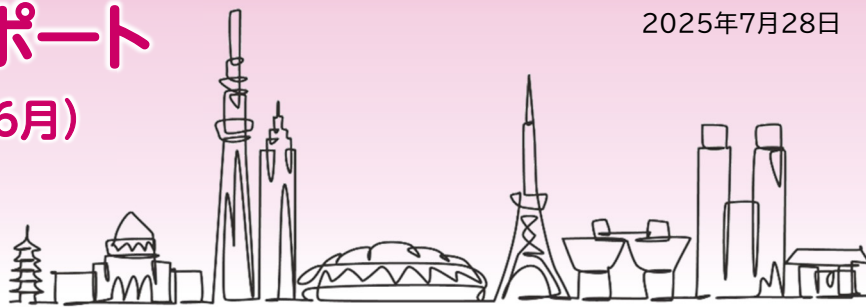


# J-REIT四半期レポート

## (2025年4月～2025年6月)



### 日銀の追加利上げ後ずれ観測や自己投資口取得などを背景に堅調に推移

2025年4月～6月のJ-REIT市場は上昇しました。

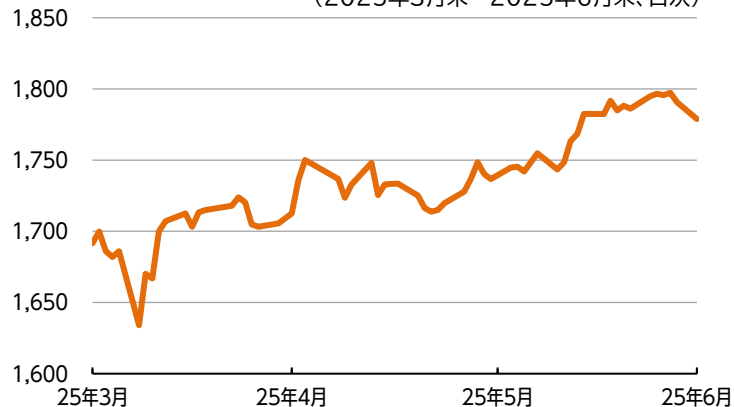
4月は、月前半は米国の相互関税や中国による報復措置を受けた株式市場の急落に連れ安しました。しかし、トランプ米大統領が相互関税の90日間停止措置を発表し、株式市場が戻り歩調となったことを受けて、月半ばに上昇に転じました。月後半は、J-REITの複数銘柄が自己投資口取得などの投資主還元施策を発表したことが買い材料となり、底堅く推移しました。

5月は、月前半は日銀の追加利上げ後ずれ観測から月初に大きく上昇しました。その後は、米中両政府が相互に課していた追加関税の大幅引き下げ決定などが好感された一方、長期金利の上昇基調などが重石となり、一進一退の展開となりました。月後半は、トランプ米大統領がEU(欧州連合)に対する50%の関税発動を7月まで延期したことを受けて、株式市場が上昇した流れが広がり、J-REIT市場も上値を拡大しました。

6月は、中東での地政学リスクが意識されるなか、J-REITの収益の安定性や高い配当利回りを選好する資金流入が見られ、上昇しました。月後半は、植田日銀総裁が利上げに慎重な姿勢を示したことや、中東における地政学リスクが低下したことなどを受けJ-REIT市場にもリスクオンの動きが波及し、堅調な推移となりました。

(図1) 東証REIT指数の推移

(2025年3月末～2025年6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

### 指数が上昇する局面においても、地銀等によるJ-REIT ETF買い越しは継続

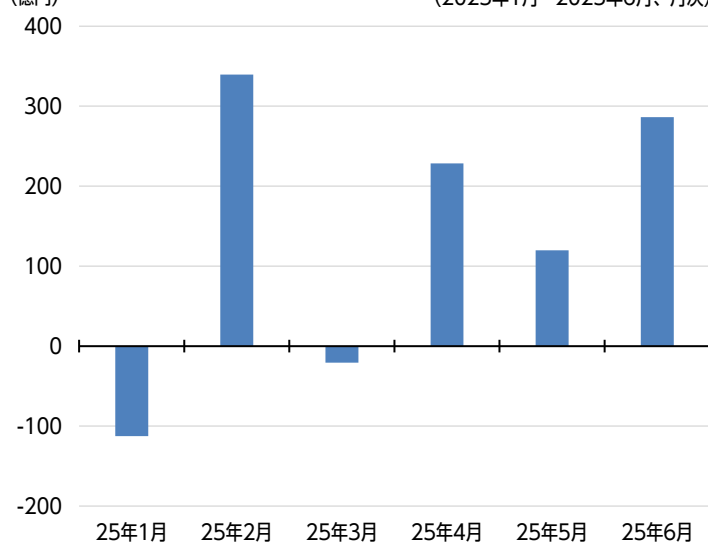
地銀等によるJ-REIT ETF(上場投資信託)の売買が含まれていると推定される証券会社自己は、2025年4～6月に大幅買い越しとなっています。

昨年までの証券会社自己は指数下落の際に押し目買いを行う傾向がみられましたが、今年に入り変化がみられ、5月以降東証REIT指数が1,700ポイントを上回る上昇局面においても買い越しを継続しています。配当利回りなどからみた割安感とは以前と変わらないなか、日銀の早期利上げ観測の後退などから、金融機関は今後も積極的に投資を続けるものと考えられます。

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しばらく業績等の懸念は限定的とみられます。引き続き、世界的に経済見通しが不確実ななかで、相対的な業績の安定性や利回りの高さなど、J-REITの本質的な魅力に着目した投資が期待されます。

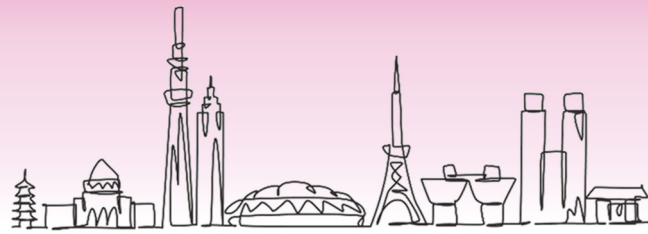
(図2) 証券会社自己によるJ-REIT売買の推移

(2025年1月～2025年6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

# 長期金利上昇も東証REIT指数は上昇基調継続

## 6月は金融政策を現状維持

日銀は、2025年6月の金融政策決定会合で政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標を0.5%程度に据え置くことを決定しました。

また今回の決定会合では、予定通り長期国債買入れの減額計画の「中間評価」を行い、2026年3月までの国債買入れについては、毎四半期4,000億円とする現行の減額計画を維持する一方で、2026年4月以降は2,000億円に減額幅を縮小する方針を示しました。

2025年の10年国債利回りは年末の1.1%程度から1.5%程度の水準まで上昇しているものの、同期間の東証REIT指数は緩やかな上昇基調を続けていることが確認できます。

## 日米関税交渉が進展

7月23日に日米関税交渉の合意が発表されました。これを受けて、日銀の内田副総裁は日本経済を巡る不確実性が低下し、2%物価目標の実現確度が上がるとの見解を示したことが報道されています。

今後も経済・物価のメインシナリオが実現していけば、経済・物価情勢の改善に応じて「引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」とみられます。

## 金利コスト増加による影響を抑制

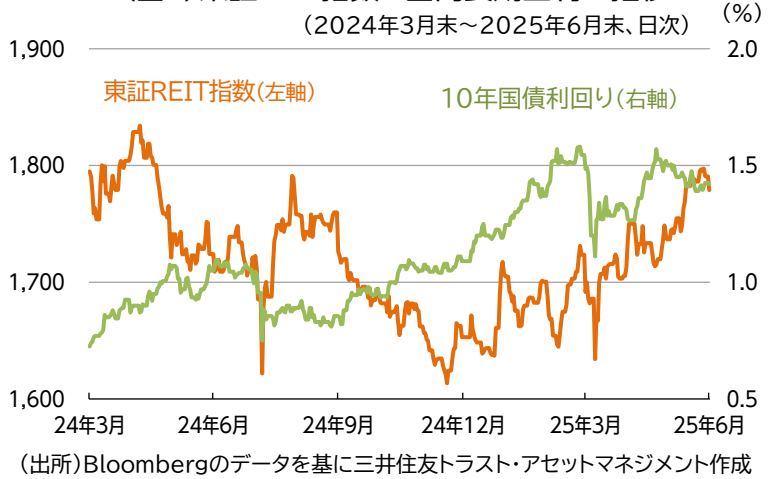
金融政策の正常化が緩やかに進められているなか、金利上昇に伴うJ-REITの借入コスト増加による業績への影響は、さまざまな対応策により抑制されています。

新規借入れの短期化や変動金利を活用することでポートフォリオ全体の金利コスト軽減効果が期待できます。2025年6月末時点において、J-REITの有利子負債の平均残存年数を3.8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%程度とマイナス金利解除前の2024年2月末時点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。

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、借入年数短期化等の対応から、金利上昇が配当に与える影響は限定的であり、これまでのような緩やかな利上げであれば、金利コスト上昇に対する懸念は高まりにくいと考えています。

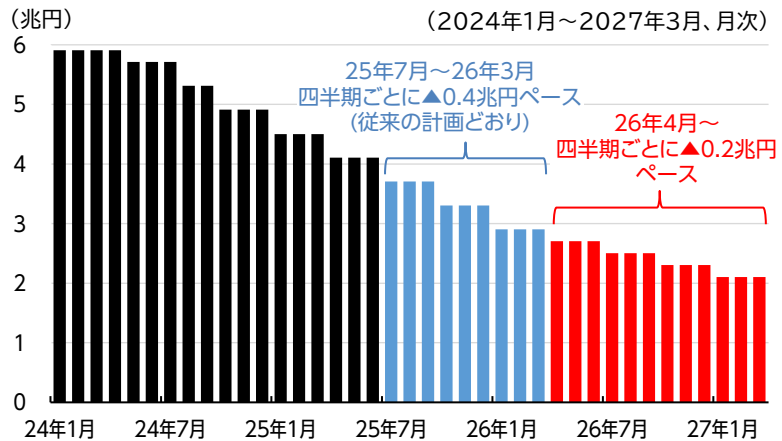
(図3) 東証REIT指数と国内長期金利の推移

(2024年3月末～2025年6月末、日次)

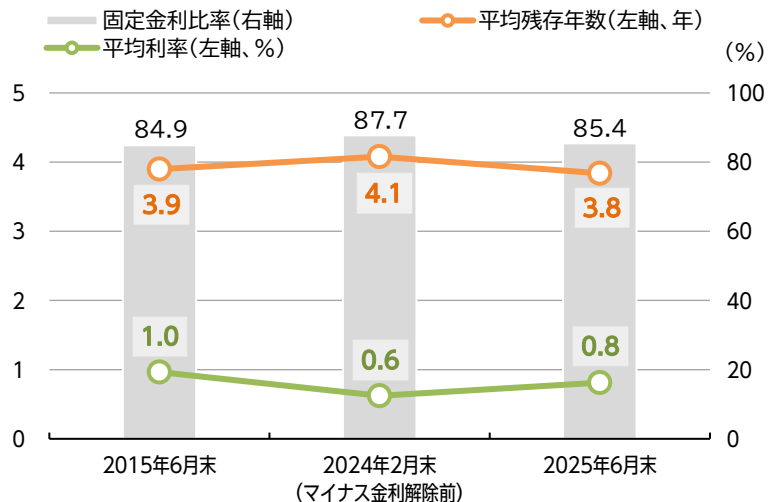


(図4) 日銀の月間長期国債買入れ予定額の推移

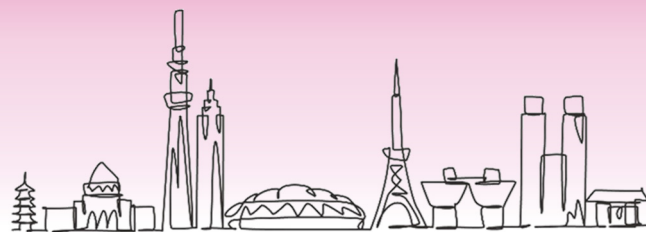
(2024年1月～2027年3月、月次)



(図5) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※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。



## 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

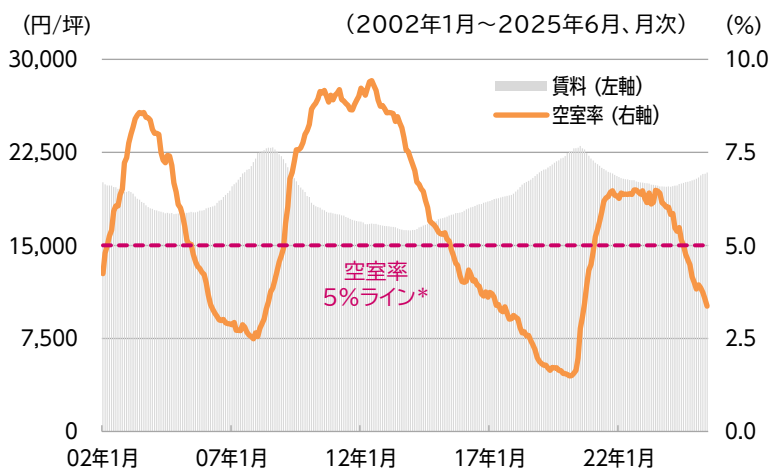
### オフィス需給の引き締まりを確認、賃料は上昇基調で推移

2025年6月の東京都心5区のオフィス空室率は3.4%と、前四半期比0.5%低下、前年同月比1.8%低下と改善が続いています。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1.7%、渋谷区は2.5%を記録し、需給のタイト化が進んでいます。

6月の平均賃料は20,877円/坪と17カ月連続で上昇し、2024年2月の反転以降、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、新宿区は+6.9%、次いで中央区も同+5.7%と賃料上昇が継続しています。

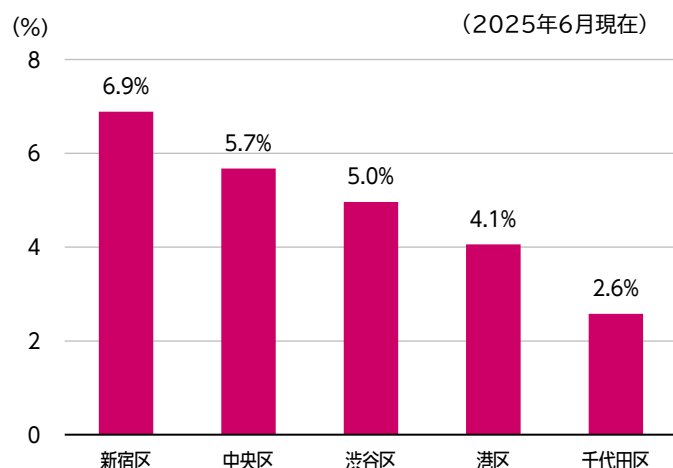
2025年は比較的大規模なオフィスビルの竣工を控えています。足元の堅調なオフィス需要の増加を背景に、入居内定がスムーズに進んでいると報告されています。また、2026年以降の計画については建築コストの増加等により建設計画や再開業事業の見直し、中止が報告されるオフィスビルも出始めています。この影響からオフィス需給のバランスに対する先行き見通しは良化してきているとみており、しばらくはオフィス市況が回復基調を維持すると見込まれます。

(図6) 東京都心5区のオフィス空室率と賃料の推移



\*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

(図7) 東京都心5区のオフィス賃料変化率(前年同月比)



(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

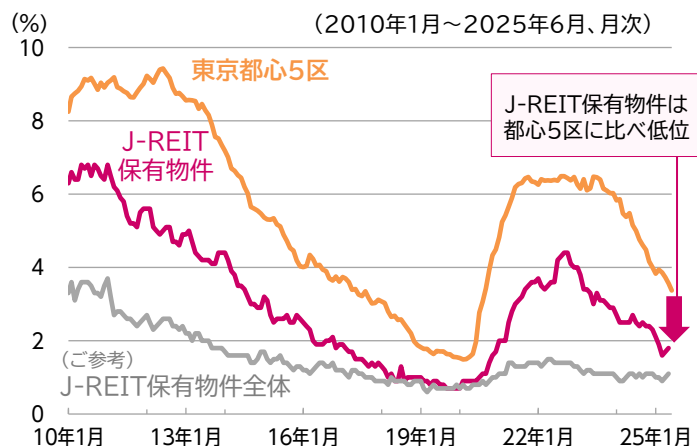
### J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

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5月現在で1.8%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、東京都心5区のオフィス物件全体と比較して、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

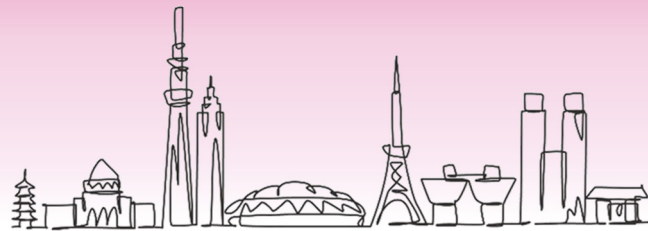


※J-REIT保有物件、J-REIT保有物件全体は2025年5月まで  
(出所)一般社団法人投資信託協会、三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※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

## 路線価 主要都市の堅調な伸びを確認

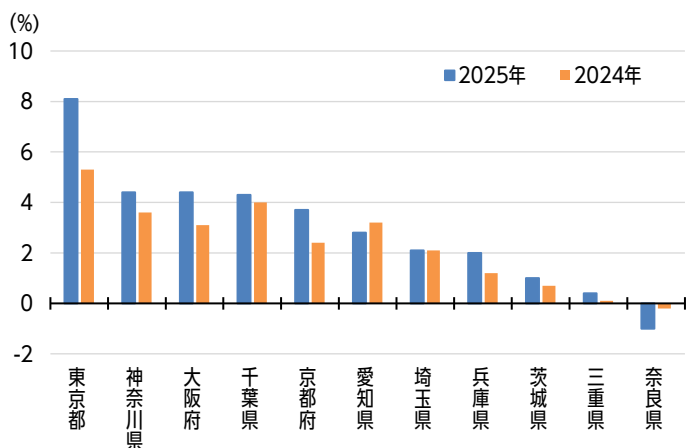
### インバウンドの増加や再開発の活発化により伸び率は拡大

2025年1月1日時点の路線価は、全国平均で前年比+2.7%と4年連続でプラスとなり、現在の算出方法となった2010年以降で最大の上昇率を記録しました。インバウンドの増加が各地で確認されたほか、再開発の活発化などにより、全国的に上昇地点が広がる結果となっています。

J-REIT保有物件が多く所在する三大都市圏\*に属する都道府県をみると、東京都がトップで前年比+8.1%と力強い伸びが継続しています。この他、人気観光地や再開発が進む主要駅の駅前エリアが牽引した神奈川県や、大阪・関西万博をきっかけに都市開発が進むとの見通しが追い風となった大阪府などで高い伸び率が確認されました。

都市別では、引き続き東京(銀座中央通り)が日本の最高路線価を維持したほか、「うめきた2期」での再開発が進む大阪や、天神ビッグバンとしての再開発や国内最大規模とされる「九州大学箱崎キャンパス跡地」再開発の始動で注目を集める福岡などのエリアで力強い伸びが示されています。\*三大都市圏:東京圏、大阪圏、名古屋圏

(図9) 三大都市圏 都道府県別路線価(前年比)



(出所)国税庁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) 都道府県庁所在都市の最高路線価(上位5都市)

(2025年1月1日時点)

順位	都市名 (所在地)	最高路線価 (万円)	対前年 変動率 (%)
1	東京 (中央区銀座5丁目 銀座中央通り)	4,808	8.7
2	大阪 (北区角田町 御堂筋)	2,088	3.2
3	横浜 (西区南幸1丁目 横浜駅西口バスターミナル前通り)	1,720	1.4
4	名古屋 (中村区名駅1丁目 名駅通り)	1,288	0.0
5	福岡 (中央区天神2丁目 渡辺通り)	968	2.5

(出所)国税庁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

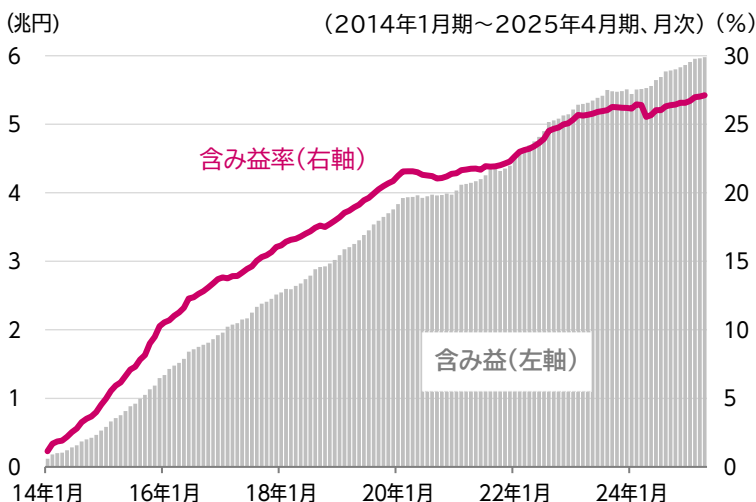
### J-REIT保有物件の含み益は 高水準を維持

J-REIT保有物件の含み益は過去最高を更新し、6兆円に迫る水準となりました。

含み益の増加は、J-REITにとってストック面での評価を高めるだけでなく、物件譲渡時には譲渡益計上や内部留保の積み増しなど、フロー面から経営の自由度の高まりにも繋がり、足元では配当安定化のために戦略的に活用する動きが見られます。

6月に発表された地価LOOKレポートによると、2025年第1四半期は調査対象の全80地区で上昇となりました。住宅地は12期連続、商業地は5期連続で全ての地区が上昇となり、全国的に地価上昇が継続していることが確認されています。堅調な地価動向はJ-REITへの見直し買い要因の一つになることが期待されます。

(図11) 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カ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

※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。



## 4 バリュエーション

# 配当利回り、NAV倍率でみて高い投資魅力を維持

## 配当金は過去最高水準、東証REIT指数は底打ちもいまだ出遅れ感強い

J-REITの業績を示す指標の一つである配当金は、2025年6月末時点で過去最高水準となっています。

今後もしばらくオフィス需要の高まりによる稼働率向上、賃料の引き上げによる収入増加や、堅調な賃貸住宅需要を背景とした賃料引き上げによる収入増加が見込まれます。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。

日米関税交渉は一先ず決着したものの、今後もトランプ米政権による政策運営動向はリスク要因として意識され、世界的に景気の先行き不透明感が意識される展開が続くものとみられますが、不透明な外部環境だからこそ、比較的安定した配当が期待できる資産としてJ-REITに着目する動きが高まると考えています。

J-REITの配当金はしばらく増加が続くと見込まれるなか、外部環境の変化もあり、安定した収益性や相対的に高い配当利回りを選好する見方が徐々に強まり、東証REIT指数は昨年までの売られすぎの反動から上昇を続ける余地はあるとみています。

## 過去と比べて 収益面、資産価値面から割安な水準

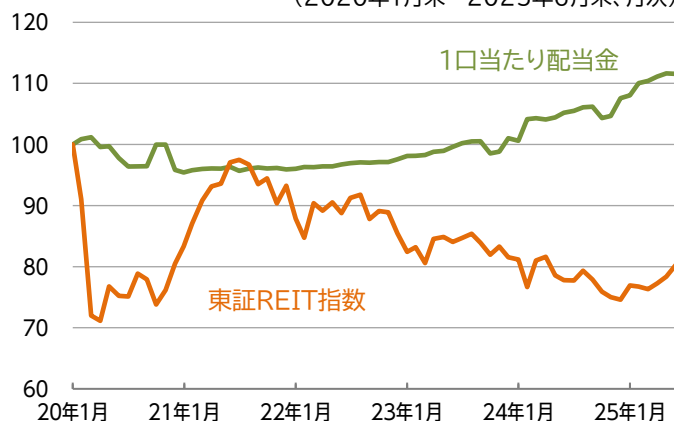
2025年6月末現在、配当利回りは4.8%となり、リーマンショックや東日本大震災、コロナショックの市場混乱期を除くと高い水準にあります。

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ぐらいかを示す指標であるNAV倍率\*は2025年6月末現在で解散価値(1.0倍)を下回る0.85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。

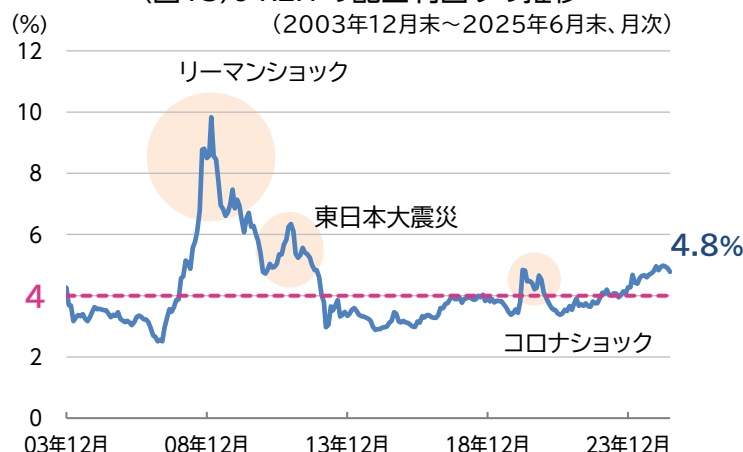
(図12) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移  
(2020年1月末～2025年6月末、月次)



※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

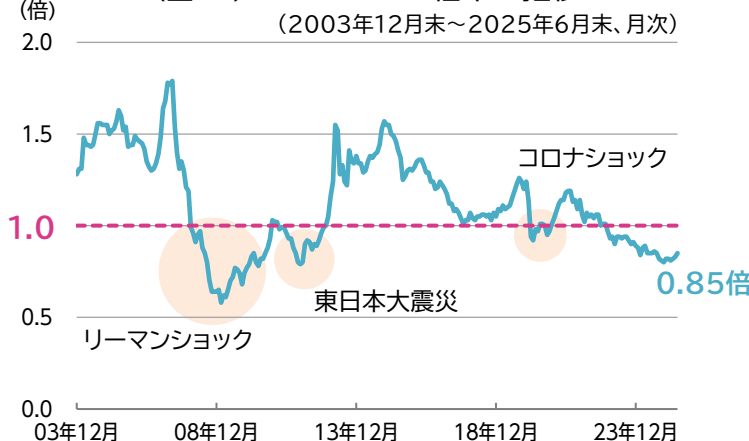
(2003年12月末～2025年6月末、月次)



※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

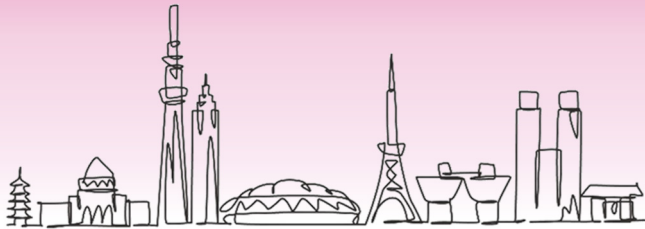
(図14) J-REITのNAV倍率の推移

(2003年12月末～2025年6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。



5

コラム

大阪・関西万博とその後の開発について

大阪・関西万博開催

2025年4月から大阪・関西万博が開催されています。公式HPによると足元では1日あたりの平均来場者数は10万人を超え、累計来場者数は7月12日に1,000万人に達したと報じられました。

万博後の夢洲IR開発とその後の第2期開発計画

10月13日の万博終了後、万博会場の北型では夢洲第1期開発として、日本初のカジノを含むIR(統合型リゾート)の建設が本格化します。IRは、2030年秋頃の開業を目指し、開業後の来訪者数は年間2,000万人、経済波及効果は年間1兆1,400億円が見込まれる大型プロジェクトです。

そして、万博会場の中心部を含む約50万平方メートルは、第2期区域として足元開発構想も進展しています。公表資料によると、グローバルエンターテインメント・レクリエーションゾーンでは『世界中の人々をひきつけ、ここでしか体験できない「非日常空間」を創出する大規模で統一されたコンセプトに基づくエンターテインメント機能やレクリエーション機能の導入』が図られる方針で、2025年度後半には開発事業者の募集開始が予定されています。

(図17) 夢洲の開発計画

	万博	第1期	第2期
時期	2025年4月13日 ～10月13日(実施中)	2025年春工事着手 2030年秋頃開業	2025年度後半 事業者募集
投資額	8,570億円	約1兆2,700億円	－
目標来場者数	2,820万人	約2,000万人/年	－
経済波及効果	約2.9兆円	約1兆1,400億円/年	－

(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

国際比較で大阪マンション価格は割安

足元、東京23区全域のマンション価格は上昇基調で推移していますが、2025年6月の調査では、大阪市中心6区の中古マンション価格は、前年同月比約37%と、東京都心6区の約36%を上回る上昇となっています。これは他の都市と比べても大きな動きであり、ここ数年行われた「うめきた」の大規模再開発、万博、その後のIR開発等、将来の都市としての魅力の向上を反映している可能性もあります。

日本不動産研究所の調査レポートによると、大阪の高級マンション価格は、ロンドンやニューヨーク、シンガポールの約50%以下となり、東京と比べても約30%割安と分析されています(2025年4月時点)。大阪は都市としての大きな変化を控え、今後の動向が注目されます。

※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注意事項をご覧ください。

(図15) 万博会場とIR予定地



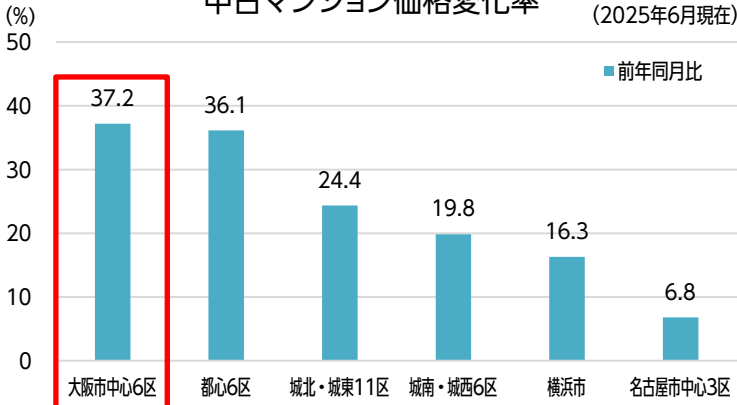
(出所)「地理院地図Vector」(国土地理院)、各種資料のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図16) 万博終了後の夢洲開発区域

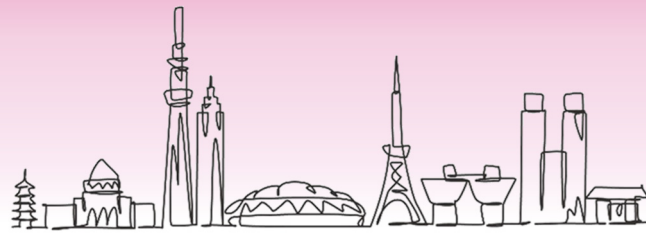


(出所)「地理院地図Vector」(国土地理院)、各種資料のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図18) 各都市圏中心部70㎡あたりの中古マンション価格変化率 (2025年6月現在)



(出所)東京カンテイ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



## 【 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へ帰属します。
- 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元に帰属します。