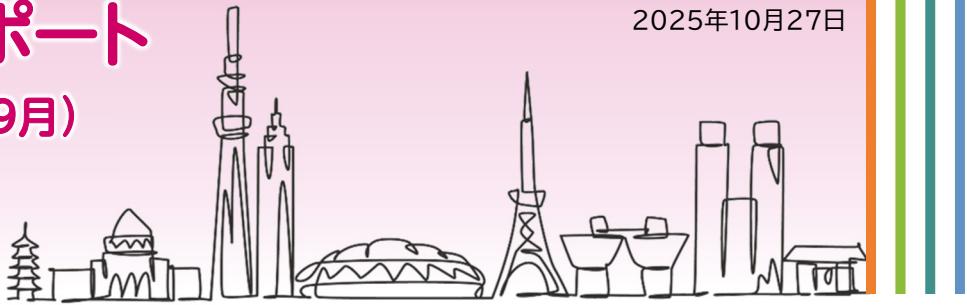


J-REIT四半期レポート

(2025年7月～2025年9月)



東証REIT指数は年初来高値を更新 日銀がJ-REITの売却方針を決定するも影響は限定的

2025年7月～9月のJ-REIT市場は上昇しました。

7月は、月前半は米関税政策の先行き不透明感から株式市場が軟調に推移するなか、J-REITの業績に対する関税政策の影響が株式市場と比較して軽微であることに着目した資金流入がみられ、上昇しました。月後半は、日米関税交渉の合意を受け、株式市場が上昇した流れがJ-REIT市場にも波及したことなどから、東証REIT指数は月末時点で年初来高値を更新しました。

8月は、月前半は東京都心5区のオフィス空室率の低下や募集賃料の上昇など、好調なオフィス市況が確認されたことなどから上昇しました。月後半は、日銀の利上げ観測の高まりや財政懸念などを背景に長期金利は17年ぶりの高水準で推移したものの、配当利回りでみた割安感に着目した資金流入が続き、東証REIT指数は一時年初来高値を更新しました。

9月は、月前半は利益確定売りなどから下落して始まったものの、石破首相の辞意表明を受けた次期自民党総裁を巡る政策期待などにより株式市場が上昇した流れがJ-REIT市場にも波及し、上昇しました。月後半は日銀金融政策決定会合でETF(上場投資信託)とJ-REITの売却が決定されたものの、売却のペースが緩やかで市場への影響は極めて限定的とみなされたことなどから底堅く推移しました。月末には中間期末を迎えるポジション調整とみられる売りが出たことなどから上昇幅を縮小しました。

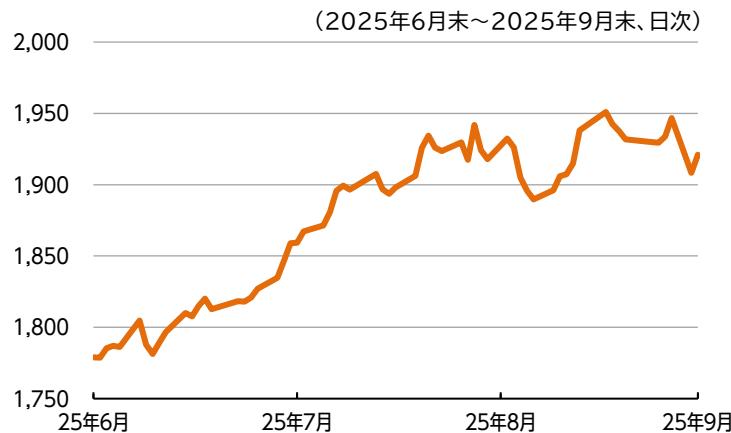
海外投資家は2カ月連続で買い越しに

海外投資家によるJ-REIT売買は、3カ月連続で売り越した後、2カ月連続で買い越しとなっています。

年初来のJ-REIT市場の上昇を受け、5～7月は売却を実施したと推定される一方、この期間の東証REIT指数は底堅く推移しています。その後、株式市場と比較したJ-REIT市場の出遅れ感が意識され、海外投資家は8月以降、買い越しに転じました。

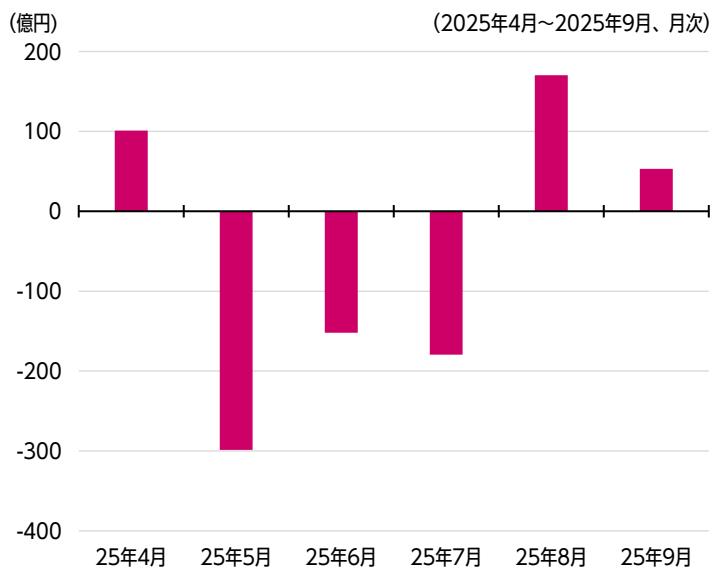
世界的に米国を中心に利下げ方向にあるなか、日銀は金融政策の正常化を進めています。ただ、日本の金利水準は世界的にみて緩和的な状態にあります。引き続き海外投資家によるJ-REITへの関心は継続するとみています。

(図1) 東証REIT指数の推移



(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

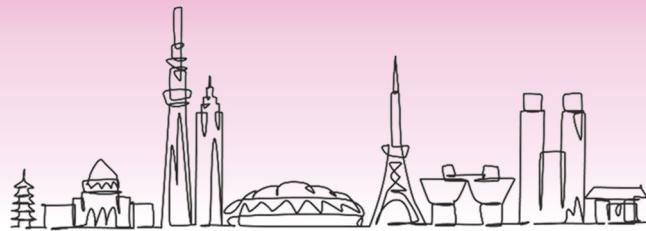


(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

*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。



三井住友トラスト・アセットマネジメント



1 金融政策

日銀は保有ETFとJ-REITの売却方針を決定

9月は政策金利を据え置き
ETFとJ-REITの売却を決定

日銀は、2025年9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0.50%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、ETFおよびJ-REITの売却方針を決定しました。

日銀売却による
J-REIT市場への影響は限定的か

日銀が示した年間の売却ペースは、J-REITの場合、簿価ベースで年間50億円程度(時価ベースで55億円程度)、市場全体の売買代金に占める売却割合は0.05%程度と試算され、極めて緩やかなペースです。

現時点では、日銀によるJ-REIT売却が需給面や市場へ与える影響は限定的であり、J-REIT市場の反応も特段見られない状況です。

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。

新規借り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9月末現在において、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84.4%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が徐々に高まっているなか、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) 9月の日銀金融政策決定会合の概要

政策金利	据え置き(0.50%) (無担保コールレート)	
	ETF	J-REIT
年間の売却ペース	簿価 (時価) 3,300億円程度 (6,200億円程度)	50億円程度 (55億円程度)
市場全体の売買代金に占める売却割合	0.05%程度	0.05%程度

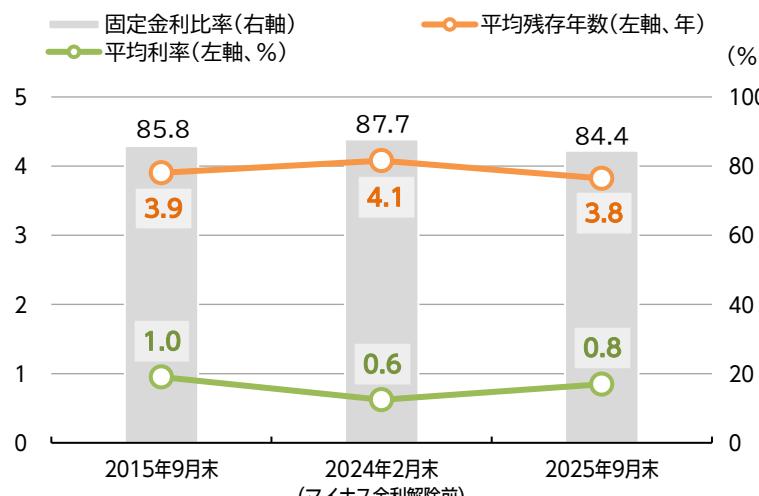
※ETFは株式指数に連動するもの
(出所)日銀の資料を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図4) 東証REIT指数と国内長期金利の推移



(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

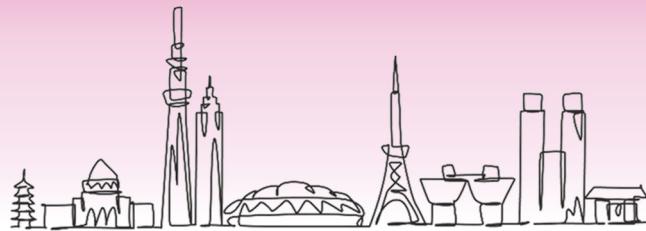
(図5) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※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

※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。



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

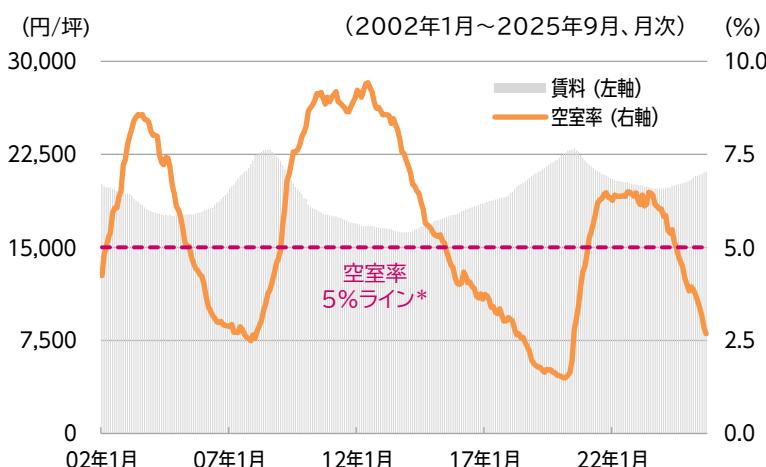
オフィス需給の引き締まりを確認、賃料は上昇基調で推移

2025年9月の東京都心5区のオフィス空室率は2.7%と、前四半期比0.7%低下、前年同月比1.9%低下と改善が続いている。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1.6%(前年同月比1.0%低下)、渋谷区は2.1%(前年同月比1.8%低下)を記録し、需給のタイト化が進んでいます。

9月の平均賃料は21,092円/坪と20ヶ月連続で上昇し、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、港区は+6.5%、次いで中央区も同+5.5%と賃料上昇が継続しています。

今後も比較的大規模なオフィスビルの竣工を控えていますが、足元の堅調なオフィス需要の増加を背景に入居内定が進み、2026年竣工のビルについても既に内定率が高位であると報告されています。また、建築コストの増加等により建設設計画や再開発事業の見直し、中止が報告されるオフィスビルも出始めています。オフィス需給のバランスに対する先行き見通しは良化が進んでいるとみており、オフィス市況は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

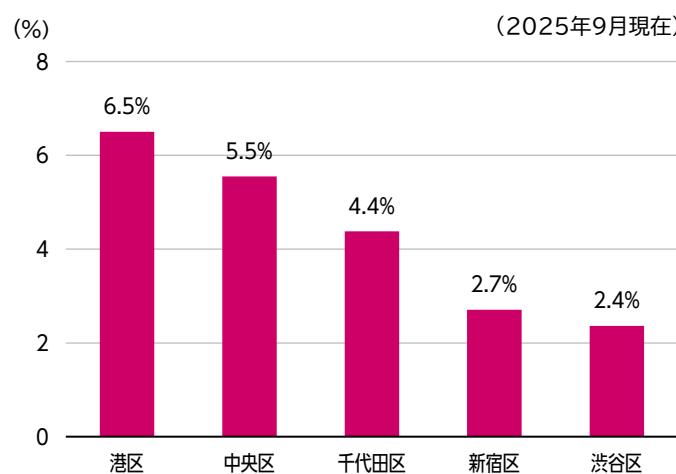


*オフィス市場において、景気判断の目安とされる需給の均衡点

※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)は比較的緩やかな低下基調が続き、2025年8月現在は1.7%となっています。

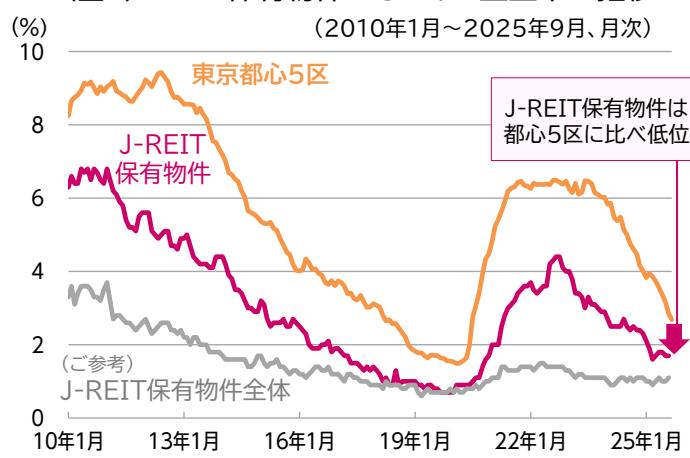
J-REITが保有するオフィス物件の空室率は、東京都心5区に比べ低位で推移しています。この背景として、J-REITが保有するオフィス物件は、東京都心5区のオフィス物件全体と比較して、立地の利便性や築年数等の機能面で競争優位性があること、売買市場が良好であり、空室が見込まれるビルは早期に売却し稼働率の高い物件への入れ替えを進めていることが挙げられます。

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。

※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8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



3 地価動向

地価は三大都市圏を中心に伸び率が拡大

三大都市圏は伸び率が拡大

2025年9月に国土交通省が発表した都道府県地価調査(基準地価)では、全国の全用途平均・住宅地・商業地は4年連続で上昇し、いずれも上昇率が拡大しました。

J-REITが保有する物件の約9割が所在する三大都市圏の商業地の上昇率は大きく、前年比7.2%上昇、住宅地も同3.2%上昇と伸び率が拡大しています。

J-REIT物件が多く所在する都市の商業地は大幅に上昇

J-REIT物件が多く所在する都市の商業地は大きく上昇しています。

東京都心5区はいずれも前年比+10%を超える水準を記録したほか、大阪市、福岡市においても同等程度の伸びが確認されています。引き続き、インバウンドの増加などを背景に店舗・ホテルなどの需要が堅調なことや、オフィスについても空室率の低下傾向や賃料の上昇傾向などが地価上昇に寄与したとみられます。

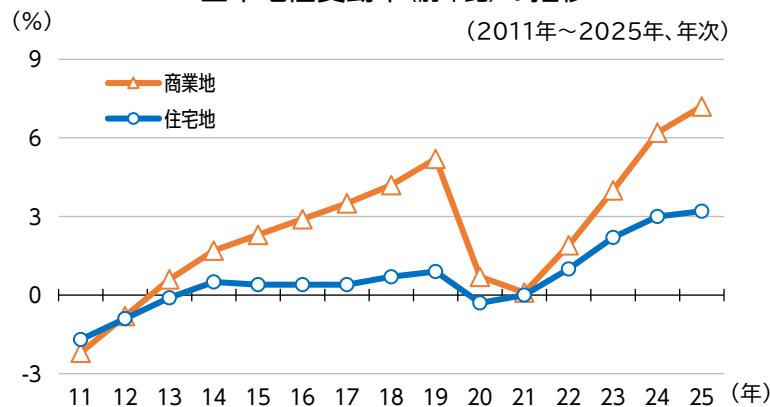
J-REIT保有物件の含み益は地価上昇に伴い増加基調

J-REIT市場設立から20年を超え、物件の築年数は経過するものの、不動産評価額は緩やかに増加しています。2025年7月期現在のJ-REIT保有物件の含み益は6.1兆円と過去最高を更新しました。

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、配当を行う際の自由度にも繋がっています。

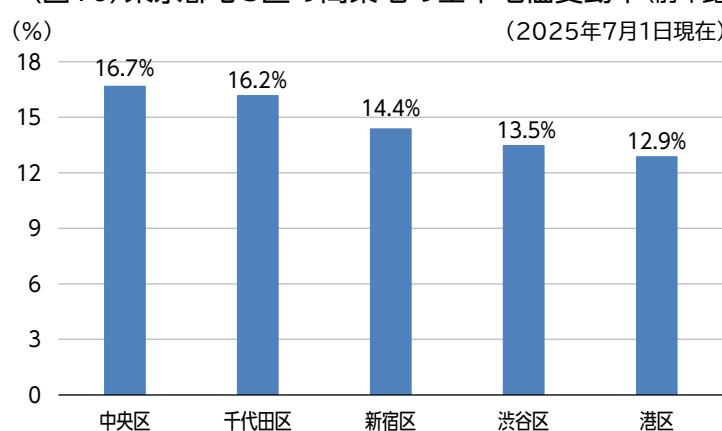
現在、J-REITの多くの銘柄が、将来の物件メンテナンス費用削減の観点等から保有物件の入れ替えを行い、ポートフォリオの若返りを図っています。そこで発生した譲渡益が配当安定化のため戦略的に活用され、足元の配当の安定性に繋がっているとも考えられます。

(図9) 三大都市圏の商業地・住宅地の基準地価変動率(前年比)の推移
(2011年～2025年、年次)



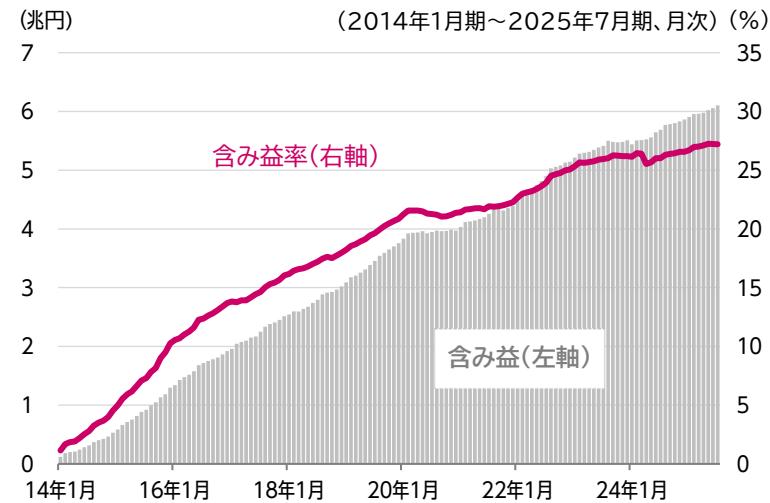
※三大都市圏：東京圏、大阪圏、名古屋圏
(出所)国土交通省のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図10) 東京都心5区の商業地の基準地価変動率(前年比)
(2025年7月1日現在)



(出所)東京都財務局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

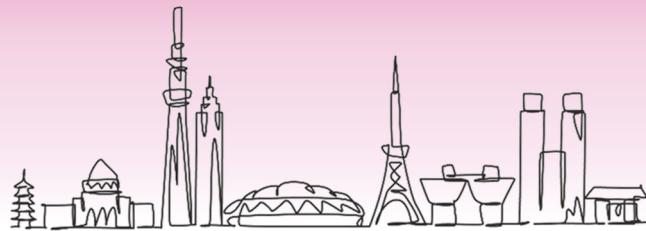


※含み益(不動産鑑定評価額 - 不動産帳簿価額)は、過去6ヶ月間に決算発表した銘柄の含み益の合計値。含み益率は含み益÷不動産帳簿価額。

(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

※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。



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指数は年初来堅調もいまだ出遅れ感は強い

J-REITの業績を示す指標の一つである配当金は、2025年9月末現在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。

足元、日米で株価指数は最高値を更新する状況にありますが、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ることが予想されます。不透明な外部環境だからこそ、安定した収益性や相対的に高い配当利回りが期待できる資産としてJ-REITに着目する動きは継続すると考えています。また、インフレを意識した分散投資先としても、J-REITへの資金流入が期待されます。

過去と比べて 収益面、資産価値面から割安な水準

2025年9月末現在、配当利回りは4.6%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9月末現在で解散価値(1.0倍)を下回る0.91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ではなく、物価上昇率に負けない増配率、インフレ環境での資産価値の増加が見込まれる商品であるにも関わらず、足元の水準は非常に魅力的であると言えます。

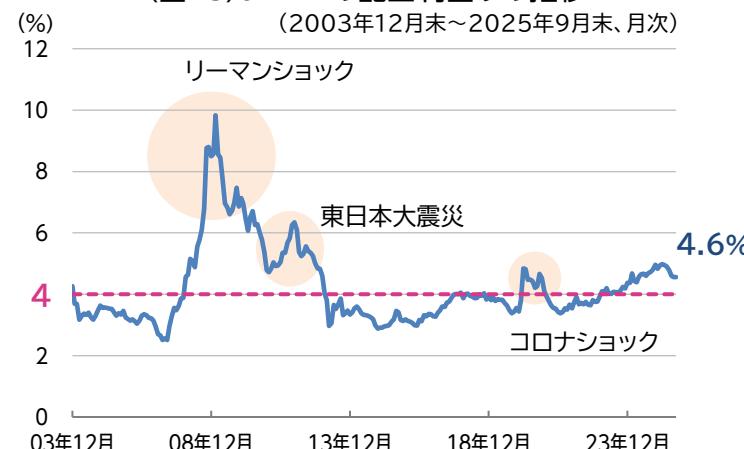
* NAV倍率は、REITの保有不動産を時価評価した純資産価値に対する投資価格の割高・割安度を示す指標。1倍未満であると、投資価格が保有不動産の時価より割安に評価されていることを意味する。

(図12) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移



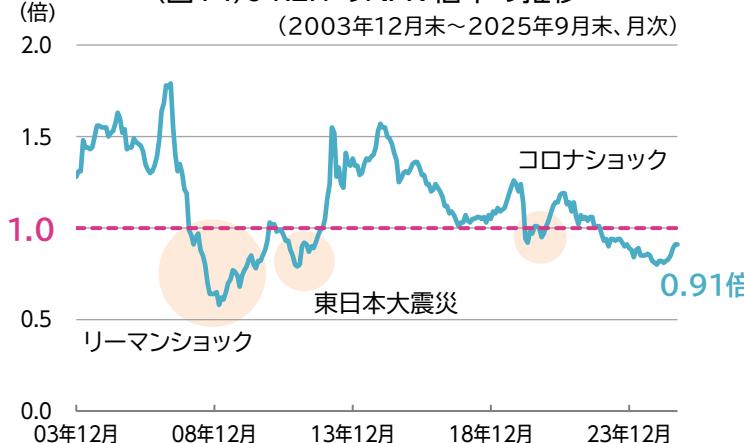
※グラフの起点を100として指数化、1口当たり配当金は東証REIT指数の1口当たり実績配当金の直近12カ月合計を使用
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図13) J-REITの配当利回りの推移



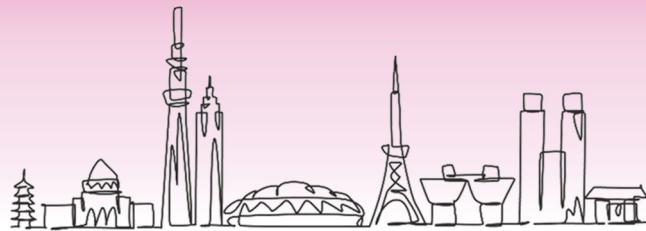
※配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図14) J-REITのNAV倍率の推移



(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

事業会社が不動産カーブアウトを積極化

2025年上半年の不動産投資は3兆円超え

JLL(ジョーンズ ラング ラサール)の調査によると、2025年上半年の日本の不動産投資額は約3.2兆円となり、半期としての投資額は2007年下半期以来の3兆円超えとなりました。米投資ファンドによる東京ガーデンテラス紀尾井町の取得や、香港の不動産投資ファンドによる東急プラザ銀座の取得等、大型案件の売買が影響したとみられます。また、世界の都市別投資額ランキングでは、2025年上半年において東京が第1位となりました。

同調査では、海外ファンドによる日本の不動産投資が増加している背景として、日本の経済情勢が世界の中で比較的安定していること、政策金利が緩やかな引き上げ局面にあるものの、金融政策は他国と比較して依然として緩和的であること、加えて金融機関の貸出態度が積極的であることなどが考えられる、とされています。

事業会社が保有不動産を売却

現在、日本の不動産売買市場において、アクティビストといわれる投資家が不動産の流動化に影響を及ぼし始めています。アクティビストは、大株主として事業会社に対して資本効率の改善を求め、保有不動産を売却し、その資金を成長性が高い事業への投資に振り向けるよう対応を求めています。

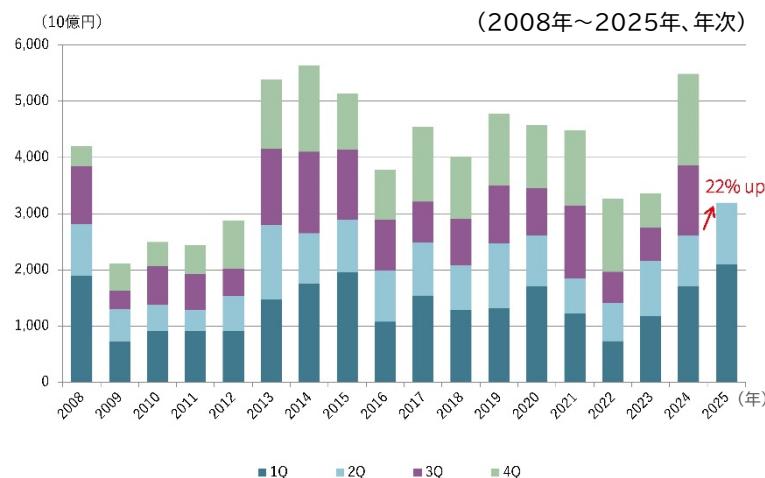
こうしたアクティビストによる提案を受けて、事業会社が保有不動産をバランスシートから切り離す、いわゆる「CRE(Corporate Real Estate)カーブアウト」を実施する事例が確認されています。年内にも最終決着が見込まれるサッポロホールディングスの恵比寿ガーデンプレイスの売却等、一等地の不動産が動き始めています。

CREカーブアウトは投資チャンスになるか

カナダの不動産ファンド、ベントール・グリーンオークは、ブルームバーグの取材に対して「日本ではアクティビストの圧力などを背景に、事業会社が保有する3兆米ドル規模の不動産が非中核資産として市場に出てくる可能性があり、ここに大きなチャンスがある」と述べたと報道されています。

J-REITは昨年までの市場低迷により、資産規模の成長ペースが緩やかになっています。しかし、今年に入りJ-REIT市場は反転の動きを強め、いよいよ各J-REITは増資を伴う物件取得により、資産規模成長、収益拡大を図るサイクルに復調してくることが期待できます。事業会社による物件売却の流れをうまく取り込むことができれば、J-REITは大きく成長できる可能性があり、今後の動向が注目されます。

(図15) 日本の不動産投資額の推移



*2025年は上半期まで

(出所)JLL「ジャパン マーケット ダイナミクス2025年第2四半期」

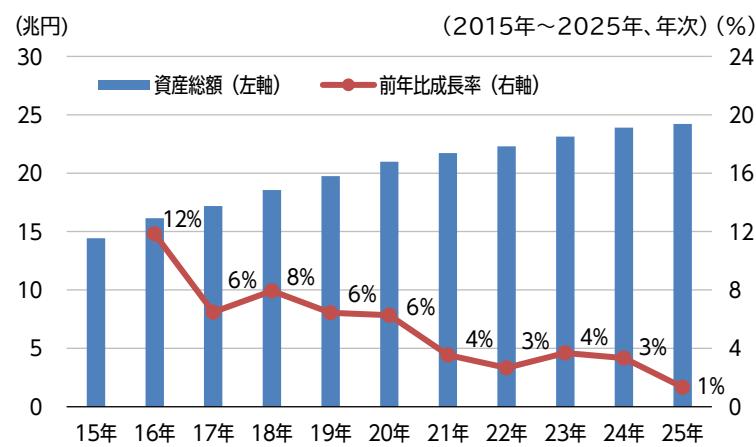
(図16) 近年報道されたアクティビストの提案が影響したとみられる不動産売却

会社名	主な対象不動産	売却価格
西武ホールディングス	東京ガーデンテラス紀尾井町	約4,000億円
富士ソフト	富士ソフトの本社ビルや汐留ビル等14物件	約686億円
ロジスティード(旧日立物流)	首都圏東物流センター等全国の物流施設33物件	約2,200億円
サッポロホールディングス*	恵比寿ガーデンプレイス、オフィス、住宅等	4,000億円以上

*2025年10月時点の報道より作成

(出所)各種資料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) J-REITの資産総額の推移

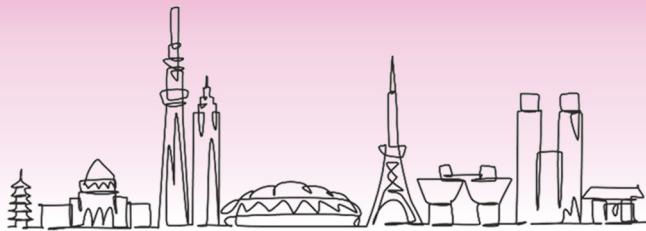


*資産総額の2025年は8月末、それ以外は年末データ。前年比成長率は2016年以降のデータ。

(出所)一般社団法人投資信託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

※上記は特定の有価証券への投資を推奨しているものではありません。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標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標の開発元もしくは公表示に帰属します。