

2025年のJ-REIT市場と 2026年の展望

SMBC日興証券 株式調査部
マネージングディレクター シニアアナリスト

鳥井 裕史

公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員
一般社団法人 不動産証券化協会認定マスター



1. 2025年のJ-REIT市場

2025年のJ-REIT市場パフォーマンス

2025年12月末の東証REIT指数は2,013.5ポイントとなり、2024年12月末（1,652.94）との比較で21.8%上昇、配当込みのトータルリターンでは27.9%上昇した。2025年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は17.4兆円となり、2024年12月末時点の14.3兆円との比較で22%増加した。同期間ではトータルリターンベースではTOPIXをアウトパフォーマンスし、

〈目次〉

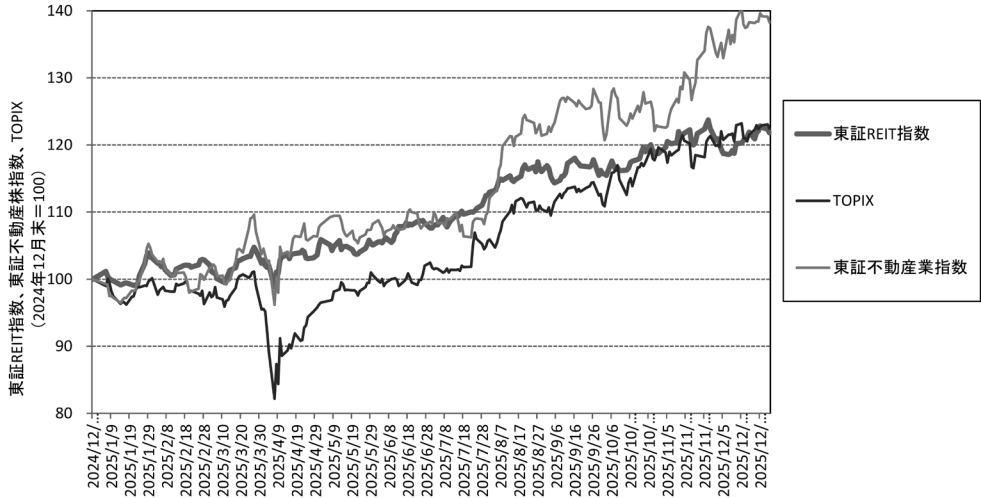
1. 2025年のJ-REIT市場
2. 2026年のJ-REIT市場展望：東証REIT指数見通し
3. 機能し始めた外部成長と「長期金利2%超時代」を乗り切るために

東証REIT指数は絶対的にも相対的にも力強いパフォーマンスであったと言えよう。

年を通じて金利上昇リスクは意識されたものの、賃料増額による増配期待というポジティブな面に焦点が当たり、大幅反発となった。2024年はJ-REIT特化型投信からの資金流出超過が相場の重しとなったものの、2025年は一転流入超過となった。各REITの資本効率改善に向けたアクションや増配に対する強い意欲が着実に浸透したと言えよう。

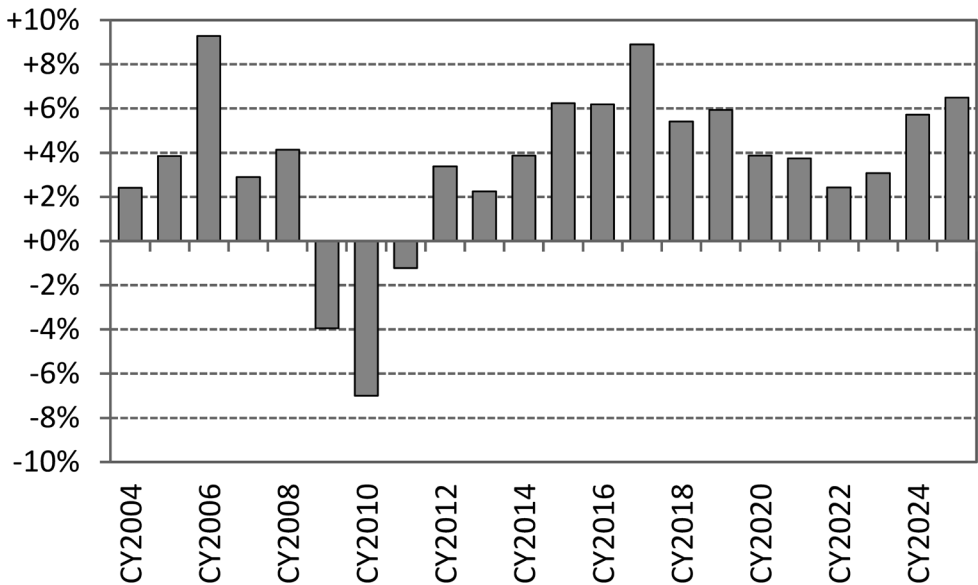
2025年のJ-REIT市場全体での一口当たり分配金（DPU）は前年比+6.5%と増配で着地する見込み（一部弊社想定含む、2025年上期及び下期の平均値）。好調なホテルやオフィスの収益向上、住宅の賃料増額、物件入替による売却益計上に加え、自己投資口取得も増配に寄与したと言えるだろう。

(図1) 2025年の東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数の推移 (2024年12月末=100)



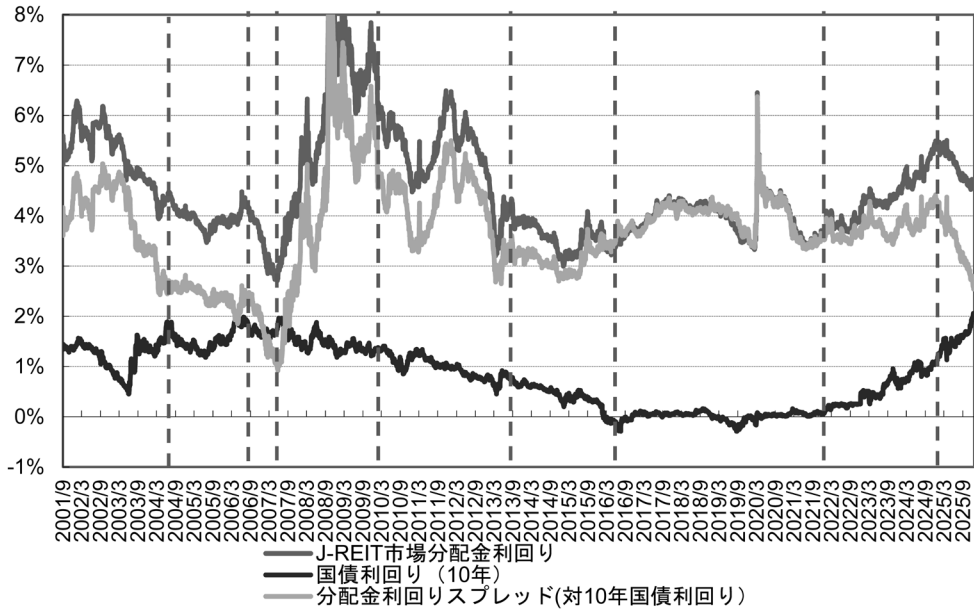
(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図2) J-REIT市場全体の一口当たり分配金の増減率推移 (対前年比)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

(図3) J-REIT市場全体の分配金利回りと長期金利に対する分配金利回りスプレッドの推移



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

J-REIT市場のバリュエーション推移

2025年12月末時点のJ-REIT市場全体における平均弊社予想分配金利回りが4.6%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは2.6%となった。2024年12月末時点の同分配金利回りは5.4%、同スプレッドは4.3%であった。2025年1～12月に投資口価格が大きく反発したことから分配金利回りは81bps低下した。また、同期間で長期金利が95bps上昇したこともあり、分配金利回りスプレッドは176bps縮小した。

なお、J-REIT市場及びそれを取り巻く外部環境が安定していた2013～15年での同スプレッドは3.0～3.5%で推移していた。クレジット市場が継続的に安定推移し、かつ安定し

た分配金が期待される局面では、J-REITの分配金利回りスプレッドは同レンジで推移すると考えられる。2025年12月末時点ではこのレンジ内の下限を下回る状況となってきた。2025年初以降の投資口価格上昇により割安感は修正されたものとする。

他方、オフィスの賃料上昇期待を高く持たれた2006年後半から2007年前半に関しては長期金利が2%前後で推移する中でも東証REIT指数は上昇し、分配金利回りスプレッドは1%前後にまで低下する局面も見られた。高い分配金成長が期待されるのであれば、同スプレッド縮小を説明することは可能であると筆者は考える。

次に、資産価値のバリュエーションから

(図4) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移 (鑑定評価額ベース)



(注) 鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

J-REIT市場を見たい。2025年12月末時点のJ-REIT市場全体におけるNAV倍率（鑑定評価額ベース）は0.97倍、インプライド・キャップレートは4.1%（実績NOI〈Net Operating Income：賃貸事業利益＋減価償却費〉ベース）であった。2024年12月末時点のNAV倍率0.81倍、インプライド・キャップレート4.6%との比較では投資口価格が上昇したことによりNAV倍率は上昇、インプライド・キャップレートは低下した。

2025年10月末時点の鑑定評価額を基準とした場合、NAV1.0倍水準を東証REIT指数に換算すると2,080ポイントである。J-REIT市場全体でみた場合では2025年12月末時点では東証REIT指数が2,013.5ポイントであることから1倍を下回った状況に変わりはないもの

の、大手オフィス型や大手複合・総合型を中心に1倍を超過した銘柄も増加してきた。

他方、2025年12月末までの過去15年間における平均NAV倍率1.08倍を下回った状況は続いている。各REITが決算毎に公表する鑑定評価額をベースとした含み損益率は2011年後半以降改善が続いており、実際の不動産価格は高止まりもしくは上昇を続けている。現状の不動産売買動向から判断すると、資産価値の観点からJ-REITに対するアップサイドポテンシャルは依然ある。2025年10月末時点でJ-REIT市場全体の含み益（鑑定評価額ベース）は6.3兆円、含み益率は+27%と高水準にあり、J-REIT市場発足来の最高水準にある。

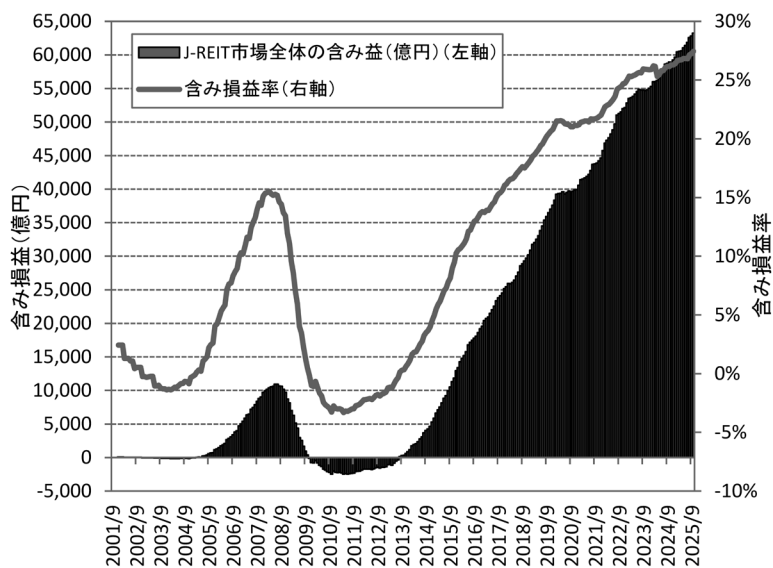
(図5) 東証REIT指数と鑑定評価額をベースとしたJ-REIT市場全体でのNAV倍率1倍の水準



(注) 鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算

(出所) 会社資料、SMBCE日興証券

(図6) J-REIT市場全体の保有物件の含み損益額及び含み損益率



(注) 鑑定評価額をベースとして計算

(出所) 会社資料、SMBCE日興証券

(図7) ターゲット東証REIT指数に対する考え方

	ターゲット 東証REIT指数	長期金利 前提	考え方
ベア シナリオ2	1,580	2.50%	長期金利が2.5%に上昇することに加え、既存物件収益の改善を見込まず、デットコスト上昇で減配するシナリオ
ベア シナリオ1	1,850	2.50%	長期金利が2.5%に上昇することを想定。デットコスト上昇は織り込むものの、メインシナリオと同様の増配を期待するシナリオ
メイン シナリオ(L)	2,000	2.20%	長期金利を2.2%と想定。デットコスト上昇は織り込むものの、各タイプの内部成長を期待することや外部成長も一部機能して増配を期待するシナリオ
メイン シナリオ(M)	2,100	2.00%	長期金利を2.0%と想定。デットコスト上昇は織り込むものの、各タイプの内部成長を期待することや外部成長も一部機能して増配を期待するシナリオ
メイン シナリオ(H)	2,200	1.80%	長期金利を1.8%と想定。デットコスト上昇は織り込むものの、各タイプの内部成長を期待することや外部成長も一部機能して増配を期待するシナリオ
ブル シナリオ1	2,300	2.00%	長期金利を2.0%と想定する一方、各タイプの強い内部成長に加えて外部成長にも期待。「賃料上昇+物件取得」での強い増配を続けるシナリオ
ブル シナリオ2	2,500	1.50%	長期金利を1.5%への低下を想定する一方、各タイプの強い内部成長に加えて外部成長にも期待。「賃料上昇+物件取得」での強い増配を続けるシナリオ

(出所) SMBC日興証券

2. 2026年のJ-REIT市場展望 ：東証REIT指数見通し

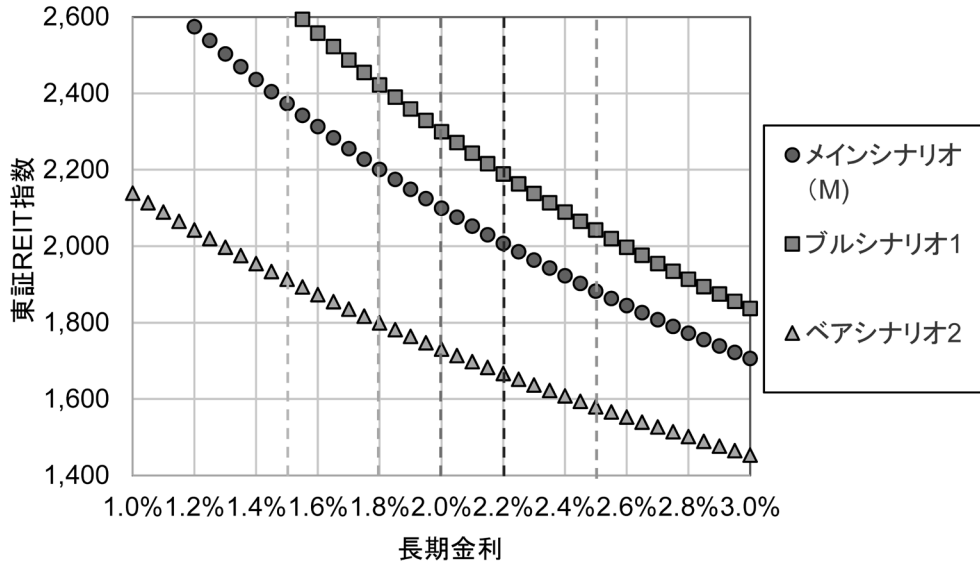
筆者によるメインシナリオに基づく2026年のターゲット東証REIT指数を2,100ポイント(妥当レンジ2,000~2,200ポイント)とし、2025年の従来ターゲット2,000ポイント(1,950~2,050ポイント)から引き上げた。同シナリオの前提は国内長期金利を2.0%(レンジ:1.8~2.2%)とし、金融コスト上昇を織り込むものの各ファンダメンタルズの改善による内部成長(賃料増額)と外部成長(物件取得)を想定し、2026~28年の3年間での平均DPU成長率を年率+4.5%としている。

2026年に関してはオフィスや都市型商業施設、住宅のみならず、物流施設も含めて多様な資産で賃料増額が継続、もしくは加速する

ことを期待している。加えて、投資口価格改善からの外部成長再開による一口当たり分配金の底上げにも期待したい。同成長によるさらなる分配金上積みを確認されれば多少の金利上昇(長期金利2.2%まで)を勘案しても2,000ポイントを維持することは十分可能と考える。また、長期金利が2%を下回ることがあれば2,100ポイントを超過して2,200ポイントを目指す展開も想定される。

ただし、長期金利が2.5%を超えるようなセンチメントとなった場合は、1,850ポイントもしくはそれ以下に下落する可能性には留意したい。基本的には賃料増額や外部成長による増配期待と金利変動リスクの双方が重要ポイントであることに変わりはないだろう。

(図8) ターゲット東証REIT指数と長期金利の関係



(出所) SMBC日興証券

3. 機能し始めた外部成長と「長期金利2%超時代」を乗り切るために

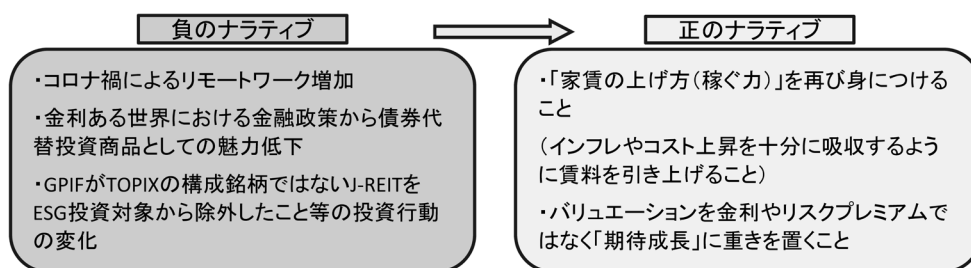
まず、2022年以降のJ-REIT市場を簡単に振り返りたい。

2022~24年のJ-REIT市場では金利上昇に伴う要求利回りの上昇やデットコスト上昇による分配金減少に焦点が当てられ、厳しい状況にあった。同3年間で東証REIT指数は20%下落し、市場全体でのNAV倍率は2024年12月に0.8倍前後に低下するなど低迷を余儀なくされた。これにより、2020年までは安定的に実施されていたエクイティファイナンスが困難となり、外部成長が難しい状況となっ

た。なお、本稿での「外部成長」とは資産規模拡大による一口当たり分配金(DPU)や一口当たり純利益(EPU)、一口当たりNAV(NAVPU)を向上させることであり、単なる物件取得や資産規模拡大を意味するものではないと定義している。

2024年半ば頃からはJ-REIT市場においても「資本コストや資本効率」を意識する考えは着実に浸透し、大半のREITは決算説明会資料等で同項目を取り上げ、実行を進めた。J-REITにとっての同施策は物件入替による質や収益性の向上、売却益還元、自己投資口取得による外部成長に頼らない運営である。DPU等の一口当たり収益性を底上げさせようとする各REITの運営姿勢は評価すべきものであった。

(図9) J-REIT市場における「負のナラティブ」と「正のナラティブ」



(出所) 早稲田大学大学院 川口有一郎教授資料を参考にSMBC日興証券作成

2024年のJ-REITによる物件売却額は当時の過去最高の約6,500億円に達し、売却益の還元を積極的に意識する姿勢がうかがえた。自己投資口取得に関しても2024年以降積極的に発表され、同年以降過去最高を更新する運びとなった。

しかしながら、2024年後半に至ってもJ-REIT市場は低迷を抜け出せずにいる。そのような状況下、2025年に入るとエンゲージメントファンドによるREITへのTOB実施が発表される等J-REIT市場ではM&Aを期待する動きが高まり、各REITの低迷する投資口価格に対する危機感はより高まった。

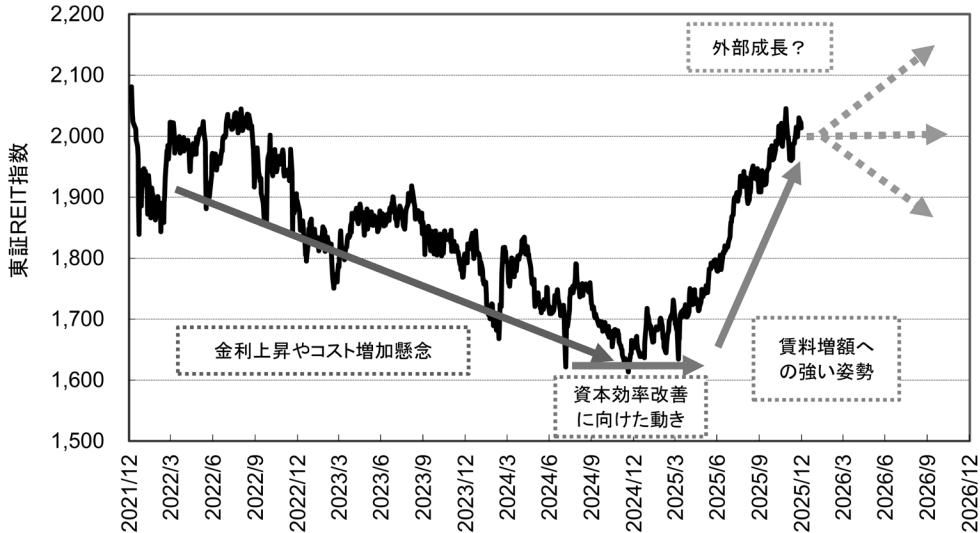
「負のナラティブ」から「正のナラティブ」への脱却に向けて

このJ-REIT市場低迷の原因に関して、2025年6月に開催されたAPREA（アジア太平洋リアルアセット協会）ジャパンREITフォーラムや同年12月に実施されたSMBC日興証券主催プロパティカンファレンスにおいて早稲田大学大学院教授である川口有一郎氏は

「負のナラティブ」がJ-REIT市場を支配していることにあると言及した。つまり、コロナ禍によるリモートワーク増加、金利ある世界における金融政策から債券代替投資商品としての魅力低下、GPIFがTOPIXの構成銘柄ではないJ-REITをESG投資対象から除外したこと等の投資行動の変化、J-REITには「稼ぐ力」がない等の複数の物語の共通集合が支配しているということである。そして、「失敗の本質」はJ-REITがデフレに対して過剰適合している点も指摘された。

これを打開し、J-REITの投資口価格を本格的に改善させるためには何が必要か？川口教授は「負のナラティブ」から「正のナラティブ」へ脱却する必要性を説いた。それを実現させるために、REITに対しては「家賃の上げ方（稼ぐ力）」を再び身につけること、実行することの重要性に言及した。デフレ時代のJ-REITは稼働率重視の運営が身につけていたが、今後はインフレやコスト上昇を十分に吸収するように賃料を引き上げることに重きを置くことが重要であろう。投資家サイ

(図10) 2022年以降の東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

ドに対しては、バリュエーションを金利やリスクプレミアムではなく「期待成長」に重きを置くことに期待している。古典的なゴードンモデルから動学的ゴードンモデルに移行することにある。

つまり、J-REITは「安定インカム商品」ではなく、「インカム成長型エクイティ商品」であるという認識を浸透させることである。実際、筆者の集計によると、2015～2024年の過去10年間でJ-REIT市場全体における一口当たり分配金成長率は年平均+5.2%であり、決して足元の金利上昇やインフレ率に負けてはいなかった。

筆者は川口教授の意見に全面的に賛成する立場にある。ここからは筆者の意見や見解であるが、投資口価格を底上げさせるだけでは

なく向上させていくためには「資本効率改善」のみではなく、「賃料増額を主軸とした分配金成長」もしくは「分配金成長に重きを置いた運営」がより求められていくこととなる。2025年に入るとJ-REITに対してTOBを実施する動きも見られ、各REITには投資口価格を向上させるためのさらなる危機感やインセンティブが加わったと考えられる。これらを通じてJ-REITが「正のナラティブ」で語られ、「インカム成長型エクイティ商品」として認識されることを望む。

実際、2025年に入ると各REITが具体的な数値をもってDPUやEPUの成長目標を提示することがスタンダードとなった。オフィスのみならずほぼ全ての用途で賃貸市況は良好であり、その外部環境の後押しもあり、各

REITは賃料増額に強い意欲を持つようになった。このような動きがマーケットで浸透し、2025年のJ-REIT市場は「金利上昇リスク」等のネガティブな側面にばかり目を向けるのではなく、「賃料上昇」による増配期待等ポジティブな面に焦点が当てられるようになった。結果として2022～24年に低迷していた東証REIT指数は2025年に+21.8%（配当込みベースでは+27.9%）の反発を実現した。

2025年12月末時点のNAV倍率（鑑定ベース）は0.97倍、ICは4.1%と2024年12月末時点（0.81倍、4.6%）に比べて大きく改善した。これにより、J-REIT市場においては外部成長によるさらなるDPUの上積みを期待できる状況になりつつあると考える。J-REIT市場では2024年より資本効率改善（自己投資口取得や売却益還元）、2025年は賃料増額がテーマとなり、外部成長の動きも始まった。2026年はこの3つのエンジンが重なり合い、より高いDPU成長が実現していくことに期待したい。それが実現できれば「長期金利2%超の時代」であってもJ-REITは「インカム成長型エクイティ商品」としての存在感を高めることができるだろう。

