

# 2024年のJ-REIT市場と 2025年の展望及び課題・提言

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. 2024年のJ-REIT市場

2024年12月末の東証REIT指数は1,652.94ポイントとなり、2023年12月末（1,806.96）との比較で8.5%下落、配当込みのトータルリターンでは4.0%下落した。2024年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は14.3兆円と

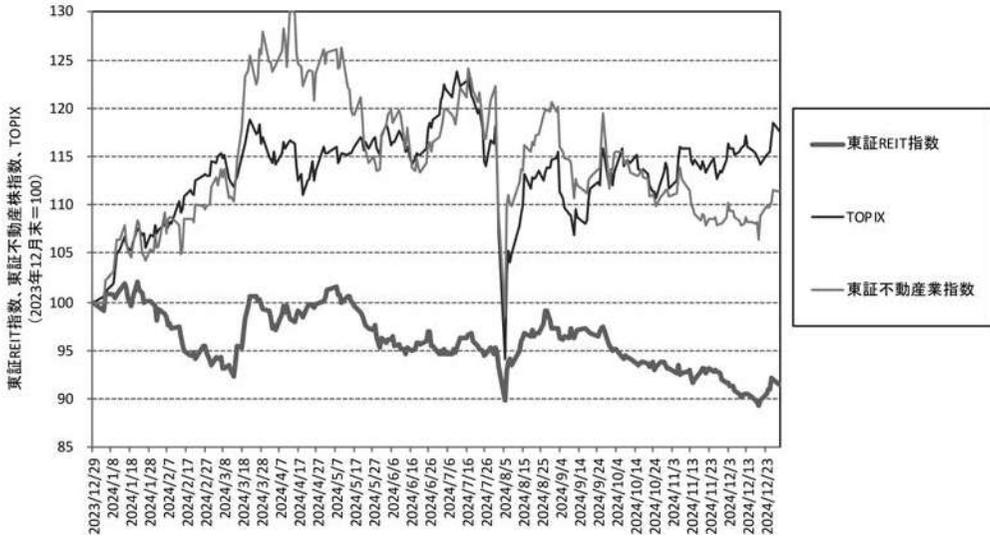
なり、2023年12月末時点の15.4兆円の比較で7.3%減少した。2024年のJ-REIT市場は金利上昇リスクを終始意識されたことやJ-REIT特化型投信からの資金流出超過が継続し、低迷が続いた。

2024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5.2%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは4.1%となった。2023年12月末時点の同分配金利回りは4.5%、同スプレッドは3.9%であった。投資口価格が下落した（東証REIT指数：-8.5%）こともあり、分配金利回りは67bps上昇した。一方、同期間で長期金利が47bps上昇したこともあり、分配金利回りスプレッドは19bps上昇にとどまった。なお、新型コロナ問題が発生する以前である2019年12月末の分配金利回りは3.5%、分配金利回りスプレッドも3.5%であったことを勘案すると、現状の分配金利回り及び分配金利回りスプレ

### 〈目次〉

1. 2024年のJ-REIT市場
2. 2025年のJ-REIT市場展望：東証REIT指数見直し
3. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための3つの提言（REIT向け）
4. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための2つの提言（当局向け）1
5. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための2つの提言（当局向け）2

(図1) 2024年の東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数の推移 (2023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

ットは高位にあると言えよう。  
 他方、J-REITを取り巻くファンダメンタル

ズは着実に改善している。2024年のJ-REIT  
 市場全体での1口当たり分配金(DPU)は

前年比+5.3%と増配で着地する見込みである（一部弊社想定含む、2024年上期及び下期の平均値）。好調なホテル収益向上やオフィスの稼働率改善、住宅・物流施設の賃料増額、物件入替による売却益計上及び内部留保の取崩しに加え、自己投資口取得も増配に寄与したと言えるだろう。

## ■ 2. 2025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ターゲット東証REIT指数は1,900ポイント（妥当レンジ1,850～1,950ポイント）としている。同シナリオの前提は国内長期金利を1.1%（1.0%～1.2%）としつつ、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り2025～27年の3年間での平均DPU成長率を年率+2.4%としている。一方、外部成長

に関しては現状の資本市場環境や実物不動産売買市場での低水準なキャップレート継続を勘案し、増資による1口当たり収益性向上は想定していない。

メインシナリオ収益を前提とした場合、2024年12月末時点の東証REIT指数は国内長期金利が1.8%にまで上昇することを織り込んだ状況にあると考える。東証REIT指数は2022～24年の3年間で20%下落し、それにより同金利上昇を十分に織り込んだと考える。

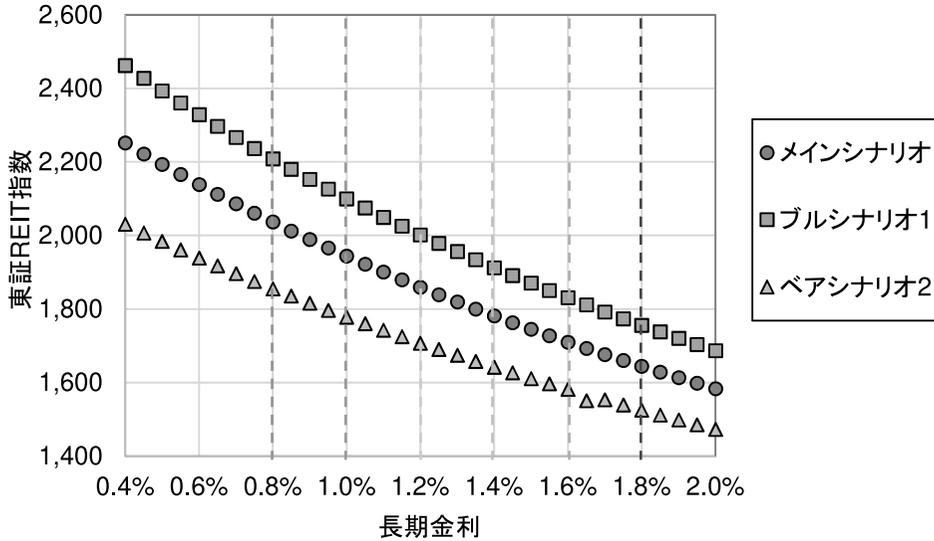
2025年全般で見通せば、オフィスも含めてJ-REITが保有する資産は賃料増額が期待される他、自己投資口取得を含めて各REITは資本効率改善に努めており、デットコスト上昇を勘案しても増配を期待できる環境になっていると判断している。国内長期金利が1.0～1.2%のレンジでとどまるならば、東証REIT指数は1,850～1,950ポイントに回復することは十分にあり得ると考える。新たな投資

（図3）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	1,550	1.65%	長期金利が1.65%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を想定するシナリオ
ベア シナリオ1	1,700	1.65%	長期金利が1.65%に上昇することを想定。各タイプの内部成長は現状に則して期待する一方、外部成長は織り込まないシナリオ
メイン シナリオ(LO)	1,850	1.20%	長期金利を1.2%と想定。各タイプの内部成長は現状に則して期待することや物件入替・自己投資口取得は期待する一方、外部成長は織り込まないシナリオ
メイン シナリオ	1,900	1.10%	長期金利を1.1%と想定。各タイプの内部成長は現状に則して期待することや物件入替・自己投資口取得は期待する一方、外部成長は織り込まないシナリオ
メイン シナリオ(HI)	1,950	1.00%	長期金利を1.0%と想定。各タイプの内部成長は現状に則して期待することや物件入替・自己投資口取得は期待する一方、外部成長は織り込まないシナリオ
ブル シナリオ1	2,100	1.00%	長期金利を1.0%と想定する一方、各タイプの内部成長に加えて外部成長にも期待。「賃料上昇+物件取得」での増配を続けるシナリオ
ブル シナリオ2	2,200	0.80%	長期金利を0.8%への低下を想定する一方、各タイプの内部成長に加えて外部成長にも期待。「賃料上昇+物件取得」での増配を続けるシナリオ

（出所）SMBC日興証券

(図4) 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

家層の参入やM&Aの発現により資産価値面からの割安感に注目される動きに期待したい。

### ■ 3. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための3つの提言 (REIT向け)

1：実力に見合った賃料収入の確保、2：物件売却・自己投資口取得での価値実現、3：M&Aによる価値実現

2024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0.82倍となり、2019年末までの過去10年平均である1.12倍から30pptディスカウントされた状況にある。金利上昇リスクを強く意識されたこ

とやJ-REIT特化型投信からの資金流出超過が続いたこと等厳しい市場環境ではあったが、各REITの自助努力により少なくとも解散価値であるNAV倍率1倍の水準に回復させる手立てはないだろうか。2023年に東証がプライム市場・スタンダード市場の上場会社向けに要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を参考とし、それをJ-REITの特性に則して筆者はそれを達成させるために三段階での改善に向けた施策を提唱したい。

まず、鑑定評価額ベースの1口当たりNAVがREITの投資口価格として適性水準であるという前提に立つ。NAV倍率が1倍を下回っているということは鑑定評価上の賃貸事業利益をREITは生み出していないと考え

(図5) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移 (鑑定評価額ベース)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

ることができる。つまり、保有する物件が持つ実力よりも低い賃料収入しか獲得できていないということである。

J-REITは従来安定した分配金を確保するために賃料単価の引き上げよりも稼働率重視の運営を行ってきた。リーシング力を強化することにより適正賃料を獲得することによる収益力向上をまずは促したい。一部のREITにおける決算説明会資料では「現行ポートフォリオにおける賃料単価はマーケット賃料よりも低いため、今後の収益アップサイドポテンシャルがある」と長期間にわたりアピールを続けていることが散見される。当然市況賃料が変動することによりそのギャップが生じていることは理解している。筆者は「リーシング力が強いいため、市況賃料よりも高い賃料

を獲得できている」というREITの姿を見たい。

筆者の集計によると、2024年10月末時点でのJ-REIT市場全体の保有不動産の含み益率は+26%である。これを実績NOIベースでのNOI利回りや物件取得事例を参考に、キャップレート要因とNOI要因に筆者は分解してみた。まず、2024年の実績NOI利回り（実績NOI／帳簿価格）は5.0%であった。一方、2024年にJ-REITが取得した物件における鑑定評価NOIキャップレート（直接還元法上のNOI／直接還元価格、除くホテル）は3.8%であった。このデータによると、キャップレート要因に基づく含み益は+34%（5.0%／3.8% - 1）となる。そこから逆算すると、NOI要因は-7%（+26% - 34%）ということにな

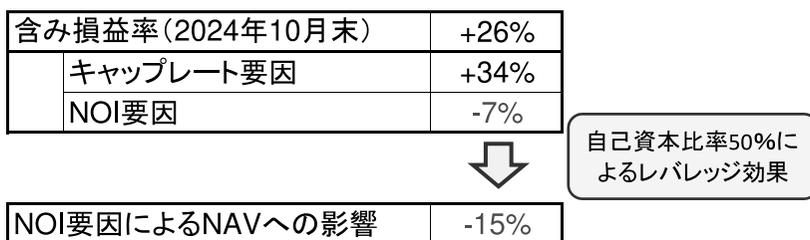
る。つまり、現在のJ-REITは物件が有する実力NOIよりも7%低いNOIしか獲得できていないということになる。自己資本比率は50%であることから、NOIが7%低いということはレバレッジ効果によりNAVを15%押し下げる要因となる。上述の通り、2024年12月末時点のNAV倍率は0.82倍であるが、仮に現状のNOIを実力NOIに引き上げるだけで1倍に近付くことができるという計算になる。よって、現状のNOIを実力NOIに引き上げることが重要であると言えよう。上記の試算はNOI利回りやキャップレート算出に係る比較対象が一致していない等の問題点はあろうが、考え方としては参照されたい。

この点の好事例としてJ-REIT最大手の日本ビルファンド（8951、NBF）は2024年8月15日に24/6期決算を発表した際、24/6期の期中平均稼働率97.8%に対して、25/6期には98.7%に切り上がる想定を示した。そして、2024年4月に新たに資産運用会社社長に

就任した山下社長は賃料増額により注力し、こだわりたい姿勢を見せた。資本効率改善を目的とした資産入替にも積極的に取り組む意向も示した。そして、巡航EPU目標を従来の10,500円程度から11,000円に引き上げることとし、さらにその上を目指す姿勢も見られた（投資口分割考慮前）。この姿勢や意欲を評価し、NBFの投資口価格は2024年8月16日～9月13日のおおよそ1か月間で11.5%上昇し、東証REIT指数を10.6pptアウトパフォーム。9月13日時点のNAV倍率（鑑定ベース）は1.12倍と1倍を超過した。

次に、もし各REITが物件の実力に見合う賃料収入を獲得できないのであれば、鑑定評価額もしくはそれ以上の価格で物件売却を実行することによりその価値を見出すことも必要であろう。そして、NAV倍率1倍未満の水準で自己投資口取得を実施することも、NAVという価値に投資口価格を近づける手段として有効であろう。幸いにも現在の不動

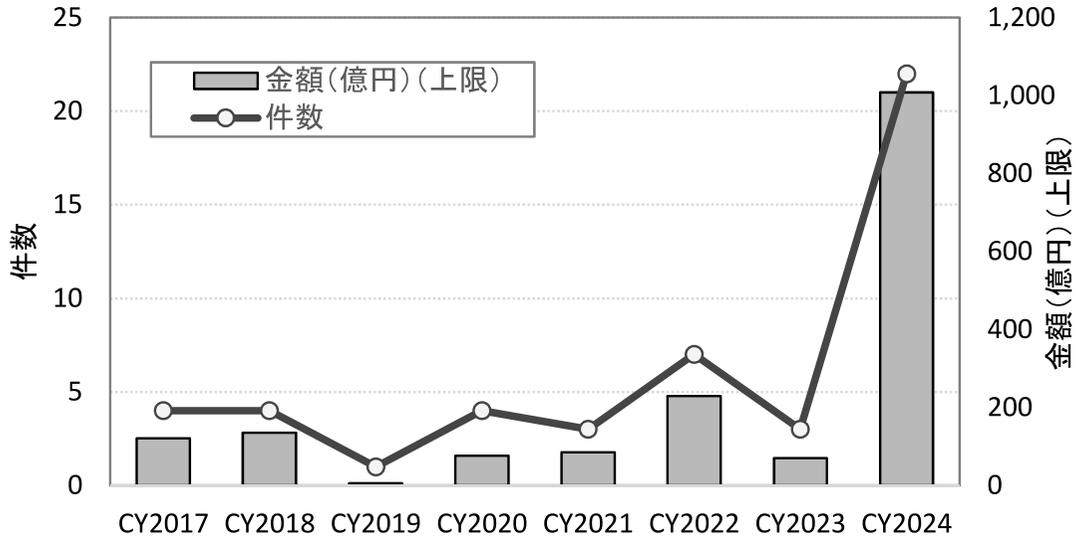
（図6）鑑定評価額や2024年の物件売買取得事例から計算した含み損益率の内訳（筆者試算）



注：実績NOIベースでのNOI利回りや物件取得事例を参考に、キャップレート要因とNOI要因に分解。具体的には2024年下期の実績NOI利回り（実績NOI／帳簿価格）と2024年にJ-REITが取得した物件における鑑定評価NOIキャップレート（直接還元法上のNOI／直接還元価格、除くホテル）をもとに計算。

（出所）SMBC日興証券

(図7) J-REITによる自己投資口取得発表件数と実施金額(上限)(2024年12月末時点)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

産売買市場は活況な状況が続いており、鑑定評価額を上回る価格で売却する好機にある。

この点に関して、J-REIT市場全体で見れば2024年の物件売却額は既に過去最高額を更新した。2023年のJ-REITによる自己投資口実施例は3件であったが、2024年は22件が実施を発表し、自己投資口取得の事例は大きく増加した。2017年以降に自己投資口取得を発表したJ-REIT全銘柄の対東証REIT指数に対する平均単純相対パフォーマンスは同発表翌営業日で+2%、同発表100営業日後で+5%であった。同発表直後は好意的に受け止められる傾向があることに加え、その後も比較的好パフォーマンスを維持している傾向がある。

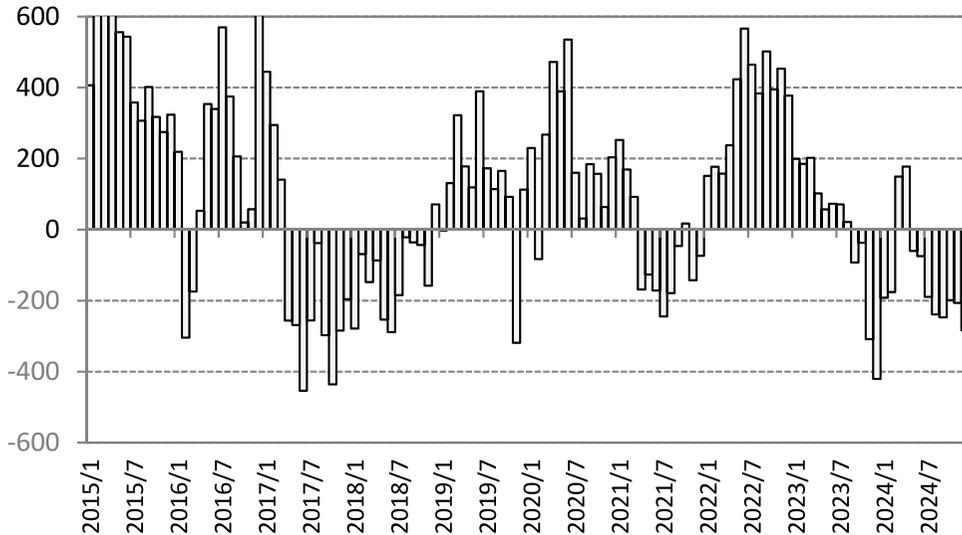
そして、物件に見合う賃貸事業利益を生み

出せず、また鑑定評価額以上の物件売却やNAV倍率1倍を下回る水準での自己投資口取得も実行しないのであれば、NAV率1倍もしくはそれ以上の価格で買取されることにより同REITの価値を実現してもらうことも必要ではないだろうか。つまり、淘汰を通じたJ-REIT市場活性化である。

#### ■ 4. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための2つの提言(当局向け) 1

2024年におけるJ-REIT市場の低迷要因はファンダメンタルズや金利要因ではなく、投資家需給要因にあったと捉えることもできる。具体的にはJ-REIT特化型投信(除く

(図8) J-REIT特化型投信(除くETF)への純資金流入状況(単位:億円)



(出所) 投信協会、SMBC日興証券

ETF)からの資金流出超過が挙げられよう。弊社が集計したデータによると、J-REIT特化型投信の残高は2024年12月末時点で2.0兆円(除くREIT-ETF)であり、J-REIT市場全体の時価総額14.3兆円の14%となった。2017年1月末時点の3.4兆円から約40%減少した。同投信からの資金流出超過額は2024年通年累計では1,500億円超に達した。

2024年初より新NISAが開始されたものの、同制度での「つみたて投資枠」の公募型投信における対象商品は「株式型」及び「資産複合型(いわゆるバランス型)」のみであり、「J-REIT特化型」は対象とされていない。また、「成長投資枠」では「毎月分配型」は対象外である。J-REIT特化型投信の大半は毎月分配型であることからいずれの投資枠にも

対象とされづらくJ-REIT特化型投信にとっては逆風であった。また、同資金流出超過に乗じてヘッジファンドが売り姿勢を強めたことや、株式に対してJ-REITがアンダーパフォームし続けたことによりMSCI等の主要指数からJ-REIT各社が除外されることも相まった。

J-REIT特化型投信はJ-REITという原資産からもたらされるインカムゲインと過去からのキャピタルゲインをもとに毎月もしくは一定の期間ごとに分配金を投資家に分配している。「毎月分配型投信では投資の複利効果を十分に得ることは難しく、長期での資産形成をするには適さない」と指摘される点は理解するものの、J-REITからもたらされる「果実」を分配していることに着目すれば、決して「毎

月分配型＝悪」ではない。

また、J-REITは賃貸用不動産に幅広く投資し、それを個人投資家にも投資しやすいように小口に証券化した金融商品である。証券取引所にその投資証券が上場することにより、常時売買できるように流動性を確保している点も実物不動産投資にはないメリットである。貴重なインカムゲイン獲得手段として個人投資家に「原資産であるJ-REIT」の魅力に注目してほしいと期待する。そのためにも、J-REIT特化型投信（含む毎月分配型）であったとしても新NISAで取り扱われることになることを強く希望する。

## ■ 5. 低迷が続くJ-REIT市場を浮上させるための2つの提言（当局向け） 2

2024年に入ると、上記の提言内容（REIT向け）含め、各REITは増配戦略や資本効率改善に向けたアクションを実施していることも事実である。筆者はこれらに対して高い意識を持つマネジメントを高く評価している。しかしながら、投資口価格の本格的浮上には至っていない。

そこで、次なる策として、筆者は「J-REITにIFRSを導入する」という会計制度の変更を提言したい。主要REIT市場ではオーストラリアやシンガポール等で適用されている。「IFRS」の詳細は本稿では省略するが、主なポイントとして「公正価値モデル」という点

にある。税会不一致等の問題点は指摘されようが、本稿では「公正価値モデル」を適用することによる各主体へのメリットや留意点を挙げたい。

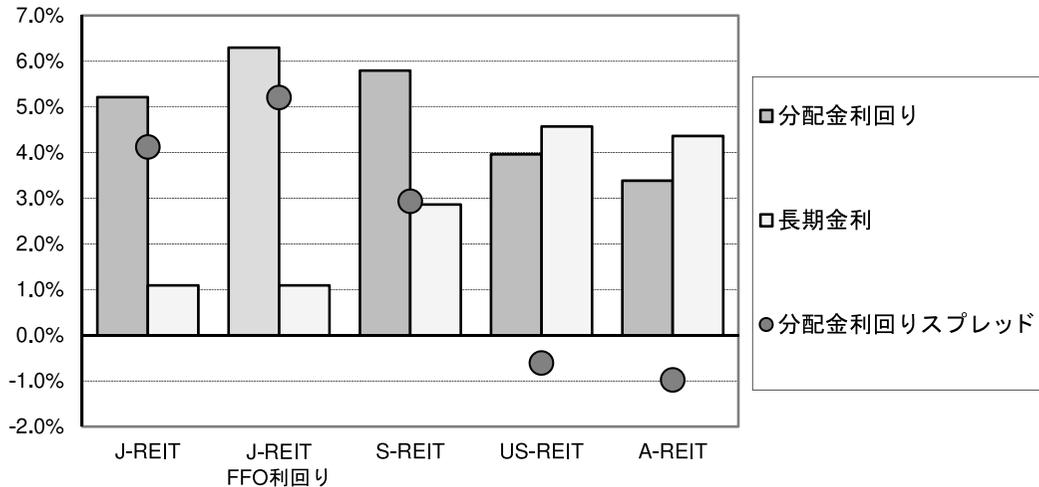
### 投資家へのメリット

現状のJ-REITは不動産を取得した後は減価償却を減額した価額で評価している。他方、IFRSでの公正価値モデルでは保有する不動産を每期公正価値で評価し、減価償却はしない。つまり、減価償却費が損益計算書上の費用として計上されない。現在のJ-REITでは減価償却費が費用項目として大きいため、仮にこれがなくなれば配当可能利益は大きく増加することとなる。例えば、J-REIT全57銘柄の直近決算データを集計すると、減価償却費は経常利益の35%に相当する額となっている。IFRS適用下ではFFO≒純利益と言い換えることもできるだろう。

2024年12月時点のJ-REIT市場全体における分配金利回りとFFO利回りの差は1.1pptに上ると弊社では計算している。つまり、FFOを全て分配すると、J-REIT市場全体の分配金利回りは6.3%へと向上し、よりインカムゲインの魅力が増すことになる。

また、現在のJ-REIT市場では物流施設型REIT等の減価償却費負担が重い、もしくはCAPEXの必要性が小さいという理由で純利益に加えて減価償却費の一部を「利益超過分配」として上乗せして分配している。しかしながら、J-REITの主要投資家である地域金

(図9) 日本 (J-REIT)、シンガポール (S-REIT)、米国 (US-REIT)、豪州 (A-REIT) における分配金利回り及び分配金利回りスプレッド比較 (2024年12月末時点)



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

融機関等にとって会計上利益超過分配は「分配金」ではなく、「出資の払戻し」と捉えられることから、ニーズに見合う利回りを獲得できずにこれらの銘柄に魅力を見いだせていない点も指摘できよう。IFRSを適用すれば、このような問題点も解消され、高い利回りの「分配金」を獲得できるようになる。償却負担が重いとされるデータセンターに関して、これが実現できればJ-REIT市場でも受け入れられることとなろう。

「利回り」が格段に上昇すれば、各投資家層のJ-REITへの投資意欲が増すことによりJ-REITの投資口価格は向上し、バリュエーションが切り上がることが期待される。

### 発行体(REIT)へのメリット及び留意点

IFRSの適用により、各REITは物件を取得する際、償却後NOI利回りにこだわる必要がなくなり、NOIに焦点を充てることができよう。つまり、償却後利回りを高くするために競争力の低い「底地」や「償却期間が終了した築古物件」を取得するという本来あるべき行動から離れたアクションを取る必要がなくなると考えられる。そのような点にこだわってポートフォリオの質を落とさずに済む点は、REITにとってのメリットとして挙げられよう。

また、保有する不動産が每期時価で評価されることにより、LTVも時価で評価されることになる。不動産の含み益を多く保有する銘柄はLTV低下を通じて借入余力が増す点

---

もメリットと言えよう。他方、不動産価格が下落すればLTVは上昇することとなり、この点には留意する必要があるだろう。ただし、その都度実態のLTVが算出されることは適切であると考ええる。

一方、発行体にとってデメリットとして考えられるのは、従来減価償却費相当分を手元資金として留保できていた点がなくなるという点が挙げられるだろう。各REITは減価償却費の範囲内でCAPEXを実施する傾向があるが、これがなくなれば新規で資金調達を実施したり物件売却資金を手元に残しておく必要があるだろう。一方、前述した通り、バリュエーションの切り上がりにより投資口価格が上昇し、エクイティファイナンスが円滑に実施できる環境になる方がメリットは大きいと筆者は考える。 ▨