

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.292

2025.9.29

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

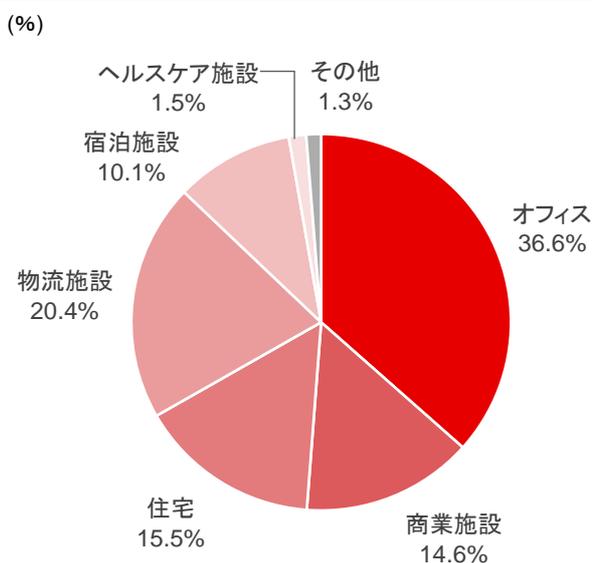
J-REIT のオフィス取得は回復に向かうか

- J-REIT の保有するオフィスは、2024 年には 1,622 億円の売り越しとなった。
- 足許ではオフィス特化型リートの NAV 倍率は既に 1 倍を超える水準まで回復。
- “金融市場・実物不動産市場間のキャップレート・ギャップ” のネガティブギャップ状態も解消。資金調達事例も出る等、オフィス取得の回復は近い。

オフィスは J-REIT 保有資産の約 4 割を占める重要なアセットタイプ

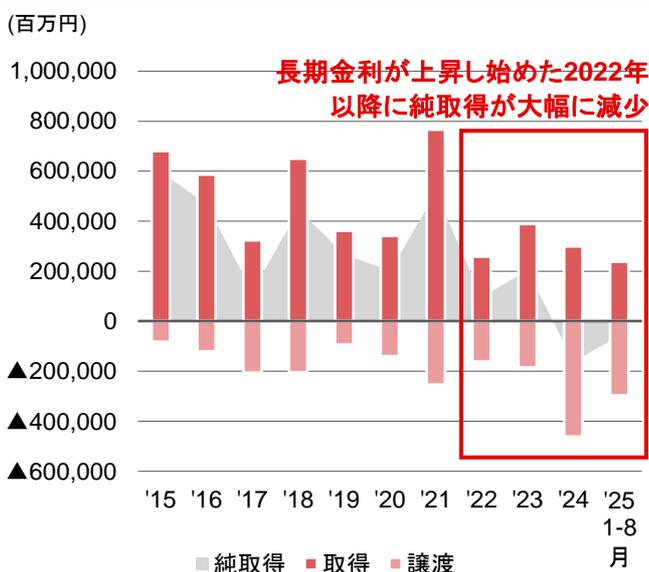
オフィスは J-REIT 保有資産の 36.6% を占めており（2025 年 8 月時点）、J-REIT 市場全体の方向を決定づける重要なアセットタイプと言える（図表 1）。J-REIT 市場の黎明期から主要なアセットタイプとして位置づけられてきたが、2022 年以降に買い越しの減少が見られており、2024 年には 1,622 億円の売り越しとなった（図表 2）。オフィス取得の回復にはどのような条件が必要になるだろうか。本稿では J-REIT によるオフィス取得環境について、オフィス特化型リートにフォーカスしつつ金融市場と実物不動産市場の両側面から分析し、その回復条件を考察する。

図表 1: J-REIT 保有物件のアセットタイプ別構成比



出所 不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」を基に筆者作成

図表 2: J-REIT によるオフィスの取得・譲渡



出所 不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」を基に筆者作成
注 純取得 = 取得 - 譲渡、と定義

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



オフィス特化型リートのエクイティ調達条件

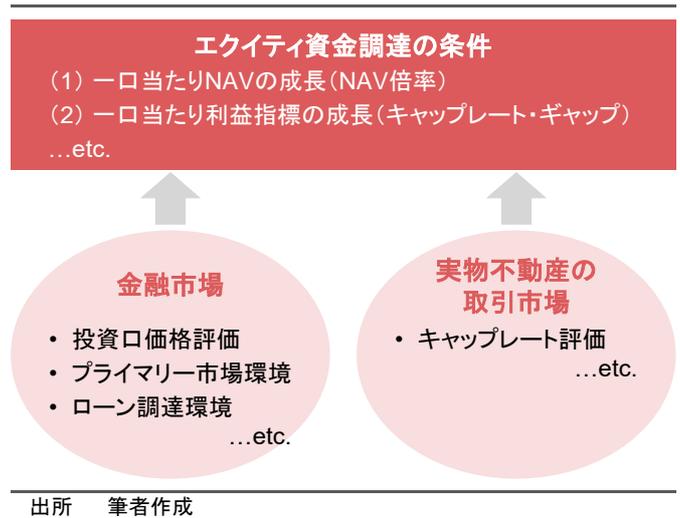
J-REITは税制上の導管性要件¹を満たすべく、配当可能利益のほとんどをJ-REIT投資家に分配する。このため、一定規模の不動産取得にあたっては、(a) エクイティ資金調達、(b) 借入金調達、(c) 保有不動産売却、のいずれかが必要になることが多い。このうち、(b) と (c) には限りがあるため、J-REITがその資産規模を拡大しながら不動産取得を進めるためには (a) が必要だ。

J-REITの投資行動の判断軸が投資主価値の最大化である点を踏まえると、既存のJ-REIT投資家目線で有利であることがエクイティ資金調達実現の条件になる。一般的にJ-REIT投資家目線での望ましい外部成長となるためには、(1) 一口当たりNAV²の成長、(2) 一口当たり利益指標の成長 (EPS、DPU など³) 等が主に考慮される⁴。これらの条件を検討するためには、金融市場だけではなく、実物不動産市場 (取引市場) についても考慮することが必要だ (図表3)。

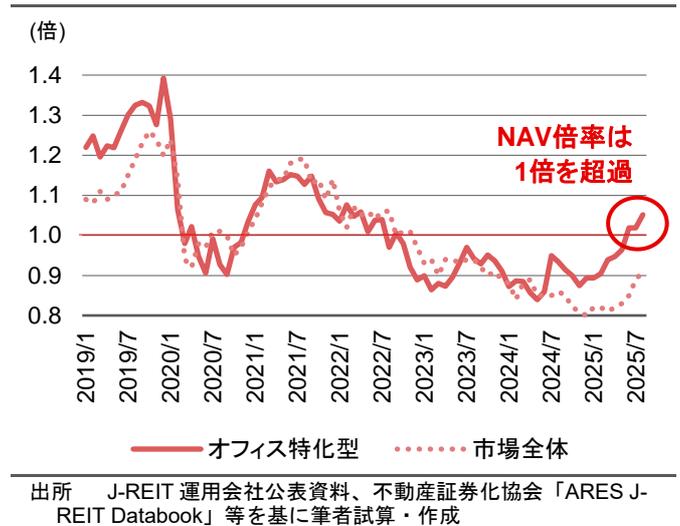
NAV 倍率による評価

まず、(1) 一口当たりNAVの成長を実現するためには、NAV倍率が1倍以上 (=プレミアム増資) となる必要がある⁵。他のアセットタイプを含めたJ-REIT全体としては0.9倍程度に止まっているが、オフィス特化型リートのNAV倍率⁶は直近では既に1倍を超える水準まで回復しており、金融市場での評価が十分に高まっていることが確認される (図表4)。弊社マーケットリサーチレポート「東京・大阪のオフィス市場予測 (2025年7月)」等においても言及しているが、J-REIT

図表3: J-REITのエクイティ資金調達条件



図表4: オフィス特化型リートのNAV倍率



¹ 分配金を損金算入して法人税の課税を回避するための条件を指す。配当可能利益の90%以上を投資主に分配することや筆頭投資主の投資口保有比率が50%以下であることなどが挙げられる

² NAV (Net Asset Value) とは、時価評価後の純資産を指す

³ EPS (Earning Per Share) は一口当たり当期純利益、DPU (Distribution Per Unit) は一口当たり分配金を指す

⁴ ポートフォリオの質向上 (立地、築年など) も条件の一つだが、ここでは議論を簡略化するために取りあげない。なお、すべての条件を必ずしも満たす必要はなく、例えばポートフォリオの質向上を理由に一口当たり利益指標の悪化が許容されるケースもあり得る

⁵ 言えば株式で言うところの保有資産時価評価後のPBR (Price Book value Ratio) である。同指標の計算式についてはAppendix.1をご参照。NAV1倍未満でのディスカウント増資の場合でも、不動産を鑑定評価額対比で十分に割安な価格で購入することで一口当たりNAVは増加するが、継続的にそういった取引を実現することは難しいと考えられる

⁶ ここでは分析期間において継続的にモニタリングができるオフィス特化型リート6銘柄の合成NAV倍率および合成インプライド・キャップレートを試算している。具体的な対象銘柄は、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、いちごオフィスリート投資法人、大和証券オフィス投資法人、ジャパンエクセレント投資法人である

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。

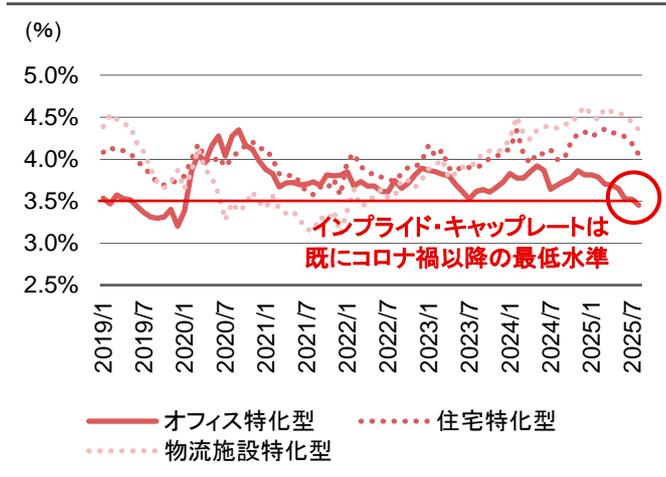


投資家からも企業の賃料負担力の改善と空室率の低下から今後も力強い賃料上昇が期待されていることが背景にあると思われる。

一口当たり利益指標による評価

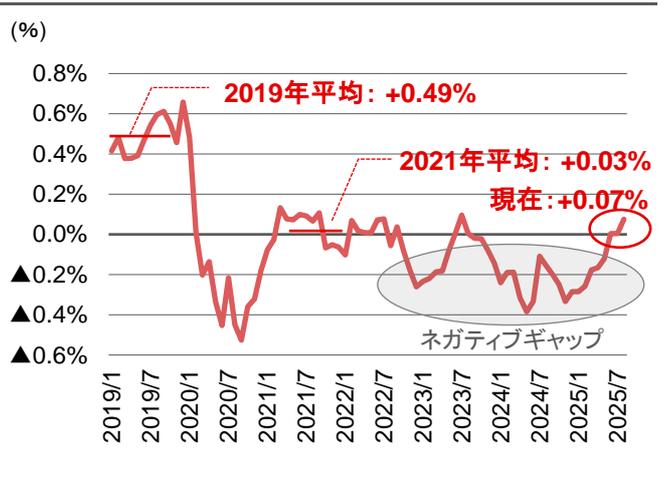
次に (2) 一口当たり利益指標の成長について見ていく。この際に不動産取得時のハードルレートとなるのはインプライド・キャップレートだ。同指標は金融市場における J-REIT の不動産ポートフォリオに対する期待利回りを投資口価格から逆算したものであり、財務構成等の他条件が一定の場合、同指標を上回るキャップレートで不動産を取得すると一口当たり利益指標が改善する。オフィス特化型リートのインプライド・キャップレートは、既に 3.5% まで低下しており、コロナ禍以降の最低水準となっている (図表 5)。

図表 5: オフィス特化型リートのインプライド・キャップレート



出所 J-REIT 運用会社公表資料等を基に筆者試算

図表 6: 実物不動産市場・金融市場間のキャップレート・ギャップ



出所 J-REIT 運用会社公表資料等を基に筆者試算

一見 J-REIT 投資家に有利に見えるが、インプライド・キャップレートを観察するのみでは一口当たり利益指標の成長が実現するかは判断できない。実物不動産市場の取引環境も考慮する必要があるためだ。そこで筆者は実物不動産市場の取引キャップレート⁷とオフィス特化型リートのインプライド・キャップレートの差を“金融市場・実物不動産市場間のキャップレート・ギャップ”として新たに定義し、過去の同指標との比較によって現在の不動産取得環境を評価することを試みる。同指標はプラス方向に大きければ大きいほど J-REIT 投資家に有利な不動産取得を行いやすい、つまりインプライド・キャップレートよりも高い不動産取得を実現しやすいと言える。図表 6 はその試算値であるが、2022 年以降はネガティブギャップが続いていた。しかし、直近は投資口価格の上昇を背景に反転しネガティブギャップ状態が解消していることが分かる (2021 年の平均水準とほぼ同水準)。なお、さらに有利な取得環境だったと思われるコロナ禍前と同等の環境に戻るにはどのような環境変化が必要だろうか。その他条件を固定し金融市場の条件変化のみで実現する場合、つまり投資口価格の上昇によるインプライド・キャップレートの低下のみで実現する場合、オフィス特化型リートの +22% (2025 年 8 月末比) の平均的な投資口価格上昇が必要と試算され、射程圏内には入りつつあることが分かる。

⁷ 本稿においてオフィス特化型リートのインプライド・キャップレートの計算に用いた 6 銘柄が保有するオフィスについて鑑定評価額ベースのエリア構成比を計算。その上で日本不動産研究所「不動産投資家調査」にて明らかにされているエリア毎の取引キャップレートを用い、加重平均取引キャップレートを計算し実物不動産市場の取引キャップレートとしている

世界が進むチカラになる。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行



オフィス取引の回復は近いか

金融市場、実物不動産市場などの行方次第ではあるが、NAV倍率とインプライド・キャップレートおよび“金融市場・実物不動産市場間のキャップレート・ギャップ”のいずれの観点でも平均的にコロナ禍以降で最も有利な水準に直近到達していることが分かった。図表7は2025年1月から8月にかけてのJ-REITによるオフィス取得のうち100億円以上の取引を抽出したものである。増資を伴わない入れ替え取引等による取得が多いが、相対的に投資口価格の回復が進む日本ビルファンド投資法人ではフロンティア武蔵小杉N棟・S棟の取得において公募増資を行っていた。J-REITが債券代替商品からインカム成長型のエクイティ商品として捉えられる流れが生じつつあることに加え、こうした資金調達事例も出てきているなか、オフィス取得の回復は近いと言えるのではないかと。

図表7: 2025年1月から8月にかけてのJ-REITによるオフィス取得（100億円以上）

開示日	物件名称	所在地	売主名	買主名	総価格 (百万円)	鑑定NOI キャップレート	取得に伴う 増資の有無
'25/1/31	横浜三井ビルディング (共有持分76%)	神奈川県 横浜市西区	三井不動産	日本ビルファンド	43,190	3.9%	無
'25/2/17	中野セントラルパークイースト (準共有持分47.0%)	東京都 中野区	国内事業法人	日本プライム リアルティ	24,107	3.4%	無
'25/2/21	アークヒルズフロントタワー	東京都 港区	赤坂二丁目合同会社	ジャパンエクセレント	17,250	3.4%	無
'25/2/28	明治安田生命大阪梅田ビル (準共有持分70%)	大阪府 大阪市北区	明治安田生命 保険相互会社	グローバル・ワン 不動産	24,129	4.2%	無
'25/3/21	コモレ四谷 (共有持分13.5%)	東京都 新宿区	三菱地所	ジャパン リアルエステイト	29,050	3.4%	無
'25/5/30	フロンティア武蔵小杉N棟・S棟	神奈川県 川崎市中原区	国内の合同会社	日本ビルファンド	29,000	4.2%	有
'25/6/26	ヒューリック新宿ビル (準共有持分41.0%)	東京都 新宿区	ヒューリック	ヒューリックリート	26,350	2.6%	無
'25/8/27	富士ソフト汐留ビル	東京都 港区	富士ソフト	日本都市ファンド	25,060	3.8%	無
同上	富士ソフト本社ビル	神奈川県 横浜市中区	同上	同上	17,780	5.0%	無

出所 J-REIT 運用会社公表資料を基に筆者作成

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社としての統一見解を公式に表明するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。弊社および執筆者はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社および執筆者はいかなる場合においても、本資料を提供したお

客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

Appendix.1

金融市場・実物不動産市場の側面から J-REIT のエクイティ調達環境を評価するうえで重要性の高い指標

① NAV倍率	=	$\frac{\text{時価総額}}{\text{簿価ベースの純資産価値} - \text{分配金総額} + \text{不動産価格の純増減}}$
② インプライド・キャップレート	=	$\frac{t + 1 \text{ 期の予想 NOI}}{\text{時価総額} + \text{純有利子負債} + \text{テナントの預かり金}}$
③ 金融市場・実物不動産市場間のキャップレート・ギャップ	=	$\text{実物不動産市場キャップレート} - \text{インプライド・キャップレート}$