

世界が進むチカラになる。



MUFG 不動産研究所
調査研究報告書

J-REIT 市場創設 25 周年

市場創設から成熟市場へ
日本の不動産市場はどう変わったか

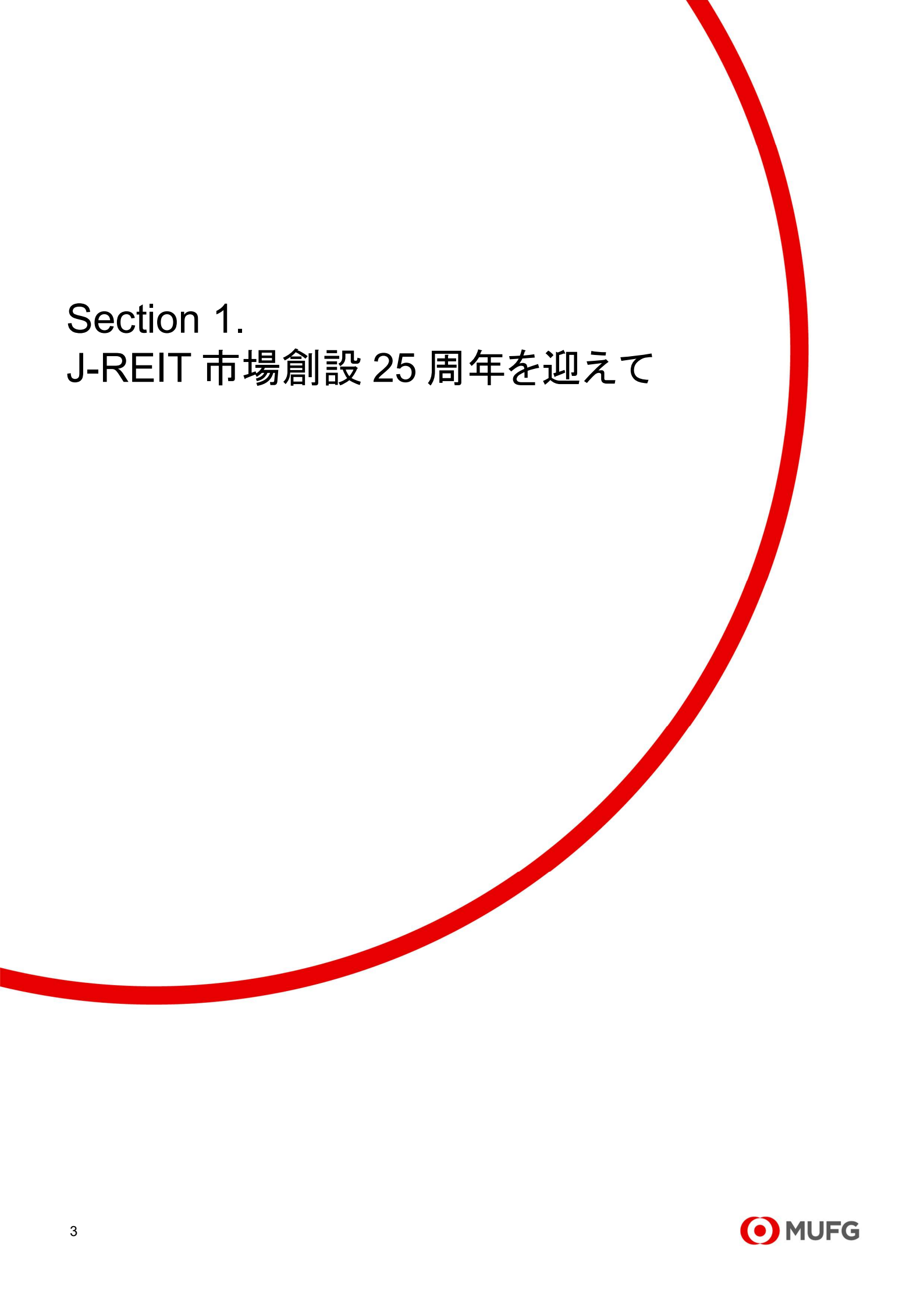
三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部
黒澤 直子
2026 年 9 月 11 日

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

目次

Section 1. J-REIT 市場創設 25 周年を迎えて	3
Section 2. J-REIT 市場 25 年の歩み	6
Section 3. アセットタイプ別にみる投資家の評価	10
Section 4. J-REIT は日本の不動産市場をどう変えたか	15
Section 5. J-REIT は企業不動産の受け皿となったか	18
Section 6. 次の 25 年に向けた課題と展望	21



Section 1. J-REIT 市場創設 25 周年を迎えて

Section 1.

J-REIT 市場創設 25 周年を迎えて

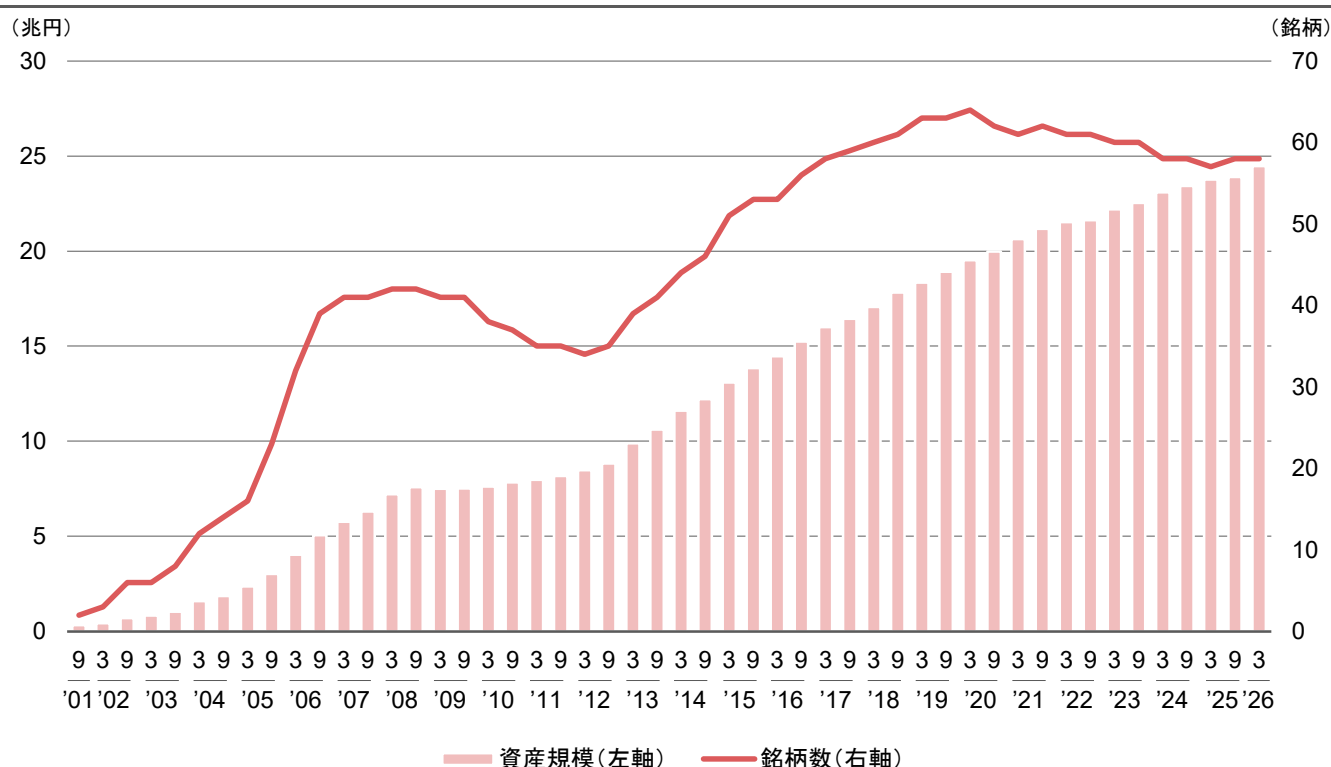
日本にJ-REITが誕生してから2026年9月で25周年を迎える。現在、J-REITの資産規模は約25兆円（取得価格ベース）、58銘柄に達している（図表1）。

1990年代のバブル崩壊後、日本経済は長期低迷局面に陥り、不動産価格も下落を続けていた。金融機関は不良債権処理を迫られ、国内企業では資産売却の必要性が高まっていた。一方で、国内には巨額の個人金融資産が存在していたものの、その多くは預金であり、不動産市場へ資金を供給する仕組みは十分に整備されていなかった。こうした中で、不動産の小口化によって個人投資家を含む幅広い投資家から不動産市場への資金流入を促し、停滞していた市場を活性化させることを目的として、2001年9月、J-REIT市場が創設された。

創設当初のJ-REITは、投資対象の大半をオフィスが占めていたが、市場の拡大と共に多様な用途に広がり、年金基金や金融機関等の機関投資家、個人投資家、海外投資家等幅広い投資家層の資金を受け入れる市場へと成長した（図表2・3）。

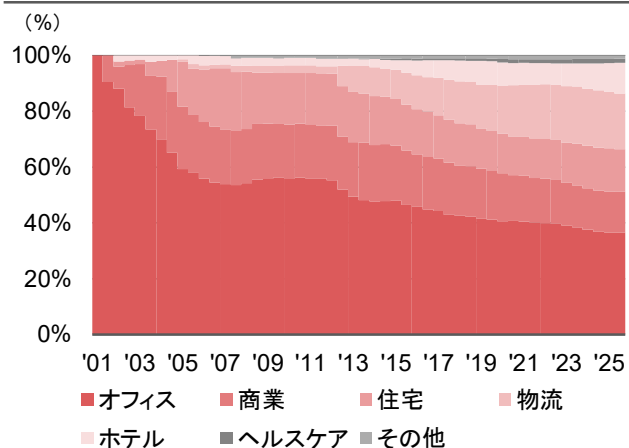
本稿では、創設から現在までの25年で、日本の不動産市場にどのような変化があったかを振り返ると共に、次の25年に向けた課題と展望を整理したい。

図表 1: J-REITの資産規模(取得価格ベース)と銘柄数



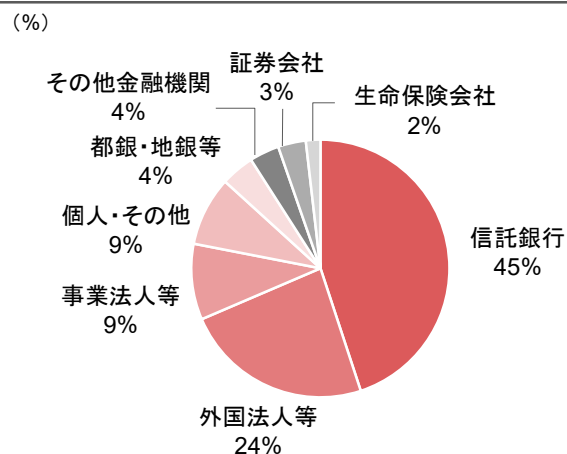
出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 2: アセットタイプ別の取得割合



出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 3: J-REITの投資主の属性(2026年2月時点)



出所 東京証券取引所公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

Section 2. J-REIT 市場 25 年の歩み

Section 2.

J-REIT 市場 25 年の歩み

J-REIT市場は、この25年間で市場環境の変化と共に発展してきた。その歩みを5つの時期に区分し、概観を振り返る。

2001年～2007年 J-REIT誕生～ファンドバブル期

J-REIT市場は、日本ビルファンド投資法人およびジャパンリアルエステイト投資法人の2銘柄、資産規模合計約3,000億円（取得価格ベース）でスタートした。

当時のJ-REITには、不動産証券化市場の発展と不良債権処理の受け皿としての役割が期待されていた。投資家の間では、株式や債券とは異なるミドルリスク・ミドルリターンのアセットとして不動産をポートフォリオに組み入れることが徐々に浸透し始めた。

2000年代半ばにかけて企業業績の改善や都心部の再開発を背景に、オフィス需要が拡大し、不動産市場は徐々に回復に向かった。世界的な低金利環境を背景に、不動産市場へ投資資金が流入、不動産価格が上昇し、いわゆる「ファンドバブル」と呼ばれる局面を迎えた。J-REIT市場では新規上場や公募増資が相次ぎ（図表4）、市場規模は急速に拡大、私募ファンド等も含めた物件取得競争が活発化し、キャップレートは低下した。

2008年～2012年 リーマンショック期

2008年の世界的な金融危機により資金調達環境が急速に悪化、不動産取引も急減した。J-REITの投資口価格は大幅に下落し、公募増資による資金調達が困難になったほか、金融機関の融資姿勢が慎重になったことで借入金の借換リスクも懸念される等、先行き不透明感が高まった。この結果、J-REIT市場では合併や再編が相次ぐ¹など、創設以来続いていた拡大局面は一旦足踏みすることとなった（図表1・4）。もっとも、この危機において市場の淘汰と再編を通じて、財務の健全性やガバナンスを強化する動きが進み、その後の成長を支える基盤となった。

2013年～2019年 異次元金融緩和期

2013年以降、日銀による大規模な金融緩和政策は不動産市場に追い風となった。超低金利環境の中で投資家は少しでも高い利回りを求め、不動産市場へ資金が流入した。国内外の機関投資家・個人投資家に加え、日銀によるJ-REIT買入れも市場を下支えした。

この時期、J-REITは量・質とも大きく変化している。積極的な公募増資により物件取得が進むと共に、新規上場も相次ぎ、資産規模は10兆円（取得価格ベース）を突破した（図表1）。また、ヘルスケア、物流施設、ホテル、



上：新宿三井ビルディング二号館
（日本ビルファンド投資法人）

下：JRE御堂筋ダイワビル
（ジャパンリアルエステイト投資法人）

上場時から保有を継続し、J-REITの
長期運用を象徴するオフィスビル

¹ 2008年10月にニューシティレジデンス投資法人の資金繰りが困難になり経営破綻。J-REITとして初の破綻事例として業界に大きな衝撃を与えた。のちに、ビ・ライフ投資法人（現 大和ハウスリート投資法人）に吸収合併されている。

底地等新たなアセットタイプが登場した。特に、物流施設はEC市場の急成長を背景として有望な投資対象として認識され、ホテルは訪日旅行需要の増加を背景に投資が急拡大し、注目を集めた。長期化する超低金利環境の中で、より高い利回りを求め、郊外や地方へと物件取得のエリアが拡大したのもこの時期だ²(図表5)。

2020年～2023年 コロナ禍期

2020年以降のコロナ禍では、アセットタイプにより市況の明暗が分かれた。国内外の移動制限により宿泊需要が激減したホテルが最も大きな影響を受けた一方、住宅は生活の基盤として需要の変動が限定的であり、その安定性が評価された。

コロナ禍においても合併や再編が相次いだ。その背景はリーマンショック期と大きく異なる。リーマンショック期は市場が停滞する中、財務基盤の強化や経営の安定を目的とした合併・再編により銘柄数・資産規模共に減少した。一方、コロナ禍ではアセットタイプの分散による収益変動リスクの低減や、運用効率の向上を目的としたものが中心であり、特化型REITから総合型REITへの転換が目立ったのが特徴である³。その結果、銘柄数は減少したものの資産規模は拡大し続けた(図表1)。

2024年～2026年 インフレ・金利上昇化期

日本経済は長らく続いたデフレから脱却、物価や賃金が上昇に転じ、“金利のある世界”となった。金利上昇は不動産市場にとって逆風となる一方、インフレ環境下では賃料上昇による収益改善も期待され、内部成長⁴の重要性が高まった。また、物流施設やオフィスを中心にCPI連動賃料の導入が検討される等、将来の収益成長性も重視されるようになった。

一方、J-REIT市場では金利上昇による借入コストの増加や物価高によるNOI圧迫等を背景にNAV倍率⁵が1倍を下回る状況が続き、公募増資がしづらい環境であった。投資口価格は伸び悩み、大きく上昇した株式市場とは対照的に、東証REIT指数の低迷が続いた(図表6)。背景には、金利上昇による資金調達コストへの懸念に加え、市場賃料が上昇する中で、保有物件の賃料改定や運営改善を通じた収益成長が投資家の期待に追いつくまでには時間を要していることもあって考えられる。結果として、物件取得による外部成長のペースは減速し(図表7)、自己投資口の取得を通じて投資主価値の向上を図る動きが広がった(図表8)。一部ではJ-REITに対してもアクティビスト投資家による資本効率向上への圧力が強まり、一口当たり分配金やNAVの成長が重視されるようになった。

このように、J-REIT市場は資産規模を大きく拡大、投資対象も多様化し、不動産市場の主要プレーヤーの一つに成長した。一方で、現在のように資産規模の拡大が投資口価格に反映されるとは限らない環境となる中、銘柄数や資産規模だけではなく、一口当たりの収益性や資産価値の向上を持続的にどう実現するかが問われる段階に入ったと言えるだろう。

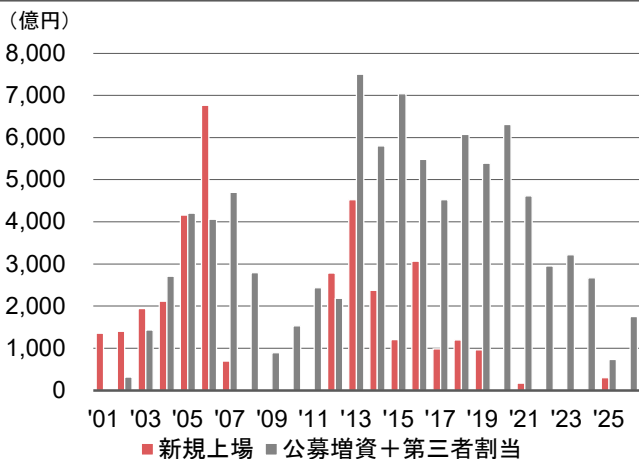
注 2. マリモ地方創生リート、大江戸温泉リート(現 日本ホテル&レジデンシャル)、エスコンジャパンリート、東海道リート等、地方や特殊な用途を中心に投資する投資法人の登場が相次いだ。

3. 例として、日本都市ファンド(日本リート・ファンド+MCUBS MidCity)、森トラストリート(森トラスト総合リート+森トラスト・ホテルリート)、大和証券リビング(日本賃貸住宅+日本ヘルスケア)、KDX不動産(ケネディクス・オフィス、ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト、ケネディクス商業リート)等が挙げられる。

4. 保有不動産の賃料や稼働率を上げたり、費用を削減したりして、収益を増加させる戦略を内部成長という。これに対し、新たに不動産を取得するなどして、保有資産の規模(資産額)を拡大し、収益を増加させる戦略を外部成長という。

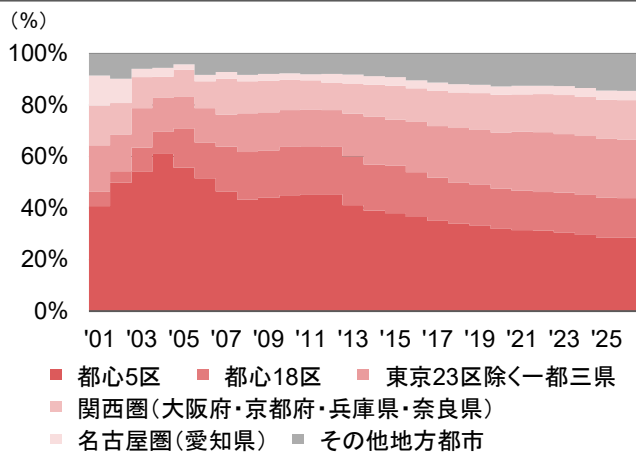
5. Net Asset Value 純資産額-保有不動産簿価+保有不動産鑑定額で算出される場合が多い。これに対して投資口価格が何倍かを示した指標がNAV倍率。株式のPBR(株価純資産倍率)同様、投資口価格の割安・割高の判断指標に使われる。

図表 4: 新規上場・増資額の推移



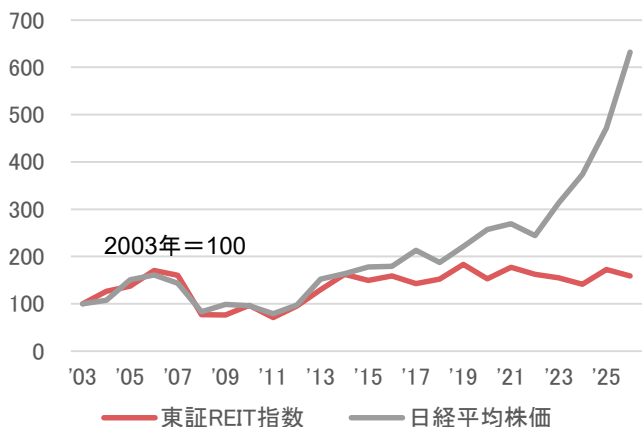
出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 5: エリア別の取得割合(取得価格ベース)



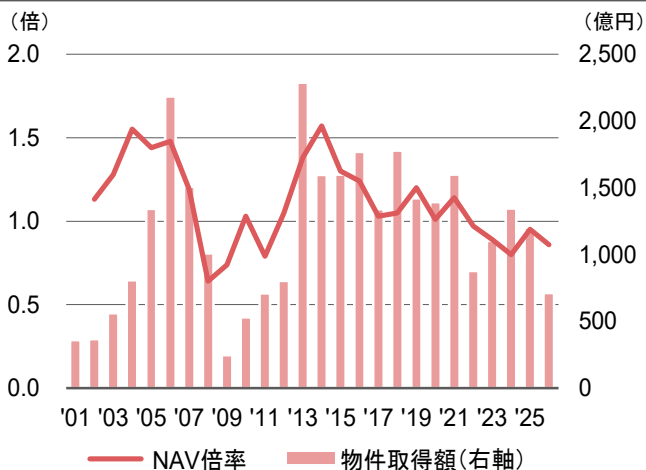
出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 6: 東証REIT指数と日経平均の推移



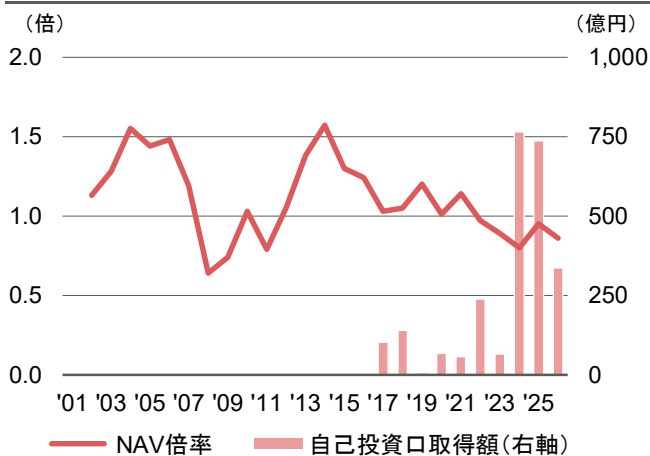
出所 SPEEDAより取得したデータを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 7: NAV倍率と物件取得額



出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 8: NAV倍率と自己投資口取得額



出所 不動産証券化協会公表データを基に三菱UFJ信託銀行が作成

Section 3.

アセットタイプ別にみる投資家の評価

Section 3.

アセットタイプ別にみる投資家の評価

25年の間に、経済環境の変化のみならず、社会構造の変化やITの進展等によって、投資家が求めるリターンやリスク認識も変化してきた。以降では、投資家が各アセットタイプをどのように評価していたか、キャップレートの推移を一つの指標として考察する。

オフィス

オフィスは、安定的な賃料収入が期待できることから、不動産市場における中心的なアセットタイプとして位置付けられてきた。J-REITでも同様に、現在も運用資産の約4割(取得価格ベース)はオフィスが占めている(図表2)。キャップレートもほぼ一貫して全てのアセットタイプの中で最も低い水準で推移し、不動産投資における指標とされてきた(図表9)。

コロナ禍では在宅勤務の広がりから一部で“オフィス不要論”が提唱され、海外ではオフィス需要に対するネガティブな見通しも見られたが、日本での需要縮小は限定的だった。その後企業業績の回復も相まって、旺盛なオフィス需要が継続している。

最近では、働き方の変化やインフレの影響を受けて、オフィス市場を取り巻く環境も大きく変化している。テナント企業の間では、建築費や内装工事費の上昇を背景に、初期投資を抑えることができるシェアオフィス・フレキシブルオフィスを活用する動きが広がっている。一方、オーナー側ではインフレ下での収益成長を取り込むため、CPI連動型賃料への関心が高まっている。

このように、オフィスは依然として市場の中心でありながら、オフィスに求められる機能や契約形態は多様化しており、投資家も安定性だけでなく成長性に注目するようになってきている。直近のキャップレートは10年国債利回りと同水準まで低下しているが、旺盛なオフィス需要に加え、インフレ下での賃料上昇期待が多分に盛り込まれているものと思われる。

住宅

住宅は、景気変動の影響を受けにくい一方、オフィスに比べ賃料上昇余地が限定的であり、運営面でもテナント管理の負荷が大きいことから、収益成長性や運営効率の面で評価されにくいアセットタイプとみなされてきた。

ところが、コロナ禍でホテルや商業施設の収益が大きく落ち込む中、住宅は安定したキャッシュフローを維持し、その安定性が大いに評価された。加えて、近年は分譲マンションの価格上昇を背景に賃貸住宅への需要が増加し、高い稼働率、賃料の増額とポジティブな影響が及んだことも追い風であった。かつてはオフィスとのキャップレートの差は150~200bps程度あったが、その



広小路ガーデンアベニュー
(積水ハウス・リート投資法人)

リニア新幹線の開通期待から、名駅周辺での物件取得が進んだ時期もあった



PMO浜松町
(野村不動産マスターファンド投資法人)

中小規模ながら大規模ビル並みのスペックを備えたビルも登場した



HF錦糸町レジデンス
(平和不動産リート投資法人)

交通便利性に優れる東京東部にも賃貸需要が増えている

差は徐々に縮小し、コロナ禍以降は50bps程度にまで縮まっている(図表9)。住宅の安定性がこれまで以上に評価されたことに加え、賃料増額への期待が表れたことが一因と解釈できる。

物流施設

物流施設は、25年間で最も市場評価が変化したアセットタイプの一つであろう。

かつて物流施設は、物流会社や倉庫会社が自社保有することが一般的で、投資対象として位置付けられることは少なかった。しかし、EC市場の拡大に伴い、物流施設は単にモノを保管する場所ではなく、配送や在庫管理を支えるインフラとして重要性を増した。こうした中、物流市場への成長期待が高まると共に、高機能化・大型化した賃貸物流施設への需要が生まれた。現在では、J-REITの投資対象に占める物流施設の割合は約2割に達しており、オフィスに次ぐ規模となっている(図表2)。

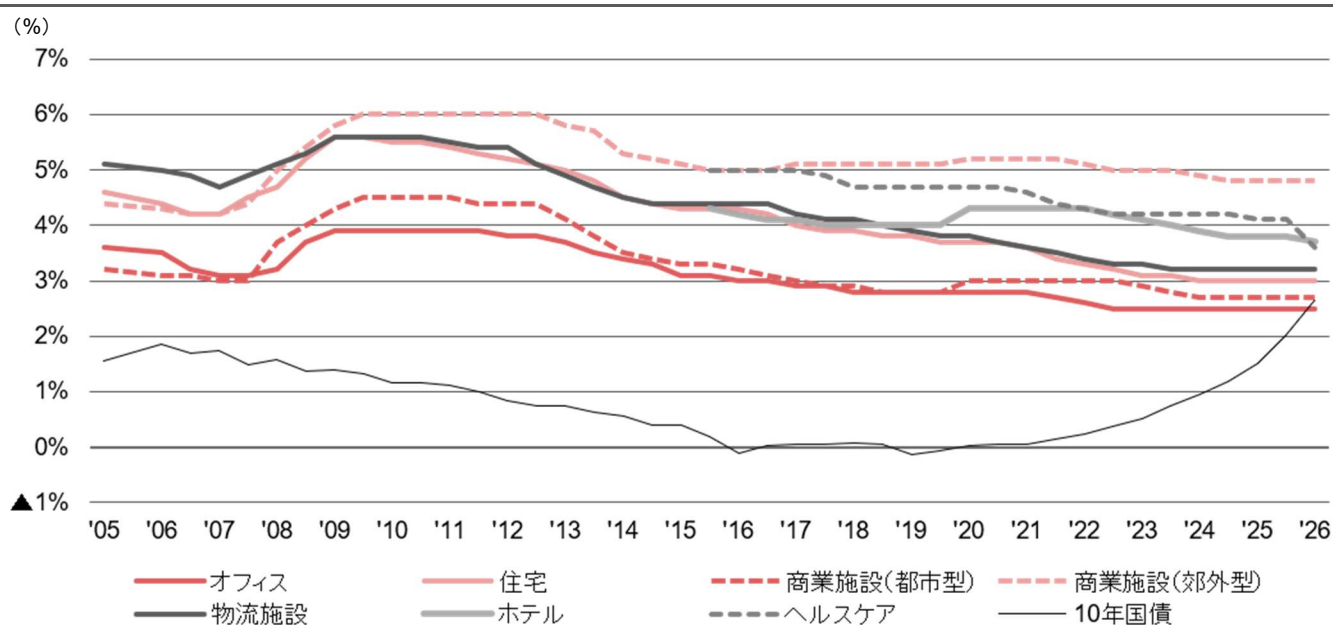
こうした環境変化を受け、2010年代半ば～後半には物流特化型REITの上場が相次いだ⁶。投資資金の流入が続く中で物流施設のキャップレートは低下し、オフィスとの差も150bps程度から70～80bps程度まで縮小した。物流施設のキャップレート低下は金融緩和期の金利低下に伴うものだけでなく、前述のような背景による成長期待や投資家の評価が高まり、新たな投資対象として広く受け入れられたものと考えられる。また、他のアセットタイプに比べ契約期間が長く、安定的な賃料収入が見込めることから、住宅と同様に安定性が評価され、キャップレートの推移も住宅と類似していた(図表9)。



GLP杉戸Ⅱ (GLP投資法人)

物流REITを代表する大型先進物流施設の一例

図表 9: アセットタイプ別キャップレート



出所 三菱UFJ信託銀行

注 それぞれのアセットタイプのプライム物件のNCF利回りを想定

⁶ GLP 投資法人、日本プロロジスリート投資法人、ラサールロジポート投資法人、三井不動産ロジスティクスパーク投資法人、三菱地所物流リート投資法人、CRE ロジスティクスファンド投資法人、伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人、SOSiLA 物流リート投資法人等が上場した。

しかし近年では、大量供給や需要拡大ペースの鈍化を背景として、高成長ストーリーが描きにくくなったことや、インフレ下では賃料改定による収益成長余地が限定的となることから、従来以上に需給バランスや立地の精査や、CPI連動賃料の導入等、インフレ耐性を高める取り組みが進んでいる。そのような中で、新たな成長分野として注目を集めているのが冷凍冷蔵倉庫である。冷凍食品市場の拡大に加え、温度管理を必要とする医薬品やライフサイエンス関連需要の増加もあり、冷凍冷蔵倉庫への需要は高まっている。冷凍冷蔵倉庫は、設備への投資負担が大きく供給が限定され、参入障壁が高い点や、一般的な物流施設に比べ高い賃料が期待できることから、次の有望分野として注目を集めている。

商業施設

商業施設は、物流施設と同様にEC拡大の影響を大きく受けたアセットではないだろうか。

消費者が商品を購入するチャネルが店舗からオンラインへとシフトする中、商業施設には従来以上に集客力や競争力が求められるようになった。特に、総合スーパー（GMS）を核テナントとする郊外型商業施設では、消費行動の変化や競争激化を背景に、集客に苦戦するケースも見られた。一方で、都市型商業施設は“商品の購入”に加え、飲食、エンターテインメント、イベント等を通じて“体験”を提供する機能を持つようになり、国内消費に加えインバウンド需要も取り込むことに成功した。また、小型スーパーやコンビニエンスストア・ドラッグストア等の生活密着型の商業施設は、地域インフラとして比較的安定的な評価を維持していた。

このように、商業施設はEC化の進展を受けて一律に評価されるアセットではなくなり、都市型商業施設のキャップレートは一時期オフィスと同水準になるまで低下した。一方、郊外型商業施設は、近年の景気回復局面でもファンドバブル時のキャップレート水準には戻らず、都市型商業施設との差は縮まっていない（図表9）。

ホテル

ホテルは、政府による観光立国の推進を背景に、2010年代半ばから市場評価が急速に高まったアセットタイプである。オフィスや住宅を上回る高い成長性により、物件取得競争の過熱感も高まり、キャップレートも低下した（図表9）。

しかし、コロナ禍でホテル収益は大幅に悪化し、投資家はホテル特有の需要変動リスクをあらためて認識することとなった。また、賃料体系によって収益変動の大きさにも差が生じたことから、固定賃料と変動賃料（GOP⁷連動、売上連動等）を組み合わせる等、賃料体系の見直しが進んだ。中には、ホテルとしての運営継続が困難となり、オフィスに用途転換をした事例も見られた⁸。

その後、観光需要の回復と共にホテル市場も回復し、高い稼働率、ADRを背景に再び注目を集めているが、コロナ禍のこういった経験を通じて、投資家は成長性だけでなく需要変動リスクについてもより慎重に評価するようになった。ホテルのキャップレートは2010年代半ばは住宅と同水準であったが、その後は景気や観光需要の変化に伴う収益変動リスクが織り込まれ、その差が拡大している（図表9）。



イオン茅ヶ崎中央ショッピングセンター
（イオンリート投資法人）

地域住民の日常生活を支える郊外型商業施設の代表例



JMF銀座中央通り01
（日本都市ファンド投資法人）

銀座中央通りに面し、国内有数の商業集積地の賑わいを取り込む資産

注 7. Gross Operating Profit ホテル事業における売上総利益（営業総利益）。客室・料飲・その他の売上高合計から人件費・食材費・清掃費・水光熱費等の運営費用を引いたもの。

8. 投資法人みらいは、「ホテルWBF淀屋橋南」をセットアップ型サービスオフィス「Biz MiiX淀屋橋」へとコンバージョンした。

近年では、J-REITによる民泊施設やサービスアパートメントの取得事例も散見される等、幅広い宿泊需要を取り込む動きが見られる⁹。賃貸住宅を民泊施設にコンバージョンする等、用途変更やオペレーション改善を通じて価値向上を目指すバリューアッド型の投資としても注目されている。

ヘルスケア

ヘルスケアは、高齢化の進展という長期的な社会課題を背景に成長性が期待され、2010年代から新たな投資対象として注目を集めた。しかし、その後は当初期待されたほどの市場拡大が進んでいない。

ヘルスケア施設に対する需要は中長期的に拡大が見込まれており、その意味では社会的な必要性の高いアセットタイプである。一方で、投資対象となる物件の供給に限られることに加え、収益性がオペレーターの運営状況や介護報酬制度等の影響を受けやすいことから、投資家にとって成長性を評価しにくい側面もあった。その結果、市場規模は拡大したものの、物流施設やホテルのような急速な市場拡大には至っていない。一時は3銘柄あったヘルスケア特化型REITも、住宅系REITとの合併が進み、2026年時点では1銘柄のみとなっている¹⁰。

近年は、金利が上昇しているにもかかわらず、どのアセットタイプにおいてもキャップレートが上昇していない。これは、一因として不動産市場が依然として投資対象として高い評価を受けており、インフレ下での賃料上昇への期待が反映されているためと考えられる。

また、この25年間で投資家による各アセットの評価は外部環境と共に変化した(図表10)。投資家は、「その不動産がどのような収益を生み、どの程度のリスクを抱えているか」により注目するようになった。市場が成熟するにつれ、こうした評価は個々の物件だけでなくJ-REITそのものにも及び、保有資産の規模だけではなく、ポートフォリオが生み出す収益とリスク、さらには一口当たりの価値に注目が集まるようになっている。



ホテルサンルートプラザ新宿
(森トラストリート投資法人)
新宿駅近接の立地を活かし、国内外の宿泊需要を取り込む



STAYAT OSAKA SHINSAIBASHI east
(三井不動産アコモデーションファンド投資法人)

民泊施設への投資を通じ、多様な宿泊需要の獲得を目指す



グッドタイムホーム不動産前
(ヘルスケア&メディカル投資法人)

高齢化を背景に安定的な需要が期待されるヘルスケア施設

図表 10: アセットタイプ別の投資家の評価

アセットタイプ	投資家による評価
オフィス	安定性。近年は＋成長性
住宅	安定性。コロナ禍で再評価、近年は＋成長性
物流施設	かつては成長性＋安定性。近年は成長性への取り組みも
商業施設	集客力・競争力
ホテル	成長性とリスクのバランス
ヘルスケア	物件供給や収益成長の制約

出所 三菱UFJ信託銀行

注 9. サムティ・レジデンシャル投資法人による「BONコンドミニアム難波恵美須」、「オースティ新大阪駅前ホテルアパートメント」、日本アコモデーションファンド投資法人による「STAYAT OSAKA SHINSAIBASHI east」、日本都市ファンド投資法人による「Apartment Hotel 11 Shinsaibashi Amemura 2」等がある。

10. 日本ヘルスケア投資法人は、日本賃貸住宅投資法人と合併し現在は大和証券リビング投資法人となり、ジャパン・シニアリビング投資法人はケネディクス・レジデンシャル投資法人と合併し現在はKDX不動産投資法人となっている。2026年9月時点でヘルスケア特化型REITは日本ヘルスケア&メディカル投資法人のみである。

Section 4.
J-REIT は日本の不動産市場を
どう変えたか

Section 4.

J-REIT は日本の不動産市場をどう変えたか

J-REITの創設によって、日本の不動産市場には新たな資金循環の仕組みが生まれた。また、不動産を投資対象として分析・評価する考え方が浸透し、市場の透明性向上や不動産金融市場の発展にも大きく寄与した。

不動産の流動化

かつての日本の不動産市場では、不動産会社や企業による長期保有が中心であり、現在のように機関投資家やファンドが売買する市場は十分に形成されていなかった。特に大規模不動産については、取得可能な主体が限られており、取引機会も限定的であった。

J-REITの創設により、投資家から集めた資金を活用して不動産を継続的に取得する主体が誕生し、大規模な不動産取引が以前に比べ実現しやすくなる等、不動産の売買市場は活性化した。また、市場の活性化と共にJ-REITだけでなく私募ファンドや海外投資家の参入も進む等、市場参加者も多様化した。J-REITは其中で中心的なプレーヤーとして市場の流動性向上に貢献してきた。

不動産金融市場の発展

J-REIT創設以前は、不動産市場における主な資金供給源は金融機関であった。しかし、J-REITの創設により、投資家から集めた資金を不動産へ投資する仕組みが整備され、不動産の取得に必要な資金を市場からも調達できるようになったことで、不動産市場の資金調達手段は多様化した。

また、J-REITは保有不動産や賃貸事業の状況、鑑定評価額、NOI、稼働率等の開示義務があるため、金融商品と同様に収益性やリスク、成長性等の観点から分析・評価されるようになり、立地や物件スペックだけでなく

図表 11: J-REIT市場の創設による日本の不動産市場の変化

項目	J-REIT 創設以前	現在
投資家層	不動産会社と一部の機関投資家・事業会社を中心 個人が不動産に投資する手段は限られていた	J-REIT の他、私募ファンド、私募 REIT 等も含め、個人・年金基金・保険会社・海外投資家等、幅広い投資家が参加
大規模不動産の取引	取得可能な主体が限られ、取引機会も限定的	投資家から集めた資金により大型案件の取得が可能に
資金調達手段	金融機関からの借入が中心	資金調達手段が多様化 金融機関からの借入だけでなく、エクイティ市場の資金を活用
価格・取引情報	取引情報が市場で共有される仕組みはほぼなく、価格形成の過程が見えにくい	売買取引や鑑定評価額の開示により、価格や利回り等のデータが蓄積
評価手法	立地・規模・築年数等の物理的要素が中心 収益とリスクを定量的に測る手法は浸透していなかった	NOI・キャップレート・LTV・NAV 等の指標による定量評価が定着

出所 三菱UFJ信託銀行

注 本表はJ-REIT創設前後の不動産市場の変化を概念的に整理したものである。こうした変化はJ-REIT創設のみならず、私募ファンド・私募REIT市場の発展、不動産証券化市場の整備等の寄与も含む。

NOI¹¹、キャップレート、LTV¹²、NAVといった指標による評価手法が浸透した。J-REITで培われた運用ノウハウや評価手法は私募REITや私募ファンドにも広がり、不動産金融市場全体の発展にも寄与した。

投資家層の拡大

従来、大規模不動産への投資は不動産会社や一部の機関投資家・事業会社に限られていたが、J-REITの創設によって不動産を小口化し証券化することが可能となり、個人投資家でも上場株式と同様に不動産投資を行うことができるようになった。さらに、年金基金や保険会社、海外投資家等、多様な投資家が日本の不動産市場へ参入するようになった。

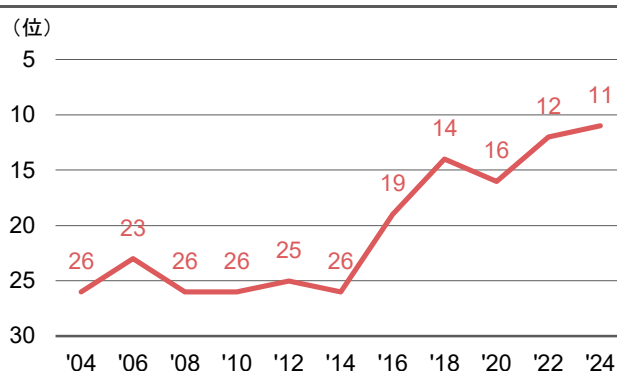
このように、日本の不動産市場は資本市場との結び付きが強まり、多様な資金が流入する市場となった。

価格形成の透明化

J-REITは、前述の通り運用状況や財務情報を継続的に開示している。その結果、市場参加者は不動産の収益性やリスクを定量的に把握できるようになった。また、NOIやキャップレートといった不動産投資における指標も広く一般的となり、期待収益率やリスクを踏まえて不動産を評価する考え方が浸透した。

このような市場の透明性は、外部からも評価され、日本の不動産市場の透明度は約20年で26位から11位に向上した(図表12)。特に2014～2016年にかけでは、J-REITの上場銘柄数の増加や投資対象の多様化により、取引額や取引利回りのデータ開示が進んだこともあり、大きく順位を上昇させた。当然ながら、並行して進んだ証券化市場の整備や私募REIT市場の発展等も日本の不動産市場の透明性向上に寄与したと考えられる。不動産市場の透明性向上は海外投資家の参入や市場拡大を支える重要な基盤となり、J-REITもその一翼を担った。

図表 12: 不動産透明度ランキング(日本の順位)



出所 JLL「グローバル不動産透明度インデックス」調査を基に
三菱UFJ信託銀行が作成

注 11. Net Operation Income 不動産賃貸事業収益 家賃・共益費等の賃料収入－管理費・修繕費・固定資産税・火災保険料等。

12. Loan to Value 物件価格や資産価値に対する借入金の割合。

Section 5.
J-REIT は企業不動産の
受け皿となったか

Section 5.

J-REIT は企業不動産の受け皿となったか

J-REITは投資市場を発展させただけでなく、企業不動産（CRE）戦略にも大きな影響を与えてきた。事業会社にとって不動産は事業活動の基盤である一方、多額の資金が固定化される側面もある。経営環境の変化によって不動産を売却し、事業投資や財務改善に振り向ける動きは以前からあったが、J-REITの登場によってその選択肢は大きく広がった。企業は保有不動産の価値を顕在化しやすくなり、不動産を経営戦略の観点から見直す動きも広がっている。

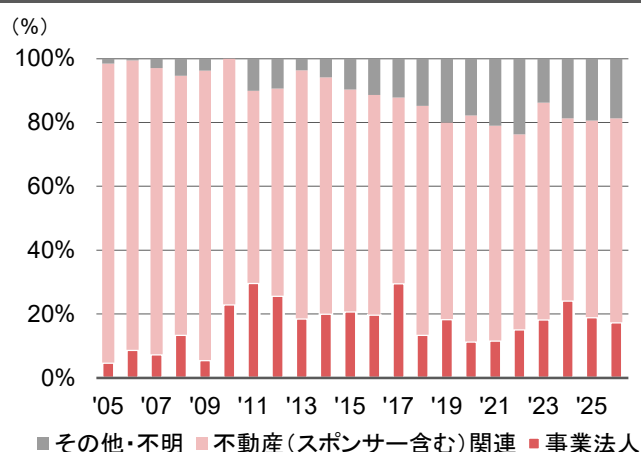
企業不動産の受け皿

J-REITは多数の投資家から資金を集めることで、大型の不動産取得に対応できる投資主体として発展してきた。企業にとって不動産売却先は、不動産会社をはじめ私募ファンドや事業法人等も含め多様であり、J-REITはその選択肢の一つである。現在では、J-REITの物件取得先の2割前後（件数ベース）は事業法人となっており、企業不動産の売却先の一端を担っている（図表13）。

セール&リースバックの普及

セール&リースバックは、企業にとって事業に必要な不動産を継続利用しながら資金を確保できるため、財務体質改善や成長投資の原資確保の手段として活用されてきた。J-REITにとっても、長期にわたり安定した賃料収入を得られることから、物件取得手法の一つとして活用されている（図表15）。特に、J-REITは長期保有を前提とすることから、売却後も継続利用を希望する企業との親和性がある。このように、不動産を「保有するか、売却するか」の二択ではなく、「利用しながら資金化する」という選択肢は企業不動産戦略の一つとして定着したが、J-REITもその受け皿となることで企業不動産の流動化を支えてきた。

図表 13: 物件取得先の属性別割合（件数ベース）



出所 適時開示情報を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 14: 企業不動産をJ-REITが取得した事例

取引年	売主	買主	物件	取引の背景・経緯
2012	古河電気工業	産業ファンド投資法人	IIF 品川データセンター	自社用地にデータセンターを開発・賃貸後、PL コントロールニーズが生じ、売却
		フロンティア不動産投資法人（現三井不動産商業ファンド投資法人）	サミットストア横浜岡野店（底地）	利益確保による株主資本増強
2013	ソニー	日本ビルファンド投資法人	ソニーシティ大崎	事業ポートフォリオ再編・資産見直しの一環として資産を売却
2017	飯野海運	MCUBS MidCity 投資法人（現日本都市ファンド投資法人）	笹塚センタービル	経営資源の有効活用及び財務体質強化

2022	カワサキ	ケネディクス 商業リート投資法人(現 KDX 不 動産投資法人)	天理配送センター	経営資源の有効活用及び財務体 質強化
2024	IHI	三井不動産ロジスティクス パーク投資法人	MFLP 東名綾瀬	売主・買主による共同事業として 物流施設を開発後、売却
2025	富士ソフト	日本都市ファンド投資法人	本社ビル等 13 物件	コア事業への集中を図るため、 ノンコアアセットを売却
2026	ヤマト運輸、 ヤマトオートワークス	産業ファンド投資法人	IIF 名古屋 ロジスティクスセンターⅡ IIF 静岡裾野 ロジスティクスセンター	拠点集約及びアセットライト経営 の一環

出所 適時開示情報を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 15: 企業不動産のセール&リースバックの事例

取引年	売主	買主	物件	取引の背景・経緯
2011	三菱重工業	日本ビルファンド投資法人	三菱重工本社ビル	経営資源の有効活用と財務体質 の強化
2013	野村総合研究所	産業ファンド投資法人	IIF 大阪南港 IT ソリューションセンター	自社データセンターの オフバランス
2013	パナソニック	日本ビルファンド投資法人	パナソニック東京汐留ビル	経営再建を目的とした保有資産 の見直し。後日買戻し
2013	沖電気工業	東急リアル・エステート 投資法人	OKI システムセンター (底地)	資産の効率及び財務体質の 向上
2016 2017	SBS ロジコム	ユナイテッド・アーバン 投資法人	川越物流センター 吉川物流センター	資産ポートフォリオ入替
2016 2017	プラダジャパン	投資法人みらい	MIUMIU 神戸	自社で土地・建物取得後、 流動化
2020 2021	武田薬品工業	産業ファンド投資法人	IIF 湘南 ヘルスイノベーションパーク	非中核資産の流動化や保有不動 産のオフバランス化

出所 適時開示情報を基に三菱UFJ信託銀行が作成

Section 6.

次の 25 年に向けた課題と展望

Section 6.

次の25年に向けた課題と展望

政府は、2030年にリート等の資産総額を40兆円へ拡大する目標を掲げている¹³。その背景には、少子高齢化やDXの進展、脱炭素社会への対応、資産運用立国の実現や日本の不動産市場の国際競争力強化等、複数の政策目的がある。このような目的を踏まえると、“2030年40兆円”は、J-REIT市場にとってゴールではなく、長期目線として50兆円、60兆円を目指すのも一つの戦略である。しかし、近年はNAV倍率が1倍を下回る状況が続き、投資口価格の低迷も続いており、これまでの25年間と同じ方法で成長を続けることは容易ではない。また、不動産を収益とリスクから定量的に評価する考え方が定着した結果、J-REITについても一口当たりの収益性や資産価値の成長が重視されるようになった。これらも踏まえ、更なるJ-REIT市場の発展に向けた課題と展望について以下に整理した。

規模拡大から一口当たり価値の成長へ

J-REIT市場は、これまで物件取得による外部成長を通じて市場規模を拡大してきた。一方、近年、株式市場では東証改革を背景にPBRへの意識が高まっているが、J-REIT市場でも同様に、市場規模拡大が主な課題であった創成期と比べ、一口当たり価値をどのように向上させるかが重視されるようになってきている。J-REIT創設当初は安定的に分配する投資商品としての側面が強かったが、近年では将来のDPU¹⁴やNAVの成長を実現できるかが投資家の重要な評価ポイントとなっている。

インフレを前提とした場合、収益を維持するだけでは実質的な価値が低下していく。今後は賃料増額や運営改善による収益力向上を、マーケットの動向に遅れることなく着実に進めると共に、資産入替や開発も含めた資産価値向上により継続的な成長を実現することが従来以上に求められるだろう。そして、このような施策の成果をDPUや一口当たりNAVの成長として具体的に示し、投資口価格に反映させていくことが重要となる。こうした取り組みの積み重ねが、市場全体に対する投資家の信頼を高め、ひいては投資口価格の上昇につながることが期待される。

社会課題解決を支える市場

J-REIT市場におけるアセットタイプ拡大の背景には、人口構造の変化、ECの進展、観光需要の拡大等、社会構造や外部環境の変化があった。物流施設やホテルがその代表例である。近年は、データセンターや賃貸型ラボといったアセットタイプが注目されており、今後も社会課題や環境変化と共に不動産への需要



上: MFIP印西Ⅱ
(三井不動産ロジスティクスパーク投資法人)

DXやAI需要の拡大を見据えた次世代インフラ資産(データセンター)への投資

下: IIF湘南ヘルスイノベーションパーク
(産業ファンド投資法人)

最先端医療分野の研究所として、産官学や創薬・次世代医療等の企業・医療機関にも利用される



注 13. 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画・フォローアップ」(2022年6月7日閣議決定)より。リート等には、J-REITの他、私募REIT、不動産特定共同事業を含む。

注 14. Distribution Per Unit 一口当たり分配金

も変化すると思われる。しかし、単に新たなアセットタイプを増やすことが重要なわけではなく、社会が必要とする不動産へ適切に資金を供給し、新たな価値を創出していくことがJ-REIT市場に期待される役割だろう。

新たなアセットタイプには、従来のオフィスや住宅と異なるリスクが存在する。例えば、データセンターや賃貸型ラボは、建物そのものだけではなく、設備やインフラ、運営能力が収益価値に大きな影響を与える。このため、開発会社、スポンサー、オペレーター、テナントの間で、開発、設備管理・更新、運営面における各リスクをどのように分担するかが重要となる。また、J-REITがこうした新たなアセットタイプへ投資するためには、その収益構造やリスクに対する投資家の理解を得ていくことも欠かせないだろう。

日本ならではの強みを市場評価につなげる

現在、J-REIT市場は米国に次ぎ世界2位の市場規模(時価総額ベース)まで成長した¹⁵。しかし今後さらに国内外からの評価を高めていくためには、規模の拡大だけでなく、日本の不動産市場の強みを投資主価値として還元していくことが重要ではないだろうか。

日本は世界でも有数の都市集積を有し、多様なアセットタイプ・地域への投資機会が存在する。また、安定した法制度や質の高い運営・管理ノウハウに支えられているほか、国際的にみても相対的に地政学リスクが低い市場として認識されている。こうした特徴は、海外市場と比較した際の日本の優位性であり、収益の安定性や成長余地、リスク低減を支える重要な基盤となる。

これらは日本の不動産市場が従来から有してきた強みであるが、今後は、その強みが実際の収益成長や資産価値の向上にどのように結びついているのかを、投資家に分かりやすく示していくことが求められる。その上で、賃料成長や運営改善、資本効率向上等を通じて投資主価値の向上につなげ、その成果を国内外の投資家へ発信していくことが、J-REIT市場の更なる発展につながるだろう。

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

黒澤 直子

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、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。

MUFG 不動産研究所は、三菱 UFJ 信託銀行が不動産分野に関する調査・研究・レポート作成等の業務を対外的に行う際の呼称です。

注 15. 2026年現在、米国REIT約170兆円、J-REIT約17兆円、豪州REIT約10兆円(時価総額ベース)と続く。