

# 東京オフィスの平均賃料が約3年半ぶりに上昇

**ポイント**



1. 2023年10月末～2024年1月末のリート・パフォーマンスは横ばい
2. 分配金利回りは過去平均をやや上回り、安定収益が支える
3. オフィス賃料が3年半ぶりに上昇、バリュエーションも最低圏

## 1. 2023年10月末～2024年1月末のリート・パフォーマンスは横ばい

### 23年10月末～24年1月末のリートは横ばい

リート(東証REIT指数)は2023年前半は下落傾向にありましたが、3月中旬に底入れし、夏までは緩やかに上昇しました。その後は再び軟調となり、2023年10月末～24年1月末の直近3ヵ月間では+0.1%と、+13.4%だったTOPIXに比べて劣後するパフォーマンスでした。なお、2022年12月末以来のパフォーマンスは、リートが▲0.6%でTOPIXが+38.3%と、大差がついています(右上図)。 ※全て配当込み。

東証REIT指数とTOPIXの推移



期間：2022年12月30日～2024年1月31日、日次  
(出所) ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

### 直近3ヵ月は上昇/下落セクターが半々

直近3ヵ月のセクター別の動向を見ると、4セクターが上昇、4セクターが下落し、特に特殊施設が大きく上昇しました。2023年通年では、全体では小幅な下落でしたが、セクター別では、特殊施設が上昇の筆頭となり、コロナ禍で低迷していたオフィスが復活して2番目の上昇となりました。一方、2022年の大幅上昇からの反動もありヘルスケアが大幅に下落、ホテル、商業施設も前年の上昇から反落、産業用や住宅は2022年に続いて続落しました(右下図)。

東証REIT指数のセクター別トータルリターン

	(単位：%)			
	2022年	2023年	2024年	直近3ヵ月
特殊施設	-9.1	18.7	8.2	20.4
ホテル	30.6	-5.7	2.0	4.7
総合型	3.3	1.3	2.6	1.8
商業施設	6.1	-4.6	-0.1	0.1
オフィス	-4.4	4.5	0.0	-0.1
産業用	-19.2	-5.8	-2.0	-0.3
住宅	-5.4	-2.4	1.8	-1.8
ヘルスケア	16.2	-19.0	-3.5	-4.6
東証REIT指数	-4.8	-0.5	-0.0	0.1

2024年1月31日時点。2024年は1月のみ。直近3ヵ月は2023年10月末～2024年1月末、特殊施設はスーパー銭湯等、産業用は物流施設等、総合型は様々な施設が含まれます。  
(出所) ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(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。

## 2. 分配金利回りは過去平均をやや上回り、安定収益が支える

### 足元の分配金利回りは4%台

2023年は方向感がなく概ね小動きに終始したJリートですが、2023年12月末の分配金利回りは4.36%と9月末の4.16%から上昇、過去平均値の4.22%をやや上回りました(右上図)。

過去10年程度の利回り水準を振り返ると、一時的に跳ね上がったコロナショック時を除けば3.0～4.2%程度のレンジ内で推移しており、足元はその上限付近の水準です。国内長期金利はじわじわと上昇していますが、未だ1.0%以下の低水準であり、利回り獲得を狙う資産としてJリートは引き続き魅力的な投資対象であると考えています(同図)。

### 長期的にはインカムは安定的に積み上がる

長期的な視点で見ると、分配金(インカム)はJリートにとって重要な収益源です。2003年3月末～2024年1月末のJリートのパフォーマンスを見ると、右下図のようになります。この期間のトータルリターンは+338%ですが(年率+7.3%)、価格変化(東証REIT指数のリターン)とインカム(分配金の効果)に分けると、価格変化分が+80%(同+2.9%)、インカム効果が+143%(同+4.4%)と、インカム効果の方が上回っています(計算方法は右下図の脚注を参照ください)。

Jリートの投資収益を平たく言ってしまうと、土台として安定的なインカム収益(分配金収益)を確保しながら、その上でJリートの成長(各施設の物件価値上昇や賃料収入の増加)がJリート価格を押し上げ、その合計値が総合収益となります。したがって、相場が一時的に下落しても、その影響で分配金利回りが上昇すれば、土台の安定収益(インカム)の増加を意味するので、長期的には良いことです。

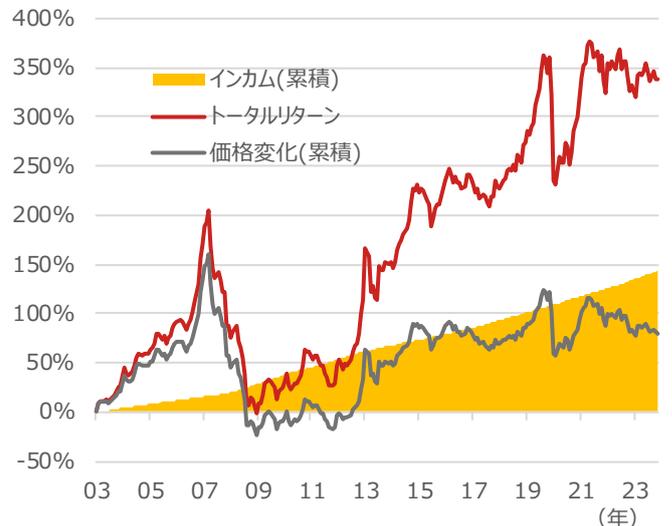
上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

### 東証REIT指数の予想分配金利回りの推移



期間：2003年3月末～2023年12月末、月次  
過去平均値：2003年3月末～2023年12月末の平均値(4.22%)  
(出所)ARES(不動産証券化協会)のデータを基に野村アセットマネジメント作成

### Jリートのリターン分解の推移



期間：2003年3月末～2024年1月末、月次  
・トータルリターン：東証REIT指数(配当込み)  
・価格変化：東証REIT指数(配当なし)  
・インカム：課税前、東証REIT指数の「配当込み指数」÷「価格(配当なし)指数」で算出しています。具体的には、338%(=4.38倍)÷80%(=1.80倍)=2.43倍(=143%)となります。  
(出所)ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

### 3. オフィス賃料が3年半ぶりに上昇、バリュエーションも最低圏

#### オフィス賃料が約3年半ぶりに前月から上昇

三鬼商事の調査によれば東京ビジネス地区のオフィス市況は足元で底入れの兆しが見られます。前回のレポートでは、6%台半ばで高止まっていたオフィス空室率が昨年9月に小幅に低下に転じたことをお知らせしましたが、12月にかけてもう一段低下しています。更に、12月の平均賃料が約3年半ぶりに前月から上昇しました(右上図)。

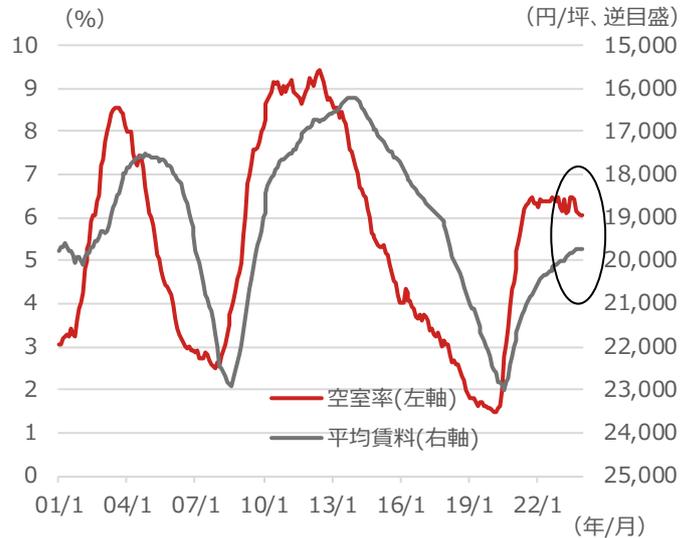
平均賃料が上昇に転じた理由ですが、東京ビジネス地区のうち、渋谷区が2023年に入って上昇基調に転じていたことに加え、12月には千代田区と中央区も上昇し、全体平均が上昇に転じたようです。このように改善の波が広がっていけば、Jリートの見直しにつながる可能性があると考えています。

#### NAV倍率は過去10年間で概ね最低圏

右下図はJリート市場のNAV倍率の推移ですが、2021年終盤以降はズルズルと低下しており、足元では過去10年間で最低圏に沈んでいます。NAV倍率の低下はJリートへの期待の低下を表すとされており、オフィス空室率の高止まりや賃料下落というファンダメンタルズの弱さを反映してきたと考えられます。

但し、上述したように、空室率はピークアウトして低下に転じているほか、平均賃料も1ヵ月だけではありませんが約3年半ぶりに前月比で上昇に転じるなど、ファンダメンタルズが改善し始めていることは変化の兆しと見ることもできます。Jリートについては、オフィス市況が回復し始めている中で、NAVなどがかなりの割安を示していることから、長期的な視点で投資を考え始めても良いかもしれません。

#### 東京ビジネス地区の空室率と平均賃料の推移



三鬼商事のオフィスマーケットデータ、東京ビジネス地区は都心5区（千代田・中央・港・新宿・渋谷区）  
期間：2001年1月～2023年12月、月次  
(出所) フルームバークのデータを基に野村アセットマネジメント作成

#### Jリート市場のNAV倍率の推移



期間：2003年3月末～2023年12月末、月次  
過去平均値：2003年3月末～2023年12月末の平均値 (1.15)  
・NAV倍率：Jリート全銘柄の「投資口価格÷1口当たりNAV」の時価総額加重平均値。  
・NAV：純資産価値。純資産に保有物件の含み損益を加えた金額。  
(出所) ARES(不動産証券化協会)のデータを基に野村アセットマネジメント作成

上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（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。

<当資料で使用した指数の著作権等について>

- 「東証REIT指数」、「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「東証REIT指数」、「TOPIX」に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「東証REIT指数」、「TOPIX」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証REIT指数」、「TOPIX」に係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、「東証REIT指数」、「TOPIX」の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

# 野村アセットマネジメントからのお知らせ

## ■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

## ■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

## ■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2024年2月現在

ご購入時手数料 《上限3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡りする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください、ご自身でご判断下さい。

**NOMURA**  
野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会 / 一般社団法人日本投資顧問業協会 / 一般社団法人第二種金融商品取引業協会