

東京オフィスの平均空室率が急低下

ポイント



- 2024年1月末～4月末のリートは小幅高
- 分配金利回りは過去平均を上回り、安定収益が支える
- オフィス空室率が急低下、バリュエーションも更に割安に

1. 2024年1月末～4月末のリートは小幅高

24年1月末～4月末のリートは小幅高

リート(東証REIT指数(配当込み))は2023年は概ね横ばいで推移しました。2024年に入ってから調整局面を迎えましたが、3月中旬以降は反発に転じています。足元1ヵ月程度はほぼ横ばいで推移し、2024年1月末～4月末の直近3ヵ月間では+1.8%と、+8.6%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+1.2%でTOPIXが+50.1%と、相変わらず大差がついています(右上図)。 ※全て配当込み。

直近3ヵ月はホテルや住宅が好調

直近3ヵ月のセクター別の動向を見ると、オフィスセクター以外が上昇し、特にホテルや住宅が大きく上昇しました。2024年では、全体が小幅上昇する中、特殊施設やホテル、住宅の上昇が目立ちます。好調なインバウンド需要や日本人の国内旅行回帰などから、スーパー銭湯やホテルが好調に推移したほか、強いマンション市況を受けて住宅も買われました。一方、改善が見られ始めているもののオフィスの動きは鈍いようです(右下図)。

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指数とTOPIXの推移



東証REIT指数のセクター別トータルリターン

	2022年	2023年	2024年	直近3ヵ月
ホテル	30.6	-5.7	8.5	6.2
住宅	-5.4	-2.4	7.3	5.4
産業用	-19.2	-5.8	0.5	2.6
総合型	3.3	1.3	5.1	2.5
特殊施設	-9.1	18.7	10.2	1.8
商業施設	6.1	-4.6	0.7	0.8
ヘルスケア	16.2	-19.0	-3.4	0.1
オフィス	-4.4	4.5	-0.4	-0.4
東証REIT指数	-4.8	-0.5	1.7	1.8

2024年4月30日時点。直近3ヵ月は2024年1月末～4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

2. 分配金利回りは過去平均を上回り、安定収益が支える

足元の分配金利回りは4%台半ば

Jリート¹の分配金利回りは、2023年12月末の4.36%から2024年3月末には4.45%へ上昇し、過去平均値の4.23%も上回りました(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いましたが、足元ではその上限を上抜けしてきており、コロナショック時に付けた水準に近づいています。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ます(同図)。

長期的にはインカムの積み上がりが重要

長期的な視点で見ると、分配金(インカム)はJリート投資にとって重要な収益源です。2003年3月末～2024年4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+346%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+81%(同+2.8%)、インカム効果が+146%(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)。

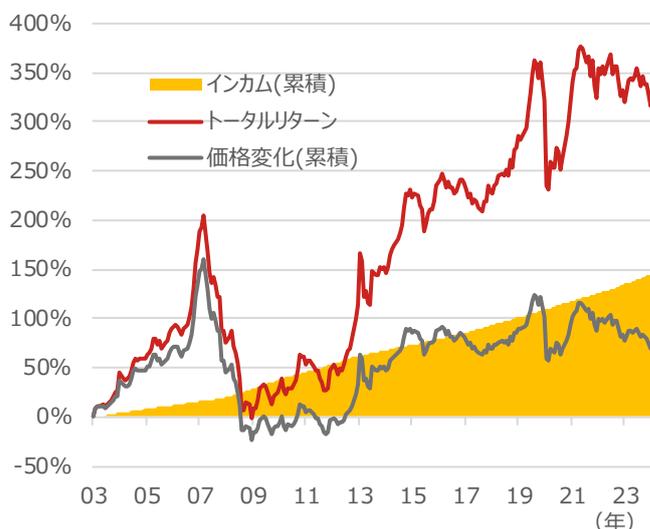
Jリートの投資収益を平たく言えば、土台として安定的かつ相対的に大きなインカム収益(分配金収益)を確保しながら、その上でJリートの成長(各施設の物件価値上昇や賃料収入の増加)がJリート価格を押し上げ、その合計値が総合収益となります。したがって、土台の安定収益(インカム)の積み上がりを重視しつつ、相場の動きに一喜一憂せず、長期的な視点で見ると考えます。

東証REIT指数の予想分配金利回りの推移



期間：2003年3月末～2024年3月末、月次
過去平均値：2003年3月末～2024年3月末の平均値(4.23%)
(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4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、 $346\% (=4.46倍) \div 81\% (=1.81倍) = 2.46倍 (=146\%)$ 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

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。

3. オフィス空室率が急低下、バリュエーションも更に割安に

オフィス空室率が急低下

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が足元で改善している様子が見られます。昨年6%台で高止まっていたオフィス平均空室率が今年に入って6%以下の水準へ低下しており、足元3月の平均空室率は5.47%へ急低下しました。5%台半ばの平均空室率は2021年初め頃以来の低水準です(右上図)。

平均空室率が急低下した理由は、大規模ビルの大規模空室に成約が進んだことで、東京ビジネス地区全体の空室面積が大幅に減ったためです。地区別に見ると、中央区や港区で平均空室率が急低下しており、昨年12月と比べるとそれぞれ1%ポイント程度の大規模低下となりました。なお、上記2区の平均賃料は昨年12月比では下落しており、まだ全面的な力強さは見られないようです。

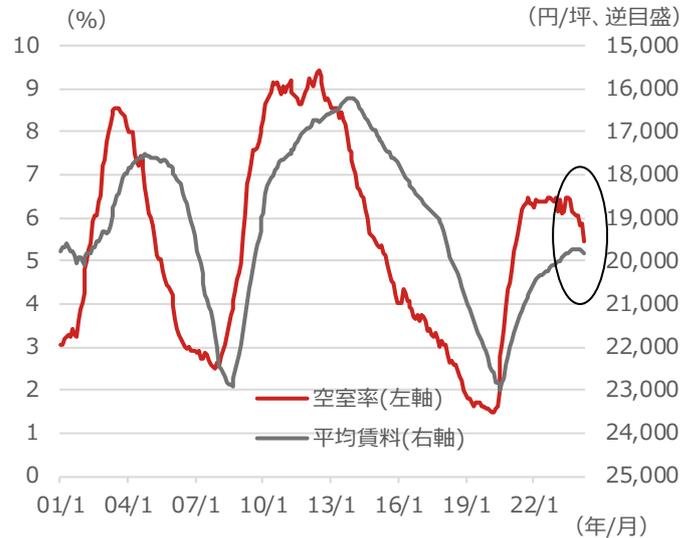
NAV倍率は過去10年間で概ね最低圏

右下図はリート市場の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、オフィス空室率が高止まっていたことや平均賃料がなかなか上昇に転じない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、平均空室率は急低下しており、平均賃料も底入れ感は出ているなど、ファンダメンタルズには改善の兆しが出始めているようです。リートについては、オフィス市況の回復が進み始めている中で、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。

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。

東京ビジネス地区の平均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~2024年3月、月次
(出所) フルームバグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

リート市場のNAV倍率の推移



期間: 2003年3月末~2024年3月末、月次
過去平均値: 2003年3月末~2024年3月末の平均値(1.14)
・NAV倍率: 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

<当資料で使用した指数の著作権等について>

- 「東証REIT指数（配当込み）」、「配当込みTOPIX（「東証株価指数（TOPIX）（配当込み）」といいます。）」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」といいます。）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（配当込み）」、「東証株価指数（TOPIX）（配当込み）」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証REIT指数（配当込み）」、「東証株価指数（TOPIX）（配当込み）」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（配当込み）」、「東証株価指数（TOPIX）（配当込み）」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5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