

# ファンダメンタルズ改善を背景に上昇基調が継続

## ポイント



1. 2025年9月末～12月末のJリートは上昇
2. 分配金利回りは過去平均を上回り、安定収益が支える
3. オフィス平均賃料の上昇傾向が継続、NAV倍率は依然低水準

## 1. 2025年9月末～12月末のJリートは上昇

### Jリートは良好なパフォーマンスが継続

Jリート(東証REIT指数)の直近3ヵ月(25年9月末～12月末)のパフォーマンスは、+5.9%となりました(TOPIXは+8.8%)。25年全体(24年12月末～25年12月末)では+27.9%と大きく上昇し、上昇率は14年以来の大きさとなりました。25年全体のTOPIXのパフォーマンス(+25.5%)をやや上回る結果となりました。

※リターンは全て配当込みのトータルリターン

### 25年全体では8セクターすべてが2桁上昇

直近3ヵ月のセクター別の動向を見ると、産業用や商業施設の上昇率が相対的に大きく、賃貸市況改善などが評価されたとみられます。一方、特殊施設やホテルは下落しました。中国からのインバウンド減少懸念などが意識されたようです。

直近3ヵ月ではまちまちな結果となりましたが、25年全体(24年12月末～25年12月末)では、すべてのセクターが2桁上昇という、全面高の展開となりました。Jリートは24年まで3年連続でマイナスのリターンでしたが、25年は大きく流れが変わった1年だったと言えるでしょう。

**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ことがあります。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（交付目録見書き）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

### 東証REIT指数とTOPIXの推移



期間：2024年12月30日～2025年12月30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

### 東証REIT指数のセクター別トータルリターン

	2023年	2024年	2025年	直近3ヵ月
産業用	-5.4	-7.2	27.0	10.8
商業施設	-4.6	-6.1	28.4	7.2
住宅	-2.4	-6.5	26.8	4.1
オフィス	4.5	-5.0	32.2	4.0
総合型	1.3	-3.0	26.4	3.6
ヘルスケア	-19.0	-19.9	16.9	1.3
ホテル	-5.7	11.8	12.4	-1.6
特殊施設	18.7	-2.6	22.9	-2.1
東証REIT指数	-0.5	-4.0	27.9	5.9

2025年12月30日時点。直近3ヵ月は2025年9月末～12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

### 分配金利回りは依然過去平均を上回る

Jリートの分配金利回りは11月末時点で4.46%と、8月末の4.64%から低下しました。価格上昇を背景に徐々に利回りの低下傾向が続いていますが、過去平均値の4.27%を依然として上回っています(右上図)。

Jリートが始まって以来の過去20年程度の利回り水準を振り返ると、大きく跳ね上がった世界金融危機のリーマンショック後を除けば、概ね3~5%程度の利回りで推移してきました。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。

### 長期的にはインカムの積み上がりが重要

長期的な視点で過去を振り返ると、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した。2003年3月末～2025年12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+438%でしたが(年率+7.7%)、価格変化(東証REIT指数のリターン)が+101%(同+3.1%)である一方、インカム(分配金の効果)は+167%(同+4.4%)と、インカム収益が主体でした(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、長期的な視点で見るべきと考えます。

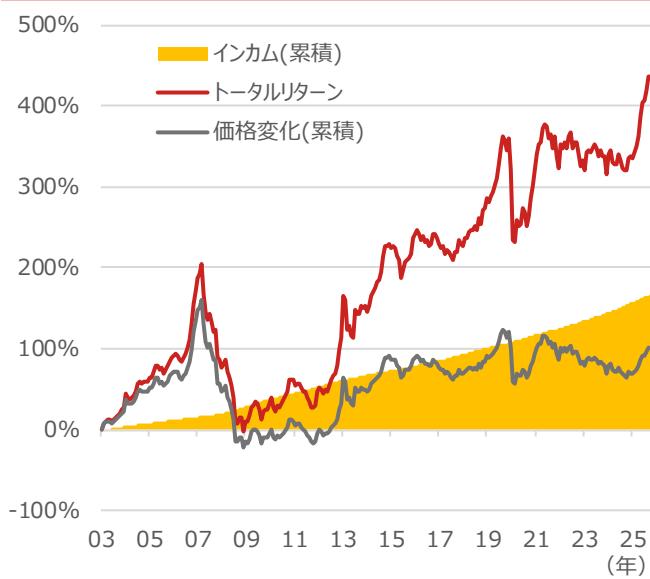
上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

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。投資勧説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ことがあります。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(交付目録見書き)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

### 東証REIT指数の予想分配金利回りの推移



### Jリートのリターン分解の推移



・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「トータルリターン」÷「価格変化」＝「インカム」で算出しています。具体的には、「トータルリターン」(+438% = 5.38倍) ÷ 「価格変化」(+101% = 2.01倍) = 「インカム」(+167% = 2.67倍) 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. オフィス平均賃料の上昇傾向が継続、NAV倍率は依然低水準

#### オフィス平均賃料の上昇傾向が継続

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の回復傾向が続いている。オフィス平均空室率は25年12月に2.22%まで低下しました(右上図)。3ヶ月前の9月からは0.46%ポイント、1年前の24年12月からは1.78%ポイントも低下しており、オフィス市況が急速にタイト化しています。

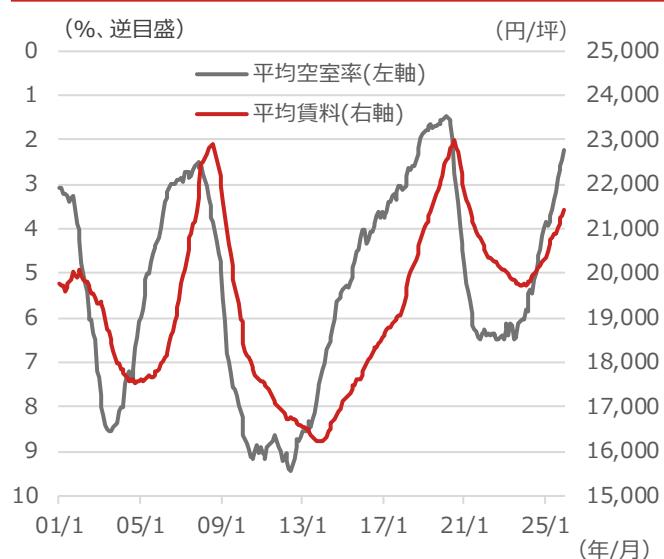
こうした環境を背景に平均賃料は上昇傾向が続いている、2025年12月は21,409円となりました。24年12月比で+5.5%と、オフィスリートの収益性は大きく改善していると言えます。平均賃料は空室率の動きにやや遅れて連動する傾向があることを踏まえると、今後も平均賃料の上昇が続くことが期待されます。こうしたファンダメンタルズの改善により、金利上昇による借入コストの上昇というマイナス面を受けても、Jリートの良好なパフォーマンスが続いていると考えられます。

#### NAV倍率は依然として過去平均を下回る

また、Jリートの上昇が続く中でも、割高・割安を評価するのに有用なNAV倍率は11月末時点で0.95倍と、過去平均の1.12倍を大きく下回っています(右下図)。上昇傾向にあるとは言え、割安感は残っていると言えそうです。

上述した通り、平均賃料上昇などといったファンダメンタルズの改善に加え、NAV倍率の観点からは依然として割安感が残ることから、今後もJリートの評価が高まる余地はあると考えられます。

#### 東京ビジネス地区の平均空室率と平均賃料の推移



期間：2001年1月～2025年12月、月次

・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）

(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

#### Jリート市場のNAV倍率の推移



期間：2003年3月末～2025年11月末、月次

過去平均値：2003年3月末～2025年11月末の平均値 (1.12)

・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。投資勧説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ことがあります。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標の著作権等について>

- 「東証REIT指標（配当込み）」、「配当込みTOPIX（「東証株価指標（TOPIX）（配当込み）」といいます。）」に係る標章又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社（以下「JPX」といいます。）の知的財産であり、指標の算出、指標値の公表、利用など「東証REIT指標（配当込み）」、「東証株価指標（TOPIX）（配当込み）」に関するすべての権利・ノウハウ及び「東証REIT指標（配当込み）」、「東証株価指標（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JPXが有します。JPXは、「東証REIT指標（配当込み）」、「東証株価指標（TOPIX）（配当込み）」の指標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下さい。

## ■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下さい。

## ■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。

2026年1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）》	投資家が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、「組入有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、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（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