2011.1.5

J リート市場はブラック・スワン（金融危機相場）から脱却、ニューノーマル（03-04 年類似相場）へ回帰か？

～ 株価純資産時価レシオ（P/NAV）が過去の長期平均に迫る ～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室　主任研究員　渡部光章

◆J リートにおける当社の「株価純資産時価レシオ（Price to Net Asset Value, 以下「P/NAV」と略。対象は All Sector、詳細は巻末を参照のこと）」は、11 月末 0.98 の水準となった。過去の長期平均（1.09）との差が 11 パーセント・ポイントと順調な回復をみた。J リート市場は危機モードから脱却した後、どこへ向かうのか？（本稿は分析・執筆に際して、早稲田大学大学院ファイナンス研究科の川口有一郎教授から助言を得た）

＜目次＞

１．危機モードから脱却した J リート市場
２．2010 年は相対的に投資口価格の回復が鮮明
３．なぜ、不動産価格（NAV）は投資口価格の上昇と連動しないか？
４．今後の J リート市場の行方は？

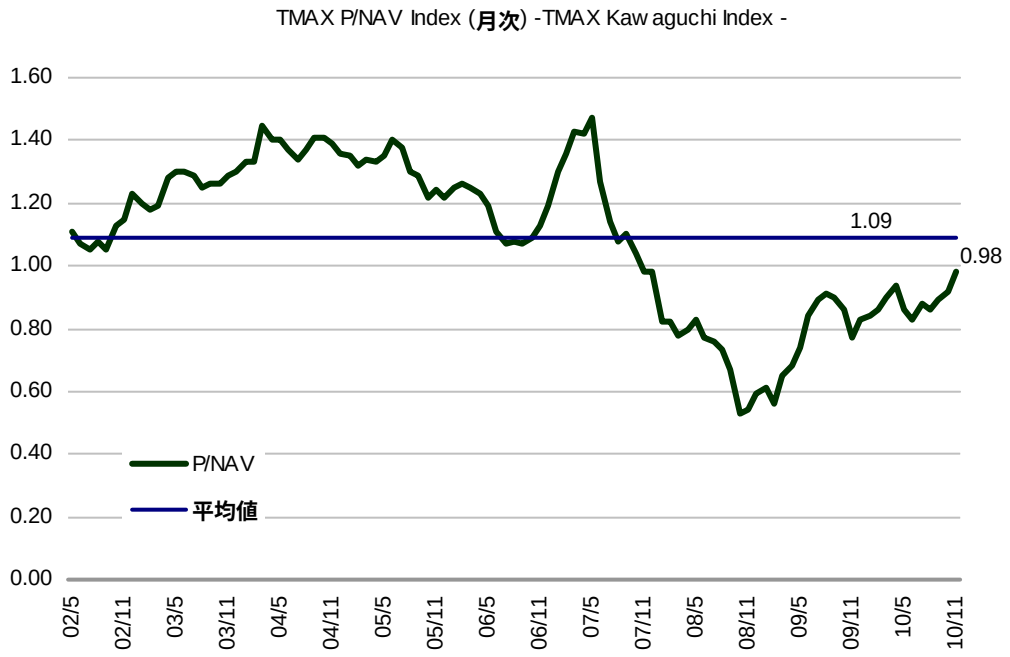
１．危機モードから脱却した J リート市場

J リートの P/NAV(株価純資産時価レシオ)が過去の長期平均に回復しつつある。このレシオは米国の金融危機以前には 1.40 を超える水準であったが、リーマン・ショック後の 08 年 11 月末には 0.60 を割り込む水準へと急落した。J リート市場では「まずありえない事象（ブラック・スワン）」が実際に起きた。株式市場は実物不動産市場に比べて流動性が高いので、資産が生み出す収入（キャッシュフロー）が同一であれば、投資口価格(株価)の方が実物不動産価格（NAV）よりも高いのが一般である。実際、J リートの株価純資産時価レシオの長期平均は 1.09 と若干ではあるがプレミアムとなっている。ブラック・スワンはこの関係を逆転し、不動産時価に対して株価を大幅に引き下げた。その後の二年間は、P/NAV が 1.00 を下回る低位の水準で推移しつつも、時間の経過とともに徐々に改善してきた。最近（11 月末）に入って、やっとその出口が見えてきた（図１）。

J リート P/NAV

2010/11/30

P/NAV 水準：0.98　　前年同月比：+21%ポイント　　ボトム期（2008/10）比：+45%ポイント



（2002 年 5 月～2010 年 11 月、出典：本社月次 P／NAV）

図 1　株価純資産時価レシオ（P/NAV, All Sector）の推移

セクター別にみると、オフィス：0.99、賃貸住宅：0.91、その他（商業等）：1.00 である。それぞれ長期平均値との乖離幅は、オフィス：－11 パーセント・ポイント、賃貸住宅：5 パーセント・ポイント、その他（商業等）：－12 パーセント・ポイントである[1]。オフィス、その他（商業等）のセクターは、長期平均を下回っている状況にあるが、賃貸住宅セクターの P/NAV は、2010 年 9 月から長期平均値を上回る状態にある。

表 1　不動産セクター別の株価純資産時価レシオ(P/NAV)とその長期平均との乖離

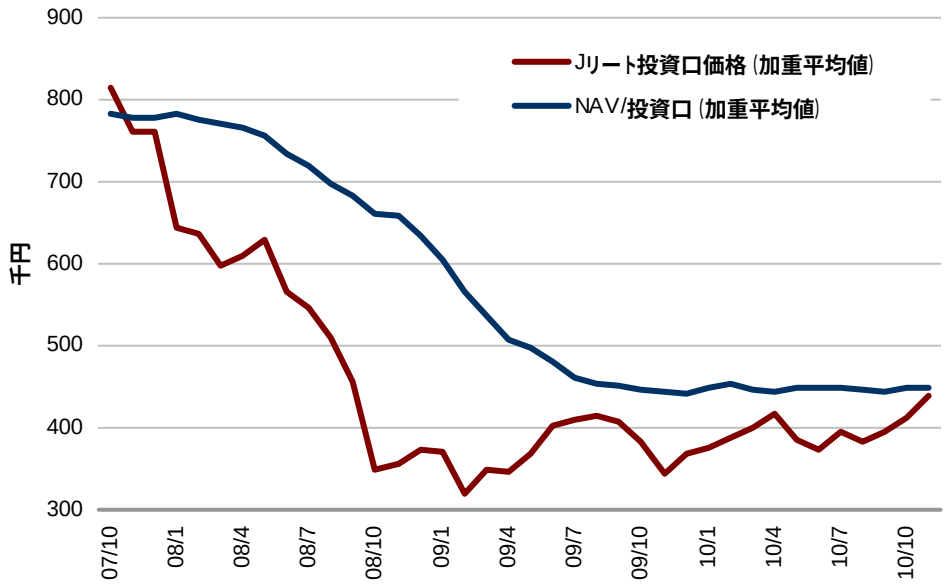
セクター	カバー銘柄数	直近(2010/11末)	6ヶ月平均値	12ヶ月平均値	長期平均値 (期間)
オフィス	16	0.99	0.89	0.88	1.10（2002.5～2010.11）
賃貸住宅	9	0.91	0.87	0.83	0.86（2005.1～2010.11）
その他	9	1.00	0.93	0.91	1.12（2002.10～2010.11）
全体	34	0.98	0.89	0.88	1.09（2002.5～2010.11）

セクター	カバー銘柄数	6ヶ月変動率	12ヶ月変動率	長期平均との乖離
オフィス	16	13%point	22%point	-11%point
賃貸住宅	9	15%point	25%point	5%point
その他	9	10%point	16%point	-12%point
全体	34	12%point	21%point	-11%point

[1] セクター別の比較のため、期間を同一にした平均値（2005 年 1 月～2010 年 11 月）をみても、オフィス：1.03、賃貸住宅：0.86、その他：1.03 となっており、相対的に住宅セクターの P/NAV 比率は低い。

２．2010 年は相対的に投資口価格の回復が鮮明

株価純資産時価レシオ（P/NAV）が長期平均に回帰している理由は、実物不動産価格に対して J リートの投資口価格の回復のテンポが速いからである（図２）。



（2007 年 10 月～2010 年 11 月、出典：本社月次 P／NAV）

図 2　リーマン・ショック後の不動産価格（NAV）と J リート投資口価格の推移

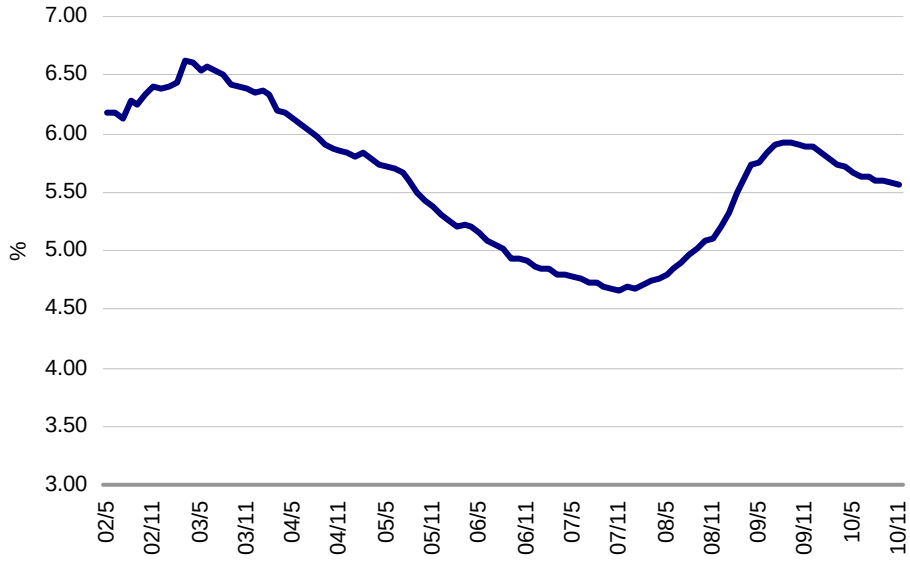
不動産価格（NAV）は、このところ回復の兆しがみられるものの、11 月末においては前年同月比＋0.9%であり、上昇のテンポが遅く概ね横ばい状態である。これに対して、J リート投資口価格はこの 1 年間（2009 年 12 月 17 日～2010 年 12 月 16 日）で+28%という高い伸びを示した。特に、2010 年 10 月 5 日に日銀が発表した金融緩和策等が好感され、大幅な上昇をみた。東証 REIT 指数は 10 月 5 日から 12 月 16 日の期間に、966.02 から 1094.42 に上昇（+13.3%）した。用途別にみると、同期間の上昇率は、オフィス：12.7%、住宅：18.1%、商業・物流等：11. 9%である。住宅セクターの回復が際立っている。

３．なぜ、不動産価格（NAV）は投資口価格の上昇と連動しないか？

株価純資産時価レシオ（P/NAV）の長期平均への回帰の理由は、J リートの投資口価格の回復に対して実物不動産価格（NAV）の回復力が弱いことである。

一般に、不動産価格は３つの要素に分解することができる。①キャップレート要因、②キャッシュフロー（NOI）要因、および③バリュエーション・エラー（評価誤差）の要因である。J リートの投資口価格も実物不動産の価格（NAV）もこれら３つの要因に分解することができる。今次の J リートの投資口価格の回復に対して実物不動産価格（NAV）の回復が弱いという現象は主に②のキャッシュフロー（NOI）要因、および③の評価誤差要因であると考えている。

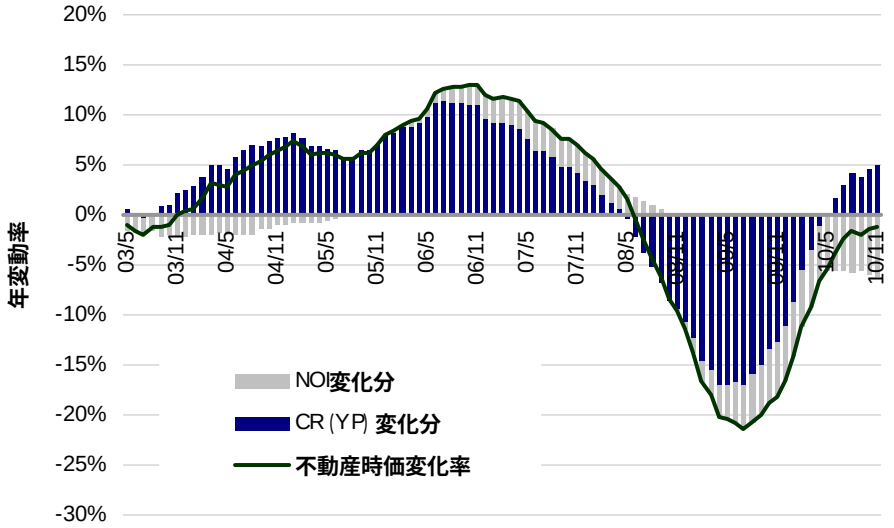
まず、投資用不動産のキャップレートは J リートの投資口価格の上昇のスピードと同様のテンポで回復している（図 3：2009 年 11 月から現在にかけてキャップレートが縮小していることを確認することができる）。



（2002 年 5 月～2010 年 11 月、出典：本社月次 P/NAV データ）

図 3　投資用不動産月次キャップレートの推移

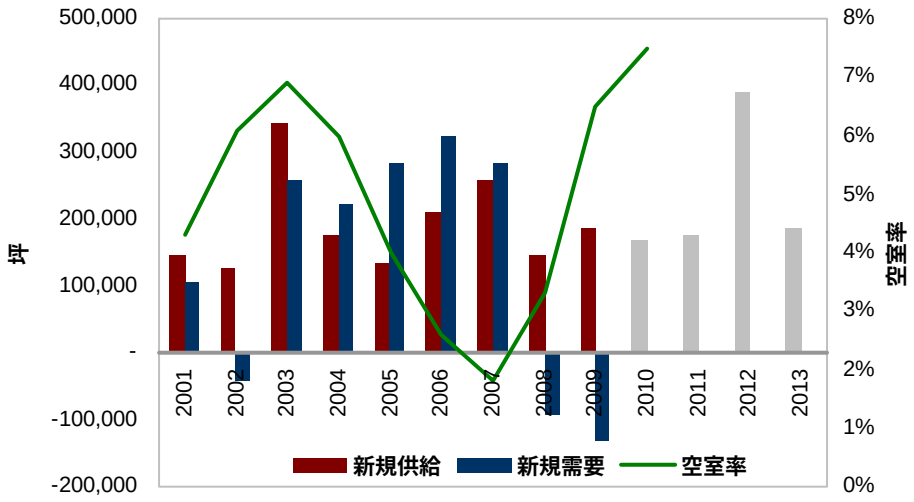
次に、投資用不動産キャップレートの要因とキャッシュフロー（NOI）要因を重ねあわせて見たものが図４である。



（2003 年 5 月～2010 年 11 月、出典：本社月次 P/NAV データにより計算）

図 4　投資用不動産価格の要因ごとの推移（不動産価格の変動要因分析）

図４に示すように、現状は NOI の下落（価格の下落要因）がキャップレートの縮小（価格の上昇要因）を打ち消す状況にある。特に、オフィスについては、足元の空室率の上昇は止まりつつあるものの、新規賃料及び継続賃料の下落は続いており、賃貸市場の予測について楽観的になれない状況にある（図５）。



（出典：2001～2011 年 シービーリチャードエリス総合研究所、不動産白書
2012～2013 年 株式会社ザイマックスの集計による）
図 5　東京 23 区オフィス市場の需給関係と空室率の推移

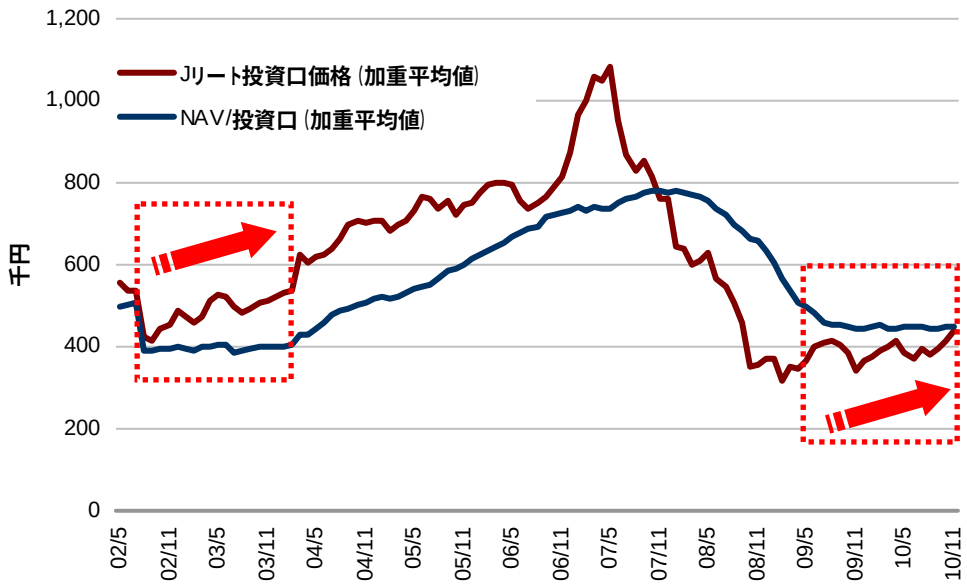
オフィスセクター以外の賃貸マーケットについては信頼に足りる需給関係のデータが少ない（住宅や店舗のマーケットでは Absorption などの基礎データを長期時系列で得ることが困難である）。こうした制約はあるものの現状利用できるデータ、現場の情報などから判断すると、例えば、賃貸住宅マーケットはオフィスの賃貸市場と比べれば楽観的な見通しが立つ、というのが現状のマーケット・コンセンサスとなっている。これが株価純資産時価レシオ（P/NAV）についてオフィスセクターではまだ長期平均に達していないが、住宅セクターの P/NAV が長期平均を上回っている、という背景となっている。

また、J リートの配当の成長見通しは実物不動産の NOI の成長見通しに比べて安定しているとみられている。全セクターでみた P/NAV の回復のもう一つの背景となっている。

最後に、バリュエーション・エラー（評価誤差）の要因である。J リート市場では、日銀の買取によるアナウンスメント効果、および米国の量的緩和（QE２）などにより、株式市場におけるリスク回避度の低下が投資口価格を引き上げている側面がある。これに対して、実物不動産市場では、投資用物件の売買が少なく、不動産価格がマーク・ツー・マーケットされない、また、資金の流動性（資金繰りや調達などのし易さ）が回復する一方で、賃貸市場のファンダメンタルズ（賃料や稼働率など）への懸念があることから、株式市場に比べて相対的に「盛り上がり」を欠いている。

４．今後のＪリート市場の行方は？

2010 年のＪリート投資口価格と不動産価格（NAV）の関係は 2003～2004 年にみられた関係と類似性がある（図 6）。



（2002 年 5 月～2010 年 11 月、出典：本社月次 P/NAV データ）

図 6　不動産価格（NAV）とＪリート投資口価格の推移

図６から次のことがいえる。

①点線で囲った部分を比較すると、IT バブル崩壊後と今回のバブル崩壊後の株価と不動産価格の変化に類似性がある。つまり、不動産価格は概ね横這い、これに対して株価は相対的に上昇トレンドを持っている。

②この状態が 2 年ほど継続した後で、不動産価格も上昇を始める。現在 2010 年 11 月末は 2003 年末から 2004 年春に向かっていく状況と類似している。

③仮に 2011 年以降、不動産価格も株価と同じスピードで上昇し始めると P/NAV はその水準を維持する（つまり、上昇しない）。従って、P/NAV が長期平均に達する、あるいはそれを上回るためには、株価上昇のさらなる加速が必要である。

以上から、今後のＪリート相場を占う上で、IT バブル崩壊後の 2003 年から 2004 年のＪリート相場との比較が参考になろう。そこでの焦点は、バブル崩壊後の回復相場が鮮明となるか否か？ということになる。これは良いニュースの側面もあるが悪い面もある。2011 年のマクロ経済は 2004 年ほどの強さがないであろうということである。いずれにしても、株価純資産時価レシオ（P/NAV）そのもの、およびその長期平均との関係などについて今後も注意深くみていく必要がある。

※ 本社の株価純資産時価レシオ（P/NAV） について

●J リート P/NAV の特徴は、TMAX 独自の時価ベースの NAV を採用している。時価ベース NAV は J リートにおける各投資法人別に算出している。
●NAV 算定における不動産時価は、直接還元法（収益還元法）を用いており、期待 NOI を時価ベースのキャップレート(Economic Cap Rate)で還元して算出される。
●主要テナントの退去等期待 NOI に重大な影響を与える要因が発生した場合、その事象は、数週間内に NAV の算定に反映される。
●Economic Cap Rate は、取引利回り、実地調査により得た情報、市場参加者へのヒアリング、各種公表資料等をもとに評価した独自の査定値である（鑑定評価基準には基づかない）。
●P/NAV は、セクター別（オフィス、賃貸住宅、その他）及び各投資法人別に算出される。
●NAV 算出において評価対象となる不動産の時価総額は、約 7 兆円（2010 年 11 月末現在）。

[用語解説]

株価純資産時価レシオ（P/NAV）とは

P/NAV は、J リートにおける投資口価格と Net Asset Value(NAV)の比率を示す指標であり、REIT のバリュエーションで一般的に用いられている投資指標を J リートに適用したものである。

NAV とは、時価評価ベースの純資産額（純資産価値）のことをいい、投資法人の総資産額から負債を控除することにより求められる。投資口価格と投資口当たりの NAV との関係は P/NAV [2]と呼ばれ、株式における PBR に相当するものであるが、その最大の違いは PBR が資産評価を簿価で行うのに対し、P/NAV は時価で行うところにある。NAV はポートフォリオを構成している個別不動産の時価の総和から求められることから、実物不動産市場ベースでの投資法人の実力を表しているものである。一方、投資口価格は資本市場ベースで評価される投資法人の価値である。

両者は、同一の不動産ポートフォリオを異なる市場で取引したときの価格にすぎないため、無裁定を考慮すると、両者の価格は一致するはずである[3]。 しかしながら、J リートにおける P/NAV の推移をみると、NAV プレミアムまたは NAV ディスカウントの状態であった[4]。J リートにおける 2002 年 5 月から 2010 年 11 月の P/NAV の平均値は、1.09 であり、レンジは、約 0.6～約

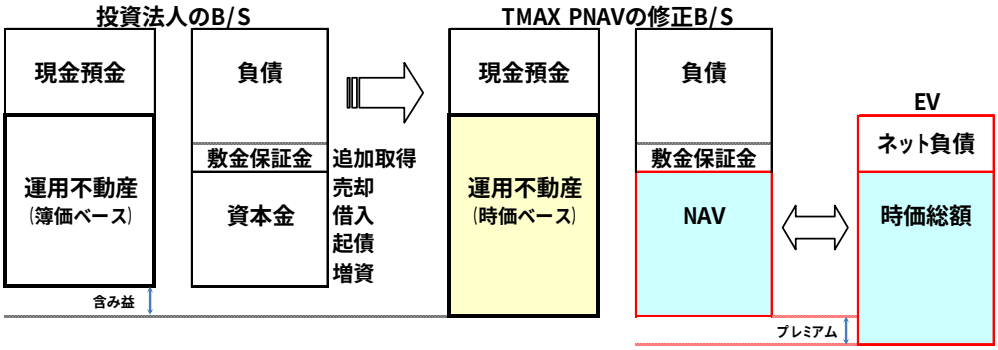
[2] NAV 倍率とも呼ばれている。J リートの Net Asset Vale(NAV)に関するインデックスは、早稲田大学大学院ファイナンス研究科川口有一郎教授及び株式会社 TMAX により共同開発された TMAX-Kawaguchi Index がある。当インデックスでは、月次単位で独自に不動産の時価評価を行い、タイムリーな NAV を算出している。なお、米国における P/NAV 指標は、Green Street Advisors（GSA）社により提供されている。

[3] NAV を発行済み投資口数で割った額と投資口価格を比較して、投資口価格が上回っている状態を NAV プレミアム、逆に下回っている状態を NAV ディスカウントという。なお、NAV プレミアム/ディスカウントは、P/NAV-1 により算出される。

[4] NAV プレミアムは、投資口になり小口化されることによる流動性の付与・用途分散、地域分散等のポートフォリオ効果・フランチャイズ価値等を反映しているものと考えられる。

1.4 である。

これに対し、米国GSA社によると、US-REITs における 1990 年 1 月から 2010 年 11 月の P/NAV 平均値は、約 1.02 であり、NAV に対するプレミアムは、約 2%であった。また、同期における P/NAV のレンジは、約 0.6～約 1.3 である。歴史的にみると、日米の P/NAV のレンジについて大きな違いはみられない。



$$\text{TMAX P/NAV インデックス} = \frac{\text{投資口価格}}{\text{1口当たりのNAV}}$$

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社ティーマックスに帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。