

## J-REIT マーケット・レビュー <2010 年第 4 四半期> ～ 株価純資産時価レシオ (P/NAV) の概況～

株式会社ティーマックス  
不動産戦略室 03-5501-2950

2010 年第 4 四半期の株価純資産時価レシオ (以下、P/NAV、詳細については後述参照) は 1.08 の水準に ～投資口価格が NAV を上回る現象は約 3 年ぶり～

### P/NAV の推移

2010 年第 4 四半期の P/NAV は、力強い回復をみせた。2010 年 12 月末の P/NAV(加重平均値) は 1.08 であり、同年 9 月末 (0.89) と比して、+19 パーセント・ポイントの上昇となった。用途別にみると、オフィス：+20 パーセント・ポイント、賃貸住宅：+19 パーセント・ポイント、商業その他：+15 パーセント・ポイントとなっており、相対的にオフィス・賃貸住宅の上昇の程度が高かった。NAV が横這い傾向にあるなか、投資口価格が大幅に上昇したことで、投資口価格が NAV を上回る(P/NAV が 1.00 を超える)現象がみられた。このように投資口価格が、NAV に対してプラス (プレミアム) になるのは、07 年 10 月末以来、3 年 2 ヶ月ぶりである。

### J-REIT 投資口価格の動向

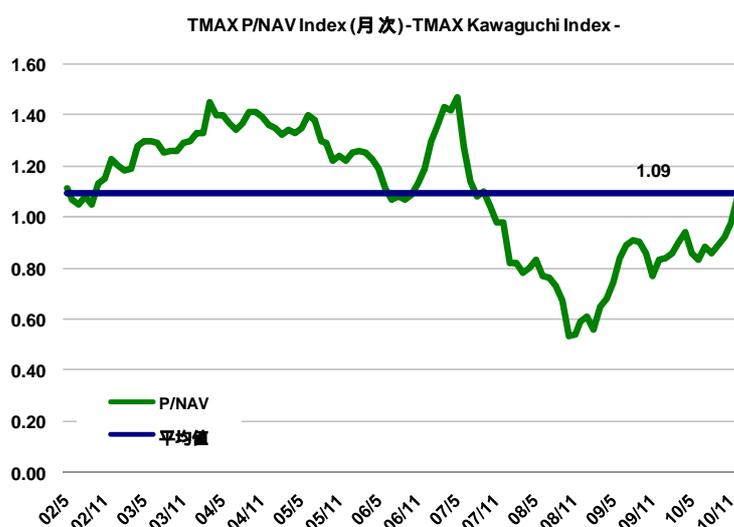
J-REIT 投資口価格は、昨年 10 月 5 日の日銀による金融緩和のアナウンス等を受けて、大幅に上昇した。2010 年第 4 四半期 (2010 年 9 月 30 日～12 月 30 日) の東証リート指数をみると、935 ポイントから 1130 ポイントとなり、上昇率は+21 パーセントである。同期間の上昇率を用途別にみると、オフィス：+20 パーセント、住宅：+27 パーセント、商業・物流等：+18 パーセントであり、特に賃貸住宅の上昇率が高かった。

### 不動産価格の動向

NAV 動向の主要因となる不動産価格は、概ね横這いであり、今四半期の変化率は、+0.1 パーセントである。セクター別にみても、オフィス：-0.3 パーセント、賃貸住宅：+1.3 パーセント、商業その他：+0.2 パーセントの変化率となり、横這い傾向にある。

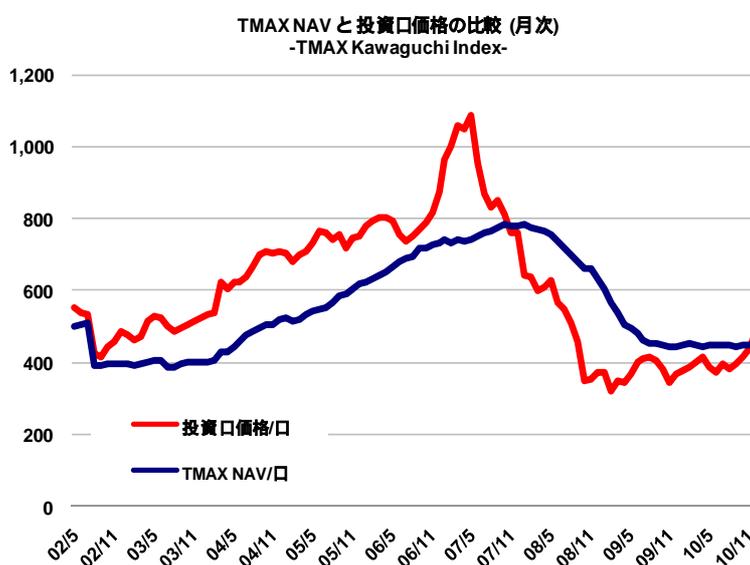
2010 年 12 月の利回り水準は、不動産キャップレート：5.52%、インプライドキャップレート：5.14%であり、両者のスプレッドは、38 ベーシス・ポイントとなった。不動産キャップレートは下落基調にあるものの、今期にはインプライドキャップレートがそれを超える勢いで大幅に下落したことにより、両者の水準に逆転現象がみられた。

図1) J-REIT の P/NAV インデックス (加重平均値)



P/NAV(加重平均値)の長期平均は 1.09 であり、長期的にみると、NAV はプレミアムの状態となっている。P/NAV は 09 年から概ね、0.8~0.9 のレンジで推移してきたが、10 年第 4 四半期には 1.08 となり、その長期平均 (1.09) に迫る勢いである。

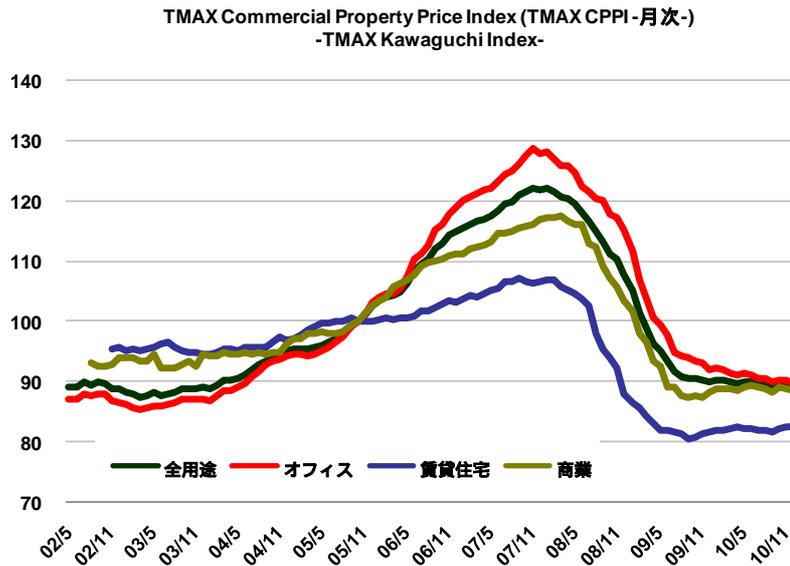
図2) J-REIT の投資口価格 (P)、NAV (加重平均値)



2010 年以降は株式分割調整後

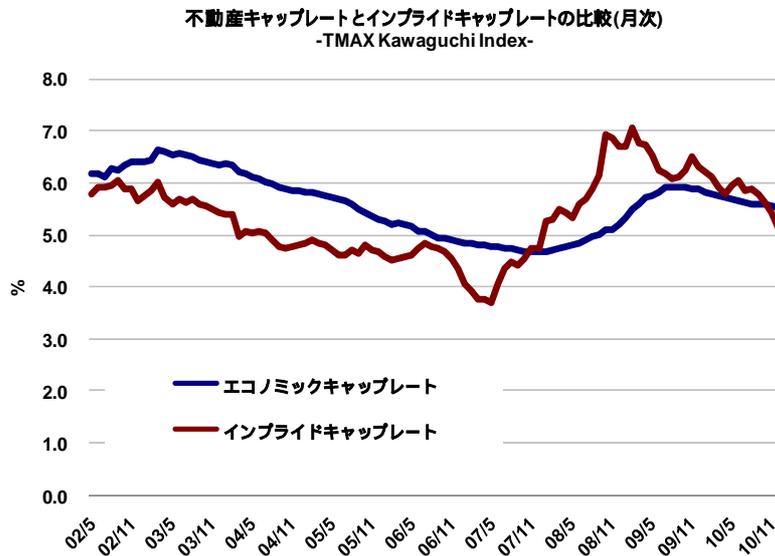
P/NAV が回復傾向にある主な要因は、投資口価格の大幅な上昇である。NAV/口の水準は横這い傾向であり、底打ち感があるものの、依然として本格的な上昇には至っていない。このように NAV が一定を保っているなか、投資口価格が上昇したことで、両者のスプレッドは、縮小し、今期には、両者の水準が逆転する現象がみられた。

図 3) TMAX Commercial Property Price Index (TMAX CPPI : 用途別)



不動産価格の動向を用途別にみると、いずれの用途についても概ね横這い傾向が続いている。特にオフィスについては、キャッシュフローが下げ止まっておらず、価格動向のマイナス要因となっている。

図 4) 不動産キャップレートとインプライドキャップレートの比較



調査対象法人が保有する個別不動産の時価算出時に算定した不動産キャップレートと、インプライドキャップレートの比較をみると、2007 年下半年期以降、インプライドキャップレートが不動産キャップレートを上回るようになった。2009 年の下半年期以降、両者のスプレッドは縮小傾向となっていたが、今期には、インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る現象がみられた。

不動産投資インデックス「TMAX Kawaguchi インデックス」とは

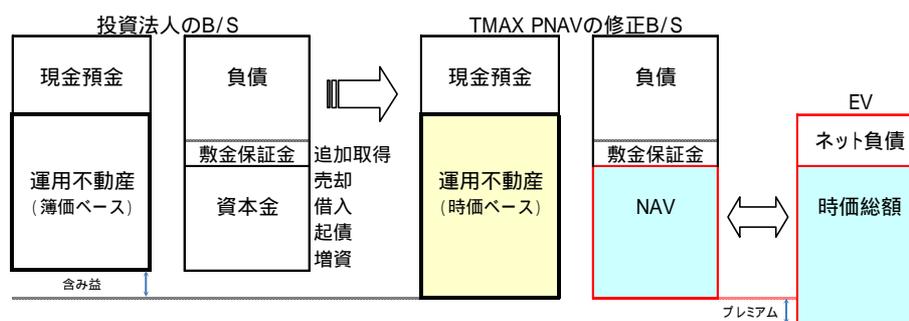
当社が早稲田大学大学院ファイナンス研究科の川口有一郎教授をアドバイザーとして開発した最新の投資インデックスで、J-REIT に関する **TMAX P/NAV インデックス**、および国内の投資用不動産の価格を表象する **TMAX Commercial Property Price Index (J-REIT 不動産価格指数)** で構成され、J-REIT の投資口評価や不動産市場動向の把握等に活用できる。

### TMAX P/NAV インデックス

J-REIT の純資産額 (Net Asset Value = 以下 NAV) を時価ベースに修正した NAV と投資口価格 (P) から算出した、J-REIT の P/NAV インデックス。

修正 B/S には J-REIT の運用不動産を個別に収益還元法で時価評価した「TMAX 時価(T 時価)」を反映するため、TMAX P/NAV インデックスは不動産市場の最新動向を反映すると同時に、投資法人の決算期に拠らず、月次での加重平均値等の算出や投資法人ごとの数値比較が可能となっている。

### J-REIT の NAV 概念図



算出式：

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

\* NAV は、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 (以下 P/NAV) はNAV 倍率とも呼ばれ、株式における PBR に相当するが、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す。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。

## TMAX Commercial Property Price Index ( J-REIT 不動産価格指数 )

TMAX P/NAV インデックスで月次で査定している、投資法人の個別不動産の時価に基づき、調査対象法人が保有する個別の運用不動産の価格変化を分析する。2005 年 10 月末時点を基準値 ( 100 ) として、1 ヶ月ごとの不動産時価総額の変化の程度を表している。

算出式 :

$$\text{当月の不動産価格指数} = \frac{\text{当月の不動産時価}}{\text{前月の不動産時価}} \times \text{前月の不動産価格指数}$$

### インデックス組入れルール

TMAX P/NAV インデックスの調査対象は、国内上場の J-REIT 全銘柄で、投資法人の不動産運用開始後 1 回目の決算発表月から TMAX P/NAV インデックスを算出し、合併手続き中の投資法人は、新設法人または存続法人の合併後第 1 回目の決算発表月から算出する。インデックスは 2002 年 5 月から算出を開始している。

データは月次で算出。当月末日を基準日とし、翌月 10 日 ( 土休日の場合その翌日 ) に公表する。

\* 詳細は当社 Web サイト <http://www.tmaxv.co.jp/> をご覧下さい

インデックス配信先 :

株式会社 Q U I C K 「Astra Manager」概要

日本経済新聞社グループの金融情報サービス会社として、世界の証券・金融情報をはじめ、政治・経済情報をリアルタイムで配信。資産運用支援、注文執行業務の支援、ネットワーク構築支援サービスなど、証券・金融市場に関連する総合的なソリューションを提供。

2007 年 よりマーケット分析とポートフォリオ運用のための機関投資家向け資産運用ソリューション「Astra Manager」のサービス開始。

Web site : <http://corporate.quick.co.jp/index.html>

.....  
Astra Manager で提供される「TMAX Kawaguchi インデックス」について

Ticker **TMAX@** からご覧下さい  
.....

## 免責事項

当ニュースリリースで示されているレポートは、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。

< 本件に関するお問い合わせ >

株式会社ティーマックス

不動産戦略室 担当：金江

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 2-2-1

日本プレスセンタービル

TEL：03-5501-2950 FAX：03-5501-2951

E-Mail：[ff\\_t@tmaxv.co.jp](mailto:ff_t@tmaxv.co.jp)