

J-REIT マーケット・レビュー

～新型コロナウイルスの影響下における NAV 倍率及びインプライドキャップレートの動向～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

2020年2月末におけるJリークのNAV倍率は下落するも、1.0を上回る水準を維持 ～ホテルセクターのインプライドキャップレートは、不動産キャップレートを上回る水準に～

■ Jリート全体及び用途別のNAV倍率

Jリートにおける2020年2月末のNAV倍率(全用途加重平均値)は、1.23となり、1.0を上回る水準を維持している。NAV倍率は、リーマン・ショックを経て2012年9月まで概ねマイナス圏での推移が続いたが、その後はプラス圏で推移している。特に、2013年4月に開始された量的質的金融緩和により、上昇幅が大きくなり、同金融政策開始時点から現在までプラス圏を維持している(図1参照)。しかしながら、2月末時点を見ると、新型コロナウイルスの拡大懸念により、投資口価格が大幅に下落しており、NAV倍率が下落傾向となっている。NAV倍率を用途別にみると、オフィス：1.30、賃貸住宅：1.18、商業施設：1.10、物流施設：1.28、ホテル：0.87、ヘルスケア施設：1.09となっており、ホテルについては、割安とされる1.00の水準を下回っている(図2参照)。なお、3月19日の投資口価格急落の局面では、NAV倍率(全用途加重平均値)は、0.70となり、用途別ではオフィス：0.72、賃貸住宅：0.71、商業施設：0.54、物流施設：0.84、ホテル：0.40、ヘルスケア施設：0.72と下落がさらに鮮明になっているが、投資口価格の変動のボラティリティが拡大しているため、継続性について注視する必要がある。

■ 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推移

Jリートにおける2020年2月末のインプライドキャップレート(全用途加重平均値)は3.84%、不動産キャップレートは4.53%であり、両利回りのスプレッドは-69ベーシスポイントとなっている。同時点におけるインプライドキャップレートを用途別にみると、オフィス：3.45%、賃貸住宅：4.09%、商業施設：4.35%、物流施設：3.90%、ホテル：5.45%、ヘルスケア施設：5.18%である。また、両利回りのスプレッドは、オフィス：-71b.p.、賃貸住宅：-51b.p.、商業施設：-59b.p.、物流施設：-78b.p.、ホテル：+30b.p.、ヘルスケア施設：-6b.p.であり、ホテルのみ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っている(図4参照)。新型コロナウイルス拡大により、ホテル収益の悪化が懸念されており、同セクターの投資口価格が大幅に下落したが、これに伴いインプライドキャップレートが大幅に上昇したためである。不動産キャップレ

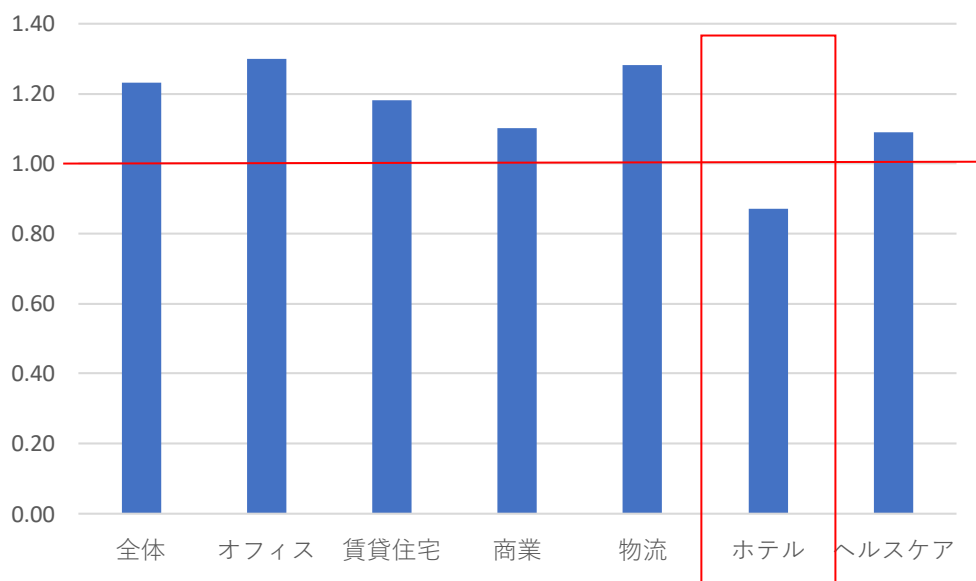
ートの上昇（下落）は、インプライドキャップレートの上昇（下落）に追随する傾向がみられ、インプライドキャップレートが継続的に上昇すると不動産キャップレートも上昇する可能性がある。そのため、ホテルを中心に、インプラドキャップレートの今後の動向を注視する必要がある。

図 1) Jリート全体における NAV 倍率の推移



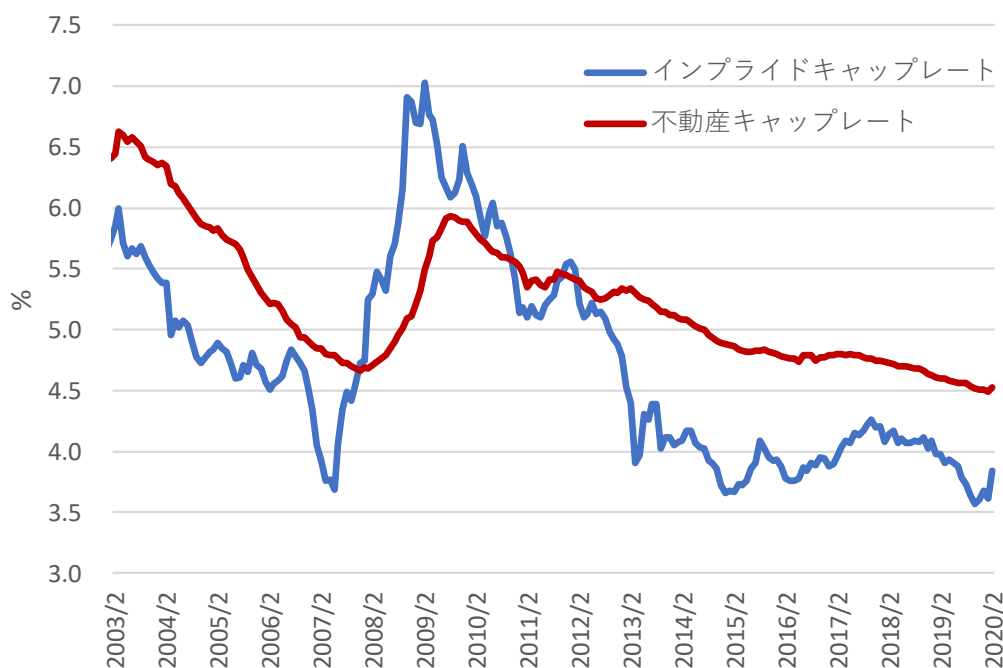
NAV 倍率は、リーマン・ショックを経て 2012 年 9 月まで概ねマイナス圏での推移が続いたが、その後はプラス圏での推移。直近でも、プラス圏を持しているものの、下落傾向がみられる。

図 2) Jリート全体及び用途別 NAV 倍率の比較 (2020 年 2 月末)



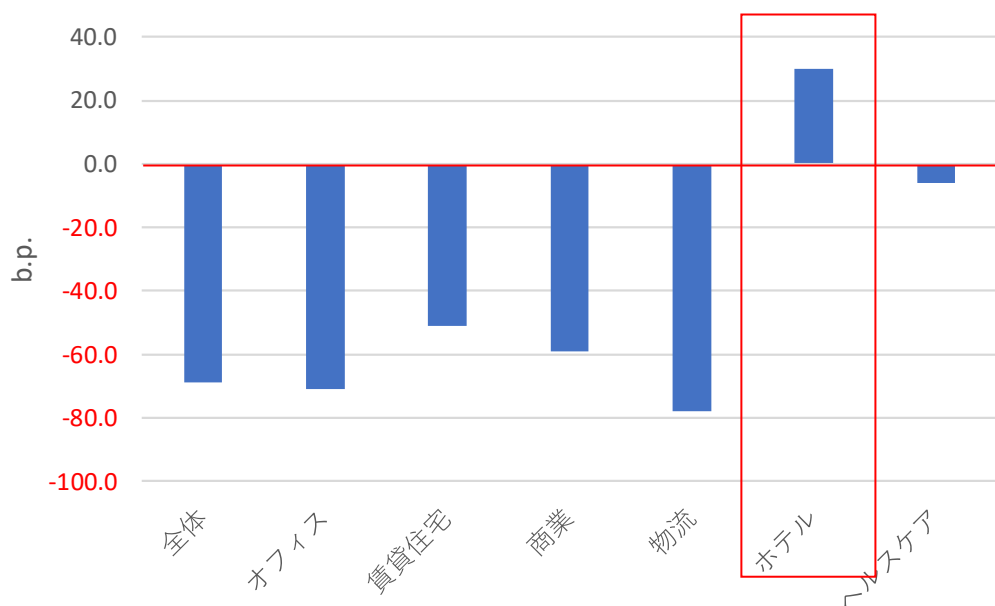
J-REIT 全体の NAV 倍率の平均値は、概ね 1.2 (2020 年 2 月末) となっている。用途別の NAV 倍率をみると、ホテルが 1.00 を下回っているものの、他の用途は、1.00 を上回っている。

図3) 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推移



2020年2月末のインプライドキャップレートは3.84%、不動産キャップレートは、4.53%で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状況。2012年下期以降、J-REIT投資口価格の上昇に伴いインプライドキャップレートが大幅に改善し、これに伴い、不動産キャップレートにも改善傾向がみられてきた。ヒストリカルにみると、不動産キャップレートは、インプライドキャップレートの変動に追随する傾向がみられる。

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スプレッド (2020年2月末)



J-REIT 全体のインプライドキャップレートと不動産キャップレートの差は、概ね-70 ベーシスポイントとなっており、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っている。用途別にみると、ホテルの同スプレッドが、+30 ベーシスポイントであり、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状況となっている。

【参考】投資法人一覧とセクター分類

証券コード	略称	セクター
2971	エスコンJP(2971)	商業
2972	サンケイRE(2972)	オフィス
3226	アコモF(3226)	賃貸住宅
3227	MID(3227)	オフィス
3234	森ヒルズ(3234)	オフィス
3249	産業ファ(3249)	物流
3269	ADR(3269)	賃貸住宅
3278	KDR(3278)	賃貸住宅
3279	API(3279)	商業
3281	GLP(3281)	物流
3282	コンフォリア(3282)	賃貸住宅
3283	プロロジ(3283)	物流
3287	星野(3287)	ホテル
3290	One!リート(3290)	オフィス
3292	イオンリート(3292)	商業
3295	ヒューリックRE(3295)	オフィス
3296	日本リート(3296)	オフィス
3298	インベスコ(3298)	オフィス
3308	日ヘルスケア(3308)	ヘルスケア
3309	積水ハウスR(3309)	賃貸住宅
3451	トーセイR(3451)	オフィス
3453	ケネディ商業(3453)	商業
3455	ヘルスケアM(3455)	ヘルスケア
3459	サムティR(3459)	賃貸住宅
3462	野村マスター(3462)	オフィス
3463	いちごホテル(3463)	ホテル
3466	ラサールロジ(3466)	物流
3468	スターアジア(3468)	オフィス
3470	マリモリート(3470)	賃貸住宅
3471	三井不ロジ(3471)	物流
3472	大江戸温泉R(3472)	ホテル

証券コード	略称	セクター
3473	さくらリート(3473)	オフィス
3476	Rみらい(3476)	オフィス
3478	森トラホテル(3478)	ホテル
3481	菱地所物流R(3481)	物流
3487	CREロジ(3487)	物流
3488	ザイマックス(3488)	オフィス
3492	タカラリート(3492)	オフィス
3493	伊藤忠アドL(3493)	物流
8951	ビルF(8951)	オフィス
8952	ジャパン(8952)	オフィス
8953	リテールファ(8953)	商業
8954	オリックスF(8954)	オフィス
8955	Jプライム(8955)	オフィス
8956	プレミア(8956)	オフィス
8957	東急RE(8957)	オフィス
8958	グローバル(8958)	オフィス
8960	ユナイテッド(8960)	商業
8961	森トラスト(8961)	オフィス
8963	INV(8963)	賃貸住宅
8964	フロンティア(8964)	商業
8966	平和(8966)	オフィス
8967	ニホンロジ(8967)	物流
8968	福岡(8968)	商業
8972	ケネディク(8972)	オフィス
8975	いちご(8975)	オフィス
8976	大和OF(8976)	オフィス
8977	阪急(8977)	商業
8979	スターツPR(8979)	賃貸住宅
8984	ハウスリート(8984)	物流
8985	JHR(8985)	ホテル
8986	日賃貸(8986)	賃貸住宅
8987	エクセレント(8987)	オフィス

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いたします。

株式会社ティーマックスは、累計2万件の不動産デューデリジェンス実績をもつ不動産評価会社です(不動産鑑定業
東京都知事(4)第1823号)。

不動産評価のリーディングカンパニーとして、全国のオフィス、住宅からオペレーショナルアセットまで多様な投資用不
動産の評価サービスを提供すると同時に、調査研究事業では不動産投資インデックスの開発・配信や、不動産マーケッ
ト全般の調査・分析を行っています。

「マーケット・レビュー」は、ティーマックスがさまざまな角度から不動産市況を分析、紹介するレポートで、奇数月20日(休
日の場合翌営業日)に配信しています。

過去のレポートはホームページで公表しています。

<http://www.tmaxv.co.jp/> (弊社ホームページトップ)→レポート

<本件に関するお問い合わせ>

株式会社ティーマックス

〒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