

## J-REIT マーケット・レビュー

### ～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

#### 2017年12月末の株価純資産時価レシオは1.14の水準に ～投資口価格の下落によりP/NAVは過去平均値を下回る～

##### ■ P/NAVの推移

Jリートにおける2017年12月末のP/NAV（全用途加重平均値）は、1.14となり過去平均値（1.15）を割り込む水準となった。P/NAVは2012年に1.00を割り込む割安な水準を脱し、13年3月には過去最高値（1.61）を記録したが、近年は下落傾向が続いている。用途別にみた直近値は、オフィス：1.12、賃貸住宅：1.17、商業その他：1.15となっており、住宅銘柄のP/NAVが相対的にみて若干高い水準にある。

##### ■ J-REIT投資口価格の動向

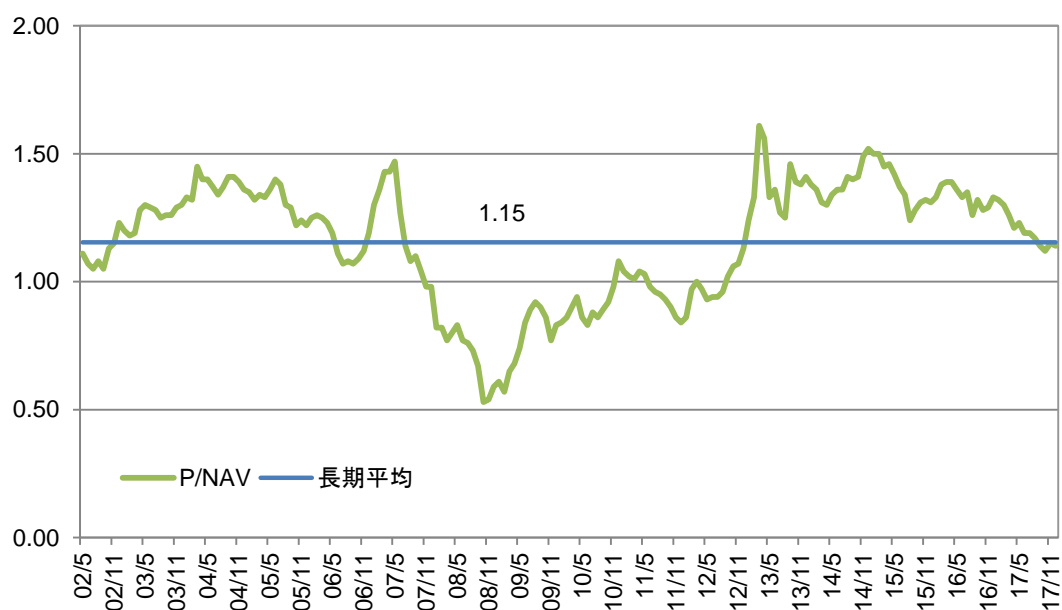
J-REIT投資口価格は2017年上期以降、投資信託の売り越し等の影響により、下落傾向がみられた。2016年12月末から2017年12月末の東証REIT指数は、1,855.8ポイントから1,662.9ポイントとなり、-10.4%の下落率となった。用途別にみると、オフィス：-12.9%、住宅：-6.2%、商業・物流等：-8.8%であり、オフィスの下落率が相対的に大きくなっている。

##### ■ 不動産価格の動向

NAV変動の主要因となる不動産価格は、横ばい傾向となった。不動産の価格動向を示すTMAX CPPI（TMAX Commercial Property Price Index、2006年12月末=100）を全用途で見ると、2017年12月末時点で100.7であり、2017年12月比で概ね横ばいとなっている。

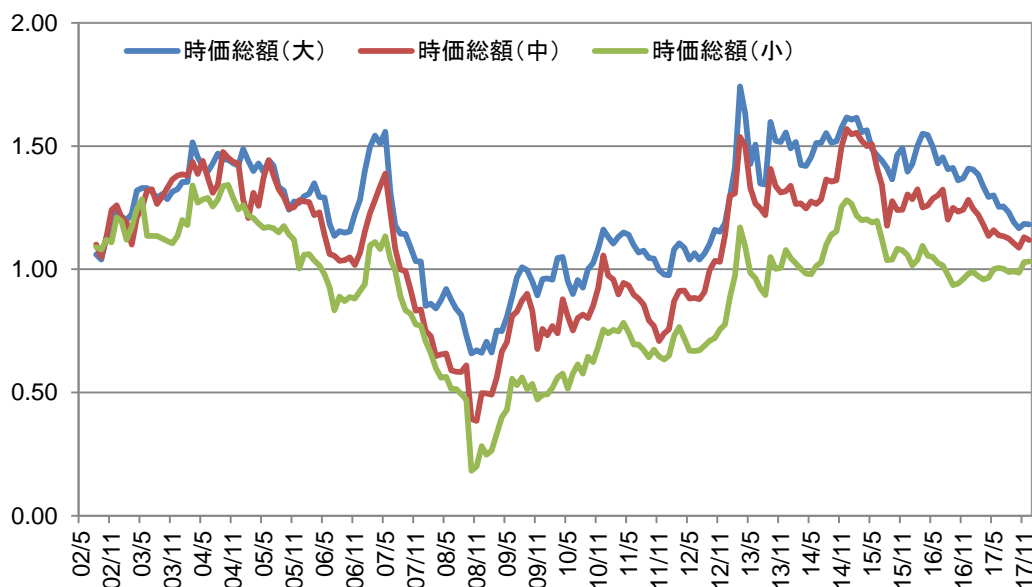
2017年12月末の不動産キャップレートは4.75%、インプライドキャップレートは4.21%である。ヒストリカルにみると、インプライドキャップレートの上昇（下落）に不動産キャップレートの上昇（下落）が追随する傾向がみられる。2017年12月末の両者のスプレッドは54ベースポイントと乖離が大きいものの、近年インプライドキャップレートが上昇傾向となっている。インプライドキャップレートが今後継続的に上昇した場合、不動産キャップレートもタイムラグを持って上昇する可能性があることからインプライドキャップレートの動向に注視する必要がある。

図1) J-REITのP/NAVインデックス(全用途 - 加重平均値)



P/NAV(加重平均値)の長期平均は1.15であり、長期的にみると、プレミアムの状態である。直近値(2017年12月末)は1.14となっており、長期平均を若干割り込んだ。

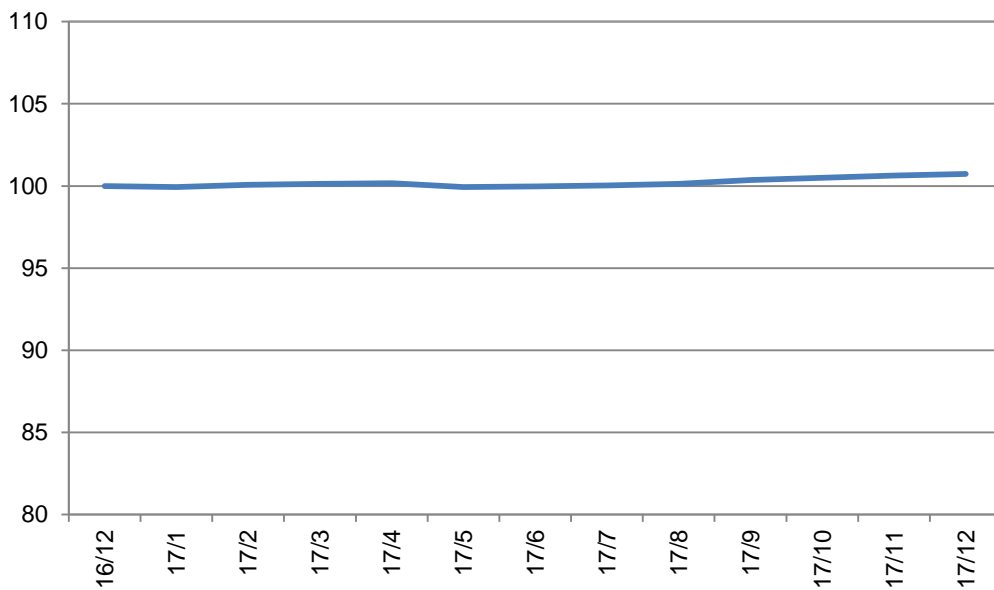
図2) J-REITのP/NAVインデックス(時価総額別)



注) 時価総額に応じて大、中、小のポートフォリオを構築し、それぞれのP/NAVを計算。なお、時価総額の分類基準日は月末とした。

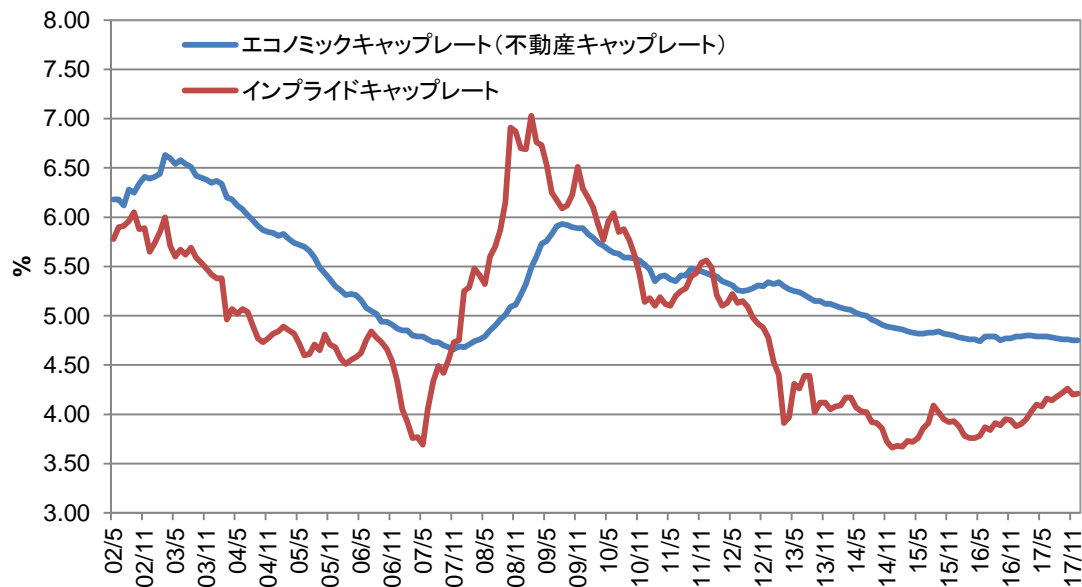
JリートのP/NAVを時価総額別にみると、大型銘柄群:1.18、中型銘柄群:1.12、小型銘柄群:1.03となっている。大型銘柄群は、07年及び08年の金融危機時に1を下回る水準となったものの、その他の期間については、概ね1を上回る水準で推移している。

図 3) TMAX Commercial Property Price Index (TMAX CPPI) 注) 2016.12 末=100 として指数化



不動産価格は、年間でみると概ね横ばいとなっている。

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



2012 年下期以降、J-REIT 投資口価格が上昇し、インプライドキャップレートが大幅に改善。これに伴い、不動産キャップレートも改善の傾向が続いてきた。しかしながら、17 年に入り J-REIT 価格が下落したことにより、インプライドキャップレートは上昇傾向にある。

## 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いたします。

株式会社ティーマックスは、累計1万9,000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、全国のおフィス、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