

# 研究員の眼

## Jリート市場で拡大するセクター間のバリュエーション格差

～アフターコロナに向けて。格差は収束するか？～

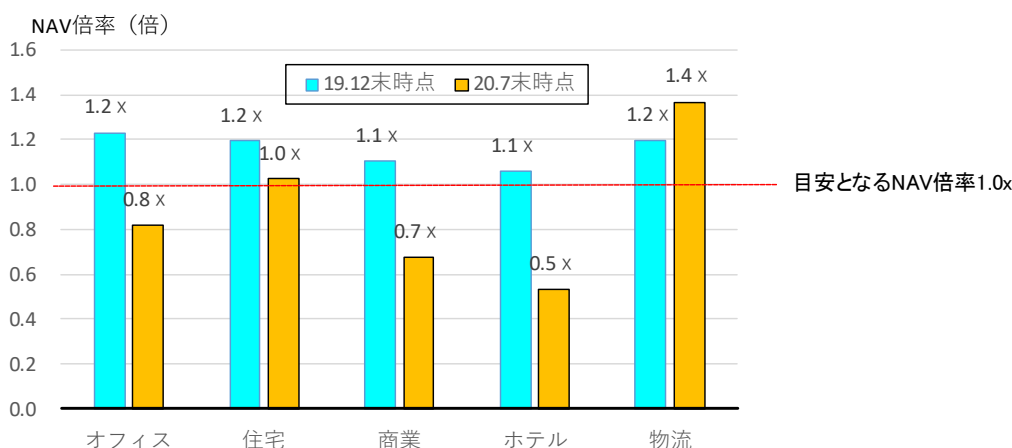
金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

新型コロナウイルス感染の第2波を受けて、ウィズコロナの期間の長期化が懸念されるなか、Jリート（不動産投資信託）市場ではセクター間のバリュエーション格差が拡大しています。

Jリート市場のバリュエーション指標の1つであるNAV倍率<sup>1</sup>をアセットタイプ別に比較すると、物流（1.4倍）と住宅（1.0倍）が目安となる1倍を超える一方で、ホテル（0.5倍）や商業（0.7倍）、オフィス（0.8倍）は1倍を下回る水準が常態化しています（図表1）。

ビフォーコロナの昨年末時点では、アセットタイプ別のNAV倍率は概ね「1.1～1.2倍」の範囲に収まり、これほどの格差は生じていませんでした。しかし、足もとではコロナ禍の影響が相対的に小さい物流・住宅セクターへの選好が高まる一方で、ホテル・商業・オフィスセクターの時価総額は理論上の解散価値に相当するNAVを下回る割安な評価となっています。

図表1：アセットタイプ別にみたNAV倍率

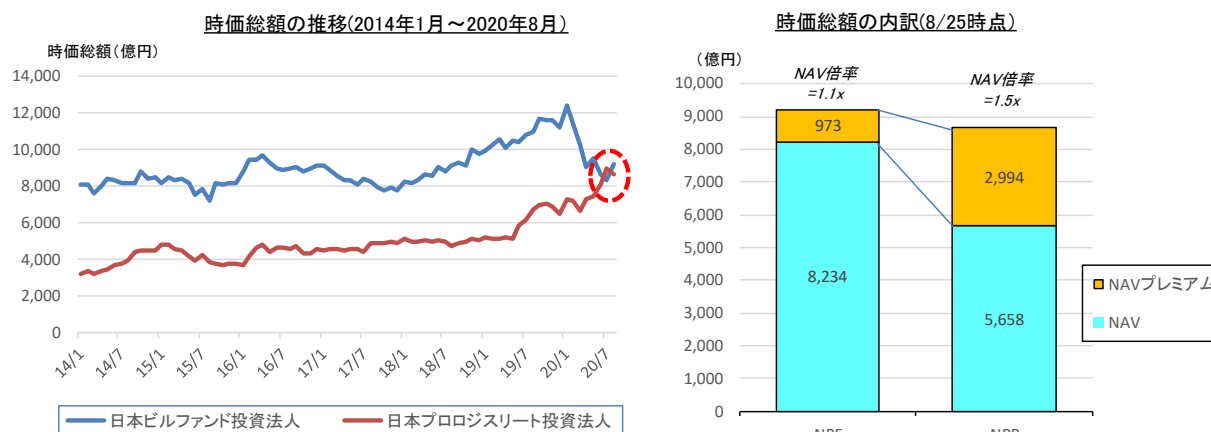


(注) REIT各社の時価総額とNAVを保有不動産のウェイトで加重平均した数値  
(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> NAV倍率は、市場時価総額が保有不動産の鑑定評価額をもとに算出されるNAV (Net Asset Value) に対して何倍で評価されているかを表す指標。株式投資におけるPBR (株価純資産倍率) に相当する。

こうしたセクター間のバリュエーション格差は、個別銘柄にも及んでいます。先月には、物流特化型 REIT の日本プロロジスリート投資法人(NPR)の時価総額がオフィス特化型 REIT の日本ビルファンド投資法人(NBF)を一時上回り、時価総額トップの座が初めて入れ替わりました(図表2)。

図表2：NBFとNPRの時価総額



(注)直近は8/25時点の数値  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

時価総額を「NAV」と「NAV プレミアム」(時価総額-NAV)に分解して比較すると、「NAV」についてはNBFがNPRを45%上回っています。したがって、両者の時価総額の接近は、NAVの将来期待を反映した「NAV プレミアム」の増減によって生じたこととなります。

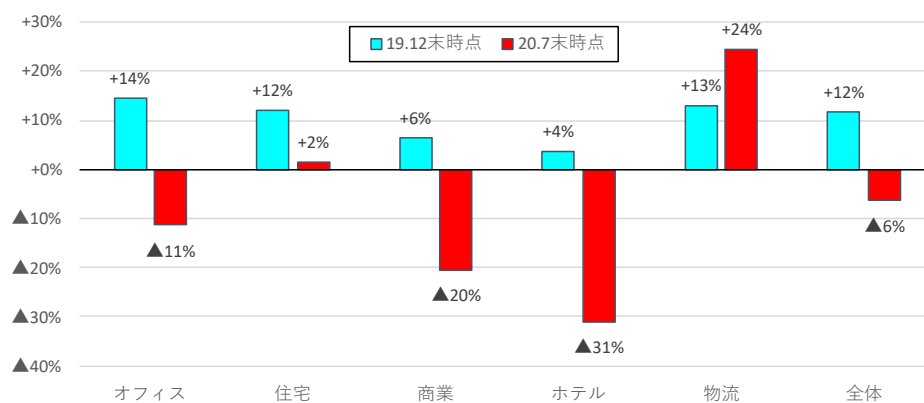
確かに、賃貸市況においては、ホテルは人の移動制限を受けて宿泊需要が蒸発し、商業は3密回避のもと都市部の施設を中心に売上が減少しています。また、オフィスも在宅勤務が急速に普及するなか空室率が上昇に転じています<sup>2</sup>。

一方、各セクターのNAV倍率が示唆する将来の不動産価格の騰落率は、ホテル(▲31%)・商業(▲20%)・オフィス(▲11%)・住宅(+2%)・物流(+24%)となりますが(図表3)、今のところ、こうした格差が正当化されるような価格の下落は顕在化していません。したがって、セクターによっては現在の投資口価格の下落が行き過ぎ(オーバーシュート)の可能性もあります。

いずれにしろ、コロナ禍が収束したアフターコロナの時代では、現在のバリュエーション格差も収束に向かうことになるでしょう。その場合、投資口価格の上昇によって収束するのか、それとも不動産価格の調整によるNAVの下落によって収束するのか、Jリート市場の価格発見機能を測るうえでも注目する必要があります。

<sup>2</sup> 渡邊布珠子『新型コロナで住宅市場は更に減速、ホテル・商業は厳しさを増すー不動産クォーターリー・レビュー2020年第2四半期』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2020年8月13日)

図表 3 : NAV 倍率が示唆する将来の不動産価格騰落率(NAV 倍率= 1 倍を前提)



(出所) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。