

(不動産投資)：Jリート市場のNAV倍率と不動産価格の騰落率を考える

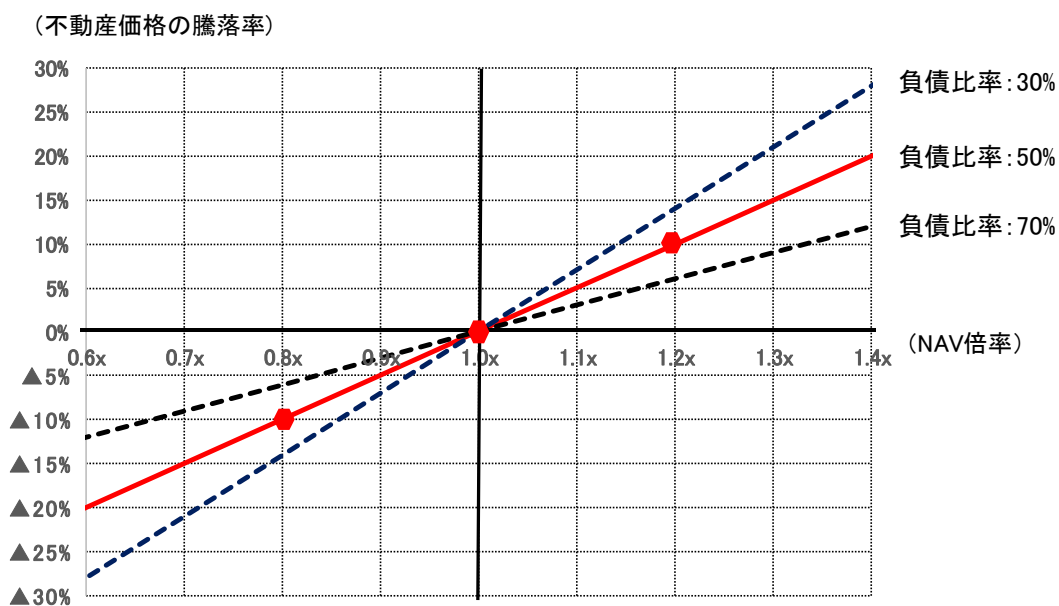
Jリート市場のNAV倍率とその後の不動産価格の騰落率をみると、両者の間に高い相関関係を確認することができる。また、Jリート市場が持続的成長を実現するには、NAV倍率を高い水準で維持すること、すなわち、投資家の信認を高めることが大切になりそうだ。

Jリート（不動産投資信託）は調達した資金を収益不動産に投資し、利益のほぼ全額を投資家に分配する金融商品である。保有不動産の評価額は決算期毎（半年）に開示され、資産額（時価ベース）から負債額を控除したJリートの解散価値（NAV、Net Asset Value）は、不動産評価額の変動に応じて増減する。

これに対して、Jリートの時価総額は日々の投資口価格の変動に応じて増減する。そのため、時価総額とNAVに乖離が生じることになる。この時価総額がNAVに対して何倍で評価されているかを表わす指標をNAV倍率（時価総額÷NAV）といい、株式評価におけるPBR（株価純資産倍率）に相当する。

図表1は、NAV倍率（横軸）と、NAV倍率が織り込む不動産価格の騰落率（縦軸）の関係を示している。例えば、資産100（負債比率50%：負債50、NAV50）のJリート（赤線）のNAV倍率が1倍の場合、時価総額とNAVの差額はゼロで、NAV倍率が織り込む不動産価格の騰落率も当然0%となる。また、NAV倍率が1.2倍の場合、時価総額（ 50×1.2 ）とNAV（50）の差額は+10で不動産価格の騰落率は+10%、NAV倍率が0.8倍の場合、時価総額（ 50×0.8 ）とNAV（50）の差額は▲10で不動産価格の騰落率は▲10%となる。そして、Jリートの負債比率が低い（高い）ほど、直線の傾きは大きく（小さく）なる。

図表1： JリートのNAV倍率が織り込む不動産価格の騰落率



(資料) ニッセイ基礎研究所が作成

現在のJリート市場全体のNAV倍率は1.13倍で、NAV倍率でみた不動産価格の騰落率は+7.6%となる(10月末時点)。このように、Jリーートのシンプルで透明性の高いバランスシートをもとに算出した不動産価格の騰落率は、計算が容易で明示的な方法だと言える。

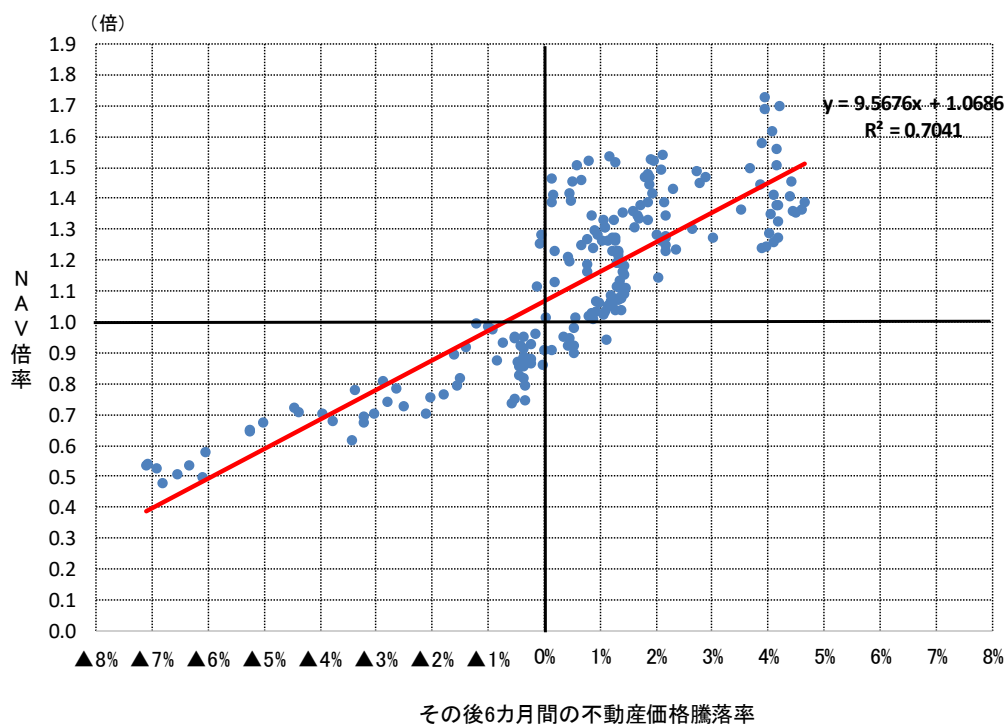
ただし、この考え方には課題もある。1つは「NAV=時価総額 (NAV倍率1倍)」を基準に算出すること、もう1つは「価格騰落率の期間」が不明なことである。

そこで、図表2の通り、縦軸にJリート市場全体の「NAV倍率」、横軸に「その後6カ月間の不動産価格の騰落率(年率換算前)」を示すと、両者の間に高い相関関係を確認することができる。つまり、将来の不動産価格が上昇(下落)するほど、その時点におけるNAV倍率は高くなる(低くなる)傾向がみられる。

また、注目したいポイントとして、不動産価格騰落率が横ばい(±0%)であってもNAV倍率が1倍を超えている(1.07倍)ことに留意したい。Jリートは利益のほぼ全額を分配するため、不動産価格が横ばいとした場合、NAVの成長率は0%となる。しかし、NAV倍率を1倍超に維持することで、「プレミアム増資」⇒「1口当たりNAVの拡大」⇒「投資口価格上昇」⇒「プレミアム増資」の好循環を実現することができる。

このようにしてみると、Jリート市場が外部環境に依存せずとも持続的成長を達成するには、NAV倍率をできるだけ高い水準に維持すること、すなわち、投資家の信認を高めることが成長の生命線になると言えそうだ。

図表2： Jリート市場のNAV倍率と不動産価格の騰落率(年率換算前)



(注) 期間：2004年1月～2021年1月(月次データ)

(資料) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

(岩佐 浩人)