

## (不動産投資)：不動産投資としてみたJリート。NAV1倍割れは投資の好機か？

2020年のコロナショック以降、Jリート市場全体のNAV倍率が1倍を下回る局面（ディスカウント評価）が増えている。不動産投資としてみた場合、ディスカウント評価にあるJリートは、不動産売買において売主が「売り急ぎ」の状況にあり、買主からみれば「掘り出し物件」に該当すると言え、投資の好機となるかもしれない。

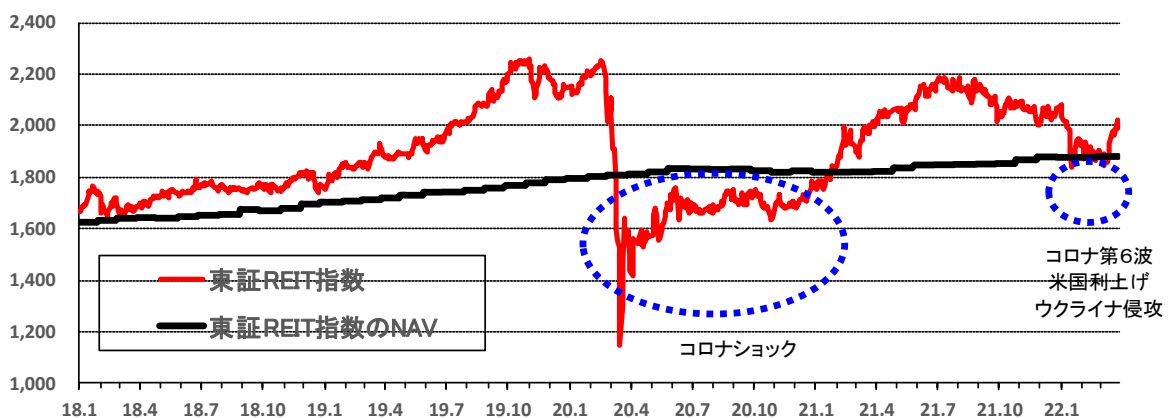
Jリート（不動産投資信託）が保有する不動産の評価額は決算期毎（半年）に開示されており、資産額（時価ベース）から負債額を控除することで、解散価値（NAV、Net Asset Value）を求めることができる。そして、NAVに対する市場時価総額のことをNAV倍率（市場時価総額÷NAV、株式のPBRに相当）と言い、Jリートの割高・割安を判断する指標の1つとなっている。

通常、Jリート市場全体のNAV倍率は1倍を上回ることが多い。これは、不動産ポートフォリオとしての分散効果や高い流動性などを評価して、投資家が市場価格にプレミアムを付与するためであり、実際、NAV倍率の過去平均は1.1倍となっている。

ところが、2020年3月のコロナショック以降、NAV倍率が1倍を下回る局面（以下、ディスカウント評価）が増えている（図表1）。東証REIT指数の動きをみると、2020年3月から2021年1月までの約11カ月の間、ディスカウント評価で推移。その後はNAVを超える水準まで上昇したものの、今年に入り外部環境の不透明感が高まったことで、再びディスカウント評価となるケースが出現している。

それでは、不動産投資としてJリートを考えて場合、ディスカウント評価にあるJリートは投資の好機となるか、確認したい。

図表1：東証REIT指数とNAVの推移（2018年1月～2022年3月、日次）



(資料) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表2は、2021年下期（7月期～12月期）の決算データをもとに、NAV倍率1倍の水準で「100万円」をJリートに投資した場合の、投資収益並びに投資利回りを示している。

図表 2 : Jリート「100万円」の投資収益と利回り (NAV倍率1倍)

保有 不動産 (160万円)	ネット負債 (60万円)	<table border="1"> <thead> <tr> <th>項目</th> <th>収入・費用 (万円/年)</th> <th>不動産利回り (対160万円)</th> <th>Jリート利回り (対100万円)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>(1) 賃料収入</td> <td>8.8</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(2) 賃貸費用</td> <td>2.3</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(3) 賃貸純収益 (1)-(2)</td> <td>6.4</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(4) 資本的支出</td> <td>0.6</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(5) NCF (3)-(4)</td> <td>5.8</td> <td>3.6%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>(6) 支払利息</td> <td>0.5</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(7) 運用報酬など</td> <td>0.8</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>(8) 運用収益 (5)-(6)-(7)</td> <td>4.5</td> <td></td> <td>4.5%</td> </tr> </tbody> </table>	項目	収入・費用 (万円/年)	不動産利回り (対160万円)	Jリート利回り (対100万円)	(1) 賃料収入	8.8			(2) 賃貸費用	2.3			(3) 賃貸純収益 (1)-(2)	6.4			(4) 資本的支出	0.6			(5) NCF (3)-(4)	5.8	3.6%		(6) 支払利息	0.5			(7) 運用報酬など	0.8			(8) 運用収益 (5)-(6)-(7)	4.5		4.5%
	項目		収入・費用 (万円/年)	不動産利回り (対160万円)	Jリート利回り (対100万円)																																	
(1) 賃料収入	8.8																																					
(2) 賃貸費用	2.3																																					
(3) 賃貸純収益 (1)-(2)	6.4																																					
(4) 資本的支出	0.6																																					
(5) NCF (3)-(4)	5.8	3.6%																																				
(6) 支払利息	0.5																																					
(7) 運用報酬など	0.8																																					
(8) 運用収益 (5)-(6)-(7)	4.5		4.5%																																			
	Jリート 投資額 (100万円)																																					

(資料) 2021年7月期~12月期の決算データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

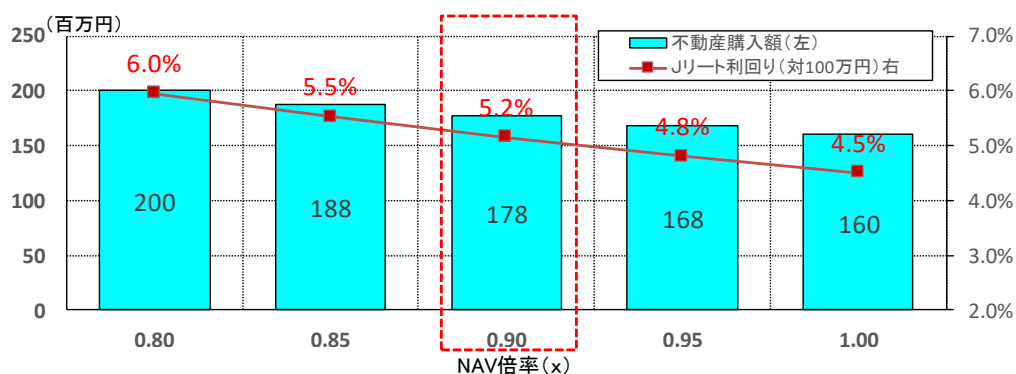
Jリート「100万円」の投資は、ネット負債「60万円」を加えて、不動産「160万円」を購入したことに相当する。この不動産「160万円」が稼ぐネットキャッシュフロー(NCF)は「5.8万円」で、不動産としての投資利回りは3.6%となる。また、NCFから支払利息と運用報酬などを控除した運用収益は「4.5万円」で、Jリートとしての投資利回りは4.5%となる。

次に、図表3は、ディスカウント評価 (NAV倍率0.8倍~1倍) にあるJリートに「100万円」を投資した場合の、不動産購入額とJリートとしての投資利回りを表わしている。

例えば、NAV倍率が1倍から0.9倍に低下した場合、不動産購入額は当初の「160万円」から「178万円」に増加し、投資利回りも「4.5%」から「5.2%」に上昇する。つまり、ディスカウント評価が大きいほど、同じ投資金額(100万円)で購入できる不動産額も大きくなる。このようにしてみると、ディスカウント評価にあるJリートは、不動産売買において売主が「売り急ぎ」の状況にあり、買主からみれば「掘り出し物件」に該当すると言えそうだ。

もちろん、「掘り出し物件」が常に素晴らしいリターンを投資家にもたらしてくれるとは限らない。しかし、Jリートと現物不動産のメリット・デメリットを比較し、双方の投資リターンなどを確かめることは、不動産投資を検討するうえで有益になると考えられる。

図表 3 : ディスカウント評価での不動産購入額と投資利回り (Jリート100万円投資)



(資料) ニッセイ基礎研究所が作成

(岩佐 浩人)