

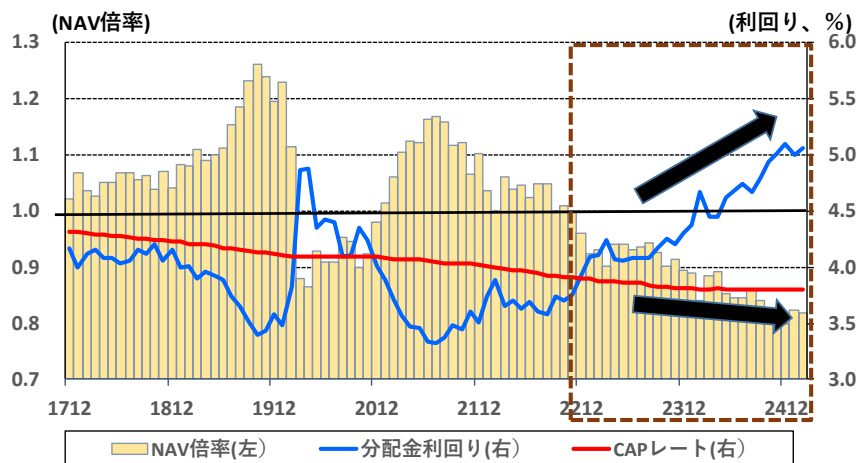
(不動産投資)：不動産市場と金融市場の価格差を利用したＪリートの成長戦略

「不動産価格（不動産市場）＞NAV（鑑定評価）＞Ｊリート価格（金融市場）」という現在の市場環境において、Ｊリートは鑑定評価を上回る価格で不動産を売却し、自己投資口買いを行うことで投資主価値の向上を実現できる。こうした不動産市場と金融市場の価格差を利用した裁定取引は、Ｊリートに特有の成長戦略であり、価値向上に対する投資家の期待は大きい。

Ｊリート（不動産投資信託）市場は、日本銀行の追加利上げに伴う金利の先高観を背景に、調整局面が続いている。バリュエーション指標の一つである NAV 倍率（株式評価の PBR に相当）をみると、2022 年 12 月以降、一貫して 1 倍を下回って推移しており、2025 年 3 月末時点では 0.81 倍と理論上の解散価値である NAV（Net Asset Value）を大きく下回る水準で取引されている（図表 1）。

こうしたＪリートの市場価格と、保有不動産の鑑定評価に基づいて算出される NAV との乖離は、金利上昇に対する感応度の違いによるものである。2022 年 12 月末から 2025 年 3 月末にかけて、10 年国債利回りは 0.3%から 1.5%へ 1.2 ポイント上昇。この間、Ｊリートの分配金利回りも 1.2 ポイント上昇（3.9%→5.1%）し、東証 REIT 指数は▲11%下落した。Ｊリートは金融市場において利回り商品として位置づけられており、市場金利の上昇に伴い投資家の要求利回りが高まったことが、価格下落の要因と考えられる。

図表 1：Ｊリート市場のNAV倍率・分配金利回り・Cap レート



(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

一方、保有不動産の鑑定評価で用いる還元利回り（以下、Cap レート）は、金利上昇の影響を受けることなく、むしろ低下傾向が続いている。2022 年末以降、Ｊリート市場全体の平均 Cap レートは 3.9%から 3.8%へ 0.1 ポイント低下し、鑑定評価額の上昇をもたらしている。さらに、実勢の不動産価格は鑑定評価を上回っている可能性が高い。2024 年にＪリートが売却した不動産の取引価格は鑑定評価を約 10%上回った。これは、鑑定評価が実勢価格に対して遅行性を有すること、またインフレヘッジ機能が期待される実物不動産への投資需要が旺盛であることから、金利が上昇する局面においても高値で取引されている。

それでは、「不動産価格（不動産市場）＞NAV（鑑定評価）＞Jリート価格（金融市場）」という、現在の市場環境を踏まえ、Jリートが投資主価値の向上に向けて、どのような成長戦略を採るべきか、確かめたい。

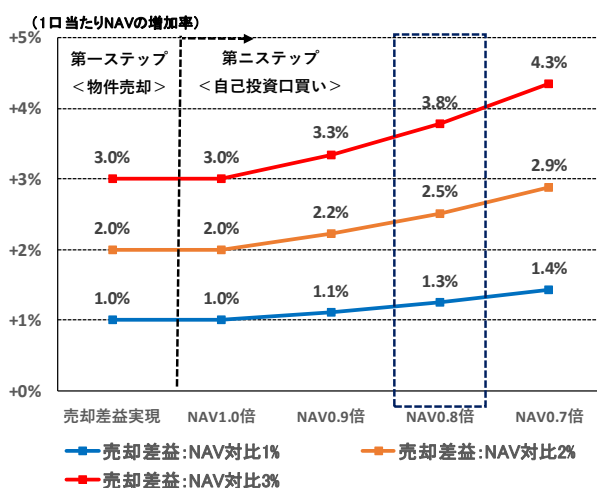
第一のステップは、鑑定評価額を上回る価格で保有不動産を売却し、売却差益（売却価額－鑑定評価額）を顕在化させることである。トラックレコードの透明性が高く、管理の行き届いたJリーートの運用物件は、富裕層の資産管理会社や外資系ファンド、将来の再開発を見据えた不動産ディベロッパーなどからの取得ニーズが強く、思わぬ高値で取引される事例も少なくない。

第二のステップは、売却差益を活用して自己投資口買いの取得（および償却）を行うことである。図表2は、売却差益の実現と自己投資口買いによる1口当たりNAVの増加率を示している。売却差益が大きいほど、またNAV倍率が低いほど、自己投資口買いによって1口当たりNAVの増加率は高まる。例えば、NAVの「1%～3%」に相当する売却差益を実現し、現在のNAV倍率「0.8倍」の水準で自己投資口買いを実施した場合、1口当たりNAVは「1.3%～3.8%」増加することになる。

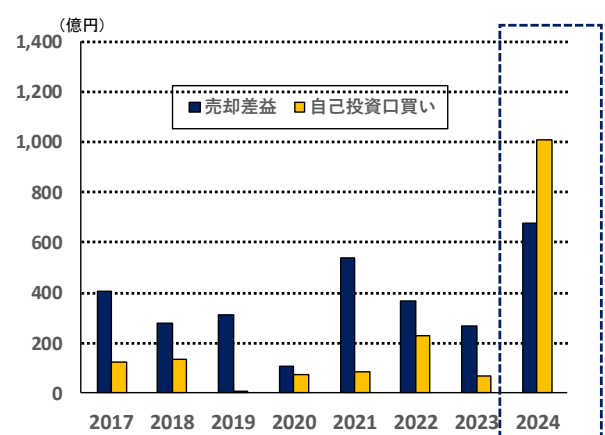
このように、不動産価格（不動産市場）とJリート価格（金融市場）の価格差を利用した裁定取引は、自己投資口買いが可能なJリートに特有の戦略であり、投資主価値の向上に対する投資家の期待は大きい。実際、2024年にはJリート市場全体で売却差益が約680億円、自己投資口買いが約1,000億円に達し、いずれも過去最大の規模となった（図表3）。

Jリート市場はNAV1倍を下回る期間が長期化し、厳しい冬の時代にある。しかし、冬に撒いた種は、やがて花が咲き、実を結ぶ。裁定機会を巧みにとらえ、投資主価値の向上とともに投資家の信認が高まることで、現在の割安なバリュエーションが修正されることを期待したい。

図表2：1口当たりNAVの増加率



図表3：売却差益と自己投資口買い



（注）発表日ベースで集計

（出所）開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

（岩佐 浩人）