

J-REITにおけるNAVの短期見通し

～ キャップレートの緩やかな下落を背景にNAVは堅調に推移する見通し～

2023年2月16日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆日銀は、2022年12月の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール（YCC）の運用を一部修正し、長期国債の許容変動幅を従来のプラスマイナス0.25%から0.5%程度へ拡大することを決定した。これに伴い、J-REITの投資口価格は大幅に下落し、概ねネットアセットバリュー（以下「NAV」）の水準まで落ち込む場面も見られている。

◆J-REITの投資口価格とNAVの動向をみると、両者には一定の関係がみられる。過去の両者の動向をみると、NAVが上昇している期間に投資口価格がNAVを上回る水準で推移し、NAVが下落している期間では、投資口価格がNAVを下回る水準での推移となっていることがわかる。こうした過去の両者の関係を前提とすれば、今後のJ-REITの投資口価格の動向を予測する上でも、NAVが上昇、下落いずれのトレンドにあるかを把握することは重要である。

◆NAV変動の主要因は、不動産価格の変動であり、その変動要因は、キャッシュフロー（フォワードNOI）要因とキャップレート要因に分解できる。キャッシュフローの変動が安定的であるとすれば、NAVの変動は主にキャップレートの動向に牽引されることになる。筆者の試算によれば、メインシナリオでは、キャップレートは僅かに下落トレンドを維持し、NAVは若干上昇する見通しである。ただし、リスクシナリオのケースでは、キャップレートは概ね横ばいで推移した後上昇し、NAVは下落する懸念があることには留意が必要である。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

1. J-REIT投資口価格は、NAVの水準に近付きつつある

日本銀行は、2022年12月19日及び20日の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール（YCC）の運用を一部修正し、10年物国債利回りの操作目標（ゼロパーセント程度）に対する許容変動幅を上下0.25%から0.5%程度へ拡大することを決定した。日銀のこうした決定は「事実上の利上げ」とみられ、同月20日のJ-REIT投資口価格は、前日比マイナス5.3%と大幅に下落した。J-REITの投資口価格は、概ねネットアセットバリュウ（以下「NAV」）²の水準まで落ち込み、同日時点におけるJ-REITのNAV倍率は、1.02となった。

J-REITのNAV倍率をヒストリカルにみると、過去の長期平均値は1.16であり、投資口価格がNAVを上回る水準で推移している期間が長いことがわかる³（図表1）。NAV倍率は、リーマン・ショック前後の期間では1.0を下回る水準で推移し、特に、ニューシティレジデンスが破綻した2008年10月には最低値である0.53を記録した。しかし、2012年下半年以降は、上昇傾向となり、概ね1.0を上回る水準で推移した。新型コロナウイルスの感染拡大により、一時、1.0を下回る水準となったものの、直近値でみれば、1.0を上回る水準を維持している状況にある⁴。

図表1 J-REITにおけるNAV倍率の推移



（出所）ティーマックス

² ネットアセットバリュウ（Net Asset Value : NAV）とは、時価評価ベースの純資産額（時価純資産価値）のことをいい、投資法人の総資産額から負債を控除することにより求められる。投資口価格と投資口当たりのNAVとの関係はNAV倍率と呼ばれ、株式におけるPBRに相当するものであるが、その最大の違いはPBRが資産評価を簿価で行うのに対し、NAV倍率は時価で行うところにある。NAVはポートフォリオを構成している個別不動産の時価の総和から求められることから、実物不動産市場ベースでの投資法人の清算価値を表しているものである。なお、ティーマックスでは、月次単位で独自に不動産の時価評価を行い、タイムリーなNAVが算出されている。

³ NAVを発行済み投資口数で割った額と投資口価格を比較して、投資口価格が上回っている状態（NAV>1.0）をNAVプレミアム、逆に下回っている状態（NAV<1.0）をNAVディスカウントという。なお、NAVプレミアムは、投資口になり小口化されることによる流動性の付与・用途分散、地域分散等のポートフォリオ効果・フランチャイズ価値等を反映しているものと考えられる。

⁴ 直近（2022年12月末）のNAV倍率を用途別にみると、オフィス：0.99、賃貸住宅：1.06、商業施設：1.07、物流施設：1.09となっており、オフィスを除き1.00を上回る水準となっている。

2. J-REIT投資口価格とNAVの動向には一定の相関がみられる

NAV倍率はJ-REIT投資口価格とNAVの動向に影響を受ける。そこで、本節では、両者がどのように推移しているかを確認する。

J-REITにおける投資口価格とNAVの動向をそれぞれみると、両者は一定の関係をもって推移している（図表2）。2003年から2007年上半期まで、J-REIT投資口価格は上昇トレンドであり、NAVを上回る水準で推移していたが、当期間では、NAVも上昇トレンドで推移していた。特に、2006年から2007年のファンダブル期には投資口価格の上昇が、NAVの上昇に対して相対的に高くなった。

これに対して、2008年以降は、リーマン・ショック及びニューシティレジデンスの破綻等を経て、投資口価格が急激に下落し、NAVを下回る水準になったが、当期間では、NAVは下落トレンドとなっている。さらに、2012年末以降はアベノミクスを背景として、J-REIT投資口価格が大幅に上昇し、NAVを上回る水準で推移したが、この期間ではNAVも上昇トレンドとなっていた。このように、両者の過去の動向をみると、NAVが上昇している期間に投資口価格がNAVを上回る水準で推移し、NAVが下落している期間では、投資口価格がNAVを下回る水準で推移していることがわかる。

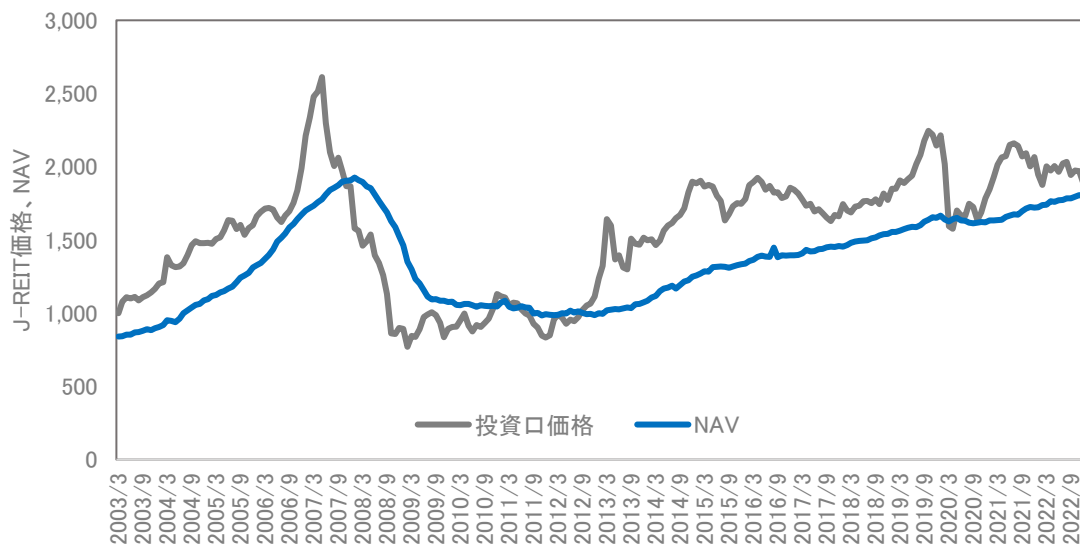
このことから、J-REITの投資口価格の動向を予測する上でも、NAVが上昇、下落いずれのトレンドになるかを把握することは重要である。ただし、コロナ禍以降、用途ごとにNAVの動向には差異がみられる点には留意する必要があるであろう⁵（図表3）。例えば、キャッシュフローが安定的である物流施設及び賃貸住宅は、相対的にNAVの上昇率が大きいのに対し、ホテルについては、NAVが下落基調となっている。

用途ごとにNAVの変動率が異なる主な要因は、コロナ禍におけるキャップレートの動向が用途ごとに異なることである。実際、物流施設：-52ベース・ポイント、賃貸住宅：-43ベース・ポイントのようにキャップレートが下がった用途に関しては、NAVがプラス成長となっているのに対して、ホテル：+43ベース・ポイントのようにキャップレートが上昇した用途はNAVがマイナス成長になっていることがわかる⁶。

⁵ 2012年から2020年の新型コロナウイルスの感染拡大前まで、いずれの用途についてもNAVは上昇基調になっていた。しかし、コロナ禍では用途ごとにNAVが異なる動きとなっていることから、用途別のNAVの変動率に留意する必要がある。

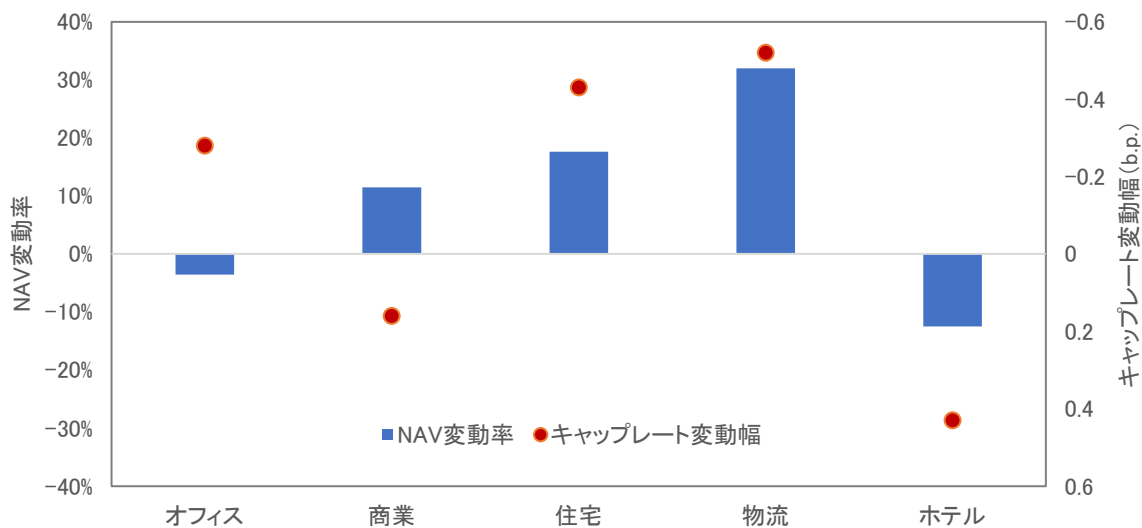
⁶ コロナ禍前後の不動産投資短期観測調査をみても、物流施設：-48ベース・ポイント、住宅：-34ベース・ポイント、ホテル：+28ベース・ポイントのプラスであった。オフィスについて、キャップレートが下落しているにも関わらず、NAVがマイナス成長になっている理由はフォワードキャッシュフローがマイナスになっているからである。なお、ここでのキャップレート変動幅は、NAVのように投資法人ベースでの用途分類ではなく、物件ベースでの用途分類を用いて集計されたものである点に留意。

図表2 J-REIT投資口価格とNAVの推移



(出所) ティーマックス及び東京証券取引所の資料をもとに筆者作成

図表3 コロナ禍におけるNAVの変動率及びキャップレートの変動幅(用途別)



(出所) ティーマックスの資料をもとに作成筆者作成

集計期間：2019年12月末～2022年12月末までの変化率及び変動幅

注) キャップレート変動幅は逆目盛りであることに留意

3. キャップレートの緩やかな下落を背景にNAVは堅調に推移する見通し

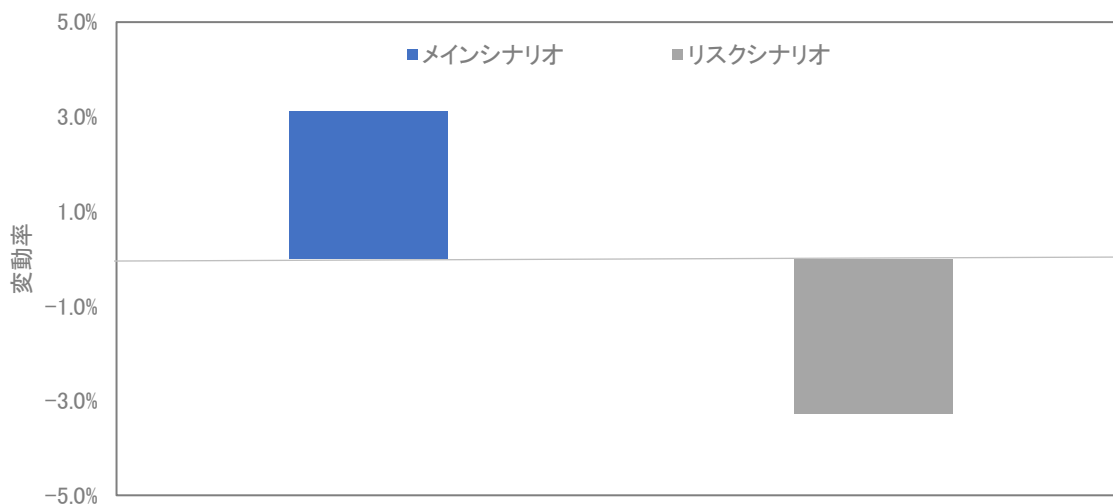
今後、NAVはどのように推移するのか。本節においては、実物不動産価格の変動を考慮し、NAVについて、今後の見直しを行う。

NAV変動の主要因は、不動産価格の変動である。不動産価格の変動要因は、キャッシュフロー（フォワードNOI）要因とキャップレート要因に分解できる。キャッシュフローの変動が安定的であるとすれば、NAVの変動は主にキャップレートの動向に牽引されることになるであろう。

日銀は、イールドカーブ・コントロール下での長期金利の上限を0.25%から0.50%へと変更したものの、長期国債の買入額を従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額しており、異次元の量的緩和は継続されている状況にある。我が国においては、現在までのところ欧米等と比して高いインフレ率はみられていないことから、日銀は大規模金融緩和を継続する可能性は高い。

こうした金融経済環境を前提とした場合、短期的にみれば、金融機関の貸出態度が硬化する可能性は低く、メインシナリオでは、キャップレートは僅かに下落トレンドを維持し、NAVは若干上昇する見通しである⁷（図表4）。ただし、リスクシナリオのケースでは、キャップレートは概ね横ばいで推移した後上昇し、NAVは下落する懸念がある⁸。

図表4 NAV動向の短期見直し



（出所）筆者作成

*免責事項

⁷ ここでは、キャップレートがマクロ経済変数、金融機関の貸出態度に影響を受けるというモデルを用いて予測をおこなった。なお、マクロ経済変数の予測値については、シナリオとして、実質GDPでみれば、5年平均で1.2%程度の成長率になると仮定したものである。詳細については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見直し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見直し～』を参照のこと。

⁸ ただし、本試算においては日銀の金融政策の大幅な変更などによる急激な金利上昇を考慮していない点に留意。

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谷澤総合鑑定所に帰属しており、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します。