J-REIT マーケット・レビュー　＜2011 年第 1 四半期＞

～株価純資産時価レシオ（P/NAV）の概況と 2011 年 4 月速報～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

2011 年第 1 四半期の株価純資産時価レシオ（P/NAV）は 1.08（2010 年 12 月末）～1.01（2011 年 3 月末）で推移、2011 年 4 月末は 1.03 に上昇

■ P/NAV の推移

2011 年 4 月末の P/NAV は 1.03 の水準となり、2011 年 3 月末（1.01）から＋2 ポイント上昇した。東日本大震災直後には、P/NAV が 1.00 を下回る水準に下落したものの、3 月末、4 月末では、順調な回復をみせており、震災の影響は限定的であったといえる。4 月末の P/NAV を用途別にみると、オフィス 1.03、賃貸住宅 1.02、商業その他 1.05 であり、いずれも 1.00 を上回っている。

■ J-REIT 投資口価格の動向

J-REIT 投資口価格は、3 月 11 日の東日本大震災の影響後に大きく下落した。東証 REIT 指数は、今期前半の 1,100 前後の水準から、震災後の 3 月 15 日には一時 838.9 まで急落したが、3 月末には 1,055.18 に回復。4 月 28 日時点では 1,077.33 となり、3 月末よりさらに上昇した。

■ 不動産価格の動向

NAV 動向の主要因となる不動産価格は下落に転じた。不動産の価格動向を示す TMAX CPPI（TMAX Commercial Property Price Index、2005 年 10 月 31 日時点を 100）をみると、2011 年 4 月末は 87.7 になり、3 月末の 88.1 から、0.4 の下落となった。

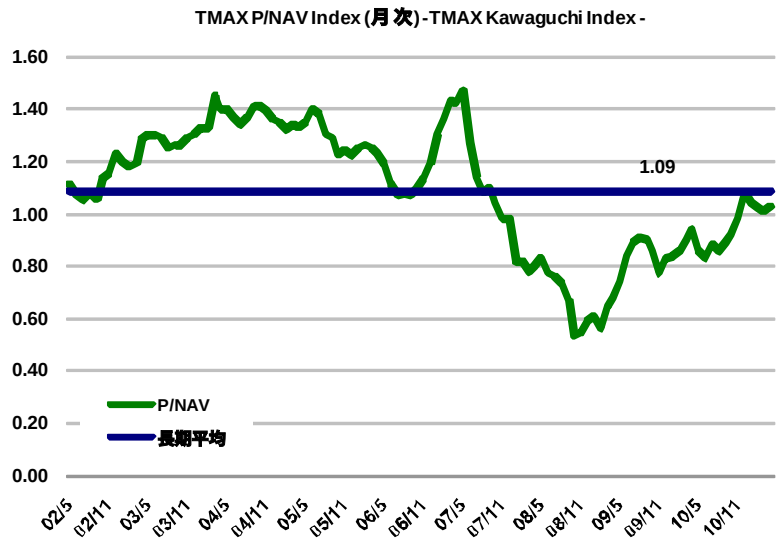
下落の主な要因は､投資用不動産の流動性低下である｡4 月の J-REIT 売買件数をみても 3 件（取得 1 件、売却 2 件）であり、前月の 14 件と比較しても大幅な減少になっている。

レンダー及び国内外投資家の動きをみると、東日本大震災の影響で新規案件の取り組みを中断していたようであり、これが流動性低下の要因となった。

しかしながら、4 月に入り、国内外投資家が動き出しているようである。投資対象としては主に、都心部オフィスや賃貸住宅であるが、地方にあっては物流倉庫も対象となってくる。一方、大型商業施設では国内消費の低迷等による売上減を受け、今後賃料下落も予想されるため、投資対象としては厳しく選別されることになるだろう。下落に転じた不動産価格が今後回復に向かうか、注視する必要がある。

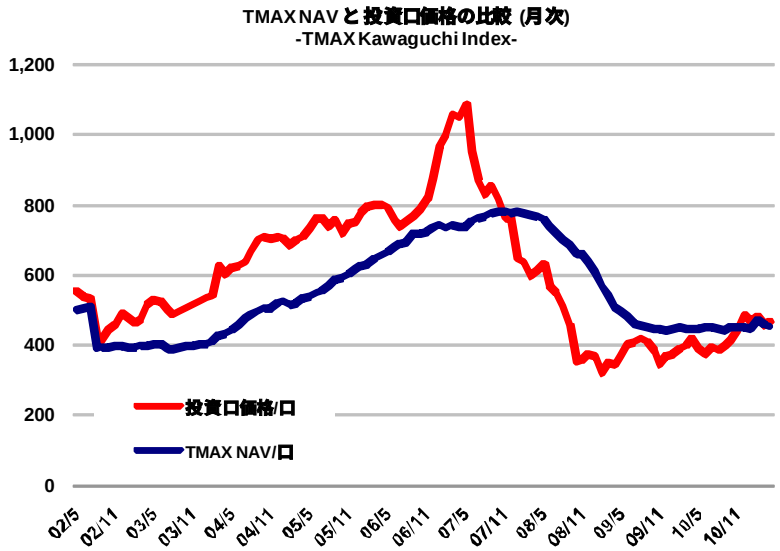
 TMAX Valuation Co.,Ltd.｜TMAX All Rights Reserved.

図1）J-REIT の P/NAV インデックス（加重平均値）



P/NAV(加重平均値)の長期平均は 1.09 であり、長期的にみると、NAV はプレミアムの状態が続いている。P/NAV は、2010 年 12 月末には 1.08 となり、その長期平均（1.09）に迫る勢いであったが、2011 年第 1 四半期で再び下落し 2011 年 3 月末には 1.01 となった。4 月末では若干の回復をみせ、1.03 となっている。

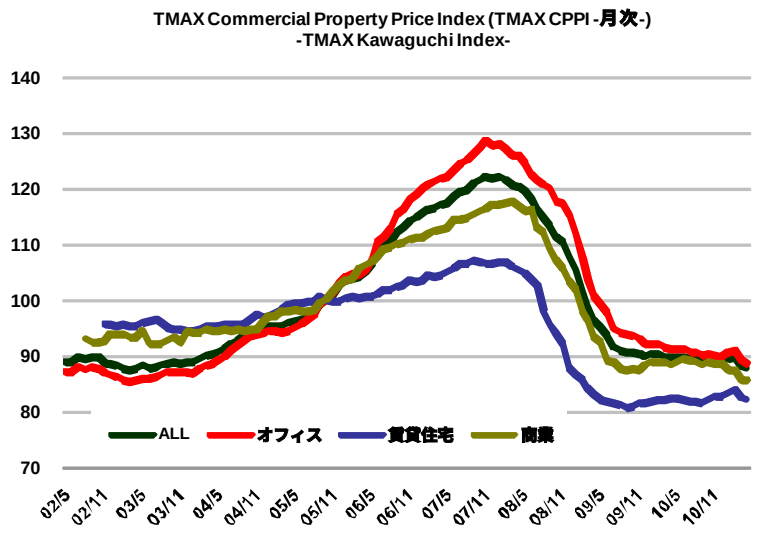
図 2）J-REIT の投資口価格（P）、NAV（加重平均値）



※　2010 年以降は株式分割調整後

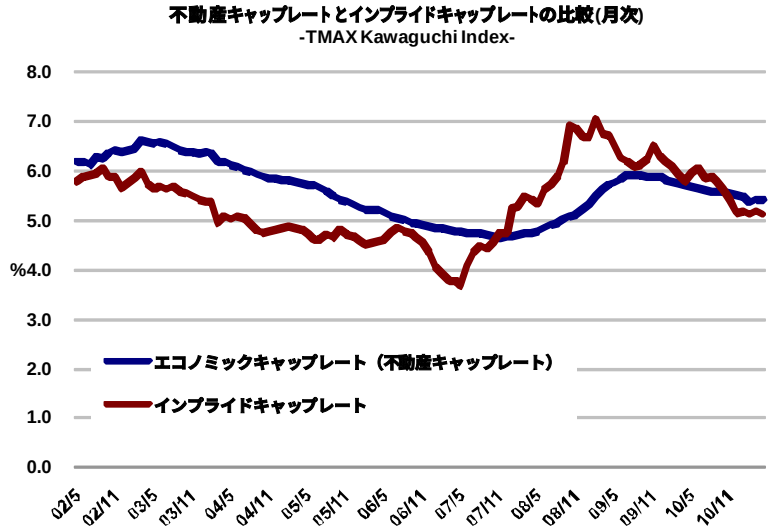
4 月末の P/NAV は上昇した。J-REIT 投資口が上昇したのに対して、NAV 動向の主要因である不動産価格が下落したことが起因している。

図 3）TMAX Commercial Property Price Index （TMAX CPPI：用途別）



不動産価格は、下落に転じた。用途別にみても、すべての用途が反転し、下落傾向になった。全用途でのピークは 122.1（2007 年 11 月末）、直近の 2011 年 4 月末では 87.7 となっており、ピーク時の△28%である。

図 4）不動産キャップレートとインプライドキャップレートの比較



2007 年下半期以降、インプライドキャップレートが不動産キャップレートを上回っていたが、アフターリーマンでは 2010 年下半期以降、インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回っている。2011 年 4 月末時点ではインプライドキャプレートが投資口価格の回復を受けて下落基調で 5.12%、不動産キャップレートは不動産価格の下落を受けて上昇基調で 5.41%となっている。両者のスプレッドは 29 ベーシスポイントとやや広がっている。

免責事項

当ニュースリリースで示されているレポートは、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ティーマックスに帰属しており、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。

＜本件に関するお問い合わせ＞
株式会社ティーマックス
不動産戦略室
〒100-0011　東京都千代田区内幸町 2-2-1
日本プレスセンタービル
TEL：03-5501-2950　FAX：03-5501-2951
E-Mail：ff_t@tmaxv.co.jp