J-REIT マーケット・レビュー　＜2011 年第 2 四半期＞

～株価純資産時価レシオ（P/NAV）の概況～

株式会社ティーマックス
不動産戦略室 03-5501-2950

2011 年第 2 四半期の株価純資産時価レシオは 0.98 の水準に　～投資口価格が NAV を下回る割安な状態は 7 ヵ月ぶり～

■ P/NAV の推移

P/NAV は 2011 年 4 月末での 1.03 から 6 月末は 0.98 と低水準となった。P/NAV が 1.00 を割り込む割安な状態は昨年末の 11 月末以来 7 ヶ月ぶり。用途別では、オフィス 0.96、賃貸住宅 0.98、商業その他 1.02 となっている。

■ J-REIT 投資口価格の動向

J-REIT 投資口価格は下落傾向が続いている。2011 年第 2 四半期（2011 年 4 月 30 日～2011 年 6 月 30 日）の東証 REIT 指数をみると、4 月 28 日時点の 1,073.33 ポイントから 6 月 30 日時点は 1,027.45 ポイントとなり、▲4.3%の下落率となっている。

■ 不動産価格の動向

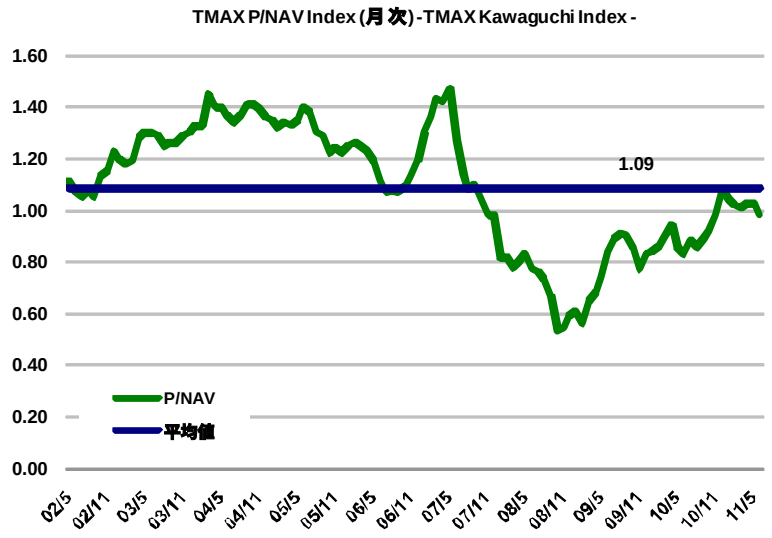
NAV の主要因となる不動産価格は、やや上昇傾向にある。不動産の価格動向を示す TMAX CPPI（TMAX Commercial Property Price Index、2005 年 10 月 31 日時点を 100）の全用途でみると、2011 年 4 月末時点の 87.7 から 2011 年 6 月末時点は 88.2 になり、＋0.5 ポイント上昇した。

不動産価格上昇の主要因は、東日本大震災後 3 ヶ月が経過し投資用不動産に対する需要が戻りつつあることや、金融機関の貸し出し態度の緩和等の状況が影響していると分析される。

2011 年 6 月末時点では不動産キャップレートは 5.35%となる一方でインプライドキャップレートは投資口価格の下落を受けて上昇基調で 5.20%であった。

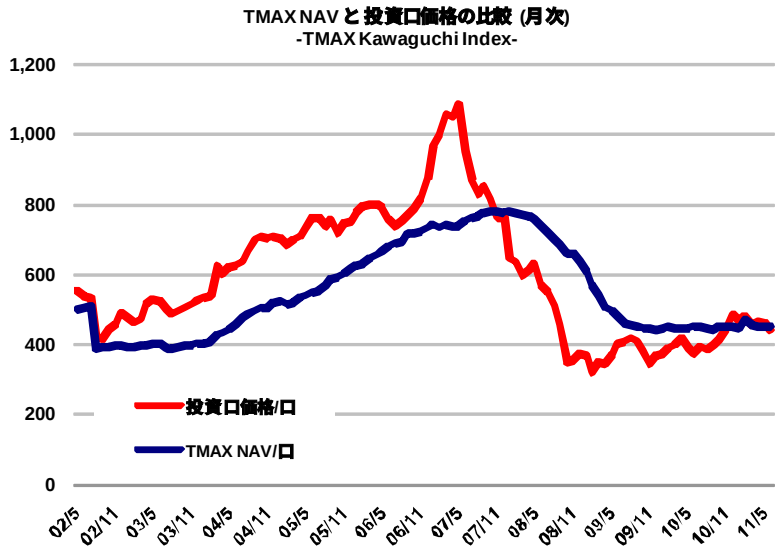
2002 年からの長期平均を見ると、インプライドキャップレート＜不動産キャップレートの場合に両者のスプレッドが 25 ベーシスポイント以上になると、不動産キャップレートに積極的な下落圧力がかかっており、インプライドキャップレートは不動産キャップレートの先行指標と見ることができる。6 月末の両者のスプレッドは 15 ベーシスポイントであり、インプライドキャップレートは J-REIT 投資口価格の低迷から上昇基調にあるため、当面は不動産キャップレートの改善には至らないと考えられる。

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となっている。P/NAV は、2010 年第 4 四半期には 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 2 四半期で 0.98 となった。

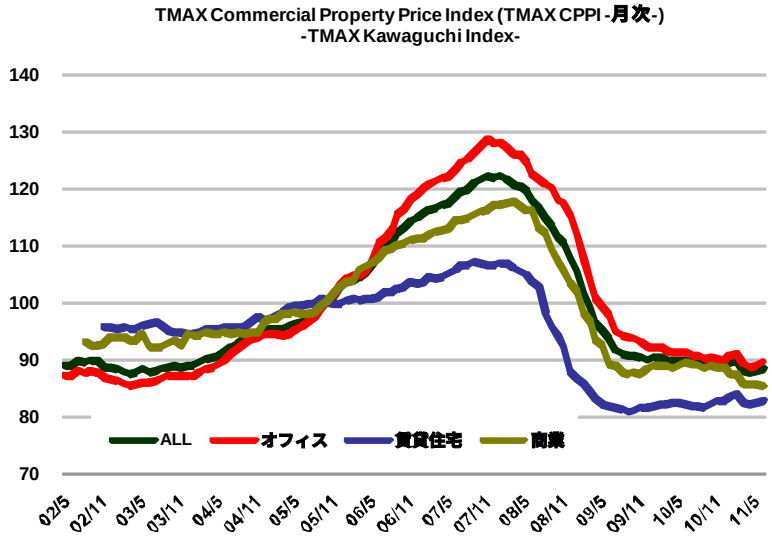
図 2）J-REIT の投資口価格（P）、NAV（加重平均値）



※2010 年以降は株式分割調整後

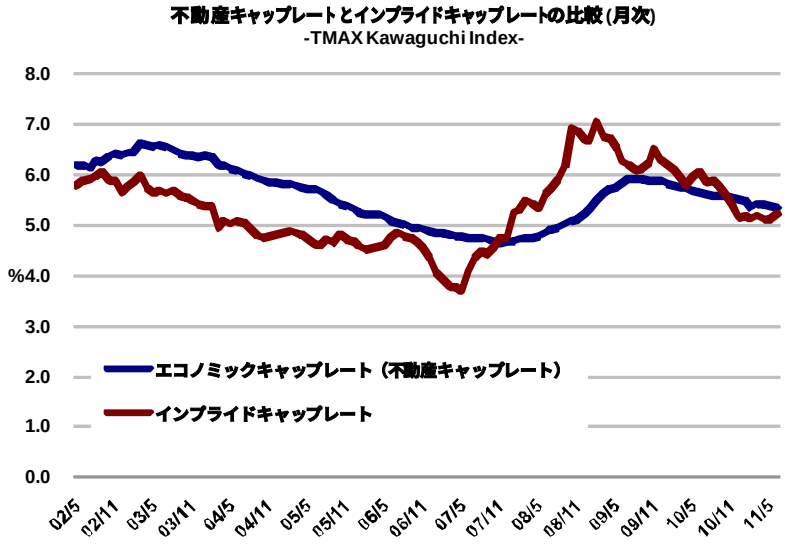
投資口価格（P）は下落基調、NAV はほぼ横ばいとなっている。投資口価格（P）＜NAV となり、P/NAV が 1.00 を割り込む割安な状態は昨年 11 月末以来 7 ヶ月ぶりである。

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



不動産価格は東日本大震災後は大きく下落したものの、その後はやや回復している。ただし、商業用途については、震災後の消費の落込みによる NOI 低下が懸念され、不動産価格は下落傾向となっている。

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、2010 年下半期以降は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 6 月末時点においても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ものの、インプライドキャップレートの上昇により両者のスプレッドは縮小傾向にある。

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
〒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