

米国リートの投資環境について (1/2)

良好に推移する米国リートと2015年の見通し

好調なスタートを切った2015年の米国リート市場

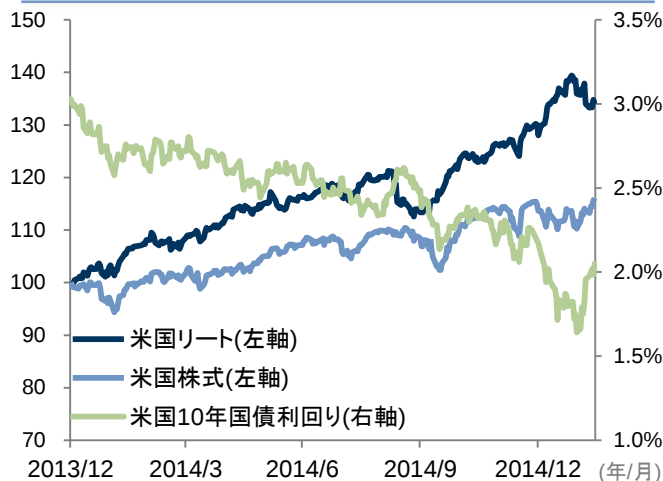
- 2014年、他資産のリターンを大きく上回った米国リートは、2015年に入って以降も堅調な展開が続いています。引き続き良好な米国商業用不動産のファンダメンタルズに加え、原油価格の下落などを背景とした米国長期金利の大幅低下が、米国リートの一段高を後押ししました。
- 一方で、1月の上昇が急ピッチだったことに加え、米国長期金利が2%を上回る水準まで反発したため、2月以降の米国リートはやや調整し、パフォーマンスは米国株式に対して劣後しています。

米国リートと米国株式のリターン

	2013年	2014年	2015年 年初来
米国リート	+2.9%	+28.0%	+4.7%
米国株式	+32.4%	+13.7%	+2.1%

期間：(左図)2012年12月末～2015年2月13日、(右図)2013年12月末～2015年2月13日、右図左軸は2013年12月末を100として指数化
出所：ブルームバーグ、米国リート：NAREITオール・エクイティ・リート配当込み、米国株式：S&P500配当込み、米国10年国債利回り：ブルームバーグ米国10年国債ジェネリック利回り、米ドルベース

米国リート/米国株式/米国10年国債利回りの推移



バリュエーション：適正な水準

- 2014年以降の米国リート市場は、商業用不動産の堅調なファンダメンタルズと2013年下期の調整の反動（バリュエーションの回復）が加わり、上昇幅は大きくなっていますが、米国10年国債と米国リートの利回り格差は、1月末時点で-1.7%と過去の平均(-1.1%)を下回る割安な水準となっています。また、リートの保有不動産の時価とリート価格を比較する指標であるNAVプレミアム/ディスカウントは、直近では不動産価値に対し+5%の状態と、長期平均(+5.0%)との比較では、割高感のない適正な価格水準だと考えられます。

米国10年国債と米国リートの利回り差の推移



出所：ブルームバーグ、米国リート：NAREITオール・エクイティ・リート配当利回り 米国10年国債：ブルームバーグ米国10年国債ジェネリック利回り 期間：1990年1月～2015年1月末 過去平均は、期間中の月次利回り差を平均して算出

NAVプレミアム/ディスカウント



出所：グリーン・ストリート・アドバイザーズ
期間：2001年1月～2015年1月

Goldman Sachs

Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。))が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。© 2015 Goldman Sachs. All rights reserved. <153927.OTHER.OTU>

米国リートの投資環境について (2/2)

良好に推移する米国リートと2015年の見通し

米国商業用不動産のファンダメンタルズと米国リートの今後の見通し

- 米国の商業用不動産のファンダメンタルズは良好で、今後も更なるキャッシュフローの成長が期待できます。

米国リートのキャッシュフロー成長が期待できる要因

限られた供給

- 新規物件の着工は依然低水準。竣工までのリードタイムを考慮すると、少なくとも今後数年間は供給が限定的な状況が続く見通し

物件供給量の推移



出所: シティ・インベストメント・リサーチ&アナリシス
期間: 1970年第1四半期～2014年第4四半期

堅調な需要

- 潜在成長率を上回るGDP成長率見通し、堅調な雇用者数の増加を背景に、入居率はリーマン・ショック前のピークを越えている

入居率の推移



出所: シティ・インベストメント・リサーチ&アナリシス
期間: 2001年第1四半期～2014年第3四半期

キャッシュフロー成長

- 堅調な需要と高い入居率、限定的な新規物件供給量が賃料上昇をもたらす

米国リートの利益(AFFO*)成長率の予想

	2015年	2016年
オフィス	+8.1%	+8.7%
産業用施設	+9.5%	+8.7%
ショッピング・モール	+5.1%	+9.0%
ショッピング・センター	+7.8%	+9.2%
住宅	+4.4%	+7.3%
医療・介護施設	+6.3%	+5.4%
リート全体	+6.9%	+8.4%

出所: グリーン・ストリート・アドバイザーズ

時点: 2015年2月2日

*AFFO(調整後FFO): 当期純利益に不動産売買損益等特別損益を除外、減価償却費を加算したもの(FFO)に、経常的な管理・修繕コストを加算、借入金元本返済額を控除したもの。賃貸収益によるキャッシュフローを示す指標。

米国リートの今後の見通し

- 今後の見通しについては、短期的に米国金利が急騰する局面では米国リートはやや弱含むことも想定されますが、ファンダメンタルズに対する見通しは良好であることから、中長期的には相対的に魅力的な利回り水準に加え、キャッシュフロー成長に沿った安定的なリターンが期待できると考えています。

原油安が米国リート市場に与える影響

プラス要因

- インフレ圧力低下による金利低下
- 個人消費拡大によるGDP成長率の加速

マイナス要因

- エネルギーセクターでの雇用減少懸念

原油価格の下落は現在の市場の大きな注目テーマとなっており、米国リート市場にも直接・間接的にプラス・マイナス双方の影響を及ぼすと考えられます。原油価格の急激な変動が、短期的に市場のボラティリティ(変動性)を高める可能性もありますが、米国商業用不動産に対する需要に最も大きな影響を与えるのはマクロ経済動向であり、原油価格の下落は米国GDP成長率をネットで押し上げると考えられることから、原油価格の下落は中長期的には米国リートにとってプラスの影響を与えようと考えます。また、原油安と共に注目される米ドル高に関しては、内需型産業である米国リートにとって、収益上の直接的な影響はないと考えられる一方、米ドル高による購買力向上に伴う個人消費の拡大がプラスに寄与する可能性があると考えます。

上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。経済、市場等に関する予測は資料作成時点のものであり、情報提供を目的とするものです。予測値の達成を保証するものではありません。

Goldman Sachs

Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(Ⅰ)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(Ⅱ)再配布することを禁じます。© 2015 Goldman Sachs. All rights reserved. <153927.OTHER.OTU>