Goldman Sachs Asset Management

米国リート市場見通し
今、米国リートに注目する理由

2016年5月13日

情報提供資料

概要

- 長期金利の低下と堅調な決算発表が追い風となり、年初来の米国リート市場は良好に推移
- 米国商業用不動産のファンダメンタルズは盤石。米国リートは実物不動産に対し依然として割安な水準
- 株主価値向上に向けたリート経営陣の施策、歴史的低水準の長期金利、海外投資家の投資需要拡大、GICSセクター分類の変更など、数々の要因が追い風となる公算が高く、魅力的な投資機会が豊富に存在

年初来の米国リート市場の動向

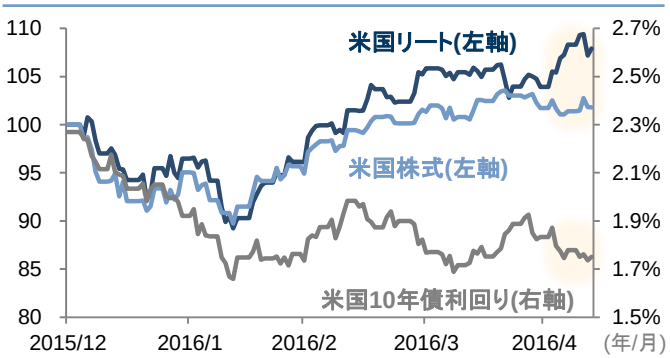
米国リート市場は上昇トレンドへ回帰

2016年初来の米国リート市場は、2月中旬を底値に上昇に転じ、年初来リターンは+7.9%と良好なパフォーマンスとなっています(2016年5月12日時点)。

1月～2月上旬にかけて、中国経済の減速、原油安、米国経済に対する不透明感の台頭などが金融市場の波乱要因となりました。リスクオフ基調の高まりから、ファンダメンタルズが堅調な米国リート市場も米国株式市場に連れ安となりました。

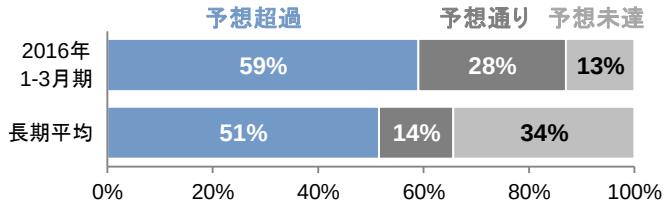
しかし、原油価格の反発や市場予想を上回る米国経済指標の発表などを背景に、米国株式とともに米国リート市場は2月中旬を境に上昇に転じました。特にFOMC(米連邦公開市場委員会)による利上げ見送りが発表された4月終盤以降は、米国株式市場が横ばいで推移するなか、長期金利低下の恩恵を受けた米国リートは明確な上昇トレンドに回帰しています。

2016年初来の米国リート市場の推移



出所:ブルームバーグ、S&P、全米リート協会
期間:2015年12月末～2016年5月12日
米国リート:NAREITオール・エクイティ・リート指数、米国株式:S&P500指数
(ともに米ドルベース、配当込み、2015年末を100として指数化)

2016年1-3月期米国リート決算(FFO市場予想対比)



出所:シティ・リサーチ、2016年1-3月期のデータは2016年5月6日時点
長期平均は過去10年間(2006年4-6月期～2016年1-3月期)の平均

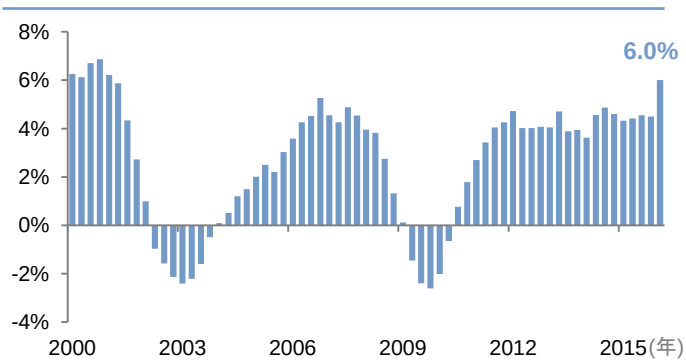
好調裏に終わった2016年1-3月期決算

5月6日時点で、124銘柄の米国リートが2016年1-3月期の決算発表を終えています。リートのキャッシュフローを示すFFO[1]成長率は前年同期比+10.8%と堅調な結果となりました。個別銘柄ベースでは、59%のリートが市場予想を上回る決算を発表した一方、市場予想を下回ったリートは僅か13%となり、長期平均対比でも好調な結果となりました。

特筆すべき点として、リートの保有する不動産の基礎的な利益を示す既存物件NOI[2](営業純利益)は前年同期比+6.0%と、2001年1-3月期以来の大幅な拡大を記録しました。入居率の上昇と賃料の上昇が大きく寄与した格好となりました(出所:シティ・リサーチ)。

[1]FFO(ファンズ・フロム・オペレーションズ):当期純利益に不動産売買損益などの一過性の特別損益を除外し、減価償却費を加算し算出
[2]NOI(ネット・オペレーティング・インカム):不動産の賃料収入から実際に発生した経費(管理費、固定資産税など)のみを控除し算出

米国リート　NOI成長率の推移



出所:シティ・リサーチ　期間:2000年1-3月期～2016年1-3月期
2016年1-3月期のデータは2016年5月6日時点

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。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。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。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <48274-OTU-264821>

今、米国リートに注目する理由

①盤石な米国商業用不動産のファンダメンタルズ

米国商業用不動産への需要は増大傾向にあり、足元の入居率は過去平均を上回る高い水準で推移する一方、新規物件の供給量は依然として過去平均を下回っています。結果、商業用不動産の需給バランスはタイト化し、賃料の上昇基調が続いています。

足元、特に住宅セクターで新規の不動産着工が加速していますが、全体の着工は引き続き低水準に留まっています。竣工までの数年のタイムラグを考慮すると、需要の急速な落ち込みがない限り、米国商業用不動産のファンダメンタルズ拡大基調は、当面持続する可能性が高いと見ています。

堅調なファンダメンタルズの継続を背景に、長期契約のビジネスモデルを有する米国リートは、少なくとも今後数年は1桁後半の安定的なキャッシュフロー成長が期待できると見られています。

②実物不動産に対し割安な水準にある米国リート

米国の実物不動産に対する需要は依然として強く、不動産価格は持続的な上昇を続けています。米国リートの価格も年初来上昇基調にありますが、実物不動産に対しては割安な状況が続いています。

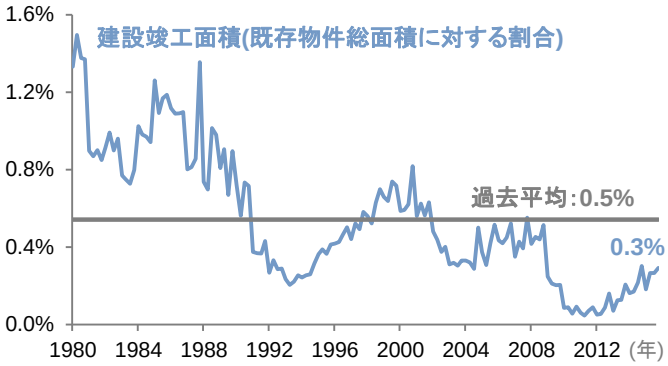
リートの時価総額とリートの保有不動産の評価額から計算した純資産価値を比較する指標(NAVプレミアム/ディスカウント)は4月末時点で-8%と長期平均の+3.8%を大きく下回る割安な水準となっています。

③株主価値向上に向けたリート経営陣の施策

リートと実物不動産における価格の乖離は、リート経営陣にとって、株主価値向上に向けた戦略的な経営舵取りの機会を創出しています。

多くの米国リートが実物不動産と比較し割安な水準で取引される環境下、一部の米国リートは他のリートや企業から買収の対象となる可能性が高まっています。また、米国リートは一部の保有物件を高いプレミアム価格で売却することが想定されます。加えて、物件を売却したキャッシュで割安となった自社株買いを実施したり、新規の開発計画に資本が投下される可能性があります。このような経営陣の施策は、米国リートの価格上昇に寄与すると考えられます。

米国商業用不動産　新規物件供給量の推移



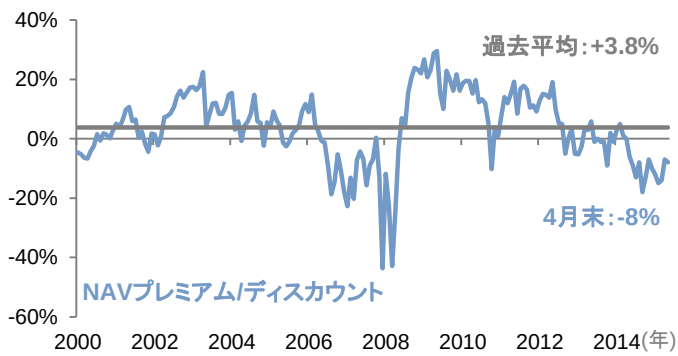
出所:モルガン・スタンレー、CBRE　期間:1980年3月末～2015年12月末

米国リート　利益成長率の予想

	2017年予想値	2018年予想値
オフィス	+10.8%	+10.4%
産業用施設	+3.7%	+8.1%
ショッピング・モール	+6.7%	+5.4%
ショッピング・センター	+7.6%	+7.2%
住宅	+8.2%	+5.6%
医療・介護施設	+3.1%	+3.2%
リート全体	+7.3%	+6.8%

出所:グリーン・ストリート・アドバイザーズ、2016年4月末時点
米国リートの調整後FFO(FFOに経常的な管理・修繕コストを加算し、借入金元本返済額を控除した数値)成長率予想を記載しています。

米国リート　NAVプレミアム/ディスカウントの推移



出所:グリーン・ストリート・アドバイザーズ
期間:2000年12月末～2016年4月末

リート時価総額 － 不動産純資産価値(NAV)* ＝ NAVプレミアム/ディスカウント

*不動産純資産価値(NAV):
リートが保有するすべての不動産の評価額から負債を控除した正味価値

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。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。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。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <48274-OTU-264821>

④歴史的低水準の長期金利

2015年12月に政策金利が引き上げられた後も、米国の長期金利は低位で推移しています。債券先物市場が織り込む10年国債利回りの今後の上昇幅は、6ヵ月後で僅か0.10%、1年後でも0.18%に留まっています。リート市場に与える影響は短期金利より長期金利の方が大きく、今後も長期金利が歴史的な低水準に留まるとの見方は、米国リートにとって明確な支援材料となります。

⑤海外投資家による米国実物不動産投資の増加

一部の国/地域におけるマイナス金利の導入などを受け、グローバルで低金利環境が継続するなか、堅調なファンダメンタルズと安定的な収益を創出する米国実物不動産は、世界の投資家から注目を浴びています。2015年には、過去最高となる700億米ドルもの海外資金が米国の実物不動産に投下されました。

2015年12月、海外投資家に対する米国の実物不動産への課税規制(FIRPTA)が緩和されました。海外年金基金の米国不動産売却益に対する課税が従来の10%から非課税に変更されるなどの改正が行われたことで、海外投資家による米国の実物不動産投資は今後も活況を強めると考えられます。

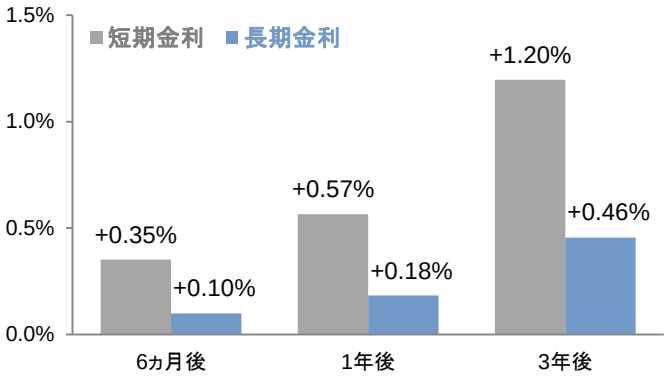
⑥独立したセクターへ昇格される「不動産」

2016年8月末より、世界産業分類基準(GICS)が変更され、現在金融セクターに含まれている不動産が、11番目の新たなセクターとして独立します。GICSセクターはS&PやMSCIなどの代表的な株価指数のセクター分類に幅広く使用されています。新たな不動産セクターのほとんどがリートで構成される予定です。

変更の背景として、リートは長期契約による持続的な賃料収入を基盤とする、他の金融会社とは大きく異なる収益モデルを有する点が挙げられます。金融セクターに連動するETFの普及などにより、2008年以降、米国リートは金融セクター全体との相関を高めてきました。今後、新たなセクターとして独立しリート独自の安定したファンダメンタルズに基づき市場で取引されるに伴い、金融セクターとの連動性は低下し、ボラティリティ(変動性)も低下する可能性があります。

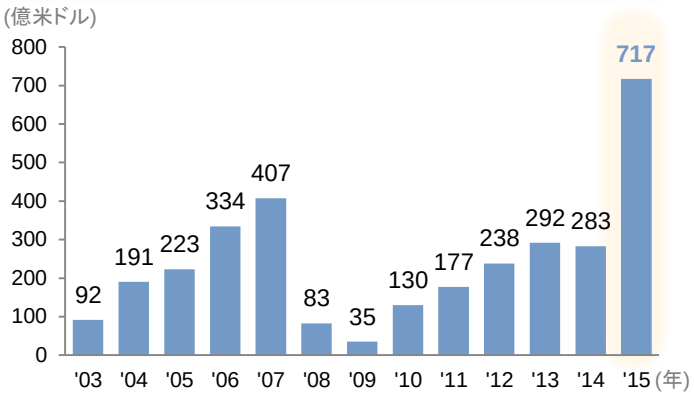
優れた分散ツールとして市場の評価が高まるにつれて、海外投資家や機関投資家など新たな投資家層の拡大も期待されます。

先物市場が織り込む今後の長短金利の変化幅



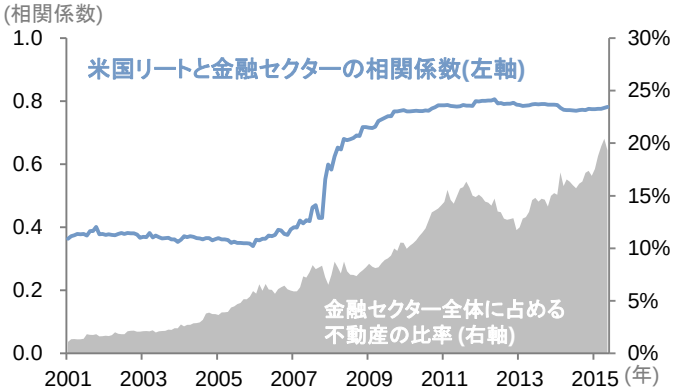
出所:ブルームバーグを基にGSAM作成、時点:2016年5月12日
短期金利は3ヵ月金利、長期金利は10年金利
今後の上昇幅は、それぞれの先物レートを基に算出

海外投資家による米国実物不動産への投資額



出所:ジョーンズラングラサール、期間:2003年～2015年

米国リートと金融セクターの相関係数の推移



出所:ブルームバーグ、S&P、全米リート協会のデータを基にGSAM作成
期間:2001年12月末～2016年4月末
米国リート:NAREITオール・エクイティ・リート指数
金融セクター:S&P500指数金融セクター(ともに米ドルベース、配当込み)
相関係数は月次データを基にした過去10年間の相関
金融セクター全体に占める不動産の割合はS&P500指数に基づき作成

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。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。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。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <48274-OTU-264821>