Goldman Sachs Asset Management

米国リート市場見通し
Brexit後の米国リート

2016年7月8日

情報提供資料

概要

- Brexit(英国のEU離脱)決定は“不確実な時代”の到来を意味するも、米国リートにとっては追い風の環境
- グローバル規模の超低金利長期化、米ドル高回帰、ロンドンの国際競争力低下等を背景に、米国の不動産市場に対する投資魅力度は増大
- 米国リートのファンダメンタルズは依然として堅調ななか、魅力的なバリュエーションも追い風に

Brexit後の米国リート市場の動向

Brexit後に急伸した米国リート

2016年6月23日に実施された英国国民投票の結果が予想外の“EU離脱(Brexit)”となり、世界の金融市場に激震が走りました。翌24日から週明け27日にかけて株式などリスク性資産が軒並み急落し、国債や金など安全資産に資金がシフトしました。しかし、7月に入りBrexitから約2週間が経過した足元では、市場も落ち着きを見せ、各々の資産はファンダメンタルズの方向性に沿った展開に移行しつつあります。

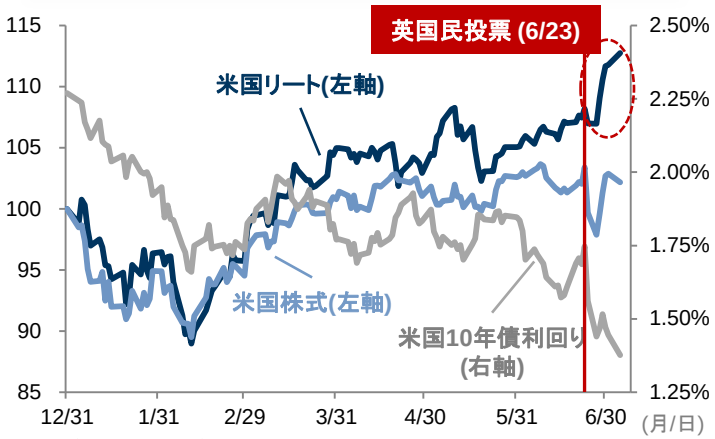
6月23日から7月5日まで、米国リート市場は4.2%上昇し、米国株式の-1.2%を大きく上回っています。今後の英国及び欧州経済に対する下方修正懸念が強まり、グローバル規模で長期金利が急低下したことから、株式市場ではリートや公益事業など相対的に高い配当利回りのセクターのアウトパフォームが鮮明化しています。

Brexitを受けて、各調査機関等は経済予測を見直してきています。ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部では、2017年の英国の予想GDP成長率を従来の前年比+2.0%から同+0.2%へ、1.8%もの大幅な下方修正を行いました。下方修正幅としては、地理的に近いユーロ圏と円高の悪影響を被る日本が続き、相対的に米国が最も影響が軽微と予測されています。

リートは内需依存度の高い業態です。特に米国リートの保有不動産は米国内に集中しており、収益ベースでみた米国依存度は約96%に達すると推測されています(出所:シティ・リサーチ)。米国リートのBrexitの影響は極めて限定的と考えられます。

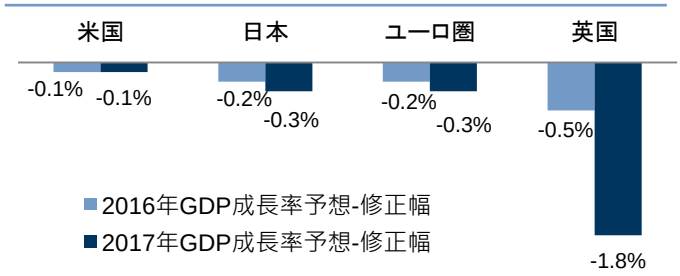
各主要国/地域におけるリート市場のBrexit後のリターンをみると、震源地英国が-19.6%と際立ちます。Brexitにより、金融街シティを中心にロンドンのオフィスや住宅など不動産需要が急減するとの懸念が高まったためです。大陸欧州も、南欧を中心に不良債権問題がクローズアップされるなか、世界で最も安全な不動産市場として米国が改めて見直された形です。

2016年初来の米国リート市場の推移



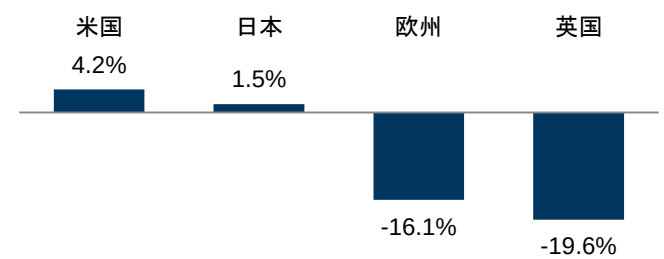
出所:ブルームバーグ、NAREIT、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント
期間:2015年12月末～2016年7月5日　米国リート:NAREITオール・エクイティ・リート指数、米国株式:S&P500指数(ともに米ドルベース　2015年末を100として指数化)

Brexit後のGDP成長率予測　修正幅



出所:ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部 (2016年6月30日時点)
期間:2016年～2017年(いずれも予測値)

各主要国/地域リート 6月23日以降のリターン



出所:ブルームバーグ、NAREIT　期間:2016年6月23日～2016年7月5日　米国:NAREITオール・エクイティ・リート指数、日本:東証REIT指数、欧州:FTSE/NAREIT欧州リート指数、英国:FTSE100REIT指数(全て現地通貨ベース)

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. <56683-OTU-312099>

Brexit後の米国リート

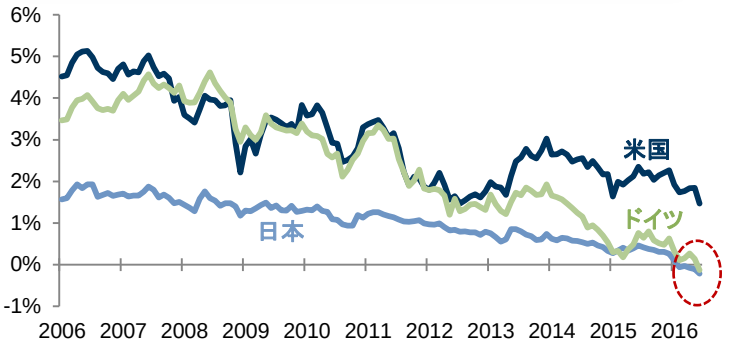
Brexitが加速させる米国への不動産投資需要

超低金利環境の長期化

Brexit後の世界は、主要国の長期金利が軒並み低下し、とりわけドイツも日本に続いて10年債利回りがマイナス圏に突入しました。世界中の投資家の運用難はより一層深刻化したことを意味し、少しでも利回りを稼げる“不動産”に対する需要は、更に拡大すると見られています。

米国では、先物市場が織り込む2017年末の10年国債利回りですら1.56%まで低下しました(7月6日時点)。足元の水準(1.36%)からの変化幅は僅か+0.21%であり、超低金利環境は長期化する見込みです。このことは、不動産市場に対する明確な支援材料となります。

主要国　長期金利(10年国債利回り)の推移



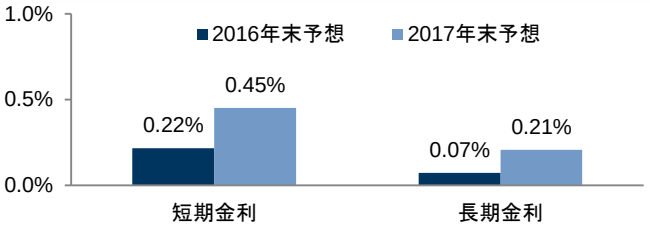
出所:ブルームバーグ　期間:2006年1月～2016年6月

米国実物不動産に対する需要の増大

米国のマクロ経済が相対的に安定していること、加えて特にBrexit後は米ドル高基調への回帰が鮮明化していること等から、グローバルの不動産投資の中でも米国の魅力度が高まっています。2015年には過去最高となる700億米ドルを超える不動産投資資金が米国外から米国に向かいました。金融市場が荒れた2016年1-3月期にその勢いはやや一服しましたが、Brexitを受けて再度加速する可能性があります。

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)が緩和されたことも追い風です。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たことで、海外投資家にとって米国の実物不動産投資の投資魅力度が向上しています。

先物市場が織り込む今後の米国長短金利の変化幅



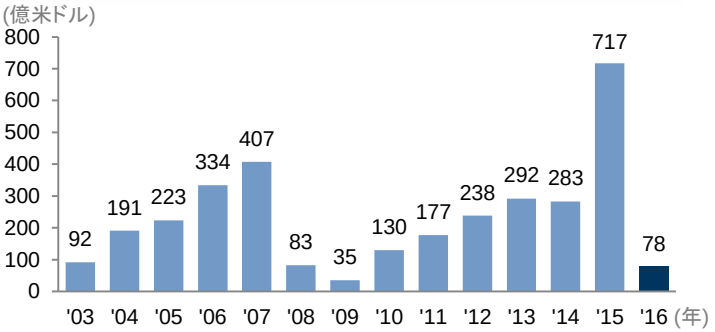
出所:ブルームバーグを基にゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント作成、時点:2016年7月12日　短期金利は3ヵ月金利、長期金利は10年金利
今後の上昇幅は、それぞれの先物レートを基に算出

国際都市ロンドンの投資魅力度が低下する可能性

都市別でみた実物不動産投資市場では、長年の間、米国ニューヨークと英国ロンドンが世界のトップに君臨してきました。特に近年のロンドンは、国外からの投資需要に依存しており、不動産価格も大きく上昇していました。このタイミングでBrexitが決定したことで、ロンドンの不動産価値は大きく低下すると見られています。

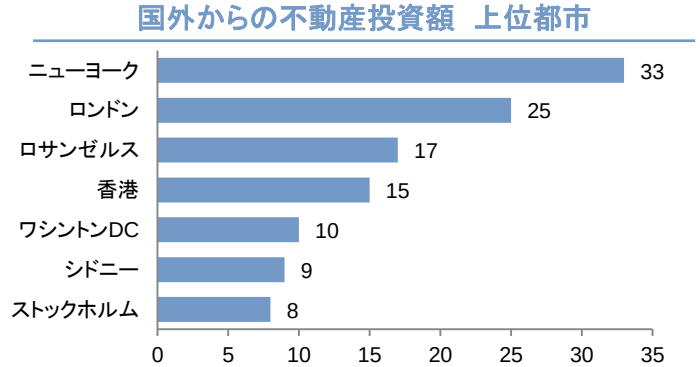
Brexitは、世界の実物不動産市場の投資フローにも大きな影響を与えるとみられます。英国以外の全ての主要都市がその恩恵を受ける可能性がありますが、中でも相対的に安全かつ安定した米国の都市が、優位なポジションに位置していると考えられます。

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～2016年1-3月期

国外からの不動産投資額　上位都市



出所:ジョーンズ・ラング・ラサール　期間:2016年1-3月期

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. <56683-OTU-312099>

堅調なファンダメンタルズを追い風に快走続く米国リート

堅調な不動産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。

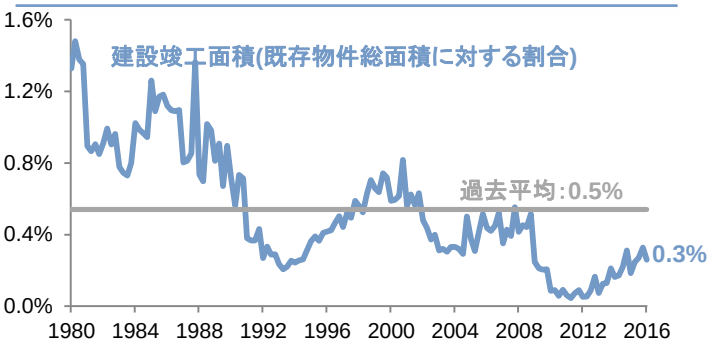
堅調なファンダメンタルズの継続を背景に、長期契約のビジネスモデルを有する米国リートは、少なくとも今後数年は1桁後半の安定的なキャッシュフロー成長が期待できると見られています。

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。

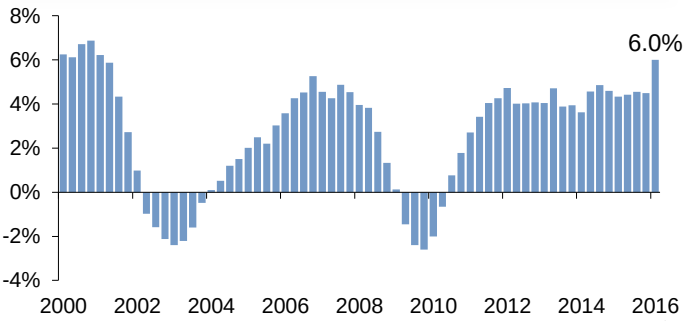
多くの米国リートが実物不動産と比較し割安な水準で取引される環境下、一部の米国リートは他のリートや企業から買収の対象となる可能性が高まっています。また、米国リートは一部の保有物件を高いプレミアム価格で売却することが想定されます。加えて、物件を売却したキャッシュで割安となった自社株買いを実施したり、新規の開発計画に資本が投下される可能性があります。このような経営陣の施策は、米国リートの価格上昇に寄与すると考えられます。

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～2016年3月末

米国リート営業純利益伸び率の推移 (既存物件ベース)



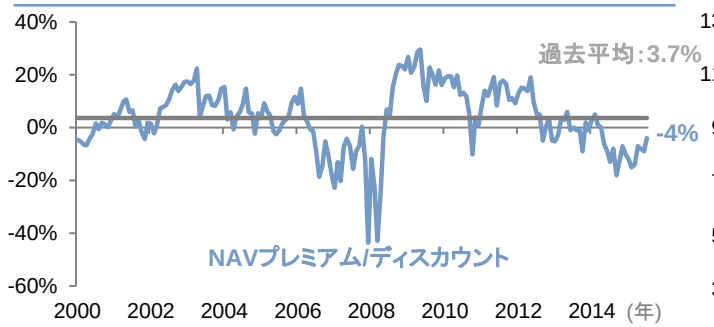
出所:シティ・リサーチ　期間:2000年1-3月期～2016年1-3月期

米国リート　利益(AFFO*)成長率の予想 (2016年6月末)

	2017年	2018年
オフィス	+7.8%	+10.9%
産業用施設	+4.7%	+8.0%
ショッピング・モール	+6.6%	+5.4%
ショッピング・センター	+7.6%	+7.2%
住宅	+7.4%	+5.8%
医療・介護施設	+2.8%	+3.4%
リート全体	+7.1%	+7.1%

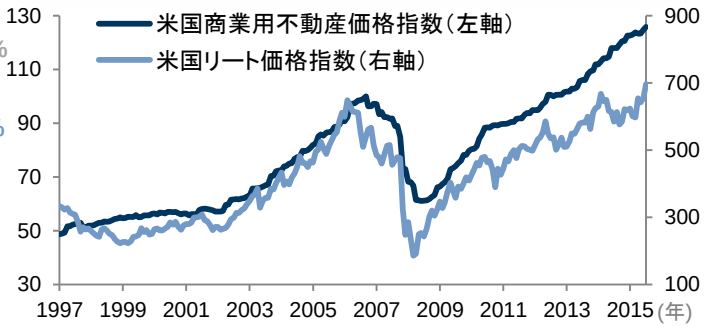
出所:グリーン・ストリート・アドバイザーズ　*AFFO(調整後FFO):当期純利益に不動産売買損益等特別損益を除外、減価償却費を加算したもの(FFO)に、経常的な管理・修繕コストを加算、借入金元本返済額を控除したもの。

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6月末

米国　商業用不動産価格とリート価格指数の推移



出所:グリーン・ストリート・アドバイザーズ、ブルームバーグ
期間:1997年12月末～2016年6月末

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. <56683-OTU-312099>