

米国リート市場の動向について(Q&A)

Q1: 年初来、米国リート市場が堅調に推移している背景を教えてください

- ①米国長期金利の低下と利上げ観測後退により、利回り資産としてのリーートの投資魅力が増大したこと、
 ②グローバルで不確実性が上昇する環境下、相対的に堅調な米国の資産に対する投資魅力が増大したこと、
 が米国リート市場の追い風となったと考えられます。

年初来の米国リート市場の動向

8月17日時点、米国リーートの年初来リターンは+14.4%と、他資産/他地域を上回る良好なパフォーマンスを創出しています。

米国商業用不動産を取り巻くファンダメンタルズが引き続き堅調であることに加え、中国経済の減速、Brexit(英国のEU(欧州連合)離脱)決定などグローバルで不確実性が上昇するなか、米国長期金利の低下と相対的に堅調な米国経済があらためて見直されたことが米国リートの上昇を演出したと思われます。

長期金利の低下

不透明なグローバルのマクロ環境を受け、2015年12月に政策金利が引き上げられた後も、米国長期金利は低下傾向で推移しています。FRB(米連邦準備制度理事会)による利上げ観測は年初から後退しており、債券先物市場が織り込む今後の10年国債利回りの水準も下方修正されています。

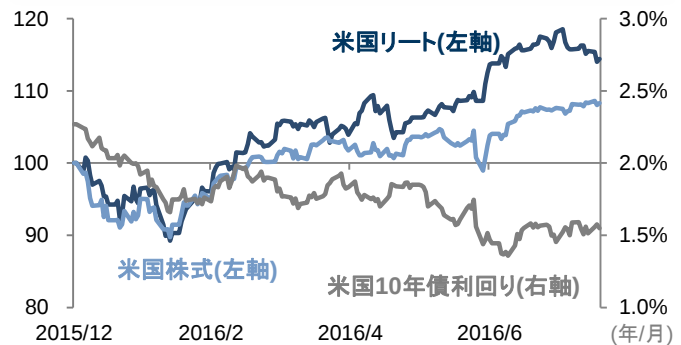
今後とも長期金利が歴史的な低水準に留まるとの見方は、低水準の資金調達コストの継続と利回り資産としての相対的な魅力上昇を意味しており、米国リーートの明確な支援材料となると考えられます。

米国の投資魅力の増大

米国のマクロ経済が相対的に安定していることなどから、グローバルの不動産投資の中でも米国の魅力が高まっています。

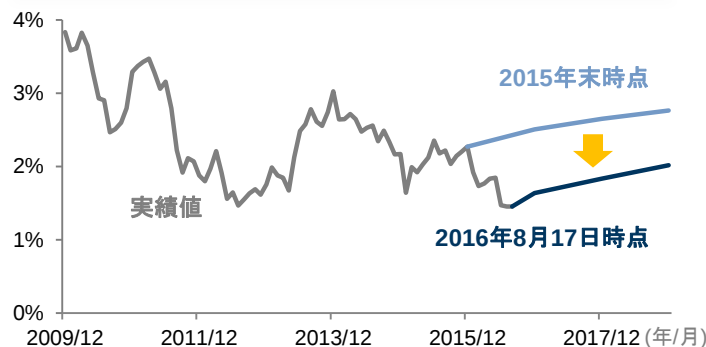
各主要国/地域における年初来のリート市場リターンを見ると、Brexit震源地である英国および欧州がマイナスとなっています。Brexitにより、金融街シティを中心にロンドンのオフィスや住宅など不動産需要が急減するとの懸念が高まったためです。欧州も、南欧を中心に不良債権問題がクローズアップされるなか、世界で最も安全な不動産市場として米国があらためて見直された形です。

2016年初来 米国リート市場の推移



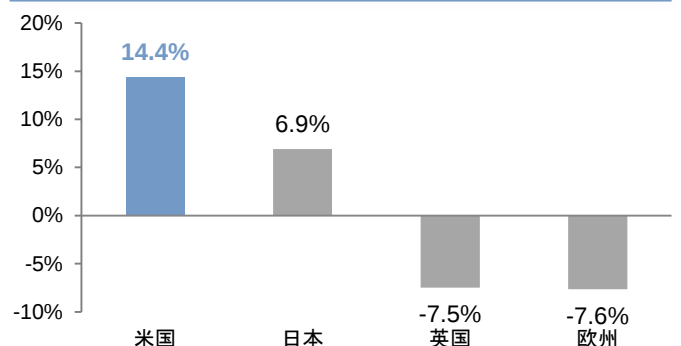
出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2015年12月末～2016年8月17日
 米国リート: NAREITオール・エクイティ・リート指数、米国株式: S&P500指数
 (ともに米ドルベース、配当込み、2015年末を100として指数化)

先物市場が織り込む米国10年債利回りの水準



出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2009年12月末～2018年12月末
 今後の水準は、各時点の先物レートを基に算出

2016年初来 各主要国/地域リーートのリターン



出所: ブルームバーグ、2016年8月17日時点
 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: FTSE/NAREIT英国リート指数
 (全て現地通貨ベース、配当込み)

米国リート市場の動向について(Q&A)

Q2: 米国リートは高値ではないでしょうか？

米国リートは、実物不動産との比較で割高感のない適正な価格水準だと考えられます。
また、米国リートのバランスシートは健全であり、その観点からも過度な過熱感は見受けられません。

実物不動産に対し適正な価格水準にある米国リート

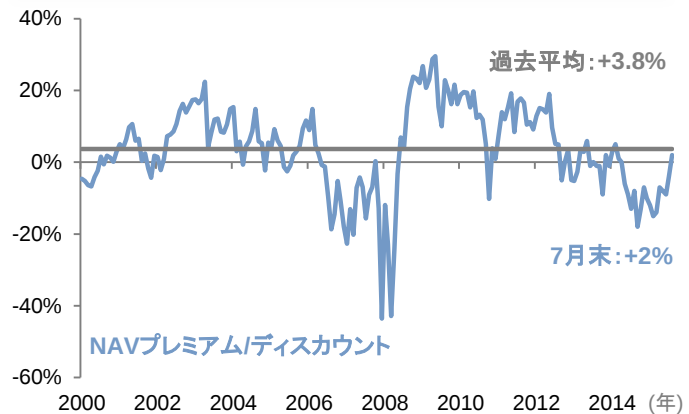
米国の実物不動産に対する需要は依然として強く、不動産価格は持続的な上昇を続けています。米国リートの価格は、史上最高値を更新し推移していますが、実物不動産に対しては適正な価格水準だと考えられます。

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7月末時点で+2%の状態、長期平均(+3.7%)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。

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

*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

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

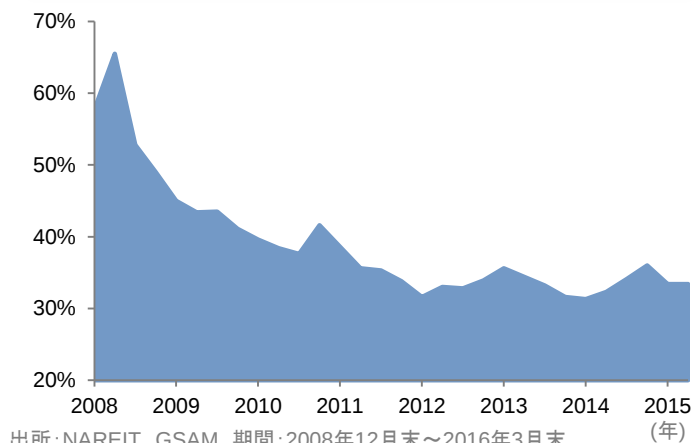
期間: 2000年12月末～2016年7月末

健全なバランスシート

金融危機以降、米国リートの経営陣は、バランスシートの強化を目指し、レバレッジ(債務)の削減を進めてきました。結果、米国リートの負債比率はピークの約65%から30%台にまで低下しており、現在のバランスシートの健全性は、金融危機前の状況と全く異なると考えられます。

また、負債への依存度を低下させたことにより、米国リートは金利上昇への耐性を強めています。今後長期金利が上昇した場合でも、そのマイナスインパクトは過去と比べて限定的であると考えられます。

米国リートの負債比率



出所: NAREIT, GSAM 期間: 2008年12月末～2016年3月末

米国リート市場の動向について(Q&A)

Q3: 米国の商業用不動産価格の動向を教えてください

米国商業用不動産価格は金融危機前のピークを上回って推移していますが、地域・セクターにより大きな格差が存在しています。今後、割高感の強い一部の地域・セクターで調整が生じる可能性はありますが、全体としては不動産価格の緩やかな上昇傾向が続くと考えられます。

地域・セクター間で大きな格差が存在

米国商業用不動産価格は、全米ベースで金融危機前のピークを約19%上回る水準にありますが、主要6都市(ボストン、シカゴ、ロサンゼルス、サンフランシスコ、ニューヨーク、ワシントンD.C.)と郊外で大きな格差が広がっています。また、セクター間の格差も拡大しており、住宅および都心部のオフィス価格は前回ピークを大きく上回るものの、小売・商業施設や郊外オフィス価格は未だ前回ピークを下回る水準にあります。

今後、新規物件の供給加速が見込まれる住宅セクターや割高感の強い一部の地域・セクターでは不動産価格の調整が生じる可能性があります。しかし、全体としては、緩やかな米国経済の成長を背景に、不動産価格は賃料上昇を反映する形で緩やかな上昇傾向が続くと見られます。

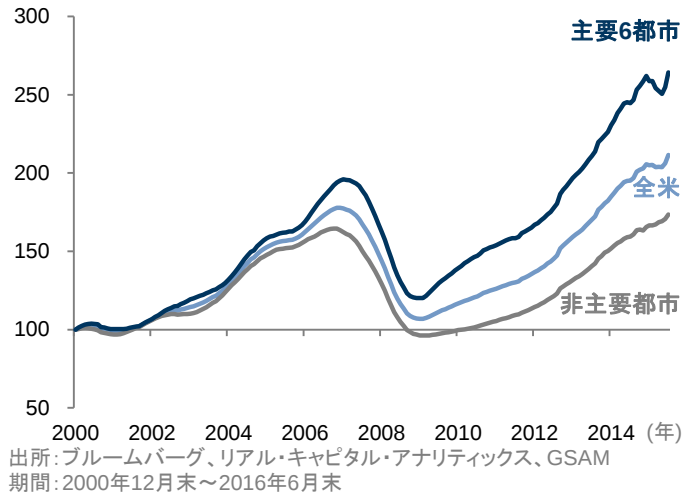
住宅セクター

住宅セクターの不動産価格は、改善を続ける雇用環境や世帯形成数の増加に加え、戸建て住宅から賃貸住宅への需要シフトを背景に、金融危機以降大きく上昇してきました。旺盛な需要に応える形で、新規物件の供給ペースは今後加速する見込みであり、価格上昇ペースは緩やかになると予想されています。

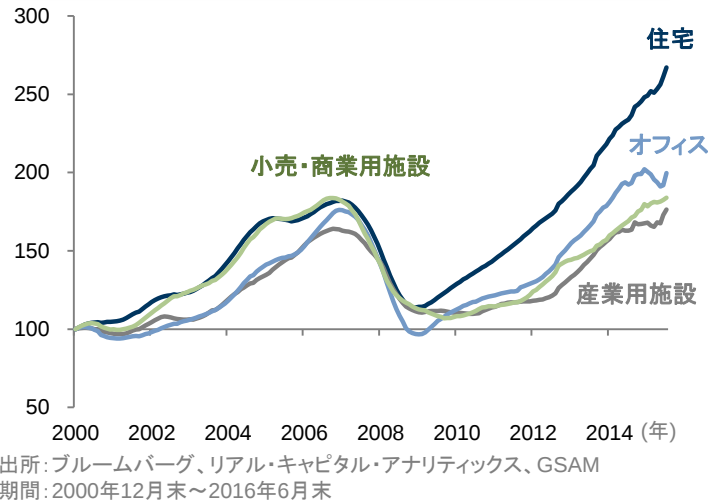
オフィス・セクター

オフィス・セクターの不動産価格は、西海岸やボストン・ニューヨークといった都心部を中心に金融危機以降大きく上昇してきました。2015年末以降は、ベンチャー・キャピタル投資額や雇用増加ペースの減速懸念を受けて、IT企業の集う西海岸を中心に不動産価格は一時下落しましたが、足元では再び上昇に転じています。

米国商業用不動産価格の推移(地域別)



米国商業用不動産価格の推移(セクター別)



米国リート市場の動向について(Q&A)

Q4: 足元の米国商業用不動産のバリュエーションをどう見えていますか？

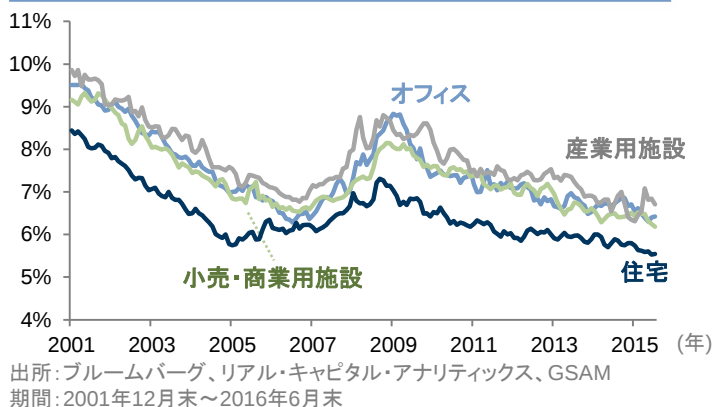
①他資産との価格比較、②商業用不動産向け融資状況、③堅調な商業用不動産のファンダメンタルズを考慮すると、足元の不動産価格に過熱感は見られないと考えられます。

他の金融資産との価格比較

商業用不動産のバリュエーション評価には、一般的にキャップレート(還元利回り: 不動産の純営業収益の不動産価格に対する比率)が使用されます。

商業用不動産のキャップレートは、賃料上昇率を上回るペースで不動産価格の上昇が続いたことから、歴史的低水準へ低下しています。しかし、その他資産の収益利回り(株式益回りや国債利回り)も大きく低下しています。米国商業用不動産の高値を指摘する声がありますが、相対的な資産価格の観点では、足元の不動産価格は十分に正当化される水準と考えられます。

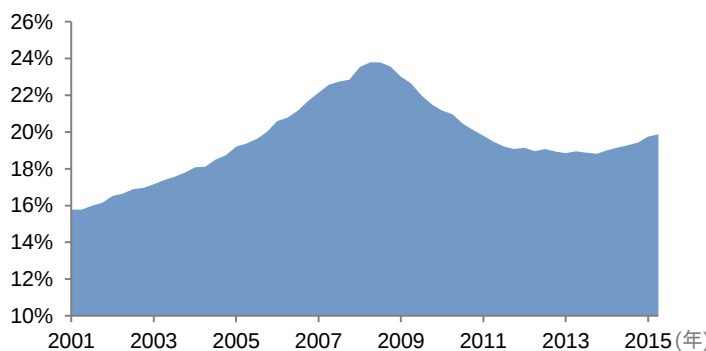
米国商業用不動産価格のキャップレート



商業用不動産向けの融資状況

商業用不動産向けの融資残高は増加基調を維持していますが、対GDP比で見ると、依然として過去のピークを下回る水準にあります。また、FRB(米連邦準備制度理事会)の銀行上級貸出担当者調査によると、商業用不動産向けの融資基準は2014～2015年にやや緩和された後、直近では厳格化に向かっています。それが商業用不動産市場の過度な過熱感を抑制する要因になると考えられます。

米国商業用不動産向けの融資残高(対GDP比)



良好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えています。

今後、一部で調整はあり得るものの、商業用不動産のファンダメンタルズが崩れない限り、下落トレンド入りする可能性は低いと考えます。

米国商業用不動産 新規物件供給量の推移

