

足元の米国リート市場と今後の見通し

概要

- 足元の米国リート市場は長期金利上昇を受け調整するも、商業用不動産のファンダメンタルズは依然堅調
- 過去の経験則に基づく、長期金利急騰による米国リートの調整は一時的、その後は大きく反発する傾向
- 足元の米国リートは実物不動産に対し割安であり、バリュエーションは魅力的な水準

2016年初来の米国リート市場の動向

足元の米国リート市場は長期金利上昇から調整

2016年の米国リート市場(米ドルベース)は8月初旬に史上最高値を付けた後、やや調整局面が続いています。特に9月下旬以降は、長期金利の急上昇を受け、米国リートをはじめとする高配当株は、売り圧力に押される展開となりました。

直近の長期金利上昇の背景には、FRB(米連邦準備制度理事会)高官によるタカ派的発言や、概ね堅調な米国経済指標の発表を受けた、米国の年内利上げ観測の高まりが挙げられます。米国商業用不動産を取り巻くファンダメンタルズは引き続き堅調であり、大きな変化が見られないことから、今回の調整は、長期金利の急上昇と、年初来堅調に推移してきたことによる、利益確定売りが主因であると考えられます。

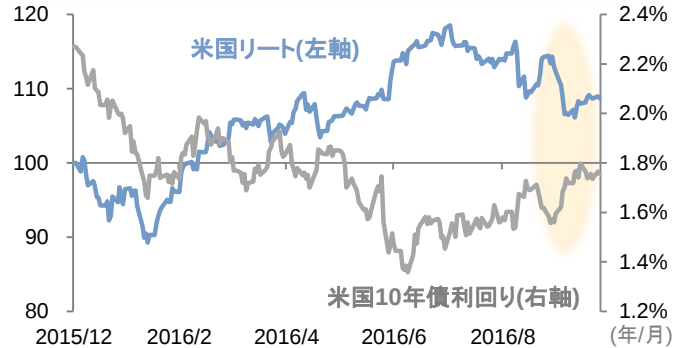
一方、10月中旬以降は、長期金利の上昇に一服感が出たことなどから、米国リート市場は落ち着きを取り戻しています。また、10月25日時点で、米国リート市場の年初来リターンは+8.7%と、S&P500指数の+6.7%を引き続き上回って推移しています。

FOMCは緩やかなペースでの利上げを示唆

市場が織り込む年内の利上げ確率は、2016年10月25日時点で73%程度まで上昇し、英国民投票以降の最高水準を記録しています。一方、FOMC(米連邦公開市場委員会)参加者による政策金利の見通しは、会合を重ねるにつれて徐々に引下げられ、市場予想に近づきつつあります。FOMC参加者によると、0.25%ずつの利上げであれば、2016年は1回、2017年は2回の政策金利引き上げが想定されています。

今後、長期金利が急騰する局面では、米国リート市場は短期的に弱含むことも想定されます。しかし、利上げ時期とペースに関する市場の思惑が、FOMCの示唆する「緩やかなペースでの政策金利引き上げ」に収束するにつれ、米国リート市場参加者の関心は、再び商業用不動産の良好なファンダメンタルズに回帰し、中長期的には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。

2016年初来 米国リート市場の推移



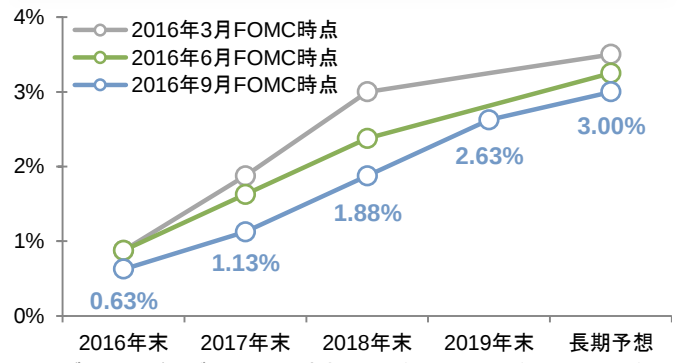
出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2015年12月末～2016年10月25日
米国リート: NAREITオール・エクイティ・リート指数(米ドルベース、配当込み、2015年12月末を100として指数化)

市場が織り込む米国の年内利上げ確率



出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2015年12月末～2016年10月25日

米国政策金利: FOMC参加者の予測値



出所: ブルームバーグ、GSAM、時点: 2016年3月、2016年6月、2016年9月

米国リート市場と長期金利

長期金利急騰が米国リート市場に与える影響は一時的であり、その後は良好に推移する傾向

過去、短期間に米国10年債利回りが急騰した局面では、米国リート市場は大きく下落する傾向が見られました。しかし、いずれの局面でも、米国リート市場は、下落後3ヵ月～1年にかけて大きく反発しており、結果的には良好な買い機会を提供してきたことがわかります。行き過ぎた下落は、いずれは米国商業用不動産のファンダメンタルズに収敛していくものと示唆されます。

米国リート市場と米国10年債利回り推移



上記6局面における米国10年債利回り上昇幅と米国リート市場騰落率

長期金利急騰局面				米国リート市場騰落率				<上記6局面の米国リート市場平均騰落率>	
期間	営業日数	10年金利上昇幅	長期金利急騰局面	その後3ヵ月間	その後6ヵ月間	その後1年間			
1 2004年4月1日～5月13日	29	0.97%	-17.5%	15.0%	30.0%	38.7%			
2 2005年10月3日～11月4日	24	0.28%	-4.7%	13.6%	15.1%	33.9%		11.8%	
3 2006年3月6日～4月14日	29	0.29%	-3.2%	6.1%	17.3%	30.7%			
4 2009年5月6日～6月11日	26	0.69%	-2.4%	22.8%	34.8%	59.2%			
5 2010年10月26日～12月15日	36	0.89%	-3.9%	9.8%	12.2%	8.9%			
6 2013年5月10日～9月5日	84	1.10%	-15.2%	3.4%	14.4%	26.7%			
上記1～6局面の平均	38	0.70%	-7.8%	11.8%	20.6%	33.0%		-7.8%	33.0%

出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2000年12月末～2016年10月25日

米国リート: NAREITオール・エクイティ・リート指数(米ドルベース、配当込み、2000年12月末を100として指数化)

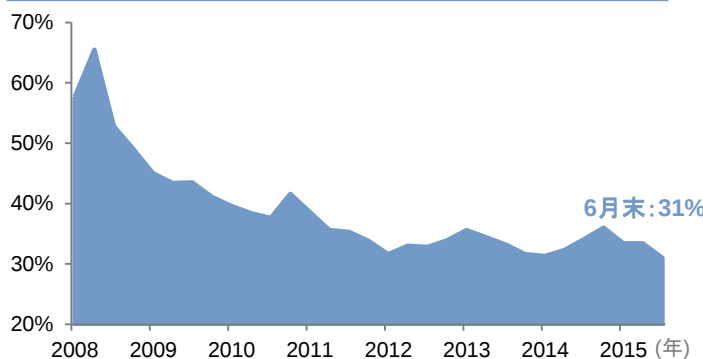
長期金利急騰局面は、米国10年債利回りが1ヵ月(21営業日)移動平均線から1標準偏差以上上方乖離した期間が、1ヵ月以上継続した局面と定義

負債への依存度を低下させる米国リート

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2016年6月末には約31%まで低下し、バランスシートの健全性は大きく向上しています。

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、収益に与える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6月末

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。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社およびゴールドマン・サックス・グループで投資運用業務を行う関係法人を総称して「ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント」あるいは「GSAM」と呼ぶことがあります。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はありません。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。
© 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <71196-OTU-397223>

米国リートのファンダメンタルズとバリュエーション

堅調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水準で推移しています。新規物件の供給量は住宅セクターなど、一部では増加傾向にあるものの、依然として過去平均と需要を下回っています。実際、米国商業用不動産全体の着工は引き続き低水準に留まっており、竣工までの数年のタイムラグを考慮すると、当面は商業用不動産の需給バランスはタイトな状況が続き、賃料の上昇基調が続く可能性が高いと見ています。

今後、一時的な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大きく崩れない限り、米国リート市場が下落トレンド入りする可能性は低いと考えます。堅調なファンダメンタルズを背景に、米国リートは、2018年にかけて1桁後半の安定的なキャッシュフロー成長が期待されています。

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上昇基調を続けていますが、実物不動産に対しては割安な状況となっています。

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、直近の米国リート市場の下落もあり、9月末時点で-7%と長期平均の+3.6%を下回る割安な水準となっています。

さらなる投資家層の拡大が期待される米国リート

2016年8月、政府系ファンドのカタール投資庁は、ニューヨークのエンパイア・ステート・ビルディングを保有する上場リート、エンパイアステート・リアルティラストに対する6.2億米ドルの株式投資を発表しました。実物不動産に対しリートが割安に取引されていることに加えて、2016年初に実施されたFIRPTA(外国人不動産投資税法)の変更が海外投資家の米国リートへの投資を加速させる要因となっています。

また、世界産業分類基準(GICS)が2016年8月末に変更され、金融セクターに含まれていた不動産が新セクターとして独立しました。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ることから、海外投資家や機関投資家など新たな投資家層の拡大が期待されます。

米国商業用不動産 新規物件供給量

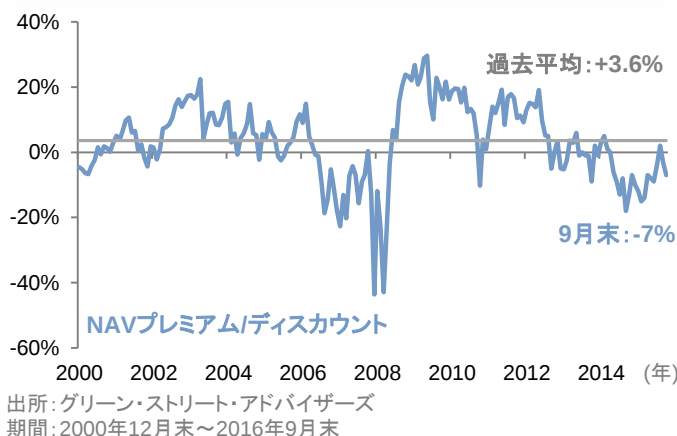


米国リート 利益成長率の予想

	2017年予想値	2018年予想値
オフィス	+8.6%	+13.2%
産業用施設	+7.7%	+8.8%
ショッピング・モール	+7.0%	+5.2%
ショッピング・センター	+5.1%	+7.7%
住宅	+3.9%	+5.7%
医療・介護施設	+3.2%	+5.0%
リート全体	+7.1%	+7.6%

出所: グリーン・ストリート・アドバイザーズ、2016年9月末時点
利益成長率は米国リートの調整後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)成長率予想

米国リート NAVプレミアム/ディスカウントの推移



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				