

グローバル・プロパティ・レビュー

リアル・アセット | グローバル上場不動産証券運用チーム | 2017年10-12月期

本書はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル上場不動産証券運用チームが作成したレポートを邦訳したものです

1. グローバル市場

概況

FTSE EPRA/NAREITグローバル先進国リアル・エステート指数は、2017年10-12月期に米ドル建てで3.8%値上がりし（現地通貨建てで3.6%上昇）、通期のリターンは11.4%に拡大した（現地通貨建て8.1%）。10-12月期には3地域すべてが上昇した。最も高いパフォーマンスを示したのは欧州。欧州は7.7%値上がりして（現地通貨建てで6.6%上昇）、5.6%上昇（現地通貨建てで5.5%）にとどまったアジア、および1.8%上昇にとどまった北米（現地通貨建てで1.8%上昇）をアウトパフォームした。

不動産市場に極めて潤沢な資本が流入した結果、優良不動産資産の投資価値は引き続き総じてほぼ安定的に推移した。昨今の低リターン環境を踏まえて、不動産の期待利回りの低下を受け入れる投資家が増えたことが追い風になった。加えて、良好な借入環境が続き、借入金利が底這いを続けたことも、パフォーマンスを後押しした。その一方で、2009年以降の長期にわたる資産価額の上昇を背景に、投資価値は天井に達した可能性があり、下落が免れないかもしれないとの不安も台頭した。これらの懸念にもかかわらず、資産価額は概ね底堅く推移した。但し、質の低い不動産については、価格下落のリスクがとりわけ大きいことは変わらない。総じて、過去最高水準にあるキャップ・レート・スプレッド（キャップ・レートと借入コストとの差）と、優良資産に対する根強い需要が、現在のキャップ・レートを支えている。

欧米市場では、優良資産のバリュエーションは大方、2007年の水準に戻ったか、その水準を突破している。キャッシュフローの伸びとキャップ・レートの低下が、ともに回復を後押しした。米国では、過去18ヵ月にわたり優良資産の不動産価額は天井近辺でほぼ安定的に推移した。英国については、国民投票でEU離脱（Brexit）が決定した後も、同国の不動産に対する投資家の関心は薄れていない。特に外国人投資家は、ポンドの大幅下落の恩恵を享受できることもあって、強い関心を寄せている。上場企業数社による著名物件の売却状況が、ロンドンのオフィス市場の堅調な価格動向を浮き彫りにしている。中でも外国人の買い手は、Brexit前の水準かそれを超える価格を支払うことを躊躇していない。Brexitは当初懸念されたほどには、不動産市場に打撃を与えていないことが、その背景にある。アジア市場では、香港で価格が改善している。キャッシュフロー改善とキャップ・レート低下が両輪となって価格改善を後押しした。これに対して日本とオーストラリアでは、ファンダメンタルズの改善が穏やかな水準にとどまるなか、資産価額の改善はほぼキャップ・レートの圧縮に依存している。

図表1

株式市場および不動産関連証券市場のパフォーマンス

(米ドル・ベース、2017年12月末現在)

国/地域	株式市場 インデックス	リターン		不動産関連証券 インデックス	リターン		10年債利回り	
		当期(%)	2017年(%)		当期(%)	2017年(%)	2017年 12月末(%)	対前期比 変化幅
グローバル	MSCI ワールド	5.6	23.1	FTSE EPRA/NAREIT グローバル・デベロップド	3.8	11.4	-	-
北米	MSCI 北米	6.4	21.6	FTSE EPRA/NAREIT 北米	1.8	4.6	-	-
米国	S&P500	6.6	21.8	FTSE EPRA/NAREIT 米国	1.6	3.9	2.41	+8bp
カナダ	S&Pトロン 総合指数	3.5	13.5	FTSE EPRA/NAREIT カナダ	5.9	17.9	2.04	-9bp
欧州	MSCI ヨーロッパ	2.3	26.2	FTSE EPRA/NAREIT デベロップド欧州	7.7	29.1	-	-
英国	FTSE100	6.0	22.6	FTSE EPRA/NAREIT 英国	9.2	23.4	1.19	-17bp
フランス	CAC40	1.8	28.3	FTSE EPRA/NAREIT フランス	11.6	30.7	0.78	+3bp
ドイツ	DAX100	2.6	28.2	FTSE EPRA/NAREIT ドイツ	11.0	46.6	0.43	-4.0
アジア	MSCI パシフィック	8.0	25.0	FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・アジア	5.6	16.1	-	-
香港	ハンセン	8.8	40.2	FTSE EPRA/NAREIT 香港	6.7	38.7	1.73	+8bp
日本	日経平均	12.0	25.7	FTSE EPRA/NAREIT 日本	2.6	-1.6	0.04	-2bp
オーストラリア	S&P / ASX 200	7.5	22.8	FTSE EPRA/NAREIT オーストラリア	7.5	13.5	2.63	-20bp

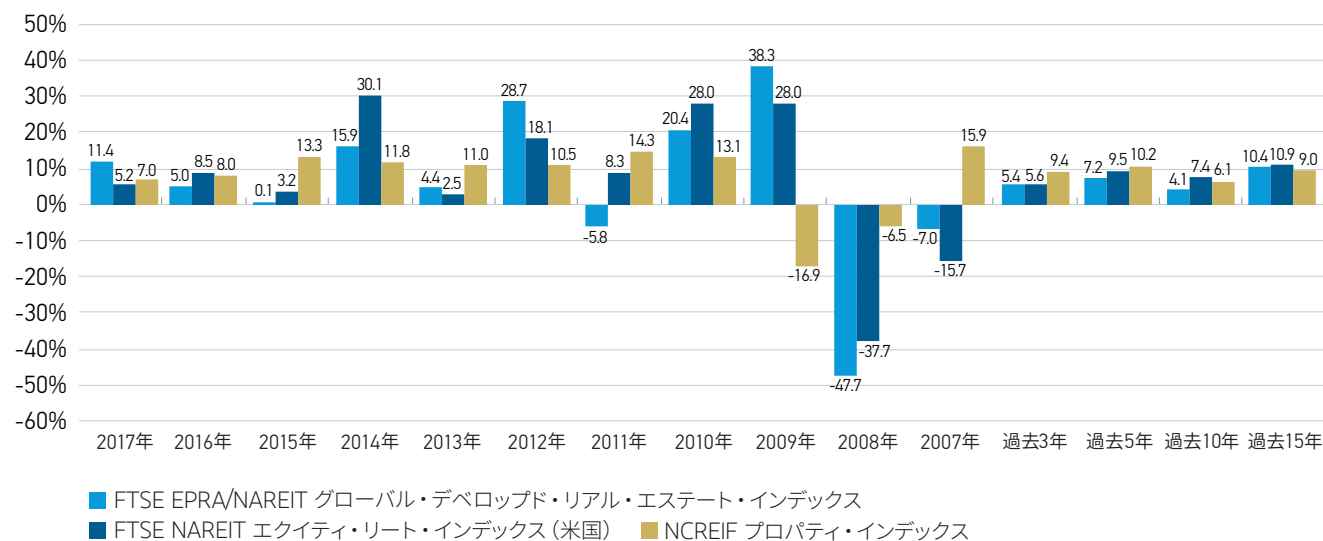
出所:FactSet,EcoWin

* 情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

図表2

不動産関連証券市場のパフォーマンス*、米ドル・ベース

(2017年12月末現在)



出所: FTSE EPRA/NAREIT, FTSE NAREIT, NCREIF

リターンは米ドル・ベースで算出されます。期間1年未満のものを除き年率にて表示しています。FTSE EPRA/NAREIT グローバル・デベロップド・リアル・エステート・インデックスは、時価総額加重で算出されるインデックスで、北米、欧州、アジア市場の不動産関連証券の株価を反映します。FTSE NAREIT エクイティ・リート・インデックスは、時価総額加重で算出されるインデックスで、米国で投資適格商業用不動産を所有・管理・リースする不動産関連証券全ての株価を反映します。NCREIF プロパティ・インデックスは、全米不動産投資受託者協議会が四半期ごとに公表する実物不動産のインデックスで、個々の商業用不動産を集計したトータル・リターンを示し、不動産投資成果を評価する指標として普及しているものです。*情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

**ご参考 ポートフォリオ・アロケーション
(グローバル・ポートフォリオ、含む不動産関連証券)**

米国では、REIT各社の業績が減速しつつあるも好調を維持しており、優良資産に対する投資家の需要が依然旺盛で、貸出環境が良好といった要因が、引き続き不動産価額の追い風となっている。昨今の低利回り環境を背景に、投資家の間で期待収益率の低下を受け入れる空気が強まったことも、不動産価額を下支えしている。ここにきて不動産価額が天井をつけた可能性があり、ここまでの大幅上昇を踏まえれば、下落が避けられない恐れさえあるとの懸念も台頭しているが、にもかかわらず、この18ヵ月間、優良資産の価額は概ね安定的に推移している。年初来11月までの不動産取引活動は3998億ドルにとどまり、前年同期の水準を9%下回った。取引高の減少が続けば、いずれは幅広い市場で価格が下落すると考えるのが合理的だと思われるものの、現時点ではまだそうした現象は生じていない。現在のREIT市場の特

徴として、セクター間のバリュエーションの乖離が通常以上に広がり、NAVに対してプレミアムで取引されているセクターと、ディスカウントで取引されているセクターが混在していることが指摘できる。セクター全体では、REIT市場は2017年末にNAVに対し約2%プレミアムとなった。現在、バリュエーションの違いにより不動産セクターは総じて3つのグループに分けられよう：NAVに対してプレミアムを付けているセクターと、ほぼNAVに近い水準で取引されているセクター、そして大幅なディスカウントとなっているセクターである。

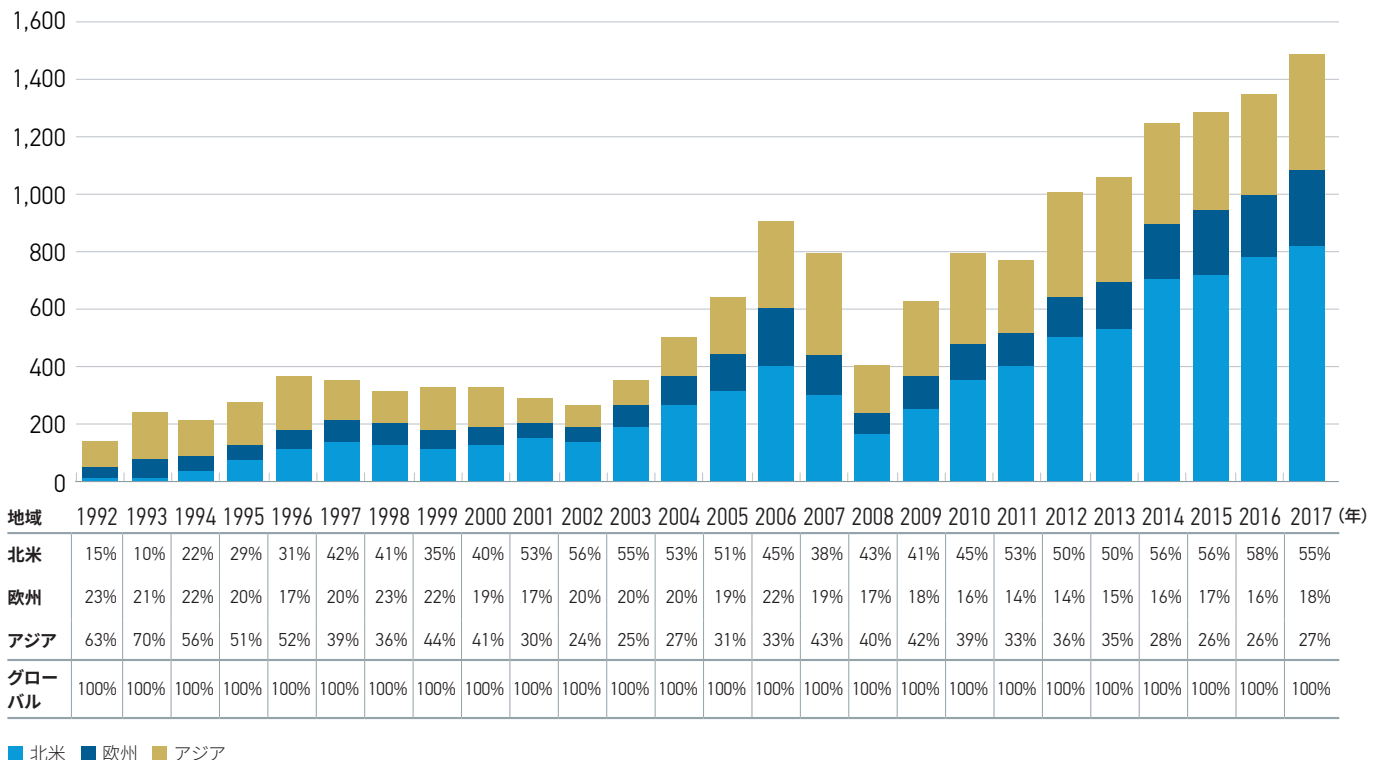
プレミアムで取引されているのは、ディフェンシブな性質が強いとみなされているセクター（ネットリース、ヘルスケア）と、デジタル技術や電子商取引に対する長期的な需要拡大が追い風になっているセクター（産業施設、データセンター）である。ディフェンシブな性格が強いと見なされているセクターは、近年の低金利の長期化環境により最大の恩恵を被ってきた。一方、ほぼNAVで取

引されているのは、伝統的な需給要因により既存店ベースのNOI成長率が減速しつつあるセクターだ。倉庫、ホテル、賃貸住宅、ニューヨーク市を除くオフィスなどが、こうしたカテゴリーに入る。大幅なディスカウントをつけているのは、ニューヨークのオフィスや商業施設などのセクターで、これらのセクターは投資家のセンチメントの大幅な悪化に直面している。最も魅力的な価値が見いだせるのは、ニューヨークのオフィス資産や質の高いモールを保有しているREITであろう。これらのREITはNAVに対して最も大幅なディスカウントを付けているからだ。実際の物件取引からは、ニューヨークのオフィス資産の資産価額は引き続き堅調な伸びを示していることがうかがえるし、商業施設セクターでは店舗閉鎖が相次いでいる中にあっても優良モールはキャッシュフローが引き続き底堅い伸びを記録しているにもかかわらず、かかるREITは大幅なディスカウントで取引されている。北米市場では、ポートフォリオにおける米国のオーバーウェイトを維持する一方、カナダを引き続きアンダー

図表3

FTSE EPRA/NAREIT グローバル・デベロップド・リアル・エースト・インデックスの時価総額の推移

(10億米ドル)



図表4

不動産関連証券インデックス・パフォーマンス* (%)

(米ドル・ベース、2017年12月末現在)

	インデックス・ウェイト		インデックス・パフォーマンス			
	グローバル	地域別	2017年10-12月期 (米ドル・ベース)	2017年10-12月期 (現地通貨ベース)	2017年通年 (米ドル・ベース)	2017年通年 (現地通貨ベース)
FTSE EPRA/NAREIT グローバル・デベロップド	100.0	-	3.8	3.6	11.4	8.1
FTSE EPRA/NAREIT 北米	55.1	100.0	1.8	1.8	4.6	4.2
カナダ	2.9	5.3	5.9	6.1	17.9	10.1
FTSE EPRA/NAREIT 米国	52.2	94.7	1.6	1.6	3.9	3.9
賃貸アパート	6.7	12.2	-1.3	-1.3	5.2	5.2
学生専用賃貸アパート	0.6	1.0	-4.8	-4.8	-14.3	-14.3
プレハブ住宅	1.0	1.7	7.1	7.1	25.7	25.7
一戸建て住宅	0.8	1.5	3.0	3.0	17.4	17.4
ショッピング・センター	3.8	6.8	4.1	4.1	-10.7	-10.7
モール	5.9	10.6	9.9	9.9	-3.4	-3.4
中心地区オフィス	5.4	9.8	4.7	4.7	4.2	4.2
郊外オフィス	2.7	4.8	-1.1	-1.1	1.7	1.7
データ・センター	1.7	3.2	-2.3	-2.3	23.2	23.2
産業施設	4.6	8.4	1.9	1.9	21.0	21.0
ヘルスケア	6.5	11.9	-5.3	-5.3	0.7	0.7
ホテル/リゾート	3.6	6.5	5.4	5.4	7.4	7.4
個人用倉庫	3.5	6.4	3.3	3.3	3.6	3.6
分散投資型/金融	0.6	1.1	-6.7	-6.7	12.8	12.8
ネット・リース	4.8	8.8	0.5	0.5	6.2	6.2
FTSE EPRA/NAREIT デベロップド EMEA	18.1	100.0	7.7	6.6	29.2	15.7
イスラエル	0.1	0.6	0.8	-1.0	31.5	18.6
FTSE EPRA/NAREIT デベロップド 欧州	18.0	99.4	7.7	6.6	29.1	15.7
大陸欧州	12.8	70.7	7.1	5.9	31.8	17.0
オーストリア	0.4	2.2	14.3	12.5	57.5	38.4
ベルギー	0.6	3.4	2.0	0.4	22.9	7.9
フィンランド	0.1	0.6	3.2	1.6	32.6	16.5
フランス	1.8	10.0	11.6	9.9	30.7	14.8
ドイツ	4.2	23.1	11.0	9.3	46.6	28.8
アイルランド	0.2	1.2	3.2	1.6	41.1	23.9
イタリア	0.1	0.5	8.0	6.3	67.1	46.8
オランダ	2.1	11.4	4.2	2.6	12.7	-1.0
ノルウェー	0.1	0.6	10.9	14.0	47.8	40.4
スペイン	0.7	4.1	2.5	0.9	42.0	24.7
スウェーデン	1.5	8.2	3.2	3.5	28.6	15.9
スイス	1.0	5.3	1.2	1.9	14.9	10.2
英国	5.2	28.7	9.2	8.3	23.4	12.7
英国主要地区	2.4	13.4	9.6	8.7	19.5	9.1
英国その他	2.8	15.3	8.8	7.9	27.1	16.1
FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・アジア	26.8	100.0	5.6	5.5	16.1	12.0
オーストラリア	5.8	21.8	7.5	7.8	13.5	5.1
香港	8.3	31.1	6.7	6.8	38.7	39.8
香港不動産事業会社	6.7	25.2	5.0	5.0	37.4	38.5
香港REIT	1.6	5.9	14.9	15.0	44.6	45.8
日本	9.9	36.8	2.6	2.7	-1.6	-4.9
日本不動産事業会社	4.6	17.4	4.7	4.8	3.4	-0.1
J-REIT	5.2	19.5	0.9	0.9	-5.6	-8.9
ニュージーランド	0.1	0.4	5.3	7.1	9.8	7.6
シンガポール	2.7	9.9	9.4	7.7	43.0	32.3
シンガポール不動産事業会社	1.0	3.6	6.0	4.3	46.6	35.6
S-REIT	1.7	6.3	11.6	9.8	40.9	30.3

出所：FTSE EPRA/NAREIT、FTSE NAREIT、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
 情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

ウェイトする。米国の多くの不動産セクターが大幅にディスカウントとなっていることを勘案すれば、カナダ市場のバリュエーションは妙味に乏しい。

香港の不動産事業会社を引き続きグローバル・ポートフォリオで大幅にオーバーウェイトする。香港の不動産事業会社は株式市場の評価と実物不動産市場における評価が大幅に乖離しているのみならず、他の上場不動産市場と比較しても、極めて魅力的な価値を提供していることが理由。10-12月期にはグローバル指数とアジア平均をアウトパフォームしたが、それでも依然として魅力的なバリュエーションを付けていることは変わらない。10-12月期末時点で香港の不動産事業会社はNAVに対して平均34%ディスカウントとなり、グローバル・ベースで最も割安な水準に放置されている。事業ファンダメンタルズが健全で、経常ベースで力強いキャッシュフローの伸びが見込まれ、実物不動産市場における評価も引き続き堅調であるのみならず、コーポレート・ガバナンスおよび資本管理が改善しているのに、このように大幅な割安水準をつけていることに注目したい。香港の不動産事業会社が極めて低いレバレッジ水準を維持している事実も、バリュエーションの割安感を一段と募らせている。香港の不動産事業会社の大幅なオーバーウェイトを堅持する。

日本の不動産事業会社は10-12月期末にNAVに対し平均19%ディスカウントとなった。賃料上昇見通しが一巡し、キャップ・レートが過去最低水準に低下していることを受けて、日本の不動産事業会社の魅力はやや後退している。しかしながら、2017年末時点でNAVに対して7%のプレミアムを付けているJ-REITとの比較で見れば、不動産事業会社が魅力的な価値を提供していることは変わらない。しかも、J-REITのポートフォリオは不動産事業会社よりも総体的に質の低い資産で構成されているにもかかわらず、このようなプレミアム水準で取引されてい

図表5

ポートフォリオ・アロケーション* (%)

(米ドル・ベース、2017年12月末現在)

地域	推奨配分	当期	リターン	前期	ベンチマーク・ウェイト
		ベンチマーク・ウェイト		推奨配分	
北米	56.1	55.1	1.8	56.6	56.1
欧州	16.6	18.1	7.7	16.3	17.5
アジア	27.3	26.8	5.6	27.1	26.3
合計	100.0	100.0	3.8	100.0	100.0

出所：FTSE EPRA/NAREIT

*情報提供を目的としたものです。現在の市場環境によるもので、予告無しに変更される場合があります。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

る。投資家の利回り模索の動きと、日銀の資産買い入れが、これまでJ-REITの株価を支えてきたと思われる。ポートフォリオでは全体として日本を小幅アンダーウェイトしている。これは、J-REITを大幅にアンダーウェイトしていることが最大の理由。

オーストラリアでは、重要なシドニーおよびメルボルンのCBDオフィス市場の賃料が改善基調にある。テナント向けインセンティブは依然高いが、低下し始めている。実質賃金の伸び悩みを背景とする家計消費の冷え込み、家計部門の負債上昇など、小売企業の事業ファンダメンタルズは依然厳しい。それでも、他の大半の市場と比べて高い利回りに支えられ、商業用資産に対する投資家の需要は今も旺盛である。2017年末にオーストラリアのREITはNAVに対し平均7%プレミアムとなった。アジア地域の中では、香港の不動産事業会社と比べ、オーストラリアのREITは依然としてはるかに魅力に乏しい。

欧州では、2017年末に英国の不動産株はNAVに対し平均4%ディスカウントとなった。英国の大手不動産株は平均15%ディスカウント、ロンドンのオフィスに特化した不動産会社は平均8%ディスカウントとなった。Brexitを巡る不透明感が依然漂うなか、英国ではキャッシュフローと資産価値に下振れリスクがあるとしても、こうしたリスクは

割安な株価に十二分に織り込まれているとみて良いだろう。2017年末には、大陸欧州の不動産株のバリュエーションは、全体としてNAVに対し平均2%プレミアムとなった。しかしながら大陸欧州の市場間のバリュエーションは大幅に乖離し、大陸欧州の商業施設がディスカウントで取引されているのに対し、ドイツの住宅関連株はプレミアムで取引されている。活発なM&A活動とECBによる引き締め措置が予想より穏やかだったことが、株価を牽引した。欧州の中では英国の大手不動産会社、ロンドンのオフィスに特化している不動産会社、大陸欧州の商業施設をオーバーウェイトし、ドイツの住宅用不動産会社と英国の他のセクターの不動産会社をアンダーウェイトする。

地域間の大幅なバリュエーション・ギャップの解消を踏まえて、このほど各地域に対するオーバーウェイト幅およびアンダーウェイト幅を縮めたことに留意されたい。マクロの不透明感が、基本的なファンダメンタルズやバリュエーションよりも、それぞれの市場の不動産株にはるかに大幅な影響を及ぼす可能性があることも勘案して、そうした判断を下した。我々はむしろ、各地域内におけるバリュエーションの著しい格差により大きな焦点を置いている。

2. 米国

概況

10-12月期に米上場不動産市場は1.6%上昇し、通期のリターンは3.9%となった。REITは引き続き株式市場全体をアンダーパフォームした。全般的に投資家は成長環境がより明るいとみられる他のセクターへの投資に前向きだったようだ。

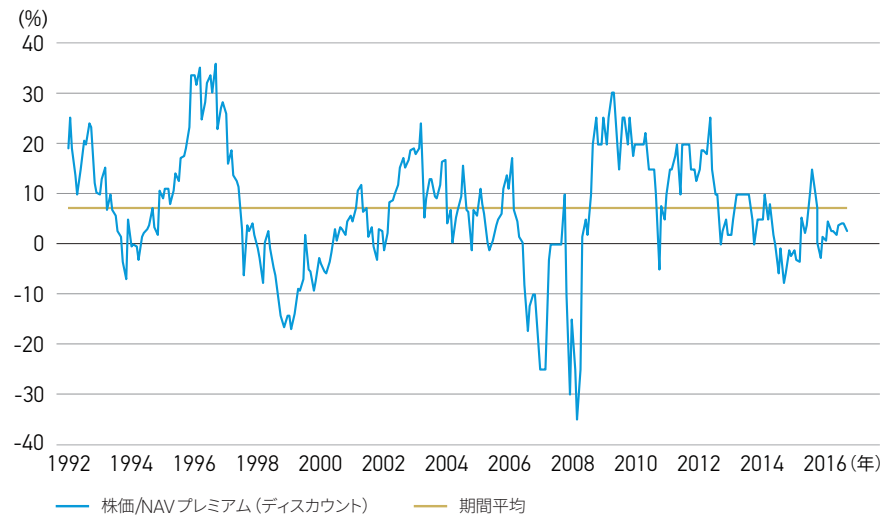
中核不動産の資産価値は完全に回復し、2007年の水準を引き続き平均20%程度上回っている。不動産価値は天井に達した可能性があり、ここまでの大幅な上昇を踏まれば下落を免れないとの不安さえ台頭しているにもかかわらず、資産価値は過去18ヵ月にわたり、総じて安定的に推移している。Real Capital Analyticsのデータによれば、2017年初来11月末までの不動産取引高は3998億ドルにとどまり、前年の水準を9%下回った。Real Capital Analyticsは、年初以降、取引高の動向は一貫していると述べている。即ち、産業セクターでは取引高が前年の水準を上回っているのに対し、他の主要資産では取引高は前年の水準を割り込んでおり、とりわけ商業施設およびホテル・セクターはいずれも22%減と大幅な落ち込みを見せた。取引高が減少を続ければ、いずれは資産価値の全般的な下落が避けられないと考えるのが合理的だろうが、現在までのところ、こうした状況はまだ生じていない。

REIT市場ではセクター間のバリュエーションの乖離が通常以上に広がり、NAVに対してプレミアムで取引されているセクターと、大幅にディスカウントで取引されているセクターが混在している状況にある。しかしながらセクター全体では、REIT市場は2017年末にNAVに対し約2%プレミアムとなった。現在、バリュエーションの違いにより不動産セクターは総じて3つのグループに分けられそうだ：NAVに対してプレミアムを付けているセクターと、ほぼNAVに近い水準で取引されているセクター、そして大幅なディスカウントとなっているセクターである。プレミアムで取引されているのは、ディフェンシブな性質が強いとみなされてい

図表6

米国：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*

(2017年12月末現在)

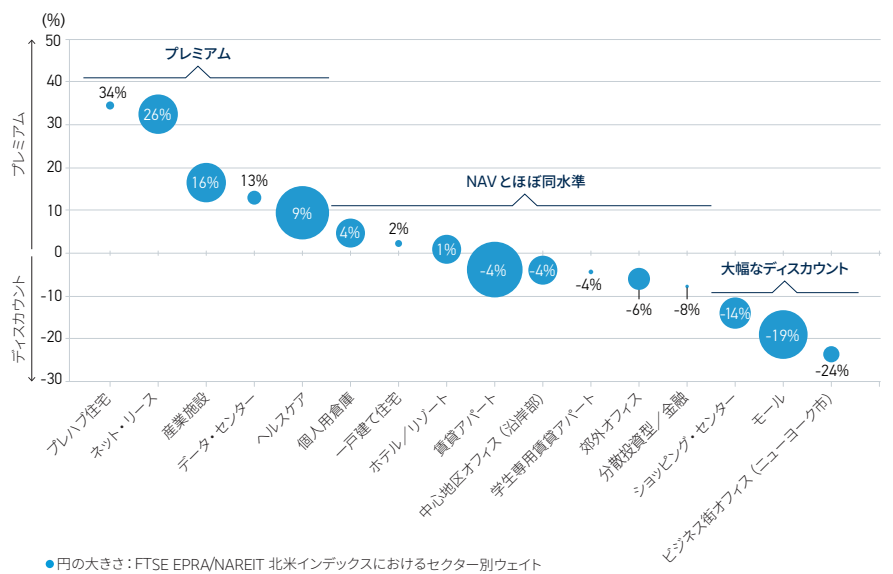


出所：Green Street Advisors、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

図表7

米国：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウント (セクター別)

(2017年12月末現在)



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

るセクター (ネットリース、ヘルスケア) と、デジタル技術や電子商取引における長期的な需要拡大が追い風になっているセクター (産業施設、データセンター) である。ディフェンシブな性格が強いと見なされているセクターは、近年の低金利の長期化環境により最大の恩恵を被ってきた。一方、ほぼNAVで取引されているのは、伝統的な需

給要因により既存店ベースのNOI成長率が減速しつつあるセクターだ。倉庫、ホテル、賃貸住宅、ニューヨーク市を除くオフィスなどが、こうしたカテゴリーに入る。大幅なディスカウントをつけているのは、ニューヨークのオフィスや商業施設などのセクターで、これらのセクターは投資家のセンチメントの極度の悪化に直面している。最も魅力

的な価値が見いだせるのは、ニューヨークのオフィス資産や質の高いモールを保有しているREITであろう。これらのREITはNAVに対して最も大幅なディスカウントを付けている。だが実際の物件取引からは、ニューヨークのオフィス資産の資産価値は引き続き堅調な伸びを示していることがうかがえるし、商業施設セクターでは店舗閉鎖が相次いでいるにもかかわらず、優良モールはキャッシュフローが引き続き底堅い伸びを記録している。

伝統的なセクターを中心に、多くのREITが買収から開発・再開発活動に焦点をシフトしている。この背景には、開発プロジェクトが卓越したリターンを生み出していることがある。加えて株価が割安なうえ、実物不動産市場では買い手が物件取得に積極的な姿勢を崩していないことも、開発・再開発活動への焦点のシフトを促している。開発・再開発活動は賃貸住宅部門で最も広範に行われているが、他のほとんどの分野でも、REITの一部が活動を活性化させている。対照的に、株価がプレミアム水準をつけている一部のセクターのREITは、これまで通り積極的な買収活動を繰り返している。REITは資産売却により資金を調達しているほか、今も魅力的な資本に容易にアクセスできる恵まれた立場を利用して、これまで通り外部活動に関わる資金の多くを、新規起債や株式発行により調達している。10-12月期に株式発行活動は引き続き低迷し、発行額は17億ドルにとどまって、7-9月期の25億ドルから減速した。極めて好調だった上期の水準（1-3月期は95億ドル、4-6月期は91億ドル）は大幅に下回った。他方、無担保社債の起債は引き続き堅調で、2017年には記録的な水準の発行が行われた。10-12月期の発行額は140億ドルに達し（11月だけで90億ドルの発行が行われた）、7-9月期の150億ドルに迫った。2017年の発行額は合計490億ドルに上り、過去最高となった2016年の水準を大幅に上回った。調達資金は成長を目的とする買収の資金に充てられたほか、低金利の恩恵を享受するとともに満期を先送りする目的で、満期の近づいた債券の借換えに向けられた。

10-12月期には3つの主要セクターの中では、商業施設が指数を大幅にアウトパフォームし、オフィス・セクターがアウトパフォーム、賃貸住宅がアンダーパフォームした。賃貸住宅セクターは10-12月期にアンダーパフォームしたが、2017年通期では依然アウトパフォームしている。10-12月期には商業施設セクターが最も高いリターンを上げた。投資家のセンチメント改善がパフォーマンスを後押しした。とりわけ11月のモールREITの株式非公開化案件1件と、他の2つのモールREITの持ち分をアクティビスト投資家が新たに取得したという報道が、投資家のセンチメント改善に大きく寄与し、モールとショッピング・センターの追い風になった。しかしながら、商業施設セクターは10-12月に大幅にアウトパフォームした。しかしながら17年通期で見れば、同セクターのパフォーマンスは最も低調だった。これは、小売企業が直面している困難な状況が、商業施設不動産に悪影響を与えるとの懸念を受けて、11月まで投資家のセンチメントが圧倒的にネガティブだったためだ。オフィス・セクターでは、中心商業地区（CBD）の優良物件を多く所有するREITが指数をアウトパフォームし、二番手CBD/郊外型資産に焦点を置くREITがアンダーパフォームした。ヘルスケアREITは10-12月期に指数を最も大幅にアンダーパフォームしたセクターの1つとなり、17年通期でもアンダーパフォームした。ヘルスケアREITの最近のパフォーマンス低迷は、高齢者向け住宅の供給過剰や、介護施設の熟練テナントの業績低迷に対する投資家の懸念を反映しているとみられる。中小セクターでは、10-12月期には産業施設が市場並みのパフォーマンスを記録、データ・センター・セクターは指数を小幅アンダーパフォームしたものの、17年通期で見れば、これら2つのセクターが最も高いリターンを上げた。投資家が引き続きデジタル技術と電子商取引の長期的な需要拡大に焦点を向けたことが、パフォーマンスを後押しした。また、10-12月期にはホテル・セクターもアウトパフォームした。企業の出張需要の回復に対する楽観論が広がったためだ。倉庫セクターもアウトパフォームした。一方、当期はネットリース・セクターは指数を小幅アンダーパフォームした。

3. カナダ

概況

カナダの不動産株は10-12月期に米ドル建てで5.9%上昇（カナダドル建てでは6.1%上昇）した。この結果、2017年通期のリターンは米ドル建てで17.9%（カナダドル建てで17.9%）が期中に大幅に値上がりしたことによる。カナダドル建てのリターンは10.1%となった。10-12月期にはカナダ中銀は主要金利を1.00%に据え置いた。カナダ10年債利回りは、7-9月期末の2.13%から10-12月期末には2.04%に低下した。カナダ経済は全体として緩やかな改善の兆しを示しているものの、例外となっているのがアルバータだ。原油価格の持続的な回復が見通せないなか、アルバータ経済は依然低迷が続いている。一方、小売業界を巡る環境も厳しいままで、小売店舗の閉店が増加している。にもかかわらず、商業施設REITの入居水準は依然高い。こうした状況下、物件オーナーは小売企業の倒産に伴って空いたスペースを埋めることや、開発・再開発パイプラインを実行することに焦点を合わせている。賃貸住宅セクターでは、ファンダメンタルズは引き続き安定している。但しアルバータでは例外的に、物件オーナーは入居水準を維持するため、テナントに様々な特典を提供することを余儀なくされている。オフィス・セクターでは、トロントやバンクーバーではファンダメンタルズが底堅さを増している。対照的に、カルガリーではファンダメンタルズは極度に冷え込んだままで、空室率が高く、テナント需要が低迷している。不動産各社のキャッシュフローの伸びは、全REITセクターにわたり概ね安定している。実際の投資取引からは、安定的なキャッシュフローを持つ質の高い資産に対する投資家の需要が依然旺盛で、価格も高止まりしていることがうかがえる。2017年末にカナダのREITセクターはNAVに対し平均4%プレミアムとなった。カナダのREITは、主にキャップ・レートの圧縮と緩やかなキャッシュフローの伸びを牽引役とする資産価値の力強い改善を、NAVはすでに反映している。

4. 欧州

概況

欧州不動産株は10-12月期に米ドル建てで7.7%上昇（現地通貨建てで6.6%上昇）し、17年通期のリターンは29.1%（同15.7%）に達して株式市場全体をアウトパフォームした。市場別では、オーストリア、フランス、ドイツが米ドル建てでそれぞれ14.3%、11.6%、11.0%値上がりし、欧州平均をアウトパフォームした。他方、スイス、ベルギー、スペインはそれぞれ1.2%、2.0%、2.5%上昇にとどまり、欧州平均をアンダーパフォームした。10-12月期に上場欧州不動産会社の資本調達活動は加速した。期中の株式発行による調達額は36億ユーロに上った。17年通期の調達額は127億ユーロに達して、2016年の調達額87億ユーロを凌いだ。上場欧州不動産会社の起債活動は減速し、10-12月期の不動産各社の無担保債の発行額は56億ユーロにとどまった。しかしながら2017年通期の調達額は、合計263億ユーロとなって過去最高を記録した。企業が引き続き借入コストの引下げや負債の償還期限の延長を図ったことが、この背景にある。

2017年に欧州商業用不動産投資市場は活況を呈し、投資額は2860億ユーロと過去最高額を記録、2016年の水準を9%上回った。英国の投資額の回復に加え、ドイツで過去最高に近い投資が行われたことが、欧州商業用不動産投資市場を牽引した（2017年に英国とドイツは欧州商業用不動産投資市場にそれぞれ720億ユーロと570億ユーロ寄与した）。2017年に英国の投資額は前年比12%増加した。牽引役となったのは海外の投資家からの大規模な資金流入と、複数の大型物件の取引。2017年にはロンドンの投資額はおよそ156億ポンドに達し、前年の水準から横ばいとなった。著名資産の価格が堅調に推移し、ロンドンの取引市場を支えた。一方、ウェスト・エンドでは供給不足が足枷となって、投資額は前年の水準を20億ポンド割り込んだ。対照的に、シティの投資額は急増した。健全な水準の売却用物件が提供

図表8

欧州主要オフィス市場賃貸料騰落率* (%)

都市	2015年	2016年	2017年 1-3月期	2017年 4-6月期	2017年 7-9月期	2017年 10-12月期	2017年
ロンドン・シティ地区	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ロンドン・ウェストエンド地区	4.3	-8.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
パリ中心地区	-2.0	4.8	0.0	-0.7	-2.0	4.0	1.3
フランクフルト	1.4	4.2	0.0	0.0	1.4	1.3	2.7
ミラノ	2.1	7.3	1.0	1.0	1.9	2.8	6.8
ストックホルム	8.3	27.2	3.2	6.3	0.0	2.9	12.9
マドリッド	6.9	6.4	1.7	1.7	2.5	1.6	7.8
バルセロナ	12.7	7.5	2.3	2.3	2.2	1.1	8.1
アムステルダム	0.0	7.2	0.0	2.7	1.3	3.9	8.1
ブリュッセル	0.0	0.0	0.0	9.1	0.0	0.0	9.1
欧州全域	2.2	3.1	0.6	1.1	0.5	2.0	4.3

図表9

欧州主要オフィス利回りと10年債利回りの比較* (%)

都市	主要オフィス利回り			10年債利回り(ご参考)		2017年12月末 スプレッド (a) - (b)
	2017年 9月末(a)	2017年 12月末(a)	当期 変化幅	2017年 12月末(b)	当期 変化幅	
ロンドン・シティ地区	4.25	4.25	0.00	1.19	-0.18	3.06
ロンドン・ウェストエンド地区	3.50	3.50	0.00	1.19	-0.18	2.31
パリ中心地区	3.00	3.00	0.00	0.79	0.04	2.22
フランクフルト	3.25	3.25	0.00	0.43	-0.04	2.82
ミラノ	3.75	3.75	0.00	2.02	-0.10	1.73
ストックホルム	3.50	3.50	0.00	0.78	-0.15	2.72
マドリッド	3.75	3.75	0.00	1.57	-0.04	2.18
バルセロナ	4.00	4.00	0.00	1.57	-0.04	2.43
アムステルダム	3.75	3.75	0.00	0.53	-0.05	3.22
ブリュッセル	4.50	4.50	0.00	0.64	-0.10	3.87
平均	3.73	3.73	0.00	1.07	-0.08	2.66

出所：Jones Lang LaSalle、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

*情報提供を目的としたものです。現在の市場環境によるもので、予告無しに変更される場合があります。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

されたことによる。2017年通期のシティの投資額は102億ポンドに上ったが、そのうち31億ポンドが10-12月期に実施された。2017年10-12月の取引額は四半期ベースで24ヵ月ぶりに高い水準となった。ロンドンの投資市場では2017年を通じて海外の買い手が一貫して積極的な活動を見

せ、投資額全体の82%を占めた。これは2000年以来最も高い水準であり、長期平均59%を大幅に上回っている。

2017年のドイツの投資額は500億ユーロに上り、2016年の水準を8%上回った。通期の投資額が500億ユーロを上回ったのは、

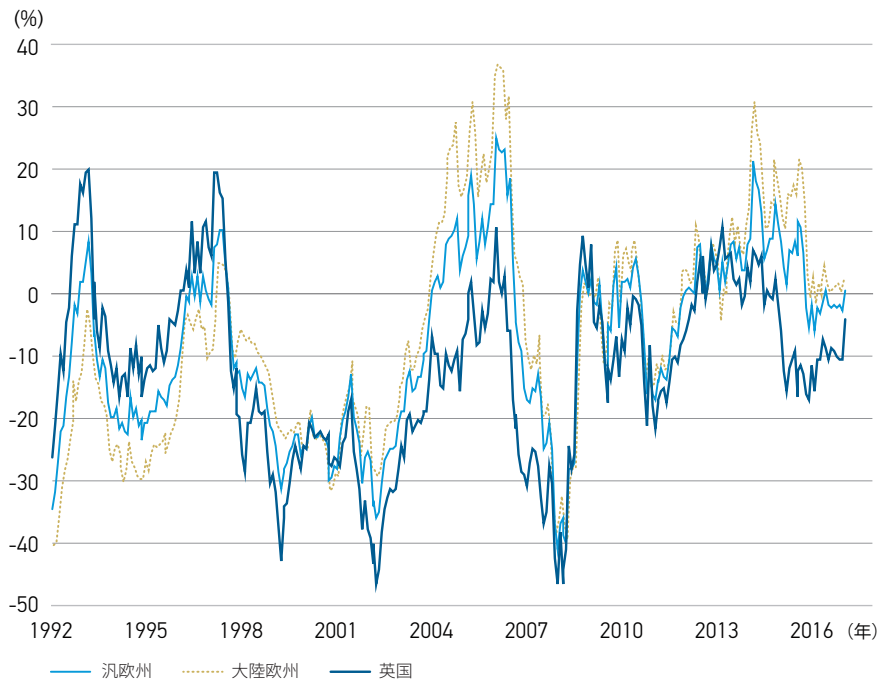
2006年以降で5回目のことだ。牽引役となったのは10-12月期の堅調。10-12月期の投資額は178億ユーロに達した。他の大半の欧州市場も活況を呈し、北欧諸国やオランダを含む数市場で、投資額が過去最高を塗り替えた。とりわけオランダ不動産市場では2017年に投資額が195億ユーロに上り、前年の水準を43%凌ぎ、これまでの最高額137億ユーロを更新した。フランス市場は出足こそ鈍かったものの、10-12月期には加速して投資額は119億ユーロとなり、2017年通期の投資額は268億ユーロに達した。

欧州のオフィス市場の大半で、優良資産の利回りが安定もしくは低下した。JLL(ジョンズラングラサール)によれば、10-12月期に優良オフィス物件の利回りは調査対象44都市のうち11都市で低下した。低下したのは主に2番手都市で、デュッセルドルフでは利回りが30bp低下した。報告によれば、バーミンガム、マンチェスター、グラスゴー、リスボンの4都市でも利回りは25bp低下した。10-12月期には欧州を通じて債券利回りが低下、平均で債券利回りは8bp低下した。その結果、欧州優良オフィスの利回りと国債利回りの平均スプレッドは8bp拡大して、12月末のスプレッドは266bpとなった。大半の市場で優良物件の利回りはすでに過去最低水準を付けていることからすれば、2018年に欧州全般にわたり一段の利回り圧縮は見込み難い。

10-12月期に英国上場不動産株は米ドル建てで9.2%上昇し(ポンド建てで8.3%上昇)、欧州平均をアウトパフォームした。英国不動産株は10-12月期末にNAVに対し平均4%ディスカウントとなった。英国の大手不動産株は平均15%ディスカウント、ロンドンのオフィスに特化した不動産会社は平均8%ディスカウントとなった。しかしながら、2017年末時点で英国不動産株のほとんどはNAVに近い水準かNAVを上回る水準で取引された。これらの不動産会社のほとんどは、インカムに焦点を当てており、平均を上回る配当利回りを提供している。Brexitを巡る不透明感が依然漂うなか、英国ではキャッシュフローと資産価値に下振れリスクがあるとし

図表10

欧州：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*
(2017年12月末現在)



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
汎欧州：英国、フランス、スペイン、スウェーデン、フィンランド、オランダ、イタリア、オーストリア、ドイツ、スイス、ベルギーを含みます。ヨーロッパ大陸には英国を含みません。
*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

ても、こうしたリスクは割安な株価に十二分に織り込まれていると思われる。

英国不動産会社はまたもや予想を上回る決算発表を行った。資本価額が大幅に割安水準にある株価が示唆するよりもはるかに底堅い推移を見せるに伴い、NAVの伸びはそれまでの6ヵ月間と比較して加速した。3月に期末を迎える上場不動産企業は、2017年9月までの6ヵ月間に加重平均NAVが4.1%上昇し、2017年3月までの6ヵ月間の1.7%増から増勢を強めた。決算発表では各社とも先行きの見通しに慎重な見方をにじませつつも、多くの企業が賃貸活動が記録的な好調を記録したことから、経営陣は極度の悲観論を持つことは困難だった。例えば、ロンドンのオフィス不動産会社は賃料見通しを修正、これまでの下落予想から一転し、今では若干の賃料の伸びを見込んでいる。とりわけウェスト・エンドでは、質の高い物件から成るポートフォリオは期待以上の賃貸水準での成約が続いた。

EU離脱をめぐる国民投票から1年半が経過して、EU離脱がロンドンのオフィス市場に当初懸念されたほどの打撃を及ぼしていないことが明らかになってきている。賃貸市場は引き続き驚くほど堅調で、予想に反して需要はさほど落ち込んでおらず、スペースの取得は過去10年間の平均を上回っている状況にある。テクノロジー、メディア、サービス・オフィス・セクターの好調が金融サービス・セクターの若干の需要減速を相殺したことによる。とはいえ需要が予測よりもはるかに底堅いにもかかわらず、ロンドンのデベロッパーは、Brexitにまつわる不透明感を踏まえて慎重姿勢を崩していない。ロンドン中心部全体で、オフィスの新規着工水準はBrexit後6四半期にわたって減少を続け、今や開発途中の新規オフィスの床面積は2014年以降の低水準に落ち込んでいる。

英ファイナンシャル・タイムズ紙 (FT) の調査によれば、Brexitに伴うロンドンの銀行の移転は懸念されていたより少ないようであ

る。ロンドンに拠点を置く最大手国際銀行はBrexitに備えて4,600人弱の人員を移動させるとみられているが、これはロンドンで働く全労働者の6%に相当する数万人の雇用が失われるとの当初の見方よりもはるかに軽微だ。このFTの予想は最大手国際機関15機関の公式見解と、Brexit担当銀行幹部12人へのインタビューに基づく。

政治的な不透明感にもかかわらず、2017年末のロンドンのオフィス不動産のスペース取得状況は長期平均を上回った。シティのオフィス市場におけるスペース取得は7-9月期の水準から36%増加、四半期としてこの3年余りの期間で最も高い増加率を記録した。年間ベースで見れば、シティのオフィス市場におけるスペース取得は2016年の水準を15%上回った。竣工前の成約が2017年通期のスペース取得の64%を占め、不動産市場全体に不透明感が高まる中でテナント需要堅調と、金融大手を含めて主要企業がシティに長期的にコミットしている事実を浮き彫りにした。加えて、シティのスペース供給は10年間の平均を依然上回っており、今後数四半期にわたり、スペース取得が引き続き高水準で推移することを示唆している。シティの空室率は5.7%から5.8%僅かに上昇した。この背景には、テナントが新しく近代的な物件に移転するに伴って、市場に放出された中古スペースが増えたことがある。新規スペースの供給は引き続き逼迫し、現在の空きスペースの64%が中古物件で、新築物件は僅か36%にとどまった。2018年には開発案件の竣工は減速が見込まれ、堅調な需要と相まって空室率のさらなる上昇に歯止めをかけよう。ロンドン・ウェスト・エンド市場では、7-9月期にスペース取得が四半期として過去最高を記録した後を受けて、10-12月期の賃貸活動は減速した。ウェスト・エンド市場の空室率は2四半期連続で低下していたが、10-12月期には3.7%から3.8%に小幅上昇した。ウェスト・エンド市場の新規スペースの供給は依然極めてタイトで、空きスペース全体のわずか22%にとどまり、中古スペースが賃貸物件全体の大半を占めた。ウェスト・エンド市場では開発パイプラインも穏やかな水準となっており、今後

12ヵ月間の建設中のスペキュラティブな案件（テナントが決まっていない案件）は、既存在庫をわずか1.0%押し上げるだけとなる見込みである。

極端な供給不足が追い風となって、ロンドンの優良物件の賃料はほとんど変化していない。しかしながら供給全体に占める中古物件の割合が加速するにつれ、質の低い物件の賃料は下落圧力を受けている。また、過去12ヵ月にわたり、優良物件の名目賃料はインセンティブの増加に支えられてきた面が大きい。とはいえ、インセンティブは安定したもようである。向こう12ヵ月の視野で、ロンドンのオフィス物件への需要が軟化する可能性はあるとしても、現在の低い空室率と穏やかな開発パイプラインが、市場を下支えするものと予想される。このため、賃料の下落圧力は穏やかな水準にとどまることとなろう。シティの賃料は1桁の下落を記録する可能性があるものの、ウェスト・エンド市場では賃料下落は予想されない。空室率が低く、供給パイプラインが穏やかなうえ、テナント基盤が分散化して金融サービスへのエクスポージャーが低いことが、このように判断する理由である。

大陸欧州の不動産株は10-12月期に米ドル建てで7.1%値上がりした（現地通貨建てで5.9%上昇）。活発なM&A活動が行われたことや、ECBの引き締めが予想外に緩やかだったことが、株価の追い風となった。2017年末の大陸欧州不動産株のバリュエーションはNAVに対し2%プレミアムとなった。大陸欧州の不動産株のバリュエーションは市場やセクター間で大幅に乖離し、大陸欧州の商業施設株はディスカウント水準で取引されたのに対し、ドイツの住宅不動産株はプレミアムで取引された。

5. アジア

概況

アジアの不動産株は10-12月期に米ドル建てで5.6%上昇（現地通貨建てで5.5%上昇）、2017年通期の上昇率は16.1%（同12.0%上昇）となった。10-12月期にはす

べてのアジア市場で不動産株が値上がりした。日本のREIT（J-REIT）は出遅れたものの、リターンはプラスとなった。アジア通貨は対米ドルで総じて値上がりした。

各国の不動産市場の動向

A. 日本

日本の不動産事業会社は10-12月期に株式市場全体の好調と足並みを揃え、米ドル建てで4.7%上昇した（円建てでは4.8%上昇）。米国の金利上昇を受けて、日銀が量的緩和を縮小するとの期待感が高まった。日本の不動産事業会社は、日銀が量的緩和に踏み出した場合にヘッジ役を果たすと見なされているとも思われる。J-REITは米ドル建てで0.9%値上がりした（円建てで0.9%値上がり）。J-REIT投資信託からの売りが減速したことに加え、魅力的な配当利回りを捕捉すべく日本の地銀がJ-REITへのエクスポージャーを引き上げたことによる。日銀は資産購入プログラムの一環として、10-12月期に165億円のJ-REIT株を取得し、2017年通期の取得額は898億円に達した。

CBREオフィス調査によれば、10-12月期の東京都心5区のグレードAオフィスの空室率は7-9月期の水準から0.7%低下して1.8%となった。にもかかわらず、グレードAオフィスの募集賃料は7-9月の水準から0.1%減とわずかに低下した。年初には2018年に供給が増加するとの懸念が高まっていたが、そうした懸念にもかかわらず、2017年に東京オフィス市場は予想以上に底堅く推移した。新築ビルや交通ネットワークへのアクセスの良い好立地の物件への事務所拡大や移転を模索する企業からの需要は依然健全だった。日本企業は依然としてコストに敏感で、今年から来年にかけて竣工するビルの中でも、開発業者や物件所有者が市場を下回る賃料や大規模なインセンティブを提供する物件に焦点を当てた。2018年に竣工するオフィス・スペースの推定6割から7割程度がすでに成約済みとなっている。残る70%の新築物件については、一部の物件所有者は募集賃

料を引き上げたい意向を示しているが、中古市場における空室率の上昇が堅調な市場の逆風となるなかで、大幅な賃料引き上げは心許ない状況にあり、供給が一段と増加する2019年の見通しを陰らせている。2018年に東京中心部で予定されている新規グレードAスペース全体のうち、ほぼ半分が丸の内および大手町地区に立地している。供給増加がこれらの市場の空室率と賃料見通しに暗雲を投げかけよう。投

資市場は引き続き活況を呈しているものの、J-REITの買収は緩やかな水準にとどまった。株価低迷が株式発行能力を抑え込んだ格好。賃料の伸び悩みや過去最低水準のキャップ・レートを踏まえて、買い手の一部はやや慎重姿勢を強めつつある。

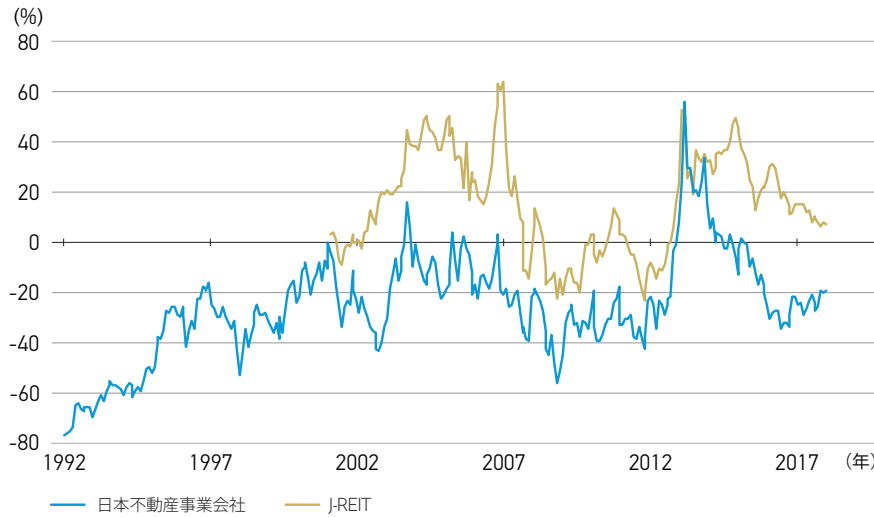
日本の不動産事業者とJ-REITのバリュエーション格差は依然として大きい。不動産事業者は2017年末にNAVに対し

平均19%のディスカウント水準で取引された。賃料上昇見通しが一巡し、キャップ・レートが過去最低水準に低下するのに伴って、日本の不動産事業者は魅力がやや後退している。とはいえ、2017年末時点でNAVに対して7%のプレミアムを付けているJ-REITとの比較で見れば、不動産事業者株は今も魅力的な価値を提供している。J-REITのポートフォリオは、不動産事業者よりも総体的に質の低い資産で構成されているのに、このようなプレミアム水準で取引されていることに留意したい。これまでは投資家の利回り模索の動きと、日銀の資産買い入れがJ-REITの株価を支えてきた。

図表11

日本：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*

(2017年9月末現在)



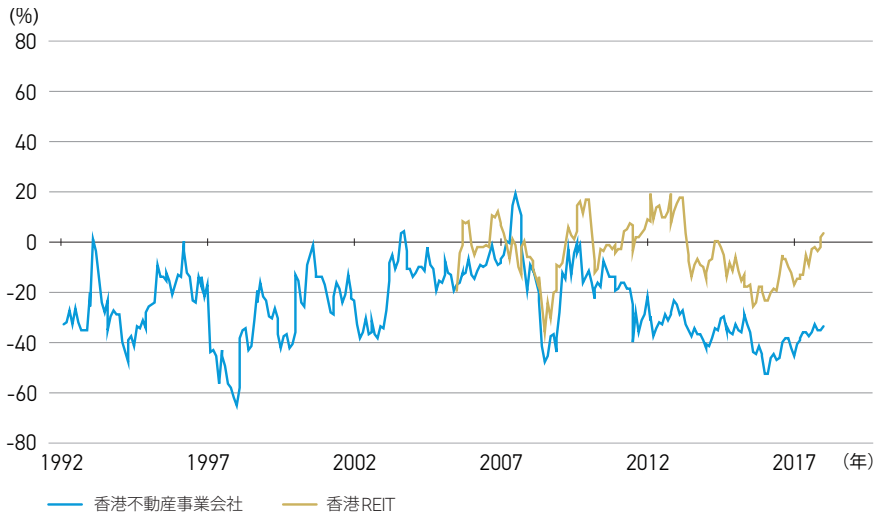
出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

図表12

香港：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*

(2017年6月末現在)



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

B. 香港

香港の不動産事業者は商業施設セクターの回復を最大の牽引役に、10-12月期に米ドル建てで5.0%値上がりした。すべての不動産セクターにわたり事業ファンダメンタルズが堅調で、全セクターが健全な賃料の伸びと資本価額の改善を記録している。10-12月期には供給が限定的で、賃料が上昇し、空室率が低水準で、直接取引市場のバリュエーションが健全な水準にあったにもかかわらず、牽引役の不在が足枷となって、オフィス株は下落した。一方香港のREITは、香港最大のREIT、Link REITが230億香港ドルの資産をキャップ・レートが3%を下回る価格で売却したことが好感され、10-12月期に米ドル建てで14.9%値上がりした。

香港のオフィス市場では春節休暇に向けて賃貸活動が減速するに伴い、新規賃貸活動は前期の水準から24%減少した。空きスペースの減少に伴い、スペースの取得は総じて低調だった。にもかかわらず、中還のオフィスに対する中国本土企業の需要再燃、リー・ガーデンズ・スリー (Lee Gardens Three: 銅鑼灣のショッピング・モール) の竣工前契約の動き、テナント需要の地理的分散化の持続が相まって、10-12月期には67万4000立方フィートもの高水準の正味スペース吸収が行われた。この結果、2017年通期のスペース取得は92万立方フィートに達した。昨年10月の第19回中

国共産党大会閉幕を機に、中国本土企業は事業拡大計画を再開、これらの企業が新規成約面積の半分超を占めた。需要を牽引したのは中国の銀行・金融サービス機関で、これらの企業はとりわけ中環オフィス市場のハイエンド物件に大きな焦点を当てた。一方、全般的にテナントはスペースの拡大とコスト効率の高いスペースを模索し、中環地区以外の地域への分散化を進めた。とりわけ中環地区と他の市場との賃料格差が広がるにつれ、分散化が進んだ。10-12月期に中環地区のグレードAオフィスの空室率は、7-9月期の水準から40bp低下して1.7%となり、依然極めてタイトな水準にとどまった。中環地区以外の市場については、空室率は2~4%前後となった。九龍東だけは例外で、新規供給の増加に伴い、10-12月期の空室率は1.3%上昇して12.5%に達した。10-12月期に中環地区のグレードAオフィスの実効賃料は1.1%上昇し(2017年通期で5.6%上昇)、全市場の中で最も高い伸びを記録した。中環地区以外の市場については、実効賃料は0.4~0.9%上昇した。テナント需要の地理的分散化が、賃料上昇の牽引役を果たした。九龍東では、空室率が2桁に達しているうえ、大量の供給が行われる見通しであるにもかかわらず、賃料が7-9月期の水準から0.4%上昇したことが注目される。10-12月期には一括オフィス取引は行われなかった。一方、区分所有オフィスビルについては、長江実業集団(CKアセット・ホールディングズ)による高層オフィスビル「中環中心(ザ・センター)の売却を受けて、取引額は402億香港ドルに急増した。

香港の消費者と中国人観光客の支出拡大を受けて、香港の小売売上高は力強い伸びを記録した。10月から11月にかけて、香港では観光客が前年比6.8%増加、とりわけ本土からの観光客は同じ期間に前年比8.5%増と急増した。10月から11月にかけて小売売上高は前年の水準から5.7%増加した。牽引役となったのは宝飾品と高級品の売上高急増(前年比8.2%増)。労働市場の堅調と株価上昇に伴う資産効果が寄与して、国内消費は引き続き好調に推

移した。小売売上高の回復にもかかわらず、商業施設の賃貸需要はさほど回復していない。賃貸契約の更新と、ハイストリート(中心街)の賃料低下の恩恵を享受すべく、中心部や好立地物件に移転した小売企業が、賃貸活動の中心となった。ホテル・ブライダル運営者、ライフスタイル、エンタテインメント関連小売企業が最も積極的に移転を進めた。JLLによれば、ハイストリートの店舗の賃料は下落が続いているが、10-12月期には下落ペースは減速して7-9月期の水準から.8%下落にとどまった(2017年通期では8.7%下落)。優良モール・ショッピングセンターは引き続きアウトパフォームした。10-12月に正味基本賃料が0.2%上昇し、小幅な伸びとは言え、2015年7-9月期以降初めて四半期ベースで賃料がプラス成長に転換したことが寄与した。賃料回復を受けて、投資案件はキャップ・レートが2~3%前後、資産価額は上場企業が公表NAVの計算に使用する水準を大幅に上回るという好条件でプライシングされた。JILデータによれば、10-12月期の区分所有による商業施設の取引額は前の期から291%増加した。

香港の住宅市場は引き続き好調だった。2017年に新築住宅の取引高は前年比11.7%増加し、過去10年間で最も高い水準となった。2017年に中古住宅市場の活動は前年の水準を15%上回った。住宅の買い手は、引き続き新築住宅の売り出しに焦点を当てた。新築住宅の売り出しは概ね好評で、かなりの部分が売出し後数週間で成約した。高級住宅市場では価格が香港の過去最高値を更新し続けている。最近の米金利の引き上げと、それに伴うHIBOR(香港銀行間取引金利)連動住宅ローン金利の調整は、住宅市場における買い手のセンチメントにほとんど影響を及ぼさなかった。販売用住宅在庫をあまり抱えていない香港のデベロッパーは、高い価格を支払って住宅用地を補充した。政府が売り出した2つの住宅用地には過去最多のデベロッパーが入札を行った。香港政府は深刻な住宅不足問題を解決するため、さらなる官民プロジェクトを始動する意向と思われる

る。こうした状況下、住宅価格は加速を続けるとみられている。2017年に中古住宅の価格指標、中原城市領先指数(CCL)は前年比12.8%上昇した。

10-12月期末に香港の不動産事業会社はNAVに対して平均34%ディスカウント水準となり、引き続きグローバル・ベースで最も大幅なディスカウントで取引されている。香港の不動産事業会社は事業ファンダメンタルズが健全で、経常的なキャッシュフローが底堅い伸びを記録し、実物不動産市場における資産価額が引き続き堅調で、コーポレート・ガバナンスや資本管理が改善しているにもかかわらず、このように大幅なディスカウントで取引されていることを銘記したい。香港の不動産事業会社は依然としてレバレッジ水準が極めて低い事実が、バリュエーションの割安感を一層募らせている。

C. オーストラリア

オーストラリアのREIT(A-REIT)は10-12月期に米ドル建てで7.5%値上がりした(現地通貨建てでは7.8%上昇)。仏不動産会社、ユニバイル(Unibail)がオーストラリアの同業ウェストフィールド(Westfield)買収で合意しつつあるとのニュースが小売り関連株を後押しした。小売り以外の株式も、小売り株の値上がりを好感したセンチメントの全般的な改善が好感されて上昇した。高利回り銘柄への継続的な投資需要も追い風となった。オフィス・セクターでは、労働市場の改善がスペース取得に拍車をかけた結果、CBD市場では空室率が低下基調をたどった。シドニーのCBDでは10-12月期にグレードAオフィス市場と比較してプレミアム・オフィスの賃貸活動が改善し、空室率が低下した。10-12月期にはシドニー・メトロ・インフラプロジェクトに伴うオフィス在庫の減少に伴い、CBDでは供給が減少した。10-12月期にシドニーのCBDオフィス全体の空室率は0.9%低下して5.1%となった。10-12月期にシドニーのプライム・オフィスの当初賃料は前期比1.86%上昇(17年通期では8.4%上昇)するとともに、テナントへのインセンティブは1.3%低下して19%前後にとど

まった(17年通期では6.4%低下)。メルボルンCBDでは、多数の業界にわたりオフィス・スペースが取得されるなど、幅広い分野でオフィス需要が改善した。10-12月期にメルボルンCBDでは全体の空室率も前期比0.9%低下して6.0%となった。インセンティブは30.5%と引き続き高止まりしたものの、当初賃料は1.5%上昇した(17年通期では9.5%上昇)。10-12月期にオフィ

スの取引活動は活発化し、全豪の合計で38億豪ドルに達した。

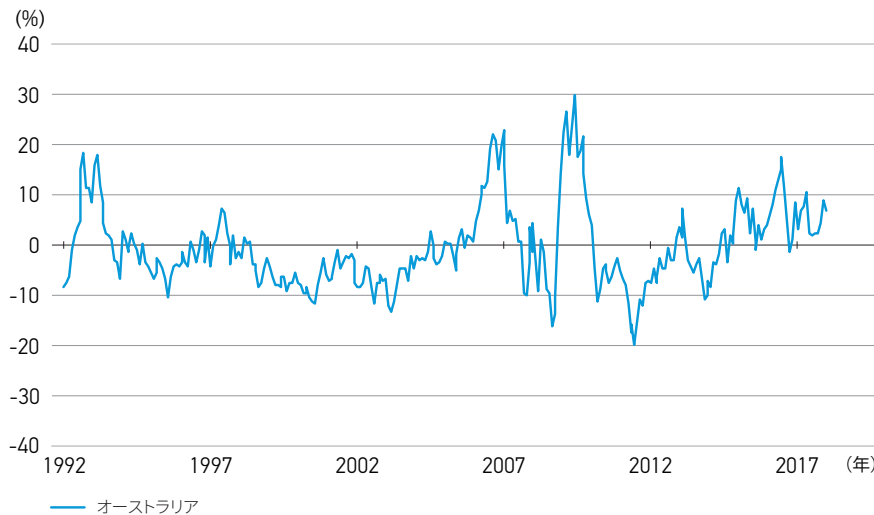
オーストラリアの小売売上高の伸びは、11月に+2.9%に加速した。iPhoneの最新モデルの発売と、ブラック・フライデー(感謝祭の翌日の金曜日。休日とする職場が多く、商店にとってはクリスマス商戦の初日に当たる)関連のセールが牽引役となった。最近の経済統計からは、小売売上高は7-9月

期の減速から下げ止まったことがうかがえるが、通期の成長率(年初来11月までの成長率は前年比+2.7%)は2016年の前年比3.5%増からスローダウンした公算が大きい。賃金の伸び悩み、住宅価格の上昇ペースの減速、公共料金の上昇が個人消費の足枷となり、家計消費は2018年を通じて圧力を受ける可能性が大きい。商業施設の賃貸市場の環境は軟化し、非中核資産にとりわけ大きな影響を及ぼした。賃貸契約更新スプレッドは引き続き縮小するものと予想される。実証データによれば、すべてのカテゴリで、テナントを確保するためのインセンティブは依然高止まりしている。これらのインセンティブは往々にして不透明で、物件オーナーの開発費用に盛り込まれている。優良商業施設資産では、非中核資産と比較してキャップ・レートが一段と縮小した。10-12月期には商業施設セクターの取引額は合計37億豪ドル(通期で78億豪ドル)に達した。オーストラリアのREITセクターは10-12月期末にNAVに対して7%プレミアムとなった。

図表13

オーストラリア：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*

(2017年12月末現在)

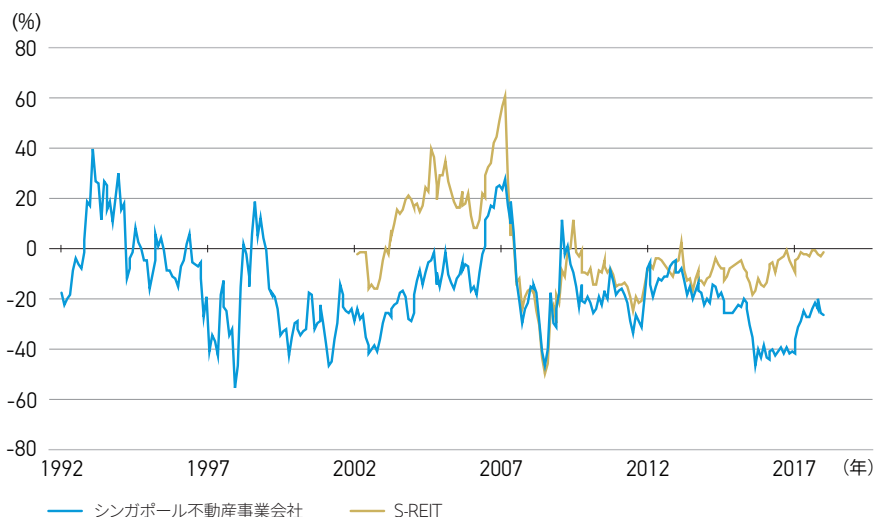


出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

図表14

シンガポール：市場価格/NAVプレミアムまたはディスカウントの推移*

(2017年12月末現在)



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したもので、すべてのデータはモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのグローバル上場不動産証券運用チームから入手したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証する

ものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109
東京都千代田区大手町1-9-7
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー
tel: 03-6836-5100

www.morganstanley.co.jp/im/

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号
一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員
一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員