

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 | 2018年7-9月期

グローバル市場：主なテーマ

2018年7～9月期におけるグローバル上場リート市場のリターンは、円ベースで+2.9%、現地通貨ベースで+0.7%となり、年初来では円ベースで+2.1%、現地通貨ベースで+2.5%となりました。当四半期末時点におけるバリュエーションは保有実物不動産と同程度の水準となり、配当利回りは4.4%となりました。上場リート市場では、既にいくつかのセクターの不動産価格が値下がりすることを織り込みつつありますが、実際の取引を見る限りこのような兆候は見られず不動産価格は高止まりしています。市場のセンチメントが悪化した結果、多くの市場においてリートは物件価格の下落リスクを吸収するだけのディスカウント水準で取引されています。このうちいくつかの市場については、不動産のバリュエーションサイクルが後期に差し掛かってきていることを考えると、妥当と思われるものもあります。しかし、その他のセクターに関しては、ディスカウント幅が極端に広がっており、投資の好機を提供しているものも多く見受けられます。そのため、アクティブ運用者にとっては、大きくディスカウントとなったセクターへの投資によって超過収益を獲得する良い機会であると考えられます。

リートや物件を買収、非上場化する動きが引き続き活発に

グローバル全体では私募不動産ファンドが、リートやその保有物件を買収する動きが引き続き活発となりました。米国では第2四半期における3件/総額170億ドルの全額現金による非上場化買収案件に続き、第3四半期においても114億ドルの大型買収案件が発表になりました。7月31日、Forest City Realty Trust (FCREIT) は、Brookfield社による総額114億ドル(内株式分69億ドル)の全額現金での買収提案が合意に至ったことを発表しました。これは、3月22日にFCREIT経営陣から、今後6か月の間に戦略の見直しを行うと発表したことに続くものです。英国では、10月初めにBrookfield社と株主からなるコンソーシアムが、不動産大手のIntu社に対して、非上場化買収の提案を行っていることを発表しました。買収価格の詳細についての発表はまだありません。グローバル全体での私募不動産ファンドの未投資コミットメント金額は、第2四半期現在2,780億米ドルと記録的なレベルにまで積み上がっています。

今後の見通し

本質的には、リート投資のリターンは実物不動産のパフォーマンスを反映します。足元の不動産売買の活況からも分かる通り、実物不動産市場は引き続き好調なものの、これまで大きく上昇した不動産価格がピークに達し、今後は下落していくという懸念の声も一部には存在します。しかしながら過去2年の取引価格を見る限りその兆候は見られず、当面は低金利環境下、安定した展開を予想しています。また、金利上昇環境の中、上場リートのリターンを懸念する向きもあります。たしかに2018年上半年期のように短期的な相関関係を見ると、金利が上昇した第1四半期には上場リート価格が下落し、金利が低下した第2四半期には上記のように買収活動が活発化したこともあり価格が上昇しました。しかし一般的には金利上昇は景気回復を伴うため、一定のタイムラグはありながらも雇用増加やテナント需要増加につながり、リートのカッシュフローも改善してくると思われられます。

図表1

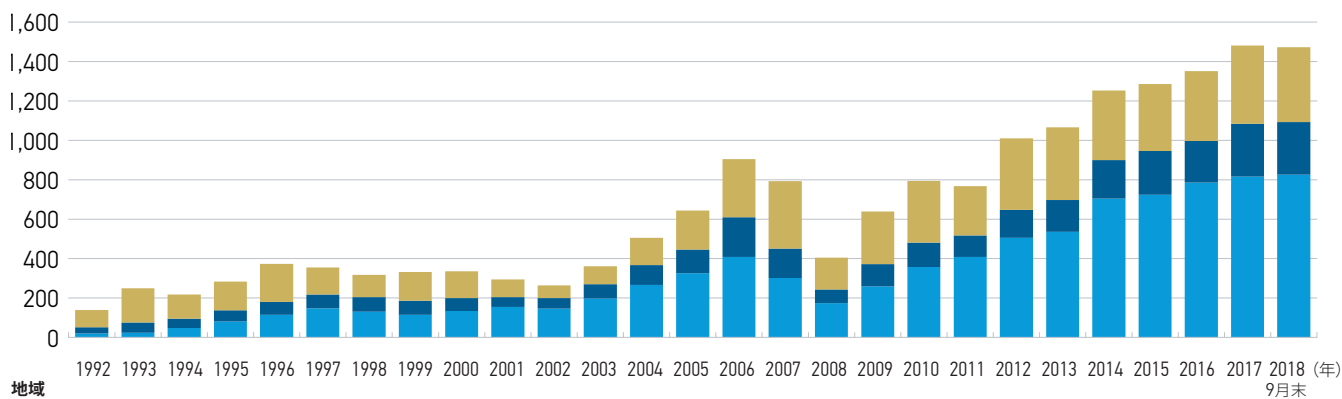
不動産証券市場インデックス・パフォーマンス

	2018年 7-9月 (%)		2018年 年初来 (%)			2018年 7-9月 (%)		2018年 年初来 (%)	
	円ベース	現地通貨ベース	円ベース	現地通貨ベース		円ベース	現地通貨ベース	円ベース	現地通貨ベース
S&P Developed REIT Index	2.9	0.7	2.1	2.5					
S&P Europe REIT	-3.3	-4.9	-7.3	-4.8	S&P North America REIT	3.7	1.1	3.4	2.6
欧州 (除く英国)	-2.5	-4.5	-7.4	-5.0	米国	3.6	1.1	3.3	2.4
ベルギー	2.8	0.8	3.6	6.3	住居	6.7	4.0	6.4	5.5
フランス	-3.1	-5.0	-11.0	-8.8	アパート	7.7	5.0	5.9	5.0
ドイツ	1.5	-0.5	-1.4	1.1	学生寮	0.4	-2.1	10.3	9.4
アイルランド	3.6	1.6	-3.7	-1.3	プレハブ住宅	7.6	5.0	11.9	11.0
イタリア	1.0	-1.0	7.8	-5.5	単身者向住居	2.1	-0.4	0.7	-0.1
オランダ	-8.4	-10.2	-15.1	-12.9	小売	5.2	2.6	0.4	-0.5
スペイン	-3.9	-5.8	3.2	5.8	ショッピング・センター	3.2	0.6	-2.9	-3.7
英国	-4.3	-5.6	-7.2	-4.6	モール	6.5	3.8	2.4	1.6
イスラエル	6.6	3.1	-2.7	1.0	オフィス	0.2	-2.3	-2.2	-3.0
					優良CBD	0.7	-1.8	-2.3	-3.1
					その他CBD/郊外	-1.2	-3.7	-1.9	-2.8
S&P Asia Pacific REIT	3.7	2.9	3.7	6.4	データ・センター	6.0	3.4	1.9	1.1
オーストラリア	3.0	2.5	-1.4	5.7	産業施設	4.1	1.5	8.4	7.5
香港	9.5	6.5	7.6	6.8	ヘルスケア	5.1	2.5	5.2	4.3
日本	1.8	1.8	10.2	10.2	ホテル	3.7	1.1	10.6	9.7
ニュージーランド	6.3	5.9	1.1	7.6	個人用倉庫	-8.0	-10.2	1.7	0.8
シンガポール	6.5	4.1	-2.6	-1.3	複合/金融	4.1	1.6	-3.3	-4.1
					ネット・リース	5.4	2.7	4.5	3.6
					カナダ	7.8	3.3	6.9	9.4

出所:S&P、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント
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

グローバル不動産証券市場の時価総額推移 (10億ドル)



■ 北米 ■ 欧州 ■ アジア

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。

米国市場概況

実物不動産市場

実物不動産価格や取引の需給は、過去最高水準にまで高まっている不動産への投資家のアロケーションにより支えられています。投資家の資金フローは引き続き私募不動産ファンドに集中しており、上場リートは敬遠されています。Prequin社によれば、グローバルベースでの私募不動産ファンドの未投資コミットメント金額は、第2四半期現在2,780億米ドルと、記録的なレベルにまで積み上がっています。同社は、これらの資金により今後買収活動が活発になるとみています。Real Capital Analytics社のデータによれば、2018年8月までの年初来取引金額は3,400億ドル、前年同月比+12.1%となりました。このうちの半分は、上場モールリートの買収によるもの(GGP及びWestfield)です。2017年度の取引金額は4,900億ドルとなりました。優良物件の不動産価値は安定しており、過去のピークとなった2007年を15-20%程度上回っています。実際には過去2年を通じて同水準にて安定的に推移しています。そのため、一部にはピーク感、今後の下落を懸念する見方も出てきています。一部の質の低い物件に関しては、今後の調達コストの上昇や、物件からのキャッシュフローの伸びが期待できないとの見方から、価値が5-10%下落しているとの事例もあります。

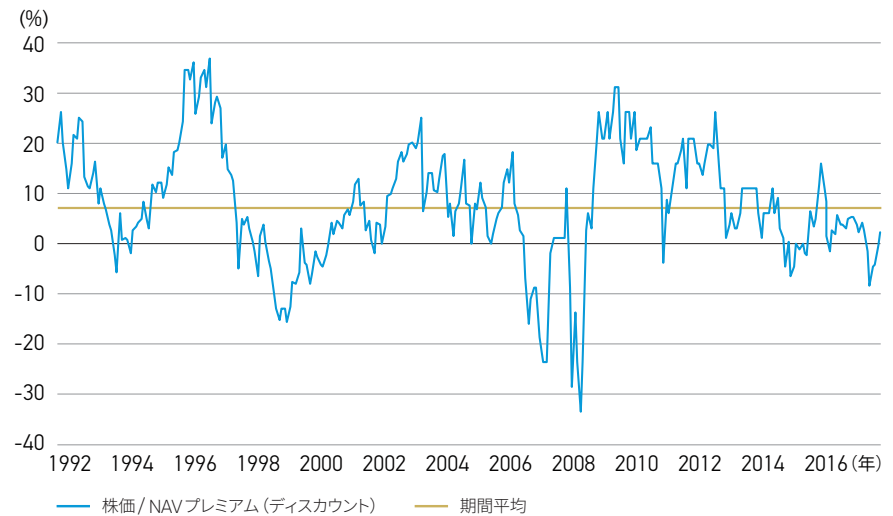
不動産証券市場

2018年7~9月期における米国リートのパフォーマンスは、円ベースで+3.6%、現地通貨ベースで+1.1%となり、年初来では円ベースで+3.3%、現地通貨ベースで+2.4%となりました。月別でみると、7月はほぼ横ばいとなった後、8月は私募不動産ファンドによる現金買収が活発化したことが市場全体のセンチメント好転につながって上昇し、9月は10年債金利が3%を上回る上昇を見せたこともあって反落する結果となりました。優良物件の資産価値は、2007年に見

図表3

米国の市場価格対NAV

(2018年9月30日現在)



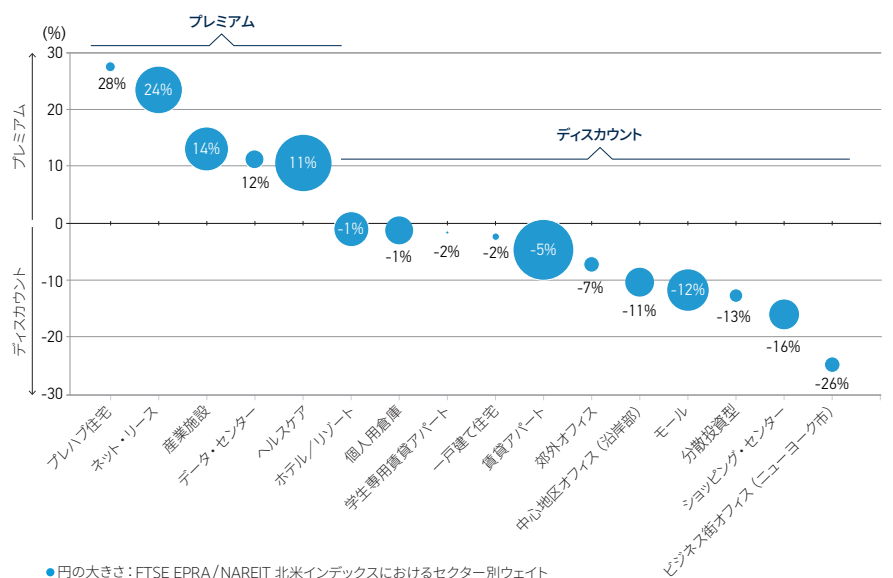
出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

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4

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)

(2018年9月末現在)



●円の大きさ：FTSE EPRA/NAREIT 北米インデックスにおけるセクター別ウェイト

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

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。

られたピークを平均的に約15~20%上回る水準に達している一方、9月末時点における米国リート市場全体のバリュエーションは、NAVに対してはほぼ均衡水準となっています。7~9月期も前期同様、私募不動産ファンドによる現金買収が活発となりました。そのうち大型買収の1件については、上場

リートによる買収となりました。一方、外部成長のための債券・株式、また資産売却を通じた資金調達引き続き活発な状況です。既存リートの株式の発行は、7~9月期は45億ドルと2018年前半の30億ドルから回復しました。データセンター・リートによる追加発行が全体の40%を占めました。一方、

リートのIPOは7~9月期を通して実施されませんでした。無担保債発行額は、7~9月期は80億ドルと引き続き堅調である一方、年初来では180億ドルと過去最高となった2017年の前年同期の490億ドルを大きく下回る水準となりました。自社株買回しに関しては、2018年に入って好調です。株式市場全体の軟調である一方、実物不動産市場の堅調による資産売却が好調であることの両面がプラス材料となっています。

カナダ市場概況

実物不動産市場

カナダの経済は、引き続き復調傾向を示しています。小売の事業環境は引き続き厳しいものの、入居率自体は高位で、オーナーは特に都市圏での開発あるいは再開発の案件を進めることに注力しています。集合住宅のファンダメンタルズは安定しています。アルバータ州においては環境が引き続き厳しいものの、底打ち感も出始めてきています。オフィス市場においては、特にトロントやバンクーバー等の都市において引き続きファンダメンタルズの改善しており、需要が新規供給を上回り入居率や賃料の上昇がみられます。全体を通しては、キャッシュフローの伸びは安定的に推移していますが、優良物件の投資目的による不動産の取引状況を見ると、投資家の力強い需要と強気の価格設定が窺えます。

不動産証券市場

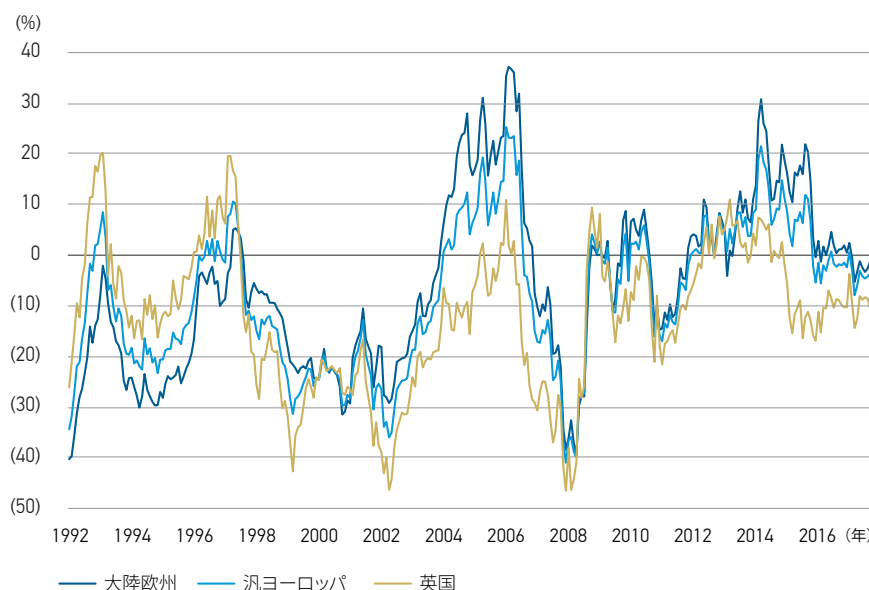
2018年7~9月期におけるカナダ・リートのリターンは、円ベースで+7.8%、現地通貨ベースでは+3.3%となり、年初来では円ベースで+6.9%、現地通貨ベースで+9.4%となりました。カナダ・リートの価格は、9月末のNAVに対して3%程度ディスカウントの水準で取引されています。

欧州市場概況

実物不動産市場

政治的不透明感は増してきている一方、

図表5
欧州の市場価格対NAV
(2018年9月30日現在)



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
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。

欧州オフィス市場についてはスローダウンする兆しは見られません。景気や雇用環境の好調が引き続き市場をけん引しています。旺盛な賃貸需要から空室率は低下傾向にあり、汎欧州での空室率は、2002年以来の低水準となっています。それに伴い、特に大都市圏の賃料は上昇傾向で、テナントも物件完成前のコミットメントを余儀なくされています。

Brexitの決定から2年半が経過し、ロンドンのオフィス市場は引き続き均衡状態にあります。Brexitの懸念があるなかでも需要は引き続き長期平均を上回る水準にありますが、物件の新規供給は低下しつつあります。好立地の優良物件の賃料は供給不足もあり穏やかな上昇傾向となった一方、ロンドンの非優良オフィスに関しては供給の増加と共に賃料に下げ圧力がかかり始めています。

大陸欧州での小売売上は、Eコマースとの競合などにより構造的に厳しい事業環境が続く中で、二極化傾向が進んでいます。

すなわち、集客力が高く質の高い物件への需要は強い一方、立地条件の悪い物件については、引き続き苦戦を強いられると思われます。英国の小売り特有の傾向ですが、高騰するコストや不安定な個人消費、Eコマースへのシフトなどの影響により、小売業者が苦戦を強いられています。結果として、20社以上が倒産もしくは大幅な実店舗閉鎖に追い込まれており、12百万SFに及ぶ小売りスペースにも影響が出始めています。

不動産証券市場

2018年7~9月期における欧州リートのリターンは、円ベースで-3.3%、現地通貨ベースで-4.9%のリターンとなり、年初来では円ベースで-7.3%、現地通貨ベースで-4.8%となりました。英国全体のバリュエーションはNAVに対して14%のディスカウントとなり、主要物件リートでは25%、ロンドン・オフィス特化リートでは20%の、それぞれディスカウントとなっています。ロンドンに特化した不動産企業は予想を上回る決算を

発表したものの、小売りセクターについては、不動産大手のIntu社が所有する英国小売物件に対して6%の評価減を発表したことが影響し、先行きに不透明感が広がりました。同社の鑑定士は、評価減の根拠として実際の取引実績よりも現在の市場センチメントを反映させたことを挙げ、同社株は7~9月期において、-15%と最も大きく下落し、結果的に同社株のバリュエーションは、NAVに対して56%と大きなディスカウント水準となりました。しかし10月初旬には、同社株主とBrookfield Property、Peel Group、Olavan Groupからなる投資家グループが、提示価格などの詳細はまだ発表されていませんが同社に対し買収提案を行っていることを発表しました。ロンドン不動産市場では引き続き海外の買い手からの需要が強く、価格もBrexit決定前の水準を超えるレベルにまで上がってきました。大陸欧州のバリュエーションはNAVに対して6%程度のディスカウント水準となりました。大陸欧州の小売りセクターでは引き続き保有不動産の価値は安定しており、引き続き事業環境も健全で賃料やテナント売上げも上昇傾向を示しています。ただ、その勢いは2017年からは低下してきています。その他の大陸欧州の実物不動産価値は、賃料の上昇により上昇傾向にあります。大陸欧州の小売セクターのバリュエーションは、大きくディスカウント水準で取引されています。

アジア・パシフィック市場概況

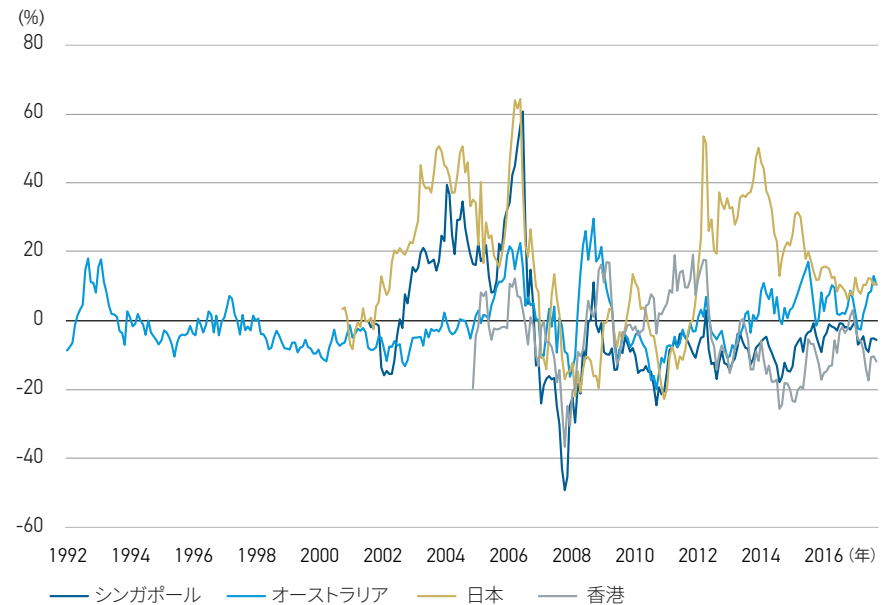
実物不動産市場

オーストラリア: 主要なオフィス市場であるシドニーとメルボルンでは、賃料は上昇傾向となりました。テナントのインセンティブは、高水準ながらも低下傾向を示し始めています。小売セクターでは、売上成長は鈍化傾向となった一方、取引市場は活況となりました。

図表6

アジア・パシフィックの市場価格対NAV

(2018年9月30日現在)



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

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。

日本: 都心部のグレードA物件のオフィスの空室率は、8月末には1.2%に低下しました(4-6月期は1.4%)。テナントが、新規物件へ転居する中、既存の物件については再開発により在庫から外れてきています。グレードA(優良)オフィスの賃料上昇は、年初来で+1%程度となりました。一方、中型物件については賃料の上昇はより速いペースで進んでいます。取引市場は流動性に支えられ引き続き活発な状況となりました。

シンガポール: 中央商業地域は賃料の改善が継続しています。一方小売については、入居率は引き続き高位であるものの、賃料は穏やかな下落傾向にあります。7~9月期の実物不動産取引は活況を呈しました。

香港: セントラル地区のオフィスに関しては、引き続き賃料は改善傾向で、空室率も低い状況が続いています。小売売上についても、旅行客や国内の消費にけん引

され好調が続いています。引き続き、低利回りでの物件の取引は活発です。

不動産証券市場

2018年7~9月期におけるアジア・パシフィック市場全体でのリートのリターンは、円ベースで+3.7%、現地通貨ベースで+2.9%となり、年初来では、円ベースで+3.7%、現地通貨ベースで+6.4%となりました。日本とオーストラリアはNAVに対してプレミアムで取引されており、香港、シンガポールでは、NAVに対してディスカウントで取引されています。

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作成した資料から抜粋して邦訳したもので、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.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会