

## Market Commentary

# 不動産エクイティ証券／デット証券 マーケット・インディケーター

2022年1-3月期

上場不動産証券は、米国、欧州、アジア太平洋の各地域にわたり、推定正味価値（NAV）に対して小幅なディスカウント水準で取引を終了しました。ディフェンシブ・セクターのバリュエーションが総じてプレミアムとなる中で、オフィスや小売施設が小幅なディスカウント水準で取引されています。上場不動産企業のファンダメンタルズは市場と物件タイプの組み合わせレベルで幅広いばらつきを示しています。小売施設やオフィスが依然として厳しい状況となる中で、産業施設や倉庫が引き続き力強い成長を示しています。CMBSや米国REIT優先証券などの不動産デットのスプレッドは概ね縮小しています。世界的な低金利環境下では、不動産の資本構造全体のインカム水準が魅力的に見えると考えています。<sup>1</sup>

2022年3月31日時点のパフォーマンス <sup>2</sup>		1-3月期 (%)	年初来 (%)
不動産	FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックス	-3.77	-3.77
	FTSE Nareit All エクイティ REITs US インデックス	-5.26	-5.26
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・ヨーロッパ・インデックス	-7.08	-7.08
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・アジア・インデックス	-0.89	-0.89
株式	MSCI ワールド・インデックス	-5.04	-5.04
	S&P 500 インデックス	-4.60	-4.60
	S&P ヨーロッパ 350 インデックス	-7.49	-7.49
	S&P アジア 50 インデックス	-9.33	-9.33
デット	ブルームバーグ 米国投資適格REITs インデックス	-7.05	-7.05
	ブルームバーグ 米国CMBS BBB格 インデックス (Erisa)	-3.56	-3.56
	FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Return インデックス	-5.80	-5.80

注：

1. 出所：コンセンサス・データに基づくインベスコ・リアル・エステートの推測

2. 出所：ブルームバーグ。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

当資料は、インベスコ・リアル・エステートが作成した「Real Estate Equity and Debt Securities Market Indicators 1Q 2022」を、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・編集したものです。翻訳には正確を期していますが、その正確性を保証するものではありません。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。

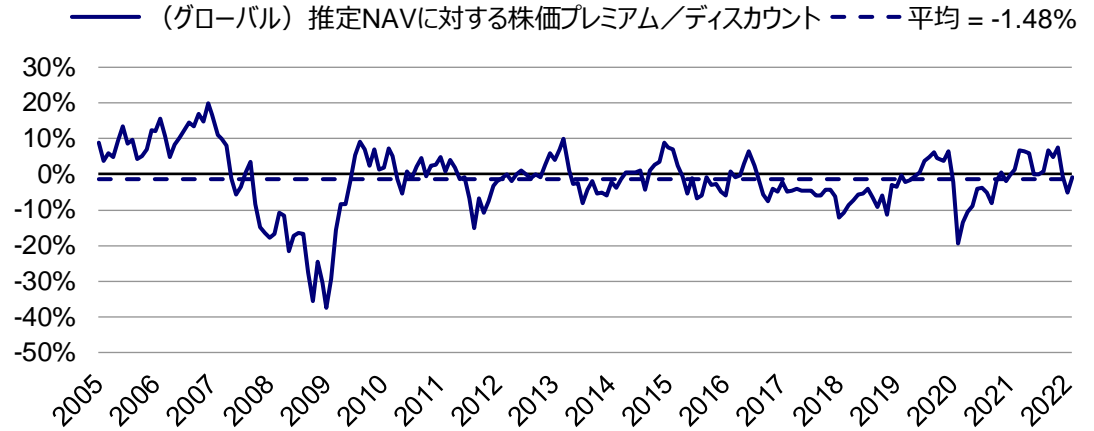
# グローバル財務特性データ

## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター



平均すると、上場不動産企業の株価は推定正味資産価（NAV）に対して小幅なディスカウントで取引されていますが、過去平均に沿って推移しています。

図表1  
推定NAVに対する株価プレミアム

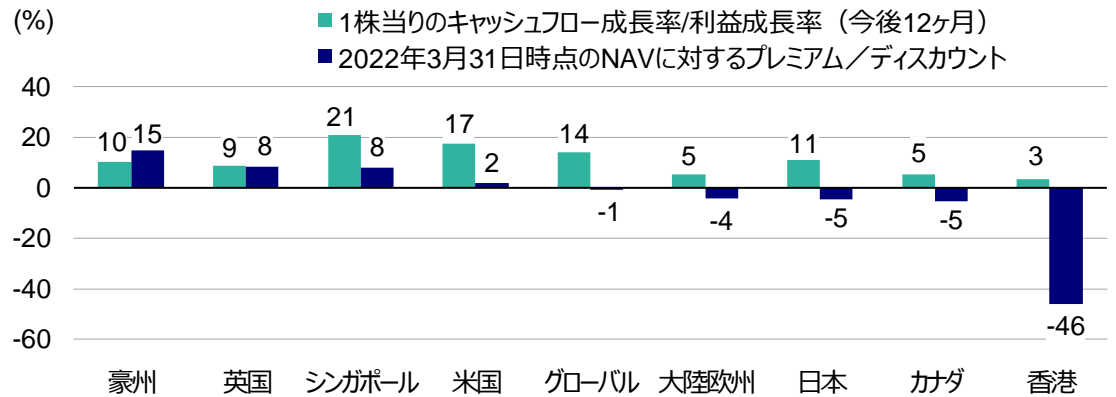


出所：コンセンサスに基づくインベスコ・リアル・エステートの2022年3月31日推計  
グローバル不動産証券は、FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックスで表示



平均すると、上場不動産企業の株価は推定正味資産価（NAV）近辺で取引されています。豪州、英国、シンガポール市場のバリュエーションがプレミアムとなる一方で、香港は他の市場に比べ非常に大きなディスカウント水準で取引されています。

図表2  
グローバル不動産証券バリュエーション分析

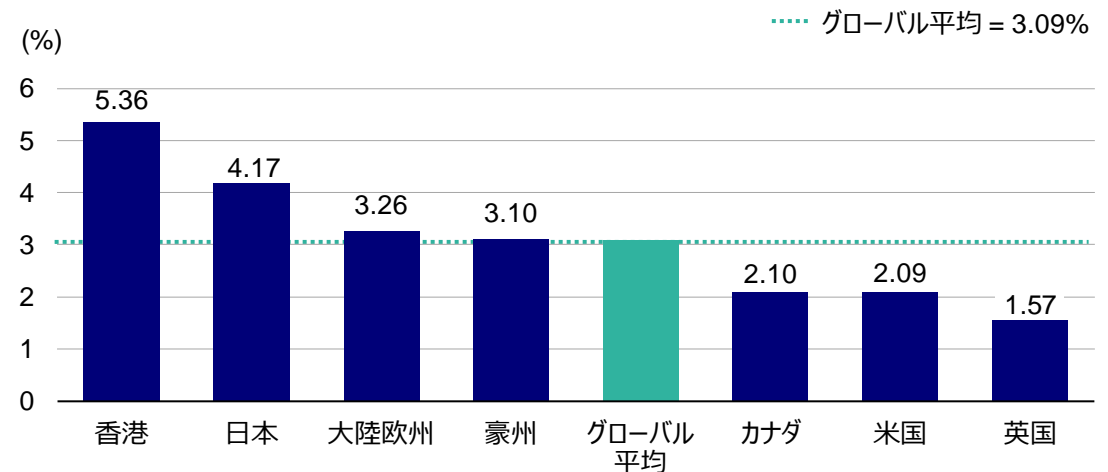


出所：コンセンサスに基づくインベスコ・リアル・エステートの2022年3月31日推計



不動産の投資利回りは、10年国債にプラスの利回りスプレッドを上乗せした水準となっています。

図表3  
各国国債の利回りに対するグローバル不動産証券の益回りの上乗せ幅



出所：Bloomberg L.P., SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートの2022年3月31日推計；リスクフリーレートは現地通貨ベース。グローバル平均は、対象国の不動産証券益回りと国債利回りの較差の単純平均。

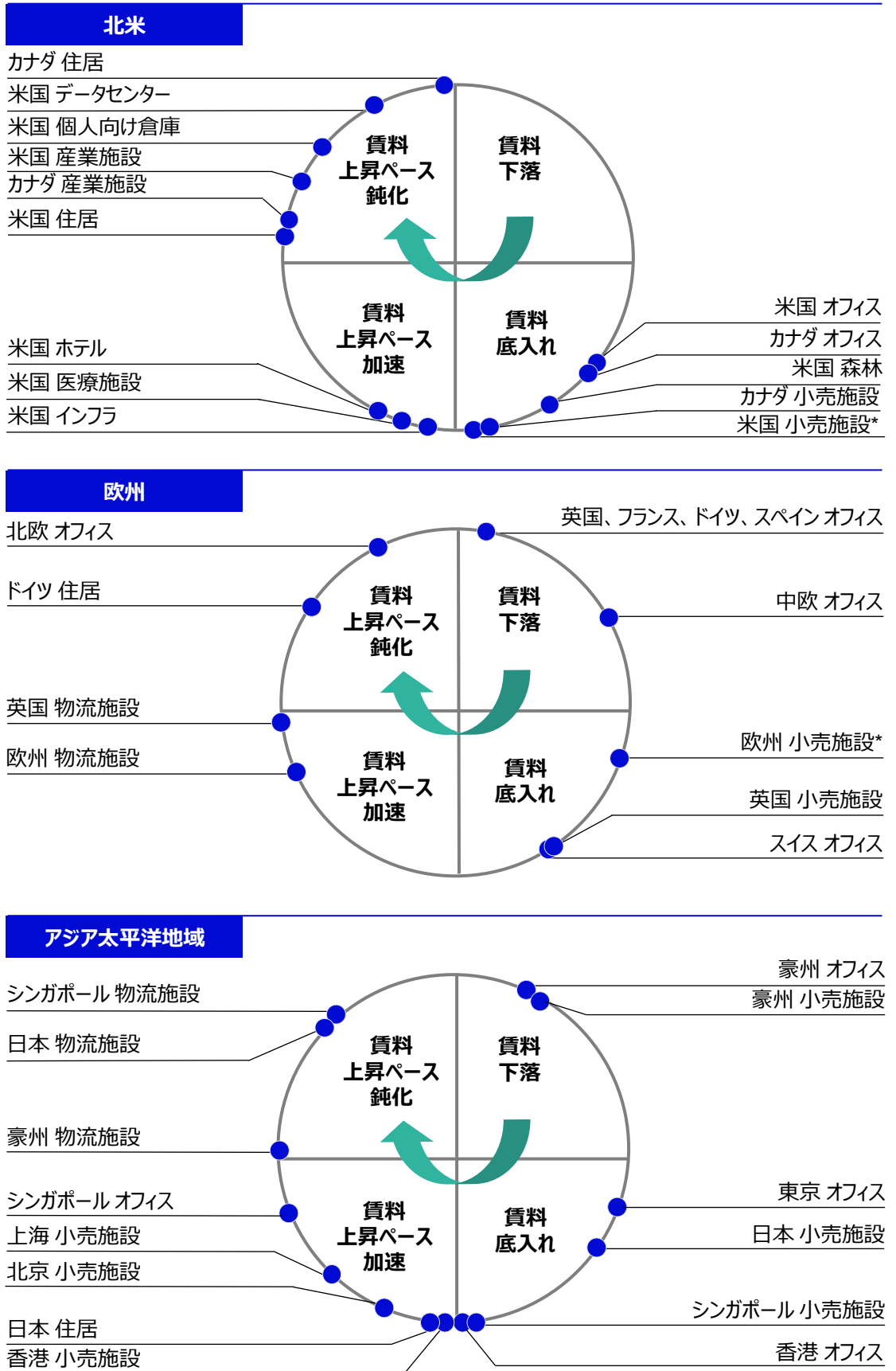
# グローバル財務特性データ

## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 4  
主要市場のファンダメンタルズ - 北米、欧州、アジア太平洋地域



今後12ヶ月の賃料成長率見通しは、市場と物件タイプの組み合わせレベルで幅広いばらつきを示しています。

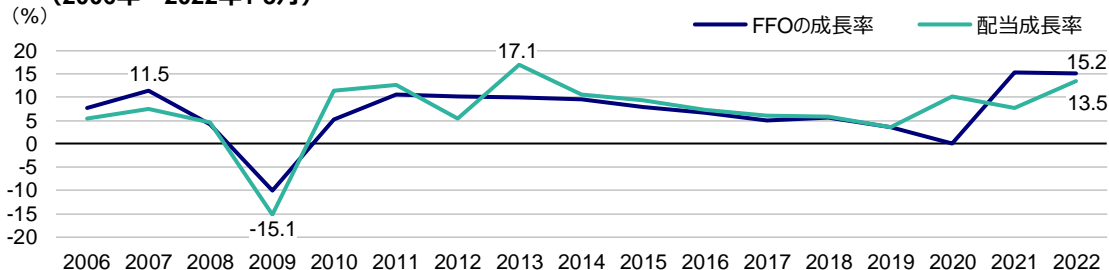


\*小売施設には、リージョナル・モール、ショッピング・センター、トリプル・ネットが含まれます。  
出所：インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計  
不動産エクイティ証券／デット証券 - マーケット・インディケーター | 2022年1-3月期

# 北米財務特性データ

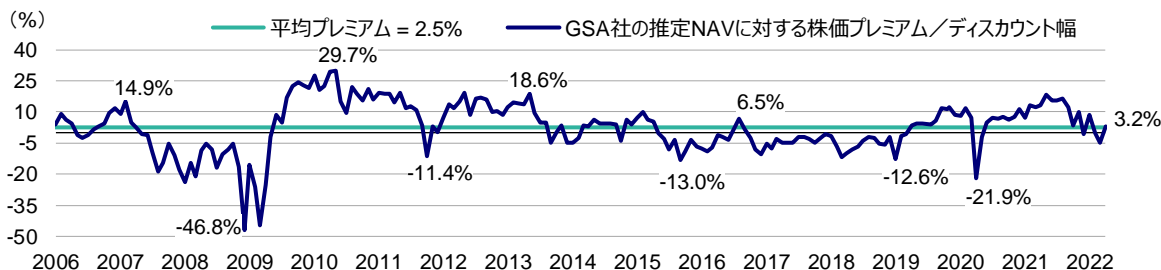
## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

**図表 5**  
米国REITのFFO\*（ファンド・フロム・オペレーション）成長率と1株当たり配当成長率  
（2006年～2022年1-3月）



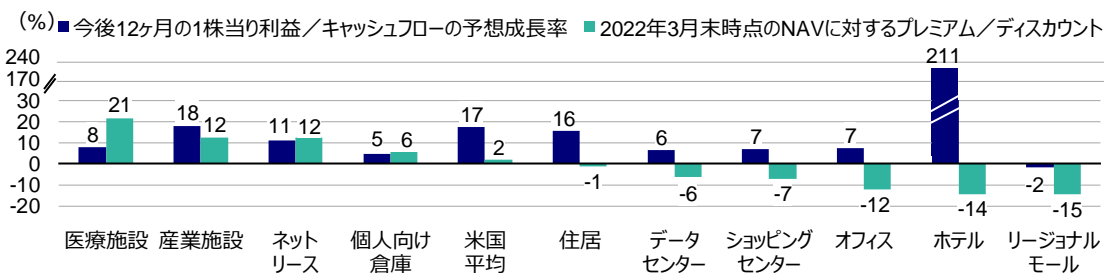
\* FFO は1株当たりキャッシュフローを表す指標  
出所：SNL Datasourceより2006年から2021年のREIT配当成長率（年率）；SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2022年予想値 2022年3月31日時点

**図表 6**  
米国REITの株価／推定NAV



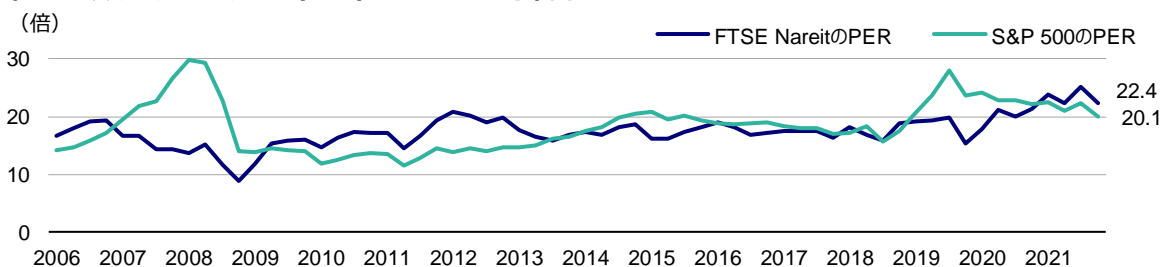
出所：Green Street Advisors (GSA) (Real Estate Securities Monthly, 2022年4月1日号) 同社の許諾のうえで転用。キャップ・レート<sup>1)</sup>を4.6%と推定してプレミアム／ディスカウントを計算。GSAがカバーしている米国上場銘柄（ホテルおよび投資評価を公表していない銘柄を除く）の時価加重ベース（各社時価総額は「純資産価値×株数」で算出）。1993年1月以前については単純平均。

**図表 7**  
米国REITのセクター別バリュエーション分析



出所：2022年3月31日時点のコンセンサス・データおよびGreen Street Advisorsのデータを基にインベスコ・リアル・エステートが推定。例示的目的のみ。Green Streetが網羅するユニバース（ホテルを除く）における全ての米国上場企業の加重平均値（発行済株式総数をNAVでウェイト付け）。

**図表 8**  
来期ベースのバリュエーション（PER）：S&P 500と米国REIT\*



\*\* FFO（ファンド・フロム・オペレーション）－1株当たりキャッシュフローを表す指標  
出所：インベスコ・リアル・エステート、SNL Datasource、Consensus Estimates、Bloomberg L.P.、Standard & Poor's、データは2006年4-6月期から2022年1-3月期までのもの。



米国REITの配当とファンド・フロム・オペレーション（FFO）の成長は、FRBの金融引き締め策から緩やかになりました。



米国REITの株価は、推定NAVと比較して3%のプレミアムとなっています。長期的には、平均すると小幅なプレミアムで取引されています。



医療施設、産業施設、ネットリースなどの構造的に良好な事業環境にあるセクターでは、推定NAVに対して大幅なプレミアムで取引されています。オフィスやホテル・セクターでは、推定NAVに対して大幅なディスカウントで取引されています。



米国不動産証券は、利益対比バリュエーションでは一般株式に対してプレミアム水準で取引されています。2006年以来的平均バリュエーション水準は-0.1%のディスカウントです。

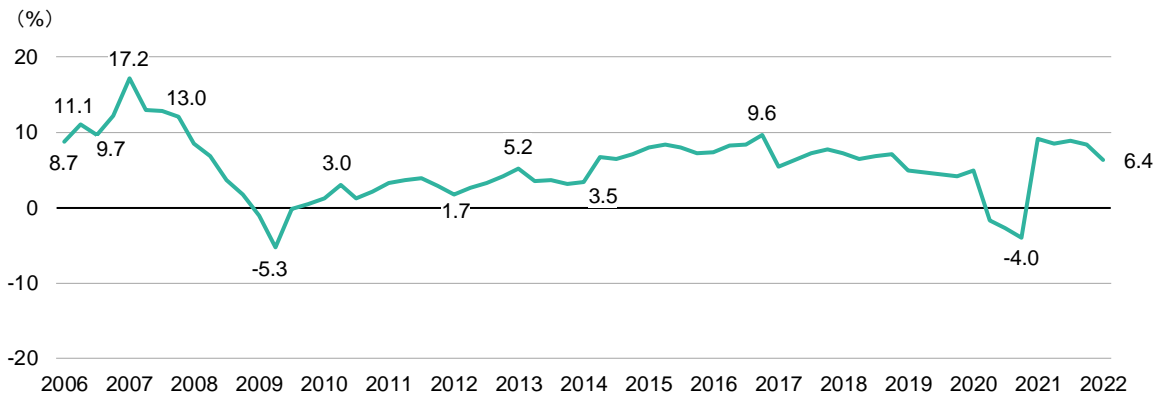
オーストリア  
フィンランド  
ドイツ  
ルクセンブルク  
ノルウェー  
スウェーデン  
英国

ベルギー  
フランス  
アイルランド  
オランダ  
スペイン  
スイス

## 欧州財務特性データ

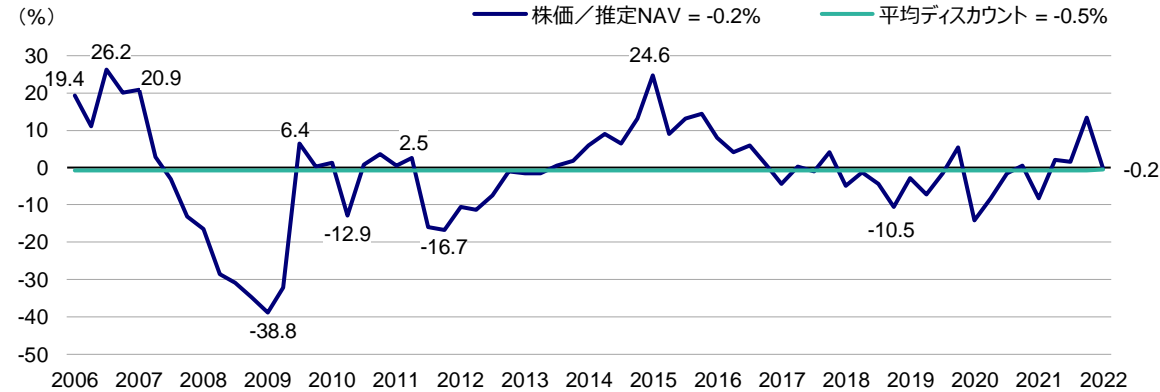
### 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 9  
欧州上場不動産証券の利益成長



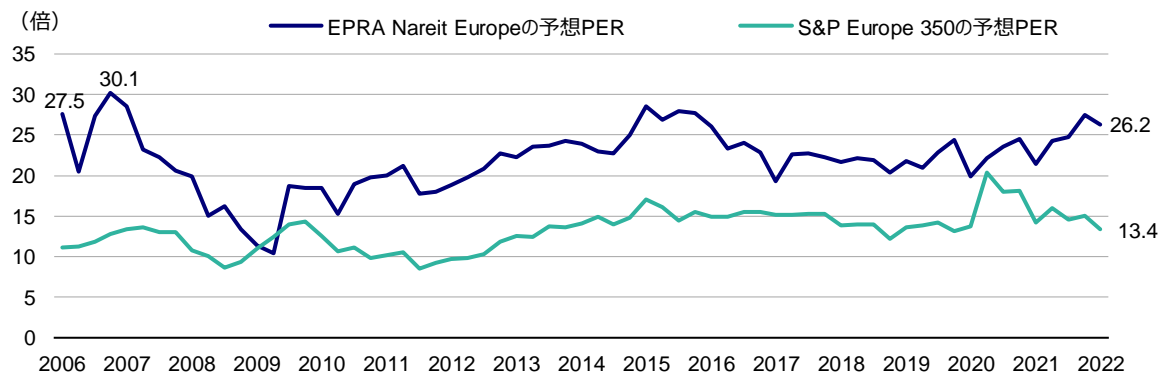
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計。  
配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

図表 10  
欧州上場不動産証券の株価／推定NAV



出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計

図表 11  
来期ベースのバリュエーション（PER）：S&P ヨーロッパ350 と欧州上場不動産証券



出所：Bloomberg、SNL Datasource、Standard & Poor's、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計

注：図表9から14においては、標準化された過去データの入手が困難なことから、2006年1月をデータの開始時期としています。2006年1-3月期はインベスコ・リアル・エステートのグローバル市場に関する予測値データが入手可能な最初の期間です。



コモディティ価格の上昇を懸念し経済成長率が減速していることを背景に、2022年の利益成長見通しは緩やかに推移しています。



英国と大陸欧州の株価は現在純資産価値と同程度水準で取引されています。

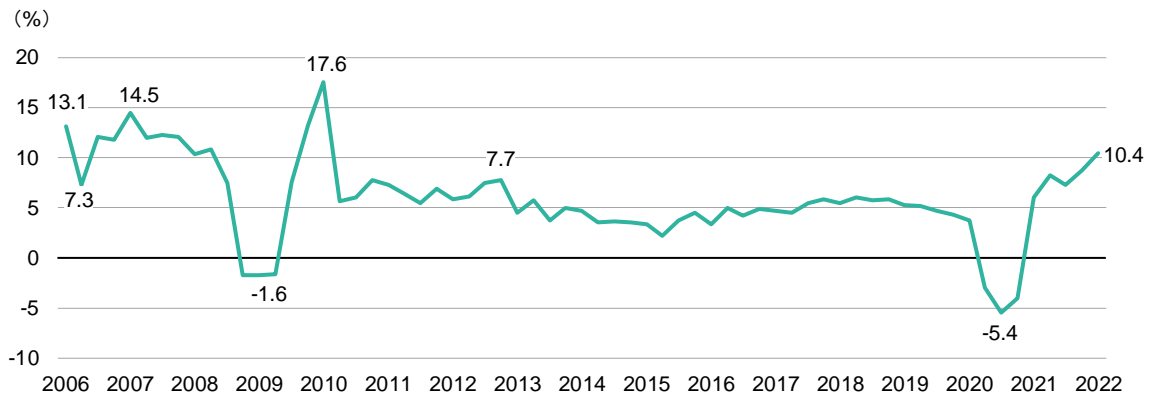


欧州では、利益対バリュエーションで不動産証券は一般株式市場を上回る水準で取引されています。

# アジア太平洋財務特性データ

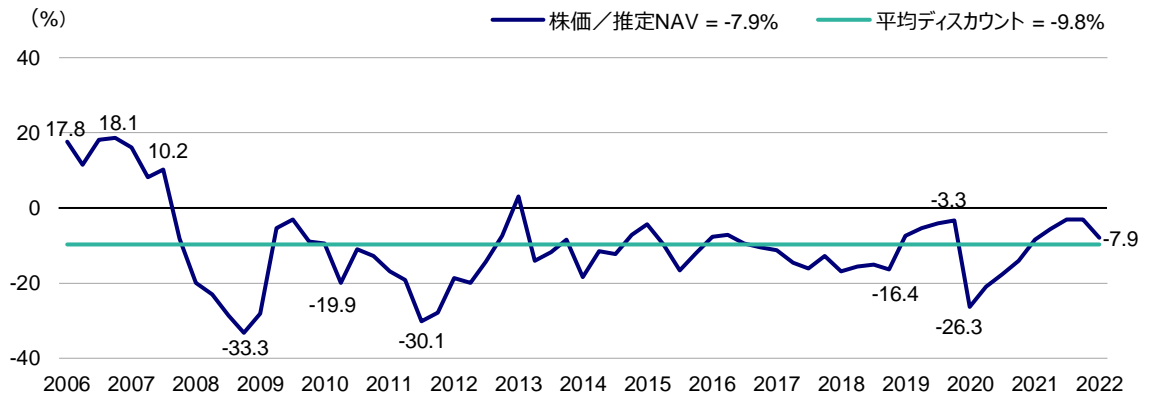
## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 12  
アジア太平洋地域の上場不動産証券の利益成長



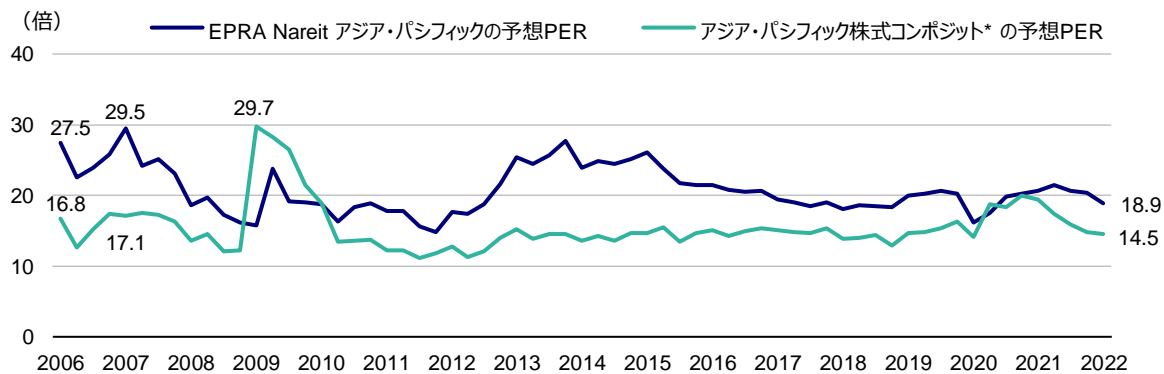
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計  
 配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、配当成長率は上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

図表 13  
アジア太平洋地域の上場不動産証券の株価／推定NAV



出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計

図表 14  
来期ベースのバリュエーション：アジア・パシフィック株式コンポジット\*とアジア・パシフィック上場不動産証券



\* アジア・パシフィック株式コンポジットは、S&Pアジア50指数、日経平均株価、S&Pオーストラリア100指数の単純平均  
 出所：Bloomberg L.P.、SNL Datasource、Standard & Poor's、インベスコ・リアル・エステートによる2022年3月31日推計

注：図表9から14においては、標準化された過去データの入手が困難なことから2006年1月をデータの開始時期としています。2006年1-3月期はインベスコ・リアル・エステートのグローバル市場に関する予測値データが入手可能な最初の期間です。



アジア太平洋地域のほとんどの国では新型コロナウイルス禍（COVID-19）が落ち着いた状況にあり、経済活動が回復し続けているため、当地域全体で利益成長が加速しています。



アジア太平洋地域では、株価は推定NAVに対して8%のディスカウント水準で取引されていますが、長期平均を若干上回っています。

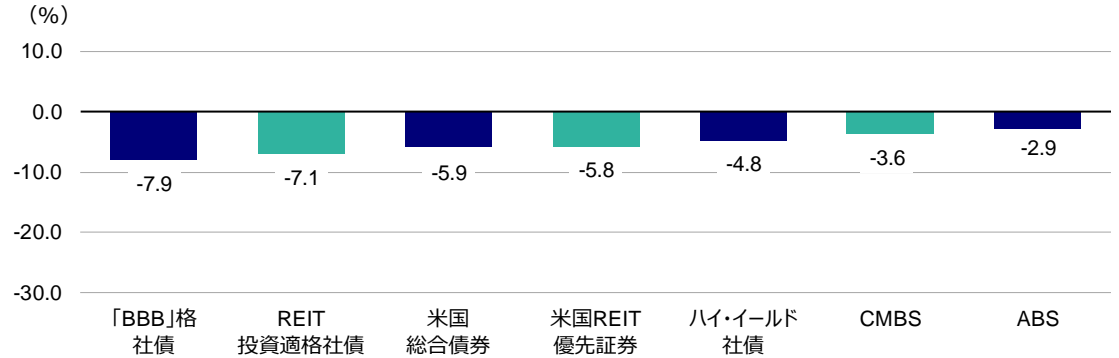


アジア太平洋地域では、利益対比バリュエーションで不動産証券は一般株式を上回る水準で取引されています。

# 不動産デット市場財務特性データ

## 不動産デット証券（CMBS／REIT社債）マーケット・インディケーター

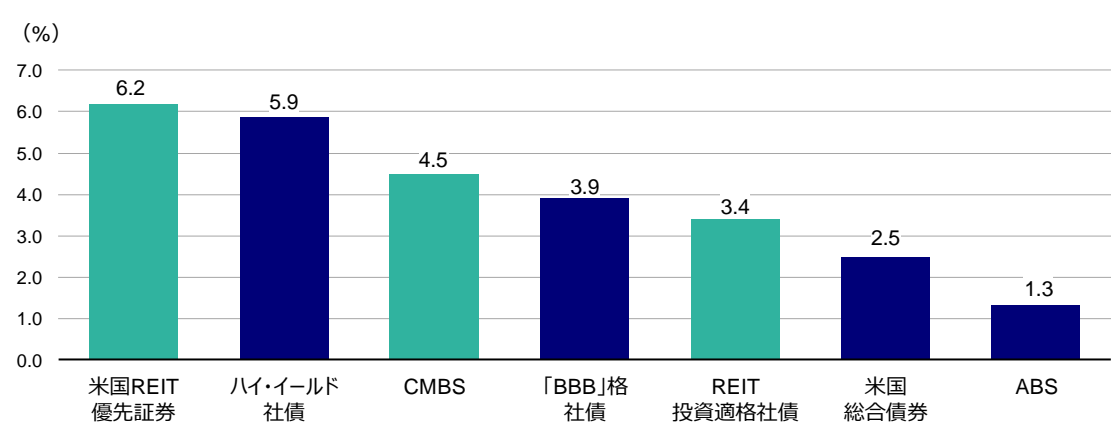
図表 15  
様々な米国債券の2021年1-3月期のトータル・リターン（米ドル建て）



2022年1-3月期を通じて、REIT投資適格社債がCMBS「BBB」格債券を下回りました。

出所：ブルームバーグ ABSインデックス、ブルームバーグ 米国総合債券インデックス、ブルームバーグ CMBS ERISA適格インデックス、ブルームバーグ 投資適格REITインデックス、ブルームバーグ 米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ 米国ハイ・イールド社債インデックス、FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Returnインデックス、2022年3月31日時点。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

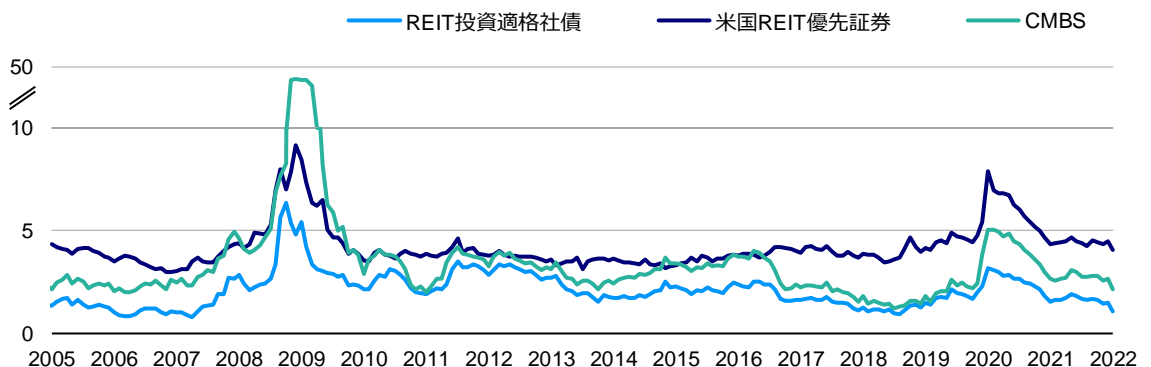
図表 16  
様々な米国債券の2021年1-3月期の利回り



2022年1-3月期を通じて、米国REIT優先証券の利回りが最も高くなりました。

出所：ブルームバーグ ABSインデックス、ブルームバーグ 米国総合債券インデックス、ブルームバーグ CMBS ERISA適格インデックス、ブルームバーグ 投資適格REITインデックス、ブルームバーグ 米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ 米国ハイ・イールド社債インデックス、FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Returnインデックス、2022年3月31日時点。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

図表 17  
リスク・フリー・レートに対するREIT利回りのスプレッド



CMBSや米国REIT優先証券を含む不動産デットのスプレッドは依然として総じて縮小しています。

スプレッドは、2005年1月から2017年3月まではCMBS BBB ERISA-Eligibleインデックス、ブルームバーグ 投資適格 REIT インデックス、ウェルズファーゴ ハイブリッド & 優先証券 REIT インデックスを使用、それ以降はFTSE Nareit Preferred Stock Total Return インデックスを使用しています。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

# チーム紹介 | グローバル・クライアント・ポートフォリオ・マネジメント

グローバル・ヘッド



**Max Swango**  
マネジング・ディレクター | ダラス

上場リアル・アセット



**David Wertheim**  
シニア・ディレクター | ダラス



**Charles Anderson**  
ディレクター | デンバー

アジア太平洋地域



**Kent Yang**  
マネジング・ディレクター | ソウル



**Linlin Chang**  
シニア・ディレクター | 香港




**Andrew Kim**  
シニア・ディレクター | 韓国

欧州



**Andrew Hills**  
マネジング・ディレクター | ロンドン



**Henrik Haeuszler**  
シニア・ディレクター | ミュンヘン




**Robert Stolfo**  
マネジング・ディレクター | ミュンヘン

北米



**Brooks Monroe**  
マネジング・ディレクター | ダラス



**Laler DeCosta**  
マネジング・ディレクター | アトランタ



**De'Juan Collins**  
ディレクター | ダラス



**Cinnamon Russell**  
シニア・ディレクター | トロント

機関投資家向けサポート  
(米国を除く)




**Simon Redman**  
マネジング・ディレクター | ロンドン



**Douglas Rowlands**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ロンドン

機関投資家向けサポート (オーストラリア)



**Amanda Clegg**  
インベストメント・スペシャリスト | シドニー

機関投資家向けサポート (東京)

**加藤 秀康**  
リアル・アセット部長 | 東京  
hideyasu.kato@invesco.com

**堀内 彩子**  
ディレクター | 東京  
ayako.horiuchi@invesco.com

**玉井 貴明**  
ディレクター | 東京  
takaaki.tamai@invesco.com

**鷲巣 宏光**  
アソシエイト | 東京  
hiromitsu.washizu@invesco.com

機関投資家向けサポート  
(プライベート市場)

**Pat Dougherty**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ダラス

**John Saxton**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ダラス

**Greg Gore**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ニューヨーク

**Shane Schofield**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ダラス

**Jennifer Fetzter**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | ダラス

出所：インベスコ・リアル・エーステート、2022年3月31日時点。事前の予告なく変更される場合があります。



---

## 当資料ご利用上のご注意

---

当資料は情報提供を目的として、インベスコの不動産運用部門であるインベスコ・リアル・エステート（以下、「作成者」）が機関投資家向けに作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳の場合には、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等することを禁じます。

---

### インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号  
加入協会 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

---