

# 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

2023年1-3月期

2023年1-3月期の上場不動産証券は、米国、欧州、アジア太平洋の各地域・セクターにわたり、推定正味価値（NAV）に対して2桁のディスカウント水準で取引を終了しました。上場不動産企業のファンダメンタルズにより引き続き住居や産業施設セクターが選好される一方で、オフィスや小売施設が依然として厳しい状況となっています。アジア太平洋および北米市場は、欧州に比べてより安定したファンダメンタルズを示しており、これが過去1年間のパフォーマンスのばらつきの背景となっています。また、不動産デット全般では、平均すると一桁台半ばから後半の利回りをもたらしています。<sup>1</sup>

2023年3月31日時点のパフォーマンス <sup>2</sup>		1-3月期 (%)	直近1年間 (%)
不動産	FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックス	1.04	-20.63
	FTSE Nareit All エクイティ REITs US インデックス	1.74	-19.40
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・ヨーロッパ・インデックス	-2.78	-37.69
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・アジア・インデックス	-1.40	-11.42
株式	MSCI ワールド・インデックス	7.88	-6.52
	S&P 500 インデックス	7.50	-7.73
	S&P ヨーロッパ 350 インデックス	10.34	2.47
	S&P アジア 50 インデックス	8.34	-8.76
デット	ブルームバーグ 米国投資適格REITs インデックス	1.48	-6.93
	ブルームバーグ 米国CMBS BBB格 インデックス (Erisa)	-2.64	-7.72
	FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Return インデックス	1.70	-15.70

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。上記の表のパフォーマンスとは異なります。詳細は図表16をご参照ください。尚、不動産デットのユニバースには、米国REIT優先証券、CMBS、REIT投資適格社債等が含まれます。

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 2023」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。

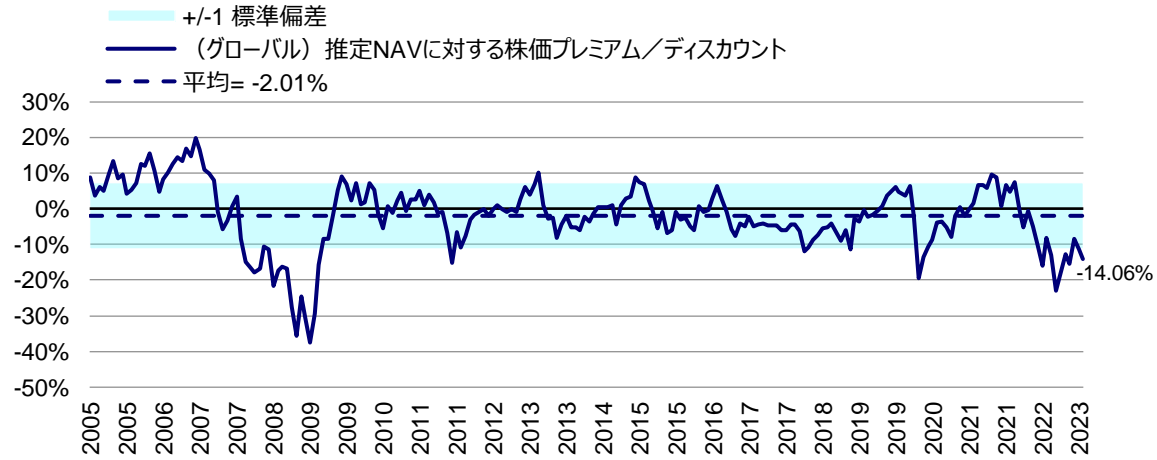
# グローバル財務特性データ

## 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値（NAV）に対して14%のディスカウントで取引されており、過去平均よりも拡大しています。

図表1  
推定NAVに対する株価プレミアム

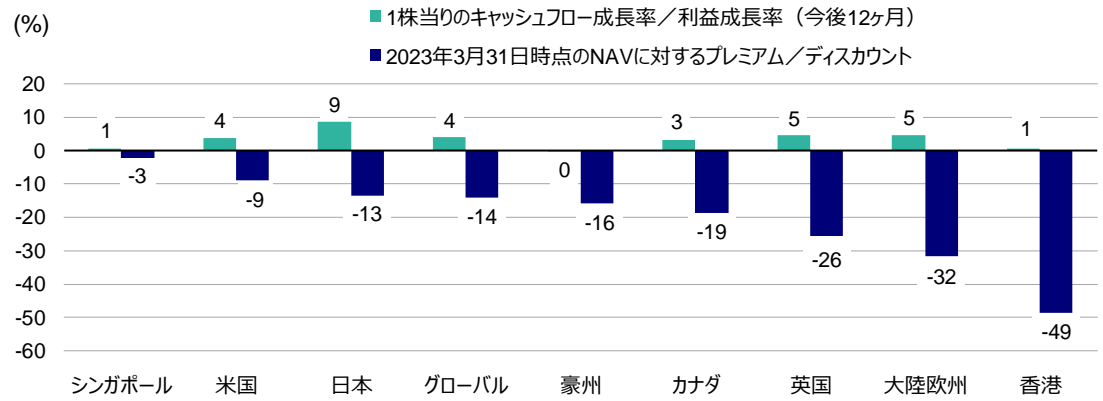


出所：コンセンサスに基づくインベスコ・リアル・エステートの2023年3月31日推計  
 グローバル不動産証券は、FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックスで表示



ほとんどの上場不動産企業の株価は推定正味資産価値（NAV）に対して大幅なディスカウントで取引されています。ディスカウント水準は香港、大陸欧州、英国で最も顕著となっています。

図表2  
グローバル不動産証券バリュエーション分析

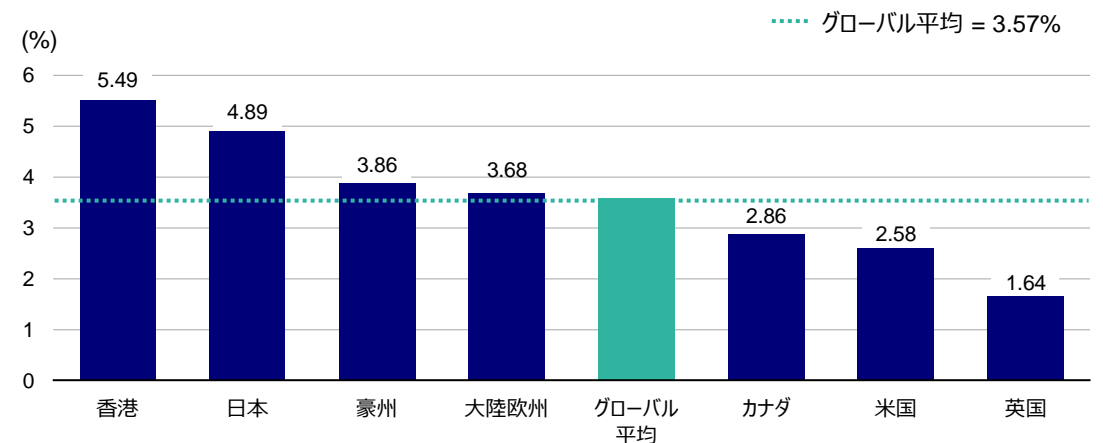


出所：コンセンサスに基づくインベスコ・リアル・エステートの2023年3月31日推計



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2023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。

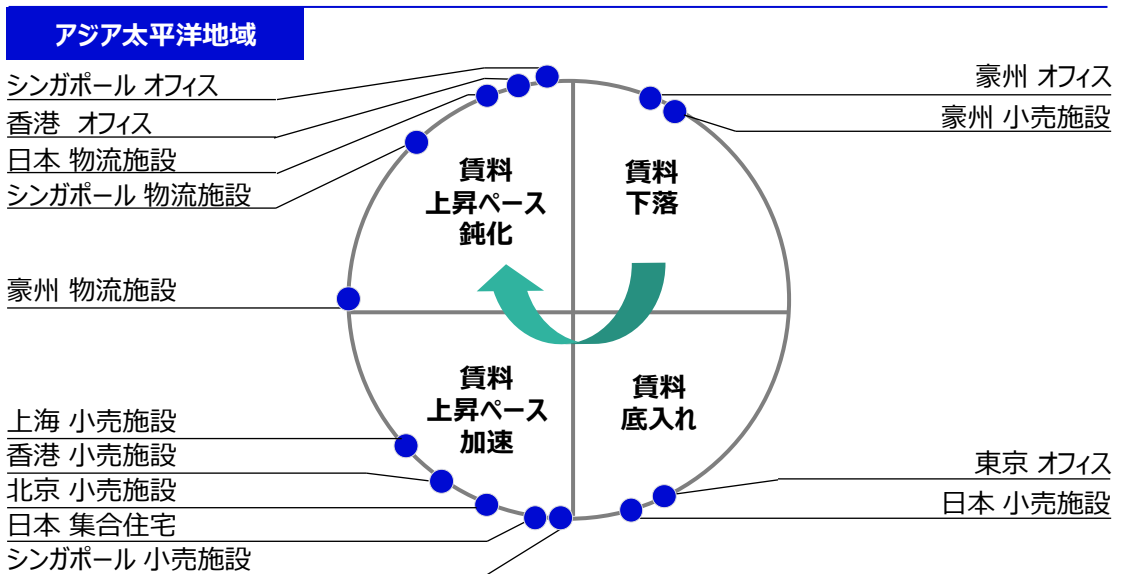
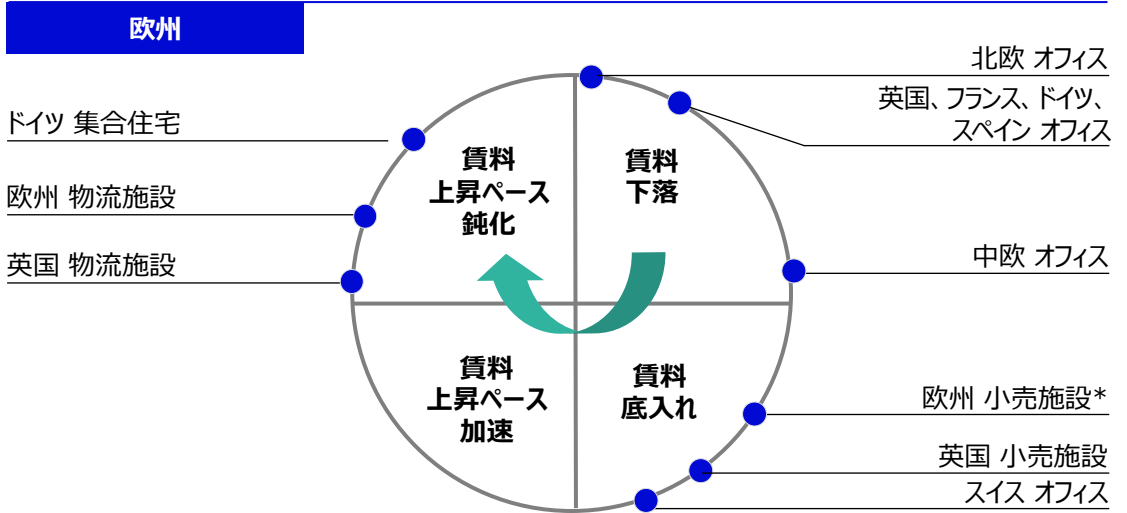
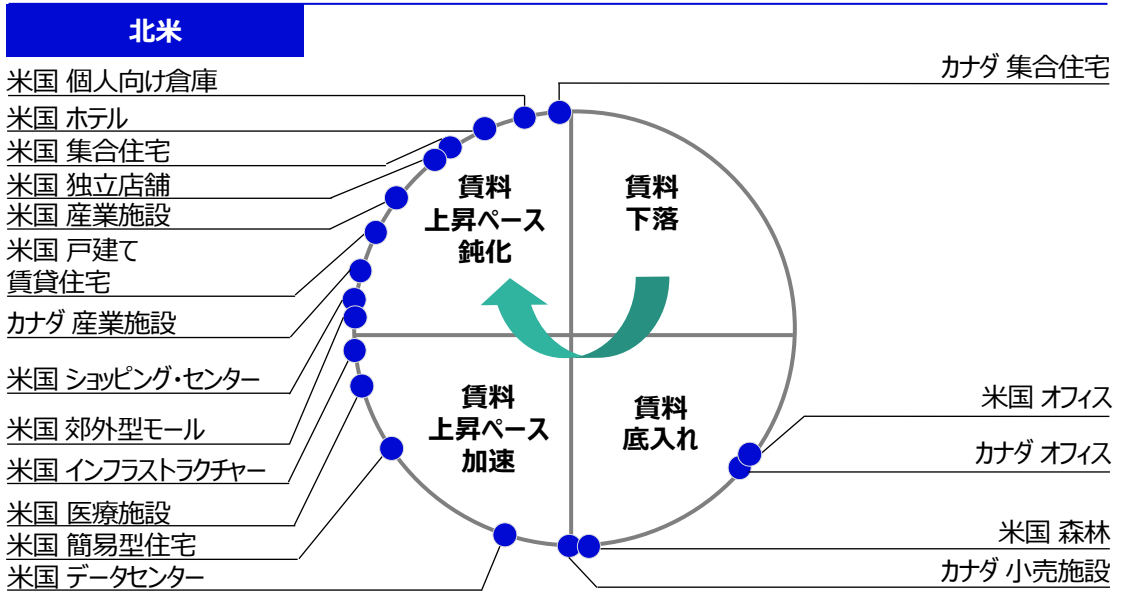
# グローバル財務特性データ

## 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、市場と物件タイプによって大きなばらつきを示しています。北米とアジア太平洋市場が欧州に比べてより安定したファンダメンタルズを示しています。

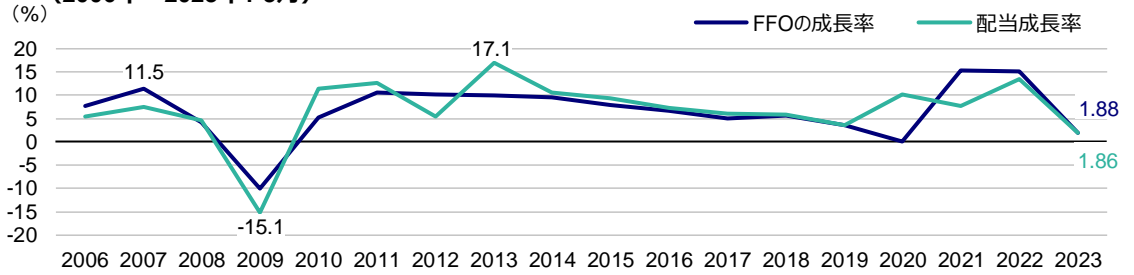


\*小売施設には、郊外型モール、ショッピング・センター、トリプル・ネットが含まれます。  
出所：インベスコ・リアル・エステートによる2023年3月31日推計  
不動産エクイティ証券／デット証券 – マーケット・インディケーター | 2023年1-3月期

# 北米財務特性データ

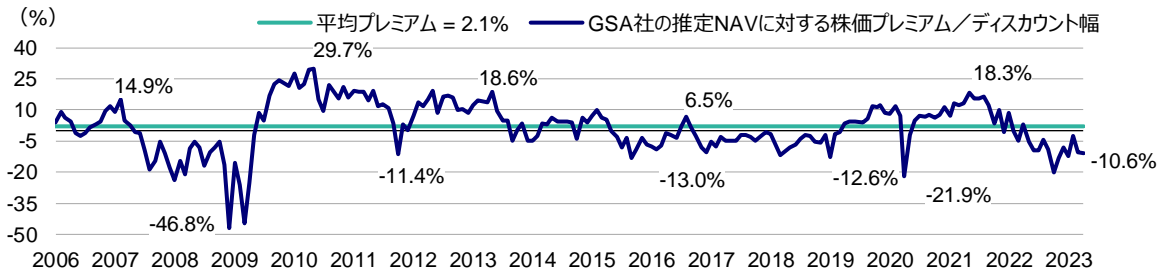
## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

**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～2023年1-3月）



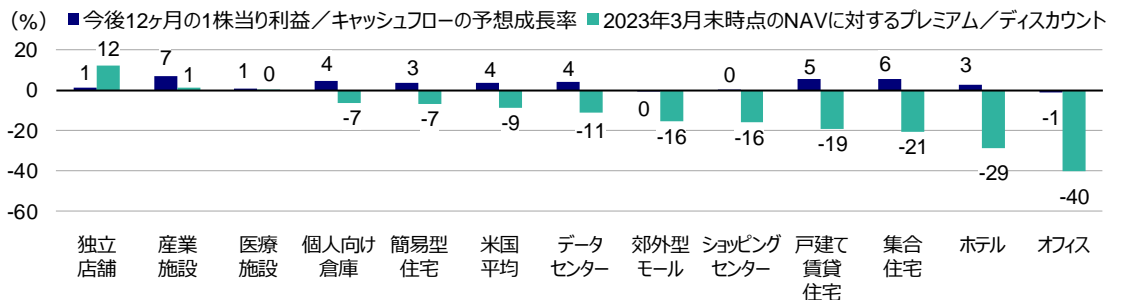
\* FFO は1株当たりキャッシュフローを表す指標  
出所：SNL Datasourceより2006年から2022年のREIT配当成長率（年率）；SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年予想値 2023年3月31日時点

**図表 6**  
米国REITの株価／推定NAV



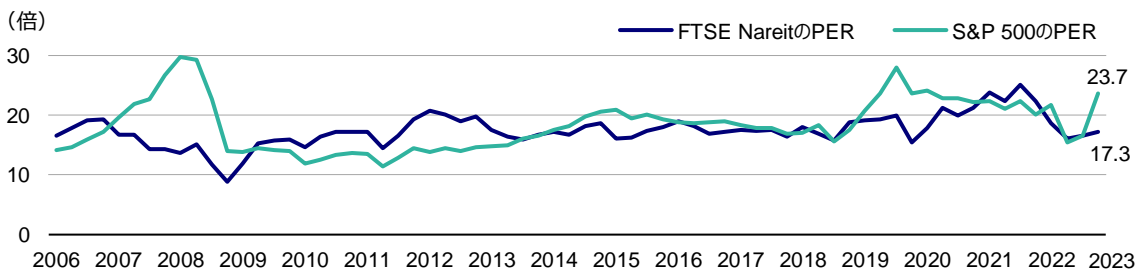
出所：Green Street Advisors (GSA) (Real Estate Securities Monthly, 2023年4月3日号) 同社の許諾のうえで転用。キャップ・レート<sup>1</sup>を5.6%と推定してプレミアム／ディスカウントを計算。GSAがカバーしている米国上場銘柄（ホテルおよび投資評価を公表していない銘柄を除く）の時価加重ベース（各社時価総額は「純資産価値×株数」で算出）。1993年1月以前については単純平均。

**図表 7**  
米国REITのセクター別バリュエーション分析



出所：2023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2023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、2022年以降低下していますが、依然としてプラスで推移しています。



米国REITの株価は、推定NAVと比較して大幅なディスカウント水準で取引されており、過去の平均値より1標準偏差以上低い水準で取引されています。



ほとんどの米国不動産セクターが推定NAVに対してディスカウント水準で取引されていますが、とりわけオフィス、ホテル、集合住宅の各セクターでディスカウントが顕著となっています。



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27%のディスカウント水準のPERで取引されています。

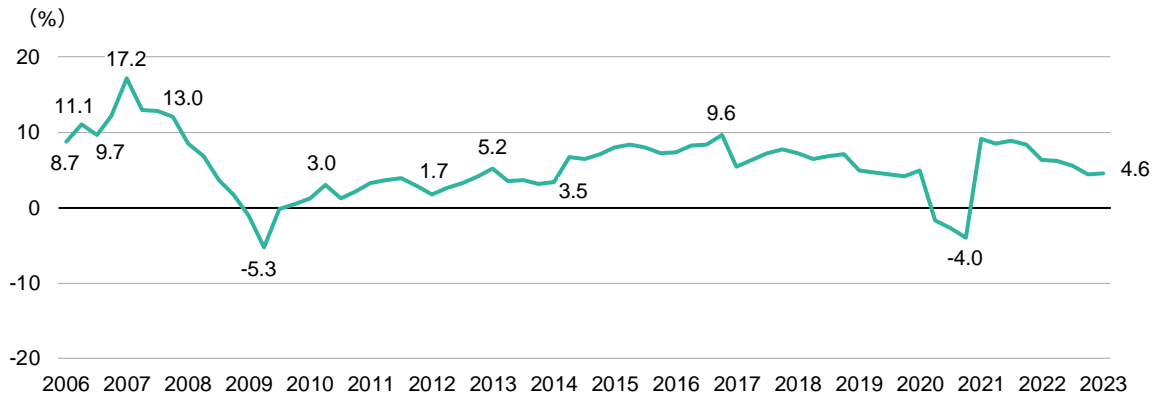
オーストリア  
フィンランド  
ドイツ  
ルクセンブルク  
ノルウェー  
スウェーデン  
英国

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

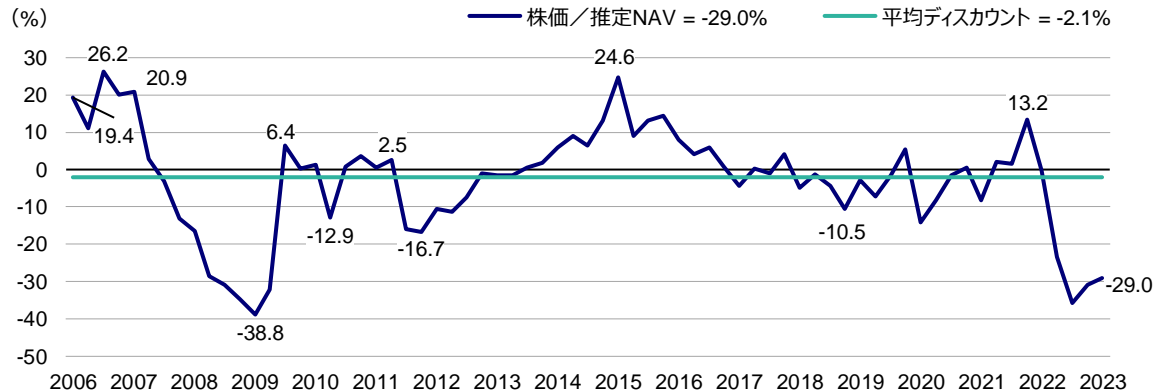
### 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 9  
欧州上場不動産証券の利益成長



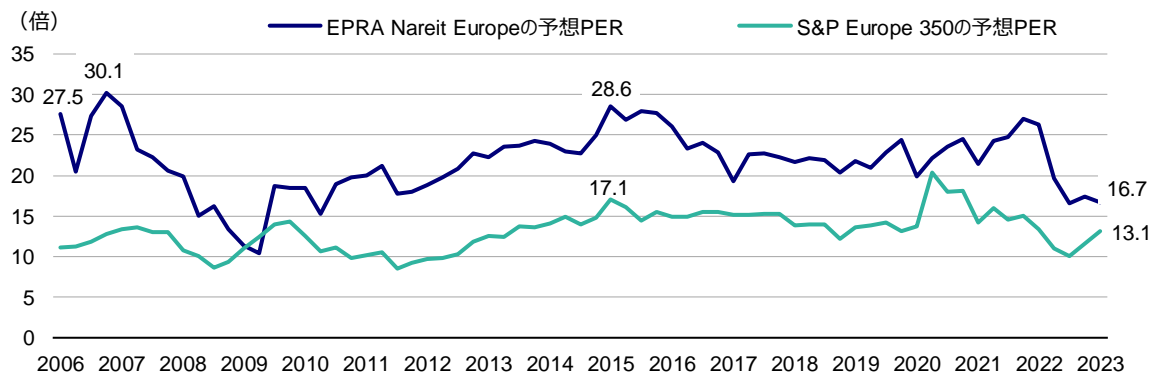
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年3月31日推計。  
配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

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2023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2023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。



マクロ経済の減速と金融引き締めという環境の中で、欧州の収益成長見通しは依然緩やかに推移しています。



欧州不動産証券の株価は、現在、推定NAVに対して大幅なディスカウント水準で取引されています。

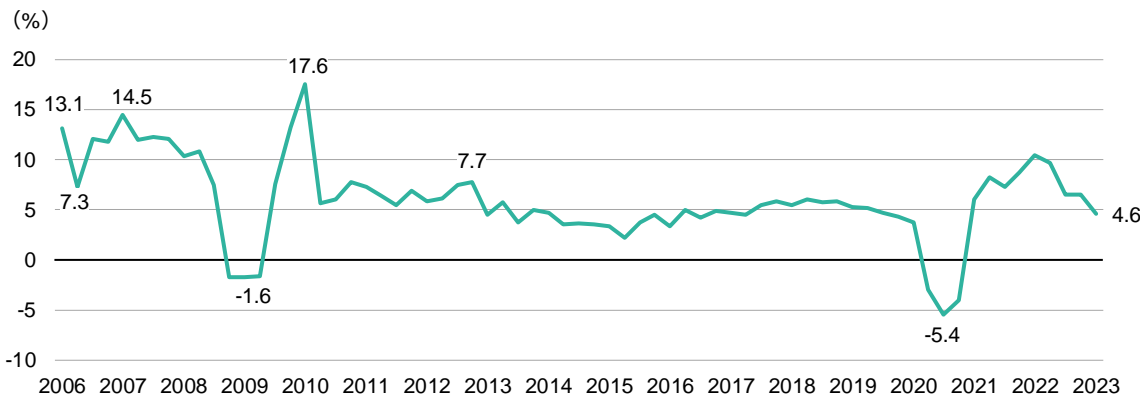


欧州では、利益対バリュエーションで不動産証券は一般株式市場を上回る水準で取引されています。

# アジア太平洋財務特性データ

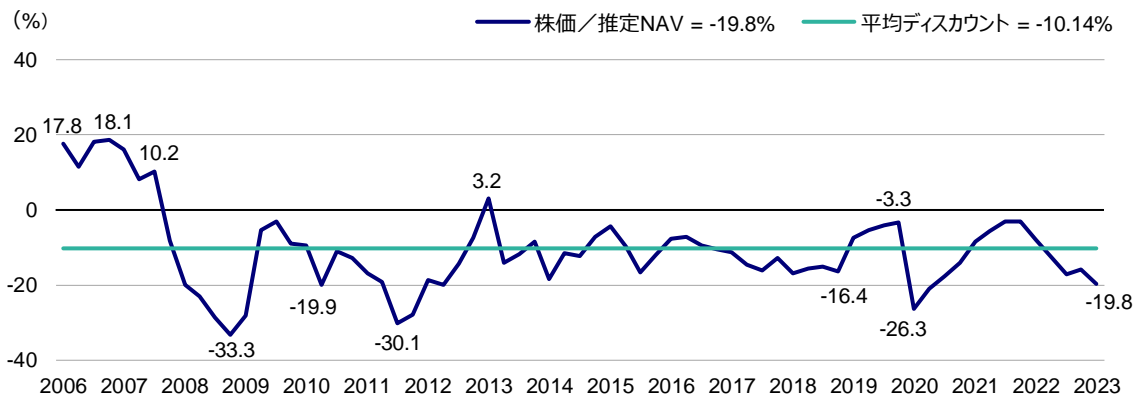
## 不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 12  
アジア太平洋地域の上場不動産証券の利益成長



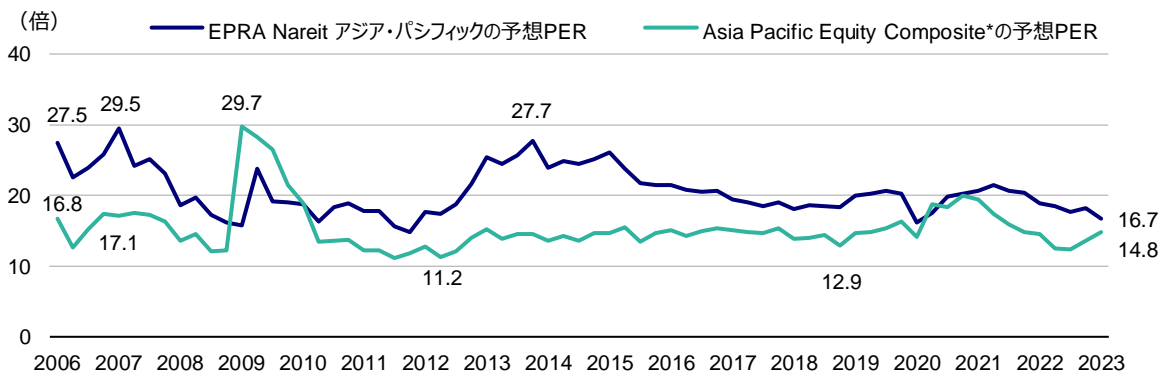
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年3月31日推計  
 配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、配当成長率は上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

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2023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2023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。



アジア太平洋地域ではCOVID後の貿易回復の恩恵を受け、収益成長率は一桁台半ばを維持しています。



アジア太平洋地域では、株価は推定NAVに対してディスカウント水準で取引されており、長期平均を大きく下回っています。

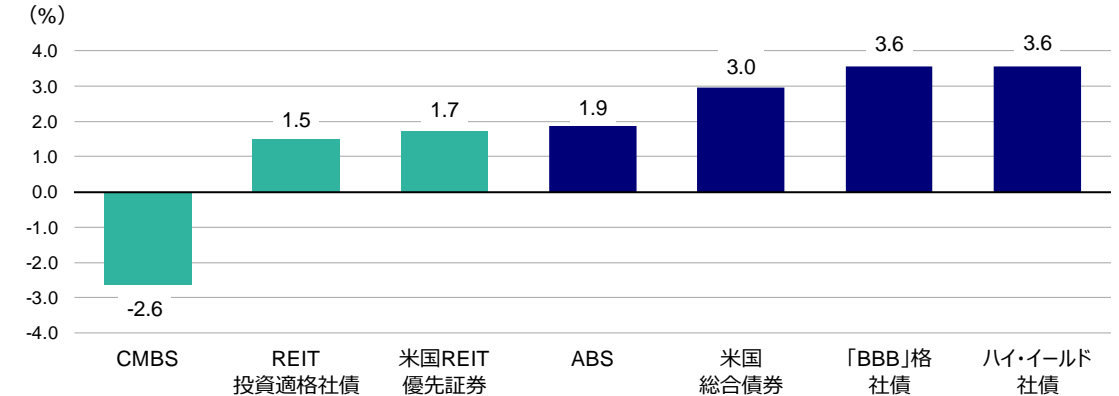


アジア太平洋地域では、利益対比バリュエーションで不動産証券は一般株式を上回る水準で取引されています。

# 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2022年のトータル・リターン（米ドル建て）

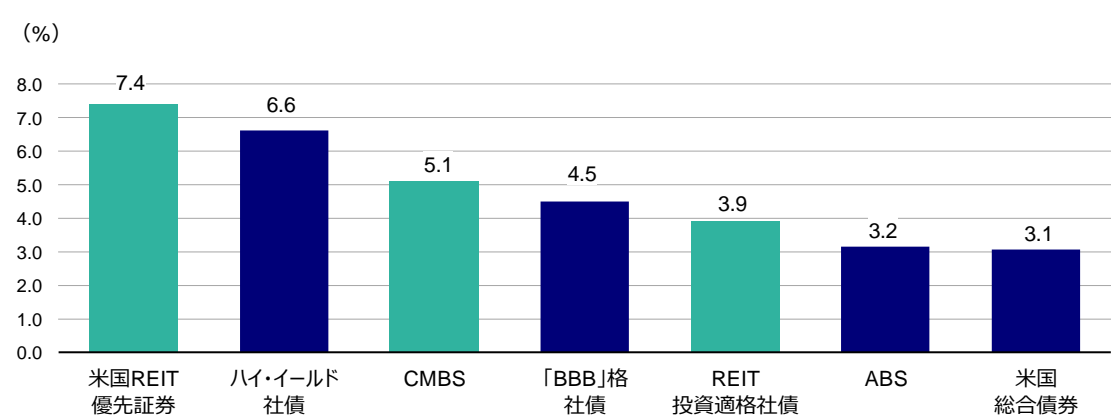


出所：ブルームバーグ ABSインデックス、ブルームバーグ 米国総合債券インデックス、ブルームバーグ CMBS BBB ERISA適格インデックス、ブルームバーグ 投資適格REITインデックス、ブルームバーグ 米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ 米国ハイ・イールド社債インデックス、FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Returnインデックス、2023年3月31日時点。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。



2023年1-3月期では、REIT投資適格社債のトータル・リターンは、CMBSをアウトパフォームしました。

図表 16  
様々な米国債券の利回り

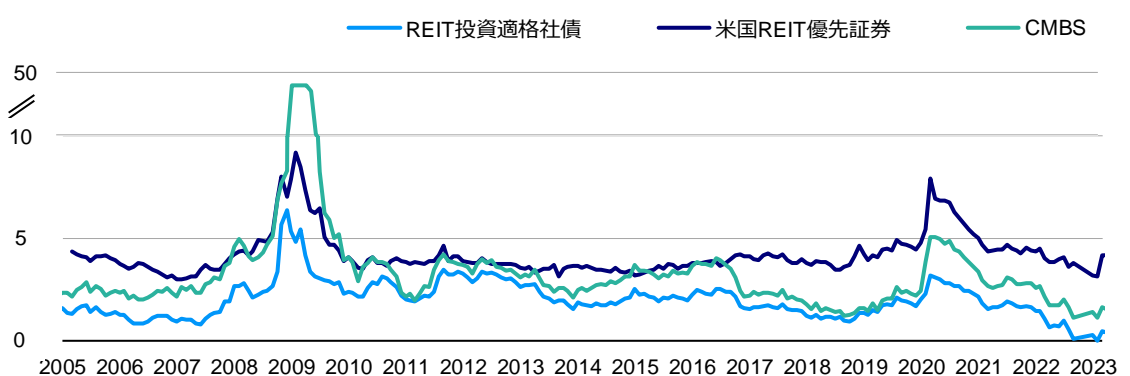


出所：ブルームバーグ ABSインデックス、ブルームバーグ 米国総合債券インデックス、ブルームバーグ CMBS BBB ERISA適格インデックス、ブルームバーグ 投資適格REITインデックス、ブルームバーグ 米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ 米国ハイ・イールド社債インデックス、FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Returnインデックス、2023年3月31日時点。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。



不動産債券全般の利回りは、一般的な債券に比べてより魅力的な水準となっています。

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。

2023年3月31日時点のスプレッドは、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 | タラス

上場リアル・アセット



**David Wertheim**  
シニア・ディレクター | タラス



**Charles Anderson**  
ディレクター | テンバーク

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**  
ディレクター | 韓国

欧州



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



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



**Matteo Capello**  
ディレクター | ミラノ

北米



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



**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 | タラス



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

機関投資家向け  
(米国を除く)



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



**Douglas Rowlands**  
シニア・ディレクター | 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

**鷲巣 宏光**  
アシスタント・ヴァイス・プレジデント | 東京  
hiromitsu.washizu@invesco.com

機関投資家向け  
プライベート市場  
(米国を除く)

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

**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

**Jenn Fetzer**  
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー | タラス

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

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

**Kyle Connor**  
RE イクスチェンジ・スペシャリスト | アトランタ

**Sam Franklin**  
RE イクスチェンジ・スペシャリスト | アトランタ

出所：インベスコ・リアル・エーステート、2023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。

### 受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

### 受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的な料率については信託銀行にご確認下さい。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

### 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