

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7-9月期

2023年7-9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）に対して大幅な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は住居、産業施設、特殊施設セクターなどにわたり引き続き堅調である一方、オフィス・セクターについては依然として厳しい状況が続いています。北米およびアジア太平洋市場は、欧州に比べてより良好なファンダメンタルズを示しています。不動産のバリュエーションは全体として、一般的な株式のバリュエーション（PER）と比べて低水準となっています。不動産債券の利回りは、一般的な債券の利回りスプレッドを上乗せした水準を維持しています。¹

2023年9月30日時点のパフォーマンス (%) ²		7-9月期	年初来	直近1年間
不動産	FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックス	-5.59	-4.10	2.72
	FTSE Nareit All エクイティ REITs US インデックス	-8.33	-5.61	-1.71
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・ヨーロッパ・インデックス	1.31	-4.18	9.23
	FTSE EPRA Nareit デベロップト・アジア・インデックス	-4.16	-8.56	-0.22
株式	MSCI ワールド・インデックス	-3.36	11.56	22.60
	S&P 500 インデックス	-3.27	13.07	21.62
	S&P ヨーロッパ 350 インデックス	-4.94	8.26	29.93
	S&P アジア 50 インデックス	-5.62	-0.86	14.43
デット	ブルームバーグ 米国投資適格REITs インデックス	-1.29	0.60	3.02
	ブルームバーグ 米国CMBS BBB格 インデックス (Erisa)	-1.74	-5.96	-6.99
	FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Return インデックス	-1.30	5.66	3.15

注：

1. 出所：各種分析資料に基づきインベスコ・リアル・エースト作成。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・エーストが作成した「Real Estate Equity and Debt Securities Market Indicators 3Q 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。

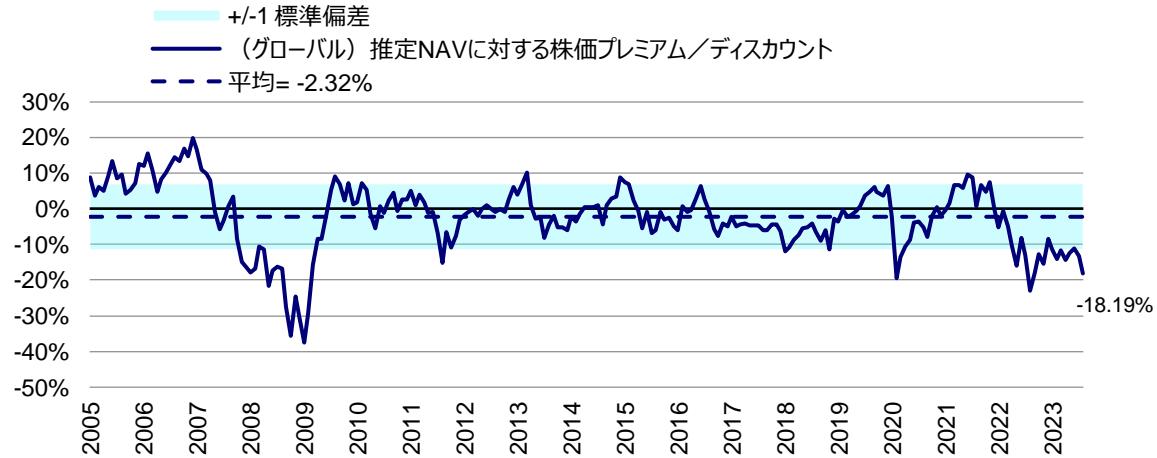
グローバル財務特性データ

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）に対して約18%のディスカウントで取引されており、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。

図表 1
推定NAVに対する株価プレミアム

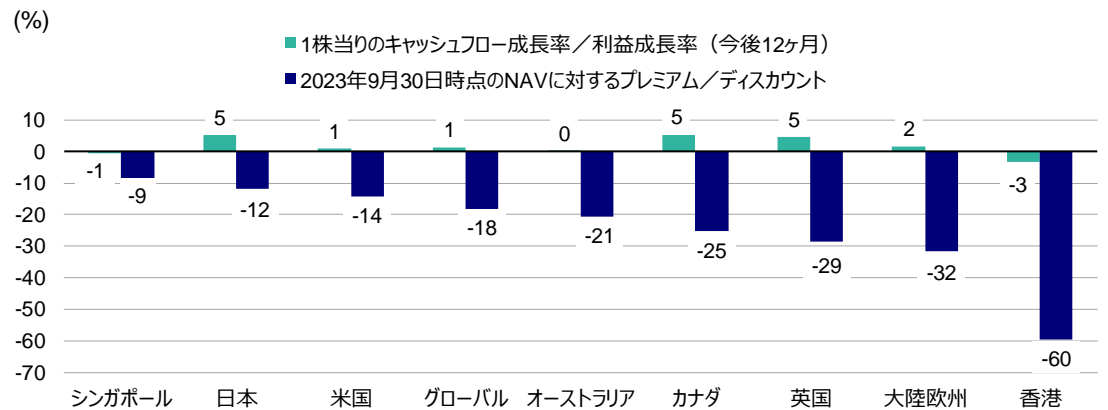


出所：各種分析資料に基づきインベスコ・リアル・エステート作成、2023年9月30日推計
グローバル不動産証券は、FTSE EPRA Nareit デベロップト・インデックスで表示



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、カナダ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

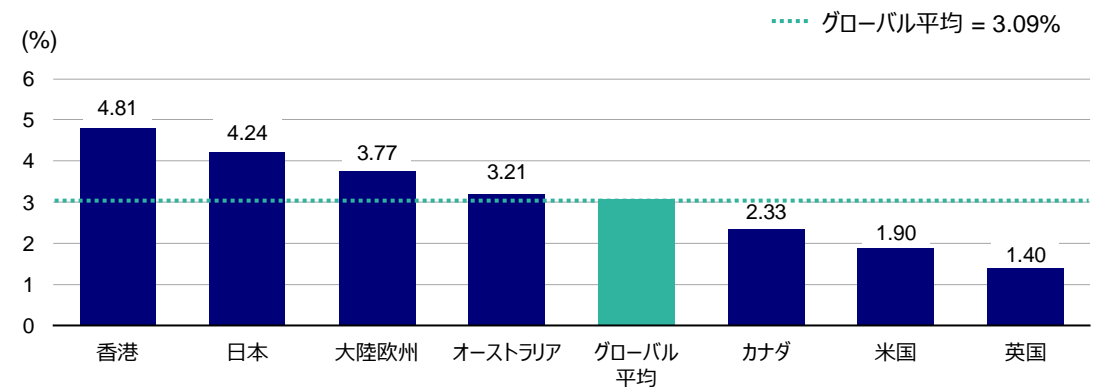


出所：各種分析資料に基づきインベスコ・リアル・エステート作成、2023年9月30日推計



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9月30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。

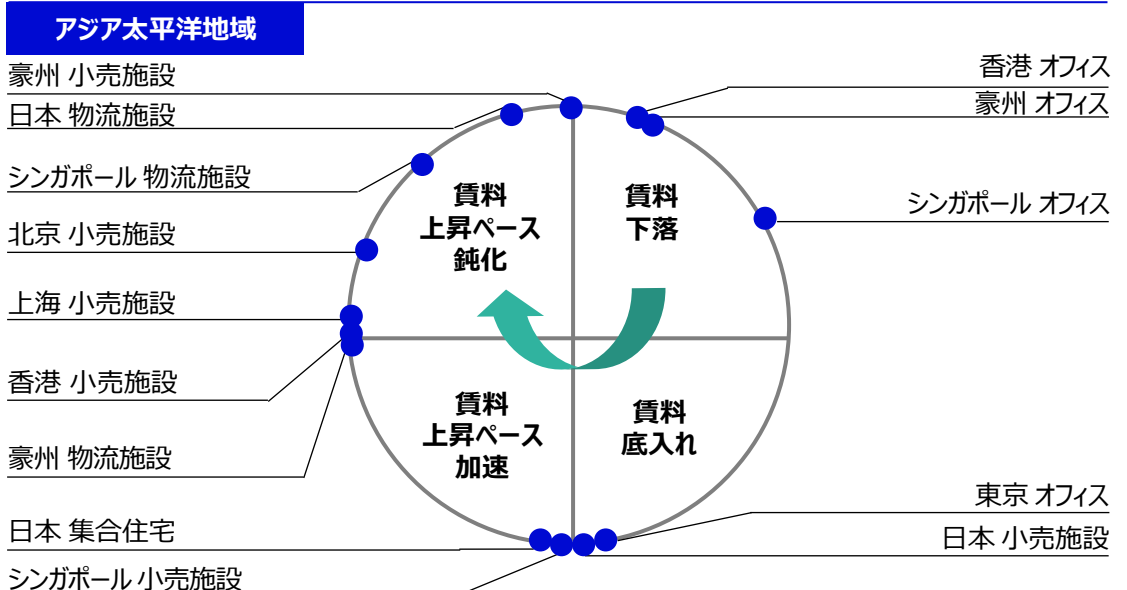
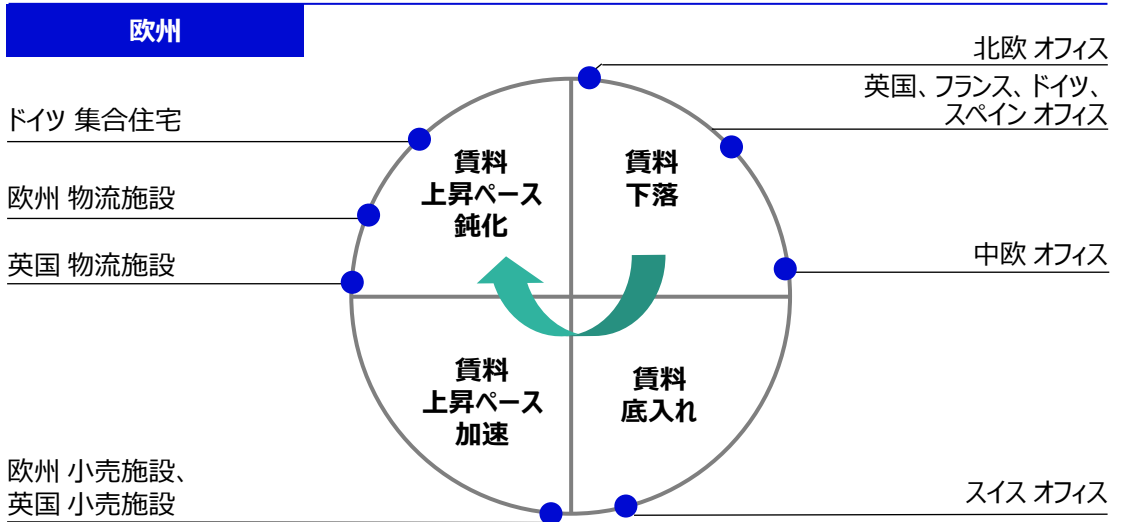
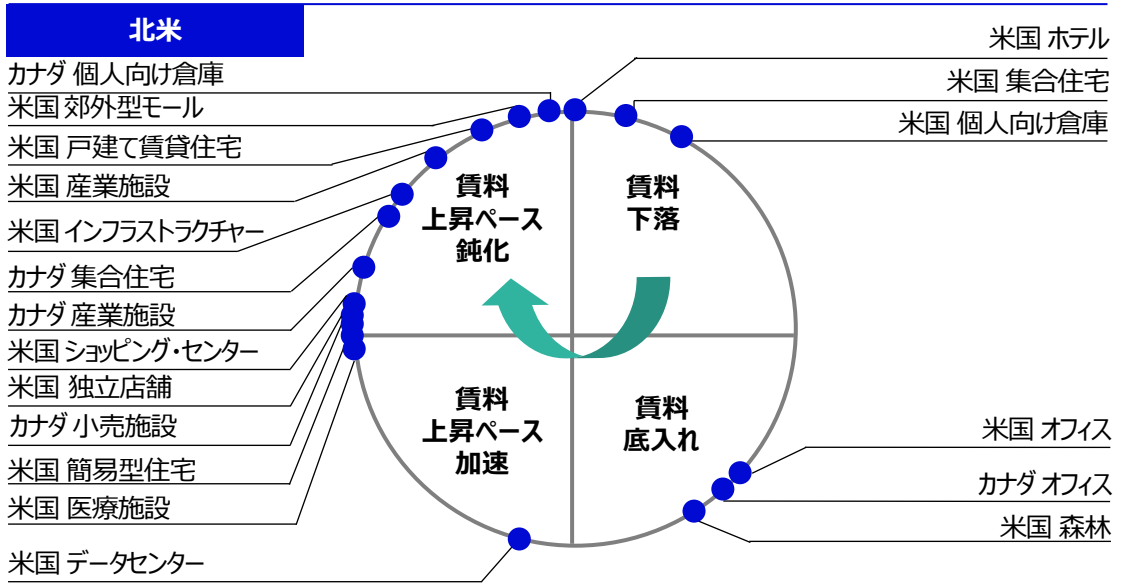
グローバル財務特性データ

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



今後の賃料成長率見通しは、住居、産業施設、特殊施設において良好となっているほか、オフィスについては賃料減少の底入れ兆しが見られています。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。

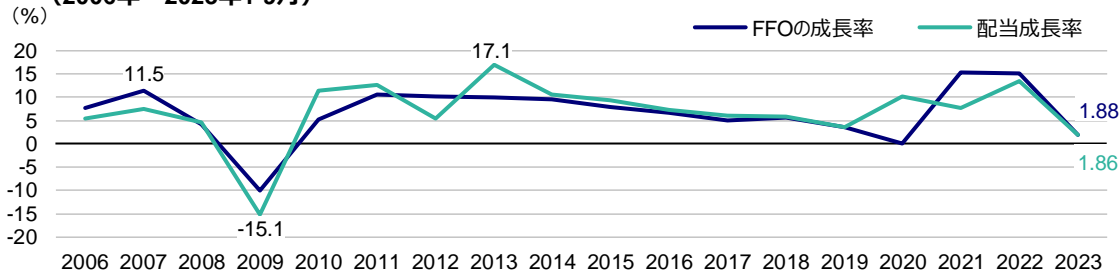


出所：インベスコ・リアル・エースタートによる2023年9月30日推計

北米財務特性データ

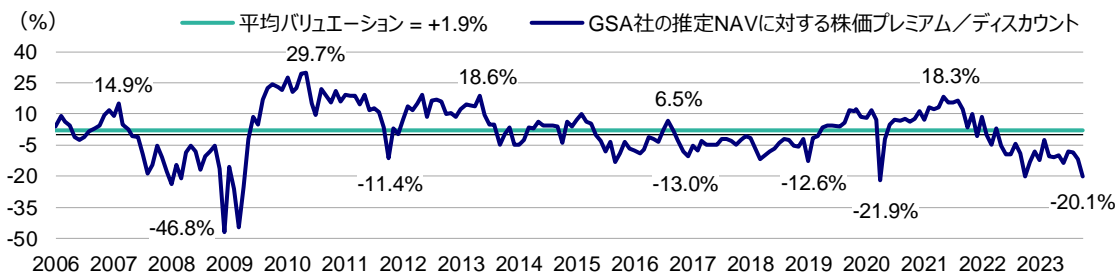
不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

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1-9月）



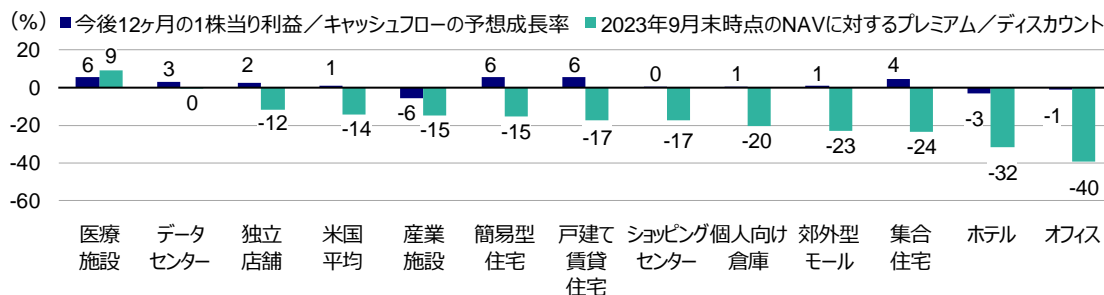
* FFO は1株当たりキャッシュフローを表す指標
出所：SNL Datasourceより2006年から2023年のREIT配当成長率（年率）；SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年予想値 2023年9月30日時点

図表 6
米国REITの株価／推定NAV



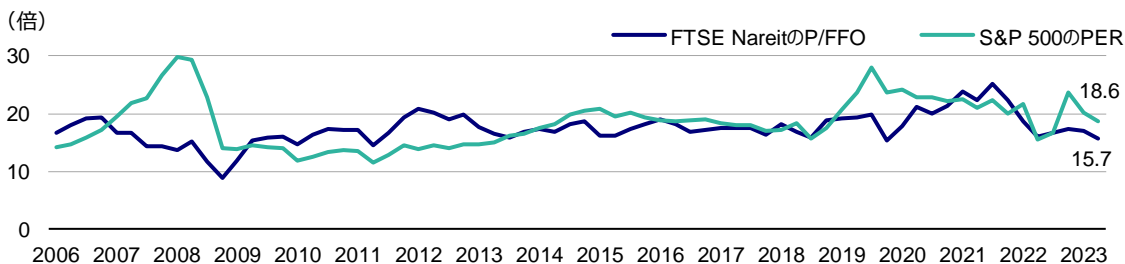
出所：Green Street Advisors（GSA）（Real Estate Securities Monthly, 2023年10月2日号）同社の許諾のうえで転用。キャップ・レートをもとに5.6%と推定してプレミアム/ディスカウントを計算。GSAがカバーしている米国上場銘柄（ホテルおよび投資評価を公表していない銘柄を除く）の時価加重ベース（各社時価総額は「純資産価値×株数」で算出）。1993年1月以前については単純平均。

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9月30日時点の各種分析資料および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7-9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、成長減速の兆候が見られるものの、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20%の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に対して大幅な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、郊外型モール、ショッピング・センター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REITは、利益対バリュエーションでは米国株式に対して大幅なディスカウント水準のマルチプルで取引されています。

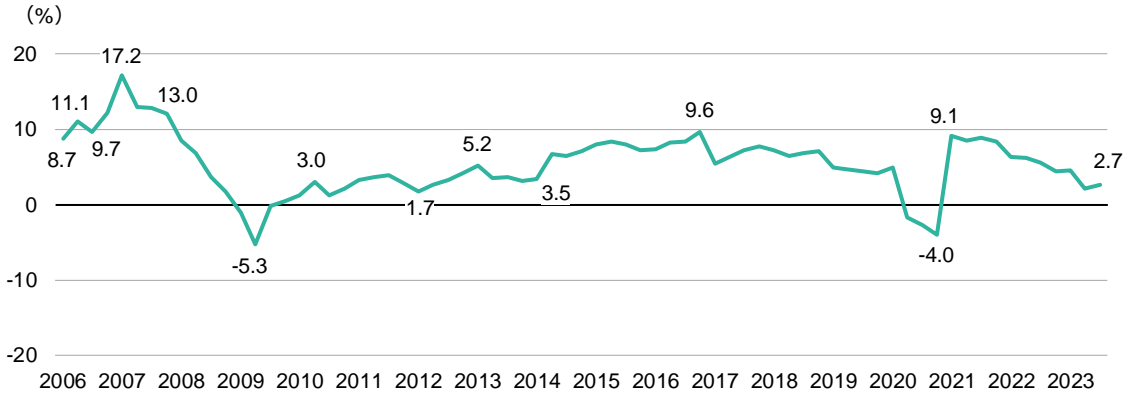
オーストリア
フィンランド
ドイツ
ルクセンブルク
ノルウェー
スウェーデン
英国

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

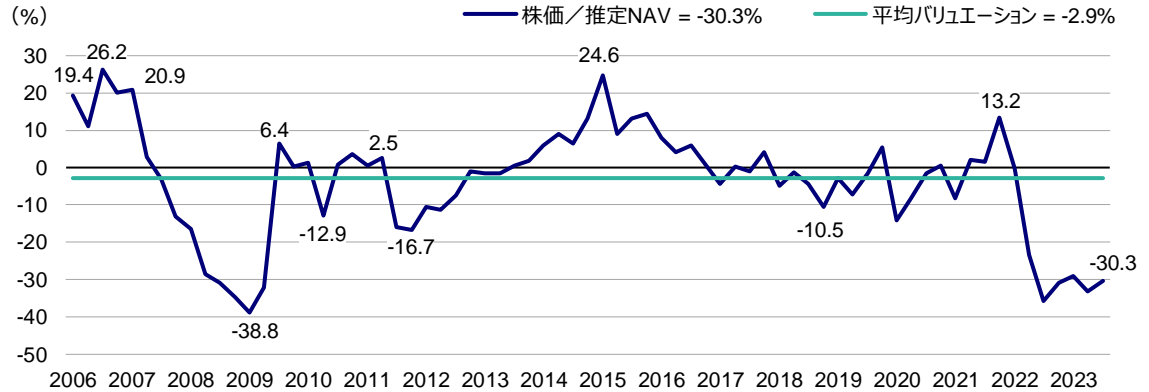
不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 9
欧州上場不動産証券の利益成長



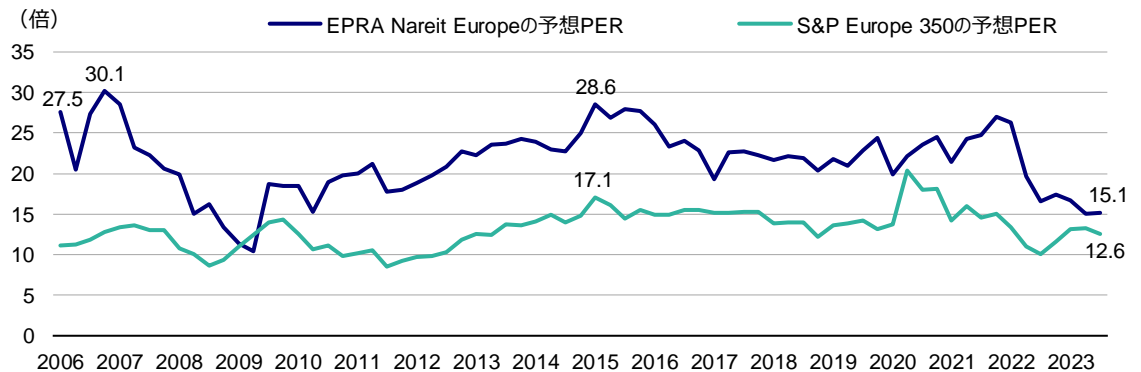
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年9月30日推計。
配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

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9月30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9月30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。



限定的な経済成長と高インフレの環境の中で、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、過去20年間で推定NAVに対して最大のディスカウント水準で取引されています。

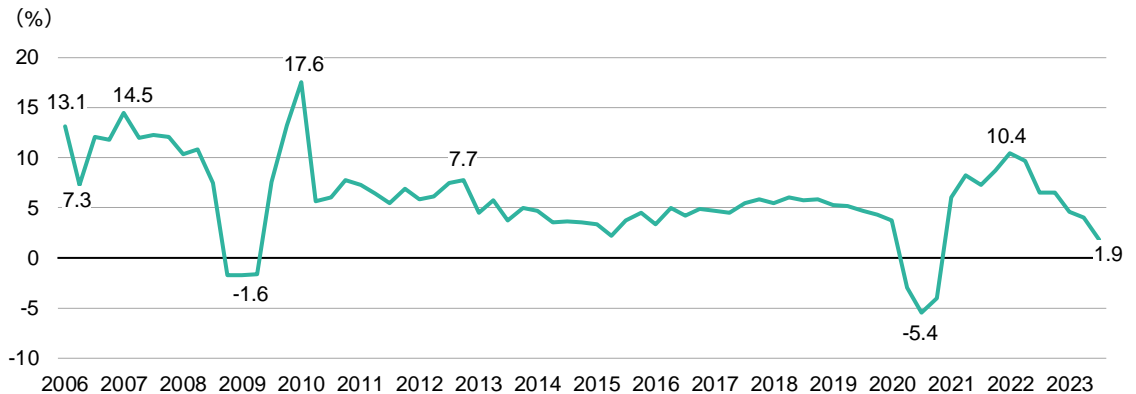


欧州では、利益対バリュエーションで不動産証券と欧州株式市場の予想PERが収束し始めています。

アジア太平洋財務特性データ

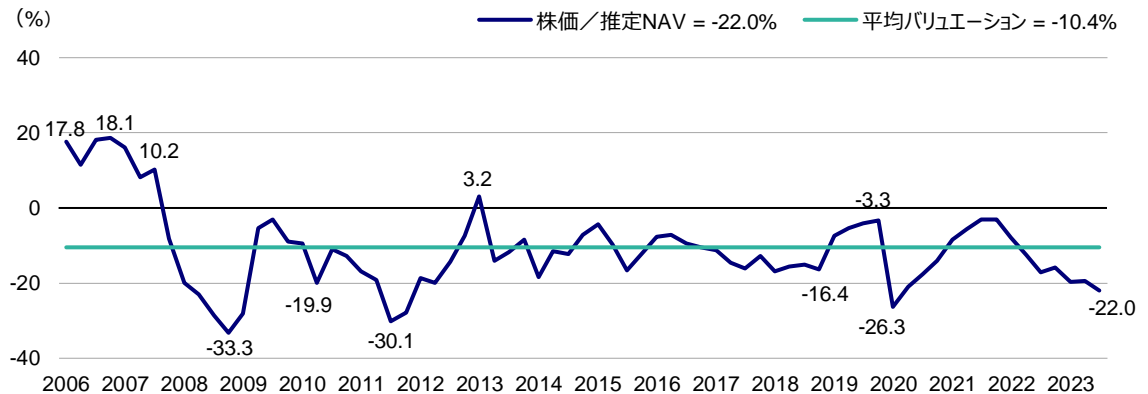
不動産証券エクイティ証券（REIT／不動産株式）マーケット・インディケーター

図表 12
アジア太平洋地域の上場不動産証券の利益成長



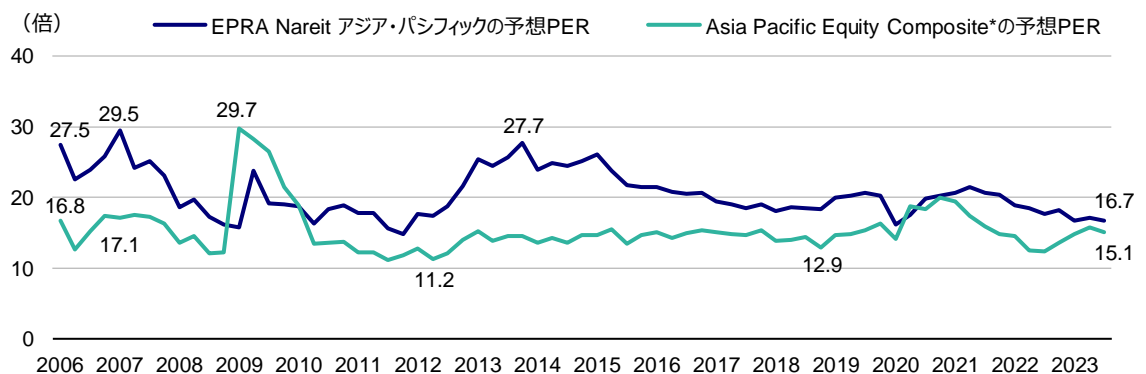
出所：SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2023年9月30日推計
 配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、配当成長率は上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

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9月30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9月30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後の経済再開の恩恵を受け、収益成長率は引き続き健全な水準を示しています。



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。

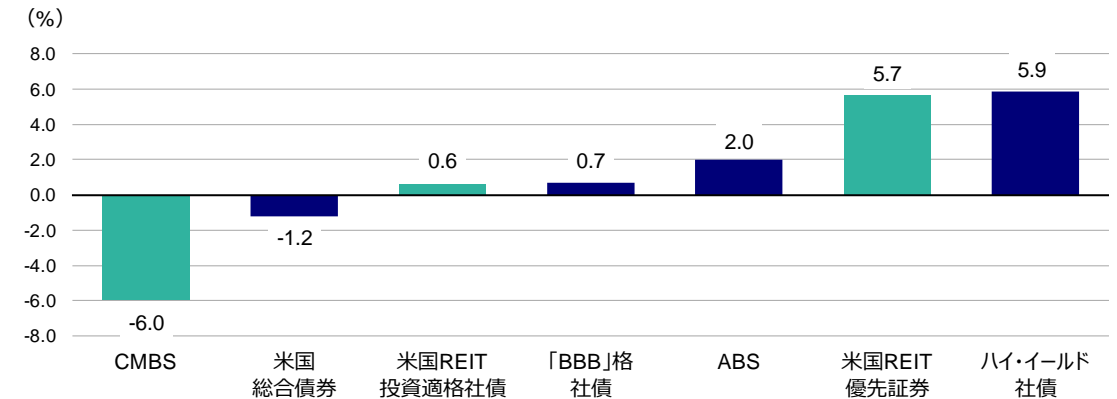


アジア太平洋地域では、利益対比バリュエーションで不動産証券とアジア株式市場の予想PERが収束し始めています。

不動産デット市場財務特性データ

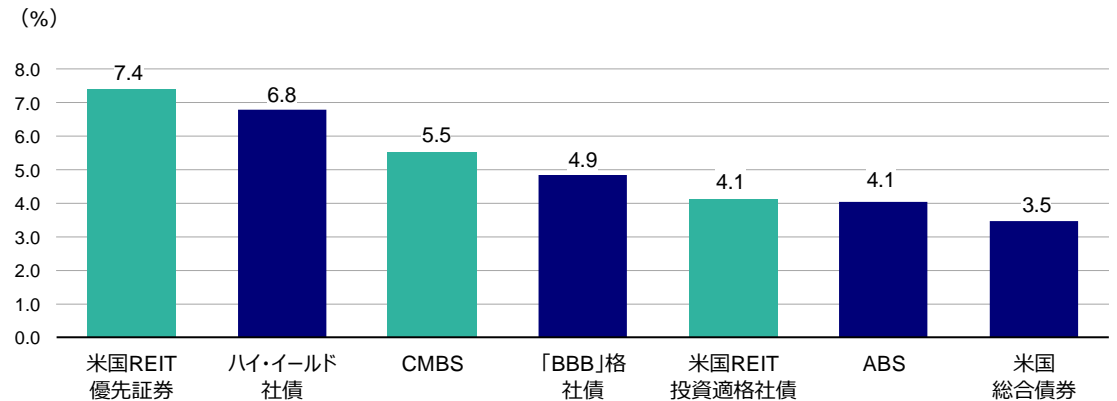
不動産デット証券（CMBS／REIT社債）マーケット・インディケーター

図表 15
様々な米国債券の2023年1-9月のトータル・リターン（米ドル建て）



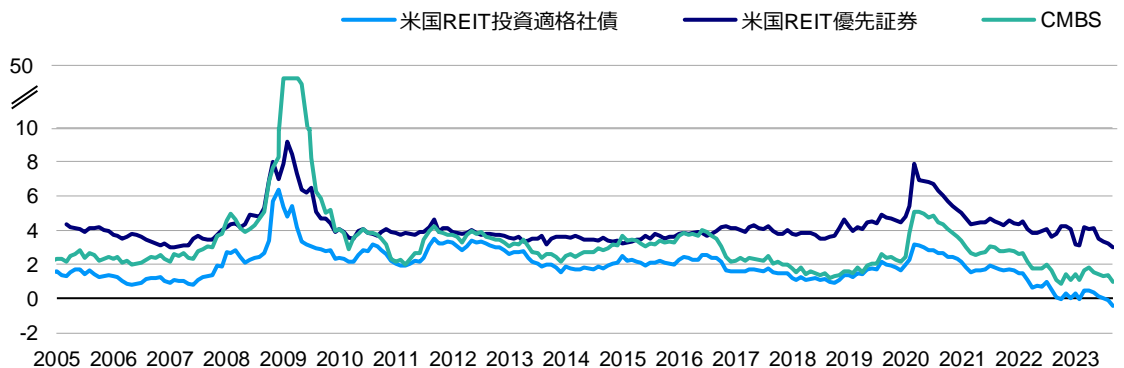
出所：ブルームバーグ ABSインデックス、ブルームバーグ 米国総合債券インデックス、ブルームバーグ CMBS BBB ERISA適格インデックス、ブルームバーグ 投資適格REITインデックス、ブルームバーグ 米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ 米国ハイ・イールド社債インデックス、FTSE/NAREIT Preferred Stock Total Returnインデックス、2023年9月30日時点。過去のリターンは将来の結果を示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

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9月30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



2023年9月30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。



2023年1-9月期では、米国REIT優先証券と米国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。



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。



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。

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-

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

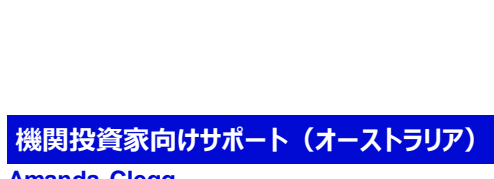
機関投資家向け
(米国を除く)



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



Amanda Clegg
機関投資家向けサポート (オーストラリア)
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9月30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、不動産投資の価格変動リスク、実物資産投資に伴うリスク、不動産投資固有のリスク、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、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下さい。

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