



不動産エクイティ証券／デット証券 パフォーマンス・インディケーター

2020年第2四半期

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 Performance Indicators 2Q 2020」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。

グローバル上場不動産証券は、直近公表された推定正味資産価値（NAV）に対して約20%のディスカウント水準で取引を終えましたが、これは長期平均を下回っています。短期的には厳しい世界経済環境を示しています。幾つかの構造的に優位な資産タイプでは、影響はわずかなものになっています。但し、景気循環的あるいは構造的な課題を抱える資産タイプでは収益低迷とNAVの低下が見込まれます。全体的に、不動産投資市場は、債券代替資産に比べ魅力的な価格設定の恩恵を依然として受けており、これは不動産投資利回りとリスクフリーレートの間の長期的なスプレッド水準が拡大していることを示しています。

2020年3月31日時点のパフォーマンス

		1-3月期(%)	年初来(%)
不動産	FTSE EPRA Nareit デバ ^o ラップト・インデックス	-28.34	-28.34
	FTSE Nareit All エクイティ REITs US インデックス	-23.44	-23.44
	FTSE EPRA Nareit デバ ^o ラップト・ヨーロッパ・インデックス	-27.50	-27.50
	FTSE EPRA Nareit デバ ^o ラップト・アジア・インデックス	-26.85	-26.85
株式	MSCI ワールド・インデックス	-20.95	-20.95
	S&P 500 インデックス	-19.60	-19.60
	S&P ヨーロッパ 350 インデックス	-24.25	-24.25
	S&P アジア 50 インデックス	-15.09	-15.09
デット	ブルームバーグ・パークレイズ ^o 米国投資適格REITsインデックス	-6.37	-6.37
	ブルームバーグ・パークレイズ ^o 米国CMBSインデックス	1.19	1.19

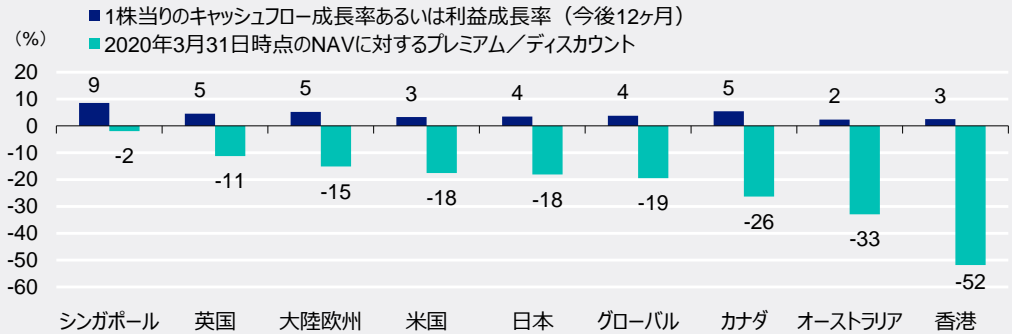
出所:ブルームバーグ、パークレイズ。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。指数に直接投資を行うことはできません。

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が抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等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、必ずしも完全性を当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。

グローバル財務特性データ

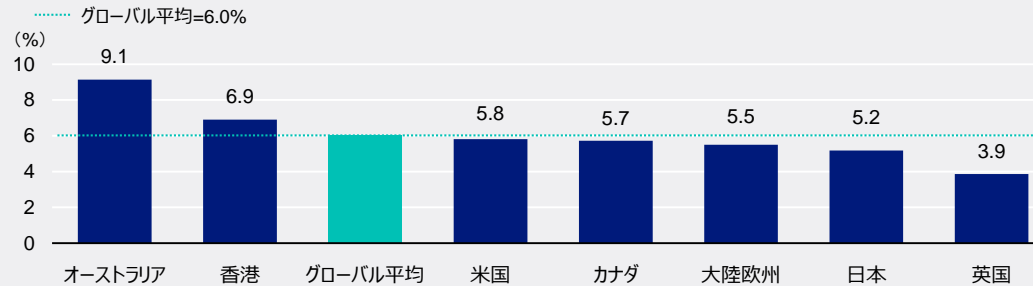
不動産証券エクイティ証券 (REIT/不動産株式) パフォーマンス・インディケーター 2020年1-3月期

図表 1
グローバル不動産証券バリュエーション分析



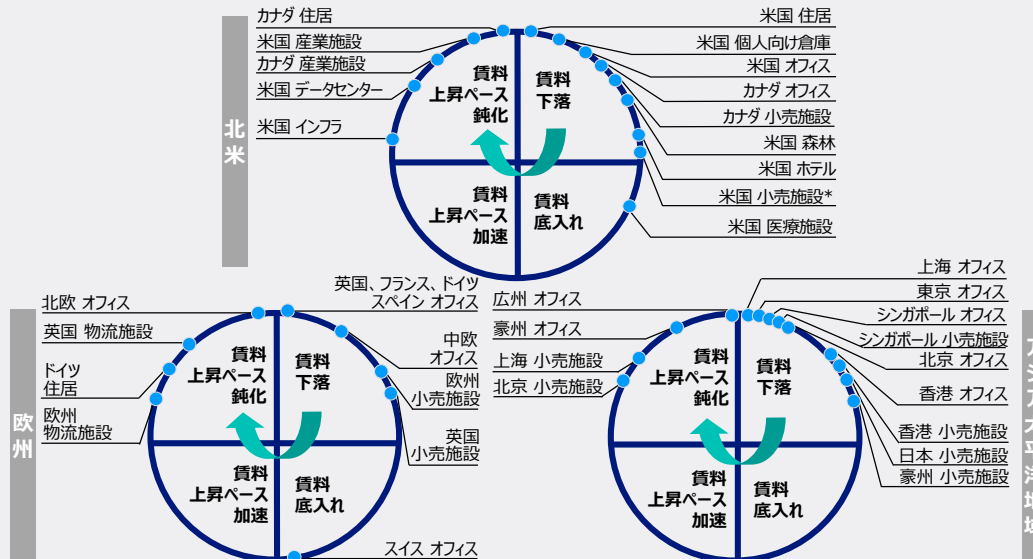
出所: コンセンサスに基づくインベスコ・リアル・エステートの2020年3月31日推計

図表 2
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2020年3月31日推計; 無リスク金利は現地通貨ベース。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。

図表 3
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



*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2020年3月31日推計

平均すると、上場不動産企業の株価は推定正味資産価 (NAV) を下回る水準で取引されており、長期平均に対しては大幅なディスカウントとなっています。

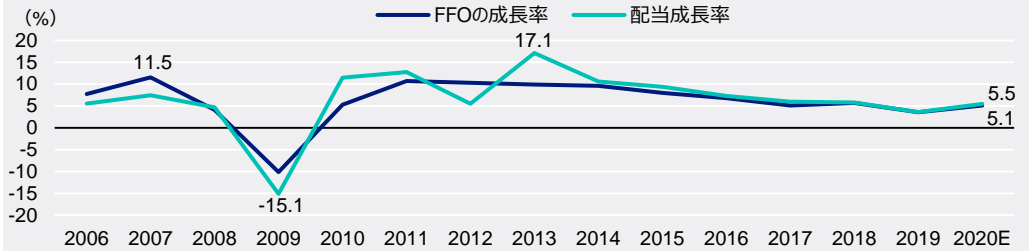
不動産の投資利回りは、10年国債にプラスの利回りスプレッドを上乗せした水準となっています。

世界の多くの地域ならびに物件タイプで、商業不動産のファンダメンタルズは健全な状況にあります。ただし、市場の賃料サイクルには進行がみられ、需給への注目がますます高まっています。

北米財務特性データ

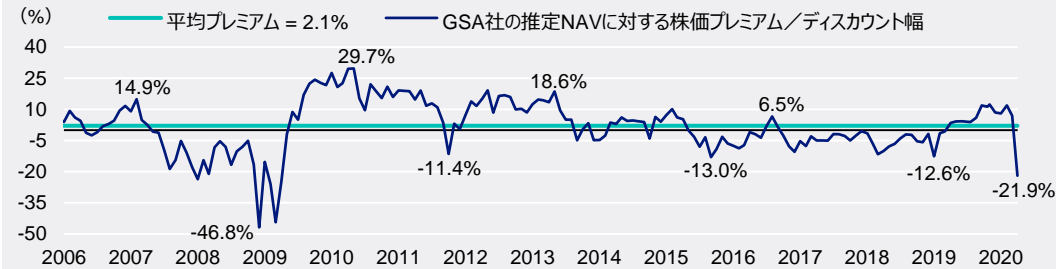
不動産証券エクイティ証券 (REIT/不動産株式) パフォーマンス・インディケーター 2020年1-3月期

図表 4
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～2020年予想値)



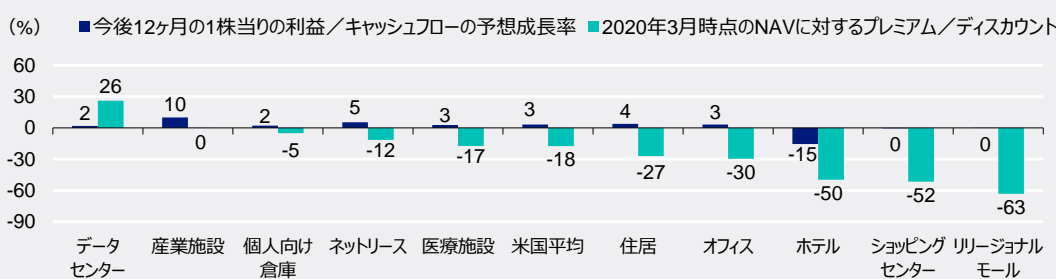
* FFOは1株当たりキャッシュフローを表す指標
出所: SNL Datasourceより2006年から2019年のREIT配当成長率(年率); SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2020年予想値 2020年3月31日時点

図表 5
米国REITの株価/推定NAV



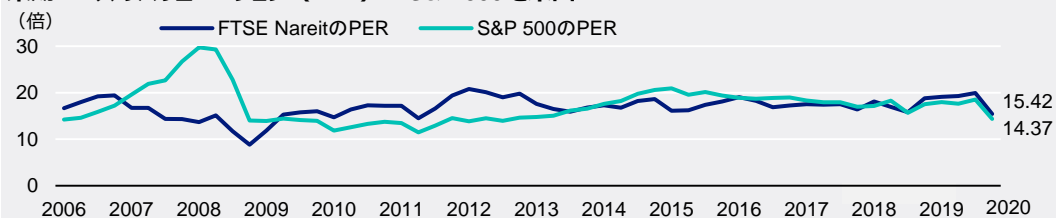
出所: Green Street Advisors (GSA) (Real Estate Securities Monthly, 2020年4月1日号) 同社の許諾のうえで転用。キャップ・レートは5.6%と推定してプレミアム/ディスカウントを計算。GSAがカバーしている米国上場銘柄(ホテルおよび投資評価を発表していない銘柄を除く)の時価加重ベース(各社時価総額/[純資産価値×株数]で算出)。1993年1月以前については単純平均。

図表 6
米国REITのセクター別バリュエーション分析 (%)



出所: 2020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 7
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2020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) の成長は減速したものの、引き続きプラスが見込まれます。

米国REITの株価は、推定NAVと比較して21.9%のディスカウントとなっています。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。

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。テナントの収益力や資産の品質に課題のあるセクターでは、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。

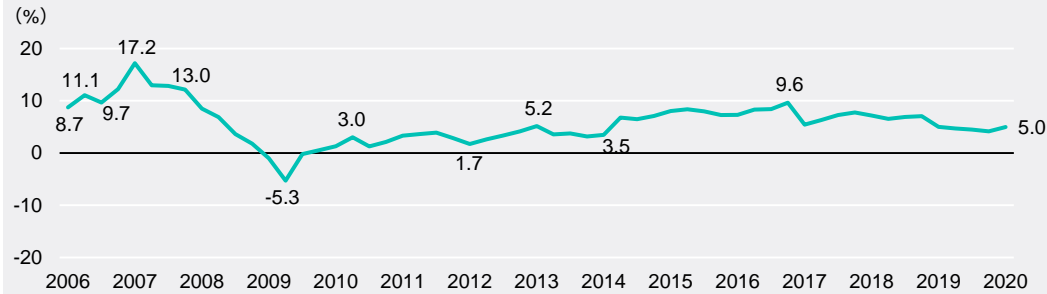
米国不動産証券は、利益対比バリュエーションでは一般株式より7%のプレミアムで水準で取引されています。2006年以来的平均バリュエーション水準は2%のディスカウントです。

欧州地域には以下の国が含まれます：
 オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、スイス、英国

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) パフォーマンス・インディケーター 2020年1-3月期

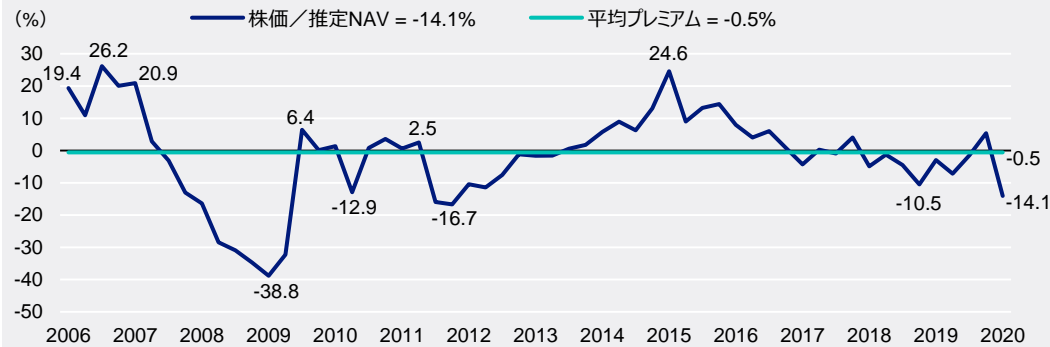
図表 8
 欧州上場不動産証券の利益成長



出所: SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2020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。

利益成長は、集合住宅、産業施設セクターからの構造的な需要によって支えられています。

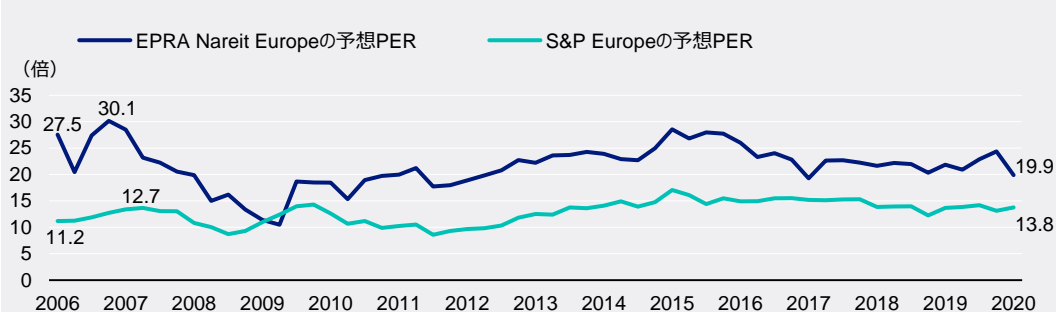
図表 9
 欧州上場不動産証券の株価/推定NAV



出所: SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2020年3月31日推計

欧州では、株価は推定NAVに対して14.1%のディスカウント水準で取引されており、長期平均を下回っています。

図表 10
 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2020年3月31日推計

欧州では、利益対比バリュエーションで不動産証券は一般株式と比べ44%のプレミアムな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70%のプレミアムです。

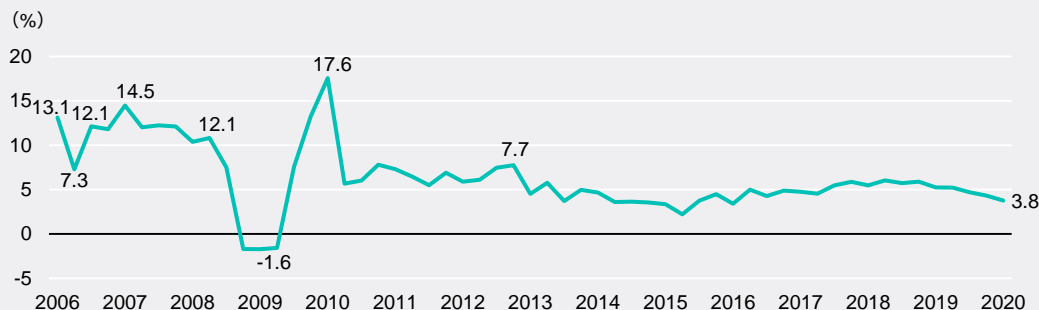
注：図表8から13においては、標準化された過去データの入手が困難なことから、2006年1月をデータの開始時期としています。2006年1-3月期はインベスコ・リアル・エステートのグローバル市場に関する予測値データが入手可能な最初の期間です。

アジア太平洋地域には以下の国が含まれます：
オーストラリア、香港、日本、
ニュージーランド、シンガポール

アジア太平洋財務特性データ

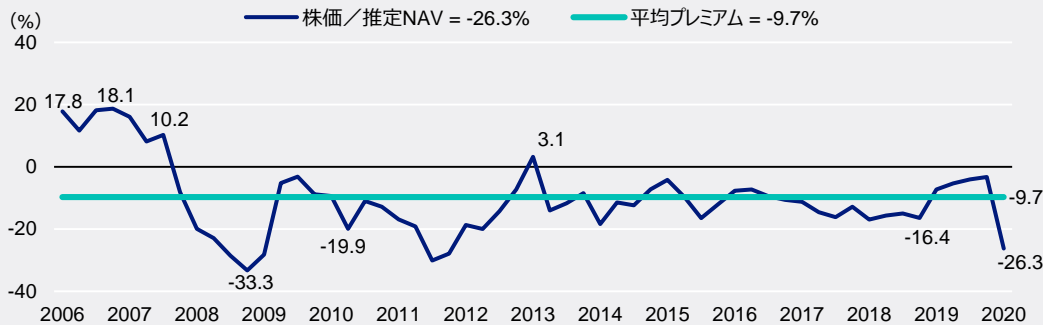
不動産証券エクイティ証券 (REIT/不動産株式) パフォーマンス・インディケーター 2020年1-3月期

図表 11
アジア太平洋地域の上場不動産証券の利益成長



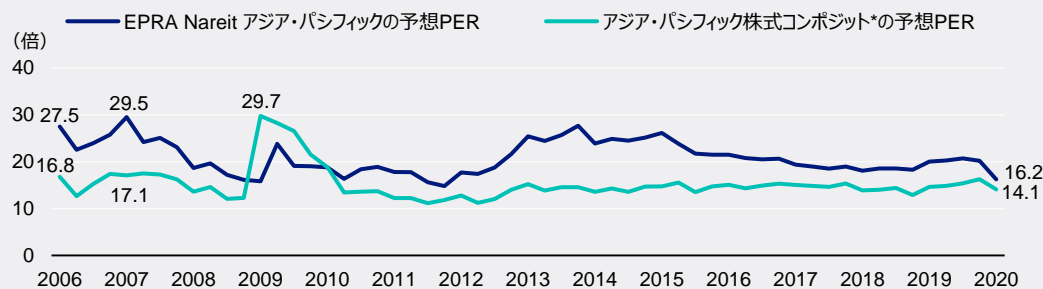
出所: SNL Datasource、インベスコ・リアル・エステートによる2020年3月31日推計
配当成長率のトレンドは有意ではないあるいはファンダメンタルズを反映していないと考えられることから、配当成長率は上図においては考慮されていません。新興REIT市場においては配当のボラティリティが高まる可能性があります。REIT制度の導入を決定した国では配当成長率が異常値を示すことがあります。

図表 12
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2020年3月31日推計

図表 13
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2020年3月31日推計

注: 図表8から13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。

経済成長見通しを背景に、アジア太平洋地域では、利益成長が低下傾向を示しています。

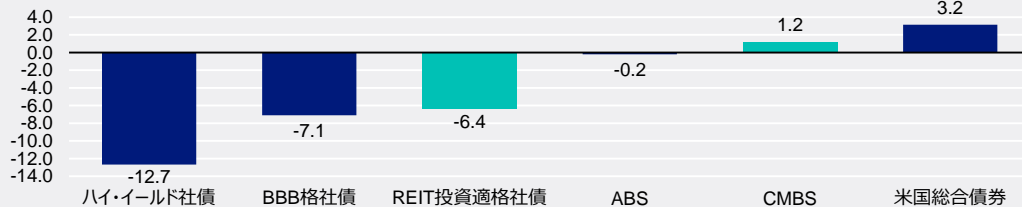
アジア太平洋地域では、株価は推定NAVに対して26.3%のディスカウント水準で取引されており、長期平均を下回っています。

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と比べて15%のプレミアム水準で取引されています。2006年以降の平均バリュエーション水準は20%のプレミアムです。

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) パフォーマンス・インディケーター 2020年1-3月期

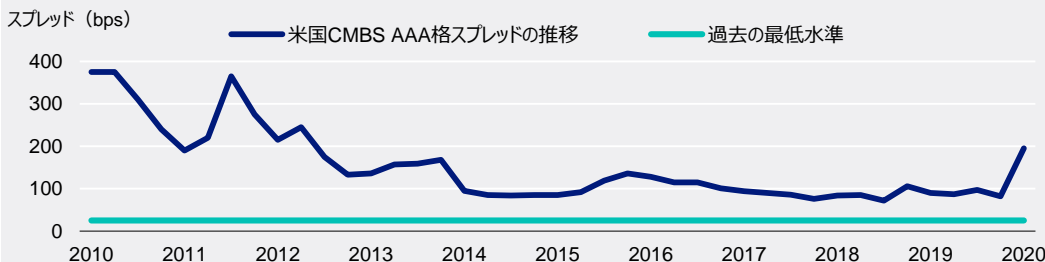
図表 14
様々な米国債券の2020年のトータル・リターン
(米ドル建て)



2020年1-3月期を通じて、REIT投資適格社債のパフォーマンスがCMBSを下回りました。

出所: ブルームバーグ・バークレイズABSインデックス、米国総合債券インデックス、CMBS ERISA適格インデックス、投資適格REITインデックス、米国投資適格社債インデックス、ブルームバーグ・バークレイズ米国ハイ・イールド社債インデックス、2020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 15
米国CMBS AAA格スプレッド推移



2020年1-3月期を通じて、CMBSのスプレッドは大きく拡大しました。

出所: JPモルガン、2020年3月31日時点

図表 16
CMBS担保資産種類別の債務返済遅延発生率の推移

担保資産の種類	構成比率	2019年10-12月	2020年1-3月
小売施設	28.2	4.51	4.30
マルチファミリー (集合住宅)	10.5	2.04	1.71
オフィス	26.5	3.70	2.50
ホテル	13.2	2.10	2.18
産業施設	4.5	1.38	1.30
混合利用	9.2	1.74	1.74
個人向け倉庫	3.7	0.02	0.02
移動住宅	2.1	0.99	1.05
コープ・ハウジング	0.7	0.76	0.00
その他	1.4	1.53	0.33
合計	100.0	2.76	2.61

CMBS全般の債務返済遅延発生率は、2020年1-3月期を通じて低下傾向を示しました。

出所: Citi、2020年3月31日時点

図表 17
米国REITの発行する社債の価格水準

セクター	平均デュレーション	イールド・トゥ・ワースト	1ヶ月変化幅	3ヶ月変化幅	6ヶ月変化幅
住居	7.5年	2.6%	+76 bp	+19 bp	+25 bp
医療施設	7.3年	3.7%	+160 bp	+105 bp	+110 bp
ホテル	4.0年	6.1%	+400 bp	+368 bp	+360 bp
産業施設	5.7年	2.1%	+82 bp	+36 bp	+51 bp
オフィス	4.7年	3.4%	+145 bp	+84 bp	+80 bp
小売施設	8.3年	3.5%	+145 bp	+94 bp	+96 bp
携帯基地局・データ・センター	4.4年	3.1%	+113 bp	-93 bp	+78 bp
個人向け倉庫	5.6年	3.2%	+135 bp	+68 bp	+67 bp
合計	6.2年	3.4%	+147 bp	+102 bp	+100 bp

2020年1-3月期を通じて、REIT社債の利回りは縮小しました。

出所: ISI、2020年3月31日時点