

概要

- 年初来の米国リート市場は、セクター間にはばらつきが見られるものの全体では上昇。
- 健全なファンダメンタルズと景気拡大の継続に伴う緩やかな金利上昇を前提に、米国リート市場は中長期的に底堅い展開を期待。



米国リート市場の足元の動向

年初来でプラスのリターンを確保

2017年初来の米国リート市場は+4.9%と上昇しました(2017年6月末時点)。

昨年的大幅上昇を受けた利益確定の売り圧力や、米長期金利の動向によって、米国リート市場は3月中旬および5月半ばにかけては、弱含む展開も見られました。しかしながら、足元では金利低下などを下支えとして堅調に推移しています。

今後、米長期金利が急上昇する局面では、米国リート市場は短期的に弱含む可能性があります。しかし、米国の景気拡大に伴う緩やかな金利上昇が続く局面では、中長期的にキャッシュフロー成長に沿った安定的なリターンが期待できると考えられます。

2017年初来の米国リート市場の推移



出所:ブルームバーグ 期間:2016年12月末~2017年6月末  
 米国リート:NAREITオール・エクイティ・リート指数、米国株式:S&P500指数(ともに米ドルベース、配当込み、2016年末を100として指数化)、米長期金利:米国10年債利回り

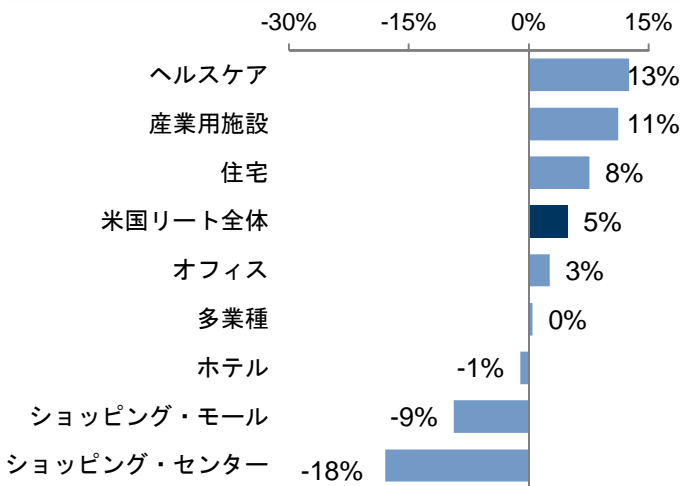
セクター間では方向感の異なる展開

一部銘柄における投資妙味が拡大

2017年初来のセクター別騰落率を見ると、ヘルスケアおよび産業用施設、住宅セクターのパフォーマンスは良好に推移しています。

一方、インターネット・ショッピングが台頭する中、テナント撤退に伴う収益悪化懸念などを受け、ショッピング・モールやショッピング・センターなどの小売・商業施設セクターは大幅に下落しました。同セクターは一律に下落していますが、一部の高級ショッピング・モールにおいては今後も安定した成長が期待できることから、足元では割安感が強まっていると見ています。

米国リート各セクターの年初来リターン



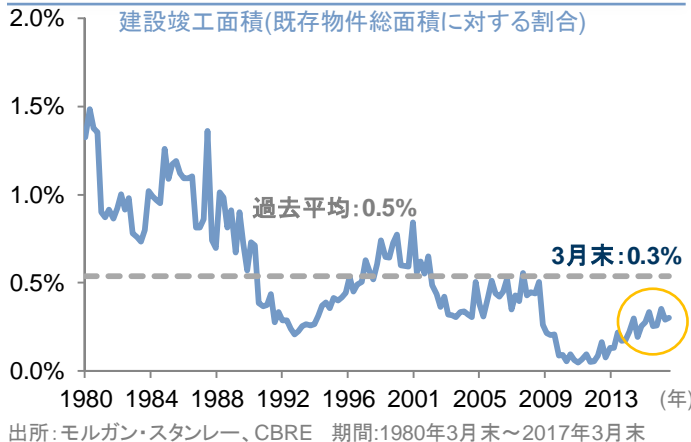
出所:ブルームバーグ(FTSE NAREITセクター別トータル・リターン) 期間:2017年1月~6月末

## ファンダメンタルズは依然として健全

## 米国商業用不動産のファンダメンタルズは健全

米国商業用不動産の供給は徐々に増加傾向にあるものの、過去平均との比較では依然として低水準にとどまっています。需要面では、米国の景気拡大に伴い、入居率は過去最高水準で推移し、賃料の上昇傾向が続くなど健全なファンダメンタルズが継続しています。

## 米国商業用不動産 新規物件供給量



## 米国リーートの利益成長見通し

健全なファンダメンタルズを背景に、米国リートは2018年にかけて+6.1%、2019年には+6.0%の安定的なキャッシュフロー成長が期待されます。

特に、オフィス・セクターでは相対的に高い利益成長が予想されています。

## 米国リート 利益成長率の予想

	2018年予想	2019年予想
オフィス	+11.7%	+8.4%
産業用施設	+4.5%	+6.7%
ショッピング・モール	+4.0%	+4.7%
ショッピング・センター	+5.8%	+4.4%
住宅	+4.6%	+5.1%
医療・介護施設	+2.9%	+3.7%
<b>全体(ホテル・リゾートを除く)</b>	<b>+6.1%</b>	<b>+6.0%</b>
ホテル・リゾート	+2.0%	+2.0%

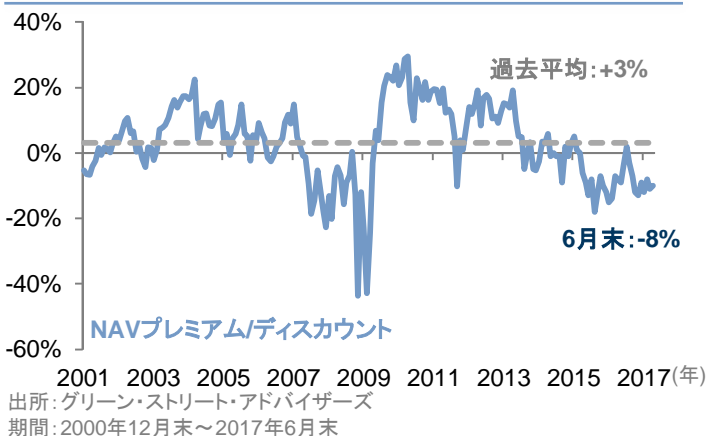
## 実物不動産に対し割安な水準にある米国リート

米国不動産価格の上昇ペースは鈍化しているものの、実物不動産に対する需要は依然として強い状況が続いています。米国リーートの価格も上昇基調にはありますが、実物不動産に対しては割安な状況となっています。

リーートの時価総額とリーートの保有不動産の評価額から計算した純資産価値を比較する指標(NAVプレミアム/ディスカウント)は、6月末時点で-8%と長期平均の+3%を下回る割安な水準となっています。

出所:グリーン・ストリート・アドバイザーズ 2017年6月末時点  
利益成長率は米国リーートの調整後FFO(当期純利益に不動産売買損益等特別損益を除外、減価償却費を加算したもの(FFO)に、経常的な管理・修繕コストを加算、借入金元本返済額を控除したもの)成長率予想

## 米国リート NAVプレミアム/ディスカウントの推移



リート時価総額

不動産純資産価値  
(NAV)\*NAVプレミアム/  
ディスカウント

\*不動産純資産価値(NAV):

リートが保有するすべての不動産の評価額から負債を控除した正味価値



金利上昇局面での米国リート

長期金利急騰が米国リート市場に与える影響は一時的であり、その後は良好に推移する傾向

過去、短期間に米国10年債利回りが急騰した局面では、米国リート市場は下落する傾向が見られました。しかし、いずれの局面でも、下落後3ヵ月~1年にかけて大きく反発しており、結果的には良好な買い機会を提供してきました。

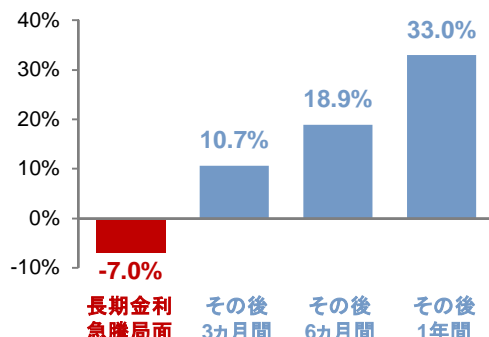
米国リート市場と米国10年債利回り推移



長期金利急騰局面における米国10年債利回り上昇幅と米国リート市場騰落率

長期金利急騰局面			米国リート市場騰落率			
期間	営業日数	10年金利上昇幅	長期金利急騰局面	その後3ヵ月間	その後6ヵ月間	その後1年間
1 2004年4月1日~5月13日	29	0.97%	-17.5%	15.0%	30.0%	38.7%
2 2005年10月3日~11月4日	24	0.28%	-4.7%	13.6%	15.1%	33.9%
3 2006年3月6日~4月14日	29	0.29%	-3.2%	6.1%	17.3%	30.7%
4 2009年5月6日~6月11日	26	0.69%	-2.4%	22.8%	34.8%	59.2%
5 2010年10月26日~12月15日	36	0.89%	-3.9%	9.8%	12.2%	8.9%
6 2013年5月10日~9月5日	84	1.10%	-15.2%	3.4%	14.4%	26.7%
7 2016年10月14日~12月15日	44	0.80%	-2.4%	4.0%	8.7%	-
上記1~7局面の平均*	39	0.72%	-7.0%	10.7%	18.9%	33.0%

<上記1~7局面の米国リート市場平均騰落率\*>



出所:ブルームバーグ 期間:2000年12月末~2017年6月末 \*その後1年間は上記1~6局面の平均値

米国リート:NAREITオール・エクイティ・リート指数(米ドルベース、配当込み、2000年12月末を100として指数化)

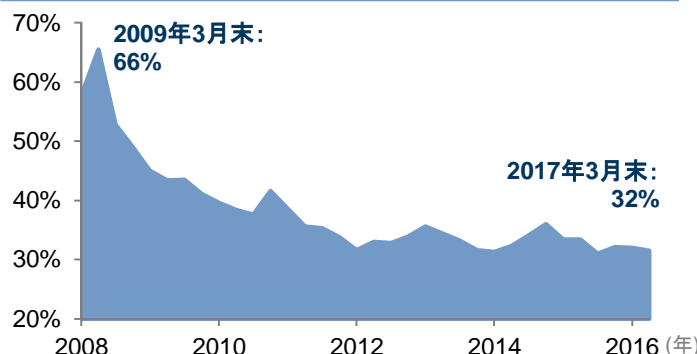
長期金利急騰局面は、米国10年債利回りが1ヵ月(21営業日)移動平均線から1標準偏差以上上方乖離した期間が、1ヵ月以上継続した局面と定義

バランスシートの健全化

金融危機以降、米国リートの経営陣によって債務削減が進められた結果、負債比率はピークの66%から32%にまで低下しており、金融危機前と比較しバランスシートの健全性は大きく向上しました。

負債への依存度を低下させたことにより、米国リートは金利上昇への耐性を強めています。

米国リートの負債比率



出所:NAREIT 期間:2008年12月末~2017年3月末



Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。経済、市場等に関する予測は資料作成時点のものであり、情報提供を目的とするものです。予測値の達成を保証するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、当社の書面による事前承諾なく(i)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(ii)再配布することを禁じます。 © 2017 Goldman Sachs. All rights reserved. <99514-OTU-566793>