



米国不動産市場：見えてきたコロナ後の回復トレンド

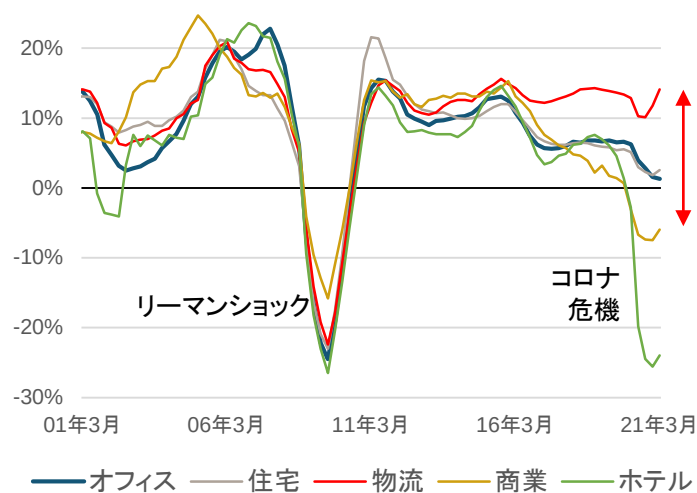
新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴う経済活動の停滞で米国経済は昨年大きな打撃を受けました。今回はコロナ禍において米国の不動産セクターがどのような影響を受け、またその後どの程度回復しているかについて、今後の見通しを交えつつ実物不動産と上場REITの両面から見ていきます。

まず実物不動産についてみれば、昨年来大規模な金融緩和が実施されていることもあり、過去の不況時と比べると価格の下落はさほどみられません。ホテルセクターを除くとトータルリターンの落ち込みは大きくないものの、セクター間で優劣の差が大きくなっているのが特徴です(表1)。全セクターが一律に打撃を受けたリーマンショック時と比べると対照的な動きといえます。

実物不動産の四半期ごとのパフォーマンスを見ていくと、最も落込みが大きいのは観光客の減少による影響をダイレクトに受けたホテルセクターで、直近のデータでも依然として年率20%超のマイナスとなっています(表1・表2)。ただしインデックス全資産に占めるホテルセクターの構成割合は0.3%であり、不動産業界全体への影響は極めて限定的といえます。

以前より需要が実店舗からEコマースに切り替わりつつある状況にあったリテールセクターは、コロナ禍による営業制限などの影響を大きく受け、厳しい状況が続いています。もっとも同じリテールでも食品スーパーなどは逆に需要が盛り上がり、カテゴリによって差がみられます。最も好調なのはEコマースの成長で追い風が続く物流セクターで、年率10%以上の高いパフォーマンスがおおよそ10年にわたって続いています。賃貸住宅も比較的需要が安定していますが、人口の流出で都市中心部では苦戦するエリアもみられます。オフィスセクターは在宅勤務の拡大で賃料の調整局面が続いていますが、ワクチン接種率の高まりで従業員がオフィスへ回帰する機運も高まっており、底打ち感が出てくるとの観測もみられます。後述の通り実物不動産のトータルリターンは上場REITに比べるとサイクルが半年から1年ほど遅れることが多く、経済活動の再開の影響が反映されるのは今年の後半から来年前半になるものと思われます。

表1 米国実物不動産のセクター別トータルリターン長期推移
(2001年3月～2021年3月、年率、レバレッジ前)



出所：米国不動産投資受託者協会(NCREIF)の資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2021年6月

表2 米国実物不動産のセクター別のトータルリターン
(2020年第3四半期～2021年第1四半期、年率、レバレッジ前)

	時価総額 比率*	2020 3Q	2020 4Q	2021 Q1
物流	22.6%	10.1%	11.8%	14.1%
オフィス	33.9%	2.8%	1.6%	1.3%
賃貸住宅	25.4%	2.3%	1.8%	2.6%
リテール(商業施設)	17.8%	-6.3%	-7.5%	-6.0%
ホテル	0.3%	-22.9%	-25.6%	-24.0%

*時価総額比率は、2021年3月末時点の評価
出所：米国不動産投資受託者協会(NCREIF)の資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2021年6月

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

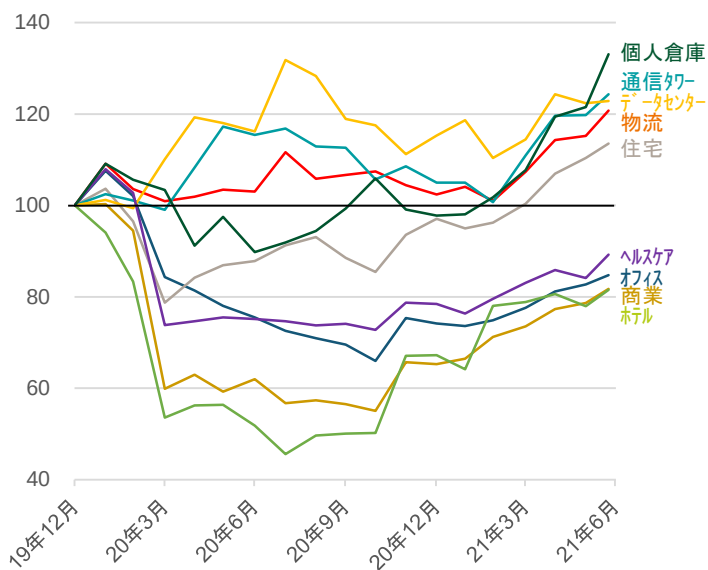
上場REITのパフォーマンスは金利や経済に関する見通しの変化が価格に即座に反映されるため、実物不動産の動きを先取りしているといえます。米国上場REITのセクター別インデックスは経済再開の動きを見越して昨年秋口からすでに回復局面に入っており、実物不動産と比べると回復傾向がいち早く統計に表れています(表3)。

主要セクターのなかで物流施設が好調なのは実物不動産と同様ですが、DX(デジタルトランスフォーメーション)の恩恵を受けるデータセンターや通信タワー(携帯電話用の通信設備を保有)もコロナ禍の影響をほとんど受けず推移しており、コロナ危機前の水準を2割以上上回っています。また年初からは個人倉庫のインデックスも上昇が顕著です。これらに続くのが不況下でも需要が安定している賃貸住宅で、今年に入ってコロナ危機前の水準を回復しています。これに対しヘルスケア・オフィス・リテール・ホテルの4セクターは何れもコロナ危機前の水準を依然として1-2割下回っています。昨年の秋口からすでに回復局面に入っていますが、当初の落ち込み幅が大きかった分他のセクターに遅れを取っているといえます。

このようにセクター間でパフォーマンスに格差が大きく拡大しているのは実物不動産と同様の傾向で、このため将来を先読みしてセクターの配分を調整するマネジャーの力量がこれまで以上に重要となります。米国では上場REITの対象資産の分散が進んでおり、主要な実物不動産ファンド(私募ファンド)がカバーしていないデータセンターや通信タワーなどの比較的新しいセクターにもインデックスがあります。今回のサイクルではこれらのセクターがREIT市場のパフォーマンスを牽引していることが分かります。

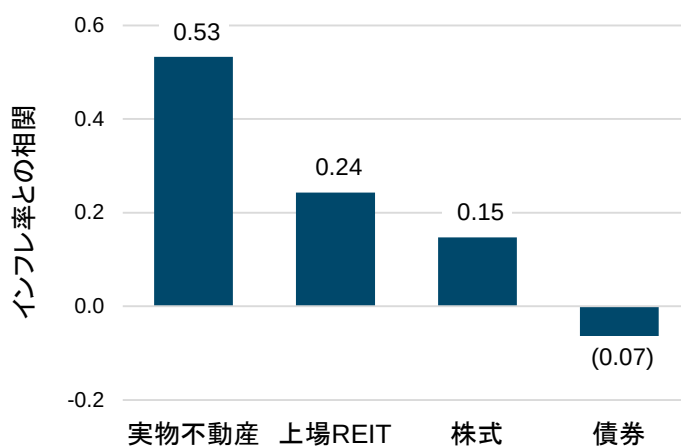
今後の不動産市場における懸念材料はインフレの加速とそれに伴う将来の利上げ観測です。実物不動産はインフレ率に従って賃料の引上げを行うことができるため、インフレに強い資産クラスであるといえ、実際に過去の統計からもこれが裏付けられています(表4)。また、その不動産を裏付け資産とする上場REITも比較的インフレに強い資産といえますが、仮に今後急激な利上げが行われた場合、銀行借入れコストが上昇し不動産価格にはマイナスの影響が出る可能性も否定できません。上場REITの価格推移はこれらの外部環境の影響を測定する先行指標として非常に有効で、これまでのところREITの回復トレンドに大きな変調はみられませんが、今後の不動産市場の行方を占う指標として引き続き注目されます。

表3 米国上場REITのセクター別インデックス推移
(2019年12月～2021年6月、2019年末を100として指数化)



出所: FTSE NAREITの資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2021年6月時点

表4 米国の各資産クラスとインフレ率の相関
(過去20年の年率パフォーマンスとインフレ率の相関、2000年-2020年)



出所: NCREIF, FTSE/NAREIT, S&P 500 TR Index, Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond TR Index (Bonds)をもとにドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2021年6月時点

DWSの見通し

		2021年(予測)		2022年(予測)	見通し
GDP成長率 (対前年比)	世界	5.8%	↘	4.6%	下落の可能性
	米国	6.7%	↘	5.2%	下落の可能性
	ユーロ圏	4.2%	↗	4.6%	上昇の可能性
		現在値	2022年6月(予測)	短期的見通し	長期的見通し
株式	米国(S&P500種株価指数)	4,352	4,200		
	欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	457	440		
債券	米国国債(10年物)	1.42%	2.00%		
	ドイツ国債(10年物)	-0.22%	0.00%		
為替	米ドル(対 日本円)	111	105		
	ユーロ(対 米ドル)	1.19	1.20		

出所: GDP成長率: DWSインベストメントGmbH、予測は2021年5月27日時点

株式、債券、為替: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、DWSインベストメントGmbH、予測は2021年5月27日時点、短期的見通し/長期的見通しは2021年6月30日時点、現在値は2021年7月5日時点

凡例: 短期的見通しは1~3カ月、長期的見通しは2022年6月までの収益可能性を示しています。

: 収益がプラスになる可能性、 : 収益機会と損失リスクはいずれも限定的、 : 収益がマイナスになる可能性

REITのトータルリターン (過去平均は年率リターン)

	3Q2020	4Q2020	1Q2021	2Q2021	年初来	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	0.6%	12.7%	9.1%	11.0%	22.3%	7.8%	4.3%	7.6%
欧州	1.5%	12.0%	-0.5%	9.6%	9.0%	4.0%	5.3%	7.8%
アジア太平洋	0.1%	9.5%	5.4%	-1.8%	3.6%	1.9%	6.8%	-
日本	4.7%	4.1%	13.9%	7.5%	22.4%	10.4%	6.6%	-

出所: ブルームバーグのデータを基にドイツ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2021年6月30日時点

FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD(米国)、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR(欧州)、

FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USD(アジア太平洋)、東証REIT指数(税引後配当込み)(日本)

実物不動産投資のトータルリターン* (年率、レバレッジ前)

*ビルごとの鑑定評価額や賃料収益を基に集計される不動産のリターン。キャピタルリターン(値上り益)とインカムリターン(賃料利回り)を合計したもの。

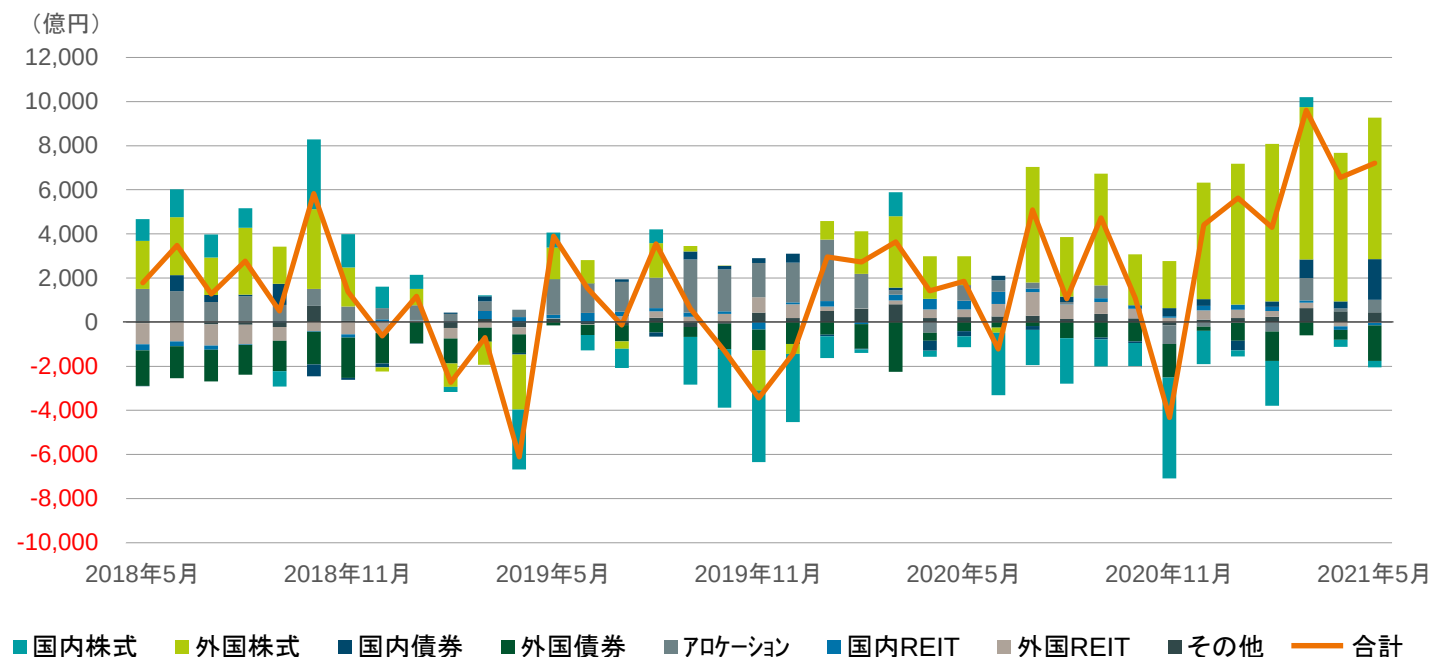
	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	5.3%	2.7%	2.0%	1.6%	2.6%	5.1%	6.2%	9.3%
欧州	6.6%	4.3%	3.6%	2.8%	5.1%	7.3%	7.2%	7.0%
アジア太平洋	4.6%	0.0%	-0.7%	-0.3%	1.9%	5.5%	7.7%	8.8%
日本	5.9%	5.3%	4.7%	4.4%	4.6%	5.9%	6.4%	6.2%

注: リターンは現地通貨ベース(アジア太平洋は米ドルベース)

出所: NCREIF Property Index(米国)、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index(欧州)、MSCI Global Property Fund Index(アジア太平洋)、

ARES Japan Property Index(日本)の資料を基にドイツ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2021年7月1日時点

国内公募・追加型株式投信(除くETF)の投資対象別 純設定額の推移 (2018年5月～2021年5月、月次)



出所: イボットソン・アソシエイツのデータを用いてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が作成。※償還済みファンド含む
データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

ドイツ・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359号

加入協会: 日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・機関投資家向け運用ソリューションの提供における長年の経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。

【ご留意事項】

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイツ・アセット・マネジメント株式会社が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報および見通しは、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。当資料に関する著作権はすべてドイツ・アセット・マネジメント株式会社に属しますので、当社に無断で資料の複製、転用等を行うことはできません。

【当資料で使用している指数等に関する留意事項】

●Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond TR Index(Bonds)は、パークレイズ・バンク・ビーエルシーおよび関連会社(以下「パークレイズ」といいます。)が開発、算出、公表をおこなうインデックスであり、当該インデックスに関する知的財産権およびその他の一切の権利はパークレイズに帰属します。●S&P500種株価指数は、S&P Dow Jones Indices LLC.が算出する指数です。●ストックス・ヨーロッパ600指数は、STOXX Limitedが算出する指数です。●“FTSE®”は、ロンドン証券取引所とフィナンシャルタイムズ社の登録商標です。“NAREIT®”は、National Association of Real Estate Investment Trusts(NAREIT=全米不動産投資信託協会)の登録商標です。“EPRA®”は、European Public Real Estate Association(EPRA= 欧州不動産協会)の登録商標です。それらは全てライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR、FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USDは、FTSEによって算出されています。FTSE、NAREIT並びにEPRAはいずれも、本商品の後援や推薦並びに販売促進を行うものではなく、本商品とのいかなる関連性もなく、何らその責任を負うものではありません。●東証REIT指数(税引後配当込み)は、株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます。)に上場しているREIT全銘柄を対象とした時価総額加重型の指数で、基準日(=2003年3月31日)の時価総額を1,000として算出され、東証に上場しているREIT全銘柄に投資した場合の投資成果(市場における価格の変動と配当の受け取りを合わせた投資成果)を表します。なお、東証REIT指数は東証の知的財産であり、東証REIT指数の算出、数値の公表、利用等、東証REIT指数に関する権利は東証が所有しています。●NCREIF Property Indexは、National Council of Real Estate Investment Fiduciaries(NCREIF=米国不動産投資受託者協会)が算出する指数です。●MSCIワールドSRIインデックス、MSCIワールド・インデックス、MSCIエマージング・マーケットESGリーダーズ・インデックス、MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index、MSCI Global Property Fund Indexは、MSCIインク(以下「MSCI」といいます。)が算出する指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは同指数の内容を変更する権利及び公表を停止する権利を有しています。●ARES Japan Property Indexは、The Association for Retail Estate Securitization(ARES=一般社団法人不動産証券化協会)が算出する指数です。