



米国不動産市場への新型コロナウイルスの影響

新型コロナウイルスの発生当初から、DWSオルタナティブ・リサーチチームは米国が景気後退に入る時期が元々想定していた2021年から前倒しされる懸念を持っていました。ただ、景気後退に入っても実物不動産市場の良好なファンダメンタルズから、一部のセクターを除き、パフォーマンスは2001年の景気調整期に似た状況になると見ていました。(当時、株や債券ほど不動産のパフォーマンスは悪化しませんでした)。基本的な見方は変わらないものの、实体经济への影響は当初の想定よりも大きくなっており、現在リサーチチームでは、今後の見直しに対する見直しを進めています。

米国の伝統的な4つの実物不動産セクターの状況を俯瞰すると、成長し続けるEコマース市場によって構造転換が進むリテール(商業施設)は、近隣商業型施設への影響が相対的に少ないものの、全般的には厳しい状況となっています。インダストリアル(物流)は引き続き成長が見込まれ、賃貸住宅は相対的に安定が続くと見られます。オフィスは賃料の伸びが鈍化するだけでなく空室リスクが高まる恐れがあり、特に賃貸借契約が短くテナントの信用力が比較的弱いシェアオフィスの稼動が下がってくると思われます。その他のセクターのホテルが、一時的に最も大きい影響を受けています。鑑定評価に依拠する実物資産のトータルリターンは、上場REITに比べると3カ月程度遅れており、2020年第1四半期の株式市場の暴落も含めた新型コロナウイルスの影響が取り込んでいません。今後、数四半期を経て本格的にリターンに反映されることと思われます。

上場REIT市場の伝統的な4セクターのパフォーマンスについては、インダストリアルへの影響が最も少なく、その後に賃貸住宅、オフィスと続いています。リアルタイムでの反映が成されていますが、同市場で特筆すべきことは、その他のセクターの成長と、データセンターやインフラ(通信タワー等)セクターの2020年第1四半期の抜きん出たパフォーマンスです。

米国実物不動産のセクター別のトータルリターン (2019年第3四半期～2019年第4四半期、年率、レバレッジ前)

	時価総額 比率*	2019 Q3	2019 4Q	2020 Q1
インダストリアル(物流)	18.2%	13.6%	13.4%	-
オフィス	35.2%	6.5%	6.6%	-
賃貸住宅	25.8%	5.4%	5.5%	-
リテール(商業施設)	20.4%	1.4%	1.9%	-
ホテル	0.3%	4.6%	3.5%	-

*時価総額比率は、2019年12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、2020年3月

米国上場REITのセクター別のトータルリターン (2019年第3四半期～2020年第1四半期)

	時価総額 比率*	2019 Q3	2019 4Q	2020 Q1
インダストリアル(物流)	11.2%	7.2%	4.9%	-10.3%
オフィス	7.8%	5.6%	7.0%	-28.0%
賃貸住宅	14.9%	10.4%	-1.7%	-24.5%
リテール(商業施設)	9.0%	6.1%	-2.2%	-48.7%
ホテル・リゾート施設	2.3%	-1.2%	4.6%	-51.3%
分散型	4.0%	6.8%	-1.8%	-39.1%
インフラ(通信タワー等)	19.8%	7.9%	3.4%	-0.7%
データセンター	11.0%	15.1%	-2.9%	8.8%
ヘルスケア	8.2%	11.1%	-6.1%	-36.8%
個人倉庫	6.1%	6.4%	-9.5%	-8.0%

*時価総額比率は、2020年3月末時点の評価
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、2020年3月時点

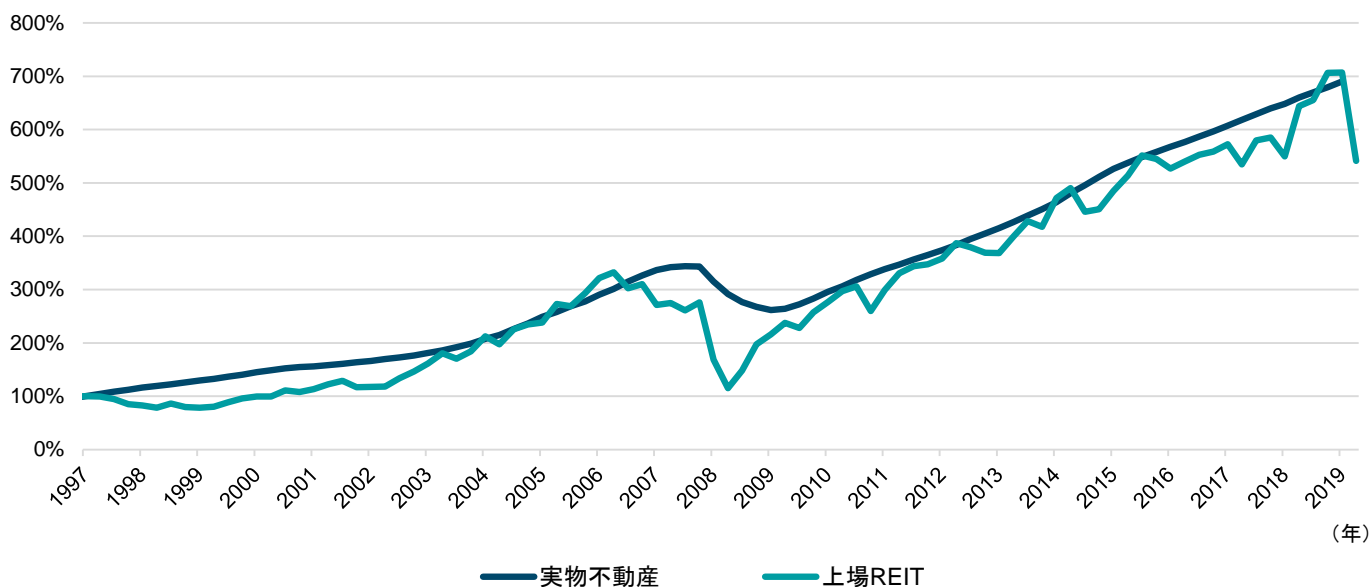
米国の各地域の実物不動産市場については、グローバルに繋がっているからこそ影響を受けている市場(カリフォルニア、フロリダ、シアトル等)の中に、中長期的に成長し続けると見込まれる市場があります。DWSは、テクノロジー産業が成長している市場(シアトル、サンフランシスコのベイエリア、デンバー等)、人口が増えている市場(アトランタ、テキサス、フロリダ等)および、その双方がある市場(テキサス州オースチン、ノースカロライナ州ローリー等)に着目しています。

具体的な不動産の運用においては、ディフェンシブな行動やポートフォリオ構成が重要となっています。DWSは、2020年当初のアクションプランとして、(1)リースアップの加速、(2)非戦略的資産(長期保有対象外の資産)の売却、(3)ディフェンシブな資産(物流、メディカルオフィス、低層

郊外型や学生用の賃貸住宅、食品スーパーを核とする近隣商業施設)の取得、および(4)低いレバレッジの維持の4項目を挙げていました。市場のボラティリティへの準備の度合いが、パフォーマンスの差に直結すると思われる。

また、今後の米国不動産市場における懸念材料は、賃料の滞納や不払い、不動産所有者の元利返済の先延ばし、銀行等の資金提供者の経営悪化等の潜在的なリスクです。米国政府が国民や市場への支援を表明する中で、不動産所有者へのテナントの賃料軽減要請等の可能性もあり、株価下落による投資家へのデノミネーターエフェクト(分母効果)に加え、不確実性を増す点となります。今後の米国不動産市場の流れを捉える上では、先行指標と見られる上場REIT市場から目が離せません。

米国実物不動産と米国上場REITの長期トレンド(1997年第4四半期～2020年第1四半期(実物不動産は2019年第4四半期))



※1997年第4四半期を100として指数化

出所: NCREIFおよび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、2020年3月時点

次ページ以降に、DWSの見通しなどを掲載しています。

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。

DWSの見通し

		2020年(予測)		2021年(予測)		見通し	
GDP成長率 (対前年比) ※見直し中	世界	リセッション		-			
	米国	1.0%	↗	1.7%	上昇の可能性		
	ユーロ圏	0.0%	↗	1.2%	上昇の可能性		
		現在値	2021年3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)	2,585	3,200				
	欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	320	400				
債券	米国国債(10年物)	0.67%	0.90%				
	ドイツ国債(10年物)	-0.47%	-0.50%				
為替	米ドル(対 日本円)	108	105				
	ユーロ(対 米ドル)	1.10	1.15				

* 新型コロナウイルスの影響により市場が大きく変動しているため、株式の長期的通しは常に見直しを行います。

出所: GDP成長率: 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2020年3月10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、現在値は2020年3月31日時点、予測は2020年3月10日時点

凡例: 短期的見通しは1~3カ月、長期的見通しは2021年3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)

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	年初来	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	15.5%	0.4%	7.3%	-1.3%	-28.7%	-5.1%	-2.5%	5.6%
欧州	13.5%	-4.2%	8.6%	8.9%	-25.9%	-0.7%	-1.8%	6.8%
アジア太平洋	18.2%	0.3%	-9.0%	10.4%	-26.3%	-0.1%	1.7%	-
日本	8.5%	2.4%	13.3%	-0.7%	-25.0%	-0.4%	-	-

出所: ブルームバーグのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年3月31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。

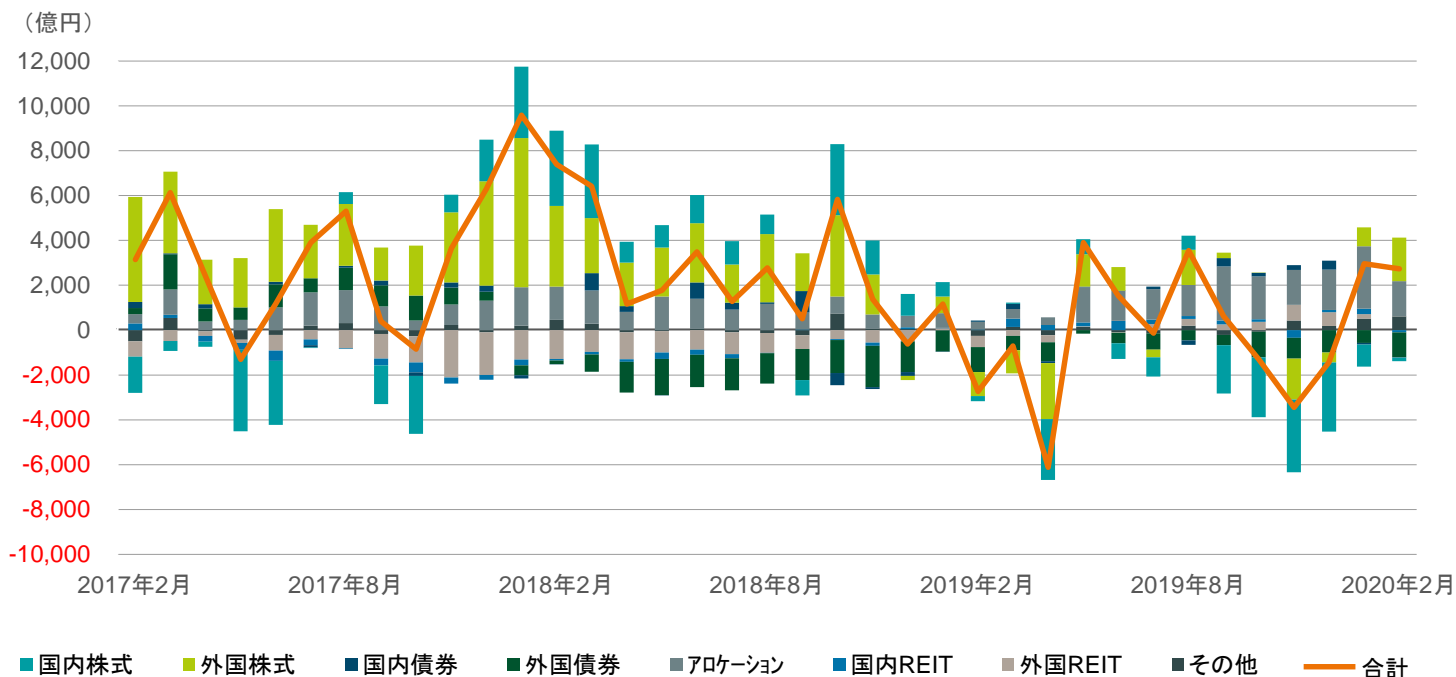
	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	6.7%	6.8%	6.5%	6.2%	6.4%	6.8%	8.6%	9.8%
欧州	9.7%	9.6%	8.8%	8.4%	9.8%	9.2%	9.7%	8.0%
アジア太平洋	9.5%	8.7%	8.0%	7.6%	6.8%	9.8%	10.3%	9.8%
日本	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%	7.3%	5.2%

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)の資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年3月時点

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 (2017年2月~2020年2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チェ・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。

ドイチェ・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

ドイチェ・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チェ・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チェ・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】

●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はなく、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 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。