

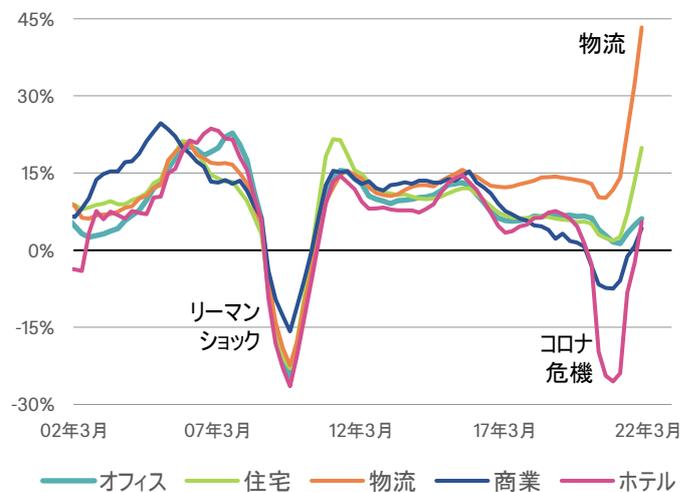
## 米国不動産市場：広がるセクター間の回復格差

新型コロナウイルスの感染拡大で打撃を受けていた米国の実物不動産市場ですが、昨年以來市場は回復過程に入っています。今回は米国の経済活動が正常化するなか、不動産市場がどのような回復過程をたどってきており、また不動産セクター間の格差がどのように広がっているのかについて概観していきます。さらに今後の懸念として、最近の金利上昇とそれに伴う資金調達コストの上昇が不動産価格にどのような影響を与えるのかという点も考察していきます。

コロナ禍で最も打撃が大きかった不動産セクターはホテルで、各国で移動制限が強化された2020年は実物不動産のパフォーマンスを測る指標のトータルリターン(賃料収益と価格増減を合わせた年率リターン)が-26%と、リーマンショック時に匹敵する大幅な落ち込みとなりました(表1)。商業施設も一時的にトータルリターンがマイナスとなりましたが、リーマンショックの時ほど落ち込みは大きくなく、また直近では両セクターともパフォーマンスが回復しリターンはプラスとなっています。一方、移動制限下でオンライン・リテールの普及が早まった背景もあり、物流倉庫に対するニーズは一層高まり、物流不動産セクターのトータルリターンは直近で43%と統計開始以来全セクターで最も高い数字となりました。これに続くのが住宅セクターで、在宅勤務の広がりを受けて良質な賃貸住宅へのニーズが顕在化しており、トータルリターンも20%に迫っています。逆にオフィスの賃貸需要は低迷しており、足元のトータルリターンの回復も力強さに欠けます。このように今回のサイクルではセクター間の格差がこれまでになく大きくなっているのが特徴で、これは全セクターが一斉に落ち込み、またほぼ同じペースで回復したリーマンショック時とは対照的な動きとなっています。

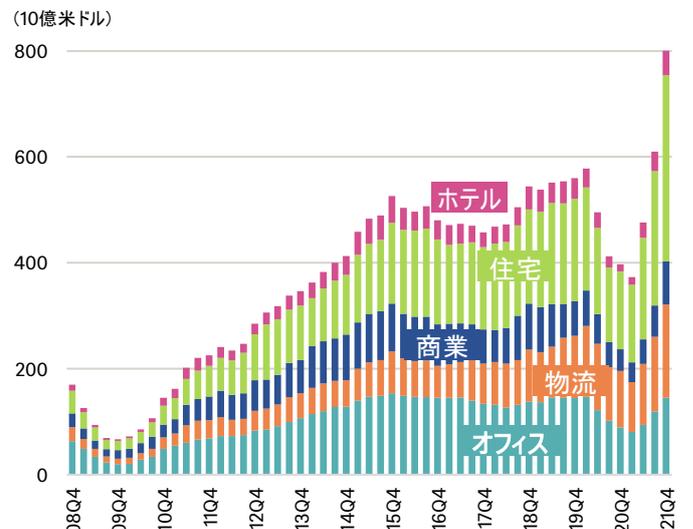
セクター間の格差の拡大は実物不動産の売買取引高にも同様に表れています。オフィスや商業、ホテルセクターはそれぞれ経済の再開に伴って賃貸需要に回復の兆しがあるものの、これらの物件の売買にはまだ慎重な投資家も多く、2021年の取引額は依然としてコロナ前の水準をやや下回っているのが現状です。これに対し住宅セクターと物流セクターは投資家による売買取引が極めて活発になっており、ともに昨年は過去最大規模の売買取引が行われました。これら2つのセクターにけん引される形で2021年の全米収益不動産取引額も計8,000億ドルとコロナ前の記録を大幅に更新する過去最大の取引額となっています(表2)。

表1 米国実物不動産のセクター別トータルリターン推移 (2002年3月～2022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、2022年6月

表2 米国の収益不動産取引額の推移 (2008年Q4-2021Q4、4四半期移動合計)



\*時価総額比率は、2021年3月末時点の評価  
 出所：Real Capital Analytics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、2022年6月

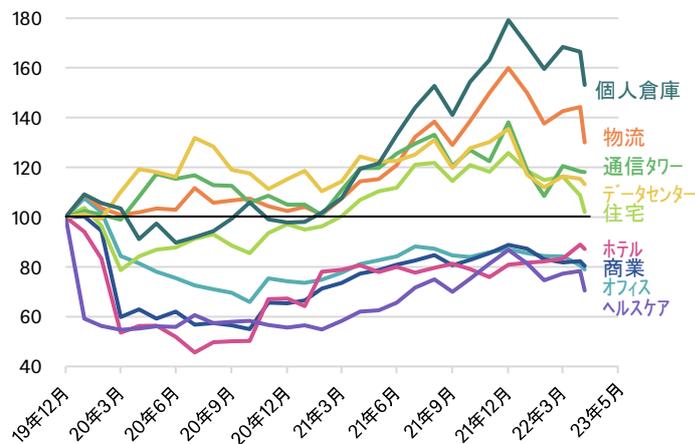
物流や住宅セクターにけん引される格好で全般として回復過程にある米国の不動産市場ですが、今後の不安要素として最も懸念されているのは金利上昇の影響です。不動産投資には通常銀行借入れなどのファイナンスが伴います。米国連邦準備委員会は今年に入りすでに政策金利を2度引上げており、今後も年内に複数回の利上げが予想されています。これに伴い長期金利が上昇しており、つれて不動産借入れコストも上昇しています。不動産投資を借入れに頼る投資家や上場REITにとって借入れコストの上昇は収益にはマイナスとなるため、米国REIT指数も直近では一時的に落ち込んでいます(表3)。

金利について別の指標も見ていきましょう。実物不動産投資の魅力度を測る指標の一つに「イールドスプレッド」というものがあります。不動産の投資利回りに相当するキャップレートと国債利回り(リスクフリーレート)の差のことで、このスプレッドが高いと「不動産に投資妙味がある」、逆にスプレッドがゼロに近づくと「不動産への投資妙味が薄れている」とみることができます。2021年のイールドスプレッドは2%以上と高く、不動産投資は魅力的な投資対象といえました。もっとも今年に入り米国では長期金利が急上昇しており、このままいくとイールドスプレッドは大きく縮小する懸念があります(表4)。このため一部の機関投資家の間では不動産投資への警戒感が出てきつつあります。

一方、不動産市場は今回の金利上昇に対しそれほど影響を受けないのではないかという見方もあります。不動産投資家の中には10-20年単位の長期目線で投資戦略を立てるため短期の市場動向にあまり左右されない投資家がいるほか、銀行借入れなどの外部資金に頼らない機関投資家も数多くいます。さらに不動産投資の大きな特徴の一つとして、インフレが進行する中でテナントから徴収する賃料を順次引き上げることができるという点が挙げられます。現在米国のインフレ率は40年ぶりの高い水準にあり主要セクターの賃料も上昇していきな中で、この不動産の「インフレヘッジ資産」としての特性が改めてクローズアップされています。過去の不動産投資のパフォーマンスをみてもインフレ率との相関係数が他のアセットクラスより高く(表5)、「インフレ環境下では(タイムラグはあるにせよ)テナント賃料を引き上げることができ、不動産のパフォーマンスも上がる傾向がある」ということが示されているといえます。株式や債券の投資と比べ不動産はインフレ環境下でも投資を検討しやすい資産だと見ることができます。

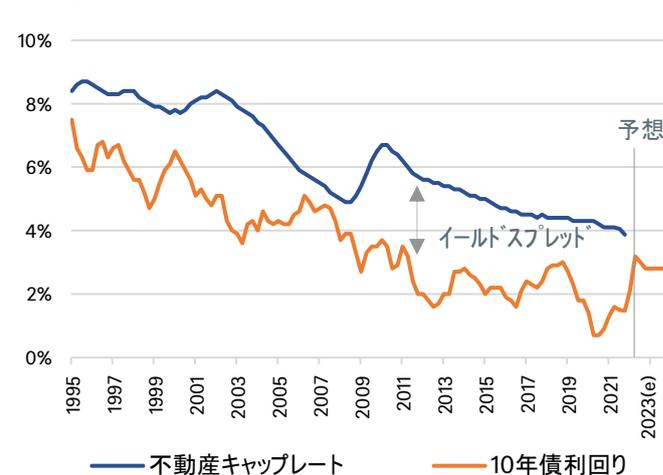
ただ、今後インフレ局面が長引くと消費者心理は冷え込み、景気が底割れするリスクも高まるため、やはり投資するセクターや地域を慎重に吟味していく必要があることはいうまでもありません。マクロ経済環境を含め、複雑なリスク要因を分析しつつ投資するセクターや物件を戦略的に選定できるか、不動産マネージャーの力量がこれまで以上に試されることになるといえるでしょう。

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~2022年6月、2019年末を100として指数化)



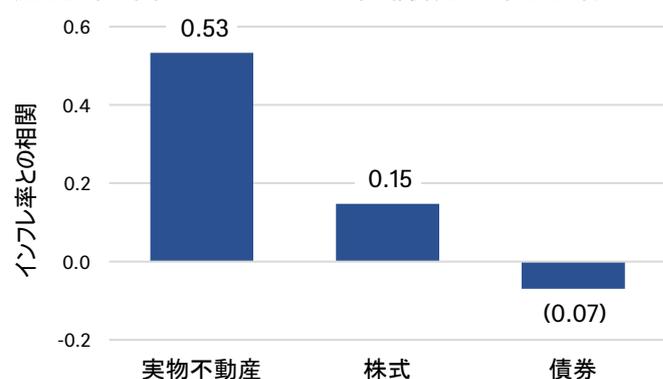
出所: FTSE NAREITの資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2022年6月時点

表4 米国10年債利回りと実物不動産のキャップレート推移 (1995年-2023年予想)



出所: ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成、2022年6月時点

表5 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

		2022年(予測)		2023年(予測)	見通し
GDP成長率 (対前年比)	世界	3.3%	➔	3.3%	横ばい傾向
	米国	2.9%	➡	2.2%	下落の可能性
	ユーロ圏	2.8%	➡	2.2%	下落の可能性
		現在値	2023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)	3,903	4,400		
	欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	424	460		
債券	米国国債(10年物)	2.84%	3.25%		
	ドイツ国債(10年物)	0.84%	1.00%		
為替	米ドル(対 日本円)	128	125		
	ユーロ(対 米ドル)	1.04	1.10		

出所: GDP成長率: DWSインベストメントGmbH、予測は2022年5月12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2022年5月12日時点、予測は2022年5月12日時点の見通し、短期的見通し/長期的見通しは2022年5月31日時点、凡例: 短期的見通しは1~3カ月、長期的見通しは2023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)

	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	年初来	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	11.0%	0.5%	16.0%	-4.3%	-8.7%	7.1%	6.7%	7.2%
欧州	9.6%	0.0%	7.8%	-5.1%	-10.5%	2.4%	3.4%	8.4%
アジア太平洋	-1.8%	-7.4%	-0.5%	0.5%	-2.5%	-5.3%	1.9%	4.5%
日本	7.5%	-2.8%	0.3%	-2.1%	-3.3%	4.8%	6.1%	-

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。2022年4月29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)

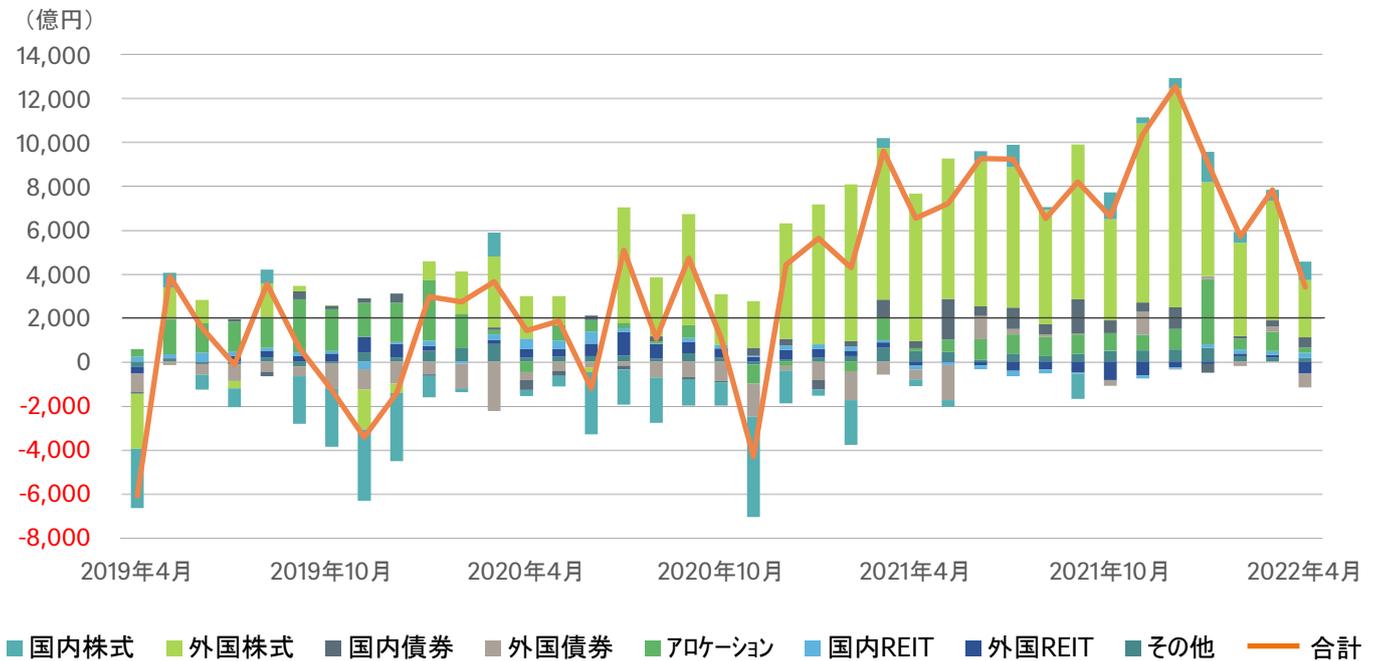
\*ビルごとの鑑定評価額や賃料収益を基に集計される不動産のリターン。キャピタルリターン(値上り益)とインカムリターン(賃料利回り)を合計したものの。

	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	2.6%	7.4%	12.1%	17.7%	21.9%	7.7%	7.4%	9.2%
欧州	5.1%	11.1%	13.1%	15.0%	-	8.8%	8.9%	8.6%
アジア太平洋	1.9%	8.2%	10.7%	13.1%	-	5.7%	7.7%	8.8%
日本	4.6%	4.9%	5.1%	5.4%	-	5.5%	6.0%	6.3%

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。2022年5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 (2019年4月～2022年4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オール・カンントリー・ワールド・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。

#-220603-2

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。