

# グローバルREIT、実物不動産が下支え

聞き手  
鍵水圭介  
金融市場部

世界の不動産に投資するグローバルREIT（不動産投資信託）は、世界経済の減速を予想する声が強まる中で、今後も堅調な相場を維持できらるだろうか。ドイチェ・アセット・マネジメント（DWS）投資戦略部の清森英晃氏に、REIT市場を見

る上でのポイントや各地の動向を聞いた。

## インカムと成長性

――REITとは。

**清森氏** 多くの投資家から集めた資金で複数の不動産に投資する金融商品だ。不動産は物件の単価が高いため、投資には大きな資金が要る。

また、物件の良しあしを見分けるには専門知識が必要になるなど、個人で投資するにはハードルが高い。しかし、REITを使えば少額で容易に複数の不動産に分散投資できる。

REITは、賃料収入と不動産売買益を原資とし、収益の9割以上を分配するルールになっている。不動産と株式の特徴を併せ持っているため、安定的なインカム収入と高い成長性が期待される。過去データを使って、トータルリターン（分配金込み収益）を「インカム（利息や配当金）」と「キャピタル（値上がり益）」

に分けて分析した。グローバルREITは、インカムでは「グローバル国債」や「投資適格社債」並みの収益を実現する一方で、キャピタルでも「グローバル株式」に次ぐ収益を挙げている（図表）。

ただ、REITの資産総額は、中長期的には不動産価格に連動すると考えられる。このため、下値抵抗性も強いといわれ、デیفエンス（守りの運用）にも適したアセットと考えられている。

――DWSの投資方針は。

**清森氏** 世界の不動産市場で約50年にわたる運用実績を有している。現地での調査が運用成果に直結することから「不動産投資はローカルビジネス」を信念として、各国に運用と調査の専門家を配置している。

また「REITのパフォーマンスは、中長期的にポートフォリオが保有する資産の価格やファンダメンタルズ（基礎的諸条件）に基づく」を

投資哲学に掲げており、実物不動産とREITの二つの運用チームを緊密に連携させることで、投資家に優れたパフォーマンスを提供することを目指している。

――REIT市況は。

**清森氏** 2019年のグローバルREITの指数は9月末時点で、年初より20%程度上昇している。米中貿易戦争の懸念から、株式市場が大きく上下に振れる中でも、REIT市場は堅調に推移した。

現在、世界経済は景気サイクルの後半に差し掛かり、株式市場をけん引してきた成長株の上昇にも陰りが見えてきた。また、日欧の中央銀行が異次元緩和を行う中で、マイナス利回りの債券の割合は3割程度に上昇しており、機関投資家は資金の投資先に苦慮している。米連邦準備制度理事会（FRB）が10月までに3回続けて利下げし、米国の債券利回りが低下する中で、REITの分配金利回りの高さが再評価されている。

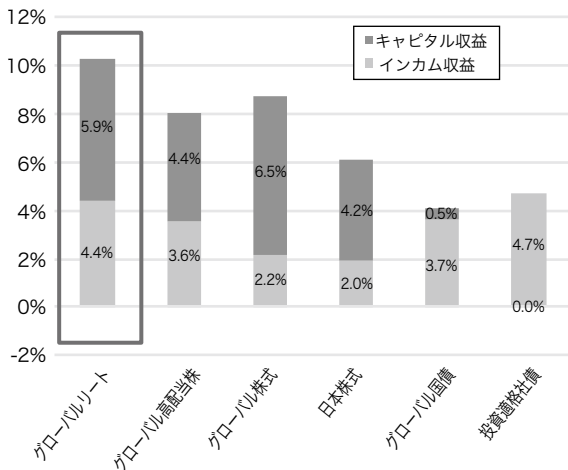
## 底堅い不動産市況

――実物不動産は。

**清森氏** 景気減速期の実物不動産を分析する際、四つの要因に注目し



〈図表〉トータルリターン分解



(出所) ドイツ・アセット・マネジメント

ている。①景気悪化の要因②不動産の供給量③バリュエーション(割高・割安感)④レバレッジ(借入れ状況)―だ。

具体的に現状を分析すると、景気減速の要因は、リーマン・ショックのときのように不動産に起因していない。また、多くの地域で不動産の供給量は少なく、需給関係は総じて健全だ。金利低下を考慮すると、バリュエーションも適正だとみている。さらに、負債を増やして不動産に投資する動きも目立っていない。

現在の不動産市場のファンダメン

タルズは、2000年代初頭のITバブル崩壊時の状況と似ている。当時のように「株式市場は下落するが、不動産市況は底堅く推移する」展開になることもありそうだ。

―REITと実物不動産の関係は、**清森氏** REITを分析するとき非常に重要だ。生命保険などの機関投資家はこれまで、例えばニューヨーク・マンハッタンのオフィスビルを購入するなど、実物不動産への投資を拡大してきた。この結果、米国では、実物不動産の価格が上昇し、REIT価格が取り残された状況になっている。この価格差を生かして、割安になったREITへと資金を移す動きが出てきており、今後、米国のREIT市況を上昇させる要因になる可能性がある。

―米国の動向は。  
**清森氏** 地域やセクターで強弱感は異なっている。オフィスは、シリコンバレーのようなIT産業の集積地について賃料収入の成長を見込んでいる。商業は、

Eコマース(インターネットを使った買い物)の増加でテナントの倒産や来客数の減少が予想されるが、スーパーやジムなどが入る施設は比較的安定している。住宅は、ミレニアル世代(2000年代に社会人になった若年層)が住宅を保有せず、賃貸に住むライフスタイルに変化したことがあるが、REIT市場の追い風になる可能性がある。

こうした伝統的なセクター(オフィス、商業、住宅、物流)に加えて、新たなセクターが台頭している。次世代のIoT(モノのインターネット化)時代に向けて、データセンターや通信タワー、Eコマースの物流センターへ投資するREITが高い成長力を見せている。個人向け倉庫、ホテル、ヘルスケアなどを含めて、こうした新セクターが米国REIT市場の半分強を占めるようになった。

―欧州の動向は。  
**清森氏** 経済が低成長・低インフレに陥っており、英国の欧州連合(EU)離脱問題を抱えて難しい投資環境にある。ただ、欧州も地域ごとに状況は異なり、特に主要都市の不動産市場のファンダメンタルズはそれほど悪くない。実物不動産に比

べてREIT価格が低下しディスカウントが大きくなると、買収や非上場化が起こりやすくなるだろう。

英国のEU離脱問題の関連では、ポンド安が進めば、オックスフォードやケンブリッジなど著名大学のある英国への留学生が増える可能性がある。その結果、学生寮が魅力的な投資物件になるかもしれない。

―アジア太平洋の動向は。  
**清森氏** この地域の賃貸オフィスのファンダメンタルズは総じて健全だ。空室状況や賃料の上昇率を見ると、シンガポールや日本の地方中核都市、シドニーやメルボルンを中心に堅調に推移している。

この地域はもう少し中期に見ると、豊富な若年層人口や都市化の進展を背景にして、REITの投資機会が拡大することが期待されている。日本やオーストラリアに加えて、韓国や台湾、香港、シンガポール、マレーシア、パキスタン、タイなどに広がっており、19年4月にはインドで初めてのREITが上場された。中国はREIT制度が導入されていないが、金融市場の規制緩和が進められており、今後の動きが注目される。