

世界REIT（除く日本）市場の動向と見通し

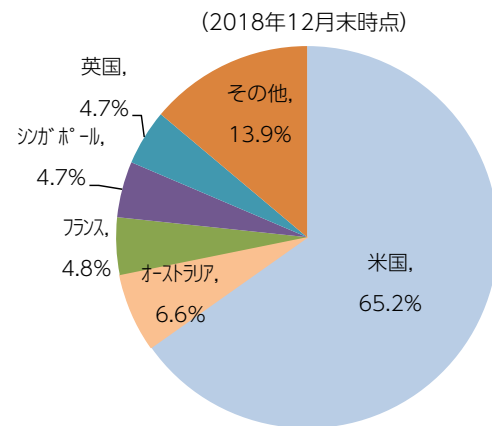
業績の相対的な安定感や金利低下観測が世界REITの支援材料に

- 2018年10月以降の世界株式の急落局面で、世界REITは底堅く推移。
- 先行きの不透明感が強まる中、業績の相対的な安定感や金利低下観測、割安感等を背景に、世界REITは2018年8月下旬につけた史上最高値更新をうかがう動きとなろう。

(1) 世界REIT国別・業種別構成比

- 2018年12月末時点の世界REIT（除く日本、以下同じ）の市場規模（米ドルベースの時価総額）^(注)は約1.20兆ドル（約131兆円）です。構成比トップは約7,840億ドル（約85兆円）の米国で、全体の約65%を占めています。米国、豪州、フランス、シンガポールの上位4カ国で全体の約8割を占めています（図表1）。業種別構成比^(注)では大きい順に、小売り（25%）、複数の用途タイプに投資する多角（14%）、住宅（14%）、オフィス（14%）等となっています。（注）各数値はS & P世界REIT指数の構成国から日本を除いた値。

図表1：世界REIT市場の構成



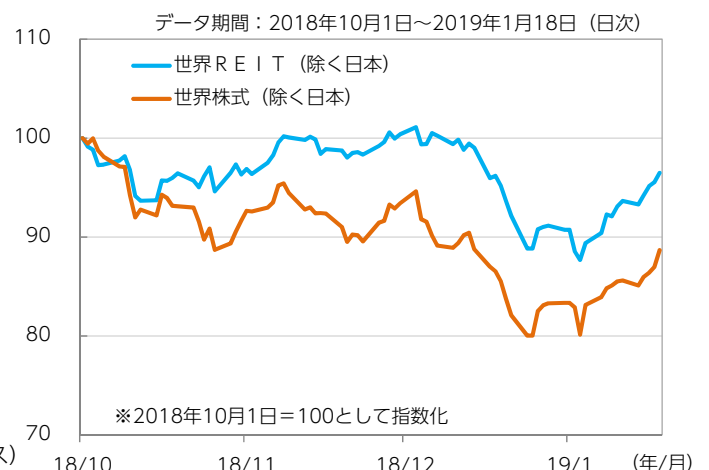
(2) 世界REITは世界株式を下回って推移

- 2016年11月8日の米大統領選以降の世界REITは、トランプ政権の大幅減税（10年間で約1.5兆ドル）等による景気・企業業績拡大期待と金利上昇観測等を背景に、世界株式（除く日本、以下同じ）を下回って推移していました。世界株式が2016年11月8日から2018年10月1日までに48%上昇したのに対し、世界REITの上昇率はその半分以下の22%に留まりました（図表2）。

図表2：世界REITと世界株式の推移



図表3：2018年10月1日以降の推移



(3) 2018年10月1日を高値に世界株式は大幅調整

- 米中貿易摩擦等を背景とする米国経済のピークアウト観測や米大手IT（情報技術）企業の業績下方修正等を受け、世界株式は2018年10月1日を高値に急落しました。2019年1月3日には高値からの下落率が、一般的に本格調整期入り判断の目安とされる20%に達しました。一方、世界REITの同期間の下落率は12%と、世界株式の半分程度に留まりました。
- 2019年1月3日を底に世界株式は反発に転じましたが、2018年10月1日から2019年1月3日までの下げ幅に対する戻し率は2019年1月18日時点で、世界株式は43%、同期間の世界REITは71%となっています。

(※) 世界株式はMSCI-kokusai指数（除く日本、配当込み、円ベース）
世界REITはS & P世界REIT指数（除く日本、配当込み、円ベース）
出所）図表1～3はS & P、ブルームバーグのデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(4) 世界REITの回復を支える要因

- 世界REITの回復を支える主要因として、以下が考えられます。
 - ① 世界REITの業績の相対的な安定感
 - ② 金利上昇懸念の後退
 - ③ バリュエーション（企業価値）面での割安感

<①世界REIT業績の相対的な安定感>

- REITの収益の源泉はテナントから得られる賃料です。次回の更改（オフィスでは2～3年、商業施設では5～7年等）までは変動しない固定賃料がその多くを占めていることから、一般企業の業績に比べて安定する傾向があるとされています。EPS（1株当り利益）の動きを比べてみると、世界REITは緩やかな上昇傾向をたどっているのに対し、世界株式は変動が大きくなっています（図表4）。
- 米中貿易摩擦等を背景に先行き懸念が強まる中、業績の相対的な安定性を求める資金が世界REIT市場に流入している可能性があります。

<②金利上昇懸念の後退>

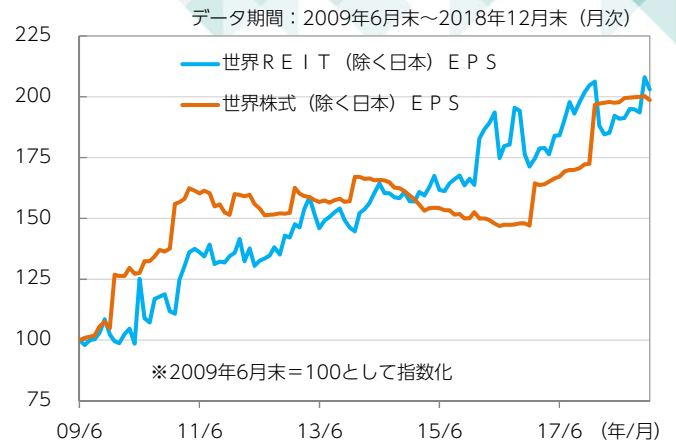
- 一時3.2%を超える水準まで上昇した米10年国債金利は、大幅減税効果のはく落や米中貿易摩擦等による米景気のピークアウト見通し、FRB（米連邦準備制度理事会）議長発言を受けた早期利上げ停止観測の台頭等を背景に、2019年1月18日時点では2.78%まで低下しています。
- 金利の上昇は借入コストの増加を通じてREIT業績の重荷になる可能性があります。世界REITと米10年国債金利は概ね「金利低下→世界REIT上昇、金利上昇→世界REIT下落」の動きを繰り返しています。米金利の低下を受け、他の主要国の金利も低下傾向となっています。米金利のピークアウトや一段の低下観測が世界REITを支えているものと思われます。

<③バリュエーション（企業価値）面での割安感>

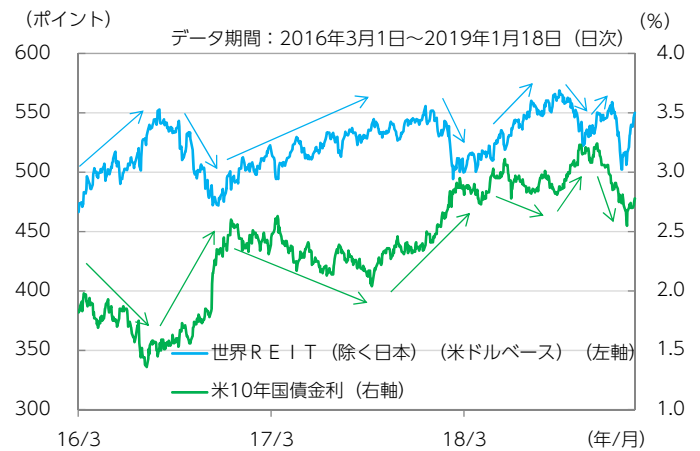
【イールド・スプレッドから見た割安感】

- イールド・スプレッドが厚みを増すと、その対象資産の割安感が増すと一般的に言われています。配当利回りの上昇と金利（米10年国債金利）の低下により、世界REITのイールド・スプレッド（配当利回り－10年国債金利）が拡大しています。2018年12月末時点では2.2%と2016年10月末（2.5%）以来の高水準となっています。当時の世界REITは2016年10月頃を底値に回復基調入りしました。（次ページに続く）

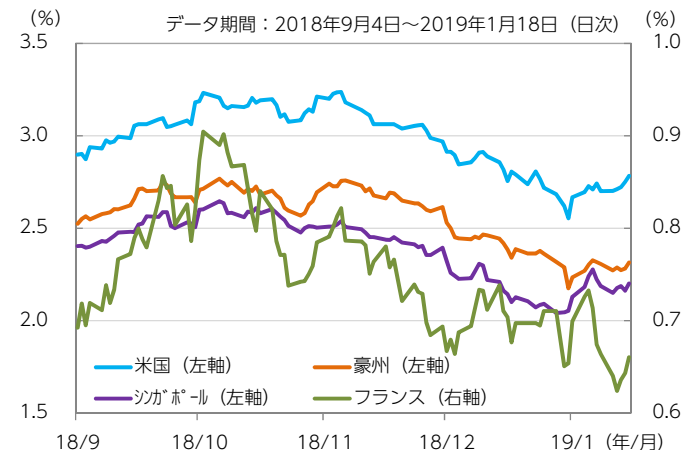
図表4：EPS（1株当り利益）推移比較



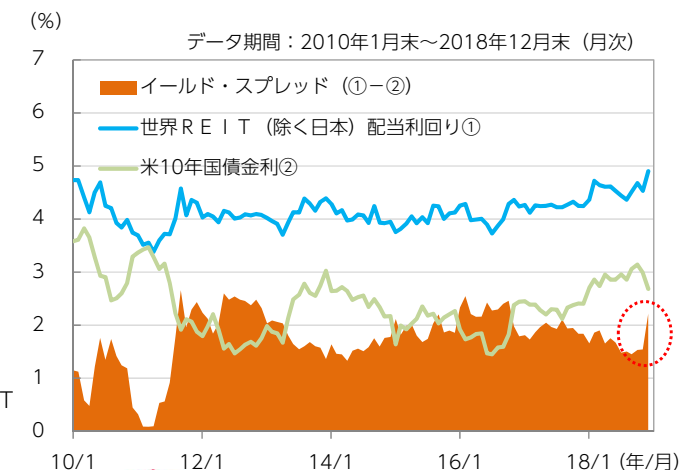
図表5：世界REITと米10年国債金利



図表6：主要国の10年国債金利



図表7：世界REITのイールド・スプレッド



(※) 世界株式はMSCI-kokusai指数（除く日本、米ドルベース）、世界REITはS&P世界REIT指数（除く日本、配当込み、米ドルベース）
 出所）図表4～7はS&P、ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

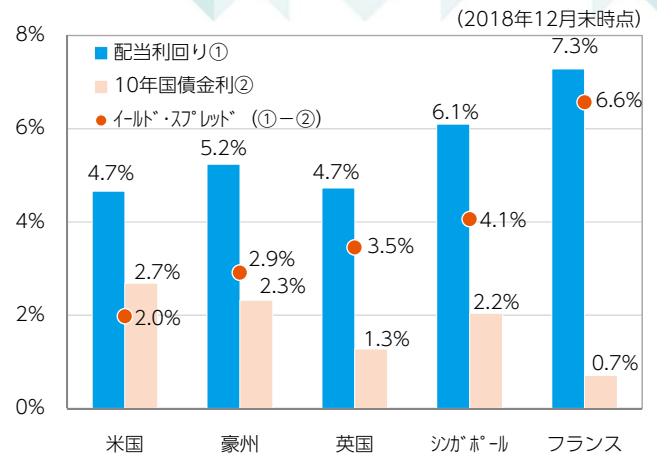
【イールド・スプレッドから見た割安感】

- 尚、主要国REITのイールド・スプレッド水準にはばらつきがあります（2018年12月末時点）（図表8）。

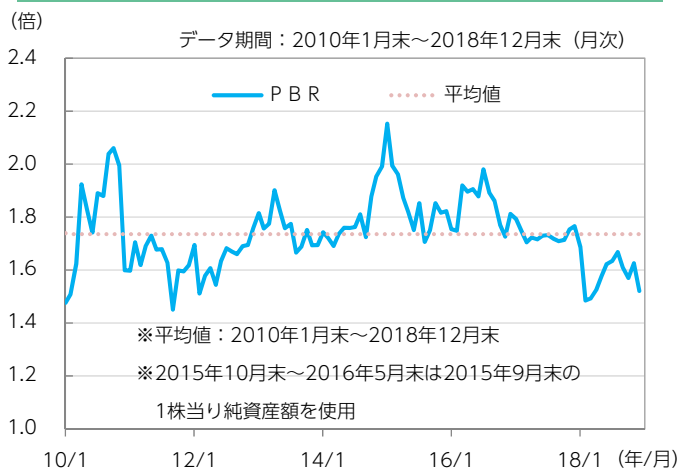
【PBRやNAV倍率から見た割安感】

- 2018年12月末時点の世界REITのPBR（株価純資産倍率：株価/1株当たり純資産）は1.52倍と、2010年1月末以降では最も低い水準近くにあり（図表9）。
- 2018年12月末時点の米国REITの、NAV（保有物件の含み損益等を考慮した1株当たり純資産）からのマイナスかい離率は2010年1月末以降では最大となっています（図表10）。同マイナスかい離率が大きい程、一般的に割安と判断されます。

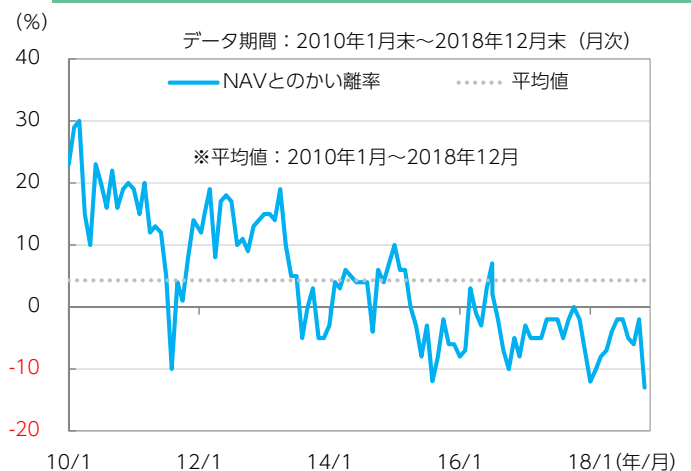
図表8：主要国REITのイールド・スプレッド



図表9：世界REITのPBR



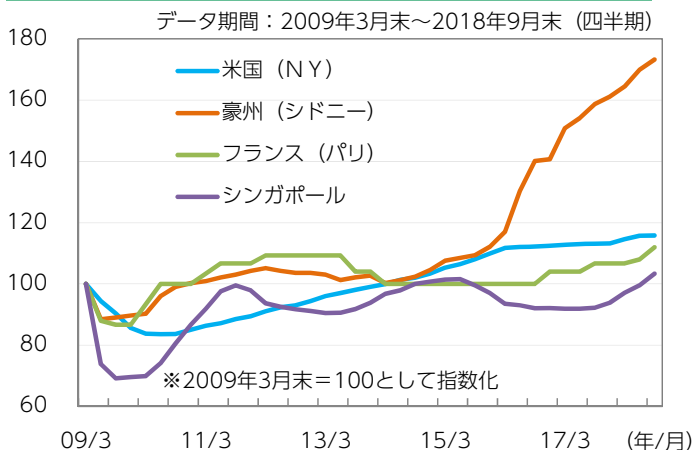
図表10：米国REITのNAVとのかい離率



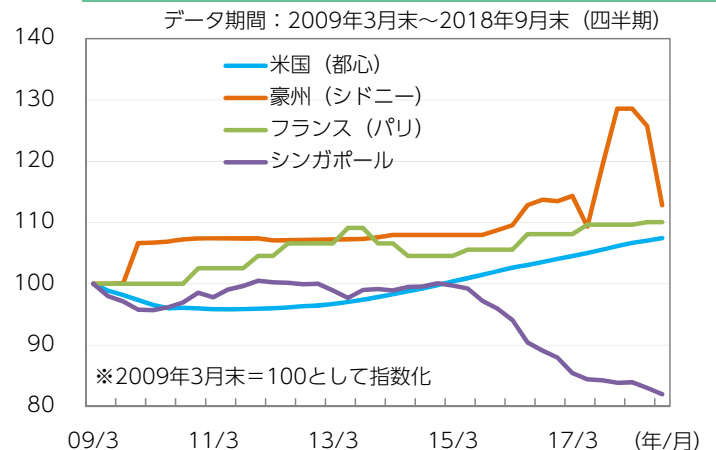
(5) 賃貸オフィス及び賃貸小売り施設の賃料推移

- 主要国・主要都市の賃貸オフィス市場は、賃料の動きに見られるように堅調に推移しています。特に豪州（シドニー）の賃料上昇が目立ちます。一時期低迷していたシンガポールのオフィス賃料も足元は回復傾向となっています（図表11）。
- 賃貸小売り施設の賃料は米国（都心）やフランス（パリ）が上昇傾向を続ける一方、豪州（シドニー）は上昇一服、シンガポールは下落基調をたどっています。尚、豪州（シドニー）、シンガポールとも新規物件の供給が今後は一段落する見通しであること等から、増加・回復基調入りするとの見方が増えつつあります（図表12）。

図表11：主要国・主要都市のオフィス賃料



図表12：主要国・主要都市の小売り施設賃料



(※) 世界REITはS&P世界REIT指数（除く日本、配当込み、米ドルベース）

各国REITはS&P各国・地域REIT指数（現地通貨ベース）

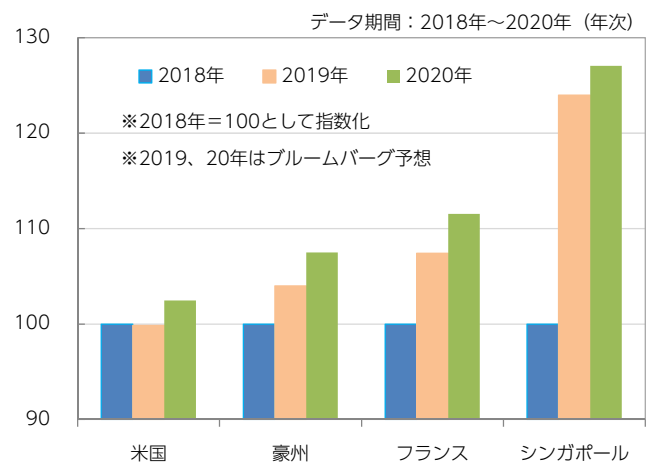
出所) 図表8、9、11、12はS&P、ブルームバーグ、図表10はGreen Street Advisors、AEWデータのデータをもとに

ニッセイアセットマネジメント作成

(6) 主要国REITの業績(配当額) 予想

- 主要国REITの予想1株当たり配当額は2020年にかけて増加することが予想されています(図表13)(2019年1月21日時点のブルームバーグ調査)。オフィスでは2~3年前、小売り施設では5~7年前に契約した賃料が順次改定時期を迎えます。これまでの景気・企業業績の拡大等を受けて賃料増加スピードの加速が予想されること、金利上昇による借入費用の増加懸念が後退しつつあること等が背景にあるものと思われます。
- シンガポールの予想配当額の増加率が他に比べて大きくなっています。時価総額ベース(2018年12月末時点)でシンガポールREITの約3割を占める小売り施設に関して、新規供給が2018年でピークアウトし、需給の引き締まりで賃料上げの環境が整うとの見通し等が支えているものと考えます。

図表13: 主要国REITの1株当たり配当額



(ご参考) 世界REIT及び主要国REITの年間パフォーマンス

- 2009年から18年までの過去10年間で、世界REITの年間パフォーマンス(配当込み、円ベース)がマイナスとなったのは、世界同時多発テロが起きた2011年と米中貿易摩擦が過熱化した2018年の2回でした。
- 世界REITと主要国REITのパフォーマンスの変動を比べてみると、分散効果が働く分、世界REITのパフォーマンスのブレが相対的に小さくなっています(図表14)。

図表14: 世界REIT及び主要国REITの年間パフォーマンス

2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
シンガポール 92.0%			シンガポール 74.6%	英国 46.9%	米国 48.6%			シンガポール 33.3%	
フランス 60.0%			フランス 54.8%	フランス 37.7%	グローバル 41.1%	英国 4.6%		英国 19.2%	
豪州 44.6%			英国 53.0%	米国 24.5%	豪州 32.1%	米国 2.9%	豪州 9.5%	フランス 16.9%	
グローバル 39.8%	シンガポール 12.0%		豪州 51.4%	グローバル 23.9%	英国 31.8%	フランス 2.9%	米国 5.2%	豪州 11.0%	
米国 32.1%	米国 11.9%		グローバル 39.0%	シンガポール 13.4%	シンガポール 26.1%	豪州 2.0%	グローバル 3.1%	グローバル 6.0%	
英国 27.3%	グローバル 5.9%	米国 2.9%	米国 32.6%	豪州 12.4%	フランス 17.5%	グローバル 1.4%	シンガポール 2.7%	米国 0.8%	
	豪州 -1.0%	グローバル -2.1%				シンガポール -11.4%	フランス -2.9%		米国 -6.3%
	フランス -7.0%	豪州 -6.2%					英国 -24.8%		豪州 -7.0%
	英国 -9.8%	英国 -14.7%							シンガポール -7.5%
		フランス -16.1%							グローバル -8.8%
		シンガポール -16.7%							英国 -20.6%
									フランス -30.8%

(※) 図表13の各国REITはS & P各国・地域REIT指数(現地通貨ベース)
 図表14の世界REITはS & P世界REIT指数(除く日本、配当込み、円ベース)、各国REITはS & P各国・地域REIT指数(配当込み、円ベース)
 出所) 図表13~14はS & P、ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイ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369号

加入協会：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

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>