

【海外 REIT レポート】 With コロナ時代のグローバル REIT 市場 ～各国 REIT のセクター構成がパフォーマンスに大きく影響～

2020年11月20日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

海外市場調査部 主任研究員 風岡 茜

Email: kazaoka@smtri.jp

- グローバル REIT 指数(S&P Global REIT Index)は、Covid-19 の感染拡大に伴う急落前の水準を未だ回復していない。各国 REIT のパフォーマンスは、各国の感染状況とセクター構成が鍵を握っている。
- グローバルに、Covid-19 の影響から商業施設とホテルが苦戦する一方、EC 市場や通信需要拡大の恩恵を受けるデータセンターや産業用施設(物流施設、R&D 施設)が REIT のパフォーマンスを牽引している。携帯電話基地局(インフラ)や個人向け貸倉庫(セルフストレージ)が牽引している国もある。
- 生活様式や社会構造の変化を通じて、各国 REIT は今後もセクター構成の違いでパフォーマンス格差が拡大すると見ている。

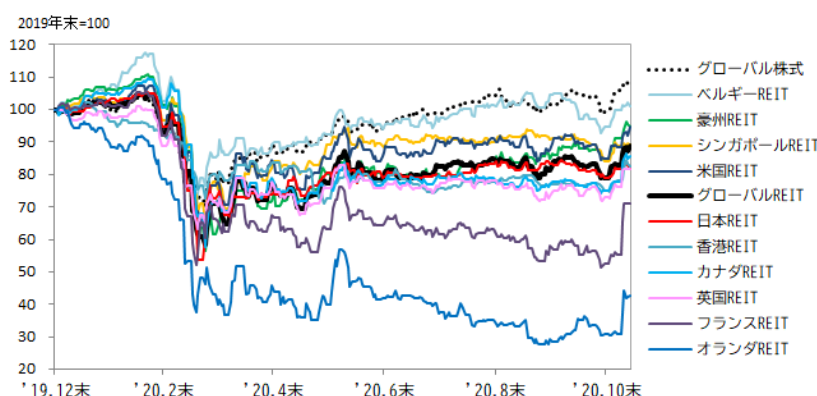
各国 REIT 市場のパフォーマンスは Covid-19 の感染状況とセクター構成の違いに左右されている

グローバル REIT 指数は、Covid-19 の感染拡大に伴い 2/14 高値から 3/23 底値まで 44% 下落し、現在も急落前の水準を回復していない。図表 1-①の通り、グローバル株式(MSCI All Country World Index)が 8 月には急落前の水準に戻したのに比べて、戻りが弱い。

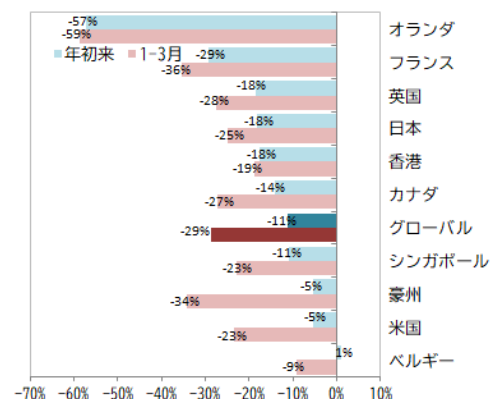
各国 REIT のパフォーマンスは一見、Covid-19 の感染状況で説明できそうだが、図表 1-②の通り、ベルギーや米国のように感染状況が相対的に深刻でもグローバル REIT 指数をアウトパフォームしたり、香港や日本のように感染状況が相対的に穏やかでもアンダーパフォームしたり、感染状況のみでは各国のパフォーマンス格差を説明できない。本稿では、FTSE EPRA/NAREIT 先進国 REIT 指数組入銘柄のうち 2019 年末の時価総額が大きい 10 ヶ国(米国・カナダ、日本・豪州・シンガポール・香港、英国・フランス・オランダ・ベルギー)を比較分析した。

図表 1 グローバル株式とグローバル REIT のパフォーマンス (2020年11月13日まで)

① グローバル株式と各国 REIT の指数推移



② 各国 REIT のトータルリターン



出所) Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)2019 年末=100 として再指数化。①はグローバル株式(MSCI ACWI(All Country World Index))とグローバル REIT(S&P Global REIT Index)のトータルリターン指数と各国トータルリターン指数(現地通貨)。米国は FTSE NAREIT All Equity REITs、英国は FTSE EPRA/NAREIT UK REITs、カナダ、フランス、ベルギー、オランダ、ドイツは FTSE EPRA/NAREIT Developed REITs の各国指数、豪州は S&P/ASX 300 A-REIT、日本は東証 REIT、香港はハンセン REIT、シンガポールは FTSE ST REIT 指数を使用。②は各国 REIT 指数の 1-3 月と年初来(11/13 まで)のトータルリターン

各国 REIT のパフォーマンスをグローバル REIT 指数と比べると、次の枠内のとおりである。

- グローバル REIT 指数の年初来(11月13日まで)トータルリターン(-11%)
- アウトパフォーム : ベルギー(+1%)、米国(-5%)、豪州(-5%)、シンガポール(-11%)
- 大幅アンダーパフォーム : オランダ(-57%)、フランス(-29%)
- アンダーパフォーム : 英国(-18%)、日本(-18%)、香港(-18%)、カナダ(-14%)

次に、このパフォーマンス結果について、セクター構成との関係性を調べた。具体的には、全セクターの中から市場を大きく押し上げた「牽引セクター」と市場の足を引っ張った「打撃セクター」を抽出した。牽引セクターには、各国とも共通して Covid-19 感染拡大に伴うオンライン取引や通信需要拡大の恩恵を受ける産業用施設(物流施設・R&D 施設等)が、国によってはデータセンター(以下 DC)、携帯電話基地局(インフラ)、個人向け貸倉庫(セルフストレージ)が含まれ、他方の打撃セクターには、商業施設とホテルが含まれている。

図表 2-①では年初来の REIT 下落率と牽引セクターが占める比率(=時価総額で見た割合)との関係を、図表 2-②では同じく打撃セクターが占める比率との関係を見ている。

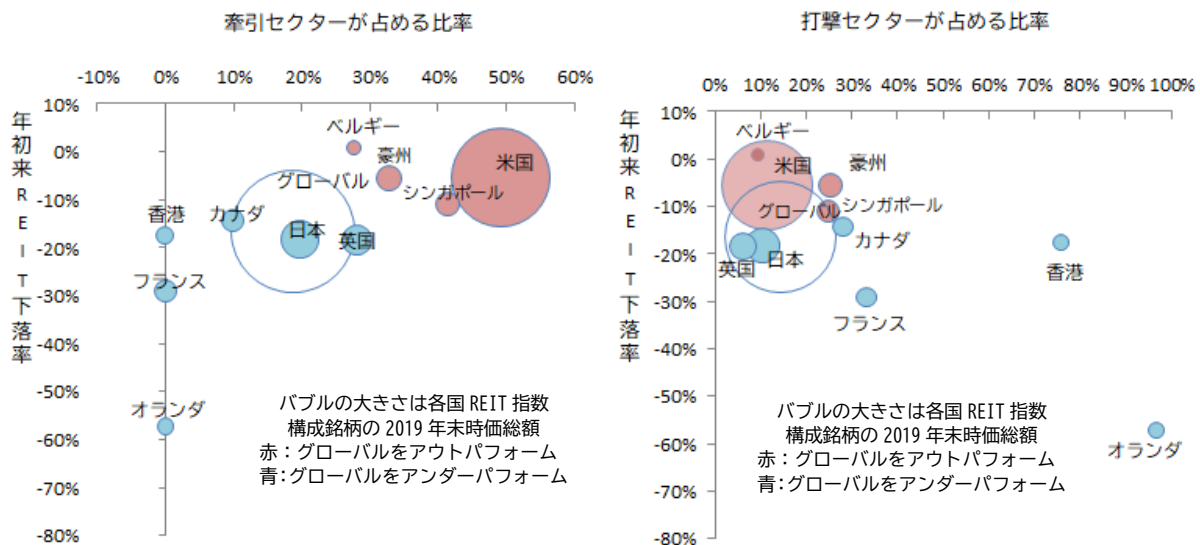
グローバル REIT 指数をアウトパフォームしたベルギー、米国、豪州、シンガポールの 4 ヶ国(図中赤バブルで表示)を見ると、図表 2-①の X 軸で示す牽引セクターが占める比率が何れも高い。同比率が高い順に示すと、米国(約半分) > シンガポール(4割強) > 豪州(3割強) > 英国・ベルギー(3割弱) > 日本(2割) > カナダ(1割) > フランス・香港・オランダ(なし)となる。一方、図表 2-②の X 軸で示す打撃セクターが占める比率を見ると、先の 4 ヶ国では特にベルギーと米国の低さが目につく。

次にグローバル REIT 指数を大幅アンダーパフォームしたオランダ、フランス、これにアンダーパフォームした英国、日本、香港、カナダを加えた 6 ヶ国を見ると、オランダ、フランス、香港の 3 ヶ国は、牽引セクターがない。一方、当該 3 ヶ国にカナダを加えた 4 ヶ国は打撃セクターが占める比率が高い。同比率が高い順に示すと、オランダ(ほぼ全て) > 香港(8割弱) > フランス(3割強) > カナダ(3割弱) > 豪州、シンガポール(25%) > 米国、日本(約 1割) > 英国、ベルギー(1割弱)となる。なお、ホテル特化型が存在するのは香港、日本、米国のみであり、同セクターの比率は 10%にも満たないため、打撃セクターは何れの国においてもほぼ商業施設を指している。

図表 2 各 REIT の牽引/打撃セクターが占める比率とパフォーマンスの関係性

① 牽引セクター比率×パフォーマンス

② 打撃セクター比率×パフォーマンス



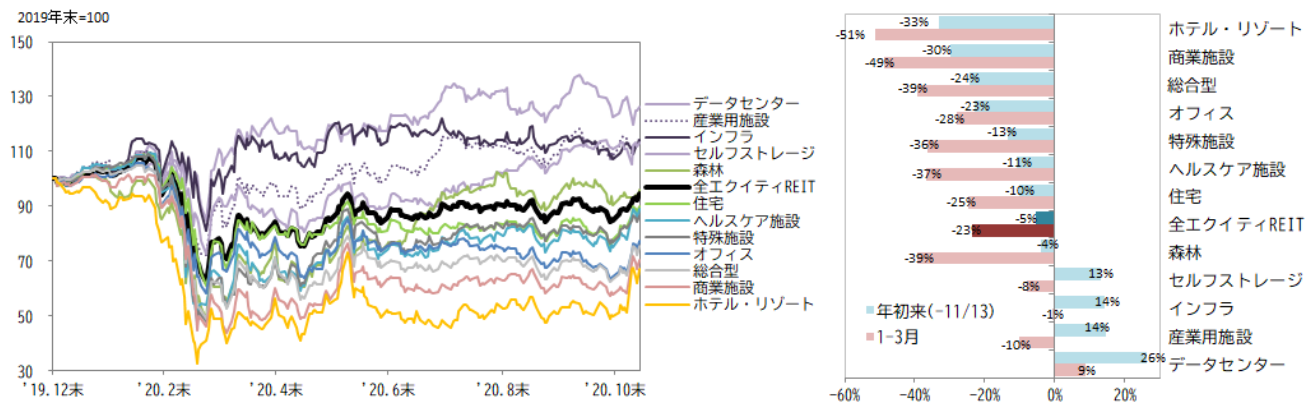
出所)各国証券取引所、各社公表資料、Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所
 注)X 軸の牽引セクターと打撃セクター(定義は文中の通り)が各 REIT 市場に占める比率は、各国証券取引所や各社の公表資料をもとに作成。Y 軸の各国 REIT 指数の年初来トータルリターンは図表 1②と同じ。バブルの大きさは FTSE EPRA/NAREIT Developed REIT 指数構成銘柄の 2019 年末時価総額(ユーロ)

牽引セクター主導でアウトパフォームしたベルギー、米国、豪州、シンガポール

以下では、グローバル REIT 指数をアウトパフォームした各国の状況をより詳しく見ていく。

ベルギーと米国は、先に見た通り牽引セクターが占める比率が高く、打撃セクターが占める比率が目立って低い結果、感染状況が相対的に深刻な中でも、市場全体はグローバル REIT 指数をアウトパフォームした。ベルギーでは牽引セクターとなっている産業用施設が市場の3割弱(=時価総額で見た割合)を占め、米国では DC・産業用施設・インフラ(通信塔)・セルフストレージの合計が市場の約5割を占めている。一方の打撃セクターを見ると、ベルギーでは商業施設が1割弱、米国では商業施設とホテル・リゾートで1割強に留まる。米国では、1-3月の急落期にホテル・リゾートが51%下落、商業施設が49%下落と、商業施設は特にリージョナルモールとショッピングセンターの打撃が目立ったが、図表3の通り、直近では Covid-19 のワクチン期待で景気敏感株が急伸する中、ホテル・リゾートや商業施設 REIT も急伸し、下落幅が縮小している。

図表3 米国 REIT のセクター別パフォーマンス (2020年11月13日まで)



出所) Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) NAREIT のエクイティ REIT 総合指数とセクター別指数(すべて配当込み指数)。2019 年末=100 として再指数化。米国 REIT のセクターについては、[海外 REIT 市場の現状と見通し\(米国\)～セクターの多様性に富む米国 REIT の魅力～](#)(2019)も併せてご参照ください

豪州とシンガポールは、牽引セクターが占める比率が高く、一方の打撃セクターが占める比率もやや高めではあるが、感染状況が相対的に穏やかな中で、牽引セクターが打撃セクターの下落を和らげ、市場全体はグローバル REIT 指数をアウトパフォームした(ただしシンガポールは同率)。豪州では牽引セクターの産業用施設が市場の3割強を占め、シンガポールでは DC と産業用施設の合計が市場の4割強を占めている。一方の打撃セクターを見ると、豪州とシンガポールでは共に商業施設が25%程度と相応に高い。なお、豪州の商業施設比率は、もともとは非常に高かったが、2018年に主要 REIT の Westfield Corporation がオランダ REIT の Unibail-Rodamco との合併を機に豪州 REIT 市場から退出したため、現状程度まで低下している。シンガポールではホテルや住宅・サービスアパートメントに投資する不動産トラストの多くが、REIT ではなく Business Trust(事業信託)に分類されているため、打撃セクターの比率が抑えられている面がある。

アンダーパフォームしたオランダ、フランス、英国、日本、香港、カナダの状況はまちまち

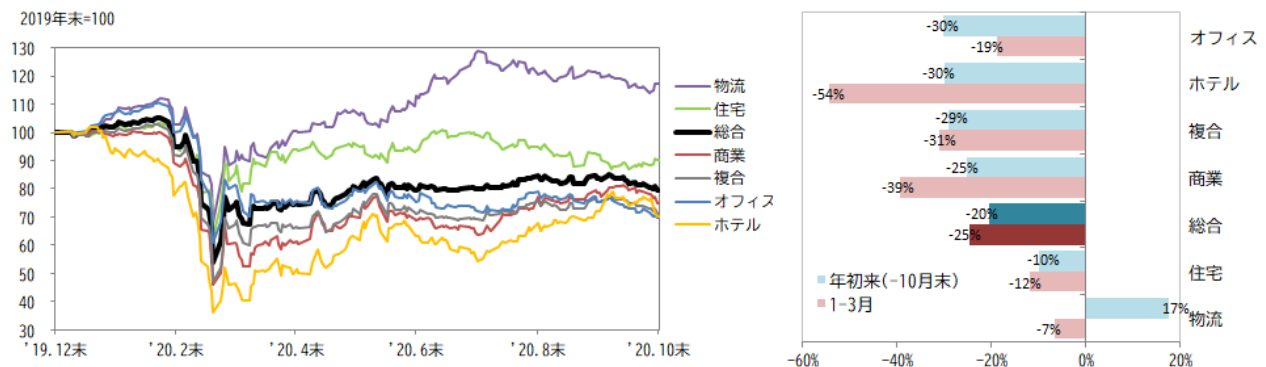
以下では、グローバル REIT 指数をアンダーパフォームした各国の状況をより詳しく見ていく。

オランダとフランスは、感染状況が相対的に深刻な中で、先に見た通り、牽引セクターが存在せず、打撃セクターが占める比率が高い結果、市場全体はグローバル REIT 指数を大幅にアンダーパフォームした。オランダでは市場の実に97%を、フランスでは3割強を、商業施設が占めている。もともと両国とも REIT 数は少なく、オランダは5社中4社が商業施設特化型(欧州最大の Unibail-Rodamco-Westfield 含む)、1社がオフィス特化型である。フランスは6社中3社が商業施設特化型、1社がオフィス特化型、2社が分散型となっている。

英国と日本は、様相が異なり、アウトパフォームした4か国ほどではないが牽引セクターは相応に存在し、一方の打撃セクターの占める比率はベルギーと米国と同程度に低い。それにも関わらず、市場全体はアンダーパフォームしている。英国は、牽引セクターの産業用施設とセルフストレージが3割弱を占め、打撃セクターの商業施設は1割に満たないが、これに商業施設を含む分散型を含めると4割弱を占めることになり、このセクターが市場全体のパフォーマンスを悪化させた。特に、感染状況が相対的に深刻な中で、英国やフランス等の商業施設を保有する主要REITのHammersonは年初から8割以上下落した。

一方の日本は、牽引セクターの物流施設が約2割を占め、打撃セクターの商業施設とホテルの合計は約1割に留まるが、それ以外に市場の6割強を占める複合・総合とオフィスが市場全体のパフォーマンスを悪化させた。なお、図表4の通り、急落後はやや戻し、その後は概ね横ばいを維持している。これには感染状況が相対的に穏やかな中で、インバウンド需要縮小で変動賃料割合の高いREITを中心に大きく下げたホテルにバリュエーション面での買い戻しが入ったことやGoToトラベル効果期待等でやや復調していること、また商業施設も、欧米に比較すれば実店舗での生活必需品購入は底堅く売上が回復している状況が影響している。今後は最大用途のオフィスの動向が重要となろう。

図表4 J-REITのセクター別パフォーマンス（2020年10月末まで）



出所)三井住友トラスト基礎研究所

注) 当社の SMTRI J-REIT Index の総合指数とセクター別指数。すべてトータルリターン指数で、2019 年末=100 として再指数化

香港は、感染状況が相対的に穏やかではあるが、オランダ、フランスと同様に牽引セクターが存在せず、一方でREIT数が打撃セクターである商業施設がLink REITとFortune REITの2社のみで7割弱、ホテルが1割弱を占め、市場全体はアンダーパフォームした。更に、香港国家安全維持法制定に伴う先行き不安もあり、昨夏がREIT株価のピークとなっている。Link REITは香港での投資機会が限られるため、海外投資を模索している。

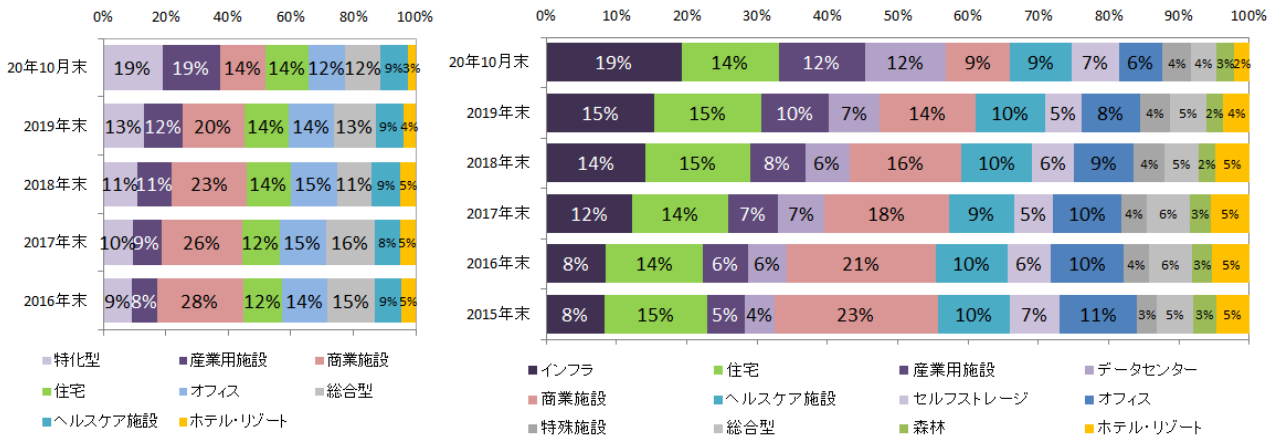
カナダは、牽引セクターの産業用施設が1割に留まり、一方の打撃セクターの商業施設が3割弱を占め、市場全体はアンダーパフォームしている。感染状況は相対的に深刻であり、カナダの商業施設を主に保有する主要REITのRioCan REITは年初から4割近く下落している。

Covid-19の影響によりグローバルREITのセクター構成も変化

以上見て来た通り、Covid-19の各セクターに対する影響は、牽引セクターと打撃セクターで明暗が分かれた。牽引セクターの時価総額はこの間に大きくなり、打撃セクターの時価総額は縮小した。その結果、グローバルREITのセクター構成が変化している。図表5-①では、産業用施設・インフラ・DCセクターの拡大と商業施設セクターの縮小が見て取れる。また、各国REITの時価総額ランキングも変化しており、産業用施設が牽引してグローバルREIT指数をアウトパフォームしたシンガポールの順位が前年末の5位から2020年10月末には4位へ上がり、アンダーパフォームした英国とフランスの順位がそれぞれ4位から5位へ、6位から7位へ後退している。

図表 5 S&P Global REIT 指数と米国 REIT セクターの推移

① S&P Global REIT 指数構成セクターの推移 ② 米国エクイティ REIT 構成セクターの推移



出所) S&P Global REIT Index、NAREIT(全米不動産投資信託協会)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注)①の特化型は、産業用施設・商業施設・住宅・オフィス・ヘルスケア・ホテル・リゾート以外の特化型を意味し、セルフストレージ、インフラ、その他特殊用途の特化型を示している

各国 REIT は今後もセクター構成の違いでパフォーマンス格差が拡大

各国 REIT は、今後もセクター構成の違いに左右される展開が続くだろう。足元では、バイデン新政権誕生やワクチン期待で強気相場となる中、With コロナの恩恵を受けてきたビデオ会議、在宅フィットネス関連株やハイテク株が急落し、割安株や景気敏感株が急伸している。グローバル REIT も、牽引セクターであったデータセンター、インフラ、産業施設等の調整と、打撃セクターのホテルと商業施設、加えてオフィスの見直し買いが進んだが、これらはバリュエーション面からの短期的な調整とみている。

今回確認した牽引セクターは、今後も EC 市場の拡大や堅調な通信需要に支えられ、中長期的な成長が見込まれる。一方、Covid-19 が収束した場合、ホテルは反動もあり急回復が見込まれるが、商業施設は小売売上の復調が各国で確認されつつあるものの、従来の生活様式が一変した中、EC 利用率がもともと高い欧米や EC 化が進む国では今後も試練が続くだろう。オフィス床需要については、シェアオフィスやリモートワークなどの新たな働き方が浸透する中、成長ペースは鈍化が見込まれる。各国の REIT 市場をグローバルに比較してみれば、Covid-19 による生活様式や構造の変化を通じて、今後もセクター構成の違いでパフォーマンス格差が拡大すると見ている。

【お問い合わせ】 海外市場調査部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. SMTRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。SMTRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、SMTRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など SMTRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「SMTRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。