

# グローバル・プロパティ・レビュー(2011年 7-9 月期)

## グローバル

### 株式市場および不動産関連証券市場のパフォーマンス

各国関連証券市場のパフォーマンス\*、米ドル・ベース 2011年 9月末現在

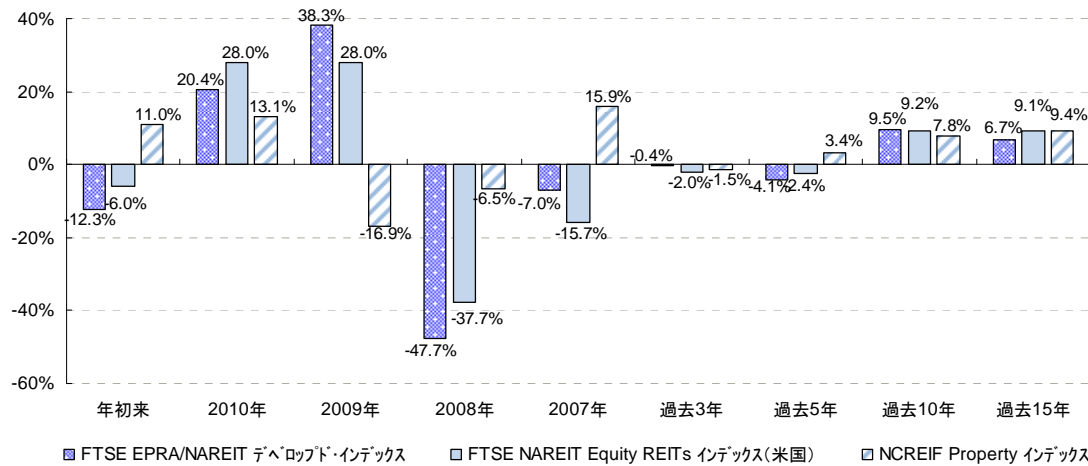
国/地域	株式市場 インデックス	リターン		不動産関連証券 インデックス	リターン		10年債利回り	
		2011年 7-9月	年初来		2011年 7-9月	年初来	2011年 9月末	2011年 9月末対 2011年 6月末
グローバル	MSCI ワールド*	-16.5%	-11.8%	FTSE EPRA/NAREIT デベロップト*	-17.3%	-12.3%	—	—
北米	MSCI ノースアメリカ	-14.5%	-9.5%	FTSE EPRA/NAREIT 北米	-14.6%	-5.6%	—	—
米国	S&P 500	-13.9	-8.7	FTSE NAREIT エクイティ REIT	-14.7	-6.0	1.90%	124bps
欧州	MSCI ヨーロッパ*	-22.6%	-15.1%	FTSE EPRA/NAREIT デベロップト*欧州	-23.3%	-10.0%	—	—
英国	FTSE 100	-15.1	-9.9	FTSE EPRA/NAREIT 英国	-22.9	-8.0	2.43%	-95bps
フランス	CAC 40	-30.2	-18.3	FTSE EPRA/NAREIT フランス	-26.1	-9.9	2.62	-79bps
ドイツ	DAX 100	-30.9	-19.3	FTSE EPRA/NAREIT ドイツ	-24.0	-17.2	1.90	-113bps
アジア	MSCI パシフィック	-11.6%	-13.4%	FTSE EPRA/NAREIT デベロップト*アジア	-18.1%	-20.8%	—	—
香港	ハンセン	-20.8	-21.5	FTSE EPRA/NAREIT 香港	-27.7	-30.9	1.25%	-93bps
日本	日経平均	-6.7	-8.2	FTSE EPRA/NAREIT 日本	-4.9	-13.6	1.04	-11bps
オーストラリア	S&P/ASX 200	-19.3	-15.8	FTSE EPRA/NAREIT オーストラリア	-16.5	-10.2	4.21	-100bps

出所: FactSet、Global Insight

\*情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

巻末の重要事項を必ずご確認ください。

## 不動産関連証券市場のパフォーマンス\*、米ドル・ベース (2011年9月末現在)



出所: FTSE EPRA/NAREIT、NCREIF

リターンは米ドル・ベースで算出されます。期間1年未満のものを除き年率にて表示しています。FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・インデックスは、時価総額加重で算出されるインデックスで、北米、欧州、アジア市場の不動産関連証券の株価を反映します。FTSE NAREIT Equity REITs インデックスは、時価総額加重で算出されるインデックスで、米国で投資適格商業用不動産を所有・管理・リースする不動産関連証券全ての株価を反映します。NCREIF Property インデックスは、全米不動産投資受託者協議会が四半期ごとに公表する実物不動産のインデックスで、個々の商業用不動産を集計したトータル・リターンを示し、不動産投資成果を評価する指標として普及しているものです。

\*情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 概況

- FTSE EPRA/NAREIT グローバル先進国リアル・エーステート指数は 2011 年 7-9 月期に米ドル建てで 17.3%下落し、1-3 月期に 3.0%上昇、4-6 月期に 2.9%続伸した流れが反転した。この結果、年初来では 12.3%の下落となった。7-9 月期には主要 3 地域すべてが大幅下落となり、景気見通しの冷え込みと資本市場全般にわたるリスク・プレミアムの上昇を嫌気して、幅広く売られた各地域の株式市場と足並みを揃える形になった。7-9 月期も再度、米国がグローバル指数をアウトパフォームした。米国市場の下落幅は 14.7%にとどまったのに対し、欧州およびアジア市場はそれぞれ 23.3%と 18.1%下落し(現地通貨建てではそれぞれ -18.4%と-16.6%)、グローバル指数をアンダーパフォームした。
- 7-9 月期にはマクロ懸念の増大が、アジア・欧米の主要市場の実物不動産ファンダメンタルズの見通しに影を落とし始めた。需給ファンダメンタルズからみて依然として世界で最も見通しの明るい商業用不動産市場は香港で、低い空室率と限定的な新規供給を追い風に、引き続きキャッシュフローが改善した。とはいえ、7-9 月期を通じてマクロ懸念が強まる中、テナントのセンチメントがより慎重になったことを背景に、キャッシュフローの改善ペースは鈍化した。一部のアナリストは、テナント需要の落ち込みを受けて、2012 年には実勢賃料が反落する可能性があるとみている。注目したいのは、たとえ実勢賃料が現行水準から下落したとしても、香港の不動産オーナーは契約更改時に賃料の引き上げが依然として可能だとみられることである。これは、ポートフォリオの既存契約の平均賃料が現在の実勢賃料を未だに大幅に下回っているためだ。一方、大半の欧米市場(及び日本市場)では、大幅に下落していた賃料と入居率が徐々に回復し始めたか底入れしつつあるものの、景気減速や景気後退リスクの高まりを受けて、ここにきて回復の足取りに対する懸念も台頭している。しかしながら、従来の不動産サイクルと異なって、今サイクルでは過剰供給は主要なリスク要因となっていない。むしろ最大の問題は、多数の市場で空室率が循環的な天井近辺に高止まりするとともに、テナント需要の大幅な回復見通しが鈍いことである。世界経済の見通しが不透明感を増していることが、とりわけそうした傾向を助長している。大幅な雇用回復は困難との見通しが依然大きな懸念材料だが、新規供給が限定的な事実が、このネガティブな要因を多少相殺している。
- 実物不動産投資市場にも広範なマクロ懸念の影響が出始めている。西欧市場は信用危機の台頭に伴って資産価値が劇的に低下した後、多少の回復を見せていたが、資産価値は現在、若干の反落リスクに直面している。景気減速、資産のリスク・プレミアムの上昇、調達環境が厳しさを増していることなどが、その背景にある。事業ファンダメンタルズの顕著な回復がない限り、現行水準からの資産価値の回復は限定的であろう。これまでの改善の大半は、金利低下に伴うキャップ・レートの低下に起因するものだったからだ。これらの市場では、投資家需要は引き続き優良資産に集中している。質の劣る資産に対する投資家の関心は薄く、ほとんど売買は成立していない。また、資産価値の回復を受けて売り手が増加しており、今後、投資家需要の力強さと、ここまでの資産価値改善の下値抵抗力が試されることとなろう。注目したいのは、世界的にマクロ懸念が強まり、リスク・プレミアムが上昇する中、買い手が最近合意したばかりの売買契約の見直しや、キャンセルを行おうとする状況が一部に見受

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

けられることである。アジア市場も、天井から資産価値の下落を余儀なくされた後、程度の差こそあれ回復に転じているが、西欧市場と対照的なのは、日本を除くアジア市場はキャップ・レートの縮小ではなく、キャッシュフローの改善を最大の牽引役に資産価値が回復している点。こうした相違にもかかわらず、大半のグローバル市場に共通する特徴がある。コア資産と二流資産の間で、価格や実物不動産ファンダメンタルズの格差が広がっていることだ。

- 過去数年間の特徴として、世界中の市場で前例のない規模の政策導入が行われていることが挙げられ、こうした当局の介入が資本市場や市場センチメント、ボラティリティに大きなインパクトを与えている。また、西欧市場と主要アジア市場とでは導入されている政策に著しい違いがあり、これが不動産価値に影響を及ぼしている。西欧市場ではほとんどの場合、当局の措置は資産デフレのリスクの回避を目標としている。これに対して日本を除くアジア市場では、資産価値上昇ペースを減速させることに主眼が置かれている。西欧政府は様々な措置を通じて住宅・商業用資産の価値浮揚を試みている。こうした措置は、住宅市場に関しては限定的な成功しか上げていないが、商業用資産に関しては、いわゆる「問題先送り」戦略が一定の効果をもたらしている。他方、日本を除くアジアの政策当局は、住宅市場の資産価値急騰ペースを抑え込む努力の一環として、様々な行政措置を導入しており、こうした政策が奏功して価格上昇ペースがスローダウンしてきた。商業用市場をターゲットとする特別な措置は導入されていない。

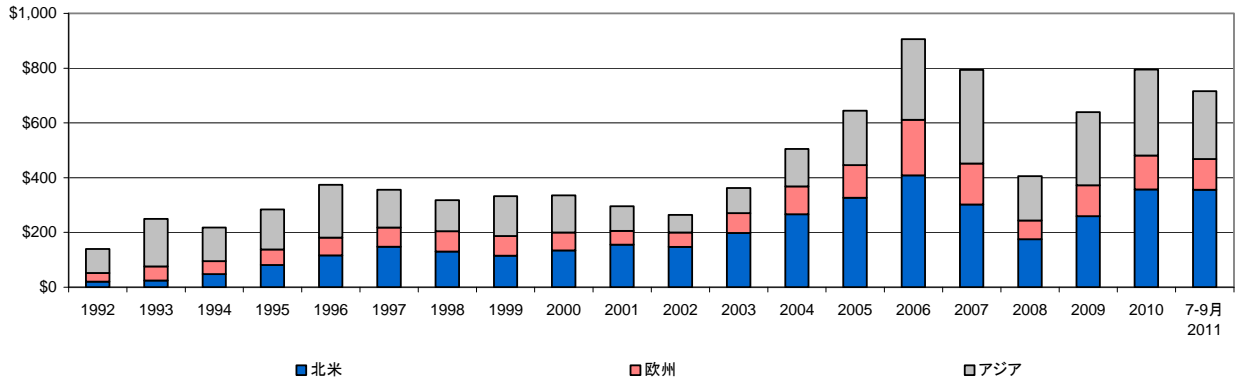
Global Property

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp /im

2011年 7-9 月期

FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・インデックスの時価総額の推移(単位:10 億米ドル)  
2011年 9 月末現在



地域	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 7-9月
北米	15%	10%	22%	29%	31%	42%	41%	35%	40%	53%	56%	55%	53%	51%	45%	38%	43%	41%	45%	50%
欧州	23%	21%	22%	20%	17%	20%	23%	22%	19%	17%	20%	20%	20%	19%	22%	19%	17%	18%	16%	16%
アジア	63%	70%	56%	51%	52%	39%	36%	44%	41%	30%	24%	25%	27%	31%	33%	43%	40%	42%	39%	35%
グローバル	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	101%

出所: FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・インデックス

Global Property

不動産関連証券インデックス・パフォーマンス\*、米ドル・ベース、2011年9月末現在

	インデックス・ウェイト		インデックス・パフォーマンス	
	グローバル	地域別	2011年 7-9 月	年初来
<b>FTSE EPRA/NAREIT テヘロッパド*</b>	<b>100.0%</b>	<b>-</b>	<b>-17.3%</b>	<b>-12.3%</b>
<b>FTSE EPRA/NAREIT 北米</b>	<b>49.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-14.6%</b>	<b>-5.6%</b>
カナダ	5.3	10.6	-11.7	2.0
米国 REIT	44.4	89.4	-14.7	-6.0
賃貸アパート	8.0	16.0	-10.8	1.8
プレハブ/移動住宅	0.5	0.9	-0.8	12.5
ショッピング・センター	3.8	7.7	-14.1	-10.1
モール型商業施設	6.9	13.8	-12.8	1.0
小売/単独店舗	1.0	2.0	-1.8	-5.0
オフィス	5.7	11.5	-19.7	-9.7
産業施設	2.1	4.2	-28.1	-20.1
産業施設/オフィス混合	1.0	2.0	-15.2	-8.1
ホテル/リゾート	2.5	5.0	-32.1	-33.7
医療施設	6.5	13.2	-7.5	-2.0
倉庫	2.5	5.0	-4.0	10.4
分散投資型	3.9	7.9	-17.4	-6.6
<b>FTSE EPRA/NAREIT テヘロッパド* EMEA</b>	<b>15.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-23.2%</b>	<b>-10.1%</b>
イスラエル	0.1	0.7	-11.5	-13.9
<b>FTSE EPRA/NAREIT テヘロッパド* 欧州</b>	<b>15.5%</b>	<b>99.3%</b>	<b>-23.3%</b>	<b>-10.0%</b>
<b>ヨーロッパ大陸</b>	<b>10.0%</b>	<b>63.9%</b>	<b>-23.5%</b>	<b>-11.2%</b>
オーストリア	0.3	1.8	-30.3	-18.7
ベルギー	0.5	3.4	-15.5	-3.6
フィンランド	0.3	2.0	-29.9	-20.0
フランス	3.9	24.8	-26.1	-9.9
ドイツ	0.9	6.0	-24.0	-17.2
ギリシャ	0.0	0.1	-41.9	-36.1
イタリア	0.1	0.6	-45.6	-32.4
オランダ	1.3	8.1	-28.2	-20.5
ノルウェー	0.1	0.6	-36.3	-23.9
スペイン	0.0	0.1	-50.6	-44.7
スウェーデン	1.2	7.4	-20.0	-16.7
スイス	1.4	8.8	-6.1	12.7
<b>英国</b>	<b>5.5%</b>	<b>35.4%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-8.0%</b>
英国主要地区	3.4	21.7	-24.5	-9.1
英国その他	2.1	13.7	-20.1	-6.4

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

	インデックス・ウェイト		インデックス・パフォーマンス	
	グローバル	地域別	2011年 7-9 月	年初来
<b>FTSE EPRA/NAREIT デベロップド・アジア</b>	<b>34.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-18.1%</b>	<b>-20.8%</b>
アジア(除くオーストラリア)	26.3	75.9	-18.6	-23.8
香港	11.7	33.8	-27.7	-30.9
香港不動産事業会社	8.5	24.5	-27.0	-33.1
香港 REIT	1.1	3.3	-10.5	-1.8
中国不動産事業会社	2.1	6.0	-36.6	-33.1
日本	10.2	29.5	-4.9	-13.6
日本不動産事業会社	6.6	19.1	-6.8	-15.7
日本 REIT	3.6	10.4	-1.2	-9.5
シンガポール	4.2	12.2	-18.8	-24.1
シンガポール不動産事業会社	2.4	6.9	-20.7	-30.4
シンガポール REIT	1.8	5.3	-16.1	-12.4
ニュージーランド	0.1	0.3	-4.8	8.3
オーストラリア	8.4	24.1	-16.5	-10.2

出所: FTSE EPRA/NAREIT

\*情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

Global Property

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 推奨ポートフォリオ・アロケーション

### (グローバル・ポートフォリオ、含む不動産関連証券)

- オーストラリアを除くアジアの上場不動産株は、相対バリュエーションという点で世界の中で最も魅力的だとの考えを継続する。香港の上場不動産事業会社(REOC)のバリュエーションは、新たなグローバル金融危機が訪れるリスクを織り込んでいるとみられるが、他の大半の銘柄にそうしたリスクは織り込まれていないもようである。このことは、上場銘柄の間に極めて著しいバリュエーションの乖離が生じていることを意味する。香港の不動産事業会社の相対的なアンダーパフォーマンスを踏まえてオーバーウェイト幅を引き上げ、これに伴ってアジア地域の大幅なオーバーウェイトを一段と拡大した。
- 香港の不動産事業会社はアジアだけでなく、グローバル・ベースで絶対的にも相対的にも最も妙味が大きいと考える。7-9 月期に、香港の不動産事業会社株は不動産ファンダメンタルズが堅固で、賃料と資産価値が相対的に底堅く、新規供給が極めて少ないにもかかわらず、極度にネガティブなセンチメントに支配されて、株価が下落した。これらの会社の上場市場におけるバリュエーションは、7-9 月期に入る前に、すでに商業用・住宅用不動産の賃料と資産価値の大幅な下落を織り込んでいたと思われる。しかも 7-9 月期に 30%近い下落を記録したため、上場不動産市場における評価と実物不動産市場における評価が、かつてないほど極度に乖離した。しかも、香港の不動産事業会社は依然としてレバレッジが極めて低いうえ、香港の不動産各社の公表 NAV は、実勢相場を下回る既存賃料を、契約更改時に実勢相場に向けて大幅に引き上げるのに伴って予想される潜在的なキャッシュフローの大幅な増加や、区分所有不動産取引が物語っている力強い資産価値の動向を十分に織り込んでいないことが、バリュエーションの割安感を一段と助長している。投資家のネガティブなセンチメントが持続する可能性があることは認識しているが、我々はあくまでもファンダメンタルズ分析に基づき、断固たる確信を持ってアロケーションを決定している。
- 日本の不動産事業会社は依然 NAV に対して大幅なディスカウントで取引されており、とりわけ J-REIT との比較で魅力的な価値を提供している。都心 3 区のグレード A のオフィス資産は、空室率 4% 近辺で概ね底入れした。だが、マクロの不透明感と新規供給により、不動産市場のファンダメンタルズの大幅な改善見通しは依然限定的である。グレード B 物件と二流オフィス物件についても、賃料は下げ止まったもようだ。しかしながら、テナントが新しいビルや、中心部への移転を進めるに伴い、古い物件や二流物件については、空室率上昇がより重大なリスク要因になると考えられる。主要不動産事業会社の資産ポートフォリオは、主に東京都心部の優良オフィス資産で構成されており、概ね事業ファンダメンタルズが脆弱で質の劣る資産ポートフォリオを抱えている J-REIT よりも、好パフォーマンスが期待される。このような質の著しい違いにもかかわらず、J-REIT は日本の不動産事業会社よりも引き続きプ

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

レミアム水準で取引されている。以上の状況を踏まえて、日本ではこれまで通り不動産事業会社をオーバーウェイトし、J-REIT をアンダーウェイトする。

- 欧州では、英国の不動産市場は 7-9 月期末に、ピーク水準からの大幅な資産価値の調整を反映した公表 NAV に対し、平均 21%のディスカウントとなった。IPD 指数に基づけば、英国不動産市場の資産価値は 2009 年央の底から 18%近く回復しているが、それでもピーク水準からは依然 35%程度下押しした水準にある。7-9 月期末に、大陸欧州の不動産株は信用危機勃発以来わずかな資産価値の下落しか反映していない公表 NAV に対して平均 14%のプレミアムとなった。このことは、大陸欧州の資産価値の回復余地は英国ほど大きくないことを示唆している。しかも、英国の不動産会社は一般に、大陸欧州の不動産会社と比較してバランスシートが健全で、買換えリスクが小さく、レバレッジ比率が低い。さらに、債務の平均満期も大陸欧州の不動産会社より長い。このように、大陸欧州と英国の不動産株のバリュエーション格差が依然として大きいと見られるため、欧州では英国市場に対するオーバーウェイトを継続している。欧州全体に対しては、当期にアンダーパフォームしたにもかかわらず、小幅アンダーウェイトを継続する。大陸欧州の不動産会社はソブリン債務危機で最も大きなリスクにさらされている市場へのエクスポージャーは限定的ながら、状況は未だ動揺を続けており、経済成長予想や資金アクセス、資金調達コストは悪化し続けている。
- 米国では、優良資産の資産価値が 2007 年初頭の過去最高水準から 10%程度下方調整されたとの推定に基づく調整後 NAV(底から 50%の回復に相当)に対して、7-9 月期末の REIT 株の株価は約 5%のディスカウントとなった。純資産価値に対して 5%ディスカウントという水準は、従来の平均 10%のプレミアムと比較して魅力だとの指摘もある。しかしながら、景気見通しの低迷、資本市場全般にわたるリスク・プレミアムの上昇、厳しさを増す調達環境などの要因を勘案すれば、資産価値が若干下落する可能性があることを明記する必要がある。とはいえ、昨今の物件取引の冷え込みにより、こうした状況が実際の取引事例によって明確に裏付けられているわけではない。米国と英国は天井からおおよそ 40%下落し、ほぼ同様の資産価値の下落を経験したのに、その後の資産価値の回復度合いや、上場市場におけるバリュエーションはまったく異なっていることに注目したい。米国の不動産会社は、天井からわずか 10%の調整しか反映していない資産価値に対して、5%と小幅なディスカウント水準で取引されている。これに対し、英国の不動産株は、天井から依然として約 35%の下落を反映した実物資産の価値に対して平均 20%のディスカウント水準で取引されている。7-9 月期に米国市場が引き続きアウトパフォームした点を踏まえて、米国市場のアンダーウェイト幅を引き上げた。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

- オーストラリアでは、資産バリュエーションと不動産ファンダメンタルズが相対的に引き続き安定しているものの、小売店舗セクターと住宅セクターは続落する公算が大きい。オーストラリアの不動産市場に関する主な疑問は、不動産利回りや上場企業の株式コストと比較して負債資本コストが高い事実を照らして、現在の資産バリュエーションは維持可能かという点である。7-9 月期末に同セクターは対 NAV でディスカウントとなった。同セクターのバリュエーションはディスカウント水準ではあるが、相対的にアウトパフォームした(現地通貨建て)ことと、とりわけ香港の不動産事業会社と比較すれば、相対的に妙味が乏しいことを踏まえて、同セクターのアンダーウェイト幅を引き上げた。

## ポートフォリオ・アロケーション\*、米ドル・ベース、2011年9月末現在

地域	2011年 7-9月 推奨配分	2011年 7-9月 ベンチマーク・ウェイト	2011年 7-9月 リターン	2011年 4-6月 推奨配分	2011年 4-6月 ベンチマーク・ウェイト
米国	43.4%	49.7%	-14.7%	41.6%	47.6%
欧州	15.5	15.7	-23.3	16.7	17.0
アジア (除くオーストラリア)	36.0	26.3	-18.6	36.2	27.0
オーストラリア	5.1	8.4	-16.5	5.5	8.5
<b>合計</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-17.3%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

出所: FTSE EPRA/NAREIT

\*情報提供を目的としたものです。過去の実績は、必ずしも将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予告無しに変更する場合があります。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 米国

### 概況

- 米国 REIT 市場は 2011 年 7-9 月期に 14.7%下落し、年初来では 6.0%の下落となった。REIT 市場は 7 月に 1.5%値上がりしたものの、国内外の情勢に対する投資家の懸念の高まりを映す形で 8 月は 5.7%値下がりし、9 月も 11.0%下落して下げ幅を広げた。米国では景気の二番底リスクとともに、長期的な政策・規制面での不透明感が強く意識された。債務上限の引き上げ交渉をめぐる混乱により、米国の政治家全体に対し、果たして優れた立法能力を備えているのかとの疑念が生じたのである。それとともに、欧州ソブリン債務危機や中国のハードランディング・シナリオなど、世界的な懸念も増大した。
- 実物不動産投資市場では 2010 年 10-12 月期以降、売買活動が増加に転じており、7-9 月期初頭までそうした流れが続いた。しかしながら、グローバル・マクロ問題の再燃が嫌気されて資本市場が下落するとともに、8 月初旬以降、売買活動は減速に転じた。売買活動は安定的なインカム収入が期待できる優良資産にほぼ限られる状況において、売却用コア物件の供給が穏やかな水準にとどまり、買い手の数が売り手の数を依然はるかに上回る事態が継続した。資産価格の力強い回復に誘引される形で売り手が増え始めているものの、逆に買い手側の意欲はここにきて不透明感が強まっている。一部のコア投資家が低リターンを受け入れ、最近数四半期を通じて確認された力強いバリュエーションで優良資産の購入を続ける可能性はあるにせよ、実際にそうした展開になるかどうかは、国債や質の高い債券の利回りが極めて低い水準にとどまるかどうかにかかっていると思われる。
- コア資産のバリュエーションは、2009 年春に推定 40%下落して底入れして以降、低下ペースは大幅に縮小している(改善の大半はキャップ・レートの縮小による)。これに対し、二流物件のバリュエーションは概ね 40%下落した底値近辺にとどまったままであり、安定的なインカム収入が見込める優良資産と、二流資産の間のバリュエーション乖離が広がっている。4-6 月期末に、優良物件の低リターンに満足できない一部の買い手が二流物件の取引を模索する可能性があるとの思惑が浮上したが、不動産投資全般に対する投資家の関心が薄れているうえ、資金調達環境が厳しさを増し、リスク・プレミアムが上昇する中で、そうした流れが強まる公算は小さくなっているようだ。その結果、二流物件、とりわけ安定したインカム収入を生み出していない物件については、購入提示価格と売却提示価格の差は依然大きく開いたまままだとみられ、このことが今も投資用物件取引の低迷の最大の原因となっている。物件オーナーは現在の市場価格で取引を行うことに消極的な姿勢を崩していない。さらに、貸し手から極端な低価格での物件売却を迫られていないこともあって、現状、そうした強制的な売却物件は払底している。
- 2010 年 10-12 月期に REIT の多くが、破綻資産を割安なバリュエーションで買収する機会を待つことに痺れを切らし、市場に売りに出ている限られたコア資産に関心を向けたことは、すでに指摘した。さらに、2011 年初来、買収を発表した REIT は容易にエクイティ・ファイナンスを実施できたことなど、REIT 各社は投資家に背中を押されたとも言える。しかしながら 7-9

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

月期に入り、株価が下落して景気見通しが不透明感を増すに伴い、ほとんどの REIT が買収を手控えたため、こうした活動は減速した。

- マクロ環境の不透明感が強まっているとはいえ、2008年の金融危機当時と比べて現在、REITの財務体質ははるかに健全化していることに留意したい。2009年以降、REIT各社はバランスシート改善を目的に、総額600億ドルを超えるエクイティ・ファイナンスを行った。また、調達金利が過去最低水準にあることの恩恵を享受すべく積極的に起債を行うとともに、満期の長期化にも努めた。REIT各社は2009年以降、約400億ドルの無担保社債を発行した。
- 7-9月期には、REIT市場の全セクターが株式市場全般と足並みを揃えて値下がりをした。かなりの度合い、個々のセクターの相対パフォーマンスは、景気が低迷する中で各セクターの業績動向に関する投資家のセンチメントを反映している。主要セクターの中では、賃貸アパートおよび小売物件 REIT が指数をアウトパフォームし、オフィス REIT がアンダーパフォームした。4-6月期決算発表において賃貸アパート各社は、米国経済が減速し、雇用が伸び悩む中であってさえ、複数世帯住宅の事業ファンダメンタルズの見通しは明るさを増していると述べた。このため、景気減速リスクが高まり、しかもリース期間が短いという構造的要因にもかかわらず、賃貸アパート・セクターはよりディフェンシブ性が強いとみられているもようである。オフィス・セクターは、雇用の伸び悩み、不透明なマクロ環境、レイオフ・リスクの高まりがオフィスのテナント需要にネガティブな影響を及ぼすとの投資家の不安を反映して、アンダーパフォームした。小売店舗セクターは、高級モールのオーナーの好調に牽引されて、小幅アウトパフォームした。中小セクターでは、賃貸アパート・セクターと同様の理由で、倉庫セクターがアウトパフォームした。ヘルスケア・セクターもアウトパフォームした。ヘルスケア・セクターがアウトパフォームしたのは、正味リース期間が長いという構造から、伝統的にディフェンシブ性が強いと見なされていることによる。他方、最もパフォーマンスが低迷したのはホテル・セクターであり、ホテル各社の業績が依然として堅調で、景気減速を踏まえても今年一杯、業績は好調に推移することが確認されたにもかかわらず、景気の落ち込みが懸念されて株価が下落した。産業セクターも、テナント需要の低迷懸念からアンダーパフォームした。
- 主な投資戦略
  - ・ ホテルセクターのオーバーウェイト
  - ・ 産業施設、郊外オフィス、医療施設セクター等のアンダーウェイト

## 不動産関連証券のバリュエーション

- 優良資産の資産価値が2007年初頭に達成した過去最高水準から10%程度下落(底から50%改善)したとの想定に基づいて、7-9月期末に REIT 市場は純資産価値に対して約5%のディスカウントとなった。純資産価値に対して5%ディスカウントという水準は、従来の平均10%のプレミアムと比較して魅力だとの指摘もある。しかしながら、景気見通しの低迷、資本市場全般にわたるリスク・プレミアムの上昇、厳しさを増す調達環境といった要因を勘案すれ

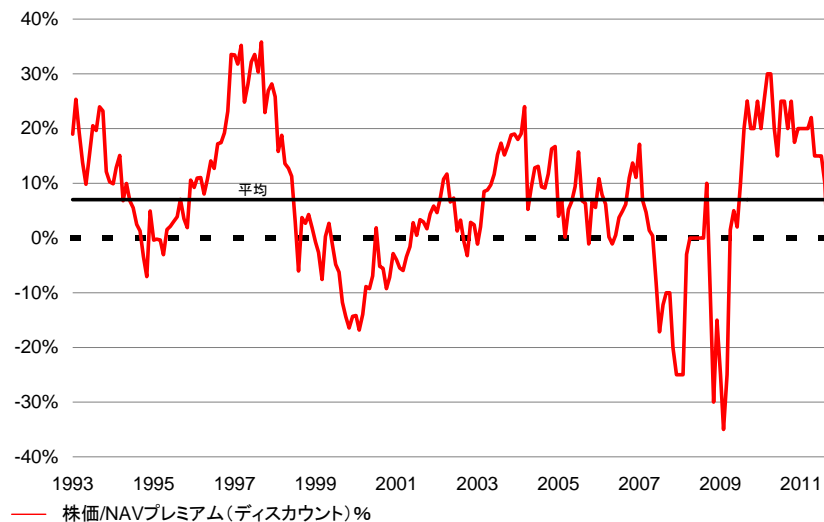
# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

ば、今後、資産価値が若干下落する可能性があることを明記する必要がある。とはいえ、昨今の物件取引の冷え込みにより、こうした状況が実際の取引事例によって明確に裏付けられているわけではない。加えて、ここまでのキャップ・レートの大幅な低下や、今後の営業キャッシュフロー成長の減速見通しを受けて、投資適格債と比較して不動産投資の魅力も薄れている。一部には、REIT のバリュエーションは、スプレッドが劇的に拡大している（期末時点で平均 9%超）ハイイールド債と比較すべきではないかとの懸念もある。最後に、買い手が、資本市場のボラティリティと景気の不透明感が強まった 7-9 月期以前に締結した売買契約を破棄しようとしたり、価格の再交渉を行っていることを示す事例も増えている。

## 市場価格/NAV プレミアムまたはディスカウントの推移\* 2011年9月末現在



出所: Green Street Advisors、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント  
\*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 欧州

### 概況

- 欧州不動産株は 2011 年 7-9 月期にユーロ建てで 17.1%下落し、年初来のリターンは -10.0%となった。7 月は 1.9%下落にとどまったものの、8 月は 8.1%、9 月は 8.0%と大幅に続落した。主要市場の中ではスイス、ベルギー、スウェーデンがユーロ建てでそれぞれ +1.4%、-8.7%、-13.6%と欧州平均をアウトパフォームした。他方、イタリア、オーストリア、オランダはそれぞれ-41.2%、-24.7%、-22.4%下落し、欧州平均をアンダーパフォームした
- マクロ経済とソブリン債務懸念の深刻化にもかかわらず、7-9 月期に欧州の実物不動産投資額は増加した。これは、4-6 月期に交渉が開始された多数の取引が完了したことによる。取引高は 288 億ユーロに達し、4-6 月期比 13%、前年比 26%それぞれ増加した。この結果、年初来の取引高は前年の水準から 21%増加した。英国市場では、7-9 月期の取引高は 4-6 月期の低迷を取り返す形で 16%増加した。英国は依然として欧州最大の市場であり、全投資活動のほぼ 30%を占めている。ドイツ及び北欧諸国でも、平均を上回る経済パフォーマンスを反映して取引高が大幅に伸びた。これに対し、イタリアやスペインを含めてソブリン債務危機の真只中にある諸国では、投資活動は引き続き限定的である。過去 2 年間、10-12 月期に取引完了物件が大幅に増大した。いずれも資本価値が上昇する中で取引拡大だったが、主要国経済の不透明感が増していることを考えれば、2011 年 10-12 月期にも同様に投資活動の力強い増加が見込める公算は小さい。
- 夏場の金融市場の動揺は、不動産債務市場における流動性の低下を引き起こした。これは、多数の銀行が自己資本比率引き上げ要請を見込んで資本を留保し続けたことや、銀行間市場の制約が強まったことによる。欧州全域にわたり、銀行は貸高残高を抑えて流動性を引き上げる必要から、毀損したレガシー融資の処理を積極的に進めたものの、すでに計上している以上の損失を計上することには総じて消極的で、またその余地もなかった。その結果、多くの銀行が引き続き融資の借換えを行う方針を取り、今後の市場回復を待つ姿勢を見せた。これに伴い、新規融資を行う余地も限定的だった。これらの要因の結果として、不動産貸出条件はタイト化し、貸預金利鞘一段と拡大した。
- 不動産利回りは、2009 年 4-6 月期以降、7 四半期連続で下落した後、欧州全体で堅調に推移した。7-9 月四半期には平均債券利回りは欧州全域で低下した(1 ページの表を参照)。これに伴い、当期に欧州プライム・オフィス利回りと債券利回りのスプレッドが拡大し、過去 7 年間に見られなかった水準に達した。フランス、ドイツ、スウェーデンを含む欧州大陸の幾つかの市場では、現在の利回り格差は 2009 年のサイクルの底で付けた水準よりも大きい。ここで、ソブリン債務危機により最も大きな圧力にさらされている市場は、欧州上場不動産市場の投資可能ユニバースのごくわずかな部分を占めているのにすぎないことに留意したい。
- 過去 2 年間、欧州不動産市場では優良物件と二流物件の乖離が広がり、投資活動は優良物件に集中する形となってきたが、こうした特徴は今後も続くのみならず、一段と格差が広がると予想される。強まる不透明感と一段と厳しさを増す債務調達環境を背景に、不動産投資

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

家の中でリスク選好度が低下している。投資家は、流動性が最も高く、景気見通しが最も明るく、居住者やテナントのファンダメンタルズが最も健全な国の、長期的に安定的なインカム収入が見込める優良資産に焦点を置き続けるとみられている。こうした流れは、大半の市場において、引き続き優良資産の価格の追い風となるはずだ。しかしながら、プライム資産の供給が増加すれば、現在欧州の不動産市場に向けられている株式資本が払底し、それらの資産の価値に下押し圧力がかかる恐れがある。また二流資産については、投資家の関心が薄れ、ファンダメンタルズが脆弱で、この種の資産は負債市場における資金調達が可能ではないことを考えれば、見通しは依然として厳しい。こうした環境では、かなりの二流資産が、高リスクの株式型リターンの価格を提供する価格でなければ、買い手を見つけることは出来ないだろう。二流物件の利回りはじり高となり、優良物件と二流物件との乖離が一段と広がるものと予想される。

- 7-9 月期には英国上場不動産市場は米ドル建てで 22.9%下落(ポンド建てでは 20.5%、ユーロ建てでは 16.7%それぞれ下落)し、年初来では 8.0%の下落となった(それぞれ 7.6%下落と 8.0%下落)。英国不動産株は 7-9 月期末現在、天井から大幅な資産価値の下落を反映した公表 NAV に対して、平均 21%のディスカウントとなった。取引事例ではなく不動産評価値を基にした投資用不動産のデータバンクであるインベストメント・プロパティ・データバンク(IPD)指数によれば、7-9 月期の資産価値の回復は 0.2%にとどまり、2011 年 1-3 月期の 0.6%増、4-6 月期の 0.4%増から伸びが一段と減速した。資産価値は 2009 年 8 月にプラス転換した後 26 ヶ月連続で上昇し、底から 17.8%回復した。それでも依然、資産価値は 2007 年 6 月の天井を 34.3%下回っている。7-9 月期の資産価値の上昇を牽引したのは、ロンドン中央部のオフィスのさらなる価値の上昇。ロンドン中央部のオフィスの価値上昇は、小売店舗物件の 0.2%の下落を打ち消した。7-9 月期の産業関連資産の価値は横ばいとなった。英国上場不動産の賃料は 7-9 月期も横ばいとなった。オフィス・セクターの賃料上昇(0.8%)が、小売店舗(-0.4%)および産業用物件(-0.2%)の一段の賃料低下により打ち消された格好。IPD によれば、7-9 月期に当初利回りは 6bp 低下して 6.23%となった。にもかかわらず、今なお利回りは 2007 年 6 月の底を 166bp 上回っている。7-9 月期に 10 年物英国債利回りが 95bp 低下したのに伴い、英国債利回りと不動産当初利回りのスプレッドは 380bp にワイド化した。これは、長期的な平均スプレッドを 300bp 以上上回っており、2009 年 3 月に付けた過去最高水準よりわずか 70bp 低いだけだ。しかしながら、景気見通しの不透明感が強く、貸出環境が厳しいうえ、リスク資産のリスク・プレミアムが上昇していることを踏まえるならば、このようにスプレッドが過去の平均を上回っているにもかかわらず、利回りの一段の低下は期待しにくい。資産価値上昇ペースが改めて加速するには、賃料の伸びがプラス転換するとともに、負債資金の調達環境が緩む必要がある。現在のスプレッド水準と、投資家が引き続き確実に長期的なインカム源を求めている点を考慮すれば、優良資産の利回りが現行水準からさらに上昇することは予想されないが、二流資産の利回りは上昇する可能性がある。二流資産に対する投資家の関心が薄いことに加えて、賃貸収入をめぐるファンダメンタルズが弱く、この種の資産に対する負債資金の調達が困難なことが、そのようにみる理由である。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

- 12月を決算期末とする上場不動産各社の中間決算は、ロンドン中心部のオフィス市場の堅調が続いていること、及び優良小売店舗セクターの底堅さを浮き彫りにした。中間決算によれば、6月までの6ヵ月間にNAVは加重平均ベースで5.1%増加し、2010年12月までの6ヵ月間における6.7%増加から伸びが減速した。上場不動産事業会社が発表した資産価値の上昇幅は、同期間におけるIPD指数の伸びを上回った。これは、上場不動産事業会社は平均的に見てポートフォリオの質が高く、アクティブな資産運用を行っていることを反映している。金融市場の最近の混迷と、景気見通しの不透明感に照らせば、公表NAVが大幅な回復を示すことは期待しづらいが、上場不動産事業会社は今後ともIPD指数が公表する資産価値の伸びをアウトパフォームするものと予想される。
- 景気見通しの冷え込みと金融市場の混迷を背景に、シティのオフィス市場のスペース取得状況は冴えなかった。金融セクターの雇用喪失の加速に直面して、借り手がリース契約の締結判断を遅らせたことによる。とはいえ、2011年7-9月期のスペース取得は同期間としては2003年以降の最低となったものの、4-6月期比では40%改善した。7-9月期に1件の新築ビルの竣工と、数件の改修スキームが終了したため、全体の供給量は10%増加した。これに伴い、シティのオフィスの空室率は6.9%から7.6%に上昇した。シティのオフィス市場ではさらなる投機的物件が建築中であることから、年初来9ヵ月間の低調なスペース取得状況が改善しない限り、物件の入手可能性はさらに上昇する可能性が高い。7-9月期のシティの優良オフィスの賃料は、平方フィート当たり55.00ポンドと4四半期連続で横ばいにとどまったが、景気の不透明感と供給の増加を背景に、賃料の伸びに対する期待は大幅に萎んでいる。
- ウェスト・エンドのオフィス市場はシティのオフィス市場よりも依然良好な位置付けにある。7-9月期のスペース取得状況は4-6月期の水準から22%減少したものの、投機的な物件の竣工が限定的で、スペース取得状況が正味プラスとなったことにより、物件の利用可能性は9ヵ月連続で低下した。空室率は期中に4.6%から4.4%に低下し、2008年以来の最低水準となった。グレードA物件の空室率も2.2%に落ち込み、依然として過去最低水準に近い。ウェスト・エンドの優良物件の賃料は依然平方フィート当たり95.00ポンドにとどまったが、同市場の利用可能性がさらに低下するに伴い、賃料の上昇が見込まれる。また、ウェスト・エンドでは、スペース取得に係る金融サービス・セクターへの依存度がシティと比較してはるかに低いうえ、ウェスト・エンドにおける2014年末までの投機的な物件開発パイプラインは、シティ市場全体の半分にすぎないことにも注意が必要である。
- 大陸欧州の不動産株は7-9月期に23.5%下落した(ユーロ建てでは27.3%下落、現地通貨建てでは17.2%下落)。この結果、年初来のパフォーマンスは-11.2%(ユーロ建てでは-11.2%、現地通貨建てでは-11.1%)となった。7-9月期末に大陸欧州の不動産株は公表NAVに対して平均14%のディスカウントとなった。しかしながら、英国の不動産株との間になお存在する大きな相違は、英国の不動産株のバリュエーションが、資産価値の大幅な調整を反映した公表NAVに基づいているのに対し、大陸欧州の不動産株のバリュエーションは、物件取引が限定的なため、2008年の信用危機の勃発以降わずかな資産価値の下落しか反映していない公表NAVに基づいていることである。したがって、英国と比較して大陸欧

# Morgan Stanley

[www.morganstanley.co.jp/im](http://www.morganstanley.co.jp/im)

2011年 7-9 月期

州の不動産株にはさほど大幅な回復余地は期待しにくい。さらに、英国の不動産会社は一般に、大陸欧州の不動産会社と比較してバランスシートが健全で、買換えリスクが小さく、レバレッジ比率が低い。債務の平均満期も大陸欧州の不動産会社より長い。英国の不動産株と大陸欧州の不動産株の大幅なバリュエーション格差は、英国市場の相対的な妙味を際立たせている。ちなみに英国市場は、欧州の投資可能ユニバースの 3 分の 1 超を占めている。

- 主な投資戦略
  - ・ 英国のオーバーウェイト
  - ・ スウェーデン、ドイツ、ベルギー、スイスのアンダーウェイト

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 欧州主要オフィス市場賃貸料騰落率\*

都市	2009年	2010年	2011年 1-3月	2011年 4-6月	2011年 7-9月
ロンドン・シティ地区	-23.1%	22.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ロンドン・ウェストエンド地区	-21.1	17.9	4.5	2.7	0.0
パリ中心地区	-15.7	7.1	0.0	0.0	0.0
フランクフルト	-8.2	-2.9	0.0	0.0	0.0
ミラノ	-12.3	4.0	0.0	0.0	1.9
ストックホルム	-9.7	8.1	0.0	2.5	2.4
マドリード	-26.2	-8.4	-0.9	-0.9	-1.9
バルセロナ	-16.0	-8.3	-1.3	-1.3	-1.3
アムステルダム	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ブリュッセル	-3.6	17.0	0.0	0.0	-3.2
<b>欧州全域</b>	<b>-13.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.0%</b>

出所: Jones Lang LaSalle

\*情報提供を目的としたものです。

- 2011年7-9月期、欧州のプライムオフィス賃料は横ばいでの推移となった。
- 上述の期間、特にストックホルム(+2.4%)やミラノ(+1.9%)でのオフィス賃料の上昇が大きかった。しかしこれらは、ブリュッセル(-3.2%)、マドリード(-1.9%)、バルセロナ(-1.3%)等で相殺された。
- 優良物件の供給が限定的で需給面は下支え要因となっている。

## 欧州主要オフィス利回りと10年債利回りの比較\*

都市	2011年 4-6月	2011年 7-9月	2011年 7-9月 変化幅	累積変化幅	2011年 9月末 10年債利回り	2011年 7-9月 スプレッド
ロンドン・シティ地区	5.25%	5.25%	0.00%	1.00%	2.43%	2.82%
ロンドン・ウェストエンド地区	4.00	4.00	0.00	0.50	2.43	1.57
パリ中心地区	4.75	4.75	0.00	1.25	2.60	2.15
フランクフルト	4.90	4.85	-0.05	0.60	1.89	2.96
ミラノ	4.95	4.95	0.00	0.82	5.54	-0.69
ストックホルム	4.75	4.75	0.00	0.50	1.74	3.01
マドリード	5.50	5.50	0.00	1.60	5.14	0.36
バルセロナ	5.75	6.00	0.25	2.00	5.14	0.86
アムステルダム	5.45	5.55	0.10	0.80	2.29	3.27
ブリュッセル	6.00	6.00	0.00	0.35	3.65	2.35
<b>平均</b>	<b>5.13%</b>	<b>5.15%</b>	<b>0.02%</b>	<b>0.93%</b>	<b>3.28%</b>	<b>1.87%</b>

出所: Jones Lang LaSalle、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

\*情報提供を目的としたものです。

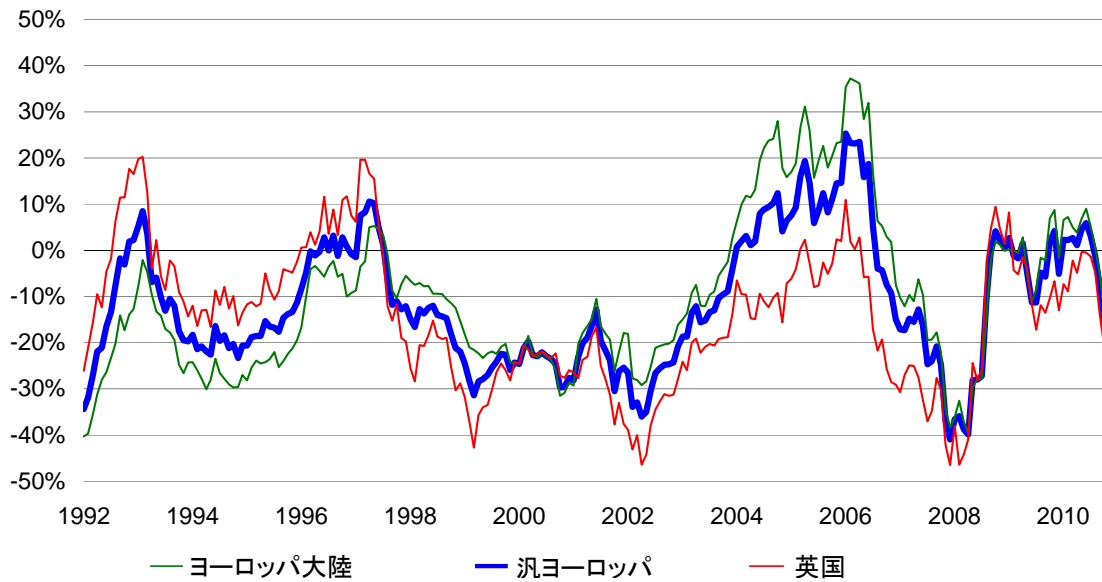
- 2011年7-9月期においてプライム・オフィスの不動産利回りは7四半期続落後、2四半期連続で安定化している。当期不動産利回りは前期比+0.02%の5.15%であった。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

市場価格/NAV プレミアムまたはディスカウントの推移\* 2011年9月末現在



出所:モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

汎ヨーロッパ:英国、フランス、スペイン、スウェーデン、フィンランド、オランダ、イタリア、オーストリア、ドイツ、スイス、ベルギーを含みます。ヨーロッパ大陸には英国を含みません。

\*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

Global Property

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## アジア

### 概況

- アジアの不動産株は、7-9 月期に 18.1%値下がりました(現地通貨建てでは 16.6%下落)。この結果、年初来のリターンは-20.8%(同-20.7%)となった。株価は景気回復への期待感が高まった 7 月には 1.5%値上がりしたものの、8 月には欧州ソブリン債務危機問題が一段と深刻化の様相を見せたことや、中国の景気失速懸念から 6.3%の下落に転じた。9 月には中国の不動産株が下げを先導する形で 13.8%続落した。中国経済のハードランディング・シナリオ懸念が強まったことを背景に、中国の不動産株は 32.5%の急落を演じた。
- 日本を除く大半のアジア市場では、住宅部門の資産価格の急騰に歯止めをかけるべくさらなる金融引き締めなどの政策措置が取られるとの懸念が、最大の不安要因となった。商業用不動産セクターでは、優良物件と二流物件のパフォーマンスと見通しが引き続き明確に乖離している。現在の環境においては、総じて実物不動産ファンダメンタルズがより堅固で、底堅い投資需要が見込めることが追い風となり、優良資産が二流資産をアウトパフォームしている。優良物件は、日本や香港などの大手不動産事業会社(REOC)が保有しているケースが多い。日本および香港では、これらの大手不動産事業会社が上場不動産市場の投資ユニバースの大半を占めている。加えて、株価の一段の下落を受けて、これらの企業の株価が一段と割安な水準で取引されていることで、株式市場における不動産会社の評価と実物不動産市場における評価との間には、極めて大幅な乖離が生じている。

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 各国の不動産市場の動向

### ■ 日本

- 世界的なマクロ懸念と日本経済へのネガティブな影響が懸念されて、日本の不動産事業会社は 7-9 月期に 6.8%値下がりをした(円が対ドルで大幅に上昇したことを反映して、円建てでは 11.0%下落)。この結果、年初来では 15.7%下落となった(同 19.7%下落)。J-REIT は、日銀による資産購入プログラムが株価が下支えしたことにより、1.2%の下落(同 5.7%下落)にとどまり、相対的にアウトパフォームした。日銀は J-REIT 株購入予算 1,100 億円のうちこれまでに合計 583 億円を買入れたが、7-9 月期後半には、資産買取ペースが顕著に減速したとみられる。この目標買い取り額は J-REIT セクターの合計時価総額の 5%にも満たないことに注意したい。しかしながら、センチメントには大きな影響を及ぼしている。東京都心部のオフィス物件全体の平均空室率は、7-9 月期末には 8.6%に小幅改善した。世界的なマクロ懸念の高まりにもかかわらず、7-9 月期の賃貸活動は驚くほど活発だった。3 月の地震後、日本のほとんどの法人テナントは、新耐震基準を満たすべく新しいオフィスに移転するか、本店の再開発を検討したようである。東京 23 区内の現在のオフィスビルの 3 割が、新耐震基準が導入される前の建物であることから、オフィスの移転需要が新しいビルの入居率全体を下支えすると予想される。大手不動産オーナーは、都心 3 区のグレード A のオフィス賃料は坪単価 35,000-40,000 円、空室率は 4%近辺で底入れしたとみている。だが、マクロの不透明感と新規供給により、賃料の伸びを予想する向きはほとんどいない。グレード B 物件と二流オフィス物件についても、賃料は下げ止まったもようである。しかしながら、テナントが新しいビルや、中心部への移転を進めるに伴い、古い物件や二流物件については、空室率上昇が重大なリスク要因になる恐れがある。7-9 月期の株価下落を受けて、日本の不動産会社の純資産価値に対するディスカウント幅が一段と広がった。他方、J-REIT 株は、資産ポートフォリオの質の低さを反映して事業ファンダメンタルズとキャッシュフロー見通しが引き続き低調であるにもかかわらず、依然として純資産価値に対してプレミアム水準で取引されている。

### ■ 香港

- 香港の不動産事業会社株は 7-9 月期に 27.0%下落し、年初来で 33.1%の下落となった。不動産ファンダメンタルズが堅調で、賃料や資産価格が相対的に底堅いにもかかわらず、センチメントが極度にネガティブに振れたことによる。上場不動産市場のバリュエーションは、7-9 月期以前に商業用・居住用資産の賃料と資産価値の大幅な下落をすでに織り込んでいると思われた。にもかかわらず、7-9 月期に株価は 30%近く値下がりをした結果、上場不動産株の評価と実物不動産市場の評価の乖離は、かつてなく大きく広がっている。オフィス市場は引き続き堅調な入居状況と賃貸需要、新規供給の不足が追い風になっている。グレード A のオフィス賃料は全体で 7-9 月期に前期比 2.3%上昇した。中環地区の賃料はほぼ横ばい(月間平均で平方フィート当たり 105 香港ドル)となり、他の市場の 5-7%上昇に届かなかった。これは、中環地区と他地区との賃料の差が依然として

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

大きいことと、スペースの供給がより潤沢で取引事例が増加し、値動きを把握しやすくなったことが原因である。グレード A オフィス賃料は、2010 年の 28.5%増、1-3 月期の 8.1%増、4-6 月期の 6.3%増から続伸した。物件オーナーによれば、7-9 月期には 3,000-4,000 平方フィートの小規模なオフィス・スペースに対するテナント需要が活発化した。対照的に、大規模オフィス・スペースに対する問い合わせははるかに少なかった。世界的なマクロ懸念の強まりと、香港市場における賃料水準の歴史的な変動性の高さを懸念して、投資家もアナリストも現在のオフィス市場の賃料の持続可能性に対する危惧を大きく強めた。こうした環境下にあるにもかかわらず、空室率が 3%前後と低く新規供給が限定的なことを踏まえて、物件オーナーはグレード A オフィス物件の賃貸見通しの安定を確信し、総じてそうした見方を堅持しているもようである。この点が、ICC や One Island East の竣工により、新規供給がグレード A 物件の全在庫に対してほぼ 10%にも達していた 2008 年当時の状況と、現在の状況との最大の相違である。仮に実勢賃料が現行水準から下落したとしても、香港の物件オーナーは契約更改時に賃料を引き上げることができることとみられることを明記したい。これは、ポートフォリオ中の既存契約物件の平均賃料が、依然実勢水準を大幅に下回っていることによる。投資市場では 7-9 月期に物件取引が大きく減少した。グレード A オフィス資産については、7-9 月期もキャップ・レートが引き続き横ばいとなり、資産価値が 1-2%増とペースは減速したものの、続騰した。小売り店舗セクターのファンダメンタルズは、香港および中国本土の支出に支えられて引き続き明るい。

- 住宅部門では、7-9 月期の優良物件の取引高は 4-6 月期比 50%近く減少した。世界的なマクロ経済の不透明感と、センチメントの冷え込み、新規プロジェクトの減少が最大の原因。同様に、7-9 月期には二流物件の取引高も 30%以上減少した。買い手が住宅セクターに対するさらなる政策引き締め措置の導入と、香港政府による積極的な公共住宅プログラムの再開に伴い、大衆向け住宅市場で新規供給が増加することを懸念したためだ。取引高の減少にもかかわらず、二流の住宅価格は前期比 0.4%と小幅な伸びを記録した。この結果、年初来 9 ヶ月間の住宅価格の上昇率は 13.5%に達した。住宅価格高騰抑制を目的とする政府の政策措置が依然主要な懸念要因となっているが、供給不足と、持続的な預金金利低下、中国の買い手の力強い需要に後押しされて、香港の住宅用不動産の需要は引き続き堅調に推移していることが注目される。香港の不動産事業会社はアジアのみならずグローバル・ベースで、相対的にも絶対的にも、最も魅力的な価値を提供していると思われる。不動産市場のファンダメンタルズを考慮すれば、香港の不動産事業会社株が純資産価値に対して極めて大幅なディスカウントを付けていることを正当化することは困難だ。現在の株価水準は、新規供給がないにもかかわらず、商業用市場の賃料と資産価値が大幅に下落することを示唆している。しかも、香港の不動産事業会社は依然としてレバレッジが極めて低いうえ、香港の不動産各社の公表 NAV は、実勢相場を下回る既存賃料を、契約更改時に実勢相場に向けて大幅に引き上げるのに伴って予想される潜在的なキャッシュフローの大幅な増加や、区分所有不動産取引

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

が物語っている力強い資産価値の動向を十分に織り込んでいないことが、バリュエーションの割安感を一段と助長している。

- 香港に上場されている中国の不動産事業会社は、7-9 月期に 36.6%下落し、年初来の下落率は 33.1%に達した。9 月に中国経済のハードランディング・シナリオへの懸念が強まったことを嫌気して、投資家が売りに回ったことによる。一部の中小不動産デベロッパーが資金調達ができないとの報道や、7-9 月期の住宅販売が総じて低調だったことも、株価下落に拍車をかけた。世界的にマクロ環境の不透明感が強まり、中国経済のハードランディング懸念が浮上するなど、デベロッパーにとって運営環境は厳しさを増している。これらの懸念を背景に、9 月のピーク販売シーズンを前に家計のセンチメントが冷え込んだ。このような中でも全般的に、上場不動産会社はシェア拡大に後押しされて販売目標を大方達成し、力強い販売動向を発表した。総じて不動産デベロッパーは販売促進を目的に、売却希望価格を 10%ほど引き下げたほか、一定期間、管理費をゼロにしたり、家具やインテリア一式を提供するなど、様々なインセンティブを提供しているが、こうした低い販売価格でも良好な利益率を予想している。注目したいのは、中国の住宅用不動産市場全体に占める主要上場不動産デベロッパーのシェアは、依然穏やかな水準にとどまっていること。厳しい事業・金融環境がむしろ追い風となり、これらのデベロッパー、特に地域的に分散化した不動産ポートフォリオを持ち、バランスシートの健全なデベロッパーは、シェア拡大を果たした。2008 年の経験に基づき、これらの企業は全般的に事業環境が一段と困難となり、資本アクセスが悪化することを見越して事業戦略を構築した。彼らは昨年よりも潤沢な資金をバランスシートに抱え、販売分を埋め合わせるだけの土地しか仕入れず、オフショアでの資金調達を活発化させた。大都市圏のグレード A オフィス市場では、国内外の需要を背景に引き続き賃料が伸び、空室率が低下している。7-9 月期にはこれらのほとんどの市場でオフィスの空室率は 10%前後となっており、実勢賃料は約 5%上昇した。住宅市場における事業環境と資金調達環境がなお厳しさを増すとの想定で NAV を調整しても、香港市場に上場されている中国の不動産事業会社は、NAV に対して依然大幅なディスカウント水準で取引されている。

## ■ シンガポール

- シンガポールの不動産事業会社は 7-9 月期に 20.7%下落し(現地通貨建てでは 15.8%下落)、年初来では 30.4%の下落となった(同 29.2%下落)。商業用、住宅用資産の賃料と価格見通しの低迷が懸念されて、株価が下落した。シンガポール REIT は 7-9 月期に 16.1%下落した(同 10.9%下落)。二流オフィス資産のさらなる軟化に加えて、恐らくは通貨の下落により、高利回り通貨としての投資先を模索している投資家にとって魅力が乏しくなったことが、株価下落の原因とみられる。オフィス市場では、7-9 月期に賃料の伸びが前期比 0.3%増にとどまり、1-3 月期の同 5.4%増、4-6 月期の同 1.5%増から一段と減速した。バックフィル・スペースの空きに加えて、新旧ビルの賃料格差が最大 50%程度にまで広がっていることが、今後の賃料の伸びを制約する可能性がある。不動産オーナー、特に上場 REIT は約 150 万平方フィートにも達する空きスペースとの競争について

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

懸念を表明していることから、入居率水準を維持するために賃料引き下げを積極的に受け入れるかもしれない。住宅用不動産セクターでは、7-9 月期に実物市場における住宅取引高は前期の水準から若干減少した。季節的な低迷と相まって、世界的なマクロ経済の不透明感が、センチメントに重くのしかかったことによる。7-9 月期には優良住宅の販売価格は前期比 1.3%上昇し、同 2.2%値上がりした 4-7 月期から続伸した。政府は公的住宅の新規供給を続行し、民間住宅用地の供給を拡大した。7-9 月期の株価下落を受けて、シンガポールの不動産事業会社は NAV に対して引き続き大幅なディスカウント水準で取引された。だがこの先、事業ファンダメンタルズの低迷を織り込む形で、資産価値が一段と下落するリスクがある。

## ■ オーストラリア

- オーストラリアの REIT セクターは、7-9 月期にドル建てで 16.5%下落した。豪ドル建てでは 8.0%の下落にとどまったため、豪ドル安が 7-9 月期のドル建てベースでの大幅下落の一因だったと言える。その結果、年初来の下落幅は 10.2%となった(豪ドル建てでは 5.3%下落)。決算がほぼ予想を達成したこと、M&A 活動に対する思惑、自社株買いプログラムの始動などが追い風となって、オーストラリア REIT セクターはアジア平均(現地通貨建て)をアウトパフォームした。オーストラリア REIT セクターの中では、小売セクターへのエクスポージャーの高い大型株が引き続きアンダーパフォームした。消費者信頼感の落ち込みや小売売上高が予想を下回ったこと、入居コストの上昇、インターネット販売との競争激化に対し、投資家が懸念を強めたことが、下げを牽引した。オフィス・セクターでは、大口顧客の現在のニーズに応えられる物件供給の不足に伴い、主要市場の一部で正味実効賃料が小幅上昇した。ただし、賃貸インセンティブはこれまでの水準とほぼ変わらなかった。にもかかわらず、先行きの賃貸見通しは厳しさを増している。世界的なマクロ経済懸念が強まり、テナント需要が引き続き堅調に推移して向こう 12 カ月間に予定されている新規スペースの大幅供給を吸収できるか、不透明なことによる。7-9 月期の投資活動は前期比 29%減少して 22 億豪ドルとなったものの、政府系ファンドとプライベート・ホールセール・ファンドの需要は引き続き堅調だった。オフィス物件が当期の取引の 40%を占めた。不動産利回りと比較して資本コストが高いため、オーストラリア REIT にとって投資市場に参加するのが引き続き困難なことに注目したい。その結果、各社の最大の焦点は、買収を通じた外部成長の創出ではなく、資産ポートフォリオの改善と、開発機会の模索を通じた内部成長機会の創出、および自社株買いプログラム発動に向けられている。7-9 月期末時点で、同セクターは NAV に対して引き続きディスカウントとなった。

## ■ 主な投資戦略

- ・ 日本・香港の不動産事業会社のオーバーウェイト
- ・ オーストラリア、J-REIT、シンガポールのアンダーウェイト

# Morgan Stanley

www.morganstanley.co.jp/im

2011年 7-9 月期

## 市場価格/NAV プレミアムまたはディスカウントの推移\* 2011年9月末現在



出所: モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

\*情報提供を目的としたものです。予告無しに変更する場合があります。

- 香港、日本の不動産事業会社は当該地域における実物不動産市場のファンダメンタルズおよび NAV の評価水準を勘案すると、非常に割安感が強いと思われる。

## 重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのリアル・エステート運用チームによる 2011 年 9 月末現在の見通しに基づくものです。市場および経済状況により予告無しに変更することがあります。

*お客様への参考情報の提供を目的とし、取引又は投資戦略の勧誘や申込みを行うものではありません。本書の情報の正確性や完全性は保証されていません。本書の情報は、お客様に通知なしに追加・変更・削除されることがあります。本書の投資対象が、お客様の投資目的や金融ポジション等からみて、適当でないことがあります。投資の決定は、お客様自身の判断でなさるようお願いいたします。お客様の判断に基づき、必要に応じて専門家にご相談下さい。金利、為替、金融商品市場の相場の変動等、または発行体や取引相手方等の信用状況の変化その他の要因により投資が悪影響を受けることがあります。過去の実績は、必ずしも将来の成果を保証あるいは示唆するものではありません。本書の価格情報は参考価格であり、他の情報源により提供される価格情報あるいは取引執行可能な価格と大きく異なることもあります。価格情報や需給状況は、予告なしに変更されることがあります。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。*