

欧州不動産証券の成長性と魅力的なバリュエーション

景気減速と低金利の環境下において、欧州の上場不動産証券市場は、長期的に力強い追い風が吹くいくつかの特定の不動産セクターを含め、平均を上回るインカムと予測可能な成長に期待でき、魅力的な投資リターンと分散効果を提供すると見えています。

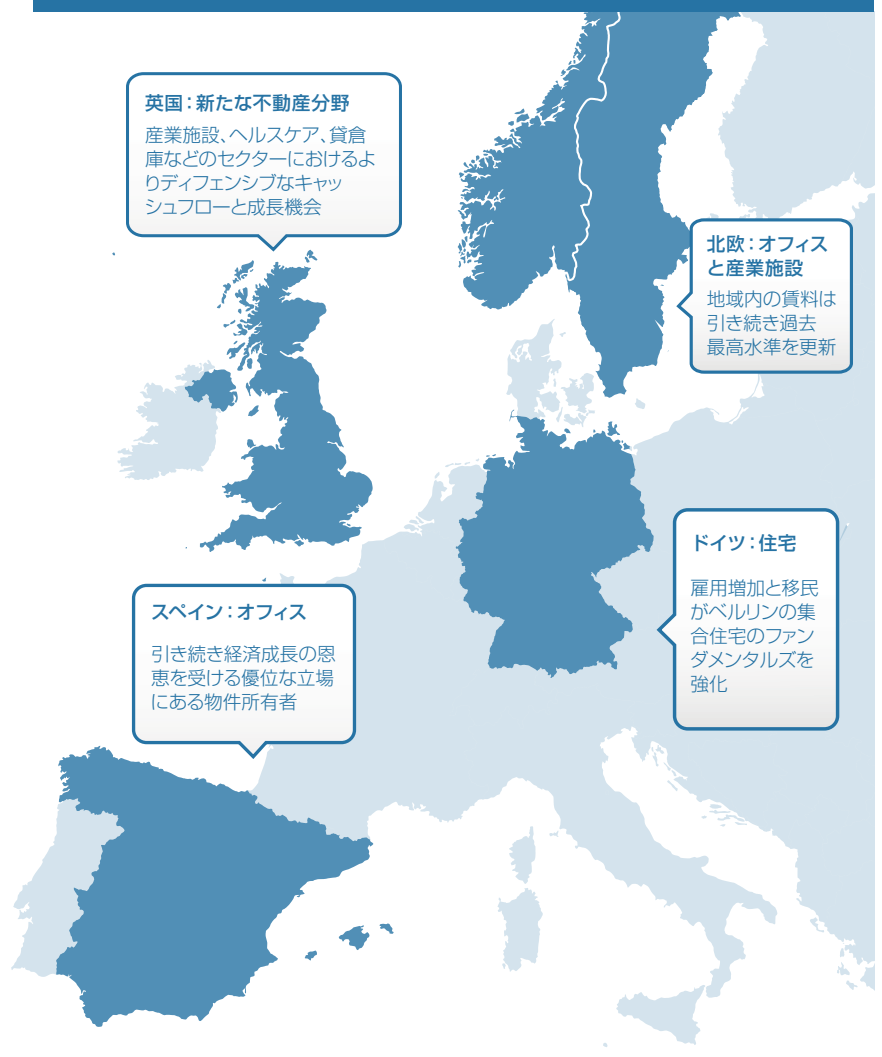
NAVに対して大幅にディスカウント

コーヘン & スティーズ (以下、当社) では、保守的な経済見通しを前提としても、欧州の不動産会社は 2020 年にかけて年率約 6% のキャッシュフロー成長が期待できると予想しています。それにもかかわらず、景気サイクルが成熟するなか、成長が期待できる不動産会社への投資家の投資姿勢は消極的に見受けられ、それゆえに魅力的なバリュエーションをもたらしています。上場不動産会社は、実物不動産の NAV (純資産価値) に対して平均で 6.0% ディスカウントされた水準で取引されており、優良な上場不動産会社のなかには 15-30% もディスカウントされた価格で取引されていると推定されるものもあり、これほどの乖離は過去数年間における最大水準です。特に欧州不動産証券は、NAV に対してプレミアム価格で取引されている広範なグローバル上場不動産証券市場と比べても魅力的です。¹⁾

引き続き慎重な銘柄選択が重要

ただし、不動産タイプにおいて勝ち組と負け組の間に大きな乖離が予想されることから、アクティブ運用によるアプローチが引き続き重要です。例えば、一部の商業施設を保有する不動産会社は大幅にディスカウントされており、これは将来の保有物件価値の下落を示唆している可能性があります。一方で、良好なファンダメンタルズを有し、長期的に力強い追い風のある地域の物件を保有・運営する不動産会社のなかには、潜在的な勝ち組が存在すると考えています。以下に、当社が現在選好しているテーマの一部を紹介します。

欧州の上場不動産証券市場における投資機会



(1) 2019年2月28日現在。

英国の「新たな不動産分野」: 英国の欧州連合 (EU) からの離脱が市場全体に影を落としているものの、離脱の脅威により圧力を受けてきたオフィスや商業施設市場を除けば、英国不動産市場は魅力的な投資機会を提供する可能性があります。英国では、よりディフェンシブなキャッシュフローを創出し、市場シェアの拡大や買収を通じた成長機会があり、景気が後退しても影響を受けにくいセクターに注目しています。

産業施設—e コマースの台頭と最終区間の配達に対するニーズが大型の物流施設に対する旺盛な需要を生み出しています。人口の多い都市部に物流施設を保有する不動産会社は、特にこのトレンドから恩恵を受けやすい位置づけにあると考えられます。

貸倉庫—トランクルームのような個人用倉庫を自宅から離れた場所で賃貸するという考え方は英国の消費者にとっては比較的新しく、貸倉庫の普及率は米国の9%と比べてわずか約1%に留まっており、稼働率は米国の90%以上に対して70-80%程度です。そのため、稼働率の上昇が賃料収入の増加に繋がる可能性があると考えています。

ヘルスケア—長期賃貸契約により極めてディフェンシブなキャッシュフローを生み出し、厳しい経済環境においても良好なパフォーマンスを収める可能性があります。さらに、業界再編も有益なシナジー効果に繋がる可能性があります。

ドイツの住宅: ドイツには、移民と雇用増加を背景とする強固なファンダメンタルズから恩恵を受けている上場不動産会社が複数存在するとともに、集合住宅セクターでは世界最大の上場不動産会社があります。住宅の供給は増加しているものの、特にベルリンでは需要を十分に満たしていないのが現状です。ベルリンにおける新規需要と繰延需要を満たすには、毎年20,000戸の新たな住宅が必要になると推定されますが、ここ数年、市場は毎年その半分しか供給しておらず、欧州の他の大都市と比べて低水準の賃料を押し上げる要因になっています。

スペインのオフィス: 金融危機後、スペインは大陸欧州のなかで最も力強い回復を享受してきた国の1つであり、失業率は5年前につけた25%のピークから着実に低下し、2018年末には約15%となりました。同期間、マドリードのビジネス中心地区 (CBD) におけるオフィス賃料は25-35%上昇しており、バルセロナにおけるテナント需要は予想を上回り、住宅価格は国内全体で約30%上昇しています。GDP成長率が引き続き2.5%前後となると予想され、失業率がさらに低下する余地があるなかで、マドリードとバルセロナのCBDにおけるオフィスは、経済成長が続くなかで、引き続きキャッシュフローの増加が期待できる優位な立場にあると考えています。

北欧のオフィスと産業施設: ノルウェーとスウェーデンも金融危機後に平均を上回る景気拡大を経験してきました。賃料が引き続き最高水準を更新しているオスロと、スウェーデンのオフィスを選好します。また、スウェーデン経済の大きな割合を占め、2018年後半に月間の過去最高値を更新した輸出量に関連し、輸出向けの配送チェーンにおいて重要な役割を果たすスウェーデンの産業施設セクターにも投資妙味を見出しています。

アクティブ運用アプローチによる付加価値創出への期待

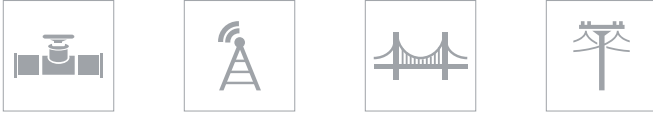
このような投資機会は不動産投資におけるアクティブ運用によるアプローチの重要性を際立たせると考えます。この特殊な資産クラスにおける当社の競争優位性は、欧州および世界各国の不動産市場におけるトレンドと投資機会を見極めることに専念する、上場不動産証券のポートフォリオ・マネージャー、アナリストおよびトレーダーからなる世界最大級の不動産証券運用チームによって裏打ちされています。

魅力的な投資機会:

1. 国債利回りが総じてゼロに近い水準で推移するなか、過去の多くの場合において配当が成長し、4%を超える魅力的な配当利回りを提供している
2. 魅力的な長期リターン: 2001年~2017年における欧州上場不動産証券のトータル・リターンは年率8.8%と、グローバル株式の7.4%および欧州の非上場不動産の6.8%を上回る
3. 世界的金融危機以降、欧州上場不動産会社のビジネスモデルは総じて改善しており、レバレッジは低下し、インカムと株主価値の向上により注力している
4. 貸倉庫、産業施設、ヘルスケア、学生用住居など、長期的に力強い追い風のある、魅力的かつ新たな不動産セクターへの容易な投資が可能となっている
5. 日次の流動性を提供することから、アクティブ運用のマネージャーは、サイクルに沿ってポートフォリオを柔軟に変更し、分散を維持しつつ、ミスプライシングによる投資機会を戦術的にとらえ付加価値を創出する機会を有す

Cohen & Steers

INFRASTRUCTURE • The Listed Alternative



指数定義: 投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。

上場欧州不動産: FTSE EPRA/NAREIT 欧州先進国不動産指数は、欧州地域の上場エクイティ・リート及び上場不動産会社で構成される時価総額加重のトータル・リターン指数です。グローバル株式: MSCI ワールド指数は、先進国の大型株及び中型株のパフォーマンスを測定する浮動株調整後指数です。非上場欧州不動産: IPD 汎欧州アニュアル不動産指数は、直接保有する不動産投資物件を個別に価値評価し、レバレッジのないトータル・リターンを測定します。同指数は、2017年12月現在、総資本額が 7,685 億ユーロ / 6,822 億英ポンド / 9,228 億米ドルに上る 40,080 件の投資物件のパフォーマンスを捉えています。

重要な開示事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、作成時のコーヘン&スティアーズ社の見解を反映しており、信頼できると考えられる情報源を元に作成しております。当資料中の記載内容及びデータの正確性を保証するものではありません。当資料中に記載されている見通しや見解はその実現性を保証するものではありません。当資料は投資の助言を目的としたものではなく、コーヘン&スティアーズ社や関連会社などにより提供される金融商品やサービスの営業用資料において、いかなる成果を保証するものではありません。

コーヘン & スティアーズ・ジャパン・エルエルシーは、金融商品取引業者として日本の金融庁及び関東財務局【関東財務局長（金商）第2857号】に登録しており、一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

コーヘン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクは、企業、公的機関、労働組合向けの年金制度や年金、財団、投資信託会社などに資産運用サービスを提供する、投資顧問業の認可を受けている運用会社です。

Cohen & Steers UK Limited は英国の金融行動監視機構 (Financial Conduct Authority) より認可、及び監督を受けています。(登録番号 458459)

コーヘン & スティアーズについて

コーヘン & スティアーズは専門性の高い資産クラスに特化したグローバルな資産運用会社です。1986 年設立、リートやインフラ株及び商品を含む実物資産運用におけるリーディング・カンパニーとして、お客様の資産運用に役立つ専門知識を深め、また日々革新の提唱に務めています。ニューヨークに本社、そしてロンドン、香港、東京及びシアトルに営業拠点を置き、世界中の様々な投資家にクライアント・サービスを提供しています。

発行日: 2019年3月 Copyright © 2019 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved.