

## 米国中心に利上げ終了観測が広がり、先進国リートは大幅反発

## ■ 先進国リートは急騰

11月のS&P先進国リート指数は前月比+9.7%と急上昇しました。地域別では英国や米国等が堅調、セクター別では倉庫や産業用施設等が反発しました。米英中銀の金利据え置きで世界的な利上げ終了観測が台頭した他、欧米景気指標の下振れが利下げ期待に拍車をかけました。先進国金利が急低下し、リート市場も持ち直しました。

## ■ 米景気動向を見極める展開か

当面は上値の重い展開を予想します。米欧中銀は利上げ休止に移行も、昨年来の利上げ効果が残る為です。7-9月期の米国リートは賃料収入の伸びが鈍化しました(p.6)。11月米地区連銀経済報告では一部地区から商業用不動産の借り手のキャッシュフロー減少や債務返済コスト上昇が指摘され、融資動向への懸念もくすぶります。米国市場では米利上げ終了観測で高揚感漂うも、先行きは米景気動向を見極める展開が想定されます。(田村)

## 【図1】年初来騰落率はプラス回帰



## S&amp;P先進国リート指数の地域別、用途別パフォーマンス

	ウェイト (%)	月間			年間		
		9月	10月	11月	2021年	2022年	2023年
全体(リート要因)	100.0	▲ 6.10%	▲ 4.32%	9.74%	35.47%	▲ 22.19%	2.46%
(為替要因含む)		▲ 4.23%	▲ 3.22%	8.11%	48.36%	▲ 12.98%	13.95%
<b>地域別</b>							
米国	72.1	▲ 6.75%	▲ 4.40%	10.37%	42.91%	▲ 24.55%	3.60%
日本	7.5	▲ 1.59%	▲ 2.12%	1.92%	20.24%	▲ 4.98%	1.19%
英国	4.6	▲ 2.97%	▲ 3.74%	12.56%	28.85%	▲ 31.17%	0.65%
ユーロ圏	3.4	▲ 5.99%	▲ 2.42%	11.58%	14.76%	▲ 19.10%	4.33%
豪州	1.4	▲ 8.63%	▲ 5.78%	10.89%	27.47%	▲ 20.04%	4.81%
香港	1.1	▲ 1.33%	▲ 6.77%	10.19%	2.53%	▲ 13.99%	▲ 25.48%
シンガポール	3.2	▲ 3.35%	▲ 6.79%	7.29%	4.95%	▲ 10.47%	▲ 2.92%
<b>用途別</b>							
複合	9.0	▲ 5.84%	▲ 4.81%	9.93%	22.84%	▲ 16.31%	▲ 2.13%
ホテル	3.3	0.85%	▲ 3.50%	10.38%	14.49%	▲ 9.90%	8.31%
産業用施設	17.4	▲ 7.47%	▲ 7.41%	11.38%	50.08%	▲ 29.06%	5.67%
オフィス	7.8	▲ 6.81%	▲ 6.65%	9.43%	18.92%	▲ 27.66%	▲ 9.75%
ヘルスケア	8.7	▲ 4.25%	▲ 1.77%	7.00%	16.08%	▲ 21.94%	6.14%
小売	18.8	▲ 6.06%	▲ 1.34%	9.57%	33.79%	▲ 10.53%	▲ 2.17%
倉庫	7.8	▲ 5.10%	▲ 9.08%	13.52%	79.84%	▲ 26.96%	1.04%
専門特化型	3.8	▲ 4.22%	▲ 2.69%	6.56%	26.36%	▲ 17.91%	5.66%
住宅	14.6	▲ 7.10%	▲ 5.17%	7.18%	52.21%	▲ 29.76%	0.69%

注) 地域別は主要地域を抜粋。全体(為替要因含む)は円ベース、その他は現地通貨ベース。月間は前月比、年間は前年比。ウェイトは2023年11月末時点。

出所) S&Pより当社経済調査室作成

## 日本のリート市場の振り返りと見通し

### ■ 日本リートは反発

11月のS&P日本リート指数は前月比+1.9%と3カ月ぶり  
に上昇しました。セクター別では産業用施設や倉庫、ホ  
テル等が堅調でした。月前半は原油安材料にもなった世  
界景気懸念が投資家心理の重しとなり、リート価格の軟  
調さが目立ちました。しかし、月後半にかけては米長期  
金利低下や日銀マイナス金利の解除観測後退を背景に国  
内金利が低下し、リート価格も底堅く推移しました。

### ■ 国内景気や日銀動向は不透明感が残る

日本リートは上値の重い展開を予想します。国内景気  
や日銀政策の不透明感が重しになるとみます。日銀政策  
修正観測が和らいだ一因に低調な国内景気があり、7-9月  
期は予想を下回るマイナス成長でした。また、日銀は  
「賃金と物価の好循環」を目指す上で来年春闘を見極め  
たいとしており、政策修正も意識されやすいとみます。  
他方、都心5区オフィス空室率は低下傾向にあり、オフィ  
ス市況が改善している点は支援材料とみます。(田村)

### 【図2】 マイナス金利解除観測が和らぐ



注) 直近値は2023年11月末時点。S&P日本リートは配当込み。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

### 日本 10年国債利回り、スワップ金利差



注) 直近値は2023年11月30日時点。スワップ金利差は市場の日銀政  
策予想を反映。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

### S&P日本リート指数の用途別パフォーマンス

	ウェイト (%)	月間			年間		
		9月	10月	11月	2021年	2022年	2023年
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>▲ 1.59%</b>	<b>▲ 2.12%</b>	<b>1.92%</b>	<b>20.24%</b>	<b>▲ 4.98%</b>	<b>1.19%</b>
<b>用途別</b>							
複合	30.2	▲ 1.16%	▲ 1.46%	1.76%	19.46%	▲ 1.61%	3.60%
ホテル	6.1	3.85%	▲ 8.54%	2.14%	12.90%	31.42%	0.87%
産業用施設	19.2	▲ 4.25%	▲ 1.17%	3.82%	26.90%	▲ 20.65%	▲ 4.04%
オフィス	27.2	▲ 1.50%	▲ 1.60%	2.03%	15.98%	▲ 3.76%	4.02%
ヘルスケア	0.3	▲ 1.48%	▲ 2.95%	1.27%	28.12%	16.21%	▲ 17.01%
小売	7.9	▲ 0.97%	▲ 1.31%	0.61%	17.13%	6.08%	▲ 2.21%
倉庫	0.6	▲ 3.67%	▲ 3.00%	3.42%	44.17%	▲ 19.22%	▲ 7.90%
住宅	8.5	▲ 1.75%	▲ 3.44%	▲ 1.06%	23.25%	▲ 5.46%	2.11%

注) 月間は前月比、年間は前年比。ウェイトは2023年10月末。

出所) S&Pより当社経済調査室作成

## 米国のリート市場の振り返りと見通し

### ■ 利上げ局面終了観測から、リートは大幅反発

11月のFTSE米国リート指数は前月比+11.9%と大幅に上昇し、セクター別ではインフラ関連やデータセンターリートなどを筆頭に幅広く買われています。11月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げ見送りや労働市場や個人消費の好調に陰りがみられたことなどから、市場が利上げ局面の終了を見込み、米国債利回りが大幅低下したことがリート指数の上昇の背景となりました。

### ■ 徐々に底堅さ増すも、V字回復は未だ遠い

米国リートは上値の重い展開を予想します。11月初旬にはシェアオフィスで一世を風靡した米ウィークが経営破綻を申請、政策金利引き上げなどから苦しいビジネス環境が続くリート市場を示す象徴的な出来事となりました。既に利上げ局面は終了したとみられるものの、オフィス稼働率などは低迷しており、今後金融引き締めの影響が実体経済に顕在化することを踏まえると、リート市場の本格回復は当面先となりそうです。(清水)

### 【図3】 オフィス稼働率の低迷が続く



注) 直近値は2023年11月末時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

### 米国リート用途別の稼働率



注) 四半期ベースのデータ、直近値は2023年7-9月期。

対象はNAREIT All Equity REITs。網掛け部分は景気後退期を表示。

出所) 米NBER、NAREITより当社経済調査室作成

### FTSE米国リート指数の用途別パフォーマンス

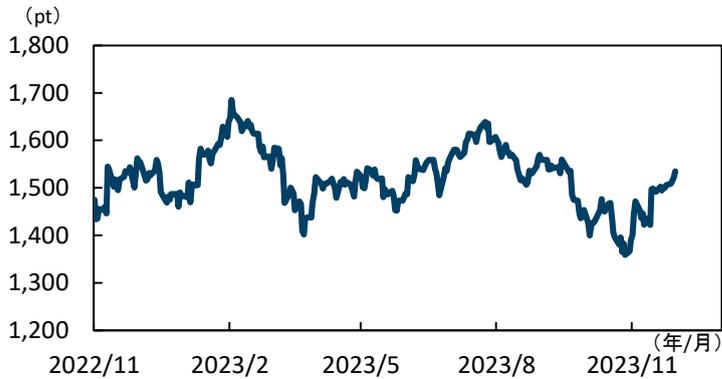
	ウェイト (%)	配当利回り (%)	月間			年間		
			9月	10月	11月	2021年	2022年	2023年
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>4.14</b>	<b>▲ 7.04%</b>	<b>▲ 3.12%</b>	<b>11.86%</b>	<b>41.30%</b>	<b>▲ 24.95%</b>	<b>2.29%</b>
<b>用途別</b>								
オフィス	4.5	6.10	▲ 10.74%	▲ 9.80%	14.56%	62.03%	▲ 28.58%	▲ 14.66%
産業施設	12.9	3.20	▲ 8.50%	▲ 9.71%	12.68%	22.00%	▲ 37.62%	3.51%
商業施設	14.4	5.32	▲ 6.54%	0.01%	10.01%	51.91%	▲ 13.29%	0.20%
ショッピングセンター	5.5	4.44	▲ 4.74%	1.18%	4.88%	65.05%	▲ 12.54%	2.73%
ショッピングモール	3.6	6.08	▲ 3.40%	0.90%	13.99%	92.05%	▲ 22.91%	11.26%
その他商業施設	5.3	5.65	▲ 10.17%	▲ 1.74%	12.60%	19.72%	▲ 6.53%	▲ 8.05%
住宅	14.8	3.83	▲ 7.92%	▲ 5.17%	7.12%	58.29%	▲ 31.34%	▲ 0.09%
集合住宅	9.6	4.41	▲ 9.31%	▲ 6.01%	4.33%	63.61%	▲ 31.95%	▲ 4.66%
簡易住宅	2.5	2.80	▲ 3.37%	▲ 1.93%	12.23%	41.98%	▲ 28.34%	0.12%
戸建住宅	2.7	2.86	▲ 6.64%	▲ 5.03%	12.34%	52.79%	▲ 31.88%	18.44%
複合(各種不動産)	2.0	7.76	▲ 12.67%	▲ 3.73%	14.05%	29.25%	▲ 15.73%	▲ 15.72%
ホテル・レジャー	2.9	3.83	0.85%	▲ 2.38%	12.52%	18.22%	▲ 15.31%	10.74%
倉庫	6.5	3.79	▲ 4.52%	▲ 11.33%	14.99%	16.32%	▲ 22.18%	▲ 2.17%
ヘルスケア	9.1	4.88	▲ 3.90%	▲ 1.53%	6.96%	79.43%	▲ 26.73%	8.63%
森林	2.6	2.79	▲ 5.66%	▲ 7.00%	11.11%	28.82%	▲ 19.48%	4.86%
インフラ	13.8	3.55	▲ 8.88%	6.11%	19.90%	34.41%	▲ 28.61%	▲ 4.09%
データセンター	9.9	2.59	▲ 7.12%	1.26%	12.07%	25.47%	▲ 27.97%	32.08%
ゲーミング	3.9	5.75	▲ 6.23%	▲ 9.10%	5.92%	-	-	▲ 3.72%
特殊施設	2.9	4.85	▲ 6.57%	▲ 0.76%	12.98%	41.69%	▲ 0.78%	11.94%

注) FTSE米国リートはFTSE NAREIT All Equity REITs指数。月間は前月比、年間は前年比。ウェイトと配当利回りの直近値は2023年10月末。

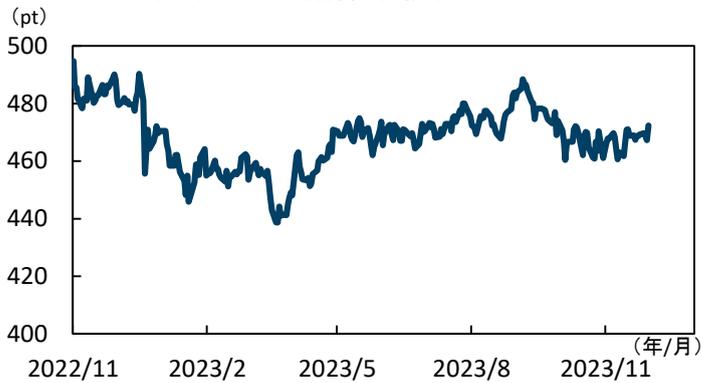
出所) NAREIT(全米不動産投資信託協会)より当社経済調査室作成

国・地域別のリート市況データ

● 米国（リート指数推移）



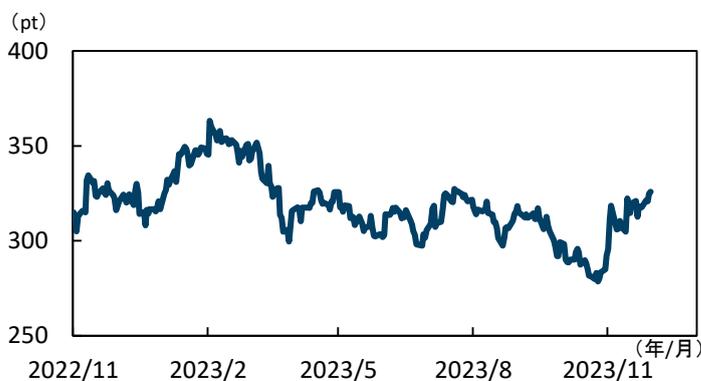
● 日本（リート指数推移）



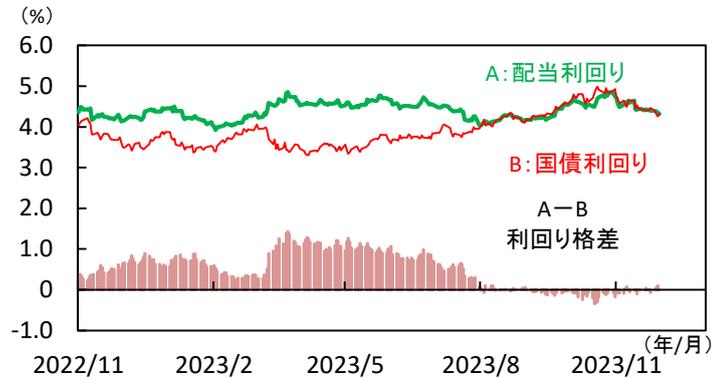
● 英国（リート指数推移）



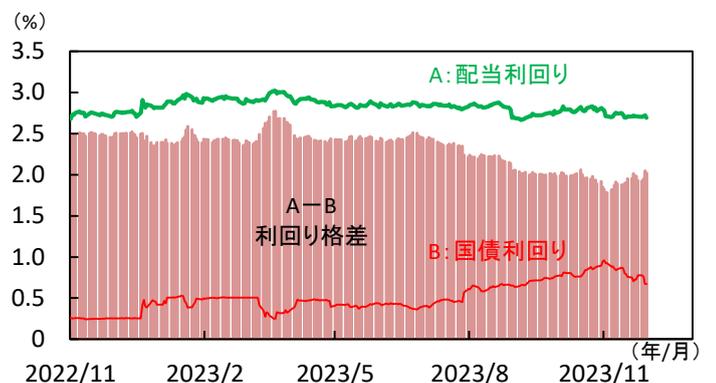
● ユーロ圏（リート指数推移）



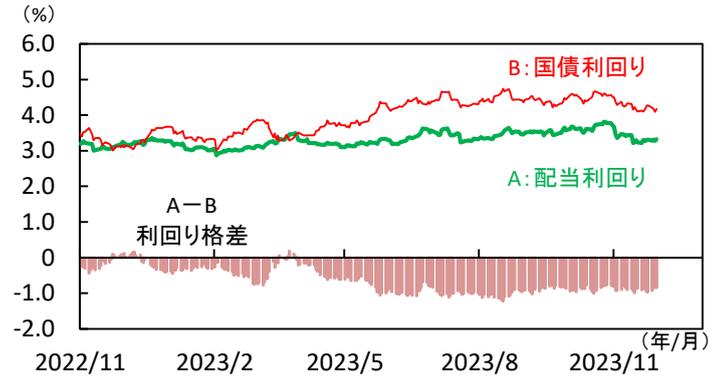
● 米国（配当利回りと国債利回り）



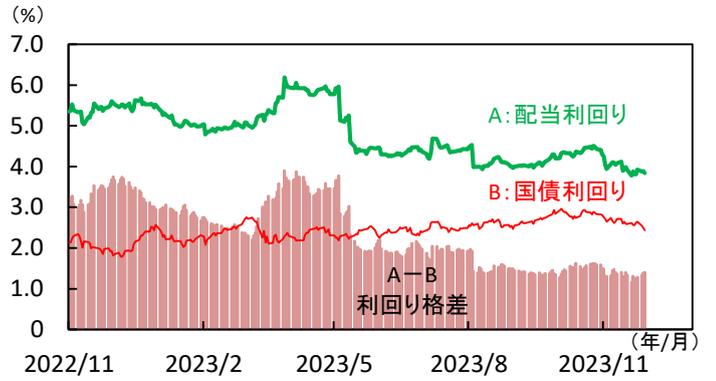
● 日本（配当利回りと国債利回り）



● 英国（配当利回りと国債利回り）



● ユーロ圏（配当利回りと国債利回り）



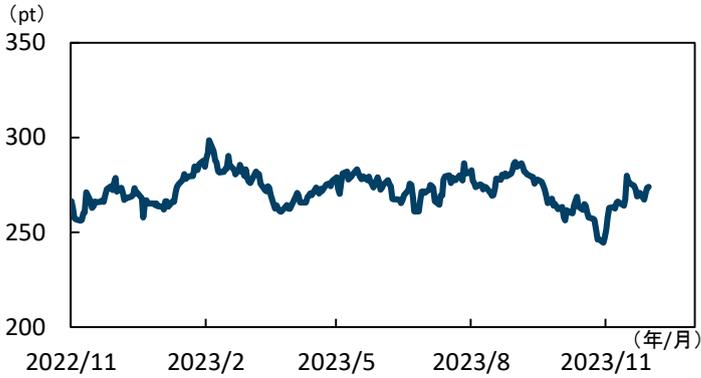
注) 2023年11月末時点。リート指数はS&Pの配当込み指数を使用。国債利回りは10年を使用、ユーロ圏はドイツ国債を使用。

出所) S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

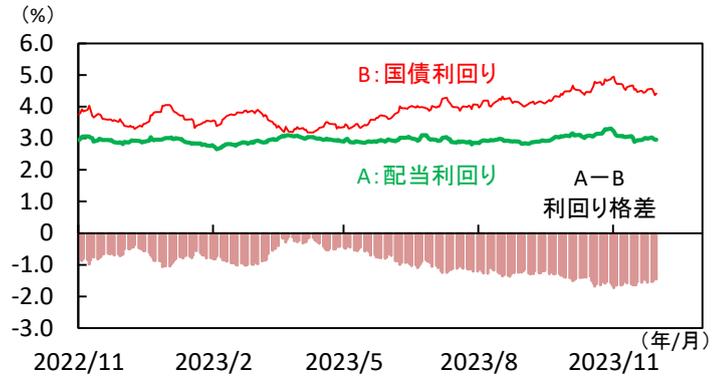
巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

国・地域別のリート市況データ

● 豪州（リート指数推移）



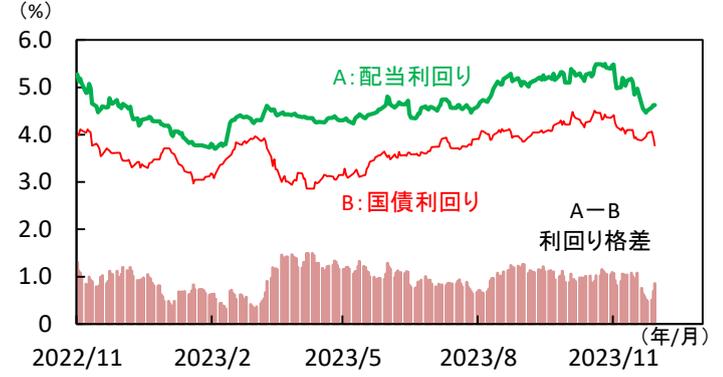
● 豪州（配当利回りと国債利回り）



● 香港（リート指数推移）



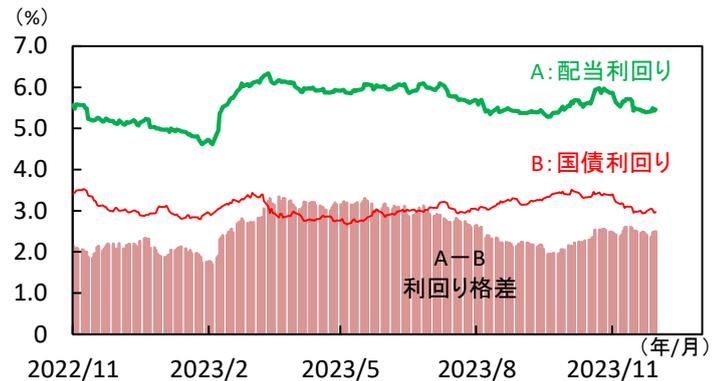
● 香港（配当利回りと国債利回り）



● シンガポール（リート指数推移）



● シンガポール（配当利回りと国債利回り）



注) 2023年11月末時点。リート指数はS&Pの配当込み指数を使用。国債利回りは10年を使用。

出所) S&P、Bloomberg、Refinitivより当社経済調査室作成

## 米国リート市場の業績動向

## 米国リーートの四半期決算動向

		2022年				2023年		
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
キャッシュフロー(FFO)	(前期比、%)	6.65	9.46	▲ 0.17	▲ 6.26	1.03	9.42	▲ 2.30
	(前年比、%)	29.62	17.69	14.76	9.24	3.48	3.45	1.24
FFO倍率	(倍)	22.56	18.26	15.46	15.81	15.75	15.50	14.25
営業純利益(NOI)	(前期比、%)	5.59	5.20	▲ 3.92	1.68	▲ 0.14	3.02	1.64
	(前年比、%)	16.53	12.29	9.06	8.53	2.64	0.51	6.33
キャップレート	(%)	4.94	5.74	6.09	5.95	5.92	6.09	6.46
稼働率	(%)	92.65	93.55	93.40	93.62	93.22	93.23	93.33
住宅	(%)	96.19	95.66	95.98	95.84	95.81	95.59	95.65
商業施設	(%)	95.85	95.96	96.22	96.57	96.41	96.47	96.57
産業施設	(%)	96.82	97.16	97.14	97.76	97.43	96.98	96.88
オフィス	(%)	89.41	89.54	89.25	89.48	88.67	88.48	88.32
負債比率	(時価、%)	28.13	32.03	34.96	34.25	34.39	34.67	36.18
	(簿価、%)	49.80	49.70	49.36	48.87	49.42	49.53	48.98
カバレッジレシオ	(倍)	5.84	5.66	5.81	4.34	4.53	4.41	4.54
NAVプレミアム	(%)	-	-	▲ 20.1	▲ 12.1	▲ 10.6	▲ 8.2	-

注) キャッシュフローはFFO (Fund From Operation) 利用、REITが賃料収入からどれだけのキャッシュを獲得しているかを示す。

FFO倍率は、REIT価格をFFOで割った値で値が上昇すると割高を示す(株価収益率(PER)と同じ概念)。

キャップレートはNOI÷不動産価格、カバレッジレシオはEBITDA÷支払利息。NAVプレミアムはREITの保有不動産資産がプラスで割高、マイナスで割安を示す。

出所) NAREITより当社経済調査室作成

## 米国リーートの四半期決算動向(用途別、2023年7-9月期)

	ウエイト (%)	キャップ レート (%)	キャッシュフロー(FFO、%)			営業純利益(NOI、%)		
			今期		(前期)	今期		(前期)
			前期比	前年比	前年比	前期比	前年比	前年比
オフィス	4.5	7.71	▲ 2.82	▲ 8.34	▲ 10.08	▲ 2.73	▲ 0.20	3.07
産業施設	12.9	4.73	▲ 17.17	▲ 2.36	29.88	5.28	31.73	12.12
商業施設	14.4	6.94	5.80	4.07	▲ 0.83	0.23	0.91	2.39
ショッピングセンター	5.5	7.20	1.07	4.33	7.10	▲ 0.05	3.50	6.23
ショッピングモール	3.6	6.51	10.78	6.61	▲ 3.05	2.33	1.51	▲ 0.58
その他商業施設	5.3	6.98	5.84	1.30	▲ 6.03	▲ 0.90	▲ 2.07	0.60
住宅	14.8	6.22	0.19	4.08	8.49	1.90	3.16	3.95
集合住宅	9.6	6.41	▲ 4.11	2.34	8.63	▲ 0.85	2.44	3.44
簡易住宅	2.5	6.58	24.27	2.43	4.69	15.74	2.33	2.83
戸建住宅	2.7	5.26	▲ 2.20	15.03	11.59	0.60	7.45	7.43
複合(各種不動産)	2.0	8.31	▲ 0.85	▲ 1.73	▲ 9.98	▲ 0.31	14.82	8.53
ホテル・レジャー	2.9	9.63	▲ 19.96	1.30	▲ 9.61	▲ 15.08	0.26	▲ 6.34
倉庫	6.5	6.18	8.07	▲ 7.89	▲ 12.94	11.14	1.68	▲ 4.29
ヘルスケア	9.1	5.82	▲ 14.46	10.68	21.08	2.83	9.23	3.34
森林	2.6	8.10	-	-	-	8.63	▲ 11.86	▲ 54.33
インフラ	13.8	7.29	▲ 0.93	▲ 4.97	▲ 11.43	5.87	12.87	6.59
データセンター	9.9	5.35	8.59	9.77	1.13	2.38	7.73	6.37
ゲーミング	3.9	1.89	▲ 11.50	41.37	455.60	▲ 0.42	8.40	10.54
特殊施設	2.9	9.76	76.84	▲ 10.00	▲ 45.56	2.30	5.36	3.91
全体	100.0	6.46	▲ 2.30	1.24	3.45	1.64	6.33	0.51

注) ウエイトは2023年10月末時点。

出所) NAREITより当社経済調査室作成

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本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（作成基準日：2023年12月7日）。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・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いません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

## 本資料中で使用している指数について

S&P先進国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。

東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。

FTSE NAREIT All Equity REITs Indexとは、米国リートの値動きを表す指数です。FTSE®は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limited（以下「FTSE」）が使用します。NAREIT®はNational Association of Real Estate Investment Trusts（以下「NAREIT」）が所有する商標です。当該指数は、FTSEが算出を行います。FTSEとNAREITのいずれも本商品のスポンサー、保証、販売促進を行っておらず、さらにいかなる形においても本商品に関わっておらず、一切の責務を負うものではありません。インデックスの価格および構成リストにおける全ての知的所有権はFTSEとNAREITに帰属します。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJ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404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