

ダイワ米国リート・ファンド(毎月分配型) 為替ヘッジあり／為替ヘッジなし

米国リート市場

2021年11月－2022年1月の振り返りと今後の見通し

※当資料は、コーペン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクが提供するコメントを基に大和アセットマネジメントが作成したものです。

2022年2月28日

👉 お伝えしたいポイント

- 3カ月間の米国リーートのパフォーマンスはおおむね横ばいに
- 米国リーートの魅力と足元の投資環境について考える
- 割高なのか？米国リーートのバリュエーションについて考える
- ファンダメンタルズとバリュエーションを見極めて運用する方針

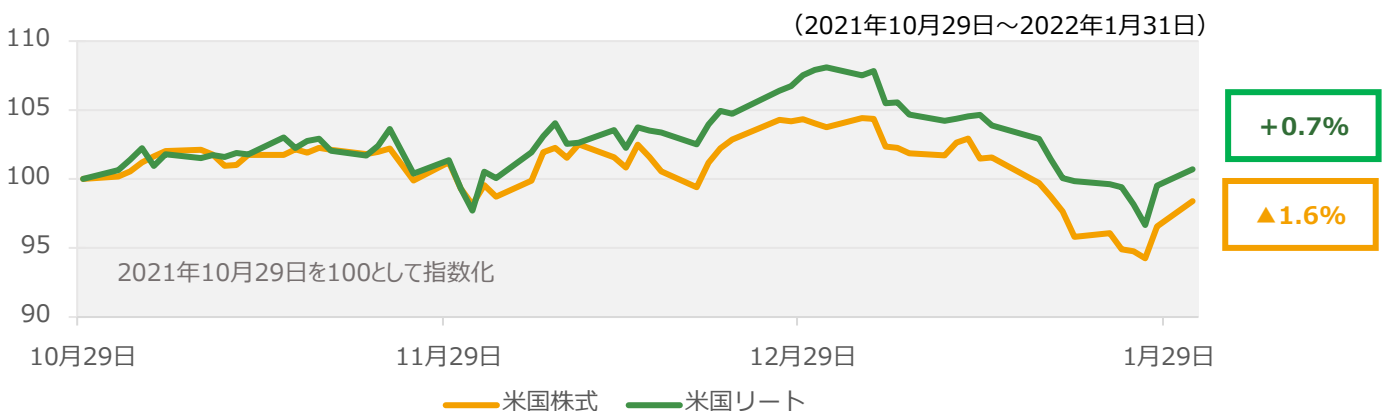
3カ月間の米国リーートのパフォーマンスはおおむね横ばいに

12月に大きく上昇も、足元は投資家心理が悪化する中、軟調に推移

米国リートは、11月は堅調かつ安定したファンダメンタルズを背景に上昇して始まりましたが、「オミクロン株」の感染拡大が警戒されると軟調に推移しました。その後、過度な懸念が後退する中、上昇しましたが、1月に入ると金融緩和縮小やウクライナ情勢の緊迫化など先行き不透明感から下落しました。

2021年11月－2022年1月の間、株式が下落したのに対して、リートはほぼ横ばいとなりました。インフレや金融引き締め懸念が株式の上値を抑制した一方で、リートについては安定したファンダメンタルズが評価されたとみています。また、インフレ局面に強い資産として注目されていることも下支え要因になっていると考えられます。

■ 図1:米国リートおよび米国株式のパフォーマンス（トータル・リターン、米ドルベース）



※米国リートはFTSE NAREITエクイティ・リート指数（トータル・リターン、米ドルベース）を使用しています。
※米国株式はS&P500種指数（トータル・リターン、米ドルベース）を使用しています。

(出所) ブルームバーグ

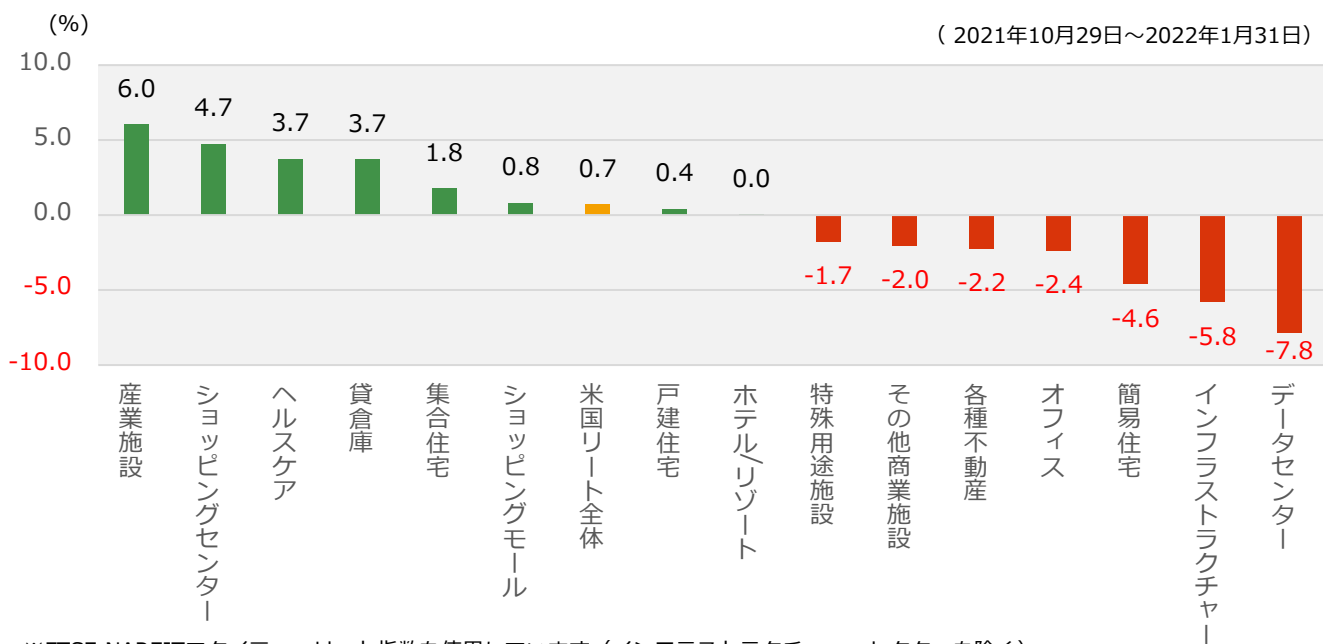
■ セクター別では産業施設やショッピングセンターが上昇

セクター別では、バリュエーションに対する警戒感から、データセンターやインフラストラクチャーなどが、1月に入ってから大きく下落しました。

一方で、産業施設、ショッピングセンター、ヘルスケアなどが堅調に推移しました。産業施設は好調な物流倉庫需要に支えられ堅調に推移しました。ショッピングセンターは、オミクロン株の感染拡大が懸念される中、主なテナントが生活必需品などを扱うスーパーマーケットなどであり、ショッピングモールと比較して、影響を受けにくい点が評価されました。

コーヘン&スティアーズ社では、経済活動再開や移住増加から2022年にかけて新規物件供給を上回る需要が見込まれる貸倉庫、ライフサイエンスや感染防止対策を徹底し稼働率が改善している高齢者向け住宅などのヘルスケアセクターなどを強気にみてきました。一方で、在宅勤務普及による需給悪化が懸念材料であるオフィスリートについては、慎重に選別しています。相対的なセクター別の見方については、おおむね想定通りであったと言えます。

■ 図2：米国リートのセクター別リターン（米ドルベース、トータル・リターン）



※FTSE NAREITエクイティ・リート指数を使用しています（インフラストラクチャー・セクターを除く）。
 ※インフラストラクチャー・セクターはFTSE NAREITオールエクイティ・リート指数に含まれています。

(出所) ブルームバーグ

米国リートの魅力と足元の投資環境について考える

高いインフレ率と金融引き締めに対する不透明感により、株、債券、リートなどリスク資産の値動きが荒くなっています。コーヘン&スティアーズ社では、「利上げによって経済成長が鈍化しても、依然、米国経済は通常よりも高い成長を維持する」と考え、米国リートに投資妙味があると考えています。その理由を以下に説明していきます。

リートのファンダメンタルズは見通しやすい

図3はリートの配当成長の見通しです。今後も成長し続けるとみています。足元のようにインフレ率が高く、金利上昇の局面においても、リートの業績が堅調に推移すると考えられている理由について、株との比較で見いきましょう。

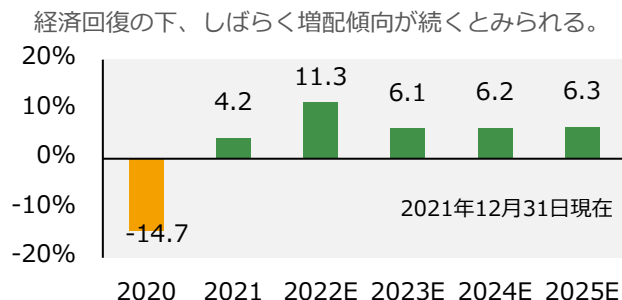
プラス面：株は個別企業によってまちまちですが、景気拡大で売上増加の見込める企業にとってはプラスになります。リートは様々な業態があるものの、基本的なビジネス構造は似ています。インフレによって建設（資材費、労務費など）コストが高くなると供給（新規の建設）に制限がかかり、需要と供給のバランスが保たれます。また、賃料においては、借り主との契約においてインフレ分を賃料に転嫁できる「エスカレーション条項」付きの契約形態も浸透しています。このため堅調な業績を見通しやすいと言えます。

マイナス面：株では（事業によりませんが）原材料、賃金、そして資金調達などのコスト上昇が業績にマイナスになります。一方、リートは、資金調達面でマイナスの影響を受けませんが、運営コストに占める原材料や賃金などの割合は低いため、コスト増の影響を受けにくくなっています。

長期金利上昇局面でも良いパフォーマンス

リートは上記の理由からインフレや長期金利が上昇する局面でも好業績をあげる傾向があります。実際、歴史的にみても、リートは長期金利の上昇局面においてプラスの収益率をあげています（図5）。金利上昇を警戒するよりもファンダメンタルズの動向を見極めることが重要だといえます。

図3：米国リートの予想配当成長率

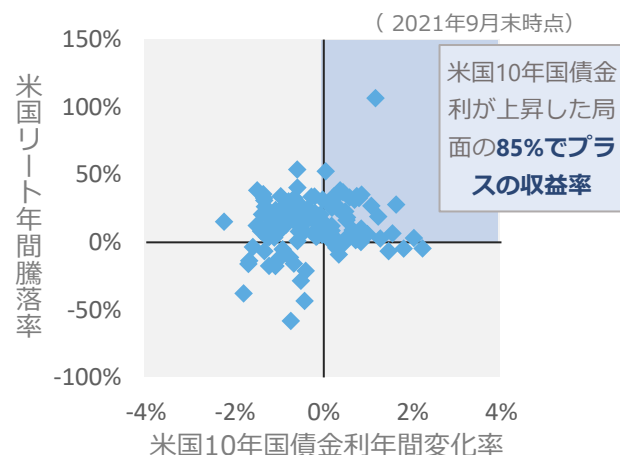


※予想配当成長率はコーヘン&スティアーズ社の予想であり、将来のいかなる成果を保証するものではありません。

図4：景気拡大、金利上昇局面における価格変動要因

	株	リート	債券（社債）
+	<ul style="list-style-type: none"> 個別企業次第だが • 売上の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> • 新規物件減少に伴う需給改善 • 賃料の改定（インフレ連動） 	<ul style="list-style-type: none"> • 信用力の上昇（クレジット）
-	<ul style="list-style-type: none"> • コスト上昇（原材料、賃金、輸送費、資金調達） • バリュエーション 	<ul style="list-style-type: none"> • 資金調達コストの上昇 • バリュエーション 	<ul style="list-style-type: none"> • 金利上昇 → 価格下落

図5：米国10年国債金利変化率と米国リート騰落率



(出所) モーニングスター、ブルームバーグ、コーヘン&スティアーズ

※1990年第1四半期から2021年第3四半期までの入手可能なデータに基づき、12カ月間のローリング・リターンを四半期ごとに算出し、同期間の米国10年国債利回りの変化率と対応させています。
 ※米国リートは、FTSE NAREIT オールエクイティ・リート指数を使用しています。

割高なのか？米国リートのバリュエーションについて考える

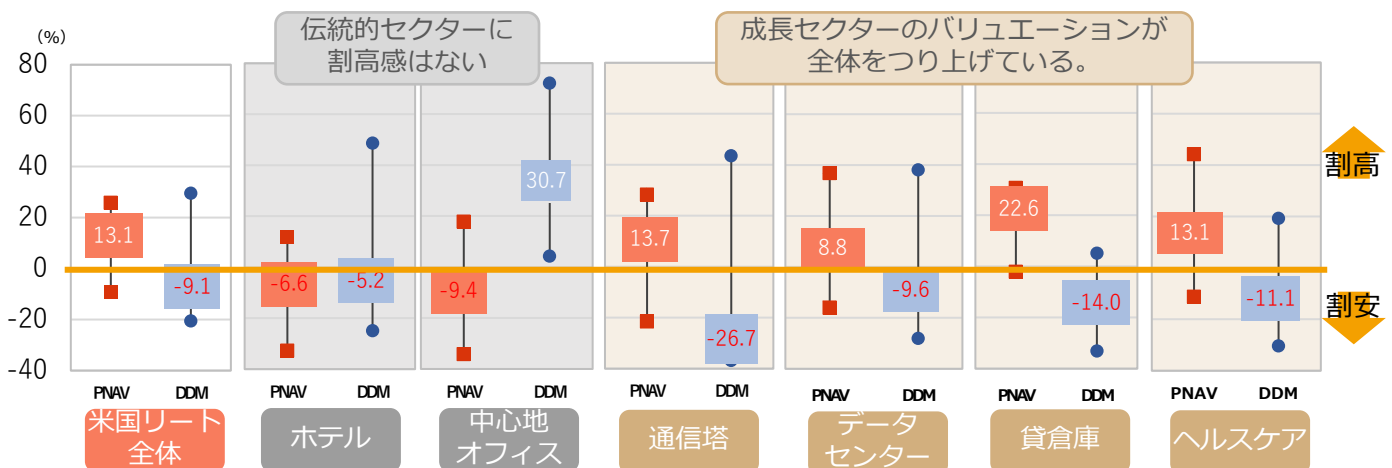
米国リートはこれまで堅調に推移してきました。「米国リートはすでに割高ではないか」との不安の声も、最近の下落を受けて聞かれます。以下、詳しく説明します。

成長セクターの構成が高まっていることが、割高に見える要因の1つ

リートの一般的なバリュエーション指標のひとつとして、「一口あたり純資産に対する市場価格」(P/NAV)が挙げられます。この測定方法では、米国リートはやや割高な水準にあります。しかし、この背景には近年、リート市場の構成が大きく変化していることが要因として挙げられます。

オフィス、ホテルなどいわゆる「伝統的な」リートに関しては、5年平均に対してむしろ割安な水準にあります。一方で、米国リート全体のバリュエーションを押し上げているのは、通信塔、データセンター、貸倉庫、ヘルスケアなどの成長セクターであります。これら成長セクターの構成が年々高まっています。この構成の変化によって、「リートが割高」にみえるようになっている、と言えます。

過去5年バリュエーション推移 〈対保有物件価格との比較〉と〈対配当割引モデル算出価値との比較〉



(出所) コーヘン&ステアーズ社

※2021年12月末時点。コーヘン&ステアーズ社のカバレッジ銘柄について、過去5年のレンジを表示。

※PNAVは「リートの保有物件価格に対するリート価格のプレミアム（ディスカウント）の割合」。

※DDMは「配当割引モデルによって算出した価値に対するリート価格のプレミアム（ディスカウント）の割合」。

※コーヘン&ステアーズ社の予想であり、将来のいかなる成果を保証するものではありません。

成長力を加味するとむしろ割安という見方も

また、P/NAVは実際の不動産価格をベースに算出するため、マクロ環境やファンダメンタルズの変化に遅れる傾向があります。成長性の高いセクターが増えてくる中で、コーヘン&ステアーズ社ではより機動的に収益見通しなどを反映できる評価方法として、DDM（配当割引モデル）も活用しています。株式では一般的な方法ですが、将来見込まれる配当成長も含んで評価するこの手法でみると、リートは割安な水準にあります。セクター別でみると、成長セクターの多くが、DDMでは割安な水準にあります。一方、伝統的セクターでは、中心地オフィスが割高になっています。これは、コロナで需要が減退し収益見通しが悪化しているためであり、収益（配当）見通しを元に評価するDDMの特徴をあらわしています。

リートの事業構造が多様化するにつれ、セクター内でもバラツキがみられます。個別のリートを丁寧に調査することで、バリュエーションを判断することが重要になってきています。

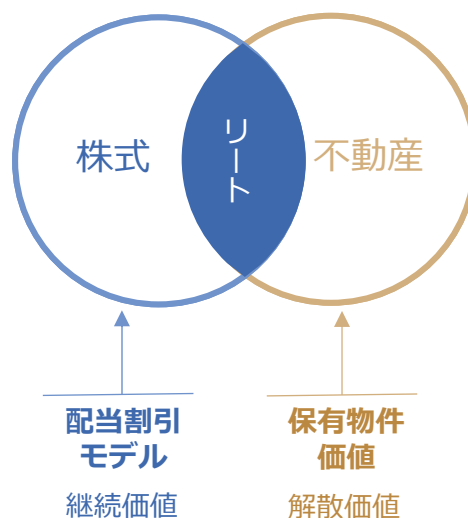
ファンダメンタルズとバリュエーションを見極めて運用する方針

I バランス良くバリュエーションを捉える必要性が高まっている。

コーペン&ステアーズ社では、付加価値として銘柄選択を特に重視し、不動産市況、保有物件と周辺地域の調査、テナントにいたるまで徹底して個別銘柄の分析を行っています。

バリュエーションにおいては、「長期的にはリートのリターンは保有する物件のファンダメンタルズに収斂する」と考え、保有物件と比較してリートが割安かどうかを測っています。また、リートは保有物件を入れ替えながら成長していく資産でもあります。そのため、上場株式同様に配当割引モデルも使用し、将来の成長予測を加味した評価も行っています。

それぞれ注目する目的が異なっており、双方を使い分けながら、多様化しつつあるリートの適正価値を総合的に判断して投資しています。



I ますます個別要因を分析する必要性が高まっていくと考える

コロナ以降、セクターでの循環物色がしばらく続いていました。しかし今後は、よりリート個別の要因によってパフォーマンス差が生まれてくると考えています。個別の事業モデル、投資サイクル、キャッシュフロー、そしてバリュエーションなどを鑑みて、銘柄選別を進めて行きたいと考えています。

収益分配金に関する留意事項

- ◆ 分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。

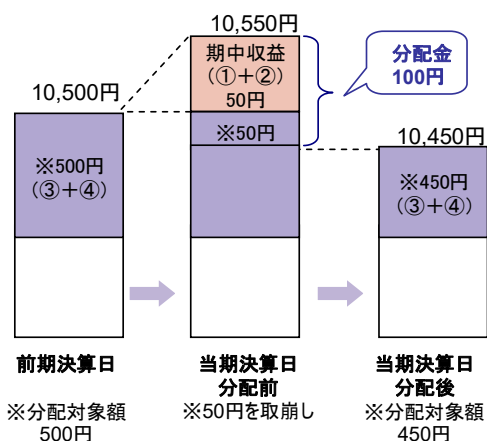
投資信託で分配金が支払われるイメージ



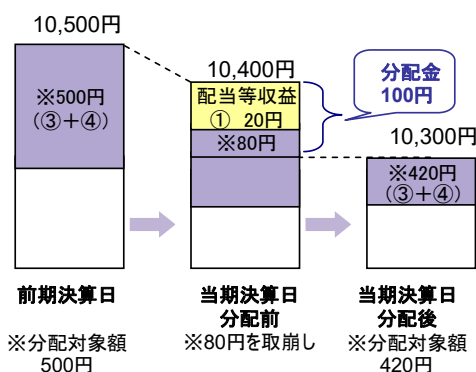
- ◆ 分配金は、計算期間中に発生した収益(経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益)を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合

前期決算日から基準価額が上昇した場合



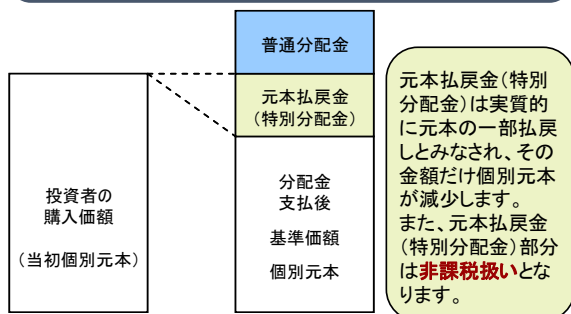
前期決算日から基準価額が下落した場合



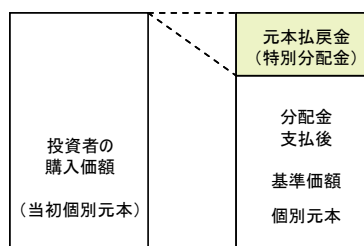
(注) 分配対象額は、①経費控除後の配当等収益および②経費控除後の評価益を含む売買益ならびに③分準備積立金および④収益調整金です。分配金は、分配方針に基づき、分配対象額から支払われます。

- ◆ 投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

分配金の一部が元本の一部払戻しに相当する場合



分配金の全部が元本の一部払戻しに相当する場合



普通分配金：個別元本(投資者のファンドの購入価額)を上回る部分からの分配金です。
元本払戻金：個別元本を下回る部分からの分配金です。分配後の投資者の個別元本は、元本払戻金(特別分配金)の(特別分配金)額だけ減少します。

※上記はイメージであり、実際の分配金額や基準価額を示唆するものではありませんのでご注意ください。

Ⅰ ファンドの目的・特色

ファンドの目的

- 米国のリート（不動産投資信託）に投資し、配当利回りを重視した運用により信託財産の成長をめざします。

ファンドの特色

1. 米国のリートに投資します。
 - 投資にあたっては、以下の方針に従って行なうことを基本とします。
 - ①米ドル建資産のポートフォリオの配当利回りが、市場平均以上となることをめざします。
※市場平均とは FTSE International Limited が発表する FTSE NAREIT® エクイティ REIT・インデックスの配当利回りとしてします。
 - ②ファンダメンタルズ分析を行ない、安定的な配当が見込める銘柄を選定します。
 - ③ポートフォリオの構築にあたっては、セクターおよび地域の配分を考慮します。

出典: FTSE International Limited(以下、「FTSE」) © FTSE. FTSE®は、ロンドン証券取引所グループ会社が所有する商標であり、ライセンスに基づき FTSE International Limited によって使用されています。"NAREIT®"は the National Association of Real Estate Investment Trusts ("NAREIT")の商標です。本インデックスに関する知的財産権はすべてFTSEおよびNAREITに帰属します。FTSEのインデックス、FTSE Ratings、またはその基礎データに関する瑕疵や不作為については、FTSE並びにライセンス各社はいずれも一切の責任を負いません。また、書面に基づくFTSEの同意がない限り、FTSEのデータの再配信も許可されません。

"Source: FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under licence. "NAREIT®" is a trade mark of the National Association of Real Estate Investment Trusts ("NAREIT"). All intellectual property rights in the Index vest in FTSE and NAREIT. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and / or FTSE ratings or underlying data. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent."

2. 「為替ヘッジあり」と「為替ヘッジなし」の2つのファンドがあります。

「為替ヘッジあり」

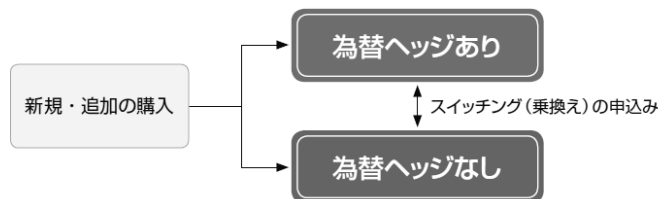
- ◆為替変動リスクを低減するため、為替ヘッジを行ないます。
※ただし、為替変動リスクを完全に排除できるものではありません。
※為替ヘッジを行なう際、日本円の金利が組入資産の通貨の金利より低いときには、金利差相当分がコストとなり、需給要因等によっては、さらにコストが拡大することもあります。

「為替ヘッジなし」

- ◆為替変動リスクを回避するための為替ヘッジは行ないません。
※基準価額は、為替変動の影響を直接受けます。

■ スイッチング（乗換え）について

- 「為替ヘッジあり」と「為替ヘッジなし」との間でスイッチング（乗換え）を行なうことができます。



- ◆各ファンドの略称としてそれぞれ次を用いることがあります。
ダイワ米国リート・ファンド（毎月分配型）為替ヘッジあり：為替ヘッジあり
ダイワ米国リート・ファンド（毎月分配型）為替ヘッジなし：為替ヘッジなし
- ◆各ファンドを総称して「ダイワ米国リート・ファンド（毎月分配型）」ということがあります。

3. 米国のリートの運用は、コーペン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクが行ないます。
 4. 毎月15日（休業日の場合翌営業日）に決算を行ない、収益分配方針に基づいて収益の分配を行ないます。
 5. 当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行ないます。
 - ・マザーファンドは、「ダイワ米国リート・マザーファンド」です。
- ※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「ファンドの目的・特色」をご覧ください。

投資リスク

- 当ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資元本が保証されているものではなく、これを割込むことがあります。信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。基準価額の主な変動要因は、以下のとおりです。

「リートの価格変動（価格変動リスク・信用リスク）」、「為替変動リスク」、「カントリー・リスク」、「その他（解約申込みに伴うリスク等）」

※「為替ヘッジあり」は、為替ヘッジを行ないませんが、影響をすべて排除できるわけではありません。また、為替ヘッジを行なう際、日本円の金利が組入資産の通貨の金利より低いときには、金利差相当分がコストとなり、需給要因等によっては、さらにコストが拡大することもあります。

※「為替ヘッジなし」は、為替ヘッジを行なわないので、基準価額は、為替レートの変動の影響を直接受けます。

※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご覧ください。

ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
購入時手数料	販売会社が別に定める率 〈上限〉3.3%（税抜3.0%） スイッチング（乗換え）による 購入時の申込手数料については、 販売会社にお問合わせください。	購入時の商品説明または商品情報の提供、 投資情報の提供、取引執行等の対価です。
信託財産留保額	ありません。	—
投資者が信託財産で間接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
運用管理費用 （信託報酬）	年率 1.672% （税抜 1.52%）	運用管理費用の総額は、日々の信託財産の純資産総額に対して左記の率を乗じて得た額とします。
その他の費用・ 手数料	（注）	監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、資産を外国で保管する場合の費用等を信託財産でご負担いただきます。

（注）「その他の費用・手数料」については、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

※購入時手数料について、くわしくは販売会社にお問合わせください。

※手数料等の合計額については、保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。また、上場不動産投資信託は市場価格により取引されており、費用を表示することができません。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご覧ください。

販売会社：

大和証券

Daiwa Securities

商号等 大和証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号
加入協会 日本証券業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

設定・運用：

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

商号等 大和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352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

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和アセットマネジメント株式会社が作成したものです。
- 当ファンドのお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資元本が保証されているものではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。
- 投資信託は預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。証券会社以外でご購入いただいた投資信託は投資者保護基金の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆さまの実質的な投資成果を示すものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。記載する投資判断は現時点のものであり、将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 当資料中で個別企業名が記載されている場合、あくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 分配金は収益分配方針に基づいて委託会社が決定します。あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。分配金が支払われない場合もあります。