

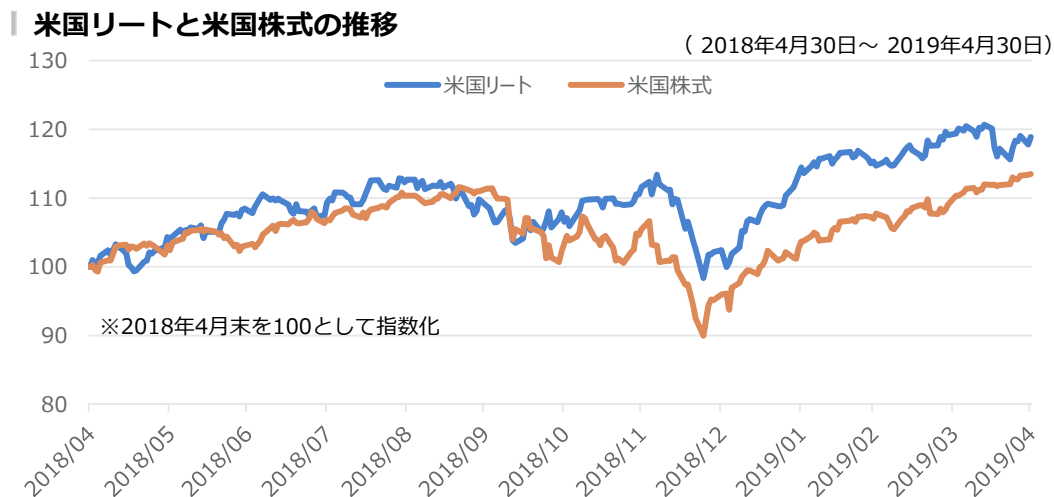
ディフェンシブ性を発揮する米国リート リートは厳しい市場環境において下値抑制の役割を果たす

※ 当資料は、コーヘン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インク(以下、コーヘン&スティアーズ社)のコメントを基に大和投資信託が作成したものです。

2019年6月12日

最近の市場環境

過去1年間（2018年4月末～2019年4月末）において、米国リーートのパフォーマンスは米国株式を大きく上回りました。底堅い経済成長により多くの不動産に対する需要が増加し、多くの市場における物件稼働率をほぼ過去の最高水準まで押し上げてきました。当初、力強い経済成長の恩恵を受け、不動産市場のファンダメンタルズが良好であったにもかかわらず、米国リートは米国株式に対してやや出遅れていました。しかし、2018年末にかけて、米国の金融引き締めや、グローバルな貿易摩擦問題や経済減速に対する懸念の高まりを背景に、投資家が安定的な収益を創出でき、魅力的な配当利回り、バリュエーションが相対的に低いディフェンシブな資産クラスを選好するようになり、その結果として、米国リートはアウトパフォームを開始しました。



※米国リートは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種株価指数（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

底堅い米国の経済成長、不動産市場にとってポジティブな要因となる雇用拡大および賃金上昇の継続が確認されたことで、米国リートは引き続き米国株式に対してアウトパフォームしています。FRB（米国連邦準備制度理事会）による利上げ停止の可能性や、欧州における利上げ観測の後退などを含め、各国の中央銀行が金融引き締めに対する慎重姿勢を強めたことも支援材料となりました。

コーヘン&スティアーズ社では、以下を背景に米国リートは引き続き良好なパフォーマンスを提供できる有利な立ち位置にあると考えています。

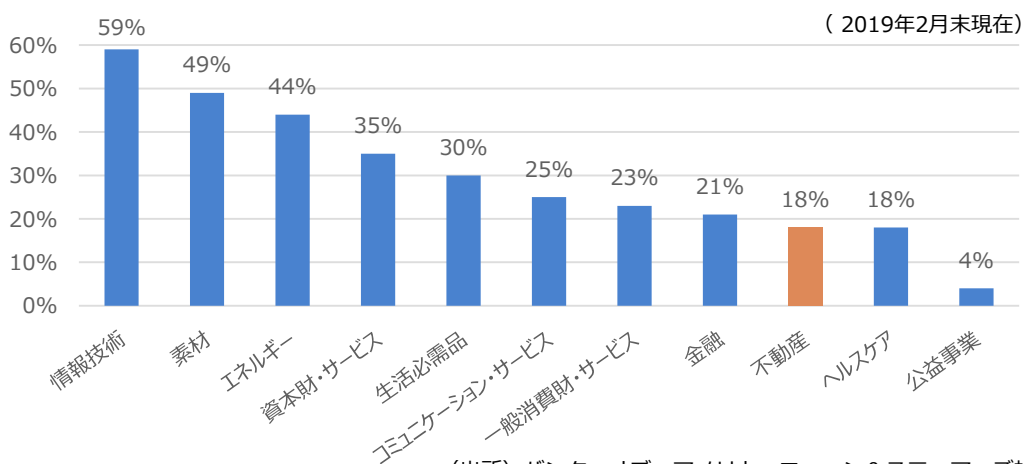
- ✓ 貿易摩擦問題の激化による直接的な影響が限定的
- ✓ 低金利環境はリートにとっては追い風
- ✓ ほとんどすべてのタイプの不動産ファンダメンタルズは良好
- ✓ 米国リーートのバリュエーションは、米国株式に対して適正水準となっているものの、非上場不動産市場対比では引き続き魅力的

米国リートに有利な市場環境

1. 相対的に海外売上高比率は低く、世界的な不確実性の高まりによる影響は限定的

貿易摩擦の激化に対する懸念や英国のEU（欧州連合）からの離脱をめぐる不安が高まる環境下、リートはこれらの問題による直接的な影響を受けにくい資産クラスです。米国リートの場合は、米国内に保有する不動産から多くの収益を得ています。S&P500種株価指数の全11業種のうち、リートを含む不動産セクターの海外売上高比率は3番目に低い業種となっています。

■ S&P500種株価指数の業種別海外売上高比率

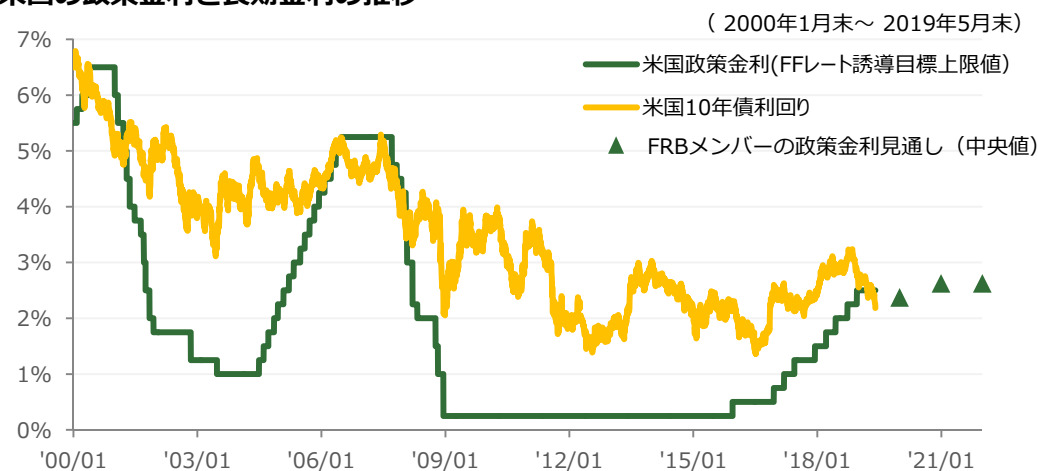


(出所) バンク・オブ・アメリカ、コーペン&スティアーズ社

2. 低金利環境は米国リートにとっては追い風

足元でインフレ圧力が抑制されているなか、中央銀行は金融政策に対してハト派の姿勢に転換しています。米国の経済成長は底堅い一方、FRBは長期間にわたり低金利環境を維持する見込みです。短期的に金利の影響を受けやすい米国リートにとって、低金利環境の継続は追い風となります。

■ 米国の政策金利と長期金利の推移



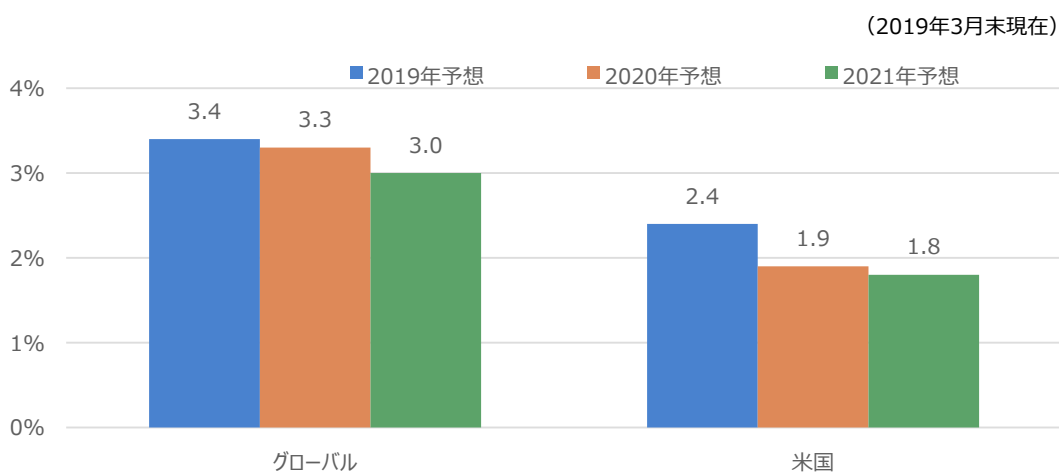
※政策金利の見通しは2019年3月時点（左から2019年末、2020年末、2021年末）

(出所) FRB、ブルームバーグ

3. 米国不動産市場のファンダメンタルズは引き続き良好

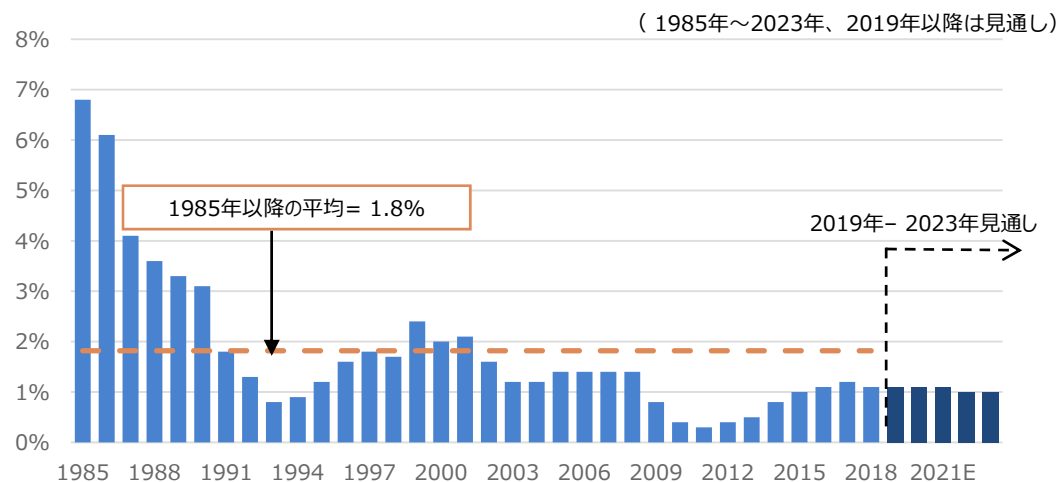
米国の経済成長はやや減速傾向ではあるものの、依然として堅調であり、不動産市場の良好なファンダメンタルズは継続すると予想します。雇用増加、失業率の低下、賃金上昇や依然として高い水準にある消費者景況感、リートのパフォーマンスの追い風になるとみています。ほとんどの不動産タイプに対する需要が底堅い環境にある一方で、労働コストや建設コストの上昇を背景に、不動産物件の新規供給は今後にかけて減少傾向にあります。このように不動産の需給バランスが有利な環境下、物件を保有するリートは引き続きある程度の価格交渉力を維持し、結果として1桁台半ば程度の健全な収益成長および配当成長が見込めると予想しています。

■ GDP成長率の推移（対前年比）



(出所) ブルームバーグ、コーヘン&ステアーズ社

■ 米国商業用不動産新規物件供給率



※新規物件供給率は集合住宅、産業施設、オフィス、ショッピング・モール、ショッピング・センターの5セクターの単純平均値です。集合住宅に関しては戸数、その他のセクターは床面積に対して算出されています。

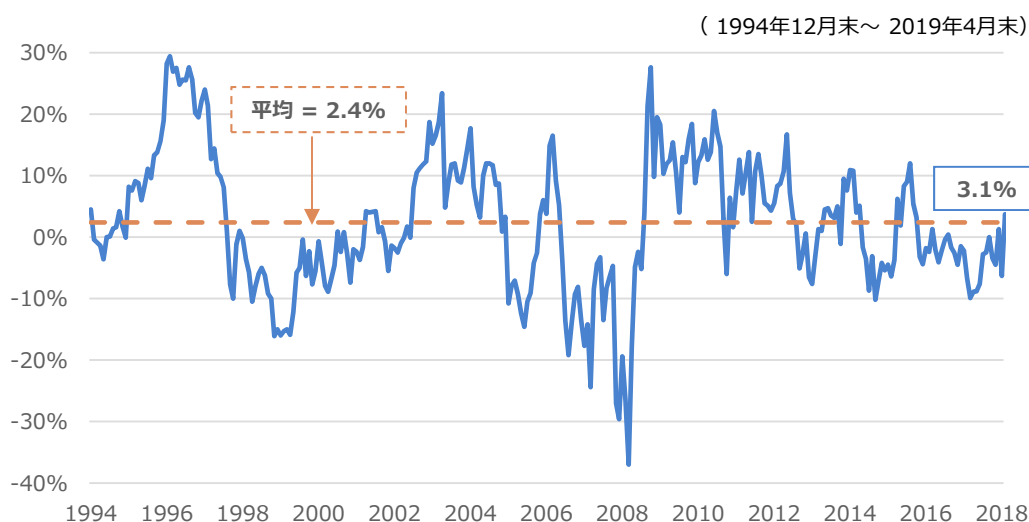
(出所) グリーンストリート・アドバイザーズ、コーヘン&ステアーズ社

4. 米国リートのバリュエーションは米国株式対比では適正水準、非上場不動産市場対比では魅力的

米国リートは年初来、堅調に推移してきており、絶対的なバリュエーションは適正水準となっています。しかし、価格収益率では米国株式と同様に適正水準に近づいているものの、依然としてやや有利な状況にあります。また、非上場不動産市場対比では、米国リートのバリュエーションは引き続き魅力的だと考えています。

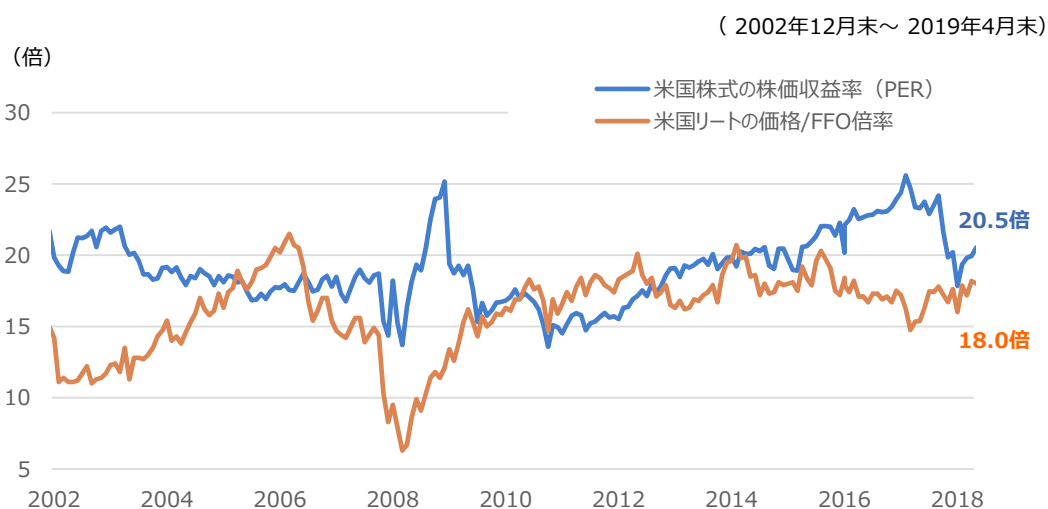
良好なファンダメンタルズにもかかわらず、米国リートの価格/FFO倍率は過去6年間に於いて低下してきた一方で、過去1年間の下落を考慮しても、米国株式の株価収益率（PER）は拡大しています。コーヘン&スティアーズ社では、現在の米国リートのバリュエーションは米国株式に対してほぼ適正水準にあるとみています。

純資産価値（NAV）に対するプレミアム/ディスカウント



（出所）UBS、コーヘン&スティアーズ社

価格収益率の比較



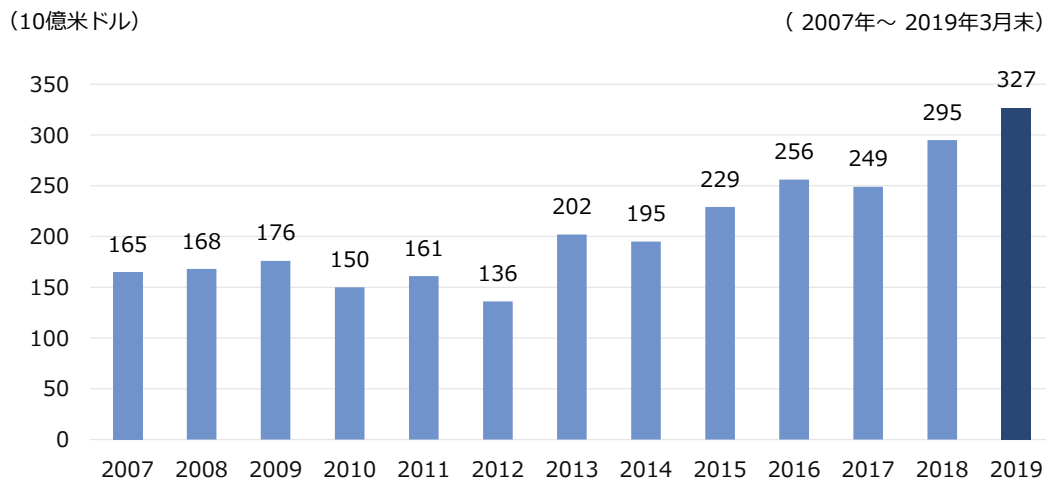
※米国株式は、ラッセル300種価格指数を使用しています。

※米国リートは、FTSE NAREITエクイティ・リート指数を使用しています。

（出所）UBS、コーヘン&スティアーズ社

また、非上場不動産ファンドに積み上げられた約3,000億米ドルの待機資金が、リートが保有する実物不動産の取得機会を模索しています。非上場不動産ファンドがこの膨大な待機資金をもって、今後リートからプレミアム価格で不動産物件を取得することや、プレミアムを加えたバリュエーションでリート自体を買収する動きの活発化が、米国リートを下支えするとみています。

非上場不動産ファンドの待機資金



※待機資金とは非上場不動産ファンドが実物不動産への投資のために投資家から集めた投資確約金額（コミットメント）のうち、未投資部分を指します。

(出所) プレキン、コーヘン&スティアーズ社

新しいタイプのリートの台頭

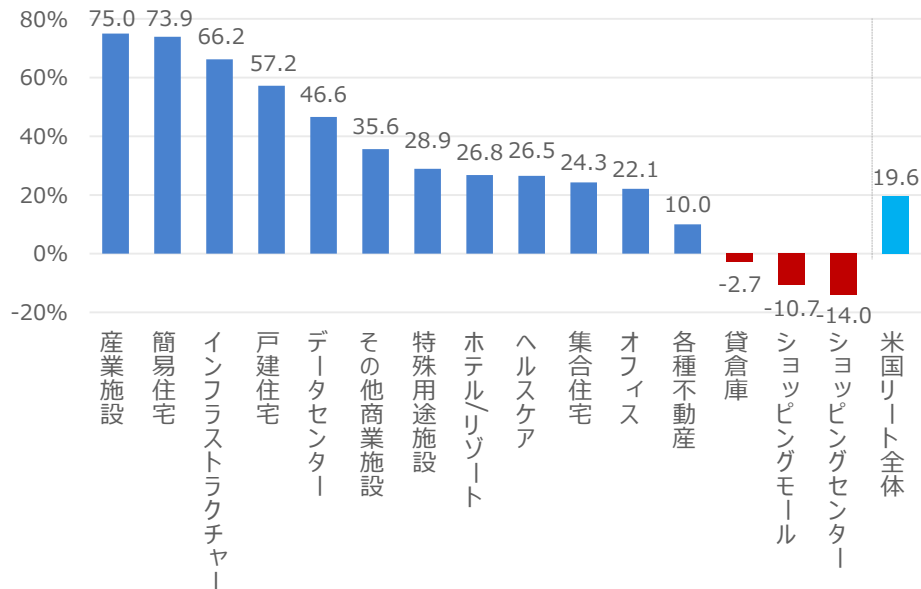
米国リートはこれまで、経済成長とともに投資家に安定的な配当を提供し、資産形成の一助となってきました。制度が導入された1960年以降、米国リートは主要な資産クラスの一つとして成長してきました。それと同時に、異なる特性を持つ多くの不動産タイプも誕生してきました。これを背景に、米国リートの投資家は、比較的少ない資本で豊富な投資機会を獲得することができ、多種にわたる実物不動産に裏付けられたポートフォリオを構築できるようになりました。

オフィス、集合住宅、商業施設、ホテルや産業施設などの伝統的なセクターが米国リート全体の大部分の割合を占める一方で、新しいタイプのリートの誕生は投資家に新たな付加価値を与えています。例えば、通信塔リートを含むインフラストラクチャーやデータセンター・セクターは、eコマースのバリューチェーンを支える必要不可欠なリートとなっており、今後長期にわたって恩恵を受けるとみています。また、米国における移動データ通信の急速な利用拡大も追い風になると考えられます。

米国の良好な雇用環境や人口動態を背景に、あらゆる住宅リートに注目しています。伝統的なセクターである集合住宅以外に、現在は総じて良好な需給環境にある戸建住宅や簡易住宅といった新しいタイプの住宅リートを選好しています。手頃な価格でライフスタイルの変化に合わせて専門的に管理された戸建住宅への需要は引き続き高く、また、高齢者層が退職後の住居として手が届き、住み替えしやすい簡易住宅への旺盛な需要も新しいタイプの住宅リートの成長を牽引すると考えられます。

Ⅰ 米国リートのセクター別リターン

(2016年3月末～2019年3月末)



※米国リート全体は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はFTSE NAREITエクイティ・リート指数内のセクターではありません。

(出所) コーベン&ステアーズ社

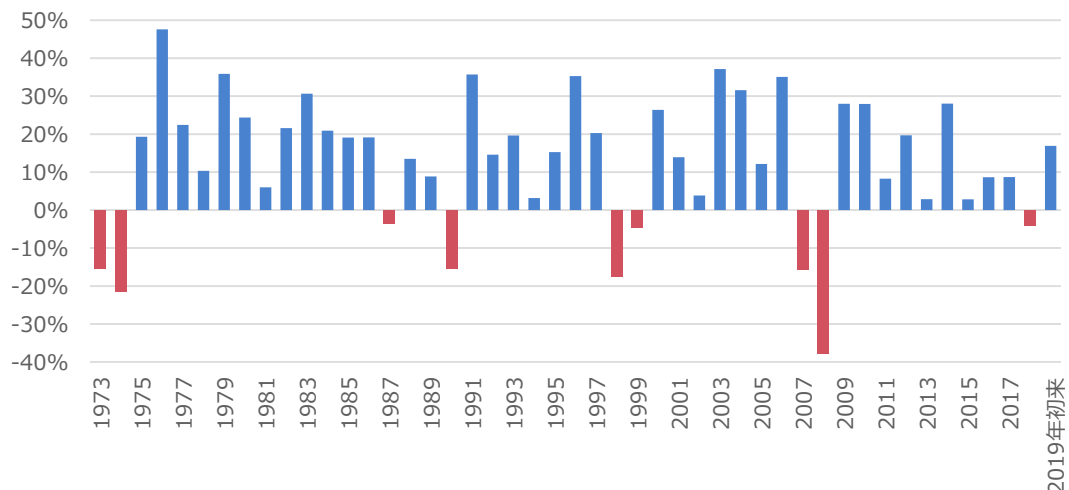
長期的な資産配分先としての米国リート

過去における力強いリターン、魅力的な配当利回り、株式や債券との低い相関に鑑みて、米国リートはこれまで投資家にとって分散投資先としての役割を果たしてきました。金融危機後、米国リートと米国株式の相関が高まっていた時期があったものの、現在では過去の長期平均の水準まで低下してきています。米国リートは、不確実性が高まる環境下だからこそ、投資家に分散効果を提供できる可能性があり、景気減速局面においてディフェンシブ性を発揮できるとみています。

不動産は短期的な投資テーマではありません。米国リートに長期的に資産を配分することで、商業用不動産の長期にわたる特徴に基づき、すべての景気サイクルを通じて魅力的な配当収益とともに、投資家のポートフォリオにリスク調整後のリターンを提供することが期待できます。

Ⅱ 米国リート・のトータル・リターン（年別）

（1973年～2019年4月末）



※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。

（出所）コーヘン&スティアーズ社

不動産需給が健全な水準にあること、米国リートの強固な財務体質、相対的に魅力的なバリュエーションや株式市場との低い相関を背景に、2019年の米国リートを取り巻く環境は引き続き良好です。したがって、コーヘン&スティアーズ社では、米国リートは引き続き有利な立ち位置にあり、魅力的なリターンを投資家に提供できると考えています。

※当資料で記載する指数・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。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和投資信託が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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。また、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。