

引き続き良好なファンダメンタルズが米国リートを下支え 足元は一時的な調整も、緩やかな経済成長と低金利環境が追い風

※ 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)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11月25日

健全なファンダメンタルズに加えて、経済成長の減速を背景に投資家によるディフェンシブな特性と相対的に高い配当利回りを有する証券への力強い需要により、2019年初から10月末まで、米国リートはS&P500種指数を大きくアウトパフォームしました。

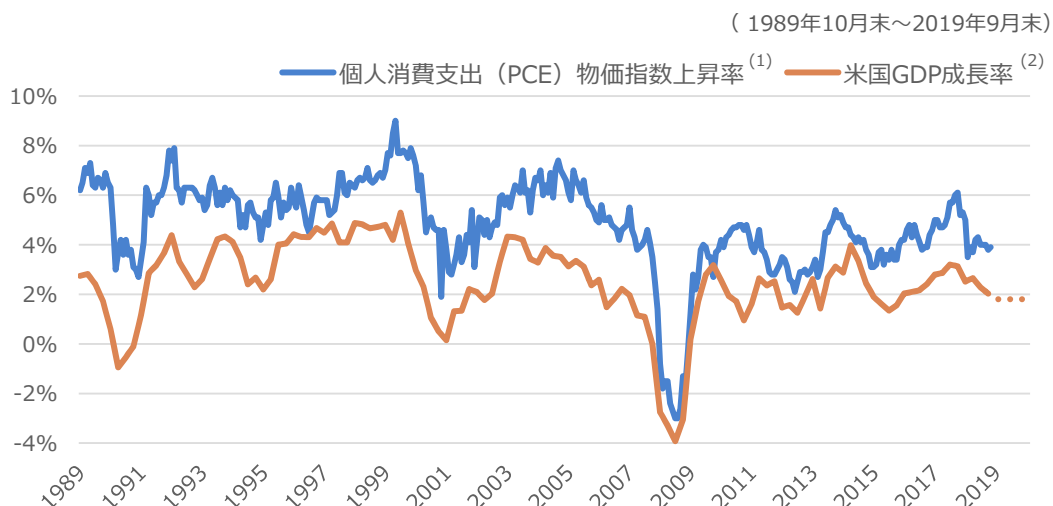
11月に入り、第3四半期の決算内容が市場予想より総じてやや弱かったことや、各社による公募増資の継続や長期金利の小幅な上昇を背景に、米国リートは広範な株式市場をアンダーパフォームしています。米中通商協議の進展に対する期待の高まりや、英国がEU（欧州連合）から強硬離脱する懸念が後退したことなどにより、投資家がリスク選好姿勢を強めてきています。

こうした環境のもとで、コーヘン&スティアーズは以下の理由により、引き続き米国リートは有利な立ち位置にあると考えています。

1. 緩やかな経済成長と低金利環境

2020年および2021年における米国の経済成長率を市場は1.8%⁽²⁾と予想しており、低金利環境はしばらく継続するとみています。

Ⅰ 米国の成長率



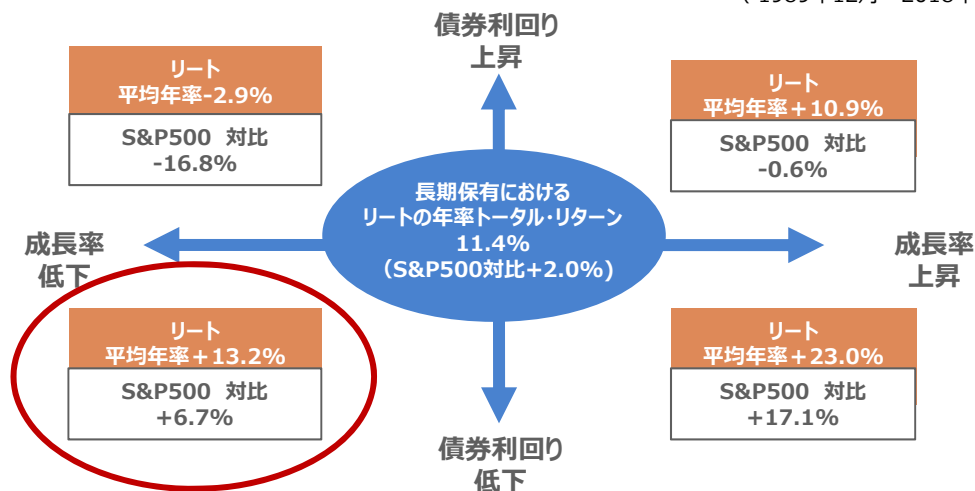
(1) 2019年9月末現在。出所：Bloomberg、Bureau of Economic Analysis。PCEのデータは米ドルベース、前年比を使用しています。

(2) 出所：Bloomberg。経済予測のデータは、2019年8月末現在の銀行、独立した調査会社や大学などのグループによるサンプルを活用して算出したもの（グラフの点線部分）。

低金利の継続は、米国リートは信用市場へのアクセスを支援し、リートの相対的に魅力的な配当利回りと底堅いキャッシュフロー成長見通しをより一層際立たせるため、米国リートにとって有利な環境です。グローバルな経済成長に不安要素が高まるなか、近い将来に債券利回りが大きく上昇する可能性は低いとみています。

異なる経済成長/金利環境下での平均年率トータル・リターン

(1989年12月~2018年12月)



※1989年12月以降の期間は、指数データと経済指標が入手できる共通の期間として選択しています。
 ※債券利回りは、米国10年債利回りを使用しています。
 ※経済成長率は、コーエン&スティアーズ米国景気先行指標 (LEI) で計測しています。同指標は、広範な経済成長における過去の転換点を示唆してきた、6つのマクロ経済ファクターで構成されます。
 ※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。
 ※米国株式は、S&P500種指数を使用しています。
 ※合計348の月次データに基づき、債券利回りの上昇・低下とLEIの上昇・低下に基づき4つの局面にグループ分けしています。上段のリートの平均年率リターンはそれぞれの局面にグループ分けされたリートの月次トータル・リターンを平均して年率換算したものです。下段は、上段のリートの平均年率リターンと、同様に計算したS&P500種指数のトータル・リターンとの差です。

(出所) Refinitiv、コーエン&スティアーズ

また米国リートは、商業用不動産の賃貸借契約に基づく安定的な収益とキャッシュフローを提供できることから、過去の景気サイクルの後期（成長減速期）および後退期において勝ち組となってきました。上の図表で示しているように、経済成長率および債券利回りが同時に低下する局面において、米国リートは絶対的にも相対的にも良好なパフォーマンスとなっています。

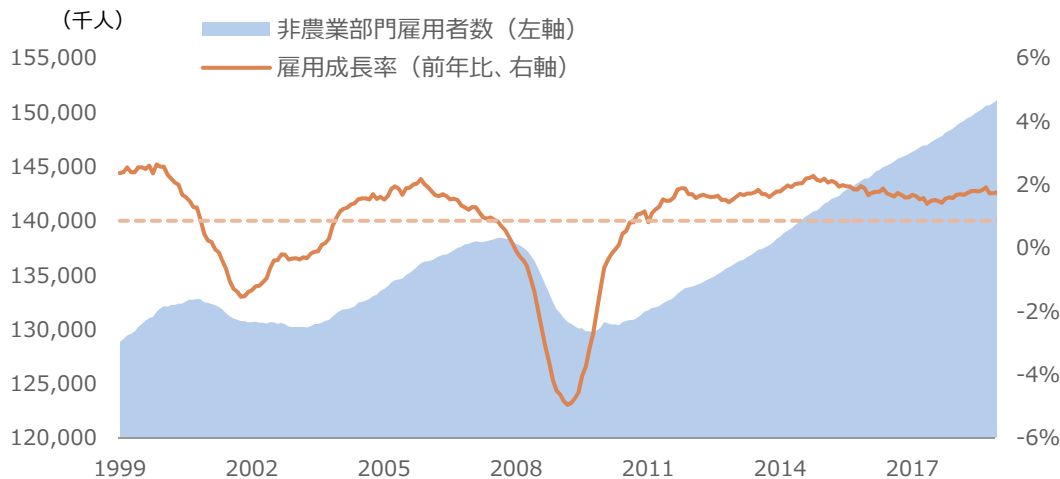
さらに、リートは国内市場のビジネスが中心となっており、海外諸国における経済成長鈍化による直接的な影響を受けにくい。現在進行中の米中通商協議は、米国リートにとって大きな打撃となる可能性は低いとみています。実際に、米国リートはほとんどの収益を米国内に保有する不動産物件から得ており、S&P500種指数の11業種内において海外収益比率は3番目に低い業種となっています。

2. 米国リートの不動産ファンダメンタルズは依然として健全

低失業率、力強い賃金成長および底堅いGDP成長を背景に、米国のほとんどの市場およびセクターにおいて不動産に対する需要が強い状況にあります。一方で、土地、建設および労働コストの上昇が賃料の上昇ペースを上回っているため、不動産の供給はピークアウトしつつあります。物件所有者がより強い価格交渉力を保持できる現在の環境は、リートにとっては追い風であり、このような底堅いファンダメンタルズが2020年にかけて継続する見通しです。

Ⅰ 米国の非農業部門雇用者数および雇用成長率⁽¹⁾

(1999年5月～2019年9月)



(1)非農業部門雇用者数は、米国内で給与を支給されているすべての被雇用者数の季節調整済みの数値を用いています。農業従事者、個人事業主、ストライキ中の被雇用者、休職中及び解雇された被雇用者は含まれていません。上記データは速報値に基づいており、その後の改訂等を含む調整を反映していません。

(出所) 米労働省労働統計局が発表する非農業部門雇用者数の速報値

米国リートのセクターの中でも、いくつかの主要な投資テーマに注目しています。まず、人口成長トレンド、雇用者数および賃金の増加を背景に、米国の様々な形態の賃貸住宅を選好しています。また、データセンターなどのテクノロジー関連のリートにも投資機会を見出しており、米国およびその他の国におけるデータ利用の急増による恩恵を享受できるとみています。

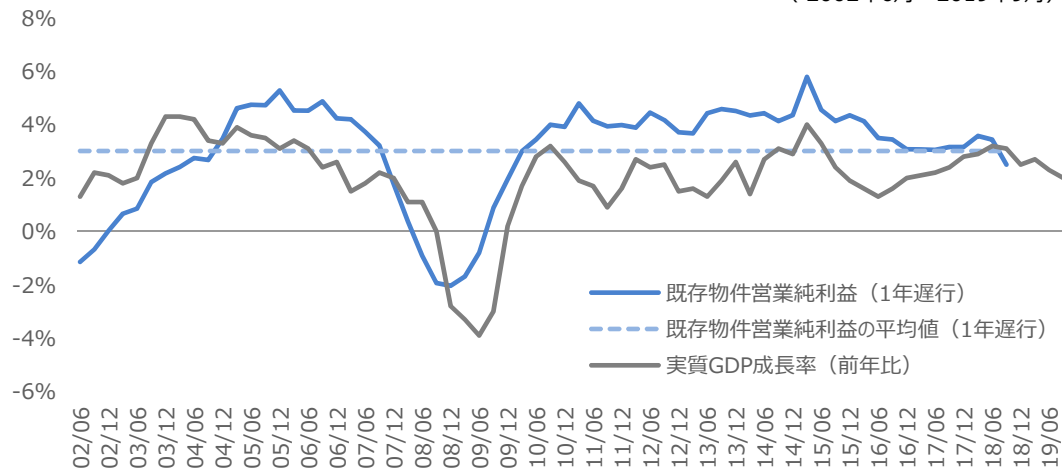
米国リートの負債比率は歴史的に見ても低水準にあり、財務体質は強固で、資本市場へのアクセスも良好であるとみています。不動産に対する健全な需要、限定的な供給に加え、低い資本調達コストを背景に、米国リートは投資家に対して長期にわたって高い水準にありながら、なお成長するインカムを提供できると考えています。



※上記に示す当社の見解は資料作成時のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。上記に示す過去のデータは、将来同様の動きが繰り返されることや、その動向の開始時期などを示唆、また保証するものではありません。

既存物件営業純利益 vs. 実質GDP成長率

(2002年6月～2019年9月)



※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。同指数は、総資産の50%以上が実物不動産を担保とするモーゲージ以外の適格不動産資産で構成され、かつ最低規模および流動性の基準を満たしています。
 ※既存物件営業純利益と既存物件営業純利益は、それぞれ1年前にずらしてグラフに表示しています。

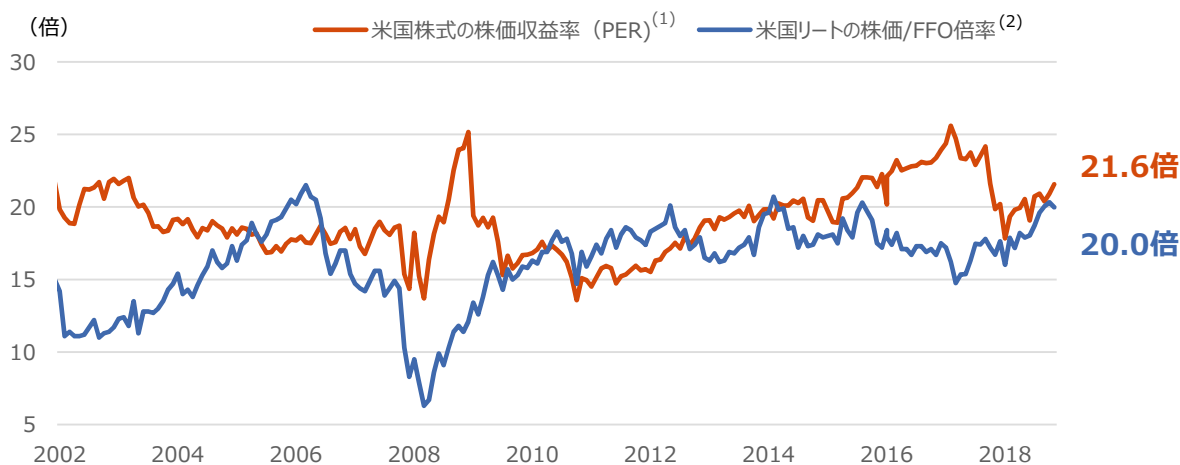
(出所) ブルームバーグ、コーヘン&スティアーズ

3. 米国リートのバリュエーションは適正

年初来の力強いパフォーマンスにもかかわらず、米国リートのバリュエーションは、株式市場と比較すると引き続き適正水準にあると考えられ、非上場不動産市場や債券市場対比で魅力的であるとみています。下のグラフが示す通り、株価収益率の観点から米国リートは広範な株式市場に対してはおおむね適正水準ながら、10月末時点においてもなおリートが相対的にやや有利な状況です。その後の株価上昇と、リート価格下落により、バリュエーション面からリートの下値抵抗力は高まっていると考えられます。

株価収益率の推移 米国リート vs. 米国株式

(2002年12月～2019年10月)



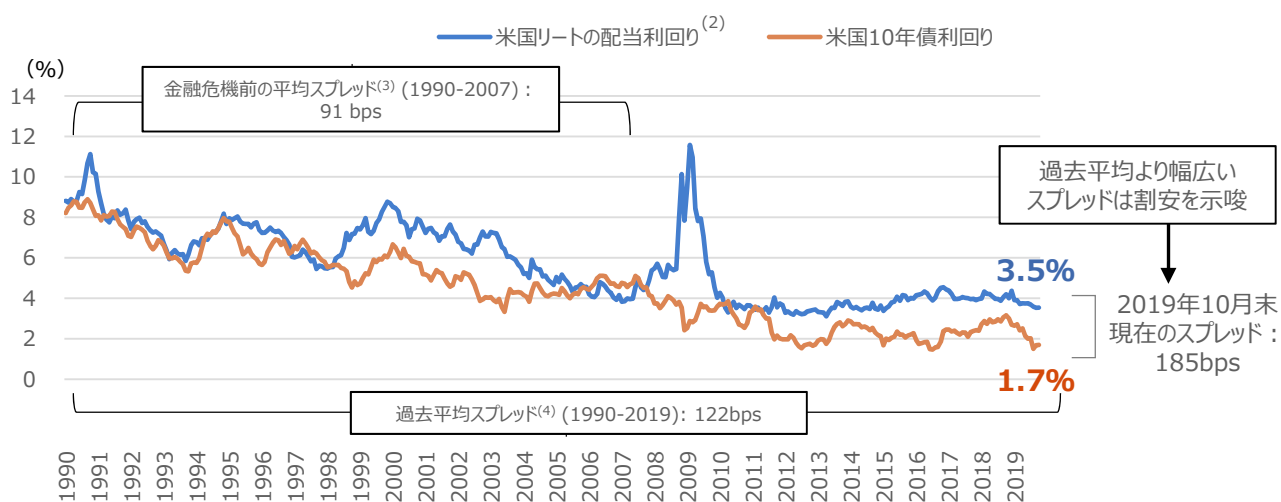
(1) 米国株式は、ラッセル300種価格指数(トータルリターン・米ドルベース)を使用しています。株価収益率(P/Eレシオ又はPERと省略)は、企業一株当たり利益に対して、株価が何倍になっているかを表します。
 (2) 米国リートの収益はFFOを使用しています。FFO(ファンズ・フロム・オペレーション)：リート業界の主要業績指標であり、GAAP基準の純利益から資産売却による純利益を控除し、不動産の減価償却費を加えたものとして計算されます。米国リートはFTSE EPRA NAREIT指数に基づき、UBS社がカバレッジ分を反映しています。

(出所) UBS、コーヘン&スティアーズ

また、市場情報提供会社のプレキン社や、大手不動産調査会社のグリーンストリート・アドバイザーズ社によると、コア不動産をめぐる競争環境が激化するなか、非上場不動産市場における待機資金は3,000億米ドル以上までに積み上がっており、商業用不動産価格の上昇圧力となっています。この状況は、プライベート投資資金がリートからプレミアム価格で保有物件を購入する可能性が高まっていることを示唆しており、上場リートの収益の高まりによりバリュエーションを潜在的に下支えする要因となりうると考えています。さらに、FRB（米国連邦準備制度理事会）がより長い期間にわたり金利を低い水準に保つ可能性が高いことも、米国リートにとっては追い風となるとみています。たとえ米国債利回りが上昇した場合でも、現在の米国リートの配当利回りと米国10年債利回りのスプレッドは過去平均を上回っており、さらには金融危機前の平均を大きく上回る水準となっています。このスプレッドは金利上昇によるネガティブな影響を和らげる効果があると考えます。

Ⅰ 利回り比較⁽¹⁾—米国リートの配当利回り vs. 米国10年債利回り

(1990年1月～2019年10月)



(1)利回りは投資のインカム・リターンを指します。このインカム・リターンは銘柄から支払われる利息や配当を指し、その年率を投資コストと直近値または額面を基にパーセントで表します。スプレッドは1つの債券の利回りから他の債券の利回りを引いて算出した、債券の利回りの差です。

(2)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。

(3)金融危機以前の平均は1990年1月から2007年12月までの平均です。

(4)過去の平均は 1990年1月から2019年10月までの平均です。

(出所) NAREIT、コーヘン&スティアーズ

不動産に対する底堅い需要と規律ある新規供給が続く環境の下で、経済成長がやや減速する局面でも安定的なキャッシュフロー成長が期待できることから、米国リートは引き続き他資産に比べて魅力的な相対リターンのみならず絶対リターンを提供できると考えています。コーヘン&スティアーズでは、米国の景気および不動産市場のサイクルは依然として健全であり、内需型の特性を有し、着実な収益成長の可能性を持つ米国リートは、今日そして今後の市場環境において、潜在的に魅力的な分散投資効果をもたらすことができるとみています。

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。