

景気後退局面でディフェンシブ性を発揮するリート リートは過去の厳しい市場環境において下値抑制の役割を果たす

2019年3月12日

※当資料は、コーペン&ステアーズ・キャピタル・マネジメント・インクのコメントを参考にして大和投資信託が作成したものです。

トム・ボージャリアン CFA 米国リート・ヘッド兼シニア・ポートフォリオ・マネージャー

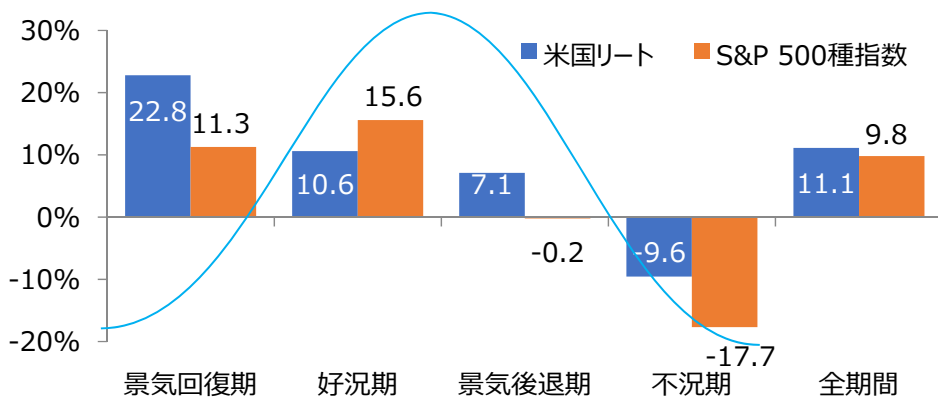


要旨

- 米国リートは、1991年以降の景気後退期においては、S&P500種指数を年率で7%程度上回るパフォーマンスを収め、不況期では大いなる下値抑制の役割を果たしたことで、不透明感が高まる環境におけるリートのディフェンシブな賃貸収入および高い配当利回りの潜在的価値をより際立たせています（図表1）。
- 健全な需要と供給のファンダメンタルズ、かつてないほど強固な財務体質、株式との低い相関（2019年1月末現在、0.52。図表3）、広範な株式市場に対して相対的に割安な水準にあるバリュエーションなど、リートを取り巻く環境は2019年も引き続き良好であると予想しています。
- 投資家による実物不動産に対する需要が旺盛ななか、非上場不動産ファンドの運用者はリートが保有しているような不動産物件を取得するため、3,000億米ドルもの記録的な待機資金を抱えており、これがリートのバリュエーションの下支えとなる可能性があります。

図表1：景気後退期と不況期に底堅いリート

景気サイクルの各局面における年率換算リターン、1991年～2018年



2018年12月31日現在。出所：カンファレンス・ボード、全米経済研究所（NBER）、トムソン・ロイター、コーペン&ステアーズ

当資料のお取り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投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。■当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらは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。販売会社等についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00~17:00) HP <https://www.daiwa-am.co.jp/>

期間ごとに集計した月次リターン¹の年率換算値の平均。景気回復期から景気後退期まではカンファレンス・ボード景気一致指数（CBCI）の主要トレンドに基づき、コーヘン&ステアーズが判断しています。景気回復期—CBCIが加速（336カ月のうち104カ月：3/91-12/94、11/01-12/04、6/09-1/11）、好況期—CBCIが横ばい（336カ月のうち180カ月：1/95-4/00、1/05-9/06、2/11-12/18）、景気後退期—CBCIが減速（336カ月のうち24カ月：5/00-2/01、10/06-11/07）。不況期はNBERが報告した時期（336カ月のうち28カ月：1/91-2/91、3/01-10/01、12/07-5/09）。分析は1991年以降に焦点を当てています。この期間は、リート構造の進化、市場規模および流動性の拡大が見られたことから「近代リート時代」とみなされ、現在の米国リーートの投資ユニバースおよび特性を代表すると考えています。

市場をリードする資産クラスの変化

不動産投資信託（リート）は過去数年間にわたり総じて苦戦してきました。力強い経済成長が不動産に良好なファンダメンタルズをもたらしたものの、リート価格にあまり反映されてきませんでした。しかし、2018年末にかけて、世界経済減速の見通しや流動性の低下がグローバルな金融市場に打撃を与える可能性が意識され始めたことを背景に、この傾向は変化し始めました。

2018年の10-12月期において、米国リートは広範な株式市場より底堅く推移し、S&P500種指数が13.5%下落した一方、米国リートは6.7%の下落にとどまりました。欧州とアジアの不動産投資信託も同様な底堅さが見られ、また、2019年1月に市場が反発するなかで資金が流入したことから、リートは引き続き株式市場を大きく上回るパフォーマンスを収めました。

近年、リートが相対的に堅調に推移する局面はその他にも見られたものの、今回は、米国の景気サイクルが好況期から景気後退期に移行するなかで、市場をリードする資産クラスに変化が現れ始めたところだと考えています。

景気後退期に移行するなかで、ディフェンシブな特性、健全なファンダメンタルズ、非上場不動産ファンドの実物不動産への高い需要が、リートに魅力的な絶対および相対リターンをもたらす可能性があると考えています。

考慮すべきポイント：

1. リートは過去において、景気後退期では広範な株式市場を上回るパフォーマンスを収めてきました（図表1）。しかし、広範な株式市場を投資対象とするファンドの運用者の大半は、構造的に不動産投資信託をアンダーウェイトとしているため、今後は大量の資金が循環し、不動産投資信託にシフトする可能性があります。
2. リートが保有する不動産のファンダメンタルズが引き続き健全で、財務体質がかつてないほど強固であるにもかかわらず、過去6年間にわたり、株式市場の株価収益率が上昇している一方、リーートの価格FFO倍率は、金利上昇が重しとなり、低下してきました。
3. 非上場市場における大量かつ持続的な実物不動産への投資需要が資金の滞留を引き起こした結果、非上場不動産ファンドにおいては、リートが既に保有しているような不動産物件の取得を目的とした3,000億米ドルに及ぶ水準まで積み上がった待機資金が、リーートのバリュエーションを下支えする可能性があります。

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

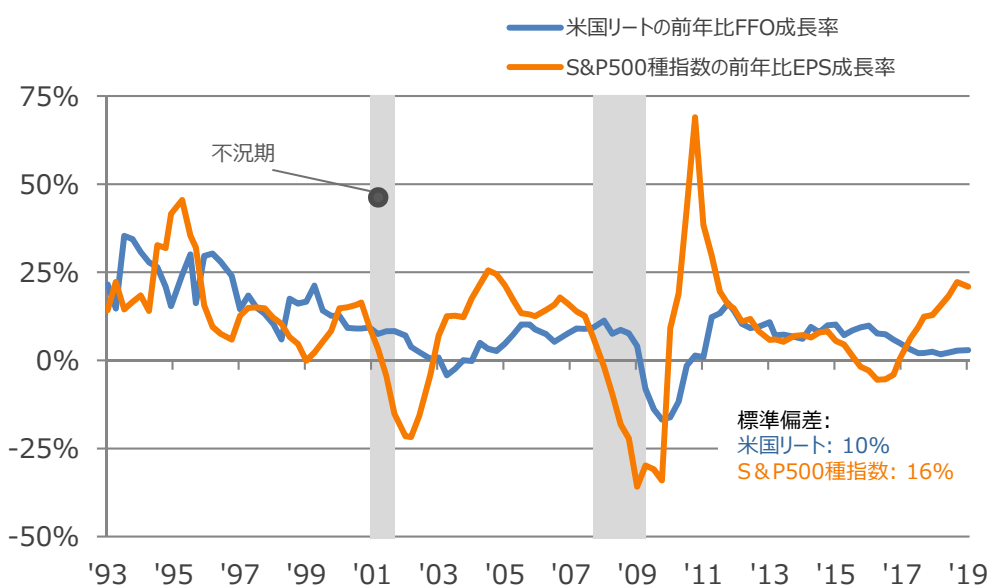
リートが景気後退期において底堅い理由

近代リート時代が幕を開けた1991年以来、米国リートは、景気後退期において、S&P500種指数を年率で平均7%以上、不況期や景気回復初期には、さらに大幅に上回るパフォーマンスを収めています。リートは景気サイクルの変化による影響を免れないものの、景気後退期の環境下において株式市場を上回るパフォーマンスを収めることができる理由は幾つかあると考えています。

まず、**リートは予測可能な不動産賃貸料をベースとする収入を得る傾向があります。**厳しい景気環境下では、個人はスマートフォンの買い替えや新車の購入を常に手控えることができます。しかし、10年の賃貸契約でオフィスを借りている場合、経済状態に関わりなく、賃貸料を所有者に支払う契約上の義務があります。その結果、リートは過去において、株式市場の多くのセクターより安定した収益成長を生み出しています（図表2）。

図表2：安定した収益成長

1992年12月末～2018年12月末



2018年12月31日現在。出所：UBS、ブルームバーグ、NBER、コーエン&ステイアーズ
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。EPS：1株当たり純利益。

セクターの景気循環性の影響 2018年10-12月期の米国リートの セクター別パフォーマンス

ホテル -20.5%
(景気循環型/賃貸期間1日)

通信塔 +3.6%
(長期的/5年単位で契約更新)

2018年12月31日現在。
出所：NAREIT

ただし、収益成長は不動産の物件タイプによって著しく異なる場合があります。例えば、ホテルは基本的な賃貸期間が1日であり、ビジネスや娯楽の支出に依存するため、景気に大きく左右されます。一方、通信塔は通常、賃貸期間が25～30年で、10年間の解約不能期間に実質5年毎の契約更新であるため、長期的に安定したキャッシュフローを創出することができます。

次に、**リートは過去において魅力的な配当を支払っており、低成長の環境下では投資家に有利なリターンを提供できる可能性があります。**2018年末現在、不動産はエネルギーと並び、S&P500種指数のなかで最も利回りの高いセクターでした⁽¹⁾。リートが高い配当利回りを実現できるのは、経常的な収益を生み出す不動産物件を運営、取得、開発することに特化し、キャッシュフロー重視の事業モデルを有するためです。また、配当は他の多くの企業では任意ですが、米内国歳入庁 (IRS) は、米国リートが課税所得の90%以上を株主に還元するように義務づけています。

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

最後に、**経済成長の鈍化は金利上昇圧力を緩和する可能性があります**。米国のインフレ率は上昇してきたものの、経済成長がピークをつけ、世界経済がより厳しい環境になることは、債券利回りが現在の水準から大幅に上昇する可能性が低いことを意味します。加えて、米連邦準備制度理事会（FRB）の論調は既にハト派姿勢を強めており、まもなく追加利上げを停止する可能性があります。

(1)2018年12月31日現在。出所：スタンダード&プアーズ、NAREIT

リートをめぐる有利な環境

健全なファンダメンタルズ：ディフェンシブな特性だけでは投資家のポートフォリオを保護するために十分ではありません。コーヘン&スティアーズでは、2019年の米国経済成長は緩やかとなるものの、依然として健全な水準だという予想に基づき、より保守的にキャップ・レート（物件価値を算出するための評価手法）を想定し、物件の価値およびキャッシュフローの予想を調整しています。

この保守的な予想を織り込んでも、総じて良好な商業用不動産市場を背景に、米国リートは引き続き魅力的な絶対かつ相対リターンを提供できる可能性があると考えています。不動産に対する需要と供給はおおむね均衡を保ち、物件所有者はある程度の価格決定力を維持し、リートの収益と配当は1桁台半ばの健全な成長を実現すると予想しています。

リート全体のファンダメンタルズよりも、需要と供給の状況は大きく異なる場合があるため、個別のセクターや企業を見るのが重要です。コーヘン&スティアーズの選別的な投資機会に関する見通しは以下のとおりです。

通信塔



通信塔保有企業は、データ利用の増大を支えるため、大規模な4Gの設置が続くなか、5Gの導入も初期段階にあるなど、無線通信事業者が通信網の整備に支出することから恩恵を受け、長期的な成長が見込まれます。

データセンター



IT関連の業務委託やデータ集約型ウェブ・アプリケーションの拡大が続くなか、需要および開発パイプラインは引き続き健全ですが、クラウド関連の支出は目先減速すると思われ、同セクターのリート間において、ばらつきが生じる可能性があります。

集合住宅



住宅供給が引き続き過去のトレンドを大幅に下回るなか、堅調な人口動態および継続する雇用増加、世帯形成は過去平均を上回るなど、需給は良好です。

ヘルスケア



10年間にわたり市場平均より大幅にアンダーウェイトとした後、同セクターに対しては前向きな見方に転じています。ディフェンシブな特性は現在の環境に適しており、バリュエーションの魅力が高まっています。

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

強固な財務体質：信用スプレッドはやや拡大する可能性があるものの、リート市場への影響は限定的だと考えています。多くのリートが過去10年間にわたり債務を削減し、債務の満期を延長してきたことから、リートの財務体質はかつてないほど強固になっていると見ています。

低い相関：リートは、他の資産クラスとの低い相関に示されるように、過去において分散効果をもたらしてきました。株式との相関は、金融危機を受けて急上昇した後、2019年1月末時点で0.52と過去の長期平均の水準まで低下しています（図表3）。リートの分散効果は、不透明感が高まる局面を迎えつつあるなかで、特に重要になると考えています。

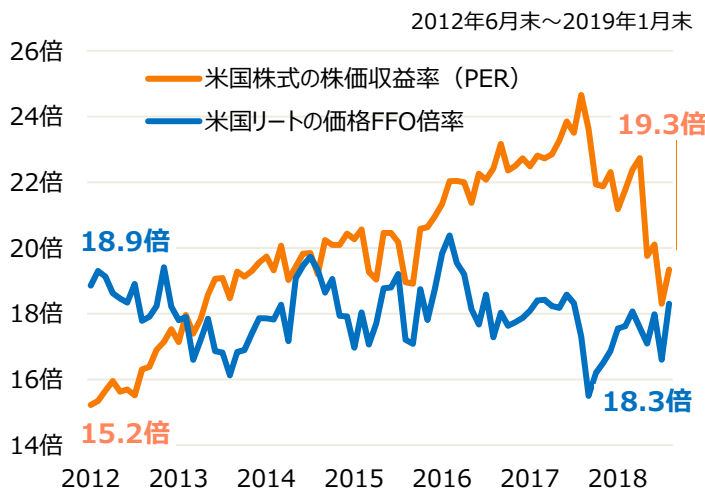
株式と比較して魅力的なバリュエーション：広範な株式市場の株価収益率が、2018年の下落を考慮しても上昇した一方、リートの価格FFO倍率は、強固なファンダメンタルズにもかかわらず低下しています（図表4）。リートの価格FFO倍率が過去において平均して株式市場の株価収益率を上回っていたことを考慮すると、現在の低い価格FFO倍率は潜在的価値を示していると考えています。

図表3：株式との相関は金融危機前の水準
米国リートとS&P500種指数の相関



2019年1月31日現在。出所：モーニングスター、コーヘン&スティアーズ

図表4：株式に対して割安なリートのバリュエーション



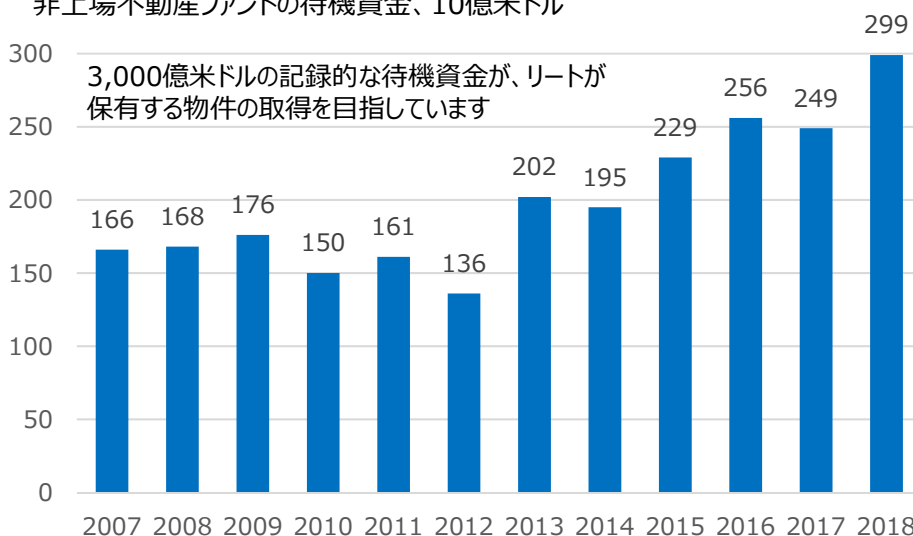
2019年1月31日現在。出所：モーニングスター、不動産指標に基づくコーヘン&スティアーズの推定
当資料中の過去のデータは、将来のいかなる成果を保証するものではありません。リート：価格FFO倍率：FFO（ファンズ・フロム・オペレーション）に対する価格の倍率。FFOはリート業界の主要業績指標であり、GAAP基準の純利益から資産売却による純利益を控除し、不動産の減価償却費を加えたものとして計算されます。PER：株価収益率。

不動産を取り巻く健全な環境、魅力的なバリュエーションや低い相関を背景に、リートは、景気後退期に生じるボラティリティからポートフォリオを守る強力な手段になると見ています。

非上場市場における投資需要が下支え：非上場市場において、不動産投資に対する旺盛な需要があるなかで、実物不動産の運用者は、投資を実行可能なペースを上回る投資資金を集めています。こうした状況を背景に、非上場不動産ファンドにおいて、リートが保有しているような不動産物件の取得を目的とした待機資金は3,000億米ドルと記録的な規模に達しています（図表5）。この資金は以下のような複数の経路で上場リート市場に影響を与え、リートのバリュエーションの下支えとなる可能性があると考えています。

- 商業用不動産価格に上昇圧力を加える
- リートからプレミアム価格で資産を取得する
- 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

図表5：不動産を対象とする待機資金
非上場不動産ファンドの待機資金、10億米ドル



2018年11月30日現在。出所：プレキン、コーヘン&スティアーズ
待機資金は、非上場不動産ファンドへのコミットメント総額から、投資実行のためジェネラル・パートナーがコールした金額を控除した金額

主なポイント

米国リートの2018年10月以降の良好な相対パフォーマンスは、不透明感が高まる環境において、ディフェンシブな賃貸収入および高い配当利回りが得られることの潜在的な利点を示唆しています。

ボラティリティが高まる局面は、多くの場合、投資家はポートフォリオの資産構成を見直し、それが十分に分散されるように確保する機会となっています。

リートは魅力的な相対バリュエーション、株式との低い相関および非上場市場における実物不動産に対する旺盛な需要によって下支えされ、今日の市場において分散を図るための魅力的な方法を提供すると考えています。