

## 足元の米国リート市場と今後の見通し

### 現在の市場環境は魅力的な投資機会を提供

※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(以下、コーペン&スティアーズ社)の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。

2020年5月20日

現在の米国リート市場を取り巻く混乱は、経済活動が再開する際に最初に回復が期待される優良な上場リートに割安な価格で投資できる貴重な投資機会を提供していると考えています。

### お伝えしたいポイント

**Point 1 : 現在の市場環境は、米国リート市場への魅力的な投資機会を提供**

**Point 2 : 景気後退局面後に大幅なリターンにつながる可能性**

新型コロナウイルスの感染拡大による経済および資本市場への影響に対する不透明感が依然として残るものの、米国リートの魅力的なバリュエーションや十分な資金流動性などを勘案すると、2020年は長期投資を想定する投資家にとっては魅力的な投資機会を提供する可能性が高いと考えています。また、米国リート市場の健全なファンダメンタルズを背景に、過去の実績と同様、景気後退局面を脱した後、大幅なリターンにつながる可能性が高いと考えています。

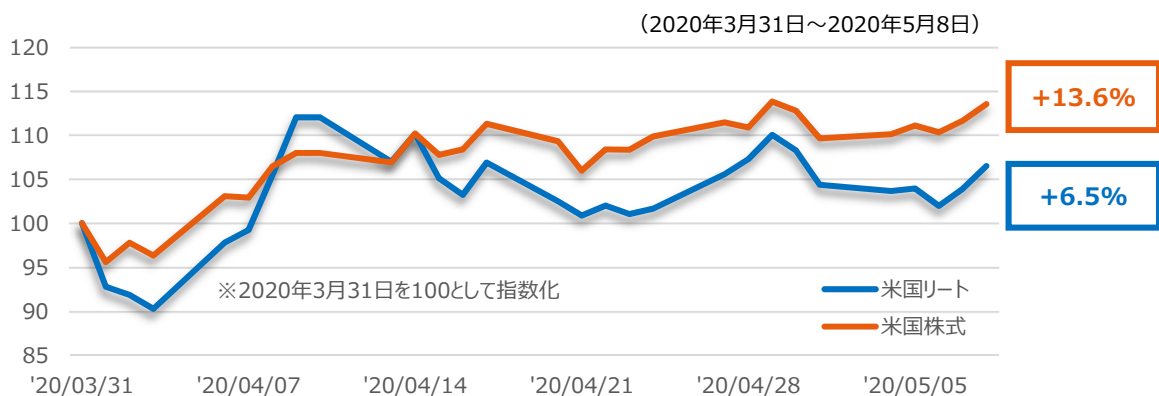
### Point 1 : 現在の市場環境は、米国リート市場への魅力的な投資機会を提供

#### マーケットの振り返り

新型コロナウイルスの封じ込め対策やソーシャル・ディスタンスといった措置によって経済活動が停滞し、依然として金融市場全体が大きな影響を受けています。米国リートについては、2020年1-3月期において大幅な下落を経験した後、3月31日から5月8日まで6.5%上昇したものの、米国株式市場の13.6%の上昇と比べるとアンダーパフォームしています(図1)。

一定期間にわたる賃貸借契約に基づく底堅いキャッシュフローおよび強固な財務体質にもかかわらず、米国リートのパフォーマンスの劣後は、ホテル、商業施設、高齢者向け住宅やオフィスといった多くの人々が利用するタイプの不動産に対する懸念の高まりを反映し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、コーペン&スティアーズ

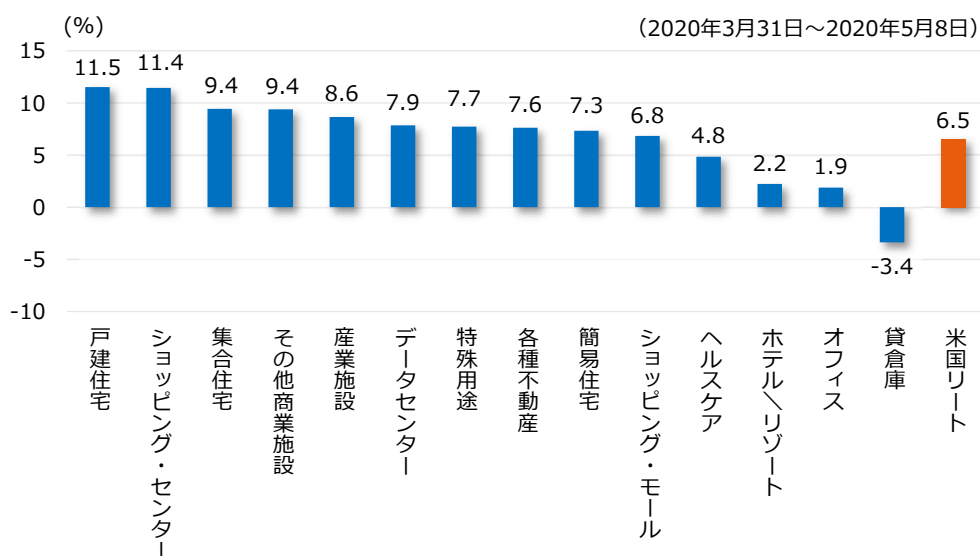
### 3月31日から5月8日までの回復局面におけるセクター別パフォーマンス

米国リート市場は、3月31日から5月8日までの回復局面を見ると、NAREITエクイティ・リート指数が分類する貸倉庫以外のセクターは、プラス・リターンとなりました（図2）。戸建住宅や集合住宅といった賃貸住宅セクターは最も良好なパフォーマンスとなっており、データセンターも堅調に推移しました。

戸建住宅および集合住宅を含む賃貸住宅は、その必要不可欠性や家計の支出項目において家賃支払いの優先順位が非常に高いことなどを理由に、相対的に堅調なパフォーマンスとなりました。また、データセンターなどテクノロジー関連のリートは、eコマースや在宅勤務の増加によるデータ通信量の拡大を背景に、相対的に大きく上昇しました。在宅勤務など、自宅をベースとする活動が増加傾向にあることから、こうしたリートは今後も有利な立ち位置にあると考えています。

ディフェンシブなセクターとみなされている貸倉庫は、1-3月期に相対的に底堅く推移した後には下落し、3月31日から5月8日の期間においてはアンダーパフォームしました。一部の貸倉庫リートで賃料を割り引く等の兆候が見られ始め、収益への重しとなる可能性が意識されたことから下落しました。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、渡航規制や出張制限が継続されていることを背景に、ホテル/リゾート・セクターは引き続き相対的に冴えないリターンとなりました。

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



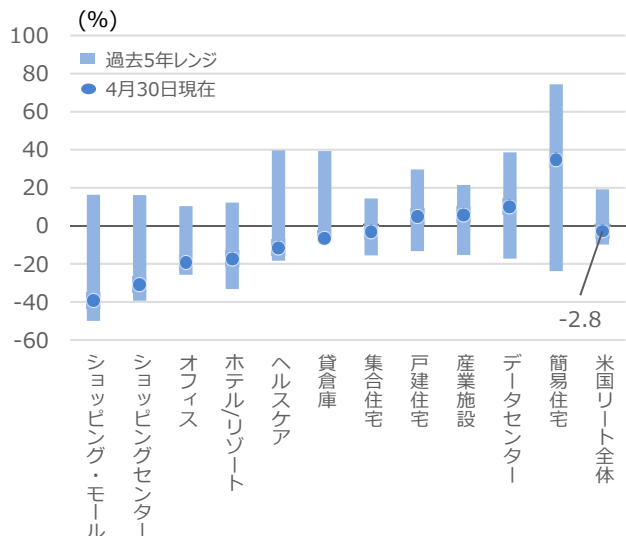
※米国リートはFTSE NAREITエクイティ・リート指数を使用しています。

（出所）NAREIT、コーヘン&スティアーズ

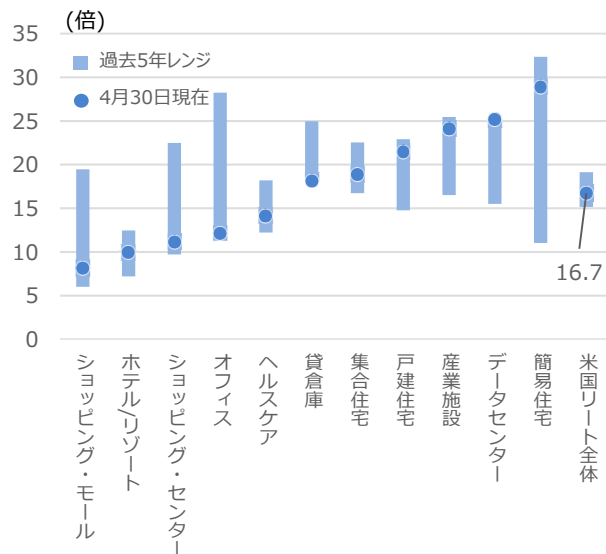
### 魅力的なバリュエーション

米国リートは引き続き魅力的なバリュエーションにあるとみています。3月末時点よりややバリュエーションは上昇していますが、過去5年間のレンジで見た場合、現在の米国リートはほとんどのセクターにおいてその下限に近い水準で取引されています。また、株式や債券に対しても、米国リーートのバリュエーションは魅力的であると考えています（図3-図6）。

【図3】米国リートのNAV(純資産価値)に対するプレミアム/ディスカウント



【図4】米国リートの株価収益率の推移 (米国リートの株価/FFO倍率)



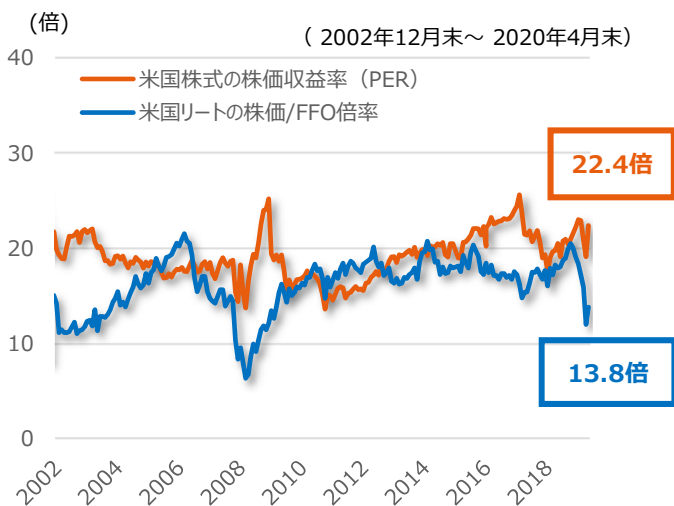
※2020年4月30日現在

※過去5年は2015年5月31日～2020年4月30日で表示しています。

※米国リート全体は全セクターの加重平均値です。セクター分類はコーヘン&スティアーズのカバレッジに基づきますが、上記では一部のセクターのみを表示しています。

※FFO(ファンズ・フロム・オペレーション) はリート業界の主要業績指標であり、不動産賃貸事業でどれだけのキャッシュフローを生み出しているかを測る指標です。  
(出所) コーヘン&スティアーズ

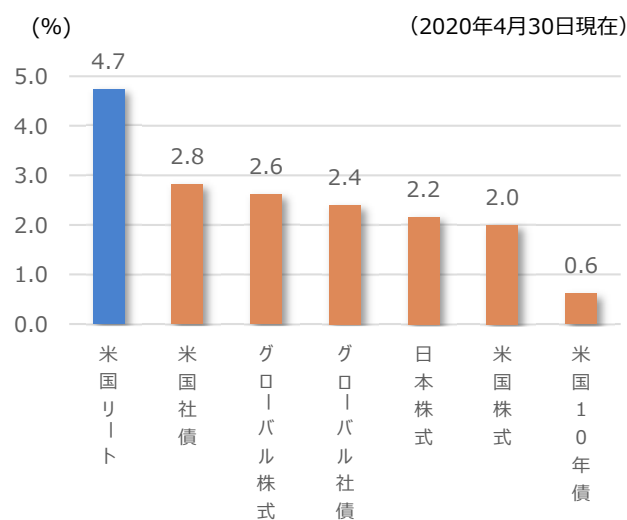
【図5】株価収益率の推移 米国リートvs.米国株式



※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。  
※米国リートは、FTSE EPRA NAREIT指数、FFOはUBSのデータを使用しています。

(出所) UBS、コーヘン&スティアーズ

【図6】主要資産クラスの利回り比較



※米国リート：NAREITエクイティ・リート指数  
※米国社債：ICE BofAML Corporate Master指数  
※グローバル株式：MSCI Kokusai指数  
※グローバル社債：ICE BofAML Global Corporate指数  
※日本株式：日経平均株価  
※米国株式：S&P500種株価指数  
※上記資産は異なるリスク特性を持ちますので、利回りの比較はあくまでご参考です。

(出所) ファクトセット、コーヘン&スティアーズ

過去20年間にわたり、投資家が現在のようなバリュエーション水準で優良な不動産に投資できる機会はほとんどありませんでした。市場全体の不透明感は依然として残るものの、現在の株価は不動産保有会社が経験するであろう痛みの多くを既に織り込んでいると考えられます。長期投資を想定する投資家にとって2020年は、強固な財務体質を有する企業および今後の成長が見込まれる優良企業を選定して投資する魅力的な機会となると考えています。

## Point 2 : 景気後退局面後に大幅なリターンにつながる可能性

### マクロ見通しと米国リートに対する影響

世界的に景気後退に陥っており、2020年における米国の実質GDP（国内総生産）は約6%のマイナス成長となると予想される一方で、現在の景気後退局面は米国リートへの魅力的な投資機会を生み出していると考えています。中央銀行および政府による前例のない規模の金融および財政刺激策に加え、最終的には新型コロナウイルスの感染が収束に向かうとの見方を背景に、米国経済は現在の危機から回復し、今後12ヶ月にかけて徐々に正常化すると予想しています。

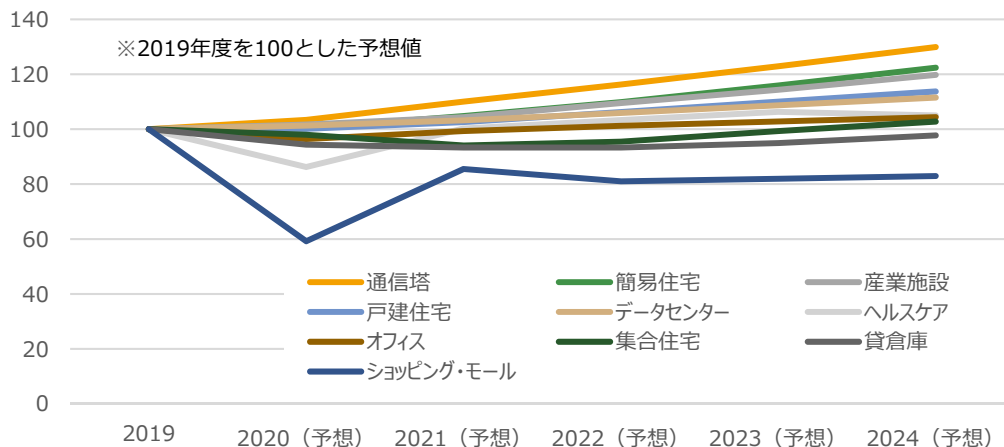
2008年の金融危機当時に実施された措置とは対照的に、FRB（米国連邦準備制度理事会）は今回、経済を危機から救済するために迅速に積極的な対応措置を講じており、資金市場に潤沢な流動性を供給しています。このFRBによる支援策に加え、米国リートの平均負債比率が歴史的に低水準にあることが米国リートの信用リスクの高まりを抑制しています。過去10年にわたり、米国リートは保有する資産の質を高めるとともに、財務体質を強化してきました。そのため、現在のような厳しい環境が続いても十分に耐えることができ、環境の変化が追い風となるリートには成長を見込むことも可能であると考えています。

### 米国リートの総じて健全なファンダメンタルズ

足元の環境下、ホテルや商業施設リートは賃料回収が困難な状況にある一方で、多くの不動産セクターにおいては新型コロナウイルスの感染拡大による影響は限定的であり、むしろ一部のセクターでは需要の増加が観測されています。例えば、産業施設はここ数ヶ月においてeコマース関連テナントによる力強い需要が見られており、4月の賃料回収率も堅調です。

2020年において、米国リート市場全体における賃料成長率は低下するものの、引き続きプラス成長を見込んでいます。商業施設セクターは引き続き弱含む一方、産業施設や集合住宅等のセクターは2021年にかけて緩やかに回復すると予想しています（図7）。

【図7】米国リートの主要セクターのNOI（営業純利益）の予想



※予想は2020年4月30日時点。

※NOI（Net Operating Income）は不動産の収益力を示す指標の一つです。不動産賃料から管理費用等の諸経費を控除した純収益であり、現金の支出を伴わない減価償却費等は基本的には差し引いていません。

（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

足元の4月から5月にかけて、米国リート各社は2020年1-3月期の決算を発表しましたが、多くの企業は市場予想を上回るもしくは市場予想通りの決算内容を発表しています。市場予想を下回る決算内容を発表したリートは約30%あったものの、この水準は過去平均と同程度となっています。また、米国リートが大半を占める米国不動産セクターの2020年収益は、現時点では2019年対比で5%の減益を予想しています。株式市場全体の24%の減益予想と比較すると、米国リートの減益幅は米国株式と比べてかなり小幅な水準に留まるとみています（図8）。さらに、一部のリートの減配を考慮しても、米国リートの配当利回りは引き続き魅力的な水準にあると考えています。

【図8】S&P500種株価指数のセクター別  
一株当たりの純利益（EPS）成長率（%）の予想

	2018	2019	2020 (予想)
一般消費財・サービス	14.2	2.3	(25.0)
生活必需品	8.0	1.8	4.0
エネルギー	101.4	(30.7)	(45.0)
金融	23.8	4.7	(20.0)
<b>不動産</b>	<b>9.4</b>	<b>4.3</b>	<b>(5.0)</b>
ヘルスケア	14.2	8.8	6.0
資本財・サービス	18.1	(2.5)	(25.0)
情報技術	29.1	(0.2)	0.0
素材	28.2	(13.4)	(15.0)
コミュニケーション・サービス	23.3	6.2	5.0
公益	13.6	13.8	3.0
<b>S&amp;P500種株価指数</b>	<b>22.5</b>	<b>1.2</b>	<b>(24.0)</b>

※予想は2020年4月30日時点。

※セクターは、世界産業分類基準（GICS）によるものです。

※上記予想は事前に通知なく変更となる場合があります。

（出所）シティ・リサーチ、コーヘン&ステアーズ

歴史的観点から見ると、10%以上の市場調整から回復した局面はこれまでに6回ありましたが、リートは緩和的な金融環境と需要の再加速の恩恵を受け、株式市場全体よりも平均して迅速かつ強力で回復しています（図9）。現在のような環境下、市場の底を予想することは極めて困難であり、長期投資を想定する投資家は引き続き米国リートのファンダメンタルズを注視すべきであると考えています。

Ⅰ (図9) 過去において市場調整後の米国リートのパフォーマンスは良好

調整局面	ピーク	底	S&P 500 下落率 %	米国リート 下落率 %	底から 3ヶ月後のリターン(%)		底から 6ヶ月後のリターン (%)		前回の高値を 回復するまでの月数	
					米国株式	米国リート	米国株式	米国リート	米国株式	米国リート
世界同時株安②	2018/09/20	2018/12/24	-19.4	-10.8	20.0	21.0	25.2	22.2	3.6	1.1
世界同時株安①	2018/01/26	2018/02/08	-10.1	-9.1	6.0	9.5	11.6	16.1	5.5	3.6
チャイナ・ショック	2015/07/20	2016/02/11	-13.0	-7.3	13.5	20.9	20.8	29.0	2.1	1.0
欧州債務危機	2011/04/29	2011/10/03	-18.6	-20.8	16.9	22.0	30.1	34.0	4.0	4.0
フラッシュ・クラッシュ	2010/04/23	2010/07/02	-15.6	-13.3	12.7	16.1	24.2	23.9	4.1	2.6
グローバル金融危機	2007/10/09	2009/03/09	-55.3	-69.6	39.7	60.8	52.0	78.3	36.9	36.4
<b>平均</b>					<b>18.1</b>	<b>25.1</b>	<b>27.3</b>	<b>33.9</b>	<b>9.4</b>	<b>8.1</b>

※米国株式はS&P500種株価指数、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。

(出所) ブルームバーグ、コーヘン&ステアーズ

リートは以下に示すように様々な優位性を有するため、厳しい経済環境においても相対的に耐久力が強い資産クラスであるとと考えています。

- 一定期間の賃貸借契約に基づく比較的安定した収益（厳しい景気サイクル局面においてもディフェンシブ性を保持）
- 魅力的な配当利回り
- 低金利環境の継続による資産価値の向上と資金調達コストの低下
- 「モノ」ではなく「スペース」を提供するビジネスモデル（サプライチェーン断裂の直接的な影響は小さい）

## 今後の見通し

新型コロナウイルスの今後の感染規模およびその経済へのインパクトを予想することは非常に困難であり、状況によっては企業の収益が大幅に減少し、財務体質が脆弱化する可能性もあります。そのため、現在のような景気後退局面では、財務体質が健全と判断される企業に注目していきます。

また、厳しい経済環境下においても需要増加が期待されるセクターを選好するとともに、厳しい状況にあるセクターにおいても、危機から脱した後により強固となり、有利な立ち位置を確保できると予想される、割安かつ十分な資本を有する企業にも投資妙味があると考えています。

とりわけ、賃貸住宅に対しては前向きな見方を維持します。集合住宅に関しては、失業者の急増による影響は地域によって大きく異なっています。比較的高収入の雇用者が多いシアトルやサンフランシスコにおいては、経済ショックによるマイナス影響は限定的だと考えられます。また、デジタル・プラットフォームに対する需要の高まりを背景に、データセンターといったテクノロジー関連のセクターも選好しています。さらに、貸倉庫にも投資機会があると考えています。貸倉庫の運営企業によれば、外出制限下にある人々が居住スペースをより有効に確保したいというニーズから、ウェブサイトやコールセンターへの照会が著しく増えているようです。商業施設については、eコマースの台頭などにより長期にわたって構造的な逆風に晒されていますが、それらの問題の多くは現在のリート価格に織り込まれつつあるとみています。商業施設においても、強固な財務体質を有し、生活必需品を販売する小売テナント（食料雑貨、薬局やディスカウント・ストア）の入居率が高く、レストランやフィットネス・クラブといった厳しい環境にあるテナントへのエクスポージャーが低い商業施設に投資機会を見いだしています。ヘルスケア・セクターに関しては、いくつかの分野においては引き続き困難な環境に直面している一方、社会的に必要不可欠な施設であり、今後自宅隔離や外出制限が緩和されていくなかで、収益が大いに回復する余地があると考えます。

---

### 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アセットマネジメント株式会社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。

