

最近の米国REIT市場の下落について

短期的な下値余地は縮小、長期的な魅力は変わらず

2022年5月13日

お伝えしたいポイント

- 米国REIT市場は4月下旬以降、大きく下落
- 下落の最大の要因は金利上昇だが、徐々に一巡感も
- その他の下落要因（市場心理、上昇の反動、コロナ等）に過度な懸念は不要
- 物価上昇への耐久力など、米国REITの長期的な魅力に変化なし

米国REIT市場は4月下旬以降、大きく下落

米国のREIT市場は代表的な指数でみると、昨年大きく上昇した後、今年に入り一旦調整しましたが、4月中旬にかけて昨年末高値近辺まで回復しました。しかし、4月下旬以降、大きく下落し、ほぼ1年前の水準まで押し戻された格好です。

下落の要因としては、主に以下の4点が指摘できるでしょう。①米国金利の急速な上昇、②投資家のリスク回避姿勢の強まり、③昨年的大幅上昇の反動、④新型コロナウイルス新規感染者数の増加傾向への転換の4点です。

①を中心に今後の動向には十分注意する必要がありますが、いずれの要因も相応に市場の織り込みが進んだか、あるいは過度に懸念する必要はないと考えられるため、REIT市場の調整も短期的に一巡してくる可能性が高いと予想しています。

なお長期的な米国REITの魅力に大きな変化はないと考えられることから、足元の調整一巡後は、外部環境を見極めつつ、徐々に回復に向かうと想定しています。

米国REIT指数

(2021年1月初～2022年5月11日)



※米国REIT指数はFTSE NAREIT エクイティREIT指数（配当込み）、以降のグラフも同様

※2021年1月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

下落の最大の要因は金利上昇だが、徐々に一巡感も

【 配当利回りと10年債利回りの接近が下落のトリガーに 】

4月下旬からREIT指数が急反落したのは、REIT指数の予想配当利回りに米国10年債利回りがほぼ並んだためではないかと思われます。

REIT指数の予想配当利回りと10年債利回りの差は、コロナの影響で大きく振れた時期もありましたが、2012年以降、多くの期間は1~2%ポイント程度で推移していました。これが、ほぼゼロになり、REITの利回り面での魅力が薄れたことが、下落のきっかけになったと推測されます。

ただ、その後のREIT指数の下落などで、再び利回り差は0.65%ポイントまで拡大しています。仮にREIT指数の下落だけで1%ポイントまで利回り差の修正が進むと考えた場合でも、REIT指数の追加的な下落は10%以内と試算されますので、利回り面からみた下落余地は、小さくなっていると考えられます。

【 10年債利回りの上昇も一服してきた 】

上記の見方は、10年債利回りが今後あまり上昇しないことが前提になります。実際、そのように考えることはできるでしょうか。

OIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）先物金利は、その時点で市場が織り込んでいる政策金利（フェデラル・ファンド金利、以下FF金利）とみなすことができます。この1年先1カ月金利（≒市場が想定している1年先のFF金利）をみると、昨年秋以降、急上昇していましたが、足元は3%台前半で上昇に歯止めがかかっています。これは、先日のFOMC（米国連邦公開市場委員会）などを受けてFRB（米国連邦準備制度理事会）の利上げ方針等が一通り市場に織り込まれたためではないかと考えられます。10年債利回りはFOMC後に3%台に乗せましたが、すぐに3%弱に押し戻されました。10年債利回りの上昇も一服してきたとみられます。

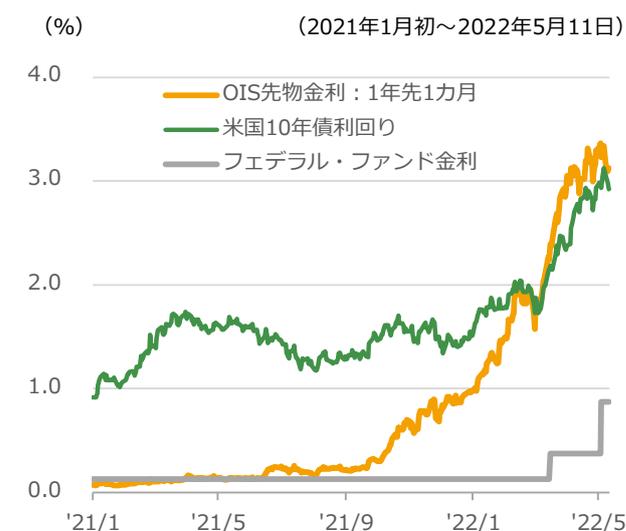
REITの配当利回りと10年債利回り



※REIT指数は2021年10月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

OIS先物金利と10年債利回り



※FF金利は誘導目標レンジの中心値

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

市場心理の悪化も一巡は近いとみられる

[VIX指数上昇でREIT指数も下落]

株式市場では「恐怖指数」とも呼ばれるVIX指数を用いて、しばしば市場心理を計ることがありますが、REITもリスク資産である以上、VIX指数との関係がみられます。過去の傾向としては、VIX指数が30を超えてくると、REIT指数も調整が深まりやすいといえます。

足元もVIX指数が30を超える中、REIT指数の下落が加速しました。市場の不安心理が高まっているのは、金利の上昇に加え、ウクライナでの紛争長期化や中国のロックダウンの悪影響などが懸念されているためでしょう。このまま市場の不安心理が高まった状態が続くようだと、REIT指数もさらに深押しする恐れがないとはいえません。しかし後述するように、市場心理はすでに陰の極に近いのではないかと考えられます。

[市場心理は陰の極に近いのではないか]

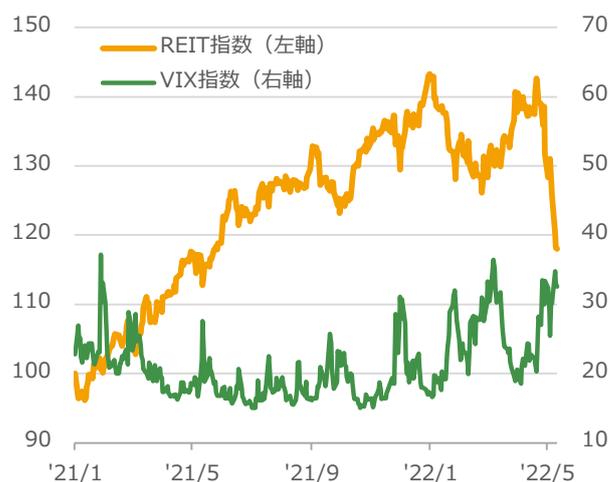
米国株式市場の投資家センチメントを計る指標として、長期間のデータがある米国個人投資家協会のブル・ベア（強気・弱気）比率が有用ですが、直近はリーマンショック以来のベア比率超になっています。

ブル・ベア比率は上下に大きく振れた局面では逆張りの（大幅なブル超は弱気に・大幅なベア超は強気に）参考にするのが相場予想では有益とされています。つまり、直近の大幅なベア比率超は、相場反転の兆しと捉えることができます。

俗に「陽極まって陰に転ず、陰極まって陽に転ず」と言われる現象です。現状に当てはめれば、「皆が弱気」→「売りたい人は皆売った」→「今後買いたい人だけが残っている」と解釈できるでしょう。

REIT指数とVIX指数

(2021年1月初～2022年5月11日)

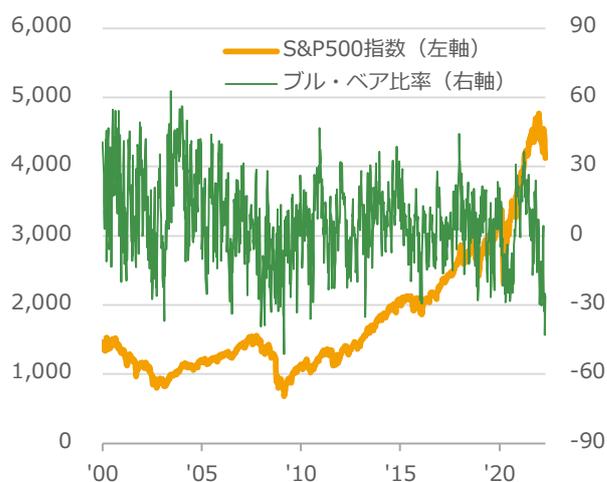


※REIT指数は2021年1月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

S&P500指数と株式ブル・ベア比率

(2000年1月初～2022年5月6日：週次) (%ポイント)



※ブル・ベア比率は米国個人投資家協会のブル・ベア調査でブル比率-ベア比率で算出

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

上昇の反動やコロナも下落要因だが、過度な懸念は不要

【単純に昨年来の上昇の反動という面も大きいのではないかな】

足元のREIT指数の下落要因としては、単純に昨年来の上昇の反動という面も大きいのではないかと考えられます。

2020年は新型コロナウイルスの感染拡大による外出自粛の影響で、REIT指数は株式に対し大きく劣後しました。しかし、2021年に入ると徐々に通常の経済活動が再開されるにつれてREITも見直され、REIT指数は株式を大きく上回るパフォーマンスを示しました。

2022年に入ってから株式に対しREIT指数が相対的に優位な状況が続いていましたが、さすがに格差が広がり過ぎたことや、外部環境も一段と悪化したことで、REIT市場でも利益確定等の売りが急速に強まったとみられます。ただ、このような売り圧力は調整が進むにしたがい、次第に弱まってくると考えられます。

【新型コロナウイルスの感染がほぼ収束状況から再拡大】

米国では、昨年終わり頃から今年初め頃にかけて、新型コロナウイルスのオミクロン株が猛威を振るい、日々の新規感染者数が100万人を超える日もありましたが、3月以降はほぼ収束したような状態にまで落ち着いていました。

しかし、4月半ば以降、新規感染者が再びじわりと増え始めており、医療関係などでは警戒感も出始めているようです。REITはオフィスやショッピングセンター、ホテルなど、感染拡大でダメージを受けるセクターも多いことから、利益確定のきっかけになった可能性があります。

ただ、米国では行動制限を強化する動きは極めて限定的であるほか、今のところ重症化リスクが高まっているとの情報はないこと、3回目のワクチン接種も十分進んでいることなどから、経済活動に大きな悪影響を与える可能性は低いと考えられます。

REIT指数とS&P500指数

(2021年1月初～2022年5月11日)



※いずれも2021年1月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

REIT指数と米国の新型コロナ感染状況

(2022年2月初～2022年5月11日) (万人)



※REIT指数は2022年2月初を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

物価上昇への耐久力など、長期的な米国REITの魅力に変化なし

[長期的には物価上昇に勝る不動産価格の上昇]

REITは、物価上昇に応じて賃料や保有物件価格が上昇することが多いため、インフレに強い資産と認識されています。日本でも以前はそうでしたが、米国では今でも家賃は定期的に上がるのが一般的です。

長期的にみれば、米国の不動産価格はCPI（消費者物価指数）を大きく上回って上昇しており、REITの保有物件価格も、これに準じた動きになっていると推測されます。

もちろんリーマンショック後のように、不動産価格が下落することもあります。先進国では相対的に高い米国の経済成長が、株式同様、長期的な上昇基調を支えているとみられます。

[REIT指数は長期で株式と同等の成果]

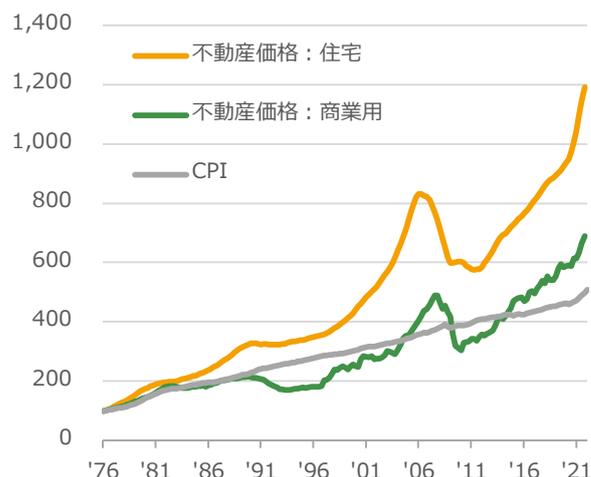
一般に、REITは株式と債券の性格を合わせ持つミドルリスク・ミドルリターンの金融商品といわれます。賃料という固定的な収入が利益の中心であることを踏まえると、そのような認識はもつともです。

しかし米国の場合、REIT指数と株価指数を比較すると、1990年から直近までの30年強で、そのパフォーマンスはほぼ同じです。米国の場合、REITも株式のように新たな業態（最近であればデータセンターなど）にシフトを続けていることが、高パフォーマンスの一因でしょう。

「不動産バブル」には注意が必要ですが、引き続き米国REITは安定性と成長性を兼ね備えた魅力的なアセットであると考えられます。

■ 米国不動産価格と米国CPI（消費者物価指数）

(1976年1-3月期～2022年1-3月期)



※いずれも1976年1-3月期を100として指数化

※不動産価格はBIS（国際決済銀行）発表で2021年10-12月期まで

(出所) リフィニティブより大和アセット作成

■ REIT指数、S&P500指数、米国債指数

(1990年1月～2022年4月)



※いずれも1990年1月を100として指数化

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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。
- 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。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

Z

% &*) \$\$

&Z+) S'

\$" -- \$\$\$

Z

Z

' S

' S

Z

Z

Z

Z

%\$

STO