

金利への反応がもたらすリートへの投資機会

トーマス・ボージャリアン、CFA、エグゼクティブ・バイス・プレジデント兼米国リート・ヘッド

不動産市場は全般的に堅調であるにもかかわらず、短期的に金利感応度が高まったことから、米国リートは軟調に推移しています。引き続き金利はリートを動かす要因の一つとなる可能性があります。一方で、直近の調整は、米国リートへの資産配分を積み増す好機であると見ています。なぜならば、米国リートは株式、債券および実物不動産に比べて魅力的な価格水準にあり、株式との相関が16年ぶりの最低水準となっていることに加え、不動産のファンダメンタルズの更なる向上も期待されているからです。

金利上昇の影響：一部の投資家や金融メディアがリートに関して常に抱いている誤解の一つは、金利との関係性です。それは、金利が上昇する環境下では、リートを保有するべきではないという考えです。過去の実証データがないにもかかわらず、多くの場合、この考えには根拠があると信じ込まれているようです。

金利は考慮すべき要素の一部であり、債券利回りの急変動は、リートのボラティリティを高めます。しかし、リートは債券ではありません。景気回復局面において、テナントはより多くの物件の確保を目的に競い合うため、不動産保有者は賃料を引き上げることができ、キャッシュフローの増加によって金利上昇の影響を相殺できる可能性があります。言い換えれば、重要なのは金利が上昇する理由であって、単に金利が上昇しているという事実ではありません。

従来、米国債利回りの上昇が、景気拡大を伴う場合には米国リートにプラスの影響を与えてきました。しかし、最近の状況は異なります。

最近の軟調なパフォーマンスの要因：2015年初以降、米国リートは最も軟調に推移している市場分野の一つであり、キャッシュフローが年率で7~8%増加しているにもかかわらず、リターンは概ね横ばいのままです。米国リートは2018年初より急落し、2月15日までの年初来リターンは広範な株式市場のリターンを12%、過去1年間のリターンは24%下回っています。また、米国リートは実物不動産にも劣後しています。一方で、過去30年間にわたり、米国リートのリターンは実物不動産のリターンを年率で3%上回っています⁽¹⁾。

様々な要因が重なり、悲観的心理をもたらしていると見ています。

- 前例のない量的緩和(QE)の縮小を背景に金利が過去最低水準から上昇するなか、金利感応度が非常に高まっていること。
- 市場は、税制改革、逼迫する労働市場およびインフレ率の上昇に対応して、利上げペースを速める必要があると見込んでいること。
- 不動産サイクルが成熟化するなかで、米国リートのファンダメンタルズの改善ペースは鈍化しつつあり、また、法人減税は米国リートの業績に直接的にプラスの影響を与えないこと(一方で、不動産に対する需要増の結果として米国リートは漸次

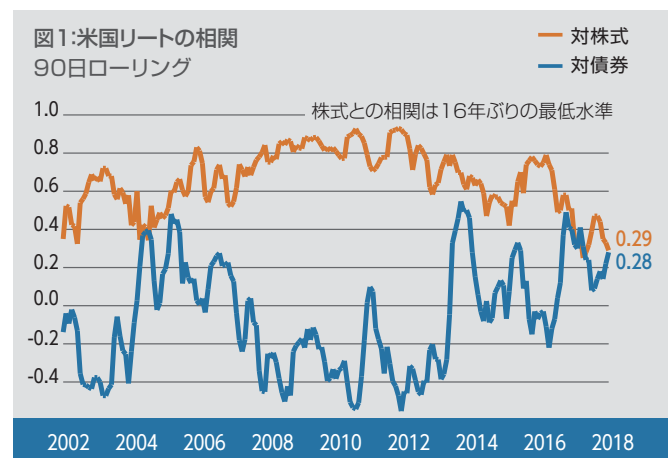
的に恩恵を受けると予想され、また、多くの投資家は米国リートの配当に係る税率の引き下げから恩恵を受けます)。

投資機会の台頭：こうした特殊な状況を踏まえ、金利は現在の環境下において引き続き極めて大きな要因となり、ボラティリティの高い状態が継続する可能性があると考えています。しかし、どの資産クラスにおいても理想的な環境を待つことは現実的ではありません。一方で、以下に示す複数の観点から、米国リートには確かな投資価値があると見ています。

米国リートがいつ底を打つかを正確に知る方法はありませんが、魅力的なバリュエーションや分散効果が得られる可能性を捉えるという点においては、米国リートへの資産配分を増やす機会は形成されつつあると考えています。

1. 米国リートと米国株式との相関は16年ぶりの低水準

株式および債券との低相関(図1)に示されるように、米国リートは他の金融資産と組み合わせることで高い分散効果をもたらす可能性があります。量的緩和の縮小を受けて、債券はリターンを生み出すことが難しくなっており、株式市場の下落を相殺する効果が弱まっている可能性があることから、分散投資のニーズが特に重要になると見ています。



2018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。
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。相関は2つのデータ・シリーズが相互に連動する程度を統計的に計測した指標であり、1は完全に連動すること、-1は完全に反対に動くことを表します。指数定義及び追加の開示事項については4ページをご覧ください。

(1) 2017年12月31日現在。出所：モーニングスター、NCREIF。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。米国リート/実物不動産の年率換算リターン：1年：5.2%/7.6%、3年：5.6%/10.4%、5年：9.5%/11.5%、10年：7.4%/5.0%、20年：9.0%/8.9%、30年：10.7%/7.3%。指数定義及び追加の開示事項については4ページをご覧ください。

2. 米国リートは株式、債券および実物不動産と比べて歴史的に魅力的な価格水準

対 株式(図2) : 過去5年間にわたり、米国リーートの株価 FFO 倍率は低下してきました。一方で、S&P500種指数の株価収益率(PER)は拡大しており、広範な市場全般における株価の上昇が配当および利益成長を上回っていることを示しています。逆説的ながら、株式のPERが相対的に拡大しているにもかかわらず、市場は金利上昇と量的緩和縮小の株式にもたらすリスクをあまり懸念していないようです。

対 債券(図3) : リートは多くの場合、債券との利回り比較に基づき価値を評価されます。米国リートは現在、米国10年債利回りを1.75%上回る利回り差を提供しており、これは過去平均の1.14%を上回り、債券に比べて相対価値があることを示しています。

対 実物不動産(図4) : 1994年以降、米国リートは保有不動産の純資産価値(NAV)と比べて平均2.7%のプレミアム価格で取引されています。このプレミアムの一部は、リーートの運用によって保有不動産を上回る付加価値が期待されていることを反映しています。2月15日現在、コーヘン&スティアーズの推定では、米国リートはNAVに対して4.3%のディスカウント価格で取引されています。すなわち、リートに投資することによって、運用コストを支払うことなく、実物不動産に直接投資するよりも低コストで不動産にアクセスできることを意味しています。

1990年代初期以降、月末時点の米国リート価格がNAVに対してプレミアムの月が6カ月以上続いた後にディスカウントに転じた月は11回ありました。このディスカウントのほとんどは、景気が拡大し、ファンダメンタルズが良好な局面で生じており、現在も同様な環境下にあります。ディスカウントが生じた後の12カ月間で、米国リートは平均で16.1%のトータル・リターンを生み出しており、ほとんどの場合、NAVに対してプレミアムに戻っています。

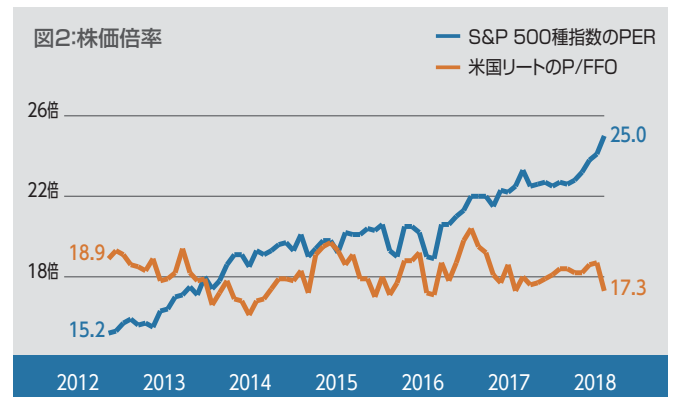
NAVに対するディスカウントだけで買いシグナルとみなすべきではなく、米国リートと足元の不動産市場の健全性との関係を理解することが重要だと考えています。経済が改善し、不動産のファンダメンタルズが強固な時に、金利上昇を要因とする市場調整は、過去においてリートへの資産配分を積み増す好機でした。

図2: PER: 株価収益率、P/FFO: 株価 FFO 倍率。FFO(ファンズ・フロム・オペレーション)はリーートの重要な利益指標であり、GAAP基準の純利益に減価償却費を加え、資産売却による損益を控除したものです。

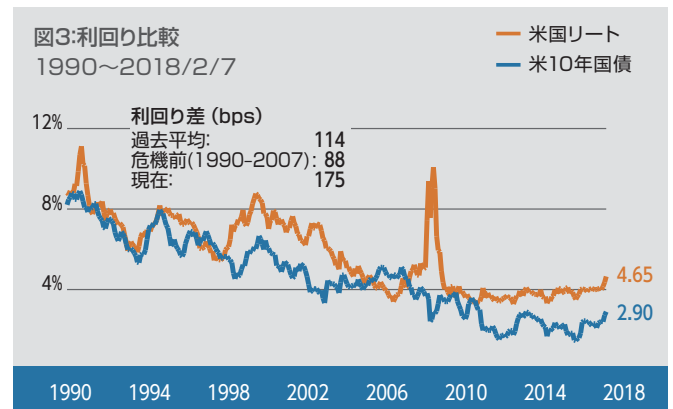
図3: 国債利回りは最終利回り。リーートの配当利回りは、過去12カ月の1株当たり総配当額を現在の株価で割ったものです。

図4: 株価NAV倍率は株価純資産倍率に類似しています。NAVは企業の資産から負債を控除した純資産価値を表します。セクターと市場平均はFTSE NAREITエクイティ・リート指数を使用しています。

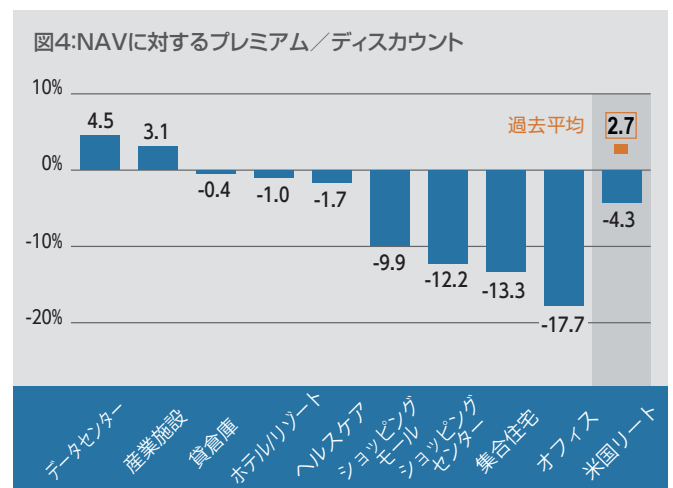
指数定義及び追加の開示事項については4ページをご覧ください。



2018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。



2018年2月15日現在。 出所: モーニングスター。
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。



2018年2月15日現在。 出所: コーヘン&スティアーズ(現在の推定)、UBS(過去平均、1994年1月~2018年1月)。
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。

図5:米国リートのNAVに対するプレミアム/ディスカウント及びリターン

米国リートがNAVに対して6か月以上プレミアムの後ディスカウントに転じた月	12か月後		
	NAVに対するディスカウント(月末)	トータル・リターン	プレミアム/ディスカウント
1994年10月	-0.7%	12.2%	-1.7%
1995年11月	-0.1%	29.2%	19.0%
1998年8月	-7.7%	2.7%	-9.2%
2002年9月	-0.7%	25.2%	11.8%
2005年12月	-10.8%	35.1%	3.8%
2007年5月	-3.7%	-11.9%	-3.3%
2011年9月	-6.0%	32.6%	5.5%
2013年8月	-5.1%	24.1%	5.0%
2014年9月	-1.1%	9.9%	-7.1%
2015年4月	-1.6%	10.5%	6.2%
2016年10月	-3.2%	7.3%	-4.5%
平均	-3.7%	16.1%	2.2%

2018年2月15日現在。出所：UBS、コーヘン&スティアーズ。

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。上記の期間はUBSの株価NAV倍率を用いた月末データに基づきます。指数定義及び追加の開示事項については4ページをご覧ください。

記録的な世界経済成長のなかで、引き続き上向きの景気サイクル、規制緩和および継続する雇用増大に加え、2018年に2,000億ドルの減税が追加的な景気刺激となることから、来年にかけての米国の経済成長見通しに確信を持っています。

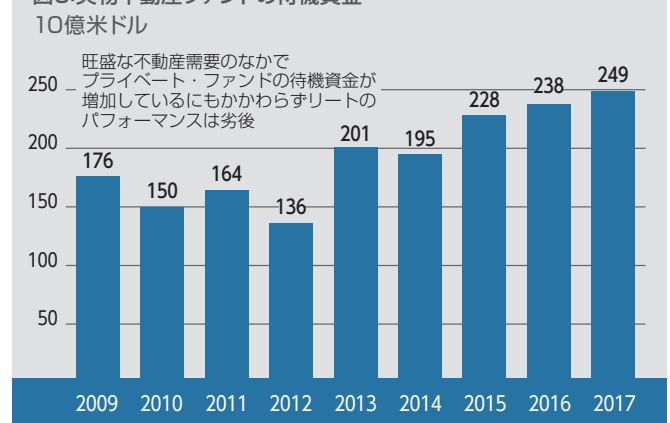
さらに、米国における不動産供給はピークを迎えつつあると見受けられ、今年後半に不動産のファンダメンタルズの向上を加速させる可能性があると考えています。そのため、米国リートの合理的な期待リターンは約9%と考えており、これは株価FFO倍率が拡大しないという前提のもと、1桁台半ばのキャッシュフロー成長率と4.7%の配当利回りで構成されます。

米国リートが足元の軟調なパフォーマンスから回復する具体的な時期の特定は困難ですが、今は相対的に割安なバリュエーション、高い分散効果への期待および実物不動産市場における旺盛な需要を捉えて、米国リートへの資産配分を積み増し始める好機だと見えています。

3. 拡大する実物不動産への旺盛な需要

プライベート・エクイティ・ファンドの運用マネジャーが保有する不動産投資への待機資金(ドライパウダー)は、2,500億米ドルと記録的な規模となっています。2018年には資金調達が増えており、この金額はさらに増加すると予想されます。リートの最近の軟調なパフォーマンスを踏まえ、プライベート・ファンドの運用マネジャーは、長期間にわたり大幅なディスカウントで取引されている企業への投資を通じて、不動産を取得する機会を伺っています。

図6:実物不動産ファンドの待機資金



2017年6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、プライベート・エクイティ・ファンドへのコミットメント金額から、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。追加の開示事項については4ページをご覧ください。

指数定義

当資料で参照するすべてのリターン及び投資特性は、以下の指数に基づきます。投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。指数の実績は手数料や諸経費等を控除したものではありません。債券：パークレイズ米国総合債券指数は、米ドル建て投資適格格付固定金利課税債券市場を幅広く計測しており、米国債、政府機関債、社債、モーゲージ担保証券、資産担保証券及び商業用モーゲージ担保証券を含みます。実物不動産：NCREIFファンド指数－オープンエンド型分散コア株式は、コア型米国リート投資戦略を採用する30件のオープンエンド型合同プライベート・ファンドの報酬控除前時間加重リターンを計測した時価総額加重指数です。リート：FTSE NAREIT エクイティ・リート指数は、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、かつ最低規模及び流動性の基準を満たす、森林及びインフラのリートを除く全ての税制適格リートを含みます。株式：S&P500種指数は、米国株式市場の一般的なパフォーマンス指標として頻繁に利用される時価総額上位500銘柄の指数です。

重要な開示事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、作成時のコーヘン&スティアーズ社の見解を反映しており、信頼できると考えられる情報源を元に作成しております。当資料中の記載内容及びデータの正確性を保証するものではありません。当資料中に記載されている見通しや見解はその実現性を保証するものではありません。当資料は投資の助言を目的としたものではなく、コーヘン&スティアーズ社や関連会社などにより提供される金融商品やサービスの営業用資料において、いかなる成果を保証するものではありません。

コーヘン & スティアーズ・ジャパン・エルエルシーは、金融商品取引業者として日本の金融庁及び関東財務局【関東財務局長(金商)第2857号】に登録しており、一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

コーヘン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクは、企業、公的機関、労働組合向けの年金制度や年金、財団、投資信託会社などに資産運用サービスを提供する、投資顧問業の認可を受けている運用会社です。

Cohen & Steers UK Limited は英国の金融行動監視機構 (Financial Conduct Authority) より認可、及び監督を受けています。(登録番号458459)

コーヘン & スティアーズについて

コーヘン & スティアーズは専門性の高い資産クラスに特化したグローバルな資産運用会社です。1986年設立来、リートやインフラ株及び商品を含む実物資産運用におけるリーディングカンパニーとして、お客様の資産運用に役立つ専門知識を深め、また日々革新の提唱に務めています。ニューヨークに本社、そしてロンドン、香港、東京及びシアトルに営業拠点を置き、世界中の様々な投資家にクライアント・サービスを提供しています。

発行日：2018年2月 Copyright © 2018 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved.