

内需中心の収益構造は貿易戦争の中で リートに優位性をもたらす

トーマス・ボージャリアン、米国不動産証券戦略統括責任者兼シニア・ポートフォリオ・マネージャー

リートは貿易摩擦を巡る懸念からの安全な資金の 逃避先を提供し得る

2019年5月、株式市場が年初来で最大の下落を記録する一方で、不動産投資信託（リート）は米中間の貿易摩擦が激化するなかでも底堅さを発揮し、米国リートに至ってはわずかながらプラスの月次リターンとなりました（図1）。

これまでの一年間、貿易戦争の影響については、リーートのファンダメンタルズに直接与える影響は最小限で、金利が安定化する環境とともに、他の多くの株式戦略と比べて相対的に良好なパフォーマンスを後押しすると考えられると指摘してきました。その後、直近数年にわたり広範な株式に劣後していたリートは、広範な株式市場を大幅に上回るパフォーマンスを収めています。

世界の2大経済大国間で長引く貿易紛争は、不動産を含む大半のリスク資産にマイナスの影響を与える可能性が高いものの、リートには他の市場分野よりも影響を受けにくくする複数の有利な要因があると考えています。

- 1. 国内事業：**大半の不動産会社は、自国市場内の不動産物件から生じる収益が大部分を占めているため、関税による直接的な影響は限定的です。S&P500種指数の11セクターのなかで、不動産はヘルスケアと並び海外収益比率が2番目に低いセクターです（図2）。
- 2. 予測しやすい収益と高い配当利回り：**リートは優良な不動産物件の保有・運営により相対的に安定して成長するキャッシュフローを生み出す傾向があり、通常、税制上優遇された分配金を通じてほぼすべての純利益を支払うため、経済の不透明感が高まる時期には投資家にとって魅力的な資産クラスとなり得ます。
- 3. 米国不動産市場の健全なファンダメンタルズ：**堅調な雇用市場と賃金上昇は、多くの不動産タイプに対する需要を支えています。一部の市場では供給過剰が生じているものの、新規建設は総じて需要に見合う水準を保っており、大半のリートは規律のある債務の利用を心掛けています。
- 4. 高まる長期投資テーマの影響：**過去10年間にわたる、通信塔やデータセンター、代替的住居など新たな物件タイプの出現によって、米国リート市場は景気循環性が構造的に低下し、eコマースの拡大や人口動態の変化などの長期的な成長トレンドに連動しやすくなっています。オフィスや商業施設、集合住宅、産業施設などを除く非従来型不動産セクターは、今や時価総額ベースで米国リーートの半分以上を占めています⁽¹⁾。

(1) 2019年5月31日現在、FTSE Nareit オール・エクイティ・リート指数。

図1：リーートの底堅いパフォーマンス

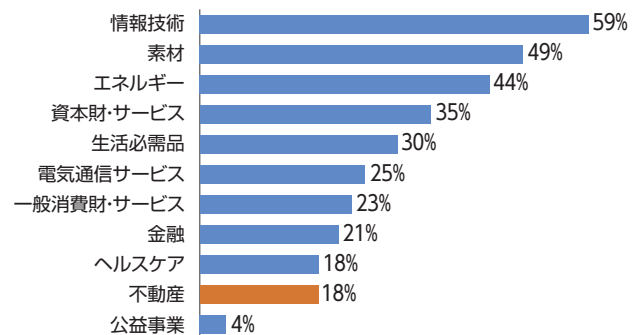
トータル・リターン(%）、1年以上の期間については年率換算

	米国リート	米国株式	グローバルリート	グローバル株式
月初来	0.2	-6.4	-0.2	-5.7
年初来	16.9	10.7	13.2	10.1
1年	15.3	3.8	8.5	0.3
3年	7.9	11.7	6.2	9.6
5年	8.7	9.7	5.7	6.2
10年	15.2	13.9	11.3	10.6
15年	8.9	8.4	8.1	7.3
20年	10.1	5.8	8.9	5.2

2018年5月31日現在。出所：コーヘン&スティアーズ。

図2：リーートの低い海外収益比率

米国以外を源泉とする収益の比率、S&P500種指数のセクター別



2019年2月29日現在。出所：バンク・オブ・アメリカ。
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。
指数定義及び追加開示情報については3ページをご覧ください。

内需中心の収益構造は貿易戦争の中でリートに優位性をもたらす

5. 金利による圧力の低下: 経済成長がピークをつけ、世界的に不透明感が高まっていることから、債券利回りが大幅に上昇する可能性は低いと見ています。一方、米連邦準備制度理事会 (FRB) がこの数カ月にもわたりハト派姿勢を強めており、その他の中央銀行が低金利を維持していることは、世界各地のリートに対する潜在的な追い風となるでしょう。

6. 非上場不動産ファンドにおける記録的な待機資金: 非上場不動産ファンドは、投資を実行できるよりも速いペースで投資資金を集めており、資金の滞留が生じています。非上場不動産ファンドは現在、不動産の取得を目的とする 3,000 億米ドル以上の待機資金を抱えており、それがリートのバリュエーションを下支える可能性があると考えています⁽²⁾。

ただし、すべての不動産が同じように反応するわけではありません

米国リートは総じて貿易戦争に際して優位な立ち位置にあると見ているものの、一部のセクターは他のセクターより大きな影響を受けると予想しており、アクティブ運用による付加価値の創出が大いに期待されます。

比較的影響の大きいセクター:

- **ショッピングモールおよびショッピングセンター:** ネット販売の拡大に伴い、小売店の倒産が増加し、販売効率が低下しているため、同セクターの業績は既に停滞しています。関税による仕入れコストの増加は小売店の利益率を悪化させ、既に倒産寸前の小売店を倒産に追い込む可能性があることから、関税により最も大きな影響を受けると推定されます。財務体質の脆弱なショッピングモールや大規模小売店を中核とするショッピングセンターは、優良なショッピングモールや食料品店を中核とするショッピングセンターより大きな影響を受けると予想しています。
- **ホテル:** 賃料は足元の需要と供給に基づき毎日リセットされることから、一般的に経済成長の鈍化による影響を受けやすいセクターです。また、世界的な高級ブランドのホテルは、その他多くの不動産会社より高い海外収益比率です。
- **産業施設リート:** 特に主要港湾都市における物件を通じて、貿易の直接的な影響をある程度受けます。しかし、米国の産業施設に対する需要は、物流施設に対する多大なニーズを背景に概ね内需型です。また、貿易摩擦を巡る懸念は、実物不動産に直接投資する投資家からの関心を低下させていません。例えば、ブラックストーンは最近、シンガポールの GLP から 187 億米ドルの資産を取得し、米国産業施設の保有を倍増させました。

比較的影響の小さいセクター:

- **データセンターおよび通信塔:** 拡大するデジタル経済を支えるための技術インフラに対するニーズが主な推進力となっているため、関税の影響を受けにくいセクターです。貿易戦争の激化が不況リスクを高める場合、データセンターは開発が収益成長の重要な推進力となる傾向があるため、企業投資の鈍化による影響を受ける可能性があります。一部の通信塔事業者は新興国市場に進出しており、米国政府によるファーウェイ製品の使用禁止によって、通信塔のテナントは中国製ネットワーク機器を、承認されたサプライヤーの製品に置き換えるための追加投資が必要になると推定されます。しかしながら、今後数年にわたり 4G 携帯電話の対象範囲を拡大し、5G 通信網を整備するために行われているインフラ投資が妨げられることはないかと予想しています。
- **賃貸住宅:** 新たな住宅供給が市場に投入されるよりも速いペースで新たな世帯が形成されているため、ほとんど影響を受けないと見ています。特に簡易住宅リートは、退職者の増加と新規供給不足が下支えとなり、影響を免れるでしょう。

主なポイント

貿易戦争および成熟する景気サイクルに備えて、よりディフェンシブなポートフォリオのポジションを目指している投資家は、リートが国内主体の事業体であると同時に、健全なファンダメンタルズを有し、魅力的な利回りをもたらす、強固な長期成長テーマに沿った投資機会を提供することを考慮すべきと考えます。価格が大幅に上昇した後のバリュエーションに留意しなければならないものの、堅調な米国の不動産市場およびディフェンシブな特性を有する資産の魅力が踏まえると、米国リートは引き続き広範な株式市場に対して総じて適正な価格水準にあると見ています。

(2) 2019年3月31日現在。出所: プレキン。

Cohen & Steers

REAL ESTATE • The Original Real Asset



指数定義

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。米国リート：FTSE Nareit オール・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全ての税制適格リートを含みます。米国株式：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。グローバル・リート：FTSE EPRA Nareit 先進国不動産指数は、先進国の上場エクイティ・リート及び上場不動産会社で構成される時価総額加重のトータル・リターン指数です。グローバル株式：MSCI ワールド指数は、先進国の大型株及び中型株のパフォーマンスを測定する浮動株調整後指数です。

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寄金、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 & ステアーズについて

コーヘン & ステ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：2019年6月 Copyright © 2019 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved.