

- 2月2日発表の米雇用統計をきっかけとした米国金利の上昇懸念などを背景に、米国REITは8日まで下落しましたが、足元では落ち着きを取り戻しつつあります。今後は、決算結果への期待や価格の割安感などが米国REIT市場の下支えとなると考えられます。
- J-REITも同様に2月に下落しましたが、今後市場のボラティリティが低位で安定的に推移すれば、J-REITは高い配当利回りなどに着目した内外投資家からの資金が流入することが予想されます。
- 米国REITとJ-REITの相関係数は直近では逆相関の関係にあり、J-REITと米国REITの併せ持ちによるリスク分散効果が期待できます。



## 米国REIT

### 米国金利上昇懸念から米国REITは下落した後、足元では落ち着きを取り戻す

2月2日発表の雇用統計（1月分）をきっかけに米国金利への上昇懸念が強まり、ダウ・ジョーンズ工業株価平均（NYダウ）は2月安値の8日まで約9%下落し、米国REITも2月安値の8日まで約7%の下落となりました。足元では、国債利回りは一進一退の動きとなる中、NYダウ・米国REITともに水準は回復し、市場は落ち着きを取り戻しつつあります。

### 米国REITの価格は割安な水準にある

米国REITの割安度を測る指標の一つとして、不動産の時価を反映するNAVとREIT価格の関係を見ると、NAVに対して米国REIT価格は6.5%程度のディスカウント（2月1日現在）となっており、過去平均を下回る割安な水準にあります。

### 直近の米国REIT各社の決算は、現状ではFFO成長率が前期を上回る

米国REIT各社の2017年10-12月期決算の発表が今後本格化するなか、その結果への期待も相場の下支えとなると考えられます。2月19日時点での集計結果では、全体のFFO\*成長率は+3.7%（前年同期比）となっており、前期の+1.7%を上回っています。

セクター別では、産業施設REITのプロロジスや、インフラストラクチャーREITのクラウン・キャッスルが好調な決算結果となりました。産業施設REITは、電子商取引の拡大による需要増により、稼働率と賃料ともに高水準となっています。インフラストラクチャーREITは、情報社会のますますの進展とともに携帯基地局の需要拡大が予測され、今後も高成長が見込まれています。

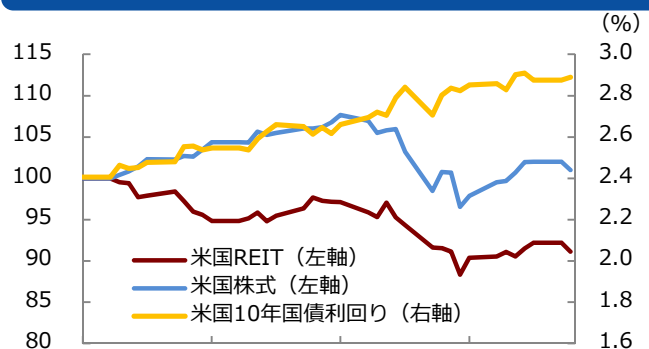
また、商業・小売REITのサイモン・プロパティも引き続き堅調な決算となりました。テナントの店舗閉鎖やハリケーンの影響により稼働率が若干低下したものの、賃料の上昇で増益決算を維持しました。

\*FFO（ファンズ・フロム・オペレーション）とは不動産売却などの影響を除いた賃貸事業から、どれだけのキャッシュフローが生み出されているかを測る指標です。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

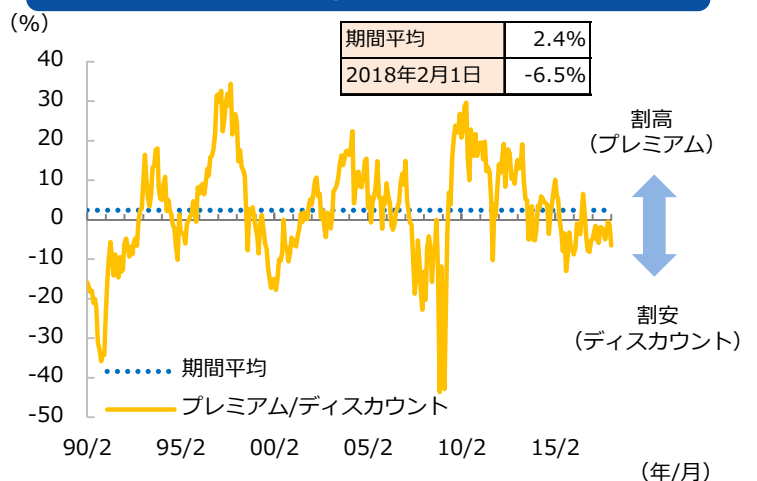
※上記は、過去の情報および作成時点の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

（図表1）米国REITと米国株式、米国10年国債利回りの推移



12月29日 1月12日 1月26日 2月9日  
 ※期間：2017年12月29日～2018年2月20日（日次）  
 ※米国株式と米国REITは2017年12月29日を100として指数化。  
 ※米国株式：ダウ・ジョーンズ工業株価平均、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス（配当込み）を使用。  
 出所：ブルームバーグのデータをもとにアセットマネジメントOne作成

（図表2）米国REIT価格のプレミアム/ディスカウント



※期間：1990年2月～2018年2月（月次）  
 ※NAV（Net Asset Value：正味資産価値）とは、保有する不動産の時価から負債などを引いたもので、不動産市場から見た価値の面で評価するための指標です。

出所：グリーン・ストリート・アドバイザーズのデータをもとにアセットマネジメントOne作成



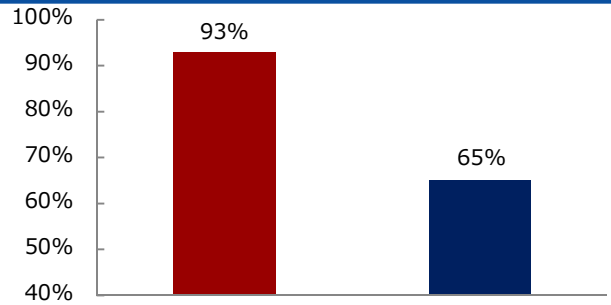
アセットマネジメントOne

商号等 / アセットマネジメントOne株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号  
 加入協会 / 一般社団法人投資信託協会  
 一般社団法人日本投資顧問業協会

## レパトリ減税に伴う米国内への資金還流により米国REITは恩恵を受けると考えられる

米国では、インフラ投資への新たな財源確保の手段として、海外で得た利益・配当金等を米国内へ資金還流（レパトリエーション）する際に課される法人税率への減税措置を盛り込んだ税制改正法案が成立しました。米国内への資金還流は、売上高のほとんどが米国内となっている米国REITにとって大いに恩恵があると考えられます。

（図表3）米国REITと米国株式の国内売上高比率



※2017年3月時点  
 ※米国REITはS&P米国REITインデックス構成銘柄、米国株式はS&P500種指数構成銘柄から算出  
 出所：インベスコのデータをもとにアセットマネジメントOne作成

## J-REIT

### 東証REIT指数は徐々に下値を切り上げる展開になっている

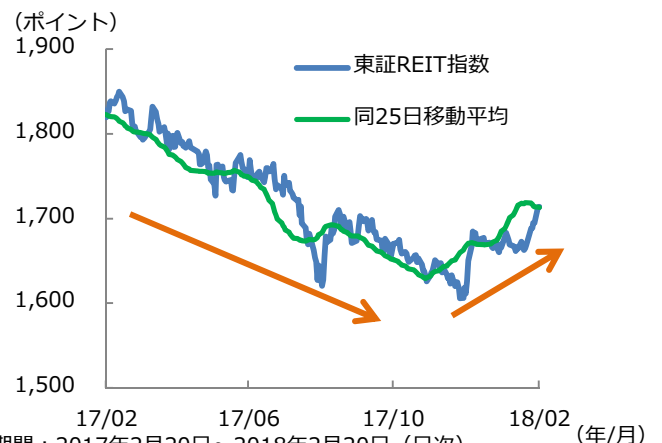
2017年は軟調に推移したJ-REIT市場ですが、高利回りを背景としたリターンを追求する投資家の姿勢が強まり、東証REIT指数は2018年1月の1ヶ月間で4.9%上昇と良好でした。

2月以降に米国の長期金利上昇やインフレ懸念から、日米株式と同様に東証REIT指数も下落しました。しかし、短期的な指数のトレンド（方向性）を示唆する25日移動平均線と比較すると、2017年11月10日に年初来安値（1605.89ポイント、終値ベース）をつけた後に2017年後半までの下落トレンドから転換したとみられます。今般の下落では一時1637.94ポイントまで下げましたが、徐々に下値を切り上げる動きは持続していると考えられます。

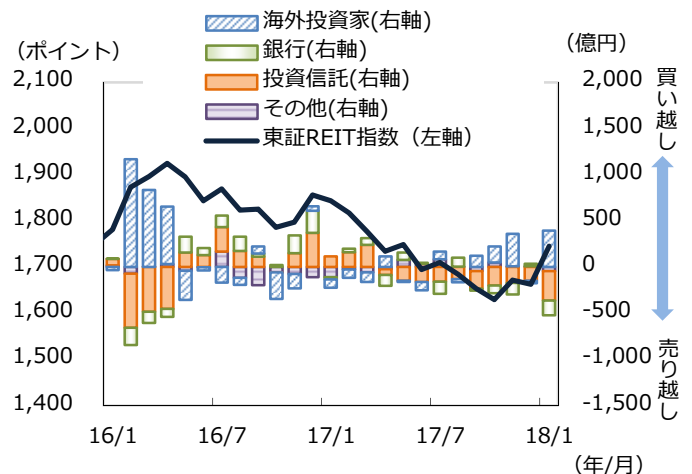
### 需給面では、投資信託の売りを海外投資家の買いが吸収しつつある

J-REIT市場における1月の投資主体別売買状況では、海外投資家の買い越し金額が約396億円となり、投資信託の売り越し金額（約318億円）を上回りました。上述のトレンドの転換月である2017年11月から2018年1月までの3ヶ月間の海外投資家の累計買い越し金額は約722億円に上り、同期間の東証REIT指数の上昇をけん引していると考えられます。また、日銀による金融緩和の一環として、J-REITの買い入れが東証REIT指数の下支えとしての役割を担っているとみられます。

（図表4）東証REIT指数と25日移動平均の推移



（図表5）東証REIT指数とJ-REITの投資主体別売買状況の推移



※上記は、過去の情報および作成時点の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
 ※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

## J-REITの配当利回りは高く、価格は比較的割安

J-REITの配当利回りは足元で4.2%台を回復しており、過去3年間に高い水準にあります。マイナス金利政策の影響で10年国債利回りは0.1%程度で推移しており、国内株式（東証一部）の配当利回りが1.8%（1月末時点）であることから、J-REITは相対的に高い配当利回り水準にあると考えられます。

一方で、J-REITの割安度を測る指標であるNAV倍率は、1月末時点で1.0倍となっています。NAV倍率の過去3年平均は1.1倍であることから、緩やかにその水準を目指すことで、J-REIT市場は堅調な推移となるとみられています。

今後、市場のボラティリティが低位で安定的に推移すればJ-REITは高い配当利回りなどに着目した資金が流入することが予想されます。

## M&Aなど各投資法人の資本効率改善に向けた動きも注目される

日本政府は次期日銀総裁・副総裁人事について、黒田現日銀総裁の続投などの案を示しました。現在の緩和的な金融政策の継続など安定的な政策運営への期待感がJ-REIT市場の下支え要因となると考えられます。

また、不動産市場で賃料が上昇傾向にあることなど良好な業績環境が継続する中、資産規模拡大のメリットを狙ったM&Aが足元で実施されています。資本効率改善に向けた各投資法人の動きと投資主還元策などが活発化することが期待されます。

## J-REITと米国REITの併せ持ちによるリスク分散効果が期待できる

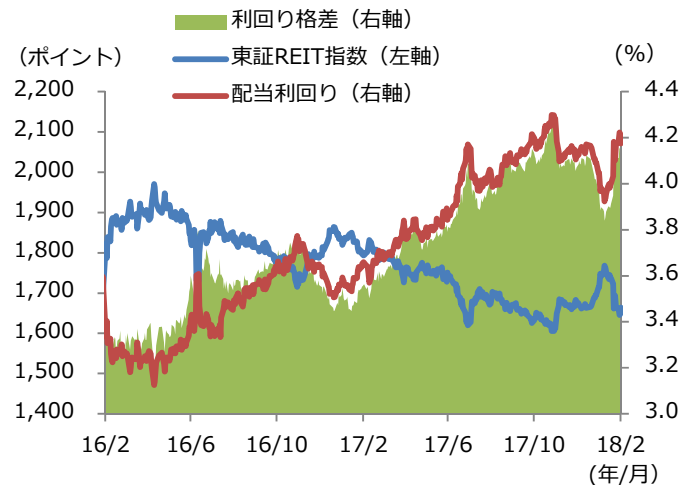
J-REITと米国REITの相関係数\*は、過去3年間で0.14と低水準です。また、より直近をみると過去2年間では-0.08、過去1年間では-0.61とむしろ逆相関となっています。今後も両資産の低水準な相関が継続した場合には、J-REITと米国REITを合わせた投資は、全体としてみれば価格変動リスクを低減させる効果をもたらすものと考えられます。

\*相関係数とは、2つの資産の価格変動の連動性を示す指標です。相関係数は-1から+1までの範囲をとり、+1に近いほど連動性が高く、-1に近いほど相互に逆向きに変動することになります。ゼロのときは相互に無関係に動くということになります。

【指数の著作権等】●東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、(株東京証券取引所)が所有しています。●ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P米国REITインデックスはS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLCが所有しており、アセットマネジメントOne株式会社に対して使用許諾が与えられています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ、S&Pおよびその関連会社は、アセットマネジメントOne株式会社の商品を支持、推奨、販売、販売促進するものではなく、また投資適合性についていかなる表明をするものではありません。●“FTSE”及び“FTSE®”は、London Stock Exchange Groupの商標であり、ライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（以下「本指数」）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。

※上記は、過去の情報および作成時点の見解であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

（図表6）東証REIT指数と配当利回りの推移



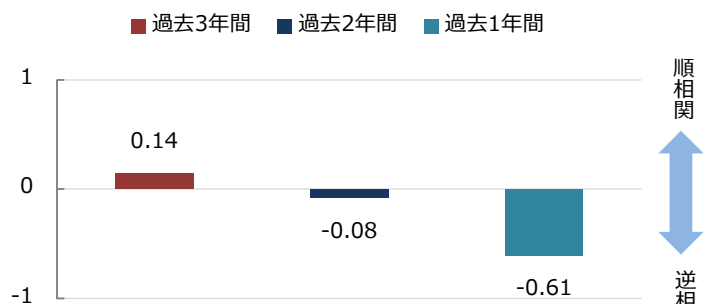
※期間：2016年2月16日～2018年2月16日（日次）  
※利回り格差 = 東証REIT指数の配当利回り - 10年国債利回り  
出所：ブルームバーグのデータをもとにアセットマネジメントOne作成

（図表7）J-REITのM&A（合併と買収）

発表日	M&A対象投資法人
2017年11月10日	ケネディクス・レジデンシャル投資法人
	ジャパン・シニアリビング投資法人
2018年1月24日	積水ハウス・リート投資法人
	積水ハウス・レジデンシャル投資法人

出所：各投資法人の公表資料をもとにアセットマネジメントOne作成

（図表8）J-REITと米国REITの相関係数



※期間：過去3年間は2015年1月末～2018年1月末（月次）  
過去2年間は2016年1月末～2018年1月末（月次）  
過去1年間は2017年1月末～2018年1月末（月次）  
※国内REITは東証REIT指数（配当込み）、米国REITはFTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（配当込み）を使用。  
出所：ブルームバーグのデータをもとにアセットマネジメントOne作成



## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

##### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡しますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。