

# 金利低下、不動産価格底入れ、業績拡大期待が北米リートの支えに

## 北米リート・セレクトファンド 愛称:ほくと星

Aコース(定額目標分配型/為替ヘッジあり)  
Cコース(定率目標分配型/為替ヘッジあり)  
Eコース(資産成長型/為替ヘッジあり)

Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)  
Dコース(定率目標分配型/為替ヘッジなし)  
Fコース(資産成長型/為替ヘッジなし)

追加型投信/海外/不動産投信

■ 本レポートでは、北米リート市場の動き、及び今後の見通しと当ファンドの運用方針についてご紹介いたします。

## 1. 北米リート市場の動向

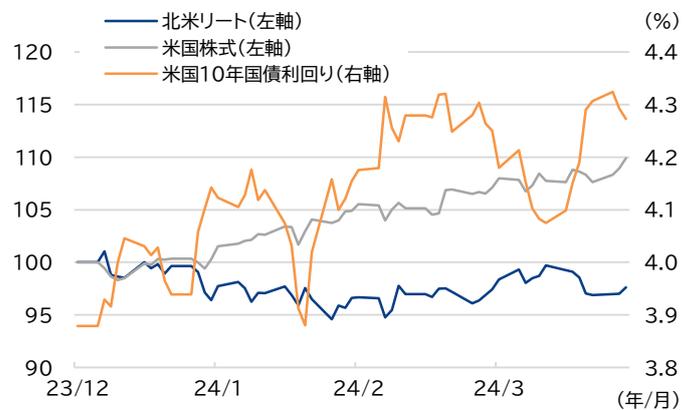
### 米国株式に比べ出遅れの目立つ北米リート

北米リート市場は、年初以降、米国株式市場に出遅れた状況となっています(図表1)。

これは、経済指標が一般的に景気の強さを示したことを受けた早期利下げ観測の後退と、長期金利の上昇が、リートの借り入れコスト増加への懸念や利回り面での魅力低下に繋がり、マイナスに影響したためと考えられます。一方、米国経済の軟着陸(ソフトランディング)への期待に加え、米連邦準備制度理事会(FRB)が3月に開催した米連邦公開市場委員会(FOMC)で年内に3回利下げする予想を維持したことが北米リート市場をサポートする要因となっています。

図表1 北米リートと米国株式、米国10年国債利回りの推移

(期間 2023年12月29日~2024年3月20日、日次)



※北米リート、米国株式は、2023年12月29日を100として指数化

## 2. 景気・インフレの減速局面での良好なパフォーマンス実績

### 景気やインフレは減速するが利下げが奏功

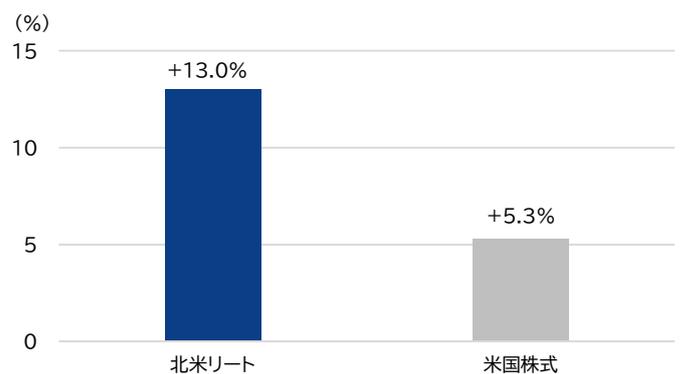
米国経済は想定以上の強さを示していますが、今後は金融引き締め効果などで緩やかに景気減速し、インフレ率も、消費者物価指数(CPI)の約3割を占める住居費の先行指標とされる新規募集家賃の伸び率が大きく減速していることもあり、鈍化基調が続くと考えられます。

### 景気とインフレの減速がリートの魅力を高める見込み

景気やインフレ率の減速を背景とした、年後半以降のFRBの利下げ転換もあることから、長期金利は低下基調での推移が見込まれ、リートの資金借り入れコストへの懸念は後退すると考えられます。また、景気減速局面では、中長期契約に基づく安定した賃料収入と業績、そして高い配当利回りがリートの投資魅力を高めます。過去にも経済成長率とインフレ率が低下した局面では、北米リートは米国株式に比較して良好なパフォーマンスを見せています(図表2)。

図表2 経済成長率とインフレ率が低下した局面での平均騰落率

(対象期間 2006年4-6月期~2023年10-12月期)



※経済成長率とインフレ率が低下した局面:米実質国内総生産(GDP)と米消費者物価指数(CPI)の前年比伸び率が前期から鈍化した局面  
※年率換算後の四半期騰落率を平均したもの

※北米リート:FTSE EPRA Nareit Developed North America REITs TR Index  
※米国株式:S&P500トータルリターン指数

(図表1~2の出所)Bloombergのデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

### 3. 年後半以降の不動産価格の底入れ期待は成長の好機

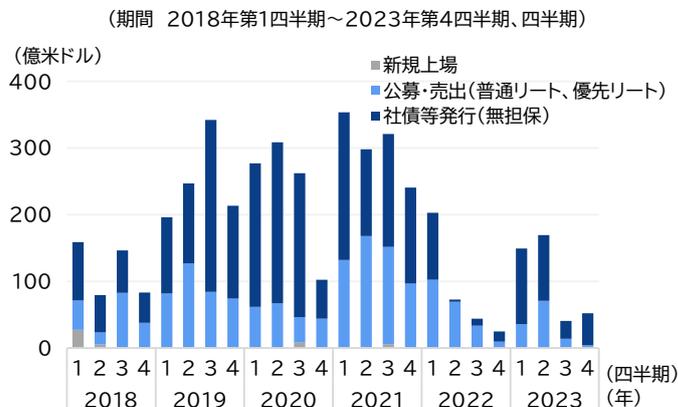
#### 年後半以降、リートの保有資産価値は回復へ

不動産投資市場では、利上げの一巡などから売買取引低迷の要因となった売値と買値のギャップが縮小しています。さらに、年後半の利下げ転換以降は、売買取引量が回復に転じて不動産の取引価格は底入れに向かうと見ています。すでにリート市場では、2022年以降の相場下落による保有資産価値の大幅な低下が概ねリート価格に織り込まれており、リートの保有資産価値の反転上昇期待が高まると考えられます。

#### リートの資金調達環境は良好

銀行の貸出基準厳格化の影響で資金繰りが懸念されている非上場の不動産会社とは対照的に、北米リートの大半を占める米国リートは、株式や社債の発行など無担保で資金を調達できる競争優位性を活かして有利な条件で新規物件の購入が可能であり、外部成長力を高める好機になると考えられます(図表3)。

図表3 米国リートの資金調達動向



(出所)NAREIT(全米不動産投資信託協会)のデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

### 4. 業績の伸びは年後半に加速

#### 2023年10-12月期決算は良好な内容

米国主要リートの2023年10-12月期決算では、リートの収益性を表す1口当たりFFOは、前年比で+7.8%と増加基調を維持しました(図表4)。

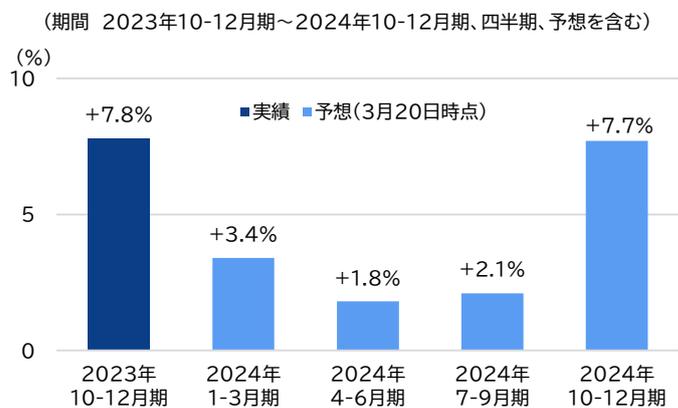
主に米国内の物件へ投資する米国リートは、底堅い景気を背景にオフィスセクターを除き全般的に良好なファンダメンタルズを維持しています。そのため、約60%のリートが市場予想を上回る決算を発表しており、順調に業績拡大が続いていることが確認されています。

#### 2024年の業績は下期に加速する見通し

2024年上期は、景気減速に加え、前年比で人件費や金利負担等の費用が増加するため、1口当たりFFOの伸び率は鈍化するものの、安定的な賃料収入を支えとした拡大基調が継続する見通しです。

下期は費用増加圧力の軽減や新規供給の縮小に加え、利下げ転換による景気の底入れなどが見込まれるため、1口当たりFFOの伸び率は加速すると予想されています(図表4)。

図表4 米国の主要リート1口当たりFFOの伸び率推移



※北米リートの大半を占める米国リート指数FTSE NAREIT ALL Equity REITs TR Indexの構成銘柄を対象に、前年との比較が可能な時価総額上位100銘柄について時価加重平均で集計(FFO実績や予想がマイナスの銘柄、一時的な損益の影響が大きい銘柄を除く)

(出所)Bloombergのデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※FFO(Funds From Operation):

リートが賃料収入からどれだけのキャッシュフロー(現金収入)を得ているかを示す数値で、リートの収益力を表すものと考えられています。不動産売却損益を除いたリートの純利益に、減価償却費を加算した金額になります。FFOを利用すると同一基準でリートごとのキャッシュフローが比較できます。

## 5. 過去の経験則からも今後の好パフォーマンスが期待される

### 米国株式に対して大幅に割安な水準

リートのFFO倍率は株式のPER(株価収益率)と同じ概念です。PERとFFO倍率の спреッド(バリュエーション格差)は株式に対するリートの割安度を示す指標であり、マイナスの乖離が大きいほどリートの割安度が高いとされます。

2023年10-12月期末時点のPERとFFO倍率の спреッドは-4.92倍となっており、過去平均の-0.95倍を大きく下回る状況が続いています。

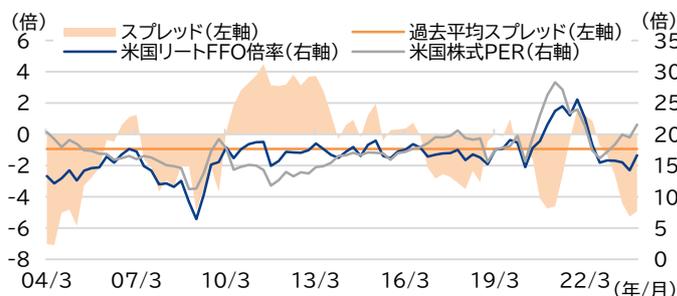
### -4倍割れ後のリターンは良好

バリュエーション格差が-4倍を下回った四半期末から1年間のパフォーマンスを見てみますと、米国リートは米国株式を大きく上回るパフォーマンスを見せました(図表5)。

歴史的に見て、米国リートは米国株式に対して割安な水準であり、バリュエーションの面からもパフォーマンスの改善余地が大きいと考えられます。

図表5 米国リートFFO倍率と米国株式PERの推移

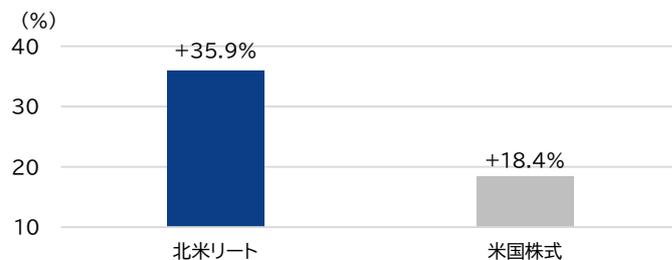
(期間 2004年3月~2023年12月、四半期)



※スプレッドは米国リートFFO倍率から米国株式PERを引いて算出  
 ※過去平均スプレッドは、グラフ対象期間の平均

図表6 バリュエーション格差-4倍割れ後の1年間の平均騰落率

(対象期間 2004年3月~2023年12月)



※米国リート: FTSE NAREIT ALL Equity REITs TR Index  
 ※米国株式: S&P500トータルリターン指数

(図表5~6の出所) Bloombergのデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※FFO倍率:

リートの価格が1口当たりFFOの何倍であるかを示すのがFFO倍率であり、リートの価格÷1口当たりFFOで算出します。この値が小さいほどリートの収益力に対する市場の評価が低いと判断されます。

## 6. 運用方針

セクター配分については、主に工業用、専門などを強気に見て組入比率を高め維持する一方、店舗用、集合住宅用などは慎重な姿勢で臨む方針です。

個別銘柄については、質の高い資産を保有し、財務状況が健全で安定的なキャッシュフローが期待できる優良銘柄を中心に投資する方針です。

投資判断	セクター	投資判断のポイント
強気	工業用	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の供給網再構築やネット通販の普及を背景に底堅い需要が続く見込み。</li> <li>需要が安定している冷蔵倉庫や、競争が少ない地域に立地する物流施設を选好。</li> </ul>
	専門	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の保管書類のデジタル化をサポートする情報管理施設系リートを選好します。</li> <li>デジタル化に伴う堅調な価格設定により業績拡大が期待されます。</li> </ul>
慎重	店舗用	<ul style="list-style-type: none"> <li>学生ローンの返済再開や過剰貯蓄の減少などによる事業環境の悪化が懸念される。</li> <li>低水準の新規供給が需給環境の支えとなる一方、テナントの信用リスクには注意が必要。</li> </ul>
	集合住宅用	<ul style="list-style-type: none"> <li>一部地域で新規供給の増加などによる業績モメンタムの鈍化が懸念される。</li> <li>入居者の収入に対する家賃の割合は歴史的に高い水準にあり、値上げ余地は限定的。</li> </ul>

# 運用状況 (作成基準日 2024年3月19日)

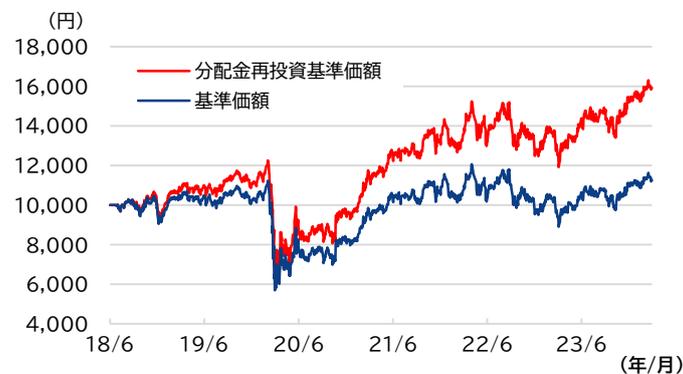
## 設定来の基準価額の推移

(2018年6月20日～2024年3月19日、日次)

### Aコース(定額目標分配型/為替ヘッジあり)



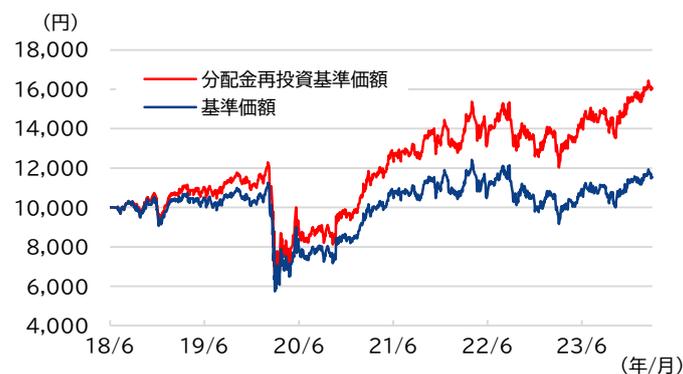
### Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)



### Cコース(定率目標分配型/為替ヘッジあり)



### Dコース(定率目標分配型/為替ヘッジなし)



### Eコース(資産成長型/為替ヘッジあり)



### Fコース(資産成長型/為替ヘッジなし)



※基準価額は1万口当たり、信託報酬控除後です。  
 ※設定日の基準価額は、1万口当たりの当初設定元本です。  
 ※分配金再投資基準価額とは、分配金(税引前)を当該分配金(税引前)が支払われた決算日の基準価額で再投資したものと計算した基準価額です。  
 ※グラフは過去の実績であり、将来の成果を示唆または保証するものではありません。

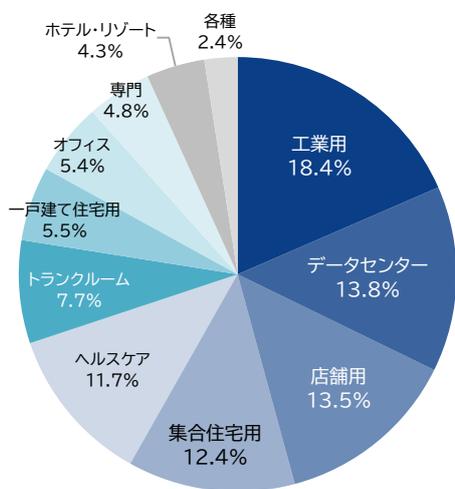
# 運用状況（作成基準日 2024年3月19日）

## マザーファンドのデータ

REIT組入比率	組入銘柄数
96.8%	35銘柄

※銘柄数は、新株等がある場合、別銘柄として記載しております。

### 保有リートのセクター別構成比率



※比率は、北米リート・マザーファンドの保有リート全体に占める各セクターの構成比です。  
 ※比率は、小数点以下第2位を四捨五入しているため、合計が100%にならない場合があります。

### 組入上位10銘柄

銘柄名	国	セクター	比率
1 プロロジス	米国	工業用	8.4%
2 エクイニクス	米国	データセンター	7.9%
3 サイモン・プロパティーズ・グループ	米国	店舗用	5.8%
4 デジタル・リアルティーズ・トラスト	米国	データセンター	5.4%
5 アパロンバイ・コミュニティーズ	米国	集合住宅用	5.0%
6 パブリック・ストレージ	米国	トランクルーム	4.7%
7 ウェルタワー	米国	ヘルスケア	3.9%
8 STAGインダストリアル	米国	工業用	3.5%
9 イーストグループ・プロパティーズ	米国	工業用	3.1%
10 アメリカン・ホームズ4レント	米国	一戸建て住宅用	2.9%

※銘柄は、新株等がある場合、別銘柄として記載しております。  
 ※比率は、マザーファンドの純資産総額に対する組入比率です。  
 ※セクターは、GICSによる分類を使用しています。

## 販売会社

受益権の募集の取扱い、投資信託説明書(交付目論見書)、投資信託説明書(請求目論見書)及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。なお、販売会社には取次販売会社が含まれる場合があります。

商号	登録番号	日本証券業協会	加入協会		
			一般社団法人 日本投資 顧問業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	一般社団法人 第二種金融商品 取引業協会
<b>(金融商品取引業者)</b>					
岡三証券株式会社	関東財務局長(金商)第53号	○	○	○	○
岡三にいがた証券株式会社	関東財務局長(金商)第169号	○			
アーク証券株式会社	関東財務局長(金商)第1号	○			
今村証券株式会社	北陸財務局長(金商)第3号	○	○		
*auカブコム証券株式会社	関東財務局長(金商)第61号	○	○	○	○
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
三縁証券株式会社	東海財務局長(金商)第22号	○			
島大証券株式会社	北陸財務局長(金商)第6号	○			
*大熊本証券株式会社	九州財務局長(金商)第1号	○			
*南都まほろば証券株式会社	近畿財務局長(金商)第25号	○			
播陽証券株式会社	近畿財務局長(金商)第29号	○			
益茂証券株式会社	北陸財務局長(金商)第12号	○			
*松井証券株式会社	関東財務局長(金商)第164号	○		○	
*マネックス証券株式会社	関東財務局長(金商)第165号	○	○	○	○
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
愛媛証券株式会社	四国財務局長(金商)第2号	○			
三晃証券株式会社	関東財務局長(金商)第72号	○			
JIA証券株式会社	関東財務局長(金商)第2444号	○			○
野畑証券株式会社	東海財務局長(金商)第18号	○			○
*武甲証券株式会社	関東財務局長(金商)第154号	○			
<b>(登録金融機関)</b>					
*株式会社イオン銀行(委託金融商品取引業者:マネックス証券株式会社)	関東財務局長(登金)第633号	○			
*株式会社SBI新生銀行(委託金融商品取引業者:マネックス証券株式会社)	関東財務局長(登金)第10号	○		○	
*株式会社千葉興業銀行	関東財務局長(登金)第40号	○			
*株式会社南日本銀行	九州財務局長(登金)第8号	○			

※岡三証券株式会社は、一般社団法人日本暗号資産取引業協会にも加入しております。

\*auカブコム証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*大熊本証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*南都まほろば証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*松井証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*マネックス証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*武甲証券株式会社は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*株式会社イオン銀行(委託金融商品取引業者:マネックス証券株式会社)は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*株式会社SBI新生銀行(委託金融商品取引業者:マネックス証券株式会社)は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*株式会社千葉興業銀行は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

\*株式会社南日本銀行は、「Bコース(定額目標分配型/為替ヘッジなし)」のみの取扱いとなります。

<本資料に関するお問い合わせ先>  
フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)

## 留意事項

### SBI岡三アセットマネジメントについて

商号：SBI岡三アセットマネジメント株式会社

SBI岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長(金商)第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

#### 投資リスク

- 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。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益及び損失は、すべて投資者の皆さまに帰属します。ファンドは、米国およびカナダの不動産投資信託証券等値動きのある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
  - ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「不動産投資信託証券のリスク(価格変動リスク)、(分配金(配当金)減少 リスク)」、「為替変動リスク」があります。その他の変動要因としては、「不動産投資信託証券のその他のリスク(信用リスク、業績悪化リスク、自然災害・環境問題等のリスク、法律改正・税制の変更等によるリスク、上場廃止リスク、流動性リスク)」、「カントリーリスク」があります。
  - 為替ヘッジあり(Aコース)(Cコース)(Eコース)では、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジを行い、為替変動リスクの低減を目指しますが、為替ヘッジの対象となる外貨建資産は市況動向により変動することから、為替変動リスクを完全にヘッジすることはできません。
- ※基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

#### その他の留意点

- ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ファンドは、大量の解約が発生し短期間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込の受付が中止となる可能性、換金代金の支払が遅延する可能性があります。
- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。
- ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。ファンドが投資対象とするマザーファンドを他のベビーファンドが投資対象としている場合に、当該他のベビーファンドにおいて追加設定および一部解約等がなされた場合には、その結果として、マザーファンドにおいても売買等が生じ、ファンドの基準価額に影響を受けることがあります。
- 取引所における取引の停止、外国為替取引の停止、決済機能の停止、その他やむを得ない事情があるときは、購入・換金申込みの受付を中止することや、すでに受けた購入・換金申込みの受付を取消することがあります。
- 詳しくは、「投資信託説明書(交付目論見書)」の「投資リスク」をご参照ください。

#### お客様にご負担いただく費用

<お客様が直接的に負担する費用>

- 購入時
  - 購入時手数料 : 購入金額(購入価額×購入口数)×上限3.3%(税抜3.0%)  
詳しくは販売会社にご確認ください。
- 換金時
  - 換金手数料 : ありません。
  - 信託財産留保額 : ありません。

<お客様が信託財産で間接的に負担する費用>

- 保有期間中
  - 運用管理費用(信託報酬) : 純資産総額×年率1.65%(税抜1.50%)
- その他費用・手数料
  - 監査費用 : 純資産総額×年率0.0132%(税抜0.012%)
- 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用等を投資信託財産でご負担いただきます。なお、マザーファンドの当該費用につきましては、間接的にご負担いただきます。(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。なお、上場不動産投資信託は市場の需給により価格形成されるため、上場不動産投資信託の費用は表示しておりません。
- 詳しくは、「投資信託説明書(交付目論見書)」の「手続・手数料等」をご参照ください。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

●本資料は、当ファンドに関する情報提供を目的としてSBI岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。●本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成日時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。●本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その情報の正確性・完全性を保証するものではありません。●購入の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。