

上場REITと株式の比較： どちらが買い時？



TODD KELLENBERGER, CFA

Client Portfolio Manager,
Real Estate Securities

2023年に入り、実質金利の頭打ちや経済成長率の鈍化、魅力的な相対バリュエーションなどを背景に、上場REITへの資産配分が株式と比較して魅力度を増していると考えられます。

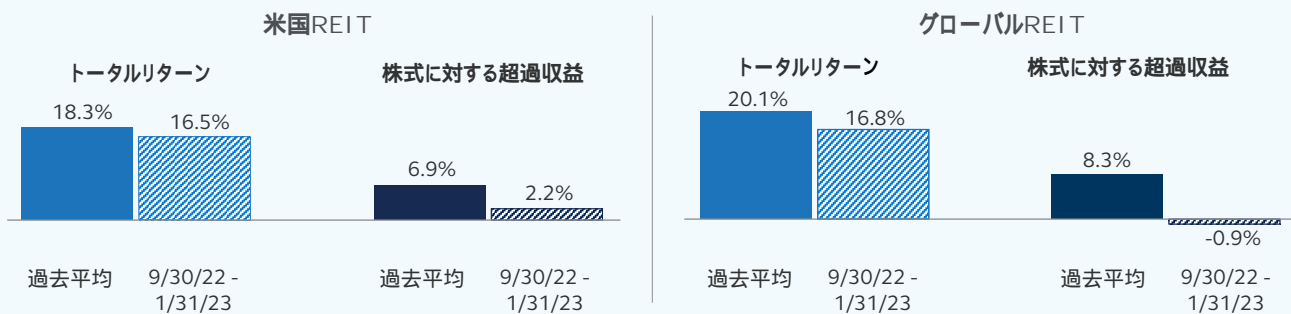
米連邦準備理事会（FRB）の金融引き締めサイクルと実質長期金利の上昇は、もはや終盤に入ったものと考えています。その結果、金利上昇の逆風が弱まる局面でREITがアウトパフォームするという「ブレイック（長年の経験則に基づく定石）」が、再び繰り返されると考えます。

その理由は、REITは中長期のリース契約により、安定的かつ長期的な持続性のあるインカム収入が得られるため、一般的にデュレーションの長い株式のような特性を持つからであると言えます。こうしたキャッシュフロー特性はREITの実質長期金利に対する感応度の高さとなって表れ、景気後退局面における優位性につながります。このことは、今年中に実質金利がピークを迎える（図表1）、ないしは低下へと向かう（図表2）ことが予想されるなか、株式と比較してREITの魅力度を高めるものであると考えます。

上場リートへの投資をうながす3つの理由

1. 金利上昇による逆風は弱まりつつある。REITは実質金利低下局面において株式をアウトパフォームしてきた実績。
2. 経済成長率は鈍化している。REITは景気減速局面に株式をアウトパフォームしてきた実績。
3. 2022年の大幅調整により、REITのバリュエーションは株式に対して魅力的な水準にあるものと判断。

図表1 実質金利のピーク後の12ヵ月平均リターン(米ドルベース)



2023年1月31日時点 出所：FactSet

上図のデータは、実質金利上昇（米10年物インフレ連動国債（TIPS）利回りが75bps以上の上昇）ピーク後の過去7期間のFTSE NAREIT Equity REITs Index（米国REIT）およびFTSE EPRA/NAREIT Developed Index（グローバルREIT）の平均トータルリターン（年率換算）および、各指数のS&P 500種株価指数（米国株式）およびMSCI World Index（グローバル株式）に対する超過リターン（年率換算）を示しています。実質金利がピークを迎えた2022年9月30日以降の直近の期間は12ヵ月未満であるため、別途表記しております。上記分析は、米物価連動国債（TIPS）市場が開始された1997年1月まで遡って行っています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストなどを考慮していません。またインデックスに直接投資することはできません。インデックスの説明については、重要なお知らせをご覧ください。

図表2 実質金利低下局面における上場REITのリターン(米ドルベース)

期間		トータルリターン(年率換算)		株式に対する超過収益	
実質金利のピーク	実質金利のボトム	米国REIT	グローバルREIT	米国REIT	グローバルREIT
31-Dec-1999	31-Oct-2001	17%	1%	32%	20%
31-Dec-2001	28-Feb-2003	2%	1%	26%	23%
31-Jul-2003	31-Mar-2004	28%	37%	13%	16%
30-Jun-2007	29-Feb-2008	-14%	-13%	-4%	-5%
31-Oct-2008	31-Mar-2009	-39%	-27%	-22%	-12%
31-Mar-2010	31-Oct-2010	13%	14%	11%	10%
31-Jan-2011	30-Nov-2012	11%	8%	3%	5%
31-Dec-2015	31-Jul-2016	18%	15%	10%	10%
31-Oct-2018	29-Feb-2020	10%	9%	1%	2%
31-Mar-2020	31-Aug-2020	17%	16%	-19%	-17%
平均(全期間)		6%	6%	5%	5%
平均(世界金融危機(2007-2009年)、 コロナショック(2022年)時を除く)		14%	12%	14%	12%

2023年1月31日時点 出所: FactSet

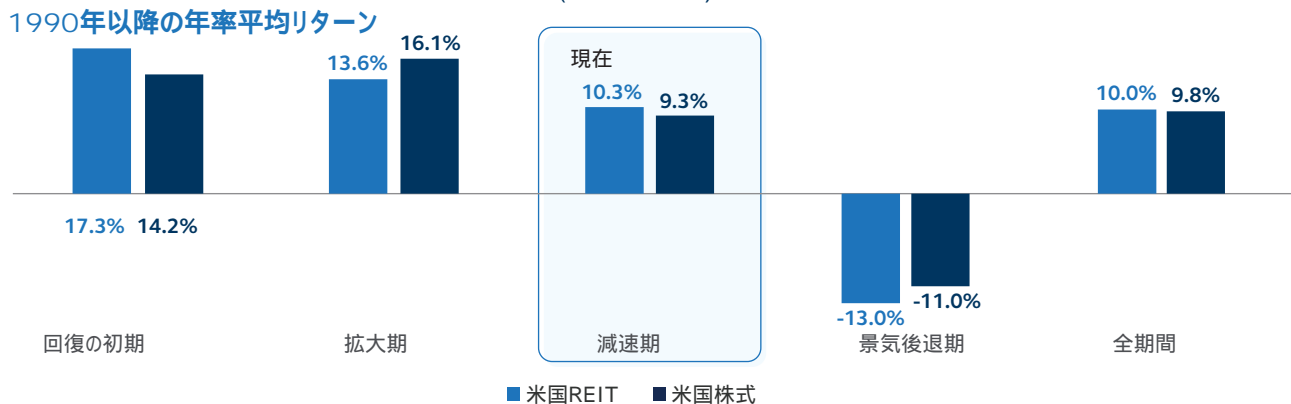
上図のデータは、実質金利低下(米10年物インフレ連動国債(TIPS)利回りが75bps以上の低下)後の期間の FTSE NAREIT Equity REITs Index(米国REIT)およびFTSE EPRA/NAREIT Developed Index(グローバルREIT)の平均トータルリターン(年率換算)および、各指数のS&P 500種株価指数(米国株式)およびMSCI World Index(グローバル株式)に対する超過リターン(年率換算)を示しています。上記分析は、米物価連動国債(TIPS)市場が開始された1997年1月まで遡って行っています。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストなどを考慮していません。またインデックスに直接投資することはできません。インデックスの説明については、重要なお知らせをご覧ください。

景気循環の減速局面で、REITはアウトパフォーム

金融引き締め政策が経済成長の減速をもたらしています。リース期間が長期で複数年にまたがるという不動産の性質は、REITの収益を景気後退による悪影響から遮断するのに役立ちます。これは、契約更新時に前回契約の賃料に上乗せした賃料で契約更新することにより、景気循環の後半にあっても賃料を引き上げることができるからです。REITのディフェンシブで長期の持続性を有するインカム収入が景気後退期に魅力的に映り、実際、REITは歴史的に景気後退期にS&P500種株価指数をアウトパフォームしてきました。

図表3 景気循環の各局面におけるトータルリターン(米ドルベース)



2023年1月31日時点 出所: コンファレンス・ボードの景気先行指数、全米経済研究所(NBER)、FactSet

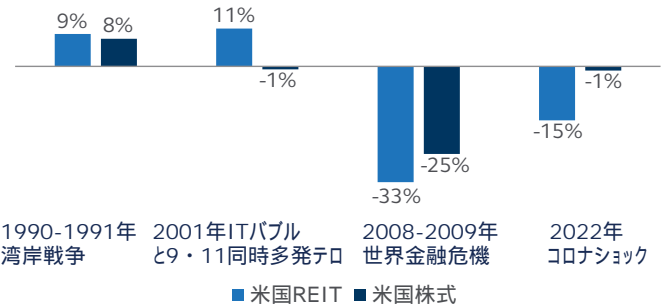
1990年以降の景気循環サイクルは、コンファレンス・ボードの景気先行指数および全米経済研究所(NBER)に基づいています。リターンデータは、各局面におけるFTSE NAREIT Equity REITs Index(米国REIT)およびS&P500種株価指数(米国株式)の平均リターン(年率換算)を示しています。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストなどを考慮していません。またインデックスに直接投資することはできません。インデックスの説明については、重要なお知らせをご覧ください。

2023年に経済は緩やかな景気後退に向かうというのが、現時点における当社のベースシナリオです。予想される景気後退期において、健全なバランスシート、景気変動の影響を受けにくく社会の構造変化の追い風を受けるセクターの底堅い需要、概して低水準な供給状況を背景に、REITは株式を上回るパフォーマンスを示す可能性があると考えています。

しかし、景気後退期の様相は千差万別であり、それを受けたREITのパフォーマンスも様々であることは留意が必要です。直近2つの景気後退期は、REITにとって甚大な悪影響をもたらしました。2008-2009年の世界金融危機は不動産市場に大きな打撃を与え、2020年のコロナショックでは、ソーシャルディスタンスや行動制限により、多くの形態の不動産の利用が制限されました。しかし、米国における1990年以降の他の2回の景気後退期にはREITは良好なパフォーマンスを示し、S&P500種株価指数をアウトパフォームしています。

図表4 景気後退により結果は異なる
年率換算リターン(米ドルベース)

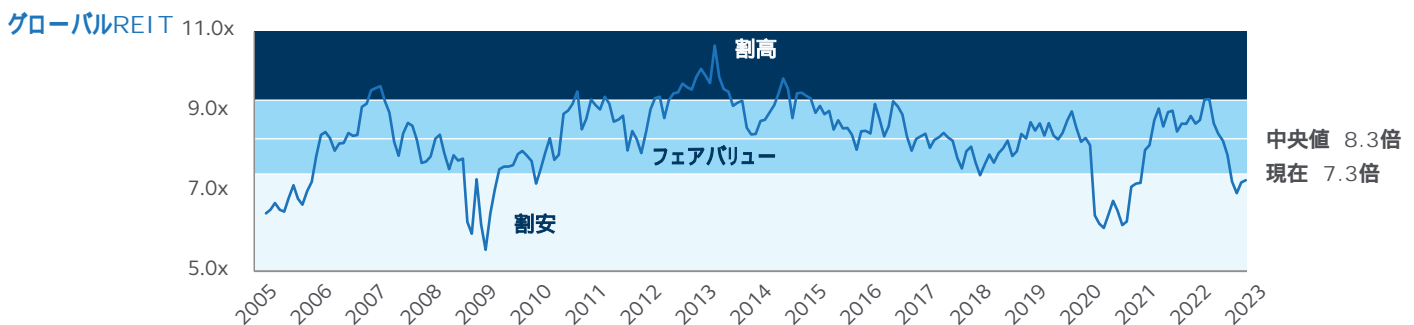
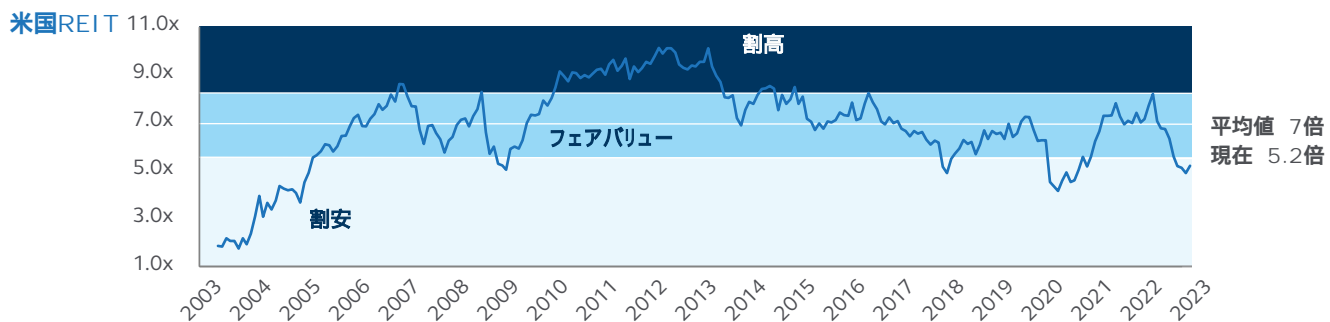


2023年1月31日時点 出所：全米経済研究所（NBER）、FactSet
1990年以降の景気後退は、全米経済研究所（NBER）に基づいています。リターンデータは、各景気後退局面におけるFTSE NAREIT Equity REITS Index（米国REIT）およびS&P500種株価指数（米国株式）の平均リターン（年率換算）を示しています。
過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。インデックスは管理されず、手数料、経費、取引コストなどを考慮していません。またインデックスに直接投資することはできません。インデックスの説明については、重要なお知らせをご覧ください。

上場REITは株式と比較して割安な価格で取引されている

2022年、金利上昇と金融引き締めを背景に、上場REITの価格は調整しました。昨年のアンダーパフォーマンスを考慮すると、REITの価格は株式との比較において割安な水準にあると判断しており、REITと株式のEV/EBITDA倍率の差はその平均値から1標準偏差以上低い水準にあります（REITが株式に対する関係において足許以上に割安だったのは過去20年間のうちの16%の期間しかありません）。金利上昇の逆風が弱まり、景気後退局面でもキャッシュフローが安定している今こそが、REITを株式に対してオーバーウェイトとする時であると考えています。

図表5 REITは株式に対して「割安」な領域にある
EV/EBITDA倍率の差（スプレッド）：REIT - 株式



2023年1月31日時点 出所：FactSet
EV/EBITDA倍率は、バリュエーション指標として用いています。
米国REITのEV/EBITDA倍率の差（スプレッド）は、MSCI US REIT IndexのEV/EBITDA倍率からS&P500種株価指数のEV/EBITDA倍率を引いたもの、グローバルREITのEV/EBITDA倍率の差（スプレッド）は、FTSE EPRA/NAREIT Developed IndexのEV/EBITDA倍率からMSCI World IndexのEV/EBITDA倍率を引いたものです。割高および割安は、それぞれ平均値から1標準偏差以上乖離した範囲を示しています。フェアバリューは、平均値から1標準偏差以内の範囲を示しています。
インデックスの説明については、重要なお知らせをご覧ください。

Risk Considerations

Past performance is no guarantee of future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. Potential investors should be aware of the many risks inherent to investing in real estate, including: value fluctuations, default risk, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate. REIT securities are subject to risk factors associated with the real estate industry and tax factors of REIT registration.

International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability and differing accounting standards.

Important information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided. All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted. Investing involves risk, including possible loss of principal.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

Index descriptions: FTSE NAREIT All Equity REITs Index is a free-float adjusted, market capitalization-weighted index of U.S. equity REITs. FTSE EPRA/NAREIT Developed Index is a free-float adjusted, market capitalization-weighted index designed to track the performance of listed real estate companies in both developed and emerging countries worldwide. S&P 500 Index tracks 500 publicly traded domestic companies. MSCI World Index is a broad global equity index that represents large and mid-cap equity performance across all 23 developed markets countries. It covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is issued in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- United Arab Emirates by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- Other APAC Countries, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Principal Funds are distributed by Principal Funds Distributor, Inc.

© 2023 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Real Estate is a trade name of Principal Real Estate Investors, LLC, an affiliate of Principal Global Investors.

MM13310 | 02/2023 | 2737396-122024

不動産投資に伴う主なリスク

【パブリック・エクイティ】

価格変動リスク：不動産証券（REITを含む）投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる価格の変動に大きく影響されます。また、REITは不動産、不動産を担保とする貸出債権等に投資して得られる収入や売却益などを収益源としており、不動産等に関する規制環境や、賃料水準、稼働率、不動産市況などの影響を受け、価格が変動し損失が生じるリスクがあります。さらに、不動産の老朽化や立地条件の変化、火災、自然災害などに伴う不動産の滅失・毀損などにより、価格が影響を受ける可能性もあります。

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

カントリー・リスク：投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果株価が上下し、受託資産に損失が生じることがあります。

新興国に関するリスク：新興国に投資する場合には、新興国特有のリスクがあります。新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる可能性があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べ一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いので、株価の変動も大きくなる可能性があります。

為替変動リスク：為替ヘッジをご希望される場合は、組入資産について対円での為替ヘッジを行い、為替リスクの低減を図りますが、完全にヘッジすることは困難なため、米ドルの為替変動による損失が発生することがあります。また円金利が米ドル金利より低い場合、米ドルと円の金利差相当分のヘッジ費用がかかります。為替ヘッジをご希望されない場合は、外貨建資産への投資に関しては為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

運用報酬等の費用について

直投スキームを採用の場合

以下の料率表は弊社の標準的な運用報酬体系（消費税10%を含む）であり、資産残高に応じた逓減料率となります。運用報酬の他に売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議のうえ報酬額を取り決めることがあります。

不動産（パブリック・エクイティ）

資産残高 (時価ベース) 年率最大	プリンシパル グローバル不動産証券 戦略	プリンシパル グローバル不動産証券 インカム戦略
25億円までの部分	0.880%	0.990%
25億円超 50億円まで	0.770%	0.880%
50億円超	0.660%	0.770%

ファンド組入れスキームの場合

以下の戦略については、投資一任契約資産から外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でご提供することも可能です。この場合の諸費用は以下の通りとなります。この他、その他の費用（売買手数料、証券保管費用等）が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限等を事前に表示できません。また、その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても、事前に表示することができません。また、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

不動産（パブリック・エクイティ）

諸費用	プリンシパル グローバル不動産証券戦略
投資一任契約に係る 運用報酬 (消費税10%を含む)	年率最大 0.11%または 年間110万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の年率 0.80%
受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022%。 ただし、年間最低受託報酬額は1万5千米ドルとします。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<https://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

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 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会