

PRINCIPAL REAL ESTATE

信用危機のREIT市場への影響は？

「信用危機」と「銀行ストレス」がニュースの見出しを独占し、資本市場に不確実性をもたらしています。不動産市場は資本集約的な産業であり、市場の健全性を保つには、資本市場が十分に機能していることが必要です。

3月の米シリコンバレー銀行の破綻に端を発した金融不安は、銀行の融資基準の厳格化を招き、不動産市場に対する信用供与の低下とクレジット・スプレッドの拡大をもたらすものと考えられます。これは市場にとって好ましくない事態であり、2008年のリーマンショックによるREITをめぐり厳しい信用危機の状況を彷彿とさせます。一方で、今回の状況はリーマンショック時とは異なるものであると考えられ、信用懸念を背景とするREITのアンダーパフォームは行き過ぎの可能性が高いと考えています。

Author:



TODD KELLENBERGER, CFA

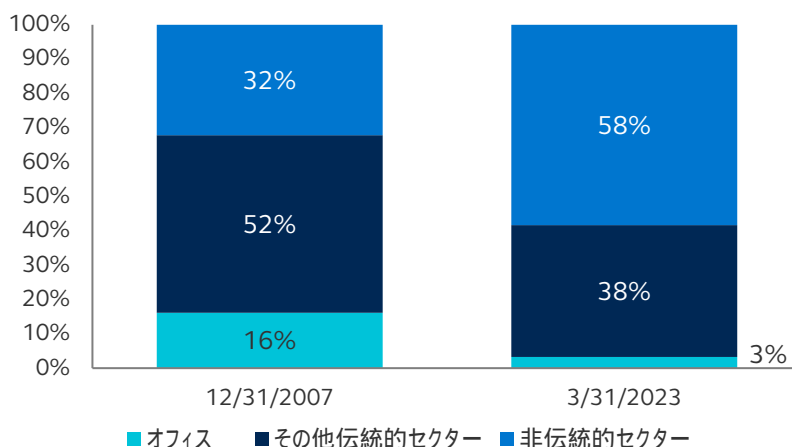
Client Portfolio Manager
Real Estate Securities

米国REIT市場に占める伝統的なオフィスセクターの割合はわずか3%

在宅勤務の浸透や鈍いオフィス回帰の動きなど、オフィスセクターを取り巻く厳しい環境が注目されています。オフィスセクターは、ヘッドラインや不動産市場に対する警戒感の中心的存在となっていますが、米国REIT市場に占める割合はわずかです。

オフィス銘柄の大幅な価格調整により、米国REIT市場全体に占めるオフィスセクターの割合は3%程度となっています。2008年のリーマンショック以降、REIT市場は劇的な変化を遂げました。非伝統的セクター（一戸建て賃貸住宅、貸倉庫、電波塔など）が占める割合の増加は、これらのセクターの多くは、より厳しいマクロ環境下でも構造的な需要が収益を下支えすることからREIT市場にとってポジティブなものであると考えています。また、非伝統的セクターは、デットおよびエクイティ投資家の投資先としても引き続き注目されています。

図表 1 米国REIT市場のセクター配分の2007年と2023年の比較



2023年3月31日時点 出所：FactSet、NAREIT

セクター比率は、FTSE NAREIT Equity REITs Indexのものです。その他伝統的セクターには、産業施設、商業・小売、集合住宅、非伝統的セクターには、医療施設、ホテル、貸倉庫、ネットリース、データセンター、専門住宅、多角経営、その他、森林が含まれます。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストを考慮していません。また、インデックスに投資することはできません。四捨五入の関係で各比率の合計が100%にならない場合があります。

REITの銀行融資への依存度は商業用不動産と比較し低水準

REITは上場企業であり、総じてバランスシートは強固で、多様な資金調達手段を有しています。実際、REITは、資本の85%以上を公募債市場での無担保社債や上場株式市場から調達しています¹。

有利子負債に占める銀行融資の割合が商業用不動産全体では約35～40%であるのに対し、REITは20～25%に過ぎないものと推定されます。REITが銀行から資金調達を行う場合は、十分な資本金のある大手行とのタームローンやリボルビング借入枠によるものが中心で、地方銀行や中小行から資金調達することは通常ありません。

REITのバランスシートはリーマンショック時よりはるかに強固

2008年のリーマンショックは不動産投資家にとって痛い教訓となり、その結果、過去15年間にREITはバランスシートを大きく改善させました。

REITの経営陣がレバレッジの軽減を重視してきたことで、不動産市場の難局を乗り切るための財務的な抵抗が高まっており、さらには、困難な局面に訪れるディストレス資産への投資機会を活用する体力と柔軟性も備わっていると考えられます。

図表2 米国REITの各指標：2007年と2023年の比較

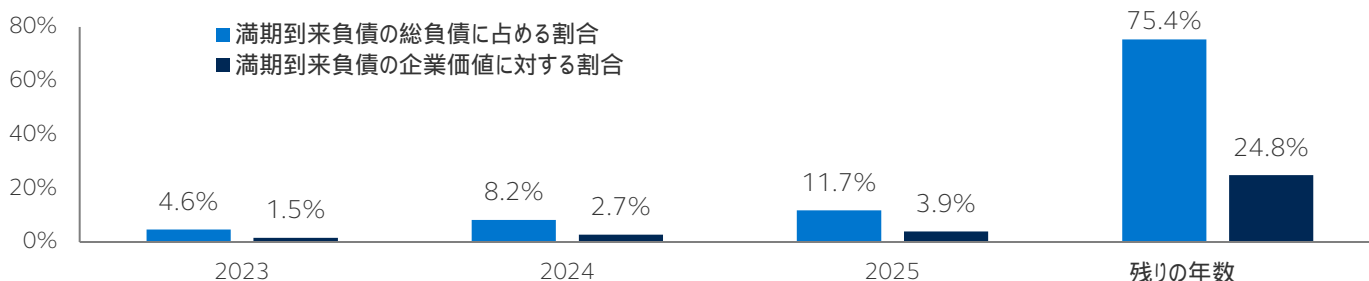
	12/31/07	03/31/23
NAV倍率（％）	84.1	93.8
レバレッジ（％）	38.3	28.1
無担保債務比率（％）	48.4	76.0
加重平均負債満期	5.3 年	6.8 年
NOIに占める支払利息（％）	38.0	20.6
インタレストカバレッジレシオ	2.7	4.6
配当性向（％）	79.1	74.1

2023年3月31日時点 出所：FactSet、NAREIT

米国商業用不動産市場に迫る大きな借り換えの波は、REITには無関係

米国商業用不動産の負債残高5兆ドルのうち、28%にあたる1.4兆ドルが、2023年と2024年に満期を迎えると推定されます²。一方、同時期に満期を迎える米国REITの負債の比率は12.8%に過ぎず、2025年も小幅な比率にとどまります。債券市場は機能しており、今年に入ってから社債や私募債、モーゲージ債の起債が行われています。不動産物件からのキャッシュフローが悪化し、借り換えが困難となることはオフィスセクターにおける懸念材料ですが、上述のとおり、REIT市場においてオフィスセクターは限定的なエクスポージャーとなっています。

図表3 今後3年間の米国REITの負債満期構成は管理可能な水準



2022年12月31日時点 出所：Principal Real Estate, Morgan Stanley, FactSet

つまり、リスクが高まる環境において、REIT市場の財務の健全性と、オフィスへの限定的なエクスポージャーにより、REITは信用危機をより優位に乗り切ることができるものと考えています。年初来、REIT市場は株式市場に対し大きく劣後しており、実物不動産市場に対しても大幅なディスカウント水準で取引されていますが、この状況は、上記に対する市場の理解が乏しいためであると考えられます。市場が認識を新たにした場合、REIT市場が再び選好され、価格上昇のカタリストとなることが期待されます。

¹ FactSet、NAREIT、2022年12月31日時点

² Moody's "What's the Real Situation with CRE and Banks: Doom Loop or Headline Hype" (2023年4月)。Credit crisis and REITs | 2

Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, 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. economic conditions. Investing in REITs involves special risks, including interest rate fluctuation, credit risks, and liquidity risks, including interest conditions on real estate values and occupancy rates. Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss.

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.

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.

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, Inc. is 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.

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場合があります。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場合があります。

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