

Principal Real Estate

# REIT市場の 最新見通し

—  
2024年秋

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「REIT Perspectives : Listed REITs update」を基にプリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

For Public Distribution in the United States. For Institutional, Professional, Qualified and/or Wholesale Investor Use Only in other Permitted Jurisdictions as defined by local laws and regulations.



# REIT市場は引き続き回復基調を維持

REIT市場は6月末以降、株式市場におけるセクターローテーションの恩恵を受けており、S&P500種株価指数の+3.7%に対し、米国REIT指数は+13.2%のリターンを記録。今年1月に「2024年 REIT市場の見通し～2024年はアウトパフォームを期待～」のなかで、REIT市場が株式市場に対しアウトパフォームとの見通しを述べた際の経済条件は、いよいよ現実のものとなりつつある。

経済成長の鈍化とインフレの減速を示す明確なデータが示されたことで、米連邦準備理事会（FRB）の利下げ継続に対する市場の確信が強まった。長期のデュレーションと持続的かつ安定的なキャッシュフローを求める投資家の資金ローテーションは、株式市場と比較しREIT市場にとって追い風となるだろう。

景気が著しく悪化しなければ、金利低下は不動産価格の回復に拍車をかけるだろう。米国経済については、ソフトランディング（軟着陸）とマイルドリセッション（緩やかな景気後退）のレンジに着地すると予想するが、いずれのケースもREITのリターン見通しをサポートするだろう。

高齢者住宅、一戸建て賃貸住宅、冷凍・冷蔵物流施設、電波塔などのセクターは、どのような経済状況下であれ、予見性の高いディフェンシブなキャッシュフローと成長性を備えた魅力的な機会であると言える。

足元のアウトパフォームにもかかわらず、依然、REIT市場は株式市場と比較して歴史的に割安な水準。REITの株式市場に対するEV/EBITDA倍率の差（スプレッド）は史上最低水準。

REIT市場のバリュエーションは、プライベート不動産市場に対しても依然として魅力的。米国REITの株価は、米国REITのキャップレートがプライベート不動産ファンドの現在の平均評価キャップレートよりも明確に高いことを示唆。不動産価格が回復した場合、上場REITは流動性の高さにより、プライベート不動産よりもいち早くその恩恵を受けるであろう。

2024年8月30日現在。出所：FactSet。リターンは2024年6月30日から2024年8月31日までのデータ。米国REITはNAREIT All Equity REIT Index。過去の実績は将来の結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、取引コストを考慮していないため、インデックスに投資することはできません。

## 著者



KELLY RUSH, CFA  
パブリック不動産部門CEO兼  
不動産証券部門CIO



TODD KELLENBERGER, CFA  
ディレクター  
不動産証券部門クライアント・  
ポートフォリオ・マネジャー

# 米国経済はソフトランディング またはマイルドリセッションに 着地し、REIT市場は堅調に 推移するものと予想

これまでの利上げにより、景気減速の兆候が見られ始めた。労働市場の軟化は雇用の鈍化から明らかだが、レイオフ（一時解雇）は依然として低水準。労働市場は減速するものの、失業率は大幅には上昇しない見込み。

インフレ率は低下傾向にあり、再上昇のリスクは低いことから、FRBは労働市場の安定とソフトランディングの実現に向け利下げを開始。

経済状況	予想シナリオ					予想リターン		
	発生確率	実質GDP	インフレーション	名目GDP	中央銀行のスタンス	REIT市場絶対リターン	株式市場絶対リターン	株式市場対比のREIT市場リターン
ハードランディング	10%	<-2%	-2%	<-4%	積極的な緩和策 /急ピッチな利下げ	マイナス	マイナス	アウトパフォーム
スタグフレーション	5%	<2%	>3.5%	<-1.5%	利上げ	マイナス	マイナス	アンダーパフォーム
マイルドリセッション	40%	-0.5%	0%	-0.5%	急ピッチな利下げ	フラット	マイナス	アウトパフォーム
ソフトランディング	40%	1.5%	2%	3.5%	緩やかな利下げ	プラス	プラス	アウトパフォーム
ノーランディング	5%	>2.5%	4%	>6.5%	現状維持 利上げ利下げなし	プラス	プラス	アンダーパフォーム

2024年7月31日現在。本資料は、プリンシパル・リアル・エステートの資料作成時点における見解および意見であり、特定の投資対象や市場全般に関する将来の事象の予測や保証を意図したものではなく、またそのようなものとして依拠されるべきものでもありません。現在の見解は包括的な記述ではなく、また特定の投資助言や推奨と解釈、いかなる投資戦略をも代表するものではありません。

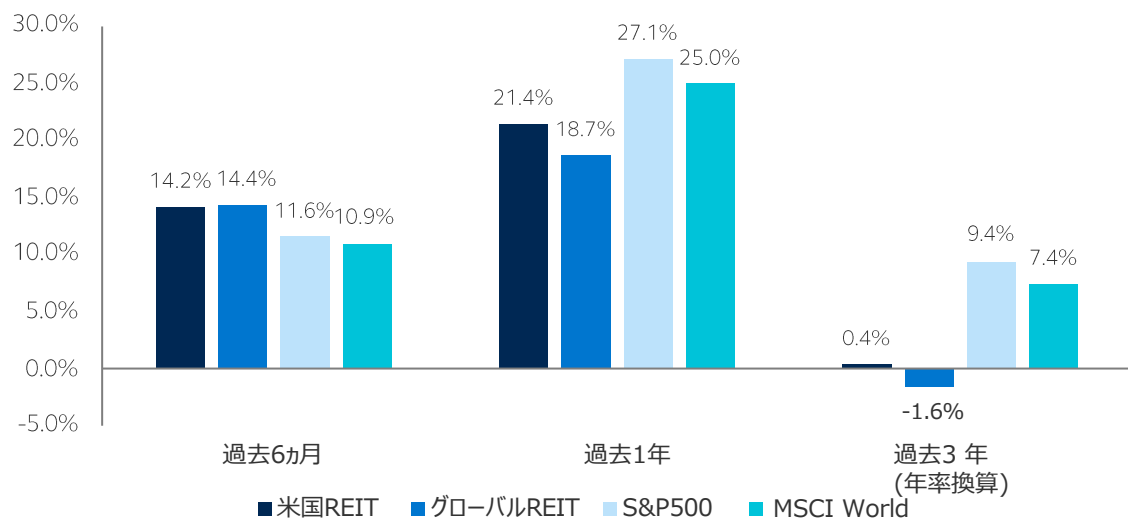


# 割安なバリュエーションとディフェンシブ性へのセクターローテーション、金利低下により、REIT市場は株式市場に対して優位な展開に

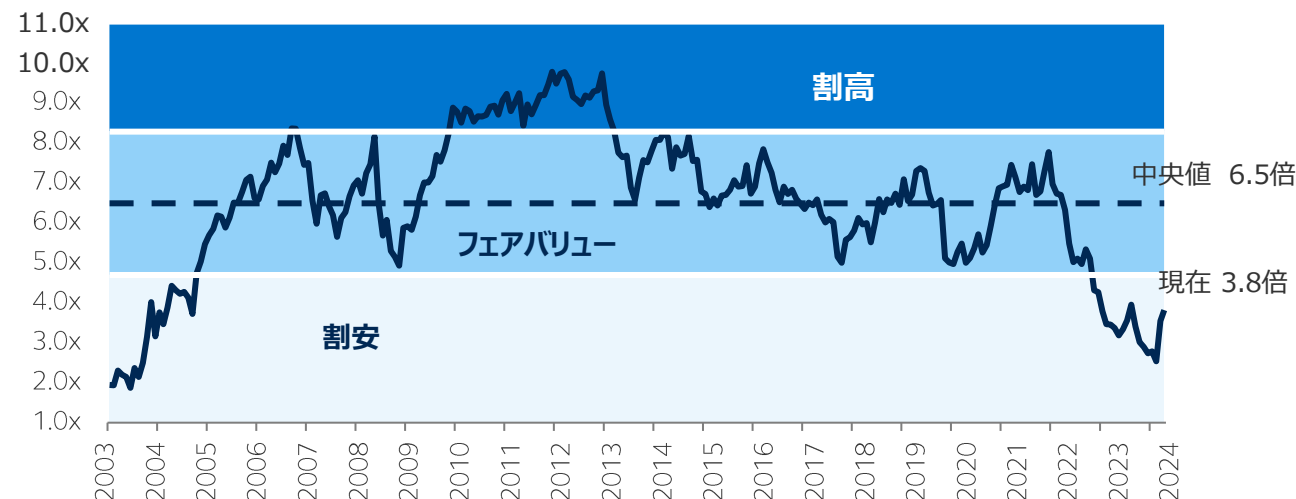
REITは、複数年にわたり段階的にテナントのリース契約が更新されるため、キャッシュフローの持続性と予見性が高く、ディフェンシブな特性を有する。金利がピークに達し、景気減速の兆しが見え始めた環境では、長期的な安定性を有するREITへの投資家の需要が高まるだろう。一方、株式市場では、AIブームの失速が圧迫材料と言える。

REIT市場の株式市場に対するバリュエーションは、歴史的な割安水準。こうした大幅な割安水準は、歴史的に見ると、株式市場に対してREIT市場が長期的にアウトパフォームする前兆と言える。

REIT市場は過去6か月では株式市場にアウトパフォームしたが、過去1年、過去3年では依然としてアンダーパフォーム



REIT市場の株式市場に対するバリュエーションは歴史的な割安水準  
EV/EBITDA倍率の差（スプレッド）：グローバル不動産証券－株式



2024年8月31日現在（米ドルベース）。出所：FactSet。FTSE NAREIT All Equity REITS（米国REIT）、FTSE EPRA/NAREIT Developed Index（グローバルREIT）、S&P 500指数、MSCI World指数。  
過去のパフォーマンスは将来の結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、取引コストを考慮しておらず、インデックスに投資することはできません。

2024年8月31日時点。出所：FactSet、FTSE、MSCI。バリュエーションは、EV/EBITDA倍率によって測定。  
データ入手の都合上、REITデータは2006年2月まではMSCI US REIT、それ以降はFTSE NAREIT All Equity REITを使用。スプレッドは、上記REITインデックスのEV/EBITDA倍率からS&P500インデックスのEV/EBITDAを差し引いたもの。割高と割安は、それぞれ平均から1標準偏差より高い、または1標準偏差より低いスプレッドを表す。フェアバリューは、平均から1標準偏差の間のバリュエーションを表す。中央値は2003年5月31日以降のもの。

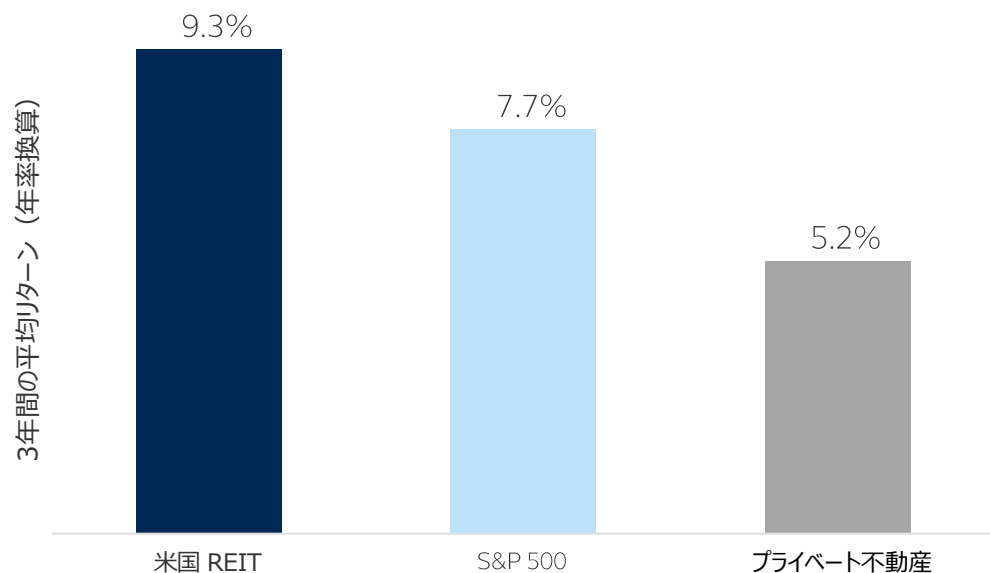
# 米国の利下げはREIT市場にとって重要なカリスト

金利低下により割引率が低下し将来のキャッシュフロー価値が上昇するため、金利低下は大半の場合、REIT市場の追い風となる。REIT市場はすでに米国の利下げを織り込んで回復を始めているが、金利の低下が続けばREITのアウトパフォームが長期化することを過去の実績は示唆している。

1999年から2003年の米国利下げサイクルは穏やかな景気後退を伴ったものであり、今回の利下げサイクルにおけるREITのパフォーマンスを占う上で、最も参考になるケースと言えるだろう。REIT市場は2000年の利上げ休止期間中に上昇を始め、FRBが利下げを開始し穏やかな景気後退が起こる中で、大幅なアウトパフォームを続けた。

## 過去の米国の利下げ開始局面ではREITのパフォーマンスは良好

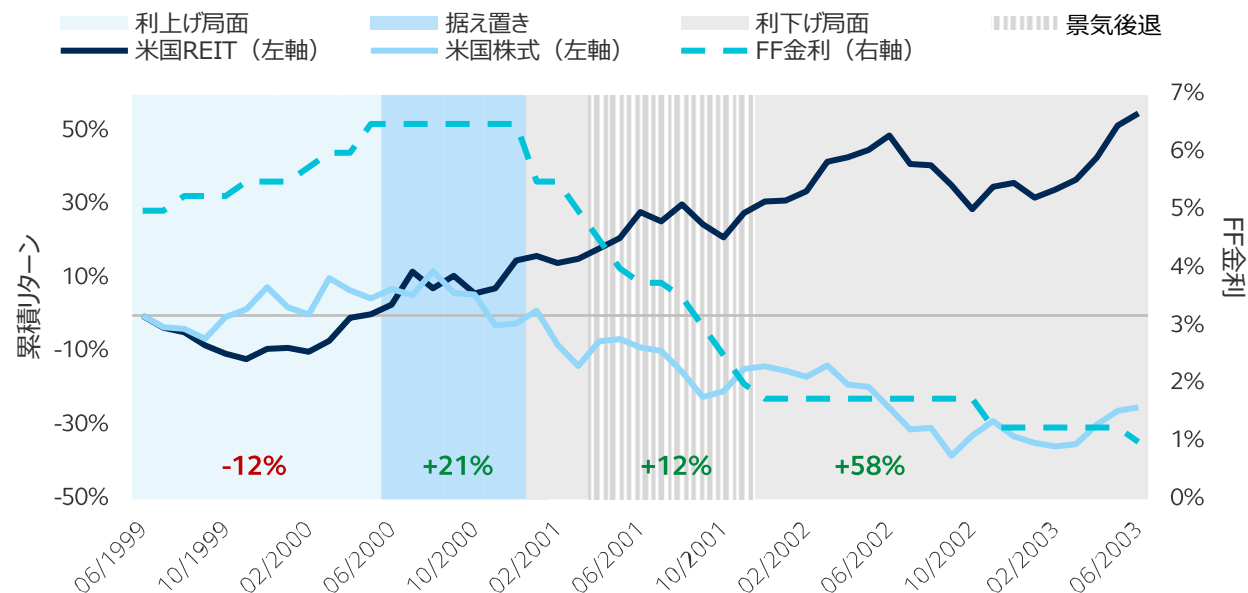
過去のFRBの利下げ開始後3年間の平均リターン（年率換算）



2024年8月30日現在（米ドルベース）。出所：FactSet、NCREIF、FTSE NAREIT All Equity REITS（米国REIT）、S&P 500 Index、NCREIF ODCE Index（プライベート不動産）。平均リターンは、1995年7月、2001年1月、2007年9月、2019年8月のFRB利下げ開始後の3年間のトータルリターンから算出。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。インデックスは非管理型であり、手数料、経費、取引コストは考慮されていません。インデックスに投資することはできません。

## 1999-2003年の金融政策サイクルではREITのパフォーマンスが株式市場に対して優位

（赤字/緑字の数値は各局面における株式市場に対する REIT市場の超過リターン）



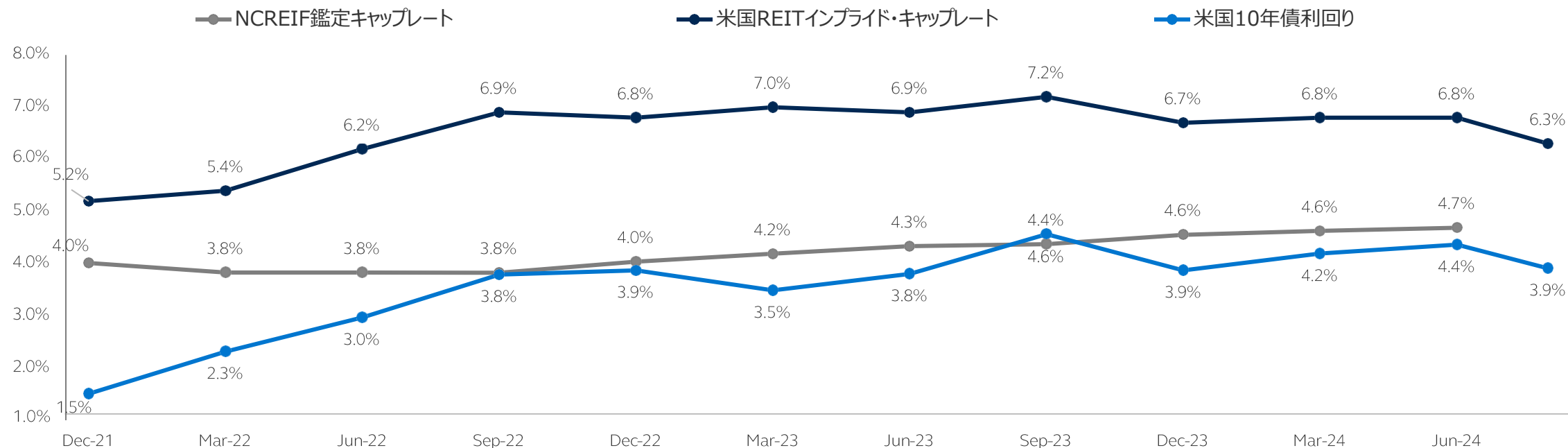
2024年8月30日現在（米ドルベース）。出所：全米経済研究所（NBER）、FactSet。過去の不況の特定はNBERを参照。FTSE NAREIT Equity REITS（米国REIT）およびS&P 500（米国株式）。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。インデックスは非管理型であり、手数料、経費、取引コストは考慮されていません。インデックスに投資することはできません。

# REITは不動産への 投資手段として 今まさに魅力的で あると言えます

不動産取引市場の低迷と金利上昇により、不動産価格は下落圧力にさらされ不動産のキャップレートは上昇。しかし、足元では金利がピークアウトしたと見られるため、キャップレートの上昇トレンドは終焉を迎えつつある。景気が大きく落ち込まなければ、不動産価格の底打ちは近いだろう。

不動産エクイティ市場への投資を検討している投資家にとって、REIT市場は魅力的な相対価値を提供。伝統的なプライベート不動産ファンドの鑑定キャップレートのリスクプレミアムはわずかである一方、REITのインプライド・キャップレートははるかに大きなスプレッドで取引されており、金利低下が続けばキャップレート低下の恩恵を受ける可能性が高い。REITは高品質で安定的な資産へのエクスポージャーを魅力的な価格で提供するとともに、流動性の高い不動産ポートフォリオの構築にも寄与。

REITのキャップレートは米国10年債利回りの上昇とともに上昇し、プライベート不動産の鑑定キャップレートよりも高水準



2024年8月30日現在。出所：プリンシパル・リアルエステート、NCREIF、Citi。米国REITのインプライド・キャップレートはCitiより入手。NCREIF鑑定キャップレートはNPI全物件均等加重キャップレートで、2024年6月30日現在（入手可能な最新データ）。

# 景気減速が見込まれるなか、景気感応度が低く景気後退への耐性を有し、社会の構造変化による長期的な需要が期待される不動産セクターがアウトパフォームする見込み

- セクター選好度は、想定し得るどのような経済環境下においても、予見性が高く魅力的な成長が期待される最良の投資機会であるとの判断を反映。
- 成長性が低く相対的なバリエーションが割高な、リスク・リターン期待が乏しいセクターには慎重なスタンス。
- 地理的な観点では、ボトムアップの視点から米国とグローバルの双方に様々な投資機会を見出す。

セクター	選好度				
	慎重	<	ニュートラル	>	ポジティブ
集合住宅	○	○	○	●	○
データセンター	○	○	○	●	○
多角経営	●	○	○	○	○
医療施設	○	○	○	○	●
ホテル・リゾート	○	○	●	○	○
産業施設	○	○	○	○	●
モール・アウトレット	○	●	○	○	○
マニユファクチャード・ホーム	○	○	●	○	○
ネットリース	●	○	○	○	○
オフィス	○	●	○	○	○
貸倉庫	○	●	○	○	○
ショッピングセンター	●	○	○	○	○
一戸建て賃貸住宅	○	○	○	○	●
電波塔	○	○	○	○	●

# Important information

## 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.

## 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 intended for use 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 (Ireland) Limited, 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 R296, Ireland. Principal Global Investors (Ireland) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (Ireland) Limited ("PGII") 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 PGII, PGIE or PGII may delegate management authority to affiliates that are not authorised 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. 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).
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorized 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 and is only directed at wholesale clients as defined under Corporations Act 2001.
- 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. This document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.
- Other APAC Countries/Jurisdictions, 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.

© 2024 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 Management<sup>SM</sup> 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.



# 不動産投資に伴うリスクについて

## 【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（グローバル戦略の場合）：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する場合

投資一任契約における運用報酬については、弊社が定める標準報酬を基準に、契約資産残高、投資対象、運用制限、ご提供するサービス内容等についてお客様と協議の上で個別に決定しますため、現時点では料率や上限について記載することができません。運用報酬のほか、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、同様に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。

なお、標準報酬については、ご要望に応じてご提供いたします。

## ファンド組入れスキームを採用する場合

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、または限度についても、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・リアルエステート・グローバル不動産証券運用戦略
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のお客様は契約締結前書の内容を必ずご覧下さい。

## 重要な情報

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

住所：〒100-0006 東京都千代田区有楽町町1-5-2 東宝日比谷プロムナードビル10階

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