

上場不動産投資信託（REIT）の シグナル、トレンド、見通し

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズが発表したレポート「Signals, trends, and outlook for public REITs」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作成したものです。

新型コロナウイルスの感染拡大がグローバル不動産市場に特に悪影響を与えていることは周知の事実です。ウイルスのパンデミック（世界的大流行）により、グローバル株式市場では、例えばテクノロジーや通信サービスなど一部のセクターは恩恵を受けましたが、グローバルREITは景気により敏感なその他株式セクターとともに出遅れています。2020年の年初来で、MSCI世界株価指数が9.31%上昇したのに対して、FTSE EPRA/NAREIT先進国不動産指数は11.59%下落しました（2020年11月13日時点）。

構造的変化とコロナ禍による変化が不動産市場に及ぼした影響はいまだに明確になっておらず、この不透明感はしばらく続くと思われます。ただし、構造的変化は勝者と敗者を生み出しており、上場不動産市場には投資機会があります。

前例のない市場環境の下で投資家は何を重視すべきなのか、その判断の参考になるよう、当社の不動産証券（Real Estate Securities）部門の最高投資責任者（CIO）とポートフォリオ・マネジメント・チームのメンバー3名が、現在の市場について論じました。



Kelly Rush
最高投資責任者
(CIO)



Keith Bokota
ポートフォリオ・
マネジャー



Tony Kenkel
グローバル・ポートフォリオ・
マネジャー



Todd Kellenberger
クライアント・ポートフォリオ・
マネジャー

パンデミックの構造的影響

現在の不動産市場に見られるパフォーマンス・トレンドの多くは、地域別、セクター別にかかわらず、パンデミック前から観測されていたトレンドです。不動産証券部門のCIOであるKelly Rushは、コロナ前に定着したトレンドの大半が感染拡大以降も、引き続きアウトパフォーム要因になっていると指摘します。例えば、モメンタム、高成長、低ボラティリティといったスタイル・ファクターはコロナ前に好調なパフォーマンスを上げていましたが、引き続きアウトパフォームしています。

パンデミックは、Eコマースやテクノロジーの利用といった既に追い風を受けていたセクターをさらに加速させました。しかし、ビジネス目的の出張の減少や在宅勤務の普及など、パンデミックが生み出した新たな、あるいは台頭しつつある構造的要因により、不動産市場の一部は悪化しています。その結果、オフィス、商業施設、ホテルなどの伝統的セクターは混乱し、パフォーマンスは振るわない一方、インダストリアルやデータセンターなどのセクターのパフォーマンスは好調です。コロナ禍の影響から回復を見せているセルフストレージや欧州の集合住宅なども順調に底堅く推移しています。地域別では、コロナ前は世界のほとんどの地域が同様の状況にあり、2018年と2019年は年間を通じて健全なリターンを上げていましたが、感染拡大に伴い一様に下落しました。

2020年はあらゆる国・地域で予想が下方修正されましたが、香港とシンガポールを中心に、アジアは欧州や北米に比べて好調です。英国とオーストラリアはオフィスや商業施設セクターに依存しているため、極めて低調だった一方、米国は非伝統的な不動産市場の活況から恩恵を受けたものの、感染拡大を封じ込められず被った打撃により、パフォーマンスは全体的に中間に位置しています。

グローバルREITのコロナ前後のパフォーマンス 地域別トータルリターン

	コロナ前 (2018-2019)	コロナ後 (YTD)
North America	 9.4%	 -11.4%
United States	 9.3%	 -11.2%
Canada	 10.4%	 -15.9%
Asia Pacific	 7.4%	 -13.6%
Singapore	 7.5%	 -7.9%
Japan	 14.1%	 -15.4%
Hong Kong	 -0.9%	 -12.1%
Australia	 6.3%	 -15.8%
Europe	 5.8%	 -9.1%
Continental Europe	 5.9%	 -5.8%
United Kingdom	 5.5%	 -17.6%

As of 13 November 2020. Source: FactSet. The global REITs investment universe is represented by the FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, by region. Returns in USD. Past performance is not a reliable indicator of future return. Index performance information reflects no deduction for fees, expenses, or taxes. Indices are unmanaged and individuals cannot invest directly in an index. Does not represent any investment strategy.

在宅勤務: ニューノーマル?

在宅勤務への移行は大半の企業で予想以上に進んでおり、従業員はテレワークを概ね歓迎しています。今後、企業は在宅勤務も選択肢として提供する必要があり、そのためオフィス需要が減退する可能性は高止まりしています。とはいえ、オフィス市場のトレンドすべてがテレワークに起因しているわけではない点に注意が必要です。例えば、テナントが環境に配慮した物件やグリーンビルディングを求める傾向はかなり以前からあり、こうした長期的な基調がコロナ禍により足許で加速しています。

都市と郊外の格差

2020年に注目された1つの傾向は、上場不動産市場で都市と郊外の動向に乖離が見られたことです。それが特に顕著だったのは米国で、とりわけ集合住宅セクターではパンデミックにより都会で生活するメリットの魅力が薄れ、都市部の集合住宅が苦戦しています。こうした傾向は他の住宅セクターにも波及し、さらにオフィス市場も在宅勤務の影響が大きな要因の1つとなって打撃を受けています。このような変化が続くと、企業は従業員が生活したい場所にオフィスを構えようとするため、最終的に、密集した都市部のオフィス市場は敗者になるかもしれません。このトレンドは、郊外を中心市場とする一戸建て賃貸物件にも追い風となっています。

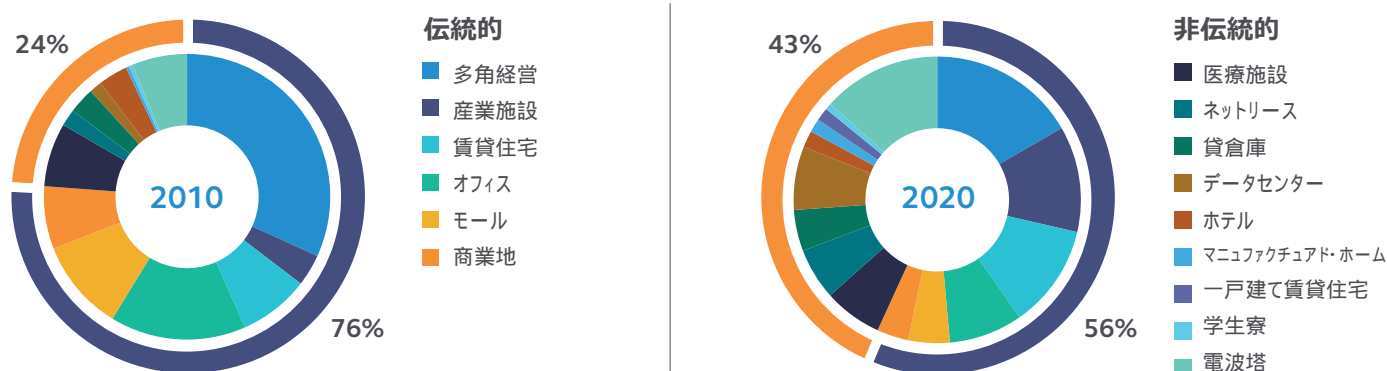
沿岸地域の市場が縮小する一方、サンベルト地域（米国南部の気候が温暖な地域）の市場は成長しており、パンデミックの影響だけでなく生活費やライフスタイルのトレンドもこの動きを後押ししています。REITの純資産価値（NAV）の推定値は沿岸地域のゲートウェイシティ（拠点都市）で15～20%減少した一方、サンベルト地域では1桁台の減少にとどまりました。さらに、パフォーマンスとバリュエーションの観点では、沿岸地域のゲートウェイシティの回復はV字型ではなく、やや時間がかかるというシグナルを上場市場は発しています。オフィスや集合住宅の先行きに関しては、働き方の柔軟性のトレンドに連動すると上場市場ではみられています。投資家は、このシフトが長年続いている大都市志向の転換点を示すものかを自問する必要がありますでしょう。

主要な成長分野: 非伝統的セクター

非伝統的不動産セクターは伝統的セクターを総じてアウトパフォームしました。非伝統的セクターはコア不動産でないとの見方もありますが、組み立て住宅（manufactured housing）やデータセンターなどの非伝統的セクターはかなり以前から市場の一部となっており、現在このタイプのセクターは投資家が「コア」不動産に求める信頼性の高い予測可能なキャッシュフローを創出しているため、当社はコア不動産とみなせると考えています。

上場市場をターゲットとする運用契約では投資制限がそれほど厳格でないため、非上場市場よりも迅速に非伝統的セクターに適応してきました。また、上場市場は「ケモノに餌をやり」、成長トレンドを支援する資本を配分する傾向があります。非伝統的セクターはテクノロジーや人口動態の追い風といった構造要因（すなわち、インターネット時代におけるデータセンターの成長）に牽引されているのに対して、伝統的セクターはパンデミックで加速している多くの構造的変化によって混乱をきたしています。

上場REIT市場では非伝統的セクターが拡大中



As of 31 October 2020. Source: FactSet. The global REITs investment universe is represented by the FTSE EPRA/NAREIT Developed Index, by sector, weighted by free float market cap. 2010 weights are from 31 October 2010 and 2020 weights are from 31 October 2020. The universe includes out of benchmark towers and data center stocks.

商業施設: 恒久的な変化

商業施設セクターは、Eコマース、物件の過剰供給、消費者の支出傾向の変化により、ここ数年大きく出遅れています。商業不動産部門の米国担当ポートフォリオ・マネージャーであるKeith Bokotaは、現在の環境において、商業施設セクターの投資家には懸念要因が主に2つあると指摘します。第一に、小売支出全体に占めるオンライン購入の割合が上昇しており、Eコマースの普及が加速していることです。2019年末時点で米国のEコマースが小売売上高全体に占める割合は約11%でしたが、この割合は2020年半ば時点で16%に上昇しています。アマゾンやウォルマートのような小売大手の多くが売上高を大幅に伸ばす一方で、閉店や破産申請に追い込まれる企業もあり、Eコマースへのシフトで勝者と敗者が生まれています。これは世界的な現象ですが、恒久的なものかどうかは依然として不明です。

第二の懸念要因は、NOI（net operating income、賃料収入-経費+減価償却費）の新たな水準をめぐる不透明感です。現在の需給ダイナミクスを受けて、交渉力は物件オーナーからテナントに移っています。NOIが正確にどの程度に落ち着くかは分かりませんが、交渉力のシフトの賃料への反映は既に起きています。ショッピングセンターはNOIが2019年の水準に比べて約15%減少すると予想されており、モールの減少率はさらに高くなる見込みです。

グローバルでみると、米国、欧州大陸、英国の商業施設セクターが受けた打撃が特に深刻だった一方で、アジアは安定的な需要、コロナ感染者数の減少、制限措置の導入減少を背景に持ちこたえています。店舗閉鎖がとりわけ多いのは英国で、欧州大陸では多くの企業がパンデミック以前に高水準のレバレッジを抱えていたため、既存株主にとって希薄化となる方法で資金調達が行われました。

非上場市場に対するシグナル

上場市場の動きは多くの場合、非上場市場の価格の先行きを示唆します。2020年は殊更それが当てはまり、ファンダメンタルズに大幅な乖離が見られました。不動産証券部門のグローバル・ポートフォリオ・マネージャーであるTony Kenkelは、コロナ禍による今年初頭の市場下落後に観察されたバリュエーションは幾つかのシグナルを示していると指摘しました。2月以降、利益予想は11.9%下方修正され、中でもオーストラリアと英国、セクターではモール、学生寮、ショッピングセンター、ホテルの下方修正が大幅でした。同時期に、グローバル不動産証券のNAVは9.1%下方修正され、国別で上方修正されたのはシンガポールだけでした。当然ながら、ホテル、モール、ショッピングセンターのNAV推定値が特に大幅に下方修正されました。すべてのセクターで利益は下方修正されたものの、NAVはデータセンター、インダストリアル、マニュファクチャードハウスなど勝者となったこれらのセクターで、上方修正されました。

全般的に、世界の不動産株式は現在、NAVに対して僅か1.1%のディスカウントで取引されています。上方修正されたセクターは目下、総じてNAVに対してプレミアムで取引されていますが、NAV推定値が急落したセクターは特に大幅なディスカウントで取引されています。地域別によるばらつきは大きく、香港、日本、シンガポールが大幅なディスカウントで取引される一方、米国とオーストラリアはNAVに対してプレミアムで取引されています。

物件タイプ別では、インダストリアル、データセンター、製造住宅、ヘルスケア、倉庫はプレミアムで取引されており、上場市場が非上場市場の資産価格の上昇が続くと予想していることを示唆しています。対照的に、複合型、オフィス、商業施設のバリュエーションは割安水準にあり、上場市場が非上場市場のさらなる資産価格下落を予想しているとのシグナルを発しています。ここから導かれる結論は明白です。すなわち、上場市場は、構造的変化を追い風にするセクターやそうした変化の影響から回復を見せるセクターのさらなる成長を予想していますが、構造的変化により困難が生じているセクターはさらに下落するとみえています。

当資料中の意見および予測は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

今後について：2021年の見通し

このような不動産市場の厳しい環境に引き続き適応していく上で、投資家が今後考慮すべき重要なポイントが幾つかあります。

第一に、そしておそらく最も重要なこととして、米国と欧州で新型コロナウイルスの感染がさらに拡大するのか抑制されるのか、また政策当局が景気刺激政策の継続に前向きかどうかを注視することが挙げられます。前例のない規模の金融・財政政策が投入され、それが市場を押し上げてきたことを考えると、追加刺激策が実現しない、遅れる、または期待外れとなる可能性には警戒が必要です。

第二に、上述の通り、上場不動産市場には将来を織り込む特性があるため、非上場市場の先行指標になることです。上場市場は、インダストリアルREITのパフォーマンスが好調に推移する可能性が高いというシグナルを強力に発しています。インダストリアルの価値は過去10年で大幅に上昇しているものの、上場市場はさらなる成長を予想しているとのシグナルを発しています。一方、商業施設とオフィスは、米国と英国を中心に引き続き下落すると上場市場は示唆しています。

最後に、非伝統的不動産セクターが機関投資家のポートフォリオに占める割合は依然として相対的に小さいものの、同セクターに対する投資家の注目は高まっています。上場市場は、これらの分野が成長を続けるとのシグナルを発しており、当社はしばらく成長が続くとみえています。

確かに、2020年は不動産投資家にとってかつてないほど厳しい1年となりました。それでも、上記の要因を考慮し、また足許のファンダメンタルズに注目すると、2021年およびそれ以降にいかなる逆風が吹いても、投資家は十分に立ち向かえる用意が整っていると当社は考えます。

“ここから導かれる結論は明白です。すなわち、上場市場は、構造変化を追い風にするセクターやそうした変化の影響から回復を見せるセクターのさらなる成長を予想していますが、構造的変化によりで困難が生じているセクターはさらに下落するとみているということです。

—— Tony Kenkel、グローバル・ポートフォリオ・マネージャー

Important information

Unless otherwise noted, the information in this document has been derived from sources believed to be accurate as of December 2020. Information derived from sources other than Principal Global Investors or its affiliates is believed to be reliable; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Past performance is not necessarily indicative or a guarantee of future performance and should not be relied upon to make an investment decision.

The information in this document contains general information only on investment matters. It does not take account of any investor's investment objectives, particular needs or financial situation and should not be construed as specific investment advice, an opinion or recommendation or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or guarantee of future events regarding a particular investment or the markets in general. All expressions of opinion and predictions in this document are subject to change without notice. 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 Principal Global Investors or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Except as otherwise limited by applicable law, Principal Financial Group, Inc., Its affiliates, and its officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy (including by reason of negligence) arising out of any for error or omission in this document or in the information or data provided in this document.

Any representations, example, or data not specifically attributed to a third party herein, has been calculated by, and can be attributed to Principal Global Investors. Principal Global Investors disclaims any and all express or implied warranties of reliability or accuracy arising out of any for error or omission attributable to any third party representation, example, or data provided herein.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted. All assets under management figures shown in this document are gross figures and may include leverage, unless otherwise noted. Assets under management may include model-only assets managed by the firm, where the firm has no control as to whether investment recommendations are accepted or the firm does not have trading authority over the assets.

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 issued in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Germany, Austria, Netherlands, Sweden, Norway, Denmark and Finland 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.
- Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- For all other European countries, this document is issued 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"). This document is intended for sophisticated institutional and professional investors only 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, or otherwise distributed by the recipient to any other person or organization.
- 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 (Chapter 289). This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Global Investors (Hong Kong) 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.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- In Dubai 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 organization. This document is intended for sophisticated institutional and professional investors only.
- 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.

This document is intended for sophisticated institutional and professional investors only 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, or otherwise distributed by the recipient to any other person or organization.

© 2020 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and symbol design and Principal Financial Group are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a member of the Principal Financial Group. Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.

リスクおよび費用について

【リスク】

不動産証券（REIT を含む）運用には主に以下のようなリスクがあります。

- 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ことがあります。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ことがあります。
- 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。

不動産証券投資には上記のような様々なリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、弊社とのご契約をご検討いただく際には、契約締結前書面等の内容をよくお読みいただき、お客様ご自身の判断と責任においてご決定していただく必要があります。

【費用について】

グローバル不動産証券トータルリターン戦略およびグローバル不動産証券インカム戦略

下記の料率表は、直投スキームを採用する場合の、上記戦略の弊社との投資一任契約における標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた低減料率となります。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上報酬額を取り決めることがあります。

資産残高(時価ベース) (税抜・年率)	グローバル不動産証券 トータルリターン戦略	グローバル不動産証券 インカム戦略
25 億円までの部分	0.80%	0.90%
25 億円超 50 億円まで	0.70%	0.80%
50 億円超	0.60%	0.70%

グローバル不動産証券トータルリターン戦略は、投資一任契約資産からプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率（税抜・年率）
投資一任契約に係る運用報酬	0.10%または 100 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 0.80%
ファンド受託報酬	ファンド全体の純資産総額の最大 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。

上記のほか、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、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。

上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。

■ 重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく当社の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。本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、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。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。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目 1 番 1 号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ：http://www.principalglobal.jp

金融商品取引業者 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