

Principal Real Estate

# 2024年 REIT市場の 見通し

2024年はアウトパフォームを期待

—  
2024年1月

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「2024 Listed REITs Outlook」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。





**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**  
不動産証券部門クライアント・  
ポートフォリオ・マネージャー

## 概要

# REIT市場の転換点は近いと予想

過去2年間、株式市場に劣後してきたREIT市場は、2024年は魅力的な投資機会を提供するものと予想します。景気減速が間近に迫っており、インフレ率は低下基調にあるとの弊社の見方が正しければ、米国債利回りの上昇と主要中銀の利上げを受けたこれまでの逆風は弱まり、むしろ追い風に転じる可能性があります。

これまで、金利のピークアウトや金利低下は、REIT市場が力強いアウトパフォームへと転じるカタリスト（価格変動の要因）となってきました。REITは複数年にわたって段階的にテナントのリース契約が更新される特性上、キャッシュフローに持続性があり、景気減速に伴う急激な収益低下への耐性を有する傾向があります。今後予想される金利低下は、資本集約的で長期のキャッシュフロー特性を有するREITにとって追い風となるでしょう。

経済成長の減速とインフレの鈍化がより明確になるなか、世界の中央銀行の政策金利はほぼピークにあり、2024年半ばまでに利下げを開始するであろうとの確信を深めています。米国では2023年第4四半期に、賃金の伸びと個人消費に有意な減速の兆しが見られました。欧州ではエコノミックサプライズ指数が2023年5月以降マイナス圏で推移しており、中国ではデフレが進行している模様です。

REITは、株式と比べて割安な水準にあると考えられ、EV/EBITDA倍率の差（スプレッド）は長期平均から1標準偏差以上離れた水準で取引されており、株式に対する割安度はリーマンショック時の水準に匹敵します。

REITはプライベート不動産に対しても割安感があると思われます。米国REITの主要セクターの株価は、プライベート不動産と比較してキャップレートが大幅に拡大した水準にあることを示唆しています。

持続的かつ構造的な需要を有する不動産セクターがREIT市場をけん引しており、景気後退期に強い耐性を示すことが期待されます。このようなセクターは、変化する経済社会の需要に対応し、魅力的かつ長期的な成長が期待されます。弊社は、このようなディフェンシブな成長特性を持つセクターを選好しています。



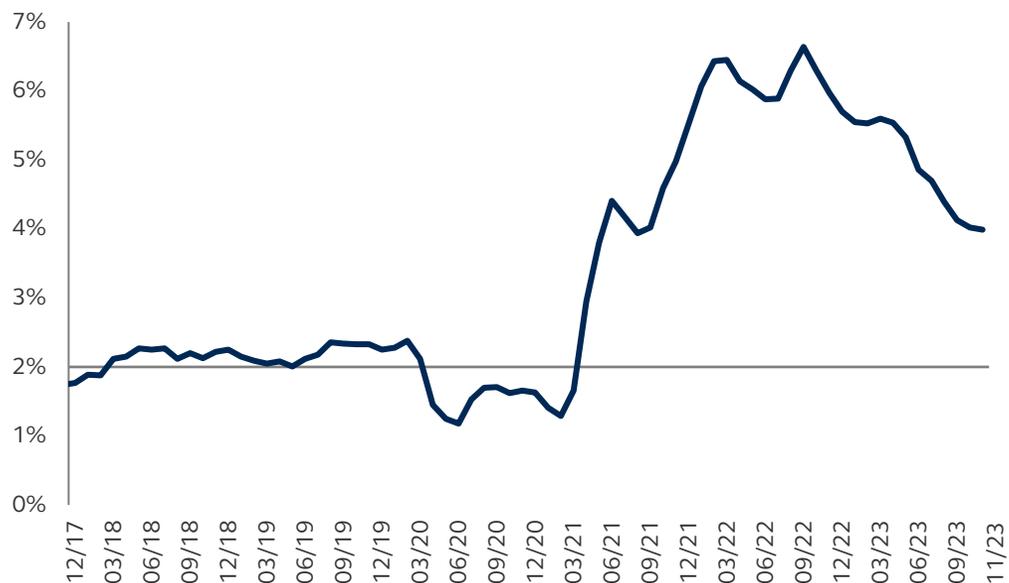
インフレ率は低下し、米国の景気先行指数は景気後退が近づいていることを強く示唆しています。利上げ局面はほぼ終盤にあると言えるでしょう。

中央銀行による急ピッチな利上げ効果の顕在化により、米国経済は2023年第4四半期に明確な減速の兆候を示し始めました。景気先行指数は景気後退局面入りを示唆しており、労働市場も明らかな減速を見せています。

コアCPI（食品とエネルギーを除く）はインフレ率の鈍化傾向を示しており、これらは金利がピークに達した可能性が高いこと、もしくは利上げ局面の終了が極めて近いことを示唆していると考えられます。金利と債券利回りの上昇の影響は遅れて顕在化してくるため、2024年の米国は景気後退とまではいかないまでも、急減速することが予想されます。

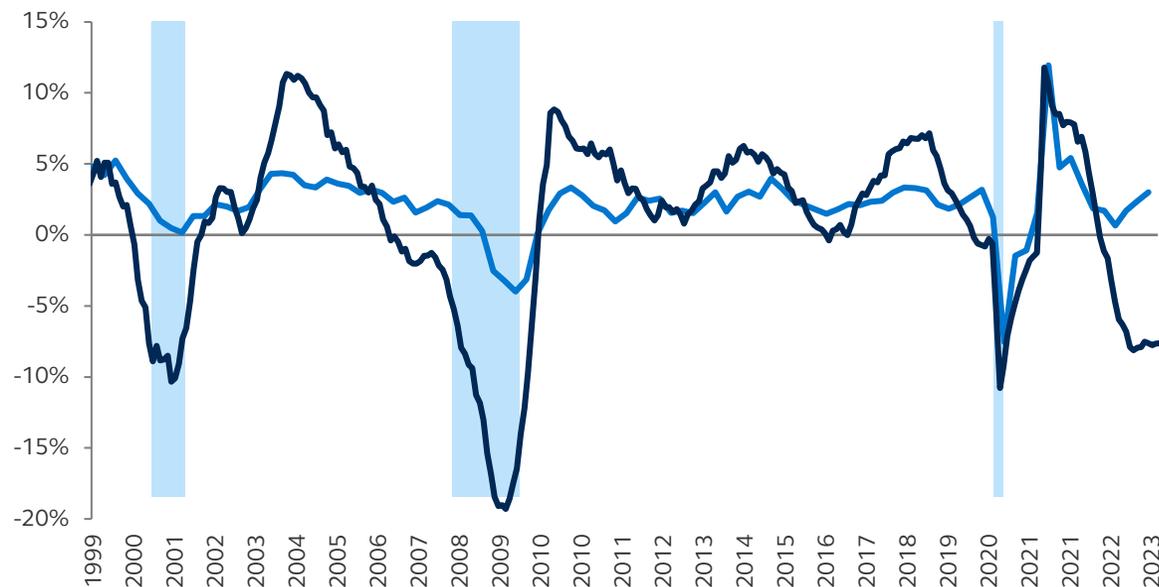
### 米国のコアCPI（食品とエネルギー除く）は大幅に鈍化

— 米国コアCPI（前年同期比）



### コンファレンス・ボードの景気先行指標は景気後退局面を示唆

■ 景気後退期      ■ 実質GDP（前年同期比）      ■ 景気先行指標（前年同期比）

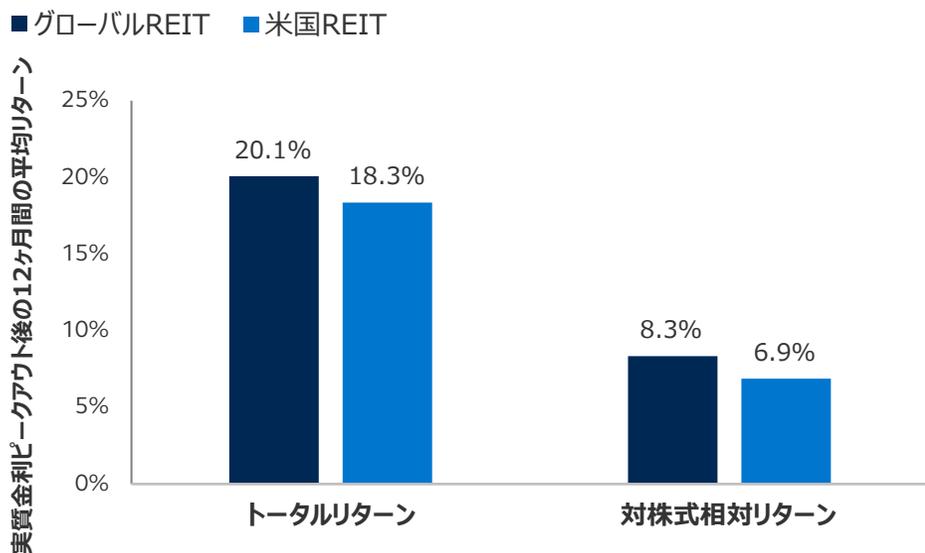


# 金利のピークアウトと金利低下はREIT市場のカタリスト (価格変動の要因)

実質金利のピークアウトは、支払利息および割引率の低下につながるため、資本集約的で長期のキャッシュフロー特性を有するREITにとっては大きな追い風になると考えられます。歴史的に、REIT市場は実質金利ピーク後の12か月間に株式市場をアウトパフォームしています。

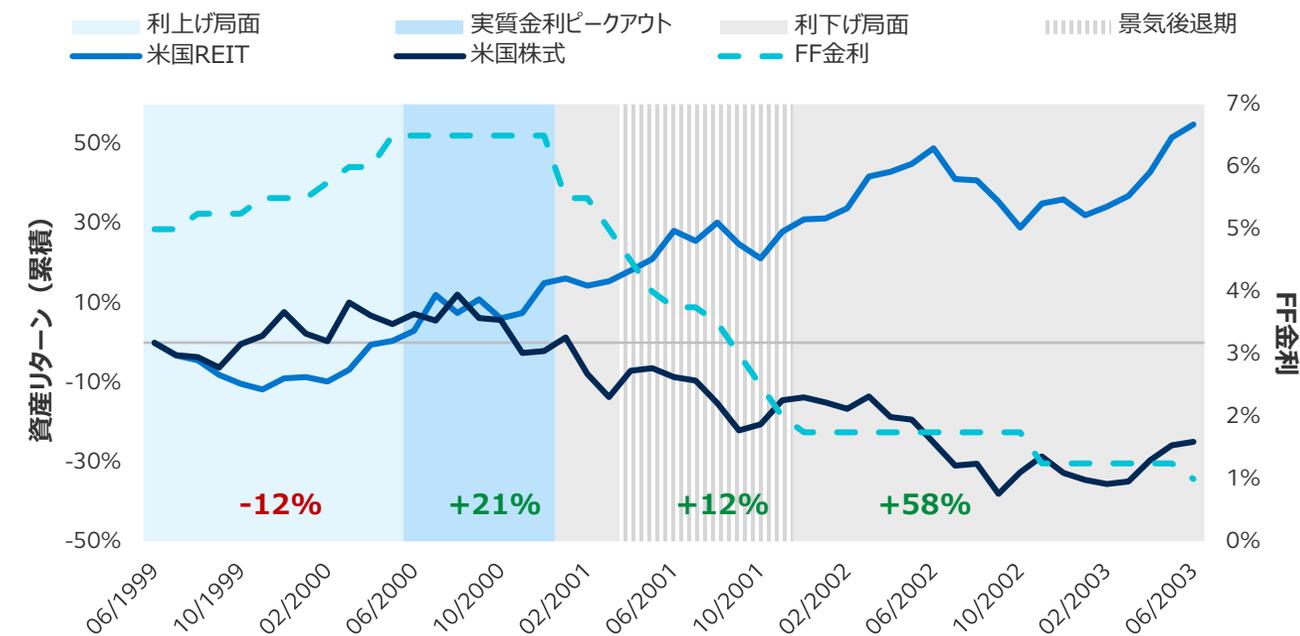
1999年から2003年の穏やかな景気後退期における米国の政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の動向は、現在のサイクルにおけるREIT市場の今後を占ううえで大いに参考になるでしょう。REITは、2000年の利上げ停止後に上昇サイクルを開始し、その後、利下げ局面に入ってから大幅なアウトパフォームを続けました。

## 実質金利ピークアウト後にREIT市場はアウトパフォーム



2023年12月31日時点 | 出所：FactSet | 米ドルベース。リターン・データは、実質利回りが上昇した過去8期間（米国物価連動国債10年利回りが75bps以上上昇）、および金利上昇期間のピークから12か月間のFTSE EPRA/NAREIT Developed指数（グローバルREIT）の平均累積リターンとMSCIワールド（グローバル株式）に対する超過リターン、およびFTSE NAREIT Equity REIT（米国REIT）のS&P500種株価指数（米国株式）に対する超過リターンを示しています。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いないため、インデックスに投資することはできません。

## 1999年から2003年の政策金利とREIT市場と株式市場のリターン (赤/緑の数値は、各局面における株式市場に対するREIT市場の相対リターン)



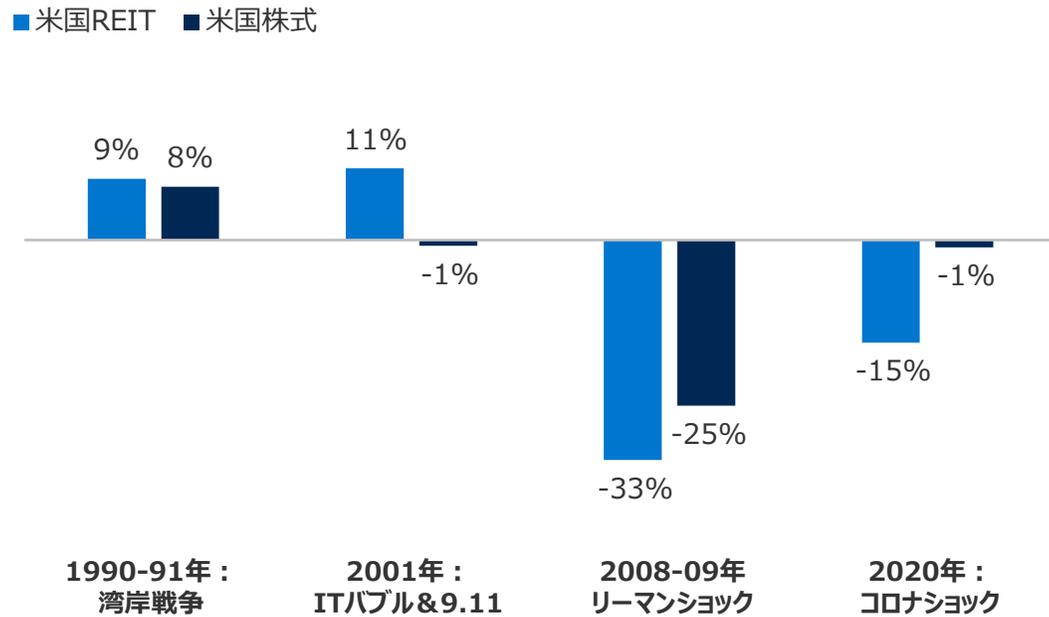
出所：National Bureau of Economic Research (NBER), FactSet | 米ドルベース。過去の景気後退期の特定には NBER のデータを参照しています。リターンはFTSE NAREIT Equity REITS（米国REIT）およびS&P500種株価指数（米国株式）。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストを考慮していないため、インデックスに投資することはできません。

# RREIT市場は従来、景気後退期に株式市場をアウトパフォームしていたが、ここ数年は例外的な動きと言える

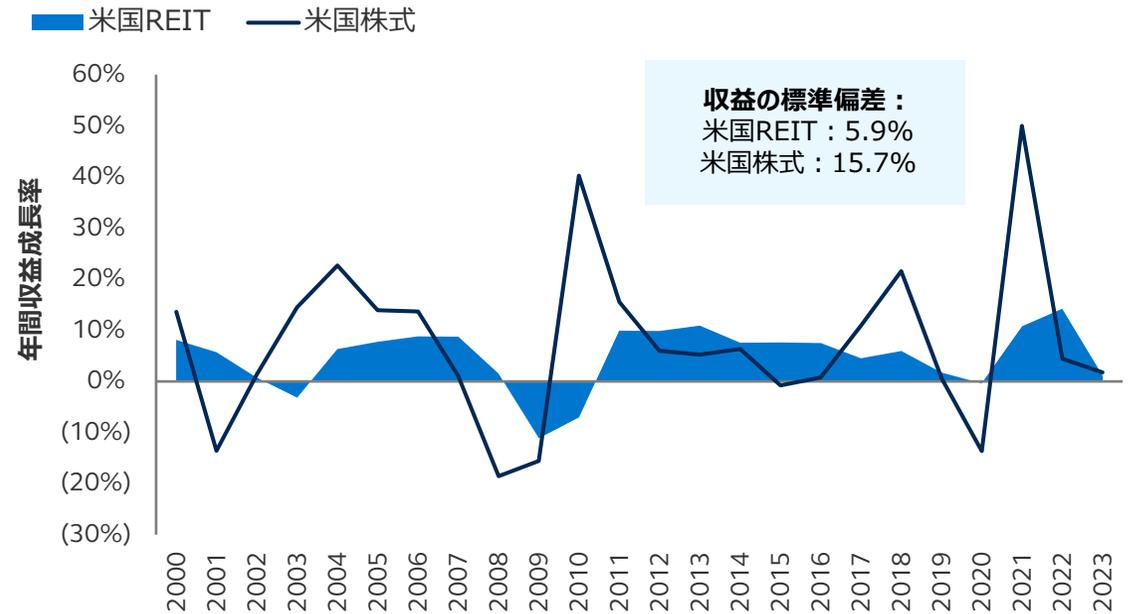
REITは、複数年にわたり段階的にテナントのリース契約が更新されるため、キャッシュフローは予見可能な持続性を有します。この特性は、急激な収益低下の緩衝材になるとともに、景気減速の兆しがより明白となり金利がピークをつけた際には、投資家離れを緩和することにもつながるでしょう。一方、株式市場では、景気動向に対する収益の感応度が高い企業は、景気後退局面において株価が下落する可能性があると思われます。

コロナショックやリーマンショックの際、REIT市場が株式市場に対して劣後したことは、例外的な動きであったと考えられます。REITは、過去35年間における「より標準的な」景気後退期においてディフェンシブな特性を発揮してきました。

1990年以降の米国の景気後退期における年率平均リターン



REITはキャッシュフローの予測が容易なことから株式よりも収益変動が小さい



2023年11月21日時点、出所: Raymond James

出所：National Bureau of Economic Research (NBER), FactSet | 米ドルベース。1990年以降の過去の景気後退期の特定にはNBERのデータを使用しています。リターンデータは、FTSE NAREIT Equity REITS（米国REIT）指数およびS&P500種株価指数（米国株式）から、これらの景気後退期に実現した年率平均リターンを示しています。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いないため、インデックスに投資することはできません。

# 良好なバリュエーション：REITは株式やプライベート不動産と比較し割安な水準

REIT市場のバリュエーション（左図）は、株式市場に対して歴史的な割安水準にあります。こうした大幅な割安水準は、歴史的に見ると、株式市場に対して長期的にアウトパフォームする前兆となってきました。

現在のREIT市場のインプライド・キャップレートは、プライベート不動産市場を上回る水準にあります。これは、プライベート不動産市場は鑑定評価基準であり、足元の不動産取引市場の低迷による価格形成が限定的なことから、価格調整が大幅に遅れていることが原因と言えます。

REIT市場の絶対リターンの方角性は不確実なもの、現在のバリュエーション水準から考えて、REIT市場は株式市場とプライベート不動産市場に対して相対的にアウトパフォームする可能性が高いと考えています。

## REIT市場は現在、長期平均から1標準偏差を超えるEV/EBITDA倍率のスプレッドで取引されている



2023年12月31日時点 | 出所：FactSet | バリュエーションは、EV/EBITDA 倍率によって測定しています。スプレッドは、FTSE EPRA/NAREIT Developed インデックスのEV/EBITDA 倍率からMSCIワールドインデックスのEV/EBITDA を差し引いたものです。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しています。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しています。

## REIT市場とプライベート不動産市場のキャップレートの大きな乖離はREIT市場に有利

	米国プライベート不動産 NCREIF NPI鑑定 キャップレート	米国REIT インプライド・キャップレート	差 REITマイナスNPI
集合住宅	4.1%	6.1%	+2.0%
産業施設	3.9%	4.4%	+0.5%
オフィス	5.6%	8.7%	+3.1%
小売	5.4%	7.1%	+1.7%

2023年12月31日時点 | 出所：Principal Real Estate, NCREIF, GreenStreet | 米国リートインプライド・キャップレートは、GreenStreet Advisorsより出典（2013年12月31日時点）、NPIキャップレートは2023年9月30日時点。小売インプライド・キャップレートは、ショッピングセンターおよびモール企業の平均です。

# 2024年は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と考えられる

REIT市場は、過去10年から15年の間に、大きな変貌を遂げました。REIT市場では、オフィスやリテールといった伝統的なセクターに代わり、非伝統的なセクターが急拡大しています。こうした非伝統的セクターは社会の構造変化の追い風を受けており、平均を上回る長期的なキャッシュフロー成長率と景気後退に対する耐性が期待されると考えます。

弊社のボトムアップアプローチによる銘柄選択では、良好な成長特性と魅力的な相対的バリュエーションから、こうした非伝統的なセクターを選好しています。

## 社会の構造変化による需要拡大が期待される非伝統的セクター

	2024年の利益成長率（予想）	2025年の利益成長率（予想）	構造的な追い風の見通し
産業施設	0.9%	12.3%	従来型実店舗と比較し、3 倍の倉庫スペースを必要とするeコマースの売上高成長
電波塔	2.0%	4.0%	長期的に指数関数的な成長が見込まれるモバイルデータ通信料と帯域幅の拡大需要
データセンター	5.9%	7.4%	人工知能（AI）、クラウド・ストレージ、ネットワーク高密度化、eコマースなどを支える技術インフラの急成長
ヘルスケア	6.8%	7.8%	米国社会の高齢化（特に80歳以上人口増）による長期的な需要拡大、供給の鈍化
一戸建て賃貸住宅	6.4%	4.8%	持ち家と賃貸住宅のアフォーダビリティ格差の拡大、ミレニアル世代の高齢化による一戸建て住宅への需要拡大

2023年12月31日時点 | 出所: FactSet, Principal Real Estate | 予想収益成長率は、1株当たりFFOの前年比成長率を示しています。記載された予想が必ず実現するという保証はありません。投資判断の材料として依拠すべきではありません。

# 2024年のREIT市場をめぐる リスクシナリオ

## 1 強い景気と根強いインフレが続いた場合、REITが株式に劣後する可能性

経済成長と根強いインフレが続いた場合、金利は高止まり、もしくはさらに上昇し、REIT市場は株式市場に対し劣後する可能性がある。

## 2 景気後退が引き金となって金融危機が到来した場合、REITに著しい悪影響

最悪のシナリオは、2023年初頭に起きたような銀行破綻がさらに波及し、本格的な銀行危機に発展すること。このようなテールリスク・イベントでは、REITを含む資本集約型の不動産業界が圧力を受けると思われる。

## 3 景気がよりハードな着地となった場合、REIT、株式ともに下落が予想されるが、ディフェンシブ銘柄への資金シフトによりREITは恩恵を受けるものと予想

足元の株式市場は、「景気後退の回避」もしくは「極めて浅い景気後退」を想定しているため、「想定より深い景気後退」ないしは「深刻な景気後退」となる観測が高まった場合、REITを含む株式市場全体が短期的な売り圧力にさらされる可能性がある。ただし、金利の低下を背景にREITは株式市場をアウトパフォームすることが想定される。

# 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.

## 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

〒100-0006 東京都千代田区有楽町 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

広告資料:3353023  
(EXP:2024/1231)