

不動産アロケーションにおける REIT の役割

著者: Geoffrey Shaver, Annie Del Giudice, Jason Chen, Grace Qiu Tiantian, Harry Huang Peng

概要

- 不動産投資信託(REIT)は本質的には不動産であり、長期的には実物不動産との高い相関や似通ったリターンを示します。短期的には実物不動産と異なる値動きを示すことがあるものの、実物不動産よりも高い流動性を提供します。
- REIT を用いるとより小さな投資額でもセクターのエクスポージャーを分散化でき、投資機会を拡大させることができます。REIT は効率的かつタイムリーな投資実行が可能であり、実物不動産への投資を補完すると共に、一時的に代替の役割を果たすこともあります。
- REIT と実物不動産の短期的な値動きの違いは戦術的な投資機会となります。REIT が純資産総額に対してディスカウントで取引されている場合、その後の1、3、5年の期間ではREIT が堅調な絶対リターンと相対リターンをもたらすことが経験上分かっています。
- REIT と実物不動産を組み合わせることでリスク調整後リターンを改善することが可能です。これまでの経験的なデータからは、不動産投資のうち少なくとも10%をREITに配分したポートフォリオで最適であることが示されています。

※当資料に記載される「REIT」は、特に断りが無い限り、取引所に上場されるREITを示すものとします。

不動産投資は長らく、複数資産からなるポートフォリオの構築に欠かせない構成要素であり続けてきました。長期的に有意義なリターンを得るポテンシャル、インフレに対する備え、分散効果を得られることがその理由です。しかしながら、不動産投資信託(REIT)は機関投資家に見過ごされる傾向があります。株式の投資家は、REITはコストが高いだとか他の株式セクターのような成長余地がないと主張して、REITがベンチマーク指数に組み入れられている場合でも投資を避ける場合があります。一方で、実物不動産やオルタナティブの投資家は、実物不動産や非上場不動産ファンドと比較したボラティリティの高さを理由に、REITを活用しない傾向があります。

GICとDWSの両社は、REITが機関投資家のポートフォリオにおける補完的かつ有効な不動産アロケーション構築の重要な手段であり、不動産投資の一部としてREITを含める価値があると考えます。それを示すため、REITが株式と不動産の特徴を同時に兼ね備えている点を明示することに努めました。REITには保有不動産から得られるキャッシュフローがありますが、割引率が上場株式のように変動します。短期的には割引率の影響が大きく、上場株式のように価格変動や急落が生じます。しかし、長期的には割引率が平均回帰する傾向にあり、キャッシュフローがリターンの主な要因となるため、最終的には原資産である不動産の投資リターンに収束していきます。

このような特徴を念頭に、我々は機関投資家のポートフォリオにおいてREITが果たし得る重要な2つの役割について検討しました。

- **戦略的アロケーション:** REITは、コスト効率やリソース効率の高い方法で地域やセクターの分散されたポートフォリオを構築することで、実物不動産を補完することができます。資本を実物不動産に投下するまでの待機期間に、不動産投資を一時的に代替するためにもREITを利用できます。
- **ダイナミックアロケーション:** REITの価格には不動産市場に関する情報(先行指標)が織り込まれているため、REITと実物不動産の間にはレバティバリューに基づく投資機会が存在しています。REITを取り入れることで柔軟性が高まり、不動産への投資合計額だけでなく、不動産ポートフォリオのセクター構成やリスクプロファイルを素早く調整することができます。

また、REITに実物不動産や非上場不動産ファンドを組み合わせることで、複数資産からなるポートフォリオのリスク調整後リターンを全体として改善できる可能性があることを立証します。このホワイトペーパーを通して、REITの「ハイブリッド」な投資の特性や、REITが適している分野、ポートフォリオ全体のアロケーションにおいてREITが埋められるギャップ、投資目的の達成に向けて投資家が得られる潜在的なメリットなどについて、皆さまのREITに対する理解が深まれば幸いです。

DWSとは、DWS Group GmbH & Co. KGaAおよびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWSグループには、例えば投資商品を提供するDWS Distributors, Inc.や、アドバイザーサービスを提供するDWS Investment Management Americas, Inc.およびRREEF America L.L.C.があります。当資料にはDWSブランドがまだ適用されていない文献が含まれている場合があります。
本資料に記載されている情報の一部は、将来の見通しに関する記述であることにご留意ください。さまざまなリスクや不確実性、分析における仮定により、実際の出来事や結果、または当資料の対象となる市場の実際のパフォーマンスは、記述されたものと大きく異なる可能性があります。本資料に記載された情報は、作成時点のDWSの見解を示したものであり、今後変更される可能性があります。また、本資料を読むことによって、約束や依存されること意図したものではありません。また、本資料に記載された内容を保証するものではありません。
当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は機関投資家向けです。欧州・中東およびアフリカにおいては、金商品市場指令(MiFID Directive 2014/65/EU Annex II)に規定された特定投資家のみを対象としており、個人や一般投資家には配布できません。スイスにおいては、スイス連邦集団投資スキーム法(CISA、第10条第3項)に規定された適格投資家向けです。アジア太平洋地域では、機関投資家のみを対象としています。オーストラリアおよびニュージーランドにおいては、ホールセール投資家のみを対象としています。米国においては、機関投資家および登録代理店向けのみ使用され、一般向けに公開または配布されることはありません。イスラエルにおいては、イスラエルの規制法 (Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law 5755-1995)に規定された適格投資家を対象としています。当資料は、バミューダの投資家に対して、有価証券または商品の募集をするものではありません。バミューダにおいては、有価証券の販売に関する規制法 (Investment Business Act of 2003)の規定に従ってのみ募集または販売することができます。
当資料は、信頼できる情報を基にDWS インターナショナル GmbHが作成し2023年3月に発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてDWS インターナショナル GmbHおよびドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。

1 / REIT は不動産

最も本質的な部分において REIT は不動産です。REIT は物件を所有、取得、開発、売却、賃貸します。そして、受け取る賃料が REIT の主なキャッシュフローとなります。物件の価値が上昇(または下落)すると、REIT も実物不動産投資や非上場不動産ファンドと同じように恩恵(または悪影響)を受けるという点がおそらく最も重要なポイントになるでしょう。よって、REIT の価値は原資産である不動産の価値をなぞると思われるかもしれませんが、実際、長期的に REIT は不動産とほぼ同じような値動きをすることが分かっています。

しかし短期的には REIT と実物不動産の投資リターンには差があり、この相違は非常に大きくなることもあります。実物不動産と REIT には原資産からの同じようなキャッシュフローがありますが、実物不動産は過去の鑑定評価に基づいて価格付けされるのに対して、REIT 価格はそのキャッシュフローに適用される上場市場の割引率(または上場市場のマルチプル)の変化に左右されます。このような割引率やマルチプルは、市場心理によってすぐにも変わってしまうものです。

1.1 REITは長期的に不動産と類似したパフォーマンスを挙げる

REIT と実物不動産の主な違いは、REIT が証券取引所で取引されており、物件そのものを購入できない投資家でも簡単に利用できるという点でしょう。日中の流動性があるために簡単にアクセスできるという特徴は REIT の長所ですが、取引されている環境によって価格が影響を受けることもあり得ます。株式市場は市況の変化を見越して、または投資家心理の変化を受けて、短期的に大きく反応することがあります。例えば、新たな経済データの発表や地政学的リスクの発生、また、不透明感の強い時などに株価が影響を受けることがあり、REIT もその例外ではありません。

短期的に見ると、REIT には株式と同じように価格変動があり、純資産総額(負債と未払い債務を差し引いた後の原資産の資産価値)から上下に大幅に乖離した価格で取引されることもあります。対照的に、実物不動産の価格はもっと緩やかに市場環境の変化を織り込んでいきます。物件の売却には時間がかかり、多くの場合、査定は過去を基準にしたものになります。このような理由から、株式市場参加者がリアルタイムで資産価値を再評価する中で、REIT はしばしば実物不動産のバリュエーションを先行することになります。

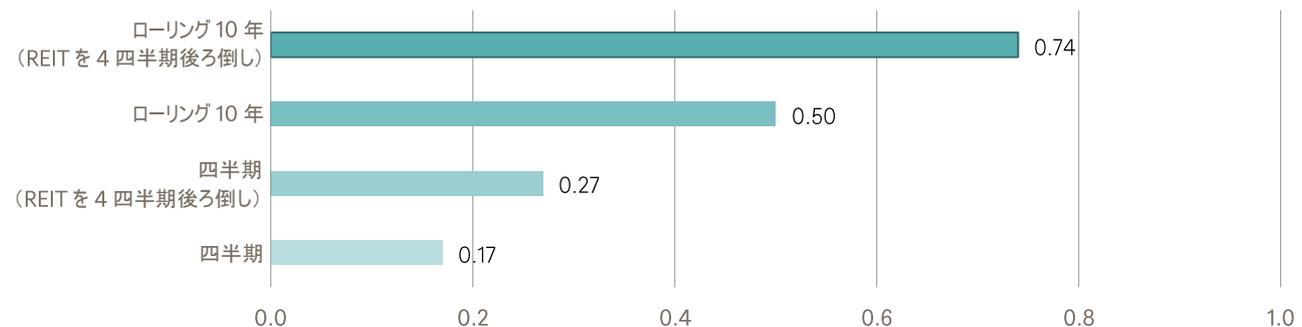
このような所見を考慮すると、短期的に見ると実物不動産と REIT との間のリターンの相関は低いことが予測されます。また、REIT が原資産である不動産価値を先行する(REIT のリターンに実物不動産のリターンが遅れる)傾向が高いことを考えると、長期的にはこの相関が大いに高まると考えられます。最大規模かつ最も成熟した実物不動産と REIT の市場である米国不動産市場を例にこの点を立証しましょう。

米国において、REIT と実物不動産の四半期リターンの相関は非常に低くなっていますが、ローリング 10 年リターンで見ると相関が高まることが分かりました。REIT のリターンを 12 カ月間遅らせるとこの相関はさらに高まります。図表 1 は、米国の実物不動産のリターンを表す NCREIF プロパティ・インデックスと、米国の REIT インデックスの中でも歴史の古い FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックスの四半期リターンの相関を示したものです。

図表 1: REIT と実物不動産は長期になると高い相関を示す

米国 REIT と米国実物不動産

四半期とローリング 10 年間のリターンの相関



出所: ブルームバーグ、2022 年 12 月 31 日時点。米国 REIT = FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックス 米国実物不動産 = NCREIF プロパティ・インデックス (NPI)

実物不動産にも REIT にも原資産からの同じようなキャッシュフローがありますが、実物不動産が一般的に過去の鑑定評価で査定されることが多いのに対して、REIT はキャッシュフローに適用される上場市場の割引率（または上場市場のマルチプル）の変化に左右されます。

さらに、NPI 指数の計算基準がレバレッジなしであるため、これにあわせて REIT 指数のリターンは合成的にレバレッジを外しています。この図は、連続する 10 年の期間まで拡大して REIT 指数のリターンを 4 四半期後ろにずらした場合、相関係数が向上することを示しています。実際のところ、レバレッジを外した REIT 指数のリターンを 12 カ月間後ろにずらした上でローリング 10 年リターンについて見ると、1992 年 12 月から 2022 年 12 月の期間、REIT と実物不動産のリターンの相関は 0.17 から 0.74 に高まります。

図表 2 では別の見方をしています。NPI 指数と REIT 指数の 30 年間の累積リターンを比較したのですが、次の調整を行っています。1) REIT のリターンは新たな情報に反応しやすく、実物不動産のリターンに先行するという傾向を考慮して、REIT 指数のリターンは四半期後ろにずらしています。2) NPI 指数がレバレッジなしの基準でレポートされているため、REIT 指数のリターンのレバレッジを外していません。データを時系列に図表にすると、2 つの指数がともに類似した動きをする一方で、REIT 指数のボラティリティのほうが明らかに高いことが分かります。さらに、30 年間にわたる累積リターンは似通っていますが、リターンが大きく乖離している時期もあります。実物不動産と REIT のこのようなリターンとバリュエーションの相違は重要なポイントです。この点については後ほど再度検討しましょう。

図表 2: REIT と実物不動産は長期的には類似のリターンを示す

米国 REIT と米国実物不動産

30 年トータルリターン



出所: ブルームバーグ、2022 年 12 月 31 日時点。REIT = FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックス 実物不動産 = NCREIF プロパティ・インデックス

1.2 REITの流動性プロフィール

既に述べた通り、日中に流動性があるという点が実物不動産と比較した場合の REIT の最大のメリットの1つになります。実物不動産の売買は取引クローズまでに非常に長い時間がかかることがあります。1 億米ドル規模の取引にもなると、売買検討から取引完了にいたるまでに数カ月かかることもあるでしょう。実物不動産取引には、拘束力のある契約を締結した後であっても取引が完了しないという追加的なリスクもあります。反対に、REIT はほぼいつでも取引所で売買することが可能です。REIT 売買にあたって唯一の制約となるのは、取引対象である特定証券の一日当たりの取引量です。投資家は一般的に大口取引による証券価格への影響を避けようと、目標数量を何日間かにわたって売買することがあります。1 日で大量に買い付けると価格上昇を招いて購入価格に影響を与えることがあります。大量の売却は価格の下落につながる可能性があります。何をもち「大量」と考えるのかは取引量によるでしょう。

我々は4つの主要 REIT 指数(グローバルと米国)の取引を調査し、REIT の1日当たりの取引量を計測しました。2021年にこの4指数を構成している銘柄は、証券取引所の取引日において、毎日平均70億米ドルから100億米ドルの間の取引量となっていました(図表3をご覧ください)。2021年の日次の米国 REIT の取引量は、代表的な3つの米国 REIT 指数で43億米ドルから225億米ドルの間でした。一般的な REIT 指数である FTSE EPRA NAREIT Developed インデックスはさらに広範な銘柄で構成されており、日次平均取引量は約95億米ドルでした。グローバル指数は取引日の異なる世界中のさまざまな証券取引所での取引で構成されているため、グローバル指数の構成銘柄の取引には微妙な差異があります。

この計算は特定の指数を構成する全銘柄の全体的な取引を反映しています。しかし、特定の指数を複製しようとする限り、投資家が注目しているのは取引しようとしている特定の銘柄や一握りの銘柄の

流動性です。指数を構成している個別銘柄の間で流動性は全く異なります。一般的に、時価総額の大きな REIT 銘柄は時価総額が小さな REIT 銘柄よりも流動性が高くなります。また、流動性は日によって異なることがあります。例えば、決算発表や企業に関する特定のニュース、マクロ経済のイベントなどによっても流動性が高まり、反対に休暇シーズンには流動性が下がることもあるでしょう。

FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックスをサンプル集団として使うと、この指数で最も流動性の高い REIT の2021年の取引量は、取引日あたり平均4億200万米ドルでしたが、単一の指数構成銘柄の最低平均日次取引量は67万米ドルでした。証券価格に影響を与えずに実際に取引できる個別銘柄の日次取引量は、取引にかかる投資家の専門性や証券会社との関係によって左右されます。機関投資家は証券価格に影響を与えずに日次取引量の10~20%もの取引を実施することも可能です。高値での購入や低値での売却を受け入れられる場合にはこの限界を超えるのも投資家の自由です。リターンの最大化を追求する時に、適切な戦略(証券市場の健全性を損なわない戦略)は正当化されます。

さらに、公開市場での購入以外にも REIT 銘柄を取得するが他にもあります。ただし、あまり一般的ではなく信頼性も高くありません。そういった手法の多くは、投資法人の新規上場(IPO)への参加、フォローオンやオーバーナイトオフリングでの投資証券の購入、投資法人によるアット・ザ・マーケット・オフリング(ATM)を通じた投資証券の取得といったプライマリー発行に関するものになります。オフリングの規模、全体的な需要、投資法人のニーズによって参加者は限られてくるでしょう。こういった流動性は証券取引所での取引量として記録されません。ただし、発生した発行イベントの種類に応じて短期的には証券所で取引される証券の取引量の増加につながることもあります。

図表 3: REIT の流動性

米国とグローバルの REIT インデックス

2021年日次取引量(単位:10億米ドル)

| | FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックス | FTSE NAREIT All Equity REITs インデックス | MSCI 米国 REIT インデックス | FTSE EPRA NAREIT Developed インデックス ¹ |
|----|--------------------------------|-------------------------------------|---------------------|--|
| 平均 | \$7.3 | \$8.5 | \$7.3 | \$9.5 |
| 最高 | \$19.8 | \$22.5 | \$19.5 | \$27.5 |
| 最低 | \$4.3 | \$5.1 | \$4.3 | \$5.8 |

(1) 日曜日と米国の証券取引所の祝日を除く。出所:ブルームバーグ、FactSet、2022年12月31日時点。

2 / REIT の戦略的なメリット

2.1 REITによって不動産の投資機会が広がる

REIT は不動産アロケーション全体において分散メリットをもたらします。一般的に REIT には複数の物件が含まれているため、REIT を一本保有するとさまざまな個別物件へのエクスポージャーを得ることになります。REIT はそれぞれに特定のセクターや地域に注力していることがありますが、REIT を組み合わせることでさまざまな場所のあらゆるセクターにアクセスすることが可能になります。莫大な資本を投資に回せる場合を除いて、実物不動産の所有者にはこのような分散投資の機会はないかもしれません。

例えば、年金基金がポートフォリオにオフィスのエクスポージャーの組み入れを検討したとします。実物不動産市場で個別のオフィスビルを購入するのはあまりにも高額であり、取引完了までに数カ月から数年もかかってしまうでしょう。さらに、この物件は単一のロケーションにおける単一の資産に対するエクスポージャーとなります。よって、リスクエクスポージャーもこの単一の資産やロケーションに集中することになります。その代わりに年金基金としては、オフィス REIT を 1 本または組み合わせて購入し、何十棟ものオフィスビルへのエクスポージャーを得ることができます。こうすると、一定金額の資本をすぐにでも運用することができます。付随するリスクエクスポージャーは複数の不動産、ロケー

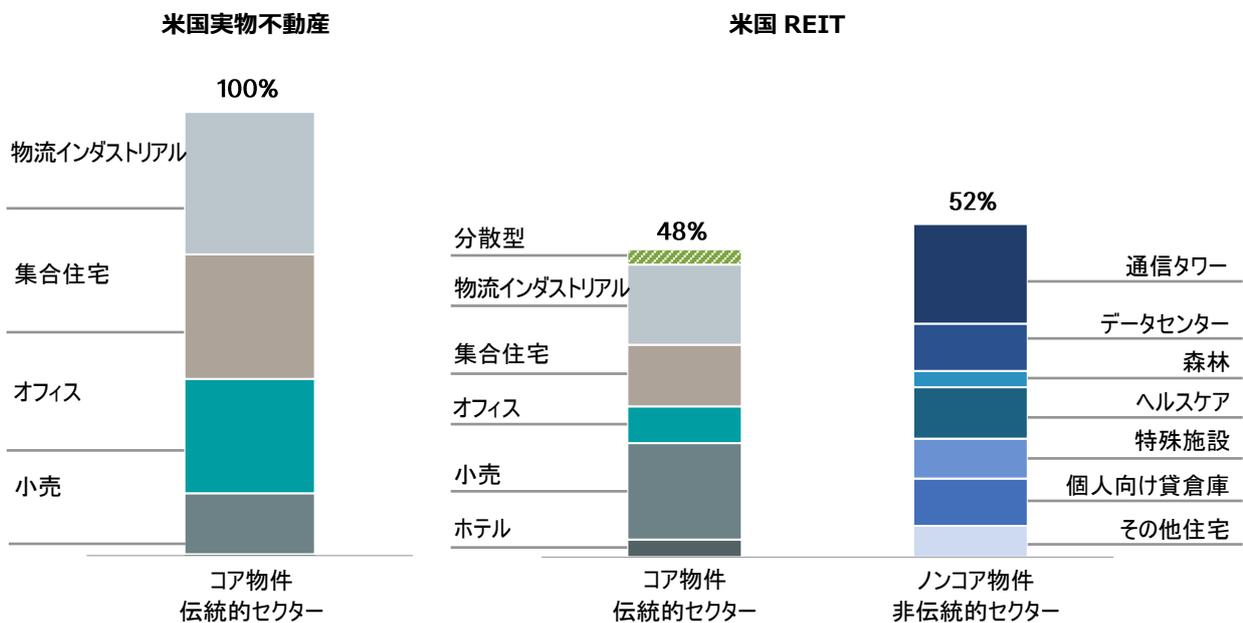
ション、テナントに分散されることとなります。さらに、REIT は実物不動産よりもアクセスしやすいため、基金のアロケーションニーズに即して、より少額から投資することもできます。REIT では部分保有が一般的であるため、最低投資可能金額は限りなく低く設定されています。

REIT への投資によってより幅広いセクターにもアクセスできるでしょう。理論上は実物不動産の投資家もニッチなセクターを所有しようとすることができますが、多くの場合はビジネスモデルが理解されやすい伝統的なセクター（オフィス、物流、住宅、小売）といった狭い範囲に注目することになります。例えば、小売や住宅に特化している実物不動産の投資家には個人向け庫施設やデータセンターの取得を目指すだけの専門性を持ち合わせていない可能性がありますし、ましてやそういった物件の管理となると難しいでしょう。

REIT によって投資できるセクターの幅広さを示すために、NPI 指数（相関分析で参照）の構成銘柄と、適切に分散されている米国の REIT 指数である FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスの構成銘柄を比較しました。図表 4 は、NPI と FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスのセクターの内訳を示しています。微妙な差異は

図表 4: REIT により非伝統的セクターへのアクセスが可能

米国実物不動産と米国 REIT
セクター別分散



出所: 全米不動産投資信託協会 (NAREIT)、米国不動産投資受託者協会 (NCREIF)、2022 年 12 月 31 日 米国 REIT = FTSE NAREIT All Equity REITs インデックス 米国実物不動産 = NCREIF プロパティ・インデックス (NPI)

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。データや見直し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。出所: DWS インターナショナル GmbH

ありますが(例えば、NPI 指数が不動産価値ウェイトであるのに対して、FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスは時価総額ウェイトになっています)、この比較では構成に関して興味深い相違が明らかになります。

最後に、REIT には地域分散というもう1つのメリットもあります。特定の地域、国、都市に保有を集中させている REIT 銘柄もありますが、より広範なポートフォリオを有している REIT 銘柄もあります。全体的に見ると、REIT 銘柄の投資地域はグローバルに広がっています。米

非伝統的セクターの実物不動産投資は見つけにくく、ターゲット市場で利用できないかもしれません。また、適切な価格付けや管理には専門的な知識が必要になることもあるでしょう。REIT はこのようなギャップを埋める独自の位置付けにあり、実物不動産のアロケーションを補完することができます。

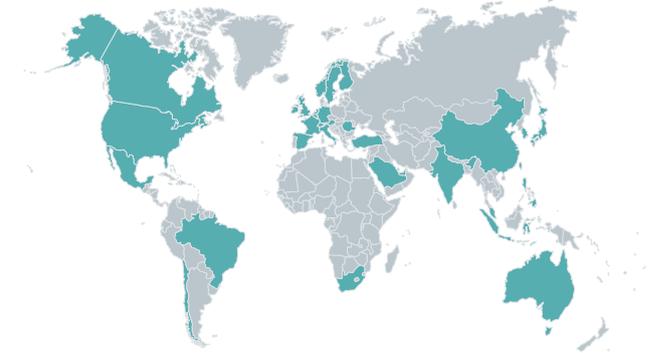
NPI 指数に含まれる住宅やオフィスビル、物流施設、小売物件やホテルを「コア」や「伝統的」なタイプのものであると捉えたと、FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスに含まれるこの種の物件は構成銘柄の約 48%にとどまっていることが分かります。特に、分散型という6つ目のセクターも FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスの「コア」の分類に加えて考えると、オフィスとインダストリアルスの両不動産を均等に所有する REIT など、複数のコア不動産を所有する REIT もこのインデックスに含まれることになります。FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスの 52%は、NPI に含まれていないセクターで構成されていることが分かりました。これは投資機会の拡大を意味します。我々はこういったものを「非伝統的セクター」と分類し、個人向け倉庫、ヘルスケア施設、データセンター、通信タワー、インフラ REIT、森林、その他住宅、特殊施設 REIT(カジノなど)を含めるものとしました。

さらに、セクターの中にはさらに独自の小分類に分解できるものもあります。例えば、「その他住宅」は学生寮、工業化住宅、最近の物件である賃貸用の一戸建て住宅で構成されています。実物不動産の所有者はこのような非伝統的セクターへの投資を追求することもできますが、そのような案件はなかなかなく、ターゲット市場で手に入らないかもしれません。また、資産の適切な価格付けや管理には運用や規制に関する専門的な知識が必要になることもあるでしょう。このような問題を考えると、REIT はこのようなギャップを埋める独自の位置付けにあり、実物不動産のアロケーションを補完できると言えるでしょう。

また我々は、グローバルの実物不動産投資を表す MSCI グローバル四半期プロパティファンド・インデックス(2007年12月に立ち上げられた比較的新しいインデックス)と、REIT を表す FTSE EPRA/NAREIT Developed インデックスを使ってグローバルな例を検討しました。我々のグローバル分析には若干の補足説明が必要になります。MSCI インデックスの 2%はそのものが未分類であり非伝統的な実物不動産に対する若干のエクスポージャーが含まれています。また、不動産開発企業は特殊施設/その他の分類に入っており、その中にはその他のセクターも含まれています。米国の事例で示したもののよりこのインデックスの伝統的セクターの構成は重複がより多くなっていますが(REIT 指数の 62%がコア不動産で構成されています)、インデックスの 38%は非伝統的セクタータイプのエクスポージャーになっています。また、FTSE EPRA/NAREIT Developed インデックスには森林や通信タワーといった、ベンチマーク外の追加的な投資機会となる分類がないことにも注目すべきでしょう。

国籍の REIT 銘柄で南米、アジア、オーストラリア、アフリカの資産を所有しているものもあります。図表 5 は FTSE EPRA/NAREIT Global REIT インデックスに含まれる REIT 銘柄の国籍を示しています。同インデックスは REIT 指数の中でも幅広い地域を対象にしています。REIT 銘柄は必ずしも本国の資産を所有するわけではありませんが、このリストは REIT や REIT に似た法人を利用できる国と、そういった REIT の銘柄が取引されている国を示すものです。

図表 5: FTSE EPRA/NAREIT グローバルインデックスの国別の内訳



REIT は世界中の約 35 国で利用可能

出所: 図解目的のみ。DWS, FactSet, NAREIT, 2022年12月31日時点。

2.2 目標の組み合わせにするためにREITの地域とセクターの幅を活用する

REIT を長期的に実物不動産と組み合わせ利用し、希望通りの地域的な組み合わせやセクターの組み合わせを達成することもできるでしょう。実物不動産を所有している、または所有を検討している投資家がいるとします。不動産投資家は特定の地域やセクターに特化していることが多いため、特定の地域やセクターに集中しているかもしれません。香港やシンガポールなどのアジア太平洋地域を拠点として主にこの地域で現物資産を保有している場合、他の地域への投資を通じて分散化を図りたいと考えることがあるでしょう。グローバルな不動産のエクスポージャーを望んでいるものの、自国市場外に関する必要な専門性がない場合や自国以外に投資を拡大できない場合、

REIT を利用して欧州や米州といった新たな地域へのエクスポージャーを獲得することができるでしょう。REIT を利用できる国は多数あるため(図表 5:をご覧ください)、地域レベルだけではなく、国レベルや、場合によっては都市レベルでこの戦略を使っていくことができます。REIT のインデックスや投資証券は多数存在しており、目標とする特定の組み合わせにあわせて細かく調整することが可能です。

同じようなやり方でセクターを狙い通りに組み合わせるために REIT を利用することもできます。実物不動産で所有している資産が主にオフィスと住宅であり、セクターを分散化させたい場合には、REIT を利用して物流、小売、ヘルスケア、その他のセクターへのエクスポージャーを得ることができるでしょう。セクターの分散化だけではなく、長期的な戦略に向けて特定のセクターにエクスポージャーを集中させる

ために REIT を実物不動産と組み合わせることもできます。図表 6 は FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスに含まれるセクター別の年率換算リターンを 5 年、10 年、20 年の期間について示したものです。モバイルデータやその他関連テクノロジーインフラのニーズに対する需要が長期的に伸びていることから、この 10 年でインフラ物件への投資が堅調でした。消費者の実店舗離れが進む中で地方のショッピングモールが苦戦しているのは当然のことでしょう。一方で、E コマースや流通施設を増設するニーズが高まり、物流施設が恩恵を受けています。自分の専門外のセクターや地域的に注目していない物件に対して長期的なエクスポージャーを得ていくのに REIT は役立ちます。

図表 6: セクター別の年率換算リターン、5 年・10 年・20 年

| 5 年 | オフィス -7.0% | ホテル -5.1% | ショッピング モール -4.7% | 分散型 -1.5% | ヘルスケア 1.2% | 森林 2.0% | ショッピング センター 2.2% | 住宅 4.3% | データセンター 6.3% | 戸建て 住宅 7.1% | ロードサイド 商業施設 7.3% | 特殊施設 8.9% | インフラ 9.3% | 工業化 住宅 10.7% | 個人向け 倉庫 11.7% | 物流 13.5% |
|------|------------------------|--------------|------------------------|---------------|-----------------------|------------------------|------------------------|-------------|-------------------------|--------------------|------------------------|--------------|--------------------|--------------------|---------------------|-------------|
| 10 年 | ショッピング モール -0.1% | オフィス 1.0% | ホテル 2.7% | ヘルスケア 2.8% | 分散型 3.0% | ショッピング センター 3.9% | 森林 4.7% | 住宅 7.2% | ロードサイド 商業施設 7.9% | インフラ 11.8% | 個人向け 倉庫 12.9% | 物流 14.7% | 工業化 住宅 17.0% | | | |
| 20 年 | ホテル 4.3% | オフィス 4.9% | ショッピング センター 6.3% | 分散型 6.5% | ショッピング モール 6.6% | 物流 9.1% | ヘルスケア 9.9% | 住宅 10.4% | ロードサイド 商業施設 11.6% | 工業化 住宅 12.8% | 個人向け 倉庫 15.9% | | | | | |

出所: NAREIT、ブルームバーグ、2022 年 12 月 31 日時点

(1)ここで示した全期間について必ずしも全てのセクターが FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスに含まれていたわけではありません。

2.3 REITを利用して効率的に資本を投下し、不動産アロケーションを完成させる

資本を実物不動産に投下するまでの期間、REIT を利用して一時的に不動産アロケーションを補完することができます。既に述べた通り、実物不動産の取引には完了までに長い時間がかかることがあります。取得目標が定まっており契約が締結された後でも時間がかかるものです。具体的な資産を特定していない段階で実物不動産ポートフォリオの構築にどれだけ時間がかかるのか見積もるのはさらに困難な作業であり、ターゲット市場やセクターが特定されていない場合、この作業はさらに複雑になります。具体的なターゲットを特定した後は、実物資産取得にまつわるさまざまな問題が発生する可能性があります。中には投資家がコントロールできないものもあるでしょう。例えば、特定の市場では供給が十分ではない可能性があります。また、投資家が求める品質に資産が合致しないこともあるでしょう。さらに、価格交渉では売り手と買い手の双方が合意する必要があります。デュデリリジェンス報告書によって重要な問題点が明らかになることもあります。売り手が後悔して案件から手を引いてしまうこともあるでしょう。デットファイナンスでのつまずきや、厳しい市場環境によっても実物不動産取引が頓挫してしまう可能性もあります。対照的に、REIT は短期的なアロケーションの充足のために毎日でも購入することができ、

将来的に実物不動産を取得する際にはすぐにでも売却することができます。このようにして、実物不動産に限るよりも目標アロケーションを迅速に達成することができるのです。

この戦略について注意すべき点があります。実物不動産と REIT のリターンは短期的に異なる可能性があるという点です。既に示した通り、REIT は長期的には不動産のように動くものの、短期的にはボラティリティが大幅に高くなります。市場は急激に変化し得るものであり、最初に影響を受けるのが上場証券です。よって、実物不動産に代わるものとして REIT を利用することは可能ですが、資金ニーズを満たすための十分な手元現金の確保に向けて、短期的な流動性の管理も依然として必要になります。例えば、1 カ月後に実物不動産投資案件をクローズするために 1,000 万米ドル必要な場合、その 1,000 万米ドルをその短期間について市場性のある証券に投資するのはリスクが高すぎるでしょう。しかし現金が必要なのが数カ月先や数年先の場合、REIT を利用して適切なアセットアロケーションのエクスポージャーを得るのは理にかなったことでしょう。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。データや見直し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。出所: DWSインテナーショナルGmbH

さらに、REIT では普通リートだけでなく、債券や優先証券を発行することも可能です。このような債券に近い金融商品を主要取引所に登録したり取引したりすることも可能なのです。こういったものもポートフォリオを完成させるために利用することができ、さまざまな収益やボラティリティ、リスクプロファイルを手に入れることができます。こういった証券は日々の市場価格に依然として左右されるものの、普通リートよりもインカム水準が高く、ボラティリティは低くなります。ただし一般的に、キャピタルゲインのポテンシャルを犠牲にすることになります。よって、

投資家としては実物不動産に REIT の発行する債券を組み合わせ（REIT の普通証券を組わせても組み合わせなくても）、不動産ポートフォリオ全体のリスク低減を目指すことができます。不動産アロケーション全体の期待リスクプロファイルを目指す個別ソリューションにはプライベートエクイティ、プライベートデット、上場エクイティ、上場デットが含まれます。債務による将来のキャッシュフローのマッチングに債券（プライベートでも上場でも）の利用も可能ですが、債券は借り手の支払い義務履行能力の範囲内においてのみ有効になります。

3 / REIT のダイナミックアロケーション

REIT が不動産投資の長期的な目標の達成に役立つことは明らかですが、さらに、実物不動産市場実物不動産市場にはない、または、実物不動産商品実物不動産商品ではアクセスできない戦術的

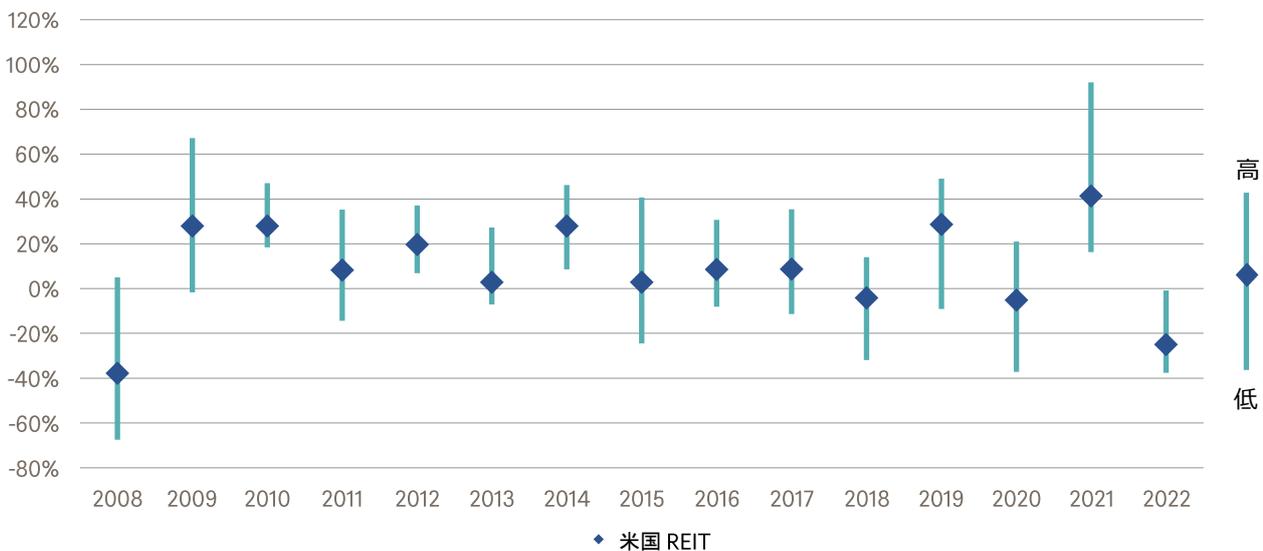
な投資機会へのアクセスも提供します。次のセクションでは、REIT のダイナミックな特性によって追加的な価値が生み出されていることを示します。

3.1 REITで戦術的な投資機会を活用する

REIT は不動産のアロケーション全体への戦術的な調整のためにも利用できます。例えば、今後 2 年間について不動産のアロケーションを 2%増やそう(または減らそう)と考える場合、取引終了までにかかる長い時間や、高額になってしまいがちな取引コストを考えると、実物不動産実物不動産の取得(または売却)は理に適ったことではありません。これに対して、REIT では低廉な取引コストで日次の流動性を手に入れることができます。投資家は、REIT の購入(または売却)でアロケーションを目標通り速やかに変更することができます一方で、ポートフォリオ全体の不動産部分実物不動産部分は、長期的な戦略的ニーズに即して手を付けずにおくことができます。迅速かつコスト効率の高い方法で不動産のエクスポージャーの増減を調整できるという特性により、REIT はダイナミックに資本を再配分する手段として使えます。また、ポートフォリオ内の流動性の低い他の資産に対して、REIT は流動性バッファの役割も果たします。例えば、想定外の状況によって流動性に対する懸念が突如発生した場合、REIT をすぐに売却して現金化することができます。これによって投資家には流動性の低い資産の最適なアロケーションについて判断していく時間的余裕が生まれます。

さらに、特定の物件タイプのセクターや地域に対するエクスポージャーを増やしたい(または減らしたい)場合にも REIT を戦術的に活用することができます。例えば、今後 18~24 カ月でオフィスセクターが不動産市場全体をアウトパフォームするという確固たる見通しを持つ投資家であれば、オフィスビルへのエクスポージャーを迅速に増やすためにオフィス REIT を活用することができます。この見通しは一定期間のもので、しかも変動しうることから、案件終了までにかかる時間や関連する取引コストを考えると実物のオフィス物件を取引するのはリスクもコストも高くなってしまいうでしょう。選好される(または選好から外される)セクターは、非常に短期間のうちに変化する可能性があり、多くの場合、変化のスピードは実物不動産実物不動産の資産の構築や取得、処分よりも早くなります。この点を示すために、**図表 7:**では、過去 15 年間の FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスに含まれるセクターごとのリターンのばらつきと、インデックス全体のリターンを示しています。どの年についてもセクターごとのリターンには大きな差異がある点にご注目いただきたいと思います。

図表 7: 物件タイプのセクターによるリターンのばらつき



出所: NAREIT、ブルームバーグ、2022 年 12 月 31 日時点・ここで示した期間について必ずしも全ての物件タイプが FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスに含まれていたわけではありません。

パフォーマンスが最良と最低のセクターの差異を見ると、この幅を数値化することができます。図表 7: で示されている 15 年間において、セクターによる年次パフォーマンスの差異の大きさは、最小であった 2010 年の 29%から最大となった 2021 年の 76%まで幅があります。また、セクターごとのリターンは、そのセクターの動きを表す代表的なサブインデックス内の全 REIT のリターンを時価総額加重平均したものである点にも留意が必要です。つまり、セクターごとのサブインデックス内においても、個別の銘柄間で大きなばらつきがある可能性があります。例えば、2021 年の上場集合住宅という物件タイプに注目すると、物件タイプ全体としては 64%のリターンを挙げていますが、最もパフォーマンスの良かった銘柄のリターンは 159%であり、最もパフォーマンスの悪かった銘柄のリターンは 46%になっています。異なるセクター間、また同一セクター内の個別銘柄間でパフォーマンスの差異があることから、不動産インデックス全体を上回るリターンを目指すアクティブ運用の機会が得られます。

3.2 REITには不動産とのレティブバリューに基づいた投資機会が存在する

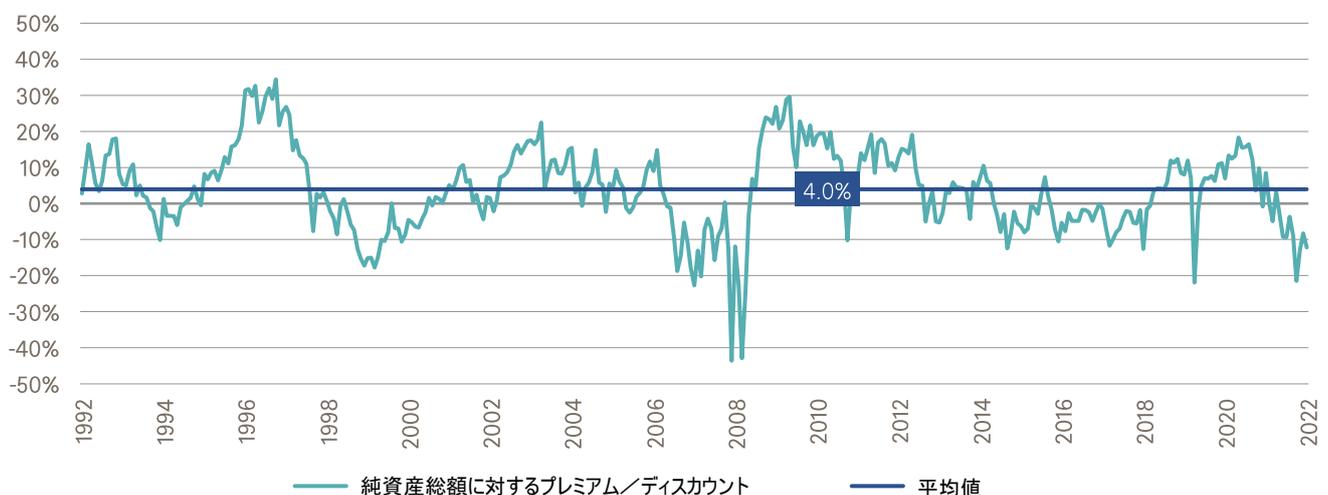
REITの取引価格は、その時々での市場で決定されるという点も REITの興味深い特徴の一つです。REITの純資産価格は、その原資産である不動産価格をベースにして決まりますが、市場での取引価格は、その純資産価格を上回る場合（プレミアム）も下回る場合（ディスカウント）もあります。あるREIT銘柄について、現時点での純資産総額を正確に判断することができれば、裁定取引のような投資機会が得られますし、あるいは、実物不動産買われることとなります。または、実物不動産の将来的な価値に関する洞察を得られるでしょう。既に示した通り、REITと実物不動産実物不動産のリターンと価値は長期的に収束するはずですが、多くの場合、REITは約1年分実物

不動産市場年分実物不動産市場に先行します。つまり、REITが純資産総額に対してプレミアムで取引されている場合、実物不動産実物不動産の価値も増加に転じることが見込まれます。反対に、REITが純資産に対してディスカウントで取引されている場合、実物不動産実物不動産の価値も今後低下していく可能性があります。ただし、上でも述べた通り、株式市場が必ずしも物事を正しく織り込むとは限りません。新しい情報が入ってくると、市場は（上下どちらの方向にも）過剰に反応しがちです。REITが明らかに純資産価格に対してプレミアムで取引されている場合、パリティ（等価）に戻っていくには2つの道筋があるでしょう。原資産となる不動産の価値が上昇するか、REITの取引価格が下落するか（もしくはその双方）ということです。どちらにしても、純資産価格に対するプレミアムは縮小します。その反対に、REITが純資産価格を大幅に下回って取引されることもあります。

図表 8 で、我々はグリーンストリート・アドバイザーズが計算した過去 30 年間の米国 REIT の純資産価格に対するプレミアム／ディスカウントを検討しました。この期間中、REIT は平均して純資産価格の 4.0%のプレミアムで取引されていました。過去 30 年間の実物不動産価格は上昇傾向にあり、歴史的に見て REIT が実物不動産の価格を先行してきたため、この長期的なプレミアムには根拠があるといえるでしょう。ただし、REIT の管理チームが既存不動産の価値を上回る価値を付加（開発、バリューアップ、資本市場におけるアクティビティなどを通じて）しており、そのことが REIT の取引価格に織り込まれていると考えることもできるでしょう。しかしここでの説明においては、4.0%のプレミアムは長期的な期待値として理に適っていると仮定します。図表 8 から、純資産総額に対するプレミアムが最も大きかったのは 34.4%であり、一方でディスカウントが最も大きかったのはマイナス 43.6%であることが分かります。

図表 8: 現在、米国 REIT は純資産総額に対してディスカウントで取引されている

過去 30 年間の REIT の純資産価格に対するプレミアム／ディスカウント



出所: グリーンストリート・アドバイザーズ 2022年12月31日時点。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。データや見直し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。出所: DWSインターナショナルGmbH

プレミアムやディスカウントが長期平均から大幅に外れる場合には、潜在的な裁定取引の機会となり得ます。他の条件が一定で REIT が純資産価格に対して大幅なプレミアムで取引されている場合、投資家は REIT を売却して実物不動産を購入すべきでしょう。REIT が大幅なディスカウントで取引されている場合、投資家は REIT 銘柄を購入して実物不動産を売却すべきでしょう。ただし、上場証券をタイムリーに売買するのは簡単ですが、実物不動産はそうはいきません。よって、実物不動産の取引執行前に REIT に発生していた大幅なプレミアムやディスカウントがなくなってしまう可能性もあります。それでも、REIT のみで、同様の戦略を取って価格のミスマッチをうまく利用できる場合があります。REIT が大幅なプレミアムで取引されている場合、投資証券を（純資産価格より高値で）発行し、原資産である不動産を市場の一般価格で追加購入することが考えられます。理論上、これで REIT の価値が上がり、純資産価格も投資証券価格も上昇することになります。同じ REIT が大幅なディスカウントで取引されている場合、不動産を市場の一般価格で売却し、自身の投資証券を（純資産価格より低値で）買い戻すことが考えられます。これによっても REIT の価値が上がるようになります。重要なのは、どちらの状況においても、売買のタイミングがうまくあわないとリスクになるという点です。

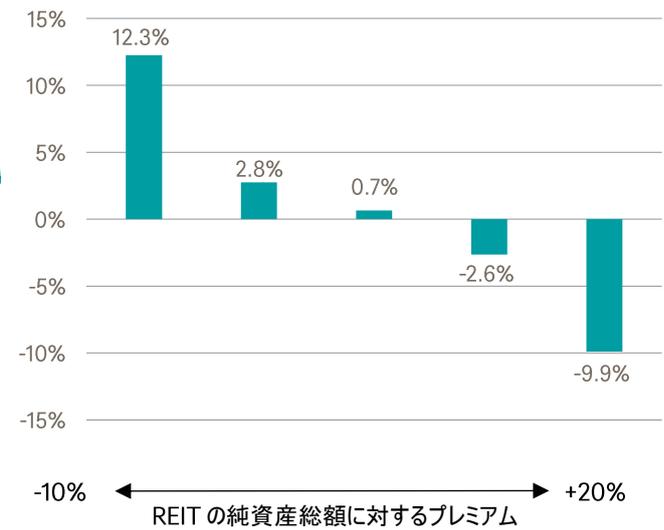
純資産価格に対する REIT の取引価格を見ることで、実物不動産市場の今後の潜在的なリターンに対する洞察を得ることもできます。図表 9 では、時系列での REIT のプレミアムまたはディスカウントと、各データ時点から 1 年間の NCREIF オープンエンド・ダイバーシファイド・コア エクイティ・インデックス (ODCE) のパフォーマンスを示しています。さらに、各時点から翌 3 年間の FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックスのリターンから ODCE のリターンを差し引いたものも示しています。ここからは、REIT が純資産価格に対して大幅なディスカウントとなった次の 3 年間に REIT が ODCE をアウトパフォームする傾向があること、純資産価格に対して大幅なプレミアムとなった状態では、その後 ODCE をアンダーパフォームする傾向があることが読み取れます。このように、純資産価格に対する REIT のプレミアムやディスカウントは REIT 対実物不動産の将来的な相対リターンを予測するものとなっています。純資産価格に対する REIT のプレミアムが大きい（例えば 20% 以上）時に（REIT を売却して）実物不動産へのエクスポージャーを増やし、純資産価格に対する REIT のディスカウントが大きい（例えばマイナス 10% 超）時に（REIT を購入し）実物不動産へのエクスポージャーを減らすと、投資家はメリットを享受できるでしょう。

図表 9: 上場市場からのサイン

REIT の純資産価格に対するプレミアムと ODCE のリターン
セクター別分散



翌 3 年間の REIT のリターンから ODCE を差し引いた値
1992 年 12 月～2022 年 12 月 (年換算)



出所: REIT = FTSE NAREIT EQUITY REIT インデックス、実物不動産 = NCREIF オープンエンド・ダイバーシファイド・コアエクイティ・インデックス (ODCE)
出所: グリーンストリート・アドバイザーズ、ブルームバーグ、DWS、2022 年 12 月 31 日時点。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。図解目的のみ。インデックスのリターンには手数料は反映されていません。インデックスに直接投資することはできません。投資目標を達成できるという保証はありません。

(1) ODCE は時価総額加重平均型株価指数であり、総手数料控除前の時間加重リターン指数でオープンエンド型のファンドのパフォーマンスを計測するものです。「オープンエンド型のファンド」とは、一般に、運用期間の定めがなく、複数の投資家が存在し、定期的な新規投資や償還

の請求による資金投入と回収が可能なおことらを通じた一定の流動性がある提供されているファンドです。また「ダイバーシファイド・コアエクイティ」は低レバレッジで、地域や物件タイプが分散された米国の安定稼働不動産のエクイティに投資する低リスク投資戦略を指します。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。データや見直し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。出所: DWS インターナショナル GmbH

また、実物不動産と REIT の間には興味深い動きが見られることがあります。これらはほとんどの場合、REIT のディスカウントやプレミアムが極めて高い時期に起こるものです。REIT を非上場にする 것도、実物不動産実物不動産をファンドとして上場することも可能です。REIT の取引価格がその保有する不動産の価値よりもディスカウントになっており、買い手がそのことを認識した上で、かつ十分な資本を有している場合、その REIT を取得し非上場にする ことで、にして価格裁定により利益を得ることができます。その反対に、REIT が実物不動産を購入することも可能です(よくあることです)。あるいは、または、実物不動産ポートフォリオの スポンサーが IPO を通じて資産を上場させることも可能であり、これはほとんどの場合、REIT の純資産価格に対するプレミアムが極めて大きい時期に見られます。

純資産価格純資産総額に対するプレミアムやディスカウントを逆張りの指標に使うことも可能です。図表 10 では、FTSE NAREIT All Equity REITs インデックスを使って、純資産価格純資産総額に対する大幅なプレミアムまたはディスカウントの後に米国 REIT がどのようなパフォーマンスを示したのかについて、30 年間の中の連続する 1 年、3 年、5 年のリターンを示しています。まず、月末時点で REIT が 10% 以上のディスカウントの場合と、20% 以上のプレミアムの場合について、すべての期間に関して REIT の 1 年後、3 年後、5 年後の将来的なトータルリターンを計算しました。その後、その数値を 30 年にわたって同じ期間の連続する潜在的なリターンと比較しました。平均すると、月末時点で REIT が純資産総額に対して 10% 以上のディスカウントで取引されている場合、取引直後からの平均リターンと、全期間でのローリングベースでの平均リターンについて、期間 1 年で比較すると、前者がわずかにアウトパフォームしているに過ぎませんが、同様の比較を期間 3 年や 5 年で行くと、前者のアウトパフォーマンスの幅が広がることが分かりました。REIT が純資産に対して 20% 以上のプレミア

ムで取引されている場合はほぼ反対のことが言えます。期間 1 年で見ると、取引直後からの平均リターンは全期間でのローリングベースでの平均リターンをアウトパフォームしますが、期間 3 年と 5 年についてはアンダーパフォームします。

REIT は長期的には実物不動産価格実物不動産価格に収束する、または、少なくとも 4% 程度の長期平均プレミアムに向かっていくことが分かっています。これによって期間 3 年と 5 年のアウトパフォーマンスを説明できますが、期間 1 年のパフォーマンスだけ異なる理由は何でしょうか？ 我々は、このようなプレミアムとディスカウントの幅が、当初の閾値基準値を一旦超えると、かなりの期間、さらに超えて広がっていくことがあり得るということをつきとめました。例えば、ある投資家が 1996 年 11 月末に REIT の売却を考えていたとします。この時点でプレミアムが初めて 20% の閾値基準値を超過し、月末のプレミアムは 21.7% でした。この投資家は数カ月保有し続けたほうが有利になった可能性が高くなります。というのも、1996 年 12 月末のプレミアムは 31.4% に、1997 年 1 月末のプレミアムは 31.8% に拡大したためです。実際、1996 年 11 月から 1998 年 1 月までの期間の月末時点で、REIT は 15 カ月連続で純資産総額に対して 20% 以上のプレミアムで取引されました。プレミアムが最大だったのは 1997 年 9 月末で純資産価格に対するプレミアムは 34.4% でした。純資産価格に対するディスカウントについても同じようなパターンが見られます。ただし、どちらの場合でも(ここでの閾値を使った場合の)大幅なプレミアムやディスカウントは単月だけの場合もあれば、複数年にまたがる場合もありました。純資産価格に対して大幅なディスカウントで REIT を購入し、それを 3 年または 5 年間保有し続けると、当初そのようなディスカウントのない状態で購入して同じような期間保有し続けるのに比べると、相対的に優れたリターンを得られる可能性が高まります。

図表 10: 純資産価格に対するディスカウント/プレミアムで取引した場合の期間 1 年・3 年・5 年での REIT のリターン

| 次の場合の月末から | 1 年平均 トータルリターン | 3 年平均 トータルリターン(年率換算) | 5 年平均 トータルリターン(年率換算) |
|-------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| 10% 以上のディスカウントで取引 | 12.2% | 13.4% | 14.7% |
| 20% 以上のディスカウントで取引 | 14.5% | 8.5% | 9.7% |
| 全ての期間(ローリングベース) | 11.9% | 10.7% | 10.3% |

出所: ブルームバーグ、NAREIT、DWS。2022 年 12 月 31 日時点。

4 / REIT と実物不動産を組み合わせる

これまで、不動産アロケーション全体の中で実物不動産と REIT を組み合わせるメリットについて掘り下げてきましたが、REIT を追加することで組み合わせた後の不動産アロケーションの全体的なリスク／リ

ターン特性はどのようになるでしょうか？ このセクションでは、組み合わせ後のアロケーションの特徴を掘り下げ、適切なバランスについて検討します。

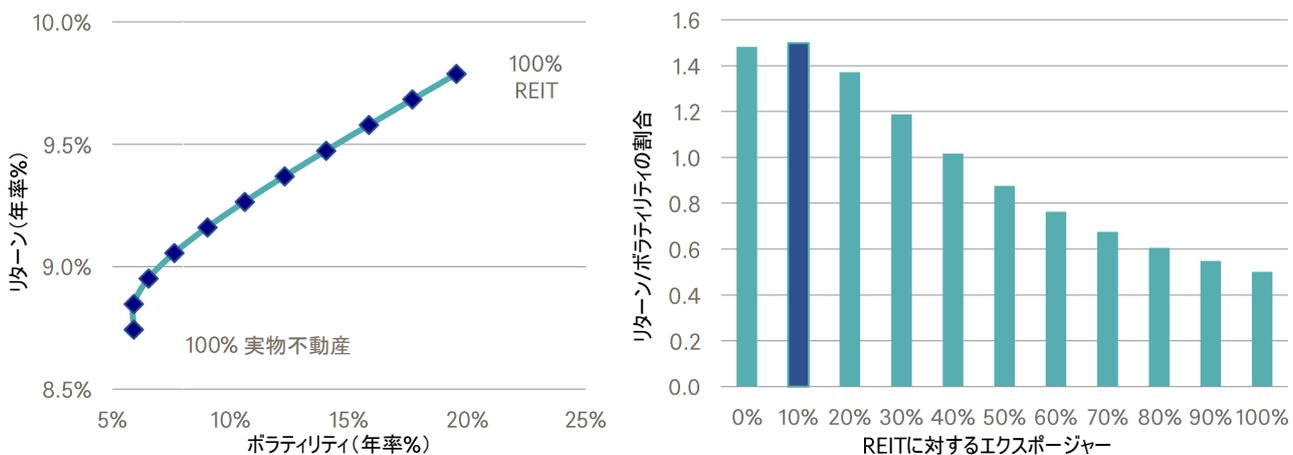
4.1 REITと実物不動産のリスクとリターンの特性を精査する

まず我々は、REITと実物不動産について30年間にわたるリスク調整後の相対パフォーマンスを調べました。REIT (FTSE NAREIT All Equity REITsインデックスを利用)と実物不動産 (NCREIF ODCEを利用)の年率トータルリターンと標準偏差を見ました。年率ベースではREIT(9.8%)が実物不動産(8.7%)を約1%アウトパフォームしましたが、ボラティリティが非常に高くなるのが分かりました(ボラティリティを示すものとして標準偏差を用いると、REIT19.5%に対して実物不動産5.9%)。しかし、実物不動産のボラティリティは実際よりも低く見積もられている、と考えてもよいでしょう。実物不動産市場では、特に市場がストレスを受けている局面では価値の下落が完全に反映されないことが多いためです。特に厳しい市場環境において、実物不動産の価格は、流動性のある取引での価格や「真の」価格よりも、下方修正の反映に時間がかかるものです。リターンの差異にはさまざまな要因が絡んでいる可能性があります。物件タイプの組み合わせ、資産の質、レバレッジの利用、全体的な資本コストなどが考えられますが、他にもあるでしょう。さらに、短期の四半期ベースで計測すると、REITと実物不動産のリターンの相関係数が低位(わずか0.16)にとどまることも分かりました。

4.2 REITは不動産のリスク調整後リターンを改善する機会を提供する

我々はさらに、バイ・アンド・ホールド戦略を用いてさまざまな比率で REIT と実物不動産を組み合わせ、理論上のポートフォリオの過去からのパフォーマンスをバックテストしました。図表 11 は、REIT と実物不動産からなる 2 つの資産ポートフォリオの有効フロンティアとともに、10%ずつ比率を変化させた混合ポートフォリオの、単位リスク量当たりのリターンを示しています。REIT100%のポートフォリオは、実物不動産 100%のポートフォリオに比べると、リターンもボラティリティも高くなります。しかし、実物不動産と REIT をそれぞれ 90%対 10%の比率で組み合わせると、ポートフォリオの単位リスク量あたりのリターンは最大になります。REIT をさらに増やすとリターンを増加させることは可能ですが、そうするとボラティリティも高まることになります。平滑化効果を除く手法で計測される実物不動産のボラティリティを使用すると(プライベート資産のポートフォリオ構築においては堅実なやり方です)、リスク／リターンを最適化する比率は、REIT へのアロケーションを増やす方向になることがわかります。このようなことから次の仮定を導くことができます。実物不動産ポートフォリオと REIT を適度に(例えば 10%)入れ替えると、長期リスクに与える影響を最小限に抑えつつ、不動産アロケーション全体の流動性や分散の特性を高めることができる、ということです。

図表 11: REIT と実物不動産を組み合わせることで最適リスク／リターン特性を構築する



出所: ブルームバーグ、DWS。2022 年 12 月 31 日時点。

REIT: FTSE NAREIT All Equity REIT トータルリターン・インデックス (FNERTR)、実物不動産: NCREIF ODCE トータルリターン・インデックス (NPPIODCE)。例示説明のみを目的としたもの。投資目標を達成できるという保証はありません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。ボラティリティはリターンの標準偏差として計測しています。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。データや見直し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。出所: DWS インターナショナル GmbH

5 / 結論

不動産は全体的なアセットアロケーションにとって重要な要素となり得るユニークな資産クラスです。多くの投資家は実物不動産には馴染みがありますが、REIT はそれほど注目されておらず、株式投資家からも不動産投資家からも見過ごされがちです。REIT が主に保有しているものが不動産であることを考慮に入れると、我々は REIT を幅広い不動産投資の一部として検討すべきであると考えます。レバレッジや流動性といった要因を調整すると、REIT と実物不動産の投資リターンは長期的な相関が高い(REIT がプライベート市場に先行する傾向)ことを我々は示しました。

REIT の価格変動は実物不動産よりも短期的に高くなりますが、我々としては、これは主に株式市場の日次の値動きに伴う影響によるものであり、REIT に日次の流動性があるためであると考えています。つまり、REIT の売買は容易であり、大量かつ短期に売買ができるということです。この点は取引に膨大な時間がかかることもある実物不動産に対する優位性となるでしょう。また、REIT は実物不動産投資家がアクセスしにくい物件タイプや地域的特性という点でも、不動産についてのより広範な投資機会を提供しています。

さらに、REIT を用いて既存の実物不動産の投資効率を向上させられる機会も多く存在しています。実物不動産への投資を考える際、実物不動産の物件取得までの待機期間に不動産へのエクスポージャーを得るため、REIT を短期的に利用することも検討できるでしょう。不動産投資の全体的なリスクを引き下げたい場合には、上場している不動産企業が発行する債券も検討対象になるでしょう。この

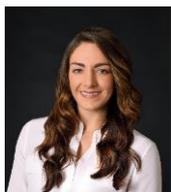
ような債券には上場されていて容易に取引が可能なものもありますが、普通株式より低いボラティリティを示します。いずれにせよ、REIT を実物不動産と組み合わせて利用することで、目標とする市場や地域別のエクスポージャー、リスク水準の組み合わせを達成することができます。最後に、REIT の投資リターンはこれまで実物不動産市場の投資リターンに先行してきました。また、短期的には実物不動産と REIT のバリュエーション乖離が生じることがあり、REIT は、その保有不動産に基づく純資産価格に対して大幅なプレミアムやディスカウントで取引されることがあります。こういった点を考慮すると、投資家は上場市場と非上場市場の間で戦術的な裁定取引の機会を手にすることができます。

実物不動産と REIT の組み合わせはニーズに合致した不動産アロケーションを構築する強力なツールになります。実際、REIT を実物不動産で構成させる不動産投資に追加し、期待ボラティリティを変えずに全体的な期待リターンを高めることも可能であるということが我々の分析では示唆されています。ただし、ボラティリティや期待リターンの変化にかかわらず、REIT と実物不動産を組み合わせることで、実物不動産だけの所有と比べると投資ポートフォリオの流動性は必ず向上します。不動産投資全体に REIT を含めるメリットとして、このような流動性に関する優位性に加え、不動産ユニバースの拡大によりアロケーション目標の達成やポートフォリオ補完の可能性を高められること、さらには実物不動産の今後の潜在的なリターンに関して REIT が示唆するシグナルも挙げるすることができます。

著者



Geoffrey Shaver, CFA
Portfolio Management Specialist – Liquid Real Assets
DWS Group
geoffrey.shaver@dws.com



Annie Del Giudice
Senior Portfolio Management Specialist – Liquid Real Assets
DWS Group
annie.delgiudice@dws.com



Jason Chen
Senior Research Analyst – DWS Research Institute
DWS Group
jason.chen@dws.com



Grace Qiu Tiantian, Ph.D.
Senior Vice President, Total Portfolio Policy & Allocation
Economics and Investment Strategy
GIC
graceqiu@gic.com.sg



Harry Huang Peng, CAIA, FRM
Analyst, Total Portfolio Policy & Allocation
Economics and Investment Strategy
GIC
huangpeng@gic.com.sg

重要事項

北米において:

DWSとは、DWS Group GmbH & Co. KGaA およびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWS Distributors, Inc.は投資商品を提供し、DWS Investment Management Americas, Inc. およびRREEF America L.L.C.はアドバイザーサービスを提供します。

GICとは、GIC Private Limitedおよびその関連会社を指します。

当資料では、DWSとGICの両方、またはいずれか一方を総称して「我々」と表記します。

当資料は、DWSおよびGICが、当資料を入手された方の特定の目的や財務状況、またはニーズに関係なく作成したものです。当資料は情報提供のみを目的としたものです。当資料は、投資助言、推奨、提案、勧誘、有価証券またはその他の商品の売買契約の根拠となすものでもなく、また、当資料に含まれる情報を基に、DWSまたはその関連会社またはGICが何らかの取引を締結または手配するものではありません。本資料に掲載されている情報の正確性、信頼性、完全性については、DWS、その関連会社、GICは何ら保証するものではありません。法令に基づく責任を排除できない場合を除き、DWSまたはGICのメンバー、発行体、またはそれらの役員や関係者は、当資料の誤りや脱落、あるいは当資料の受領者またはその他の人が被る直接的、間接的、結果的またはその他の損失や損害について（契約、不法行為、過失、その他で生じるかどうかに関わらず）いかなる責任も負いません。

当資料に記載されている見解は、発行時点におけるDWSグループおよびGICの判断であり、変更される場合があります。当資料は、特定投資家のみを対象としています。当資料は、当資料を受け取る可能性のある特定の人の特定の目的、財務状況またはニーズを考慮することなく作成されました。発行者およびGICから事前に書面による承諾がない限り、当資料を配布することはできません。

投資は、市場の変動、規制の変更、返済の遅延の可能性、収入や投資元本の損失などのリスクにさらされます。投資の価値は上昇するだけでなく下落することもあり、いずれの時点においても当初投資した金額を取り戻せない可能性があります。

実物資産への投資は、投資元本を割り込む可能性があるなど、高いリスクを伴うものであり、そのような損失に耐える投資判断能力のある投資家のみに適しています。株式・投資信託の価値およびその収益は、下落または上昇する可能性があります。

戦争、テロ、制裁、経済の不確実性、貿易紛争、公衆衛生上の緊急事態および関連する地政学的事象は、米国および世界の経済および市場に大きな混乱をもたらし、将来的には、市場のボラティリティを高め、ファンドおよびその投資対象に大きな悪影響を与える可能性があります。

カナダにおける投資家の皆さまへ。カナダのいかなる証券委員会または類似の機関も、当資料または当資料に記載された有価証券のメリットについて検討し、または何らかの形で見解を示しておらず、これに反するいかなる表明も違反となります。当資料は検討のみを目的としたものであり、DWSグループやGICの側に法的拘束力のある義務を生じさせるものではありません。また、当資料は、いかなる取引についても、提供もしくは提供の提案、取引の推奨を意味するものではありません。投資判断の際には、当資料に含まれる文書ではなく、検討中の取引に関する最終的な文書にのみを依拠してください。DWSグループやGICは、お客さまに提示されたいかなる取引に関しても、お客さまのファイナンシャル・アドバイザーとして、またはその他の受託者の立場として行動するものではありません。当資料に記載された取引や商品は、すべての投資家に適切であるとは限りません。取引を行う前に、当該取引を完全に理解し、当該取引を行うことによるリスクや利益を含め、ご自身の目的や状況に照らして当該取引の適切性について独自の評価を行ったことを確認するための措置を講じる必要があります。また、この評価を行う際には、ご自身のアドバイザーから助言を得ることを検討する必要があります。DWSグループやGICとの取引を行うことを決定した場合、お客さまはご自身の判断に基づきこれを行うものとします。当資料に含まれる情報は、当社が信頼できると判断した資料に基づくものですが、当社は、その正確性、最新性、完全性、誤りがないことを保証するものではありません。当資料に記載されている前提条件、見積および見解は、当資料作成日時における当社の判断であり、予告なく変更されることがあります。いかなる予測も、市場環境に関する多くの仮定に基づくものであり、いかなる予測結果も達成されることを保証するものではありません。過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。特定の法域における当資料の配布およびこれらの製品・サービスの利用は、法律により制限される場合があります。当社の書面による事前の承諾なく、当資料の全部または一部を配布することはできません。

欧州・中東およびアフリカ、アジア太平洋地域ならびにラテンアメリカにおいて

DWSとは、DWS Group GmbH & Co. KGaA およびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWSの商品やサービスは、契約書、合意書、提案資料または該当商品やサービスの関連書類に明記された法人よりお客さまへ提供されます。

GICとは、GIC Private Limitedおよびその関連会社を指します。

当資料では、DWSとGICの両方、またはいずれか一方を総称して「我々」と表記します。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は、マーケティング・コミュニケーションを目的としたものであり、財務分析ではありません。したがって、財務分析の公平性を要求する法的義務や、財務分析公表前の取引を禁止する法的義務に準拠しない場合があります。

当資料には、将来の予想に関する記述が含まれています。将来の予想に関する記述には、仮定、推定、予測、意見、モデル、および仮想的なパフォーマンス分析が含まれますが、これらに限定されるものではありません。DWSとGICの両方、またはいずれか一方は、その合理性または完全性について、いかなる表明または保証を行うものではありません。過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

当資料は、信頼できる情報をもとにDWSおよびGICが作成し2023年3月に発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性、完全性、または公平性について責任を負うものではありません。すべての第三者のデータは、その提供者が著作権を有します。当資料に記載された事項、または本書に記載された意見、予測、予想が変更され、その後不正確となった場合においても、DWSとGICの両方、またはいずれか一方は、当資料を更新、修正または訂正する義務、あるいは受領者に通知する義務を負いません。

投資にはさまざまなリスクが伴います。リスクに関する詳細な情報は、関連する募集書面に記載されています。

DWSおよびGICは、いかなる誤謬・不作為に対する責任も負いません。意見および予測は予告なく変更されることがあり、有効であることが証明されない可能性のある多くの仮定を含んでいます。

DWSおよびGICは、税務上または法律上の助言を行うものではありません。

当資料は、DWSとGICの両方、またはいずれか一方の書面による承諾なしに複製または配布することはできません。

当資料は、米国を含むいかなる地域、州、国、またはその他の管轄区域の市民または居住者である個人または団体に対しても、配布、発行、入手、または使用が法律または規制に反する場合、あるいはDWSとGICの両方、またはいずれか一方が当該管轄区域内で有効ではない登録またはライセンス要件の対象となる場合、配布または使用を意図するものではありません。当資料を入手された方は、かかる制限についてご自身で確認され、遵守されるようお願いいたします。

© 2023 DWS International GmbH

当資料は、英国においては、金融行動監視機構(FCA、登録番号429806)の認可および規制を受けているDWS Investments UK Limitedが発行しています。

© 2023 DWS Investments UK Limited

当資料は、香港においては、DWS Investments Hong Kong Limitedが発行しており、証券先物取引委員会(SFC)による審査は受けていません。

© 2023 DWS Investments Hong Kong Limited

当資料は、シンガポールにおいては、DWS Investments Singapore Limitedが発行しており、シンガポール通貨庁(MAS)による審査は受けていません。

© 2023 DWS Investments Singapore Limited

当資料は、オーストラリアにおいては、DWS Investments Australia Limited(登録番号は、ABN: 52 074 599 401、AFSL 499640)が発行しており、オーストラリア証券投資委員会(ASIC)による審査は受けていません。

© 2023 DWS Investments Australia Limited

当資料は、パミュダの投資家に対して、有価証券または商品の募集をするものではありません。パミュダにおいては、有価証券の販売に関する規制法 (Investment Business Act of 2003) の規定に従ってのみ募集または販売することができます。さらに、さらに、パミュダ人(会社を含む)ではない場合は、パミュダの適用法令で許可されていない限り、パミュダでいかなる取引もしくは事業も行うことはできません。

台湾における投資家の皆さまへ: 本資料は、特定投資家だけに配布され、それ以外の方には配布されません。投資にはリスクが伴います。投資の価値やインカムは変動し、投資家は投資した元本を取り戻せない可能性があります。過去の実績は、将来のパフォーマンスを示すものではありません。過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料は、マーケティング・コミュニケーションであり、情報提供のみを目的としたものです。本資料は、投資アドバイスや有価証券の売買・保有を推奨するものではなく、有価証券の売買の申し出や勧誘とみなされるものではありません。当資料に記載された見解および意見は、予告なく変更されることがありますが、発行者またはその関連会社もしくはGICの発行時点のもので、当資料で使用しているデータは、信頼できると思われるさまざまな情報源から入手したものです。その正確性や完全性を保証するものではなく、その使用から生じる直接的または結果的な損失について、いかなる責任も負うものではありません。当コンテンツを複製、公開、抽出、送信することは、形態の如何を問わず、禁止されています。

© 2023 DWS Group GmbH & Co. KGaA, GIC Private Limited. All rights reserved. (03/23) 094724_1

日本において:

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できる情報を基にDWSインターナショナルGmbHが作成し2023年3月に発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてDWSインターナショナルGmbHおよびドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。

当資料に関する著作権はすべてDWSに属しますので、当社に無断で資料の複製、転用等を行うことはできません。直接または間接を問わず、当資料を米国内で配布すること、および米国市民または米国に居住する人のアカウントへ送信することは禁止されています。

DWSとは、DWSグループGmbH & Co. KGaA およびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWSの商品やサービスは、契約書、合意書、提案資料または該当商品やサービスの関連書類に明記された法人よりお客様へ提供されます。

当資料は、日本においては、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社 (DWS Investments Japan Limited) が発行しています。

@DWS Investments Japan Limited

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第359号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

2023-M-022