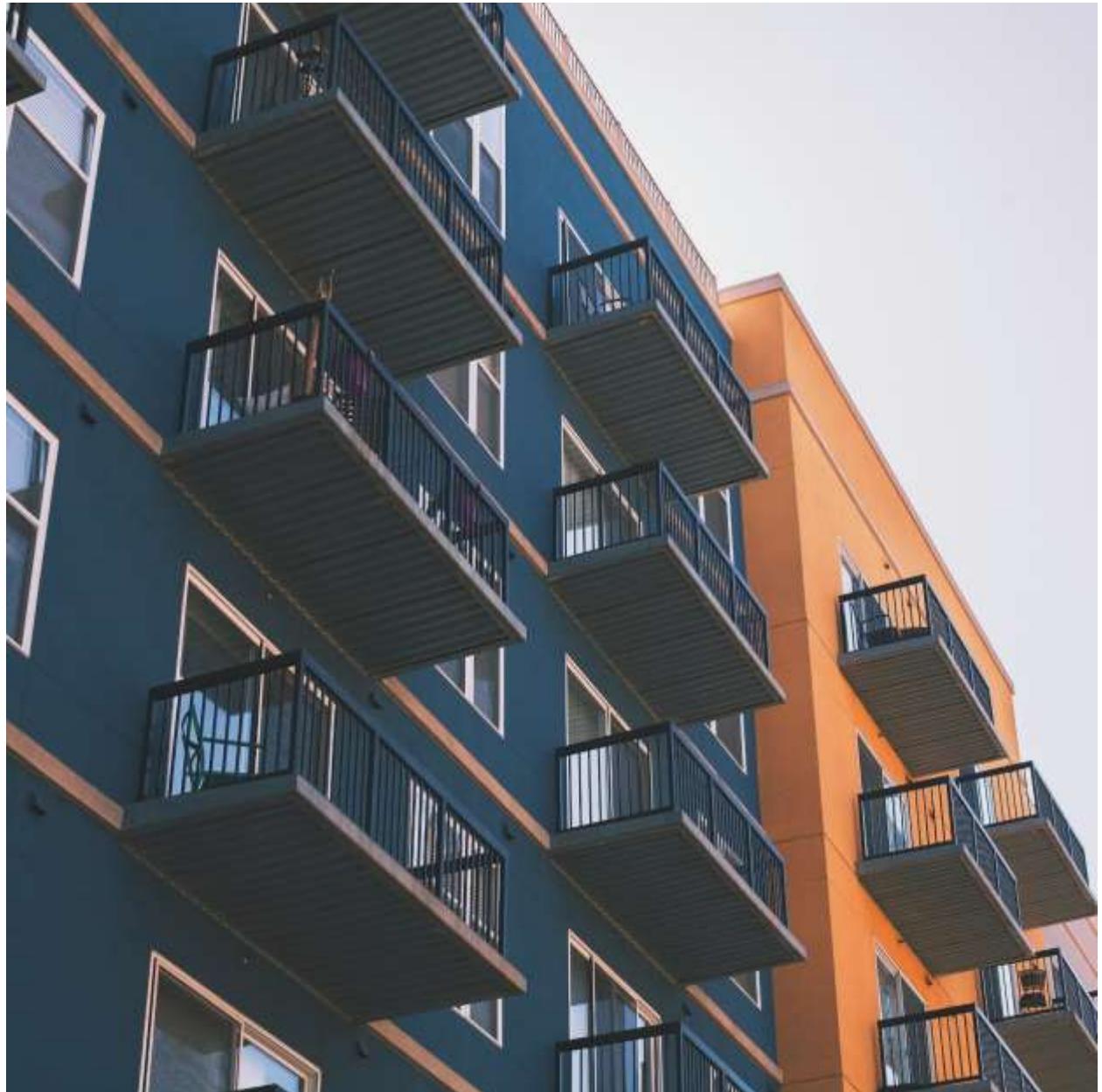


不動産市場の見通し

パブリックおよびプライベート不動産の長期的資本市場の見通し



RUSSELL INVESTMENTS RESEARCH

※当資料は、ラッセル・インベストメントが 2025 年 2 月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。

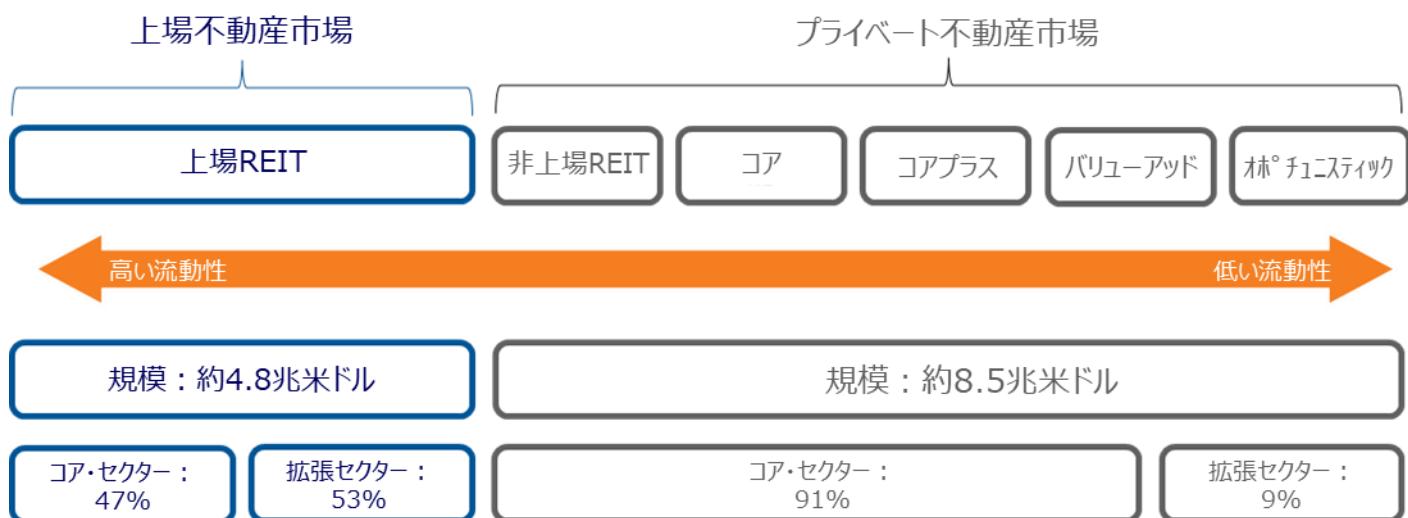
不動産市場の見通し： パブリックおよびプライベート不動産の長期的資本市場の見通し

アムニート・シン、アセット・アロケーション・ストラテジー ディレクター

不動産市場の概観

不動産市場は、従来の主要セクター（オフィス、小売、住宅、物流施設）に加え、学生寮、戸建て賃貸、セルフストレージ、ヘルスケア（医療オフィスや高齢者向け住宅）、データセンター、通信インフラなどの新興セクターへと拡大を続けています。過去10年間で運用機関が取り扱うグローバルの不動産市場は倍増し、2023年時点で約13.3兆米ドル¹に達しました。この拡大する市場への投資手段として、上場不動産投資信託（REIT）と非上場のプライベート不動産ファンドの2つが主に用いられています。両者はいずれも本質的には不動産資産へ投資していますが、セクター構成、リスク・リターンの特性、価格変動性、レバレッジおよび流動性といった点で大きく異なります（図表1参照）。

図表1：グローバルの不動産市場

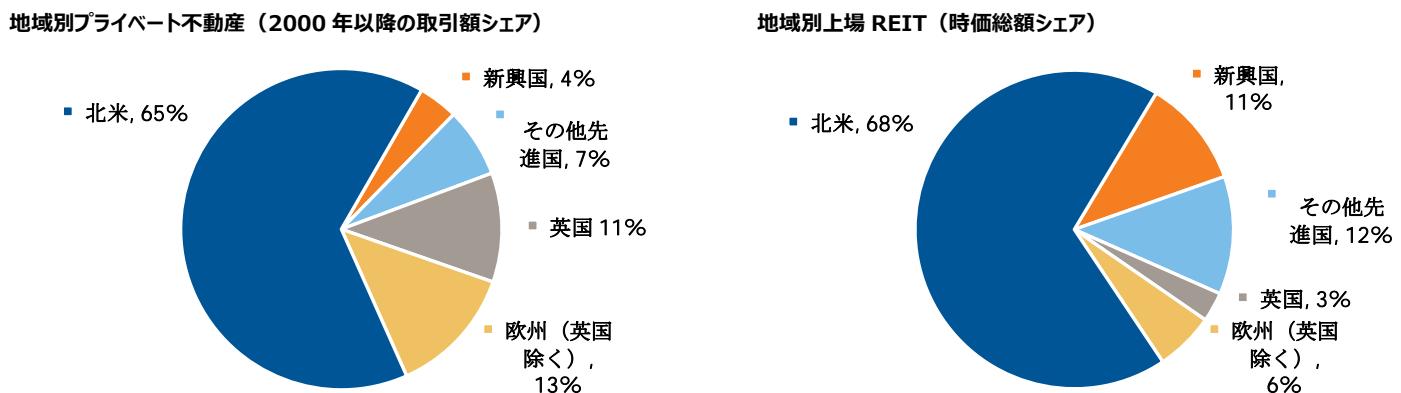


出所：MSCI、NCREIF、NAREIT、J.P.モルガン・アセット・マネジメント（2023年12月）※図は説明のためのイメージです。

¹ Strategic Investment Advisory Group. "The role of public and private strategies in real estate." J.P. モルガン・アセット・マネジメント (<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/institutional/insights/portfolio-insights/siag-wp-real-estate.pdf>)

地域別に見ると、プライベート（非上場）不動産とパブリック（上場）REIT は共に米国に大きく集中しており、2000 年以降のプライベート不動産取引額の 65%が米国で発生しています（図表 2 参照）。

図表 2：地域別パブリックおよびプライベート不動産ファンドの構成²



出所：Preqin、Worldscope、Datastream、ゴールドマン・サックス投資調査（2023 年 10 月）

長期リターンドライバー

当社の不動産予測モデルは、コアの無借入プライベート不動産のリターンをもとにリターンの変動要因を加減するアプローチで算出します。パブリック（上場）REIT とコアプライベート（非上場）ファンドは共に不動産への投資ですが、両者のセクター構成やバリュエーションの違いがリターンに大きな影響を与えることがあります。当社のモデルでは、上場 REIT とプライベート不動産間のセクター構成およびバリュエーションの違いを期待リターンの差異に反映させています。

さらに、コアプライベート不動産とパブリック（上場）REIT はレバレッジを活用しているため、レバレッジの影響も織り込んでいます。

当社のモデルでは、長期的には上場 REIT とコアプライベート不動産のリターン差は主にレバレッジとセクター構成の違いによって生じると言えています。しかし、より短期的な景気循環の期間では、初期の名目キャップレートの違いやセクター構成、P/NAV (NAV 倍率) のバリュエーション差といった要因がリターンの乖離を引き起こすことがあります。

現³の各リターンドライバーの推計値は図表 3 に示しています。

² “その他先進国”には日本とオーストラリアを含みます。

³ 私たちは、資産クラスや投資手段における構造的な長期的変化の影響を評価するために、これらの予測を定期的に見直しています。最新の長期的な資本市場予測については、ラッセル・インベストメントの担当者までお問い合わせください。

図表 3：均衡状態における不動産リターンドライバー⁴

| リターン源泉 | 無借入コアプライベート不動産 | 借入ありコアプライベート不動産 ⁵ | パブリック（上場）REITS ⁶ |
|----------------------------|----------------|------------------------------|-----------------------------|
| | 不動産 | 不動産 | REITS ⁶ |
| 初期名目キャップレート | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| - メンテナンス費用 | -1.2% | -1.2% | -1.2% |
| + 純営業収益（NOI）成長率 | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| - キャップレートの変動 | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| + P/NAV バリュエーションの影響 | | | 0.0% |
| + プライベートコア不動産とのセクター差異による影響 | | | 0.6% |
| + レバレッジの影響 | | 0.6% | 0.9% |
| - 運用管理手数料 | -0.8% | -0.8% | |
| - REIT の一般管理費（G&A 経費） | | | -0.8% |
| = トータル・リターン（ネット） | = 6.5% | = 7.1% | = 8.0% |

リターンドライバーの簡単な定義

1. 初期名目キャップレート

名目キャップレートは、物件の純営業収益⁷（NOI）を市場価値（プライベート不動産の場合）または時価総額（REIT の場合）で割って算出されます。

2. メンテナンス費用

NOI は実際の投資家へのキャッシュフローを過大評価しがちです。なぜなら、物件の運用能力や価値を維持するために必要となる継続的に発生するメンテナンス費用を含まないためです（Illmanen 等、2019 年）。メンテナンス費用は通常、物件価値の一定割合として表されます。

3. 純営業収益（NOI）成長率

物件から生み出される純営業収益の変化を指します。

4. キャップレートの変動

初期名目キャップレートと予測期間終了時の名目キャップレートの差がリターンに与える影響です。

5. P/NAV バリュエーションの影響

⁴ この予測は、不動産投資において最大級の市場の一つである米国を中心とした指数に基づいています。同じ枠組みを他の地域の不動産リターンの予測にも適用することは可能ですが、地域によって一部の予測値が異なる場合があります。

⁵ 借入ありコアプライベート不動産の予測は、NFI-ODCE インデックスに基づいています。

⁶ パブリック（上場）REIT の予測は、FTSE NAREIT All-Equity REITS FTSE インデックスに基づいています。

⁷ 不動産が生み出す賃料収入は、しばしば純営業収益（NOI）を用いて評価されます。NOI は、不動産資産の収益性やキャッシュフローの可能性を評価するための重要な指標です。

REIT の投資口価格が物件の純資産価値（NAV）に収束する影響を捉えます。P/NAV（NAV 倍率）とは、REIT の投資口価格をその純資産価値で割った比率です。

6. プライベートコア不動産とのセクター差異による影響

REIT とプライベートコア不動産のセクター構成の違いに起因する予想リターンの差を捉えます。

7. レバレッジの影響

レバレッジの違いが予想リターンに与える影響を捉えます。

8. 運用管理手数料

運用管理手数料⁸は、プライベート不動産ファンドのファンドマネジャーが受け取る管理報酬および成果報酬であり、通常、ファンドの管理、資産運用、パフォーマンスインセンティブに充てられます。

9. REIT の一般管理費（G&A 経費）

一般管理費（G&A）は、REIT の法人レベルで発生する費用であり、役員報酬、オフィス賃貸料、リーガルに関わる費用、その他の管理業務に関わる経費を含みます。これは物件レベルのメンテナンス費用とは異なり、REIT の損益計算書に計上され、REIT の財務パフォーマンスおよび投資家のリターンに直接影響します。

リターンドライバーの詳細

1. 初期名目キヤップレート

名目キヤップレートは、物件の純営業収益（NOI）を市場価値で割って算出されます。⁹ キヤップレートはデータの出所によって異なりますが、プライベート不動産の場合は取引価格ベースか鑑定価格ベースが一般的です。鑑定価格ベースのキヤップレートは、過去のデータや類似物件の売買事例を用いた評価に基づくため安定的ですが、市場環境の変化を反映するのが遅くなりがちです。一方、取引価格ベースのキヤップレートは直近の売買価格から算出され、即時性に優れる反面、変動が大きい傾向があります。

REIT で一般的に用いられるインプライドキヤップレートは、NOI を REIT の時価総額で割ることで算出され、物件の収益性の指標となり、投資家の期待や市場センチメントを反映します。歴史的には、取引価格ベースのキヤップレートと REIT のインプライドキヤップレートは早期に一致しますが、鑑定価格ベースと取引価格ベースの差異は長期間続くことがあります。

 [インプライドキヤップレートは、] 物件の収益性の指標となり、投資家の期待や市場センチメントを反映します。

⁸ プライベート不動産投資においては、ファンドマネジャーが通常、ファンドや不動産ポートフォリオを管理し、取得・売却・資金調達・全体戦略に関する重要な意思決定を行います。ファンドマネジャーは、投資の運用に積極的に関与することにより、投資運用報酬という形で利益の一部を得ます。

⁹ 純営業収益（NOI）と配当利回りは、いずれもリターンを把握するための指標ですが、その範囲と目的は異なります。NOI は資産レベルの指標であり、物件自体が生み出す収益のみに焦点を当てています。一方、配当利回りは株式レベルの指標であり、株主に支払われる年間配当金を現在の株価で割って算出されます。これは、REIT が投資家に還元する分配可能利益の割合を示しています。配当利回りは、REIT が保有する物件からの NOI だけでなく、一般管理費（G&A）やレバレッジなどの企業レベルの要因にも影響されます。私たちは、G&A 費用やレバレッジコストを予測の中で個別項目として考慮しています。

当社の均衡状態における想定では、プライベートコア不動産の取引価格ベース・鑑定価格ベース・キャップレートおよびコア REIT のインプライドキャップレートの 3 つをすべて長期平均の 6%としています。

ただし、特定の時点ではプライベート不動産の取引価格ベースキャップレートと REIT のインプライドキャップレートが乖離し、短期的には異なるリターン予測となることがあります。

2. メンテナンス投資

メンテナンス費用は、物件の運用能力や価値を維持するための修繕・保全に投じられる支出を指します。価値向上を目的とした支出とは異なり、現状維持に限定されます。1978 年～2016 年の期間で、NPI-OCDE インデックスの NOI の約 33%をメンテナンス費用が占めており (Pagilari 2017)、この水準はセクターにより大きく異なります。専門家の予測ではより低く約 15%¹⁰と見積もられています。当社の長期想定では、キャップレートの 20%をメンテナンス費用として見込んでいます。

3. 純営業収益（NOI）成長率

NOI 成長率とは、時間経過に伴う NOI の変化を示します。主に GDP 成長率やインフレ率といったマクロ経済要因に影響を受けるほか、地域、物件、セクター特有の要因も関与します。理論的には、安定成長期には物件所有者がインフレによるコスト上昇を賃料に転嫁できるため、NOI の維持または増加につながります。一方、景気後退期には失業率の上昇や倒産の増加のため空室率が上昇し NOI は減少する傾向があります。当社では実証分析を通じて、長期の実質 NOI 成長率を 0.25%と推計しています。

4. キャップレートの変動

キャップレートは金利、市場センチメント、物件特性などの影響で大きく変動します。キャップレートの上昇は物件価値の下落を示し、逆に低下は価値上昇を示します。当社の均衡モデルでは、キャップレートの変動の影響はゼロと仮定し、キャップレートは均衡状態において変動しないと想定しています。

また、キャップレートと BBB 格付けの社債利回りは強く連動しており、その差異は平均回帰性を有し、統計的に有意な共和分関係も確認されています。つまり、両者はそれぞれ独立したトレンドや変動を示すものの、長期的には連動して動く傾向があります。

景気循環の期間では、名目利回りの急激な変動がキャップレートに影響を与え、その変動によってキャピタルゲイン・ロスが生じることがあります。

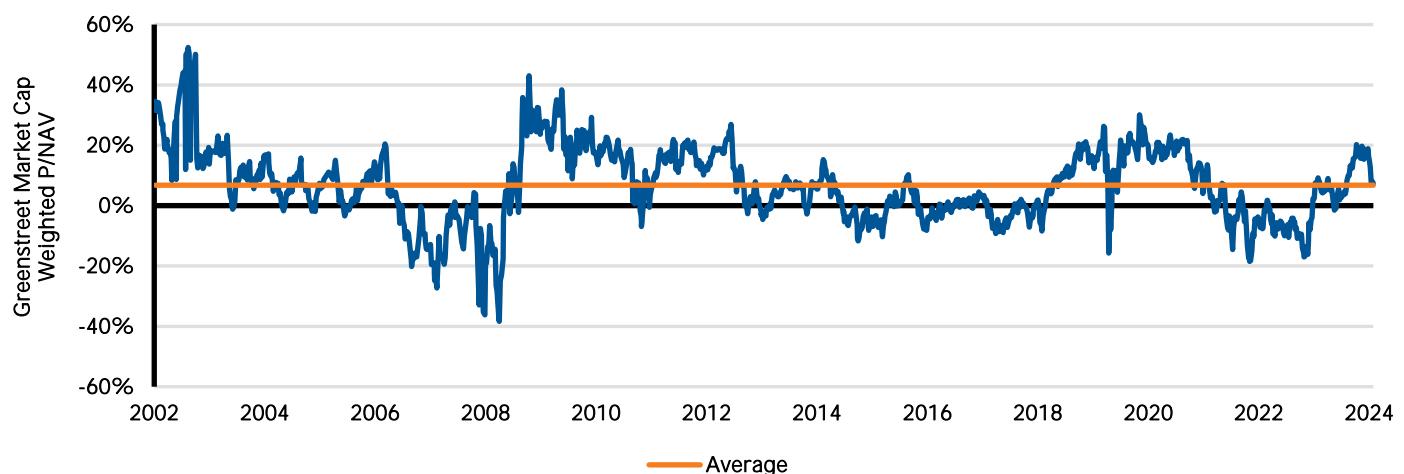
景気循環の期間では、名目利回りの急激な変動がキャップレートに影響を与え、その変動によってキャピタルゲイン・ロスが生じることがあります。

¹⁰ 例として Greenstreet, JP Morgan 等。

5. P/NAV バリュエーションの影響

REIT の P/NAV (NAV 倍率) とは、REIT の投資口価格と保有する資産の純資産価値 (NAV) を比較した指標です。通常、NAV に対する価格プレミアム (P/NAV - 1) として表され、REIT が保有資産のポートフォリオに対してプレミアムまたはディスカウントで取引されているかを示します。このバリュエーションの乖離は歴史的に平均回帰する傾向があります（図表 4 参照）。REIT マネジャーは乖離し過ぎたバリュエーションを利用してリターンを獲得しますが、その結果、顕著な乖離は縮小することになります。¹¹長期の均衡期間においては、P/NAV が REIT のリターンに与える影響は中立的であり、P/NAV 比率は歴史的な平均水準に回帰すると想定しています。

図表 4：NAV に対する過去のプレミアム (P/NAV - 1)¹²



出所：Greenstreet データ期間：2002 年 12 月 6 日～2025 年 1 月 2 日

6. プライベートコア不動産とのセクター差異による影響

REIT とコアプライベート不動産ファンドのセクター比率は異なる場合があります。キャップレート、メンテナンス費用、NOI 成長率などの前提値は、セクターごとに大きく異なります。プライベートコア不動産ファンドは、伝統的なコアセクターへの高い集中度をある程度意図的に維持しており、プライベートコアインデックスのガイドライン (NFI-ODCE) では、投資の 75% 以上を 4 つの伝統的な物件タイプに割り当てることが求められています¹³。一方で、パブリック不動産市場にはそのような制約がなく、より幅広い種類の不動産が含まれています。

短期的な景気循環の期間においては、このセクター構成の違いが REIT とプライベートコア不動産ファンド間のリターン差異を生むことがあります。

図表 5 では、NAREIT All Equity インデックスと仮想の「コア」インデックスのリターンを比較しています。この「コア」インデックスは、NAREIT All Equity インデックスの構成銘柄を、コアセク

 REIT とコアプライベート不動産ファンドのセクター比率は異なる場合があります。

¹¹ NAV Premiums & REIT Property Transactions.

(<https://www.reit.com/sites/default/files/NAV%20Premiums%20and%20REIT%20Property%20Transactions.pdf>)

¹² GS Average (Market Cap Weighted) NAV Premiums for the United States.

¹³ NCREIF Fund Index – Open End Diversified Core Equity (NFI-ODCE). National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF). (<https://user.ncreif.org/data-products/funds/>)

ターおよびコア企業のみで再構成した場合の仮想のリターンを示しています。両者のパフォーマンス格差が、コアセクター以外のセクター（ノンコアセクター）がもたらす超過リターンの推計値となります。図表 5 には、過去のさまざまな期間におけるノンコアセクターの超過リターンが示されていますが、2005 年以降では約 1.2% の超過リターンを生み出しています（図表 5 参照）。

図表 5：米国におけるコアセクターREIT とノンコアセクターREIT の過去のリターン差

| 過去の期間 | NAREIT ALL EQUITY インデックス (%) | 「コア」インデックス (%) | ノンコアセクターによる超過リターン (%) |
|-------------------|------------------------------|----------------|-----------------------|
| 3 years | 5.2% | 6.5% | -1.3% |
| 5 years | 7.1% | 6.1% | 0.9% |
| 10 years | 7.4% | 6.7% | 0.7% |
| Since 2006 | 5.7% | 4.5% | 1.2% |

出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント、NAREIT、Bloomberg（データは 2023 年 12 月時点）

長期的には、パブリック REIT とプライベート不動産が同じ投資資金を巡って競合する中で、セクター構成の違いは次第に縮小していくことも予想されます。たとえば、NCREIF が 2024 年にノンコアセクターをインデックスに含めたことは、こうした動きを反映しています。

当社は、長期的には REIT とプライベートコア不動産ファンドのパフォーマンス差におけるセクター構成の影響が、およそ 60 ベーシスポイント程度まで縮小すると予想しています。

7. レバレッジの影響

当社の不動産リターン予測では、レバレッジの指標として LTV（Loan-to-Value ratio）を用いています。LTV とは、資産の総価値に対する負債の割合を示します。長期的には、パブリック REIT の LTV を 35%、プライベートコア不動産を 25% と想定しています。不動産投資においては、所有形態にかかわらず負債の活用は一般的ですが、パブリックとプライベートファンド間の活用方法には大きな違いがあります。歴史的に見て、（LTV で測定された）REIT のレバレッジは、プライベートコア不動産ファンドよりも高い傾向がありました。近年では REIT のレバレッジが低下したことにより、両者の差は縮小しています¹⁴。

当社の予測では、上記の長期的な LTV 値と、BBB 格付け債の利回りを用いて推定した負債コストを前提に、REIT およびプライベート不動産のレバレッジ後リターンを算出しています。

8. 運用管理手数料

運用管理手数料とは、プライベート不動産ファンドの外部運用者（オープンエンドファンド、セパレートアカウント、リミテッド・パートナーシップ等）に対して支払われる管理費用を指します。過去の傾向では、外部委託によるプライベート不動産投資は、社内運用や共同投資、運用

2008 年以降、
REIT のレバレッジ
が低下したことによ
り、両者の差は縮
小しています

¹⁴ Pierzak, E. (2024, May 28). "Less Stress and Greater Flexibility: REITs Benefit From Low Leverage and Interest Expense Ratios". Nareit. (<https://www.reit.com/news/blog/market-commentary/less-stress-and-greater-flexibility-reits-benefit-low-leverage-and>)

子会社などの内部運用と比べて大幅に高コストでした。内部運用はおおよそ 35 ベーシスポイント程度である一方、外部運用の平均コストは 175 ベーシスポイントに達しています (Carlo 等、2021 年)。

当社のモデルにおいては、長期的な運用管理手数料を 80 ベーシスポイントと見込んでいます。

このアプローチにより、プライベート不動産と REIT のパフォーマンスに影響を与える経済要因をより整合的に評価することが可能となります。

9. REIT の一般管理費（G&A 費用）

一般管理費（G&A）は、商業用不動産ポートフォリオの保有および管理に関わる法人レベルの広範な費用を指し、物件レベルの営業費用（NOI に含まれる）とは区別されます。G&A 費用には、役員報酬、オフィス費用、その他管理業務に関わる諸費用が含まれます。

2017 年時点での中央値に位置する REIT では、G&A 費用が総簿価資産の 89 ベーシスポイントを占めていたと SEC の財務報告書に記録されています（図表 6）。リターン予測においては、これらの費用を別途考慮しなければ、総費用を過小評価することになります。

当社モデルでは、NAREIT の見積値に基づき、REIT の G&A 費用を 80 ベーシスポイントと想定しています。

図表 6：REIT の一般管理費（G&A 費用）／総簿価資産の比率

| 中央値（G&A／総簿価資産） | |
|------------------------|-------|
| 全 REIT | 0.89% |
| 総資産が 50 億ドル超の REIT | 0.72% |
| 総資産が 10 億～50 億ドルの REIT | 0.93% |
| 総資産が 10 億ドル未満の REIT | 1.17% |

出所：NAREIT

ボラティリティの推計

パブリック REIT およびプライベート不動産のボラティリティは一見観測可能ですが、プライベート不動産の評価は、鑑定評価方式、非流動資産のモデル評価（mark-to-model）、取引価格反映の遅れ、インデックスベンダーのデータ集計タイミングなどの要因によって左右されます。これらの要因により、プライベートコア不動産の観測リターンには平滑化効果と自己相関が生じ、実際の経済的リスクや根本的なボラティリティが過小評価される傾向があります。真のリスク、及びボラティリティを明らかにするためには、これらのリターンを調整するために非平滑化を実施することが必要です。

当社では、平滑化されたプライベート不動産リターンから真のリターンを抽出するために、計量経済モデル¹⁵を用いて非平滑化を実施しています。このアプローチにより、プライベート不動産

¹⁵ 例として Getmansky, Lo and Markov (2004) and Geltner (1993).

と REIT のパフォーマンスに影響を与える経済要因をより整合的に評価することが可能となります。

現在¹⁶のボラティリティ推計は以下のとおりです。

図表 7：REIT およびレバレッジド・コアプライベート不動産の年率換算ボラティリティ推計¹⁷

| 借入ありコアプライベート不動産 (平滑化後) | パブリック（上場）REIT | 借入ありコアプライベート不動産 (非平滑化後) |
|---------------------------|---------------|----------------------------|
| 年率換算ボラティリティ | 6.5% | 20.0% |

出所：ラッセル・インベストメント

非平滑化後の推計ボラティリティで見た長期的なプライベートコア不動産と REIT のリスク調整後リターンは非常に近い水準になると見込まれます。

¹⁶ 私たちは、資産クラスや投資手段における構造的な長期的变化の影響を評価するために、これらの予測を定期的に見直しています。最新の長期的な資本市場予測については、ラッセル・インベストメントの担当者までお問い合わせください。

¹⁷ これらの予測は、1994 年から 2024 年までの NFI-ODCE インデックスおよび NAREIT All Equity REITs インデックスの四半期リターンデータに基づいています。

参考文献

Ilmanen, A., S. Chandra, and N. McQuinn. "Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Real Estate." AQR White Paper 1Q19, January 31 (2019).

Pagliari, Joseph L. "Some thoughts on real estate pricing." *The Journal of Portfolio Management* 43, no. 6 (2017): 44-61.

Carlo A, Eichholtz P, Kok N. Three Decades of Global Institutional Investment in Real Estate. Available at SSRN 3802518. 2021 Mar 1.

Getmansky M, Lo AW, Makarov I. An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. *Journal of financial economics*. 2004 Dec 1;74(3):529-609.

Geltner D. Estimating market values from appraised values without assuming an efficient market. *Journal of Real Estate Research*. 1993 Jan 1;8(3):325-45.



お問い合わせ先

機関投資家営業部

03-6203-0280

EMAIL: RUSSELL_TOKYO_CLIENTSERVICES@RUSSELLINVESTMENTS.COM

©2025 RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

ラッセル・インベストメントは世界中の拠点を通じて事業を展開しています。当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメント グループの会社の総称です。ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者の TA アソシエーツ・マネジメント・エル・ピーおよび相当の少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ・エル・ピーから構成されています。ラッセル・インベストメントの特定の従業員およびハミルトン・レーン・アドバイザーズ・エル・エル・シーもまた、少数非支配持分所有者です。フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメント グループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメント グループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。当資料は、一般的な情報の提供を目的としており、特定の運用商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。当資料に記載の目標数値はあくまで目標であり、将来の結果を保証するものではありません。特段記載の無い限り、当資料に記載されているデータの出所は、ラッセル・インベストメントです。当資料は、当社のグループ会社である“ラッセル・インベストメント・インプリメンテーション・サービスズ・エル・エル・シー”が提供しているサービスを説明した資料であり、当該サービスへの勧誘を目的したものではありません。ABOUT RUSSELL INVESTMENTS