

プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ



特別レポート#2 | プライベート不動産デット

プライベート不動産デットへの投資がもたらす想定されるメリット

著者：



スコット・スミス

マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジメント
プリンシパル不動産デット



トロイ・コート、CFA

マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジャー
プリンシパル不動産デット



カルロス・ジョージ

マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジメント
プリンシパル不動産デット

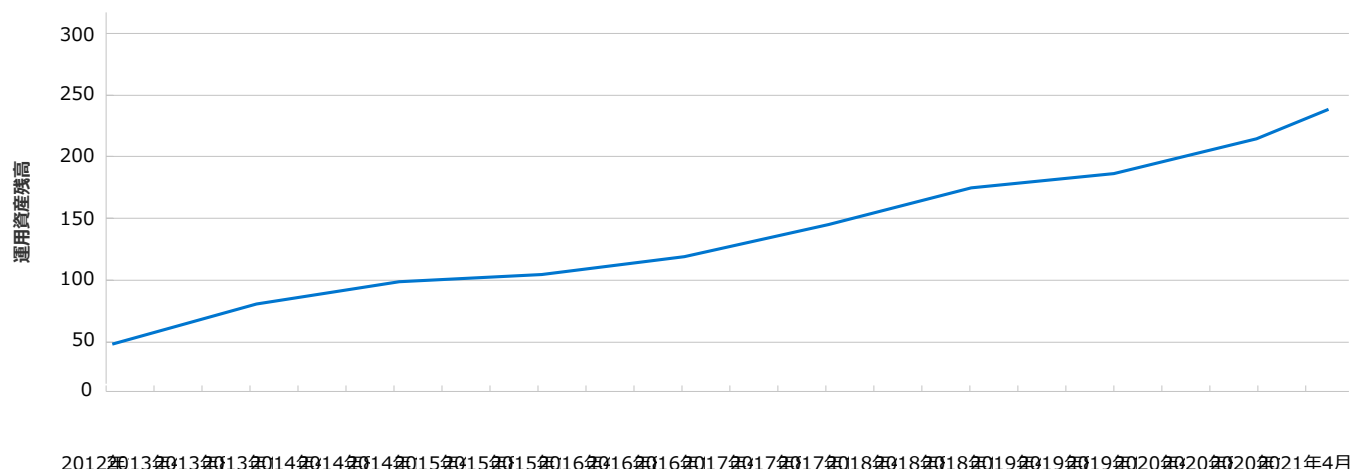
プライベート不動産デットをポートフォリオに 組み入れることによる想定されるメリット：

- 相対的な価値の高さおよび魅力的な水準のインカム収入
- 実物資産によって担保されている点や、デレーションが短い点から、インフレに対する有効なヘッジ手段として機能
- コア型不動産エクイティのエクスポージャーを補完
- 分散投資の観点からポートフォリオの多様化に資する

過去10年間、プライベート不動産デットへの投資がもたらす主なメリットは基本的に変わっていません。しかし、当然ながら、金融市場が刻々と変化する中で、その時々によって異なるメリットが投資家からの関心を集めてきました。今日、プライベート不動産デットの投資妙味は以前にも増して高まっており、それを裏付けるように当該セクターへの資金流入が続いています（図表1）。当レポートでは、プライベート不動産デットの特性について再確認し、今後5年から10年に亘ってポートフォリオをより堅固にする上で、プライベート不動産デットへの投資がいかにしてその目標に資するかを改めて解説します。

図表1：過去10年間、プライベート不動産デットファンドへの投資額は着実に増加

プライベート不動産デットファンドの運用資産残高 | 単位：10億米ドル



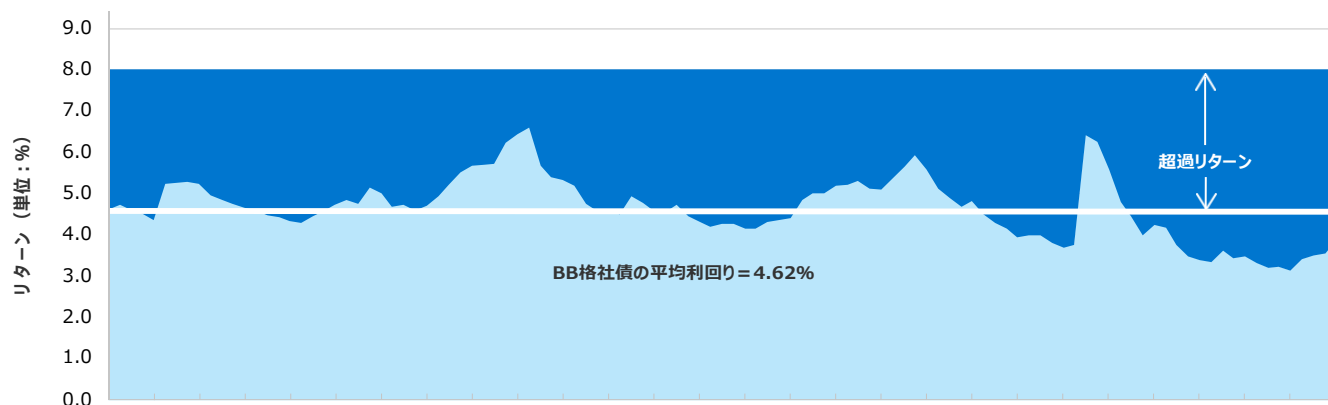
出所：Preqin, 2021年6月時点

上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

相対的な価値の高さと高水準のインカム収入

プリンシパル・リアルエステート・インベスターズは、プライベート不動産デットに特化した様々なポートフォリオを運用してきた経験を有しています。また、2013年以降、運用を開始した複数のコmingルファンドは、いずれも設定来、高い水準のリターンを獲得してきたと自負しています。当コmingル型戦略は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズの社内リスク・レーティング・モデルで概ねBBB-～BB格に分類される劣後デットおよびシニアモーゲージ（レバレッジ有）に投資することで、魅力的なリターンをあげてきました。このリターンの内訳の大部分はインカム収入によるものであり、投資家に安定したキャッシュフローを提供するとともに、社債などとの比較において相対的に魅力的なリターンを提供してきたと考えています。図表2は、不動産デットのリターンとBB格社債の利回りを比較したものです。

図表2：BB格社債と比較したプライベート不動産デットの相対的価値



2013年01月01日、2013年04月01日、2013年07月01日、2013年10月01日、2014年01月01日、2014年04月01日、2014年07月01日、2014年10月01日、2015年01月01日、2015年04月01日、2015年07月01日、2015年10月01日、2016年01月01日、2016年04月01日、2016年07月01日、2016年10月01日、2017年01月01日、2017年04月01日、2017年07月01日、2017年10月01日、2018年01月01日、2018年04月01日、2018年07月01日、2018年10月01日、2019年01月01日、2019年04月01日、2019年07月01日、2019年10月01日、2020年01月01日、2020年04月01日、2020年07月01日、2020年10月01日、2021年01月01日、2021年04月01日、2021年07月01日、2021年10月01日、2022年01月01日

出所：Federal Reserve、2022年1月時点

ICE BofA、BB US High Yield、単位：パーセント、周期：月次、季節調整前、評価通貨：米ドル

上記は過去の実績であり、将来の動向を司る・保証するものではありません。

■ BB格社債利回り ■ 超過リターン

インフレ環境下におけるプライベート不動産デット

デレージョンの短さ

プライベート不動産デット市場のローンのほとんどが変動金利のものです。新型コロナウイルスの流行が一段落したことなどを背景に、長期金利が底打ちして上昇に転じましたが、変動金利によるデレージョンの短さが当該セクターにとっては相対的にプラスに働きました。今後は、米連邦準備理事会（FRB）が利上げを開始したことで、短期金利の指標であり、大抵の変動利付ローンのクーポンの算出にも用いられる担保付翌日物調達金利（SOFR）の上昇が想定されます。しかし、スプレッドが拡大または担保となっている実物資産に何らかのクレジットイベントが発生しない限り、政策金利の引き上げがローン評価額の下落に繋がることはないと考えています。また、今後数年間の中長期金利の方向感が不透明な中で、変動金利を主体とする当該セクターは魅力的であると考えています。

実物資産による担保

プライベート不動産デット市場のローンの担保に用いられるのは、抵当権、所有権の譲渡、または所有権を貸手に移転することを可能にする他の手段によって担保された単一もしくは複数の不動産です。商業不動産は、図表3に示したように、インフレ率と正の相関があると考えられます。例えば、インフレ率が上昇すると人件費や材料費などの建設コストも上昇し、その結果として既存の不動産と競合するような新規の不動産の建設が遅れる一方で、既存の不動産がその恩恵を受けて相対的に価値が上昇するという例が挙げられます。コロナ禍後にサプライチェーンが正常な状態に戻るまでには数年かかる可能性があるほか、ロシアによるウクライナ侵攻のような不測の事態が発生した場合でも、実物資産への投資がインフレに対する追加のヘッジ手段になる可能性があると考えています。

図表3：過去のデータを見ると商業不動産はインフレ率との正の相関があると考えられる

相関係数（1978年第4四半期～2021年第4四半期）	CPI
消費者物価指数（CPI）	1.00000
NPI※トータルリターン	0.36536
NPI※インカムリターン	0.24431
NPI※キャピタルリターン	0.32747
ブルームバーグ米国総合債券インデックス（トータルリターン）	-0.04420
S&P500トータルリターンインデックス	0.01562

※ 全米不動産投資受託者協会（NCREIF）が四半期毎に公表する実物不動産インデックス

出所：NCREIF、BLS、Bloomberg、Principal Global Investors、2021年12月時点 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

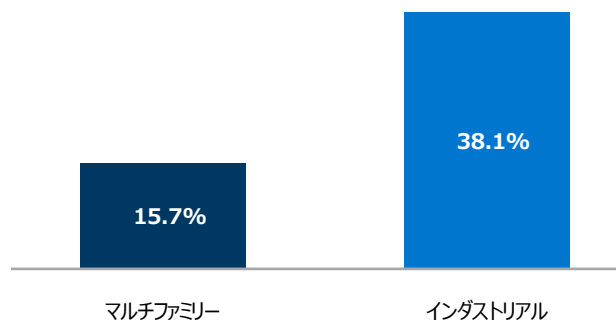
プライベート不動産デットは、人気の不動産タイプに対する コア型不動産エクイティのエクスポージャーを補完 (現在ではそれほどニッチではない、ニッチな不動産タイプも含む)

不動産の投資家は現在、小売やオフィスに対する懸念の高まりと、マルチファミリーやインダストリアル、そしてニッチな不動産タイプにおける強固なファンダメンタルズを背景に、これらのエクスポージャーを追求しています。また、投資家の関心が集まったことで、これらのセクターの不動産価格は大幅に上昇しました。図表4は、2021年のマルチファミリーとインダストリアルの価格上昇率（インカム収入を除く）を示しています。インダストリアルについては、将来の賃料成長に対する楽観的な見通しが反映されたキャップレートが、不動産価格にすでに織り込まれていると市場の一部では見られています。

プライベート不動産デットの投資においては、賃料成長の伸び率が予想を下回ったり、キャップレートが上昇したりするなどして、不動産価格の上昇率が期待通りにならなかった場合でも、借手のエクイティ資本がクッションとしての役割を果たすことでダウンサイド・リスクが抑制されることから、投資家が継続保有する上で有利に働く可能性があります。一方で、図表5が示すように、純収益（NOI）の伸び率が予想を下回ったり、キャップレートが上昇したりすると、不動産エクイティのリターンはマイナスの影響を受けます。このように、不動産デットは、コア型の不動産エクイティを補完するディフェンシブな資産であると考えています。

図表4：マルチファミリーおよびインダストリアルの価格上昇率

投資家に選好されている不動産タイプは、2021年に価格が大幅上昇



出所：NCREIF Property Index、2021年12月時点

上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

図表5：キャップレートの上昇がローンの借手のエクイティ資本に及ぼす影響

	LTV (5年後)	5年間の 不動産価格の 変化率	LTV (5年後)	5年間の 不動産価格の 変化率	LTV (5年後)	5年間の 不動産価格の 変化率
NOIの年平均成長率	3%	3%	5%	5%	7%	7%
キャップレート						
4.00%	65%	16%	59%	28%	53%	40%
4.25%	69%	9%	62%	20%	57%	32%
4.50%	73%	3%	66%	13%	60%	25%
4.75%	77%	-2%	70%	7%	64%	18%
5.00%	81%	-7%	73%	2%	67%	12%
5.25%	85%	-12%	77%	-3%	70%	7%
5.50%	89%	-16%	81%	-7%	74%	2%

注記：LTV（5年後）＝借入額 ÷ 5年後の不動産価格（例：LTVが80%の場合、エクイティ資本によるクッションは20%）

前提条件：当初キャップレート＝4%、当初LTV＝75%

出所：Principal Real Estate Investors、2022年3月時点

上記は作成時におけるものであり、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異なる場合があります。

投資家がエクスポージャーを追求している前述の不動産タイプを裏付けとしたローンの利回りは、エクイティ資本によるクッションの厚さと強固なファンダメンタルズを理由に、プライベート不動産デット市場の中でも相対的に低い水準となっています。しかし、これらのローンは、分散が効いた不動産デットポートフォリオを構成するパーツとして重要であり、さらにコア型不動産エクイティのパフォーマンスが不調となった場合にはヘッジとしても機能すると考えられます。

広範なポートフォリオ・レベルでの分散投資におけるメリット

プライベート不動産デットは、他のプライベート資産や一部のパブリック市場の資産と高い相関係数は観測されません。図表6を見ると、プライベート不動産デットは、プライベート不動産エクイティ、公募REIT、広範な株式市場（S&P500）に対して相関係数が低いことが分かります。

図表6：プライベート不動産デットは、プライベート不動産エクイティ、公募REIT、広範な株式市場に対して相関が低いと考えられる

相関係数	Gilberto-Levy ^{※1} (トータルリターン)	NFI-ODCE ^{※2} (トータルリターン、 グロス、米ドル)	NPI (トータルリターン)	FTSE NAREIT (全REIT、 トータルリターン)	S&P500	ブルームバーグ 米国総合 (トータルリターン)
Gilberto-Levy ^{※1} (トータルリターン)	1.0000	-0.0230	0.0265	0.3800	0.2114	0.8126
NFI-ODCE ^{※2} (トータルリターン、グロス、米ドル)	-0.0230	1.0000	0.9464	0.0957	0.0634	-0.1319
NPI (トータルリターン)	0.0265	0.9464	1.000	0.1074	0.0633	-0.1160
FTSE NAREIT (全REIT、トータルリターン)	0.3800	0.0957	0.1074	1.000	0.6370	0.2754
S&P500	0.2114	0.0634	0.0633	0.6370	1.000	0.1062
ブルームバーグ米国総合 (トータルリターン)	0.8126	-0.1319	-0.1160	0.2754	0.1062	1.000

※1 プライベート市場における商業不動産デットのパフォーマンスの測定を目的としたインデックス

※2 NCREIFが公表する指数の一つで、オープンエンド型のコア型の不動産エクイティファンド（日本における私募REITに相当）をユニバースとする不動産ファンドインデックス

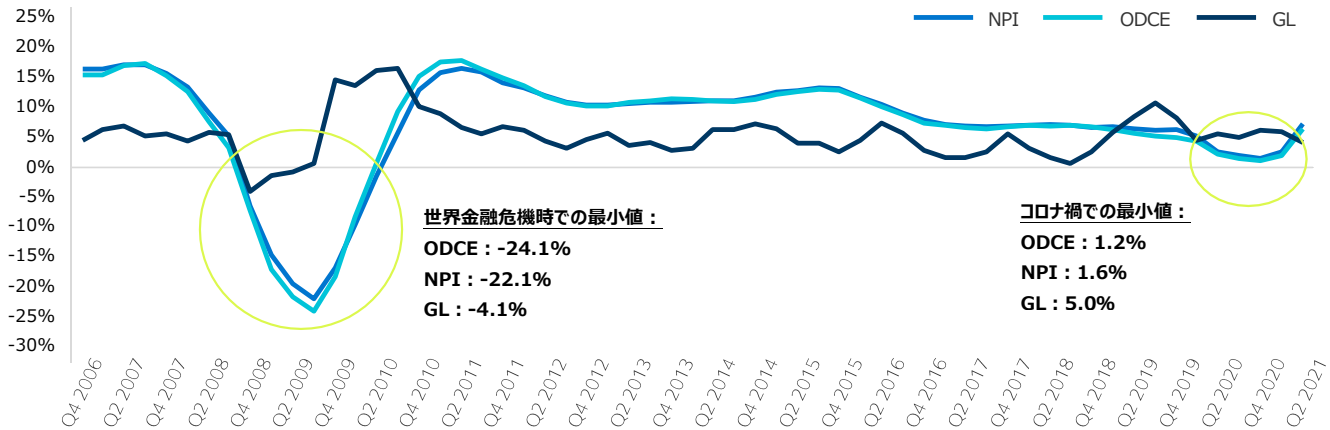
出所：NCREIF、FTSE/NAREIT、Gilberto-Levy、Bloomberg、Principal Real Estate Investors、2021年9月

上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

他資産との相関係数が低いことがポートフォリオの分散化に繋がり、市場が大きく混乱する局面でもポートフォリオのダウンサイド抑制に寄与すると考えられます。図表7は、Gilberto-Levy、NFI-ODCE、およびNPIの1年間のローリングリターンを示しています。世界金融危機時やコロナ禍において、プライベート不動産デットをポートフォリオへ組み入れていた場合、これがショックを吸収するクッションとして機能することで、不動産ポートフォリオ全体がより深刻な損失を被るのを防ぐのに役立ったであろうことが分かります。

図表7：プライベート不動産デットは、市場が大きく混乱する局面でもポートフォリオ資産の保全に寄与すると考えられる

ローリング1年リターン



出所：Giliberto-Levy, NCREIF, 2021年12月時点 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

投資家が直面し得る課題

プライベート不動産デット投資には上記のようなメリットがある一方で、投資家が直面し得る課題についても触れたいと思います。まず、何らかの世界的なイベントや金融市場の変化（短期金利の上昇など）の影響によって不動産の取引量が減少した場合、不動産の取得を目的とした資金調達の需要が減少し、それに伴って投資機会が減少する可能性があることです。ただし、このような資金調達の需要は足許で歴史的な高水準にあり、また市場全体についても、引き続き堅調となる見通しの借り換え需要に下支えされることが想定されます。他の主要なリスクとしては、長期金利が一定の水準まで上昇することでキャップレートも上昇した場合、それに伴い不動産価格が下落することです。10年物国債の利回りがどの程度の水準まで上昇すればこのような事態に陥るかは議論の余地がありますが、利回りが3%を超えると商業不動産に限らず様々な不動産価格の下落に繋がるとの意見もあります。また、重要な点として、新規投資時のアンダーライティングのプロセスはオリジネーション時の不動産価格に基づくことから、不動産価格の下落はLTVの上昇につながり、借り換え時の条件悪化の可能性があります。

リターンの源泉

プライベート不動産デット戦略を成功に導くために重要な要素は複数あります。一つ目に、仲介業者、銀行、スポンサーなどとの確立された多様な市場関係者とのリレーションシップを持つマネージャーは、相対的に低いクーポンや貸手にとって不利なストラクチャーのローンを引き受ける必要がありません。それどころか、このようなマネージャーは、特に融資の確実性や迅速性が重要な状況において、借手やシニアデットの貸手が投資案件を最初に持ち掛ける先となることが多々あり、時には唯一持ち掛ける先となることがあります。二つ目に、社内にサービシングとアセットマネジメントの部門を有している場合、監視・管理体制の拡充および投資案件における借手からの評価が向上することから、質の高い投資案件が繰り返し持ち掛けられることに繋がります。三つ目に、コア型の不動産デットや建設ローンなど様々なローンのタイプによる融資を提供できる貸手は、より幅広い投資機会を得ることが可能であるほか、しばしばソーシングにおいて同業他社に対し優位に立つことが可能です。四つ目に、プライベート不動産エクイティに強みを持つマネージャーは、意思決定に必要な情報を入手することがより容易であることが多く、それに伴い、市場ストレス時にはポートフォリオ資産をより高い確度で保全することが可能であると考えられます。また、社内にリサーチ部門、ESG担当部門、その他の専門家（鑑定評価、エンジニアリング調査、契約法務など）を擁することも、より良い投資判断に繋がると考えられます。上記の要素が、今日の競争が高まった市場環境においてプライベート不動産デット戦略を成功に導くために重要であり、市場ストレス時には特に評価される可能性が高いと考えています。そして、これらの要素を持ち合わせたプリンシパル・リアルエステート・インベスターズこそ、優れたリターンをお客様に提供できると自負しています。

当戦略の運用は、弊社の海外グループ会社であるプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが行っています。当資料中の意見、予測および運用方針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。また将来起こり得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変わる可能性があります。

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. Investments in private debt, including leveraged loans, middle market loans, and mezzanine debt, second liens, are subject to various risk factors, including credit risk, liquidity risk and interest rate risk.

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. Investing involves risk, including possible loss of principal.

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 issued 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 (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by 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). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") 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 PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized 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.
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised 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. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- 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.
- 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.

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. 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.

リスクについて

下記はプライベート不動産デット投資に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

【プライベートデット】

価格変動リスク：商業用不動産を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、担保不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や貸出債権の差し押さえ、場合によっては保有する他の資産の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：外貨であるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：不動産を担保とする貸出債権は流通市場がないため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。このため、組入貸出債権を売却する必要がある際には、相対で買い手を見つける必要があり、買い手が見つかった場合でも、その価格は売り手に不利な条件となることが想定されます。こうした場合、価格が下落する要因となります。また、市場サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、投資する不動産デットの元利金回収が遅延ないしは不能となる可能性があります。

倒産リスク：取引相手の支払不能や倒産等によって著しい損失を被る可能性があります。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

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。

運用報酬について

主な不動産関連戦略の報酬は以下のとおりです。

【不動産デット投資：プライベート】

ご提供方法や投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんので、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載することができません。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。

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。

無登録格付に関する説明事項 (Moody's)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリック後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項（S&P）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項（Fitch）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号： フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を無登録業者から入手する方法」

フィッチ・レーティングスのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

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

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

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：<http://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