

# 不動産セクターレポート

2022年 秋

## セクターの状況と見通し

		現状	見通し
 集合住宅	集合住宅セクターは、依然として最も人気の高い不動産タイプの一つです。高い入居需要と住宅セクター全体での供給不足により、集合住宅市場のファンダメンタルズは健全さを維持しています。成長の鈍化、インフレ率の上昇、先行きの不透明感などがパフォーマンスの重石となり、今後数カ月で課題に直面すると思われる。	●	↗
 ホテル	ホテルセクターは、パンデミックに起因する調整局面から脱しつつあります。稼働率は健全な水準にあり、チェーン規模にかかわらず需要は改善し、中規模市場と大規模市場の差は縮小しています。一方で、景気の雲行きが怪しくなってきたため、投資家はホテルセクターに慎重な姿勢を見せ始めています。	●	↘
 インダストリアル	インダストリアルセクターのパフォーマンスは、今年半ばまで好調を維持していました。稼働率はかつてないほど高く、ネット・アブソープション（純需要）はトレンドを大幅に上回っており、新築物件に対する需要は健全な状況が続いています。過去最高水準の新規開発と不透明な経済見通しが、当セクターの見通しの不透明感も高める可能性があります。	●	↗
 オフィス	引き続き、オフィス市場はパンデミック以降の逆風にさらされています。低水準の稼働率と弱い需要が空室率を押し上げ、投資家は軟調なファンダメンタルズを受けてオフィスセクターへの警戒を続けています。セクターを取り巻く経済環境は、過去12カ月間は理想的な状況にありましたが、セクターの状況には引き続きばらつきがあります。景気後退は、当セクターにとって痛手となる可能性があります。	●	↓
 リテール	小売業は2022年半ばまで回復が続きました。上半期の小売売上高は好調で、実店舗を持つ従来型小売企業の新規出店数は、2年連続で閉店数を上回って推移しました。このセクターでは、バリュー重視のショッピングセンターが好調で、古いリージョナル型モールは不人気という二極化が続いています。今後12～18カ月で景気後退に陥った場合、当セクターは消費の変化に対して脆弱です。	●	↘

マーク:

● 改善

● ニュートラル

● 悪化

↑ ポジティブ

↗ ややポジティブ

→ ニュートラル

↘ ややネガティブ

↓ ネガティブ

## セクターの状況と見通し（続き）

		現状	見通し
 <b>一戸建て 賃貸住宅</b>	<p>一戸建て賃貸住宅セクターは、引き続き米国における住宅不足の恩恵を受けています。市場のファンダメンタルズは引き続き健全ですが、値引きなしの価格設定と成長減速シナリオが展開するにつれて、セクターのパフォーマンスは低下する可能性があります。一戸建て分譲住宅市場を中心に住宅アフォーダビリティ（世帯或いは個人の住宅取得能力）の低下を背景に、このセクターは相対的には好調を維持するとみられます。</p>	●	↗
 <b>データセンター</b>	<p>データセンターの需要は引き続き健全ですが、他の不動産タイプと比べると、2022年のパフォーマンスはまちまちです。エネルギーコストの上昇が業績や建設計画に今にも影響を及ぼしそうな勢いです。当セクターは、NAVに対してプレミアムでの取引が続いています。</p>	●	↗
 <b>学生寮</b>	<p>学生寮セクターは、パンデミック関連の規制が緩和されたことの恩恵を受けています。調査会社アクシオメトリクスのデータによると、入居需要は高く、民間が運営する学生寮の空室率は1桁前半にとどまっています。2022-23年度の入居需要は今のところ予想を上回って堅調に推移しており、今年は好調なパフォーマンスが見込まれます。</p>	●	↗
 <b>ライフサイエンス</b>	<p>ライフサイエンスセクターでは、ベンチャーキャピタルが中小企業の参入をより厳しく選別するようになり、変化が生じています。需給は依然として逼迫しており、大手企業が引き続き、多くのスペースを確保しています。ここにきて、中小型の市場や新興の市場は逆風にさらされています。多くの中小企業が資金難に直面しており、セクターはアンダーパフォームしています。ライフサイエンスREITはNAVに対してディスカウントで取引されています。</p>	●	↗

マーク:

● 改善

● ニュートラル

● 悪化

↑ ポジティブ

↗ ややポジティブ

→ ニュートラル

↘ ややネガティブ

↓ ネガティブ

Source: Principal Real Estate Investors, September 2022

上記はセクターの解説であり、特定の戦略等の勧誘を目的としたものではありません。  
上記見通しはPrinREIが作成。

# 集合住宅

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
↑	→	↑	↑	↑	↑	→

マーク ↑ ポジティブ → ややポジティブ → ニュートラル ↓ ややネガティブ ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向けの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

集合住宅セクターは2022年半ばにかけて、すべての不動産タイプの中で最も高いパフォーマンスを維持しています。ほとんどの地域で旺盛な需要が空室率を押し下げ、沿岸部のゲートウェイ都市では回復の兆しが見られます。

## プライベートエクイティ

集合住宅セクターは、商業用不動産の中で依然として最も人気の高い不動産タイプの一つです。資本市場の活発な動きと市場ファンダメンタルズの改善という二つの追い風は最近になって動向が異なってきていますが、相対ベースでは、2022年下半期も他のセクターをアウトパフォームするとみられます。金利の上昇と景気の不透明感から、ディールフローは減速していますが、中間所得者層向け物件を中心に入居需要は高く、集合住宅の魅力度が相対的に高い状況は変わっていません。

郊外の物件が大きくアウトパフォームする一方で、人口密度の高い沿岸部の市場に立地する物件の賃貸需要も年間を通じて大幅に増加しており、賃貸件数と家賃は、すべてのセグメントで過去に例を見ないペースで伸びています。家賃改定率はほとんどの市場で極めて堅調に推移しており、当セクターへの投資がインフレに対するヘッジ効果があることを示しています。

米国内の空室率は2022年上半期を通じて5%未満を維持しており、賃貸マンションを見つけることは全国的に難しくなっています。第2四半期のネット・アブソープション(総需要)は新規供給戸数を下回っており、こうした潜在的な需要の不均衡は、特に新規供給の大半を占める高級物件を中心に注視する必要があります。新規引渡物件数は2021年に過去最高を記録し、建設状況を見ると、2022年にさらに増加する可能性を示唆しています。

このセクターは、上半期の取引件数をけん引していましたが、第3四半期に入り、借り入れコスト(基準金利とスプレッドの両方)の上昇を受けて取引量は急激に減少しています。資金流入が減速しているにもかかわらず、世帯形成の持続的増加、慢性的な住宅不足、住宅取得コストの大幅な上昇といった構造的要因に支えられ、当セクターを取り巻く市場環境は引き続き極めて良好です。

## プライベートデット

空室率の低さ、適度な新規供給量、一戸建て住宅の取得がますます困難になっていることによる根強い需要により、貸し手は集合住宅セクターを、インダストリアルと並んで魅力度が高い不動産タイプとみています。貸し手が当セクターを選好し、貸し手間の競争によるスプレッド水準の引き下げ、政府系金融機関(GSE)による貸付増加の結果、集合住宅に対する貸付金利は、他のどのセクターよりも低水準にあります。銀行や保険会社は一般的に、平均以上の品質の物件を担保にした5~10年の固定金利の集合住宅向けシニアローンを、総資産有利子負債比率(LTV)55~65%の場合、4%台後半の金利で提供しています。ファニーメイやフレディマックは一部の集合住宅に対し、LTV75%の場合、5%前後の金利でローンを提供しており、低所得者層向けの低価格物件の場合には、さらに低い金利が設定されることもあります。

### REIT

投資家が景気後退の可能性と、それが雇用動向に及ぼす影響を警戒していることから、集合住宅REITは年初来で他の不動産タイプからやや出遅れています。最近浮上している雇用の減速やレイオフに対する懸念は、こうした懸念の根拠となっています。とはいえ、沿岸部とサンベルト地帯のREITは、どちらも設定賃料と入居率が好調で、両者の差は2021年よりも縮小しています。

長期的に見てトレンドが減速している兆候も散見されますが、ほとんどのポートフォリオで時価総額が2桁増となる可能性があり、2023年も平均を上回る成長が見込まれるため、集合住宅オーナーにとって有利な環境が続いています。サンベルト地帯はこれまでの反動に加え、供給圧力が高まっていることから、沿岸部の市場が今後数四半期で再び成長率で優位に立つ可能性があります。集合住宅REITは年初来でアンダーパフォームしており、コンセンサス予想NAVに対して、REIT全体の平均ディスカウントを上回る約10%のディスカウントで取引されています。

### CMBS

2022年前半、他のセクター同様に集合住宅向けローンのオリジネーションは減少傾向にあります。主要な貸し手は引き続き政府系金融機関（GSE）ですが、JPモルガン・セキュリティーズによると、2022年上半期の合計発行額は前年同期比で25%減少しました。コンデュイット型CMBS発行額のうち集合住宅セクターが占める割合は、固定金利ローンでは2021年から横ばいの15%でしたが、変動金利のシングルアセット/シングルボロワー（SASB）型では2021年の17%から8.4%に低下しました。当セクターのパフォーマンスは、パンデミックの間中は比較的堅調に推移していましたが、キャップレートや負債利回りが低下傾向にあるため、足元のバリュエーションや審査基準について注視する必要があります。

# ホテル

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
→	→	↑	↑	↗	↓	→
マーク↑ ポジティブ	↗ ややポジティブ	→ ニュートラル	↘ ややネガティブ	↓ ネガティブ		

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

ホテルセクターでは、旅行やレジャーに対する繰延需要が客室稼働率や平均客室単価（ADR）を押し上げ、2022年に入って回復が加速しています。パフォーマンスはまちまちであり、今後12～18か月以内に景気後退の可能性があるといった不確実性が、セクター見通しの重石になると思われます。

## プライベートエクイティ

ホテルセクターの事業ファンダメンタルズは2021年初頭に底打ちし、2022年も回復基調が続いています。パンデミックの収束と関連規制の緩和に伴い、レジャー旅行に対する需要が回復し、業界全体の稼働率を力強く押し上げています。小規模市場と大規模なゲートウェイ都市の間では依然として二極化が見られますが、ビジネス利用の再開により、その差は縮小しています。

当セクターのファンダメンタルズは回復に向けて前進し始めましたが、旅行関連業界では、人手不足が引き続き悩みの種となっています。また、インフレ率と資本コストの上昇も、今後12か月の経済成長の鈍化と共に、いずれ深刻な影響を及ぼすと思われます。ホテルセクターは、リース期間（利用者の宿泊日数）が短く、裁量的支出であるため、経済活動の浮き沈みに大きく影響される傾向があります。

ホテルセクターへは再び資本が流入しており、2022年上半期の取引額（50億ドル以上の取引に限る）は、前年同期比で2倍以上となる482億ドルとなりました。過去12か月の売上高は好調でしたが、ボラティリティの上昇と資本市場の動向が投資家心理に重くのしかかり始めている兆候があります。取引量は、6月まで前月比で減少傾向にありました。

## プライベートデット

景気悪化への懸念から、ホテルへの融資は過去6か月間に大幅に減速しています。金利が上昇する中、多くの貸し手は更にスプレッドを25～75bp拡大させています。すべての主要な貸し手はホテルに融資を続けていますが、以前にも増して選別的になり、LTVの水準は全体的に引き下げられています。

デットファンドは依然として、ホテルに対する主要な貸し手であり、安定した物件の場合、シニアローンのLTVは最大65～70%、スプレッドはSOFRに対して400～600bpとなっています。生命保険会社は、LTV 60～65%、対SOFRスプレッドが500～800bpの高品質のホテルローンを追及しています。地方銀行は、このセクターに対して最も低い金利の融資を提供していますが、案件は小規模で、一般的に、既に取り関係のある借手を対象としています。中には対SOFRスプレッドが200bpというディールもあります。

## REIT

レジャー旅行が引き続き好調であることに加え、出張利用の回復や都市部のホテル需要の持ち直しにより、ホテルREITは2022年を通して他の不動産セクターをアウトパフォームしています。夏の間、高級ホテルではコロナ禍前の水準を大幅に上回る宿泊料金が設定され、予想を上回る業績となりました。出張利用の回復は加速しており、平日の稼働率は週末のトレンドを数ポイント下回る程度となっています。出張利用の増加によって都市部のホテルの業績は郊外のホテルに追い付きつつありますが、ビジネス利用が以前の売上水準まで回復するかどうかは、今後数か月が勝負どころでしょう。

各社の決算発表を見ると、高い価格決定力と人手不足にもかかわらず営業費用が減少したことで利益率が上昇し、ホテルREITは予想を上回る業績となりました。レジャー需要はコロナ禍前の水準を上回り、出張需要はコロナ禍前を5～15%下回る水準まで回復しています。しかし、回復への期待が一段と高まっていますが、ホテルREITはコンセンサス予想NAVに対して20%のディスカウントで取引されています。これは、他のREITセクターを上回るディスカウント幅です。年初来ではアウトパフォームしているものの、ホテルREITのバリュエーションは、景気後退に陥った場合にレジャー旅行や出張利用に与える影響が不透明であることを反映しています。

### CMBS

パンデミックの期間中、ホテルセクターはCMBSの中で最も大きな打撃を受け、当初は延滞率が急上昇しましたが、ローンのパフォーマンスは2022年上半期を通じて回復しました。コンデュイット型ホテルローンの30日以上の延滞率は一貫して低下しており、現在は8%と、ピークとなった2020年7月の25%や2022年初めの13%から大きく改善しています。サービサー（債権回収会社）はパンデミックの期間中に借り手と協議して一時的な返済猶予で合意し、キャッシュフローが不足する期間を乗り越えました。コアプラス水準のリターンを求める新たなエクイティ投資資金の流入により、質の高い物件を担保にしたローンの見通しはさらに改善しています。

レジャー旅行の回復は観光地やリゾート地の市場回復を大きく後押ししており、ビジネス出張も回復してきました。調査会社スミス・トラベル・リサーチのレポートによると、2022年7月22日までの28日間のRevPAR（販売可能な客室1室当たりの売上）は、中規模ホテルやビジネスホテルでコロナ禍前の2019年同期と比較して10%増加しました。ホテル業界の中で回復が大幅に遅れていた大規模ホテルや高級ホテルでも、出張やコンベンションへの参加が復活したことにより、RevPARはそれぞれ3%と7%の増加となりました。

コロナ禍後に発行されたCMBSには、借り手がキャッシュフローの落ち込みを受けて長期融資を受けることに消極的になっていることから、ホテルセクターはほとんど含まれていません。しかし、新規発行プールにはホテル向けローンも戻り始めており、固定金利ローンでの割合は2019年の3%に対して5%、変動金利ローンでは2021年の17%に対して24%となっています。投資家にとって最大の懸念は、景気後退が近づく中で、ホテルローンの引受けがピーク時のRevPARに基づいて行われる可能性があることです。

# インダストリアル

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
↑	↘	↑	↑	↑	→	→

マーク: ↑ ポジティブ    ↘ ややポジティブ    → ニュートラル    ↘ ややネガティブ    ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向けの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

インダストリアルセクターのパフォーマンスは、今年半ばまで好調を維持していました。稼働率はかつてないほど高く、ネット・アップション（純需要）はトレンドを大幅に上回っており、新築物件に対する需要は健全な状況が続いています。過去最高水準の新規開発と不透明な経済見通しが、当セクターの見通しの不透明感を高めている可能性があります。

## プライベートエクイティ

インダストリアルも人気の高いセクターですが、資本コストの上昇や不確実性の高まりといった圧力を受け、資本市場と不動産市場を取り巻くファンダメンタルズは二極化し始めています。インフレ率と金利が2022年上半期を通じて上昇し続けたにもかかわらず、米国では本セクターのリース需要に減速の気配はなく、コロナ禍前の水準を大幅に上回って過去最高水準を維持しています。

インダストリアルセクターのファンダメンタルズは依然として堅調で、賃料の伸びは第2四半期に加速しており、景気減速の兆候は影響していないようです。リース可能な物流施設の面積と特性は、2022年の今後と2023年にかけて重要なカギを握ると見られます。現在利用可能な物流施設の70%は築20年以上、50%超は天井高が28フィート（約8.5メートル）未満であり、近代的なフルフィルメント施設を求めるテナントにとっては選択肢が限られており、オーナーが価格決定力を持つ状況は今後も続くとみられます。

テナント側に目を向けると、アマゾンが規模の適正化を図って拡張を抑制している中、サードパーティ・ロジスティクス企業、小売企業、製造業といった多様なテナントがリース市場を支えています。現在、インダストリアル市場は極めて好調ですが、マクロ経済環境が悪化し、物流市場が個人消費に依存していることから、景気サイクルの進展に伴って注視が必要です。

資本市場の観点からは、取引量は鈍化しており、既に市場に出ていた案件や契約手続き中の物件価格が、第3四半期に入って見直されているとの報告もあります。価格発見プロセスが始まりつつあり、最近の成約案件は、バリュエーションに緩やかな上方圧力がかかっていることを示唆しています。

## プライベートデット

インダストリアルセクターは集合住宅と並び、貸し手が選好しているセクターです。本セクターへの貸し手のエクスポージャーは相対的に低く、ホテル、オフィス、リテールといった他の不動産タイプに懸念要素がある一方で、本セクターのファンダメンタルズが依然として健全であることから、貸し手は、機能的で中核的なインダストリアル物件を担保とした融資への関心を強めています。貸し手は現在、LTV 60%前後で10年固定金利のインダストリアルには、金利4%台後半でローンを提供しています。

## REIT

インダストリアルREITは、過剰供給に加え、アマゾンをはじめとするEコマース需要の減退といった懸念が株価の重石となり、年初来で市場全体をアンダーパフォームしています。こうしたネガティブな市場心理がありますが、インダストリアルREITの最近の業績を見ると、賃料は引き続き堅調に伸びており、リース契約は順調に改定・締結され、キャッシュリース・スプレッド（リース料改定率）は加速しています。

2023年も供給量の大幅な増加が見込まれる一方、個人消費、経済活動、サプライチェーンをめぐる長引く課題などに支えられた堅調な需要により、沿岸部の市場を中心にネット・アブソープション（純需要）は高水準が続くと見られます。インダストリアルREITでは、魅力的なリターンをもたらす活発な開発パイプラインが維持されていますが、金利の上昇や、キャップレートやバリュエーションをめぐる不透明感から、買収意欲は一部で弱まっています。インダストリアルREITは、2021年はコンセンサス予想NAVに対して20%超のプレミアムで取引されていましたが、年初来のアンダーパフォーマンスに伴い、現時点でプレミアムはほぼ解消されています。

## CMBS

インダストリアル向けローンは現在、CMBSのセクターの中で延滞率が最も低く、2021年に物件価値が40%超も上昇したこともあり、引き続き選好されています。SASB型CMBS市場は、超大型ポートフォリオの資金調達において効率的な資金供給源ですが、発行量は減速しており、発行全体のうちインダストリアルセクターが占める割合は、2021年の25%に対し、2022年上半期は20%でした。また、コロナ禍後のコンデュイット型発行額のうちインダストリアルセクターが占める割合は8%であり、2021年の12%から低下しています。CMBS発行の中でインダストリアルセクターに配分することは、一般的にポジティブと考えられていますが、立地が悪い、レイアウトの機能性が低い、テナントが投資適格でない、Eコマース関連のクレジットに集中しているといった場合は、適切に考慮し、モニターする必要があります。

セクターに対する格付け 新規供給 需要 賃料成長率 資産価値 REIT価格 (NAV対比) 債務返済能力

↓ → ↘ ↓ ↘ ↓ ↓

マーク↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向けの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

オフィスセクターの回復は、2022年半ばにかけて失速したようです。空室率は上昇し、低い稼働率、労働力不足、オフィスワークの将来を取り巻く不確実性が続く中、一時は改善していた稼働率は再び低下してしまいました。

## プライベートエクイティ

オフィスセクターをめぐるのは、引き続き不確実性が主要なテーマであり、企業は従業員の勤務体系に関する議論や必要スペースについての検討を続けています。その結果、需要の回復が遅れ、第2四半期の稼働率は全体では一歩後退しました。全米のオフィス空室率は16.9%と、約30年ぶりの高水準となっています。賃貸状況はほとんどの主要市場で依然として低調で、オフィスセキュリティ会社キャッスル・システムズによると、米国内の主要10都市のオフィス稼働率は、8月末時点でわずか43%にとどまりました。

さらに問題と思われるのは、オフィス市場は労働市場が好調だと需要が高まるのが一般的であるにもかかわらず、労働力不足や長期的な入居計画をめぐる不確実性が、ネット・アブソプション（純需要）の好転を妨げている点です。理想的とは言えない経済状況の下で、高いインフレ率、金利動向、景気後退リスクもセクター見通しの重石となっています。

特にハイテクやライフサイエンスの企業が集中している市場では、上級のオフィス資産がアウトパフォームしており、「質への逃避」の傾向は引き続き明らかです。テナント企業が優秀な人材を確保するためにオフィスの質を重視していることから、このトレンドは今後も続く可能性があります。資本市場の観点からは、投資家は慎重姿勢を崩していません。年央までの取引件数は前年同期比ベースで増加していますが、投資先の選別は一段と厳しくなっており、最高品質のオフィス資産のみに集中し、それ以外を避ける傾向は鮮明になっています。

## プライベートデット

市場全体の空室率は10%台後半にあり、オフィスの稼働率は全国的に依然として低いため、大半の貸し手は新規のオフィス物件への融資を総じて避けています。それでも、入居率が高く、残存加重平均リース期間（WALT）が長く残っていて、足元の稼働率が健全で、賃料回収実績が優秀で、最近のデザイン志向に合っている、非常に質の高いオフィスビルであれば、興味を示す貸し手が見つかるかもしれません。

興味を示す貸し手が見つかったとしても、オフィス向けシニアローンの金利は、レバレッジが同等の集合住宅やインダストリアル向けローンの金利を30bp超上回るのが一般的です。

オフィス向けローンの貸し手は、低いLTVを嗜好することに加え、集合住宅やインダストリアルといった好まれる不動産セクターに比べ、不稼働期間やテナント入れ替え費用に備えた預託金を多めに要求したり、短い償却スケジュールを求めたりする可能性があります。

## REIT

オフィスREITは、大幅に割安なバリュエーションやオフィス回帰が順調に進むとの期待感から、特にゲートウェイ都市を中心に好調な2022年のスタートを切りました。しかし、景気後退懸念の高まりや、新規雇用の凍結やレイオフといったニュースにより、楽観的な見方が後退し、オフィスREITは他のセクターに対して大幅にアンダーパフォームしました。

オフィス回帰は期待外れに終わり、オフィスの稼働率は全体的に低調ですが、サンベルト市場の一部では比較的高い水準にあります。賃貸件数は2019年の水準を大幅に下回り、複数のREITが最近の決算発表で、賃貸済みの床面積の縮小（マイナスのアブソープション）や賃貸稼働率の低下を発表しています。「質への逃避」が引き続き重要なトレンドであり、テナントは新規物件への移転や、設備が充実していて効率性の高いオフィスビルへの統合を進めています。取引市場は、金利の上昇を受けて全体的に停滞しています。アンダーパフォームしたことに伴い、オフィスREITのNAVに対するディスカウント幅は平均すると35%程度まで拡大しており、上場REITの中で最も割安なセクターとなっています。

### CMBS

オフィスは過去5年間に、コンデュイット型CMBSにおいて最もエクスポージャーの大きい不動産タイプとなっています。このトレンドは、2020年には新型コロナウイルスの影響でリテールおよびホテル向け融資が減少したこと、2022年にはリテールおよびホテル向け融資が元の水準に戻った一方で、インダストリアルセクターのエクスポージャーが30%超低下したことで強まっています。2021年にオフィスのエクスポージャーが拡大した背景には、転貸可能なオフィス面積が一部の市場で記録的な水準となり、オフィス利用のテナントが賃貸期限の終了時や期限切れを前に賃貸契約を行っているというニュースが増加したことがあります。オフィスの利用動向をめぐる不確実性から、投資家は当セクターに対して冷ややかな見方をしており、今後のCMBS案件ではオフィスのエクスポージャーは縮小すると見られます。

オフィスのエクスポージャーの引き下げは変動金利型SASB市場で既に起こっており、オフィス案件の発行割合は、2021年の18%から2022年は1%に低下しています。「質への逃避」のテーマはオフィス市場全体に広がっており、賃貸契約締結の大半が築浅の物件に集中しています。オフィスに回帰しているオフィスワーカーは平均で40%未満であるという事実は、オフィスセクターへの圧力となる可能性があります。オフィスセクターの延滞率は低水準にとどまっていますが、当セクターの取引と融資の減速が予想されることから、今後12~24カ月でオフィス向けローン市場にストレスがかかるとみられます。

# リテール

セクターに対する格付け   新規供給   需要   賃料成長率   資産価値   REIT価格 (NAV対比)   債務返済能力

→   ↑   →   →   ↗   ↓   ↓

マーク ↑ ポジティブ   ↗ ややポジティブ   → ニュートラル   ↓ ややネガティブ   ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

リテールセクターは、パンデミック後に足場を固めたと言えるかもしれませんが、消費は引き続き健全で、実店舗の売上高はオンライン売上高を上回るペースで伸びています。モールは苦戦が続いていますが、バリュー重視のテナントを持つ小規模業態がセクターの回復を牽引しています。

## プライベートエクイティ

リテールセクターは2022年に入って人気が上昇し、投資家から関心が高まっており、7月までの取引量は2021年通年の2倍以上となっています。投資家の需要は生活必需品や非裁量支出の小売店に集中しており、立地が良く、食料雑貨を主体とするショッピングセンターが好まれています。また、セクターのバリュエーション指標は集合住宅セクターやインダストリアルセクターと比べて格段に魅力的であり、負債コストの上昇による悪影響やキャップレートに対する上昇圧力の軽減に寄与しています。

食料雑貨を主体とするリテールスペース市場は相対的に好調であり、テナントから需要が旺盛であることと質の高いリテールスペースの供給が限られていることから、クラス Aの地域密着型ショッピングセンターやコミュニティセンターでは空室率がタイトになっています。スペースに対する需要は再び高まっていますが、リテールスペースの開発の動きは引き続き極めて限定的です。

来客数の改善が店舗売上高の伸びを牽引しており、店舗売上高はEコマース売上高を上回るペースで伸びています。実店舗の活動の回復は新規出店状況にも表れており、正味出店数は2022年上半期にプラス（出店数が閉店数を上回る）となりました。これは、マイナスの正味出店数が常態化していた2015～2020年のトレンドが逆転したことを意味します。

個人消費は回復が続いているものの、そのペースは2021年より鈍化しています。財政刺激策の終了、インフレによるコスト増、消費者心理の低下などが、裁量支出を圧迫し始めています。不透明な経済見通しは、リテールセクターの回復に水を差し、今後12～18カ月間に資本市場のトレンドは悪化すると思われる。

## プライベートデット

リテール物件への投資を完全に避ける貸し手がいる一方で、テナントが充実している地域密着型のショッピングセンターやコミュニティセンターに再び関心を示す貸し手もいます。大手食料雑貨スーパー、信用力のあるディスカウントストア、信用力があって賃貸期間がまだ残っているホームセンターなどは、融資をしてくれる貸し手が見つかるかもしれません。しかし、たとえ最高品質のリテール物件であっても、ローン金利は、レバレッジが同程度の集合住宅やインダストリアル向けローンより10～25bpほど高い水準にあります。

繁華街にある小売店、パワーセンター、ライフスタイルセンターは、レバレッジ水準を引き下げても資金を調達するのが困難であり、預託金や償却といった融資構造を厳しく設定されるケースが多くなっています。リージョナル型モールは、トップレベルの運営企業が運営する最高クラスの物件でない限り、依然として借り入れができない状況です。貸し手は、テナントの信用力、テナントの売上実績、残存加重平均リース期間（WALT）、スポンサーの質を引き続き非常に重視しており、提供される融資条件には大きなばらつきがあります。

## REIT

リテールREITの中では、屋外型ショッピングセンターが年初来でアウトパフォーム、モールがアンダーパフォームとなっています。こうしたパフォーマンスの違いは、食料雑貨店を中核とした屋外型ショッピングセンターに対する投資意欲の高さによるもので、活発な取引市場のおかげで、屋外型ショッピングセンターのキャップレートは比較的安定しています。一方で、モールは、裁量支出の減少、価格決定力の低下、活気のないプライベート市場などへの懸念から苦戦しています。

稼働率の上昇はポジティブサプライズであり、既存テナントの高い再契約率と新たな賃貸需要を受けて、リテールREITの多くが収益見通しを上方修正しています。店舗の閉鎖や倒産の発表が引き続き少ないことも、ファンダメンタルズの追い風となっています。リース契約の動きは、年内は活況が続く見通しです。しかし、景気後退の可能性が高まっていることから、今後は店舗の閉鎖や、場合によっては倒産が発表される可能性が高く、好調なファンダメンタルズが急速に悪化する恐れがあります。現在、ショッピングセンターREITは予想NAVに対して10%のディスカウント、モールREITは20%のディスカウントで取引されており、いずれも平均を上回るディスカウント幅となっています。

## CMBS

消費者の良好な懐事情とEコマース売上をしのぐ実店舗売上の伸びに後押しされ、実店舗小売企業はCMBS市場の予想を上回る力強い回復を見せています。しかし、2022年と2023年に満期を迎えるローンのうち、リテールセクターは59%と41%を占めていることもあり、投資家は2023年に景気が後退する可能性と、それに伴って予想される個人消費への影響に神経を尖らせ始めています。コンデュイット型リテールCMBSの延滞率は、改善しているとはいえ依然として6%という高水準にあり、キャッシュフローや資本市場の課題に直面しているローンは解決に時間がかかっています。CMBSのサービサーはローンの満期が近づいているモール運営企業と協力し、債務不履行や差し押さえを回避するため、多くの場合はエクイティ資金の追加投入を条件に業績が好調な物件に対する3~5年のローン延長を提供しています。2018年以前から、コンデュイット型CMBS発行額のうちリテールセクターが占める割合が低下する長期的なトレンドは固定金利のコンデュイット発行では変わっていませんが、それでもリテールセクターの割合は2020年の14%から2021年は19%に上昇し、2022年も年初来で18%となっています。変動金利のSASB型におけるリテールセクターの発行割合は、2021年の3%から2022年は12%と、足許では大幅に回復しています。注目すべき点として、リテールセクター内のサブタイプの割合は全体的なファンダメンタルズのトレンドを反映しており、安定したショッピングセンターや多様なシングルテナント物件のプールを担保とするローンの割合が高くなっています。

# 👤 一戸建て賃貸住宅

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
↗	→	↑	↑	↑	↘	→

マーク↑ ポジティブ   ↗ ややポジティブ   → ニュートラル   ↘ ややネガティブ   ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## セクター概況

一戸建て賃貸住宅セクターは依然として小規模ですが、他の住宅用不動産セクターと共に成長しています。賃貸マンションと分譲一戸建ての両方で供給が深刻に不足していることに加え、住宅取得コストの上昇が、一戸建て賃貸住宅の需要を押し上げています。

## プライベートエクイティ

市場のファンダメンタルズは住宅分野全般で健全な状態が続いており、一戸建て賃貸住宅も例外ではありません。独立した一戸建て賃貸住宅や区画割りした土地に賃貸目的で複数戸が建てられた一戸建て住宅（BFR）の入居需要は引き続き好調で、主要市場における堅調な世帯形成、限られた供給、住宅取得コストの上昇（特に金利上昇による）が、ファンダメンタルズを支えています。

資本市場はこれまで、一戸建て賃貸住宅セクターに対する機関投資家の関心の高まりに支えられてきました。ところが、金利上昇による資本コストの上昇を受けて、一戸建て賃貸住宅セクターのキャップレートにも上昇圧力がかかり始めています。

一戸建て分譲住宅の供給が増加する一方で、住宅購入者は購入を控え始めていることから、分譲住宅の価格は軟調に推移しています。住宅価格の上昇率は鈍化し、市場によっては小幅に値下がりするところもあるとみられます。このことにより機関投資家による投資市場の規模が拡大し、結果的に、より魅力的な価格での賃貸物件の供給につながる可能性があります。

## プライベートデット

一戸建て賃貸住宅セクターにおけるプライベートデット市場では、BFR物件への融資に関心を寄せる貸し手がいる一方で、それ以外の一戸建て賃貸住宅に対してはプライベートデットによる融資はほとんどなく、二極化した状態が続いています。

ファニーメイやフレディマックといった政府系金融機関は、BFRセグメントに対してLTV 70～75%の場合、金利4%台後半～5%台前半でローンの提供を始めています。一部の保険会社も、より保守的な条件でBFR物件に融資を行っています。民間の金融機関は一般的に、BFR以外の一戸建て賃貸住宅への融資を敬遠しています。

## REIT

一戸建て賃貸住宅セクターの年初来パフォーマンスは、REIT市場全体と同程度で推移しています。堅調な賃料の伸びと低い解約率が収入を押し上げ、ポートフォリオリターンは10%台半ばで見通しは良好です。低水準の供給と良好な人口動態が引き続き追い風となり、ファンダメンタルズを支えています。2022年に入って住宅ローン金利が大幅に上昇したことも、賃貸物件に有利に働いています。しかし、住宅ローン金利の上昇が住宅価格に及ぼす影響が不透明なことから、REIT各社が物件の取得にやや慎重になっていること、また投資家がこのセグメントに対する規制リスクを引き続き注視していることから、上記の好材料は若干相殺されています。一戸建て賃貸住宅REITは、予想NAVに対して平均約10%のディスカウントで取引されており、他のREITよりも割安となっています。

# 🗄 データセンター

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
↑	→	↑	↑	↑	↗	↘

マーク↑ ポジティブ   ↗ ややポジティブ   → ニュートラル   ↘ ややネガティブ   ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

## プライベートエクイティ

サプライチェーン問題による建設スケジュールや重要な設備の納入の遅れと、電力供給能力の一層の逼迫という二つの課題を考慮すると、既存のデータセンターのテナント需要は2022年を通じて上向いています。

テナント需要は、クラウドサービスのプロバイダーやソーシャルメディア企業といったハイパースケールテナントと、金融サービス企業やエンターテインメント/ゲームセクターといった従来の企業ユーザーの両方で好調を維持しています。特にハイパースケールテナントでは、大規模化に伴って既存スペースの選択肢が限られているため、ニーズに応じて建設するビルド・トゥ・スーツ（BTS）契約や自社開発を余儀なくされています。

最も重要な変化は、数年前から続いていた賃料の低下が上昇に転じたことです。記録的な低水準にある空室率と旺盛なテナント需要により物件オーナーが価格決定力を持つようになり、賃料と契約金は上昇しています。

## プライベートデット

最近、保険会社や銀行といった貸し手がデータセンターへの融資を検討するケースが見られ、優良なリテール物件と同程度の金利が提示されています。しかし、データセンター向け融資の期間と償却スケジュールは、アンカーテナントのリース期間終了後に大きな元本一括返済が到来することを抑えるために、他の主な不動産タイプより短く設定されることがあります。従来、データセンターの資金調達は社債発行やCMBS（またはABS）によるものでしたが、これらの調達方法はボラティリティが高いため、今ではほとんど行われていません。大手金融機関もデータセンター事業者に対し、企業レベルまたは物件レベルでの融資を通じて莫大な額の貸付を行ってきました。両者が手を引いたことで、これまでより高い期待リターンでデータセンターセクターへのエクスポージャーを増やす投資機会が、プライベートデットの貸し手にはあります。

## REIT

データセンターREITのリターンは、年初来で他のほとんどの不動産タイプにアンダーパフォームしています。ファンダメンタルズ面では、物件に対する需要は堅調で、REITの経営陣は健全な販売状況、過去最高水準またはそれに近い新規受注、リース契約の更新や新規/拡張契約における良好な価格動向について言及しています。さらに、M&Aの動きも引き続き活発です。5月には、未公開企業がデータセンター事業者のスイッチを、EBITDAの30倍超で買収することで正式に合意しました。

ネガティブな材料としては、データセンター事業者は電力コストの上昇、サプライチェーンの混乱、労働力不足といった問題に直面しており、今後数四半期にわたって事業運営や建設計画に悪影響が及ぶ恐れがあります。データセンター関連銘柄はREIT全体に対してアンダーパフォームしていますが、データセンターREITはNAVに対して、REIT全体の平均を上回るプレミアムで取引されています。

## 学生寮

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
→	↘	↑	↗	↗	NA	→

マーク↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

学生寮セクターは、昨年実施されたパンデミック関連の規制が緩和されたことの恩恵を受けています。調査会社アクシオメトリクスによると、入居需要は引き続き高く、民間が運営する学生寮の空室率は1桁台前半にとどまっています。2022-23年度の入居需要は今のところ予想を上回って堅調に推移しており、今年は好調なパフォーマンスが見込まれます。

学生寮セクターをめぐる資本市場の状況は集合住宅セクターとほぼ同じで、2022年は投資家からの関心が高く、キャップレートの上昇圧力は控えめです。6月末までの取引総額は64億ドルに上り、前年同期比115%増となりました。2022年下半年から2023年初めにかけては、インフレ率の上昇や借入コストの上昇といった住宅セクターと同様の逆風が、学生寮セクターにも吹くと予想されます。

## □ ライフサイエンス

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比)	債務返済能力
↗	↘	↗	↑	↑	↘	→

マーク↑ ポジティブ   ↗ ややポジティブ   → ニュートラル   ↘ ややネガティブ   ↓ ネガティブ

※赤もしくは下向きの黄色の矢印はNAVに対してディスカウントで取引されていることを意味し、緑もしくは上向きの黄色の矢印はプレミアムで取引されていることを意味します。

### プライベートエクイティ

ライフサイエンスセクターは人口動態が下支えとなり、特に従来型のオフィスよりも投資家が選好しています。市場のファンダメンタルズは極めて堅調を維持していますが、テナント需要が弱まる初期兆候が見え始めており、背景にはベンチャーキャピタルからの資金調達急速に減少していることがあると思われま。テナント側でも、資金力のある大手企業が物件を探している一方で、中小の上場バイオ企業やシード資金により大きく依存している企業は様子見をしているなど、二極化が進んでいます。新規供給の大規模なパイプラインが進行中であることを考えると、足元の傾向は不動産市場の軟化につながる可能性があります。

また、投機的な新築物件に対する融資もやや後退しており、これまで銀行が提供してきたよりも高い資本コストで建設ローンを提供するデットファンドが参入し始めています。

一流の研究力を有する大学を通じて優秀な人材にアクセスできる市場が、引き続き最も魅力的だとみられます。結果として、ポストノース・ケンブリッジやベイエリアといった中核市場のファンダメンタルズが最も底堅いと思われま。ローリー、首都ワシントン、ボルチモア、サンディエゴなどの準中核市場も良好なパフォーマンスが予想されますが、新興市場ではテナント需要やファンダメンタルズが軟化する可能性があります。

### プライベートデット

魅力的な市場のライフサイエンス物件に対する貸し手の投資意欲は、過去1年間に高まっています。従来の中核的なシニアレンダーの多くは、ライフサイエンス物件、特に研究機関が集中するプライム市場に立地する物件への融資に積極的であり、品質が同程度のオフィス物件よりも低い金利が提供されています（ただし、集合住宅やインダストリアルよりは高い金利が設定されています）。

### REIT

ライフサイエンスに特化したREITは、年初来でREIT市場全体に対してアンダーパフォームしています。投資家は、バイオテクノロジー企業のIPOや増資が減少し、中小のバイオ株が売られるなど、上場市場へのアクセスが以前ほど活況ではないことから、リース契約締結の鈍化を懸念しています。ベンチャーキャピタルからの資金調達も、非常に好調だった2021年に比べ、今年は減少しています。供給面では、建設中または計画中の新規物件は前年同期比で増加しており、多くの主要市場で高水準にあります。全体として、足元の動向は、主要市場やサブ市場における低い空室率や賃料の伸びに影を落としています。株価のアンダーパフォームを受け、ライフサイエンスREITはNAVに対して5～15%のディスカウントで取引されており、REIT全体の平均を下回るバリュエーションとなっています。

当資料記載の各戦略の運用は、弊社の海外関係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・エルエルシーが行っています。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 is no guarantee of future results. Potential investors should be aware of the many risks inherent to owning and investing in real estate, including: adverse general and local economic conditions that can depress the value of the real estate, capital market pricing volatility, declining rental and occupancy rates, value fluctuations, lack of liquidity or illiquidity, leverage, development and lease-up risk, tenant credit issues, circumstances that can interfere with cash flows from particular commercial properties such as extended vacancies, increases in property taxes and operating expenses and casualty or condemnation losses to the real estate, and changes in zoning laws and other governmental rules, physical and environmental conditions, local, state or national regulatory requirements, and increasing property expenses, all of which 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. Direct investments in real estate are highly illiquid and subject to industry or economic cycles resulting in downturns in demand. Accordingly, there can be no assurance that investments in real estate will be able to be sold in a timely manner and/or on favorable terms.

## 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.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and 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 intended for use 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").
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- This document is issued in 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 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 (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.
- 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®, 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.

MM11889-03 | 2428068-122023

## 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可能性があります。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可能性があります。

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。

### 【プライベートエクイティ】

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、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、保有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、負債の元金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件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：外貨建てであるため、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：現物不動産は、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業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、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

不動産開発に関わるリスク：不動産の新規開発案件に投資する場合は、建設が計画通りに進まないことや、景気動向や不動産市場における需要の悪化等により、プロジェクトの採算性が低下し、経済的損失が発生す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。

## 【パブリックデット】

商業用不動産を担保としたローンを裏付け資産としているため、一般的な債券運用のリスクに加えて、商業用不動産ローンを直接保有した場合と同様のリスクがあります。CMBS のキャッシュフローや価値は、担保としている商業用不動産を源泉としているため、不動産市況に左右されます。また、ローンの借り手がデフォルトしたり、不動産の担保価値が下落する可能性や流動性が低くなる恐れ等があり、ローンひいては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

## 【プライベートデット】

価格変動リスク：実質的に商業用不動産またはその持分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：外貨建てであるため、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。また、担保不動産の価値毀損等により、担保権を行使した場合においても、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。

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。

## 投資形態(リミテッド・パートナーシップ)に係る特有のリスク：

### オープンエンド型

換金リスク：換金はリミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）契約を解約することで行うため、当該契約上の制限（解約の事前通知の所要期間等）を受けます。また、解約金はLPSの流動資産（現金および短期金融資産）から払い出されます。そのため、LPSが同時期に受付けた各リミテッド・パートナーからの解約請求の総額（未払解約金があれば、その額を含む）に当流動資産が満たない場合、解約ができない、または複数回の分割解約となる可能性があります。

強制売却リスク：LPSの運用者であるジェネラル・パートナー（GP）が解約請求に応じるために保有資産の強制的な売却や負債の追加調達等を行うことで、純資産価格が悪影響を受けることがあります。なお、LPSの解約金額は各解約時点における純資産価格により決定されるため、実際に解約されるまでの期間、純資産価格変動の影響を受けます。

譲渡制限に係るリスク：通常、LPSのGPの書面による事前承認がない場合、ファンドの持ち分譲渡はできません。

投資の順番待ちのリスク：投資申込みを行った投資家の順番待ちがある場合などにおいて、投資申込みを行って直ちに又は速やかに投資が開始できるものではありません。

### クローズドエンド型

換金リスク：ファンド運用期間中の途中売却はできません。従って、投資一任契約の途中解約もできません。

投資一任契約の締結をもって速やかに投資が開始できるものではありません。

**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。

### リミテッド・パートナーシップ組入れスキームを採用の場合（不動産：プライベートエクイティ：PE、プライベートデット：PD）

以下の戦略については、投資一任契約資産から外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）を通じてご提供することを想定しています。投資一任契約に係る報酬として、年率最大0.11%（税込）の投資顧問報酬を信託財産の中から徴収します。但し、年間運用報酬が、1,100,000 円に満たない場合は 1,100,000 円を標準とします（いずれも税込）。

また、投資するファンドの中で、以下の費用（年率）が控除されます。詳しくは弊社までご照会ください。

費用	プリンシパル 米国不動産コア戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 米国不動産コアプラス戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 米国不動産デット戦略 (オープンエンド型PD)
管理報酬	<p>出資額に応じ、以下の料率※を適用。</p> <p>※出資時価 (NAV) に対する料率。</p> <p>1,000万米ドル未満：1.10% 1,000万米ドル以上2,500万米ドル未満：1.00% 2,500万米ドル以上1億米ドル未満：0.95% 1億米ドル以上2.5億米ドル未満：0.80% 2.5億米ドル以上7.5億米ドル未満：0.75% 7.5億米ドル以上：0.73%</p>	<p>出資額に応じ、以下の料率※を適用。</p> <p>※出資時価 (NAV) に対する料率。</p> <p>100万米ドル未満：1.50% 100万米ドル以上500万米ドル未満：1.40% 500万米ドル以上1,000万米ドル未満：1.30% 1,000万米ドル以上5,000万米ドル未満：1.20% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.10% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：1.00% 1.5億米ドル以上3億米ドル未満：0.85% 3億米ドル以上：0.80%</p>	<p>出資額に応じ、以下の料率※を適用。</p> <p>※出資時価 (NAV) に対する料率。</p> <p>5,000万米ドル未満：1.00% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：0.90% 1億米ドル以上：0.80%</p> <p>※同一コンサルタントのお客様は、それぞれのコミットメント金額を合算して料率を判定。</p>
成功報酬	—	内部収益率 (IRR) 11% (諸費用・手数料控除後) を超過する収益に対して15%	—
開発監理手数料	—	開発案件について、通常、開発コスト (開発案件に共同投資者がいる場合は、当ファンドの持分に応じた金額) の0.75%を運用会社が受け取る場合があります。(ファンド投資家は、ファンドのNAV (純資産価格) の変動を通じて、各出資持分に応じた負担をすることとなります。)	—
その他費用 (第三者機関への費用、 設立・組成費用等)	法務、会計、その他費用等については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。		ファンド設定費用 (弁護士費用、会計に関する費用、届出費用、印刷費用等) は175万ドルを上限にファンドが負担。 その他費用等については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。

なお、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様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。**

## 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