

不動産市場 2023 年見通し

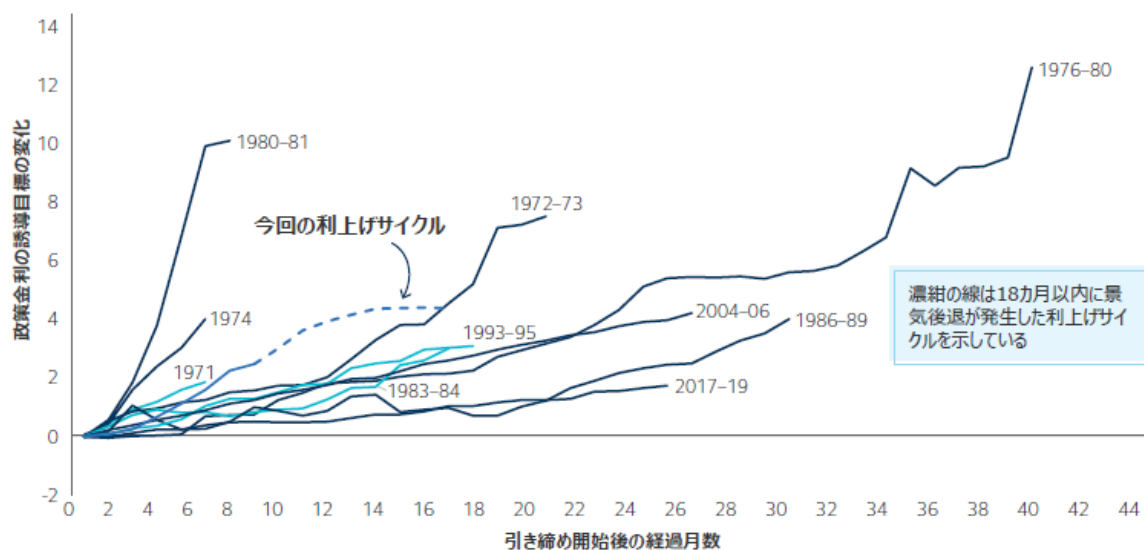
波乱の中の投資：シグナルとノイズを区別する

6つの主要テーマ

市場の混乱が予想される一方で、投資機会も同時に生まれると予想しています。そして、2023 年において重要なのは、構造的な要因による恩恵を受け、キャッシュフローの安定性が高いセクターにフォーカスすることだと考えています。

1. インフレと中央銀行の金融政策が重要なシグナルであり、他のノイズは無視すべき
 - シグナル 1：唯一の問題といって差し支えないほど重要なのがインフレ
 - シグナル 2：中央銀行の金融政策
 - ◇ 過去 3 回の例外を除いて、米連邦準備理事会（FRB）の利上げサイクルの後には必ず景気後退が発生しています。つまり、金融引き締めは経済成長にとってほぼ確実にマイナスであると考えられます。

金融引き締め局面中のFF金利（%）



出所：Federal Reserve, Macrobond, Principal Real Estate, 2022年時点

2. 世界経済の三つのシナリオ：「ローリング・リセッション¹」、「ハードランディング」、「完璧なインフレ抑制の成功」
 - 消費や労働市場の堅調さに加え、2023 年には利上げサイクルが一巡すると予想されることから、主要先進国における基本シナリオは「緩やかな景気後退」（下図）の発生だと想定しています。

¹ 国レベルである業種から別の業種へ景気後退の波が移動する現象

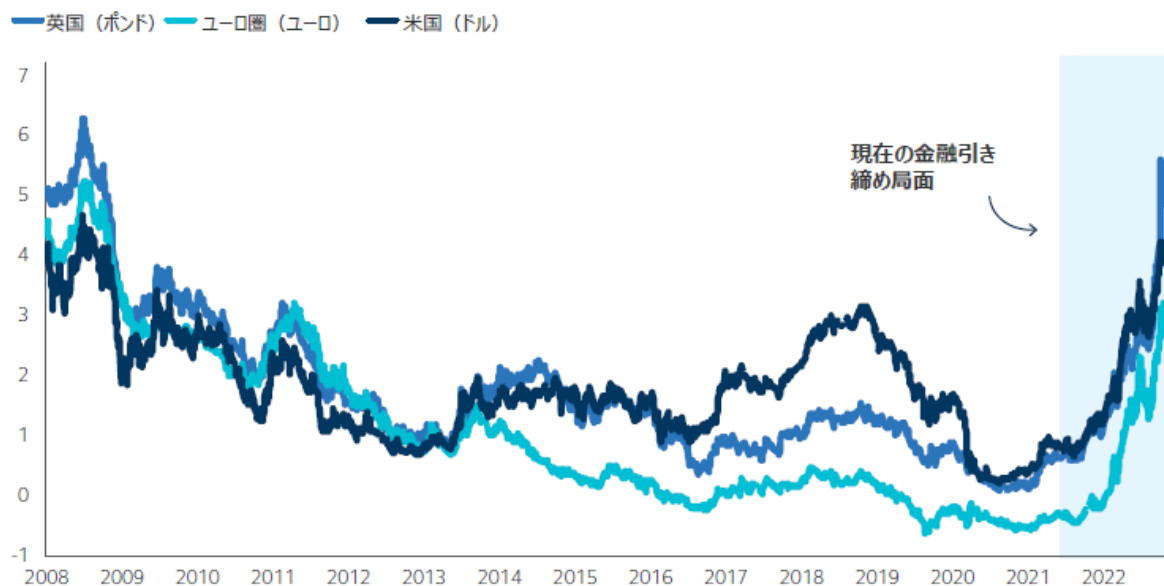
シナリオ	見通し	インフレ	金融政策	消費者	企業	雇用
緩やかな 景気後退 基本シナリオ 55%	緩やかな 景気後退が 中期的に 継続	2023年末には 中央銀行の 目標近辺まで 回帰	2023年上期で 利上げは終了	消費の 緩やかな減少	投資が小幅に 減少	失業率の 緩やかな 上昇
「ボルカークの影」 悲観的シナリオ 25%	スタグフレーション ／深刻な景気 後退	インフレ率の 高止まり	2023年末または 明確なインフレ率 低下の兆候が 表れるまで 金融引き締めが 終了しない	生活費高騰が 長期化し、 消費の低迷が 深刻化	設備投資の緩やかな、 ないしは大幅な 減少と、それに伴う コモディティ・セクターの 倒産増加	失業率の 大幅な上昇
ソフト ランディング 楽観的シナリオ 20%	緩やかながらも 底堅い成長	2023年第1 四半期までに 総合インフレ率が 持続的かつ 大幅に低下	2023年初頭に 利上げ終了	高水準の 消費が持続	現状以上の 生産水準を維持	失業率の 上昇は限定的

3. 2023 年の不動産投資はスローペースに

4. デット市場が商業用不動産の価格発見を左右

- 足下のスワップレートは世界金融危機以来の水準近辺まで上昇しており、負債による資金調達コストが上昇していることを示唆しています。これを背景に、デットの投資家がより厳格に投資対象を選別する傾向が強まっていることから、今後 6～9 ヶ月はエクイティの投資家に逆風が吹くと予想されます。
- つまり、今後 12 ヶ月程度は、デット市場がエクイティ市場の価格発見プロセスを左右すると考えています。

5年物スワップレート (%)

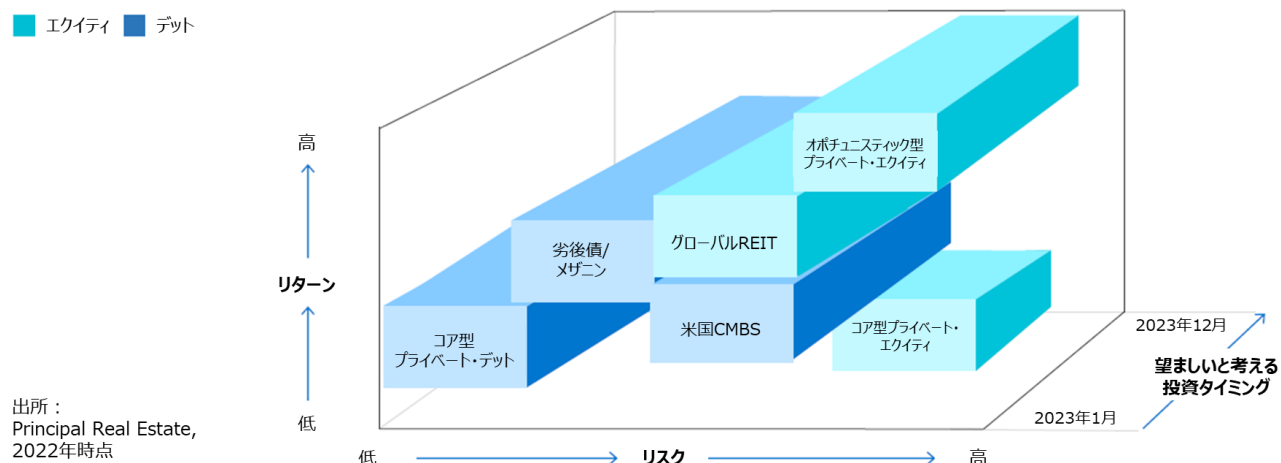


出所：Macrobond, Principal Real Estate, 2022年第3四半期時点

5. 2023 年は守りを固め、攻めに転じるための体勢を整える年

- 先行き不透明感が残ることから、キャッシュフローの安定性が高いセクターにフォーカスすることでディフェンシブな姿勢を取ると同時に、投資機会に応じて機敏に投資を行えるよう備えることが重要だと考えています。
- 今後 12～18 ヶ月の間で安定したキャッシュフローが見込めるセクターは、コア型プライベート・デット、劣後債／メザニン、米国 CMBS（商業不動産担保証券）だと考えています。
- また、2023 年は市場の変調などでパブリック市場（REIT および CMBS）に投資機会が生じる可能性があるほか、ゆくゆくはプライベート・エクイティにも投資機会が生じると考えており、これに応じて機敏に投資を行うことがプラスに作用すると考えています。
- そして、最も安定したキャッシュフローが見込めることから、すべてのセクターにおいて DIGITAL²を念頭に投資対象を選別することが重要だと考えています。

投資戦略の進化



6. DIGITAL とニッチが融合し、新たなコア不動産セクターに成長

- 今までニッチあるいは非伝統的セクターとみなされていたセクターが成長してメジャーな存在になっており、2023 年だけでなく、それ以降も投資家にとってより重要なセクターになると考えています。

物件タイプ別投資戦略

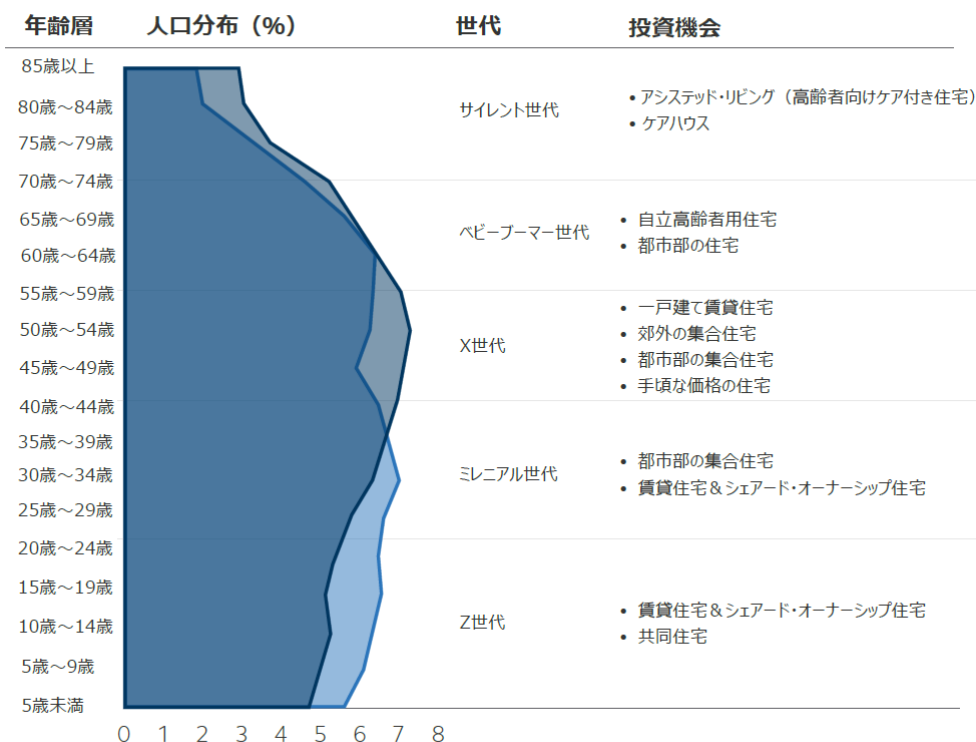
DIGITAL の恩恵を受ける物件タイプをオーバーウェイトすることで、絶対ベースでも相対ベースでも優れたリターンを得られると考えています。なお、不動産市場サイクルの各局面で物件タイプ別の投資妙味は異なりますが、DIGITAL の恩恵を受ける物件タイプの多くが拡大または回復局面で相対的な投資妙味が増す一方、それ以外の今後の見通しが芳しくない物件タイプの多くが後退局面またはサイクル後期で相対的な投資妙味が増すと分析しています。

² 人口動態（Demographic）、インフラ（Infrastructure）、グローバル化（Globalization）、イノベーション（Innovation）、テクノロジー（Technology）を活力とした長期的（Active Long-term）な成長ドライバーであり、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズはこれを長期的な市場アウトパフォーマンズの指標と見なしています。

DIGITAL の恩恵を受ける物件タイプ³（今後の不動産市場サイクルにおいて見通しが明るい物件タイプ）

1. 住宅

■ 欧州 ■ 米国



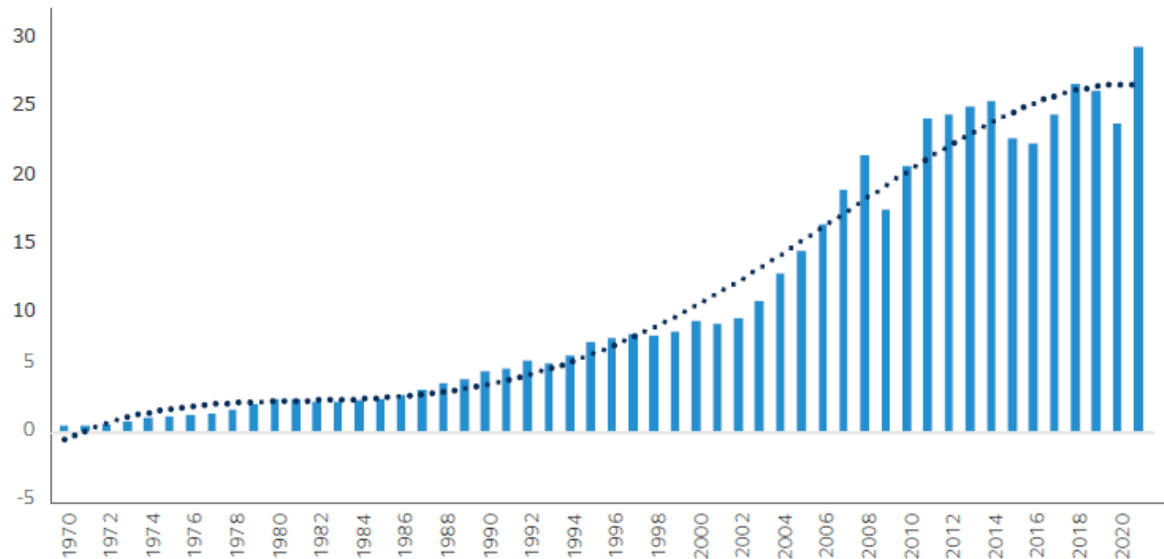
出所：Census Bureau, Eurostat, Moody's Analytics, 2022年時点

- ・ 非常に規模が大きくかつ拡大しているセクターであり、さらに年齢層によって異なる投資機会が存在し、リスク／リターン観点でも多様な投資機会を提供することから、数あるセクターの中でも投資機会が最も豊富なセクターだと考えています。
- ・ 例えば、ミレニアル世代では都市部の集合住宅、賃貸住宅、シェアード・オーナーシップ住宅³といった投資機会が存在するのにに対し、ベビーブーマー世代では自立高齢者用住宅、都市部の住宅といった投資機会が存在します。
- ・ 短期投資／長期投資、デット／エクイティ、欧州／米国のいずれにおいても、住宅セクターは不動産投資戦略において中核となるべきセクターだと考えています。

³ 住宅購入者が住宅所有権の一部を購入し、残りの所有分に応じた賃料を家主等に支払う方式

2. インダストリアル

財・サービスの輸出（単位：兆米ドル、現在の通貨価値）



出所：World Bank, Principal Real Estate, 2022年時点

- 一部ではグローバル化が終わったと囁かれていますが、足元では増加ペースが鈍化したものの、世界の財・サービスの輸出額は継続的に増加して引き続き高水準となっており、さらに中国が経済再開にかじを切ったことや、サプライチェーン（供給網）の多様化などを背景に今後も輸出額が高水準で推移するとみられることから、グローバル化は終わっていないと考えています。
- サプライチェーン（供給網）の再構築および以前とは異なる流通網の拡大も当該セクターにとって非常に重要であり、従来の主要な港湾都市であるロサンゼルス、ニューヨーク、ハンブルク、香港などだけでなく、ニューオリンズ、ヒューストン、アムステルダム、上海といった港湾都市も流通における主要拠点に成長してきています。
- 今後 12 ヶ月の間に一時的に当該セクターが弱含む可能性はありますが、構造的に高い需要が続くとみられることから、ファンダメンタルズが大きく低下することはないと想定しています。

3. データセンター

- グローバルでデジタル革命が進展する中、世界中の国・地域でインターネットの普及が進んでいることなどからデータの使用量や複雑性が増しており、データセンターに対する需要が非常に高まっています。
- 一方で、米国、欧州、アジアのいずれの国・地域においても、デジタル革命の長い道のりの第一歩を踏み出した段階に過ぎず、今後も長期間に亘ってデジタル革命が続くことが想定されます。このような背景から、データセンターは 2023 年だけでなくそれ以降も含め、DIGITAL の恩恵を受ける物件タイプの中でも最も確信度の高いセクターの一つであると当社ではみなしています。

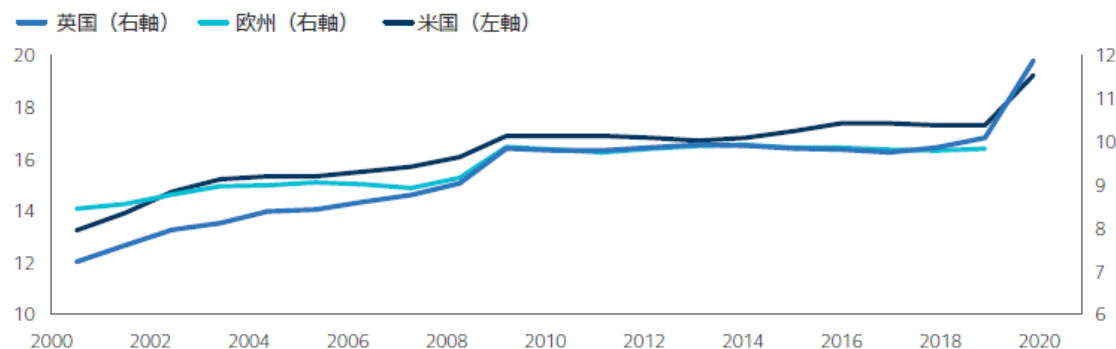
4. ライフサイエンス

- コロナ禍を背景により注目が集まったセクターであり、先進的なイノベーションやテクノロジーに加え、資金調達先が今や豊富となっていることが重要な点として挙げられます。そして、ベンチャー・キャピタルなどを通じ、ケンブリッジ（マサチューセッツ州）、サンフランシスコ、上海、北京、ケンブリッジ（英国）などの様々な都市に点在するライフサイエンス施設で

資金調達が行われており、ライフサイエンス自体がグローバルだけでなく、投資家層もグローバルで、テナントもグローバルであると考えられます。

- 上記がポートフォリオの分散化に資すると考えられるほか、テナントの安定性が高く継続的な需要が見込め、キャッシュフローの安定性が高いことなどから、エクイティ／デットのいずれにおいても不動産ポートフォリオへ組み入れる意義の大きいセクターであると考えています。

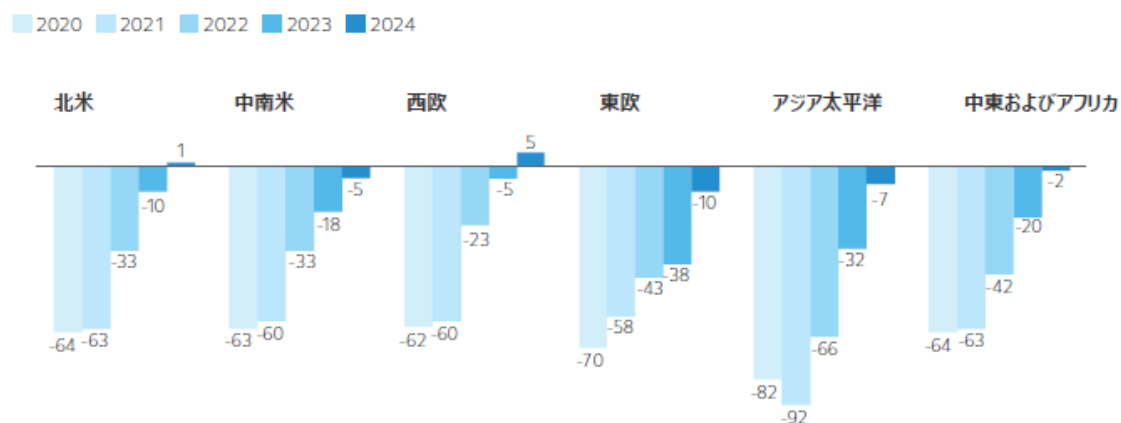
5. メディカルオフィス（診療所） ヘルスケア支出の対GDP比（%）



出所：World Bank, CDC, Principal Real Estate, 2022年時点

- 世界で高齢化が進んでおり、欧州では平均年齢が約 44 歳、米国では平均年齢が約 38 歳まで上昇しています。そういった中、（上述のライフサイエンスに関連して）医療技術の進歩によって以前までは病院でしか行えなかった治療などがメディカルオフィスでも可能になったことから、メディカルオフィスに対する需要が高まっています。
- また、各国でGDP対比での医療費が増加しており、米国では約 20%、英国や欧州では約 10%まで増加しています。高齢化に伴う医療費の増加は、不動産の所有者の観点では、市場サイクルのどの局面に位置しているかにかかわらず安定したキャッシュフローが期待できることを意味するため、こういった点から当該セクターは魅力的だと考えています。

6. レジャー（ホテル） 地域別インバウンド旅行者数、対2019年比（%）



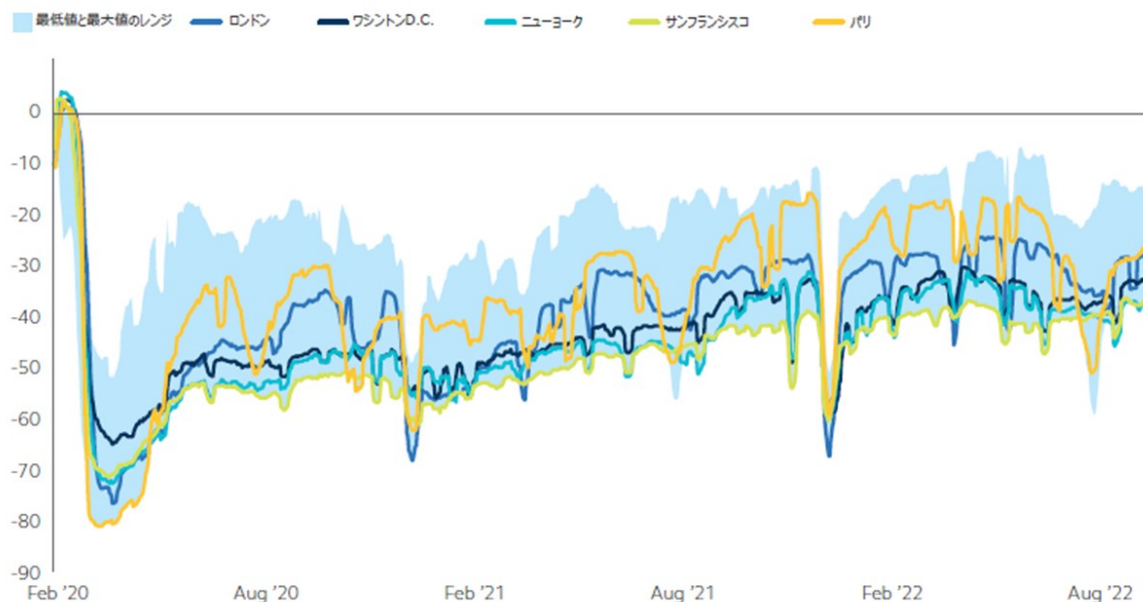
出所：World Travel and Tourism Council, 2022年時点

- ・ 厳密には DIGITAL に該当しないが、ある意味で間接的に影響があると考えられるセクターであり、戦術的（短期的）な観点で投資魅力が高いと考えるセクターです。
- ・ コロナ禍の影響で旅行者数が激減していましたが、2022 年には急回復しており、中国の「ゼロコロナ」政策の解除などを背景に 2023 年はさらに旅行者数が増加することが見込まれます。稼働率と宿泊料が急速に回復していることを鑑みると、今後数年間は投資魅力が高いと考えています。
- ・ 欧州のホテル市場については、様々なタイプの所有者が存在するため市場が非常に細分化されている点や、立地条件が優れているものの老朽化によって改修などの大規模な設備投資が今後必要となる物件が多数あることから、特に魅力的な投資機会が多いと考えています。

構造的な課題を抱える物件タイプ

1. オフィス

パンデミック前の標準定期水準と比較した 1 日当たりの出勤者数（単位：％）



出所：Google workplace mobility index, 2022年10月時点

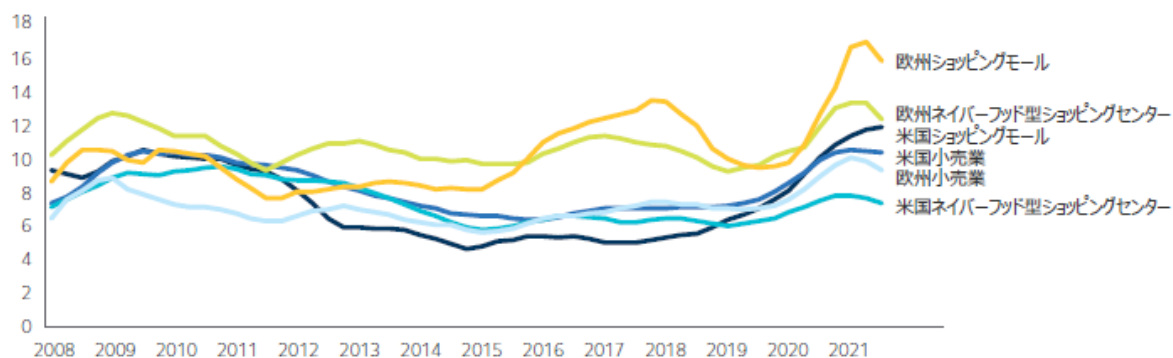
1. 標準的水準は2020年1月3日から2月6日までの5週間の中央値。指数は7日移動平均に平準化。

2. 最低値と最大値のレンジの対象はロサンゼルス、ニューヨーク、フィラデルフィア、サンフランシスコ、ワシントンD.C.、アムステルダム、ベルリン、ロンドン、ミラノ、パリ。

- ・ 携帯端末の位置情報を利用し、人出の変化（モビリティ）を示す指標としてグーグルが算出している指数について、職場に関するデータ（上図）を見てみると、欧州では出社率が増えている一方、米国では特にニューヨーク、サンフランシスコ、ロサンゼルス、シカゴなどのゲートウェイ都市では相対的に出社率が低いままであることが分かります。つまり、米国のゲートウェイ都市に位置するオフィスの入居率は相対的に低い状態であり、バリュエーションも低下していると考えられます。
- ・ これらを踏まえると、オフィス市場、特に米国のゲートウェイ都市の中心業務地区（CBD）に位置するオフィスへの投資は、今後 1 年から 1 年半は控えるべきだと考えています。

2. リテール

リテールの空室率（%）、4四半期移動平均



出所：MSCI, NCREIF NPI, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

- 当該セクターはすでに最悪期を脱したとみられ、非裁量的な商品を扱う小売業態については、テナントの安定性が高いことからキャッシュフローの安定性も高く、引き続き投資機会が存在すると考えています。特に 2023 年中期～後期にかけて魅力的な投資機会が生じると考えています。
- 一方、裁量的な商品を扱う小売業態、特に大型のショッピングモールについては、欧州および米国のいずれにおいても空室率が高くなっているほか（上図）、今後景気後退が起こる可能性もあることから、当社では慎重な姿勢を取っています。

DIGITAL

セクター別の戦術的（短期）および戦略的（長期）見通し

ネガティブ ■ ポジティブ ■

セクター		見通し		戦略
		戦術的	戦略的	
インダストリアル	インダストリアル	■	■	ビジネスサイクルのブームが終盤を迎え、供給過剰の可能性。価値はピークに近い。
オフィス	欧州CBD	■	■	DIGITALテーマの恩恵を受ける小規模市場に注目。
	米国CBD	■	■	物件を厳選し、DIGITALテーマの恩恵を受ける成長市場に注目。
	欧州郊外	■	■	研究型大学や雇用増が見込まれるIT企業集積地に近い市場に注目。
	米国郊外	■	■	失敗コストが安い都市、盤石な教育ハブに注目。
	医療	■	■	長期需要にとって有利な人口動態。
リテール	コンビニ/ディスカウントストア	■	■	堅調な分野だが、需要により価格設定に圧力。Eコマースにより破壊され難い。
	N&Cセンター	■	■	Eコマースの影響を受け難く（特に生鮮食料雑貨店の存在感上昇により）、価値重視の要素を取り入れやすい。
	パワーセンター	■	■	価値重視や住宅改修の要素のあるセンターに注目。価格設定は良好だが最良とは言えない。
	ショッピングモール	■	■	戦略的見通しの確信度は低く、適正な根拠に基づく短期的なデット戦略。
住宅	郊外の集合住宅	■	■	参入障壁が高い市場で、必要に迫られて賃貸住宅に住む中間所得層（中央値の80～120%の層）に注目。
	都市部の集合住宅	■	■	一戸建て住宅の取得が難しい、高コスト/ハイテクの都市部に注目。
	一戸建て	■	■	資産/世代間格差や空間に対するニーズを利用。
オルタナティブ	データセンター	■	■	見通しは明るいが長期的に債券のような値動きを見せる可能性。
	欧州ホテル	■	■	旅行の順調な回復。オーナー/運営業者が細分化した市場に戦術的機会。
	米国ホテル	■	■	国内レジャー旅行が回復。目先、価格形成が難しくなる。
	ライフサイエンス	■	■	目先は価格設定が課題となる可能性があるが、引き続き長期戦略的投資機会を提供。
	学生寮	■	■	需要が回復し、長期的に興味深い投資機会を提供する見通し。
	高齢者施設	■	■	今後10～15年でブームが見込まれるが、米国の高齢者施設は供給過剰の傾向。

出所：Principal Real Estate

色は相対的見通しを示す

N&Cセンター = ネイバーフッド型ショッピングセンター

パワーセンター = 大型のショッピングセンターだが、ショッピングモールよりは小規模なもの

米国および欧州のDIGITAL不動産市場



- ・ セクター別の見通しについて：戦術的（短期的、およそ 12～18 ヶ月）な見通しがそれほど芳しくないものの、戦略的（長期的）な見通しが良好なセクターについて、それらの違いは純粋に価格水準に基づく魅力度の差によるものです。つまり、セクターとしては魅力的であるにもかかわらず戦術的な見通しがニュートラルなセクターは、今後予想される調整局面を加味した場合、戦略的な見通しはポジティブに変わります。
- ・ 上図でも示している通り、DIGITAL の恩恵を受ける物件タイプをポートフォリオに組み入れることで、市場をアウトパフォームし、優れたリターンを得られると考えています。

見通しにおけるリスク

市場イベント／カタリスト	影響度	発生確率
市場予想以上の水準でインフレが高止まり	高	中
経済動向や市場の声を無視して中央銀行が金融引き締めを継続	中	中
中国やウクライナ関連での地政学リスクの高まり	中	高

- ・ 2023 年は波乱が予想される一方で、その中から投資機会も生まれると考えています。ただし、プリンシパルの見通しに影響を及ぼしかねない短期的なリスクも存在します。そういったリスクには主に上記の 3 つが考えられますが、最も影響が大きいのがインフレの高止まりだと考えています。

質疑応答

Q：コア不動産セクターのバリュエーションは、今後 2 年間（2024 年末まで）でどの程度低下すると考えられますか。

A：2022 年第 4 四半期だけでなく、2023 年についても、欧州および米国でコア不動産セクターのバリュエーションが低下すると考えています。ただし、セクターによってその濃淡は異なるとも考えています。例えば、オフィス・セクターは最も脆弱性が高く、特に米国のゲートウェイ都市に位置するオフィスのバリュエーションは、今後 12 ヶ月で大幅に低下すると予想しています。他にも、インダストリアル・セクターはファンダメンタルズ面では問題はないものの、大幅な上昇が続いたことから足元のキャップレートは負債コストの水準からすると持続が難しい水準となっており、反動で今後 1 年程度の投資パフォーマンスは冴えない状況が続くと予想しています。一方、軟調な傾向が見られ始めているものの、テナントの安定性が高いことから、最もディフェンシブだと考えられるのが住宅セクターです。また、リテール・セクターも大幅に下落した後であることから、相対的には堅調に推移すると予想しています。

Q：金融政策の正常化が進む中で、グローバルの不動産市場において何か構造的な変化は起こるでしょうか。また、全般的なポートフォリオにおける不動産の投資比率にも影響を及ぼすでしょうか。

A：不動産投資が今まで盛んではなかった地域、例えば南アジア、東南アジア、アフリカなどでも機関投資家による投資が増えることで、不動産が従来のオルタナティブな資産としての区分から、より一般的な資産クラスと捉えられるようになって考えています。そして、金利の上昇によって負債コストも上昇することから、これまでのような高いリターンが得られる機会が少なくなり、伝統的な資産クラスである株式や債券とファンダメンタルズの良し悪しで比較されるようになって考えています。

当社が運用するアセットアロケーションのポートフォリオでは、キャッシュフローの安定性および予測可能性が高いことや、インフレリスクに対するヘッジとして不動産をオーバーウェイトしています。同様に、全般的な機関投資家についても、2023 年に市場が回復する中で不動産への投資比率を増やすと予想しています。また、ウェルス・マネジメント（個人富裕層）分野については、プライベート・

ファンドが増えてきており、需要の増加がみられます。これらのことから、今後 2～3 年は全体的に不動産への投資比率が増すと考えています。

Q：中国の不動産市場は引き続き魅力的な市場でしょうか。

A：住宅セクターを中心とした不動産の供給過剰といった問題を抱えていますが、経済活動の再開に伴い、今後 2 年程度は繰延需要を要因とした魅力的な投資機会が住宅やインダストリアルといったセクターで生じると考えられます。一方、オフィス・セクターについての見通しは明確ではありませんが、他の主要な不動産市場と同じように空室率の上昇などの問題を抱えていると考えられます。総括すると、中国の不動産市場についても、単一の市場として捉えるのではなく、物件タイプごとに魅力度を判断する必要があると考えます。

Q：ベンチマークや投資ユニバースの関係でオフィス・セクターに投資しなければならない場合、当該セクターの何に投資すべきでしょうか。もしくは、単純に状況が好転するのを待つしかないのでしょうか。

A：米国のゲートウェイ都市に位置するオフィスへの投資は時期尚早で、今は避けるべきです。一方、欧州のセカンダリー市場は DIGITAL による恩恵を受ける市場であり、例えば、リヨン（フランス）、マルセイユ（フランス）、バルセロナ（スペイン）、ベルリン（ドイツ）といった都市のオフィスについては、テナントによる需要も旺盛で、出社率も回復していることから魅力的だと考えています。また、オフィス・セクターの中でも、ライフサイエンスやメディカルオフィスについては需要が高く、例えば、サンディエゴ（米国）、サンフランシスコ（米国）、ケンブリッジ（米国）、ケンブリッジ（英国）、オックスフォード（英国）、ドイツの一部の都市などで今後 1 年程度の間に魅力的な投資機会が生じると考えています。

Q：足元の不動産売買取引量の状況について、欧米での違いやセクターごとの違いについて教えてください。

A：2023 年前半は、2022 年後半や 2022 年第 4 四半期のような状況になると予想しています。つまり、負債コストの上昇を背景に、米国、欧州、英国など全体的に不動産売買取引量が少ない状態が続くことが予想されます。そして、グローバルで不動産売買取引量が本格的に回復するのは 2023 年後半以降になりそうです。また、インダストリアル、住宅、オルタナティブ（データセンター、簡易住宅、高齢者向け住宅、ケアハウスなど）といったセクターでは売買取引量に回復の兆候がみられる一方、米国ではオフィスや大型ショッピングモールでは売買がほとんどみられず、欧州でもオフィスについては相対的に売買が少なく、英国ではオフィスの売買が一部みられるものの価格は低調となっているのが現状です。

Q：中国の経済活動の再開は金融政策やインフレにどのような影響を及ぼすと考えられるでしょうか。

A：インフレ圧力とデフレ圧力の両方をもたらす可能性があると考えています。需要の急回復によってモノ・サービスの価格が上昇することによるインフレ圧力の高まりが予想される一方で、コロナ禍で操業を停止していた工場が再開されることなどがデフレ圧力となり、お互いを相殺するとみています。金融政策については、米国はデマンドプル型のインフレと考えられていることから、中国の経済活動の再開が及ぼす影響は相対的に少ないと考えられます。一方、欧州のインフレはコストプッシュ型の色合いが強く、中国の経済活動の再開による原価や輸入品価格の上昇を受け、欧州中央銀行（ECB）はより積極的に金融引き締めを実施する必要性に迫られる可能性があると考えられます。

Q：デット市場における投資機会およびリスクについて教えてください。

A：リスク調整後リターン観点で最も優れているセクターは、プライベート・デット市場であると考えています。理由としては、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や、負債コストが上昇していることから貸手としては投資妙味があることが挙げられます。コア型エクイティの投資リスクで、コアプラス型エクイティのリターン獲得のポテンシャルがある点も魅力的だと考えています。

また、コア型のプライベート・デットだけでなく、劣後債やメザニンについても魅力的だと考えています。パブリック・デット市場（CMBS）についても、足元で価格が下落して割安な水準となっているほか、通常のキャッシュフローに加えて今後想定される利回りの低下による恩恵を受け、優れたトータルリターンを提供すると考えています。

Q：マルチファミリーはファンダメンタルズが良好である一方、新規購入時の利回りが非常に低くなっています。負債コストが高止まりする中で、どの程度の価格調整が起これば魅力的だと言えるでしょうか。

A：具体的な水準は出せませんが、いずれにしろ投資家のタイプによります。例えば、機関投資家はより慎重で、キャップレートが上昇するのを待つ傾向があると言えます。そして、機関投資家からは、6ヶ月前に4%だったキャップレートが足元では5～5.5%まで上昇し、一部の市場では6%まで上昇しているとの声が聞かれます。他方で、1031 エクスチェンジ制度⁴を利用して不動産を売買している米国の投資家は、キャップレートの上下にあまり敏感ではなく、キャップレートが低くとも受け入れる姿勢を示しています。ただし、全般的には、負債コストの上昇を背景に米国と欧州の DIGITAL の恩恵を受ける市場においてキャップレートが上昇することが予想され、特に米国ではキャップレートが100～200 ベーシス上昇することが予想されます。

⁴ 投資不動産の所有者が物件を売却した場合、その売却益を「同種の」不動産に投資すれば、キャピタルゲイン税を繰り延べできる税制優遇措置

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ことがあります。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ことがあります。

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、負債の元利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	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 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%	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 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%	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 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% ※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。
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。

費用	プリンシパル 欧州コア不動産戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 欧州データセンター戦略 (クローズドエンド型PE)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 5,000万米ドル未満：1.10% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.00% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：0.90% 1.5億米ドル以上：0.80%	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 5,000万ユーロ未満：1.25% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.15% 1億ユーロ以上：1.00%
成功報酬	—	LPS（投資家）が年率8%（ユーロ建て、管理報酬・手数料、諸費用控除後）のトータル収益（利益分配および出資金の全額償還）を受け取った後、それを上回る収益は、LPS（投資家）とGP（運用者）に50%ずつ分配。GP（運用者）への分配がトータル収益の20%超に達した場合は、LPS（投資家）に80%、GP（運用者）に20%を分配。
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0.50%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）	ファンドの設立、運営、管理にかかる費用は、ファンド口座から支弁されます。ファンドは、出資金の5bps（年率）相当の金額を5年間、ファンド設立関連費用の精算金に充当します（但し、ファンドによる当該費用の未精算残高がない場合は、その限りではありません）。 その他の費用の金額は状況に応じて変動するため、事前に料率やその上限額等を提示できません。	第三者機関への費用（仲介、監査、税務、評価、アドバイザー成功報酬、法務、物件管理等）、設立・組成費用はLPSが負担。 法務、会計、その他の費用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：<https://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会