

米国不動産セクターレポート

4象限の視点

2025年春

セクターの状況と見通し

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

		現状	見通し
集合住宅 	難しい局面が過ぎて回復しつつある。新築の供給は落ち着きつつあり、需要の回復に従い、新規契約時は入居時の一時的な賃料の値引きから賃料引き上げによって代わられつつある。バリエーションは安定し、プライベート・エクイティ投資家の注目を集めている。	●	↗
ホテル 	パンデミック後の回復から2024年には小幅な巻き戻しを経た。客室稼働率は概ね健全な状態を維持しているが、逆風が吹いていることから大半の業績指標はパンデミック前の水準を下回っている。景気回復の持続を消費者が不安視することで利用者の宿泊予約が宿泊の直前になってルームレートが下がることなど、2025年も逆風が続き、状況が悪化する可能性がある。	●	↘
インダストリアル 	需要がパンデミック前の水準まで後退したが、新規供給が現サイクルのピーク水準を過ぎたため、回復しつつある。一部の主要市場では空室率が上昇しているものの、インダストリアル・セクターは依然として投資家の注目を最も集めるセクターのひとつであると考え。電子商取引事業者やサード・パーティー・ロジスティクス（3PL）が過去1年～1年半の間にスペース需要を再検討し、再び拡大モードに入っていることから、需要は改善の兆しを見せている。	●	↗
オフィス 	投資を避けられてきたオフィス・セクターは、完全な回復にはまだ多くの乗り越えなければならない問題があるものの、息を吹き返す兆しを見せている。主要ゲートウェイ市場における空室率の上昇と取引量の減少は、オフィスへの出勤者数の増加にもかかわらず、本セクターが直面している問題である。オフィスのオーナーにとって賃料は依然厳しく、コモディティ化したオフィスは継続的な逆風に直面する可能性が高い。しかし、新規供給は限られているため、好立地にある築浅の優良物件はその恩恵を受けると考える。	●	↘
リテール 	過去1年間、パフォーマンスは他のセクターを上回ったが、これには主に非裁量のサブセクターの回復が大きく寄与した。過去10年間、新規開発が進まなかったことと、既存の実店舗テナント企業の状況の改善が、パンデミック後の本セクターを支えた。消費は底堅さを維持しているが、新政権の関税政策によって経済成長が鈍化する中、今後数カ月で消費動向が変化する可能性がある。これらの課題があるにもかかわらず、本セクターは2025年に向けて堅調な足取りをみせており、デット投資家もエクイティ投資家も本セクターを重視した戦略の追求に意欲的だとみられる。	●	↗

セクターの状況と見通し

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

		現状	見通し
データ センター 	主にAIアプリケーション使用の普及/拡大を背景に、北米の主要市場では空室率が2%を下回り、賃料が2桁の伸びを示すなど、需要が高まっている。機関投資家は、高い開発コストと長い建設期間という課題があるにもかかわらず、価値上昇の可能性が高い数少ないセクターであるデータセンターにより一層魅力を感じているとみられる。	●	↑
ライフ サイエンス 	パンデミック時の好調な業績から一転、大きな課題に直面している。新興企業の資本不足は、特に多くの大都市圏で急速に開発が進む中、入居率に影響を及ぼしている。資金力のあるバイオ・ライフサイエンス企業の業績は引き続き好調で、入居に対する関心は高いが、セクター全体としては困難に直面している。さらに、ベンチャーキャピタルからの資金調達が限られていることもあり、ライフサイエンス関連の人材採用が減少している。最低水準からは多少改善されたものの、資金調達額は依然として過去のピークを大きく下回っている。	●	↓
一戸建て 賃貸 住宅 	一戸建て賃貸住宅セクターは、一部の都市部における活発な開発により、賃料の伸び鈍化の兆候が見られる。しかし、需要は引き続き健全であり、空室率は均衡の範囲内にあるため、賃料上昇率は消費者物価の上昇率を上回っている。金利の低下は分譲住宅市場の値ごろ感を改善する可能性があるものの、住宅取得意欲は依然低迷している。本セクターは、持ち家を持つことを断念した人々や、賃貸住宅のアップグレードを求める人々に、様々な選択肢を提供している。	●	↗
学生寮 	学生寮セクターのファンダメンタルズは引き続き堅調。しかし、需給の逼迫は和らいできており、競争は激化している。但し、南東部の州への移住が増加し、学生が自宅に比較的近い進学先を選ぶことが増えているため、楽観的な見方が広がっている。このようなポジティブな傾向にもかかわらず、4年制大学の入学動向は緩やかであるため、本セクターについては引き続き慎重である。	●	→

出所：プリンシパル・リアルエステート不動産、2025年4月現在

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、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

集合住宅は、難しい局面が過ぎて回復しつつある。新築の供給は落ち着きつつあり、需要の回復に従い、新規契約時は入居時の一時的な賃料の値引きから賃料引き上げにוותて代わられつつある。バリュエーションは安定し、プライベート・エクイティ投資家の注目を集めている。

プライベート・エクイティ

ファンダメンタルズは、厳しかった2024年を経て2025年は改善傾向にある。近年の過剰開発により、一部の都市では需給バランスが崩れ、物件オーナーの価格決定力が低下した。しかし、需要が高まり、殆どの市場で竣工のピークが過ぎたため、オーナーは価格決定力を取り戻しつつある。

稼働率は回復しており、2025年前半は賃料の伸びが加速しつつある。

物件供給のパイプラインは、資金調達コストの上昇により鈍化している。2025年半ばまでに、集合住宅の着工件数は2021年比で74%減少すると予想されており、パンデミック前の水準を30%下回っている（出所：CBRE）。開発が減速するなかで、高い需要によって空室率が低下することで2026年までは平均を上回る賃料の伸びが予想される。

住宅価格の上昇に所得の伸びが追いついていないため、記録的な水準まで低下した住宅アフォードビリティが賃貸需要を引き続き支えている。金利が低下すれば、住宅購入の需要が回復する可能性もあるが、所得と住宅価格の乖離は依然として大きい。住宅価格高騰の収束には数年かかると想定される。

バリュエーションは2025年初頭に安定し、良好な投資家心理を背景とした物件価格上昇を年末まで支える可能性がある。住宅用資産に対する需要は引き続き旺盛で、一部の投資家は低利回り（多くの場合、負債コストを下回る）を許容して優良物件を購入している。

プライベート・デット

集合住宅向け融資は多くの金融機関にとって依然として魅力的であり、その背景には、持続的な住宅不足、初めて住宅を購入する層にとっては住宅価格が高いこと、長期的に良好な需要トレンドが想定されること、そして物件の取引が回復していることなどが挙げられる。一部の市場における供給過剰懸念は2024年後半には緩和され、このセクターに対するレンダーの注目は高まっている。

幅広いレンダーの需要は、競争力のある価格設定と政府系金融機関（GSE）による流動性供給の拡大と相まって、集合住宅に対する貸出金利を幅広い不動産セクターの中で最も低い水準に留まらせている。足元では、LTV55%から65%の、立地の良い優良な集合住宅向けの保険会社の10年固定金利ローンの金利は5.5%～5.7%となっており、多くの銀行は若干高めの金利を提示している。GSEは、スプレッドが5-10ベース・ポイント（BPS）低い金利を提示することが多い。さらに、ファニーメイとフレディマックは、一部の優良な集合住宅物件にLTV75%までの融資を提供しており、金利は6%近辺で、低所得世帯を対象としたアフォードビリティの高い物件には、更に低い金利を提供することがある。

リート

集合住宅のリートは、2024年にリート指数をアウトパフォームしたが、2025年は若干アンダーパフォームしている。新規供給は、特にサンベルト市場において依然として増加しているが、供給のピークは過ぎたと思われる。賃貸と所有の価格差の大きさと堅調な雇用増加が引き続き需要を支えており、入居率はほとんど変化していない。新規賃貸契約に対する物件オーナーの価格決定力は依然として弱い。契約更新時の賃料上昇率は3%～5%の範囲で安定している。取引市場は依然活発で、4%台後半～5%台前半の利回りで取引されている。リートは資金調達が容易になってきている資本市場を背景に、買収と売却の両取引において活発である。

沿岸部の市場は、価格決定力の向上と供給面での逆風が少ないことから、2025年もサンベルト地域の市場よりも堅調な内部成長を維持すると予想される。しかし、サンベルト地域は、供給が減速するに従って、価格決定力がより回復すると予想される。一方、集合住宅のリートは現在、ほぼコンセンサス予想通りの純資産価額水準で取引されている。

CMBS

GSEは、2025年に1,460億ドルの融資枠を承認しており、集合住宅セクターでは依然として大きなシェアを握るレンダーである。しかし、GSEの貸出額は取引件数の少なさによって抑制されている。規模は小さいものの、コンデュイットやシングルアセット・シングルボロワー（SASB）CMBSにおける集合住宅のエクスポージャーは依然として大きく、その規模は約8,000億ドルとなっている。残高は650億ドル。過去5年間で、コンデュイット案件における集合住宅のエクスポージャーは、2021年の22.6%から2024年の20.5%までであった。

コンデュイットの集合住宅ローンの延滞率は3.97%と、不動産セクターの中では工業セクターに次いで2番目に低い。しかし、低金利環境下において低い負債利回りで引き受けた変動金利のSASBローンには状況が悪化している。金利上昇により債務返済負担が大幅に増加し、純営業利益（NOI）の成長見通しが悪化している。その結果、SASBの集合住宅の延滞率は8.5%に達しており、これは主に満期デフォルトによるものである。

全般的に、集合住宅は、融資期間の長期化、固定金利クーポン、歴史的なNOIの伸び、分譲市場における一戸建ての値ごろ感の低さ、賃貸規制物件へのエクスポージャーの低さなどから、固定金利コンデュイットCMBSの中で依然として魅力が高いセクターである。

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、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。

セクター概要

ホテルは、パンデミック後の回復から2024年には小幅な巻き戻しを経た。客室稼働率は概ね健全な状態を維持しているが、逆風が吹いていることから大半の業績指標はパンデミック前の水準を下回っている。景気回復の持続を消費者が不安視することで利用者の宿泊予約が宿泊の直前になってルームレートが下がることなど、2025年も逆風が続き、状況が悪化する可能性がある。

プライベート・デット

2024年のホテル向けデット市場は2023年から大幅に活発となり、デットファンドやCMBSレンダーに続いて銀行や保険会社が再参入した。大手商業銀行や投資銀行は、デット・ファンドに低コストの与信枠を提供しており、ファンドは新規ローン獲得の競争ににおいて積極的である。ホテル・セクターに対するレンダーの関心が高まったことで、クレジット・スプレッドは縮小したが、与信基準は概ね堅固であった。

ホテル向け融資は変動金利または固定金利である。2025年初頭、地方銀行によるLTVが50%～60%の5,000万ドル未満の安定稼働しているホテル向け融資は、200bps台前半～300bps台半ばの変動金利スプレッドとなっており、多くの場合、全額がノンリコースではなかった。一部の保険会社は、LTV60%まではノンリコースのホテル向け融資を提供し、固定金利のスプレッドは200台半ばから後半、変動金利のスプレッドは300台半ばから後半だった。CMBSレンダー（SASBとコンデュイットの両方）は、固定金利のスプレッドが200台後半から300台前半、変動金利のスプレッドが200台前半～400台前半の、より大型のホテル向けの融資を提供した。デット・ファンドは、安定した物件に対してはLTV60%から70%でスプレッドは300～400bpsを提示している。

一方で、安定稼働となっていないホテルに対しては、スプレッドは通常400bps台後半～600bps台前半となっている。

融資が活発化しているにもかかわらず、ホテル向けの建設融資は、リスクが高いと認識されてレンダーが警戒しているため、ほぼ利用できない状況となっている。

リート

宿泊施設特化型リートは2025年初頭からアンダーパフォームが続き、2024年から苦戦を強いられている。空室1室当たり売上高（RevPAR）の伸びは、2025年もインフレ率を下回る見込みで、主に賃金と福利厚生費の上昇を背景とした経費の伸び率4～6%を下回っている。

団体需要は引き続き好調であり、次にビジネス利用が続き、客室稼働率は2019年に比べて回復している。対照的に、レジャーのRevPARは、パンデミック後の例外的/一過性の業績の後、稼働率と料金の伸びの両方が正常化するため、2025年は比較的停滞気味になると予想される。

ホテルの供給パイプラインは依然少なく、運営実績が芳しくない一部の市場では縮小しているため、中期的には売上高の成長を支えるはずである。しかし、足元の運営ファンダメンタルズをめぐる不確実性と高い金利水準が持続していることにより、取引量は限定的となっている。こうした状況にもかかわらず、リートは2025年の取得・売却件数の増加を予想している。

ホテルリートは、コンセンサス純資産価額に対して大幅なディスカウントで取引され続けている。

CMBS

需要はパンデミック後に見られた高い水準から低下しているにもかかわらず、ホテル事業は好調を維持しており、融資実績もそれに応じたものとなっている。コンデュイットCMBSのホテルの延滞率は、2020年7月のピーク時には20%近くに達したが、足元では5.3%まで低下しており、コンデュイット全体の延滞率よりも1.3ポイント低い。回復期には、レジャー旅行が行楽地市場において力強く回復を牽引し、続いてビジネス旅行が徐々に回復した。

ホテル経営者は、特に高級カテゴリーにおいて、客室稼働率がパンデミック前の水準を下回っているにもかかわらず、主に平均客室単価を上げることによってRevPARの伸びを維持してきた。しかし、消費者がパンデミック時に蓄えた貯蓄をほとんど使い果たしたため、RevPARの前年比の伸びは落ち着きつつあるように見える。

2020年と2021年に発行されたCMBSは、当時は引き受けが難しく、投資家が懐疑的な見方をしていたこともあり、ホテルへのエクスポージャーは非常に小さかった。ファンダメンタルズの改善に伴い、ホテル向け融資は2023年にはコンデュイット発行の12%、2024年には11%にまで上昇した。最近のマクロ経済動向は好ましいものの、ホテルの業績は依然として経済成長に連動している。成長が鈍化し、裁量的支出が抑制されるような環境は、本セクターにとってマイナス影響となる可能性があり、引き受けや将来を見据えたクレジット評価により慎重なアプローチが必要となると考える。

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、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。

セクター概要

インダストリアルは、需要がパンデミック前の水準まで後退したが、新規供給が現サイクルのピーク水準を過ぎたため、回復しつつある。一部の主要市場では空室率が上昇しているものの、インダストリアル・セクターは依然として投資家の注目を最も集めるセクターのひとつであると考えられる。電子商取引事業者やサード・パーティー・ロジスティクス（3PL）が過去1年～1年半の間にスペース需要を再検討し、再び拡大モードに入っていることから、需要は改善の兆しを見せている。

プライベート・エクイティ

米国のインダストリアル・セクターは、一部の市場では供給物件の消化に課題があるものの、旺盛な需要が投資を支えており、引き続き底堅いと考えられる。インダストリアル物件は、安定した賃料の伸びと堅調なテナント需要に支えられ、全国的に引き続き投資家を惹きつけている。

一部の沿岸部市場、特にカリフォルニア州南部のインランド・エンパイアでは弱含んでいるものの、需要は回復している。長期的なファンダメンタルズは、サプライチェーンの再構築と電子商取引の拡大に牽引され、引き続き堅調である。また、このセクターは2025年に入ると建設中の物件は50%以上減少し、新規供給が急減しており、背景には資金調達コストの高騰と物件価格の若干の低下がある。

2024年後半には、選挙後の経済情勢を見極めるためにテナントの動きは鈍化したが、2025年初頭には、テナント企業が成長計画を推進する準備が整ったと見られることから、物件見学が顕著に増加している。米政権の政策によるより高い貿易障壁は本セクターにおけるリスクである一方で、最近の貿易デ

ータでは、倉庫の需要の源泉である輸入は引き続き拡大している。

テナントが質を追求する流れが市場を再構築しており、新しい物件が需要を吸収している。CBREの最新データによると、2024年には、2000年以前に竣工した物件はネットでリース契約を1億平方フィート以上失ったが、2022年以降に竣工した物件はネットで2億平方フィート以上のリース契約を獲得した。

プライベート・デット

本セクターは、依然として集合住宅と並ぶレンダーにとって優先度が高いセクターであると考えられる。需要減退と新規供給が続いているため、一部のレンダーは不安を感じているが、一般的には本セクターの長期的なファンダメンタルズは良好であると見られている。足元では、主要市場の良質で立地の良い倉庫や物流施設は、通常、10年固定金利で、LTVは55%～60%、金利は5.6%から5.8%の融資を受けられる。

インダストリアル向け融資の貸し付け条件は、一般的に集合住宅向け融資に比べて競争力が低いが、これは政府系金融機関（GSE）がインダストリアル・セクターには融資していないためと思われる。しかし、インダストリアル向け融資は、レンダーが本セクターを選好して積極的な貸し付け条件を設定していることにより、依然としてマルチファミリーに次ぐ競争力を有する。

リート

インダストリアル・リートは、2024年の大幅なアンダーパフォームから回復し、2025年は年初来で不動産証券インデックスをアウトパフォームしている。本セクターは、賃料の伸びが期待外れで長期ガイダンスを取り下げた企業があったため、特に南カリフォルニアで2024年後半に大きく売られた。

しかし、2025年初頭には株価が回復した。市場参加者の見方が改善したことと選挙後のテナント需要の回復により、需給は改善し始めている。

リート企業の経営陣は、市場の空室率はピークに近づいており、賃料の伸びは2025年後半に回復すると考えている。この見通しは2024年第4四半期時点からほぼ変わらないが、その確信度は高まっていると考える。需給が均衡に向かっているように見えるため、回復の兆しは強まっていると考える。リート企業は、関税がボラティリティをもたらし、テナントが拡張計画を一時停止に傾く可能性があることを認めているが、需要に大きな影響はまだ見られていない。

既存物件の純営業利益（NOI）の伸びは近年と比べて減速し続けており、2025年のガイダンスは期待外れだったと言えるものだった。稼働率は90%台半ばで安定しつつあり、市場全般で賃料が低迷するなかでも既存リース契約の賃料は上昇しているため、物件価格上昇の見込みは後退している。さらに、資本コストの上昇と投資市場の競争により、外部成長も鈍化している。リート企業は、新規供給資産のリース契約が遅れていることから、投機的開発に対して慎重なアプローチをとっている。

バリュエーションの観点からは、インダストリアル・リートはコンセンサス純資産価額に対して4%～6%程度の若干のディスカウント水準で取引されているが、これは成長の鈍化に対する懸念と、2025年後半に予想される賃料の変化に対する不確実性が反映されている。

CMBS

インダストリアル向け融資の延滞率は現在、CMBSユニバースの中で最も低い0.6%であり、他の伝統的なセクターと比較して、商業用不動産で最も回復力のあるセグメントの一つである。この安定性は、良好な経済状況、堅調な市場ファンダメンタルズ、潤沢な資金力に支えられている。

2020年以降、CMBS SASB市場は437億ドル超の変動利付の投資機会を供給し、大規模なポートフォリオ案件の効率的な資金調達手段となってきた。2024年初頭はプライベート市場の大手投資会社が主要なボロワーだったが、その後、多くのボロワーがインダストリアル物件ポートフォリオの資金調達を目的に市場に参入した。

コンデュイットCMBSでは、パンデミック以降、インダストリアル向け融資のアロケーションは10%に増加し、2020年以前の6%～7%から高まっている。コンデュイットCMBSのインダストリアル向け融資は、大規模なSASB案件よりも小規模になる傾向があり、場合によっては、立地条件は良好ではなく、あまり機能的でないレイアウトや投資適格でないテナント（多くの場合、セール・リースバック物件）が含まれることもある。その結果、コンデュイット・インダストリアル向け融資の引受基準は、SASBインダストリアル向け融資の引受基準よりも保守的である。

一般的には、本セクターは力強いNOIの伸び、堅調なキャッシュフロー、前向きな投資家心理から引き続き恩恵を受けている。

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、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。

セクター概要

投資を避けられてきたオフィス・セクターは、完全な回復にはまだ多くの乗り越えなければならない問題があるものの、息を吹き返す兆しを見せている。主要ゲートウェイ市場における空室率の上昇と取引量の減少は、オフィスへの出勤者数の増加にもかかわらず、本セクターが直面している問題である。オフィスのオーナーにとって賃料は依然厳しく、コモディティ化したオフィスは継続的な逆風に直面する可能性が高い。しかし、新規供給は限られているため、好立地にある築浅の優良物件はその恩恵を受けると考える。

プライベート・エクイティ

オフィス・セクターのファンダメンタルズは、市場が底打ちしつつある可能性を示している。本セクターの空室率は2024年の19.0%をピークに、同年末までに0.1%低下した。しかし、先行きは依然不透明であり、完全な回復には大きな進展が必要だと考える。2025年のネット・アブソープションは670万平方フィートに達し、苦境にあえぐ本セクターにとっては数少ない明るい材料だった。

需要回復の初期の兆候と流動性の改善により、楽観的な見方もできるが、持続的な好転はまだ遠い。特にハイテク企業が集まる沿岸部のオフィス市場は、2024年も苦戦が続いた。リモートワークのトレンドや予算圧縮を受けて、多くのハイテク企業テナントがオフィススペースを縮小したためである。その結果、全体的な空室率とサブリース空室率は歴史的な高水準、或いはそれに近い水準で推移している。

リモートワークは何らかの形で存続する可能性が高いが、出社復帰（RTO）の義務付けが増加しているため、今後数年間は需要が高まる可能性がある。2024年には、アマゾン、デル、JPモルガン、シティなどの大手企業が出社の厳格化を発表し、その殆どは2025年に発効する。これらの政策が展開されるにつれ、空室率は現在の水準から改善されるはずである。

新規供給は依然として限られている。現在建設中のプロジェクトのデータによると、2025年の新規オフィス供給量はわずか1,700万平方フィートに減少し、これは2011年以来の低水準となる。本セクターは、機能的に陳腐化しつつある老朽化したコモディティ化した物件を、近代的で高度にアメニティ化された資産が上回るという二極化が進むと考える。

プライベート・デット

2025年初頭、複数の大手保険会社がオフィス市場に再参入し、リース契約状況が堅調で物件オーナーの経営状況も順調な最高品質のオフィス物件を対象に融資を実行した。これは依然としてかなり限定的な状況で、多くは同程度のクレジット・リスクのインダストリアル向けや集合住宅向けの融資よりも少なくともスプレッドが50bpsは高いが、一部の保険会社がオフィス向け融資に（非常に限定的ではあるが）再参入したことは、意味がある展開であると考えられる。これらの融資の金利は6%台前半から半ばで、LTVは50%前後となっている。

CMBS市場では、通常、各CMBS銘柄はオフィス向けエクスポージャーを20%までとしている。このような制限があるため、CMBSコンデュイットのオフィス向け融資は、主に質が高く、堅牢なリース契約を有する物件向けに限定されている。

一部のデットファンドは、より多くのオフィス向け融資を提供する意向を示しているが、要求する利回りは、物件のクレジット指標から想定されるものよりも高い水準となっている。

品質がBまたはCクラスとみなされるオフィスビル、稼働率が85～90%未満のオフィスビル、加重平均残存リース期間が5～7年未満のオフィスビルは、一般的にレンダーから融資対象とみなされない。

オフィス向け融資の多くは、既存のレンダーが借り換えか、物件オーナーが物件売却に伴う資金調達を目的としたものである。

リート

オフィス・リートは、2024年にアウトパフォームした後に2025年初めにはアンダーパフォームした。ファンダメンタルズは引き続き改善しているものの、低調な収益とリスクオフの投資家センチメントがオフィス・リートの株価の下落圧力となっている。大半のリートは、2024年にパンデミック以来最高のリース契約額を記録している。特に、多くのリートが所有しているより質の高いビルに対する需要が高まっている。

ニューヨークとサンベルト市場は引き続きアウトパフォームしており、トロフィー物件やAクラス物件が依然として不足している一部のサブマーケットでは物件オーナーが価格決定力を取り戻しつつある。西海岸の市場では、ハイテク企業のオフィススペース縮小に対する圧力が緩和され、更にはAI関連の需要が急増しているため、まだ回復は遅れているものの、底を打ったように見える。

資本市場も改善している。CMBS市場は再開され、大口機関投資家も長期間にわたって離れていたCMBS市場に復帰した。一部のリートは、基準価額以上の価格で株式を発行することで、資本コストを改善させており、7%～9%台の魅力的なキャップレートで優良物件を取得している。

こうした改善傾向にもかかわらず、2025年のオフィス・リートのガイダンスは予想を大きく下回った。堅調なリース契約締結はまだ大幅な稼働率向上には結びついておらず、一方、支払利息の増加と設備投資額の増加は、収益成長とキャッシュフローにとって依然として大きな逆風となっている。こうした課題はバリュエーションにも反映されており、本セクターはコンセンサス純資産価額に対して平均20%～25%のディスカウントで取引されている。

CMBS

オフィス・エクスポージャーに対して持続的な逆風が続いているため、引き続き難しい状況となっている。コンデュイットCMBSのオフィス・エクスポージャーは歴史的に平均30%程度であったが、発行体はオフィス・エクスポージャーを制限しており、2023年には

20%、2024年には15%まで低下、投資家の懸念とパフォーマンスの不確実性が反映されている。延滞率はパンデミックの間は非常に安定していたが、2022年以降、固定金利のコンデュイット案件では1.9%から10.9%まで上昇傾向にある。長期リース、分散されたリース契約、高いデット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）は、デフォルト・リスクの大幅な軽減に寄与している。しかし、純営業収益（NOI）にかかる下方圧力、回復しきっていない資本市場、金利上昇を考えると、借り換えリスクは依然として高いと考える。

変動金利のSASBローンは、短期金利の急激な上昇により、短期的な債務不履行リスクに大きくさらされており、DSCRの大幅な低下につながっている。これにより、いくつかの規模が大きいデフォルトが発生し、SASBオフィスの延滞率は10%に上昇したが、これらのデフォルトの70%近くはローンの満期時に発生した。2022年以前の水準と比較すると、これはリスク動態の大幅な変化を意味する。厳しいリファイナンス環境を踏まえ、CMBSサービサーは、新たな資本拠出、キャッシュ・フロー・スイープ、その他のレンダーに有利な新条件と引き換えにローン延長を提案し、ボロワーとアクティブに取り組んでいる。こうした措置はレンダーの回収率の向上を目的としているが、同時にタイミングの不確実性をもたらし、ボロワーにとって融資条件を悪化させる要因となっている。

最近建設されたAクラスのオフィスビルは引き続き好調で、ネット・アブソープションはプラスとなり、新規賃料も大幅に上昇した。特筆すべきは、コンデュイットCMBSのオフィス・エクスポージャーの50%近くがAクラスに分類されていることである。このパフォーマンスの格差は、テナントが近代的な設備、持続可能な機能、一等地の立地を優先する、質への逃避を浮き彫りにしている。

オフィスの目利きができる投資家は、現在の混乱を活用して長期的なパフォーマンスを向上させられると思われる。さらに、ニューヨークのような回復しつつある市場では、新たに竣工した質の高いオフィス資産に対する投資家の需要が高まる傾向にある。ディストレスト資産の買収、資本再編、ストラクチャード・エクイティ・ソリューションなど、戦略的な投資アプローチは、進化するオフィス市場において魅力的な機会を提供する可能性がある。

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、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。

セクター概要

過去1年間、パフォーマンスは他のセクターを上回ったが、これには主に非裁量のサブセクターの回復が大きく寄与した。過去10年間、新規開発が進まなかったこと、既存の実店舗テナント企業の状況の改善が、パンデミック後の本セクターを支えた。消費は底堅さを維持しているが、新政権の関税政策によって経済成長が鈍化する中、今後数カ月で消費動向が変化する可能性がある。これらの課題があるにもかかわらず、本セクターは2025年に向けて堅調な足取りをみせており、デット投資家もエクイティ投資家も本セクターを重視した戦略の追求に意欲的だとみられる。

プライベート・エクイティ

マクロ的視点では、米国の消費者は、金利の上昇やクレジットカード債務の増加にもかかわらず、景気減速に対する耐性を有していると考えられる。消費者は、生活必需品やバリュー志向の小売店での支出を優先している。パンデミック後に世帯の貯蓄は減少したものの、個人消費は堅調に推移している。経済成長の鈍化とインフレの可能性は若干のリスクだが、生活必需品中心の小売業が安定に寄与すると思われる。

リテール・セクターの空室率は2024年に4.7%となり、これはCBREが2005年に商業施設のデータ収集を開始して以来、最低の数字となった。稼働率とテナント維持率は過去最高を記録しており、物件オーナーの交渉力は改善している。新規開発が最小限に抑えられたことで、ファンダメンタルズはさらに改善し、2024年のリテールの竣工面積は過去最低の2,500万平方フィートとなり、2025年に向けて追い風となっている。

本セクターは堅調な個人消費と経済成長の恩恵を受け続けている。2024年も、NCREIFプロパティ・インデックスの主要4業種中、リテール・セクターは最もパフォーマンスが高かった。

本セクターの課題のひとつは、設備投資額が比較的大きいことで、特にストリップセンターでは、小売業の進化という性質上、頻繁な設備投資が必要となる。苦戦しているテナントの入れ替えは賃料の上昇に寄与しているが、テナント入れ替えには依然としてコストがかかる。

プライベート・デット

本セクターが好調な業績を維持し、代替となる投資先は限られていることから、レンダーのリテール物件に対する投資意欲は直近数カ月で高まっている。優良なテナントと売上が健全な近隣型および地域型のショッピングセンターの需要が最も高い。大手食料品店、信用力の高いディスカウントストア、ホームセンターを核とする物件は、金融機関から競争力のある融資を提示されている。食料品店を核とする物件やその他の優良リテール物件の金利は通常、インダストリアル物件と同水準で、LTV50%～60%のローンで5.6%～5.8%となっている。

メイン通りの物件、パワーセンター、ライフスタイル・センターの融資は、一般的に、良好な立地の近隣センターやコミュニティセンターよりもスプレッドが5～15bps高くなっている。しかし、CMBSのレンダーは、これらの物件への関心を高めている。地域モールは、トップクラスのオペレーターを擁する最高品質のアセットを除き、殆どデットによる調達が出来ない状況が続いている。レンダーは、テナントの信用力、販売実績、加重平均リース残存期間（WALT）、スポンサーの質を重要視しており、この結果、このセクターのローン条件は多様化している。

リート

リテール・リートは、2024年にアウトパフォームした後、2025年は年初来でアンダーパフォームしている。また、両期間においてモールがショッピングセンターを上回っている。倒産や店舗閉鎖の増加に加え、消費減速懸念や小売企業に対する慎重な見通しが、直近数カ月の株価に対する下方圧力となっている。しかし、小売業者の需要は引き続き幅広く旺盛であり、更には新規供給はほぼ無い状況であるため、リート企業経営陣は、歴史的に低い稼働率の中で価格決定力が向上していることから、強気の姿勢を崩しておらず、ファンダメンタルズは良好である。

直近の倒産による混乱は対処可能であり、リートは、空室となったアンカー物件をかなり高い賃料でより優良な小売企業で比較的早期に埋められると見込んでいる。良好な市場環境はM&Aを後押しし、ある大手投資会社は西海岸で食料品店を核とするリートを40億ドルで購入した。この取引は5%台半ばから後半の利回りで、プライベート市場の水準感が高いことを示唆したため、2024年後半に株価を押し上げる要因となった。

CMBS

リテールのイメージは、景気減速に対する耐性を有する消費者、余剰貯蓄からの支出、堅調な労働市場などに後押しされ、大幅に回復した。店舗閉鎖は過去3年間で劇的に減速し、パンデミック以降、モールのエンターテインメント志向の転換は軌道に乗った。コンデュイットのオフィス・エクスポージャー低下に連動して2023年および2024年にはリテールの

エクスポージャーは過去の平均値に向かって増加しており、2023年のエクスポージャーは29%、2024年のエクスポージャーは28%となっている。興味深いことに、2022年には3%だったコンデュイットのCMBS発行に占めるモールの比率は、2023年には13%まで上昇している。これは、DSCRが2.0倍超、LTVが平均50%以下という保守的な引受指標に加え、全般的に良好な販売動向に支えられている。

2012年および2013年に組成された一部のローンの満期到来による借り換えが、6.3%というコンデュイット・リテールの延滞率の重荷となっている。CMBSサービサーは、ローンの満期が近づいた物件オーナーに対して、通常、資本の追加注入と引き換えに、満期を延長することで協力を続けている。このアプローチは、優良な物件オーナーを維持する一方で、バリュエーションが低迷している時期における目先の差し押さえを回避し、債券保有者が得るリターンを最大化するものである。現在、このようなヴィンテージからリファイナンスの課題に直面しているいくつかの地域モールは、負債利回りが10%を超えている。ホテルセクターと同様、リテールセクターも直近の経済活動回復の恩恵を受けている。しかし、リテール・セクターの健全性は消費者の動向と潜在的な消費減速の転換点を注意深く見守る必要がある。

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、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

データセンターは、主にAIアプリケーション使用の普及/拡大を背景に、北米の主要市場では空室率が2%を下回り、賃料が2桁の伸びを示すなど、需要が高まっている。機関投資家は、高い開発コストと長い建設期間という課題があるにもかかわらず、価値上昇の可能性が高い数少ないセクターであるデータセンターにより一層魅力を感じているとみられる。

電力供給能力、送電能力、建設コスト、建設期間が物件供給抑制要因となる一方で、開発物件への投資は成長分野であるデータセンターへの投資機会となると考える。

プライベート・デット

レンダーはデータセンター向け融資に意欲的だが、融資条件は対象物件のテナントが7大データセンター事業者のいずれかで長期リース（通常15年以上）されているか、或いは他の事業者にリースされているか、そして物件の電力供給が確保されているかなどの条件によって大きく異なる。

最良のリース契約と電力供給を確保したデータセンター向けの建設ローンは、LTC（ローン・トゥ・コスト、融資額/建設コスト）比率が60%程度で担保付翌日物調達金利（SOFR）+ 225bps～300bpsになる。同じような物件で例えばLTC80～85%であれば、SOFR + 400bps～500bpsで調達出来ることもあるが、その場合はレバレッジ水準の高さから銀行ではなくファンドからの調達が一般的である。データセンター向けの長期パーマナント・ローンは、保険会社やCMBS（コンデュイットまたはSASB）から調達可能化もしれないが、より長期のパーマナント・レンダーは通常、オペレーター的主要なリース期間が満了した後にエクスポージャーを制限するために、大幅なアモチゼーションが付帯する。パーマナント・デットの融資条件は、物件のオペレーターによって大きく異なる。

リート

データセンター・リートは、2024年後半に不動産証券のインデックスを大きくアウトパフォームしたが、2025年は年初来ではよりアンダーパフォームしている。アンダーパフォームしている背景には、人工知能（AI）の浸透によるデータセンター需要の規模や期間に関する見方が交錯したことがある：（1）オープンソースAIモデルのDeepSeekがリリースされ、品質、そして開発コストと必要とされたリソースの両面で市場にとってサプライズとなったこと、（2）マイクロソフトのCEOのコメントがデータセンターが過剰供給となっていることを示唆したこと、（3）マイクロソフトが最近契約したデータセンターのリース契約の一部を解約し、データセンターのリース締結ペースを減速させているとの報道。

一方、他の大手テクノロジー企業の発信は、AIが本セクターの成長に大きく寄与するとの楽観論を支持するものである。リート企業のコメントでは、多くの主要市場において需給関係は良好（需要の勢いは衰えていない）であることが示唆されており、これは良好な新規契約時の賃料と賃貸条件にも表れている。資本市場も引き続き本セクターの成長に必要な資金を調達しやすい状況にある。バリュエーションの観点からは、データセンター・リートの基準価額に対するプレミアムは、他の不動産タイプに比べて高い。

□ 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、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

ライフサイエンスのファンダメンタルズは、新規物件の過剰な開発と新規スペース供給不足の現状を受け、依然として低調である。CBREによると、全国の研究開発ラボスペースの空室率は、2024年末までに1.2ポイント上昇して19.7%となった。本セクターは、パンデミック後にベンチャーキャピタルの投資サイクルのタイミングが合わなかったことと供給過剰が相まって、低迷している。更には、金利上昇が多くのライフサイエンス企業の成長を抑制する要因となっており、多額の研究開発費がバランスシートを悪化させている。但し、名門大学との結びつきが強い都市圏では、研究コストを大学が負担することが多いため、好調を維持する可能性がある。

プライベート・デット

市場環境が軟調ななか、ライフサイエンス・セクターに対するレンダーの投資意欲は依然として弱い。本セクターではベンチャーキャピタルからの資金調達が重要であるため、レンダーの関心を惹きつけるためにはテナントの信用力が非常に重要である。主要な研究都市にあるライフサイエンス物件では、レンダーを見つけられる可能性があるが、研究都市としては二番手水準の物件では、ノンリコースの融資、或いは信用補完のない融資を受けるのは難しいと思われる。

リート

ライフサイエンス特化型リートは、2024年後半に不動産証券のインデックスにアンダーパフォームし、2025年も年初来でまちまちのパフォーマンスとなった。各リート企業の業績もまちまちであり、需給の不均衡に対する懸念を払しょくするには不十分だった。主要市場において空室率が高く、そして引き続き上昇していることが依然として懸念材料であると考ええる。

2024年は市場環境が難しかったにもかかわらず、ライフサイエンス特化型リートは、主要なラポートフォリオの賃料を維持し、資金調達コストと賃料のスプレッドを確保した。但し、各リート企業の見通しによると、2025年も引き続き難しい状況になることを示唆している。バリュエーションは、ライフサイエンス特化型リートは純資産価額から大幅なディスカウントで取引されている。

CMBS

ライフサイエンスは、CMBSのオフィス物件として引き続き重要であり、SASBにおいても引き続き重要な存在である。投資家は、本セクターは苦境にあるオフィスの一形態であること、そして、供給圧力による賃料上昇に対する懸念から、依然として高いリスクプレミアムを要求している。

しかし、好調な市場における投資適格テナントの長期リース物件に関しては投資家の需要がある。立地、テナント、スポンサーは、ライフサイエンス・セクターの物件が増えるにつれて、ますます重要になってきている。

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、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

一戸建て賃貸住宅セクターは、一部の都市部における活発な開発により、賃貸料の伸びが鈍化している。しかし、需要は引き続き健全で空室率は需給が均衡していると考えられる水準内にあるため、消費者物価上昇率を上回る賃料上昇率となっている。金利の緩やかな上昇は分譲住宅市場の値ごろ感を改善する可能性があるが、初めて住宅を購入する多くの人にとって、住宅取得は依然として手の届かないものである。一戸建て賃貸住宅セクターは、持ち家を諦めた人や、購入に踏み切らずに居住空間のアップグレードを求める人に、幅広い選択肢を提供し続けている。

プライベート・デット

一戸建て賃貸住宅向けには、銀行、保険会社、デットファンド、CMBS、政府系金融機関（GSE（ファニーメイとフレディマック））が融資している。散在する土地ポートフォリオへの融資は依然として少なく、デットファンドとGSEが主なレンダーとなっている。

金融機関は、高級な一戸建て賃貸住宅の集合を集合住宅の一種として分類し、同等の融資条件を提示することがある。しかし、融資条件は物件の質、運営実績、管理力によって大きく異なる。

リート

本セクターは、2024年は不動産証券のインデックスにアンダーパフォームし、2025年初頭は若干アンダーパフォームした。賃貸住宅開発による供給圧力の懸念や、中古住宅の売り出し件数増加は依然として逆風となっている。また、不安定な金利環境も投資家心理の重荷となっており、特に金利低下局面では、賃貸対所有の優位性が大きく損なわれる恐れがある。

これらの懸念点にもかかわらず、一戸建て賃貸住宅のリートのファンダメンタルズは引き続き堅調であり、価格決定力と稼働率が若干低下したとはいえ、内部成長は従来の集合住宅を上回り続けている。税金や保険料の高騰が何年も続いたが、経費の増加幅の縮小が収益に追い風となっている。

2025年は、稼働率は横ばい或いは微減、価格決定力は鈍化すると予想されるが、賃料成長率は3%以上を維持するものと思われる。リートは引き続き物件売買に積極的に取り組んでおり、居住目的の購入希望者に強気の価格設定で売却するなど、市場環境の恩恵を受けている。一戸建て賃貸住宅リートは現在、コンセンサス純資産価額予想に対して10%から15%のディスカウントで取引されている。

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
→	→	↗	↗	↘	該当なし	→

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、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。

学生寮セクターのファンダメンタルズは引き続き堅調であり、機関投資家保有の物件の賃貸料は上昇が続いている。しかし、需給の逼迫は和らいできており、競争は激化している。但し、フロリダ州やジョージア州などの南東部の州への移住が増加し、学生が自宅に比較的近い進学先を選ぶことが増えている一方で同地域では学生に適した住宅が少ないため、楽観的な見方が広がっている。

このようなポジティブな傾向にもかかわらず、投資家が競って本セクターに投資していることでバリュエーションが高くなっていることに加え、4年制大学の入学動向は緩やかであるため、本セクターに対しては引き続き慎重姿勢である。これらの傾向が続けば、本セクターの物件オーナーにとって長期的に難しい局面となる可能性がある。

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。

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、組入資産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。

キャピタルコールに係る留意点：ファンドは資金ニーズに応じて随時キャピタルコールを行います。投資家は定められた期限内にキャピタルコールに応じない場合、違約金の賦課又は当該ファンドの出資持分を引き下げ又は没収される可能性等があります。

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。

キャピタルコールに係る留意点：ファンドは資金ニーズに応じて随時キャピタルコールを行います。投資家は定められた期限内にキャピタルコールに応じない場合、違約金の賦課又は当該ファンドの出資持分を引き下げ又は没収される可能性等があります。キャピタルコールの総額は、ファンドに対するコミットメント金額を上限とします。但し、ファンドの実施した分配金がリコール（返還請求）される場

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

当戦略の投資一任契約における運用報酬については、弊社が定める標準報酬を基準に、契約資産残高、投資対象、運用制限、ご提供するサービス内容等についてお客様と協議の上で個別に決定しますため、現時点では料率や上限について記載することができません。運用報酬のほか、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、同様に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。

なお、標準報酬については、ご要望に応じてご提供いたします。

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	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0.012%。 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	米国不動産コア戦略 (オープンエンド型PE)	米国不動産コアプラス戦略 (オープンエンド型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。 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%
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。	

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。

費用	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。 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	—
開発監理手数料	—
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。

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（https://www.moody's.com/Pages/default_ja.aspx）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：S&Pグローバル・レーティング

グループ内登録業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・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」

S&P グローバル・レーティングホームページ（<https://www.spglobal.com/ratings/jp/>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、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グローバル・レーティングは、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グローバル・レーティングは、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S&P グローバル・レーティング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（<https://www.fitchratings.com/ja/region/japan>）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。通貨:特段記載のないものは米ドルベース。過去の実績は将来の成果を約束するものではありません。

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していますが、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

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

広告資料：4545753
(EXP:2025/12/31)