

非上場米国商業用不動産に投資する根拠を検証 投資リターンの追求

Authors: Arthur Jones, Senior Director, Global Research & Strategy; Jonathan Frank, Manager, Global Research & Strategy

10年以上前の世界金融危機（GFC）を受けて中央銀行の政策は大きく転換し、それ以降、前例のない低金利とケインズ主義的なアプローチの強化が続く中、投資環境は大きな影響を受けてきました。金融危機後、米連邦準備制度理事会

（FRB）は経済成長の加速と約2%のインフレ目標の達成を確実にするため、緩和的な金融政策の解除に極めて慎重な姿勢を維持してきました。新型コロナウイルス感染拡大とその後の景気後退を受けて、FRBは世界金融危機時の戦略を再び採用し、政策金利をゼロ%まで引き下げ、債券購入額の増額によりバランスシートを急速に拡大させました。

深刻な景気後退にもかかわらず、FRBが市場に大量の流動性を供給したため、リスク資産は急回復しました。大量の流動性が供給されことに加え、割引率の低下観測から、機関投資家向け適格コア資産の利回りは、取引市場やテナント市場で短期的な混乱があったものの横ばいで、一部の物件タイプでは縮小しました。プライベートエクイティ不動産の重要な特徴であるインカム・リターンも市場の安定化に寄与し、投資家に小幅ながらプラスのリターンを提供しました。今はパンデミックを抑制するためのワクチン接種が実施され、世界経済が回復し始めていることから、投資家は次の景気サイクルに向けて、商業用不動産内での資産配分など、ポートフォリオの最適化に軸足を移しています。本稿では、非上場米国商業用不動産に投資する根拠を改めて検証し、その結果として当社は、同資産クラスは引き続き極めて重要な投資機会を提供しており、マルチアセットで構成されるポートフォリオの主要な構成要素になると考えます。

規模と多様性を維持

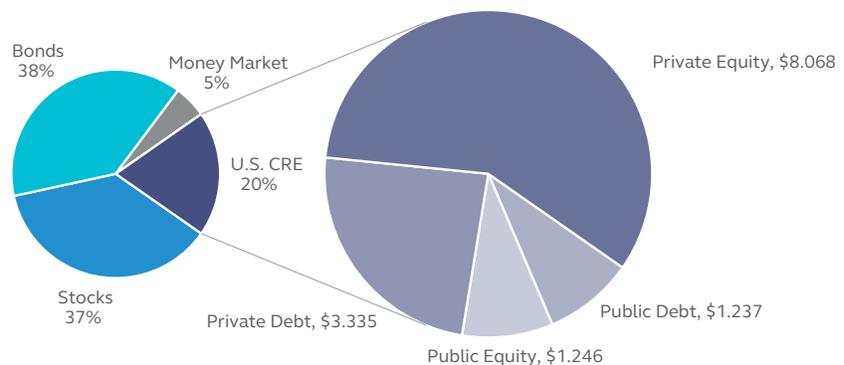
2020年の市場関連の混乱とそれに続く国境を越えた資金フローの引き揚げにもかかわらず、非上場米国不動産はグローバル機関投資家から投資対象としてなお旺盛な需要を集めています。特にニューヨーク、ロサンゼルス、サンフランシスコなど、沿岸部のグローバル市場の需要は強く、現在取引は小休止しているものの、いずれも投資対象として引き続き世界の都市の上位5位以内に入っています。しかも、米国商業用不動産市場は規模が大きく、推定時価総額は14兆ドル弱（2019年末時点）と、投資可能ユニバースの約20%を占めています¹。ちなみに、米国の株式市場と債券市場の時価はそれぞれ26兆4,000億ドル、27兆7,000億ドルです²。先進国の商業用不動産市場では、欧州が約12兆8,400億ドルと僅差で2位につけており、これに中国（6兆2,000億ドル）、日本（3兆3,400億ドル）が続きます。

図表1: 米国商業用不動産市場は厚みがあり多様

米国の商業用不動産ユニバース
(兆ドル)

As of 4Q 2019

Source: Federal Reserve, NAREIT, Prequin, CoStar Portfolio Strategy, Barclays, Principal Real Estate Investors



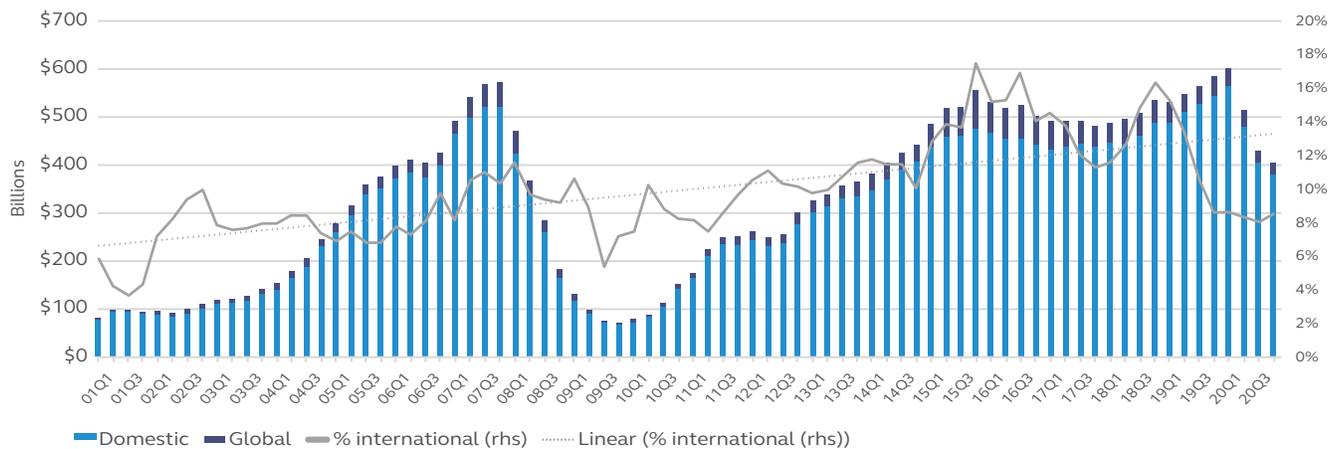
¹ CoStar Portfolio Strategy (2019年)

² ウィルシャー5000（米国株）とブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券インデックスの市場価値の時価総額、2019年末時点

さらに、米国の投資家は不動産デットおよびエクイティを対象とする様々なリスクリターン戦略にアクセスできます。投資ユニバースの大部分は非上場市場（約82%）で、そのうちエクイティ投資（物件を直接所有）が約58%と最も大きな割合を占め、約24%をデット投資（ダイレクトローン/モーゲージ）が占めています。残りは不動産関連債券、商業用不動産担保証券（CMBS）と不動産投資信託（REIT）で均等に分かれており、それぞれが約9%を占めています（1ページの図表1）³。

米国市場は大規模な投資可能ユニバースに加えて、デット市場が十分に発展し効率的であることから、流動性（取引の頻度と金額に基づく、図表2）も相対的に高水準です。世界金融危機前のバブル最盛期を除くと、近年の米国の取引額は過去最高水準で推移しており、取引額に占める米国外の海外投資家の割合が約8%程度にとどまっている点は、特に注目に値します⁴。世界金融危機以降、海外投資家の割合は景気後退期直後の7%から、ピーク時には中国大陸の投資家を中心に17%まで上昇しました。海外投資家の割合には変動が見られますが、長期的には上昇トレンドにある海外からの資本フローは市場の厚みに寄与しています。

図表2: 米国商業用不動産の販売額は長期的に増加基調



As of January 2021

Source: Real Capital Analytics, Cross-Border Compendium

投資対象の裾野が広いという特徴も、米国の非上場不動産市場に前向きな見方を取る理由です。米国経済は規模が大きく多様性に富み、地域的にも経済的にも分散が可能です。IT産業が集中する北東部や北カリフォルニアから、低コストで温暖な気候による企業や家計の流入で人口増大の恩恵を受ける南東部や南西部の大都市圏まで、多岐に及びます。

金融業が多く集まるニューヨークのように、昔ながらの伝統的な沿岸市場もあります。シカゴはインフラや企業の本社が多いことで知られ、ワシントンDCは世界の政治の中枢です。いずれも、あらゆる物件タイプのインダストリアルおよび商業用不動産投資を促す多様な特性を備えています。

³ 出典: FRB、NAREIT、Preqin、CoStar Portfolio Strategy

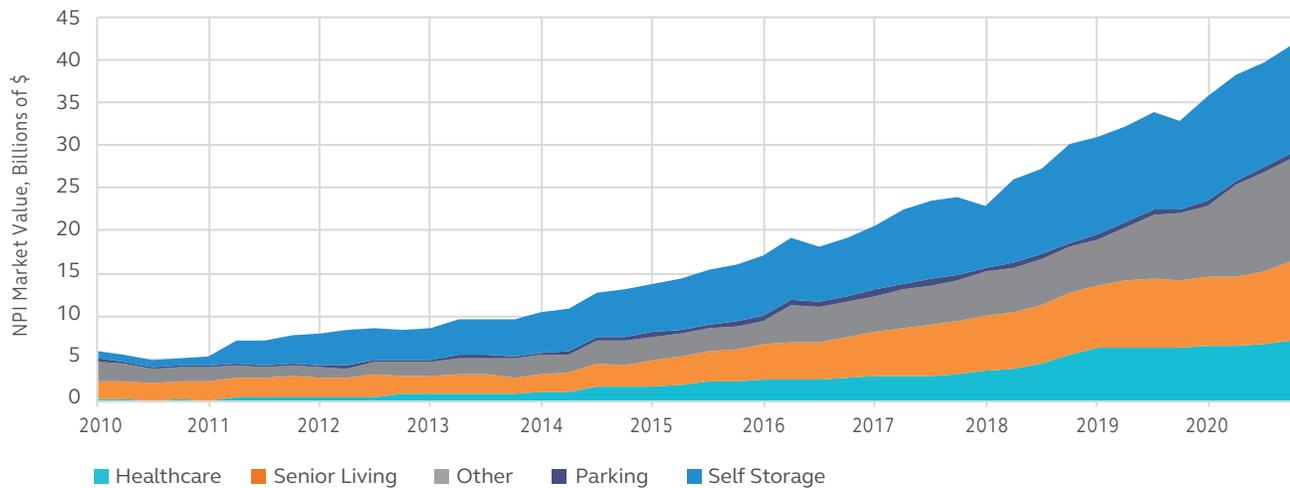
⁴ Real Capital Analytics, Cross Border Compendium、2020年11月

代替セクターの成長

投資家は長い間、米国の非上場商業用不動産を主に4つまたは5つの不動産タイプに分類してきました。すなわち、ホテル、産業施設、オフィス、集合住宅、商業施設です。NCREIF（National Council of Real Estate Investment Fiduciaries、米国不動産投資受託者協会）リサーチ・データベースによると、これらのセクターは依然として機関投資家のポートフォリオの大部分を占めていますが（2020年第4四半期時点で94.8%）、ここ10年でこれら

以外のニッチ分野が大きく成長しています⁵。ちなみに、「その他」物件タイプ（主要5セクター内のサブセクターに分類されない物件）が投資物件全体に占める割合は、2010年には僅か2%でした。それが10年後、全体に占める割合は5.2%と、2倍以上になりました。金額ベースでは、ニッチセクターおよびその他の物件タイプは2010年の50億ドル強から、2020年末には400億ドル超に増加しました（図表3）。

図表3: 主要物件タイプに分類されない代替セクターが増加基調



Source: NCREIF Query Tool; Principal Real Estate Investors, Q4 2020.

上場不動産市場はデータセンター、低温保管施設、高齢者住宅、診療所、セルフストレージといったニッチセクターに長年にわたり積極的に投資してきました。非上場市場はやや出遅れていたものの、急速に後れを取り戻しつつあります。そのため、NPI（NCREIF Property Index、米国実物不動産インデックス）やODCE（Open-end Diversified Core Equity、分散型のコアオープンエンドファンドのインデックス）などの非上場ベンチマークがこれらのセクターに関する適切かつ詳細なデータを集積するまでには暫く時間がかかるでしょう。それでも、小規模ながら拡大しつつあるこれらのセクターは、今後10年間で成長するのに伴い、市場の厚みと分散化に一段と寄与する可能性が高いと考えます。

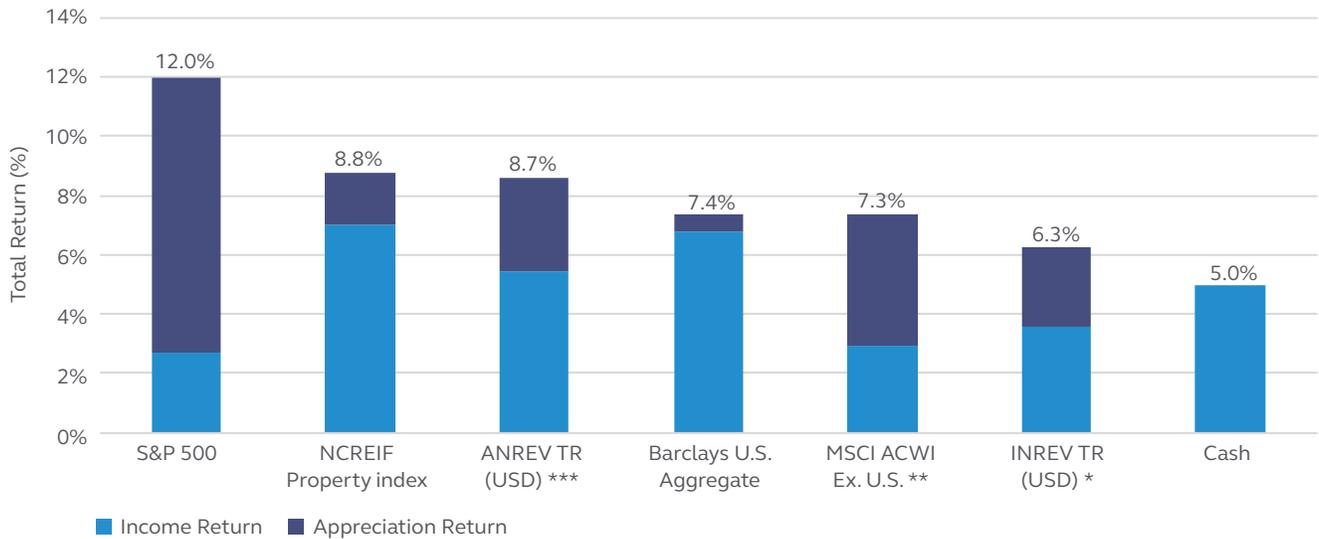
投資パフォーマンスに説得力

流動性、安定性、分散化の観点から様々な説明をしても、結局のところ資産運用会社の目標は、顧客に魅力的なり

ターンを提供するポートフォリオ戦略を構築することです。米国非上場不動産は、リスク調整後ベースでも絶対ベースでも、優れたトラックレコードを有しています。NPIは1978年の算出開始以来、米国商業用不動産が優れたパフォーマンスを上げてきたことを示しています。最もパフォーマンスが高いのは米国株式（S&P500種株価指数、12%）ですが、非上場商業用不動産は1978年以降の年率トータルリターン（複利ベース）は平均8.8%と、それほど出遅れていません（図表4）。加えて、非上場不動産の最も優れた特性の1つは、投資家に安定的かつ一貫性のあるインカム・リターンを提供できることであり、これは景気サイクルを通じてボラティリティを抑える役目を果たします。商業用不動産のリターンの大半は、債券の利払いのように、長期賃貸契約に基づく賃料の支払いを原資とするインカム収入です。そのため、不動産は他の資産を上回るインカム・リターンを創出しているだけでなく、計測期間のボラティリティも大幅に抑えています。こうした相対的に安定的で一貫性のあるリターン特性は、インカムを追求する投資家にとって極めて重要です。

⁵ NCREIF Query Tool, NCREIFリサーチ・データベースのデータに基づく。NPIまたはODCE（Open End Diversified Core）における全ての物件は2020年第4四半期時点。オープンエンドファンドで保有するNPI資産に基づくNCREIF ODCE Attributionは95.3%と報告されている。

図表4: 商業用不動産のパフォーマンスは他の資産クラスに引けを取らない



Source: NCREIF, Barclays, Federal Reserve, MSCI, INREV, ANREV, Bloomberg, Principal Real Estate Investors, Q4 2020.

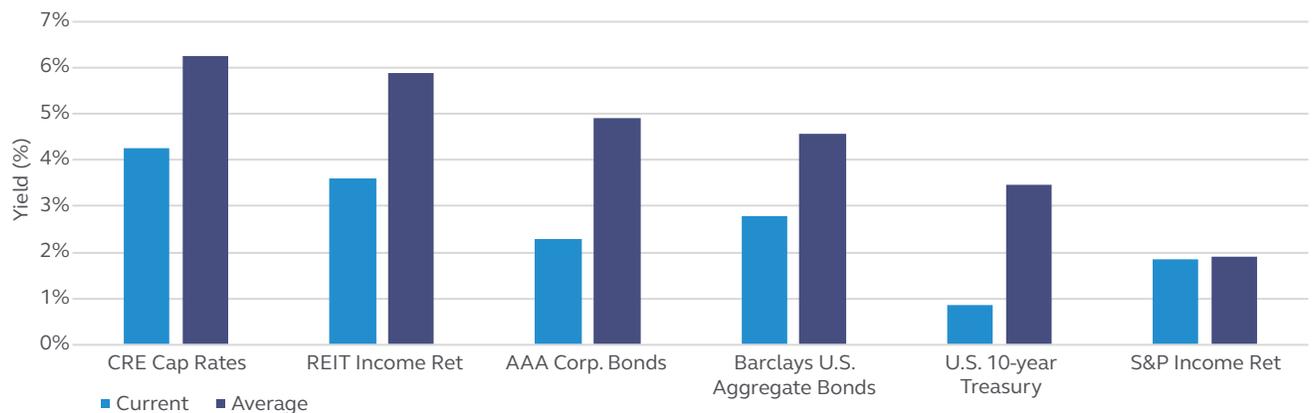
* Data only goes back to Q1 2000

** Data only goes back to Q4 1994

*** Data only goes back to Q4 2004

目下の環境において、不動産のインカム収入はおそらくかつてないほど重要になっています。FRBを含む世界の主要中銀の緩和スタンスが一因で、また、グローバル投資家による低リスク資産への需要の高まりもあり、イールドカーブは比較的フラットとなっており、また、債券のスプレッドは歴史的に見ても最も低い水準まで縮小しています。しかし、商業用不動産の利回り（最適な指標はキャップレート）は、現在の景気サイクルにおいて資産クラスの中で魅力的な水準にあるだけでなく、過去の平均との比較においても他の資産クラスに比べて堅調を持続しています（図表5）。

図表5: 不動産の利回りは相対ベースで堅調を持続



Source: NCREIF, Barclays, Bloomberg, Federal Reserve, Principal Real Estate Investors, Q4 2020.

米国商業用不動産の利回りの一部は非流動性プレミアムで構成されていますが、大部分は賃料の伸び、入居率、そして景気後退期でも安定収入に寄与する長期的な賃貸契約で説明することができます。

インフレ・ヘッジとしての商業用不動産

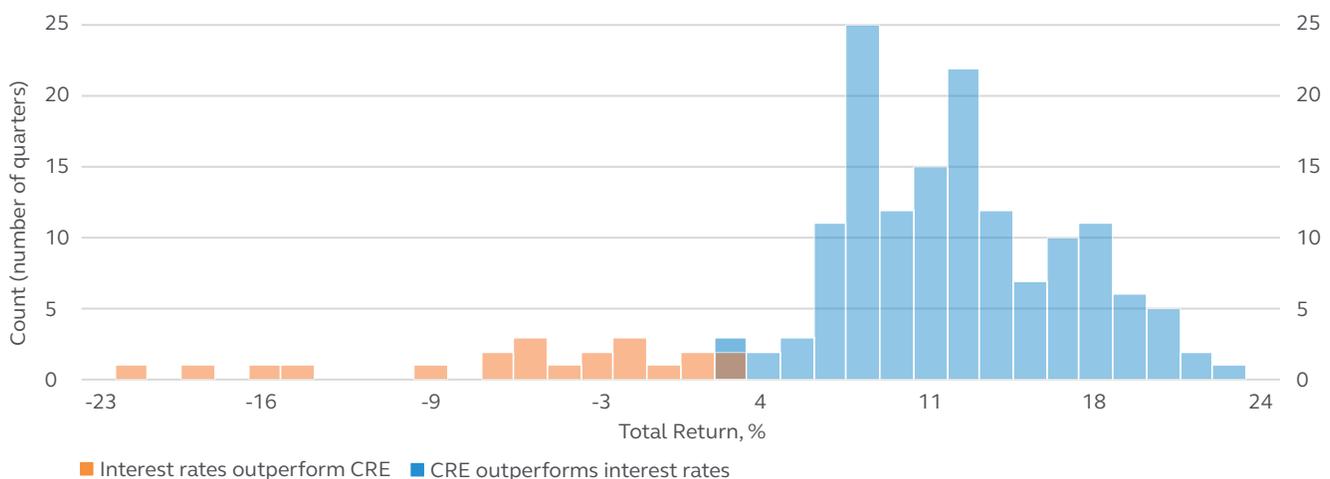
最近、インフレに対するタカ派の間では、財政刺激策による新たな個人向け現金給付金の支給に伴う景気過熱やインフレ再燃の懸念が再び取り沙汰されています。こうした懸念は多くの場合、1970年代終盤から1980年代初頭のように、物価上昇ペースが経済と賃金の伸びを上回り、最終的に投資環境の停滞と一連の景気後退局面につながる、経済に有害なインフレを想起させます。インフレ圧力の初期の兆候が表れているのは事実ですが、労働生産性、賃金の伸び、将来の賃料の流通速度をめぐる不透明感を踏まえると、これはおそらく一過性のものと考えられます。足元のインフレはほとんどの場合、サプライチェーンの短期的な途絶や、景気変動期に増減する傾向がある在庫水準の低下が原因となっている可能性が高いと思われます。

この点に関して言えば、予想外のインフレ上昇の場合、不動産投資家は、新規開発プロジェクトの予算超過、過剰な営業費用、テナント改修費用の増加などの問題に直面します。ただし、不動産は他のほとんどの資産クラスと異なり、長期賃貸契約から生じるインカムがリターンの主な源泉です（明らかな例外はホテル）。長期賃貸契約には多くの場合、賃料を消費者物価指数（CPI）に連動させるエスカレーター条項が盛り込まれており、これによりインカム収入がインフレから受ける影響を相殺します。これは賃貸契約期間が5～10年のオフィスや産業施

設に特に当てはまりますが、賃貸期間が短い商業施設や集合住宅も、単一物件内に複数テナントが存在することで恩恵を受けます。

おそらく最も重要なことは、パフォーマンスデータに決定的な論拠があるという点です。すべての物件タイプの1980年以降の四半期別リターンを見ると、商業用不動産のリターンはインフレ率を87.5%の確率で上回っています（図表6）。同様に明白なことは、商業用不動産がインフレ率をアンダーパフォームするタイミングはランダムではなく、大幅な景気後退期やその後に限られます。そうした最初の事例は1990年代初頭の貯蓄貸付組合（S&L）危機後で、不動産セクターの過剰投機やずさんな融資慣行が、景気後退と不動産の資産価値の調整を引き起こしました。第2の事例は10年前の世界金融危機後であり、景気後退で大規模な投げ売りが相次ぎ、不動産価値が損なわれました。重要な点は、いずれの期間とも、インフレ率は低位にとどまっていたか、減速（加速でなく）していたことです。

図表6: インフレ率は商業用不動産のパフォーマンスに太刀打ちできない
(1979年第1四半期～2020年第4四半期)



Source: NCREIF NPI, Federal Reserve, Principal Real Estate Investors, Q4 2020

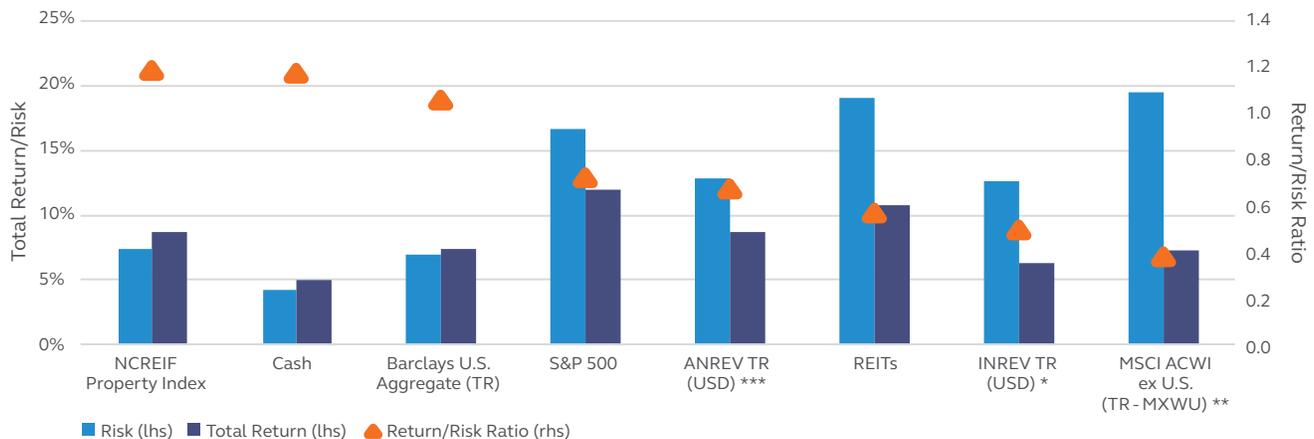
実際、商業用不動産のパフォーマンスはインフレと正の相関を示す可能性があります。その一因は、物価の大幅な上昇時に起きる資産インフレ、すなわち資産価値の上昇、ならびに賃貸契約の構造に基づくインカム増加能力です。とはいえ、全ての物件タイプが同じようにこの特性を備えている訳ではなく、正の相関性が最も強いのはオフィスと集合住宅で、商業施設とホテルは1980年以降の全四半期のうち73.3%においてインフレ率に対するアウトパフォーマンスの度合いが最低でした。

ボラティリティは低く、リスク調整後リターンは良好

株式やREITなどの高ベータのリスク資産と比較すると、商業用不動産は相対的に低リスクで高リターンの投資対象と言えます。資産のリスクを定義する際、よく基準とされるのは期間毎に変動するリターンの度合いです——標準偏差、すなわちボラティリティが通常使われます。商業用不動産のボラティリティを他の資産クラスと比べてみると、リスクは低く（7.40%、これに対して他の資産クラスの平均は12.42%）、リスク単位当たりのリターン（すなわち、リターン・リスク・レシオ）は、リスクフリーと見なされることが多い短期キャッシュにほぼ匹敵します。このようにリスク対比での高いリターンだけでも魅力的ですが、十分に分散化した投資ポートフォリオに商業用不動産を組み入れた時の効果にはより大きな説得力があります。

図表7: 米国商業用不動産のリターンは絶対ベースでもリスク調整後ベースでも魅力的

(1978年第1四半期～2020年第4四半期)



Source: NCREIF, NAREIT, Barclays, Federal Reserve, MSCI, INREV, ANREV, Bloomberg, Principal Real Estate Investors, Q4 2020

* INREV data back to index inception, Q1 2000

** MSCI ACWI ex. US data back to index inception, Q4 1994

*** ANREV data back to index inception, Q4 2004

商業用不動産によりポートフォリオのリターン向上が持続

ファイナンスの世界では、マルチアセットによって適切に分散されたポートフォリオは、投資家のリスク単位当たりのリターンが向上するという考えが定着しています。投資ファンドにおいてこの最適な配分比率を決める際に重要になるのが資産のリスク/リターン特性、ならびに他の資産との相関性です。

図表8に示したのは、7つの資産クラス（キャッシュ、米国債券、米国株式、米国以外のグローバル株式、汎アジア商業用不動産、EU商業用不動産、米国商業用不動産）について、1978年第4四半期から2020年第4四半期までの四半期毎の年率トータルリターンを用い、リスク/リターン・ベース（図

表7を参照）で構築した最適投資ポートフォリオです。上方の線（パープル）は、上記の全資産クラスを含むポートフォリオにおける各リスク水準に対する最も高いリターンを示しています。下方の線（ブルー）も同様に最も高いリターンを示していますが、ポートフォリオの構成資産から米国商業用不動産を除外しています。図表8から見て分かるのは、グローバル株式、債券、キャッシュ、米国以外の商業用不動産で既に運用されているポートフォリオに米国商業用不動産を組み入れると、ポートフォリオ全体のリターンは上昇し、同時にリスクが低下することです。

例えば、下記のポートフォリオAとBを見ると、リスク水準を4.8%としてヒストリカル・リターンが最も高いポートフォリオの構築を目指す場合、債券、キャッシュ、米国株式、汎アジア商業用不動産から成るポートフォリオでは、予想リターンは7.2%となります。これに対して、同じリスク水準でも、ポートフォリオに米国商業用不動産を組み入れた場合、ポートフォリオのリターンを8.7%に約150bp引き上げることができます。またこの例からは、リスクをできるだけ抑えたい投資家は、短期キャッシュ（伝

統的にリスクフリーと見なされている）に全額を投資しない方が有利であることが分かります。

7 %

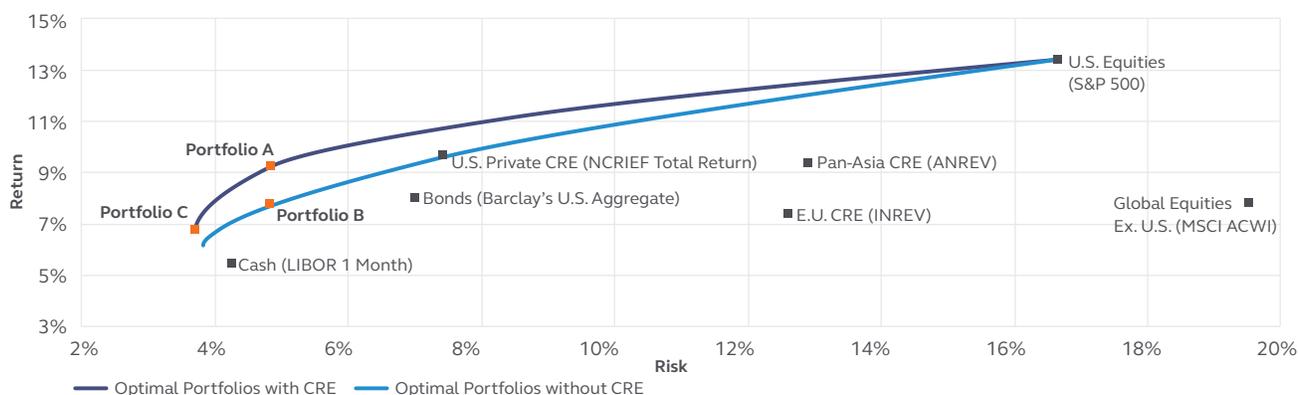
%(

' "+

("&

) "\$ * "'

図表8: 最適ポートフォリオのパフォーマンス（米国商業用不動産を含むケースと含まないケース）



Source: NCREIF, NAREIT, Barclays, Federal Reserve, INREV, ANREV, Bloomberg, Principal Real Estate Investors, Q4 2020

* INREV data back to index inception, Q1 2000

** MSCI ACWI ex. US data back to index inception, Q4 1994

*** ANREV data back to index inception, Q4 2004

	U.S. CRE	E.U. CRE	Pan-Asia CRE	Non-U.S. Stocks	U.S. Bonds	U.S. Stocks	Cash	Returns	Volatility	Return/Risk Ratio
Portfolio A	50%	0%	0%	0%	43%	6%	0%	8.7%	4.8%	1.8005
Portfolio B	0%	0%	10%	0%	40%	11%	39%	7.2%	4.8%	1.4926
Portfolio C	14%	0%	0%	3%	25%	0%	58%	6.3%	3.7%	1.6956

結論

リスクについて

商業用不動産の投資には以下のようなリスクがあります。

不動産証券（REIT 含む）：

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（グローバル戦略の場合）：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。

商業不動産担保証券（CMBS）投資特有のリスク：

CMBS は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。

米欧商業用不動産投資：

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：米ドル建てまたはユーロ建てであるため、日本円から米ドルあるいはユーロに交換して投資を行う日本の投資家は、米ドルと日本円、あるいはユーロと日本円との為替リスクが生じます。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。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します。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：不動産投資に係る米欧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。

リミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）に関わるリスク：

- 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。
- 換金リスク（オープン・エンド型LPS）：換金はLPSの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など）を受けます。また、LPSの解約金はLPSの流動性資産（現金および短期資産）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）に当流動性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。また、LPSの運用者であるGPが解約請求に応じるために保有不動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（オープン・エンド型LPS）：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。
- クローズド・エンド型のLPSは、運用期間中の換金および持ち分譲渡は原則できません。従って、投資一任契約の途中解約も原則できません。

上記のリスクは主なリスクであり、これらに限定されるものではありません。商業用不動産投資は、お客様の投資元本に欠損が生じる可能性がありますので、弊社とのご契約をご検討いただく際には、契約締結前書面等をよくお読み下さい。

運用報酬について

主な不動産戦略の報酬は以下のとおりです。

グローバル不動産証券トータルリターン戦略およびグローバル不動産証券インカム戦略

下記の料率表は、直投スキームを採用する場合の、上記戦略の弊社との投資一任契約における標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた低減料率となります。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上報酬額を取り決めることがあります。

資産残高(時価ベース) (消費税10%を含む・年率最大)	グローバル不動産証券 トータルリターン戦略	グローバル不動産証券 インカム戦略
25億円までの部分	0.88%	0.99%
25億円超 50億円まで	0.77%	0.88%
50億円超	0.66%	0.77%

グローバル不動産証券トータルリターン戦略は、投資一任契約資産からプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率
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%
ファンド受託報酬	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。

上記のほか、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、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。

PrinREI CMBS 戦略

上記戦略については、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。

PrinREI 米国不動産コアプラス戦略、PrinREI 不動産ディベロップメント戦略、PrinREI 欧州コア不動産戦略、PrinREI 米国デジタル不動産戦略

上記戦略は、外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、ファンド）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。

- 管理報酬：コミットメント金額（出資枠）またはキャピタル・コールがなされた金額（ただし、償還済みの出資元本は除く）に対して年率最大1.50%
- 開発報酬（欧州コア戦略）：開発コスト（投資持分に応じた）の0.5%
- 成功報酬：
 - 米国不動産コアプラス戦略：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%
 - 不動産ディベロップメント戦略：リミテッドパートナー（投資家）が年率9%（運用報酬控除後）のトータル収益（利益分配および出資金の全額償還）を受け取り、それを上回る収益の分配は以下の通り：
 - ◇ 運用者の取り分が運用収益の20%に達するまでは投資家に70%、運用者に30%を分配
 - ◇ それ以降は投資家が80%、運用者が20%
 - ◇ 結果として運用者の成功報酬上限は運用収益の20%
 - 米国デジタル不動産戦略：リミテッドパートナー（投資家）が年率10%（米ドル建て、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、それを上回る収益の分配は以下の通り：
 - ◇ リミテッドパートナー（投資家）のトータル収益（同）が年率20%（同）に達するまでは投資家に70%、運用者に30%を分配
 - ◇ それ以降は投資家が60%、運用者が40%

なお、ファンド設立、運用、管理にかかる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。また、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。

上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。

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.moodys.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できません。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とらえた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。

【使用インデックスについて】

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権、およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

ブルームバーグは2016年8月24日にブルームバーグ・バークレイズ指数をバークレイズから取得しました。ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

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