

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「Economic and Commercial Real Estate Outlook: Bracing for Uncertain Times」を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

プリンシパル・リアルエステート

経済および商業不動産に対する見通し：不透明な時代への備え

2022年8月

要旨：

- 世界経済は、ロシアによるウクライナ侵攻、長引くサプライチェーン（供給網）の混乱、高止まりするインフレ率を抑制するための各国中央銀行による金融引き締め加速など、2022年下半期についても数々の重大な逆風に直面しています。消費者心理が後退するなど経済成長の鈍化が懸念される中での中央銀行の大幅な金融政策転換は景気と市場を大きく動かす要因となる可能性があります。
- これまでも米国経済はこういった逆風に最もさらされてきましたが、ここ数か月については、欧州連合（EU）が経済成長率の低迷とロシアによるウクライナ侵攻の直接的な影響をより受けています。そして、米国およびEUのいずれについても、今後12か月以内に景気後退入りすることが予想されます。
- すべての景気後退が必ずしも商業不動産市場に大きな影響を及ぼすわけではありませんが、投資家はある程度の資産価値の下落を想定する必要があります。
- 景気減速／景気後退シナリオ下では、投資パフォーマンスは不動産セクターによって大きく異なることが予想されます。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（以下プリンシパル）では、より優れた長期的かつ構造的な成長ドライバーを有するセクターについては景気後退局面においても耐久性があると見ており、一方、より景気循環的なセクター（オフィス、小売、ホテル）ではファンダメンタルズが広範に悪化する可能性があり、それによって価格発見プロセスが進展し、これまで一般的に乏しかった投資機会を提供する可能性があると考えています。

現在の世界経済の見通しには様々なリスクがある

世界経済は、消費者物価の急上昇、各国政府による財政支援の減少、サプライチェーン（供給網）の混乱を背景とした世界貿易の鈍化、それをさらに加速させる地政学的対立による影響に直面し、急速に岐路に差し掛かっています。

米国では、米連邦準備理事会（FRB）が異例の金融緩和から金融引き締めへと舵を切っています。欧州中央銀行（ECB）は、より慎重な姿勢で金融引き締めを実施していますが、エネルギー価格の記録的な高騰というより差し迫った問題に直面しており、その影響で政策金利の引き上げが困難になる可能性があります。

米国およびEU経済は主要指標の悪化が見込まれており（図表1）、これが伝統的なリスク資産にとって逆風となったことから、過去数十年で最悪の年初来パフォーマンスを記録しています。

商業不動産についても例外ではなく、米国REITが年初来で約-20%、CMBS 2.0 A格トランシェ（2009年以降に発行されたCMBS）が年初来で約-10%のリターンとなるなど、パブリック市場（米国REITおよびCMBS（商業不動産担保証券））の年初来パフォーマンスは二桁のマイナスリターンを記録しています。一方、プライベート市場（実物不動産および商業モーゲージローンなど）については、不動産売買取引量が乏しいため、当該市場のインデックスにはまだ取引価格の低下が反映されていません。ただし、インフレ率の高止まり、金利の上昇、および市場の不透明感を背景にプライベート市場の不動産売買取引において失速の兆候が見られると同時に価格の見直しが進んでいます。

当レポートでは、高止まりするインフレ率と中央銀行の引き締め加速を受けて景気後退が起こる可能性が大幅に高まっていることを踏まえ、プリンシパルの基本シナリオにおける見通しがどのように変化したか、そして欧州と米国の不動産セクターにどのような影響が及ぶかを考察します。

図表1：主要指標に対する見通しは悪化傾向

	米国	欧州	英国	
見通し	悪化傾向	悪化傾向	悪化傾向	景気後退が起こるリスクは非常に高くなっており、今後12か月の間に米国および欧州がある程度の景気後退に陥ると予想。
インフレ	改善傾向	改善傾向	改善傾向	インフレは引き続き経済見通しに織り込み済み。エネルギー価格の高騰やサプライチェーン（供給網）の混乱が依然としてインフレ圧力の要因。米国における主に需要サイドが招いているインフレは、欧州におけるエネルギー供給不安などを背景とした供給サイドが招いているインフレと比較して、抑制により時間を要すると予想。
金融政策	悪化傾向	悪化傾向	悪化傾向	金融政策は過去数か月の間に劇的に変化。中央銀行は全般的に政策対応が後手に回る傾向にあることから、金融政策の是非が市場に及ぼすリスクは依然として高い状態。
消費者	悪化傾向	悪化傾向	悪化傾向	小売支出は引き続き底堅く推移している一方で、自由裁量所得がインフレ率の上昇により圧迫され始めているため、今後支出が減少するリスク有り。
企業	悪化傾向	悪化傾向	悪化傾向	企業のバランスシートは足元では健全であるものの、コスト上昇と労働力不足が利益率を圧迫。
労働市場	悪化傾向	悪化傾向	悪化傾向	労働市場は引き続き底堅く推移しているものの、米国では解雇者数が上昇する可能性有り。一方、欧州の労働市場は、構造的に景気低迷時においても解雇者数はある程度抑制されると考えられる。

出所：Principal Real Estate

基本シナリオ：景気後退が起こる可能性は高い

米国

2022 年上半期の実質国内総生産（GDP）成長率はマイナスとなりましたが、在庫投資の急増を受けて輸入が急増したことによる貿易赤字の拡大や、政府支出の減少による影響が主な要因となっています。また、雇用者数は堅調に増加しており、求人数は失業者数を 2 倍近く上回っているほか、金融市場の資本構成および企業のバランスシートも健全です。これらは、景気後退の兆候とは言えません。

しかし、政策金利の引き上げに加え、1970 年代以降で米国が景気後退に陥るきっかけとなってきたガソリン価格の上昇を筆頭にインフレ率が高止まりしていることは、消費者のバランスシートと心理の両方に重くのしかかり始めています。また、政策金利と国債利回りが上昇したことで、住宅購入意欲の低下が見られ始めています。これらの要因を総合すると、景気後退が起こるリスクを意識せざるを得ない状況にあると考えられます。

プリンシパル内部での今後の見通しはここ数週間で変化し、今後 12 ヶ月の間に景気後退が起こる可能性がより高くなったと考えています。個人消費は概して健全な水準にありますが、物価の上昇と先行き不透明感が増したことを受けて減少の兆候が見られ、実質的な小売支出の伸びはマイナスとなっています。さらに、企業は利益率が圧迫され、テクノロジー、小売、銀行といった業界で職員の解雇が始まったとの報告もあります。

プリンシパルでは、景気後退は緩やかなものになると予想しています。また、仮に景気後退入りした場合には、失業率は現景気サイクル最低の 3.5% から約 5%まで上昇することが予想されます。これは約 200~300 万人の雇用喪失を意味し、経済全体に影響が波及するのに十分な規模になると考えられます。エネルギー市場はすでに調整局面にあり、エネルギー価格に対する上昇圧力は緩和されていくと予想しています。金利については、過去 10 年間の中でも相対的に高い水準が続くと予想しています。しかし、インフレ率については、サプライチェーン（供給網）の混乱が続いていることなどから、深刻な景気後退が起こらない限り、FRB の目標インフレ率である 2%に向かってゆっくりとしたペースで低下していくと予想しています。そして、FRB は、インフレの抑制と経済成長の犠牲との間で合理的なトレードオフが達成されたと判断した時点で政策金利の引き下げを開始する以外にあまり選択肢はないと考えられますが、そのタイミングを推定するには不確定要素が多いと考えます。

欧州

ECB は欧州を景気後退に陥らせることなく、約 10 年続いた金融緩和策から金融引き締めへと政策を転換するという難題に直面しています。さらに、一部の国での債務危機の可能性やエネルギー価格の高騰という 2 つのリスクも加わり、その難易度はさらに高まっています。

1 つ目のリスクについては、EU の性質上、金利上昇による影響の大きさは加盟国間で異なり、債務水準がより高い国で借入コストがより上昇するなど格差が生じることが想定されます。欧州内での不当な金利格差を抑制するため、ECB は分断化を防止するツールとして 7 月下旬に「伝達保護措置

(TPI)」を発表しています。これは、財政規律の順守などを条件に市場で逆風を受けている国の国債を ECB が買い入れる制度となっています。TPI の有効性については現時点では不透明です。

2 つ目のリスクについては、ウクライナやロシアに地理的に近接していることや、ロシアからのエネルギー輸入に欧州が依存している点が危惧されます。ロシアが一方向的に供給を削減するなど供給不安が主な要因となってユーロ圏の天然ガス価格は高騰しており、これを受けて EU 加盟国のほぼ半数でインフレ率が前年比で 10%前後、或いはそれ以上となっています。物価の高騰と金融引き締めが重なったことで、家計の実質可処分所得は圧迫され、欧州全体で消費者心理が急激に悪化しています。これまでのところ、コロナ禍で増えた貯蓄、堅調な労働市場、各国政府による一時的な救済措置に支えられて、個人消費は持ちこたえています。しかし、EU や英国における小売売上が軟調となるなど需要減退の初期の兆候が表れ始めています。

ロシアとの緊張関係が続いた場合、エネルギー不足は悪化する一方であると予想され、特に需要がピークに達する冬場でのエネルギー不足の深刻化が危惧されます。2 月にロシアがウクライナに侵攻して以来、欧州はロシアからの天然ガスの輸入量を全体の 40%から 20%にまで減らしています。しかし、国際エネルギー機関 (IEA) は、ロシアが欧州への天然ガスの供給を完全に停止する可能性は否定できないことから、それに向けて準備を行う必要があると警戒しており、仮に供給が完全に停止した場合、欧州の景気後退は米国よりも深刻化することが想定されます。このシナリオ下では、2023 年のユーロ圏の経済成長率は-1.7%になると ECB は予想しています。

商業不動産に対する経済的な影響

景気減速／景気後退シナリオ下において商業不動産が受ける影響は、不動産タイプによって異なることが予想されます。米国と欧州の不動産はバリエーションが割高な水準で推移していますが、稼働率が低迷し続けている米国のオフィスセクターを除き、堅調なファンダメンタルズによって下支えされています。一方、小売セクターについては、大型ショッピングセンター (リージョナル型ショッピングモール) を中心に弱含むことが予想されます。不動産市場サイクルにおける現在の位置を考慮すると、景気後退入りした場合には、キャップレートの上昇および不動産価格の下落の両方が発生する可能性が高いと思われます。そして、プリンシパルが景気循環の観点および構造的な要因から耐性が高いと考える一部の不動産タイプのみ、不動産価格の下落の一部をインカム収入で相殺できると考えます。

現在のプリンシパルの基本シナリオとなっている緩やかな景気後退が起こった場合の影響は、国・地域によっても異なることが予想されます。上述のように、世界的な成長鈍化の影響は、特に欧州がロシアのコモディティに対するエクスポージャーの高さによって大きくなると予想されます。それを考慮すると、欧州のプライベート・エクイティ市場 (実物不動産) では、不動産価格が今後 12 か月から 18 か月の間に 10%から 15%調整する可能性があります。米国ではエネルギー価格の上昇による影響は相対的に少ないものの、金利の上昇は欧州よりもはるかに大きな問題となっています。従って、基本シナリオである緩やかな景気後退が起こった場合には、全米不動産投資受託者協会 (NCREIF) が公表する実物不動産インデックス (NPI) が今後 12 か月から 18 か月の間に 5%から 15%程度下落してもおかしくないと予想しています。セクター毎の影響についても、各不動産タイプの景気変動に対する感応度のほか、需要や資本市場における位置付けによっても大きく異なることが予想されます。

プリンシパルが提唱する DIGITAL (D : 人口動態、I : インフラストラクチャー、G : グローバリゼーション、I : イノベーション、T : テクノロジーの略称) に該当する不動産タイプについては、少なくとも相対的には有利な位置付けにあると考えています。以下の図表 2 は、緩やかな景気後退が各不動産セクターのファンダメンタルズおよび資本市場に及ぼす影響の度合いを示しています。米国および欧州の住宅セクターは、特にその非裁量的な性質から、最も耐性が高いと考えられます。米国では、世界金融危機後の約 10 年間の大半で不動産開発があまり進まなかったため、対象となる所得水準にかかわらず住宅の供給不足に陥っており、特に中低所得層向けの一戸建て住宅で供給不足が深刻になっています。欧州の大半では住宅の供給不足はそれほど深刻ではありませんが、供給は依然として逼迫しており、需要減退および純収益 (NOI) の低下による不動産価格の下落を緩和すると予想されます。

図表2 : DIGITAL¹の恩恵を多く受ける不動産タイプはより耐性が高いと考える²

ネガティブ ■ ポジティブ

セクター	米国			欧州		
	市場の ファンダメンタルズ	資本市場	トータルリターンに 及ぼす影響	市場の ファンダメンタルズ	資本市場	トータルリターンに 及ぼす影響
インダストリアル	■	■	■	■	■	■
オフィス	中心業務地区 (CBD)	■	■	■	■	■
	郊外	■	■	■	■	■
	診療所	■	■	■	■	■
小売	コンビニエンスストア	■	■	■	■	■
	スーパー/フードセンター/コミュニティセンター	■	■	■	■	■
	パワーセンター ショッピングモール	■	■	■	■	■
住宅	郊外の集合住宅	■	■	■	■	■
	都市部の集合住宅	■	■	■	■	■
	一戸建て住宅	■	■	■	■	■
非伝統的	データセンター	■	■	■	■	■
	ホテル	■	■	■	■	■
	ライフサイエンス	■	■	■	■	■
	学生寮	■	■	■	■	■
	高齢者施設/介護施設	■	■	■	■	■

¹DIGITALはD：人口動態、I：インフラストラクチャー、G：グローバル化、I：イノベーション、T：テクノロジーの略称

²それぞれの色は相対的な見通しを示しています。

出所：Principal Real Estate

住宅セクターは賃貸の契約期間が相対的に短いことから、プリンシパルの現在の基本シナリオよりも景気後退が長引いた場合でも、契約更新時に賃料を引き上げることでその影響をいくらか緩和することが可能な価格決定力を有しています。一方、インダストリアルセクターは他のセクターをアウトパフォームし続けていますが、景気後退局面では消費が減退すること、また、特に米国において実店舗での買い物と比較してネットショッピングでの支出が鈍化していることを背景に、その先行きが注視されています。実際に、2019年以降に大規模な倉庫スペースを数多く確保し、当該セクターの需要を牽引してきたオンライン小売大手のアマゾンが、余剰スペースの転貸借を実施する旨を発表しており、倉庫スペースに対する需要を過大評価していたことが伺えます。

サプライチェーン（供給網）におけるスペースへの需要を考慮すると、当該セクターにおいてより広範な下落が起こることを必ずしも示唆するものではありませんが、需要の大幅な変化を示唆している可能性があると思われ、今後景気後退によって需要の低下幅が拡大することも考えられます。加えて、個人消費の減少は、倉庫の所有者にとって問題となるほか、米国および欧州の両地域においてeコマース（電子商取引）関連を中心にセクター全体のパフォーマンスに影響を及ぼすことが考えられます。ただし、プリンシパルの基本シナリオで予想している景気後退の度合いは、2008年の住宅バブル崩壊後に消費者需要が大幅に落ち込み、短期間ではあるものの米国が1950年代以来で初めてデフレに陥ったという状況からはほど遠いものです。また、米国と欧州の両地域で空室率が過去最低水準であることも、インダストリアルセクターの支援材料となり得ます。ただし、テナントからの需要が鈍化すれば、不動産価値が低下することは予想に難くありません。

その他の主要なコア不動産セクターについてもさらなる調整局面が訪れると予想され、特に脆弱性が見受けられるサブセクターでは調整余地があると考えます。例えば、米国のオフィス需要が持続的に減少していることは、過去24ヵ月にわたる需要の動向を見れば明らかです。また、欧州のオフィス市場の稼働率や利用率は米国を上回っていますが、サービス業での雇用者数が減少した場合、空室率が均衡レベルよりも高い水準まで上昇するという不動産の所有者や投資家にとってネガティブなシナリオが現実になる可能性が高くなります。しかし、オフィスセクターの中でも中核的な立地にある一般的なオフィスや、ESGの観点で優れている医療/ライフサイエンスに関連するセクターについては、これまでセクター内では相対的に堅調なパフォーマンスと

なっているほか、構造的な観点から需要が続き、今後 12 か月から 24 か月の間についても、より広範なオフィスセクターのインデックスをアウトパフォームし続ける可能性が高いと予想しています。

小売セクターも軟調となることが予想されるセクターですが、引き続き非常に二極化したセクターであり、セクター内で投資パフォーマンスが大きく異なることが予想されます。2021 年以降、財政刺激策および消費者の繰延需要にも後押しされ、実店舗での売上高は目覚ましい伸びを示しており、過去 18 か月間は店舗の開設が閉鎖を上回っている状況です。小売セクターの回復は、食料雑貨店、コミュニティセンター内のディスカウントストアなどの価格重視の小売店、倉庫型の小売店といった利便性を重視した業態が主に牽引しています。

今後 12 か月間は、上記の小売セクターについては相対的に持ちこたえると思われませんが、キャップレートの上昇によって少なくともある程度の不動産価格の調整が想定されます。プリンシパルの最新の基本シナリオにおいて最も影響を受けるのは、一般消費財・サービスおよび高価格帯の商品・サービスを中心とする米国内のリージョナルモールやスーパーリージョナルモールなどの大規模なショッピングモールやショッピングセンターのほか、特に中心業務地区（CBD）を主な対象とした大通りに位置するような欧米の小売店があげられます。景気循環型の不動産タイプにおける低迷は、所有者にとっては問題となる一方、価格発見プロセスが進展することで、これまで不動産売買取引市場では乏しかった投資機会を生み出す可能性があります。

上記でまだ触れていない非伝統的セクターの中では、データセンターについては絶対的および相対的パフォーマンスのいずれにおいても堅調となると思われれます。需給におけるファンダメンタルズは引き続き良好であり、資本市場の混乱にもかかわらず、堅調な賃料と純収益（NOI）の伸びによって投資家に債券のクーポンのようなリターン／キャッシュフローを提供すると考えます。

データセンターへの需要は、構造的および景気循環的な要因により、景気後退期の中でも増え続けることが予想されます。例えば、大手企業のコスト削減により、賃料の高い中心業務地区（CBD）に位置するオフィスでの勤務から在宅勤務へとシフトすることで、データセンターへの需要が高まる可能性があります。

投資戦略への影響

このような厳しい市場環境の中で、投資家は元本を保全しつつ、魅力的な相対的価値を追求するためにどこに目を向けるべきでしょうか。まず、基本的に資本コストの上昇と金融環境のタイト化が予想されます。そういった中で不動産市場については、景気減速／景気後退という市場環境下において投資家がより高いリスクプレミアムを求めため、キャップレートが現在よりもさらに上昇すると予想されます。プリンシパルでは、エクイティ価値の調整の蓋然性のほか、デット市場は資本構成における位置付けからキャッシュフローの保全が期待できることから、コア型エクイティよりもデット市場を選好しています。

セクター別では、食品（食料雑貨を主に扱う小売センター、ディスカウントストア、倉庫型小売店）、住宅、構造的な需要の恩恵を受ける不動産タイプ（データセンター、診療所、高齢者施設／介護施設）といった非裁量的なセクターを選好しています。不動産市場全般では、景気後退を乗り切ることができると考えられる優れた構造的要素を有し、プリンシパルが提唱する DIGITAL（D：人口動態、I：インフラストラクチャー、G：グローバリゼーション、I：イノベーション、T：テクノロジーの略称）に該当する市場・セクターを選好していますが、個別の不動産の選別が今後より重要になると思われれます。過去 12 か月間の不動産売買取引を見ても、構造的に耐性が高く、人気の不動産タイプに主に売買が集中しています。ただし、デット市場の今後の動向によって価格発見プロセスが全般的に進展し、より広範な不動産タイプの取引が活発になると予想しています。そのため、特に景気循環性の高い不動産タイプにおいて価格発見プロセスが進展すれば、魅力的な投資機会が生じる可能性があると考えます。

図表3：投資戦略への影響

セクター	見通し		投資方針
	戦術的	戦略的	
インダストリアル	■	■	事業サイクルにおける好況が終わりに近く、供給過剰となっている可能性あり。バリュエーションはピークに近い。
オフィス	中心業務地区 (CBD)	■	厳しく選別する必要あり。ハイテク市場にフォーカス。欧州のオフィスセクターに対する見通しはより建設的。
	郊外	■	研究大学やハイテク企業において雇用が増加している市場にフォーカス。
	診療所	■	人口動態が長期的な需要を支え。
小売	コンビニエンスストア	■	堅実な成長ドライバーを有するが、需要が価格に対する圧力となっている。eコマースが置き換わることは難しい。
	ネバフットセンター/コミュニティセンター	■	食料雑貨の取り扱いに長けていることなどから、eコマースに対する競争力が高い。ディスカウントストアなどの価格重視の小売店の存在もプラス。
	パワーセンター	■	ディスカウントストアなどの価格重視の小売店やホームセンターを擁するパワーセンターにフォーカス。不動産価格は魅力的な水準だが、非常に魅力的とまではいかない。
	ショッピングモール	■	戦略的な見通しへの確信度は低い。デット市場の中で短期的なものであれば、好条件が揃っている場合には投資。
住宅	郊外の集合住宅	■	参入障壁の高い市場において、住宅を購入できるほどの資金・所得が無いため賃貸住宅に住んでいる人々（所得中央値に対して80～120%の所得）を対象とした集合住宅にフォーカス。
	都市部の集合住宅	■	高価なため一戸建て住宅を購入しづらい高コスト・ハイテク都市にフォーカス。
	一戸建て住宅	■	貧富や世代の格差に着目。また、スペースへのニーズにも着目。
非伝統的	データセンター	■	堅調な見通しだが、長期的には債券に近い動きをする可能性あり。
	ホテル	■	コロナ禍の沈静化に伴う戦術的な投資機会が存在。
	ライフサイエンス	■	短期的には不動産価格が問題となるが、引き続き長期的には戦略的な観点から優れた投資機会が存在。
	学生寮	■	全体的に確信度は高くはないが、物件ごとにケースバイケース。現在は建設件数が過剰。
	高齢者施設/介護施設	■	今後10～15年の好況に期待。ただし、米国では供給過剰になりがちなセクターなので要注意。

出所：Principal Real Estate

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。

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 investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance is no guarantee of future results.

Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate. International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability, and differing accounting standards. 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.

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. Such information may include, among other things, projections, and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

Indices are unmanaged and do not take into account fees, expenses, and transaction costs and it is not possible to invest in an index.

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.
- **United Arab Emirates** by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- **Singapore** by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg.No.199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- **Australia** by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- **Hong Kong SAR (China)** by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- **Other APAC Countries**, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal[®], Principal Financial Group[®], and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. Principal Global Investors leads global asset management at Principal[®]. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.

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。

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：<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

広告資料：2456933
(EXP：2022/12/31)