

# 米国不動産セクターレポート

## 4象限の視点

2023年秋

### 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
 <b>集合住宅</b>	資本市場と経済の減速の影響が出始めている。需要に波はあるものの、記録的な水準にある新築アパート供給を下回ることなく、概ね需要超過を維持している。資金調達と取引の流動性の低下は、取引価格と取引量の両方に影響を及ぼしている。	●	↗
 <b>ホテル</b>	パンデミックからの回復後、良好な状態を維持している。客室稼働率は需給バランスが取れた水準にあり、12ヵ月間のRevPAR（販売可能客室あたりの売上げ）成長率は順調に改善し続けている。ただし、減速の兆しが見え始めている。	●	→
 <b>インダストリアル</b>	依然として堅調さを維持しているが、市場のファンダメンタルズと投資パフォーマンスにとって逆風が吹き続けている。2023年には需要が鈍化し、パンデミック前の水準に戻りつつある一方、高水準の新規供給がすでに空室率を押し上げ始めている。長期的な金利上昇と借り入れによる資金調達が難しくなることにより、新規供給のペースは鈍化し、セクターの安定化につながるとされる。	●	↗
 <b>オフィス</b>	オフィスへの回帰が鈍いことや、依然として弱いファンダメンタルズに悩まされている。ネット・アブソージョンは低下し続けており、全米の空室率は、過剰な新規開発により供給過剰に直面した1990年代初頭以来の高水準となっている。資本市場は足踏み状態に陥っており、セクターの不確実性と銀行や生命保険会社のリスク管理を背景に融資は減少している。	●	↓
 <b>リテール</b>	引き続き概ねアウトパフォームしている。不動産サイクルのこの段階における他の多くのセクターとは異なり、底堅い消費を背景に市場のファンダメンタルズは改善している。好調な雇用市場と所得増加が続いていることが本セクターのモメンタムになっているが、消費鈍化の兆候もあり、大規模ショッピングセンターにとっては懸念材料である。生鮮食品店を中心とした近隣世帯向けおよびコミュニティセンターは、現在の環境では引き続きアウトパフォームすると思われるが、今後1年以内の景気後退が懸念されるため、若干の影響が出る可能性がある。	●	↘

## セクターの状況と見通し（続き）

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
<b>一戸建て賃貸住宅</b> 	需要は堅調に推移しており、賃料の伸びが一桁台半ばであることから、ファンダメンタルズが改善している数少ないセクターの一つであると言える。供給圧力は依然として懸念材料であるが、新規物件開発の資金調達が難しくなっているため、今後12カ月間の新規供給は抑制されると想定。	●	↗
<b>データセンター</b> 	需要の増加は続いており、需給は引き続き逼迫している。稼働率は90%台後半を維持しており、スペースが供給不足に陥っていることから賃料の伸びは堅調であるが、これは本セクターにおいて引き続き潜在的な逆風要因でもある。資本市場は足元でも逆風となっているものの、本セクターは、景気の不透明感にもかかわらずスペース需要が増加し続けている数少ないセクターのひとつである。	●	↗
<b>学生寮</b> 	需要は旺盛で、2023-2024学年度のリース契約は入居率、賃料ともに予想を上回った。需要と賃料の上昇は、短期的には従来の集合住宅を上回る可能性がある。	●	↗
<b>ライフサイエンス</b> 	ライフサイエンスは2023年、資金調達とスペース需要のファンダメンタルズの両方が後退した。ライフサイエンス企業にとって重要な成長源であるベンチャーキャピタルからの資金調達は、この1年でかなり難しくなった。その結果、ラボスペースに対するテナント需要は大幅に減少した。	●	↘

出所：プリンシパル・リアルエステート、2023年9月現在

# 集合住宅

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比) <sup>※</sup>	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

資本市場と経済の減速の影響が出始めている。需要に波はあるものの、記録的な水準にある新築アパート供給を下回ることなく、概ね需要超過を維持している。資金調達と取引の流動性の低下は、取引価格と取引量の両方に影響を及ぼしている。

## プライベート・エクイティ

依然として商業用不動産投資家にとって魅力的な資産クラスのひとつではあるが、資本市場の逆風やスペース市場のファンダメンタルズの減速を免れることはできなかった。8月までの取引件数は前年同月比で67%減少した。このセクターは引き続き政府系金融機関（GSE）を通じた流動性の恩恵を受けているものの、集合住宅の潜在的な買い手は、特にプライベート市場におけるバリュエーションが厳しくなっている現在、資本コストの上昇により、依然として二の足を踏んでいる。

過去2年間に市場に供給された物件が増加したことで、賃料成長に鈍化圧力がかかり始めている。特にサンベルト地帯のような、高成長が続いてきた供給量が多い市場では、賃貸料の伸びが大幅に鈍化し、前年比マイナスに転じた市場もある。中西部と北東部のより成熟した市場は、2022年比でわずかな減少にとどまり、成長率は比較的保たれている。

キャップレート、IRR、物件売却時のキャップレートの上昇圧力は、2023年後半も引き続き本セクターのバリュエーションに反映されている。NCREIF National Property Index (NPI)によると、2023年半ばまでのデータでは、このセクターは2022年第2四半期のピーク時に比べて評価額が8.9%下落している。2023年末から2024年にかけての経済成長の鈍化予測は、特に高金利環境において、バリュエーションに更に圧力がかかる可能性がある。

要求される利回りの上昇、負債資本コストの上昇、建設資本の調達が難しくなりつつあることを背景に供給パイプラインは細りつつあり、これは本セクターにとって好ましい動向である。将来の供給量の指標となる集合住宅の建設許可件数は、8月までに前年同月比で18%減少している。現在の供給が今後数年で吸収されれば、供給戸数が大幅に減ることで物件オーナーの価格決定力が高まるはずである。

## プライベート・デット

不動産市場の全般的なファンダメンタルズが依然として健全な状態を保っていることを背景に、アパート向け融資は現在もレンダーにとって魅力的だが、金利上昇により、ここ数カ月はバリュエーション、デット・サービス・カバレッジ・レシオ、その他の信用力の指標が悪化している。モーゲージ・バンカーズ協会のデータによると、金融引き締め、借り換え需要の減少、審査の厳格化に起因する不動産取引の減少により、2023年第1～2四半期の集合住宅向け融資額は前年同期比で51%減少した。

それにもかかわらず、集合住宅に対するレンダーの全般的な関心と、競争力のある価格設定およびGSEによる流動性供給を背景に、集合住宅向けのローン金利は全不動産セクターの中で最も低い水準で推移している。保険会社、そしてファニーメイとフレディマックが、平均から平均以上の質の集合住宅を担保とする55%から65%のLTVの集合住宅向けシニアローンに対して提示する金利水準は、概ね6%程度となっている。

### リート

集合住宅リートは、2023年の年初来でリート指数をわずかにアウトパフォームしており、沿岸地域に特化したリートがけん引している。サンベルトに特化したリートは、新規引渡し件数の増加と州をまたぐ移動の鈍化の影響を受けており、足元では賃料のマイナス成長が一部で報告されている。

一方、新規供給が限定的であること、オフィス回帰が鈍いながらも続いていること、不況の影響が少ないこと（テクノロジーセクターにおいて大手企業の人員整理がすでに進んだため）などが、沿岸部のリートの良好なファンダメンタルズを支えている（但し、減速はしている）。この傾向は、サンベルト地域の供給増が吸収されるまで、2024年以降も続く予想される。年初来のリターンが小幅にとどまったことを受け、集合住宅リートは基準価額から15%近いディスカウントで取引されているが、これは他のセクターの平均よりやや大きい。

### CMBS

GSEは、1,500億ドルの融資枠を有しており、引き続き集合住宅分野における主要なレンダーである。複数の機関による発行は、低水準の取引量によって抑制されている。規模ははるかに小さいが、コンデュイットおよびシングルアセット・シングルボロワー（SASB）CMBSにおけるマルチファミリーのエクスポージャーは大きく、ローン残高は約550億ドルである。コンデュイットの集合住宅向けローンの延滞率は1.0%と、過去15年間で最低の水準にある。同様に、GSEの延滞率はわずか0.2%である。

超低金利時に余裕に乏しい負債利回りで引き受けた変動金利SASBの状況が悪化し始めている。金利上昇の結果、債務返済負担が大幅に増加し、純営業利益（NOI）成長率の見通しが低下し、バリュエーションが低下したこともあり、SASBの集合住宅の延滞率は3.0%に上昇した。総じて見ると、集合住宅は、過去のNOIの伸び、着工件数の鈍化、購入用の一戸建ての値ごろ感の低さ、最終的なエクスポージャーが消費者であることを考慮すると、CMBSの中では依然として好ましいセクターである。

# ホテル

セクターに対する 格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比) <sup>※</sup>	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

パンデミックからの回復後、良好な状態を維持している。客室稼働率は需給バランスが取れた水準にあり、12カ月間のRevPAR（販売可能客室あたりの売上げ）成長率は順調に改善し続けている。ただし、減速の兆しが見え始めている。また、需要のペースとRevPARの改善は、3か月ローリングでは鈍化し始めている。景気の不透明感やオフィス回帰の遅れが引き続き本セクターの逆風となっているため、出張者数の減少と消費者心理の低下により、収入増加の見通しは明るくはない。

ポジティブな点としては、供給は依然少なく、今後も少ない状態が続くと予想されていることである。高い借入コストと資金が不足していることが、開発パイプラインを抑制するように働くと思われる。これは、今後1年以内に景気後退が起こるという懸念が高まっているにもかかわらず、本セクターの安定に寄ると想定される。

## プライベート・デット

2023年のRevPARは伸びているものの、その伸び率は減速しており、ホテルは人件費、保険料、その他の費用の価格上昇に直面している。その結果、レンダーのホテル向けローンに対する姿勢は2023年に後退しており、モーゲージ・バンカー協会のデータによると、2023年上半期に組成されたホテル向けローンの量は2022年上半期に比べて20%減少した。デットファンドは依然としてホテル向けローンの主要な資金源である。

## リート

ホテル・リートは、ビジネスホテルや都市型ホテルの需要の高まりが一部相殺要因とはなったものの、レジャー旅行者の需要低下により、年初来で他の不動産セクターを下回った。夏の間、多くの旅行者が米国外、特に欧州での休暇を選んだため、高級リゾートやレジャースポットの需要は低迷した。このため、パンデミック後に繰り越し需要の恩恵を受けていた市場では、宿泊料金が低下した。法人旅行の回復が加速し、都市部のホテルは団体需要の増加により、レジャー施設に比べ不振の程度は抑制された。短期出張は、オフィス回帰のトレンドが依然として鈍いため、現時点では予想を下回る水準にとどまっている。

レジャー需要の減速はRevPARにとってマイナス要因であることに加え、営業費用（特に人件費）の増加により収益性が予想以上に悪化したため、ホテル・リートの業績は振るわず、収益率は予想を下回った。直近数カ月間のRevPARの前年比の伸び率は1%から3%台となっており、年初時点から著しく鈍化している。これは、潜在的な景気後退が消費者とビジネス双方の旅行需要に及ぼす不確実性が反映されている。

## CMBS

パンデミック後のピークから需要が減速しているにもかかわらず、ホテル事業の堅調な業績は続いており、ローンのパフォーマンスも同様である。コンデュイット型CMBSの延滞率は2020年7月に20%近くまで上昇したが、現在は4.8%となっており、コンデュイット全体の延滞率を1%上回っているに過ぎない。レジャー旅行は当初、休暇の訪問先の市場の力強い回復を後押しし、出張需要も伴って回復した。Smith Travel Researchの報告によると、2023年9月15日までの28日間のRevPARは、パンデミック前の2019年の同期間と比較して10%増加している。ホテル事業者は平均宿泊単価を引き上げることでRevPARを伸ばしているが、稼働率は4年前より低下しており、これは特に高級カテゴリーで顕著である。RevPARの伸びは、消費者が余剰貯蓄をほとんど使い果たしたため、前年比で横ばいになっている模様である。

2020年から2021年にかけて発行されたCMBSには、クレジット分析の難しさや投資家の懐疑的な見方から、ホテルのエクスポージャーはほとんど含まれていなかった。ファンダメンタルズの改善に伴い、ホテル向けローンは拡大し、現在ではコンデュイット全体の10%、SASB保の26%以上を占めるに至っている。最近のマクロ経済のトレンドは比較的堅調であるが、ホテルの業績は経済成長との相関性が高く、景気後退によってマイナスの影響を受けるため、保守的なクレジット分析および評価が必要である。

# インダストリアル

セクターに対する 格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比) <sup>※</sup>	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

依然として堅調さを維持しているが、市場のファンダメンタルズと投資パフォーマンスに逆風が吹き続けている。2023年には需要が鈍化し、パンデミック前の水準に戻りつつある一方、高水準の新規供給がすでに空室率を押し上げ始めている。長期的な金利上昇と借入れによる資金調達が難しくなることにより、新規供給のペースは鈍化し、セクターの安定化つなげられると思われる。

## プライベート・エクイティ

本セクターのファンダメンタルズは徐々に鈍化し始めており、ネット・アブソープションはプラスだが鈍化し、パンデミック前の水準に戻っている。前年比の賃料の伸びは、2023年半ばの時点では7.7%と健全だが、1年前のピークである11.5%からは鈍化している。全国の空室率は4四半期連続で上昇しており、2024年にかけて賃料の伸びはさらに緩やかになるとと思われる。

現在の高い金利が景気後退の引き金になるのではとの懸念から、テナントは慎重な姿勢を見せている。また、小売売上高が鈍化し、消費が控えられているとの報道によって、物流業者やeコマース、実店舗の小売業者が目先の戦略を見直す必要性に迫られている。その結果、各社は2021年から2022年にかけて積み上げた在庫の増加を抑制している。

堅調なファンダメンタルズと収益成長率にもかかわらず、本セクターも資金調達は難しくなりつつある。高い金利とレンダラーの慎重姿勢がバリュエーションの下押し圧力となっているが、その主要因は、本セクターの名目キャップレート、割引率、エグジット・キャップレートが依然として低いことである。その結果、取引額の減少が続き、2023年1～8月の取引総額は469億ドルと、昨年から53%減少した。

## プライベート・デット

レンダラーは、本セクターは集合住宅と並んで好ましい不動産セクターであると考え続けているが、資本市場の状況の変化と物件取引の低下により、インダストリアル向けローン額も減少している。モーゲージ・バンカー協会のデータによると、2023年上半期のインダストリアル向けローン実行額は2022年同期比で65%減少した。

多くの金融機関はこのセクターへのエクスポージャーが相対的に低く、他の不動産タイプ（特にオフィス）に対する懸念があり、またインダストリアル物件に対する需要予測もそれなりに堅調であることから、中核的なインダストリアル物件を担保とする融資に対する金融機関の意欲は高まっている。レンダラーは今日、インダストリアル物件向けローンの金利を、集合住宅の優良物件向けとほぼ同水準に設定することが多く、LTVは通常60%までとなっている。レンダラーはまた、他の多くの不動産タイプ向けのローンと比べると、インダストリアル物件の将来的なテナント入れ替え費用に対する付帯条項（エスクローや信用状など）を要求していない。

## リート

インダストリアル・リートは、年初来でリート指数全体をアウトパフォームしている。本セクターのファンダメンタルズは概ね引き続き堅調だが、過去数年と比較すると他セクターの状況に近づきつつある。賃料の伸びは鈍化しており、ほとんどの市場において、概ね年間5%から10%の伸びを見込んでいる。南カリフォルニアはここ数ヶ月で最も注目を集めており、他の地域よりも鈍化ペースが早いと見られ、一部のリートは今年の賃料成長率の予想を若干下方修正した。その主な要因は、西海岸の港湾における問題や賃料の上昇により、特に大型倉庫の需要を減退させていることが挙げられる。

賃料成長率の鈍化にもかかわらず、リートはリーシングスプレッドの拡大、クレジットロスの減少、企業買収が追い風となり、業績予想を上回り、通期の業績ガイダンスを引き上げた。2022年後半以降の着工件数の急減により需給が改善し、来年の見通しは良好である。インダストリアル・セクターは、大幅な時価評価の調整もあり、中期的に平均を上回る収益成長を実現する可能性があると思われる。本セクターのリートは、コンセンサス純資産価値に対して1桁台半ばから後半のパーセントのディスカウントで取引されており、これは他のリートと同水準である。

## CMBS

インダストリアル物件向けローンは現在、CMBSの中で最も延滞率が低く、特にオフィス、小売、ホテルのエクスポージャーに比べ、ポジティブな見方が続いている。こうした見方は、現在の経済見通し、スペース市場のファンダメンタルズ、資本市場へのアクセスによって裏付けられている。CMBSのSASB市場は、2020年から2022年にかけて、350億ドル超の変動金利デットをインダストリアル物件オーナーに供給し、超大型ポートフォリオ案件の取得に際して効率的な資金調達手段を提供した。

但し、最近では、変動金利の大幅な上昇により、こうした資金調達はボロワーにとって相対的に魅力が低下しており、SASB債の発行ペースは劇的に低下している。イールド・カーブが逆イールドとなり、SASBのクレジット・スプレッドは足元ではタイトな水準になっているため、ボロワーが既存の変動金利ローンを新たな固定金利ローンに借り換えるか否かに注目が集まっている。

コンデュイット型CMBSでは、発行総額に占めるインダストリアル物件向けローンのエクスポージャーは、年初来で過去平均の3倍まで増加しており、エクスポージャーの分散を進めるうえではプラス要因となっている。コンデュイット型CMBSに含まれるインダストリアル物件向けローンは、大規模なSASB案件よりも総じて規模が小さく、場合によっては、良好とはいえない立地、あまり機能的でないレイアウト、非投資適格級企業のテナント（多くの場合、セール・アンド・リースバックによる）となっている。このため、コンデュイット型のインダストリアル物件向けローンのクレジット分析における指標は、SASBのインダストリアル物件向けローンよりも保守的となっている。歴史的に力強いNOIの伸び、比較的持続的なキャッシュフロー、建設的な投資家心理は、本セクターに総じて恩恵をもたらすと思われる。

# オフィス

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) <sup>※</sup>	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

オフィスへの回帰が鈍いことや、依然として弱いファンダメンタルズに悩まされている。ネット・アブソープションは低下し続けており、全米の空室率は、過剰な新規開発により供給過剰に直面した1990年代初頭以来の高水準となっている。資本市場は足踏み状態に陥っており、セクターの不確実性と銀行や生命保険会社のリスク管理を背景に融資は減少している。

## プライベート・エクイティ

オフィスは今日、最も困難な状況に直面している不動産セクターであることに変わりはない。逆風は資本市場とスペース市場の両方から生じている。2023年にファンダメンタルズはさらに悪化しており、全米のほぼすべての市場でネット・アブソープションがマイナスとなり、空室率は上昇している。本セクターは、経済成長が鈍化することで雇用減によるオフィス利用者の増加ペースも鈍化し、さらなる問題に直面する可能性がある。

オフィス回帰施策が推し進められているにもかかわらず、出社率の伸びは鈍い状況となっている。米国上位10都市のオフィス稼働率は、コロナ禍の水準を大きく下回り、パンデミック後のピークであった2023年1月の約50%以降、大幅な上昇は見られず、2023年9月中旬現在もその状態が続いている。オフィスへの出勤率が最も高いのは、オースティンやヒューストンのようなサンベルト都市で60%台、一方でサンノゼやサンフランシスコは40%台前半である。

資本市場の状況は依然として変わっていない。投資家はより高い利回りを求め続けている一方で、デットによる調達には難しい状況が続いている。多くの場合、旧来の銀行や生命保険会社のレンダーは、既存のオフィス向けローンで到来する満期への対応に注力しているため、オフィス向けの新規ローンに取り組むことは非常に難しく、一部の売り手はオフィスの売買取引を進めるためにファイナンスを提供せざるを得ない状況となっている。その結果、8月までの累計ベースで、2023年の取引量は68%減少している。

## プライベート・デット

不動産市場の見通し、そして既存のエクスポージャーへの積み増しを避けるため、オフィス不動産に融資しようとする金融機関はほとんどない。一部のコンデュイット型CMBSは、良好なテナントリーシング、残存加重平均リース期間の長期化、スペースの利用率の高さ、健全な賃料回収実績、新たなデザイン嗜好に適合しているなどの特徴を併せ持つオフィス物件に融資している。しかし、その場合でも調達可能な資本はかなり限られている。一部のデットファンドは、オフィスビルへの融資に意欲を示しているが、それらの融資が要件としている利回りは、物件の経済性からすると総じて高いものである。

今日のオフィス向けローンの大半は、既存のレンダーが借り換えに応じたものか、売り手（その一部は銀行）が売却時に買い手に対してファイナンスを提供したものである。モーゲージ・バンカー協会のデータによると、2023年上半期に行われたオフィス向けのローンの件数は前年同期比で69%減少し、新規のオフィス向けのローンは殆ど実行されなかった。

## リート

オフィス・リートは厳しい状況が続いている。本セクターは、金利がピークをつけたとの期待から、年初は順調に推移したものの、3月に発生した中堅銀行の取り付け騒動の際には大きく売られたが、その後、ニューヨーク市内の注目度の高いオフィス売却（好条件の引継ぎ可能な融資が付帯）とソフトランディングを楽観視した市場のセンチメントを受けて上昇した。市場における乱高下はファンダメンタルズには殆ど関係がないように見受けられる一方で、ファンダメンタルズは今年を通じて弱含みで推移している。

リーシングは依然として過去の水準を大きく下回っており、稼働率は着実に低下している。テナントの需要は依然低迷しているが、本セクターにとって最大の問題は、資金調達とそのコストである。リートは満期を迎えた借入金を借り換えできているが、金利が大幅に上昇しているため、収益が大きく圧迫され、減配を余儀なくされている。オフィス・リートは、厳しい見通しを反映して、コンセンサスNAVに対して20～30%のディスカウント水準で取引されている。

## CMBS

オフィスに対するエクスポージャーは、同セクターが持続的な逆風を受け続けているため、厳しく精査されている。コンデュイット型CMBSのオフィスエクスポージャーは、過去には平均で約30%程度だったが、最近発行された証券では約20%に抑えることで対応している。延滞率はパンデミック期を通じて極めて安定していたが、固定金利のコンデュイット案件では今年に入って1.9%から3.4%まで上昇している。長期リース、分散されたテナント契約更改タイミング、高いDSCR（デット・サービス・カバレッジ・レシオ）は、利払いが出来ないことによるデフォルト・リスクの大幅な軽減に寄与している。しかし、NOIの上昇圧力、資金調達が容易でないこと、そして金利上昇を考えると、満期到来時に借り換えが難しくなるリスクは高まっている。

変動金利のSASBローンは、短期金利の大幅な上昇とそれに対応するDSCRの低下により、短期的なデフォルト・リスクにさらされている。借り換えが難しい環境であることから、CMBSサービサーは、新たなエクイティ資本の抛出、キャッシュ・フロースイープなど、レンダーに有利な条件と引き換えにローン延長を引き出している。このような手法は、証券保有者も恩恵を受けるものであるが、将来の不確実性のタイミングを先延ばしているに過ぎないため、証券には価格下落圧力がかかっている。最近建設されたAクラスのオフィスは非常に好調で、ネット・アブソープションはプラスに転じ、賃料も大幅に上昇している。コンデュイット型CMBSのオフィスエクスポージャーの50%近くがクラスAとみなされていることは注目に値する。オフィスへのエクスポージャーをより見極めることができる投資家は、長期的には、現在の価格水準の恩恵を受けることができる。

# 🛒 リテール

セクターに対する格付け	新規供給	需要	賃料成長率	資産価値	REIT価格 (NAV対比) <sup>※</sup>	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

引き続き概ねアウトパフォームしている。不動産サイクルのこの段階における他の多くのセクターとは異なり、底堅い消費を背景に市場のファンダメンタルズは改善している。好調な雇用市場と所得増加が続いていることが本セクターのモメンタムになっているが、消費鈍化の兆候もあり、大規模ショッピングセンターにとっては懸念材料である。生鮮食品店を中心とした近隣世帯向けおよびコミュニティセンターは、現在の環境では引き続きアウトパフォームすると思われるが、今後1年以内の景気後退が懸念されるため、若干の影響が出る可能性がある。

## プライベート・エクイティ

2023年のリテール・セクターのファンダメンタルズは、堅調な需要に加えて、店舗閉鎖が少なく、供給が少ないため、これまでのところ底堅く推移している。CoStarによると、全米の空室率は4.2%まで低下し、12ヵ月累計の賃料上昇率は3.2%となっている。これまでのファンダメンタルズは、堅調な雇用と賃金の伸び、そしてパンデミック時の財政支出を背景にした消費に支えられてきた。

過去12ヵ月間、本セクターは資本市場の引き締まりを免れたわけではないが、NFI-ODCE指数によれば、他の不動産セクターをアウトパフォームしており、背景には堅調なファンダメンタルズだけでなく、バリュエーション指標が割高になっているという側面もある。年初来での8月までのリテール・セクターにおける物件取引量は前年同期比で53%減少したが、これは金利上昇に伴う商用不動産に対する投資需要の低下に加え、近い将来に個人消費が鈍化する可能性が反映されている。

投資家は、好立地の食料品店を核とする住宅地から近いショッピングセンターやコミュニティセンターを引き続き選好しているが、これは、この小売業態の経営ファンダメンタルズの強さと、マクロ経済環境が弱含みで推移する中、非裁量消費支出の耐性が注目を集めていることを反映している。

リテールの見通しは依然として不透明である。現在の経営ファンダメンタルズは堅調である一方で、消費者のセンチメントは後退しているようである。高いインフレ率や、消費者がより低価格の品やサービスを求めているとの小売企業の決算発表に伴うコメントを聞き限り、消費動向は緩やかになりつつあるようだ。これは、特にモール、パワーセンター、ハイストリートの物件など、裁量的な消費の影響を受ける小売業における重要な懸念事項である。

## プライベート・デット

従来の金融機関の中には、テナントの入居が好調な近隣型ショッピングセンターや地域密着型ショッピングセンターへの関心を高めているところもある。大手食料品店、信用力のあるディスカウントストア、信用力のあるホームセンターなど、リース期間が大幅に残っているショッピングセンターは、融資に積極的な金融機関を見つけることができるかもしれない。

ハイストリート物件、パワーセンター、ライフスタイルセンター向けの借入金は、レバレッジが控えめでも調達が困難であり、様々な付帯条項（エスクローや償却など）が必要となる場合が多い。地域モールの借入は、トップオペレーターを擁する超優良物件以外では依然として不可能である。レンダーは、テナントの信用力、テナントの販売履歴、残りの加重平均リース期間、スポンサーの質を引き続き重視しており、融資条件は大きく異なっている。

## リート

ショッピングセンター・リートの年初来のパフォーマンスは、より広範なリート・セクターをアンダーパフォームしているが、モール・リートのパフォーマンスはほぼ同水準である。リテール・セクターのファンダメンタルズは依然健全で、屋外型のショッピングセンター・リートのポートフォリオは記録的な稼働率を維持しており、価格決定力も向上している。特にショッピングセンター・セクターでは、倒産が若干増えたが、それらは対処された。リートはすでに空室を埋め、多くの場合10%から30%高い賃料で、空室となっていた期間に得られなかった収益と設備投資を補っている。

リテール・セクターのスペース需要は引き続き旺盛である一方、供給は限られているため、このセクターの短期的な見通しは引き続き良好である。しかし、景気低迷、雇用市場の軟化、余剰貯蓄の枯渇、学生ローンの返済再開などによる小売売上高の潜在的な悪化要因の影響については、まだ見極めが必要である。この不確実性はバリュエーションにも反映されており、リテール・リートはコンセンサスNAV対比約15%のディスカウントで取引されている。

## CMBS

リテールのイメージは、底堅い消費、余剰貯蓄の取り崩し、堅調な雇用市場に支えられ、パンデミックから大きく回復した。店舗の閉鎖は過去2年間で劇的に減少し、モールのエンターテイメント志向への転換はパンデミック後に軌道に乗った。2023年にコンデュイットのオフィスエクスポージャーが減少した一方で、リテールエクスポージャーは過去の平均値である約27%まで回復している。興味深いことに、かつては好まれなかったモールは、2022年には3%であったコンデュイット発行額に占める割合は13%まで増加している。これは、DSCRが2.0倍超、平均LTVが50%未満という保守的な引受指標に加え、総じて良好な小売業の売上動向が支えとなっている。

2012年および2013年に組成されたローンが満期を迎え借り換えに直面していることが、コンデュイット型CMBSの延滞率である6.6%に依然として重くのしかかっている。CMBSサービサーは、ローンの満期が近づくにつれて、ボロワーであるリテール物件事業者との協働を実施しており、通常、新たなエクイティの拠出と引き換えに、ローンの期間延長に応じている。このアプローチは、バリュエーションが低迷している時期での差し押さえを回避しつつ、優良なリテール物件事業者との関係を維持することでデット保有者が受けられる恩恵の最大化を図るものである。とはいえ、より迅速な解決手法としてサービサーはローンを売却することで損失と回収額を早期に確定させることが増えている。ホテル・セクターと同様、リテール・セクターも足元の底堅い景気の恩恵を受けている。しかし、消費者の動向および消費支出減退の可能性を注意深く観察し、潜在的な転換点を探る必要がある。



# 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) <sup>※</sup>	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

住宅ローン金利が9月に23年ぶりの高水準に達し、在庫不足が続いているため、住宅の購入が難しくなっている米国人が増えている。堅調な労働市場と逼迫した在庫の組み合わせが住宅価格を押し上げ、今後もその傾向は続くだろう。住宅ローン金利が大幅に低下しない限り、住宅所有者は売りに出さないため、在庫は低水準にとどまる可能性が高い。一戸建ての賃貸住宅は、家賃と所有コストの差が記録的な水準に近づいているため、これらの要因が今後の家賃上昇を後押しするものと思われる。

その結果、低価格一戸建て賃貸と賃貸用住宅の需要は引き続き旺盛で、特に住宅が賃貸よりも購入が多い地域では、人口動態、限られた供給量、購入用住宅の価格の高騰といったファンダメンタルズに支えられている。資本市場では、一戸建て賃貸セクターでも依然としてキャップレート上昇圧力が見られるものの、このセクターへの機関投資家の関心の高まりに支えられている。

## プライベート・デット

銀行融資の減少は、一戸建て賃貸住宅のデット市場に大きな影響を及ぼしている。収益が安定していない物件を所有するデベロッパーや機関投資家は、資金調達必要性からデットファンドから資金調達する必要に迫られることが多くなり、資金調達コストが大幅に上昇している。収益が安定している一戸建て賃貸物件については、ファニーメイとフレディマックが依然として市場で主要なレンダーである。

## リート

一戸建て賃貸住宅セクターは、一戸建て購入市場に比べて良好な値ごろ感の恩恵を引き続き受けているため、2023年のこれまでのところ、リート・インデックスを大幅にアウトパフォーマンスしている。住宅ローン金利の上昇／住宅取得コストの上昇、逼迫した供給、加速する人口動態が、一戸建て賃貸の高い稼働率、強い価格決定力、そして安定した入居率を支えている。

各リートの最近の運用状況は良好で、特に集合住宅を中心としたファンダメンタルズが引き続き堅調であることは注目に値する。さらに、固定資産税やその他の費用項目に関する以前の懸念は、管理可能であり、現在ではよりよく理解されていると見られている。一戸建て賃貸住宅リートは、コンセンサスNAV予想に対して1桁台後半パーセントのディスカウント幅で取引されており、リート全体のインデックスと同水準である。

## 🗄 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) <sup>※</sup>	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

datacenterHawk によると、北米市場では委託メガワット時 (MWH) が前年比で32.9%増加しており、本セクターの需要は依然として旺盛である。バージニア州北部とフェニックス (アリゾナ州) の需要だけでも、過去12か月間の全データセンターのネット・アブソープションの半分以上を占め、ダラス・フートワース (テキサス州)、シカゴ (イリノイ州)、アトランタ (ジョージア州)、ソルトレイクシティ (ユタ州) の各市場でも、前年比で25%増となっている。強い需要の背景には、クラウド事業の持続的な成長と、ユーザーが最新のAIモデルのトレーニングと使用を目的にデータセンターの需要が高まっていることがある。

物件の供給面に目を向けると、見直しには不確実性がある。足元の空室率は3.34%だが、空室となっているスペースの多くは引き続き5 MW未満の小さなものであり、テナントが求めている大規模なスペースは殆ど残っていない状況である。需給により、価格と賃貸料の伸びは引き続き好調を維持している。資本市場は引き続き金利の変動によって難しい状況が続いている。

### プライベート・デット

投資適格級の優良テナント企業との長期リース契約を背景に、データセンターは引き続きデットによる調達が可能である。本セクターは融資額が大きいいため、通常、ボロワーは投資銀行の助けを得て調達する必要がある。現在、融資条件とプライシングは概ねレンダーに有利となっている。

### リート

AIの普及が本セクターの大きな追い風になるという見方により、データセンター・リートは年初から広範なリート市場をアウトパフォーマンスしている。基本的に、主要市場における需給バランスは引き続き概ね良好であり、賃料と価格を引き上げる要因となっている。これは、リートの財務報告書において、既存保有物件の状況、そして新規リースの契約動向からも明らかである。

5月以降に公表された良好な業績報告において、AIをめぐる今後の展開が脚光を浴び、データセンターの将来の需要に注目が集まったことで、本セクターの銘柄は順調な価格推移となった。データセンター・リートのバリュエーションは上昇が続いており、NAVは他のセクターよりも割高となっている。

## 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) <sup>※</sup>	債務返済能力
→	↘	↑	↗	↘	NA	↘

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

※赤もしくは下向きの黄色の矢印は、NAVに対してディスカウントで、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。

テナント需要は堅調で、2023～2024学年度は稼働率と賃料の両方が予想を上回った。テナントの需要と家賃の上昇により、短期的には従来のアパートを上回るパフォーマンスが見込まれる。

ファンダメンタルズは堅調であるが、学生寮セクターは資金調達に難しい局面を免れているわけではない。金利と借入コストの上昇により、多くの投資家は様子見姿勢をとっている。8月までの取引高はわずか25億ドルであり、これは2022年の同時期対比で86%減だった。投資家が金利の方向性について確信を得るまでは、他のセクター同様に資金動向は影響を受けると予想される。

## □ 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) <sup>※</sup>	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・セクターの資本市場およびスペース市場のファンダメンタルズは2023年に何れも後退している。ライフサイエンス企業の成長に欠かせないベンチャーキャピタルからの投資は、2023年に大幅に減少した。その結果、ボストンやサンフランシスコなどの主要ライフサイエンス市場においても、研究室スペースに対するテナント需要は大幅に減少した。

レンダーの不足も、本セクターの動向に影響している。ライフサイエンス物件の建設に対する金融機関の融資は2023年に特に鈍化し、もはや将来の収益を描けなくなったことで計画されていた多くのプロジェクトが保留になっている。

長期的には、ボストンとケンブリッジ（マサチューセッツ州）、ベイエリア（カリフォルニア州）、ローリー（ノースカロライナ州）とダラム（英イングランド北部）のリサーチトライアングル、ボルティモア（メリーランド州）からワシントンDCの地域とサンディエゴ（カリフォルニア州）の教育機関が集まっている地域においては良好なファンダメンタルズが続くと想定される。引き続き、ライフサイエンスは良好な投資対象であると考えられる。

### プライベート・デット

ライフサイエンス物件の供給増と需要の鈍化により、レンダーは直近1年間に本セクターに対して以前に比べると消極的になっている。一部の保険会社やCMBSのオリジネーターは、慎重ながらも引き続きライフサイエンス物件への融資を追求しているものの、加重平均残存リース期間と不動産の事業計画を重視して引き受けている。本セクターで調達可能なデット資金は明らかに不足している。

### リート

ライフサイエンスに特化したリートのパフォーマンスは、主に多くの主要市場における供給に対する懸念により、年初からリート市場全体に劣後した。リース契約の獲得とNOIの伸びが昨年と比べて鈍化していることに加え、サブリース市場で建設中、計画中、または利用可能なスペースが増えていることは、市場参加者にとってサプライズとなった。

需要の鈍化は、ベンチャーキャピタルファンドの投資意欲が減退していることに加え、テナント企業のIPO（株式公開）も依然として低迷しているため、テナント企業の資金調達をめぐる懸念の増大も影響しているようである。さらに、ライフサイエンスのエクスポージャーが大きいリートのバリュエーションは大幅に低下しており、NAVに対して大幅なディスカウント水準で取引されている。

### CMBS

ライフサイエンス物件はCMBSのオフィスエクスポージャーの中でも良好なファンダメンタルズを有しており、特にSASBにおいてエクスポージャーが拡大している。投資家は現在、今後のオフィス物件の苦境を想定してより高いリスクプレミアムを要求している。ダウンサイド・シナリオの懸念はあるものの、市場ではクレジット・リスクを過度に織り込んでおり、リスク調整後のリターンは魅力的な水準にあると思われる。

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。

## Risk considerations

Investing involves risk, including possible loss of Principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. 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.

## Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided. All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

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.

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 issued 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 (Ireland) Limited, 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 R296, Ireland. Principal Global Investors (Ireland) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (Ireland) Limited ("PGII") 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 PGII, PGIE or PGII may delegate management authority to affiliates that are not authorised 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. 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).

- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- 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 and is only directed at wholesale clients as defined under Corporations Act 2001.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission. This document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.
- Other APAC Countries/Jurisdictions, 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.

Principal Global Investors, LLC (PGI) is registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) as a commodity trading advisor (CTA), a commodity pool operator (CPO) and is a member of the National Futures Association (NFA). PGI advises qualified eligible persons (QEPs) under CFTC Regulation 4.7.

Principal Funds are distributed by Principal Funds Distributor, Inc.

© 2023 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset Management<sup>SM</sup> is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Real Estate is a trade name of Principal Real Estate Investors, LLC, an affiliate of Principal Global Investors.

MM11889-05 | 10/2023 | 3163201-122024

## 不動産投資に伴う主なリスク

### 【パブリック・エクイティ】

価格変動リスク：不動産証券（REITを含む）投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる価格の変動に大きく影響されます。また、REITは不動産、不動産を担保とする貸出債権等に投資して得られる収入や売却益などを収益源としており、不動産等に関する規制環境や、賃料水準、稼働率、不動産市況などの影響を受け、価格が変動し損失が生じるリスクがあります。さらに、不動産の老朽化や立地条件の変化、火災、自然災害などに伴う不動産の滅失・毀損などにより、価格が影響を受ける可能性もあります。

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

カントリー・リスク：投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果株価が上下し、受託資産に損失が生じることがあります。

新興国に関するリスク：新興国に投資する場合には、新興国特有のリスクがあります。新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる可能性があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べ一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いので、株価の変動も大きくなる可能性があります。

為替変動リスク：為替ヘッジをご希望される場合は、組入資産について対円での為替ヘッジを行い、為替リスクの低減を図りますが、完全にヘッジすることは困難なため、米ドルの為替変動による損失が発生することがあります。また円金利が米ドル金利より低い場合、米ドルと円の金利差相当分のヘッジ費用がかかります。為替ヘッジをご希望されない場合は、外貨建資産への投資に関しては為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。

### 【プライベートエクイティ】

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、保有不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：外貨建てであるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：現物不動産は、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

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

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

## 【パブリックデット】

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

## 【プライベートデット】

**価格変動リスク：**実質的に商業用不動産またはその持分を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、投資元本を割り込むことがあります。

**レバレッジリスク：**レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、担保不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元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生じた際には、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。

**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）される場合がございます。その場合は、キャピタルコールの延べ総額は表面上、コミットメント金額を上回ります。

**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	グローバル不動産証券 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	0.880%	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	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	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 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 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 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 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)	米国データセンターグロス&インカム戦略 (クローズドエンド型PE)
管理報酬	<p>出資額に応じ、以下の料率<sup>※</sup>を適用。  <sup>※</sup>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><sup>※</sup>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>	<p>出資額に応じ、以下の料率<sup>※</sup>を適用。  <sup>※</sup>出資時価 (NAV) に対する料率。</p> <p>1億米ドル未満: 1.50%            1億米ドル以上2億米ドル未満: 1.35%            2億米ドル以上5億米ドル未満: 1.25%            5億米ドル以上10億米ドル未満: 1.00%            10億米ドル以上: 0.75%</p>
成功報酬	—	<p>内部収益理宇(IRR)8%(諸費用・手数料控除後)を超過する収益に対して20%  <sup>※</sup>50/50キャッチアップ条項があります。</p>
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)	<p>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。</p>	<p>ファイナンス報酬 (プリンシパル関連会社を除く) ファンドまたはファンドの間接・直接子会社がローン調達した場合、当ローン元本 (ファンドに帰属する債務に限る) の0.50%相当。但し、外部ブローカーを活用した場合は、当外部ブローカーに対する支払い報酬を相殺します。(外部ブローカーへの支払い報酬が、上記の0.50%相当額を超える場合は、ファイナンス報酬をゼロとする。)</p> <p>ファンド設定関連費用が発生します (但し、500万ドルを請求上限とする)。上記以外の不動産売買・開発・運営コスト、借入れにかかる銀行手数料、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。</p> <p>なお、ファンドは、ストリーム・データセンターズ<sup>※</sup>に不動産の売買・開発・運営に関連した手数料の支払い (主に開発監理、プロパティ・マネジメントおよびリーシングのサービスの対価) の他、投資成果に基づくインセンティブ報酬を支払う場合がございます。<sup>※</sup>プリンシパル・ファイナンシャル・グループ以外のデータセンター専門不動産会社です。当戦略は、同社を専属の共同開発パートナーとし、同社およびその関連会社の専門知識やテナント営業力などを運用に活用します。</p>

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.com/Pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.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。

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

広告資料：3285819  
(EXP：2023/12/31)