

グローバル不動産市場見通し

最適なバランス

2019年5月 | インベストメント・リサーチ

要約

不動産市況の現サイクルが長期化していることを踏まえ、いずれ近い将来に下降局面入りすることは避けがたいとの見通しが主流となっている。こうした中、世界経済の成長減速というニュースを受けて、市場センチメントには下押し圧力がかかっている。しかし、不動産価格は高くなったと考えられるものの、低金利政策の継続と、所得の伸びに対する楽観的な見通しに加え、不動産の新規供給が限定的であることで下支えされている。

長期的なリターンを分析すると、不動産投資に注意が必要とされる理由が浮かび上がってくる。継続的なインカム収益がある場合には、トータル・リターンが永続的にマイナスとなるようなリスクは低いと言えるが、景気循環サイクルの終盤における投資においては、元本割れのリスクが高まり、少なくともパフォーマンスの足を引っ張る場合がある。

地域を問わず一貫して見られる顕著な傾向の一つとして、デット投資の増加が挙げられる。規制によって生じた投資機会への対応方法として、また投資家がダウンスайд・リスクから資本を守るための効果的な方法として、不動産デット戦略への関心は高まっている。伝統的な債券に投資している投資家がより高い潜在リターンを追求していることも、不動産デットに資金が集まる一因である。

世界のほとんどの地域では、利回りの圧縮が一服し、リターンが低下している。現在の環境下で投資家が直面している課題は、リスクを取って景気循環サイクル終盤における成長機会に投資すること、デット投資以外にも、住宅などのボラティリティの低いセクターに投資することによって、資産価値の下落に対してより良いダウンスайд・プロテクションを提供してくれる戦略に投資することの間で、適切なバランスを取ることである。

これらを踏まえると、好ましいグローバル・ポートフォリオを実現するために考慮すべき投資機会は、大きく分けて以下のように分類される。

- 主に既に進行中のサイクル回復局面の継続と、低調な新規物件供給量の伸びの中に見出される、**景気循環サイクル終盤における成長機会**。
- ボラティリティの低い住宅セクターに対する需要を下支えし、シニア向け住宅セクターなどの将来的な成長を後押ししている、人口動態の変化を含む、**構造的なトレンド**。
- ダウンスайд・プロテクションを提供し、特に欧米における成長機会の恩恵を受けている、**デット戦略**。

本日の投資家向け。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

判断の難しい環境

現在の世界的な不動産サイクルは、2010年から比較的長期にわたり持続しているが、その中で、センチメントは浮き沈みを繰り返してきた。欧州金融危機、中国の台頭、株式市場の不安定性、そして最近では英国および米国の政治問題など、これまでも市場モメンタムが失われる恐れは何度もあった。しかし、市場は十分に機能しており、主要な指標は底堅く、取引量、資本価値の成長、リターンはいずれも堅調に推移している。

しかし、不動産価格とテナントのファンダメンタルズは、依然として互いにやや釣り合いが取れていない状況にある。中央銀行による長期的な量的緩和政策(QE)の影響で、国債の金利が極めて低いあるいはマイナスの水準に抑えられていることを主因として、利回りは過去最低水準まで低下している。ほとんどの投資家は、特に主要市場において不動産価格は高いと考えている。

一方で、生産性の向上、賃金の伸び、人口動態など、物件テナントの経済状況に影響するようなマクロ指標は、依然として低調である。金利引き下げの影響（2010年以降の世界の不動産価値の上昇分に占める利回り圧縮の寄与度は、前回のサイクルでは30%であったのに対し現サイクルでは60%となっている）を除くと、これまでのところ、かなり控えめな不動産の上昇といえる（図1参照）。

図1：不動産価値の増加率とリスク選好指標の内訳

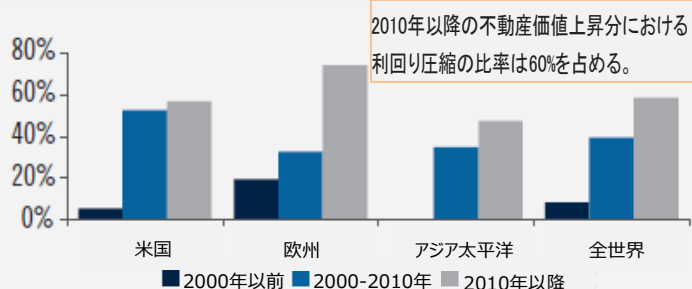
全世界の優良不動産における価値成長要因の推定



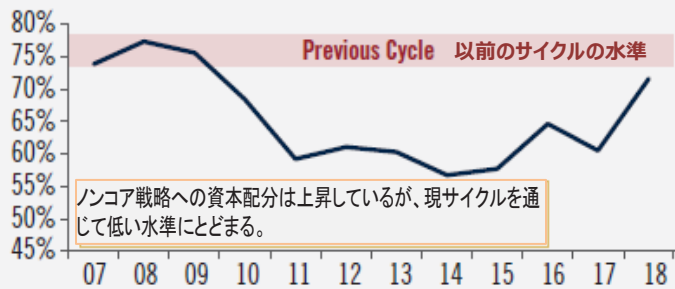
コア・オフィス案件におけるLoan-To-Valueの世界平均 (%)



優良不動産における価値の伸びに対する利回り圧縮の影響度



ノンコア戦略への資本配分 (%)



出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、ACLI、ロンドン大学シティー校、INREV、ブレキン社、PGIMリアルエースト（2019年5月現在）

たとえ今回のサイクルの期間が長すぎるといふことだけが懸念材料であったとしても、やはり投資家が注視しているのは現サイクルの動向である。市場で次に何が起こるのかという問題に対処するためには、現状を理解することが重要である。

量的緩和政策が不動産価格に与える影響を除けば、現サイクルに際立った独自の特徴があるわけではなく、以前のサイクルにはあって、今回にはない要因によって特徴づけられている。特に、力強い投資活動とリスクテイクを促すいわゆる「アニマルスピリット」は、引き続き欠落した特徴といえる。

不動産信用の拡大、建設ブーム、エマージング市場への投資資金の流入などの景気サイクルにつきもののバブルは、規制の強化および、10年以上たった今でも払拭されていない根強い世界金融危機の記憶によって抑制されてきた。典型的なLTV比率は、世界金融危機以前の水準を下回っており、これは抑制されたリスク選好と従来型の貸し手に課せられた制約を反映したものである。一方で、ごく最近になって、資金調達側においては、前回サイクルの象徴ともいえるリスクのより高い投資戦略の存在感が増してきた。

テナントの状況も同様である。ハイテクおよび物流関連のテナントグループを別にすれば、需要の伸びはほとんど横ばいで推移している。大手企業が慎重姿勢を取りつつも、必要に迫られ従業員数と店舗数を緩やかに増加させている一方で、オフィス市場では一人当たりの床面積が減って入居密度水準が高くなっており、低金利に支えられながら苦しいビジネスモデルが継続している。

これらはすべて、現在の市場サイクルが以前とは異なることを意味する。世界金融危機以前は、拡大するリスクは「サイクルの終焉」や「パラダイムの転換」といった概念で説明されていたが、不動産のパフォーマンスを生み出す原動力が永続的に変化しているという感覚はほとんどない。むしろ、それとは逆の状況が支配的である。つまり、近い将来に景気は下降局面入りすることは避けがたいとの見通しが主流となり、投資家の慎重な行動を促している。

世界金融危機以前は、多くの投資家が、景気は今後も拡大し続けるという過度に楽天的な世間一般の通念にとらわれていたが、これとは逆のことが今回は起こるのだろうか。ノンコア戦略への資本配分は徐々に増加しているものの、一部の投資家が過度に慎重になり、起こりもしない景気後退に身構え、よって収益獲得の機会を逃すようなことになるのだろうか。

世界的な経済危機は予期せぬものである。しかし、以前はタカ派的だった米国連邦準備制度理事会(FRB)が利上げの停止を表明したことにより金利が低水準に留まる中で投資家が過度のリスクテイクを回避し続ける限り、世界金融危機、アジア通貨危機、あるいは1990年代初頭に発生した供給過剰のような、重大な景気後退を予感させる状況が現在発生しているとは考えられない。

金利が過去の平均水準まで上昇するだろうという近年の予測は、ことごとく誤りであった。つまり、不動産価格は高すぎるのではないかという投資家の認識とは裏腹に、さらに利回りが圧縮されることによって、不動産の資本価値がより一層上昇する可能性がある。

同時に、今日の低い利回りは、不動産価格の感応度を高める傾向にある。概して利回りが高かった過去のサイクルとは異なり、利回りの小幅な変動は不動産価値の大きな変動をもたらす可能性がある。この変動は上下どちらの方向にも動く可能性がある。リスクを取ることをせずに、短期的に存在する資産価値が上昇する可能性を放棄すべきだろうか。あるいは、景気後退局面であっても積極的にリスクを取って不動産への資産配分を増やすべきだろうか。投資家は2つの考え方の間で板ばさみとなっている。

景気のサイクルは永遠に続くものではないということは避けられない現実だが、景気後退の規模と性質は大きく異なる。不安定な金融市場のセンチメント、不確実な政策、そして一貫性のない経済およびテナント市場に関する先行指標が今後の方向性を左右すると見られる中、1つだけ確かなことがある。世界中どこにいても、不動産投資家や貸し手は、短期的であろうが長期的であろうが、投資判断をするのに難しい環境に直面していることは間違いない。

近い将来に景気は必然的に後退に向かうであろうとの見通しが主流であり、投資家の慎重な行動を促している。

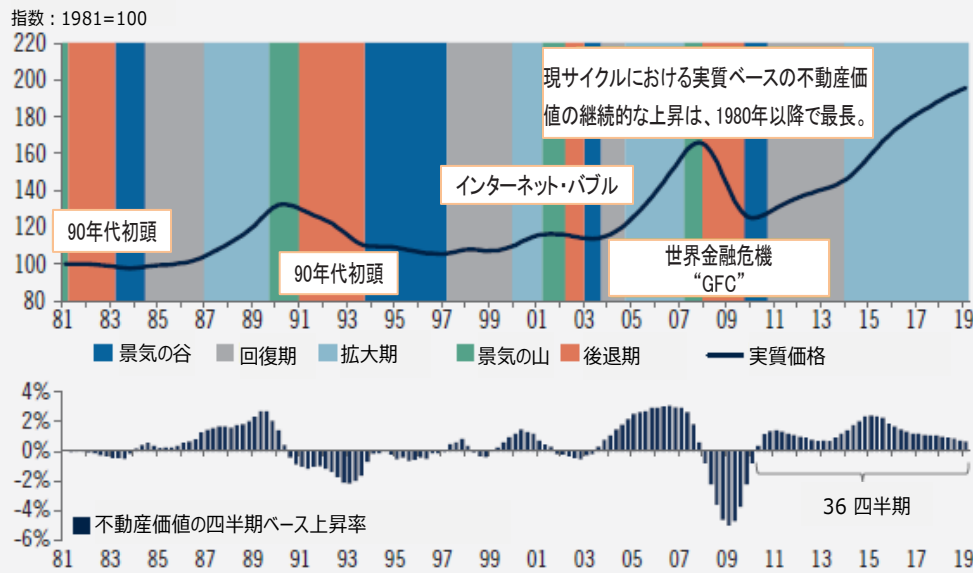
不動産サイクルを通して、利回りはどのように変化するか？

金融市場の不安定性や経済成長見通しなど、幅広い指標が一貫性を欠く中、投資家が現行の不動産サイクルについて懸念する理由の1つに、異例のサイクルの長さが挙げられる。

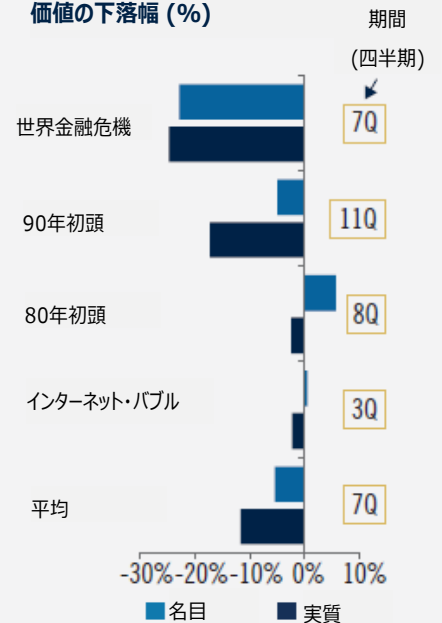
実質ベース（異なる期間にわたって分析を可能にするためには、インフレによる影響を調整して実質ベースでみることが重要である）では、優良不動産の価値は世界的に36四半期連続で上昇している。これは少なくとも1980年以降のいかなる時点よりも長期にわたる継続的な上昇サイクルである。（図2参照）。

図2：世界的な不動産価値サイクルの特徴

世界的な優良不動産価値指数の推定値



ピークから底値までの 価値の下落幅 (%)



出所：CoStar、クシュマン&ウエイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート（2019年5月現在）

任意の時点において、現在サイクルがどの局面にあるのかを特定（事後分析ではなくリアルタイム）するためには、主観的な分析が必要となる。2014年以降は、資本価値が常に平均以上の成長率で上昇しており、サイクルは明らかに上昇基調にあったが、足元では不確実性が増している。

利回り圧縮ペースは減速しているが、前サイクルの景気拡大期と比較して賃料の上昇率が緩やかであることも手伝って、不動産価格は依然として上昇を続けている。しかし、そのペースは2013年以降では最も緩やかなものとなっている。過去の分析によれば、不動産価格は四半期ベースの上昇率がゼロに向かって急激に減速しながら、そのピークに達するという特徴を持っている。図2のチャートにおいて、不動産価格は、依然として上昇基調を示しているが、世界的に既に不動産資本価値はピークを迎えているか、少なくとも近い将来にピークを迎えるリスクがあることは明らかである。

とりわけ利回りは歴史的な低水準にあり、投資家は現行サイクルに懸念を抱いていることは間違いない。主要市場の不動産価格は割高だと見られており、CBREによる2019年版の「グローバル・インバスター・インテンションズ・サーベイ」によると、投資家の66%は、割高な価格が不動産取得の大きな障害になっていると考えており、前年度の約50%から上昇している。また、経済危機が不動産価格に及ぼす影響についての懸念も高まっている。現行サイクルが近い将来に衰退期を迎えるのに備え、投資家は何をすべきであろうか？

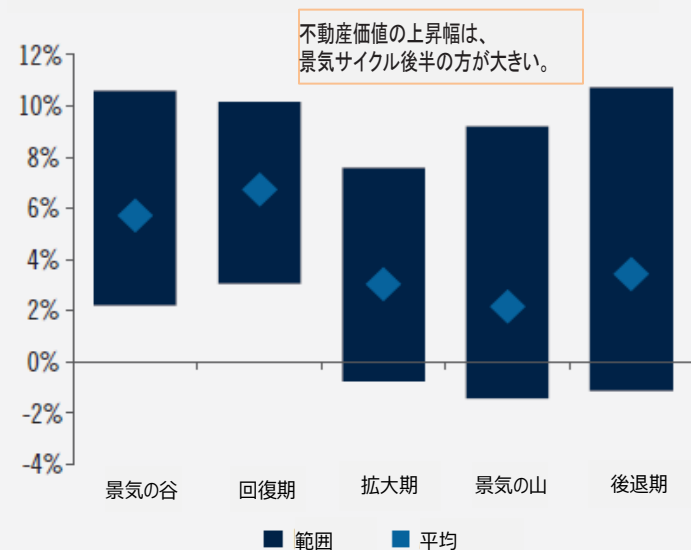
基本的には、景気後退の規模や後退期間の長さはまちまちであり、これらはセクターや地域によっても大きく異なることを忘れてはならない。1980年以降で認識されている4つの景気後退のうち2つは相対的に緩やかで、ピークから底値までの価値の下落幅は実質ベースで2~3%、名目の不動産資本価値は横這いあるいは緩やかな上昇となった。個別市場で見ると、単独ではパフォーマンスが振るわなかった市場もあったため、分散することの重要性を示したことになる。また、景気後退は必ずしも90年代初頭や世界金融危機時に見られたような本格的な危機ではなく、むしろ単に市場トレンドが一服したに過ぎないかもしれないということを示している。

より踏み込んだレベルの観点では、サイクルにおいて投資家が投資を行うタイミング(しばしばヴァンテージ・リスクと呼ばれる)が、パフォーマンスを決定する上で重要な役割を果たすことを投資家は理解しているといえよう。

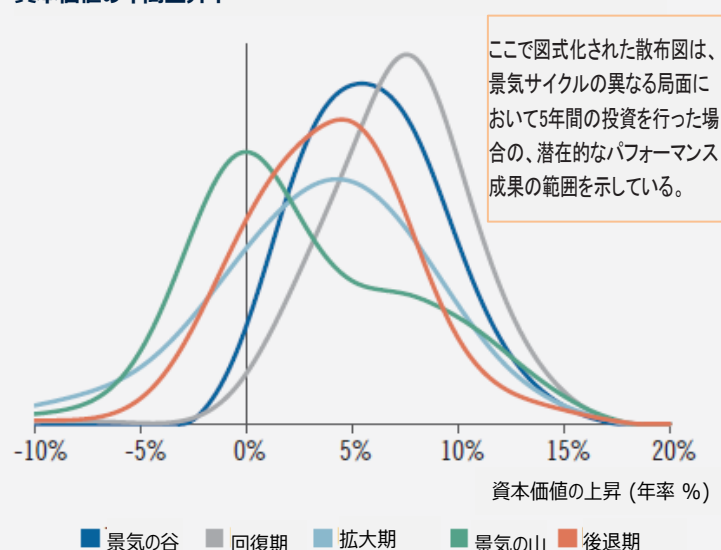
図2で示したサイクルの、各段階における世界的な不動産資本価値の上昇率の分析によると、景気の谷または回復期(と思われる)段階で投資すれば、大きな不動産資本価値の上昇が期待できる。また、世界的に十分に分散化された安定的なポートフォリオ(図3参照)を想定すれば、5年間の投資期間における資本損失は稀だったと考えられる。

図3：景気サイクルにわたる世界的な投資パフォーマンスの特徴

景気サイクル局面別の、5年後の資本価値上昇幅(年率%)



景気サイクル局面別の予想分布図：5年間の投資期間における資本価値の年間上昇率



出所：PGIMリアルエステート(2019年5月現在)

これとは対照的に、サイクルにおける他の段階(拡大、景気の山、後退)で不動産投資を行うことで、結果は大きく異なる可能性がある。例えば、景気後退期にタイミングよく投資を行うことで、景気回復期における不動産資本価値の上昇を捉えることができる。しかし、拙速な投資を行えば、景気が回復し始める前に多額の損失を被り、パフォーマンスの足を引っ張ることになるかもしれない。

もちろん、現行サイクルの推移を考えると、現在が景気拡大局面であるのか、景気の山なのかの見極めが投資家の関心事であろう。現時点では、グローバル不動産市場は、これらどちらかの状態である可能性が高いことがこれまでの分析から明らかになっている。どちらの場合であっても、投資成果には大きな開きが生じる可能性がある。

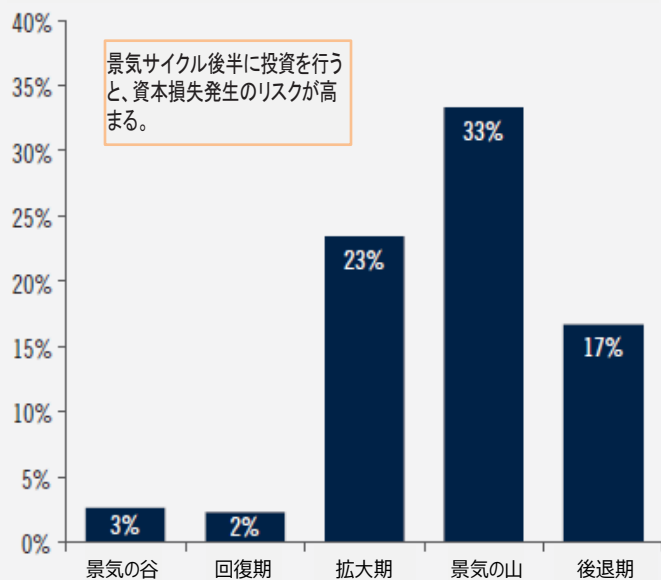
さらに検証を進めるためには、散布図を作成してみる必要がある。図3の場合、いくつかのサイクルに限定した過去のデータを何度も繰り返し抽出することによって、期待できるパフォーマンスの範囲をより完全にイメージ化することが出来る。

このように分析してみると、景気の山における投資の成果が歪んだ分布となることは興味深い。当然のことながら、景気の山で投資された資本は景気後退期を乗り越えなければならぬ。しかし、過去のサイクルにおける景気後退の規模や期間と大きく異なっている点は、集団的なパフォーマンスの平均値が概して低く、グラフの山は左寄りとなっている一方で、景気後退が穏やかであるか、その期間が短い、あるいは不動産価格の急回復のシナリオが示唆されていることである。

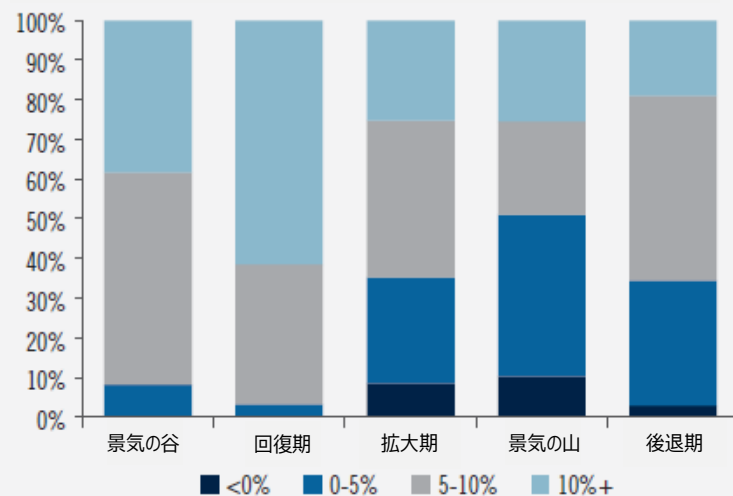
世界的に分散された不動産ポートフォリオに投資する場合、5年間の投資期間における特定年において資本損失が発生する確率は、景気拡大局面における投資では23%であるが、景気の山で投資する場合には33%まで上昇すると推定されている(図4参照)。

図4：資本損失の確率と期待リターン

景気サイクル局面別の、5年間の投資期間における特定年において資本損失が発生する確率



景気サイクル局面別の、5年後に期待されるトータル・リターンの範囲 (年率 %)



拡大期または景気の山で投資を行うと、5年後のリターンが低下する可能性がある。利回りによる収益を考慮に入れると、マイナスのリターンとなる確率は10%を下回る。

出所：PGIMリアルエステート (2019年5月現在)

この分析結果は注意を促すものではあるが、投資活動を完全に中止すべきであるという意味ではない。トータル・リターンという観点から言えば、5年間にわたる不動産価値の下落の大部分は利回りによる収益によって相殺される可能性が高い。このことは、世界的に十分に分散化された代表的なポートフォリオにおいて、長期にわたって明らかな資本の損失が生じることは稀であることを意味する。現行サイクルが拡大期または景気の山を迎えていると仮定すると、利回りによる収益を含めれば、今後5年間の投資パフォーマンスがマイナスのリターンとなる確率は10%程度ということになる。

また、この分析結果は、特定のリスクを軽減するためにセクターや地域をまたいで分散することの重要性、ならびに景気サイクル全体にわたって入居率とキャッシュフローを維持するための物件管理が果たす重要な役割を強調している。

短期的な投資家にとっては、世界的な金融危機が発生しないことが条件とはなるが、景気サイクルの拡大期後半や景気の山であっても、依然として不動産価値上昇の可能性が十分にある。長期投資を目指す投資家にとっては、投資期間が10年を超えると、資本価値の損失リスクが著しく低下するため、分析結果はそれほど問題とはならない。十分な時間があれば、資本価値は最終的に回復する傾向がある。

しかしながら、特に資本価値の損失が発生するような場合には、短期投資であろうが長期投資であろうが、景気後退期に先立って投資を行うことは明らかにポートフォリオのパフォーマンスの足かせとなり得る。現行サイクルの長さを考えれば、比較的安定した利回り収益を得られるアパートや物流などのディフェンシブな不動産セクターや、ダウンサイド・プロテクションを提供する資本構成を持つデット投資への関心が高まっていることは理解できる。

特に資本価値の損失が発生するような場合には、短期投資家であろうが長期投資家であろうが、景気後退期に先立って投資を行うことは明らかにポートフォリオのパフォーマンスの足かせとなり得る。

不動産デット投資の高まり

不動産投資家は、リスクテイク（全ての景気サイクルにおける更なる資産価値の上昇、および景気後退局面がさほど深刻でない場合には次のサイクルでの資産価値上昇も目的としたリスクテイク）、およびリスク回避（資本損失、および景気が著しく後退した際に、資本損失が原因となって引き起こされるパフォーマンスの悪化を防ぐためのリスク回避）の間で生じるジレンマに対処するために、不動産デット戦略に注目している。

不動産デット投資は、これまでも不動産が提供する投資機会の一部であったが、真っ先に損失が生じる不動産エクイティ投資に対し、投資家がリスク量を制限できることから人気が高まっている。設計次第では、不動産デット戦略はさまざまなレベルのダウンサイド・プロテクションを提供することができる。

不動産デット戦略は、不動産投資家と債券投資家の双方にとって魅力があるため、市場は急速に成長している。不動産投資家にとって、不動産デット戦略は、現在の景気局面を受けてリターンが低下し、市場の調整局面では影響を受け易い不動産エクイティよりも投資妙味があると考えられている。不動産エクイティではなく不動産デットを保有することの魅力は、景気後退期に高まるといえる。

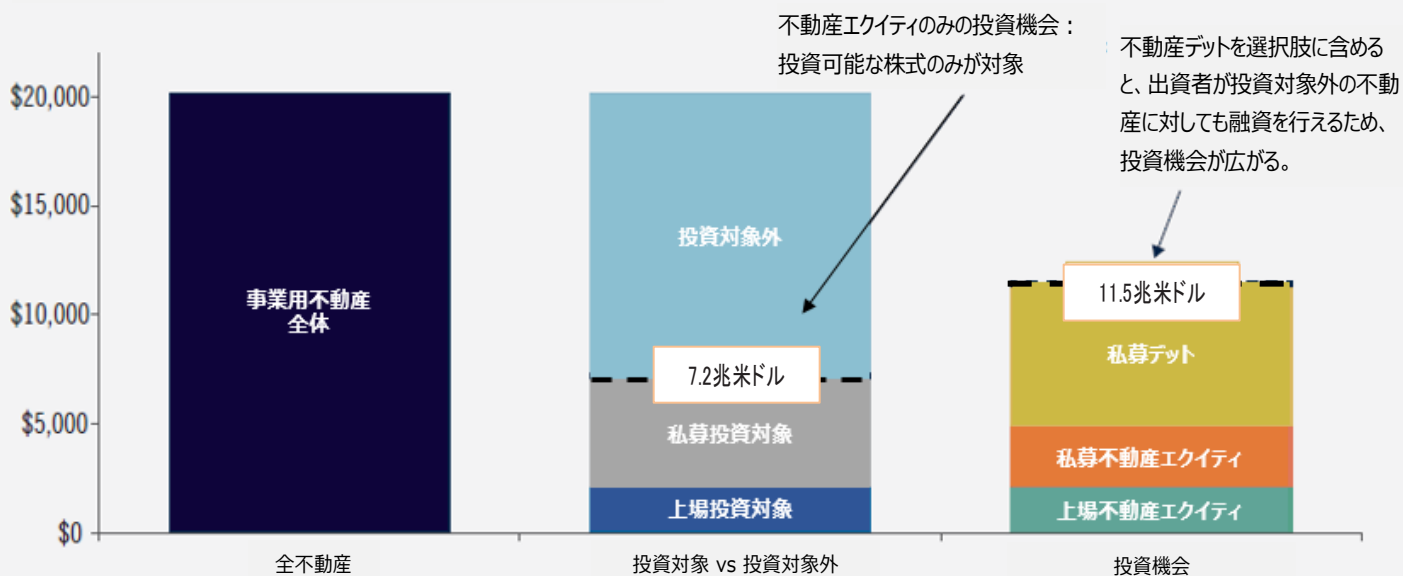
しかし、市場規模と投資機会の拡大も不動産デット戦略への資本流入を促す要因となっている。世界金融危機以降、銀行は強化された規制の重圧下であり、米国のような既成の市場だけでなく、欧州やアジア太平洋のように成長著しい市場などにおいて、銀行以外の代替的な出資者に投資機会を提供している。CMBS市場規模の縮小も、投資家による不動産デット市場への参入を促した。

景気サイクルと規制面の両方を見据えると、単に不動産エクイティ投資のみを対象とするよりも、不動産デットが選択肢に加わることで、不動産投資家が享受できる投資機会が大きくなるということは重要なポイントである。世界の先進国市場における推定20兆米ドルの不動産（持ち家住宅を除く）のうち、わずか7.2兆米ドルが私募市場での取引、ないしは上場企業による保有によるものである(図5参照)。

不動産デット投資は、これまでもずっと不動産が提供する投資機会の一部であったが、真っ先に損失が生じる不動産エクイティ投資と比較して投資家がリスク量を制限できることを背景に、人気が高まっている。

図5：世界的な不動産デット市場の推定規模と投資機会

推定市場規模 - 先進国市場 (10億米ドル)



出所：MSCI、クシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート（2019年5月現在）

不動産エクイティ投資家にとっては、この7.2兆米ドルの投資可能な不動産が主に収益を生む投資機会（開発プロジェクトを除く）だと考えられる。

これとは対照的に、不動産デットの投資家は、不動産エクイティ戦略では投資対象外となる不動産にアクセスできる可能性がある。これには、例えば公的部門や富裕層などの機関投資家以外によって所有されている資産や、オーナーによって占有されている物件が含まれる。

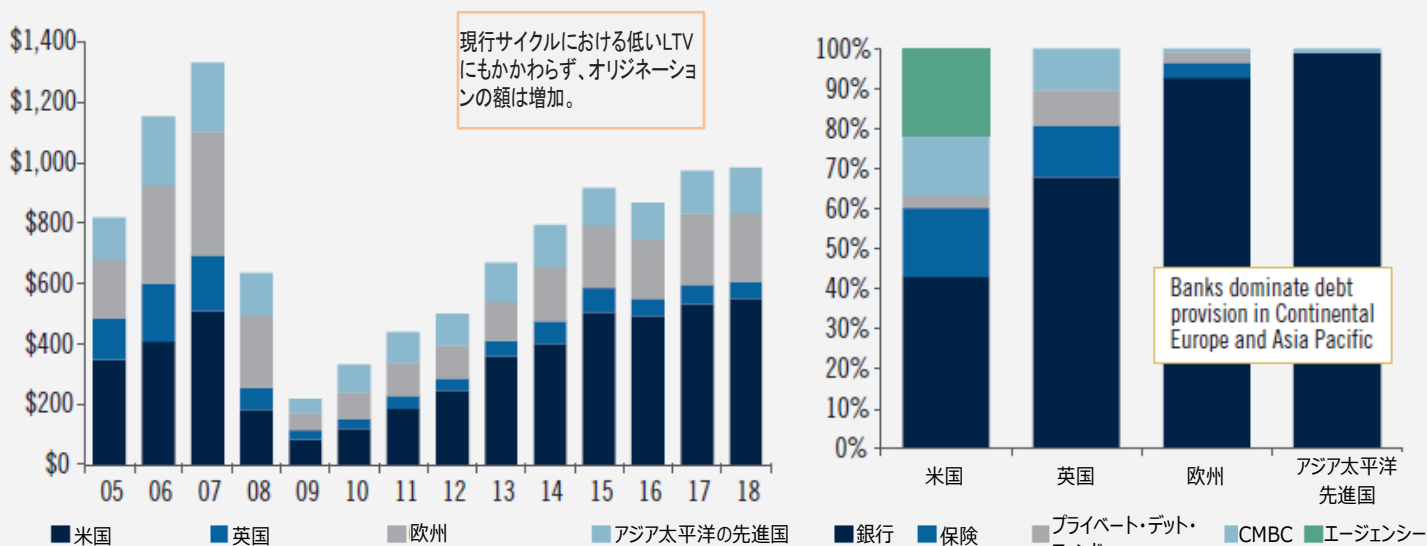
不動産エクイティ保有に関する一般的なLTV率の水準と、現在の不動産デット保有額の推定値を組み合わせると、11.5兆米ドル相当の不動産への融資機会があることが示される。多くの不動産エクイティ取引はほとんど、あるいはまったく負債を伴わない一方で、不動産デット投資戦略では、たとえ不動産物件が売買取引されない場合でも、借り換えのタイミングに貸し出し機会を得ることで当該不動産への投資が可能となるのである。

LTV率は、世界金融危機以前と比べると現行サイクルでは低水準で推移している一方で、融資活動は依然として活発である。米国では、過去5年間における年平均デット実行額は4,950億米ドルで、不動産エクイティの取引総額4,200億米ドルを上回っている。欧州では、新たな手段である不動産デットが次第に普及し、これまで銀行が主導していた市場において、足場を固めようとしている。(図6参照)。

図6：不動産デットの実行額と市場構成

私募不動産デットの実行額 (10億米ドル)

貸し手別貸付残高シェアの推定値 (%)



注：欧州、アジア太平洋に関するオリジネーション情報は、取扱量、債務保有、およびLTV率を用いて推計。

出所：ACLI、ロンドン大学シティ校、クシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート (2019年5月現在)

デットの実行額が増加している一方、不動産投資家は、通常は伝統的な債券に集中していたであろう資金源との競争に直面している。私募不動産デットは、常に債券の代替オプションであり、中心となるシニアローンは投資適格社債とおおむね類似している。

市場で取引される投資適格社債と比較すると、事業用不動産担保ローンは流通市場での流動性を欠いており、定期的の時価評価されているわけではない。しかし、投資家は流動性プレミアムという形で報酬を受け、またローン資産を担保として利用することができる。最近では、量的緩和政策によって市場で取引されている債券の利回りが低下する中、不動産ローンのスプレッドはそれほどまでには低下していない。

不動産ローンが提供する超過スプレッドは、幅広い投資家にとってますます魅力的なものとなっている。しかし依然として、債務者が債務不履行に陥った場合に不動産を差し押さえて不動産価値を回復または増大することが出来るノウハウを備えた不動産スペシャリストにとっては、有利な状況が続いている。不動産デットの貸し手にとって案件をめぐる競争は厳しくなりつつある一方で、不動産エクイティにとっては、新たな種類のデット提供者の出現によって活用可能な資金量が増加し、現在の不動産利回りが低すぎるとの認識はあるものの、不動産価格を下支えする材料になっている。

重要な情報

PGIMは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用ビジネスの中核を担っています。PGIMリアルエステートはPGIMの不動産運用ビジネス部門として、登録投資顧問会社であるPGIMインクを通じて業務を行っています。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。情報提供については、英国では、PGIMリミテッドの関連会社であるPGIMリアルエステートが担当しています。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構（FCA）の認可を受けており（登録番号 193418）FCA の規制が適用される他、欧州経済領域（EEA）内のさまざまな法域でも正式に認可を受けています。本資料はPGIMリミテッドがFCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。PGIMリミテッドの登記上の事務所はGrand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HRです。米国企業であるPFIは、英国で設立されているプルデンシャル社とは何ら関係がありません。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理庁（MAS）に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社であるPGIM（シンガポール）プライベート・リミテッドが担当しています。PFIM（香港）リミテッドでは、本資料は香港証券先物取引委員会に登録しているPGIM アジア・ファンドマネジメント・リミテッドが証券先物条例スケジュール1 パート1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMリアルエステートの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、作成時点でPGIMリアルエステートが信頼できると判断した情報源から入手したものです。PGIMリアルエステートはその情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、作成時（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMリアルエステートは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。

PGIMリアルエステートおよびその関連会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMリアルエステートのファンドまたは商品の投資委員会で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外のPFIMリアルエステートの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見または独自の投資アイデアを、口頭もしくは書面でPGIMリアルエステートのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMのフォーム ADV第2部をご覧ください。

本資料は情報提供を目的としています。本資料において提供される情報は投資助言を意図するものでも、当該資産の運用あるいは投資を推奨するものでもありません。本資料を提供するにあたり、PGIMは米国労働省によって定義される受託者の役割を担うものではありません。

© 2019 PFI and its related entities.

留意事項

- ※ 本資料は PGIM リアルエステートが作成したものです。PGIM リアルエステートは、米国 SEC の登録投資顧問会社である PGIM インクの不動産運用ビジネス部門として、PGIM インクを通じて業務を行っています。
- ※ 本資料は PGIM リアルエステートが作成した“GLOBAL OUTLOOK - Striking the Right Balance -”の“In This Report”および“PART I: GLOBAL OVERVIEW”の項目を PGIM ジャパン株式会社が邦訳したのですが、邦訳に際し解釈および表現に違いがある場合は英文が優先します。
- ※ 本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- ※ 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- ※ 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。
- ※ 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ※ 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- ※ 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- ※ “Prudential”、“PGIM ”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- ※ PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号
加入協会 一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会
PGIMJ201906130637
