

2024年11月 | インベストメント・リサーチ

今なぜ、米国コア不動産に投資すべきか

要約

米国の不動産価格は過去2年間にわたって下落したが、足元で底を打っている。物件取引量は既に増加しつつあり、買い手はサイクル初期における割安な物件を物色している。

しかし、これは米国のコア不動産（ここでは、セクター別および地域別に分散された安定稼働物件によるポートフォリオと定義する。定義の詳細については4ページを参照）が、足元で魅力的なリスク調整後リターンを提供することを意味するのだろうか？

我々は、以下3つの理由により魅力的なリスク調整後リターンが提供されると考えており、本稿ではそれぞれについて考察する。

1 米国コア不動産にとって魅力的なエントリーポイント

これまでの実績を振り返ると、不動産価格が底値に近い時期に投資をした時のリターンが最も高くなる。今回のサイクルには、こうした過去サイクルとの類似性が十分にあり、同じことが言えると想定できる。

2 今後は高いインカムリターンとインカム成長が期待できる

インカムリターンは過去10年間の標準を大幅に上回る水準まで調整が終わっており、不動産利回りは絶対値ベースでも相対値ベースでも魅力的な水準にある。ただし、より重要なのは、今回のサイクル初期におけるインカム成長は、過去の水準を大きく上回ることが見込まれるということである。

3 変化する投資機会を捉える分散投資

米国コア不動産のポートフォリオは、リスク調整後リターンを最大化すべく、変化し続けている。米国コア不動産のポートフォリオにおける分散投資の利点は、構造的な需要に支えられたセクターへの投資配分の拡大や、経済の成長要因の異なる都市圏への分散投資によってさらに高まる。

1. 米国コア不動産にとって魅力的なエントリーポイント

金利の大幅な上昇と高ボラティリティの中、2年間を要したが、不動産価格は足元で過去のリスク・プレミアムに沿った水準まで調整した。図表1は、その推移を示したものである。

- 長期金利に対する投資家の見通しは、2020～21年にかけて一時的に低下した後、2022年後半になると2010年以降の標準的水準まで急速に回復した¹。
- 不動産利回り（キャップレート）は2020年から22年後半にかけて低下し続け、金利の急上昇によってリスク・プレミアムが消滅し、金利に遅れて上昇し始めた。
- 鑑定評価ベースの不動産価格は緩やかな動きを示すのが一般的である。今回の価格調整では、鑑定評価ベースの不動産利回り（鑑定利回り）が、金利見通しに100bps程度のリスク・プレミアムが乗った水準に回復するのに2年を要した。

2022年半ば以降、不動産価格の下落率は全体で20%弱に達している。図表2は四半期ごとの推移を示したものである。

- 商業施設とシニアハウジングの不動産価格は10%強の下落にとどまったが、これは他の物件タイプよりも高い利回りから調整局面が始まったことが主要因となっている。
- インダストリアルと賃貸住宅の不動産価格は、利回りの拡大のみを要因として15%超下落した。特にインダストリアルで力強かったが、どちらの物件タイプも、調整局面中のインカム成長はプラスを維持した。
- オフィスが最も低調で、40%以上の下落が見込まれている。不動産鑑定士が評価時に適用する割引率を徐々に引き上げ、インカム成長率を低くしていることから、他の物件タイプとは対照的に、オフィスの評価額下落は少なくとも今後数四半期続くと予想される。

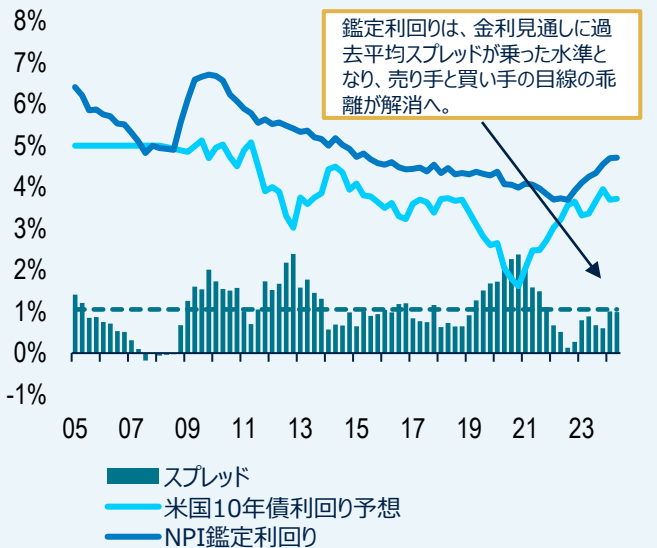
1. 米国10年債利回り予想は、フィラデルフィア連邦準備銀行による、各年における3年先の米国10年債利回り予想の中央値に基づきます。同データは2009年以降をカバーしており、それ以前の期間については、今後10年間の米国10年債利回り予想の中央値を表示させることで、四半期間のデータを補間しています。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

不動産価格は底を打った

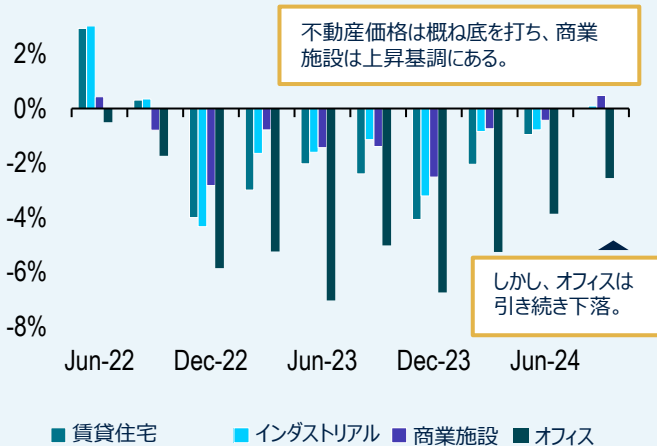
図表1：鑑定ベースの不動産利回り（鑑定利回り）の
スプレッドは足元で正常化

米国不動産（NPI）鑑定利回りと10年国債利回りの3年後予想



図表2：不動産価格の底打ち

四半期ごとの不動産価格リターン推移



出所：フィラデルフィア連邦準備銀行、Society of Professional Forecasters、NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。

今度は不動産デット市場に目を向けてみると、こうした不動産価格が今後上昇に転じることに自信を深められる兆候が見られ始めている。図表3が示す通り、不動産利回りの上昇により、金利支払いが不動産利回りを上回り、キャッシュフローにマイナスの影響を与える度合いが軽減されている。2025年初までには、借入金利が不動産利回りを下回る水準まで低下することに伴い、レバレッジがキャッシュフローにプラスに寄与するようになると予想している。

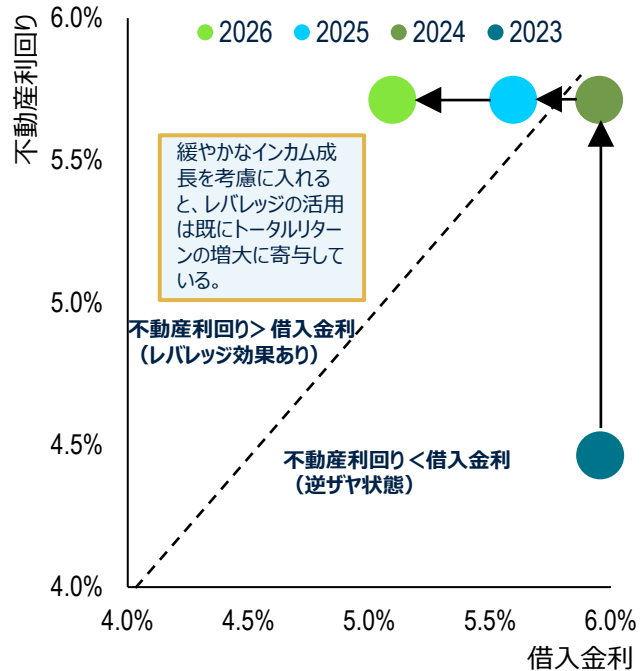
借入金利の低下によって、米国コア不動産の買い手も拡大し、足元でかなりの低水準から回復してきている物件取引量が、さらに増加する可能性がある。

図表4が示す通り、これまで不動産の買い手と売り手との間で、価格目線が合わない膠着状態にあったが、物件取引市場の回復はこれに終止符が打たれることを意味する。

不動産価格に関するトレンド、借入金利の低下、物件取引量の増加を踏まえると、米国コア不動産の価格は底を打ったと確信している。しかし、これは今が魅力的なエントリーポイントであることを意味するのだろうか？

図表3：レバレッジの活用がインカムリターンを押し上げる要因になりつつある

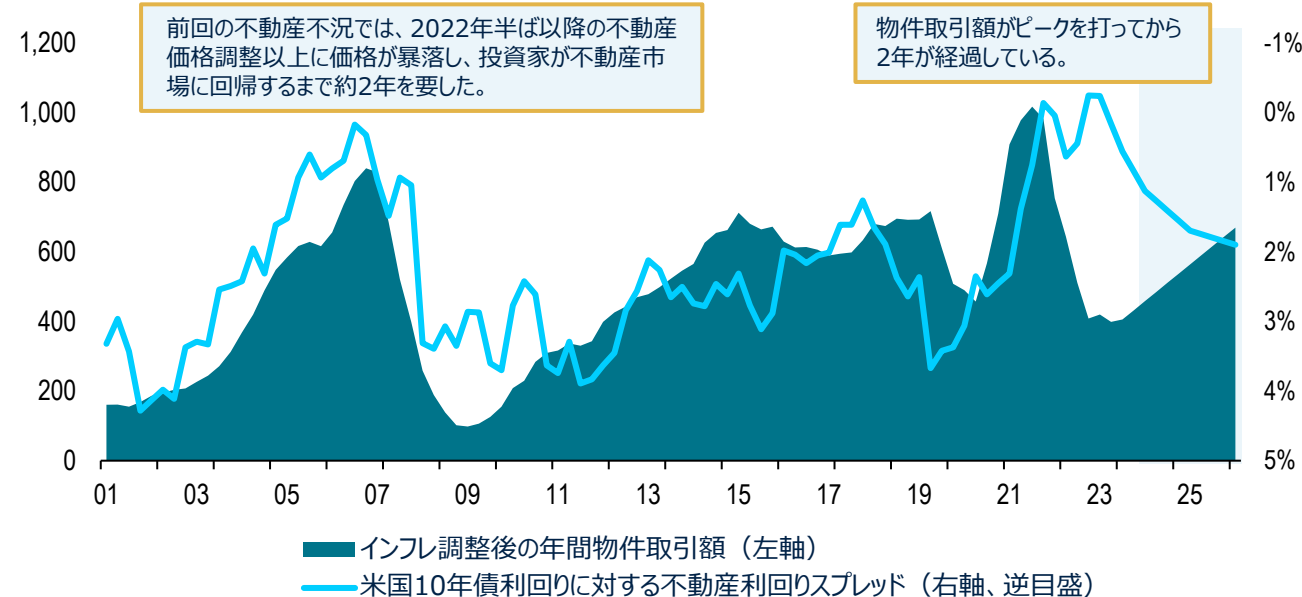
変動借入金利と不動産利回りの比較（年別、%）



出所：米抵当銀行協会、NCREIF、オックスフォード・エコノミクス、リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエースト、2024年11月現在。

図表4：取引量は増加傾向にある

物件取引額（10億米ドル）と米国債利回りに対する不動産利回りスプレッド（逆目盛）



出所：米抵当銀行協会、NCREIF、オックスフォード・エコノミクス、リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエースト、2024年11月現在。予測は将来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。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

図表5に示す通り、過去のトレンドが繰り返されるとすれば、今は魅力的なエントリーポイントだと言える。

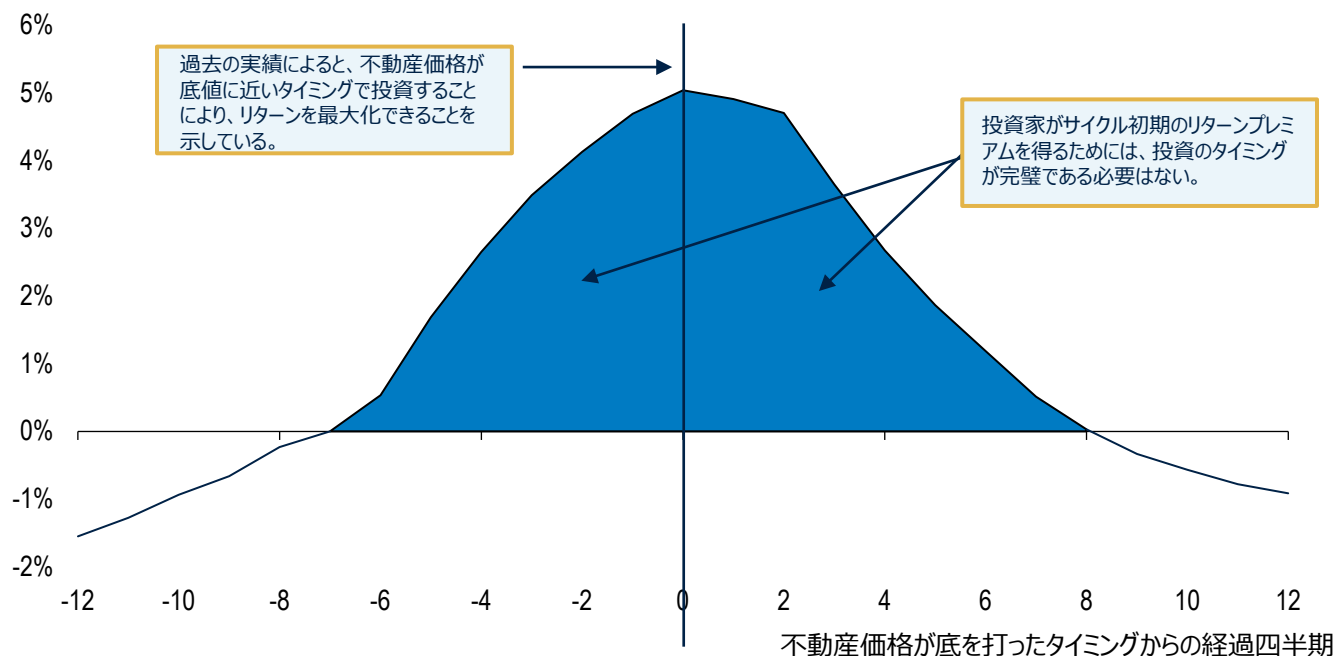
- 直近3回の不動産不況において、不動産価格が上昇に転じた四半期に投資を始めた場合、その後5年間にわたって、不動産リターンを長期平均に対して500bpsのプレミアムを享受している²。
- 不動産投資においてベスト・タイミングを正確に把握することは困難である中で、明るい材料としては、底に近い、というだけでタイミングとしては十分だということである。例えば、最適なタイミングから2四半期早く投資していたとしても、平均リターンに対して410bpsのプレミアムを享受できる。また、2四半期遅れて投資していたとしても470bpsのプレミアムとなっている。

米国コア不動産とは？

本稿における米国コア不動産とは、流動性の高い大規模市場に立地し、物件タイプおよび地域による分散の効いた、安定稼働物件が大部分を占めるポートフォリオを指す。また、コア不動産ファンドのより詳細な定義としては、NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity (NFI-ODCE) があり、分散に関する投資規定、レバレッジ比率と非安定稼働物件組み入れ比率の制限、四半期ごとに購入/解約が可能な枠組みの提供などが定められている。

図表5：投資家にとって魅力的なサイクル初期のリターン

米国不動産（NPI）サイクル初期の投資後5年リターンと過去平均リターンの差（過去サイクルの平均、年率）*



*注記：過去実績には、1995年、2003年、2010年に底値を迎えた不動産サイクルを含めている。

出所：NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。

2. 1990年以降。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

2. 米国コア不動産にとって魅力的なエントリーポイント

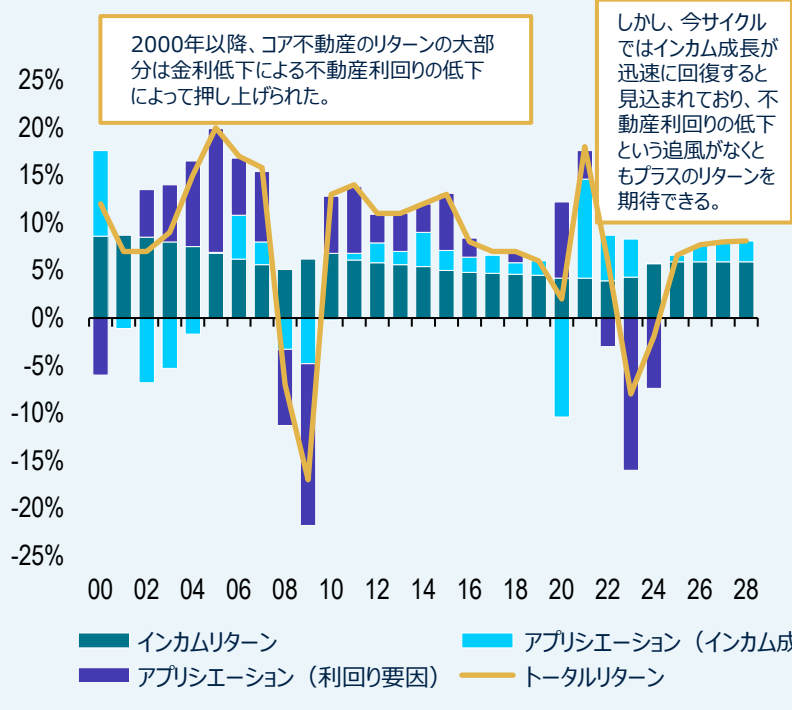
図表6が示す通り、足元で不動産価格は20%近く下落し、インカムリターンは2010年代初め以来の高い水準にある。この高水準のインカムリターンが、我々が想定する基本シナリオである7~8%のコア不動産期待リターン（レバレッジなし）のベースとなる。

注目すべきは、この期待リターンは利回りの低下を想定したものではないという点である。リターン構成の変化は図表7で示されているが、前回のサイクルでは、トータルリターンの半分強をインカムリターン、10%をインカム成長がもたらし、不動産利回りの下落による価格上昇がトータルリターンの約3分の1を占めた。利回り低下の大部分は金利低下によるものだった。

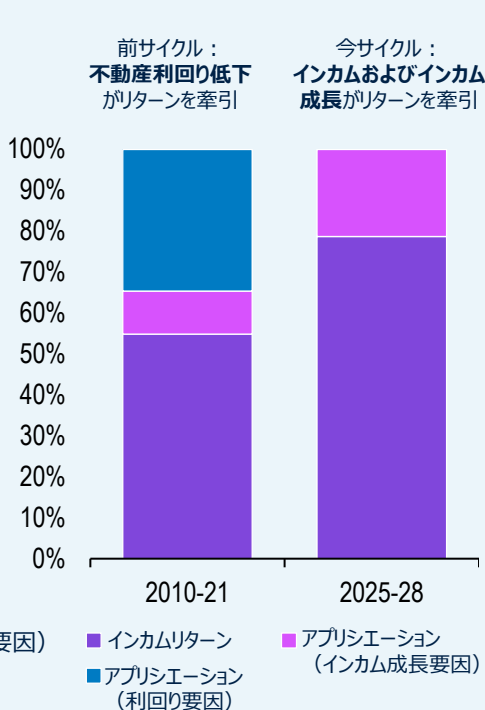
対照的に、今サイクルのトータルリターンの4分の3以上がインカムリターン、残りの4分の1はインカム成長によってもたらされると予想している。長期金利が低下する可能性は低いことから、我々の基本シナリオでは不動産利回りの低下は見込んでいない。しかし、金利が予想以上に低下したり、あるいは不動産に対する投資家の資金流入が強まったりして不動産利回りが低下するようであれば、我々の基本シナリオが上振れる可能性がある。

不動産利回りの低下なしでも7-8%のリターン

図表6：リターンは足元でプラスに転じている
私募不動産のトータルリターン（レバレッジなし）



図表7：インカムがリターンを牽引する
私募不動産のトータルリターン内訳



出所：NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。予測は将来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。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

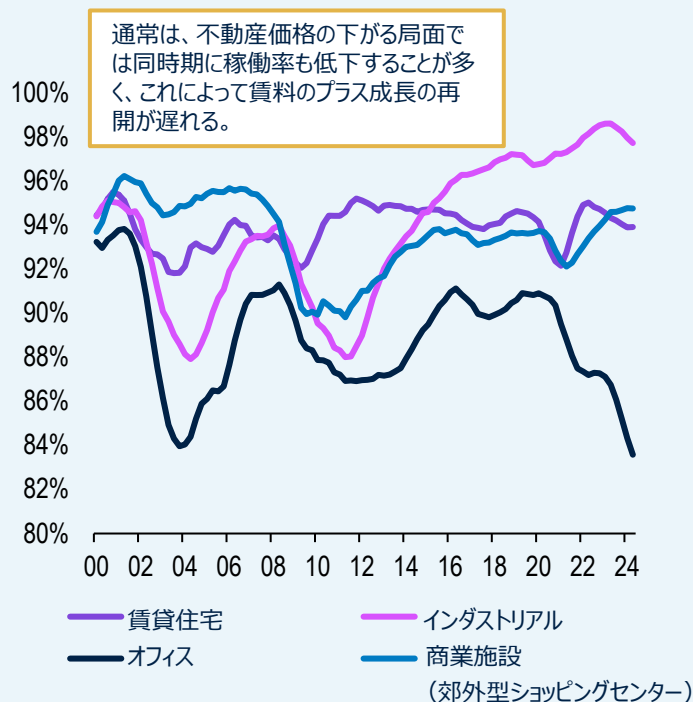
図表8が示す通り、サイクルの初期段階の現在においても、高い水準の稼働率がインカム成長を支えている。過去2回の不動産の調整局面では、物件タイプにもよるが、稼働率の回復に2～5年を要した。しかし、図表9によると、足元の稼働率は既に1990年以降の平均稼働率を上回っていることが示されており、今回の価格調整局面はこれまでとは大きく異なっている。

足元の稼働率は既に1990年以降の平均稼働率を上回っていることが示されており、今回の価格調整局面はこれまでとは大きく異なっている。

今サイクルは高水準の稼働率から始まる

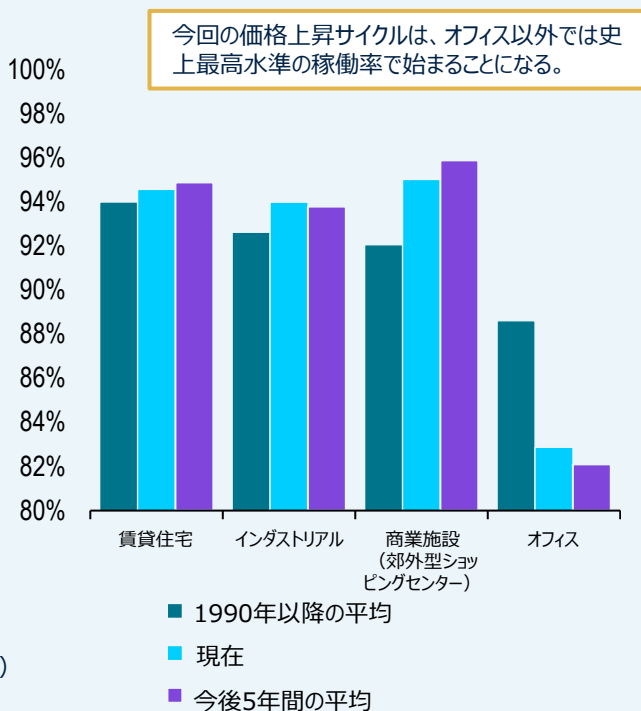
図表8: オフィスを除き、高い稼働率が維持されている

セクター別の稼働率（過去12ヵ月移動平均*）



図表9: オフィスを除き、過去平均を上回る稼働率

過去と現在の稼働率の比較



*注記: NCREIF ODCEに組み入れられたファンドの保有物件に基づく。2024年4-6月期現在。

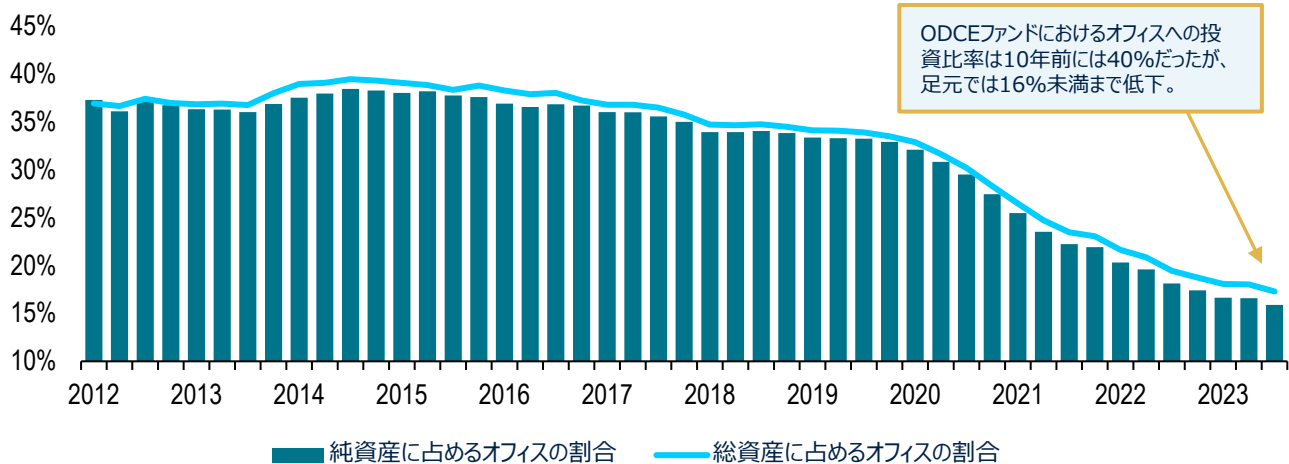
出所: NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

良好な稼働状況の中、オフィスだけが顕著な例外となっている。同セクターのインカム成長は、多くのテナントが契約面積を縮小し続けていることに加え、物件に対する大規模な資本支出が必要になることを踏まえると、今後数年間はせいぜい横ばいとなる可能性が高い。幸いにも、図表10が示す通り、もはやオフィスはコア不動産のリターンのかなたの原動力ではなくっており、コア不動産ファンドにおけるオフィスへの投資比率は2016年時点の40%から現在では16%未満まで低下している。

図表10：コア不動産ファンドによるオフィスのエクスポージャーは大きく低下

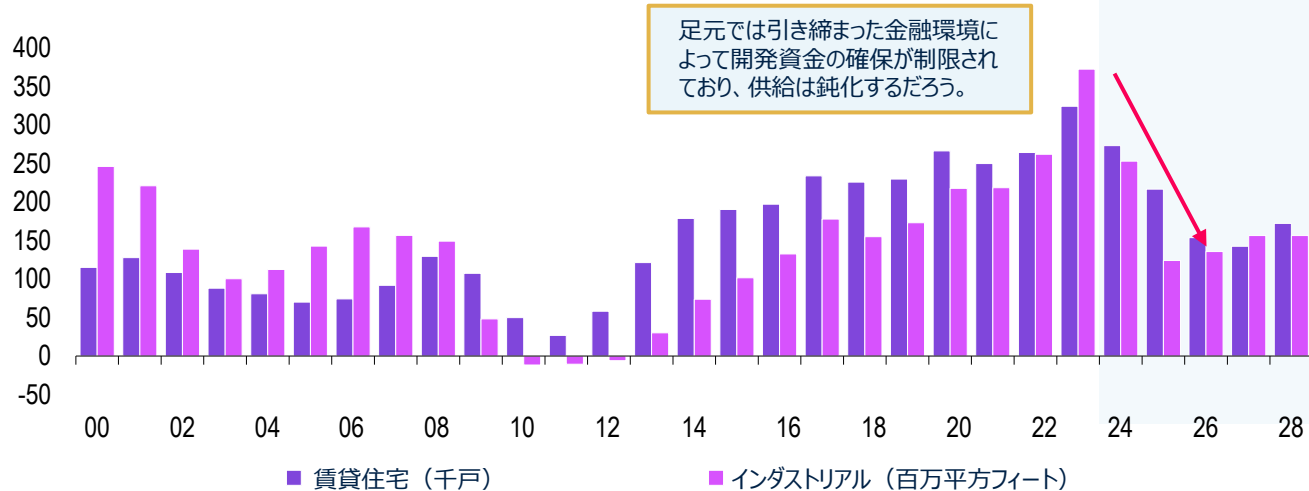
ODCEファンドにおけるオフィスへの投資比率（総資産に占める割合、%）



出所：NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。

図表11：新規物件供給圧力は急速に減退しつつある

純物件完工数



出所：Costar、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。予測は将来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。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

高い稼働率と新規物件供給の鈍化によってもたらされている賃料の力強いトレンドは、構造的な需要拡大によってさらなる追い風を受けている。例えば、図表12が示す通り、若年および高齢の年齢層の変化が、賃貸住宅に対する需要を押し上げる。

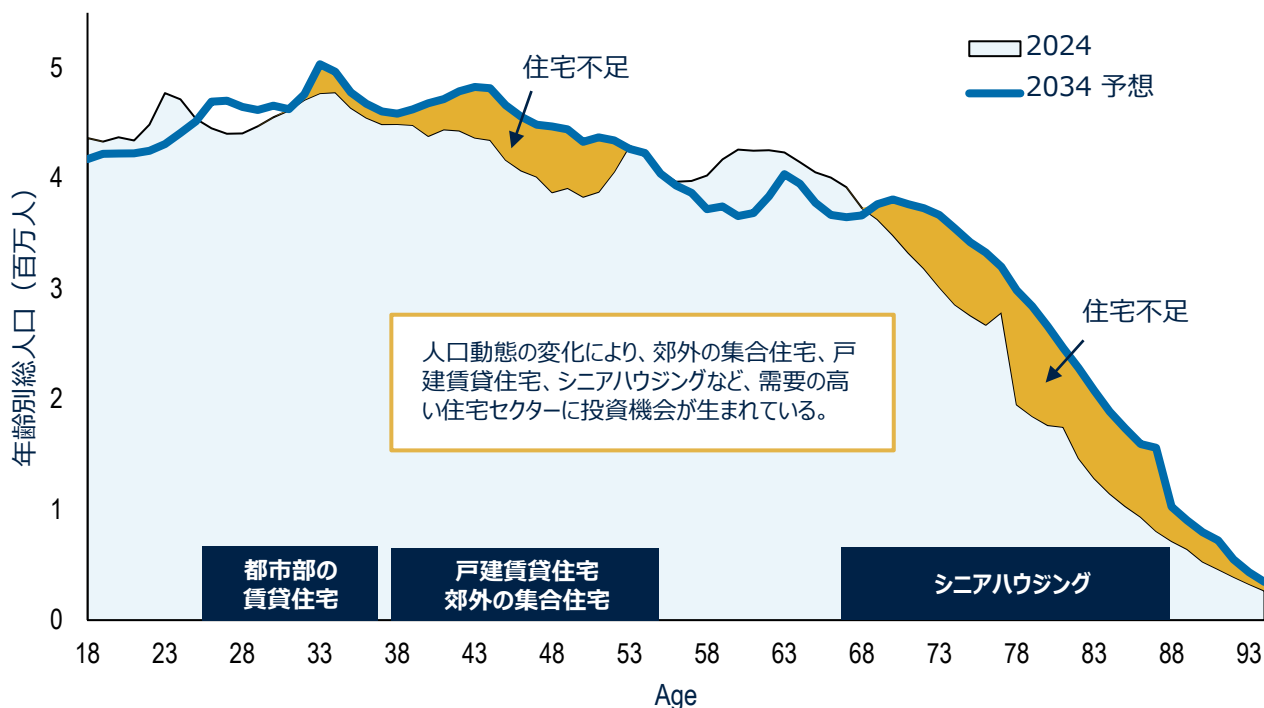
- 20歳代半ばの世帯数の増加が都市部の賃貸住宅に対する需要を押し上げる。
- 30～45歳の世帯数の持続的な拡大が、郊外の賃貸住宅と戸建賃貸住宅に対する需要を支える。
- 長期にわたる高齢者世帯数の大幅な増加によって、より多くのシニアハウジングが必要となる。

今回の新しいサイクルは、高い水準のインカムリターンから始まるだけでなく、インカム成長の構造的かつ循環的な牽引要因を伴っている。新規物件供給が減るにつれ、構造的なトレンドによりテナント需要は押し上げられ、インカム成長に対する短期的な下方圧力は弱まると予想している。

今回の新しいサイクルは、高い水準のインカムリターンから始まるだけでなく、インカム成長の構造的かつ循環的な牽引要因を伴っている。

図表12：構造的トレンドは他のセクターにとって支援材料となる

2024年と2034年の年齢別人口比較（百万人）



出所：米国国勢調査局、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。予測は将来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。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

3. 変化する投資機会を捉える分散投資

10年前までは、コア不動産のポートフォリオを地域とセクターに分散させることにより、リスク調整後リターンを最大化してきた。図表13が示す通り、立地が相対リターンの最も重要な要因であった時期と、セクターがリターンの大部分を占めた時期が交互に繰り返されてきた。ただし、この動きを予測することは難しく、セクターによる選別も立地による選別も数年以上にわたってリターンの大部分を占めるということにはなかった。

しかし、過去10年間は、歴史的に見てもこれまでとは大きく異なっており、セクターによる選別がリターン差の大部分を占めている。2016年以降何が起ったのだろうか？

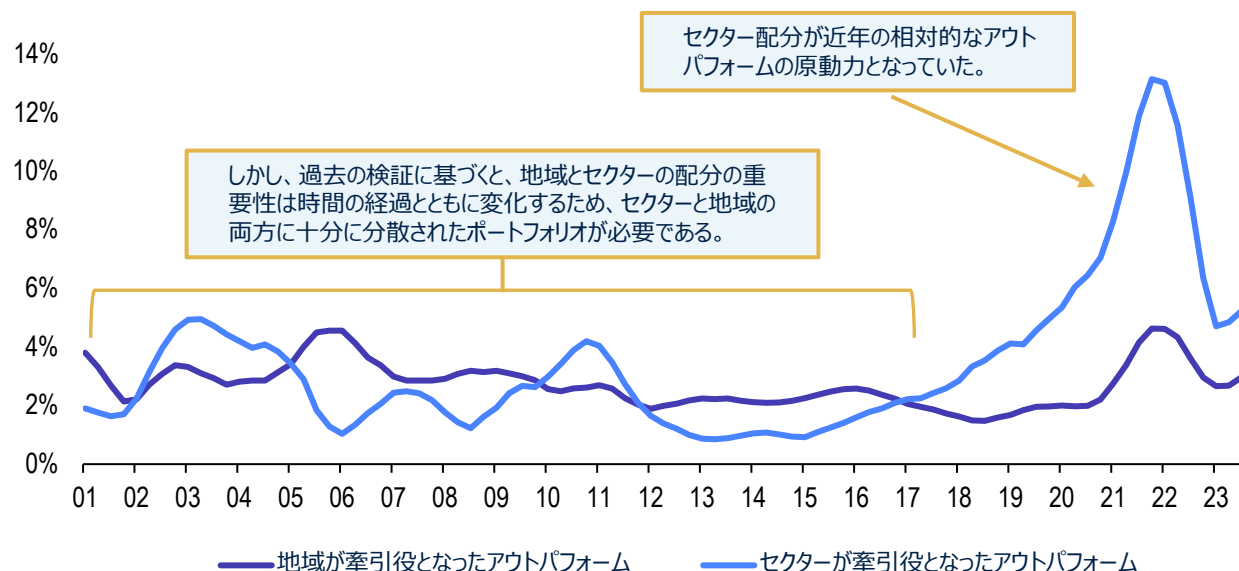
- ・インダストリアルは、2016年以降の10年間にわたるEコマース関連の爆発的な需要拡大に対して過小評価されていた。2016年まで、インダストリアル投資家は、歴史的に賃料成長が低い中で、より高い利回りを求めている。一方で2016年以降、インダストリアルのリターンは、力強い賃料成長と不動産利回りの急速な低下という双方の要因によって拡大している。

- ・商業施設にも、2016年以降の10年間にわたるEコマースの爆発的な成長が織り込まれていなかった。テナントの倒産が急増し、全ての業態の商業施設が影響を受けたが、それまでプラス寄与してきた百貨店がマイナス寄与へと転じるなど、ショッピングモールが最も大きな影響を受けた。
- ・最後に、2020年に始まった在宅勤務の急増により、オフィスセクターにおける長年の過大評価が露呈した。他の物件タイプに比べてテナント需要が景気サイクルに大きく左右されることに加え、物件の運用に必要な資本支出が非常に大きいにもかかわらず、2016年までオフィスの不動産利回りは平均以下の水準にあった。

今後10年が過去10年の繰り返しになるとは考えていない。セクターごとのリスクプレミアムは、最も高いインカム成長が期待できるセクターの不動産利回りが最も低くなる形で再構築された。これは、多様なセクターに分散投資したポートフォリオは、単一のセクターのみのポートフォリオと同水準のリターンを提供する一方でボラティリティは低下することを意味する。

図表13：セクターがパフォーマンスを牽引する時代は終わりつつある

不動産投資のアウトパフォーマンス要因*



*注記：各数値は、NCREIF不動産指数(NPI)のトータルリターンに対する地域またはセクター配分による寄与の相対パフォーマンスである。
出所：NCREIF、PGIMリアルエースト、2024年11月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

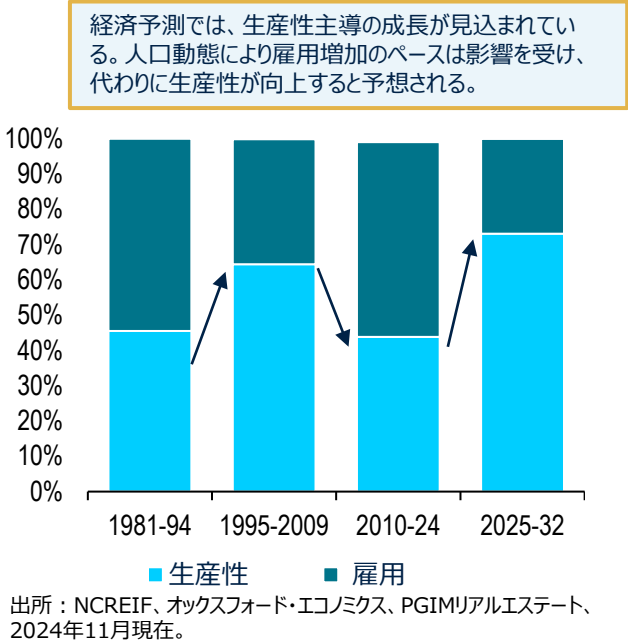
セクター毎に大きな差のあったリターンが収束するにつれ、地理的な市場の選別がより重要になる。その背景として、米国の経済成長の牽引要因の変化が、相対的な市場パフォーマンスに影響を与えることが挙げられる。図表14が示す通り、米国の経済成長に関する予測によると、生産性の向上がGDP成長の主な原動力となることが示されている。これは、雇用主導の成長だった前サイクル（2010年～2024年）とは対照的である。

図表15が示す通り、相対的な市場リターンは生産性の伸びに依存するため、地理的な市場の選別が非常に重要となる。

- 生産性向上のペースに合わせて相対的なリターンが上昇する市場には、ニューヨーク、ボストン、ロサンゼルス、サンフランシスコなど、東海岸と西海岸沿いの多くの高コスト市場が含まれる。
- これらはすべて、生産性の向上が全体的な経済成長に占める割合が大きい都市である。

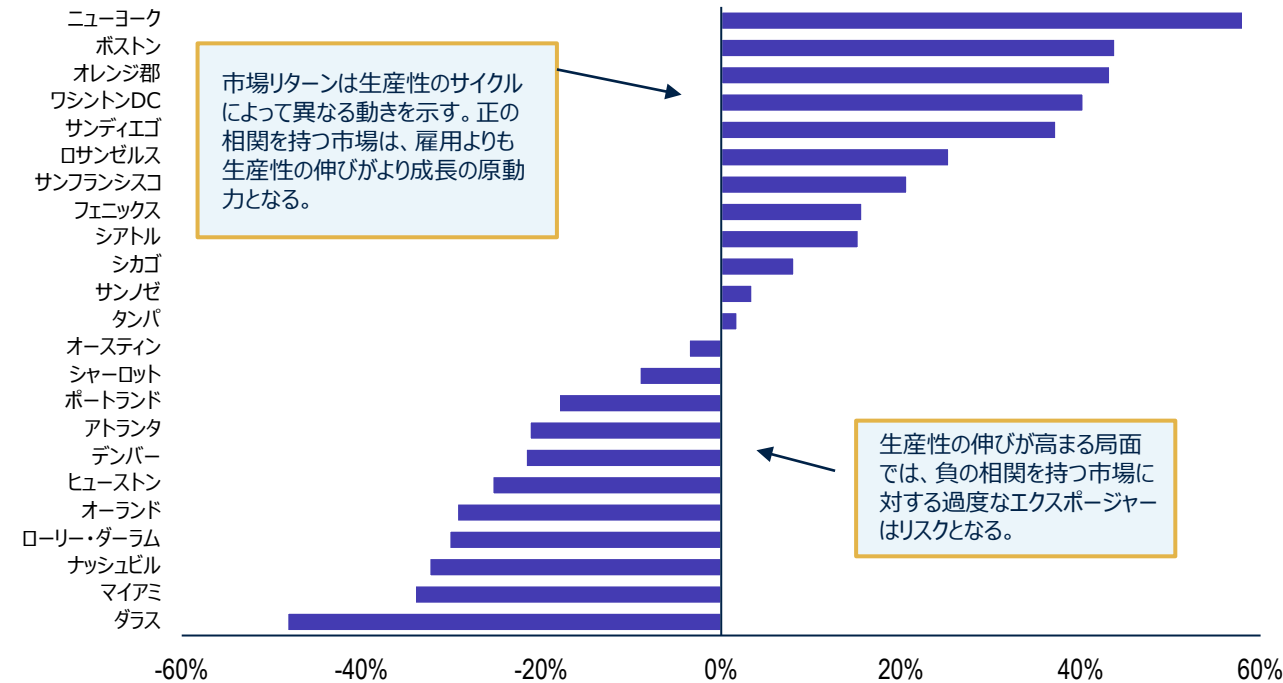
図表14：経済成長の原動力は変化している

米国のGDP成長率に占める生産性と雇用の割合



図表15：生産性が経済成長を牽引する市場（生産性主導型市場）の見通しが改善

不動産の相対トータルリターンと生産性成長率の相関（1981～2019年）*



予測は将来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。

*注記：不動産の相対リターンとは、市場不動産リターンの中央値に対する、特定の地域における全物件タイプのリターンを示したものです。出所：NCREIF、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。

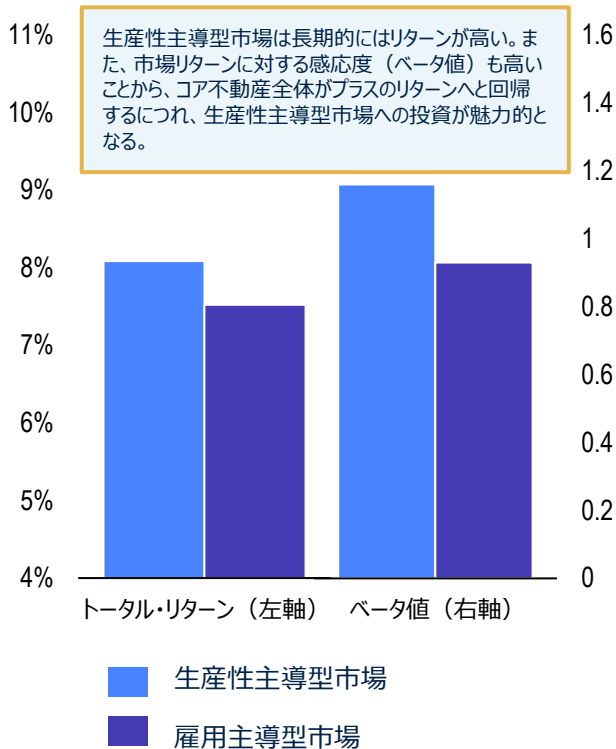
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

図表16が示す通り、生産性主導型市場は、市場不動産リターンに対する感応度が高い（ベータ値が高い）市場でもある。

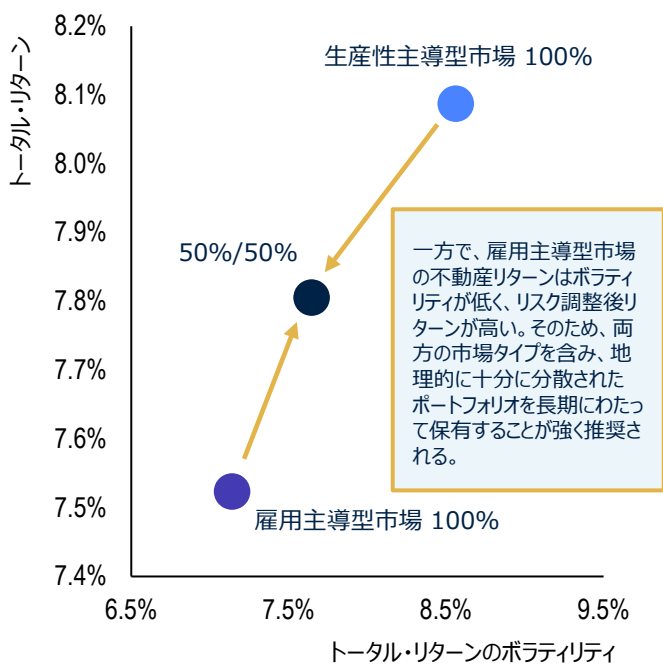
そのため、リターンがプラス圏に回復する中で、これらの市場は好調なパフォーマンスを示すと予想している。しかし、図表16の右図の通り、雇用が成長を牽引する市場（雇用主導型市場）における不動産リターンのボラティリティは概ね低く、当該都市をポートフォリオに組み入れることでリスク調整後リターンを下支えすることから、投資家は長期的には地理的に分散されたポートフォリオから恩恵を受けるだろう。

図表16：地理的な分散によってリスク調整後リターンが改善する

市場分類別のリターンとボラティリティ*（1984-2023年）



過去のリスク（ボラティリティ）とリターン*（1984-2023年）



*注記：雇用主導型および生産性主導型の大都市は、データの制約上2002～22年までの過去のデータに基づき、各都市の実質総生産成長率の大部分が雇用の伸びと生産性の伸びのどちらによるものかに基づいて分類されている。この分析によると、生産性主導型の大都市には、ボストン、ロサンゼルス、ニューヨーク、ポートランド、サンフランシスコ湾岸地域、シアトル、ワシントンDCが含まれる。雇用主導型の大都市には、アトランタ、オースティン、シャーロット、ダラス、デンバー、マイアミ、ナッシュビル、フェニックス、ローリー・ダーラム、タンパが含まれる。

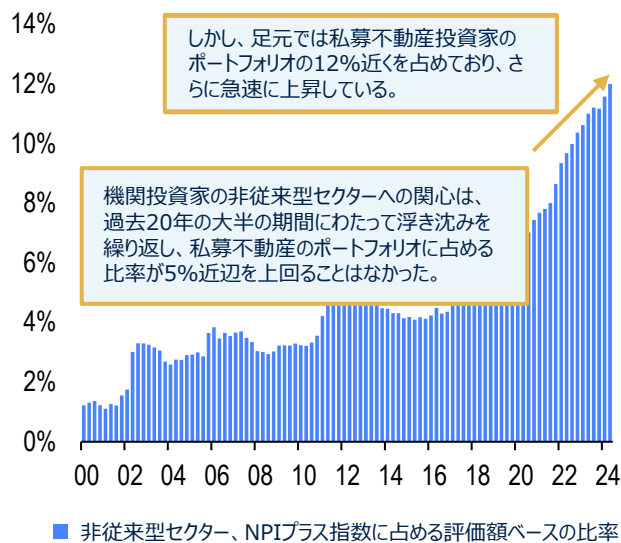
出所：NCREIF、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2024年11月現在。

最後に、非従来型セクターへのエクスポージャー拡大は、コア不動産のリスク調整後リターンの向上に寄与すると考えている。図表17が示す通り、コア不動産の投資家が保有する非従来型セクターの比率は、2000年代前半以降から機関投資家の関心が持続的に高まるまで、5%前後で推移していたが、足元では約12%を占めている。

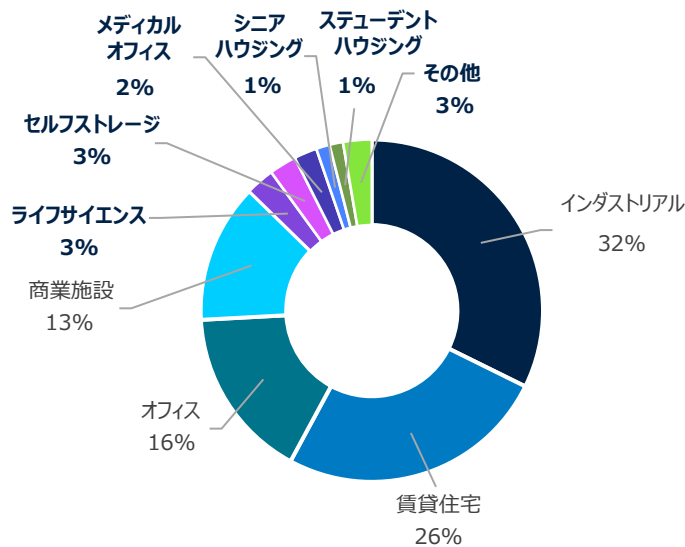
非従来型セクターへのエクスポージャー拡大は、コア不動産のリスク調整後リターンの向上に寄与すると想定している。

図表17：非従来型セクターも分散を強化する

私募不動産指数における非従来型セクター比率の成長



私募不動産全体に占める非従来型セクターの比率
(2024年4-6月期現在)



注記：2000年～2024年6月30日までのNCREIF Property Index-Plus（NPIプラス指数）に含まれる不動産の時価総額に占める、セルフストレージ、シニアハウジング、スチューデントハウジング、マニファクチャードハウジング、ライフサイエンス、メディカルオフィス、ホテル、データセンター、駐車場の割合。
出所：NCREIF、PGIMリアルエスレート、2024年11月現在。

3. NCREIF Property Index（NPI）の伝統的な不動産タイプには、賃貸住宅、インダストリアル、オフィス、および商業施設が含まれる。図表17で示されたその他の不動産タイプは、現在ではより広範な NPI+ インデックスに含まれている。

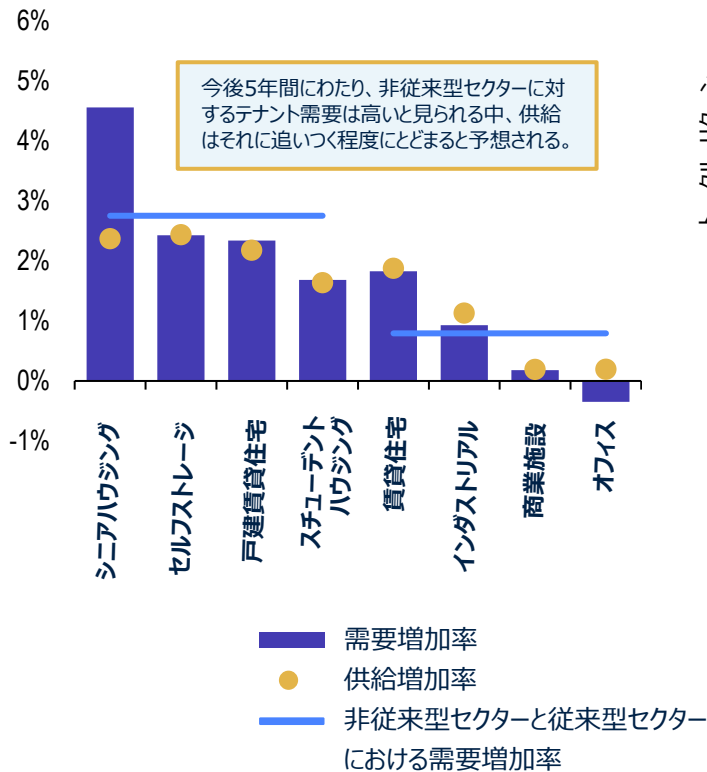
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

コア不動産の投資家が非従来型セクターに関心を示すのには十分な理由がある。図表18が示す通り、非従来型セクターは、従来型の物件タイプと比べて需要を牽引する要因が強く、新規物件供給はその需要にぎりぎり追いつくらの水準と予想される。このような需要の牽引要因には以下が含まれる。

- シニアハウジング需要を支える人口の高齢化
- セルフストレージや戸建賃貸住宅への需要を支える中高年世帯の増加
- スチューデントハウジングの需要を支える大学のキャンパス近くに住みたいというニーズ

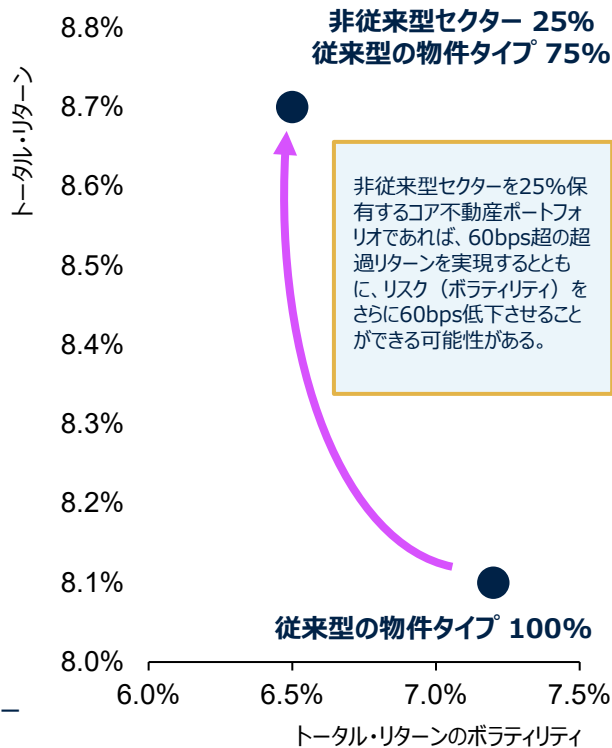
図表18：非従来型セクターを追加することで、追加リスクをとることなくリターンを上げられる

需要および供給の増加率予想（2024-28年、年率）



その結果、コア不動産のポートフォリオに非従来型セクターを追加することで、リスク調整後リターンの向上が続くと予想している。図表19は、非従来型セクターを25%、従来型の物件タイプを75%とした混合ポートフォリオと、従来型の物件タイプを100%としたポートフォリオを単純比較した例を示している。歴史的に、混合ポートフォリオは60bpsの追加的なリターンをもたらしていることに加え、ボラティリティを60bps低下させている。

図表19：ポートフォリオのパフォーマンスが改善
過去のリスク（ボラティリティ）とリターン（20年間）



出所：Green Street Advisors、CoStar、PGIMリアルエースト、2024年11月現在。予測は将来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。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

今なぜ、米国コア不動産に投資すべきか

- 1. 米国コア不動産は魅力的なエントリーポイントにある。**これまでの実績を振り返ると、不動産価格が底値に近い時期に投資をした時のリターンが最も高くなる。我々は、今回のサイクルには、こうした過去サイクルとの類似性が十分にあり、同じことが言えると想定できる。
- 2. 高いインカムリターンとインカム成長を期待できる。**インカムリターンは過去10年間の標準を大幅に上回る水準まで調整が終わっており、不動産利回りは絶対値ベースでも相対値ベースでも魅力的な水準にある。ただし、より重要なのは、今回のサイクル初期におけるインカム成長は、過去の水準を大きく上回ることが見込まれるということである。
- 3. コア不動産の投資家は、変化し続ける広範な投資機会にアクセスできる。**一部のセクターのみが非常に高いリターンをもたらした前回の長期サイクルとは異なり、セクターと地域で分散されたポートフォリオが高いリスク調整後リターンを提供する。

Lee Meniffee

マネージング・ディレクター
米州インベストメント・リサーチ責任者

Bradley Doremus, CFA

ヴァイス・プレジデント
米州インベストメント・リサーチ

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。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でもありません。

PGIMは、ブルデンシャル・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。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、ブルデンシャル・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。**米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。**英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁（FCA）の認可および規制を受けています。（企業参照番号：193418） 欧州経済領域（EEA）では、ルクセンブルク金融監督委員会（CSSF）の規制下にあり、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しているPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって配布されます。PGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.の登記上の所在地は以下の通りです：2, boulevard de la Foire, L1528 Luxembourg。PGIM Real Estate Luxembourg S.A.（登録番号：A00001218）特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令2014/65/EU（MiFID II）で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。ドイツにおいては、本資料は、PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGによって配布されます。PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGは、ドイツ連邦金融監督所（BaFin）によって規制されています。日本では、関東財務局に登録のある資産運用会社であるPGIMリアルエステート（ジャパン）Ltd.によって情報が提供されます。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理局（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。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd.（PGIM オーストラリア）が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。

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、意見および提言について示したものです。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のですが、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した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PGIM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。

パンデミックが発生することで、その規模にもよりますが、全国的な経済状況あるいは地方経済の状況がそれぞれ各様の損害を被る可能性があり、これによって当ファンドおよび当ファンドの基礎となる投資不動産の価格にも影響が及ぶ可能性があります。感染症や伝染病が広範囲に拡大することで経済が混乱し、こうした混乱が不動産のバリュエーション、ファンド投資、将来的なファンドのリターンに悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、新型コロナウイルスの感染は拡大を続けており、これによって不動産価格、パフォーマンス、ファンド投資の一部あるいは全体的な財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。また、ファンドが投資対象を確保し投資を実行する能力にも悪影響を及ぼす可能性があります。新型コロナウイルスが今後どのように推移するか、その結果どのような影響があるかについては依然として不透明です。

この資料は、情報または教育を目的として作成されたものです。この資料の提供にあたり、PGIMは、(i) お客様に対して受託者としての役割を果たしておらず、また受託者としての立場で助言を提供するものでもなく、(ii)投資運用サービスの提供にはその対価として報酬が生じるため、ここでは公平な投資アドバイスについて提供するものでもありません。

留意事項 2

- 本資料に記載の内容は、PGIMリアルエステート作成した"Why U.S. Core Now ?"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。
- 本資料は、PGIM ジャパン株式会社が当社お客様向けに情報提供するものであり、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。
- ここに記載されているモデル・アロケーションは例示を目的としたものであり、個別銘柄の購入や売却など、いかなる投資の推奨も目的としたものではありません。また、当社グループが運用するポートフォリオにおける今後の投資行動について示唆するものでもありません。
- 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。
- 本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。
- 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。
- PGIMジャパン株式会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、英国ブルー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
PGIMJ114279
4088556-241212