nuveen
A TIAA Company

リアルアセット特集：第1弾

非上場実物資産の魅力

グウェン・バスビー, PhD
リサーチ・戦略総括責任者
Nuveen Natural Capital

ドナルド・ホール
リサーチ・グローバル統括責任者
Nuveen Real Estate

ビフ・オルソ
インフラストラクチャー・グローバル統括責任者
Nuveen

非上場実物資産（農地、森林、インフラ、商業用不動産などを含む）**は、株式、債券との相関が低い、あるいは負の相関を示しており、30年以上にわたるパフォーマンス・データを検証しても優れた分散投資効果を提供しています。**

主なポイント[1]

- 非上場実物資産は農地、森林、インフラ、商業用不動産を含む4つの資産カテゴリーすべてにおいて、そのシャープ・レシオの高さが示すように、伝統的資産への投資と同等、あるいはそれを上回るリターンを、大幅に低いボラティリティで実現しています。
- 非上場実物資産は、コモディティ価格の上昇、リース料の段階的な引き上げ、そして実物資産の長期的な価値上昇に収益と資産価値が連動していることから、インフレに対する有効なヘッジ手段として機能します。
- 限定的な資産配分であっても、非上場実物資産への投資は、保守的なポートフォリオであれ積極的なポートフォリオであれ、リスク調整後リターンの改善に寄与できる、と私たちは考えています。
- 非上場実物資産は、REITやコモディティ関連ETFといった上場のオルタナティブ投資と比較しても、リスク調整後ベースで優れたパフォーマンスを発揮しています。また、上場実物資産と組み合わせて保有することで、ポートフォリオ全体のボラティリティ低減にも貢献します。
- 非上場実物資産への投資は、流動性の低さや参入障壁の高さといった実務上の課題は確かに存在しますが、専門的な知見とグローバルな規模を持つ経験豊富なアセット・マネジャーと連携することで、投資家はこれらのメリットを効果的に享受することができます。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

非上場実物資産は、投資家にとって強力な選択肢となり得るものであり、市場の変動期やインフレ環境に対処する上で重要な役割を果たすことが期待できます。

私たちの最新の調査により、非上場実物資産は相関性の低いリターンをもたらす持続的な可能性を持つことが示されており、これはポートフォリオのリスク分散において重要なポイントとなっています。

ポートフォリオの分散効果に加え、リアル・アセット（以下、「実物資産」）はボラティリティの上昇やインフレ環境など、投資家が現在直面している重要な課題への対応においても一定の役割を果たすことが期待できます。

エネルギーおよび食料価格の上昇に地政学的な緊張が加わることで、インフレ圧力が高まっています。その結果、投資家は持続的な高金利環境と継続する経済の不確実性に直面しています。実物資産はインフレヘッジ機能と安定性を兼ね備えているため、こうした状況への対応策として有効である可能性があります。当社の分析では、実物資産を伝統的なポートフォリオに加えることで、ボラティリティを低減しながら魅力的なリターンを実現できることが示されています[1]。

投資家の間でポートフォリオのニーズが変化し、実物資産への関心が継続的に高まっていることを踏まえ、私たちはこれまでの分析[2]を発展させ、不動産、農地、森林に加え、新たにインフラのインデックスを調査対象に加えました。

分析結果は、非上場実物資産の4つすべてのカテゴリーが、相関性の低いリターンと分散効果をもたらす可能性を示しています[1]。

また、投資家が実際にどのように実物資産への資産配分を行っているかについても考察しています。この点については、TIAA*の不動産・オルタナティブ資産部門責任者であるマーク・デブリー氏へのインタビューを通じて取り上げており、TIAAの一般勘定における非上場実物資産投資の実績をご紹介しています。

* 米国教職員退職年金／保険組合（TIAA、Teachers Insurance and Annuity Association of America）。世界最大級の年金運用機関であり、NuveenはTIAAの資産運用部門です。

実物資産が従来型ポートフォリオにもたらすメリット[1]

私たちの分析結果は、実物資産が複数の面で従来型ポートフォリオのパフォーマンスを向上させる可能性を持つという長期的な投資テーマを支持しています。

●**分散効果**：実物資産は、伝統的資産である株式・債券との相関が低い、あるいはマイナスであることから、強力な分散効果をもたらすことが実証されています。これは実物資産同士においても同様です（図表1参照）。プライベート投資が伝統的資産やコモディティと歩調を合わせて動くことがほとんどない理由の一つは、相対的に流動性が低く、パブリック市場で取引されていないためです。[3]

●インフレ・ヘッジ機能：実物資産は、長期的なリターンがインフレ率を大きく上回ってきた実績が示すとおり、インフレに対する強力なヘッジ手段となっています。食料品や原材料などの多くのコモディティは、消費者物価指数（CPI）などのインフレ指標を構成する要素となっており、物価が上昇するにつれて、これらのコモディティを生産する実物資産の収益やキャッシュ利回りも上昇します。長期的には、コモディティ価格の上昇が森林や農地の収益性を高め、土地価格の上昇につながることで、インフレに対する長期的なヘッジ効果をもたらします。同様に、不動産においても、毎年の賃料の段階的な引き上げや、需要の高い立地における建物・土地の価値上昇を通じて、インフレをヘッジする機能を果たします。また、一部のインフラ資産については、物価水準に連動した収入が得られる場合もあります。

より広い観点からみると、これらの資産は生活に不可欠なものであるという性質を持つため、経済環境が厳しい局面においても、ポートフォリオの中でディフェンシブな役割を担うことが多いといえます。

●リスク調整後リターンの優位性：過去30年間にわたり、非上場実物資産は株式と比べた場合、同等またはそれ以上のリターンを、はるかに低いボラティリティで提供してきました。その結果、リスク調整後リターン、すなわちシャープ・レシオが高くなっています（図表2参照）。また、非上場実物資産を債券と比較した場合、ボラティリティは相対的高いにもかかわらず概ね高いシャープレシオをもたらしてきました。

●負債マッチング特性：実物資産は、賃貸契約に基づく賃料収入やコモディティの販売収益を通じて、債券に類似した定期的なインカムを生み出す可能性があります（例：不動産投資や農地投資など）。また、土地価値の上昇による長期的なキャピタル・アプリシエーション（資産価値の増加）も、将来の負債への対応に役立つ可能性があります（例：保険会社の資産・負債マッチング（ALM）など）。

図表1：実物資産、株式、債券の相関関係（1991年～2025年）

実物資産は他の資産クラスとの相関が低く、さらに実物資産内の資産クラス間での相関も低位

	株式		債券		非上場実物資産				上場実物資産			
	米国	非米国	米国	グローバル	不動産	農地	森林	インフラ	米国REIT	農業	森林	インフラ
米国株式	1.00											
株式（除く米国）	0.79	1.00										
米国債券	0.07	-0.09	1.00									
グローバル債券	0.17	0.17	0.81	1.00								
非上場実物資産 不動産	0.07	0.07	-0.20	-0.21	1.00							
非上場実物資産 農地	-0.07	0.09	-0.17	-0.13	0.43	1.00						
非上場実物資産 森林	0.11	0.12	0.12	0.11	-0.01	0.28	1.00					
非上場実物資産 インフラ	0.14	0.12	0.15	0.19	0.38	0.27	0.19	1.00				
上場実物資産 米国REIT	0.57	0.52	0.22	0.19	0.15	0.01	0.01	0.33	1.00			
上場実物資産 農業	0.24	0.27	-0.05	0.17	0.20	0.01	0.11	0.18	0.26	1.00		
上場実物資産 森林	0.67	0.73	-0.04	0.13	0.00	-0.09	-0.01	0.02	0.60	0.23	1.00	
上場実物資産 インフラ	0.73	0.88	0.05	0.29	0.35	0.13	0.15	0.30	0.74	0.32	0.69	1.00

データは、特に断りのない限り、1991年12月31日から2025年12月31日までの各四半期末を基準とした直近1年間のトータル・グロス・リターン（費用控除前の総収益率）の推移に基づいています。各資産クラスは、次のインデックスを用いています。米国株式：ラッセル3000指数、非米国株式：MSCI ACWI（除く米国）指数、米国債券：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合指数、グローバル投資適格債券：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数、
＜非上場実物資産は次の通り＞米国商業用不動産：NCREIF不動産指数、米国農地：NCREIF農地指数、米国森林：NCREIF森林指数、
＜上場実物資産は次の通り＞米国上場不動産投資信託（REIT）：FTSE Nareit米国不動産指数、農業コモディティ：S&P GSCIアグリカルチャー指数、森林：Nuveenが独自に作成した森林指数を使用しており、2004年から2025年はS&Pグローバル・ティンバー&フォレストリー指数を採用し、1991年から2003年については同指数の構成比率が4%以上であった企業の収益率を組み合わせて算出しています。＜インフラストラクチャーは次の通り＞
非上場インフラストラクチャー：EDHEC Infra & Private Assets Research Instituteのデータ（2001年3月31日以降）を使用。データはScientific Infra & Private Assets（apps.sipametrics.com）より取得。Copyright © 2026 Scientific Infra & Private Assets. All rights reserved.上場インフラストラクチャー：S&Pグローバル・インフラストラクチャー指数（2002年3月31日以降のデータ）を使用。
出所：NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

投資可能な市場規模における重要な相違点

実物資産全般にわたる投資可能な市場規模の大きな違いは、投資家にとって重要な意味を持ちます。米国市場のプロキシ（代替指標）として使用されているNCREIFの各指数は、農地および森林の投資可能な市場全体のほんの一部を示すに過ぎません。これらの資産クラスは、商業用不動産やインフラと比較して、機関投資家による参入が大幅に遅れています。なお、米国以外の農地・森林・不動産市場を対象とした指数が存在しないため、今回は米国市場の指数を採用しています。2025年12月31日時点において、NCREIFの各指数に含まれる総資産額は、農地が162億ドル、森林が311億ドル、不動産が9,059億ドルとなっています。

一方、米国の農地市場全体の規模は約4,200億～5,000億ドル、グローバルでは6,000億～7,000億ドルと推計されています[4]。NCREIFの農地指数が組み入れ対象としているのは機関投資家が保有する資産のみであり、資産の大部分は個人農家によって保有されています。この市場は高度に細分化されており、参入障壁も高い状況にあります。実物資産の各カテゴリー間で過去のリターンに差異がみられる背景には、市場の発展度合いの違いが一因として挙げられ、市場の成熟度が低いカテゴリーほど高いリターンをもたらす傾向があります。

不動産のグローバルな投資機会は、NCREIFの当該指数の時価総額をも上回っており、MSCIは2024年12月31日時点で機関投資家が運用する不動産の価値を12兆4,000億ドルと推計しています。投資可能なインフラ市場の規模を推計することも容易ではありません。今回の分析で使用したデータ・セットによると、インフラ市場全体の時価総額は4,977億ドルと推計されます。ただし、この数値はコミットされた資本のみを反映したものであり、現在の投資機会の規模を過小評価している可能性があります。例えば世界銀行は、新興国・途上国における持続可能なインフラ分野のプロジェクト・パイプラインが、投資可能なインフラ案件として約1兆2,000億ドル規模に上ると試算しています。また、インフラに関する過去のリスク／リターン・データは、他の非上場実物資産と比較して入手しにくい状況にあります。本分析では、EDHEC インフラ・プライベート・アセット研究所およびS&Pが提供する時系列データを使用しており、それぞれ2001年および2002年を起点としています（図1の注釈をご参照ください）。一方、今回の分析に含まれるその他の資産クラスのデータ・セットは、1991年12月31日まで遡ることができます。

指数と実際の投資可能な市場規模に差異があることを踏まえ、いくつかのモデル化シナリオにおいては、投資家が直面する現実的な投資余力の制約や流動性への懸念を反映するため、実物資産へのアロケーションに上限を設けることにしました。

図表2：実物資産（上場/非上場）、株式、債券のパフォーマンス比較

非上場実物資産は、他の資産クラスと比較してリスク調整後リターン（シャープ・レシオ）が高い

	株式		債券		非上場実物資産				上場実物資産			
	米国	非米国	米国	グローバル	不動産	農地	森林	インフラ	米国REIT	農業	森林	インフラ
リターンの中央値（%）	12.1	8.0	5.0	4.6	7.6	10.1	9.2	11.6	11.5	0.5	8.8	11.2
標準偏差（%）	17.2	18.6	5.2	6.7	8.3	6.8	9.0	10.7	19.9	19.4	22.3	17.6
シャープ・レシオ	0.54	0.28	0.42	0.27	0.58	1.08	0.71	0.82	0.44	-0.12	0.27	0.48

上記は、1992年3月31日から2025年12月31日までの四半期末を基準とした、直近1年間のトータル・リターンの推移データです。各資産クラスを代表するインデックスについては、図表1の注釈をご参照ください。

データの出所：NCREIF（全米不動産投資受託者協議会）、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC。

過去の運用実績は、将来の成果を保証するものではありません。また、インデックスに直接投資することはできません。

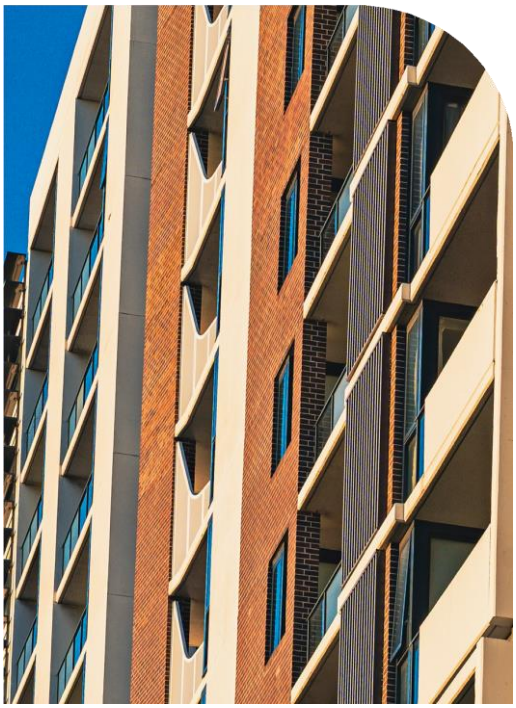
実物資産を組み入れたポートフォリオの構築

実物資産への投資には説得力のある理由がある一方で、実際の導入にあたっては難しい問題も生じます。投資家は実物資産のポートフォリオをどのように構築すべきでしょうか？また、投資家のリスク／リターンに対する考え方の違いによって、配分はどのように変わってくるのでしょうか？

すべてのリスク特性に対して唯一の最適な配分が存在するわけではありません。配分は、個々の投資目標、リスク許容度、そして流動性ニーズを反映したものでなければなりません。本レポートでは、平均分散法（Mean-Variance Optimization）を用いて、異なるリスク特性や制約条件を持つ様々なポートフォリオに対して、実物資産がどのような影響をもたらす可能性があるかを考えます。なお、この分析で示されるポートフォリオはあくまで分析の枠組みおよび例示を提供することを目的としており、投資推奨として解釈されるべきものではありません。分析は以下のシナリオに基づいています。

- 実物資産を個別に、そしてグループとして株式・債券のポートフォリオに追加する場合
- （ETFなど）上場コモディティ株式、インフラ株式、REITと実物資産を比較し、株式・債券ポートフォリオに加えた場合の効果を検証する場合
- 異なる投資目標に応じた実物資産のポートフォリオを構築する場合
- 保守的および積極的なポートフォリオにおいて、実務的な上限の範囲内で実物資産の配分を制約する場合

私たちの分析は、実物資産が従来型ポートフォリオのパフォーマンスを向上させる可能性を持つという、長期的な投資テーマを支持しています。



平均分散法からの考察

非上場実物資産は、株式と債券から成る伝統的なポートフォリオのリスク／リターン特性にどのような影響を与えるのでしょうか？

今回は、平均分散法を用いた最適化モデルから得られた4つの重要な考察をご紹介します。これらは、非上場実物資産が伝統的な投資ポートフォリオと比較して、リスク調整後リターン（シャープ・レシオ）を改善する可能性を示すものです。また、農地、森林、不動産、インフラがそれぞれ最も高いシャープ・レシオを達成するうえで、いずれもプラスの貢献をしていることを示すモデリング結果についても取り上げています。

考察 1:

実物資産は、伝統的な株式・債券ポートフォリオのリスク調整後リターン（シャープ・レシオ）を改善させました。

図表3の有効フロンティアは、農地、森林、不動産、インフラをそれぞれ個別に株式・債券から成るポートフォリオへ組み入れた場合のプラス効果を示しています。また、表では4つのカテゴリーすべてを組み合わせた場合の効果も示しています。この全カテゴリーを含む例では、実物資産全体の上限を20%とし、各カテゴリーへ均等に5%ずつ配分するという制約を設けています。

結果

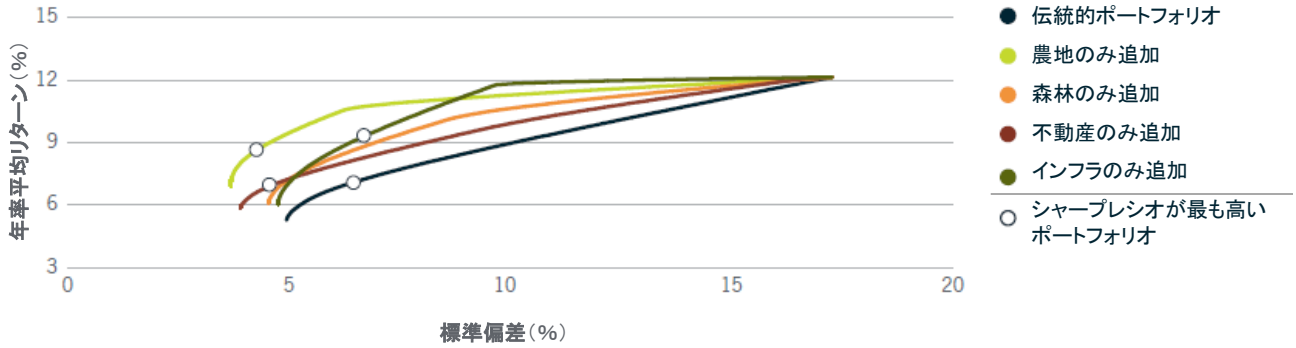
各カテゴリーの実物資産は、リスクを同程度か低い水準に抑えながらリターンを向上させ、結果としてシャープ・レシオを高めました。農地はシャープ・レシオへのプラスの影響が最も大きく、55%と最大の配分で最も高いシャープ・レシオを記録しています。次いでインフラ（45%）がリスク調整後リターンへの改善度合いで第2位となり、以下、森林（43%）、不動産（37%）と続きます。4つの実物資産それぞれに5%ずつ、計20%を配分することで株式・債券ポートフォリオを分散させた結果、年間リターンが10ベーシスポイント向上し、リスクが170ベーシスポイント低下して、シャープ・レシオの改善が実現しました。

総括として、現実的な制約の範囲内であっても、複数の実物資産・カテゴリーによって伝統的なポートフォリオを分散することの有効性を、今回の結果は裏付けています。 これらの制約は、実物資産の供給面での限界、相対的に流動性が低いという特性、比較的高い取引コスト、そして本分析に用いた遡及可能なデータが限られていることを反映したものです。

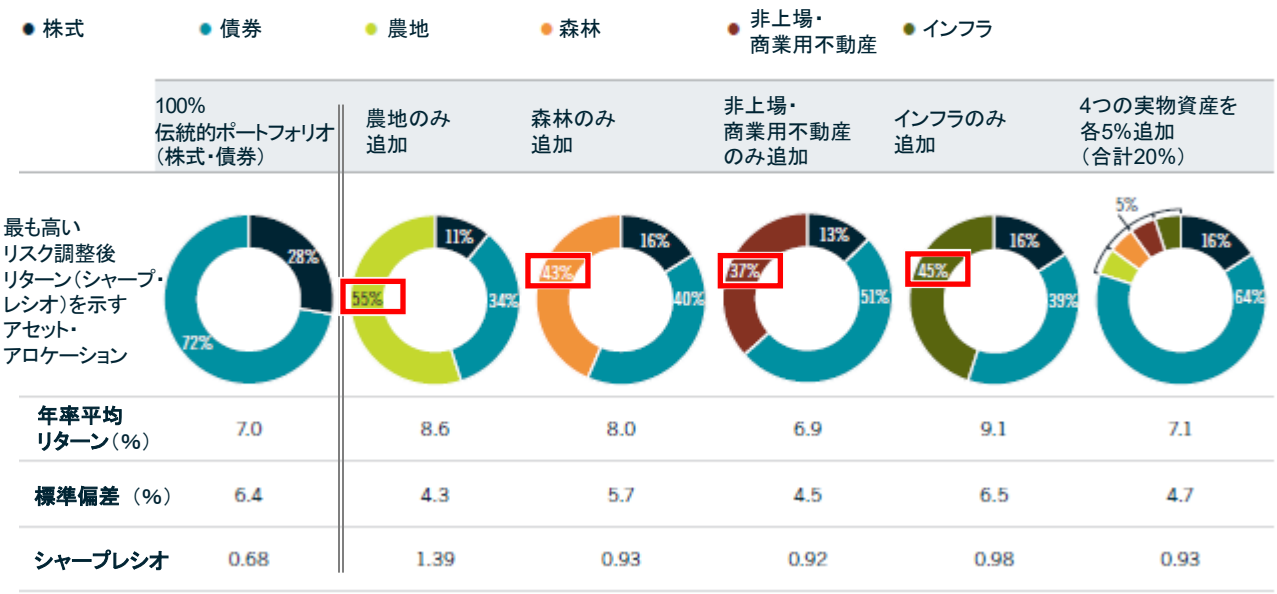
当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

図表3：実物資産のパフォーマンスへの影響ー個別および組み合わせた場合の有効フロンティア（1991年～2025年）

実物資産は、伝統的ポートフォリオ（株式・債券ポートフォリオ）のリスク調整後リターン（シャープ・レシオ）を向上



各資産クラスのリターン、標準偏差、シャープ・レシオの比較（1991年～2025年）



	100%伝統的ポートフォリオ（株式・債券）	農地のみ追加	森林のみ追加	非上場・商業用不動産のみ追加	インフラのみ追加	4つの実物資産を各5%追加（合計20%）
年率平均リターン（%）	7.0	8.6	8.0	6.9	9.1	7.1
標準偏差（%）	6.4	4.3	5.7	4.5	6.5	4.7
シャープレシオ	0.68	1.39	0.93	0.92	0.98	0.93

伝統的株式・債券ポートフォリオへの配分比率は、平均分散法（Mean-Variance Optimization）の計算結果に基づいています。データは、1991年3月31日から2025年12月31日までの各四半期末を基準とした、1年間のトータル・リターンを使用しています。

各資産クラスは次のインデックスを参照しています。米国株式：ラッセル3000インデックス、非米国株式：MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（米国除く）、米国債券：ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート・インデックス、グローバル投資適格債券：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・アグリゲート・インデックス、非上場の米国商業用不動産：NCREIFリアル・エステート・インデックス、非上場の米国農地：NCREIF農地インデックス、非上場の米国森林：NCREIF森林インデックス、上場の米国不動産投資信託（REIT）：FTSEナリート米国リアル・エステート・インデックス、上場農業コモディティ：S&P GSCIアグリカルチャー・インデックス、上場森林：Nuveenが作成した独自の森林代理インデックス（S&Pグローバル・ティンバー・アンド・フォレストリー・インデックス（2004～2025年）と、1991～2003年の間に同インデックスの構成比率4%以上を占めた企業のリターンを組み合わせたもの）、プライベート・インフラストラクチャー：EDHECインフラストラクチャー＆プライベート・アセット研究所（2001年3月31日以降のデータ）。データはScientific Infra & Private Assets（apps.sipametrics.com）より取得。Copyright © 2026 Scientific Infra & Private Assets. All rights reserved.上場インフラストラクチャー：S&Pグローバル・インフラストラクチャー・インデックス（2002年3月31日以降のデータ）。データ出所：NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC

過去の実績データに基づく平均分散法の結果は、あくまでも例示を目的としたものであり、投資推奨として解釈されるべきものではありません。本資料に記載されている仮想的なパフォーマンスおよび特性は、説明・情報提供・教育目的のみを目的として提示されており、Nuveen, LLCおよびその傘下の投資専門家が提供するいかなるポートフォリオや投資顧問サービスに関するものでもありません。実際の結果は異なる場合があります。過去の運用実績は将来の成果を保証するものではありません。また、インデックスに直接投資することはできません。データ出所：NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC。

考察 2:

非上場実物資産は、上場コモディティや不動産株と比較して、低位なボラティリティでより高いリターンをもたらしました。

私たちは、非上場実物資産と上場実物資産を比較し、プライベート・アセット特有の流動性の低さに対する分散投資効果を検証しました。多くの投資家がすでにREITや金属・石油ガスなどのコモディティへのエクスポージャーを持っていることを踏まえ、非上場実物資産と上場実物資産を組み合わせた場合の効果についても比較・検討しました。この分析では均等配分を用い、実物資産への投資をポートフォリオの20%に制限しており、現実的な運用制約と整合しています。

図表4では、株式と債券を60対40の割合で固定的に80%配分し、残り20%を実物資産(非上場/上場の実物資産)に配分した3つのポートフォリオを比較しています。ポートフォリオ1は、株式60%・債券40%のポートフォリオに4つのカテゴリーの非上場実物資産をそれぞれ均等に5%ずつ組み入れたものです。

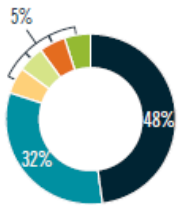
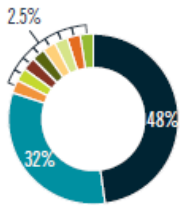
ポートフォリオ2は、株式60%・債券40%のポートフォリオに上場実物資産の4つのカテゴリーをそれぞれ均等に5%ずつ組み入れたものです。ポートフォリオ3は、株式60%・債券40%のポートフォリオに非上場と上場の実物資産をそれぞれ均等に2.5%ずつ組み合わせたものです。

結果

図表4のポートフォリオ1とポートフォリオ2の比較から明らかなように、非上場実物資産は上場実物資産と比較して、ポートフォリオ全体のリターンを向上させるとともにボラティリティを低下させ、結果としてより高いシャープ・レシオをもたらしました。

また、図表4のポートフォリオ2とポートフォリオ3の比較から明らかなように、非上場実物資産をポートフォリオに加えることによって上場実物資産のリスクを分散させる効果を発揮しました。非上場実物資産と上場実物資産を組み合わせたポートフォリオ3は、ポートフォリオ2と比較してリターンが20ベーシスポイント上昇し、ボラティリティが120ベーシスポイント低下した結果、より高いシャープ・レシオを実現しました。

図表4: 株式・債券ポートフォリオにおける実物資産と上場コモディティ・インフラ・REITの比較
(1991年～2025年)

シャープ・レシオに基づく、最も高いリスク調整後リターンを示すアセット・アロケーション	ポートフォリオ 1 株式60%・債券40%のポートフォリオに、**非上場**実物資産を加えた場合	ポートフォリオ 2 株式60%・債券40%のポートフォリオに、**上場**実物資産を加えた場合	ポートフォリオ 3 株式60%・債券40%のポートフォリオに、**非上場**実物資産と**上場**実物資産を加えた場合
			
年率平均リターン(%)	9.4	9.0	9.2
標準偏差(%)	8.8	11.0	9.8
シャープ・レシオ	0.75	0.57	0.65

データは、1991年3月31日から2025年12月31日までの四半期末時点における、過去1年間のトータル・リターン(ローリング方式)に基づいています。各資産クラスは以下のインデックスを参照しています。米国株式:ラッセル3000インデックス、米国以外の株式:MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(米国除く)、米国債券:ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス、グローバル投資適格債券:ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス、非上場の米国商業用不動産:NCREIFリアルエステート・インデックス、非上場の米国農地:NCREIF農地インデックス、非上場の米国森林:NCREIF森林インデックス、上場の米国不動産投資信託(REIT):FTSEナレイト米国不動産インデックス、上場農業コモディティ:S&PGSCIアグリカルチャー・インデックス、上場森林:ヌビーンが作成した独自の森林プロキシ・インデックス(2004年～2025年はS&Pグローバル・ティンバー&フォレストリー・インデックスを使用し、1991年～2003年については同インデックスの構成比率が4%以上を占める企業のリターンを組み合わせたもの)、プライベート・インフラストラクチャー:EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所(2001年3月31日以降のデータ)、なお、Scientific Infra & Private Assets(apps.sipametrics.com)提供のデータに基づきます。Copyright © 2026 Scientific Infra & Private Assets. All rights reserved. 上場インフラストラクチャー:S&Pグローバル・インフラストラクチャー・インデックス(2002年3月31日以降のデータ)。本資料に示された仮定に基づくパフォーマンスおよび特性は、あくまで例示・情報提供・教育的目的のためのものです。ここに提示された仮定の情報は、Nuveen LLCまたはその傘下の投資専門会社が提供するいかなるポートフォリオや投資顧問サービスに関するものでもありません。実際の結果は異なる場合があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。また、インデックスに直接投資することはできません。出所:NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC。

考察 3:

現実的な制約の中でも、実物資産はパフォーマンスを向上させました。

投資家にとって、実物資産への適切な配分比率はどの程度でしょうか。参考として、機関投資家のポートフォリオにおける配分比率は5～10%程度と推定されており、大学基金などの財団では最大約15%に達するケースもあります。また、インカム収益の向上、リスク調整後リターン（シャープ・レシオ）の改善、ボラティリティの抑制、そしてインフレ対策といった特定のニーズに対応するために、実物資産をはじめとしたオルタナティブ投資への配分を増やす投資家が増えています。

平均分散法の計算結果では、対象とする期間のデータによっては、特定の資産クラスに極端な配分比率が示されることがあります。しかし、大多数の機関投資家にとって、個々の実物資産カテゴリーに20%を超える配分を行うことは現実的ではありません。そのようなある意味で過度な配分では、多くのポートフォリオにおいて短期的な支出義務を満たすための流動性が不足するほか、農地や森林への十分なアクセス確保も困難になります。さらに、インデックス・データの限界や比較的短い取得可能なデータという問題も、実物資産への大規模な保有に対して慎重な姿勢を示唆しています。

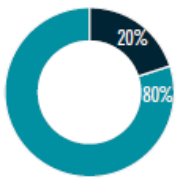
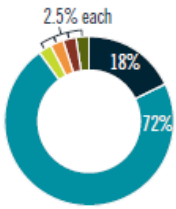
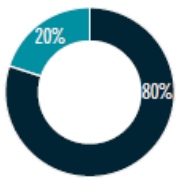
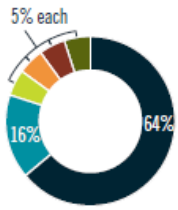
実物資産に対する唯一の最適配分比率というものは存在しません。それは投資家それぞれのリスク特性によって異なります。次の分析では、株式20%・債券80%の保守的ポートフォリオと、株式80%・債券20%の積極的ポートフォリオという2つのモデル・ポートフォリオをベースに検討します。実物資産全体の配分上限を、保守的ポートフォリオでは10%（カテゴリーごとに2.5%）、積極的ポートフォリオでは20%（カテゴリーごとに5%）に設定しています。

結果

配分に制約を設けた場合でも、実物資産は株式・債券のみで構成されたポートフォリオと比較してボラティリティを低下させ、結果としてリスク調整後リターンの向上をもたらしました（図表5参照）。総じて、過去のパフォーマンスに基づく分析結果は、制約なしの配分比率よりも小さな割合で実物資産を組み入れるだけでも、機関投資家にとって現実的な範囲内でポートフォリオのリスク調整後リターンを改善できる可能性を示しています。

図表5: 伝統的ポートフォリオにおける実物資産の組入れ比率を10%および20%に制限した場合（1991年～2025年）

組入比率に上限を設けた場合でも、実物資産は保守型・積極型ポートフォリオの双方においてパフォーマンス向上に貢献

	各ポートフォリオのパフォーマンス			
	保守的ポートフォリオ（株式20%／債券80%）	保守的ポートフォリオ +実物資産10%	積極的ポートフォリオ（株式80%／債券20%）	積極的ポートフォリオ +実物資産20%
● 株式 ● 債券 **非上場** ● 農地 ● 森林 ● 不動産 ● インフラ				
年率平均リターン（%）	6.4	6.7	10.7	10.5
標準偏差（%）	5.6	5.1	13.9	11.3
シャープ・レシオ	0.64	0.77	0.57	0.68

データは、1991年3月31日から2025年12月31日までの各四半期末を基準とした、直近1年間のトータル・リターン（ローリングベース）に基づいています。各資産クラスは以下のインデックスを参照しています。米国株式：ラッセル3000インデックス、非米国株式：MSCIオールカントリー・ワールド・インデックス（除く米国）、米国債券：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス、グローバル投資適格債券：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス、非上場米国商業用不動産：NCREIFリアルエステートインデックス、非上場米国農地：NCREIF農地インデックス、非上場米国森林：NCREIF森林インデックス、上場米国不動産投資信託（REIT）：FTSEナリート米国不動産インデックス、上場農業コモディティ：S&P GSCIアグリカルチャーインデックス、上場森林：Nuveenが作成した森林プロキシインデックス（S&Pグローバル・ティンバー＆フォレストリーインデックス〔2004年～2025年〕と、1991年～2003年の期間においてインデックスの4%以上を占めた企業のリターンを組み合わせたもの）、プライベート・インフラ：EDHECインフラ&プライベート・アセット研究所（2001年3月31日以降のデータ、Scientific Infra & Private Assets〔apps.sipametrics.com〕提供データに基づく、Copyright © 2026 Scientific Infra & Private Assets. All rights reserved）、パブリック・インフラ：S&Pグローバル・インフラストラクチャーインデックス（2002年3月31日以降のデータ）。なお、上記の仮想的な合成パフォーマンスは、あくまで説明および情報提供を目的として示したものであり、実際の投資家が達成したリターンを反映するものではありません。また、将来においてこの仮想的な合成パフォーマンスが実現される保証はなく、当該戦略への投資が損失を生じさせないという保証もありません。過去の運用実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。出所：NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC。

考察 4:

非上場実物資産のみで構成されたポートフォリオにおいて、4つの資産クラス全てが果たすべき積極的な役割があります。

次の分析では、非上場実物資産のみで構成されたポートフォリオにおいて、異なる資産カテゴリーがどのように連携して機能するかを示しています。また、投資目的の違いによってポートフォリオの構成がどのように変化するかについても検討しました。農地、森林、不動産、インフラを用いた有効フロンティアを構築することで、「最高効率」「最低リスク」「最高リターン」という3つの異なる評価項目に基づくポートフォリオを比較することができました（図表6参照）。

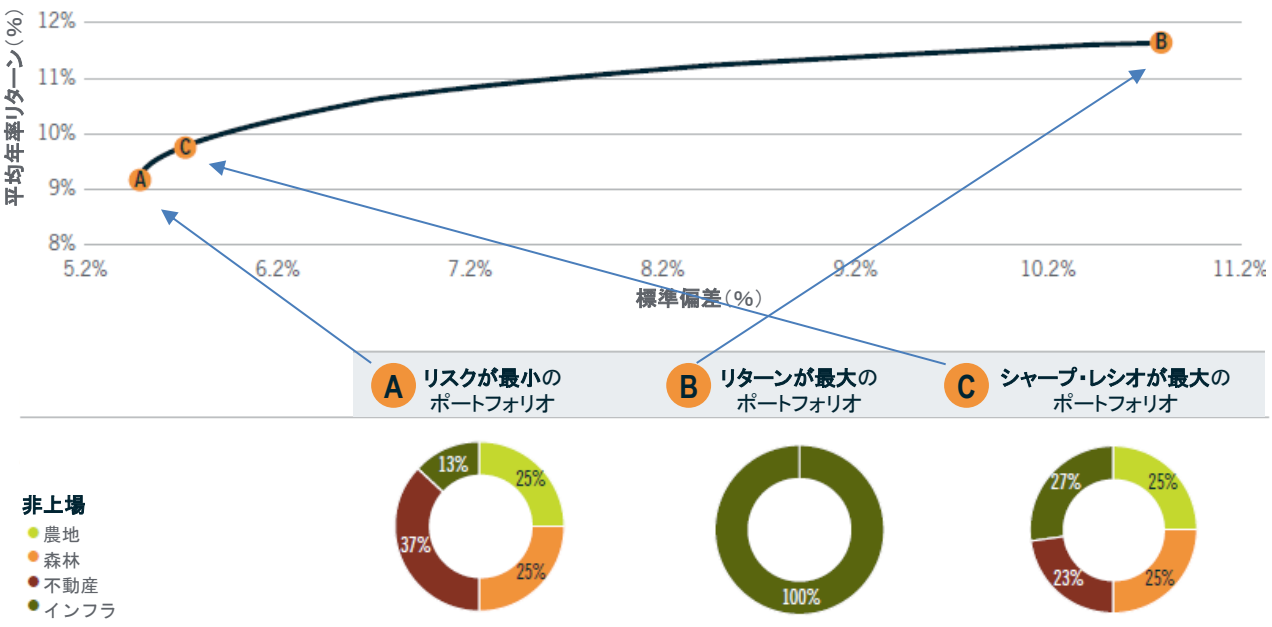
なお、投資可能な各市場規模の違いを考慮し、投資家の投資機会、規模、流動性に関する懸念をより適切に反映させるため、農地と森林への配分はそれぞれ上限25%に制限しています。

結果

シャープ・レシオが最大の「最高効率」ポートフォリオでは、不動産が23%、農地と森林がそれぞれ25%、インフラが27%という構成となりました。「最低リスク」ポートフォリオでは、不動産への配分が37%に増加し、農地と森林はそれぞれ25%を維持しつつ、インフラへの配分が13%に縮小されました。「最高リターン」ポートフォリオは、インフラに100%配分するポートフォリオとなりました。これら3つの実物資産・ポートフォリオはいずれも、株式・債券のみで構成された伝統的なポートフォリオと比較して、リスク調整後リターンを大幅に向上させる結果となりました。

図表6: 非上場実物資産の農地、森林、インフラ、不動産から構成されるポートフォリオの構築（1991年～2025年）

非上場実物資産100%からなるポートフォリオの有効フロンティア



	A	B	C
年率平均リターン（%）	9.2	11.6	9.8
標準偏差（%）	5.5	10.7	5.7
シャープレシオ	1.17	0.82	1.23

データは、1991年3月31日から2025年12月31日までの四半期末を基準とした、直近1年間のトータル・リターン（ローリングベース）に基づいています。各資産クラスは以下のインデックスを使用しています。米国株式：ラッセル3000インデックス、非米国株式：MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（米国除く）、米国債券：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス、グローバル投資適格債券：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックス、非上場米国商業用不動産：NCREIFリアルエステート・インデックス、非上場米国農地：NCREIF農地インデックス、非上場米国森林：NCREIF森林インデックス、上場米国不動産投資信託（REIT）：FTSEナレイト米国不動産インデックス、上場農業コモディティ：S&P GSCIアグリカルチャー・インデックス、上場森林：ヌビーンが独自に作成した森林代替インデックス（2004～2025年はS&Pグローバル・ティンバー・アンド・フォレストリー・インデックスを使用し、1991～2003年はインデックスの4%以上を占める企業のリターンを組み合わせたもの）、プライベート・インフラストラクチャー：EDHECインフラ&プライベート・アセット研究所（2001年3月31日より）、なお当該データはScientific Infra & Private Assets（apps.sipametrics.com）を出典としています。Copyright © 2026 Scientific Infra & Private Assets. All rights reserved、上場インフラストラクチャー：S&Pグローバル・インフラストラクチャー・インデックス（2002年3月31日より）。

本資料に示されている仮定的なパフォーマンスおよび特性は、あくまでも説明・情報提供・教育を目的としたものです。本資料に記載された仮定的な情報は、Nuveen, LLCおよびその投資専門会社が提供するいかなるポートフォリオや投資顧問サービスに関するものでもありません。実際の結果はこれと異なる場合があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。また、インデックスに直接投資することはできません。出典：NCREIF、Bloomberg、EDHECインフラストラクチャー&プライベート・アセット研究所、Nuveen, LLC。

投資への示唆と結論

今回の分析により、非上場実物資産はリスク調整後リターンを高める上で魅力的な可能性を持つことが示されました。長期投資の投資対象として、その相対的な流動性の低さを補うだけのメリットが期待できます。また資産のリース収入や契約に基づくキャッシュ・フローから得られる債券に似たインカム・リターンと、資産元本の長期的な上昇による株式に似たキャピタル・リターンを組み合わせることができます。こうした特性は、資産と負債のマッチング（ALM）を容易にし、将来の債務を履行するための長期的なポートフォリオ・リターンの向上や、現在の負債を履行するためのリターンの変動低下につながる可能性があります。

本分析では、非上場実物資産をベースとなる投資ポートフォリオ（株式60%・債券40%のポートフォリオ）に加えることによる潜在的なメリットを理解するためのフレームワークを提示しています。

- 農業コモディティ、森林、REIT、インフラの資産クラス内のいずれか1つのカテゴリーだけであっても非上場実物資産を伝統的ポートフォリオに加えるだけでポートフォリオのリターンが向上しリスクが低下する結果となり、リスク調整後リターン（シャープ・レシオ）の改善につながりました。
- 非上場実物資産は、上場実物資産と比較して、より高いリスク調整後リターンをもたらしました。さらに、これらの非上場実物資産を上場実資産に組み合わせて保有することで、上場実資産の各資産クラス（農業コモディティ、森林、REIT、インフラ）の価格変動を分散させる効果が生まれ、ポートフォリオ全体のリスク調整後リターン（シャープ・レシオ）の向上につながりました。
- 現実的な制約を考慮した配分比率のもとで、非上場実物資産のみで構成したポートフォリオも、伝統的な株式・債券ポートフォリオを上回るリスク調整後リターンを実現しました。

総じて、今回の結果は、現実的な範囲の中で複数カテゴリーの実物資産を活用し、伝統的なポートフォリオを分散させることの有効性を支持するものと考えています。4つの実物資産カテゴリーに均等に配分した合計わずか10%のアロケーションを加えるだけで、保守的な株式・債券ポートフォリオと比較してリスク調整後リターンが改善しました。

これらの結果は、あくまで参考として示されたものであり、特定の投資推奨を意図するものではありません。前述のとおり、データ上の制約－－－比較的短い時系列データ、自己申告による報告、および定期的な鑑定評価に起因する「平滑化」効果－－－により、非上場実物資産のリターンにおける実際のボラティリティが過小評価されている可能性があります。また、伝統的な平均分散法には、特定の資産クラスに限らない広く知られた問題点があります。具体的には、リターンが正規分布に従うという前提条件や、将来の結果を予測することのできない過去のリターンへの依存が挙げられます。

こうした制約を認識することは重要ですが、だからといって実物資産がもたらすメリットが将来にわたって持続する可能性を否定するものではありません。

第一に、長期的な資本増価は、人口増加と都市化という不可逆的なグローバル・トレンドに支えられています。こうしたトレンドは、食料・木材製品・高品質な商業用不動産に対する需要を着実に押し上げる一方で、その供給を減少させていきます。

第二に、実物資産の低い相関性とリスク分散機能は、主にそれらが非上場であり、流動性が相対的に低く、パブリック市場や投機的な取引の影響を受けないという性質から生じるものです。

これらの実物資産の潜在的なメリットを追求する投資家にとっては、専門的な知識・経験、戦略的なパートナーシップ、グローバルな規模、そして投資における実績を兼ね備えた資産運用会社をみつけることが重要です。

非上場実物資産への投資における課題

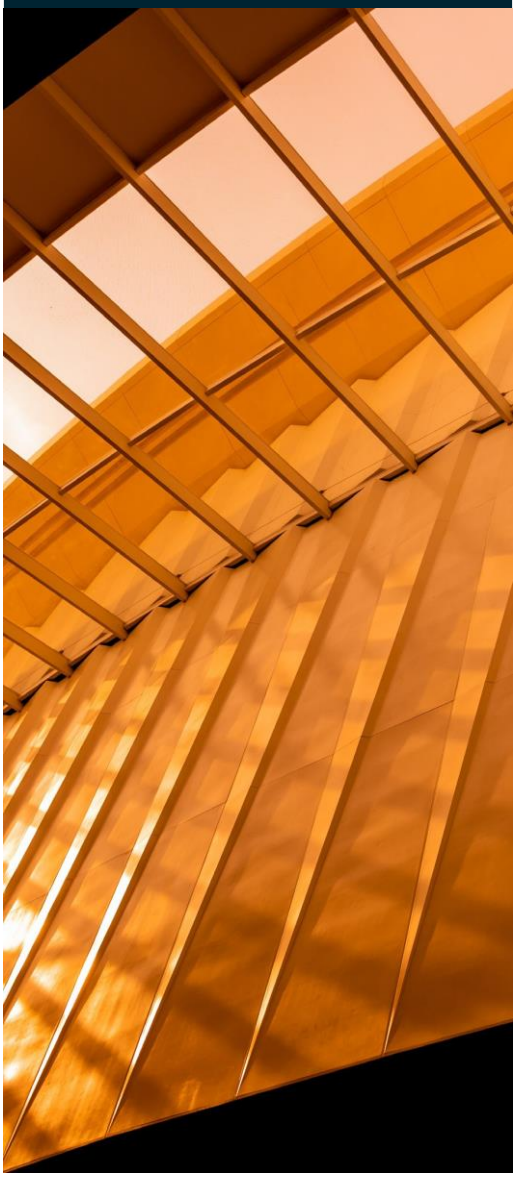
非上場実物資産への直接投資は参入障壁が高く、特に農地や森林への投資は多くの投資家にとって容易ではありません。投資機会へのアクセスや複雑なリスク管理を実現するためには、以下の3つの主要な課題を克服するための実績ある能力が求められます。

- **透明性の欠如**：投資機会を発掘し、世界各地の多様な地域における資産の収益性やキャッシュ・フローの見通しを分析するためには、高度なデュー・デリジェンス能力が不可欠です。
- **資本要件**：十分な規模と分散投資を実現するためには、潤沢な財務基盤が必要となる場合があります。分散型のファンドを活用することで、こうした資本要件に関わる課題への対応が可能になります。
- **オペレーショナル・リスク**（運用上のリスク）：実物資産への投資には、固有の運用上のリスクが伴います。農地や森林においては、天候不順や病害虫による被害、生鮮作物の販売、各地域における規制への対応など、多岐にわたるリスクへの対処が必要です。ローカル市場に精通した専門知識や地域のオペレーターとのネットワークを活用することで、リース契約を通じてオペレーショナル・リスクを移転し、安定的な収益を得ることが可能になります。また、インフラ資産の運営にも追加的なリスクが伴います（詳細は13ページのQ&Aをご参照ください）。商業用不動産への投資では、分散投資のための十分な投資規模と、物件の取得・管理を担う大規模なスタッフ体制が必要となります。

課題への対応

こうした課題に対応しようとする投資家は、専門的な知識・経験、戦略的なパートナーシップ、グローバルな規模、そして投資実績において優れた資産運用会社を見極めることが重要です。次のセクションでは、TIAAが自社の非上場実物資産のポートフォリオにおいて、これらの課題にどのように取り組んでいるかをご紹介いたします。

非上場実物資産への投資事例：TIAAの事例



TIAAの一般勘定における不動産・オルタナティブ運用統括責任者であるマーク・デュブリーが、TIAAの一般勘定が非上場実物資産へ投資する理由とその手法、そしてポートフォリオ構成や責任投資などにおけるこれらの資産が持つ課題と解決策について解説します。

Q: TIAAの一般勘定が非上場実物資産への投資を始めた理由は何ですか？

TIAAの一般勘定は、1930年代から商業用不動産ローン（商業モーゲージ）への投資を行っており、1990年代には商業用不動産の安定的なエクイティ投資家となりました。不動産のエクイティ投資家としての経験を積み重ねる中で、他の実物資産分野においても新たなエクイティ投資の機会を模索するようになりました。森林への初めての投資は1998年のことです。その主な動機は、ポートフォリオの分散化、魅力的なリターンへの期待、そして外部資金を引き付けられるビジネスを構築できるという可能性でした。農地への初めての投資は2007年、インフラへの初めての投資はその翌2008年のことです。いずれの場合も、オルタナティブ投資のエクスポージャーをさらに分散させ、長期負債やリスク／リターン要件に合致したポートフォリオを構築し続けるための、新たな資産クラスへの投資機会でした。過去30年間にわたり、私たちは多様でグローバルな非上場実物資産のポートフォリオを着実に拡大してきており、現在ではAUM（運用資産総額）全体の約7%を占めています（商業モーゲージを含めると約18%に達します）。

Q: 実物資産を機関投資家向けポートフォリオに加えることのメリットは何ですか？

最大のメリットは、ポートフォリオのリターンを生み出す要因を分散できることであり、その結果としてダウンサイド（下落局面）におけるボラティリティを低減できることです。実物資産も価値が下落するサイクルを経験することはありますが、長期的にみれば、分散された実物資産への投資戦略はポートフォリオの安定性を高め、運用参加者のために超過リターンを生み出すことを目指す有力な手段となります。

さらに付け加えるならば、実物資産は私たちが投資を取り込みたい長期的なグローバル・トレンドへアクセスするための優れた手段でもあります。具体的には、食料・繊維・エネルギーを必要とする世界人口の増加、現代の家庭のニーズに応えた手頃で近代的な住宅への需要の高まり、モビリティが増す社会を支えるインフラや経済を動かすエネルギー・インフラの継続的な整備などが挙げられます。これらは実物資産が非常にうまく取り込める、長期的な投資の追い風です。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

Q: 非上場実物資産への資産配分を検討している他の機関投資家に対して、どのようなアドバイスをお持ちですか？

実物資産が持つ資本保全機能やインフレ・ヘッジ機能、そしてインカムの獲得源を分散させる能力は、非常に実質的なメリットです。しかし、成功するためには、これが伝統的な株式や債券とは大きく異なる資産クラスであることをしっかりと認識する必要があります。実物資産は運用上の複雑さを伴い、流動性が低く、長期投資の選択肢として活用することが最も適切なアプローチです。主に伝統的な上場株式・債券ポートフォリオを運用している投資家にとっては、実物資産の価値やパフォーマンスをタイムリーかつ精度高くモニタリングできるデータ・ソースが少ないという点が、組織内での文化的な大きな変化を必要とする可能性があります。実物資産のポートフォリオを最適化するには、取得・出口戦略を通じて数年単位の時間がかかります。しかし、その過程とリスクは十分に取り組む価値があると考えており、長期的な視点を持つ機関投資家であれば、これらの資産がクライアントへの運用成果向上にどのように貢献できるかを、ぜひ検討していただきたいと思います。

Q: このレポートの分析は、TIAAの非上場実物資産に対する考え方をどのように反映していますか？

この調査研究は、非上場実物資産をポートフォリオに加えることで、分散効果が高まり、インフレ・ヘッジ手段が拡充され、長期的にリスク／リターン指標が改善されるという私たちの見解を裏付けるものです。このような平均分散法を用いたモデリングは、オルタナティブ資産への継続的な資産配分を検討・支持する上で、大変有用なアプローチであると考えています。

Q: 金利上昇やインフレが続く現在の市場環境において、実物資産のパフォーマンスはどのように推移すると予想していますか？

非常に良好なパフォーマンスが期待できると考えています。実物資産は、緩やかではあるものの持続的にインフレ率が高めに推移する局面において、良好なパフォーマンスを発揮する傾向があります。現在の金利環境は、まさにそうした状況にあることを示唆しています。このような市場環境においてこそ、実物資産が持つインフレ・ヘッジ機能がポートフォリオの強靭性を高める上で重要な役割を果たします。

2022年に金利が急激に上昇した際、実物資産（特に商業用不動産）は苦境に立たされました。これは、債券や上場株式といった投資と比べて、価格の再調整が迅速に行えなかったためです。その結果、買い手と売り手の間で資産価値に対する期待値のギャップが広がることが多く、取引市場の停滞や資産評価指標の悪化を招きました。また、借入コストの上昇により、多くの投資案件において運営上のモデルが圧迫される事態にもなりました。しかし現在は、金利環境が比較的安定しており、実物資産の評価額もすでに資本コストの上昇を織り込んだ水準となっています。こうした状況のもと、実物資産はインフレを背景とした価格上昇という要素からの恩恵を受けられる立場にあります。この価格上昇は、実物資産が生み出すリターンの一部を構成するものです。

もちろん、こうした資産のリターンを左右する要因は他にも数多く存在します。気象パターン、消費者需要、地域の経済情勢、地政学的な緊張といったものが挙げられます。したがって、今後の実際のリターンを金利環境だけで予測することはできません。それでも、やや高めのインフレに連動した安定的な高金利環境は、実物資産のパフォーマンスにとって決して悪いものではないといえます。

Q: 非上場実物資産には、どのような追加的なリスクがありますか？

流動性リスクの重大さは、いくら強調してもしすぎることはありません。この種の投資は、1時間や1日、あるいは1週間で簡単に売却できるものではありません。そのため、非上場実物資産に投資する投資家は、自身の資金需要をしっかりと把握しておくことが求められます。また、これらは農地、ショッピング・センター、有料道路など、人々が日常的に関わる実物資産であることから、その管理方法に対するさまざまな社会的視点に基づくレピュテーション（評判）リスクも高まります。さらに、これらは複雑な投資であるため、より一般的な伝統的ポートフォリオでは比較的容易に回避・軽減できるような、法的リスクや組成上のリスク、カウンターパーティ・リスク、集中リスクといった追加的なリスクが生じる可能性があります。

ただし、経験豊富な資産運用会社と連携することで、こうしたリスクの軽減に大きな効果が期待できます。優れた運用会社は、これらの課題とその対処法を熟知しています。また、充実した体制を持つ積極的なリスク管理チームの存在も重要であり、これは私たちの実物資産運用フレームワークにおける中核的な要素となっています。

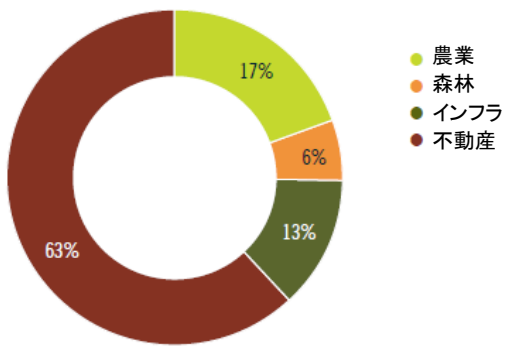
Q: 気候変動の観点から実物資産をどのように捉えていますか？

気候変動は現実のものであり、そのタイミングは不確実ではあるものの、世界は気候変動がもたらすさまざまな悪影響を軽減するため、低炭素経済への移行を進めていく必要があります。

気候変動や炭素排出への影響を考慮して構築された実物資産の分散ポートフォリオは、この移行に伴う財務リスクを管理するための強力な選択肢となり得ます。

具体的には、農地の低い炭素集約度、森林が持つ炭素吸収能力、そして商業用不動産やインフラが担うエネルギー効率の高い建物やシステムの整備への貢献は、いずれも重要な要素です。気候変動が現実のものとして進行していく中で、ポートフォリオの強靭性（レジリエンス）を高めたいと考える投資家にとって、これらはすべて欠かせない視点です。

図表7: TIAAの一般勘定における実物資産の資産配分の内訳（2025年12月31日時点）



3,163億ドル
一般勘定の
運用資産総額

213億ドル
一般勘定における非上場実物資産の運用資総額

480億ドル
法定資本額

出所：TIAA
※四捨五入の関係で、合計が100にならない場合があります

Nuveenについて

Nuveenは、グローバルの投資家様および親会社であるTIAA（世界最大級の機関投資家の一つ）のために、パブリック資産およびプライベート資産合わせて総額約1.4兆ドル[5]を運用する、世界有数の資産運用会社です。

インカム性資産およびオルタナティブ投資にわたる幅広い専門知識を活かし、企業の成長、不動産、インフラ、そしてナチュラル・キャピタル（自然資本）への投資を行っています。125年以上の歴史に裏打ちされた信頼性・アクセス力・先見性を、投資家様に提供しています。

将来に対する私たちの確固たる視点が、ビジネスの革新と進化への原動力となっています。そして、投資家の変化するニーズに応え続けることで、投資家様、地域社会、そして世界経済のために、持続的な運用成果の追求を目指しています。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

詳細については nuveen.com をご覧ください。

出所:

1 図表1～6を参照。
2 「The Power of Private Real Assets」, Nuveen, 2023年1月。
3 非上場資産（プライベート資産）の価格データは、上場資産への投資に比べて報告頻度が低く、多くの場合、取引が行われた時点より遅れて公表されます。
4 Nuveen Research, 2020年、「How Westchester identifies and evaluates farmland suitable for institutional investment」。
5 2026年3月31日時点、Nuveenの運用資産残高（AUM）は、傘下の投資専門会社の資産を含みます。

重要なお知らせ

ヌビーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。
https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌビーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America（TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌビーン・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3132号
加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

nuveen
A TIAA Company