

DWS 国内不動産マーケットレポート 2024 年 5 月

日本語版* 年 1 回発行

本レポートのハイライト

- インフレによる国内消費マインドの落ち込みと外需の伸び悩みもあり、2024 年の国内景気は減速感が増している。
- 今年 3 月、日銀がマイナス金利を解除したこともあり、これまで低下が続いていたキャップレートにも変化の兆しがみられる。また、J-REIT の価格や実物不動産の価格はやや弱含む傾向にある。
- 東京のオフィス空室率は 6%を下回り昨年対比改善がみられるものの、来年のオフィスビルの大量供給を警戒する声もあり、賃料の見通しには不透明感がある。
- 東京都心 6 区では中古マンションの販売価格が平均 1 億円を超えるなど高騰しており、つれて賃貸住宅の需要も旺盛になっている。
- 直近の円安でインバウンドブームに拍車がかかっており、外国人による消費やホテルの業績はコロナ前の水準を上回るようになってきている。

1 / 経済・金融

2023 年の国内景気は好調なインバウンド消費や回復基調の企業活動に支えられ、実質経済成長率は通年で 1.9%程度になったものとみられる。インフレによる国内消費の伸び悩みや海外市場における景気の下振れリスクが高まるにつれ外需にも停滞感が出ており、2024 年通年の成長率は 0.5%程度に鈍化すると予想されている。

2024 年 4 月公表の日銀短観による業況判断指数 DI は 16 ポイントと、2023 年末の 21 ポイントからやや減速したが、インバウンド消費やホテル業の回復、株式市場の資産効果による消費などが好調だった非製造業の景況感は過去 33 年で最高水準となった。2024 年 3 月には日経平均株価も初めて 4 万円台を付けるなど、バブル以来 34 年ぶりに最高値を更新した。一方、資材調達コストの高騰や輸出の伸び悩みが懸念される製造業の景況感は回復の力強さに欠けている。

2024 年 3 月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI)は 2.8%と 2%を上回っているほか、人手不足によって企業による賃金水準の引き上げの動きも産業界に広がってきていることから、2024 年 3 月、日銀は 17 年ぶりに利上げを実施しマイナス金利は解除された。それでも日米金利差が大きく縮小する見通しは乏しく、円相場は翌 4 月には 34 年ぶりに一時 1ドル 160 円台の安値を付けた。

図表 1: 国内マクロ経済動向

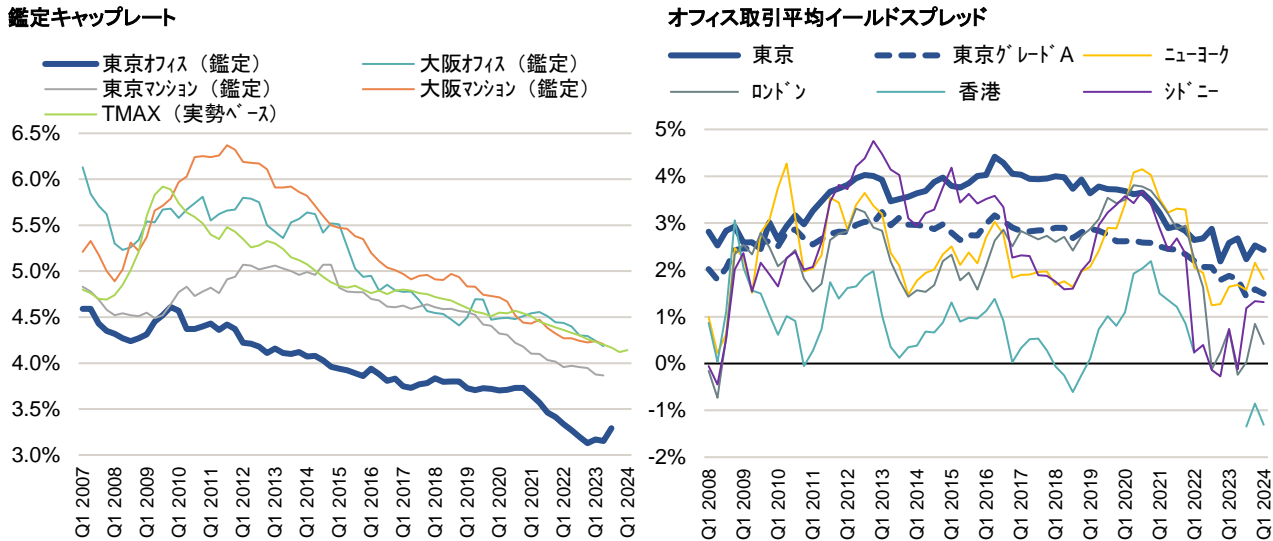
| | 2023 | 1Q 2024 | 2024F | | 2023 | 1Q 2024 | 2024F |
|---------------|------|---------|-------|-------------|--------|---------|-------|
| 実質 GDP (%、年率) | 1.9 | 0.5 | 0.5 | 為替相場 (円/ドル) | 141.8 | 151.4 | - |
| 消費者物価指数 (%) | 3.3 | 2.8 | 1.9 | 日銀短観業況 DI | 21 | 16 | - |
| 翌日物金利 (%) | -0.1 | 0.1 | 0.1 | 日経平均 (終値、円) | 33,464 | 40,318 | - |
| 10 年物国債金利 (%) | 0.6 | 0.7 | 0.9 | | | | |

F: DWS 予想値 (文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)
出典: DWS 作成

※本レポートは英語版レポートとデータの収集や編集に差があるため一部内容が異なることがあります。

図表 2 の左図にあるセクター別のキャップレートのうち、2023 年 12 月期の東京オフィスの鑑定キャップレート(速報値)は 3.3%と、同 3 月の 3.1%から上昇しコロナ禍以降で初めての上昇基調となった。リーマンショック後の 2010 年から 13 年間続いたキャップレートの低下局面がこれで終了となるかが注目される。右図にある世界主要都市のオフィス取引平均イールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、空室率の高止まりが続くニューヨークやロンドンでも 200bps を下回る水準にとどまっているのに対し、東京は 240bps と比較的高いスプレッドを維持できており、国際都市と比較した投資市場の安定性が認められる。

図表 2:国内鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
 出典: 不動産証券化協会、TMAX、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

米国での金利の高止まりや不動産市場に対する先行き不透明感もあり、REIT 市場は軟調な展開が続いている。東証 REIT 指数は 2021 年 12 月の 2,066 ポイントから 2024 年 3 月末には 1,795 ポイントまで累計 13%下げている。実物不動産の価格指標となる 2023 年 12 月の床単価(東京都心部 A クラスビル)は 11.4 百万円/坪と、コロナ前と比べるとこちらも累計 12%の下落となっている。

図表 3: 東証 REIT 指数と実物不動産価格(オフィスビルの床単価)の推移



出典: 大和不動産鑑定のデータをもとに DWS 作成

2023年10月以降に取引・発表された大型の国内不動産取引は以下の通りで、最大の取引はヨドバシカメラによる西武百貨店池袋本店の取得(3,000億円)となった。次いでSC CapitalやADIAなどによるロイトン札幌などのホテルポートフォリオ27件の取得(1,250億円)、買い手は不明ながらブリヂストン六本木の社宅(634億円)やガーデンシティ品川御殿山(610億円)の取引が続いた。

期中の取引で最も単価が高額だった取引はエディオンによるエディオンなんば本店の取得(235百万円/㎡)、またキャップレートでは本町ガーデンシティ(ホテル部分)の3.0%が判明した取引では最低となった。今期はこれまでの物流施設や住宅に加え、ホテルや商業施設で目立つ取引がみられ、特にホテルセクターは円安やインバウンドブームもあって海外資本からの注目も増している。

図表 4: 2023年 第4 四半期以降に取引・発表された主な国内不動産取引(進行中の案件含む)

| 種別 | 物件名称 (取得割合%) | 取得額 (億円) | 単価 (百万円/㎡) | キャップ レート | 所在 | 取引 年月 | 取得主 |
|-------------------|-------------------------------|-------------|---------------|--------------|------|----------|--|
| オフィス | ガーデンシティ品川御殿山 | 610 | 0.97 | 3.5% | 品川 | 24年3月 | 匿名投資家 |
| | 本町ガーデンシティのオフィスビル部分 | 445 | - | 3.4% | 大阪 | 24年3月 | 匿名投資家 |
| | 豊洲ペイサイトクロスタワーの持分 27% | 438 | 1.54 | 3.5% | 江東 | 24年1月 | 日本ビルディングファンド投資法人 |
| | プライム高輪ゲートウェイ | 321 | 2.00 | - | 港 | 24年3月 | 第一興商 |
| | 中野セントラルパークイーストの持分 53% | 288 | 1.43 | 3.2% | 中野 | 24年2月 | 日本プライムリアルティ投資法人 |
| | 岩谷産業本社ビル | 220 | 1.77 | - | 港 | 24年3月 | 匿名投資家 |
| | 新横浜スクエアビル | 203 | 0.83 | 4.0% | 横浜 | 23年12月 | ORIX 不動産投資法人 |
| | 豊洲フォレストの持分 22% | 197 | 0.91 | 3.6% | 江東 | 24年2月 | ジャパンリアルエステート投資法人 |
| 商業 | 西武池袋本店 | 3,000 | - | - | 豊島 | 23年10月 | ヨドバシカメラ |
| | エディオンなんば本店 | 540 | 2.35 | - | 大阪 | 23年11月 | エディオン |
| 物流 | DPL 浦安 3 | 300 | 0.49 | 3.5% | 千葉 | 24年3月 | 大和ハウスリート投資法人 |
| | MJ ロジパーク仙台 1 | 100 | 0.27 | 3.6% | 宮城 | 24年3月 | 三菱地所物流リート投資法人 |
| 住宅 | ブリヂストン六本木社宅 | 634 | - | - | 港 | 24年2月 | 匿名投資家 |
| | 旧三光起業白金寮 | 500 | - | - | 港 | 23年12月 | 大京 |
| | Platinum Court Hiroo など 25 物件 | 350 | 42/unit | - | 港など | 23年12月 | CDL (シンガポール) |
| | レジュールアッシュ NAMBA など 15 物件 | 300 | 24/unit | - | 大阪など | 24年1月 | Invesco (米)/Alyssa Partners (香港) |
| | プライムメゾン湯島など 7 物件 | 285 | 52/unit | - | 文教など | 24年3月 | 積水ハウスリート投資法人 |
| | マストライフ中野坂上など 16 物件 | 222 | - | - | 中野など | 24年2月 | 第一生命ライフパートナー投資法人 |
| | ロイトン札幌など 27 物件 | 1,250 | 17/rm | - | 札幌など | 23年7月 | SC Capital Partners (シンガポール)/ADIA (UAE)/GSAM (米) |
| ホテル ハルスケア | 沖縄プリンスホテルオーシャンビューぎのわん | 220 | 65/rm | 4.9% | 沖縄 | 24年1月 | KDX 不動産投資法人 |
| | 本町ガーデンシティのホテル部分 | 214 | - | 3.0% | 大阪 | 24年3月 | 匿名投資家 |
| 複数セクター ポートフォリオ | テックランド八王子高尾店など 7 物件 | 173 | - | 3.9- 4.9% | 東京など | 24年2月 | カラルーベン不動産投資法人 |

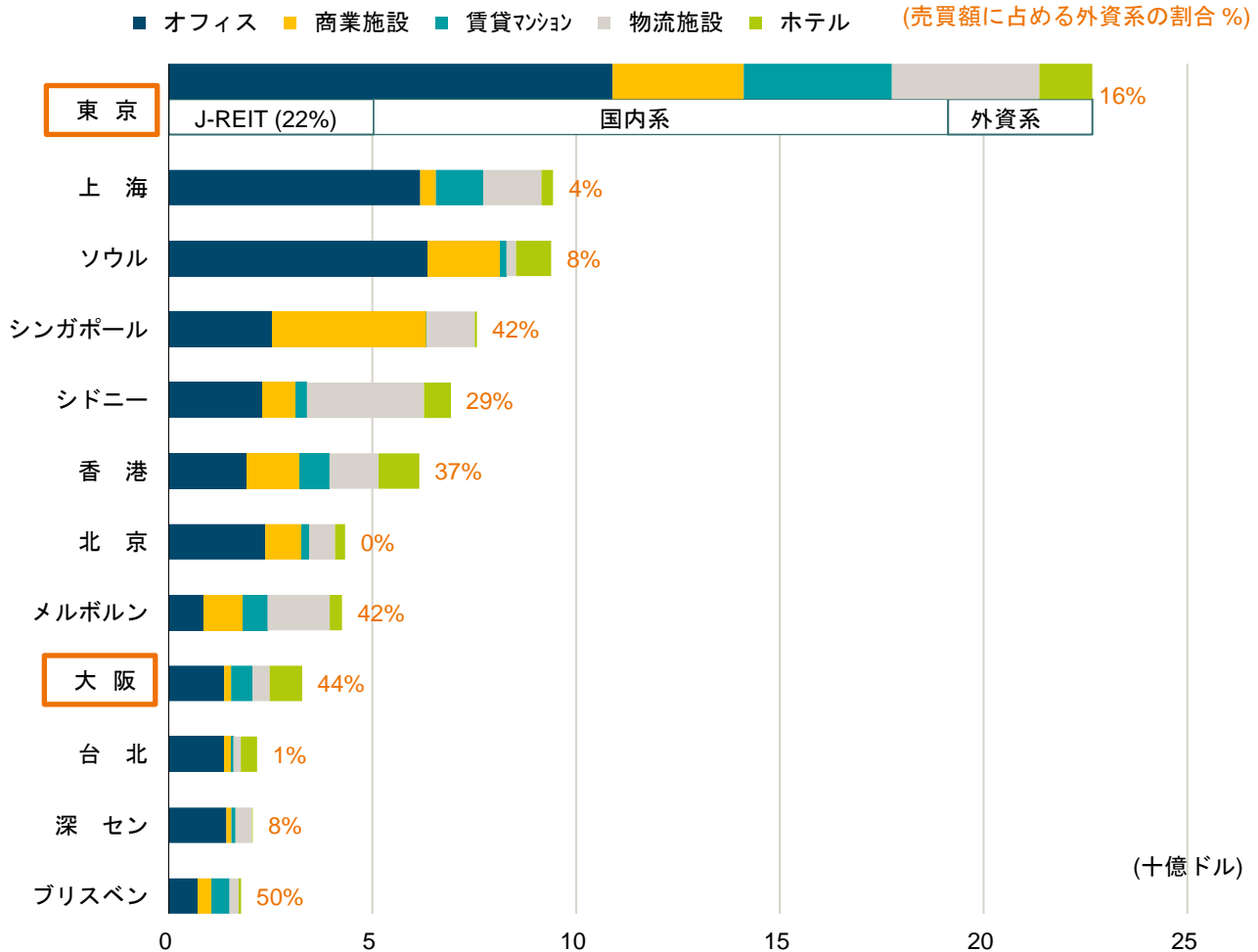
注: 取得主が緑色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

*ホテルの単価は客室単価、住宅は一戸当たりの単価を記載しています。

出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとに DWS 作成

2023年通年の収益不動産取引額を都市別にまとめると図表5の通りで、アジア太平洋域内の主要都市の取引量が半年前に比べ4-5割減少したのに対し、東京は取引量は概ね横ばいで取引量も227億ドルと他の都市との差が広がった。東京の取引におけるセクター別内訳でみると最大のオフィスセクターの構成比が48%と14年ぶりに50%を切り、代わりに物流、住宅、ホテルセクターの割合が増している。買い手の顔ぶれでみるとJ-REITが全体の取引の2割強、外資系も2割弱といずれもピークより割合が少なくなっており、残りの6割超は国内系の投資家や事業会社となった。大阪の取引額は域内で9位、うち外資系の取引の割合は4割超となった。

図表 5: アジア太平洋地域の都市別収益不動産売買取引額ランキング (2023年12月末までの12ヶ月間)



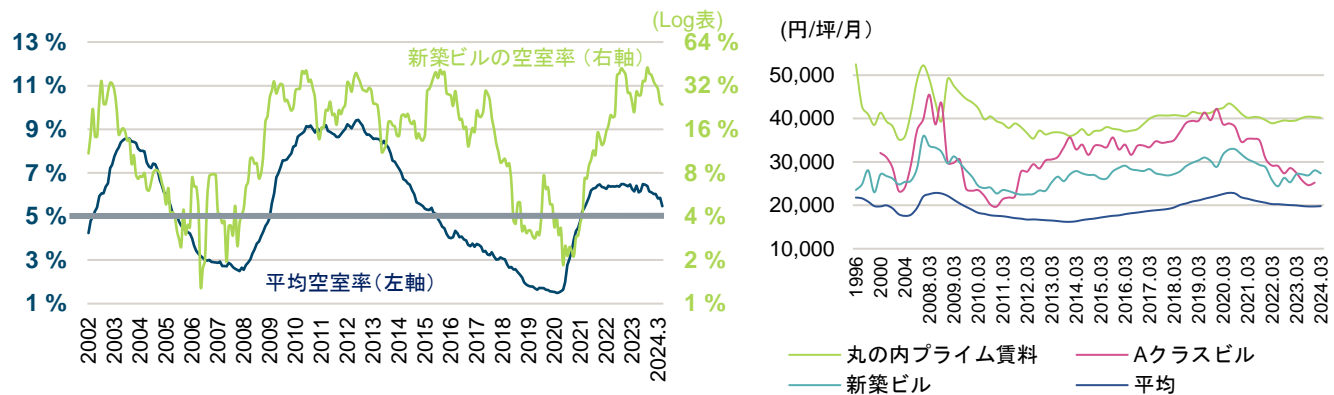
*注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

2 / 不動産ファンダメンタルズ

2.1 オフィス

2024年3月の都心5区のオフィスビルの平均空室率は5.5%と、コロナ禍以降3年半ぶりに6%を下回って推移している。同時期の竣工12カ月以内の新築ビルの平均空室率は23.7%と、40%前後で推移していた半年前の水準から改善がみられる。一部の大型ビルなどで依然空室が目立つものの、ITやサービス企業を中心にコロナ中に延期されてきた移転需要が戻りつつある。つれてオフィス賃料も下げ止まりの兆候がみられる。2024年3月の都心5区の平均募集賃料は19,820円/坪と前年同期比で0.86%の下落となったものの、前月比で見れば渋谷区、千代田区などで年初よりプラスに転じている。また、新築ビルでは賃料が昨年より増加基調にある。

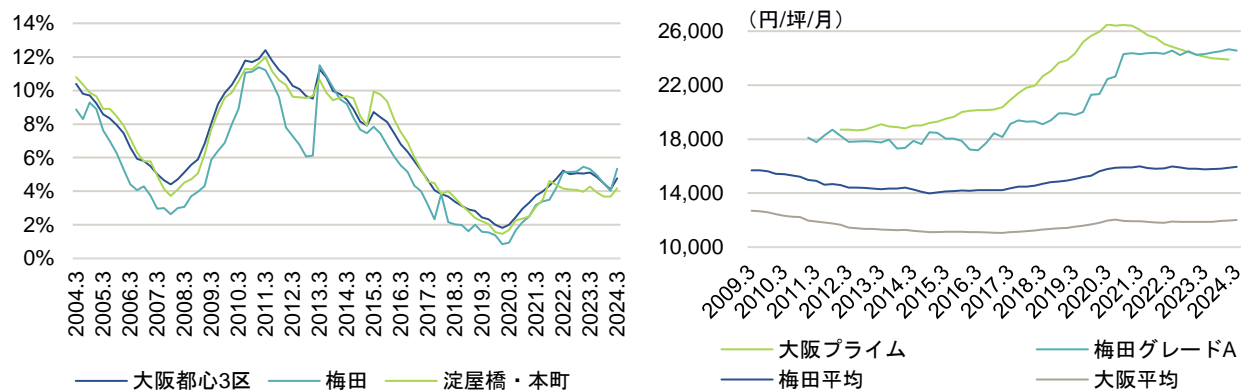
図表 6: 東京都心5区の平均空室率とオフィス募集賃料の推移



出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

2024年3月の大阪ビジネス地区のオフィスビルの平均空室率は4.8%と、新築ビルの供給もあって年初以来やや上昇傾向にある。東京に比べ在宅勤務の影響は相対的に小さく賃料もこれまで概ね横ばいと底堅く推移していたが、新規供給で競争が激しいプライム物件についてはピーク対比1割近くの下落となっている。また、2024年の新規ビルの供給量は梅田エリアを中心に過去最大規模となる見通しで、空室率は年後半にかけてもう一段の上昇が予想される。

図表 7: 大阪都心3区の平均空室率とオフィス募集賃料の推移

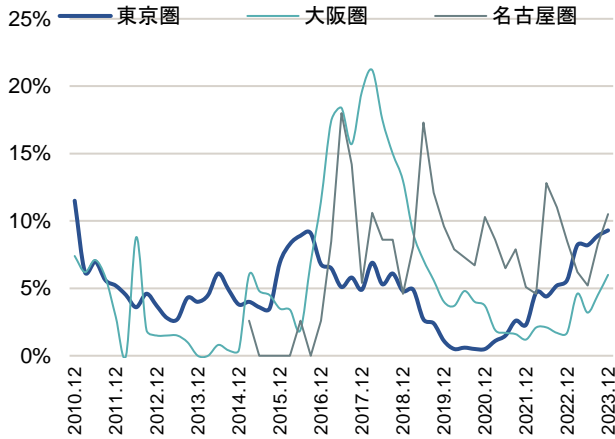


出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、CBRE、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

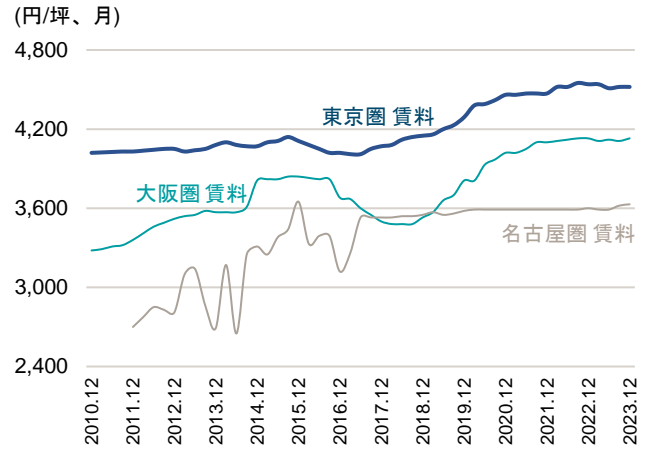
2.2 物流施設

過去最大規模の物流施設の新規供給が続いた影響もあり、東京圏の物流施設の空室率は2020年の1%以下の水準から2023年第4四半期には9.3%に上昇した。同時期の大阪圏の空室率は6.0%、名古屋圏では10.5%となり、いずれも上昇基調にある。実質賃料は東京圏で前年同期比若干のマイナス、名古屋圏で同若干のプラス、大阪圏ではほぼ横ばいとなっている。

図表 8: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移
マルチテナント型物流施設の空室率推移



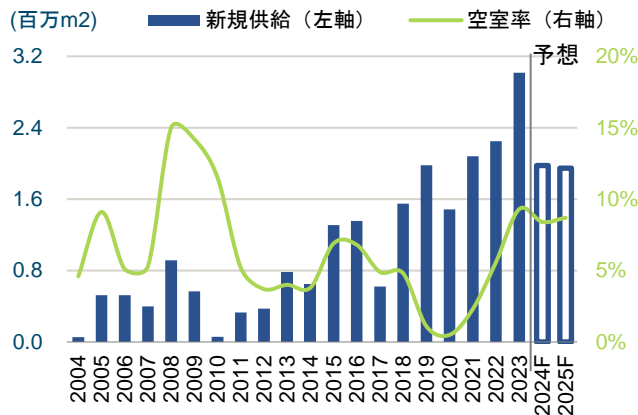
大型物流施設の実質賃料推移



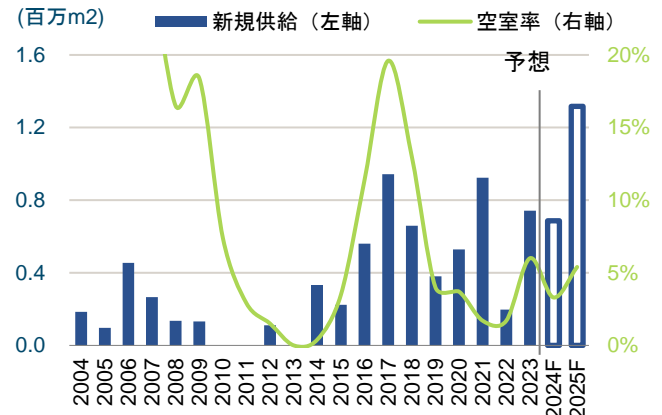
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では2023年まで3年連続で過去最大の新規供給となった後、2024年以降は供給量がやや落ち着いていくものとみられる。これまで空室率がタイトだった大阪圏では2025年が新規供給のピークになると予想される。ただ、足元の建設コストの高騰で建築計画の延期や見直しも徐々に出てくるものとみられ、中長期的には供給量は調整されていく可能性がある。2024年よりトラックドライバーの残業規制が厳しくなったため、今後は特に地方都市の物流拠点の重要性が増していく地合いにある。

図表 9: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移
東京圏



大阪圏

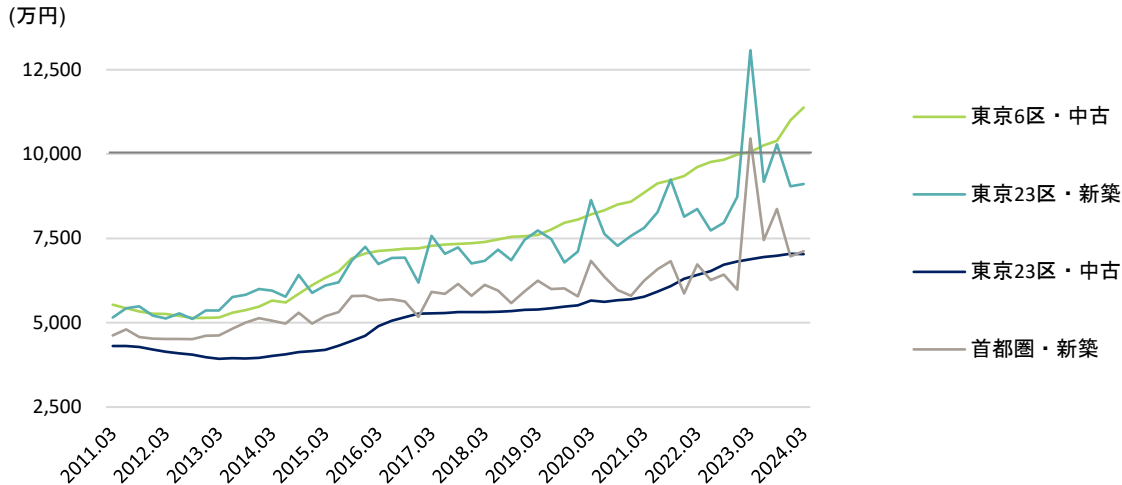


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2.3 住宅

用地価格の上昇と建設コストの値上がりで廉価な価格帯のマンション事業は難しくなっており、ブランド力のある大手デベロッパーは富裕層やパワーカップルに的を絞って都心や湾岸部の高額物件に経営資源を集中する傾向が続いている。2024年第1四半期の東京23区分譲マンションの平均販売価格は91百万円と高止まり傾向にある。JR山手線の内側を中心とする都心6区で見れば、中古のマンションの平均価格が同時期1.1億円超と過去最高の水準にあり、過去10年で平均価格が2倍以上に跳ね上がった。東京23区の中古マンションの平均販売価格も72百万円と、コロナ前の新築分譲価格の平均値を上回った。

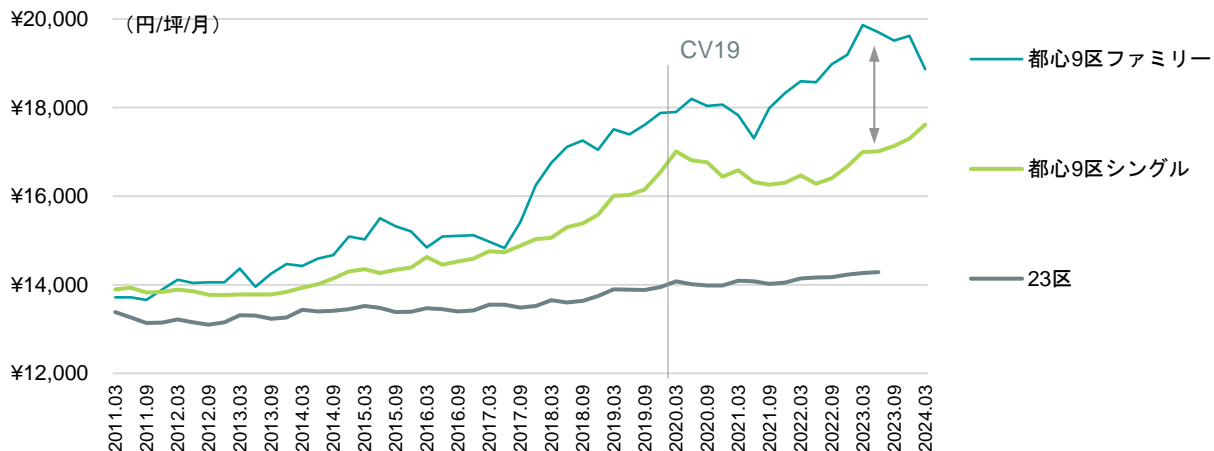
図表 10: 首都圏および東京 23 区に分譲マンションの平均販売価格の推移



出典: 不動産経済研究所、東京カンテイの資料をもとに DWS 作成

分譲マンション価格の値上がりを受け住宅取得に二の足を踏む世帯も多く、都心部を中心に賃貸需要も旺盛となっている。2024年3月の都心9区のファミリータイプの賃貸住宅募集賃料は18,886円と前期比で若干の値下がりやを喫したものの、コロナ禍前の水準を依然として5.6%上回っている。一方、コロナ禍で一時低迷していたシングルタイプの募集賃料も過去2年間は需要が堅調に盛り返しており、こちらもコロナ前の水準を6.5%上回っている。今後も交通の利便性のいい地域を中心に質の高い賃貸住宅の需要は底堅く推移するものと見込まれる。

図表 11: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移



出典: リーシング・マネジメント・コンサルティング、不動産証券化協会、東日本不動産流通機構の資料をもとに DWS 作成

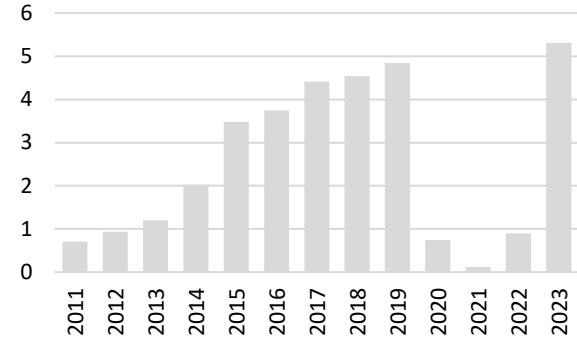
2.4 商業施設

2022 年以降段階的な制限の緩和を受けインバウンド消費が盛り上がり、2023 年の外国人消費額はコロナ以前の水準を 1 割近く上回った。2024 年はさらに円安の勢いが増しており、都心部や観光地を中心に商業売上も増加基調にある。移動制限が緩和されたことにより国内百貨店やショッピングモールでも過去 2 年間は前年比 1-2 割の売上げ増加が続き、さらに株高による資産効果で高級ブランド品や耐久消費財の売れ行きが好調となっている。一方、折からのインフレで実質賃金はマイナスとなっており、個人消費は先行き伸び悩む懸念がある。

図表 12: 外国人観光消費額と形態別小売売上高の推移 (%)

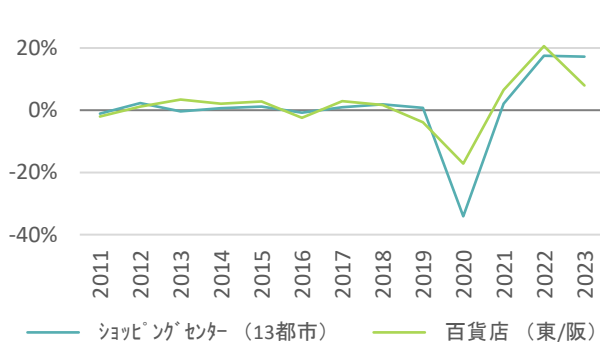
外国人観光消費額

(兆円)



形態別小売売上高の前年比増減

40% (全て既存店ベース)



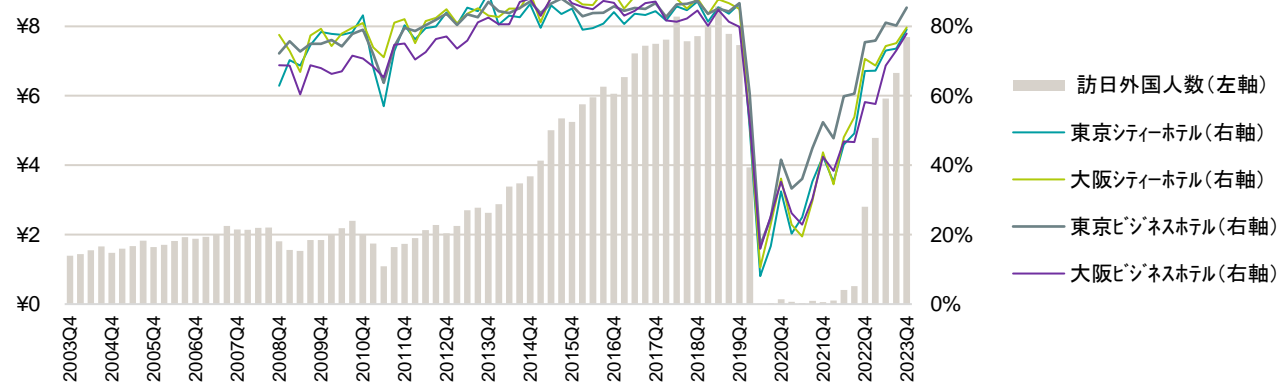
出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、観光庁の資料をもとに DWS 作成

2.5 ホテル

訪日客数はすでにコロナ前の水準を回復しており、つれてホテル需要も堅調に推移している。2023 年第 4 四半期のホテル稼働率は東京のビジネスホテルで 85%、それ以外の地域・カテゴリーでも 8 割近い水準まで高まっている。主要ホテルの客室単価は 2019 年の水準をすでに 35% 上回ったとの統計もあり、直近の円安の影響でこの傾向がさらに強まる地合いにある。需要が堅調である一方、業界は深刻な人材不足に直面しており、人材の採用と育成、提供サービスの質の維持が課題となっている。

図表 13: 訪日外国人と東京と大阪のホテル稼働率

(百万人)



出典: 観光庁、日本政府観光局の資料をもとに DWS 作成

Real Estate Research Team

Office Locations

Chicago

222 South Riverside Plaza
34th Floor
Chicago
IL 60606-1901
United States
Tel: +1 312 537 7000

Frankfurt

Mainzer Landstrasse 11-17
60329 Frankfurt am Main
Germany
Tel: +49 69 71909 0

London

Winchester House
1 Great Winchester Street
London EC2N 2DB
United Kingdom
Tel: +44 754 58000

New York

875 Third Avenue
26th Floor
New York
NY 10022-6225
United States
Tel: +1 212 454 3414

San Francisco

101 California Street
24th Floor
San Francisco
CA 94111
United States
Tel: +1 415 781 3300

Singapore

One Raffles Quay
South Tower
1st Floor
Singapore 048583
Tel: +65 6538 7011

Tokyo

Sanno Park Tower
2-11-1 Nagata-cho
Chiyoda-Ku
18th Floor
Tokyo
Japan
Tel: +81 3 5156 6000

Teams

Global

Kevin White, CFA
Global Co-Head of Real Estate Research

Simon Wallace
Global Co-Head of Real Estate Research

Americas

Brooks Wells
Head of Research, Americas

Liliana Diaconu, CFA
Office Research

Ross Adams
Industrial Research

Joseph Pecora, CFA
Apartment Research

Ana Leon
Retail Research

Sharim Sohail
Property Market Research

Europe

Ruben Bos, CFA
Property Market Research

Tom Francis
Property Market Research

Siena Golan
Property Market Research

Rosie Hunt
Property Market Research

Carsten Lieser
Property Market Research

Martin Lippmann
Property Market Research

Asia Pacific

Koichiro Obu
Head of Real Estate Research, Asia Pacific

Seng-Hong Teng
Property Market Research

Hyunwoo Kim
Property Market Research

Matthew Persson
Property Market Research

AUTHORS



小夫孝一郎
オルタナティブ調査部長
アジア太平洋不動産リサーチヘッド

Koichiro (Ko) Obu
Head of Real Estate Research, Asia Pacific



Hyunwoo Kim
Property Market Research

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2024 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

DWS はドイツ銀行グループの資産運用を行う部門の総称で不動産投資運用部門を含んでいます。この不動産投資運用部門では事業の一環として不動産投資運用/助言業務(*)を行っております。不動産投資運用/助言業務は、ドイツ銀行グループに属する各国の地域会社によって遂行されています。その主な会社としては米国の RREEF America L.L.C.、ドイツの DWS Grundbesitz GmbH, DWS Real Estate GmbH, DWS Alternatives GmbH、オーストラリアの DWS Investments Australia Limited (ABN 52 074 599 401、オーストラリア金融サービス免許登録事業者)、香港の Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Hong Kong Branch および DWS Investments Hong Kong Limited、日本のドイチェ・アセット・マネジメント株式会社、シンガポールの DWS Investments Singapore Limited (登録番号 198701485N)、英国の Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, DWS Alternatives Global Limited、DWS Investments UK Limited などがあります。(*)ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社においては不動産に係る投資に関し助言業務を行っております。

DWS Research の主要スタッフは不動産投資運用部門が傘下に持つファンドの投資委員会の議決メンバーです。投資委員会の議決メンバーは投資や買収、その他議決が必要な行為に関し議決権を有します。加えて、リサーチのスタッフは不動産投資運用部門や傘下のグループ会社が運営する投資勘定や投資ビークルの投資結果に応じて、インセンティブ収益を得ている可能性があり、現在得ていなくても今後得る可能性があります。当社の関連会社は本レポートに掲載された金融商品・証券等についてマーケットメイクを行っている場合があり、また自己勘定取引・デリバティブ取引をこれまでに行った、あるいは今後行う場合があります。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとに DWS が作成し、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が配布しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料に記載の内容は将来の運用成果などを保証もしくは示唆するものではありません。また、各種データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値などを保証もしくは示唆するものではありません。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

不動産投資は、高度なリスクと流動性の潜在的な制限が伴うため、豊富な知識および経験を備えた投資家のみに適しています。投資の目的の達成または投資のすべてあるいは一部に対する収益は一切保証されず、投資結果は期間によって大きく異なる可能性があります。当資料は投資に関する助言を構成するものではなく、投資の決定の主要な判断材料を提供するものではありません。

当資料で述べている意見には、見直し情報を構成するものもあります。DWS の分析におけるさまざまなリスク、不確実性および仮説により、この文書の調査報告に含まれる実際の出来事、結果または実際の市場の成果はその記載内容と大きく異なる場合があります。当資料に含まれる情報は DWS の現在の見解を反映するだけのものであり、DWS の見解は今後変更される可能性があり、その内容を確約するものではありません。また、ここで述べた意見と同様の出来事が発生するとは限りません。当資料およびここに含まれる情報は、いかなる契約または約束の根拠を形成するものではありません。

#-240507-1

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 359 号

(加入協会: 日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)

当資料は情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できる情報をもとに DWS が作成して、日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がこれを配布しております。本書記載の内容については日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がお問い合わせの窓口となりますので、ご質問などございましたらドイチェ・アセット・マネジメント株式会社の担当者までご連絡願います。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することはできません。

当資料に記載のデータや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。また、経済・市況の分析等やこれらに基づく将来の見通し等は当社の運用方針、投資判断とは何ら関係がありません。当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。

DWS Investments Japan Limited

Financial Instruments Business Operators

Director of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 359

(Member of Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan Investment Advisers Association and Type II Financial Instruments Firms Association)

This document does not constitute an offer or solicitation of specific financial products or services. Certain fees or other costs may be incurred if the financial products, services or investment strategies described in this document are purchased or acquired. There is a risk of capital loss associated with the financial products, services and investment strategies described in this document, and the value of any investment in same may decrease due to market or economic trends, price fluctuations or otherwise. Please evaluate the financial products and services and read the Explanatory Documents, the Prospectus and other related documents

Carefully prior to purchasing or investing in such products and services.