



Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2015

[アジア太平洋版]



表紙：東京都と森ビル株式会社の共同開発プロジェクトー複合施設「虎ノ門ヒルズ」（東京・港区）

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版

共同報告書



Urban Land
Institute



Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2015

目次

- 1 エグゼクティブサマリー
- 3 Chapter 1 やりかけたからには・・・
- 4 恒常的か、それとも循環的なものか？
- 4 取引の減少
- 6 供給不足の拡大
- 7 宝を探す
- 8 二番手市場に対する不安
- 8 日本：重要テーマ
- 9 ニッチ投資はまだら模様
- 10 白熱する物流施設市場
- 11 依然として厳しい新興市場
- 12 開発リスクを取ってリターンを狙う
- 14 中国：重要テーマ
- 15 ストレスにまみれる中国デベロッパー
- 15 資本市場は堅調、賃貸オフィス市場は軟調
- 16 多くの懸念材料
- 17 用途変更の広まり
- 19 オーストラリア：重要テーマ
- 19 住宅取得に対する制約が一般化
- 22 Chapter 2 不動産キャピタルフロー
- 22 流入を続けるアジアマネー
- 23 さらなる資金が到来するか？
- 24 欧米に目を向ける
- 25 プライベート投資家が集団に加わる
- 26 通貨のボラティリティが上昇
- 27 資本調達がやや楽に
- 27 銀行からの借入れは容易
- 29 中国：拡大を続けるシャドーバンキング
- 30 インド：メザニン投資
- 31 強い債券、弱い株式
- 31 依然として活発なREIT
- 36 Chapter 3 注目すべき市場と部門
- 37 上位ランクの投資対象都市
- 47 不動産タイプの見通し
- 52 インタビュー回答者一覧

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2015 チェアー

K.K. So, PwC

Paul Walters, PwC

Kathleen B. Carey, Urban Land Institute

主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

シニアアドバイザー／調査アシスタント

Stephen Blank, Urban Land Institute

Anita Kramer, Urban Land Institute

シニアアドバイザー

John Fitzgerald, Urban Land Institute

調査アシスタント

Michael Owen, Urban Land Institute

ULI編集／制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Manuscript Editor

Betsy VanBuskirk, Creative Director

Anne Morgan, Cover Design

Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer

Matthew Vredenburg, Manager, Capital Markets

Emerging Trends in Real Estate® はPwC (プライスウォーターハウス・クーパーズ) の米国およびその他の国における登録商標です。

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2015年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先するものとします。

PwCは世界158カ国におよぶグローバルネットワークに約169,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。

PwCの事業活動に関する情報およびサービス内容はウェブサイト (www.pwc.com) でご覧いただけます。

©2014 PricewaterhouseCoopers LLP, a Delaware limited liability partnership. 無断複写・転載を禁じます。

PwC とはメンバーファーム、または PwC のネットワークを指していません。各メンバーファームは別法人となっています。詳しくは www.pwc.com/structure をご覧ください。

©ULI.Pwc (2014年11月)

印刷：日本

本書の内容の全部または一部を複製、記録、情報システムへの保存を含め電子的または機械的ないかなる形式および検索システムの使用などいかなる手段によっても発行者に無断で転載あるいは複製することは禁じられています。

推奨文献一覧

PwC and the Urban Land Institute. *Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2015*. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2014.

ISBN: 978-0-87420-356-1

PwC Advisers and Researchers

オーストラリア Adam Somerville

Andrew Cloke

Ashley Wood

Christian Holle

David Coogan

Ernie Chang

Gunell Medis

James Dunning

Jane Reilly

Josh Cardwell

Mark Haberlin

Matt Reid

Michael Davidson

Scott Hadfield

Tim Peel

Tony Massaro

中国 Allan Zhang

Kathleen Chen

香港 K.K. So

Paul Walters

インド Anish Sanghvi

Bhairav Dalal

Gautam Mehra

Riddhi Mistry

日本 Akemi Kitou

Declan Byrne

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Katsutoshi Kandori

Masaki Katoku

Ohta Hideo

Ryota Morikawa

Soichiro Seriguchi

Takahiro Kono

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

Wataru Wada

ルクセンブルグ Carolin Forster

Kees Hage

Robert Castelein

シンガポール Magdelene Chua

Wee Hwee Teo

エグゼクティブサマリー

アジアの不動産市場は膨大な資金に取り巻かれている。機関投資家の新たな資金がアジア太平洋地域全域にわたって積み上がり続けており、また世界の中央銀行がほぼ6年に及び金融緩和を行ってきた。その出所はどうあれ、いつ尽きるとも知れぬ資金の波が不動産部門を押し、ほぼすべての市場と資産クラスに流れ込み、物件価格を押し上げキャップレートをさらに引き下げている。米国の金利上昇が近いと目されているものの、現時点ではこの流動性の洪水が終わる見込みはほとんどないようだ。だが過剰な資金は市場を歪める傾向があり、これまでに様々な結果をもたらしている。

- 投資家が取得を控えている。

2014年第3四半期のアジア全体の取引高は前年同期比24%減となった。これに対し米国と欧州では大幅に増加している。大半は中国での取引（特に土地の売買）の減少によるものだが、オーストラリアは顕著な例外として、アジアの大半の市場で取引が低下している。

- 物件が不足している。

地域全体にわたり投資適格資産が構造的に不足しているが、アジアの機関投資家の資金が拡大していることに加え、資産を数年単位で市場にリサイクルする投資ファンドが現在保有している事業用不動産が比較的少なく、売却するインセンティブがほとんどないことが、この不足に輪をかけている。

- 投資家が他の資産クラスに目を向けている。

コア資産は高価で入手しにくいいため投資家は代替戦略を探しており、バリューストック投資、資産運用全般の高度化、市場で出遅れたと見られる具体的な資産の掘り起こしなどを検討している。

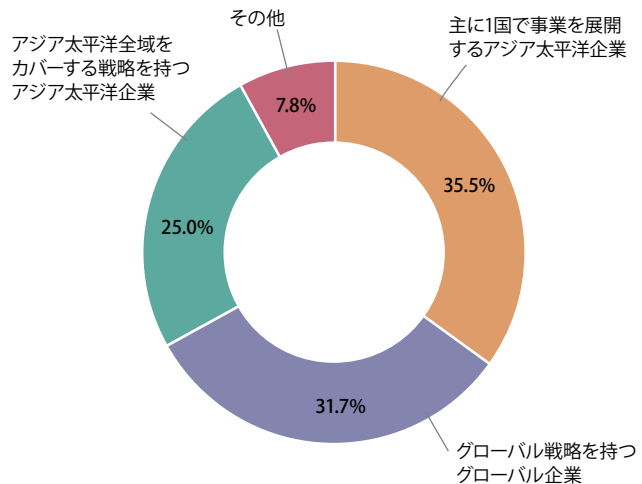
- 投資家が二番手市場・二番手資産を警戒している。

現在の市場に信頼を置けないため、ほとんどの投資家はゲートウェイ都市に留まることを望んでいる。価格や流動性の回復力に対する信頼度が高いからだ。これは特にオーストラリアに当てはまる。中国では過剰建設の目立つ二番手市場が多くの買い手から敬遠されている。日本は例外で、J-REITとの競争が厳しく、投資家が東京以外の都市に押し出されている。一方、退職者ホーム、トランクルームや学生用住宅などの二番手資産は、専門的分野での投資運用の難しさから、かつて期待されていたほどには投資に適さないことが分かってきた。だが、投資家が文句なく強気なのは物流施設だ。用途変更投資（例えばオフィスから住宅への変更）も一部の市場で活発に行われている。

- 新興市場への関心が冷めつつある。

フィリピンやインドネシアなど急成長を続ける市場は引き続き投資家の視野に入っているが、米国の金利上昇に伴い資金が流出する可能性を投資家が警戒するようになったため、いくらか魅力が褪せている。

アンケート調査回答者（企業の地理的範囲別）



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2015アンケート

- 積極的に開発リスクを引き受ける投資家が増えている。

特にオーストラリアで、フォワード・ファンディングやビルド・トゥ・コアの戦略が好まれている。だが日本では建設コストの上昇により開発投資の魅力が低下している。

- 苦境に喘ぐ中国デベロッパーがオポチュニスティックなリターンを提供する。

政府がデベロッパー向け融資を抑制した結果、中国の中小デベロッパーは帳尻を合わせるために救済資金などのプライベートエクイティを求めると見られる。

- 資産価格が急騰する一方、賃料収入は低迷している。

多くの国で賃貸オフィスの稼働率が低迷しており、特にオーストラリアと日本で目立つ。多くの投資家が、今後のアップサイドは資産価格のさらなる上昇ではなく稼働率の上昇による賃料収入の拡大から得られると予想している。

金融面では、アジアの機関投資家の資金（つまりソブリン・ウェルス・ファンド、年金基金及び保険会社の資金）が不動産部門で現在果たしている役割に関して、この2年間で構造的な変化が見られる。アジア市場及び世界市場に向けられるアジアの資金が大幅に増加しているのだ。現在のところ、こうしたニューマネーの大半は中国と韓国から出ているが、将来的には日本（及び潜在的にオーストラリア）の年金基金から多額の資金が提供され、これを補完する可能性が高い。

キャピタルフローのシナリオにおけるもう一つの変化（及びアジアの取引高が今年減少した理由の一つ）は、米国及び欧州市場に向かう資金が増えていることだ。現時点では、この資金は米国と英国のゲートウェイ都市への直接投資を通じてコア資産に向かう

場合が多いが、新たなパターンが現れつつある。これらの都市にさらに資金が集中するにつれ、そしてアジアの投資家が国際的投資の経験を積むにつれ、ドイツやフランスの諸都市（主にパリ）やアトランタ、シカゴ、ヒューストンといった米国の都市の二番手市場の資産に新たな投資が向かい始めているのだ。

さらに、アジア市場で創出されるプライベートキャピタルが拡大しているのも新たなトレンドだ。これを主導しているのが中国の大手デベロッパーのグループ（ただしシンガポール、香港及びマレーシアのデベロッパーも目立つ）で、彼らはアジア域内及び世界で主に住宅プロジェクトに投資しており、その多くが中国本土の買い手を対象としている。これまでのところこの活動は概ね成功している（今年オーストラリアで多数行われた）が、インタビュー回答者からは中国デベロッパーの進出が度を過ぎ、また性急に過ぎるのではとの疑問の声も聞かれた。

一方、アジアの銀行は引き続き不動産投資と開発に大量のデット資金を提供している（ただし中国とインドは顕著な例外である）。加えて、アジアの公的資金市場は欧米に比べ未成熟なものの、2014年の債券及び株式の発行は驚くほど堅調だった。

アジア太平洋地域の REIT の投資口価格も力強さを見せた。2014年に REIT が行った取得は前年の勢いには至らなかったが、日本とオーストラリアでは依然として REIT が最大の買い手となっている。シンガポールの REIT の場合は、外国市場（特に中国）での取得も試みている。

投資見通しに関する今年の調査では、引き続き東京が他を引き離して投資家の支持を集め、投資見通しと開発見通しのいずれにおいても文句なしの1位となった。わずか2年前の2013年版では22位と最下層にいた大阪も高い順位につけている。

この他、調査の主な結果として、オーストラリアの都市が上位にランクインした。これはアジアが全体的に厳しい利回り環境にあ

る中、シドニーとメルボルンのキャップレートは未だ高水準にあり、それが魅力となっていることを反映している。また中国の都市が凋落したことも特徴的だ。中国本土の2つの最重要都市である北京と（特に）上海は引き続き相応の強さを見せているが、本調査で取り上げている他の3市場は、香港とともにいずれも最下層に転落した。住宅部門の低迷が続く、経済が減速しつつあり、ほぼすべての部門と地域にわたりキャップレートが低水準にあることが、中国に対する投資家心理に影響を与えている。

部門別の見通しでは、引き続き産業施設／物流施設部門が最も有望視され、やはり他を大きく引き離している。これはほとんどの市場で物流のキャパシティが慢性的に不足しており、また依然として物流施設への投資が比較的高い利回りを提供していることの証である。

序

アーバンランド・インスティテュート (ULI) と PwC (プライスウォーターハウスクーパース) による共同報告書である Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は、不動産業界の動向や将来予測をまとめた報告書として不動産業界で高く評価されている。今回が第9版となる本報告書はアジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

2015年版は調査プロセスの一環としてアンケート／またはインタビューに回答した385名の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれも ULI または PwC の見解を示すものではない。投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、コンサルタントなど幅広い業界専門家の回答を得た。ULI と PwC の調査員は115名と個別インタビューを行い、またアンケートへの回答者は270名を数えた。回答者の所属する組織は以下のとおりである。

非上場不動産会社／投資家／デベロッパー	30.0%
機関投資家／エクイティ投資家／投資運用会社	20.4%
不動産サービス会社	27.0%
エクイティ REIT ／上場不動産会社	7.4%
住宅建築業者／宅地造成会社	0.7%
銀行、金融機関、証券化関連融資機関	2.6%
その他の法人・団体	11.9%

本報告書全体を通じて、インタビュー回答者及び／またはアンケート回答者の見解を個人名を特定することなく、直接引用する形で示している。今年のインタビュー回答者一覧は、本報告書の末尾に掲載している。本報告書の完成には回答者の協力が不可欠であり、ULI と PwC は、貴重な時間と専門知識を共有し、本書の作成にご協力いただいた全ての人に対して感謝の意を表したい。

やりかけたからには・・・

「ストラクチャリングを行うかレバレッジを高めるかしないで、あるいはリスクになり始めており天井が近そうな案件以外で、魅力的なリスク調整後リターンを得るのはますます

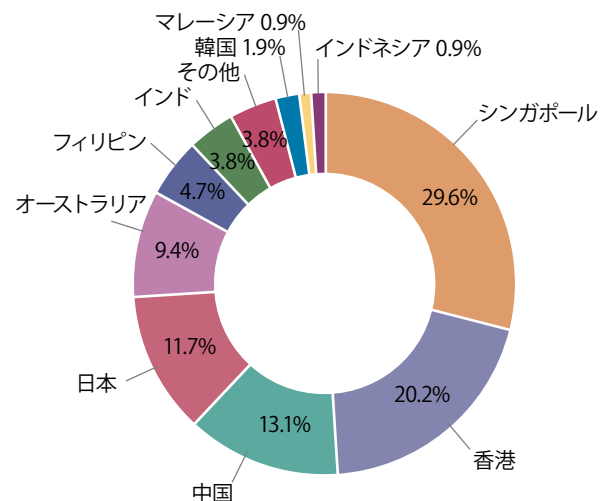
難しくなっている。」

昨年の Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋版 では、経済ファンダメンタルズの弱体化が進みキャップレートの低下が止まりそうにない環境にあつて、アジア太平洋の市場が力強さを保っていることに投資家がいささか困惑しており、それが投資意欲にも反映していることを伝えた。これに対し 2014 年の投資家のトーンは諦めに近いものだ。経済状況は 2013 年と同様にもしくは輪をかけて低迷しているのに、資産価格は全域にわたって高値を更新し、キャップレートは過去最低水準をさらに下回っている。そうした中、不動産の取得者はニュー・ノーマル、即ち新たな常態を甘んじて受け入れねばならなくなったようだ。ある投資家の言葉を借りれば「投資市場はファンダメンタルズの相当先を行っている。回復はどこにも見られないのに、回復を見越して価格が上昇を続けている」のだ。

このような経済状況と資産価格の相反関係は既に長きに渡っているが、その主因は明白である。アジアの不動産市場には、アジア内外の（大半はアジア域内からだ）様々な資金源からニューマネーが留まるところを知らぬかのように流れ込み、それを何とか吸収しようと市場がもがいているからだ。こうしたニューマネーはソブリン・ウェルス・ファンドの資金や域内の年金基金、不動産投資信託 (REIT)、そして全域にわたって蓄積された富裕層の資金などで構成される。

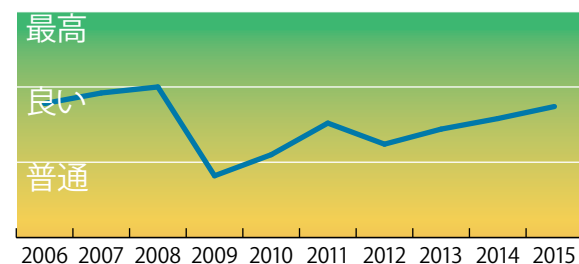
加えて、最も重要と思われるのは、世界の中央銀行がほぼ 6 年に及び行ってきた金融緩和のトリクルダウン（滴下）効果により、アジアの資産価格が押し上げられたことだ。米連邦準備制度理事会 (FRB) は先般、これまで続けてきた国債買い入れを終了したものの、他国の中央銀行が刺激策を強化しており、その総額は FRB の QE3 終了に伴うギャップを埋めて余りある。欧州中央銀行 (ECB) が 2014 年 9 月に発表した新たなプログラムは、ECB のバランスシートを年間 5,000 億ユーロ（約 6,250 億米ドル）拡大させるものだ。また日本銀行は 2014 年 10 月末に追加金融緩和を決定し、年間 7,200 億米ドルの資金を新たに供給する。さらに、中国人民銀行による 2014 年の米国債買い入れ額は 5,600 億米ドル前後に達すると推定されており、世界の中央銀行による緩和措置の現時点における増加額は、政府による財政出動の年間増加額である 1 兆ユーロを超えるに至った。その結果、JP モルガンが最近行った分析によると、

図表 1-1 調査回答の割合 (国・地域別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

図表 1-2 不動産会社の収益性の推移



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

世界経済における過剰流動性は「これまでになく巨大な規模に達している」。

恒常的か、それとも循環的なものか？

問題は、こうした新たに供給された資金の波による不動産価格の上昇がどの程度まで持続可能か、ということだ。昨年は多くの市場において、買い手は見込まれる価格上昇を織り込んで投資することで帳尻を合わせてきた。これは最近の市場の動きによって総じて成功した戦略だった。だが現在では遥かに難しくなっている。アジアの主要市場の大半で、2014年第1～第3四半期に利回りが50 ベーシスポイント(bp) 以上低下しており、現在オフィスビルでは世界金融危機以前の水準と同等もしくは下回っている。果たして買い手は、利回りが今後さらに低下しても投資を正当化できるだろうか。

米国の金利が2015年に上昇すると見込まれているため、この答えは明らかにノーだ。ある投資家は「ストラクチャリングを行うかレバレッジを高めるかしないで、あるいはリスクになり始めており天井が近そうな案件以外で、魅力的なリスク調整後リターンを得るのはますます難しくなっている」と述べている。だが、価格が本来の不動産価値ではなく流動性によって押し上げられている環境にあって、また主要経済圏の多くが(米国経済も含めて) 金利の大幅な上昇に耐える体力のなさそうな状況では、いずれにせよ利回りの低下が続くと見るインタビュー回答者が多かった。これは、投資家が収益に対しては強気(図表1-2 参照) な一方で価格については懸念していることの理由になるかもしれない。アジア太平洋地域で活動している仲介業者の言葉を借りれば「欧米市場のリサーチ担当者と話をして、キャップレートがさらに低下すると言えば、彼らは私が狂っていると思うかもしれないが、実際にはキャップレートは良くても現状止まりだ。これは賃貸市場でも同様で、売ろうとする者がいないためキャップレートは下がっていくだろう」。

長期的に見た場合、より根本的な問題は、現在の豊富な流動性がいつまで続きそうかということだ。ある大手グローバルファンドのマネジャーによると「今、共通のテーマとなっているのは、世界中に流動性が溢れており、それが収益の安定と拡大を求めて特定の資産クラスに向かっているということだ。株式が割高で債券では失敗しそうな状況の中で、誰もが少しでも良い利回りを求めている。利回り追求の動きは強力で、多くの人が不動産など代替投資をターゲットにしていると思う。その

ため、金利が上昇すれば不動産価格も少し動くかもしれないが、不動産投資市場の利回りは株式と債券の半ばに戻ると見ている。ただし以前よりも低い水準になるだろう。何らかのショックなしに流動性が劇的に低下するというシナリオは考えられない」。

これは全般的に、利回りに対する期待が低下したことを意味する。あるファンドマネジャーの言葉を借りれば「コア投資を300 から600bp 上回る利回りを得ようとするなら、運営上のリスクやリーシングリスク、あるいは建設リスクを引き受けねばならないだろう。コア投資の利回りが1 桁半ばから後半だとすれば、それを300 から600bp 上回るのは10% 台前半から半ばということになる。これにいくらかレバレッジをかければもう少し上がるかもしれない。だから利回りとして20% 台ではなく10% 台半ばを考える投資家層が増えてくると思う」。

取引の減少

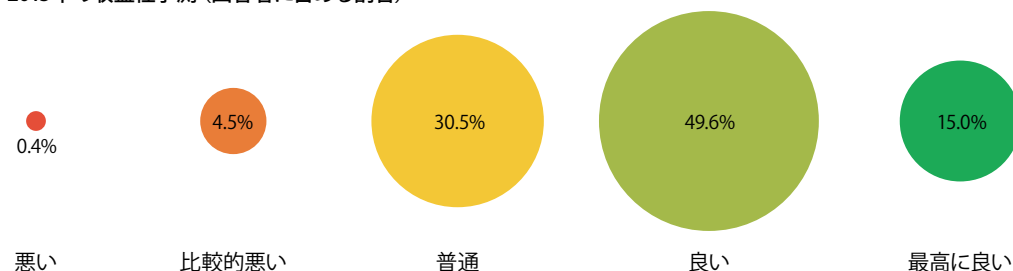
公正な価格に関する論争の答えが何であれ、現実の世界では、価格に対する懸念が増大しているのは取得を敬遠する投資家が増えていることを意味する。この心理は今年の Emerging Trends の調査結果にも現れており、バイ/ホールド/セルの推奨(Chapter 3 参照) ではほぼすべての資産クラス及び地域にわたって市場がセルサイドに移行したことを示している。ある投資家は「私は確かに前より憶病になっている。一方で、前と同じようなリターンを得るには前よりもっとリスクを取らねばならないのは確かだ」と述べた。

そのため取引高の点では、米国と欧州では大幅に増加しているにもかかわらず、アジアでは(昨年が世界金融危機後の最高額だったとはいえ) 低下した。あるインタビュー回答者は「アジアの市場はまったく横這いだと思う。強気の市場が10 年間も続き、賃料も軟化している。ロンドンなどの市場で5% から6% の利回りで取得できるのに、上海で4.5% で買う理由はないだろう。向こう一年間、アジア市場の伸びは非常に遅いものになると見ている」と指摘している。

調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス(RCA) によると、アジア太平洋地域における2014年の事業用不動産取引はほぼすべての市場で減少し、中には大幅な低下を示した市場もあった。

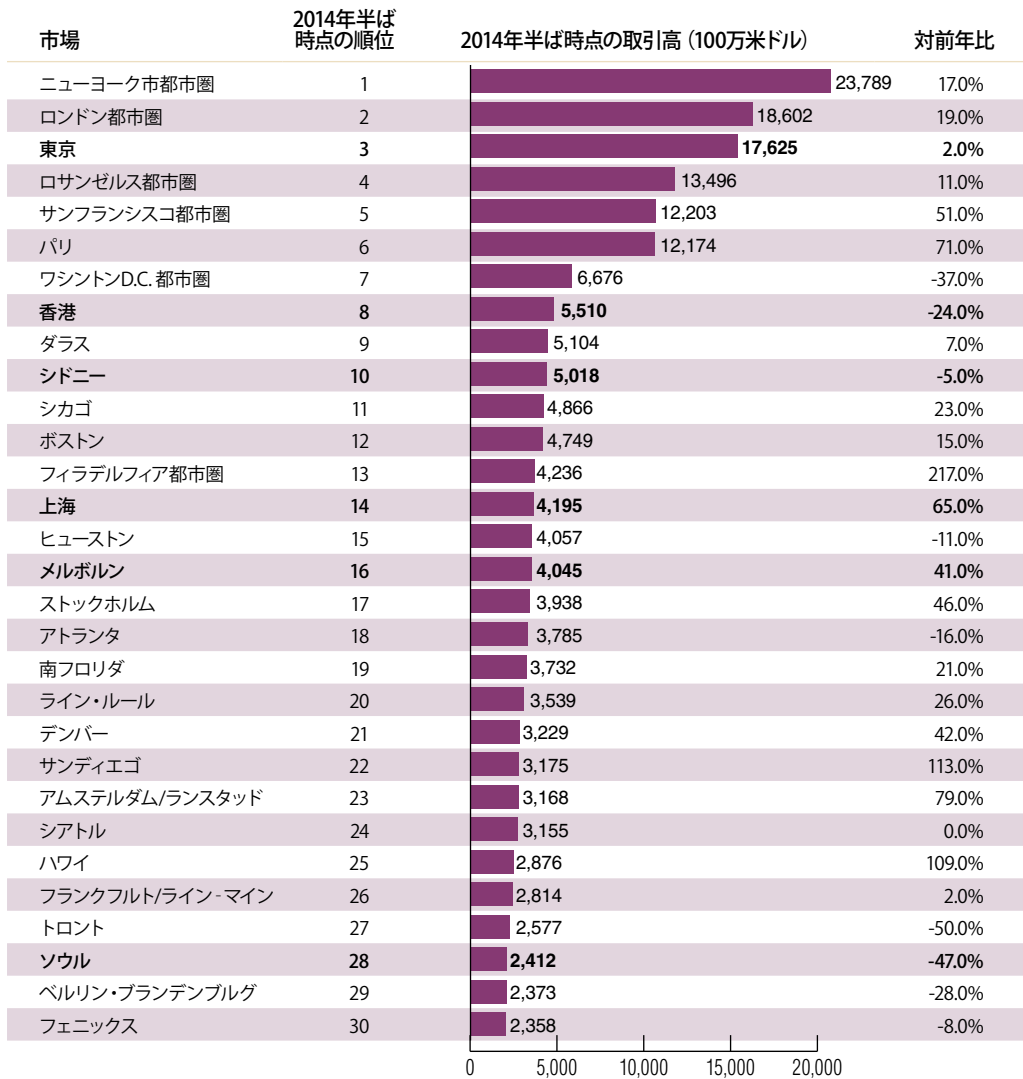
図表 1-3 2015年の企業の収益性予測

2015年の収益性予測(回答者に占める割合)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2015アンケート

図表 1-4 グローバル市場上位30位



物件にはオフィス、産業施設、商業施設、集合住宅、ホテルを含む。

10百万米ドル以上の物件およびポートフォリオに基づく

出所：リアル・キャピタル・アナリティクス (www.rcanalytics.com) 2014年8月

全体として、アジアにおける第3四半期の取引高は前年同期比 24% 減となり、中国の土地売買を含めると同 55% 減にもなる。これに対して欧州市場と北米市場では大幅な増加を見せた。

特に目立った動きとして、以下が挙げられる。

中国では土地売買の低下を主因として取引高が劇的に減少し、公式データでは 2014 第3四半期に前年同期比約 50% の落ち込みを見せた。またプライム資産のネット利回りは 4.5% に過ぎず、上海の賃貸オフィス部門ではこれが「心配」の種となっている。中国のあるファンドマネジャーは「慌てて買おうとする動

きは見られない。2 年前のような狂騒とは状況が違っている」と語った。国際投資家による需要が弱含む一方、大量の新規供給が準備されているため「今の段階では市場になかなか確信が持てないでいる」。

日本では 2013 年の取引高は 2007 年以降の最高額を記録したものの、RCA によると、2014 年の第1-第3四半期は前年同期比 7% 減となった。とはいえ投資家の心理は総じて前向きである。ある投資家が言ったように「今は誰もが同じデータから同じ分析をしている。バスには乗り遅れない方がいい。みんなそれに乗っているからね」。

オーストラリアは流れに逆行し、現在アジア太平洋地域で最も力強い市場となっており、コンサルタント会社の DTZ によると、2014 年の年初から 9 カ月間の投資額は 183 億豪ドルと前年同期比 15% 強の増加を見せた。あるファンドマネジャーは「多くの投資家が動いており、不動産価格が高騰し始めている。オーストラリアではかなりの利益が得られるため、取引という点では、去年の日本のような状況が今年はオーストラリアで起きている」と指摘する。

香港とシンガポールでは取引が激減した。2014 年上半期に香港の取引高は 24% 減少したがランキングでは 8 位の座を守り、これに対し昨年 9 位だったシンガポールは上位 30 位からも転落した。両者に共通するのは、不動産価格が低迷しキャップレートもアジアで最低クラスに留まっているのを投資家が敬遠していることだ（ただしシンガポールでは賃料が前年同期比 15.9% の上昇となり、利回りが改善しつつある）。さらに、いずれにおいても、不動産価格の抑制を狙った政府の施策が市場にマイナスの影響を与えてしまった。シンガポールを拠点とするファンドマネジャーの一人は「売り手は望みの価格を維持することに腐心しているが、それは結局のところ流動性に依存し、シンガポールでは流動性が極めて低いままだ」と述べている。その理由の一つは「資金の再配分が行われ、米国がアジアの他地域に流れていった」ことにある。これに輪をかけたのが、シンガポールの資産価格が他と比べて魅力的と言えないことや、地元デベロッパーがアジアで最低水準のコストで借入を行い、その資金で海外資産を記録的に買い漁っていることだ。

供給不足の拡大

まだ実現していない回復を織り込んで不動産価格が形成されているのを嫌がり、買い手が入札に二の足を踏んでいるとしても、売り手側には値下げをする理由がほとんど見当たらない。あるインタビュー回答者は「金利がまだ上がっておらず、ストレスもプレッシャーもなく、また銀行がむやみやたらと貸しまくっているため、値下げしてまで優良資産を手放そうとするインセンティブが何もない」と指摘する。売り手と買い手のこうした乖離の結果、適切な価格の物件が不足し始めており、勢いを増しつつあるアジアの機関投資家グループが嗜好するコア地域において特に目につく。

この問題は、アジアではこれまで常に、絶対数においても市場で流通する資産の割合の点でも、投資適格物件が不足してきたという事実により強められている。香港の仲介業者の言葉を借りれば「アジアの不動産プラットフォーム全体に共通する問題は、不動産の 98% を現地人が所有しており、彼らは資産をずっと保有して孫に残そうとするため、売却する必要がないということだ。これに対しロンドンでは多くの不動産がファンドの所有となっており、5 年から 7 年ごとに取引されている。そして、良いリターンを得られるのであれば、不動産を取得して長く保有するのは特に驚くことではない。たとえ売ったとしても、そのカネで一体何をしようというのか？」

例えば中国では、上海のある投資家によると「高級なコア関連資産の場合、機関投資家が所有していて市場で取引される物件は大してなく、そうした資産の大半は国内企業が自己使用

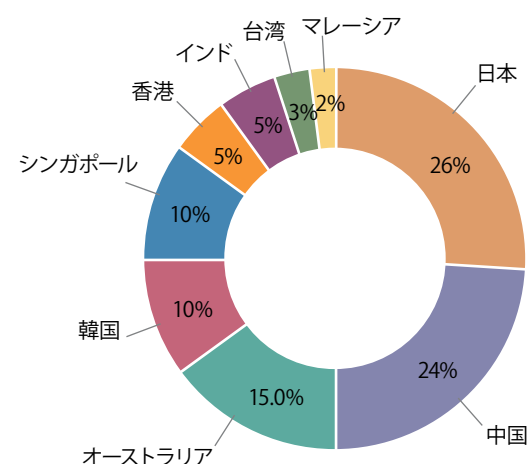
のために所有しており、売り物にはならない。最近では国内の保険会社が資産を取得して長期保有するケースがいくらか見られるが、中国のどの都市にもそうした取引可能な資産のストックがそれほど蓄積されていないのだ」。

オーストラリアも同様の状況にあり、最良資産の相当数が上場ピークに握られているため、投資家が取得したくてもほとんど残っていない。これに対し米国の所有者専有率は 36%、ドイツでは 59% である。その結果「大手海外ファンドにとって、国内の既存ファンドが売りたいがっているような資産を見つけることが課題となっている」。

このように、従来からの市場でコア資産がますます手に入りにくくなっているが、機関投資家の間で韓国に対する関心が復活しているのもこれが要因かもしれない。アジア第 4 位の不動産市場であるにもかかわらず、韓国は長い間外国人投資家の視野に入ってこなかったが、2014 年の取引を主導したのはプライベートエクイティファンドと少なくとも 1 つの大手ソブリンファンドだった。インタビュー回答者によると、韓国に対する関心が蘇ったことの具体的な理由はあまり見当たらないが、リターンがさらに悪くなるという懸念からではないかという。韓国に投資しているあるファンドマネジャーは「韓国経済はますます健全であり、国債や金利に比べ高利回りとなっている。オーストラリアや日本ほど良くはないが、借入コストが 4% なのに対し 5 ～ 6% の利回りで資産を買うことができる」と述べている。

アジア太平洋地域でコア資産が全般的に不足しているものの、日本とオーストラリアでは資産価格が上昇し需要が増加しているのは、資産の一部が市場に再投入されていることを意味する。東京のあるファンドマネジャーによると「市場がかなりの線まで来たので、国内投資家と外国人投資家の双方がディスイ

図表 1-5
終了段階に入ったファンドの処分に向けた資産の配分（国別）



出所：CBRE リサーチ（2014 年 9 月）

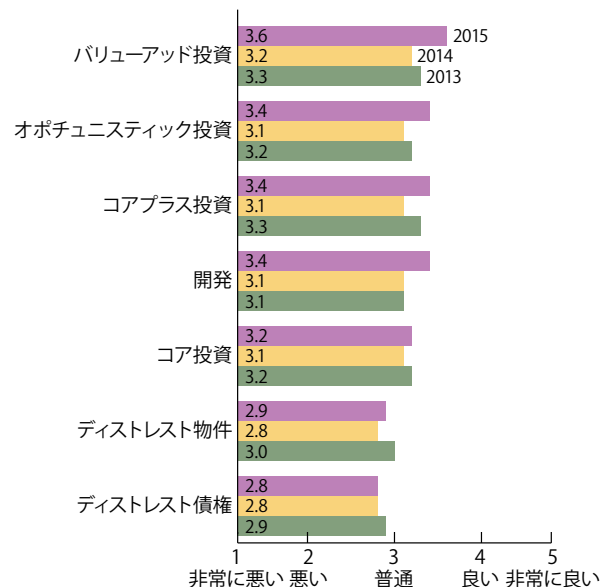
ンベストメントを模索している。世界金融危機以前に投資した案件でさえ、天井が近いと思われる状況が見えるため手放しにかかっており、あるいはとにかく利益が得られる数字で手を打とうとしている。市場でこうした動きが数多く起きており、今年はもっと増えると思う」。

さらに、2005 年から 2008 年の間にアジアで資金を集めた満期償還のクローズドエンド型ファンドの相当数が満期を迎えつつあり、2015 年から資産の売却が必要になってくる（図表 1-5 参照）。これらの大半が日本、オーストラリア及び中国に所在する物件で、オポチュニスティックな投資により取得したものだ。日本とオーストラリアでの需要の強さを考えると、資産の売却で問題に直面するのは中国志向のファンドに限られると予想され、しかも二番手、三番手の都市に所在する物件が厄介なものとなるだろう。

宝を探す

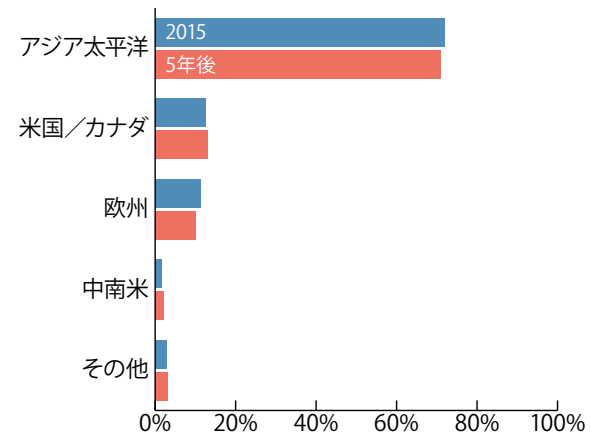
価格が高すぎ、物件が極めて乏しく、市場が大幅に上向く気配がほとんどないことから、旧来の戦略から離れていく投資家が増えつつある。これは全般的にバリュアード投資の比重が増えていることを意味する。バリュアード投資は今回の調査で最も支持が多かった投資スタイルで、昨年に比べ評価が大きく高まった。だがこうした流れの中でも検討すべき点は多く、特にディフェンシブ投資とインカムゲインの拡大が課題として挙げられる。あるアナリストが指摘したように「今後 1 年から 2 年の間に状況が変わるとしたら、状況が変わっても市場が落ち着くまでホールドしていいたいと思うような案件を探すことが原則だ」。昨年まではそうした案件には中国の物流施設やオースト

図表 1-6 2015 年における投資カテゴリー / 投資戦略別見直し



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

図表 1-7 アジア太平洋の投資家の地域配分比率



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

ラリアの住宅への投資などが入っていたが、既にどちらにも供給反応が起きているため「このアプローチを機能させるには、高度な資産運用の展開、テナント入替／再開発など、より複雑な資産運用を進めていくしかない」。

別のファンドマネジャーは、現在の環境下では「稼働率または賃料の大幅な上昇やキャップレートの大幅な低下が起こると思わない。だからパフォーマンスを向上させるような強い追い風は吹かないだろう」と指摘する。その結果「顧客には市場の動きをあてにしないように言っている。外部要因に頼っても何も起きない。自ら運用者として実際に資産に手を加えないと価値を生み出すことができない」。総じて、これは「流動性が過剰になっていない場所で資産の取得と流動性の供給を行う場合、非常にオポチュニスティックなやり方になる」ことであり、ファンドマネジャー側にとっては「特定の、より複雑なタイプの取引」を行うことを意味する。

一例として、日本のある投資家によると、「（日本での）メガトレンドはあまり良くないため、メガトレンドの中のニッチ投資を探す必要がある。つまり、サブマーケットではない特定の資産クラスなど、例えばマルチファミリー、東京、1LDK、シングルタイプなどを選ぶべきだろう。日本では人口の減少〔つまり婚姻の減少と少子化〕に伴って世帯数が増えるからだ。あるいは中規模オフィスビルも良いかもしれない。まだあまり回復していないからね」。

日本の郊外型商業施設も、価格が割安なセクターあるいは未回復のセクターの例として挙げられる。「人口動態に関するあらゆる要因を考慮し、立地の選択は極めて慎重に行わねばならない。とはいえ、成長を続けておりキャップレートも依然として世界金融危機以降の最高水準にあるエリアもある」。

二番手市場に対する不安

キャップレートの低下に対するもう一つの対応（とりわけ投資委員会がハードルレートに固執している場合）は、リスクテキングの水準を上げ、利回りの高い、地理的に二番手の市場に注力することだ。そうした二番手（セカンダリー）市場は概ね魅力的だが、現状では投資家はいくらか葛藤しながら眺めている。地方に向かう流動性は後退期にたちまち枯渇する傾向にあり、また買い手は現在の強気市場を信用できないためゲートウェイ都市から遠くに離れたがらないためだ。

だが日本は例外のように見える。これは投資家が取得を義務付けられており、また東京は不動産価格が高い上に国内の機関投資家がひしめきあっていて、彼らが入札で負けることはめったにないことが主な理由である。加えて「東京が向かうところにすべてが従う」というのが以前からの慣例となっている。地

方都市のキャップレートは 5% 前後と東京を少なくとも 100bp 上回っており、今後の低下余地も大きい。投資先として最も人気が高いと思われるのは大阪と福岡だが、ただし「そもそも地方都市に投資するというリスクを既に取っているのだから、資産面では無理をしてリスクを取らないこと」という条件付きだ。

オーストラリアでは、グローバル投資家と比較して国内投資家は引き続き慎重な姿勢を強めており、シドニー／メルボルン内部から遠く離れるような動きはほとんどなく、またその大半が資産面でも大きな変更には消極的だ。これは投資家が世界金融危機の体験に懲りて今も用心深さを崩していないことが一因であり、またある国内投資家が述べたように「コアプラス型、バリューアッド型及びオポチュニスティック型の不動産に対する投資意欲は極めて限られている。オーストラリアではこれらの市場は「コアよりも」さらに小さく、リスク調整後の投資リターンもそれほど魅力的ではないからだ」。最近、地方の郊外オフィ

日本：重要テーマ

RCA によると、日本の取引高は 2013 年に 38% 増の 494 億米ドルとなり、2007 年以來の最高水準に達した。だが、2014 年終盤にはサイクルがいくらかピークを過ぎ、ある投資家の言葉を借りると「いささか萎んでしまった」。とはいえジョーンズ ラング ラサールの集計では 2014 年の 1 月～9 月の取引高は 263 億米ドルと、日本市場は世界第 4 位の規模を誇っている。

インタビュー回答者のコンセンサス予想では、東京に所在するオフィス及び住宅のプライム物件のキャップレートは 2014 年に 100bp ほど低下し 3.5% 前後に（場合によってはさらに低く）なると見ている。外国人投資家が取得することが多い B グレード資産では 5.5% 前後となるだろう。これは、あるインタビュー回答者によると「価格が高くなりすぎたため、我々はもう日本市場に入り込もうともしてはいない。本当に高いのだから」ということになる。投資家は東京のキャップレートがさらに下がる可能性があると考えている。「ただし借入コストが下がり続けない限り、これまでのような幅ではないだろう」。現在の金利水準を考えれば、借入コストのさらなる低下はなさそうだ。

とはいえ、大半の投資家は日本市場に対し依然として大いに前向きだ。これは景気刺激策が効果を発揮する余地がまだあることや、少なくとも中期的にはダウンサイドリスクが限られていること、そしてアジア太平洋地域の他の投資先と比較して、レバード・リターン（レバレッジを効かせた利回り）が非常に魅力的であることなどがその理由である。

プライム資産の価格が世界金融危機以前のピークを 15～20% ほど下回っており、リスクフリーレート（つまり国債の利回り）とのスプレッドは 300～350bps のプラスで、賃料が何年も底をさまよっていることから、インタビュー回答者の大半が、アップサイドはキャップレートの更なる低下ではなく稼働率の改善から得られると見ている。ある投資家は「キャップレートはさらに 25bp 低下するかもしれないが、おそらく賃料はそれ以上に上昇するはずだ」と述べた。

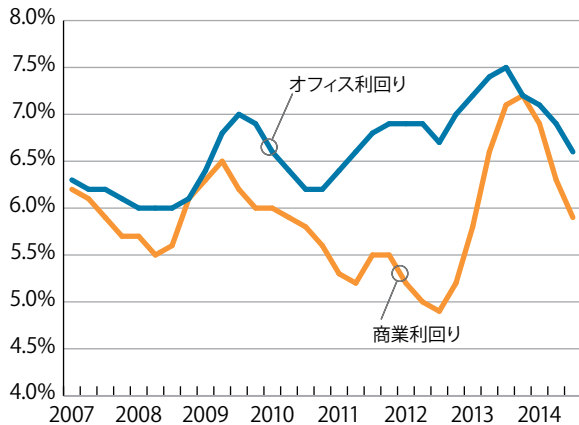
現在の上昇局面の大半にわたり、事業用資産市場（特に A グレードオフィス）では REIT（J-REIT）と国内デベロッパーが圧倒的に優勢なため、外国ファンドの参入は難しくなっている。ある投資家は「東京は優れた市場だが、物件を探し出すのに骨が折れる。優良物件は国内投資家の間で取引されるのが通例で、これは今後変わっていくかもしれないが、投資は簡単ではない」とコメントしたが、これはアジア全体に共通するテーマに通じるものだ。

そのため、投資資金は非主流の資産から東京から外れた地域に向かっている。キャップレートが他より高く、低下の余地がまだあるためだ。外国のファンドマネジャーの一人は「国内のプレーヤーがどっと押し寄せ始めたら外国人投資家はついていけない。彼らはあつという間に取得し、デューディリジェンスの期間も非常に短く、また我々がやるようなストラクチャリングも行っていない。だから行動がずっと素早く、そのため外国人投資家は干渉されてしまうことがかなり多い」と述べた。

外国ファンドが 2014 年に行った取引はおそらく 2013 年を上回っているが、ドイチェ・アセット&ウェルス・マネジメントによると、東京における 2014 年上半期の全取引高の 50% ほどを J-REIT が占めており、外国資金によるものは 16% 程度となっている。投資家の中には 2015 年に J-REIT による投資が減少すると予想している者もいる。その一人は「J-REIT は他の投資家よりも迅速に市場のアセスメントを行うため、去年と同じような額の投資を行う可能性は低い」としている。別の投資家も「全般的に、投資適格資産の供給が減るため、資本調達はこの半分程度の水準になるだろう」と述べた。

日本市場の主な魅力の一つはデット（借入金）にアクセスしやすいという点だ。借入コストは安く（約 1% またはそれ以下）しかも簡単に手に入る（LTV は 70% 以上）。あるファンドマネジャーによると「レバード・リターンが高いため資産の売却が不要というケースもある。18%、19%、20% の IRR を継続的に得られるからだ。一部の投資家は可能な限りのデットを投入して非常に高利回りのシードアセットを取得し、大きなレバード・リターンを得ている。そうした資産を売却することはできないかもしれないが、彼らは気にせず、結局のところ銀行の問題にならなくていいだけだ」。

図表 1-8
アジア太平洋の利回りとキャップレート (2014年第3四半期)



出所: リアル・キャピタル・アナリティクス (www.rcanalytics.com)

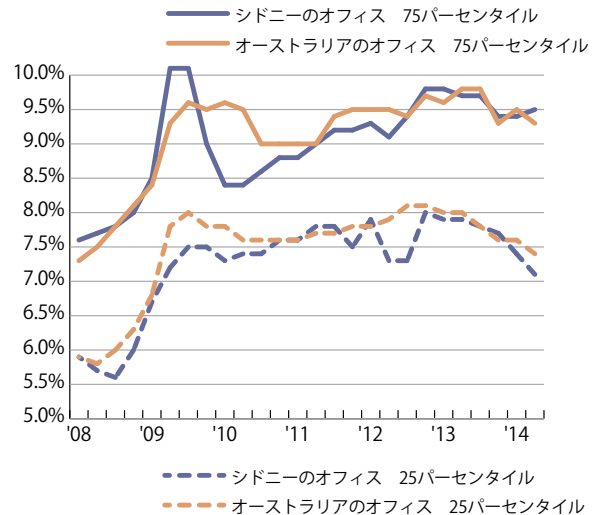
スビルを対象とするファンドが資金調達を試みたが、投資家の反応は鈍く、地方に投資する戦略があまりアピールしないことが見てとれた。

だが詰まるところ、ストックの不足とは選択の余地がほとんどないことを意味し、特にオーストラリアの主要都市の二番手資産のキャップレートがこれまでのところほとんど低下していない(図表 1-9 参照)ため状況がさらに厳しくなっている。最近、若干の退職年金基金(スーパーアニュエーションファンド)がシドニー及びメルボルンの中心から離れた周辺地域に投資を開始したが、今後こうした投資が増えていく可能性はかなり高い。ただし取得の勢いが増していくかどうかは何とも言えない。二番手市場や二番手資産に対する意欲は基本的に外国人投資家の方が強いと思われるが、現地の運営状況には不案内なため保守的なスタンスを取りがちだ。

中国では「現在、投資家はプライマリー(一番手)都市に注力している。統計数字が悪いのと、二番手・三番手都市の状況を聞いて恐れているからだ」。二番手・三番手市場では住宅と事業用資産のストックがかなりの供給過多となっている。地方政府が、実際に市場が吸収できるか考えずにやみくもに土地を売却していることがその主因である。住宅は自己流動性があり、また地方の需要は強いため、余剰ストックは多少の損をしても価格を下げさえすれば売却可能だ。だが事業用資産は話が別で、多くの二番手市場で何年も高い空室率が続いており、その結果、維持管理の行き届いていない区分所有の賃貸ビルが溢れている。

同時に、また今年の調査で上海が投資見通しの第6位と好位置につけたにもかかわらず、中国の一番手都市は必ずしも答えになっていない。供給過剰は問題ではないかもしれないが、価格があまりに高くなりすぎたためだ。その結果「投資価値を見出すのが難しくなっている。二番手や三番手都市では一部の投資家がキャッシュフローの面で大きなプレッシャーにさらされているが、一番手都市の大手投資家は通常そうしたことはな

図表 1-9 オーストラリアの利回りの動き



出所: リアル・キャピタル・アナリティクス (www.rcanalytics.com) 2014年8月

いからだ」。実のところ中国の4大都市には優れた機会があることはある。だが経験の浅い投資家には難しいと思われ、優秀な地元パートナーが必要となるが、そうした者は常に不足している。

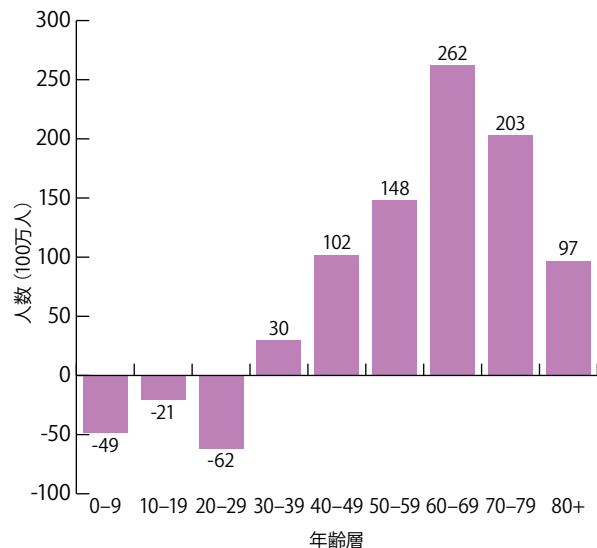
ニッチ投資はまだ模様

より高いリスクを取るためのもう一つの方法は、ニッチ部門に向かうことである。そうした専門性の高い投資は、欧米に比べニッチ部門があまり目立たないためアジアでは明らかに魅力的だ。結果として、あるインタビュー回答者によると「キャンプ場から老人ホーム、トランクルーム、診療所や学生用住宅に至るまで、あらゆるものが投資対象になっているが、多分いずれも投資資金の方が投資可能資産の総額を上回っている」。

昨年、こうした高利回りの投資に対してインタビュー回答者は強気な姿勢を見せた。だが今年は、想定される数値は実態というより見掛け上のものである場合が多い。投資家の関心は依然として高いものの、実際には、専門的知識を持たない投資家の目に映るニッチ部門は規模が小さく物件も不足しており、なかでも良質の地元パートナーが不在の状況だ。ある投資家は「実際に見えるよりも見込みは高いと思う。これまでのところ本当に投資が行われているのは物流部門だけだ」とコメントしている。

とはいえ、分野によって投資の可能性に差が見られる。学生用住宅は、欧米では機関投資家が投資する資産クラスとなっているが、「急速に成長しつつあり資金を呼び込んでいる」。トランクルームも順調で比較的アクセスしやすいと見られているが、一部の市場(日本など)では既に供給過剰の恐れが出ている。

図表 1-10 今後20年間でのアジアの人口の純増減（年齢層別）



出所：グローバル・デモグラフィックス・リミテッド

老人介護施設も有望なセクターである。アジアの人口が高齢化しつつあるため、老人介護施設は長らく金の卵と見られていたが、実行可能なビジネスモデルがなかったためこれまでほとんど進展がなかった。だがこの状況は、少なくとも一部の市場で変わりつつあるようだ。日本では2014年11月に初のヘルスケア REIT が上場を果たした。日本のあるファンドマネジャーが述べたように、これは「高齢者向け住宅が舞台に登場してきた」ことを意味する。需要が大きいため、答えが見つかるのは

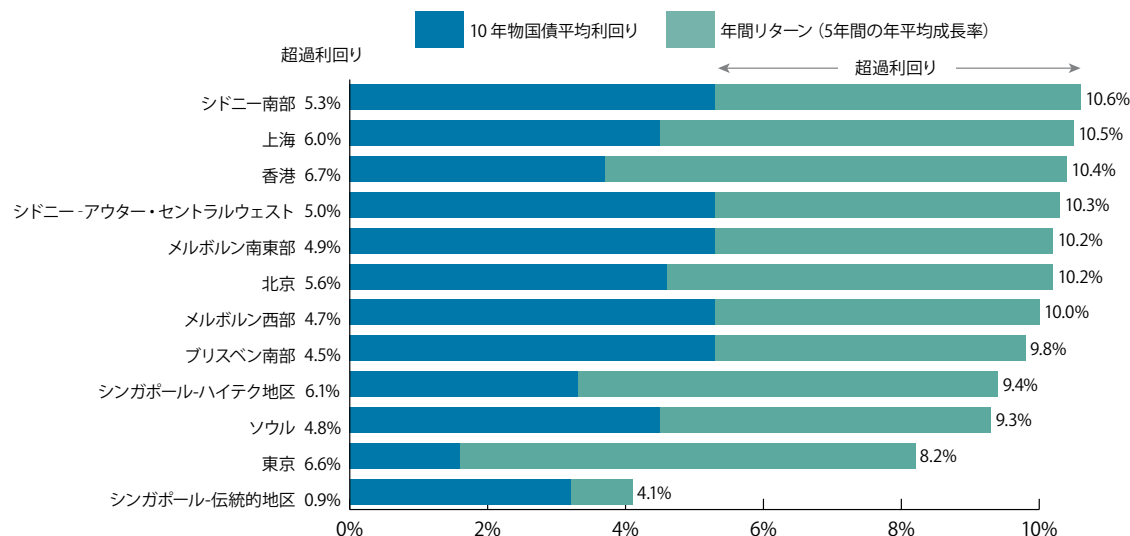
単に時間の問題と多くの投資家が考えている。「どこかの時点で誰かが答えを見つけるはずだ。専門運営会社が市場参入するか、事業を拡大して機関投資家の資金を呼び込み、それによって運営リスクをコントロールしようとするだろう。価格設定の透明性が高まって機関投資家が参入を開始し、それが出口リスクを管理することになる。中国、日本、韓国といった市場の大規模な人口高齢化から生じる基本的需要を考えれば、理に適った投資だ」。

オーストラリアでは老人介護施設業界の歴史が長く成功事例も多い。ただし文化的相違から、他のアジア市場のモデルにはなりそうにない。さらに、オーストラリアにおいてもこの業界は進化しつつある。オーストラリアのあるデベロッパーによると「高齢者介護事業では企業の上場や合併など数多くの変化が起きており、また人口の高齢化に伴い退職者に対する戦略の見直しも進んでいる。退職者関連事業大手の多くは、ベビーブーム世代が退職者向けライフスタイルビレッジに目を向ける年齢にさしかかっているため、新たなビジネスモデルを模索している」。

白熱する物流施設市場

代替投資分野の中で、アジアでまごうことなき成功を収めているものの一つが物流施設である。ドイツ銀行によると、物流セクターはアジア太平洋地域の事業用不動産取引の約10%を占めている。ただし2014年の新規供給は前年比約30%減となった。物流施設のキャップレートは依然として他のセクターを上回っているものの低下を続けており、現在シンガポールで4.5%、日本で6%となっている。近代的な物流施設の深刻な供給不足は、特にアジア全域でネット通販が急激に広まっていることから何年も続くと思われる。

図表 1-11 産業施設部門の予想年利回り（国別・地域別）



出所：ドイツ・アセット&ウェルス・マネジメント(2014年8月)

需要が特に大きいのはオーストラリア、日本、シンガポールと中国であり、中でもあるファンドマネジャーが「現在アジアで最も活発で最も取引が多い」と評した中国の需要が高い。他のニッチ部門と比べ物流セクターは参入障壁が比較的少なく、「明らかに供給過少と見られる唯一のセクター」であることの恩恵を受けている。「問題は、国内で物流施設を手掛けて成功している者はごく僅かで、それを狙って大量の資金が流れ込んでいるため、キャップレートが異常な水準にまで落ち込み始めていることだ」。

依然として厳しい新興市場

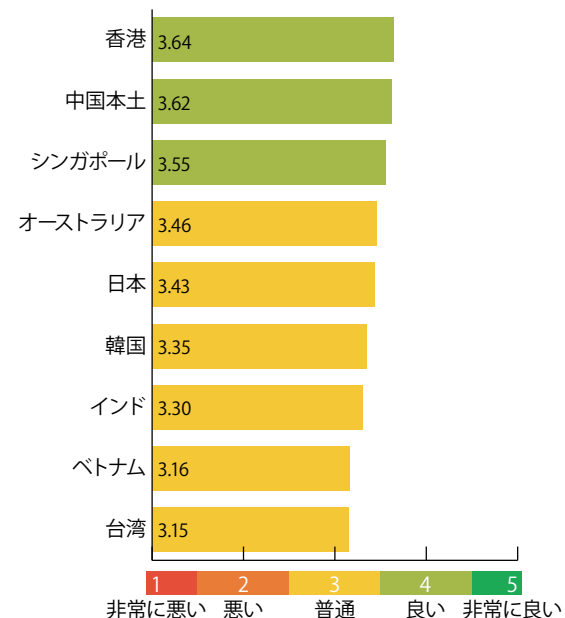
少なくともこの3年間、外国の不動産投資家は新興市場で投資機会を探ってきた。だが、現在も物件を求め続けているものの、実際には買い物の幅は限られていると既に悟っている。アジアの新興市場は大して厚みがなく、外国のエクイティやデットが真に求められているわけではなく、しかもリスクが多い。さらに、今年は新たな複雑さが加わっている。欧米の金利上昇の結果、資金が流出する可能性が高まったことだ。あるインタビュー回答者は「新興市場はまだ小さく、専門家向けの市場で、サイクルが変わると流動性が比較的不足しがちだ。そのため経験の少ない投資家が市場のピーク時に参入すると、流れが変わったときに足元をすくわれやすい」。

そのため今年は外国人投資家の関心がいくぶん低下した。シンガポールのある投資家は「1年半から2年前には今よりもっと新興市場が話題になった」と語る。ある大手オポチュニスティックファンドマネジャーは「現時点では、引き受けられないまたはコントロールできない多くのリスクを取ったところで十分なリスクプレミアムを得ることができないと我々は見ている」と述べたが、おそらくこの見解が現在の大勢を示しているだろう。だが、経済的混乱が生じればこの状況が変わる可能性がある。「新興市場に参入するとすれば、そのタイミングは金融市場に大きなメルトダウンが起こり、あらゆるローカル資金が凍結した時だと思う。ただし、それが起こる可能性はあるものの、金融市場の混乱に頼った投資戦略が功を奏するのは相当先になるだろう」。

しかし実際には、新興市場の多くが依然として高い成長を見せており、賃料が上昇し資本コストも増加している。フィリピンの国内総生産（GDP）の成長率は、海外で働くフィリピン人からの送金の増加とコールセンターやバックオフィス施設から成るビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）業界の繁栄に支えられ、強い勢いを保っている（2014年の成長率は6.5%と予想されている）。その結果、新規の事業用不動産に対する需要が拡大を続けており、マカティのCBD（中心業務地区）のオフィス賃料は世界金融危機以前の最高水準を回復している。キャップレートは最近9～10%から7～8%に低下し、内部収益率（IRR）も下落したため「15～20%の利回りを得られれば大いに満足だ」。借入コストは5～6%の範囲内にある。

フィリピンの主要な不動産セクターはいずれも引き続き明るい見通しだが、外国人投資家の参入機会は依然として限られており、参入している者もBPO施設が中心だ。コアスペースでは

図表 1-12 世界の財政危機の影響の度合い



出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015アンケート

通常、物件がしっかり抱え込まれている。一方大型開発プロジェクトでは土地所有権に対する制約があり、それによって外国人の参入が阻害されてきた。とはいえ一部の外国人投資家（特にシンガポールと香港のデベロッパー）は長期リース契約及び地元パートナーとの提携によって参入を図ろうとしている。フィリピンの憲法を改正してこの問題を解決しようとする動きは先細りになったようだ。同様に、当局はREIT業界の誕生を可能にするような免税措置を依然として実施していない。マニラ在住のあるインタビュー回答者は「多くの課税漏れが発生しかねないため、当局は時期尚早と考えたのだ。REITセクターはいずれ登場するだろうが、現時点では後回しになっており、おそらく[次の選挙が行われる]2016年まで待たねばならないだろう」と語った。

インドネシアは引き続き人気が高く、今回の調査でジャカルタが投資見通しの2位となった。ある投資家によると「インドネシアに対する関心の強さは依然と変わっていない」。ジョコ・ウィドド大統領率いる新政権が不動産部門への外国投資拡大に向けた施策を、それがどのようなものになるかまだ明らかではないものの、導入することを期待されている。フィリピンと同じ基本的な課題がインドネシアにも当てはまるが、力強い経済成長が続く一方で、潤沢な資金を持つ国内投資家の存在、高いリスク、及び透明性の欠如という対抗要因がある。シンガポールのあるファンドマネジャーは「参入するのは難しく、また誰と手を組むべきか、そしてどの分野に参入すべきか見極めるのに長い時間がかかる」と指摘する。

別の投資家は、インドネシアに対する外国からの投資が増加する可能性について「中国の状況に大きく左右される。投資

家は様子を見ており、中国に投資できなければ他の市場を探す。インドネシアは候補の一つだ。だが中国の状況が急速に回復すれば、インドネシアに向かっていた資金が中国に戻るだろう。多くの投資家にとって中国は外せない市場だが、インドネシアはそうではないからだ」と述べた。

ベトナムは過去3年間に災難が続き、経済が疲弊し不動産市場も痛手を蒙った。高率のインフレ、銀行制度における構造的な不良債権問題、そして最近起きた南シナ海の領有権をめぐる中国との地政学的衝突により、不動産投資は大きく冷えこんでしまった。今回の調査では、投資家は3年連続してベトナムの「流れが変わりつつある」としているが、今回はこの見方が正しそうだ。

銀行危機のため、国内の銀行による不動産プロジェクトへの融資は少なくともこの2年間事実上ストップし、それによってデベロッパーも住宅購入者も冷え込んでしまった。だが不良債権の整理を目指した国営の資産運用会社が2013年の終盤に設立されたことで銀行が落ち着きを取り戻しており、融資再開の意欲が高まっている。これに加えて、借入コストも2年前の20%強から大幅に低下し、現在は9~11%となっている。

ベトナムで最大の機会はミッドマーケットの住宅開発と思われる。需要が拡大を続けており、過剰供給も解消しつつあるからだ。賃貸オフィス部門は依然として小規模だが、政府が自らビルを所有しておりテナントではないこともその一因である。一方、高級商業施設は供給過剰となっている。産業用不動産も興味深い分野だが、これは物流関連だけでなくベトナムが主要な製造・組立拠点の一つとなったことも理由となっている。

マクロ経済を別にしても、リスクは依然として高いことが予想される。特に、許認可に関する規則はあまりにも官僚的で時間がかかる。国内投資家の一人は「制度がどのように機能して

いるか感じ取った上で慎重かつ確実にそのプロセスに対処していく必要がある。さもないと予想以上に時間がかかる可能性がある。不動産認可証明の取得も遅れの原因になりかねない」と指摘する。そのため開発プロジェクトは何年にもわたって続くことになる。「小規模のプロジェクトであれば5年で完成できるかもしれないが、大規模な複合施設だと7~8年見ておいた方がいい。マスタープランを変更する場合は毎回6~9カ月かかり、開発スケジュールがめちゃくちゃになってしまう」。

開発リスクを取ってリターンを狙う

何とかリターンを増やすために、開発に参画するののも一つの方法である。特に、現在多くの投資家がフォワード・ファンディングの戦略に向かっている。つまり、建設の開始前に投資家が敷地を取得し、その上で開発に資金を提供するという戦略だ。こうしたアプローチは開発リスクを引き受けることになるが、長期的なバイ・アンド・ホールド戦略を採ろうとする大手投資家に特に適している。あるファンドマネジャーは「今なら、長期的保有を目指す投資家は大手デベロッパーのどれかに資本参加するのも手だが、これは今後変わっていくと思う。新興のソブリン・ウェルス・ファンドの一部は、将来的にボラティリティが高まると考えており、優良資産の長期保有を強く望んでいる。だから恐らくこの戦略が増えていくだろう」と語った。

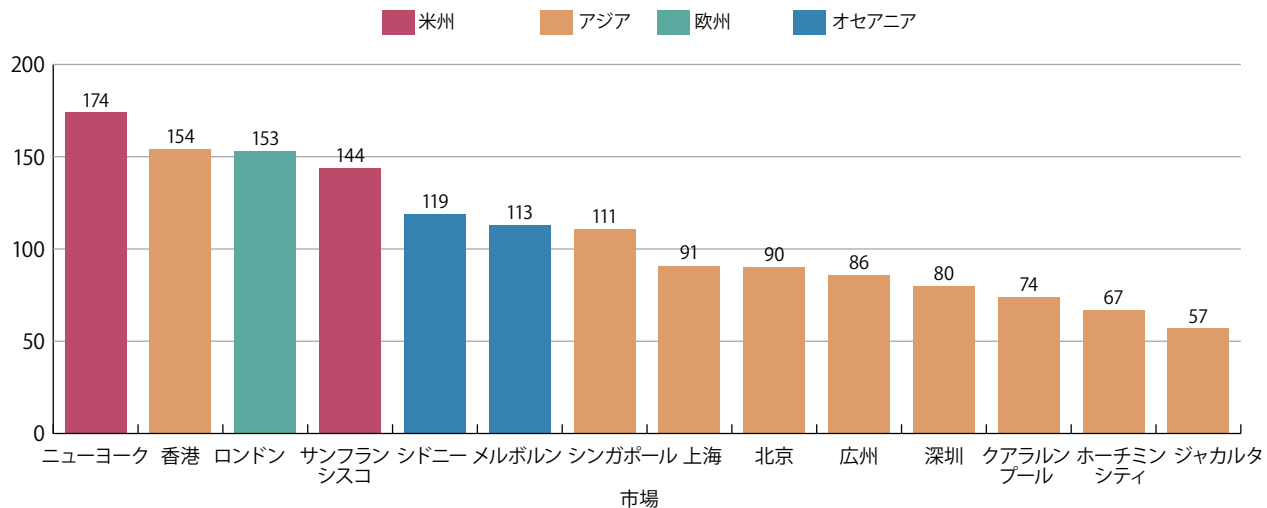
フォワード・ファンディングは、大手銀行が開発への融資に躊躇する場合があるオーストラリアで特に多用されるようになった。その触媒の一つが、アジアの（特にシンガポールと中国の）デベロッパーがオーストラリア市場に殺到したことだ。現在、そうしたデベロッパーは開発戦略を強力に推し進めている。ある投資家は「フォワード・ファンディングのプロジェクトは税金面でも有利でコストを下げられるため、オーストラリアでは

図表 1-13 不動産の透明性の評価（アジア太平洋地域）

透明性レベル	国・地域名	2014年調査 での世界順位	2014年調査 での点数	2012年調査 での点数	2010年調査 での点数	2008年調査 での点数
透明性が高い	オーストラリア	3	1.4	1.36	1.22	1.15
	ニュージーランド	4	1.4	1.48	1.25	1.25
透明	香港	14	1.9	1.76	1.76	1.46
	シンガポール	13	1.8	1.85	1.73	1.46
	マレーシア	27	2.3	2.32	2.30	2.21
	日本	26	2.2	2.39	2.30	2.40
	台湾	29	2.6	2.60	2.71	3.12
いくらか透明	中国（ファーストティア都市）	35	2.7	2.83	3.14	3.34
	フィリピン	38	2.8	2.86	3.15	3.32
	インドネシア	39	2.8	2.92	3.46	3.59
	タイ	36	2.8	2.94	3.02	3.21
	韓国	43	2.9	2.96	3.11	3.16
	中国（セカンドティア都市）	47	3	3.04	3.38	3.68
	インド（ファーストティア都市）	40	2.9	3.07	3.11	3.44
	ベトナム	68	3.6	3.76	4.25	4.36
透明性が低い						

出所：ジョーンズ ラング ラサール「アジア太平洋地域不動産透明度インデックス」

図表 1-14 建設コストの国際的な相関性



出所：ライダーレヴェット・バックナル「国際的な建設市場レポート」(2014年第3四半期)

意味がある。資産価格が高いあるいはオーバープライスになっているコア市場に参入するには優れた方法だ」と述べる。CBREによると、オーストラリアのフォワード・ファンディング取引額は2013年に以前の4倍となる22億豪ドルに達した。

他のアジア地域でも投資家は開発戦略に関心を示しているが、建設コストの上昇により利回りが抑えられる可能性がある。例えば東京では2014年半ばで建設コストが前年同期比11%増となり、さらに急増が続くと見られている。東京在住のあるインタビュー回答者によると、現在の日本の「法外な」開発コストは若年労働者が建設部門を避けていることや、震災復興工事の未処理分への対応が始まる一方で2020年の東京オリンピックに向けた準備が進む中、実入りの良い公共事業を待つデベロッパーが民間の事業を引き受けようとしなないことが一因となっている。その結果「現在の賃料水準では住宅を建設することはできず、他のセクターでも建設費が上昇し続けており難しさが増しつつある」。

一方、建設コンサルタント会社のRLBによると、香港では2014年の1月～9月に建設コストが前年比12%増となり、2009年に比べると50%程上昇している。アナリストの予測で

は、今年の開発プロジェクトの利益率は2009年の半分の20%に低下する見込みだ。

他の市場では、土地価格が高いことも開発プロジェクトの支障となっている。調査会社のCBREによると、シンガポールでは地価の上昇により開発案件の利益率が3年前の20%から10%に落ち込んだ。

中国ではデベロッパーが購入に消極的であるにもかかわらず、一番手都市の地価が高止まりしている。これは主としてレバレッジの水準をコントロールするためだが、「地方政府が価格の再調整を行っておらず取引の鈍化や供給過剰が反映されていない」ことも原因である。都市内部における適切な開発用地が慢性的に不足していることも再調整の進展に水をさしている。香港に拠点を置くあるコンサルタントによると、これにより長期的な問題が発生する可能性があるという。「住宅購入者にとっては価格が高すぎ、デベロッパーにとっては開発プロジェクトへの参入コストが大きいため、特に建設コストが重要な要素になりつつある今、大都市の方が遥かに脆弱だと思う」。主要都市での利益率は数年前の25～30%から今や10～15%に低下している。

中国：重要テーマ

中国経済の減速（2014 年第 3 四半期の GDP 成長率は年率 7.3% と 5 年ぶりの低水準）と不動産市場の低迷が続いていることから、中国市場に対する投資意欲は現在のところ非常に低くなっている。不動産投資は中国本土の GDP の約 16% を占めている（関連部門を含めれば 25% にまで達する）ため、現在の中国経済の不調のかなりの部分が不動産セクターの低迷に起因していると言える。

住宅の販売額は 2013 年終盤以降大幅に低下しており、公式データによると 2014 年 10 月初めには前年同期比 10.3% 減となった。その後住宅価格の下落も始まっている。どの程度低下するかは予想しにくい。第 4 四半期にさしかかるに当たってインタビュー回答者の一致した見方は、物件価格が 2013 年のピーク時に比べ 10～15% の間で下落したというものだ。二番手都市と三番手都市では供給過剰が重要な課題になっているため、この問題は一層深刻である。あるインタビュー回答者によると「在庫が積み上がり続けて」おり、未販売のストックは中国全体で平均 16～18 カ月分の吸収量に相当する。通常、これは 9～12 カ月分だ。購入は買換えではなく一次取得者に限られており、買換えを希望するものは手を出さず価格がさらに低下するのを待っている。

こうした問題にもかかわらず、インタビュー回答者は様々な理由から、現在の不調が住宅市場の崩壊に繋がるとは思っていない。

中国の家計の負債額はアジアで最も低く、また住宅購入者は少なくとも 30% の頭金を支払うため、ネガティブエクイティとなることはほとんどない。

需要は引き続き強く、価格の低下とともにさらに増加するだろう。ある投資家は「デベロッパーがもっと現実的になり価格を引き下げれば住宅は売れ始める。市場には需要が存在するが、価格に非常に敏感になっている」と指摘する。

政府は住宅需要を操作する手段を数多く持っており、実際にそれらを何度も駆使してきた。わずか一年前の 2013 年には市場が極めて過熱しており、それを冷やすため当局は最近まで住宅ローンの提供と頭金の水準について厳しい制約を課してきたが、現在はほとんどの都市で緩和されている。香港のあるコンサルタントは「市当局はこれまで課されてきた規制の一部を解除することが認められつつあり、慎重に行う限り中央政府も大目に見ようとしているようだ」と述べた。

その結果、インタビュー回答者の大半が、2014 年の年末までに住宅市場が安定化すると予想している。ただし住宅建設が大幅に過剰となっており、また中央政府がさらなる大型経済刺激策の導入に消極的なため、完全な回復までにはさらに 1 年から 1 年半かかるだろう。

事業用不動産（オフィス）部門では、経済が減速する中で供給パイプラインには物件が山ほど用意されており、特に多くの二番手・三番手市場で供給過剰問題が既に表面化しているため、懸念材料となっている。ある投資家によると「問題は、中国のデベロッパーが大量の物件を極めて効率的かつ極めて迅速に建設することに驚くほど長けていることだ。中国最大のデベロッパーが毎年完成させる不動産は全タイプ合わせて 1 億 3,000 万平方フィートに達するが、米国最大のデベロッパーがこれだけのことをやるには 50 年かかるだろう」。仮に経済が予想以上に減速した場合、開発中の案件が市場に供給され、全国的な供給過剰が発生する可能性がある。

さらに、プライムオフィスのキャップレートは「NOI ベースで多分 4.5% 未満」だが、リスク調整後で見るとこれでは魅力的とは言えない。アンレバード・リターンは日本と同様の水準だが、（日本とは異なり）中国の金利は高いためイールドスプレッドはマイナスとなり、そもそもレバレッジを得るのは日本より難しい。

その結果、プライム物件の賃料と価格は低下していく可能性がある。あるファンドマネージャーによると「何かで妥協しなければならない。この 10 年間、経済成長が資金を惹き付けてきたが、それが不在で資金を引き付け続けるためには、価格が下落し、金利が低下し、投資がし易くなる必要がある」。その他、別のファンドマネージャーは「上海や北京でコア投資がうまくいくなどと考えたことはない。賃貸期間が短く、テナントの退出リスクが常に存在するのが主な理由だ。これらの市場はこれまで常にオポチュニスティックな開発とバリュアード投資の傾向が強かったと思う」と述べた。

現在及び予測可能な将来において、中国で行われる大型のオポチュニスティック投資として、高レバレッジの国内デベロッパーに対する救済資金の提供が挙げられる（P15 の「ストレスにまみれる中国デベロッパー」参照）。ある投資家は「我々はセカンダリー資産の増加、小規模デベロッパーの買収やデベロッパーの保有地の取得を目指している。これらの取引には価値を見出す機会が多いからだ」と述べた。加えて「ビルド・トゥ・コアへの動きが見られ、投資家の目が向けられているが、本当に実行できるかは適切な資金があり、長期的なエクスポージャーを受け入れられるかどうかにかかっている」。

もう一つ、インタビューで繰り返し出てきた問題として、租税債務や外国への送金を巡る環境が複雑さを増しつつある中、スムーズなエグジットを可能にするために投資のストラクチャリングを行うことに関する投資家の懸念である。あるコンサルタントによると「今、外国人投資家とする会話はほぼすべてエグジットに関するもので、欧米では一般的な、企業・機関へのプリセールもよく話題となる。多くの投資家が中国でのエグジットに苦戦しており、身動きできず立ち往生しているか、資金の回収に長い時間がかかっている。エグジットから始めるのはいささか異常だが、これが実態なのだ」。

ストレスにまみれる 中国デベロッパー

だが現在、地価の高さは中国デベロッパーにとって一番の悩みではない。より重要なのはキャッシュの不足だ。過去数年間、中国本土の銀行はデベロッパーに対する建設目的の融資にますます消極的になり、また土地の取得を目的とする融資を禁じられている。加えて、当局はグレーマーケットでの融資（つまりシャドーバンキング）を取り締まってきた。開発部門は大半が資金不足であり、また事業用資産の開発プロジェクトは竣工前のプレリースを行わないのが通例のため、取引高が減るとキャッシュフローの問題が直ちに浮上する場合があり、目下の不況でも実際に発生している。

現在、高水準の負債の返済に苦しむデベロッパーが増加しつつあり、インタビュー回答者は今後状況がさらに悪化する恐れがあるとしている。回答者の一人は「脆弱さの原因がレバレッジにあるのは明らかだ。レバレッジが100%のデベロッパーも珍しくはない。事業が好調な時にはそれでもいいだろうが今は好調ではない。今後あちこちで合理化が行われていくと思う」と述べた。

その結果、何年も待たされた後でようやく、外国人投資家がキャッシュに苦しむデベロッパーとプロジェクトレベルまたは企業レベルの取引を行う可能性が開けている。DTZによると、この期待感から、プライベートエクイティファンドによる中国での展開を目的としたオポチュニスティックな資金調達最近になって急増した。これは、日本で不動産価格が上昇し不良資産の取引の可能性がなくなってしまい、現在のところアジアで真のオポチュニスティック投資ができるのは中国のみとなっているため、特に重要である。あるファンドマネジャーは「住宅であれ他の資産タイプであれ、今後2年間またはそれ以上に渡ってかなり大きな機会が得られると思う」と語っている。

この場合、様々なタイプの機会が生まれる可能性が高い。現在のところは単純なプロジェクトレベルの取引が最も一般的だ。あるインタビュー回答者によると「一番弱いのは中規模の投資家で、大手デベロッパーは生き残ることができるだろう。今は量の勝負になってきており、それこそ大手がやっていることだからだ。ニッチ投資家もやり方が他と違っているから生き残れると思う。だが私が脆弱だと思う規模というのは、3つの都市で3つか4つのプロジェクトを手掛けるデベロッパーのことだ」。

しかし将来的には、より企業レベルの取引も行われそうだ。これは一つには、大手デベロッパーの中ですら借金に深くはまり込んでしまったところがあるためだ。ある大手オポチュニスティックファンドのマネジャーが言うには「我々にとって興味深いのは、数年前に比べてパフォーマンスが落ちた大手の上場・非上場企業だと思う。大手企業の一部は痛み始めており、我々としては例えば数億規模の資金を必要としている大手企業にいくらか救いの手を差し伸べ、相当の少数持分を得ることを考えている」。

ただしそれにとどまらず、大手で資金の潤沢なデベロッパーでさえ、今では単に資金源を見つけることは別の理由から外国人投資家との取引に以前より積極的になっている。中国の大手デベロッパーは洗練の度を高めるにつれ、建設であれ資産運用であれ業界の専門知識を獲得するために、そして可能ならば国内・国外のプロジェクトを共同で行うことを目的に、外国デベロッパーとの互恵的関係の構築を求めているのだ。あるファンドマネジャーは「私にとって重要なのは、中国デベロッパーが以前に比べ提案に対して遥かにオープンになっていることだ。以前、彼らの資金が余っている時には真の戦略的パートナーシップというより便宜的なパートナーシップという色合いが強かったが、今では反対になっていると思う」と語った。

資本市場は堅調、 賃貸オフィス市場は軟調

現在の投資市場が不動産ファンダメンタルズのずっと先を行っていることを示す傍証の一つが、資産価格の高さに比べて賃貸オフィス市場の稼働状況が低調なことだ。しかし、キャップレートのアップサイドが限定的と考えられているため、多くの投資家が今後の収益源として賃貸オフィスの稼働率向上に期待している。例えば日本では、物件価格は2013年から2014年にかけて大幅に上昇したのに賃料は何年も横這いが続いてきた。だが、東京のオフィス空室率が下がりつつありドイチェ・アセット&ウェルズ・マネジメントによると2014年半ばで前年同期の8.46%から6.45%に低下、事業活動も持ち直しているところから、ある投資家は「現在の賃料は低水準だが今後上昇すると広く考えられている。オフィス市場だけでなく住宅市場でも、供給の抑制によって賃料が上昇に向かうだろう」と見ている。

オーストラリアでも賃貸オフィス市場は力をつけつつある。豪州不動産協議会(PCA)によると、シドニーとメルボルンの2014年半ばの空室率は一年前の二桁台から8.5%前後に低下したが、これはサービス部門の回復に加え中古ビルの住宅またはホテルへの転用が大幅に進んだことに起因している。その結果、オーストラリアのあるファンドマネジャーが言うように「オフィス市場と商業施設市場の稼働率が底を打ち、特にシドニーとメルボルンで改善の兆しが見えている。そのためキャップレートが低くても以前より自信を持って投資できるようになっている」。

香港とシンガポールのシクリカルな市場でも賃料が上向き始めた。香港のあるファンドマネジャーによると、香港では「今年前半には、中環(セントラル)の賃料が5~10%下がるのか、あるいは5~10%上がるのか判断がつかなかった。だが今でははっきり底を打ち上昇し始めている。中国本土の金融サービス業者、特に証券会社が香港でプレゼンスを高めようとしているのが少なくともその一因だ。これは重要な展開で、今後の動向の先行指標となるかもしれない」。

シンガポールでは「不動産価格は依然として高い。高すぎる。人為的に高く設定されている。だから取引は大して行われていない。とはいえ市場は期待される賃料に向けて徐々に改善しつつある」。シンガポールの事業用不動産の賃料は2014年に15%程度上昇すると見られており、現在の賃料水準で固定する

ために賃貸契約の長期化（最長 5 年）を求めるテナントが増えている。

とはいえ賃料について楽観視するのはいくらか独善的なもので、誰もが当然と考えているわけではない。どの市場についても、現地の投資家より外国人投資家の方が強気な見方をしがちだ。例えば日本では事業用資産、特にトップクラスの資産の賃料について上昇の見通しに疑問を呈する声が国内で聞かれた。

オーストラリアでは最近の改善にもかかわらず空室率が高止まりしており、シドニーのオフィスは現在 7 年分の供給量に相当するスペースが空室となっている。シェアオフィスやオフィススペースの合理的使用といった最近の傾向により今後需要が減る可能性がある。インタビュー回答者の中にも、キャップレートの数値が名目賃料のみに基づいて計算されがちで、「継続的に高水準にあるインセンティブ（フリーレント等）」を無視していると懸念する声が上がった。そうしたインセンティブによる実質賃料ベースで計算するとキャップレートは大幅に低下する。

多くの懸念材料

今年は投資家に眠れない夜を過ごさせるようなリスクシナリオに事欠かない。南シナ海での領有権を巡る対立によって生じた政治的緊張は 2014 年もエスカレートし続けた。尖閣諸島に関する中国政府と日本政府の舌戦であれ、パラセル諸島沖の石油試掘に関する論争がベトナムでの暴動に発展したことであれ、摩擦が減じる兆候はまったくない。さらにエスカレートするリスクは 2015 年の方が大きいかもしれない。

だが、投資家にとっておそらく最も気掛かりなのは中国経済がハードランディングする可能性だろう。中国本土からの最近の経済データは軟調だったが、これは不動産市場の低迷が続いていることが一因だ。さらに、中国政府はさらなる短期的緩和を実施するよりも、公的部門と民間部門（特にノンバンク金融部門）の多額の負債に対処するため引き続き構造改革の遂行にコミットしているようだ。これは度し難いと思われる数々の問題に対応していくことを意味する。世界銀行が最近行った

分析によると、「地方政府の負債の抑制、シャドウバンキングの取締り、及び過剰設備、エネルギー需要及び公害問題に対処するための施策により、投資と工業生産高が減少すると考えられる」。

エコノミストの一致した見方は、中国政府は予期せぬ混乱に対処する力をまだ十分備えているというものの、成長率が予想外に大きく低下した場合、他のアジア経済に連鎖反応を引き起こす可能性がある。ある投資家は「中国経済の減速が一般に予想されているより遥かに大きい場合、アジアには身を隠す場所がないだろう。ただインドは例外かもしれない。まだ基本的に国内需要が主導する経済だからだ。といってもインドは隠れるにはそれほど適した場所でもないが」。

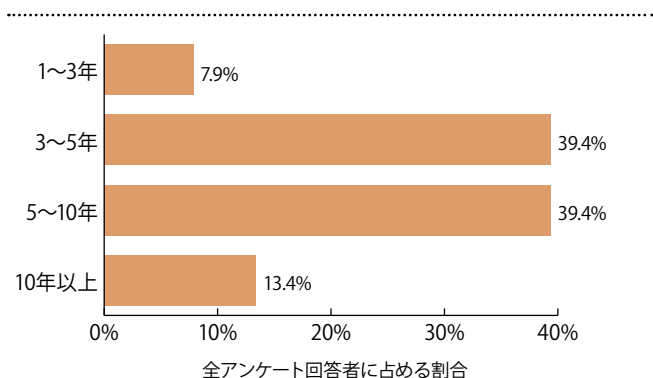
もう一つの大きな問題は、日本の大規模な経済刺激策、即ちアベノミクスの長期的な展望である。アベノミクスはインフレ環境を創出して財政赤字を希薄化し、何年にも渡る経済の停滞から脱却することを目指したものだ。当初、アベノミクスは目覚ましい進展を見せたものの、2014 年にはその影響が色褪せた。インフレ率と GDP 成長率は目標に達せず、円安でも輸出は大して伸びなかった。一方、構造問題（特に労働力の供給）に焦点を当てた「第三の矢」はアベノミクスの最重要テーマと目されているが、政治的・文化的理由から、実行するのが最も難しいテーマともなるだろう。

結局のところ、ほとんどの投資家はアベノミクスの長期的な展望について疑問視した（一人は「ゆっくりと沈む船」に喩えた）が、特に 2020 年の東京オリンピックに先立つ建設ラッシュが見込まれるため、日本政府がいろいろ施策を続けているうちに、自身の投資スケジュール内で利益を得てエグジットできるはずだと考えている。ある投資家は「日本の長期的な成長見込みは他の一部の国ほど明るくないため、長期のホールドではなく売買を行う市場と位置付けている」と述べた。

米国の金利も懸念材料の一つだ。FRB は 2015 年の大幅な金利上昇を予想している。基本的に、ベースレートが上がればキャップレートも上昇するはずで、多くの投資家が今後 2 年間で金利が 200bp、キャップレートが 50 ～ 100bp 上昇することを織り込んでいる。金利が 2% を超えた場合に備え、金利スワップで保険を掛けた者もいる。一方で、金利が近々上昇するとの見通しに動じない投資家もあり、その多くは上昇幅がわずかなものに留まると考えている。その一人は「欧州が下降し、日本も再び下降し、中国は減速している。そんな環境で誰が利上げできるだろうか。景気の良い話はなく、インフレもアルゼンチンを除けばそれほど問題になっていない。日本、米国と欧州で政府が財政赤字から脱却しようともがいており、低金利環境がほぼ無限に続くと思う」と語った。

いずれにせよ、米国のベースレートが上がってもアジア市場への影響は間接的なものに留まるだろう。現在の環境下では中国の金利はむしろ下がりそうだが、日本の超低金利は変わりそうにない。シンガポールの金利は米国の金利に間接的な影響を受けているが、ある投資家の見方として、シンガポールでは既に多数の世帯が相当の借金を抱えているため、政府は大幅

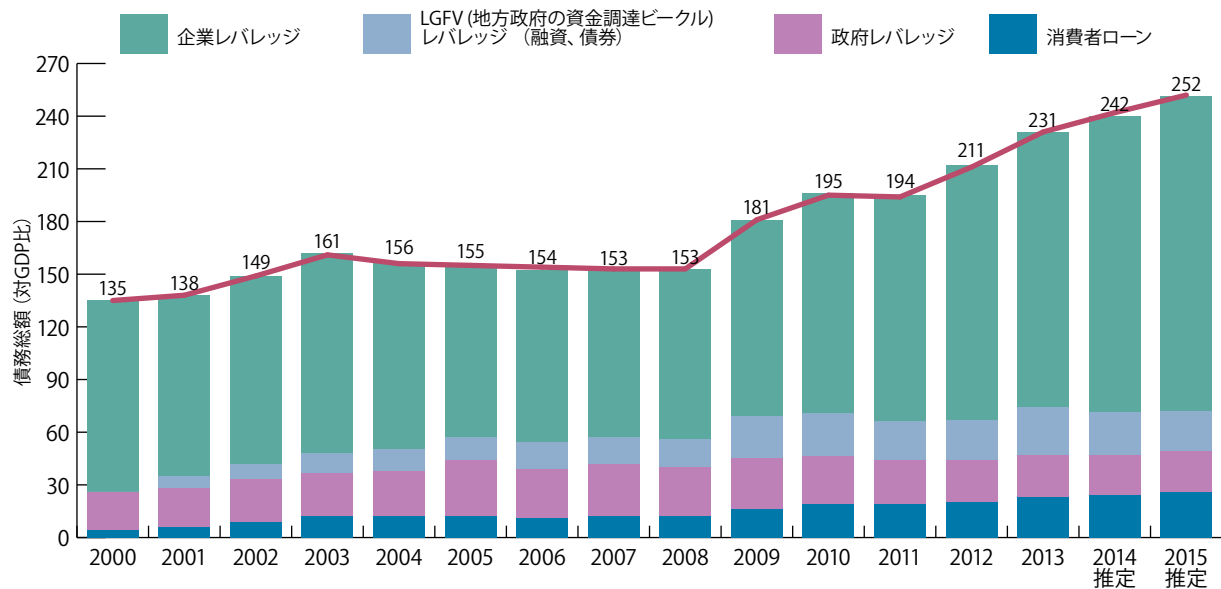
図表 1-15 投資期間



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

図表 1-16 世界金融危機以降の中国におけるレバレッジの急増

債務残高 (対GDP比) (債務種別)



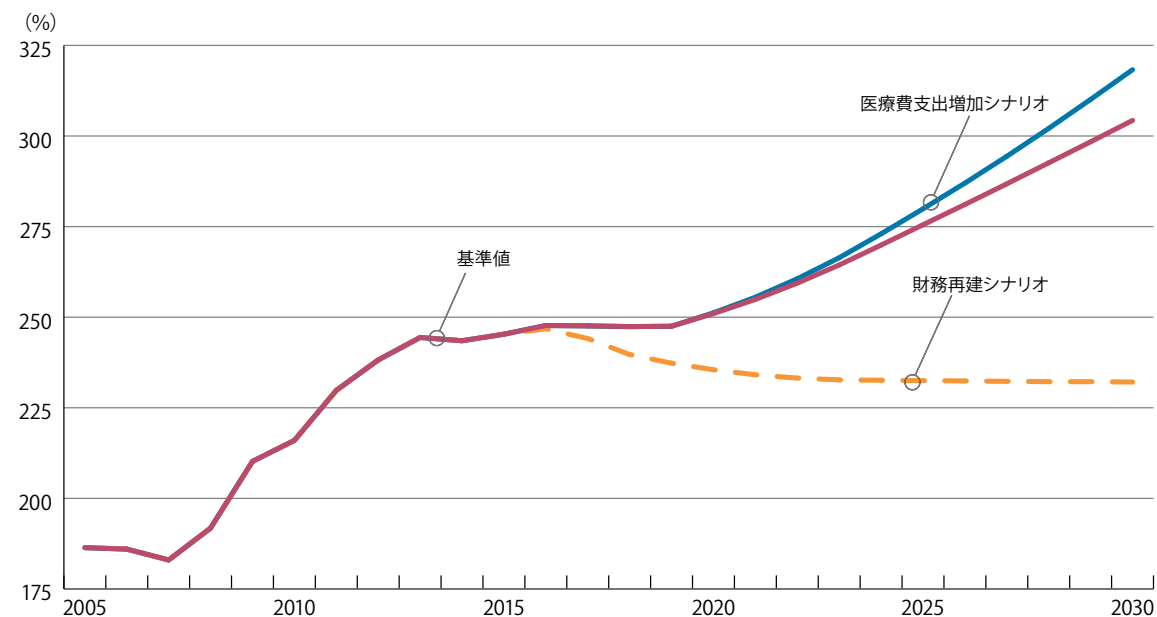
出所: 中国人民銀行、ゴールドマン・サックス・インベストメント・リサーチ

な金利上昇よりもシンガポールドルの切り下げを選ぶ可能性が高い。米国のベースレートの影響が最も大きいと思われるのは香港で、ドルペグ制により、米国のベースレートの動向が香港の銀行制度に直結するためだ。

用途変更の広まり

アジアの都市は既に人口が密集しているが、密集度がさらに高まり、また工業の中心からサービス志向の富裕な都市へ進化し始めるにつれ、都市の当局者は市内の工業地域を商業地域や住宅地域に転換する施策を強めている。

図表 1-17 日本の公的債務



出所: 国際通貨基金 (IMF)

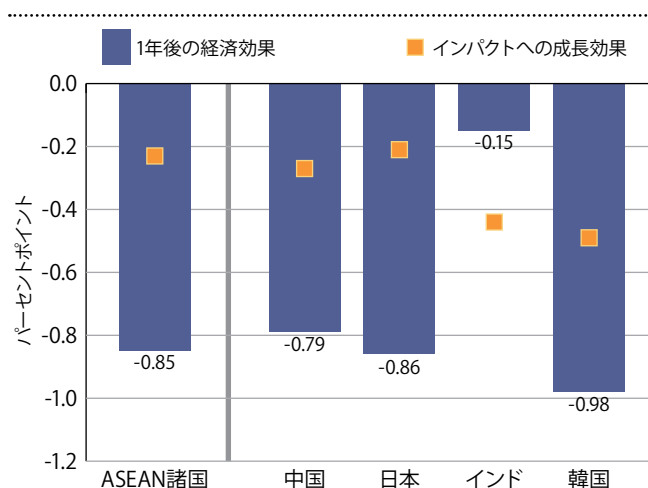
中国では大都市から緑地が消え始めているため、こうした転換を急いで進める必要がある。例えば北京に残された開発用地は124平方キロしかないと言われており、当局は市場から新たな土地区画を引き上げている。あるインタビュー回答者によると「現在表面化しつつある大きな問題の一つが『再生』だ。これまでは都市化、緑化や移民の取扱いが議論されてきたが、都市の建築物の多くが文字通り崩れつつあるため、今後は再活性化、若返り及び再生に目が向けられ、補償の枠組みの検討が始まるだろう」。今や都市のリニューアルは主要都市と二番手都市に共通するテーマとなりつつある。

こうした長期的方針の転換は既に上海などの都市で明らかに生じており、上海では各所で工業用地から商業用地への転

換が行われている。この一環として、当局は新規の工業プロジェクトや物流プロジェクトの認可に後ろ向きの姿勢を強めている。

同様の傾向はアジアの他の都市でも見られる。例えば香港では2010年に再活性化の方針が導入されて以来、特に九龍東のように新たなビジネス地区として開発が計画されているエリアで、古い工業建築物を新たなオフィスビルに転換する取り組みを当局が支援してきた。九龍都市部に所在するかつての工業用地はすべてゾーニングが変更され、再開発カリニューアルによる用途転換の準備ができています。香港のあるファンドマネージャーによると、香港でのリポジショニングに対する投資家の関心が高まりつつあるが、これは中国本土に対する投資家の関心が低下し、その代替としてこうしたプロジェクトに目が向けられていることも理由の一つになっている。

図表 1-18 米国の成長率1%の上昇と100ベースポイントの金利ショックを合わせたアジアへの影響



出所：国際通貨基金 (IMF)

オーストラリアでも用途変更が盛んに行われており、特に中国デベロッパーが、シドニーやメルボルン、ブリスベンの中心部に所在し、評価額が簿価を大きく上回るBクラスの築古オフィスビルを購入し、それをハイエンドの住宅に転換するというプロジェクトに群がっている。最近では、この動きは産業用不動産にも波及した。資本コストが安く、国内外（特に国外）のアジアの買い手に多数の新規物件をオフプランで売却することができるため、外国デベロッパーが国内デベロッパーを入札で凌いでいる。同国のあるファンドマネージャーによると「一般的にオーストラリアの銀行は国内の住宅デベロッパーに対し、国外の買い手に売ることをできる住宅の数に上限を課している。プリセール（完成前の販売）には完成リスクがあるからだ。中国のデベロッパーにはこうした制約がなく、独自の要因により活動しており、今後もそうし続けるだろう」。オーストラリアの大都市におけるオフィスビルの空室率が高い中で、こうした用途変更の動きは現在の過剰供給を減らすことになることから、前向きに受け止められている。その結果、Investa Propertyの分析によると、オーストラリアのCBDのオフィスビルストックは2013年に1.3%ほど減少した。この手法を巡っては、（おそらく誤った理解だが）住宅価格を押し上げているという理由により国内で議論が起きているが、いずれにせよ用途変更の勢いが弱まる兆候は見られない。

図表 1-19 オーストラリアの「CBD（中心業務地区）」の空室率および主要指標（市場別）

市場	空室率 2014年1月	空室率 2014年7月	追加供給量 (m ²)	退去 (m ²)
シドニーCBD	9.0%	8.4%	29,430	35,948
メルボルンCBD	8.7%	8.5%	30,534	5,894
パースCBD	9.0%	11.8%	8,195	0
キャンベラ	12.9%	13.6%	28,318	8,215
アデレードCBD	12.4%	13.8%	6,788	0
ブリスベンCBD	14.2%	14.7%	9,979	9,118
平均/合計 (全CBD市場)	10.4%	10.7%	113,244	59,175

(注)*2014年7月までの6か月間

出所：豪州不動産協議会 2014年7月オフィス市場レポート

オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアではキャップレートが高く、経済が成熟し、また他地域よりも透明性が高いことから、国内投資家も国際投資家も引き続き大量に資産を取得している。オーストラリアにおける海外投資家のプレゼンスが増大しつつあり、ジョーンズ ラング ラサルによると 2014 年 1 月 -9 月の取引高 183 億米ドルのうち約 32% を占めた。一般的に海外投資家は資金コストが低く、期待利回りも低く、レバレッジの許容度も高いため、大抵は国内の買い手に競り勝っている。

オーストラリアのあるファンドマネジャーによると「今は景気サイクルの中で特異な時点にあり、あらゆる資金源が押しかけて機会を探している。そのためオーストラリアの個人投資家、シンジケーション、REIT、非上場ファンド、そして海外投資家がこの時点で一斉に参加している。この市場では極めて異例だ」。これから生じている傾向の一つとして、外国人投資家と国内投資家のパートナーシップが一般化しており、外国人投資家は直接取得するよりも現地の運用会社とジョイントベンチャーを組むことが多い。

コアスペースでの物件取得は競争が激しいため難しくなっており、外国資金の投資が多いオフィス部門ではとりわけ困難だ。とはいえ、コアを目指す流れが変わる兆候は見られない。「価格も適切、金利も適切と思われ、安定しており、確実に入居するテナントもいる。賃貸期間も他国に比べ長いのが普通だ。信用の高い

テナントが長期的に入居すれば国債を買ったようなもので、魅力がさらに高まる」。

オーストラリアの資産のキャップレートは過去 2 年間で大幅に低下したが、ベースレートも低下しているため投資家はプラスの利回りスプレッドを保っている。トップクラスの物件のキャップレートは今や 5% を切ろうとしているが、より一般的なプライム資産では 6% をやや下回る範囲にある。インタビュー回答者の多くがさらに 25 ～ 50bps 低下する可能性があるとしているが、コンセンサスとしては、今後のアップサイドの大半は稼働率の向上から得られると見ている。

現在、稼働率と賃料は低迷しているが、オーストラリア経済がコモディティ主体の成長から離れ金融やビジネスサービスなどが牽引車としての比重を高めていくにつれ、中期的に改善していくものと予想されている。

借入コストは相応に低い（約 4.5%）。複数の投資家によると、国内の銀行は過去数年間の姿勢から転じ、不動産プロジェクトへの融資に「非常にアグレッシブ」になった。ある投資家は「それなりに高いクレジットがあれば、融資してくれる銀行には事欠かない」と語る。レバレッジの若干の上昇も報告されており、外国からの投資では LTV の平均は 50% で、ふさわしい借り手の場合には 70 ～ 75% に達している。

一方、住宅市場はオーストラリアにやってくるアジアの買い手によって活発化し、現在では「天文学的に高い」状況だ。中国、シンガポール及びマレーシアのデベロッパーが都市内部の土地を取得しており（オフィスから住宅への用途変更プロジェクトの場合が多い）、またアジアの個人投資家が新規供給される高級マンションを購入している。だが投資活動が相当激しくなったため、ある投資家は「住宅は天井が近いと感じ始めている」と述べたが、ただし「中国のマネーが入り続けているため、思っているよりも長く続くかもしれない。中国から資本の逃避が起きているのではない」。

オーストラリアの投資家の主な懸念は国内及び海外のマクロ要因だ。国内については、コモディティ分野への投資が成長を牽引する経済からホワイトカラーのサービス部門が主導する経済へとうまく転換できるかという問題であり、国際的には、中国がこれまでのような規模でオーストラリアのコモディティを買い続けるかという問題である。いずれもどの程度のインパクトがあるか分からないが、目下のところ警戒を呼び起こすには至っていない。

住宅取得に対する制約が一般化

アジア各国の政府は住宅価格の上昇と取引高の拡大を促進または抑制する手段として、自国の不動産市場への積極的な介入を続けている。実際、様々な市場で住宅価格が高騰したことから、最近の介入の度合いは全域にわたって過去最高に達していると思われる。最近、以下の国々で新たな不動産関連措置が導入された。

- インドネシアは 2013 年 3 月、セカンドホームの住宅ローンについて LTV の上限を引き下げるとともに、住宅部門に対する銀行融資に制限を加えた。

- マレーシアは 2013 年に LTV 要件を厳格化するとともに、買い手向けのデベロッパーインセンティブを終了し、続いて 2014 年に消費税を導入した。
- フィリピンは 2014 年 7 月に不動産向け融資に対する資本要件を厳格化し、不動産セクターに関与する金融機関に対しストレステスト（健全性検査）を導入した。
- ニュージーランドは 2013 年に LTV に関する規制を導入した。
- 台湾は買い手による投資としての不動産保有を制限する目的でキャピタルゲイン税と保有税を導入した。

- 韓国の住宅市場は世界金融危機後に回復しなかったアジア唯一の市場であり、政府は市場の活性化を目的に 2013 年 8 月に住宅購入者向けの優遇税制を導入した。

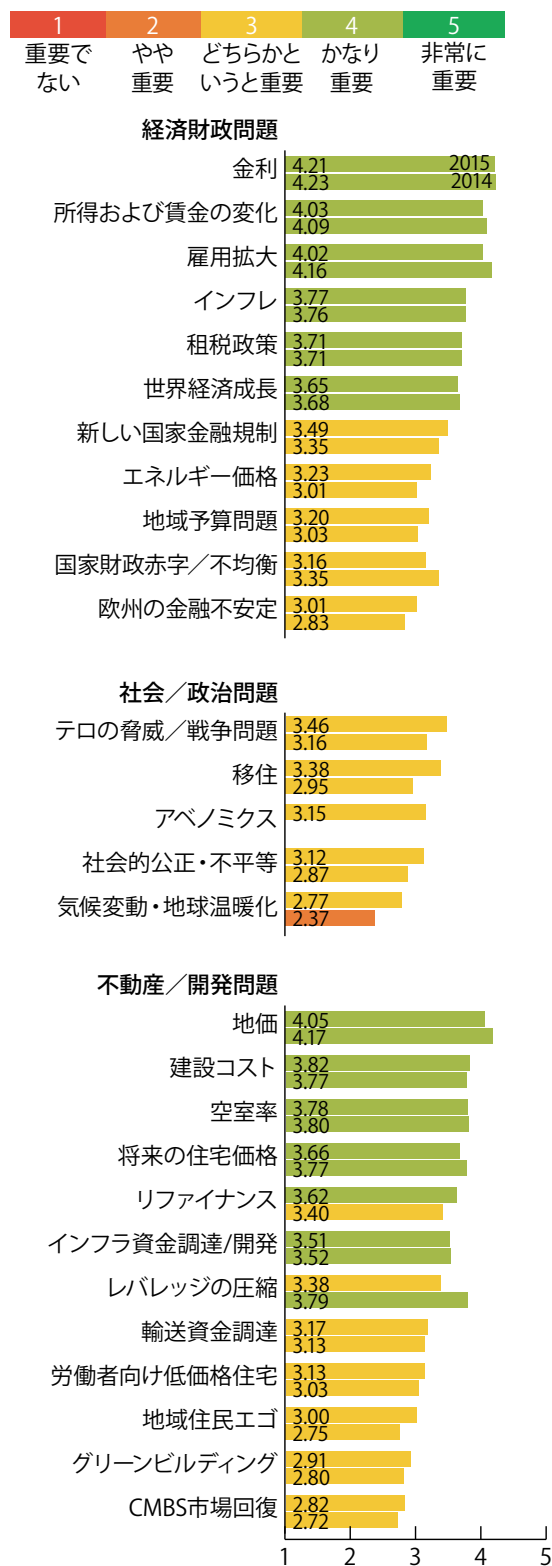
介入の度合いに関してはおそらく中国が最大であり、また最も効果的に実施していると言えるかもしれない。現在実施中のマクロブレードンス規制は 2010 年に導入され、住宅市場の血気を抑えることを目的に、主として投機的な取得への課税と消費者ローンへの銀行融資の制限を通じて行われている。去年の今頃、住宅価格があまりに過熱したため、アナリストは中国政府がさらなる制限措置を講ずるのではと憶測していた。振り返って見ればこれは中国本土の市場のボラティリティを示すものであり、そのわずか 1 年後の現在、(いささか大袈裟だが) 市場の崩壊が噂される中で、規制をどう緩和するかが焦点となっている。10 月初頭までに中国の主要都市のほぼ全てが、中央政府の暗黙の了解のうちに、住宅所有に対する規制の緩和もしくは撤廃を行った。その結果取引高は大幅に改善したが、価格曲線は変化を見せないまま第 4 四半期に突入している。

他の市場では、規制の成否はこもこもである。香港は 2013 年前半に中国と同様の規制をいくつか導入したが、理由ははっきりしないものの 2014 年 5 月には住宅価格が跳ね上がり、以降は市場が過熱を続け、第 3 四半期の住宅取引高は 1995 年以来の最高水準に達した。この結果、さらなる引締め策が実施されるのではないかと憶測を呼んでいる。香港在住のあるインタビュー回答者は「当局は LTV の上限を「現在の 60% 台から」50% か、あるいは 40% にまで引き下げることで借入れをさらに難しくするつもりだろう」と述べた。

対照的にシンガポールでは、市場を冷却するため 2013 年半ばに銀行融資の制限や印紙税の税率アップなどによる規制を導入したところ、市場全般にわたって価格が緩やかに低下し、ハイエンドでは「壊滅的」に低下した。シンガポールのメディアによると高級不動産の価格は 2012 年のピーク時から 20% ほど(観光名所のセントーサ島では 40% も) 低下した。だが実際にどの程度まで低下したかは測り難い。というのは「まったく取引がないため言い値で買えるが、本当の価格がいくらなのか誰にもわからない」からだ。取引がほとんどなく、供給過剰となりつつあり、その上政府が価格の低下にコミットしているため、見通しは依然として暗い。あるファンドマネジャーが言ったように「シンガポールの住宅市場には一旦停止の標識が立っている」。

政府の施策は必ずしも国内資本を標的にしたものではなく、またその影響も必ずしも自国市場に留まらない。中国本土の富裕層の資金は各国の住宅価格にインフレ効果を及ぼしていたため、2013 年初頭以降、環太平洋の様々な市場、特に香港、シンガポールとカナダから追い出されてしまい、今では米国や英国を含む世界各国で大量に出現している。中でもオーストラリアは中国本土の富裕層資金のターゲットとなっており、その影響は今のところハイエンド市場に限られているが、同国における 2013 年の住宅購入額のうち 44 億米ドルほどが中国の資金によるものだった。これはオーストラリア全体の新規供給の 12% (シドニーに限ればなんと 18%) に相当する。そのため流

図表 1-20 2015年における不動産の各種問題点の重要性



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

入資金の影響を抑制するために政府が独自の規制（LTV の上限設定など）を課すとの憶測が広がっている。

政府は意図していないものの、その操作によって自国の不動産市場に生じる影響として、国内の投資資金が規制の対象市場から退去していくことが挙げられる。シンガポールのある投資家は「シンガポールの住宅市場に対して政府が講じた冷却措置は開発や投資に制限を加えるものであるため、それが原因で国内資金が海外に向かうことになった。それらの多くはオフィスや商業部門と住宅部門にわたって事業を行う総合デベロッパーであり、住宅市場の減速に伴って彼らの開発事業も減速した。そのため今年の上半期にシンガポールはネットベースでアジア最大の資金流出国となった。中国をすら凌いでいるのだ」と説明する。香港でも大量の投資資金が他の別の場所に移動した。

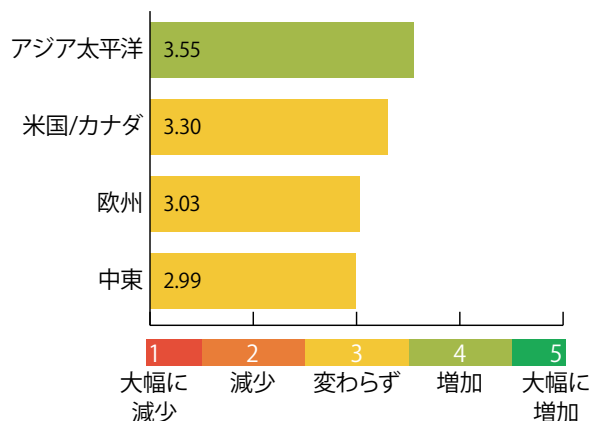
不動産キャピタルフロー

「アジアの資金が不動産分野で果たす役割は、アジアはもとより**世界的に**高まっていくが、その役割の構造的転換がまさに始まったところだ」。

2014年1月-9月のアジアの不動産取引は前年同期比5%減となった。2013年の数値が過去最高だったことを考えると、これはわずかな低下に見えるかもしれない。だがジョーンズ ラングラサールによると、同時期に米国と欧州の取引高はそれぞれで36%増及び29%増と大幅な伸びを示しており、これと比較するとアジアの状況には見た目以上のものがあるのは明らかだ。

この低下にはいくつか理由がある（特に中国における取引の大幅減など）が、主たる原因の一つは相対的評価である。あるアナリストによると「資本調達があまくいっており購入意欲の盛んな投資家はたくさんいるが、多くの国で回復がそれほど堅調でないため、状況がいつ反転するかという点が懸念要素となっている。また物件価格が上昇し、リスクとファンダメンタルズから判断して「ここまでなら払える」という金額を超えてしまっている。「簡単に言えば、現在の欧米の資産の方がアジアよりもリスク調整後リターンが良いということだ」。

図表 2-1 2015 年における不動産に向けられる
エクイティキャピタルの推移（調達地域別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

流入を続けるアジアマネー

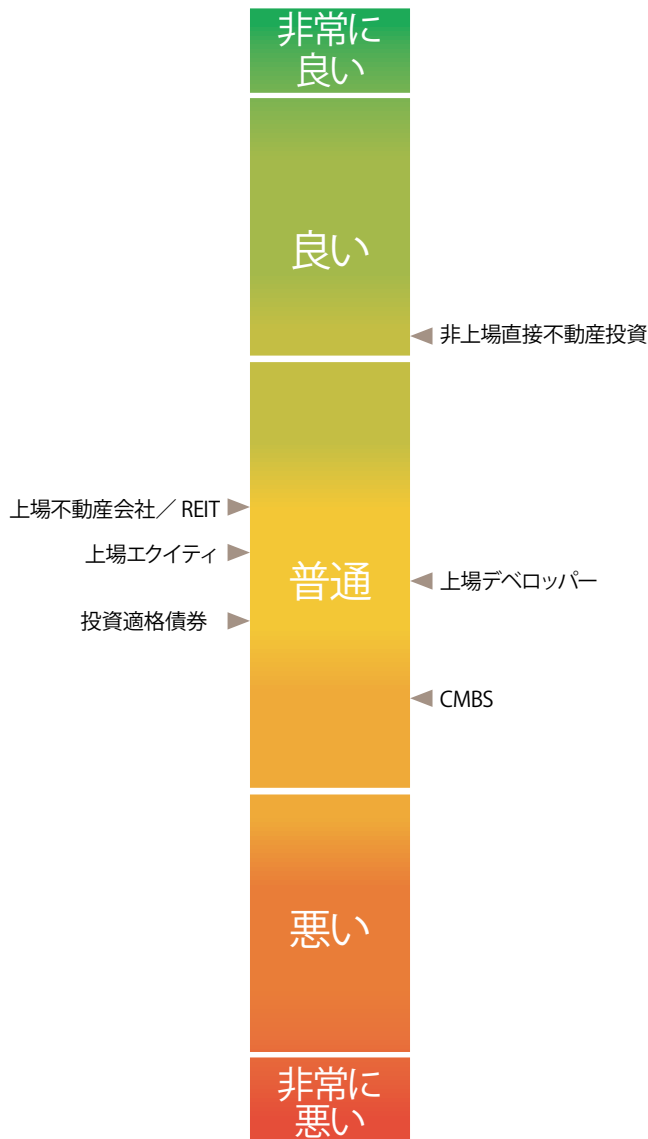
確かに、これは資金不足から生じるものではない。それどころか、不動産の投資先を求める大量のニューマネーがアジア各地の様々な資金源から出現しつつあり、ある投資家の言葉を借りると「アジアの資金が不動産分野で果たす役割は、アジアはもとより世界的に高まっていくが、その役割の構造的転換がまさに始まったところだ」。また別の投資家は「現在の動きはまだ冰山の一角に過ぎない」と述べる。こうした新たな資金で最も目立つのは中国と韓国マネーであり、彼らは既に国際市場で何年も投資しているアジアの（特にシンガポールの）機関投資家の後に続いている。

これらの新たな資金源とは一義的に、ソブリン・ウェルス・ファンドや年金基金、保険会社などの大手機関投資家である。彼らは近年に蓄積した大量の資金を展開する必要があり、あるいは既存の資金を初めて不動産に投入しようとしており、もしくは既に行っている不動産投資をさらに拡大しようとしている。

アジアの投資家による不動産への投資配分は比較的低い（調査会社のブレキンによると現在平均して約6.9%）が、こうしたニューマネーにより、欧米で一般的な水準（欧州の平均は現在10.2%）に向けて徐々に上昇していくだろう。ある投資家は「彼らは、不動産投資の経験の長い欧米機関投資家に比べ遥かに低い比率から始めているが、世界的なベンチマークとして最終的に12%程度まで引き上げようとしていると思う」と述べた。

アジアの新たな資金が突如として世界を大量に流れ始めたのは、こうした機関投資家が蓄積した資金が巨額になり、自国市場をゆがめる恐れがあるため国内で安心して展開できなくなったことも一因だ。これに該当するのは韓国の年金基金（例えば3,000億米ドルの資産を有する国民年金公団は世界第3位の公的年金基金である）や台湾の保険会社で、後者は大きな資産ベースを持ち台湾の事業用不動産取引高の約40%を占めている。2013年半ばに法律が改正され、保険会社による外国での投資が認められた。現在、こうした機関投資家が国内市場から国際市場へと少しずつ進出しているのだ。

図表 2-2 2015 年における資産クラス別投資の見通し

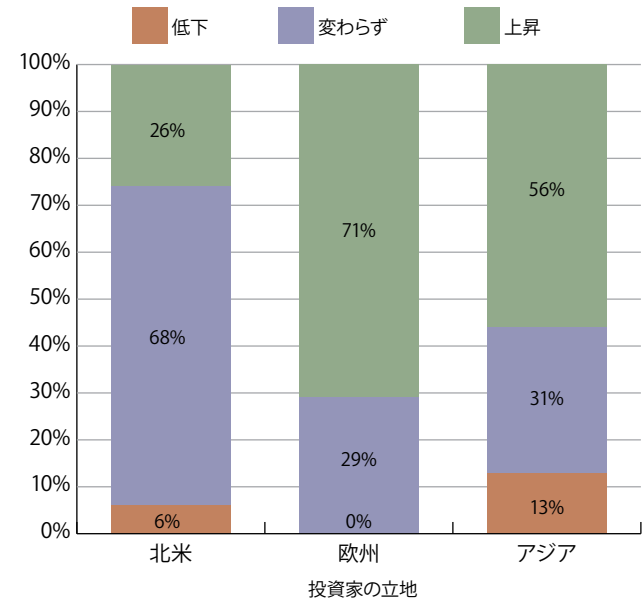


出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

さらなる資金が到来するか？

こうしたグループによるニューマネーの大波にもかかわらず、これまでのところ大手機関投資家が国際市場にほとんど出ていない国がアジア太平洋地域でまだ 2 つある（ただし状況はまもなく変わると思われる）。日本の年金基金（特に 1.2 兆米ドルの資産を持つ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF））は現在、世界最大級の資金プールを有しているが、その大半は低利回りの日本国債で運用している。日本の人口動態の変化により、今や年金基金は日本国債から得られる以上の収益を上げねばならない。10 月末、GPIF は投資配分を大幅に変更する新たな投資戦略を発表した。その中核は、現在保有している日本国債

図表 2-3 非上場不動産配分に対する投資家の意欲（地理別）



出所：ブレキン・リミテッド「不動産 スポットライト」（2014 年 10 月）

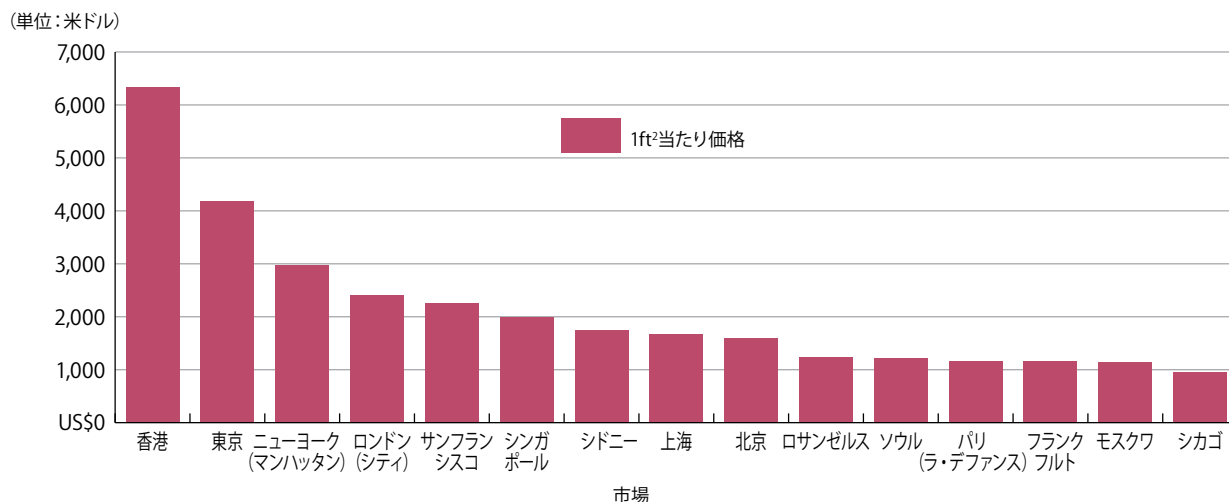
の 26% を国内及び海外の株式に充当することだ。また不動産を含む代替投資に新たに 5% を配分する。この資金のうちどの程度が外国の不動産資産に向かうのかは不明だが、GPIF の資産ベースは巨大なため、この戦略転換により、そして日本の他の公的ファンド・民間ファンドが GPIF によるポートフォリオのリバランスに追随する可能性が高いことから、アジア太平洋地域の資産価格が大きな影響を受けることになると思われる。

年金基金がまだ国内から打って出していないもう一つの国はオーストラリアである。退職年金基金（スーパーアニュエーションファンド）は景気急上昇の中で国際的な分散を図ったが世界金融危機によりポケットに大きな穴が開き、近年は内向きの姿勢を保ってきた。だがこのアプローチも変更を余儀なくされるかもしれない。ある投資家は「スーパーアニュエーションに膨大な資金が流れ込めば、国内の不動産市場にはそれを吸収するキャパシティがなく、需要と供給の構造的な不均衡が生じる。だからやがては彼らも海外に目を向けると思う」と述べた。

だが目下のところそうした動きはほとんど見られないが、それはオーストラリアの利回りが高いため他に向かうインセンティブがほとんどないという理由だけではない。オーストラリア統計局によると、国内の年金基金は不動産への配分を毎年 35 億米ドルのペースで増やしているが、これに対し年間 350 億米ドル相当の非住宅開発物件が新築・供給される。この差額は時間とともに縮小するだろうが、現状では大きな資金ギャップがあり、それを民間資金、特に海外の資金が埋めねばならないのである。

図表 2-4 超高層ビル指数 (2015年)

プライム資本価値

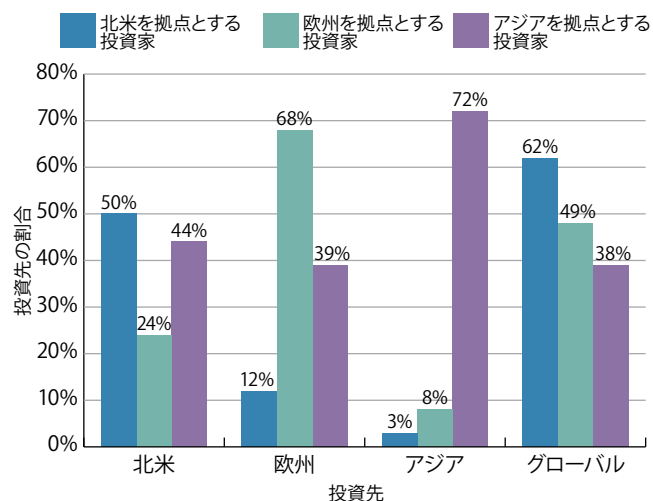


出所: ナイトフランク「世界の都市: 2015年報告書」(2014年秋)

欧米に目を向ける

2014 年のアジアの取引高が前年を下回ったもう一つの理由は、相当数のアジアの投資家がアジアではなく欧米で資産の取得を図っていることだ。ブレキンが 2014 年半ばに行った調査では、地理的分散を追求する姿勢はアジアの投資家の方が欧米の投資家より強く、アジアの回答者の 44% が北米の不動産を、39% が欧州の不動産に関心を示し、33% がグローバルファンドに狙いを付けていた。

図表 2-5 今後12カ月間における非上場不動産投資家の投資先 (投資家の立地別)



出所: ブレキン・リミテッド「投資家の展望: オルタナティブ資産 (2014年下半年期)」

ジョーンズ ラング ラサールによると、2014 年 1 月 -9 月にアジアの投資家が取得した欧州不動産は 75 億米ドルに達し、さらに 49 億米ドルが米国に向かった。

では何を取得しているのだろうか。国際的に事業を展開する仲介業者の一人は、標準的なアプローチだと言う。「中国の保険会社や韓国の年金、あるいは台湾の保険会社の場合、大抵は不動産の直接購入か株式の 100% 取得を意図しており、ゲートウェイ都市のコアなオフィスビルに狙いを定めている」と説明する。だが、時とともに彼らの戦略が変わり始めている。まず、外国市場の力学を理解するにつれて投資家は自然に二番手市場に移行していくものだ。ゲートウェイ都市ではキャップレートが低いからだ。これは欧州ではドイツとフランスの諸都市(特にパリ)を意味し、米国ではシカゴやヒューストン、アトランタなどを指す。物件タイプとしては伝統的にオフィスが対象とされてきたが、これも変化しており、投資家はホテルや新規開発案件に向かっている。

投資トレンドの自然な進化は取引構造にも見られる。直接投資が依然として一般的だが、ファンドマネジャーを指名し別勘定によるマニフェストを与える手法の採用が増えつつある。あるインタビュー回答者は「それは直接投資と間接投資の間に位置するもので、パートナーが一定水準の経験、技術的ノウハウや専門技能を有し、資産運用を展開できる様々な資産クラスに投資することが可能だ。一方、ブラインド型ファンドからはこうしたアジアのニューマネーを取り込もうとする強い需要はまだ見られない」と説明する。

プライベート投資家が 集団に加わる

アジア発の新たなクロスボーダー資金の最大の源泉はアジアのソブリン・ファンドや機関投資家だが、プライベート資金（企業及び個人富裕層の資金）も目立っている。例えばシンガポールのデベロッパーは鈍化する国内市場に代わる投資先を求めて、公的データによると 2014 年 1 月から 9 月にアジア及び欧米でほぼ 100 億米ドルの外国資産を取得した。また中国の多くの大手デベロッパーも、国内の開発リターンが低下し営業環境も悪化したところから、国内に代替する外国の投資先を探している。ある大手外国ファンドの投資家がそうしたデベロッパーの一社との協議の中で説明されたように、こうした動きの背景にあるのは「当社は長らく住宅を手掛けており、一つの資産タイプしか経験がなく、一つの国に留まってきたが、資金があり、分散を図らねばならない。そのため別の不動産セクターやまた別の国々に進出してリスクを軽減する」という発想である。

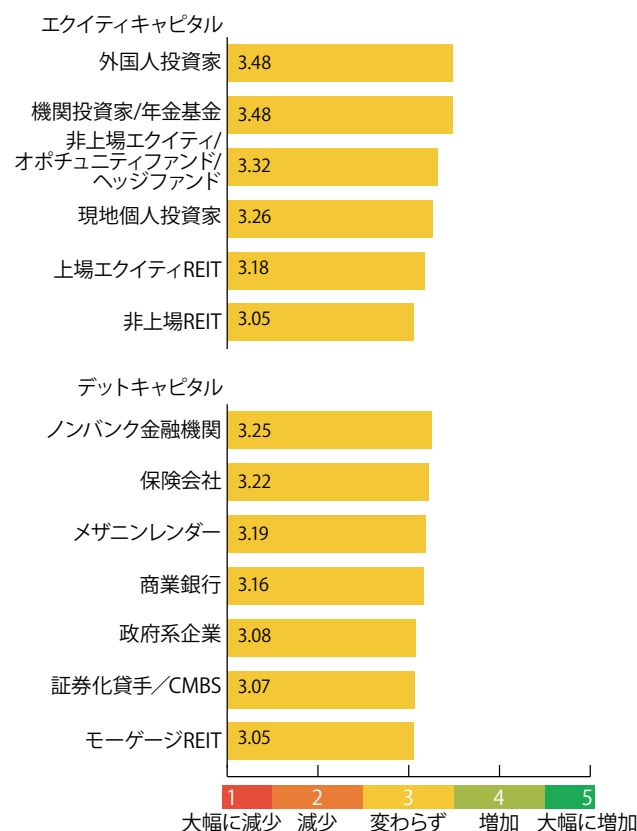
現在、世界中の市場で中国デベロッパーが表面に登場しつつある。オーストラリアでは、彼らは都市中央部の築古オフィスを高級住宅に再開発しており、マレーシアでは国境を挟んで

シンガポールと向かうジョホールバルで少なくとも 3 社の大手中国デベロッパーが一連の大規模開発により数万戸の住宅を建設中だ。そして米国と欧州ではホテルと高級マンションに注力しており、その多くが中国人顧客を対象としている。

こうした初期のプロジェクトの多くは成功を収めたが、インタビュー回答者の中には中国人による外国市場への進出があまりに大規模で、また速すぎるのではないかと疑問視する者もいる。あるインタビュー回答者は「中国人であろうがなかろうが、デベロッパーは伝統的に海外市場でしじってきた。中国人は大雑把に『ブランド分散』と呼んでいるが、やがて多くの災難に見舞われると思う」と述べた。問題となりえる事項としていくつか挙げられる。

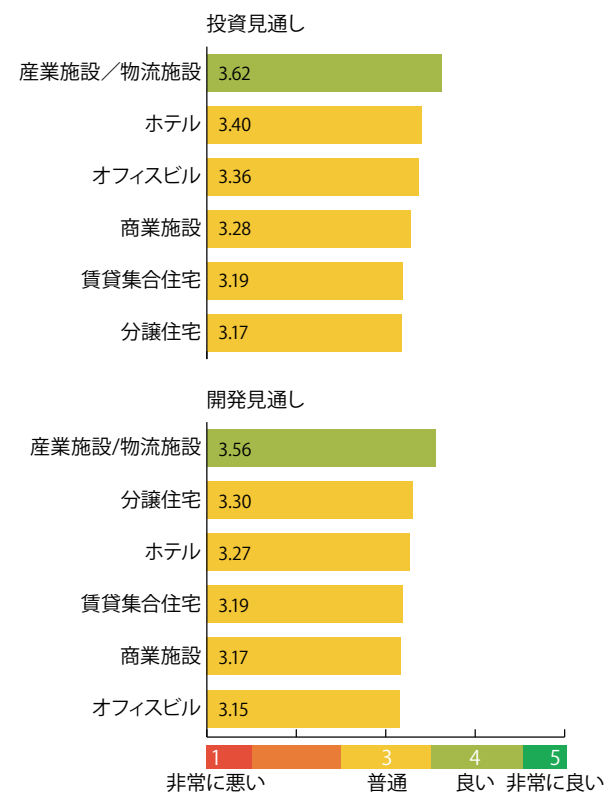
- 現地パートナーなしに運営しているものが多い。これは最も順調な時でさえリスクなやり方だが、中国と欧米の文化の違いを考えると特に危険性が高い。例えば中国本土では、デベロッパーは早く結果を得るために政治的影響力を行行使することが多い。あるインタビュー回答者は「ビジネスのやり方が全然違う。中国では関係性を非常に重んじるが、それはカネへのアクセスや意思決定者へのアクセスを意図したものだ」と指摘する。だが国際的な常識では、デベロッパーは役所と書類の要件に従わねばならず、それには何年もかかる場合がある。また運営のやり方も異なる。香港の

図表 2-6 2015年における不動産に向けられるキャピタルの推移（調達先別）



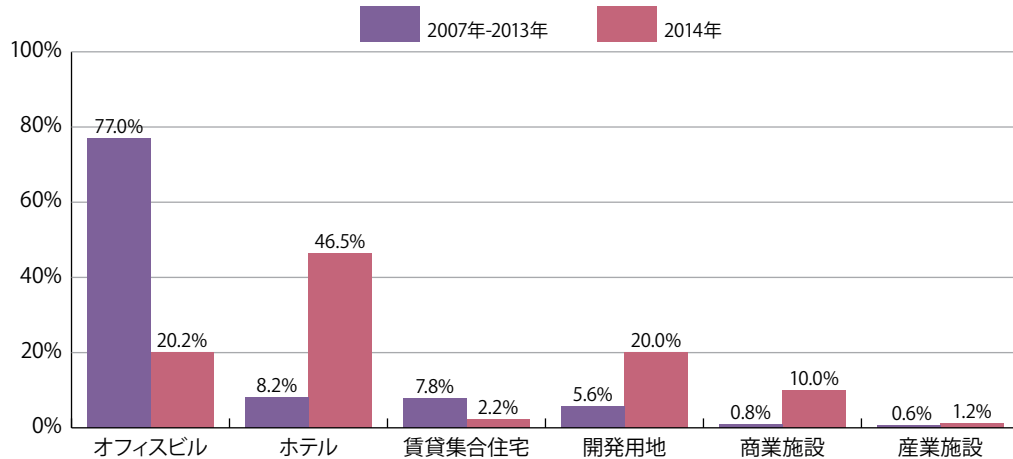
出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015 アンケート

図表 2-7 主要事業用不動産タイプ別 2015年の見通し



出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015 アンケート

図表 2-8 米国の事業用不動産への中国の投資活動（物件タイプ別）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス（2014年第3四半期）

あるインタビュー回答者によると「中国では設計図面が7割ほど出来た段階で開発を始める。そんなことを欧米でやろうものならたちまちコントラクターからクレームを受け、追加費用が発生することは確実だ。場合によっては当初予算の3倍になることもある」。

- 新築マンションのかなりの部分が中国本土の買い手に事前販売されている。これはプラスにもマイナスにもなり得る点だ。ある投資家は「彼らは建設中に中国から買い手を連れてくる。それでプロジェクトの成功が保証されるわけではないが、ダウンサイドは減らせると思う」と語る。だが同時に、それでは現地でのブランド確立に貢献せず、デベロッパーは現地の嗜好を学ぶことができず、外国の買い手が見つからなくなったら問題が生じる恐れがある。
- 投資家の間に、中国本土のデベロッパーが土地代を払い過ぎていてのではないかと疑念の声がある。これは彼らの資金コストが安く、また多数の住戸を事前販売できることが一因かもしれない。だが、中国デベロッパーが外国市場に不案内なせいではないかと疑問が生じている。オーストラリアのある投資家は「ここで何十年もアップダウンを経験してきたという中国デベロッパーはほとんどいない。彼らはできるだけ早くプロジェクトを売却し、そのカネで次のプロジェクトを手掛けようとしているが、私の見積もりからすれば彼らの期待はいささか楽観的なようだ」と語った。

通貨のボラティリティが上昇

最近、米国のベースレートの上昇期待と日本の景気刺激策の継続により為替レートの変動が激しくなっているが、これから思い出されるのは、アジアの通貨が過去において世界の経済事象に大きく左右されてきたという事実である。先日、日銀がさらなる金融緩和を発表し、また特に年金基金が資産分散のため株式の購入を拡大する予定であることから、今後為替がさらに変動する可能性があると多くのアナリストが考えている。

にもかかわらず、多くの投資家は通貨の変動を大して気にしていないように見える。これは一つには、アジア太平洋地域の主たる通貨リスク源だった日本円とオーストラリアドル（豪ドル）の米ドルレートが下がったことによる。いずれも2014年10月末時点で、過去2年間に約29%の円安及び約15%の豪ドル安となった。さらに、ジャパンリスクはヘッジコストが低いことと円建ての借入金によりレバレッジを高められることで相殺可能だ。東京のあるファンドマネジャーは「通貨変動はそれほど大きな問題とは思わない」と言う。「懸念材料ではあるが、投資の意思決定に大きな影響を与えるとは思えない。日本円については、あとどのくらい下がるかと言えば、120円までにはいかないだろう。対処可能な範囲にあると思う。」

オーストラリアでは、流入する資金の大きな割合を大手機関投資家が出資するファンドが占めており、そうしたファンドはグローバルベースで資産に投資するため為替ヘッジの必要がない。すなわち、あるインタビュー回答者が言ったように「最終的に良い結果となる」。しかし、規模の劣るプライベート・エクイティ・ファンドでは為替リスクはより深刻に受け止められており、多くのインタビュー回答者がオーストラリアへの投資における最大の単一リスクとして通貨を挙げた。オーストラリアのあるファンドマネジャーによると「豪ドルの変動に対してヘッジせざるを得ない者は、年間250～350bpsのヘッジコストを例えばユーロで処理している。そのため6%の利回りにとってはかなり厳しいのは明らかだ」。

資本調達がやや楽に

世界金融危機の発生以降、アジアのほとんどのファンドマネジャーにとって新たな資本調達は重要な課題の一つとなってきた。リミテッド・パートナーシップ (LP) は総じて投資ファンドへの新たな出資に消極的であり、また出資する場合も様々なひも付きのことが多く、意思決定に関して大きな影響力を及ぼすことができた。

だが今年は、どの投資家も資本調達が易しいとは言わないまでも、ムードが大幅に改善したのは確かなようだ。香港のあるファンドマネジャーによると「易しいわけではないが、例えば1年前か2年前と比べれば確かに易くなっている。欧州や米国には役所の規制が多くそれに従わねばならないが、アジアの実態としては、真の問題は資本の調達そのものではなく調達の取引にある」。ここでもまた、最高の実績を持つ最大級のプレーヤーの方が苦労が少なく、年間を通じてクロージングを行い、しかも目標を上回る金額の場合も多い。2014年にはアジア太平洋地域の5つのファンドがそれぞれ5億米ドル超の資本を調達した。

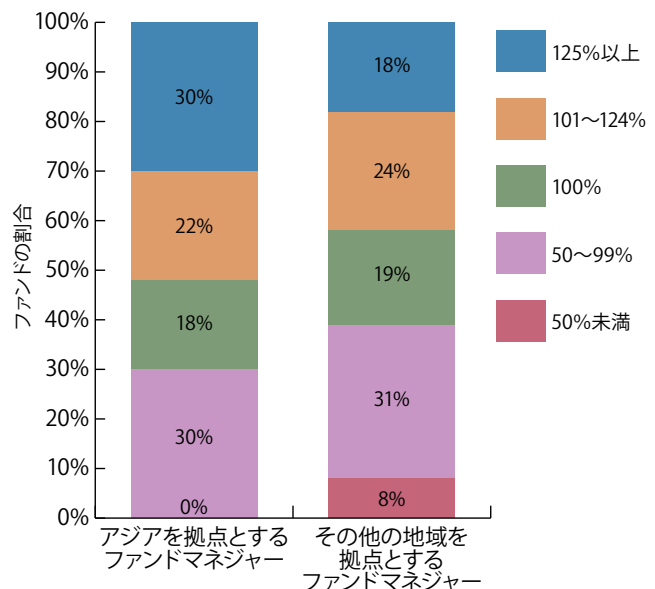
機関投資家やソブリン・ファンド及び個人富裕層による資金のプールがアジア太平洋地域で急成長しており、ローカルのファンドもこれを取り込むことができた。例えば中国では、人民元建てのプライベート・エクイティ・ファンドが2013年に計81億米ドルの資本調達を行ったが、これは前年の2倍を超える金額だ。さらに、あるファンドマネジャーによると「特に韓国と中国の資産運用会社及び証券会社で、米国でパートナーシップの構築を図っているところの関心が高まっており、とりわけ既存のプラットフォームへの資本参加あるいは直接取得を望んでいる」。また、デベロッパーが国際投資のためにプライベート・エクイティ・ファンドから追加の資本調達を得ようとしているのも現在の傾向の一つである。

あるファンドマネジャーが述べたように「特に米国と英国の開発プロジェクトを巡って、デベロッパーはリスクを分け合い、そうしたプロジェクトへのエクスポージャーを分け合い、エクイティ及び場合によってはデットを提供してくれる戦略的パートナーを求めている様子が見える」。

一般的にLPは今年、以下のようなファンドを探してきた。

- コア資産またはオポチュニスティック資産が見つけにくくなったため、バリュー・アード型及びコア・プラス型投資のリターンに注力しているファンド
- 専門性を高めており、特定の地域また資産クラスへの注力を強めているファンド
- 巨額の資金を持つ上級の投資家向けに別勘定で投資運用を行うファンド

図表 2-9 2013年から2014年にかけて運用が終了した非上場不動産ファンド（運用目標に対する達成度）：アジアを拠点とするファンドマネジャーとその他の地域を拠点とするファンドマネジャーの比較



出所：ブレキン・リミテッド「不動産 スポットライト」(2014年9月)

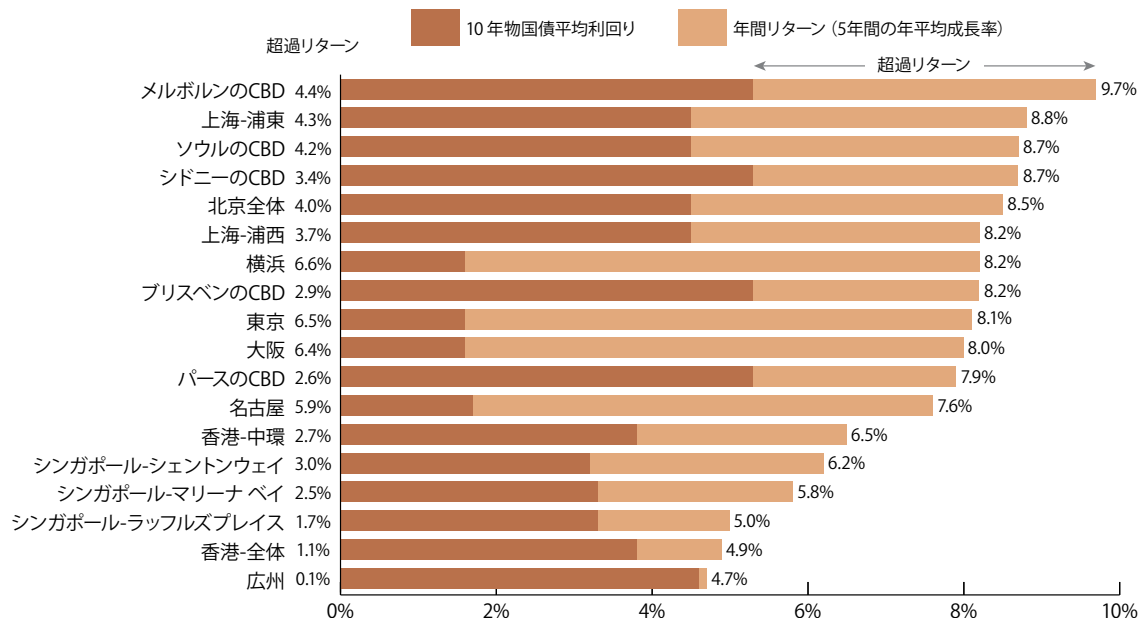
銀行からの借入れは容易

銀行部門は引き続きアジア太平洋地域における不動産向け融資の大半を担っている。アジアでは借入コストが非常に低いことがキャップレートをもさらに押し下げた。投資家はキャップレートがかなり低くても依然としてプラスのイールドギャップを得られるからだ。この状況は金利が大幅に上昇すればもちろん変わるだろう。それが理由の一つとなっており、多くの投資家が香港などの市場を避けている。香港のプライム資産のキャップレートは現在3%もしくはそれを下回る水準にある。

この一年間、アジア市場全体にわたって信用供与が簡単に得られる状況が続いてきた。LTVは60～65%（日本ではさらに高い）で幅広く活用されている。日本の借入コストは1%未満が一般的であり、昨年よりもさらに低下したという点で他と異なっている。信用が簡単に得られる状況にない例外として特記されるのは中国とインドで、政府が何年にもわたり、不動産部門に対する銀行融資を抑える政策を実施してきた。ベトナムでは政府が巨額の不良債権（ほとんどが不動産部門の不良債権）の解消に取り組んでおり、銀行は2年以上にわたり不動産プロジェクトへの融資を拒んできたが、今では融資が再開され、市場の回復が期待されている。ベトナムのある投資家は「不動産開発への融資はプロジェクトや立地によって大きく異なるが、借入コストは9～11%の間だろう。2年前は20%だったから、これは大きな改善だ」と語った。

新たな動きとして興味深いものの一つは、アジアの銀行が資金の輸出に対する積極性を高めたことだ。そのため一部の国々のレンダーはアジアの機関投資家及びプライベートエクイ

図表 2-10 予想複利年間リターン、超過リターンおよび国債利回り



出所：ドイチェ・アセット&ウェルス・マネジメント「アジア太平洋地域の不動産の戦略的展望」：年次レビュー(2014年8月)

ティ投資家が国際市場に進出するのを積極的に支援している。これは実質的にキャリートレードであり、アジアから他地域の高利回り投資に低コストの資金を提供するものだ。現地での銀行と顧客との長期的関係によりこうした動きが容易になっている。シンガポールのあるインタビュー回答者によると「現在、投資家が国際市場に進出するに当たって、アジアのエクイティとアジアのデットが手を結んでおり、アジアの銀行が投資先の銀行よりも競争力のあるコストでデットを提供している。これは例えばロンドンで行われており、シンガポールの銀行が住宅開発に資金を提供している」。

日本も、銀行が潤沢な資金を有しているものの儲ける機会がほとんどない市場の一つだ。これは借入コストが非常に低いためでもあり、また政府が自身で国債を大量に購入しているため銀行が国債に投資する機会が減っているからでもある。現時点では、邦銀は企業の M&A 取引以外では国際市場で格別に

活発に動いているわけではないが、これは多分変わっていくだろう。今後円安がさらに進む見通しであり、日本の巨大な年金基金が大量の投資資金を外国市場に投入しようとしているため、恐らく邦銀もこれに追随し、クロスボーダー取引を行う投資家にデットを提供していくだろう。

銀行による格安のファイナンスにアクセスできるため、他の資金源の大部分が市場から押し出されている。保険会社は融資業務も行っており一部の国（特に日本及び潜在的にオーストラリア）でシニアローンを提供しているが苦戦している。あるエグゼクティブが認めるように「銀行との競争は非常に厳しい」ためだ。

オーストラリアでは、一部のインタビュー回答者が触れたように、米国私募 (USPP) 市場で有利な条件の融資を受けることができる。USPP では（アジアの銀行はもとより）オーストラ

図表 2-11 商業施設 賃貸条件 (国・地域別)

国名	LTV	リファレンス・レート	スプレッド (bps)	金利 (bps)
オーストラリア	40~60%	オーストラリアのバンク・ビル・スワップ・レート、3.25%	175~200	500~525
中国	50~60%	基準貸出金利 (3~5年間)、6.4%	150~200	790~840
香港	50%	香港の銀行間取引金利 (1年物)、0.85%	300~350	385~435
日本	50~70%	日本の円スワップ金利 (5年物)、0.3%	55~100	85~130
シンガポール	50~70%	スワップ提示レート (3年物)、1.00%	200~225	300~325
韓国	50~60%	韓国の5年物国債、2.73%	150~200	420~470

出所：CBRE、キャピタルIQ、各中央銀行・通貨当局 (2014年8月)

リアの銀行が提供する短期借入金（3～4年）に見劣りしない有利なコストで長期借入金（13～15年）を調達できる。日本では短期借入金よりも長い（7～10年）固定金利の借入金も調達可能だ。

中国：拡大を続けるシャドーバンキング

アジアではデットが安く簡単に手に入るのが一般的だが、それがひっくり返ってしまった市場の一つが中国である。政府は2011年に、デベロッパーによる銀行融資へのアクセスに対し厳しい制限を課した。これは銀行部門のソルベンシー（財務健全性）を守り、過熱する不動産部門に火を注いできた流動性を削減するためだ。その結果、いわゆるシャドーバンキング業界が急速に出現してきた。シャドーバンキングは資金難に喘ぐ多数の建築会社に資金を提供するだけでなく、代替投資先がほとんどなかった大量の国内資金に対し高いリターンを生み出すことによって成功を収めた。

シャドーバンキング市場で最も重要な要素は信託商品及び委託貸付である。信託商品は2010年頃登場し、中国本土の銀行（信託銀行）が融資不適格となった借り手（多くはデベロッパー）に信用供与を行うために設定した、オフバランスの資金源だ。業界のデータによると、現在の資金コストは9.4% 辺りとなっている。信託商品はもともと個人顧客向けに販売されていたが、2011年に破綻が相次ぎ、不適切な運用と信用リスクの評価に関する制度上の問題が表面化したため、政府は規制を導入し個人顧客向けの信託商品の販売を禁止した。

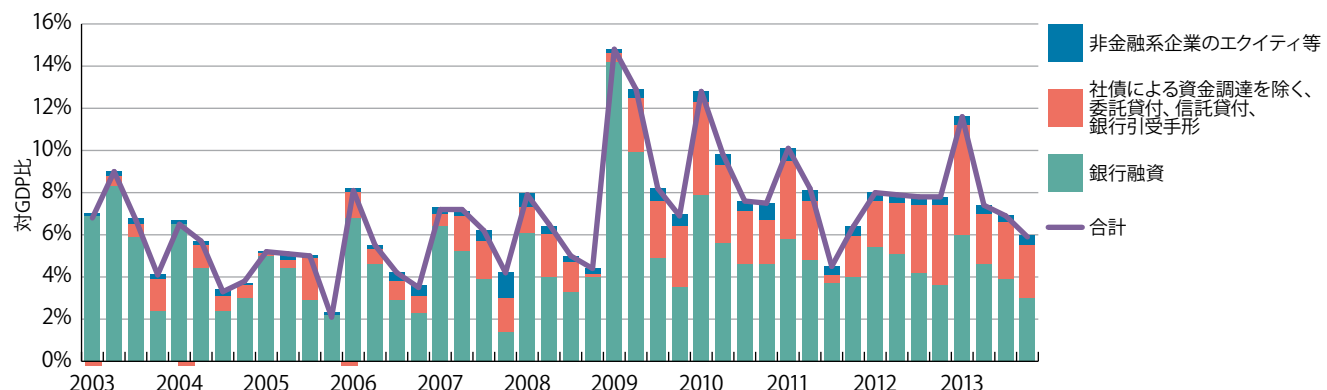
だがそれでもシャドーバンキング業界の成長は止まらなかった。高利回りのため、個人富裕層や企業顧客など投資意欲のある投資家がすぐにこれに飛びついたのだ。国際的な資金源からのホットマネーも、香港及びシンガポールの銀行から中国に向かう巨額の資金流入を通じて中国の信託商品に向かったと言われている。

政府は信託商品の統制に努めているものの、既存のストラクチャーが標的にされると直ちに適応して新たなストラクチャーを採り込む市場では、その効果は限定的だ。信託商品は引き続きオフバランスの資金供給ビークルとして活用されている。その上、地下でも相当の取引が行われており、実態を把握するのは難しい。急成長中の保険部門も最近、デベロッパー向けに信託スキームを用いたローンの構築を開始しており、2014年半ば時点の融資総額は約150億米ドルに達している。中国本土の資産運用業界はもともと政府が銀行部門の不良債権を処理するために創出したものだが、やはり不動産金融の主たる担い手の一つとなっており、銀行から資金を借り、信託ストラクチャーを通じて利ザヤを上乗せして再融資している。

不動産部門の不振が続いており、破綻する信託が増加し、また2015年に償還を迎える信託の償還額が記録的な金額にのぼることから、信託商品による開発部門向けの融資において借り手の選別が厳格化している。信託商品にアクセスできないデベロッパーでも別のプライベートエクイティを入手する道があるが、その多くは国内の資金によるメザニンローンの形を取っており、コストは非常に高つく。ある投資家は「金利は企業によって異なるが、30%という高利もあり、とても耐えられるものではない。一般的には10% 半ばだと思うが、それでも非常に厳しいだろう」と述べた。香港のあるコンサルタントによると「こうした資金は土地の取得に使われることが多い。さもなければ銀行が提供するか、デベロッパーが自身の資源を使うしかないだろう。そのため現時点では政府が大目に見ているようだ」。

中国の当局は信託ストラクチャーによる借入を抑えるため2014年の下半期に再び介入し、その結果新規の発行は激減した。にもかかわらず、中国のシャドーバンキング部門に対する規制の枠組みは不適切であり、何らかの方法で資金がデベロッパーに提供されるのを防ぐことはできないと見られている。特に、中国の保険会社はシャドーバンキングによる資金供与の新たなチャンネルとして、2014年に「ユニオンリンク保険」（被保険者に対し保険金に加え保険料の運用収益も分配する保険）

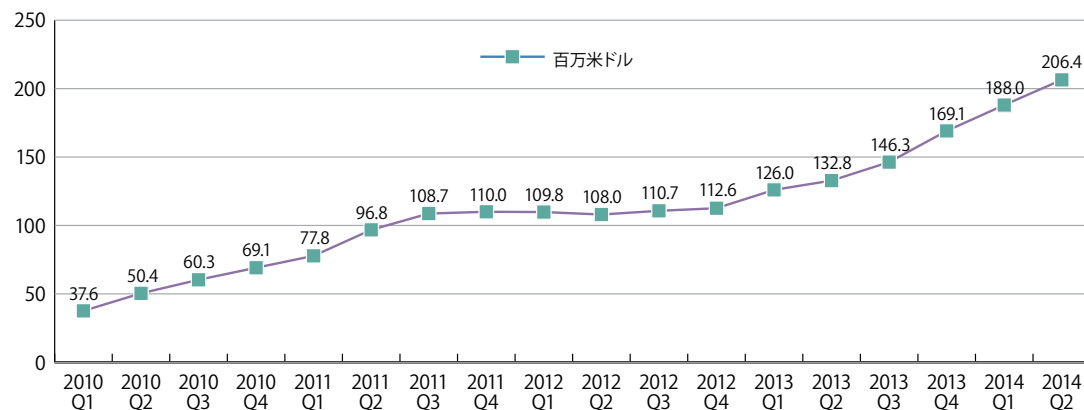
図表 2-12 中国の資金調達手法の推移



注：四半期GDPの4四半期ローリング合計の割合

出所：国際通貨基金（IMF）、「アジア太平洋地域経済展望」（2014年4月）

図表 2-13 中国の不動産運用資産



出所：中国信託業協会

と呼ばれる新商品の発売を開始した。この引受の基準について再び疑念が生じている（ある投資家は「とんでもない」と表現した）ものの、アナリストはこれが今後ノンバンク融資の重要なチャンネルになると見ている。

インド：メザニン投資

インタビューで繰り返し出てきたテーマの一つは、アジア太平洋地域全体にわたって「エクイティが多すぎデットが不十分」であることが、物件価格の高騰とキャップレートの低下をもたらした大きな要因になっているということだ。とはいえ、依然としてデットが不動産金融の確固たるベースとなっている市場が一つある。インドの銀行はほとんどのプロジェクトに関してデベロッパーへの融資に消極的な姿勢を保っており、融資する場合も高い利率を設定している。同時に、規制環境が不透明なため、投資家（特に海外投資家）がエクイティを投入しようとする際に法的問題が生じてきた。

その結果、過去数年間にわたり投資の重要な手段としてデットに注目が集まってきた。デットによるリターンはオポチュニスティック投資のリターンと同等であり、エクイティではなくデットを選ぶのに「頭を使う必要はない」。ある外国のファンドマネジャーは「以前、市場が非常にホットだった際にピュアなエクイティ投資を行ってすべてを失った。その後、エクイティのストラクチャリングを行ったが、ロンドンで仲裁を受ける結果になった。次にノンバンクの金融会社を使ってデットによる投資を行ったところ、突然うまくいき始めた。だから多くの資金がデットに向かっている」とコメントした。

昨年に投資家が好んで用いた手段は担保付シニアローンで、それによる内部収益率（IRR）は23～24%とエクイティに近い。現在は、インドのあるコンサルタントによると「投資家はリスクを消化し、市場の基礎体力が大幅に上がったと見ており、担保付シニアローンから一歩踏み出してエクイティに向かう気になっている。純粋のエクイティ投資にはまだ二の足を踏んでいるが、メザニンのストラクチャーはますます増えていくと思う」。

インドで行われるピュアなエクイティ投資は数少ないが、25%前後の利回りで行われている。一方、メザニン投資では現在21～23%、ピュアなデット（依然としてよく用いられる）で20%を切る水準となっている。今、メザニン投資が好まれているのは、ムードが改善しておりデベロッパーが開発用地の取得を再開すると目されているものの、実際にいつ回復が始まるか予測できないためだ。その結果、投資家はデットによる長期的な固定リターンにコミットするのを躊躇している。あるコンサルタントは「市場の回復に6カ月ではなく1年か1年半かかるとしたらどうなるだろう。投資家は借入金利の支払いに縛られる状況になるのを嫌がっている。そのため、エクイティキッカー（新株予約権等）を組み込んだメザニンが適切なストラクチャーに見える。過去5年にわたって苦しんできたため、誰も市場の回復にタイミングを合わせる自信がないのだ」とコメントした。

市場の回復にどのくらい時間がかかろうと、インドに対する国内投資家及び国際投資家のムードの変化は明らかだ。その理由の一つは新政権の誕生であり、投資家は高い期待を寄せている。また景況感が改善しており需要が上昇に転じたことも一因である。あるインタビュー回答者は「現在、事業用資産の需要と供給のミスマッチが確かに起きている。この4～5年、新規開発や新規供給を行うデベロッパーが限られていたためだ。需要サイドの回復とともに、賃料が何年かぶりに持ち直す状況になっている」と語った。

今年の1月～7月に、インドをターゲットとする複数の不動産ファンドが16億米ドルの資本調達を行ったが、現在さらに60億米ドルほどの追加調達を意図していると言われている。この資金の大半は住宅プロジェクトを狙ったものだ。加えて年初以降、大手ソブリン・ウェルス・ファンドや外国の機関投資家の関心が大幅に高まってきた。あるインタビュー回答者によると、これはインドが長期的な展望に立って投資を行う者にとって有望なためだ。「2006年から2007年にかけて、小規模ファンドや投資銀行が集って数百万ドルの投資を行ったが、今はそれとは様相が異なる。インドのリスクはまだ大きく、そうした小規模な投資家が理解して対処するのは難しいと思う」。

強い債券、弱い株式

2013 年にはアジアの上場市場での取引は債券が主体だったが、その中心は中国のデベロッパーが香港で発行したものだった。2014 年も、中国政府がデベロッパーによる国内銀行資金へのアクセスを抑えようと引き続き取り組んでいる中、デベロッパーが発行するオフショア債券に対する強い需要が見られる。あるインタビュー回答者によると、金利が上昇し債券から株式への転向が起きると予想されていた年においてもっと大きな驚きは「需要がほぼ満たされたこと」だという。

調査会社のディーロジックによると、中国のデベロッパーは 2014 年の年初から 10 月までの間に過去最高となる 220 億米ドルのオフショア債券を発行した。前年同期の 200 億米ドルからさらに増え、その価格水準も総じて高い。ちなみに、彼らが 2011 年以降に発行したオフショア債券の総額は約 570 億米ドルである。

だが、こうした需要がいつまで続くかは分からない。現在、中国の借り手（即ちデベロッパー）が香港で提供している利回りは「米国の同等の発行者と比べ大幅なスプレッドがある」が、中国の住宅価格と取引高が低下を続ける一方デベロッパーの借入比率は上昇し続けているため、リスクも着実に増大している。ブルームバーグによると、2014 年 10 月時点で、中国の上場デベロッパー 334 社のうち 133 社が債務超過となった。

この数字は実際にはもっと高いかもしれない。最近、一部のデベロッパーが「永久債」として知られる商品を発行するようになったためだ。デベロッパーは株式として会計処理しているものの実質的に債券（最初の 2 年間は 10 ～ 11% の利回り）で、その名前とは異なり 5 年経つと金利が遥かに上昇する。借入金による土地の購入は禁止されているが、永久債はその対象外となるため土地の取得に充てられることが多い。だが、デベロッパーのバランスシートの適切な区分に計上されれば、既に高い水準にある借入比率がさらに引き上げられることになる。

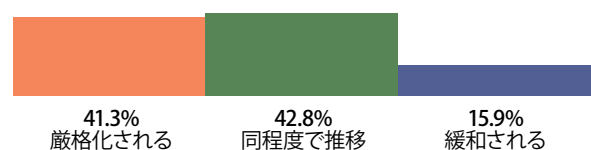
現在の環境では、デベロッパーのオフショア債券は外国人投資家にとって魅力が大幅に下がっており、その結果、特に格付けの低い債券の利回りが上昇している。だが同時に、2014 年にはデベロッパーによるオンショア債券へのアクセスが 5 年ぶりに再開された。一部のデベロッパーが 4 月に債券の発行を再開した後、9 月には当局が国内のインターバンク市場を開放し、AA- 以上の格付けのデベロッパーが人民元建て債券を発行できるようになった。以前にはインターバンク市場へのアクセスは厳しく制限されていた。10 月末までに少なくとも 12 社のデベロッパー（非国営の最大手数社を含む）がインターバンク市場での債券発行計画を発表し、その総額は 125 億米ドルに相当する。一般的に人民元建て債券は香港で最近行われている同等の外国通貨建て債券よりも発行費用が安いいため、このオンショア市場は中国の不動産業界による債券発行の中核的なプラットフォームとなりそうだ。そのため 2014 年のオンショア発行額は外国通貨建て債券の発行額の 2 倍に達する可能性が高い。

借入比率が相当高いため、香港で上場している中国デベロッパーの一部はライツイシュー（新株予約権無償割当）による資金調達を模索している。既に株価が純資産価値（NAV）を大きく下回っているのに、ライツイシューは時価に対し大幅なディスカウントで提供されるため、デベロッパーの食指は動かないかもしれないが、他の手段で資金を調達できなければ選択肢はほとんどないだろう。だがそれは、中国政府が不動産部門に一定水準の支援を行う姿勢を見せているため、投資家にとって取得の機会があることを意味する。あるファンドマネジャーが述べたように「物件価格のリセットがあるかと言えば、オフィスと商業施設では実質的に何もリセットされておらず、住宅では若干行われているにすぎない。だが上場市場に目をやれば、株価は大幅にリセットされており、非上場市場での取引価格と比べると非常に割安だ」。

依然として活発な REIT

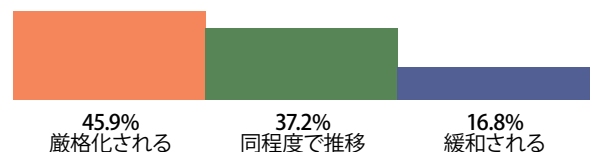
アジアの REIT（オーストラリアを含む）の時価総額は 2014 年第 3 四半期に前年同期比約 16% 増の約 2,500 億米ドルに達した。そのためアジアの REIT は、世界のマクロ経済の展望が米国のベースレートの上昇一色に染まり、利回りに敏感な REIT 投資家が買いよりも売りに回りそうな環境にあつて、驚くほど堅調な動きを見せている。アジア太平洋地域で REIT が 2013 年に行った資本調達は 200 億米ドルを超え、シンガポールと日本では過去最高となった。その結果、REIT はこの 2 年にわたり主要市場における事業用不動産の取得の中心となっている。だが 2014 年には、アジアの REIT による資本調達額は前年の総額を大幅に下回るものと予想されている。

図表 2-14 エクイティアンダーライティング基準の見通し



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015 アンケート

図表 2-15 デットアンダーライティング基準の見通し



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015 アンケート

日本

日本の REIT 業界 (J-REIT) は安倍晋三首相による緩和政策から大きな恩恵を受けてきた。多額の資金が直接的に (日銀による REIT 投資口購入の具体的マニフェスト)、または間接的に (投資家による不動産資産取得意欲の全般的向上) REIT 部門に流れ込んだためだ。2012 年 12 月にアベノミクスが開始されて以来、東京証券取引所の REIT インデックスは 2013 年に 36% 上昇し、さらに 2014 年 1 月から 10 月に前年同期比 18% の上昇を見せ、その時点で J-REIT は NAV を 25% 上回り、利回りは 3.4% となった。10 月末に発表された新たな刺激策により、日銀の J-REIT 買い入れはそれまでの緩和に比べ実質的に 3 倍に拡大する。そのため J-REIT の投資口価格は今後さらに上昇しそうだ。同時に、ある投資家が述べたように「投資適格資産がさらに希少になるため、資本調達 (増資) は今年の水準の半分程度になるだろう」。

新たな資金が流れ込んだ結果、J-REIT が不動産を大量に取得し続けているのは驚くに当たらない。2014 年 1 月 -9 月の J-REIT の総投資額は約 91 億米ドルで、前年同期の約 140 億米ドルからは低下したものの、J-REIT は他の競争相手の大半を押し、引き続きコアスペースでの取得を牛耳っている。

以前に東京で J-REIT の資産運用に当たっていた者によると「REIT の借入金長期化しているのは良い傾向だ。以前は 3 年から 5 年の借入期間に縛られていたが、今は長期化を進めており、中には 7 年から 10 年という J-REIT も出てきている。また固定金利の調達も増やし始めた」。同時に「依然として REIT とスポンサー間の利益相反の問題がある。これは内在的な問題で、なくなりそうにない。しかし REIT 市場には資金がさらに流入しており、運用面と規模の面で成熟し始めていると思う」。インタビュー回答者は J-REIT 業界の統合がまだ続くと予想しているが、この 2 年間に市場が改善したため「市場が持ち直さな

ければ多分吸収統合されていたような弱小 REIT でも、絶好調とはいかなくても、生き延びてうまくやっているものもある」。

シンガポール

シンガポールでは金利の上昇に対する懸念から REIT の上場が減速しており、「今年の資本市場は全然ぱっとしなかった」。とはいえ市場全体としてはまずまずの調子を保っており、2014 年 10 月末時点で投資口価格は前年同期比 2.3% 上昇し、平均利回りは 6 ~ 7% となった。

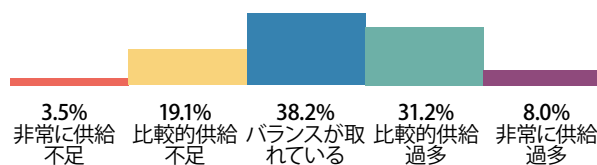
シンガポール REIT (S-REIT) が直面している問題の一つは、引き続き自身の成功の犠牲者になっているということだ。つまり、既に過密化している市場に、さらに多くの REIT がひしめき合っている (2014 年には新たに 2 つの REIT が IPO を行った)。5 年前と比べ規模が倍増しており、投資適格資産の大半が既に証券化されているため、論理的に言って S-REIT が辿るべき道は海外の資産を取得するしかない。

そのため投資家によると、S-REIT は日本、オーストラリアや中国といった主要市場からフィリピン、インドネシア、ベトナムなどの新興市場に至るまで、アジア太平洋全域にわたって資産を検討している。シンガポールのある REIT マネージャーによると「REIT によって成功の度合いはまちまちで、スポンサーの物件供給能力に負うところが大きい。つまり、スポンサーの保有資産の中にある程度年数の経った物件があり、それを容易に REIT に供給できるところは強い。投資家は REIT が大きなプレゼンスを持っていない外国でスポンサーのサポートを得られることを期待している」。

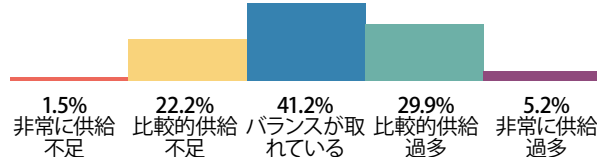
昨年、S-REIT 部門が優れたパフォーマンスを見せたのは、海外の高利回り資産を S-REIT のポートフォリオに組み入れる取り組みが全体的に成功したことが主な理由の一つである。最近まで、そうした取得の大半が北アジア諸国、特に日本と中国そ

図表 2-16 2015 年における不動産資本市場の需給バランス予測

エクイティキャピタル

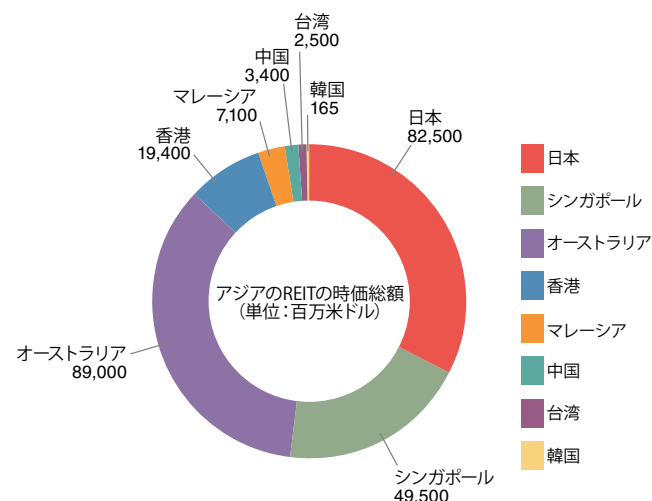


デットキャピタル

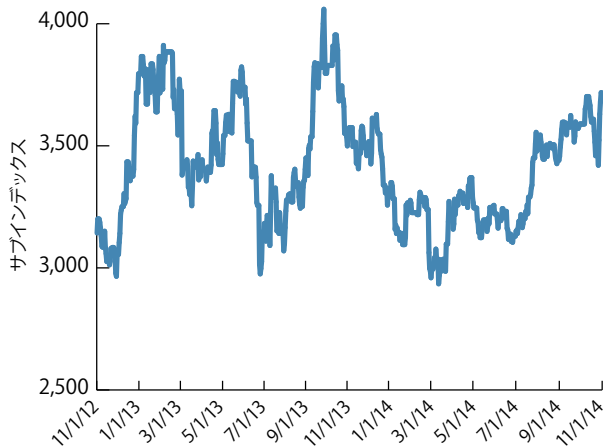


出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

図表 2-17 アジア REIT の時価総額



出所: ラザード・アセット・マネージメント「アジア REIT レポート」

図表 2-18 上海証券取引所不動産サブインデックス
(中国のデベロッパー)

出所: ブルームバーグ

してやや少ないものの韓国で行われてきたが、今では「主にオーストラリアに高い関心が集まっている。価格が魅力的なのが大きな理由だ」。いずれにせよ、シンガポールの REIT によるアジア全域への進出は今後も続きそうだ。

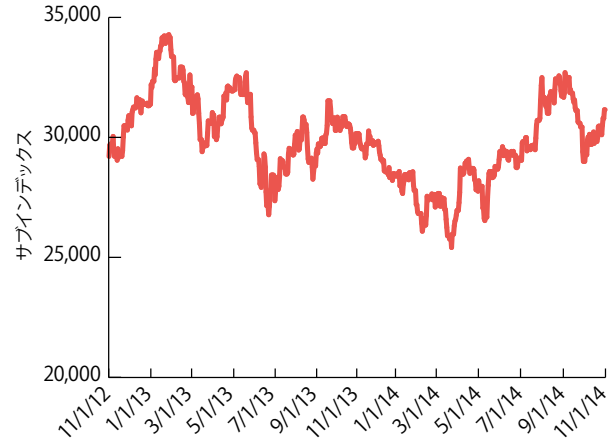
オーストラリア

オーストラリア REIT (A-REIT) の投資口価格は昨年から着実な上昇傾向にあり、2014 年 1 月から 10 月では前年同期比 10% の上昇となった。A-REIT は NAV に対する 8% のプレミアムで取引されており、オーストラリアのあるファンドマネジャーが言ったように「価格は絶好調」で、REIT 業界は何年かぶりの好況にある。とはいえ利回りは 5% とプライム資産のキャップレート並みで、何とか耐えられる水準のようだ。

だが A-REIT は昨年、大規模な資本調達を行うことができなかった。これは資産を巡る競争が激しいことや市場賃料の伸びが芳しくないこと、そして REIT のハードルレートが一般的に高いこと（ただし今は下がりつつあるようだ）を反映している。A-REIT による資本調達が不調なのと対照的に、ホールセールファンドは実績を積み上げており、現在、国内外の資金源から「大量の資金が非上場ファンドへの投資を狙っている」。

インドの REIT と CMBS

インドで生まれつつある新たな REIT 制度に対する反応は良好だが、実務的にはインドの REIT が上場することはしばらくなさそうだ。インドの規制当局は 2014 年下半期にガイドラインを公布し、国内 REIT の組成方法や分配金の免税措置について詳細な説明を行っているものの、必要とされる規制枠組みにおけるさらなる免税措置等の点について、中央政府の他の部署や州政府の承認がまだ得られていないためだ。こうしたプロセスはインドでは長い時間がかかる可能性がある。その結果、インドのあるコンサルタントによると「規制上の曖昧な点は来年あた

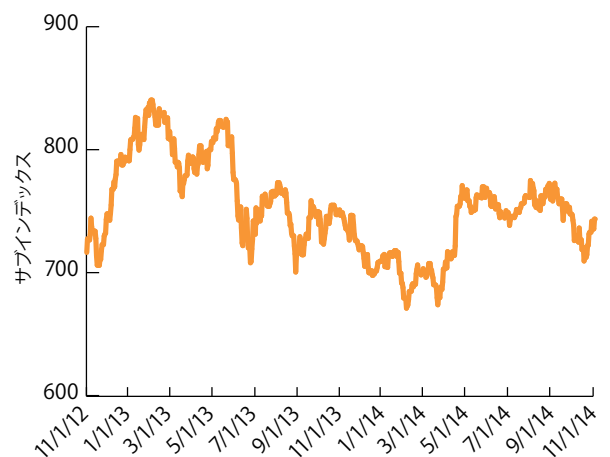
図表 2-19 ハンセン不動産サブインデックス
(香港デベロッパー)

出所: ブルームバーグ

りに明確化されることを期待しているが、私が心配するのは、インドでは何事も見た目ほど簡単ではないということだ」。

インドの REIT 業界の創出に密接に関連すると思われる興味深い出来事の一つに、インド版商業不動産担保証券 (CMBS) が最近導入されたことが挙げられる。インド版 CMBS は、住宅ローンのレンダーがローンの在庫を処理するための手段としてではなく、デベロッパーの資金調達の代替手段として使われるという点で従来の欧米モデルと異なっている。これまでインドで発行された CMBS は一種類しかないが、これは大手デベロッパーが 2 件の商業施設からの賃料収入を裏付けとして発行した債券だった。今のところ需要は限られているが、CMBS のストラクチャーは従来の借入方法よりレバレッジの引き上げとコストの引き下げを実現できるものと期待されている。インドのインタ

図表 2-20 FTSEシンガポール不動産デベロッパー・サブインデックス



出所: ブルームバーグ

図表 2-21 REITと上場不動産市場の比較 (2014年第3四半期)

市場	上場REIT銘柄数	加重平均分配金 利回り	10年物国債 利回り	スプレッド	上場不動産会社の数	上場不動産の時価総額 (百万米ドル)
日本	46	3.40%	0.53%	2.87%	162	203,140
シンガポール	33	6.07%	2.47%	3.60%	75	113,100
香港	7	4.69%	2.02%	2.67%	145	357,360
マレーシア	15	4.84%	3.92%	0.92%	96	37,230
中国	2	6.97%	4.01%	2.96%	195	237,330
台湾	6	2.87%	1.72%	1.15%	40	15,840
韓国	8	n/a	2.88%	n/a	11	1,340
合計	117	-	-	-	724	965,340

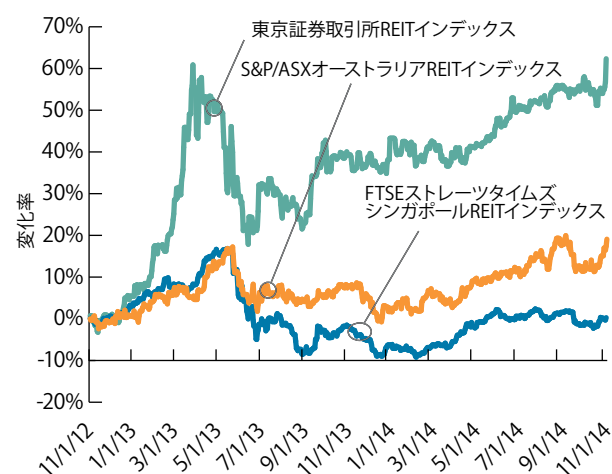
出所：ラザード・アセット・マネージメント「アジアREITレポート」

ビュー回答者の一人は「インドの銀行から融資を受けている場合、大抵は LTV が 55% から 60% の間となっているが、CMBS の場合は LTV が 70% を超え始めると予想している。一方で CMBS による調達コストは、ちなみに 10 年物の CMBS も可能だが、銀行からの資金調達コストを 100 ～ 150bps 下回っている」と説明する。

インドの REIT が現実のものになるまでに少なくとも 1 年かそこらはかかるとすると、投資家はその間にプロジェクトのリファイナンスに CMBS ストラクチャーを利用して資金コストを下げ、キャッシュフローを最大化し、その上でやがて資産を REIT として上場することにより、借入コストに対しプラスのスプレッドとなるキャップレートを得られる可能性がある。そうしたキャップレートは現在のインドでは実現が難しい。これはインドの REIT にとっても重要な一歩となるかもしれない。特にインドネシアやタイ等の市場での経験が示すように、単に REIT を法制化してもそれで成功が保証されるわけではないからだ。

図表 2-22 アジア太平洋のREIT市場の変化率(%)

2012年11月1日の数値の変化率



出所：ブルームバーグ



注目すべき市場と部門

「現在アジアで投資家の競争が最も激しいのは間違いなく**中国**の物流案件だ」。

この数年間、アジアの不動産市場の価格とキャピタルフローに影響を与えてきた最も大きな要素が豊富な流動性だとすれば、その流動性の最大の原因となった国、即ち日本が昨年に続きアジア太平洋地域全体で最も有望な投資先となったのは似つかわしいかもしれない。アベノミクスという大型景気刺激策の導入から2年後、2015年版調査で東京は投資見通しで再び1位となり、また開発見通しでも1位にランクされた。これに大阪が僅差で続いており、投資見通しで3位、開発見通しで4位につけている。大阪が2013年版調査では22位と最下層にいたことを考えると、この2年間で日本が大きく株を上げたことがよく分かる。

この他、今回の調査で明らかになった重要なトレンドとして、以下の点が挙げられる。

- オーストラリアの都市が上位に浮上した。これはアジアが全体的に厳しい利回り環境にある中、シドニーとメルボルンのキャップレートは未だ高水準にあり、それが魅力となっていることを反映している。
- 中国が低下した。中国本土の2つの最重要都市である北京と（特に）上海は引き続き相応の強さをを見せているが、本調査で取り上げている他の3市場は、香港とともにいずれも下位へ転落した。住宅部門の低迷が続き、経済が不安定で、ほぼすべての部門と地域にわたりキャップレートが低水

図表 3-1 2015年の都市投資見通し

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 東京			3.50
2 ジャカルタ			3.44
3 大阪			3.35
4 シドニー			3.33
5 メルボルン			3.31
6 上海			3.30
7 ソウル			3.30
8 マニラ			3.21
9 シンガポール			3.16
10 北京			3.11
11 ムンバイ			3.11
12 クアラルンプール			3.09
13 ホーチミンシティ			3.09
14 ニューデリー			3.06
15 オークランド			3.05
16 バンコク			3.01
17 バンガロール			3.01
18 台北			3.01
19 深圳			3.01
20 広州			3.01
21 香港			2.97
22 中国セカンダリー都市			2.89

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋 2015 アンケート

図表 3-2 2015年の都市開発見通し

	全体的に悪い	普通	全体的によい
東京			3.50
ジャカルタ			3.44
シドニー			3.33
大阪			3.33
メルボルン			3.31
ソウル			3.28
上海			3.26
マニラ			3.23
シンガポール			3.16
ホーチミンシティ			3.12
ムンバイ			3.11
クアラルンプール			3.11
北京			3.07
オークランド			3.05
ニューデリー			3.04
バンガロール			3.03
台北			3.02
深圳			3.01
広州			3.01
バンコク			2.99
香港			2.97
中国セカンダリー都市			2.84

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋 2015 アンケート

準にあることが、中国に対する投資家心理に影響を与えている。

- セクター別では、産業施設／物流施設部門が引き続き最も高い見通しを保っている。これはほとんどの市場で物流のキャパシティが慢性的に不足しており、キャップレートも比較的高い水準にあることの証である。

各部門の「バイ（買い）」「セル（売り）」推奨の1位は次のとおり。

- 住宅：バイー東京
セルーオークランド
- オフィス：バイー東京
セルー台北
- 商業施設：バイー東京
セルー台北
- ホテル：バイー東京
セルーニューデリー
- 産業施設：バイー上海
セルーオークランド

図表 3-3 投資見通し順位の変遷

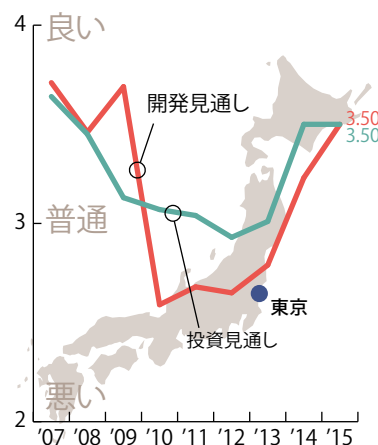
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
東京	1	1	13	16	12	7	1	3	3
ジャカルタ	2	3	1	11	14	17	20	20	19
大阪	3	9	22	21	19	18	15	4	1
シドニー	4	5	4	3	6	6	14	15	16
メルボルン	5	13	10	7	9	9	11	17	6
上海	6	2	2	2	2	1	5	1	2
ソウル	7	15	14	19	16	4	6	7	13
マニラ	8	4	12	18	20	20	19	19	18
シンガポール	9	7	3	1	1	5	2	2	4
北京	10	8	7	5	7	3	12	6	9
ムンバイ	11	23	20	15	3	8	7	10	17
クアラルンプール	12	14	5	17	15	15	10	11	15
ホーチミンシティ	13	19	18	10	11	13	13	8	12
ニューデリー	14	21	21	12	5	10	9	13	14
オークランド	15	17	17	20	18	16	17	14	—
バンコク	16	11	6	14	17	19	18	18	8
バンガロール	17	20	19	9	10	14	4	12	10
台北	18	16	9	8	13	11	8	16	5
深圳	19	10	16	—	—	—	—	—	—
広州	20	6	15	6	8	12	16	9	7
香港	21	18	11	13	4	2	3	5	11
中国セカンダリー都市	22	12	8	—	—	—	—	—	—

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2015アンケート

上位ランクの投資対象都市

東京
(投資見通し1位、開発見通し1位)

日本が大規模な景気刺激策を継続する限り、東京は不動産投資家を惹き付ける大きな力を持続けるだろう。2014年10月末に新たな金融緩和が導入されたこ



とから、市場はさらに活発化し拡大すると見られる。だが東京の魅力は不動産価格の上昇が見込まれることだけではない。少なくとも現在のところ、認知されたリスクが低水準にあるとともに、レバード・リターンも他のアジア市場に優るとも劣らないという特徴を備えたゲートウェイ都市というステータスも魅力の源泉である。

この2年間に東京のキャップレートは大幅に低下し、現在では、更なる急落はもはや非現実的と思われる水準（プライム資産で約3.5%）に達している。同時に、オフィス賃料は何年も低迷しているが、これは投資家が今後の利益源としてオフィスの稼働率向上を見込んでいることを意味している。オフィス賃料は「少しずつ」上がり始めており、さらなるアップサイドが期待されている。あるファンドマネジャーは「多くの投資家が今後の賃料上昇を計算に入れて投資を考えている。競争に勝つにはそうするしかない。さもなければいつまでたっても何も取得できない」とコメントした。

東京の投資家が直面している問題の一つは、この2年間に多額の増資を行ったJ-REITが多くの新規物件を買収していることだ。J-REITは借入コストも低く、ハードルレートも厳しくないため、手強い競争相手となっている。ある投資家は「J-REITがどっと押し寄せ始めたら外国人投資家はついていけない。彼らはあつと言う間に取得し、デューデリジエンスもそこそこで、我々がやるようなストラクチャリングも行っていない。だから行動がずっと素早く、そのため外国人投資家は干されてしまうことがかなり多い」と述べている。

とはいえ、低コストのデットに容易にアクセスできるため、2014年には外国ファンドも二番手市場や二番手セクターを中心に投資額を増やした。

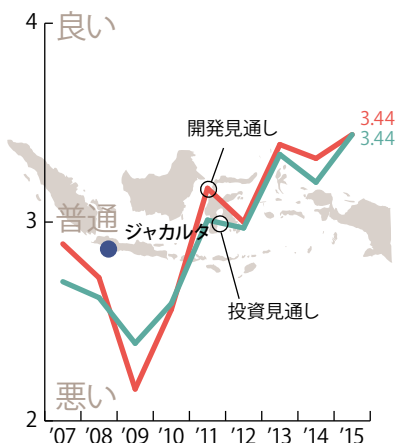
ジャカルタ

(投資見通し 2 位、開発見通し 2 位)

この3年間、ジャカルタは Emerging Trends アジア太平洋版の調査で高い支持を得ており、なぜこれほど人気があるのかインタビュー回答者も首を傾げる場面があったものの、その輝きは今回も褪せていない。ジャカルタの魅力は、インドネシア経済が活況にあり、不動産価格もこの数年で大幅に上昇したことに拠るものだ。ただしこの1年間は成長率も価格の上昇も鈍化している。2014 年の上半期に住宅用地は前年同期比 11.6%、オフィス用地は同 8.3% 上昇したが、高級住宅の価格は年初来減速しており、オフィス賃料は頭打ちの状態にある。ジョーンズ ラング ラサールによると、オフィスのキャップレートは 7.8% 前後でかなり安定している。

2014 年半ばに新政権が誕生したことにより、インドネシアの景況感は全般的に改善した。不動産部門にとって有利に働く新たな規制が導入される見込みだが、現時点では具体的にどのようなものとなるか不明だ。空室率が非常に低く、新規供給（特にプライム資産）のパイプラインが極めて限られていることもこの背景にある。総じて、不動産価格はアジアの他の大都市に比べ低水準に留まっている。

しかし、いつものことながら様々な問題が投資を難しくしている。市場が依然として不透明なこともその一つだ。インタビュー回答者は土地の権利関係と裁判制度に懸念を示している。ある投資家は「シンガポールにオフショアの担保があるか、あるいはインドネシアのデベロッパーと手を組まない限り投資しようとは思わない」と述べた。



また今回は、欧米の金利上昇が見込まれ、それによって資金が一気に退去していくことも懸念されている。これは過去にも何回か起こったことだ。加えて、市場へのアクセスに関する問題も存在する。一方では、大半の物件がしっかりホールドされており、ファンドが買えるような投資適格資産がほとんどない。他方、現地の投資家の資金が豊富なため、外国資金はほとんど必要とされていないのである。

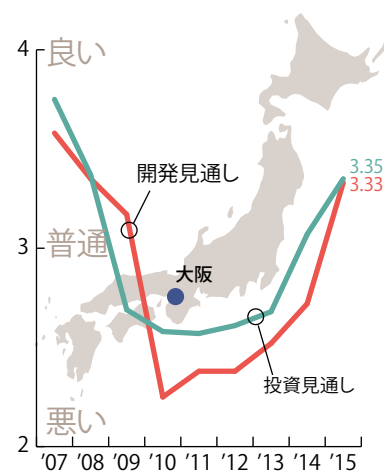
大阪

(投資見通し 3 位、開発見通し 4 位)

東京では資産の取得競争が激烈であり、その結果多くの投資家が日本の二番手市場に押し出された。そうした市場は調査対象には大阪しか入っていないが、投資家は福岡や名古屋など他の都市についても強気の見通しを持っている。

Emerging Trends アジア太平洋版の調査で、大阪は何年も最下位付近で停滞していたが、これはオフィス部門の過剰供給が主な原因だった。つい最近の 2013 年版調査でも 22 位と最下層に甘んじている。だがそれ以降、過剰供給の大半が吸収され、空室率も低下している（ただし依然として 9% 周辺にある）。2014 年の新規供給が過去 10 年間の平均の 20% に留まったため、今後も空室率の低下が続くだろう。それにより、2013 年の初頭から続いている物件価格の回復が後押しされるはずだ。ある投資家によると「大阪の GDP は香港の 2 倍で、優れた国際空港がありアクセスも良い。ポテンシャルの高い有望な市場だと思う」と述べた。

大阪の事業用不動産（オフィスビル）のキャップレートは 2014 年の秋時点ですべて 5%（2013 年末から約 50bp 低下）であり、さらに低下する可能性がある。同時に、J-REIT が東京以外ではそれほど活発ではないため、コア資産を巡る競争も比較的小さい。実際、経済が減速した場合に地方都市の価格の安定性に懸念があるため、多くの外国人投資家がコア資産に向かっている。また、大阪は京都や奈良という観光拠点に近いことから、魅力的な投資機会としてホテルを挙げる者もいる。



シドニー

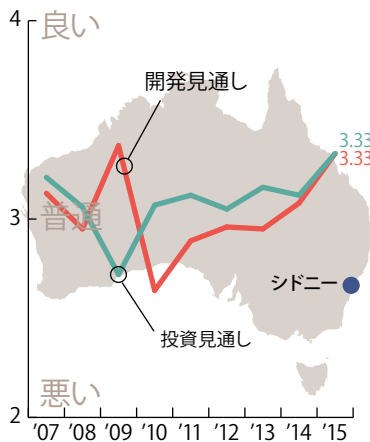
(投資見通し 4 位、開発見通し 3 位)

高い利回りと成熟した経済が、引き続き国際投資家にとって大きな魅力となっており、またオーストラリアの年金基金とホールセールファンドからの「資金の波」も国内資産を狙っているため、取得競争の激化が予想される。オーストラリアにおける投資は 2 大主要市場であるシドニーとメルボルンに集中している。いずれも高度なサービス部門を持ち、パースやブリスベンなどコモディティ主導型の都市を凌ぐパフォーマンスを見せている。

取引を巡って競争はあるものの、物件価格の上昇から利益を得ようとファンドが売却しているため、シドニー市場に大量のストックが戻りつつある。あるファンドマネジャーは「市場にはかなりの物件流動性があるようだ。現在、日本で行われる取引は月に 1 件か 2 件だろうが、ここではほぼ毎週行われている」と述べた。

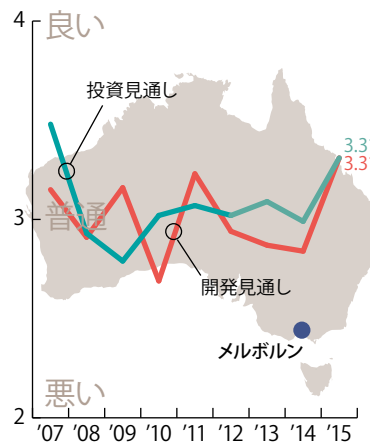
この1年間にシドニーのプライム資産のキャップレートは 200bp 以上低下し、賃料は引き続き軟調で、空室率は比較的高く、東京と同じような状況になっている。だがサービス部門が回復基調にあるため、投資家は現在の市況であっても稼働率の改善によりさらに利益を得るものと期待している。

現在、シドニーでは開発が盛んに行われており、その多くは築古のオフィスビルを住宅に転用するプロジェクトである。特に、本国市場がやや不振のため代替先を探しているシンガポール、中国及び韓国のデベロッパーによるものが多い。転用によって得られる利益は大きいですが、外国デベロッパーが土地代として天



文学的な金額を支払っているため、高い利益がいつまで続くか疑問視する声もある。だが、シドニーのあるファンドマネジャーによると「築古のオフィスビルを例えば1平米当たり6,000～7,000ドルで取得し、再開発に1平米当たり6,000～7,000ドルかけ、4,000～8,000ドルの損を出しても、20,000～22,000ドルで売却できる。まだ利益を得られるから、オフィスから住宅への転用が進められているのだ」。

シドニーではフォワード・ファンディングによる投資もトレンドとなっている。フォワード・ファンディングはここ数年で大きな成功を収めており、また安定資産の不足を迂回する手段として見られることが多い。



メルボルン (投資見通し 5 位、開発見通し 5 位)

メルボルンは多くの点でシドニーと似た投資環境の市場として見られている。即ち、開発プロジェクトが強力に推し進められており、多額の資金（大半が外国からのもの）が投資を狙っており、キャップレートは急速に低下しつつあり（とはいえ依然として魅力的だが）、オフィスの稼働率は低迷している。

今後について投資家は、物件価格の上昇によりキャップレートが緩やかに低下するものの、ファンダメンタルズの改善によってアップサイドが期待できると予想している。ある投資家は「確かにアブソブションが持ち直しており、ムードも上向きになり、空室率も実質的に久々の低下を見せている。ファンダメンタルズも改善しておりキャップレートを押し上げるはずだ。ただし資金が溢れていることもキャップレートに影響を与えるだろう」と述べた。

シドニーと同様、投資家にもテナントにも中心業務地区（CBD）以外の地域に対する関心が比較的に少ない。一つには、これは投資家が現在の世界的な強気市場を信頼できず、リスクの多い戦略を採ろうとしないことの現れでもある。また、空室率が依然として上昇しているため、テナントにとってCBDに居続けるインセンティブが多いことの結果でもある。さらに、テナントは市の中心部で提供される近代的設備にも惹かれている。あるデベロッパーによると「大手企業はホットデスク（シェアオフィス）という新たな動きを進めており、そのため1人当たりのスペース需要が下がってきている。以前なら1人当たり10平米だったのが今では

減ってきており、前ほどオフィススペースが要らなくなっている」。

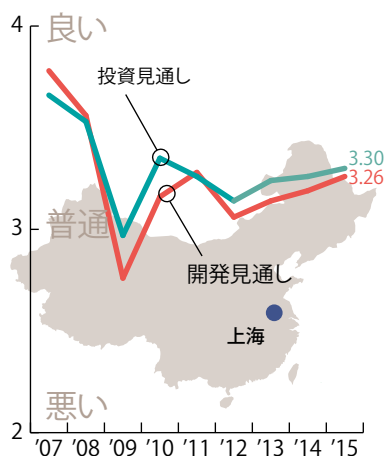
また、やはりシドニー同様、メルボルンでは海外のデベロッパーがアジアの資金を大量に投入してオフィスビルの転用を行っているが、これが議論的になりつつある。あるインタビュー回答者は「流入する資金が法外な価格を呼んでいると認識されている。実際に開発を行わず、単に土地を保有するだけというケースも多い。主な敷地が抑えられてしまい、建設ができなくなってしまう。現在、この問題の解決のためにロビー活動が相当行われている」と説明する。

さらに、住宅価格は「ほとんど天井に近い」ように見える。パイプラインには新規物件が大量に存在するため、金利の急上昇などの経済事象が起こった場合にどうなるかとの懸念が一部に生じている。ある投資家は「金利が長期的に低水準に留まると考えて物件を売買しているところに、金利が急上昇したら、大量の物件を抱えて立ち往生することになりかねない」とコメントした。

上海 (投資見通し 6 位、開発見通し 7 位)

上海のランキングは昨年の2位から下がったものの、全般的に中国に対する情熱が冷めている中で今回6位につけたのはやや驚きである。それはまた中国本土の市場が大きく二極化し、投資家の関心は上海と北京にほぼ限られ、他のあまり行くことのない都市から離れていることを強調している。

この理由の一つは、上海が引き続きアジアの6つか8つの主要ゲートウェイ都市に数えられ、そのためアジアをターゲットとする国際ファンドが上海に投資を常時配分するという点だ。加えて、上海には投資適格資産が豊富に存在し、他の中国都市よりも経済が堅調で透明性も高く、中国に拠点を構えようとする外国企業を引き寄せ続けており、またこの10年間に外国ファンドが多数の投資を成功させてきた実績がある。さらに、オフィスのパイプラインにはかなりの新規供給が用意されているものの、上海は過去においても大量の供給を吸収できることを示しており、また基本的に、構造的な過少供給となっている。いずれにせよ、現在中国の多くの二番手都市に影響を与えているような規模での供給過剰の問題はない。



とはいえ、上海の事業用不動産市場には大きな難がある。キャップレートが大幅に低下しており、他の地域や世界市場と比べリスク調整後リターンが低いと見られていることだ。また、上海では現在、中国の保険会社や他の機関投資家がプライム資産の取得の中心となっているが、これは物件取得を巡る競争が激化しており、売り手は総じて値下げに応じる気がないということを意味する。2014年に取引高が大きく減少し、また資産の地理的分散に対する投資家の関心が高まったのもこれで理解できる。

だが、投資活動はやがて回復すると思われる。中国で活動するある仲介業者によると「上海や北京の人間と話をする、取引高は2013年の水準には戻らないかもしれないが、現在多くの取引が行われていることに強い期待が見られ、この勢いが年末まで衰えないことを願っている」という。

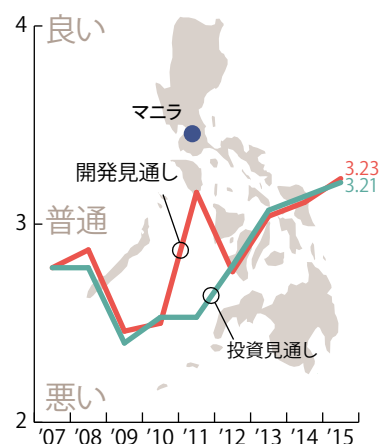
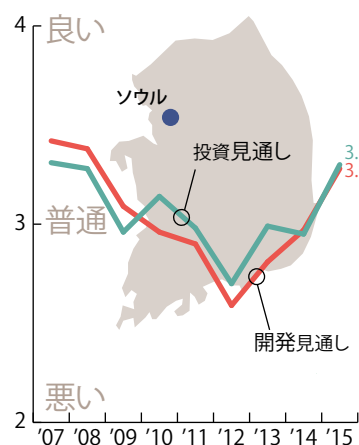
ソウル

(投資見通し7位、開発見通し6位)

過去数年、韓国は外国投資家にとってブラックボックスになっており、アジア第4位の市場である韓国に足掛かりを得ようと模索しているものの、取引が少ない上に国内投資家との競争が厳しく、また総じて外国ファンドが競争に参加するのを良しとしない風潮があることから、ほとんど機会を得られないでいた。だが2014年にはこの状況が変わり、外国投資家による取引が大幅に増加し、韓国経済の健全さや適度の利回り、及び借入コストに対する比較的大きなプラスのスプレッドに引かれ、多数の海外ファンドが取得を行った。

ソウルで活動するあるファンドマネジャーによると「韓国は伝統的に、不動産の国際的な常識からするといささか一次元的な市場だ。売買できるのがオフィスタワーに限られているからだ。マルチファミリー部門は存在せず、商業施設は区分所有のためほとんど取引されず、最近までホテルの取引も見られなかった」。また所有者占有率が高く、しかも所有者の大半が保有不動産の売買に関心のない大手企業であることも、取引が伸びない理由となっている。

今年、アジア太平洋地域の他の都市と同様にソウルでも問題となったのは、買い手が資産を追い求めたため物件価格が高騰する一方、オフィスの稼働率が低迷したことである。稼働率の低迷は大量の新築オフィスストックによるところが大きく、特に影響を受けたのがソウルの金融地区である汝矣島(ヨイド)で、サヴィルズによると2014年半ばの空室率は25%に達した。これに対しソウル全体の平均空室率は13.6%だった。年末までに



オフィスの新規供給が追加されるため状況はさらに悪化するものと見られるが、2015年には改善するはずだ。

マニラ

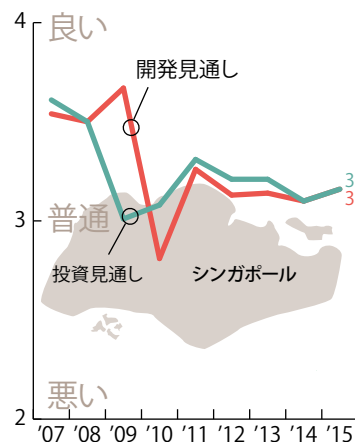
(投資見通し8位、開発見通し8位)

経済が力強い成長を見せており、オフショアリング部門(ビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)及び金融バックオフィス)への投資が続いていることが、引き続きマニラの人気を支えている。昨年の4位から8位に順位を下げたが、これは間近と見られる米国の金利上昇に伴って資金が流出する可能性を投資家が懸念していることの現れだろう。

マニラの不動産市場の中心はBPO部門によるオフィスの賃貸需要である。フィリピンのあるインタビュー回答者によると「現在、需要を牽引しているのは多国籍企業で、5年から10年さらには15年の賃貸を求めている。しかも彼らは拡大し続けているため、需要に追いついていくことが最大の課題となる」。空室率は3.4%と低水準にあるが、2014年上半期に物件価格が前年同期比約15%上昇したものの、賃料収入はわずかな伸びに留まった。これは新規供給が大量に行われており、また新規テナントを呼び込むために賃料を抑える必要があるためだ。BPO部門の成長は乗数効果も生み出しており、他のセクター、特に商業部門と住宅部門の高い成長につながっている。

フィリピンはもはや「アジアの病人」ではないが、外国人がターゲットとするには簡単な市場ではない。とりわけ、国内の資金に不足はなく、そのためプライベートエクイティ投資家への需要が限られている。一部の外国人投資家は、主にシンガポール及び香港の投資家とデベ

ロッパーという形で活発に投資を行っているものの、外国人による土地の所有を制限する規制により開発投資への関心が損なわれており、また透明性の欠如や役人の恣意的行為に対する懸念は依然として残っている。REIT 業界の立ち上げが出来ていないことも、機関投資家に対するアピールを削いでいる。しかしながら経済の先行きは良好な模様で、また次期政権（大統領選挙は 2016 年の予定）が外国人に対する規制環境を改善できれば、将来的に機関投資家の資金が流入する機会が増えるだろう。

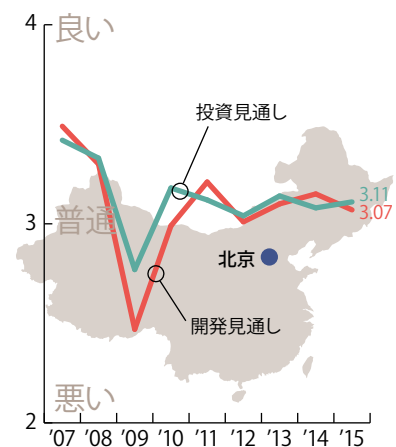


シンガポール (投資見通し 9 位、開発見通し 9 位)

シンガポールの住宅市場では何年にもわたって価格の上昇傾向が続き、政府はこの抑制に向け 2013 年に冷却措置を強化した。これが契機となってムードが反転し、現在もそれが続いている。だが価格と賃料にはまだ波及しておらず、住宅価格は高級物件を除いて 2013 年第 3 四半期のピーク時からわずかに低下していない。オフィスビルについては、価格は横這いで推移する一方、供給不足により賃料は大幅に上昇した。

だが同時に、取引高は住宅及び特に大規模な事業用不動産で減少した。これは外国人投資家と機関投資家の双方が取引を求めて海外市場に目を転じたためだ。シンガポールのある金融エキスパートの言葉を借りれば、これが原因となって「2014 年上半年にシンガポールはネットベースでアジア最大の資金輸出国となった」。

シンガポールのあるファンドマネジャーは「海外に向かう動きは我々のようなマネジャーだけでなくデベロッパーにも見られる。今ではシンガポールや香港、中国で規制が相当増えたため、誰もがオフショアで取引を求めている」と語る。現在、プライム資産のキャップレートは 4% 付近だが、賃料が上がり続けているためいくらか上昇するだろう。にもかかわらず投資家のムードが変わる兆しはほとんど見られない。特に、最近ターマン・シャンムガラトナム財務相が「意味のある是正」が行われるまでは不動産に対する規制を緩和する可能性は低いと発言したことが、投資家心理に水を落としている。



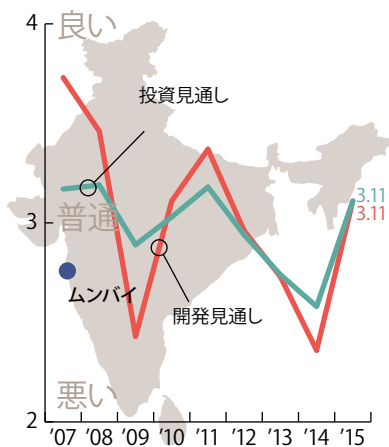
北京 (投資見通し 10 位、開発見通し 13 位)

もし上海が中国市場へのエクスポージャーを求める外国人投資家の主たるターゲットになったのだとしたら、国内の機関投資家（特に国内保険会社）が不動産ポートフォリオの構築を始めるに当たって、このところ北京が彼らの主な注力市場になったとすることができるだろう。また、現在まで北京は、中国全体の本社設立を目指す大手国内企業を引き付け続けている。その結果、北京は近年、市場に溢れる大量の過剰供給を吸収する驚くべき能力を上海以上に発揮してきた。

北京ではオフィスの新規供給がパイプラインに詰まっているが、中国の他の都市と異なり、それを懸念する声はほとんど聞かれないのは、このことが理由になっていると思われる。ましてや、北京全体の現在の空室率は 3.5% と国内最低水準にある。また CBD に残っている開発可能土地が限られているため、賃料は安定基調から上昇基調で推移する可能性が高い。

住宅市場も、2014 年の取引高は大幅に減少したものの、相応の回復力を見せている。現在、政府は不動産部門を抑えるのではなく支援しようとの姿勢とされることから、2014 年第 4 四半期に入って取引高が大きく持ち直した。インタビュー回答者の大半が、今後 1 年から 1 年半で市場が緩やかに回復し始めると見ている。

北京にダウンサイドリスクがあるとしたら、それは大気汚染の悪化だろう。それが原因で外国企業も中国人富裕層も北京に移動するのを躊躇しており、その結果高級住宅の賃料が上海の同等物件



の水準の70%に下落してしまった。これも、外国の不動産投資家のターゲットとして北京が上海に後れを取っている理由の一つであることは間違いない。

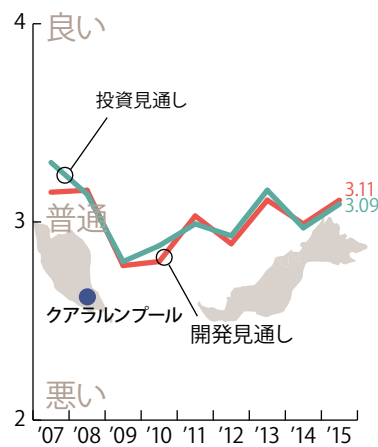
ムンバイ

(投資見通し 11 位、開発見通し 11 位)

インドに対する投資家心理は今年になって大幅に持ち直したが、これは主として新政権の誕生の結果である。それによってインドのビジネスマンの間に国内経済の改善への期待が生じ、また外国人投資家の間に、以前よりも障害の少ない市場で活動ができるとの希望が生まれた。そのためムンバイは前回調査の最下位から大幅に順位を上げている。

ムンバイの実際の状況は大して変わっていない。オフィスビルの価格は安定的に推移している。賃料は何年も低迷してきたが、国内企業が増床に関心を持つにつれ、このところわずかながらも上昇の兆候を見せている。近年、デベロッパーが新プロジェクトの建設に乗り気でなかったため、空室率（現在ムンバイで20%前後）の低下と物件価格及び賃料の上昇が期待されている。特に、高級で立地に恵まれた物件についてその期待が強い。

全体的に、新政権の誕生以降も市場はそれほど大きく進んでいないものの、以前よりもポジティブさの度合いを強めた動きが確かにあり、またファンダメンタルズも改善するとの期待が浮上している。現地のある投資家が述べたように「政府がインドへの外国直接投資を初めて認めた年である2005年以降、単年度にマクロレベルでこれほど多くの変化が起きた年はなく、インドの不動産がこれほど多くの追い風を受けた年もないと思う」。



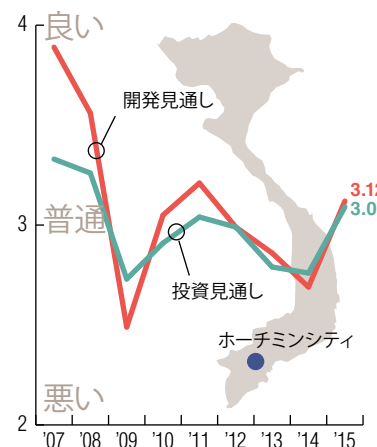
クアラルンプール

(投資見通し 12 位、開発見通し 12 位)

過去7年間に国内の住宅市場で価格が大幅に上昇したため、マレーシア政府は2013年と2014年前半に他のアジア諸国と同様の市場冷却措置を実施し、国内及び外国の投資家に対し不動産の取得後3年以内の売却によるキャピタルゲインに30%の税金を課した。その結果、需要は堅調であるにもかかわらず取得が減少している。また全般的に価格には影響が出ていないが、建設業者は竣工を遅らせている。

オフィスについては、クアラルンプールでは過去数年間に新規ストックが大幅に増加し、市場はその吸収に苦戦している。ジョーンズ ラングラサールによると、空室率は2014年半ばに13.8%に低下していくらか対処し易くなったが、一部のデベロッパーがプロジェクトの再延期を行っているものの、依然として新規供給が続いている。とはいえ、売却可能なオフィスストックが限られているため、価格は中期的に上昇する見込みだ。

昨年、マレーシアでは中国のデベロッパーが非常に活発な動きを見せ、特にシンガポールとの国境近くのジョホールバルで多くの投資が行われた。マレーシアの地価は他のアジア諸国の大半を下回っていることに加え、中国がベトナム及びフィリピンと政治的に対立しており、目下のところベトナムとフィリピンでは目立った活動ができていないためだ。中国デベロッパーは、深圳が香港に対するサービス拠点であるのと同様に、ジョホールバルをシンガポールのサテライトとして捉えている。



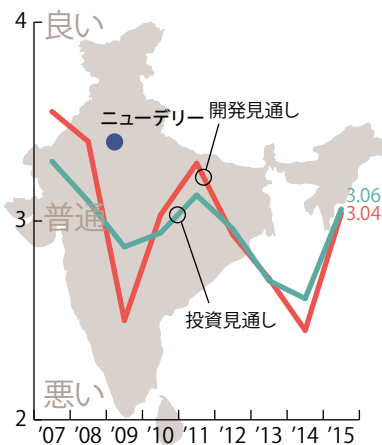
ホーチミンシティ

(投資見通し 13 位、開発見通し 10 位)

ベトナムでは不適切なリスク管理が何年も続いた結果大量の不良債権が生じたが、銀行部門がまもなくこれを吸収し、消費者と国内デベロッパー向けの融資を再開することができると期待されており、それがホーチミンシティの順位に反映されている。

オフィス部門と商業施設部門で投資適格物件が限られているため、現在のところ住宅の新規開発がベトナムでの主な投資機会となっている。ある投資家は住宅開発について「人口の増加と都市化が進行しているため、中長期的に有望な戦略だ。中国と同じだよ」と評しており、さらに続けて「複合施設もかなり良いが、商業施設は手頃な値段を求めるベトナム人が相手だから、大型の高級商業プロジェクトはダメだ。この2年でかなりの高級商業施設が建設されたが、ここにきて相当苦戦し始めている」と述べた。工業団地や物流施設への投資もこのところ人気があり、特に日本と台湾、韓国の投資家が中国の既存施設の代替を求めて行っているケースが多い。

とはいえ、ベトナムは外国デベロッパーが引き続き関心を寄せる市場ではあるものの、資金の持ち込みが難しいという問題が依然として存在する。これは透明性が低くまた官僚主義が目につくというだけでなく、取得できる資産が少ないことも理由となっている。ある投資家が述べたように「不動産市場の規模が小さく、ベトナムの投資対象不動産をすべて集めても香港のサブセクターの1つにも及ばない」。

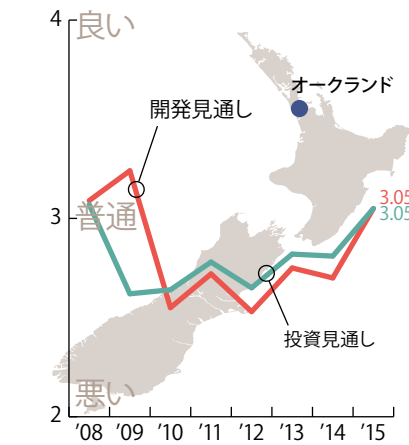


ニューデリー (投資見通し 14 位、開発見通し 15 位)

デリー首都圏(NCR)を構成する3つのゾーンでは、従来から住宅開発が不動産投資家の重要な注力分野となっている。だが2013年には需要が低迷し、今ようやく回復しつつある。あるインタビュー回答者によると「ミッドマーケットの住宅は目に見えて持ち直しており、1年か1年半後には大きく回復しているだろう。だがNCRのアップマーケットはあと1年から2年は厳しい状況が続くそう」。

一方、NCRのオフィス部門では2014年の総選挙以降リーシングが回復している。NCR全体の空室率は高止まりしているが、デリーのあるインタビュー回答者は今後このエリア全般でオフィスと商業施設の需給ミスマッチが起こると見ており、この問題についてデベロッパーの動きが遅いことから、2015年に新たな需要が生まれるもののそれを満たす物件は少ないと予想している。その結果「プライベートエクイティ投資の観点からは、企業用のオフィススペースの開発が今後1年間の重要なトレンドになるのではない」。

その他、デリー・ムンバイ間産業大動脈(DMIC)も興味深い投資機会となり得る。これは国が進める産業開発プロジェクトで、デリーとムンバイ間の6つの州にまたがっている。DMICは10年ほど前にインド人民党が開始したものであるため、今回同党が新たに政権についたことにより支援が拡大するものと期待されている。日本政府との共同事業であるDMICは、主要産業部門の大規模製造拠

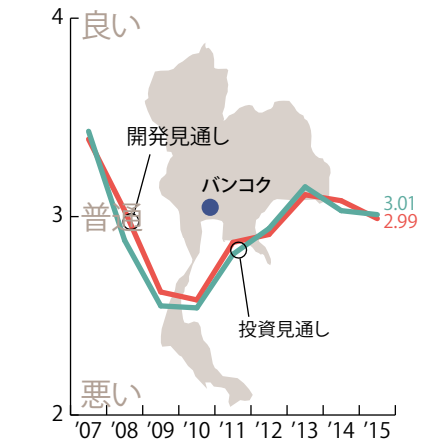


点として、近代的物流施設にサポートされた一連の「スマートシティ」を建設するものだ。そのため、本プロジェクトに詳しいあるコンサルタントによると「インド政府は製造部門への外国投資の誘致を非常に積極的に行っている」。

オークランド (投資見通し 15 位、開発見通し 14 位)

オークランドのプライムオフィスのキャップレートは従来から高水準にあり、CBREによると、2013年半ば以降で100bp以上低下したとはいえ依然として7%付近にある。オーストラリア同様、ニュージーランドではオフショア投資家、特にシンガポールの投資家が活発に活動しており、その関心は主にCBDのオフィスと商業施設に向けられている。だが、この3年間でプライム資産の価格が急騰したため、今ではオフショア投資家の多くがBグレードの物件をターゲットにしている。目下のところ新規供給は最低限の水準のため、賃料は高い伸びを見せており、また新規ストックの建設に開発機会がある。中国の投資家も、住宅開発に向けてオークランドの周辺で土地を積極的に購入している。

住宅については、ニュージーランド全般にわたり、そして特にオークランドにおいて近年に価格が急上昇し、現在オークランドの住宅価格は世界85市場のうちシドニーとメルボルンに続く7番目の高さとなっている。そのためニュージーランド政府は2013年10月に市場冷却措置を発動し、銀行に対し住宅融資に関するLTV規制を強化した。当局は新規住宅建設を促進する施策を実施しており、それ



に伴って新規供給の増加が期待され、また2014年に4回にわたり金利が引き上げられたことから、住宅価格のインフレが減速し始めている。

バンコク

(投資見通し 16 位、開発見通し 20 位)

バンコクは 2014 年版調査と 2015 年版調査の 2 回にわたり順位を下げたが、これは長期にわたった政治的混乱が 2014 年 5 月の軍部によるクーデターで終息したものの、タイ市場に対して投資家が躊躇していることを反映したものだだろう。通常、軍事クーデターは経済の安定を意味するものではないが、タイではお決まりのように定期的にクーデターが起き、全般的に日々のビジネスにはほとんど影響を与えない。だが、東南アジアで活動するあるファンドマネジャーによると、タイの政情が影響して投資家の関心が隣国のインドネシアに移行している。これは「タイでは毎度のことなのに、それを理解しないニューヨークの取締役会に対し次にクーデターが起こったらどうなるかを説明しなければならないが、インドネシアならそんな必要はないからだ」。

実際には、経済がこのところ力強い成長を見せ、また投資対象資産の豊富なストックがあるため、ある投資家が言ったように「バンコクはまさに中位グループに入りつつあり、不動産市場の規模も拡大し多様化が進んでいく」と考えられ、その意味でバンコクはもっと上位にランクされてしかるべきだろう。

最近、バンコクの住宅用地に対する投資需要が急拡大し、ナイトフランクによると 2014 年上半年に価格が前年同期比 18% の上昇を見せた。バンコクの土地の最も有利な活用方法はマンション開発と目され、今年の土地取引の大半がそれを意図したものだった。

事業用不動産部門では 2011 年以降、物件価格も賃料も急上昇しており、勢いが衰える様子は見えない。ジョーンズ ラング ラサールによると、オフィスの空室率は 2014 年半ばで 8.2% とまずまずの水準にあり、キャップレートは 7.1% だ。とはいえ、ファンダメンタルズは堅調なもの、タイは透明性がかなり低く官僚主義がはびこっているため、依然として投資活動が難しい市場である。外国人の所有に対する規制も分かりにくく対応が難しい場合がある。その結果、タイをターゲットとする外国人投資家の多くが海岸近くのリゾートに狙いを定めている。

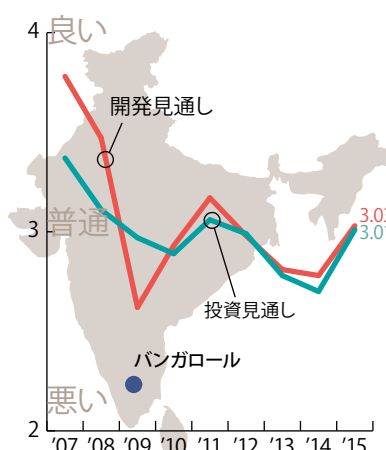
バンガロール

(投資見通し 17 位、開発見通し 16 位)

バンガロールでは長らく、多国籍アウトソーシング事業向けのビジネスパーク施設が投資の中心となってきた。この数年間、その賃料と物件価格も着実に上昇している。新規プロジェクトが常時進められており、ジョーンズ ラング ラサールによると 2014 年末までに延床面積約 1 百万平米の竣工が見込まれる。地域によって人気に差が見られ、特に外環状線道路沿いの回廊地域が多くの注目を集めており、中東のあるソブリン・ウェルス・ファンドも大規模な投資を行っている。

だがトピックスは IT 関連だけではない。現在、インドの他の都市では住宅市場が不振に喘いでいるにも関わらず、バンガロールではミッドマーケットの住宅開発も成功を収めている。あるインタビュー回答者によると「バンガロールでは 2014 年を通じて住宅のアブソープションがコンスタントに行われてきた。こうした市場はインドの中ではごく限られている」。

また、バンガロールの物流施設も活況を呈している。ソフトウェア企業や IT 関連企業で働くテクノロジー通の社員が大量のオンラインショッピングを行っているためだ。「大手 e コマース企業は引き続きバンガロールを第一のターゲット市場としており、数社が配送センターを建築中だ。これはムンバイとデリー首都圏でも見られる動きで、e コマースは今やオフィスだけでなく物流施設と倉庫でも大きなスペースを占有する分野の一つに成長した」。



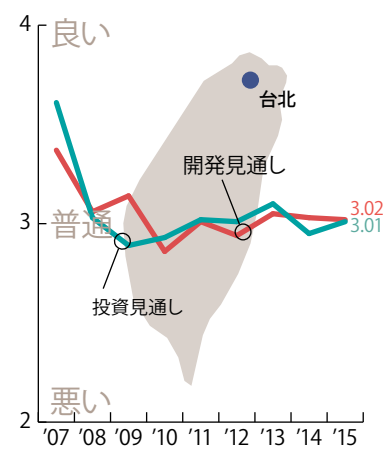
台北

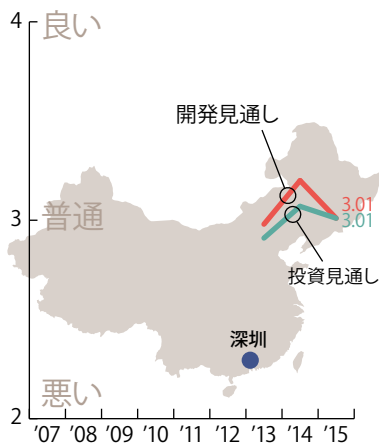
(投資見通し 18 位、開発見通し 17 位)

台北では住宅と事業用不動産の価格が高く、投資家は資産の取得に慎重な姿勢を強めている。住宅価格はこの 10 年間に約 3 倍となったが、それにはいくつか理由がある。まず、政府は台湾人による中国本土からの資金送金禁止措置を緩和した。また、中央銀行が利下げを実施した結果、住宅ローンが安価となり、銀行預金や債券に充てられていた大量の資金が不動産に流れ込んだ。さらに、中国本土からの投資の制限を企図した規制にも関わらず、シンガポールと同様、中国から流入する資金が台湾の資産を買い漁った。

事業用不動産については、ここ数年間価格が急騰が続いている。これは主として、台湾の保険会社とその巨額の蓄積資産を投資する対象が、最近まで不動産以外にほとんどなかったからだ。この間、オフィス賃料はごくわずしか上昇していないため、台北のプライムオフィスのキャップレートは 2.1 ~ 2.3% にまで低下した。

物件価格の上昇を懸念した政府が対応に乗り出し、台湾の保険会社による事業用不動産への投資を制限する法律を制定する一方、保険会社による海外投資を認めた。さらに 2014 年 5 月、長期的投資のオプションとしての不動産に対する関心を抑制するため、政府はキャピタルゲインや不動産保有に関する課税の税率引き上げを柱とする追加規制措置を導入した。今後短期的・中期的にさらなる規制の導入が見込まれる。こうした施策の結果、価格は頭打ちとなり、買い手が市場の軟化を待つ姿勢を見せたため取引が減少した。



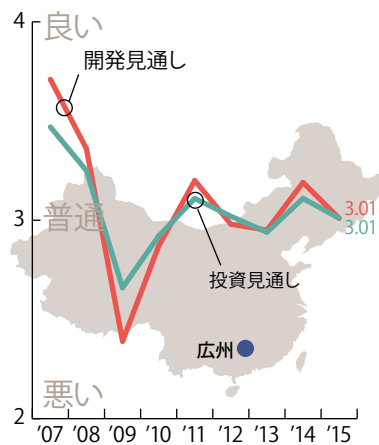


深圳 (投資見通し 19 位、開発見通し 18 位)

今回の調査では下位 4 都市のうち 3 つまでが中国の都市となった。これは中国の住宅部門が低迷し、キャブプレートが圧縮され、またほぼすべての部門で全国的に供給過剰が慢性化している（ただし問題の中身は場所によって異なる）ことから、中国本土への投資に対する否定的な見方が強いことを反映している。

深圳は今回の Emerging Trends の調査では下位に甘んじたものの、対照的に 2014 年半ばに発行された「ULI Mainland China Cities Report」で実施した調査では、よりポジティブな評価を得ている。一方、中国の二番手・三番手都市の多くは重大な問題に直面しているとの結果が出ているため、一番手都市ではそうした問題は（キャブプレートの低下を除けば）それほど深刻に感じられていないと言ってもいいだろう。実際、インタビュー回答者の大半が、取引高は全体的に去年より減少しているものの大都市の市況はかなり良好だとしている。

特に、深圳のオフィス賃料は 2014 年第 3 四半期に中国国内で最も高い伸び（前期比 5.6% 増）を示した。深圳の前海金融特区でプレゼンスを確立しようと企業が押し寄せたことがその理由となっている。深圳は従来から投資適格資産の不足に悩まされており、また多くの建物が区分所有権の形で売却されるため、同市での外国人投資家の活動は限られてきた。そのため前海金融特区の発展が投資適格資産の基盤拡大を助長することが期待される。



広州 (投資見通し 20 位、開発見通し 19 位)

近年、広州では大量の新規オフィスストックが市場に供給され、新たな金融センター（広州国際金融センター）やビジネスエリア（珠江新城）が相次いで建設された。経済が低迷する中、テナントが新たなスペースへの移転に消極的なことから、市場はこうした新規供給の吸収にもがいている。所有者は新規オフィスストックのプレリースを積極的に行っており、ディスカウントなどのインセンティブを提供しているが、それによって既存オフィスビルの賃料が下方圧力を受けている。2015 年から 2016 年にかけてさらなる新規供給が予定されているため、このパターンは今後も続きそうだ。

一方、中国の経済成長が減速を続けるにつれ、デベロッパーの心理も悪化している。広州の土地の入札額は 2014 年第 1 四半期に過去最高となったものの、その後は何カ月も市場が大幅に冷え続けており、6 月だけで 9 件の入札が不成立となった。

広州の住宅価格は何年も高騰を続けてきた。特に都心で甚だしく、2008 年の 3 倍の水準に達している。市場心理の低下により取引が減少し価格上昇にもブレーキがかかったが、価格が大幅に反転する様子はほとんど見られない。政府は取得制限を緩和し、デベロッパーも（時に大幅な）ディスカウントを行ってストックを吐こうとしているが、中国の他の一番手市場と同様、ハイエンド市場では大きな是正が行われそうにない。

前海での投資の大半は投機的なものであり、また前海に拠点を構える企業の活動に関する規制を政府が導入するまではその状況が続くだろう。深圳全体について見ると、その不動産市場は経済が健全で土地の供給も比較的限られていることに支えられている。深圳では大規模な都市再生プロジェクトが開始され、古い工場用地から近代的オフィスや住宅への転換などが行われているが、こうしたプロジェクトは未開発地域の開発に比べ費用も時間もかかるため、資産価格に直接あるいは直ちに影響を与える可能性は少ない。

とはいえ、深圳の前海地区ではオフィスの大規模なパイプラインが構築されつつあり、2015 年から 2016 年にかけて新規供給が行われる予定だ。市場がこれを吸収するまでは賃料が影響を受ける可能性が高い。

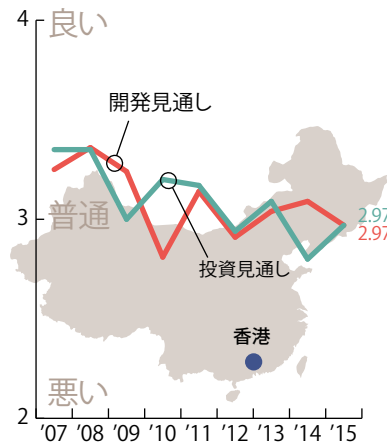
香港

(投資見通し 21 位、開発見通し 21 位)

香港のランキングはこの数年低下しており、2010 年版では 2 位だったものの今回は下から 2 位となった。全体的なトーンも下り坂なのは驚くに当たらない。この低迷の言い訳探しのよう論調も目につき、政府が昨年実施した冷却措置やアジアで最低水準のキャップレート (3% 以下)、金利上昇の見通し、LTV 基準の引き下げ、住宅ローン、中国経済の減速、中国本土の個人消費の低下、さらには「占領中環」(「セントラルを占拠せよ」) までが槍玉に挙げられている。占領中環とはこの秋に見られた政治デモで、市内のあちこちで道路が封鎖された。

とはいえ、香港市場は 2014 年下半期に入って目覚ましい回復を見せている。当初は政府の施策が取引高に大きな影響を与えたものの、住宅部門と事業用不動産部門のいずれにおいても価格はほとんど下降していない。取引高は今年下半期に大きく回復し、市場に売り手と買い手が戻ってきている。加えて、今年は全般的に投資家が対中投資に消極的であり、中国本土での取得の代替を求める投資家が香港への関心を強めている。その結果、第 3 四半期に (ノンコアの) 事業用不動産の取引が大幅に増加し、ジョーンズ ラング ラサールによると香港は 2014 年 1 月～9 月の取引高において世界の主要都市の 16 位となった。2013 年の同時期では 10 位であり、ランクを下げてはいるものの惨憺たる状況というわけではない。

今年、香港のデベロッパーは売れ残った住宅の在庫一掃を強力に推し進め、そのためアナリストは販売高が 2007 年以来的の高水準に達すると予想している。デベロッパーは新規プロジェクトの完成を急いでおり、政府の予測によると、今後 3 年間で約 74,000 戸の住宅が市場に投入される見込みだ。これはデベロッパーが地価の下落を見込んで土地の買い替えを行うために借入金の水準を下げる作戦と見られている。あるコンサルタントが指摘したように「やがて金利の上昇が大きな要因となって価格が軟化していく。また政府がさらに介入を行い、特に投資家が資金を借りにくくなるという懸念が常にある」からだ。



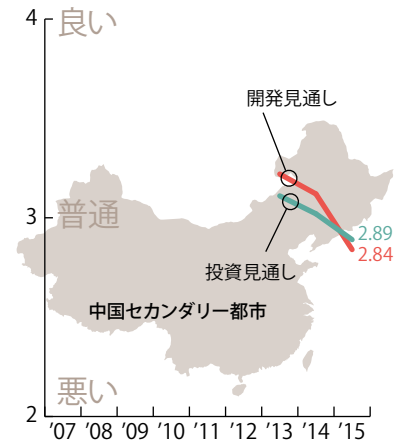
中国のセカンダリー都市

(投資見通し 22 位、開発見通し 22 位)

2 年間、Emerging Trends の調査に中国のセカンダリー (二番手) 都市が初めて加えられた際には 8 位という高い順位にランクインした。これは一番手都市でコストが上昇したため製造業が二番手都市に移動し、それによって大規模な投資が始まり二番手都市のポテンシャルが高まっていることを反映したものだ。上海や北京といった都市と比べ、二番手都市では地価も物件価格も遥かに安かったのだ。

だが現在では、二番手・三番手都市の経済は拡大してきたとはいえ、地方政府が大量の土地を性急に売却したためほぼすべての分野で供給過剰に陥り、不動産の展望が急速に悪化している。中国の不動産市場は、2013 年のブームの後に政府が冷却措置を厳格に実施したことが主因となって住宅部門が不振に陥り、既に苦境にあるが、二番手都市は「パーフェクト・ストーム」に見舞われている。流動性が枯渇し、資金不足に喘ぐ多くのデベロッパーが借入の返済のために物件を売却しようともがいている。新規供給の市場流入が止まらないため、多くの都市で何年も供給過剰が続いており、特にオフィスと商業施設が深刻な状況だ。

例えば瀋陽、重慶、天津、成都といった都市が特に影響が大きく、問題が比較的少ない都市もある。だが、二番手市場で活動するあるコンサルタントによると、全般的に「デベロッパーの在庫が懸念されている。2014 年半ば時点で、大半のデベロッパーの売上が年間目標の約 40% に留まっており、下半期でなんとか埋め合わせようと望んでいるが、うまく行っておらず在庫が積みあがっている。我々が



調べたデベロッパーについて言えば、現在の在庫は 16 ～ 18 カ月分に達している」。

この問題はまだ始まったばかりであるため、今後 1 年から 1 年半にかけ、外国ファンドと国内ファンドのいずれにも大きな機会が生まれそうだ。あるファンドマネジャーは「レスキュー・ファイナンスが一種のプライベートキャピタルを提供する機会が考えられる。だがそれはいささか『落下中のナイフをつかむ』面がある。レスキュー・ファイナンスを焦って行わないことが大切だ。さもないと自分が救援 (レスキュー) を求めることになりかねない」と述べた。

不動産タイプの見通し

今年の調査によるバイ／ホールド／セルの推奨で最も大きな特徴は、投資家心理の大きな変化が反映されているということで、前回調査ではバイが多かったのに対し、今回はホールドとセルの推奨が大幅に増えている。おそらくこれは、キャップレートの圧縮が進行していることや、世界の他市場のリスク調整後リターンが良好なのに対し多くのアジア市場が競争力に欠けていることを投資家が懸念している結果だと思われる。

産業施設／物流施設部門： 投資家の需要がさらに拡大

今回のインタビューでほぼ全員の支持を得た唯一の部門が物流施設部門である。アンケート調査でも投資見通しと開発見通しの双方で物流施設が他を大きく凌いだのも驚くに当たらない。物流施設の魅力は多くの要素に基づいている。

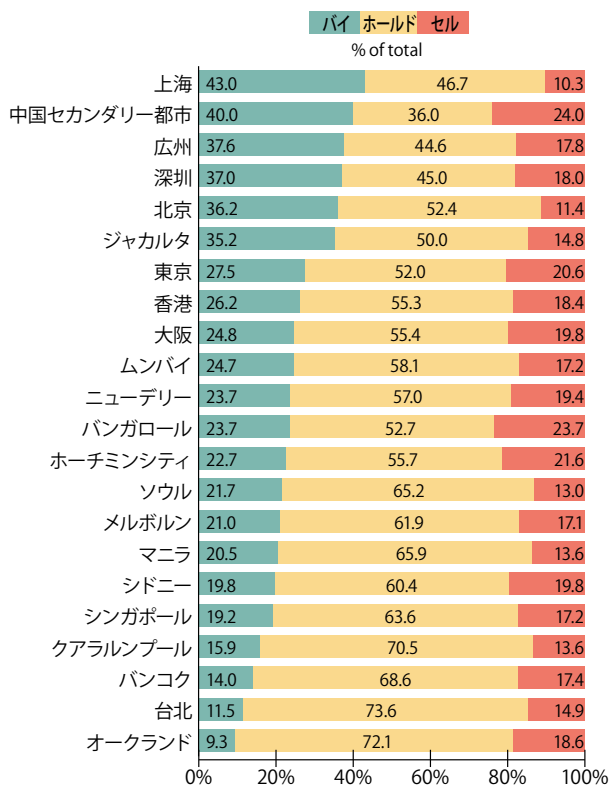
まず、近代的な物流施設はアジアのほぼすべての市場で過小評価されている一方、高効率の物流ネットワークの構築に伴うコストダウンは世界的に認識されているという点だ。また、物流インフラの建設は比較的単純で容易でもある（ただし見事な腕前を見せている専門家もわずかながらいる）。

第二に、アジアではここ数年 e コマースがブームとなっており、その結果物流施設不足の深刻さが浮き彫りになるとともに、新たなネットワークの構築が必要になった。すなわち、従来は輸出市場向けに物流インフラの構築を進めてきた国々において国内の需要を満たす内向きのネットワークである。

第三に、他の部門でキャップレートが大幅に圧縮されているのに比べ、利回りが良好であることだ。とはいえ、物流施設のキャップレートも低下しつつある。インタビュー回答者によると、シンガポールや日本のような成熟市場ではキャップレートが 4.5 ～ 6% に下落したという。

最善の策：中国が断トツであり、中国本土の調査対象都市が上位 5 位を占めた。中国の人気は上記の理由によるところが大きい。だがインタビュー回答者の中には、誰もが惹かれるのは何か胡散臭いところがあるとの見方から、中国での物流施設投資に疑問を呈する者もいた。ある投資家は「市場では群集心理が働いている。2 年前は商業施設がホットで誰もが飛びついていた。今はそれが物流施設だ。2 ～ 3 年後には、過剰投資と過剰建設によりみんな悲観的な話をしているのではないかと思う。今はかなりの供給不足かもしれないが、多くの国内プレーヤーが参入してきており、2 年後には現在のオフィス・商業施設・住宅部門で見られるのと同様の競争が起きていると思う」と語った。

図表 3-4 都市別 産業施設／
物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

住宅部門：過熱

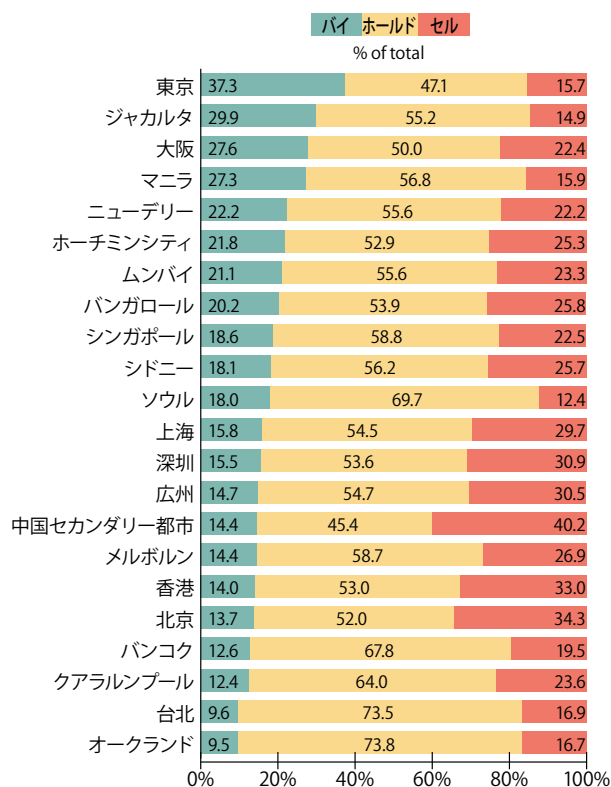
今回の調査ではアジアの住宅市場の人气が低落した。多くの国で価格が競り上げられ、持続不可能と思われる水準に達したためだ。価格の急騰を促した大きな要因は、案の定、膨大な流動性が出回っていることで、その結果住宅ローンが超低金利となり、債券や銀行預金からハードアセット（不動産）へと資金が逃避した。だが、5 年以上低水準で推移した米国の金利が上昇すると見られており、今後はその流れが弱まる可能性が高い。

価格高騰の結果、多くの国々で規制当局が住宅市場に目を向け、冷却措置を講じてきた。特に香港、シンガポール、マレーシア、台湾、ニュージーランド及び中国で規制が行われている（ただし中国では多くの都市で一時的に棚上げされている）。にもかかわらず、金利が依然として低水準にあり基本的需要も旺盛であるため、そうした規制は価格自体には大きな影響を及ぼさず、取引を減少させているだけのところが多い。ただし少なくとも香港は例外で、規制の導入以降も価格と取引高が上昇を続け、過去最高水準に達している。

最善の策：依然として有望な市場は日本及び東南アジアの新興市場、特にインドネシアとフィリピンである。実際、今回のバイ／ホールド／セルの推奨では、日本は別として新興市場の都市がバイの上位を占めている。

公平に言えば、日本については投資家はすべての不動産タイプを有望視している。だが、日本のあるファンドマネジャーによると「住宅部門の需給は依然として非常にタイトだ。東京

図表 3-5 都市別 賃貸集合住宅のバイ/ホールド/セルの推奨



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

への人口流入が続いており今後も続く見込みだが、供給は極めて限られており、また建設コストの上昇が続いているため、この状況は今後も変わらないだろう。事実、大手デベロッパーがマンションの建設を始めたものの建設コストが上がったため中断したケースが見られる。

一方、東南アジアでは人口が若く、経済が活況にあり、急速に伸びつつある中産階級の所得が増えて住宅を買えるようになっていく。

オフィス部門：人気が続くが混み合っている

現在の市場において、オフィス部門は引き続き多くの投資家がターゲットとする資産となっている。その理由として、誰も信頼を置いていない市場にあってオフィスは最も保守的な資産であることや、従来は保守的な投資を志向していた機関投資家が大量にオフィスの取得に回っていることなどが挙げられる。

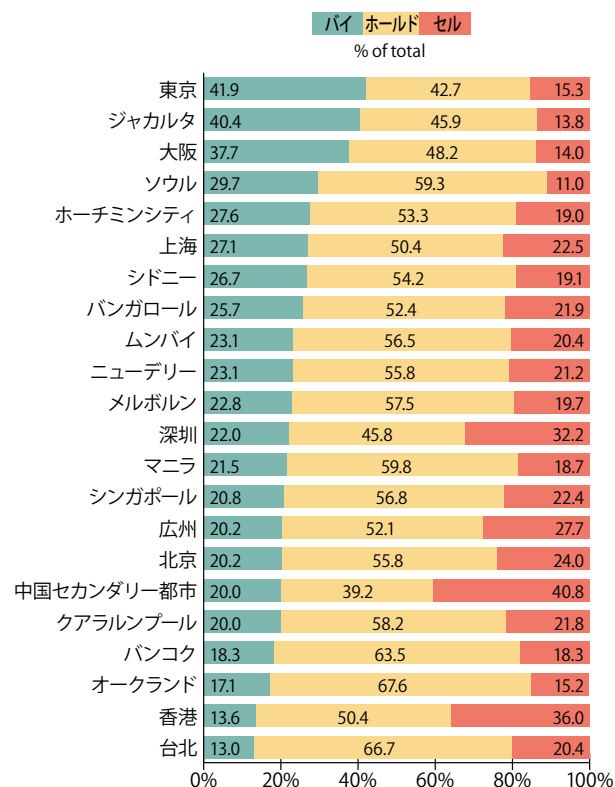
例によって問題は、資産が吸収できる以上に資金が溢れていることだ。少なくとも上位の市場はそうであり、そこにほとんどの投資家が集中している。そのためキャップレートが大幅に圧縮され（オーストラリアは大きな例外だが）、これ以上低下したらそもそも投資を行うことが無意味となるような状況が生まれている。多くのインタビュー回答者によると、その結果の一

つが、開発リスクを取ってリターンを押し上げるフォワード・ファンディング投資の人气が高まったことだ。それを考えると、オフィスが過剰供給にあるオーストラリアを除いて、オフィス部門の開発見通しが今回の調査であまり高い評価を得なかったのはいささか驚きである。

最善の策：オフィス部門では東京が再びトップに選ばれた。確かに、日本で活動している投資家の大半がプライムオフィス資産への投資を希望している。だが実際には、東京では J-REIT との競争が激しく、この希望を適えるのは相当難しい。そのためほとんどの投資家が B グレードのオフィスか、大阪や福岡など日本の地方都市を含めた二番手市場の良質オフィス物件をターゲットとしている。

ジャカルタが上位に登場したのは、過去 2 年間のジャカルタのランキングを反映している。その人気は、ジャカルタのオフィス物件のキャピタルゲインが最近急上昇していることによるものと思われるが、インドネシアで事業を行うのは難しく、また投資適格資産を見つけるのも困難であることに投資家は留意すべきである。ソウルが上位に食い込んだのも注目に値する。キャップレートが 5% 台にあるため、ソウルはそれほど魅力的に映らないかもしれないが、リスクフリーレートに対する 200bp のスプレッドが得られ、また経済のすそ野が広く安定し

図表 3-6 都市別 オフィス物件のバイ/ホールド/セルの推奨



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート



ているという2つのメリットがある。これらは現在のアジアではますます得難くなっているものだ。

商業施設部門：興奮が冷める

投資家は長らくアジアの商業施設部門に対して強気の見方を取ってきた。中産階級が勃興して勢いを増し、新たに手にした購買力を発揮しがっているため、確実な投資と考えられるからだ。にもかかわらず、このところ商業施設はいろいろ問題が生じており、(生活必需品部門を除き)アジア全域にわたってその輝きが薄れてきている。その結果、あるファンドマネジャーが述べたように「今でも商業施設は投資対象だが、比較的慎重に見ている」。

まず、過剰供給の問題がある。あるインタビュー回答者は、この部門がアジア全体で「飽和状態」にあると評したが、ひとくりに論じるのは難しい。同じ都市であっても様々な理由から、プロジェクトによって成否が大きく異なっているからだ。

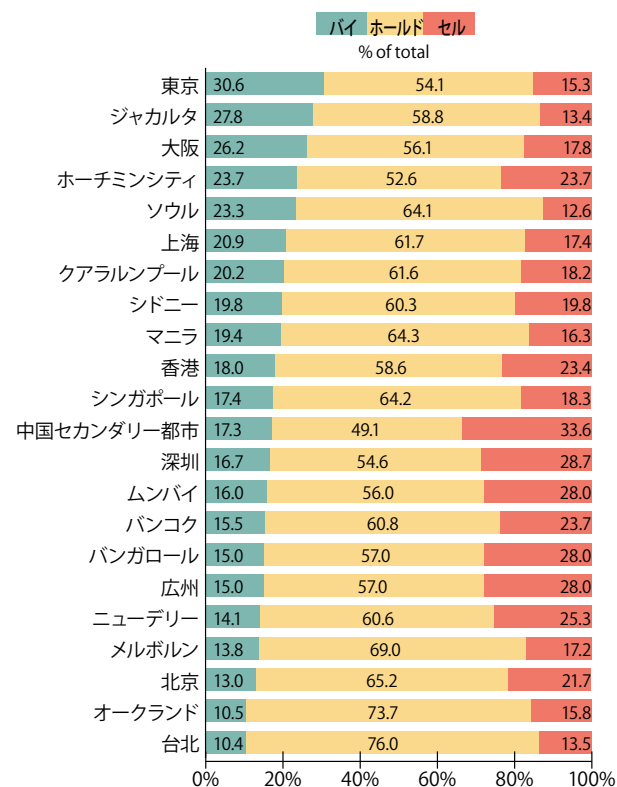
中国では特に二番手・三番手都市で供給過剰が明白だ。また、政府の汚職取締りにより高級商業施設の売買が打撃を受けた(同じく香港の商業施設取引も影響を受けた)。さらに、あるインタビュー回答者によると「商業施設に関するもっと大きな懸念は、運営方法に何の考慮も払われないまま多数のショッピングセンターが建設されたことだ。フロアの配置に何の計画も思慮も見られない」という。

また、アジアでeコマース文化が急速に出現していることも問題である。調査会社のeマーカーによると、アジア太平洋地域におけるB2C(企業と消費者の取引)の売上高は2014年に5,252億米ドルに達すると予想される。これは前年から21%の増加であり、北米のeコマース売上高を初めて超えることになる。この約60%が中国で行われており、中国は急成長著しい市場だ。オンラインショッピングの成長は、実際の店舗での支出が減ることを意味する。ある投資家は「特に中国では、多くの商業施設が低額の基本賃料と売上歩合賃料の組み合わせにより運営されている。小売業者にとっては非常に都合だが、販売がすべてオンライン化され、店舗が単なるショールームになるとしたら、現実にはそうしたケースが増えているが、売上歩合賃料がなくなり、利益の出ない低額の基本賃料だけが残ることになる」と指摘した。

eコマース拡大の一つの結果として、アジア全域にわたりテナント構成を変更するショッピングセンターが増えている。来客数を増やすために食料・飲料やライフスタイル関連のテナントを増やしているのだ。例えば、インドのあるコンサルタントによると「ノイダで大型モールプロジェクトのプランニングに関わっているが、3年前の商品構成と比べると明らかに食品・飲料とエンターテインメント系に偏りが見られる」という。

最善の策:上位3位に日本とインドネシアの都市が入ったことは、それらが他の部門でも上位にランクされていることを考えると驚くに当たらないだろう。

図表 3-7 都市別 商業施設のバイ/ホールド/セルの推奨



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

次いでベトナムがランクされたが、経済問題や銀行の破綻に何年も苦しんできた後に突然登場したという点で日本とインドネシア以上に興味深い。このランキングは、実際には商業施設部門が多くの問題に直面しているにもかかわらず、ベトナムが再び投資家の視野に入ってきたことを表すものと理解するのが適切だろう。生活必需品の販売などマスマーケットを対象とする施設は成功する可能性があるが、高級品市場は避けた方が賢明だ。ベトナムのあるファンドマネジャーの説明によると「この2年間に多くの高級商業施設が建設され過剰気味の状況にあり、しかも苦戦し始めている。例えばハノイに建設された20万平方フィートの大型ショッピングモールは規模が大きすぎ、また高級すぎる。まもなく問題を抱えることになるだろう」。

一方、ソウルが4位に入ったが、韓国のある投資家が述べたように「商業施設の取引は稀にしか行われない。多くの商業施設が区分所有となっており、機関投資家の投資対象としてなじまないからだ」とすると、このランキングもいささか驚きである。

ホテル部門：アジアの観光旅行がブームに

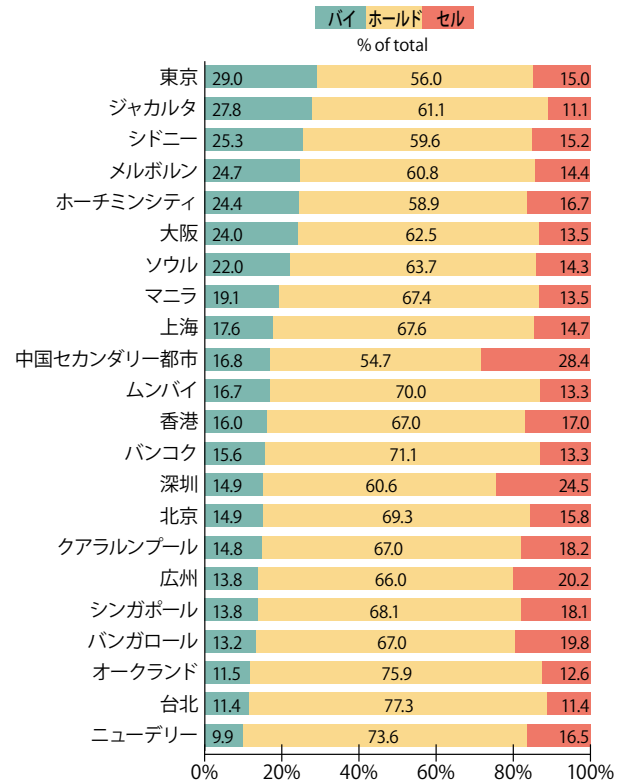
アジアのホテル部門は 2013 年版調査では最下位となったが、今回はいづらか回復を見せた。主要なゲートウェイ都市でホテルの稼働率が 80% を超える水準にまで上昇しているため、利益が拡大し投資家の関心も高まっている。アジアのホテルは伝統的に個人富裕層や富裕ファミリーの投資分野だが、LCC（格安航空会社）業界が国際観光市場を開拓しアジアの観光客（特に中国人観光客）を増やして成長しており、それに伴ってアジアの多くの市場で中級ホテルが台頭している。その結果、アジア全体にわたりホテル部門が機関投資家やプライベートエクイティ投資家にとってアクセスし易くなっている。

最善の策：日本のインタビュー回答者はホテルの見通しが良好なことを繰り返し述べている。ある回答者によると「供給が需要に追いつかない状況で、明らかに NOI が増加している。客室数は数千室あるが、1 部屋当たりの収益は 25% 増えた」という。別の投資家も「ホテルはいいね。非常に優れた投資になる。安倍首相のいわゆる第三の矢でうまく機能しているのは観光だけだ。政府は観光部門に注力しており、関連する法令でも規制緩和が続くだろう」とコメントした。

オーストラリアでは「観光は上向きのようだ。この 10 年間に日本人観光客が激減し中国人観光客が取って代わったため、連邦政府は再び観光部門に注力している。中国人観光客も大きく伸びており、そのため観光インフラをアップグレードする必要がある」。アップグレードとは例えばカジノの設置であり、既にいくつかパイプラインに用意されている。

さらに、ベトナムでも中国人観光客が大幅に増加している。これは地理的に中国と近く、また（まだ小規模なものの）カジノ業界が成長しつつあり、それが中国人を惹き付けていることにもよる。ベトナムのある投資家は「中国人観光客はこの 1 年間ではっきり増え始め、ホテルを埋め尽くしている。大きなゲーミング・カジノもいくつかあり、今後 3～5 年で新規の大型カジノがたくさんできる予定だ」と述べた。

図表 3-8 都市別 ホテル物件のバイ／ホールド／セルの推奨



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2015 アンケート

インタビュー回答者一覧

360 Capital
Tony Pitt

AD Investment Management Co., Ltd.
Kenji Kousaka

AEW
David H. Schaefer

Altis Property Partners
Alastair Wright

AMP Capital
Andrew Bird
Tim Jarvis
Tim Nation

Angelo, Gordon International LLC
Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.
Haruyuki Shinya

Apollo Global Real Estate Management Asia Pacific, Ltd.
Peter Succoso

Asia Pacific Real Estate Association
Peter Verwer

Asian Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles (ANREV)
Alan Dalgeish

AXA Real Estate
Frank Khoo

AXA Real Estate Investment Managers Japan K.K.
Tetsuya Karasawa

BlackRock
Jack Chandler
Hamish McDonald

BlackRock Japan Co., Ltd.
Rio Minami

Blackstone
Stuart Grant

Cache Logistics Trust
Daniel Cerf

CBRE
Henry Chin
Rick Santos

CBRE Global Investors
Richard T.G. Price

CBRE Global Investors Japan K.K.
Tetsuya Fujita

CBRE New Zealand
Brent McGregor

Cbus Property Pty. Ltd.
Adrian Pozzo

CFS Global Asset Management
Michael Gorman

Challenger Financial Services Group
Trent Alston

CLSA Capital Partners
Wayne Spice

Colliers International
Narida Conisbee
David Faulkner

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

Daiwa Real Estate Asset Management Co., Ltd.
Akira Yamanouchi

Deutsche Securities Inc.
Minxuan Hu

DEXUS Property Group
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Takashi Tsuji

Fortress Investment Group (Japan) G.K.
Akio Yamashita

Forum Partners
Andrew Faulk

Franklin Templeton Real Estate Advisors
Glenn Uren

Fukuoka Realty Co., Ltd.
Estuo Matsuyuki
Yukitaka Ohara

Future Land Development Holdings, Ltd.
Xiaoping Lv

GE Capital Real Estate
Jason Kougellis
Francois Trausch

Genkai Capital Management Co., Ltd.
Masatoshi Matsuo

GenReal Property Advisers
Anckur Srivastava

GLP Japan Advisors Inc.
Masato Miki

Goldman Sachs Asset Management Co., Ltd.
Hiroyasu Kaizuka

Goodman
Anthony Rozic

The GPT Group
Mark Fookes

GreenOak Investment Management K.K.
Fred Schmidt

Grosvenor Ltd. Japan Branch
Koshiro Hiroi

Halifax Asset Management
Alec Menikoff

Invesco Asset Management Australia (Holdings), Ltd.
Ian Schilling

Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc., Japan Branch
Ryukichi Nakata

Investa Property Group
Jonathan Callaghan
Campbell Hanan

Jones Lang LaSalle
Richard Fennell
Christopher J. Fossick
Alistair Meadows

J.P. Morgan
Craig Smith

Kenedix Inc.
Masahiko Tajima

KKR
Bryan Southergill

Landsea Group Co., Ltd.
Ming Tian

LaSalle Investment Management
Mark N. Gabbay
Paul Guest

Lend Lease
Tarun Gupta
Rod Leaver

LUCRF
David McCusker

Macquarie Group
Brett Robson

Markham Group
James Markham

Marubeni Asset Management Co., Ltd.
Tetsuo Saïda

Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.
Toru Tsuji

Mitsubishi Estate Co., Ltd.
Kazuhiko Arahata

Mitsubishi Jisho Investment Advisors Inc.
Masami Amano

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation
Yutaka Imai

Mitsui Fudosan Investment Advisors Inc.
Ikuo Mori

Morgan Stanley
Chris Tynan

Mori Building
Hiroo Mori

Nippon ResCap Investors
Ken Fridley

Novion Property Group
Michael Gorman

ORIX Asset Management Corporation
Tetsuya Yamashita

ORIX Real Estate Corporation
Tetsuro Masuko

Pamfleet
Andrew Moore

Payce
Brian Bailison

Pramerica Real Estate Investors
Steve Bulloch

Professional Property Services Group
Nicholas Brooke

Property Council of Australia
Ken Morrison

**Prudential Real Estate Investors
(Japan) K.K.**
Morgan A. Laughlin

Samurai Capital Co., Ltd.
Ken Aoyama

Savills (Hong Kong) Limited
Frank Marriott

SCA Property Group
Anthony Mellowes

Secured Capital Investment Management
Naoya Nakata

Shinsei Bank, Ltd.
Tadashi Miyano

SIMCO
Neil Matthews

Springfield Land
David Henry

Standard Chartered Bank
Marc Bosnyak
Brian D. Chinappi

Starr International
Alison Cooke

Stockland
Jane Lloyd

Stockland Corporation Limited
Simon Shakeself

TIAA Henderson Real Estate
Chris Reilly

Tishman Speyer
Ryan Botjer

**Touchstone Capital Management
Co., Ltd.**
Fred Uruma

**Tokio Marine Property Investment
Management Inc.**
Shinji Kawano

Tokyu Land Capital Management Inc.
Hitoshi Maehara

UBS Australia
Grant McCasker

Unisuper
Kent Robbins

Victorian Funds Management Corporation
Peter King

VinaCorp
David Blackhall

Whiterock
Blake Olafson

支援団体



PwCのリアルエーステートプラクティスは、不動産投資顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や価値算定を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバル・ネットワークを生かし、資本市場、システム分析、実施、研究、会計、税務の各分野の専門家で構成された最も適切なチームを編成し、クライアントにサービスを提供している。

Global Real Estate Leadership Team

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

Kees Hage

Global Real Estate Leader
Luxembourg, Luxembourg

Uwe Stoschek

Global Real Estate Tax Leader
European, Middle East & Africa Real Estate Leader
Berlin, Germany

R. Byron Carlock Jr.

National Real Estate Practice Leader
Dallas, Texas, U.S.A.

Mitchell M. Roschelle

National Real Estate Advisory Practice Leader
New York, New York, U.S.A.

Timothy Conlon

National Real Estate Assurance Leader
New York, New York, U.S.A.

Paul Ryan

National Real Estate Tax Leader
New York, New York, U.S.A.

Hideo Ohta

Assurance Partner, Asset Management
Tokyo, Japan

Hiroshi Takagi

Tax Partner, Financial Services & Real Estate
Tokyo, Japan

PwCは、世界157カ国におよぶグローバルネットワークに195,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。

www.pwc.com



会員によって支えられている非営利の教育・研究機関であるULIは、責任ある土地利用および世界中で繁栄するコミュニティを創出・維持するうえでリーダーシップを発揮することを使命としている。

- 不動産各分野や土地利用政策のリーダーの招集、意見交換によるベストプラクティスの共有、コミュニティニーズへの対応
- 指導、対話、問題解決を通じて、ULIの会員同士または外部との協力を推進
- 都市化、環境保全、都市再生、土地利用、資本形成、サステナブル開発に関する課題を探索
- 建築環境および自然環境の独自性を尊重する土地利用政策や設計方針を推進
- 教育、応用研究、出版物、電子媒体を通じた知識を共有
- 現地慣行の広範なグローバルネットワークと、現在および将来の課題に向き合うアドバイザリー活動の維持

1936年に創設され全世界で33,000人を超える会員を擁するULIは、土地活用や土地開発のあらゆる部分に関わっている。ULIは会員の積極的な参加および経験や情報の共有を通じて不動産開発の実践における優れた基準を定めており、都市の計画、発展、開発に関する客観的な情報源として世界中から高い評価を受けている。

Patrick L. Phillips

Global Chief Executive Officer, Urban Land Institute

Kathleen B. Carey

Chief Content Officer, Urban Land Institute

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer

Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

ULI Asia Pacific

John Fitzgerald

Chief Executive
www.uli.org/asia

Urban Land Institute
1025 Thomas Jefferson Street, NW
Suite 500 West
Washington, DC 20007
U.S.A.
202-624-7000
www.uli.org

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate[®] アジア太平洋2015年版」は英語版の原文を翻訳したものです。
万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。

タッチストーン・キャピタル・マネージメント株式会社、青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社、
プライスウォーターハウスクーパース株式会社の協賛の下、日本語版を発行しています。

Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋 2015年版

今回で9版を重ねるPwCとULIによる共同報告書、Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版では、不動産業界で最も影響力のある約400名のリーダーを対象に、アジア太平洋地域における2015年の不動産投資および不動産開発の展望についてインタビューおよびアンケート調査を実施。その結果をもとに専門家の見解や分析をまとめ、注目すべき投資先、有望な不動産部門および市場、不動産に影響する資本市場に関する情報を提供し、信頼できる予測や専門的な見解を示している。

ハイライト

- 投資 / 開発の見通し、ならびに最良の機会
- エクイティとデットの調達先および流れなどの資本市場の動向
- 有望な不動産部門と回避すべき部門
- 経済および信用不安が不動産にもたらす影響
- 潜在性が最も高い都市圏と潜在性が最も低い都市圏
- 社会政治動向が不動産にもたらす影響
- 立地の選好性の変化

ISBN: 978-0-87420-356-1

ISBN 978-0-87420-356-1



9 780874 203561



www.uli.org



www.pwc.com