

PETER CLARKE

# Emerging Trends in Real Estate®

---

Asia Pacific 2016

[アジア太平洋版]



表紙写真：メルボルンの中心業務地区（CBD）に立地する「プレミアム・グレード」ビル（メルボルン市コリンズストリート171）。  
20年ぶりに建設されたオーストラリア不動産協会（PCA）の新オフィスビルで、延床面積は355,000平方フィート（33,000m<sup>2</sup>）を超える。  
写真：Peter Clarke

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

共同報告書



# Emerging Trends in Real Estate<sup>®</sup>

## Asia Pacific 2016

### 目次

- 1 エグゼクティブサマリー
- 3 Chapter 1: 鏡を通して将来を見る
- 4 取引は見た目より活発
- 6 利回りの圧縮は続くか?
- 7 消極的な見方も
- 7 セルサイドの動きが増加
- 7 より大きなリスクを取る
- 8 オーストラリア:重要テーマ
- 10 賃料収入の拡大か、利回りの圧縮か
- 12 投資家はコアに執着
- 12 日本:重要テーマ
- 13 冷えない市場の人気が高まる
- 14 依然として厳しいオポチュニティック投資
- 14 オポチュニティックなリターンを得られる日本と中国
- 16 依然として見えないディストレス資産
- 16 中国:重要テーマ
- 17 プラットフォーム取引の増加
- 18 アクセスが難しい新興市場
- 18 新興市場のは是正?
- 19 再生事業への関心は今一つ
- 19 転用に向けた投資が離陸
- 20 歩みの遅いグリーンビル
- 21 最大のリスク
- 23 Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
- 23 流出する資金が急増
- 25 巨額の資金流出がさらに続く
- 26 資金の大半は米国へ
- 27 資金流入は復活するか?
- 27 アジア域内のキャピタルフローをリードする中国
- 28 インドの人気が復活
- 29 ソブリン・ファンドと機関投資家の資金が引き続き拡大
- 30 機関投資家の資金の動きが変化
- 31 取引の大型化
- 31 クラブ・ディールと分離勘定
- 32 急拡大するファミリー・オフィス
- 32 デットの調達先は銀行が依然トップ
- 33 メザニンの余地は限定的
- 34 エクイティ・ストラクチャリングに向かうインド
- 34 債券売買は驚くほど堅調
- 36 REITの動きが減速
- 38 新たなREIT市場:中国、フィリピン、インド、インドネシア
- 39 Chapter 3: 注目すべき市場と部門
- 40 上位ランクの投資対象都市
- 51 不動産タイプの見通し
- 56 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

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  
Pauline Oh, Urban Land Institute

### ULI編集／制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor  
David James Rose, Manuscript Editor  
Betsy Van Buskirk, Creative Director  
Anne Morgan, Cover Design  
Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer  
Marc Curtin, Project Assistant, Capital Markets

## PwC Advisers and Researchers

オーストラリア Adam Somerville  
Andrew Cloke  
Christian Holle  
Ewan Barron  
James Dunning  
Josh Cardwell  
Nick Rogaris  
Scott Hadfield  
Tony Massaro

中国 Allan Zhang  
Kathleen Chen

香港 K.K. So  
Paul Walters

インド Abhishek Goenka  
Anish Sanghvi  
Bhairav Dalal  
Dhiren Thakkar

インドネシア Brian Arnold  
David Wake  
Margie Margaret

日本 Akemi Kitou  
Declan Byrne  
Eishin Funahashi  
Hideo Ohta  
Hiroshi Takagi  
Koichiro Hirayama  
Masaki Katoku  
Raymond Kahn  
Soichiro Seriguchi  
Takahiro Kono  
Takashi Yabutani  
Takehisa Hidai  
Takeshi Nagashima

ルクセンブルグ Carolin Forster  
Kees Hage  
Robert Castelein

フィリピン Malou Lim

シンガポール Chee Keong Yeow  
Magdelene Chua  
Wee Hwee Teo

Emerging Trends in Real Estate® はPwC（プライスウォーター・ハウス・カーパース）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 2016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、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することを Purpose(存在意義)としています。私たちは、世界157か国に及ぶグローバルネットワークに208,000人以上のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

©2015 PwC 権利はすべてPwCに帰属します。

PwCとはメンバーフーム、またはPwCのネットワークを指しています。各メンバーフ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 (2015年11月)

印刷：日本

本書の内容の全部または一部を複写、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 2016*. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2015.

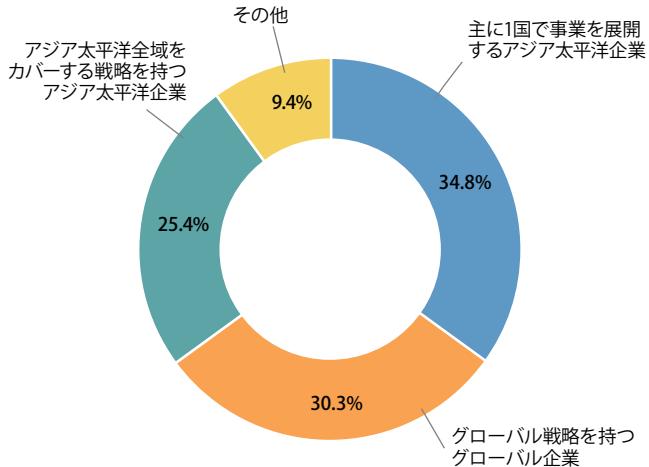
# エグゼクティブサマリー

アジアの不動産市場は、世界の中央銀行が約8年間に渡って行ってきた金融緩和の产物である。米国では緩和政策が終了したようだが、日本と欧州連合では流動性の供与が続いている。多くのアジア諸国で金利が一年前に比べ低下している。アジアと世界の機関投資家もアジアの不動産への資金配分を増やしており、その結果、取得対象資産が減っている中でそれを狙う資金が増え、現在のサイクルが峠越えの様相を強めているにもかかわらず、ほとんどの市場と部門にわたって不動産価格を押し上げている。

以下に、今年のEmerging Trendsの要点をまとめる。

- 2015年上半年の取引は軟調だったが、これは中国での売買が減速したのが主な原因である。だが下半期には、中国本土に対して慎重な姿勢を保つ外国人投資家もいるものの、取引は大幅に持ち直し、過去最高水準となった昨年に並ぶか、あるいは超えると予想されている。
- キャップレートも殆どの市場で過去最低を記録しているが、2016年も取得の勢いが弱まりそうにない。その結果、一部の投資家は現在の不動産価格が既に最高水準に到達したと見ているとはいえ、拡大する投資資金が引き続き価格を押し上げ、キャップレートを押し下げる（ただしそのペースは減速する）と考える投資家が大半だ。一方、世界金融危機の後に取得した資産からエグジットを行って利益の確保を図ろうとする投資家が増えている。
- 現在、アジアの利回り水準は米国や欧州の取引利回りに比べ競争力に劣ると見られることが多いため、一部の投資家はより大きなリスクを取ろうとする動きを続けており、さらに高リターンの資産クラスや地域に投資している。同時に、このトレンドは昨年以来減速しているようだ。サイクルのピークに達したと見ている投資家が、一番手市場のコア資産の方に関心を転じていると思われるためだ。
- オーストラリアや日本などの市場ではキャップレートがさらに圧縮する余地があるものの、今後の利益源として（キャップレートの圧縮ではなく）賃料収入の拡大を考えている投資家が多い。だがこの見方には賛否が分かれれる。両国ともサイクルの点では賃料収入の拡大が起きてもおかしくない段階にあるが、こうした期待は自分の理屈を正当化しているだけだとする投資家もいる。
- 現在の環境ではオポチュニティックなリターンは得にくく、多くのファンドがオポチュニティック投資を行っており、しかも利益をあげているようだ。現在、オポチュニティック投資で最も良好なリターンが得られる市場は日本（借入コストが低くレバレッジが高いため金融工学的な手法により格段に大きな利益が可能）と中国（デベロッパーがキャッシュに飢え、流動性の供給が不足し、経済の減速が他の資金源を敬遠させている）である。一方ディストレス投資の機会は、おそらく中国とインドを除けば、依然として見てこない。

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® Asia Pacific 2016アンケート

- アジア市場に殺到する機関投資家が増えるにつれ、巨額の資金の投入先を見つける必要性から、M&Aやポートフォリオ取引が拡大している。
- フィリピンやベトナム、インドネシアといった新興市場は、他を凌ぐ利回りと成長率により絶えず魅力を発散させている。だが、米国がようやくベースレートの引き上げに向かう中、為替レートとキャピタルフローのボラティリティが大きくなりリスク水準が高まるという現在の環境にあって、多くの投資家がこれらの市場を避けているのが実情だ。
- 多くのリスクがあるものの、今後考えられるシナリオとして最も多く聞かれたのは、金利の引き上げが予想よりも早まるということと、長らく言われてきたように中国がハードランディングし、それがアジア全域に連鎖反応を引き起こすということだ。

キャピタルフローの面では、今年はアジアから他地域への資金移動が拡大し、過去最高水準となった昨年の実績をさらに上回った。この資金流出は減速しそうになく、ほとんどの投資家が欧米不動産市場への資金移動は増加の一途を辿るを見ている。ある投資家はこれを「不動産業界にとって最大のトピックの一つ」と評した。

このトレンドの主たる牽引役は中国で、機関投資家、企業及び個人の資金が（アジア域内では）主にオーストラリアと日本で、また（アジア域外では）主として米国で資産を取得している。シンガポールも主な資金流出国だ。現在米国に向かっている巨額の資金は昨年の流出とは方向が逆で、昨年には欧州、特にロンドンに焦点が当てられていた。今は米国が投資先として好まれているが、これは為替の上昇が見込まれていることや、欧州のディストレス投資がほぼ終了したことなどが要因となっている。

銀行融資については、不動産投資に向けられる流動性は依然として豊富だ。金利の上昇が近いと目される中、ほとんどの市場で融資条件はほぼ変わっていないが、香港とシンガポールは例外と言えよう。日本は引き続き追加融資を最も受けやすい市場で、1%を切る金利で借り入れが可能だ。現在、外国の銀行がアジアで融資事業を強化しており、従来の3年～5年よりも長期の借入金を提供している。

資本市場では債券発行による資金調達が広く行われている。中国のデベロッパーにとって資金調達手段の最大のオプションになっており、通常は国内で債券を発行している。今ではその方が、アジアの証券取引所（香港が一般的）で外貨建ての債券を発行するよりも遙かに低コストだからだ。

アジアの不動産投資信託（REIT）市場は高水準だった昨年よりも幾分後退した。これは金利の引き上げが見込まれており、それによって債券と同様の利回りになればREIT投資の魅力が薄れるためだ。にもかかわらず、アジアのREITの指標は数年前の水準を上回っている。いくつかの新興市場でREIT市場の開設に向けた動きがあり、インドと中国ではいくらか進展が見られるものの現実的に機能するREIT市場の登場はまだ先のこととなる。一方フィリピンでは、来たる大統領選挙後に政権が交替すればREITの誕生に向けさらに前進する可能性がある。

投資見通しに関する今年の調査では、アジアの先進市場である日本とオーストラリアでの取得を求める投資家が圧倒的に多かった。東京は3年連続で1位となりハットトリックを決めた。大阪、シドニーとメルボルンは引き続き上位5位に入り、資産の質と利回りを追求する投資家の姿勢を浮き彫りにしている。

調査では中国への投資について慎重な姿勢が続いていることも判明した。これは経済の軟化、人民元の下落、供給過剰、キャップレートの圧縮など一連の問題に対する懸念によるものだ。投資家がいくらかポジティブなのは上海で、プライム資産に対する需要が常に存在する、中国で唯一かつ真の一番手市場であることを反映している。

一方、産業施設／物流施設部門はキャップレートが平均を上回っており、また長期的に構造的な供給過剰が続くと見られるところから、引き続き投資家を強く惹き付けている。

## 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・ハウスクーパーズ）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10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。

2016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343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、ファンスマネジャー、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 99 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 244 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。

不動産サービス会社	26.2%
非上場不動産会社／デベロッパー	25.4%
機関投資家／エクイティ投資家／投資運用会社	20.9%
エクイティREIT／上場不動産会社	8.6%
銀行、金融機関、証券化関連融資機関	4.1%
私募リート／非上場不動産会社	2.5%
住宅建築業者／宅地造成会社	1.6%
モーゲージリート／不動産債券投資家	0.4%
その他法人・団体	10.2%

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々に対して感謝の意を表したい。

# 鏡を通して将来を見る

「ファンドは 力ネを投じて利益を生み出す よう圧力を受けており、

それを反映して投資家が自分の理屈を正当化し始め、以前よりも物の見方が甘くなっている。これはいつでも危険な兆候であり、まさに今その兆候が現れている」。

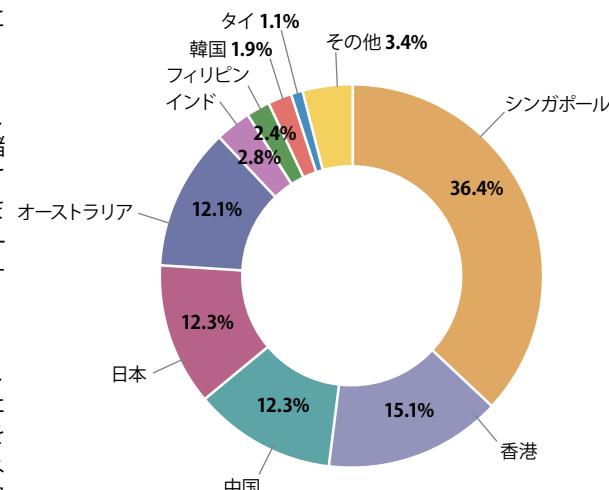
アジアの不動産市場が強気に転じてから7年目となり、大半の市場で不動産価格の上昇とキャップレートの低下が続いているため、多くのファンドマネジャーが気を良くしている。数年前、世界金融危機の直後に取得した不動産を売却するには引き続き好機と見ているからだ。

だが目下のところそれで首尾よく利益を得ているものの、これから先、比較的最近に取得した物件については確実に儲かるとは言えないようだ。アジア太平洋地域の経済は総じて弱含みで、輸出が減少しており、通貨も下落している。おまけにキャップレートが極端なまでに低下し、不動産価格が一部の投資家にしか手が出ない水準に達していることから、サイクルのピークが近いと推測される。

とはいえるこの「サイクルの終わり」という見方の難点は、実際の指標は依然としてそうした兆候を示しておらず、新たな資金が押し寄せ、アジア全域に渡ってキャップレートを過去最低水準に押し下げていることだ。あるファンドマネジャーは「今は資金を投入しにくい環境で、簡単に利益を得られる案件はなく目立った取引もないため、この動きには合点がいかない。資産取得の一般的な前提条件から考えると、どの市場でも理屈に合わないだろう」と述べている。

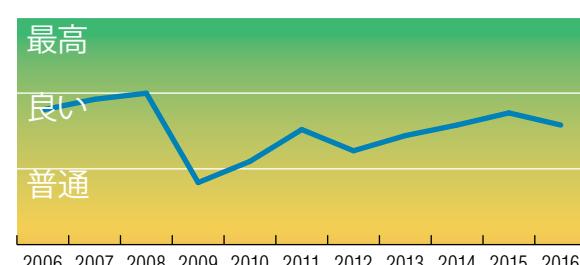
不動産価格がさらに上昇を続けマクロレベルのリスクも高まっているにもかかわらず、こうした矛盾と思われる動きが見られることこそ、現在の状況の特徴である。そしてこの矛盾自体が問題を作り出す。市場の不合理な動きを理解しようとすると結果、投資家が根拠のない理屈を付け、それを正当化してしまう恐れがあるからだ。ある大手の機関投資家向けファンドマネジャーの言葉を借りれば「気掛かりなのは、機関投資家が短気を起こし、資金を投入するよう投資委員会が圧力を掛けてくるのではということだ。そのため投資の分析もあやふやなものとなる。機関投資家は賃料が今後このくらいの率で上昇していくとかキャップレートがさらに低下すると想定し、それを信じ込んでしまう。これらはすべて、市場を危険な状況に追い込むもとなのだ」。

図表1-1 調査回答の割合(国・地域別)



出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

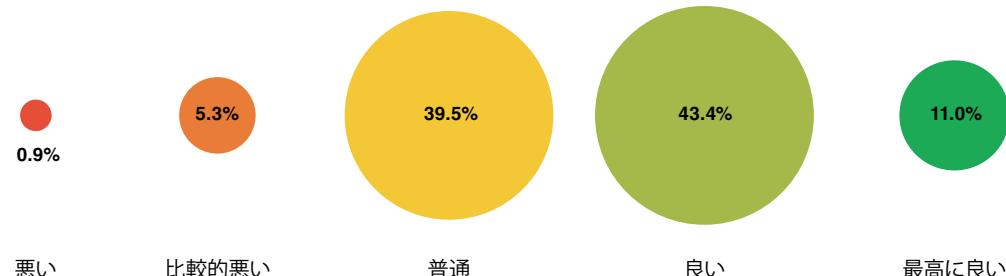
図表1-2 不動産会社の収益性の推移



出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

図表1-3 2016年の企業の収益性予測

2016年の収益性予測（回答者に占める割合）



出所：Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2016アンケート

## 取引は見た目より活発

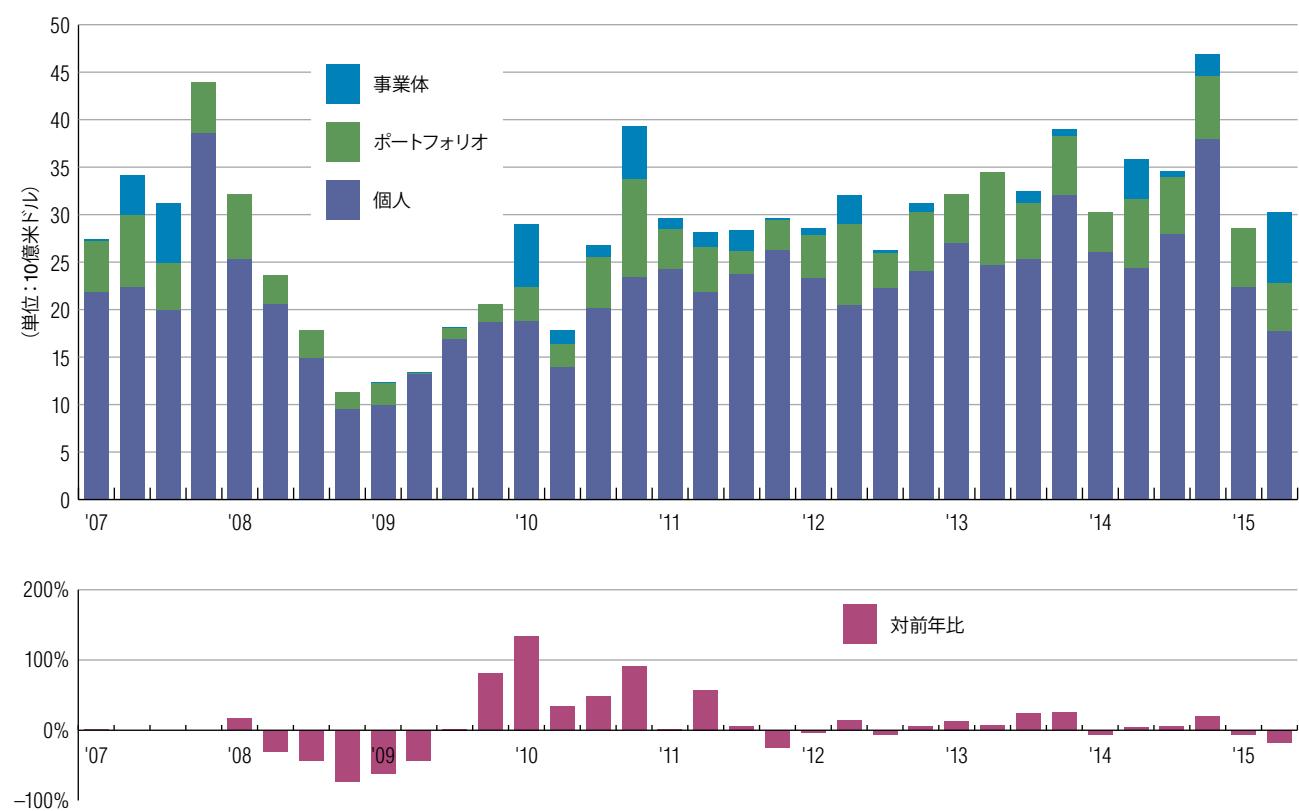
需要は全体的に拡大していると思われるが、2015年上半期の取引高は軟調で、調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、事業用不動産の取引高は米ドルベースで前年同期41%も低下した。

とはいっても、この数字はやや誤解を招くものだ。一つには、減少の大半が中国の土地売買の落ち込みによるものだからである。中国では二番手都市の在庫が膨らみ、デベロッパーが

開発用地を補充するインセンティブが失われた。RCAによると、これを除けば減少幅は13%となり、うち約半分は米ドルに対するアジア通貨の下落に起因するという。

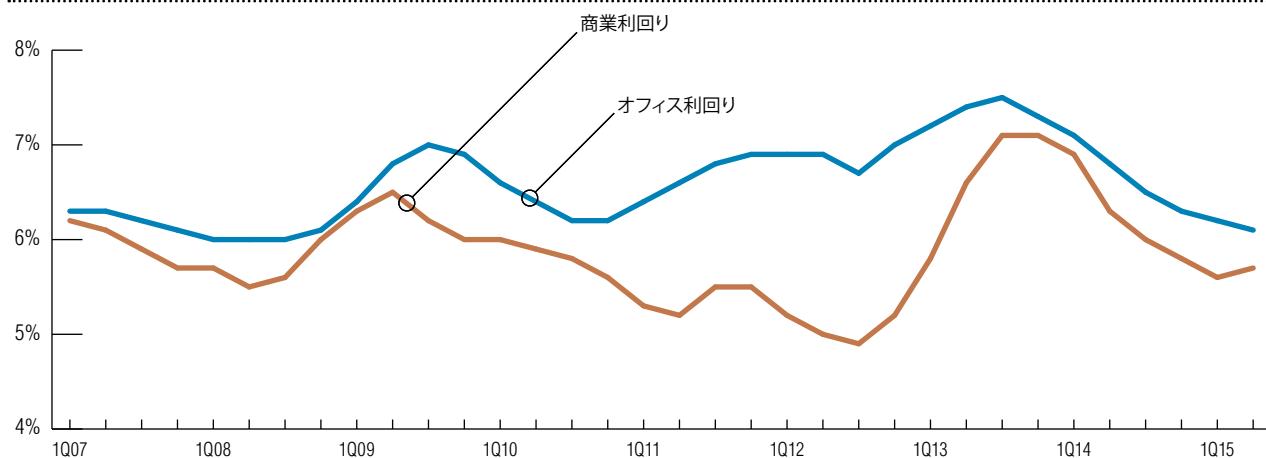
そのため上半期の取引高は見た目よりも前年同期の数字（過去最高値）に近くなる。減少要因は他にもいろいろあり、その第一は、あるアナリストによれば「投資家は今も取得を希望しているが、取引に供される物件が不足している」というお馴染みのものだ。第二に、経済の見通しがはっきりするまで中国の投資家が様子見していることが挙げられる。さら

図表1-4 アジア太平洋の物件タイプ別取引高



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

図表1-5 アジア太平洋の利回りとキャップレート



出所：リアル・キャピタル・アナリティックス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com)) 2015年10月

利回り／キャップレートは4四半期ローリング平均

に、アジアの不動産所有者にはプレミアム価格以外で売るインセンティブがないため、リスク調整後リターンで見ると他地域の不動産に比べ取得を正当化しにくく、取得を望む投資家の多くが二の足を踏んでいるのだ。

だが、こうした手詰まり状態は長く続きそうにはない。仲介業者は2015年下半年にプライベートエクイティ不動産ファンドによる大型取引のクロージングが数件行われると見ており、市場では年末に向け取引高が盛り返し、通年では2014年の水準に肩を並べると期待されているからだ。

主要市場別に見た取引の状況は以下のとおりである。

- 中国：**2015年は出足が鈍く投資家は様子見の姿勢を保っていたが、上海のプライムオフィスビル取引が主導して取引高は年央までに大幅に持ち直した。今後予定されている取引パイプラインは驚くほど強力で、中国本土の取引高は年末に向け加速が見込まれている。実際、通年の取引高は2014年を50%上回るとの予測もある。
- 日本：**引き続き好調で、2015年第1・第2四半期の取引高はいずれも歴代3位内となった。過去一年間で円が約14%下落したため米ドルベースでの利回りは低下したものの、取引高は年末に向け好調を維持すると見られる。
- オーストラリア：**2014年第3四半期以降に豪ドルが21%下落したことから、日本同様に米ドルベースの利回りは低下したが、取引は引き続き過去最高水準を維持している。RCAによれば、上半年の取引高は数件の大型取引を中心に9%増加した。ただし物件不足を反映して、取引件数では前年同期を下回っている。

図表1-6 2015年第2四半期のプライムオフィスの利回り

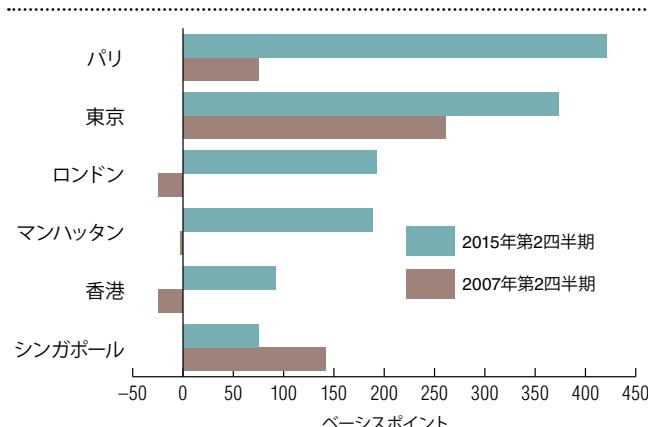
市場	利回り	対前年比 (ベースポイント)
北京	4.8%	—
上海	4.5%	—
香港	2.8%	—
台北	2.3%	5
東京	3.3%	-25
ソウル	4.4%	-15
シンガポール	3.8%	15
ニューデリー	8.2%	—
ムンバイ	9.8%	80
シドニー	5.4%	-50
メルボルン	6.1%	-25
ブリスベン	6.8%	-5
オークランド	6.4%	-35

出所：CBREリサーチ

他のアジア市場の大半でも取引が活発に行われたが、目立った例外はシンガポールで、向こう2年間にわたりAグレードオフィスビルが大量に供給されるため、今後の賃料と稼働率に下方圧力が加わっている。ある仲介業者は「この半年間、取引高は低迷していた。売り手は手仕舞いに乗り気でなく、価格の維持に努めているため、現時点でも取引キャップレートはまだ3%から4%の水準に留まっている」と語った。

シンガポール経済は比較的低調で、住宅価格も下方圧力にさらされているため、今のところ、シンガポールに関心を示す投資家は多くない。あるファンドマネジャーが言うには「シンガポールのオフィショア金融サービス業界は成長を続けているとはいえ、以前のペースとは比べものにならない。富

図表1-7 スプレッド：オフィス利回りと10年物国債の比較（国別）



出所：リアル・キャピタル・アナリティックス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com))

裕層向けのウェルス・マネジメント部門も同様だ。それでアブソーブションが問題になっているが、国内ではそれを支えられるほどの成長が見られない。シンガポールは『すぐに利益を得られる』市場と考えられるかもしれない。今後1年半の間に取引がもっと目立ってくるのではないかと思う。実際、一部のカウンターシクリカル投資家は既にシンガポールの住宅市場に食指を伸ばし始めている。

## 利回りの圧縮は続くか？

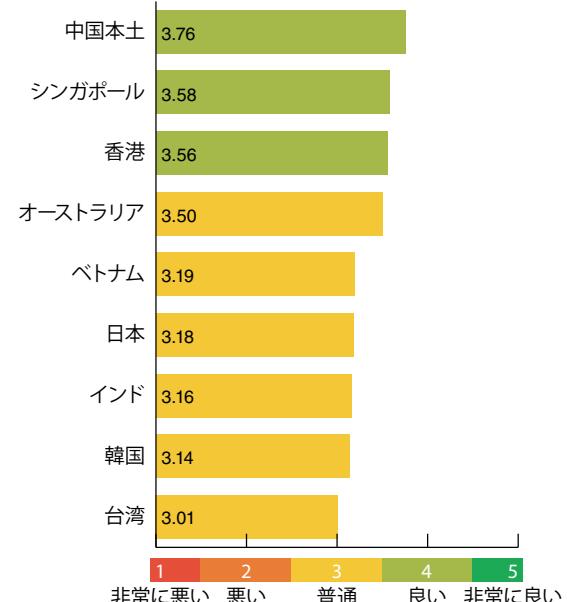
この一年間、オーストラリア、日本、韓国などアジアの多くの主要市場でキャップレートの圧縮が続いてきた。一方、香港やシンガポールなど他のいくつかの市場では既に非常に低水準で横這いとなり、また中国ではやや上昇したと見られる。果たして、キャップレートの圧縮は今後も続くのだろうか。これについては相反する2つの見方がある。

まず、さらに圧縮されるという見解だ。投資資金の多さに比べ物件が少なすぎるからだ。特に、新たな機関投資家による新規資金が今後市場に投入されていく一方、既存の機関投資家は、既に当面の投資対象が不足していると思われ、さらにアジアの不動産への配分を増やしていくだろう。そのため資金が引き続き上積みされ、それが不動産価格と利回りにどんな影響を与えるかは明らかだ。

かくも大量の新規資金がアジアの不動産を目指すのはなぜだろうか。あるファンドマネジャーによれば「他にどんなオプションがあるのか。債券利回りはないに等しく、金利は極端に低く、株式は割高で、ファンダメンタルズも良くなさそうだ。だからカネを投じる先は他になく、不動産を見て『4%か5%の利回りが得られるならこれがいい』ということになる」。

理由は他にある。機関投資家向け大手ファンドのマネジャーの一人は「アジアのソブリン・ウェルス・ファンドや

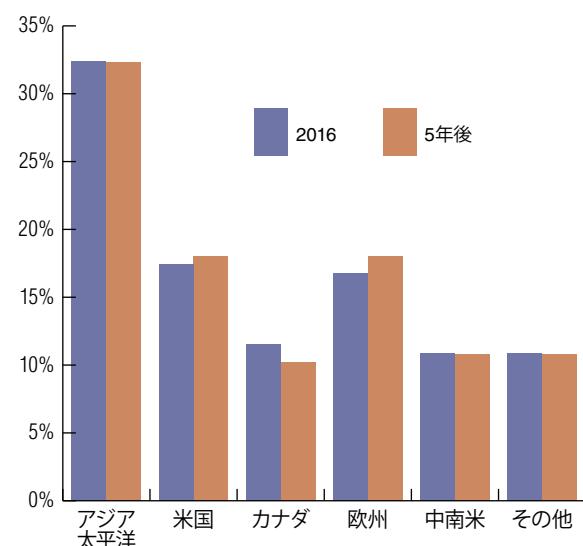
図表1-8 世界財政危機の影響の度合い



出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

機関投資家が確実に増えている一方、アジアに投資している既存投資家も資金配分をもっと増やしたいと考えている。そのためプレーヤーが増え、正直言って聞いたこともないような投資家からの資金も増えている。これはつまり、不動産価格が支えられ、上がり続けているということだ。総合的に考えると、米国のFRBがどの程度、そしていつごろ利上げを行

図表1-9 アジア太平洋の投資家の地域配分比率



出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

うかによるが、キャップレートはあと1年か2年は今の水準に留まるのではないか」と語った。

さらに、別の投資家が言うには「キャップレートの圧縮は、市場にもよるが、多分日本とオーストラリアではさらに（圧縮の）余地がある。いずれもリスクフリーレート（国債の利回り）に比べ、まだかなり魅力的だからだ。シドニーのオフィスビルを5%で買うとしても、おそらく2.5%か3%の金利で資金を調達できるだろう。つまりすぐに利益を得られる。あるいはちょっと目先を変えて郊外の不動産、オフィスビルか物流施設なら7%での取得も可能だ。投資資金が依然として巨額であることを考えると、キャップレートはさらに圧縮されるのではないかと思う。」

## 消極的な見方も

もう1つの見方は、市場がサイクルのピークに近づいているというものだ。

ある投資家は「超低金利で資金を入手しやすいためキャップレートが非常に圧縮されているが、それはファンダメンタルズに支えられたものではない。アジアの経済は失業、為替レートの下落、貿易の減少、コモディティの価格、消費、資金コストの継続的低下、キャップレートの圧縮などの問題に苦しんでいる。これは不動産価格がファンダメンタルズに吊りあっていないという危険信号だと思う。何らかの是正が必要だ。価格の高騰がもたらす投資機会も多いだろうが、現在の市場はバランスを失していると思われ、いさか懸念される」と指摘する。

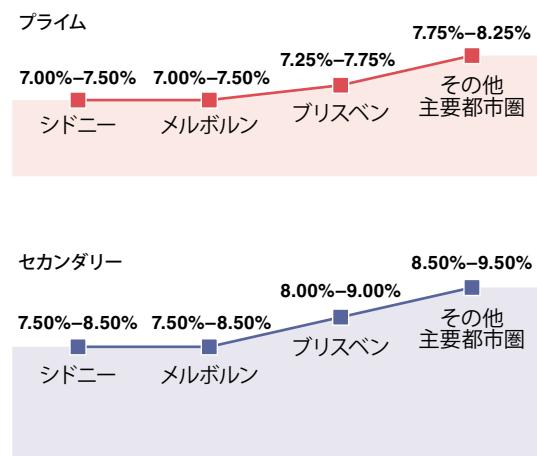
またあるアナリストは「キャップレートの圧縮が続くとは思わない。特に金利のように、どうなるか分からぬ問題が山ほどある。米国の金利が25ベーシスポイント引き上げられても大したことではなく、低金利はおそらくあと1年から1年半続くだろう。だが大統領選挙後の2017年には大幅に引き上げられると思う。過去のパターンを見ると、米国の金利サイクルはかなり激しいものになりがちだ。その結果、キャップレートはいくらか上昇するはずだ」と述べた。

さらに続けて「これまで6年にわたり強気市場が続いてきた。サイクルの平均期間から言えば既にその最終局面に入っており、9回裏と言われるような状況だ。そのためどこかの時点で反転が来る。何がその引き金になるのかは予想づらい。現時点では近く是正が行われることを示すものは何もないが、市場はきっとサプライズを起こすと思う。」

## セルサイドの動きが増加

市場では大半の投資家が売却よりも取得の機会をうかがっているが、売却を行うファンドも増えつつある。このかなりの部分は、ファンドが景気の悪化以降に取得した資産の売却である。ある投資家は「この2年間は調子よく儲けることができたが、これは4～5年前に買った物件の売却によるもので、2009年には買う者があまりいなかつたため売却の規模は今

図表1-10 2015年のオーストラリアの学生寮利回り概要



出所：ジョンズラングラサー調査（2015年）  
適切なキャッシュフローを参照。数値は「クラス最高の」単一資産に適用。

でもそれほど大きくない。だが再び売却で儲ける者が始めている。まだ始まったばかりだがね。しかもそれは2～3年前に買った物件の売却だ」と述べている。そのため短期的には、ファンドによる売却が加速的に増えていくと見られる。

この現象の背景には別の要因もある。一部のファンドがサイクルの先を行くために売却を図っている可能性があることだ。あるファンドマネジャーは「過去2年間、我々がオーストラリアで売り越してきたのは確かだ。その理由は2つあり、キャップダウンが大幅に低下したことが1つ。もう1つはオーストラリア経済が変容しつつあることで、オーストラリアは中国の経済成長から大きな恩恵を受けてきたが、中国経済の成長率が少し落ちてきたため、我々としては投資を減らす決定をした。もちろんオーストラリアを諦めたわけではないが、ポートフォリオの点でエクスポートを減らすことにした」と語った。

同様の思いは東京でも聞かれ、ある投資家は「依然として活発に投資しており、またオーバーバリューだとは考えていないが、同時にかなりの売却も行っている」と述べている。

## より大きなリスクを取る

この数年間、コア資産のディールソーシングに関する問題（高価格、過剰競争及び物件不足）に対しては、より大きなリスクを取るか地理的に競争の少ない市場に移るというのが投資家の一般的な対応だった。現在もこの戦略が続けられているが、どの市場も金利上昇の可能性という点については誰も分からぬため、その人気が落ちている。加えて、多くの投資家が既に学生向け住宅、セルフストレージ（トランクルーム等）、高齢者向け住宅など従来とは異なる代替投資に着手しており、またいわゆるニッチ部門はすべて試し済みで、もしくは手軽なエグジットの選択肢がない、あるいは必要な専門知識に欠けるといった状況に置かれている。

## オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアの事業用不動産は他のアジア市場と同様の圧力を受けており、プライム資産を巡る競争が激しく、キャップレートを過去最低水準に押し下げている。オーストラリアは利回りが高く、先進市場であるため、豪ドルの下落（2015年第3四半期末時点での前年比約21%の下落）と相まって、外国資金が引き続き事業用不動産と住宅部門に流入している。

取引の点では、シドニーとメルボルンは今やアジアで東京に次ぐ最大の不動産市場であり、RCAによると2015年上半年に約102億米ドルの新規投資が行われた。その多くが外国の買い手（主に中国、シンガポール及びマレーシアの投資家）によるものである。調査会社のナイトフランクによれば、シドニーでは中心業務地区（CBD）のオフィスビルの約30%を外国のファンドが保有しており、外国資金の流入は、加速するとはいかなまでも今後とも続くと見られる。

昨年には取引を巡る競争が激化したが、これは物件の取得を図る海外ソブリン・ウェルス・ファンドや機関投資家が増えたためであり、また入手できる資産が極めて少ないためでもある。あるファンドマネジャーがコメントしたように「買い手は国内投資家、海外投資家と年金基金で、誰もが適当な機会を求めて非常に活発に動いているが、機会は極めて限られている」。

その結果、市場では取引件数は減っているものの1件当たりの取引額は大きくなっている。2015年には2件の大型取引（オフィス1件、物流施設1件）が、コア市場のこれまでのキャップレートを更新する金額で行われた。売却されたビルの中には

4.5%という低水準の物件もあったと噂されたが、それはおそらく間違いただろう。とはいえ、オーストラリアのあるファンドマネジャーの行った試算は5.25%で、こちらの方が実態に近そうだが、それでも一年前の水準を約100ベーシスポイント下回っている。

これらの取引の買い手と主な入札者はいずれも外国人投資家だった。上記のファンドマネジャーが言うには、これは少なくとも「一般的に、オフショア資金は我々のような多くの国内非上場ファンドに比べてリターンが低い傾向にある」ことが一因である。また、外国ファンドは国内の競争相手に比べ高いレバレッジを効かせることができるために、入札で国内ファンドを負かすケースが多い。

果たしてキャップレートの圧縮は続くだろうか。これには、オーストラリアのマクロ経済の動向という大きな問題が関係てくる。オーストラリア経済は伝統的にコモディティに依存してきたが、世界のコモディティ部門の悪化と共に弱体化しているため、サービス部門の強化に向けた再構築の動きがシドニーとメルボルンを中心にいくらか現れてきた。だが、経済の短期的見通しについて国内のアナリストは慎重な姿勢を崩していないものの、外国ファンドが取得に注力しているということは先行きの見通しがもっと明るいことを示唆している。その結果インタビュー回答者の大半が、キャップレートがさらに圧縮する余地があると見ている。ある投資家は「我々の見解は、シドニーとメルボルンのプライムオフィスビルはキャップレートがまだ確実に下がっていくというものだ。パースやブリスベンとはかなり違っている。もっともブリスベンは驚くほど良く持ちこたえているが」と述べた。

何人ものインタビュー回答者が、サイクルの現段階でより大きなリスクを取ろうとするのはおそらく間違だと指摘しており、中にはこの理由から既に次の機会を狙って準備ができているという者もいた。オーストラリアのあるファンドマネジャーによると「資金力の豊富な投資家が沢山おり、破綻する者が出てくるのを待っている。我々には投資運用力があり、こうした機会を利用できるから、市場の是正を待ってはいられない。唯一の問題は、こうした者が我々だけではないということだ」。また香港の大手ファンドのマネジャーは「今は我慢のしどころだと思う。今後半年間に投資家が簡単にミスを犯す可能性があるからだ。一年間じっと座って待てば今よりも多くの機会が得られるという見方が今のトレンドだ」と語った。

代替投資の様々なオプションの中では、オーストラリアでは学生向け住宅の人気が高く、しかも依然として良好な利回りが得られている。最近の豪ドルの下落により、国際的にオーストラリアでの教育の魅力が高まっているが、オースト

ラリアのあるデベロッパーによると、それによって「特にブリスベンのCBD、そしてやや劣るシドニーやメルボルンで学生向け宿泊施設に対する大きな需要が生まれている」。通常、これは投資家にとってビルド・アンド・ホールド戦略となる。この傾向はまだアジアの他市場に広まってはいないが、最近になってグローバル投資家が参入してきたため、元来がそれほど大きな部門がいくらか飽和しており、その結果、ある機関投資家が言ったように「この部門への投資はもう魅力がないと思う」。

インタビューでは、高齢者向け住宅とヘルスケア施設もアジアで関心のある投資オプションとして何度も挙げられた。そしてこれらの施設に対する需要は確かにある。ある投資家が述べたように「中国の人口動態はすさまじい状況だ」。だがこれらの取引を行うにはいろいろ問題が残っている。特に、人口の高齢化が進むアジアでは介護サービスが高額で、受けにくいという基本的な問題がある。また政府によるインセンティブも増えているものの、それによって増える官僚機

これは、流入を続ける新たな資金の規模や、その大半が長期的な投資であり急いでリターンを得ることにそれほどこだわっていないという事実から、特にそう言える。あるインタビュー回答者によると「海外投資家はオーストラリアにオポチュニティックなエクスポージャーを求めてはいない。コア市場のリターンは不動産から得られるもので、デットからではない。それに、仮にオーストラリアがサイクルの底ではなく天井に近いとしても、これほどのインカムリターンとトータルリターンを得られる市場が他にどこにあるだろうか」。

コア資産のキャップレートは他の資産クラスに比べ遙かに圧縮されているため、現在はバリューアップ投資、メトロエリア、あるいはシドニーやメルボルン以外の都市に対する関心が高まっている。ある投資家は「ノンコア市場でも一部でキャップレートが大幅に圧縮されているのは確かだが、前回サイクルのピーク時の水準には遙かに及ばない」と指摘する。国内の機関投資家は前回のサイクルに二番手資産で苦い経験をしているため、総じてコア資産にこだわっているが、国内の非上場ファンドや若干の海外投資家など一部の投資家はノンコア市場で活動を強めつつあり、特に住宅部門で目に付く。また、ネイバーフッドショッピングセンター(SC) やサブリージョナルSCの取引が最近になって大幅に増加した。これらがディフェンシブ投資と見なされないことや、商業施設のキャップレートが他の資産クラスほどには圧縮されていないことなどがその要因となっている。

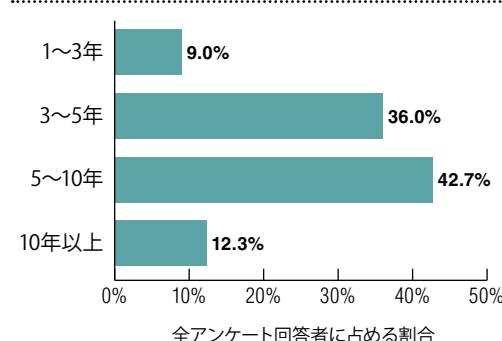
住宅部門では価格が高騰を続けており、2015年9月までの3年間に全国で24%（シドニーでは46%）上昇した。投資銀行のゴールドマンサックスは2015年9月のレターで、全国の住宅価格は29%のオーバーバリューとなっていると述べている。その結果、強力な供給パイプラインと相まって以前からの住宅バブル説が再び浮上してきており、特に価格の上昇が最も著しい大都市で言われている。この説の根底には、失業率の上昇予想（現在の全国平均は6%超）や人口増加の減速、住宅ローン利率の上昇などがある。だが同時に、LTVが比較的低いことや、住宅ローン利率が2011年11月以来10度に渡り引き下げが行われた結果50年ぶりの低水準にあることが住宅価格を支えていると見られる。短期的・中期的に利率の引き上げが予想されていないことから、住宅ローンは支払い可能な範囲に留まると思われる。

一方、シドニーのインナーシティとメルボルンにおけるオフィスから住宅への転用は引き続き活発に行われている。ただし両市の当局が最近見せている姿勢からは転用が難しくなりそうな様子がうかがえる。シドニーを拠点とするインタビュー回答者の一人は「市当局は、国際的な都市には活発なビジネス・商業地域が必要だという見解から、事業用不動産がどんどん住宅に転用されるのを望んでいない。いったん住宅に転用されたら元には戻らないからね」と指摘している。そのため、転用のトレンドは鈍化していくと考えて良いだろう。

構自体が投資意欲を損なうものだ。あるファンドマネジャーによれば「高齢者向け住宅とヘルスケア施設には今も関心を持っているが、問題は、高齢者については行政や規制関連への対処が必要な場合が多いことで、これが取引の引受けを難しくしている」という。インタビューではこの市場の活性化策の一つとして、中国で開設されるリート部門を投資家のエグジット戦略とする可能性も指摘された。

もはやニッチ部門とは見なせないものの、物流インフラも投資対象として広く捉えられており、特に中国の物流施設への関心が高い。ジョーンズ ラング ラサールによると、過去2年間に中国の物流施設に投資された金額は95億米ドルを上回った。利回りも比較的高く保たれているが、今後の過剰供給に対する懸念も生じつつある。この部門に投資している投資家の一人は、「開発投資利回りは例えば8%プラスで、キャップレートは6%プラスというところだろう。その差は約25%で結構な大きさだ。これを物件別、例えば中国の物流施設と米国または他地域の物流施設との比較で見ると、その差はさらに広がる余地がある。ただし、特にオフショアか

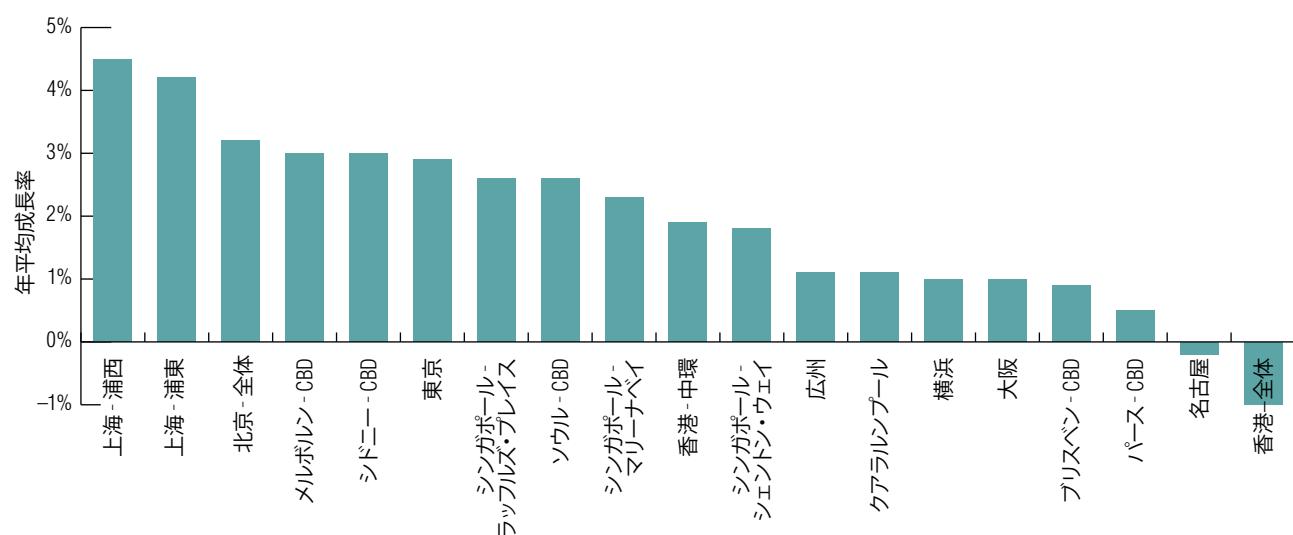
図表1-11 投資期間



出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

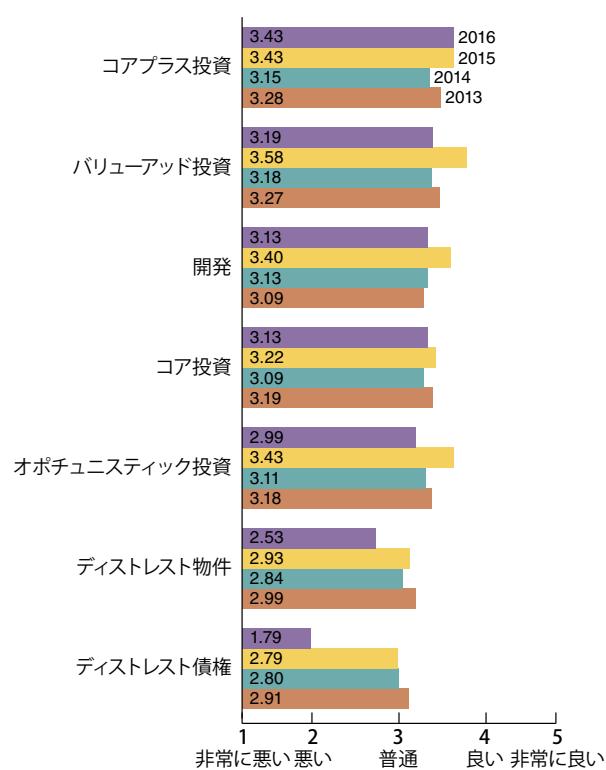
ら大量の資金が既に流入している。そのため問題は、いつそうした施設が稼働するかというタイミングだ。開発してすぐに売却するという短期的投資家であれば、そうしたリスクは

図表1-12 オフィス賃料年間上昇率（2015年から2019年までの予測）



出所：ドイチ・アセット&ウェルス・マネジメント

図表1-13 2016年における投資カテゴリー・投資戦略別見通し



出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

取らないだろう。プロジェクトが稼働しても近くに競合する施設があれば賃料の競争となり、それが悩みの種となりかねないからだ」と語った。

## 賃料収入の拡大か、利回りの圧縮か

既に低下している利回りがキャップレートの圧縮によってさらに低下するかどうかは予想の難しい問題だ。そのため多くの投資家が賃料収入の拡大を目指している。将来の不動産価値の上昇に足並みを揃えることによってキャップレートを支えるのが狙いだ。あるインタビュー回答者は「次の手として誰もが賃料収入の拡大を追求している。賃料収入が増えれば、長期的に利回りを正常な水準に戻せると考えているからだ。新規物件を取得する場合、その価値が大きく低下するとは思われず、今後もさらに安定性が高まるだろう。だから投資家が求めるのは賃料収入の拡大なのだ」。このシナリオは特に、何年も賃料収入の低迷に苦しんできた日本に当てはまる。

この賃料収入拡大のセオリーが単に希望的観測によって作られた理屈に過ぎないかどうかはまだ分からない。だが、現在の主要市場の賃料予測からすると大幅な増加は見られそうにないが、中国は例外となるかもしれない。中国の一番手都市の賃料は大量供給にもかかわらず上昇し、またアナリストの予想も裏切ってきた実績があるからだ。

このことは、今回の調査でリターンに対する投資家の期待（図表1-6 参照）がコアプラスを除くすべての資産クラスで昨年を下回ったことの理由かもしれない。

東京を拠点とするある投資家によると「賃料の上昇が期待されているが、問題は、オフィスと住宅を中心には上

图表1-14 グローバル市場上位30位

順位	市場	2015年上半期取引高 (100万米ドル)	前年同期比
1	ニューヨーク市都市圏	36,849	59%
2	ロンドン都市圏	29,730	48%
3	ロサンゼルス都市圏	16,878	25%
4	サンフランシスコ都市圏	15,941	30%
5	東京	15,752	-21%
6	シカゴ	9,671	94%
7	ワシントンD.C.都市圏	9,182	37%
8	パリ	8,315	-34%
9	南フロリダ	7,120	88%
10	ダラス	7,014	28%
11	アトランタ	6,818	76%
12	ボストン	6,533	33%
13	シアトル	6,254	89%
14	ヒューストン	5,567	37%
15	ペブルイン・ブランデンブルグ	5,267	106%
16	メルボルン	5,191	15%
17	シドニー	5,012	-20%
18	アムステルダム／ランスタッド	4,856	40%
19	フェニックス	4,345	86%
20	フランクフルト／ライン・マイン	4,325	44%
21	サンディエゴ	4,318	37%
22	香港	4,138	-26%
23	デンバー	4,042	26%
24	オーランド	3,791	280%
25	オースティン	3,778	61%
26	ハワイ	3,716	28%
27	マドリッド	3,580	156%
28	ライン・ルール	3,249	-18%
29	ミュンヘン	3,011	18%
30	上海	2,756	-33%

出所：リアル・キャピタル・アナリティックス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com)) 2015年10月

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

昇しているものの極めて緩やかな伸びであることだ。インフレが進行すれば確かに賃料の上昇につながるだろうが、今ではアベノミクスでもインフレは進まないのではないかと疑問視する者が多い。そのため、賃金も伸びずインフレも起きない中で賃料の上昇は持続可能か、という問い合わせが生まれるが、「私は可能だとと思わない」。現在、東京の賃料水準は2007年をピークとする前回のピークを大きく下回っているが、来年には大規模な新規供給が開始されるため、東京の賃料が上昇する道が閉ざされる恐れがある。

オーストラリアも、賃料収入の伸びが最近のキャップレートの圧縮幅に追いつくのは難しいだろう。空室率はシドニーでは着実に低下しているもののメルボルンでは高止まりしており、大量の新規供給が予定されているため（しかもテナン

トには過去最高水準のインセンティブが提供されているため）、賃料の大幅な上昇は見られそうにない。

実際、アジア市場は不動産価値の上昇に対する期待が牽引してきたのに、賃料収入が牽引するモデルへと簡単に切り替わるものか疑わしいとするインタビュー回答者が少なからずいた。アジア全域で活動するあるコンサルタントは「我々が関わっている投資家のほぼ全員がキャピタルゲイン狙いだ。確かに、キャピタルゲインは所得と需要の拡大を反映した賃料の上昇によってもたらされる面もある。だが我々の会話の中では、関心はあくまで不動産価値の上昇が中心だ」。

あるインタビュー回答者は、これが今後のアジア地域にとって問題となる可能性があると見ている。「賃料の上昇は比較的緩やかなものになると思う。これはアジア太平洋地域

## 日本：重要テーマ

他のアジア市場と同様（ただし中国を例外として）、日本市場では入手可能な資産よりも買い手の方が多く、そのため「競争が非常に激しく、物件を取得するのはあいかわらず難しい」状態になっている。今年、外国の新たな機関投資家が大挙して押し寄せてきた。その多くはアジアの機関投資家だが、中東や欧州のソブリン・ウェルス・ファンドも少なからず含まれている。日本の不動産投資信託（REIT）による取得が後退している中、彼らはコア市場でJ-REITに取って代わろうとしている。

この一年間で不動産価格が急騰しキャップレートが大幅に低下した。ジョーンズ ラング ラサールによると、2015年上半期の東京のオフィスビル価格は前年同期比20.6%増となり、賃料は微増しているもののテナントの呼び込みに苦戦していることから、キャップレートは3.3%という低水準にまで圧縮されている。

現在の日本で輝いているのは商業施設とホテル部門で、その主たる牽引役は海外からの観光客だ。この3年間で35%近い円安となったことが海外からの旅行者を激増させた。特に多いのが中国からの渡航で、中国大陸の旅行者が昔から人気のある香港から離れ日本に向かっている。一等商業施設の賃料は2008年以来の高さとなり、買い手は「極めて活発」で、キャップレートをさらに引き下げている。同じ理由から、ホテルも同様の好調さを維持した。需要は拡大してい

るが収容能力が不十分なため宿泊料が急騰し、特にトップクラスのホテルでそれが目立っている。

住宅市場は安定度がいくらか高く、新規の建設が少ないとから需給バランスは良好に保たれている。住宅部門のキャップレートは4%で、賃金が増加していないため賃料の上昇は2%から3%という緩やかなものに留まっている。

一方、Bグレードのオフィスビルは、かつては大規模投資を行うJ-REITによってコア市場から締め出されていたバリューアップ型の外国ファンドにとって「安全な港」となっていたが、もはや好ましい投資対象とはなっていない。日本のあるファンドマネジャーによると「以前とは異なり、Aグレードビルの所有者が大型フロアを分割して複数のテナントに賃貸しようとしているため、Bグレードビルのテナントの多くがAグレードビルに移転している」という。

問題は「次に何が起きるか」ということだ。現在、投資家が入札するAグレードオフィスビルのキャップレートは3%を切っているが、この数字が限界となるかもしれない。ある投資家は「まだ頂点に達したとは言わないが、横這いになりかかっていると思う。そのため投資家は今が売り時ではないかと考え始めている」と語った。

に対する私の見方に影響している。私がグローバルなファン ドマネジャーだとしたら、おそらく他の地域、今なら米国に目を向け、アジア太平洋は大幅にアンダーウェイトにするだろう。従来からアジア太平洋市場の利回りは非常に低いが、物件価格が上がっても賃料収入が伸びれば相殺できるから問題ではない。だが今はキャップレートが歴史的な低水準にあり、これで賃料の上昇が起きなければ打つ手がなくなってしまう」。

多分、何が起こるとキャップレートは低下を続ける、ということになるのだろう。アジアに注力するファンドマネジャーの一人の言葉を借りれば「全体的に、キャップレートはさらに圧縮されていくと思うが、私はこれについてそれほど問題にしておらず、純収益（NOI）と不動産価値という全体像から考えるようにしている。アジアでは不動産価値は引き続き上昇していくと見ており、その牽引役は数年前と同様、コアスペースに存在する大量の投資資金だ」。

## 投資家はコアに執着

この7年間、アジアの不動産に関する一貫したテーマとして、コア資産に対する投資家の志向が高まってきたことが挙げられる。これは2015年も継続しているが、その結果は予想がつくものだ。ある投資家が述べたように「コア資産については、関心を持つ投資家が増えているのに物件があまりないことが難題となっている」。豊富な資金を持つ投資家が群がってコア資産を巡り競争を繰り広げていることが、キャップレートの圧縮をさらに進行させている大きな要因の一つである。

コア資産に対する需要拡大の一因は、アジアの投資家の構成が変わりつつあることだ。リスク調整後のリターンの点では欧米の不動産の方が優れているため、プライベートエクイティのアジアへの流入は本来見込まれるほど強くはない。だが、機関投資家とソブリン・ウェルス・ファンドの資金は様々な出所から押し寄せ続けており、その結果コア資産に対する需要が不釣り合いに高くなっている。

もう一つの理由は、米国のベース金利がゼロ近辺に留まるというリスク認識が毎年高まっており、そうした世界的

この2年間、日本における投資家利益は非常に好調で、2016年も好調を維持すると見られるものの、インタビュー回答者の大半は長期的見通しについて懐疑的だった。問題は経済であり（アベノミクスに対する信頼度は低い）、2017年に予定されている消費税増税であり、そして特に、簡単にアクセスできる安価な銀行融資によって牽引さえている現在の投資傾向である。資金コストは1年前の1.4%前後の水準から今年はすべて込みで1%を切っていることから、安価な短期借入金による投資ラッシュが続いている。LTVは90%にものぼっている。この戦略は1年以上前に資産を取得した投資家には大きな利益をもたらしたが、そうした金融工学的な手法は市場の勢いの変化に対し非常に脆弱なものだ。

現在、賃料収入の上昇が見込まれているが、日本のある投資家は「もしさうならず、そして高LTVの借入金の返済時期が来れば、市場にはリファイナンスリスクが発生するだろう。それは2018年頃に始まるのではないか」と語る。「その理由はファンダメンタルズがないからだ。キャップレートの圧縮は単に借入金が安価ですぐ手に入ることによる。こうした安価な借入金がなくなりLTVを65%に戻した場合、特に賃料収入の増加がわずかなものであれば、返済できなくなるだろう。それではリスク調整後ベースではまったく意味がない」。

こうしたリスクを考慮すると、現時点の代替策としては低コストの固定金利・10年物長期借入金を借り、LTVを60%という従来に近い水準に抑え、また契約書に譲渡可能条項を加えることが考えられる。一つには「それによって非常に良好なキャッシュ・オン・キャッシュ・リターンを得られ、物件価格がいくらか低下した場合の優れたダウンサイド・プロテクションとなる」からであり、一つには「10年経たないうちに売却することになり、それまでに金利が上昇していれば、その固定金利の借入金の価値が上がる」からだ。

日本ではほとんどの投資家が東京にフォーカスしているが、地方都市も引き続き投資家を引き寄せている。今年、二番手都市と東京の利回りの差が縮まった（例えば大阪、名古屋及び福岡では約200ペースポイントとなっている）とはいえ、東京の極めて激しい競争環境に比べ取引へのアクセスが容易なこともあります。地方都市は依然として大きなアップサイドの機会がある。

さらに、資金調達先としての日本の可能性という興味深いテーマが最近取り上げられている。日本の多くの年金基金、特に年金積立金管理運用独立行政法人（GIPF）という巨大な政府系機関が不動産を含む代替投資への割当を増やそうしており、120億米ドルから180億米ドルという巨額の新規資金が投入されると見込まれている。多数の外国プライベートエクティファンドが、この受け皿になろうと目論んでいるのだ。

なマクロ環境の中でディフェンシブな資産に対する需要が高まっていることである。そのため投資家は一番手都市に群がっているが、それはあるファンドマネジャーが言ったように「横道に逸れて目新しい部門や周辺市場に向かうと途端に難題を呼び込むからだ。その証拠に、これまでの取引を振り返ってみると、上海中心部の物件を割高で買わざるを得ないにしても、それは頭の良さを見せようとして南通市で安物を買うよりもましなことが分かるだろう」。

この観点からは、価格や利回りにこだわることはあまり重要でなくなる。あるインタビュー回答者は「二桁の利回りを追求している投資家ですら、まずまずの成果が得られるオプションバリューを探している。こうした取引はトントンで終わるかもしれないが、タイミングが正しく資産運用戦略がアウトパフォームすれば、あるいはそれに近いことが起これば、リターンを得られるだろう」と語った。

## 冴えない市場の人気が高まる

このことは、以前には価格が高すぎるとか外国人投資家にとって魅力がないと見なされていた市場の一部が再び投資家を引き付けている理由かもしれない。一例が上海だ。コア資

産のネット利回りが4%から5%と「目の玉が飛び出るほど低い」ため、以前には上海を敬遠する外国ファンドマネジャーが多かった。おそらくビルド・トウ・コアを除いて、リスク調整後ベースでほとんど価値を見出せなかったからだ。だが上海在住のインタビュー回答者によると、2015年には外国の資金を含む少なくとも8件の大型取引が年末までにクロージングを迎えると予想されている。

その理由は、あるファンドマネジャーが指摘するように「一番手都市なら、良質の資産を取得しさえすれば、価格がまずまずである限りハナからカネを失うことはないからだ」。加えて、一番手都市ではさらにアップサイドを狙える機会がそれなりにある。「中国ではオンショアの不動産の制度化、つまりグローバルスタンダードの運用や組織化という傾向が続いているが、これが投資家にとってプラスに作用するかどうかは分からない。だから預本金利の低下に伴い、オンショアの人々は上海か北京で適当な収益が得られる不動産の方が預本金利よりも良いと考えるかもしれない」。さらなるアップサイドを狙うシナリオがうまくいくには、ローカル投資家層の意識が変わる必要がある。これまで彼らは経常的な収入というものを欧米の投資家のように評価してこなかった。

このファンドマネジャーは続けて「中国の投資家は不動産価値の急上昇を狙っているが、今後1年から3年のうちにこの姿勢が変われば、買ってすぐに売り抜けるという中高リスクの戦略が大きく変わるかもしれない」と述べた。

香港も同様で、不動産価格が高いコア市場だが、投資家を振り向かせている。例えば2015年にはソブリン・ウェルス・ファンドによる大型取引が2件行われた。香港のキャップレートはアジアで最低水準にある（コア資産の取引キャップレートは2.7%）にもかかわらず、インタビューでは興味深い投資先の候補として香港が何度も挙げられた。香港島の中心業務地区（CBD）のオフィスビルは長期間保有されているものが多く減多に取引されないが、「CBD2」と呼ばれる九龍の一部で進行中の再開発プロジェクトは魅力的な投資機会となっている。ある投資家は「価格はちょっと高いが、そのうち少し下がって普通の水準に戻るはずだと考へるのであれば、やってみる価値はあるだろう。香港は代表的な先進都市の一つで、価格が急落することがなく、不動産の質が高くてキャッシュフローも良好だ。これは価値の比較のワナと言えるかもしれない。山ほどキャッシュがあるなら、比較的の良質の資産に投資しない手はない。だからいくら香港とはいえ、適当な資産が出てきて、しかもそれがインカム志向のものであれば、投資しようという者は今もたくさんいる」と述べた。

また、韓国もコア投資家の（さらにはノンコア投資家の）関心が高まりつつある市場だ。彼らは長年、韓国にほどんど魅力を感じてこなかったが、それは資産価格がオーバープライスであることよりも市場参入の難しさが問題だったためだ。今ではアクセスはそれほど問題ではないと考えられている。「韓国に目を向けているのは、不動産で利益を得られる場所ならどこだろうと目を向けるという理由からだ。それに、韓国での取引に目を付けているオフショア資金はそれほど多くないからね」。

ソウルが一番手市場になっているという事実が大きな誘引だが、「1平方フィート当たりのオフィスの価格で言えばアジアのどの主要都市よりもオフィススペースが安い」という事実も投資家を惹きつけている。オフィスビルの需給動向は良好と見られており、キャップレートは圧縮されているものの依然として4.5%付近にあり、一方で資金コストが安いため投資家は借入コストに対してプラスのスプレッドが得られるからだ。

## 依然として厳しい オポチュニティック投資

オポチュニティック投資家は、この8年でその地位を低下させたようだが、適切な資産が総じて不足しているにもかかわらず依然として活発に動いている。あるマネジャーは「オポチュニティック投資はいささか厳しい状況だ。不動産に対してリスクオフのアプローチが採られているため、最近アジアではあまりオポチュニティックな資金を見かけなく

なっているが、開発投資と日本でのレバレッジ投資に注力しているようだ」と述べた。

利回りの低下に伴い、オポチュニティック投資と呼ぶに足るリターンも圧縮が続いている。ある投資家は「グローバースで20%得られれば良しとするならば、オポチュニティック投資でも良好なリスク調整後リターンを得られると思う。これは投資の分析がしっかりしていてパートナーにも大きな問題がなければ十分達成可能だ。だが20%から25%に引き上げるのは、数字としてはわずかな差に見えるが、実際には大きな隔たりがある。リスクテーキングを見直さねばならないからだ。大半のソブリン・ウェルス・ファンドや大手年金基金など仲介を経ずに直接投資している者はそれより低いリターンで満足している。開発リスクを取る場合でも、オポチュニティック投資で16%、17%か18%得られれば御の字だろう」と説明する。

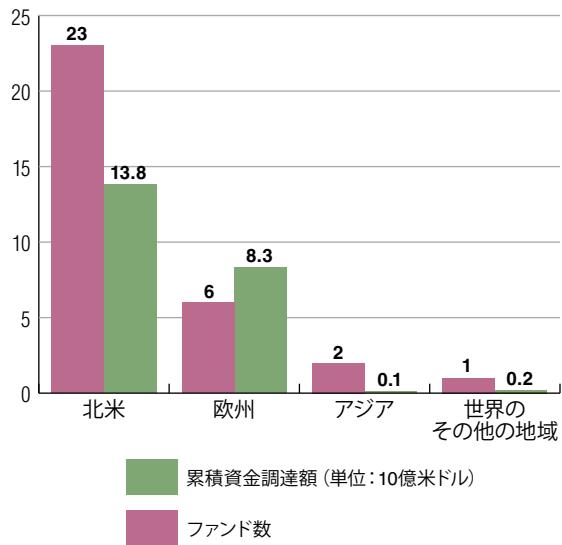
一般的にオポチュニティック投資は何らかのテーマに従っているわけではないので、どんなタイプの取引を行っているのか特定するのは難しい。特に、適切な資産が不足している状況ではなおさらだ。あるオポチュニティックファンドのマネジャーが言ったように「サイクルの現段階では、常にコア資金の一歩先を行くよう努めることがすべてだ。だからそれが何かをさらに明確にしていく、そしてそれはサイクルの現段階では当然だと思うが、次のステップとなる資産が地域を手にしようと考える。続いて、それをヘッジするために積極的な資産運用をする。借入コストが安いから15～16%のリターンを得られるはずだ」。

## オポチュニティックな リターンを得られる日本と中国

特にテーマを決めないアプローチにもかかわらず、オポチュニティックファンドにとって日本は引き続き格好のターゲットだ。ただし、彼らのディールストラクチャリング戦略の一部は疑問視され始めている。東京のキャップレートはわずか3.3%付近に留まっているが、借入コストが極端に安いため高レバレッジで収益利回りを上げることができる。LTVは最大90%で、アジアでも飛び抜けて高い。その結果、短期の借入でレバレッジをかけ、非常に低いキャップレートで取得しようとする投資家がますます増えている。キャップレートがさらに圧縮されれば売却によってもっと大きなリターンが得られるからだ。これまでのところこのやり方はうまくいっているが、経験豊富な投資家の多くは2008年の再来を警戒している。2008年当時、他人と同じことをやっていた投資家は市場崩壊後に手痛い目にあつたからだ。ある投資家が言ったように「それが機能している間はうまく行くが、問題は、機能しなくなると非常にまずい状況になるということだ」。

中国もオポチュニティック投資が可能な市場である。目下の経済問題、慢性的な過剰供給、そして開発利益の低下

图表1-15 クローズドエンド型プライベート不動産ファンドによる資金調達額（主要な地理的フォーカス地域別）（2013年–2015年）\*



出所：ブレキン・リアルエステート・オンライン

\*2015年8月19日現在

により投資家は投資を厳選する必要があるが、同時に、より大きな利益を手にできる可能性もある。ある投資家によれば「ベースとなる需要が大きいため、我々はまだ機会がたくさんあると考えている。ただしロケーションに大きく左右される、まったくのミクロ市場だ。ある意味、こうした問題を抱

えた状況というのはオポチュニティック投資を行うのに適した環境だと言える。投資家が逆張りを認めてくれればだが」。

北京と上海は依然として競争が非常に厳しいため、適当な取引が見つけられるのは二番手都市になりそうだ。そこでは、例えば良好な交通網を備えた一等地で、当地の信頼できるパートナーと手を組み、旗艦プロジェクトの推進を支援することが考えられる。以前ならば、現在のような諸問題がなかったこともあり、外国人投資家がこうした類のプロジェクトにアクセスすることは決してなかったはずだ。あるオポチュニティック投資家によると「我々にとって重要なのは利害を一致させることだ。現時点では、それは経済的利害の一一致を意味する。デベロッパーは資金を必要としているため、我々と組むことによって資金不足を補い、ビジネスモデルを対応させることができる。だが我々は自分を守る必要があるため、彼らにとって真に重要なプロジェクトに取り組みたい。短期的にキャッシュフローを生み出せるとか規模のメリットを得られるなど、彼らがどうしても注力しなくてはならないようなプロジェクトだ。不動産にサイクルは付き物だから、燃え上がっている場所があればそこに投資すべきだと思う。あらゆるリソースがそこに向かっていくからね」。

特にミッドレンジの住宅投資は引き続き魅力的だ。これは一番手市場でも同様で、政策の変更により、以前には除外されていた外部の投資家にも市場が開くと見込まれるからだ。この分野で活発に投資しているある投資家によると「需給動向は引き続き多くの都市で非常に良好で、全体的な価格環境も、デベロッパーによる資金へのアクセスという点で以前よりも好転している。オンラインショアで入手可能な安価なデッ

图表1-16 不動産透明性の評価（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
いくらく透明	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
いくらく透明	台湾	29	2.6	2.60	2.71	3.12
	中国（一番手都市）	35	2.7	2.83	3.14	3.34
いくらく透明	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
いくらく透明	タイ	36	2.8	2.94	3.02	3.21
	韓国	43	2.9	2.96	3.11	3.16
いくらく透明	中国（二番手都市）	47	3	3.04	3.38	3.68
	インド（一番手都市）	40	2.9	3.07	3.11	3.44
透明性が低い	ベトナム	68	3.6	3.76	4.25	4.36

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」

## 中国：重要テーマ

様々な理由から、中国の不動産市場のムードは2015年の大半にわたってネガティブなものだった。経済成長の軟化、人民元の切り下げ、そして年次の中上海株式市場の暴落が組み合わさり、ほとんどの部門が急激な鈍化を示した。2015年上半年に、住宅市場では（一番手都市を除き）国全体にわたって価格と取引高が低下し、2014年と同様の弱さとなつた。事業用不動産でも取引の減少が見られた（RCAによると前年同期比26%減）が、不動産価格は全般的に高水準を維持している。

その結果、中国に対する投資家の見方は明確に二極化しており、現在の問題はおまけのようなものだと考える者がいる一方、特に欧米の投資委員会のように中国を遠くから見ている者にとっては信頼の危機が生まれている状況だ。ある投資家の言葉を借りれば「現時点ではニューヨークの面々に『中国は退職貯蓄金を投じるにはもってこいの場所だ』と説得するのは難しいため、誰もが静観的態度を取っている」。

結局のところ、これら2つの見解は互いに相殺することになるかもしれない。香港のある仲介業者は「開発プロジェクトは時間がかかるため特に影響は見られないが、投資家に対する影響は大きく、取引を行つつもりだったが延期した者もいる。一方、新たな機会を見つける投資家も必ず出てくるものだ。だから取引が大幅に落ち込むとは思わない。オポチュニティック投資家ばかりになるかもしれない」と語った。

不動産への資金フロー拡大に向けた一連の政策が導入されたのを受け、第2四半期には市場のムードがいくらか持ち直した。2014年11月以降6度にわたる金利引き下げによりデベロッパーの資金コストが低下し、また資金へのアクセスの点でも国内債券市場と家計レベル（つまり消費者金融）の両方で改善が見られた。その結果、第3四半期末には中国10大都市での住宅販売が前年同期比30%増加したとの報告もある。一方、一番手都市の価格は緩やかな上昇を続けている。

投資家心理は激しいアップダウンを繰り返している。中国の経済問題が大きく喧伝されたため上半期には外国ファンドの関心が低下したが、杞憂だったことに投資家が気づき、その後は大きく持ち直している。中国に駐在する外国銀行マンの一人は「今年前半には、非常に良好な年になると思われたが、その後、夏に起きた問題で取引が遅れることになった。しかし今ではこうした取引はいずれも実施される見通しで、年末までに多数の取引がパイプラインに勢ぞろいすることになるだろう。これは長らく目にしなかったものだ」と述べた。

この理由は、現在の環境では外国人投資家が中国への投資に不安を持つのも当然だが、取引の件数が増え内容も良くなっているため、とりわけ既に参入している投資家の間でそうした不安要因がなくなっているからだ。香港のあるファンスマネジャーが語ったように「現在アジアで資金需要がある

トとエクイティが減っており、我々のような資金の競争力が高まっている。こうした環境では、より良いパートナーと組み、より良い取引が可能だ」。

## 依然として見えないディストレス資産

一方、アジアのディストレス資産（不良債権処理で売却される資産）はさらに不明瞭になっている。投資家は何年にもわたり、世界金融危機の結果出てくるはずのディストレス資産に目を付けてきたが、空振りが続いてきた。これは主として、アジアの市場では関係性が重視され、破綻処理についてもオープン市場での資産売却ではなく関係者を通じて、あるいはレンダーとの何らかの妥協を通じて行われてきたためだ。そのため多くのファンスマネジャーがディストレス資産を投資対象から外してしまった。

おそらくインドを除けば、アジアでディストレス投資の見込みに現実味がある唯一の市場は中国だろう。特に二番手・三番手都市で中小のデベロッパーが建設資金の入手に四苦八苦しているからだ。だがそれでも、このシナリオは現実的というより理屈に近い。ローカルのデベロッパーには喜んで身

売りしようとする者や救済資金を受け入れようとする者に事欠かないが、インタビュー回答者によると、外国人投資家が多くの取引で成功するチャンスはほとんどないという。その理由の一つは、ディストレスの機会を市場が仲介するのを中国当局が望んでいない可能性があるということだ。あるインタビュー回答者が指摘したように「政府が何とかしてディストレスを封じ込めようとすると思う。そうなればオフィシャル投資家が真にアクセスするのは難しくなる。すると彼らは再び資産運用会社に目を向けるだろうが、結局は2002年の繰り返しだ。当時、膨大な量のディストレス資産が生まれると誰もが考え、そして実際に生まれたが、結局は隠されてしまった」。

別の理由として、ほとんどの外国ファンドがそうしたデベロッパーとのパートナーシップをリスクが高すぎると見なしていることが挙げられる。中小デベロッパーは財務が不透明なことが多く、今後の資金調達でも引き続き敬遠されそのため、企業レベルでの取引は魅力がないためだ。同時に、プロジェクトレベルの取引も普通はやはり魅力がない。こうした取引は既に供給過剰となっている二番手都市で行われるのが一般的であることや、個々の資産を巡って交渉し、取引を実施し、黒字に転換させるのに必要な時間が経済的に引き合わないことなどがその理由である。

数少ない市場の一つが中国だと思う。日本やオーストラリア、香港、シンガポールなど他の多くの市場では物件や投資機会よりも資金の方が多い。中国での投資の方がリスクが大きいが、資金に対する需要がある一方、競争はそれほど多くないため、良い機会も見つかるのだ。

ではどんなリスクがあるだろうか。若干の例外（南京、廈門、武漢など）を除き、二番手市場での過剰建設の結果、市場が吸收するのに数年を要するような膨大な（しかも不適切なもの多い）プロジェクトが作り出されている。ある投資家が語ったように「以前なら『プロジェクトの選択を間違えても、適切なパートナーがいて、良好な二番手都市にあって、経済が成長していれば何とかなるだろう』と考えることができたが、今ではそうした考えはますます通用しなくなっている。投資先の選定を遙かに厳格に行わなければならない」。

さらに、政府が進めている汚職撲滅運動により、特に開発プロジェクトについて意思決定が妨げられている。香港のあるコンサルタントによれば「大きな決定について、そこに何か利害関係があるのではないかと咎められるのは嫌だから、誰も決めたがらない。そのためあらゆるもののがスローダウンしてしまった。我々のプロジェクトのすべてにおいて、平均して1年から1年半の遅れが出ている」という。

そのため、機関投資家とコアファンドが再び一番手都市（特に上海）で優良な収益不動産を取得しており、ハードルレートが高い投資家も再び二番手市場で開発投資を模索している（在庫水準の高さにもかかわらず、ミッドレンジの住宅部門をターゲットとするケースが多い）。ある投資家は「資本倍数（純利益と投入資本額の合計を投入資本額で割ったもの）が比較的低くても住宅が良い。あれこれ労を取ればおそらく20%か10%後半という高いIRRが得られるだろう。ただし資本倍数が1.5倍だとしたら、あれこれ汗をかく割にはそれほど高くなかったり倍率で、しかもリスクは結構ある。だからこれは誰にでも適した投資とは言えないが、最善の機会がどこにあるかという点では、おそらくこの分野だろう」と述べた。

一方、商業施設部門は、最近外国資金による大型取引が数件行われたものの、引き続き不安定だ。ある投資家は「非常に慎重に行う必要がある。郊外で生活必需品の供給が不足している場所が見つかれば、あるいは良好な住宅プロジェクトがあってそこに何か適当な商業施設を建てることができれば、チャンスがある。だが都心部や一番手・二番手市場では、現状では競争が多すぎる。どこかの時点で資本注入を伴う取引やディストレス資産の取得も不可能ではないかもしれないが、まだそんな取引は現れていない」。

さらに、ディストレス取引のストラクチャリングも問題だ。たとえ完璧な契約があったとしても、地元の有力企業に対抗してまでそれを実施するのは難しいからだ。あるファンドマネジャーが語ったように「どこかの三番手のデベロッパーとディストレス取引契約を結んだからといって、現地に行ってそのデベロッパーを追い出すことができると思うのは誤った考えだ。依然として、そのディストレス物件への投資を巡って多くの者が動いているからだ。それではうまくいかない。今後ディストレス物件は出てくると思うが、最善の方法は大手のローカルデベロッパーによる取得を支援することだ。もっともそうした大手ですら、ディストレス投資はやりたくないかもしれない」。

## プラットフォーム取引の増加

最近、中国のみならずアジア全域で起こっている新たな現象の一つに、プラットフォーム取引（バルク売買）と企業レベル取引の増加がある。こうした取引として、例えばオーストラリアでの資産ポートフォリオの一括取得や中国の大手デベロッパーへの資本参加などが挙げられる。買い手にとってこうした取引はスケールメリットが得られる。これは、適切な資産が比較的少ない市場に対して常に拡大し続ける資金を投入しなければならない世界的プライベートエクイティファ

ンドや大手機関投資家にとって重要な要素だ。インドでも、2015年に多くの企業レベル取引が行われた。

中国では、通常こうした取引にディストレス資産は含まれない。国内の大手不動産会社の多くは依然として資金状態が健全で、おそらく今後とも銀行融資を優先的に得られるだろう。だが以前とは異なり、中国のデベロッパーは外国の資金と手を組むことに関心を寄せている。国内の不動産事業の状況が急速に変化しつつあり、事業モデルをそれに適応させざるを得なくなっているからだ。中国の開発マージンは、10年前には20%から30%だったものが今では平均して0%から10%に低下している。それに伴い、大手建設会社は資金集約型からの脱皮を図り、効率化と多角化を進め、手数料重視を強化する方向を強めている。さらに、グローバルなスケールで事業を行いたいと考えている。彼らの事業規模やマスマーケットでの建設実績を考えれば、十分に可能なものだ。

それを実行するには、著名な外国人投資家や外国デベロッパーとの協業が一助となる。加えて、ネームバリューのある投資家とパートナーシップを組むことによって、外国市場で事業を行う際の信頼性が高まる。外国市場では中国ブランドはそれほど知られていないことが多いからだ。

一方、外国人投資家や外国デベロッパーにとっては、中国のような複雑な市場で企業レベルのパートナーシップを組むことの事業上のメリットは明らかだ。一つには、そうしたパートナーシップがなければ決してかなわないような、多数の良質な取引にアクセスが可能になる。また、安全性を確保する手段ともなる。あるインタビュー回答者が語ったように「大手不動産会社に資本参加すれば、彼らのプロジェクト全体に渡って遙かに優れた展開が可能になるため、安全性が大幅に高まる」のだ。

## アクセスが難しい新興市場

外国人投資家は何年にも渡り、アジアの新興市場で見込まれる高いリターンに強い関心を示してきた。その関心は最近さらに高まったと言えるだろう。ある仲介業者によれば「驚くかもしれないが、新興市場は小さいとはいえ、アジアではそれ以外の投資先はそれほど多くない。現在、我々はミャンマー、カンボジア、バングラデシュなど普通なら投資の対象とならないような市場で相当の投資を行っているが、これはリターンを得るにはもっと遠くに行かねばならなくなっていることの反映かもしれない。より成熟した市場ではプロジェクトがなく、あるいはあっても気にいらないものだったりするからだ」。とはいえ、新興市場やフロンティア市場は依然として投資が非常に難しい場所である。

これには様々な理由がある。まず、こうした市場は小数の国内投資家が牛耳っていることが多く、彼らは安価な資金に簡単にアクセスでき、外国人投資家から高価な資金を得る必要がほとんどない。ある投資家が語ったように「地元の有力投資家と一緒にやりたいのだが、彼らはこちらの資金を必要としておらず、資金コストとしてこちらが要求する金額には応じず、またこちらが望む利回りや利率にも同意しない」。また、新興市場で生じる取引は一般的に規模が小さく、大量の資金を投入しなければならないファンドにとって「ものさしに合わない」ことも理由だ。さらに、特に機関投資家に言えることだが、腐敗や何らかの政治的スキャンダルによる問題が発生する可能性があり、気を使わなければならない。

また、現地の投資家はリスクの認識が外国人投資家と異なっている。ベトナムで投資しているある投資家は、自身のファンドがダイベストメント（投資撤退）計画を進める中で、国内の買い手しか関心を示さなかった経緯を次のように振り返った。「海外ファンドもやってきて検討はしたが、彼らはカントリーリスクや政治リスクなどの要因を数量化して方程式に入れ込まねばならないと考える。だが現地の投資家にとってカントリーリスクは問題ではなく、いずれにせよ何らかの形で実施できると考えている。だからリスクプロファイルが相当違っており、それが入札にも影響を与えている。現地の投資家による入札は海外の買い手が支払ってもよいと考える水準を20%から30%上回っているのだ」。

フィリピンも同様の状況にあり、マニラのあるデベロッパーによると「ほとんど場合、取得に関心を持つのは現地の投資家だ。海外のクロスボーダー投資家は為替レートを織

り込まねばならないためヘッジが必要となり、それは4%か5%のコストアップとなるからだ。また政治リスクもあるため、海外投資家は20%から25%ほどのリターンを狙うことが多いが、当地では3%～7%の金利で資金を借りられ、銀行も融資に積極的なため、これは極めて高いハードルとなっている」。

参入に対してこうした様々なバリアがあるということは、外国の資金による取引の大半が、特定の種類の買い手によって行われる傾向があることを意味する。それは特に、現地の運営事情に詳しいシンガポールや香港の大手総合デベロッパーだが、最近ではこれに中東やアジアのソブリン・ウェルス・ファンドも加わっている。いずれにせよ、こうした市場では投資家は内部収益率（IRR）に力点を置く考え方ではなく、長期的な（例えば10年を超える）展望を持つ必要があるようだ。

新興市場に取り組む投資家のもう一つのタイプは、小規模で動きが速く、適応力があり、（あるインタビュー回答者から「2015年の花」と呼ばれた）ミャンマーのような市場で早い段階から開発にコミットしようとする買い手である。こうした投資家の代表者の一人によると「こうした投資はどれも土地の転用に関するもので、農地を買い、建設用地に転換し、許認可をすべて得て、投資ライセンスを取得し、整地し、インフラを入れて、その上で現地の開発関連企業に売却するのだ」という。この種の投資では関係が重視され、そのため機関投資家には向いていない。高リスクであることが予想されるが、高い利益を得られる可能性もある。多くの市場で「投資家は土地の取得から売却までの過程で開発利益の文字通り80%から90%を得ることができる。実際、我々が見たすべてのケースで、地元のデベロッパーが得られる利益の方が少なくなっている」。

## 新興市場の是正？

この2、3年、アジアの新興市場のすべてではないにしろ大半において開発投資が活発に行われてきた。だが、フィリピンとベトナムではアップサイドが見込めるものの、東南アジアに対するインタビュー回答者の反応からは「すべての場所について明らかに不安なムード」がうかがえる。実際、ほとんどの市場で過剰供給の明白な兆候が見られ、特にオフィスビルと高級住宅部門で顕著となっている。

これは、前述した経済的ボラティリティの可能性と相まって、まもなくダウンサイドでのディストレス投資の機会が生じるのではないか（特にインドネシアにおいて）との憶測を呼んだ。東南アジアでの経験が豊富なある機関投資家によると「東南アジアでの開発投資には大いに関心を持っているが、投資すべき時期と待つべき時期というものがある。いくつかの国が是正に向かっている可能性があると考えており、今はそれに備えて準備を進めているところだ。選択的に1件か2件の投資を行うかもしれないが、まだ一気に行くべき時期ではないと思う」。

あるジャカルタの投資家は、住宅部門について「デベロッパーは中の上クラスから、もっと手が届きやすい中の下クラスにシフトしつつある。ハイエンドは大きく減速するだろう。物件価格が高額で、消費者が僕約に向かっているからだ。またデベロッパーの中には、米ドルベースで債務を抱えているものの外貨での収入を得られず、プロジェクトを中断するものが出てくるかもしれない。そうなればディストレス投資の格好の機会が生まれるのではないか」と語った。

## 再生事業への関心は今一つ

過去30年に渡りアジア諸国が急速に発展した結果、多くの都市の中心部で老朽化ビルやゾーニングの不適切なビルが大量に発生した。そのためそれらの再生が喫緊の課題となっているが、ほとんどの場合、コストの高さが妨げとなっている。あるコンサルタントが言うには「我々はまだアジアの状況を良く理解できていないものの、この問題についてはやがては民間資金が官民ファンドで解決していかざるを得ないのではないか。土地は高額だが、補償金の拠出や改築を行い、コミュニティの解体や他の街への移転を避けるという極めて伝統的なモデルとなるのではないか」。

これに関して、オーストラリアでは官民ファンドによる都市再生が大きなテーマとなっており、軽工業関連をインナーシティから郊外に移し、環状道路をいくつも配して輸送網を強化する計画が立てられている。こうしたプロジェクトは人口密度の高い他のアジア都市に比べ実行し易いのは明らかだ。オーストラリアの方が比較的少ない移転で済み、またまた先進国市場でのコストベネフィットを考えると経済的にさらに引き合うためだ。

オーストラリアのあるファンドマネジャーによれば「ゾーニングとインフラによって価値が上昇したことが工場の移転を促し、あるいは移転を可能にしている。そして官民の結合・協力によって都市部の再生が実現できる。こうした地域への大掛かりなインフラ設置は非常に複雑で、大手民間企業と地方自治体、連邦政府のパートナーシップによるアプローチが必要だ。交渉はハードで、深いコミットメントと長期的な展望が求められる。だがオーストラリアでは国を挙げてこれを進める決意だ。これまでのところ、純粋なパッシブ投資を除けば、この分野には外国の投資家はあまり参加していない」。

## 転用に向けた投資が離陸

一方、より小規模な不動産転用プロジェクトにより、都心部や郊外で新たな事業用不動産と（とりわけ）住宅が大量に生み出されている。例えば中国では、市当局とデベロッパーが協定を結び、市周辺部の農地の転用を進めている。あるインタビュー回答者によると「我々は設計、構成、プランニングを行い、インフラを設置し、その上で市当局に戻し、市が売却する。我々には報酬として当該地の10%が提供され、あるいは市が適切と考える代価が支払われる。市にとってはお荷

物が減る上、3年後には整備された広大な土地が戻ってきて売却できるのだから、市長は歓迎している」。

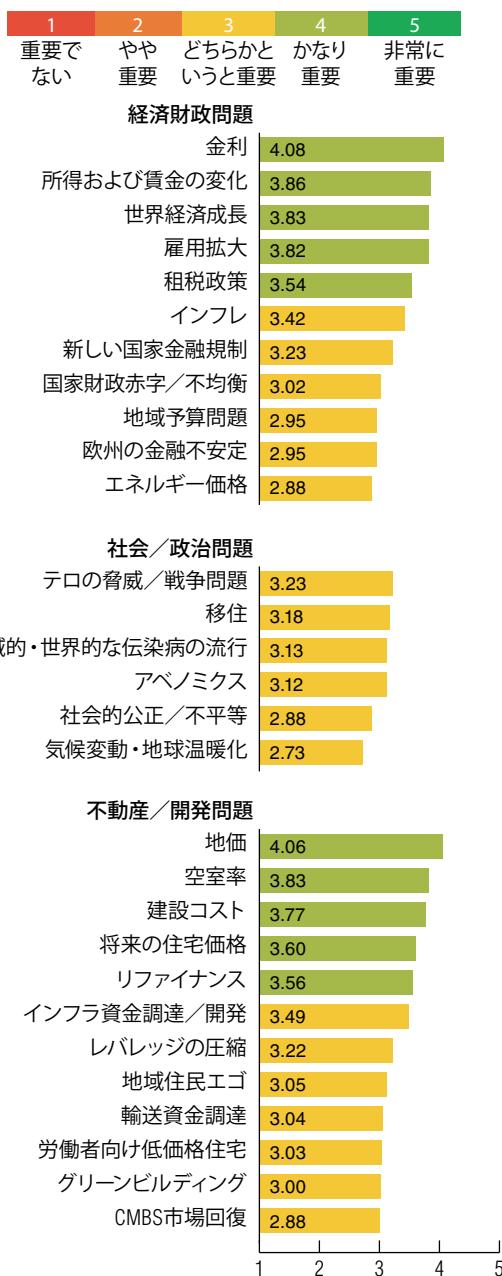
都心部の事業用不動産の転用もよく行われるようになつた。一例がシドニーとメルボルンで、デベロッパー（多くは中國デベロッパー）がBグレードのオフィスビルを取得して高級住宅に転用している。このトレンドを後押ししている一因が、この地域の都市における交通渋滞の悪化である。渋滞を避けるため、都心部の住宅や複合プロジェクトが増えているからだ。

だが、急激な変更にはダウンサイドもあり、それは計画の認可に現れることが多い。シドニーのあるファンドマネジャーによると、買い手がプランニングの進め方を見誤ったため、転用目的で取得されたオフィスビルの大半が宙に浮いているという。「ここではプランニングに関する行政手続きが中国とは大きく異なっている。そのため、テナントを退去させ空室状態での取得を図ったビルの多くで、再びリーシングが積極的に進められている。というのは、住宅開発に関する承認は半年か1年では得られず、すぐにでも床面積が25%から50%増えるというわけにはいかないからだ」。このことは、今後Bグレードのオフィスビルの売却の減少が見込まれることを意味する。このファンドマネジャーは続けて「こうした転用プロジェクトは、今後どこかの時点で実行可能となることは確かだと思うが、それは現在のサイクルでは起きないだろう」と述べた。

一方メルボルンでは、当局は様々な理由から、CBDでの新規高層住宅の建設が増えすぎると望ましくないと考え、2015年9月に高さ制限、建物のセットバックの義務付け、新たな容積率を含む一連の規則変更を行った。この変更が当地の土地価格にマイナスの影響を与えることが予想され、また住宅価格と賃料を押し上げるものと見込まれる。

香港では、政府が約5年にわたり、東九龍の古びた工場などの産業施設の転用促進計画を進めており、（主に）オフィスへの転用に対する追加税を免除している。約1,000棟の適用対象建物のうち、これまでに200棟以上について申請が行われ、その約半数が転用を終えている。これに伴う賃料について、ある投資家は「産業施設の場合、賃料は1平方フィート当たり7～9香港ドルというところだが、普通のオフィスならこの立地だと1平方フィートあたり35香港ドルだ。テナントにとって魅力的な賃料水準でオフィスビルに再生するとしたら、賃料はその中間で、我々の場合は20～25香港ドルに設定した」と説明する。だが、現在このプログラムは2016年初頭に期限切れとなるため、転用工事は大幅に減少している。

図表1-17 2016年における不動産の各種問題点の重要性

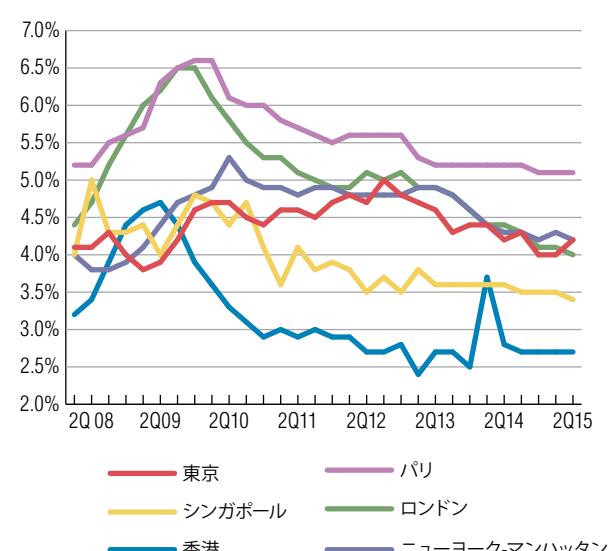


出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

## 歩みの遅いグリーンビル

シドニーや香港などの都市で大量の既存ビルが急速に転用されたという事実は、そうした事業の成否にとって政府の関与がいかに重要なかを物語るものだ。同様に、アジアではグリーンビルディングの採用を進める上で政府の規制が重要な役割を果たしている。問題は、ほとんどの政府がまだこの件を真剣に考えていないということだ。香港のある仲介業者による

図表1-18 上位四文位オフィス利回り  
(都市別) (12カ月ローリング平均)



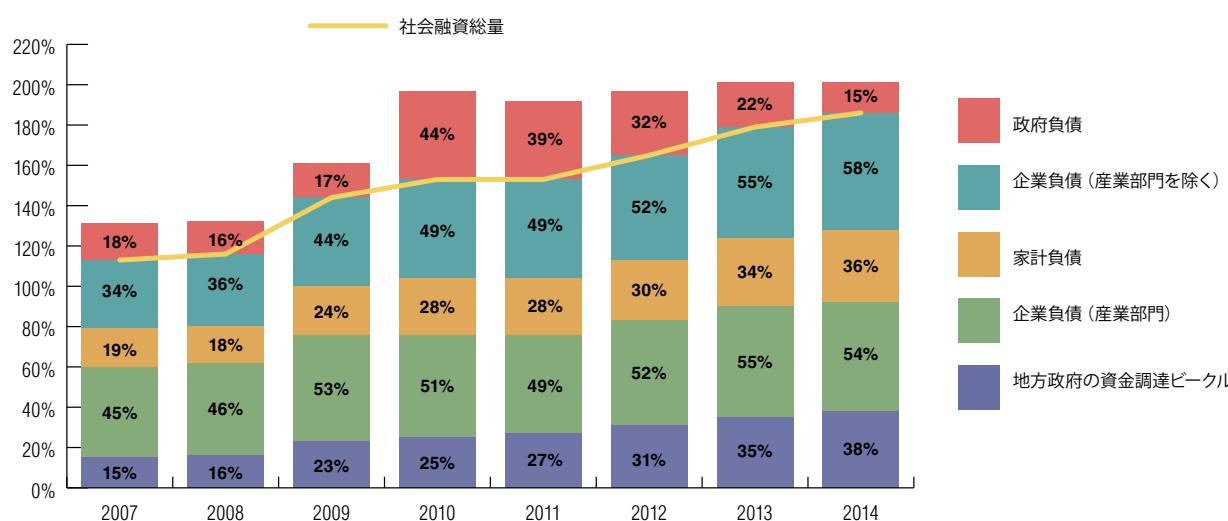
出所: リアル・キャピタル・アナリティクス (www.rcanalytics.com)

と「政府がグリーンビルを本当に推進しようとしているのか、あるいは必要としているのかという問題のように見える。グリーンビルについて質問てくるテナントは現にいるが、物件がないため普通のビルに入らざるを得ない。シンガポール政府のように『この基準に合わせねばならない』と政府が主導しない限り、誰もグリーンビルを推進しようとしない」。

とはいっても、投資の可能性を検討する際に環境性能を重要な評価基準とする投資ファンドが増えている。既にそれを評価基準に組み込んでいるとか、(特に欧州の) リミテッドパートナー (有限責任組合員) からそれを求められることがその理由である。加えて、コスト削減のメリットについても認識が高まっている。あるファンドマネジャーは「長期的に見ると経済的に魅力的なため、ビルの環境技術に投資する動機が高まっている。例えば建物内の個別空調をもっとハイテク化したり、ファサードに使われる素材が受ける太陽熱を有効活用したりできれば、かなりのコストダウンが可能になる。それに、キャップレートは低いものの、省エネでコストをセーブできればそれだけ建物の利益を上げることができる。とはいっても長期的な視点が必要だから、ビルを 10 年から 15 年は保有しても良いと考えない限り導入できないだろう」。

少なくとも比較的築浅のビルでは環境性能の向上にいくらか弾みがついているが、これまでのところ築古のビルの省エネ改修にはほとんど進展が見られない。別のインタビュー回答者も「新築ビルでは大してコストをかけずに環境性能を取り入れられるとは理解されているが、築古のビルだと強制されない限り誰も何かしようと思わない」と指摘している。

图表1-19 中国:対GDP債務残高 (%)



出所:ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドのマクロクレジット調査部門、国際通貨基金（IMF）

\*地方政府の資金調達ピークルには、地方政府債券を除く地方政府負債が含まれる。

## 最大のリスク

世界全体でもアジア地域でも、目下のところ利益は大きいかもしれないが、そこにはリスクが付いて回っている。そうしたリスクの中でも、特に目立ったリスクは以下のとおりである。

- 米国の金利上昇:** アジア市場（特に東南アジア）は米国金利の上昇に伴い、程度の差こそあれ資金の流出や通貨の変動から痛手を受ける傾向にある。現在のサイクルも例外ではなく、2015年下半期にマレーシア、インドネシアとタイで通貨が大幅に下落したのは、米国金利の上昇予測に起因するものだ。

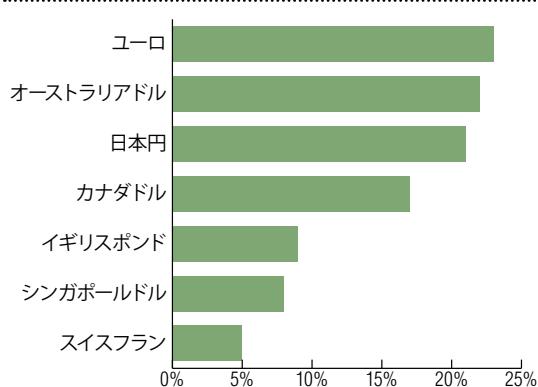
金利の上昇に関するもう一つの明白な懸念は、資金コストへの影響とともに、既に大幅に圧縮されているアジアのキャップレートに対する影響である。金利上昇の見込みはもう何年も言われてきたが、大半の投資家は現在の状況に動じてはいない。まず、仮に上昇するとしても、近い将来に大幅に上昇すると見る者はほとんどいない。事実、中国とオーストラリアの中央銀行は2015年に数回にわたり金利を引き下げており、アジアの傾向は引締めよりも緩和に向かっているのだ。あるファンドマネジャーによると、「世界的にインフレ圧力は大したことがない。むしろデフレ圧力の方が強いと言えるくらいだ。そのため何が金利上昇のきっかけとなるのかよく分からない。金利が150から250ベーシスポイント上昇するとしたら状況が大きく変わってくるが、25ベーシスポイントの上昇なら何も変わらない。現在の議論からすると、米国の賃金が急上昇しない限り、大幅な金利上昇を引き起すものは見当たらない」。

さらに、ベースレートの引き上げは必ずしもキャップレートもそれだけ上昇することには繋がらない。これは、不動産利回りとリスクフリーレート（つまり国債の利回り）の現在のスプレッドが過去の基準よりも大きいためだ。そのため、たとえベースレートの引き上げに伴ってリスクフリーレートも引き上げられたとしても、このスプレッドが通常の水準に戻るにはまだかなりの幅があり、その前に利回りに影響が及ぶだろう。あるアナリストが指摘したように「このギャップを縮めるという点では、債券市場で大幅な利上げが必要になる。これは不動産利回りに比べリスクフリーレートの方が過去の長期平均から大きく乖離しているからだ」。

同じことは資金コストにも当てはまる。香港のある投資家によると「金利が非常に長い間低水準に留まっており、銀行は価格を引き上げる機会があったため、マージンの低下に耐えることができる。よって金利が上昇し始めて最初に起こるのは、銀行がそれをマージンの中で吸収するということだろう」。

だが、この分析が誤っており、金利の上昇がすぐにでもキャップレートに大きな影響を与えるとすれば、最も危険なのはどの市場だろうか。それはキャップレートが最も圧縮されている市場、特に香港とシンガポールだというのがコンセンサスの見方である。あるアナリストのコメントによれば「香港が一番心配だ。その理由は、非常に変動の大きい市場ということもあるが、香港の景気サイクルが米国とは大きく違っているからだ。米国金利がひとたび上昇すれば、香港も金利を引き上げるだろう。だが米国が回復基調に入ったのに対し香港は今がピークだ。景気サイクルの違いが大きく影響するかもしれない」。

図表1-20 米ドルの各国通貨に対する相対的な強さ  
(2014第2四半期~2015年第2四半期)



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com)) 2015年10月、XEドットコム

- **中国経済：**中国経済がハードランディングする可能性も、Emerging Trends の調査で常に指摘される要因である。2015 年も同様で「アップサイドであれダウンサイドであれ、大きなりスク」であり、最近の中国のマクロ経済データが目立って悪化していることから、今年は特にそう言える。2015 年半ばの中国株式市場の暴落は、経済の減速の原因でも結果でもなく、神経質でない者にとっては何でもなかった。中国経済の詳細な分析は本書の範疇ではないが、以下に挙げる 3 つの弱さが懸念の中心となつていると指摘してもよいだろう。
  - のしかかる膨大な負債：数量化は難しいものの、国際通貨基金(IMF)によると 2008 年には国内総生産(GDP)の 120% だったが 2014 年には 193% に跳ね上がっている。
  - GDP の成長が投資に過剰依存
  - 改革の推進が需要の大幅な減退に繋がるリスク

公式数値によると 2014 年の GDP 成長率は 7.4% に低下し、IMF の予測によれば 2015 年もさらに低下して 6.8% 前後となる見通しである。

これは不動産投資にとって何を意味するのだろうか。この質問 자체がさらなる弱さに通じる。というのは、直ちに浮かぶ答えが、中国経済は外部から分析できない「ブラックボックス」というものだからだ。だが明らかなのは、中国市場をよく知っている投資家の多くが中国経済の短期的・中期的見通しについてある程度ポジティブであることだ。ある投資家によると「それは中央集権的政府の持つメリットの一つだ。中国のような指令経済では、まだ打つ手がある」。別の投資家も「見出しに踊る数字が特に有用だとは思わない。6.9% の成長率と 7% の成長率

の違いを論じるのは意味がない。誰も本当の数字を知らないのだから。だが中国にしばらくいると、眞の経済成長が続いていることが実感できるし、こうした仰々しい数字が 5% から 7% の間にあるうちは、あまり心配すべきでないと思う。5% だとしても絶対額はものすごいのだから」と語った。

- **為替変動が利益に与える影響：**過去数年間で、米ドルはアジアのほとんどの通貨に対して大幅に下落した。過去 1 年間でその変動幅は最大となり、米ドルベースのファンドの利益に大きな影響を与えている。あるファンドマネジャーがコメントしたように「米ドルベースでやっているならば、キャップレートの低下は歓迎すべきことだ。売却すれば現地通貨ベースで大きな利益を得られるからね。しかし逆の場合もやはり通貨が影響し、米ドルに戻すと大負けになる。だから、損でも得でもないというところだろう。」

ファンドマネジャーは即座に、為替取引に関する専門知識は持っていないと言い、また外国通貨による取引はヘッジで守られていると指摘するが、こうしたヘッジは一般的にコスト高であり、また最近の変動幅と合わせて考えると、今や為替変動は投資の決定における重要な検討事項の一つになったと言える。

既に通貨が相当下落し、今後の変動は下方よりもむしろ上方に向かうことから、こうした懸念はいくらか現実味がないかもしれない。とはいえ、為替レートの変動を多少なりとも正確に予測するのが困難なことは過去の歴史が証明しており、また世界のコモディティ価格も同様に不安定で多くの発展途上国が苦しんでいるため、もしマクロ経済の諸問題と資金の流出、そして通貨の下落が組み合わさればますますボラティリティが高まり、不確実性が増すことになる。これは、米国金利の上昇が憶測されるとアジア市場（特に東南アジア）が通貨変動にさらされやすくなることをおさらである。少なくとも今後 1 年間にわたって引き続き米国のベースレートが最重要課題になりうことから、短期的にボラティリティが高まる可能性は高い。

# 不動産キャピタルフロー

「資金の流出は不動産業界にとって **最大のトピック** の一つで、  
今後も毎年続していく。5年後には恐ろしく巨額になっているはずだ」。

アジア太平洋地域の資金移動に関する今年の大きな特徴は、機関投資家と個人投資家がさらなる分散と利益の拡大を求める、アジア市場から他地域の不動産にカネが継続的に流れていることだ。その結果、ジョーンズ ラング ラサールによると 2015 年の第 1 ~ 第 3 四半期にアジアから流出した資金は前年同期比の約 60% 増となった。これは新たな取引を求めて米国と欧州に目を向ける投資家が増えたためだ。一方、アジアに流入する資金は 2014 年と同等の水準にあり、プライベートエクイティの資金は減少したものの機関投資家とソブリン・ウェルス・ファンドの資金が増加して相殺された。

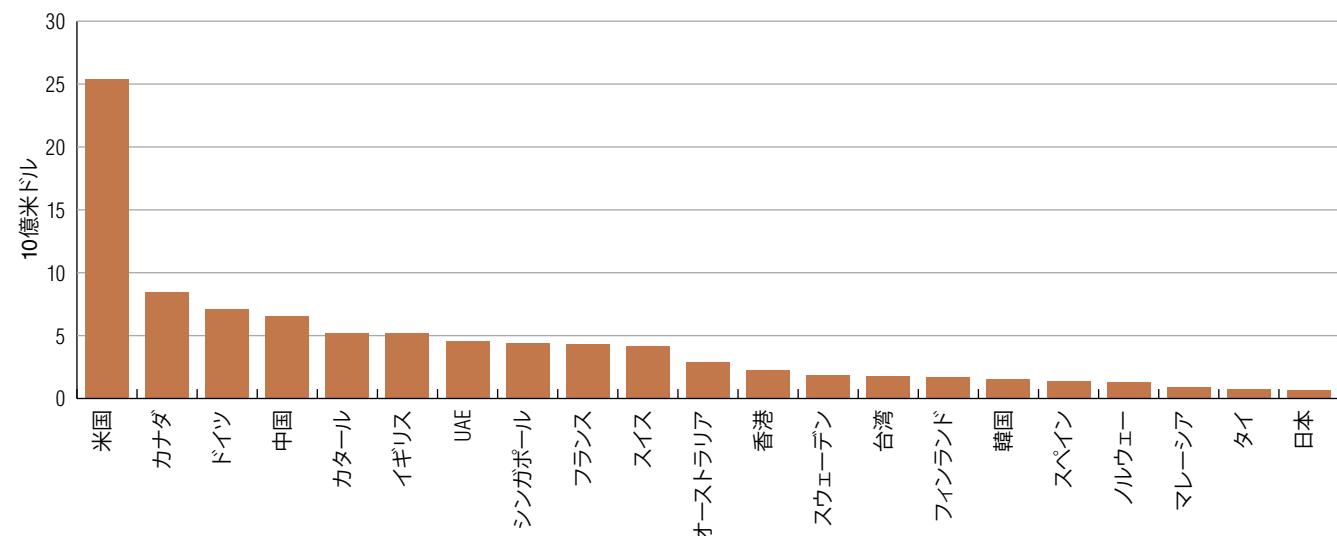
## 流出する資金が急増

アジアからの資金流出のトレンドは 2 年ほど前に始まり、それが現在も続いている。ただこれまでとの違いはその金額で、今年の流出はこれまでになく巨額であり、しかも減速する兆

候は見られない。あるファンドマネジャーが述べたように「今から 5 年経って振り返ったとしても『いやあ、2015 年の資金流出はすごい額だったね』とはならないだろう。なぜなら 2020 年には今より遙かに拡大していると思うからだ。資金の流出は不動産業界にとって最大のトピックの一つで、今後も毎年続していく。5 年後には恐ろしく巨額になっているはずだ」。この流出の牽引役はアジアのソブリン・ウェルス・ファンド、年金基金と保険会社が蓄積した膨大な資金である。彼らの大半は依然として債券など低利回りの投資商品に投資している。

中国が引き続き最大の資金流出元となっており、現在、アジアから他地域の事業用不動産に投資される資金全体の約 25% を占めている。調査会社の CBRE によると、2015 年上半期に米国の不動産に流入した中国資金は 37 億米ドルと前年同期の約 4 倍に達した。こうした投資家の大半が完成資産

図表2-1 グローバル商業不動産に向けられる主要なクロスボーダー資金源（買い手の立地別）（2015年前半）

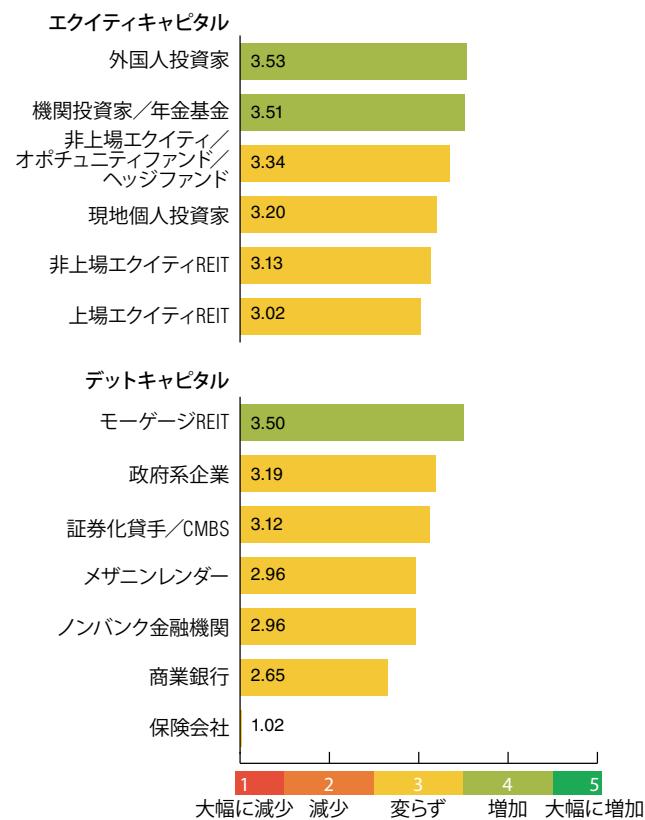


出所:CBREリサーチ、リアル・キャピタル・アナリティックス

ではなく開発用地に狙いを定めている。全般的に住宅部門が好まれているものの、投資はすべての資産クラスにわたって行われている。中国と並び、2015年を通して大きな流出元となったのがシンガポールだ。伝統的に世界の資金の集積地という役割を果たしてきたシンガポールだが、最近は資金の拠出元としても大きな存在である。国内の不動産会社、不動産投資信託（REIT）や投資ファンドにとって国内市場の魅力がほとんどないためだ。

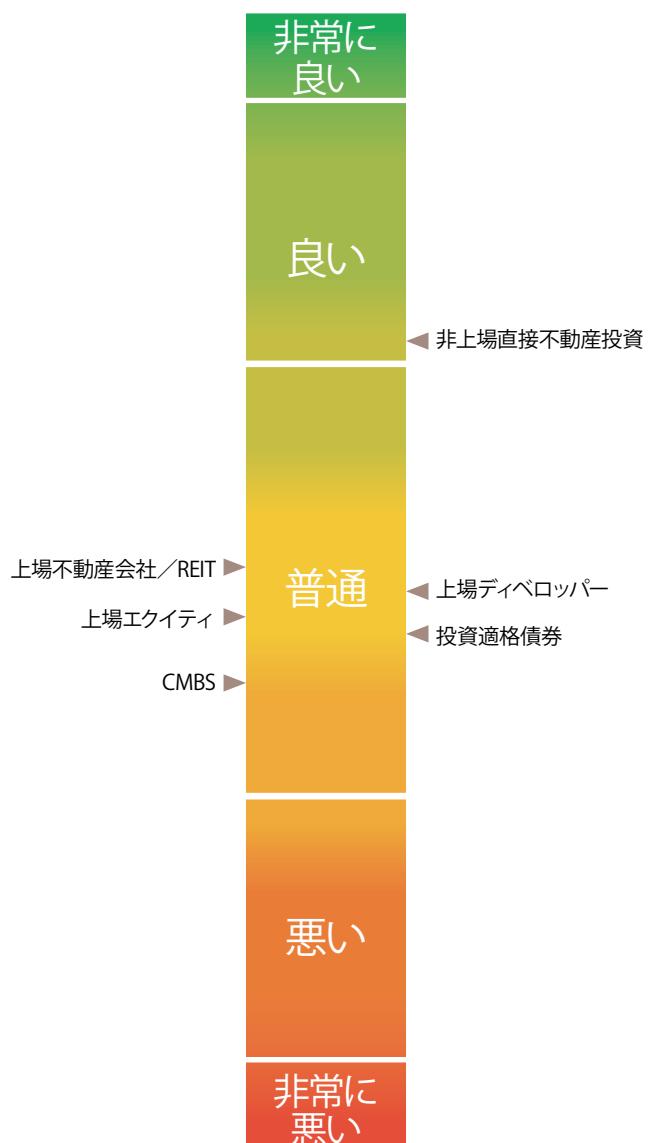
現在、中国大陸からの資本逃避が高水準にあり、それが人民元の不安定要因となっている。そのため中国当局は2015年9月に新たな施策を開始し、資本逃避の食い止めにかかる。この施策は銀行による海外送金の制限や取引手数料の引き上げなどが含まれているが、機関投資家や企業による投資に大きな影響を与えることはなさそうだ。とはいえ、それによって外国の個人投資家による不動産の取得が減少するのではないかとの憶測を呼んだ。プライベート資金は投資資金全体の大きな割合を占めているため、これはキャピタルフロー全体に大きな影響を与える可能性がある。状況の先行きを見極めるのは時期尚早だが、本書の印刷時点の限られた材料に基づく限り、インテビュー回答者はこの政策変更を重大視していない。

図表2-2 2016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2016アンケート

図表2-3 2016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2016アンケート

图表2-4 上位の上場ファンド（資産規模別）

順位	ファンド名	国	タイプ	2015年6月時点の資産規模 (10億米ドル)
1	社会保障年金信託基金	米国	国民年金	\$2,789.5
2	年金積立金管理運用独立行政法人	日本	国民年金	\$1,150.0
3	政府年金基金 - グローバル	ノルウェー	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$882.0
4	アブダビ投資庁	UAE	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$773.0
5	中国投資有限責任公司	中国	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$746.7
6	サウジアラビア通貨庁 (SAMA) フォーリン・ホールディングス	サウジアラビア	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$671.8
7	クウェート投資庁	クウェート	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$592.0
8	国家為替管理局 (SAFE) 投資会社	中国	ソブリン・ウェルス・ファンド	\$567.9
9	国民年金公団	韓国	国民年金	\$455.0
10	スティッキング・ベンションファンズ・ABP	オランダ	公的年金	\$440.0

出所：ソブリン・ウェルス・ファンド・インスティチュート

これまでのところ、アジアの投資家による海外での実績は分かれている。慣れない市場で落とし穴を避けて進む経験（特にプラニング規則や役所への対応）に欠けるため、予想外の遅延が生じていることに加え、アジアの買い手が資産の取得に力ネを払い過ぎるとの報道が常に成されている。公正を機るために言えば、これらは新たな市場への参入を図る投資家が誰でも直面すると予想されるような問題だ。オーストラリアのあるファンドマネジャーが語ったように「この数年間に私が関わった中国企業や中国人の大半が長期的展望を持っており、多分オーストラリアの投資家よりも遙かに長期的に考えている。そのため彼らが非合理なことをやるとは思えない」。別のインタビュー回答者も「確かに、価格の点では中国の投資家が先導している。だが彼らが取得する資産の多くが住宅で、住宅ならエグジットもできるため、その点ではかなり抜け目がない。また、彼らは供給がタイトな市場で取得している。いくらか先取りした価格を支払っているかもしれないが、将来的に資産価値の上昇が見込まれるため、彼らは事前準備をしているのだ」と述べた。

## 巨額の資金流出がさらに続く

アジアから流出する資金は既に巨額にのぼっているが、今後も遙かに多くの資金流出が続くと予想される。それはまず、アジアの金融機関の多くが不動産に資金を配分していないか、域外への投資をまったく行っていないことが挙げられる。不動産に配分している金融機関でも配分率は2%（世界的には4%から6%）にすぎない。

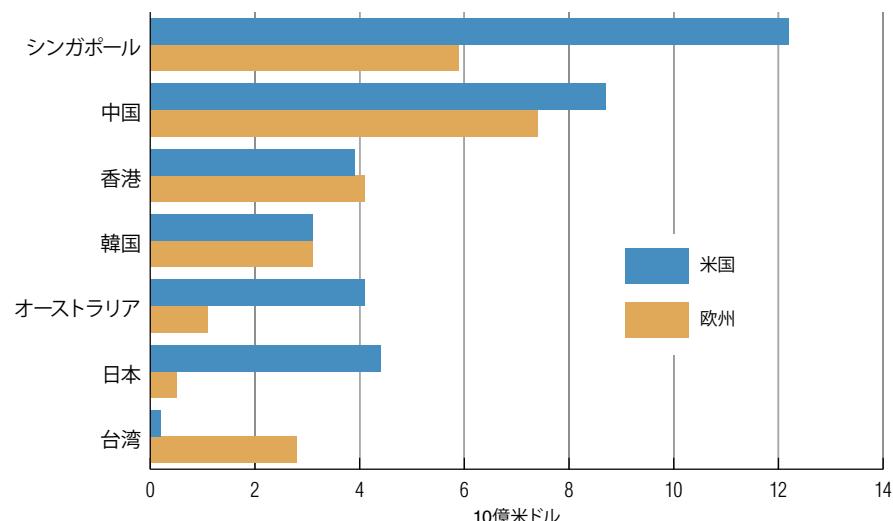
例えば中国の保険会社は既に大規模な海外投資を何件か行っているとはいっても、投資に回せる資産ベースは依然として巨額で、しかも拡大している。最近ジョーンズラング・ラサールが行った推計によると、中国の保険会社が今後10年間から20年間に海外不動産に投入可能な資金の総額は2,400億米ドルにものぼり、世界最大級の国際投資家に成長する見込みだという。

加えて、こうした資金流出の最大のソースと言われる国々はまだ大して参画していない。これまでのところ、その不在が目立っている国一つが日本である。日本の年金基金、中でも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）は世界有数の規模を誇るが、長年にわたり内向きの姿勢を保っており、資金の相当部分を低利回りの日本国債に投資している。だが、日本の人口が急速に高齢化して貯蓄を取崩し始めており、より高いリターンを生み出す必要に駆られていることや、日銀が現在の量的緩和政策の一環として日本国債を大量に購入しているため市場に国債が出回らないことなどから、今後はこの姿勢が変わっていく見込みだ。2014年10月には、GPIFが（延長線上で考えれば他のファンドも）資産ポートフォリオを再構築し、不動産を含む代替投資に5%を配分していく旨の発表が行われた。これまでのところ海外の不動産市場に投資する兆候は見られないものの、遠からず実施されるだろう。インタビューでは、日本のファンドのマネジャー数名が海外投資、特に対米投資を拡大する計画を語った。ある機関投資家向けファンドマネジャーは「まだ日本の投資家はあまり見られない、これからやって来るのは確かだ」と述べた。

オーストラリアの投資資金も、国内の物件が慢性的に不足しているにも関わらず、海外市場への再進出が遅れている。その大きな理由は、前回のサイクルにオーストラリアのREIT業界が海外投資（主に米国）を行って痛手を蒙ったことだ。だが、これもある程度変わりつつある。CBREによると、2015年上半年に約29億米ドルのオーストラリア資金が海外不動産に投資された。その大半が国内最大の年金基金であるオーストラリアンスーパーによるもので、米国と英国で一連の取得を行っている。オーストラリアンスーパーはアジアで投資する可能性は低いとしている。

オーストラリアの年金基金による海外投資はさらに拡大が見込まれるが、REITが近いうちに海外投資に向かう可能性は低そうだ。以前にREITのマネジャーだった者によると「過去5年間、REITは海外資産の売却を続けてきた。そのため今、彼らに海外への直接投資を促すのは難しく、敢えて外国で

図表2-5 欧米に向けられるアジア太平洋の投資資金 (2014年1月～2015年6月)



出所:ジョーンズ ラング ラサール、リアル・キャピタル・アナリティックス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com))

誰かが運用している資産を買おうとするREITはないだろう。また、いったん進出したものの撤収した場合、再びその市場に戻って信用を得るのは非常に難しい。オーストラリアの上場REITが再び海外戦略を展開すると言ったとしたら、CEOがよほど勇敢な人に違いない。

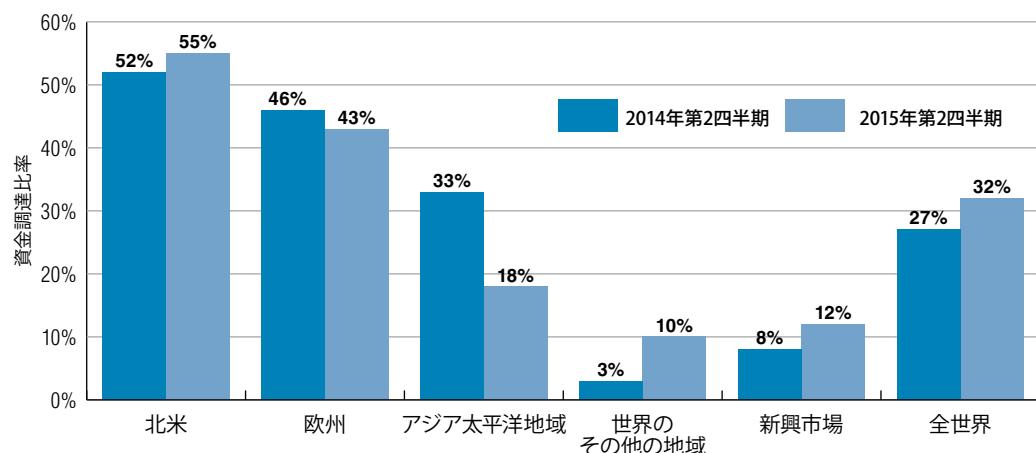
## 資金の大半は米国へ

アジアから米国に向かう資金は2015年に加速し、ジョーンズ ラング ラサールによると上半期に前年同期比36%増と

なった。一方、アジアから欧州への流出（うち約80%がロンドン向け）は上半期に6%低下している。これは米国金利が近く引き上げられるとの見込みから米国に流れる資金が増えていることに加え、欧州の経済見通しが悪化していることや、欧州の不良債権から簡単に手に入った資金が既に投資済みであることの反映でもある。

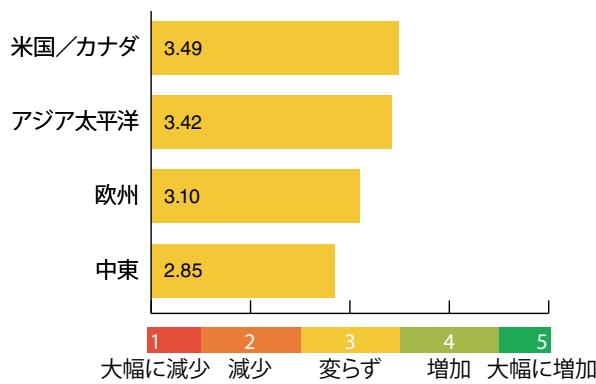
いずれにせよ、引き続き一番手都市への直接投資が中心となっているが、参入する投資家が増えてキャップレートの

図表2-6 向こう12カ月における個人不動産投資家の投資対象地域 (2014年第2四半期と2015年第2四半期の比較)



出所:プレキン

図表2-7 2016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2016アンケート

圧縮が進んでいるため、二番手都市への投資や現地パートナーと組んでの投資を積極的に考える者が増えている。また、アジアの投資家はファンズスキームによる米国不動産を始めている。より効率的な課税構造を導入するとともに、分散の利いた運用状況の良好なポートフォリオにアクセス可能になるからだ。

## 資金流入は復活するか?

一方、欧米市場に流れる資金が大幅に増加する中、世界からアジアに流入する資金は2014年とほぼ同水準の金額となった。他地域を上回るリスク調整後リターンが資金流入の主たる牽引役である。データからは、特にアジア投資向けのプライベートエクイティキャピタルが最近大幅に低下したことがうかがえるが、この落ち込みは世界のソブリン・ウェルス・ファンドと機関投資家からの資金流入がこれに相応して増加したため相殺されている。

だが、最近の資金流入の低迷はまもなく様子を変えるかもしれない。CBREによると、2015年上半期に資本調達が増加し、欧州と(特に)米国の機関投資家が引き続きアジアに資金を配分する(図表2-7参照)中、いくつかの大手ファンドが目標を上回るファイナルクロージングを行った。

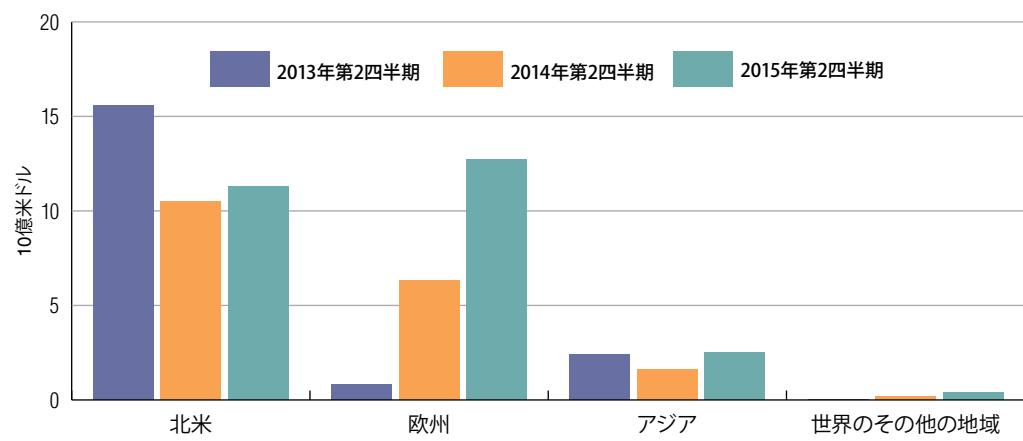
下半期に入ってテンポが鈍ったが、これは香港のあるファンドマネジャーによると「8月の株式市場の騒ぎが一因となっている。また、中国経済が減速しておりそれがアジアに影響を与えると一般的に受け取られていることも原因だ」。

とはいえ、インタビュー回答者は資金流入が通常の状態に戻るという大局觀を示した。ある仲介業者は「英国と米国の魅力が下がっている。そのため取引を求めて資金がアジアに戻りつつある」と指摘する。同様に、あるグローバルファンドの香港駐在マネジャーによれば「3、4年前に比べ米国と欧州からアジアに向かう資金が増えている。それは北米と欧州での取引にありふれたものが多くなっているのが一因だと思う。そのため価値が得られず、たとえ高価でもアジアの方が成長を見込める。例えば欧州に比べ、アジアには投資判断を支えるファンダメンタルズが多い。欧州では資金が戻ることによってリスクが再評価され、既に価値が大幅に増大している」。

## アジア域内のキャピタルフローを リードする中国

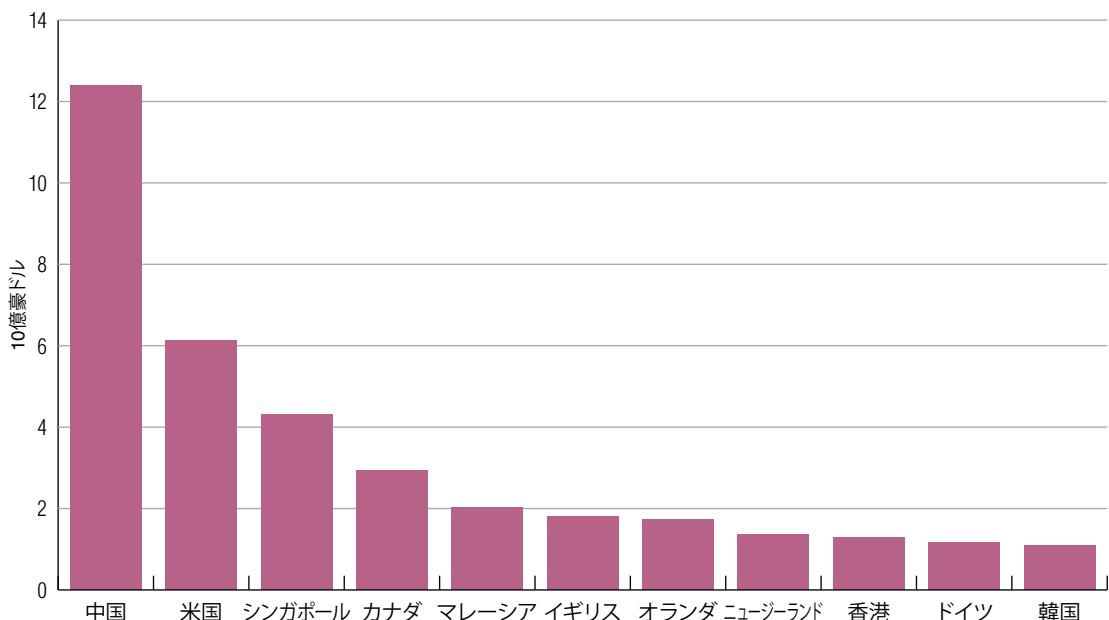
CBREによると、2015年上半期にアジア域内のキャピタルフローは約40%減少した。同社では欧米市場を狙う投資家が増えていること、アジアで物件のソーシングが難しくなっていること、また現在は取引が大型化しているためクロージングまでの時間が長引いていることが減少の要因だとしている。だが、今後予定されているプラットフォーム取引とポートフォリオ取引のパイプラインは強力であり、年末までにアジア域内のキャピタルフローは大幅に増加すると目される。

図表2-8 クローズドエンド型プライベート不動産ファンドによる資金調達額  
(主要な地理的フォーカス地域別)(2013年-2015年)



出所: ブレキン

図表2-9 オーストラリアの不動産部門における上位外国人投資家（投資規模別）（2014年6月期）



出所：オーストラリア外国投資審査委員会

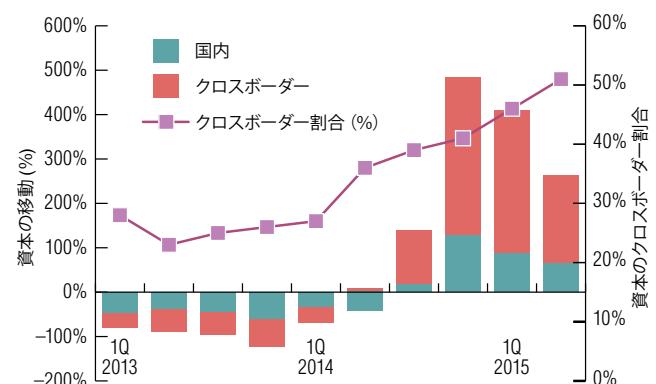
驚くことではないが、アジア域内でのキャピタルフローにおける最大の流出元は中国であり、シンガポールがこれに次いでいる。これまでのところ、こうしたフローの最大の受け手はオーストラリア（特にシドニー）だが、他の市場への分散化が進んでいる。あるアナリストは「中国は既にオーストラリアで得られるものある程度まで得ており、アジアの他市場、特に日本に目を向け始めている」と指摘した。

中国から流れ出る投資資金は時として非常に巨額のため、その行先である市場を歪める場合がある。特に、2015年上半期にオーストラリアの不動産に投入された中国資金は他国からの投資額を遥かに上回っている（図表2-9参照）。

これは機関投資家やプライベートエクイティのレベルでは問題とならないかもしれないが、個人投資家によるオーストラリアの住宅の取得が増加したことは論議を呼んだ。投資銀行のクレディ・スイスによると、中国の投資家が2014年6月期（会計年度）に取得したオーストラリアの住宅は前年比60%増の総額87億豪ドルにのぼり、同年度におけるオーストラリアの新築住宅販売の約15%を占めた。これはほぼトップエンドに集中しているものの、オーストラリア大都市の住宅価格高騰の一因だとする者もいる。

それが正しいかどうかはさておき、オーストラリア当局は2015年2月、香港政府やシンガポール政府の先例に追随し、外国人による住宅購入の制限を意図した新たな規制の導入と既存規制の実施強化を発表した。だがこの件は引き続き議論を呼んでおり、批評家は規制がまだ有効に実施されていないと指摘している。

図表2-10 インド：資金調達先推移（12カ月ローリング平均）



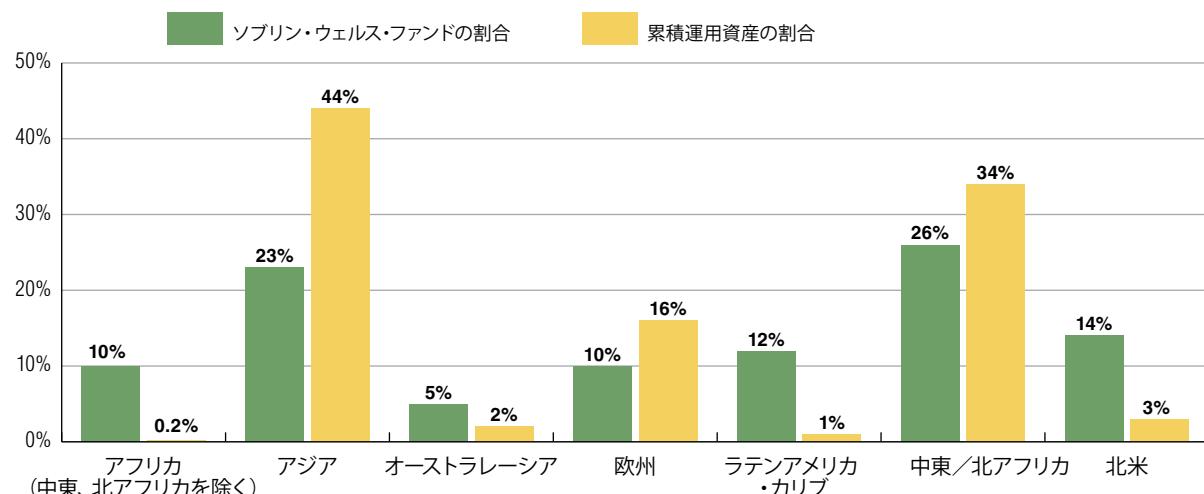
出所：リアル・キャピタル・アナリティックス ([www.rcanalytics.com](http://www.rcanalytics.com))

## インドの人気が復活

またアジア域内では外国資本のインド流入が2014年末から劇的に増え始め、RCAによると2015年上半期の投資金額は前年同期比約200%増を記録した。

インドにおける2015年上半期の不動産投資全体の50%超がクロスボーダー資金によるものであり、2013年通年の数値が26%だったことに比べると、外国人投資家の関心が目覚ましい回復を見せたことが分かる。

図表2-11 2014年における地域別ソブリン・ウェルス・ファンド



出所: 2015年プレキン・ソブリン・ウェルス・ファンド・レビュー

デリーを拠点とするあるコンサルタントによると、これには様々な理由がある。まず、外国人投資家に義務付けられているビルトアップエリアの下限を政府が引き下げ、50,000 m<sup>2</sup>から20,000 m<sup>2</sup>(538,000 平方フィートから 215,000 平方フィート)に変更になった結果、「エグジットの確保について機関投資家の安心感が高まった」というのは、たとえ売却先となる外国人投資家が見つからなくても現地の投資家に売却して清算できるからだ。

第二に、インドの（特に北部の）デベロッパーは現在「毎月の支払いにも事欠く」状態のため外国人投資家は有利な価格で取得でき、ほとんどのオフィススペースが減価償却後の再調達原価に近い、もしくはそれを下回る価格で入手可能になっている。その結果、2011年から2012年にかけてゼロからスタートした若干の外国プライベートエクイティファンド

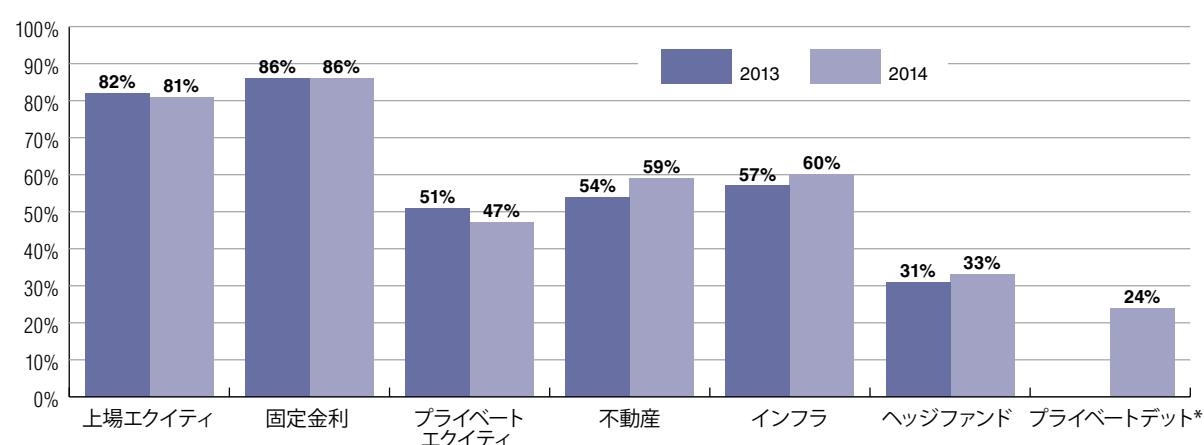
が、今ではインドでトップクラスの不動産保有企業にのし上がった」。

2006年から2007年にかけて行われた第一波のインド投資が損害を被ったため、多くの投資家が依然としてインド市場を警戒しているものの、最近の成功事例により「外国人投資家は失敗から学んでおり、今回は必ず利益を出し、それによってひいては投資対象としてのインドの信頼性が高まると思う」との見方が出ている。

## ソブリン・ファンドと機関投資家の資金が引き続き拡大

アジアの不動産に関する過去2年の大きな動きの一つは、機関投資家とソブリン・ウェルス・ファンドの資金が増加しア

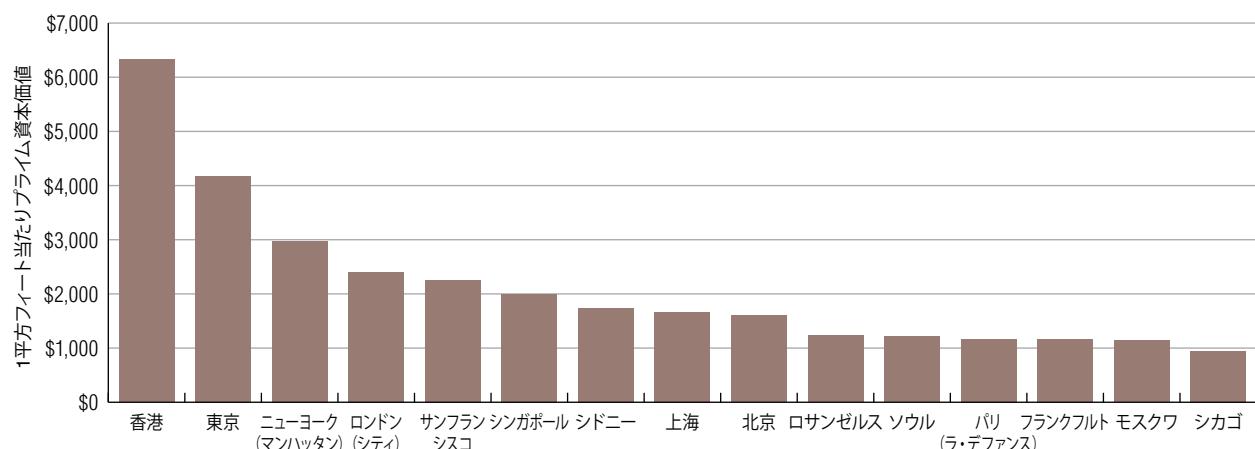
図表2-12 各資産クラスに投資するソブリン・ウェルス・ファンドの割合 (2013年と2014年の比較)



出所: 2015年プレキン・ソブリン・ウェルス・ファンド・レビュー

\*入手データは2014年のもの

図表2-13 超高層ビル指数



出所：ナイトランク「世界の都市：2015年報告書」（2014年秋）

ジア市場を積極的に窺っているということだ。こうした新たな資金の大半はカタールやアブダビなど中東諸国からのものだが、欧州（特にノルウェーとオランダ）からも増えつつある。また、アジア（特に中国）のソブリン・ウェルス・ファンドに加え、アジア域内の年金基金や保険会社等の機関投資家も投資配分を大幅に増やし続けている。

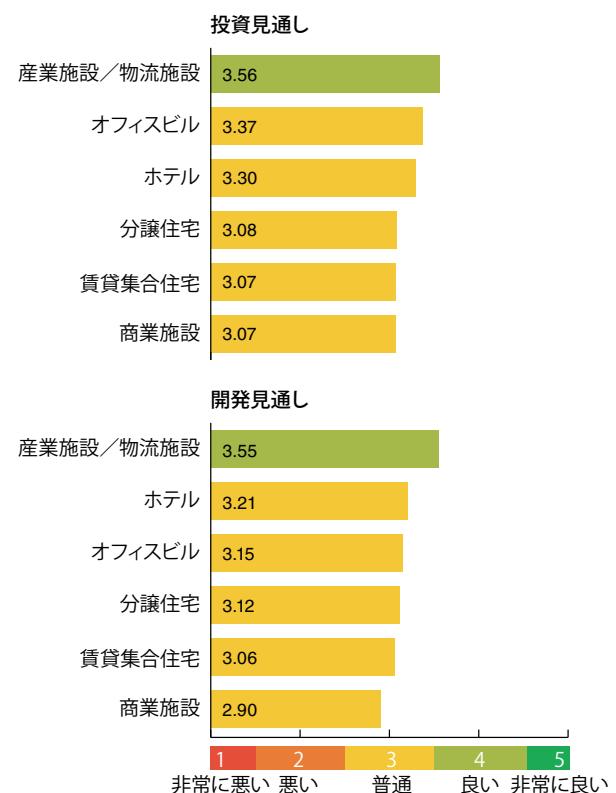
これはある程度まで、新たに富を蓄えたアジア諸国で資金がますます積み上がっていることの反映に過ぎないと見える。だがそれとは別に、規制環境の変化の反映でもある。当局が、国内債券市場や他の国内資産に対するディフェンシブ投資では十分なリターンが得られず、また国内市场を歪める大きな要因になりかねないと認識するようになったからだ。こうした認識から、韓国や台湾などでは年金基金と保険会社が海外投資を始められるようになった（あるいは、そうせざるを得なくなった）。

## 機関投資家の資金の動きが変化

アジア市場において機関投資家（特にアジア域内の機関投資家）が非常に増えた結果、投資の動きに様々な変化が生じている。

第一に、投資期間が長期化する傾向を見せている（機関投資家による取得の場合 10 年から 20 年）。第二に、既に述べたようにコア市場での競争が激化し、それがキャップレートの低下傾向を生んでいる。あるファンドマネジャーによれば「例えば、中国のリスクに関する認識と資金コストの点で、中国の保険会社と米国の年金基金とでは非常に異なっている。中国の保険会社は上海のオフィスビルを比較的ローリスクと考え、また資金コストは目下のところ基本的にタダだ。そのため、もっともなことだが、彼らは我々のようなファンドマネジャーが運用する外国ファンドよりも遙かに高い金額を支払うことができる」。

図表2-14 主要事業用不動産タイプ別2016年の見通し



出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

第三に、開発投資の資金調達が比較的容易になった。従来、日本やオーストラリアなどの主要市場以外では、投資家が取引のエグジットとして当てにできる長期のエクイティキャピ

タルが不足していた。だが現在では「そうした状況は変わつており、しかもそれは構造的な変化だ。そのため今では優良オフィスビル、商業施設、ホテルや賃貸住宅の開発を無理なく行うことができる。うまく運用すればフロアを分割する必要がないし、機関投資家が主体の国内市場にエグジットがあるので空室を埋める必要もない。このような投資はわずか5年前まではほとんどの市場で見られず、中国はもちろん、韓国やマレーシアのような市場でも見られなかつた。だから、大型の事業用不動産開発を行う場合のリスク要因が変わつたと思う」。

## 取引の大型化

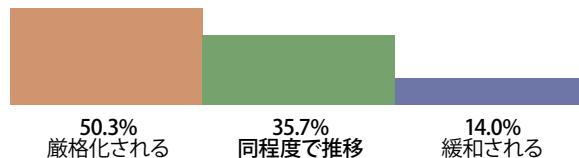
一方、取引の規模が大型化している。これには二つの理由がある。まず、最善の取引にアクセスする上で資金の規模がますます重要になっていることだ。あるファンドマネジャーによれば「市場が難しくなっている。多分中国がその典型だが、2010年までは損をすることは滅多になかった。それが今では一変しているため、不動産投資の次のサイクルでは差別化がすべてとなる。パートナーの質であれ、プロジェクトの質であれ、あるいは物件の質であれ、目的にぴったり合つていなければならない。そして大きな市場では、ブランド力があり優れたプロジェクトを抱える優れたパートナーを得るために、その中でも大手で有力な者を探す必要がある。そのため最善の取引にアクセスするためには資金規模を拡大しなければならない」。

もう一つの理由は、大手投資家が新たに多数出現して取引を巡り競争を繰り広げており、出回っている新たな資金の方が取得可能な資産を上回っていることだ。その結果「多くの大手投資家がプラットフォーム投資やパートナーシップ形式による投資に大いに注力している」ことから、高額取引の件数が最近増えており、その多くに国内の大手デベロッパーが関与している。

プラットフォーム取引にスケールメリットがあるのは明らかだが、加えて、小規模な投資ではとても望めない優良資産にアクセスが可能になる。だが欠点もある。あるファンドマネジャーが指摘するように、ファンドがこうした取得を行う場合「もはや不動産ではなく、ある程度まで会社型・事業型の投資に近くなり、事業を経営するようなものだ。だから、タダでプラットフォームに入りなんらかの物件にアクセスするのと、その物件にアクセスするためにプラットフォーム自身に出資しなければならぬのとでは大いに異なる」。

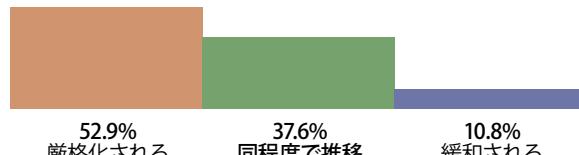
別のファンドマネジャーも同じ懸念を示し、「我々は既にデベロッパーと関係があり、彼らに『こんな取引がある』と紹介してもらえるため、互いの利害が必ずしも一致していないことが分かっている。彼らの事業にとって良い案件といつても、彼らが行う取引のすべてに経済的裏付けがあるわけではなく、多分、理由は何であれ客寄せ用の案件も入っているのだろう。そんな客寄せ案件には投資したくない。だから『あなた方の行うプロジェクトには私もすべて参加するが、監督はしない』とか『監督はするが、現地にいないので実際に監督する力はない』、あるいは『チームが小さすぎる』、『知識

図表2-15 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2016アンケート

図表2-16 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2016アンケート

が不足している』といった状況では、自分の利益を守ることはできない」と語った。

## クラブ・ディールと分離勘定

市場での投資家ミックスの拡大に伴う変化として、取引の構築に際して大手ファンドが協力するケースが増えていることも挙げられる。あるアナリストによると「配分しなければならない資金額が大きいため取引の規模がますます大型化している。だがそれ以外にも、リスクが集中しており分散させる必要があるため、2つか3つのファンドが一緒になって取引に臨んでいる」という。

こうしたパートナーシップを組むには2つの方法がある。オプションの一つ（これを「現在の最大のトレンドの一つ」する声もある）が、機関投資家とソブリン・ウェルス・ファンドがクラブを組み、現地のファンド経由ではなく直接取得するというもので、うち1社が先導することが多い。あるインタビュー回答者は「こうしたやり方は数年前に検討されていたが、ここにきて増え始めている。世界金融危機の後、コントロールを強めたいという欲求が起きてきたと思う。つまり、少数のパートナーとクラブを組んで取引に臨み、より直接的なコントロールを行うということだ。これは投資家がマネジャーを使わないという意味ではないが、コントロールを強めたいと思っているのは確かだ」と指摘する。

別のオプションとして、分離勘定を使うという方法がある。それによって投資家はファンドマネジャーに委託した資金を使い、選択的に取引を行うことができる。だが人気のある方法とはいえ、別勘定にもやはり弱点がないわけではない。機関投資家向けに分離勘定で運用を行っているあるファンドマネジャーによると「問題は、何のコミットメントもない純粹な分離勘定でもやはりマネジャーがいるということだ。た

とえそうしたマネジャーが多額の資金を入れるにしてもね。彼らは時間を掛けすぎる。我々のところには取引案件が多数持ち込まれ、中には大型取引もある。それを機関投資家を持つていくと『わかった、6ヶ月欲しい』となる。それではうまく行かない」。

別のファンドマネジャーも「投資家は分離勘定で投資したいと考えるが、分離勘定を設定した経験がないとまくできないことが多い。例えば米国の年金基金は分離勘定による投資の実績が豊富なため、競争力を発揮可能な関係を作り、投資を行い、ポートフォリオ構築のプロセスを踏むことができる。だがこうした経験がなくそれをやるスタッフもいない投資家は、分離勘定の戦略を進めるプロセスを欠いているため、フラストレーションが溜まることが多い」。

## 急拡大するファミリー・オフィス

現在、膨大な個人資産が世界を駆け回っており、その結果、ファミリー・オフィスによって管理される個人富裕層の資金が増えている。その性格上、こうしたファミリー・オフィスの活動を追跡するのは難しいが、アジア全域で聞かれる話からすると、アジアのファミリー・オフィスが投資家としてのプレゼンスを高めつつあるようだ。ある仲介業者によると「驚くかもしれないが、香港では巨額の取引を除き、取引の過半数がファミリーマネーによって行われている。それなしでは仲介業者はやっていけない」という。

現在、第二世代のファミリーメンバー（欧米で教育を受けるものが多い）が投資の決定に関する権限を強めるに連れ、アジアの個人富裕層の資金によるクロスボーダー投資（特に米国向け）が活発さを増している。投資対象としては商業施設やホテルが好まれ、また長期保有を目指す傾向にある。ある投資家はこうしたファミリー・オフィスを「非常にオポチュニティックでまったく抜け目がない。動きが速く、トロフィー物件には目もくれない。彼らが追い求めているのは価格のひずみやレスキュー・ファイナンスの機会だ」と評した。

彼らは目立たないよう行動しているものの、アジアから流出する資金の大きな部分を占めているようだ。インバビュ回答者からは、ファミリー・オフィスがアジアのフロンティア市場への投資に関わり、東京の商業施設を取得し、あるいは米国の大学町で投機的な住宅開発を行い、「それを

中国であれどこであれ自分たちの母国すぐに売却する」様子が語られた。オーストラリアのあるインバビュ回答者も、シドニー周辺部で中国のプライベートキャピタルが「古い倉庫を買い、ゾーニングの変更を行い、1階部分に店舗を備えた複合集合住宅に転用」したことについて、「新聞で報じられることが多いが、目立たない場所での投資のため、耳にした覚えはないと思うかもしれない」と述べた。

## デットの調達先は銀行が依然トップ

統計から見るとアジアにおける銀行融資の伸びは近年減速しており、世界金融危機までは平均して年率15%で増えていたのに対し、ここ数年はわずか7%となっている。だが現実には、アジアのほとんどの市場で銀行融資は引き続き安価であり、開発プロジェクト用の資金もすぐに入手できる。事前販売から得られるキャッシュと並んで、銀行融資は依然としてアジアの不動産金融における最大の資金源である。

確かに、借入可能額には違いが見られる。例えば日本では、銀行融資はかつてないほど容易に受けられ、200から250ベーシスポイントの利率で、LTVは最大90%まで可能だ。これに対し香港とシンガポールでは政府の規制により融資条件が制限され、特にLTVに制約が課せられている。こうした規制により消費者金融が大きな影響を受けているが、投資ファンへの影響は限定的である。

香港のあるファンドマネジャーによると「香港とシンガポールの銀行は依然として不動産向け融資に熱心だ。香港ではLTVにある程度制限があり最大40%までとされているが、ほとんどの銀行は50%でも認めてくれる。例えば不動産融資として40%の他、資本的支出に対する融資があり、それが物件価格の10%に相当するという具合だろう。現在のマクロ環境が良好なので融資に熱心なのだと思う。ただし銀行によってはオフィスを重視するところや他部門に比重を置くところもある」。

市場では米国のベースレートが引き上げられるとの見方が強いことを考えると、銀行の融資姿勢が総じて甘いのは驚きと言えるだろう。米国ベースレートの引き上げはアジアの融資条件や資金のアベイラビリティに直接または間接的に影響を与えるからだ。だが、ローカルの銀行は姿勢を変えていないものの、国際的銀行の多くは既に融資条件を厳しくしつ

図表2-17 主要市場における商業用不動産向け銀行融資条件（2015年第2四半期）

LTV比率(世界金融危機前)	LTV比率(現在)	資金調達コスト
オーストラリア 65%–70%	60%–65%	3.4%–4.0%
中国 50%	50%以下	6.3%–7.3%
香港 70%	40%	2.7%–3.2%
シンガポール 60%–70%	50%–70%	2.8%–3.3%
日本 75%	65%–85%	0.6%–1.4%

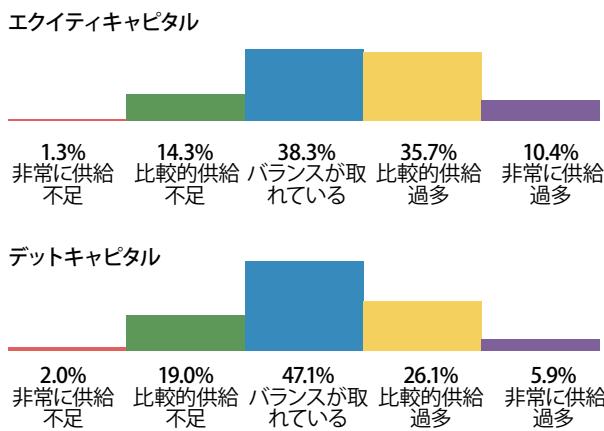
出所：CBREリサーチ、S&PキャピタルIQ、各中央銀行・金融当局

つある。ある銀行家は「我々はレートを引き上げているが、アジア市場のローカル銀行が同じ土俵に立ってくれるまではかなり厳しい。彼らは大手銀行ほどにはバーゼル規制を気にしていないようだ。投資家からの融資依頼は多いが、我々の融資部門から融資することは滅多にない。ローカル銀行の方が遙かに安く制限条項も少ないからだ。だから投資という点では、まだ非常にユーザーフレンドリーな環境だ」と語った。

これは中国にも当てはまる。中国はインドと並んで与信環境が（少なくとも書類上は）最も厳しい国だ。中国に融資を行っている銀行家の一人は「我々は中国で多数の顧客に融資しているため、状況がよく分かっている。融資という点ではまだ与信枠はある。だから現状では信用供与全体が大きく後退したわけではなく、配分が上位者に向けられているのだと思う。力の弱い者からカネを吸い上げ上位の者に回すというわけで、これから勝者と敗者に分かれていいくだろう」。

過去1年から1年半の間に現れてきた傾向の1つは、中國であれ日本やオーストラリアであれ国際的銀行が活動を活発化させていることで、従来は3年から5年だった融資期間を長期化させている。シドニーのあるファンドマネジャーによると「以前はオーストラリアの銀行の融資期間はせいぜい3年から5年で、5年物の借入金ですらなかなか受けられなかつた。だが今では日本、欧州、米国やカナダの銀行が参入し、遙かに長期の融資に喜んで応じてくれる。だから3カ月BBSW（バンクビル・スワップ・レート）+125～130ベーシスポイントのレートで7年から10年の長期借入も可能だ。以前ならばこれほど長期の借入は中期手形でしか得られなかつた」。その結果、今ではオーストラリアの国内銀行も同じ条件での融資を余儀なくされている。

図表2-18 2016年における不動産資本市場の需給バランス予測



出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2016アンケート

## メザニンの余地は限定的

アジアでは銀行融資が簡単に得られるという事実は、ノンバンクのレンダーの余地が限られることを意味する。この大きな例外の一つが韓国で、過去の経緯から、不動産向け融資はほぼ独占的に保険会社によって行われている。中国も例外であり、銀行融資への縛め付けが続いた結果、デベロッパーはインターネットによるクラウドファンディングから非上場債券、そしてシャドーバンキングによる各種のオフバランス融資に至るまで、資金を手にする奇抜な方法を考え出した。

同じ理由から、アジアでは代替ファイナンス市場も引き続き限定的だ。ある銀行家が言ったように「3～4年前なら流動性が今より少なかったため、メザニンローンや優先出資証券をもっと提供できた」。供給上の問題からエクイティファイナンスによる投資のオプションが大幅に制限されたため、多くの大手投資家が市場参入の別の方法としてストラクチャード・ファイナンスを目指しているものの引受けは少ない。ある銀行家は「うまくいっていない。この方法ではあまり資金を得られない。これまでソブリン・ウェルス・ファンドを含む若干のグループが特にメザニン・ファイナンスを共同でやりたいともちかけてきたが、それを希望する者があまり見当たらない。こうした状況はローカルの銀行の流動性が低下しない限り変わらないと思う」と語った。

とはいえ、メザニンがまだ活用されているケースもある。中国もそうで、あるコンサルタントによると中国では「以前はデベロッパーだったが今は銀行業をやっている者がたくさんおり、20%から30%の金利でメザニン資金を提供している。転換可能で、最長18カ月まで。そして相手が返済できなくなっても物件を手にすることができる」。

だが、大手の外国銀行と中国の大手デベロッパーはいずれもデットにほとんど関心を示していない。ある銀行家が説明するには「プロジェクトに対する外国銀行の出資比率が30%でも優先リターンが得られると言われば、借入金の担保を相当増やさねばならないだろう。中国では、こうした優先リターンは外国での契約に限られ、国内の契約には当てはまらない可能性があるからだ。だから『最初から50%の出資比率をしたい』と提案すると中国側のCEOは『我々を信用していないのか?』となる。それで『いえ、信用の問題ではなく、銀行融資のこともありますから』と答えたくなるが、相手が大手だとそんな話はできない。『冗談だろう?』と言われるだけだ。彼らの中には融資元の銀行を買収できる者すらいる。こうしたことがあるから大手外国銀行は融資ではなくエクイティ投資を強化したいのだ」。

中国のフードチェーンの下流でもメザニン・ファイナンスに対する需要がある。だがメザニン・ファイナンスを行う場合、投資家はどの程度のリスクを取る覚悟があるか自問しなければならない。ある投資家は「ストラクチャード・ファイナンス取引の機会もあるとは思うが、関心の対象にないデベロッパーのレベルまで下げる必要がある」と指摘する。小規模で財政難にあるデベロッパーの多くは多額の負債を抱えているため、さらに借金を重ねるのは現実的でないだろう。

また、投資におけるポジションが上がれば安全性が高まると考えるのは中国ではいさか幻想である。法的に執行可能な担保があるというだけでは、地元の有力企業に対して執行を試みても大して意味がないからだ。

今後は、例えば米国の金利引上げの後に銀行部門が融資条件を厳しくした場合、メザニン・ファイナンスの魅力が高まるかもしれない。そのためインタビュー回答者からはストラクチャード・ファイナンス取引の可能性が最も高い市場として東南アジアが挙げられた。インドネシアやマレーシアといった国々の経済が鈍化し始め、流動性が後退しつつあるからだ。

## エクイティ・ストラクチャリングに向かうインド

インドもストラクチャード・ファイナンスが有望となっている市場である。一つには、国内の銀行がデベロッパー向け融資に消極的なことがあり、また一つには、インド市場が2006年に公開され外国人投資家が最初にやってきたときに行ったエクイティ投資がうまくいかなかったという経緯があるからだ。そのため過去2年間、外国人投資家が担保付上位ローン（利率は22～24%）や、より最近では優先出資証券（21%～23%）などのストラクチャード・ファイナンスを進めてきた。

だが現在、大手の外国機関投資家が市場を牛耳るにつれ、デットから離れエクイティ・ストラクチャリングに向かう動きが起こっている。インドのあるコンサルタントによると「インドに流入する外国資金の約80%は、大手投資家が大型取引の全エクイティのバイアウトを行ったものであり、こうした取引の大半は企業不動産に関するもので、大型のビジネスパークやITパークが対象となっている」。この状況は2006年とは異なっている。当時はデベロッパーとのエクイティ合弁会社が一般的な事業ビーグルだった。デベロッパーとの工

クイティ合弁会社は今でも、特に住宅部門において、高リスクと見なされている。

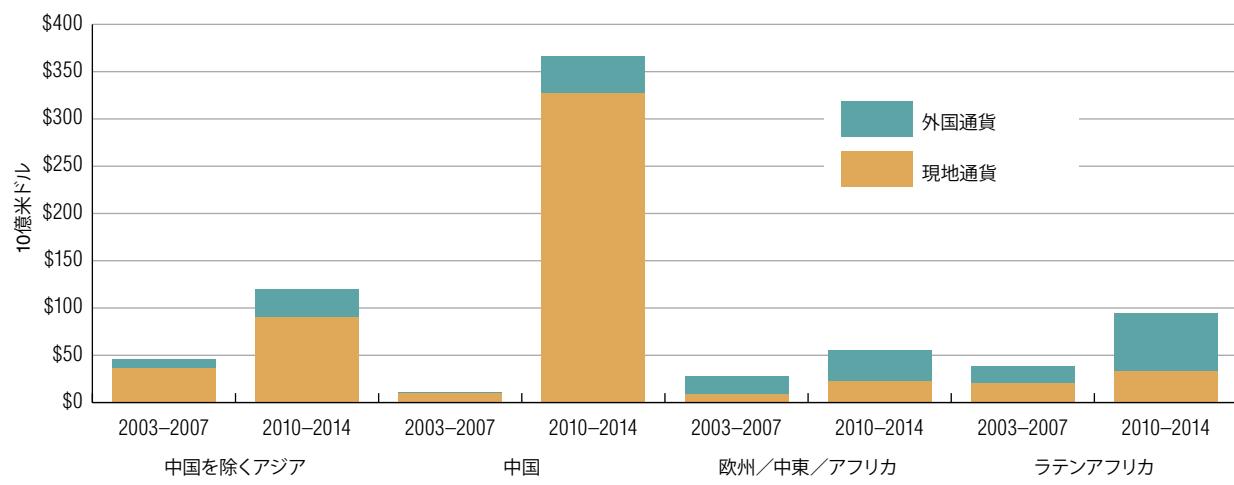
とはいっても状況は変わりつつある。インドの住宅投資に向けられる機関投資家の資金の約80%（ほぼ国内資金）がデット・ストラクチャリングを採用している（内部収益率は18%から19%）にもかかわらず、外国人投資家もこの部門に目を付けている。あるインタビュー回答者は「来年のテーマの一つは、住宅部門で合弁会社に共同投資して持分所有権を得ようとする外国資金が増えることだ。だがそれは大都市の大型取引で、しかも由緒正しいデベロッパー相手に限られる」と語った。

## 債券売買は驚くほど堅調

これまでアジアのデベロッパーは不動産建設の資金の約75%から80%を銀行融資に頼ってきたが、現在は債券もその役割を強めつつある。この理由として銀行がリスクの分散を図っていることや、他の資産の利回りが低いため債券の魅力が高まっていることなどが挙げられる。国際通貨基金（IMF）によると、新興市場全体の社債発行額は2009年以降ほぼ倍増し、2014年には9億米ドルに達した。この増加は中国企業によるものが圧倒的で、特に不動産デベロッパーが多く、他の資金調達源が干からびてしまったため債券市場に目を向けていたのだ。

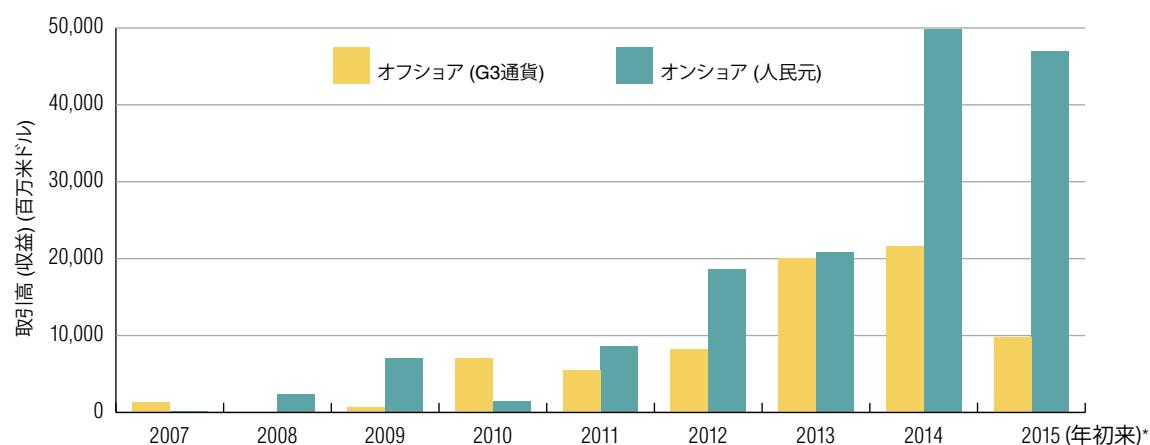
以前は、中国のデベロッパーによる債券のほとんどが香港で外貨建てのデットとして発行された。だが中国政府が2014年4月に規制を緩和し始めた後、上場デベロッパーも非上場デベロッパーも国内で、私募であれ取引所を通してあれ、債券の発行を開始した。これは資金難に喘いでいるものの外貨建てで債券を発行できない多くのデベロッパーに恵みの雨となった。だがそれだけでなく国内の債券に対する投資家の需要も高い。これは中国で債券を発行する方が外国で行うよりも大規模かつ低成本でできるためだ。実際、債券

図表2-19 年平均債券発行額



出所：国際通貨基金（IMF）

图表2-20 中国における不動産債発行額



出所:ディールロジック

\*2015年10月9日現在

の信用リスクを反映していないと思われる価格水準で取引されている。

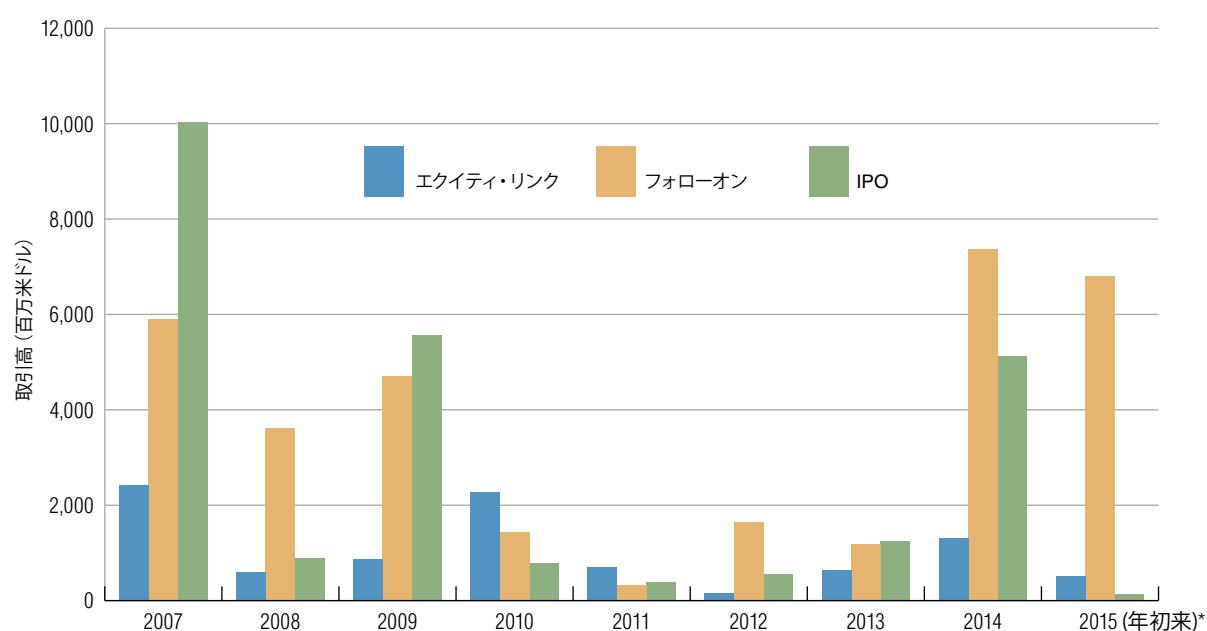
その結果、中国国内での債券発行は過去2年間に急増し、信託部門が不動産投資から手を引いた後に生じた間隙を埋めている。一方、外貨建てによる債券発行は減少した。

こうした変化から恩恵を受けているのは主に中国の大手及び中規模デベロッパーで、低コストの資金調達により既存

の借入金のリファイナンスを行っている。一方、小規模のデベロッパーは債券市場から締め出されており、どんな手段であれ資金調達に苦戦を続けている。直観には反するものの、最近の中国株式市場の暴落は債券に対する需要を押し上げる結果になった。これは投資家がエクイティ投資から逃避し債券市場に資金を投じているためだ。

2015年半ばに完了した典型的な取引では、中国のある有力デベロッパーが国内で利回り4.2%の5年物債券（総額約

图表2-21 中国における不動産エクイティキャピタル市場規模



出所:ディールロジック

\*2015年10月9日現在

943 百万米ドル) を発行した。これは現在中国で可能な資金調達として最も低コストの部類である。ちなみに、この企業が今年前半に購入した米ドル建て債の利回りは約 7.5% であり、また国内の信託部門が求める利回りは約 11%、銀行は 6.5% だ。デベロッパーの財務状態が総じて不健全（大きく報じられた倒産も 1 件ならずある）であるにもかかわらず中国の債券市場が活況を呈しているという事実は、投資家が引き続き利回りを求めていることを示している。米国金利の引き上げが行われれば外貨建て債券の利回りも上昇すると見込まれるため、国内債券に対する需要は今後とも堅調さを維持しそうだ。

中国の債券はアジアにおける債券発行の最大部分を占める（2015 年上半期は約 63%）が、債券による資金調達はアジア全域にわたって堅調である。シンガポールで 2015 年上半期に発行された不動産関連債券は 21 億米ドルにのぼり、2014 年通年の 18 億米ドルを大きく上回っている。

エクイティに関しては、中国のデベロッパーの株価は 2015 年半ばの株式市場暴落の間大きく落ち込んだ。とはいっても、それ以前に株価が大幅に上昇していたため、この落ち込みの後でも上海総合指数の不動産サブインデックスは前年同期を 50% 以上上回った（11月初旬）。そして、中国のデベロッパーは市場が上り調子の時に総額約 200 億米ドルの新株を発行しており、ほとんどのデベロッパーのバランスシートが 2014 年末に比べ改善している。

## REIT の動きが減速

アジアの主要 REIT 市場（日本、オーストラリア、シンガポール）では、想定される米国ベースレートの上昇のタイミングを織り込んで価値を見積もったため、2015 年にはそれまでの力強い動きにブレーキがかかった。世界的な金利の上昇は REIT への投資意欲を削ぐと見られており、投資家はこれに代わる魅力的な機会を債券市場に見出しそうだ。金利の上昇によって新規取得用の資金調達のコストが上がることも、投資家が REIT に否定的な理由だ。また、米国で REIT の価格が下がるとアジアの REIT もマイナスの影響を受ける傾向がある。アジアの REIT の投資主の多くはファンドであり、彼らは株式や投資口の価格ベースでの平均ウェイティングを維持しなくてはならないからだ。

### 日本

2015 年第 4 四半期の J-REIT の投資口価格は一年前とほぼ同様の水準にあるが、それでも 2012 年 10 月に比べ 66% 上回っている（その頃、安倍晋三氏が首相に就任してアベノミクスを導入いくつかの施策を打ち出したが、その中に日銀による J-REIT 投資口の購入も含まれていた）。だが同時に、2015 年 1 月のピーク時に比べ約 15% 下回っている。

J-REIT は投資口の上昇を受けて追加発行を行い資金を集め、東京における不動産取得の最大勢力となり、ドイチュ・アセット & ウエルス・マネジメントによると 2015 年上半期には全取引の 30% 超を占めた。調査会社ディーロジックの

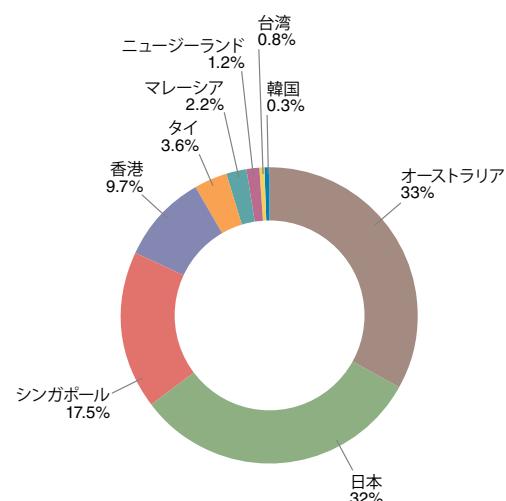
図表2-22 2014年におけるアジアの主要なREIT上場

価格設定日	発行体	価値 (米百万ドル)
1月29日	ヒューリックリート投資法人(日本)	\$683
9月18日	インパクト・グロース・リアル・エステイト・インベストメント・トラスト(タイ)	\$488
5月28日	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人(日本)	\$436
4月15日	日本リート投資法人(日本)	\$375
6月23日	フレイザーズ・ホスピタリティ・トラスト(シンガポール)	\$320
1月17日	OUEコマーシャルREIT(シンガポール)	\$284
8月4日	IREITグローバル*(シンガポール)	\$118

出所：ディールロジック

\*戦略的投資家の持分を除く

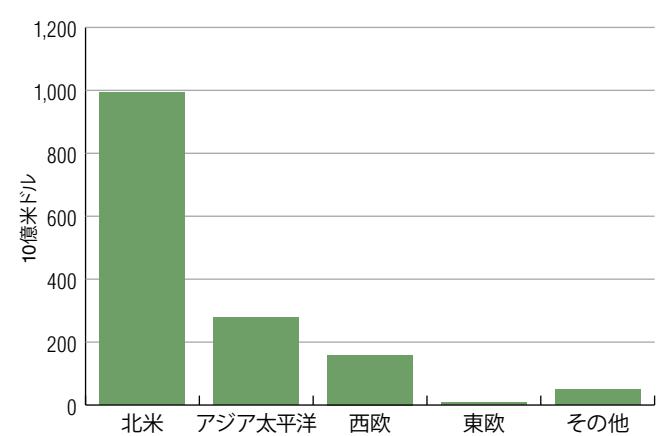
図表2-23 アジア太平洋のREITの時価総額の割合(国別)



出所：アジア太平洋不動産協会(APREA)

時価総額 (2015年11月現在)

図表2-24 グローバルREITの時価総額

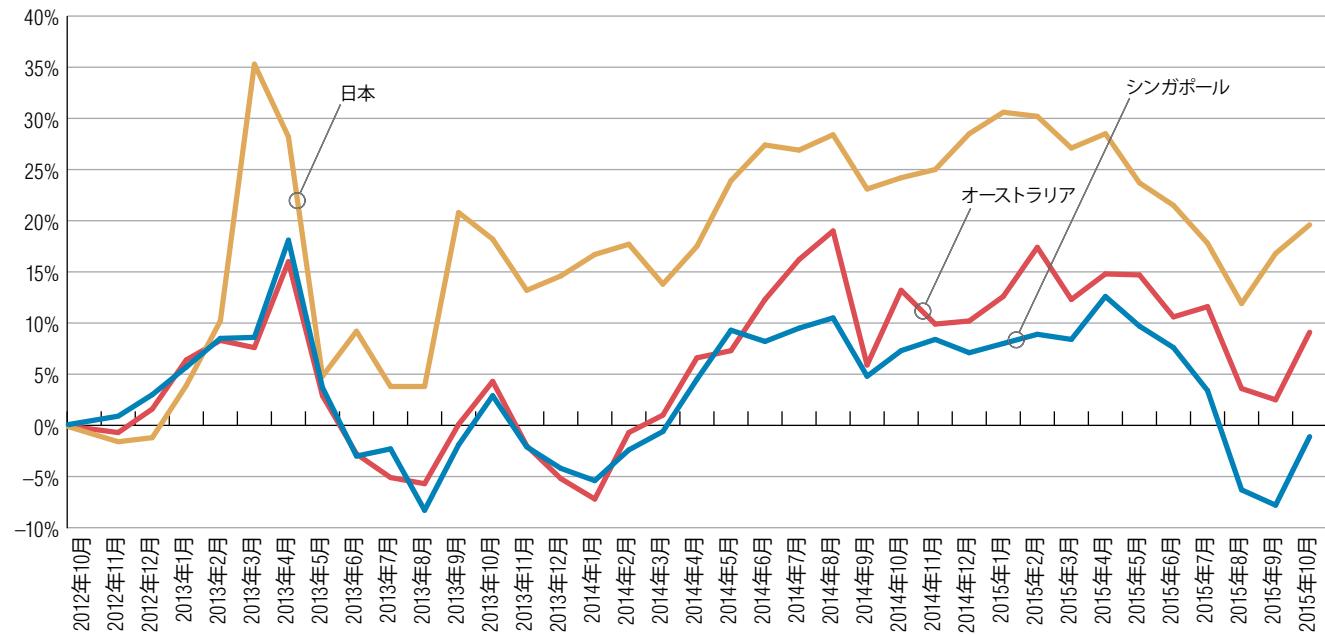


出所：アジア太平洋不動産協会(APREA)

時価総額 (2015年6月16日現在)

図表2-25 アジア太平洋のREIT市場の変化率 (%)

2012年10月の数値の変化率



出所：アジア太平洋不動産協会(APREA)

データでは、2015年1月から8月に行われた投資口の追加発行は43億米ドルにのぼる。だがJ-REITによる活発な取得は下半期に漸減した。その理由の一つは、東京のキャップレートがJ-REITですら取得に二の足を踏む水準にまで低下しており、市場が峰に近づいている可能性がうかがわれることだ。

東京のあるファンドマネジャーによると「現在、J-REITは大きく減速している。投資口の追加発行が満足の行く結果とならず、あるいはLTVの点で取得余力の限界に近づいているJ-REITがいくつもある。だから大手のJ-REITでは多くが様子見の姿勢を取っている」。その結果、最大の買い手という役割は外国の有力機関投資家やプライベートエクイティファンドが担うことになった。

J-REITの平均利回りは2015年秋時点での3.5%とアジアの他市場を大きく下回っているが、それでも日本の10年物国債よりも300ベーシスポイントほど高く、まだ健全さを保っている。

### シンガポール

シンガポールのREIT部門もこの夏に投資口価格が大幅に下落し、年末に向けて持ち直してきたものの、利回りは6%～7%と依然として魅力的な水準にある。

シンガポールのREITは混み合っており、国内には取得可能な適切な資産が比較的少ない。このことが国内でのREITの

活動に明らかな影響を与えている。加えて、シンガポールのベースレートの上昇によりREITの資金調達コストも増加した。ただしシンガポールドルがさらに下落しない限りベースレートの上昇は続かないだろう。また、キャップレートは大して変動していないものの、REITが取得したスペースの賃料が総じて軟調であることも問題だ。

その結果、取得の大半が他市場で行われるようになった。シンガポールREITのマネジャーの一人は「REITとしては、オフショアの資産の方が競争力が見込まれ、利益も持続可能で、本国送還や為替、金利などに関するリスクもかなりの部分を封じられるという見解だ」と語る。

2015年にシンガポールREITによる取得が特に活発だったのがオーストラリアで、とりわけ物流部門で非常に大型の取引が1件あった。今年、シンガポールREITは日本、中国及び韓国でも取得を行っている。

### オーストラリア

オーストラリアREIT(A-REIT)の投資口価格は2015年第4四半期時点で前年比15%の上昇を見せた。運用成績が良好で資産価値も大幅に高まったため、キャップレートは過去最低水準に低下している。LTVは世界金融危機当時よりも遥かに低い。利回りは約5.5%だが、年率4%という健全な水準にまで上がると予想されている。

図表2-26 アジア太平洋のREITの利回り

国	平均配当利回り	上場REIT数	上場REITの時価総額
オーストラリア	4.81%	55	\$88,377,068,218
香港	4.26%	11	\$25,796,413,248
日本	3.14%	51	\$84,717,235,584
マレーシア	6.29%	16	\$5,793,524,328
シンガポール	6.35%	38	\$46,639,457,696
台湾	3.07%	5	\$2,135,666,112

出所：アジア太平洋不動産協会(APREA)  
時価総額（2015年11月現在）

A-REITは金利の低下や投資家による利回りの追求から恩恵を受けてきたリスクフリーレートとのスプレッドが大きい（かつ拡大している）ため、リターンが魅力的に思われるからだ。だがキャップレートの低下が続いている、取得が徐々に拡大していくかどうかは依然として見定め難い。

## 新たなREIT市場：中国、フィリピン、インド、インドネシア

今年のアジアREIT業界におけるさらに興味深い動きは、様々な市場で新たにREITのインフラを導入しようという試みが続いていることだ。なかでも中国では、2014年の年末と2015年初頭に若干の「プロトタイプREIT」が登場した。これらは不動産証券化の試金石となるものだ。だが、中国に本格的なREIT業界が出現するために必要な規則の枠組みが作られる兆候はこれまでのところ見られない。あるインタビュー回答者によると「今後2年以内にREITの枠組みの法制化が行われる予定は見えない」という。特に、政府が中立的税制（課税の中立性）を導入するどころか議論する様子すらない。中立的税制がなければREITが競争力のある利回りを提供することはできないだろう。

それに加えて、これまでのところ中国のプロトタイプREITは自身で物件を所有しておらず、資産ポートフォリオの賃料から生まれるインカムストリームにアクセスできるだけだ。その結果、中国のプロトタイプREITは純粋に利回り追求型となっており、キャップレートが「馬鹿げた」水準にまで圧縮されている市場では、また投資家が分配金やディフェンシブ投資よりもキャピタルゲインに注力している状況では、大きな展開は難しいと思われる。

一方、フィリピンはREITの規制枠組みの完成に向けた取り組みで先んじており、6年ほど前に法律を制定しているが、中立的税制に関する問題が障害となっている。現政権は中立的税制の導入に消極的だからだ。大統領選挙が近づいており、フィリピンのある投資家によると、次期政権は現行のガイドラインを変更し、ファンドに対する最初の資産譲渡へ課税を減らし、3年以内に資産の3分の2を売却しなければならな

いという要件を撤廃することに乗り気な可能性があるという。「こうした規制が修正されれば、多くの投資家が関心を持つビーグルが誕生するだろう」。

インドもREIT業界の構築を目指している。現在インドに投資している投資家の多くが、そのエグジット戦略の候補としてREITに目を付けている。政府は2014年に規制の枠組みを導入しREITの組成に関する規則の概要を示したが、やはり議論の焦点は中立的税制である。これはインドでは特に複雑な問題となっている。というのは、現状ではREITに適用が考えられる税制が3つもあるからだ。これらのうち1つは既に終了した模様だが、他の2つについてはこれまでのところ何の調整も行われていない。

決定が行われるまでに何年もかかるかもしれない。インドのあるインタビュー回答者によると、政府はこの問題の解決に向けて「何の進展も見せていない」。まだ「グレーな部分が相当ある」状況であり、インドの政治文化は動きが遅いため今後は停滞してしまう可能性がある。投資家には代替オプションとして、インドの資産をシンガポールのREITに売却するという手段も考えられるが、これはいくつかの点で非効率だ。このインタビュー回答者は「これから1年後にインドのREITが誕生することは断じてない。現在の政権はまだ任期が3年半残っているが、彼らが今後5年内に最初のインドREITをスタートさせることができたら私にとっては嬉しい驚きだ」と述べた。

さらにインドネシアも、数年前に適切な規制の枠組みを導入したにもかかわらず、やはり税制問題のためREIT業界の誕生が阻害されている。だが当局は2015年10月に税規則を緩和し、それによって、インドネシアのREITの魅力が高まる可能性がある。この緩和の詳細はまだ公表されていないため、実際にはどの程度実施されるか不明だ。だが、インドネシアに投資しているシンガポールの大型REITの一つが既に同国に移転する意思を公表したのは注目に値する。

# 注目すべき市場と部門

断然注力しているのは、  
コア市場に立地しキャッシュフローを生み出す**完成済みの資産**だ。

今年の調査における主要テーマが、コア市場に豊富な資金が存在することと、アジアで最も先進的で流動性の高い市場に資金が逃避していることであるとすれば、調査の結果、これらの特徴を最も良く備えた市場、つまり日本とオーストラリアの都市が上位4位を占めたのは驚くに当たらない。

東京は今回も1位となり、3年連続のトップというハットトリックを決めた。これは政府による金融緩和政策が不動産価格を押し上げ続けているためだ。大阪も昨年の好成績に続き人気を保っていることも、有望な投資先として日本の地位をさらに強めている。一方、シドニー（2位）とメルボルン（3位）の地位は、オーストラリアの資産プールが縮小を続ける中、外国と国内の機関投資家が取得を巡って戦いを

繰り広げており、投資家が資産の質と利回りを求めてやまないことを示している。

この他、Emerging Trends の調査によって浮かび上がった重要なトレンドとして以下の点が挙げられる。

- 投資家は引き続き中国の資産に慎重であり、経済の軟化、人民元の下落、供給過剰、不動産価格の高騰、キャップレートの圧縮など一連の問題に対して懸念を抱いている。だが上海は嵐から身を守る避難所となっており、調査では中位につけているが、これはプライム資産に対する需要が常に存在する、中国で唯一かつ真の一番手市場という地位を反映したものだ。

図表3-1 2016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		3.66	
2 シドニー		3.52	
3 メルボルン		3.43	
4 大阪		3.39	
5 ホーチミンシティ		3.21	
6 ジャカルタ		3.20	
7 ソウル		3.18	
8 マニラ		3.17	
9 上海		3.15	
10 オークランド		3.14	
11 シンガポール		3.10	
12 バンガロール		3.06	
13 ムンバイ		3.06	
14 北京		3.02	
15 香港		2.99	
16 ニューデリー		2.98	
17 台北		2.92	
18 深圳		2.89	
19 バンコク		2.86	
20 広州		2.84	
21 クアラルンプール		2.76	
22 中国二番手都市		2.54	

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2016アンケート

図表3-2 2016年の都市開発見通し

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 東京		3.49	
2 シドニー		3.31	
3 メルボルン		3.22	
4 ホーチミンシティ		3.22	
5 大阪		3.21	
6 ジャカルタ		3.16	
7 マニラ		3.15	
8 ソウル		3.10	
9 シンガポール		3.05	
10 上海		3.04	
11 ニューデリー		3.00	
12 オークランド		2.99	
13 ムンバイ		2.99	
14 香港		2.98	
15 バンガロール		2.97	
16 バンコク		2.95	
17 台北		2.91	
18 北京		2.89	
19 広州		2.79	
20 深圳		2.74	
21 クアラルンプール		2.74	
22 中国二番手都市		2.56	

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2016アンケート

- 産業施設／物流施設部門はキャップレートが平均を上回っており、また長期的に構造的な供給過剰が続くと見られることから、引き続き投資家を強く惹きつけている。
- 新興市場は依然として魅力的だが、実際には新興市場に向かう外国資本は限られている。投資家は高利回りと長期的な成長ポテンシャルに惹かれるものの、経済リスク、政治リスク及びビジネスリスクの高さに警戒を緩めていない。だがベトナムは経済的失敗や過剰規制が数年にわたって続いた後、投資先として復活を遂げたことは注目に値する。

各部門の「バイ（買い）」「セル（売り）」推奨の1位は次のとおり。

- 産業施設／物流施設：  
バイージャカルタ  
セラーーオークランド
- 住宅：バイー東京  
セラー台北
- オフィス：バイージャカルタ  
セラー広州
- 商業施設：バイー東京  
セラー広州
- ホテル：バイー東京  
セラー北京

## 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)

現在、東京は投資家のチェック項目をすべて満たしている。アジアナンバーワンの一番手市場である東京は、市場の厚みと流動性で他を凌駕しており、ディフェンシブ投資の条件に適う都市だ（ただし日本経済の弱さが慢性化しているためこの逆の見方を取る者も多い）。さらに、現在も続いている量的緩和政策が促進剤となり、東京の不動産価格の上昇とキャップレートの圧縮はこの3年間留まることを知らず、日本の超低金利と国債利回りの低さにより

図表3-3 投資見通し順位の変遷

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
東京	1	1	1	13	16	12	7	1	3	3
シドニー	2	4	5	4	3	6	6	14	15	16
メルボルン	3	5	13	10	7	9	9	11	17	6
大阪	4	3	9	22	21	19	18	15	4	1
ホーチミンシティ	5	13	19	18	10	11	13	13	8	12
ジャカルタ	6	2	3	1	11	14	17	20	20	19
ソウル	7	7	15	14	19	16	4	6	7	13
マニラ	8	8	4	12	18	20	20	19	19	18
上海	9	6	2	2	2	2	1	5	1	2
オークランド	10	15	17	17	20	18	16	17	14	—
シンガポール	11	9	7	3	1	1	5	2	2	4
バンガロール	12	17	20	19	9	10	14	4	12	10
ムンバイ	13	11	22	20	15	3	8	7	10	17
北京	14	10	8	7	5	7	3	12	6	9
香港	15	21	18	11	13	4	2	3	5	11
ニューデリー	16	14	21	21	12	5	10	9	13	14
台北	17	18	16	9	8	13	11	8	16	5
深圳	18	19	10	16	—	—	—	—	—	—
バンコク	19	16	11	6	14	17	19	18	18	8
広州	20	20	6	15	6	8	12	16	9	7
クアラルンプール	21	12	14	5	17	15	15	10	11	15
中国二番手都市	22	22	12	8	—	—	—	—	—	—

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2016アンケート  
「—」の箇所はデータなし

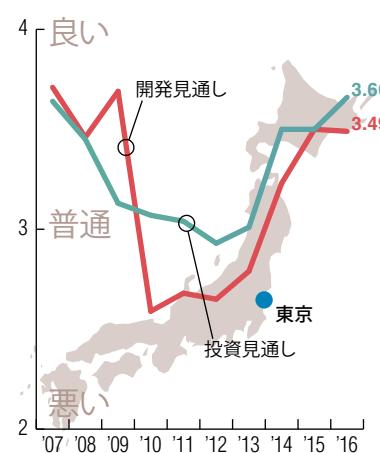
優れたキャッシュ・オン・キャッシュ・リターンが生み出されている。

加えて、邦銀は物件の取得資金の融資に積極的でLTVは90%もの高さに達し、金利はわずか200～250ベーシスポイントにすぎないため、金融工学的な投資手法を志向する投資家を惹きつけており、これまでのところそうした投資は大きなリターンを提供している。

現在の懸念は、この勢いが鈍化するかもしれないということだ。ある投資家によれば、国内年金基金からの新たな資金が怒涛のように押し寄せようとしているにもかかわらず「市場がピークに達しつつあると多くの者が感じている」。

この懸念の理由の一つは、キャップレートがこれ以上の圧縮が不可能な点に到達した可能性があることだ。確かに、これは買い手の過半数を占める多くの国内投資家の間で一致した見方と思われる。東京を拠点とするベテランのファンドマネジャーの一人は「住宅市場のキャップレートが3%から3.5%の水準に低下するとは考えられない。これまでこの市場で投資家がそんな金額を払わされるようなことはなかったし、国内の機関投資家は手を出さないからだ」と語った。

これは、現在行われている多くの取引が予想リターンの低さを正当化しようとキャップレートのさらなる圧縮を



織り込んでいるため、問題となるだろう。すると、政府の政策がついには勢いを得て公約の経済成長を達成し、それによって収益が拡大し賃料が上昇するかどうかが鍵となる。もしそうならなければ、ある投資家によると、2018年には多くの高LTVローンの返済期限が到来するためリファイナンスリスクが生じてくるという。「インフレにならず、アベノミクスが失敗し、このデフレ環境が続くとしたら何が起きるだろうか。不動産市場は大きなマイナス影響を受け、そして1年か2年後には借入金の返済時期が来る。するといさか厄介な状況になりかねない」。

### シドニー

(投資見通し2位、開発見通し2位)

日本市場があらゆるタイプの投資家（機関投資家からオポチュニティック投資家まで）を惹きつけているのに対し、オーストラリアの不動産投資の牽引役はコアのオフィスビルを投資対象とする機関投資家が担っている。こうした資産が不足する一方、新たな機関投資家が取得を求めて殺到しているため、シドニーの最も優れたオフィスビルのキャップレートは5%に近い水準に低下した。これは世界金融危機以前の時期の最低水準とほぼ同等である。とはいえ、こうしたキャップレートの低さは賃料のインセンティブによって歪められている。賃料のインセンティブは35%前後に上昇しているが、この水準が予見可能な将来に大きく低下することはなさそうだ。

インセンティブが高水準である上、買い手の需要が強く、またリスクフリーレートに対するスプレッドが依然として大きいことから、キャップレートがさらに圧縮する余地があると考えられる。この1年で豪ドルが大幅に下落したことも価格上昇の一因となっている。ある投資家によると「物件価格が高くなりすぎたと最近まで考えていた投資家も、今は米ドルベースでは魅力的な価格だと考えており、多分それが価格のさらなる上昇に繋がっている」。シドニーの不動産価格を引き上げているもう一つの要因は、相対的な高利回り（特にアジアの他の都市に比べて高利回り）に惹かれる外国ファンダムがシドニーに引き寄せられているという事実だ。一般的に外国人投資家は国内の投資家に比べ大金を支払うことに加え、アジアのいくつかのソブリン・ウェルス・ファンダムが物件取得を狙って活発に動いているため、キャップレートに対する圧力は今後も続くと見られる。

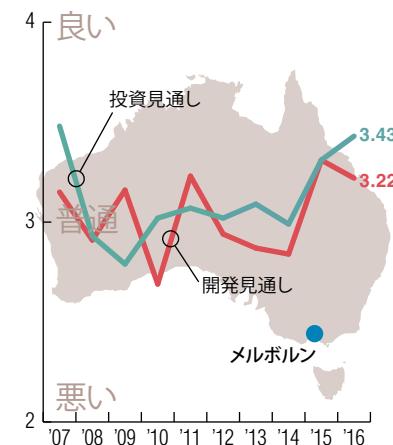
シドニーの不動産は、オーストラリア経済がコモディティ主導からサービス部門主導モデルへと移行していく構造的転換からも恩恵を受けていた。過去数年間、サービス部門によるオフィス需要は低迷していたが、現在はホワイトカラー職の創出が増えており、バランガルーのような新規開発によって増加し続けている膨大な新規オフィスストックの一部を吸収している。

またシドニーでは最近、オフィスから住宅への転用や再開発取引も行われている。住宅需要は引き続き旺盛で、シドニーの住宅価格は過去3年間でほぼ50%上昇した。だが、当局が中心業務地区（CBD）の都市計画に関する規則を強化するにつれ、こうした転用・再開発の機会が減っていくかもしれない。

### メルボルン

(投資見通し3位、開発見通し3位)

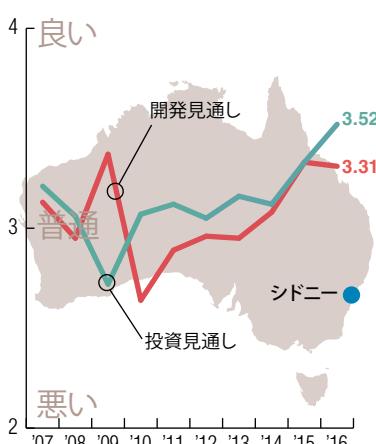
メルボルンはサービス部門主導の経済、相対的に高いキャップレート、豪ドル安のメリットなど、シドニーとほとんど同じ理由で投資家を惹きつけていた。だが同時に、2015年に二桁の大幅な伸びを見せたとはいえ、メルボルンの不動産価格はシドニーを大きく下回って

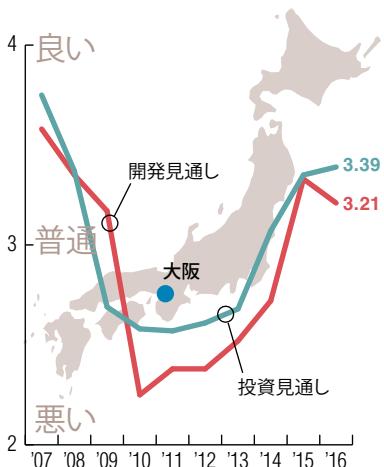


いる。これはCBDの拡大に供される土地がシドニーよりも遥かに多いことが主な理由だ。賃料のインセンティブは2015年半ば時点では32%と高く、一方でCBDのプライム物件のキャップレートは現在5.5%前後となっている。

過去数年間、メルボルンの供給パイプラインはシドニーよりもさらに大きくなり、CBREによるとオフィス空室率は約10%と比較的高水準にあった。だがCBDのアブソーブションは、新たに設立された企業や郊外から都心部に移転する企業の双方から引き続き堅調である。オーストラリアのあるアナリストによると「当社の見解では、空室率は再び上昇するものの大きな懸念を呼ぶほどのものではないだろう。メルボルンは2020年までに再び良好な状態に戻ると思う。供給面では、2016年に竣工するビルがいくつかあるが、やはり心配するようなものではない」。

シドニーと同様、メルボルンでもオフィスから住宅への転用や再開発投資が盛んに行われてきたが、市当局がCBDにおけるオフィス供給量の減少を食い止めようとしており、減速し始めている。その結果、アジア（特に中国）の住宅デベロッパーは都心から10～12マイル（16～19km）離れた場所での開発を増やしている。



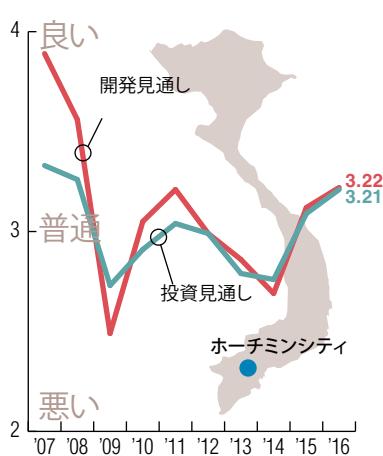


### 大阪 (投資見通し 4 位、開発見通し 5 位)

投資家が東京から目を転じ、競争（特に J-REIT との競争）がそれほど厳しくない二番手市場に向かう中、大阪は引き続き東京から溢れ出た需要の恩恵を受けている。日本の他の二番手市場と同様、大阪のキャップレートは東京を大きく上回っており、特に住宅部門が高く、その取引キャップレートは現在 4.5% から 5.25% の範囲にある。事業用不動産は若干低いが圧縮のペースは遅く、そのため「キャップレートがさらに下がる可能性のある取引は東京以外で行われている」。

ある投資家は「現在手に入るすべてのデータが、住宅賃料の上昇は東京よりも大阪の方が大きいことを示している。これは大阪への純移動に基づく需要と供給の関係によるものだ。大阪の他、福岡、札幌、名古屋など主要地方都市の住宅市場はまだ絶好調で、賃料のポテンシャルも大きいと思う。稼働率の水準も確かに上がっており、住宅は良い投資対象と言えるだろう」と述べた。

東京同様、大阪のオフィスビルの資産価値は 2015 年に大幅な上昇を見せ、価格は年央時点での前年同期比 24% 増となった。にもかかわらず空室率は低下傾向が続き、ジョーンズ ラング ラサールによると 5.9% となっている。これは何年も大阪を悩ませていた長期に渡る供給過剰の終了を告げるものだ。旺盛な需要が続く一方、パイプライン上の新規供給が少ないため、市場のファン



れた外国人投資家への売却は好調だったことがうかがえる。

外国人投資家がベトナム市場に参入する上で最も一般的な方法は住宅プロジェクトだが、事業用不動産部門も改革の対象となっており、外国企業が事業目的でオフィスや工場を取得することが認められ、外国人投資家による生産設備の 100% 所有が可能になった。ある投資家は「事業用不動産部門ではさらに供給が増えるため回復にはもう少し時間がかかるだろう」と警戒したが、ベトナムへの外国直接投資 (FDI) が急拡大（2015 年 1 月～8 月に 30.4% 増加）していることを考えるとこの改革は意義深いものだ。中国ではなく東南アジアに新工場を建設しようとする企業が増えているためだ。

ダメンタルズからは今後も資産価値が上昇を続けると予想される。だが、サイクルがピークに達すると通常は大阪や他の二番手都市が最初に下降に向かうとの声も何人かのインタビュー回答者から聞かれた。

### ホーチミンシティ (投資見通し 5 位、開発見通し 4 位)

アジア市場では投資家心理が素早く変化するが、それはホーチミンシティが 2014 年の 19 位から今回の 5 位に大躍進したことにも現れている。当局が企業救済策により数十億ドルもの不良債権処理や銀行の資本再構築を実施した結果、通貨が安定し、インフレが收まり、国内銀行による不動産部門への融資も復活した。現在、ベトナム経済の成長率は年率 7% に迫っており、2008 年以来の高成長を見せている。

回復の速さは目を見張るものがあり、2015 年上半期の住宅取引は前年に比べ倍増し、デベロッパーは 2013 年に景気の下降が始まって以降積み上がった膨大な在庫を半減させている。

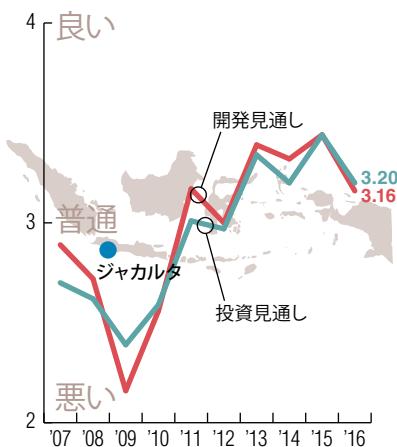
2015 年 7 月に規制改革が行われ外国人投資家による市場アクセスの改善が見込まれるようになったことも、外国資金による不動産投資を押し上げている。海外で生活する何百万人ものベトナム人のうち、一部でも本国に戻つて住宅、特に高級住宅を購入するようになれば、相当数の住宅購入希望者が新たに生まれることになるからだ。様々な事例の報告から、今年下半期に行わ

おそらくベトナムではさらにアップサイドが見込まれるが、既にかなりの程度まで回復が価格に反映されており、外国人投資家の中にはもっと早く動くべきだったと悔んでいる者もいる。あるファンドマネジャーは「ベトナムは多くの問題を解決し、銀行も豊富な資金を抱えている。そこに外国人投資家が参入しようとしているが、機会を完全に逃したとは思わないものの、2 年か 3 年前にやって来れば良かったと後悔している。インド、中国や一部の東南アジア市場では投資家に逆張りを勧めることができたが、ベトナムでは彼らは逆張りを嫌がった。そのためかなりの取り分を失ってしまった」と語った。

### ジャカルタ

#### (投資見通し 6 位、開発見通し 6 位)

過去 3 年、インドネシアは Emerging Trends の調査で高い位置を占めてきたが、投資家心理が後退し今回の調査では順位をいくつか落とした。成長への期待は引き続き大きいが、今年は東南アジア全域に渡り経済の不確実性が高まっている。その原因として、米国が（おそらく）金利引上げの準備を進めているため資金が逃避するとの懸念や、インドネシア経済がある程度依存している世界のコモディティ市場が全体的に低下していること、及びジャカルタの事業用不動産部門における過剰供給の懸念などが挙げられる。



シンガポールのあるファンドマネジャーは「東南アジアの新興市場には一切近づかないようにしようと思っている。適切に対処できないリスクがたくさんあるからだ。たとえヤンゴン、ジャカルタ、あるいはクアラルンプールでそうしたリスクが後退したとしてもね」と述べる。とはいっても、ジャカルタには引き続き多くの東南アジアの投資家が関心を寄せており、特に機関投資家及びシンガポールや香港の大手機関投資家も安定資産の取得を巡って競争しており、物件を見つけられるかどうかが潜在的な問題となっている。そのため一部の投資家はビルド・トゥ・コアに力点を置いた開発戦略に目を向けています。

ファンダメンタルズの点で、オフィスビルに関する大きな問題は、2014年下半期以来オフィススペースの需要が減っているのに対し、同時期に新規供給パイプラインが相当量増えていることだ。ある投資家が語ったように「あちこちでタワークレーンが作業しており、今後大量の供給が行われる見込みだ。国内経済が鈍化していることもあり、しばらくはテナント優位の市場が続くだろう」。だが、オフィス市場の中でも過剰供給の影響は部門によって異なる。特に、アクセスに優れた国際的グレードのビルのオフィススペースは今後も供給不足が続き、その需要と価格は引き続き高水準を保つと見られる。

例によってジャカルタのリスクは比較的高く、今年は資本逃避による通貨の下落の可能性が取り沙汰されている。これは米ドル建ての借入金または材料にエクスポージャーがあるすべてのデ

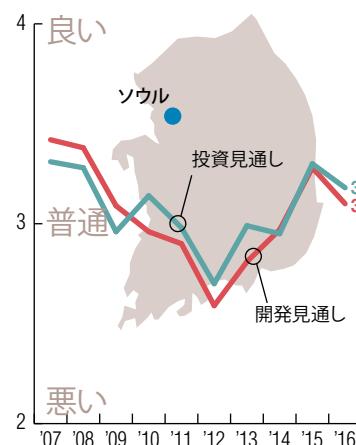
ベロッパーに影響を与えており、不良債権の発生によるディストレス投資の可能性も考えられる。

### ソウル (投資見通し7位、開発見通し8位)

過去2年間に渡り、韓国に対する外国人投資家の関心が復活しており、一番手都市としてのソウルに多くの投資ファンドが惹きつけられている。ソウルのキャップレートはまことに魅力的な水準（オフィス部門で約4.4%）があり、資金コストに対するスプレッドも大きいためだ。同時に、韓国の大手機関投資家も安定資産の取得を巡って競争しており、物件を見つけられるかどうかが潜在的な問題となっている。そのため一部の投資家はビルド・トゥ・コアに力点を置いた開発戦略に目を向けています。

近く予定されている新規供給は少なく、資産価値が2015年央の時点で前年比約8%上昇しているため、多くのインタビュー回答者は韓国の見通しについて楽観的であり、今年下半期には数件の取引がクロージングを迎えると予想している。

一方、韓国はオポチュニティック投資家の間でも驚くほど人気が高い。あるファンドマネジャーによると「韓国では資金がコアかコアプラスの資産に向かう傾向があるため、理屈から言えば、よりリスク一な取引については空白状態にあるはずだ。だがテーマを決めて取りかかるのは難しく、要は何が見つかるか、何を組成できるかだ。

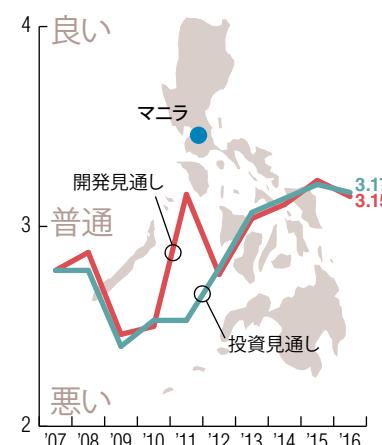


韓国では、こちらが望むような分散メリットを得るには多額の資金を注ぎ込む必要はない。特に、何人かのインタビュー回答者が韓国での物流施設投資に関心を示した。その理由として、最新式の施設がなく、適切な利回りが得られ、新規のスペースに対して長期的に十分な需要が見込まれることを挙げている。

### マニラ (投資見通し8位、開発見通し7位)

フィリピンはアウトソーシング業界が繁栄し、外国に居住するフィリピン人労働者からの外貨送金が大量に流入しており、引き続き魅力的な投資対象国となっている。マニラの事業用不動産の資産価値は二桁のペースで上昇し、賃料も良好な上昇を見せている。何人かのインタビュー回答者がすべての新興市場の中で投資見通しが最も有望な都市としてマニラを挙げたが、市場に資金を投入することの難しさも指摘した。そのうちの一人は「機会があれば、ベトナムを差し置いてでもフィリピンに投資したい。だが参入障壁はフィリピンの方が遥かに高い」と述べている。

この主な理由は、外国ファンドが提供する種類の資金に対する需要がほとんどないためだ。国内銀行はデベロッパーからの建設資金の融資依頼に応じているだけでなく、リファイナンスにも素早く対応している。フィリピンのあるデベロッパーによると「建設のみのプロジェクトを行う場合、我々は60%から70%のLTVで融資を受けるが、既にテナントが決まっており入居許可



証が得られれば、銀行からの融資は企業レベルのものに引き上げられ、融資条件が良くなる。そのため通常は建設用資金の2倍から3倍の額を借りることができる。すると多額のキャッシュを得られるため、竣工した建物をファンドに売却しなくてもよくなる。つまり、建設事業者がまさにバイ・アンド・ホールドの戦略を展開できるのだ」。

一方、新築の事業用不動産に対する需要は依然として堅調だ。ビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）事業は引き続き勢いを増しており、外国の多国籍企業がマニラでコールセンターやバックオフィスを設立しているが、ロケーションとしては第二のCBDであるフォート・ボニファシオが選ばれるケースが増えている。商業施設も外国在住のフィリピン人からの本国送金に支えられて好調だ。現在問題を抱えているのは住宅部門で、特にハイエンドで供給過剰となっている。

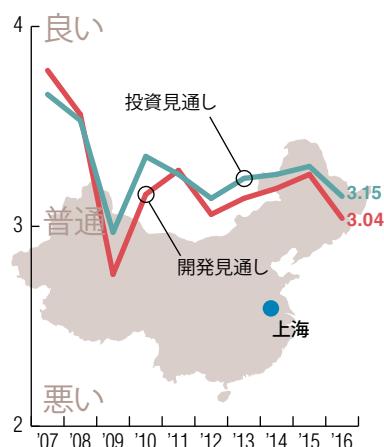
## 上海

### （投資見通し9位、開発見通し10位）

今年、中国に対する投資家心理は相当冷えていたと言えるが、上海は投資家の間で少なくともまずは人の気を保っている。その理由の一つは、上海は二番手・三番手都市とは異なり売れ残りの在庫をそれほど抱えていないということだ。いずれにせよ、価格と取引高は住宅部門と事業用不動産部門の双方で高水準を維持した。

中国最大のビジネスセンターといふ上海の地位は大きなメリットである。ある投資家が説明したように「上海は国際都市としての歴史があり、外国人投資家として見た場合、上海に行けば先進市場で得られるようなサポートを実質上すべて受けられると感じる。また合弁パートナーがいなくても資産の取得が可能で、あるいは中国側の誰かにコントロール権を渡すことなく取得できるし、政府の干渉も他より少ない。だから中国のどの市場よりも透明性が高い」。

同時に、上海の住宅市場は他の都市に比べ「競争が激しく機会に欠ける」状況が続いている（他の都市も上海の



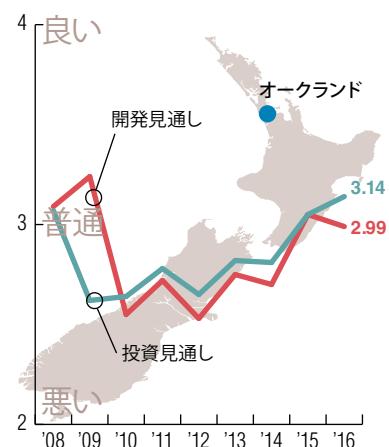
ラを投入しアクセス可能で安全かつ電気ガス水道を完備した建物に変えることに長けているため、今は質の悪いオフィスビルでもそうしたインフラ投入により適当な賃料でテナントを見つけるということだ。我々のプロジェクトにもこうした質の悪いビルと競合する物件があるが、稼働率では上回っても賃料を引き上げられない。物件の質が良いから心配はしていないが、こちらが望む賃料を得られないのだ。だから状況が変わるまではやるべきことをやって待つだけだ」と述べた。

## オークランド

### （投資見通し10位、開発見通し12位）

最近まで、ニュージーランドはアジアの不動産市場の中でも後進地域と見なされていた。だが2014年にアジアの投資家が大挙して参入を開始して以来、オークランドが光り輝いている。投資家の殺到は今も続いており、7%前後という高いキャップレートのプライムオフィス資産を取得しようと、シンガポール（特にシンガポール政府投資公社）や中国に加え世界の機関投資家が押し寄せている。資産価値が二桁の上昇を見せていることやニュージーランドの税率が低いことも投資家を呼び込んでいる要因だ。

空室率は5%でさらに低下傾向が続いている、今後2年間に予定されている新規供給もそれほどではないため、キャップレートの圧縮と物件価格の上昇が見込まれている。トップエンドの資産が不足しており、Bグレードから



とはいって、上海のコアオフィスが「買いたい」と確信している者ばかりではない。ある投資家は「私の懸念は、中国はアクセスしにくい立地でもインフ

A グレードの物件のキャップレートも圧縮が予想される。

住宅市場はさらに熱い。住宅価格が急騰したため、政府は2013年に住宅取得に関する融資比率の規制を強化したが、市場の勢いを抑えるにはほとんど役立たなかった。ニュージーランド不動産研究所によると、オークランドの住宅価格は2015年の半ば時点で前年同期比26%上昇しており、8年前の水準に比べて50%以上も高い。キャピタルフローも拡大を続けていることから、当局は2015年半ばに、融資を受ける際の頭金（オークランドのみ義務化されている）の比率を再び引き上げて最低30%とした。

#### シンガポール (投資見通し11位、開発見通し9位)

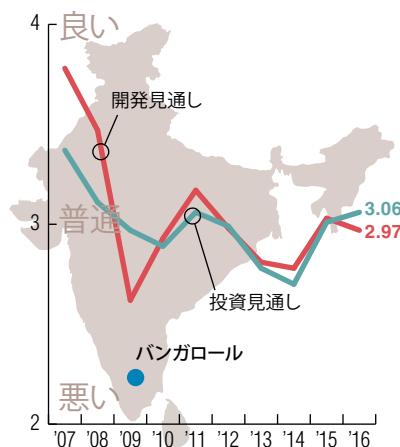
シンガポールの市場は2014年はまずまず好調で賃料も14%から15%上昇したが、2015年にはなかなか勢いがつかなかった。近く予定されているオフィス供給が大量にのぼり、金融部門からの賃貸需要が低調なことと相まって、2015年第3四半期には賃料が前四半期比で5.5%も低下した。あるインタビュー回答者によると「新規プロジェクトの一部、特に都心部の超大型プロジェクトが2年後に竣工する予定だ。だから今後2~3年の間は賃料のアップサイドは見込めないと思う。稼働率については現状の水準を保てればすごいことだ」。

加えて、労働市場がタイトで外国人労働者の採用も政府が規制しているた

め、拡張計画の実施に苦心している企業が多い。そのためキャップレートも幾分上昇したが、所有者には売却圧力がほとんどなく、これまでのところ不動産価格は高水準に保たれており、キャップレートは3.8%前後となっている。

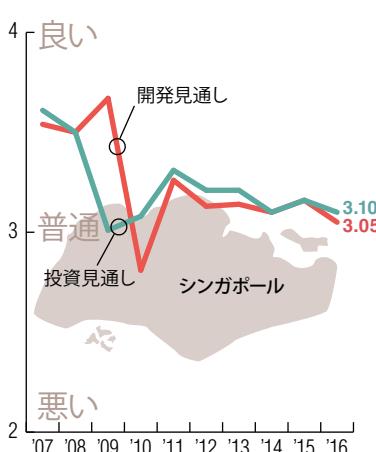
とはいえ、機関投資家は常にシンガポールで物件取得の機会をうかがっており、2015年末までに多くの取得が完了する見込みだ。その主たる売主は資産の売却を図る投資ファンドである。あるファンドマネジャーによると「未消化需要がいくらかあり、また本来予定していた投資期間が過ぎてしまったファンドなど、理由は何であれ保有資産を売りたがっている者もいる。だからそうした資産を巡る競争はある程度あり、金額も妥当なものとなるだろう。だが大幅なアップサイドが狙えるほどになるとは思えない」という。

一方、住宅市場は「ひどい状況」にあるが、それは政府が住宅価格の高騰を抑えるために2013年に導入した施策によるところが大きい。特に高級住宅部門が甚大な影響を受けた。だが一部のインタビュー回答者は2016年に住宅価格が底を打つと見ており、その理由として政府の政策変更や未消化需要の回帰などを挙げている。また、住宅部門の暗いムードは他部門にも影響を与えている。ある投資家がコメントしたように「二番目か三番目の住宅を買おうとしていた個人投資家に影響を与え、続いて商業施設やオフィス、産業用施設の区分所有市場に影響を与えている。そのため今年はどれも冷え切っている」。



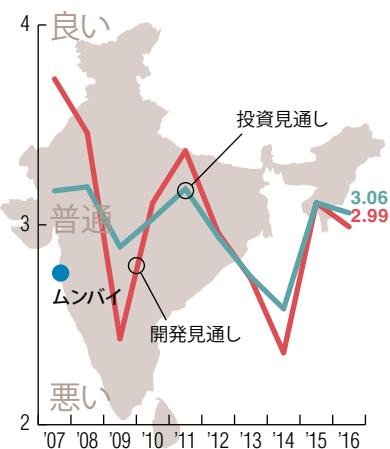
また、ベンチャーキャピタルが呼び込んだスタートアップ企業がバンガロールの優秀で豊富な技術者や支援スタッフを活用しており、バンガロールはインドのテクノロジーの首都という側面も強めつつある。インドのあるコンサルタントによれば「この1年間に目にした新たな出来事として、もともとデリーやプネー、ムンバイなどを拠点としていた企業の評価額が上がり、6億ドルから7億ドル、さらには10億ドルを窺うところまで成長しており、後ろ盾となっているベンチャーキャピタルに背中を押されてバンガロールに移転している。バンガロールなら事業強化に必要なクリティカルマスが見つかるからだ」。

今後2年間に予定されている新規供給は膨大な量にのぼる(CBREによると約18百万平方フィート[1.7百万m<sup>2</sup>])が、アブソーブション率が引き続き非常に高いため過剰供給の懸念はほとんど見られない。そのため、現在6%という低水準にある空室率が上昇することは思われず、一方で賃料と資産価値は上昇を続けると考えられる。



#### バンガロール (投資見通し12位、開発見通し15位)

あるインタビュー回答者によると、今やバンガロールは「インドの不動産の首都」であり、2015年の新規供給スペースの成約は108百万平方フィート(10百万m<sup>2</sup>)に達すると見込まれている。これは「デリーとムンバイの成約の合計にほぼ匹敵する」。現在も、外国の大手プライベートエクイティファンドが合弁企業を設立し、オフショアリングやBPO向けのオフィススペースの開発に向け盛んに活動している。

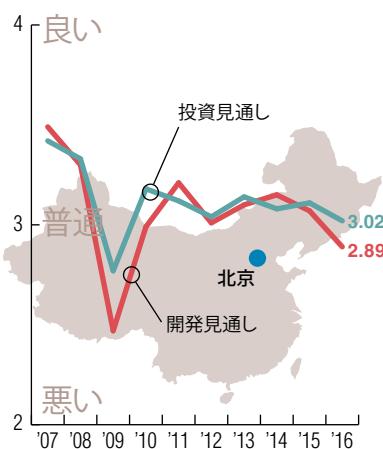


### ムンバイ

(投資見通し 13 位、開発見通し 13 位)  
現在、ムンバイでは供給が高水準にあり、ファンダメンタルズもこれを反映しているが、実際には市内の場所によって状況が大きく異なっている。そのため、書類上ではオフィス賃料が低下し空室率が 20% 前後と高いため市場が下降していると想定されるものの、こうした過剰供給の大半は特定の地域、さらには特定の建物に集中している。人気の高い都心部は金融部門や IT 部門の企業が好んで拠点を構えており稼働率も賃料も高水準を保っている。その結果、外国の機関投資家の資金が資産を求めており「都心部で数件の大型取引が継続的に行われている」のだ。

あるインタビュー回答者はムンバイの状況を次のようにまとめた。「ムンバイの事業用不動産は回復に向かっており、特に都心部は基盤が安定している。だが市内の他の地域は供給過剰で、デベロッパーが資金難にあえいでいるため、安定するにはまだ 2 ~ 3 年はかかるだろう」。

住宅部門も同様の状況だ。ファンダメンタルズは都心部では堅調だが他の地域では弱く、大幅な供給過剰となっている。あるインタビュー回答者によると「デベロッパーは明らかに痛手を受けている。郊外でもかなりの供給過剰になつており、取得を望む投資家に対してでもデベロッパーは有利な取引ができないからだ」。だが、最近は新規プロジェクトの承認が減ってきており、それが供給過剰の緩和に一役買っている。



### 北京

(投資見通し 14 位、開発見通し 18 位)  
北京の不動産市場は多くの点で上海と似ている。そのため、多くの外国人投資家から支持を失っている市場においてディフェンシブ投資の対象として見られている。上海同様、北京のオフィス市場は活気を保っており、住宅部門は他の国内市場で苦戦が続いているにもかかわらず依然として力強さを見せている。

実際、空室率は 5% 前後と堅調であり、近く予定されている供給もほとんどないことから、北京のオフィス部門は上海よりも魅力的と考えられるかもしれない。また、国営企業による床需要が増加しており空室率が着実に低下しているにもかかわらず、オフィス賃料と資産価値は過去 5 年間ほとんど動いていない。

だが同時に、外国人投資家の半数は、北京と上海のどちらかを選べと言われば上海への投資を選ぶだろう。ある外国人投資家は「北京ではほとんどのビルが国営企業の所有になっているため投資案件が少ない。民間所有の物件は上海の方が遥かに多い」と述べ、別の投資家も「このところ北京は輝いている。賃料は急上昇し商業施設も活況だ。良い市場だが、政府が新たな施策を打ち出し、企業を北京中心部から外に移転させようとしている。そうなれば需要がいくらか萎む。だから私はそれほど楽観視していない」と語った。

また「ファンダメンタルズの観点から言えば北京は魅力的だが、上海に比べ政府の介入が多いので二の足を踏んでいる。私が見てきたところ、なんらかの理由で、外国の投資マネジャーが北京で不動産取引を完了できる可能性は上海に比べるかに低い。これにはおそらく何か明らかな理由があるのだろう」。

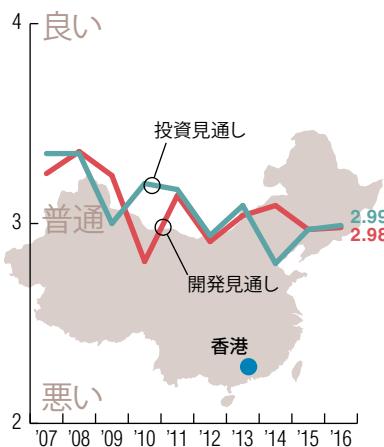
### 香港

(投資見通し 15 位、開発見通し 14 位)

香港のランキング順位は 2011 年以降低下していたが、これは市場で取引される事業用不動産にプライム物件が非常に少なく、あっても通常は外国人投資家の関心を引くには高額すぎることが主な原因となっている。だが 2015 年はこうした状況がいくぶん変化したようだ。インタビューでは数名のファンドマネジャーが香港での資産取得に関心を示した。また、2015 年にはソブリン・ウェルス・ファンドがからんだホテルの大型ポートフォリオ取引も 2 件行われている。

あるファンドマネジャーは、今年に香港の資産の入札に失敗したことについて「我々は負けたが、大きく引き離されていたわけではない。落札金額はまだ手が出せる水準だったが、マクロ環境から想定されるキャップレートをさらに下回っていた。多くの投資家が同じように考えていることは明らかだ。だから市場の感覚としては、いくらかリスクがあるのは確かなものの、基本的に、低金利環境ではいつまでもキャッシュを抱えているわけにはいかない。適切なスプレッドを得られるまでは必ずしも資産があればそれは優良資産であり、私なら取得するだろう」と語った。

しかし皮肉なことに、香港に対する投資家の関心が高まったように見える中で、香港の経済や市場に関して悲観的ムードも強まっている。中国の金融会社が香港に拠点を設置する動きが続いているが CBD のオフィスの見通しは依然として良好なもの、他では投資家心理がネガティブに変わった。香港の商業施設部門は、大挙して押し寄せる中国の観光客が高級店で使いまくる力



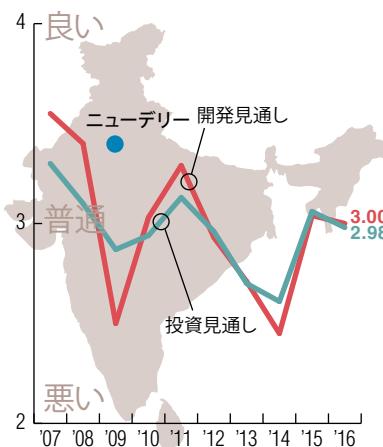
で何年も潤ってきたが、2015年には中国本土からの観光客が激減し、コンサルタント会社のDTZによると、一等地路面店の現在の賃料は2013年末のピーク時を26%～43%下回っている。そのため投資家の現在の関心は生活必需品を扱う商業施設に向かっている。

悲観ムードは住宅部門にも広がっている。現在、香港の住宅価格は世界最高水準にあるが、米国のベースレートが近く引き上げられるのではないかとの懸念から、市場がまもなく反転すると多くのアナリストが考えている。一方、予想される程度の引上げ幅では住宅価格が手の届く水準まで下がるには不十分だと考える者もいる。香港のあるコンサルタントは「私の感じでは、価格は横ばいになるかもしれないが、目に見えて下がり始めるには金利を2%ほど引き上げる必要があると思う。だがそれはまだ相当先になる。住宅価格が下がる要因があるとすれば、それはむしろ中国本土の経済動向に関連したものだろう」。

#### ニューデリー

(投資見通し16位、開発見通し11位)

北インドの不動産市場は全般的に南インドに比べ軟調だが、それは過剰供給に見舞われている住宅開発が主体になっていることが一因だ。その結果、デリーのデベロッパーの多くが資金難に喘いでおり、救済資金を提供する外国ファンドのターゲットとなっている。外国のある仲介業者は最近インドを訪れた際の状況について「私が会ったファ



ンドはいずれも、住宅開発を行う国内デベロッパーへの資金提供を検討していた」と述べた。

オフィスビルについては、デリー及び近郊の工業地帯にはアジア有数の新規供給パイプラインがあるほか、空室率(30%前後)も最高水準となっている。だが実際には、空室率の問題はBグレードまたは二番手の資産に集中しており、良質のビルへの需要は引き続き強い。インドのあるインタビュー回答者によると「賃料収入は増加し、キャップレートは低下している。外国と国内の機関投資家が大型で良質なオフィスビルの取得を図っており、オフィスは上昇気流に乗っている」という。

デリー・ムンバイ間産業大動脈(DMIC)の建設作業も進んでいる。これは現政権が日本の資金援助を得て行っている重要プロジェクトで、デリーとムンバイ間に8つの国際級産業クラスターの開発を目指したものだ。あるインタビュー回答者は「グルガーオンからの道路に沿って、産業開発やインフラの建設、及びブルーカラーや中流下層階級からの需要が大きい分野に多額の資金が流入している。現在、機関投資家の資金はこの分野で需要を探しており、高級部門は誰も見向きもしない」と述べた。

#### 台北

(投資見通し17位、開発見通し17位)

近年、台北の事業用不動産のキャップレートが3%とアジアで最低水準にま

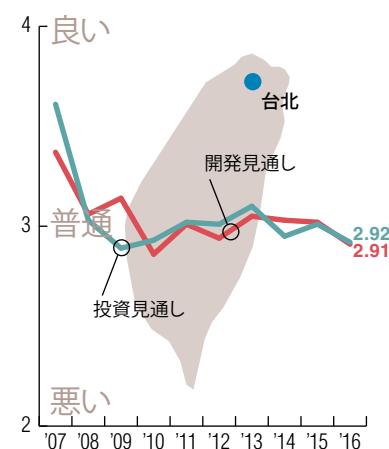
で圧縮されたのを受けて、外国人投資家の関心が薄れている。一方キャップレートの低下は、他に有望な投資対象がほとんどない台湾の機関投資家が何年にも渡り取得を進めた結果である。最近規制が緩和され、保険会社から多額の資金がオフショアに向かい国際市場に流入しているが、台湾内での不動産価格は引き続き高水準にあり、外国人投資家からの需要は低調だ。2015年に相当量の新規オフィススペースが竣工する予定だが、最近の（特に外国企業による）好調な成約や、新規スペースの半分が所有者専有であるという事実により、賃料に大きな影響は与えないと見られている。

台湾の住宅市場も大幅なインフレ圧力が掛かっており、住宅価格はこの1年間で3倍となった。中国本土からの資金の流入がその一因だ。政府は2015年6月に、投機的投資を抑える目的で新たなキャピタルゲイン課税を導入した。税率は取得後1年以内の売却には45%と高く、取得後10年以上経つからの売却には15%となっている。それによって台湾は、香港、シンガポール、中国、オーストラリアなどマクロブルーデンス規制により住宅価格の高騰に対処しようとしている各国政府の仲間入りをした。

#### 深圳

(投資見通し18位、開発見通し20位)

深圳の見通しには、中国投資に関して悲観的な空気が2015年に広まったことや、同年第3四半期に予定されている



プライムオフィスの新規供給が 630 万平方フィート ( $585,000\text{m}^2$ ) (既存ストックのほぼ 16% に相当) にものぼることが陰りを落としていると言える。今後数年間にさらに多くの新規供給が行われる予定のため、深圳はまもなく中国南部最大のオフィス市場である広州に肩を並べるだろう。

だが過剰な供給にもかかわらず、インテリビュー回答者の大半は深圳についてポジティブな見方をしている。オフィスの空室率は年初時点ではわずか 5% だった。新規供給の到来とともに空室率の上昇が見込まれるもの、このところアブソープションも堅調なため、市場が新規ストックを比較的早期に消化すると予想されている。最近、深圳市の前海地区に新たな自由貿易区が設置され、それによって国内外から多数の企業が移動してくるものと期待される。

そのため実際には投資家心理はまだ楽観的だ。香港のあるファンドマネジャーが述べたように「中国南部では珠江デルタが大きな成功を収めると考えており、各都市が相互接続されれば今後 10 年から 15 年で大きく成長するだろう。だから珠江デルタに投資したいが、どうやってやるかは決めていない。まだ候補地がたくさんあり、どれがホットスポットとなるか分からぬからだ」。

住宅部門については、深圳の市場は従来から中国の主要都市の中で最も変動幅が大きいことで知られている。住

宅価格は 2014 年こそ動きがなかったが、2015 年には中央政府が導入した緩和政策に深圳の買い手が素早く反応し、その評判通りの展開となった。住宅価格は 2015 年第 3 四半期までに前年同期比 38% 上昇し、中国で最も高い伸びを見せた。

だが 2014 年になって大幅に振り戻し、年半ばには人数ベースで前年比 25% の増加となった。これは中国からの観光客が増えたことが主因である。そのためホテルの稼働率も回復したが、ホテル部門では年末までに大量の新規供給が予定されている。

### バンコク

(投資見通し 19 位、開発見通し 16 位)

少なくとも過去 2 年間、タイの政治的不安定さが外国人投資家の意欲を削いできた。さらに、経済成長の鈍化に加え、米国の金利引上げを想定して資金が国外に移動するに従いタイバーツが不安定になってきたことも、信用の低下に拍車をかけた。インテリビュー回答者はタイに拠点を置いた投資にほとんど関心を示さなかった。とはいえ国内の流動性は依然として高く、オフィス部門では資産価値の上昇とキャップレートの圧縮が着実に進んでいる。空室率が低水準を維持しており、近く予定されている新規供給もほとんどないため、この状況は今後も進むと見られる。

住宅部門については、ハイエンド市場は外国人投資家を中心に引き続き強い需要があり、土地価格もマンション価格も過去最高を記録している。だがミッドマーケットでは供給過剰や家計の負債が高額なことが主因となり、取引は低迷したままだ。

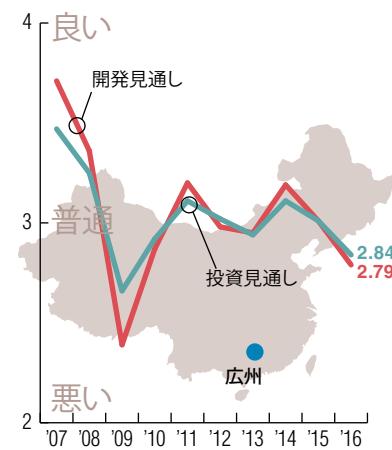
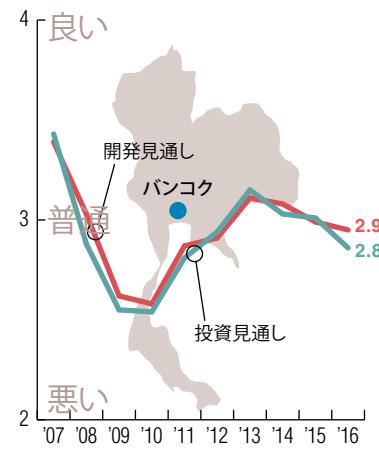
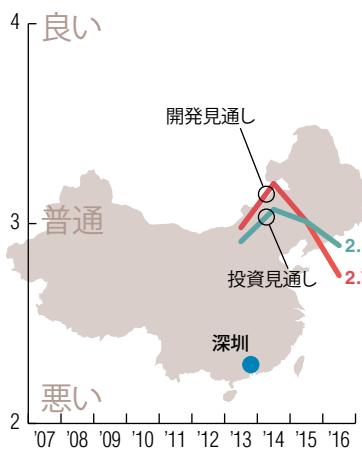
政治的対立が最終的に軍のクーデターにつながった結果、2014 年にはタイを訪問する外国人旅行客が減少した。

### 広州

(投資見通し 20 位、開発見通し 19 位)

広州は中国の 4 つの一番手都市の 1 つに数えられるが、人気の点で他の 3 都市に遅れを取っている。ある投資家が言ったように「広州はちょっと外れているように思う。需要でも投資活動でも他の 3 都市の水準に届かないからだ」。別の投資家も「いささか洗練されておらず私の趣味には合わない」とコメントした。いずれにせよ、広州では外国投資ファンドの活動が比較的少ない。

プライムオフィスの空室率は、高水準の新規供給が吸収されたためこの数年間着実に低下しており、2015 年の終盤には約 7% まで下がっている。だが資産価値と賃料の上昇では北京や上海に遠く及ばない。特に賃料はこれら 2 都市の半分前後の水準に留まっている。2016 年に新規供給が予定されているオフィススペースは約 650 万平方フィート ( $61 \text{万 m}^2$ ) と、年間の成約分のほぼ 2 倍に相当する規模のため、賃料と価格は再び動きを止める可能性がある。投資活動は今のところ低調であり、しかもほとんどの場合が区分所有権の取得となっている。



**クアラルンプール**  
(投資見通し 21 位、開発見通し 21 位)  
インタビューでは、ファンドマネジャーにとって興味深いと思われる投資対象の一つとしてマレーシアが頻繁に挙げられた。現在の政治的不確実性に加え、通貨のリングギットが 2015 年初頭以来 25% も下落したため、より大胆な投資家にとって取得の可能性が生じている。あるアナリストは「マレーシア市場から何とか売り抜けたいと思っている投資家がいるため、通常では見られないような機会が生じている。だから今はマレーシア、特にクアラルンプールに目を付けるにはいい時期だと言ってもあながち間違ってはいないと思う」と述べた。

この見方は、キャップレートが比較的高い(オフィスは 7% 前後)ことによって強化されている。2015 年下半期には、外団のある大手機関投資家がマレーシアのデベロッパーとの合弁により、クアラルンプールで複合施設プロジェクトの建設に乗り出した。

とはいえた大半の投資家が、状況が絶えず変動するため現時点での正当化することはできないと結論づけている。あるマネジャーは「マレーシアも投資対象の一つだったが、政治的な不確実性が非常に高く、通貨も下落する一方だ」とコメントした。

通常、東南アジアの通貨のボラティリティはネガティブなものとして受け止められている。ファンドマネジャーは概して不動産投資を通貨取引にした

くないからだ。また別の問題として「マレーシアのほとんどの部門で完全に供給過剰となっており、今後 2 年間でさらに状況が悪化する見込みだ。なにしろ津波のような勢いで建設が行われているのだから」という指摘もある。

この数年でオフィスビルの価値が大幅に上昇したとはいえ、マレーシアの事業用不動産の価格は比較的安定している。あるファンドマネジャーによれば「マレーシアの価格を高水準で安定させているのは REIT だ。機関投資家の市場規模と比べると REIT は非常に大きく、しかも常に利回り重視で入札している」。

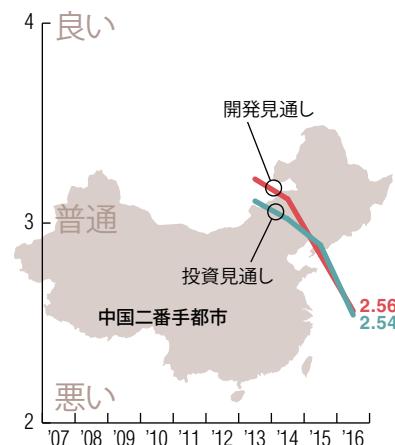
一方、住宅価格も大幅な上昇(ただし公正を機るために言えば、他のアジア市場と同程度の上昇)を見せており、高級住宅の価格は地元の投資家には手が出ない水準に近づきつつある。

#### 中国の二番手都市 (投資見通し 22 位、開発見通し 22 位)

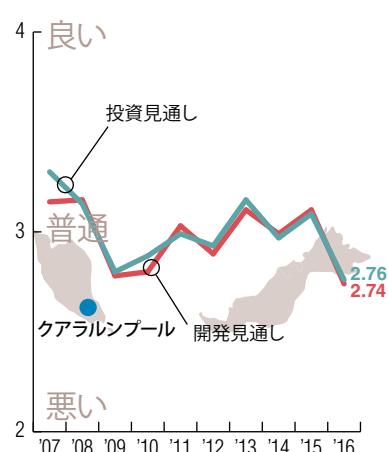
中国の二番手・三番手都市では過剰供給が衰える兆候がまったく見られないため、投資家の関心が今もって低いのも特段驚くことではない。問題は単に供給が多すぎるというだけではなく、供給物件のコンセプトが誤っているということだ。ある投資家は高級商業施設部門に関して「遼寧省の規模を考えれば、瀋陽で高級店の 1 ~ 2 軒も支えられない理由はない。だが 1.5 マイル四方に高級店が 15 軒もあるとしたら、冗談だろうというしかない」と述べた。

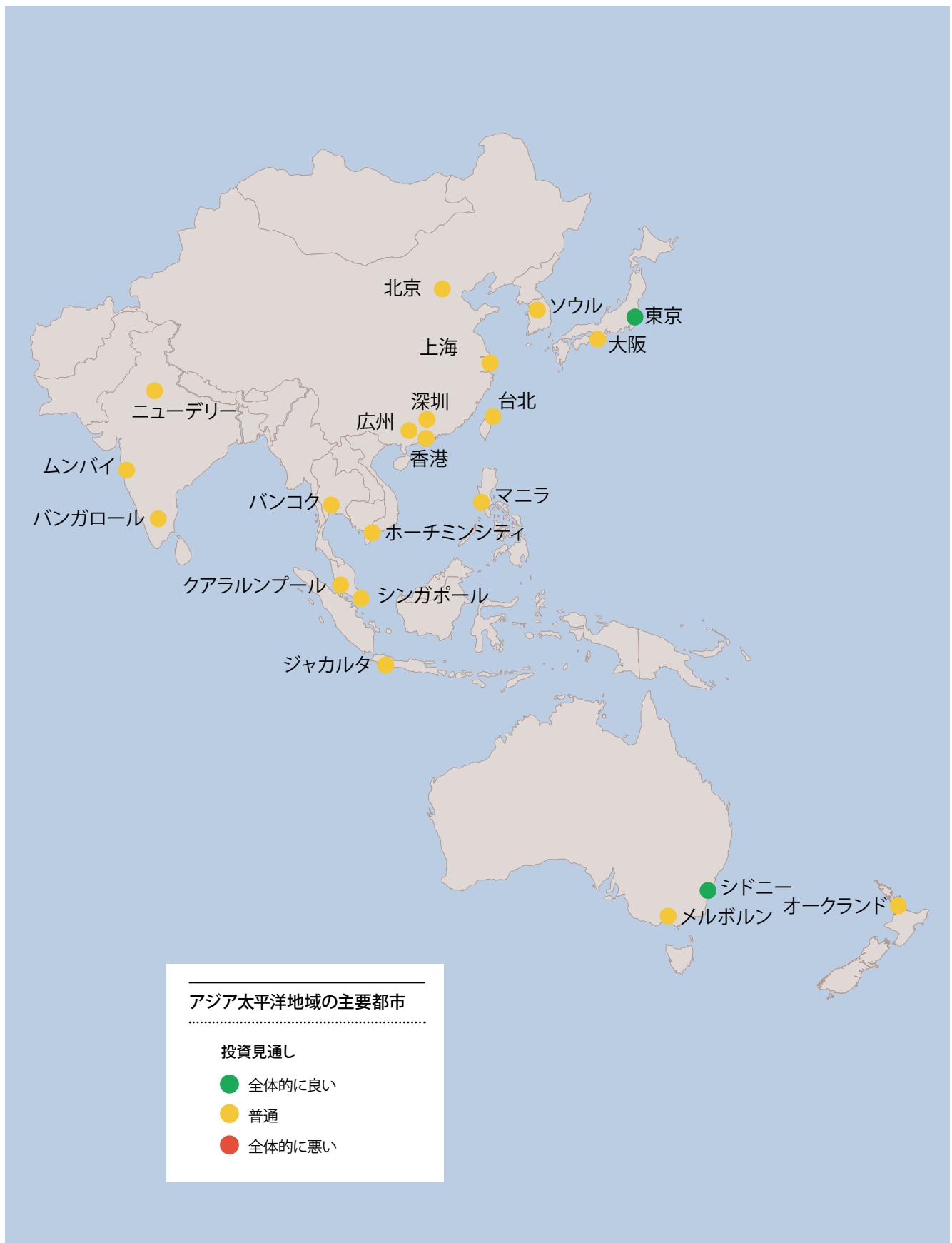
加えて、在庫の一部が既にさばけたとはいえ、大量の物件が新たに入ってくる。あるコンサルタントが述べたように「在庫の一部の売却に成功したとしても、一方で建設は続いている。これは量の勝負という面が非常に強いからだ。ネットのマージンが 0% から 5% というところだから、適切な利益を得るためにには相当建設しなければならない。だから供給は増えていき、在庫がたまって問題化する可能性は依然として存在している」。

同時に、中国の一番手都市以外には手を出そうとしない外国人投資家が多



い中で、中国での経験も長いオポチュニティックな外国人投資家が二番手市場の状況を問題としてではなく機会として捉えており、その数は少くない。彼らにとっては購入価格が他より安いか、提供する資金のコストが本来より高いか、あるいは通常ならば望めない非常に有利な取引にアクセスできるからだ。もちろんリスクはその分高いが、利益を得られる可能性も高まる。





## 不動産タイプの見通し

### 産業施設／物流施設部門

アジアのほぼすべての市場で近代的な物流施設が不足しているため、需要が引き続き拡大することは確実で、特に中国についてそう言える。こうした需要拡大の要因は、e コマースがブームとなっており迅速な配達が求められることやコールドフードのチェーン構築が進んでいること、及びアジアの製造業部門がベトナムなど依然として物流インフラが低水準にあるフロンティア市場への移転を拡大させていることだ。

だが実際には、物流施設は複雑なビジネスであり、専門性の高い投資家の領分であることが多い。あるファンドマネジャーは中国の物流部門について「土地の使い方が非常にゆったりしており、建設費は高額だ。だが地方の当局は依然として、土地を高密度に利用し高いプレミアムが得られるプロジェクトに売却すべし」という考え方方に囚われているため、物流施設にはいい顔をしない。それに加えて「決まりきった物流施設を建設することはできるものの、物流事業者には非常に特殊なニーズを抱えている者が多いため、土地を取得

する前に物流事業者を確保しておく必要があるが、それは現実的に難しい」。

一方、投資家は予定されている新規供給が多すぎることに懸念を抱いている。これは既に稼働率の水準に影響を与えるとともに賃料収入の拡大にブレーキをかけている。賃料収入の拡大はアジア全域で減速しており、5年前は二桁で伸びていたものの現在は一桁台だ。CBREによると、新規供給パイプラインが最も大きいのは東京、上海とメルボルンだという。あるインタビュー回答者は「物流施設の現状を見ると、5年から7年前の中国の状況を思い出す。当時と同様、荒れ地の開発に多額の資金が投じられているからだ。ビルド・トゥ・ストートはエンドユーザーを確保できていれば良いが、そうでなければ倉庫について何の経験もないままブラインドプールで投資することになり、不安を覚える」と述べた。

キャップレートは全域に渡って圧縮が続いている、過去2年間に平均200ベーシスポイント低下したと見られる。現在はオーストラリアで7%前後、中国で6%、東京で5%となっている。だが2016年には低下が止まり横這いになると予想されている。

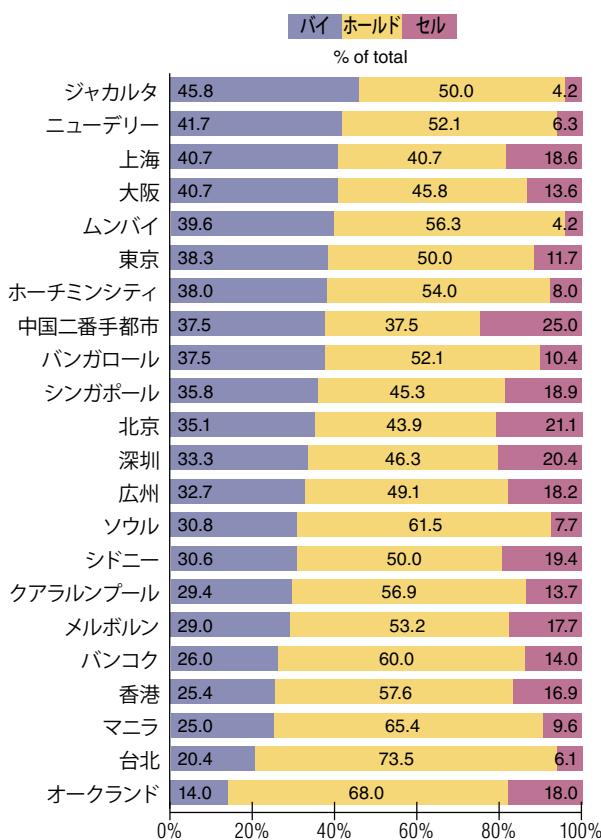
**最善の策：産業施設／物流施設部門におけるバイ／ホールド／セルの推奨**

今年は新興市場、中でもインドネシア、インド及びベトナムが高い評価を受けた。これらの諸国では拡大を続ける製造業からニーズがあり、特にベトナムで需要が大きい。だが事業環境は厳しさが続いている。ある物流専門家によると「インドネシアは難しそうだ。物事がなかなか捲らないのが頭痛の種だ。一方、中国には多くの機会がある。だからインドネシアでの投資は時期尚早で、他の国の方が易しいと思う」。また大規模化が必要なことも問題だ。別の投資家も「ベトナムで物流施設に投資するのは確かに意味がある。だが物流施設は既に先進市場でも大規模化が難しくなつておらず、ベトナムでも難しいと思う」と語った。

だがインドでは「全国的に、A グレードのテナントが機能的な物流施設を求め始めている。彼らは良質の資産ならば、以前には聞いたことのないような賃料でも払う用意がある」。これはe コマース部門の成長が一因だが、特に北部インドで外国の小売業者のプレゼンスが高まっていることの反映でもある。こうした小売業者はより高度な配送ネットワークを求めているからだ。現在、機関投資家がインドの物流プロジェクトに投資し始めており、急拡大が予想される。

韓国も、有望な市場としてインタビューで何度も名前が挙げられた国の一だ。あるアナリストによると「韓国の物流業界は構造改革の初期段階にあり、日本のモデルにしようとしている。これまでのところ、これに目をつけてうまく入り込んでいるのはシンガポールの機関投資家だけだ。キャップレートは昨年には二桁だったが今年の初頭には9%となり、現在は7%まで圧縮されているといえ、依然として高水準にある。しかし誰も手を出していない。韓国での投資は常にオフィスが対象だったからね」。

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2016アンケート

## 住宅部門

借入コストが8年に渡り低水準にあることから、アジアのほとんどの市場で住宅価格が大幅に上昇し（ただし日本と韓国は目立った例外）、各国政府は投機的な投資を抑えるために高率の資産譲渡税を導入している。住宅のサイクルが終わりに近づいているにも関わらず、オーストラリア、ニュージーランド、中国、台湾及びインドの政府は2015年にベースレートの引下げを行った。ファンダメンタルズからは反転の可能性がうかがえるが、価格に対する下方圧力はほとんどなく、住宅ローンは依然として容易に入手できる。

**最善の策：**住宅部門でも日本が昨年に続きトップに立った。東京のある投資家は「現在、住宅部門の需給バランスは非常に良好だ。新規の建設ではなく、人口の流入出は続いている。稼働率は上昇している。だから賃料もこれから上がっていきそうだ。我々の所有している物件では既に上がり始めており、賃料収入が増加している」と語った。

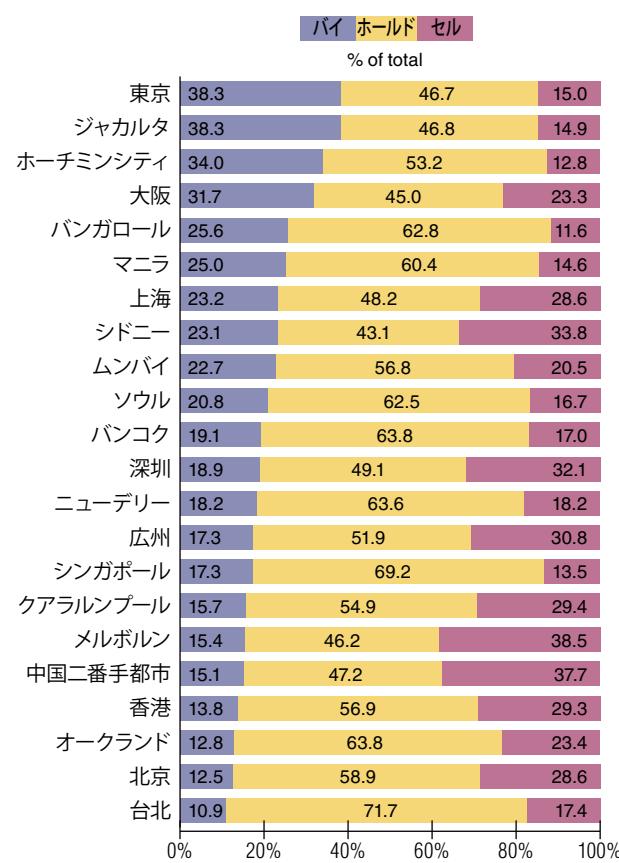
とはいえた新興市場もかなり有望視されている。中でもホーチミンシティが最も興味深いと言えるだろう。ベトナム経済は何年にも渡る資金の不適切な配分によって生じた諸問題を脱し、それに伴い銀行も融資を再開し始めたことで取引と価値が急速に回復しつつある。最近の規制変更により外国人投資家（国外に居住するベトナム国籍の者も含む）が参入し易くなっている。一方インドの人気は、資金難に喘ぎ支払いも滞りがちなデベロッパー（特に北部の事業者）が直面している問題に起因している。現在、彼らはエクイティもしくはデット・ストラクチャリングにより救済資金の提供を図る外国ファンドのターゲットとなっている。

一方インドの人気は、資金難に喘ぎ支払いも滞りがちなデベロッパー（特に北部の事業者）が直面している問題に起因している。現在、彼らはエクイティもしくはデット・ストラクチャリングにより救済資金の提供を図る外国ファンドのターゲットとなっている。

## オフィス部門

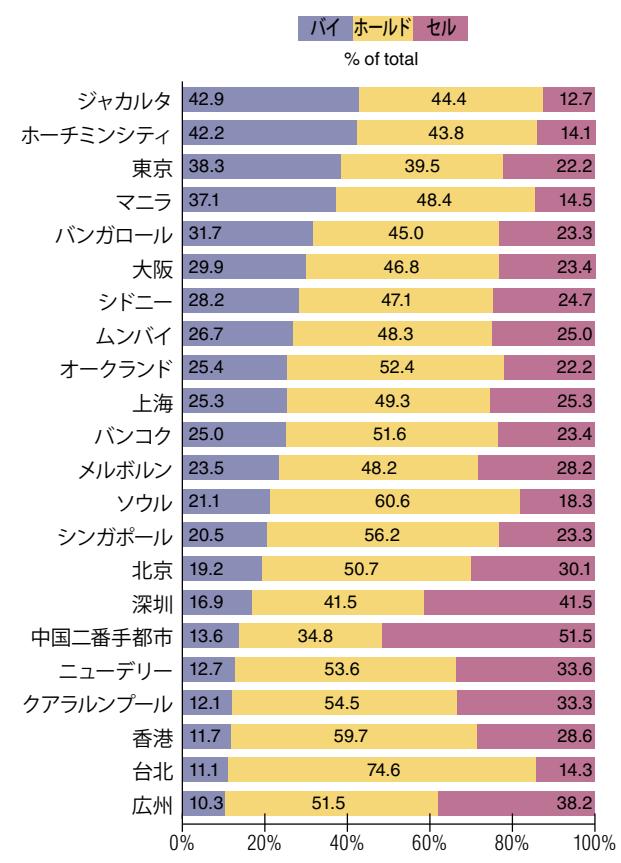
オフィスビルは保守的な投資家に永遠に好まれる資産だが、アジア市場に参入する機関投資家がますます増加しており競争が激化している。そのため利回りを追求する投資家にとっては「いさか難しい投資のようだ」。キャップレートは低下を続け、資産価値は上昇している。その結果、以前には難しそう（韓国）とか遠すぎる（ニュージーランド）、あるいはリスクが高すぎる（インド）と見られていた市場の人気が高まった。アジア市場でさらに利益を上げる手段として賃料収入の拡大を挙げる投資家が多いが、巨額の資金がオフィス部門に向かっているため、キャップレートが近いうちに上昇する見込みはほとんどない。

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® Asia Pacific 2016アンケート

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® Asia Pacific 2016アンケート

**最善の策：バイ／ホールド／セルの推奨ランキング**でジャカルタのオフィス部門が常に上位を占めているのは、需要が低下し賃料は2年近く横這いで、なおかつ大量の新規供給が予定されていることを考えるといささか不思議である。それでもハイエンド市場のファンダメンタルズは堅調さを保っており、交通網への接続に優れた国際級のAグレードオフィスビルには引き続き強い需要がある。この分野はアジアの大手総合デベロッパーが多数狙っており、ビルド・トゥ・コア戦略による活発な活動を続けている。

一方、新興市場の都市は今回も高い人気を誇った。ベトナムに強い床需要があるのは確かだが、オフィス市場はまだ小規模で安定資産の取引を行う余地がない。またオフィスの開発も未経験者にはリスクだ。あるファンドマネジャーによると「問題はコンプライアンスリスクで、実際にすべてのチェック項目を正しく確認して書類を作成した者から取得できるかどうかだが、チェック項目にもグレーな部分が多い。だから、適切なタイミングで適切な認可を得て建設を開始し、最終的に売却するに至る道のりは非常に厳しい」。

また、マニラでもオフィス部門がブームで、主にBPO業界が牽引役となり急成長が続いている。可能であれば参入したがっている外国人投資家は数多い。だがフィリピン国内の流動性は豊富で外国資金へのニーズはほとんどないため、この市場へのアクセスは依然として困難だ。

## 商業施設部門

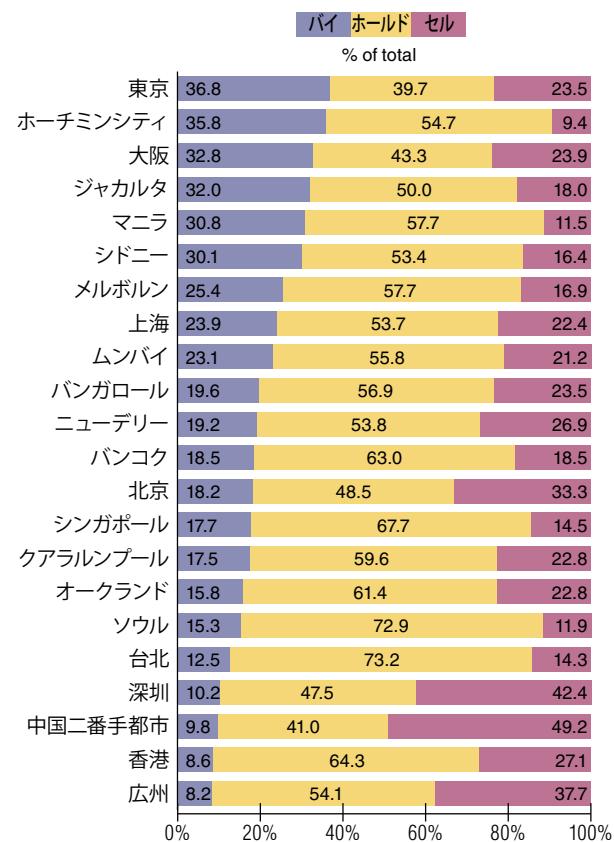
アジアの小売市場では、台頭する中産階級の購買力が引き続き大きな要素となっている。だが小売業界の構造転換により予測し難い急激な変化が起きており、それについていくのはさらに難しい。

第一に、多くの新興市場及び先進市場のデベロッパーには成功した商業施設の経験が乏しく、その結果ポジションが悪くコンセプトも間違っているショッピングセンターが供給過剰となっている。ある投資家によると「優れたショッピングモールはほとんど見当たらない。経験の少ないデベロッパーがやっていることが多いからだ。必要もないところに超高級なモールを作りたがる。例えば中国の二番手都市にはフランスのファッショングランドのショップが入っているモールがたくさんある」という。

第二に、多くの市場が中国人観光客による需要に依存しているが、彼らは行先をたちまち変えてしまうかもしれない。香港がいい例だ。以前は中国人観光客が香港で高級品を買い漁りかなりのカネを落としていたが、今年は他の都市、なかでも東京に旅行先を変更したため香港にはポツカリ穴が開いてしまった。これはアジアの中で消費のタイプの二極化が進んでいることを示している。

ある投資家は「GDPの成長と相関性の高い生活必需品が主体の商業施設と高級品主体の商業施設を区別して考える必

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 Asia Pacific 2016アンケート

要がある。GDPがますます成長を見せており、市内に新たな住宅街が生まれるため、生活必需品主体の施設は堅調さを保つと思うが、対照的に高級品主体の施設はおそらく過剰建設で運営状態も悪く、また裁量支出への依存度に応じて将来的に弱さが露呈するかもしれない」と語った。

これは特に中国に当てはまるのはもちろんだが、延長線上で考えれば、中国人観光客がカネを落としている他の市場にも該当する。これはまた、投資家のマインドがディフェンシブに変わったことを意味している。生活必需品をターゲットとするのは、利益率が高いものの明日はどうなるかわからない高級品の消費者を対象とするより好ましい戦略と考えられているからだ。

第三に、アジアで急速に広がっているeコマースがショッピングモールのあり方を変えつつある。あるファンドマネジャーは「eコマースのインパクトによって商業施設が根本的に変わるだろう。ショッピングモールの運営方法が変わり、単なる店舗ではなくエンターテイメントを備えたライフスタイルセンターとなっていくと思う。そこで店舗やモール運営

者が成功するには、そうしたイベントと店舗でのショッピングを融合させることだ」。

**最善の策:**この分野で東京と大阪がそれぞれ1位、3位となったのは驚くに当たらず、円安により価格が相対的に安くなつたことから日本に向かう中国人観光客が増えたことを反映したものだ。

ここでも新興市場が追随しているが、それぞれの厳しい運営状況を考えると、新興市場が上位に入っているのはいささか驚きだ。

ホーチミンシティでは、消費者売上は非常に高い伸びを示しているようだが、既に供給過剰となっている市場にさらなる大量供給が行われている。

ジャカルタでは新規の商業施設開発が一時的に棚上げとなっている。またいずれにせよ商業施設はほとんどの場合長期保有されており、取引されることは稀だ。インドネシアのある投資家によると「ジャカルタの問題は、消費者にシンガポールの消費者のような購買力がないということだ。そのため大きなモールを作っても、金持ちは消費者がないためテナントが賃料の引上げに応じられない。だから、商業施設への投資は魅力的に映るもの実際には簡単ではないのだ」。

マニラについては商業施設部門は（特にコンビニエンスストアのレベルで）快調だが、市場へのアクセスが難しいというお決まりの問題が残っている。

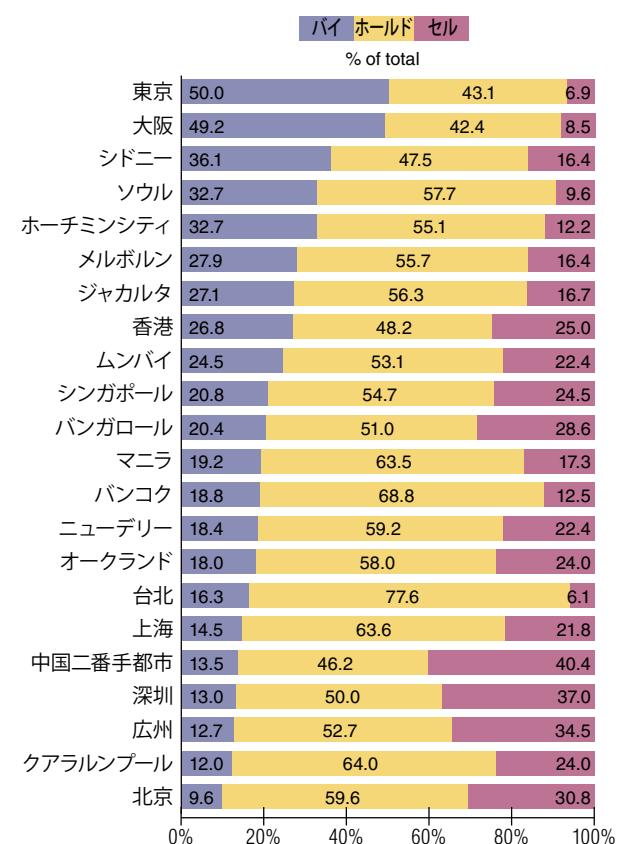
## ホテル部門

アジア域内の観光旅行は猛烈な勢いで拡大しており、引き続きホテル部門に機会をもたらしている。特に、欧米に比べれば一般的に裕福さに劣るアジアの観光客（主に中国人観光客）向けのミッドレベルのホテルが有望だ。とはいえる新規ホテルの供給は少なく、ホテル部門全体の見通しは良好だ。2015年の傑出した市場は日本とオーストラリアである。

だが場所により見通しにバラツキがある。例えばマカオは2015年に中国人の訪問が劇的に減って痛手をうけた（訪問客の減少は中国本土で政府が腐敗撲滅キャンペーンを行っていることも一因だ）。香港もいくらか弱含みだが、これは中国人観光客が減少にもよるもの、香港ドル高の結果という側面の方が強いだろう。現在、香港ドルはアジアの観光客にとってかなり割高となっている。

**最善の策:**ここでも日本が上位を占めている。その理由はやはり中国人旅行者が日本に押し寄せていることに加え、全体的にホテルのストックが不足していることがある。また2020年東京オリンピックの前に投資しようと考えている投資家からの需要も強いため、キャップレートが大幅に圧縮され、不動産価格が急騰している。まだ参入を図っている者も多いが、日本での利益の大半は既に先行者の手に収められたと思われる。

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 Asia Pacific 2016アンケート

アジアで日本に次いで有望なのはオーストラリアだろう。やはり中国人観光客の流入（特にシドニーとメルボルンで目立つ）がその理由となっている。ある投資家は「大量の資金が優良なホテルやオフィスビルを求めており、実際に取引もいくらかある。1部屋当たり100万ドルという記録的な価格になっており、買い手はシドニーにいるアジアの投資家が中心だが、CBDに資産を求めるホテルグループも大きな関心を寄せている」と語った。



# インタビュー回答者一覧

AD Investment Management Co. Ltd. Kenji Kousaka	Diamond Realty Management Inc. Takashi Tsuji	Landsea Group Co. Ltd. Tian Ming
AEW Asia David Schaefer	Fife Capital Allan Fife	LaSalle Investment Management Mark N. Gabbay
Altis Property Partners Alastair Wright	First Eagle Capital Advisors Private Limited Sudarshan Bajoria	M3 Capital Partners Danny Krefman
AMP Capital Tim Nation	Folkestone Limited Adrian Harrington	Macquarie Brett Robson
Angelo, Gordon & Co. Jon Tanaka	Fortress Investment Group Akio Yamashita	Mapletree Investments Japan K.K. Norihiro Matsushita
Aoyama Realty Advisors Inc. Haruyuki Shinya	Frasers Centrepoint Limited Chia Khong Shoong	Mapletree Investments Pte. Ltd. Wong Mun Hoong
Asia Pacific Real Estate Association Peter Verwer	Fukuoka Realty Co. Ltd. Etsuo Matsuyuki	Mercer Padraig Brown
Aspen Property Group Clem Salwin	Future Land Holdings Ltd. Lu Xiaoping	Mirvac John Carfi
AXA Real Estate Investment Managers Japan KK Tetsuya Karasawa	GENKAI Capital Management Co. Ltd. Masatoshi Matsuo	Mitsubishi Corp.–UBS Realty Inc. Toru Tsuji
BlackRock Rio Minami	GenReal Property Advisers Ankur Srivastava	Mitsubishi Estate Tetsushi Arimori
The Blackstone Group Stuart Grant	GIC Bernard Phang	Mitsubishi Jisho Investment Advisors Inc. Masami Amano
Blackstone Tokyo Wataru Goto	Goldman Sachs Asset Management Co. Ltd. Hiroyasu Kaizuka	Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation Yutaka Imai
Brookfield Asset Management Niel Thassim	Goodman International Limited Anthony Rozic	Mitsui Fudosan Investment Advisors Inc. Ikuro Mori
Cache Logistics Trust Daniel Cerf	The GPT Group Matthew Faddy Nick Harris	Morgan Stanley (MSREF) Chris Tynan
CBRE Henry Chin	GreenOak Investment Management Fred Schmidt	Mori Building Hiroo Mori
CBRE Global Investors Tetsuya Fujita Richard T.G. Price	Grosvenor Limited Koshiro Hiroi	The Net Group Charlie Rufino
Cbus Industry Superannuation Fund Adrian Pozzo	Halifax Alec Menikoff	Nippon Rescap Investors Ken Fridley
Challenger Trent Alston	HULIC Co. Ltd. Yoshito Nishikawa	Nomura Real Estate Asset Management Co. Ltd. Naoki Kawahara Yuki Sugawara
Colliers International David Faulkner John Kenny Terence Tang	Ichigo Real Estate Investment Advisors Wataru Orii	Nomura Real Estate Development Masatsugu Matsuzaki
Colliers International Japan Douglas Smith	IDERA Capital Management Ltd. Takuya Yamada	Oakwood Martin Fluck Eric Ishimaru
Cornerstone Real Estate Advisers Peter N. Gensheimer Kelly C. Hayes	Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc., Japan Branch Ryukichi Nakata	PAG Investment Management Limited Naoya Nakata
Daiwa House Industry Co. Ltd. Tetsuo Suzuki	IPC Corporation Ltd. Patrick Ngiam	Pamfleet Andrew Moore
Daiwa Real Estate Asset Management Akira Yamanouchi	JLL Ari Druker Richard Fennell Megan Walters	Professional Property Services Group Nicholas Brooke
DEXUS Ross DuVernet	Kenedix Inc. Masahiko Tajima	Property Council of Australia Ken Morrison
	Landmark Capital Ashish Joshi	Propertylink Stephen Day

**PT Farpoint**  
Dougie Crichton

**Quraz Ltd.**  
Stephen Spohn

**Shapoorji Pallonji Investment Advisors  
Private Limited**  
Rajesh Agarwal

**Springfield Land**  
David Henry

**Standard Chartered Bank**  
Marc Bosnyak  
Brian D. Chinappi

**Starr International**  
Alison Cooke

**Stockland**  
Simon Shakesheff

**Third Shift Enterprises**  
Jane Lloyd

**TH Real Estate**  
Chris Reilly

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

**Tokyu Land Capital Management Inc.**  
Hitoshi Maehara

**Touchstone Capital Management**  
Fred Uruma

**UBS**  
Grant McCasker

**VFMC**  
Campbell Hanan

# 支援団体



PwCのリアルエ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

**Paul Walters**  
Asia Pacific Real Estate Assurance 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.

PwCは、世界157カ国におよぶグローバルネットワークに208,000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。詳細は [www.pwc.com](http://www.pwc.com) をご覧ください。



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求
- 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36,000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.ulicenter.org/capitalmarketscenter](http://www.ulicenter.org/capitalmarketscenter)

**ULI Asia Pacific**  
**John Fitzgerald**  
Chief Executive  
<http://asia.ulicenter.org>

**Urban Land Institute**  
1025 Thomas Jefferson Street, NW  
Suite 500 West  
Washington, DC 20007  
U.S.A.  
202-624-7000  
[www.ulicenter.org](http://www.ulicenter.org)

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2016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、青山リアルティー・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 2016 年版

2016 年に予想される最善の投資機会・開発機会は何か？本書は不動産業界のリーダー約 350 名に行ったインタビュー／アンケート調査に基づき、見込みの高い投資先や有望な部門・市場、及び不動産に影響を与える資本市場の動向について予測し、読者の参考に供します。PwC とアーバンランド・インスティテュートの共同報告書である Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋版は刊行以来版を重ね、今回の第 10 版でも信頼度の高い、実際に即した専門的な洞察を提供します。

### 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



Urban Land  
Institute

[www.ulic.org](http://www.ulic.org)

