



COURTESY OF CHINA RESOURCES

Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2017

[アジア太平洋版]



表紙写真: 中国・深圳の「華潤シティクロッシング」(華潤中心) は大規模な都市型複合施設。同地域における開発プロジェクトの成功事例であるとともに、強力なビジネスモデルを提示している。高さ768メートルの「幸福里」(Park Lane Manor) (写真) を中心とする諸施設で構成され、2012年ULI Global Awards for Excellenceの最終選考にも残ったプロジェクトである。

写真: 華潤

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

共同報告書



Urban Land
Institute



Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2017

目次

- 1 エグゼクティブサマリー
- 3 Chapter 1: 利回りなき世界に利回りを求める
- 4 取引高の落ち込み
- 5 不動産への配分が増大
- 6 だが市場を歪めているのも事実
- 7 キャップレートのさらなる低下はあるか？
- 9 コア資産の不足
- 10 中国：重要テーマ
- 10 新たなコア資産
- 12 日本：重要テーマ
- 12 プラットフォーム取引とランドバンキング
- 13 資産クラス全体にわたって分散
- 15 為替投機とヘッジ
- 16 都市近郊と衛星エリア
- 16 開発途上の市場
- 18 オーストラリア：重要テーマ
- 19 アフォーダブル（低所得層向け）住宅のブーム
- 20 価格の上昇と住宅の小型化
- 21 ミレニアル世代とシェアリングエコノミー
- 22 コワーキングスペースが離陸
- 23 コワーキングの流れに乗る
- 24 中国リスクの抑え込み
- 25 Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
- 25 アウトバウンド資金の台頭
- 26 動き始めたアジアの機関投資家
- 27 政府の規制で中国からのフローが遅延
- 27 進化するディールストラクチャー
- 28 日本の資金が姿を現す
- 29 英国のEU 離脱は空振り
- 29 資金の流入は継続
- 30 機関投資家を中心に
- 30 資本調達は依然困難
- 31 リスクの大きい戦略に向かう投資家
- 33 安価な銀行融資の継続
- 34 デットの新たな資金源が台頭
- 34 メザニン市場は限定的
- 34 活況を呈する中国の債券市場
- 36 コーポレートガバナンスが株価に影響
- 36 アジア太平洋のREIT が勢いを回復
- 39 Chapter 3: 注目すべき市場と部門
- 40 上位ランクの都市
- 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 2017 チェア

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

PwC Advisers and Researchers

オーストラリア

Andrew Cloke

Christian Holle

David Coogan

Ewan Barron

James Dunning

Jane Reilly

Josh Cardwell

Matthew Lunn

Naasha Dorabjee

Scott Hadfield

Tony Massaro

Vincenzo Dedé

中国

Allan Zhang

Kathleen Chen

香港

K.K. So

Paul Walters

インド

Abhishek Goenka

Anish Sanghvi

Bhairav Dalal

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

Raymond Kahn

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

ルクセンブルク

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 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 2017 年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や誤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。

©2016 PwC 権利はすべて PwC に帰属します。

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

©ULI. PwC (2016 年 11 月)

印刷：日本

本書の内容の全部または一部を、発行者の書面による許可を得ることなく、いかなる形式においても、またいかなる電子的・機械的手段（写真複写・記録、情報記憶・検索システムの使用を含む）によっても、複製することを禁じます。

推薦図書認定

PwC and the Urban Land Institute. Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2017. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2016.

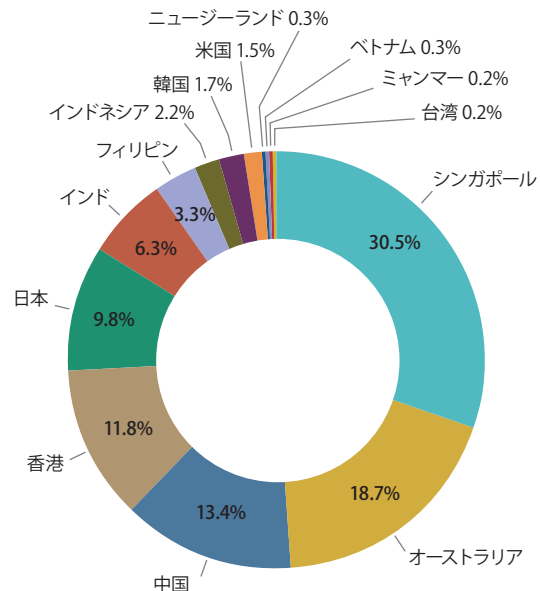
エグゼクティブサマリー

過去数年間、アジア太平洋地域の不動産市場には数々の外的な力が働き、それによって特定の資産クラスや特定の場所への資金の流入が続き、市場に影響を与えてきた。一方では、国債利回りがとめどなく低下する中、もはや債券市場では得られないリターンを獲得する手段として不動産の魅力が増しつつあり、その結果コア資産の価格が高騰し、今やすし詰め状態となった市場で競争が激化している。他方、一定水準のリターンを達成するよう義務付けられているファンドマネジャーは利回りを求めて、海図なき航海に駆り出されているのだ。

以下に、今年の Emerging Trends の要点をまとめる。

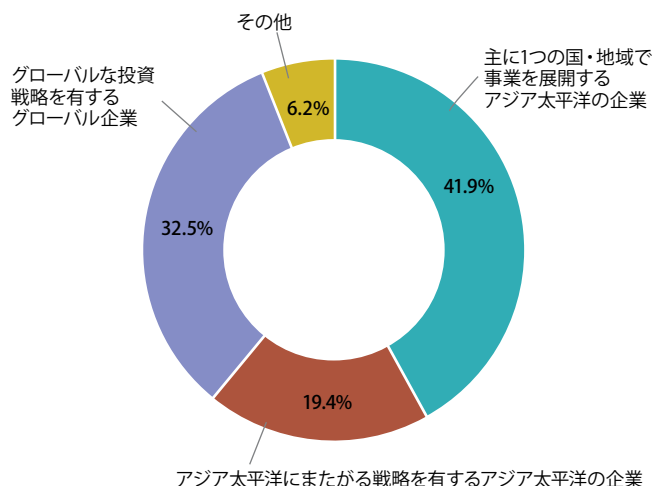
- 2016 年上半期に取引高が減少したが、これは主要市場（特に東京）において、不動産所有者が資産の売却よりも低金利でのリファイナンスを選んでいるため、取引可能な物件が足りないことを反映している。総じて投資家は、取引の全体件数こそ減ったものの1件当たりの取引金額は拡大したと指摘している。
- 同時に、キャップレートも低下を続けているものの、そのペースには減速が見られる。この先、さらに低下する可能性があるとする投資家が大半を占めるが、その理由は主として、膨大な額の新たな資金が不動産に向かっているためだ。とはいえ、オーストラリアを例外として、アジア太平洋地域のほとんどの市場で賃料の上昇の見通しが弱まっていることから、キャップレートの低下傾向は限界に近付いているかもしれない。
- コア資産の選好は依然として強いが、ますます手に入りにくくなっている。投資家がこの状況に対応する手段の一つは、「ビルド・トゥ・コア」のプロジェクトを追求し、それに伴う開発リスクを取ることで。これは従来からのコア戦略の範疇に入らないものだが、今では多くのコア投資家が積極的にこのアプローチを採用しようとしており、とりわけ、保険会社など不動産を長期保有する可能性が高い投資家にその姿勢が顕著に見られる。
- 高リターン戦略を義務付けられた投資家は引き続き、部門と地域の両面でさらに大きなリスクを取ろうとしている。部門では、サブ・ロジスティクスやデータセンターなどのニッチ戦略を進めており、地域的には、インドのように注目が高まっている新興市場に向かっている。
- 都市化の進展、都心部における土地の不足、及び中心業務地区（CBD）でのリターンの低下という傾向を受け、都市近郊への投資が好まれるようになった。シドニー、上海、ムンバイ、ジャカルタなどアジア太平洋地域の多くの都市で、郊外や衛星都市と都心部を結ぶ大規模な交通インフラの建設プロジェクトが進んでいる。
- 欧米の市場と歩調を合わせて、アジアでもシェアリングエコノミー（共有経済）が受け入れられつつあり、この一年間に共同作業スペースの採用が大幅に進展した。これはオープンプランのオフィス設備を個人や企業ユーザーに賃貸するビジネスのみならず、大企業が従来のオフィスレイアウトを解体してホットデスクング（デスクの共有）や協同作業環境を好むようになり、企業ベースも進行している現象だ。住宅に

アンケート調査回答者（国・地域別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

アンケート調査回答者（企業の活動範囲別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

についても、賃料の上昇により共同住宅への入居が減り続けており、シェアハウスの活用が目立ってきている。

キャピタルフローの面では、アジアにおいて約3年前に本格的に始まった膨大な額のアウトバウンド資金フローが依然として続いている。こうした資金の一部はアジア太平洋地域の他の国々（特にオーストラリア）にも投じられるが、大半は西洋諸国、特に米国に向かっている。また、英国のEU離脱の決定にもかかわらず、多額の資金が引き続きロンドンに流入している。

資金の流出が拡大している主な理由は、アジア太平洋地域の保険会社、年金基金及びソブリン・ウェルス・ファンドが、その保有する膨大な資金プールの投資先を見つける必要があることだ。アジアの資金はその規模が巨大なことから、不動産への配分が低水準に留まっていることから、今後数年間にわたり外国に流れ続けるだろう。そうした大量の資金は世界の不動産投資の力学を変えていくと思われる。また機関投資家の資金は、国内（特に中国）のデベロッパーあるいは企業及び個人富裕層のプライベート資金を得て拡大しつつある。

こうした流出資金の最大の出所は（政府が抑制に努めているにもかかわらず）引き続き中国だが、日本の機関投資家も今や世界最大級の資金を保有しており、この動きに加わろうとしている。既に何人かのファンドマネジャーから、日本の機関投資家の資金が米国を中心に世界の不動産エクイティ市場で活動を始めたと報告されている。

一方、資本市場ではアジアの不動産投資家が必要とする資金の半分以上を引き続きアジアの銀行が提供している。銀行の積極的な融資姿勢はほとんど変わっていないようだが、一部で少し動きが見られ、特にオーストラリアの金融市場は若干タイトになりつつある。他方で債券市場の急拡大が続いており、特に中国において目覚ましく、人民元建ての債券は今や国内デベロッパーの主たる資金調達手段となった。彼らは資金コストの低下に乗じて多額の借入金のリファイナンスに取り組んでいる。

アジア太平洋地域の不動産投資信託（REIT）市場は、ベースレートの低下に加え、投資家の間では短期的・中期的に金利が大幅に上昇する可能性は低いとのコンセンサスが広まっていることから、2016年も引き続き好調を維持した。新興市場の一部にも、REITの制度化に向けた動きにこのところ進展が見られ、特にインドでは、上場REITの第一号が早ければ2017年の年末までに登場すると多くの投資家が期待している。

投資見通しに関する今年の調査では、昨年のランキングから大きな変動が見られた。前回には日本とオーストラリアのコア市場が高評価を得たが、今回は新興市場に人気が移っており、特にインド、ベトナム及びフィリピンが高い関心を集めた。

これは多くの投資家が、一番手都市でコア資産を取得できる見込みが低いことを認識したことに加え、期待リターンに見合う資産を見つける必要性に迫られていることを反映している。だがこれらの市場には、望ましい利回りを獲得する機会があることは疑いがないものの、昔からおなじみの問題も依然として存在している。つまり、新興市場の都市の大半は新規物件に対するテナント需要が不十分であり、投資ファンドが展開できる膨大な資金に見合った投資適格資産の「クリティカルマス」も見られない、という問題だ。

このほか、今回の調査で判明した主要な点として、一番手都市の人气が急落したことが挙げられる（ただし上海は例外で、人気を保っている）。とりわけ、ほんの数年前まで投資家のお気に入りだったシンガポールが、過剰供給や需要の減退、住宅部門の不振などに苦悶しており、ランキングの最下位近くまで落ち込んだ。

一方、近代的な物流施設の構造的な不足が続く中、アジア太平洋地域全域にわたってエンドユーザーの需要が拡大している。物流施設は、アジア太平洋地域において最も好まれる資産クラスと言っていいだろう。

序文

不動産投資の動向と将来予測をまとめたEmerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は今回で第11版を数え、不動産業界において最も評価が高く、また広く読まれている予測レポートの一つとなっている。PwCとアーバンランド・インスティテュート（ULI）による共同報告書であるEmerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版2017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。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版2017は調査プロセスの一環としてアンケート回答者及びインタビュー回答者の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれもULIまたはPwCの見解を示すものではない。インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、投資顧問、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。ULIとPwCの調査員は94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604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。

ファンドマネジャー／投資顧問	21.8%
不動産顧問会社／不動産サービス会社	20.8%
不動産所有者／デベロッパー	13.8%

エクイティ REIT／上場不動産会社	10.7%
住宅建築業者／宅地造成業者	6.9%
私募 REIT／非上場不動産会社	5.9%
機関投資家	4.8%
銀行	2.4%
その他金融機関	0.3%
その他法人・団体	12.5%

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については、個人名の掲載に承諾を得られた者の一覧を本報告書の末尾に掲載した。なお、インタビュー回答者が匿名扱いを希望する場合はそれに応じていることに留意されたい。また、本書中の引用の中には末尾に掲載した以外のインタビュー回答者からのものも含まれており、読者にはそれらを特定の個人や企業と結びつけないようご注意願いたい。

本報告書の完成には多くの方々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ていただいた全ての人に深く感謝の意を表するものである。

利回りなき世界に利回りを求める

「金利が長期にわたって低水準に留まるとなれば、
機関投資家であれ個人富裕層であれ何であれ **同じ反応を示す**。

つまり、何もせずにキャッシュにしがみつくなか、優良なコア資産と思われる不動産の価格を競り上げて
手に入れるか、あるいはリスクが高まるものの価格の安い市場で投資するかだ」

不動産は機関投資家にとって好ましい資産クラスだが、その理由は「不動産が短期的に目覚ましいパフォーマンスをあげるから」では決していない。例えば安定したプライムオフィスは、高レバレッジ取引やストラクチャード・ファイナンス取引を除けば、まさかの時のための貯金といった意味合いで扱われるのが一般的だ。だが世界中で国債利回りがゼロに近づきつつあり時にはマイナスとなっている状況の中で、債券投資家は不動産投資家に羨望の眼差しを向けている。リスク調整後リターンに苦悶する不動産投資家にとっては、キャップレートが低下を続けているため、もう大して得られるものはないと思えるかもしれな

いが、マイナス金利政策で痩せる思いの債券投資家にしてみれば、不動産は大層なごちそうに見える。

これが、近頃世界の資本市場に広がっている心理状態だ。そのため、どの資産クラスにも言えるが特に不動産において、予測しがたい（そして制御が一層困難である）強力な外的要因が価格形成の主導権を握る傾向が強まっており、アジアにおいてそれが顕著に見られる。アジアでは債券投資家に加え、豊富な資金力を有し、利回りの良い案件にすぐにでも資金を投じねばならないアジアの機関投資家が不動産に押し寄せているか

図表1-1 アジア太平洋地域で最も活発な事業用不動産市場（2016年上半期）

2014	2015	2016年 上半期	主要都市	取引高 (100万米ドル)	対前年比
1	1	1	東京	8,628	-52%
3	3	2	香港	6,822	17%
7	7	3	シンガポール	4,194	35%
2	2	4	シドニー	2,996	-50%
5	5	5	上海	2,421	-63%
4	4	6	メルボルン	1,830	-67%
6	6	7	ソウル	1,602	-17%
9	9	8	大阪	1,385	-55%
10	10	9	ブリスベン	1,198	-58%
68	68	10	重慶	1,064	816%
8	8	11	北京	1,050	-45%
11	11	12	南京	824	-58%
19	19	13	ムンバイ	818	182%
17	17	14	パース	696	41%
12	12	15	台北	549	66%
38	38	16	マニラ	496	99%
18	18	17	福岡	458	12%
23	23	18	九州	394	n/a
20	20	19	クアラルンプール	364	-53%
36	36	20	深圳	302	9%

出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

らだ。こうした新たな資金の波が、平凡なコアオフィスのみならずほぼすべての不動産の価格に影響を与え、取得を困難にしているのも驚くべきことではない。

また、これは利回りに限った話ではない。2016 年における不動産への関心には「安全な逃避先」としての評価という側面もある。あるファンドマネジャーは本書のインタビューに答えて「現在は全体的な不安感が見られる。様々な政治リスクが生じており、冷戦となる可能性も高い。経済リスクもある。喧伝される指標や数値は極めて良好なようだが、所得格差はますます広がっているし雇用も賃金も伸びそうにない。そして、今のマーケットは大半が金融危機以前の水準に達している。これらを総合して考えると、まだ大変なことが起きてはいないものの、いよいよ峠に差し掛かっているように思う」と述べている。

このようにリスクと利益の相反する流れが交差しているため、投資家は大きく二つのグループに分かれている。まず安全第一を志向し、東京やシドニーといった一番手の都市を中心に、長期的な価値を有する資産を求めるグループがある。もう一つは、あるインタビュー回答者が言ったように「利回りなき世界に利回りを求める」者たち、すなわち既に価格が行き着く所まで行った市場でさらにパフォーマンスを高めようとするグループである。

取引高の落ち込み

理屈では、現在のように不動産需要が大きければディールフローも増加するはずだが、実際には 2016 年上半期におけるアジア太平洋地域の取引高は減少し、調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス (RCA) によると米ドルベースで前年同期比 39% 減となっている。

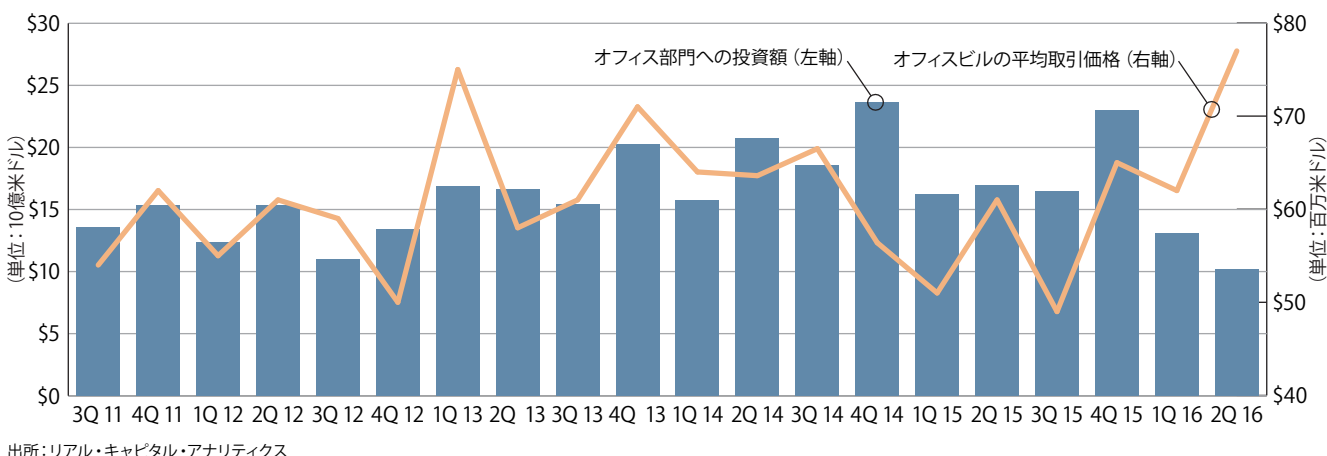
RCA によると、不可解なことにこの低下傾向に対抗できる市場は、最近まで投資家が（総じて価格に対する懸念から）最近まで避けてきた市場に限られている。香港では中国本土から流入する大量の資金が規模を問わずオフィスビルを購入しており、シンガポールでは 1 件の大型取得案件によって取引高が低水準から一気に拡大した。これに対しアジア太平洋地域の三大

市場であるオーストラリア、中国と日本では取引高が前年同期比 48% もの低下を見せ、米ドル高を考慮しても激減している。

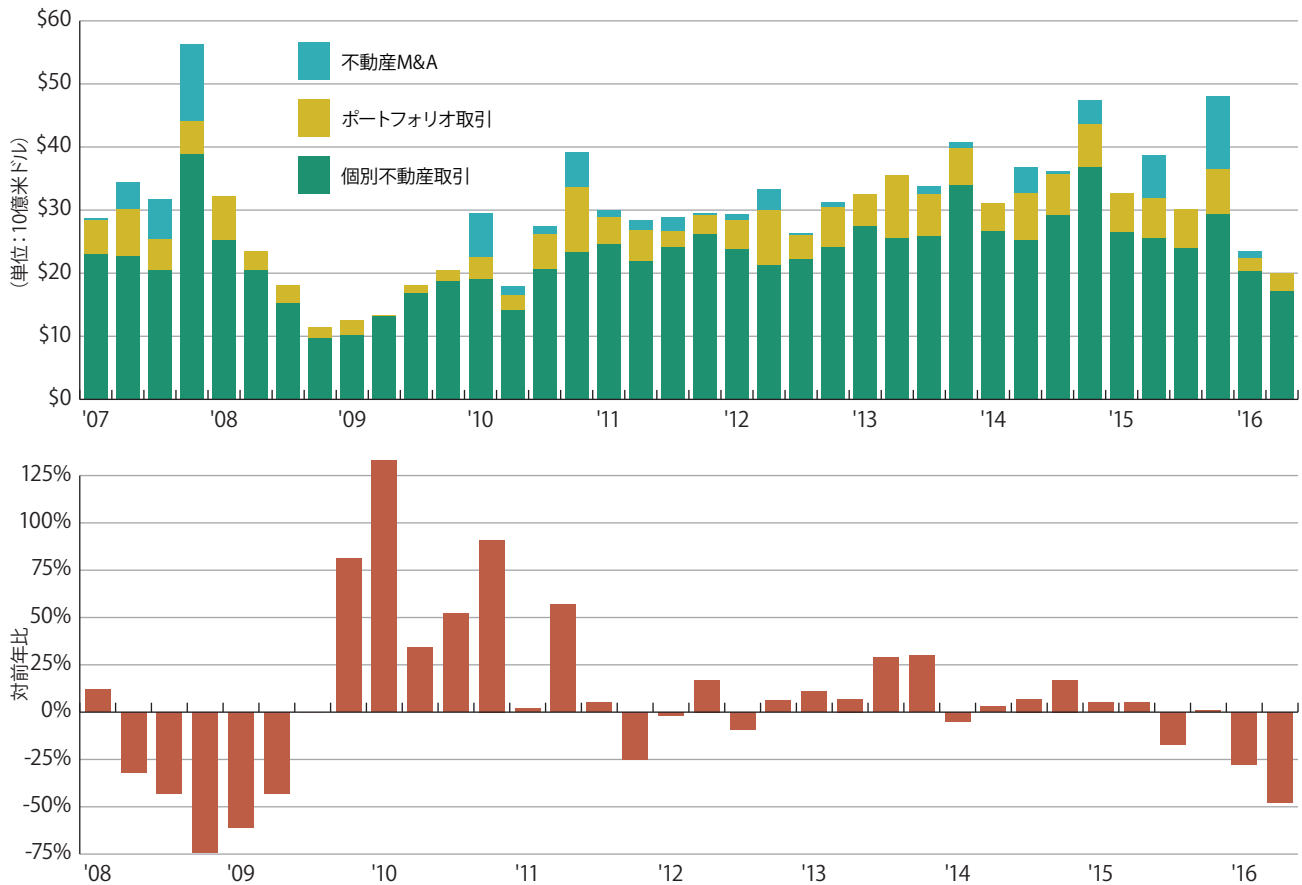
とはいえ、他の出所に基づく数値はもう少し明るいものだ。中でも不動産サービス会社のジョーンズ ラング ラサールは同時期のアジア太平洋地域の取引高がマイナス 4% と「緩やかな」減少にとどまったと報告している。2013 年から 2015 年にかけて取引高が記録的な数値に達したことを考えれば、これは取るに足りない低下と言える。アジア太平洋地域のあるアナリストは、アジアの取引高に関して本当の意味で弱さを露呈しているのは日本の落ち込みだけだと指摘する。2016 年初頭に日本銀行がマイナス金利政策を導入して以降、東京のビル所有者は資産の売却ではなくリファイナンスを選択したのだ。このアナリストは続けて「市場は大方の予想よりも安定していると思う。膨大な資金がアジアに入り込もうと狙っており、テナントはスペースを求め賃料の上昇も受け入れている。そしてアジアは依然として世界の成長エンジンだ。だからたとえ取引高が減ったとしても、それは市場に基本的な問題があるためというわけではない」と述べた。

本書がインタビューした投資家たちは 2016 年の大きな変化として、取引の全体件数が減少する一方、大型取引が増加したことを挙げている。一般的に、そうした大型取引は資金力の豊富な機関投資家の指示で行われており、プラットフォーム投資やクラブ・ディールの形を取ることが多い。同時に、利回りは低下を続けており、取引対象となる不動産の不足が拡大しつつある。この不足は、世界金融危機以前に資産を取得したファンドが最近まで推し進めていた売却の動きが弱まったことや、マイナス金利政策の時代となって不動産所有者には売却するインセンティブがほとんどないことなどが原因である。あるファンドマネジャーは「アジアの不動産所有者の大半は、『これだけ金利が低い中で、保有資産のコストに対する利回りではほぼすべての資産が驚くべきパフォーマンスを示している。不動産価格も賃料も大幅に上がっているからだ。ほとんどの者が二桁のリターンを得ているときに、なぜ自分が売る必要があるだろうか。売って得たカネで何をしろと言うのか』という思考パターンになっている」と解説する。

図表1-2 オフィス取引の分析 (2016年上半期)



図表1-3 アジア太平洋地域の取引高（取引タイプ別）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

大型取引の増加と投資対象不動産の不足が組み合わさり、取得にあまりカネをかけたくない投資家にとっては厄介な状況となっている。あるプライベートエクイティ投資家が述べたように「とにかく、何もかもが本当に高い。だから利回りを求めるならカントリーリスクや政治リスク、経済リスクを上げざるを得ない。すると『グロスで5%か4%の利回りしか得られないのに、なぜわざわざ中国やフィリピンで取引を行わねばならないのか』という発想になる。賃料が高額になっても経済成長が減速すればネットで2%か3%というところだろう。ならば、そんなに高い買い物をするのは論理的にも感覚的にも受け入れ難い」。その結果、不動産業界の期待利益が影響を受けており、ULIの調査では2013年以降の最低水準に落ち込むと予測されているのは驚くには当たらないだろう。

不動産への配分が増大

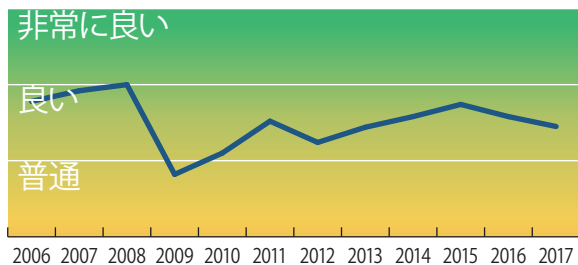
最近になって取得のペースが比較的鈍ってきたのに比べ、アジアの不動産を目指した資金の流れは拡大が止まらない。どれほどのニューマネーがアジアの不動産資産に向かっているのか正確に測定する方法はないものの、インタビュー回答者は、不動産への配分が増大を続けており、特にソブリン・ウェルス・ファンドや機関投資家が配分を増やしているという点で一致している。

ある投資家によると「総じて、これまで不動産への配分は平均して一桁台の後半であり、欧米の保険会社で約8%から10%だった。だがこれを10%から15%に引き上げるという話があちこちで聞かれる。これは大変な数字だ。名目値で言えば、ポートフォリオ内の不動産比率を倍増させることを意味する」という。現在、アジアの機関投資家による不動産への配分は遥かに低いかほとんどないため、アジアの不動産市場に投入される資金の圧力は益々高まっている。あるコンサルタントが述べたように「他の投資対象地域に比べアジアでは不動産への関心が高まっており、投資の第一候補となっているのではない。我々が顧客としているファンドはいずれも不動産への配分を高めており、そのため既に豊富な流動性が存在する市場に一層の圧力を加えている」。

適切な不動産が不足していることから、こうしたニューマネーの大半が様子見のまま積み上がりつつある一方、さらなる資金が流入を窺っている。ある大手ファンドグループのマネジャーは「資金はますます積み上がっていくと思う。不動産への配分拡大こそが明白なトレンドだからだ」と述べた。

不動産への配分が増加した明らかな理由の一つは、特にアジアの機関投資家の投資可能資金が大幅に増大したことだ。

図表1-4 不動産会社の収益性の推移

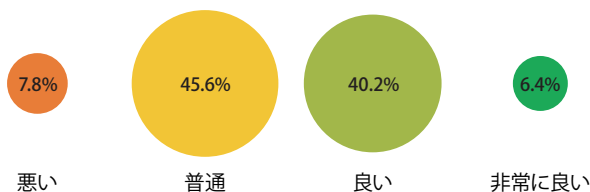


2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017

出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

図表1-5 2017年の企業の収益性予測

2017年の収益性見通し (回答者の比率)



出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

また分散も大きな要因であり、従来は不動産にほとんど投資してこなかったアジアの機関投資家や、長らく新興市場への配分を抑えてきた外国ファンドのいずれもが分散投資を進めている。

とはいえおそらく最も重要な要因は、投資家とデベロッパーが米国の金利について大幅な上昇の可能性は低いとの見方に転じる中で、市場に長期的な変化が起きているとの認識が広まったことだろう。あるファンドマネジャーは「多くの米国企業は多額の借入金を抱えそのリファイナンスを行っているが、売上高は伸びていないため、金利が上昇すれば大きな問題が生じる。金利の上昇というすぐに住宅市場が取沙汰されるが、懸念すべきはそこではない。結局、米国経済を牽引しているのは時価総額の大きい上位10社なのだから」と指摘している。

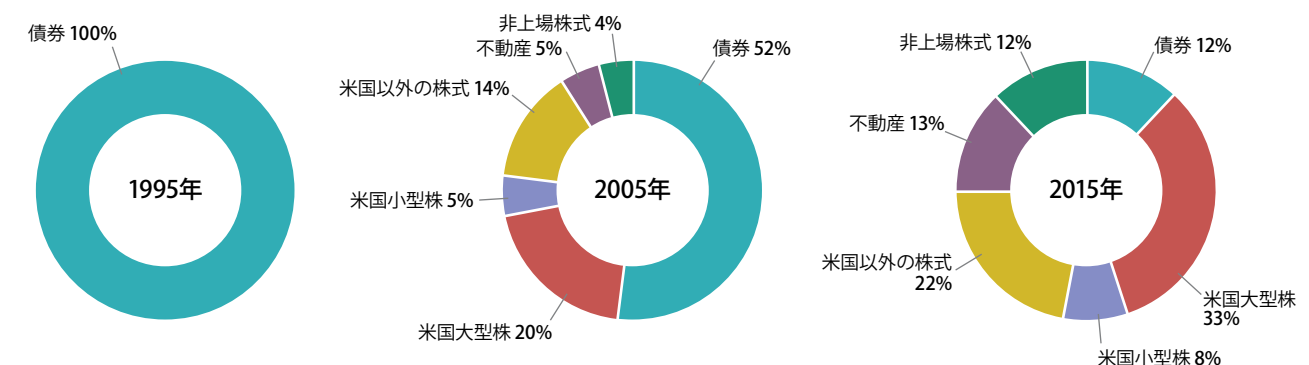
米国のベースレートが低水準に留まっている限り、世界中で国債の利回りが不動産を下回り続けるだろう。これは特に日本に当てはまる。日本では機関投資家の膨大な資金がようやく国債から他の資産クラスに向かい始めたところだ。あるファンドマネジャーは「これは金利の『長期停滞論』を証明するものだ。つまり利回りと金利が低下し、それが相当の期間にわたって続くということだが、全体的にこれが現在の基準であり、リスクはアップサイドではなくダウンサイドにあると思う」と述べた。

低金利が続くとのシナリオは、不動産全般、そして特に成熟市場のコア資産に対する需要の増加に直接繋がる。別のファンドマネジャーが述べたように「これは防衛的な動きだ。金利が長期にわたって低水準に留まるという見方に基本的に同意し、債券の代替として不動産に投資する。多分、リターンは以前のベンチマークに達しないが、正直のところ誰も以前のベンチマークなど気にしない。手元にキャッシュがあり、実質利回りがマイナスになることはないのだから不動産に投資するというわけだ」。

だが市場を歪めているのも事実

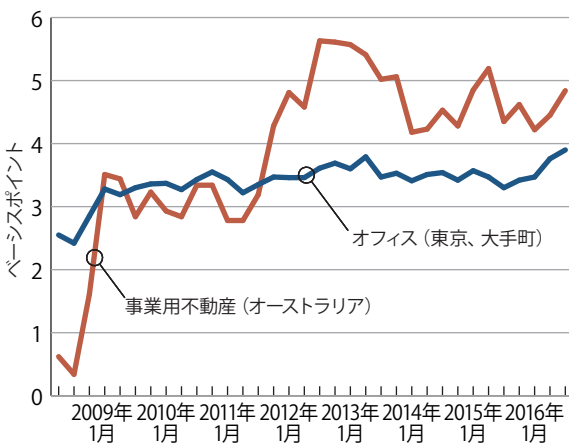
しかしながら、こうした膨大な新規資金の到来は問題も引き起こす。一つには、リスク調整後ベースでキャップレートを（特に、欧米のより安全と目される市場でのキャップレートと比較して）驚くほどの低水準に押し下げるということだ。トータルリターンで見るとベンチマークはもっと高いとはいえ、中国、（中国本土の資金が活発な）香港、及び（サイクルの下降期にある）シンガポールで大幅に低下している。あるファンドマネジャーによると「明確な答えはないものの、欧米と比較してアジアのリスク・リターンを多くの者が疑問視し始めていると思う。これは感覚的な問題だ。中国がアジアの成長エンジンだった時にはリスク調整後ベースで満足できただろうが、今では疑問の余地があり、かつての輝きがいささか失われている（多分、それは当然な流れなのだろう）。『アップサイドがそれほど良いとは思えない』というのが基本的なトーンであり、それは正しいと思う。私の場合もダウンサイドは以前と比べ改善していない」。

図表1-6 7.5%のリターンを達成したポートフォリオ構成の変化 (1995年ー2015年)



出所: カラン・アソシエイツ

図表1-7 東京とオーストラリアにおけるイールドスプレッドの拡大



出所：CBREリサーチ、リアル・キャピタル・アナリティクス

キャップレートの低下を正当化するものとして、不動産価格の基準は不動産利回り（現状、マイナスではなくても超低水準にある）国債利回りとのスプレッドを参考にして設定することができる、との説明がよく使われるが、この理屈は現在の環境では崩れ始めている。債券投資家がゼロ金利またはマイナス金利の状況で債券を保有することは不利益のみならず極めて危険だと計算すれば、債券利回りが急上昇する可能性があるが、上記の理屈ではこのリスクを説明できないからだ。

例えばあるファンドマネジャーは「中国を例外として、多くの市場では国債利回りとの相対的スプレッドは非常に魅力的に映るが、国債利回りは人為的に抑えられておりスプレッドの基準となる正しい「リスクフリー」レートを反映していない、という見方もできる。10年物国債を30ベースポイント（bps）の利回りで始め、それが2%という超高水準に急上昇したとする。これと過去の実績から見れば信じられないほど低いものだが、その場合、この利回り上昇による資本価値の変動は非常に大きい。この国債は膨大な価値を失い、しかも保有し続けても30bpsの利回りしか得られない。もしこうした事態になれば、3.5%から4%（そして日本では3%というケースもある）という不動産キャップレートは極めて低いと思えるだろう」と語る。

これは、国債とのイールドスプレッドが開き続けているとはいえ、投資家がキャップレートのさらなる低下に嫌気がさしている理由かもしれない。だが理由は他にもある。アジアの主要市場では賃料インセンティブが広く行き渡っているが、それによって賃料の正しい価値について誤った印象が生み出されていることだ。これは特にオーストラリアに当てはまる。同国では、シドニーのあるファンドマネジャーの言葉を借りれば「オフィス市場では27%から30%のインセンティブが提供されているのが実情であり、これを織り込んで、借入コストと合わせると、ベースレートに対する実際のスプレッドはおそらく1%程度に過ぎないだろう」。オーストラリア以外で、大幅な（とはいえオーストラリア程ではないが）インセンティブが行われている主要市場としては東京とソウルなどが挙げられる。

不動産への配分が高まることによって生じるさらなる問題は、ソブリン・ウェルス・ファンドとアジアの機関投資家がハードルレートと資金コストの全般的な低下によって勢いを増し、そのためプライベートエクイティファンドが完全に押し出されているという点だ。あるプライベートエクイティのマネジャーは「もう我々が入り込む余地はないと思う」と嘆く。「国際的な投資ファンドの状況はソブリン・ウェルス・ファンドや国内機関投資家と大きく異なっている。我々のような者にとっては極めて厳しい投資環境だ。価格が高騰しているため、バリュアード投資であれオポチュニスティック投資であれコア投資であれ、参入時の価格から言って、投資家が望む目標リターンを保証することは非常に難しい。簡単に利益を得られる案件は皆無で、『では中国でオフィスを買おう』と即決できるような機会は見られない。同時に、他のタイプの収益不動産を買おうと思っても目が飛び出るほど高く、しかも今は賃料の上昇サイクルに入っている」。

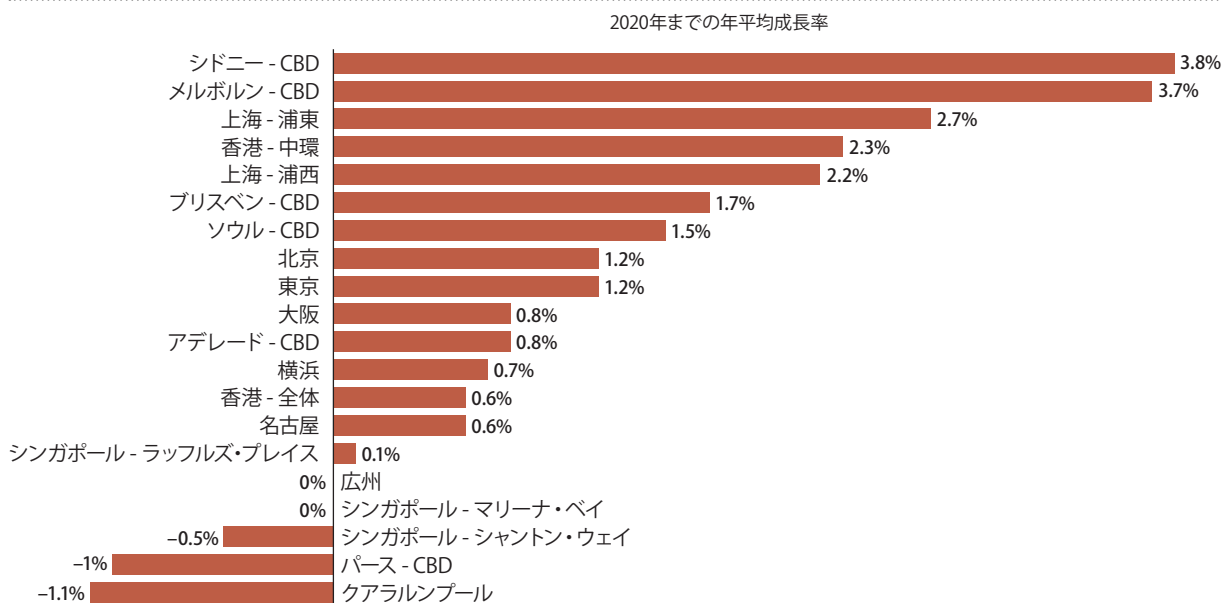
キャップレートのさらなる低下はあるか？

2015年には、アジアのキャップレートがさらに低下するとの予想と共に、賃料も上昇すると予想されていた。1年後、賃料は多かれ少なかれ実際に上昇したが、事業用不動産部門の賃料が短期的にさらに大幅に上昇するという見通しは薄れている。インタビュー回答者は、「多少の余地はあるが上昇ペースは鈍っている」（日本）、「多少は上昇するが、特定の資産に限られ、しかもインフレ率と大して変わらない」（中国）、「本物の勢いはない」（香港）、「賃料は大幅に低下しており、今後も低下が続くと思う」（シンガポール）など、賃料の上方調整がもしあるにしても、緩やかなものに留まるとの見方を示した。ただしシドニーはこのパターンから外れており、主として物件の供給不足により、賃料は「今後数年間にわたって二桁の伸びを示す」と予想されている。

現在、アジアのキャップレートはあらゆる場所で従来の基準を下回っており、またマイナス金利となるような状況では上述のイールドスプレッド説が当てはまらないとの認識も出てきたことから、キャップレートのさらなる低下を合理的に説明するのは難しくなっている。キャップレートが過去何年にも渡って低下し、しかも投資家の期待に反して低下することが多かったからといって、もはや上昇はありえないということにはならない。実のところ、今年のインタビュー回答者の大半は、キャップレートが上昇する可能性があると感じているようだった（ただし一部の回答者はそれを認めるのに躊躇していた）。

キャップレートはどこまで下がる可能性があるだろうか。それはまだ判断がつかない。日本のあるファンドマネジャーは「オフィスビルのキャップレートが3.2%でも納得している人が多い。コア投資家であれば経済が成長しなくてもそれで大丈夫だし、ダウンサイドリスクがなければ、安定性を求めて保有を続けるだろう。彼らがヘッジのコストや金利などをどう計算するか分からないが、マクロ的には今後5年間に日本の金利が大幅に上昇することはないと言っていいと思う」と語る。またこのファンドマネジャーは、東京・銀座の超高級商業施設のキャップレートが2017年に2%を切る可能性もあると示唆している。確かに、東京のインタビュー回答者の中には、オフィスビルのキャップレートが3%を下回ると見ている者が何人もいた。

図表1-8 オフィス部門の賃料上昇予測（2016年秋～2020年秋）

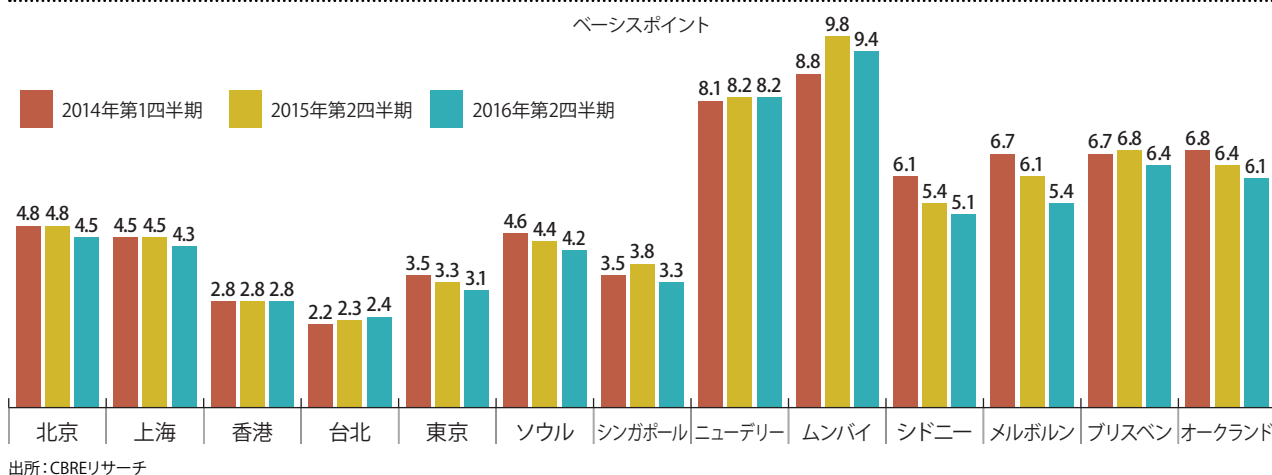


出所：ドイチェ・アセット・マネジメント（2016年8月）

アジアの機関投資家の資金は膨大であり、またアジアの投資家の大半が安価な資金を活用できる上に、ターゲットとする利回りが（おそらく）低いことから、キャップレートはさらに低下するように思われる。外国人投資家層にとっては低い目標利回りを受け入れるのは難しいかもしれないが、この点についても認識が変わり始めている。ある機関投資家向けファンドマネジャーによると「現在、欧州と米国の機関投資家の中には、もちろん全部ではなく一部だが、アジアでコアリターンを狙った取得や投資に積極的になっている。これは必ずしも現在の収益を求めた投資ではなく、将来の成長を期待してのものだ」という。

別の投資家は「投資家がキャッシュポジションを保とうと決断しない限り、キャップレートは早晩、特にコア資産で低下すると思う。だが米国の投資家から見聞きする話はいずれも、外国投資がコアとノンコアの双方に明らかにシフトしており、それは分散投資として捉えられているということだ。多分、彼らは期待利回りを少し下げているのではないかな。必ずしもそれを公言してはいないが」。

図表1-9 プライムオフィスのキャップレート（2014年～2016年）



コア資産の不足

機関投資家の資金が大量に出回っており、また非常に多くの投資家がディフェンシブな姿勢を取っているため、コア資産への欲求は衰えるところを知らない。その結果、アジア太平洋地域の2大コア市場である東京とシドニーでの需要が高まっており、この状況がすぐには変わることはなさそうだ。シドニーのあるファンドマネジャーによれば「リスクオフの環境で流動性も豊富という状況では、こうした需要が反転するとは想像しにくい」という。

だが旺盛な需要に対し、コア資産の供給はかつてないほど少なくなっている。あるアナリストは「流動性は豊富だが、取引可能な資産はほとんどない状況だ。さらに、価格と物件の質のミスマッチという問題もある。プライムオフィスを買おうとしても手が届くのはBクラスビルしかない」と指摘する。

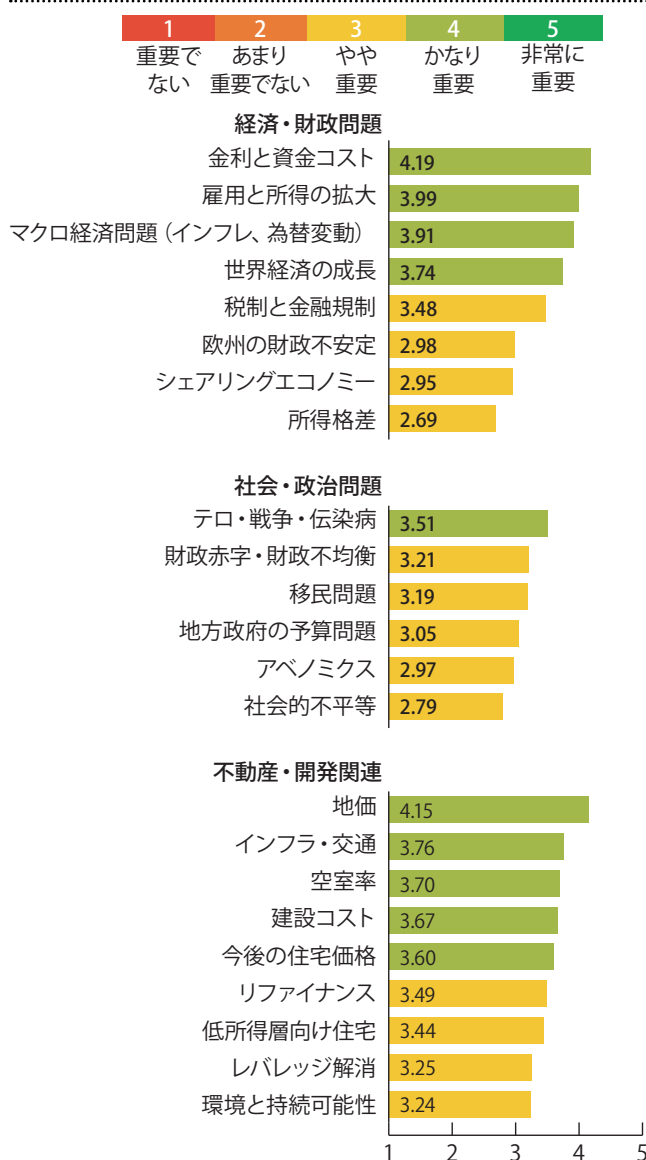
これは、アジアの地主が最良のビルを自分用に保持するという一般的な傾向を反映している面もある。ある投資家が述べたように「優良資産は所有者ががっちり握って放さないため、市場がまったく歪んでいる。そのためコア資産が双方向に流動することはほとんどないだろう。アジアの不動産所有者はポートフォリオ・リバランスを行わず、単に長期保有しているだけだからだ」。

だが最近見られる別の理由は、金利が低下を続けているため、基本的には取引を望んでいる所有者にとってすら、取引を行うインセンティブがなくなっているということだ。そのため彼らは借入金のリファイナンスを行って不動産を保有し続けている。インタビュー回答者の何人かは、これこそが2016年上半期にアジアの取引が全般的に軟調だったことの主な原因だと示唆した。例えばあるインタビュー回答者は「金利コストを下げればさらに利益を上げられるという考え方が広まっており、また、資産を売却してもそのカネをどうやって再投資すればよいかわからないとの思いもある。加えて、アジアの不動産市場にはまだ資産価格の上昇余地があるとも思われている」と指摘している。コア資産にアクセスする上でこうした問題があるため、ULIによる今回の投資見通しランキングで東京とシドニーが順位を大きく落としている（Chapter 3 参照）。

コア資産の供給がこれほどタイトな結果、投資家は再び香港とシンガポールの資産に目を向けている。以前には価格が高すぎて投資対象から外されていたものだ。RCAによると、2016年上半期における香港の事業用不動産の取引高は17%ほど増加した。中国本土の企業が取得の中心となっており、純粋な投資というよりトロフィー物件を狙ったものが多い。一部の外国人投資家も改めて香港の資産への関心を示している。だが、大型の個別物件が浮上するのを手ぐすね引いて待っている中国本土の投資家がさらに増えていくと噂され、競争は激化するだろう。

これまで停滞していたシンガポールのコア資産市場も再び関心を集めているが、価格の低下ペースが遅く、真剣に取得を考えている投資家を呼び込むには至っていない。現在、シンガポールはアジアの主要市場で下降サイクルにある唯一の国であるため、各ファンドは投資の妥当性を検討中だが、妥当性が見

図表1-10 不動産に対する諸要因の重要性（2017年）



出所：Emerging Trend in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

当たらないのが大半だ。あるファンドマネジャーによると「誰もが投資の妥当性を求め取引を行いたがっているが、正直のところ私もまだ適切な案件を見つけられないでいる。供給は豊富なのだが」。とはいえ、他のほとんどの市場が供給不足の状態にあるため、早い段階で取得を行う者も現れるだろう。別のファンドマネジャーは「一歩引いてアジア各国を眺めた場合、長期的に高いポテンシャルを持つ唯一の国がシンガポールだと思う。シンガポールの優良資産を妥当な価格で取得できれば、それは私の実績の中でもトップクラスの物件になると思う」と語る。中国の投資家がシンガポールに目を付けていると噂されており、彼らは価格に対して比較的神経質ではないため、早い段階で取得を行うかもしれない。

中国：重要テーマ

投資の観点から言うと中国は依然として謎めいた市場であり、様々な逆流が泥を巻き上げ、外から眺める外国人投資家の視界を塞いでいる。

例によって、中国市場の特異性と潜在的な非効率性に対処することに経験を積んだ者であれば依然として（時には並外れて大きな）利益を手にすることができる。だが、不動産アービトラージ（裁定取引）の機会は見つけにくくなっていると言えるだろう。また、多くの外国資本が依然として中国への投資に関心を持っているものの、かつてほど絶対的なものではなくなっている。あるベテランの中国ウォッチャーの言葉を借りれば「過去1年から1年半の間に『中国は想定以上に難しい』という声が増えたのは確かだ。事業用不動産に関して、かつてのように甘い話はもうないと思う」。

これには様々な理由がある。第一に経済的背景の悪化だ。中国のGDP成長率は6.7%と、先進国に比べれば依然として非常に高い水準にあるが、その勢いはマクロリスク（特に企業の負債水準）の増大と共に弱まっている。第二に、個人と民間企業及び国内機関投資家からの巨額の資金が不動産資産を求めており、価格水準が歪められていることだ（中国の機関投資家はキャッシュが溢れているが、これまで不動産への配分は低水準に留まってきた）。

その結果、一番手都市では住宅価格が目くらむほどの高さに急騰し、土地価格も天井知らずで、事業用不動産の価格も上昇を続けている。あるファンドマネジャーは「資金をオフショアに投じることができず、また銀行も株式市

場も魅力がないとなれば、不動産に投資するしかない。これは世界のどの市場とも同じことだが、理由が違っている。それで外国人投資家は中国国内で価格の罫にかかってしまう。そうすると、可能な限り最良の物件を買おうとするが、そのために追加資金を投じてでも焼け石に水となるだけだ」とコメントした。

現在の中国市場がタイトだからといって国内投資家はほとんど躊躇していない。不動産価格がさらに上昇すると信じているため、公表データに記載されているものよりさらに低い利回りでも受け入れる。だが外国人投資家への影響には微妙な差がある。確かに、多くの外国資本が価格の高騰を嫌っており、そうした声はさらに増加しているとみられる。特に、ただでさえ入手可能な物件が少ない上にディールストラクチャリングの問題があり、それによって税金が上がりキャッシュフローの本国送金の問題が生じる可能性があるためなおさらだ。

だが同時に、外国人投資家のかなりの部分が中国について好意的な見方を維持している。ある投資家が述べたように「中国の評判が悪くなりつつあり、それについて全般的に神経質になっているが、それでも中国に進出している投資家は相応に満足していると思う」。

コア投資の面では、不動産価格の高騰にもかかわらず、過去2年間にわたり上海で外国人による投資が復活してきている。その理由として、アジアへの配分が低い多くの欧米機関投資家が上海を分散投資の対象として考えるよう

新たなコア資産

こうした物件不足の市場でコア投資家が資産を取得する方法の一つは、「コア投資」の意味を再定義することだ。あるインタビュー回答者は「コア投資家はもっと資金を投入したがっているが、適当な場所がないことが多いためフラストレーションを感じていると思う。そのためリスクプロファイルが変わりつつあり、数年前ならばオポチュニスティックすぎると敬遠していた市場や、リスクプロファイルが大きな不動産へ向かっている」と指摘している。

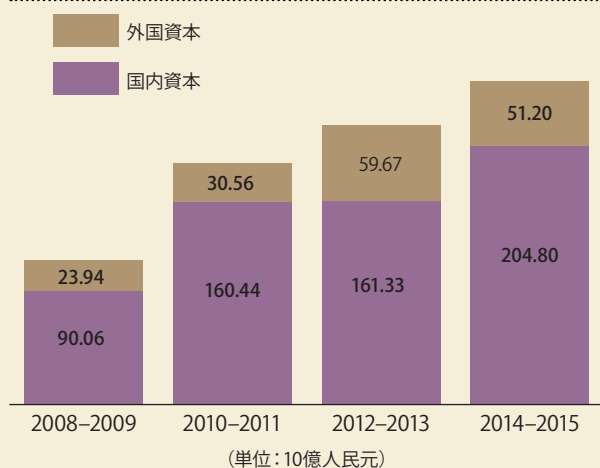
これは、人によって捉え方が異なるかもしれないが、「新たなコア」に伴うリスクが明らかにノンコアのレベルであることが多いため、全体的な議論を呼ぶ考え方だ。コア戦略を採るファンドマネジャーの一人は「この方向には行かない方がよいと思う。利回りを求めてさらにリスクを取ろうとするのであれば、オープンエンド型のコア投資はやるべきではない。幸いうまくいった場合、オープンエンド型のコア投資を始める者が増えるだろう。利回りにばかり目が行きリスクを考えないからだ。だが失敗してコア戦略には不適切な水準のリスクを負ってしまえば身動きが取れなくなる。その場合、再び信頼を取り戻してカネを集め

られるようになるのは次のサイクルかさらにその先のことだろう」と語った。

同時に、保守的なマネジャーですらルールを曲げたいくなるような状況も存在する。アジアでは、これは一般的にレバレッジを効かせたリターンが13%～15%のビルド・トゥ・コア案件に最も当てはまる。コア案件の開発に関与している、あるオポチュニスティック系のファンドマネジャーは、提携先の候補である機関投資家の間でこの一年間に「根本的な変化」が見られるという。それは、彼らが「オポチュニスティック投資で得られるリターンに見合ったリスクと同等のリスクを積極的に取ろうとしている」という点だ。

そのため、現在多くのコア投資家がこの戦略に目を向けており、特に「実にすぐれた成果を投資家にもたらしている」オーストラリアの案件に注目している。あるファンドマネジャーは「コア資産に投資する保険会社やソブリン・ウェルス・ファンドが顧客で、彼らがそうした資産を確保するために今リスクを取るのを厭わず、また長期の借入金を活用しているためすぐに売却する意思がないとしたら、ファンドマネジャーとしては開発リスクやリーシングリスクを取って、優れたデベロッパーによ

図表1-11 中国の事業用不動産取引高



出所: ジョーンズ ラング ラサール

になったことや、中国の保険会社など大規模な国内プレーヤーの登場により上海が（特に開発リスクを取ろうとする者にとって）「真の機関投資家向け市場」に変身を遂げたことなどが挙げられる。

一方、中国市場の断片化が進み対応が難しくなっていることから、オポチュニスティック投資家の状況は近年に激変している。オポチュニスティック系のあるファンドマネジャーによると「過去 10 年間、簡単に利益を得る方法は住

宅関連のジョイントベンチャーを組むことだった。だがここ数年それが振るわなくなり、もうそこで甘い汁は吸えなくなったと思う。利幅が小さすぎ、また土地の売買価格も現在の平均売価の何倍にもなっており、この先かつてのような拡大は見られないだろう」。

より小さな三番手及び四番手都市は最近まで高いリターンを提供し、構造的にも過小供給となっていた。現在、こうした都市は大幅な（公平に言えば改善しつつある）過剰供給問題に苦しんでおり、一般的に洗練度が低くニッチ戦略を進められる領域がない。同時に、大都市（即ち一番手都市）では不動産価格の高騰によりオポチュニスティックなリターンを得ることができない。このため多くのオポチュニスティックファンドが取引を求めて二番手都市に向かっている。

とはいえ中国は大市場であり、真のオポチュニスティックなリターンの可能性という点ではおそらくアジアの市場の中でもユニークな存在だろう。デベロッパーの統合、プロジェクトの企画と資産運用における全体的な経験不足、そして不動産価格、経済及び入手可能資金におけるボラティリティが現在の課題となっており、これらがすべて、市場にギャップを生じさせる要因となっているが、こうしたギャップは経験豊富なマネジャーであれば活用が可能だ。これらの課題がすぐに解決される見込みはない。実際、あるファンドマネジャーによればボラティリティはさらに増大に向かう可能性があるという。このファンドマネジャーは、今後のサイクルが過去の 5 年という基準から短くなり、よりローカル性が強まると予測している。

る好立地の案件を取得すべきだろうか。これならコア型の戦略と言うこともできるだろう。では、特定のエンドユーザー向けのビルド・トゥ・スート型開発であれば、それほどリスクを負うべきだろうか。それはコア投資でのリスクではないことは明らかだ。だが竣工時の売却を想定しており、しかも保険会社やソブリン・ウェルス・ファンドあるいは年金基金が買いたがっている場合、それはコア資産にアクセスするうまい方法だろうか。多分、苦労してデベロッパーから買うよりも良いだろう」と述べた。

ある投資家は、ビルド・トゥ・コア戦略に特に適した市場として韓国を挙げた。一般的に、韓国の建設会社はプロジェクトの成功を保証するからだ。その結果、新規ストックは区分所有として売却するのが一般化している。それによって建設会社は守られるが、一棟全体を取得可能な建物が慢性的に不足することになった。そのためビルド・トゥ・コアをベースに投資を希望する投資家は、竣工時の段階で既に機関投資家が取得を狙っているようなコア資産を手にすることができそうだ。

このほか、コア投資家は新たな投資地域あるいは新たな資産クラスに向かっており、それによってリスクも大きくなっているが、経済的に進んだ市場を志向して少しでもリスクを下げようとしている。こうした市場の一つが上海であることは明らかだ。あるアナリストによると、現在上海は外国人投資家にとって「完全にコア市場」となっている。アジアにおける一番手の都市で、短期的なサイクルへのエクスポージャーが少ないと目されているからだ。数年前、上海の利回りが 4% だった頃には、外国人投資家はリスク調整後の数字としてあまりにも低すぎると見なしていたが、当時と比べると隔世の感がある。ジョーンズ ラング ラサールによると、2014 年初頭以降、上海のプライムオフィスの取引の 35%（1 億米ドル以上の物件では 65%）が外国人投資家によるものだったという。

コア投資家が利回りを上げる手段としてレバレッジの活用も挙げられる。東京ではレバレッジを効かせたコア投資がオプションとなっている。1% 未満の金利で銀行融資が得られるため安心感が増し、高レバレッジの取引を行っても短期的な下落を乗り切れるからだ。

日本：重要テーマ

日本経済には安心できる要素がほとんどないものの、大半の投資家は引き続き日本を不動産投資の対象として積極的に捉えている。東京の事業用不動産の裾の広さと流動性は、アジア最大のコア市場として傑出しているが、実際には J-REIT（不動産投資信託）や他の国内プレーヤーが入札で外国人投資家を上回る金額を示すことが多く、ほとんどのコア資産を取得している状況だ。そのため外国ファンドは他の戦略を採用する傾向があり、幸いにも多種多様の戦略が可能となっている。あるファンドマネジャーが述べたように「日本では外国人による投資が減速する気配はない。実際、外国人投資家は目をみはるような巨額の投資を行っており、非常に強力だ」。

現在の日本市場の魅力は、不動産資産と資金コストのイールドスプレッドの大きさにある。これは一つには、日本銀行が継続して行っている国債買入れによるもので、これまで国内の銀行が保有していた国債や公開市場で取引されていた国債の大半を日銀が吸収しつつある。そのため銀行には「馬鹿げたほど低い」金利で不動産向け融資を行うほかには、代替投資の手段がほとんど残されていない。

現在、固定金利で 7 年～10 年のローンを容易に借りられるため、投資家は非常に低いコストで高いレバレッジを効かせた取引を構築することが可能だ。60～70% 前後のレバレッジを選ぶ投資家が大半だが、銀行はこれを 90%

にまで高めようと積極的に動いている。世界金融危機の前にも同様の状況となり悲惨な結果を招いたことから、慎重な姿勢の投資家も多いが、この戦略は基本的に、ある外国のオポチュニスティックファンドのマネジャーが述べたように「日本で利回りが 4.5% の物件を取得し、その資金を保守的に見て 1% の金利で借りた場合、何もなくてもキャッシュ・オン・キャッシュで 7% のリターンを得られる」ことを意味する。

現在、この戦略を行う上で住宅部門が選ばれている。稼働率が高水準にあり賃料も安定しているため「ちょうど債券のような」インカムストリームが得られるからだ。取得競争が激しいため住宅のキャップレートは 4% 以下に低下しているものの、借入コストがさらに低いことから、レバレッジを効かせた利回りは一定の水準を保っている。賃料が緩やかに上昇する可能性があることもこの戦略の明らかな魅力だが、最近、この分野に投資家が押し寄せており物件のソーシングが以前より厳しくなっている。

東京では、投資家は常にオフィスビルを嗜好してきたが、円高が輸出に与える影響について企業が静観の構えを取る中で、今後の過剰供給と軟調なアブソープションを不安視し、このところ敬遠してきている。現時点での予測では、今後空室率が上昇する可能性があり、また数年にわたって二桁の伸びを見せてきた賃料が横ばいもしくは低下に転

プラットフォーム取引とランドバンキング

ビルド・トゥ・コア戦略の魅力の高まりには、それによってアジア太平洋地域の一番手都市の地価が押し上げられているという側面もある。あるファンドマネジャーは「現在行われている土地取引の入札金額を見れば、人々が何を考えているか分かる。誰もが地価を競り上げたいのだ。地価がますます競り上がり、開発利回りが低下している」と指摘する。

その結果、既に人気の高まっているプラットフォーム取引に拍車がかかっている。プラットフォーム取引により、投資家はターゲットとする企業が保有する土地にアクセス可能になるためだ。さもなければそうした土地は入手できないか、できても高い値段で掴まされることになる。例えば上海では最近、外国の年金基金が地元の著名なデベロッパーに出資し、その開発パイプラインにアクセスしようとしている。

外国人投資家がこうした取引を進めるに当たって、自ら直接行うのではなく現地パートナーを使うのが一般的だ。取引が M&A 型の取得の場合もあるが、オポチュニスティック投資家は総じてプロジェクトレベルの取得に関心を持っている。そうしたファンドマネジャーの一人は「以前にも、中国の現地パー

トナーと相談して古いオフィスビルのリニューアルや失敗した住宅プロジェクトの買取りを行うということも考えられたが、そうはして来なかった。政府から直に土地を購入する方が簡単だったからだ。だが今では地価が高騰しているため、そうしたパートナーも以前よりクリエイティブにならざるを得ず、また銀行でさえも彼らに融資を行い、優良資産や不良資産の取得を後押ししている。まだそれほど多くはないが、パートナーの中には優れたパイプラインと持っているものがあり、我々も『この案件は良さそうだ。紹介してくれば検討する』と言える。これは土地を安く手にする方法の一つだ」と語った。

インドも、当局が銀行に財務体質の改善を求めている中で、財務破綻したデベロッパーから良質の土地を取得する「大きな機会」がある市場だ。ある機関投資家向けのファンドマネジャーによると「デベロッパーがリファイナンスできず、銀行もこれ以上財務を悪化させたくないため、以前には売りに出されなかった非常に優良な不動産を手にする機会が生まれている」という。

じると見られている。その結果、多くのインタビュー回答者がオフィスビルの取得に消極的な姿勢を示した。あるインタビュー回答者は「適切なエントリー価格で取得できる限り、私は日本のオフィスビルを常に好ましく思っているが、現在のエントリー価格は魅力のないものだ」と述べた。

商業施設もここ数年好調に推移している部門だが、円安によって中国人を中心とする外国人観光客が日本で多額の買い物をしてきたこともその大きな一因である。ただし再び円高傾向となり、観光客の消費も減少してきている。その結果、商業施設部門の魅力のかなりの部分が失われた。

2016 年上半期の東京の取引高は全部門にわたり驚くほど低調だった。これは J-REIT が投資口価格の上昇により継続的な取得が困難になったことや、資産を売却すると目されていた不動産所有者の多くが、金利の下落を受けて、売却せずに保持し借入金のリファイナンスを行うことを選択したことなどによる。キャップレートは低下を続けており、J-REIT は 3% で取得している可能性もあるが、都心の優良物件の大半は 3.5% 前後の取引キャップレートとなっている。

今後は、日本の機関投資家が従来の債券主体のポートフォリオから分散化を図り、資金の再配分を考えているため、不動産市場に参入する国内資金が増加すると予想される。それにより不動産価格に圧力が加わり、キャップレートを押下げる可能性があるが、この点についてはインタビュー回答

者の間で意見が分かれた。とはいえ、現在のイールドスプレッドが大きいため、これはありそうなシナリオと考えられる。

金利については、予見できる将来において大幅に上昇する見込みはない。だがインタビュー回答者の中には、日本のメガバンクが部門別配分の「しきい値に達した」と判断して不動産への融資を削減する可能性を示唆する者もいた。とはいえ、大手銀行はより選別的になっていくかもしれないものの、現在の日本経済における高水準の流動性を考えると、融資が受けられなくなると想像するのは難しい。

東京では不動産価格の上昇が続いているため、多くの投資家が日本の二番手都市への投資を選択しており、その取引キャップレートは 4 ~ 4.5% となっている。近年、大阪が人気を集めてきたが、この先オフィスビルの過剰供給が見込まれている。インタビュー回答者は福岡と名古屋にも好意的な評価を与えた。ある投資家は「こうした都市圏は気に入っている。東京よりも高いペースで賃料が上昇する可能性があるからだ。これには元々のベースが低いということもあるだろう。賃料の下落が東京より大きかったから、改善の余地も大きいというわけだ」と語った。とはいえ、二番手都市は従来からリスクの大きい投資対象と見られている。「こうした地方都市の市場は底が非常に浅く、景気サイクルも相当早い。そのため過剰供給のリスクがあるとともに、市場の軟化が実に速く進む」。

資産クラス全体にわたって分散

分散というテーマはコア戦略に限った話ではなく、投資家が利回りを求めて手を広げるにつれ、より一般的な課題となっている。第一に、投資家は取引を見出すためにさらに大胆にならざるを得ず、不動産の権利を有する銀行や企業との以前からの関係を活用することも多い。あるファンドマネジャーが述べたように「我々は資金全体の 80% が取引全体の 20% を追求していると考えており、このプリズムを通して見ると、あまりに多くの資金があまりに少ない取引に群がっていることが分かる。だが反面、市場には資金の 80% が見過ごしている、あるいは実行できていない 80% の機会があると考えられることもできる。その場合、他の 80% の投資家と市場で競合することなく、極めて良好なリターンを生み出す非常に優良な不動産を取得できる可能性がまだあるのだ」。

また分散は、これまで注目されてこなかった資産クラスを開拓することでもある。あるオポチュニスティック系のファンドマネジャーは「総じて、今はあまり多くの取引が行われておらず、また誰もが変わった部門に目を向けていると感じる。市場で無視されていたり見落とされてきたような案件だ。そのためミーティングを行うと二回に一回は学生寮や社宅とかミレニアル世

代向け住宅などの話が出る。誰もがこうしたものを考えている」と指摘する。

最近まで、投資家は時間をかけてニッチ部門を探ってきたものの、実際に取得することはほとんどなかった。これはそうした部門が投資家のコアコンピタンスの範囲外にある不透明な事業であることが多いからだ。ある投資家が述べたように「個人的見解としては、こうしたニッチ戦略は投資に倦んできた兆候であり、やりたいことを正当化するための理由に過ぎない。我々なら、ニッチ部門に投資が必要となれば学生向け住宅までなら手を出すかもしれないが、病院やデータセンター、あるいは高齢者向け住宅には投資しない。それらはまるで専門外で、我々は何も知らないからだ」。

にもかかわらずインタビュー回答者は総じて、今ではニッチ戦略は投資の価値があり、以前よりニッチの取引が増えつつあると見ていた。あるファンドマネジャーの言葉を借りれば「9 カ月前なら、ニッチ戦略を採用しているかと聞かれれば『いや、まったくくない』と答えただろう。以前にはもっとテーマに従って投資していた。都市化、中間層、住宅部門への注力といったテーマだ。だが、今の中国でテーマを追求するのは非常に難しい。もっとオポチュニスティックになる必要があるというのはいささか

言い訳のように聞こえるが、それが現実だ。そのため我々はそうしたニッチ物件をはっきり狙っている。『非常に魅力的だ。利益が得られるか検討してみようじゃないか』というわけだ」。

インタビュー回答者はニッチ投資のオプションとして以下の資産を挙げている。

- **サブ・ロジスティクス・センター：**e コマースの急速な発展と近代的な物流倉庫の慢性的不足により、物流施設部門は引き続き多くのインタビュー回答者が嗜好する資産クラスとなっているが、大型の戦略施設の建設に伴う問題は（それらが専門家や機関投資家の領分であるということ以外に）、「誰もかれもが物流施設を狙っており、その結果価格が極めてアグレッシブに設定されている」ということだ。だが e コマースの成長により、宅配用の小口荷物を扱うサブセクターに対する需要も生まれつつある。多くの場合、そうした施設は立地条件のより都心部の B クラスビルが使われている。ある投資家が述べたように「2 時間以内に素早く配達できる施設が求められており、大型の近代的な物流倉庫に加えてサブ・センターもいくつか持つ必要がある。これこそ今大きな注目を集めているものだ」。
- **学生向け住宅：**この部門は既に世界的に単独の資産クラスとなっており、特に英国と米国を中心に機関投資家が活発に投資している。だが不動産サービス会社のサヴィルズが最近行った調査によると、これらの市場で機会が薄れ始めるとともに他市場に関心が向かいつつあり、その大半が欧州大陸となっている。アジア太平洋地域では、学生向け住宅への投資の大部分がオーストラリアで行われており、現在までに 150 億米ドルの規模に達している。アジアの他地域での機会は比較的未開拓だが、香港、シンガポールや東京など学術的評価の高い都市には明らかにポテンシャルがある。
- **データセンター：**データセンターも、最近まで投資家が目は向けるものをつけてこなかった分野である。だが、このところ投資家が実際に乗り出す事例がいくつか出始めた。一例として、ある外国ファンドによる中国のデータセンター運営事業者（大規模なビルド・トゥ・スート型インフラに特化）の支援が挙げられる。これは長期的なキャッシュフローの創出とコア市場への流動化を目的としたものだ。中国ではこうしたプロジェクトには役所との面倒な手続きがつきものだが、優先順位の高いプロジェクトと見なされているため、必要な土地の取得については比較的簡単に事が運ぶ。加えて「他の多くの市場ではデータセンターがかなり一般化しており、リターンを得るのは難しいが、中国では相当複雑で規制も多いため高いリターンが得られると思う」。現在、国外に保存されているデータの流出リスクに対する懸念から多くの政府がネットワークインフラの国有化を進めていることもあって、データセンターへの投資の魅力がさらに高まっている。また、エンドユーザーのコンピュータから膨大なデータをクラウドに移行する動きが続いており、それに伴う回線容量への配慮から、分散化も進められている。
- **高齢者向け住宅：**高齢者向け住宅も、オーストラリアを例外として、話題にはなっても実際に投資が行われてこなかった部門の一つである。これは、親の面倒は子供がみるというアジアの文化的伝統の中で、投資家が実行可能なビジネスモデルの構築に苦心してきたことを反映している。だが、基本的かつ長期的な需要があることは間違いのないため、多額の資金を投じる必要のある機関投資家にも魅力的に映るようなスケールでの投資が求められている。これには様々な形が生まれてきており、日本では最近、主として高齢者住宅に特化したヘルスケア REIT の仕組みが導入された。しかしこれまでのところその魅力は限定的だ。日本のあるファンドマネージャーによると「良い機会を探したが見つからなかった。総じて規模が小さすぎる。高齢者向け施設に特化した上場 J-REIT の投資口価格もばつしなもので、あまり魅力的ではない」という。このほか、香港、シンガポールや日本といった成熟度の高い市場で試行されているモデルとして「エイジング・イン・プレイス」（住み慣れた地域で最後まで）がある。基本的に住宅だが高齢者を考慮して再設計した施設について、一線から引退した者が終身の利用権を取得するというものだ。目標リターンは 8% から 10% の範囲とされている。だがこのモデルもまだ弾みがついていない。本人の死亡に当たって物件の復帰権がデベロッパーの手に戻ることがその主な理由だ。ある投資家は「この点でまだ微調整が必要だと思うが、それ以外ではこのモデルはアジア全体に広がる可能性があると思う」と述べている。一方中国では、高齢者向け住宅は市場にとってまったく新たな資産クラスであり、この部門への民間投資を促すために規制の枠組み作りに苦心している。文化的な問題や価格の問題がありまだ投資が進んでいないものの、豊富な資金を有する国内生命保険会社がその長期的な責務に適した資産として投資に応じる可能性があり、期待が持てる。
- **マルチファミリー：**マルチファミリー（複数世帯住宅）は、現時点では蚊帳の外に置かれているものの、注視すべき部門である。日本を例外として、マルチファミリー（賃貸住宅の一部門）はこれまでアジアでは関心を集めてこなかった。だが一部のインタビュー回答者は、米国でマルチファミリー部門がブームとなった（2006 年以降、新たに約 7 百万戸の賃貸世帯が生まれている）のを受けて、差し押さえの恐れや都心部での生活に対する継続的な需要が主な要因となり、アジアでも成長する可能性があると考えている。アジア太平洋地域の大半の市場で住宅価格が高騰していることから、多くの若年労働者にとって持ち家は叶わぬ夢となっており、賃貸住宅を選ぶしかない。そのため、こうした「囚われた層」からの需要を掴むという点でマルチファミリーは説得力がある。ある投資家は「今はマルチファミリーが注目されており、特にオーストラリアで顕著だ」と指摘する。「香港ではもう何年も投資が行われており、大手デベロッパーが賃貸用に大量のブロックを抑えている。基本的に私募 REIT 部門と似た状況だ。以前には取引対象の資産として重視されていなかったが、今では重要な資産と見なしている」。だが、現在のように住宅の利回りが低く、運営コストもかさばる可能性があり、税制の枠組みも不利で、

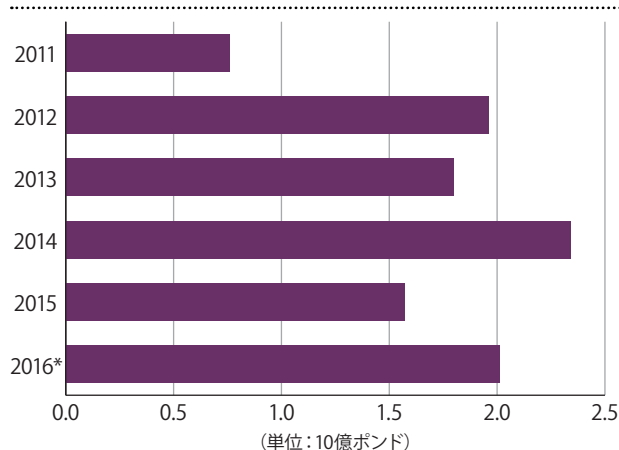
大半の市場でまとまった資産が入手できない状況では、こうした戦略が急速に広まる見込みは低いと思われる。とはいえ、オーストラリアのあるファンドマネジャーは「この取り組みのための期は熟したと言っていいだろう。ビルド・トゥ・セルの資産と同様の有利なパイプラインが見つければ、投資資金が動く。だから、デベロッパーがこの分野に参入し、それに投資資金がついてくと思う。私は今後一年間で何件か投資が行われる可能性があると考えている。多分、資金コストの安い外国ファンドがやってくるのではないかと語った。

為替投機とヘッジ

大半のファンドマネジャーは、過去の経験から、為替の上振れを想定した不動産取引を行うことに消極的だ。だが、投資の選択肢が不足している現在、少なくとも一部の投資家は、特に変動の激しい通貨や従来の範囲を超えて取引が行われている通貨について、為替変動を積極的に利用している。あるインタビュー回答者はその例として、香港の資金が日本で円建ての借入れを行ってレバレッジを効かせ、円高のアップサイドを想定した「利鞘稼ぎ」を行っている」と指摘した。

為替投機はアジアの個人富裕層による投資において行われていく可能性が高い。一般的に個人富裕層は投資に対する規律が緩いためだ。まず、ロンドンの不動産に長期的な価値を認める者は、英国のEU離脱を千載一遇の機会と捉えている。香港のあるインタビュー回答者は「アジアのオポチュニスティック投資家、特に個人富裕層とファミリーオフィスの多額の資金が、EU離脱の決定をきっかけとして英国での投資に向かっており、その大半が住宅部門を目指している。これは純粋に為替の理由からという面もある。彼らの子弟が英国に留学していて、為替によって学費がかなり安くなったとしたら、では不動産も買おうかという話になるだろう」と語った。

図表1-12 中国（本土及び香港）によるロンドン中心部不動産への投資



出所: ジョーンズ ラング ラサール

*1月~9月

図表1-13 現在の平均為替ヘッジコスト（年率）

		外国通貨					
ヘッジ通貨		豪ドル	日本円	中国元	ユーロ	英ポンド	米ドル
	豪ドル	—	2.1%	-2.4%	2.1%	0.9%	0.8%
	日本円	-2.2%	—	-4.6%	0.0%	-1.2%	-1.3%
	中国元	2.3%	4.4%	—	4.4%	3.2%	3.2%
	ユーロ	-2.2%	0.0%	-4.6%	—	-1.2%	-1.3%
	英ポンド	-1.0%	1.2%	-3.4%	1.2%	—	-0.1%
	米ドル	-0.9%	1.3%	-3.3%	1.3%	0.1%	—

出所: ドイチュ・アセット・マネジメント、ブルームバーグ（2016年3月）

また、必ずしも為替が要因というわけではないが、EU離脱の決定に触発された外国の機関投資家またはプライベートエクイティも英国で投資を行っている。ある大手ファンドグループのマネジャーによると「当社が運営するアジアのファンドの多くが既に、英国で誰が物件売却に迫られているのか時間をかけて調べており、もし英国のファンドが償却のために売却の圧力を受けているようなら、そうした資産を取得する用意がある。必ずしも割安だから買いたいというわけではなく、普段なら手に入らないような優良資産を取得する機会だと考えているためだ」という。

さらに、大半の新興市場で為替レートが大きく変動していることから、為替ヘッジの取り組みが強まっており、中でも以前には投資家がヘッジを行ってこなかった市場で目立っている。これも、多くの投資家が明確にディフェンシブなスタンスを取ってきたことの反動であり、あるファンドマネジャーの言葉を借りれば、総じて「重要な課題」となっている。それは「マーク・トゥマーケットを繰り返し行う必要が生じているためなおさらだ」。

例えば中国では、長らく人民元が切り上げの方向に動いてきたが、今後は切り下げに向かうとの見方が強まっており、今ではヘッジを行うことが当然視されている。あるインタビュー回答者は「2004年から2015年までは、ヘッジを行っている外国人投資家は笑いのものにされたが、今はすべてのオフショア投資家が『注意が必要』と言っている」と述べた。これはただでさえ複雑な中国の為替取引をさらに複雑にするものだ。資本勘定の自由化が行われていないため、そうした取引はオフショアのノンデリバラブル・スワップとして行う必要があるが、それは比較的流動性がなく、かつボラティリティの高い市場だからだ。

一方、オーストラリアでは、政府が豪ドルのさらなる下落を望んでいると思われ、外国人投資家は引き続きヘッジが不可欠となっている。これは、あるファンドマネジャーによると、ヘッジコストが高いため「リターンが大幅に減る」ことから問題となり得る。「だからオーストラリアではオポチュニスティック投資は無理で、コアまたはコアプラスの戦略を採らざるをえない」。韓国でも同様にヘッジコストが高いが日本では非常に低く、機関投資家の間で東京の人気の長が続いているのもこれが一因である。

都市近郊と衛星エリア

郊外に立地する物件への投資の人氣がますます高まっており、特に一番手の都市で顕著になっている。これにはいくつか理由がある。最も明らかなのは、中心業務地区（CBD）に比べ都市近郊エリアの方が総じてキャプレートが高いという点だ。加えて、CBD のビル所有者は、（例えばファンドの期間満了のように）急いで現金化する必要がない現状において、資産の売却によるアップサイドの獲得がほとんど期待できない。そのため多くの場合、取引量は都市近郊部の方が上回っているのである。

さらに、そしておそらく最も重要な点として人口動態の傾向が挙げられる。都市部への人口流入が続いているが、CBD は地理的に限定されておりこうした流入に物理的に対応できないため、非 CBD 地域への長期にわたる構造的シフトが起きているのだ。複数のインタビュー回答者が、上海、シドニー、ムンバイ及びジャカルタにおける取引の地理的分散の拡大を指摘している。これは都心部に直結する高速道路網の建設など交通インフラの改善がベースになっている。シンガポールでもこのプロセスが進行しているが、直ちに利用可能な土地の供給があるため、分散化に伴う問題は比較的少ない。

上海では、都心部付近の土地価格はどこもかしこも高騰し、インタビュー回答者が「馬鹿げた」「不当な」「維持できない」と言い表した水準にまで達している。これは総じて「流動性、低金利と優良資産の不足という逆流」による問題であり、また特に、大規模国営企業による取得が大きな原因となっている。そうした国営企業にとっては、敷地の実際の開発価値は二次的な関心事に過ぎない。地方政府は長期マスタープランを作成し、都心部の人口拡大を抑えると同時に、高速鉄道で上海と繋がっている衛星都市（特に杭州と蘇州）への新規需要の移転を図ることで地価高騰に対処しようとしている。その結果、これらの地域へ開発と投資の長期的なシフトが始まっている。

この点に関して日本では奇妙な捻じれが見られる。投資家が東京郊外の物件よりも二番手都市の物件の取得に傾きがちなのだ。現在、大阪のオフィス部門の価格は行き過ぎとの見方が多いが、日本の地方都市は総じて良好な利回りを提供しており、国債とのイールドスプレッドはアジアでもトップクラスにある。様々な地方都市に幅広い資産があることも投資家の関心を引き寄せている。都心部と駅前立地には常に需要があるようだ。インタビューでは名古屋と福岡が挙げられることが多かった。

シドニーでも需要が郊外エリアにシフトしている。あるファンドマネジャーは「今後 10 年から 20 年の間に行われる予定の交通インフラ投資を見据えた投資戦略が非常に重要で、また大きな機会もあると思う」と指摘する。この一環として中国の投資家が、当初の CBD 志向の投資戦略から転換し分散化を推進し始めており、最近ではシドニー南西の郊外の開発用地に投資を行っている。商業施設部門に投資を行っているある投資家によると、中国の投資家はメルボルン郊外の一般消費財のモールにも「アグレッシブに」投資しており、その取引利回りは 5% だという。この投資家は「全体として、大都市から 100 キロほ

ど離れた都市がどれも好調で、我々もそこで取得を考えている」とつけ加えた。現在の標準では、内部収益率が 8.5%、キャプレートが 6～7% となっている。

郊外への移行は、居住者が同一エリアでの生活と仕事を実現できる複合プロジェクトを中心とした開発モデルの利用の増加と軌を一にしている。アジアでは交通渋滞が激しく通勤と帰宅に何時間もかかる都市が増えているため、こうしたプロジェクトは大きな魅力となる。あるインタビュー回答者は、成功するためには人々を引き付けるだけのクリティカルマスが必要だと指摘するが、米国で多数建設されている住宅プロジェクト（低層階に設備の整った小さなオフィスを設置し、居住者が利用可能にしたもの）のように、より小規模でも同様の結果が得られるとの見方もある。

開発途上の市場

投資家心理がより利回りの高い市場や資産へ向かっていることは、今年の ULI の投資見通しランキングに如実に現れている。高利回りを提供する新興市場の都市が上位を占めているからだ。中でもこれまで下位に甘んじていたインドの都市、ホーチミンシティとマニラがトップクラスとなっている。

投資家心理の変化と実際に資金を投じることとは別問題のため注意が必要だが、利回りを求める中で、従来の市場から関心が移っていることは、投資家の見方の変化を明確に示している。香港のあるコンサルタントの言葉を借りれば「我々がサービスを提供している投資家はすべて、従来投資してきた市場以外の場所に機会を探している」という。

インドのランキングが飛躍的に上昇したのは、中国で既に見られたように、早期に参入すれば長期的な成長を実現できるはずだという思いが主たる要因だが、より短期的には、現在の政権が旧来の税制を見直し投資家寄りの法制を整備することで透明性と効率性を高めようとしていることが挙げられる。特に、物品・サービス税（GST）が導入されれば、役所の手続きが減り税率も下がるため、物流業務が大幅に改善されるはずだ。また、2016 年 3 月に国会を通過した肝煎りの 2016 年不動産（規制・開発）法により、長期の遅延で知られる住宅業界の透明性と責任が高まり、住宅開発が様変わりすると見られている。現在、新たな REIT 制度が準備されていることから、出口戦略も充実するだろう。ただしこれは多くの者が期待するほど簡単には事が運ばない可能性がある。

現状では、インドで活動する外国人投資家の大半が、大規模な取引を求めるソブリン・ウェルス・ファンド、機関投資家及び大手プライベートエクイティファンドである。早期の参入者がやってきたのは 5 年ほど前で、インドで繁栄するアウトソーシング業界にオフィススペースを提供するビジネスパーク（特にバンガロール）への投資を行い、大きな成功を収めた。オフィスビルに投資するある投資家は、賃料が年率 15%～20% 上昇したといい、「インドでは、適切な土地を手に入れば、オフィスビルで 12% から 14% の当初コスト利回りを得られる」と述べた。

図表1-14 不動産の透明性評価（アジア太平洋地域）

透明性のレベル	市場	2016年調査での世界順位	2016年調査での点数	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	2	1.3	1.4	1.36	1.22	1.15
	ニュージーランド	6	1.4	1.4	1.48	1.25	1.25
透明	シンガポール	11	1.8	1.8	1.85	1.73	1.46
	香港	15	1.9	1.9	1.76	1.76	1.46
	日本	19	2.0	2.2	2.39	2.30	2.40
	台湾	23	2.1	2.6	2.60	2.71	3.12
	マレーシア	28	2.3	2.3	2.32	2.30	2.21
	中国（一番手市場）	33	2.5	2.7	2.83	3.41	3.34
いくらか透明	インド（一番手市場）	36	2.6	2.9	3.07	3.11	3.44
	タイ	38	2.6	2.8	2.94	3.02	3.21
	韓国	40	2.7	2.9	2.96	3.11	3.16
	インドネシア	45	2.7	2.8	2.92	3.46	3.59
	フィリピン	46	2.8	2.8	2.86	3.15	3.32
	中国（二番手市場）	55	3.1	3.0	3.04	3.38	3.68
	ベトナム	68	3.5	3.6	3.76	4.25	4.36
透明性が低い							

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

インドでは確かな事業用収益不動産のストックが限定的であり、しかもその多くが既に取得されているため、地元デベロッパーとの企業レベルの取引やプラットフォーム取引による開発プロジェクトへのアクセスに関心が移っている。一部の機関投資家は、現地のファンドに資金を投入し、別勘定で投資を行っている。また、資金コストが数年前の20%前半に比べ現在は16%～18%に下がっているため、国内の住宅デベロッパーにストラクチャード・ファイナンスを提供する手法もよく行われている。

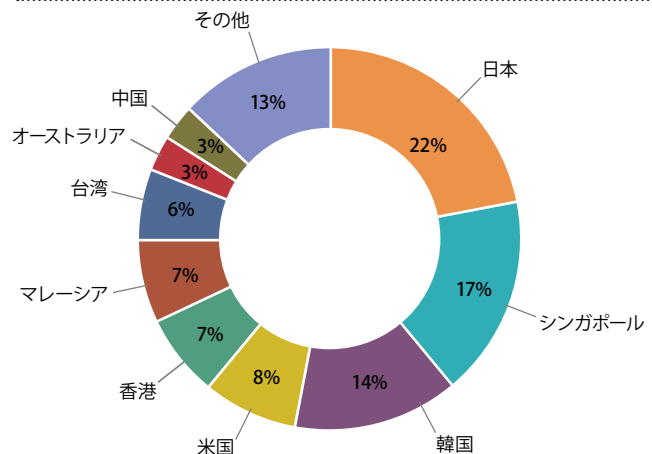
一方、キャップレートは1年前の10%強から低下し続け、現在は約9%となっており、さらに低下を続けている。あるインドのインタビュー回答者によると、インドの大手デベロッパーが優良な事業用資産の売却を外国人投資家と交渉していたが、その取引キャップレートは7%前後で、「これは分岐点に近づいている。このレベルでは先行きが少し厳しくなっていくと思う」という。これは正しい指摘かもしれないが、この金額でも取得する者はいるだろう。

ベトナムも多くの注目を集めている新興市場の一つである。ある投資家が述べたように「新興市場はどうかと聞かれれば、ほぼすべての投資家の視点で言っても、ベトナムが図抜けていると思う」。経済面では中国と状況が似ている。経済発展の道筋も中国と同様であり、現在は多数の軽工業の工場が輸出品を製造している。中国では製造コストが上昇しており外国人投資家を巡る事業環境も厳しさを増しているが、ベトナムは中国での製造の代替地として理想的と目されていることを主因として、今後成長が加速していきそうだ。

以前は、ベトナムに投資する外国人投資家の大半が住宅部門を対象とし、ミッドエンドからハイエンドの開発案件に注力

するのが一般的だった。だが、現在はマンション市場が「飽和状態」にあり、経済が高い成長を見せているため「今ではベトナムで注視する必要があるのは間違いなく事業用不動産市場だ。特にホーチミンシティのオフィスビル市場は非常に好調で目が離せず、我々も積極的に狙っている」。ハノイとホーチミンシティには機関投資家の投資対象となる竣工オフィスビル市場も生まれている。物件価格は高水準でキャップレートは7%～8%となっているが、あるファンドマネジャーによると「今後数年間は新規供給がそれほど見込めない」という。この市場は日本の投資家のほか、シンガポールと香港の大手総合デベロッパーにも好まれている。

図表1-15 ベトナム不動産の取得を目指す外国人投資家の割合



出所：CBREリサーチ（2015年第4四半期）

オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアは長年にわたり国内及び外国のコア投資家に魅力を与えており、2016 年もその魅力が減じることはなかった。これは透明性が高く成熟した市場であることと、複数の資産クラスにわたって比較的高い利回りを得られることによる。他の先進国市場におけるリスクの高まり（英国の EU 離脱など）を避けようとする外国人投資家の間で、オーストラリアを「安全な避難所」と考える者が増えている。同時に、今年アジア太平洋の全域に渡って大きな課題となった投資適格資産の大幅な不足は、オーストラリアで一層重大な問題となっている。これは日本などと比べてオーストラリア市場が小さいためであり、またコア資産への集中度が非常に高いためでもある。あるオーストラリアのファンドマネジャーは機関投資家の基準に適った良質の不動産のパイが少ないため、機会を求めている資金の額は実際の機会の額を遥かに上回っている。運用マネジャーは優良資産への投資にこだわっているが、それは他に投資の対象がないからだ」と語った。

一方、伝統的に原材料の輸出に頼ってきた都市（パース、ブリスベン）と専門的サービスの度合いが高い都市（シドニー、メルボルン）のファンダメンタルズは依然として乖離している。これは最大級の都市では GDP の成長によってアブソープションが促進されていることの反映でもある。さらに、シドニーでは現在の開発サイクル（特にバランガルー）の終了によって供給が制限されていることに加え、住宅の用途変更プロジェクトが多数行われており、また進行中のライトレール建設計画によって市場から 36 万㎡（現在のストックの 6～8% に相当）の土地が消えることもこの背景にある。シドニーのオフィス部門は、今後 3～4 年にわたり賃料の二桁の上昇が予測されていることから、オーストラリア在住のインタビュー回答者による第一の推

奨となっている。また賃料インセンティブが現在の 30% から 2017 年末には 23% 前後に低下する可能性があり、それによって収益のさらなる増加が期待される。メルボルンでも賃料の上昇が見込まれるが、上昇幅はシドニーをやや下回るだろう。

インタビュー回答者の大半は、特にベースレートの低下により、キャップレートがさらに低下すると予想している。ただし賃料インセンティブの影響により、ネットベースでのキャップレートは既に表面上の数値よりも幾分低くなっている。オフィスビルのキャップレートは特に低く 5% をわずかに上回る程度だ。そのため多くのインタビュー回答者が他の部門にシフトしつつある。

投資家の新たな注力分野として、ビルド・トゥ・コアのプロジェクト、B クラス資産の取得（とはいえこれもキャップレートが低下している）、及び非 CBD 地域への投資が挙げられる。非 CBD 地域への投資は特にシドニーで顕著で、大規模なインフラ建設計画が進行中であり、それにより今後 10 年間で周辺地域の様相が一変するはずだ。

さらに、物流センターも投資対象として人気が上がっており、特にオーストラリア国内とシンガポールの機関投資家が注目している。シンガポールのある REIT 運用事業者によると、物流センターの現在の取引キャップレートは「7% 強」で、「シンガポールと比較するとより機関投資家に適した市場であり、長期的な取り組みが行われており、物件は良質で信用評価も高い」という。また、物流センターは総じて利回りの向上に貢献するもので、既に高い利回りを生んでいる REIT にとっても適している。国内の大手投資家もグリーンフィールド（まっさらの土地）に施設を建設しているため、この市場も既に込み合っている。

ベトナムでは工業化が急速に進んでいるため、物流施設やビジネスパークも投資対象となると思われる。だがこれまでのところ、この部門にはあまり勢いが見られない。

インドネシアは東南アジア市場の中で、ULI の調査において幅広い支持を得た最初の市場だった。だが、投資家は依然として関心を寄せているものの、このところランキングの順位を落としている。特に目立った問題として、天然資源価格の下落と共に石油会社やガス会社からのオフィス需要が低下している中で、オフィス部門が膨大な過剰供給となっていることが挙げられる。

その結果、「質への逃避」の動きと相まって、空室率が急上昇している。現地のあるファンドマネジャーは「一部のプライムオフィスで賃料が 50% も低下したため、投資家が手を引こうとしている」と語り、キャップレートが約 6.5% から 10% 以上に上昇したと指摘する。だが、さらに大きな問題がある。「実質的に取引が行われていない。今は様子見の時期だ。物件が好立地にあれば長期的には良いだろう。しかしインフラがほとん

どあるいはまったくない場所で、しかも物件の設備も不十分なら、厄介なことになる」。

そのため、将来的にディストレス投資の可能性が考えられる市場としてインタビュー回答者がジャカルタを挙げたのは驚くに当たらない。「それはアジア金融危機の際に発生した不良資産とは異なり、サイクルの下降によるもので、参入の絶好の機会がやってくると言っている」。

フィリピンも、すべての部門が高い成長を見せており、特にオフィス志向のビジネスプロセスアウトソーシング (BPO) 市場が活況なことから、引き続き外国人投資家を引き付けている。取引を巡る競争の激化と並んで、土地へのアクセスが現在の最大の課題となっている。

だが、外国ファンドにとってフィリピンの真の問題は、外国の資金に何かやってもらう必要があまりないため、参入が常に困難なことにある。フィリピンのあるデベロッパーによると「外国人投資家はフィリピンを気に入っているが、彼らが行える具

商業施設も投資家が追求している部門だ。現在、大規模なリージョナルショッピングセンターの利回りはオフィス部門を上回っており、従来の状況から逆転している。そのため、オーストラリアのあるファンドマネジャーによると「向こう一年間で大きなアップサイドを狙える可能性がある」という。ただし、こうした商業施設がほとんど市場に提供されないことを考えると、それは（REITに投資する以外には）実現困難かもしれない。その他では、低成長のサブリージョナルセンターはeコマースの脅威にさらされており問題化しつつある。だが大都市に近く成長性の高いリージョナルモールは、百貨店が縮小しているため再開発のポテンシャルが高い。地主がリポジショニングに向かい、総じて保有資産の刷新を図っている中で、この取り組みは重要なテーマとなっている。

住宅市場は価格が上昇を続けているため、引き続き一部で懸念が生じている。調査会社のデモグラフィアによると、価格の面で現在シドニーは世界で二番目に住宅を手に入れにくい市場にランクされる（メルボルンは第6位）。そのため銀行は（特に外国の）デベロッパーと個人の住宅購入者の双方に対して融資条件を厳格化した。だが人口の増加も依然として大きなテーマとなっている。これは外国からオーストラリアへの移民が多数にのぼることに加え、原材料ビジネスのブームが衰え労働者が周辺地域から都市に戻ってきており、国内の移動率も高いためだ。その結果、現在の市場における太い住宅供給パイプラインを吸収可能な需要を生み出しており、特に都心部へのアクセスに優れた地域では大きな需要が維持されている。

取引を求めて多額の外国資金がオーストラリアに流入を続けているが、2015年は投資適格資産の取得において何年ぶりかで国内投資家が外国人投資家を上回った。これはオーストラリアの国内年金基金が個人負担の年金保険料の増額によって拡大を続けており、また国内の株式や債券から不動産へと資金の配分を進める中で、膨大な資金を投資しなければならないという圧力を反映したものだ。

CBREによると、2016年上半期における主要な外国人投資家は米国（22億米ドル）と中国（14億米ドル）となっている。中国のデベロッパーは引き続き住宅開発に注力しており、その一環として都心部でBクラスオフィスビルを高級住宅に用途変更するプロジェクトも進めている。だがいくつか問題も生じている。あるインタビュー回答者によると「中国の多くのグループが、計画されている床面積を倍以上に拡大できるとの前提で多額のマネを投じて資産を購入したが、そうした計画がかなり硬直的なため必ずしも思惑通りにいかないことが分かってきた。そのため次の開発サイクルまで延期を余儀なくされる者も出てくるだろう」。適切な資産の数が減少しており、今後はこうした用途変更プロジェクトも減速するかもしれない。

外国人投資家はオーストラリアの国内市場になじみがないため、総じてCBDから外れることに消極的だが、入手可能なストックの不足により、資金の投入に当たって選択の余地がほとんどない場合が多い。なかでも、中国の投資家がランドバンキングと住宅開発を目的として、シドニーの郊外で（良質の学校がある地域を中心に）土地を購入していると伝えられる。

体的な取引や手を組む相手先があまりないというのが実情だ。不動産の取引や売却は活発ではなく、出口戦略もはっきりしない。ビルの大半はデベロッパーが建設し、収益不動産として保有しているからだ」。

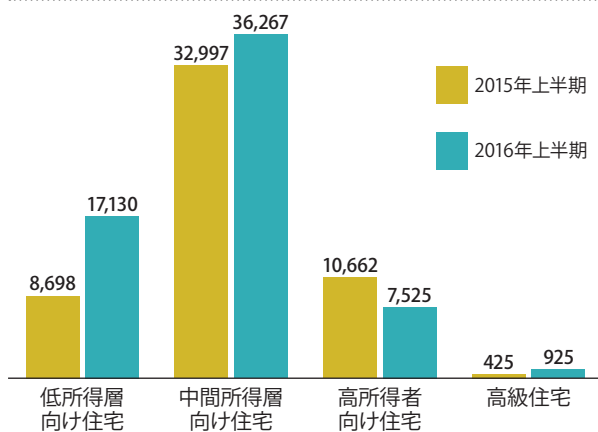
外国のあるファンドマネジャーの見解もほぼ同じトーンとなっている。「市場としては気に入っているが、フィリピンではパートナーに依存せざるをえず、しかもこの5年間、パートナーを見つける機会もほとんどなく、不動産価格も不適切だ。そのため我々は手を出さないでいる」。

アフォーダブル（低所得層向け）住宅のブーム

一般的に、住宅デベロッパーは高級住宅を手掛ける方が大きな利益を得られる。そのため、いかなる価格帯でも強い需要のある新興市場で、不釣り合いな額の投資が高級住宅部門に集中するのは無理もないことだ。だが、地方政府の指導による面もあるが、過剰供給問題が生じているため、この状況が変わり始めている。

アジアでは中国が他国に先駆け、アフォーダブル（低所得層向け）住宅の大規模開発を積極的に推進しており、2011年に開始した計画により建築着工は毎年約5百万戸にのぼっている。だが利幅はほとんどないほど薄く、プライベートエクイティの関心を引くことはなさそう。とはいえ多くの土地競売で一定の割合が強制的にアフォーダブル住宅に割り当てられるのが通例のため、ある程度までは対応せざるを得ないだろう。

図表1-16 インドにおける低所得層向け住宅の建設（棟数）



出所：クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

ジャカルタのあるファンドマネジャーによると、インドネシアではこのところ中間層向け住宅や高級住宅の販売が不調なのに対し、低価格住宅（売価が4万米ドル未満の住宅）には強い需要があるという。現在、アフォーダブル住宅の計画が外国ファンドの関心と呼んでいる。「IRRが20%半ば、マルチプルが2倍であり、建設技法も非常にシンプルなもののため、素早いエグジットも可能だ」。

インドでも、住宅の需給ギャップが激しいことから、アフォーダブル住宅は政府が注力するテーマとなっている。最近行われた税額軽減措置により開発利益が現実的なものとなり、外国人投資家の関心も呼び始めている。この部門は土地不足と行政の対応の遅れにより停滞していたが、モディ政権のテコ入れにより低価格住宅の建設が一気に始まり、不動産サービス会社のクッシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、2016年上半期の建築着工は前年同期から倍増している。中価格・高価格の住宅が失速しているため、長期的なキャッシュフローの機会を提供するこの部門に目を向ける投資家が増えている。

このほか、政府の政策によりまもなくアフォーダブル住宅が促進されると思われる新興市場として、ベトナムとフィリピンが挙げられる。

価格の上昇と住宅の小型化

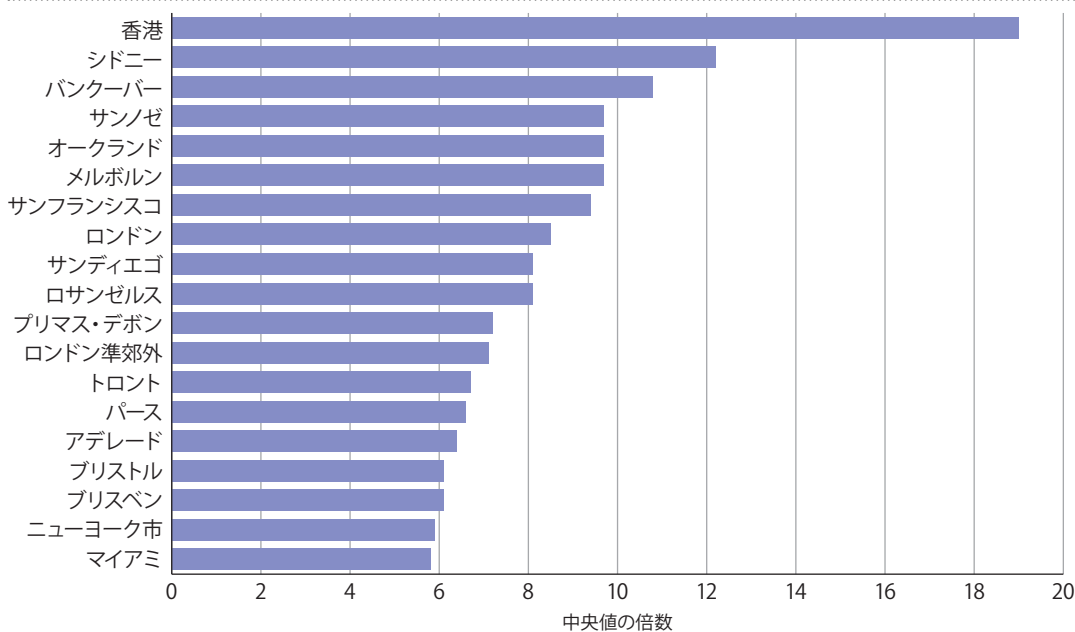
アジアの大半の市場では、低金利と高い需要、そして住宅不足の継続により、住宅価格が上昇を続けている。何年にもわたり、アジア諸国の政府は（日本を例外として）住宅の投機的取得を抑えるために税制面などの規制を絶えず加えてきた。最近では、こうした措置は外国人投資家、特に中国の投資家に向けられている。

そのためオーストラリアでは、住宅価格の継続的な上昇への対応として、いくつかの州政府が2016年に外国人による取得に租税課徴金を導入した。追加税率は3%（クイーンズランド）、4%（ニューサウスウェールズ）から7%（ビクトリア）に渡っており、2017年には新たな州が加わる見込みだ。さらに重要なこととして、オーストラリアの銀行が4月に、オーストラリアの市民でも居住者でもない外国人に対する新規貸付を削減した。表面上、所得に関する書類のごまかしが横行していることが理由とされている。これは外国人投資家にダメージを与えるとともに、建物が未完成の段階で購入する外国人投資家が資金の争奪戦を始めたため、決済リスクが高まることとなった。シドニーとメルボルンでは大量の集合住宅の竣工を控えており、また中国政府が最近、中国から流出するアウトバウンド資金を制限する施策を導入したと相まって、オーストラリアのあるデベロッパーの言葉を借りれば、外国人投資家にとって「パーフェクト・ストーム」（複数の厄災が同時に起こること）が発生している。これまでのところ、この大嵐は「広範囲に渡って市場心理を落ち込ませるところまでは行っていない。現在行われている取引の大半は大きな儲けをもたらしており、まだ投資家にとってインセンティブがある」。だが、この影響が全面的に表れるには時間がかかるだろうが、アジアの他市場において同様の制約が課されて以降、そこでの中国の投資家による住宅取得が大幅に落ち込んでいることは注目に値する。

一方、中国の住宅価格は依然として変動幅が大きい。小規模都市における過剰供給は徐々に解消されつつあり、調査会社の中国不動産情報集団（CRIC）によると上位100都市の住宅価格が2015年8月の谷から17%上昇（上位10都市では24%上昇）したことから、2016年には投資家心理が大幅に改善している。

その結果、2011年以降で最も厳しい規制強化が行われることとなり、頭金の最低必要額の引き上げから外部者による取得の禁止に及ぶ新たな施策が導入されている。それでもあるインタビュー回答者によると、9月末の時点では「需要と心理の状況を見ると、こうした施策は政府が望むほど効果を上げているようには見えない」。また、現在は供給不足が大都市の固有の問題となっており、上海と北京では在庫が3カ月から4カ月という「聞いたことのない」低水準にある。そのため投資家は「買えるものは何でもかんでも買っている」。個々の市場ではさらなる引き締め策が行われるのは不可避のようだ。

図表1-17 主要住宅市場のアフォーダビリティによるランキング (2015年)



出所: デモグラフィア

注: アフォーダビリティは「住宅価格 ÷ 家計所得」で算出。

香港では住宅価格が2016年下半期のピークからやや下がっているが、取得の勢いはこの下半期にさらに増した。ただしデベロッパー向け融資による高LTVの新築物件が主な対象である。そのため、主要市場で住宅価格が効果的に抑制されているように見えるのはシンガポールだけとなった。だがそれでも、過去5年間はどの年も、マス・マーケット向け住宅の価格の下落は緩やかなものに留まっており、大きな下落は高級住宅に限られている。

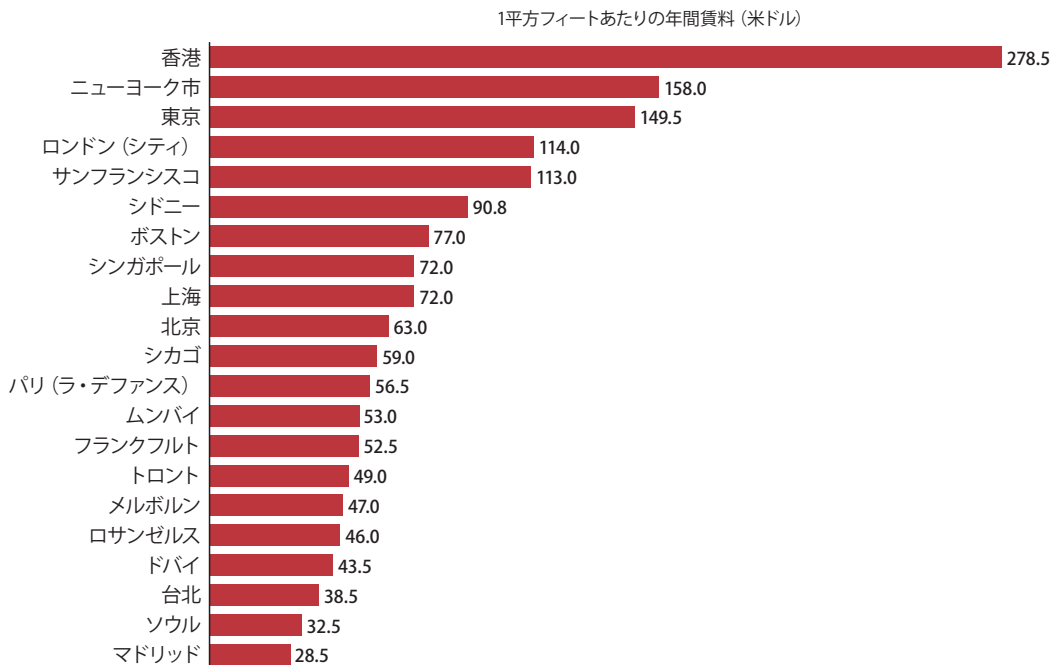
結論として、金利の上昇が見込まれない中で、アジアの不動産市場は引き続き堅調さを保つと思われる。全体的に、価格は急騰しており低下の気配はほとんど見えない。その結果の一つとして、手が届く価格とするために住宅のサイズが縮小し続けており、時には信じがたいほどの水準にまでなっている。深圳と上海（いずれも最近、住宅価格が中国で最高値をつけた）で「若年層向け共同住宅」として販売されている新たな開発案件の中には130平方フィートにも満たないようなものもある。香港でもこの傾向が大幅に強まり、少なくとも大手デベロッパーの一社がその開発戦略の一つの要として「マッチ箱」モデルを取り入れ、一戸当たりがわずかに160平方フィート強しかない共同住宅に注力している。

ミレニアル世代とシェアリングエコノミー

アジアで住宅の面積が徐々に縮小していることは、同様のモデルが米国で出現しているのと軌を合わせており、若いミレニアル世代の需要を反映しているとも見られる。彼らはジムやキッチン、リビング、さらにはオフィスといった共用設備を同じ建物の中で使用できるのであれば、個人としてのスペースはあまり広くなくてもいいという世代である。この動きは現地のデベロッパーや設計者もある程度まで認識しており、新規の住宅及びオフィスプロジェクトで共用スペースを増やし、またその質を高めようとする者が増えている。

ミレニアル世代が本当に好んでこうした選択を行っているのかは疑問が残るが、何人かのインタビュー回答者は、ミレニアル世代による生活習慣の変化がアジア太平洋地域全域にわたって生活スペースの設計に長期的な影響を与える可能性が高いと指摘している。住宅の面積がどんどん狭くなっているのもこの一つの側面に過ぎない。日本のあるインタビュー回答者は「私のところの従業員もそうだが、20代から30代の若い人はもう家を買わないし、車も買わず運転もしない」と指摘し、その結果、子供が親と同居を続けることを選ぶと見られ、ファミリータイプの賃貸住宅が増えると予想する。さらに長期的に見れば、ウーバーのようなカーシェア/ライドシェアが拡大して自動車保有者の比率が下がれば、駐車場が必要かという疑問も生じるだろう。

図表1-18 プライムオフィスの賃料（超高層ビルの高層階）



出所：ナイトフランク、ニューマーク・グループ・ナイトフランク、三井住友トラスト基礎研究所

コワーキングスペースが離陸

現在のところ、アジアにおけるシェアリングエコノミーの影響の大半はオフィス部門で見られ、コワーキングスペース（共有オフィス環境）というコンセプトが（わずか一年前ですら検討の対象ではなかったものの）急速に認識・受容されつつある。コワーキングスペースは会員制でコミュニティ志向のオフィス施設であり、仕切りのないオープンプランのレイアウトで、無料のコーヒー（またはビール）から高速 Wi-Fi にわたる共用アメニティを備えている。

元来、フリーランスを行う若いミレニアル世代や起業家にアピールするとのコンセプトからスタートしたものだが、大企業にとっても共同作業スペースを使用することのメリットが明らかになりつつある。そのため、各国で雇用が必要な従業員数の大きな変動に悩む多国籍企業は、長期のリースや設備に高額を支払う必要がなく拡張性・縮小性と利便性を得られるコワーキングスペースに目を向けている。最近の事例としては、ある大手銀行がそのデジタル開発チームのために、香港で新規に設立されたコワーキングスペース運営事業者から 300 超のスペースをリースしたケースが挙げられる。

アジアでコワーキングスペース運営事業者と（より従来型の）サービス付きオフィス運営事業者が最近吸収した面積は目を見張るものがある。例えばコリアーズによると、香港では両者の賃貸スペースは 2016 年上半年期だけで約 25 万平方フィートに達している。コワーキングスペース運営事業者にとっては、ハイ

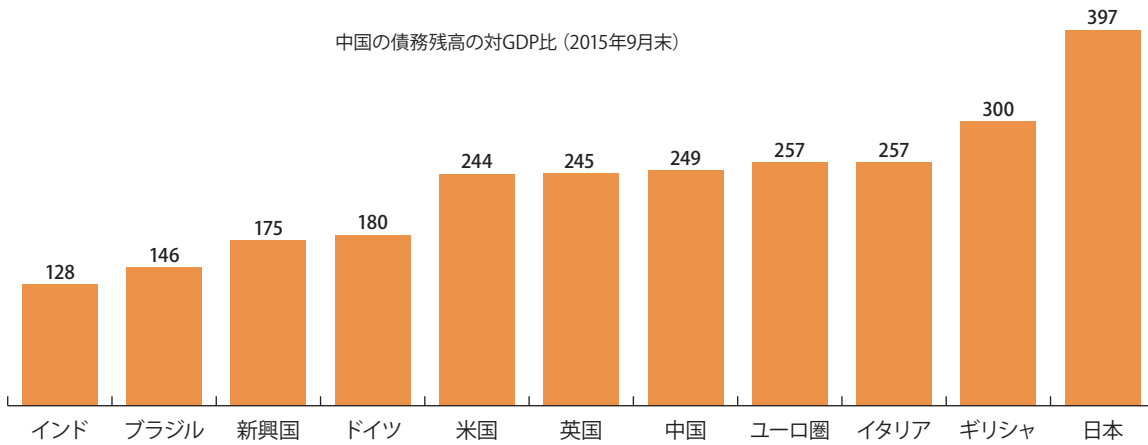
テクスタートアップ企業のハブとして浮上してきたシンガポールや、ハイテクの技術革新において豊富な実績のある北京と上海もターゲットとなる理屈だ。

非従来型のワーキングスペースへの移行は、多くの銀行や金融会社が自らのオフィスでホットデスクングや活動基準の業務モデルの採用に動いていることにも反映されている。これにはコスト削減と協働的な業務環境の構築という二つのメリットがある。CBRE による最近の分析によると、この傾向はオーストラリア、香港、シンガポール、北京及び上海で特に顕著に見られるという。

その結果、多くの新規開発ビルの設計に変化が生まれつつある。シドニーの大手非上場ファンドのマネジャーによると「我々のテナントや賃借人が 5 年後あるいは 10 年後に何を求めるか探るためかなりの調査をやってきており、その結果に基づいて何件か開発案件を始めようとしているが、最近の新規開発ビルには非常に効率的なフロアプランを採用しているものが多い。そうしたオフィスは従来に比べ密度が遥かに濃く、また賃料単価は高くても必要面積は少なくなっている。つまり、テナントは床面積を遥かに効率的に使うことによって賃貸コストを引き下げることができるのだ」。

大企業が賃貸コストを削減するには、管理機能とバックオフィス機能をより安価な場所に移すという方法もある。これは特に上海、そしてとりわけ香港といった最も高価な都市に当てはまる（香港の CBD のオフィス賃料は世界でも飛び抜けて高

図表1-19 中国の債務残高の対GDP比



出所: 国際決済銀行

い)。香港 CBD は依然として中国本土の相当数の金融企業を引き付けているが、多く外資系銀行はバックオフィス機能を九龍東の第二 CBD のような離れた場所に移しつつある。だがシドニーとメルボルンはこのトレンドに逆行している模様で、あるインタビュー回答者によると、多くの銀行がバックオフィスを元の CBD の場所に呼び戻しているという。

コワーキングの流れに乗る

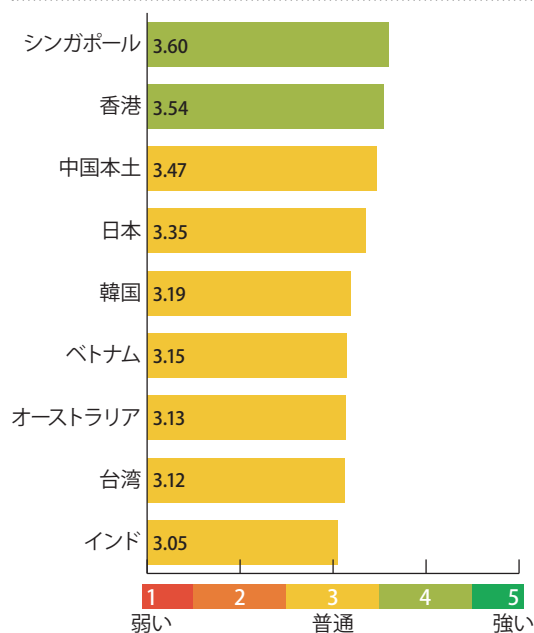
アジアで新たなワークスペース戦略が急速に台頭している中、投資家は如何にしてこの流れを利用できるか考えている。現在のところコワーキング業界は、適切なビルの複数階を長期間（10年から15年）借り受け、個人ユーザーから毎月「会費」を徴収するという標準的なビジネスモデルを展開する専門業者が支配的な位置を占めている。コワーキング施設を開設するビル所有者は、そうしたビジネスの運営面になじみがないため、運用を第三者に委託することを選択しているからだ。これはレベニューシェア方式で行われることもあるが、まだ確立されたモデルは現れていない。

あるファンドマネジャーは「投資家はいろいろ検討しているが、どのくらい利益を得られるかまだ誰も計算できていない。我々が保有するビルの1つに少し空きスペースがあり、私はそれをコワーキングスペースとして活用してはどうかと考えていたが、では誰が運営するのかという問題がある。私にはできないし、誰かできる者を見つけても賃料のディスカウントを要求され、利益を持っていかれるだろう。ビル所有者はどうやって利益を得ればいいのか?」と語った。

ワークスペース戦略はバリューアッド投資にも影響を与え始めており、投資家はオフィスビルのリニューアルを行って1フロアか2フロアをオープンレイアウトのコワーキングスペースとし、ハイテク会議室や保管スペースも設置することで差別化を図ろうとしているようだ。あるバリューアッド投資家によると「我々

はサービス付きオフィスの事業者や勢いのあるコワーキングスペース会社と競合するつもりはないが、結果的に、彼らがやっているのと同様のことをいくつかのプロジェクトで行ってきた。無料のビールこそ出さないものの、小型の部屋を用意し共用の会議スペースを設置することで、香港のごく普通のビル所有者が提供しているような狭くて設備も会議室もないところと比べ遥かに高い賃料を設定することができる。だから我々はこのビジネスモデルを使っていくつもりだ」という。

図表1-20 世界的経済問題に関する懸念の影響度合い



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

中国リスクの抑え込み

中国の民間企業と国営企業が高水準の借入金を抱えていることは長期間にわたって問題とされてきたため、この問題を再び取り上げることはリスク疲れの様子が見られる。にもかかわらずインタビュー回答者は引き続き、中国の制度的危機の可能性がアジア最大の懸念となりうると考えている。負債が積み重ねられており、中国社会科学院によると債務総額は GDP の約 2.5 倍に達している。さらに、香港の投資銀行である CLSA によると、経済成長率の約 2 倍の速度で負債が累積しているため、2020 年には GDP の 3.21 倍に膨れ上がると予想される。

政府が国有銀行部門の保護に努めてきた結果、現在、新規の資金需要は繁栄を謳歌するシャドーバンキングに向かっていく。シャドーバンキングとは規制の緩いレンダーの集合体で、債権を証券、信託、P2P 融資や「ウェルス・マネジメント」商品（銀行自身がオフバランスで販売することが多い）の形にまとめて取引を行っている者たちのことを言う。そうした金融商品は利益を拡大させるためにレバレッジを効かせることが多い。シャドーバンキングへの移行により国有銀行へのエクスポージャーが減ることになったが、同時に、資金の状況（そして時にはその資質自体）が不明瞭な新規プレーヤーに融資する責任も移転することになり、政府による問題の制御を一層困難なものにした。CLSA の推定によると、現在、シャドーバンキングによる融資額は中国の GDP の 53% に上っているという。

一方、中国の金融制度において不良債権が実際にどこまで広まっているかは未解決の問題だ。公式には、国有銀行の不良債権の対 GDP 比率は 2% 未満とされているが、中央政府ですらこの数字が不正確であることを認めている。非政府系の推計ではそれより遥かに高いと想定されており、CLSA は GDP の

15% から 19% の間、フィッチ・レーティングスでは 15% から 21% の範囲としている。同時に、最近の国際通貨基金 (IMF) の報告書によると、「サプライチェーン全体（不動産部門を含む）を通じて未払い債務が目立って増加しており、広範囲にわたって企業のストレスが強まっていることを強く伺わせる」という。企業の利益が低下しており、また 14% 強の利回りを生むウェルス・マネジメント商品の急増が最近の借入金増加の主たる要因であることを考えると、不良債権の対 GDP 比率が上昇し続ける可能性は高いようだ。

だが、欧米の考え方では債務の増加は懸念すべきことだが、だからといってそれがそのまま中国にも当てはまるわけではない。これは、国有銀行がその資金源として顧客による巨額の預金にアクセスできることも一因だ。そうした預金は、流動性を銀行間取引市場に頼っている欧米の銀行に比べ遥かに信頼できる資金源だ。そのため中国ではリーマン・ショックのような流動性の危機が現実化する可能性は低い。加えて政府は、表面上は民営である銀行部門に政策を押し付けることができるため、個別の危機への対応について、どこかの資金源からキャッシュを投じるか、または既に高水準にある金利スプレッドを通して銀行の利益を拡大し不良債権処理の費用を負担させることにより、効果的にコントロールすることが可能だ。

もちろん、これは中国として単に高水準の債務がなくなることとを願ってさえいればいいということにはならない。結局のところ、現在の政策は制度の慢性的な非効率性を反映したものだ。そうした非効率性は最終的に経済成長の鈍化、利益の減少、そして生産性の低下につながる。そしてこれらは、よく言われるような金融危機の結果というより、高水準の債務を未解決のまま放置することから生じるように思われる。

不動産キャピタルフロー

欧州と米国のファンドは不動産への配分を15%に引き上げようとしている。
一方、我々の知るところでは、中国の保険会社による不動産への配分は1%前後だが、

これを米国と同様に **15%に引き上げるのであれば、
2,400億米ドルが不動産部門に投じられる** ことになる。

アジア太平洋地域を源とする不動産キャピタルフローの近年の特徴として、地域内の機関投資家による巨額の新規資金が市場に投入されていることが挙げられる。この動きは約3年前に本格化し、中国、シンガポール、香港及び韓国がその主たる出所となっている。

一方、アジア太平洋地域に流入するインバウンド資金もここ数年着実に増大しているが、それでも世界金融危機以前の水準の半分にも満たない。

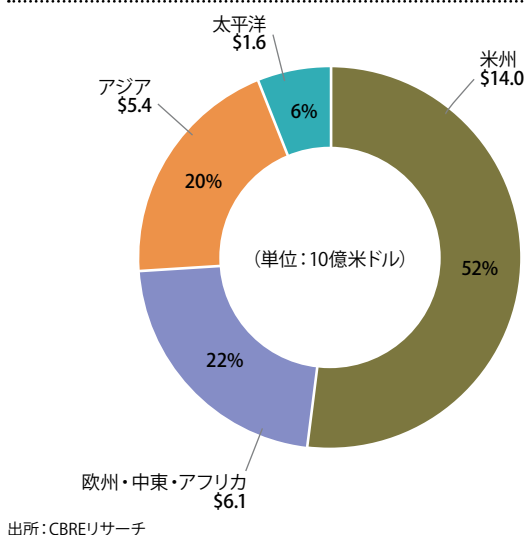
アウトバウンド資金の台頭

世界の不動産市場に流れるアジアの資金は2016年も加速し続け、CBREによると、上半期に270億米ドルに達した（2015年上半期は190億米ドル）。このうち約60%が中国の資金であり、その半分ほどが国内の保険会社によるものだ。現在、アジア発の不動産キャピタルフローは2010年の10倍の規模

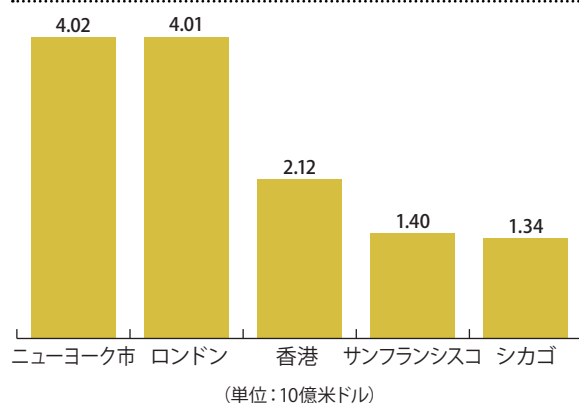
になっている。だがオーストラリアは、国内の年金基金が膨大な資金を抱えていることを考えるといささか驚きだが、2016年上半期には約40億米ドルとそれほどの額にはなっていない。オーストラリアのあるアナリストは「世界金融危機以前はかなりの資金が国外に流出しており、実際、2007年にはアジア太平洋地域の総額の84%にも上っていたが、2012年にはわずか1%に落ち込み、それ以降はまったく回復していない」と述べている。

全体として、アジアのアウトバウンド資金の大半が欧州や米国の資産を目指しており、昨年は米国向けが多くを占めた。2016年上半期には、流出額全体の52%に相当する約140億米ドルが米国に向けられ、61億米ドル（全体の22%）がロンドンを中心とする欧州向けだった。アジアの投資家による最大の投資先は引き続きニューヨークやロンドン等の一番手都市だが、これまであまり投資してこなかった欧州大陸と北米の市場に目を向ける者が増えている。

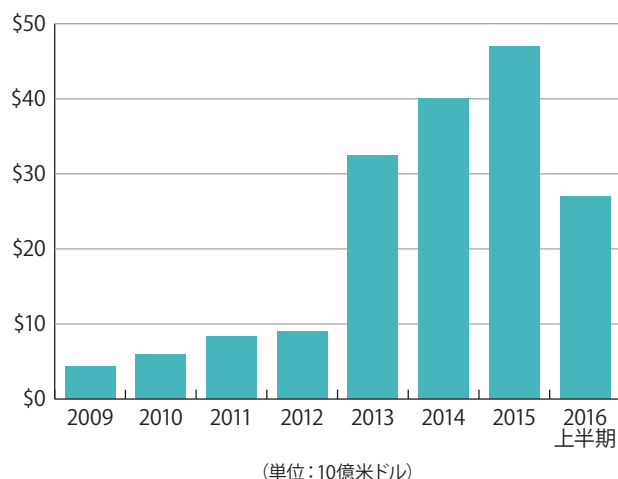
図表2-1 アジアのアウトバウンド資金フロー（2016年上半期）



図表2-2 アジアのアウトバウンド資金フローの主要仕向地（2016年上半期）



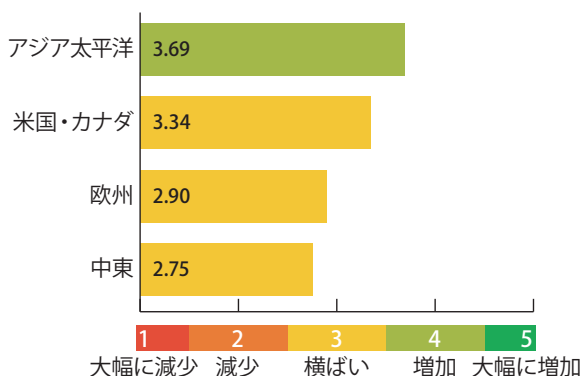
図表2-3 アジアのアウトバウンド資金フローによるグローバル不動産投資



出所: CBREリサーチ

流出資金が急増している主な理由は、アジアの各国で膨大な資金プールが拡大を続けており、国内の機関投資家（特にソブリン・ウェルス・ファンド、年金基金、保険会社など）はその投入先を見つける必要性に迫られているが、アジアでは投資の対象となる資産が不足しており、また利回りも既に低水準にあるためだ。ある国際的ファンドマネジャーが述べたように「低金利が慢性的に続いているため、機関投資家は従来のように資金を債券と株式に配分したポートフォリオでは目標とするリターンを得られないため、不動産のような高利回りでディフェンシブな資産に配分するよう圧力が高まっている」。

図表2-4 不動産を投資対象とするエクイティキャピタルの変動 (2017年、資金源別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

図表2-5 中国の大手保険会社

会社名	運用資産 (10億米ドル)	運用する不動産 (10億米ドル)	不動産の 割合
中国人寿保険	321	3.2	1.0%
中国平安保険	220	6.3	2.9%
中国太平洋保険	117	1.1	1.0%
新華人寿保険	92	0.3	0.5%
泰康保険	72	0.5	1.0%

出所: JLL ICGリサーチ

動き始めたアジアの機関投資家

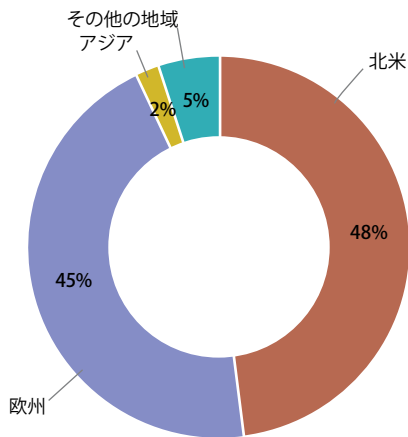
アジアの機関投資家による資金流出はこのところ目覚ましく拡大しているが、これは多くの点で単に始まりに過ぎないと言える。まず、アジアの（特に中国の）保険会社が、国際的な規範に近い水準にまで配分を高めようとして取り組んでおり、さらに巨額の資金が流出していく可能性が高い。そのため CBRE によると、2016 年上半期に中国の保険会社が外国に投じた資金は約 80 億米ドルに上り、過去 3 年間の合計を上回った。同様に、韓国と台湾の保険会社も多額の外国投資を行っている。

だがこれらは、今後予想されるものと比べれば大海の一滴である。中国のあるアナリストによると「現在、中国の保険会社による不動産への配分は 1% 前後だが、これを米国のように 15% まで高めようとするのであれば、抛出可能な資金からおおよそ 2,400 億米ドルが投じられることになる」という。これはもちろん数年にわたっての話だが、現在の世界全体の不動産取引総額である約 7,300 億米ドルと比較すると、この数字が如何に大きいものかよく分かる。

また、中国から流出する資金の源は機関投資家に限らない。彼らに加え、最近では国内デベロッパー、中規模の国有企業、そして個人富裕層からの資金が大量に流れ出している。いずれも国際的な分散によって高いリターンを獲得するか、あるいは為替変動に対するヘッジを目的とするものだ。実際、流出はかなりの規模で拡大しており、ジョーンズ ラング ラサールによると中国の資金による 2016 年上半期の不動産投資全体の約 61% が国外で行われたという。

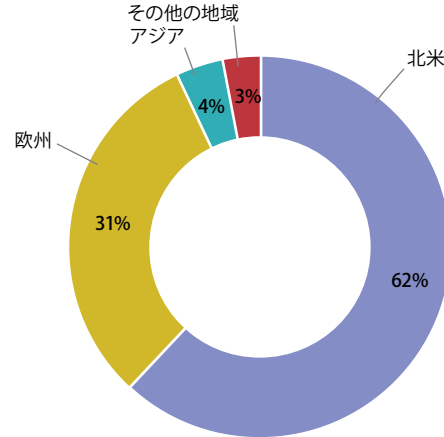
上海のあるインタビュー回答者は、アジアではパイプライン上に膨大な資金が存在しており、それによって世界の期待利回りが大きく変わる可能性があるとして指摘する。「アジアの資金は過去 5 年から 10 年の間に欧米の一番手都市で利回りを低下させており、世界のリターンに新たなパラダイムをもたらすと予想している。そのため私は、多くの人から今が利回りの点でマーケットの底なのかと尋ねられたが、まだもう少し下がると予想していると答えている。リターン構造が一変し、利回りが 2% を切るのもあり得ないことではないからだ」。

図表2-6 不動産投資を行う民間年金基金の地域別割合



出所: プレキン・リアルエーステート・オンライン

図表2-7 不動産投資を行う公的年金基金の地域別割合



出所: プレキン・リアルエーステート・オンライン

政府の規制で中国からのフローが遅延

中国のアウトバウンド資金が急拡大しているため、中国政府にとって懸念の種が大きくなっている。アウトバウンド資金により人民元の安定性と外貨準備高が脅かされるからだ。そのため当局は2015年の半ばに、外国に送金可能な資金額に対する制限を設けた。

こうした制限の影響を測るのは難しい。制限自体が頻繁に変えられるのもその一因だ。だが最近の事例報告によると、制限が導入された直後の数カ月間は送金許可を得るのにかなりの遅れが見られたが、今では正常に戻っているという。とはいえ依然として遅れが生じる可能性があり、その度合いは投資家の規模や政治的コネによって異なる。一般的に機関投資家など大手投資家は、(特に民間の)中規模や小規模の投資家よりも早く許可を得ることが可能だ。

あるアナリストによると「外国に資金を投じようとする動きは依然として強い。だが中国の当局は、以前には二番手や三番手の投資家に割り当てていた額を、今では大手保険会社に振り向けている。そのため外国に投資する投資家の規模は大きくなったが数は減っている」という。そうした許可を得るのに2015年には約6カ月かかっていたが、2016年上半期末時点では約8週間に短縮されたようだ。

とはいえこれでもまだかなり長く、特に、取引が短期間にクローズすることの多い米国向けでは長すぎる。その結果、欧米の一部の売手は中国の買い手との取引に消極的になっている。取引が遅れるだけでなく、許可が下りなければそもそも取引が成り立たないという懸念があるためだ。許可の遅れは投資のストラクチャリング方法にも影響を及ぼしており、特に以下の点で顕著となっている。

- 買手は出費を最小限に抑えるためにできるだけ多くのレバレッジを求めている。
- 中国の買手が資金を得るのに必要な時間が余計にかかるのを反映して、取引キャップレートが低下している。
- 投資の実行に当たり、クラブ・ディールやファンド・プラットフォームを活用する買手が増えている。

進化するディールストラクチャー

中国からであれ他のアジア地域からであれ、アウトバウンド資金の最初の波は大部分が主要都市の単一ビルで構成される優良コア資産に向けられていた。ここ数年間に世界中でキャップレートが低下していることを考えると、こうした投資の大半が成功していたと言える。だがこうした初期の時代を経て、投資戦略が多様化してきている。規模を確保する必要性から、ポートフォリオ取引やプラットフォーム取引が広まった。これらは2016年上半期に全体の36%に達し、前年同期の29%を上回っている。また、多くの外国ファンドがアジアでそうしているように、地元の事業環境に詳しい現地パートナーと手を組んで市場に参入することがトレンドとなっている。

一方、韓国の投資家にはファンドを通じた投資が好まれる。あるファンドマネジャーによると「韓国にはファンド型や混合型の投資ストラクチャーを志向する機関投資家による、アジアで最大かつ最も堅固な資金プールがある。そうした機関投資家は、数を頼み、クラブを組んで共同投資を行いたがるが、重視しているのは収益であり、目に見えることだ。そのため彼らはデット志向、収益志向の投資に向かうと同時に、ブラインドプール方式ではなく目に見えるポートフォリオを志向している」。

アジアの投資家が国際的な投資に経験を重ねるにつれ、そして投資家の第二波（主に中国のデベロッパーと個人富裕層）が広まるにつれ、このアプローチも再び変わってきた。特に中国のデベロッパーは土地の取得に注力しており、中国人観光客や国外居住者向けの建物設備を念頭に置いている場合が多い。そのため一番手都市の住宅プロジェクトやホテルに高い優先順位が置かれているのも意外ではない。

中国の投資家が活発に投資している市場のアナリストたちは彼らが投資案件に必要な以上にカネを払っていると指摘することが多いが、アジアの投資家にとってのプロジェクトの価値は必ずしも金銭的リターンでは測れない。あるインタビュー回答者によると、中国の投資家は「何をすべきか学習し、下請け契約者を理解し、関係作りの方法や部材の注文方法、さらに地方政府との付き合い方を習得しようとしている」のだ。また別のインタビュー回答者も「中国人投資家は国内経済の減速や人民元の下落を目の当たりにしているため、『安全な場所はどこだろうか』と考えていると思う。この観点から、もし3%から5%の利回りを得られるのであれば、それで納得するだろう」と分析している。

日本の資金が姿を現す

日本の機関投資家が保守的な投資戦略をとっていることはよく知られており、1980年代に海外に進出して判断を誤って以来、あえて外国で投資することはめったになかった。だがこれも変

わろうとしている。以前、日本の機関投資家の資金が世界の市場に登場すると予想されたことがあったが、これは結果的に時期尚早だった。とはいえ日本の大手投資家は、世界へと踏み出していく以外に選択肢がほとんどなくなっているのが実情だ。1.3兆米ドルという巨大な資産を持つ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を筆頭に、日本の年金基金には世界最大の運用資産プールがあるが、日本国債の利回りがマイナスに転じているため、どこかでより高いリターンを求めることを余儀なくされている。そしてその運用資産に比べ国内市場が小さいことから、必然的に資金を国際市場に投入せざるを得なくなっているのだ。

既に2014年には、GPIF及び他の年金基金は代替投資への配分を速やかに5%に引き上げる旨の発表を行っており、不動産運用業者と契約してそれを差配させてきた。しかしインタビュー回答者によると、これまでのところ直接取得という点では、国際市場で著しい活動を行っている様子は見られない。ただし株式投資ではいくらか動きがあり、主に米国と（域内を眺めて）オーストラリアで活動している。ある大手グローバルファンドのマネジャーによると「欧州や世界のコアファンドに日本の多くの年金基金から資金が流入していることは承知している。だが直接投資では何もない。個々の投資額は大きくはないが、着実に積み上がっている」という。

東京のあるファンドマネジャーは「最近、日本郵政が代替投資部門に注力する動きをいくらか見せたが、この種の資金の足

図表2-8 年金基金及びソブリン・ウェルス・ファンドの規模ランキング

順位	ファンド名	国名	形態	2016年6月時点の 資産規模 (10億米ドル)	2015年6月時点の 資産規模 (10億米ドル)
1	米国社会保障信託基金	米国	国営年金	2,813.0	2,789.5
2	年金積立金管理運用独立行政法人	日本	国営年金	1,264.0	1,149.7
3	ノルウェー政府年金基金（グローバル）	ノルウェー	ソブリン・ウェルス・ファンド	850.0	873.0
4	中国投資有限责任公司	中国	ソブリン・ウェルス・ファンド	813.8	746.7
5	アブダビ投資庁	アラブ首長国連邦	ソブリン・ウェルス・ファンド	792.0	773.0
6	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	592.0
7	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	582.4	685.6
8	中国国家外貨管理局（SAFE）投資会社	中国	ソブリン・ウェルス・ファンド	474.0	541.9
9	連邦退職貯蓄投資理事会	米国	公的年金	469.9	443.0
10	香港金融管理局投資ポートフォリオ	香港	ソブリン・ウェルス・ファンド	456.6	427.7
11	スティッチング・ペンションファンズ・ABP	オランダ	公的年金	444.4	440.0
12	韓国国民年金公団	韓国	国営年金	408.7	439.3
13	シンガポール政府投資公社	シンガポール	ソブリン・ウェルス・ファンド	350.0	344.0
14	カタール投資庁	カタール	ソブリン・ウェルス・ファンド	335.0	256.0
15	カリフォルニア州職員退職年金基金 （カルパース）	米国	公的年金	203.0	304.1

出所：ソブリン・ウェルス・ファンド・インスティテュート

取りは極めて遅いと思う。欧米の成熟した市場で始まり、資産を直接取得する前に、おそらくプライベートエクイティ投資をかませるのではないかと。不動産投資では専門業者を雇ったが、実際に買い始めるのが今年（2016年）の年末になっても特に驚かない」と述べた。

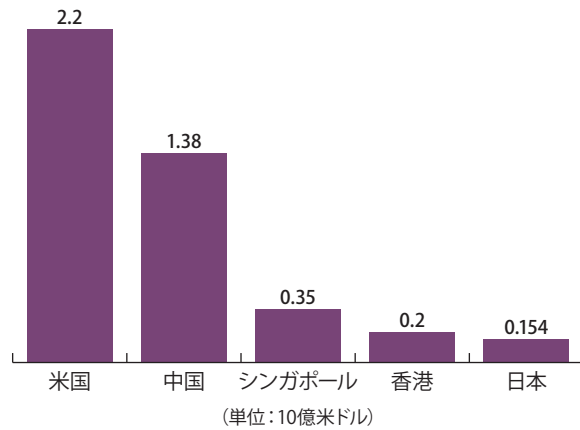
日本では金利がほぼゼロの環境の中で銀行の収益も傷んでいることから、同様に国際市場への移行が促されている。ある大手デベロッパーのマネジャーは「デットについては、メガバンク三行を除く邦銀が外国人投資家向けに融資を開始しようとしており、新たな動きが見られる。その理由の大半は、これまで国内の顧客向けの融資しかやろうとしなかったが、日本でのマージンが15bpsから25bpsしかないのに、外国では90bps強もあるということだ。そのため、地銀が初めて外国の借手に融資を行うという状況を目にすることになった」と語った。

英国のEU離脱は空振り

アジアの多くの投資家は、2016年の上半期に行われた英国の国民投票でEU離脱が決まったことがアジアのキャピタルフローに影響を与えたと考え、本来は英国を目指していたものの安全な逃避先を求めてアジアに流入する欧州資金が増加すると予想していた。ただ、インタビュー回答者の一人はドイツのオープンエンドファンドがシドニーで取得を拡大していることを挙げたものの、全体としては、安全な逃避先を求める動きは具体化しなかった。実のところインタビュー回答者が指摘したように、国民投票でEU離脱が決まった直後に見られた資金の流れは逆方向で、英ポンドの大幅な下落を受け、アジアの個人富裕層からの膨大な資金が英国に流入した。同時に、リスクを嫌うアジアの機関投資家は英国に投入する資金を減少させたのである。

アジア太平洋地域のキャピタルフローのもう一つの変動要因として、過去2年間に石油価格が大幅に下落したのを受けて、中東のソブリン・ウェルス・ファンドが投資を減らしている可能性が考えられる。だが、アジアにおける彼らの活動をウォッチ

図表2-10 オーストラリアのインバウンド資金フロー（2016年上半期）



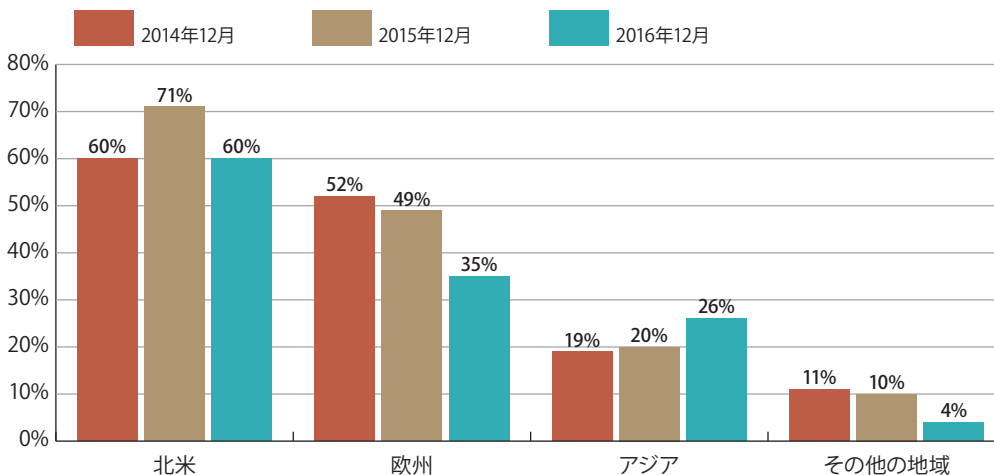
出所: CBREリサーチ

しているインタビュー回答者は、最近カタール投資庁がシンガポールのアジア・スクエア・タワー1を取得したことから伺えるように、中東のソブリン・ウェルス・ファンドの取得意欲は依然として強いと指摘している。

資金の流入は継続

CBREのデータによると、2015年にアジア太平洋地域に世界から流入した資金は96億米ドルとなり、2016年もこれと同水準になると予想される。地域内の複数のファンドマネジャーは、主として分散戦略の一環として、欧米からアジアへの資金流入が増加するとの見方を示した。とはいえキャピタルフローの統計によると、過去数年間は大きな増加が見られない。流出額に比べると流入額が小さく映るためこの印象が強められている面があるかもしれないが、インバウンド資金が世界金融危機以前の水準を大きく下回っているのは事実である。

図表2-9 現在の金融環境下で最善の機会を提供する地域（投資家の見解）



出所: プレキン・インベスター・インタビュー（2016年6月）

これは、アジアには他地域に比べ機関投資家に適格な不動産ストックが少ないことが一因とも言えるが、より大きな要因としては、アジアでのリスク調整後リターンが欧米市場で現在獲得可能な水準に劣ると考えられていることが挙げられるだろう。あるファンドマネジャーは「税と為替を調整した上で機会を比較すると、ネットのリターンは依然として欧米の方がずっと優れているように見える。そのためアジアへの投資は『税と通貨のリスクを取り、さらには市場リスクも取って大きな利益を手にする』という考えからではなく、投資の分散の意味合いが強い」と指摘する。

現在、外国人投資家が（上海は例外として）中国への投資に比較的熱心ではないのも、おそらくこれが原因だろう。あるファンドマネジャーによると「アジアは資産の世界的分散を行う上で投資対象地域の一つとして確立されてきているが、米国や欧州から見ると、アジアに投資するならローリスクでやりたいという思いが強いようだ。現在、投資家は相対的価値の観点から、中国リスクを取ってもそれに見合った利益を得られないのではないかと懸念を持っている。中国で賭けに出るより、日本やオーストラリアなど安心できる市場の成長部門に投資したいと思っているだろう」。

アジア域内のクロスボーダー投資については、2016 年上半期ではオーストラリアがアジア太平洋地域で最大の資金の受け手となり、CBRE によると約 47 億米ドルの外国資金が投入された。次いでシンガポールが僅差で続いているが、そのかなりの部分が 1 件の大規模取引（28 億ドル）によるものだ。

機関投資家が中心に

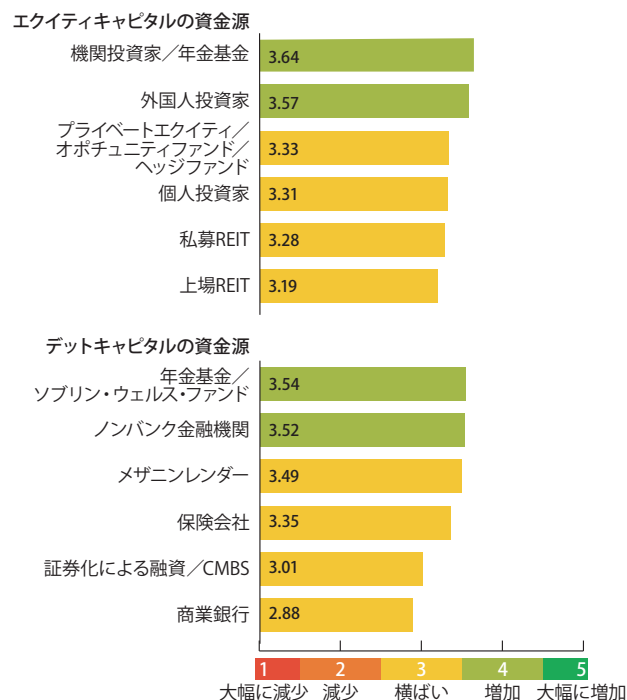
過去数年間にわたりアジア太平洋地域で見られる顕著な特徴の一つとして、機関投資家の資金が緩やかな拡大しており、全体に占める割合も着実に増加していることが挙げられる。

これはアジアでオポチュニスティック投資の額が減少したことも一因だが、さらに重要な要因として、アジアの機関投資家が不動産への配分を高めていることに加え、他地域（特に中東）の機関投資家がアジアへの投下資金を増やしていることを反映している。そうした外国ファンドは自ら活動拠点を立ち上げるか、アジアのファンドと組んで別勘定を設定しているが、いずれにせよ CBRE によると、他地域の機関投資家の資金がアジアのクロスボーダー投資全体に占める割合は 2012 年の 9% から 2015 年末には 47% に増加したという。この数字は 2016 年末には約 60% に達する可能性が高い。

資本調達依然困難

インタビュー回答者は例の如く、ファンドによる資本の調達が依然として難しいと述べている。ある機関投資家向けファンドマネジャーは「不動産に投資するリミテッド・パートナーシップ（LP）の資金が拡大しており、これは資本調達の点でプラスの要因だ。だが一方、LP にとってファンドやジョイントベンチャー、シンジケート、直接投資など投資対象のオプションも増えてい

図表2-11 不動産を投資対象とするエクイティキャピタルの変動（2017年）

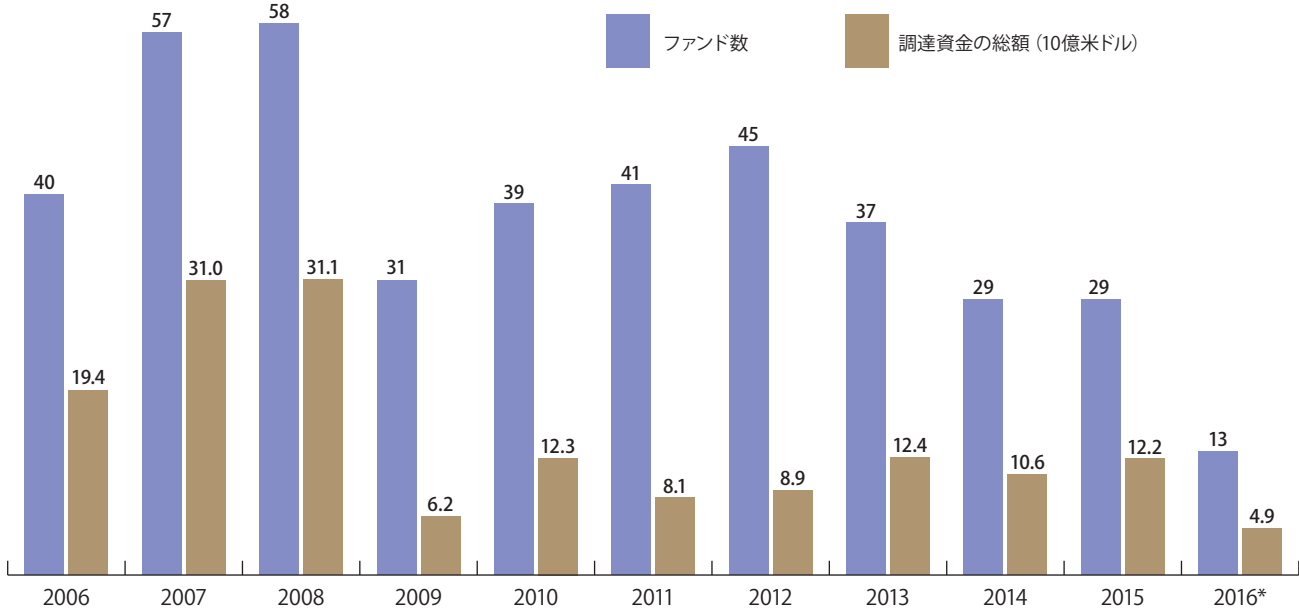


出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

る。だからこの面ではLPからの資本調達が難しくなる。そして、LPは選択肢が多いため、当然ながら自分たちの要求や資本投下の見返りについて細かく具体的に言ってくる」と指摘する。

一方、LPが「バーベル」戦略を重視する傾向が続いている。すなわち、最大級の規模を持ち最も定評のあるファンドか、小規模で専門的なビークルに資金を投入するという戦略だ。「大手ファンドは多額の資金を引きつけているが、それには優れた実績や安定したチーム、利害の一致など様々な理由がある。大手ファンドに投資すると言えば誰も疑問を挟まないため、LPにとって投資委員会に提案しやすい。大手ファンドはいろんな要件を満たしているし、安心して資金を投じることができるからだ。一方、特定の場所や資産にうまく資金を配分したいと考えているLPのニーズを満たす小規模のニッチファンドもある。そのため非常に優れたニッチ戦略を持ち、優秀なマネジャーがおり、実績も豊富で安定したプラットフォームがあり、利害の一致が可能なファンドも大変成功している。苦戦しているのは中規模のファンドだ。両方の要素を備えているものの、際立った特徴がないからだ」。

現在、アジア太平洋地域に流れるアジアの資金が大幅に増加しているにもかかわらず、これまでのところ、域外の投資マネジャーに向かう資金はほとんどない。だが、まだ限られた範囲ではあるが、この状況も変わり始めている。ある大手グロー

図表2-12 主としてアジアを対象とするクローズドエンドのプライベートファンドによる不動産投資資金の年間調達額
(2006年～2016年)

出所: プレキン・リアルエステート・オンライン

*1月～8月

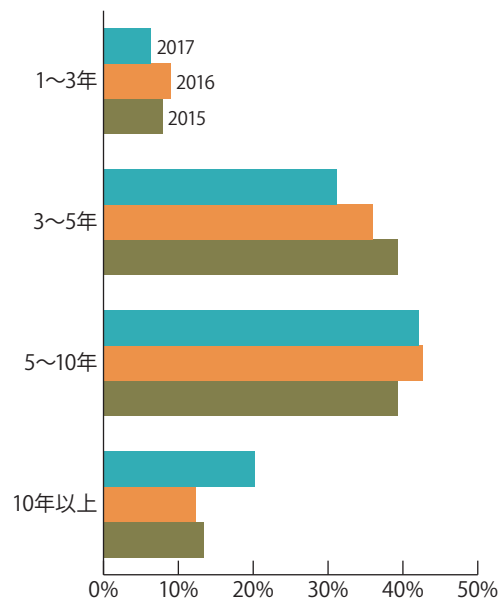
バルファンドのマネジャーによると「アジア太平洋市場では、投資先としての外国投資ファンドは特に必要ないと言われることが多いが、いくつかの理由からこれが変わり始めている。一つには、例えば中国での腐敗の摘発のように、投資案件によっては徹底的に精査や吟味が行われるようになったことが挙げられる。また、一部の機関投資家が、私は「啓発された」機関投資家と呼んでいるが、自分たちはコアビジネスに注力し、運用資産についてはプロに任せた方が良いと認識し始めたこともその理由だ」。

確かに、外国ファンドはそうした機会の到来を歓迎している。それはなにより、アジアの資金は期待リターンに対する要求度がそれほど高くないことが多いためだ。上記のマネジャーは「戦略的に、市場で得られるリターンと投資すべき資金との整合性を取ることが我々のビジネスにとって重要だ。20%のリターンを想定した資本を調達できたとしても、それだけのリターンを得られる投資案件を見つけられなければ、一体何になろう?」

リスクの大きい戦略に向かう投資家

投資戦略に関する今年の調査では、バリューアッド投資の人气が最も高く、次いでコアプラス、開発及びオポチュニスティック投資が僅差でまともに続いている。コア投資のランクが低いのは、アジア太平洋地域でコア資産を求める投資家が急増していることを考えると驚きだが、コア戦略自体の人气が高まるに

図表2-13 投資期間

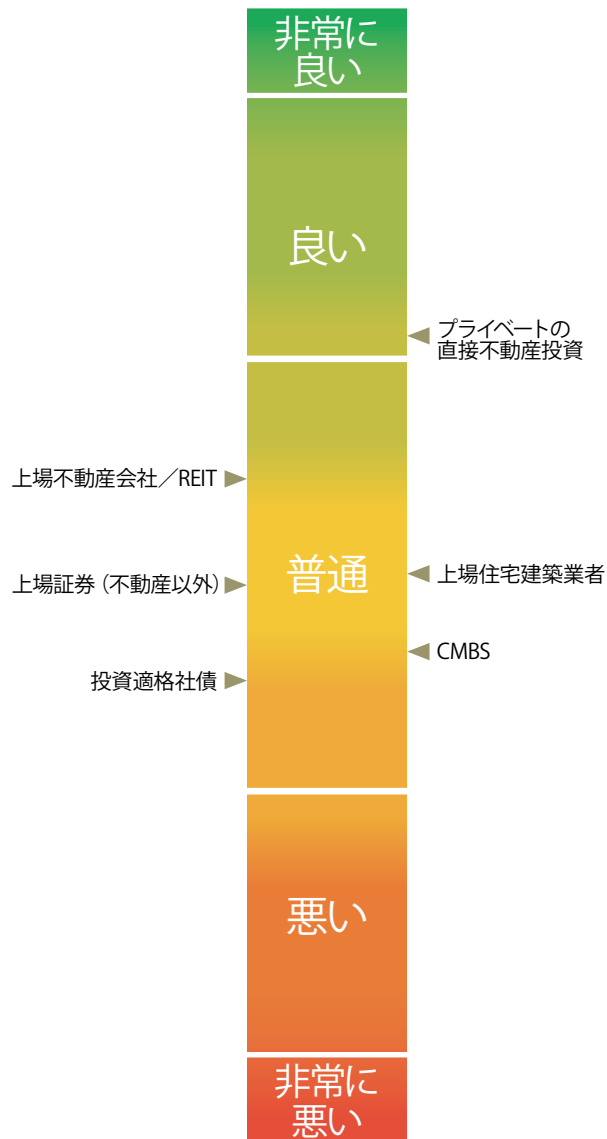


出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

つれ、現在の環境下で実際にコア資産を取得することがますます難しくなっていることがその理由と言えるだろう。

今年はオポチュニスティック投資が人気を集めたが、これはリターン目標を達成するために投資家によりリスクの大きい戦

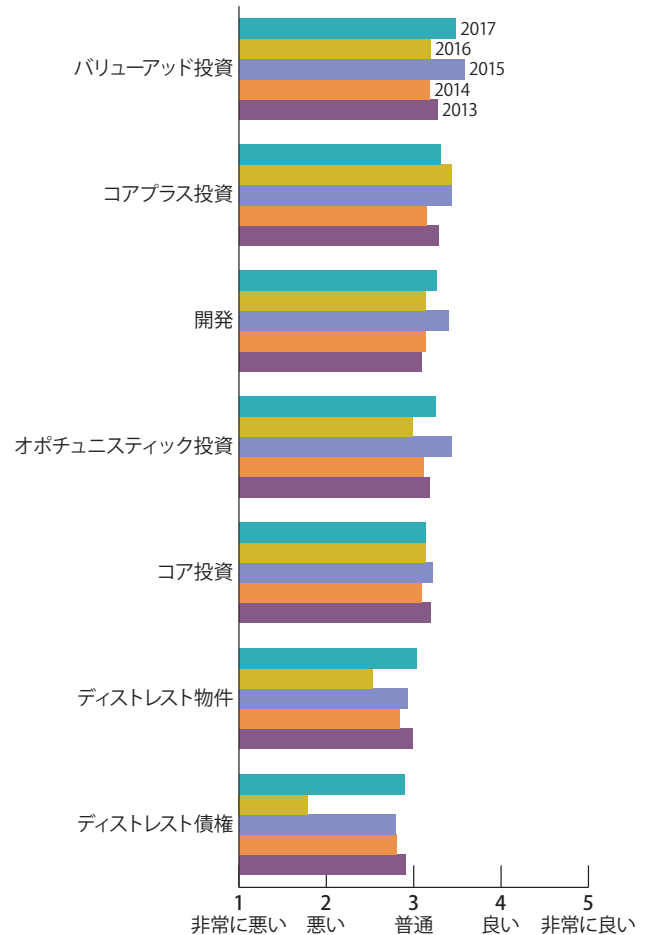
図表2-14 資産クラス別の投資見通し (2017年)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

略に向かっているためだ。ここ数年、アジアで活動する外国のオポチュニスティック投資家の数が減ってきているが、それによってある程度まで他の者が入り込む余地ができたと言える。あるオポチュニスティックファンドのマネジャーが述べたように「以前に比べ、アジア全体でオポチュニスティックファンドの数が減っているのは確かだ。でも我々はオポチュニスティック戦略により多くの取引で成功を収めており、また今では欧州や米国に比べ競争がずっと楽になっている」。

図表2-15 投資カテゴリー別・投資戦略別の見通し (2017年)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

今年の調査で判明したもう一つのトレンドは、投資期間の長期化が選好されていることだ。これは現在の市場で長期投資を志向する機関投資家の資金の比率が高まっていることに加え、全体的にファスト・マネー戦略に対する消極性が見られることを反映している。その結果、特に10年超の投資戦略が大幅に増えているが、これも機関投資家によるバイ・アンド・ホールド志向が反映されている。これにより、今や市場の上層部で超低水準のキャップレートが規範となったことが正当化されている面もある。最近あるソブリン・ウェルス・ファンドが行った取引について、あるファンドマネジャーは「私なら彼らが払ったような金額は払わない。ものすごい長期投資を考えているならそれでもいいが、5年から7年のプライベートエクイティファンドなら、あるいはREITでさえ、その金額ではうまくいくはずがない」とコメントした。

図表2-16 政策金利の推移

市場	2016年6月末、 %	2016年第2四半期の レート引き下げ回数	2016年 第2四半期比
オーストラリア	1.75	1	-25 bps
中国	4.35	0	0 bps
香港	0.57	0	0 bps
インド	6.50	1	-25 bps
インドネシア	6.50	1	-25 bps
ニュージーランド	2.25	0	0 bps
シンガポール	0.93	0	-25 bps
韓国	1.25	1	-25 bps
台湾	1.375	1	-12.5 bps
タイ	1.50	0	0 bps

出所：CBREリサーチ、各中央銀行、金融当局（2016年7月）

政策金利に関する注：

オーストラリア＝キャッシュレート

中国＝1年物貸出金利

香港＝3か月HIBOR

インド＝レポレート

インドネシア＝インドネシア中央銀行主要レート

ニュージーランド＝公的キャッシュレート

シンガポール＝3か月SIBOR

韓国＝ベースレート

台湾＝ディスカウントレート

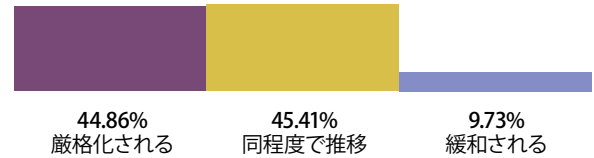
タイ＝1日レポレート

安価な銀行融資の継続

アジアでは伝統的に銀行が不動産需要を仲介してきたが、総じてデットファイナンスが簡単に行えしかも安価なことから、この状況は現在も変わっていない。ある投資家は「来年も今年とまったく同じだと思う。基本的なことは毎年何も変わっていないからだ。だが銀行の状況は明らかに改善しており融資が可能になっている。銀行から短期のシニアローンを借りるのも、保険会社からもう少し長期のシニアローンを借りるのも難しいことではない」と語る。LTV 比率もほとんど変わっていない。

だが一部で変化が起きつつある。オーストラリアでは最近、銀行が部分的に融資条件を厳格化した。あるインタビュー回答者によると、住宅を購入する外国人向けの融資枠が4月に中止され、メルボルン、ブリスベン、パースを中心とする一部のサブマーケットでは開発向け融資も制限されたという。また、総じてレバレッジが低下し貸出金利のマージンが拡大しているため、メザニンローンの新たな機会が生じている。だがこれ以外では、オーストラリアの借入環境は最近改善を見せており、特に国内銀行は、以前には3年から5年物のローンが中心だったが、外国の競争相手の動きに対応して7年から10年物のローンの貸出しにも積極的になっている。オーストラリアのあるファ

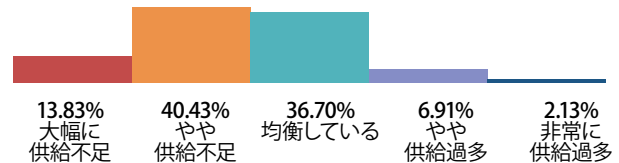
図表2-7 デットの引受け基準の見通し



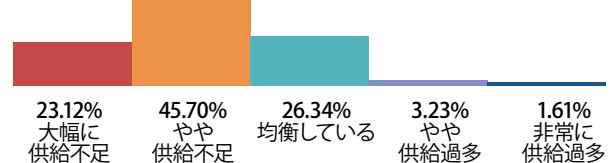
出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

図表2-18 不動産向け資金の需給バランス予測

エクイティキャピタル



デットキャピタル



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

ンドマネジャーによると「長期ローンの貸出しでは外国の銀行の競争力が依然として国内銀行を上回っていると思われるが、国内銀行も市場での競争を迫られていることを承知しており、特に7年物のローンで競争が激しいだろう。これは我々には大きなメリットだ」。

日本では、大手銀行が高レバレッジ取引への便宜提供や海外の新規顧客向けの融資に対し保守的な姿勢を強めている。その結果、やはりメザニン市場が拡大する余地が生まれ、そこにオポチュニスティックファンドやプライベートエクイティファンドを含む国内プレーヤーが入り込もうとしている。

一方、欧米の銀行は引き続きアジア各国の国内銀行との競争で課題を抱えているが、その結果、アジアの融資市場にというより物件の稼働率に影響が及んでいる。というのは、国際的な投資銀行と商業銀行が東京、香港、北京など様々な都市でオフィスを縮小しているためだ。これは特にシンガポールで顕著で、シンガポールのインタビュー回答者の一人は、外国の銀行が投資を引き上げていることがオフィス部門の供給過剰問題に輪をかけていると指摘する。

図表2-19 事業用不動産に関する一般的な融資条件（2016年第2四半期）

市場	LTV	参照レート	対前四半期比	スプレッド	貸出金利の 対前四半期比
オーストラリア	60%–65%	3か月銀行手形スワップレート：1.96%	–30 bps	172–225 bps	下落
中国	50%	5年のベース融資レート：4.75%	0 bps	50–120 bps	横ばい
香港	40%	3か月HIBOR：0.57%	+1 bps	230–280 bps	横ばい
日本	60%–80%	3か月TIBOR：0.07%	–3 bps	40–200 bps*	下落
シンガポール	50%–70%	3か月SOR：0.77%	–4 bps	175–300 bps	下落
韓国	60%–70%	3か月CD：1.37%	–24 bps	205–255 bps	下落
台湾	60%–70%	1年デポジット：1.04%	–9 bps	170–240 bps	下落

出所：CBREリサーチ、S&PキャピタルIQ、各中央銀行及び金融当局（2016年第2四半期）

*銀行と強固な関係を持つ借り手の金利スプレッド

デットの新たな資金源が台頭

投資上の目的の大半は国内の銀行による融資によって満たされているが、この点でもまた部分的に変化が見られる。例えば複数のインタビュー回答者から、日本の銀行が国際市場で融資活動を活発化させているとの指摘があったが、これは日本国内で得られる利回りが低下しているためだ。また、オーストラリアの商業施設部門に投資しているファンドマネジャーは、国内市場で新たな資金源によるデットの調達が行われていると述べている。そうした資金源とは海外の銀行、米国の私募ファンド、国内債券の発行、国内株式の私募発行などだ。

中国でも近年、ノンバンクによる融資が盛んに行われている。これは政府が、不良債権ショックが起きた場合に国有銀行を隔離する目的で、借手による国有銀行へのアクセスに制限を加えているためだ。中国のシャドーバンキング部門は、規制当局による統制を出し抜くため、何度となくその姿を変えてきた。例えば信託、同業者間融資、そして最近では資産管理計画(AMP)などである。ムーディーズ・インベスターズ・サービスによると、中国のシャドーバンキングの規模は現在約 7.5 兆米ドルに達しているが、その中でも AMP は最も成長している形態となっている。

一見すると、シャドーバンキング部門の成長は中国の正式なバンキング部門にとっても有利なように思われるが、多くの銀行がオフバランスのビークルを通じてシャドーバンキングの繁栄の恩恵を受けており、またこの業界自体が総じて不透明で規制も少ないことを考えると、銀行は見た目ほどにはシステミック・リスクから隔離されていない可能性がある。

メザニン市場は限定的

銀行融資が簡単に受けられるため、メザニンローンの需要は引き続き限定的だ。ある銀行家が述べたように「一般的にアジアではまだメザニンファイナンスは難しい。資金を用意しても実際に投入するのが難しいのだ」。ただ一部の市場ではケースバイケースで需要が存在しており、特に銀行が特定の融資タイプから手を引いている市場において見られる。

例えばオーストラリアでは、プライベートエクイティ投資家が「ファーストモーゲージ（最初のローン）のポジションで、シニアローンと劣後ローンを組み合わせているが金利は同一」であるファイナンスパッケージを用意している。「組み合わせたローンの金利が 11.5% から 12%、メザニンだけの場合は 18% 強というケースを耳にしているが、この水準でプロジェクトをやっているのかは疑わしい」。加えて、自己管理型スーパーアニュエーション・ファンド (SMSF) も融資を行っており、「劣後ローンではなく優先出資の形を志向している」。新聞報道によると、現在 SMSF によるオーストラリアの不動産部門向け融資額は 20 億豪ドルから 40 億豪ドルに上っている。これは SMSF の総資産の 0.5% に相当する金額だ。メザニンファイナンスは日本でも拡大している。

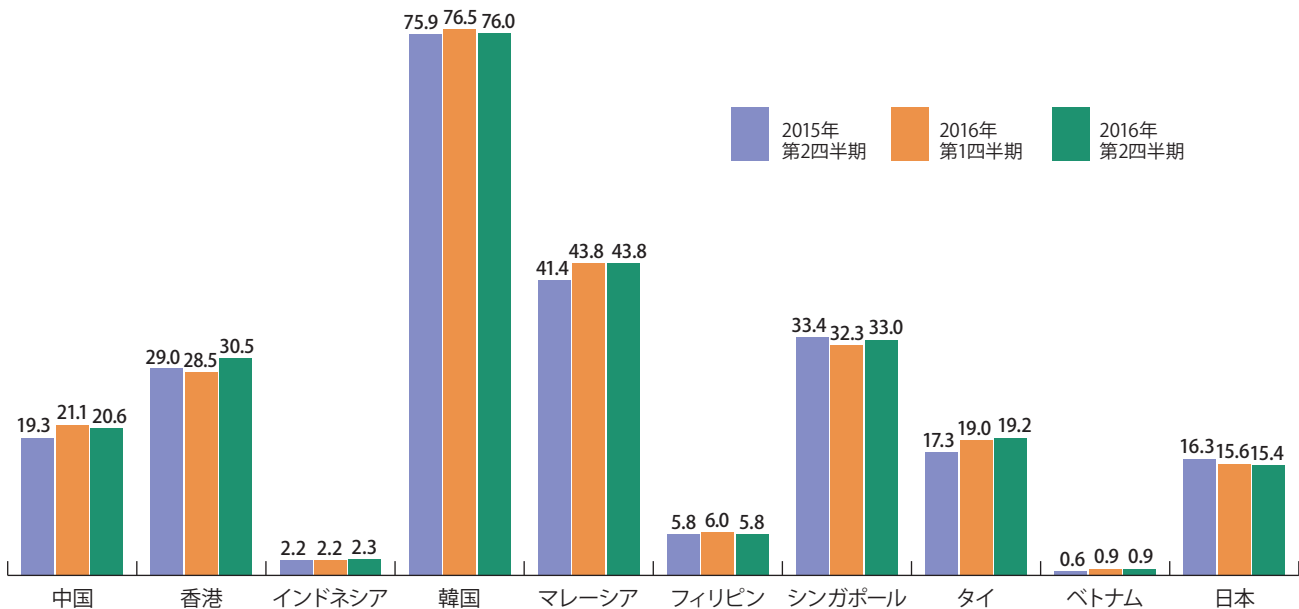
一方、インドは歴史的にアジア最大のメザニンファイナンス市場となってきた。だが、デリーのあるコンサルタントによると、インドのメザニンは数年前には 20% 超のリターンを生み出していたものの、現在では市場が「劇的に変化」しており、銀行とノンバンクによるメザニンローンは建設向けで 12% から 14%、土地取得向けで 16% から 18% だという。

中国もメザニン取引の余地のある市場だが、メザニンローンはオフショアで調達しなければならないというローカルルールがあるため、オンショアでのエクイティ調達とどちらを優先すべきか疑問が呈されており、また破産の場合にはメザニンは実質的に無価値となる。その結果、ある銀行家が述べたように、中国のメザニンは「メザニンとは言えない」ものとなっている。

活況を呈する中国の債券市場

アジアの新興市場では社債の発行が拡大が続けているが、不動産等の取引のファイナンス手段としては、社債はまだ銀行融資に引けを取っている。アジア開発銀行によると、日本を除く東アジアの現地通貨建て社債市場の規模は 2016 年の年央時点で前年同期比 7.5% 増の 3.7 兆米ドルに達した。このうち中国の割合が最も大きく 2.2 兆米ドルで、人民元ベースでは前年同期比 14.2% 増となっている。注目すべきことに、アジアの現

図表2-20 現地通貨建て社債市場の規模と構成 (対GDP比)



出所: アジア開発銀行

地通貨建て債券市場における中国のシェアは図抜けて大きいものの、発行額の対 GDP 比率は比較的小さく約 30% に留まっている (図表 2-20 参照)。

過去 3 年間、中国は債券市場の自由化と拡大に向けて積極的に手を打ってきた。これは資本市場全体を発展させる必要性に沿ったものだが、特に銀行部門に対する圧力を軽減させる試みという側面が強い。中国の銀行部門は伝統的に、国内における資金の分配という重責を担っているからだ。

最近まで、中国の社債の大半は外貨建てにより香港で発行されてきた。だが 2014 年の半ばに政府が現地通貨建て債券市場を開設し、上場・非上場デベロッパーが国内で債券を発行できるようになり、この状況が一変した。現地通貨建て債券は需要が強いため、外貨建て債券に比べ利回りが遥かに低い。そのためデベロッパーが借入金のリファイナンスに向け、競って社債を発行したことから一気にブームとなった。香港のあるコンサルタントによると「現在、中国のデベロッパーの資金調達手段として最も安上がりなのは国内で人民元建ての社債を発行することだ。我々も、銀行が既存ローンのロールオーバーを拒否したため、5% から 6% の利回りで社債を発行し 40 億元を調達したところだ」という。同額の外貨建て債券の利回りは数百ベースポイント高くなると思われる。

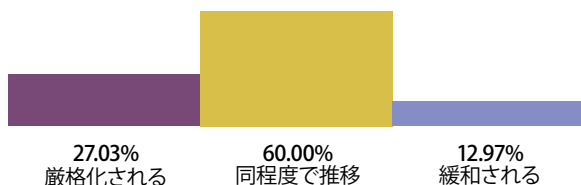
アナリストの大半は現地通貨建て債券市場の拡大を基本的に前向きな動きと捉えている。その理由は、あるアナリストが述べたように「ほとんどの大企業にとって、それは借入れコストの低下をもたらすからだ。以前には、政府の規制により資金調達手段が限られていたため極端な方法を取る者が多かつ

た。中には無期限転換社債を発行し、それを株式のように扱う者もいたが、実際には高金利の借入金のようなものだ。だが今では様々な金融商品全般にわたって金利が低下している。そのため中国のデベロッパーは高金利の借入金を低金利でリファイナンスできることが助けになっている」。

とはいえ、低金利の現地通貨建て債券が中国リスクの真の水準を反映しているのかという点で疑問が生じている。国際通貨基金は 2016 年 4 月に発行した報告書の中で「企業の LTV が高水準にあり、さらに上昇しつつある中で債券の発行が急増しており、また (政府による暗黙の保証によるところが大きい) 過剰供給部門では、スプレッドの拡大という一時的な状況にもかかわらず、利回りにおいて信用リスクが大幅に歪められている」と指摘した。この報告書はさらに続けて、こうした債券発行が中国の「金融の安定性に対する重大な問題となり得る」としている。現在、債券のデフォルト件数が増加しているため、この指摘は特に重要なものだ。中国の調査会社である「Wind」によると、2016 年 6 月以降で 30 件以上のデフォルトが起きている。

ブルームバーグによると、中国のデベロッパー 119 社のデット総額は 2016 年 6 月末時点で去年同期比 30% 増加しており、デベロッパーによる現地通貨建て債券の発行額は 4,580 億元と、既に 2015 年通年の発行額である 4,430 億元を超えている。だが、ある投資銀行が 2016 年半ばに中国のデベロッパーを対象に行った調査では、最近のデフォルトの増加により、国内での債券発行による資金調達が制約されているようだ。今後は、デフォルトのリスクが必ずしも理論上だけのものではないという事実を市場が受け入れるに従い、債券の利回りが上昇傾向を示す可能性が高い。

図表2-21 エクイティの引受け基準の見通し



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2017 アンケート

こうした発行の結果、中国政府は最近、現地通貨建て債券を発行できる会社の数を制限する措置を取った。2016 年 10 月に導入された規制により、現在では非上場または国有のデベロッパーおよび上位 100 社に入らないデベロッパーは国内での債券発行が禁じられている。この規制が厳格に実施された場合、過剰建設が問題になっている三番手・四番手都市の（資金難に苦しむ）多くの小規模デベロッパーは債券の発行ができなくなるだろう。

エクイティについては、以前には中国のデベロッパーが外貨による資金調達を目指して香港で IPO を行うケースが多かった。これは中国本土での上場認可を得るのが難しかったことも大きい。だが現在では、上海で上場しているデベロッパーとは異なり、香港で上場している中国デベロッパーの株式が純資産価値（NAV）に対して大幅なディスカウントで取引されており、追加の公募が実質的に不可能なことが問題となっている。その結果、香港で上場を停止し、中国本土で再上場を図る者が増えている。本土での上場株式は香港に比べ平均で 30% の高値で取引されているからだ。この思惑から、2016 年上半期には香港で上場している中国本土の企業で上場停止の申請を行った企業が 10 社を超えた。

だが、そうした企業が成功するとは限らない。現在、中国当局は IPO の認可に消極的であり、特にデベロッパーに対して厳しく、800 社強が認可待ちとなっているため、今後 2～3 年以内に上場できる見込みは薄いようだ。裏口上場の可能性は残っているものの、それでも規制当局による認可は難しいかもしれない。加えて、そのコストは現在 15 億米ドルほどになっており、大手デベロッパーでも負担が難しいと思われる。

コーポレートガバナンスが株価に影響

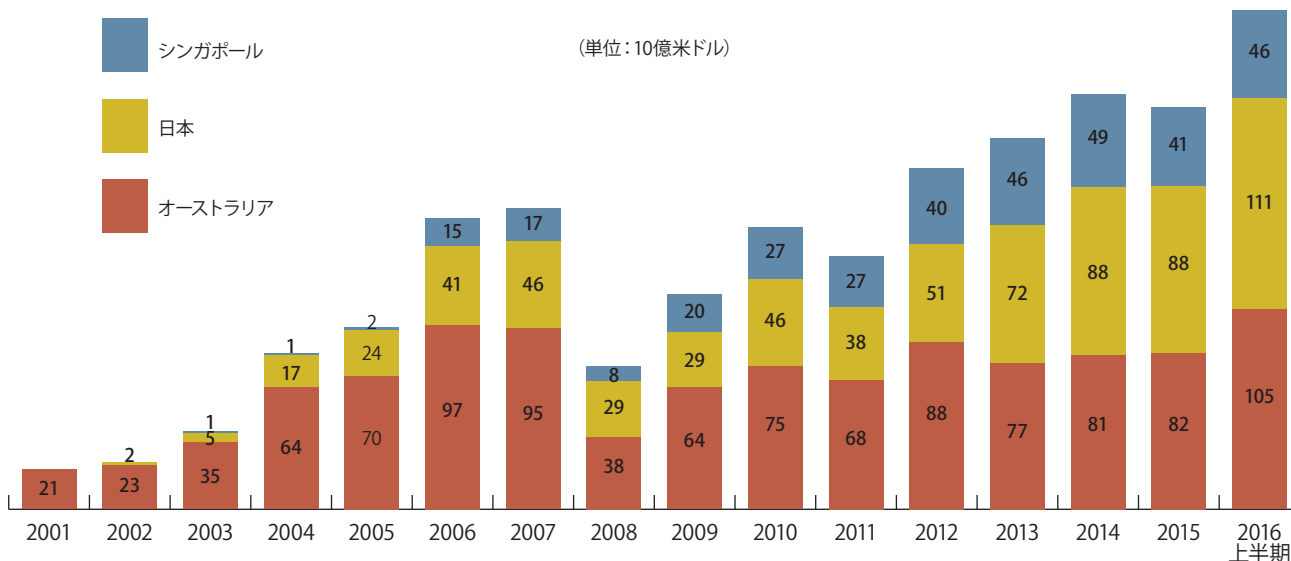
コーポレートガバナンスも、アジアの上場不動産会社に関連する問題となっており、創業家が支配を続けるデベロッパーや既得権を持つ少数の株主の影響下にあるデベロッパーが多いため、懸念が絶えることがない。

あるインタビュー回答者はこの問題を「部屋の中に象がいる」（誰も見て見ぬ振りをする）状態と呼び、経営陣が ROE（自己資本利益率）を考慮した意思決定を行いたがらないことから香港と日本の上場デベロッパーの株価が大きく目減りした事例を挙げた。このインタビュー回答者は、多くのデベロッパーの株価が NAV に対して大幅なディスカウントで取引されていることを「大きな問題」とし、株式の買戻しが適切な対応だとしている。「そうしたデベロッパーは一般株主が求めるものと大株主が求めるものが対立すると考えているようだが、株価の上昇はすべての人にとって良いことなのなぜ分からないのか不思議だ」。

アジア太平洋の REIT が勢いを回復

アジアの不動産投資信託（REIT）による増資（投資口の追加発行）は 2015 年には 70 億米ドルに低下したが、2016 年にはアジアの三大 REIT 市場で金利が低下したことにより再び急増した。REIT の収益源は債券と似ており、そのため債券の動きに沿って

図表2-22 アジア太平洋地域の上場REITの時価総額



出所: RCA、ブルームバーグ、ドイチェ・アセット・マネジメント

取引されるため、金利の低下が有利に働くからだ。加えて、金利の低下によって新規取得のための借入コストが低下するとともに分配金利回りが上昇し、利益に直接影響する。リアル・キャピタル・アナリティクス (RCA) によると、現在、アジア太平洋地域の上場 REIT は事業用不動産の全取引高の約 25% を占めている。

日本

日本の REIT (J-REIT) は日本銀行が実施している量的緩和政策から大きな恩恵を受けている。そのため、2016 年の初頭にマイナス金利政策が発表されたのを受け J-REIT の指数が急上昇したのに加え、日銀による J-REIT 投資口の買入れ (年間約 8 億 6,500 万米ドル) により J-REIT 業界として利益を得ている。日銀の定期買入れの先回り売買によって手っ取り早く利益を稼いでいる者もいるが、現在 J-REIT の投資口価格は高く、NAV に対して約 25% のプレミアムで取引されている。対照的に、国内のデベロッパーの株価は NAV に対し平均 30% のディスカウントとなっている。

分配金利回りが 3% 強のため J-REIT は世界で最も割高な部類に入るが、国債利回りがマイナスとなっていることから、イールドスプレッドはまずまずの水準にある。だが同時に、この水準では資産の追加取得が難しくなっており、その結果、これまで東京のコア部門の主力だった J-REIT による資産取得が減少に転じた (ただし一部はスポンサーからの物件取得を続けている)。J-REIT による投資口の追加発行も減っており、CBRE によると、2016 年上半年期に行われた増資は前年同期から 42% 減少した。複数のインタビュー回答者が、投資口価格が市場平均を

下回っている弱小 J-REIT を大手 J-REIT が買収する可能性を指摘している。

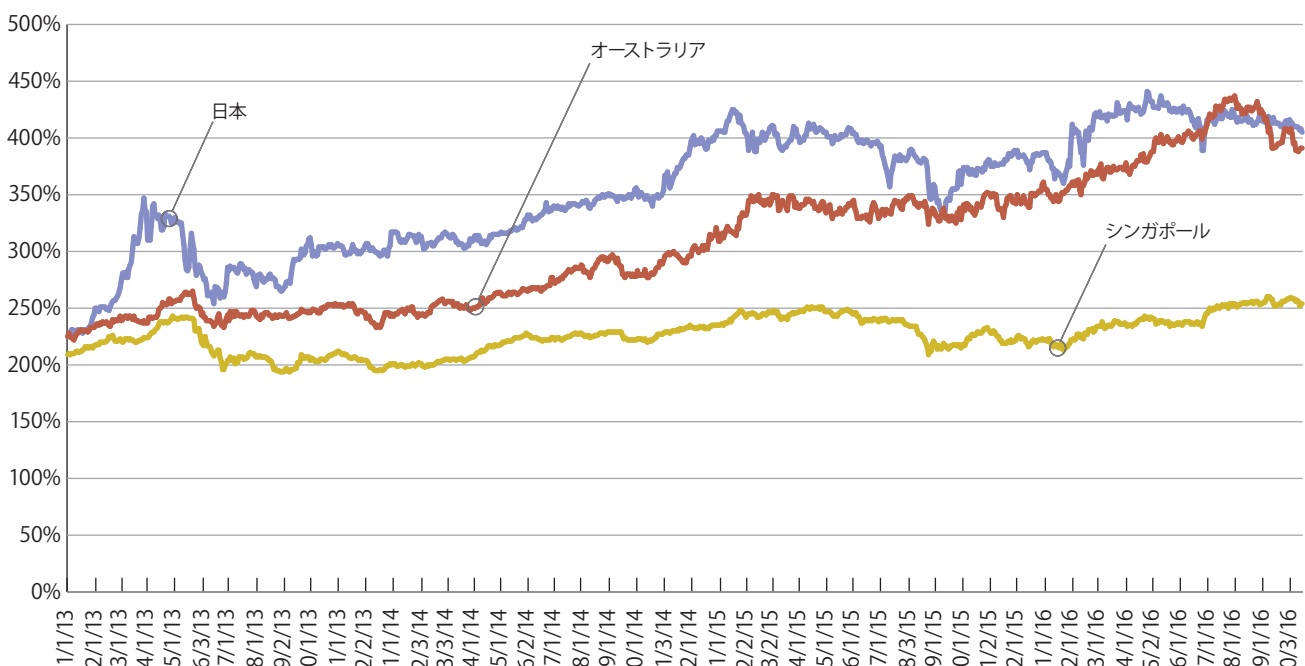
シンガポール

シンガポールの事業用不動産は下降を続けているが、REIT は予防措置を取っており、総じて現在の苦境を乗り越える体制ができているようだ。特に、多くのシンガポール REIT (S-REIT) が長期債券 (最大 15 年) を発行して安価なファイナンスを実施し、将来の金利上昇に備えている。一方、オフィス REIT はテナントとの契約更新交渉を積極的に進め、予想されるオフィススペースの過剰供給問題を回避しようとしている。

だが同時に、シンガポールの商業施設関連 REIT は商業施設の過剰供給により苦しんでいる。加えて、REIT が保有するショッピングモールの一部でリニューアルが進行中であり、それによって収益が中断された。産業用施設部門では空室率が上昇し、賃料の低下が続いている。

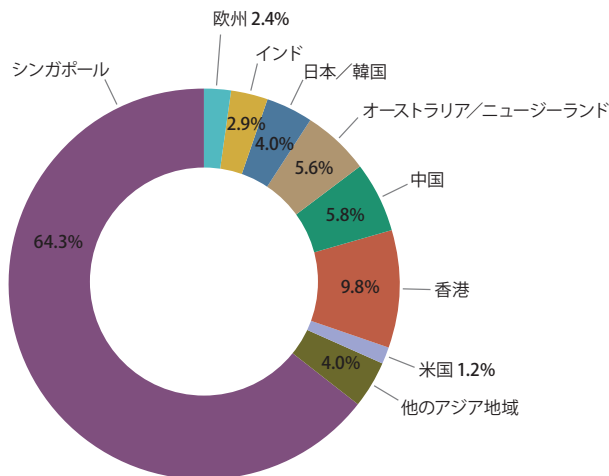
シンガポール政府は 2015 年に REIT のレバレッジを資産総額の 45% までとする規制を導入した。現在、どの S-REIT もこの上限を大きく下回っているが、金利が大幅に上がるか、あるいは資産価格が下落すれば、LTV が今の水準から上昇する可能性がある。そのため REIT 業界では LTV 規制に対処する方法を模索しており、その一つが無期限債の発行だ。無期限債はテクニカルには株式として扱われ、よってテクニカルには LTV の上限規制の対象とならない。その他、単純に資産を売却する S-REIT も出てくるだろう。シンガポールのある REIT マネジャーは「現在、市場は流動性が溢れているため、資産の売却を行って借入金を

図表2-23 アジア太平洋地域のREIT市場の変化率 (2013年~2016年)



出所: TR, GPR, アジア太平洋不動産協会 (APREA)

図表2-24 シンガポール上場企業が保有する不動産資産：資産（価値に基づく地域分布）



出所：各社アニュアルレポート、DBS銀行

減らし、その上で利回りの高い資産を取得することが可能だろう。多くの REIT がこの戦略を採ろうとしている」と語った。

S-REIT は平均分配利回りが約 6.5% と高いため、国内で追加取得用の資産を見つけるのは難しいかもしれない。そしてこの理由から、産業用施設 REIT を中心に多くの REIT が外国に目を転じており、特に利回りが「7% 強」というオーストラリアに注力している。

オーストラリア

ベースレートの低下のおかげで、オーストラリア REIT (A-REIT) の投資口価格は 2016 年に安定的に上昇し、第 3 四半期には前年同期比 6.5% 増となった。平均利回りは 4% から 5% となっている。

A-REIT の価格は年平均約 3% という賃料の上昇にも支えられている。同時に、コア資産に対する需要が強いため、REIT はノンコア資産を高価格で売却し、それで得たカネを高利回りの資産に再投資することができる。また、全体的に投資口の追加発行が行われていないことも投資口価格の下支えとなっており、代わりに A-REIT は取得資金を銀行融資か物件の売却に頼っている。

先行きについては、現在、投資に適した資産がオーストラリアで不足していることから、機関投資家がプラットフォーム取引として小規模 REIT を買収する機会が生じるかもしれない。さらに、新規上場を予定している A-REIT がいくつもあり、少なくとも 30 億豪ドルの新投資口が、5% から 6% の分配利回りを提供する資産を強く期待している市場に投入される予定だ。

新たな REIT 市場

昨年には、新たな REIT 制度が誕生する可能性のある市場がいくつか登場したが、2016 年にはその一部で進展が見られた。

特にフィリピンでは、REIT の枠組みを法制化しようという長年の努力がいくらか実を結んできた。だが、新政権にはこれに決着をつけようという政治的意思があるようだが、免税措置に対する障害がまだ残っている。政府がこの問題を解決するつもりか、またいつそれに取り組むつもりなのかは不明である。

一方、インドは解決に近づいているようだ。様々な規制による障害が取り除かれており、中央政府には REIT 制度を創設するという強い気構えが感じられる。しかし例によって、インドでは官僚的な手続きの流れが複雑になり時間がかかることがある。インドで活動する国内ファンドと外国ファンドのマネジャーは、予見可能な将来（場合によっては今後 12 カ月以内）に REIT の実効的な枠組みが登場する可能性について前向きだが、規制を巡る中央当局と地方政府との考え方の不一致や、銀行融資を受けるためのリース・レント・ディスカウント・モデルの標準的使用によって生じる障害の克服、さらには個人投資家にとって魅力的なキャップレートでの REIT の上場など、解決すべき問題が山ほどある。これらについても、解決までにどのくらい時間がかかるかは何とも言えない。

インドネシアでも実行可能な REIT 制度の導入を進めるための改革が行われた。特に、2016 年 3 月に発効した新たな規定により、売手に課せられる税が従来の 5% から 0.5% に、そして買手の税率が従来の 5% からわずか 1% に引き下げられた。

また、投資家は引き続き中国での REIT 部門の誕生を期待している。しかし、REIT の創設はよく挙げられるすべての理由から好ましい発展であることに疑いはないものの、現時点において中国が、国内の REIT 業界が適切に機能するのに必要な特性（特に、収益のパススルーを確保する税務措置）を持った法的枠組みを導入する見込みは薄い。これまでのところ、一握りの「プロトタイプ REIT」が設立または認可されたが、この基本的テストに合格したものはない。

注目すべき市場と部門

「以前には、我々が現在狙っている新興市場や開発リスクは明らかに『お薦め品』ではなかった。

だがこの1年間に機関投資家の間で**根本的な変化**が生まれており、

我々と同等のリターンを得るために我々と同等のリスクを積極的に取ろうとしている。」

昨年調査では日本とオーストラリアの都市が有望な投資先として高い評価を受け、「安全な場所への避難」が推奨されていたと言えよう。だが今年の調査では、新興市場の4都市が上位を占め、昨年とは全く異なる様相を呈している。すなわち、「利回りの追求」がテーマとなっているのだ。

より高いリスクを取るという戦略への転換と見られるこの動きは、市場環境の変化を反映したものだ。一番手都市ではコア資産の需要はますます高まっている一方、投資家は対応可能な価格で、あるいはどんな価格であろうと、投資に適した資産を手に入れるのに苦労している。同時に、アジア地域全体でキャップレートが下がり続けているため、より高いリターンをもたらす投資先を見つける必要性がさらに高まっている。そして、より高いリターンが見込めるのは新興市場の都市なのだ。

図表3-1 都市別の投資見通し（2017年）

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 バンガロール			4.08
2 ムンバイ			3.71
3 マニラ			3.68
4 ホーチミンシティ			3.61
5 深圳			3.45
6 上海			3.41
7 ジャカルタ			3.38
8 バンコク			3.36
9 シドニー			3.35
10 広州			3.34
11 北京			3.31
12 東京			3.28
13 ニューデリー			3.26
14 オークランド			3.24
15 大阪			3.23
16 メルボルン			3.22
17 ソウル			3.14
18 香港			3.00
19 クアラルンプール			2.87
20 中国の二番手都市			2.85
21 シンガポール			2.84
22 台北			2.84

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

図表3-2 都市別の開発見通し（2017年）

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 バンガロール			4.00
2 ホーチミンシティ			3.68
3 ムンバイ			3.67
4 マニラ			3.56
5 深圳			3.46
6 ジャカルタ			3.35
7 上海			3.31
8 北京			3.30
9 シドニー			3.26
10 ニューデリー			3.21
11 バンコク			3.17
12 メルボルン			3.13
13 広州			3.09
14 大阪			3.06
15 東京			3.02
16 オークランド			2.86
17 中国の二番手都市			2.85
18 香港			2.85
19 台北			2.84
20 ソウル			2.83
21 クアラルンプール			2.71
22 シンガポール			2.57

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート

これは必ずしも、現在そうした都市に投資ファンドが殺到していることを意味するものではない（いくらか目立った例外はあるが）。何と言っても、新興市場の都市には、投資ファンドが投入を迫られている膨大な資金に対応できるほどの規模がないからだ。また大多数の投資家は、こうした機会にさっと乗ずるためのコネや経験を持ち合わせておらず、それだけのリスクを取ろうという思いもない。

とはいえ今回の調査結果は、アジアの成熟市場への投資が難しくなっていることに加え、アジアの新興市場の経済状況が急速に改善しているということをはっきり示している。実際、わずか数年の間にランキングの最下位付近から上位に急浮上した都市もいくつか見られる。

その代表格がバンガロールとムンバイというインドの2都市で、近年インドでプライベートエクイティによる不動産投資が拡大している（不動産サービス会社のクッシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、2015年には前年比55%増の39.6億米ドルに達した）ことを反映し、トップに躍り出た。次いで、やはり新興市場であるフィリピンとベトナムの2都市、さらには深圳、ジャカルタ、バンコクといった注目度の低かった都市が僅差で続いている。

この他、Emerging Trendsの調査で判明した重要なトレンドとして以下の点が挙げられる。

- 主な一番手都市の人气が低下。新興市場の上昇も劇的だが、前回調査で上位だった都市が軒並み順位を落とした（特に東京は12位に転落）のも同様に印象的だ。シドニーも、長らく機関投資家お気に入りの投資先だったが、今回は9位に後退している。実際、ランキングの下半分の半数近くが確固たる一番手都市となったことは注目に値する。
- 特に、シンガポールの人气が大幅に低下。わずか5年前まではランキング上位の常連だったが、オフィスの過剰供給、商業施設の売上低下、5年に及ぶ住宅価格の低迷により、シンガポー

図表3-3 投資見通しの順位の変遷

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
バンガロール	1	12	17	20	19	9	10	14	4	12	10
ムンバイ	2	13	11	22	20	15	3	8	7	10	17
マニラ	3	8	8	4	12	18	20	20	19	19	18
ホーチミンシティ	4	5	13	19	18	10	11	13	13	8	12
深圳	5	18	19	10	16	—	—	—	—	—	—
上海	6	9	6	2	2	2	2	1	5	1	2
ジャカルタ	7	6	2	3	1	11	14	17	20	20	19
バンコク	8	19	16	11	6	14	17	19	18	18	8
シドニー	9	2	4	5	4	3	6	6	14	15	16
広州	10	20	20	6	15	6	8	12	16	9	7
北京	11	14	10	8	7	5	7	3	12	6	9
東京	12	1	1	1	13	16	12	7	1	3	3
ニューデリー	13	16	14	21	21	12	5	10	9	13	14
オークランド	14	10	15	17	17	20	18	16	17	14	—
大阪	15	4	3	9	22	21	19	18	15	4	1
メルボルン	16	3	5	13	10	7	9	9	11	17	6
ソウル	17	7	7	15	14	19	16	4	6	7	13
香港	18	15	21	18	11	13	4	2	3	5	11
クアラルンプール	19	21	12	14	5	17	15	15	10	11	15
中国の二番手都市	20	22	22	12	8	—	—	—	—	—	—
シンガポール	21	11	9	7	3	1	1	5	2	2	4
台北	22	17	18	16	9	8	13	11	8	16	5

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋2017アンケート
「—」はデータなし

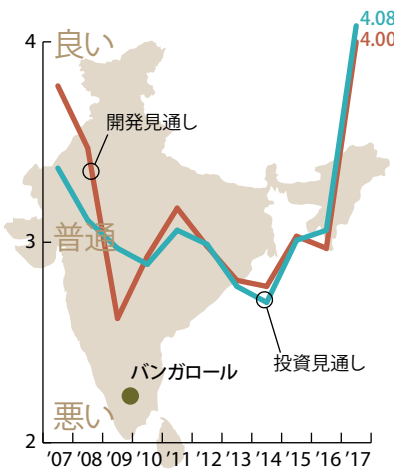
ルは最下位近くまで順位を落とした。各部門の「バイ（買い）」「セル（売り）」推奨の1位は次のとおり。

- 産業施設／物流施設：
バイー深圳、
セルー台北
- 住宅：
バイーバンガロール、
セルー台北
- オフィス：
バイーマニラ、
セルーバンコク
- 商業施設：
バイーマニラ、
セルー中国の二番手都市
- ホテル：
バイーバンガロール、
セルー広州

上位ランクの都市

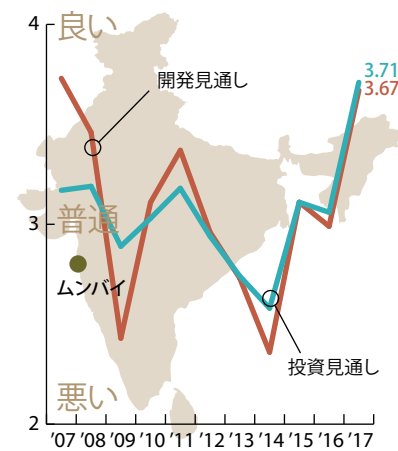
バンガロール (投資見通し1位、開発見通し1位)

投資家にとってバンガロールはこれまでインドにおけるビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)の一大拠点として捉えられてきた。だが最近ではIT産業の中心地となっており、国内外の企業がコールセンターや研究開発(R&D)センターを相次いで開設し、新規スペースへの旺盛な需要を生み出している。2016年の新規スペース供給量は約1,270万平方フィートと予想され、どの基準から見ても膨大な量だが、それでも2014年と2015年の供給量と同様の水準であり、オフィス成約件数も過去5年にわたり国内の他の都市を遥かに凌駕している。ただし、新規スペースの供給は今後数年間で減少する見通しだ。CBREは、2017年と2018年の供給量をそれぞれ980万平方フィート、390万平方フィートと予想している。



早期に参入していた投資家が、インドのBPO産業の拡大から大きな利益を得てきたことはほぼ疑いがない。そうした投資家の一つであるファンドのマネジャーによると、この部門の賃料収入は年率15～20%で増加しており、また金融コストは着実に低下している。こうした有利な状況は今も続いており「インドでAグレードの優良オフィスビルを9%のキャップレートで取得することはまだ可能だ。借入金利が下がっており、テナント需要も堅調だからだ」。現在この市場は、機関投資家の資金を利用できる現地の大手デベロッパーのトップクラスが握っている。あるインタビュー回答者が語ったように、上位10社は二番手のデベロッパーに「大きく水を開けて」おり、引き続き市場を牽引していくだろう。

とはいえバンガロールの成長のピークは過ぎており、IT部門からの堅調な需要はまだ続きそうだが、BPO部門の長期的な見通しには疑問符が付き始めている。デリー在住のあるインタビュー回答者は「ITアウトソーシングの風向きが変わり始めている」と語る。IT部門がオートメーションと人工知能への注力を強める中でアウトソーシング需要の伸びが鈍化しているため、BPOの追い風が「以前ほど強くない」と感じているのだ。この回答者は続けて「オートメーションと人工知能への移行が広範囲に行われれば、労働力の合理化が進み、今後の不動産アブソープションに『重大な影響』を及ぼすだろう」と述べた。



ムンバイ
(投資見通し 2 位、開発見通し 3 位)

これまでムンバイの都市圏は地理的制約によって円滑な拡大が妨げられ、その結果インドで最も物価が高く、最も成長の遅い都市となってきた。そのため市当局は、周辺地域から都心部へのアクセスを改善する大規模な道路・鉄道インフラ計画に取り組んでいる。この建設工事の大半は2019年までに完了する予定だ。

オフィス部門は好調さを維持している。ムンバイは物件価格が高いため、取引量は他の都市より少ないことが多いが、現在では全体的に市場のすそ野が広がり、金融部門中心という状況ではなくなっている。空室率は20%を超えたままだが、空室率が問題となるのは魅力に劣るビルであり、優良物件では旺盛な需要と賃料収入の拡大が続いている。大量の新規供給が予定されているものの、バックオフィス業務とeコマースを中心とする新規事業の増加が見込まれるとともに、近く増床需要も拡大すると予想されている。長期的見通しについては、郊外に新たに出現している一連の中心業務地区(CBD)に関心が移っている状況だ。これらのCBDでは取引が最近増えており、新規の事業用不動産プロジェクトが多数始動しつつある。

一方、ムンバイの住宅部門は依然として厳しい状況に置かれている。在庫水準が高く、取引量は大幅に落ち込み、何年も高騰が続いていた住宅価格も最近の事例では20～25%の下落が見られる(インセンティブの導入によるものが多い)。

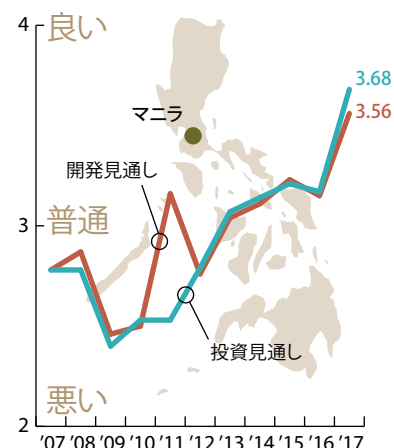
当局が新規案件の認可を渋る中、デベロッパーは進行中のプロジェクトの完成に注力している。中央政府による新たな消費者保護法案が可決したことから、いずれにせよ予定通りプロジェクトを完了せざるを得ないからだ。この苦境はまだ2～3年は続くと思われる。一方、あるインタビュー回答者が述べたように「価格上昇は期待できない」。

マニラ
(投資見通し 3 位、開発見通し 4 位)

フィリピンは本書のこれまでの版で常に肯定的なコメントを得てきた。BPO市場が好況に沸き、海外労働者からの本国送金も多額に上り、経済が活況を呈しているからだ。

現在、ファンダメンタルズは引き続き堅調さを見せている。需要は旺盛で、多くのビルが完成前に成約済みの状況だ。空室率は低水準に留まり、オフィスビルの価格と賃料は右肩上がりが続いている。一方、これまでフィリピンでは出遅れていた物流業界も、個人消費の伸びを背景に需要が加速している。

だが陰りも見え始めている。世界経済、特に外国で働くフィリピン人労働者が多い中東の経済における諸問題により、海外からの本国送金が現在の水準を今後も維持することは期待できないからだ。国内でも、マニラのあるデベロッパーが述べたように「市場は何年も高い成長を続けてきたが、いよいよ不動産サイクルの沸点に達しつつある。デベロッパー

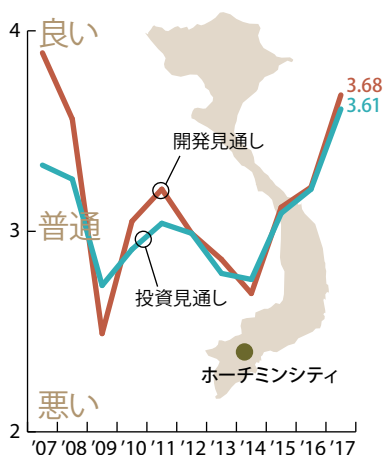


は来年には、どうやって土地を手に入れるかという問題に直面する。そのため、新たな開発機会を見つけるのはさらに難しくなるだろう。

同時に、フィリピンが新政権に移行し、それに伴って政策も変更されたことにより、投資家の間に懸念が生まれている。もっとも、そうした懸念は外国の不動産ファンドマネジャーより国内の投資家の方が強いだろう。外国人投資家にとっては、実際にフィリピン市場に資金を投入することの方がより大きな問題だからだ。あるファンドマネジャーが言うには「何とかマカティでオフィスに投資したいのだが、市場には入り込む余地がない。それに、機関投資家に適したパートナーを見つけるのも難しい」。

ホーチミンシティ (投資見通し 4 位、開発見通し 2 位)

ベトナムは数年間にわたり経済不振に見舞われたが、現在では東南アジアで屈指の高度成長を続けている。ある投資家によると、今やベトナムは「アジア太平洋地域の大手投資家のほぼすべてが投資対象として注目している」。多くの国、特に日本、シンガポール、韓国から資金が押し寄せており、不動産投資先として東南アジアで最も高い人気を集めていると言えるだろう。ベトナム経済は 2016 年上半期に前年同期比 7.5% の GDP (国内総生産) 成長率を達成したが、そのメインエンジンはホーチミンシティである。



これまで外国人投資家の関心はもっぱら住宅市場にあった。しかし、数年に及ぶ不振から力強い回復を見せた後、供給過剰のリスクが再び現れ始めている。こうしたリスクは、大量の新規供給が予定されている中で販売が鈍っているマンション部門で特に懸念される。他方、戸建住宅は引き続き人気が高く、全般的に供給不足となっている。

現在、ホーチミンシティの事業用不動産市場に関心を寄せる投資家が増えつつある。この関心もやはり、様々な地域貿易協定や「チャイナプラスワン」としてのベトナムの地位から生まれる経済成長が誘因となっている。完成済み資産の市場も誕生しているものの、投資家の多くは開発事業に目を向けており、区分販売ではなく投資を目的とした新しいビルの開発が進んでいる。キャップレートは 7% から 8% の範囲にある。

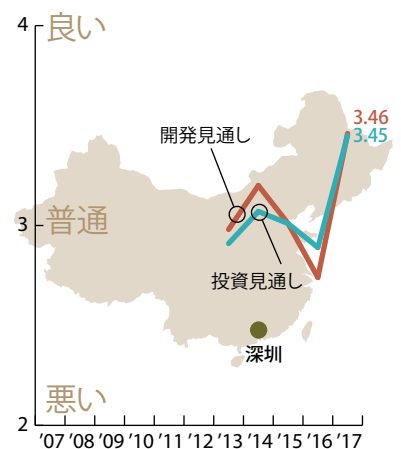
ある投資家は、全般的な供給不足により、ホーチミンシティのオフィス賃料が既にバンコクを上回っていると指摘する。「開発用地の入手が困難なため、開発プロセス全体の遅延を招いている」現状を考えると、供給不足の解消には時間がかかるだろう。役所の様々な手続きも取引を遅らせる原因であることが多く、ベトナムにとって長年の懸案となっている。

他方、物流施設やビジネスパークは投資の対象として立ち上がってはいない。ベトナムで活動するあるファンドマネジャーは「今のところ、さらなるスペース需要を生み出すほどの流通活動は見られず、取引量は限られている」とコメントしている。

深圳 (投資見通し 5 位、開発見通し 5 位)

深圳における最近の主要テーマは住宅部門だ。住宅価格は 2016 年の第 1 四半期～第 3 四半期に前年同期比 40% 超上昇し、世界で最も高い上昇率を記録した。

事業用不動産では、オフィス賃料は何年も安定的に上昇曲線を描いており、現在は 2009 年の水準の 2 倍に達してい

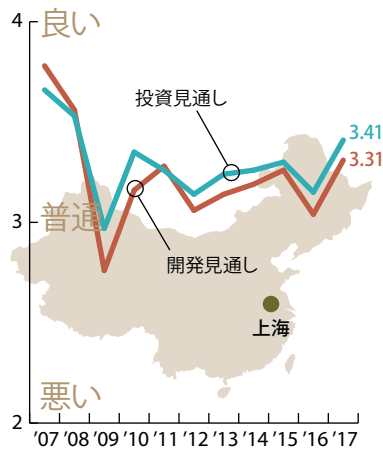


る。キャップレートは 5% 前後と低水準にある。空室率は 10% でほぼ横ばいとなっているが、最も人気の高いエリアやビルでは 5% 程度にまで下がっている。中国のオフィス部門は、政府が P2P 融資の締め付けを行った結果、予定されている新規供給を前にして需要が減少したが、中国の大都市の中では深圳が最も大きな影響を受けた。ただし深圳のオフィス部門に対する外国投資は、前海自由貿易地区で進行中の大規模開発を除いて、まだ限定的なものに留まっている。これは、一般的にプライムオフィスビルは長期保有され、市場に出回る物件は区分所有のビルが中心となっていることも理由の一端となっている。

したがって、より魅力的な投資機会を見つけるには、深圳を含む珠江デルタに範囲を広げる必要があるかもしれない。珠江デルタの後背地には中国初の大規模製造拠点となった産業地帯が広がっている。この地域では、中国経済の近代化を目指す最近の政策に従い、多数のハイテク製造研究施設を設置するために何千もの中小工場が閉鎖された。また、深圳周辺とデルタ地帯の他のエリア（特に、隣接する香港や西部の比較的遅れた地域）との連携を強化するために、交通網の建設計画も進行中である。

上海 (投資見通し 6 位、開発見通し 7 位)

あるファンドマネジャーが「マンハッタンを極端化した」と形容した上海は、高い成長が見込め、官僚主義も比較的目立たず、金融部門のテナントが多く流動性



に富んだ市場であり、クリティカルマスを満たす外国企業と国内企業が拠点を構えるなど、外国のコア投資家を惹きつける都市として中国の中でも中心的存在であり続けている。上海の不動産価格は途上国としては非常に高く、キャップレートも、豊富な資金を持つ国内企業が上海に本社を構えようと押し寄せているのに加え、ハードルレートの低い国内保険会社が事業用不動産による大型ポートフォリオを構築する使命を持ってやってきているため、4%を下回る水準に圧縮されている状況だ。ある仲介業者によると「膨大な資金が取引を追い求めているため、価格で競り負けてしまう。とても互角の勝負ができる市場ではなく、今後もそうなることはないだろう」という。

ファンドの期間満了が近づいたことと、人民元が下落するのではとの懸念から、外国ファンドが2016年に多数の売却を行った。その大半を国内投資家が取得したが、外国の機関投資家も引き続き積極的に活動している。

上海のキャップレートは超低水準にあるが、賃料も上昇していることがその言い訳に使われてきた。アナリストの予想では、賃料は短期的には上昇を続けるが、伸び率は鈍化する可能性があるという。供給過剰に対する懸念から再び警戒心が高まっているが、これまでも過剰分は常に吸収されてきており、今回は異なると想定する理由はほとんどないと思われる。

より長期的には、上海市中心部の地価が驚くほど高くなっていることもあり、CBDから周辺部、特に交通インフラが整った地域へ分散を図ろうとする姿勢が強まりつつある。ある投資家は「利便性を備え、ある程度クリティカルマスもある郊外の主要部では需要が大きく、賃料が上昇している」と語った。

既に多くの外国ファンドが都心から離れたエリアで取得や開発を進めており、このトレンドは今後も続く可能性が高い。また、同じ理由から、蘇州や杭州などの衛星都市についても再び関心が高まりそうだ。あるファンドマネジャーは「上海市内では土地の確保がますます難しくなっているが、少し遠くへ目を向ければ、CBDから車で3時間圏内に1億6千万人が住んでいる。だから、その圏内で土地を確保できれば、エグジットに必要な流動性が手に入るというわけだ。買った土地で損する恐れは少ない」という。

ジャカルタ (投資見通し7位、開発見通し6位)

ジャカルタは過去5年間、この調査で高い人気を保ってきた。投資家は常に「投資しにくい市場」と感じてきたが、にもかかわらずオフィスビルの価格はこの5年間にわたり大幅に上昇している。だが最近、大量の新規供給が用意される中で、コモディティ部門のテナント需要の低迷と相まって、この状況に変化が起きている。

ジャカルタのオフィス部門は2016年から2019年にかけて228万平方メートルもの新規スペースの供給が見込まれて

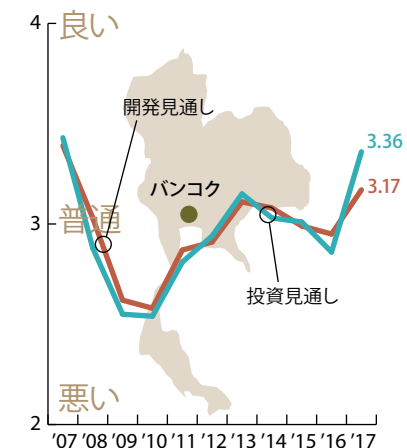
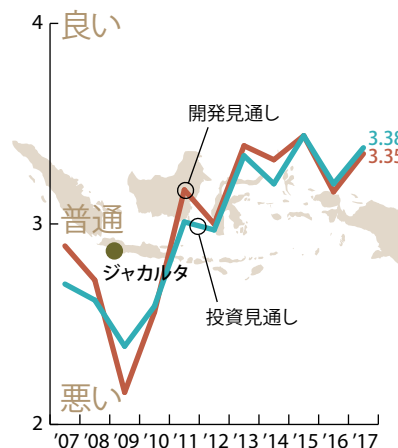
いる。これは市内の既存オフィスストックのおよそ半分に相当する量で、投資家から「身の毛がよだつ」「大低迷をもたらす」などと評されている。当然ながら、既に稼働率と賃料が急落しているが、ジャカルタのある投資家は「事態は既に落ち着きを取り戻しており、これ以上の落ち込みはないだろう」と述べている。一方、「質への逃避」という心理も生まれている。「賃料が50%も下がったプライムビルもあるため、投資家は方向転換を考えている。選択の幅が大きく広がっているからだ」。

また、売却される安定資産が不足する中、外国人投資家は自然な流れとして開発に向かっており、中でもシンガポールの投資家が最も積極的に取り組んでいる。

オフィス部門が供給過剰に陥っていることから、国内外の投資家は他の部門に目を転じており、特にアフォーダブル(低所得層向け)住宅に注目している。あるファンドマネジャーは「高層マンションを買う中間所得層については、市場は極めて軟調だ。現在、強固なファンダメンタルズが見られるのは住宅市場の周辺部となっている」と述べ、次いで「大規模な複合プロジェクトが機関投資家の旺盛な需要を呼び起こすだろう」と指摘した。

バンコク (投資見通し8位、開発見通し11位)

バンコクは何年もランキングの下半分で低迷していたが、今年の調査では順位を上げている。おそらくこれも、投資家が



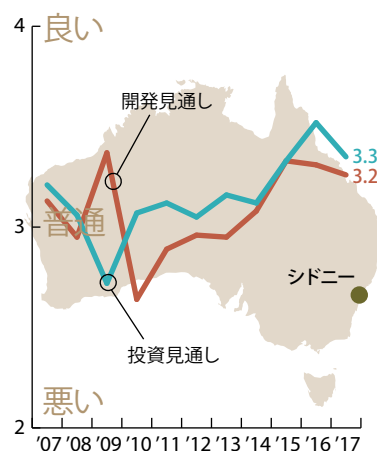
飽くことなく利回りを追求していることを反映したものだろう。確かに、賃料と（特に）不動産価格は過去5年間にわたって着実に上昇しており、今後の長期見通しも、タイ経済全体の成長曲線と歩調を合わせた明るいものになると思われる。新規供給とアブソープションはいずれも順調と予測されている。ジョーンズ ラングラサールによると、現在、バンコクのAグレードオフィスのキャップレートは7%弱となっている。とはいえ、東南アジアの大半の市場と同様に、バンコクでは取得可能な完成済み資産はほとんど手に入らない。そのため投資家は開発に向かうか、区分所有権の取得で満足するしかないだろう。

タイでは長年、外国資本がホスピタリティ部門に積極的に投資を行ってきた。最近の取引高は軟調だが、タイを訪れる観光客は中国からの旅行客を中心に増加を続けている。販売可能客室当たりの売上高（RevPAR）も、為替変動による面もあるとはいえ、力強い伸びが見られる。バリューアッド投資が引き続きトレンドであり、投資家は古いホテルのグレードアップに取り組んでいる。

ここ数年、タイに投資する者にとって政情不安が悩みの種であり、現状ではこの点で変化が起こる見込みはほとんどない。ただし公平に判断すれば、現在の政治危機は日常生活や経済界に大きな影響を及ぼすものではないように思われる。

シドニー (投資見通し 9 位、開発見通し 9 位)

シドニーは、インタビューしたコア投資家の間では間違いなく人気が高かったため、昨年の2位から今回9位に転落したのは意外な結果だ。これは、あるファンドマネジャーの言葉にあるように「機会を伺う資金の量が、手に入る機会の数を大幅に上回った」ためだろう。シドニーは引き続き外国の機関投資家を惹きつけており、2016 年上半期の取引全体のほぼ半分が彼らによるものだった。オフィスの利回りは、インセンティブによるディスカウントを計算に入れてもなお魅力的であり、「向こう3～4年は力強い成長が



期待できる」。さらに、今後数年間にわたってインセンティブが縮小していくため、純額ベースの賃料収入も押し上げられるはずだ。

投資家は、取得可能な資産の不足に対処すべく、様々な戦略を採用しつつある。ビルド・トゥ・コア戦略は引き続き人気が高く、機関投資家がデベロッパーや土地所有者と提携してコア資産を生み出している。中でも中国のデベロッパーは住宅への転用を目的として都心のBグレードのオフィスビルを探し続けているが、適当な対象物件が減っているため、こうしたビルの取得機会は先細りの状況だ。

さらに、市当局が都心と郊外を結ぶ新たな交通路を建設するため大規模な長期インフラ建設事業に取り組んでおり、新たな投資機会の可能性を期待して多くの投資家が対象地域に目を向けている。

一方、現在の懸念材料は住宅市場だ。全国的に、住宅の実勢価格は2012年半ば以降45%も上昇している。これはベースレートが相次いで引き下げられたのに加え、主要都市で外国人（特に中国人）投資家が増えたことのおおりの受けだ。しかし、銀行が貸出基準を厳格化し、連邦政府と州政府が外国人投資家による取得に付加税を課した結果、2016 年半ばから外国人投資家の関心が低下し始めたと伝えられる。シドニーは、UBS グローバル・リアル・エーステート・バブル・インデックス（全世界の住宅価格におけるリスク測定を目指した指標）のアジア部門において、2012 年には最低

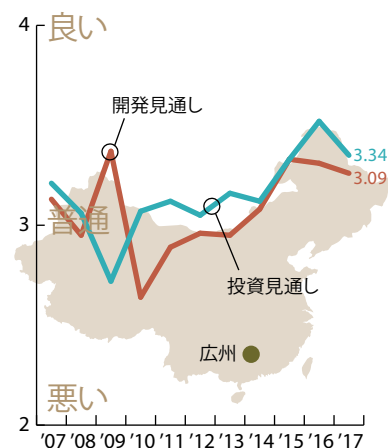
水準にあったものの現在は最上位となっており、ほんの数年間でリスクが急上昇したことが分かる。

オーストラリアの住宅部門に関する投資家の見解は引き続き二極化しているが、インタビュー回答者の大半は、オーストラリアへの資金流入が今後も続き、現在予定されている大量の新規供給を吸収できるだけの需要を生み出すとの予想を示している。

広州 (投資見通し 10 位、開発見通し 13 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、投資の点では比較的遅れていると見なされており、国内の金融部門も多国籍企業も、隣接する深圳に注力する者が多い。あるインタビュー回答者は「広州には上海や北京のような輝きがなく、見劣りがする」と述べている。だが、政府が珠江デルタ圏の連携強化計画に広州も組み入れたことにより、広州とデルタ地帯の東西地域を繋ぐ交通網が改善され、特に広州南部を中心に、長期的な不動産需要が喚起されるはずだ。

広州の賃料と不動産価格は他の一番手都市に比べ低水準に留まっているが、2013 年以降、広州はかなりの投資・拡張プロジェクトの対象となっている。もっとも土地の販売については、実需に対応したものというより、キャッシュフローの創出を狙う政府の思惑によって誘導された面がある。新規の事業用不動産プロジェクトには杜撰な計画により不適切な立地に建設されているものが多く、その



結果過剰供給が生じ、賃料と不動産価格（ただし賃料より影響は少ない）を圧迫することとなった。オフィスの空室率は15%前後で高止まりしている。

商業施設部門も過剰供給に見舞われている。杜撰な計画に加え、e コマースとの競争もその一因だ。2016 年の新規スペースは約 50 万平方メートルのぼる（その多くは市内のコアエリア）とされ、賃料がさらなる下方圧力を受けており、特に非プライムエリアで顕著となっている。

北京 (投資見通し 11 位、開発見通し 8 位)

これまで外国人投資家は、北京の事業用不動産に対して常に旺盛な購買意欲を示してきたが、投資可能な物件の不足や過剰と感じられる官僚主義により、近年は落胆を見せている。一般的に、上海の方がビジネス志向の強い都市と目されており、外国ファンドの大半が投資先として上海を選んでいる。

とはいえ、北京の不動産価格は何年にもわたって極めて底堅く推移している。この市場の主役は、もっぱらキャピタルゲインを求め利回りの低さは格別気にすることのない、長期所有者兼占有者である。プライムオフィスの価格が近年急騰していることから、喜んで売りに出そうとする所有者はほとんどいない。北京は中国で最もオフィス賃料が高い都市だが、悲観論者による懐疑的な見方があるにもかかわらず、大量の新規ストックを

常に吸収可能な需要が存在する。現在、空室率は 4% と低水準に留まっている。

北京の市当局は、市の東部に位置する通州を居住とビジネスの新たなセンターに転換する一環として、主な行政機関を都心から通州に移転するという長期構想を描いている。北京の目標は、上海の例にならって郊外に一連の衛星都市を作り、高速鉄道で北京と繋ぎ、拡大拠点として機能させることだ。これらの地域で投資を行えば、将来実を結ぶ可能性が高いだろう。

東京 (投資見通し 12 位、開発見通し 15 位)

過去 3 年間にわたり 1 位の座に君臨してきた東京が今回の調査で 12 位に転落したのは、最も驚くべき結果と言えよう。日本に対するインタビュー回答者の見解は常に割れるが、東京は依然として多くの投資家を惹きつけている。これは東京が流動性の高い市場であり、イールドスプレッドも大きいため、良好なキャッシュ・オン・キャッシュ・リターンを常に得られるからだ。

現在見られる否定的な意見は様々な要因を反映したものと言えよう。中でも、アベノミクスが日本の経済不振を克服できるかという点で懐疑的な見方が強まっていることや、マイナス金利環境下において積極的に資産の売却を図る者がほとんどいないことが挙げられる。あるインタビュー回答者は「あせって今すぐ売却しようとする者は誰もいない。む

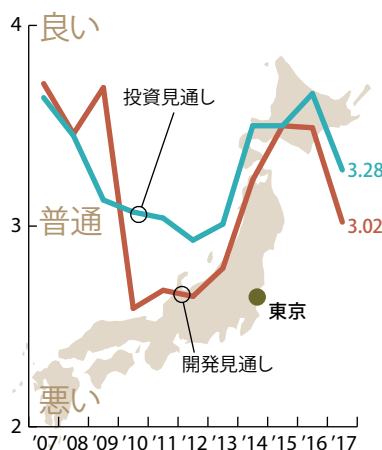
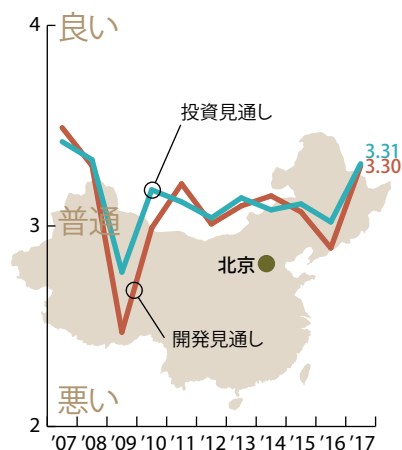
しろ、今は買い圧力が強まっている」と指摘する。

このほか、オフィス部門の空室率は低水準であるものの、賃料の上昇に関する短期見通しは気掛かりだ。あるファンドマネージャーによると「オフィス市場は徐々に先細りしている。2018 年に大量供給が行われるため、来年のどこかで市場が軟化するはずで、特に A クラスビルは確実だ。そのため賃料が高いとテナントが素通りしてしまう」。

とはいえ悪いニュースばかりではない。特に住宅資産の人気は衰えておらず、キャッシュ・オン・キャッシュ・リターンが良好で稼働率も高く、確実な賃料収入を期待できるため、長期的なファンダメンタルズが疑問視されている市場にあって、住宅は安全性の高い投資と見られている。同時に、住宅市場には競合相手がひしめいている。ある仲介業者は「マルチファミリータイプの利回りは極めて低い。それに、中間所得層向けの住宅市場で賃料を引き上げるという致命的なミスをおかすグループもある」と語る。

商業施設部門については投資家の意見は総じて否定的だ。ただし生活必需品分野は堅調を維持すると思われる。日本のある投資家によると「円高は観光にとってマイナスにしかならないため、商業施設は怪しくなっている。ここ 2～3 年は中国人観光客がカネを落としていてくれたため大いに助かったが、今では状況がいささか変わっており、中国人観光客は来るものの、以前のようにカネを使っていない。そのため商業施設も全体的に売上がかなり落ちている。実際に賃上げが始まらない限り、国内消費も回復しないだろう」。

ホテルも、中国や東南アジアを中心とする外国人観光客の急増を背景に、投資家の人気を集めてきた。だが供給過剰の問題が浮上しつつあり、観光産業の動向によっては状況が一変する可能性がある。あるファンドマネージャーは「日本の『観光立国』政策によってインバウンド旅行者の増加が続く限り、ホテル部門は非常に魅力的だ。そして現時点ではホテルの供給が不足していることは間違いない」。



長期的な展望としては、多くのインタビュー回答者が、日本の経済見通しについて確信が揺らいでいることを示した。だが同時に、今後数年間にわたり膨大な資金が新たに日本の不動産部門に投じられると予想されており、それによって不動産価格が維持されるはずだ。日本のあるファンドマネジャーは「GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のようなファンドは、不動産に配分する資金の80%を米国に投じるわけにはいかず、半分以上を日本で投資する必要があるだろう。だから日本は引き続き不動産投資の配分の受け皿であり、コアマネーがどんどん積み上がっていく。そして需要も伴っていくだろう」と述べている。

ニューデリー (投資見通し 13 位、開発見通し 10 位)

ニューデリーの住宅部門の特徴として、過剰供給に苦しんでおり、またデベロッパーのレバレッジが総じて高いことが挙げられる。そして住宅部門が抱える「大きな悩み」がニューデリーの市場に影響を与え続けている。これまでに発生した最大のトラブルはグルガーオンの事例である。政府が土地取得の要件を満たすことができなかった（インドでは法的手続きの詰めが甘いことが多いが、これもその一例だ）結果、プロジェクトが大幅に遅れたのだ。ニューデリー地域では従来からデベロッパーによる遅延が珍しいことではなく、その結果エンドユーザーがプロジェクトに対する信頼を失い、購入した資産の代金の支払いを渋るようになった。これによりデベロッパーの資金繰りが悪化し、一方で銀行がデ

ベロッパーへの融資を渋り、あるいは融資するにしても高金利を課すという悪循環が生じている。

こうしたことから、ラストマイル・ファイナンスを行う市場が誕生し活用されており、国内外の投資家がこれに参入しているが、インドのあるインタビュー回答者によると「デリーのデベロッパーはこれまでの評判があまり良くないため、機関投資家は投資先として南インドの方を優先する傾向がある」とのことだ。

とはいえ事業用不動産の状況は良好で、統計上では空室率は高水準に留まっているものの、優良ビルはいつもフル稼働となっている。IT企業への賃貸が増加し、eコマースが活況を呈し、またデリー（特に首都圏）がインド最大の物流拠点の1つとして台頭する中で倉庫需要が急拡大している。さらに、ニューデリーに直結する高速鉄道網など大量の新規インフラ工事が進められており、事業用不動産に対する需要を強く後押ししている。

オークランド (投資見通し 14 位、開発見通し 16 位)

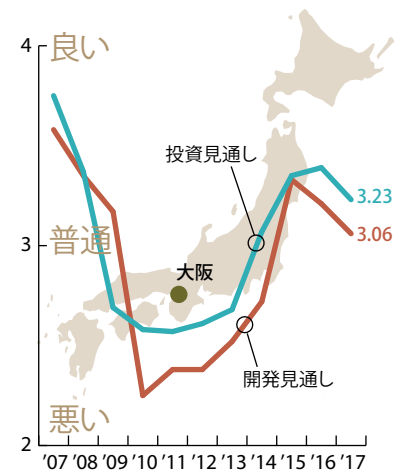
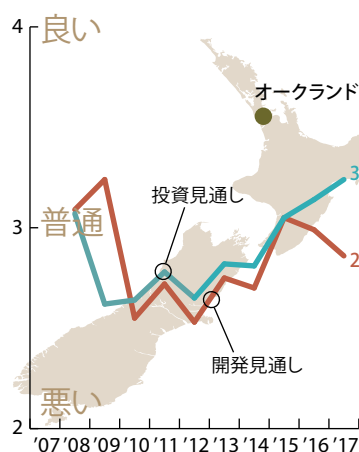
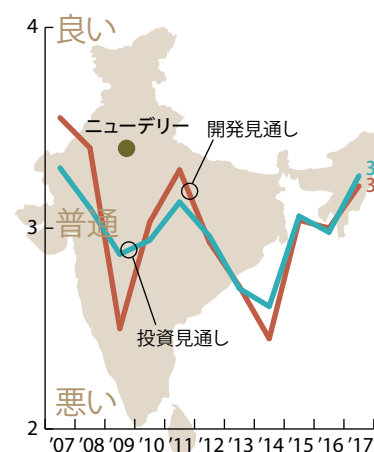
ニュージーランドはアジア太平洋地域全体の中ではやや遅れているとの印象があるが、その不動産市場はこのところ順調に発展しており、外国の機関投資家が熱い視線を送っている。事業用不動産については、ジョーンズ ラング ラサールによると、オフィスビルの価格は 2012 年初頭以降で 79% 近く上昇しており、ブ

ライムオフィスのキャブレートは 6% から 6.5% の範囲にある。空室率は市場のトップエンドでは 1% と非常に低く、短期的な供給過剰が見込まれるものの需要が堅調なため、新規供給を十分吸収するはずだ。

住宅の慢性的な不足に加え最近の金利低下により、オークランドの住宅価格は 5 年連続で上昇した。その上昇率はオーストラリアの主要都市で見られる急騰に匹敵するもので、住宅価格は 2016 年 6 月までの 1 年間で約 16.1% 上昇したが、過去 3 年間のスパンで見ると 50% を超えている。現在、ニュージーランドでは価格の高騰により住宅を購入できないことが大きな問題となっており、政府はその対策として 2016 年 7 月に住宅ローンの規制を強化し、融資の条件として売買代金の 40% 相当の頭金を義務付けた。この他にもさらなる過熱抑制策が予定されている。

大阪 (投資見通し 15 位、開発見通し 14 位)

東京ではキャブレートがさらに低下しているが、投資家がこれを超える方法の1つが、大阪のような地方都市に手を広げることである。これは 2015 年以來、日本での重要なテーマになっているが、多くの投資家は地方都市への投資に慎重な姿勢を崩していない。地方市場が過去に急激な変動を繰り返してきたからだ。大阪が調査ランキングで昨年の 4 位から今回の 15 位に順位を下げたのは東京の場合と似ており、同じ理由によると思わ



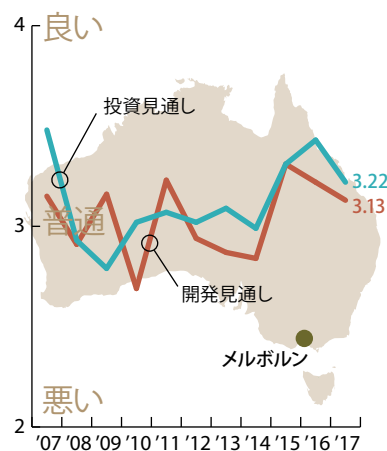
れるが、市場の状況は必ずしも同じではない。

オフィス部門については、投資家は引き続き少しでも高い利回りに引きつけられている。ある仲介業者は「この2年間の我々の実績は東京と大阪とでほぼ同じとなっているが、投資先としては大阪の方が優れている。賃貸条件も同じ、テナントプロフィールも同じ、建物の質も同じだが、キャップレートは東京より高い。同じ資産を東京で買う場合に比べ70 ベーシスポイントも高いキャップレートで取得できるのだ」と語る。同時に、供給過剰の可能性に対する懸念もある。大阪がこの問題で苦しんでいたのはそれほど前のことではない。ある投資家は「大阪では不動産価格が上昇したが、今の価格水準は維持できないと思う。賃料はこれ以上伸びが期待できず、オフィスを借りたい者の数も大阪では限られているから、今が売り時だ。今なら高く売れる」と述べた。

商業施設については「大阪の商業施設はまだ行けると思う。大手ブランドは大阪を無視できないし、そのため今後も消費者を惹きつけるからだ」。またホスピタリティ部門では「大阪で計画されているホテルがどれも実際に建設されたら、かなりの供給量になる。だが、そのうち本当に実行されるのはどのくらいか疑わしい。だから、最終的には供給過剰にはならないと思う」。

メルボルン (投資見通し 16 位、開発見通し 12 位)

シドニーが今年のランキングで順位を下げたことが意外だったように、メルボルンが昨年の3位から今年16位に後退したことはいささか当惑をもたらした。メルボルンの魅力はシドニーと似ており、キャップレートが比較的高いことや機関投資家がコア資産に強い関心を示していること、多数の外国人投資家が活動していること、賃料収入の大幅な伸長が予想されていること(ナイト・フランクによると、2015年末から2019年にかけて19.3%の上昇が予想されるほか、インセンティブの減少が見込まれる)などが特徴となっている。

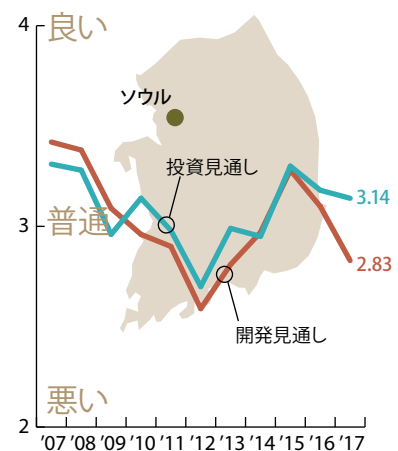


一方、やはりシドニーの場合と同様に、2016年には不動産の取引高が激減した。これは売却対象となる資産が底をついたか、あるいは所有者が、売却して現金を得てもそれを投資する対象を見つけねばならないため、むしろ資産の保有継続を決めたことによる。また、メルボルンは開発見通しで比較的高い順位にランクされたが、これはビルド・トゥ・コア戦略に対する強い関心を反映したものだ。

住宅部門でも状況はシドニーと似ている。メルボルンは急成長中の都市であり、人口が毎年9万人以上も増え続けている。また、都心部で暮らすというトレンドを多くの居住者が受け入れており、古いオフィスビルを高級集合住宅に転用するなど、様々な開発プロジェクトが進行中である。人口が速いペースで増加しているため、来たるべき供給過剰も吸収可能と思われる。ただしオーストラリア準備銀行は最近、向こう2年間で大量の新規供給が予定されているため、メルボルンの一部地区では集合住宅の価格と賃料の上昇が頭打ちとなる可能性がある指摘している。

ソウル (投資見通し 17 位、開発見通し 20 位)

コア資産を提供するアジアの一番手都市に対する投資家の関心が高まっており、これを反映して、ここ数年ソウルの人気が急上昇している。ある仲介業者によると「今はソウルが気に入っている。ソウルは底入れしたと思う。空室率は下がり始めており、外国ファンドからの引



き合いが急増している」。韓国には財閥による独占という状況があるため、外国ファンドが活動しやすい場所ではないが、「生来の非効率性」というものがあるため、能力のあるファンドマネジャーにとっては利益を得る余地があるのも事実だ。

実際のところ、国内の大手機関投資家との競争があるため、安定資産は数が少ないが、同時に、資産のリポジショニングの見通しは明るい。あるファンドマネジャーは、企業のリストラクチャリングに伴い、セール・アンド・リースバック契約の一環として物件が売却される例を挙げた。「この場合、適切な資産管理チームを組んで物件をリースするか、あるいは物件のリニューアルを行うつもりがあれば、有利な取引となり得る。物件の特性に大きく依存する取引であることは明かだが、ファンダメンタルズがしっかりしており賃料の上昇が可能と思われるケースならば、国内の投資家が乗り出せないような機会になると思う」。

これまで外国人投資家は韓国で開発投資を行ってこなかったが、ソウルには一括取得できるビルが不足しているため、エクイティ投資家は利益を生み出すアプローチとしてビルド・トゥ・コア戦略を採用することもあるだろう。

物流も、外国人投資家が韓国で追求している部門だ。だが、この業界は従来から国内のコングロマリットが牛耳っており、彼らが仲間内の取引を好み部外者を相手にしたくないため、参入

は難しいかもしれない。とはいえ、あるファンドマネジャーは「近代的物流施設に対する需要は極めて大きい、まだ大手投資家はどこも手をつけていない」と語る。そのため外国のオポチュニスティックファンドにとって、地元の大手業者と合併を組んで物流施設を開発する余地があると言えるだろう。

香港 (投資見通し 18 位、開発見通し 18 位)

香港は過去 6 年、調査ランキングで下位に甘んじてきたが、これは香港市場における問題を反映したものというより、アジアで最低水準のキャップレート（現在 2.5% 付近）に加え、動きが乏しく大型資産が取引されることはめったにないという性格を物語っている。ある仲介業者が言うには「まったく大した投資市場だ。物件が見つかったら幸運と思わねばならない」。

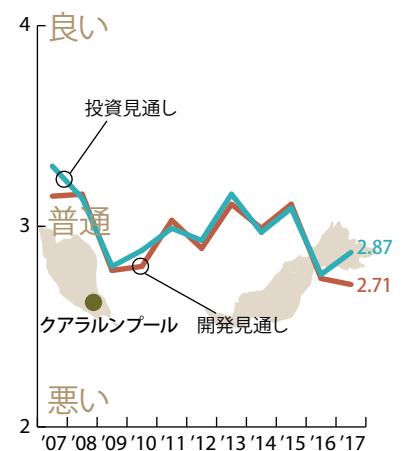
にもかかわらず、香港はこの 1 年間、中国本土の多数の企業の標的になってきた。トロフィー資産の取得や CBD で A グレードの賃貸スペースの確保を狙ったものだ。香港のあるインタビュー回答者は、最近の取得状況について次のようにコメントしている。「途方もない価格になっているが、本土の中国人は手当たり次第に取得しようとしている。それも投資目的でもなければ海外展開のためでもなく、シンボリックな理由で手に入れようとしているのだ。最近、中国の国有企業の何人かと話をしたが、彼らは『我々のグループは、とにかく香港にビルが欲

しいだけだ』と言っていた。それが今の彼らの心理だと思う」。

仲介業者のコリアーズによると、2015 年に本土の企業が香港で新たに確保した賃貸スペースは、CBD のコア及び周辺部における A グレードと B グレードのオフィスビル全体の約 1% となった。これは、コアオフィスの空室率が 1.6% 弱という状況にあって相当高い数字であり、特に本土のテナントが大型フロアを好むということもあり、賃料を押し上げ、既存の企業を CBD から追い出すのに一役買っている。「過剰供給が目前に迫っており、この先 2～3 年は競争が極めて厳しくなる」と予想されている九龍東の第二 CBD に企業が拠点を続々移しているのは、その 1 つの結果だ。政府によるプレミアムゼロのインセンティブ計画が終了したにもかかわらず、九龍東では古い産業施設の転用が引き続き投資機会となっている。

香港の商業施設部門は、本土からの観光客の減少が続く苦戦を強いられている。一方、住宅部門は、相変わらず世界で最も高値の市場ではあるが、1 年にわたり取引高が低迷し価格が下落した後、2016 年下半年に回復を見た。投資はもっぱら新築の集合住宅に限られている。政府の規制により、住宅融資を受けるには高額の前金が必要付けられているが、これを避けるためにデベロッパーが融資の不足分を提供している。

政府は、住宅需要を満たすのに十分な土地を供給できないという問題を抱えており、現在いくつかのオプションを検討している。その 1 つが、ランタオ島など比較的人口が少ない地域にまで開発を拡大することだが、最近行われた土地競売では、空前の価格による取引が多数見られた。これは、デベロッパー（参加が相次ぐ中国本土のデベロッパーも含む）が、今後も長期的な需要に土地の供給が追いつかないと認識していることを示すものだ。

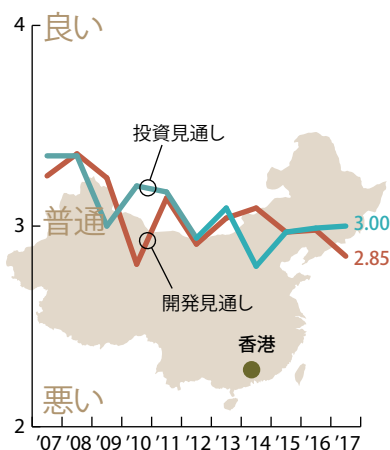


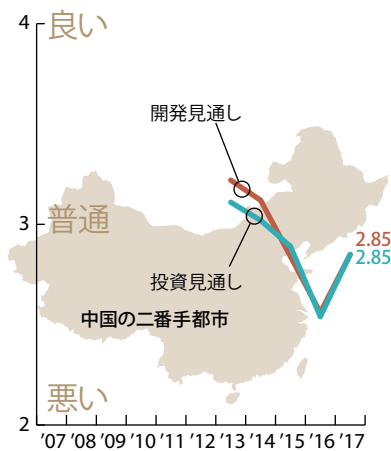
クアラルンプール (投資見通し 19 位、開発見通し 21 位)

マレーシアは、石油価格の下落や供給過剰問題、透明性に対する懸念など、まだしばらく続きそうな問題を抱えているため、投資家の関心は冷めたままだ。

RCA によると、2016 年上半年期におけるクアラルンプールの事業用不動産の取引高は前年同期比 53% 減となった。石油・ガス部門のテナントが減り、賃貸市場の低迷に輪をかけたが、A グレード物件では賃料が横ばいで推移している。ドイチェ・アセット・マネジメントによると、2016 年から 2020 年までの期間におけるクアラルンプールのトータルリターンは平均約 5.5% と予想され、また価格と賃料は緩やかな低下が見込まれる。一方、オフィスの過剰供給が目前に迫っており、投資家はクアラルンプールでの開発投資にほとんど関心を示していない。

プラス面としては、リングギット安の下落に加え、賃料の低下が予想されていることから、現時点でも割安の市場と見なされているクアラルンプールに向かう外国の企業テナントや外国人投資家が増加する可能性があることだ。香港のあるファンドマネジャーは「マレーシアはシンガポールと並んで、市場の底打ちがいつになるか注視する必要がある市場だ」と指摘した。





さらにクアラルンプールでは、都市間の接続性を大幅に向上させるため、首都圏に総延長140キロメートルの鉄道を新たに敷設する大規模なインフラ建設計画が進行中だ。

中国の二番手都市 (投資見通し 20 位、開発見通し 17 位)

この数年間、供給過剰の大波が中国の中小都市のあらゆる部門を襲い、価格の暴落を引き起こした結果、多額の負債を抱えるデベロッパーがさらに圧迫を受けた。この状況は2016年にある程度改善したが、これは天津、蘇州、南京、成都、重慶といった二番手都市（つまり、大都市だが4大都市より規模が劣る都市）の多くがかるうじて在庫処分に成功したことによる。これらの市場で資産価格、特に住宅価格が急反発したため、地方政府は再び過熱抑制策を導入し、価格の抑制に取り組んでいる。

だが三番手・四番手の都市はまだ苦境を脱するには至っていない。あるインタビュー回答者によると「こうした都市はいまだに在庫の山を抱えていて、それが1年から2年分に上ることも多い。政府は取引と販売を促そうと躍起になっているが、物件が多く選択の幅が広いため、価格に動きはあってもその動きは鈍い。この状況は2～3年続くのではないか」。

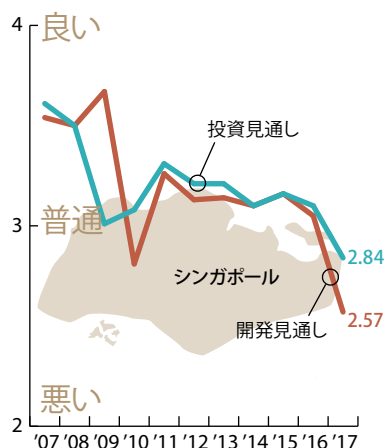
そのため大半の投資家がこれらの都市を敬遠しているが、一部の経験豊富な投資家はそこで選択的に開発投資を行い、あるいはディストレス投資の機会を捉えることで利益を追求している。同じ理由から、国内デベロッパーもこれらの都市で活動を進めている。

香港のあるコンサルタントによると「本当はほかでやりたいのだが、主要都市の地価がべらぼうに上がっているため、一番手都市ではどうしても競り負けてしまうデベロッパーが、事業活動を持続する必要に迫られ、ポートフォリオの拡張先として上位の三番手都市に向かっていく」という。

シンガポール (投資見通し 21 位、開発見通し 22 位)

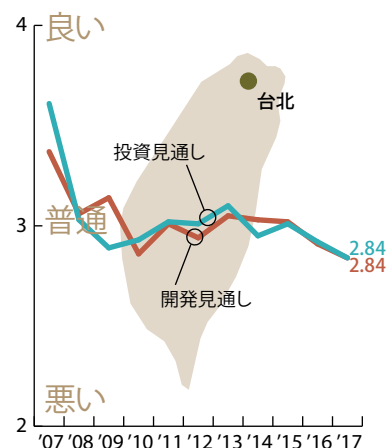
シンガポールは経済の不振に加え、過剰供給、需要の減退、住宅市場の低迷（住宅価格が12四半期連続で下落）などが積み重なり、苦境の真っ只中にある。現在、アジア太平洋地域で景気サイクルの下降に苦しむ唯一の市場がシンガポールなのだ。

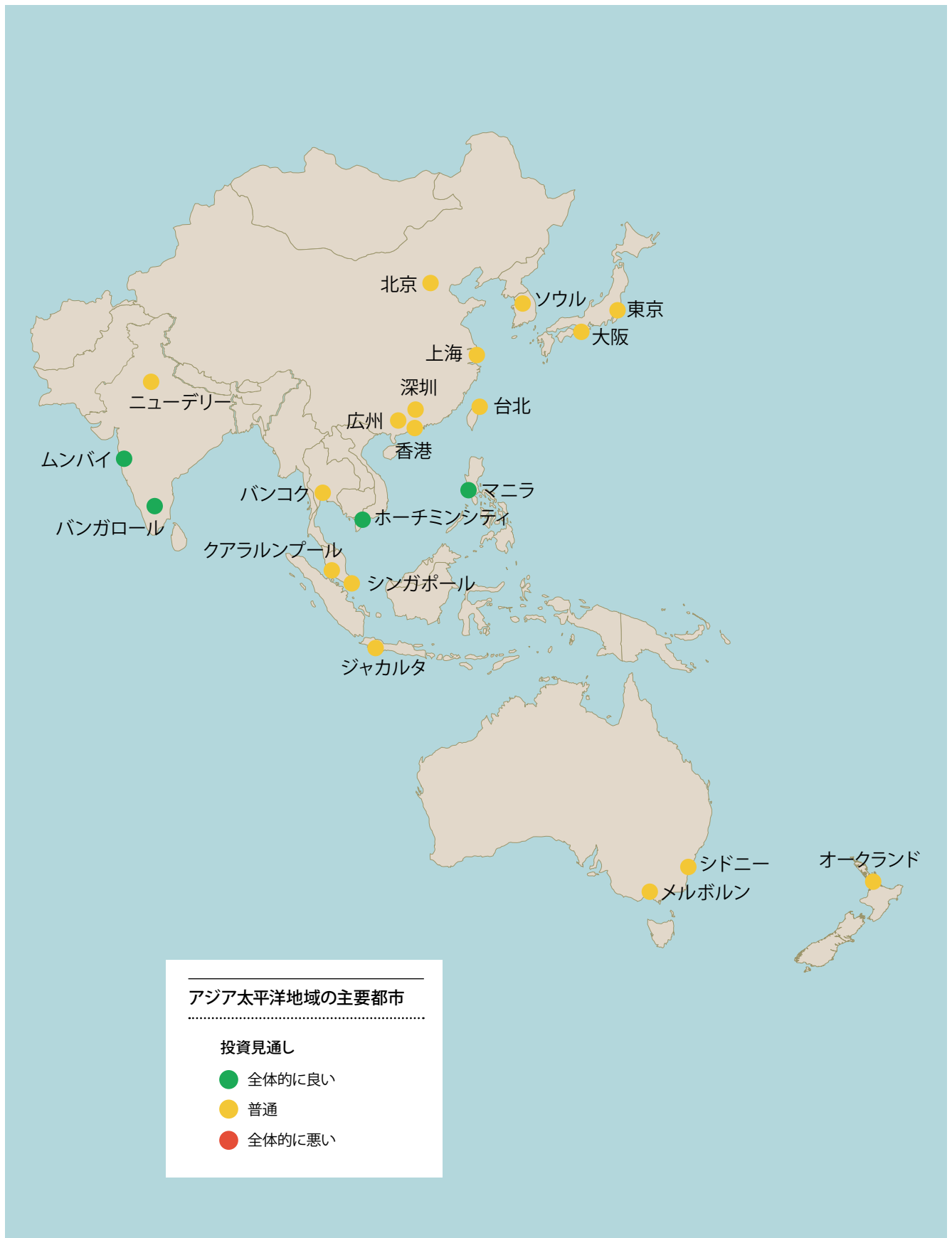
シンガポール中心部のオフィス賃料は2016年第2四半期に3.5%低下し、5四半期連続の下落を記録した。金融部門（特に外国の銀行）のダウンサイジングにより需要が低下し、稼働率も打撃を受けている。さらに、300万平方フィートに及ぶ新規オフィススペースの供給が予定されているため、当面は賃料への下方圧力が続く見通しだ。一方、物件価格も同様に低下している。



こうした暗い状況の中で、多くのファンドマネジャーがエントリーポイントを探しており、明るい兆しも見え始めている。まず、2016年6月にランドマークであるアジア・スクエア・タワー1が売却され、これによって今後の取引価格の下限となるベンチマークが設定された。さらに、このところオフィススペース需要に増加の徴候が見られる。シンガポールのあるファンドマネジャーによると「大型プロジェクトの責任者の何人かと話す機会があったが、彼らは既に完成前の成約を得ていると言っていた」。良好な賃料水準で成約した事例も出ているが、「あらゆるインセンティブが加わり、実質的な賃料は下がる」ことになるという。

現時点で様々なインタビュー回答者がシンガポール市場を検討しているが、彼らのコメントから判断すると、当面は静観の姿勢を崩さないというのが趨勢のようだ。あるインタビュー回答者は「まだ早い。自信を持って投資できるようになるのは1～2年先だろう」という。別のインタビュー回答者は次のように述べている。「落ちてくるナイフをつかむな、ということだ。つまり、今がサイクルのどの地点なのか見極め、適正な価格で参入することが肝心だ」。他方、より前向きな意見として「一歩下がってアジア経済の全体像を眺めた場合、長期的なポテンシャルの高い市場の一つがシンガポールだと思う。だからシンガポールで優良資産を適切な価格で手に入れられるなら、それは私のベストチョイスに加えられる。これぞという機会を長い間探してきたが、今後はシンガポールでそうした案件が増えてくるだろう」とのコメントが聞かれた。





台北 (投資見通し 22 位、開発見通し 19 位)

台北市場の問題は香港と似ており、キャップレートが非常に低い上に、取得可能な資産が市場にほとんどないということだ。台北の物件価格が高いのは、政府の政策により、資金の豊富な台湾の保険会社による取得が狭い国内市場に限定されていたことによる。その結果、ポートフォリオの構築を巡って機関投資家が競争を繰り広げたため、価格が急騰したのだ。最近の規制変更により機関投資家はオフショアへの展開を余儀なくされているが、CBREによると、台北のキャップレートは 2.4% と低水準に留まっている。もっとも、空室率が 20% を超えていることから、多くのアナリストが価格の軟化を予想している。また、総統選挙の結果を受け、このところ取得が沈静化している。

台北では住宅価格も同様に高く、低金利に加え頭金の最低要件が拍車をかけここ数年で高騰し、過去 20 年間に 3 倍となっている。この状況に対処するため当局は新たな不動産税を導入し、外国企業に対し、2016 年 1 月 1 日以降に取得した不動産を 1 年以内に売却した場合に 45% (取得後 1 年を超えてからの売却には 35%) のキャピタルゲイン税を課すこととした。現在、取引は失速しているが、価格が大幅に下落する兆しはほとんど見られない。

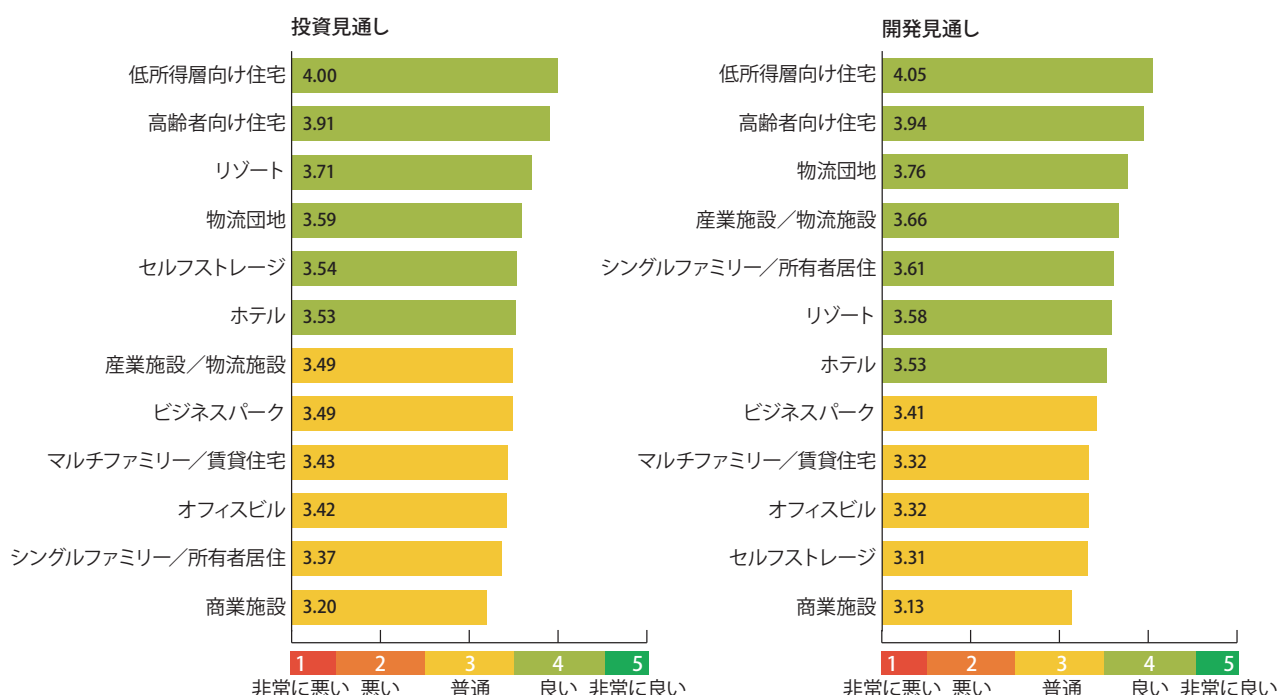
不動産タイプの見通し

産業施設／物流施設部門

アジアでは近代的な物流施設が構造的に不足しているため、エンドユーザーの需要が高まり続けている。このため、アジア地域では全資産クラスの中で最も人気を博しているのが物流施設だと言えるかもしれない。その理由は、従来型の倉庫が「ローテクで供給不足」だからというだけでなく、アジア全域、特に中国において e コマースが急成長を遂げていることにもよる。e コマースの発展は、比較的自己完結性の高い香港やシンガポールなどでは遅れているが、それ以外の地域では需要の絶対額を引き上げているのみならず、ある物流デベロッパーが述べたように「e コマースに対応するには、従来型の店舗営業に比べ 3 倍の物流スペースを必要とする」。

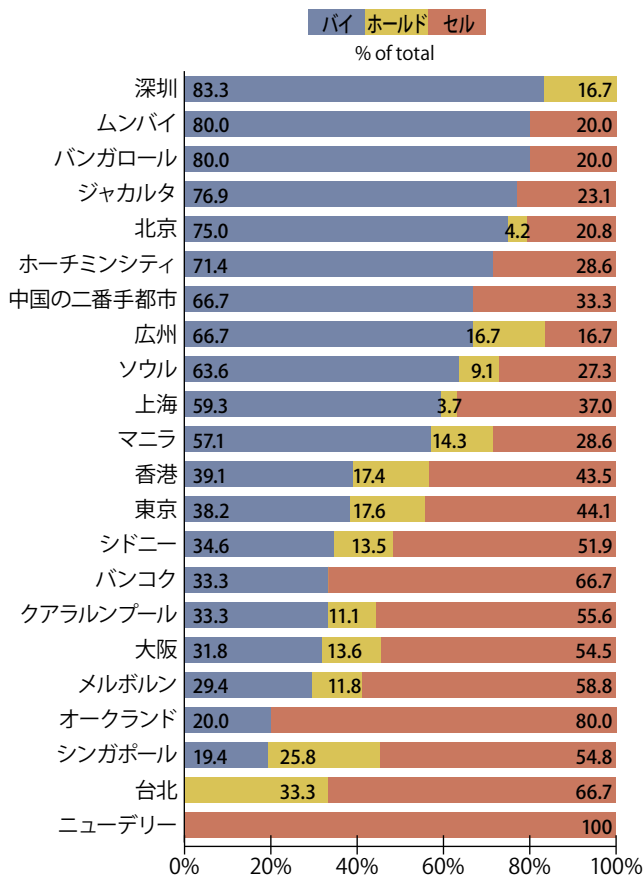
つまり、物流インフラに対する総需要が大きいため、アジアのほぼ全ての市場で物流施設が人気を呼んでいるのである。あるファンドマネジャーによると「アジアのどこでも物流部門は『買い』だ。するとどうなるか？ 誰もが買いに走るのだから価格は高騰するはずだが、構造的に、そうなるのはまだかなり先だと思う。これは特に中国に当てはまるが、中国に限った話ではない。不用意な決定を避け、アジアの主要市場で物流施設の取得や開発を行えば、他の不動産タイプを凌ぐパフォーマンスを達成できるだろう」。

図表3-4 事業用不動産のタイプ別見通し (2017年)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2017 アンケート

図表3-5 産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨
(都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2017 アンケート

従来、アジアの物流施設は一般的に、プロジェクトレベルまたは企業レベルでの開発投資の対象だった。これは、大半の施設が長期保有され売りに出されないことに加え、いずれにせよ投資適格物件が不足していたからだ。こうした状況は今日でも変わっていないが、取得可能な倉庫のストックは増えている。その理由として、竣工した倉庫が増えたことや、最近の傾向としてメーカーが物流業務を外部委託し、それで余剰となった施設を処分するケースが増えていることなどが挙げられる。

予想される最善の策: 今年の調査ランキングでは上位に中国市場が目立っている。特に深圳が1位となったが、これは珠江デルタで進行中のインフラ整備によって輸送事情が大幅に改善し、地域全体にわたって注文処理施設（フルフィルメントセンター）に対する需要が高まるからだろう。北京も上位にランクされているが、長期にわたる構造的な供給不足がその理由となっている可能性が高い。

とはいえ、中国での新規施設に対する需要は引き続き堅調だが、投資家にとっての魅力は薄れつつある。あるファンドマネジャーは「イメージとしては、確かに中国はすばらしいが、物

流部門でオポチュニスティック投資に見合ったリターンを得るのが非常に難しくなっている。利回りが下がり過ぎているのだ」と指摘する。別のファンドマネジャーは「2～3年前は、中国のキャップレートは17%と考えていたが、今は6%か7%で、もしかすると6%を切っているかもしれない。2016年の年末には安定資産のキャップレートが5%を下回っても驚かないだろう」と述べた。

インドも供給が慢性的に不足している市場であり、物流業界は最近になってようやく離陸したばかりだ。最近、物品・サービス税が可決され、改革の波が押し寄せている。これにより、時代遅れで負担の大きい課税制度が廃止されるとともに、企業が複数施設ではなく単一の大型倉庫を運営可能になり、在庫の保管コストがほぼ半減することになる。また、900億米ドルを投じたデリー・ムンバイ間産業大動脈構想が進められている。これは要となるインフラプロジェクトであり、インド北西部の製造・物流施設をサポートすることを目的とするものだ。

最後に、オーストラリアも物流分野で多くの投資家の注目を集めている。物流部門に投資しているある投資家によると、オーストラリアの物件は機関投資家向けの優良市場を構成し、建物の質が高く、信用も良好で、キャップレートは「7%超」だという。

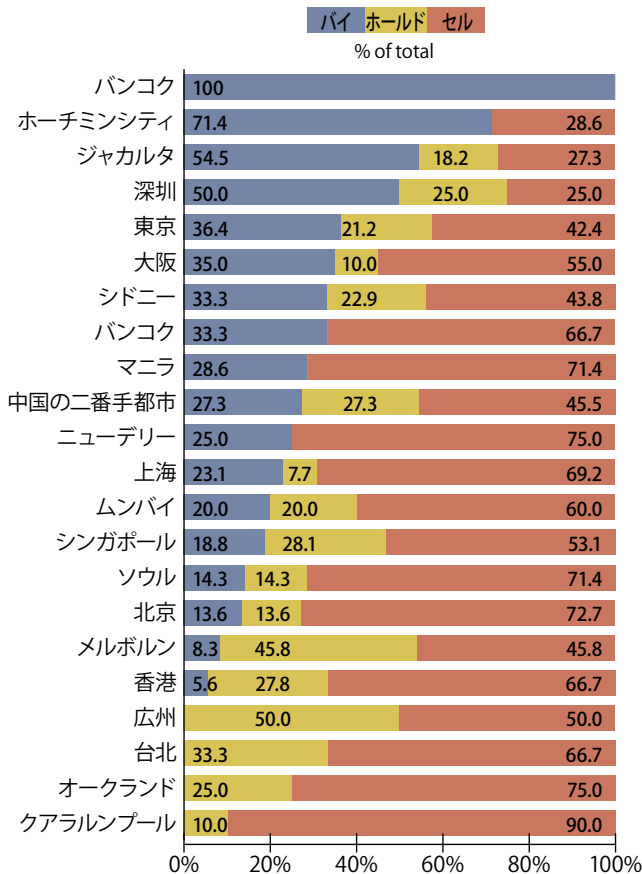
住宅部門

ベースレート引き上げの兆候がないため、シンガポールを除くアジア全域で住宅市場が活況を保っている。多くの国で取引税の引き上げや融資を受ける際の頭金要件の引き上げが実施されたにもかかわらず、市場を長期間抑制することに失敗している。当面、大きな経済変動によって市場が下降しない限り、変化の兆しはほとんど見られないだろう。

予想される最善の策: 今年のランキングの最上位を占めたのはインド、ベトナム、インドネシアなど新興市場の都市の一群だ。これは、各都市がいずれも供給過剰問題に苦しんでいることを考えると、ある意味で不思議な結果である。

あるインタビュー回答者によると、バンガロールの住宅市場は「インド最大のIT都市となったバンガロールに移り住むエンジニアの数がさらに増え、エンドユーザーが増加を続けている」ことが牽引役となっているが、「供給過剰が問題となっており、向こう1年から1年半は住宅価格の上昇は期待しない方がいい」。

ベトナムの住宅部門は、ある投資家の言葉を借りれば、「何度か出だしでつまづいたが、ようやく調子が出てきた。特に、国内の購入者向け市場が順調だ」という。これは具体的には、国内の消費者向けにサイズを小型化した低価格タイプが建設されていることを意味する。全体的な需要も堅調だ。同時に、市場のハイエンドで供給過剰問題が表面化しており、特に分譲マンションでは「市場がピークに近づいている。大規模な供給が行われ販売価格が上昇したが、取引量は失速しているか

図表3-6 賃貸集合住宅のバイ／ホールド／セルの推奨
(都市別)

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017 アンケート

ら、デベロッパーはあの手この手を使って勢いを維持しようとしている」。

一方、ジャカルタでは、中高所得層向け住宅市場は深刻な不振に喘いでおり、現在のファンダメンタルズはより低価格の住宅の方が優れている。

これら3市場に共通するテーマは、ハイエンドに比べローエンドの需要が遥かに大きいことであり、住宅を手が届く価格とすることが重要な課題となりつつある。これは上記の3カ国のみならずアジア太平洋市場の大半に当てはまるものだ。その結果、大規模なアフォーダブル住宅プロジェクトがアジア全域で広まっており、機関投資家の関心を集め始めた。例えばジャカルタでは、売れ筋の住宅は約 35,000 米ドルとなっており、十分に開発マージンが得られる。ジャカルタのあるインタビュー回答者は「我々のプロジェクトでは、IRR で 20% 台半ば、マルチプルは 2 倍を期待している」と語る。インドでも、政府が助成する大規模なアフォーダブル住宅計画が進行中であり、ベトナム、フィリピン、マレーシアでも同様の計画が予定されているとの噂だ。

このほか、今年の住宅部門ランキングでは東京も目立っている。日本では住宅への投資は地味な印象を与えるが、住宅市場や住宅ローン市場の活力はオポチュニスティック投資を行う上でも魅力的である。稼働率が高水準にあり、賃料収入の確実性が高く、賃料も適度に上昇し、キャップレートは約 4%、資金コストは 1% 前後であり、レバレッジは 60% から（強気の場合は）90% 強となっている。こうした特徴を持つ日本の住宅市場は、低リスクと見られる割には高いリターンが得られる。ある投資家は「損することはない」と言うが、それはいささか無謀かもしれない。

オフィス部門

オフィス部門の投資見通しでも新興市場がランキングの上位に付けた。この結果は、果てしなく低下が続くかに見えるキャップレートに対する反応であることはほぼ間違いない。香港と台北のオフィス利回りは 3% を切り、他の市場もこれよりやや高い程度である。インセンティブと相殺すれば、東京とシンガポールのオフィスビルも 3% を下回り、高利回りと目されているオーストラリア市場でも 4% を大きく超えることはないだろう。これでは、総じてはるかに高いリターンを期待している投資ファンドにとってはささやかな利益にしかならない。ましてや、今年は賃料が上昇する見込みが以前に比べ相当不確実なため、なおさらである。

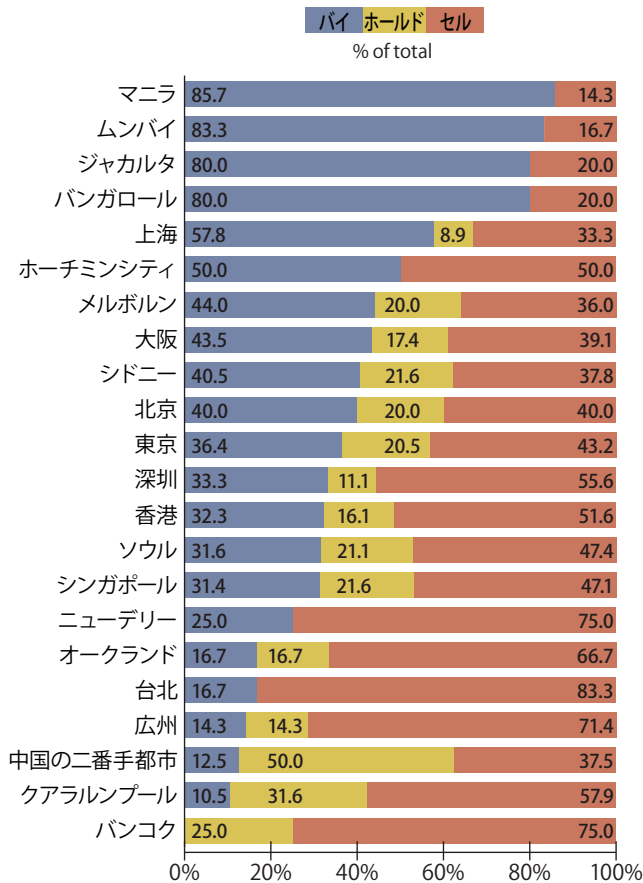
予想される最善の策：マニラのオフィス市場が多くの点で魅力的であることは明らかだ。マニラでは BPO 企業が人件費の合理化を図る国際企業の委託を受け、カスタマーサービスやバックオフィス業務、IT サポートなどを行っている。こうした BPO 企業を中心に、オフィススペース需要が何年にもわたって高水準を維持してきた。需要は急拡大を続けており、ING 銀行によると、2016 年には 16% の伸びが見込まれている。

だが同時に、BPO の投資機会をもっぱら国内の投資家が活用しているのが現状だ。フィリピン以外の国のインタビュー回答者は、例によってビルの取得と合併による開発投資のいずれにも高い関心を示したが、問題は、総じてリスクが高いと（外国人に）認識されており、また既に大量の国内資金がそうした投資に投入されている市場では、外国人がわざわざ参入する必要性がほとんどないことだ。

インドにおけるオフィス投資の見通しが高いのも、これとほぼ同じ前提に基づいている。これは特に、インドでトップクラスのアウトソーシング事業者が拠点としているバンガロールに当てはまる。もはやバンガロールでも簡単に利益を手にするとはできないが、需要は引き続き旺盛で、利回りは 9% 台となっている。

一方、ムンバイは、インドの中心的なビジネスセンターと見なされており（インドの上海と言えるかもしれない）、その成長は国全体の経済成長と軌を一にしている。したがって投資機会の範囲は、ビジネスパークを重視したアウトソーシング市場を

図表3-7 オフィスビルのバイ／ホールド／セルの推奨
(都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

越え、オフィス用途全般に及んでいる。こうした投資機会を追求する方法の1つは、インドの企業や開発事業者が開発用地を取得する余裕がないうちに開発投資を行うことだ。現在インドで活動しているファンドマネジャーの一人は「今はインドで土地を取得する絶好の機会だと思う。企業にはまだ余裕がないし、キャッシュフローも逼迫している。だが多くのインド企業は一等地を大量に抱えているため、彼らから権利を獲得して今後10年間で開発を行えるだろう。実際、こうした土地は囲い込まれた資産なのだ」と語った。

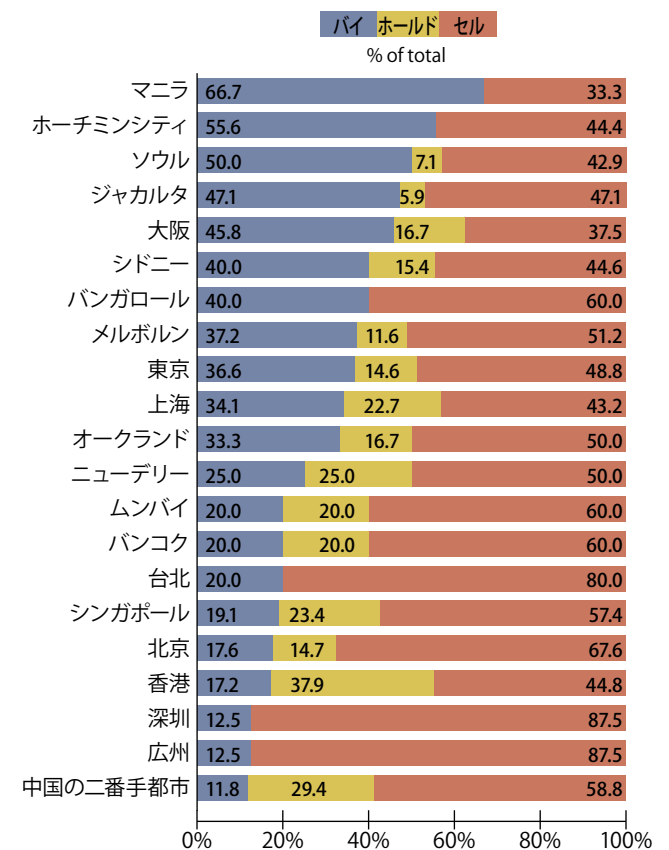
ジャカルタの人気の理由のひとつはもっと理解しにくいかもしれない。過去数年間にオフィス賃料と物件価格は極めて大きな伸びを示してきたが、コモディティ部門のテナントによる需要が軟化したことや、(特に)市場が新規スペースの大幅な供給過剰に見舞われたことを受け、2016年には壁に突き当たった。この供給過剰は予見可能な将来も続く見通しだ。あるファンドマネジャーはジャカルタ市場を「身の毛がよだつ」と言い表したが、ジャカルタへの投資の難しさがよく知られていることもあってか、この市場への参入に関心を示すインタビュー回答者はほとんどいなかった。

商業施設部門

eコマースによる消費が急増していることで既存の店舗が打撃を受け、また一部の市場で供給過剰状態がさらに悪化する中、アジア太平洋全域にわたり、商業施設部門が大きな変化の時期を迎えている。施設所有者は、食品・飲料のアウトレットを中心とした体験型施設へのシフトなど新たな形態や戦略をあれこれ工夫しているものの、顧客がショッピングモール(特に百貨店をアンカーとするモール)から離れていく流れに歯止めをかける方策を見いだせずにいる。一方、生活必需品を扱う商業施設は安全な投資先として魅力を高めている。

予想される最善の策: 商業施設部門でもマニラがランキングの1位に選ばれたが、これは中東をはじめ世界中のフィリピン人労働者からの送金が増加していることに加え、国内のBPO業界で働く従業員の所得が拡大していることが根拠となっている。オフィス部門とは異なり、これまでのところマニラの商業施設への投資が比較的小さいため、今後は開発投資の力点が商業施設に向かうと予想する者が多い。だが、商業施設の開発にシフトすることでどのように利益を得られるのか疑問が残る。この部門でも国内デベロッパーと国内資本が中心であり、外国人投資家が参加できる可能性は比較的低いようだ。

図表3-8 商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨
(都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

マニラを推奨する根拠は、中間所得層の所得が急増し消費ブームに拍車をかけているホーチミンシティにも当てはまる。加えて、ベトナムは2015年に、商業施設部門への外国人の参画に対する規制も緩和している。とはいえ、現在の大幅な供給過剰状態から考えると、ホーチミンシティの商業施設を投資先として推すのは一種の正当化のように思われる。ベトナムで活動するあるファンドマネジャーは「既に商業施設はたくさんあるため、参入しようとは思わない」とコメントしている。にもかかわらず、長期的には、ベトナムの経済成長によって個人消費も急増していくことに疑いの余地はほとんどないようだ。

新興市場以外の都市では大阪が5位に付け、やや間を置いて東京が続いている。日本の商業部門は総じて、アジア（特に中国）からの観光客向けの売上急増に支えられ、この数年活況を呈している。観光客数は円高の影響でいくらか減少したが、それでもますます堅調だ。ただし今後の動向はまだ予測がつかない。香港の経験から言えば、中国の観光客はどこかの市場が自分たちに不利な状況となったと見るや、たちまち背を向けるのは確かだ。さらに、最近の中国人観光客には財布の紐が固い者が増え、日本に来ては贅沢品より化粧品や日用品にお金を使うようになっている。日本のあるファンドマネジャーは、最近の状況を次のようにまとめた。「我々はまだインバウンド旅行者が増えると考えている。それは必ずしも銀座で高級ブランド品が売れることを意味しないが、旅行者による需要があることは間違いない。今はドラッグストアの売上が急増している。つまり、客の嗜好に左右されない商品が売れているのだ」。

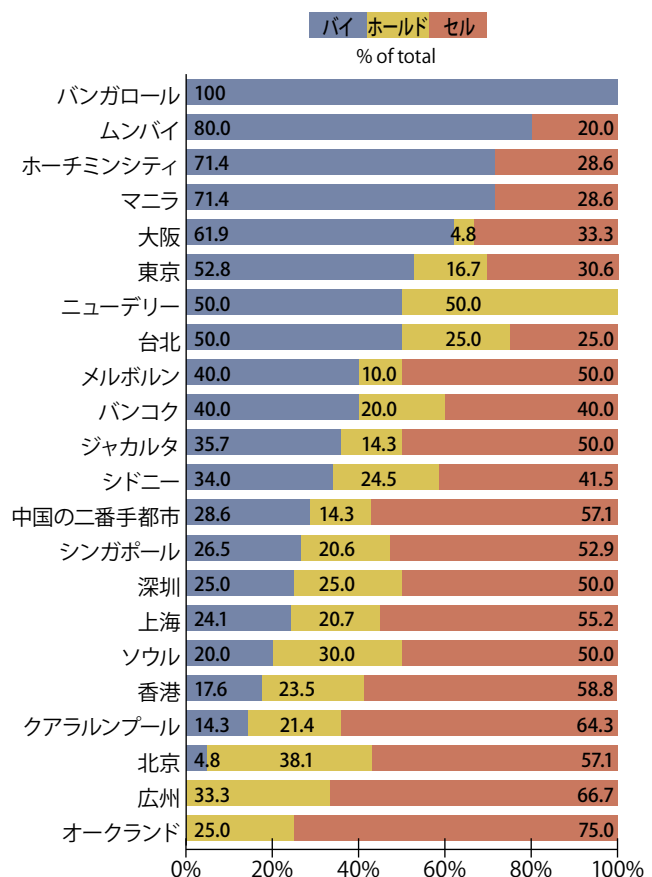
ホテル部門

アジア太平洋地域のホテル市場における取引は2016年上半期に減少し、CBREによると、投資額は前年同期比約43%減となった。現在、投資活動の大半は日本とオーストラリアのコア資産とコア市場に集中している。特に日本では、東京オリンピックに向けての準備と、アジアからのインバウンド旅行者の増加に対応するため、ホテルの新築ブームが起きている。CBREによると、2016年1月から5月までの5カ月間に日本のインバウンド旅行者は前年同期から29%増加した。一方、2016年1月から6月までの6カ月に東京と大阪のRevPARは前年同期比でそれぞれ13.5%と20%の増加を記録している。アジア太平洋地域の投資活動は来年には回復し、投資の大半はやはり主要市場に集中する見通しだ。

予想される最善の策：新興市場の4都市がここでもランキングの上位を占め、インドの2都市が1位と2位になった。インドのホテルには大規模な投資に見合うポテンシャルがあり、2015年の稼働率は、約60%という低水準からのスタートだったとはいえ、着実な上昇を見せた。

特に、バンガロールのホテルはここ2～3年で大幅に改善された。今後5年間に約7,000室が増設される予定であり、

図表3-9 ホテルのバイ/ホールド/セルの推奨
(都市別)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2017アンケート

それによって部屋数は約66%増加する。それでも、この市場のキャパシティと潜在的アブソープションはまだ比較的小さい。

ベトナムでは、投資家が引き続きホテルの取得に強い意欲を示しており、2016年には多くの取引が成立した。この市場は、資金力があり地元財界との繋がりも強い国内のグループが握っている場合が多い。にもかかわらず外国の投資家、特に日本とシンガポールの投資家が主要都市やリゾート地で活動しており、シンガポールのデベロッパーは新たなホテルの建設も手掛けている。

さらに、日本のホテルはインバウンド旅行者が増加した結果、大きな成長を見せた。宿泊料はこの2年間で大幅に上昇し、新規ホテルの建設ラッシュが続いている。アジアの観光客の好みが変わりやすいことから、どうしても供給過剰の可能性が話題となるが、投資家の多くはホテル部門（国内資本が中心）について強気の姿勢を崩していない。

インタビュー回答者一覧

AD Investment Management Co. Ltd.
Kenji Kousaka

ALE Property Group
Andrew Wilkinson

Altis Property Partners
Alastair Wright

AMP Capital
Tim Nation

Angelo, Gordon
Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.
Haruyuki Shinya

BAML
Sarah Cooper

BlackRock
Rio Minami

The Blackstone Group
Stuart Grant

Brookfield Asset Management
Niel Thassim

Brookfield Australia
Andrew McVeigh

Cache Logistics Trust
Daniel Cerf

CBRE
Henry Chin
Brent McGregor
Zoltan Moricz

CBRE Global Investment Partners
Alex Crossing

CBRE Global Investors
Tetsuya Fujita
Richard T.G. Price

Cbus Property Pty. Limited
Adrian Pozzo

Challenger Limited
Trent Alston

Charter Hall Group
David Harrison

Chongbang Group
Henry Cheng

Colliers International
John Kenny

Daiwa House Industry Co. Ltd.
Tetsuo Suzuki

Daiwa Real Estate Asset Management
Akira Yamanouchi

DBS Group Holdings Ltd.
Eng-Kwok Seat Moey

Deutsche Bank
Hugh Macdonald

DEXUS Property Group
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Takashi Tsuji

ES-CON Japan
Takatoshi Ito

Far East Organization
Philip Ng Chee Tat

Fife Capital
Allan Fife

Folkestone Limited
Adrian Harrington

Fortress Investment Group
Akio Yamashita

Fraser's Australand Pty. Ltd.
Rod Fehring

Fukuoka Realty Co. Ltd.
Etsuo Matsuyuki

GenReal Property Advisers
Anckur Srivastava

Global Logistic Properties
Seek Ngee Huat

Goldman Sachs Asset Management Co. Ltd.
Hiroyasu Kaizuka

The GPT Group
Matthew Faddy
Nicholas Harris

GreenOak
Dan Klebes

Hulic Co. Ltd.
Yoshito Nishikawa

Ichigo Real Estate Investment Advisors
Wataru Orii

IDERA Capital Management
Harumi Kadono
Takuya Yamada

Ingenia Communities Group
Simon Owen

Invesco Global Real Estate Asia Pacific Inc.
Ryukichi Nakata

Invesco Real Estate Investment
Louise Kavanagh
Saehee Kim

Investa Property Group
Jonathan Callaghan

IPC Corporation Limited
Patrick Ngiam

IREIT Global Group
Adina Cooper
Itzhak Sella

ISPT
Darren Schultz

J.P. Morgan Asset Management (Japan) Ltd.
Tetsuya Karasawa

JLL
Richard Fennell
Megan Walters

Kenedix
Masahiko Tajima

LaSalle Investment Management
Mark N. Gabbay

Mapletree Investments Japan K.K.
Norihiro Matsushita

Marubeni Asset Management
Tetsuo Saida

Mercer Investments
Padraig Brown

Mirvac Group
John Carfi
Brett Draffen
Stephen Gould

Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.
Toru Tsuji

Mitsubishi Estate
Tetsuji Arimori

Mitsubishi Jisho Investment Advisor Inc.
Takeshi Seki

Mitsui Fudosan Investment Advisors
Shuji Tomikawa

Mori Building
Hiroo Mori

The Net Group
Ramon D. Rufino

Nippon Rescap Investors
Ken Fridley

Nomura Real Estate Asset Management Co. Ltd.
Naoki Kawahara

PAG Investment Management Limited
Naoya Nakata

Pamfleet
Andrew Moore

Payce Consolidated Limited
Brian Bailison

PGIM Real Estate
Benett Theseira

Professional Property Services Group
Nicholas Brooke

Property Council of Australia
Ken Morrison

PT Farpoint

Dougie Crichton

Quraz

Stephen Spohn

Savills Asia Pacific

Christian Mancini

SCA Property Group

Anthony Mellowes

Standard Chartered Bank

Brian D. Chinappi

Starr International

Alison Cooke

Stockland

Simon Shakesheff

Third Shift Enterprises

Jane Lloyd

TH Real Estate

Harry Tan

Tokyu Land Capital Management Inc.

Hitoshi Maehara

Touchstone Capital Management

Fred Uruma

Valad Property Group

Nic Lyons

Varde Real Estate Management

Japan K.K.

Masayuki Inagaki

Takahiro Tokunaga

支援団体



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

Global Real Estate Leadership Team

Craig Hughes
Global Real Estate Leader
London, U.K.

K.K. So
Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

Paul Walters
Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong, China

James Dunning and Josh Cardwell
Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Abhishek Goenka
India Real Estate Tax Leader
Bangalore, India

Jennifer Chang
Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta
Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park
Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow and Wee Hwee Teo
Singapore Real Estate Leaders
Singapore

David Fitzgerald
Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Richard Watanabe
Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

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 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索
- 建築環境および自然環境の独自性を尊重する土地利用政策や設計方針を推進
- 教育、応用研究、出版物、電子媒体を通じた知識を共有
- 現地慣行の広範なグローバル・ネットワークと、現在および将来の課題に向き合うアドバイザリー活動の維持

1936年に創設され全世界で39,000人を超える会員を擁するULIは、土地活用や土地開発のあらゆる部分に関わっている。ULIは会員の積極的な参加および経験や情報の共有を通じて不動産開発の実践における優れた基準を定めており、都市の計画、発展、開発に関する客観的な情報源として世界中から高い評価を受けている。

Patrick L. Phillips
Global Chief Executive Officer, Urban Land Institute

Kathleen B. Carey
President and Chief Executive Officer, ULI Foundation

John Fitzgerald
Chief Executive, Asia Pacific, Urban Land Institute
<http://asia.uli.org>

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer
Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

Urban Land Institute
2001 L Street, NW
Suite 200
Washington, DC 20036
U.S.A.
202-624-7000
www.uli.org

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2017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。

日本語版はタッチストーン・キャピタル・マネージメント株式会社、青山リアルティ・アドバイザーズ株式会社、
PwC Japan グループの協賛を得て発行しています。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2017 年版

2017 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 700 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 11 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資金フロー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
- 経済情勢および信用に関する懸念が不動産にもたらす影響
- ポテンシャルが最も高い都市圏と最も低い都市圏
- 社会政治動向が不動産に与える影響
- 立地の選好における変化



Urban Land
Institute

www.uli.org



pwc
www.pwc.com