



Asia Pacific  
Emerging Trends  
in Real Estate® Trends  
**2014**

[アジア太平洋版]

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2014年版

共同報告書



# Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋版

## 目次

1 エグゼクティブサマリー

3 Chapter 1 群衆をかきわけて進む

4 コア資産：入り込む余地はない？

7 オポチュニスティック投資：リスクカーブの上方向に向かう

8 注目を集めるセカンダリー市場

9 中小規模取引とセカンダリー資産

9 不良資産：偽りの夜明け？

11 リターン目標を引き下げ、キャップレートの低下を待つ

11 投資期間の延長

12 再開する投機

13 投資家を引き寄せるニッチ市場

16 新興市場とフロンティア市場

18 過熱市場を冷やす規制

19 中国の供給過剰：現実か幻想か？

20 「縮小」が意味するもの

23 Chapter 2 不動産キャピタルフロー

24 優勢なアジア資金

25 「出国」に加わる中国デベロッパー

25 ターゲットは欧米の資産

25 機関投資家の資金が大量に流出

27 政府系ファンドの資金が流入

27 注目を集める東京

29 通貨リスクの上昇

29 資本調達は依然困難

30 大きく開いた銀行窓口

31 中国における代替融資

32 資本市場

33 REIT：まだ上昇の余地はあるか？

37 Chapter 3 注目すべき市場と部門

38 上位ランクの投資対象都市

47 不動産タイプの見通し

51 インタビュー回答者一覧

2014

# エディトリアル・リーダーシップ・チーム

## Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2014 チェアー

K.K. So, PwC

Kathleen Carey, Urban Land Institute

### 主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

### シニアアドバイザー／調査アシスタント

Stephen Blank, Urban Land Institute

Anita Kramer, Urban Land Institute

### シニアアドバイザー

John Fitzgerald, Urban Land Institute

### 調査アシスタント

Michael Owen, Urban Land Institute

Brandon Sedloff, Urban Land Institute

### ULI編集／制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Managing Editor/Manuscript Editor

Betsy VanBuskirk, Creative Director

Anne Morgan, Cover Design

Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer

Basil Hallberg, Senior Research Associate

Mark Federman, Project Assistant

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

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2014年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先するものとします。

PwCは世界157カ国 におけるグローバルネットワークに約184,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。

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

©2013 PricewaterhouseCoopers LLP, a Delaware limited liability partnership. 無断複写・転載を禁じます。

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

©ULI.Pwc (2013年11月)

印刷:日本

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

### 推薦文献一覧

PwC and the Urban Land Institute. *Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2014*. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2013.

ISBN: 978-0-87420-294-6

PwC

### アドバイザー／調査員

オーストラリア	Adam Somerville Andrew Cloke Ashley Wood Bianca Blair Bianca Buckman Christian Holle Christina Sahyoun Ernie Chang James Dunning Jeff Wong-See Jen March Kirsten Arblaster Liz Stesel Marco Feltrin Ryan McMahon Scott Hadfield Tim Peel Tony Massaro Allan Zhang Andrew Li Kathleen Chen K.K. So Paul Walters Sally Sun Sam Crispin Divya Kumar Gautam Mehra Eiji Tsukamoto Hideo Ohta Hirosi Takagi Katsutoshi Kandori Raymond Kahn Robert Kissner-Ventimiglia Shinichi Okamoto Shunichiro Wakabayashi Soichiro Seriguchi Takehisa Hidai Takashi Yabutani Wataru Wada Yuji Sato Jin-Young Lee Taejin Park Anna-Charlotta Thiele Julien Ghata Kees Hage Kenneth Iek Robert Castelein Jennifer Chang Malou P. Lim David Sandison Eng Beng Choo Jim Chua Jiunn Siong Yong Justin Ong Oon Jin Yeoh Pei Jun Tok Wan Lin Kong Wee Hwee Teo William Leow Richard Watanabe Shuo-Yen Lin Paul Stitt Andrew Warren David Fitzgerald
中国／香港	
インド	
日本	
韓国	
ルクセンブルグ	
マレーシア	
フィリピン	
シンガポール	
台湾	
タイ	
米国	
ベトナム	

# エグゼクティブサマリー

2013年のアジア不動産市場では、不透明な経済情勢にもかかわらずファンダメンタルズが総じて非常に堅調で、キャップレートは極めて低水準に保たれ、取引高も増加を続けながら第4四半期を迎えた。米国の連邦準備制度理事会(FRB)が数年来の金融緩和政策を縮小する時期を模索する中、金利上昇の懸念が広まつたが、それでもアジアがこうした力強さを見せたことについて、今年のEmerging Trends in Real Estate®アジア太平洋版が行ったインタビューでは多くの投資家が驚きを示した。

2014年には、通常の資産タイプの大半で激しい競争が繰り広げられるだけでなく、ベースレートがじわじわ上がり始めるにつれ、既に歴史的低水準にあるキャップレートがさらに低下することが問題となるだろう。その結果、投資家は高利回りを求めてより大きなリスクを取りにいき、主流から外れたニッチ部門でバリュー獲得を狙うものと予想される。具体的には小規模ビルやBクラスビルもしくはセカンドフロア(二番手)市場の物件を取得することであり、また物流、高齢者介護、トランクルームなどの分野で取得や開発を行い、あるいはグリーンビルに投資することを意味する。また、投資家は開発にもリスクも厭わず取り組む姿勢を強めそうだ。例えば、大手機関投資家は従来の方針に反して中国の大手デベロッパーと手を組みコア資産の建設を進めている。

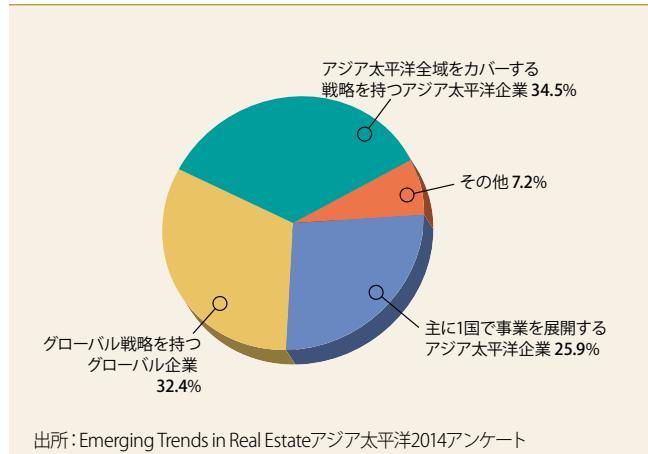
アジアの不動産キャピタルフローは2013年も堅調に推移した。米国の景気刺激策の縮小を懸念して資金がアジアから流出する局面もあつたが、債券価格と株式価格(REITの投資口を含む)が直近のピーク時から大きく落ち込んだものの、不動産の実物市場はこれまでのところ大きな影響を受けていない。

これはアジア市場をターゲットとするソブリン・ウェルス・ファンドや機関投資家の資金が増加していることや、世界金融危機後の環境においてアジアの資金が主流となりつつあり、とりわけアジア各国(特に中国、韓国、シンガポール)から大量の資金がアジアの不動産資産に投入されているためだ。この傾向は2014年も継続すると見られる。こうしたアジア域内の(及びグローバルな)資金フローから最大の恩恵を受けている国一つが日本で、日本政府はデフレからの速やかな脱却を目指した大規模な金融刺激策を開始した。

さらに、これまで見られなかつたことだが、欧米の主要不動産市場があらゆる種類のアジア資金を大量に引き寄せており、ソブリン・ウェルス・ファンド、機関投資家、保険会社の資金やプライベートマネーが未曾有の規模で欧米に流れ込んでいる。ゲートウェイ市場がますますタイトになっていくにもかかわらず、こうしたフローは今後も続くはずだ。

金融面では、アジアの銀行は不動産向けの信用供与においてこれ

## アンケート調査回答者(企業の地理的範囲別)



出所: Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2014アンケート

までと同様あるいはそれ以上に協力的だ。融資条件がわざわざに厳しくなった市場もあるが、大半の国(特に日本)では緩和されている。アジアでは多くの市場でLTV(借入比率)が60~65%の水準にあり(日本ではさらに高い)、借入コストも抑えられているが、中国とインドでは依然として銀行融資がタイトな状況にある。資本市場では、金融緩和の縮小懸念により外国ファンドが資金を引き揚げたために株価が打撃を受けたが、債券市場は2013年を通して上昇下降を繰り返した。2013年末の時点で市場は依然として活況を呈しているが、これが最後の輝きとなるかもしれない。資金の流出によりREITも打撃を蒙ったが、豊富な資金を持つ銘柄が多いため、来年も旺盛な取得が続くだろう。

Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋版による投資見込みの調査では、有望な投資先として日本が二位を大きく引き離しトップに再浮上した。これは2009年以来のこと、アベノミクスによるプラスの効果に対する大きな期待に支えられている。また本調査では、透明性の欠如から投資対象資産の不足まで様々な問題にもかかわらず、アジアの新興市場(特にジャカルタやマニラなど)の資産に対する関心が昨年から続いていることが示された。セクター別評価では、産業施設/物流施設が(やはり2位を大きく引き離し)今回も最も好まれる部門となり、住宅、オフィス、商業施設部門がこれに続いている。

## 序

アーバンランド・インスティテュート(ULI)とPwC(プライスウォーター・ハウス・コープ)による共同報告書であるEmerging Trends in Real Estate®アジア太平洋版は、不動産業界の動向や将来予測をまとめた報告書として不動産業界で高く評価されている。今回が第7版となる本報告書はアジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

2014年版は調査プロセスの一環としてアンケート/またはインタビューに回答した250名の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれもULIまたはPwCの見解を示すものではない。投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、コンサルタントなど幅広い業界専門家の回答を得た。ULIとPwCの調査員は120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130名を数えた。回答者の所属する組織は以下のとおりである。

非上場不動産会社/投資家/デベロッパー	31.7%
機関投資家/エクイティ投資家/投資運用会社	27.3%
不動産サービス会社	25.2%
エクイティREIT/上場不動産会社	5.0%
住宅建築業者/宅地造成会社	4.3%
銀行、金融機関、証券化関連融資機関	4.3%
その他の法人・団体	2.2%

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



# 群衆をかきわけて進む

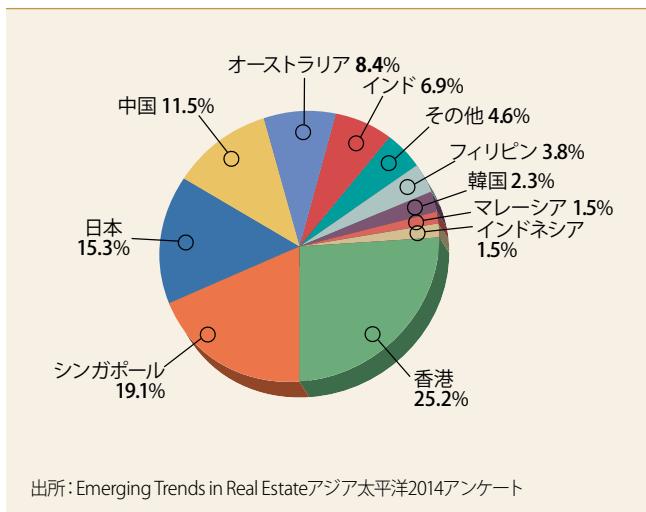
「コア投資でリターンを得られないのであれば、何であれリスクカーブの上方向に向かうことを考えねばならない。だから今、オルタナティブ投資を考える者が増えている。」

2013年半ば前後から、世界市場では米国の金融緩和が縮小に向かうとの憶測が強まり始め、アジアでは多くの資産クラスで激しい反応が見られた。株式市場は乱高下し、債券利回りが急上昇し、またインド・ルピーからインドネシア・ルピアに至るまでアジア通貨が容赦なく売られたが、これはドル金利が再び高水準に向かうと見込んだ欧米投資家が資金を引き揚げたことによる。

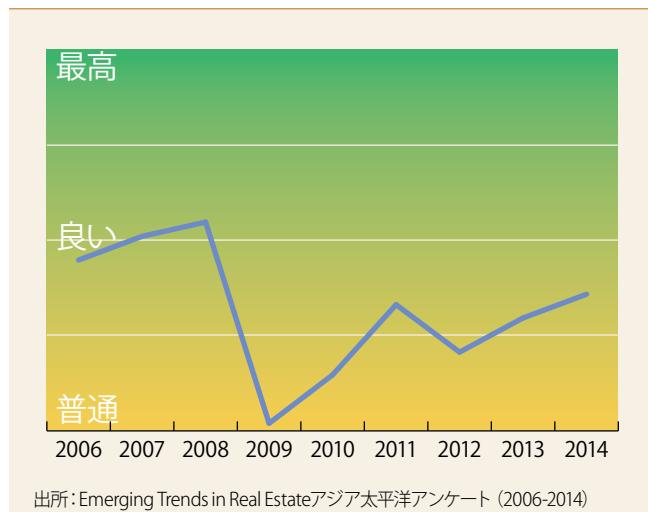
だが過去のケースと同様、アジアの不動産市場はほとんど動じなかつた。取引高とキャップレートは2013年にほぼ横ばいで推移し（取引高については第3四半期に増加したとする統計もある）、不動産価格は過去5年ほど続く上昇傾向が継続した。この傾向

はULIによる2014年の利益予測調査において投資家心理が若干上向いたことにも表れている。マイナス要素に対してファンダメンタルズが反応しなかつたことから、多くのアナリストが困惑した。あるアナリストは「住宅でも事業用不動産でも法人需要は明らかに鈍化している。これは企業業績を左右するアジア経済自体が大幅に減速しているからだ。そしてファンダメンタルズが弱まっているのに価格が動かないとしたら、市場全体がコストアップしたのだと思う。とはいってこの点について人々の見方が変わったわけではないだろう。皆がいきなり『わかるかい？アジアは本当にコスト高なんだよ』と言い出すとは思えない。むしろ、それほど騒ぐ人がいない方が驚きだ」と述べた。

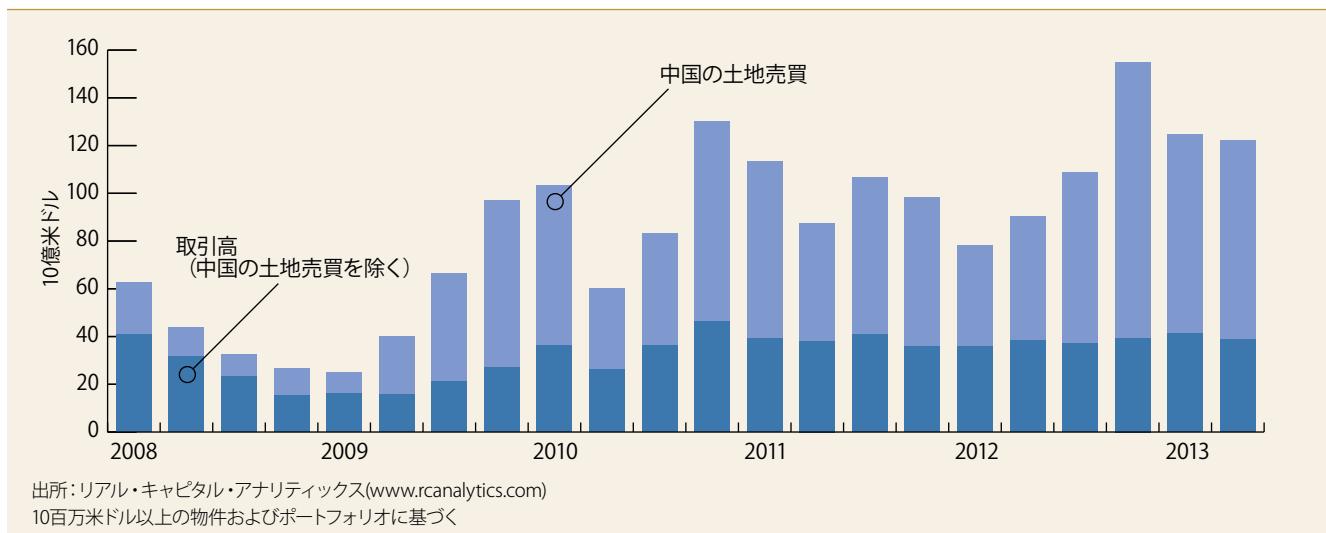
図表 1-1  
調査回答の割合（国・地域別）



図表 1-2  
不動産会社の収益性の推移



図表 1-3  
アジア太平洋地域の取引高



その理由の一つは、上昇し続ける価格に投資家が慣れつつあることかもしれない。「最近では常にそうだから」というわけだ。また「過去数年アジア太平洋地域に投資を行ってこなかった投資家が今になってカネを注ぎ込んでいる。おそらく新たな投資サイクルが始まっているのだろう」。そのため投資家はリスク調整後リターンにこだわるのをやめ、新たな機会を求めている。これは、ある機関投資家のファンドマネジャーが述べたように、「コア投資でリターンを得られないのであれば、何であれリスクカーブの上方に向かうことを考えねばならない。だから今、オルタナティブ投資を考える者が増えている」ことを意味している。

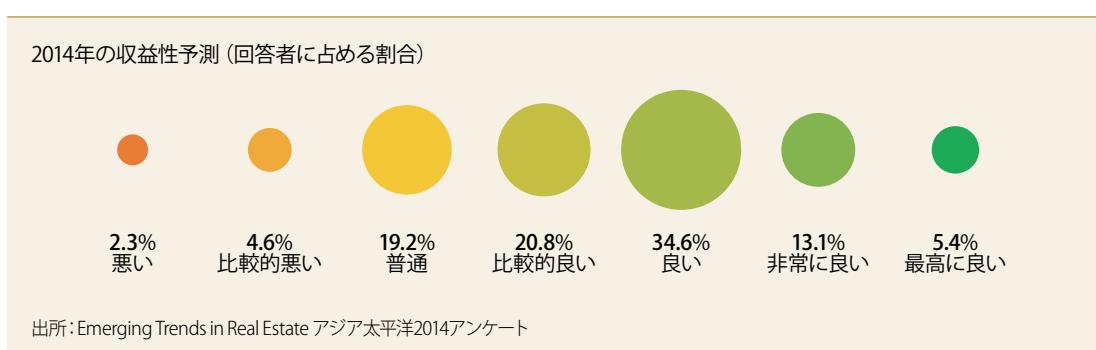
よって、現在の投資活動は教条的な面が減って柔軟性が高まっており、ファンドマネジャーは取引からできる限りの利益を得ようと取り組んでいる。ある投資家が述べたように「狙いを一つに絞ってやっているわけではなく、多くの案件を見渡して、割安物件であれまとめ買いであれ不良債権のようなものであれ、いくらか利益を得られるものを見つけようとしている。その上で、安く買えるだけでなく開発やテナント構成の再編、物件のポジショニ

ングの改善などで付加価値を付けられるものを選ぶわけだが、成長力のある市場にも投資したい。だから基本的に軸足がいくつもあり、それぞれが支え合ってうまくやっていければ良いと思う。ぱっとしない物件を買って市場が上向くのを期待するといったことはしたくない」。

## コア資産： 入り込む余地はない？

ここ数年、投資対象となり得る資産の不足が深刻な状態にあり、常に問題になっている。最高級物件では、機関投資家向けファンドの大手が大挙して主要市場に押し寄せ、その大半がコア資産を狙っている。こうしたファンドの多くはソブリン・ファンドや年金基金の資金を運用しており、その資金が他の国々から溢れ出てアジア太平洋地域に向かっているのだ。

図表 1-4  
2014年の企業の収益性予測



図表1-5  
グローバル市場上位30位



例えば韓国の機関投資家は2013年上半期に国内の投資額とほぼ同額の投資を国外で行い、またオルタナティブ投資への配分を増やし続けている。欧米及び中東のソブリン・ファンドもアジア太平洋地域で活発に投資するものが増えた。同時に、国内投資家（なかでも勢いを盛り返したREIT）もコア市場で積極的に競っている。通常、ソブリン・ウェルス・ファンドやREITの資金コストやハードルレートは他を下回っているため、必然的に利回りの低下が続き、資産を巡る競争が激化の一途を辿っている。今年のEmerging Trendsの調査においてコア市場に対する投資見通しが大幅に減退したのも、このことが原因となっているかもしれない。

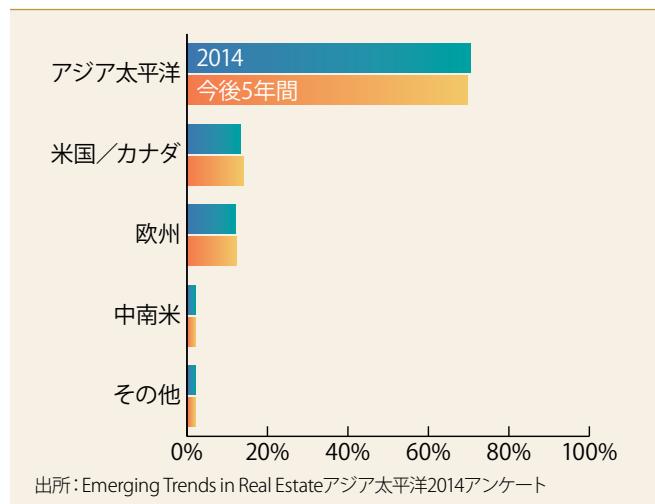
## 日本

日本では多くの取引が進行中だが、今年の調査で東京が国際投資家の優良投資先に選ばれたにもかかわらず、外国ファンドが絡んだ案件は比較的少ない。あるコンサルタントは「日本の投資総額に関する四半期レポートや棒グラフの中身を外国人投資家と国内投資家に分けると、外国人投資家の比率がこれまで見たことのない水準に落ち込んでいる」と指摘する。またある国内ファンドマネジャーは「活発に投資しているのは依然として国内投資家で、それは間違いない。株式市場には勢いがあり、J-REITの投資口価格はNAVを上回っており、中には大幅に上回っている銘柄もある。J-REITは資金が豊富で、資産を買いまくっている」と語る。

図表 1-6  
2014年における投資カテゴリー／投資戦略別見通し



図表 1-7  
アジア太平洋の投資家の地域配分比率



思う。シンガポールの規模を考えると、GDPが1パーセント上がるところで増加する事業用不動産需要は他の市場に比べてはるかに大きいと言える」と述べた。

一方、最近の取引の大半はREITによる活発な取得や政府の土地売却であり、また優良物件のキャップレートは今や3%から4%台に低下しているため、多くの投資家にとって手が出せなくなっている。さらに、あるファンドマネジャーによると、シンガポールでは依然として金利が急上昇する恐れがあり、また政府が土地の価格を切り下げる可能性もあるという。土地価格は長年にわたり大幅な変動が継続しており、「1平方フィート当たり、下は約270シンガポールドルから上は【直近】約1,600シンガポールドルまでの間で揺れ動いており、1990年代半ばからそんな状態が続いている。成功報酬を全額賭けてもいいが、来年にはきっと1,000シンガポールドルを切るだろう。要はどのタイミングになるかだ」。

中国では、高稼働の優良物件は見つけにくいかりか、手が出ないほどの高額になっている。2006年には6~7%前後だったキャップレートは、現在ではネット利回りベースで2~3%にまで低下した。加えて、オンショアの借入金利が6.5~7.5%のため、コア資産の取得は「少なくとも賃料の引き上げを1回か2回行わない限り、何年にもわたって負のキャリーが続く」ことになる。その結果、多くの外国人投資家が中国のコア資産を敬遠しているが、全員というわけではない。ごく少数の外国ファンドは現在でも、こうしたキャップレート水準とはいえ、ティアワン（一番手）都市（特に上海）のコア資産を巡り国内投資家との競争に臨んでいる。これらの中には投機的に見えるものもあるが、ある投資家が述べたように、「中国市場の長期的な変化」を反映しているとも言える。「上海では、例えば北米の大手機関投資家のようなコア資金が国債並みの利回りで投資しようとしているが、5年前だったら25%を切る利回りで取引を行う国際投資家などいなかつた。状況は驚くほど変化している」。その理由は「一部の年金基金は、抱えている債務の期間を考えると対中投資を継続ざるを得ないからだ。今後20年から30年にわたって持続できるような成長エンジンなど、中国以外にはほとんどない」。

## 韓国

韓国でもこれと同様の状況が何年も続いている。事業用不動産市場は大規模で流動性も高いが、外国人投資家は国内プレイヤーとの人脈がない限り参入が難しい。あるファンドマネジャーによると「問題は、生命保険会社や年金基金などの資金が国内に溢れていますことだ。キャップレートが5%に低下したが賃料は上がらないため、キャップレートと金利の低下が続くことになる。韓国では4%の場合によっては3%台の金利で資金を借りられるが、コア資産については国内投資家と正面衝突するため、外国人投資家にはそれほど機会がないのが実情だ」。

## 香港、シンガポール、中国

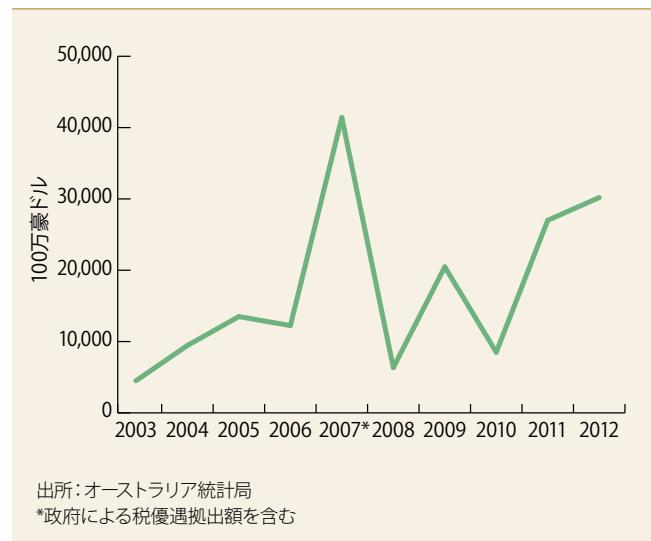
香港でも同様のシナリオが見られる。コア資産の取引が極めて限定的なため「香港に拠点を置く投資家は多いが、いざ投資機会を探す段になると香港以外に目を向ける」。

シンガポールではファンダメンタルズが数年にわたって弱体化していたが、既に底を打った模様で、供給パイプラインは比較的小ないものの短期的には資産の取得が可能なはずだ。統計ではコア資産への投資額が2013年に上向いたため、現在が市況サイクルの底と見る者もいる。その理由の一つは「金融センターとしての魅力の点で、シンガポールは地理的条件からシドニーに勝っていると考える者が増えている」ことにある。あるファンドマネジャーは「需要が戻りつつあると見ている。供給が限られており賃料は底堅い。投資先としてシンガポールの人気が高まっている。欧米のファンドにとっては他の多くのアジア市場よりも資金を投入し易く、安全性も高いからだ」と語り、別のファンドマネジャーも「シンガポールで高まっている潜在需要は市場で過小評価されてきたと

図表 1-8  
アジア太平洋地域の利回り



図表 1-9  
オーストラリアの退職年金基金  
(スーパー・アニュエーション・ファンド) の資金流入額



## オーストラリア

外国人投資家から見ると、アジア太平洋地域の機関投資家の資金が取引を牛耳っており、また投資対象となる資産が総じて不足しているため、アジアのコア資産はもはや資産クラスとして存在しないのではないかとの印象を持つことがある。ある欧米機関投資家向けファンドのマネジャーは「正直のところ、アジアで真のコア資産を実際に買える市場といえばオーストラリア以外にはないだろう。もしかすると日本もそうかもしれないが、日本はかなり特異で、豊富な資金を持つ国内投資家のコア市場であり外国人投資家が入り込む余地は少ない。よってオーストラリア以外ではバリューアップ投資が開発、もしくはオポチュニスティック投資になっていくと思う」と述べた。

世界のコア投資家の間で引き続きオーストラリア人気が高いのは、おそらくこの理由によるものだろう。あるコンサルタントが述べたように「この数四半期に〔アジア以外の投資家による〕ディスインベストメントが純減し始め、ほぼ平衡したのは興味深い。だがさらに詳しく見ると、グローバル投資家が実際に投資しているのはオーストラリアだ。過去2年半ほどの間、安定した上昇基調が続いている。この12カ月ではオーストラリアが顕著に伸びている。」

リアル・キャピタル・アナリティクス (RCA) の資料によると、2013年上半期のオーストラリアの取引額は前年同期比30%増の144億米ドルに達した。図表1-8に示すように、同上半期にアジアのキャップレートが上昇を見せたのは、オーストラリアにおける投資の急増が原因である。実際、アジア全域で利回りが上昇したわけではなく、平均キャップレートが7~8%と他市場を大幅に上回っているオーストラリアでの取引増を反映しているにすぎない。

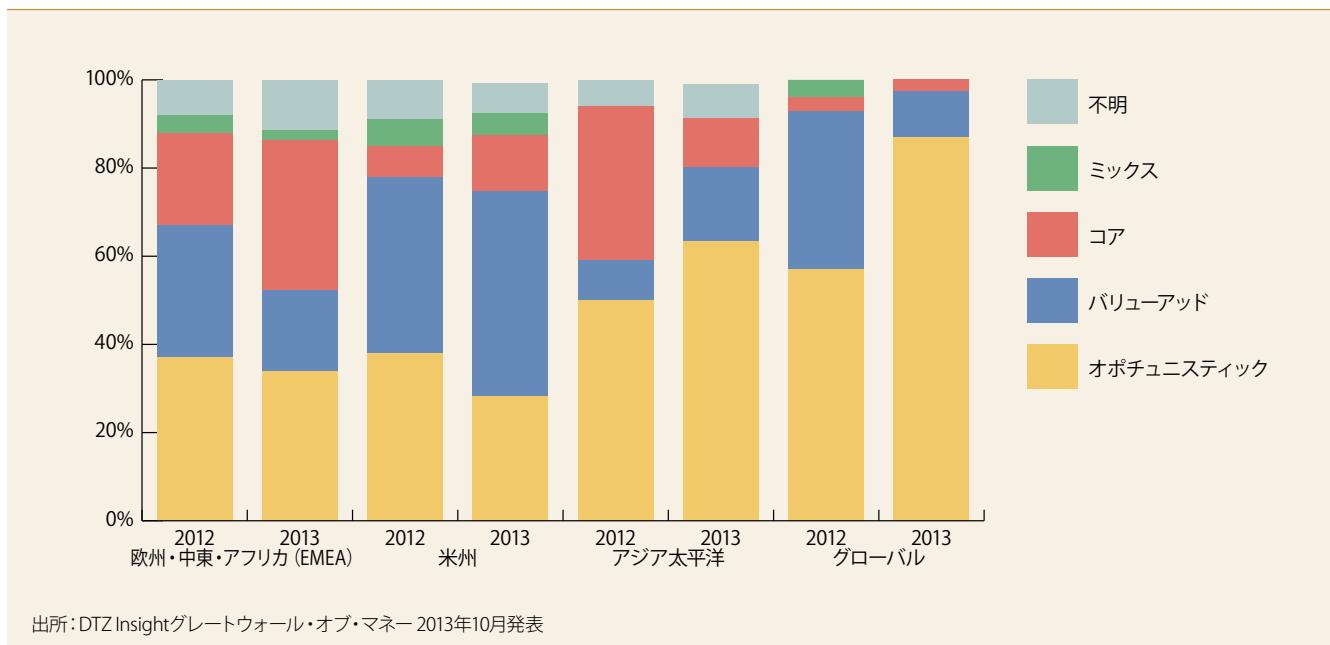
しかしオーストラリアでもコア資産の投資機会は減っているようだ。既存の資産プールが枯渇しつつあることや、国内の機関投資家 (ホールセール・ファンドや資金力の豊富なスーパー・アニュエーション [退職年金基金] など) が市場競争に参画を強め、

「生肉のように」プライム資産を漁っていることが一因となっている。ある投資家は「株式市場のパフォーマンスが明らかに良好なため、2年前、3年前、4年前と比べて国内の機関投資家の資金力が大幅に高まっている。一方で外国資金の流入も増えており、競争が激化しているのだ」と語った。その結果、あるインタビュー回答者が述べたように「窓が閉まっている」。オーストラリアに向かう資金量を考えると、将来的にキャップレートが下方圧力を受ける可能性があるが、この点については外国のファンドマネジャーの方が国内のファンドマネジャーよりも強気の姿勢を取っている。「外国ファンドは資金が余っておりどこかに投じなければならないため、引き続きオーストラリアに投資しているのだ」との見方もある。

## オポチュニスティック投資: リスクカーブの上方向に向かう

アジアではコア資産が慢性的に不足しており、おそらくそのために、ファンドの調達資金からオポチュニスティック投資に配分される比率が高まっている。しかしそれでも、20%強のリターンを得られるような取引は依然として少ない。その理由は以前と同様で、リスク調整後リターンが少なく、キャップレートも低く、また金融環境面でも不良債権を発生させる圧力が欠けているためだ。世界金融危機以降に必須となったレバレッジの引き下げも、オポチュニスティック投資を後押ししていない。日本のある投資家が指摘したように「オポチュニスティック戦略を実施しようとする者にとって競争が非常に厳しく、また案件も限られているため、オポチュニスティックファンドは資金の投入先を求めて四苦八苦している」。オーストラリアでも同様の状況で「何らかの案件は常に存在するが、それを見つけにくくなっている。ディールフローはいくらか先細りしていくだろう」。

図表 1-10  
現在の資金調達額 (スタイル別およびターゲット地域別)



一方、中国ではリスクの存在により、利回りの如何にかかわらず大半の投資がオポチュニスティック的になりがちだが、極めて複雑で多様化した市場で足場を築くことが困難なことも投資家の姿勢に反映されている。ある投資家が述べたように「中国は多くの点で非常に悩ましい。取引の構造も頭痛の種だ。国内の流動性が豊富であることに加え、税金の負担があるため、外国人投資家の場合は同じ価格の取引でも国内投資家に比べ10%から20%低いリターンに甘んじなければならない。だから極めて難しい市場なのだが、中国で活動し成功しているファンドがあり、制度を熟知した優秀な人材もいる。要は適切なパートナーと共に適切な物件を見つけることだ。」

では何をすべきか。以前ならば投資家は単に「買わない」ことを選んだだろう。だがキャップレートの低下が恒常化したと思われる現在、唯一の選択肢は適応することである。そのため投資家は中国市場にアクセスするための様々なアプローチを検討している。

## 注目を集めるセカンダリー市場

現在進められている戦略の一つがセカンダリー（二番手）市場への移行である。日本では、オフショア投資家はこれまで東京の主要区以外での物件取得に消極的だったが、今では郊外など対象地区を積極的に広げている。あるファンドマネジャーが述べたように「サブマーケットこそ重要だ。物件の空室率が低く、しかも供給が限られているサブマーケットを見つけねばならない」。

日本のセカンダリー都市も有望な投資先として再浮上している。ある投資家は「日本では、一般的に地方で投資するには注意が必要だが、我々はこれまで大阪や福岡、さらには札幌などの地方都市で投資を行い、実際に適切な経済的効率を生み出

てきている。これらは適切な深さを持った市場であり、比べてみれば分かるように、東京とほぼ同等のキャップレートを得ることができる」と語った。

オーストラリアでは、郊外のオフィスビルの取得が大きな流れになっている。あるインタビュー回答者によると「CBD（中心業務地区）のコアなオフィス物件は既に相当タイトなため、まだそれほど逼迫していない郊外のオフィスが狙い目だと誰もが感じている」。

これは中国でも大きなテーマだ。セカンダリー都市やターシャリー（三番手）都市は供給過剰問題があるため、その魅力については議論が続いているものの、ファーストティアの都市では既に郊外の事業用物件へと投資が移行してきている。これは賃料の高さや市内の交通網の改善が一因だ。中国で活動しているあるファンドマネジャーは「上海の中心部では何でも法外に高価なため、今後はこうしたティアワン都市の郊外化がテーマの一つになるだろう。それによっていくらか手が届くような値段になると思う。郊外化こそ重要なトレンドであり、有利な機会も見つかるはずだ」と述べた。この見方はサテライト（周辺）地域にも当てはまる。例えば上海では、郊外の虹桥で新たな業務地区が生まれつつある。旧空港に近く、また上海と中国内および揚子江デルタの諸都市を結ぶ新高速鉄道（新幹線）の駅にも近い場所だ。

## 中小規模取引とセカンダリー資産

また、単独の大型取引ではなく複数の中小規模取引を狙う戦略も進められている。あるオポチュニティック投資家はオーストラリアについて「優良市場でセカンダリー資産を買って、あるいはセカンダリー市場で優良資産を買って市場に先んじようとするのは良いが、セカンダリー市場でセカンダリー資産を買う場合はかなりの注意が必要だ。デット市場やエクイティ市場が回復すれば優良資産を巡る競争が激烈になり、その地域に皆が押しかかる。資産の質に惹かれてやってくるのだ。それによってその資産の価格がさらに跳ね上がる。これは今、中小規模資産について見られることだが、大型資産でも起こり始めるのは時間の問題だろう」と述べた。

オーストラリアではこの一年間に中小規模資産（1億米ドル未満または5,000万米ドル未満の資産）のキャップレートが大幅に低下したが、これは「富裕層であれシンジケート方式であれ、個人投資家が勢いを取り戻したからだ」。だが、あるファンドマネジャーによると「スイートスポット」は1億ドル強のBクラス資産にあるという。「こうした資産はまだ市場がそれほど効率的ではなく、自分が機関投資家だったら是非買いたい物件だ」という。「安定性が高く、キャッシュフローを生み出し、シドニーやメルボルンの中心部ではないにせよ好立地のBプラスビルがあれば、魅力的なキャップレートが期待できる。すぐに大きな利益を生むわけではないが、オーストラリア経済の先行き次第では優れたパフォーマンスを見せるだろう」。

別のファンドマネジャーも「オーストラリアではリスクフリー資産とBクラス資産の利回りのスプレッドがおそらく20年来の高さにある。こうした資産を取得するものはまだ少ないが、やがてはキャップレートが低下し、我々は保有するBクラス資産を売りに出すだろう」と語った。

日本でもこうした動きが見られる。東京の大規模なコア物件の市場は、低利回りも甘んじて受けける国内機関投資家が長らく独占してきた。だが少し想像力を働かせれば、投資家はあまり知られていないコア資産にアクセスでき、あるいは生み出すことができる。そのため日本の活発なプライベートエクイティ投資家の中には、市場の周辺部で中小規模物件（1物件当たり平均数千万米ドル）を複数取得しようとする者もいる。適切なロケーションにある適切な物件を取得してリポジショニングを行えば、買い手は新たなコア資産を「作り出す」ことも可能なのだ。

香港では、香港島の伝統的CBDで供給がタイトになっている（CBREによると2020年までに供給が需要を約30%下回るという）ことから、九龍東に第2のビジネス地区が形成され、疑念の声をよそに発展を続けている。あるインタビュー回答者は「政府が第2のCBDとして打ち出したときには冷笑する者もあったが、成長のペースが上がっており、今後5年から10年で重要な地区となるだろう」と述べた。反面、香港の例に漏れずキャップレートが低下しており、第2のCBDへの投資時期は過ぎたのかもしれない。政府の過熱抑制策により九龍東のキャップレートは約100ベースポイント上昇したものの、多くの物件は依然として3%ほどで、アジアの水準から言っても極めて低いものとなっている。

## 不良資産：偽りの夜明け？

オポチュニティック投資家は何年にもわたり、アジアの多くの市場で不良資産が登場するのも待ち続けてきたが、概して空振りに終わつた。日本の商業不動産担保証券（CMBS）であれ、資金不足に喘ぐ中国デベロッパーであれ、行き詰ったREITであれ、現実は総じて期待に届かなかつたのである。これは欧米に比べ、不振に終わつた投資物件が市場でリサイクルされるのをあまり好まない文化的風土もある程度反映している。こうした案件の処理は、親しい企業（多くは大手プレーヤー）にこっそりと売却するか、市況がいつか反転するとの期待の下に空しく保有するということになりがちだ。さらに、あるファンドマネジャーが指摘するように「企業の不良資産が大して発生していない。ビルの数がそれほど多くないため稼働率が高く、物件の負債をカバーできるので、不良資産が発生する状況になく、差し押さえも起こらないのだ」。

とはいえる可能性はある。アジアの不良資産は出所が限られ、規模も小さく、また投資家の期待とは異なる形の場合が多い。あるファンドマネジャーは「いくらか機会があつても小粒でバラバラだ。不良資産があることはあるが、現状ではこれといって資産タイプなどを絞ることも難しい。自分の対象地域で見つかるものを検討するしかない」と述べ、別の投資家は「様子を見ていればそのうち何か出てくるだろう」と語る。あるファンドマネジャーがオーストラリアの不良資産について述べたことは、おそらく他の市場にも当てはまるだろう。すなわち「商いは商いを呼ぶ。だから不良資産の取引が増えるにつれ投資家が集まつてきて『そろそろ不良資産の取引に取り掛かるつもりだ』と言い出すだろう。現状では大きなポートフォリオ取引は相当難しいものの、不良資産であればバリューアップが可能な物件であれディールフローは続いている。それらは運用成績が悪く、あるいはリーシングが不調な物件が多い。徹底的に値切って買えるというわけではないが、割安で買えるはずだ」。

図表 1-11  
世界の財政危機の影響の度合い



出所: Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋アンケート  
2013年と2014年については2014年アンケートのデータを、2012年については2013年アンケートのデータを使用。

これが示唆するのは、アジア的な意味での不良資産とは、プロジェクトが失敗して売りに出された物件とは限らないということだ。ある投資家が中国とインドについて述べたように「通常、不良資産とは銀行が売却する不良債権というより、流動性の不足に苦しむデベロッパーによる抛出物件であることが多い。だから不良資産取引とは驚くほど安い価格で資産を買うことではなく、ストラクチャードファイナンスや資本再構成に関して受け入れ可能な条件を交渉するということなのだ」。

不良資産に関して2014年に想定される具体的な取引機会として、インタビュー回答者はオーストラリアの大規模住宅開発用地、資金難にあえぐ中国の中小デベロッパー（内部収益率が15～25%の有担保上位債権）、シンガポールの高級住宅を手掛ける外国中小デベロッパー、さらにはベトナムの開発案件などを挙げている。

### インド:進歩か停滞か?

だが、上記の意味での不良資産が発生する可能性が最も高いのはインドであり、最近の苦難続きにより資産の処分が進められている。政策を巡る衝突や経済成長の減速、外国直接投資（FDI）の減少、インフレ率の上昇、借入コストの上昇などにより国内不動産セクターが大きな影響を受け、現在多くのデベロッパーが資金調達に苦しんでいる。2013年半ばにルピーが20%も下落した（ただしその後5%ほど戻している）ことも問題を悪化させた。

インド国内に不安が広がったことから、不動産セクターはキャッシュを抱え込んだ。加えて、インドのあるコンサルタントによると、国内の銀行は（ITパークなど一部の例外を除き）投機的な事業用不動産開発への融資を拒んでおり、もしくは最大15%の融資手数料を要求しているという。その結果、資金難によりデベロッパーから有担保上位債権需要が生まれ、そこにインドの金融部門の主流であるノンバンク金融会社が入り込んでいる。有担保上位債権の内部収益率は2013年半ばには18%前後まで低下したものの、外国人投資家はルピー急落後に提示価格を20%～23%引き上げた。

インドに関する疑問は、いさか懷疑的な外国人投資家にとってこうした機会がどの程度まで魅力的かということにある。インド市場のポテンシャルには疑いの余地がないが、政治的リスク、規制リスク、通貨リスク及び市場リスクが複合的に存在しており、外国ファンドはこれを嫌って何年も敬遠し続けている。特に大きいのがガバナンスの問題だ。あるインタビュー回答者が指摘するように「国際投資家はこれまで政府の規則や規制に手を焼いてきた。いつのまにか、公布された時の内容とは変わってしまっているからだ」。

ある外国ファンドマネジャーは、その結果として「国内プレーヤーにとって機会が高まっている。というのは、こうしたプレは不良資産に関して起こることが多いからだ。だが国際プレーヤーにとっては困難さが増したと言える。物事がきちんとしていくなくても騒がず柔軟に受け止めねばならず、手を抜くことなく思い切って飛び込むか、もしくは失敗するかだ。また、特にこの5年間慎重な姿勢を取ってきた国際投資家にとって、この6ヶ月間にさらに困難な状況になったと思う」と述べた。

インタビュー回答者は総じてインド市場にいくらか否定的な見方を示したが、来るべき総選挙を前に底打ちするのではないかとの観測もある。様々な方面で次のような明るい兆候が現れているからだ。

■ 最近、国内不動産ファンドとノンバンク金融会社が、ルピーの下落後に外国で投資を行うために（いささか予想外ながら）国内投資家から新たに多額の資金を調達した。これは国内の投資意欲が低いことの結果だと思われる。

■ 政府は近い将来にインドでREIT業界を立ち上げるための新たな指針を提案した。これは外国投資家にとってエグジットとなり得るものだ（あるインタビュー回答者はこれを「重大な関心事だ」とした）。それだけでなく、インド政府がREITへのFDIを認めれば、外国の投資資金にとってよりオープンな環境になるとの淡い期待も生まれる。「原理的には、REITが小規模の収益不動産に投資することが認められれば、外国資金による収益不動産への投資を制限するすべての指針が搖らぐことになる。というのは、外国人投資家が単にそうした資産に投資できるようになるだけでなく、最低投資額が20万ルピー（約3,200米ドル）ほどの少額になる可能性があるからだ」。

■ また、土地投資に関する法案や改定案の準備が進められており、最近可決されたものもある。不動産に対するFDIの指針を改定しようという話すら出ている。インドではかつて規制緩和の「偽りの夜明け」を経験しているが、以前の保護主義的で抑圧的な制度は結局のところ非生産的だったとの認識が高まっている模様だ。インドのあるコンサルタントは「政治的な動機がいろいろあり、それが主因でこうした動きが出てきたのだと思うが、大局的には、インドは国内外の資金を不動産投資に呼び込むために規制の枠組みを整備し、透明性を高め、有効なものにしようと取り組んでいるようだ」と述べた。

## リターン目標を引き下げ、キャップレートの低下を待つ

オポチュニスティック投資で20%強のリターンが得られそうもない場合、考えられる対策の一つは、目標リターンを引き下げ、差額については資本価値を引き上げて埋め合わせることだ。実際、そうしている投資家もいる。日本のある投資家は「日本では不良資産への純然たるオポチュニスティック投資が無理なため、一部の投資家は従来の20%に代えて15%をターゲットにしている」と述べた。投資家はむしろコアプラスの投資を行い、レバレッジを引き上げ、資産の効率性を高めて、キャップレートが低下することを期待するだろう。キャップレートの低下は公式的には計算外だが、取得する際の論理としては明らかにそうした期待がある。

これについてあるファンドマネジャーは「何かが将来的に良くなると期待して行うエンジニアリング型の投資だ。この考え方は基本的に、いくらかカネを投資し、市場の回復を期待し、そして最悪でも1桁台後半のリターンを得るというものだが、それも悪くない」と述べ、別の投資家は「7%のキャップレートで購入するのであれば、現状でも6.25%で売れると考え、最終的には5.5%で売ろうと考える。そう、7%から5.5%に低下するわけだが、150ベーシスポイントの低下を最初から予定することはできないものの、十分考えられる水準だ」と語った。

この戦略は日本のBクラスオフィスビルを対象とする多くの投資家が行っているが、少数とはいえない数の投資家がこ

れを疑問視している。例えば、オフィスの空室率が低下し賃料が安定化の兆しを見せていると報じられているものの、これは所有者によるディスカウントとインセンティブの結果ではないかという疑問だ。「この3年間、オフィスは危なくて手を出せない」とか「供給（パイプライン）を考えると、オフィスにはまだ疑問が残る」などの声が聞かれる。

日本以外でも、キャップレートの低下が大きなテーマとなっている市場が2つある。1つはインドで、不動産ファンダメンタルズがかなり良好であり、また幾多の経済的問題も政府が中期的に解決できるとの期待がある。もう1つはオーストラリアで、2013年に2度にわたり基準金利の引き下げが行われ、それによってリスクフリーレート（つまり国債の金利）が低下し、コア資産とのイールドスプレッドが400ベーシスポイント広がっている。

## 投資期間の延長

オポチュニスティック投資のリターンの低下傾向は、投資期間を延ばそうとする動きにも現れている。あるインタビュー回答者は、市況の変動から投資を守るために、中国やインドのティアワン都市の優良資産を比較的の低レバレッジ（例えば50～60%ではなく35～40%）で取得することについて「IRRは17%だがすぐに転売するのではなく、10年から12年保有するつもりで、最終的にIRRが15～17%となったとしても、マルチプルでは非常に魅力的だ。これが『従来の20%に代え16～17%のリターンを狙う』投資家の典型的なタイプだと思う」と述べた。

とはいっても、この「低リターン／高マルチプル」を狙う方法は必ずしも広まっているではない。これはとりわけ、多くのファンドマネジャーが高リターンを生み出せると自信を持っているからだ。ある投資家は「今後も引き続き20%狙いだ」として「投資スタイルによっては低リターン／高マルチプルが現実的だろうが、それはむしろ大規模なポートフォリオの場合だ。我々の資産はもっと小さく、20%を達成できると考えている」と述べた。

保有期間が長くなっているのは、これまで資産をすぐに転売して現金を手にすることを主眼としてきた市場や、デベロッパーが次の投資資金を確保するために在庫を早急に処分せざるを得ないような市場において投資戦略が成熟してきたことも反映している。中国で活動中のある外国人デベロッパーは「現在、中国のデベロッパーは『抱え屋』になりつつある。つまり、切り売りするのではなく保有期間を延ばし、一種の資本とするかまたは将来的にREITのポートフォリオに組み込もうと考えているだろう。だからそうしたデベロッパーの一部は自身のグループの事業用不動産を抱え込み始めた。そうした動きが今始まっている」と指摘している。

## 再開する投機

世界金融危機以前の時代の特徴だった高度な仕組み取引は、今では過去の遺物に見えるかもしれない。だが一部の市場では投資家に対してディールソースの確保や数字の改善に向けた圧力が高まっているため、デジャブ（既視感）現象が起き始めている。特に日本は最近調達された大量の国外資金の目標になっており、豊富な資金を抱えた国内投資家との競争に直面して期待リターンが非常に低くなっている。あるファンドマネジャーによると「いくつかの市場で資金と流動性が溢れおり、行先のない資金がだぶついているにもかかわらず、外国ファンドの資金が流入している。資金を何かに配分しなくてはならないからだが、アベノミクスによりそうした投機的なムードが出現している」という。

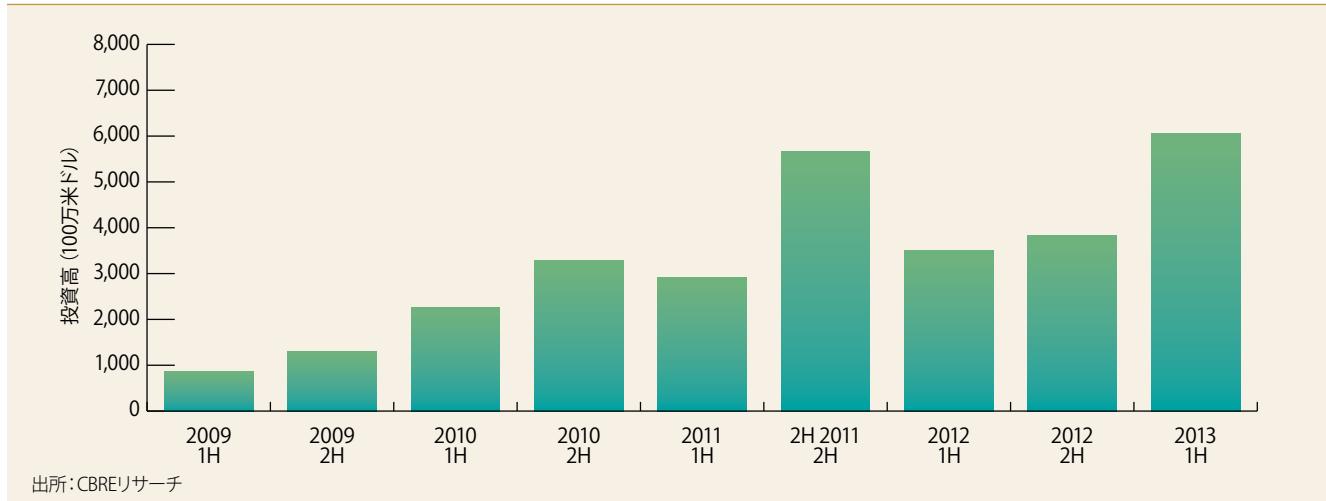
この1年間でアジア全域にわたりLTV（借入比率）がじわじわと上昇した。現在、アジアの各市場では60～65%が一般的になっており、日本では規模や資産タイプによっては80～85%に達しているものもある。実際、日本では2013年に90%を超えるLTVで行われた取引が数件あった。ある投資家は「欧州の銀行が2006年から2007年に行った取引の簿価切り下げに消極的もしくは切り下げができないためにLTVが上昇したケースもある。新たなスポンサーを見つけてリストラクチャリングを行えば簿価切り下げをやらずに済むからだ。市況の回復を期待して、エクイティ投資家に実質5～10%のオプションを与えるのが彼らの基本的なやり方だ」と説明する。こうした高レバレッジ取引により売り手にとっては「ホールドする者が勝ち」となったが、買い手にとっての問題はレバレッジが高いことだけでなく、オポチュニティック投資で目指すリターンを獲得するためにキャップレートの大幅な低下を想定して借入を行っていることだ。ある投資家が言ったように「基本的に、これは賭けだ」。

公平に言うと、こうした売り手が資金調達する高度の仕組み取引は例外である。あるファンドマネジャーが指摘するように「おそらく、多くのプライベートエクイティ投資家が高レバレッジを好むのは過去に限ったことではないだろう。だが今はそうした嗜好は

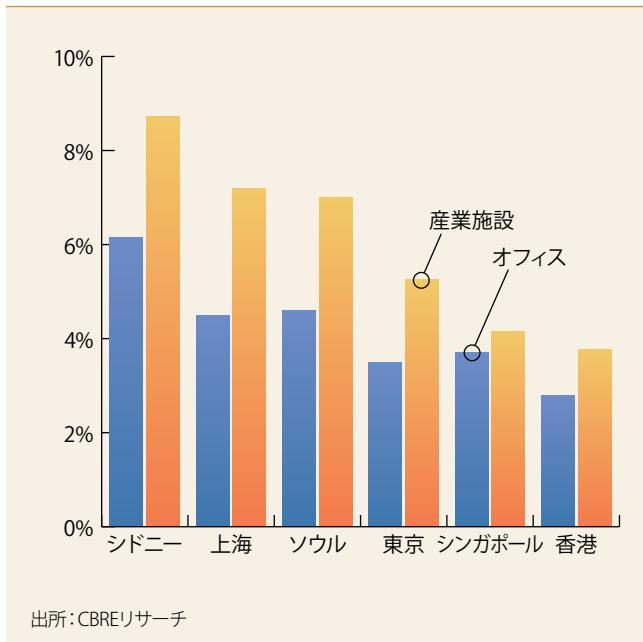
遙かに弱まっている」。とはいっても、こうした取引が起きていること自体が驚きである。あるファンドマネジャーは東京について「85%のLTVで住宅ポートフォリオを取得し、利回りも借入コストも狙い通りだった」という話を誰かがしていたが、レバレッジによって高いリターンを得られるのであれば、一部のオポチュニティック投資家にとっては抗しがたい誘惑となるだろう。高レバレッジ戦略は今後も続くと思うが、リスクは大きい」と述べた。

中国では以前から、価格が上昇し続けることを前提とした国内投資家による投機的投資が幅広く行われてきたが、今では外国人投資家の間でも増えつつある。ある外国人投資家は「上海と北京では稼働率100%のオフィスビルがネットのキャップレート2%で取引されているケースがある。もっともグロスでは4～5%とのことだが。それほど人気の高い物件であって、しかも今や保険会社も参入が認められた市場で、3～5%の利回りを求める中国のコア投資家がなぜそうした資産を買おうとするのか。去年、あるビルを見せられたが、私はプローカーに対して苦笑せざるをえなかった。私が『ちょっと待った。これはネットのキャップレートが1.5%しかないよ』と言うと、プローカーは『でもキャップレートは問題じゃありませんよ』と答えるので『たって安定資産だろう』と畳み掛けると『ええ、でも買った値段の倍で転売できますから』。そして確かに、そのビルはある外国ファンドに売却されたのだった」と語った。

図表 1-12  
アジア太平洋市場における産業施設の取引高（半期ごとの合計）



图表 1-13  
部門別プライムリターン (2013年第2四半期)



## 投資家を引き寄せるニッチ市場

セカンダリー市場への移行を引き起こした要因はセカンダリーハウジングについても当てはまり、特にオポチュニティック投資家についてそう言える。ニッチ部門はリターンが大きいだけでなく、ある程度の専門性が求められるため、競争する意欲や能力のある投資家に絞られるのだ。その結果、今年のインタビュー回答者はおしなべて各種ニッチ投資に関心を示したが、とりわけ、資産の取得競争が激しく代替案件の魅力も高い日本に注目が集まった。「日本の国内資金はリスクを非常に嫌っているため、彼らが不安を感じるような分野で投資できれば魅力的な機会となるだろう」。

### 物流施設

産業用不動産／物流セクターは昨年のEmerging Trends in Real Estateアジア太平洋版で脚光を浴びたが、今年も人気が継続しており、アンケート調査への回答では投資カタゴリーの中で前回に続き最も評価が高かった。こうした強気の見方は最近の統計でも裏付けられ、CBREによると2013年第3四半期のアジアの産業用不動産及び物流施設の取引高は31億米ドルと前年同期比75%増を記録した。アジアの既存の物流施設は、その大半がかなりベーシックなもので、しかも供給不足となっている。その結果として、また製造業の国際企業も国内企業も物流戦略を洗練させていることから、より複雑な作業に対応可能で3PL業者のニーズを満たす施設に対する需要が拡大しつつある。現在、3PL業者はアジアにおける新規物流施設の需要を牽引する存在となっている。さらに、第一世代の物流施設はアジアの港湾から先進国に輸出することを主目的としていたが、これに対し現在では、アジア(特に中国)でのインターネット販売の発展に従って国内の消費者需要に対応した新たな国内向けインフラへの需要が伸びている。こ

れらのことから、物流施設はすべての市場において、高利回りを求める続ける不動産投資家の間で最も人気の高いセクターとなつた。

だが、投資家は様々な問題を考慮しなければならない。第一に、このセクターで投資を目論む者が非常に多く、また建設コストが低いことから「競争が熾烈」であることだ。これは同時に、巨額の資金を投じるのは問題となり得ることを意味している。第二に、「契約を固めすべての許認可を得るのに1年半かかる場合もある」ために、理想的なモデルとして前もってテナントを確保しておくことが挙げられる。そのため物流施設は、既存のクラウドソーシングに事前売却することのできる大手専門プレーヤーの独立場所となっていることが多い。「さもないと購入や建設をしたのにはずっと空き家でいることになる」。

ある投資家は中国について「物流施設の開発の利回りは他の不動産セクターをはるかに上回り、しかも開発期間ははるかに短く、18カ月くらいだろう。だからリスク調整後で見ると非常に魅力的な利回りが得られ、8~10年で10%台半ばから後半というところだ。開発利回りでは実質NOIベースで8.75%から9%だろう。賃料の上昇という点では他のセクターの方がポテンシャルが高いが、物流施設でもかなり上昇しており、これまで毎年4~5%のペースで伸びている」と語った。

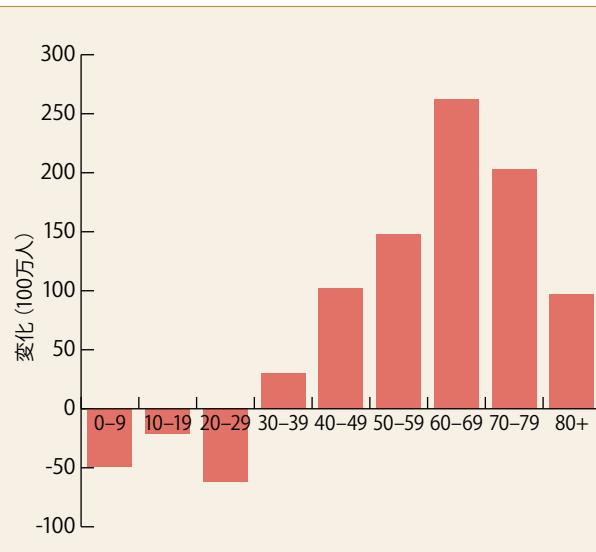
オーストラリアの物流施設のキャップレートは、2013年初頭から7月までの平均で8.6%となった(データ会社のIPD調べ)。他市場ではもっと低く、例えば日本では東日本大震災を受けて新たなインフラの建設が進んだことに加え、製造業が国際的3PLへとシフトしつつあることから物流施設セクターの投資が急拡大し、「Aクラス物件でキャップレートは5%ほどだろう。物件によっては5%以下で取引されているものもあるほどだ」。

また多くのインタビュー回答者が韓国でも物流施設セクターへの投資が拡大していると答えたが、この市場も参入が難しいことに変わりはない。韓国に拠点を置く、あるファンドマネジャーは「外国資金も物流施設での機会を窺っているが、物流施設は大企業が保有し統制しており、3PLは利用されていない」と言う。「物流センターもいくつかあるが、立地が不便で散らばっているため売却する際に問題がある。即ち『リーシングが難しくテナントが見つからない場合に、どうやってエグジットするのか』という点だ」。

### 高齢者介護施設

高齢者用住宅もインタビュー回答者の間で人気の高かつたセクターだ。これは既存施設がどこでも不足していることと、アジア全域(特に日本)で人口の高齢化が進んでいることの結果である。

図表 1-14  
今後20年間でのアジアの人口の純増 (年齢層別)



出所: グローバル・デモグラフィックス・リミテッド

だがいくつかの理由から、アジアでは高齢者介護施設は難しい面がある。まず、文化の違いから介護の内容や基準に対する期待が異なるため、欧米型モデルをそのまま取り入れるのでは失敗する可能性が高い。そのためアジアのモデルを作る必要がある。ある投資家は「例えば中国社会の特定階層で一つの世代が全体としてどのような行動を取るのか理解するよう努めねばならない。50年前の米国で見られたように、退職後の住宅を購入するだろうか。多分そんなことはないだろう」と述べている。一方、急性期介護施設に対する需要は増加しそうだ。

さらに、オーストラリアで高齢者介護施設を手掛けた経験を持つデベロッパーは「長期的な視点に立ち、また人口動態を踏まえて狙いを絞らねばならない。だから当社は一番人口が多いと思われる世代にはアプローチしない。そうした世代は実際には一番カネがないからだ。それよりも富裕層をターゲットとし、高水準の施設を提供していくことになるだろう」と語った。

このほか、選択したモデルに合わせた投資の枠組みを構築する必要がある。上記のデベロッパーによると「当社では多くのモデルを検討しているが、それも問題の一つだ。つまり、どれが正しいモデルなのか。しかもアジアにとってではなく、それぞれの国にとって正しいモデルは何かを見極めねばならない。オーストラリア向けでは経営者と運営会社の間で管理費を分けるというモデルになったが、他の国ではそれは複雑すぎるため別のモデルになるだろう。賃貸型や管理費徴収型、あるいは香港のような保証金型、あるいはヘルスケアREITの一部というモデルも考えられる。だから考えられる限りの異なるアプローチがあるというわけだ」。

## トランクルーム

アジアでは居住空間が狭いため、豊かさを増しつつある消費者は購入した物品を保管するスペースが不足しつつあり、サードパーティによるトランクルーム施設への需要が生まれている。この分野に投資しているある投資家によると、アジア人はトランクルームの使い方が先進諸国の人々と異なっているという。おそらく先進諸国の方が個人の所有物が多いからだろう。「欧米ではガレージを一つ借りるような感じだが、アジアではクローゼットを一つ借りるという感覚だ」という。日本で最近行われたある投資案件では、キャップレートは7から8%の間で、借入コストは2%だった。他のアジア諸国でもトランクルームへの投資は可能だが、市場ごとに癖があり、場合によっては問題になることもある。例えば中国では市場は未発達だが、これは「金持ちはスペースが必要だが、多分、既存の居室で空いているものがある」ためだ。また香港とシンガポールでは、トランクルームとして使用するには割高で、他の用途に使った方が価値が高いと思われる。

## サステナブル・ビル

サステナブル（持続可能）な事業用ビルの開発はアジアのデベロッパーにとって長年の課題だが、これまで大して関心を集めることができなかつた。その大きな理由は、グリーンビルはコスト高で建物の寿命が尽きても回収できないという認識である。だが、そうした認識が変わり始めているかもしれない。

アジアで事業を開発する大手デベロッパーの代表者は「サステナブル・ビルでは新たな価値を生み出せないと考えるデベロッパーは、私に言わせれば暗黒時代に生きているようなものだ。テナントや投資家、そして政府が求めているのだから、競争優位があるはずだ」と述べている。すぐに転売して利益を得ようとする者はそうした付加価値にはあまり目を向けないだろうが、建設した建物を長期的に保有するというデベロッパーの傾向を考えると「価値を最大化する方法が模索され、また意識の高い長期的投資家は『保有ビルが時代遅れになるのを防ぎ、投資家を常に惹きつけるためには何をすべきか』と自問するだろう」。

サステナブルとすることで建物の価値が長期的にどれほど向上するかを計るのは難しい。だが賃料の上昇という点では、そのメリットは（目には見えるものの）あまり大きくはない。あるインタビュー回答者は「サステナビリティには物件の評価や信頼性を高める要素があるが、実際のリターンの点では期待に添わない。評価は高まるが、それだけに過ぎない」と指摘する。

また、中国や日本などは行政も高次のレベルでサステナビリティに注目し法令を定めているが、地方政府や地方自治体では規則の実施に消極的な場合が多いことも問題だ。例えば中国では「あらゆる環境イニシアティブが揃っており、国や市のレベルでは共同事業として都市間をまたがって取り組んでいる場合が多い。だが大きく進展しているところは極めて少ないようだ」。日本については、ある投資家によると「意識は非常に高いが、東京ですら実際にグリーンビルを建設しようという強い動きは見られない」という。同時に、2011年の東日本大震災の後、日本政府はエネルギー消費を15%削減するという目標を掲げ、サステナビリティに対する注力を強めており、時と共にさらに進歩的な動きになっていく可能性がある。

あるデベロッパーは「東京都庁との交渉はフラストレーションがたまるものだが、そうした状態が変われば、サステナビリティの面から東京の既存ビルに投資するのは非常に有効な方法となるだろう。実のところ、それが東京では最善のアプローチだと思う」と述べた。

またこのデベロッパーは追加費用に関して「確かにコスト高はなるが、コストが大幅に下がってきているのも事実だ。今では5年前に普通のビルを建てるのにかかったコストで5つ星の「Green Star」や「Green Mark」認証ビルを建てることができる」と指摘する。香港のあるコンサルタントも「最初からサステナブルなアプローチを取り特別な環境特性を加える場合、2%から5%の上乗せとなると業界では言われているが、私は最初から組織的に取り掛かれば大きなコストアップにならずに済むのではないかという見方に賛成したい」と語った。

原理的には、環境基準に合わせて既存ビルを改修することは新築ビルよりもはるかに大きな市場となる。だがアジアの事業用不動産の大半は質が低く、総開発費に占める土地価格の比率が大きいことと相まって、古いビルを壊して新たに建設する方が安い場合が多い。その上、所有者が改修工事を実施するように政府はさらなる動機づけが必要で、それにはあるインタビュー回答者の言葉を借りると「飴と鞭」の方法が良さそうだ。香港や東京、オーストラリアなど建物の基準が厳しい市場にはそうした改修投資が特に適していると思われる。

## 開発リスクを取る

リターンを高める別の方針は、開発段階で投資することである。アジアでは歴史的に共同開発が難しい。これはアジアの大半のデベロッパーにとって、銀行から安く資金を借りられるのにわざわざプライベートエクイティ並みのリターンを支払わねばならない理由がほとんどないためだ。だが現在、少なくとも一部の市場で共同投資による開発プロジェクトが増えている。今年のアンケート調査もこうした開発投資人気の高まりを反映しており、スコアが去年を上回ったのは開発投資だけだった。

直接投資を行うためにアジアに拠点を構えた大手機関投資家向けファンドの一部は、コア資産を確保する手段として開発プロジェクトへの共同投資を志向している。さもないとコア資産が入手できないか価格が高くなりすぎる恐れがあるからだ。これは機関投資家向けファンドとしては通常のパターンから逸脱した投資だが、必要に迫られそうしている面が大きい。こうしたファンドのマネジャーによると「当社は普通の年金基金とは少し異なり、中国で多くの開発を手掛けているが、最近では成長市場と考えられる市場や、コア資産を買うことはできないものの建設して保有するには許されている市場で、リスクを取ろうとする動きが見られる。もちろん当社もこうしたリスクを取るのだが」とのことだ。

あるコンサルタントは中国でティアワンの事業用資産を取得することの困難さに言及して「このセクターに投資する外国投資家と国内投資家が増えており、外国の年金基金や保険会社、また国内機関投資家が明らかに参入を始めている。問題はやはり物件の不足で、Aクラス物件が増えているため状況は改善したものの、まだ十分ではない。そこでこうした投資家は、過去にこの問題でつまづいたため、再び開発リスクを取り始めている。彼らは本当は関わりたくないと思っているのだが、当社が担当している投資家はほぼ全員、そうせざるを得なくなっている」と語った。

図表 1-15  
不動産の透明性の評価 (アジア太平洋地域)

透明性レベル	国・地域名	2012年調査での世界順位	2012年調査での点数	2010年調査での点数	2008年調査での点数	2006年調査での点数
透明性が高い	オーストラリア	3	1.36	1.22	1.15	1.19
	ニュージーランド	5	1.48	1.25	1.25	1.19
透明	香港	11	1.76	1.76	1.46	1.50
	シンガポール	13	1.85	1.73	1.46	1.55
	マレーシア	23	2.32	2.30	2.21	2.30
	日本	25	2.39	2.30	2.40	3.08
	台湾	29	2.60	2.71	3.12	3.10
いくらか透明	中国 (ファーストティア都市)	32	2.83	3.14	3.34	3.71
	フィリピン	35	2.86	3.15	3.32	3.43
	インドネシア	38	2.92	3.46	3.59	4.11
	タイ	39	2.94	3.02	3.21	3.40
	韓国	41	2.96	3.11	3.16	3.36
	中国 (セカンドティア都市)	46	3.04	3.38	3.68	—
	インド (ファーストティア都市)	48	3.07	3.11	3.44	3.90
	ベトナム	68	3.76	4.25	4.36	4.60
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」  
データは2年ごとに改定

現在、中国の小規模デベロッパーと組んで開発投資に参画する機会もある。こうしたデベロッパーは中国政府による流動性の締め付けに苦しんでおり、半不良資産に対処するため一種のストラクチャードファイナンスを受け入れる可能性があるからだ。

その上中国の大手デベロッパーも、外国人投資家と協力することに以前より積極的になっていると言つていいだろう。それが広い意味で彼らの目的に合致するため、例えば商業施設の運営といった特定分野で外国のノウハウを活用できるのである。さらに、あるファンドマネジャーが指摘するように「こうした大手企業の多くは欧米の投資家のパートナーになりたがっている。市場で信用性が高まるからだ。基本的に、優良な欧米投資家と組むことは彼らの株価に何の悪影響も及ぼさない」。

オーストラリアでも開発投資の可能性が見込まれる。シンガポールのオポチュニスティック投資家が述べたように「リスク調整後ベースで大きな可能性がある。それにオーストラリアのリスク・プロファイルを中国や他のアジア市場と比べると、リターンの点では圧倒的というわけではないだろうが、ある程度の開発リスクを取れば20%台前半も可能だ」。

アジアの新興市場やフロンティア市場では、開発投資は考えられる数少ない戦略の一つとなりえる。投資対象となる物件が少なく買える物がほとんどないことがその主な理由だ。ただし投資家が市場の中でうまく泳ぎリスクに耐えられることが前提である。香港のあるコンサルタントは「アジアの新興市場では過剰開発もいくらかあり得るが、例えば東南アジアでプライムの商業施設を保有したいのであれば、開発投資は一つのソリューションだと思う」と述べた。さらに、あるオポチュニスティックファンドのマネジャーは「オフィスビルの建設に関する開発投資で十分に利益が得られる場所は数少ないが、その一つがジャカルタだ。途上国では実際に開発投資から結構な利益が得られるが、シンガポールや香港などの市場では割に合わない」としている。

## 新興市場とフロンティア市場

アジアの新興市場やフロンティア市場にアクセスするのは難しいが、これは具体的には、投資できるのがえてして経験豊富な大手プレイヤーに限られるということを意味する。だが、やはり高利回りは大きな魅力であり、投資家は引き続きこうした市場に強い関心を寄せている。時とともにこれらの市場の整備が進み、投資資金が流入するようになるのはほぼ間違いない。だが、多くの投資家が参入を検討しようとしていることを疑問視する向きもある。あるインタビュー回答者は「ある種の投資家にとって魅力的に映ることを否定するわけではないが、市場規模や実際に投入可能な資金、それにリスクを考えると、逆張り投資の機会を見つけるのは非常に難しい。アジア市場は全体的に、依然として資金が多すぎ、機会は不十分だ」としている。

図表 1-16  
2014年における不動産の各種問題点の重要性



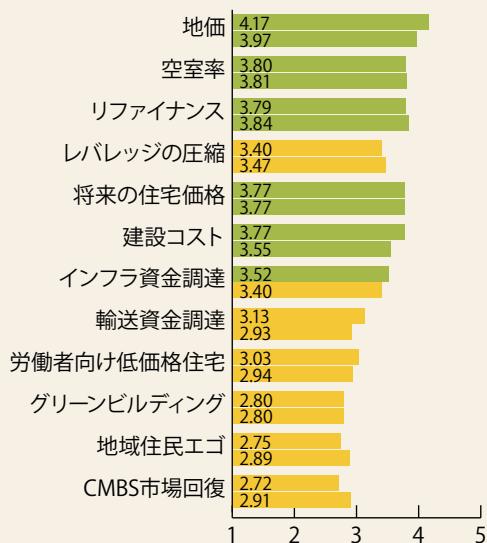
### 経済財政問題



### 社会／政治問題



### 不動産／開発問題



出所: Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2014アンケート

## フィリピン

フィリピンは長らく透明性の不足という汚名に苦しんできたが、今年のEmerging Trendsのインタビューではかなりの数のエグゼクティブが現在の政治環境について評価を高め、同様のアジア市場の中ではフィリピンを選ぶと答えていた。さらに、Emerging Trendsのアンケート調査の結果、首都のマニラはいくつかの投資部門で「バイ」推奨の1位に浮上した。ある投資家はフィリピンについて「ニッチ投資に適している。規模が小さすぎ、事故が起きがちなため、多くの機関投資家の対象にはならないだろう。だが参入を決意し、時間をかけて市場や成長要因を理解しようとする者にとっては大きな価値があると思う」と述べた。

これまでのところ、フィリピンに対する外国投資はビジネスプロセス・アウトソーシング (BPO) 部門が中心となっており、コールセンターが一般的だ。だが最近では投資家の関心が拡大し、特に多国籍企業（とりわけ金融セクター）のバックオフィス業務が注目を集めている。2012年にはマニラで大量のオフィススペースが新たに消化され、東京の成約面積に比肩する約400万平方フィートに達した（ちなみに東京のオフィスストックは4億～4.5億平方フィートと桁違いに大きい）。フィリピンで活動するある外国人投資家はこの点に関連して「現在のマニラは10年前のインドの位置にある。今後3年間で多国籍企業がさらに雇用を拡大するだろう。しかも単にコールセンターだけではない。識字率が95%で英語による教育を受けた労働力が得られることがその理由だ。新卒の公認会計士なら年額1万1,000米ドルで雇うことができる」と説明する。

外国人投資家がフィリピンの物件へのアクセスを確保するのは難しいと予想され、長らく喧伝されてきたREITが未だ立ち上がりっていない状況では殊更そう思われるが、コア資産に投資する機会もたまに現れる。オポチュニティック投資のキャップレートが9～10%の範囲であるのに対し、開発投資のリターンは15～20%だ。借入金利とのスプレッドが350～450ペースポイントあるため、10%台半ばのオペレーティング・キャッシュフローが期待できる。

一方、フィリピンで経験を有する別の投資家は「フィリピンはどう見ても勝ち目が薄いと思うが、ファンダメンタルズは確かに良好なようだ。フィリピン経済は人口動態の面で好ましく、皆が思っている以上に製造業が活発だ。問題は政治的リーダーシップに欠け、腐敗が横行していることで、その結果インフラの建設が未完成のまま止まってしまう。アジア通貨危機以前のタイのように時間がいささか歪んでしまう恐れがある」と指摘している。

## インドネシア

ほとんどの投資家にとってインドネシア市場とはジャカルタかバリを意味する。2013年には米国の金融緩和の縮小観測から投資資金が流出したことでインドネシア経済が打撃を受けたものの、ジャカルタもバリも引き続き投資家の支持を集めている。だが、開発投資の利回りが高いことで知られているものの、インドネシアは「多くの理由で運営が難しい」。あるデベロッパーによると「全体的には土地開発には大きなポテンシャルがあるが、土地の権利関係がはっきりしていないことが問題で参入を避けている」という。

その上、国内デベロッパーにとっては外国人投資家と手を組む理由がほとんどない。ある投資家は「実際にインドネシアに投資した者はごくわずかだと思う。特にファンダが少ない。富裕なインドネシア人投資家が牛耳っているからだ。国内投資家が非常に強いという点でいくらかフィリピンと似ている。彼らは巨大なランドバンク（不動産銀行）を抱えており、しかもそのコストが極端に低い。だからこちらが市場価格で買ったとしても、現地の競争相手は土地を非常に安く買えるのだ。これでは怖くて手が出せない」と述べた。

にもかかわらず、成長の可能性は魅力的で、投資家は引き続き探しを探りを入れている。ある投資家は「競争するのは難しい、さらに力を入れ協議や検討を続けていきたい」と述べ、別の投資家は「次に大きく伸びるのはインドネシアだと言われており、機関投資家の資金の流入が増えている」と語った。

## ベトナム

この2年間、ベトナムは深刻な経済問題やガバナンス問題に見舞われ、多くの投資家から敬遠されてきた。インフレ率は2012年にピークを迎える約23%に達し、金融システムは国内銀行で数十億ドルもの不良債権が発生して打撃を受けた。だがこうした問題にもかかわらず、投資家は再びベトナムの可能性に目を向けている。現在が底ではないかとの認識があるほか、最近になって製造業が「チャイナ・プラス・ワン」モデルを採用して大量に進出してきたことなどがその理由である。

ベトナムに拠を置くあるインタビュー回答者によると、市場では勢いが増しつつある兆候がはっきりと見られるという。「去年の今頃は取引もなく関心もなかった。投資家は物件を買う代わりに資金を銀行に預けておけば16%の利子がつき、あるいは昔から投資として人気のある金を買っても良かった。しかしこの18ヶ月で金利の低下と共に金価格も下落し、不動産投資の環境が改善されている」。その結果「デベロッパーがプロジェクトを再開している。まだごく初期の段階で、価格も上昇してはいないが、彼らは第2フェーズや第3フェーズを開始する用意がある」。

ベトナムでは多額の不動産ローンが不良債権化しそうだが、外国人投資家が不良資産に投資する機会はおそらくほとんどないだろう。ある投資家が指摘するように「ベトナムには不良資産などという言葉がない。投資家は、たとえ市場が極度に悪化していくなくても、少なくとも市場価格で買えることを期待するだろうが、様々な理由から、デベロッパーや不動産銀行は資産を売って債務を補完せねばならないとは考えていない。取引はタバコの煙が立ち込めるカラオケルームで行われているのかもしれないが、自由市場で物件が見つかることはほとんどない。不良資産が外部の投資家の手に渡らず関係者の間で回されるという点で、いくらか中国に似ている」。

最近になって動きが活発化しているセクターの一つが工業団地で、ハノイやハイフォンなどベトナム北部の都市に多く見られる。あるコンサルタントは「ベトナムは産業用不動産の投資先に返り咲き、今ではオフィスよりも大きな機会が得られる。今年は5年ぶりの繁忙期で、テナントの質も向上している。特に高い関心を示しているのが日本企業だ。彼らは以前からベトナムに製造拠点を持っていたものの、新たに勢いが出ており、私が日本にかける電話代も去年の5倍になっている」と語った。

## 過熱市場を冷やす規制

アジア各国の政府は、景気の変動が大きいこともあって、不動産市況の変動を抑えるために倦むことなく規制を導入してきた。これは香港やシンガポールなど超低金利が続く市場で特に顕著に見られる。

香港では、当局が年頭に新たな取引税を導入し、また住宅セクターと事業用セクターの双方に対し頭金の最低割合を引き上げた。シンガポールでは、政府が4年間の住宅価格抑制キャンペーンを継続し、取引税をさらに引き上げるとともに、銀行による消費者ローンの上限を借入人の所得の60%とする新たな施策を打ち出した。

これらの施策により、香港とシンガポールのいずれにおいても住宅取引が縮小し、特に高級住宅が減速した。とはいっても消費市場の価格が大幅に下落するには至っておらず、デベロッパーによる値下げに対する消費者の反応を見ても需要は底堅いようだ。にもかかわらずアナリストもインタビュー回答者も、香港とシンガポールの住宅市場で2014年に価格が10~20%下落すると予想している。

影響は事業用不動産にも及んでいる。香港のあるファンドマネジャーは「数学的には、価格が3~4%低下すると予測でき、それで市場が落ち着くはずだった。だが政府の施策がマインドに影響し、そして香港ではマインドこそすべてであるため、投資活動が一気に萎んだ」と説明する。シンガポールでは事業用不動産の区分所有権取引が激減した（事業用不動産の区分所有権取引は、政府が住宅セクターに狙いを定めたことからここ数年間に急増していた）。またコンサルタント会社のDTZによると、商業施設の区分所有権取引も第3四半期だけで前期比60%減となっている。

こうした規制は香港でもシンガポールでも予想通り不評だったが、インタビュー回答者は総じてプラスに受け止めている。「投機が横行し、新顔の小規模投資家がやみくもに参入し、産業用不動産だけでなく商業施設もオフィスも含めすべての資産クラスにわたって区分所有権取引が過剰に行われていた」。いずれにせよ、予見される将来に規制が撤回されることはない。例えばシンガポールでは、政府が「市場を軟化させるためにさらに規制を増やしていくつもりだが、市場の軟化は結構なことで、また市場を正常化させるのは必要なことだ」。

2013年には台湾とニュージーランドでも新たな規制が導入されている。台湾では保険会社による事業用不動産への投資が制限され、ニュージーランドでは銀行による高レバレッジの住宅ローンの供与が禁止された。

中国では2011年初頭から規制による締め付けが続いているにもかかわらず、2013年に住宅セクターが復活した。中国最大の不動産ウェブサイトである搜房網（SouFun）によると、住宅の取引高は年初来9カ月間で前年同期比34.5%増となり、価格は10.7%上昇している。土地の取引高と価格も劇的にアップしたが、これは必ずしも市場の将来的な活力を裏書きするものとは言えない。中国のあるデベロッパーは、こうした取得が「一部の最大手デベロッパーによるものであり、いつものごとく単に利益を循環させて不動産銀行に補給しているに過ぎない。だが戦略的な観点からそうした補給をせざるを得ず、そのため必ずしも強気の姿勢を示しているわけではない」と解説する。

当局は再び介入するだろうか。よく知られているように、中国の将来を予想するのは非常に難しい。だが香港のあるコンサルタントは「政府はさらに冷却が必要なことを確かに認識しているが、詰めが甘く、都市部では規制に従っているふりをしながら実際にはいくらか手抜きが行われている。だから私見では、政府の介入は新たな措置の導入ではなく実施状況の監視を強めるという形になると思う」としている。一方、経済が全般的に不振で、また土地取引による収入に財政を依存している多くの地方政府がこれまでの政策に抵抗を示していることから、新指導部が現行の規制を維持するとしていることに疑問を呈する者もいる。中国本土のある大手デベロッパーの代表者は「政府の施策がいつも話題になるが、それはむしろ部外者の視点によるものだ。部内者の視点では、何とかして取引を行うためのあらゆる方法が模索されるだろう。個人的な意見としては、政府は長期的な目標として固定資産税の導入を考えているのだと思う」と語った。

だが、さらなる規制の予想がどうあれ、現行の規制により住宅セクターの輝きが既に幾分失われている。住宅には引き続き大量の資金が流れ続けており、またエグジットが困難となり得る市場において、住宅は自己流動性という特徴により長らく投資家に好まれてきた。にもかかわらず、最近の復活もピーク時には及ばない。ある投資家によると、現在は「土地価格も建設コストも上がり続けており、中国の住宅市場で数字を達成することがこれまで以上に難しくなっている。依然として需要はますますの水準だが、前よりも不安定で、そのためデベロッパーは在庫を処分する必要が生じたら値下げを行うだろう。それによって売上高が減り、利益率も下がることになる。私が思うに、政府は特にティアワン市場において長期にわたりブレーキをかけ続けるが、以前ほど直接的なものではないだろう」とのことだ。

## 中国の供給過剰： 現実か幻想か？

特に欧米マスコミの間で、不動産バブル、供給過剰とゴーストタウンの噂が何年も飛び交ってきた。昨年のEmerging Trends アジア太平洋版ではこの問題を中国の住宅セクターに関する検証し、バブル説が総じて誤解である理由を説明し、引き続き需要が堅調で所得も増加しており市場を押し上げていることを指摘した。

今年は中国の住宅価格は再び加速し始め、公式統計によると2013年9月には前年比16~20%増となったが、にもかかわらず去年とは様相が少し異なっている。ある外国デベロッパーは「大して不安要素はない」というのが正直な感想だ。上位の都市では住宅の実質需要と買替需要が旺盛で、二番手都市でもそう言える。だが三番手の都市では機会がそれほど多くない。一番手や二番手から離れれば離れるほどギャンブルめいてくるだろう」と述べた。

最近では、中国の供給過剰は特に二番手・三番手都市のオフィスと商業施設セクターで発生しているとする見方が増えている。オフィスについては、インタビュー回答者からは「恐ろしい」「ひどい」「異常だ」との声が聞かれた。だが中国では供給過剰問題は見た目よりも複雑であることが通例だ。第一に、大量の新規オフィススペースの大半は構成もロケーションも悪く、外観に目が行き過ぎ、フロア効率など内部に関する配慮が少なすぎる。ある投資家が「役員会議室の真ん中には柱がない方がずっといいね」と言ったほどだ。

第二に、こうした質の低い新規スペースの多くがいずれ区分所有権として売却され、その時点で総じて管理運営が悪くなり、競争力のあるAクラス物件ではなくなっていく。中国で活動する大手外国デベロッパーの代表者が指摘するように「こうしたオフィスに入居するテナントは金融業やビジネスサービス業ではなく、また多くが区分所有権として売却され中小企業に賃貸され

て、管理運営もバラバラになる。その意味で、まったく異なる市場セグメントだと言える」。

第三に、上記のデベロッパーによると供給過剰という見方は、少なくとも二番手都市においては、「需要の不足分を国営企業が吸収している」と弱まっているという。これは北京で数年前に起きたことの繰り返しである。当時、北京ではオフィスの大量供給を受けて政府関連機関が介入し、過剰分を吸収したのだ。そうした介入は短期的なものではないかとの懸念は的外れとなり、北京では何年も価格や賃料の大幅な上昇が続いたにもかかわらず、現在でもオフィスセクターの供給はタイトとなっている。

一方、中国の商業施設セクターでも同様の大量供給が起きている。現在、中国本土は商業施設の開発が世界で最も活発に行われている市場であり、CBREによると新規建設中の延床面積3,200万平方フィートのほぼ半分を中国が占めるという。とはいえる多くの案件がタイプや立地の点で不適切であり、大規模モールの運営の複雑さに関する理解がほとんど見られない。供給過剰問題はインターネット販売が異常なブームとなり、また（ハイエンドでは）政府が官僚による贈物に対する締め付けを行っていることで悪化している。その結果、あるデベロッパーによると「多くの者が失敗するとかなりの確率で言える。レイヴィトンを招致すれば十分だと考えていた時代は完全に終わった。中国はどこにでもリージョナルモールがあるような米国市場とは異なるが、競争は非常に厳しい。たとえ有名なデベロッパーによる案件が必ずしもうまく行かなくても驚く人は少ないだろう」。

しかし、如才ないプレーヤーはこれまでのところ比較的の打撃を受けていない。多くの競争相手が商業施設の運営に通じていないこともその一因だ。あるデベロッパーが指摘するように「これだけ大量の供給があつても、いわゆる組織小売業に適したものは非常に少ない。多くが区分所有権として売却され、その時点で我々の競争相手ではなくなる。こうしたショッピングセンター

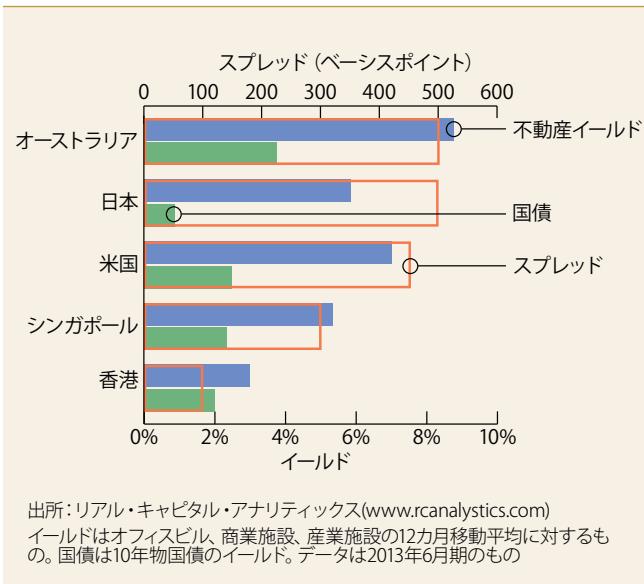
図表 1-17  
実質GDP成長率予測（%）

国地域名	2010	2011	2012	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*
中国	10.45%	9.24%	7.70%	7.60%	7.25%	7.03%	7.01%	6.97%
インドネシア	6.20%	6.46%	6.23%	5.30%	5.50%	6.00%	6.00%	6.00%
タイ	7.78%	0.05%	6.49%	3.11%	5.25%	5.01%	4.41%	4.68%
インド	10.09%	6.84%	3.24%	3.80%	5.15%	6.27%	6.47%	6.65%
ベトナム	6.78%	5.89%	5.25%	5.30%	5.40%	5.40%	5.50%	5.50%
フィリピン	7.63%	3.91%	6.81%	6.81%	6.03%	5.50%	5.50%	5.50%
マレーシア	7.15%	5.08%	5.64%	4.70%	4.90%	5.20%	5.20%	5.20%
台湾	10.72%	4.03%	1.32%	2.19%	3.77%	3.93%	4.16%	4.38%
韓国	6.32%	3.63%	2.04%	2.84%	3.68%	3.96%	3.99%	4.03%
香港	7.09%	5.03%	1.50%	2.98%	4.38%	4.40%	4.49%	4.51%
ニュージーランド	1.82%	1.35%	2.65%	2.54%	2.94%	2.44%	2.50%	2.54%
オーストラリア	2.51%	2.14%	3.67%	2.47%	2.78%	2.95%	2.97%	3.02%
シンガポール	14.76%	4.89%	1.32%	3.54%	3.43%	3.61%	3.78%	3.86%
日本	4.53%	-0.76%	1.96%	1.95%	1.24%	1.13%	1.17%	1.13%

出所：国際通貨基金「世界経済の見通しデータベース」（2013年10月）

\*予測

図表 1-18  
国債に対する不動産イールド・スプレッド (利回り格差)



が今後つぶれていくだろう。専門的に組織され運営されている物件は比較的少ない」。

もう一つの理由は、供給過剰は地方で起きている現象であることが多く、ある程度避けられるということだ。あるデベロッパーは「我々は通常、二番手都市を対象にしているが、都市によっては供給過剰が他より激しいところもある。だから供給過剰がそれほど深刻でないところを狙っている」と述べ、また全体的な戦略が重要なと指摘する。「当社は地理的にそれほど手を広げていない。時間をかけて適切な立地を選び、候補を絞り、当社の基準に照らして真に優れたものだけを取り上げる。物件が適切で、顧客を呼び込んで買ってもらうことができれば、たとえ競争相手が近くに4つか5つあったとしても、客足は離れないだろう。紙の上では供給過剰に見えるが、全員が影響を受けるわけではない」。

## 「縮小」が意味するもの

今年のEmerging Trendsの調査では投資家の意欲は総じて高いものの、2つの主要テーマを巡って大きな懸念も見られた。

一つは中国経済がさらに減速し、貿易と輸出加工の両面で他のアジア太平洋地域に連鎖反応を引き起こす可能性である。これは前回のEmerging Trendsでも述べたように、アジアの投資家の間で長らく不安の種となっている。だが、経済が失速しそうになるたびに中国政府が刺激策を講じるため、短期的に中国本土の経済がさらに減速する見込みは低いようだ。2013年第3四半期には「ミニ刺激策」が功を奏し、GDPの成長率は前年同期比7.8%増（第2四半期は前年同期比7.5%増）となり、2012年とほぼ同じペースで推移している。このためと思われるが、中国の住宅価格と住宅取引高は2013年下半期に大きく持ち直した。

アジアの投資家にとってもう一つの問題は（そしておそらくこちらの方が大きな問題だが）、近い将来、米国の連邦準備制度理事会（FRB）が金融緩和を「縮小」した場合に、アジア経済にどのような結果をもたらすかという点である。2013年半ば、米国が金融緩和を縮小するとの憶測に市場が反応し、欧米投資家がポートフォリオ投資を引き上げたことから、アジアの為替市場と株式市場は大きな影響を受けたからだ。

結局、この「縮小」は予想に反し実施に至らず、アジアの資本市場と通貨はいくぶん回復したものの、アジアがキャピタルフローの急激な反転に対して引き続き脆弱であることは不吉な兆候とされた。アジアの不動産資産の大半（ローカルの株式市場に上場しているものを除く）はこうしたポートフォリオの流出から直接的な影響を受けないというは事実だが、間接的な影響は大きなものとなり得る。あるコンサルタントが指摘するように「こうしたフローは新興市場の債券ファンドを通じてやってきて、銀行システムを通じて最終的に消費者部門とデベロッパーへと流れた。だから必ずしも不動産に【直接】入り込むホットマネーではない。だがホットマネーは需要を刺激し、需要は投資を刺激し、結果として【間接的に】不動産に流れ込むのだ」。こうしたホットマネーのフローは絶対額ではそれほど大きなものではないが、流入であれ流出であれ、乗数効果によるマージンへの影響は不釣り合いに大きくなる。基本的に、新興市場はこうした現象にさらされているのである。

しかし不動産投資家に関する限り最大の問題は、金利が上昇する可能性である。これは、金融緩和の縮小（FRBによる国債買取額の削減を含む）の開始によって米国の短期金利が上昇し、ひいてはアジアの金利が上昇するかという疑問を呼ぶ。FRBは（米国の失業率に関連づけて）そなならないと明言したが、緩和の縮小が始まることで金利上昇の可能性が一段と高まり、それによって投資家心理が影響を受けることは確かである。

重要な疑問は、金利が以前の水準に向けて上昇を始めた場合にどんな影響が生じるかという点だ。ある投資家は「通常、金利が上昇するとキャップレートも必ず上昇し、不動産価格が下落する」と言う。だがこの公式には様々なニュアンスがあり、その最も重要なものは、現在多くのアジア市場で見られるように投資家が大きなイールドスプレッドを享受しているときには、金利が上昇

するとキャップレートは動かないままイールドスプレッドが以前の水準に戻るということだ。

そのため金利の上昇は不動産価格に対し、以下の2つの状況に応じて異なる影響を及ぼすことになりそうだ。

■ 香港やシンガポール市場のようにキャップレートが既に極端に低下している場合

■ オーストラリア、日本やインドのように、投資家が期待利回りを達成するためにキャップレートの低下を既に想定している場合。これは特にオーストラリアに当てはまる。オーストラリアではグローバルファンドが例えば7.5%のキャップレートでコア資産の取得を狙っているが、同国のイールドスプレッドが縮小しつつあり、その結果こうしたグローバルファンドにとって国内資産の魅力が低下し、キャップレートの上昇が見込まれる米国のゲートウェイ市場に立地する同様の資産の方が魅力的に映るだろう。あるファンドマネジャーは「キャップレートが7.5%というオーストラリアのプライム資産はばかばかしいほどで、そんなキャップレートは異常値ではないか。米国の10年物国債のケースから考えてもオーストラリアのキャップレートは低下していくと思う。だが米国でキャップレートが再び上昇し始めれば、オーストラリアの資産の相対的な魅力は急落していくだろう」と指摘した。



# 不動産 キャピタルフロー

「これからの局面ではアジアが投資市場として適さなくなる。

市場が落ち着き、割安な資産を取得する絶好の機会が得られるだろう。」

2012年には米国の金融緩和により資金が絶え間なくアジアに流入したが、2013年にはこの状況が一変した。米国が経済刺激政策を縮小するとの見通しから、欧米投資家が急き立てられるように資金を引き揚げたためだ。だがこれまでのところ、この影響はアジアの上場デベロッパーや上場不動産投資信託(REIT)に留まっている。他の資産に比べて流動性が高く、金利の動きに敏感なためだ。

対照的に、実物市場は痛手を受けていない。その理由について、あるファンドマネジャーは「不動産のサイクルは株式のサイクルより長いことが理解されているからだと思う。それに、世界市場で資金を配分する際に誰もがニューヨークやシカゴを目指したら、さぞかし混雑してしまうに違いない」と述べる。別のインタビュー回答者は「『ホットマネーが殺到して競争が異常に激化したが、やがて方向転換が起きて事態が収まる』との見方があるものの、こうした状態にはなっておらず、その兆候も見られない」と指摘した。

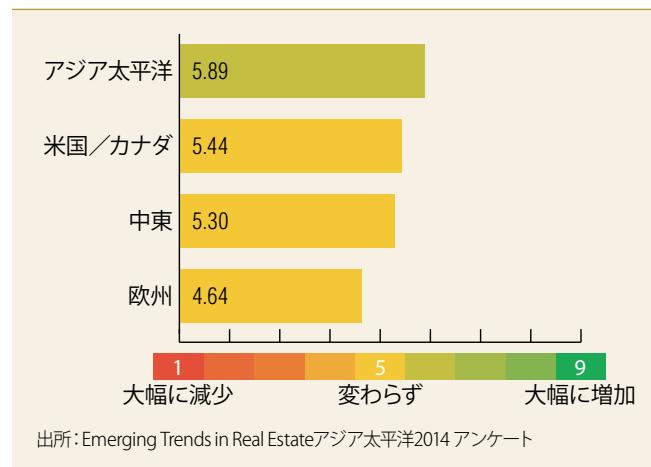
そのため、金融緩和が縮小されるとの憶測がアジアへの資金配分に影響を与える可能性は低いものの、大半の投資家は、資金の一部流出により、金利が上昇する見通しとも相まって、やがてじわじわと資産価値に影響が出てきそうだと考えている。

さらに、アジア以外からの資金の流れを弱める可能性があるのは金融緩和の縮小だけではない。まず、長らくクロスボーダー不動産投資の中心的プレーヤーだった米国の投資銀行が、世界金融危機後の規制変更を受けて舞台からほとんど消えてしまった。プライベートエクイティの参入が増えているものの全体を引き上げるには至っておらず、またいざれにせよ外国ファンドは現在のアジア市場で売り越しとなっているだろう。また、アジア経済は最近成長が鈍化している。「経済の減速が予想を上回っているためアジアの相対的な魅力が低下している。最近になって心理が向上してはいるが、今年前半には中国から聞こえてくるのは暗い話ばかりだった」。このほか、現在では欧米の不動産市場の方がリスク調整後リターンが大きいという点もある。その結果、ある投

資家が言うように「資金フローについては、おそらくアジアに流入する資金よりも流出する資金の方が多くなっているだろう」。

アジアのファンドマネジャーは国際的投資家によるアジア不動産への配分が少なすぎるとの見方を保っているが、配分比率を引き上げようとする動きは当面見られないだろう。だがこれは必ずしも悪いニュースではない。実際、一部の者にとってはこれこそずっと待ち望んできた状態だからだ。ある大手オオポチュニティファンドのファンドマネジャーは「これからの局面ではアジアが投資市場として適さなくなり、資金が米国に流れていく。不動産には遅行性があるが、やがては国内の事業会社に影響を与える、時と共に不動産にも波及していくに違いない。不動産価格が影響を受けるため、これは買い手側にとっては良い話と言える。市場が落ち着き、

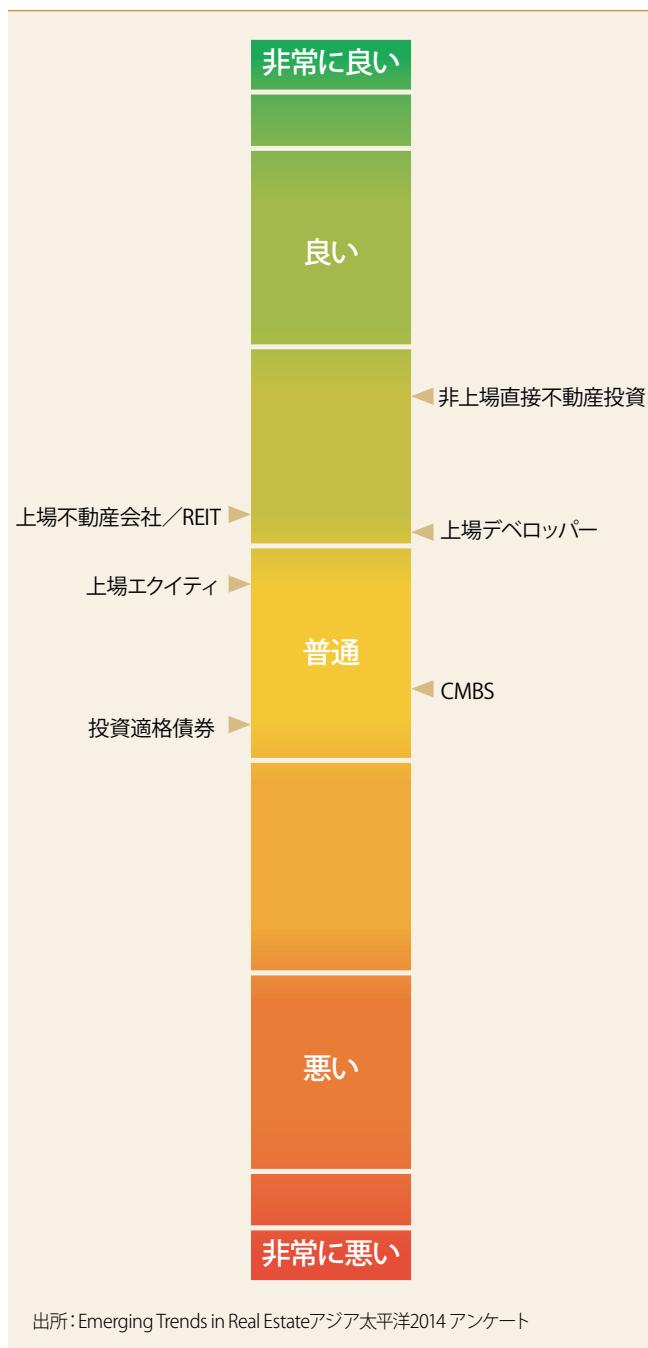
図表 2-1  
2014年における不動産に向けられる  
エクイティキャピタルの推移(調達地域別)



割安な資産を取得する絶好の機会が得られるだろう」と述べた。

価格が下落すると仮定して、この「安値を拾う」心理は、裏返すと、アジアの多くの投資家が抱いている確信、すなわち経済成長や所得の増加、都市化の進展、事業用資産と住宅の構造的供給不足など市場を長期的に牽引する要因は影響を受けないという確信をはっきり示している。

図表 2-2  
2014年における資産クラス別投資の見通し



## 優勢なアジア資金

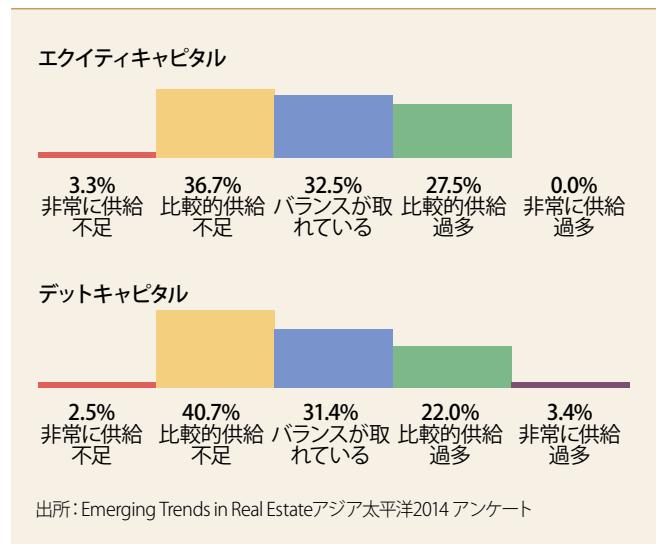
アジアにおいてもはやグローバル資金がかつてのような力を持っていないとすれば、その原因の少なくとも一端は、アジアで新たに生み出された大量の資金がそれにとって代わったということだ。機関投資家向けファンドから保険会社、ソブリン・ウェルス・ファンド、個人富裕層まで、アジアのあらゆる投資家がアジア全域でかつてない規模の不動産を購入している。実際、ジョンズラング ラサーによると、2013年第1四半期から第3四半期までにアジアで行われた事業用不動産取引の約88%がアジア域内の資金によるものであり、買い手の多くが中国人投資家だった。これは多くのアジア諸国で資金が蓄積され、国内市場で吸収可能な額を遥かに上回ったことが一因となっている。

プライベートマネーについては、香港から外国資金が大量に流出している。香港では投機的な不動産投資の抑制を意図した規制が導入され、中国の個人富裕層が資金を他の市場に向けているのだ。インタビュー回答者によると、アジアの主要市場のほぼすべて（同様の規制が実施されたシンガポールを除く）において中国資金が大幅に増加しており、とりわけ高級住宅不動産においてこの傾向が顕著だ。

例えば日本では「シンガポール、香港、中国本土の投機家が大挙して分譲マンションの住戸をキャッシュで買っている。この半年間こうした動きが続いており、東京の高級マンション市場の競争が激化している。シンガポールと香港の市場が変化し、東京が買いたいと見られているため、この動きは今後も加速するだろう。もつとも、本当に儲かるかどうかは別の話だ」。

オーストラリアでは「住宅価格やシドニーの住宅バブルが話題になることが多く、手が届かない価格になりつつあるのは間違いない。だがそれでも需要はあり、高級物件には中国の資金が押し寄せている」。また「中国の個人投資家と機関投資家の資金がオーストラリアに流入して事業用不動産を購入している。しばらくこうした状態が続いていたが、今年になってから減速し取引も減っている。また集合住宅でも中国人デベロッパーが市場に参入して

図表 2-3  
2014年における不動産資本市場の需給バランス予測



きたようだ」。別のインタビュー回答者によると、中国人投資家の関心が特に高まっているのは「公園を見下ろせる場所やCBDのほどよい場所に位置する好立地のクラスBオフィスビルを購入して住宅に転用すること」だという。

## 「出国」に加わる中国デベロッパー

今年は、特に中国デベロッパーの間で国外に向かう動きが多く見られる。香港を拠点とするあるコンサルタントは「今後1年から1年半の間にアジア（の他の地域）に進出するデベロッパーがさらに増えるだろう。我々が話をする相手は誰もがそれを課題にしているようだ。地理的分散の推進や他地域での事業の進前方の学習、国際的デベロッパーの仲間入りなどがその動機になっている」と述べた。

そうした中国デベロッパーは現地のパートナーと共同投資を行う場合が多いだろう。一方、単独で事業を行うことを望む者も増えており、概ね住宅プロジェクトに注力するが、「さらに効果を上げるため、いくらか商業施設を手掛ける可能性もある」。シンガポールのあるデベロッパーによると、例えばマレーシアでは「単独で進出してきた中国デベロッパーもいる。彼らはジョホールバルにやってきて、シンガポールやマレーシアのデベロッパーに対して、独自で事業を行うことができる示した。さすが大手で、わずか数週間で6,000戸ほど販売してみせたのだ」。

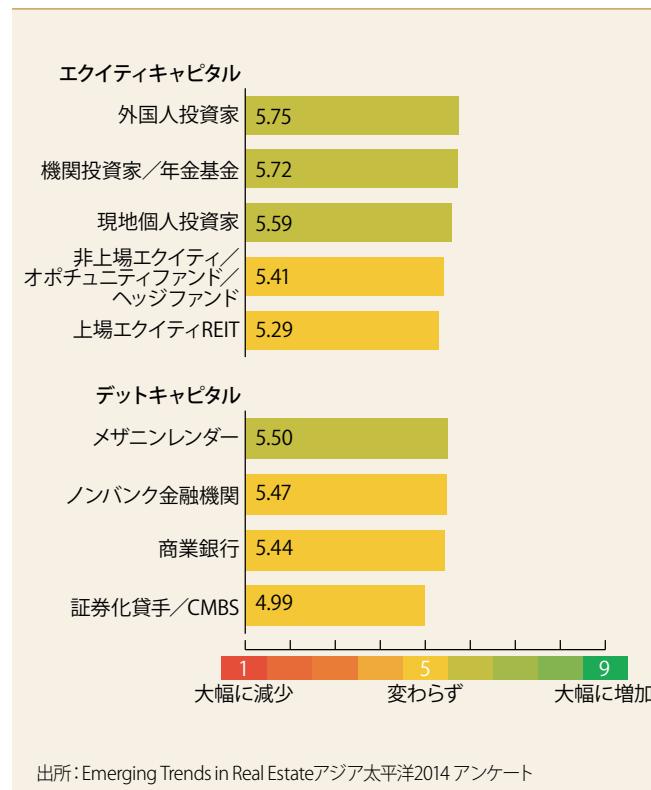
中国デベロッパーによる外国投資は中国人顧客をターゲットにしている場合が多い。あるインタビュー回答者は「大事なのは人の動きで、出張者であれ在住者であれ、世界を動き回る中国人の流れを捉えることが大切だ。その上で彼らを支えるインフラ全体を創り出すのだ」と語り、続けて「彼ら（デベロッパー）はそのダウントンサイドの面も承知している。だから投資用に保持できる物をみ出すことも重要だが、その場合はクロスボーダー顧客が対象となる」と述べた。

## ターゲットは欧米の資産

だが、中国から流出する資金のすべてがアジアを目指しているわけではない。また資金の流出源が中国だけというわけでもない。実のところ、アジアにおける資本の流れで最も印象的な特徴はその多様性にある。投資家のタイプ、資金の出所となる国、そして対象とする投資市場が多岐にわたっているのだ。

未だかつてなかったことだが、現在、アジアから大量の資金が欧米市場に向かっている。リアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、2013年上半期に欧米に流入したアジア資金は123億米ドルに達したが、これは2012年通年の総額にほぼ匹敵するものだ。大半は中国、韓国、シンガポール、香港からの資金であり、概ねティアワン都市のコア資産をターゲットにしている。現在最も人気が高いのは英国市場や米国のゲートウェイ都市である。

図表 2-4  
2014年における不動産に向けられるキャピタルの推移（調達先別）

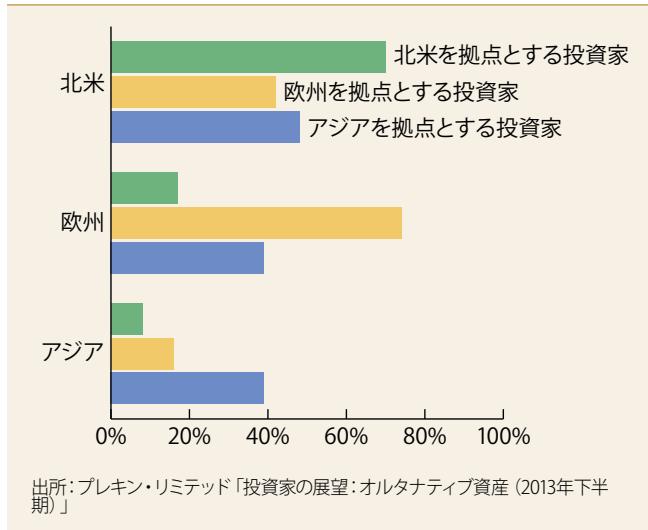


## 機関投資家の資金が大量に流出

同様に印象的なのは、この流れに続こうと多くの資金が待ち構えていることである。これまでのところ、アジアの機関投資家の中では中国のソブリン・ウェルス・ファンドや大規模国有企業、シンガポールのソブリン・ウェルス・ファンド、及び韓国の機関投資家が最も活発な動きを見せている。これらはいずれも不動産投資への配分比率を引き上げ続けている。例えば韓国の機関投資家は、2013年半ばに行われた調査によると、今後2年間で世界の不動産に対する配分比率をさらに2~5%高める可能性が高い。これは金額にして100億~250億米ドルに相当するものだ。

このほか、アジアには現在のところまだ巨額の海外投資に着手していない大手機関投資家もいくつか存在する。例えば中国の保険会社は2012年末時点で約1.2兆米ドルの資産を保有しているが、法律によりこの資産の約15%（約1,800億米ドル）を国内または国外の非自己用不動産に投資することが義務付けられている。中国の保険会社による国際投資の第1号は2013年7月にロンドンで行われ、今後この動きが加速すると見られる。

図表 2-5  
今後12カ月間における個人不動産投資家の資金投資先  
(投資家の立地別)



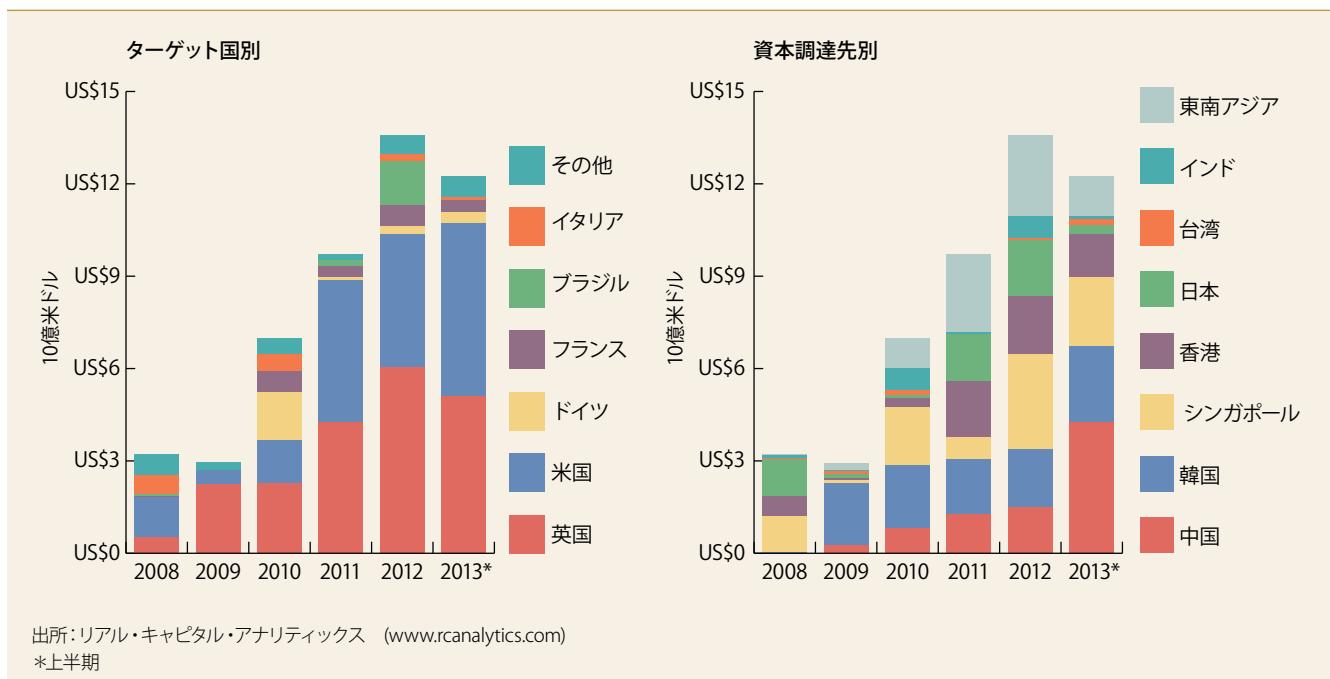
ただし、どれほどの資金が外国に向かうのかは不明だ。CBREでは中国の保険会社が購入する外国不動産の総額を144億米ドルと予測しているが、ジョーンズ ラング ラサールの予測では2013年末までに50億米ドル、2030年までに250億~300億米ドルに達するとしている。

また約1.2兆米ドルの運用資産を抱えるオーストラリアのスーパー・アニュエーションファンド(退職年金基金)も外国への投資を再び検討している。かつて2007年までの上昇期に欧米市場で行った大きな賭けで失敗し、その傷が未だ癒えていないが、ある投資家は「長期的には、スーパー・アニュエーションは海外に向かわなければならない。オーストラリアは人口がたかだか2,300万人であり、投資対象となる資産も不十分だから」と指摘する。そこで、ジョーンズ ラング ラサールによると、スーパー・アニュエーションファンドは今後数年間でオフショア不動産に71億米ドル近くを配分すると予想される。好まれる投資先は欧州と米国だが、資金の一部はアジア市場にも向かう可能性がある。

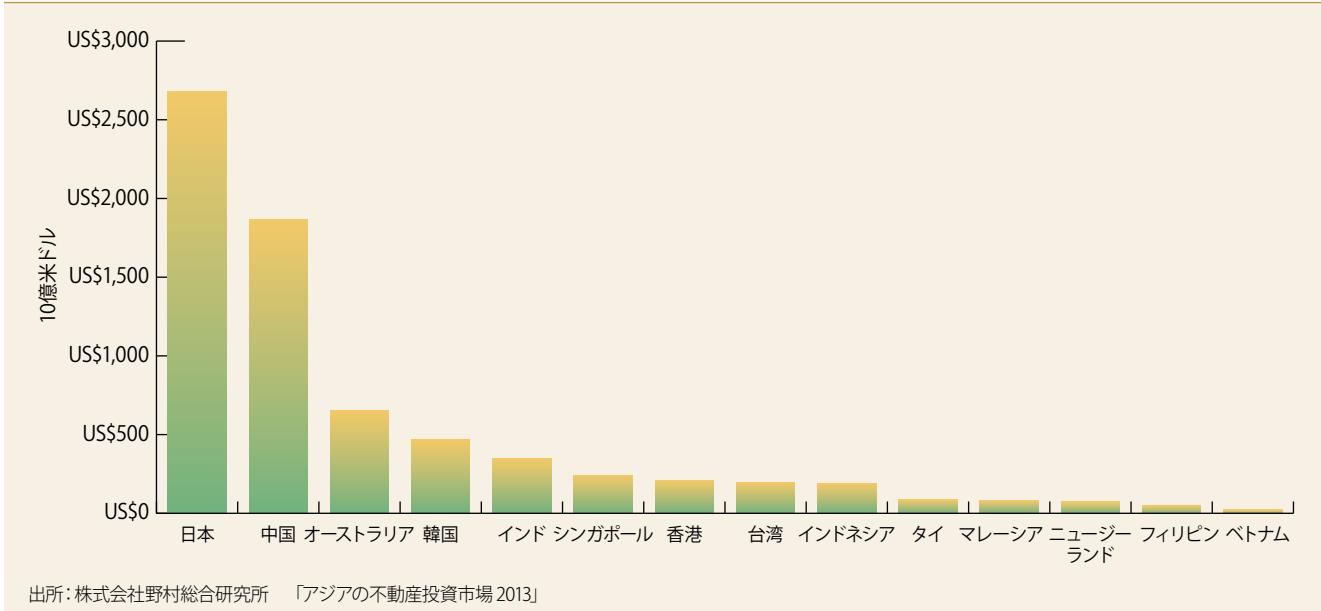
さらに、1.2兆米ドルという世界最大の運用資産を持つ日本の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)も、日本国債以外にポートフォリオを分散させる必要に迫られるかもしれない。不動産への配分比率はポートフォリオの5~10%が一般的だが、これをGPIFに当てはめるとおよそ1,200億米ドルの規模になる。国内市場を歪めないためには(GPIFではすでにその懸念を表明している)、このかなりの部分を国外での投資に回さねばならないだろう。

以上を合わせて考えると、アジアの投資ファンドはその巨大な資金力により、今後数年間に機関投資家が世界市場で行う投資の中心勢力となる可能性が高い。とはいえ現在、欧米ゲートウェイ市場の資産を狙う資金が世界中で増大しているため、欧米市場での投資機会は減少し始めている。その結果、投資家はアジアにおける投資と同様、より大きなリスクを取るか、あるいはセカンドリーマークに目を転じる必要が生まれている。

図表 2-6  
アジアを拠点とする投資家による欧州および米州におけるクロスボーダー取得



図表 2-7  
機関投資家適格不動産の推定規模 (国／地域別)



## 政府系ファンドの資金が流入

政府系ファンドや機関投資家の資金はアジア諸国から外部に流出しているだけではなく、他の地域からアジア諸国への流入も拡大している。そうしたファンド（特に中東のファンド）では従来のブラインドプール型から直接投資に切り替えることを意図し、アジアに事務所を構築しているところもある。

だが、チームを編成して現地市場を一から学ぶのは難しい場合があり、プライベートエクイティと組んで共同投資を行うことを選択するケースが少なくない。これにはいくつか理由がある。香港の大手プライベートエクイティファンドのマネジャーは「政府系ファンドと共同投資を行う機会は確かに出てきている。それによって直接投資のノウハウを蓄積することができるだけでなく、ドルコスト平均法で資産を取得できるからだ」と述べ、さらに「政府系ファンドは大がかりな計画を立てることはできても、適切なリスク管理とリスクテーキングを行うための実務能力が不足していることが多い。またたとえこうしたスキルを備えていたとしても、機関であるがゆえに、機会がやってきた際に素早く実行する能力が欠けている場合もある」と指摘する。

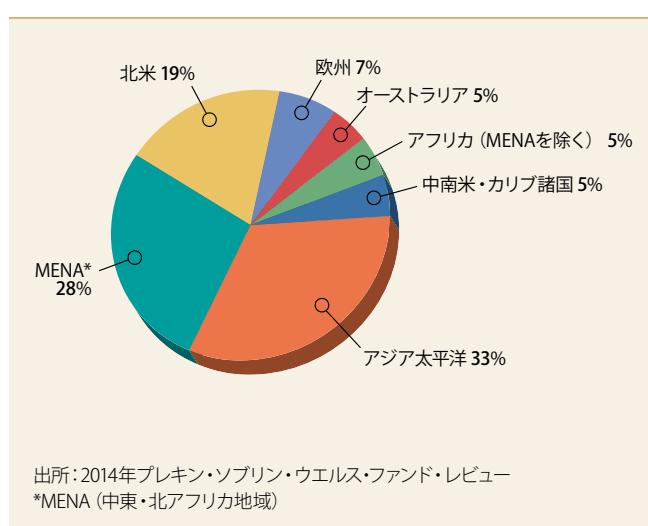
さらに、キャップレートが低水準にあるアジア市場で従来型のコア投資を組成することが難しいため、機関投資家向けファンドはより冒険的なアプローチを取り、開発やオポチュニティック投資に参画しつつある。機関投資家も、アジアの不動産投資に慣れるに従い同様の方向に進むことが予想される。例えば、韓国のファンドは過去数年にわたり国際的投資を行ってきたが、現在は劣後債投資やバリューアップ型投資にも窓口を広げている。他のファンドも将来的に同様の方向に進んでいきそうだ。

## 注目を集める東京

日本、中国、オーストラリアがアジアの不動産投資の3大市場であることは従来と変わらないが、資金流入量の点で最も変化が大きかったのは日本で、今年の調査では投資家に人気の投資先として再浮上した。

日本では資金調達コストに対するイールドスプレッドが約500ベーシスポイントであることから、キャッシュ・オン・キャッシュの利回りは長い間その大きな魅力となってきた。だが2013年の大き

図表 2-8  
不動産投資を行うソブリン・ウェルス・ファンド  
(地域別)



図表 2-9  
上位のソブリン・ファンド（資産規模順）

国／地域	ファンド名	資産 (単位:10億米ドル) *	創立(年)
ノルウェー	政府年金基金	803.90	1990
サウジアラビア	サウジアラビア通貨庁 (SAMA) フォーリン・ホールディングス	675.90	不明
アラブ首長国連邦／アブダビ	アブダビ投資庁	627.00	1976
中国	中国投資有限責任公司	575.20	2007
中国	国家為替管理局 (SAFE) 投資会社	567.90**	1997
クウェート	クウェート投資庁	386.00	1953
中国・香港	香港通貨管理局投資ポートフォリオ	326.70	1993
シンガポール	シンガポール政府投資公社 (GIC)	285.00	1981
シンガポール	テマセク・ホールディングス	173.30	1974
中国	全国社会保障基金	160.60	2000

出所: Sovereign Wealth Fund Institute  
\*2013年11月時点のデータ \*\*最良推定値

な変化は、そしてそれこそ今年の投資見通しで日本（東京）が昨年の13位から1位に躍進した理由であるが、「アベノミクス」と呼ばれる広範な景気刺激策の導入である。安倍首相の名にちなんだアベノミクスは、日本経済に物価（地価を含む）上昇をもたらす状況を作り出すことにより、20年にわたって続いてきた低迷状態を反転させることを明確に掲げている。アベノミクスにおける真のブレークスルーは、物価の上昇がなければ日本経済は巨大に膨れ上がった政府債務の重さに耐えかね、やがて沈没してしまうということを認識した点にある。

不動産投資家は資産価値の上昇に強く引き付けられるものだ。不動産サービス会社のジョーンズ ラング ラサールによると、アベノミクスの結果、2013年第2四半期における東京の事業用不動産投資額は対前年比78%増の102億米ドルとなった。外国人投資家による取得はこの15%ほどに過ぎないが、日本に対する国際資金の配分が大きく高まっている。この勢いが弱まる兆しはほとんどなく、資金の流入は今後も続くと見られる。ある投資家は「アベノミクスによって好感要因が生まれ、需要がジワジワと増え始めている」と述べている。「市場ではこの数年間に新規の不動産ストックが積み上がったが、その多くが吸収されつつあり、賃料の低下によって成約が進み過剰供給が徐々に解消されてきている」。

少なくともこの3年間、投資家は東京の賃料の底入れ時期の予想に努めてきた。賃料が実際に反転したかどうかについては意見が分かれるものの、資産価格の上昇を受けてキャップレートが2013年に50～100ペースポイント低下したと多くのインタビュー回答者が指摘している。また、賃料の上昇により2014年もキャップレートがさらに低下するとの見方が一般的だ。その結果、ある投資家によると「投資意欲が高まっており、物件を探し求める者が増え、売主も売却に積極的になっている」。また別の投資家は「どの取引も一種の競争入札になりつつあるが、それも当然だろう。私も売り手側だったからよくわかる。だから競争が高まっているが、取引高も増えている」と指摘する。

これまでのところ、アベノミクスによる金融緩和政策は円高の是正と資産価格の上昇という短期的目標を達成しているが、長期的観点からの大きな疑問は、日本の財政赤字は既に巨額に膨れ上がっているのに、マネタリーベースが倍増するほどの多額の負債を新たに作り出すことが財政赤字問題の解決になるのかという点だ。これについては議論が巻き起こっているが、あるインタビュー回答者は「一つ確かなことは、財政赤字はもはや手が付けられない状況にあり、しかもさらに悪化しつつあるということだ。経済が成長しなければ破滅に向かうことになる。ピーター・パン物語に出てくるネバーランドの海賊たちのようなもので、空を飛べると信じたからといって飛べるようになるわけではないが、飛べると信じなければ飛べるものも飛べないだろう」。一方で多くの不動産投資家が、少なくとも自分たちの投資期間中は現在の勢いが続くという見方で一致しており、これに異を唱えるものは小数派だ。あるファンドマネジャーは「日本で投資を10年以上続けることはないと思う。通常、我々の投資期間は4～5年で、このくらいならヘッジする限り問題ないだろう」と述べた。

## 通貨リスクの上昇

2013年には、日米の金融緩和政策を受けてアジア通貨が大きく変動したことから、投資家が外国の資産を取得する場合に想定しておくべきリスクが増え、注意が必要となっている。日本円は2013年4月の大規模量的緩和の発表後、約22%下落した。オーストラリアドルも年前半にはほぼ20%下がったが、10月下旬にはその半分近くを戻している。最も極端だったのはインドで、2013年5月以降、4ヶ月も経たないうちにルピーが約25%低下した。ただしその後は10%ほど回復している。

こうした通貨変動により、市場によっては既存投資のリターンの数年分に相当する額が帳消しとなった可能性もある。だがいささか意外なことに、これほど極端な揺れ幅にもかかわらず、インタビュー回答者の大半は（インドの回答者は別として）通貨変動の影響について比較的の懸念していないようだ。これは、下落しているのがアジア通貨であり、ある投資家が指摘したように「通貨が下落すれば参入しやすい」ことがいくぶん関係している。

もちろん、通貨変動をヘッジすることは可能だが、ヘッジ手段が金額的に見合い、あるいは積極的にヘッジが行われている市場はアジアでは日本だけのようだ。オーストラリアではヘッジ戦略を実施している投資家の数は圧倒的に少ない。その理由の一つとして、オーストラリアにやってくる投資家は巨大な政府系ファンドか大手機関投資家が多く、リスクに対してポートフォリオアプローチを取っていることが挙げられる。「だから多くの国に投資を分散しており、どこかで損を出しても別の国で利益を上げることができるのだ」。しかし、政府がオーストラリアドルの下落がさらに進むのを期待しており、あるいは下落を促進していることは注目に値する。これはオーストラリア準備銀行（中央銀行）総裁であるグレン・スティーブンスが指摘したこと、同氏は10月の講演で「将来いざれかの時点でオーストラリアドルが今の水準から下落する可能性が極めて高いと思う」と述べた。

一方、インドではヘッジコストが極めて高く「一般的にヘッジ後のネットリターンは危機シナリオによる数値と同じになる」ため、ヘッジが意味を持たなくなる。これはインドを狙う投資家が投資に当たって相当の注意が必要な要因の一つになっている。あるファンドマネジャーは「1ドル=62ルピーでフォワード・カーブが80を示すとしよう。その場合、ヘッジすべきかヘッジなしで行くかは考えどころだ。ヘッジすればリスクに対するネットリターンはごくわずかなものになる。1ドル=42ルピーなら別だが、1ドル=62ルピーであればヘッジなしで行った方が安心できるだろう」と述べた。

プラス面では、通貨が下落すれば国際テナントの占有コストが実質的に下がり、インドやフィリピンなどアウトソースサービスを提供する国のサービス業界が勢いを得ることになる。

## 資本調達は依然困難

2013年下半期にはアジアを拠点とするファンドによる大掛かりな資本（出資）の調達がいくつも発表されたが、新たな資本調達を行うには依然として厳しい環境だと感じているファンドが多く、資本調達に向けて説明会を増やしたものの大半が目標額を達成できないでいる。あるファンドマネジャーが述べたように「状況はいくらか改善しているが、大きく前進したわけではない」。ただし、調査会社のプレキンが2013年第3四半期に公表した投資家調査に

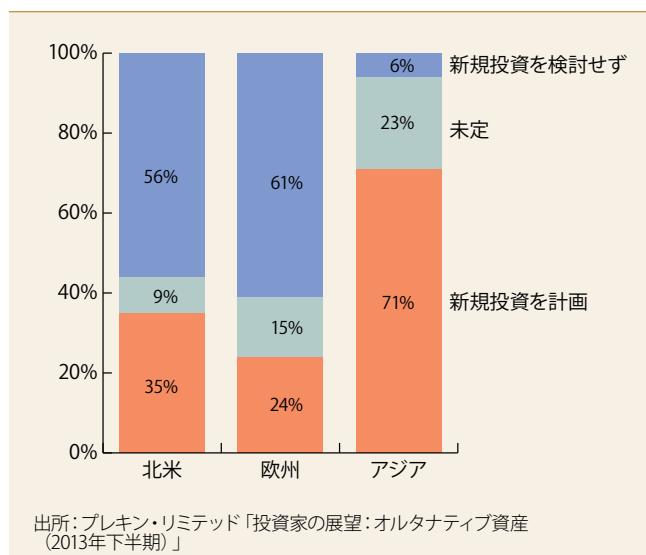
よると、アジアの機関投資家の71%が今後12カ月以内に現物不動産に投資する意向（北米と欧州の機関投資家はそれぞれ35%及び24%）であり、これが示すようにアジアで資本調達を行っているファンダードは好調のようだ。

新たな資本調達の成否はファンドのタイプや経歴によって大きく左右される。あるファンドマネジャーは「実績がなくアジアに投資した経験のないファンドが困難に直面しているだけでなく、実績がありながら資本調達に苦しんでいる老舗ファンドもあるため、今は転換点なのだと思う」と述べ、別のファンドマネジャーは「対象分野を限定し、狙いをはっきり絞り込んでいるファンダードは成功しやすいだろう。ニッチ戦略や地域特化型の投資を求めるクライアントが常に存在するからだ。さらに、経験豊富で実績のあるグローバルファンドも成功するところが多いのではないか。だがその中間にいるファンドは差別化ができず苦しむところが多くなると思う」と述べた。

最近に起きた変化で、アジアに拠点を有するファンドにとって有利に働くものとして、新たに進出して事務所を開設しようとする機関投資家が減っていることが挙げられる。この傾向は数年前に始まり、特にプライドプール型ファンドに投資して損を出した機関投資家の間で見られる。香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「そうした傾向があるのは確かで、実例もいくつかある。私が知っているだけでも、アジアにやってきて50名のチームを立ち上げたもののうまくいかず、今では5名に減らしたというファンドが2、3ある」と語った。

別のファンドマネジャーは「これはまさに、不動産の投資運用が非常にローカル性の高いものであることを示している。米国の年金基金や企業年金基金ならば、たとえ大手であってもチーム構成はせいぜい3名から5名というところで、現地に人を配置する余裕がないため、現地のパートナーや我々のような運用会社に頼らざるを得ない」と指摘する。それでも、人材が多く資金も潤沢で現地に拠点を設けて投資運用を行うことができる大規模ファン

図表 2-10  
今後12カ月における非上場不動産投資に対する投資家の意欲（投資家の立地別）



ドもいくつかある（多くはソブリン・ウェルス・ファンド）。「事業環境がいくらか不透明だとしても、今後、ファンド向けにアジアに流入する資金は全体的に勢いを増していくんだろう」。

## 大きく開いた銀行窓口

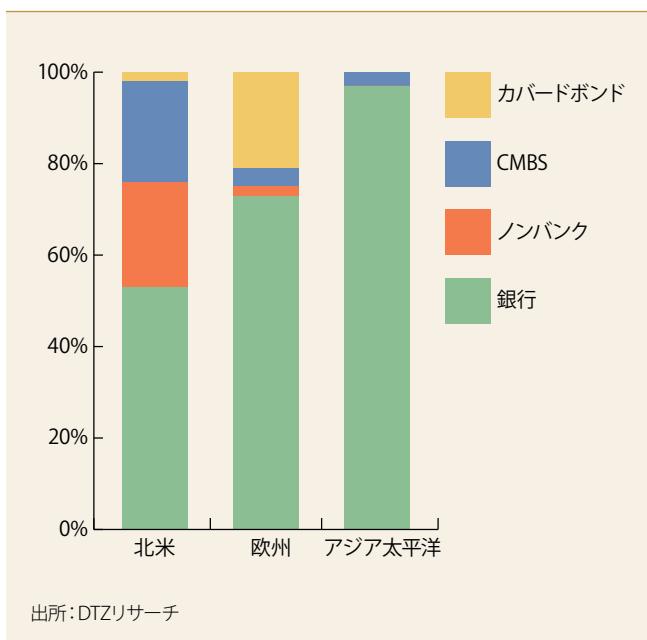
欧米とは異なり、アジアの金融市場は長らく銀行が牛耳ってきた。確かに、日本には外国の保険会社が数社進出して拠点を構え、融資を行っている。またオーストラリアでも、特定のアセットマネジャーが融資を行うニッチ市場が生まれている。さらに、スーパー・ニューション業界が市場への代替チャネルとして融資ポートフォリオを組み立てるとの話もある。しかし大半の地域では依然として銀行が唯一の選択肢であり、この状況が変わる可能性は低い。

この数年間、中国とインドを除くほとんどの主要市場では不動産向け銀行融資が簡単に受けられ、2013年もこの状況が続いている。今後についての疑問は、金利が上昇した場合にどうした融資がどのような影響を受けるかということだ。借入コストが上昇するのは明らかだが、これは一つの側面にすぎない。あるファンドマネジャーは「デット市場の流動性はこれまでと変わらないだろうか。銀行は不動産融資に積極的な姿勢を保つだろうか。スプレッドはどうなっていくのか。そして『不動産は今後も有望』と考えるだろうか」と疑問を投げかける。既に、アジアの銀行がビジネス向け融資の基準を厳格化し、長期ローンの金利を引き上げているとの話もいくらか聞こえている。だがインタビュー回答者は、短期金利への圧力はほとんど、あるいはまったくないとしている。実際、2013年にはそれまで以上に協力的な融資姿勢が見られた。

例えば、日本では従来から融資コストが低かったが、現在の金融市場はさらに「信じがたい」状況になっている。資産にもよるが、融資コストは一般的に100ベースポイントをやや上回る程度であり、それでも「スプレッドはさらに低下している」。一方、LTV比率は徐々に上昇している。一部のオポチュニティック投資家によると、レバレッジは80～85%に達しており、セラーファイナンスによる取引の中にはLTVが90%を超えるものもわずかながらあるという。

銀行が固定金利による安価な融資に積極的なことも、融資が緩和していることを示すものだ。ある投資家によると、東京では「固定金利の融資が一般的になりつつある。以前は一部の保険会社が一般勘定で固定金利の融資を行なっていたが、今ではメガバンクが固定金利で5年～7年のローンを提供している」状況で、「固定金利を望む理由は明らかだ。我々が借りている10年ローン

図表 2-12  
2013年時点の不動産債務残高（貸手タイプ別）



は約1.5～1.7%の固定金利だが、5年ローンならこれより110～120ベースポイント低いだろう」という。アジアの他の地域でも同様で、投資家は可能な限り固定金利で融資を受けようとしている。

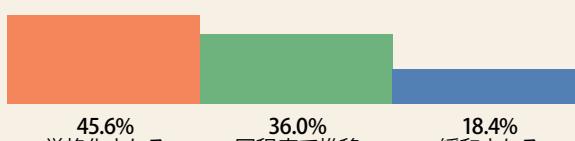
日本以外の国では融資条件はそれほど甘くはないが、それでも融資は簡単に受けられる。オーストラリアでは世界金融危機以降、銀行が不動産投資に消極的になったが、2013年にトップクラスのREITが借入先の分散を図り米国と欧州で代替融資先を求めて以降、環境が大きく変わった。融資の需要が低下し、国内銀行は貸付先不足に直面しており、以前より積極的に融資に取り組んでいるのだ。にもかかわらず、あるインタビュー回答者によると「それでもこの国の銀行は極めて保守的で、融資の際にはコベナンツ（誓約条項）が契約に盛り込まれ、コベナンツの遵守が不十分だと融資を受けるのは非常に難しい」。また別の投資家は「オーストラリアの銀行は今では融資に相当積極的だが、融資条件はそれほど緩くはない。そのため、キャッシュフローが良好なら銀行も大いに関心を示すが、80%のLTVで開発投資を行うのであれば、

図表 2-11  
エクイティアンダーライティング基準の見通し



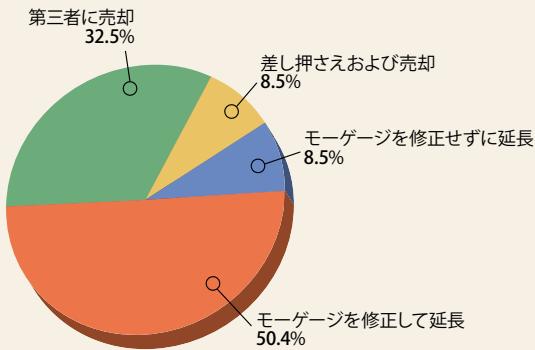
出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2014 アンケート

図表 2-13  
デットアンダーライティング基準の見通し



出所: Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2014 アンケート

図表 2-14  
満期を迎える融資：  
2014年半ばまで貸手が選択する戦略



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2014 アンケート

銀行の意に適わないだろう」と述べる。そのためオーストラリアのデベロッパーは資金不足を補うためにメザニンファイナンスに頼らざるを得ない場合が多い。

中国では、2011年初頭に政府がデベロッパー向けの銀行融資に制限を設けた結果、大手プレーヤー以外のあらゆるデベロッパーが建設や（特に）土地購入のための借入れに苦労することになったが、2013年にはある程度緩和された。あるコンサルタントによると「政府は建設向け融資については明らかに姿勢を緩めた。銀行間の競争により金利が下がり、我々の取引先であるデベロッパーはこれまでを遙かに上回る金額をより有利な条件で借り入れができるようになった。だが土地購入のための借入は依然として非常に難しく、そのため信託やプライベートエクイティなどグレーマーケットがその穴を埋めている。現在では我々の顧客のほぼすべてが土地の購入資金をグレーマーケットで調達している」。

それでもレバレッジは手にしやすい。インタビュー回答者によればLTV水準は中国で55～65%、インドで50～55%、シンガポールで60～65%、オーストラリアで50%、韓国で50～55%、香港で40%（政府の指令が基本的な原因でLTV比率が低下）となっている。

## 中国における代替融資

中国のデベロッパーは依然として国内の株式市場と債券市場から締め出されており、銀行からの借入も（特に土地購入が目的の場合）引き続き規制されている。そのため一部のデベロッパーは新たな資金調達方法を模索している。以前には国内の信託業界経由で調達していた。信託会社が個人富裕層や企業から資金を集め、仲介者として不動産資産（場合によっては他の資産）に投資するという仕組みだ。問題は、こうした信託はリスクフリーの理財商品（WMP）として銀行が販売するケースが多いということだった。驚くことではないが、銀行の預金利が低いことからそうした高利回り商品は高い関心を集め、特に消費者が、信託が暗黙のうちに政府保証を得ているとの印象からこれに飛びついた。信託業界は好況に沸き、その運用資産は2013年半ばで1.5兆米ドルに達した。だが流動性の問題に直面する信託がいくつか出始めると政府が介入し、規制が強化されたのである。現在、信託会社に対し規制の波（特に不動産開発に関する規制）がじわじわと迫りつつある。

中国政府は同時に、証券会社による理財商品の販売を禁じる規制を緩和した。その結果、この種の不動産投資商品の取扱い責任が実質的に証券会社に移行し、証券業界はプライベートエクイティファンドに相当するものの組成に動き出している。現在、これらは信託と同様のベース（ただし保証はない）で運用されており、特定のプロジェクト向けに組成されることが多い。加えて、手数料が非常に低く設定されている。あるインタビュー回答者によると「不動産投資向けに組成されるプライベートエクイティファンドの融資手数料はおそらく8～10%となる」という。これに対し信託会社の融資手数料は15%以上である。

だが、中国のデベロッパーはこれに加え、可能な場合に香港でも資金を調達している。香港の銀行から借入を行う者もいるだろう。香港の銀行は「借入人の実績に応じ、中国の土地に対して一定のエクスパートをを持つことに意欲的だ。デベロッパーは香港で土地の購入価格の半分を約8%の利子で借り入れ、建設費用を中国で借りようとしている」。香港で調達する資金は必ずしも銀行融資に限らない。香港を拠点とするあるファンドマネジャーが指摘するように「大手デベロッパーの一部は、オンショア（中国本土）での借り入れをオフショア（香港）の優先証券や転換社債で補完している。債務は短期のものが多く、平均償還期間は3年を切っている。そのため彼らがロールオーバーやリファイナンスを行うことができるのか興味深い。金利が7%台半ばから11%もしくは12%というものが大半で、税引後で考えるとかなりのコストだからだ」。

図表 2-15  
上海証券取引所不動産サブインデックス  
(中国のデベロッパー)



## 資本市場

REIT部門（下記参照）を除くと、アジアの株式市場（主として香港、シンガポール、東京）では2013年も不動産関連の活発な動きは見られなかつた。ある銀行家は「今のところ新株の発行に対する意欲はあまりない。大半のデベロッパーは株価が純資産価値（NAV）を下回っており、そんな価格で新株を発行しようなどとは思わないからだ」と述べた。

だが、エクイティ面で興味深い動きもある。小規模な上場デベロッパーの買収を通じて香港でバックドア上場を図る中国デベロッパーが増えていることだ。2012年初頭以来、こうした買収が少

なくとも7件は行われた。中国デベロッパーはシェルカンパニー（受け皿会社）を通じて香港の銀行から借り入れを行うことにより融資コストの削減が可能になる。さらにこのビーカルは、中国本土のデベロッパーの間で広まっている戦略である外国でのプロジェクトについても、その運用プラットフォームとして活用されている。

2013年の債券市場は株式市場よりも活発で、5月まで昨年同様の強気な展開が続いた。例えば、ある香港の優良デベロッパーはステップアップ条項を含まない（よって利回りの高い）永久債（満期を持たない債権）を発行し、高利回りを求める投資家を獲得した。だが5月に入ると、米国の金融緩和縮小を見越した欧米の投資家が突如資金を引き揚げ始め、市場心理が一気に弱気に傾いた。その結果、アジアの外貨建債券の発行総額は年初から5ヶ月で810億米ドルに達したものの、6月と7月はそれぞれ75億米ドルにとどまった。しかし2013年後半にはリスクオンムードが戻って市場が反発し、中国の主要なデベロッパーがシンガポールで1億1,300万米ドル相当の4年物投資適格債券（表面利回り3.275%）を発行するなどの動きが見られた。中国デベロッパーがシンガポールで債券を発行したのは今回でまだ3度目だが、彼らが他のアジア諸国で活動を活発化させていることから、将来的に資金調達手段として外貨建債券の発行が好んで用いられるようになるかもしれない。

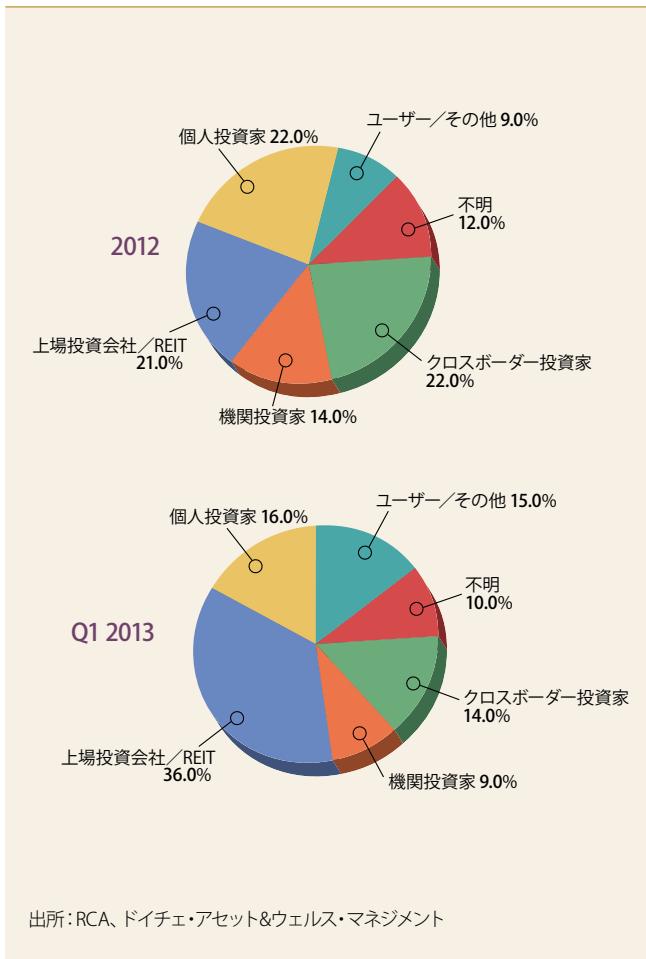
アジアの高利回り市場は、不動産関連では中国のデベロッパーが大勢を占めているが、さらに大きな変動を見せている。2012年には債券発行額が過去最高を記録したが、低金利の環境にあって投資家が利回りの確保に走っているため、2013年前半もこの勢いが続いた。5月に入ると米国の金融緩和縮小の見通しが強まり相場が急落したが、9月に米国連邦準備制度理事会（FRB）が予想された引締めを否定したことで市況は再び改善した。中国本土で住宅の価格と取引高が盛り返したこと、年後半の市況回復の要因となった。香港を拠点とするある銀行家は「利益率は低下した可能性があるが取引高は増加している」と述べた。これには、ある大手中国デベロッパーが10月に香港で発行した10年物債券（利回り7.25%、総額7億米ドル）も含まれている。

債券相場は特にアジアで変動が大きくなる傾向にある。現在の環境では、投資家は金利が通常の水準に戻ることは不可避と考える可能性があり、そのため今後も市場心理の浮き沈みが続くと予想される。長期的には、いつか金利が上昇して債券価格が下落することはまず間違いないだろう。だが、現時点ではリスクを取ろうという意欲が再び高まっている。この状態がどのくらい続くかは分からぬが、あるインタビュー回答者は「まもなく金融緩和が縮小され、投資家は債券から離れていくだろう。だから今が売り時かもしれない」と述べた。

図表 2-16  
ハンセン不動産サブインデックス（香港デベロッパー）



図表 2-17  
アジア太平洋の投資家のプロフィール  
(2012年と2013年第1四半期の比較)



図表 2-18  
FTSEシンガポール不動産デベロッパー  
サブインデックス



## REIT: まだ上昇の余地はあるか?

アジアのREITはこれまで圧倒的な勝ち組だったが、これが米国の一連の金融緩和策によるものだとすれば、景気刺激策が縮小され米国とアジアの債券価格が下落を始めれば、REITの投資口価格も下落のリスクに直面するのは不可避だろう。実際、2011年末以降上昇を続けていたシンガポールとオーストラリアのREITの投資口価格は、FRBによる緩和縮小の観測が強まる2013年5月に急落した。そのため価格に関する長期的な見通しは厳しい。だが、例えばシンガポールのREITの利回りは現在6~7%であり、価格が下落すれば、収益性の高い商品としてのポテンシャルは高まる(本来、REITは収益性の高さを追求する商品である)。

### シンガポール

あるREITのマネジャーは、利回りの上昇はともかく、銘柄数が多いことがシンガポールのREITの大きな問題だと指摘する。「シンガポール市場に上場しているREITは24銘柄ほどだが、そのすべてが実物不動産を保有しているわけではなく、資産の大半はREIT制度に基づいて市場に流通する証券化不動産だ。優れた銘柄もあるものの、いさか多すぎるようだ」。

その上、今後上場を予定しているIPO案件も多い。シンガポールREITや事業信託のIPOは2013年初頭から9月までで37億6,000万米ドルに達したが、年末までにさらに40億米ドルのIPOが見込まれている。その結果、シンガポールの投資対象資産を巡る競争が高まっており、既に低水準にある事業用不動産のキャップレートをさらに押し下げている。また、上場するには資産規模の拡大も必要となった。「以前は5億米ドルもあれば上場できたが、今では10億米ドル近い、あるいはそれ以上の資産が必要になっている。REIT市場は満杯のため、資産規模や資産運用会社、スポンサーなどで差別化を図らなければならない」。これは、投資の出口戦略としてREITを活用しようと考えているファンドにとっては上場が難しいことを意味している。

また、シンガポールのREIT市場が満杯状態にあることで、REITは外国資産の取得に目を向けており、特に日本や韓国、少し下がって中国などの市場に着目している。あるファンドマネジャーは「REITはクロスボーダー取引を開始しているが、どんなキャップレートで資産を取得するのか興味深い」と述べる。最近上場したシンガポールREITが行っているクロスボーダー取引の取得キャップレートは低水準のため、フィリピンなど東南アジア市場の高キャップレート資産の魅力が相対的に高いのは明らかだ。「東南アジア市場の[コア]オフィスポートフォリオを8~9%のキャップレートで取得するのであれば、7~8%で売却することができるはずだが、4%で取得した香港や北京の資産ではそうはいかない。だからクロスボーダー取引に惹かれるのであり、それがうまくいくと信じている」。

図表 2-19  
アジアREITの時価総額と配当利回り (2013年第2四半期)

REIT銘柄数	時価総額 (単位:10億米ドル)	平均配当利回り	リスクフリーレート*	スプレッド (ベースポイント)
日本	40	\$65.5	3.9%	0.8%
シンガポール	28	\$43.3	6.0%	2.5%
香港	9	\$22.1	4.5%	2.0%
マレーシア	15	\$8.1	4.3%	3.6%
韓国	1	\$0.0	10.8%	3.4%
合計	93	\$139.0	4.7%**	740

出所: アジア・パシフィック・プレデンシャル  
\*リスクフリーレートとは長期国債の利回りをいう。  
\*\*時価総額に基づく加重平均値

## オーストラリア

オーストラリアのREIT業界は過去数年間に比べ状況が改善したように見えるが、実際には様々な問題に直面している。ある投資家によると、オーストラリアのREITは「非常に内向き」で「運用コストを重視しすぎるあまり新たな機会を得ても素早く対応できない」のみならず「資金調達ができず資産の取得に苦心している」。そのうえ、同一の資産を巡って競合するアジアの機関投資家向けファンドは得てしてハードルレートが低く、オーストラリアのREITが競り負けることが多い。さらに、あるインタビュー回答者は「大半のREITは依然として投資口価格がNAVを下回っているため、積極的な取得を行ってこなかった。REITにとっては資産を取得するよりも投資口を買い戻す方が得だからだ」と指摘する。その結果、一部のREITは開発段階からの参画を志向しており、特にコアオフィスや商業施設にターゲットを置いている。

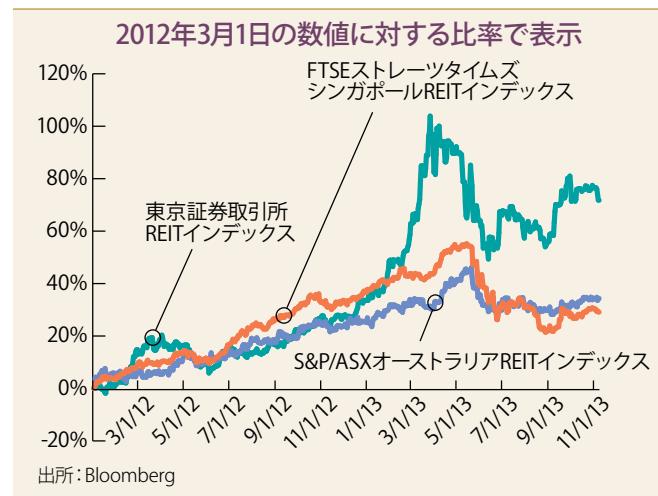
## 日本

J-REITの投資口価格は2012年には比較的動きが遅く、上昇幅もシンガポールやオーストラリアのREITに大きく後れを取っていたが、安倍政権が大規模な金融・財政政策（日銀によるJ-REIT買い入れ枠の拡大も含む）を打ち出して以来J-REIT指数が急騰し、1年間で40%を超える上昇となった。投資口価格は10月末にはNAVを上回り、分配金利回りは3.6%に低下している。当然ながら、大量の資金を抱えたJ-REITは2013年に「信じられないほどアグレッシブに」資産の取得を続けた。年初から第3四半期までにJ-REITが取得した不動産は約162億5,000万米ドルにのぼり、日本の事業用不動産取引の約70%を占めた。これでは他の買い手（特に外国ファンド）が投資可能資産を見つけるのに苦労したのも頷ける。そのうえ、J-REITが2013年に個人投資家から新たに調達する資金は約130億ドルに達すると見られる。

2013年のJ-REITのパフォーマンスは目覚ましいものだが、この先もいくつかの問題が待ち構えている。最も重大な問題は、J-REIT業界は日本全体の事業用不動産市場に比べ依然として規模が小さく、またJ-REITはスポンサーや資産運用会社との関係があまりにも密接で利益相反に直面することが少なくないことだ。加えて、小規模なREITが多く競争力が弱い。こうした小規模REITは大規模REITと統合する必要があるが、日本では企業のM&Aに関する規制が厳しく、統合を実現するインセンティブがほとんどな

い。さらに、日本のオフィス系REITは投資口価格がNAVを（時には大幅に）上回っており、東京のオフィス市場の変動に対するエクスポートが大きくなっている。ある投資家は「大量の新規供給が控えているが、金融部門でレイオフが続いているため相応の需要が見当たらない。空室率が上昇し始めたらオフィス系REITはどうなるだろうか」と疑問を呈した。

図表 2-20  
アジア太平洋のREIT市場の指標の推移(%)







# 注目すべき市場と部門

「当社はベトナム、インドネシア、タイで投資を始めようとしている。」

これらの市場はまだ注目度が低く、コア部門でも機会を見つけられるだろう」



回のEmerging Trends in Real Estateアジア太平洋版調査では、アジア太平洋地域で最も有望な投資先として日本が復活したことが大きなテーマとなった。日本が1位に返り咲いたのは2009年以来のこと、しかも2位に大きく水をあけている。前回調査ではランキングのはるか下位に甘ん

じていた日本がトップに浮上したのは特別なマクロ経済的理由によるものだが、この復活により今年の上位5位のうち3都市が「日本・中国・オーストラリア枢軸」に属することになったのは驚くにあたらないだろう。この3カ国は資金量の点でアジア太平洋地域における三大投資先として広く認められているからだ。

図表 3-1  
都市の投資見通し

全体的によい	普通	全体的に悪い
1 東京	6.30	
2 上海	5.87	
3 ジャカルタ	5.76	
4 マニラ	5.66	
5 シドニー	5.61	
6 広州	5.60	
7 シンガポール	5.57	
8 北京	5.54	
9 大阪	5.53	
10 深圳	5.52	
11 バンコク	5.45	
12 中国セカンダリー都市	5.43	
13 メルボルン	5.39	
14 クアラルンプール	5.34	
15 ソウル	5.32	
16 台北	5.31	
17 オークランド	5.06	
18 香港	5.03	
19 ホーチミンシティ	4.98	
20 バンガロール	4.85	
21 ニューデリー	4.70	
22 チェンナイ	4.67	
23 ムンバイ	4.65	

出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋 2014 アンケート

図表 3-2  
都市の開発見通し

全体的によい	普通	全体的に悪い
1 ジャカルタ	5.97	
2 東京	5.82	
3 深圳	5.76	
4 上海	5.75	
5 広州	5.73	
6 北京	5.68	
7 中国セカンダリー都市	5.61	
8 マニラ	5.60	
9 シンガポール	5.57	
10 香港	5.57	
11 シドニー	5.54	
12 バンコク	5.54	
13 台北	5.46	
14 クアラルンプール	5.39	
15 ソウル	5.34	
16 メルボルン	5.10	
17 バンガロール	5.00	
18 大阪	4.89	
19 オークランド	4.87	
20 ホーチミンシティ	4.85	
21 チェンナイ	4.75	
22 ニューデリー	4.42	
23 ムンバイ	4.24	

出所: Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋 2014 アンケート

これ以外に今回の調査で注目されるトレンドとして以下の点が挙げられる。

- 従来の人気市場に代わる代替市場として、インドネシアとフィリピンを筆頭に新興市場が引き続き注目を集めている。これはキャップレートの低下によって利回りの低下が続いていること、また金利の上昇が目前に迫っていることから、投資家は他を凌ぐ利回りを得られる市場や資産クラスにシフトしつつあるためだ。
- 大阪は数年にわたり最下位付近で低迷を続けたが、今回は上位に食い込んだ。ある程度までは日本の復活によるものだが、供給過多状態が解消されて市況が回復に向かっていることも一因である。
- インドの都市は、当局が様々な経済問題・ガバナンス問題の解決に取り組む中、今年も低迷を続けた。
- セクター別では、産業施設／物流部門が投資見通し・開発見通しとも再びトップに立った。これは投資家がこれまでよりマイナーな資産クラスに逃避したことによる。

各部門の「バイ（買い）」「ホールド（保有）」「セル（売り）」推奨の1位は次のとおり。

- 住宅：バイ-マニラ セル-オーケランド
- オフィス：バイ-マニラ セル-オーケランド
- 商業施設：バイ-マニラ セル-オーケランド
- ホテル：バイ-東京 セル-オーケランド
- 産業施設：バイ-中国セカンダリー都市 セル-オーケランド

図表3-3  
投資見通し順位の変遷

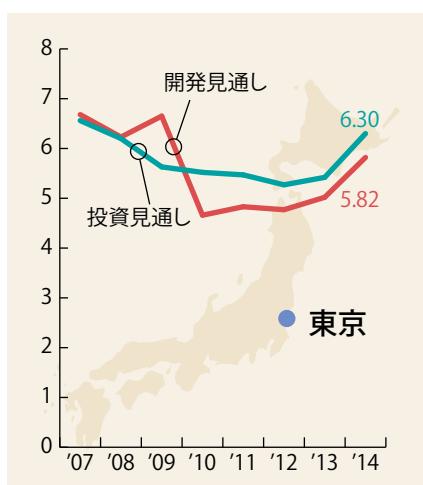
都市	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
東京	1	13	16	12	7	1	3	3
上海	2	2	2	2	1	5	1	2
ジャカルタ	3	1	11	14	17	20	20	19
マニラ	4	12	18	20	20	19	19	18
シドニー	5	4	3	6	6	14	15	16
広州	6	15	6	8	12	16	9	7
シンガポール	7	3	1	1	5	2	2	4
北京	8	7	5	7	3	12	6	9
大阪	9	22	21	19	18	15	4	1
深圳	10	16	不明	不明	不明	不明	不明	不明
バンコク	11	6	14	17	19	18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

出所：Emerging Trends in Real Estate Asia Pacificアンケート(2007-2014)

## 上位ランクの投資対象都市

東京

（投資見通し1位、開発見通し2位）



2012年終盤に安倍内閣が導入した経済改革は1930年代以降最も広範囲に及ぶもので、これによって日本は不動産投資家を惹きつける市場として浮上した。これは大規模な金融緩和と財政出動により15年に及ぶデフレを終結させることを目的とした政策であり、その結果、投資家が価格の上昇を見越して不動産を取得している。円の価値も1年前に比べ20%も低下しており、投資先としての東京の魅力は明らかだ。

あるコンサルタントは「政府が物価の上昇に向けて必死に取り組み、またJ-REITの投資口を直接買い上げて資産の取得を促そうとしているため、いくらかポジティブな動きが期待できるだろう」と述べた。

2013年には取引高が目立って拡大し、上半期におけるオフィス、倉庫、商業施設の取引高は200億米ドルを超えて、前年同期比85%増と過去5年間で最大の伸びを示した。これまでのところ賃料は動いていないが価格は上昇し始めており、投資家によるとキャップレートは年初から50～100

ベーシスポイント低下している。だが多くの投資家にとって問題は、東京のコア資産の大半がJ-REITや国内機関投資家によって買い占められており、取得できる物件がほとんど残されていないことである。

その結果、外国ファンドはリスクカーブの上方に向けて投資対象を多様化し、セカンダリー資産やセカンダリーデベロッパー部門に機会を求め、また小規模物件を取得してリポジショニングを行い売却しようとしている。ある外資系デベロッパーは「東京市場についてはかなり強気に見ており、特に省エネやサステナビリティ、Bクラス物件からAクラス物件へのリポジショニングなど、既存資産の改修が有望だ」と述べた。また2007年以前に行われていたような極めて高いレバレッジ（90%超）での取引も散見されるようになった。

だが最大の問題は、「アベノミクス」（安倍晋三首相の名にちなんだ広範な景気刺激策）によって日本が長期の景気低迷から脱却できるかどうかである。そ

の答えはまだ見えないが、もし脱却できるのであれば、今後とも東京での取得が続くだろう。

### 上海

(投資見通し2位、開発見通し4位)

上海はアジアの投資家にとって常に魅力的な市場である。2007年にEmerging Trendsアジア太平洋版の調査が始まって以来、上海が投資見通しの順位で2位以内に入らなかつたのは1度しかない。ただし現在はキャップレートの低下が続き、賃料の伸び率も低迷している。

インタビュー回答者によると、政府による規制の厳格化に伴い、業務用資産のネットのキャップレートは2013年に2~3%にまで低下したという。ある投資家は「高額の税金が課される可能性があるが、実際に払わねばならないのか、なんとか逃れることができるのかはまったくわからない。市場での既存資産の取引については、4%のキャップレートで取得したとしても、1%の利回りが得られれば幸運と言るべきだろう」と語った。

ではなぜ上海に惹かれるのか。基本的に、多くの国際的不動産投資家にとって、そして中国本土で事業を行っている多くの外国企業にとって、上海こそが中国だということだ。ある外資系デベロッパーは「我々は北京・上海のオフィスと他地域のオフィスを明確に線引きしている。それは、我々が対象とする市場のテナントは、他の都市で同様の事業や拠点を立ち上げるのは好まない傾向があるためだ。そのため、北京・上海で求められるオフィスと他の地域とでは明らかに違いがあると考えている」と述べている。

第二に、中国に投資するという使命のもとに新規参入したものの知らない場所には足を深く踏み入れたくないというファンドにとって、上海は一定の安心感をもたらす場所だからだ。そうした投資家の一人は「中国を熟知し確固たる基盤を築いているのであれば、勝ち組と負け組を賢く見分けられるだろうが、我々はまだそこまで行っていない。だから確実に勝ち組となる都市に注力する必要があるのだ」と語った。

第三に、中国で長い経験を持つファン・ドマネジャーが指摘するように「大都市のオフィス市場ではしばらく供給過剰が続くと見られ、賃料も横這いか下落することが予想される。これは特に上海で顕著だろう。だが上海は他の主要金融センターに比べオフィスの供給が圧倒的に少ないため、好立地のオフィスは、たとえ中央商業地区(CBD)や中心部のサブマーケットではなくても、今後も好調を維持するはず」だからだ。

### ジャカルタ

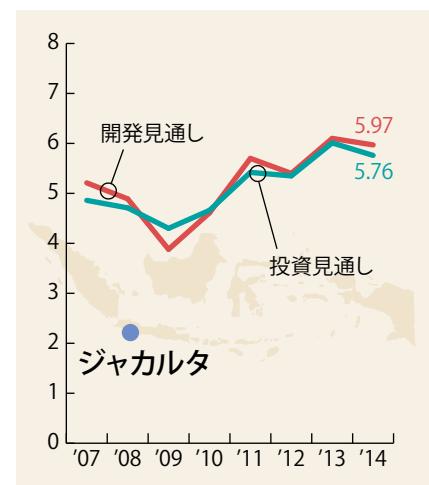
(投資見通し3位、開発見通し1位)

昨年の調査で意外にも投資見通しの第1位に輝いたジャカルタは、「昨年の結果は一時的なものにすぎない」との懐疑的な見方がある中で、今年は第3位となった。だが経験豊富なマーケットウォッチャーから見ると、ジャカルタの人気が高いのは謎である。ジャカルタはこれまでずっと投資の難しい市場だったからだ。

一言で言えば、ジャカルタ(ひいてはインドネシア)の印象は「総論では非常に魅力的だが実際に投資するのは難しい」というものだ。一方、優良オフィス物件の資本価値は引き続き増加しており、ジョンズ・ラング・ラサールによると2013年第2四半期には前四半期比10%増となった。また賃料は年初来で37%上昇し、アジアで最も高い伸び率となっている。これにはいろいろな理由がある。

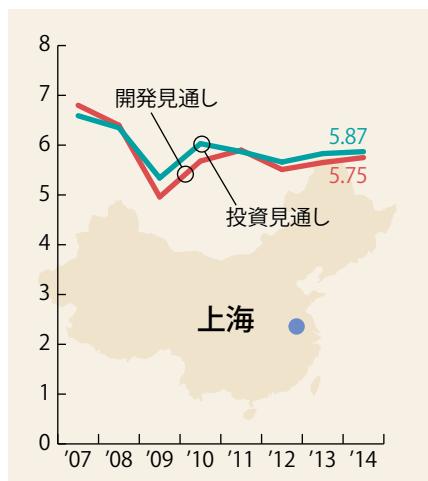
ジャカルタで新規供給されたオフィスは以前の物件に比べ質が高く、最近ジャカルタに進出した企業を中心に大きな需要が続いていることに加え、CBDでは今後の供給不足が予想されている。さらに、キャップレートは7.8%前後で、また最近の開発案件も利回りが高いと評判だが、これもジャカルタが引き続き開発見通しの第1位に選ばれている理由である。

しかし同時に、おなじみの問題が投資家を躊躇させている。市場の透明性が低く、権利の確立は困難で、国内企業や個人富裕層との競争も激しい。ジャカル



タ市場に投資して成功した外国人投資家はほとんどいないのが現実だが、だからといって断念したわけではない。インタビュー回答者によると、既存の所有者の中にはそうした投資需要に乗じて法外な値段で売却している者もいるという。

ある投資家は、ジャカルタや東南アジアの一部の新興市場が来年にかけて魅力を増す可能性を示唆したが、その理由は、2013年にアジアで見られたような資金の流出はこれらの市場に対し不相応な影響を与えると思われ、ひいては「不動産価格に対しても不相応な影響を与えがち」になるからだ。



## マニラ

(投資見通し4位、開発見通し8位)

マニラは今年の調査で順位を上げたが、これは経済が急成長していることに加え、アウトソース先(ビジネス・プロセス・アウトソーシングとバックオフィス)を求める多国籍企業からの人気が高まっており、また透明性の欠如やガバナンスに関する長年の問題が改善を見せたとの認識が広まっていることの結果である。

またフィリピンは人口の平均年齢が若く、海外で働くフィリピン人から大量の送金が行われ、欧米に親近感を持つ労働力を有するといった点もメリットになっている。

プライムオフィスビルの賃料は依然として世界金融危機以前の水準を大きく下回っているものの、年率5~8%上昇している。キャップレートは9~10%だ。昨年のオフィスの成約面積は40万平方メートルに達しており、需要は引き続き堅調で、ほぼすべての新築ビルが完成前に賃貸契約が結ばれている。

マニラにおける最近の投資は多くがフォート・ボニファシオなどのサブマーケットに集中しており、フォート・ボニファシオの空室率はわずか1%にすぎない。こうしたサブマーケットの賃料は数年前にはマカティ中心部の50%だったが、現在は80%にまで上昇している。ある投資家は「今後3年から5年以内に郊外の賃料は都心部の賃料を上回るだろう。都心部は常に洪水の危険に晒されているが、郊外はそうではないからだ」と述べた。

他の新興市場と同様に、マニラは投資先としては難しさがあるかもしれない。外国人による土地の所有権が法律で50%

未満に制限されていることや、国内に既に流動性が豊富に存在することなどがその理由である。そのためコア資産は見つけにくいが、オポチュニティック投資ではイールドスプレッドが350~400ベーシスポイントあれば、オペレーティング・キャッシュフロー(OCF)ベースで10%台半ばのリターンが期待できる。

## シドニー

(投資見通し5位、開発見通し11位)

オーストラリアのオフィス部門と商業施設部門のファンダメンタルズは、2013年前半に賃料が下落したことを受け「かなり弱い」状態が続いている。投資家は多くの面で懸念を抱いており、なかでも金融部門と鉱業部門の見通し、個人消費の見通し及び(少なくとも外国人投資家にとって)政治の見通しについての不安が大きい(ただし政治面では9月の総選挙の結果を受けて多少改善された可能性がある)。にもかかわらず、シドニーは引き続き外国の機関投資家や国内の投資家を惹きつけている。

例年同様、外国人投資家に強くアピールしているのは7~9%前後という(アジアの水準としては)高いキャップレートと、成熟して安定したオーストラリア市場、そして今後キャップレートが低下するという共通した予測である。過去数年間、国内投資家は外国ファンドほどには強気でなかつたが、2013年には投資を増やし始め、スーパー・アニュエーション(退職年金基金)が大量の蓄積資金を投入し、オーストラリアREITも資金の再投資を開始している。

その結果、シドニーのCBDのコアオフィス市場が現在「非常にタイト」になっており、多くの投資家は投資先として郊外市場

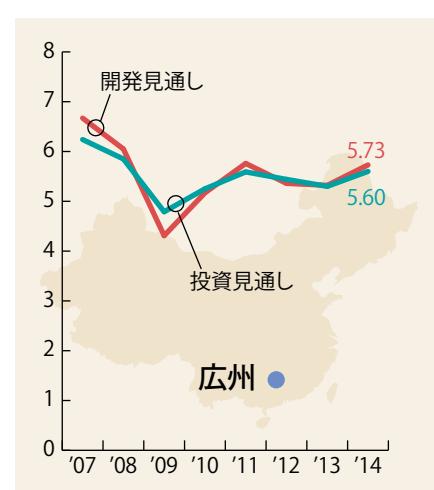
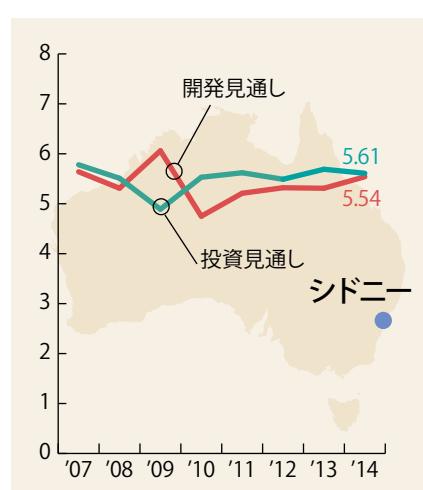
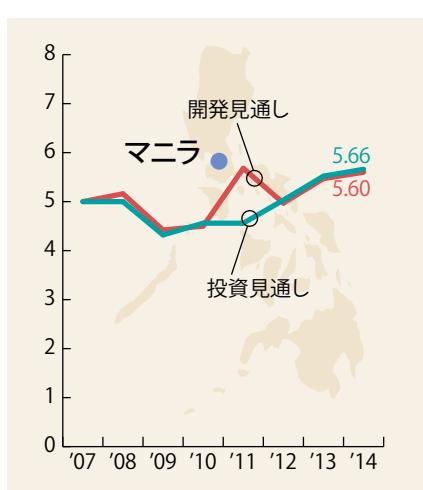
やセカンダリー資産に目を転じている。アジア(特に中国)からの流入資金もこうした機会を捉えよう活発な動きを見せており、一方、2012年に人気の高かつた産業施設は最近になってその輝きが失われた。

だが大半の銀行が合理化を完了し、また2016年まで新たな供給パイプラインが限られているため、投資家はシドニーのオフィス部門の見通しについて強気を保っている。一方、住宅部門は回復しており、入手可能性が引き続き課題となっているものの、アジア全域(中心はやはり中国)から膨大な量の資金が新たに流入して市場のハイエンドを狙っていることから「実際に需要がある」という。「週末のオーケションによる販売率や価格は上昇を始めており、土地や集合住宅は提示されるやいなや、たちまち売り切れとなっている」。

## 広州

(投資見通し6位、開発見通し5位)

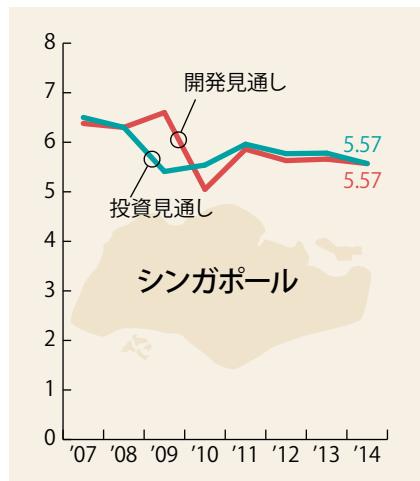
珠江デルタ地帯の都市は比較的低調な輸出部門へのエクスポート率が高いが、それを考えると広州が今年上位にランクインしたことは驚きである。広州の商業施設市場は「我々から見ると絶好調」だが、オフィス市場は「甚だしい供給過剰」になっており、年間の新規供給が成約を上回る状態が過去3年にわたり続いてきた。ジョーンズ・ラング・ラサールによると、2013年第2四半期のオフィス空室率は前四半期から4ポイント上昇し15%となった。賃料の伸びも勢いを失ったままだ。同時に、物件価格は2009年から約50%上昇しており、キャップレートは3.8%と過去最低水準に低下した。取引は引き続き活発に行われている。おそらくこれは、北京と上海における



商業用不動産の価格上昇に広州が追いつこうとしている結果だろう。ただし北京と上海の物件価格の方が依然としてはるかに高額だ。

住宅部門では、2008年以降で価格が2倍以上に上昇しており、公式統計によると2013年第3四半期には前年同期比20%増となっている。これは、広州が中国初の経済ハブの一つとして比較的裕福であるはずなのに、住宅価格は他のティアワン都市を常に下回っている事実が少なくとも理由の一つである。特に深圳近郊と比べると、ほぼ2分の1だ。過熱する住宅市場を抑えようとして地方政府はこれまで介入を繰り返してきたが、この状況は今後も続きそうだ。

ホテル部門については、広州で活動しているあるデベロッパーによると「高級ホテルが再び大幅な供給過剰になりつつあり、宿泊料に下方圧力が生じている」という。「問題は消費者需要がどうなっていくかだが、それを測るために広東フェア（広州で年2回開かれる大規模展示会）の様子を見てもここ1年ほどは軟調だ。これは世界経済の状態を反映しているのかもしれない。もしそうであるなら、世界経済と同様に今後回復するということだから、そうあって欲しい」。



### シンガポール

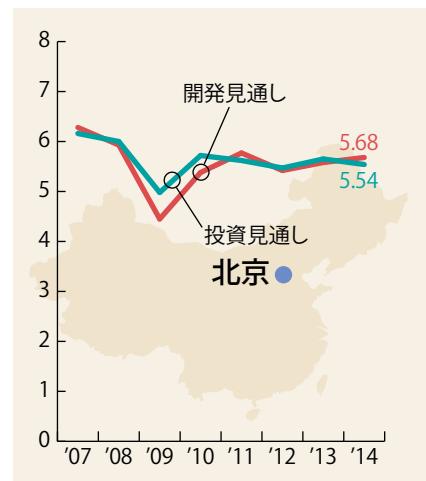
（投資見通し7位、開発見通し9位）

シンガポールの魅力はこの1年間で低下し、本調査でも定位置の上位3位から順位を落とした。だが投資家の見解は完全に分かれたままだ。

ある者は市場が供給過剰で、成長を続けるREIT部門からの流動性が溢れないと指摘する。それによって物件価格が上昇し、キャップレートが低下して、仮に金利が現在の2%を超えることになればもはや維持できないレベルになっている。シンガポールのあるファンドマネジャーは「キャップレートはレバレッジベースで計算されるが、たとえ3.5%から3%に低下しないとしても、今から5年後に物件を取得する際には金利が2%でなく4%になっているだろう。だから5年後のことを考えて投資しなければならないが、そうしている人はいない」と述べた。

一方、これとは異なる見方をする者もいる。シンガポールの別のファンドマネジャーは「相変わらず誤解があるが、シンガポールはあくまでアジアの宝石の一つだ。政治的・社会的インフラが盤石で、成長見込みも高い。今後、大量供給が予想されているが、1つのビルが完成しても次が完成するのは13カ月以上後になるという状況だ。賃料も直近の四半期に上昇している。政府がいつもの促進策を打ち出し、さらには土地の売却を再開すれば、次のビルが完成するのは4年後になるだろう」と語る。

足元では、新規供給が減少する一方、小規模オフィススペースに対する専門サービス部門の需要が高まっているため、空室率は6%前後に低下した。CBDにおけるオフィスビルの区分所有権の売買は、2013年前半には活発だったものの、政府の過



熱抑制策が効果を現し始め、現在では取引が減少している。

### 北京

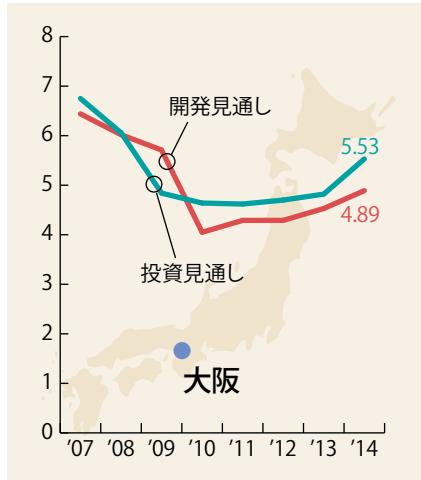
（投資見通し8位、開発見通し6位）

北京の商業施設市場は引き続き堅調だが、オフィス部門については、3年にわたり急上昇を続けた価格と賃料が2013年初頭から横ばいとなっている。だが空室率が低くパイプラインもおおむね抑制されているため、大幅に下落する可能性はほとんどないと思われる。

あるコンサルタントは「北京では特にオフィス市場において一部に深刻な供給過剰が見られる。だが、供給面積の大きさばかりが話題になるが、Bクラス、Cクラス、Dクラス物件が多く、優良物件もあるにはあるがティアワン都市ですら数が限られている」と述べた。

その上、北京を拠点とするデベロッパーによると「多くの国有企業が本社ビルを求めており、また世界中で投資を行っている大手保険会社も資金の一部を国内不動産に投じようとしていると思う。だから北京の状況が劇的に変わることはないだろう」とのことだ。

他の中国の都市と同様、北京は投資対象というよりも開発対象としての魅力の方が遥かに大きい。これは価格の上昇によって投資家がオポチュニティックな開発物件に目を向けていることの現れだろう。



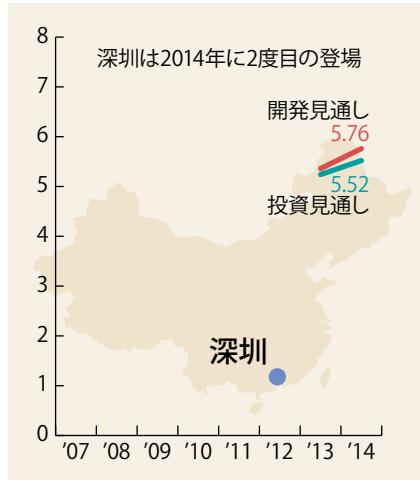
## 大阪

(投資見通し9位、開発見通し18位)  
大阪はここ数年、最下位かその付近で低迷していたが、昨年の本書で投資家が予測したように、2013年には目を見張る復活を遂げた。

ある投資家は「オフィス市場は過熱していると思う。今でも供給過剰問題が続いているが、この数年で少しづつ改善されつつあり、一直線に下落してきた賃料も既に底を打ったと期待したい。だから適切な物件を見つけることができれば有望な市場だと確信している」と述べた。

大阪の不動産キャップレートは2013年に6.5%から5.5%に低下し、今後もさらに低下すると予想されることから、買い手は東京と同様に取引機会を探している。大阪をはじめ日本の地方都市はこの1年間で見通しが改善しているが、これは競争が少なく価格も安い物件を求める投資家の資金が東京から地方都市に流出したことによるものだ。

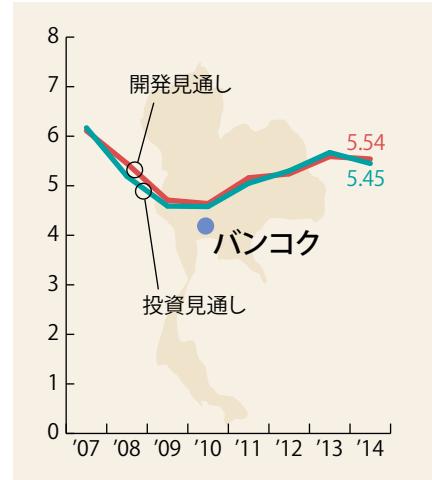
別の投資家は「大阪では経済の活性化が非常にうまくいっており、行政のインフラ整備によって人口の純移動もプラスに転じた。営業費用も東京をはるかに下回っている。オフィスは供給面でやや疑問が残るが、特に住宅と商業施設は見込みが高いだろう」と述べた。



## 深圳

(投資見通し10位、開発見通し3位)  
深圳の不動産市場は価格変動が大きいことで知られているが、2013年は新規供給や成約が少なかったため比較的落ち着いている。中国では2013年上半期にオフィス賃料が(若干の)上昇を見せた市場はごく限られているが、深圳はその一つである。同様に住宅部門も在庫水準が低く、それが今年前半の市場を支え、また第3四半期に住宅価格が前年同期比20%強上昇した原因となったと思われる。

深圳が今年の調査で開発見通しの順位を大きく上げた(11位から4位に躍進)のは印象的だったが、今後数年間に大量の新規供給が見込まれることから、従来の不動産資産との関連で見通しが高まったとは考えにくい。おそらく、深圳市が金融自由化・自由貿易の実験として新たに前海金融特区を設立したことが原因だろう。同特区では延床面積約400万平方メートルの開発が計画されているが、まだほとんどが白紙状態である。今後、香港に拠点を置いている企業や中国南部の企業とのビジネスが行われていくものと予想される。同特区が設立されるやいなや付近の不動産価格が高騰したが、これは近くの香港や広州の投資家がこの「珠江デルタ地域のマンハッタン」によって深圳の不動産市場が勢いづくと見込んだためだ。この期待が満たされるかどうかはまだわからない。



## バンコク

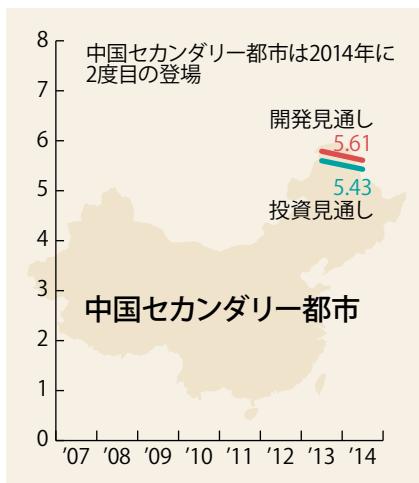
(投資見通し11位、開発見通し12位)

投資家はバンコクについて、新興市場を除くアジア市場の中では比較的競争が少なくリターンも高いと見ており、今年のインタビューではバンコクへの言及が以前より増えた。

ある投資家は「バンコクは投資資金がそれほど集中していないため、コアの不動産部門で優れた機会が見つかるかもしれない。もちろんリスクは多いが、魅力的な機会もあるはずだ」と指摘する。投資可能な物件は極めて少ないが、バンコクのプライムオフィスの価格と賃料は上昇を続けており、空室率も過去3年にわたり下落傾向を見せている。

それでも、タイは従来から外国人投資家が入り込みにくい市場と考えられている。ある投資家は「ここでは物事を速やかに進めることができ極めて困難だ。手続が複雑で外国人の所有比率に対する規制も厳しく、インドネシアやフィリピンに比べて舵取りが難しい」と述べた。

外国人投資家はバンコクの事業用不動産よりも海岸沿いのリゾート市場を好む傾向にある。そうしたリゾート市場では事業用不動産とは異なる運用スキルが求められるが、国際ファンドはこちらの方がやりやすいと考えるのかもしれない。だが、この部門で経験を有するある投資家によると「この市場はいくらか建設過剰であるところが多い」という。



### 中国セカンダリー都市

(投資見通し12位、開発見通し7位)

以前には、中国セカンダリー都市に対する投資家の見方は、過密で価格も割高と思われるティアワン都市からの避難先というものだった。だが、セカンダリー都市に参入する投資家が増加するにつれ新たなリスクや投資運用の難しさが明らかとなり、中には投資を見直す者も出てきている。経済状況は都市によって異なるものの、これらの市場に共通しているのは供給過剰という問題である。

ある外国人デベロッパーは「例えば、成都は大幅な供給過剰となっているが、過剰供給は一部の部門で起きているだけかもしれない、一般化するのは難しい。だから『成都のようなところは避けよう』という態度は危険だ」と語る。「成都の中でも立地が適切であれば、通常やっていることをやる限り問題はないはずだ」。また別のデベロッパーも立地こそ重要だと指摘する。「適切な立地を見つけることが鍵を握る。とはいっても土地を手に入れるのは簡単ではないが」。

だが同時に、これらの市場では利回りが大きく、長期的には多くのセカンダリー都市で構造的な変化が起こり、ティアワン都市を上回る成長も可能になるだろう。ティアワン都市では将来の成長見込みが既に大幅にディスカウントされているからだ。ある投資家は「例えば出稼ぎ労働者についてもそう言える。以前なら四川省の労働者は沿岸部の大都市に流入していたが、現在では故郷にできるだけ近い場所に留まろうとしている。そのため沿岸部の都市では賃金が上昇しており、また需要の一部が故郷、即ち四川省に移りつつある」と述べた。

### メルボルン

(投資見通し13位、開発見通し16位)

シドニー同様、メルボルン市場のファンダメンタルズは最近悪化している。2013年には新規床需要がマイナスとなり、賃料も過去2年にわたって下落を続けている。大量の新規供給がパイプライン上にあり、特に再開発が行われたドックランズ地区で顕著だ。

だがやはりシドニー同様、ファンダメンタルズが不調だからといって価格の上昇が止まったわけではない。数が減りつつある資産を巡って外国の機関投資家や国内のファンドが競争を繰り広げているためだ。あるインタビュー回答者は「最近メルボルンでいくつか大きな取引があったが、驚いたのはそのキャップレートが極めて低かったことだ」と述べた。

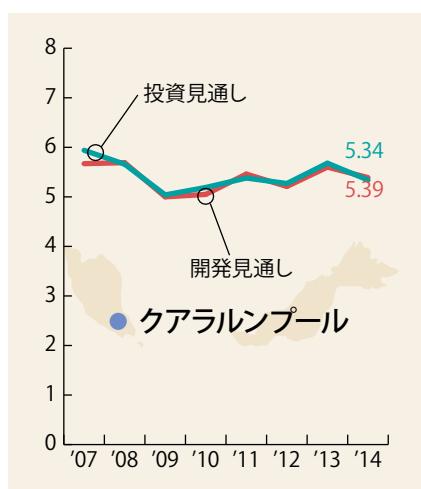
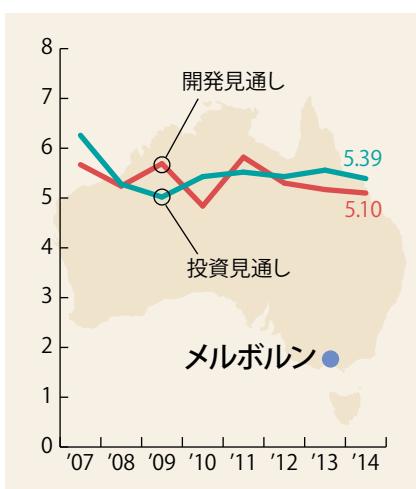
また、他のアジア市場と同様に物件が不足していることから、投資家は他の解決策に向かっている。まず、メルボルン中心部から少し外れた場所や郊外に位置する好立地のBクラスビルの人気が高まっている。次に、全般的に供給過剰であるにもかかわらず、開発リスクを取ろうとする投資家が増えている。「メルボルンでは、交通アクセスがあまり良くないドックランズ地区を避け、コリンストリート沿いの伝統的な地域の開発プロジェクトに高い関心を示す投資家が多い」。今後も需給状況は改善せず、賃料の上昇は見られないだろう。オーストラリアのプライム資産に投資を諦める外国人投資家の流入がすぐには止まりそうにないため、キャップレートの低下傾向が続くものと思われる。

### クアラルンプール

(投資見通し14位、開発見通し14位)

今年、クアラルンプールは投資見通しの順位を昨年の5位から大きく落としたが、これは大量供給が主因となっている。オフィスの空室率は2012年の20%超からは低下したもの、依然として約18%という高さだ。商業施設も同様に建設過剰で、特に郊外において過剰が見られる。郊外の既存物件は古くてデザインの悪いものが多い。現在、クアラルンプールのCBDの物件価格は2008年のピークから約25~30%下がっており、既存ストックの大半が築年数の経ったものであるため、キャップレートは2008年の約5.5%から上昇し、現在は6.5~7.0%の水準にある。そのためシンガポールREITのようなオフショアの機関投資家にとって魅力的な取得先となりつつある。

パイプライン上の新規供給が減少しているのはプラスの要素だが、最近の建築案件、特に高級住宅プロジェクトでは投機的な側面が見られる。あるファンドマネジャーは「当社は前回のサイクルに住宅投資を行い、これはうまく行ったが、今ではデベロッパーが建築過剰で大量の在庫を抱えている」と指摘する。また別のファンドマネジャーも「住宅部門は主要地域以外では建築過剰となっている。先日クアラルンプールに行ったが、空室となっている住宅棟があちこちに見られた。そうした物件が投資家に売られている」と述べた。



クアラルンプールのメリットの一つは「シンガポールとは異なり、市場が非常に軟調なことだろう。外国投資家はあまりおらず、国内プレーヤーばかりだ」。これに対しシンガポールとの国境に近いマレーシア南部のイスカンダル経済特区とジョホールバル市は、汎アジアの投資家の間で人気の投資先となっている。特に、住宅開発を積極的に進めていた中国人デベロッパーの関心が高い。ジョホールバルの市場もバブルの様相を呈しており、建設中のストックの大半が中国本土やアジアの買い手に先行販売されている。

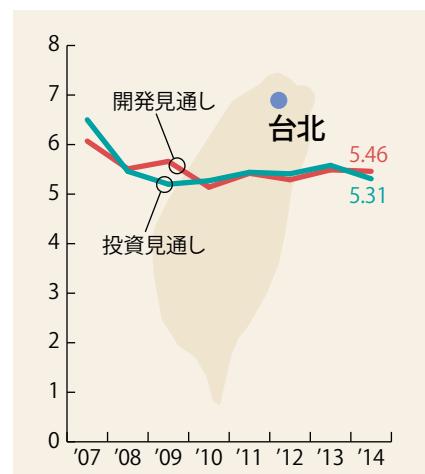
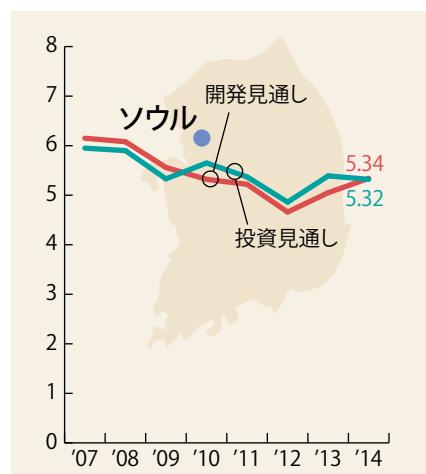
一方、マレーシアREITは2013年も引き続き高値で取引されている。あるファンドマネジャーによれば「現地通貨の投資先がほかにないから」というのがその主な理由だという。

### ソウル

(投資見通し15位、開発見通し15位)

今年の調査では、韓国市場に関心を示したインター回答者もいくらかいたが、これまでと同様、実際に投資を行うのは困難だとしている。韓国は不動産に関して非常に閉鎖的だが、これは文化的な要因や適切な資産の不足に加え、国内機関投資家（特に年金基金）が大量の資金を抱え、国内の不動産資産への投資では処理しきれないほどになっていることも一因である。韓国のあるファンドマネジャーが指摘するように「外国ファンドは韓国への投資を嫌がっているのではなく、利回りの点で国内投資家に太刀打ちできず、また韓国市場には機会がないからだ」。事業用不動産のキャップレートは約5%が一般的だが、2013年には約50ベーシスポイント低下した。

とはいえ、一握りではあるものの投資を行って成功を収めている外国人投資家もいる。ただし現地プレーヤーとの関係を有利に活用することができた結果であることが多い。ある韓国人投資家は、既にコア市場には参入の余地がないため、関心のある投資家にとっては十分に活用されていない物件や使い尽くされた物件に焦点を当てたバリューアップ投資が最良の選択肢だと示唆する。「区分所有権で売却される物件もあるため権利関係の問題が発生する可能性があるが、国内の機関投資家でこうした投資を狙っているところはない。だから約10～15%のリターンを手にすることも可能だろう」。



オポチュニティック投資については、ある外国人ファンドマネジャーが指摘するように「もはやその時期ではない。世界金融危機の後に買っておくべきだった。過去一年ほどの間に外国ファンドによる取引が数件行われたが、売りに出された資産は外国ファンドが保有していた物件で、市場のピーク時に購入した後で権利を失ったものだった。もはや彼らの権利は消え去り、建物を1ドルで買うこともできるだろうが、1ドルで50セント稼げたとしても意味がない。だから取引があるとしても極めて難しい取引だ」。

### 台北

(投資見通し16位、開発見通し13位)

2011年から2012年にかけて台湾の保険会社が国内の不動産資産を積極的に取得した。これは今年まで外国資産への投資を制限されていたことも理由の一つだ。その結果、価格の上昇に拍車がかかり、過熱した市場を冷ますために政府が追加措置を講じるまで上昇が続いた。CBREによると、台湾のキャップレートはわずか2.2%とアジアで最低の水準になっている。2013年には市場が沈静化したが、中国本土からの観光需要が引き続き旺盛なため、商業施設やホスピタリティ施設に対する関心は高い。

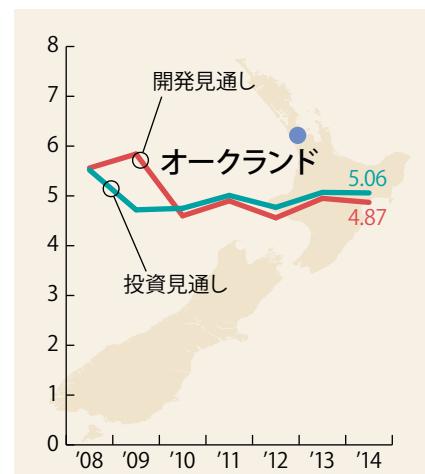
2013年の大半において国内投資家が市場の大勢を占め、CBREによると総投資額の約半分が国内投資家によるものだった。ここ数年、新規供給がほとんどなかつたため、空室率は8%前後に低下したが、竣工物件が増えており再び上昇するものと見られる。

### オークランド

(投資見通し17位、開発見通し19位)

ニュージーランドでは最近、全資産クラスにわたって価格が大幅に上昇した。ジョンズラングラサールによると、プライムオフィス部門では景気が回復する中、堅調な需要、低い借入コストと需給の逼迫により、2013年に物件価格が13%強上昇した。キャップレートは7.9%となっている。一方、賃料は2013年上半期に前年比で6.5%上昇した。

さらに、経済協力開発機構（OECD）によると、住宅価格が高騰した結果、ニュージーランドは世界で最も割高な住宅市場の一つとなっている。住宅価格の上昇率が年平均13%に達しているため、ニュージーランド政府は2013年10月に、銀行による高レバレッジ低金利の住宅ローンを制限した。政府は金利の上昇によってNZドル高が進むのを懸念し利上げに消極的であることから、不動産価格に対する上昇圧力が中期的に継続するだろう。



## 香港

## (投資見通し18位、開発見通し10位)

香港では住宅価格が高騰し、キャップレートがアジアで最低水準にあることから住宅市場と事業用不動産市場に対する投資家の関心が薄れ、投資見通しのランキングが2011年以降低迷している。住宅価格の高騰については、政府が2013年初頭に導入した新たなマクロプルーデンス規制によって抑制された。この規制には住宅取引に対する新たな課税などが盛り込まれている。その結果、価格の低下はわずかなものにとどまつたが、国内・国外（特に中国本土）の投機家が他のアジア市場や欧米市場に移ったことから、取引高は急落している。

事業用不動産については、CBDのプライムオフィスに対する需要が低迷している。金融部門の需要が落ち込み、またテナントが中心部から離れたビジネス地区（香港島もしくは九龍東の新開発地域）に移動しているためだ。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、2013年第3四半期のCBDの平均実効賃料は2年前のピークから20%低下している。

最近、国際ファンドが香港を迂回する場合が多いが、それには様々な理由がある。まず、政府が導入した過熱抑制策は業務用不動産にも初めて適用されたが、それによって業務用不動産の印紙税が2倍に引き上げられた。次に、キャップレートはいくらか上昇したかもしれないが、依然として3%台であり、アジアの基準からいってもかなり低い。さらに、香港ドルが米ドルに連動しているため、香港は特に金利の上昇の影響を受けやすいと考えられている（2014年には金利の引き上げが

行われると予想されている）。インタビュー回答者の大半は、事業用不動産部門と住宅部門で2014年に価格が下落する可能性が高いと指摘した。

## ホーチミンシティ

## (投資見通し19位、開発見通し20位)

過去2年にわたり、ベトナム市場は経済運営の失敗に加え、倒産と不良債権が大量に発生する見込みとなつたため大きな打撃を受けた。経済運営の舵取りを誤った結果、2012年にはインフレ率が23%もの高さに達した。また国営銀行が適切な与信審査を行わずに無担保で多額の融資を行つた（その多くは不動産部門向け）ことから、多数の企業が倒産するとともに大量の不良債権が発生すると考えられている。

とはいえたが、回答者の間では、これらの問題が最悪の時期を過ぎたと思われ、今こそカウンターシクリカルな投資を始めるタイミングではないかとの声が多く聞かれた。一つには、ベトナムでは投資可能なストックが大幅に不足していることが挙げられる。不動産業界団体であるアジア太平洋不動産協会（APREA）が最近実施した調査によると、ベトナムの投資適格不動産のストックはアジアで最低の水準だという。下から二番目のフィリピンでさえ投資適格不動産は480億米ドルあり、ベトナムの210億米ドルはその半分以下となつていて。だがAPREAの報告書では、2021年には650億米ドルに拡大すると予想している。そのため、オフィスの供給は需要の拡大になかなか追いつかない状況だ。

また、金価格と金利が共に下がっており（預金利率は2年前の17%をピークに低下し現在は8.4%）、住宅がこれまで以上に魅力的な投資先となっている。さらに、

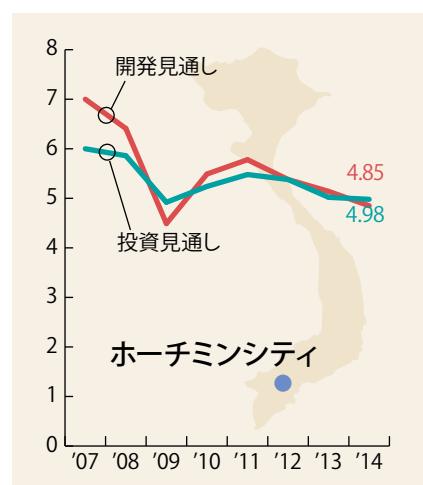
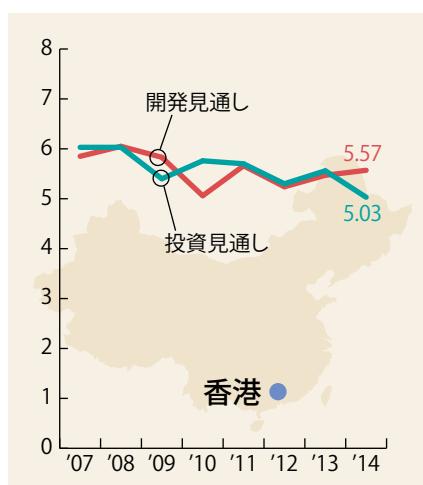
製造業に対する外国投資が増加していることから、購買力が高まり（よって商業施設部門の需要が高まり）、工業団地や工場の開発のニーズも増大している。現在、最も高い関心を示しているのは、長らくベトナムで積極的に投資を行つてきた日本人投資家のようなだ。

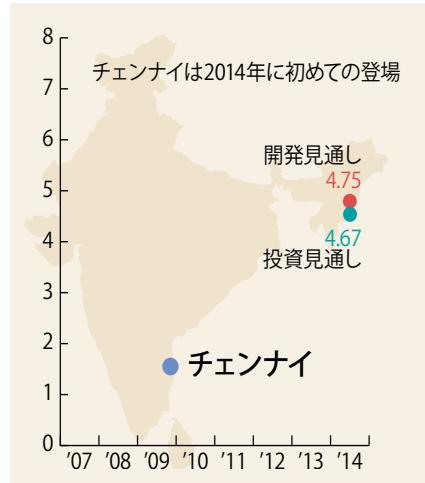
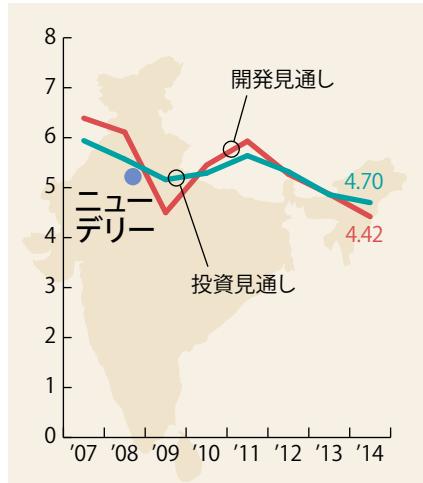
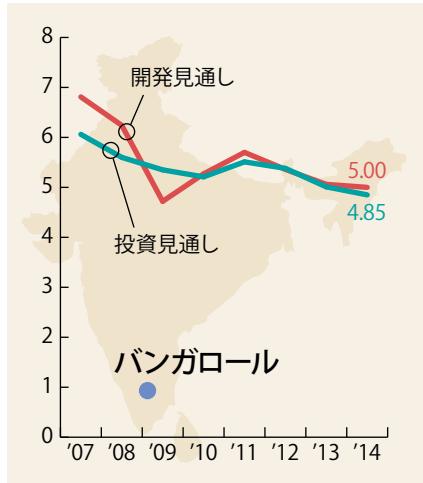
## バンガロール

## (投資見通し20位、開発見通し17位)

今年の調査でインドの4都市はランキングの下位に低迷したが、これは経済問題が続いていることや、今年半ばにルピーが急落したのを受け通貨の先行きが不透明になったこと、さらには投資環境が国際投資家にとって好ましくないものと幅広く考えられていることの結果である。しかし関心は依然として高い。近く総選挙が予定されており、また政府が外国投資を受け入れる方向に向かうのではないかとする見方がインド国内にあるため、多くの外国ファンダムが成行きを見守っている。

バンガロールは重要なIT/BPOセンターであるため、インドが現在抱える問題からはある程度切り離されている。上述のルピーの下落についても、バンガロールに拠点を置く外資系サービス会社にとっては米ドルベースのコストの低下につながるため、そうした会社の数を考えると、むしろバンガロールの見通しを高める可能性がある。そのため外国人投資家によるバンガロール市場への参入が続いており、オポチュニティックファンドが現地デベロッパーと提携して物件を取得している。





バンガロールを拠点とするあるコンサルタントは「[外国人] プレーヤーが [現地] デベロッパーにコミットする資金が増えつつある。その意図はプラットフォームを構築し、未開発地域や部分的開発物件の取得と開発、さらには価格が適切で安定的な入居契約のある収益不動産を取得することにある。IT関連の物件を運用して目標とするIRR (内部収益率) を生み出そうというわけだ」と述べた。おそらくこれが開発見通しでバンガロールの順位が若干上昇した理由だろう。

市場では引き続き需要が堅調で、ジョーンズラングラサールによると空室率は2%前後で推移している。賃料は安定しており、物件価格は緩やかな上昇を続けており。既存のITパークの一部では供給がタイト化しつつあり、新規需要に対応するためバンガロール市外（特に北部地域）で施設を拡張する必要に迫られている。

**ニューデリー**  
**（投資見通し21位、開発見通し22位）**  
 ニューデリーの賃料と物件価格は2009年に底を打って以降緩やかに上昇しているが、依然として世界金融危機以前の水準を大きく下回っている。2013年には大量の新築オフィスが市場に投入され、ジョーンズラング ラサールによると空室率は約27%に急上昇した。

だが現状では、ニューデリーの投資機会は事業用不動産よりも住宅において多く見られる。最近、地方政府が新たな指針を発表し、老朽化した産業施設をサービスアパートなどに転換することが認められることもこの傾向を強めている。

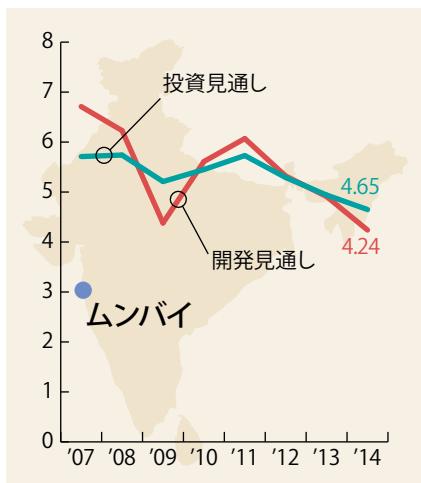
さらに、デリー・ムンバイ間産業大動脈の建設工事が続いている。これはデリーとムンバイ間にまたがる1,000km超の開発地区だ。あるインタビュー回答者は「2007年から2008年のITブームの後、両市の中間に位置する製造業への注力が薄れたが、過去数年間に製造業が勢いを得て、大規模な製造施設がいくつか建設され生産活動が活発に行われている。そこに機関投資家が注目し始めているのだ」と指摘する。

**チェンナイ**  
**（投資見通し22位、開発見通し21位）**  
 チェンナイのデベロッパーはニューデリー・ムンバイのデベロッパーよりもリスク回避傾向が比較的強く、そのために物件が小規模でボラティリティが低く期待利回りも低いという、コア主体のベーシックな市場となっている。

あるインタビュー回答者は「チェンナイは安定性が高くエンドユーザー主導型の市場だ。ニューデリーでは、500室のマンションを分譲して竣工前の時点で200戸も販売できなければ、プロジェクトは失敗したとされるだろう。だがチェンナイなら、建物が少なくとも地上5階部分まで完成しなれば200戸も売ることはできない」と語る。

昨年までは、チェンナイの投資の大半が住宅市場で行われていたが、最近では「すでに収益を生み出している資産への投資が増えている。本来、チェンナイは金額に見合った価値を求める投資家の市場だったのだが」。現在、市場は国内投資家が多数を占めており、多国籍企業が入居する物件を機関投資家が減価償却後の再調達価格を下回る金額で取得している。

チェンナイは産業施設／物流施設部門でも有望である。インドの自動車メーカーは国内拠点の拡大を図っているが、物流市場は依然として十分に開拓されていない。その結果「需要の牽引役が現れつつあり、チェンナイでは今後数年間に産業施設や物流施設に対する大きな需要が生まれるだろう」。



### ムンバイ

(投資見通し23位、開発見通し23位)  
ムンバイの状況はニューデリーと似ている。事業用不動産の価格と賃料は引き続き底値圏にとどまっており、空室率も24%前後と全体的に高止まりし、景気が低迷しているため市場を活性化させるような新規事業も生まれていない。

ムンバイではルピーの下落によってリスクが高まり投資家が撤退に向かい、2013年半ばまでに外国人投資家が関与する複数の大規模開発投資が中止となつた。2013年に市場に供給される予定の大量のオフィスストックがパイプライン上にあり、これも事態を悪化させている。また、2013年第1四半期にムンバイで数件の有担保上位ローンの返済に関する問題が起き、デフォルトの発生寸前となつたことも、本調査のランキングにおけるムンバイの地位に悪影響を与えたと思われるが、第2四半期には問題が解決し返済も再開している。

ニューデリーと同様、「事業用不動産は相変わらず投資が難しい分野だが、住宅投資は引き続きうまくいっている」。そのため2013年には機関投資家が出資する大型の住宅プロジェクトに関して大規模な土地取引が数件行われた。ムンバイのあるコンサルタントが述べたように「投資は主に有担保上位債権の形で行われる。ここではすべてまとめて建設許可も下り、総戸数の25~30%が売約済みといった案件が好まれる。」

図表 3-4  
主要事業用不動産タイプ別 2014年の見通し



## 不動産タイプの見通し

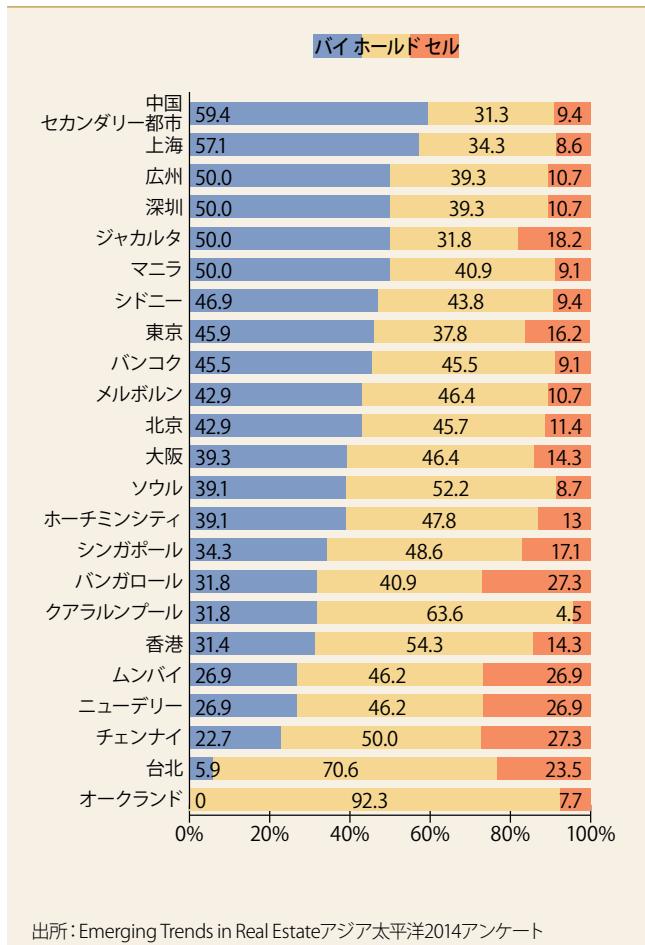
### 産業施設／物流施設部門

産業施設／物流施設は昨年に続き今回の Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版の調査でも投資家人気が最も高い部門となった。また、昨年から投資家心理が改善した唯一の部門である。

物流施設はもはやニッチ市場でないと言えるだろうが、アジアの投資家がチエックすべき点がたくさんある。他部門への投資に比べキャップレートが遙かに高いほか、ある程度の専門性が必要なため能力の高い投資家は現地の競争相手と差別化が可能だ。

また、絶対量においても、あるいはアジアの製造業が利用を増やしているサードパーティロジスティクス(3PL)のような先進的物流施設との関連においても、構造的に大きな供給不足となっている。さらに、アジアの消費者の支出(特にインターネットによる物品の購入)により新たな需要が生まれており、それによってポジショニングや設備が適切な物件に対する追加需要が創出されている。大半の投資家にとって問題は、長らく専門家に独占されてきた業界で足場を固めることである。

図表 3-5  
都市別 産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨

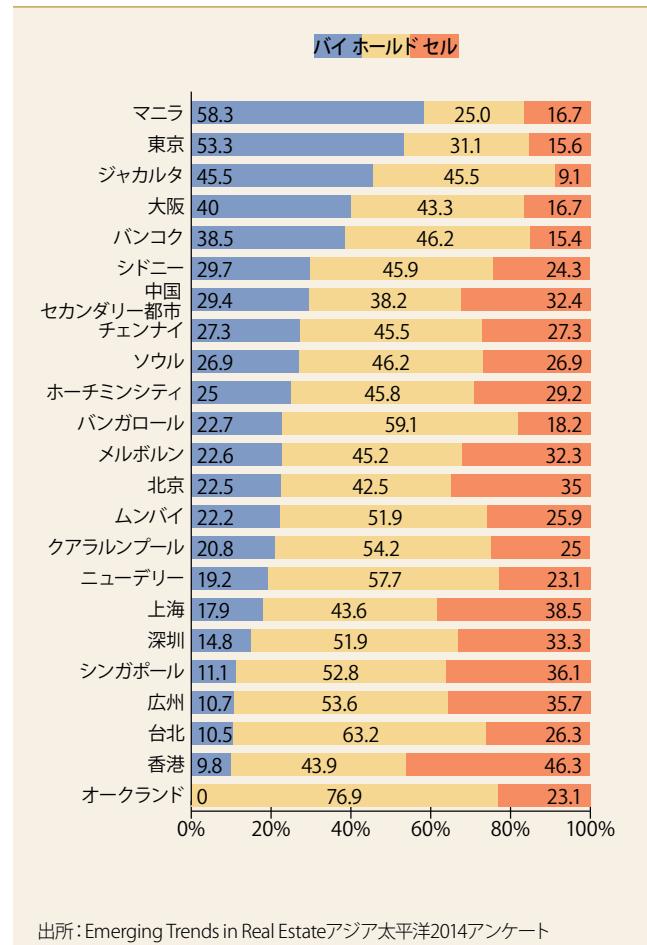


出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2014アンケート

**最善の策:バイ／セルの推奨**で中国のセカンダリー都市が上海、広州、深圳を僅差で押さえ2年連続でトップとなり、回答者の約60%が取得を推奨した。

これは中国においてインターネット販売が急増していることの反映であることも確かだが、沿岸都市から内陸都市へと製造施設のシフトが続いていることも合わせて考えると、現在の施設では不十分であることを強く示している。にもかかわらず、この部門に実際に投資し成功を収めるのは難しい。ある投資家が言うように「立地が良く評価の高い土地の場合、競争相手が非常に多く、またそうした土地を巡る物流プロバイダー間の競争も極めて激しいだろう。実に複雑な市場であり、競争が激しいため、大きなリターンを手にすることはできない」。だが現実には、産業施設／物流施設への投資はアジアの多くの市場で人気がある。特に日本ではこの2年間に物流関連の大規模な取引が数件行われており、2011年の東日本大震災以降、投資家は新たな物流施設の開発を続けている。

図表 3-6  
都市別 賃貸集合住宅のバイ／ホールド／セルの推奨



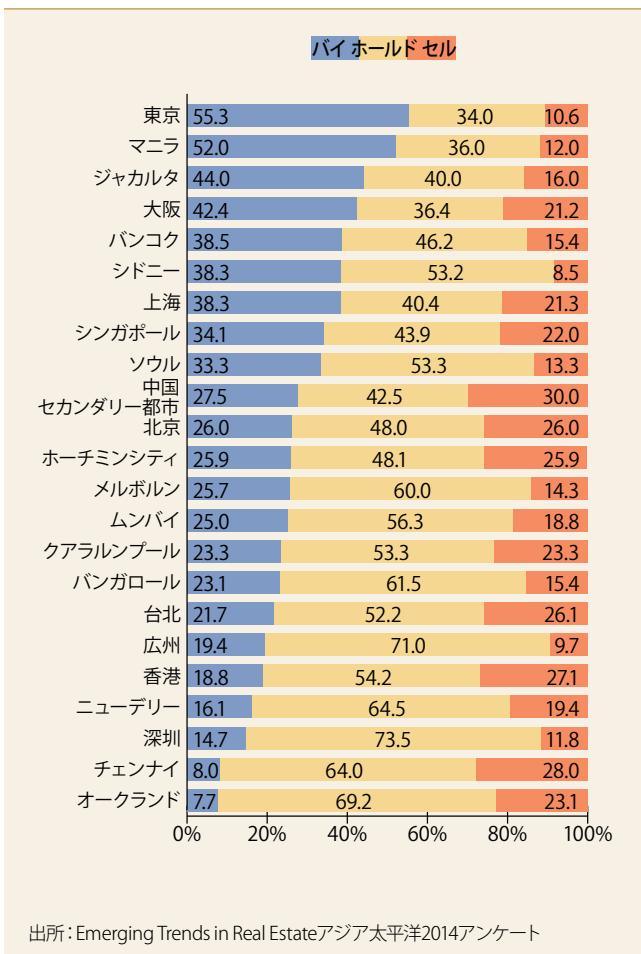
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2014アンケート

## 住宅部門

住宅投資はその自己流動的な性質により、長らくアジアの投資家に好まれてきたが、いくつかの理由により以前ほど人気がなくなっているようだ。

まず、多くのアジア市場では価格が非常に高い。次に、かなり近い将来に金利が上昇する可能性があることから、住宅ローンが借りにくくなる。さらに、アジアのいくつかの市場で、政府が価格上昇を抑えるために実施しているマクロプレーデンス政策が引き続き影響を与えている。あるファンドマネジャーは「政府が関与してくるため、投資家はアジアの住宅に対して少し神経質になっているようだ」と指摘する。政府の関与へのエクスポートヤーが特に高いと思われる市場としては、少なくとも中国本土のほか、香港、シンガポール、台北、ニュージーランドが挙げられる。中国本土では市場の鎮静化を図って3年間にわたり政府が規制を加えたものの、2013年に再び住宅価格が高騰し始めた。以上のことから、住宅投資は大半ではないにせよ多くの市場で減少に向かうようだ。

図表 3-7  
都市別 オフィス物件のバイ／ホールド／セルの推奨



**最善の策:** その一方で、住宅部門ではマニラが最も有望な投資先に選ばれている。マニラは人口が若く、経済が成長しており、空室率が低く、進出している多国籍企業の海外駐在員が多い。

また東京の住宅部門に関心を寄せる投資家も多い。これはアベノミクスによって物価上昇が見込まれるため、日本が2014年の投資ターゲットになったことも一因だ。オフィス部門は資産を巡る国内投資家との競争が激しく、また供給過剰の懸念もあるため参入が難しいことから、住宅資産は多くの外国人投資家にとって市場に入り込むための一番の手段となっている。

## オフィス部門

基本的にオフィス部門の人気は続いているが、実際には明白な問題のために痛手を受けている。つまり、特にコア資産について、同一の取引に向かう投資資金が多すぎ競争が熾烈になっているという問題だ。ある投資家が指摘するように「特定の市場に資金が集まりすぎ、流動性が高すぎる。だが外国ファンドは資金が余っていてそれを運用しなければならないため、依然として投資を行っている」。その結果、多くの都市でキャップレートが低下し、金利の上昇により現在の価格水準で設定した取引の可能性が損なわれる恐れのある環境において多くの投資家（特に外国ファンド）がもはや耐えられない水準にまで下がっている。2013年の注目的は日本とオーストラリアで、CBREによると第3四半期におけるアジアの総投資額の約半分を両国が占めた。

**最善の策:** 住宅部門と同様、オフィス部門でもマニラの人気が高く、多くの投資家にとってその理由も住宅部門と同様である。すなわち、経済が力強く、外国企業が多数進出しており、それが経済の成長をさらに促していることだ。また、マニラのプライムオフィスのキャップレートは平均約10%と、アジアの中で最も高い水準にある。前回に1位となったジャカルタは今回も高い人気を維持している。一方、数年にわたり下位を低迷していた大阪が再浮上したことでも注目に値する。

今年の調査では、上位が東京を除きセカンダリー市場で占められたことは驚きだが、投資家が従来の市場に代わる投資先を強く求めていることが分かる。他の選択肢の一つは、確立された市場でこれまでより高いリスクを取ることだ。そのためインタビュー回答者はオーストラリア、日本と中国において開発投資、Bクラス資産の取得や郊外への投資を行うことに高い意欲を示した。

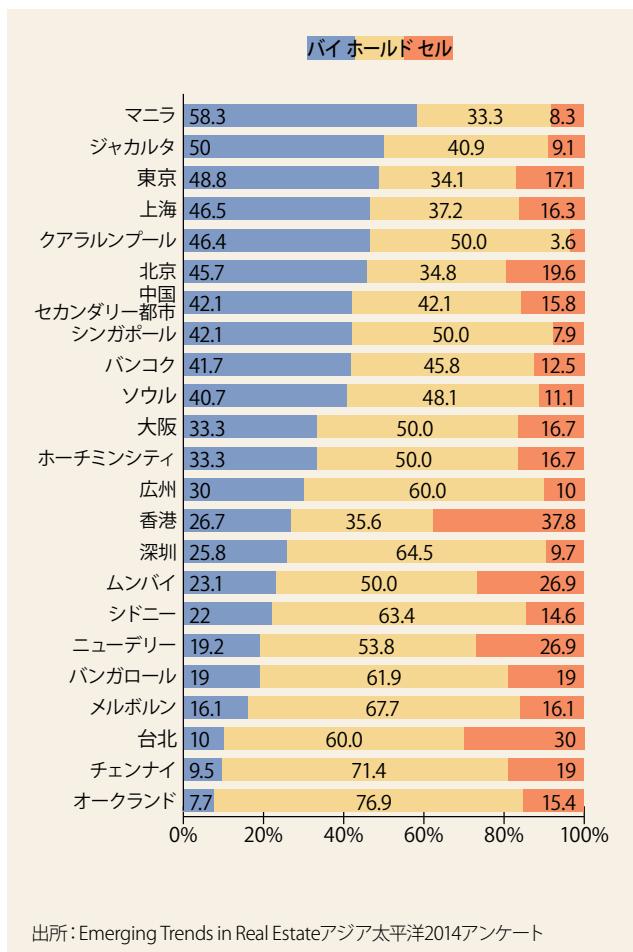
## 商業施設部門

アジアの投資家にとって消費者に関連した投資は引き続き基本的なテーマとなっている。そのため、現在の外国人投資家の中心勢力である大手オポチュニティックファンドが主な対象とする分野に商業施設が入っているのも偶然ではない。そこに共通するテーマはあるデベロッパーが示したように、投資が「都市化によって消費が高まり、その消費需要が生み出す需要、いわばサステナブルな需要に向かっている」ということだ。

とはいっても一部の市場では、商業施設部門にプレーヤーが集中し過ぎているのではないかとの疑問が生じている。例えば中国では、セカンダリー都市やターシャリー都市で商業施設プロジェクトが爆発的に増えているが、これらの市場の需要を満たして余りあるため、失敗するものが出てくる可能性が高い。そのため、立地がこれまで以上に重要となる。

ある商業施設デベロッパーは「セカンドティア都市あるいはサードティア都市では、都心にコアな一等地があり、郊外やニュータウンにも見込みの高い立地があるが、後者にはリスクがある。十分に開発されておらず、どこかの段階で見込みが変わる可能性もあり、供給過剰に対して非常に弱いためだ。だがサードティア都市でも一等地のコアなショッピング地域があり、そうしたコア地域で敷地を見つけ、すべての基準を満たすことができれば問題ないだろう」と述べた。

図表 3-8  
都市別 商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨



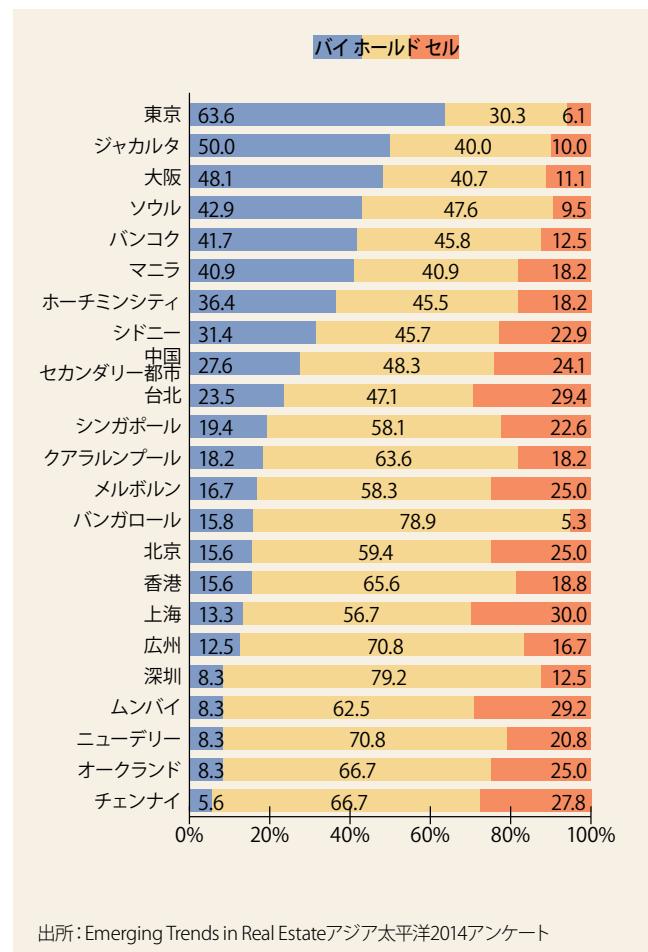
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2014アンケート

**最善の策:**マニラは住宅部門やオフィス部門と同様に商業施設部門でも人気が高く、ジャカルタの新興市場、東京（アベノミクス効果）、上海がこれに続いている。2位グループの中では商業施設の投資先としては、上海が最初に思い浮かぶだろう。ここでもまた、普通なら投資対象範囲の端にあるような多くの市場が脚光を浴びており、主流から外れたところで利回りを求めるとする投資家の願望が表れている。

## ホテル部門

現在のアジア市場では、ホテルは総じて堅実な投資対象と捉えられている。キャップレートが標準を上回っていることやアジアで観光客（特に中国の観光客）が急増していることもその一因だ。ホテル部門に投資するあるファンドマネジャーは「ホテルではアジアで拡大する中産階級の取り込みが大きなテーマであり、LCC（格安航空会社）の増加によって来訪者数も大きく変わった。LCCのマーケットシェアは5%程度から28%にまで拡大している。そのためアジアの近隣諸国からの旅行者が増え、リゾート地の一部には事業の季節性にも大きな変化が現れている」と指摘する。

図表 3-9  
都市別 ホテル物件のバイ／ホールド／セルの推奨



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2014アンケート

**最善の策:**ホテル部門では東京が圧倒的な人気となった。これはある程度は日本のマクロ経済の展望によるものだが、日本がオリンピック開催地に決まつたことの影響の方が大きいと思われ、それによってホテル部門に対し不合理とも思われる投資が行われている。東京のある投資家は「最近東京でホテルの取引が数件あったが、価格から見ると、オリンピックに賭けた投資だと思われる。だが2020年のわずか30日間のためのプレミアムとして、どれほどの価値があるだろうか」と疑問を投げかける。東京以外では、ジャカルタが再び高い人気を集めた。

# インタビュー回答者一覧

Abacus Property Group Natalia Chatalova Gavin Lechem	CFS Global Asset Management Michael Gorman Charles Moore	Investa Property Group Campbell Hanan
AD Investment Management Co. Ltd. Kenji Kousaka	Challenger Financial Services Group Trent Alston	Japan REIT Advisors Co., Ltd. Kenichiro Oikawa
AEW David H. Schaefer	Charter Hall David Harrison	Jones Lang LaSalle Richard Fennell Christopher Fossick
Altis Property Partners Alastair Wright	Citigroup Australia Robert Van Aalst	J.P. Morgan Asset Management Tyler E. Goodwin
Angelo, Gordon International LLC Jon Tanaka	CLSA Capital Partners Wayne Spice	Kenedix Inc. Taisuke Miyajima
Aoyama Realty Advisors Haruyuki Shinya	Colliers John Kenny	LaSalle Investment Management Mark N. Gabbay
Ascendas Pte. Ltd. Jonathan Yap	Colliers International David Faulkner	Lend Lease Rod Leaver
Asia Pacific Real Estate Pte. Ltd. Steffen Wolf	Daiwa House Industry Co. Ltd. Tetsuo Suzuki	M3 Capital Partners Danny Krefman
Aviva Investors Matthew Woodman	Deutsche Bank Clay Kinney Hugh Macdonald Hans Van Der Sande	Macquarie Group Brett Robson
AXA Real Estate Investment Managers Japan KK Tetsuya Karasawa	Diamond Realty Management Inc. Takashi Tsuji	M&G Real Estate Japan Katsuhiro Ishikawa
Baring Private Equity Mark Fogle	Far East Organisation Philip Ng Chee Tat	Mercer Padraig Brown
BlackRock Hamish McDonald	Forum Partners Andrew Faulk	MGPA Simon Treacy
The Blackstone Group Japan Akira Kosugi	Franklin Templeton Real Estate Advisors Glenn Uren	Mitsubishi Corp.–UBS Realty Inc. Toru Tsuji
BNP Paribas Wee Liat Lee	Fukuoka Realty Co. Ltd. Estuo Matsuyuki	Mitsubishi Jisho Investment Advisors Inc. Masami Amano
Brookfield Kurt Wilkinson	GE Capital Real Estate Jason Kougelis Simon McDonald Francois Trausch	Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation Yutaka Imai
Brookfield Asset Management Stuart Mercier	GenReal Property Advisers Anckur Srivastava	Mitsui & Co., Logistics Partners Ltd. Takayuki Kawashima
Cache Logistics Trust Daniel Cerf	GIC Real Estate Pte. Ltd. Wendy Wong	Mitsui Fudosan Investment Advisors Inc. Ikku Mori
CapitaLand Boaz Boon	Goldman Sachs Alexi Antolovich	Moelis & Co. Julian Biggins Ben Wong
Capital Realty Inc. C.J. "Buddy" Ferry	GreenOak Investment Management K.K. Fred Schmidt	Morgan Stanley Real Estate Hoke Slaughter
CBRE Nick Axford Ada Choi Marc Townsend	Grosvenor Ltd. Japan Branch Koshiro Hiroi	Mori Building Co. Ltd. Hiroo Mori
CBRE Global Investors Richard T.G. Price	Henderson Global Investors (Singapore) Ltd. Chris Reilly	Nippon ResCap Investors Ken Fridley
CBRE Global Investors Japan Tetsuya Fujita	Industry Superannuation Property Trust Robert Pepicelli	Nomura Real Estate Asset Management Co. Ltd. Eiji Enomoto
CBRE Global Investors Korea Brian Ahn Juliet Cha	Invesco Global Real Estate Asia Pacific Inc. Japan Branch Ryukichi Nakata	Oaktree Japan Toshi J. Kuroda
		Oclaner Asset Management Pte. Ltd. Dharuma Tharu

<b>ORIX Asset Management Corporation</b> Tetsuya Yamashita	<b>Swire Properties</b> Guy Bradley
<b>ORIX Real Estate Corporation</b> Tetsuo Matsumoto	<b>Tokio Marine Property Investment Management Inc.</b> Nobuki Goto Shinji Kawano
<b>Pamfleet</b> Andrew Moore	<b>Tokyu Land Capital Management Inc.</b> Hitoshi Maehara
<b>Payce</b> Brian Bailison	<b>Tokyu Real Estate Investment Management</b> Yosuke Koi
<b>Pembroke Real Estate</b> Mark Takeuchi	<b>Touchstone Capital Management Co. Ltd.</b> Fred Uruma
<b>Pramerica Real Estate Investors</b> Henry Chin	<b>TransGlobe Life Insurance Inc.</b> Tim Chen
<b>Premier REIT Advisors Co. Ltd.</b> Fumihiro Yasutake	<b>UBS</b> Grant McCasker
<b>Professional Property Services Group</b> Nicholas Brooke	<b>Valad Funds Management</b> Nic Lyons
<b>Property Council of Australia</b> Peter Verwer	<b>Westfield Retail Trust</b> Domenic Panaccio
<b>Prudential</b> Morgan Laughlin	
<b>Raffles Quay Asset Management Pte. Ltd.</b> Warren Bishop	
<b>Raysum Co. Ltd.</b> Takeshi Tanaka	
<b>Sabana Real Estate Investment Trust</b> Kevin Xayaraj Tay	
<b>Samurai Capital</b> Ken Aoyama	
<b>SC Capital Partners</b> Andrew Heithersay	
<b>Secured Capital Investment Management</b> Naoya Nakata	
<b>Shinsei Bank Ltd.</b> Tadashi Miyano	
<b>Shui On Land</b> Bryan Chan	
<b>SIMCO</b> Neil Matthews Matt Woodland	
<b>Standard Chartered Bank</b> Marc Bosnyak Brian D. Chinappi Mark Ebbinghaus	
<b>Starr International</b> Alison Cooke	
<b>Stockland</b> John Schroder	
<b>Sumitomo Mitsui Trust Real Estate Investment Management</b> Mitsuo Kimura	
<b>SVP Global Asia LLC</b> Masatomo Zaizen	



# 支援団体



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

## Global Real Estate Leadership Team

### K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader  
Hong Kong, China

### Kees Hage

Global Real Estate Leader  
Luxembourg, Luxembourg

### Uwe Stoschek

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

### R. Byron Carlock Jr.

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

### Mitchell M. Roschelle

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

### Timothy Conlon

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

### Paul Ryan

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

[www.pwc.com](http://www.pwc.com)



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

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

1936年に創設され全世界で30,000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

Chief Executive Officer, Urban Land Institute

### ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer  
Vice President  
[www.ulic.org/capitalmarketscenter](http://www.ulic.org/capitalmarketscenter)

### ULI Asia Pacific

John Fitzgerald  
Chief Executive  
[www.ulic.org/asia](http://www.ulic.org/asia)

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

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2014年版」は英語版の原文を翻訳したものです。  
万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。

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

## Emerging Trends in Real Estate®

### アジア太平洋 2014年版

今回で8版を重ねるPwCとULIによる共同報告書、Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版では、不動産業界で最も影響力のある250名のリーダーを対象に、アジア太平洋地域における2014年の不動産投資および不動産開発の展望についてインタビューおよびアンケート調査を実施。その結果をもとに専門家の見解や分析をまとめ、注目すべき投資先、有望な不動産部門および市場、不動産に影響する資本市場に関する情報を提供し、信頼できる予測や専門的な見解を示している。

### ハイライト

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

