

Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2018

[アジア太平洋版]



制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2018年版」は英語版の原文を翻訳したものです。
万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。

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

Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2018

目次

- 1 エグゼクティブサマリー
- 2 序文
- 3 Chapter 1: 富める者の当惑
 - 3 主要市場で取引が鈍化
 - 4 リスクテイクを拡大するコアの買手
 - 6 リスクテイクを縮小するコアの買手
 - 6 オポチュニスティック投資のリターンが引き続き低下
 - 8 コアとオポチュニスティックがバリューアッド に接近
 - 8 賃料の上昇が鈍化？
 - 9 勢いを増す代替資産
 - 16 コワーキングのパワー
 - 16 需給のアンバランス
 - 18 人気の途上国市場としてベトナムとインドが浮上
 - 20 投資家は依然として商業施設の見通しに強気だが……
 - 22 ……だがモールを問題視する者もいる
 - 22 過熱抑制策にも動かない住宅市場
 - 23 リスク疲れ
- 25 Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
 - 26 手綱を締められる中国デベロッパー
 - 27 日本からの流出は微速
 - 27 アジアの資金流出は今後も増加の一途
 - 28 資金流入が拡大開始
 - 29 資本調達
 - 30 一部の市場で銀行が融資を厳格化
 - 31 ファイナンスの新たなオプションが発達
 - 32 債券
 - 34 REIT
- 37 Chapter 3: 注目すべき市場と部門
 - 38 上位ランクの都市
 - 49 不動産タイプの見通し
- 56 インタビュー回答者一覧

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2018 チェアー

K.K. So, PwC

John Fitzgerald, Urban Land Institute

主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

調査アシスタント

Pauline Oh, Urban Land Institute

Yusnita Baharuddin, Urban Land Institute

Michael Owen, Urban Land Institute

Kenneth Rhee, Urban Land Institute

Ariel Shtarkman, Urban Land Institute

シニアアドバイザー

Anita Kramer, 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 Van Buskirk, Creative Director

Anne Morgan, Cover Design

Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer

May Chow, Senior Vice President, Marketing and Communications,
Asia Pacific

Emerging Trends in Real Estate® は PwC の米国およびその他の国
における登録商標です。

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2018 年版」は英語
版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や誤った解釈があった場
合は英語版が優先するものとします。

PwC は、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することを
Purpose (存在意義) としています。私たちは、世界 158 か国に及ぶ
グローバル・ネットワークに 236,000 人以上のスタッフを擁し、
高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳
細は www.pwc.com をご覧ください。

©2017 PwC 権利はすべて PwC に帰属します。

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

©ULI. PwC (2017 年 11 月)

印刷：日本

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

推薦図書認定

PwC and the Urban Land Institute. Emerging Trends in Real Estate®
Asia Pacific 2018. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land
Institute, 2017.

PwC Advisers and Researchers

オーストラリア

Andrew Cloke

Anna Ellis

Christian Holle

David Coogan

Ewan Barron

Iain Boot

James Dunning

Jane Reilly

Josh Cardwell

Matthew Lunn

Morgan Hart

Scott Hadfield

Tony Massaro

中国

Allan Zhang

Kathleen Chen

香港

K.K. So

Paul Walters

インド

Abhishek Goenka

Anish Sanghvi

Bhairav Dalal

Dhiren Thakkar

Tanya Tandon

インドネシア

Brian Arnold

David Wake

Margie Margaret

日本

Akemi Kitou

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Koichiro Hirayama

Raymond Kahn

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

Takeshi Yamaguchi

ルクセンブルグ

Carolyn Forster

Kees Hage

Robert Castelein

フィリピン

Malou Lim

シンガポール

Chee Keong Yeow

Magdelene Chua

Wee Hwee Teo

エグゼクティブサマリー

アジアの不動産に向かう昨今の投資資金の流れはさまざまな要因が重なり合ってきたものだが、その中で頭抜けて大きな要因がある。過剰な流動性だ。アジア太平洋地域のソブリン・ウェルス・ファンドや機関投資家向けファンドが貯め込んだ巨額の資金がアジア太平洋及び世界の不動産にますます多く投資されている。その結果、資産を巡る競争が激化し、不動産投資が根本的に、また多くの場合意外な形で、変化しつつある。

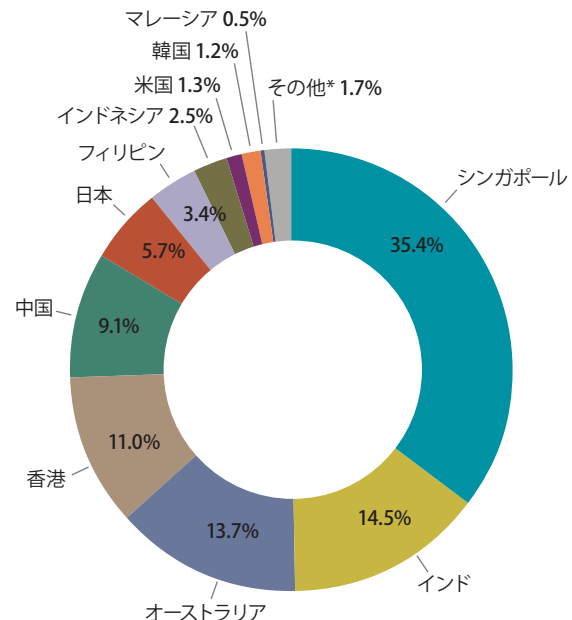
- 従来のリスク・リターンの区別が崩れつつある。多くの投資家が、(目標リターンを達成するために) より大きなリスクテイクに向かうか、逆に (もはや国債からは得られない安定的で安全なリターンを求めて) リスクを下げる方向に動いている。
- オポチュニスティック投資家も期待リターンを変えつつあり、総じて引き下げの方向だ。ある投資家が述べたように「ここしばらく、こうした変化が確かに起きている。リスクテイクを下げる投資家が毎年少しずつ増えている」。
- コア投資家とオポチュニスティック投資家がバリューアッド投資の範疇に近づいている。そのためレバレッジや賃料の上昇に依るのではなく (いずれにせよ多くの市場で賃料の伸びが鈍化している)、資産運用によって利益を得ようとする投資家が増えている。
- 資産を巡る競争が激化したことの副産物として、以前にははたいて関心を集めなかった市場や資産クラスに投資家に向かうという状況も生まれている。中でもデータセンター、アフーダブル住宅、ビルド・トゥ・レント (または共生) 施設、学生向け住宅や高齢者住宅にファンドマネージャーが熱い視線を送っている。

この他、アジア全域にわたって急速に注目が高まっているトレンドに、ワークスペースのシェアリングがブームとなっていることが挙げられる。現在、コワーキング事業者はアジア太平洋の多くの都市で新規オフィス需要の最大の牽引役となっている。変化の速度が急激なため、不動産所有者も投資家もそれを受け入れるのに四苦八苦している。だが、ワークスペースの利用方法の変化は今後も続くというのが一致した見方であり、不動産所有者はこれを一時的な流行として捉えるのではなく、こうした変化から利益を得られるような事業モデルを工夫しなければならない。

一方、投資家は引き続きアジアの途上国市場に関心を寄せている。インタビューと調査の結果はベトナムとインドが飛び抜けており、インドについては長期的な高成長への期待が、ベトナムについてはやはり経済成長への期待とともに、まだベースが小さいため見込まれる機会も非常に大きいことが要因となっている。

米国で多数のモールが凋落する中、投資家はアジアの商業部門がいかにeコマースからの挑戦を乗り切ろうとするのか懸念しており、それが今回の調査の部門別見通しにも反映され、商業施設は最下位となった。とはいえインタビュー回答者の意見は二つに分かれている。ある者は、アジア太平洋地域の小売業者が

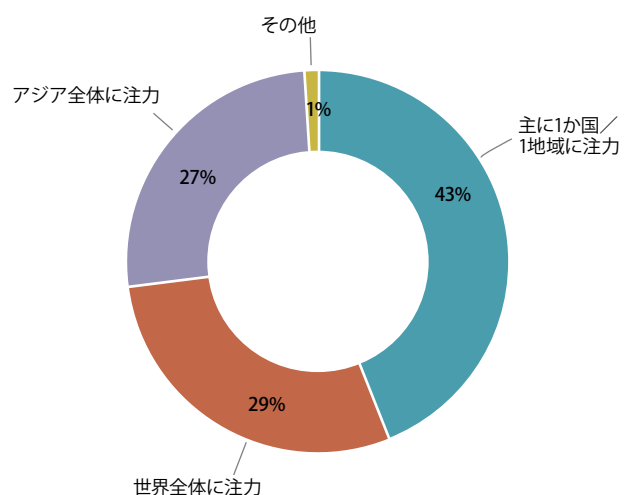
アンケート調査回答者 (国・地域別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018アンケート

*ドイツ、ベトナム、フィジー、オランダ、ニュージーランド、台湾、タイ、英国を含む

アンケート調査回答者 (企業の活動範囲別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018アンケート

テナントミックスの変更、(eコマースの脅威に晒される度合いが少ない) ネイバーフッド型商業施設への投資やヒートマップ等の技術を活用したモールの効率向上によりeコマースの挑戦に対応することができると見ているが、不動産所有者がオンライン小売の挑戦を過小評価し消費者の選好を誤解しているとの認識から、それほど楽観視していない者もいる。

キャピタルフローの面では、アジアの機関投資家（主としてソブリン・ウェルス・ファンドと保険会社）からの資金流出は、断トツの資金流出元である中国の規制当局による締め付けもかわらず、2017年も拡大を続けた。

現在、この規制強化により巨額の中国資金が国際市場への投入を妨げられているが、アジアに関する限り、その影響の大半は中国のデベロッパーによる投資に限られており、特にオーストラリアで伺える。オーストラリアのインタビュー回答者は、進行中の開発プロジェクトの完成に向けた資金を調達できなくなった中国の投資家がストレスを抱えている可能性を指摘している。だがアジア市場には機関投資家が投入を迫られている巨額の資金を吸収する余力がないことを考えると、長期的にはアジア市場からの資金フローは増える一方だろうというのが一致した見方だ。

資本市場に関しては、アジア太平洋地域のほぼすべての国の投資家及びデベロッパーにとって引き続き銀行が主要な資金源となっている。しかし多くのインタビュー回答者が、ほとんどの場合資金は簡単に借りられるものの、一部の市場、特にオーストラリアと中国では銀行が融資条件の厳格化を始めている。ある投資家によると、これがメザニンローンなど今後の「有利な投資パイプライン」を生み出す可能性があるという。その結果、銀行から融資を受けられない者に代替資金源を提供する目的でデットファンドの組成を検討する投資家が増えている。

今年は利上げにより、債券の動向に従って取引されることの多い資産クラスの魅力が薄れたため、アジア太平洋地域の不動産投資信託（REIT）は失速した。しかし三大市場のうち大幅に下降したのは日本のみである。2017年上半年にプライベート投資家が小規模REITを買収するケースが数件あったことから、一部の投資家はアジア太平洋地域でREITの買収件数が増えていくと予想している。また、インドでは何年にもわたって憶測が続いてきたものの、2018年の初頭にはREITの第一号がついに誕生する見込みが高い。それにより、インドで活動中もしくは参入を検討中の投資ファンドにとって長らく待たれていたエグジット戦略が可能になる。

今回の投資見通しランキングは、成長志向の投資家と利回り志向の投資家の乖離が広がったことを反映している。そのため、今年の調査では賃料が大幅な上昇を見せた都市（シドニーとメルボルン）、リターンが低水準とはいえ国債を遥かに上回る都市（東京）、及び長期的に成長が持続している市場（ベトナム）が大きく順位を上げた。また、オフィス部門と住宅部門の双方で市場が底打ちしたと見られるシンガポールも、投資家の心理が大きく改善している。

不動産タイプ別の見通しでは、今回は物流施設がトップとなり、投資家は構造的な供給不足が長期にわたって続くというシナリオに再び自信を見せている。あるファンドマネジャーの言葉を借りれば「アジアの近代的な物流施設の需給動向は依然として極めて良好で、今後もこの状態が続くと思う」。

序文

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は不動産投資の動向と将来予測をまとめた刊行物として今回で第12版を数え、不動産業界において最も評価が高く、また広く読まれている予測レポートの一つとなっている。PwCとアーバンランド・インスティテュート（ULI）による共同報告書であるEmerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2018年版は、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、不動産の各部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版2018は調査プロセスの一環としてアンケート回答者及びインタビュー回答者の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれもULIまたはPwCの見解を示すものではない。インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、投資顧問、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。ULIとPwCの調査員は110名以上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600名を数えた。回答者の所属する組織は以下のとおりである。

不動産所有者／デベロッパー	25.5%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	24.4%
不動産顧問会社／不動産サービス会社	19.7%
住宅建築業者／住宅開発業者	9.1%
機関投資家	6.3%
銀行／証券化貸手	3.0%
その他法人・団体	12.0%

本報告書全体を通じて、インタビュー回答者及び／またはアンケート回答者の見解を、個人名を特定することなく直接引用する形で示している。今年のインタビュー回答者については、個人名の掲載に承諾を得られた者の一覧を本報告書の末尾に掲載した。なお、インタビュー回答者が匿名扱いを希望する場合はそれに応じていることに留意されたい。また、本書中の引用の中には末尾に掲載した以外のインタビュー回答者からのものも含まれており、読者にはそれらを特定の個人や企業と結びつけないようご注意願いたい。

本報告書の完成には多くの方々の協力が不可欠であり、ULIとPwCは、貴重な時間と専門知識を共有していただいた全ての人に深く感謝の意を表するものである。

富める者の当惑

「資金の増加がもたらしたものの一つは、遂行能力の重要性だ。そして確実なことが一つある。

前と同じリターンを得るためには

遥かに多くの努力が必要になったということだ。」

アジア太平洋地域の不動産市場に世界の（とりわけアジア太平洋の）資金が流入を続け、増加の一途をたどる中で、アジアの主要市場では資産の取得競争が未曾有の水準に達している。加えて、ベースレートが低位に留まりソブリン債の利回り上昇が当分見込めないため、アジアの巨大な余剰資金は少しでも利回りの高い資産、特に不動産に向かっており、その圧力は高まる一方だ。

こうした過剰な資金の存在により、アジア不動産への投資を図る者にとって厳しさが増している。買手が増えるということは、競争の激化、不動産価格の上昇、利回りの低下を意味するだけではない。それによってリスクテイク志向が高まり、通常ならば投資の対象とならないような代替市場や代替資産クラスへの退去が増大することになる。

その上、新たな資金が反転の兆しも見せずアジア不動産に流入を続けており、その結果、不動産のソーシングや取引方法を進化させるに至っている。あるファンドマネジャーによると「以前ならば、投資案件について『ここは中国だから今後も価格は上がるはずだ』と言えたとし、投資要件に見合うと思う案件も見つかり、それに投資すればよかった。極めてマクロ主導型の投資戦略だったのだ」。

だが現在は様相が変わっている。別の投資家が述べたように「オポチュニスティックなリスクで20%のリターンを得ることを今も目標としているが、この20%の大半はトータルリターンやキャップレートの低下ではなくインカムゲインによるものとなりつつある。つまり、そうした機会を見つけるためにさらに努力し、資産運用に一層励んでキャッシュフローを拡大しなければならないのだ」。

例えばある投資家は、現在の日本の物流部門で取引案件を見出すことがいかに難しくなったかについて次のように語った。「この部門で15年やってきたが、初期の頃は産業用地を買って倉庫を建てるという取引もわりと簡単だった。だが資金が大挙して日本に押し寄せ、誰もが物流部門を狙っているため、今で

は土地も簡単には買えない。そのため我々は土壌汚染の土地を買うことにした。買ってから除染するので手間はかかるが、必要な場所で適当な土地が手に入る。だが最近に入ってきた身軽な資金の大半はそんな土地には二の足を踏んでいる。我々にそれができたのは経験があったからだ。つまり、こうした機会を見つけるにはもっと突っ込んで探し続けねばならないということだ」。

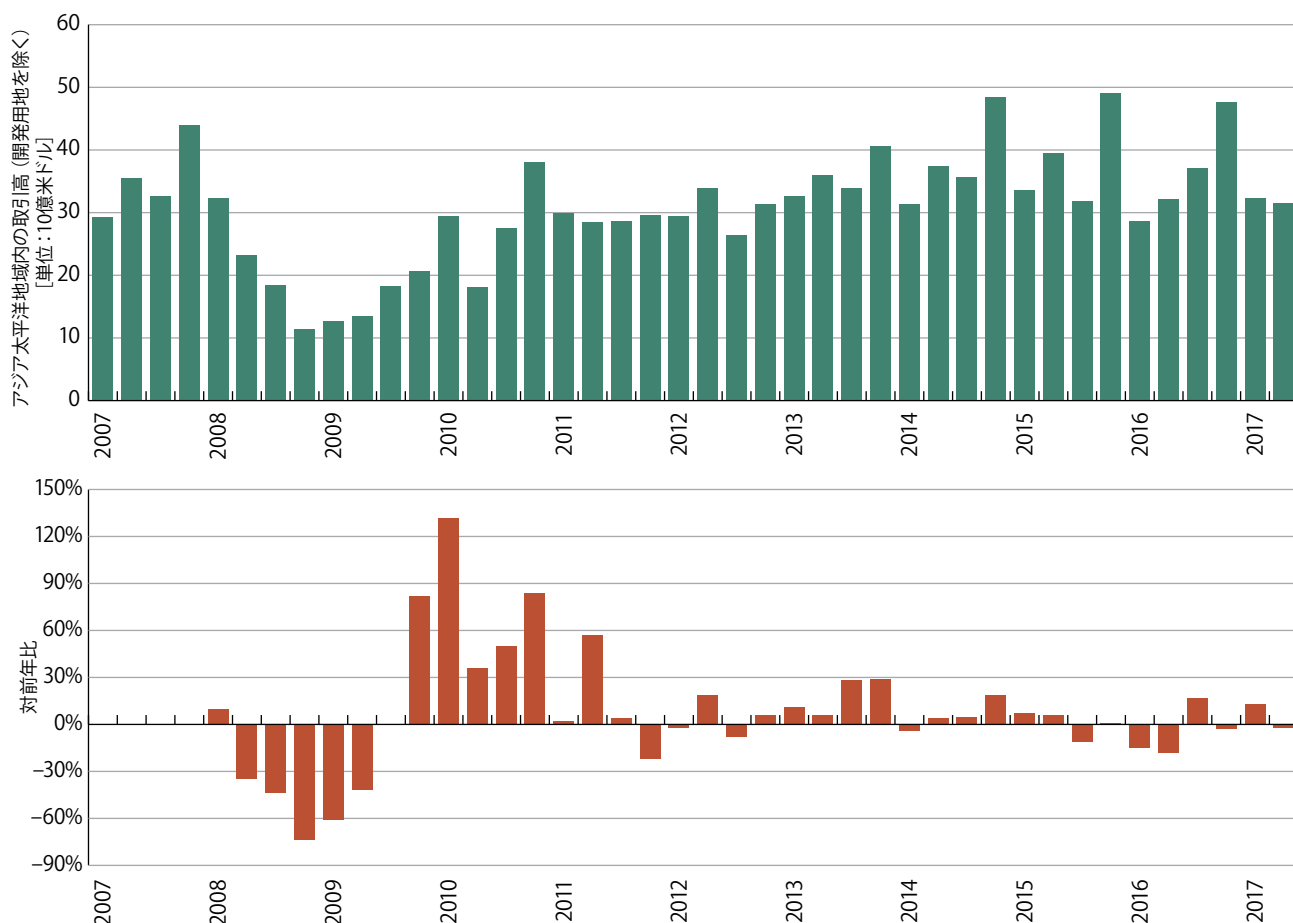
主要市場で取引が鈍化

現在の低金利・高流動性という市場環境が生み出した副産物のひとつは、逆説的だが、不動産所有者に売却を促す誘因が減ったことで、主要市場に立地するコア資産の場合に顕著となっている。これは、買手が溢れている状況ではやがて言い値で売れるようになると所有者が考えている（多分正しい認識だ）からであり、今売ったところでその売却金を再投資する有利な方法が見つからないと懸念しているからだ（これも正しい認識だろう）。

調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、コア市場での取引の鈍化は2016年に始まり、少数の大型取引があったため取引全体が実際以上に大きく見えているものの、2017年も低迷が続いているという。そのため、主要市場は今後も軟調が続くとの予想が全般的に高まっており、一部の市場で銀行が融資条件を厳格化し始めたこともこの見方を強めている。

RCAによると、2017年上半期の事業用不動産取引高（年換算）はアジアの二大コア市場であるオーストラリアと東京で大幅に低下し、前者が35%減、後者が33%減となった。反面、日本全体の取引高は14%増となったことも注目に値する。これは投資先を東京の主要資産から地方の資産に切り替える資金が増えたため、「注目度の低い地域への投資シフト」というアジア全体の流れを反映したものだ。

図表1-1 収益不動産の取引高（アジア太平洋地域）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

香港の取引高は2017年に急増したが、これは中国本土の資金が関与した多数の大型土地・物件取引によるところが大きい。シンガポールでは多くの大型取引に伴って投資額が50%増加し、開発用地の取引も活発に行われており、市場が数年に渡る不振からようやく底打ちしたとの期待感を示している。

一方、中国の取引高は11%増という健全な伸び（その多くは一番手都市）を見せた。これは少なくとも、政府による資金管理の強化の影響が一因となっており、本来なら国際市場に向かっていたはずの投資資金が国内資産に転じたのだ。

リスクテイクを拡大するコアの買手

競争の激化、キャップレートの低下、そして取得可能な物件数の減少に伴い、利回りを求めてより高いリスクを取ろうとするコア投資家が増えており、開発プロジェクトに向かう動きが目立っている。あるファンドマネジャーが述べたように、これは「リスクの典型的な過小評価」なのかもしれないが、ビルド・トゥ・コアやフォワード・ファンディングのプロジェクトを通じて新たな資産を

生み出す戦略を受け入れるコア投資家が増えつつある。資金を投入しようとする機関投資家やソブリン・ウェルス・ファンドが増加しているため、こうした戦略の出口を見つけやすいはずだ、との考えがその根拠となっている。

この傾向が最も顕著に現れたのは中国で、国内の保険会社は世界基準から見れば過剰と思われるようなコストも厭わず市場に資金を投入している。ある投資家が述べたように「中国の保険会社は、短期的なリターンではなく投資資産への長期的なアクセスこそが現在の課題だと言っている。そうした資産は彼らの保険計理モデルが資金の受け手から保険給付金の払い手へとシフトする頃にリターンを生み出すだろう。そして現時点では、彼らはその資金投入について『キャッシュを抱えて身動きが取れず、長期的に保険金の支払いに備えられるような資産を保有する機会を失うくらいなら、たとえ今は過剰な支出だとしても、この先20年間保有してもよいと思うような物件に投資する方を選ぶ』と言うが、これはあながち理に適っていないわけではない」。

図表1-2 活況を呈する世界の不動産市場の取引高（2017年上半期）

2016年 順位	2017年 上半期	市場	取引高 (100万米ドル)	対前年比
1	1	ニューヨーク都市圏	20,180	-40%
2	2	ロサンゼルス都市圏	15,112	-7%
4	3	ロンドン都市圏	14,759	0%
3	4	サンフランシスコ都市圏	11,866	0%
12	5	香港	8,269	5%
14	6	ボストン都市圏	8,064	1%
8	7	ダラス	8,010	27%
7	8	ワシントンDC都市圏	7,783	-3%
10	9	アトランタ	6,515	27%
6	10	東京	6,207	-33%
13	11	上海	5,854	43%
22	12	シンガポール	5,801	50%
11	13	マイアミ／南フロリダ	5,699	-33%
16	14	アムステルダム／ランドスタット	5,262	6%
20	15	ベルリン・ブランデンブルク	5,041	11%
28	16	フランクフルト／ライン・マイン	4,954	58%
23	17	ライン・ルール	4,928	78%
25	18	ヒューストン	4,918	41%
9	19	シカゴ	4,683	-38%
5	20	パリ	4,568	-56%
15	21	シアトル	4,289	-26%
27	22	マドリード	4,190	59%
24	23	オースティン	3,818	3%
21	24	フェニックス	3,678	-16%
19	25	ソウル	3,631	16%
18	26	デンバー	3,469	-42%
40	27	シャーロット	3,390	48%
17	28	シドニー	3,279	-30%
39	29	オーランド	3,260	45%
108	30	横浜	2,998	566%

出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

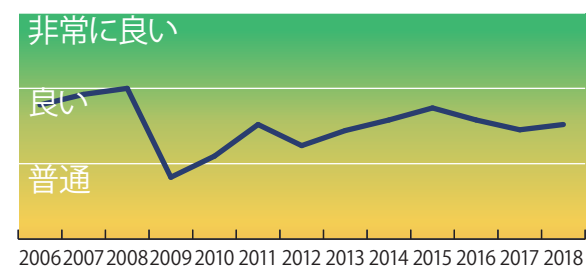
注：オフィスビル、産業施設、商業施設、住宅、ホテルを対象

また、リターンを押し上げるには開発だけが唯一の手段ではない。現在、多くのコア投資家がコアプラス投資やバリュエアド投資にも目を向け、利回りの嵩上げを図っている。

さらに、コア投資資金の新たな傾向として、以前ならば敬遠していた市場に再び注目していることが挙げられる。それは投資の分散のためでもあり、またおそらくそうした市場の方が取得可能な不動産が多いためでもある。一例が香港で、何年にも渡って多くの外国人投資家から邪険にされてきたが、それは中心業務地区（CBD）の不動産ストックが売却されることが殆どなく、売りに出された場合でも、旗艦物件なら金額を吊り上げて手に入れようとする中国本土の買手が取得することが通例だからだ。だが2017年には香港の取引は活発化した。多くのコアファンが積極的に対香港投資を目論んでおり、CBD外の長期的な成長性が見込まれる物件に着目しているためとされている。これは基本的に、他のコア市場で不動産が簡単に取得できなくなっている（オーストラリア）ことや賃料の上昇見込みが覚束なくなっている（東京）ことを反映したものだ。

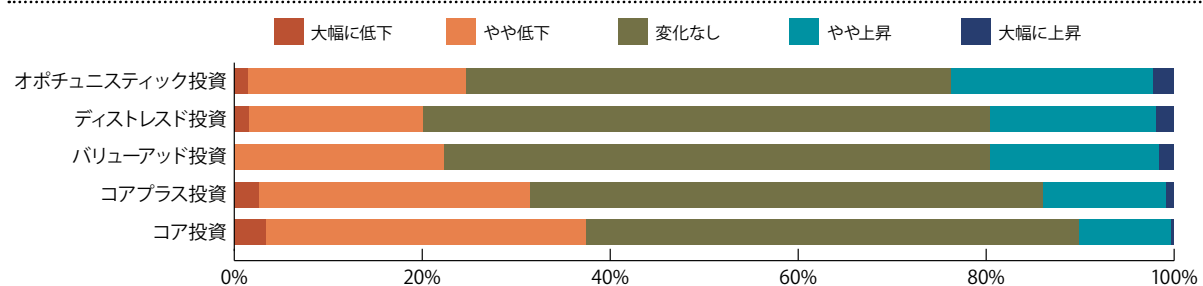
香港のあるファンドマネジャーによると「多くのコアファンドが過去5年から10年に渡りシドニーや東京に投資してきたが、今では香港で資産を取得しており、それが成功するかどうかは興味深いテーマだ。真剣に取り組んでいるところもあるようだ。現在、我々が売り込みを掛けているファンドのひとつはコア／コア

図表1-3 不動産会社の収益性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

図表1-4 目標リターンの変化（前年との比較）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

プラス型のファンドだが、彼らの香港での全体的なリターンはシドニーや東京で期待できる水準を多分超えるだろう。その分リスクも大きい。これまでアジアでやってきた投資を分散させる効果があり、彼らはそれを論拠として香港への投資に取り組んでいるようだ。

ソウルもコア投資家の間で人気が高まっており、特にオフィスビルに注目が集まっている。これは主として「利回りが他の地域のような異常な低さではないからだ。安定した収益をもたらす新規物件の取得には外国人投資家も国内投資家も高い関心を示しており、そのためキャップレートがかなり低下している。韓国に大きな成長が望めるかは分からないが、多くの投資家がアジア太平洋地域の投資戦略の一環として韓国市場へのエクスポージャーを増やそうとしているようだ」。

一方、シンガポールに対する関心も復活しており、市場が底打ちしたと見るファンドが物件を求め始めている。シンガポールのあるファンドマネジャーによると「オフィス市場に関する限り、需要がやや増えつつあり、かなり安価で良質の物件も見られる。だがまだ早すぎるかもしれない。今では減ったものの、銀行が手放した未入居スペースがかなりあったし、それ以外にも空室が相当残っている。コワーキングスペースの人気が始まっており、賃貸オフィスのダウンサイジングを余儀なくされたからだ」。

リスクテイクを縮小するコアの買手

コア投資家の間で見られる、通常のコア投資に伴うリスクテイクから離れていく動きは、一方通行のものではない。多くの資産運用者がより大きなリスクテイクに取り組んでいる反面、逆方向に向かう者もそれに勝るとも劣らぬ数となっている。つまり、計算上では通常より低いコア収益となるような保守的投資を志向しているのだ。アンケート調査の結果からも、投資家は他の資産クラスに比べコア投資のリターンが大きく落ち込むと予想していることが分かる。これも、機関投資家の資金のリターンが縮小するという世界的な流れと軌を一にしている。不動産アドバイザー会社のホーズ・ワイルが行った最近の調査によると、機関投資家の平均リターンは2015年の11%から2016年には8.6%に落ち込んだ。

より大きなリスクテイクを行おうとする者は既存のファンドに多く見られる。以前から設定されている目標を達成する（あるいは少なくとも現在の利益を維持する）必要があるからだ。これに対し安全第一のグループは一般的に長期投資を行う者が資金コストが低い者で、イールドスプレッドから利益を得ようとしている。すなわち、各国のソブリン債に対して300ベースポイント前後の確実な利回りを長期的に生み出す資産に投資するのである。あるアナリストが指摘するように、彼らは「こうしたスプレッドに固執しており、そのため不動産にカネを注ぎ込んでいる。賃料とGDPの伸びを期待して、大手年金基金や大手保険会社は不動産への配分を増やしているが、それもこのスプレッドによるものだ」。

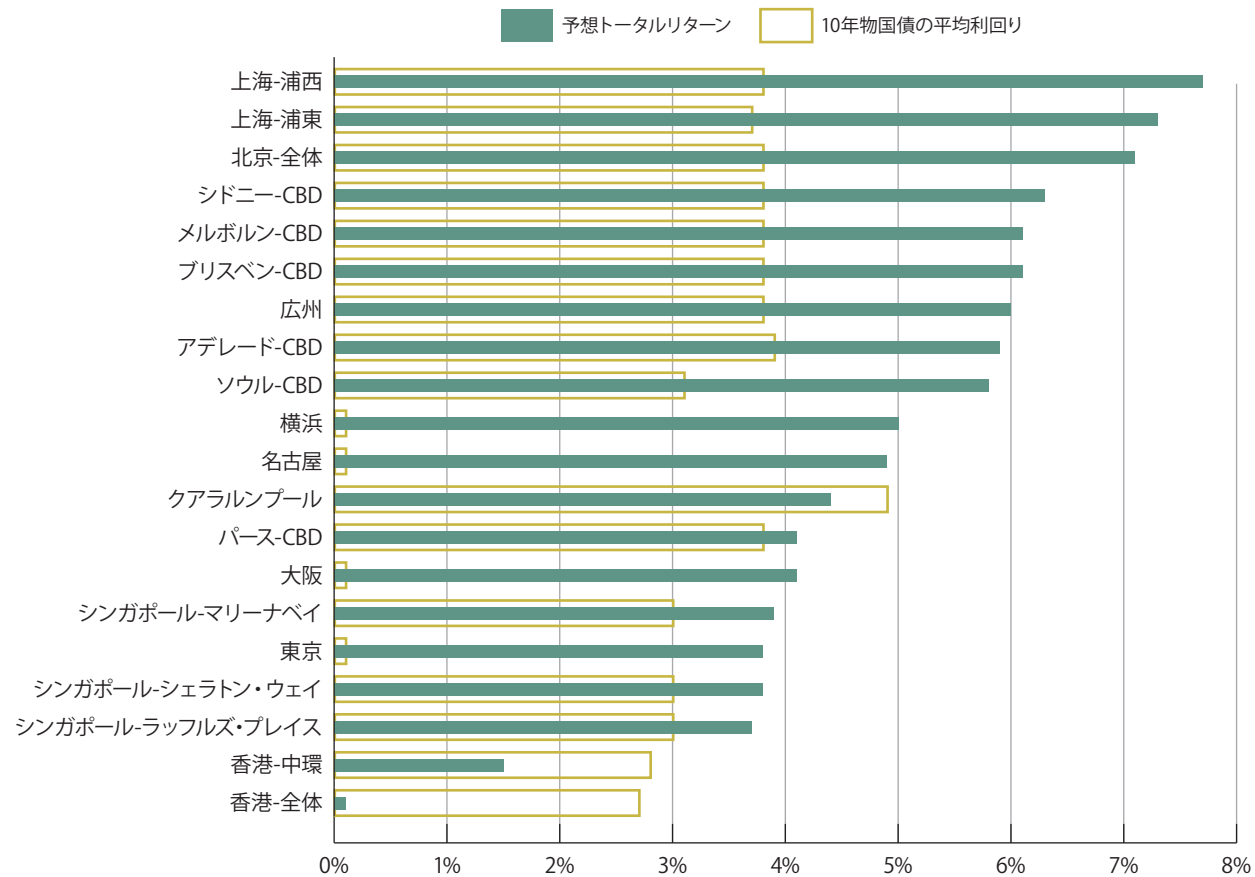
目下のところ、こうした買手には事欠かない。アジアの機関投資家やソブリン・ウェルス・ファンドによる巨額の資金が新たに流入しているのに加え、アジアのプライベート資金も安全な場所を求めており、その額は相当に大きい。日本で投資しているあるファンドマネジャーによると「我々は最近、日本企業が手放した小規模だが高稼働率で良質の物件を国内の富裕層に売却している。彼らは機関投資家とはまったく違っており、3.5%の利回りでも満足している。そうした物件はアニュアルレポートのカバーを飾るような優良不動産ではないのに、地方において非常に流動性が高いことには驚かされる」という。

オポチュニスティック投資のリターンが引き続き低下

投資家が従来のリスク・リターン特性から逸脱しているのはコア部門に限らない。オポチュニスティックの買手も期待リターンの下方修正を余儀なくされている。香港のあるファンドマネジャーは「我々の顧客がオポチュニスティック投資で求めるリターンが低下してきており、以前はプラス20%と言っていたものが今ではプラス15%からプラス20%となっている。実際、こうした状況がしばらく続いており、リスクテイクを下げる投資家が毎年少しずつ増えている」と語る。

コア投資のファンドが開発戦略を志向しているのと同様に、多くのオポチュニスティックファンドが現在、一棟建てのビルであれデータセンター等の代替資産クラスの物件であれ、機関投

図表1-5 オフィスビルの予想年間総合リターン (2017年~2021年)



出所: オックスフォード・エコノミクス及びドイチェ・アセット・マネジメント (2017年1月現在)

注: RC = リージョナルセンター; SRC = サブリージョナルセンター。国債に対するスプレッドは予想インカムリターン+資産価格の上昇により決定。

資家に売却可能な物件の開発に注力している。この戦略はとりわけ、香港のようにAグレードとBグレードの物件で差が激しい市場や、本質的に非効率なためエンドユーザーの求める不動産を開発する裁量が大い市場で有効に働く。後者に相当するのが例えば韓国で、「経済は非常に成熟しているものの、不動産は物理的にはなほ旧式だ」。

オポチュニスティック投資のリターンが総じて減少しているのも、やはり利回りの低下が原因である。キャップレートが通例の様々な理由により低下する一方、オポチュニスティック投資の従来の20%プラスに伴うリスクが上昇しているからだ。ある投資家の言葉を借りれば、「オポチュニスティック投資家にとって受け入れ可能なリスクと彼らが求めているリターンとの断絶が続いていることが大きな問題だ。ほぼすべてのアジア市場で目標リターンを得るためには、どのくらいリスクを取らなければならないかまだ正しく理解されていない。こうしたリスクを軽減する唯一の方法は、リスク調整ベースでのリターンのしきい値を若干引き下げることだ。そうすることで状況がずっと良くなると思うが、コア、バリューアッドとオポチュニスティックをはっきり区別しようとする姿勢があるため、そう説得することは大変難しい」。

とはいえ、多くのオポチュニスティックファンドが従来からの20%プラスのリターンを引き続き目標としている。多くの場合それが可能なのは、特定の市場の非効率性を熟知した現場の人間を抱えているからだ。ここで必要なのは水平思考だろう。あるアナリストが指摘したように「リターンを高めるためのクリエイティブ・シンキングこそが今日のオポチュニスティック投資だ」。

しかしここでもまた、市場の特異性を見い出して差別化を図ることになる。あるインタビュー回答者は「他市場ほど透明性が高くない市場では良好なオポチュニスティック・リターンを得られる。例えば日本では香港やシンガポールに比べ資産の透明性が低く、名前が書類に残らないよう、市場価格を下回る価格で物件を売ろうとするニッチのプレーヤーがいる。こちらの立場が良ければそうした者が見つかり、20%プラスのリターンを簡単に得ることができる。だが非常に透明度が高くすべてについて誰もが何でも知っているような市場では、リターンは遥かに低いものとなる」と述べた。

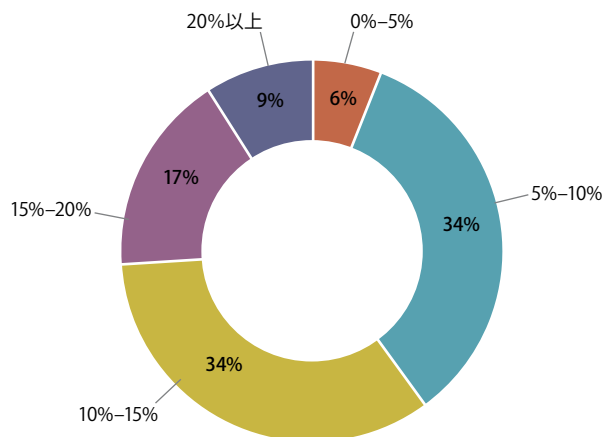
コアとオポチュニスティックが バリューアッドに接近

これらのことが実質的に意味するのは、コアファンドとオポチュニスティックファンドが投じる資金が増大しておりバリューアッド投資の範疇に近づいているということだ。あるバリューアッドファンドのマネジャーによると「残念ながら、現在起こっているのは、我々が活動しているバリューアッド投資の分野に参入する者が増えていることだ。これは従来のオポチュニスティック投資家の一部がリスクテイクを下げていることも一因となっている。そのため、バリューアッド投資はハイリスクのコア投資またはローリスクのオポチュニスティック投資という様相を強めつつある」。

ある意味で、これは幸運な一致と言える。というのは、アジアでは築年数が15年から20年前後の物件の数が増加しており、そうした物件はバリューアッド戦略の一環であるリポジショニングによって改善され、まさに目標リターンをもたらす資産運用を可能にするからだ。

そのため、時代遅れとなった物件や周辺環境が変わったためリポジショニングが可能になった旧式物件は市場での狙い目となっている。前出のバリューアッドファンドのマネジャーは続けて「当社はシドニーのバランガルー地区から徒歩2分のオフィスビルを取得したが、これは築年数の経っているビルで、相当のリノベーションを行うつもりだ。これがバランガルーから離れた辺りな場所にある物件ならやりようがないが、アジアの都市でAグレードのプレミアム物件の開発が増え、そして新たなインフラ開発が進む中で、5年か10年前なら関心を引かなかったビルが突如として面白い物件に変貌している。古いビルだからこそ、いろんなことができる」と語った。

図表1-6 投資家の目標リターン（現在から2018年末まで）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

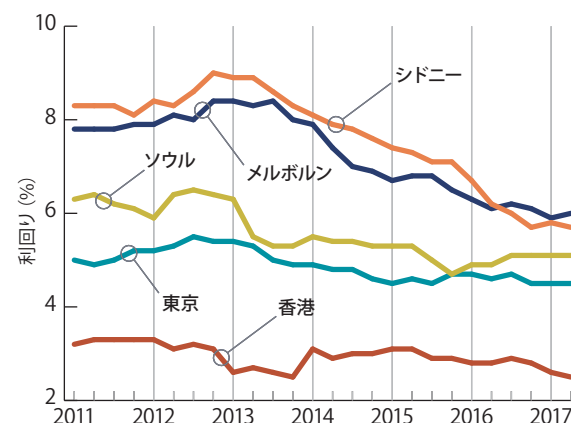
同時に、こうした中間点に流れ込む資金が増えるにつれ、従来見られた各投資戦略間の差異がぼやけ始めており、新たなタイプのリスクが生まれつつある。あるインタビュー回答者は「バリューアッドとそれ以外の投資戦略の境界線が細くなっていると思う。バリューアッド投資を行って老朽化したモールのリポジショニングを行いたい、といった話を聞くが、それは未開発地域にオフィスビルを建てるよりも遥かにリスクが大きいと私には思われる。だが彼らはそれで10%から15%の利回りを得られると踏んでいる。つまり、投資家が投資したいと考えている資産とそれに関するリスクプロファイルの中身が極めて曖昧になっている」と指摘する。

賃料の上昇が鈍化？

現在、資産運用によるリターンの創出にこれほど注目が集まっているもう一つの理由は、一部の投資家が、賃料の上昇によってリターンが増えることに懐疑的になったことだ。例えば東京では、まさにこの理由により外国人投資家がオフィス部門から撤退した。この結果として、今では多くのアナリストが、多くのアジア市場で資産価格とキャップレートのいずれもがしきい値に達したと予測している。

同時に、成長の余地がかなり大きい市場もあるようだ。オーストラリアの資産の人気の衰えない主な理由は、短・中期的に賃料の上昇が続くという見込みによる。発展途上国も賃料の長期的な上昇の可能性が高い。こうした市場はリスクも大きいことは明白だが、機関投資家は新興市場への投資に積極性を高めている。新興市場には膨大な資金を吸収可能な厚みがあるからだ。多くの投資家にとって、これはインドを意味する。そうした投資家の一人が言うには「アジアにおいて真の分散化を図るには、長期にわたり3%~5%の伸び率で賃料の上昇を維持できる新興市場に投資することだと思う。これこそがアジアの重要な特徴であり、世界の他の地域では見ることができないものだ」。

図表1-7 アジアのオフィスビルの取引利回り（2011年~2017年）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

注：数値は12か月移動平均。

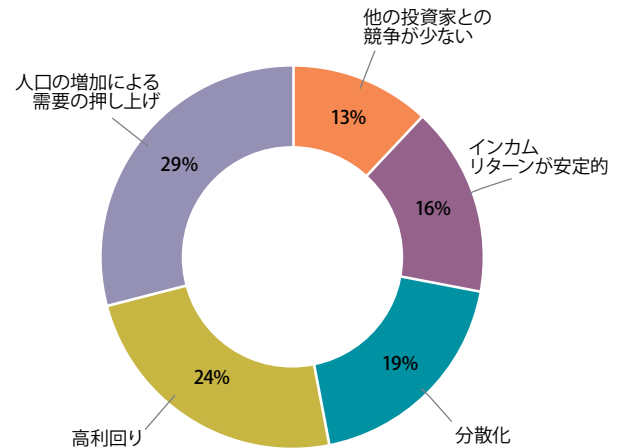
図表1-8 2018年に賃料の上昇が見込まれる都市

	下落	変化なし	上昇
1 シドニー			6.60
2 メルボルン			6.20
3 ホーチミンシティ			6.19
4 上海			5.94
5 ムンバイ			5.83
6 深圳			5.80
7 香港			5.74
8 東京			5.60
9 オークランド			5.58
10 大阪			5.57
11 ニューデリー			5.56
12 バンガロール			5.54
13 広州			5.48
14 バンコク			5.48
15 シンガポール			5.47
16 北京			5.46
17 ジャカルタ			5.43
18 マニラ			5.40
19 中国(二番手市場)			5.18
20 台北			5.16
21 ソウル			5.01
22 クアラルンプール			4.82

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

注: 9点満点のスコアで順位付け

図表1-10 ニッチ部門に投資する理由



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

らば避けていた部門への投資を試みようとする投資家が増えている。ある投資家によると「不動産に加えて優れた事業者も見つけねばならない。それができれば、単にコアのオフィスビルを取得するよりも高い、一桁台後半といった利益率を得られるはずだ」。

今年人気を集めている代替資産は以下のとおりである。

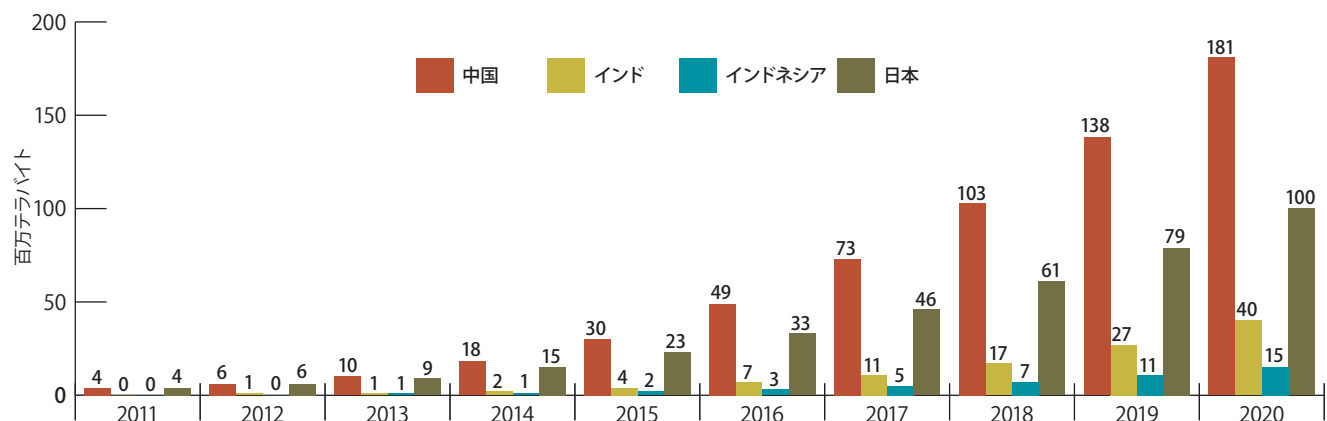
データセンター

以前にはデータセンターは専門的すぎると見なされていた。だが今回の調査では、機関投資家向けファンドなど多くのインタビュー回答者が「取得を検討しても良い」と答えた。ほとんどの場合、専門の事業者と共同でという形である。この理由の一つは、アジアのデータセンター市場がかなり細分化されておりM&Aを行う余地があることだ。需給関係も良好で、現在も供給不足にあることに加え、企業のデータ機能のアウトソーシングが

勢いを増す代替資産

投資家がリターンを押し上げるには、従来とは異なる資産クラスに移行するのも手だ。競争が比較的少なく利回りは高いからだ。こうしたニッチ投資への転換は新たな戦略というわけではないが、今年になって注目度が高まった。より大きなリスクに向かう姿勢や専門家の運営ノウハウの必要性を認識して、以前な

図表1-9 アジア太平洋諸国のデータ使用量(主要国)



出所: PwC「グローバルエンタテインメント&メディアアウトルック 2016-2020」

中国：重要テーマ

過去数年（直近では2017年半ば）、中国政府は国内資金の流出に対する規制を徐々に強化してきた。これは海外市場への無責任な投資を防ぐ取り組みだが、その意図せざる帰結として、世界の不動産への投資に充当するはずだった国内資金の相当部分が方向転換して国内資産に向かい、既にタイトな中国不動産市場を一層タイトにしている。

その結果、一番手都市のキャップレートは2017年に大幅に低下し、ジョーンズ ラング ラサールによると上海のオフィスビルの取引キャップレートは第4四半期にかけて3.5%前後にまで落ち込んだ。中国市場で活動する投資家からは資産価格の急騰が報告されている。あるファンドマネジャーは「今やコアオフィスの需要は熱狂的で、取引利回りは見たこともないような水準に落ち込んでいる」と述べ、別のマネジャーも「価格が異常に吊り上げられている。我々が買おうとしている物件の価格は驚くばかりで、この半年間で天井知らずとなった」と語った。

外国人投資家にとっての障害は価格だけではない。規制リスク（あるインタビュー回答者はこれを「決定要素」と見なしている）や短期リースの仕組み、テナントの信用度、税負担、供給過剰、本国への利益送金といった馴染みの問題が引き続き海外資本の見通しの重荷になっている。

加えて、物件のソーシングも以前よりさらに厳しくなっている。ある外国のファンドマネジャーによると「今後、中国で利益を得る方法が過去10年とはまったく違ったもの

になっていくため、多くの投資家が今後5〜7年間にどうやって儲けていくかについて腐心している」。近年、住宅は利益率が劇的に低下しており、もはや簡単に利益を得られるものではなくなっている。一方、事業用不動産も大半が区分所有となっているため、コア資産は既に供給不足の状態にある。

この問題はオポチュニスティック投資家にも等しく当てはまるが、最近になってその度合いが強まっている。というのは、あるファンドマネジャーが述べたように「中国経済の成熟化が進んだ結果、入手可能な資産の間で差が少なくなり、非効率性を活用して利益を得ることが難しくなっている」からだ。「同じようなビルを建てて良好なマージンを得られた時代は過ぎ、今後は差別化可能な物件を見つけることが中国でのテーマになるに違いない。だが厄介なのは、例えばBグレードのオフィスビルはどれも十分に優れた物件であることだ。インフラは良好でサービスの効率も高く、物事がスムーズに運ぶ。そのため、利益を生み出すようにリポジショニングが可能な物件を見つけることの方が遥かに難しい」。

その結果、投資家は総じて、取得機会の追求範囲を一層広げており、そうした機会にはトランクルームや学生向け住宅、データセンターなどの代替資産クラスへの投資も含まれる。大手の投資家は企業レベルの取得を行い、あるいは地方政府とパートナーを組んで都市の再生や新たな街づくりを進めている。一部の投資家は、選択的にではあ

進み、新たなブロードバンドインフラが整備され、消費者がクラウドコンピューティングやビッグデータ、IoT（モノのインターネット）の利用を高めるにつれ、将来的に需要の大幅な増加が見込まれている。

データセンター部門が機関投資家向けの資産クラスとして確立されるのに伴い、開発リスクも減少している。加えて、専門性が高いことが今では長所と見なされている。それによって競争が抑えられるからだ。ビルド・トゥ・コア戦略を採っている外国人オポチュニスティック投資家の一人は「我々が現在中国で取り組んでいる最大の案件はデータセンターで、それを進めるグループをバックアップしている。多くの参入障壁があり、投資を難しくしている一因となっているが、そのため競争もあまりなく、特に中国のデベロッパーとの競争が少なく済む」と述べた。

投資家はデータセンターの有望な投資先として香港、中国、インド、シンガポールを挙げており、内部収益率（IRR）を13%〜15%と予想している。特にシンガポールは、他のアジア市場向けの製造業が徐々に衰退する一方、テクノロジーハブとして国を再

構築するという長期的政策を取っていることから、データセンター施設の建設を支援する可能性がある。

アフォーダブル（低所得層向け）住宅

アフォーダブル（低所得層向け）住宅も人気を集め始めた代替資産クラスの一つである。この市場は低所得層から中間所得層向けと位置付けられている。貧困層向け住宅の利益率では投資ファンドにとって何の魅力もないからだ。アジア太平洋地域全体にわたって従来型住宅の価格が労働者層の収入では手が届かなくなるにつれ、この部門への投資機会が拡大しており、政府の政策が後押しとなり大型施設の市場も立ち上がり始めている。

直近では、香港の当局が低価格住宅の建設推進を目的とした一連の施策を打ち出した。香港のあるコンサルタントによると「力関係が変わろうとしている。これまでは基本的にデベロッパーが牛耳ってきたが、彼らはソーシャルハウジング（低額の賃貸住宅）を提供するという役割を認識していないため政府がより積極的な政策を打ち出し、ロンドンやニューヨークのように、デベロッパーに対してアフォーダブル住宅の例えば35%を供給

るが、供給過剰問題を克服した二番手都市に目を向けている。中国のインタビュー回答者からはこうした分野の投資先として成都、武漢、南京、杭州などが挙げられた。

とはいえ、上に示した諸問題はコア投資家よりもむしろオポチュニスティック投資家にとって妨げとなっているようだ。このことは、資産価格の急騰にもかかわらず、2017年上半期の外国人投資家による取得（主として上海市及びその周辺での大規模取引。この地域は外国人による中国の不動産投資の60%超を占めている）が全体額である約130億米ドルのおよそ1/3の水準を保っている（ジョーンズ ラング ラサールの調査）という事実にも反映されている。

なぜ外国人投資家はこれほどアグレッシブに投資を続けているのだろうか？一つには、中国への資金配分を図るリミテッド・パートナーの間で中国志向のファンドに資金を投じる者が増え、ファンドマネジャーがそうした資金を展開していることによる。また、アジア全体で投資対象資産が不足していることから、資金の投入先として中国に目を向けるコア投資家が増えているためだ。そうしたコア投資家は、リスクと資金コストが高まった分を収益のアップサイドで帳消しにできると考えており、ビルド・トゥ・コアの開発投資を行うケースが多い。

あるファンドマネジャーは「我々としては基本的に『分かりました。開発プロジェクトに資金を投入しましょう。それで物件にアクセスし長期にわたって運用します』と言わざるを得ない。その上でこれを『コア投資』と呼ぶのは私は言い過ぎだと思うが、企業としての観点からは、そう

した物件を取得するよりもコアのインカムストリームを確立する方がリスクの点でベターだということは認める」と語った。

投資家はこうした投資により、今後も止まりそうにない資産価格の上昇から恩恵を受けるだけではない。豊富な資金を抱える中国の保険会社の欲求を利用することができる。保険会社は開発への参加が禁止されているため、竣工済みのプライム資産を喉から手が出るほど欲しがっているからだ。いくつかの推計によると、中国の保険会社が2020年までに国内の事業用不動産市場に投下する新たな資金は900億米ドルにのぼるといふ。

国内投資家については、投資エリアは一様ではない。大手機関投資家が一番手都市で供給の限られたプライム資産を巡って激しい競争を繰り広げる一方、デベロッパーを含めた他の国内投資家は大都市の辺境地域のプロジェクに目を向けている（開発案件の利益率が低下しているため、資産運用に手を広げるデベロッパーが増えつつある）。彼らは二番手都市や三番手都市のプロジェクにも着目しているが、そうした都市は流動性の低さや慢性的な供給過剰といった問題を抱えている場合が多い。資金調達環境がタイトさを増しているためデベロッパー業界では統合の動きが続いており、小規模企業が買収の対象となっている。これは一般的に大手デベロッパーにしかできないものだが、外国人投資家にも中国の事業者と手を組む余地はあるかもしれない。

させようとしている」。香港のデベロッパーの数社が既にこの不吉な前兆を見てとり、新規プロジェクト向けの適当な用地を提案している。このモデルは中国でも実施されており、今後はアジア全体に広がりそうだ。

インドネシアでは政府が2017年に約90万戸のアフォーダブル住宅（平均販売価格：約33,000米ドル）を建設する計画を進めている。これは昨年竣工した約70万戸に続くもので、ほとんどが都心から約25キロ〜30キロ離れているものの鉄道の路線に近い人口密度の低い地域に立地している。デベロッパーは補助金や融資を受けることも可能だ。地元のあるデベロッパーは20%を超えるIRRを計上し、株式乗数は2倍となったが、これはどの企業にも可能というわけではないだろう。ある海外ファンドの投資家は「リターンは非常に低い。現地パートナーとの取引で一桁台の半ばであり、それはもはやプライベートエクイティではなくアジア開発銀行のレベルだ」と指摘している。

インドでも、政府が支援する計画により新たに数百万戸が建設される予定だ。アフォーダブル住宅の計画は2017年初旬に中央政府から「インフラ級」として認定され、低コストの融資

や免税措置が受けられることから、機関投資家の関心が高まっている。不動産サービス会社のクッシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、インドの新築アフォーダブル住宅の供給は2017年第1〜第3四半期に前年同期比27%増の26,000戸に達した。

だが政府の支援拡大という追い風にもかかわらず、投資家は新たな資産クラスとしてのアフォーダブル住宅に対して慎重な姿勢を崩していない。問題の一つは、喧伝されるほどの膨大な新規住宅の建設には同様に膨大な建設用地が必要だが、それは極めて見つけにくく、極めて高額で、しかも都心から相当離れているため誰も住みたいと思わないということだ。

また、政府の参画は助けになるとともに障害にもなりうることも問題である。ある機関投資家向けのファンドマネジャーは、投資を検討する場合はこの部門が政府の補助金という恩恵抜きでも自力でやっていけるかを見極めたいと述べている。インドのあるコンサルタントも、政府の官僚主義が利益に与える影響を懸念する。「認可の窓口が依然として一本化されておらず、また必ずしも利益率ではなく量が鍵になることも問題だ。毎年数

日本：重要テーマ

日本政府が2012年10月に導入した大胆な量的緩和政策は、数年に及ぶ不動産価格の急騰のきっかけとなり、その結果賃料、資産価値、そして不動産投資信託（J-REIT）の価格が長期にわたり上昇を維持することになった。2012年以降、キャップレートの低下と邦銀による高水準のレバレッジにより、多くの国内投資家及び外国人投資家が巨額の利益を手にしてきた。例えばあるコアファンドマネジャーは、最近売却したオフィスポートフォリオのIRRが「28%超」を記録したと報告している。

だが、景況感が良好で取引高も大きく、2017年第2四半期のGDP成長率が年率2.5%と比較的堅調だったにもかかわらず、東京では市場の勢いが衰えている模様で、J-REITによる取得が鈍化しファンドも市況について慎重な見方を強めていることから、多くのインタビュー回答者が今後の取引の減少を予想している。

これには少なくとも2～3の理由がある。何よりもまず、賃料の上昇が頭打ちとなりオフィスビルのキャップレートが3%を切ったことから、楽に儲かる時期は終わったと多くの投資家が判断したことだ。同時に、取得可能な資産が減る中で国内外の投資家が取得競争を繰り広げる一方、供給がタイト化し続けている状況にあって、不動産所有者には価格の引下げを迫る要因が見当たらない。ある国内投資家は「市場には物件の数が少なく、また銀行や政府からは売却を促す圧力がまったくない。そのため今は売値と買値の乖離が広がっており、特にオフィスビルで著しい。賃料の大幅な上昇がまだ続くと思っている売手が多い一方、そうしたシナリオに懐疑的な買手が増えているためだ」とコメントした。

オフィス部門の問題には供給過剰への懸念もからんでいる。2020年に予定されている大量の新規スペースが供給

パイプラインにあるからだ。オフィス全体の空室率は4%未満とタイトに見えるものの、ドイチェ・アセット・マネジメンの推計によると新規開発のビルではほぼ30%となっており、経済成長率のさらなる上昇がない限り、テナントが新規ビルに移転して築古ビルの稼働率が低下する恐れが考えられる。

予想リターンの低下による帰結の一つは、投資家の注目が成長から利回りへとシフトしつつあることだ。この観点からすると、日本は機関投資家の資金投入先として魅力的な市場である。イールドスプレッド（不動産の利回りと日本国債の利回りの差）が3%前後と、おそらくアジアで最大の広さになっているためだ。ある機関投資家向けファンドのマネジャーによると「賃料利回りやNOI（純営業収益）利回りが4%ほどなのに加え、現在の借入金利は1%を切っている。そのため利益率が高く、レバレッジを掛けない場合のキャッシュ利回りは7%～8%前後となる。これほど安定した収益は世界的に見ても極めて稀だ」。

このことから実質的に、多くのファンドマネジャーが資産クラスについてもシフトしている。あるファンドマネジャーは「オフィスを敬遠し住宅への注力を拡大している。日本は今後も低インフレ、低成長、低金利の環境が続くと見ており、そのためボラティリティの低い資産クラスに投資したいと考えている」。賃金が伸びていないため住宅賃料の上昇見込みについては意見が分かれるが、住宅を巡る競争が激化した結果、この部門で活動するあるインタビュー回答者によると、東京の住宅取引利回り（わずか3年前には6%前後だった）は「この6か月から9か月の間に3%台後半から2%台に低下した」。

さらに、供給不足の懸念も生じている。長らく東京の住宅を取得しているある投資家によると「取引が減っている。

万戸を供給するとなるとバリューチェーン全体が潤滑に作動しなくてはならないが、供給過剰で制御不能となっても対応する時間がない」。

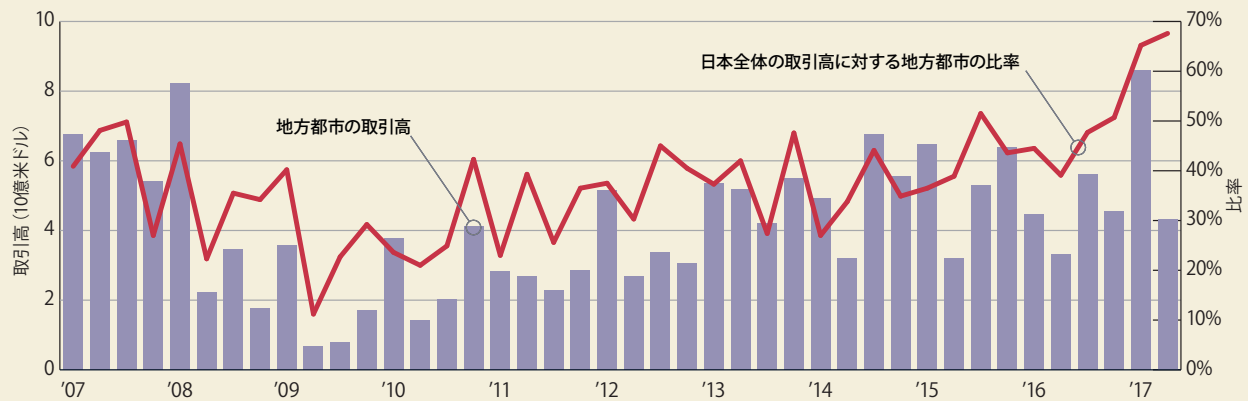
マルチファミリー（複数世帯住宅）

アジア太平洋地域全体にわたって住宅価格が高騰し手が届かなくなりつつある中で、長期的な賃貸住宅ストックの必要性が高まっている。これは利回り志向の強いアジア及び世界の機関投資家にとって明らかに魅力的な部門だが、アジアの市場は（日本は別として）資産クラスとしてのビルド・トゥ・レントの歴史がないため、投資家は有効なビジネスモデルを探している。あるファンドマネジャーは「我々はマルチファミリーを退職者向け住宅と同じカテゴリーに入れている。考え方としては、需要があり

理に適っていると思うが、まだどうやって利益を生み出せるかが見えていない」と述べている。

中国では、外国人投資家と国内投資家（国内最大手のデベロッパー数社を含む）が事業のプラットフォーム作りに積極的に取り組んでおり、その多くが独身または夫婦のみの若い世代をターゲットとしている。現在この部門で活発に動いているある外国ファンドは中国本土で10年～20年のマスターリース契約による古いオフィスビルまたは商業施設に基づいたプラットフォームを構築した。これはその土地を取得するよりも遥かに安価なアプローチで、これらのビルを約22～25㎡のワンルームマンションに改築し、月額400～500米ドルでサブリースするものだ。

図表1-11 日本の地方都市で取引高が加速



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

注：数字は1千万米ドル以上の取引（開発用地を含む）の集計値

現在、ポートフォリオでの取得を進めているが、物件の規模が小さくなっている。9か月ほど前までは総じてもっと大きな物を買っていたが、今はそうした物件が見つからないか、あったとしても価格が高くなっている。物件がそれほどないことを売手が承知しているからだ。

一方、高利回りを重視する投資家は二番手都市への注目を高めている。2017年には東京から（特に大阪と福岡に）移転する資金が大幅に増加しており、CBREによると、日本の5大地方都市の合計取引高は今や東京を凌ぐという。

だがその結果競争が激化し、資産価格が急騰して利回りが急速に低下している。RCAによると、2017年の初頭には東京と地方都市のオフィスの利回りには少なくとも100ベースポイントのギャップがあったが、現在ではこの差が縮んでいる。つまり、二番手都市の比較優位性が大幅に低下したのだ。

このうち住宅については、ある投資家によれば、需給状態が堅調でベースが小さいため二番手都市の賃料の上昇見込みは高いという。だが東京から地方に向かう資金が増えるにつれ、利回りの低下が急速に進んでいる。あるファンドマネジャーは「18か月から20か月ほど前に大阪で住宅の取得を開始した。これまでに数件の取引を完了したが、競争が厳しく、5%だったキャップレートが4.5%から4%台前半にまで低下するほど市場が急激に動いており、値付けで負け始めている。そうすると良いシナリオとは言えなくなる。いったん価格競争に巻き込まれると、どこかの時点で東京の価格に基づいた値段で買う羽目になるからだ。そして東京も大阪もキャップレートが4.2%だとしたら、どちらを選ぶか決めるのは難しいことではない」と述べた。

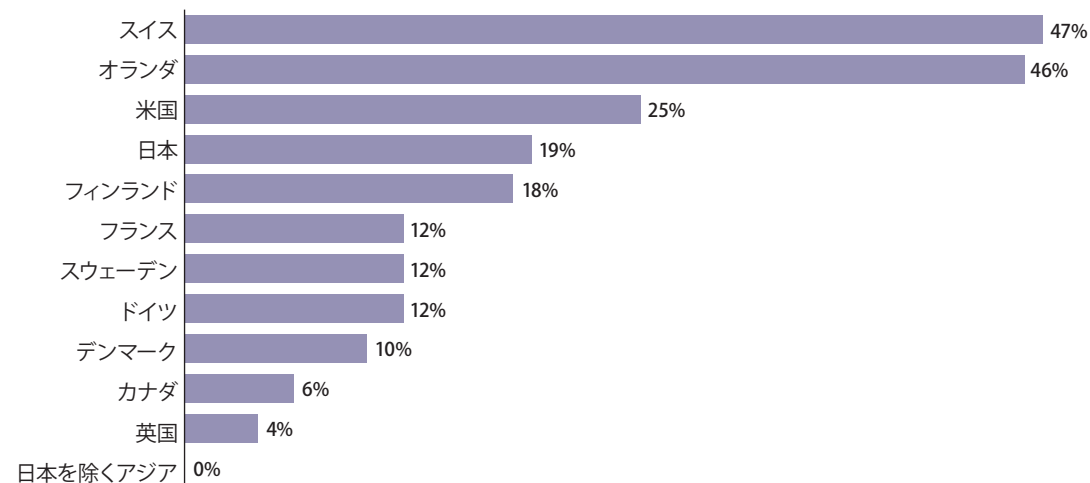
このファンドのあるマネジャーの説明では「中国の賃貸居住者は数億人の単位で存在するため、需要は膨大だ。だが、マルチファミリーのコンセプトや展開の方法は米国や日本とは非常に異なったものになると思う。しかも簡単ではない。大半の不動産ファンドはビル単位で考えるが、我々のプラットフォームのひとつは250か所に及び部屋数は3万に近い。そのため運営の方が重要な課題で、標準的なモデルを作り管理チームを整える必要がある。10か所ならば簡単かもしれないが、100か所か200か所となると遥かに難しい」という。

マルチファミリーのプロジェクトに投資する機関投資家ももっと広がっていく上で、高い税率、約2%という賃貸利回りの低さ、そしてビルド・トゥ・レントのモデルに必要な正式な法体系

が中国にないことが障害として挙げられている。にもかかわらず勢いは増しており、特に政治面で目立つ。政府が支援している最近のプロジェクトでは、賃貸集合住宅の開発用に区分された土地が低価格で用意されているほか、商業用地や田園地帯の土地を賃貸住宅用にゾーニングし直すことが認められている。

また中国政府は、法律によってデベロッパーが賃貸物件として保有・管理を義務付けられている低収益の住宅を切り離すことが可能になるような資金調達の枠組みを創設する意向のようだ。中国当局は2017年10月、国内大手デベロッパーによる約7億5,000万米ドルの資産担保証券（ABS）の発行を認可した。賃貸集合住宅ポートフォリオの賃料を担保とし、金利は4.88%である。これらの物件が高い利回りを生み出すとの想定のようなだが、

図表1-12 機関投資家の不動産ポートフォリオにおける住宅の比率（2015年）



出所：IPD、NCREIF、ラサール・インベストメント・マネジメント

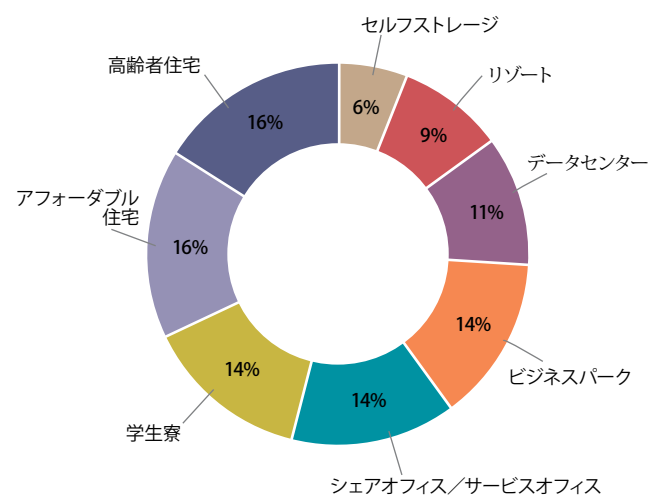
どうやってそれを実現するかはまだ判然としない。とはいえ当局がABSの枠組み（そしておそらくREIT方式の枠組み）を用いて全国的に機関投資家による住宅の賃貸プラットフォームの展開を促進する意向と思われることから、今後さらに多くのABSの発行が行われるものと予想される。これは中国の上場企業が不動産に関する大型ABSを発行する初のケースとなるものであり、世界金融危機に向かう中で不動産担保証券を発行して泥沼にはまった日本を除き、アジアで初の大きな一歩でもある。

香港でも、住宅価格が世界で最も高額のため賃貸住宅に移る若年層が増えていることから、ビルド・トゥ・レントのコンセプトが広く受け入れられつつある。香港のあるバリューアッドのマネジャーが、そのモデルを「若い専門家向けの学生住宅」と表現

したように、都心に立地し、部屋面積は20㎡前後と極小で、共用スペースと共同ダイニング付きの物件によって中国と同様の戦略を進めている。

しかし大きな問題は、香港にはマルチファミリーに転用可能なまとまったストックが極めて少ないことだ。「たとえ住宅施設の一棟全体、あるいは少なくとも住宅施設の上層階が見つかったとしても、取得を巡ってデベロッパーと競合することが非常に多い。それだけでなく、23.5%の印紙税を支払わねばならない。そのため、マルチファミリー戦略の推進に恰好の物件を見つけることは極めて難しい」。その結果、現在一部の投資家はホテルの取得に目を向けており、特にBグレードの細長いブティックホテルを取得して住宅に転用する戦略を進めている。

図表1-13 投資家が現在注力している（または予定している）ニッチ部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

このように香港では区分所有の問題があるが、それはアジア太平洋地域の他の市場にも見られる。多くの機関投資家がビルド・トゥ・レント戦略に向けて物件の取得を目指しているオーストラリアも同様である。

さらに障害となるのは、大抵の場合、マルチファミリーという新興資産クラスの戦略のリターンが標準的なビルド・トゥ・セルの戦略に劣るという点だ。オーストラリアのあるファンドマネジャーによると「現在、マルチファミリーは大いに注目を集めているが、利益の点で太刀打ちできるかが問題だ。というのは、デベロッパーの観点からすれば、区分所有のプロジェクトとして売却した方がずっと良いリターンを得られるからだ。実際、建物の完成前に6割〜7割を販売しないと資金を充当することすらできない。そのためデベロッパーが土地を取得し、マルチファミリー用に大型の集合住宅ビルを建て、機関投資家に売却して利益を得るのは難しい。投資家の利回りはグロスで3%ほどだ。これでは商業施設や産業用施設の4.5%〜6.5%というリターンとは勝負にならない」。

オーストラリアの低利回りという問題は中国でも見られ、現在の住宅の賃貸利回りはわずか2%と、ビルド・トゥ・セル開発の利回りを大幅に下回っている。だが日本では銀行融資が低利のためこの問題は当てはまらない。あるインタビュー回答者が述べたように「リスク・リターンを考えると、日本は依然としてオーストラリアより遥かに優れている。オーストラリアでは借入コストが3.5%~4%で利回りとはほぼ同じのため、利益率はあまり良くないか、少なくとも日本よりも劣る。日本はマージンのさや取りでは恐らく世界でも飛び抜けて高いからだ」。

学生向け住宅

学生向け住宅も、アジア太平洋地域の投資家がこのところ活発に動いているニッチ部門の一つだ。域内の注目は引き続きオーストラリアに集まっており、外国人学生数が急増しているため、市内に立地する学生向け住宅は何年にもわたり機関投資家の投資対象となっている。

だが問題は、この部門での安定的な資産の取引はこれまで比較的少ないものの、価格が競り上げられて既に利回りが非常に低い水準にまで下がっていることだ。あるファンドマネジャーによると「他のどの資産とも同様に、学生向け住宅の利回りも非常に低くなっている。オーストラリアで学生寮のポートフォリオを作りたいという投資家が3~4人ほど私のところにやってきたが、その開発利回りは一桁台で、これはリスクテイクを考えるとこれまでにないほどの低さだ。だから、コストの予備費として10%を見込んだとして、利回りが10%を切れば、予備費が発生すれば利益も飛んでしまう」。

アジアでは教育関連の不動産への投資はこれまで非常に低調だったが、最近になり香港、韓国、日本といった極東の市場で増えている。ある投資家は香港とソウルの学習塾への投資について語ったが、それは既存の学習塾運営業者に不動産を賃貸するものだった。

図表1-14 オーストラリアの学生向け住宅の予想利回り

立地場所	利回りの幅
メルボルン	5.50%~6.25%
シドニー	5.50%~6.25%
ブリスベン	6.75%~7.25%
アデレード	6.75%~7.25%
ペース	7.00%~7.50%

出所: ジョーンズ ラング ラサール

高齢者住宅

アジアでは人口の高齢化が進んでおり、また現在では常勤の職に就いているため年老いた親や親戚の面倒を見ることができない若年層が非常に増えていることから、投資家はアジアの状況に合った高齢者住宅の戦略を長年探求してきた。こうしたビジネスモデルの模索は今も続いているが、機関投資家は解決に近づいていると言ってもいいだろう。それは急速な経済成長と物件価格の高騰によりアジアの高齢者層は動産資産と不動産資産のいずれにおいても昔に比べ遥かに裕福になった、という単純な理由による。

アジア太平洋地域で最も西洋化の進んだ市場であるオーストラリアは、実効性のある方法に向かって最も先を行っている。シンガポールのあるファンドマネジャーによると、最適の対象はもう少し若く、より健康で、独立した住居に入居可能な人々であるとし、オーストラリアの需要を年間28,000戸前後と見積もっている。なお、現在の供給量は8,000戸前後であり、その多くは質が良くない。同マネジャーは「機会としては、総じて不動産資産はあるもののキャッシュは少なく、持ち家を売却可能で、現在の居住圏内に住むことができ、家族や友人との繋がりを保つことができる高齢者向けに集合住宅型の高級住宅を提供することだ」と指摘する。また、そのファンドは高齢者介護施設をコア投資戦略の一部に位置付けて対象としていたが、そうした戦略は運営リスクを避けるために実績ある運営業者とパートナーシップを組み、貸借権をベースに構築するのが良いかもしれない。

アジア太平洋地域の他の市場でも、投資家は豊かさを増しつつある中で高まっている消費力を頼んで、同様のモデルを取り入れようとしている。だがこれまでのところ適切なやり方を見つけるには至っていない。あるインタビュー回答者は「この部門を相当研究し、企業としてもかなりの投資を行ってきたが、中国では誰もモデルを手にしていないというのが実態だ。売るのがいいのか、会員制のモデルか、あるいは月額賃料を得るのがいいのか。そのため投資家はどんな形で提供すべきか今も頭を悩ませている。それに、中国ではまだどの事業者も利益を生み出す物件を持っていないと思う」と語った。

日本でも細かな事情こそ異なるものの、総じて人々が豊かであるにもかかわらずほぼ同じ結果となっている。東京のある投資家は「日本ではこれまで相続税対策の一環として高齢者住宅が建てられてきたため、それを運営する事業者が課題となっている。日本の高齢者住宅はかなり小さく、一棟当たり40戸か50戸ほどで、小規模の事業者が運営している。機関投資家がそんな小さな施設に投資するのは、特に事業者がそれほど成熟していない場合、かなり難しいだろう」と述べた。

コワーキングのパワー

事業用不動産の世界でコワーキングほど急速に出現したトレンドは見当たらない。わずか2年前には不動産業界でこの言葉を聞いたことのある者はほとんどいなかったが、現在ではオフィス部門を席巻しており、コワーキング事業者はアジア及び全世界の多くの主要都市で新規オフィススペースの最大の需要者となっている。

不動産所有者と投資家にとってコワーキングは重要な意味を持つものの、この流れの主体が占有者（入居者）だという事実は、不動産所有者と投資家がなかなか変化を受け入れようとしなかったことを示している。あるアナリストによると「近頃では、利回りや賃料ではなく建物の占有者について知りたくて相談にやってくる投資家が増えている。どんな人間で、何を考え、スペースについてどんなニーズがあるのか、といったことだ」。これは一部の投資家、中でもコアファンドが、状況の変化に影響を受けやすい業界のテナントを避けようとしているためだ。「投資家はコワーキングがIT業界に悪影響を与えていると考えている。金融業界がフィンテックの導入によって多くのレイオフを行ってきたように。そのため投資家は自分の物件に銀行やIT企業がまとまって入居するのを好まないのだろう。彼らとしては、3年間の賃貸契約を結んだ後に好況サイクルが過ぎ、企業が破産し、その結果2フロアが空室となるような事態を懸念しているのだ。例えば法律事務所の入居を増やせば、個室で構成される従来型のレイアウトを採用するため、需要があるはずだと考えている」。

だがこの理屈には疑問が残る。第一に、オフィスの使用方法や構成に関して起きている変化はおそらく今後も続くと思われるためであり、第二に、アジア太平洋地域全体にわたってテナントに占めるIT企業の割合が高まり続けているからだ。ジョーンズ ラング ラサールによると、アジアのAグレードオフィスにおけるIT企業の比率は17%前後となっている。現在、IT企業は長らく従来型のテナントが中心だったCBDにこそってオフィスを移転しつつある。これは優秀な人材を惹きつけるためであり、銀行など従

来型のテナントがフィンテックや人工知能の進展によって退去しているためでもある。

現代的なワークスペースに対する需要の高まりの背景には以下の要因もある。

- オープンレイアウトによりスペース利用の効率化が進み、その結果コストダウンが可能になる。
- 職場関連技術の進歩や業務のアウトソーシングの活用拡大により人員のニーズが流動的となる一方、溢れた人員を（常勤であれ非常勤であれ）吸収できる柔軟なワークスペースへの需要が生まれている。
- あるアナリストによると、現代的なレイアウトを早くから導入した企業は「ビルのスタイルやセンスを高めており、オンラインでも実際の内装でも、『ブランドビル』の創出に貢献している」という評判からメリットを得ており、また「それによってミレニアル世代の有能な人材を惹きつけられれば、それこそテナントも投資家も望むところだ」。

インタビュー回答者の大半は、将来を先取りすることを望ましいとしている。ある回答者は「これまで見たことのないようなスピードで変化が起きている。そのため、どうやってそれに対応していくのか、あるいは少なくとも、それに対応できるような余地をどうやって用意するかを考えねばならない。物理的にも財務的にも、究極の柔軟性というのが最重要なテーマとなっているようだ」と述べた。

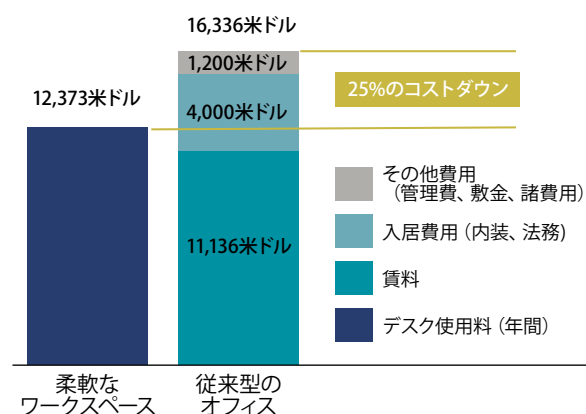
需給のアンバランス

オフィススペースで現在起きている変化のスピードが大きなりリスクを生んでいることは間違いない。オフィスの伝統的な使い方と非従来の使い方との間でいかにバランスを取るか、そして誰にも好都合な賃貸ストラクチャーをいかに構築するかが重要な問題となっている。

一点目については、コワーキング事業者にとって供給過剰問題が発生するかもしれない。爆発的な成長を遂げつつあるため、ユーザー需要の実際の大きさが事業者もユーザー自身にも見えなくなっているからだ。あるファンドマネジャーは皮肉まじりに次のように述べている。「コワーキングスペースはスタッフにとって煉獄のような場所に過ぎないと思う。彼らはみんな、いずれは出ていくことになる気がするからだ。そして誰もが、以前の雇用者から何とか契約をもらおうと駆けずり回ることになるだろう」。

こうした需給問題は、リスクとその報酬の問題にも繋がる。不動産所有者は現時点で事業リスクを取りに行くべきだろうか。あるファンドマネジャーが述べたように、伝統的な考え方からすれば「こちらとしては事業者から賃料を得られるし、事業者がそれ以上の利益をテナントから得られるかは彼らの問題だ」。だが、不動産所有者は総じてこの業界の短期賃貸や利益分配提案の受け入れに消極的である（多くの事業者が損を出している現実を念頭に置いていることは確かだ）ものの、ワークスペース

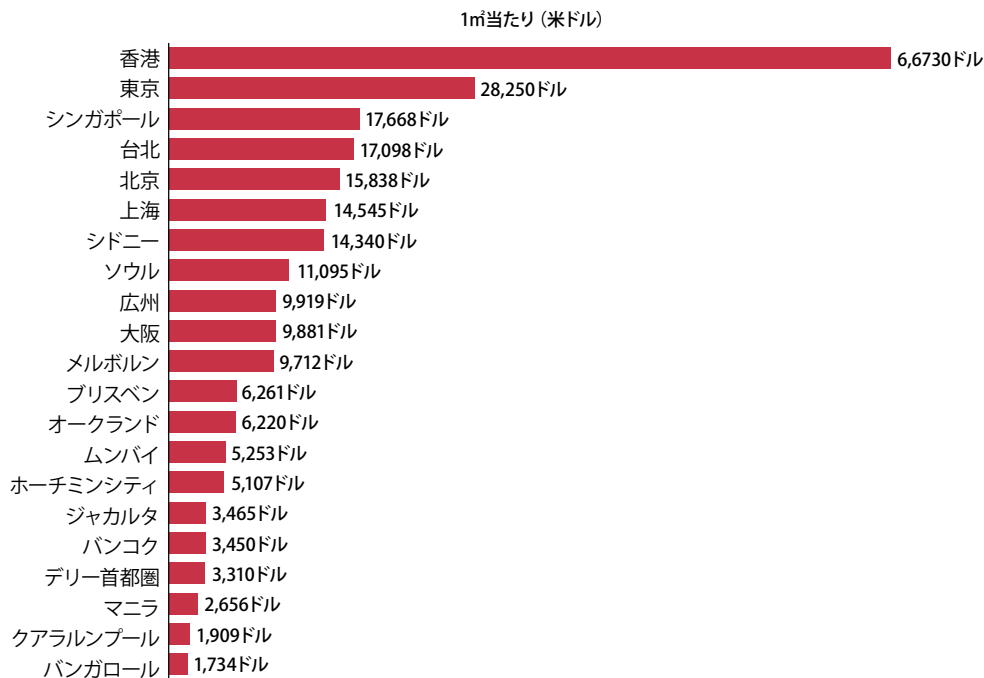
図表1-15 コワーキングによるコストダウン（香港の事例）



出所：コリアーズ

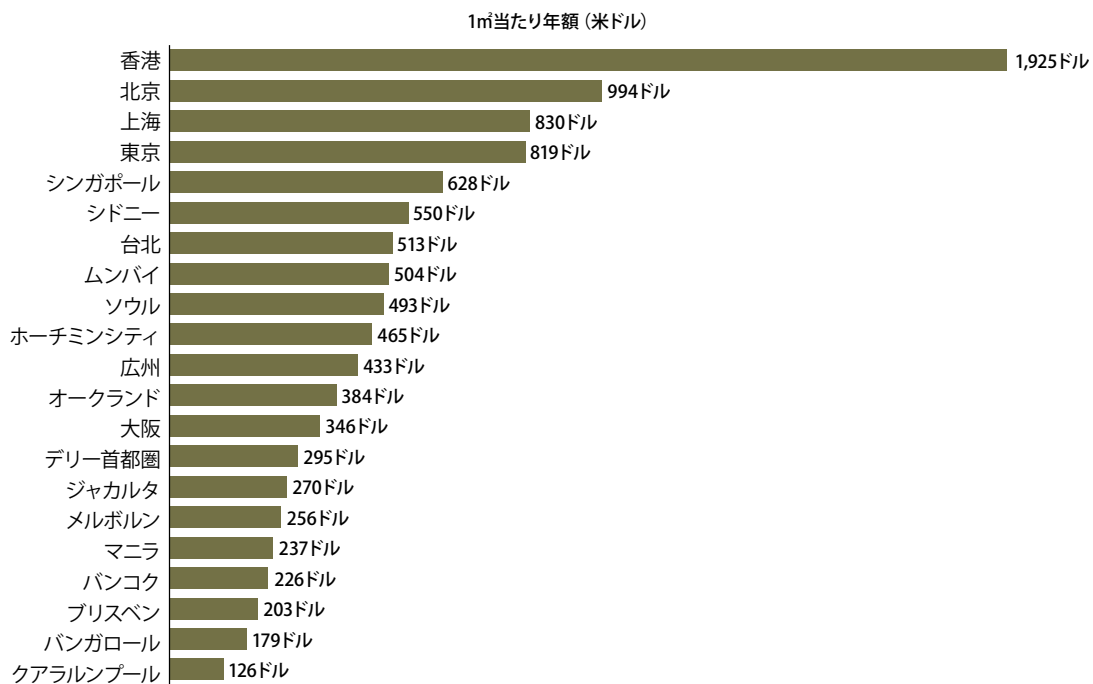
注：1人当たり120平方フィート、従来型の3年賃貸契約の場合で、1平方フィート当たり月額60香港ドル（1平方フィート当たり年額93米ドル）

図表1-16 アジア太平洋地域のオフィスの資本価値 (2017年第2四半期)



出所: ジョーンズ ラング ラサール (Real Estate Intelligence Services)

図表1-17 アジア太平洋地域のAグレードビルの実効賃料 (ネット、2017年第2四半期)



出所: ジョーンズ ラング ラサール (Real Estate Intelligence Services)

オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアはアジア太平洋地域の中で、賃料上昇の鈍化というトレンドに逆行している数少ない市場の一つだ。ジョーンズ ラング ラサールによると、シドニーのプライムオフィスの実効賃料は2017年第2四半期に年率25%の上昇を記録した（メルボルンは16%）。両都市の堅調なファンダメンタルズはインセンティブの減少や限定的な供給に加え、CBDにおいて相当数のビルが市場から姿を消したことでさらに強まっている。

需給がタイトなこと、今後も利回りへの圧力が続くはずだ。これまでにシドニーとメルボルンの利回りはいずれも5%を切っている。現在のキャップレートは2007年の最低値を下回っているが、資産価格はオーストラリアの基準からすると全体的にそれほど高くはない。その結果、（想定どおりに）賃料と資産価格が上昇を続ければ健全なIRRが得られると期待されている。ある投資家は「シドニーは異常だ。放出弁がないため長期のサイクルになると思う。何の物件も出てこないし、出てくる場合も何年も先になるだろう」と述べた。

また、国債とのイールドスプレッドが大きいことから、オーストラリアは外国人投資家の間で高い人気を確保しており（現在、外国人投資家による投資は国内投資額の40%を超える）、今年の投資見通しランキングでシドニーとメルボルンが1位と2位を占めた。シンガポールのあるマネジャーは「オーストラリアの借入コストは若干高いが、それでもキャッシュ・オン・キャッシュのリターンが高いことを考えるとまだまだ魅力がある。というのは、オーストラリアは多分アジアで唯一、資産を取得して超長期で賃貸できるだけでなく、年率3%~4%の間で収益の上昇が見込める市場だからだ」と述べている。

だが相変わらず、実際に取得可能な物件を見つけることが大きな問題だ。CBREによると2017年上半期の取引高は前年比37%減となったが、これは取得できる物件がほとんどない中で不動産所有者が売却に消極的であることが主な理由である。外国のファンドによる取引は全体の約1/3で、過去数年に比べ若干低下している。

一方、投資家はオーストラリア市場に資金を投入するために、ビルド・トゥ・コアやフォワード・ファンディングなどさまざまな戦略を取り入れている。しかしシドニーとメルボルンのCBDでは開発機会が枯渇する可能性が高いという問題が浮上している。シドニーのあるファンドマネジャーが指摘するように「まとまった用地を取得できるかどうかは昔からの課題だと思う。CBDの多くの小規模ビルが区分所有となっているため、用地をまとめてテナントにとって魅力的な大きさの床面積を提供することは難しい。そのため現時点では、住まいの再開発といった投資を実際に行うための用地が見つからない。我々も何とか探そうとしているのだが」。

CBDでは売手より買手が多いため、外国人を含む多くの投資家が都心から出ようとしている。例えばシドニーCBDから西に23キロ離れた郊外のパラマタだ。オーストラリアのあるファンドマネジャーはパラマタを「将来のシドニーCBDの代替先」と呼び、別のマネジャーは「賃料が安い近いうちに大幅な賃料上昇が見込まれる優れた市場」と説明する。都心部が満杯になる一方、インフラ（とりわけ交通ネットワーク）が整備されるにつれ、こうした郊外ビジネス地区は、特に取引の規模が大きいことから、今後も投資先として台頭し続けることが見込まれる。

オーストラリアの二番手都市も、長年にわたる停滞の後ファンダメンタルズが改善し始め、投資活動が活発化しつ

の利用方法がこれほど大きな進化を遂げつつある中で、事業者がイニシアチブを手渡すのが良いのかを（特に、コワーキング事業者が既にオフィススペースを大きく混乱させているという事実を踏まえて）しっかり計算しなくてはならない。

事業者任せではなく、不動産所有者が自身のビルに専用のコワーキングスペースを設け、テナントなどに賃貸する方法も考えられる。あるアナリストによると「ほとんどのテナントは不動産所有者が全フロアをコワーキングスペースとして提供してくれる方が嬉しいと思うのではないか。その方が柔軟性があり、もし自分たちのオフィスでスペースが不足したらそこに行って仕事すればいいと考えるからだ。これはテナントにとって付加価値であり、不動産所有者にとってもコワーキング企業にスペースを賃貸するより良いソリューションだと思う。だが現時点では投資家はそこまで見越して考えてはいない」。

人気の途上国市場としてベトナムとインドが浮上

途上国市場は引き続き投資家の関心を惹き付けている。これまでの本レポートでは、一連の新興市場都市、特にバンガロール、ジャカルタとマニラが投資見通しランキングの上位を占めていたが、今年はホーチミンシティのみが突出し、他の都市はいずれも人気を落とした。

なかでもインドネシアは依然としてオフィスの供給過剰の影響を被っている。とはいえジャカルタの見通しは押しなべて悲観的というわけではない。インドネシアのあるデベロッパーによると、新規のプレミアムオフィスプロジェクトの場合、都心部に立地しライトレール（次世代型交通システム）の路線に近ければテナント探しに苦労しないという。そうしたオフィスは、賃料こそ下落しているものの、市場が好転すれば良好な位置に付けるはずだ。住宅でも同じことが言える。

つある。見通しが最も明るいのはおそらくブリスベン（及びゴールドコースト沿いのエリア）で、CBREの予想では、2017年から2018年にかけて実効賃料が16%上昇するという。これに反してパースでは賃料が底打ちした可能性があるが、投資活動は依然として極めて限定的だ。

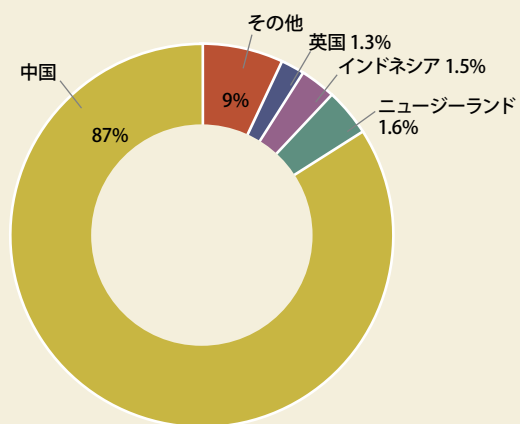
やはり他のアジア太平洋市場と同様に、投資家は代替資産クラスにも高い関心を寄せている。特に学生向け住宅は、機関投資家がオーストラリアで投資対象とする資産クラスとして確固たるものとなった。一方、高齢者住宅はようやくクリティカルマスを獲得しつつあるようだ。インタビュー調査ではいずれも投資対象の候補として何度も挙げられている。

また、物流施設も依然として国内外の投資家を惹きつけている。ファンダメンタルズは堅調さを保っており、利回りに牽引されて取引高（ポートフォリオ取引を含む）は引き続き高水準にある。ジョーンズ ラング ラサールによると、利回りは低下しているとはいえまだ平均6.5%前後となっている。ある外国人投資家は「物流施設は機関投資家の投資対象に入っているが、それは施設のフリーホールド（所有権）が得られることが主な理由となっている。これに対してシンガポールの産業用施設部門では短期のリースホールド（賃借権）が多い。そのためフリーホールドには魅力を感じるが、それに加えてオーストラリアではテナントとの賃貸契約期間が長く、段階賃料が標準的となっている。政府の施策や市場の透明性も考慮すると、今後の投資先として他の国を遥かに凌いでいる」と説明した。

住宅部門では、政府による抑制努力にもかかわらず価格の上昇が続いている。現在、シドニーの住宅価格は世界

第二位の高さにあり、調査会社のデモグラフィアによると平均収入の12.2倍（メルボルンでは平均収入の9.5倍）となっている。これまでにさまざまな規制が導入されており、外国人による取得に対しては懲罰的な税金が課せられる（クレディスイスによると、外国人投資家はニューサウスウェールズ州の住宅取得全体の約25%を占めている）。だがそうした施策も価格上昇の抑制にはほとんど効果を見せておらず、インタビュー回答者は今後も住宅価格の上昇が続くと予想している。

図表1-18 外国人投資家によるオーストラリアの住宅の取得（2017年上半期）



出所：ニューサウスウェールズ州歳入局、クレディスイス

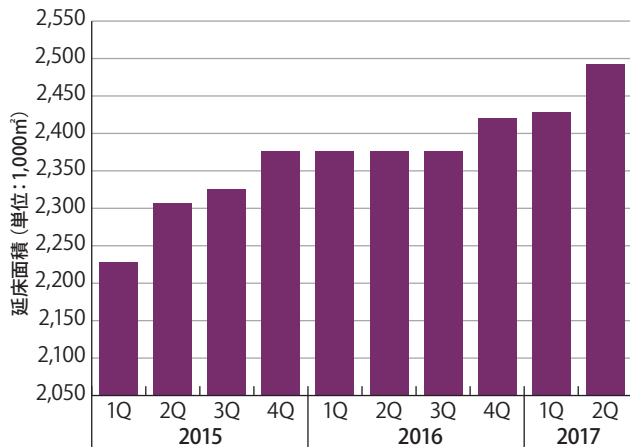
一方フィリピンは市場が健全さを保っており、インフラブームや年率約6.5%という高い経済成長の中で賃料も資産価格も上昇基調を続けている。だが、米国のベースレートの上昇に対する懸念が高まり、国内の政治問題も相まって、外国人投資家の心理を冷やしている。これには現地の優れたパートナーを見つけることが難しいという問題も影響している。

ベトナムについては、投資家は10年から15年前の中国に似ていると好感している。GDP成長率は7.4%周辺にあり、官僚主義の問題はまだ残っているものの、規制環境は徐々にではあるが緩和しつつある。今回の調査ではホーチミンシティが賃料上昇のランキングで上位に登場したことが目を引く。これは経済の強さがやがて不動産の価値に波及していくという確信を反映したものだ。ベトナムでは依然として開発投資が中心となっているのは驚くに当たらないが、機会の件数は豊富というわけではなく規模も比較的小さいものが多い。

ここ数年、プライムオフィスはほとんど建設されていない。つまり、取得に足る安定した資産は極めて少ないということだ。そのため大半の投資家は最初から住宅部門を対象にしており、現地のパートナーとジョイントベンチャーを組むのが一般的だ。あるファンドマネジャーによると「経済は全般的に回復が見られるが、不動産についてはまだ他の市場のような世界金融危機以前の水準には戻っていない。そのためマクロの視点からの成長見込みは高いと考えている。我々のエントリーポイントは中間所得層から低所得層向けの住宅で、これにはエグジットも当然見込める。需要が非常に強いからで、これこそ我々が今進めている戦略だ」。

外国人投資家を惹きつけている途上国市場のもう一方の雄はインドである。インドの都市は今回の投資見通しランキングでは冴えなかったが、運営の難しさに対する不安が続いていることが原因と思われる。だが機関投資家とソブリン・ウェルス・

図表1-19 ホーチミンシティのAグレードオフィスビルの総供給量



出所: CBRE

ファンドの資金の大量流入は継続中だ。ベトナムと同様、インドでの投資は戦略的な性格のものが多く、改革による長期的な高成長に乗じるのが狙いだ。インド政府は長らく続く非効率性の改善に取り組んでおり、その姿勢に対する国民の支持に基づいて改革を推し進めている。しかしベトナムとは異なり、インドの場合はスケールが極めて大きいことから、巨額の資金を展開するファンドからの人気が高くなっている。

これまでのところ、流入する資金の大部分は大手投資家によるものだが、現在は小規模ファンドも参入しつつある。しかしあるファンドマネジャーが述べたように「自力でやっていける大手のLP（リミテッドパートナー）と伝統的にファンドに資金を投じてきたLPとの間には大きなギャップがある。おそらくインドは投資家の関心と実際の投資とのギャップが最も大きな市場ではないか。そのため今は『ひやかし』が非常に多い」。

インドの外国人投資家の多くは引き続き事業用不動産を重視している。そのキャップレートは現時点で平均8.5%～8.75%付近にある。過去数年、大手の世界的オポチュニスティックファンドや機関投資家向けファンドがインドのオフィス部門に、主としてビジネスパークという形で大規模投資を行ってきた。早くからこうした投資を行ってきた者の多くは現在、引き続きホールドすべきか、あるいはインドに誕生予定の不動産投資信託（REIT）市場を通してエグジットを図るべきか検討中だ。数名のインタビュー回答者によると、インドのREIT市場は2018年第1四半期にIPO（新規公開）の第一号を迎える可能性が高いという。既存の高質な資産の大半が既に抑えられているため、ビルド・トゥ・コアのプロジェクトに目を向ける外国ファンドが増えている。最近行われている戦略の一つは、企業不動産のランドバンクを国内デベロッパーと共に三者間ジョイントベンチャー方式で活用することだ。

インドの物流部門は税制改革を主因としてこのところ投資ブームのターゲットとなっている。また商業施設も人気の投資先で、多数のプラットフォーム取引やポートフォリオ取引が既に完了または進行中だ。デリーのあるコンサルタントによると、これはオフィス物件が既に大量の資金を吸収済みであるだけでなく、商業施設が資産の質と賃料水準の両面において低レベルから出発しており投資家にとって成長見通しが高いためだという。「インドの商業モールの大半で賃料が平均8%～10%上昇している。これに対しオフィスの賃料上昇は年率5%～7%と比較的緩やかだ」。

一方、住宅はデベロッパー業界が財務的に弱体で総じて信用度が低いと見なされていることから不調が続いている。こうしたデベロッパーの問題は、「ブラックマネー」（裏金）撲滅に向けた高額紙幣使用禁止、新たなサービス税、不動産開発の慣行に対する規制強化など政府が最近実施した一連の改革によって短期的にさらに悪化した。

ある投資家は「政府のこうした施策は短期的に投資家心理を悪化させたが、今では、特に低所得労働者層向け住宅においてプロジェクトの販売がかなり持ち直しているため、効果的ということなのだろう。ただしハイエンドの住宅はまだ非常に低調だ」と語る。

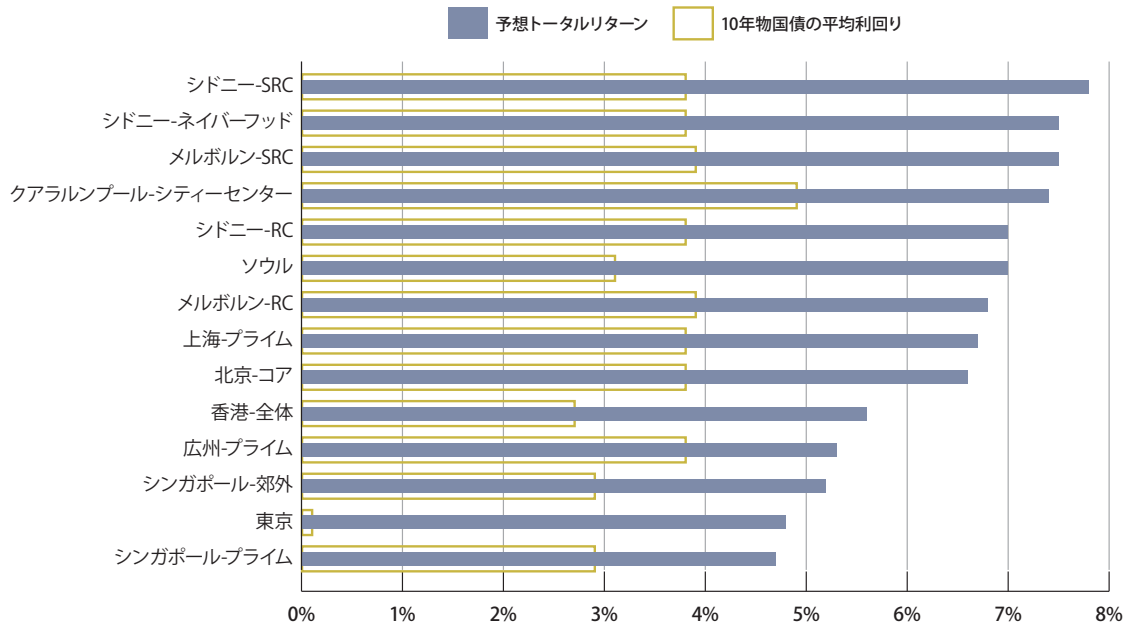
高級住宅の供給過剰も今もって問題で、外国人投資家が住宅に二の足を踏む原因となっている。あるファンドマネジャーが述べたように「インドの住宅に投資するには市場をもっと深く知る必要がある。現地パートナーと直接にジョイントベンチャーを組んでいる大手投資家は、元々はオフィスの方に惹かれていたようだ。規模を求めるにはオフィスの方が簡単だからね」。そして、インドのあるインタビュー回答者は「現在、住宅はもはや外国人投資家がコア投資を行う対象とはなっていない。だから、資金の流入は続いているものの、多くの外国人投資家はオフィスのデベロッパーに目を向けており、国内デベロッパーと良好な関係を築いてプラットフォームを作ろうと図っている」と指摘した。

投資家は依然として商業施設の見通しに強気だが……

米国市場で多数のショッピングモールが破綻したことから、アジアでもeコマースとの競争でショッピングセンターの市場シェアが食われ続けたらどうになってしまうかの悲観的な見方が生まれている。だが、アジアの商業施設の見通しに関する意見は大きく二極化しており、いささか驚かされる。

多くのインタビュー回答者は従来型の商業施設がオンラインショッピングの挑戦を防ぐことができると楽観視し、商業施設部門のファンダメンタルズが総じて堅調で賃料と資産価格もアジア太平洋地域全体にわたって横ばいまたは上昇傾向にあることを指摘している。アナリストも先行きの健全なリターンを予

図表1-20 商業施設の予想年間総合リターン (2017年～2022年)



出所：オックスフォード・エコノミクス及びドイチェ・アセット・マネジメント（2017年1月現在）

注：RC = リージョナルセンター；SRC = サブリージョナルセンター。ソブリン債に対するスプレッドは予想インカムリターン＋資産価格の上昇により決定。

想している。一方、香港やシンガポールなどの市場は不振だが、それはeコマースへの顕著なシフトよりもインバウンド旅行者が減少していることの影響が大きい。

こうした楽観論の理由のひとつは、アジアの多くの市場で小売業が未成熟なことだ。ある商業デベロッパーが述べたように「ティーンエージャーのようなもので、成長が速く、変化も速く、何をすべきがよく分かっていない」。アジアのモールの建設・運営方法が非効率であり、優秀な事業者なら自身のモールの差別化が可能なのだ。

またアジアのショッピングセンターは一般的にデパートをアンカーとするモデルを採用していないことも一因となっている（米国ではこのモデルにより多数のモールが破綻した）。つまり、新しい商品やサービスが多い。加えて、大規模商業施設ではeコマースの挑戦から身を守るための再構築が進展中だ。前出のファンドマネジャーは続けて「シンガポールで保有しているショッピングモールの大規模改修を行った。このモールの約30%がもともとスーパーマーケットだったが、改修によってeコマースに対する抵抗力の強い飲食の比率を床面積の20%から30%に引き上げた。つまりオンラインでは手に入らないサービスを増やしたということだ」と述べた。飲食テナントの賃料は一般的にファッション店舗よりも低いが、ほとんどの不動産所有者にとって利益への影響は受け入れ可能な範囲のようだ。

楽観論のもう一つの要因は、アジアの投資家がeコマースとの競争による影響度が軽い資産を探す上で選択肢（特にネイバーフッドショッピングモールやリージョナルショッピングモール）が多いということだ。こうした施設は消費者がオンラインでは購入しない生活必需品の比率が高いということも一因となっている。さらに、ネイバーフッドセンターのレジリエンスはアジアの都市化率が高いことの副産物だ。移住者が都市部に引き寄せられるにつれ、都市が外に向かって拡大を続けている。例えば中国の一部の都市は拡大が急速なため郊外にまったく新しい街区がいくつも誕生しており、ショッピングセンターは自分たち専用の施設を求める消費者を取り込んでいる。

ネイバーフッドモールはオーストラリアでも安全な投資先と見なされているが、その理由は異なる。最近、オンライン小売業のアマゾンがオーストラリアに進出し、それによってオンラインショッピングの長期的なブームが一気に始まる可能性が高い。だが主要都市の消費者と倉庫との距離が大きく離れているため、eコマースの配達が遅くかつ高価で、その結果成長が抑えられることが予想される。インタビュー回答者の中にはオーストラリアの大型モールについて疑問を呈する者もいたが、それはオンライン小売業からの挑戦というよりも、多くのショッピングセンターが概念的に古くて動きも遅く、消費者の選好の進化によって求められている変化に対応できないと考えているためだ。

ネイバーフッドショッピングセンターを支えるもう一つのトレンドはテレコミュニティン（情報機器を使った在宅勤務）の興隆である。それによって日々の通勤から解放されるオフィスワーカーが増えている。ある投資家がコメントしたように「中心から離れていく人が増えている。そのため、誰もが車や電車で通勤してくるというCBDのコンセプト全体が変わりつつある。ITがあればもう通勤しなくていいからだ。他の人と一緒に仕事する必要はあるが、それをバラバラの場所でやってはならないという理由はない。そして、シンガポールのいわゆるリージョナルモールはオーチャードロードのモールと同じ賃料設定となっている。消費者が集まるためもはや二番手の資産ではなくなっており、同じ価値となったからだ」。

……だがモールを問題視する者もいる

しかしながら、アジアの商業施設が本当に嵐を逃れられるか確信を持ってない投資家もいる。香港のあるコンサルタントは、eコマースによる長期的な挑戦が過小評価されていると思われ、単なるテナントミックスの変更では不十分な可能性があるという。「多くの小売業者が現実から目を背けようとしている。eコマースもそうだが、顧客の期待の変化という問題も厄介だ。顧客は伝統的な小売にはもはや目を向けおらず、最新の実験技術を駆使した、もっとワクワクする、面白い、革新的なものを求めている」。

この点の変化に対してよりオープンな事業者もいる。例えば中国では、ある経験豊かなモールデベロッパーがモールの運営モデルを根底から変える革新的なプラットフォームを構築しつつある。このプラットフォームでは、不動産所有者とテナントの伝統的な関係をパートナーシップに基づく関係に変え、リスク・リターンを分け合うことも検討されている。また「オンラインとオフライン」のコンセプトにより、eコマース事業者が戦略的なモール内に実店舗を設ける一方、モールのテナントのオンライン化をサポートするという試みも行われている。

さらに、ショッピングセンター内にeコマース用の注文処理施設（フルフィルメントセンター）を設置する動きもある。これは倉庫と駐車場に加え受付エリア、試着・試用室、荷物の受入・受渡エリアから構成される。このモデルも、不採算のモールが空室スペースを倉庫に変更して最終消費者への配達に使う方法として採用が広がるかもしれない。これは必然的に賃料の低下を意味するものの、少なくとも機能的な施設を生み出すことになる。

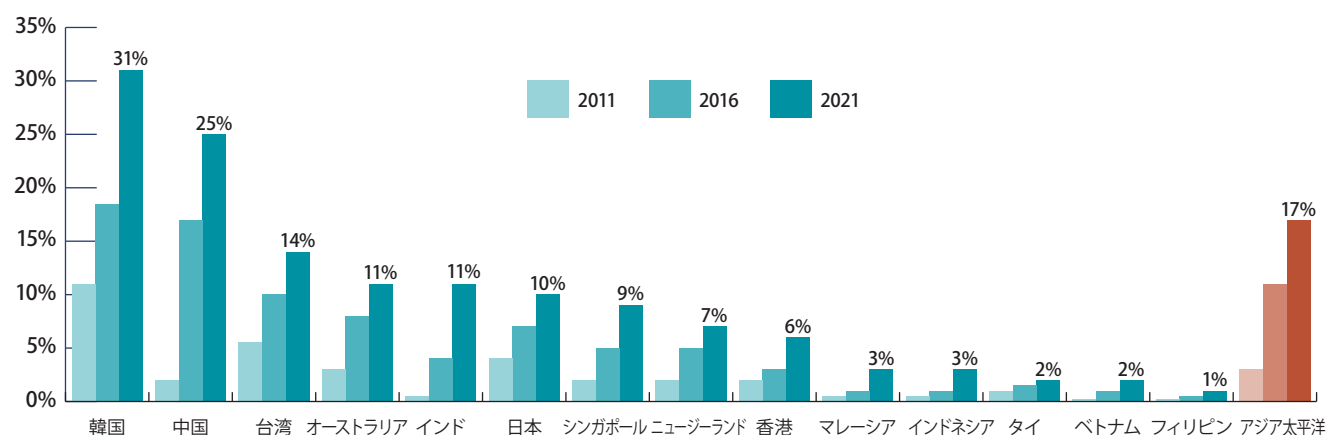
シンガポールで物流部門に投資しているあるファンドマネージャーによると「オンライン小売業者が配達を有償化せざるを得なくなるため、市内・モール内の受取施設が頭角を現すだろう。最終消費者への配達は非常に高価であり、現時点では誰も儲からない。そのため、賃貸に苦慮している高額不動産の所有者と交渉し、賃料を引き下げ、賃貸できないスペースを配達用に使うという方がコストパフォーマンスが良いと考え始めている。だがもちろん、それはモールによる。オーチャードロードではそんなことは起きていない」。

過熱抑制策にも動じない住宅市場

アジア太平洋地域の各国政府は何年にも渡って住宅価格の絶え間ない上昇を抑制しようと努めてきた。懲罰的な売上税の導入や住宅ローンの頭金の引上げがよく使われる方法だ。だが全体的にこの努力は水泡に帰し、大半の市場で価格が上昇を続けている。その理由の一つは恐れである。各国の住宅購入者の多くが、今買わなければ完全に手の届かない値段になってしまい、家を買うことが金輪際できなくなってしまうと考えているからだ。

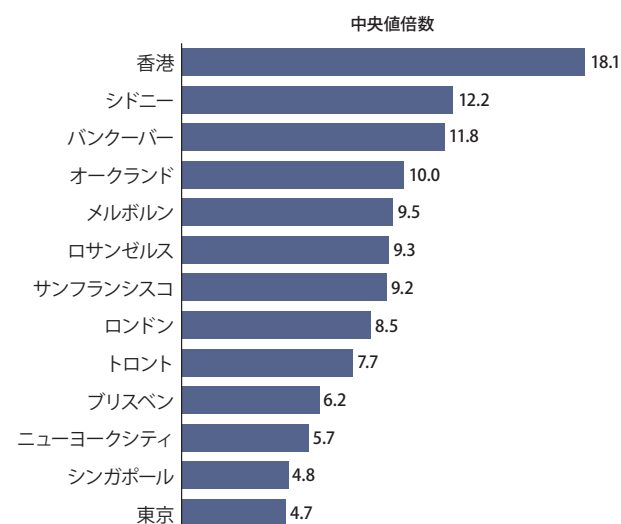
もちろん、このプロセスを根本的に動かしているのは、ほぼ10年に及ぶ低金利環境である。ただし一部の市場では供給不足と外国人投資家による住宅取得需要も要因となっている。デベロッパーが新たな土地区画にかなりの高額を支払うことが多い

図表1-21 小売業総売上高に占めるネットショッピングの予想比率（2021年）



出所：ユーロモニター・インターナショナル、2017年4月

図表1-22 主要住宅市場のアフォーダビリティによるランキング



出所：デモグラフィア、住宅のアフォーダビリティに関するデモグラフィアの第13回国際調査（2017年）

注：中央値倍数は住宅価格の中央値を家計所得の中央値で除したものの、データは2016年第3四半期。

ことを考えると、価格上昇圧力は長期的に継続する可能性が高い。その結果、アジア太平洋地域の全域で、そして特に住宅価格が最も高い市場で、住宅の面積が縮小している。例えば香港では、政府の統計によると、2017年の1月から5月に建設許可の下りた新規集合住宅の約30%が200平方フィートを切っている。

オーストラリアでは移民が多いことに加え、住宅不足と資金の豊富な外国人投資家との競争の激化により、3つの州が外国人による取得に対して累進課税を導入した（現在、シドニーで取得価格の9.1%、メルボルンで同13.8%）。主要銀行も住宅ローンのLTV比率を引き下げており、また現在では外国人の買手向けの融資を一切拒んでいる。住宅プロジェクト向けの開発融資も制限されている。

オーストラリアの住宅価格は2017年下半期に横ばいになった模様だが、外国人の買手の数は増える一方のため、市場がサイクルのピークに達しつつあるにもかかわらず、今後予想される価格の下落を弱めることになるだろう。あるインタビュー回答者は中国の買手が価格の上昇にも効率の課税にも躊躇していないと指摘し、「彼らにとってそれらは問題にならないと思う。というのは、何とかして外国に住みたいと希望する者が多い一方、北京や上海のような大都市では既にオーストラリアより高額になっており、また中国人の収入はオーストラリアの税率や住宅価格の上昇を上回って伸びているからだ」と語った。

オーストラリアよりも規制が厳しく税率も高い市場でも、住宅価格は同様の上昇を見せている。中国は立地などの基準に応じて不動産の売却にさまざまな税を課しており、また頭金は最

低20%で、大都市での二回目の取得の場合は60%という高率が定められている。にもかかわらず、政府の統計によると中国の住宅価格は2017年1月から8月までに8.3%上昇した。

一方香港では、住宅価格が既に世界で最も高額である上に極めて高率の売上税が課されるにもかかわらず、不動産ブローカーのミッドランド・リアルティによると、2017年第3四半期に取引高は過去最高となり、価格も年率換算で10%の上昇を見せた。現在の税制では外国の買手の取得価格は30%も上昇しされ、頭金の比率は大半の不動産について最低40%とされている。高額の主な理由は新規住宅の慢性的な不足と思われるが、デベロッパーが自ら住宅ローンを提供し、銀行による融資額と買手が負担可能な金額との溝を埋めていることも一因だ。そのため香港では、新規物件向けのローンに限られるが、実質的に取得価格の90%強まで借りられる状況となっており、年間の需要量が新築数を遥かに上回ることから、これが住宅価格の上昇圧力を生んでいる。

シンガポールはアジアで唯一、政府による価格上昇の抑制努力が実際に実を結んだ市場である。2010年に導入された不動産税により2013年から市場が下降し始めた（ただし2017年初頭に政府が課税の一部を引き下げたのを受け、ここに来て反転の兆しが見える）。とはいえ、マスマーケット向け住宅の山から谷までの調整は11%に過ぎず、わずかな下落に留まっている。注目点として、シンガポールと他のアジア市場との主な違いは土地の取引プロセスに対して政府が管理を強化したことであり、それによって需給のアンバランスが住宅価格の形成において果たす役割が強化されたことが挙げられる。ただしこれは大半の市場では扱いにくい問題と見られるため、価格の上昇圧力は予見可能な将来に渡って続く公算が強い。

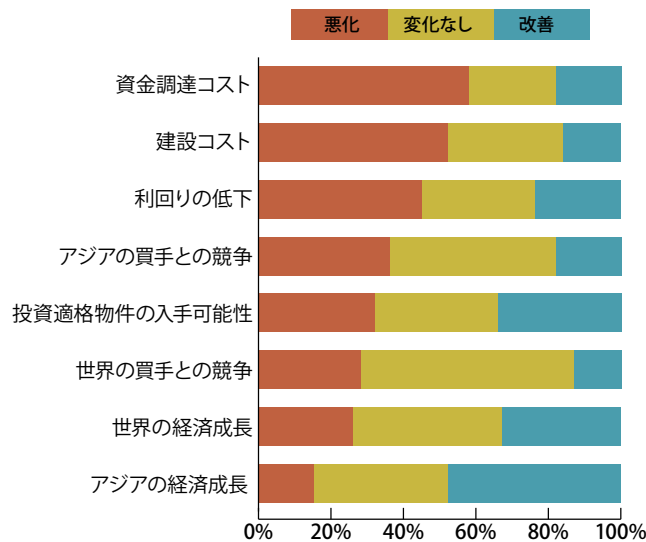
リスク疲れ

世界金融危機からほぼ10年が過ぎ、世界の投資家の意思決定に影響を与えた経済的懸念の数々（ゼロ金利国債の結果から拡大を続ける政府支出まで）がようやく消えていったようだ。問題自体はこれまで以上に根深く残っているものの、今や投資家はアジア太平洋地域の不動産市場からこれまでで最高水準のリターンを得てきたという事実を重視し、果たして経済状況が本当にそうしたリターンに釣り合うほど良好なのかという疑問には背を向ける傾向が強まっている。オーストラリアのあるファンドマネジャーの言葉を借りれば「マクロについて心配するのに疲れた」ようだ。

とはいえ、背景に存在するいくつかのリスクについては注意を向ける価値がある。

第一は、当然ながら、投資家が二の次に押しやってしまったのと同じマクロ経済問題の継続である。地域別に見ると、日本の経済と株式市場は以前に比べ良好なパフォーマンスを見せていると言えるだろうが、それは国債の大量購入やJ-REIT・ETF（上場投資信託）の買入などの政策に基づくものだ。また中国も、経済の過剰レバレッジ問題が大きな懸念材料であるのに加え、反グローバリズムの米政権との貿易摩擦も起こりかねない。だが

図表1-23 今後3～5年間の経済ファクターの変動予想



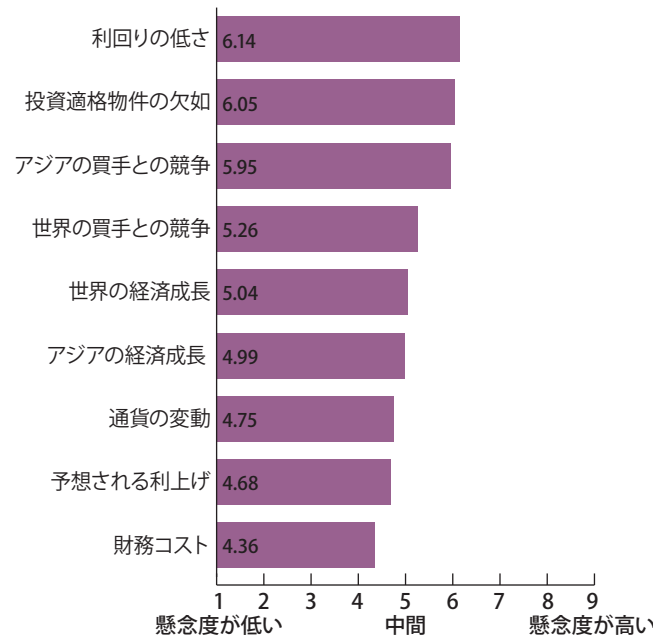
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

実のところ、大半の投資家にとってこれらは二次的な問題に留まっている。日本と中国に対して否定的な見方を取る者も大勢いるが、それは経済的懸念というより主にリターンや運営上の問題に対する懸念である。

米国のベースレートが再び大幅に引き上げられる可能性があることは不動産利回りにとって明らかにマイナスとなるものだが、インタビュー回答者は金利の中期的な見通しについて相応に楽観的であり、「より長期にわたり低水準に留まる」というのが最も可能性の高いシナリオと考えている。今回の調査では、財務コストは考えられる問題の中で最も懸念が少ないとの結果となった。

だが、現在は地政学的懸念の重要度が高まっている。特に、米国と北朝鮮の衝突に関する見通しから、外国人投資家の間で勢いを得ていたソウルへの資金流入が鈍化する懸念が生じている。今回の投資見通しランキングでソウルの位置が低かったのはおそらくこれが原因だろう。自身の投資計画は影響を受けていないとするインタビュー回答者が大半だったが、少なくとも一時的に取引を引き下げたと回答したものも若干名あった。大手コアファンドのあるマネジャーは「数件の取引を後回しにしたのは確かだ。まだ続けるつもりだが、資金調達を終える前にクローズしたくない。投資委員会に投資の了承を求めに行く者が「ところで韓国でこういう取引があります」と言わねばならないようなリスクは冒したくないからね」と語った。

図表1-24 不動産投資家にとって最も懸念される問題



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

不動産キャピタルフロー

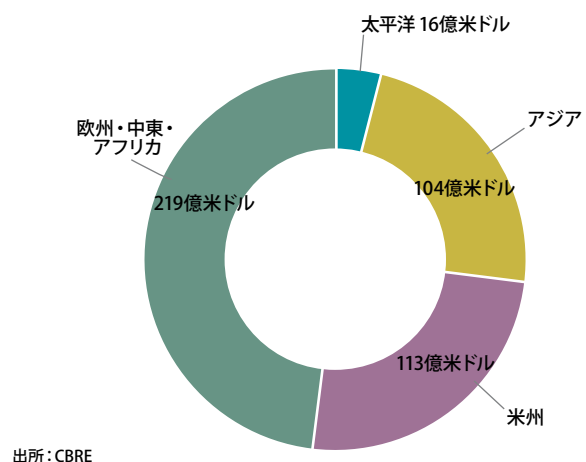
「中国からの資金流出は鈍化しているが、今後もポートフォリオ取引は行われるだろう。

この先非常に厳しくなるのは **個別取引** だ。」

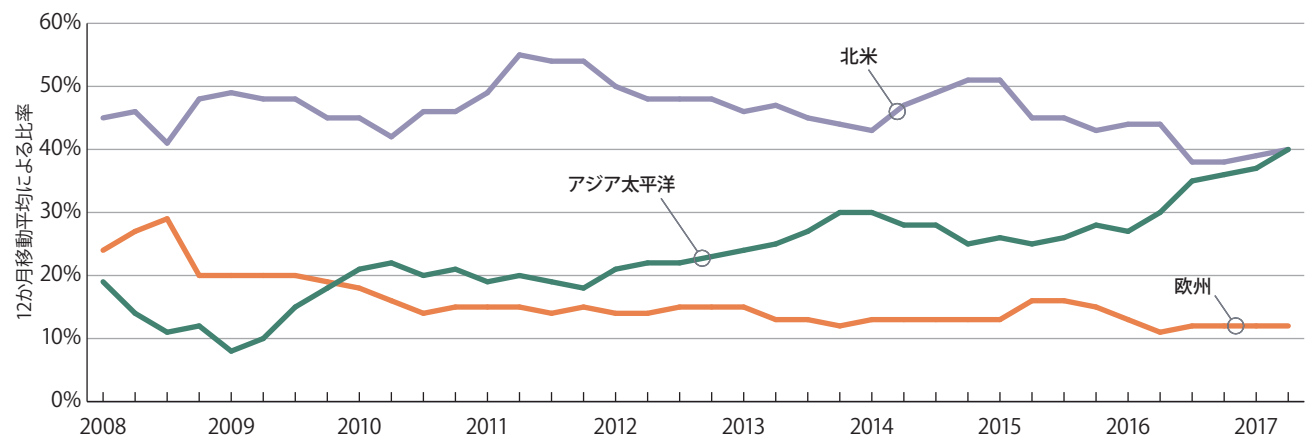
アジア市場からの資金流出が未曾有の伸びを見せ、この流れは2017年も続いている。CBREによると、2017年上半期にアジアから世界の不動産市場に向かったアウトバウンド資金は約452億米ドルにのぼった。これは2016年上半期の流出額のおよそ2倍である。調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、現在アジア太平洋地域は世界のクロスボーダー資金移動の約40%を占めており、北米とほぼ同じ水準にある。

2017年の資金流出は欧米市場での高額資産の取得に向けられており、特に欧州の資産が人気を呼んでいる。欧州への流出額は前年同期比225%増の219億米ドル（ただし半分以上がポートフォリオでの一括取得）で、これに対し北米113億米ドル（同47%増）、アジア104億米ドル（同68%増）となっている。しかし、オーストラリアへの流入資金は、入手可能な物件の不足が主因となり25%減少した。

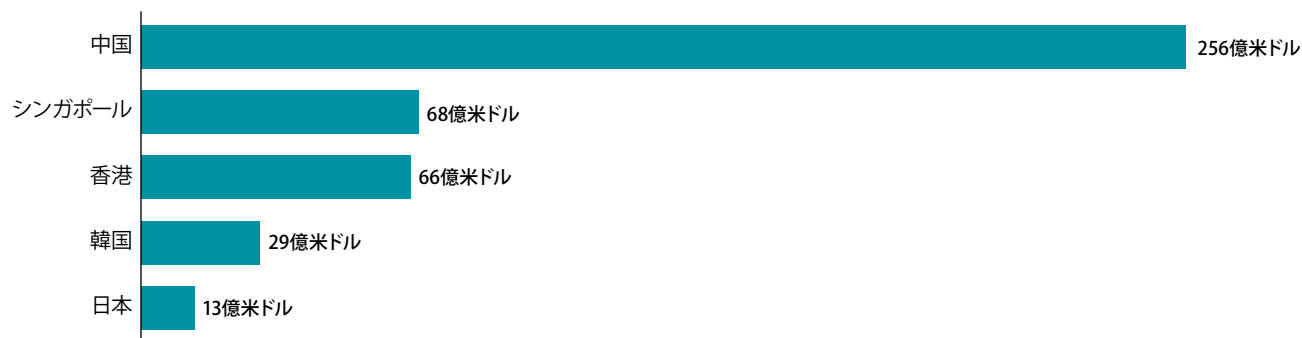
図表2-2 中国の資金の流出先（2017年上半期）



図表2-1 クロスボーダー資金の流出源（地域別）



図表2-3 アジアのアウトバウンド不動産投資の資金源 (2017年上半年)



出所: CBRE

特に目立ったのがシンガポールと香港から英国（主にロンドン）への資金フローが拡大したことだ。対米投資のリターンが低下する一方、ポンド安により英国の資産価格が相対的に低下したことに牽引された。中国と韓国の資金、とりわけ保険会社の資金も増加し、米国資産から欧州資産に重点を移している。また取引の規模と現地の専門知識を求めてポートフォリオ取引が件数・金額ともに増えており、現地のデベロッパーや事業者とのパートナーシップの形を取ることも多い。

目下のところ、アジアからの流出資金の大半はアジア域内市場ではなく成熟市場向けられている。これは世界市場へのエクスポージャーが元々なかった機関投資家が通常行う戦略であり、欧米で大規模なポートフォリオを構築した後は再びアジアに向かうという推測が生まれるのももっともなことだ。だが果たして、膨大な新規資金を吸収するだけの余地がアジアに残っているだろうか。新たな投資適格資産の建設がかなりの速さで進

められているものの、その多くは取引に供されない。日本とオーストラリア以外では取引高が低迷していることから、ほとんどの市場にとって膨大な新規資金の受け皿になるのは容易ではないだろう。

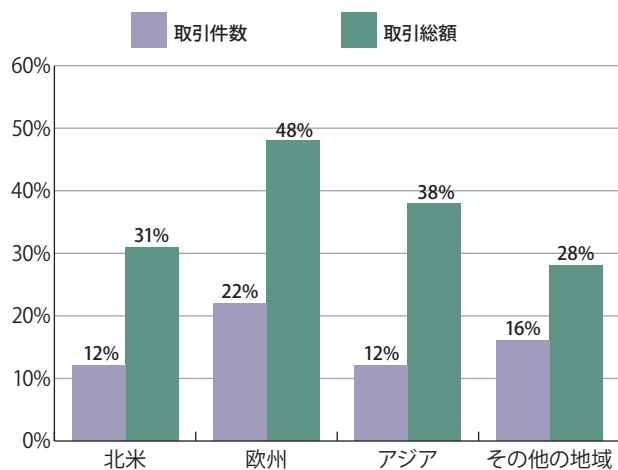
手綱を締められる中国デベロッパー

中国のアウトバウンド資金の最大の源が機関投資家（CBREによると2017年上半年の流出資金総額256億米ドルの約半分が中国のソブリン・ウェルス・ファンドによるものだった）であるが、アジア太平洋地域の市場により大きな影響を与えてきたのは中国本土のデベロッパーからの流出資金だ。これは主として、中国の機関投資家の現在の関心が欧米市場であるのに対し、中国のデベロッパーはアジアのプロジェクトに投資するケースが多いことによる。彼らは開発用地について現地デベロッパーを上回る金額での入札を厭わないため、アジア太平洋の多くの都市、特に香港、シンガポール、オーストラリアで土地価格の急騰を招いてきた。RCAによると、2017年上半年のアジア太平洋地域の開発用地取引高は前年同期比38%増の2,397億米ドルに達している。

だが、一部の中国人投資家が「常軌を逸した」ようにカネを投じていることが中国当局の目に止まり、2016年下半年以降、段階的に資金統制が強化されることとなった。直近では2017年8月に新たな統制が行われているが、その影響の度合いはまだ不透明であり、全体的には資金流出が大幅に減少することはないというのが一致した見方だ。その理由は第一にソブリン投資家や公的機関投資家は影響を受けないと思われることであり、第二に既に巨額の中国資金が国外（大半は香港）に流出しており、それらは新たな規制の対象にならないからだ。代わりに、保険会社やコングロマリット、非上場企業や個人投資家といった民間部門に対する監督が強まる可能性が高く、また、少なくとも一部の国営企業も影響を受けるだろう。

そのため直近の規制の影響は、中国デベロッパーの資金のアジア流出に大きく現れつつある。2017年上半年の流出資金額が前年同期比59%減となった中での規制強化であるだけに

図表2-4 プライベートエクイティによる不動産取引中のポートフォリオ取引の割合（地域別）（2016年～2017年7月）



出所: プレキン

なおさらだ。オーストラリアで活動するある投資家は「この規制強化の厳しさが目に見えてきた。以前には中国デベロッパーがシドニーやメルボルンで活発に投資し、中国資金との競争圧力から他の投資家も価格で対抗せざるを得なかったが、今ではそうした圧力が消えかけているため、キャップレートの低下が緩みシドニーなどで競争がいくぶん沈静化することになると思う」と述べた。

あるファンドマネジャーが言ったように、オーストラリアにおける中国のプロジェクトが「やや減速しつつある」ため、多くの投資家が先行きの動向に注目している。「オーストラリアのデベロッパーの多くが2年前に住宅市場から手を引いたため、今では彼らの売り物件がほとんどない。今、クロージングと売却が行われているのは中国のデベロッパーによるものだけだ。そのため先行きに少し懸念が生まれ始めている」。

同様の現象は米国や他の市場でも見られ、中国の投資家は当局の認可を待っているため取引のクロージングに支障が生じている。だが、そうした取引が実際に市場で行われるか、あるいは新築集合住宅の単価引き下げや（中国では一般的なように）関連会社のサポートを通じて穏やかなものになるのかは予測を許さない。

中国政府による資金統制がもたらす影響として、優遇政策の対象となる市場への投資資金の回帰も挙げられる。そのため、香港への投資が世界の他市場への再投資を目的に、中国から香港への資金移動が増加することになると複数のインタビュー回答者が予想している。意外かもしれないが、RCAによると香港は2017年上半年にネットベースの資金流入額が世界最大（前年同期比87%増の86億米ドル）となった。その多くは中国からの流入である。ただし2017年下半年には香港での中国デベロッパーの活動が著しく低下している。このほか、中国による「一帯一路」構想に関与している諸国への投資も当局から優遇措置を受ける可能性がある。

日本からの流出は微速

中国のほか日本も、未だ世界市場に登場していないもののアジアにおける巨大な資金源である。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）（1.3兆米ドル）を初めとする日本の主要公的年金基金は数年前に不動産に5%を配分することを決定し、不動産マネジャー数社と契約してその実施を担当させた。だが、国内の利回りが低く適切な資産も不足しているため公的年金基金や企業年金基金はいずれ外の世界に飛び出すしか選択肢がほとんどないにもかかわらず、これまでのところその動きは遅い。

GPIFとの協議に関わっているあるファンドマネジャーによると「検討が行われており、我々も汗を流し、世界で最も長くなるはずの提案依頼書（RFP）がまとまりつつある。だが日本には、前回犯した過ちを再び犯す恐れがあるという不安感がいくらかあると思う。多分それは正しい不安だろう。そのため今回は、ニューヨークにいてロックフェラーセンターを買うような話で

はなく、ストラクチャーを遥かに工夫し専門的なやり方で行おうとしている」。

他のインタビュー回答者も日本の年金基金による入念なアプローチについてコメントしている。驚くほどゆっくりではあるが、運用者は、アジアの大手機関投資家が外国市場に向かう際によく行う、直接投資による一回限りの大規模取引という戦略を慎重に避けている。あるファンドマネジャーは「彼らは私が常々『投資家はかく投資すべし』と考えてきたやり方で投資しようとしている。つまり、オープンエンド型ファンドで開始し、その後で別のアカウントか、あるいはクローズドエンド型ファンドに移行し、それで一回限りの取引を行うという方法だ。私はアジアの他の機関投資家の投資方法が依然として理解できない。彼らは最もやってはならないことを真っ先にやっている」と述べた。

一部の公的年金基金や企業年金基金は成熟市場のオープンエンド型ファンドに投資を開始しており、資金流出のかかなりの部分が米国に向かっている。RCAのデータによると、2017年上半年に日本が行った米国不動産への投資は前年同期比約79%増の13億米ドルに達した。

アジアの資金流出は今後も増加の一途

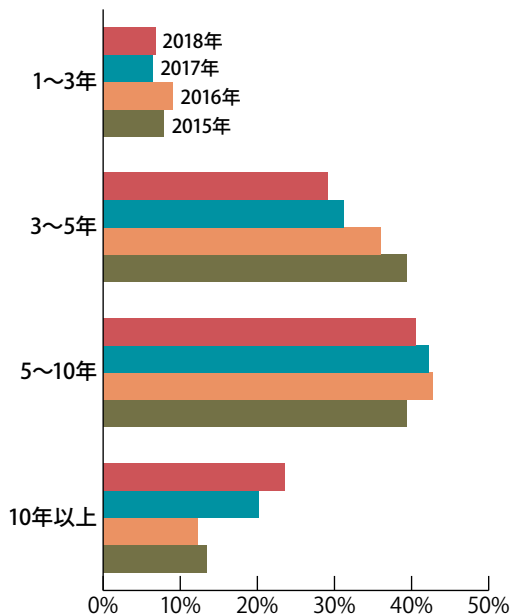
日本の膨大な資金の登場はさておき、アジア各国で国内市場が吸収できる以上の資金が生まれているという基本的事実を考えると、個々のアジア市場に向けて資金流出が拡大するという長期的傾向が今後も続くことはほぼ間違いない。加えて、リスクを分散させる必要性や国際基準に従って異なる資産クラスに配分を調整する必要性、そして国内資産やプロジェクトへの投資のリターンへの低減などといった要因もこの傾向に輪を掛けている。

特に、そして最近の規制強化にもかかわらず、長期的に中国からの資金流出が大幅に鈍化する見込みはほぼないという点でインタビュー回答者の意見は一致している。これは直近の規制措置が不動産利回りに与えた影響を当局が目当たりとし、今後は規制の拡大を見送ると推測されることが大きい。

香港のあるファンドマネジャーによると「中国が資金の流出を止めるとは思わない。実際、資金の移動は人民元の価値や安定性の如何によるところが大きいだろう。このところ為替が比較的安定しているため、外貨準備高が3兆元程度に低下した頃と比べ資金流出は若干容易になっている。だが中国政府の発言も一貫性がなく、時期によっては資金を得られない者もいる。私は香港での経験から言うのだが、今後も保険会社が堂々と、あるいは隠れるようにしてやってきて、大規模取引に食い込んでくるだろう」。

アジア太平洋地域で活発に動いている機関投資家の資金（アジア域内及び他の地域からの資金）が急速に増加していることが、引き続き資産の保有期間に影響を与えている。これは単に機関投資家が長期投資を志向しているという問題ではな

図表2-5 投資期間



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

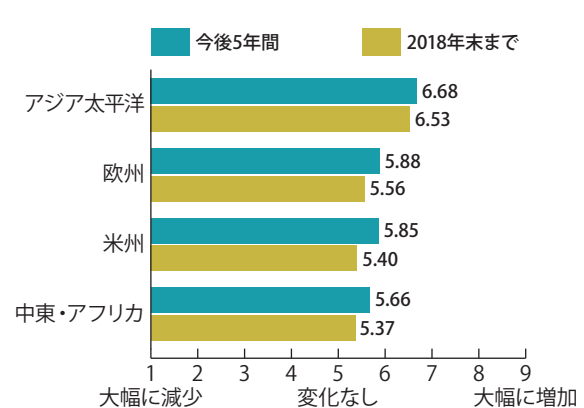
い。今年になって浮上した、賃料や資産価値の上昇より利回りを優先するという重要な投資テーマは、保守的だが安全なリターンを長期的に生み出す良質の資産を保有したいという投資家の希望を反映したものだ。Emerging Trendsの調査結果もこの動きを裏付けており、好ましい投資期間として「5年~10年」及び「10年以上」へ明確なシフトが見られる。

資金流入が拡大開始

欧米の機関投資家向けファンドは長年、アジアの経済成長に合わせたペースでアジアへの配分を拡大させるという方針を採ってこなかった。だが現在は心理が改善しているようだ。その背景には、長期的リターンを引き上げるためにアジアの高成長に乗じる必要があることや、欧米市場で資産価値が頭打ちとなり世界金融危機から発生した旨味のある不良化資産も既に大半が吸収されてしまったため、他市場に分散しなければならないことがある。

米国からアジアに流入する資金は欧州からの資金を上回っている。歴史的に、欧米の資金はバリュー・アッド・カオポチュニスティック投資に向けられることが多かったが、それは主としてリターンを高めることを目的としていた。だが戦略が徐々に進化している。現在米国でファンド組成を行っているあるファンドのマネジャーによると「今変化が起きているのは、現在組成中のバリュー・アッド・ファンドにおける米国資金が、以前組成した時に比べて増えていることだと思う。それにアジアのコア・ビークルに向かう米国資金も増えている。つまり、リターンの改善に加えて分散化も考慮されているということだ。米国の多くの市場で資産

図表2-6 アジア市場への流入資金の変化(地域別)



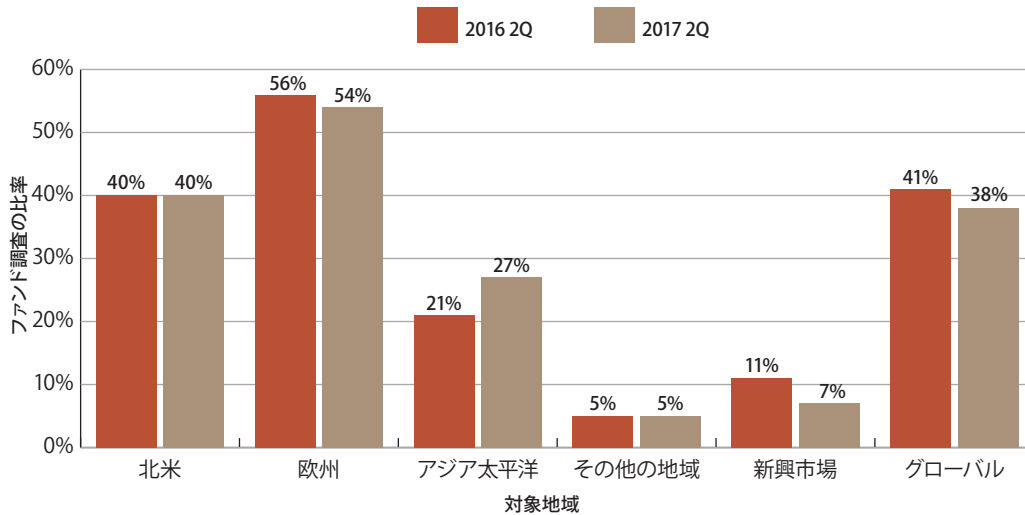
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

価格が高止まりになったと認識されていることもあり、分散化の重要性が増している」。

一方、欧州の投資家は最近まで欧州の資産に主に注力してきたが、欧州のある機関投資家のマネジャーは「アジアをこれまでとは異なったレンズで見始めている」と述べ、特に北欧の投資家がコア投資とコア・プラス投資に関心を高めていると指摘した。

香港のあるファンドマネジャーは「4年前に比べ欧州の投資家がアジア投資の意欲を高めていると確かに感じる。4年前に当社として初のアジアファンドを立ち上げた際、欧州の資金は全体の7%に過ぎなかった。当時は世界金融危機の後で欧州の投資家はリスク回避姿勢が非常に強かったが、その後長い時間をかけてリバランスを行い、再びリスク・テイクを強めていると思う」と語る。

中東の機関投資家は過去数年に渡って市場で目立つ存在だったが、最近は活動が鈍化しているようだ。ただし総じて取引の検討には積極性を保っている。あるファンドマネジャーは「彼らはいろいろ問題が生じたことと石油価格が下落したことからの影響を受けたと思うが、同時に、中東の機関投資家は以前はアジア太平洋地域に投資していなかったものの、ソブリン・ウェルス・ファンドや年金基金などここにきて投資を開始する者が増えている。彼らは新参で経験不足だが、とにかくアジアにやってきつつある」とコメントした。

図表2-7 プライベート不動産投資家による今後12か月の投資対象地域
(2016年第2四半期と2017年第2四半期の比較)

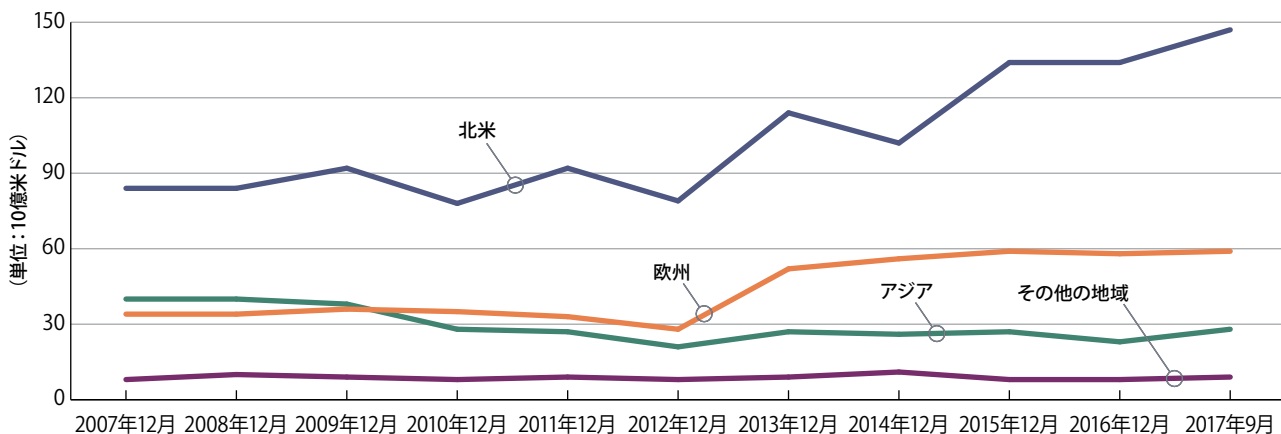
出所：プレキン

資本調達

総じて、アジア太平洋地域のファンドは引き続き資本の調達に苦労している。ただしこれまで同様、大手の実績あるファンドが小規模で専門性の高いファンドが好まれるという構図は変わっていない。人口動態の変化に着目したファンド向けに資本を調達しているあるファンドマネジャーは「米国の投資家がコアプラスの投資戦略に関心を寄せていると聞いて勇気づけられた。しかもその大半は、多くのコアファンドが採っている「右に倣え」戦略ではないと思う。そして教育、高齢化社会、eコマース〔つまり物流〕などの主要テーマに対して彼らから強い反応を得られた」と語った。

世界の他の市場とは異なり、アジアのファンドは過剰な「手元資金」について特に問題を抱えてはいない。だが資産の取得競争が非常に激しいため、市場に資金投入しているファンドには手持ちの資金が残っており、中でも多額の資金展開を図るファンドで顕著だ。その結果、オープンエンド型ファンドを並んで待つのではなくクラブ取引や直接取引に目を向ける機関投資家が増えている。欧州の機関投資家向けファンドのあるマネジャーが言ったように「コミットした投資額と実際に投入できる額の開きが問題だ。コミットした額は相当大きいのに資金の投入がかなり遅いという場合もある。我々もこの問題に直面したことがあるため、今では少なくとも資産が確保されていることが分かっている市場のマネジャーと取引しようとしている。さもなければアジア太平洋地域のサイクルに乗り遅れ、資金を投入できなくなってしまう」。

図表2-8 クローズエンド型プライベートファンドの不動産投資用手元（ファンドの主要注力地域）（2007年～2017年）



出所：プレキン

アジアのオープンエンド型コアファンドの数と規模は欧米の基準からするとまだ小さいが、高リターンより着実な利回りを求める投資家の増加に伴い、そうしたファンドの需要が順調に増えている。だがアジアの投資家には依然としてアジアのファンドへの資金投入にためらいが見られる。アジア域内の出資者は増えつつあり、特にオポチュニスティック投資で見られるが、ファンドの運用資金の大半は（特にコアファンドにおいて）依然としてアジア以外の投資家によるものだ。

あるインタビュー回答者は、アジアの機関投資家がコア投資において直接取引を選好していることを「ソブリン・ウェルス・ファンドの心理」と評し、別のインタビュー回答者は、アジアのコアファンドのストラクチャリング（つまり汎アジアのオープンエンド型ファンド）に欠陥がある場合が多いことも一因だと指摘している。オープンエンド型は一般的に（物件の取引が少ない結果）手数料と取引コストが安く、投資家にとってメリットがあるものの、必ずしも最善のアプローチとはいえない。「米ドル建てで中国、オーストラリアなど多様な市場を対象としているファンドに投資し、異なる賃貸構造、通貨、税制、所有構造や景気と不動産市場のサイクルを考慮した物件の選定を迫られるのは、コア投資家が求めているやり方ではない。現在、こうした市場はひとまとめにして扱われているが、それは投資判断として理に適っているからではなく、マネジャーが長期にわたって賃料収入を確保しようとしているためだ」。

理由はどうあれ、アジアの資金は概してそうしたコアファンドを通じた投資を避け続けている。あるファンドマネジャーは、自身のファンドが中国本土のソブリン・ウェルス・ファンドのマネジャーや保険会社から初めて出資を受けたと述べたが、現在、アジアのコアファンドの資本のうちアジア域内の資金が占める割合は5%に過ぎないと推定している。これに対し、米国のコアファンドは資本の約80%~90%が米国内の投資家の出資によるものだ。

この状況は、アジアの機関投資家、特に日本の年金基金と中国の保険会社が、欧米市場での投資が一巡したためアジア市場への注力を増やそうとした場合に变化するかもしれない。これは、アジアの投資家の期待リターンが欧米市場の投資家に比べ現実的という傾向を考えると、コアファンドのマネジャーにとっても歓迎すべきことだろう。しかしそうした変化が起きるまでは「アジアのコアファンドは小規模にとどまり、そのため厳しい状況が続くだろう」。

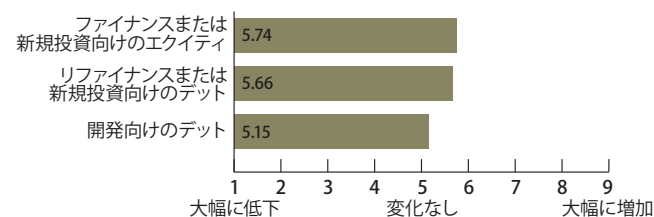
一部の市場で銀行が融資を厳格化

一般的に、アジアの銀行は不動産取引の資金源として確固たる地位を保っている。アジアの流動性は引き続き非常に高い水準にあり、ほとんどの市場において銀行は何年にも渡り、大手投資家に対しプライム資産の取引資金の融資を厭わなかった。

だが同時に、一部のインタビュー回答者は、市場や取引のタイプによって融資を受けるのが難しくなっており、今後銀行が融資基準を厳格化して資金コストが高まるのではないかと懸念がある程度生じていると指摘した。シンガポールのあるオポチュニスティックファンドのマネジャーによると「一部の市場、特にオーストラリアと中国で、レンダーが融資をかなり厳格化している。そのため脱落する者が必ず出てきて、それによって有利な投資パイプラインが得られるのではないかと思う」。

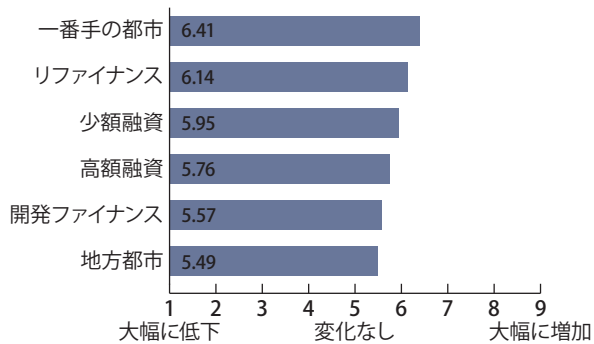
- オーストラリアでは「銀行は有力なプレーヤーには引き続き大きな信用供与を行っているが、小規模あるいは弱小のプレーヤーに対するスタンスを厳格化しようとしており、融資先の選択にも慎重になっている」。最近、オーストラリアのLTV比率は60%~65%から55%~60%に低下した。こうした変化は特に住宅部門について顕著に見られ、デベロッパー向けの融資が減少している。Bグレード資産の取得も以前より厳しく精査されている。
- 中国では政府が住宅の供給と価格を管理する手段として銀行融資に統制を加え、デベロッパーによる資金へのアクセスを調整しているが、最近、住宅価格の上昇を抑制するため（いくつかの施策の中でも特に）建設と土地の取得を目的とした銀行融資を極端に抑え込んだ。そのため、同時に行われた住宅ローンへの規制によって利益率と住宅価格が低下したこともあり、小規模のデベロッパーは危機に陥っている。これに対する業界の反応は、例によって代替資金源を探すというものだ。ここ数年、信託やP2P融資、国内債券、資産運用プランなど資金の豊富な代替融資チャネルがいくつも発達してきている。

図表2-9 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

図表2-10 デットのタイプ別利用可能性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

- 日本では、依然として銀行融資のコストがアジアで最も低く、外国人投資家でも1%を切る金利で融資を受けることができる。とはいえ最近になり融資がやや受けにくくなった。主要銀行が利幅の狭い取引での資金の借手について選別を強めたことから、2017年6月には日本銀行による金融機関の貸出態度判断DIが世界金融危機以降で最大の下落を見た。これは大きな変化と言えるが、負債のコストにはほとんど影響がないようだ。また銀行は投入すべき大量の資金が依然として残っており、ここにきて取引高が減少しているため、借手についてそれほど選別的になれない状況にある。

図表2-11 日本を除くアジアの政策金利の推移

市場	金利*	2017年 第2四半期の 利下げ回数	2017年 第2四半期の 変動
オーストラリア	1.5%	0	0 bps
中国	4.35%	0	0 bps
香港	0.78%	0	-16 bps
インド	6.25%	0	0 bps
インドネシア	4.75%	0	0 bps
ニュージーランド	1.75%	0	0 bps
シンガポール	1.00%	0	+5 bps
韓国	1.25%	0	0 bps
台湾	1.375%	0	0 bps
タイ	1.5%	0	0 bps

出所：CBREリサーチ、各中央銀行、金融当局（2017年第2四半期）

* 2017年7月末のレート

注：bps＝ベシスポイント。政策金利：オーストラリア＝キャッシュレート、中国＝1年貸出レート、香港＝3か月HIBOR、インド＝レポレート、インドネシア＝7日レポレート、ニュージーランド＝オフィシャルキャッシュレート、シンガポール＝3か月SIBOR、韓国＝ベシレート、台湾＝ディスカウントレート、タイ＝1日レポレート

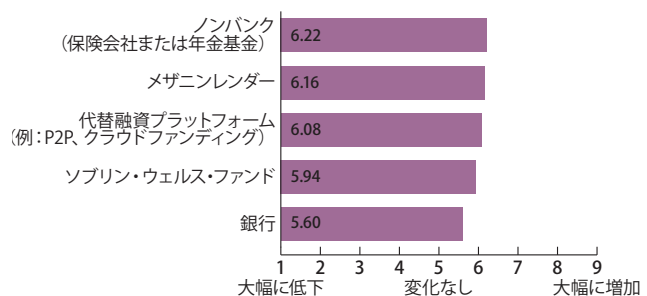
他市場の投資家も、マイナス方向への大きな転換というわけではないものの、融資の厳格化という流れが背景で徐々に進んでいる点を指摘する者が多い。例えば香港では、あるファンドマネジャーの指摘によれば、銀行による融資の決定が「銀行自身が設定した年間目標額と、借手と銀行との関係に基づいて行われる可能性が高くなっている。当局が徹底した監視を続けており、銀行はLTV比率が40%を超える融資が認められず、また建設関連の融資額の制限も増えている。そのため、政策としては厳格化しているが、著しい厳格化というわけではない」。

ファイナンスの新たなオプションが発達

銀行融資が厳格化し始めており、従来型の不動産投資のリターンが低下を続ける中、アジア太平洋地域全体にわたって、特に東南アジアにおいて、多数のデットファンドが生まれている。その多くはアジアの資金によるものだ。この部門に参入を考えているあるファンドマネジャーは「投資のポジションを『セカンドロス』とする機会があると思う。つまり、優先出資がメザニンという形だ。というのは、シニアのレンダーによるレバレッジの方が低いという資金調達ギャップがあるからだ。だから、50%～70%のLTVで投資し、それでもある程度エクイティのバッファがあるためリスク調整後のリターンは非常に魅力的だ」と説明する。だが同時に、「銀行が手を引くときにはそれなりの理由がある場合が多い。そこで、メザニンローンの貸出先の選定には特に気を使わねばならない。大抵の場合、資金を必要としている者はこちらが貸したくないような相手だから、厳選する必要がある。とはいえ今後2～3年以内に良好な利益を得る機会が出てくると思う」。

ついでながら、こうした新たなデットファンドの大半は小規模で、これまでのところ限られた成功しか収めていない。アジアでのデット取引の構築はおよそ複雑であることや、大方がまだ流動性の提供に積極的な銀行との競争などがその原因だ。香港のあるファンドマネジャーが述べたように「デットファンドは存在しているが、実際に資金を投じているのを見たことがない。香港ではデットファンドが魅力的な価格設定をするのは非常に難しい」。

図表2-12 デットのレンダータイプ別利用可能性



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

とはいえ、市場によってはデットファンドにも多くの機会がある。特にオーストラリアは最近、この分野で大きな進展が見られた。ノンバンクの融資部門や投資銀行、ソブリン・ウェルス・ファンド、そして大手プライベートエクイティファンドが市場のギャップを埋めるべく参入し、銀行が融資を行わない部門に対しデット資金を提供し始めたのだ。その資金は住宅デベロッパーやノンプライムオフィスの開発プロジェクトにおいてLTV比率の上限まで満たす手段として使われるのが典型的だ。最近の事例では、米国のある投資銀行がメルボルンで中国本土の投資家が関わっているプロジェクトに資金を提供したというケースがあげられる。

また、オーストラリアの主要四大銀行と直接競争しようとするものもある。四大銀行が市場を効果的に支配してきた結果、借入期間が極めて短いなど、かなり制限的な金融環境となっているのが現状だ。これまでに多くの日本と中国の銀行がオーストラリアに進出しているが、日本の銀行は国内の異様に低いリターンから逃れるためであり、中国の銀行は中国の投資家に資金調達のオプションとなることを狙いとしている。さらに、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）やさまざまな外国人投資家も機会を探している。ある世界的保険会社のマネジャーによると「当社はオーストラリアでの直接融資事業の評価を行っている。ここでは50%～60%のLTVで長期のシニアローンを提供できるのではないかと考えている。現状、市場ではそうしたローンはほとんど見られない。我々なら10年～20年の長期融資が可能だが、他にはそれができる者はいないだろう」。だが、豪ドルでのインカムストリームにアクセスできない外国のプレーヤーは、エクスポージャーをヘッジしなければならないことが足枷となっている。豪ドルのヘッジコストは総じて高額であり、かなりの追加出費となるためだ。

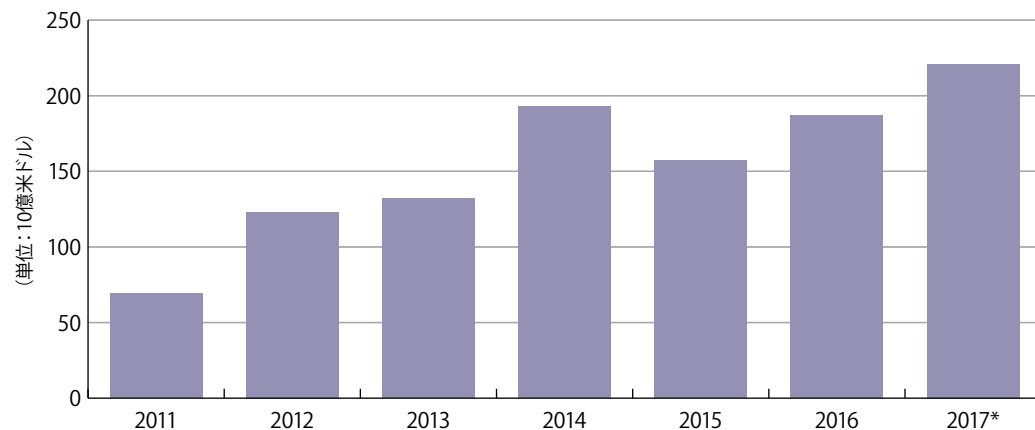
日本もこの分野で外国資金の関心を惹いており、焦点はやはり（長期借入金であれ短期のブリッジローンであれ）借入期間だ。メザニンローンは中国でも可能で、リターンは25%～30%の範囲と言われている。だが外国人投資家が中国のメザニン取引に手を出すのは火傷の元かもしれない。国内の規制により、破綻した場合の優先順位が問題となり、取引のストラクチャリングによっては債権者リストの最後に置かれてしまう可能性があるからだ。

インドは投資のストラクチャリングでメザニンが引き続き重要な要素となっている市場である。インドのあるインタビュー回答者によると現行の利率は、国内銀行による建設関連の一般的な融資が12%～13%であるのに対し16%～18%前後だという。メザニンは課税漏れが少ないため外国人投資家に好まれるオプションだが、現在は国内の住宅デベロッパーからの需要が目立っている。新たな規制により住宅プロジェクトの適時完成が義務付けられたため、それに対応するための資金調達手段として使われているのだ。

債券

資金調達手段としての債券の発行は、アジア太平洋地域の銀行による開発プロジェクト向け融資に比べればごく僅かな比率に過ぎない。にもかかわらず債券市場は急成長している。日本を除くアジアにおける外貨建て社債の発行総額は、2017年の1月から9月までで2,210億米ドルに達し、既に過去の年間発行額を上回っている。このうち約半分が不動産デベロッパーによる発行で、その大半が中国のデベロッパーであり、香港でのオフショア債券が多数を占める。オーストラリアのANZ銀行の予測によると、アジア太平洋地域の外貨建て債券の発行残高は3年以内に1兆米ドルを超えるという。

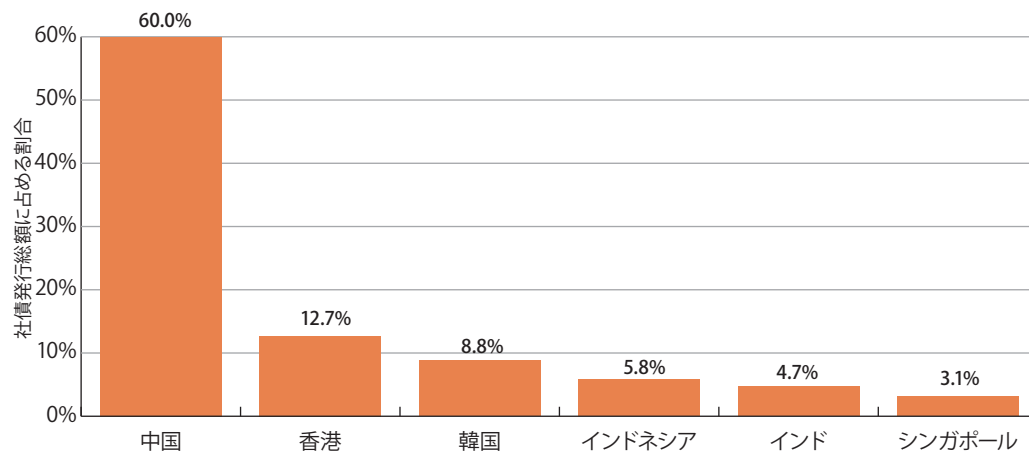
図表2-13 日本を除くアジアの社債発行高（2011年～2017年）



出所：ブルームバーグ

*年初から9月まで

図表2-14 日本を除くアジアの米ドル建て社債発行高



出所：ブルームバーグ

注：2017年のデータは年初から9月まで

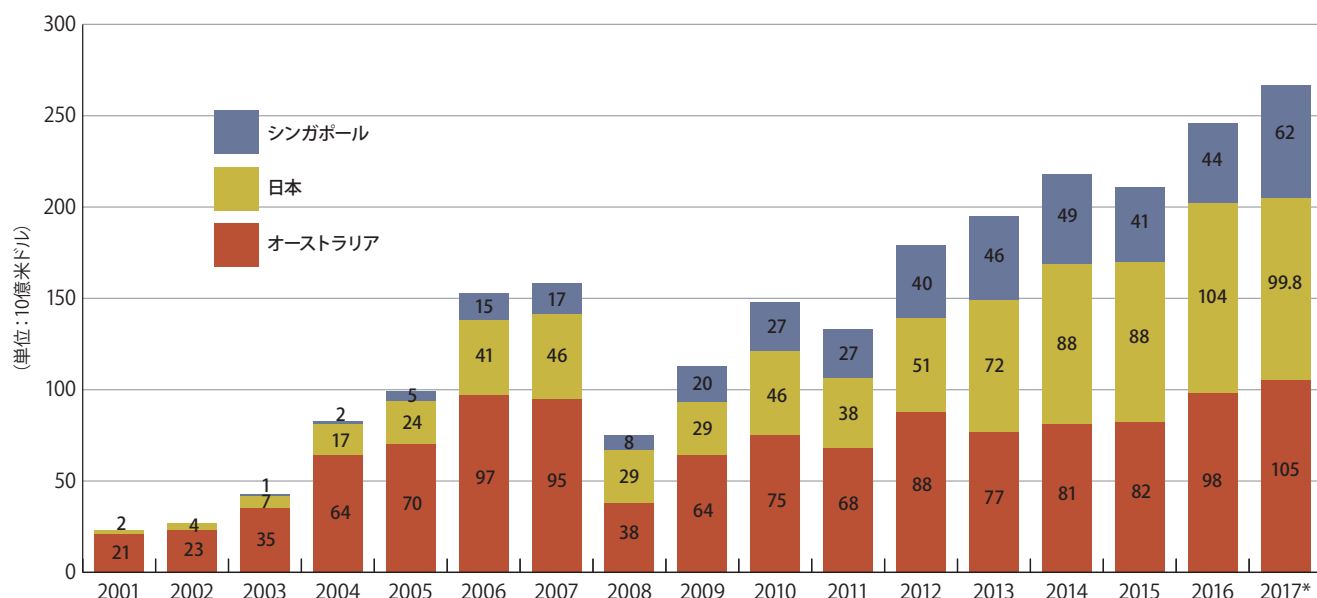
アジアの債券の発行件数が急増する一方、そうした債券に対するアジアの投資家の関心もここ数年で急速に高まっている。アジア（特に中国）の投資家による需要は、新規発行額の大半（2017年には約79%）を楽に吸収するほど大きくなった。このようにアジアの社債に対する需要が生じたことは、アジアの投資家によるリスク（経済リスク、規制リスク、地政学リスクなど）の認識が変化しており、それによって債券市場のボラティリティが低下したことを意味するものだ。その結果、以前には激しい変動を見せることが多かったアジアの債券市場がいくらか安定性を高めている。

そのため、中国のデベロッパーによる外貨建て社債の利回りは、中国政府が住宅部門の需要を冷やすために導入した施策が2016年に発効した以降も低位に留まっている。あるインタビュー回答者は「外国人投資家は、政府の施策がデベロッパーの利益に与える影響を懸念して社債の購入を控え始めたが、いずれにせよアジアの投資家が購入するため、何ら問題はなかった。今は外国人投資家の需要も戻っており、それが利回りをさらに押し下げている」と述べた。

中国の規制当局は2017年第2四半期に中国のデベロッパーによる新たなオフショアの債券発行数に制限を加えたが、下半期に入って規制を緩めた。それ以降、デベロッパーによる起債が急増している。一例として、中国のある有名デベロッパーが2017年8月に2億米ドル相当の社債を発行し、ムーディーズの格付はBBだったが募集の10倍の申し込みが殺到し、利回りは規制強化前の5.12%から10月には4.03%となった。これは高利回り債券と見なされていたにしては低く思われるが、こうした水準であっても欧米市場で同等の債券を上回るリターンを生み出している。国内外のアセットマネジャーがそうした低利回りでも購入しようとする理由の一つは、大手デベロッパーなら債務不履行となった場合でも中国政府から暗黙の支援が得られると思われるからだ。

一方、人民元建ての債券市場も2015年初頭に政府の規制が緩和された後に急拡大し、オフショアの債券市場にアクセスできなかった小規模デベロッパーも初めて社債を発行できるようになった。利回りも良好なため、デベロッパーにとって（信託会社からの融資に代わって）格好の資金調達源となったが、中国の住宅価格が急騰するにつれ、債券利回りが市場リスクを正確に反映しているのかという疑問が生じ（審査が甘いため中国の社債の約2/3が最高位であるAAAの格付を取得している）、当局は2016年10月に再び国内の債券発行に制限を加えた。デベロッパーの資金調達危機を回避するため、この規制は2017年7月に緩和されたものの、発行額がすぐに以前の最高水準に戻る可能性は低いと見られている。

図表2-15 アジア太平洋地域の上場REITの時価総額



出所: リアル・キャピタル・アナリティクス、ブルームバーグ、ドイチェ・アセット・マネジメント

注: 数値は土地の取得・開発、ホスピタリティ、及び集合賃貸住宅/住宅を除く

*2017年10月現在

REIT

ベースレートが長期にわたって徐々に上昇すると見込まれる中、アジア太平洋地域のREITは（日本を除いて）引き続き驚くべき回復力を見せた。だが同時に、REITの魅力が弱まるかもしれない兆候が現れつつある。これは成長見通しの改善により世界の株式市場が高騰する一方、利上げの可能性が高まったことで、確定利付資産の動向に従って取引されることの多い資産クラス（即ちREIT）の魅力が薄れるからだ。

また、アジア太平洋市場の小規模REITが買収の対象になるとの憶測も高まっている。これは主として、資産がますます見つけにくくなっている時に資金力のある投資家が求めている規模だからだ。さらに、アジア太平洋地域のREITには過剰レバレッジ（利上げの際に不利）のものやNAV（純資産価格）を下回る価格で取引されているものが多く、それが翻って買収の対象としての魅力を高めている。シンガポールでは、既に国内のREITが保有している物件の数が多く、国内で有機的な拡大を実現できる可能性が限られていることから、統合に向けた圧力が高い。さらに、多くのシンガポールREIT（特に物流施設を対象とするREIT）は下降サイクルの中にある。2017年にはアジア太平洋地域で既に数件のREITの買収が行われており、他にも多くの買手が待ち構えていると見られる。

それでも買収は容易なことではない。一部の市場（特に日本とオーストラリア）では大量の投資口を保有する外部スポン

サーがいるREITが多く、彼らを排除するのは難しい。また（特に日本で見られるが）テイクオーバービッドを防ぐ目的で「ポイズンピル」戦略を採っているREITもある。加えて、あるREITのマネジャーによると「買収のためには短期間で資金を集めなければならないが、資本市場で手に入らない恐れもあるため、買手には資金が豊富なのことが求められる。それに、不動産企業に関する限り、NAVより大幅に安く取引されることもある。これは理屈では買収の対象となるものだが、現在の価値にかなりの上乗せをする覚悟がない限り、買収を成功させるに足る資金を積み上げることは難しい。そのため、たとえ流動性が高くても大企業の買収に動く者はほとんどおらず、株式を取得しても取得価格が低すぎればその企業が株を買い戻すだろう」。にもかかわらず、今後の動向として、買収が増えていく可能性が高いと見られる。

日本

J-REIT市場は日銀の量的緩和政策とREIT買入れプログラムによってブームに火がついたが、2017年には勢いが衰えたようだ。株式市場は続伸したものの、東証REIT指数は10月末時点で前年同期比8%ほど低下した。また、J-REITはNAVに対して9%前後のプレミアムで取引されているが、これは他市場よりも高いものの2015年初頭の58%という最高値を大きく下回っている。こうした低下は、利上げを想定した機関投資家が売りに出したことや、J-REITの投資口全体の約20%（金額ベース）を保有する国内の投資信託が、J-REITのリスク管理に対する金融当局の調査の後に売却したことも一因となった。

その結果、J-REIT投資口の購入パターンに変化が生じており、現在では上場ファンドを通じた投資を志向するファンドが購入主体となっている。これは規制当局にとっては好ましい状況と思われるものの、ファンドと市場のチャネリングに歪みをもたらすこととなった。つまり、小規模で格付の低いREITに向かう資金が増えているのだ。そのためこれらのREITの投資口価格は、大型REITが低下したにもかかわらず上昇した。

J-REITに対する当局の支援が続いているため投資口価格は上昇するはずだが、J-REITの利回りは2017年10月末で平均4.2%と低水準に留まっている。国債とのスプレッドは420ベースポイントとますますだが、アジア太平洋地域の他市場の基準からするとJ-REITは非常に高い。また、新規物件の価格が上昇しているため、利回りの向上につながる価格水準での取得が難しくなっている。J-REITによる取得は依然として東京の取引の約60%を占めている（それこそ外国人投資家が東京でコア資産の取得に難儀している主な理由だ）ものの、インタビュー回答者によると2017年には物件取得が落ち込み、透明性の向上を義務付ける政府の規制により新規上場を狙うREITの数も減ったという。

オーストラリア

オーストラリアでは金利と債券クーポンレートの上昇が見込まれ、銀行が融資条件の厳格化に向かう中、オーストラリアREIT（A-REIT）の投資口価格は2017年上半期の高値から落ち込み、ASX-200 A-REITインデックスは10月末現在で4%前後のマイナスとなっている（株式市場のパフォーマンスは横ばい）。一方、利回りは6%前後の水準にある。パフォーマンスが最も悪かったのは商業施設REITで、米国のオンライン小売業アマゾンへのオーストラリア市場への参入を控えて投資家心理が消極化したことによる。同じ理由から、物流REITはアウトパフォーマンスとなった。

A-REITの投資口は、事業用不動産全般にわたり賃料上昇の見通しが良好なことによってある程度支えられているが、レバレッジの上昇が迫りくる問題となっており、40%のしきい値にまもなく達するか超えそうなREITが増えている。

とはいえ、このところA-REITは活発に資産を売却しており、売却価格が簿価を遥かに超えることも多いことから、A-REITの評価は控え目であることが伺える。また、A-REITは現在、国債に対するスプレッドが過去最高を超える水準で取引されているため、金利と債券クーポンレートの上昇分がある程度までこのスプレッド内に吸収されキャップレートの上昇には繋がらないと想定される。さらに、2017年には多くのA-REITが新規物件の取得資金の調達のため首尾よく増資を行った。これは良い兆候であり、不動産がディフェンシブな資産クラスとして引き続き魅力を保っていることから、今後も増資が続くと見られる。

シンガポール

シンガポールのREITは2017年の1月から9月までの期間にSGX S-REITインデックスによるトータルリターンが21.4%（平均利回りは6.4%）となった。これは国内不動産の不調が何年も続いてきた市場としては良好なリターンである。

それでも、シンガポールの市場は飽和しているため、弱小S-REITが大手REITや資金の豊富な企業に吸収されており、REIT部門のさらなる統合が進むと憶測する者が後を絶たない。そして、最近オフィスの賃料が安定してきたとはいえ、いくつかの資産クラス（特に商業施設）で新規供給が予定されていることから、今後もREITにとって向かい風が続くそう。

一方、多くのS-REITは新規資産の調達先として引き続き外国に目を向けている。中でもオーストラリアがお気に入りだが、物件のストックがなく入手可能な資産も高額なことから、2017年には外国人投資家による取引が落ち込んだ。韓国も「物流市場が活況だがまだ証券化が進んでいない」市場として捉えられている。

中国も依然としてS-REITの投資先となっているが、事業運営の難しさに対する懸念が高まりつつある。シンガポールのあるREITマネジャーは「ボラティリティから規制リスクまで、あらゆる点で難しい。政府は途中であれこれ変更を行うため、こちらの投資モデルが合わなくなってしまう。プライベートエクイティは短期的な視点で行動し、やって来ては立ち去り、あるいは案件ごとに機敏に動き回る。だが我々は長期投資のため、その途中で新たな課税や政府の目的に合うような規制が導入される可能性が高い」と指摘する。

新たなREIT市場

2017年には、アジアのいくつかの国で何年も検討されてきたREITの枠組みの実現に向けて僅かながら進展が見られた。だが相変わらず、非課税という重要な課題が障害となっている。そうした市場の一つがフィリピンだ。投資家は現政権がREIT市場の創設に必要な改革の実施に動くことを期待していたが、政府高官はREITへの優遇税制が国内経済にとって十分メリットがあるのか確信が持てないようだ。

中国でも非課税問題はまだ解決されていない。だが進展の兆しが見えるのは確かだ。当局が賃貸不動産をベースとするREITに関する新たな規制を導入しようとしており2017年末までに国内の上場市場で一般投資家が買えるようになる、との噂が広まっている。しかし、資産価値の急騰が賃料の上昇を大きく上回っているため中国の不動産の利回りが極端に低いという問題があることから、こうした動きに懐疑的な者もいる。

そのため、本当に明るさが見えるのはインドだ。絶望的な官僚主義により、近い将来にREITの第一号が登場する可能性が潰されるというシニカルな見方が続いているものの、2018年第1四半期中にインド初のREITが上場される公算は実際に大きいようだ。

そのためインドのREITにとって残る問題は、もはや規制による停滞ではなく、スポンサーと投資主の双方にとって魅力的な水準で不動産の価格設定を行うにはどうすべきかという点だ。あるファンドマネジャーが述べたように「日本、オーストラリアとシンガポールのREITは10年物国債に対して約370～450ベースポイントのスプレッドで取引されている。インドの10年物国債の現在の利回りは約6.6%～6.7%だから、REITの取引利回りはそれを少なくとも300～400ベースポイント上回るものでなければならない。だがデベロッパーや発行体、あるいはスポンサーの視点からは、問題は『資産を市場で売却してもっとよい利益を得られるのに、なぜREITに投資してそんなリターンに甘んじなければならないのか』という点だ。もちろん成長の見込みはあるが、その場合はどこで線を引くかという問題になる」。

一方、インドでは個人投資家が利用できる正規の制度化された投資機会に対する需要は非常に強いため、REITの投資口価格がもっと高くても投資家が受け入れる可能性はある。インドのあるコンサルタントによると「現状、インドの株式市場は過去最高水準にあり、新規上場案件はどれでも申し込みが募集を何倍も上回っている。そのため金融市場の観点から言えば、ある程度高くても市場は積極的に買ってくれると思う。それに国内の投資意欲も非常に旺盛で、インドの中間層から大量の資金が株式市場に向かっている。不動産直接投資が住宅について非常に滞っており、また良質な代替投資先がないため、投資家はたとえ業界の基準から言って割高だとしても、現実的なオプションとしてREITを通してオフィスに投資しようとする可能性が高いと思う」。

注目すべき市場と部門

「オフィス市場はコア投資家にとって長期的な価値があるが、**需要**の拡大と賃料の上昇が **いつ見込めるか**が問題だ。
現時点ではそれは非常に難しい。」

今年度のEmerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版の調査結果は、いくつもの異なる流れが重複した状況を反映するものとなった。中には極端に相違した流れもあるが、それはさまざまなタイプの投資家がそれぞれ異なった戦略を追求していることから生じたものだ。

中でも、成長志向の投資家と利回り志向の投資家の乖離が進んでいることがはっきり見てとれる。競争が一層激化し利回りが過去最低水準に落ち込む状況下で最大のリターンを追求する

投資家がいる一方、長期的に安定したリターンを求める投資家もいる。後者は利回りがほぼゼロの国債から手を引こうとする大手投資家が主体だが、そうした安定的なリターンは、従来型の投資戦略を採る投資家から見れば吹けば飛ぶようなものかもしれない。

また、インドやベトナムなど途上国市場の長期的な経済成長に乗じてリターンを得ようとする投資家もいる。あるファンドマネジャーは「我々は長期的観点から人口の増加に合わせて投

図表3-1 都市別の投資見通し（2018年）

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 シドニー			5.97
2 メルボルン			5.96
3 シンガポール			5.67
4 上海			5.66
5 ホーチミンシティ			5.66
6 深圳			5.41
7 東京			5.33
8 広州			5.28
9 オークランド			5.23
10 大阪			5.12
11 北京			5.10
12 ムンバイ			5.04
13 香港			5.04
14 ジャカルタ			5.01
15 バンガロール			4.96
16 バンコク			4.90
17 中国の二番手市場			4.83
18 マニラ			4.79
19 ソウル			4.78
20 ニューデリー			4.75
21 クアラルンプール			4.52
22 台北			4.45

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

図表3-2 都市別の開発見通し（2018年）

	全体的に悪い	普通	全体的によい
1 シドニー			5.81
2 ホーチミンシティ			5.76
3 メルボルン			5.68
4 上海			5.48
5 深圳			5.47
6 シンガポール			5.42
7 オークランド			5.33
8 ムンバイ			5.20
9 バンガロール			5.19
10 広州			5.19
11 中国の二番手市場			5.18
12 ジャカルタ			5.17
13 東京			5.16
14 香港			5.01
15 大阪			4.99
16 バンコク			4.99
17 北京			4.94
18 ニューデリー			4.92
19 マニラ			4.89
20 台北			4.83
21 クアラルンプール			4.77
22 ソウル			4.75

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

資期間をこの先10年～20年としている。人口が増えれば消費も増え、オフィス需要やIT需要が拡大し、今は未発掘の国内需要も現れるだろう。キャップレートの高い物件を取得し、下がってから売却してキャピタルゲインを得ることもできるし、長期間投資して年率4%～5%の賃料上昇から利益を得ることも可能だ」と述べた。

オーストラリアの市場は、一番手都市が安定した投資環境という魅力を備えていることに加え、現時点で比較的良好な利回りが得られ、賃料の上昇見込みも堅調であることから、この2つの要件を満たすことが可能となっている。そのためアジアの多くの投資家がオーストラリアに高い評価を与えており、今回の調査でもシドニーとメルボルンがトップクラスにランクされた。

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

- **東京の順位が回復。**数年前までトップの地位を保っていた東京は昨年、賃料上昇の見通しが悪化したことから順位を大きく下げたが、現在の日本は、賃料上昇の懸念は残るもののキャップレートと超低金利の国債とのスプレッドが大きいため、利回りを求める投資家にとって人気の高い投資先となっている。
- **シンガポールの復活。**これは、数年に及ぶ低迷を経て市場がようやく底を打ったと投資家が確信したことが主な理由である。

各資産クラスの「バイ（買い）」「ホールド（保持）」「セル（売り）」推奨の1位は次の通り。

- **オフィス：**
バイー ホーチミンシティ
セルー 台北
- **住宅：**
バイー ホーチミンシティ
セルー ソウル
- **商業施設：**
バイー ホーチミンシティ
セルー 台北
- **産業／物流施設：**
バイー 深圳
セルー 台北

上位ランクの都市

シドニー

（投資見通し 1位、開発見通し 1位）

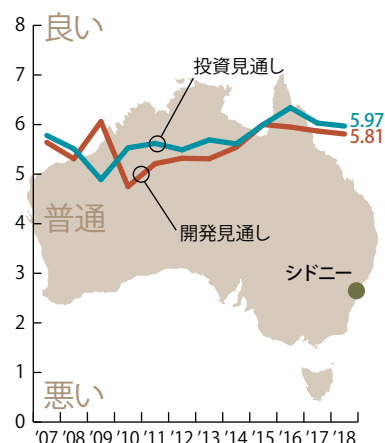
多くの点で、シドニーの魅力は長い間変わっていない。経済が成熟した主要都市であり、コア資産市場は十分な厚みと流動性を有し、利回りも平均を上回る（プライムオフィスで5%かそれ以下）。これらを併せ持った投資先はアジア太平洋地域でも限られており、シドニーはその一つとなっている。

だが今年のシドニーの大きな魅力は賃料の堅調な上昇がまだまだ見込めることにあり、CBREでは今後3年間のオフィスの実質賃料の上昇率（ネットベース）を年率5%と予測している。シドニーが外国人投資家の人気を保っているのは驚くことではなく、ジョーンズ ラング ラサー

図表3-3 投資見通しの順位の変遷

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
シドニー	1	9	2	4	5	4	3	6	6	14	15	16
メルボルン	2	16	3	5	13	10	7	9	9	11	17	6
シンガポール	3	21	11	9	7	3	1	1	5	2	2	4
上海	4	6	9	6	2	2	2	2	1	5	1	2
ホーチミンシティ	5	4	5	13	19	18	10	11	13	13	8	12
深圳	6	5	18	19	10	16	—	—	—	—	—	—
東京	7	12	1	1	1	13	16	12	7	1	3	3
広州	8	10	20	20	6	15	6	8	12	16	9	7
オークランド	9	14	10	15	17	17	20	18	16	17	14	—
大阪	10	15	4	3	9	22	21	19	18	15	4	1
北京	11	11	14	10	8	7	5	7	3	12	6	9
ムンバイ	12	2	13	11	22	20	15	3	8	7	10	17
香港	13	18	15	21	18	11	13	4	2	3	5	11
ジャカルタ	14	7	6	2	3	1	11	14	17	20	20	19
バンガロール	15	1	12	17	20	19	9	10	14	4	12	10
バンコク	16	8	19	16	11	6	14	17	19	18	18	8
中国の二番手市場	17	20	22	22	12	8	—	—	—	—	—	—
マニラ	18	3	8	8	4	12	18	20	20	19	19	18
ソウル	19	17	7	7	15	14	19	16	4	6	7	13
ニューデリー	20	13	16	14	21	21	12	5	10	9	13	14
クアラルンプール	21	19	21	12	14	5	17	15	15	10	11	15
台北	22	22	17	18	16	9	8	13	11	8	16	5

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート
「—」はデータなし

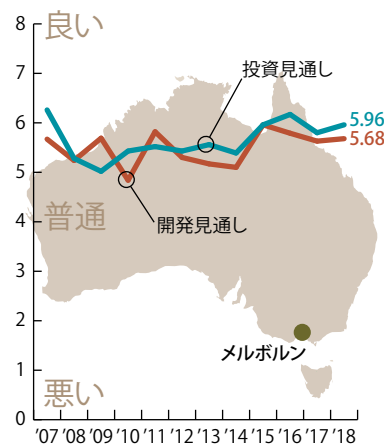


ルによれば、2017年上半期の総取引高の約3分の1が外国人投資家によるものだった。

だがシドニーの問題は、取得可能なコア資産を実際に見つけることにある。RCAによれば、2017年上半期のオフィス物件の取引高は前年同期比約37%減となった。これは最善の資産の多くが既に取得されており、また不動産所有者には売却するインセンティブがほとんどないことが一因だ。とはいえインタビュー回答者は、利益確定のため物件を手放す必要のあるファンドからかなりのストックの供給が見込めることから、下半期には取引高が回復する可能性が高いとしている。

安定資産を見つけるのが困難なため、投資家はさまざまな戦略を用いるようになってきた。ビルド・トゥ・コアとフォワード・ファンディングがよく行われているが、既存の不動産所有者（大抵は国内ファンド）の中には、新たな取得ではなくポートフォリオ内の築古物件の再開発を選択する者も多い。その結果、シドニーは開発見通しでも第1位となっている。都心部ではBグレードのオフィスをプライム住宅地に用途変更するプロジェクトが多数進行中だ。主に中国のデベロッパーが開始したものだが、中には中国での資金規制の影響でキャッシュフローの問題に直面しているプロジェクトもあり、インタビュー回答者からはそれらにブリッジファイナンスを提供することの投資ポテンシャルについていくつも言及があった。

このほか、シドニーの投資家（外国ファンドを含む）の多くが現在検討している選択肢として、周辺地域への投資が挙げられる。ある投資家によれば「高品質の不動産にアクセスするのは極端に難しい。保有者がガッチリ握って手放さないからだ。そのため、記録的に低いキャップレートを甘んじて受け入れるか、パラマタやノースライドといった二番手市場に行くしかない。そこならCBDに比べまだイールドスプレッドがかなり大きいからね」。こうした周辺地域も、新たな交通インフラの整備により魅力を増しつつある。

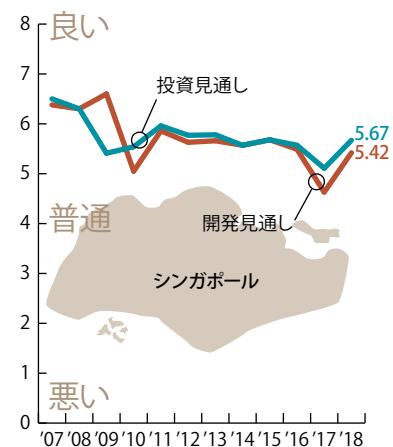


メルボルン (投資見通し 2位、開発見通し 3位)

投資先としてのメルボルンの魅力は、成熟した市場、高品質のコア資産、アジアの標準からすれば比較的高い利回りなど、シドニーとよく似ている。オフィス市場もやはり堅調を維持しており、需要が高く新規供給が殆どないため、ジョーンズ ラング ラサルでは今後3年間の実質賃料の上昇率（ネットベース）を年率5.5%と予想している。プライムオフィスのキャップレートは5%前後だが、国内外の投資家からの需要が強い中で供給がタイトになっているため、今後2年間でさらに低下すると予想されている。

だがシドニーと同様、売りに出ているストックが不足しているため、投資家は市場への資金投入に難儀している。オフィス物件の取引は2016年には既に減少していたが、CBREによれば2017年上半期にはさらに落ち込み、約3億1,500万オーストラリアドルと前年度上半期の約半分になった。需要は引き続き堅調なため、キャップレートは現在の約5%という水準からさらに低下していくと予想される。

メルボルンの住宅価格は、政府の価格抑制策にもかかわらず、人口の急増や外国人投資家（特に中国人投資家）による取得の増加に牽引されて上昇を続けている（2017年度第1-3四半期で前年同期比12.1%増）。アジアのデベロッパーが宅地を高額で買い取っていることも、今後の価格上昇にさらなる圧力を加えている。ただし、中国政府が資金流出に対する規制を強化したのを受け、現在では取得が減少している。住宅の新規供給が予

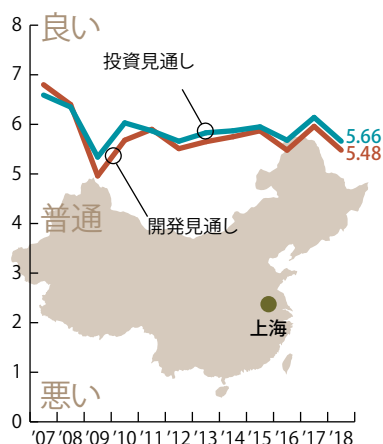


定されている一方、住宅ローンの融資に対する規制が強化されて販売が減速していることから、市場が既にピークに達したとの見方が高まっている。

シンガポール (投資見通し 3位、開発見通し 6位)

シンガポールのオフィス市場は景気の低迷と供給過剰により2年間にわたって賃料の下落が続いていたが、ようやく底を打ったと見られることから、シンガポールのランキングは昨年の21位（下から2番目）から3位に躍進した。オフィス賃料は予想より早く持ち直した模様で、また2017年9月にアジア太平洋地域で2番目の規模となるオフィス取引が完了し、それが市場を活性化するとともに物件評価の新たな基準となった。今年はコアオフィスの取引も数件見られ、外国ファンドが活発な取得を行った。

だが、市場が底を打ったと見るのは時期尚早と考える投資家もいる。シンガポールで活動しているファンドマネジャーの一人は「シンガポールはまだ厳しい状況にある。景況感が不十分で、供給量は相当あるのにオフィスの拡張はたいして行われていない。雇用の確保に関する国内の懸念に政府が呼応しているため、外国から人材を呼び込むのも難しい。一方、多数の欧州系銀行がダウンサイジングを行っており、オフィススペース需要の足を引っ張っている。ネガティブにはなりたくないが、この先、我々の関心を引く取引がどんどん出てくるということにはならないだろう」と語った。



住宅部門も底打ちの兆しを見せ、取引が増加するとともに住宅価格も4年ぶりにわずかながら上向きとなっている。供給がタイトになる中、デベロッパーがランドバンキングを進めており、景況感の改善に伴って開発用地の取得が急増している。過去数年間に蓄積されてきた消費者需要の勢いからいって、この回復は今後も持続する可能性が高いと思われる。土地の取得に格別熱心なのが中国のデベロッパーで、そのため2017年を通じて住宅用地の入札価格が大きく押し上げられた。

上海

(投資見通し 4位、開発見通し 4位)

今回の調査では、上海は予想を上回る結果となった。政府が資金流出に対する規制を強化した結果、中国の投資家の資金が国内に向かい需要が急増したことや、外国のコアファンドが新たな資金を一気に投入したことなどから取引が活発に行われた。そのため、ある投資家が述べたように「価格が異常なほど吊り上げられ、利回りが4%を切るケースも見られる」。

これは途上国市場の利回りとしては異例の低さに見えるかもしれないが、上海は既に中国におけるビジネスの一大中心地であり、いずれは世界の主要金融センターになると目されていることを考えると、もはや途上国市場とはいえない。投資家はこれまで上海において賃料の上昇やキャピタルゲインを狙った投資を行ってきた（従来の発想とは違ったやり方の場合も多い）が、オフィススペースへの需要

が引き続き堅調であることから、大量の新規供給が予定されているとはいえ、今後はこうした投資が成功しないと考える理由は見当たらない。

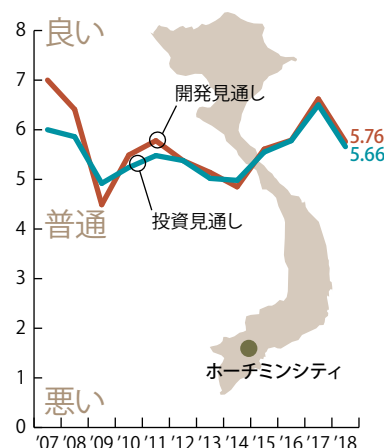
外国のコア投資家が中国をターゲットとしているのは、ビルド・トゥ・コア戦略によってほぼ確実に買手が見つかることと承知していることも一因だ。そうした買手は保険会社であれ他の機関投資家であれ、良い物件であれば金に糸目をつけない。昨年と同様、市場には一等地のストックが不足しているため、CBDの周辺部もしくは都心から離れた地区での取引が増加している。

一方、オポチュニスティック投資家やバリューアッド投資家による投資は減少した。これは、既に市場にあるものと差別化できる物件を探し出すのが難しいためだ。

ホーチミンシティ

(投資見通し 5位、開発見通し 2位)

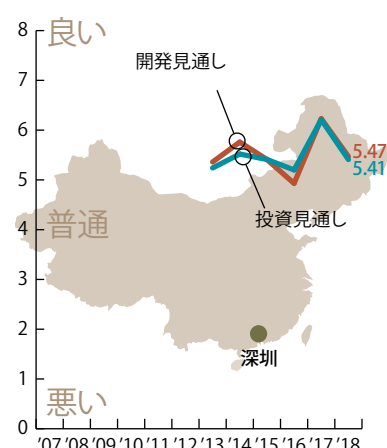
かつての中国を彷彿させる勢いで経済が発展しているベトナムには、現在「資金の波が押し寄せている」。その主体はアジア太平洋地域のデベロッパーやプライベートエクイティファンドで、中国本土で経験したような不動産価格の高騰がベトナムでも繰り返されるのを期待しているのだ。官僚主義は依然として問題だが、規制は徐々に緩和されつつあり、今では市場アクセスの点で他の東南アジア諸国より優れているといえよう。ベトナムは引



き続き韓国と日本の投資家が好む投資先となっている。

資産タイプでは、住宅部門に注力する投資家が多い。住宅の販売と価格は過去3年間にわたり堅調に推移しているが、ボラティリティの高い市場であり、サイクルがピークに近づいている兆候が見られる。ホーチミンシティのある投資家によれば「土地の価格が非常に高騰しており、もはやリターンの点でオポチュニスティック投資とは言えない段階だ。デベロッパーはマンションの頭金を得て、それをプロジェクトに投入するのではなく土地をもっと買い入れるために使っているが、この状況を見れば制度が疲弊しているのが分かる。販売が鈍化したらもううまく回らなくなるだろう」。

事業用不動産を対象とする投資家は、投資適格資産のストックが少ないため、主として開発の機会を探すことになる。その場合、国内デベロッパーとのジョイントベンチャーという形が一般的だ。多くのデベロッパーは、外国の資金や技術へのアクセスを高められるのであればパートナーを組むのを厭わない。とはいえ竣工済みの資産も確かに存在する。そうしたストックの大半は国内デベロッパーが建設したもので、投資家にとって取得・改修の機会となるものだ。ある投資家によれば「建築基準や設計にいくらか疑問があり多少の調整が必要なため、バリューアッド投資となる可能性が高い。我々はオフィスタワーと複合開発の商業施設を1棟ずつ取得したところだが、キャップレートは前者が7%~8%、後者が



9%弱となっている」。国内デベロッパーは総じてLTV比率が高いことから、彼らに対するデットファイナンスの機会もあるだろう。

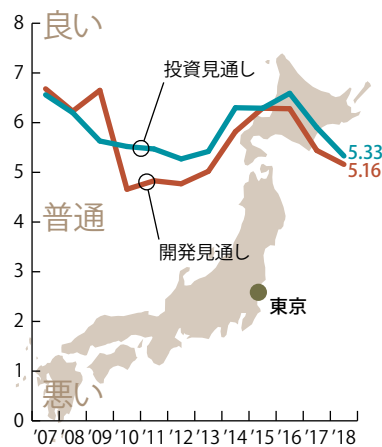
深圳 (投資見通し 6位、開発見通し 5位)

現在、深圳のオフィス物件の利回りは3.5%前後で国内最低となっており、国債利回りを下回っているため、中国の他の都市と比較した場合の相対的価値に疑念が生じている。新規の大量供給が予定されていることもこれに輪をかけている。ここ数年、深圳の資産価格は中国の都市の中で最大級の伸びを見せている。

不動産投資家が深圳の長期的見通しに強気なのは、「グレートベイエリア (GBA)」構想が勢いを盛り返してきていることが一因となっている。これは政府が後押しするプロジェクトで、珠江デルタ周辺の11の主要都市 (特に深圳、香港、マカオ) から成る総合都市クラスターの構築を目指したものだ。GBAの経済的動機の正当性は疑問視されてきたものの、特に2,600万㎡という広大な前海自由貿易特区において、相当な数の新規不動産開発を生み出す契機となったことは間違いない。

深圳のさまざまな都市再生プロジェクトも新たな需要をもたらしている。羅湖区や福田区など従来のコア地域はもう飽和状態のため、近隣の旧工業地区が注目されるようになった。深圳の軽工業の多くが国内の他地域や東南アジアに次第に移転していることも、都市再生の取り組みを勢いづけている。

深圳の住宅市場は2016年には中国で最も活況を呈していたが、2017年にはその勢いが徐々に弱まり続けた。これは主として、地方政府が (中国の他の地域と同様に) 新規開発プロジェクトの価格の下方調整を義務付ける政策を採った結果である。ただし新築住宅への需要は引き続き堅調で、供給が追いつかない分は近隣の市町村に流れており、そこでも新たな開発需要を生み出している。



東京 (投資見通し 7位、開発見通し 13位)

東京では過去5年間にわたり賃料と資産価格が急上昇し、2013年に安倍晋三首相が量的金融緩和策を導入したのを受けて投資した者にとっては「ホームラン」となった。だが最近では価格の上昇圧力が弱まり、賃料の上昇を狙った投資の魅力も色褪せている。

そのため今年のランキングで東京が順位を上げたのは、利回りを重視する新たなタイプの投資家の出現によるところが大きい。彼らは物件利回りと国債利回り (現在は0%前後) とのイールドスプレッドに着目する投資家で、このスプレッドは小さいものの、国債投資より優れたパフォーマンスを安全かつ安定的に得られる手段と見なされている。あるファンドマネジャーが述べたように「目玉が飛び出るほど低いキャップレートでも、国債に対し200~300ベースポイントのスプレッドを得ることができる」。

オフィス賃料の伸びが停滞する一方、新規供給が予定されていることから、多くの外国人投資家がオフィスより安全な投資先と目される住宅に方向転換しつつある。だがその結果、ストックを巡る競争が激化して住宅の利回りを急速に押し下げ、ある投資家によれば3%を切るケースもあるという。

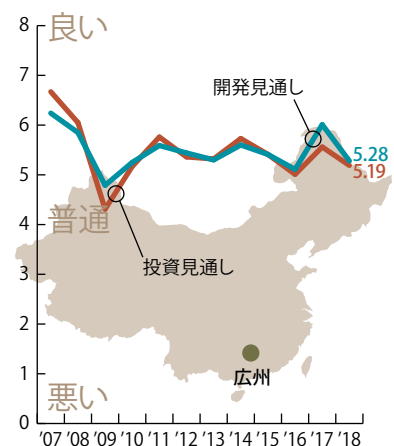
開発投資の点では、東京はこれまで外国人投資家の関心の対象ではなかった。建設コストが高く、また昔から国内デベロッパーが市場を牛耳ってきたからだ。

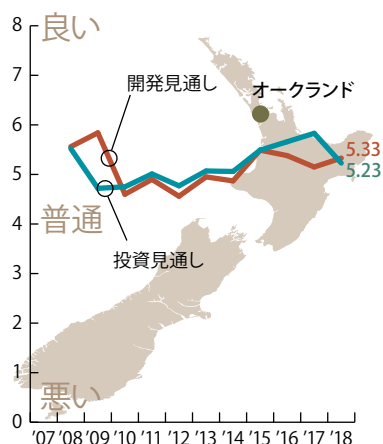
そのため開発見通しにおける東京の順位は低位に留まっていた。しかし時代は変わりつつあり、東京のあるファンドマネジャーによれば「特に住宅部門において、開発投資の採算が取れるようになっていく。これは有望で、我々も高い賃料が取れる場所に物件を建てられるような開発プロジェクトを積極的に探している。ただし問題はやはり用地を見つけることで、所有者に売却を促す圧力がまったくなく、また用地の多くはこの2年間で既に建設が完了しているからだ。そのため今取得できるのは中小デベロッパーによる竣工したての建物に限られている」。

広州 (投資見通し 8位、開発見通し 10位)

広州のオフィス賃料は北京や上海の約半分に過ぎないため、広州は (比較的) 貧しい都市に留まっている。にもかかわらず、着実な経済成長によりAグレードのオフィススペースの需要は引き続き堅調だ。空室率は約10%と高く、またかなりの量の新規供給が予定されているものの、コアのサブマーケットでは建設がほとんど行われておらず、最高品質の建物についてはスペースが不足しているのが実情である。

そのためプライム物件の賃料は引き続き堅調に上昇しており、2017年上半期には年率換算で前年同期比6.1%の伸びを見せ、今後も堅調さが続く予想されている。2017年上半期には投資も活発に行われたが、これは少数の大規模取引によ





るもので、市場の根本的な変化を示すものではない。

一方、地方政府がいくつかの衛星地域で住宅と事業用不動産の拡大に注力しており、周辺地域での投資活動が活況を呈している。これらの地域は広州及び他の周辺都市と鉄道や道路で繋がっており、外国のデベロッパーがビジネスパークや住宅地の開発に参画する機会が生まれている。一例が中新広州知識城で、マスタープランに基づき未開地に建設される街として約50万人が居住する予定である。こうしたプロジェクトはその規模の大きさから、投資家とデベロッパーによる大型共同事業に向いており、中国の他の主要都市でも同様に投資テーマとなっている。

オークランド

(投資見通し 9位、開発見通し 7位)

規模の点を除けば、ニュージーランドは投資の魅力に関してオーストラリアと共通した特徴が多い。かつては発展の遅れた都市のように見られていたオークランドだが、総じて他地域より利回りが高いことに投資家が目を付け、陽の当たらない場所から近年急速に順位を上げてきている。

オフィスのキャップレートは低下しているが、ジョーンズ ラング ラサールによれば約6.1%と、アジアの標準からすればかなりの高水準を維持している。良質の建物の供給が限られているため、オ

フィスの空室率は低位（プレミアム物件で1%未満）に留まっている。その結果、オークランドは新規スペースの開発を目指す外国人投資家（主としてシンガポールと中国の投資家）のターゲットとなっており、そうしたスペースが本格的に市場に出回り始めた。その多くは竣工前にリーシングされており、需要の強さを物語っている。これらの物件は賃料が高いため、今後も賃料の上昇が続く見込みだ。またテナントの退去により空室が増えたビルはバリューアッド投資の新たな市場として浮上している。だが、新規供給を市場が吸収するのにはしばらく時間がかかるだろう。オークランドのある仲介業者によれば「供給の増加に伴い、不動産所有者は賃料の引上げよりも空室を埋めて収益を確保することに注力している」。

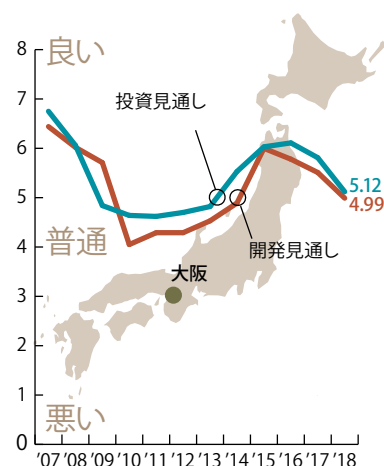
都市計画に関する法令により新規のショッピングモールの建設が制限されているため、ニュージーランドの商業施設部門の見通しは明るい。一方、ホテルは（特に中国からの）観光客が増え続けているため「人気のサブセクター」となっている。

投機を抑制する目的で新たな課税措置が導入されたにもかかわらず、住宅コストが上がり続け、ニュージーランドの住宅価格はうなぎのぼりとなっている。高くて家が買えないという深刻な状況に、政府はオーストラリアと同様、外国人投資家の市場アクセスに対する規制強化策を打ち出す模様だ。一方、アフォーダブル住宅（特に低層の賃貸集合住宅）の建設という投資機会も生まれているが、地価の高騰により開発マージンが狭まっているため、これも簡単には実現できなくなっている。

大阪

(投資見通し 10位、開発見通し 15位)

2017年には日本の地方都市で投資が活発に行われた。これは投資家が東京より利回りが高く競争が少ない投資先を求めて資金を移した結果である。中でも大阪は人気の投資先となり、これに横浜、福岡、名古屋が続いている。大阪は二番手市場に資金の逃避を図っているコア投



資家にとり、多くの点でモデルとなりうる都市だ。東京を拠点とするある投資家は「頭に入れておかなければならないことの一つは、日本がサービス主体の経済に移行しつつあることだ。この点を踏まえて大阪のポジションを考えれば、東京に比べて生活費が安く全般的な運営コストも遥かに安いので高い賃金を払わずに済むから、サービス関連ビジネスに至適の都市だといえる」と述べた。

東京における事業用不動産への投資は2017年上半期に減少したものの、地方都市の資産に流入する資金が増加した結果、RCAによると日本の投資総額は前年同期比約14%増となった。以前には東京以外の場所への投資を避けていたJ-REITも、今では地方都市の物件の取得に乗り出している。

従来、地方都市のキャップレートは東京の同等の資産に比べ100～200ベースポイントほど上回るのが常だった。だが利回りは大きく低下してきており、この閾値を下回る場合も多く、大阪のオフィスの取引利回りは今や3.6%に過ぎない。一方、ジョーンズ ラング ラサールによれば物件価格は2017年上半期に前年同期比18.4%増となり、賃料は同7.1%の上昇となっている。これは空室率が急速に低下していることにもよるが、東京からの移転資金が既に投入された結果というのが実際のところだろう。同時に、日本のオフィス資産に対する投資家（特に外国人投資家）の需要が落ち込んでいるのは、この部門への投資水準が頭打ちに

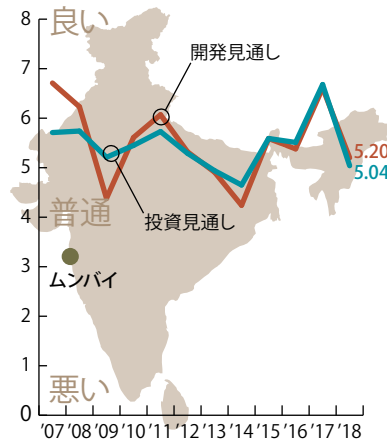
なったことをうかがわせる。その結果住宅部門に方向と転換した投資家もいるが住宅の利回りもやはり低下しており、東京の同等資産と比較した場合の大阪の住宅の相対的価値について疑問視する投資家も出てきている。

北京

(投資見通し 11位、開発見通し 17位)

北京ではここ2年で、新たに開発されたオフィスビルが次々と供給されているが、それでもなお新規スペースへの需要は尽きることがないようだ。その一因として、全国の企業が首都である北京に本社を置く動きが続いていることが挙げられる。こうした需要の強さを受けて、北京では上海に比べ資産の取引が少なくなっている。あるファンドマネジャーによれば「市場では自社用スペースのアブソープションが非常に強く、特に金融業界とハイテク業界で顕著だ。そのため市場で質の高い資産を見つけることは極めて難しい。そうした物件のキャップレートは4%を切っている」。

それはまた、ファンダメンタルズが堅調さを保っていることも意味している。空室率は6%前後とかなり低く、賃料もわずかに下がったとはいえアジアでは香港に次いで二番目に高い水準にある。非CBD地区における新規供給（官民のオフィスや衛星都市に移転する長期計画も含む）により都心部の需要圧力はある程度和らぐと思われるが、人気の高いCBD



や金融街エリアでは残された用地が限られているため、賃料と物件価格は上昇の一途を辿りそうだ。

北京には老朽化したビルやポジショニングを誤ったビルが相当数にのぼることから、バリューアッド投資や用途変更を行う新たな余地が生じており、多くの不動産所有者や投資家がオフィスへの変更に適した商業施設やホテルを探している。用途変更によって賃料を30%~40%引き上げるのが狙いだ。

北京での新たな土地入札には、完成した不動産の売却価格に上限を設定するなど、政府が厳しい条件を課しているため、デベロッパーは宅地を取得しても大きなマージンを得られる見込みはほとんどない（場合によってはまったく利益を得られない）。その結果、入札価格と土地の販売高は大きく落ち込んでいる。ただし最近、デベロッパーが損失を余儀なくされる価格水準でいくつかの区画が売却された事例が見られる。

ムンバイ

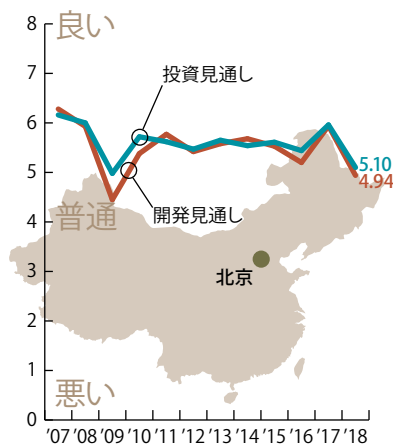
(投資見通し 12位、開発見通し 8位)

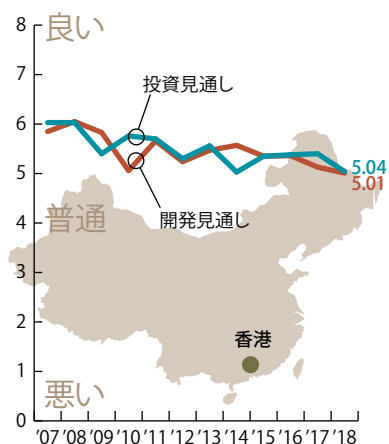
インドの主要都市の中で、ムンバイはIT部門の需要の比重が最も低い。これはムンバイでは、バンガロールのような都市で顕著に見られるビジネスアウトソーシングのブームに乗じる機会をある程度逸してきたことによる。一方、ムンバイは依然としてインド屈指の金融センターであ

り、インドの資本市場がこのところ好調なことから恩恵を受けてきた。そのためアブソープションも順調で、コワーキングや製造業、サービス企業からの需要も追い風となっている。

ムンバイのオフィス空室率は着実に低下しているものの17%前後と依然として非常に高く、また既存のストックの約40%に相当する量の新規供給が予定されていることから、ファンダメンタルズは弱いように見えるかもしれない。しかし実際には、ムンバイはAグレードのストックの点で未だ後れを取っており、新規供給があってもすぐに成約となり、またこうした資産の賃料は引き続き大きな上昇を見せている。インドで活発に投資を行っているあるファンドマネジャーによれば「長期的には、インドは需給統計に大きな影響を与えるだろう。だがここは全体の供給量よりも特定分野の供給の方が遥かに大きな意味を持つ市場なのだ」。

このほか、商業施設に関心を示す外国人投資家も増えている。ムンバイでは良質の商業施設が全般的に不足しており、だからこそ需要もあるのだが、この規模を考えると立地の選定が特に重要だ。あるファンドマネジャーによると「現在ムンバイには優れたショッピングモールが5つほどあるが、周辺地域から都心まで2時間かかるため、わざわざ出かけようとする人は少ない。そのため立地の選定を誤ればショッピングモールは間違いなく失敗する。さらに、接続が悪くモールに行きにくいという見方もある。そうなると物流部門への関心が高まるかもしれない。現在進められている税制改革を考えればなおさらだ」。





香港

(投資見通し 13位、開発見通し 14位)

香港は今年のランキングでも順位が低かったが、これは景気の減速に対する懸念というより、物件価格が高く流動性も比較的低い市場のため投資機会が不足していることを反映したものだ。実際、今回のランキングでは、以下のさまざまな要因により香港はいくつか順位を上げている。

第一に、投資活動が全般的に持ち直していることだ。これまで香港はコアシートの取引がほとんどない市場だったが、2017年上半期には大規模取引が何件も実施され、アジアで最大の投資先となった。さらに、2017年には大規模な土地の取得もいくつも行われている。これには国内市場での低マージン取引から脱却して分散化を進めたい中国デベロッパーが関与している場合が多い。

商業施設については、数年にわたる低迷を経て、ようやく底が見えてきたようだ。香港のあるファンドマネジャーは「香港の高級商業施設は何年も手ひどい打撃を受け、賃料も40%以上も下落したが、ここに来て景気サイクルに変化が見られる。売上が回復し始めており、状況が変わるかもしれない」と語る。

さらに、香港よりも活発なコア市場で機会が減るにつれ、外国コアファンドのマネジャーの間でバリューアッド投資への興味が高まってきたことも興味深い動きだ。香港ではAグレードビルとBグレードビルの賃料格差が他市場に比べ

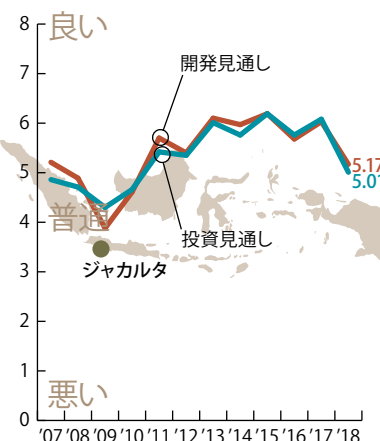
相当大きい。そのため現在、外国人投資家も国内投資家もリポジショニングが可能な取引を探しており、その多くはコワーキングやコリビニングを念頭に置いたものだ。

また、東九龍の第二CBDエリアで投資活動の持ち直しが続いており、最近、大規模なオフィス取引が数件行われた。このほか、政府は旧工場建屋からオフィス(場合によっては住宅)への改修を奨励する廃止されたプログラムを復活させる意向を示している。実現すれば、再開投資への関心を引き起こすことになるだろう。

ジャカルタ

(投資見通し 14位、開発見通し 12位)

ジャカルタのオフィス物件に対する関心は、供給面の懸念によりこの2年低迷している。ジョーンズ ラング ラサールの調査によれば、2017年上半期に空室率は30%近くまで上昇する一方、賃料は2015年からの下落傾向に歯止めがかからず前年同期比11%減となった。とはいえ市場は新規供給への対応力を見せ、交通ネットワーク近辺の良質ビルなら問題なくテナントが見つかる。ジャカルタのある投資家の言葉を借りれば「状況はテナントとエリア次第で異なる。賃料にしても、調整は確かにあったが半分にまで落ち込んだわけではない。ほとんどのデベロッパーは確実に空室を埋められると思うが、賃料の回復にはもっと時間がかかる



だろう」。新規供給も2018年から減り始めることから、トンネルの先に明りが見えてくるかもしれない。

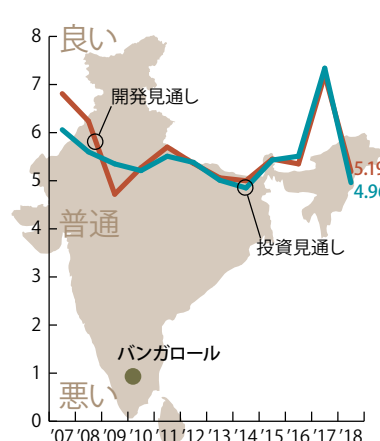
住宅についてはハイエンド市場が特に打撃を受けているが、都心での若干のプロジェクト(ほとんどが複合開発)は意外なほどの好反応を得ている。ジャカルタのある投資家によれば、これは需要が蓄積されてきたことや、投資家と消費者が求めているタイプの不動産であることなどが理由だという。「鍵になるのは第一に立地だと思う。インフラが整っていればうまくいくだろう。LRT(次世代型交通システム)の路線近くならなさらだ。そして二番目は価格で、つまり住居の小型化ということだ。広さが40~50平方メートルの小型のワンベッドルームタイプか、あるいは50億インドネシアルピア(約37万米ドル)未満の物件が対象になる。それ以上の額だと税率が10%上がるからね」。

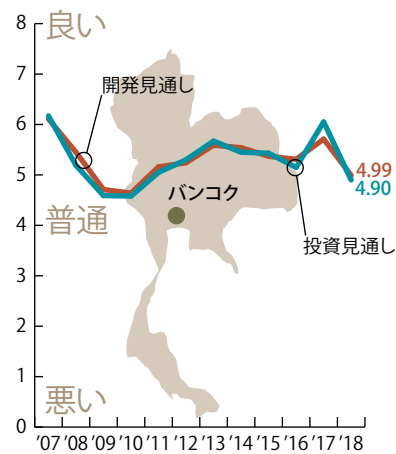
外国人投資家は物流施設部門、特にeコマースと連携した施設への関心も高めている。既存のインフラの欠点を考えると、この部門への投資は今後も続く可能性が高い。

バンガロール

(投資見通し 15位、開発見通し 16位)

インドがビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)の中心として台頭してきたのは、バンガロールに依存するところが多い。ITセンターとしてのバンガロールの





評判が多数の外国企業を引き寄せ、アウトソーシングサービス施設を設立してきたからだ。早い段階でこの部門に参入した外国人投資家は現地パートナーと共同でビジネスパーク内に収益不動産を取得し、大きな成功を収めている。そうした資産の幾つかが、インドで新たに設立されるREIT部門を中心に売却される予定だ。2018年第1四半期にREIT第一号のIPOが行われると見られる。

バンガロールのBPO施設運営事業者の報告によれば、現在の賃料上昇率は年率8%~9%前後でテナント需要も上々だという。だが、自動化技術と人工知能の出現によりバックオフィス業務やカスタマーサービス業務に対する世界の需要が長期的に低下していくと予想され、バンガロールのBPO成功物語は先細りになるかもしれない。

インドで活動しているあるファンドマネジャーは「インドのITアウトソーシングビジネスが謳歌した繁栄は過去のものとなった。年率20%の成長などもう見ることはないと思う。せいぜい5%~10%、あるいはそれ以下かもしれない。近頃はテナントこそ変わらないものの、委託される業務の中身が少し変わってきて、クラウドコンピューティング、ロボット、AIといった業務が増えている。そうした業務はBPOよりスペースを必要としない。クラウドコンピューティングのソフトウェアプログラマーは5,000人も要らず、500人がいいところだろう。そのため需要は減り、また長期的には事業の難しさも増すと思う」と語った。

バンコク

(投資見通し 16位、開発見通し 16位)

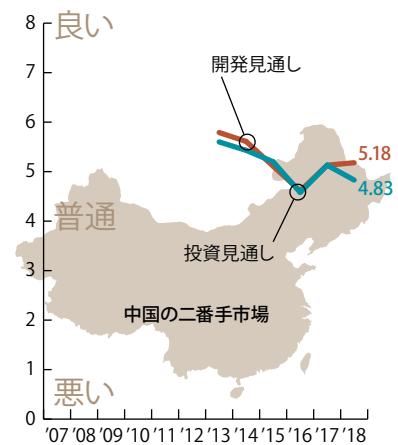
タイは近年、クーデターや政治的危機が相次いだことから、海外のファンドマネジャーからの評判は芳しくない。だが数々の問題にもかかわらず、タイの経済と不動産市場は成長を続けており、賃料と物件価格も着実な上昇傾向を見せている。

そうした中、バンコクの事業用不動産の取得を目指す外国人投資家にとり、投資適格資産の不足に加え市場の流動性が非常に低いことが大きな障害となっている。資産が取引されることがあっても国内のデベロッパーや投資家が長らく独占してきた。一等の土地区画も同様で、予定されている新規プロジェクトは比較的少ない。一方で日本やシンガポール、そして最近では中国の資金による投資活動が増えつつあり、現地のパートナーと組んでCBDのオフィスプロジェクトへの参画を図っている。

外国人投資家にとりタイで最も一般的な投資対象はおそらく観光部門で、中国の投資家を中心に新規参入が相次いでいる。そのためインタビューで投資家が最も言及したのはリゾートとバンコク市内のホテルだった。

このほか、外国人投資家にとって成長が期待できるのはマンション市場、中でもバンコクのマンション市場で、ここ数年で外国人投資家による取得が急増している。またこれを機会に、プロジェクト内の自身の割り当て分を自国の投資家に転売する目的で投資を図る外国人グループも見られる。2016年に外国人投資家が行った取得のうち約80%が香港と中国の買手によるものだった。

さらに、ある投資家はタイが富裕層を対象としたリタイアメント・コミュニティ（高齢者居住地域）の候補地になり得ると指摘した。



中国の二番手都市

(投資見通し 17位、開発見通し 11位)

中国の一番手都市は過剰建設というよくある問題に苦しむことが少ない。大都市の中心部は企業や労働者を強く惹きつけ、それによって急成長が維持されるためだ。だがこれは小規模都市には必ずしも当てはまらない。近年、多くの小規模都市は過剰供給された住宅や事業用不動産で溢れかえっている。

こうした都市の中でも、過去2年で大量の過剰スペースの吸収に成功したところもある。そこでは住宅はディスカウントで売りに出され近隣の一番手都市の「おこぼれ」専門の投資家が取得するか、あるいは地方政府が低所得者向け住宅プロジェクトに転用している。事業用不動産の過剰供給の処理には時間がかかっているが、余剰ストック問題をうまく切り抜けた二番手都市、三番手都市が増えている。その例としてインタビュー回答者が特に挙げたのは成都や武漢、南京、杭州などの揚子江沿いの都市である。

こうした二番手都市は空室率が低下しつつあるためランキングの順位を再び上げており、特に開発見通しで目立つ。一番手都市で競争が激化し価格が急騰しているため、二番手都市での選択的投資を積極的に検討する投資家が国内外で増えている。

加えて、中国の4大都市での賃料と賃金が上昇を続けているため、コストの安い都市でサービス施設を設立するというアイデアの可能性が高まっている。中国のあるファンドマネジャーは「幾つかの二番手都市は明らかに窮地を脱しており、バックオフィス業務や注文処理施設などの面で展望が開けている」と述べた。

マニラ

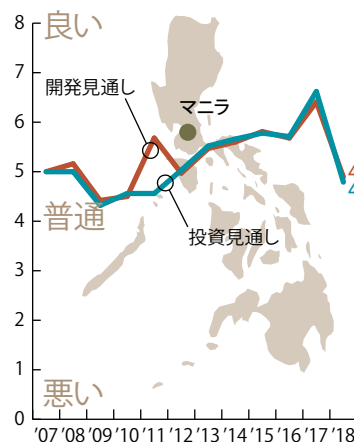
(投資見通し 18位、開発見通し 19位)

近年、フィリピンのオフィス需要は華々しい成功を収めたBPO部門が牽引してきた。この部門の成長は減速したもの、オフィスのファンダメンタルズは依然として非常に堅調である。ジョーンズ ラングラサールによれば、2017年上半期の空室率は3%前半で、賃料と資産価格はそれぞれ前年同期比5.3%増および8.6%増と順調な伸びを示している。一方、地価はマニラで最も人気の高い地域で25%~33%の上昇となった。

ある投資家は、フィリピン証券取引所がまもなくマカティからフォートボンファシオに移転となることに触れ「これはマニラの様相を一変させる大きな出来事だ。ロンドンのカナリー・ワーフと似た形になると思う。金融関係者は建物が古く管理も行き届かないマカティを出て、まだ空きのあるピカピカの新築ビルに移っていくだろう。そしてマカティで空いた部分はおそらくBPOが埋める。そのため構造的な変化が起こるはずだ」と指摘している。

BPOの成長が鈍化して空いた分は、オフショアのオンラインゲーム企業による新たな需要が埋めている。リーチュプロパティーズコンサルタントによれば、今やメトロマニラ地区でオンラインゲーム企業が入居しているオフィススペースはBPO部門に次いで二番目に大きいという。ただし、ある投資家はこれが将来的に持続可能なトレンドなのか疑問視している。

このところ国内の政争や南シナ海での領有権問題、そしてフィリピン南部で続く暴動により海外投資家の心理は悪化している。それでも、マニラに積極的に投資しようとするオポチュニスティックファ



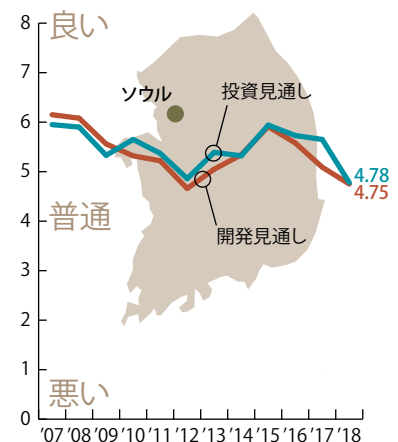
ンドも多いようだ。そのうちの一人は、マニラには「さらなるオフィススペースを求める需要は確かにある」と指摘する。だが一方で、優れたパートナーを見つけることの難しさに不満顔のインタビュー回答者も一人ならざいた。

ある投資家はインドネシアと比較したフィリピンの利点について「一般的に国内デベロッパーはパートナーを歓迎するし、投資の管理権限も希望通りに与えてくれ、組織的に対応する。例えばインドネシアでは、そうした動きをする者はあまりいないと思う。とはいえ、これは多分ベトナムを例外として東南アジアに共通した問題だが、フィリピンや東南アジアのデベロッパーが得られるリターンはかなり低く、リスク調整後では相当厳しい。我々はフィリピンの大手グループと組んでいるが、彼らは現地通貨換算で12%のIRRでも満足している。でもそれでは我々にはとても割に合わない」と説明している。

ソウル

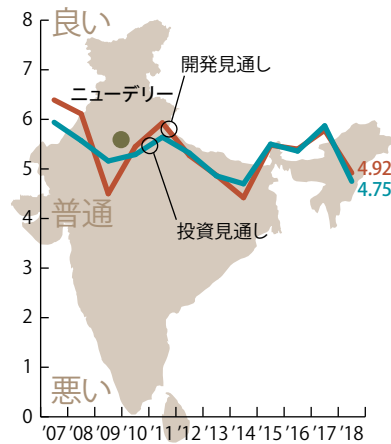
(投資見通し 19位、開発見通し 22位)

ソウルのランキングは低い(おそらく現在の北朝鮮問題が原因だろう)にもかかわらず、アジア太平洋地域の多くのコアファンドマネジャーは引き続き投資対象として高く評価している。東京やオーストラリアなどの他のコア市場に比べ利回りがやや高いことが主な理由だが、実質賃料利回り(約4%)と韓国の国債利回り(約1.8%)のイールドスプレッドも相当大きい。



ほとんどの投資家は安定したオフィス資産の取得に注力している(ただしこのところファンダメンタルズは弱体化している)。バリューアッド投資戦略の人気の高まっているが、オフィスストックの大半が相当老朽化していることを考えれば当然の動きだろう。しかし、開発リスクを積極的に取ろうとする外国人投資家は限られているようだ。中国などもっとリスクの高い市場でリスクテイクを行う者が多いことを思えば、これは予想外の姿勢だ。ある投資家によれば、韓国では建設関連の融資がうまく機能しておらず、その結果設計の悪いビルや区分所有のビルが多くを占めているため、開発投資で利益が得られるという。よって、一棟全体で取引可能なプライム物件が不足している状況下で、ビルド・トゥ・コア開発を行うのが現実的な選択肢だろう。

一方、物流施設も韓国で人気の高い資産クラスとなっており、あるアナリストは「15年前の日本のようだ」と表現している。ソウルでは外国の大手事業者による開発がスローテンポだったため、既存インフラの多くが老朽化しており質も低いからだ。この部門への最近の新規投資により過剰供給となることが懸念されているが、韓国の物流施設の現在の利回りはオフィスを100~150ベシスポイント上回っているため、適切な立地に適切な施設を開発すればまだ見込みがある。



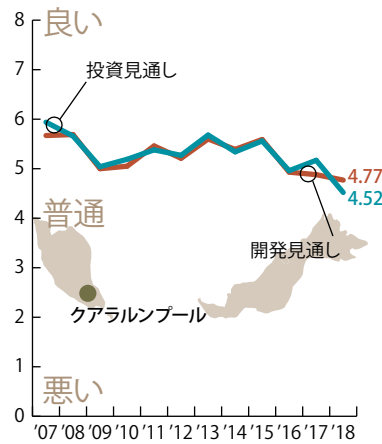
ニューデリー

(投資見通し 20位、開発見通し 18位)

ニューデリーはインドの他の主要都市に比べ、投資家の人気は相変わらず芳しくない。インドのある回答者によれば、これは住宅部門の開発に力点が置かれていることが主因だという。このところ住宅部門は下向きだからだ。住宅開発に対するブリッジファイナンスの機会があるものの、それに乗り気の外国人投資家は少ない。

インド北部のデベロッパーは全体としてレバレッジ過剰の傾向にあり、供給過剰の資産クラスである高級住宅の大規模ポートフォリオを抱えていることが多い。多くのプロジェクトは長期の遅延が付き物で、そのため評判を落としてしまったデベロッパーもいる。ニューデリーのあるインタビュー回答者によれば「デリーは相変わらず不調だが、この市場の特徴をわきまえている投資家にとっては大きな可能性がある。住宅市場が好転すれば、デリーは真っ先に回復を始める都市の一つだろう」。

オフィス部門では、デリーは南部でビジネスパークが見せた急成長に乗じる機会を逃した。最近になりIT企業から需要がいくらか出てきたものの、全体的に成約ペースは鈍く、ジョーンズ ラング ラサールによればオフィスの空室率は30%にまで上昇している。その結果、デリーは「アブソープションの点でやや劣っている。ただし賃料は総じて安定的だ」。ただしムンバイと同様に、好立地のプライム物件では賃料は高く空室率も低い。



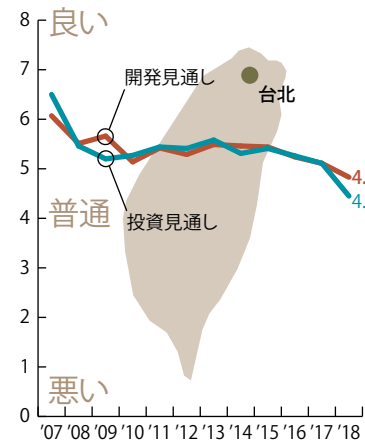
クアラルンプール

(投資見通し 21位、開発見通し 21位)

クアラルンプールの市場はこの一年間停滞を続け、石油・ガス部門の多国籍企業のダウンサイジングにより稼働率が相当低下しているため、オフィスの供給過剰が引き続き問題となっている。ジョーンズ ラング ラサールによれば、CBDの空室率は15%前後までじりじりと上がっており、新規ストックの流入が増加しているため、低下に向かうことは当面なさそうだ。賃料は今のところ横ばいだが、今後数年間には低下傾向となると予想するアナリストが多い。

あるファンドマネジャーは「消費マインドもかなり低く、今はいささか動揺しているようだ。見渡す限りあらゆるところで供給過剰が起こっている。市場は相当閉塞していて、何か突破口はないかと昨年から探し続けているがまだ見つからない。まだリースアップしていない物件は賃貸リスクが相当高いだろう」と指摘している。

住宅部門も同様の状況だ。販売中の在庫が増え続けており、デベロッパーは新規プロジェクトの開始延期を余儀なくされた。特に、以前には中国の投資家から強い需要があったが、中国政府が課した資金流出規制により今では軟化している。この影響は、クアラルンプールの南のジョホールバルで中国デベロッパーが進めている超大型開発プロジェクトに顕著に見られる。



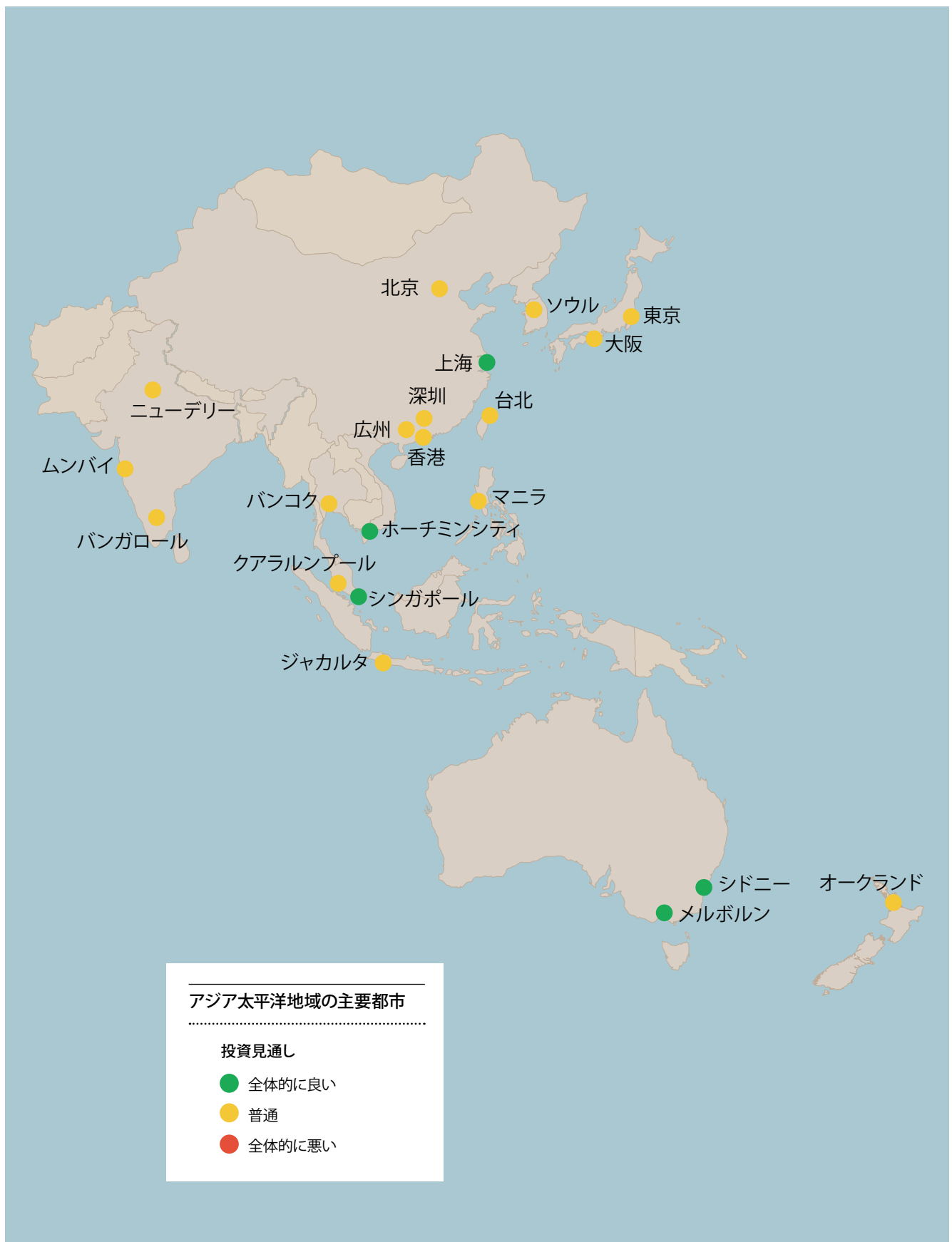
台北

(投資見通し 22位、開発見通し 20位)

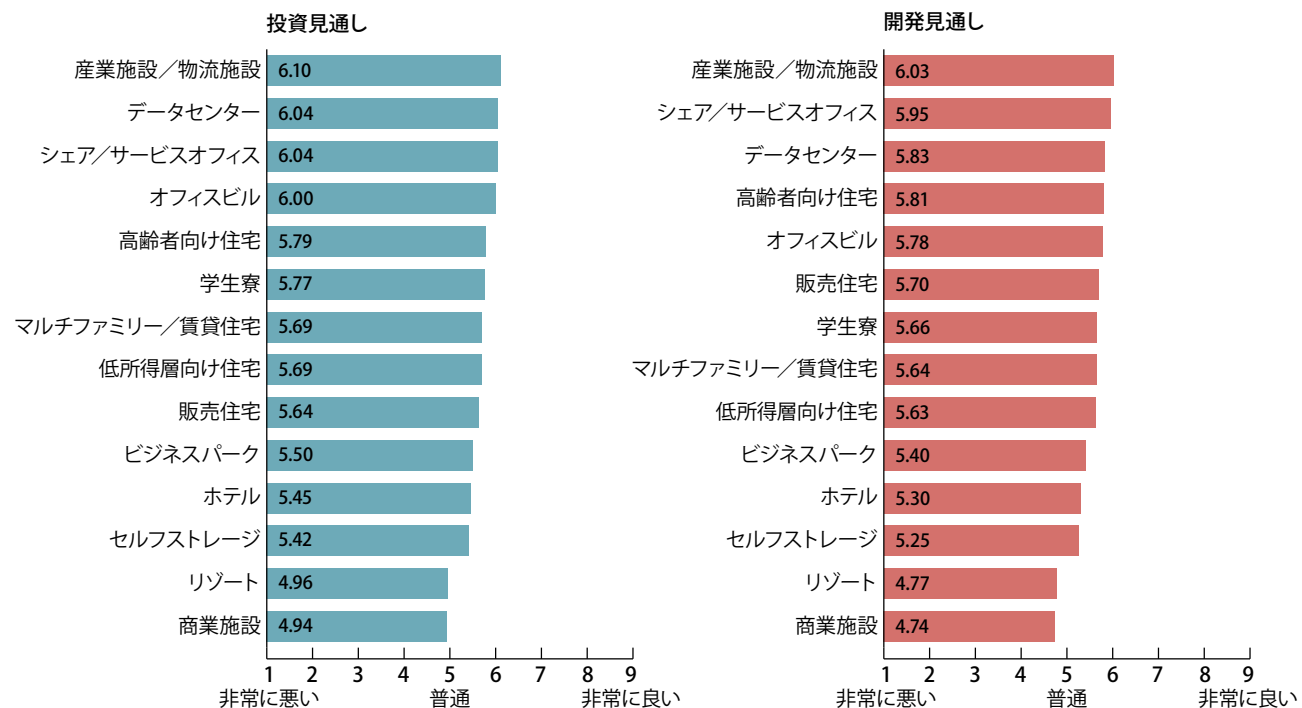
台湾では数年前に政府が法律を変更し、資金の豊富な保険会社に対し台湾以外での投資を行うよう義務付けたが、にもかかわらず台湾の事業用不動産市場は依然としてそうした機関投資家に握られている。取引される資産はほとんどなく、また利回りは2.4%前後とアジアで最低水準にある。高額な提示価格を買手が拒否したことから、2017年上半期の投資総額は前年同期比58%の減少となった。その結果、最近の投資活動は再開発プロジェクトが中心となっており、保険会社が築古ビルのリノベーションを試みている。

取得可能な物件がほとんどないため、外国人投資家の参画は最小限に留まっている。だが最近になり、外国人投資家による事業用不動産への投資がやや増加を見せている。特に、2017年後半にはセール・アンド・リースバック契約による大型ホテルの取引が完了した。このほか、台北鉄道の駅や空港に接続するMRTの駅の近くで総額20億米ドルの複合開発プロジェクトが2件予定されており、そこにも外国人投資家の参画が見込まれている。

住宅市場は引き続き低調で、政府が不動産取引税を引き上げたため2年間にわたり住宅価格の下落が続いてきたが、ここにきて底を打った可能性がある。販売戸数が増加し、価格も少しずつ上昇している。またデベロッパーがランドバンキング用地の追加取得を始めたため、土地取引も改善してきた。だが価格が高すぎて住宅を購入できないことが引き続き大きな問題となっている。



図表3-4 事業用不動産タイプ別見通し（2018年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

不動産タイプの見通し

オフィス部門

オフィス部門は引き続き多くの投資家が主たる投資対象として、アジア太平洋地域全体で賃料の上昇が鈍化しつつあると見るファンドマネジャーが増えており、その輝きがいくらか褪せてきている。これは2つの理由で問題だ。第一に、利回りが相当低くなっているため、資産価格も頭打ちとなった可能性があることだ。第二に、利回りがこれだけ低いということは、もはやレバレッジがリターンの押上げにさほど貢献しなくなったことを意味するからだ。例えば中国や香港といった市場では現在、物件利回りと借入コストのスプレッドが最小となっている。これはあるファンドマネジャーが述べたように「優れたリターンを得るためにはレバレッジを使っても役に立たない。資産から得られる賃料収入の拡大がすべてだ」ということ意味する。

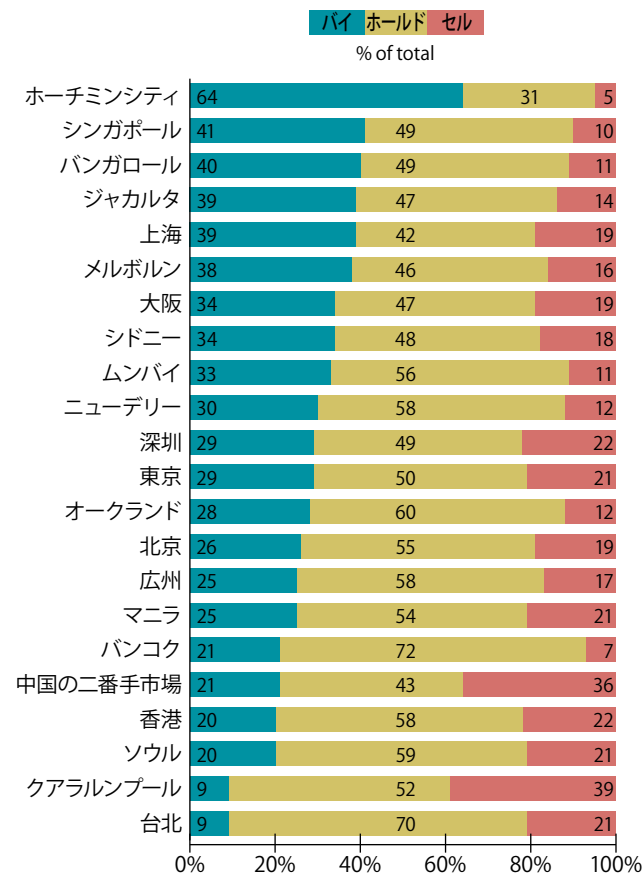
賃料上昇の見通しに関する見解は真二つに分かれているが、すべてではないにしろ多くの市場で賃料が上昇を続けると考える投資家が多い。そのため、東京では横ばいになるものの、オーストラリアでは堅調な上昇を示すと予想されている。途上国市場への投資も、賃料が着実に上昇するとの前提に立っている。よって、二極化している見解の中間辺りに落ち着くと思われる。ある投資家が言うように「全般的な需給動向は引き続き不動産所有者に有利に働いている。そのため賃料の上昇は過去7年間ほどの勢いはないだろうが、それより低い水準で上昇を続けるはずだ」。

予想される最善の策：ホーチミンシティは、オフィススペースが構造的な供給不足にある中でGDPが急成長しているため、今や注目の的である。だが成長を予想することとそこから利益を得ることは別の話だ。ある外国人投資家はホーチミンシティで完成済み資産を取得したが、その利回りは7%～8%で、バリューアッド投資としてグレードアップすることを視野に入れていると語った。しかし実際には、ベトナムで投資適格資産が大幅に不足している以上、利幅が狭まっているとはいえ開発投資の方がより現実的である。一方、国内デベロッパーは外国人投資家とのパートナーシップを受け入れている。また彼らは総じて資金不足なため、デベロッパーへの融資という選択肢もある。

シンガポールは何年にもわたり低迷してきたが、投資家が市場の回復を予測し、今年のオフィスランキングで急上昇した。シンガポールのファンダメンタルズが本当に改善したか疑問視する投資家もいるが、大方の意見はあるファンドマネジャーの言葉に集約される。すなわち「シンガポールは市場の変動が大きい傾向にある。現在のサイクルで賃料はピーク時から20%強下がっているため、今は景気の底にあると考えられる。よって今後2年は賃料の上昇が続くと推測される」。

上海が上位に顔を出したが、これは中国政府が国外への資金流出を規制したため、国内の機関投資家の資金が押し寄せて物件価格が急騰した（現在、オフィスのキャップレートは4%を切っている）ことを考えると、意外な結果かもしれない。外国人投資家の中には状況を静観する構えの者もいるが、巨

図表3-5 オフィスビルのバイ/ホールド/セルの推奨 (2018年)
(都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

額の資金を上海に投入するよう委託されている投資家も少なからずおり、この規制とは無関係にそれを実行しようとしている。中国での取得を目指す国内外の資金の大きさを考えると、キャップレートは予見可能な将来において低下圧力を受け続けられると思われる。

アジア太平洋地域の2大コア市場のうち、オーストラリアのオフィスについては、賃料の上昇が今後も続くとの期待から投資家心理は強気だ（ただし資金を実際に投入することは以前にもまして難しいとの警告付きだが）。一方、昨年にはランキングの中位だった東京が順位を上げたのはプレーヤーの交代、すなわち賃料の上昇を重視する投資家の投資が減り、安全重視の機関投資家とプライベート投資家からの資金が増えたことによる。後者は利回り志向が強く、キャップレートは3%を切るものの国債や借入金利とのスプレッドがまだ大きい東京のオフィス物件を積極的に取得している。ある程度レバレッジをかければリターンを押し上げることができるからだ。あるファンドマネジャーが述べたように「日本は世界最大の貯蓄市場の一つだが、リスクフリーレートがマイナスであれば、銀行に金を預けていると損をするということになる。だからどれほど低い水準のインカムリターンでも非常に魅力的に見える」。

住宅部門

住宅への投資見通しは個別の状況に左右されるため市場によって異なることが多い。例えば中国ではマージンが10年前の20%~30%から現在は0%~5%に低下している。中国のデベロッパーが退去して海外市場に脱出を続けているのはこれが一因だ。通常、他市場の方が開発利回りが遥かに大きいからだ。投資家心理も、政府による住宅価格の高騰抑制策の影響次第で変わってくる。そうした施策はオーストラリアとニュージーランドで重要性が高まりつつあり、台湾、シンガポール、香港、中国といった市場では数年前か重要なファクターとなっている。

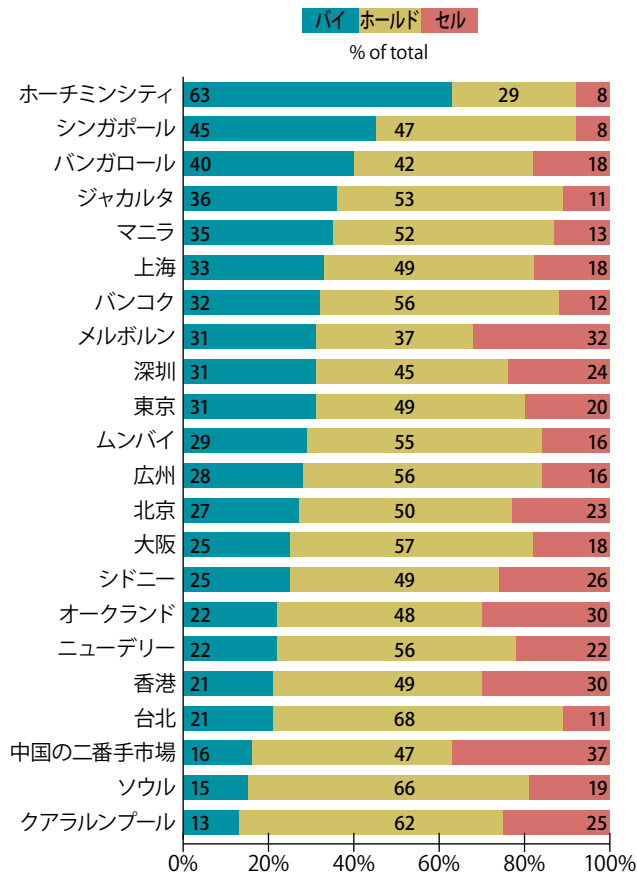
今年のアジア市場では、ビルド・トゥ・レントによる物件の供給が増加した（ただしそれが以前から一般的だった日本を除く）。これらの物件は欧米の伝統的なマルチファミリー住宅とは異なっており、アジアではかなり小さく、また若い世代向けのものが多いが、それでも長期的な投資対象となっていく可能性が高い。アジアでは住宅が多くの人々の手の届かないほど高額になってしまったため、賃貸住宅に入るしか選択肢がないからだ。

予想される最善の策: ベトナムでは既存の事業用不動産が不足しているため、外国人投資家は住宅部門に目を向けている。需要が旺盛で、かつ拡大しているからだ。10年も前にベトナム市場に参入した最初の投資家グループは、冬の時代を耐え忍び、今やエグジットを図って収穫を手にしつつある。そうした投資家の一人は「7~8年の苦労を経てすべてが上手くいくようになり、今ではNAVに対し50%~60%のプレミアムで用地を売却している。買手は良好な用地を手にするためなら先を見越した価格でも支払う用意がある」と語った。

これはベトナムの市場（及び総じて途上国の市場）の長期性と共に、不況から好況へと大きく変化する市場の動きを良く表している。ベトナムは現在「過剰供給の兆しのあるマンション市場を中心に、バブルの様相を呈している」。ある投資家によれば「多額のキャッシュを持って市場を歩き回る者が多いから価格は天井知らずとなったが、それでは割りに合わない。今後さらに上がると期待しているだろうが、賃料をバンコクなどと比較してみるといい。バンコクの経済は遥かに大きい賃料はベトナムの方が高い。それはおかしいだろう。賃料は経済の規模や所得水準、それに不動産に支払える金額に比例するからだ」。

シンガポールの住宅の状況はオフィスの状況と瓜二つである。市場は長らく低迷が続いたが、政府の価格抑制策が部分的に解除されたことも手伝って、今は底を打った可能性がある。だが、これは投資ファンドにはたいして助けにならない。印紙税などの追加コストがリターンを圧迫するからだ。

このほか、メルボルンとシドニーの住宅市場のランキングは、オーストラリアの住宅価格の上昇スパイラルが続いているのを反映し、相応に高い順位となっている。両都市とも、現在は住宅価格が頭打ちとなった模様だが、国内外の投資家から

図表3-6 賃貸住宅のバイ/ホールド/セルの推奨 (2018年)
(都市別)

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

の需要は依然として非常に堅調だ。また政府は住宅価格の高騰を抑えるために不動産の取得に課税しているが、アジアの多くの市場で行われた同様の試みより効果的なものとなるかはまだ分からない。

さらに東京の住宅資産も、より安定したリターンを求めてオフィスから手を引いている投資家の間で関心が急速に高まっている。東京のマルチファミリー部門はこれまでもそうしたリターンを提供してきたが、賃料が上昇するか否かを問わず（これについては投資家の間で意見が分かれる）、おそらく今後も変わらないだろう。現在、東京の住宅の平均利回りは4%前後となっているが、レバレッジ抜き（アンレバード）のリターンはオフィスに比べ最低でも100ベースポイント高いため、日本の借入コストの低さを考えればこれは魅力的なリターンと言えるだろう。あるファンドマネジャーが言ったように「アンレバードリターンはコスト高に見えるが、1%を切る利率で借入れを行えば、たちまちネットベースで6%のキャッシュフローを手にすることができる。そんなことが可能なのは日本だけだ」。

商業施設部門

アジアの従来型ショッピングモールに対するオンライン小売業の挑戦が拡大を続けており、不動産所有者と投資家は既存資産の収益を確保する戦略を探し求めている。商業施設が事業用不動産のタイプ別見通しランキングで最下位となったのも意外ではないだろう。

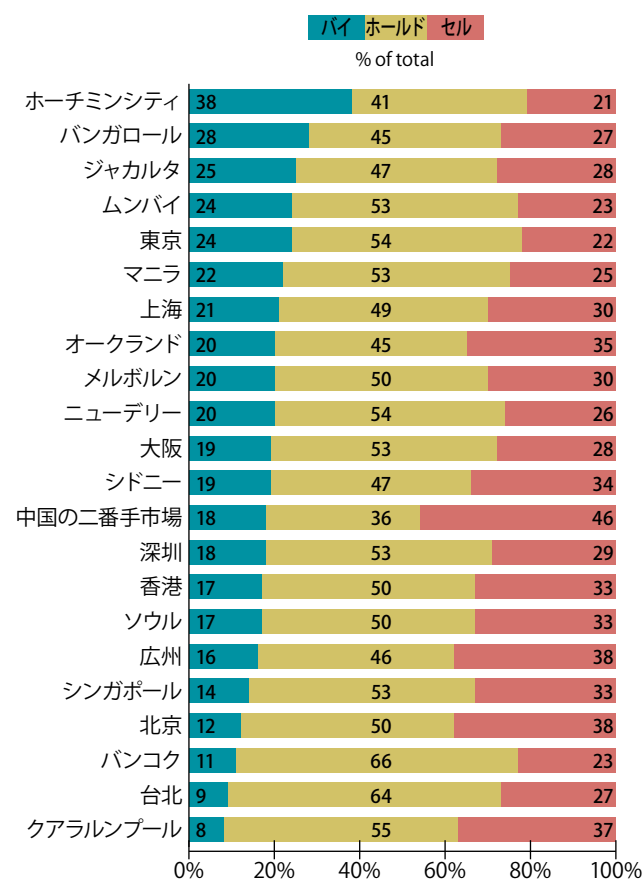
だがインタビュー回答者の見解は二分している。まず、小売業者がビジネスモデルを変え、経験に基づき商品を時代に合わせて変えていかない限りオンライン小売業の脅威は存在し続けると見る者がいる。彼らは、小売業者の多くが商品を十分に進化させてこず、そもそも消費者が本当に望んでいるものを理解していないと指摘する。オーストラリアのインタビュー回答者が述べたように「小売業者にはお客様と会って話を聞き、あるいはお客様が何をしどんな習慣を持っているかを知るために時間を割くという気はないように見える」。

これに対し、アジアのショッピングモールは既に米国でよく見られるモデル、すなわち百貨店をアンカーとするモールとは異なっており、より高レベルの飲食サービスやエンターテインメントを提供する業態に移行しているものが多いと見ている者もいる。また彼らは、アジアで起きている人口の都市部への移動が今後も続けば、eコマースの脅威をそれほど受けない生活必需品を扱うネイバーフッド型施設への需要はなくなるはずだと指摘する。加えて、ヒートマッピング（スマートフォンのWi-Fi接続によりモール内での消費者の行動を追跡する技術）などの新たなテクノロジーを取り入れれば、既存施設の効率改善に役に立つだろう。

予想される最善の策：商業施設部門でもやはりホーチミンシティがランキングのトップに立った。ただ、ベトナムで急成長する個人消費の勢い（公式統計によれば2017年1月から9月の小売売上高は前年同期比11%増）が今後も続くことは疑いないものの、ベトナム全体で、そして特にホーチミンシティで商業施設が過剰供給となっており、CBREによれば2015年から2016年にかけてホーチミンシティのショッピングセンターの延床面積は2倍強増えている。さらに、今後3年間に大量の新規供給（総計約50万平方メートル）が予定されており、こちらも既存の供給量の2倍以上に相当する量だ。そうした新規供給を前にして、商業施設に関する主な投資機会は多くの場合シンガポールと香港の大手総合デベロッパーが手にしてきている。

一方、上海も順位を大幅に上げている。一般的に中国にはコンセプトに問題がありパフォーマンスの上まらないモールが多いが、中国は新たなテクノロジーや商業形態を取り入れ、急成長するオンライン小売業の脅威に対応を図る方向に素早く動いていると言ってもいいだろう。それが最も顕著に見られるのは上海だ。ある意味で、上海はショッピングモールがどのようにオンライン小売業の圧力に対応していくかを試す実験場となっている。

図表3-7 商業施設のバイ/ホールド/セルの推奨 (2018年)
(都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

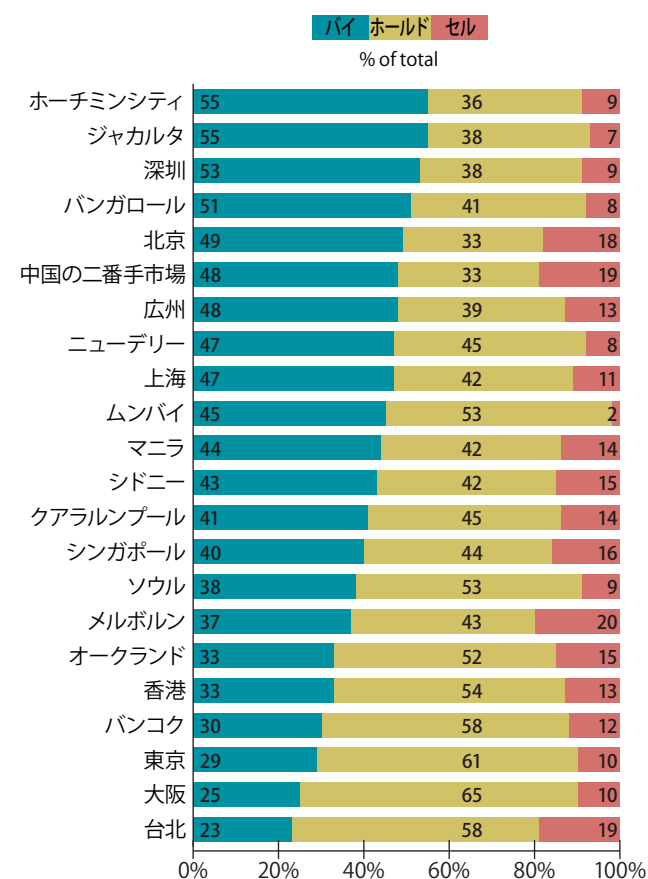
さらに、昨年は下位に甘んじた香港が地位を上げたのも注目に値する。これは中国本土から来訪する観光客が激減したことで痛手を受けた小売業（少なくともハイエンドの小売業）が回復してきたことを反映したものと思われる。

産業施設／物流施設部門

図表3-4が示すように、今回の調査では投資家が引き続き事業用不動産の中で産業施設／物流施設を最も魅力的と捉えていることが確認された。この部門の投資の多くは中国、オーストラリア及び東京で行われている。ジョーンズ ラング ラサールによれば、2017年上半期におけるアジア太平洋地域の取引高は2016年上半期の540億米ドルからさらに増加し610億米ドルに達した。大手投資家の多くはポートフォリオとして開発を行っているが、少しずつ施設を取得している者もいる。

eコマースの売上が増加を続け、従来型の店舗が先進的な小売モデルを採用し商品を店舗内ではなく倉庫に保管する形態に移行している中でもこれだけ需要があるのは、アジア太平洋地域全域にわたって構造的な供給不足が続いていることを反映している。現在、マルチエントランスや多層階など近代的な設計

図表3-8 産業施設／物流施設のバイ/ホールド/セルの推奨 (2018年) (都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

による施設や、最終消費者への宅配に対応可能な市内施設（現在、この部門で最も成長著しい分野だろう）に対する需要が増加している。

あるファンドマネジャーは「多くの投資家がこの部門に着目しているため競争は常にあるが、アジアでは近代的な物流施設の需給はまだかなりタイトで、今後もその状況が続くと思う」と語る。また別のファンドマネジャーの言葉を借りれば「物流施設の優れた点の一つは建設サイクルが短いことだ。通常のビルでは建設計画に4年が必要だが、物流施設の建設サイクルは大抵12か月だ。だから供給を減らせばマーケットが素早く調整できる点がいい。ただし大型の複合施設だとまだ完成までに4年かかるだろう」。

予想される最善の策: 深圳が昨年に続いて首位を守った。また中国本土の都市の多くも上位につけている。CBREの統計によれば、中国全土で予定されている開発プロジェクトは他のアジア地域の合計を一桁上回っている。中国の需要が非常に高いのは、広大な国土と経済規模、近代的施設の不足、政府による長期的なインフラ整備計画、eコマース業界の急成長など、多くの理由が挙げられる。

とはいえ、中国で物流施設に投資するのはいろんな面で大変なため、大手機関投資家の手に委ねられることが多い。シンガポールのあるREITマネジャーは、中国でプラットフォームを構築することの難しさを考えるとオーストラリアに投資する方を選ぶという。オーストラリアなら自由土地所有権を得られ、長期賃貸契約が可能で、政府の介入も少ないといったメリットがあるからだ。

日本市場も、物流施設を手掛ける大手投資家が支配的だ。新規施設が既に数多く竣工しているものの、投資機会はまだまだある。在日本の市場に注目しているある機関投資家は「先進国にも関わらず、既存施設は自動化が不十分で非近代的なため、今は移行期にあるといえる。また日本はまだアンダーバリュー（割安）となっており、多少の開発リスクを厭わないなら、最低価格保障契約があるため日本は多分世界で最もリスクの低い市場だろう。キャップレートが4%の物流施設を取得した場合、イーールド・オン・コスト（当初コストに対する利回り）は6%~7%だろう。それを4%で売却したとしても有利なバリュー・アード投資になる。ただ、既に多くの投資家がこうした投資で先行している」と説明する。

ドイチェ・アセット・マネジメントによれば、アジア太平洋地域の主要3大物流施設市場のトータルリターンは、上海と北京でそれぞれ8.7%及び8.4%、メルボルンとシドニーが8.3%及び7.9%、そして東京が5.7%となっている。

今回の調査の順位は芳しくなかったものの、インドも物流施設の投資先として興味深い市場だ。インドでは以前の税制に問題が多かったものの、新たな制度が導入された結果効率性が向上し、全国で物流施設が開発されることになった。これによって大量の投資資金が流入している。インドのあるコンサルタントによれば「過去6か月間にインドの倉庫及び産業用不動産の開発に向けて流入した外国資金は25億米ドル強にのぼり、さらなる流入が見込まれている。しかもこれは上位5社か6社の投資家だけの数字だ」という。インド国内の倉庫施設ストックは中国のストックの1.5%程度にすぎず、現在のキャップレートは9%~10%の範囲となっている。そのため投資環境としてはゴールドラッシュのような様相だ。

ホテル

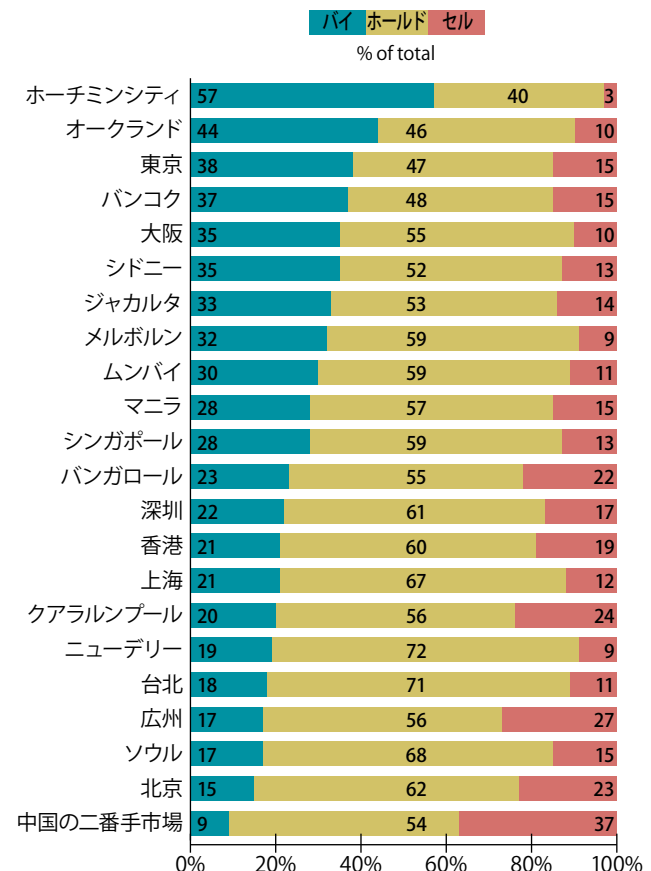
2017年上半年期におけるアジア太平洋地域全体のホテル取引はまずまず順調で、総額約16億米ドルの大規模取引5件があった香港が牽引し、国内の投資家が主体となった。上半期にはオーストラリアのホテル取引も目立っている。

アジアのホテル部門の投資活動全体に影響を及ぼしている重要なトレンドは人口動態の変化だと言っていいだろう。勤労者の生活水準が向上し余裕ができるにつれ、外国旅行に出かける観光客の数が毎年大幅に増えている。この変化の中心は中国で、これがもたらす投資機会を大小のプライベートエクイティ投資家が追求している。

中でもファミリーファンドが、特に東南アジアのブティックホテルへの投資に向かっているようだ。そうしたファンドのマネジャーの一人は「我々のホテルでは客層が変わった。以前は企業クライアントを対象に法人料金を頂戴していたが、今では銀行はプレッシャーを受けており企業の予算もカットされている。だが反面、レジャー部門が大きく伸びている。多分、ロビーでTシャツを着ている客の方がスーツ姿のビジネスマンよりお金を落としてくれていると思う」と話している。

別のファンドマネジャーは「裕福な人も旅行しているが、初めて旅行するという人も非常に多い。そうした人が利用するのは2つ星や3つ星の格安ホテルだ。清潔、安全で信頼できるホテルを望んでいるものの、お金の使い道はあくまで旅行での体験でありホテルではない。だから我々としては日本、中国、シンガポールや香港といった人気観光地の2つ星ホテル・3つ星ホテル市場について強気の見通しを立てている」と語る。インタビューでは、中国からのアウトバウンド観光客を惹き付けられる市場としてオーストラリアも繰り返し挙げられた。

図表3-9 ホテルのバイ/ホールド/セルの推奨（2018年）
（都市別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2018 アンケート

予想される最善の策：ホテル部門でもやはりホーチミンシティがランキング1位となったが、ベトナムのホテル部門に対する2017年上半期の投資額がごくわずか（CBREによれば約2千万米ドル）だったことは、ホーチミンシティの投資機会の実際の規模をよく物語っている（ただし2016年の投資額は約2億5,000米ドルであり、この数字によればもっと見通しが明るいと言える）。外国人投資家の関心は依然として高く、利回りも全般的に高い。

主要市場の中では、オーストラリア（特にシドニー）で新規投資が続いている。ある投資家によると「オーストラリアには大きな需要があるが、ホテル稼働率は80%台半ばから後半となっている。つまり実際には需要が抑えられており、また金融街ではこの20年間に新たに建てられたホテルが一つもない。今では資産価値が建て替えコストを上回っているため、開発の機会があると見ている」。

さらに、日本ではここ数年間、中国からの観光客が急増している。政府統計によれば、2017年1月から5月までのインバウンド旅行者は年率換算17.3%増と非常に順調である。以前は東京が主な目的地であったが、今は北海道のスキーリゾートや大阪の人気も高まっている。日本のある投資家は「北海道のスキー場近辺のリゾート住宅施設に目を付けている。ニセコではリゾートタイプの物件に外国人客から強い需要があり、中でもアジアの旅行者から人気を集めているからだ」と語った。

中国人観光客の来訪により、日本各地のホテルの宿泊料とRevPAR（販売可能客室数当たりの売上高）は大幅に上昇した。同時に、大量の新規供給が予定されており建設が進んでいる（少なくともその一部は2020年東京オリンピックの需要を満たすためだ）。中国人観光客は好みの変化が激しいためこうした供給増はいくらか懸念を呼んでいるが、今のところ観光客が減る気配はない。



K. KOPTER

シンガポールのCBD、タンジョンパガーに立地するオアジアホテルダウンタウンは、コンクリート、鉄とガラスに囲まれた都会の光景を背景に、緑樹を配したサイレンレッドのシルエットがひととき目立っている。ホテルとオフィスを統合した27階建ての開発物件で、客室数314室のビジネスホテルと100区画の先進的オフィスから構成され、2017-2018年「ULI Global Awards for Excellence」賞を受賞している。

インタビュー回答者一覧

AD Investment Management Co., Ltd.
Kenji Kousaka

AEW Capital Management
David Schaefer

Ale Property Group
Andrew Wilkinson

Allianz Real Estate
Rushabh Desai

AMP Capital
Tim Nation

Angelo, Gordon International LLC
Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.
Haruyuki Shinya

Ascendas-Singbridge
Jonathan Yap

Asia Pacific Land Ltd.
Simon McDonald

Asterisk Realty & Placement Agency
Yukihiko Ito

AXA Real Estate Investment Managers
Frank Khoo

AXA Real Estate Investment Managers Japan KK
Yoshihiko Hayafuji

Bank of America
Ben Boyd

Bestland Co. Ltd.
Shigeaki Shigemasa

BlackRock Investments
Hamish MacDonald

BlackRock Japan Co. Ltd.
Chris Handte

Blackstone
Chris Tynan

B-Lot Company Ltd.
Makoto Miyauchi

Brookfield
Dev Santani

Brookfield Asset Management
Niel Thassim

Brookfield Property Group
Stuart Mercier

Cache Logistics Trust
Daniel Cerf

Capbridge Investors K.K.
Kenneth Fridley

CBRE
Henry Chin

CBRE Global Investors
Richard Price

CBRE Global Investors Japan K.K.
Tetsuya Fujita

CBRE Research
Brent McGregor

Charter Hall
Sean McMahon

Chongbang Group
Henry Cheng

Clover Advisors Company
Takeshi Endo

Colliers International
John Kenny

CRE REIT Advisers, Inc.
Tsuyoshi Ito

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

Daiwa Real Estate Asset Management Co. Ltd.
Akira Yamanouchi

Deutsche Bank
Geoff Crum

Dexus
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Takashi Tsuji

ES-CON JAPAN Ltd.
Takatoshi Ito

Farpoint
Doug Crichton

Fife Capital
Allan Fife

Fortress Investment Group
Akio Yamashita

Fukuoka Realty Co., Ltd.
Etsuo Matsuyuki

GenReal Property Advisers
Ankur Srivastava

Goldman Sachs Asset Management Co., Ltd.
Katsuhiko Ishikawa

The GPT Group
Matthew Faddy
Nick Harris
Bob Johnston

GreenOak Investment Management K.K.
Dan Klebes

Hulic Co. Ltd.
Yoshito Nishikawa

Ichigo Investment Advisors Co. Ltd.
Wataru Orii

IDERA Capital Management
Harumi Kadono
Ryota Nagao

Ingenia Communities
Simon Owen

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

Japan Post Bank Co., Ltd.
Hiroyuki Tanaka

Japan REIT Advisors Co., Ltd.
Ikuo Yoshida

JLL
Richard Fennell
Megan Walters

JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.
Tetsuya Karasawa

Kenedix
Taisuke Miyajima
Takahiro Uchida

Keppel Capital
Christina Tan

Knight Frank
Alan Liu

LaSalle Investment Management
Ian Mackie

Lendlease
Tarun Gupta

Mapletree Investments Japan K.K.
Norihiro Matsushita

Marubeni Asset Management Co. Ltd.
Tetsuo Saida

Mirvac
Susan MacDonald

Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.
Toru Tsuji

Mitsubishi Estate Co. Ltd.
Tetsuji Arimori

Mitsubishi Jisho Investment Advisors, Inc.
Masaki Sakagawa

Mitsui Fudosan Investment Advisors, Inc.
Motomitsu Morimoto
Shuji Tomikawa

Mori Building Co. Ltd.
Hiroo Mori

PAG Investment Management Ltd.
Naoya Nakata

Pamfleet
Andrew Moore

PAYCE
Brian Bailison

PGIM Real Estate
Benett Theseira

Pontiac Land Group
Kwee Wei-Lin

Professional Property Services Ltd.
Nicholas Brooke

Property Council of Australia
Ken Morrison

Propertylink
Stuart Dawes

Quraz
Stephen Spohn

Savills China
James Macdonald

SC Capital Partners
Andrew Heithersay

Sekisui House REIT
Junichi Inoue

Shanghai University of Finance and Economics
Chen Jie

Shimao Property Holdings Ltd.
Feng Ke

Shopping Centres Australia
Anthony Mellowes

Soilbuild REIT Management Pte. Ltd. (REIT Manager of Soilbuild Business Space REIT)
Roy Teo Seng Wah

Standard Chartered Bank
Brian Chinappi

Starr International Investment Advisors (Asia)
Alison Cooke

Takara Leben Co. Ltd.
Yoshitaka Tejima

Third Shift Enterprises
Jane Lloyd

Tokio Marine Asset Management Co. Ltd.
Shinji Kawano

Tokyu Land Capital Management Inc.
Yutaro Tanaka

Touchstone Holdings Co. Ltd.
Masato (Fred) Uruma

Warburg Pincus
Joseph Gagnon

Roundtable Participants

ANREV
Alan Dalgleish

Blackstone Group
Florian Schaefer

CBRE
Henry Chin

Grosvenor
Tim Jowett

Heitman
Skip Schwartz

HOK
Josh Schroeder

LaSalle Investment Management
Tom Miller

Link Asset Management Limited
Nicholas Charles Allen

PwC
Paul Walters

Standard Chartered Bank
Brian Chinappi
Thomas Liu

UDP International
Sujata Govada

Urban Land Institute
Tiffany Lau
Ariel Shtarkman

支援団体



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

Global Real Estate Leadership Team

Craig Hughes

Global Real Estate Leader
London, United Kingdom

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong, China

Gang Chen

China Real Estate Tax Partner

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Abhishek Goenka

India Real Estate Tax Leader
Bangalore, India

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, South Korea

Chee Keong Yeow and Wee Hwee Teo

Singapore Real Estate Leader and Real Estate Tax Leader

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu and Richard Watanabe

Taiwan Real Estate Leaders
Taipei, Taiwan

PwCは、世界158か国におよぶグローバル・ネットワークに236,000人以上のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は www.pwc.com をご覧ください。



アーバン・ランド・インスティテュート (ULI) は会員によって支えられている世界的な組織で、4万名を超える不動産及び都市開発の専門家から構成されている。これらの会員は、責任ある土地利用においてリーダーシップを発揮し、世界中で反映するコミュニティを創出・維持するというULIの使命の推進に取り組んでいる。

ULIの会員は様々な専門分野にまたがり、デベロッパーや不動産所有者、投資家、建築家、都市計画担当者、公務員、不動産仲介業者、不動産鑑定士、弁護士、技術者、金融業者、学者など、不動産業界のあらゆる面を代表している。ULIの設立は1936年に遡り、現在は76か国からの会員により米州、欧州、アジア太平洋地域にわたってプレゼンスを発揮している。

ULIは、都市化や人口構成の変化、経済の新たな牽引役、技術の進歩、環境への配慮など、建設環境を左右するさまざまな要因について会員間で共有し、それによって土地利用に関する意思決定に大きな影響を与えている。

ULIでは毎年、数千回にも及ぶ会合を持ち、そこで会員間で知識を共有することで同業間の学び合いが行われ（2016年だけでも世界の250都市で1,700回超のイベントが開催された）、それが土地活用及び不動産に関する世界的権威としてのULIの地位を強化している。

会員の取り組みを通じて、ULIは世界中のコミュニティを利する都市設計と都市開発においてベストプラクティスを認定し、会員間で教習している。

ULIに関する詳細情報についてはウェブサイト (uli.org) をご覧いただくか、ツイッター、フェイスブック、リンクトイン、インスタグラムといったSNSをご活用いただきたい。

Patrick L. Phillips

Global Chief Executive Officer, Urban Land Institute

John Fitzgerald

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

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer

Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

Urban Land Institute

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

表紙写真:オーストラリア・シドニーのバランガルーリザーブに位置する「ザ・カットアウェイ」は、シドニー港で廃止となった埠頭の歴史的なヘッドランド(人口岬)を再生したもの。「都市開発の先見性のある人に贈るULI・J・C・ニコラス賞」受賞者のPeter Walker 率いるチームが設計したオープンスペースは歩行者・自転車用通路を備え、地下にはこの地域の長期的ビジョンを示す文化センターが設置されている。

写真提供:バランガルー建設委員会

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2018年版

共同報告書



Urban Land
Institute



Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2018年版

2018年に予想される最善の都市機会・開発機会は何か？本書は最も影響力があり経験を積んだULI会員の中から選定したグループの洞察に基づき、見込みの高い投資先や有望な部門・市場、及び不動産に影響を与える資本市場の動向について予測し、読者の参考に使います。PwCとアーバンランド・インスティテュートの共同報告書であるEmerging Trend in Real Estateアジア太平洋版は刊行以来版を重ね、今回の第12版でも信頼度の高い、実際に即した専門的な洞察を提供します。

ULIは部門の垣根を越えた不動産及び土地利用の専門家による世界最大のネットワークです。ULIの会員は都市開発の将来をリードし、世界各地で豊かなコミュニティづくりを推進しています。ULIに関する詳細情報及び会員の特典についてはULIのウェブサイト (uli.org/join) をご覧ください。ULIのネットワークにご参加いただけることを心よりお待ちしております。

ハイライト

- 投資／開発の見通し、ならびに最良の機会
- エクイティとデットの調達先および資金フローなどの資本市場の動向
- 有望な不動産部門と回避すべき部門
- 専門性の高い不動産タイプのランキングと評価
- 経済情勢および信用に関する懸念が不動産にもたらす影響
- 社会政治動向が不動産に与える影響
- 立地の選好における変化