



Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2020

[アジア太平洋版]

目次

iv	エグゼクティブサマリー
vi	序文
1	Chapter 1: 重力に逆らう?
3	地政学: 善玉、悪玉、卑劣漢
4	貿易摩擦: 勝者と敗者
6	慎重さが強まり、さらにコアに向かう
7	負荷を分担する
7	キャップレートが上昇を始めたが…。
8	そうではない場所もある
9	為替を重視
10	若干のディストレス (不良資産)
12	サステナビリティ: 時代の到来
13	コワーキング: 果たして機能するか?
14	商業施設: アジアは違うのか?
16	エンドユーザへの注力
16	ニッチは不安?
18	気候変動への対応
19	テクノロジーの活用
22	Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
24	配分が少ないグローバルファンド
25	日本の資金流出はスローモーション
26	資本調達が減速
26	ドライパウダーの積み上げ
27	銀行融資がややタイトに
28	ノンバンクによる融資が拡大したが…
29	…まだ需要は少ない
30	REITの興隆
30	シンガポール
31	日本
31	オーストラリア
31	インド
34	Chapter 3: 注目すべき市場と部門
35	上位ランクの都市
47	不動産タイプの見通し
53	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 2020 チェアー

K.K. So, PwC

John Fitzgerald, Urban Land Institute

主要執筆者

Mark Cooper, Urban Land Institute Consultant

Alex Frew McMillan, Urban Land Institute Consultant

編集者

Colin Galloway, Urban Land Institute

調査アシスタント

Michael Owen, Urban Land Institute

Pauline Oh, Urban Land Institute

Yusnita Baharuddin, Urban Land Institute

ULI編集／制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Managing Editor/Manuscript Editor

May Chow, Senior Vice President, Marketing and

Communications, Asia Pacific

Lawreane Jamie de los Santos, Designer

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 2020 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存在意義としています。私たちは、世界 157 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 276,000 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。

© 2019 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 (2019 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 2020. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2019.

PwC Advisers and Researchers by Territories

オーストラリア

Andrew Cloke

Bianca Buckman

Chelsea Hancock

Christian Holle

David McDougall

James Dunning

James McKenzie

Jane Reilly

Josh Cardwell

Liz Stesel

Morgan Hart

Nick Antonopoulos

Nita Prekazi

Rachel Smith

Ross Hamilton

Scott Hadfield

Shannon Davis

Sue Horlin

Tony Massaro

中国本土

Gang Chen

G. Bin Zhao

香港特別行政区

K.K. So

Paul Walters

David Kan

台湾

Jason Liu

David Tien

Bonnie Ho

インド

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

ルクセンブルク

Kees Hage

Robert Castelein

フィリピン

Malou Lim

シンガポール

Chee Keong Yeow

Magdelene Chua

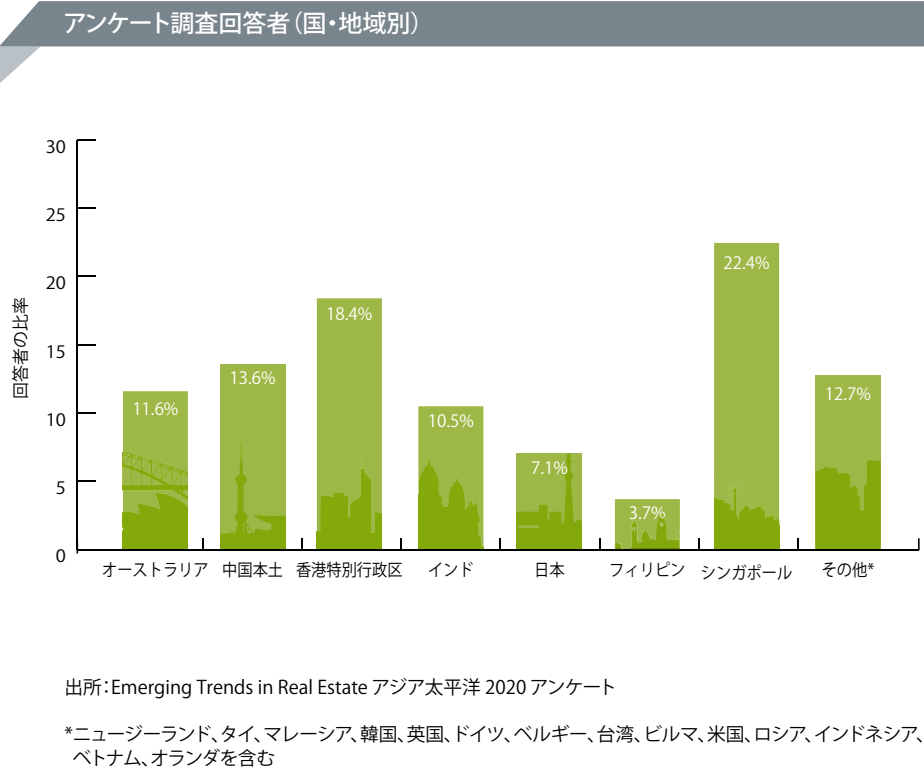
Maan Huey Lim



エグゼクティブサマリー

世界金融危機から10年以上が経過した現在、アジア太平洋地域の不動産は引き続き良好なリターンを生み出している。だが現行のサイクルの終わりに向かって時計が進む中、投資家の戦略に慎重さの度合いが増している。

市場がピークに近いのか、今がピークなのか、あるいはピークを超えたのかについて明確なコンセンサスがないにもかかわらず、こうした状況が生まれているのだ。これはアジア太平洋地域の市場が均質ではないことも一因だ。シンガポールのあるデベロッパーが述べたように「市場の下降リスクは大幅に高まったが、その状況は市場によって異なっている」。加えて、アジア太平洋地域の市場や部門はそれぞれ独自のサイクルの中で異なる段階にある場合が多い。例えばシンガポールは、3年ほど前に底入れした景気不振からようやく回復したところだが、他の市場では6年以上経っても同じ波に乗り続けているところもある。さらに、経済成長がまずまずのペースで継続し、利率が記録的な低水準にとどまり、増え続ける一方の資金が投資先を求めて域内を巡っている状況にあって、次の景気後退の引き金がどこから来るのか予想するのは難しい。あるプライベートエクイティ投資家の言葉を借りれば「アジアの現在の位置と先進国市場の位置を比べると、サイクル的にはアジアの方が良い位置にいると思う」。

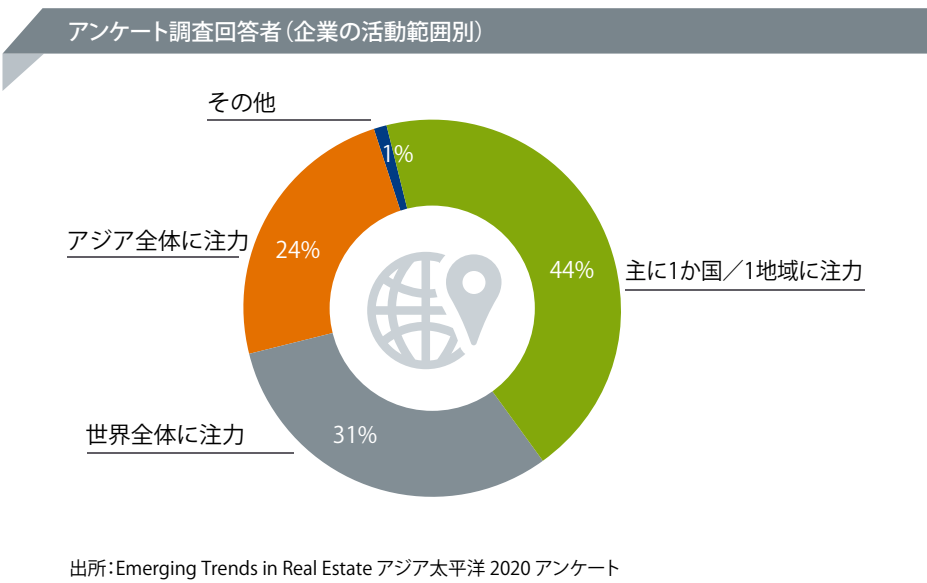


にもかかわらず、慎重さが広がっており、特に一部の市場でキャップレートが上昇し始めたことが拍車をかけている。通例とは異なり、地政学が新たなワイルドカードとなった。米中間の貿易摩擦、香港の抗議デモ、そして日本と韓国の対立が大きな懸念を呼んでいる。インタビュー回答者は、局所的な景気の下降に最も脆弱に見えるいくつかの市場や部門(中国本土、香港特別行政区、インド)を挙げた。こうした市場には長期的に取得機会があるかもしれない。

とはいえ、取引のソーシングは相変わらず難しく、投資家は市場に資金を投入する別の方法を探さざるを得ない。例えば、一部の投資家はジョイントベンチャーに目を転じており、大型資産を部分的に取得しようとしている。これはリスクの分担を可能にする方法でもある。一方、大手投資家はコア市場と(可能な限り)コア資産へのコミットメントを強めており、オーストラリア、日本、シンガポールが最も好まれている。趣を異にするが非常に人気があるのはホーチミンシティで、コア市場のパフォーマンスの低さを新興市場の成長力でヘッジしようとの意図によるものだ。

オフィス部門は依然として投資家が最も好む資産クラスだが、この部門で最大の成長を示しているコワーキングスペースのビジネスモデルを疑問視する声が増えている。一方、産業施設と物流施設は引き続きアウトパフォーマンスが最も期待されている部門である。アジア太平洋地域では先進的な物流施設の供給不足が続いているが、現在、コールドストレージ(冷凍・冷蔵保管)施設やラストワンマイル配送用倉庫など、この部門のサブセクターの超過リターンを求める投資家が増えている。

アジアの商業施設部門は、世界中で表面化している問題によって多くの良質な資産が不利な立場に置かれており、オーバーソールド(売られ過ぎ)となっているとの認識が高まっている。現在、投資家は既存の施設を現代の消費者需要の変化に適合させることに注力しており、いくつかの市場で選択的な(時には大規模の)取得が行われている。



サステナビリティ(持続可能性)は、何年も陰に隠れていたがついに陽が当たり、アジア太平洋地域の最大級の投資家のみならず多くの小規模投資家にとっても優先事項となりつつある。所有者は、サステナビリティの視点を建物に組み込むことによりランニングコストの削減と賃料の引き上げが可能になると考えるようになった。テナントが、有能なスタッフを惹き付けることのできるスペースにはカネをかけるようになったためだ。

キャピタルフローの点では、世界中の市場で高まっている反グローバリズムの波がアジア太平洋地域へのクロスボーダー投資のパターンに影響を与えており、2019年第2四半期には米国と欧州からの流入資金が前年同期比28%減の25億4,000万米ドルと、2012年以来の最低額となった。だが同時に、アジア太平洋地域内の資金によるクロスボーダー投資は前年同期比23%増の77億6,000万米ドルにのぼる。これは、域内の機関投資家やソブリンファンドが保有する膨大な資金が国内市場の吸収力を上回って拡大していることを反映したものだ。

中国では政府の規制により2019年の資金流出が大きく制限されたが、その間隙を他国、特にシンガポールと韓国が埋めた。一方、日本からの流出も増加しつつあり、今後数年間に急拡大することも期待される。

現在、膨大な資金が流通しており、アジア太平洋市場への資金投入を巡る競争は今後も弱ることなく続くだろう。この結果の一つとして、投資ファンドが抱える資金が増え続け、投入可能な額を超えてしまっている。だが投入する場合、取引のための資金調達は大抵が容易に可能である(ただし中国とインドは別で、国内市場の力学により銀行が縮小している)。融資はある程度タイトになったものの、信用度の高い投資家にとっては何の問題もない。香港のある投資顧問が述べたように「トップレベルでは何の変化もない。優良なスポンサーは低レバレッジの取引に簡単にアクセスできる」。2019年下半年期には利率が低下へと反転したため、銀行融資へのアクセスについては全体的に緩和傾向が続くと思われる。

アジアのREIT市場は米国の利下げが始まったことを受け、2019年に回復した。現在、多

Chapter 1: 重力に逆らう？

「アジア太平洋での投資は、特に米中貿易摩擦の影響が予想される地域で、もう少し慎重になる必要がある」

くの REIT（特にシンガポールの REIT）が盛んに取得を行っている。これは新規取得向けの資金コストが低下しており、また利回り商品に対する投資家の関心の高まりが予想されることに乗じた動きだ。特に投資ファンドは固定資産よりも REIT の買い入れに積極的になっており、関心を示すだろう。

インドの国産 REIT 第 1 号が 2019 年に上場した。その投資口価格は 2019 年末までに急速に競り上げられ、インプライド・イールドは 6% を切った。これは高リスクと認識されている市場としては非常に低いレベルだ。

今回の調査における投資見通しランキングは、規模が大きく流動性がありディフェンシブな市場に対する投資家の選好を再び反映する

結果となり、シンガポール、東京、シドニー、メルボルンが上位にランクされた。

これは世界的な景気後退に対する懸念の高まりによる「安全性への逃避」志向を一部反映している。さらに、これらはいずれもアジア太平洋地域の機関投資家の優先ターゲットであるコア資産が多数存在する市場でもある。現在、こうした機関投資家は資産に対する新たな需要を牽引する最大勢力となっている。

景気への世界的な懸念により、アジア太平洋地域の新興市場に対する投資家心理は弱まりつつあるとはいえ、ホーチミンシティはどの分野でも一貫して高い評価を得た。国内市場が比較的小さく総じて投資適格資産も不足していることを考えると、ベトナムに相当量の

資金を投入することは引き続き問題が多い。中国から製造拠点の移転が増えているため、ベトナムに多額の資金が流入している。特筆すべき点として、ホーチミンシティは今回の「バイ」「ホールド」「セル」の推奨においても、全ての資産クラスでトップにランクされた。

アジア太平洋地域の至る所で、市場見通しに対する投資家の姿勢が過去数年に比べ目立って慎重になっている。市場がすでにピークに達したか否かの判断は時期尚早だが、これまでに懸念が高まっているのは確かだ。あるインタビュー回答者は「ここ何年も慎重な楽観主義でやってきたが、今は楽観のない慎重さだけだ」と述べ、またオーストラリアのある投資マネジャーは「この 5 ～ 6 年は壊れたレコードのように同じことを繰り返していたと思うが、今年は少し勝手が違う」と語っている。

こうした変化の最大の要因は、今回の調査で多くの回答者が指摘したように、米中間で続く貿易摩擦であり、その影響は中国経済の減速とともにアジア太平洋の全域で表面化しつつある。米国経済の景気後退の可能性を示

す兆候が現れていることもこの懸念を増幅している。英国のシンクタンクであるオックスフォード・エコノミクスは 2019 年 9 月のレポートで「過去 45 年間にわたり世界的景気後退と強い相関性を示した 7 つの指標のうち、現状で景気後退を示唆するものは 2 つしかない。だがその 1 つである米国のイールドカーブ（利回り曲線）は予測的中率が最高であり、景気後退を真っ先に警告することが多い」と指摘した。

最近の統計値もこの不安感を煽るものだ。今回の調査では、回答者による期待利益率が 8 年ぶりの低水準に落ち込んだ。また調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）のデータによると、2019 年上半期の不動産取引高は前年同期比 20% 減となり、2018 年半

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 14 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 2020 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。

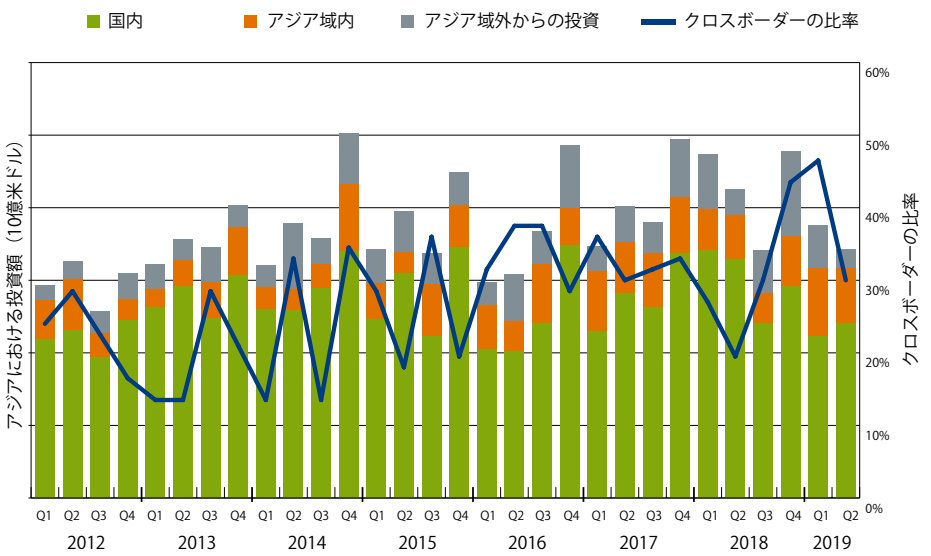
Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2020 年版は調査プロセスの一環としてアンケート回答者およびインタビュー回答者の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれも ULI または PwC の見解を示すものではない。インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、投資顧問、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。ULI と PwC の調査員は 94 名と個別インタビューを行い、また 463 名からアンケートへの回答を得た。回答者の所属する組織の内訳は以下のとおりである。

不動産所有者／デベロッパー	26%
不動産サービス会社（コンサルティング、金融、法務、不動産顧問）	23%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	21%
住宅建築業者／住宅開発業者	10%
機関投資家	3%
銀行／証券化貸手	1%
その他法人・団体	15%

本報告書全体を通じて、インタビュー回答者および／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が得られた場合に、本報告書の末尾に掲載している。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。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すべての方に深く感謝の意を表するものである。

図表 1-1 アジア太平洋地域の不動産取引高（資金流出元別）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

ばの過去最高水準から12か月連続で減少している。中国と日本では国内およびクロスボーダーの不動産投資がともに低迷し、四半期の取引高はこの10年間の最低水準にまで下落した。

とはいえ、すべての指標が後ろ向きなわけではない。実際、アジア太平洋地域の経済には、広範にわたり景気下降を引き起こしかねない不安定さを示す兆候はほとんど見当たらない。インフレは抑制され、金融システムの資金は潤沢で、利率もおしなべて過去最低値かその付近にある。

あるファンドマネジャーによると「ほとんどの資産クラスについて、稼働率や需要といった運営ファンダメンタルズは適切で十分なものと言える。新規供給が限定的な一方、不動産部門への信用供与は適度な拡大を見せており、新規建設向けの融資も妥当な水準にある。どれも悪化すれば市況の下降を引き起こすようなものばかりだが、そういう状況にはないね」。

前向きの指標はこれだけではない。ある投資家が指摘するように「債券利回りや金利の水準に比べれば不動産の利回りは高く、まだまだ魅力を感じる資産クラスだ」。流動性も大きな要素とする投資家もいる。「これまで5年ほどアジアは絶頂にあるが、毎年、もうピークではないか、市場の是正に対する準備が必要ではないかと考えてきた。ところが相変わらず多くの投資家がアジアの不動産に大金を投じており、もちろん、そのおかげで資産価値が維持されている」。

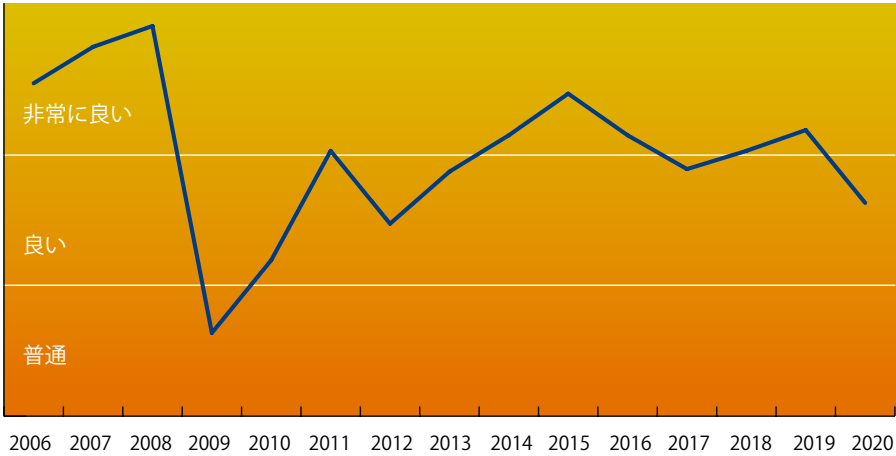
一方ドイチェ・アセット・マネジメント(DWS)の調査では、アジア太平洋地域のコア不動産のトータルリターン(レバレッジなし、2019年～2023年)を年率5.5%～7.6%と予想しているが、2018年の10%を大きく下回っている。

図表1-2 活況を呈するアジア太平洋地域の都市圏(2019年上半期)

2018年	2019年上半期	都市圏	総額(100万ドル)	対前年比(%)
1	1	香港特別行政区	10,637	-46%
2	2	東京	9,719	-19%
3	3	ソウル	8,357	-2%
6	4	北京	5,839	138%
4	5	シドニー	5,763	17%
7	6	シンガポール	4,884	73%
5	7	上海	4,572	-2%
8	8	メルボルン	2,821	-14%
10	9	大阪	2,007	165%
21	10	深圳	1,257	1,233%
26	11	天津	1,237	295%
9	12	ブリスベン	1,217	-21%
15	13	ムンバイ	1,074	-23%
11	14	台北	679	-33%
13	15	横浜	503	-56%

出所:リアル・キャピタル・アナリティクス

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 2020 アンケート

地政学：善玉、悪玉、卑劣漢

不動産投資家はいつの時代にも、トップダウンではなくボトムアップのマクロ経済要因を重視したがるものだ。そのため「一にも二にも立地だ」との発想が「何といってもイベント(出来事・事件)が重要」との考え方を打ち負かしてしまう。

にもかかわらず、2019年には政治的な激変が世界共通のテーマとなった。米中間の貿易摩擦は、待ち受ける暗い運命の明らかな兆しと言えるかもしれないが、唯一の危険信号というわけでもない。日本と韓国も新たな政治的抗争を展開しており、香港では数か月にわたりデモ活動が繰り返し広げられ、市内の店舗やホテルに大混乱をもたらしている。

こうした出来事は、不動産の観点から見てどのような結果をもたらすだろうか。現在の混乱が市場にとってマイナスであるのは間違いないが、同時に機会も生み出している。例えば中国では、中央銀行が信用供与の全般的な厳格化を進め、また代替金融商品に対する規制の締め付けが続く真っ最中に貿易摩擦問題が起こった。そのために中国のインタビュー回答者は、不安感が高じ始めていると警告する。あるプライベートエクイティ投資家の言葉によれば、中国経済は「外の人が考えている以上に大きな打撃を受けている」。

その結果、多くの多国籍企業が拡張計画を保留している。ある中国人投資家は「彼らは完全に足を止めており、そのため事業用オフィスビルの賃貸に影響が出るのは間違いない」と述べた。ただし「市場全体を見れば、ハイテク部門は依然として大きな成長を続けている。中国のハイテク企業は非常に好調で、大量のオフィススペースを吸収している」という。

別のファンドマネジャーによれば「上海と北京の市場では明らかに影響が見られる。特に上海では大量のオフィス開発が最近行われたが、供給が急増する中で、貿易摩擦に神経を尖らせた多国籍企業からの需要が落ち込んでいる。とはいえ、上海のオフィステナントの大半は国内企業であり、中国経済が輸出から

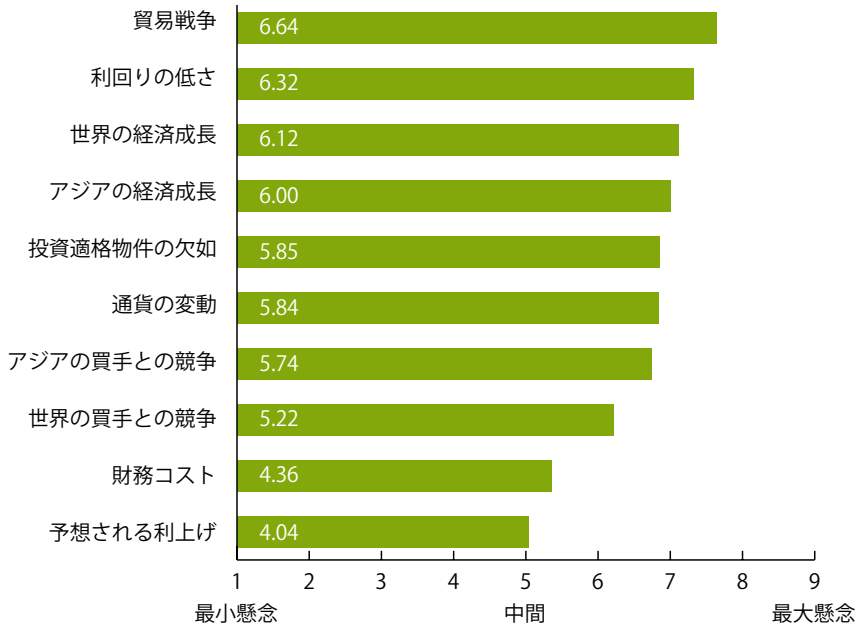
内需主導型にシフトしつつあるため、こうした供給も比較的早く吸収されるだろう。そのため、ごく短い間だけが取得機会があるのではない」。RCAのデータによると、中国の2019年上半期の不動産取引高は150億ドルと前年同期比19%の落ち込みを見せ、特に第2四半期には39%の急落となった。国内投資家が資金アクセスを制限され不利な状況にあるため、現在は外国人投資家による活発な取得が目立っている。

一方、香港ではデモ活動の本格的な影響が現れ始めた。8月の観光客数は前年同期比40%減となり、ホテルの平均稼働率は50%程度に留まった。商業施設では、ある所有者によると、売上高(セიმストアベース)が前年同期比で50%～90%も減少したという。とはいえ、オフィス部門はほぼ無傷状態だ。中心業務地区(CBD)では空室率が上昇し賃料が若干低下したものの、投資価値の点ではほとんど影響が見られない。中国で多くの大手機関投資家やソブリン・ウェルス・ファンドを顧客とするある投資家によると「複数の大

手ソブリンファンドから電話があり、今が取得の機会なのか尋ねられたが、基本的に売り手は皆無だと答えざるを得なかった。集合住宅の所有者はパニックに陥って売りに走るかもしれないが、事業用不動産では何も出回らないだろう。今は誰も様子見の姿勢だ。必要がなければ取引をクローズしようとはしない。シンガポールと韓国の投資家は機会と見ているようだが、価格が急落すると予想する者はいない」。

先行きについては、香港から企業が一齐に脱出するような事態に陥ることはなさそうだというのが一致した見方だった。特に、香港の金融業界がシンガポールや上海などに移転していく可能性は低いと見られる。法制度がしっかりしており税率も低い上に中国本土に近いといった香港のメリットは損なわれていないからだ。また、中国本土の資金アクセス規制が解除される見込みは低いため、上海が主要金融ハブとして競争力を発揮することは当面ないだろう。シンガポールも距離的に遠すぎ、香港に比べコストもそれほど低くなく、またス

図表1-4 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 2020 アンケート

タッフの就労ビザが取りにくいといった特有の問題も多いため、やはり主要ハブにはなりにくい。

それでも、香港では大量の資金が循環しているため、余得にあずかる市場も出てきそうだ。例えば、新規の資金は中国にほとんど入れず、他に向かわざるを得ない。あるファンドマネジャーは「当面、中国本土や香港特別行政区への資金投入を渋っている投資家は、東京やオーストラリアにますます注力するのではないかな。またシンガポールも中国の状況から得をしそうだ」と述べた。

貿易摩擦：勝者と敗者

貿易摩擦がアジア太平洋地域の投資パターンを変えつつある要因として、製造業の中国からの移転も挙げられる。この動きは既に何年も続いてきたが、米国による関税引き上げにより加速している。中国から移転する生産キャパシティは全体に比べまだ小さいが、中国のような巨大市場にとってはわずかな移転でも新興国市場には大きなインパクトとなりうる。移転する製造業の大半が新興国に向かっているからだ。これまでのところ、主に東南アジア諸国がその恩恵を受けているが、その度合いは国によって異なる。あるインタビュー回答者によると「過去1年間に中国から出ていった大型製造拠点は25件あったが、その大半がベトナム、タイ、ミャンマーに移転した」という。現時点ではインドネシアへの移転はほとんどなく、フィリピンも同様だ。これは「移転する企業はあちこち検討するものの優遇税制を極めて重視しており、その点でベトナムは、法制や契約制度の透明性では劣るとはいえ、フィリピンより優っている」のが理由となっている。

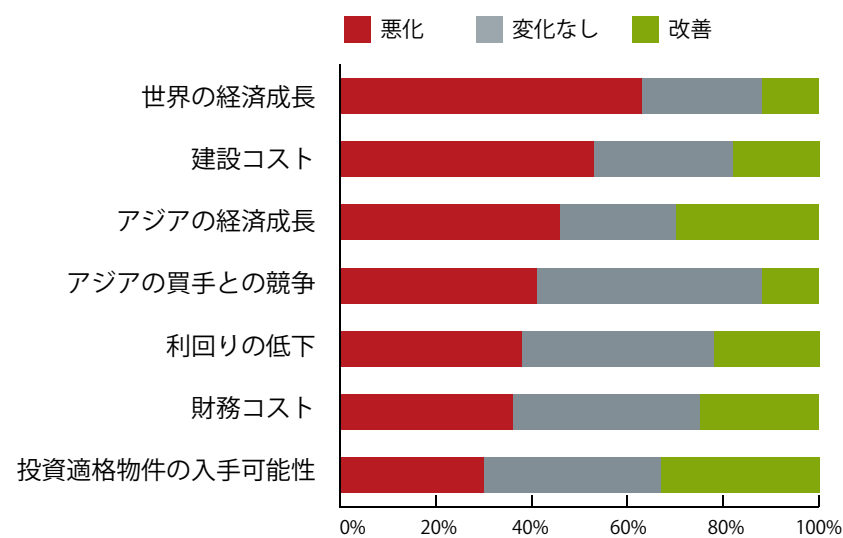
こうした移転がもたらす結果の一つは、投資家が新工場の場所を求めて殺到しており、新興市場の物流施設やビジネスパークが「飛ぶように売れている」ことだ。不動産サービス会社のサヴィルズの調査によると、ベトナムのいくつかの省では産業用不動産の賃料が2019年上半期に前年同期比で二桁の上昇を見せた。例えばビンズオン省では54.6%増、ホーチミンシティ北西部のタイニン省で31.1%増となっている。一方、外国から流入する投資資金は2019年1月～5月で167億4,000万米ドル(前年同期比69.1%増)に達し、ベトナムは今や「チャイナ・プラスワン」の絶好のモデルとして定着した。

また、バンコクも多国籍企業がアジア地域の本社を置く候補地として存在感を高めている。東南アジア全域で活動するあるエグゼクティブによると「候補地としてタイを考える人が増えているが、それはエグゼクティブがバンコクを好むというのが大きな理由だ。家族用の生活用品は質が良く豊富だし、悪名高かった交通渋滞も、通勤者がスカイトレインや地下鉄に慣れたので対応できる。そして何より、バ

ンコクは全体的に不動産の流動性が高く売買もやりやすい。

フライ・イン・フライ・アウトを導入する企業が増え、また地域統合の機運も高まっているため、バンコクは拠点の候補として興味深いと思う。シンガポールはコスト高だし、特にビザの取得要件が厳しくなっていることと住宅価格が高いことが難点だ。

図表1-5 今後3～5年間の経済的要因の変動予想



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

中国：重要テーマ

中国経済が減速しつつあり、米中間で続く貿易摩擦が懸念され、また中国国内で規制が強化されているにもかかわらず、中国の不動産市場に入り込もうとする外国人投資家が後を絶たない。中国の一番手都市、特に上海は、世界のトップクラスの機関投資家がポートフォリオの分散を図る上でプレゼンスを持つことが不可欠と感じるような主要都市と見なされている。

ジョーンズ ラング ラサールによると、2019年上半期における中国の事業用不動産取引高は250億米ドルと過去最高を記録した。特に第1四半期が目覚ましく、投資額は前年同期比174%増の170億米ドルに達している。例によって、投資の大半は上海に集中しており、取引高は109億米ドルにのびた。この結果、上海は流動性の点でニューヨーク、東京、パリに次ぐ世界第4位となった。

数年前までは、外国人投資家が中国の主要都市で取引をまとめるのに手を焼くことが多かった。だが現在では、彼らによる取引は件数と規模の両面で大幅に拡大している。ある投資家は「ここ数年で劇的な変化があったと思う」と述べた。「過去を振り返ると、政府は市場参入を図る外資を厳しく規制してきたため、国内資本家との競争は極めて難しかった。今は中国経済が減速し始めたため、国内資本家の勢いが弱まり、人民元安になっていることもあるのは確かだが、政府が外資の参入を増やしたがつっているのも事実だ」。

また、政府が国内企業の不動産取得に対する融資規制の緩和には消極的（ただし中小企業には若干緩めている）なことも、外国人投資家の追い風になっている。あるデベロッパーは「不動産向けの融資は非常に厳

しい状態が続いており、現時点ではそれが変化する兆しは見られない」と指摘する。

中国のオフィス部門は貿易摩擦により最も打撃を受けた資産クラスだが、投資家は引き続き大規模都市のオフィスを厳選しつつターゲットとしている。あるファンドマネジャーは「一番手都市での投資を行いたい。多くの場合、一番手都市は高い成長を見せ、流動性が大きく、機会も大きいからね。最大の成長が見込める都市は、最も革新的で、特にハイテク部門を志向する企業が所在する都市だ」と語った。

投資家の中には、中国に対してやや冷めた見方をする者もいる。現在の規制環境では、デベロッパーや投資家、そして消費者による資金アクセスが制限されており、また一部の都市では住宅の価格抑制が導入されて

いるためだ。とはいえ、物流部門は引き続き好まれている。ある外国人投資家によると「中国で物流施設の取引を何件か考えている。質の良い施設はまだ大幅な供給不足で、土地を取得するのも難しいため、こうした取引をまとめるには何年もかかるが、賃貸の見込みは非常に良好で、竣工すれば直ちにリーシングできる。貿易摩擦にもかかわらず、中国の国内消費は膨大であり、そのため物流施設の需要も大きい」。

一番手都市の市場で見られる顕著な変化は、土地の競売において、買い手が長期保有に同意するよう求められるようになったことだ。例えば複合開発用地の買い手は、これまでのように住宅部分は販売可能だが、事業用不動産部分については竣工後10年以上の保有が義務付けられる。そのため当然ながらファンドマネジャーにとっては、長期

投資志向の投資家がついていない限り仕事やりにくくなった。その結果、あるファンドマネジャーが言うように「ブラウンフィールド（既存設備がある土地）でのバリューアッド投資に向かいつつある。ファンド経由で投資する者にとっては、グリーンフィールド（未開発用地）開発の要件が厄介事になっているからだ」。

また、多くのインタビュー回答者が、中国では「容易に成長できる」時代はもう終わったと見ている。ある投資家は「まだ投資を行いたい、成長が鈍化しているという事実を認識する必要がある。中国の成長見込みは素晴らしいが、かつてのような高成長は望めそうにない。そのため今後は、中国経済の中でも国内消費を主眼とした地域や部門にもっと注力することになるだろう」と語った。

慎重さが強まり、さらにコアに向かう

アジア太平洋の不動産投資家は市場の下降を認めたがらないものの、だからと言って現実から目を背けているわけではない。市況の反転に備えるため、ディフェンシブな戦略に向かう投資家がますます増えている。

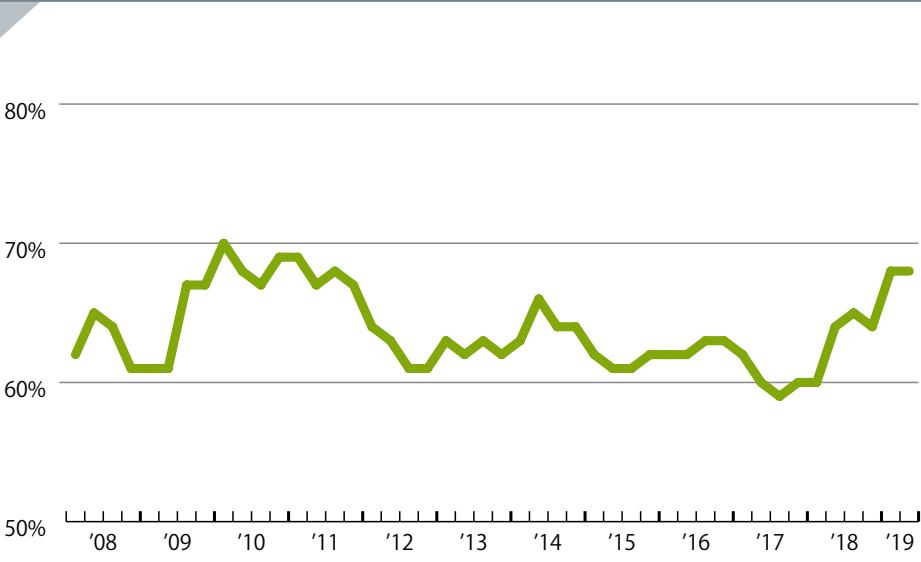
その施策の一つは、投資した資産の保有期間を伸ばすことだ。今回の調査では、過去5年間に短期的投資が着実に減少し、それに対応して長期的投資が増加していることが確認された。2016年のデータと比較して、10年以上保有する意向を示した回答者は2倍以上（全体の24%）に増えている。この現象は、投資先を探している機関投資家の資金が増えていることもある程度反映したものだ。

あるファンドマネジャーは「今後1年から2年にわたってコア投資を増やし、少しバランスを調整するつもりだ。安定したキャッシュフローを生み出し、加重平均した賃貸期間が長く、ダウンサイドプロテクションの効いた資産を取得したい。それによってキャピタルゲインには依存せず、市場の是正があってもキャッシュフローが得られるようにしていく」と述べた。

立地の面でも「質への逃避」が見られる。RCAのデータによると、投資家は2017年の第3四半期以降慎重さを強めており、コア市場への嗜好にそれが現れている（図表1-6参照）。ある投資マネジャーは「全体的に、投資家はオポチュニスティック投資に対して若干用心深くなっており、評価額やリスクを懸念して、コア投資に少し傾いている。そのため、より低リスクの戦略への志向をやや強め、またホテルのように景気変動の影響を受けやすい資産からはちょっと距離を置き、リスクの少ない資産に向かっていると思う」と語った。

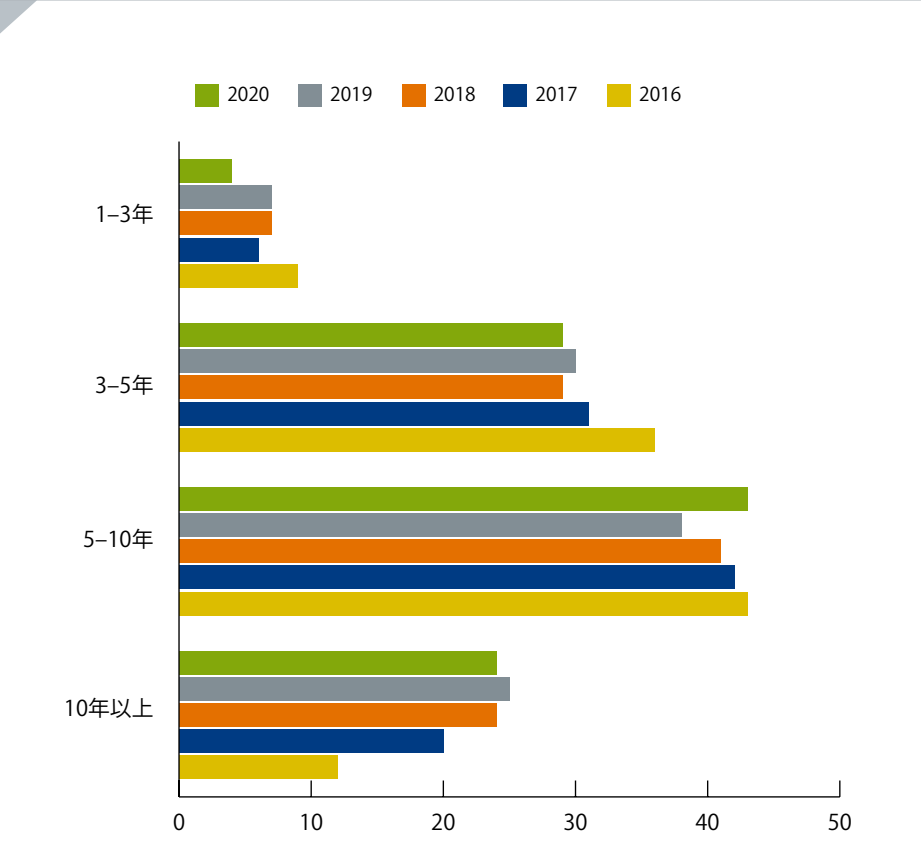
この見解を裏付けるデータもある。RCAの統計によると、2019年上半期のホテル投資額は39%減少している。また都市圏別では、2019年上半期の不動産投資額の上位は香港、東京、ソウル、北京とシドニーで、いずれもコア資産のある大市場だ。ある投資家によると「我々

図表1-6 アジア太平洋地域の取引高に占める上位8都市圏の比率



出所:リアル・キャピタル・アナリティクス

図表1-7 投資期間



出所:Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

は過去3年間にわたって非常にディフェンシブな姿勢を取っており、大きな需要が存在する場所で、とにかく手頃な価格の物件を探している」という。

また別の投資家も「引受けに当たっては厳しい規律を保っており、賃料の上昇見込みについても広範囲にわたって検証可能なものだけを採用するよう努めている。テナント向けインセンティブや資本的支出、維持費といったコスト面も重視する必要がある」と述べた。

負荷を分担する

リスクを減らすには、他の投資家とリスクを分け合うという方法もある。そのため大手の投資家はパートナーシップによるストラクチャー取引に積極性を高めており、また分散化の手段として、投資プロジェクトへの融資にすら目を向けている。ジョーンズ ラング ラサールによると、アジア太平洋地域の投資家は2019年上半期に約130億ドルのジョイントベンチャー取引を行った。これは2018年とほぼ同額である。ある投資顧問は「こうした取引によって投資家は敷地面積の大きなプライム資産にアクセスでき、また集中リスクを減らすことができる」と指摘する。

ジョイントベンチャーやクラブ取引は中国で特に好まれており、最近行われた多くの取引が国内投資家と海外投資家によるジョイントベンチャー方式で、しかも複数のパートナーが関与しているケースが多かった。だが大手投資家の一部は、以前にはジョイントベンチャーやクラブ取引を志向する傾向が強かったものの、再びファンドに投資し始めていることを示唆する例示的証拠もある。あるファンドマネジャーによると「ファンドに投資するとは思えないような投資家の中にも、複数のファンドに投資を進めている者がいるようだ。これはリスクを減らすためでもあるが、情報収集も目的だと思われる。例えばファンドマネジャー5社を相手にすれば5つの調査部門と5つの取得チームを活用できるからだ」。

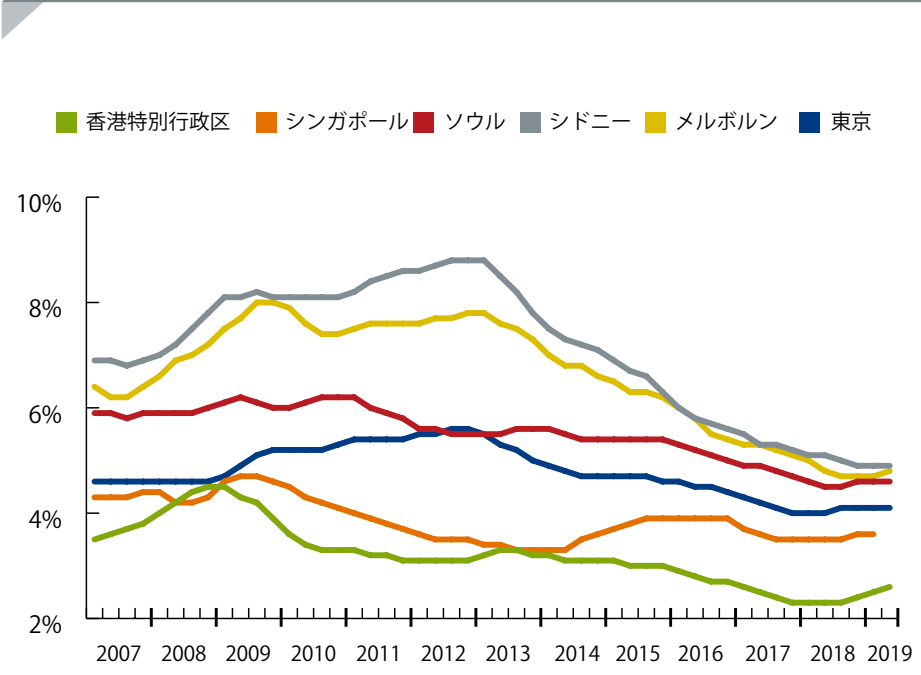
キャップレートが上昇を始めたが…。

ここ4～5年、多くの市場で不動産のプロが疲れた様子で舌打ちしながら「キャップレートの低下がこれ以上続くはずがない」と断言する姿が見られた。だが、その見立てはこれまでのところ間違っており、取引利回りはさらに低下を続けているか、少なくとも低位に留まっている。

しかし最近になり、一部の市場でオフィスのキャップレートが上昇に転じ始めた。香港で

は2019年6月時点で2.6%と、2018年の最低値から35ベースポイント上昇しているが、これは社会的緊張に起因するものかもしれない。とはいえメルボルンや東京といった主要市場でも上昇を始めているのだ。これが今後の傾向となるかどうかはまだ分からないが、あるインタビュー回答者は「キャップレートがさらに低下するとは思えない。米国が利下げを行ってきたのは承知しているが、キャップレートが低下を続けるような状況が現実的にあるとはどうしても考えられない」と述べた。

図表1-8 アジアのオフィスビルのキャップレート



出所:リアル・キャピタル・アナリティクス

そうではない場所もある

しかし、キャップレートの反転が至る所で起きているとは言えず、引き続き低下している場所もある。

例えばインドでは、経済の成熟が進み、ハイエンドのオフィスでキャップレートの大幅な低下が見受けられる。「インドはこれから大きな成長を遂げると思う。中国では過去 15 年にキャップレートが大幅に低下したが、それと同じように、インドでもこれからキャップレートの大幅な低下が起こるだろう」との声もある。こうした成長性こそが、忍耐強く長期投資を行う投資家の間でインドが大人気となっている大きな理由である。現在、インドの収益不動産に対する需要は非常に大きく、そのため投資家はハイデラバードやバンガロールといった人気の場所でも有力なデベロッパーと手を組み先物買付を行うケースもある。

インド在住のあるコンサルタントによると、現在市場に出ている収益不動産 1 件につき 8 社から 10 社の投資家（主に外国人投資家）が取得を競っているという。「通常、入札の利回りは約 8.5%～9%から始まるが、7.5%まで低下するケースも見られる。海外投資家の目には、これはそれほど悪くないように映るかもしれないが、インド市場のリスクを考えると、行き過ぎだと思う」。

一方オーストラリアでは、最近利下げが行われ、またシドニーのオフィス市場で賃料の上昇が続いていることから、キャップレートがさらに低下しそうだと見る向きもある。その理由は、シドニーのあるファンドマネジャーによると「ここは従来から活発なオフィス市場であることに加え、マクロ環境でも金利が低下し続けているからだ。現在、10 年物国債の金利は 1% を切っている」。

いずれにせよ、いくつかの市場でキャップレートが緩やかに上昇しているとはいえ、少なすぎる資産を多すぎる資金が追いかけている状況にあって、リスク／リターンの中で価格のリスクは依然として非常に大きい。シンガポールのあるファンドマネジャーは「資金が溢れているためリターンが再調整されることになっ

た。誰も資金の投入先が見つからないため、リスクの値踏みが間違ってしまった。そのため、実のところオポチュニスティック投資の対象となるような資産でもキャップレートが異常な水準にまで落ち込んでいる。これはおかしい話だ。多くの場合、「そろそろ失礼します」と伝えなくてはならない」と語った。

図表1-9 オフィス部門のキャップレート(コア地域) (2019年上半期)

国	都市	範囲	見通し
オーストラリア	シドニー	4.00–5.00	▼
	メルボルン	4.25–5.00	▼
	ブリスベン	4.75–5.75	▼
ニュージーランド	パース	4.75–6.50	▼
	オークランド	5.00–6.50	▼
	ウェリントン	5.50–7.50	▼
中国	北京	3.00–4.50	◀▶
	上海	3.00–4.25	▲
	広州	3.75–4.75	◀▶
日本	深圳	3.50–4.50	◀▶
	香港	1.50–2.80	◀▶
	東京	2.20–3.50	◀▶
韓国	大阪	2.80–4.00	▼
	ソウル	4.00–5.00	◀▶
	シンガポール	3.00–3.75	◀▶
インド	グルガオン	8.00–8.75	◀▶
	ムンバイ	8.00–8.75	◀▶
	バンガロール	8.00–8.75	◀▶

出所:CBRE

為替を重視

為替市場が世界的に不安定なため、リターンを得る上で為替レートと為替ヘッジ戦略の重要性が高まりつつある。

欧州のある投資家は、通貨が「どの取引でも重要な要素だが、現在、その影響度は場所によって異なる。インドなどの市場では大きな影響があるが、日本やシンガポールなどでは小さい」と語る。

通貨ヘッジに対する姿勢も場所によって大きく異なる。大まかに言って、欧州、韓国と日本の投資家はヘッジを好みがちだが、大規模な外国人投資家は従来型のヘッジ戦略の自然な代替手段として分散化を採用することが多

い。また外国人投資家は部分的なヘッジを行うため、現地通貨で借入れを行う傾向にある。

通貨のペアリングによっては、為替ヘッジがリターンに大きくプラスに働くこともある。例えばシンガポールの投資家が 2019 年半ばの時点で手にした外貨建てリターンは、オーストラリアよりも欧州と日本の方が大きかった。ある投資顧問は「現在、欧州に投資するアジアの投資家と、世界中に投資する米国の投資家が為替裁定取引を頻繁に行っている」と指摘する。

にもかかわらず、為替の動きが厄介事を持ち込むことがある。ある投資家は「このところ激しい通貨変動を経験しており、通貨が大きな要因となりつつある。物件レベルではうまく

やったとしても、その利益を通貨で失うこともある。一般的に、ヘッジコストはかなりの高額のためリターンを大幅に減らしてしまう。利益を手にする時期についてある程度確証がない限り、効果的にヘッジするのは実際のところ難しい」と述べている。

為替の点で過去 1 年間の最も目立った傾向は米ドル高であり、特に対インドルピー、対豪ドル、対人民元で顕著となっている

図表1-10 通貨スワップによる投資家リターンに対する内部収益率の影響

		自国（投資の資金源）の通貨								
相手国（投資先）の通貨	香港特別行政区 （香港ドル）	日本 （日本円）	中国本土 （オフショア人民元）	シンガポール （シンガポールドル）	韓国 （ウォン）	欧州 （ユーロ）	オーストラリア （豪ドル）	英国 （ポンド）	米国 （米ドル）	
	香港特別行政区 （香港ドル）	N/A	-2.06%	0.91%	0.01%	-1.14%	-2.02%	-0.43%	-0.81%	-0.03%
	日本 （日本円）	1.99%	N/A	2.91%	2.01%	0.87%	-0.02%	1.58%	1.19%	1.97%
	中国本土 （オフショア人民元）	-0.92%	-2.96%	N/A	-0.90%	-2.04%	-2.93%	-1.33%	-1.72%	-0.94%
	シンガポール （シンガポールドル）	-0.03%	-2.07%	0.90%	N/A	-1.14%	-2.03%	-0.43%	-0.82%	-0.04%
	韓国 （ウォン）	0.88%	-1.16%	1.81%	0.91%	N/A	-1.12%	0.48%	0.09%	0.87%
	欧州 （ユーロ）	1.96%	-0.08%	2.88%	1.98%	0.84%	N/A	1.55%	1.17%	1.94%
	オーストラリア （豪ドル）	0.39%	-1.65%	1.31%	0.41%	-0.73%	-1.62%	N/A	-0.41%	0.37%
	英国 （ポンド）	0.75%	-1.29%	1.67%	0.77%	-0.37%	-1.26%	0.34%	N/A	0.73%
	米国 （米ドル）	0.02%	-2.02%	0.94%	0.04%	-1.10%	-1.99%	-0.39%	-0.78%	N/A

出所:ジョーンズ ラングラサール

日本：重要テーマ

アジアの発展途上国では、人口動向と経済成長のファンダメンタルズが不動産投資を支えており、またこれらの市場で投資を行う投資家にとって、短期的な難しさと参入障壁を上回るメリットをもたらしている。だが日本の状況は正反対だ。過去 5 年間に国内総生産（GDP）成長率が 2%に達したことはほとんどなく、また人口動向の見通しはおそらく世界最悪だろう。にもかかわらず、日本は引き続き大手投資ファンドに人気の投資先となっている。流動性が高く、投資適格物件のベースが大きく、また過去数年の緩やかな引き締めにもかかわらず、銀行のノンリコース融資に容易にアクセスでき、その利率は依然として 100 ベーシスポイントを下回っているからだ。

この一年間で投資は全体として減速しているものの、資産のパフォーマンスは堅調さを保っており、オフィス部門と住宅部門ではいずれもキャップレートが低下を続けている。

あるプライベートエクイティ投資家によると、オフィスに対する関心は「超強力なファンダメンタルズ」によって高められているという。「オフィス需要が衰えないのは目を見張るものがある。2018 年と 2019 年に大量供給が行われたにもかかわらず需要が安定していることに驚いた者が多いと思う。大量供給についてはさんざん言われてきたが、東京のオフィス市場は依然として非常に有望だ」。

だが J-REIT が活発に取得し、またハイエンドのオフィスビルは引き続き国内の大手デベロッパーが牛耳っているため、実績があり確固たる体制を築いている外国人投資家でない限り、物件を手にするチャンスは少ない。あるファンドマネジャーは「市場で物件を探しているが、買えるものが十分に見つからない。オフィスビルを買った外国人投資家は既にその大半を売却しているため、いるのは国内の売り手だけで、しかも国内の買い手に売っている状態だ」と述べた。

オフィスビルの価格が高騰しているため、ここ数年、多くの投資家がマルチファミリー（複数世帯住宅）に目を転じたが、取得競争によりキャップレートの低下が激しく、一部の投資家には手に負えない水準にまで下がっている。東京を拠点とする投資家の一人は「価格が非常に厳しいため住宅から手を引くことにした。まだたまに物件に出くわすが、東京での取引キャップレートは 3% 前半だからね」と語る。同一のサブマーケットで 1 平方メートルの価格が新築マンションより高い物件もあり、リーシング費用、改修費用や人件費を入れると営業利益はさらに減ってしまう。「そのため 3% のキャップレートで取得しても、ネットキャッシュフローベースでは 2.5% くらいになってしまっだろう」。

日本の商業施設は、観光客数の増加にもかかわらず見通しは停滞気味だ。CBRE の調査によると、東京、大阪、名古屋のプライム商業

施設の平均賃料はそれぞれ 16 四半期、12 四半期、および 6 四半期にわたって横這いが続いている。とはいえ、成長しているところもいくらかある。東京の代表的なショッピング街である銀座では賃料が上昇し、投資家の関心も高まっている。

ある投資マネジャーによると「投資家は目抜き通りの商業施設を探しているが、実際に手に入りそうなものはない。国内企業、なかでも商社が激しく買い漁っており、手に入るものは何でも買っている。ただし、消費税引き上げに対する懸念もあり、こうした勢いが今後も続くか危ぶむ声も聞かれる。特に、韓国や中国との問題のせいで観光客が減った場合にどうなるかが心配される」。

日本の買い物客は e コマースの魅力にまだ取り憑かれていないようだが、先進的な倉庫のストックが構造的に不足しているため、デベ

ロッパーや投資家に大きな機会が生まれている。また、物流ブームが終焉する兆しも見えない。CBRE によると首都圏、大阪、名古屋のコア市場の空室率は低下しており、東京ベイエリアの空室率は 2019 年にゼロとなったが、これは 2008 年以来的のことだ。

あるインタビュー回答者は「e コマース専門の施設であれ一般的な物流施設であれ、この部門は活気に溢れている。価格面でも 3% 台前半ではなく 4% 台半ばの利回りで買えるなら、買う意味はまだある」と語った。

東京での資金投入が難しいため、より手頃な価格での取引を求めて他の国内市場に目を転じる投資家が増えている。そのため、あるファンドマネジャーは「地方都市で流動性が改善している」と指摘する。「15 年前には、そうした市場は二番手都市で、高利回りを求めることもできたが、流動性不足という問題を常

に抱えていた。だが大阪、名古屋と福岡は金融危機以降に位置付けが改善し、経済基盤が拡大した。これらはもはや二番手都市ではないと思う。単に東京ではないというだけだ」。

主要な地方都市の利回りは依然として東京より高く、現時点でオフィスビルのキャップレートは東京で 3% ～ 3.5% の間であるのに対し、大阪と名古屋ではそれを 50 ～ 75 ベーシスポイント上回ることもありうる。

若干のディストレス（不良資産）

現時点では総じて物件価格が高額でキャップレートは低水準にあるが、一部の市場では、特に資金アクセスが難しいことが原因で、ディストレス（不良資産）が現れ始めている。例えばインドでは、オフィス部門は大成功しているものの住宅デベロッパーは下降スパイラルに陥っている。政府が銀行部門の不正行為の取締りを行ったことに加え、デベロッパーの信用リスクが高まっていることから、銀行は不動産向け融資を停止した。ノンバンク部門も同様の危機にあるため、デベロッパーは資金の調達先に窮している。

投資銀行のゴールドマン・サックスは 2019 年 7 月のレポートで、インドのデベロッパーの 70% が今後 2 年以内に倒産することになりかねないとの見通しを示した。デリーに本拠を置くあるコンサルタントによると「今は非常に厳しい時期にある。このビジネスの構造全体

が変わろうとしており、信頼できる資金パートナーにアクセスできる者だけが生き残るだろう。デベロッパーは生き残りをかけてもがいている」。その結果、ディストレスへの投資が大きな機会になりつつある。新たに導入された破産法により、銀行が割引価格で競売にかけられる資産が増えていくと見られるためだ。

とはいえ、デットを活用してそうした投資を行うことの方がさらに魅力的かもしれない。上記のコンサルタントは続けて「インドのディストレスに資金を投じようと考えている投資家は、ラスト・イン・ファースト・アウト（後入先出）のシニアローンを使ってもエクイティと同じようなリターンを得られるはずで、22% ～ 24% の内部収益率を得られる可能性がある」と言う。「これまでのところ、この機会に気づいた者はほとんどおらず、ほんの一握りのファンドが参入しているにすぎない」。

一方、中国では政府がノンバンクによる融資を規制し、また中央銀行が新たな規則を導入

して不動産向け融資をさらに制限しているため、トップクラスのデベロッパー以外はどれも資金アクセスに難渋している。特に危険なのは、賃貸住宅部門やコワーキング部門で過剰展開した事業者で、いずれの部門でも既に倒産が発生している。

大きな機会があるとする者は「広範囲にわたる倒産」を予想しているが、そうではない者もいる。上海を拠点とするあるファンドマネジャーによると「ディストレスについて語る者は多いが、実際の取引はほとんどない。それにはいくつか理由がある。まず、そうした類の機会は複雑で、もし本当にディストレスなら訴訟や差押えが考えられ、あれこれ交渉も必要なため、クロージングが難しい。また、関係者がまだそれほど絶望的ではないのも理由の一つとなっている。中国政府が既に預金準備率の引き下げなどによりマネーサプライの緩和を検討し始めており、事態がこれ以上悪化することはないとの見方だ」。

ディストレスについては、過剰供給に関連する別の機会もある。例えば日本ではここ数年、観光部門が大きな成功を収めてきたが、それは出来過ぎだったかもしれない。ホテル部門の過剰建設により、すでにディストレスが発生する状況となっている。

2018 年の来日観光客の 4 分の 1 近くが韓国人だったことを考えると、韓国との外交上の対立が解決されなければ、ディストレスが悪化する可能性がある。東京のあるファンドマネジャーによると「多数の建設が進んでおり、また多くのホテルは所有者が経験不足で、リース契約や運営契約を結んでいる運用会社も小規模で資金力が不足しているため、十分な成果を生み出せないだろう。彼らは支援は受けているものの借入金の返済ができない。そのため将来的に観光部門でディストレスが少し出れば機会があると思う」。この問題は東京オリンピック後に悪化する可能性が高いが、機転が利かない所有者や事業者はそれより前に窮地に陥りかねない。

この他、ベトナムとオーストラリアでも機会が存在する。前者はマンションの過剰建設という慢性的な問題に苦しんでおり、後者は近年、中国の投資家が住宅開発用地の取得のため地価を激しく競り上げたが、現在ではプロジェクトを完了するための資金が調達できないケースが出てきているからだ。アジア太平洋のあるプライベートエクイティ投資家は「当社は分譲マンション市場で投資していたが、過剰建設が激しく、また資本市場のフローも停滞し、金融市場は混乱状態にある。そのためディストレスの機会が生まれており、それに乗ずるつもりだ」と語った。

サステナビリティ：時代の到来

この10年ほど、ビルのエネルギー効率改善に向けた取り組みについて、アジア太平洋地域のインタビュー回答者の口調は滑らかでなかった。環境重視は結構なことだが、そのための改修費が高額なために二の足を踏むことが多かったからだ。だが現在、一種の「敷居」を超えたようだ。今やプライム不動産のデベロッパー、所有者と占有者（居住者）にとり、サステナビリティ（持続可能性）は品質とまったく切り離せなくなった。もはやLEED認証など各地の認証制度でAグレードに値しないようなオフィスビルは想像しにくい。

ある外国人投資家は「オフィスビルへの投資の場合、何らかのグリーン認証を取得することが必須となっており、そのためにはカネを惜しまない。そうした認証は他との差別化要因にもなるし、ダウンサイドプロテクションにも有効だからだ」という。

この動きを牽引している要因は二つある。資金と規制だ。一つには、建物をアップグレードすることにより、電気代などのコスト削減や賃料の増額などを通じて実際に経済価値を生み出すことができるとの認識が高まっている。クアラルンプールで建物のアップグレードに関与しているある投資家は「クラウド管理や高度なAI（人工知能）を用いてビルの運営を最適化することができる。例えば予知保全やテナントの使用パターン解析を行い、また気象衛星による天気予報など様々なデータポイントを使って室内温度を最適化することもできる」と語る。

また欧州や北米の機関投資家の多くが投資対象案件について最低限のサステナビリティ要件を満たすよう求めており（例えば欧州の大規模年金基金は、環境性能を証明できないマネジャーには資金を提供しない）、そうした要求への対応は、プライベートエクイティ投資家や大規模REIT（不動産投資信託）、主要デベロッパーの大半にとってほぼ不可避となっている。

あるファンドマネジャーによると「投資家から資金を得るには、おざなりではないESG（環境、社会、コーポレートガバナンス）プログラムとプラットフォームが必要だ。投資家からのRFP（提案依頼書）を見ると、ESGに関する部分が相当ある。我々としては、どの資産にとってもエネルギー効率は重要な要件の一つと考えるが、その理由は単純で、今後はエネルギー効率の悪い資産は資金市場の評価が下がり価格が下落するからだ」。

一方、規制の遵守が必要なこともサステナビリティ重視の動きを後押ししている。規制の内容や度合は各国の政府により異なり、オーストラリアとシンガポールは環境の持続可能性を最も強力に推進していると見なされているが、より小規模の途上国市場ではあまり厳しく規制していない。とはいえ、新興市場の建物はエネルギー効率が最低水準にあることが多いため、たとえ強制的な措置がなくても、効率化を進めることで得られるものは多い。

いずれにせよ、カーボン・ニュートラル経済を目指すパリ協定に従う政府が増えていることから、大手の不動産事業者はアジア太平洋地域でも規制が強化されると予想している。ある投資マネジャーは「購入した物件が将来的に何らかの形で規制に違反したり投資家の要件に合わなくなるかもしれない。これは大きなリスクだ。3年か4年後に、環境認証がないために賃貸や売却ができないという事態に陥るかもしれない」と述べた。

現在、アジア太平洋地域の環境要求は欧米ほど厳格ではないものの、テナントである多国籍企業からの圧力も高まっている。ある投資顧問は「世界の他の地域では、大手企業がテナントとして入居先を選ぶ際、LEED認証のゴールドを取得していることを条件にし始めている。アジア太平洋ではまだ見られないが、やがてはそういった流れになっていくと思う」と指摘する。

一方、アジア太平洋地域の不動産関係者の間でGRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）に参加する者が増える

つつある。GRESBは資産運用会社に対し環境方針と実績の報告と、投資家が資金配分の際に活用できるようなデータの提出を求めている。

GRESBの参加者の一人は「投資家はGRESBによって数値データを得られる。例えばX社のスコアが86点でY社が50点ならば、X社の方が優れていると判断できる。どう優れているかは知らなくてもいい。それに言うまでもなく、GRESBに参加していなければそれだけで印象が悪くなる」と語る。

ESGの支持者にとって不満の一つは、ESGの取り組みと資産のパフォーマンスの向上の因果関係を実証するのが難しいことだ。だが、あるインタビュー回答者によれば「投資家主導の指標やベンチマークを見ると、ESG案件への取り組みが広範囲になるほどリスク調整後リターンが改善していることが分かる」という。

コワーキング：果たして機能するか？

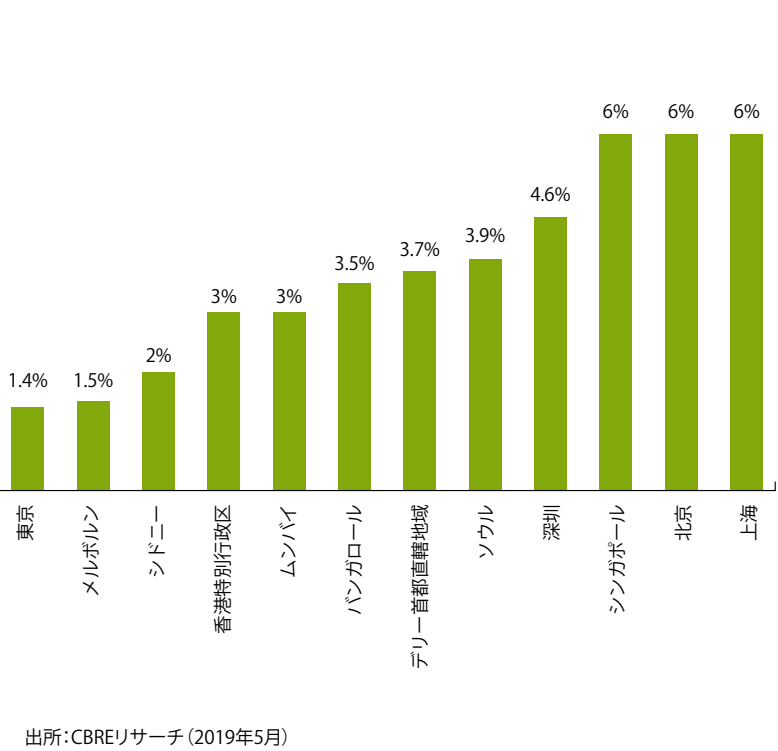
2019年9月に世界最大のコワーキング企業のIPO（新規株式公開）が失敗に終わり、それにより世界中の投資家は、この業界の賃貸契約の仕組みに関するリスクを再考せざるを得なくなった。通常、事業者は所有者からスペースを長期リースで借り（多くの場合、長期フリーレント、ノンリコース条件や所有者による高額設備の引受けなどが含まれる）、事業者自身のエンドユーザに短期のサブリースを行う。この仕組みだと、事業者は景気後退の際にテナントを失うリスクがある一方、建物の所有者との（長期賃貸契約の）賃貸条件に縛られることになる（所有者も事業者の倒産リスクに晒される）。また、失敗したIPOによる損失が開示されたが、それがさらなる疑問を呼び起こしており、とりわけ、この業界のビジネスモデルは長期的に持続可能なのかといぶかる声が多い。そして、短期的にさらに重要なこととして、黒字を出している事業者が非常に少ないのに競合は増える一方という現況にあって、事業者は資本の調達や借入が可能なのだろうか。

現在、市場には相当量のコワーキングスペースがあるため、こうしたリスクはコワーキング事業者だけではなくビルの所有者にも当てはまり、またコワーキング施設が集中しているビルの取得者に資金供与した銀行にも波及しかねない。CBREによると、アジア太平洋地域のコワーキング事業者によるオフィススペースの総面積は2016年以降で300%以上増加し、2019年3月現在で約5,400万平方フィートに達した。現在、オフィスの供給量に占めるコワーキング業界の比率は米国で2%だが、アジア太平洋地域では3%を超えている。

上海を拠点とするあるファンドマネジャーは「中国の小規模コワーキング企業は債務の返済に苦慮しているところが多い。確かに需要はあるものの、この業界の信用状態が悪化しているため、投資家は価格の点でエグジットに悪影響があるか検討しなくてはならないというジレンマを抱えている」と指摘する。

こうしたことから、ビルの所有者はリスクの軽減を図り、コワーキング事業者との契約方法を変更しつつある。上記のファンドマネジャー

図表1-11 アジア太平洋地域の都市におけるコワーキング事業者の市場占有率



は続けて「事業者に建物全体を賃貸するのは敬遠しつつあり、代わりにスペースの3分の1か4分の1程度を提供し、契約にコベナンツを増やすとともに、多額の敷金や保証金を要求しようと考えている」と語った。

コワーキングを巡る変化は所有者と事業者のパートナーシップの登場にも見られる。パートナーシップにより事業者は確実に運営契約を締結し、（個々のビル内であれポートフォリオ全体であれ）コワーキングスペースを確保しようと図っている。これによりコワーキング企業は、既存の企業テナントで構成される広範なクライアントベースにアクセスできると同時に、賃貸関連費用の低減と、新規コワーキングセンターの設置に必要な資本的支出の削減が可能となる。一方、所有者は既存テナントの快適さを向上できるとともに、単一のプラットフォームを作ることで、事業者との競争も避けられる。

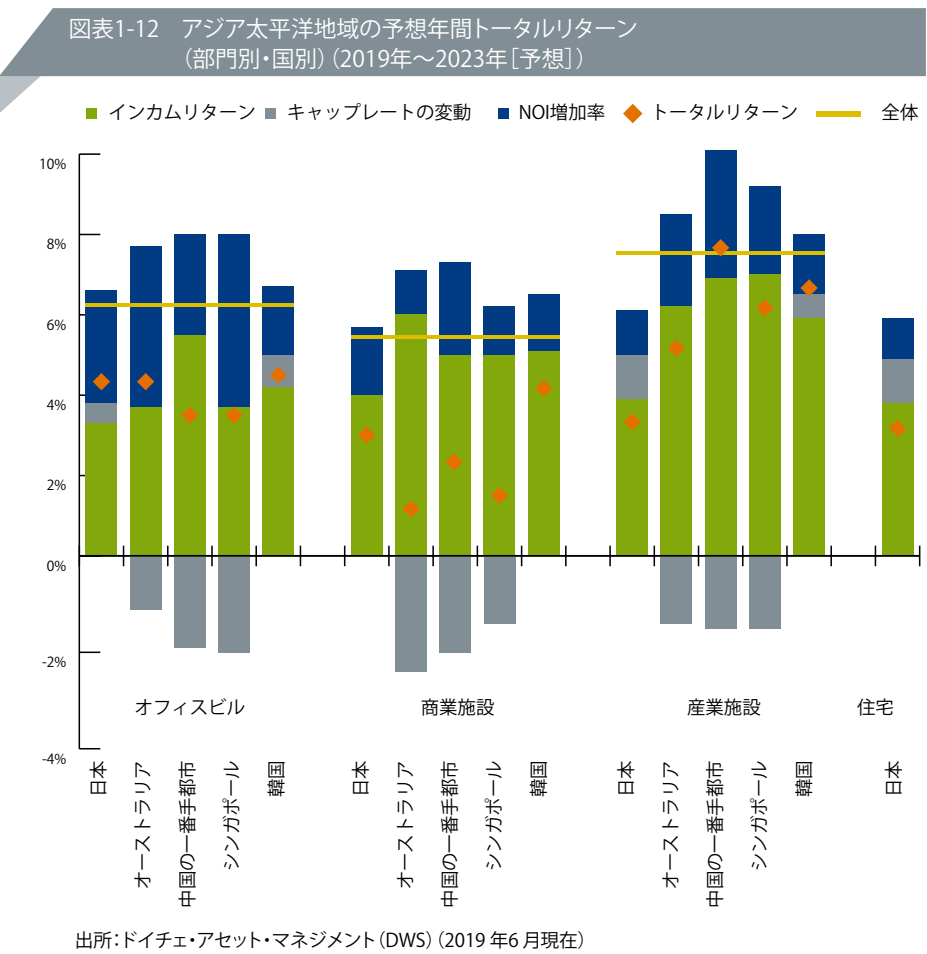
米国ではこうしたパートナーシップ関係が一般的になりつつある。米国のあるコワーキング事業者のエグゼクティブの一人は、数多く

のパートナーシップ交渉の経験を有しており、「今では所有者は我々のクライアントであるため、売上高または利益をシェアするスキームを提案している。このスキームでは、所有者は資金の過半を提供するものの、市場賃料に対するプレミアムを得られる。例えば、ニューヨークで事業者が1平方フィート当たり64ドルの賃料を支払い、このスペースを1平方フィート当たり380ドルで再賃貸している場合、当社は所有者に対して『機会を逃していますね。新たなスキームなら従来の賃料に40%か50%上乗せしたものを得られますよ』と提案するわけだ」と語る。このモデルはこれまでのところアジア太平洋地域ではあまり見られないが、所有者と事業者のパートナーシップは中期的には急速に発達すると予想される。

商業施設：
アジアは違うのか？

商業施設部門は世界的に不動産のスケープ
ゴートになっており、投資家からはうとまれ、
ネット販売の脅威をかわすのに必死なため、
暗いニュースが多く聞かれる。この状況はア
ジア太平洋地域でも同様だ（他の地域に比べ
れば少しでしたが）。RCA のデータによると、
アジア太平洋地域における 2019 年上半期の
商業施設投資額は前年同期比 7% 減の 165 億
ドルとなった。この減少率は世界全体よりも
低い、アンケート回答者による見通しラン
キングでは商業施設部門は最下位で、前回の
調査から順位を下げている。

とはいえ、多くの大手投資家が引き続き商業
施設部門に熱心に取り組んでおり、いくつか
のアジア太平洋市場、特に中国本土、韓国、
香港特別行政区で大きくコミットしている。



オーストラリア：重要テーマ

「アジア太平洋地域のどこかに資金を長期に
わたって投じるとしたら、私なら続けてオー
ストラリアに投入するね」。このファンドマネ
ジャーの見解が広く支持されていることは、シ
ドニーとメルボルンが今回の投資家調査でも
引き続きトップ近くにランクされたことから
明らかだ。オーストラリア市場は（アジアの基
準では）良好な利回りが得られ、適切な流動
性があり、賃料の上昇が続き、経済も堅調だ。
豪ドル安もオフショア投資家にとって魅力を
高めている。RCA のデータによると、2019 年
上半期のオーストラリアの投資額は前年同期
比 3% 増となり、アジア太平洋地域で最も活
発な 5 市場のうち唯一、取引高の増加を記
録した。

あるプライベートエクイティ投資家は「オー
ストラリアの価格はかなり高いが、景気拡大の後
半に投資する投資家は最も効率的な市場に引

き寄せられるだろう。そして私はオーストラ
リアを非常に効率的な市場の一つに挙げたい」
と語った。

投資家の熱意はオフィスと物流部門が良好な
パフォーマンスを続けていることに支えられ
ている。サヴィルズの調査によると、オース
トラリアでは 2019 年第 2 四半期も賃料の上昇
とキャップレートの低下が続いた。プライムオ
フィスの平均キャップレートが 5% を切ってい
るシドニーですら同様の状況だ。

オーストラリアのあるファンドマネジャーが述
べたように「オフィス市場は以前から好調だっ
たが、その波に乗りいよいよ好調さを強めて
おり、特にシドニーやメルボルンで際立ってい
る。シドニーとメルボルンの空室率は過去最
低水準にある」。

一方、オーストラリアの住宅部門は、アジア
太平洋地域でここ数年間に市況の下降に苦し
んだ数少ないケースの一つだ。ただし二度に
わたる利下げや優遇税制、および住宅ローン
の借入要件の緩和により、価格は安定しつつ
あるようだ。またシドニーとメルボルンでは香
港の投資家による住宅取得が急増し、市場が
押し上げられている。これは香港で続く街頭
デモを嫌気し安全な避難場所を探しているた
めだ。あるデベロッパーは、新たな資金の流
入により都心部で数件のプロジェクトが以前
の停滞から脱し販売の回復に繋がったと述べ
た。

中国の投資家がアウトバウンド資金の制限を
受けて大きく後退したにもかかわらず、オー
ストラリアは依然として世界の投資家を惹き
つけている。あるファンドマネジャーによると
「やってくる投資家の多くは新顔で、主にアジ

これには様々な理由が挙げられており、その
一つは、先進国市場に比べアジアの大半の地
域が構造的な供給不足にあるという点だ。オー
ストラリアだけが例外で、商業施設の一人当
たり供給面積はかなり大きい。中国とインド
では局地的に過剰建設が続いてきたが、総供
給量では依然として欧州や北米に遅れを取っ
ている。

さらに重要なのは、アジアの消費者は世界で
最もオンラインに慣れ親しんでいるため、新
たな商業施設開発にデジタル技術を取り込む
可能性が生じていることだ。これは中国に最
も明白に当てはまる。中国ではモールがオン
ラインショッピングとオフラインショッピング
の両方に対応しているほか、エンターテイン
メント、教育、各種サービスや飲食料スペース
の比率を高めているからだ。あるデベロッパー
は「中国はオンラインとオフラインの融合、物
流の融合、次世代の商業施設の姿といった点
で先行しているため、他市場よりも早く商業
施設の不振から抜け出すだろう」と語る。「だ
がそのためには、商業施設は内容の再評価が
必要になる。エンターテインメントや飲食のス
ペースを大幅に増やしても、従来の慣行では

ファッション用スペースほど高い賃料を得られ
ないからだ」。

一方、生活必需品を扱う商業施設は、消費者
にとって近所で買い物できる店が常に必要な
ため、ディフェンシブな資産として人気を保っ
ている。ある投資マネジャーによると、中国
では「生活必需品を扱う店舗、飲食、そして
一部のモールは依然として絶好調だ」という。
またインタビュー回答者からも、商業施設は
不動産の中で最も均質性が低いため一般化
が難しいとする声が多く聞かれた。そのため、
街一番のモールは繁盛してもその周辺の店舗
は苦戦するという状況が発生しうる。

従来から、商業施設はコア不動産部門の中で
最も精力的に管理運営されてきたが、所有者
が客足を引き寄せるスペース作りを進めるに
つれ、管理運営も強化されている。あるイン
タビュー回答者によると「所有者はモールで消
費者をもっと夢中になれる体験やもっとパー
ソナル化した商品・サービスを提供できるよ
う検討し始めており、それを可能にするのが
ハイテク、つまりデータの収集分析能力だ」
という。

ショッピングセンターの管理運営では、モー
ルをコミュニティの中に設置することも重要
な要素である。あるデベロッパーは「アジア
のショッピングセンターはいつでも、コミュニ
ティの中心への近さの点で他地域を凌いでい
る」と指摘する。「そして、それはショッピン
グモールの本来あるべき姿、つまり町の中心
という当初の考え方に行き着くと思う。革新
に必要なのは実にシンプルなもの、近隣を
見まわし、その地域を繁栄させるものは何か
を考え、それを全面的に提供することだ」。

最も革新的なモールは、ニッチな場所かスパー
スが限られている場所に立地しているものが
多い。「東京の渋谷のような場所に行くと、絶
えず有機的にリミックスしているモールが見ら
れる。長期の賃貸契約はしておらずアンカー
テナントもない。いる場合でも、在庫の回
転が実に速い小売業者だ」。

インタビュー回答者の中には二番手のモール
に機会を見出す者もいる。安く取得でき、改
装して最新の商品・サービスを提供すること
が可能だからだ。例えばコワーキングスパー
スなどのサービスや現代的な小売ミックスが

アのグループだ。年金基金、保険会社やソプ
リン・ウェルス・ファンドが数多く見られる。

この先、まもなく日本の機関投資家もオー
ストラリア市場の主要プレーヤーになるとの見
方が一般的だ。というのも、オーストラリア
市場は、日本の資金が国外展開を始めるに
当たり求める透明性と流動性を提供可能だからだ。

オーストラリアでの不動産取引の資金調達
手段として、ノンバンクからの借入の比重が益
々高まっている。これは国内の大手銀行が規
制強化と資本要件の引上げにより市場から一
部撤退していることによる。オーストラリア
とニュージーランドの事業用不動産向け融
資を専門とするマックスキャップグループに
よると、資金調達の機会は今までに約 500 億
豪ドルに成長すると見込まれる。ある投資家
が述べたように「(国内の) 銀行が同レベルの融

資ができず、または場合によっては外国の取
引に参画できないため、ノンバンクにこうし
た機会が開かれた。しかもかなり刺激的な機
会だ。特に今は、投資に当たってエクイティ
よりもデットのエクスポージャーを望むケー
スが見られるからね」。

とはいえ、あまり積極的な姿勢を見せない
投資家もいる。オーストラリアのプライム物
件の多くは国内の REIT ががっちり握って手
離さず、また国内の年金基金が膨大なキャ
ッシュを保有しているため、資産を巡る競
争は常に厳しい。さらに、建物の所有者に
は売却するインセンティブがほとんどない。
なぜなら、ひとたび売却すれば市場に戻っ
てこない恐れがあるからだ。

またキャップレートが全面的に低下を続け
ているため、一部の資産クラスは魅力を失い

つある。例えばオーストラリアの物流部門
は過去数年にわたり投資家の定番だったが、
状況は変わりつつある。あるファンドマネ
ジャーによると「近頃は産業施設の価格は
途方もなく高い。物流施設を 4.5% のキャ
ップレートで買うのは、シドニーやメルボ
ルンのプライムオフィスを同程度のキャ
ップレートで取得できることを考えると、ば
かげているだろう。オーストラリアは広く
土地も豊富だ。実のところ、産業施設の
賃料の伸び率はインフレ率を超えたことは
なく、過去 40 数年にわたってそうだった。
土地の供給は十分なため、そうした状況が
大きく変わるとは思えない。しかも、産
業施設や物流施設には陳腐化のリスクが伴
う」。

とはいえ、全体の見通しは依然として明
るい。なにしろ 2019 年にオーストラリア
の景気拡大は 27 年目を迎えるのだから。

考えられる。ある建築家は「リポジショニングは大して魅力的なものではないが、それによって遥かに多くの実験を実際に行うことができると思う」と述べた。

ある外国人才ポチュニスティック投資家は、中国で高級モールを再利用し、より先端的な購買層にアピールすることについて語った。「グッチのような店が軒を連ねるというコンセプトで建てられた物件のリポジショニングを行う戦略を検討している。そうした物件をディスカウントで買い、テナント構成を変えてエンターテインメントや小売サービス、クリニック、フィットネスなどを導入する。これまでとは賃料パターンが大幅に変わるが、都市部の良好な立地にあって適切な賃料が得られれば、それは優良な資産となる。実に魅力的な機会だ。」

商業施設に対する現在の冷ややかな雰囲気を受け、歓迎する者もある。オーストラリアのある投資マネジャーによると「これは機会をもたらすと思う。商業施設に対する後ろ向きな姿勢は物件価格の下落に繋がるからだ。商業施設部門はあれこれ言われているが、今後一年ほどにわたって機会があるだろう。大手の外国人投資家もそのように認識し始めているようだ。実際、彼らはめったに取引されることのない施設について潜在的な購入機会を探している」。

エンドユーザへの注力

現在、アジア太平洋地域の不動産投資家は、テナント契約を結ぶ企業よりも物件のエンドユーザ（買い物客やオフィスワーカー）への関心を高めつつある。

この動きは、オフィス部門では健康と福利への注力の高まりという形で表れている。例えば自転車通勤者用の駐輪施設の設置、健康プログラムの策定、テナントへの清浄な空気の提供などだ。ある投資家は「中国では室内の空気の質に大きな関心が払われており、これは労働者ひいては人事部門の重視にも繋がっている。それによってテナントの定着が図られるわけだ」と語る。

これまで「サービスとしてのスペース」とのコンセプトは主にコワーキング会社によって広められてきたが、不動産投資家も、たとえ従来型の賃貸を行っていても、例えばオフィス内に小売スペースを設けるなど、エンドユーザ向けサービスの拡大に機会を見出し始めている。

商業施設でもサービスの要素が重要性を増している。これはオムニチャネルの（全ての販売チャネルを統合した）小売り形態が従来の所有者／テナントの関係を変え始めているためだ。以前は、商業施設の所有者はテナントにスペースを提供するのみで、顧客についてはテナントに任せていたが、今では直接的な関与を増やしており、特にプログラミング（スペースのためのソフトウェア）に注力を強めている。あるデベロッパーによると「顧客を維持するために、プログラミングへの投資全般を大幅に増やす必要があると思う。そして、ハイテク関連企業数社と協力し、新製品の投入やショールームの展開を支援し、また従来と異なったやり方で商品を展示する。そうして、消費者にとってよりユニークな経験を作り出すことが肝心だ」。

こうした動きをより冷静に捉える向きもある。ある投資顧問は「もはや投資のリターンが得られないため、サービスでカネを稼ぐしかない。見つかる範囲で最も人口の多い場所に商業施設を持ち、可能な限り多くの客を集め、客へのサービスで稼ぐという寸法だ。とにかく、人口密度の高い都市部に立地する資産を持つことが重要だね」と述べた。

ニッチは不安？

不動産の中でも代替部門は他より高いリターンを提供するため、高い目標リターンの達成を目指すアジア太平洋地域の投資家にとって何年にもわたり好ましい避難所となっていた。こうした代替部門は現在も人気を保っているが、運営上の要素が大きいニッチ部門について懸念が生じつつある。学生寮、データセンター、セルフストレージや高齢者住宅といった施設は頻繁に保守・点検を行う必要があり、また多くの場合、別の運営会社を使って運営する仕組みとなっている。ある投資家がコメントしたように「不動産投資家がよく理解していない変動要因がたくさんある。投資のやり方が異なり、営業利益を増やしてバリュチェーンの上流に向かうことに主眼が置かれる。遥かに複雑であり、事業の運営も賃料の徴収とは大きく異なっている。投資家は所有者であることと所有者兼占有者であることの中間的な立ち位置となる」。その結果一部の投資家は、事業会社で必要な投資が実際には不動産のリターンを希薄化しているのではないかと疑問視し始めている。

過去 10 年間、産業施設・物流施設は世界の不動産投資家の間で最も人気のある部門の一つとなり、多額の資金が先進的な物流施設の建設に投じられてきた。だが現在、物流施設はコアな資産クラスとして確立しているため、投資家の関心は以下のような物流部門のサブセクターに向かっている。

ラストワンマイル・フルフィルメント（配送施設）は浮上しつつあるサブセクターの一つである。シンガポールのある投資顧問は「都市部に物流施設が必要なのは明らかだ。オンラインで注文すれば 30 分後には配達員が自転車で届けてくれるという期待があるなら、配送センターは消費者の居場所から 30 分以内の場所になければならない」と指摘している。

とはいえ、ラストワンマイル配送の実現は簡単ではない。都心部の土地は高価で、通常の物流施設は小さくはないからだ。そのため投資家はスペースの活用に関心を持っている。例えば、e コマースとの競争に敗れたショッピングセンターがあれば、その空いたスペースをフルフィルメント施設として活用できる。古くて低グレードの産業施設も同様だ。ただしアクセス可能でなければならない。周辺部のオフィス地区での空室部分も物流スペースとして活用可能だろう。

コールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）施設も物流施設のサブセクターで、オンラインによる食料品販売の発達の後押ししている。市場調査会社のフォレストーによると、アジア太平洋地域のオンライン食料品販売額は 2018 年の 807 億米ドルから 2023 年には 2,600 億米ドルに急増すると予想される。

あるプライベートエクイティ投資家は「中流階層の台頭や冷凍食品の消費動向を考えると、コールドストレージは面白い」とコメントした。「それに、中国だけでなくオーストラリアなどでもかなりの食糧輸出を行っており、冷凍食品の成長がコールドストレージの需要を押し上げている。その勢いは先進国市場での想定を上回るものだ」。

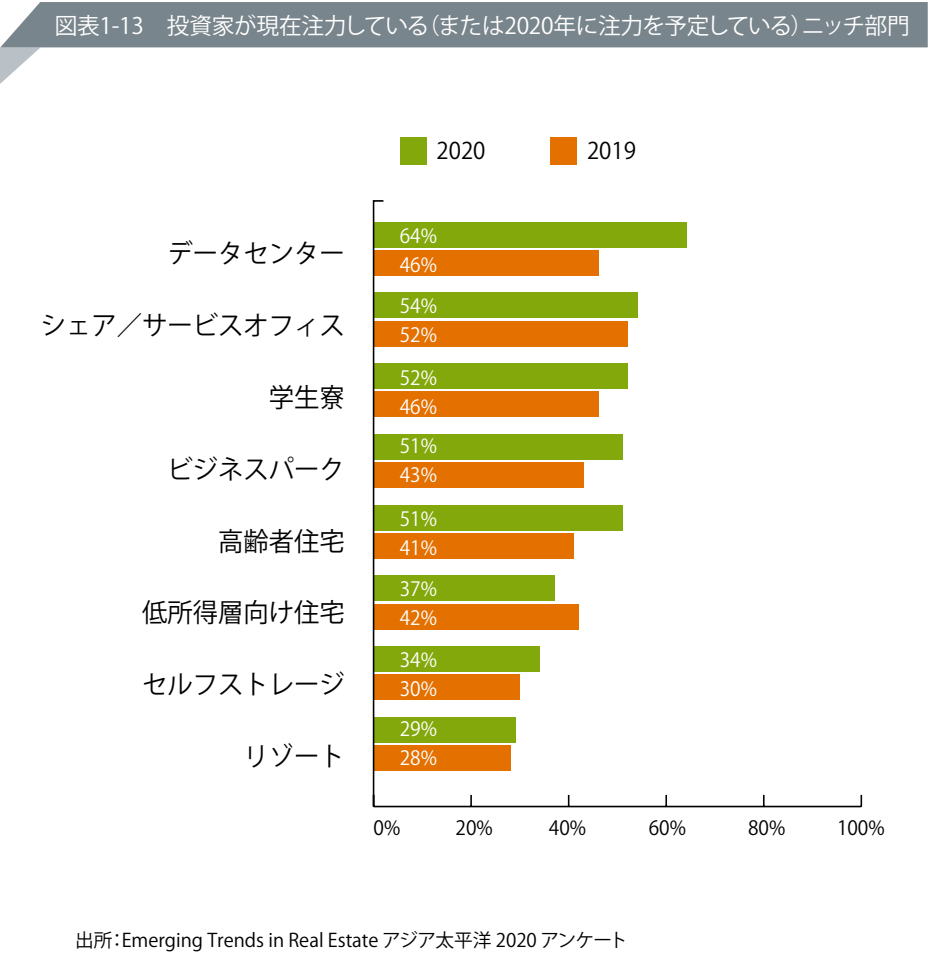
CBRE の調査では、米国と同様の 1 人当たり冷凍・冷蔵能力をアジア太平洋地域で構築するには 4 億 1,100 万立方メートルの新規供給が必要と推定している。また、コールドストレージ施設のキャブプレートは倉庫を 50 ～ 150 ペーシスポイント上回り、テナントも 10 年～ 25 年の長期賃貸が一般的である。

データセンターは今回の Emerging Trends 調査でニッチ部門のお気に入りとなった。クラウドコンピューティングのプロバイダーによるデータ保管ニーズが拡大していることや、次世代移動通信規格「5G」の登場が近いことがその背景にある。ある投資顧問は「データセンターの需要は非常に大きい。物流施設と同じく、誰もが入りたがっている部門だろう。大手投資家にとって問題はスケーラビリティだ。一般的にデータセンターは物理的にも金銭的にもあまり大きくないため、投資する場合は多くの施設に投資する必要があるが、大手投資家の中にはそれを厄介と感じる者もいると思う」と述べた。

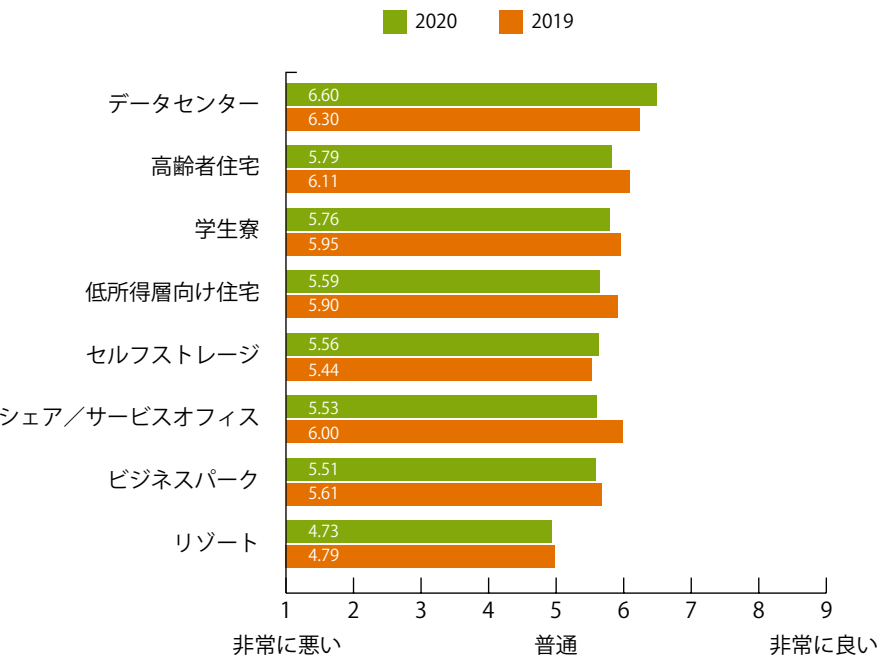
アジア太平洋地域で最初に 5G サービスを展開するのは韓国、日本、オーストラリアであり、

シンガポールと並んで、データセンター投資の主なターゲットとなるだろう。だが新興市場でもデータの取り扱いが拡大を続けており、ジャカルタやマニラの投資家は自国でもデータセンターが大きく成長すると見ている。

中国市場はまったく別で、規制による障壁やデータのセキュリティに懸念があるため敬遠する投資家が多い。とはいえ中国のポテンシャルは大きく、供給不足も著しい。DBS Bank の最近のレポートによると、中国本土の市場はおしなべて需給の大きなミスマッチが見られ、主要都市ではいずれもキャパシティが不足しているという。中国のデータセンターの大きな課題は、需要がある都市で土地を見つけることと、必要な電力供給を確保することだ。

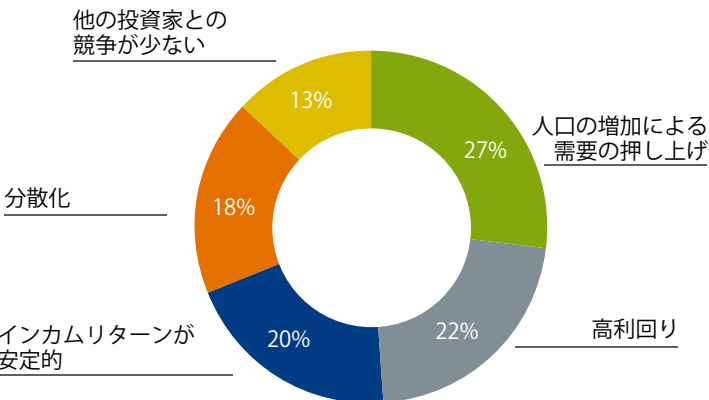


図表1-14 ニッチ不動産タイプ別見通し(2020 年)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

図表 1-15 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 2020 アンケート

気候変動への対応

不動産投資家にとって比較的新しいコンセプトの一つとして、気候リスクと抵抗力が挙げられる。つまり資産やポートフォリオが、温暖化や海面上昇、異常気象リスクの増大など気候変動の様々な影響にどの程度さらされているか、という問題だ。

異常気象が頻繁に発生するにつれ、不動産所有者や投資家は長期的な資産価値に悪影響が及ぶ可能性を認識し、投資判断の仕方を変えざるを得なくなりつつある。あるファンドマネジャーによると「事業用不動産は水辺、つまり海や川に近いところに立地していることが多い。そうした場所には人が集まるからだ。そのため天候がもっと厳しくなった場合に、洪水などの恐れがある。この点について不動産業界は素早く動くと思う。多分、二酸化炭素の排出削減よりも早く動くだろう」。

あるインタビュー回答者は「中華圏には海面上昇の点で多大な気候リスクがあり、特にグレーター・ベイエリア（大湾区）は大きなリスクにさらされている。マイアミなどには気候変動への抵抗力をつける新たなエコシステムが生まれているが、中国でもそうなのかは分からない」と述べた。

不動産業界全体で、こうしたリスクを認識、理解、管理するための高度な戦略の開発を開始したものの、短期的な気候変動リスクについては主として保険に頼っているのが実情だ。だが、保険はリスクが発生しやすい地域では総じて有効だが、保険に入っているからといって、投資家は資産の流動性の低下から守られるわけではない。

あるファンドマネジャーの言葉を借りれば「保険業界は近いうちに転換点を迎えると思う。今後は物件の保険料を決める際、単に過去の出来事を見るだけでなく、モデリングにより将来起こりうる事象を把握するようになる。そのため建物のリスクをモデル化し、それに応じて保険料を請求するわけだ。物件の購入者がレポートを受け取り、その物件が今後10年間に洪水により6回孤立化する可能性があるが対策はなされていないなど書いてあったら、そんな物件には誰もカネを払わないだろう」。

所有者と投資家は、異常気象のリスクに対して資産の抵抗力強化を図る一方、リスク軽減と資産効率改善のため、エネルギー効率向上策や環境負担緩和策を導入している。例えば、オーストラリアの企業は自然の景観を利用して熱の吸収を行い、空調費用を抑えている。

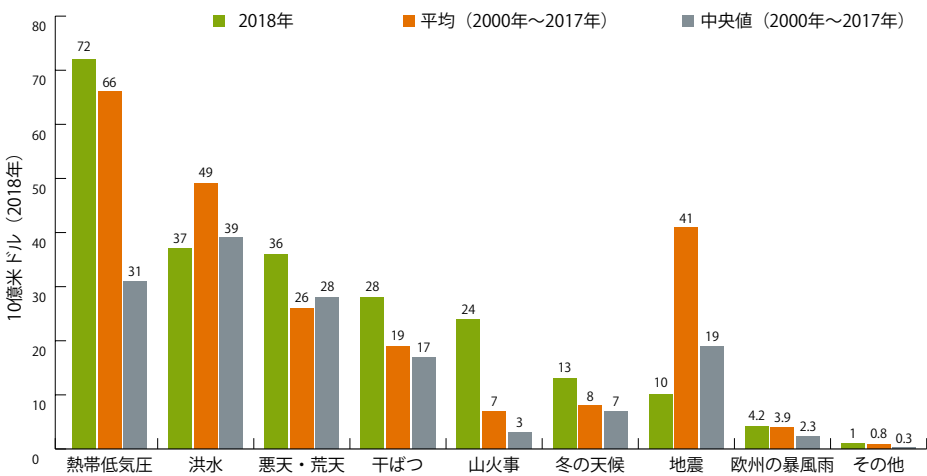
上記のファンドマネジャーは続けて「保険会社によるモデリングの結果がどうなるか警戒し、緩和策を確実に実施する必要がある。ほとんどの都市に当てはまることだが、資産の所有者はこの点について政府が個別に面倒をみてくれるとは思ってはならない」と述べた。

テクノロジーの活用

不動産業界は新技術の採用が遅いことで知られているとはいえ、「不動産テック」(Prop Tech) 戦略に関する認識と投資が急速に高まっている。数社のデベロッパーが、現状を打破する可能性のあるアプリケーションへのアクセスを図り、独自のファンドやインキュベータを立ち上げた。こうした動きが必要となったのは、不動産テックにおける技術革新の大半が不動産ではなくテクノロジー産業からもたらされているからだ。

不動産所有者がテクノロジーを活用する最も簡単な（そして最も安価な）方法はソフトウェアを使うことだろう。例えば商業施設の所有者は顧客ロイヤルティアプリを使っており、それは駐車や食事の注文にも使える。一方、大手のオフィス投資家はテナントが施設やサービスを予約できるアプリを試験中だ。またセンサーと連携して建物の様々な機能、特に空調や照明システムなどを制御・監視可能なアプリもある。こうして「スマート」な建物を作り出せばコストが削減され、また稼働率に関する重要データも得られるため効率向上に役立つ。

図表 1-16 自然災害による経済損失(世界全体)



出所: エーオン(米国保険会社)

近い将来に不動産に大きな影響を与えると予想される技術開発の一つに、「5G」次世代移動通信網がある。これは既に韓国、日本、オーストラリアで展開が始まりつつある。ある不動産コンサルタントによると「5Gによりデータが増加しスピードもアップするため、冷暖房の調整、セキュリティの自動化や建物性能の改善に活用できる」という。

中国、インド、韓国、日本の数十の都市がスマートシティの取り組みに着手しており、交通、廃棄物、水、電力の効率的な処理に必要なビッグデータを送信するには5Gデバイスが不可欠だ。

しかし、テクノロジーに異論がないわけではない。不動産所有者がデータの収集と活用という厄介な問題に取り組む上で、データのセキュリティがガバナンスの重要課題になると見る向きもある。ある投資顧問は「データのプライバシー保護は不動産会社の重要な経営課題になるだろう。スマートシティ化や業務のデジタル化の進展、そしてテナントのデータなどを考えると、それは間近に迫っている」。



Chapter 2：不動産キャピタルフロー

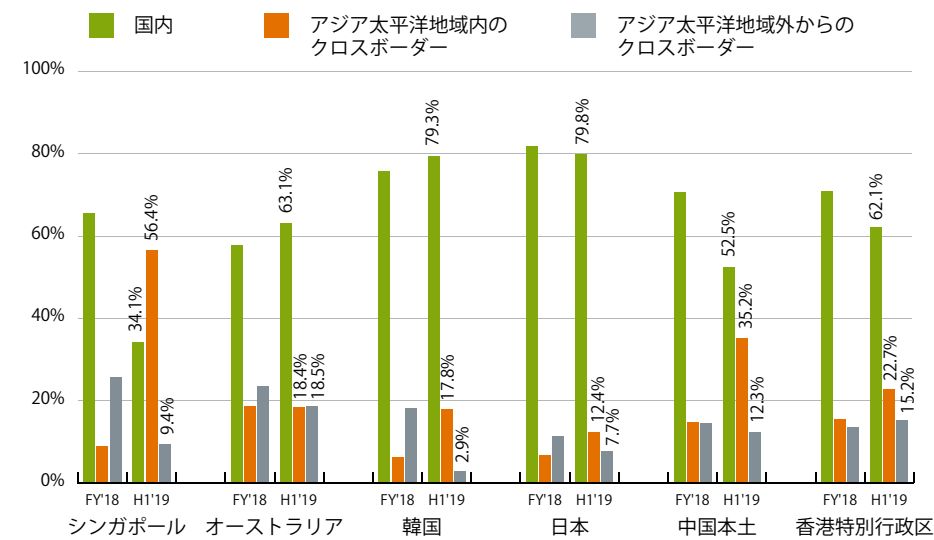
「アジアの不動産を求める資金の流入はこの6か月から9か月の間に勢いが衰えたが、もちろんゼロになったわけではない。だが多くの投資家がリスクを回避・抑制しようとしているため、アジアの不動産への投資熱が下がっている」

世界の貿易が縮小し、地政学的な逆風が勢いを増すにつれ、クロスボーダー投資家は2019年に目に見えて慎重になった。そして国際政治の舞台で反グローバリズムの潮流が鮮明化するなか、アジア太平洋地域におけるクロスボーダー投資は減少した。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2019年第2四半期には取引高全体の約30%と、第1四半期の41%（過去最高）から低下した。

言うまでもなく、これは主に米国と欧州の投資家による投資が減少したためで、第2四半期は前年同期比28%減の25億4,000万米ド

ルと、2012年第1四半期以来の最低額に急落した。だが同時に、アジア太平洋地域内の資金によるクロスボーダー投資は77億6,000万米ドルに急増（前年同期比23%増）している。これにより二つの点が推察できる。一つはアジア太平洋地域では欧米ほど反グローバリズムが大きな争点となっていないことであり、もう一つは過去5年間に見られたアジア資金によるクロスボーダー投資の大波が弱まる様子がないということだ。実際、アジア域内の取引は2019年上半年に173億米ドル弱と過去最高水準に達し、通年では過去最高を塗り替える可能性が高い。

図表 2-1 キャピタルフローの資金源別シェア（国・地域別）
（2018年通年／2019年上半年）



注：賃貸集合住宅、ホテル、産業施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引を対象。企業レベルの取引も含む。開発用地は含まない。
出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

アジア資金のクロスボーダー流出の牽引役に変化はなく、引き続き域内の機関投資家やソブリン・ウェルス・ファンドによる膨大な余剰投資資金が原動力となっている。そうした資金を自国内に投じると資産価格を歪めてしまうためだ。また投資家は、自国市場のリスクに対するヘッジとして資産ベースの分散が重要との認識を深めている。

2019年にアジア太平洋地域で最大の資金流出国となったのは昨年続きシンガポールだった。このところシンガポールがトップに立っているのは中国からの流出が鈍化していることも一因だが、シンガポール発のクロスボーダー投資は過去5年間一貫して年率12%の伸びを見せている。シンガポールの流出資金はポートフォリオ取引に向かうことが多く、ソブリン・ウェルス・ファンドの資金、総合デベロッパーによる投資、および大規模な（総じて流動性も非常に高い）REIT部門の資金で構成されている。シンガポールREITは国内市場に適切な投資機会が相対的に不足しているため、海外に目を向けざるを得ないのだ。また、シンガポールは東南アジア全体の資金の集積地として機能しており、資金をパッケージして各地の投資ファンドに提供し、それが国際的に展開されている。

一方、中国は政策上の理由から資金流出の制限を続けており、この状況が近いうちに変わることはなさそうだ。だが、中国から欧米市場（特に米国）への流入が止まることはありうるものの、アジア域内での投資は安定しており、主に香港とシンガポールに資金が向けられている。これは中国の資金の相当量が依然として流通しており、国内での輸出規制が行きわたらないためだ。シンガポールに拠点を置く機関投資家向けファンドのマネジャーによると「中国の資金がまだ存在しているのは確かで、特に大手で資金力のある投資家の資金が出回っている。そうした資金は既に海外にあり、たとえ回収に向かうとしても、依然として巨額の資金が不動産に投じられている」という。

韓国も多額の資金をオフショアに出しており、2019年上半年にはアジアの主要市場で唯一、前年同期に比べ流出が増加した。とはいえ、韓国資金の大半はアジア太平洋の域外に向

かっている。これは通貨ヘッジの動きによるもので、行き先は米国から欧州にシフトしつつある。ソウル在住のあるコンサルタントによると「現在、為替ヘッジにより対欧州投資からプレミアムが得られる。例えばパリで6%の利回りを得られる場合、為替ヘッジによってさらに1.5%上乗せできるが、米国市場はこの逆で、100～150ベースポイントのマイナスとなる」という。韓国の投資家はキャッシュ・オン・キャッシュリターンを重視する傾向にあるため、ヘッジコストは欧州の低利と並んで大きな差別化要因となっている。

韓国の投資家がターゲットとするのは主にパリ、アムステルダム、フランクフルトの資産だが、やや距離のある東欧市場への関心も高まっている。これは、長らく世界の投資家のお気に入りだったロンドンが英国のEU離脱にまつわる不透明さのためにいくらか魅力を失ったこともあるが、それ以上に、欧州全域で利回りが低下しているためポーランドやチェコ共和国、スロバキアといった市場に世界の投資家が関心を強めていることによる。例えば、韓国のあるコンソーシアムが最近スロバキアの首都ブラチスラヴァでオフィスビルを取得したが、その取得利回りは5.75%だった。このように資金が欧州の新興市場へ向かう動きは今後も続きそうだ。

アジア太平洋地域におけるクロスボーダー資金の流入先としては、2019年にはオーストラリアとシンガポールが最大となった。中国への流入も大きかったのは、現在の貿易摩擦を考えると意外かもしれない。これは、多くの外国ファンドが米中貿易摩擦による不透明さを嫌って中国戦略を保留したものの、すでに中国向けファンドにコミットしていた巨額の資金が現在活発に展開されているためだ。

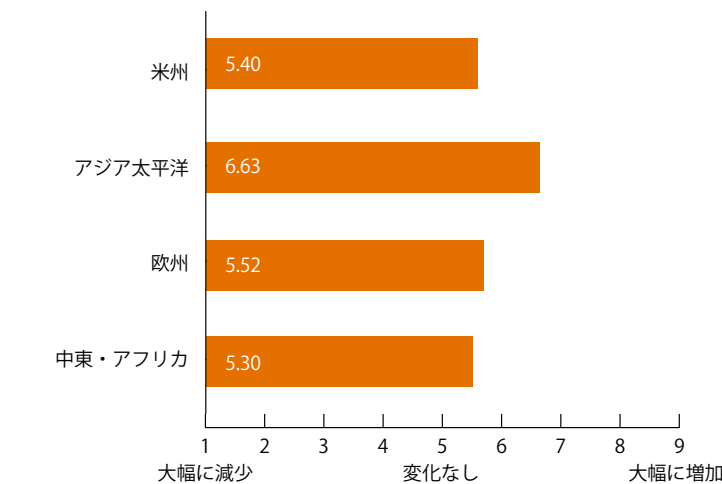
配分が少ない
グローバルファンド

目下のところ、欧米の不動産投資家は様子見の姿勢を取っている者が多いが、過去数年間は世界的にアジア太平洋地域への投資配分が大幅に増加してきた。これは主として分散化を進めるためであり、各ファンドマネジャーはポートフォリオにおいてアジアの欠落分を埋めようと図っている。そのため基本的に、外国人投資家はアジア太平洋戦略のメリットを改めて納得する必要はない（ただしリスク調整後リターンが適切なものか疑問視する者はいるだろう）。ある世界的保険会社の投資部門のファンドマネジャーは「アジアの人口と都市化の動向は他の地域に比べ力強さがある。そして、過去には欧州に配分してきたとはいえ、アジアで透明性が高まり、情報もはるかに増え、人々の移動もずっと頻繁になったため、今ではアジアでも良好なリターンが得られるという確信が明らかに深まっている」と語った。

以前から外国人投資家にとって障害となってきた問題の一つは、適切な資産を見つけることだ。アジアのある仲介業者は「大手の外国人投資家の大半は、アジアの投資を増やしたいと言うだろう。だが問題はほとんど機会がないことだ。彼らは現地にチームを持っておらず、チャンスがなく、許認可も得られない」と指摘する。世界金融危機以来、外国人投資家はより安全なコア投資に引き寄せられてきたが、ファンド経由の投資よりも直接投資の方が好ましいと考えている。それは投資配分のコントロールを維持したい、手数料を減らしたいとの思いからであり、またポートフォリオの中身についてよく理解したいとの希望からでもある。

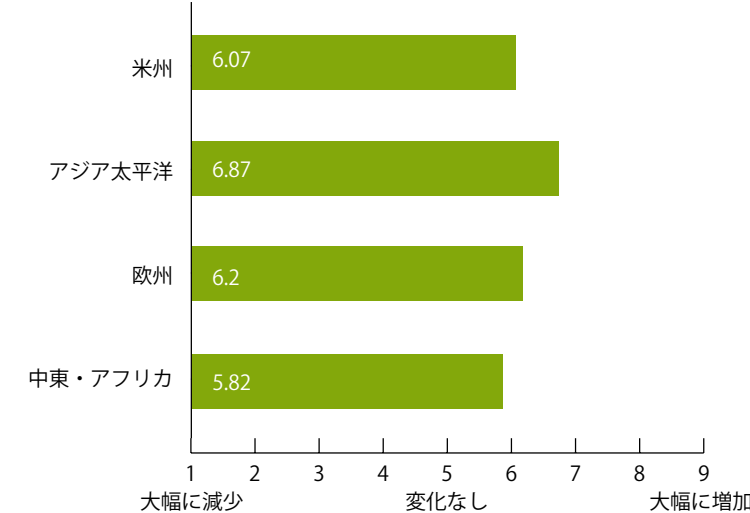
だが、アジアでの直接投資には難題が多い。高額で大規模な物件のストックが限られているためだ。ある機関投資家向けファンドマネジャーの言葉を借りれば「取引高を分析した資料はどれも、米国ましてや英国に比べアジ

図表2-2 アジア市場に流入するキャピタルフローに予想される変化
(現在から2020年末まで)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

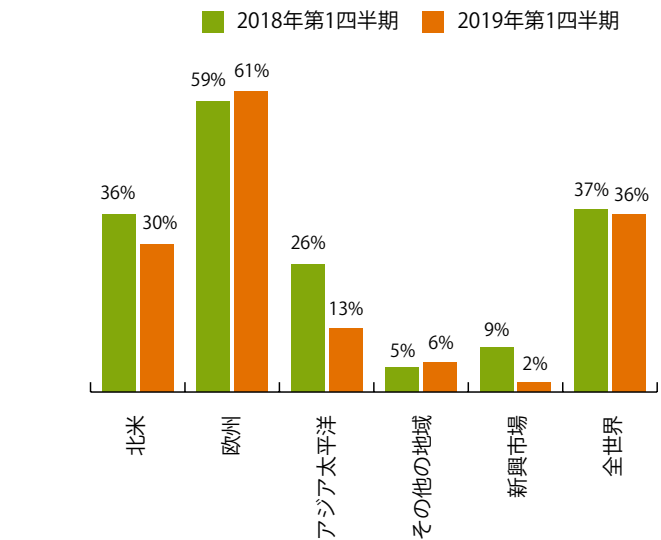
図表 2-3 アジア市場に流入するキャピタルフローに予想される変化
(今後5年間)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

ア市場の流動性がいかに低いかを如実に示している。ロンドンが人口が上海の3分の1しかないが、5年で全体が一回転するという非常に流動的な市場だ。アジア太平洋では、より流動的な市場の日本とオーストラリアを含めでも取引高が非常に小さい。つまり、特にコアタイプの資産について、機会が非常に少なくなっている。これは、アジア太平洋地域全体にわたり、機関投資家の間でビルド・トゥ・コア戦略の人気の大きく高まった理由の一つとなっている。

図表 2-4 プライベート不動産投資家が今後1年間に目指す地域
(2018年第1四半期と2019年第1四半期の比較)



出所: プレキン・プロ

日本の資金流出は
スローモーション

1.4 兆米ドルの資金を有する年金積立金管理運用独立行政法人など、日本の機関投資家は何年にもわたり資産の一部をオフショアに移転する準備を進めてきた。これは国内の投資リターンが低下していることに加え、量的緩和政策の一環として当局が大半の国債を買入れたために10年物国債の残りが少なくなったことが要因となっている。

だがこれまでのところ、日本からの流出は緩慢でバラつきがある。ただし日本の配分資金は直接投資ではなくファンドオブファンズやプールに向かう傾向があるため、進捗状況を判断するのは難しい。

ある投資顧問は「日本の資金は活発だが、米国や、程度はかなり下がるが英国、そしてオーストラリアといった成熟したコア市場に極めて集中している」と語る。その結果、東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「こうした市場に精通し投資を拡大できるアセットマネジャーやゲートキーパー（ファンドオブファンズを運用するマネジャー）を雇う機関投資家が増えている。当社はいくつかの機関投資家と取引を行っているが、彼らはかなりの時間を割いてこうした市場の理解に努め、何が適切で何が長期的に最善策かを検討している。その姿勢にはいささか感銘を受けた」。

日本の資金は今のところアジア太平洋地域の資産に向けられるケースが比較的少ないが、邦銀はオフショアに移行しつつあり、アジア

の多くの市場で活発に動いている。これもやはり日本で得られるより高いリターンを求めていることだ（なにしろ日本では借入コストが総じて100ベースポイントを大きく下回っている）。また、日本のデベロッパーも東南アジアに積極的に投資しており、その多くは日本の製造業による新製造拠点の構築をサポートするものとなっている。

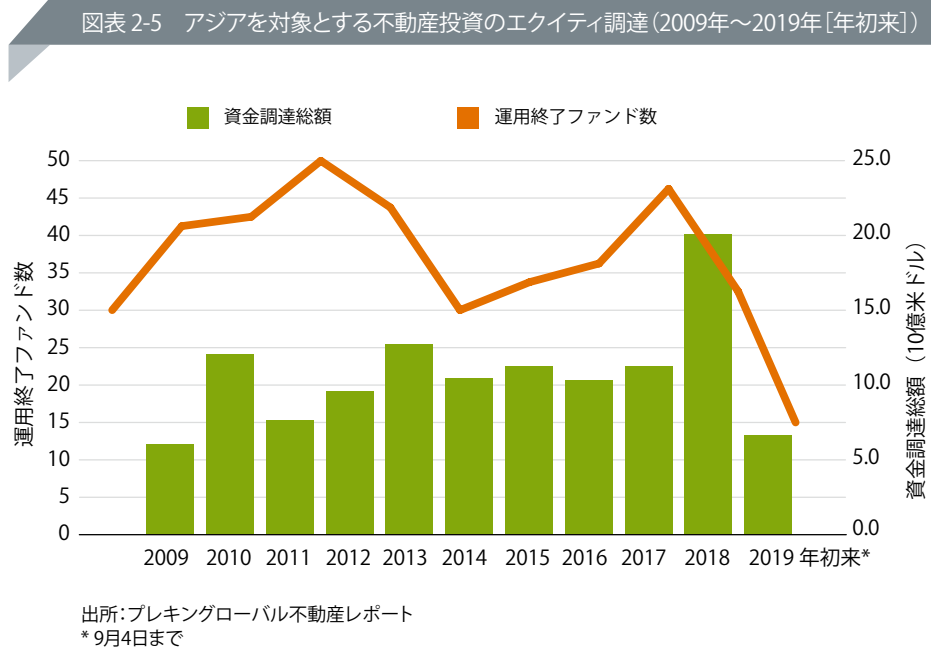
インフラストラクチャーも注目されており、マニラのあるデベロッパーによると「日本政府のバックアップを受けた産業投資ファンドが適切な案件を探っている。彼らは特にヘルスケア・医療やスマートシティ関連技術を中心に、大手メーカーに資金を提供し、フィリピン政府と契約をまとめるよう積極的に働きかけている」。

資本調達が減速

2018年にはアジア太平洋地域の投資ファンドが不動産関連で過去最高となる202億米ドルのエクイティを調達したが、続く2019年には資本調達が激減した。ファンド業界の分析を行うブレキンによると、2019年1月から9月までの資本調達額は67億米ドルに過ぎず、このペースでは通年でわずか90億米ドルと、2011年以来最低となる見込みだ。

この落ち込みの急激さは驚きであり、2020年にロードショー（投資家向け説明会）を予定しているファンドにとっては不吉な予兆である。これまでファンドマネジャーは、エクイティの調達目標額を例えば5億米ドルに設定することに慣れていたが、実際に調達できるのは半分の2億5,000万米ドル程度になりそうだ。

ファンドが資金を展開するスピードも落ちていいる。RCAによると、2017年第4四半期には過去最高の取引件数が完了し取引額は496億米ドルに達したが、その後は市場が後退し、本書の執筆時点の最新数字として2019年6月まで4四半期連続で低下（12か月のローリ



ングベース）している。2020年には取引がさらに減速しそうだ。

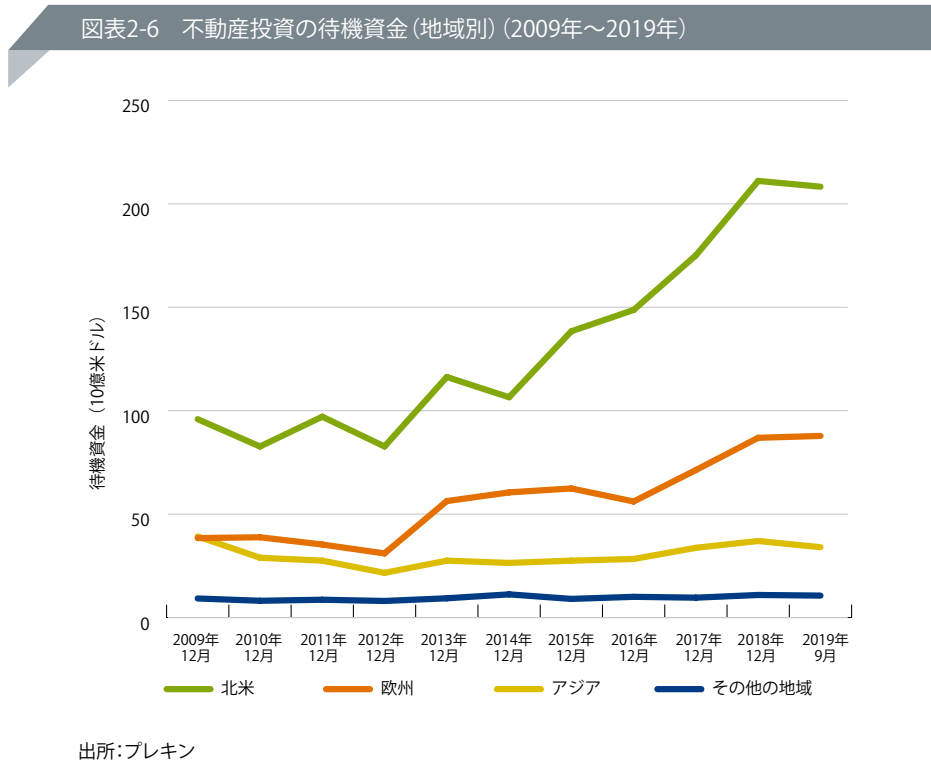
だが、取引がないからといって流動性がないわけではなく、投資家が資金を投じる意欲を

失ったわけでもない。考えられる説明として、ファンドがリスク・リターンプロファイルに合った資産を十分に調達できなかったということだろう。

ドライパウダーの積み上げ

資本調達は2019年に著しく減速したとはいえ、調達済みのエクイティが相当額にのぼり、依然としてアジア太平洋全域にわたって投資先を探している。ブレキンによると、2019年9月現在アジアへの投資を委任され展開を待っている資金は340億米ドルにのぼり、昨年末の370億米ドル（2009年以来的最高水準）からわずかに減少したにすぎない。

ドライパウダー（投資に回されていない資金）がこれほど積み上がっているため、外国人投資家ははいよいよ資金の投入に難儀しており、また従来から続くアジア太平洋地域への配分の低さを是正することがいかに難しいかを訴えている。ある香港のファンドマネジャーが述べたように「欧州と米国の投資家は依然としてアジアのウェイトが低いが、結局のところ、適切な取引を遥かに超えた資金があるということだろう」。



とはいえ、アジア太平洋のファンドが保有する未使用の資金は、現在欧米で積み上がっている余剰資金には遥かに及ばない。2019年9月現在、北米では2,080億米ドルのドライパウダーが展開を待っており、欧州のファンドは約880億米ドルを抱えている。欧州に配分される資金は2012年以降急増しているが、2012年当時の額は現在アジアに向けられている資金とほぼ同水準だ。

銀行融資がややタイトに

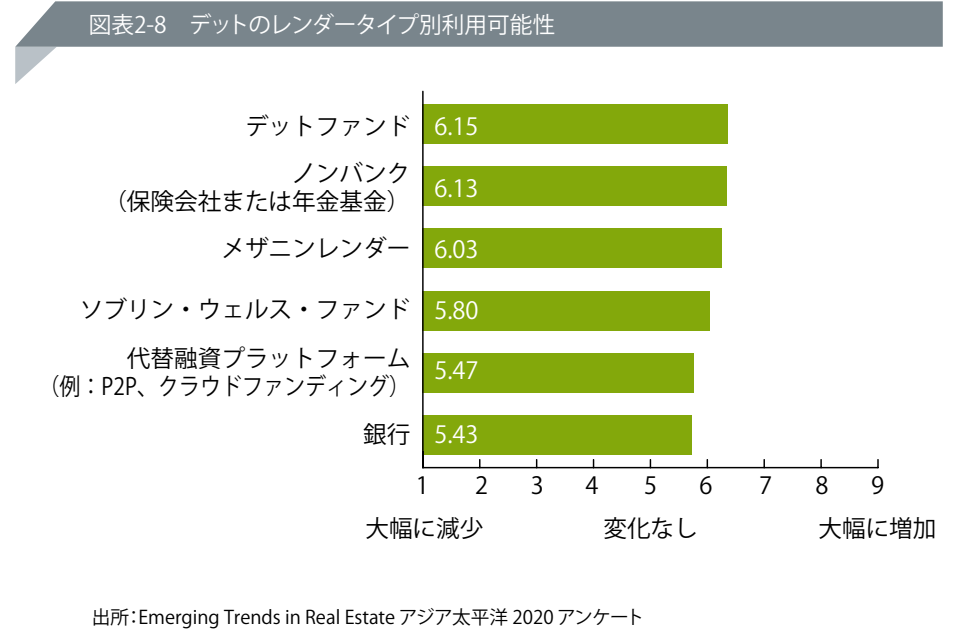
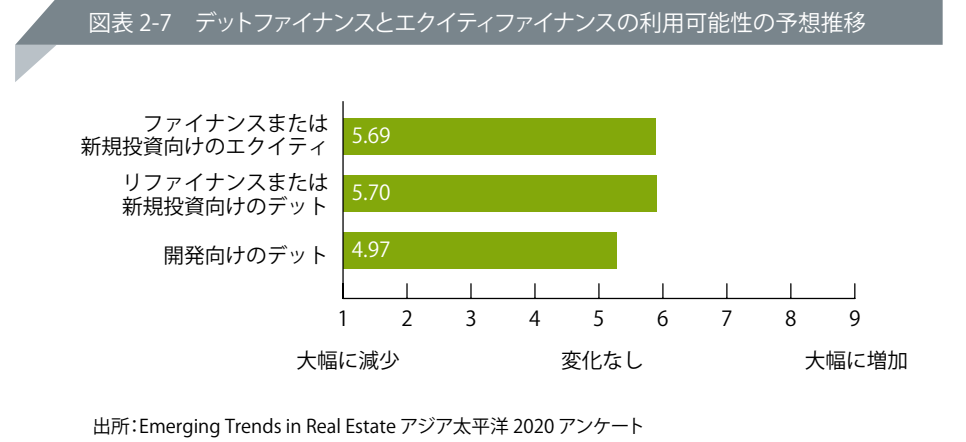
銀行融資による資金調達が2019年にこれまでより難しくなったのは確かだ。世界貿易が減速し経済成長も鈍化したことで、融資基準が以前に比べ厳しくなっているのだ。その結果、レンダーの間で「質への逃避」志向が生じ、貸出金利が上昇し融資期間も短縮した。あるデットの専門家は「貿易紛争があるため、銀行などクレジットプロバイダー（信用供与業者）はリスクの高い融資を進める気にはならない。景気後退に向かう時に融資したいだろうか。それとも景気後退を待ち、俗に言う『大混乱の時こそ不動産の買い時』に融資しようとするのだろうか」と語った。

とはいえ、銀行はアジアの公的取引・私的取引への資金供給元として圧倒的に大きな存在であり続けている。これは単に、展開可能な巨額の資金を銀行が抱えているからだ。そのため大半の市場において、良質の不動産向けに資金を借りるのは難しいことではない。香港のある仲介業者の言葉によれば「トップレベルでは何の変化もない。優良なスポンサーは確たる実績があるため資金調達にはまったく問題なく、低レバレッジの取引に簡単にアクセスできる」という。

また、銀行が全体的なマクロ経済リスクに慎重さを強めているとはいえ、利率が再び低下し始めていることで金融システムのストレスが幾分除かれている。2019年下半期には、米国のFRB（連邦準備制度理事会）による継続的な利下げと歩調を合わせ、アジアの主要市場の大半で銀行からの借入コストが低下しており、5年物ローンでは100ベースポイントほど下がっている。利下げに伴い、銀行にはスプレッドを拡大し、実質的な資本コストを増やすことなくリスクの増加に対応する機会も生じている。

このほかにも、いくつかの長期的要因により、低利環境が長期にわたり継続する可能性がある。まず、不動産市場でも世界経済全体でも、非常に高水準の流動性があることが普通となっており、そのため従来の需給法則から言って借入コストは低下する傾向にあると言える。その他の要因としては、債券運用会社のピムコが最近発表した報告書の中で「最も重要な長期的要因は人口動態とテクノロジーである。長寿化により望ましい貯蓄額が増える一方、新たなテクノロジーにより資金が節約され、またテクノロジー自体も低価格化が進んでいるため、投資に対する事前の需要が減少する。その結果、過剰貯蓄が発生し、利率の「自然な」レートがますます押し下げられる傾向となる」と指摘している。

日本は、低利環境が長期に渡って続くというシナリオの代表と言ってよいだろう。政府は金融緩和政策を続けている。ただし昨年日本の利率は若干上昇に向かった。日本に拠点を置くある投資家によると「今も若干のタイト化が続いており、銀行は融資対象についてかなり選択的になった。だが、外国のスポンサーがついていればノンリコースローンは引き続き80～90ベースポイントの範囲で借りられ、LTVも55%～60%程度が認められる」という。利率がこうした水準にあることが、日本の投資家にとって大きな魅力の1つになっている。キャップレートは低いものの、借入コストとのスプレッドにより、キャップレートが遥かに高い市場に匹敵するリターンを得られるからだ。



図表2-9 民間貸付の一般的な融資条件 (5年物スワップまで)

市場	借入金比率 (LTV)(%)	参考基準レート	スプレッド (ベースポイント)	借入コスト (ベースポイント)
オーストラリア	50-50%	5年物スワップレート：1.40%	140-190	280-330
中国	50-60%	1年～5年の基準貸付：4.75%	200-500	675-975
日本	50-60%	日本円スワップレート+TLスプレッド：0.2%	40-60	60-80
韓国	50-60%	4年物スワップレート：2%	120-180	320-380
シンガポール	50-60%	5年物KTB：1.6%	150-200	310-360

出所：ドイチェ・アセット・マネジメント (DWS)、ブルームバーグ (2019年6月時点)

ノンバンクによる融資が拡大したが・・・

とはいえ、一部の市場では規制の圧力により銀行融資が受けにくくなっており、大幅に制限されたケースもある。同時に、債券市場よりも高いリターンを求める投資家や、不動産のサイクルが変わった場合により良いプロテクションが得られる担保付き取引を望む投資家の数が増えつつある。

その結果、ノンバンクのレンダーにとって需要と供給の両面で市場が生まれている。オフショアの銀行、プライベート・エクイティ投資家、デットファンドなどが参入し、不良債権からメザニンローンまであらゆるものを提供している（ある投資家によると、メザニンローンはデットのリターンとしておそらく最高だという）。

オーストラリアでは国内銀行が規制当局により事業者向け・消費者向けの融資基準の厳格化を強いられている。2019 年 7 月には自己資本要件がさらに引き上げられ、その結果オーストラリアの四大銀行は相対ローンやクラブローンを組み合わせる通常のやり方では需要に対応することができなくなった。そのためノンバンクが建設や土地取得取引向けの融資のギャップを埋めるケースが増えており、時に

はコア投資向け融資にも進出している。国内の銀行がローン期間が 5 年以上の融資を行うことはまれだが、機関投資家ファンドはより長期のローン供与にも積極的だ。

新たに参画している顔ぶれも多彩だ。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）は総じて反応が遅いため、外国の銀行がビジネスを獲得する機会も増えている。だが利回りの低下とともにスーパー・アニュエーションも高利回りの投資に向かわざるを得なくなっており、運用会社を使った融資方式を採ることも多い。

例えば 2019 年 7 月、国内のある大手デベロッパーがスーパー・アニュエーションの一つからシニア債で 3 億 6,000 万豪ドルを調達した。これは優良企業をアンカーテナントとするブリスベンの大規模オフィスビルの再開発に充当される。当時、この取引はノンバンクによる単独のシニア債として同国最大と評された。銀行ならばこうした案件はクラブ取引とするのが普通だが、この分野を専門とするあるコンサルタントによると、この借手が単一の調達先を望んだという。「単一のレンダーのため取引リスクが低く、この取引が成立した。これにより、機関投資家級の資産に対してもノンバンクの資金を利用可能なが分かる」。

現在、さらに多くの（そしてさらに大型の）取引が進行中であり、そうしたレンダーの一社の推定によると、オーストラリアの不動産事業者によるノンバンク融資の需要は 2023 年末までに 500 億豪ドルに達すると予想される。

大手で信用力があるオーストラリアのデベロッパーなら、ノンバンクからの資金調達に何の問題もないが、よりリスクの高い取引には融資を控えるという長期的な傾向が見られる。二番手のデベロッパーや高レバレッジの投資、加重平均賃貸期間（WALE）が短期の移移的商品（政府のガイドラインによる規制が継続中）などがこれに該当する。例えば、あるアジアのデットの専門家によると、このところ「商業施設向けにはほとんど融資されない」という。

中国でも、中央銀行が国内銀行による不動産部門への貸付を削減しており、不動産部門は不動産や土地の取得・開発用の資金を調達できなくなった。そのためオフショアプラットフォームが、資金力のある機関投資家の資金を使ってメザニンローンを提供するという機会が生じている。ある投資家によると「中国のような市場では、こうしたタイプのスポンサーが活用できるノンバンクの資金がある。中国

の銀行は 5 年物ローンや 7 年物ローンの提供は難しく、60% の LTV も難しく、自分以外のオンショアの銀行とオフショア取引を行うことも難しい」。加えて、中国では今後 5 年間で約 700 億米ドル相当の商業不動産ローンがリファイナンスの時期を迎えるとの推定もある。Chapter 1 で述べたように、中国でもディストレス状態の相手に融資することも可能だが、これまで中国市場においてこの種の機会が外国人投資家に有利に働いたことはない。

一方、インドの銀行は過去 2 年間にわたり事業用不動産へのエクスポージャーを横這いとしてきた。これは規制が強化されたためでもあり、また国内デベロッパー向け債権が大量に不良化し、このエクスポージャーを最小限に抑える必要があったためでもある。当初、インドの非銀行金融機関がこの隙間に入り込んでいたが、彼ら自身が財務問題にぶつかり、今では手を引いている。そのため外国のファンドが資金難に苦しむデベロッパーにシニアローンを提供する機会は大いに考えられる。

・・・まだ需要は少ない

だが、オーストラリア、中国、インドで機会が浮上しているにもかかわらず、大半のアジア市場ではノンバンクからのデットの需要は低位に留まっている。利率が再び下降に向かい、また銀行は利率の上昇時であってもその影響（つまりスプレッドの縮小）をいくらか吸収することを選択しているため、ノンバンクによる融資額は予想ほどには増えなかった。ある投資家が述べたように「ノンバンクの資金は利用可能だが、そのコストを払ってまで借りたいという強い需要があるかは分からない。現在の利率と比べて現実的と思われるようなノンバンクの資金は不十分だ」。

ここ数年欧米で人気が高まったノンバンク融資の一つはデットファンドで、プライベートエクイティの資金をプールし、そこから借手にシニアローンやメザニンローンを提供するという仕組みになっている。ただし、新設されるデットファンドは枚挙にいとまがないが、こうしたファイナンスの人気は既にピークを迎えたか

もしれない。プレキンによると、全世界の不動産デットファンドが保有するドライパウダーは 2012 年の 120 億米ドルから 2019 年 3 月には 610 億米ドルに増加し、デットファンドによる資本調達も 2018 年と 2019 年に大きく落ち込んでいる。

アジアでは数年前から、デットファンドは新興投資部門としてすぐにニッチを見つけると喧伝されてきた。だが実際には、市場が既に流動性に満ちている中で、デットファンドのマネジャーたちは資金の展開に苦労している。それに対し銀行は顧客との融資関係を深めるとともに、資金コストの低下によりメリットを得ている。これらは融資の利益率が下がっている状況で大きな差別化要因となる。あるアジアのデット資金の専門家は「この 1 年間、アジアのデットファンドの数はたいして増えていない。デットファンドを組成したいとの声は多いが、実際にはやっていない」と述べている。

その理由の一つは、おそらくメザニンローンを除き、総じて利益率が低いことだ。この専門家は続けて「現在、銀行は融資にあまり熱心ではないかもしれないが、だからといって資金コストに大きな開きが出ることはない。銀行が 65% の LTV ではシニアローンを供与しないとしても、ノンバンクがそこに入り込み、そうしたローンの通常の利率に 2% 上乗せできるわけではない」と述べた。

加えて、デットファンドとノンバンクが信用リスクの評価能力を欠いていることが問題を引き起こしている。シンガポールのある投資家は「痛い目にあったところもある。融資先が過剰資本だったり、収益源がなかったり、制度上の問題があったりしたためだ。また「顧客確認」(KYC) が不十分だった可能性もある」と指摘する。この点で、ごく一部の有力ノンバンクは比較的優れた実績があり、今後もノンバンク融資市場のリーダーの地位を保つだろう。

アジアでデットファンドを組成する上で、デットチームを作るのが非常に難しいことも問題となる。通常、デットファンドの組成には既存のエクイティファンドのチームから選抜して

これに充てるのだが、デットは比較的回ターンが少ないため、依然としてエクイティの方が優先される。ある投資顧問によると「デットにはアップサイドがない。デット取引の IRR（内部収益率）が 6% でエクイティ取引が 12% ならば、12% の IRR が得られる方にリソースを集中投入することになる。同じチーム内でデットとエクイティの担当者を切り替えるわけにもいかないだろう」。

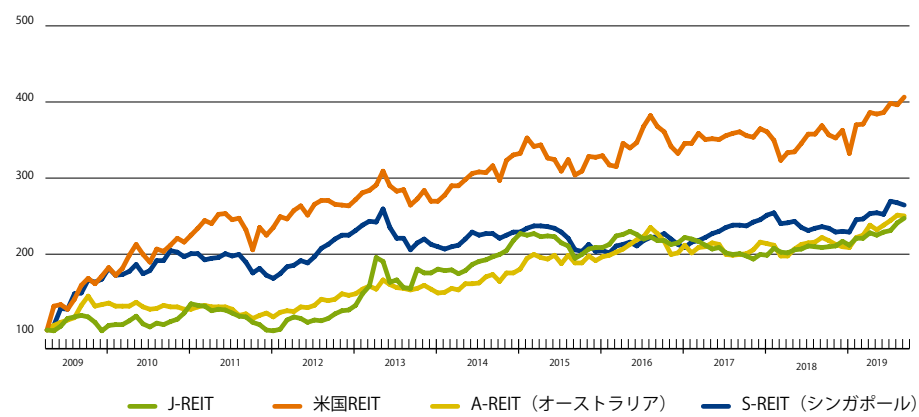
エクイティ取引に対しデット取引にアップサイドがないという状況は、利率が低下し始めたことでさらに悪化している。確かにアジアのキャップレートは低いとはいえ、それでもプライベートエクイティ投資家は銀行からの借入コストに対して良好なスプレッドを得られるのだ。例えばオーストラリアでは、デットファンドは 3 年～ 5 年のローンに対して 3% のリターンを得られるとしても、「3% の利回りでアップサイドがなければエクイティファンドがデットに切り替える理由はない。賃料の上昇とキャップレートの低下で 3% は得られる。私の予測では、次にデットファンドの波が来る時には貸出利率を下げ、銀行がやりたくないような取引において銀行と完全に競争できるようにするだろう」。

REITの興隆

アジア太平洋地域の REIT の投資口価格は、米国の利下げが始まったことを受け、2019 年に上昇した。現在、多くの REIT (特にシンガポールの REIT) が盛んに取得を行っている。これは新規取得向けの資金コストが低下しており、また利回り商品に対する投資家の関心の高まりが予想されることに乗じた動きだ。中でも、今年は機関投資家の関心が不動産の直接取得よりも REIT に向かっていると囁かれる。これは REIT が本質的に流動性が高いことと、良質の単独不動産がますます少なくなっているためだ。日興アセットマネジメントがシンガポールで上場している上場インデックスファンドアジアリート (J-REIT 以外のアジア REIT に投資するファンドオブファンズ) は 2019 年 1 月からの 9 か月間で 14.6% の ROE を見込んでおり、分配金利回りは平均 3.7% としている。

日本の REIT (J-REIT) も好調で、2019 年 1 月からの 9 か月間で東証 REIT 指数が 22.8%

図表2-11 REITのパフォーマンス指数(国別)



出所：ドイツ・アセット・マネジメント (DWS)、ブルームバーク (2019年8月時点)

上昇した。その結果 J-REIT の投資口価格は 2007 年の危機以来の最高値を付けた。J-REIT の平均利回りは 3.8% で、シンガポール REIT の約 5% ～ 6% のリターンには及ばな

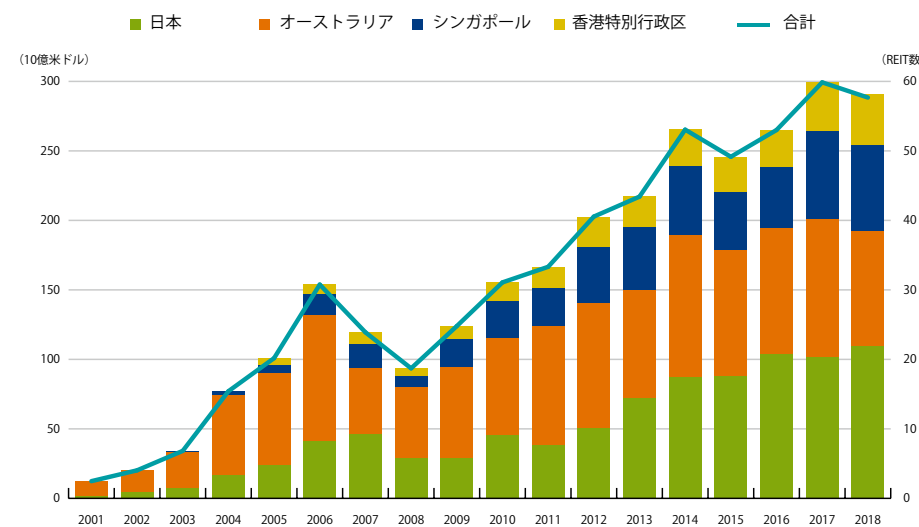
いものの、日本の 10 年物国債の利回りはマイナスのためスプレッドは 400 ベーシスポイントあり、こちらはシンガポールに比肩するものだ。

シンガポール

シンガポール REIT (S-REIT) は大成功を収め、それがこの業界の今後の進路を決める大きな要因となった。現在、上場 REIT ・不動産信託は 38 銘柄あり、シンガポールという投資適格資産のストックが比較的小さい都市にあって REIT 同士の競争が厳しく、それが二つの大きな流れを生み出している。第一に、小規模 REIT 間の統合は不可避の状況だ。規模の大きい REIT の方が投資口の売買頻度が高いが、それは浮動投資口が多く、アナリストのカバレッジも多く、主要インデックスに組み込まれる可能性も高いためだ。さらに、合併した REIT は資産ベースが拡大し、通常はレンダーから信用リスクが少ないと見なされるため、資金調達がやりやすくなる。

第二に、REIT は取得可能な資産を見出すためにオフショアに向かわねばならない。現在、全 S-REIT の保有資産の約 40% はシンガポール国外にあり、この数字は今後さらに高まっていくと予想できるだろう。ただしオフショ

図表2-12 アジア太平洋地域の主要REIT市場の時価総額(国・地域別)



出所：DWSインベストメンツ

アでの取得は問題をはらんでいる。一般的に REIT はその利回りを高める資産を買わねばならないが、多くのアジア太平洋市場の投資適格資産はキャップレートが低下し、現在の S-REIT の分配金利回りを下回っているからだ。そのため S-REIT は投資先として、キャップレートが比較的高いオーストラリアを好むようになった。ある S-REIT のマネージャーがコメントしたように「S-REIT はオーストラリアの長期ファンドよりも大きくオーストラリアに食い込んでいる」。

日本も S-REIT の選択肢になっているが、総じて利回りが低い。あるファンドマネージャーは「日本への投資は資金の一部を分散できるという点で良いと思うが、シンガポールと日本の分配金利回りの差を考えると、日本でうまくいくかは分からない。日本は 3.5% でシンガポールはほぼ 6% だからね。とはいえ一部の S-REIT は日本で吸収合併を図る可能性がある。シンガポールの大手スポンサーの中には日本で信頼を得ているところもあるから、これはうまくいくかもしれない」と述べた。

日本

J-REIT は引き続き日本の事業用不動産市場における取引の中心勢力であり、2018 年度(2019 年 3 月期) には東京の事業用不動産取引全体の約 38% を占めた。J-REIT の優位性は外国人投資家の比率が低いことの要因になっている。ドイツ銀行によると、その比率は 13% に過ぎず、これは香港特別行政区と中国本土を除くアジア太平洋諸国の中で最低水準にある。

J-REIT 市場は 1,100 億米ドルと巨大ではあるが、おしなべて非効率性が高い。多くの投資法人は小規模で運用も拙く、投資口価格は純資産価値 (NAV) を大きく下回っている。基本的に、そうした REIT はポートフォリオレベルでの投資を図っている大手投資家には格好の買収対象となりうる。特に、東京市場で取得可能な資産の数が乏しい現状ではなおさらだ。だが、J-REIT 市場の整理統合が是非とも必要であるのに、最近までそうした考えは空想上のものでしかなかった。日本では非友好

的なテークオーバーが成功することは滅多にないからだ。

とはいえ、2019 年 9 月に東京およびその周辺の資産を主体とする 5 億 7,000 万米ドルの J-REIT に対する敵対的買収が行われた。これを受けて状況は徐々に変わっていくかもしれない。東京のあるファンドマネージャーは「基本的に先行きの見込みのない REIT に対する非友好的テークオーバーは、長らく望まれていたものだ。今後は増えていくと思う。もはや存在理由を失った REIT は買収されていくだろうし、REIT もじつと座って『済まないが関心がない』などと言ってはられないことを承知している。これをきっかけに REIT 市場が変わり視点も変わって、投資主のために運用を行い分配金を支払うようになることを期待したい」と述べた。

敵対的買収であれ他の方法であれ、J-REIT 市場の統合はコーポレートガバナンスの観点のみならず、政府の資産購入プログラムにも適した大規模な REIT グループを創出する上でも健全なことと言えるだろう。日本銀行は量的緩和策の一環として、市況に応じ年間 900 億円 (8 億 4,000 万米ドル) 相当の J-REIT 投資口を買い入れる方針を掲げている。だが最低資本金と流動性の要件があるため、60 数銘柄の J-REIT のうち日銀の購入プログラムの対象となるのは半分に満たず、買い入れは限られた数の REIT に集中している。その結果、2010 年に購入プログラムが開始されて以来、日銀は継続的な買い入れを行い、大手 J-REIT10 数銘柄の投資口の 5% 以上を保有するに至っており、それらの投資口価格の上昇基調を自ら作り出すことができる。市場の統合により適格な REIT の数が大きく増え、結果として購入プログラムのそうした歪曲効果が軽減される可能性がある。

オーストラリア

オーストラリアの REIT (プロパティ・トラスト) 市場はアジア太平洋地域において最も長い歴史がある。また、かつては規模も最大で他を引き離していた。市場統合により過去 5 年間でオーストラリアのリート (A-REIT) は 49 銘柄から 40 銘柄に減り、シンガポール(38 銘柄) とほぼ同数になっている。とはいえオーストラリアの REIT 部門は遥かに大きく、時価総額の合計はシンガポールの 619 億米ドルに対し 823 億米ドルにのぼる。

オーストラリア市場には投資適格資産が不足していることから、外国人投資家がオーストラリア不動産へのエクスポージャーを手早く得る上で A-REIT の買収が魅力的な方法となっている。2018 年にはカナダのある投資家が大規模オフィス REIT の一つを買収した。こうした買収は、買手が外国人投資家であれ国内投資家であれ、今後増えていきそうだ。

A-REIT 部門は規模こそ縮小しているものの、不動産市場のニッチ部門へのエクスポージャーを求めている投資家にとっては特に魅力的なはずだ。投資家が専門性の高い部門へのエクスポージャーを求めている時代には、ニッチな資産クラスの専門家が運用する幅広いポートフォリオを提供可能なビークルとして、上場ファンドは非常に理にかなっている。

インド

インドでは、途中に何度かフライングがあったものの、5 年をかけてついに最初の REIT が登場した。その名はエンバシー・オフィス・パーク REIT で、ポートフォリオはオフィスパーク 7 件とオフィスビル 4 物件で構成され、当初の配当金利回りは 8.25% 前後となっている。上場後 6 か月で投資口価格は約 34% 上昇し、インプライド・イールドは 6% を切った。これは高リスクと認識されている市場にしては非常に低いレベルだ。あるインタビュー回答者は、税金が高く通貨ボラティリティも大きいことを考えると、インドの REIT がアジア太平洋地域の主要 REIT 市場にリスク・リターンベースで肩を並べるには 12% ～ 13% の利回りで取引されるのが妥当だと指摘した。

インドのあるコンサルタントは「論理的には現在の価格は不適切だ」とし、価格がそこまで上昇した理由を二つ挙げている。まず、このREITが投資家に第1四半期の配当金を払うという最初のハードルを乗り越え、懐疑的な市場に対し、実際に堅実な投資であるとの信頼感を与えたことだ。次に、インドのオフィス部門では資本増強が進行中（エンバシーの上場自体がその一因であることは否めない）であり、それによって投資家心理がさらに強気になっている面がある。

このコンサルタントは続けて「投資口価格を吊り上げているのは個人投資家ではなくアナリストたちだ。一般的な見方として、最近行われた他の取引と同等レベルのキャップレートでこのポートフォリオの価値を割り引いた場合、市場価格は上がってしかるべきことになる。ただし、そうしたキャップレートが適切と考えるかどうかは別問題だ」と述べた。

詰まるところ、他の大半の市場のREITとは異なり「利回りはあまり重要ではない。というのは、インドの大手IT企業は1平方フィート当たりの月額賃料として1米ドルにこだわっており、エンバシーのポートフォリオの加重平均賃料はそれとあまり変わらない。そのため、賃料の上昇ではなくキャップレートの低下が投資口価格を引き上げているのだ」。

エンバシーREITの経験が今後のインドREITの上場にとって吉兆と捉えられていることに不思議はない。南インドとムンバイの数社を含む他の国内デベロッパーが自身のポートフォリオの上場を図っており、2020年には2つか3つのREITが新たに市場に登場しそうだ。



Chapter 3：注目すべき市場と部門

「投資家には、アジアに投資するなら自国市場でのリターンのプレミアムを狙うのではなく、中長期的な成長と分散を目的にすべきと言いたい。

サイクルの全段階でそんなプレミアムを期待することは無理だからだ」

現在の不動産サイクルの終わりが近づくにつれ、アジア太平洋の不動産を狙う投資家は、大規模で流動性に富みディフェンシブな市場への注力を強めている。新興市場は、目立った例外が一つあるものの、人気が衰えつつある。

今回の調査ではシンガポール、東京、シドニーとメルボルンの4都市が投資見通しの上位5位内にランクインした。いずれも流動性に富み透明性の高い市場だ。また、いずれも前回のランキングでやはり上位5位に名を連ねていた。前回の調査では景気の下降が近づいているとの懸念が初めて示された。投資見通しの上位10位に入った残りの都市も同様に大規模で流動性が高い。

今回の調査で好評だった都市のうち例外的なのはホーチミンシティだ。過去5年間にわたり投資見通しのランクを上げてきており、今回は投資見通しで3位、開発見通しではトップに躍り出た。特筆すべき点として、ホーチミンシティは今回の「バイ」「ホールド」「セル」の推奨においても、すべての資産クラスでトップにランクされた。

ベトナムは高い経済成長を示しており、人口動向も良好だ。そしておそらく最も重要な点として、中国から製造業が徐々に移転しておりベトナムがその最大の受益者と見られていることが挙げられる。透明性は依然として弱点の一つだが、改善しつつある。

にもかかわらず、ホーチミンシティは投資適格資産が比較的少なく、またリスクが高いことが不動産投資家にとって問題となっている。実際、多くのインタビュー回答者が、場違いの市場に既に過剰な資金が集中していると指摘した。ある投資マネジャーが述べたように「ベトナムに必要なのは中間所得層向けの本当に手頃な価格の住宅なのだが、実際に建てられている住宅は高級すぎる」。

アジアの他の成長市場に対する投資家の関心は低い。ジャカルタとマニラは投資見通しランキングの下から4分の1付近に低迷してお

り、開発見通しでも新興市場の都市の中で上位10位に入ったのは（ホーチミンシティを除き）ムンバイとバンコクだけだった。米国で景気後退の懸念が高まる時は、投資家は常に新興市場を警戒するものだ。経済に問題が生じると、新興市場の流動性の低さと通貨のボラティリティにより危険性が特に高まることを経験が証明しているためだ。

とはいえ、投資家はインドに対しては長期的な投資先として関心を持続けている。ある投資家が述べたように「現在の心理としては『もう二度と投資しない』から『ここにいる必要がある』に移りつつある。そうした前向きの投資家心理はランキングに反映されていないが、それはおそらく、インドを高評価しているのが若干の大手投資家に限られ、大部分の投資家はそうではないことが原因だろう。

図表3-1 都市別の投資見通し (2020年)

	全体的に悪い	普通	全体的に良い
1	シンガポール	6.31	
2	東京	6.11	
3	ホーチミンシティ	6.06	
4	シドニー	5.99	
5	メルボルン	5.95	
6	深圳	5.86	
7	上海	5.73	
8	大阪	5.69	
9	広州	5.36	
10	ソウル	5.29	
11	バンコク	5.11	
12	ムンバイ	5.07	
13	北京	4.97	
14	台北	4.95	
15	ニューデリー	4.93	
16	バンガロール	4.90	
17	マニラ	4.87	
18	ジャカルタ	4.86	
19	オークランド	4.83	
20	中国の二番手都市	4.77	
21	クアラルンプール	4.73	
22	香港特別行政区	3.93	

出所:Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

中国の二番手都市は引き続き不人気だが、それは北京も同様だ。北京は深圳や広州よりも規模が大きく流動性も高い市場であるにもかかわらず、投資見通しと開発見通しのいずれも両市に大きく後れを取っている。深圳と広州はグレーター・ベイエリア（大湾区）の統合から恩恵を受けていると言えるだろう。大湾区では大規模なインフラ投資が行われており、珠江デルタ全体の接続性が改善されつつある。これに対し北京は資金力のある国営企業が幅を利かせており、高い値段で資産を取得し無期限に保有し続けるため、外国ファンドにとって資金を投入しにくいことが多い市場だ。

一方、香港は投資見通しと開発見通しの両方で最下位に転落した。香港では数か月に及ぶ街頭デモにより観光客が激減し、それが商業施設部門やホテル部門にも波及して深刻な打

図表3-2 都市別の開発見通し (2020年)

	全体的に悪い	普通	全体的に良い
1	ホーチミンシティ	5.96	
2	シンガポール	5.77	
3	シドニー	5.71	
4	東京	5.64	
5	メルボルン	5.56	
6	深圳	5.35	
7	上海	5.32	
8	大阪	5.28	
9	ムンバイ	5.21	
10	バンコク	5.10	
11	マニラ	5.08	
12	ソウル	5.07	
13	広州	5.06	
14	バンガロール	5.04	
15	ニューデリー	5.03	
16	中国の二番手都市	4.91	
17	ジャカルタ	4.86	
18	オークランド	4.82	
19	台北	4.76	
20	クアラルンプール	4.71	
21	北京	4.63	
22	香港特別行政区	3.96	

出所:Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

撃を与えている。だが同時に、仲介業者によればオフィスの空室率は過去の水準から若干の上昇に留まっており、また最近の数か月間にほとんど取引が行われていないため、中心業務地区（CBD）の不動産価格はほとんど、あるいはまったく動いていない。

オフィス
バイ:ホーチミンシティ、シンガポール
セル:クアラルンプール、香港

商業施設
バイ:ホーチミンシティ、マニラ
セル:台北、オークランド

住宅
バイ:ホーチミンシティ、バンコク
セル:クアラルンプール、香港

産業施設／物流施設
バイ:ホーチミンシティ、広州
セル:香港、台北

ホテル
バイ:ホーチミンシティ、東京
セル:ムンバイ、マニラ

上位ランクの都市

シンガポール
(投資見通し1位、開発見通し2位)

最近まで、シンガポールは数年間にわたり、すべての不動産部門が平均以下のパフォーマンスに甘んじていた。他のアジア太平洋市場が上昇軌道を描くなか、シンガポールは下降を続け、景気低迷とハイエンド物件の供給過剰により空室率が急上昇し不動産価格と賃料は下落した。

本書の2017年版ではシンガポールは投資見通しのランキングで21位に沈んでおり、潮流の変化がいかに速かったかを如実に示している。現在では、オフィス部門は過剰供給をほぼ吸収しており、空室率は過去最低でパイプライン上の供給量も限定されているため、中

図表3-3 投資見通しの順位の変遷

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
シンガポール	1	2	3	21	11	9	7	3	1	1	5
東京	2	4	7	12	1	1	1	13	16	12	7
ホーチミンシティ	3	7	5	4	5	13	19	18	10	11	13
シドニー	4	3	1	9	2	4	5	4	3	6	6
メルボルン	5	1	2	16	3	5	13	10	7	9	9
深圳	6	8	6	5	18	19	10	16	-	-	-
上海	7	6	4	6	9	6	2	2	2	2	1
大阪	8	5	10	15	4	3	9	22	21	19	18
広州	9	10	8	10	20	20	6	15	6	8	12
ソウル	10	9	19	17	7	7	15	14	19	16	4
バンコク	11	11	16	8	19	16	11	6	14	17	19
ムンバイ	12	13	12	2	13	11	22	20	15	3	8
北京	13	12	11	11	14	10	8	7	5	7	3
台北	14	21	22	22	17	18	16	9	8	13	11
ニューデリー	15	17	20	13	16	14	21	21	12	5	10
バンガロール	16	16	15	1	12	17	20	19	9	10	14
マニラ	17	19	18	3	8	8	4	12	18	20	20
ジャカルタ	18	15	14	7	6	2	3	1	11	14	17
オークランド	19	20	9	14	10	15	17	17	20	18	16
中国の二番手都市	20	18	17	20	22	22	12	8	-	-	-
クアラルンプール	21	22	21	19	21	12	14	5	17	15	15
香港特別行政区	22	14	13	18	15	21	18	11	13	4	2

出所:Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート
「-」はデータなし

期的見通しに関する投資家のマインドが復活している。

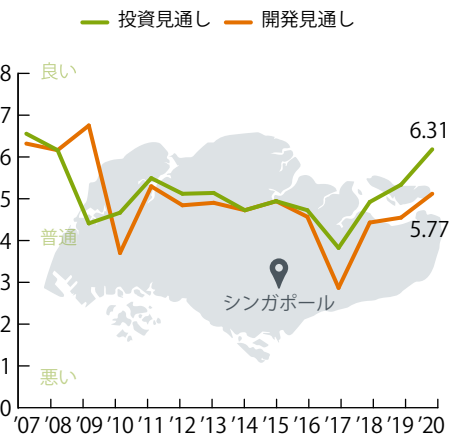
シンガポールはアジア太平洋地域において2019年上半年期に取引が急増した数少ない市場の一つであり、投資の大半はクロスボーダー資金によるものだ。リアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、取引高は前年同期比73%増の49億米ドルとなった。ただし伸び率が高いのは前年同期の取引高が少なかったことにもよる。ちなみに、シンガポール以外で前年同期比がなんとかプラスとなったのはオーストラリアのみで、取引高は3%増の119億米ドルだった。シンガポールは、地政学上の引火点と見なされている中国本土や香港特別行政区を敬遠した投資家の関心が高まったことから格別の恩恵を受けている。2019年下半年の取引高も堅調と予想される。

2019年の投資の多くは高額取引であり、上半期に行われた取得のうち3億米ドル以上したものが6件あった。市場が活況のときに売りたいという所有者の思惑もあり、流動性がさらに高まっている。オフィスのキャップレートは3.6%とアジア太平洋地域でも最低水準にあり、不動産価格は世界水準から見ても高額で推移している。一方、コワーキング事業者による成約に牽引され、賃料も順調だ。

ほとんどのアナリストは、最近の街頭デモの影響で香港から企業が大量に脱出する可能性は薄いと見ているものの、2019年にはセーフ・ヘイブン（安全な避難所）を求める香港の資金がシンガポールへと流出を続けた。それがシンガポールの高級住宅市場に恩恵をもたらし、またオフィスの稼働率も一定程度押し上げている。現地のあるファンドマネジャーはシンガポールではプライベートバンキング（富裕

層対象の金融サービス）がスペース需要を生み出している。プライベートバンキングの口座が急拡大しているため、所有者や事業者は躍起になってスペースを探している」と述べた。

また、シンガポールは東南アジアの資金がオフショアの投資先として真っ先に選ぶ市場になっている。最近、タイの資産運用会社が海外投資を認められるようになったことから、このところタイの投資家がインドネシアの投資家と手を組みシンガポールで活発に活動している。

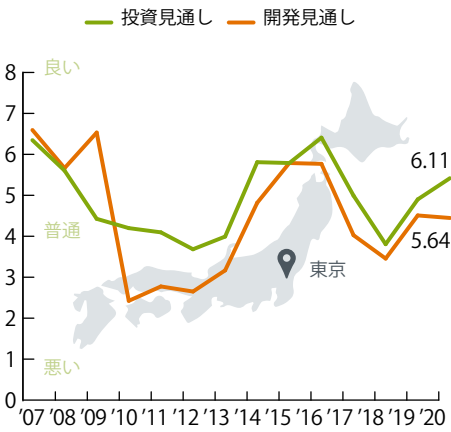


東京
(投資見通し 2 位、開発見通し 4 位)

東京は国内の投資家や企業が圧倒的に強く、2019 年上半期の取引高の 80% が国内プレーヤーによるものだった。とはいえ、アジアで最も流動性の高い市場の一つである東京において、海外投資家にもまだ機会はある。2019 年には香港と韓国の投資家が取引を拡大する一方、米国の投資家は 2009 年のリーマンショック以来の最低水準に沈んだ。

日本国債の利回りが過去最低水準にあることから、資金の借入コストもアジア太平洋地域で最低であり、東京のキャップレートの高さにもかかわらずデットコストとのスプレッドは良好だ。レバレッジも簡単に手に入る。ただし借入額比率 (LTV) については、数年前には 90% 超という (正直なところ馬鹿げた) 高率も見られたものの、このところ 60% 台が上

限とされることが多い。また、東京は投資委員会を説得しやすい市場だ。東京に資金を配分しておけば誰も失職することはない。



あるプライベートエクイティファンドのアジア不動産責任者は「日本はマクロの観点から何十年もエコノミストに嫌われてきたが、この 10 年について言えば最良のリターンを得られる市場の一つとなっている。絶対リターンも素晴らしいが、リスク調整後リターンはさらに良い。たとえ世界一ではないにしても」と述べた。

だが、オフィスのキャップレートは 3% ~ 3.5% の間で、価格も高止まりしている。東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「市場にまだ多額の資金があるため、物件がなかなか売りに出ない。買い手には事欠かず、ひとたび入札となれば非常に激しい競争となる」。しかし、こうした水準では多くの投資家が二の足を踏んでいる。RCA によると、2019 年上半期の取引高は 19% 減少した。

オフィス部門の勢いが弱まり、マルチファミリー住宅のキャップレートも魅力のない水準 (3% 強) に低下しているため、多くの投資家が他の部門に目を向けている。商業施設は、最近行われた消費税率の引き上げに加え、韓国 (および潜在的に中国) との緊張により訪日客数が減っていることから、目下のところ問題が多いと見られている。一方、物流施設は相変わらず人気の高いオプションだ。

オリンピックが来夏に迫っているが、多くの投資家は、オリンピック終了後によく見られる反動がやはりあるものと予想している。特にホテル業界は、過剰供給や新規施設の運営のまずさが既に問題化しており、影響が大きいと見られる。

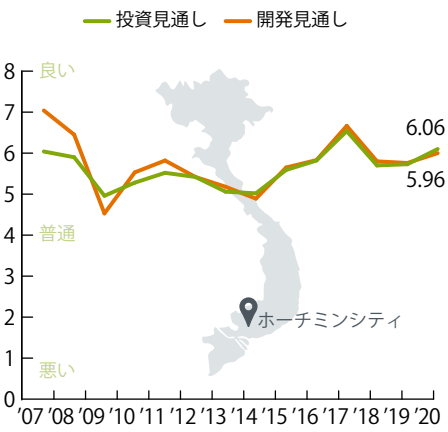
そのため、ディストレスへの投資機会も増えていく可能性がある。

ホーチミンシティ
(投資見通し 3 位、開発見通し 1 位)

ベトナムの金融の中心地であるホーチミンシティはこの 5 年間に人気が急上昇し、投資見通しと開発見通しの両方でランキングのトップ近くに座を占めている。

大手プライベートエクイティファンドのアジア不動産責任者 (香港在住) は「ホーチミンシティは機関投資家の投資対象にはなっていないが、中国の一番手都市の道筋を辿るものと期待される。人口動向は非常に良好だ」と語る。「10 年以上にわたってベトナムに投資を行い経験を積んだ投資家が十分にいる。つまり現地の事業者も経験を積んでおり、しかも不動産のみならず機関投資家や彼らが求めるガバナンスについても経験を深めている。他の新興市場に比べ、ホーチミンシティのチャンスは大きいと思う」。

とはいえホーチミンシティの見通しに対する評価は高いものの、外国投資の規模が追い



上位の 5 市場



ついていない。これは市場規模が小さく投資適格資産が見つかりにくいことが主な理由だ。ある投資マネジャーが述べたように「数十億ドルのファンドが10%か20%をベトナムに配分するとしたら、意味のある配分ではあるが、この市場の年間の国際不動産取引高の相当な割合を占めることになる」。

若干のプライベートエクイティ投資家がベトナムでプラットフォーム投資を行っているが、ホーチミンシティの不動産に投入される資金の多くは開発投資で、特に住宅部門をターゲットとするものだ。その結果、過剰建設の問題が生じている。土地の価格と賃料も全部門にわたって上昇した。あるインタビュー回答者によると「今やホーチミンシティの商業施設の賃料はマニラの同様の商業施設の3倍以上になっている」。

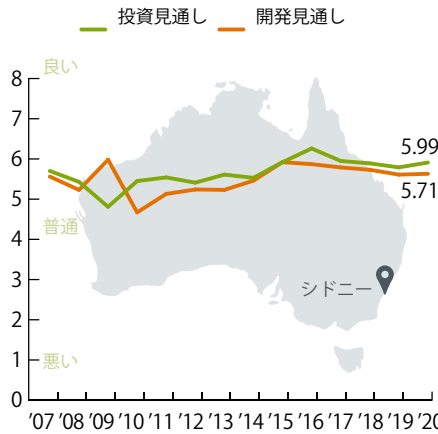
だが、こうした問題の解決を図って政府が介入している。現在、反腐败キャンペーンが進められており、特に不動産デベロッパーが対象とされている。また、住宅部門で起きた直近の過剰供給問題にも当局が介入した。ベトナムで活動しているあるオパチュニスティック投資家は「ホーチミンシティでは少なくとも1年半にわたり許認可が下りていないと思う。そのため需要は積み上がるものの供給がない状況だ。当社では最近住宅プロジェクトを1件ローンチしたが、当日の午後だけで200戸も売れてしまった」と語る。総じて、需要はアフォーダブル住宅とミドルマーケット向け住宅の方が、過剰供給問題が最も深刻なハイエンド住宅を上回っている。

特に韓国と日本のデベロッパーがベトナムで活発に動いており、母国からやってくる製造業の支援に注力している。中国から製造拠点を移転する動きが強まるにつれ、ベトナムでの製造能力の構築が急速に進んでいる。とはいえ良質の物流施設は依然として供給不足のままだ。

シドニー
(投資見通し4位、開発見通し3位)

オーストラリアは長年にわたり、国内資金と海外資金の双方を引きつける魅力を放ってきた

が、その理由はおなじみのものだ。流動性が比較的高く成熟した市場であり、良質の資産が多数存在し、経済も安定的で、キャップレートはアジア太平洋地域のどこよりも高い。オーストラリアのクロスボーダー取引の件数は全取引の約50%を占め、これに匹敵するのはシンガポール(55%)だけだ。だが、物件の所有者が売却しようとしなことが引き続き問題となっている。



シドニーのオフィスのキャップレートは昔から高かったが、依然として低下が続いており、5年前には8.0%強だったものが2019年半ばには4.9%まで下落した。トップクラスの物件では4.5%という低さに落ちている。賃料は引き続き堅調で空室率も低いため、当分の間賃料の上昇が見込まれる（ただし上昇ペースは鈍るだろう）。国内の債券利回りが低下していることも、キャップレートのさらなる低下を示唆している。

不動産コンサルタント会社のナイトフランクによると、オーストラリアの住宅開発用地について、2018年末までの5年間に中国のデベロッパーが毎年その25%以上を取得していた。現在、中国政府による流出規制のために中国資金の影が薄くなっているものの、シドニーでは近年、都心のBグレードオフィスを高級住宅に転用するプロジェクトが多数進められている。過去2年間に住宅価格が下落したため、一部のデベロッパーの中にはこうした用地を赤字で手放さざるを得なくなるかもしれない。プロジェクトの完了に必要な資金の確保が難しい場合はなおさらだ。一方、中国のデベロッ

パーは投資を分散し始めており、オフィスビルや低密度地域の住宅プロジェクトも手掛けている。このことから長年にわたって腰を落着けるものと考えられる。

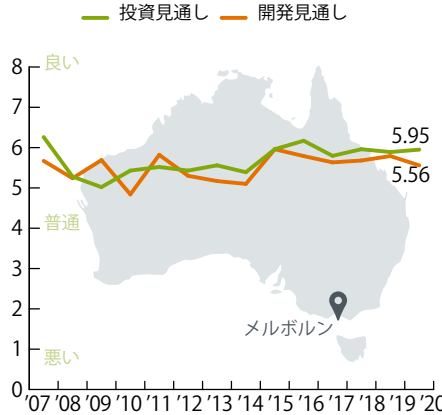
シドニーではすべての資産クラスに対して高い需要があり、アンケート回答者の3分の1強がオフィスビル、住宅、産業施設およびホテルの取得機会を探していると答えた。唯一の例外は商業施設で、現時点では買い手より売り手の方が多い。

この2年間で、シドニーの住宅価格は下落を続けてきた。2019年後半には底打ちの兆しが現れたが、住宅価格はどの基準から見ても依然として高く、調査会社のデモグラフィアによると、シドニーは住宅購入が最も困難な都市として万年1位の香港、バンクーバーに次ぐ3位となっている。

メルボルン
(投資見通し5位、開発見通し5位)

今後の見通しの点で、メルボルンは前回のランキングにおいてライバルのシドニーを凌いだが、それは長くは続かなかった。とはいえ、ビクトリア州の州都であるメルボルンは依然として、アジア太平洋地域の機関投資家が資金の投入先を探す際に真っ先に名を挙げる都市の一つである。

キャップレートは低下を続けている。シドニーよりは若干高いが大きな差はない。メルボルンのオフィス空室率はオーストラリアで最低だが、来年には新規供給が行われるため上昇に



向かうと見られる。一方、不動産価格はシドニーの半分をやや上回る程度であるため、総じて利回りよりも1平方フィート当たりの価格を重視するアジアの買い手にとって格別の魅力を提供している。

投資銀行のクレディ・スイスによると、人口動向が良好で国内経済も多様化しているため、オフィス賃料は今後5年間にわたり上昇基調が続くと見られ、築古のオフィスビルのリポジショニングも見込みがある。2022年にはメルボルン空港鉄道リンクの建設開始が予定されており、事業用不動産と住宅の開発用地も新たに開かれると見られる。

メルボルンの市内および周辺地域では物流施設に対して大きな需要がある。ビルド・トゥ・コアとビルド・トゥ・レットの開発も関心を集めており、空室率も非常に低いことから、これは比較的低リスクの戦略と思われる。eコマースの発展による小売業界は変革を迫られているが、オーストラリアの小売業者は概して変化への適応が遅く、そのため投資家は商業施設の生存可能性を慎重に評価しており、郊外のモールは避け、大規模で有力なリージョナルモールか幹線道路に面した専門性の高い店舗を優先している。

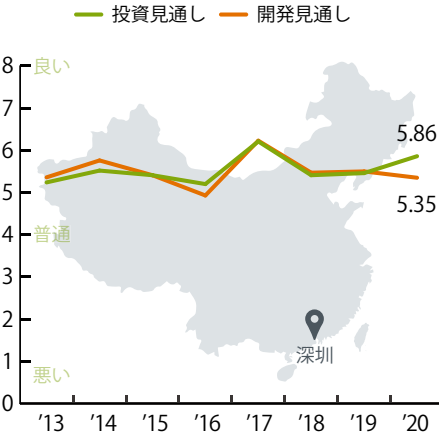
メルボルンも住宅価格は手の届かないレベルにあり、デモグラフィアによる住宅購入難易度ランキングでシドニーに次いで第4位となっている。現在、シドニーの住宅価格は所得の中央値の11.7倍であり、メルボルンでは9.7倍だ。それでも、メルボルンとシドニーではいずれも住宅価格が2年続けて下落しており、市場の熱が幾分冷めている。

深圳
(投資見通し6位、開発見通し6位)

世界で最もダイナミックな都市の一つである深圳は常に自己変革を続けており、繊維製品の製造拠点という歴史的な役割からハードウェア、そして今やソフトウェアと金融へと変貌を遂げている。この地域の他の都市と結ぶ交通網も改善され、深圳は引き続き中国南部において「フォーチュン500」企業が本部を設置したがる場所となっている。

上海は依然として中国本土における最も重要な投資先ではあるが、今回の見直しランキングでは深圳が上海を上回った。これはグレーター・ベイエリア（大湾区）における深圳の重要性を反映している可能性が高い。大湾区とは香港や広州など中国南部の珠江デルタ地域の11都市で構成される大都市圏であり、加速する経済成長力を持ったエリアとして中央政府に指定された地域だ。

上海に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「グレーター・ベイエリアは政府の政策やインフラの整備により人気が高まっている。深圳については、今やGDPが香港を凌いでおり、投資家はますます前向きになっている。だが取引のクローニングは容易ではない。価格も安くはなく、過剰供給の問題もあり、特にオフィスがひどい。そのため取引を行うなら、3年～5年ではなく中長期的な視点で考える必要がある」という。また、多くの大規模オフィスビルが細かく分割して売られ区分所有権として保有されているため、まとめて取得できる資産が比較的小さいことも深圳の特徴だ。



オフィス部門では2019年も大量の新規供給が続き、年内にAグレードのオフィスタワー15棟が竣工を予定している。これにより、CBREによると空室率は過去最高の16.6%となった。これは新規需要のおよそ2年分に相当する。この問題は、米中貿易摩擦によりさらに悪化している。テクノロジーの都市となった深圳の企業が貿易摩擦で特に打撃を受けているためだ。経費削減のため多くの企業が賃

賃オフィスを出てコワーキング施設に移っている。空室の半分はZTE、テンセント、ドローンメーカーのDJIなどテクノロジーの中核企業が本拠を置く南山区に見られる。

深圳は中国で住宅価格が最も高い都市の一つでもある。CBREが最近行った調査によると、ボラティリティが非常に高い市場である深圳は現在、世界で最も高額な都市のトップ5に数えられる。

上海
(投資見通し7位、開発見通し7位)

中国の金融の中心地である上海は引き続き外国人投資家のお気に入りの投資先であり、中国本土のクロスボーダー取引の過半を占めている。今年は、米中貿易摩擦による経済成長の鈍化に加え、国内の銀行とノンバンクによる融資に対する規制当局の締め付けが続いており、国内投資家の取得意欲が削がれている状況にあって、外国ファンドは不動産価格が下落し資産が入手しやすくなったと感じている。

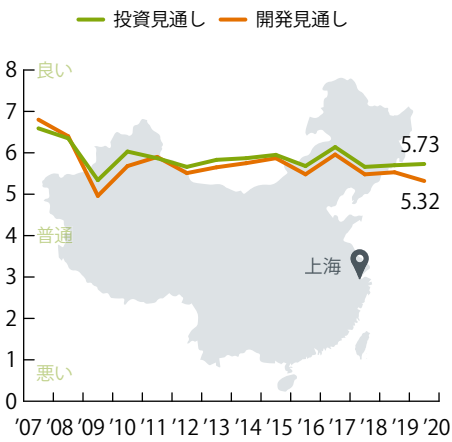
これはわずか数年前までの状況からの急激な反転を示すものだ。当時の外国ファンドは、リスク対報酬の視点が異なるプリズムで国内市場を見ている国内投資家に対抗できなかった。だが2018年と2019年には、上海の主要な事業用不動産取引の過半数が外国人投資家の関与するものだった。

これまで中国で活発な活動を行っていないアジア太平洋地域の投資家は当面、中国本土の取引を敬遠すると思われるが、既に中国向けファンドにコミットしている資金は現在活発に展開されつつある。上海は外国人投資家から重要な主要都市と見なされており、最近、展開を待つ資金が相当額積み上がっている。そのためRCAによると、2019年上半期の取引高は前年同期とほぼ横ばいだが、下半期にはパイプライン上にかなりの取引が見込まれている。

上海のオフィスビルの価格が下落したのは、貿易摩擦によって生じた不確実性が主因である。貿易摩擦を受け、多くの国内企業・外国

企業が拡張計画を保留にした。それに輪をかけて、この2年間にわたり大量の新規供給が行われている。その結果賃料が下落し、空室率も急上昇した。CBREによれば、空室率は2019年半ばには4.4パーセントポイント増の18%と、この10年間で最も高い数値となった。新規オフィススペースで成約に至ったのはわずか140,000平方メートルで、これは2018年の同時期の成約量の20%に過ぎない。

上海の都心やその周辺で入手可能な土地が不足していることから、新規の開発に障害が生じている。そのため個別不動産であれ近隣一帯レベルであれ、「再生」が最重要課題となった。さらに、新規開発プロジェクトの大半が上海の郊外で行われており、そちらに目を向ける投資家が増えている。



大阪
(投資見通し 8 位、開発見通し 8 位)

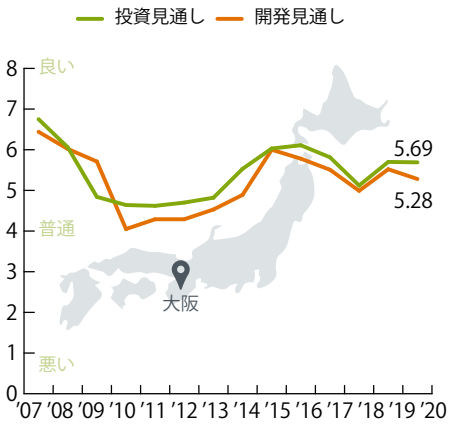
日本の第二の都市である大阪は、オフィス市場の魅力の点で目下のところ東京を凌いでいる。アンケート回答者全体の39%が大阪のオフィスについて「バイ」を推奨したが、この人気の高さはホーチミンシティとシンガポールに次ぐものだ。

ホテルについても回答者の36%が「バイ」を推奨しており、大阪はホーチミンシティ、東京、シンガポール、バンコクに次いでアジアで5番目にホットな市場となっている。中国と韓国、さらには裕福さを増している東南アジアからの観光客が増えており、2020年の東京オリンピックの後も大阪に対する外国人観光客の強い関心が続く可能性が高い。だが、ホテル部門には過剰供給の兆候が表れており、一

部の投資家は大阪地域の潜在的なディストレス資産を探している。これは少なくとも今後2年間は続く機会と思われる。

大阪のオフィス市場では国内投資家による市場外取引がやや少なく、外国人投資家にとって取得しやすいと見られている。大阪のオフィス空室率は3%を切っており、札幌、福岡、名古屋などの県庁所在地と並んで、アジアで最低水準にある。

東京を拠点とするある投資家は「大阪、名古屋、福岡といった二番手市場はいずれも世界金融危機後にリポジショニングを行って経済基盤を拡大しており、今では独自の、それぞれ独立した流動性がある。今では『わかった。もっと高い利回りが欲しいから大阪に投資しよう』ではなく『大阪の状況が気に入っているから投資しよう。オフィス部門も観光も良好だし、24時間稼働の空港もあり、事業コストもかなり安いからね』というスタンスだ。それに、サービス経済化を考えた場合、大阪は非常に良い位置にある。生活コストが遥かに安く、東京では手が出ないようなマンションでも大阪なら買える」と語った。



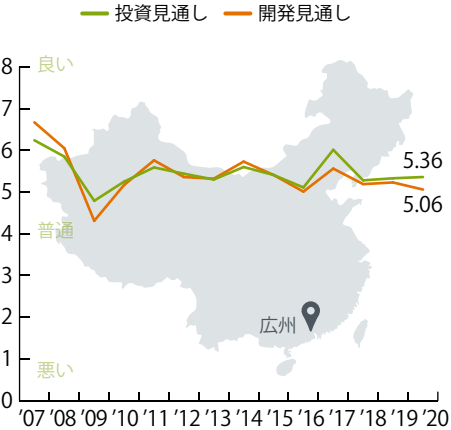
それでも、大阪などの都市が人気を高めているのは、投資家が利回りの追求を強めていることを映し出している。ただ、そうした都市が東京より安いとはいえ、その差は縮まっている。上記のファンドマネジャーによると「今、大阪のキャップレートはオフィスも商業施設も3.5%ほどで、4%を切っているのは確かだ。名古屋は両方とも4%前後だろう。福岡も同じで、オフィスが4%、住宅で4%を下回っているだろう。東京が3%、オフィスで3.5%と

しても、まだ50〜70ベースポイントの差があり、資産によっては100ベースポイントの差もありうる。キャップレートは以前の水準からはやや下がってはいるものの、まだ差があることは間違いない」。

東京都心部の区では商業施設の人気が高いが、インタビュー回答者の何人かは東京以外の商業施設について懸念を示した。日本の人口の先行きが消費の面で好ましくないためだ。また通常、小規模都市の主なデパートはモールが核となっており、リースが更新されないリスクも存在する。商業施設のエグジット戦略も不明確だ。

広州
(投資見通し 9 位、開発見通し 13 位)

広州は新たな高速鉄道リンクにより南は香港、北は北京および上海と統合され、グレーター・ベイエリア(大湾区)の建設の大きな恩恵に浴するものと見込まれている。ある投資顧問は「グレーター・ベイエリア内の接続性が改善されたことで既に大きな違いが生まれている。これまでのインフラ投資の恩恵を目の当たりにしているということだ」と述べた。



米中貿易摩擦への懸念は、中国の都市の中でも広州の不動産にいち早く影響を与えたようだ。ただし、2019年の新規オフィス供給は限定的で、2023年までは低位に留まると予想されており、これは収益不動産にとってプラスに作用するはずだ。一方、国内外の投資家はいずれもバリューストック投資の機会が見込まれる物件を積極的に探しており、広州市内に溢れている築古オフィスビルの活用を図っている。別の投資家は「当社は最近、広州で1件の取

引をクロージングしており、他にも数件の取引を検討中だ。実際、広州は非常に好調で、空室率も深圳より遥かに良い」と述べた。

新たなオフィス街である琶洲は、今後数年間に重要なサブマーケットとして浮上すると見られる。他の地域と比べ、デベロッパーにとっては開発機会が多く、テナントにとっては賃料が安いからだ。オフィス市場では引き続きテクノロジー部門、メディア部門と通信部門が主な牽引役となっている。

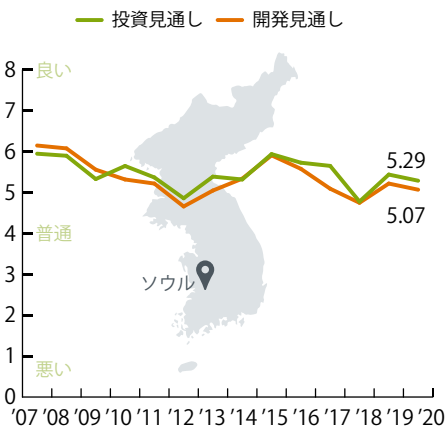
ソウル
(投資見通し 10 位、開発見通し 12 位)

ソウルにおける不動産取引高は2015年まで年間50億米ドルに満たなかったが、多数の大規模新築ビルが市場に投入されて以降は倍増した。2019年上半期の取引高では、ソウルは香港と東京に次いで第3位となっている。不動産サービス会社のコリアーズによると、2019年通年の取引高は120億米ドルに達すると予想される。

韓国の投資市場はこれまで国内の大企業が一手に引き受けていたが、近年は外国人投資家が着実に参画の度を高めている。2019年上半期にはクロスボーダー資金による取得が取引高(ドルベース)の33%を占めたが、この数字は東京の2倍、香港の3倍に相当する。

Aグレードのオフィスビルのキャップレートは、利率の低下と市場における流動性の増大と歩調を合わせ徐々に低下してきており、2019年第3四半期には4%強となった。空室率は何年も10%〜15%の範囲にあったが、2019年には約6.7%に急落した。とはいえこの水準になっても、賃料と不動産価格はアジア太平洋地域の他の主要都市に比べ遥かに低い額にとどまっている。

最近まで、ソウル市場で活動する外国人投資家の大半はオポチュニスティック投資家だったが、現在はコアプラス投資やバリューストック投資を行う投資家の数も増えている。最近の北朝鮮によるミサイル実験により一部のファンドが韓国市場から撤退した。それは、ソウルを拠点とする投資顧問の一人によると「韓国での取得について投資委員会の承認を得にくからだ。でも投入資金はあるのに日本やオー



ストラリア以外に投資先がないため韓国に来る投資家もいる。中国は様子が違って非常に投機的な市場だし、シンガポールは近頃はとにかく価格が高く、香港もそうだ。だから韓国でいくらかエクスポージャーを持とうとするのだが、それも許容範囲にとどめ、行き過ぎないようにしている」。

総じて多様性に欠ける市場ではバリューアッド投資も可能だ。典型的なやり方の一つは、商業施設への需要が高い地域にある中小規模のオフィスを複合施設に転換し、建物の低層階に高賃料の商業テナントを呼び込むことだ。

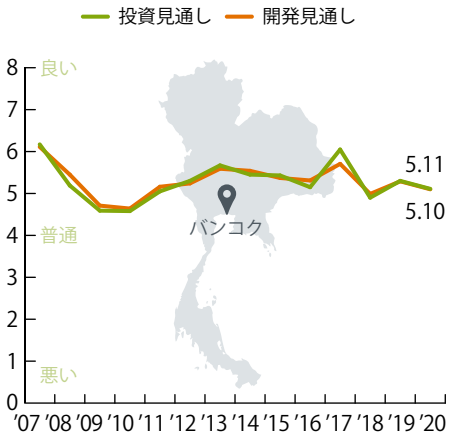
別のオプションとして、ある外国人才ポチュニスティック投資家が言ったように「質が悪く築古の区分所有物件を、効率的で床面積が広く天井の高いスペースに改築しバックオフィスとして使う」ことも考えられる。「これは世界中で行われているオプションだが韓国では見られなかった。当社ではAグレードに引き上げた100万平方フィートのスペースを、CBDの賃料の半分で提供している」。

バンコク
(投資見通し 11 位、開発見通し 10 位)

タイの首都バンコクはアジア太平洋地域でもっともダイナミックな都市の一つであり、人気の高い観光地でもある。また現在では不動産市場のパフォーマンスも改善し、過去5年間にわたりオフィス賃料が着実にアップし価格も上昇した。住宅市場も健全な成長を見せている。バンコクでは公共交通機関の大幅な拡充が続いており、市内に新たな投資対象地域が生まれるものと期待される。

政治の不安定さは、人々の日々の暮らしには影響を与えていないことは明らかなものの、一部の(特に米国や欧州の投資委員会の承認を得る必要性が高い)外国人投資家は敬遠を続けている。一方、アジア太平洋地域の不動産投資家・企業にとっては、バンコクに投資する上で透明性の欠如とタイにおける事業活動の難しさの方が深刻な障害だ。ある投資家によると「タイではビジネスを行うのが難しい。状況が目まぐるしく変わり、不確実な要素も多い。それに弁護士費用も高額にのぼった」という。

とはいえ、オフィスと住宅の全体的な改善が進んだ結果、今では地域本社の候補地としてバンコクを前向きに考える企業が増えている。ジョーンズ ラング ラサールによると、オフィスの空室率はこのところ過去最低の5.7%まで下がっており、賃料も2019年半ば時点で前年同期比7.9%の上昇を見せた。賃料と価格は今後も上昇が続くものと見込まれる。

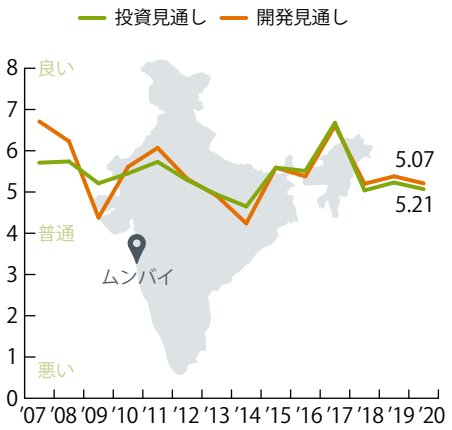


バンコクにはアフォーダブル住宅が不足しており、建設の質も劣り、既存物件の管理も不十分なことが問題となっている。そのため外国人投資家にとっては機会があるはずだが、市場が不透明なことから建設資金を調達しにくいことが障壁となり、外国人投資家の参入を難しくしている。

ムンバイ
(投資見通し 12 位、開発見通し 9 位)

ムンバイでは事業用不動産への投資が勢いを増し続けている。オフィス需要も依然として非常に強い。現在、ムンバイ北部は重要な金融地区となっているが、そこで計画中のビジネス地区であるバンドラ・クルラ・コンプレックスでは、2019 年にある外国人投資家が 3 エーカーの一等地を 1 エーカーあたり 1 億米ドルで取得した。これはインドの土地区画としては史上最高の価格であり、市況に対する投資家心理の強さを裏付けている。

インドのあるコンサルタントによると「有力な外国人投資家の支援を受けた不動産会社と大手デベロッパーは強気に出ており、かなり高い資産を買いつけている。市場の需要が強いため再開発投資が成功すると感じているからだ」。



当局は、ナヴィ・ムンバイなどの新興エリアへの接続性の改善を図るため、輸送インフラの建設を続けている。ナヴィ・ムンバイは新たな IT パークが集中する地域だ。こうした新施設は、今後 3 年間に供給過剰の状況が出現する可能性があるものの、輸送インフラにより労働力の豊富な地域や生活コストの低い地域へのアクセスが改善している。ムンバイの旧来の地域には新たなキャパシティを吸収する余地がなくなっているため、こうした新興エリアはそれを補うものとして好位置にある。

不動産価格は賃料の上昇に牽引され、引き続き上昇傾向にあり、国内外の投資家は良質の資産が市場に出るたびに活発に入札を行っている。キャップレートはすでに問題のある水準に低下しているが、事業用不動産市場が活況にあるため、さらに低下する余地がありそうだ。

だが、事業用不動産の強さとは裏腹に住宅部門は低迷しており、中でも資金不足に苦しむ中堅デベロッパーが傷んでいる。そのためデベロッパー同士の統合がさらに進みそうだ。

北京
(投資見通し 13 位、開発見通し 21 位)

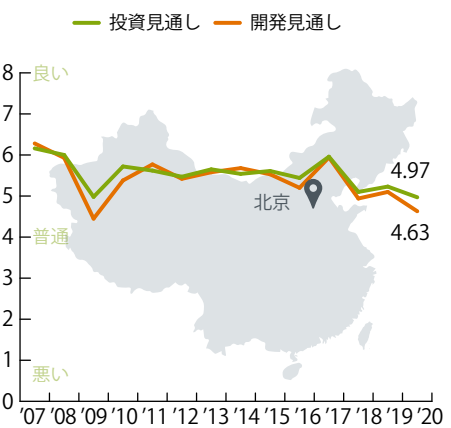
北京は土地が不足しており、また経済の減速や米中貿易摩擦の懸念の高まりと相まって、今回の調査で開発見通しのランキングが急落した。投資見通しでは中位に留まっているものの、中国の一番手都市の中では最下位にある。2019 年には賃料と不動産価格がともに下落した。

外国人投資家が 2019 年上半期に多くのオフィスを取得したとはいえ、北京市場は従来から国内投資家が支配的で、入札で外国人投資家を負かしている。この状況は変わりそうにない。

ある投資家によると「北京では第五環状線の内側にはあまり供給がない。もしそこで適切な価格の資産が見つかったらすごいことだ。ビジネスパークも国内のテクノロジー企業が大半を占めているが、そのどこかで資産が見つければ、それもいいね」。

ここ数年オフィスの限界需要の最大の牽引役だったテクノロジー企業の需要が冷え込みつつあるなか、オフィスの過剰供給が見込まれており、懸念が高まっている。不動産サービス会社のコリアーズによると、空室率は 2019 年半ばで 11.5% と 8 年ぶりの高さに達した (2019 年末には 15.1% まで上昇すると予想されている)。確かに、北京では過去にもこうした供給の急増があったが、さほど苦労するこ

となく乗り切ることができた。国営企業や地方政府が北京に事務所を開設する動きが続く、供給が吸収されたためだ。



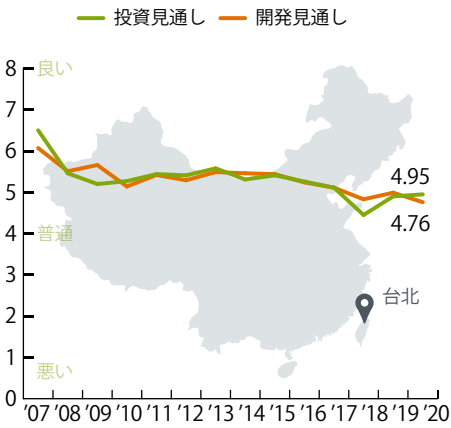
北京市政府は北京の商業施設部門の再編を意図した計画案を発表したが、これは長期的に王府井や通州の商業施設プロジェクトに有利に働くはずだ。

台北
(投資見通し 14 位、開発見通し 19 位)

台北はアジア太平洋地域の主要市場で最も流動性が低いと言えるだろう。これは投資適格資産のかなりの部分が現地の機関投資家や保険会社のポートフォリオにホールドされ市場に出回らないことが主因だ。とはいえ、2019 年には適度な賃料上昇が見られ、その結果、年央にはキャップレートが上昇した。

成約が進んだ大きな要因は、築古のビルから台北の CBD である信義区へとオフィスの移転が相次いだことだ。一方、外国のコワーキング事業者も果敢に新規スペースの確保を行った。

この新たなスペース需要は、台湾が中国本土から台湾島に企業を戻す「リショアリング」を推進していることにも起因している。リショアリングは資本集約的で価値の高い、ロボット化の進んだ製造業で行われる傾向にあり、すでに台湾の DGP を 0.4% 押し上げている。中国本土から移転して拡大を図る台湾企業にとって第一の行き先は東南ア



ジアだが、次いで選ばれているのが台湾に戻ることだ。台湾の政府は戻ってくる企業を歓迎し、低額で土地を取得可能にする 3 年間のアクションプランを開始した。これは産業施設市場のみならず高級住宅部門にもメリットをもたらしている。リショアリングを行う企業の所有者も台湾に戻ってくるためだ。

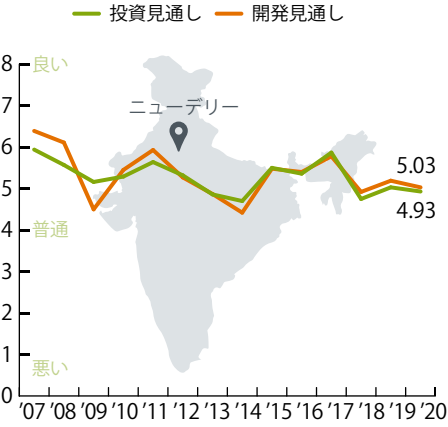
例によって、台湾市場は台湾の機関投資家の資金が支配的な状況が続いている。そうした資金は外国資金ほどには価格に敏感ではないため、外国人投資家の機会を引き続き限定的と予想される。

ニューデリー
(投資見通し 15 位、開発見通し 15 位)

ニューデリーでは従来から住宅開発に重点が置かれてきたため、全国的に住宅市場が低迷しているなか、それが最も強く感じられるのはニューデリーだろう。住宅部門の過剰供給は 2013 年以降拡大を続けており、政府が 2016 年に高額紙幣廃止キャンペーンを開始した後は、業界に対する規制強化とも相まって、状況がさらに悪化した。インドの銀行とノンバンクによる融資が枯渇した今、多くのデベロッパーは資金に飢えており、特に中堅デベロッパーで著しい。あるインタビュー回答者によると、債務不履行が広まり、今後 1 年間でさらに多くのデベロッパーが倒産する可能性が高いという。

一方、事業用不動産市場はすこぶる順調だ。デリーを拠点とするある投資顧問によると、新規オフィススペースの成約は年率 30% で増加しており、特にデリー南東の衛星都市であるノイダが目立っている。ノイダでは 2018 年に A グレードのオフィススペースの吸収が約 350 万平方フィートに達し、それまでの平均である年 100 万～120 万平方フィートから大きく増加した。ノイダのオフィスは賃料が安く、デリーの他の地域で賃料が上昇したことがプラスに作用している。「グルガオン(デリーの小区域の一つ)でオフィスの賃料が 1 平方フィート当たり月額 1.5 ドル～2 ドルにまで上昇したことが大きい。これではテナントである IT 企業が納得できない」。

デリーでは物流施設も活況を呈している。あるインタビュー回答者は「100 エーカーの物件が完成前の時点ですでに 60% まで成約している。北インドではそれほど需要が強いということだ」と語った。インド北部で優秀な開発パートナーを見つけるのは依然として難しいが、物流施設や倉庫への需要は「無限」とも思われ、また土地を適切な価格で取得することは総じて問題とはなっていない。



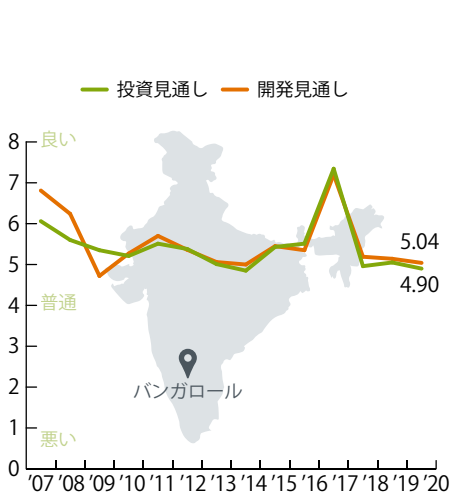
バンガロール
(投資見通し 16 位、開発見通し 14 位)

バンガロールがインドの IT パークやビジネス・プロセス・アウトソーシング (BPO) 部門で大きな成功を収めていることは間違いないが、

バンガロールが長期にわたり非常に高い成長を遂げてきたため、すでにピークに達したのではないかといぶかる者も多い。だが驚くべきことに、バンガロールの事業用オフィス部門は猛烈なペースで拡大を続けている。2019 年上半期のアブソープションは前年同期比約 30%～35% の増加となり、賃料は上昇を続け、さらなる投資に向けた多額の資金プールも用意されている。あるコンサルタントによると「バンガロールは今年も世界最大の事業用オフィス・IT 用スペース市場の一つとなるだろう」。

減速の兆候がほとんど見られないにもかかわらず、こうした成長の持続性に対して疑問が持たれていることは、今回の調査でバンガロールがインドの都市の中で最下位となったことの理由だろう。

バンガロールの IT パークは急速に拡大し、現在 200 万人以上の IT 作業者を抱えているが、その一つの結果として、都市の成長にインフラが追いつかなくなっている。交通渋滞はインドの通常の状況に輪をかけてひどい。地下鉄計画もうまく行っていない。ただし地下鉄が繋がって以前より状況が改善したところもある。インターネットから電気、水道に至るまで、基本的なユーティリティの供給は不安定で、汚染問題も深刻化している。



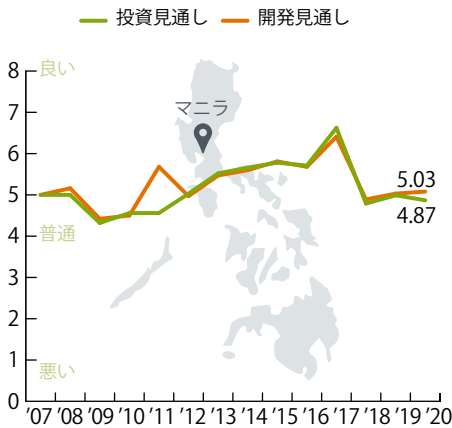
マニラ
(投資見通し 17 位、開発見通し 11 位)

マニラは不動産市場が健全な様子にもかかわらず、今回の調査でも投資見通しランキングの底辺近くに留まり、2017 年版の調査における第 3 位からほど遠い位置にある。これは、オフィス部門の空室率が低く、賃料が上昇し、不動産価格も上昇を続けている（ジョーンズ ラング ラサールによると 2019 年第 2 四半期には前四半期比 1.8% 増）中で、外国資金が国内不動産の過半数を保有することを禁じる規制が続いていることが影響しているのだろう。

過去数年間、フィリピンのオフショア・ゲーム・オペレーター (POGO) がマニラのオフィス需要の主たる牽引役を担ってきた。POGO は中国本土のギャンブラーを中心にオンラインギャンブルサービスを提供する業界だ。POGO による需要はマニラのオフィス成約のほぼ 40% を占めている。この業界はあまりにも急速に、かつ度を越してやり過ぎたため、国内からも中国政府からも批判が出ているが、重要性が高いため現時点で切り捨てることはできない。マニラのあるインタビュー回答者は「不動産業界にも建設業界にも、こうした中国人顧客を失いたくないと頑なになっている者が多い。そうである限り、来年かそこで状況が大きく変わることはないと思う」と述べた。

オフィス部門では引き続き BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）業界が最大のテナントとなっている。ペースが鈍化しているとはいえ、成長を続けている業界だ。これまでのところ、人工知能ベースのソリューションの進化がもたらす脅威をかわすことに成功しており、最近では「キャプティブセンター」への関心の高まりによって追い風を受けている。これは人事、財務や IT システムなど企業の社内向け業務をオフショアで行うものだ。

一方、今回の調査では、マニラの開発見通しは投資見通しに比べ遥かに評価が高かった。これはある程度まで、大半の新興市場では総じて安定資産が供給不足にあるという事実を反映している。また、マニラのオフィスの取引



キャップレートが低く（ナイトフランクによれば約 5.9%）、外国人投資家にはリスク・リターンベースで受け入れ難いことも一因だ。

開発投資の魅力は、現在 3 年目に入った「ビルド・ビルド・ビルド」（政府によるインフラ整備計画）にも後押しされている。この計画は特にマニラ周辺に衛星都市を建設することに重点が置かれており、都心部の慢性的な過密状態のストレスを緩和する狙いがある。政府のプロジェクトは北部に集中しており、南部については、マニラのある計画担当者によれば「多数の民間企業が大量のランドバンクを静かに開発している。規模は 500 ～ 2,000 ヘクタールほどだろう。インフラの水平展開や新たなブロードバンド接続に基づいた準都市を建設するのが目的だ。現在、民間の道路建設業者が南方に向かう道路を繋ぐ作業を行っており、これから新しいコミュニティがたくさん生まれるはずだ」。新たな税制も、BPO 業者がこうした衛星都市に移転する後押しとなるだろう。

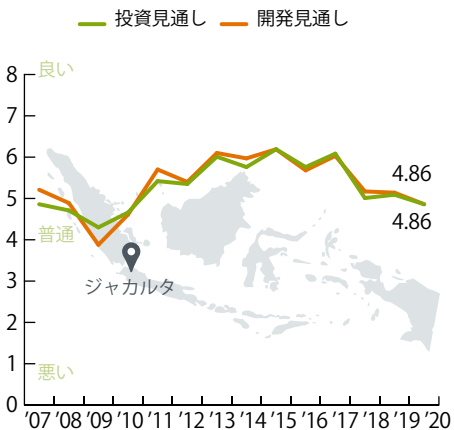
ジャカルタ
(投資見通し 18 位、開発見通し 17 位)

インドネシアの経済成長は 2019 年上半期も 5.2%の堅調なペースで継続した。ジョコ・ウィド大統領が再選されたことも、全体的な環境が安定性を維持し、政府のインフラ投資プログラムが今後も継続するとの確信を呼んだ。

とはいえ、ジャカルタのオフィス市場は依然として過剰供給に苦しんでいる。解消の兆しが

ほとんど見えないまま、2019 年の空室率は約 35% に達しており、今後も賃料の低下傾向が続くと見られる。住宅については市場のトップエンドで過剰供給が続いているが、これにはインドネシアに住む外国人労働者の数が比較的小さいことが大きな要因となっている。

最近、政府がジャカルタからカリマンタンの新拠点に首都を移転する計画を発表したが、これは約 180,000 人の公務員とその家族も移ることになるため、ジャカルタの空室率が悪化すると懸念が生じている。とはいえ、移転によって空いた政府の建物を解体して緑地に転換する計画を当局が進めれば、慢性的に混雑しているジャカルタ都心部の一部を再活用するという興味深い機会に繋がる可能性がある。



こうした動きはすでに一部の地域である程度起きており、それにはライト・レール・トランジット (LRT) の建設の進展が特に寄与している。なかでも、幹線道路沿いに立地し LRT のアクセスが良好なビルは高い稼働率を享受している。あるインタビュー回答者によると「駅周辺の周知な都市リニューアルには多くの人が驚いている。もはやジャカルタとは思えないくらいだ。歩ける場所もでき、ダウンタウンの新しい地区はピカピカ輝いている。開発の質という点で、ジャカルタはいつもクアラルンプールとマニラの間くらいで、バンコクよりやや後ろというイメージだったが、今では場所によってはバンコクを超えているという業界ウォッチャーもいる。とはいえ都市としては相変わらずもがいている」。

このほか、プライベートエクイティ投資家がジャカルタ特有の様々な非効率性を活用する機会が存在する。バリューアッド投資は明らかに見通しが良く、一部の地元デベロッパーはスマートビルの技術を導入してランニングコストを削減する取り組みを重視している。さらに、慢性的な空室率の高さに苦しむ多くのオフィスビルや一部の集合住宅は、ホテルやコリビング施設に転用される可能性がある。

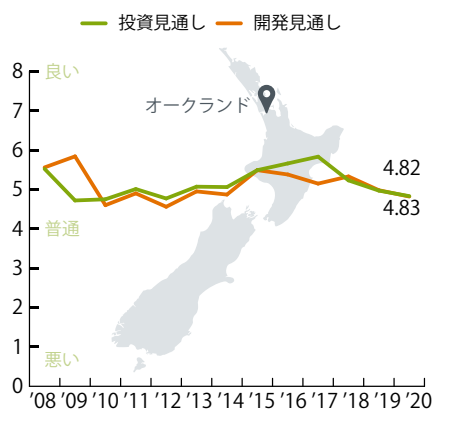
加えて、複数の大手プライベートエクイティ投資家が、新 LRT ライン沿いに設置が計画されている公共交通指向型開発 (TOD) への投資を検討している。ただしこれまでのところ実行に移した投資家はいない。また、物流部門の引き続き関心を引き付けているが、実際のところ投資するには問題が多い。土地価格が高い上に、物流事業者には零細企業が多く高価でハイテクの新施設を借りそうにないためだ。

オークランド
(投資見通し 19 位、開発見通し 18 位)

高い利回りを求めるオフショア投資家が数年前にオークランドに目をつけた。彼らの登場をきっかけに事業用不動産の入札競争が始まり、価格の急上昇とキャップレートの急低下を引き起こした。CBRE によると、プライム資産のキャップレートは現在約 5.6% で、2018 年の取引高は 20 億米ドルにのぼった。

簡単に手に入る資産はすでに取得されてしまったが、取引高は 2019 年も健全な水準で推移し、オフショア（特にオーストラリア、米国、シンガポール、中国）の機関投資家が大きな影響力を保っている。だが、かなりのレベルの供給が行われたため賃料の上昇が頭打ちとなり、ドイツ銀行によると 2023 年まで年率 2.1% の緩やかな伸びにとどまると予想され、キャップレートの低下も今後安定するものと見られる。

他の市場と同様に、オークランドでも物流部門は活況を呈している。過去 5 年間、産業用地の価格は平均して年 10% の上昇を見せており、大半の産業施設が稼働率 100% であることから、今後とも賃料の上昇が続くと予想される。



ニュージーランドの住宅市場では少なくとも過去 10 年間、需要が供給を上回っている。また、外国の買い手による圧力も強まったことから住宅価格が上昇し、2018 年には政府が外国人投資家による取得を制限せざるを得なくなるに至った。2019 年にはオーストラリアの例に倣って住宅市場が軟化したものの、年末に向けて再び反発した模様だ。

中国の二番手都市
(投資見通し 20 位、開発見通し 16 位)

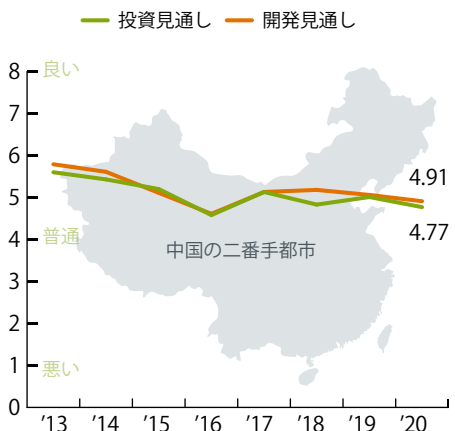
外国人投資家は中国の二番手都市から大きく撤退し、より成熟した市場に目を向け、特に上海と北京に向かっていく。中国経済が減速するなか、発展度の劣る市場の流動性に懸念を抱いているためだ。その上、中国の二番手市場は供給過剰に悩まされることが多く、特にオフィス部門で著しい。

あるファンドマネジャーは「多くの外国人投資家が二番手都市や三番手都市で手を焼いてきた。住宅部門以外では、オフィスも商業施設も供給が膨大なため賃料が実質的にまったく上昇していない。それに、プロジェクトの最後になって資金を引き出そうとしても流動性が足りない」と述べた。

だが、野心的な投資家にとってもう機会がないわけではない。現地のあるファンドマネジャーによると「ショッピングモールはまずまずだろう。人口動向が良好なら二番手都市でも生き残れる可能性がある。物流施設ならどこでもいい。住宅については、二番手都市の中にはまだ前向きで売れ行きが良いところも

ある。市場は減速しているものの、まだ売れるのは確かだ。ボリュームはまだあるが、最新の統計によると、上位 30 都市で最近価格が 2% ～ 3% 下落したとのことだ」。

杭州、成都と蘇州はテクノロジー部門と教育部門が強力なため、二番手都市の中で最も投資家の人気が高い。一方、グレーター・ベイエリア（大湾区）の西側の小都市は、この地域の統合により比較的大きなメリットを得るものと予想される。

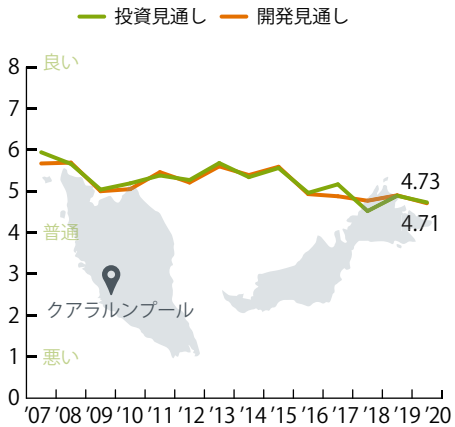


ある投資マネージャーによると、グレーター・ベイエリアの恩恵は「すべて『西岸』の話であり、深圳や広州ではない。いずれもすでに十分な規模があり供給も取引も多いため、何の助けもいらない。だが小規模都市にとっては多くの変化をもたらす可能性がある。当社は住宅と、教育やヘルスケアなど住宅をサポートする開発に目を向けている」。

クアラルンプール
(投資見通し 21 位、開発見通し 20 位)

クアラルンプールはこのところ不人気が続いているが、一見するところ、世界の不動産投資家がもっと魅力を感じてしかるべき市場だ。マレーシアの一人当たり GDP は東南アジアで 2 番目に高く、投資家のお気に入りであるベトナムの 4 倍となっている。金融市場も発展し、不動産投資信託もあるため、機関投資家にアピールするはずだ。加えて、中国のテクノロジー企業が生産拠点の一部をオフショアに移転しており、その一環としてマレーシアにもかなりの額の投資を行っている。

しかし、オフィス部門と商業施設部門が大幅な過剰供給となっており、それが再び市場に影を落としている。ジョーンズ ラング ラサールによると、オフィスの空室率は 2019 年半ばで 18% を超えており、2019 年の新規供給が 300 万平方フィート超に達する見込みのため、空室率は年内に 25% を超えると予想されている。不動産価格と賃料が下落しているのも驚くには当たらない。商業施設部門は外国のデベロッパーの関与が最も大きく、彼らの一部はクアラルンプールの住宅主導型複合プロジェクトにも参画している。



近年、中国を主体とする外国投資はマレーシア南部のイスカンダル地域における住宅プロジェクトに注力してきたが、現在は中国の資金の流出規制により資金が大きく枯渇している。

香港特別行政区
(投資見通し 22 位、開発見通し 22 位)

香港は世界で最も高価な不動産市場として知られており、そのため Emerging Trends の投資見通しでは調査の開始以来ほぼ毎年ランキングの中位以下に位置している。A グレードの資産が取引されることは減多になく、不動産価格が非常に高額でキャップレートが極めて低いため、多くの外国人投資家は利益を増やすことがほとんど期待できない。だが今回は事情が異なり、香港は別の種類の苦難に直面している。数か月に及ぶ街頭デモにより観光と商業施設部門が大きな痛手を被っており、また香港の長期的な投資見通しに疑問の声が上がっている。その結果、今回の投資見通しランキングで香港は最下位に沈み、そのスコアも何年にも目にしなかったような低さとなった。

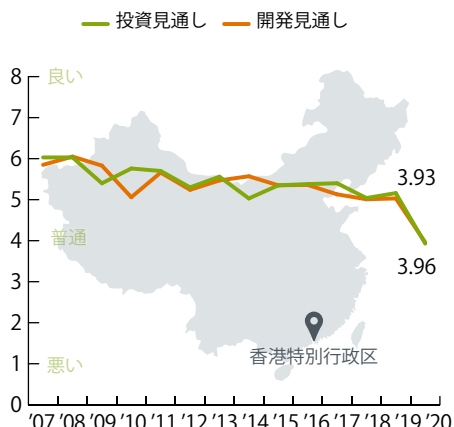
とはいえ、そのダメージの多くは現実というより見かけ上のものだ。確かに、小売販売額は 2019 年 8 月に前年同期比 23% 減 (セームストアベースでは 50% 超の減少となった場所もある) で、ホテル稼働率も 8 月の来訪観光客数が前年同期比 40% 減少したのを受け半分にまで低下した。しかしこれまでのところ不動産価格にはほとんど影響がなく、所有者がじつと動かず嵐の過ぎ去るのを待っており、ディストレスの取引を狙う投資家を失望させている。香港市場では資産がしっかりホールドされているのが常であり、所有者は総じて高レバレッジを避け資金にも不足していないことを考えると、これは驚くには当たらないだろう。

中でも香港の CBD は、閉じられたエリアに位置しプライム資産が常に供給不足にあるため、他と比較して悪影響がほとんど見られない。ジョーンズ ラング ラサールによると、賃

料は 2019 年 6 月にピークを迎えた後、第 3 四半期には前四半期比 2.2% 低下し、また新規のリーシングは 8 月に前月比 72% 減となったものの、CBD の A グレードオフィスビルの空室率は 5.5% に過ぎない。香港としては高い数字だが、国際的基準から見れば並外れたものではない。だが同時に、2019 年 10 月には CBD で賃貸契約がほとんど結ばれず、締結となったものも長期のフリーレント期間付きのものが多いため、賃料低下の実態が見えなくなっている。

商業施設部門は、特にハイエンドを中心に、長期的に悪影響を受ける可能性がある。とはいえ常に変動の大きい部門であり、ひとたび状況が安定すれば、これまでに後退した部分の大半を取り戻すものと思われる。香港の投資家の多くは、米中貿易摩擦の方が遥かに深刻で経済の足枷になる恐れがあると見ている。

一方、住宅価格も下落を始めたが、2019 年 10 月末時点ではまだ年初の水準を超えていた。近年、住宅価格が大幅に上昇したため、マイナス資産となっている所有者はほとんどおらず、また需給バランスの状況も依然として個人向け住宅価格に上昇圧力を加えている。



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アジア太平洋地域の投資家に最も人気のある部門であり、大半の市場で良好なパフォーマンスを見せている。キャップレートについても、価格に対する懸念が広がっており、またすでに底打ちした可能性があるが見解がほぼ一致しているにもかかわらず、多くの市場でまだ低下が続いている。

だが全体として、投資家の間でオフィス部門の人気が若干下がっており、アンケート回答者のうちすでにオフィスに投資しているか投資を計画している者は前回の 86% に対し今回は 84% だった。オフィスの投資見通しのスコアも前回よりやや低く、今後は産業施設・物流施設部門が最もパフォーマンスの良い資産クラスになると予想されている。

アジア太平洋地域の市場は物件の規模が大きいことから、ジョイントベンチャーや投資クラブによる取得が増えている。また機関投資家の豊富な資金が引き続きコア資産の取得を目指してアジア太平洋市場に向かっており、オフィスに対する需要は今後も続くはずだ。

コワーキングスペースの需要もアジア太平洋市場の大半 (特に中国) で非常に強い状況が続いており、デベロッパーと所有者はこれまでのコワーキング事業のビジネスモデルが持続可能か疑問視しているものの、この業界は急速に立ち上がってまだ間がないため、予見可能な将来においてコワーキングスペースが成長モードを続けることは間違いない。

予想される最善の策:ほとんどの都市のオフィス市場は一年前と同様の状況と見られている。つまり広範囲にわたり好調であり、ウォッチャーの多くは大半の市場で「バイ」か「ホールド」を推奨するだろう。だが、一部の市場ではオフィスの人気が劇的に変化 (上昇または下降) している。

例えばホーチミンシティとシンガポールでは「バイ」の比率が 10 パーセントポイント以上も増加し、大阪では 5 パーセントポイントの上昇を見せている。

シンガポールのオフィス市場は世界金融危機からの回復が最も遅れた市場の一つで、プライムオフィスの賃料は依然として 2008 年のピークを大きく下回っている。その後、シンガポールでは CBD のオフィスストックが拡大・改善し、またあちこちに多くのオフィス地区が新たに誕生した。賃料も大きく上昇している。

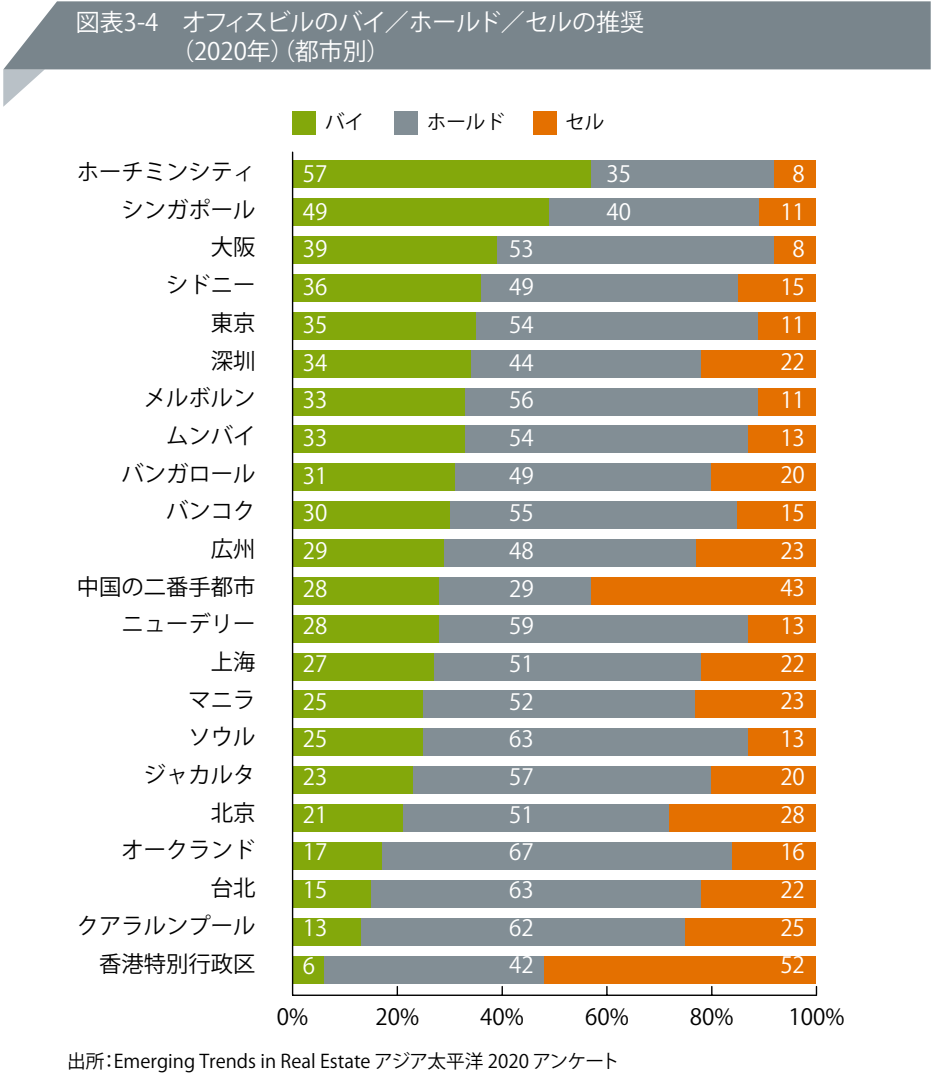
ホーチミンシティは、ベトナムの人口動向と成長見通しが非常に良好であり、また賃料が大きく上昇しているため、トップダウンの観点から相変わらず極めて人気が高い。だが、ホーチミンシティのオフィス部門への海外投資は最小限に留まっている。

大阪の復活は、オフィスの大量供給がないまま約 10 年かかって達成されたもので、投資家の関心が日本の地方都市に向かうという大

きな動きの一環である。東京の順位は若干下がったが、投資家は依然として東京をディフェンシブな投資の対象と見ていることは明らかだ。東京の「セル」の推奨は前回の 14% から 11% に低下している。

「セル」の推奨が大幅に増えたのは 2 つの都市または都市グループだけで、その理由はそれぞれ異なる。中国の二番手都市は「セル」の推奨が前回の 32% から 43% に上昇している。これらの都市はオフィススペースが過剰供給の傾向にあり、それにより中国経済の鈍化につれてリターンが毀損すると見られるためだ。

香港についてはオフィスの「セル」を推奨する投資家の割合が最大の伸びを示した。政治に対する抗議行動に嫌気がさし、今回は半分以上 (52%) が「セル」を推奨している。



商業施設部門

商業施設部門は引き続きアジア太平洋地域の投資家のお気に入りから外れている。e コマースの発達による脅威が高まっていることがその大きな理由だ。商業施設は投資を計画している投資家の比率が低下した唯一の物件タイプとなった。

とはいえ商業施設は不動産の中でもコア資産であり、投資家の間では「既存の施設が適切な立地にあり「体験型」サービスの点で消費者の期待を満たせるよう調整できれば、以前より利益水準が下がる可能性はあるものの、発展を続けられる」との確信が深まっている。ただし、商業施設の見通しに関する投資家の評価は他のコア資産よりも低く、前回の調査からも悪化している。

だが、商業施設部門はアジア太平洋地域では他の地域よりも比較的人気があるようだ。RCA によると、2019 年上半期における商業施設の取引高は、世界全体では産業施設・物流施設部門をわずかに上回るにとどまったが、アジア太平洋地域に限れば産業施設・物流施設の取引高の倍以上となった。また前年同期比では、2019 年上半期の商業施設の取引高はアジア太平洋地域では 7% 減だったが世界全体では 35% も減少している。これは、アジア太平洋地域の小売業が e コマースの成長に他地域よりうまく適応している、もしくは大半の都市で一人当たりの小売スペースが他地域より小さいために痛みも少ないという説をいくらか支持するものだ。

2018 年と 2019 年上半期には、多くの外国人投資家がベトナム、インド、大中華圏の商業施設に多額の資金を投入しており、少なくとも一部の市場では商業施設部門への期待があることがわかる。

だが全体的には、アジア太平洋地域の資産クラスの中で投資家による「セル」の推奨が最も多いのが商業施設部門であり、13 都市において「バイ」よりも「セル」が上回っている。

予想される最善の策: 商業施設の「バイ」の推奨が「セル」を上回ったのは 8 都市のみであり、その中でホーチミンシティは唯一、「バイ」が明白な多数派となっている。ホーチミンシティでは商業施設部門の開発が比較的遅れている

ためだが、住宅開発プロジェクトの中で運営がうまくいっていない商業施設部分についてはバリュアード投資の対象に挙げられている。

CBRE によると、ホーチミンシティの供給見通しは多くのプロジェクトが遅延した結果、予想より改善しているという。

インドやマニラといった急成長している新興市場には商業施設に関して楽観論もある。中国の二番手都市の商業施設については意見が大きく分かれており、供給面に関して各都市の見通しが大きく異なっていることを反映していると思われる。

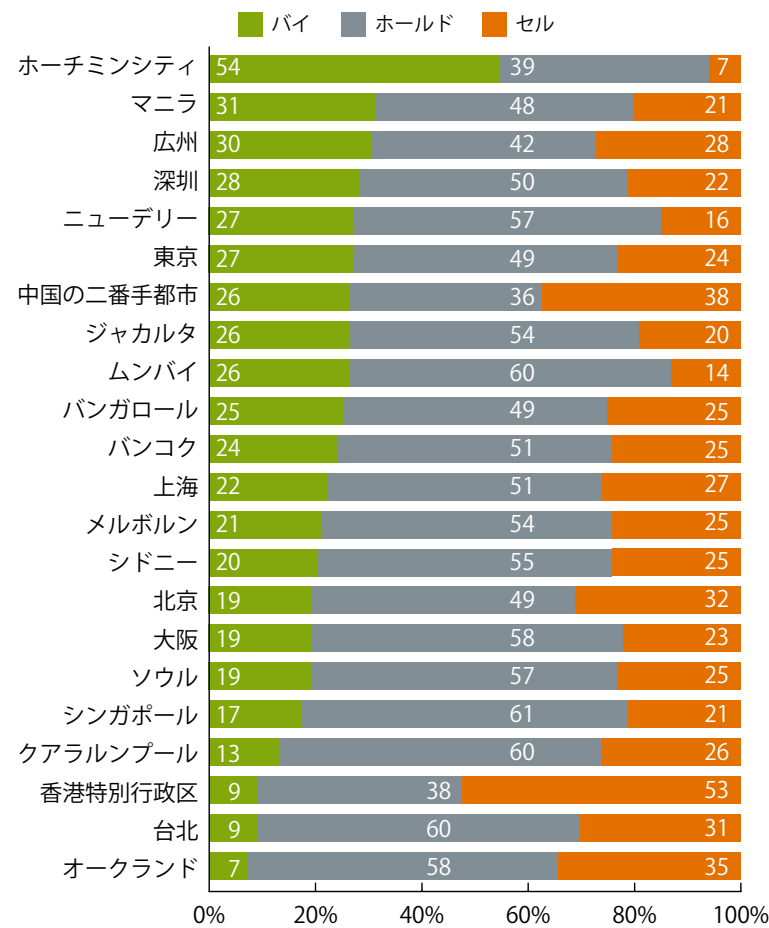
中国の二番手都市には近代的なショッピングセンターが比較的供給不足のところもあれば、供

給の大波に見舞われているところもある。後者の場合、コンセプトが間違っている物件が多く、優れた運営が行われているところはまれだ。

東京の商業施設部門は、銀座のショッピング街の魅力のおかげで、投資家の間で比較的人気を保っている。ただし大阪では、商業施設は投資家からオフィスほどの人気を勝ち得てはいない。しかし日本の小売業は、韓国および中国との現在および潜在的な対立の中で両国からの観光客が減ると見込まれることから、悪影響が懸念されている。

一方、香港の商業施設に対する投資家心理は、2019 年下半年に相次いで行われた抗議活動で観光客が一気に減ったことにより悪化している。

図表3-5 商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨 (2020年) (都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

住宅部門

住宅部門はアジア太平洋地域の投資家の幅広い人気を保っており、今回の調査ではマルチファミリー住宅と分譲住宅の評価がいずれも前回の調査を上回った。

しかしながら反対意見もいくつか明確に見られ、一部の都市では住宅の「セル」推奨が比較的高くなっている。住宅価格が歴史的な高さにあることや政府による介入のリスクがその理由だ。ある投資家は「現在、住宅の販売は危機に瀕していると思う」と語った。

特に香港特別行政区とオーストラリアでは住宅価格の上昇が所得の伸びを上回っている。ただし中国本土とシンガポールは住宅価格が上昇しているとはいえ、これには当てはまらない。

多くのインタビュー回答者がアジア太平洋地域全域にわたってマルチファミリー住宅に関心を示したものの、まだ米国や欧州ほど発達していない部門であるため機会が限られているとも述べた。日本はマルチファミリー住宅の割合が高い唯一の市場だが、この部門はオーストラリアと中国でも成長しつつあり、特に中国では住宅全体の中で重要な構成要素になるものと予想されている。

予想される最善の策: ホーチミンシティが再びトップの座を占めた。ただし今回の場合、住宅に対してかなりの額の外国投資が実際に行われており、外国のデベロッパーとプライベートエクイティ投資家がマンション開発に投資しており、すでに数多くの高級集合住宅が新たに開発されている。

だが伝えられるところによると、ベトナムの地価に関する懸念や、高級集合住宅をどれほど吸収可能なの不安視する声が高まっているようだ。さらに言えば、こうした新たなブロックの多くは香港とシンガポールで大々的に販売が行われており、国内市場の住宅価格に手が出ない投資家の人気となっている。

シンガポールの住宅も人気が高まっているが、当局が住宅価格の過熱抑制策としてシンガポール以外の投資家による取得に煩わしい印紙税を課しているため、外国人投資家と外

国人デベロッパーにとって見通しは限定的だ。さらに、シンガポールが移民反対の姿勢を取っていることも、新たな集合賃貸住宅への需要の抑制に繋がっている。

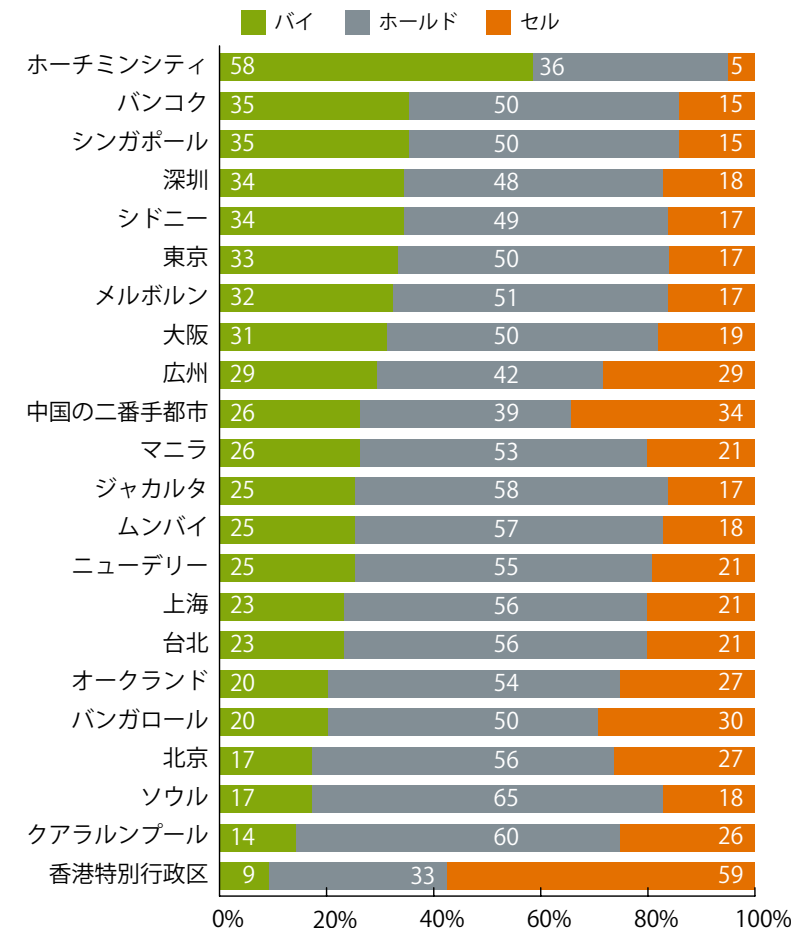
シドニーは引き続き人気を集めている。価格の低下が 2 年続き、また利下げにより市場が活気づくと見られていることから、シドニーの魅力はさらに高まっているようだ。オーストラリアでは移民比率が高水準で推移しており、それが新規の住宅需要を押し上げている。

投資家は東京にも関心を示している。地方からの移住者により東京は人口の増加が続いているからだ。マルチファミリー住宅による安定収入が見込まれるが、価格は厳しい。

中国の二番手都市に対する投資家の姿勢は住宅についても大きく分かれている。多くの二番手都市は成長見通しが高いものの、供給パイプラインも大きく、局所的な過熱抑制策によって利益率も低下している。中国の成長が減速するのに伴い、一番手都市に注力する外国人投資家が増えている。

香港は住宅でも最下位に位置している。香港の住宅について「セル」を推奨した投資家は 59% で、他のどの都市・部門の組み合わせよりも高い比率となった。数か月にわたる街頭デモにより香港に対する投資家心理が損なわれたためだ。とはいえ、10 月末時点において価格の下落は最小限に留まっており、供給が基本的に途絶えているため、今後は価格が上昇していくと思われる。

図表3-6 住宅のバイ／ホールド／セルの推奨 (2020年) (都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

産業施設／物流施設部門

理屈から言えば、産業施設・倉庫・物流施設は関税の引上げや経済成長の減速による貿易の減少から最も打撃を受けてしかるべき部門である。だが機関投資家からの人気は依然として高く、今回の調査でも投資見通しが最も高い部門となった。

アジア全域にわたり個人消費が拡大し e コマースが成長しており、ハイスペックのハイテク倉庫への需要を牽引している。そうした倉庫は、おそらくオーストラリアを除き、アジア全体で大幅な供給不足となっている。e コマースも、立地に優れ、通常の「上屋」を遥かに凌ぎ、現在要求されている高速配送を可能にする施設へのニーズを強めている。中間層が急速に拡大しつつあるアジアの途上国の大半において、こうしたニーズは投資家にとり非常に好ましいものだ。

ある事業用不動産仲介業者のアジア調査責任者は「ローエンドの産業倉庫は貿易戦争の影響を受けているが、そうした倉庫は機関投資家の好みに合う資産ではない」と述べた。むしろ、関税の引上げと経済的圧力によりハイエンドの倉庫の採用が進む可能性がある。効率の向上により貿易のコストアップを相殺できるためだ。

物流施設については、アジアの新興市場において投資熱が高い。「バイ」の推奨が最も多い都市はすべてベトナム、中国、インドの都市であり、いずれも慢性的な供給不足にあるか、物流インフラの建設を促進する政府の政策から恩恵を受けているか、あるいはその両方である。上位 10 位の都市の中では、東京が唯一の先進国市場だった。

予想される最善の策: 産業施設に関して最も魅力的な投資先はホーチミンシティ（「バイ」の推奨第 1 位）で、マレーシアと東南アジアの他の地域がこれに次いでいる。これらはいずれも中国から製造拠点が徐々に移転していることの恩恵を受けている。中でも、ビジネス重視のベトナム政府は外国人投資家に非常に協力的で、製造業もベトナムでのプレゼンス拡大を模索している。

また国内にも魅力の要因がある。あるファンドマネジャーは「貿易戦争はさておき、ベトナムはまだ進化の初期段階にあるため、小売り

用物流施設への投資を真剣に考えている外国人投資家には大きな機会がある。ベトナムの中産階級は巨大で、しかも成長を続けているからだ」。

だが、ベトナムで国際基準に合う既存物流施設への投資を検討している機関投資家にとって大きな問題が一つある。それは取得可能な資産がほぼ完全に欠如していることだ。そのため今回の調査でもホーチミンシティはインドの都市(特にムンバイ[第 5 位]、およびニューデリー [第 6 位]) とともにスコアが高く、倉庫への投資を図る者の開発投資市場となっている。

中国ではハイエンドの物流施設のストックが増えており、それらはやがてデベロッパーに

よって流通市場に売りに出されることになる。今回の調査で「バイ」の推奨が特に高かった都市は広州（第 2 位）と深圳（第 4 位）で、二番手都市（第 8 位）や中国最大の事業用不動産市場である上海（第 10 位）と北京（第 12 位）を上回った。

新興市場とフロンティア都市に対するアンケート回答者の関心が高い場合、マクロレベルや人口動向の点で魅力的な市場に見えるものの、実際の投資機会はほとんどないことが多い。特に、長期資金を何年も開発に投じようと考えている投資家がこうした市場に参入するには、強力な現地パートナーが必要だ。

あるアセットマネジャーは、投資家が韓国の物流施設に非常に高い関心を示していると指

摘する。これは調査結果には反映されておらず、ソウルは物流施設の「バイ」推奨において下から 5 番目の低さとなった。韓国の自動車と半導体の輸出は、世界的な貿易摩擦に加え、戦争賠償を巡る日本との対立により打撃を受けている。

それでも、韓国はアジアで最も輸出志向の強い国の一つであるにもかかわらず、輸出企業と国内市場向けの高度な物流施設が依然として不足している。韓国市場への関心が高まっているのはそのためかもしれない。

上記のアセットマネジャーは「韓国には大きな希望を寄せている。人口も例えばオーストラリアなどより遥かに多い。またフリーホールド（自由土地保有権）の資産があるため、我々の希望として、リースホールド（不動産賃借権）の資産から手を引くことができる。そして機関投資家による取引はたいして見られない」と述べた。

このマネジャーはさらに続けて、中国の物流施設からも「目が離せない」と言う。大手の外国人投資家が膨大な量の新規施設を作り続けており、それらはやがて、ポートフォリオ取引か証券化により流動化する必要がある。

物流部門は日本の投資家にとってもお気に入りの対象となっている。だが、外国人投資家が良好な取引を見つけるのは必ずしも容易ではない。ほとんどの場合、日本の先進的倉庫はデベロッパーの独壇場で、大手のファンドや機関投資家が安定した物件を買える状況にはない。

投資家が簡単に流動性を手にし、またこの業界に参入するには、産業施設に特化した J-REIT に投資するの一案だ。その投資口価格は純資産価値 (NAV) を 24% 上回って取引されており、この業界への参入を熱望する資金が J-REIT の浮動投資口よりも多いことを示している。同様に、オフィス特化型 J-REIT の投資口価格は NAV を 29% 上回っている。

ホテル

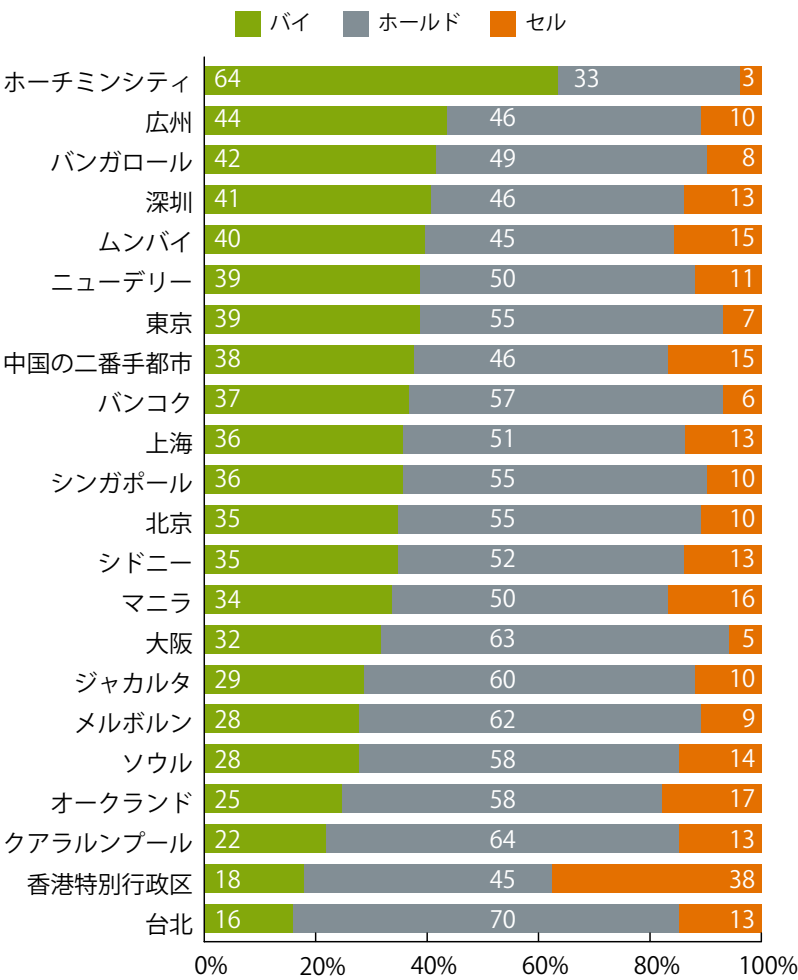
投資家はオフィスと同様、アジアの大半の先進国市場においてホテルへの投資を高く評価している。今回の調査でアンケート回答者が挙げた 2020 年の成長部門では、ホテルは資産クラス全体の中で中位となった。だがホテルは高い専門性が必要とされることが多く、専門知識とアジアでの実績がある者のみが大きな関心を持っている。

バンコク（「バイ」推奨の第 4 位）は世界で最も観光客の多い都市だ。マスターカードの世界渡航先ランキングによると、バンコクは過去 7 年中 6 度に渡り外国人訪問客数世界一の都市に輝いた。

2018 年にはバンコクの外国人宿泊客数は 2,280 万人にのぼり、第二位のパリを 19.3% 上回った。特にバンコクは、今や外国渡航者数では米国に次いで世界第二位となった中国本土からの旅行者に選ばれる観光地となっている。中国人旅行者はバンコクを訪問する外国人の 37.3% にのぼり、次いでソウルと東京でも高い比率を占めている。

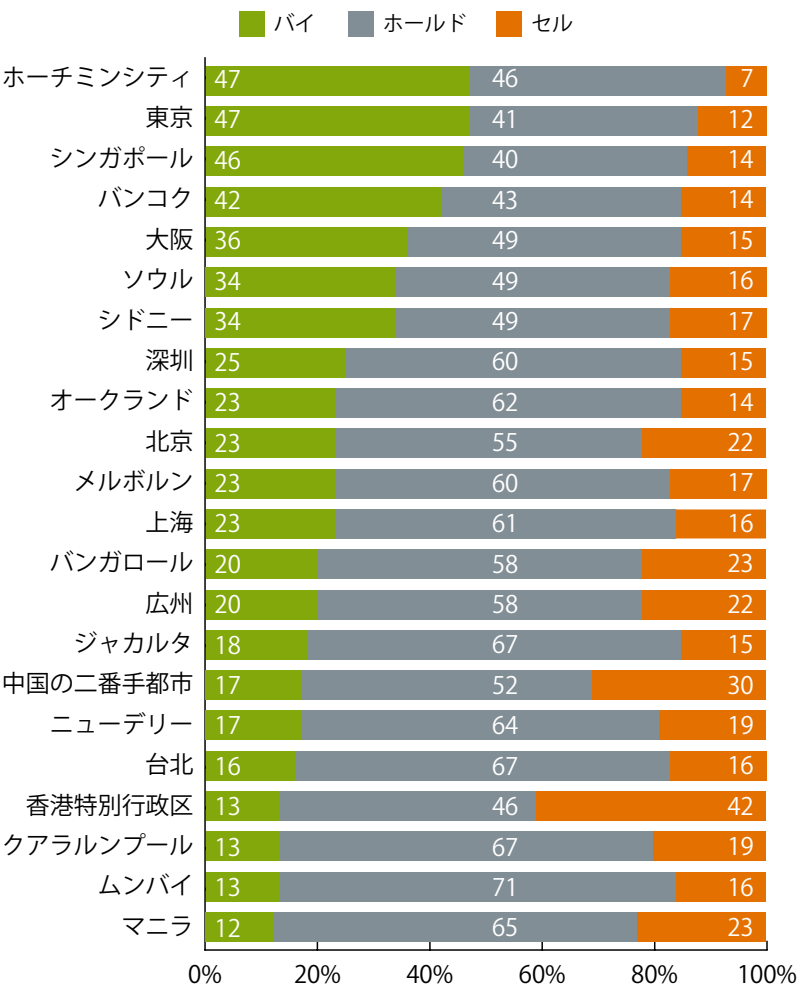
予想される最善の策: シンガポール（第 3 位）もホテルの「バイ」推奨が高い市場だ。マスターカードによると、シンガポールの外国人観光客数はアジア第 2 位で、クアラルンプールが僅差でこれに次いでいる。昨年、シンガポールとクアラルンプールを訪れた外国人旅行者はそれぞれ約 1,400 万人に達した。これ

図表3-7 産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨 (2020年) (都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

図表3-8 ホテルのバイ／ホールド／セルの推奨 (2020年) (都市別)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2020 アンケート

インタビュー回答者一覧

はニューヨークを凌ぐ数字である。中国のみならずインドからも相当数の旅行者がシンガポールを訪れており、ホテル業界にとって上得意となっている。

そのため、今回の調査でクアラルンプールが低位（第 20 位でホテルの「バイ」推奨の下から 3 番目）に甘んじたのはショッキングだった。クアラルンプールのホテルを「バイ」と推奨したのは 13% に過ぎないため、割安物件狙いの投資家は取引が見つかるかもしれない。マレーシアもベトナム同様、貿易摩擦が国内経済の押し上げに繋がり、恩恵に預かっている国だ。クアラルンプールを訪問する中国人旅行者が増えており、現在では外国人旅行者全体の 20.6% を占め、大きな収入源となっている。加えて東南アジアからの旅行者も大幅に増加しており、タイとインドネシアからの旅行者がそれぞれ外国人旅行者の 12% 弱に達している。

またマスターカードではクアラルンプールを訪問する旅行者数が 9.9% 増と大幅な伸長を予想しているが、これをさらに上回るのが東京で、10.0% 増が見込まれる。

昨年一年間に東京を訪問した外国人客は 1,290 万人に達しており、東京のランクはさらに上がるだろう。日本はホテル投資家の重要ターゲットとなってきたが、ラグビーのワールドカップや 2020 年の東京オリンピックで短期的にさらに弾みが付いた。だがそれ以上に大きな牽引役は、近年における来日観光客の急増である。ただし、日本のホテル部門は急成長した反動に悩まされるかもしれない。すでに過剰建設の兆候が現れており、また韓国および中国との（実際の、または潜在的な）緊張の高まりによって観光客が減る恐れがある。オリンピックの終了後にはホテル部門が縮小すると予想するアナリストが多い。

ホテルの「バイ」推奨では、東京（第 2 位）と大阪（第 5 位）はともに高い順位となった。

しかし、ホテル特化型 J-REIT の投資口価格は NAV に対するプレミアムはごくわずかであり、価格に対する懸念が高まっていることが推測される。産業施設特化型 REIT やオフィス特化型 J-REIT は大幅なプレミアムで売買されているが、ホテル特化型 REIT は 2% に過ぎず、また商業施設特化型 REIT に対して 0.6% のディスカウントとなっている。

ある投資銀行のアセットマネジャーの調査責任者（東京在住）は「投資家の選好が如実に現れている。それが正しいのかどうかは分からないが、市場の反応を反映したものだ」と指摘した。

他の資産クラス同様、ホテル部門でもホーチミンシティがトップに立ったが、問題は投資家が取引可能なホテルのストックを見つけられるかどうかにある。

Dougie Chrichton

151 Property
Chris Chapple

Accord Group Holdings
Richard Price

Actis
Brian Chinappi

AECOM
Sylvester Wong

ALE Property Group
Andrew Wilkinson

Allianz Real Estate
Rushabh Desai

AMP Capital
Tim Nation

Angelo, Gordon International
Jon Tanaka

ANZ
John Hudson

Aoyama Realty Advisors
Haruyuki Shinya

Arrow Capital Partners
Kurt Wilkinson

Australian Unity
Mark Pratt

AXA Real Estate Investment Managers Japan
Yoshihiko Hayafuji

Blackstone Group
Christopher Heady
Kimmo Tammela

Brookfield Asset Management
Niel Thassim

Cache Logistics Trust
Daniel Cerf

Capbridge Investors
Ken Fridley

CapitaLand Limited
Andrew Lim

CBRE
Henry Chin

CBRE Global Investors
Tetsuya Fujita

Centuria Capital
John McBain

Charter Hall
David Harrison

Colliers International
David Faulkner
John Kenny
Kichoon Jung

CRE REIT Advisers
Tsuyoshi Ito

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

Deutsche Bank
Hugh McDonald

Dexus
Darren Steinberg

DWS Investments Japan
Koichiro (Ko) Obu

ESR
Stuart Dawes

Fife Capital
Allan Fife

Frasers
Rod Fehring

Frasers Property Australia
Chamoun Malki

GenReal Property Advisers
Anckur Srivastava

GPT Group
Bob Johnston
Nick Harris
Chris Barnett

Grosvenor Asia Pacific
Benjamin Cha

ISPT Super Property
Darryl Browning

Hulic Co. Ltd.
Yoshito Nishikawa

ITOCHU REIT Management
Junichi Shoji

Japan Post Bank Co., Ltd.
Hiroyuki Tanaka
Yuki Ogawa

Jerde Partnership
Tetsuya Karasawa

JLL
Stuart Crow
Tim Graham
Fergal Harris
Megan Walters

JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.
Tetsuya Karasawa

KaiLong
Hei Ming Cheng

Keppel Land Limited
Tan Swee Yiow

Kenedix
Takahiro Uchida
Hikaru Teramoto

LaSalle Investment Management
Simon Howard
Tom Miller

Mapletree Investments Pte Ltd
Hiew Yoon Khong
Norihiro Matsushita

Metropolitan Real Estate
John So

Mitsubishi Corp.-UBS Realty
Katsuji Okamoto

Mitsubishi Jisho Investment Advisors
Naoki Kuwabara
Toshiyuki Arai
Eriko Kato

Mitsui Fudoson Investment Advisors
Shuji Tomikawa

Moelis Australia
Ben Boyd

Mori Building
Hiroo Mori

NAB Healthcare
Georgina Switkowski

Nuveen
Nick Evans

Ooedo Onsen Reit Investment Corporation
Fuminori Imanishi

PAG Investment Management
Naoya Nakata

Pamfleet
Andrew Moore

PAYCE
Will Morgan

PGIM Real Estate
Benett Theseira

PGIM Real Estate (Australia)
Steve Bulloch

Portwood Capital
Peter Churchouse

Professional Property Services
Nicholas Brooke

Property Council of Australia
Ken Morrison

Samurai Capital
Ken Aoyama

Savills
Christopher Marriott

SCA Property Group
Anthony Mellowes

Starr International Investment Advisors (Asia)
Alison Cooke

Stockland
Mike Davis

Swire Properties
Ashley Hegland

Telstra Super
Andrew Bambrook

Tishman Speyer
Ryan Botjer

Tokyu Land Capital Management
Yutaro Tanaka

Touchstone Capital Management
Fred Uruma

UBS
Grant McCasker

Vicinity Centres
Justin Mills
Carolyn Viney

Wing Tai Holdings Limited
Cheng Wai Keung

支援団体



PwC のリアルエステートプラクティスは、不動産都市顧問業者、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、不動産の鑑定や評価選定を支援しており、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・導入、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ます。

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 SAR, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong SAR, China

Jim Chen

China Real Estate Leader
China

Alan Ho

South China Real Estate Leader
Hong Kong SAR, China

Gang Chen

China Real Estate Tax Partner
China

David Kan

Hong Kong Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Bhairav Dalal

India Real Estate Tax Leader
Mumbai, 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, Korea

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate & Hospitality Leader
Singapore

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

www.pwc.com



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、45,000 名を超える不動産及び都市開発の専門家で構成されています。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、世界中で繁栄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ます。

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側面を代表しています。ULI の設立は 1936 年に遡り、現在は 80 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ます。

ULI は、都市化や人口動態の変化、経済の新たな牽引役、技術の進歩、環境への配慮など、建築環境を左右する様々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ます。

ULI では毎年、数千回に及ぶ会合を持ち、会員間で知識を共有することにより同業者の情報・意見交換を行い（2018 年だけでも世界 330 都市で 2,200 件超のイベントを開催）、土地利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ます。

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、会員間で共有しています。

ULI に関する詳細情報についてはウェブサイト（uli.org）をご覧ください。また、Twitter、Facebook、LinkedIn、Instagram といった SNS をご活用ください。

W. Edward Walter

Global Chief Executive Officer
Urban Land Institute
<https://uli.org>

John Fitzgerald

Chief Executive Officer, Asia Pacific
Urban Land Institute
<https://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 20036-4948
United States

202-624-7000

www.uli.org

表紙写真: ジュエル・チャンギ空港 (シンガポール) の「レイン・ボルテックス」
画像提供: iStock © Panuwat Dangsungnoen

iii ページ画像: 北京にあるスキッドモア・オーウィングズ・アンド・メリル設計による
COFCO ランドマークプラザ
撮影: ArchExist

20-21 ページ画像: 東京駅
画像提供: iStock © Easyturn

33 ページ画像: ホーチミン市のブイヴィエン通り
画像提供: iStock © Kevin Miller

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2020 年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。

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

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2020年版

2020年に予想される最善の投資機会・開発機会は何か？本書は不動産業界で最も影響力があるリーダー463名を対象に行ったインタビュー及びアンケート調査に基づき、見込みの高い投資先や有望な部門・市場、及び不動産に影響を与える資本市場の動向について予測し、読者の参考に供します。PwCとアーバンランド・インスティテュートの共同報告書であるEmerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は2003年の刊行以来版を重ね、今回の第14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では会員情報を掲載したメンバーディレクトリー(Member Directory)(members.uli.org)、会員限定イベントを検索できるナビゲーター(Navigator)(navigator.uli.org)、Emerging Trends in Real Estate®(2003年の第1版以降すべての版)をはじめ良質のコンテンツを蓄積した進化し続けるライブラリーへアクセスできるナレッジファインダー(Knowledge Finder)(knowledge.uli.org)を提供しています。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、並びに最良の機会
- エクイティとデットの調達先及び資金フローなどの資本市場の動向
- 有望な不動産部門と回避すべき部門
- 経済情勢及び信用に関する懸念が不動産にもたらす影響
- 将来性の高い都市圏及び将来性の低い都市圏についての考察
- 社会動向／地政学動向が不動産に与える影響
- 立地及び部門の選好における変化