

2021

[アジア太平洋版]

# EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2021年版

共同報告書



Urban Land  
Institute



# 目次

---

iv	エグゼクティブサマリー
vi	序文
1	<b>Chapter 1: 目前に迫る転換</b>
3	市場は高止まりしているが...
5	...いつまで続くだろうか
7	ディストレス：長らくのお待たせ
10	企業による売却
10	開発リスクへの着目
11	「安全への逃避」が続く
12	古きを捨て、新しきを得る
12	ビルド・トゥ・レントの住宅
12	物流施設
13	データセンター
15	反直感的な賭け
16	中国の都市再生ブーム
17	COVID-19 が環境アジェンダを後押し
20	適応性が鍵となる
21	マスタープラン作りの遅れ
24	<b>Chapter 2: 不動産キャピタルフロー</b>
26	クロスボーダー投資が枯渇
28	銀行は融資を継続
29	デットファンドはまだ蚊帳の外
31	ロードショーも資本調達もなし
31	証券市場に目を向ける投資家
32	グリーンボンドと「グリーンウォッシング」
35	<b>Chapter 3: 不動産タイプの見通し</b>
36	オフィス部門
37	割れる意見
38	ホットデスクینگはアウト、オープンスペースはセーフ
38	フレキシブルスペースが定着
39	今後の姿は分散化
40	物流施設
40	投資家で混雑
41	チャイナ・プラスワン
41	コールドストレージ：ホットな市場
42	ビルド・トゥ・コア投資
43	商業施設部門
43	地域の生活圏にサービス
44	多目的用途への転用
44	小さいほど良い
45	賃貸の新たな仕組み
45	住宅部門
46	マルチファミリーに資金が集中
46	帳尻が合うか？
47	ホテル部門
48	部屋数が多すぎる
49	<b>インタビュー回答者一覧</b>

# エディトリアル・リーダーシップ・チーム

## Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2021 チェアマン

K.K. So, PwC

David Faulkner, Urban Land Institute

### 主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

### 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, Asia Pacific

Diwa Law, Senior Associate, Asia Pacific

Lawreane Jamie de los Santos, Designer

## PwC Advisers and Researchers by Territory

### オーストラリア

Andrew Cloke

Azam Malik

Bianca Buckman

Christian Holle

Devina Kusnadi

Ewan Barron

Garrick Pepper

James Dunning

James McKenzie

Jane Reilly

Josh Cardwell

Nick Antonopoulos

Matthew Lunn

Max Sangrigoli

Rachel Smith

Ross Hamilton

Scott Hadfield

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

Kathryn Lin

### 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

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

Takeshi Yamaguchi

Wataru Wada

### 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

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 2021 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 155 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 284,000 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](http://www.pwc.com) をご覧ください。

© 2020 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](http://www.pwc.com/structure) をご覧ください。

© ULI, PwC (2020 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, 2020.







# エグゼクティブサマリー

2020年を通して、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の感染拡大抑制に向けたアジア太平洋地域各国政府の取り組みは総じて比較的うまくいっており、地域の経済と不動産市場への影響を限定的に留めてきた。だが同時に、これまで資産価値が維持されているのは政府の支援策や銀行の返済猶予方針、企業財務の健全性など一時的要因によるものであり、持続する可能性は低いとの見方がある。支援策などが勢いを失うにつれ、投資家の間では市場は修正局面に入るのは不可避との見方が強まっている。

そのため、いくらアジア太平洋市場の下振れリスクは欧米ほど深刻ではないと見られるとはいえ、2021年には不動産価格の下落が起これと予想される。ひずみが生じる可能性のある市場として、投資家は以下の3つを挙げている。

**中国**：政府主導の流動性引き締め策により、小規模デベロッパーは銀行融資を受けられなくなっている。

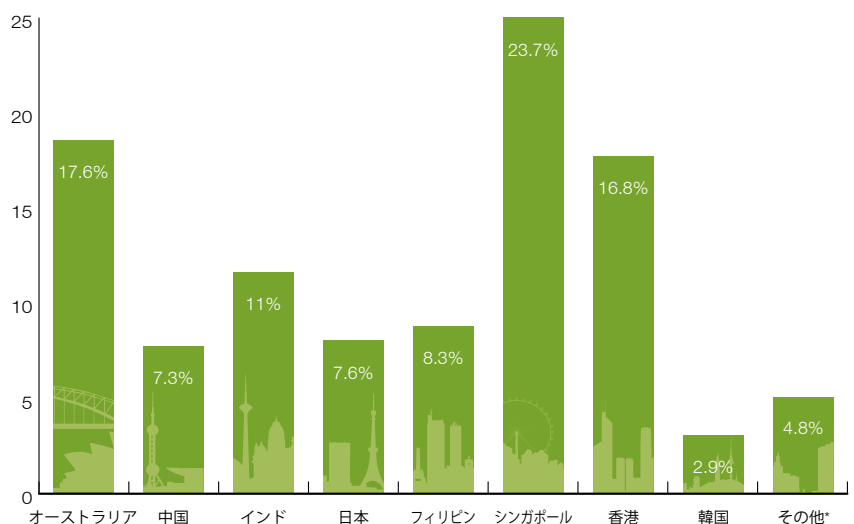
**インド**：国内のノンバンク金融機関が破綻し、プライベートエクイティファンドの機会が再浮上している。

**オーストラリア**：経済への影響がアジア太平洋地域の他の主要国より深刻で、また市場の透明性が高いため短期的に「バイ」の見通しが高まると見られる。

このほかにも、景気後退が進むにつれ取得機会が生まれつつある。特に、大量の資産を不動産の形で長らく保有してきたアジアの企業は、運転資金を得るためにこれらを手放すことを検討している。保有不動産を売却してセール・アンド・リースバックを行うことにより、必要に応じて引き続き多くの場合本社として活用可能となる一方、アセットライトなビジネスモデルに移行して会社資本の有効活用を図ることができるためだ。

また投資家は昨今の時勢に応じて資金の投入先をシフトしつつある。オフィスビル、商業施設、ホテルといった主流の資産クラスが循環的かつ長期的な逆風にさらされていることから、物流施設やマルチファミリー（複数世帯住宅）、データセンターなど、市場の下降期でも安定的な収益源となる資産に転じている。特に物流施設は、COVID-19の世界的な拡大の結果（とりわけオンライン小売業者からの需要急増により）ファンダメンタルズが改善した唯一の資産クラスとして、投資家から

アンケート調査回答者（国・地域別）



出所：Emerging Trends in Real Estate  
アジア太平洋 2021 アンケート

\* ドイツ、インドネシア、マリ、マレーシア、台湾、タイ、英国、アラブ首長国連邦、米国、ベトナムを含む。

圧倒的な人気を集めている。投資家の争奪戦により、これらの資産のキャップレートは低下が進んでいる。

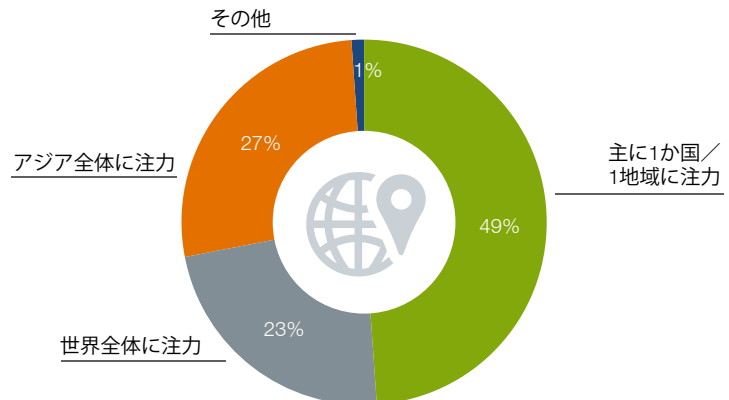
アジア太平洋地域に共通するテーマの一つに、今回のパンデミック（世界的流行）が引き金となり、COVID-19 の発生以前から進行していたトレンドが加速したことが挙げられる。その一例が ESG（環境・社会・ガバナンス）投資。ESG は市場のトップエンドにおける買い手や所有者にとって重要性が増す傾向にあるものの、健康や環境問題への意識は高まりつつあり、また、特に建物のエネルギー効率 は企業利益に直接結びつく課題との認識が高まっている。

サステナビリティへの適合度の測定には、GRESB 等の認証制度が実質的な評価基準となっているが、最近ではより厳密な CDP 評価基準（建物の二酸化炭素排出実質ゼロに向けた取り組み評価）が新たに登場している。今後、各国政府が 2016 年のパリ協定に定められた炭素排出量削減義務の遵守に向かうにつれ、CDP の重要性が高まると見られる。

現在の急速な環境の変化を一層映し出しているのが、新築ビル設計の柔軟性の高まりだ。デベロッパーは新たな用途に適合し、耐用年数を通して様々な目的に使用できる汎用構造物の創出を目指している。マスタープランの考え方も変わっていくだろう（こちらの方が時間がかかる）。特に、地域の生活圏において、日々のニーズを満たす物品・サービスがすべて揃っている地域コミュニティや都市を分散化して形成する、という方向に向かうのではない。

キャピタルフロー（資本移動）の点では、2020 年には取引高が前年比で大きく減少した。これは、国境の封鎖によって買い手が渡航できなくなったことや、ワクチンが供給されれば市場が急回復するとの希望から売り手が不動産価格の値引きを拒んでいることなどによる。クロスボーダーのキャピタルフローが減少した一方で、韓国と日本では活発な動きが見られた。これは投資家が「安全への逃避」姿勢を取り、地政学的リスクに影響されにくく、内需の厚い市場に目を向けたことによる。ほぼ同じ理由から、中国でもクロスボーダー投

アンケート調査回答者（企業の活動範囲別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

資が盛んに行われ、貿易摩擦が続いているにもかかわらず、外資は依然として中国を重要な投資先と見ていることが示された。

今回の調査における投資見通しランキングで、流動性が高く安定的で内需の底堅い市場を持つ主要都市が好まれる傾向が引き続き示されたのは驚くに当たらない。昨年に続いてシンガポールが投資家の選好市場のトップに立っている。シンガポールは東京やシドニー（ランキングの2位と3位）のように従来から投資家に好まれてきた確固たる主要都市とは見なされていないものの、二極化が進む世界にあって中立的との評価を首尾よく獲得し、2020 年を通じて特に中国から多額の投資を引き寄せた。一方、韓国における投資額は 2020 年第3四半期に前年同期比 71% 増と目覚ましい伸びを見せ、四半期ベースでは過去最高額を記録した。これは国内機関投資家が海外資産の取得用に取っておいた資金を国内資産の取得に切り替えたことによる。

銀行からの資金調達は、一部市場で融資条件が厳格化されるものの、アジア太平洋市場全体では特に問題はない。ただし融資対象取引の資産タイプについては、商業施設やホテルよりも物流施設が好感されているのは間違いない。

COVID-19 の世界的流行は投資環境に重大な影響を与えると見られるが、個々の不動産資産クラスへの影響も同様に大きなものとなるはずだ。

**オフィス部門：**オフィスは長きにわたり投資対象の定番であったが、ソーシャルディスタンスの確保要請や在宅勤務の広がり、経済の縮小、テナントによる経費削減の必要性など様々な要素が影響し、プライムオフィスに対する将来の需要について疑問が投げかけられており、投資家はやや弱気になっている。インタビュー回答者の間では、アジア太平洋地域でも在宅勤務する社員は以前より増える（一週間に一日程度）ものの、欧米市場で予想されるほどには定着しないとの見方が多い。そのため、都市中心部のオフィスは残るが、職場のレイアウトや設備は大きく変わるものと考えられる。

**物流施設部門：**COVID-19 の発生以前から投資家のお気に入りだったが、感染症の世界的流行によりオンラインショッピングが急拡大し、それまでは「ジャストインタイム」で部品を調達していた製造企業が備蓄を始めたことか

ら、物流施設部門の見通しがさらに押し上げられた。だが、物流施設の構造的な供給不足により需要は引き続き旺盛となる見通しだが、投資家は（１）オンライン販売の成長が頭打ちになるのではないか、（２）キャップレートのさらなる低下により、物流施設の運営による収益が投資に見合わなくなるのではないかと懸念している。また、やはりオンライン販売の拡大に伴う冷凍・冷蔵品需要の増大により、コールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）施設に対する需要も旺盛だ。

**| 商業施設部門：**感染症の世界的流行によりオンライン小売販売が急増したが、これも以前から見られていた傾向を加速したものだ。こうした動きが実

店舗に長期的にマイナスの影響を及ぼすのは確かだが、実店舗に望みがないわけではない。まず、高級品や生活必需品など一部の部門では従来型の小売販売は依然として好調だ。次に、小売業者は地域の生活圏を対象とする施設へのコンセプト転換を通じて、そして従来とは異なるタイプの商業テナントや居住者を呼び込むことによって、施設の転換速度を速めている。

**| 住宅部門：**投資家は景気後退期における好ましい資産クラスとして住宅部門を捉えている。というのも、特にアジア太平洋地域では普段から需要が旺盛である上に、住宅ローンや家賃の支払いにおいて確かな実績があるからだ。日本は機関投資家が大量の賃貸

住宅を保有している唯一の市場であるが、国債利回りが極端に低い状況下では、投資家は住宅の低利回りを以前より積極的に受け入れる可能性がある。

**| ホテル：**商業施設と同様に、ホテル部門も感染症の世界的流行により、観光客の消滅という形で大きな打撃を受けている。国内の観光客向けにシフトすることに若干の希望があるかもしれないが、現在は供給過剰であるため、多くのホテルが売却されるか、賃貸住宅などに転用される可能性が高い。市場にはディストレス（不良資産）が現れ始めているが、ホテルもその一つとなっている。

## 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 15 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 2021 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。

なお、本報告書中の「中国」は「中国本土」を指し、「香港」は「香港特別行政区」を指すことにご留意されたい。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2021 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 134 名と個別インタビューを行い、また 391 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	25%
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）	26%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	22%
住宅建築業者／住宅開発業者	8%
機関投資家	3%
銀行／証券化貸手	3%
その他法人・団体	8%

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ご留意されたい。本報告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。



# Chapter 1: 目前に迫る転換

「今回は需要の危機であり、その影響が現れるのはこれからだと思う。  
とはいえ大嵐が近づいており、長い冬の時代を迎えるだろう。  
産業施設や物流施設以外のあらゆる資産クラスが痛手を受けることになる。」

2008年の世界金融危機を経て不動産市場が底を打って以来、アジア太平洋地域の投資家は、不動産価格の上昇とキャップレートの低下が容赦なく進むことに懸念と不安を感じつつも、溢れる流動性と借入コストの低さに支えられ資金を投入し続けてきた。こうした投資の大波はその後11年間に及んだが、その寄って立つ基盤の多くが言わば砂上の楼閣だったため、心の底から確信があったわけではなかった。同時に、この大波の後に来るものが何であれ、やはり想像を超えたものになるだろうと投資家は感じていた。

そしてそれは事実となった。あり得ないことが起き、世界中の（ただし中国は例外のようだが）経済が破壊された。不動産市場も同じ憂き目を見ることになりそうだが、先行きがまったく見えない時代に似つかわしいと言っていいだろうが、新型コロナウイルス

感染症（COVID-19）の大流行自体に匹敵するほど予想外の出来事がいくつも起きている。

まず、アジア太平洋諸国では、医療体制や財源の面で遥かに勝る欧米先進諸国よりも効率的に感染症に対処し、人々の健康を守っている。その結果、アジア市場の景気の落ち込みも比較的抑えられるものと思われる。

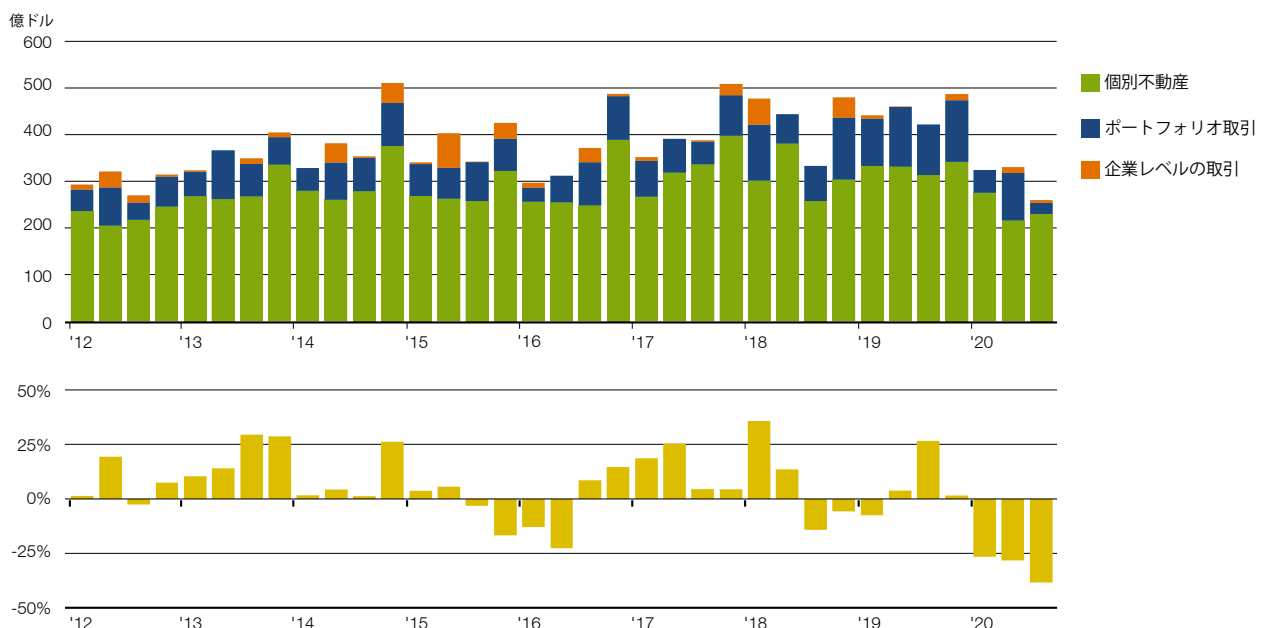
次に、不動産の観点から見た場合、COVID-19の最も重大な影響として、これまでの長期的・循環的なトレンドのいくつかが加速されており、それによって変革が生じるのみならず、やがては生産的な結果をもたらす可能性が高いことが挙げられる。

香港在住のあるコンサルタントが述べたように「これまでも変化が進んでいたが、COVID-19

によってすべてが加速され、想像を超えた水準に向かっている。普通のペースで行けば10年から20年かかると予想されたものが、今では数か月で達成されてしまう」。

そして3つ目は、直感に反して、ほとんどの投資先で不動産市場が止まってしまったことだ。日本や中国、そして特に韓国など一部の国はまずまずの状況にあるものの、景気後退の広がりに伴ってデフォルトが続出し投資機会が生まれることを見込んでいた投資家は大きくに失望している。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、2020年第3四半期の投資額は前年同期比で38%も減少しており、2020年第1・第2四半期からはそれぞれ約1/5の低下となった。一方、2020年第1・第2四半期において不動産価格とキャップレートはおおむね安定している。

図表1-1 アジア太平洋地域の不動産取引高(取引形態別) (及び対前年変動率)



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

注：賃貸集合住宅、ホテル、産業施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引が対象。企業レベルの取引も含む。開発用地を含まない。

図表1-2 アジア太平洋地域の都市圏ランキング(部門別):2020年第3四半期

2018	2019	2020年 (年初来)	部門	都市圏	取引高 (百万ドル)	対前年比	総額
3	2	1	オフィス	ソウル	8,992	-3%	\$ 8,991,931,312
2	1	2		北京	7,714	-42%	\$ 7,713,848,772
5	4	3		上海	4,843	-29%	\$ 4,842,824,665
10	6	4		東京	4,632	-2%	\$ 4,631,719,475
1	5	5		香港	2,336	-67%	\$ 2,336,336,167
3	2	1	産業施設	シドニー	2,225	69%	\$ 2,224,605,370
1	1	2		香港	1,307	-33%	\$ 1,307,490,634
5	3	3		メルボルン	905	-15%	\$ 904,990,554
12	27	4		北京	877	1,645%	\$ 876,636,908
10	10	5		ソウル	758	84%	\$ 757,703,236
5	4	1	商業施設	ソウル	1,860	-6%	\$ 1,860,011,931
9	31	2		広州	1,666	2,477%	\$ 1,665,941,231
4	6	3		東京	1,435	-28%	\$ 1,434,629,685
1	1	4		香港	1,350	-65%	\$ 1,350,189,709
2	5	5		上海	743	-67%	\$ 742,636,817
1	1	1	賃貸集合住宅	東京	2,021	-18%	\$ 2,020,682,086
4	2	2		大阪	1,326	218%	\$ 1,326,260,693
20	9	3		シドニー	803	549%	\$ 802,970,663
19	5	4		名古屋	497	781%	\$ 497,121,390
6	8	5		福岡	282	300%	\$ 281,809,115
1	1	1	ホテル	東京	967	-38%	\$ 966,747,729
25	13	2		台北	909	265%	\$ 909,298,603
5	6	3		上海	806	32%	\$ 806,028,821
18	20	4		京都	758	513%	\$ 757,905,895
3	4	5		香港	332	-69%	\$ 332,414,422

出所:リアル・キャピタル・アナリティクス

注: 賃貸集合住宅、ホテル、産業施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引が対象。企業レベルの取引を含む。開発用地を含まない。

ある投資家は「もはや教科書通りに事が運ばなくなっている。本来なら、経済が落ち込めば資本市場も落ち込み、企業収益が悪化し、賃料も下落するという具合にすべてが繋がっているはずだが、現在は経済状態も企業収益も惨憺たる状況で、政府が何とか支え続けているというのに、株式市場は歴史的な高水準にあり、キャップレートは極めて低いままとなっている」と指摘する。

取引がこのような凍り付いたのはいくつかの理由による。第一に、「知らないことを知らないこと」(意識も理解もしていないこと)に対する恐れが挙げられる。シンガポールのあるファンドマネジャーが述べたように「当社は資本調達が非常にうまくいったが、その資金

を直ちに展開しろというプレッシャーはない。現時点では、当社のように資本調達を行った大手で積極的に資金を展開しているものはいないというのが実情だ。今はひとまず成り行きを見守っている。取引はいくらかあるにはあるが、どれも本格的なものとは言えない」。その上、渡航の禁止によって投資家が目ぼしい取得案件を実地で確認できなくなったこともある。あるファンドマネジャーは「現地に誰かがいるならともかく、実物を見もしないで買うような無茶をする者はいない。不動産では『触感』が非常に大切だ。不確定要素が山ほどあるからね」と述べた。渡航禁止の影響は、オーストラリアのように外国人投資家の比率が高い市場で大きく現れている。

第二の理由は、不動産価格が膠着状態に陥っていることだ。買い手は賃料の下落を見込むとともに、低成長(もしくはゼロ成長)を前提に、価格の低下とキャップレートの確保を求めている。あるファンドマネジャーが言ったように「値段はいくらか、状況はどの程度まで悪いか、それがいつまで続くか、が問題だ」。

「今はひとまず成り行きを見守っている。  
取引はいくらかあるにはあるが、  
どれも本格的なものとは言えない」。

一方、不動産所有者は総じて財務基盤が強く、売却を余儀なくされることがなく、COVID-19 感染症の世界的流行と経済状況がいずれも早期に改善することを期待してホールドを続けている。彼らはまた、不動産投資ファンドが大量の未使用資金を抱え、いざとなればすぐに対応可能であることも承知しており、そのため期待をさらに高めているのだ。

シンガポールに拠点を置く機関投資家向けファンドマネジャーの言葉を借りれば「不動産価格は下落しておらず、これが現時点で最大の難問となっている。賃料は低下しており、10%~20% も下がったとの話もあるが、不動産価格はそうっていない。これは結局、ホールドする力が強すぎることに行き着く」。

## 市場は高止まりしているが...

世界各国政府が大規模な景気刺激策と雇用支援策を展開した結果、多くの主要経済圏で深刻な景気後退の影響が一時的に食い止められており、それによってこうした「苦難が終わるのをじっと待つ」姿勢が強まっている。アジア太平洋地域では、無制限の資金支援を行っている政府はほとんどないが、銀行や不動産所有者は資金繰りに苦しむ顧客やテナントを積極的にサポートしており、融資の回収や賃貸の解除などは起きていない。そのため、多くの破産寸前のテナントが持ちこたえ、稼働率が支えられ、所有者の財務状況もコロナ以前に近い水準に保たれている。

だが、V字回復の期待が急速に薄れるにつれ、このように人為的に高く保たれた資産価格はいずれ下落する（そしてそれに伴って投資家の利益も減少する）との確信が強まっている。あるアナリストは「政府が景気対策として財政出動した影響で、不動産の取引高が減少するという結果になった。政府の支援により企業が支えられ、そのため市場ではディストレス（不良資産）の出現が遅れているからだ。だがディストレスは必ずやってくる。企業が資産を売却するか、収益の流れが止まった投資家がインタレスト・カバレッジ・レシオを維持できずに手放すか、あるいは銀行や管理レシーバーが債権者として介入するか、その出どころは様々だろう」と指摘する。

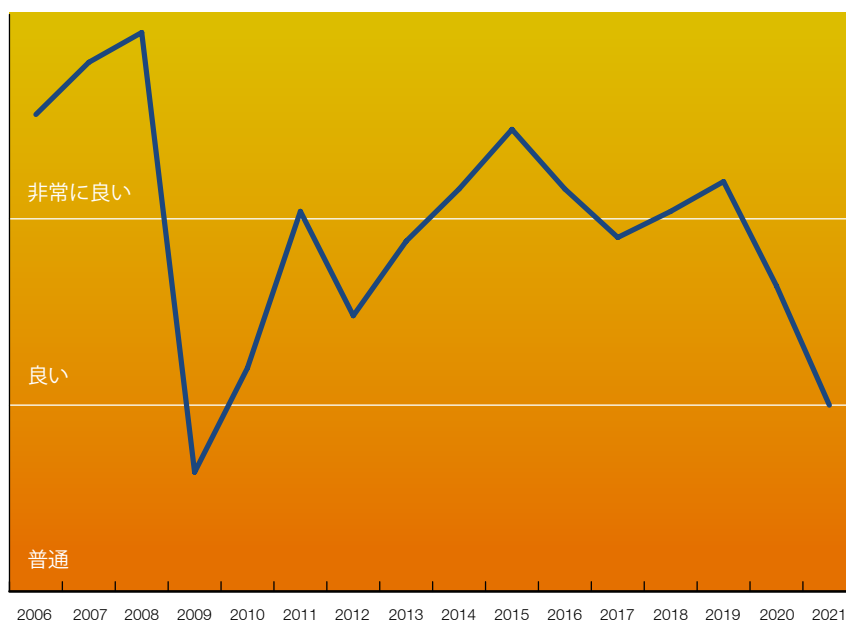
その結果、図表 1-4 に示すように、投資家の期待利益率は世界金融危機における 2009 年の最低値に近い水準にまで低下した。

図表1-3 2021年に賃料の上昇が見込まれる都市

	全体的に悪い	普通	全体的に良い
1	ホーチミンシティ	5.33	
2	シンガポール	5.18	
3	深圳	5.16	
4	東京	5.11	
5	ソウル	5.01	
6	大阪	4.97	
7	シドニー	4.92	
8	上海	4.89	
9	広州	4.87	
10	台北	4.78	
11	北京	4.68	
12	メルボルン	4.67	
13	中国の二番手都市	4.63	
14	ムンバイ	4.60	
15	バンガロール	4.59	
16	オークランド	4.58	
17	香港	4.57	
18	バンコク	4.55	
19	ニューデリー	4.55	
20	マニラ	4.42	
21	ジャカルタ	4.37	
22	クアラルンプール	4.32	

出所：Emerging Trends in Real Estate  
アジア太平洋 2021 アンケート

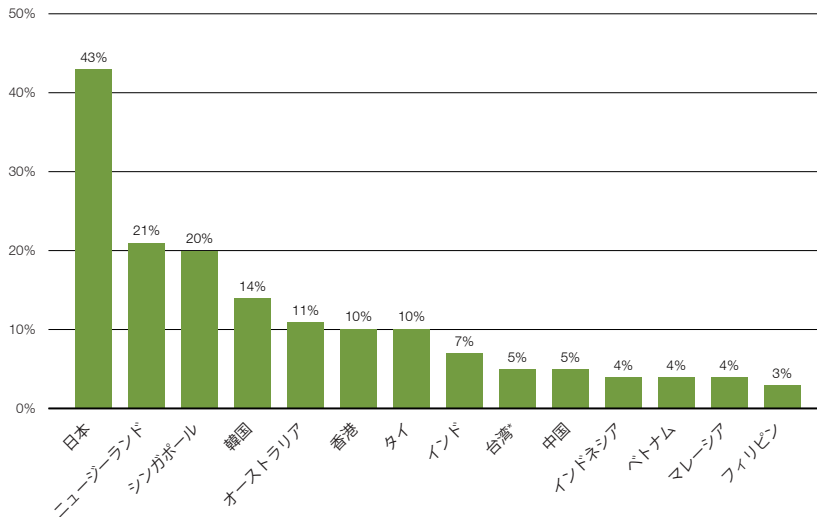
図表1-4 不動産会社の収益性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート



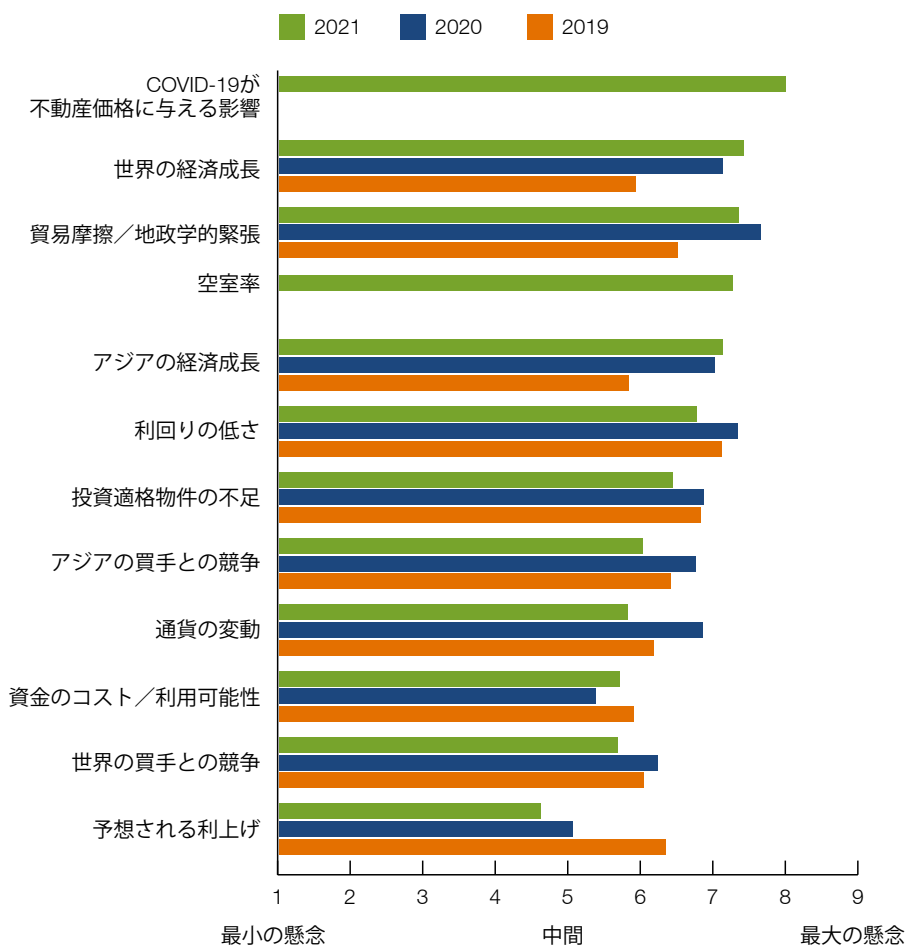
図表1-5 財政刺激策の対GDP比（2020年7月30日）



出所：国際通貨基金（IMF）

\*台湾のデータは台湾政府のプレスリリースから抽出。

図表1-6 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 2021 アンケート

不動産価格が高止まりしているのは、鑑定業者が市場の不確実性に関する技術的警告に頼っており、また 2021 年には景気が回復するとの希望から、資産価値の引き下げに消極的であることも一因となっている。こうした鑑定業者の姿勢に先行しているのが米国の株式市場と債券市場で、2020 年 11 月には過去最高水準を記録した。そのため機関投資家のアセットマネジャーは、指示された資産配分水準を維持するために不動産ポートフォリオのリバランスを行わねばならないというプレッシャーをまったく受けなかった。

不動産価格を支えている要因はほかにもある。各国の中央銀行が下した決定により低利環境が長期にわたり継続することがほぼ確実となったが、それによって不動産利回りとデットコストのスプレッドが拡大し、そのためキャップレートのさらなる低下が促され、結果的に不動産価格の上昇が支えられるというわけだ。ある投資家が述べたように「スプレッドはおしなべて高止まりしているが、これは利率が上昇してスプレッドを縮めると想定されてきたためだ。だがもはやこの想定が変わったとなれば、キャップレートがさらに低下するのは確かだろう」。

いずれにせよ、現実的に、現在の価格水準はとにかく高すぎる。これは取引案件に対する銀行の融資提案における資産評価が、想定される取引価格を遥かに下回っていることにも如実に示されている。あるコンサルタントは「評価の専門家は現実をよく見ていないと思う。キャップレートは 25 ～ 50 ベーシスポイント下がったようだが、詰まるところ私にとって判断基準は『その値段で今買う人がいるだろうか』ということだ。実際のキャップレートはさらに 15% から 20% 低いのではないか。また、コア資産とノンコア資産とではこれまでよりも遥かに大きな差が出てくると思う。何らかの是正は不可避だが、誰もがそれを先延ばしにしている」と述べた。

## ...いつまで続くだろうか

現在問われているのは、是正がいつ、どのように行われるかということだ。銀行は「エクステンド・アンド・プリテンド」（期限を延長して問題から目をそらすこと）を続けているが、一部のインタビュー回答者は、政府支援策の多くが期限切れとなる2021年第1四半期が「ルビコン川を渡る」（後戻りのきかない道へ歩みだす）時期になると見ている。

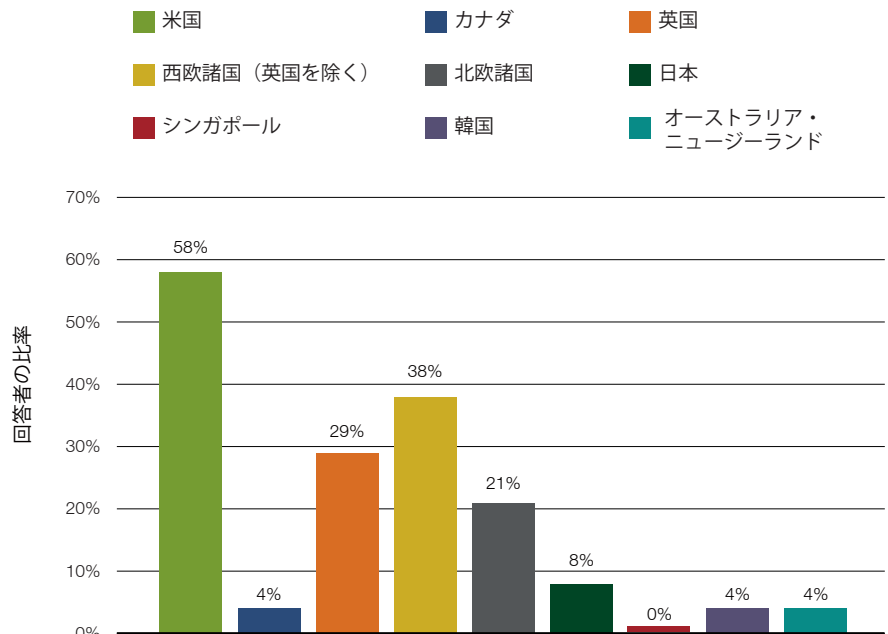
オーストラリアを拠点とするあるインタビュー回答者によると「株式市場は好調だから、不動産価格も維持されると思う。まだ一線を越えてはいないからね。でもだからこそ、来年の第1四半期が重要になる。第1四半期には一時自宅待機制度が終了し、失業率が上昇し、株式などの価格も見直されるだろう。不動産所有者に対しても、資産の評価において現実的になるよう圧力が増すと思う」。

また、ある証券アナリストの言葉を借りれば「2021年には取引高が大きく回復すると感じているが、年が変わって早々というわけにはいかないだろう。回復には時間がかかるため、実際に物件が市場に出回り始めるのは2021年の後半で、価格の調整も行われののではない。実際、すでに動きが起ころつつあり、当社も売却を迫られた数社から依頼を受けたところだ。とはいえ現時点では単発案件に留まっている」。

市場の調整がどの程度になるか予測しがたい。だが、現在の落ち込みが世界金融危機の際よりも厳しいものとはいえ、ほとんどの投資家は、少なくとも欧米市場に比べて悪化が抑えられると予想している。あるグローバルファンドのマネジャーは「当社では、アジア太平洋地域では米国や欧州ほどにはディストレスが発生しないと見ており、むしろ欧米市場に投入可能な資金を増やしている」と語った。

これにはいくつかの理由がある。まず、アジア太平洋地域ではCOVID-19の封じ込めに比較的成功している市場が多く、そのため経済への影響が軽減されている。次に、「デットが

図表1-7 先進国不動産市場における最善の機会に関する投資家の見解



出所：プレキン投資家インタビュー（2020年6月）

ディストレスはレバレッジから生まれるが、良し悪しは別として、アジア太平洋には高レバレッジもなければ分厚い証券化市場もない。これは米国の状況と対照的だ。米国には証券化されたデットが大量に存在するため、スペシャルサービサーにとって所有者と妥協して資産の維持を認めるよりも、デットを回収して自ら資産を保有する機会の方が大きいという構造ができあがっている。

アジア太平洋市場では、借り手がコベナンツ条項に違反したという理由だけで銀行が大量のデフォルトにアクセスできる見込みは低い。加えて、世界金融危機の時とは異なり、現在の銀行は自己資本が豊富であり、制度上の脅威に取り組む方法に長けている。また、規制当局と協力して景気の落ち込みに対処しようとする傾向が強まっているようだ。さらに、利率が極めて低く、しかも一層低下する可能性がある。

一方で、銀行にとって融資をまとめて回収するコストは手に負えないほど高く、自滅的なものになりうる。あるデット市場専門家の言葉によれば「世界金融危機に匹敵するようなデフォルトの波は起きないと思う。銀行にとっては、これまでの景気の管理方法や彼らが果たしてきた役割を急に急に変えることは利益とならない。デフォルトは結局のところ銀行自身に害をもたらすからね。デフォルトに関連したリスクキャピタルのコストは3倍にもなる。借り手が好戦的で非協力的であり、どうあがいてもリファイナンスできない取引の管理に膨大な時間を費やさざるを得ず、さらには取引コストが発生するためだ」。

## 日本：重要テーマ

現在の「安全への逃避」という環境の中で、日本はアジア太平洋地域における投資先の定番となっている。コア資産に厚みと流動性があり、テナントの資金が豊富で、国内市場は懐が深く対外貿易への依存度が比較的低い。実際、アジア太平洋地域の大半の市場では2020年1月～9月の取引高が大幅に減少したが、日本では様相が異なり、外国人投資家による取得と数件の大型取引に支えられ、取引高は22%減と比較的緩やかな低下にとどまった。

日本市場について予測可能な点の1つは、低利率が今後も継続するという点だ。貸出金利が1%を切っているため、デットコストに対するスプレッドはますます良好で、リターンを得るためにレバレッジを利かせる必要性が低くなる。また3%を切っているキャップレートがさらに低下する余地があることの理由ともなっている。

今後2～3年間、日本（特に東京）は外国人投資家を引き続き惹きつけると予想される。東京を拠点とするあるファンドマネジャーは「今後2～3年でどの資産クラスでも賃料が低下しかねないが、逆に言うと、キャップレートは依然として低下する可能性がある。安全な投資先として日本に流入する外国人投資家の資金が大幅に増えると見られるからだ。日本は中国と同じく、実際にビジネスが元に戻りつつあり、経済がある程度堅調に回っており、物事が進展している国の一つだ。また中国とは異なり、日本円は国際通貨となっている。そのため投資家は、ニューヨークの中心部には投資するつもりはなくても、東京の中心部なら投資してもよいと考えるだろう」と語る。

2020年10月現在、Aグレードオフィスビルの賃料はやや下落したものかなり安定しており、空室率は低く新規供給は限られている。だがこうした状況は、長年にわたり東京のオフィスビルの取引を行ってきた、資金力のある国内投資家を惹きつけるには十分かもしれないが、一部の外国人投資家は勤務形態の変化によって空室率が急増し

地域	取引高の上位地域・市場			
	2020年第3四半期の取引高 (百万米ドル) 前年同期比		2020年1月～9月の取引高 (百万米ドル) 前年同期比	
1 韓国	6,791.3	22%	15,654.0	0%
2 中国	5,164.8	-36%	21,714.5	-25%
3 日本	4,472.8	-62%	26,352.0	-22%
4 オーストラリア	2,933.8	-61%	11,484.0	-43%
5 香港	2,633.8	-4%	5,337.9	-62%

出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

注：賃貸集合住宅、ホテル、産業施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引が対象。企業レベルの取引を含む。開発用地を含まない。

かねないことを恐れ、オフィスを避けつつある。上記のファンドマネジャーは「来年には退去やスペース縮小を行うテナントが増えると思う。日本企業は社員の解雇は行わないものの経費を削減する必要がある。それにはオフィススペースを諦めるか減らすか、社員には部分的に在宅勤務させることだ。そのため、東京と大阪のAクラスオフィスビルの空室率が上昇したとしても驚くには当たらない」と指摘する。

一方、物流施設とマルチファミリー住宅は「今後の市場を牽引する主役」となっている。いずれも日本でここ数年人気が高まっている部門だが、現在のキャップレートは極端に低い（物流施設で約4%、住宅で3%未満）。物流施設の需要は依然として旺盛であり、投資家は引き続き積極的に資金の投入を図っている。

またマルチファミリー住宅はキャップレートの低下が限界に達した可能性があるが、投資家は依然として東京の大型マンション（1戸当たり約35～40平方メートル）を求めている。これは在宅勤務によって生まれた新たな需要を取り込むのが狙いで、特に品川など交通ネットワークが整い生活利便性も高いエリアに目を付けている。

こうした分散化の動きは、日本の二番手都市を目指すというここ数年の傾向にも当てはまる。二番手都市は経済基盤が良好で中心部の人口密度がそれほど高くなく、東京に比べ事

業コストや生活コストが30%ほど低いことから魅力が高まっているが、あるファンドマネジャーによると「地方都市に目を向ける場合にも、東京で分散を図るように国内全体での分散を検討する必要があると思う。また大阪や名古屋に拠点を構えても新幹線ですぐに行けるので問題ない。リニア中央新幹線が開業すればなおさら近くなる」。

他の市場と同様に、日本でもいくらかディストレスの見込みが浮上するだろう。ただしおそらく他市場ほどではなく、また特定の状況と特定の資産クラスに限定される見込みが非常に高い。本書の別の個所でも述べたように、窮地に立っているが多くの資産を抱える企業とのセール・アンド・リースバック取引は一つの可能性だ。

加えて、ホテル部門もオプションの一つである。オリンピック関連の多くの投資によりコロナ禍以前からすでに飽和状態となっていたが、訪日外国人観光客（インバウンド）向け売上の蒸発により打撃を受けた。東京を拠点とするあるファンドマネジャーは「アジアの他地域では観光客の回復が日本よりやや順調に思われるが、今後2年間はホテルが興味深い投資対象になるだろう。市場が好調な時に建てられたホテルですら採算が合わなかったものが多いため、我々は不動産の観点から積極的に検討している。つまり、転用を図る場合にその土地はどのくらい価値があるか、ということだ」と述べた。



## ディストレス： 長らくのお待たせ

だが、アジア太平洋地域では市場の調整が他の地域ほど厳しいものとはならない可能性があるものの、多くの投資家は 2021 年には大量の不良資産やディストレスが出現すると想定し、資金投入の準備を進めている。取引高や評価額が維持されている日本においてさえ、売却に追い込まれるケースがいくらか現れそうだ。ある投資家は「ディストレスの流れが河になるとは思わないが、ひょっとすると小川にすらならないかもしれないが、蛇口が開くとは思う」と述べた。

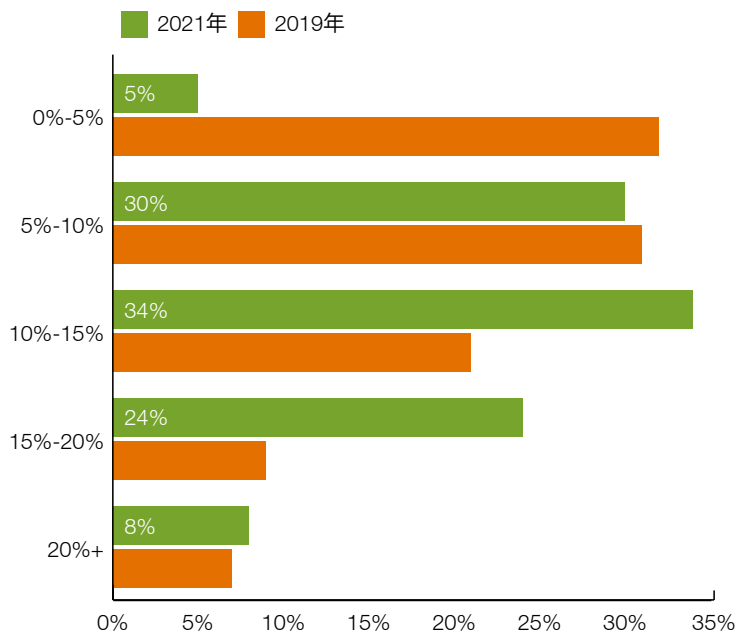
皮肉なことに、これはアジア太平洋地域で必ずしもオポチュニスティック資金が潤沢ではない時に起きつつある。アジア太平洋のオポチュニスティックファンドによる調達資金は何年も減少を続けており、2019 年には過去 10 年間で最低（ジョーンズ ラング ラサールによると約 50 億米ドル）となった。しかし、代わりに他の資金が徐々に増えている。ある投資家が言ったように「通常の資金源以外というわけではないが、4～5 年前にはごく一般的な取引形態が主流だったのと比べ、若干状況が異なっている」。過去数年に比べ、リターンの引き上げを狙う投資家が増えている（特にオポチュニスティック投資とディストレス投資）ことは今回の調査結果にも表れている（図表 1-8 及び 1-9 参照）。

強制売却が出現する可能性の高い市場として、インタビュー回答者は以下の 3 つを挙げている。

**中国：**ディストレス取引は長らく中国の特徴であった（デベロッパーが高レバレッジだったこともその一因だ）が、こうした取引は公開市場よりも関連当事者や地方政府が仲介を行う傾向にある。そのため、今回の機会にこうした取引がどうなるかはまだ定かではない。

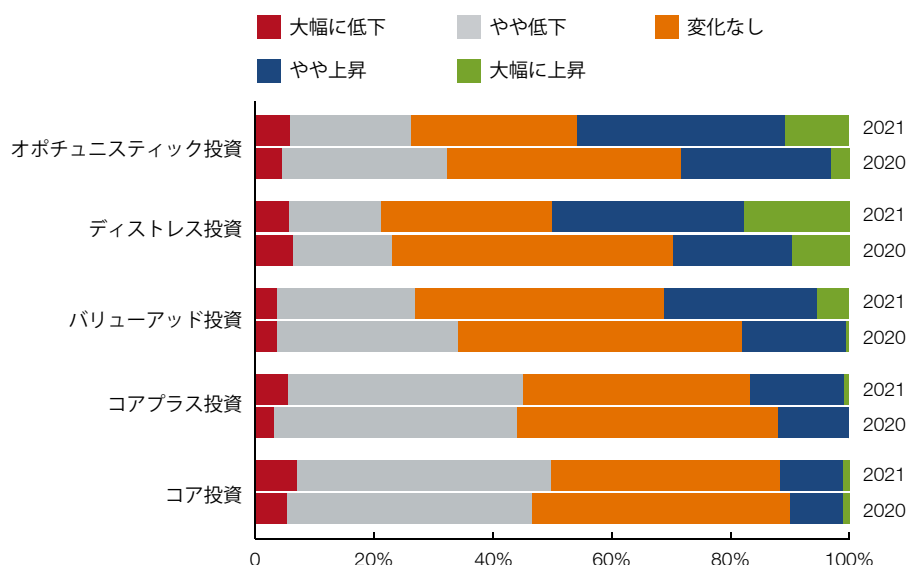
だが、中国経済は引き続き回復力を示しているものの、最近公表された（ただし未発動の）「三つの赤い線」規制のように、政府がデベロッパー向け銀行融資を締め

図表1-8 投資家の目標リターン(現在から2021 年末まで)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

図表1-9 目標リターンの変化(前年との比較)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

付ける政策を取っており、これが弊害をもたらしている。銀行融資削減のターゲットとなっているのは小規模・高レバレッジのデベロッパーであり、彼らは建設費や土地の取得費用をまかなうために資産の売却を検討している。

ただし、売却を行うのは圧力下にある小規模デベロッパーに限らない。上海を拠点とするある外国人投資家によると、大手デベロッパーも「次々に取得できるよう資金を再構成するために」資産の売却に目を向けている。

これは、小規模デベロッパーによる売却の市場価格が大幅にディスカウントされていることから、大手デベロッパーが魅力的な値段でランドバンクを拡大する機会が生じるためだ。しかし融資する銀行がなく、こうした取引に充当する資金を得る目的で、一部の大手デベロッパーが事業用不動産などの資産の売却を始めている。上記の投資家は「彼らにとっては機会コストの問題かもしれないが、我々にとっては魅力的なコストでこうした資産をいくらか手に入れる機会となる。我々には必須の資産だ」と述べた。

加えて、中国では新規住宅への需要に際限がないように見える一方、一部で過剰供給が起きている可能性を指摘する投資家もいる。その一人によると「中国の住宅市場には過剰建設の兆候があると感じている。バブルの崩壊についても長らく論じられており、私としては直ちに起こるとは思わないが、今後はもっとデフォルトやディストレスが出てくるはずだ。多分、よりコントロールされた形になるだろう。また、[外国人投資家は]実際に現物を見に行くことができないため、中国政府はこれを機に各地の資産運用会社に取り扱いを任せることになると思う」。

とはいえ、中国経済はアジア太平洋地域において（そしておそらく世界全体でも）飛びぬけて堅調さを保っていることから、こうした取得機会は制度的な弱点

というより循環的な後退を反映したものである可能性の方が高い。ある国内デベロッパーは10月の「国慶節連休」に自社の住宅販売が前年比で30%も増加したことを挙げ、第4四半期に消費者需要が力強い回復を見せていると指摘する。そのため中国のデベロッパーは、今なら速やかに住宅資産を売却して信用不安を避けられるかもしれない。値引きに応じるつもりがあるならなおさらだ。

**インド**：2019年にデベロッパー向け融資における不正行為の取締りが行われたのに加え、2020年には規制のさらなる強化とともにCOVID-19の大流行に見舞われたことから、インドの不動産部門は大きな打撃を受けた。その結果、デベロッパー向け融資はかつてないほど欠乏している。インドのあるコンサルタントは「国内のデベロッパーのおそらく95%超がキャッシュと流動性の大幅な不足に苦しんでおり、今や適者が生き残り、そうでない者は淘汰されるプロセスに入っている」と述べた。

外国人投資家の多くは引き続きビジネスパークに注力している。インドではこれまでに2銘柄の不動産投資信託(REIT)が首尾よく上場を果たしているが、やはりビジネスパークへの投資が中心となっており、すでに実証された資産と言える。また、インドには大規模なビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)業界があることから、この部門は欧米企業でCOVID-19に関連して生まれている新たなオフショアリング需要の恩恵を受けるかもしれない。

しかし、インドでは浄化プロセスが進行中で、それに伴い大規模な業界統合も行われつつあり、ディストレス向けの膨大な資金需要が生まれている。その結果、多数の海外機関投資家とプライベートエクイティファンドがインドに目を向け、オポチュニスティック投資の機会を窺っている。

こうした取引は引き続き住宅部門が中心となっており、デリーを拠点とする上記

のコンサルタントによれば、ミッドレンジの住宅プロジェクト向けの最終建設用ファイナンス(有担保シニアローン)のIRR(内部収益率)は23%もの高さになるという。

**オーストラリア**：COVID-19の世界的流行がオーストラリア経済(特にメルボルン)に与えた影響は、すでに空室率の上昇と賃料インセンティブの拡大に現れているが、失業率の悪化と政府による支援策の終了に伴って賃料のさらなる低下が見込まれている。とはいえ、投資家はディストレスを求めてオーストラリアに目を向けているが、これは現在の市場の弱さというより、欧米諸国と同様に経済が構造的に機能しており、その結果ディストレス資産を放出する仕組みが他市場より作動していることが大きい。あるインタビュー回答者は「私の直感としては、ディストレスに関して、オーストラリアはアジア太平洋の中で最も透明性が高い市場だ。いざとなれば、投資ファンドには取得に必要な資金が十分にある。ただし現時点では待たざるを得ないが。そしてコアファンドさえ、渡航が許されないために資金の投入に悪戦苦闘している」と語った。

調整の程度が市場や資産によって異なるのは明らかだ。それでも、ほとんどの投資家は不動産価格の大幅な下落を予想していない。アジア太平洋地域を専門とするあるアナリストによると「経済がすべてだ。経済の崩壊を避けねばならないが、かといって不動産バブルが続くのも望ましくない。だからミニ調整が適切だと思う。10%~15%の調整でリセットするのが健全だろう。それでできるのであれば30%、40%、50%の調整は不要だ」。

ただし、一部の市場では景気後退の度合いが他より深刻なものとなりうる。あるインタビュー回答者は香港市場について次のように述べている。「調整が15%~25%だとしたら、そしてそうなるかもしれないが、コア資産は15%台後半で、二番手・三番手資産と商業施設は25%の調整となるのではないか」。

下落をこの程度に抑えられるかもしれない主たる理由は、近年、膨大な未使用資金が蓄積していることだ。CBREによると、アジア太平洋地域のクローズドエンドファンドで同地域での不動産投資を狙っているものが保有している資金は2020年第1四半期時点で約510億米ドルに達している。取得可能な資産よりも資金の方が多く状態のため、長期投資家は強気で推し進めようとはしないだろう。市場に出てくる物件の多くが単発案件になりそうなことを考えればなおさらだ。

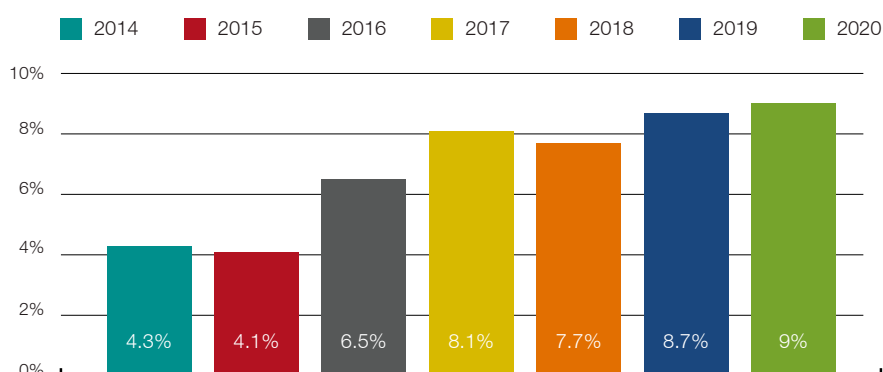
利率の低下傾向が続くことも、継続的なシフトの一つであり、それによって中長期的に価格が支えられると考えられる。上海のあるファンドマネジャーによると「今起きているのは、基本的に全世界が、日本で行われている実験に参加しつつあるということだ。つまり、実質0%の利率が長期にわたって続くことになる。そしてそれは良質の事業用収益不動産にとって強力な追い風となり、また債券から実物の収益不動産への継続的シフトを加速させる。債券利回りが0%なのに比べ、事業用不動産の利回りが2%、3%、4%であるならば、それは素晴らしく魅力的なものと映るだろう。

そうした現実にあって、依然として静観を続けている投資家が多いことを考えると、市場価格はまだ天井に達したとは言えないと思う」。

こうしたスプレッドは、以前よりも魅力的に見えるというだけでなく、機関投資家が不動産

ポートフォリオへの資金配分を増やす後押しとなる。資産運用会社のインベスコが実施したソブリン・ウェルス・ファンドの調査によると、全世界のソブリン投資家による2020年の不動産取得高は平均して運用資産(AUM)の9%に達したが、2015年には4.1%に過ぎなかった(図表1-10参照)。

図表1-10 ソブリン・ウェルス・ファンドによる不動産への配分傾向  
(対運用資産比率)



出所：インベスコ





## 企業による売却

経済の減速に伴い、企業財務には明らかにマイナスの影響が現れている。同時に、多くのアジア企業が不動産と結び付いた大量の資金を抱えており、そこから現金を取り出すことが可能だ。あるインタビュー回答者は「アジアの企業、特に大手の製造業は米国に比べてアセットヘビーな傾向にある。米国ではずっと早くからアセットライトの方向に切り替わった。現在、運転資金が必要な企業もあるかもしれないが、いずれにせよ資産の売却は合理的だ。アジア市場に流入する長期資金は膨大であり、それによって構造変化が助長されているからだ」と述べた。

そうした資産の中には、減価に取引されないプレミアム資産が含まれることがある。例えば、フィリピンのある投資家はマニラの中心業務地区(CBD)のプライムビルが最近市場に出始めたことと指摘する。「ここ数年この地区に目を向けてきたが、突然、富裕層ファミリーが所有する物件が3件、コロナ以前の価格で現れた。投げ売り価格で売却するつもりはないだろうが、普通ならばそもそも売却を考慮するような所有者ではない」。

このように売却される資産の多くはセール・アンド・リースバック方式を採っており、コロナ禍があろうとなかろうと、企業資本の使い方としてはより効果的だ。ある投資家が述べたように「セール・アンド・リースバックにより資産を使い続けながらその裏付けとなる信用力を高めることができるのだから、資産を保有する必要はない。さもなければ、企業としての価値やブランド力を思うように発揮できなくなる。セール・アンド・リースバックにより、優れたパートナーを獲得し、資本の多様化が図られ、またこうした資金エクスポージャーにより、将来的にやりたいことにも取り掛かることができるだろう」。

セール・アンド・リースバック取引はノンコアな立地の良質資産(土地を含む)で行われる傾向にあり、また同等の建物の通常取引価格から値引いた価格で(少なくともリスク調整ベースで)売却されることが多い。投資家は企業のオフィスビルに加えて、物流施設(特にシンガポール)の取引の可能性に着目してい

る。また大学も大規模な不動産ポートフォリオを抱えていることが多く、賃料収入などがなくなった時にはそこからキャッシュを得られるため、投資家が目を付けている。

革新的なストラクチャーで行われた取引もある。ニュージーランドのあるセール・アンド・リースバック取引では、ガソリンスタンドとコンビニエンスストアのポートフォリオを信託財産とする信託を組成し、それをあるREITに売却した。当該REITは特定の投資主向けに私募増資を行い、その取得資金の一部としたのである。このほか、バイバック条項の設定により、売り手が一定の時間内に資産を買い戻すことができる取引も行われている。

日本ではコーポレートガバナンスの改善という最新の動きを受けて、すでにコロナ禍以前からセール・アンド・リースバック取引が根付いているが、アジアの他地域ではファミリービジネスの世代交代も要因となってこの方向に進んできた。

一方、インドではセール・アンド・リースバック取引はこれまでのところほとんど見られない。インドのある投資家によると「ほとんど行われていないのが実情だが、それには理由がある。最大の問題は、すでに多くの物件が極端にレバレッジを利かせたものということだ。加えて、市場には買い手がそれほど多くおらず、たとえ売り手がいて資金的にも可能な額が提示されたとしても、応じる者がいないのだ」。

## 開発リスクへの着目

世界的な景気後退によって財・サービスの需要が減少したため、テナントや居住者によるスペース需要も必然的に減少することになる。空室率が上昇し、投資家は減速がどの程度で、いつまで続くか確信が持てないため、開発用地への投資意欲が減退している。

その結果、コア資産の価格は安定しているものの、開発投資はアジア太平洋地域全体にわたって延期され、あるいはディスカウントされつつある。シドニーのあるファンドマネジャーは「つまり、投資家がさらなるリスク・リター

ンを目指すのであれば、開発用地に目を向けるべしということだ。あらゆる資金がリスク回避に転換しているため、最もリスクの高い開発投資は価格が下がっていくはずだ。特にメルボルンでは市場に相当の開発機会があり、価格の大幅な低下が見込まれるため、注目すべき資産になると思う」と語った。

ただし適切な物件、中でも長期的な魅力を備えた資産については根強い需要が続くだろう。機関投資家による大量の資金が依然としてアジア太平洋地域のコア資産に目を光らせていることが、拍車を掛けている。

そのため、オポチュニスティックファンドは引き続きビルド・トゥ・コアの開発機会を探し求めている。あるオポチュニスティック投資家が述べたように「極めてコアな収益源となることを目指した収益物件への欲求は留まるところを知らない。だがここで問題となるのは、コアをどう定義するかだ。Aグレードのオフィスビルでなければコアではないと言う人もいるが、派手なAグレードのビルを手堅い収益源にするのは非常に難しく、我々はコアとは見なししていない。我々にとってコアとは、どんな需要があるかを把握した上で、長期にわたって収益源となる、売却可能な物件を創り出すことだ。その枠組みの中で、リスクを管理することが我々の目標であり、そのため常に国内需要に見合った物件を建設している。国内需要は地政学的リスクにも為替リスクにも影響されにくいからだ」。

実際、国内需要に基づいた資産の取得に注力する姿勢は、すべての資産クラス及び全地域(特に中国)にわたって浮上している。地政学的な懸念や欧米市場の短中期的な経済見通しが暗いことなどから輸出拡大が疑問視される時代にあつて、投資家が保険を掛けていることによる。

## 「安全への逃避」が続く

投資家が投資環境を「景気サイクルの終わり」と位置付ける中で、リスク回避の姿勢は、地域の主要都市への投資を好むという数年来の傾向を推し進める力にもなってきた。以前から予想されていた「ブラックスワン」（壊滅的被害をもたらす事象）がついに到来した今、安全への逃避が続いている。ある証券アナリストの言葉を借りれば「我々のクライアントに『次に取得を行うとしたらどこか?』と尋ねたら、大半は『まずはディストレスがありそうな場所だ』と答えるだろう。現時点ではまだディストレスはほとんどないが。一方、安全や安心を求めるのであれば日本に向かうか、オーストラリアの特定の物件タイプに目を向けるのではないか」。

これは、今回の投資見通しランキングで東京とシドニーが上位に座を占めた理由を説明するものだ。いずれも流動性と透明性が高いセーフ・ヘイブン（安全な避難所）として知られている。特に東京は投資家を惹きつけてやまな

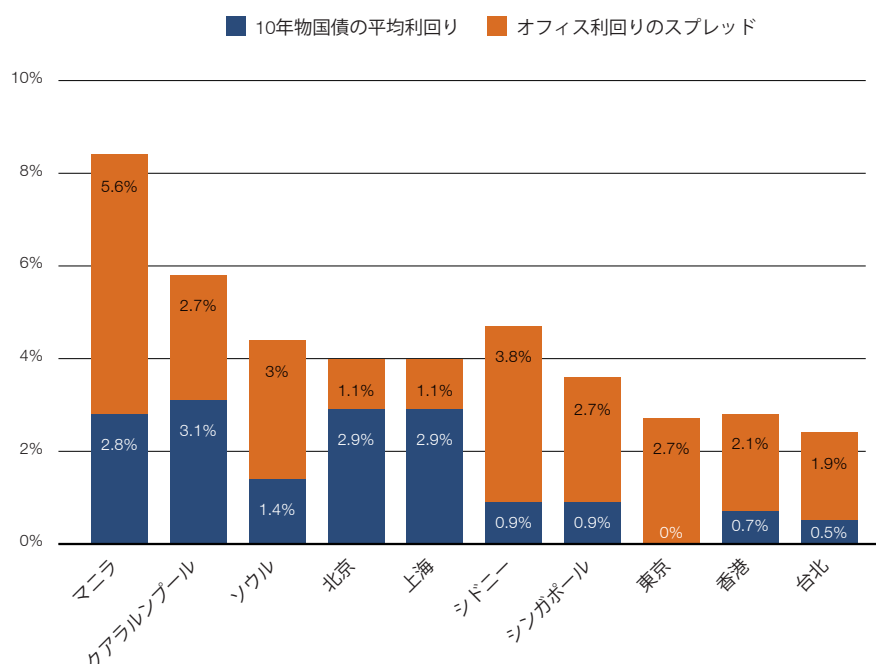
い。RCAによると、2020年1月～9月の東京の取引高は22%減となったものの、韓国に続きアジア太平洋地域で最大となった。また、東京の投資市場では依然として国内のデベロッパーと保険会社が支配的であるものの、特に大企業によるノンコア資産の売却など、外国人投資家が求めているような機会が増えるものと予想される。

東京のあるファンドマネジャーは「日本の資産を主導しているのは企業だが、日本企業の姿勢や考え方は非常に遅れていて、海外企業が危機にどう対応するかを目の当たりにするまで変わらない。現在もそうした遅れが現れており、企業の姿勢は明らかに不適切だが、企業側はそれほど不適切だとは考えていない。そのため私としては、不動産に対する考え方について改善が見られるより先に悪化するものと思っている。そうなる時点で機会が現れるだろう。というのも、アベノミクスによって不動産の価値が上昇しており、企業経営者は手遅れになる前にその果実を得ようと思うからだ」と指摘する。

シンガポールも「安全な避難所」の一員だ（昨年同様ランキング1位）。シンガポールには東京やシドニーに見られる流動性はないものの、コア資産が豊富で、Aグレードオフィスビルの価格は香港を約30%下回っている。

「安全・安心を求めるなら多分日本だろう。  
オーストラリアの一部の物件タイプも狙い目だ。」

図表1-11 プライムオフィス利回りとリスクフリーレートのスプレッド



出所：サヴィルズ リサーチ・アンド・コンサルティング

## 古きを捨て、新しきを得る

とはいえ、投資家は一般的に、特定の地域よりも特定の資産クラスで取引を見つけることに注力しており、市場の下降期でも手堅い収益を生み出す資産を重視している。つまり、現在の環境下では、資金は、循環的あるいは長期的な逆風にさらされている主力資産クラス（オフィス、商業施設、ホテル等）から、以前にはニッチと見なされていたもの（物流施設、マルチファミリー住宅、データセンター、及び生命科学分野など技術志向のビジネスパーク等）に向かっている。

その結果、投資家による争奪戦のため、こうした資産のキャップレートは低下が進んでいる。

### ビルド・トゥ・レントの住宅

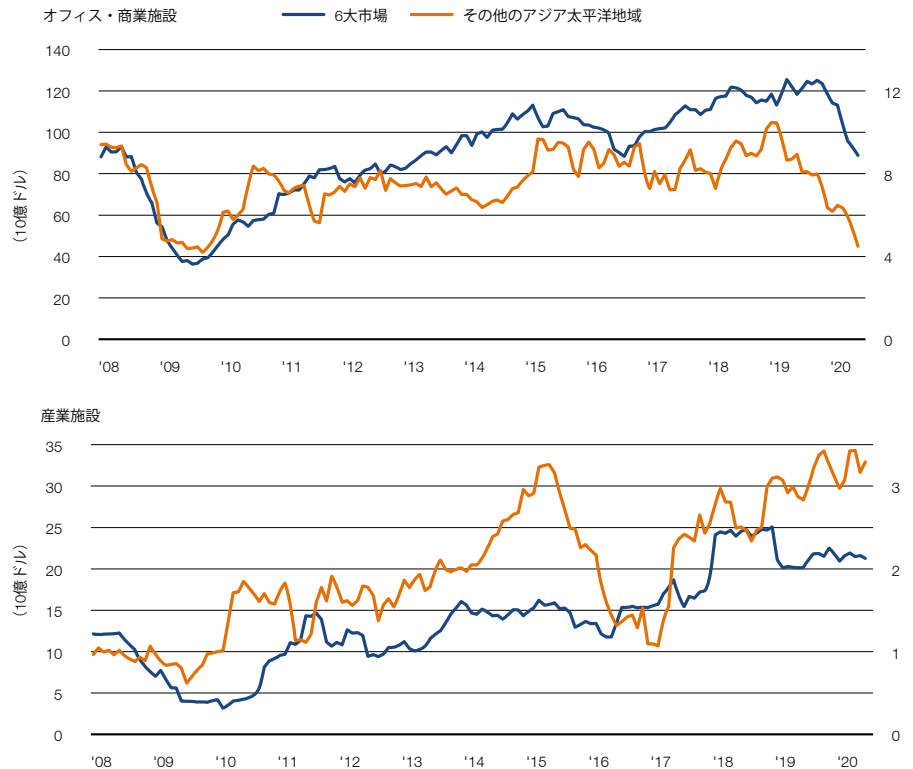
ビルド・トゥ・レントの住宅は、そうした需要のある部門の一つだ（詳細は Chapter 3 参照）。あるインタビュー回答者は「当社のクライアントからは、コロナ禍が最悪だった時には商業施設ポートフォリオの賃料は全体の 25%~30% 程度しか得られなかったと聞いている。一部の市場ではまだそうした事態が起こるのではないか。オフィスの場合はおそらく 70%~80% で、それすら疑問視する者もいる。だがマルチファミリー住宅は非常に耐久力があり、ほとんどの市場で賃料の 90% 超が回収されている。そのため、手堅い収益を得られることが好感されており、投資家は開発投資を増やして利回りを得ようとするだろう」と語った。

### 物流施設

物流施設も、投資家が強力な収益源として追い求めている部門である（詳細は Chapter 3 参照）。COVID-19 の発生以前から投資家のお気に入りであったが、コロナ禍によりオンラインショッピングが急拡大し、それまで「ジャストインタイム」で部品を調達していた製造企業が備蓄を始めたことから、見通しがさらに押し上げられた。

だが、物流施設はアジア太平洋地域全体にわたり構造的な供給不足にあるため、しばらくの間は需要が続くと考えられるが、投資家は（1）オンライン販売の成長が頭打ち、あるいは減少に向かうのではないかと、（2）キャッ

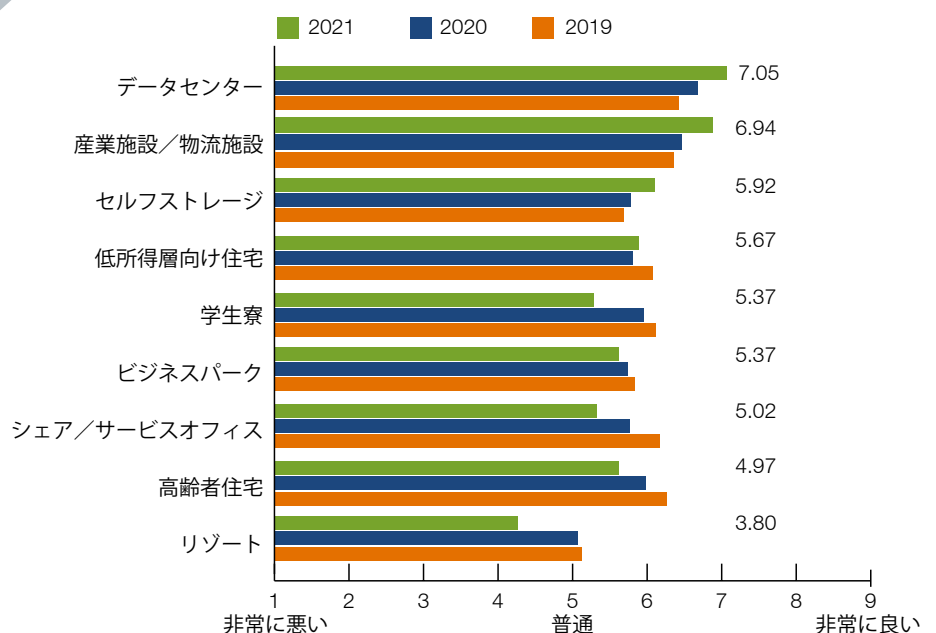
図表1-12 アジア太平洋地域の6大市場と二番手市場の12か月ローリング取引高（2020年上半期）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

注：6大市場とはオーストラリア、中国、香港、日本、シンガポール、韓国を指す。

図表1-13 ニッチ不動産タイプ別見通し（2021年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート



プレートのさらなる低下により、物流施設の運営による収益が投資に見合わなくなるのではないかと懸念している。ある投資家は「物流施設は明らかなターゲットだが、問題はそれが明らかということだ。誰もが物流施設を狙っているため価格が吊り上がり、その結果リターンが得られなくなる」と述べた。

### データセンター

一方、データセンターも注目を集める資産クラスとなった。この部門は専門性と事業集中度が高いことから、ほんの数年前までは多くの不動産ファンドが敬遠していたが、今では見方が変わっている。アジア太平洋地域ではインターネットの帯域幅容量が急拡大している（データセンター運営業者のエクイニクスによると現状で年率56%増）ため、データセンターの開発投資が記録的な額となっており、その大半がハイパースケールデータセンターなどの投資適格資産に向けられている。中でも中国での投資が著しく、調査会社のRCAによると、2020年1月から10月に約15億米ドルがハイテク、通信及びデータセンターの取引に投じられたという。2020年上半期には、アジア太平洋地域におけるデータセンターへの投資額は不動産取引全体の約2%に達しており、2019年通年でも1%に届かなかったことに比べ、大きな伸びとなっている。

シンガポール、香港、東京とシドニーがデータセンター市場の一番手と目されているが、成長率では中国が最も高く、またインドもまもなくクリティカルマス（最小必要量）に達する見込みで、大手事業者や投資家が国内に事務所を開設しつつある。

帯域幅容量の需要拡大は、当面の間データセンターの建設が続くことを意味するが、依然として投資が難しい部門であることに変わりはない。収益が少数の大手ユーザーに集中する傾向にあり、それが参入障壁と交渉力の格差をもたらしている。加えて、データセンターの大型化・複雑化に伴い、運営上の問題も大きくなってきた。

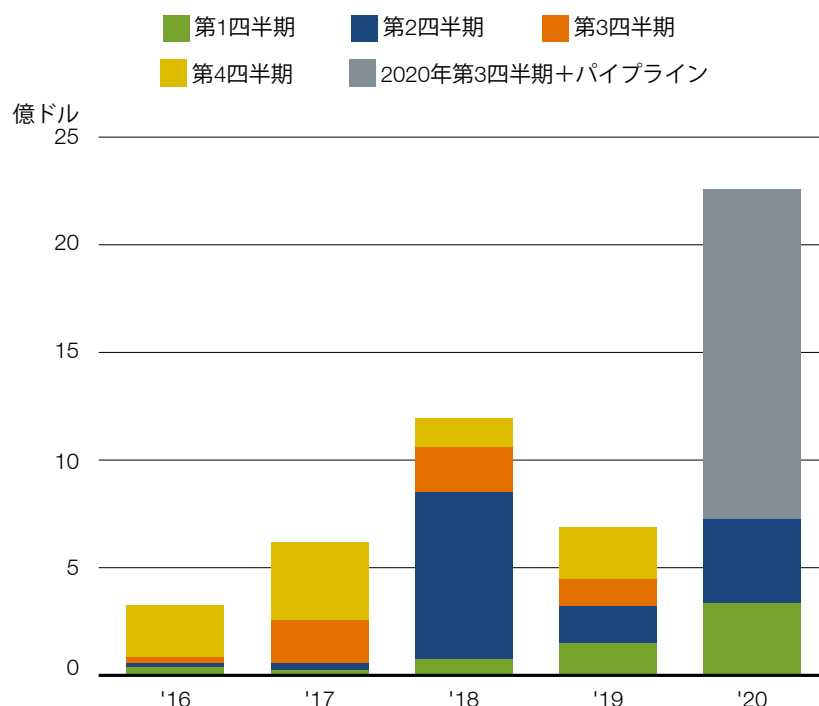
資産価値を維持し、またテナントを確保する上でサービスの質が非常に重要であることから、単なる不動産資産ではなく総合事業としてデータセンターに取り組む投資家が増えつつある。その過程で、投資家は運営事業者と

パートナーシップを組むか、あるいは最近増えている傾向として、自身の組織内に専門部隊を立ち上げている。事業者を丸ごと買収することもある。さらに、より長期的な投資姿勢を取って、プラットフォーム取引やIPO（新規上場）経由で売却可能なポートフォリオの構築を目指すことも多い。

この部門で活発に動いている投資家の一人は「私は物流施設よりもデータセンターの方を評価している。物流施設は参入障壁が少なく価格が下がりやすいからだ。データセンターのコストを押し上げる要因は何か考えた場合、

それは土地ではない。土地と電力割当の両方を得るのは難しいかもしれないが、仮に土地のコストが2倍になったとしても、建設コストの10%に過ぎない。コストがかかるのはMEP（機械・電気設備・配管）だが、どれも世界中から調達されるため、値段は比較的固定されている。つまり、値が競り上げられる可能性が少ないということだ」と説明する。この投資家は、エグジット時のキャップレートを8%、レバレッジなしのキャッシュのイールド・オン・コスト（YOC）を「10%台前半から中ほど」と想定した上で、データセンターの内部収益率を20%台半ばとしている。

図表1-14 アジア太平洋地域のデータセンター投資額



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス  
注：高スペックのオフィス及び産業施設を含む。

## オーストラリア：重要テーマ

一見したところ、オーストラリア市場はまずまずの穏やかさを保っている。メルボルンのロックダウン延長など COVID-19 の感染状況は悪化しているものの、2020 年第 3 四半期の A グレードオフィスビルの賃料は安定していた。連邦政府と州政府の刺激策が不動産市場を支える一因となっているのは間違いない。

とはいえ部分的には、ストレスの兆候が現れている。国内投資家による取得がすっかりなくなった。シドニーを拠点とするある投資家は「国内投資家はかなり慎重になっている。オーストラリアの年金基金は最良の時でも保守的であり、必ずしも取引を行っておらず、現在の資本市場は静かなものだ」と指摘する。

賃貸インセンティブは、何年も高水準で続けられた後にこのところ減少傾向にあったが、2020 年 10 月には 25%~30% の間に引き戻された。サブリースの空室率も同様に上昇し、ジョーンズ ラング ラサールによると、シドニーのオフィスストックでは 2017 年~2018 年には 0.3% から 0.4% の間だったが 2.7% (135,000 平方メートル) に上がっている。

政府の経済支援策の中心である「JobKeeper Payment」(雇用主による給与支払いの補助) が 2020 年 12 月(小規模企業向けは 2021 年 3 月)に終了予定のため、オーストラリア経済は 2021 年初頭には悪化し、テナントが大量のオフィススペースを手放すことが予想される。あるインタビュー回答者は「こうした支援策が終了すると、需要サイドの経済が非常に軟調となり、リターンが低下する結果となる。そのため市場にディスティス資産が現れるだろう。だが不確実性が高いため、今のところ簿価を下回る価格での譲渡も辞さないという者はいない」。

市場のファンダメンタルズは弱まったが、投資市場は 2020 年 11 月初頭の時点ではまずまずの堅調さを保っていた。シドニーとメルボルンのオフィスビルは、その透明性、安定性と厚みにより長らく外国人投資家のお気に入りとなってきたが、現在の環境下でこの魅力はさらに増している。セーフ・ヘイブン(安全な避難所)という地位や長期間(10 年~15 年)の賃貸が可能なお客からある程度収入が保証されるためだ。

ある国内デベロッパーによると、銀行は 2020 年には差押えを控えてきたが、新規借入については「制限が強まっている。オーストラリアの銀行から借りるのは難しくなっておりコストも上昇しているため、引き続き外国の資金やデットを優先している」。同時に、ある投資家は「利率が以前の水準を大きく下回っており、しかもそれが長期間続きそうだが、そうなればキャップレートの低下も問題となってくる」と指摘する。

物件価格が若干軟化したにもかかわらず、投資家は前向きの姿勢を崩していない。シドニーを拠点とするあるファンドマネジャーの言葉によると「サブリースの空室率が上がってしようと、オーストラリアのオフィスへのオフショア需要は依然として非常に強いと思う。だから、稼働率の高いオフィスタワーを市場に出すとしたら、キャップレートは 4.75%~5% の間ではないか。今後は賃料の伸びが鈍化するため、投資家はトータルリターンがもっと低くても受け入れるだろう。それでも彼らはこの市場が他と比べてかなり有利だと考えると思う」。

現在の問題は取引がないことだ。これは、ビッド・アスク・スプレッドの大きさや外国人投資家の間でオーストラリアの人氣が非常に高いことを反映している。全体に占め

る割合でみると、外国人投資家はアジア太平洋市場の中ではオーストラリアで最も活発に活動しているのが常だが、現在は渡航制限によりオーストラリア人以外の入国が禁じられているため不在となっており、それが国内投資家による投資の減速に拍車を掛けているのだ。CBRE によると、2020 年第 1 四半期~第 3 四半期の取引高はわずか 150 億豪ドルで、前年同期比 46% 減となった。ある国内ファンドマネジャーが言ったように「オフショア資金への依存度が高いため、国境の封鎖は当面の間この市場にとって最大のブレーキになると思う」。

商業施設部門は予想どおり落ち込んでおり、ある投資家は商業施設の評価額が 15% も下落したと述べている。その影響は、かつては「鉄壁」と見られていた CBD 地域が最も深刻だ。

一方、住宅についてはコロナ禍により再び不振となり、移民や外国資本(特に中国)による購入が急停止したことから、落ち込みが加速するものと予想されている。その結果、特に都心部において、投資家の活動が引き続き抑制されるだろう。特に、オーストラリアにおける機関投資家向け資産クラスとして急浮上してきたサブセクターである学生寮は、授業の一時中止とともに、外国人学生が依然として入国できず不在であることから大きな打撃を受けている。

物流施設部門は状況が良く、他のアジア太平洋市場と同様にオーストラリアでも強い勢いを見せており、2020 年第 1 四半期~第 3 四半期の取引高は前年同期とほぼ等しい約 47 億豪ドルとなった。

将来的には、ビルド・トゥ・レントの住宅がオーストラリアで主流の資産クラスになると目されている。都市計画や課税に関す

る規則が変更されたこと、購入よりも賃貸を選ぶ者が増加していること、そして住宅をディフェンシブな投資と考える外国ファンドの間で人気が高いことが、この動きを牽引している。

同時に、地方の投資先でも価格が急上昇し、また大都市から逃げてくる人々による賃貸

も急増している。調査会社の SQM リサーチによると、シドニーとメルボルンの都心部の空室率は 2020 年 3 月から 9 月の間に 12.9% 及び 11.1% とそれぞれ 3 倍以上上昇した。同時に、地方の投資先では 1% 未満に低下したところが多かった。アジア太平洋地域でリモート勤務の流れが定着するかどうかについてインタビュー回答者は総じ

て懐疑的であったが、主要都市の中心部の住宅コストが高いことを考えると、オーストラリアは例外となるかもしれない。

## 反直感的な賭け

2020 年 11 月初めの時点では、投資家の間に悲観的な見方が広がっていることは明らかだったが、特定の地域や資産クラスに関する意見は場所によって大きく異なることが多かった。これは、逆張りによってそうした悲観的な見方から鞘取りを行える可能性を示している。とりわけ、

- ホテルの見通しは、銀行が資金不足の事業者の資産を売りに出し始めたことから、暗く見えるかもしれない。だが、国内旅行客の需要が高まりつつあり、暗闇の中にいくらか明かりが灯っている。加えて、ホテルはアダプティブ・リユース（適応型再利用）の候補としても注目されており、特にマルチファミリー住宅への転用が有望視されている。引受のモデルは変更が必要だが、価格がある水準になった時点で、リポジショニングの可能性が多数生まれるだろう（ホテル部門の詳細については Chap3 参照）。
- 投資家は資産クラスとしてのオフィスについて弱気の姿勢を変えていない。現在の危機により、感染拡大の収束後に従来型のオフィススペースに対する需要がどうなるかという疑問が投げかけられたためだ。だがインタビュー回答者の間では、在宅勤務と分散化の流れはアジアでは欧米ほど浸透しないとの見方が多数を占めており、買い手が取得を控えている間は価格が有利になるか、少なくとも資産をめぐる競争が減る可能性がある。特に、アジア

では（オーストラリアを除いて）長期にわたるオフィス賃貸は必ずしも一般的ではないものの、オフィスは総じて、他の資産クラスよりもこの点で安心感がある。

- 商業施設は、オンライン小売販売のブームを契機に供給過剰になると予想され、概して嫌われている。ある投資家は「商業施設は禁句だ」と嘆き、別の投資家は「商業施設について口にしたとたん、誰もが興味を失くして耳を背けてしまう」と指摘する。特に、コア市場の大規模モールに対する見方が否定的だ。例えば香港の 2020 年 10 月の小売総売上高は 2018 年のピークから 50% ほど減少しており、金離れの良い中国本土の顧客が戻ってきそうにないため、ほどなく商業施設の統合が行われると見られている。

シンガポールの商業施設も攻撃的となるかもしれない。この地域のあるアナリストの言葉によれば「シンガポールの郊外のショッピングセンターは取引キャップレートが 5% で、過去には 4% だったこともあり、話にならない」。

とはいえ、商業施設に関する意見はおしなべて否定的というわけではまったくくない。中国を拠点とするあるファンドマネジャーによると「我々は逆張りで行っているが、商業施設部門に投資を続ける理由は、投資家が概して商業施設を普通の資産クラスのように考えて値踏みしているものの、我々の経験からそうでないことが分かっているからだ。個々の物件の仕様

に完全に依存している。適切に設計されているか、館内の見通しや動線は良いか、中核となるコミュニティの生活圏があるか、公共交通機関との接続は良好か、といった点だ。そのため、もし良質の物件もしくは管理が行き届いていない物件で、効率的な運営が可能であり、現在の商業施設の平均的な価格で買える機会があるなら、それはかなり魅力的なものとなりうる」。

例えば香港では、あるデベロッパーの指摘によれば、部門によってパフォーマンスに大きな差があり、高級品と生活必需品の需要がいずれも堅調で、痛手を受けているのはミドルマーケット向けの商業施設とのことだ。そして総じて、観光客よりも地域の顧客を相手にする施設の方が結局は強さを発揮するという。

また、生活必需品を扱う商業施設のファンダメンタルズも良好となっている。これは特に、交通機関への連絡が良く、住宅地域として安定した郊外に立地する小規模の施設に当てはまる。ある仲介業者は「そうした施設は柔軟性が高く、スーパーマーケットを中心に酒屋、薬局、新聞販売店など日常生活に必要なものが全部揃っている。オーストラリアでは売りに出されているが、大いに注目されており、価格も下がっていない。だが、より大規模な商業施設に手を出せば、B クラスのモールでは賃料の徴収にたちまち苦労することになる」と語った。



一方、中国では「設備過剰だとは思われるが、それでも消費者基盤が非常に強い。ため、適切にやりさえすれば大型モールを建設しても大丈夫だろう」。所得が増加しており、商業施設の普及率も比較的低いことから、適切な状況にある資産であれば大型モールでも引き続き見込みがある。また、公式統計によると 2020 年 9 月の中国の小売売上高が前年同期比 3.3% 増となったことが示すように、経済の急速な回復により、コロナによる需要減の影響が緩和されている。

そのため、いくつかの異なるサブセクターと場所の中から何を選び出すかが鍵となる。実際、弱気の見方がこれだけ多いという事実自体が、逆張りのスタンスを取る投資家を勇気づけている。シドニーのあるファンドマネジャーは「おそらく、今後 2 年間で最大のチャンスとなるだろう。誰もが商業施設部門を甚だしく恐れており、ひっくるめて取るに足らない資産クラスとしているが、絶対にそうではない。数十年にわたって「完璧な価格」（完璧なパフォーマンスへの期待を反映した高価格）が続いているが、それでも今後 2 年間に有利な機会がいくつか現れると思う」と語った。

さらに、見通しがいかに暗いものとしても、価格が十分に下がれば、成長が望めない施設でさえも好転が可能だ。シンガポールのある投資家は「どんなものでも、価格が適切なら売買する魅力はある。だから価格が十分に下がれば面白いものになるかもしれない。リポジショニングやアダプティブ・リユースなどができるからね。実店舗のニーズはまだあり、要は資産をどう活用するかだ」と述べた。

## 中国の都市再生ブーム

アジア全体にわたり都市中心部が力強く成長しており、それに伴って都心部の土地不足が深刻化する一方、活用されていない土地や現在の利用方法がもはや不適切となった土地が大量に出ている。その結果、都心部に開発可能な土地を創出する手段として、都市再生に着目する市当局が増えている。

使われるモデルは市場によって大きく異なるものの、この試みを最も積極的に進めているのは間違いなく中国で、都市再生は国内デベロッパーにとって新たな土地の主要供給源として浮上している。

最近になって中国で再生プロジェクトが急増したのは、地方政府レベルでの様々な（そして現在も行われている）取り組みがきっかけとなっている。2016 年頃から開始され、規制の軽減や許認可の簡素化、土地転換プロセスの効率化を図ったものだ。細かな規則によって迷路のような事務手続きが整理され、区画比率から土地所有権の転換、土地取得代金の計算まで、すべてが明確になった。土地不足が特に深刻な地域では、新規プロジェクトが迅速に市場投入されるよう、当局がプロセスの簡素化と委託を続けている。

都市再生事業が最も活発に行われているのは広東省、中でも深圳周辺地域だ。国によるパイロットプログラムがよく行われる地域でもあり、またグレーター・ベイエリア（大湾区）がすでに開発が相当進んでいることもその一因となっている。公式統計によると、広東省では 2009 年以降に再生された土地が約 5 億 3,400 万平方メートルに達したが、これは同省の建築物敷地の 9% に相当する。

都市再生プロセスを積極的に推進しているのが地方政府であるため、選定された用地には一定の特徴が見られることが多く、通常は集落であったり、深圳が製造拠点として最盛期にあった頃の工場でもはや使われていないものなどが選ばれる。インフラに巨額の投資が行われていることから、これらは交通や移動の便を重視した開発と見なされる場合が多い。寛大な補償パッケージが用意されており、影響を受ける住民から反対されることは減多にない。

こうした用地の大半は住宅用に開発されるが、複合施設を伴うことが一般的だ。加えて、計画ガイドラインには ESG（環境、社会、ガバナンス）の取り組みに関する基準が例外なく定められており、延床面積（GFA）の約 8% ～ 12% をアフォーダブル（低所得層向け）住宅として建設し政府に引き渡すことなどが求められる。

デベロッパーにとっては、これによって土地へのアクセスが改善するほか、土地の取得コストが大幅に低下することが大きな魅力となっている。都市再生に関与しているある中国デベロッパーによると、深圳におけるこうしたプロジェクト向けの土地価格は現在、平均して 1 平方メートル当たり 14,000 ～ 15,000 人民元であり、従来の土地入札による取得価格の 40,000 ～ 50,000 人民元に比べかなり安いという。この水準であれば、デベロッパーが得られる粗利益は 40% ～ 50% と、従来のプロジェクトで可能な 20% ～ 25% を大幅に上回ることになる。

同時に、それに比例してリスクも高まる。移転と補償を巡る地元住民との交渉が障壁となる可能性があり、その交渉プロセスが不確実なためボトルネックを定量化することが難しく、全体スケジュールが長期化し、確実性が低下する。そして平均開発サイクルが長くなれば、資本の回転サイクルは遅くなる。

都市の再生は中国全体で取り上げられるテーマとなっている一方、その投資プロセスは場所によって大きく異なる。従来、深圳は資金の投入を図る外国人投資家にとって手ごわい市場だったが、今ではプロセスの透明性が高まり、開発可能なオプションが増えたことが利点となっている。加えて、深圳は「大湾区発展計画」の中心として中央政府の支援を受けており、そのためインフラ投資や各種の投資インセンティブにより引き続き資金の流れが円滑に行われるものと考えられる。

上記のデベロッパーは「場所が非常に重要だ。広州や上海は深圳とはかなり異なっており、またプロジェクトの金額も場所によって大きな開きがある。土地の供給が非常に限定されている場所であれば土地価格は高くなり、利益は低くなる」と語った。

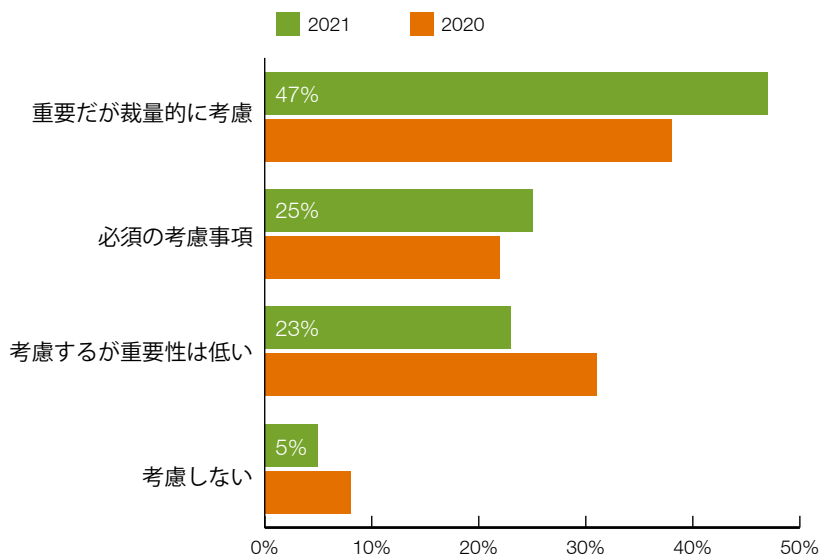
## COVID-19 が 環境アジェンダを後押し

COVID-19 の発生により ESG 問題の重要性の認識が深まったが、アジア太平洋地域の不動産業界ではすでにその以前から、ESG の取り組みは社会的責任への単なる賛同以上のものであることに気づいていた。特に、不動産所有者の間では ESG は企業の利益に直接繋がることが多いとの理解が広まっている。グレードに満たない建物は投資家にとっての魅力が薄れる可能性が高いからだ。

GRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）の 2019 年調査によると、アジア太平洋地域の ESG ランキングではオーストラリアとニュージーランドがトップの座を占め、特に二酸化炭素の排出量削減でリードしており、またサステナビリティへの取り組みに対する外部機関の認証が投資適格オフィスビルの標準的要件となっている。オーストラリアの大規模オフィスはエネルギー効率評価の開示が法律で義務付けられており、2019 年時点で 1,800 棟超の建物が認証を受けている。一方、日本には国内のベンチマークにより認証を受けた建物が約 1,000 棟、韓国には約 15,000 棟ある。シンガポールには現在のストックのおよそ 40% に相当する約 3,000 棟が存在し、政府は 2030 年までに国内の建物の 80% を認証ビルとすることを目標に掲げている。

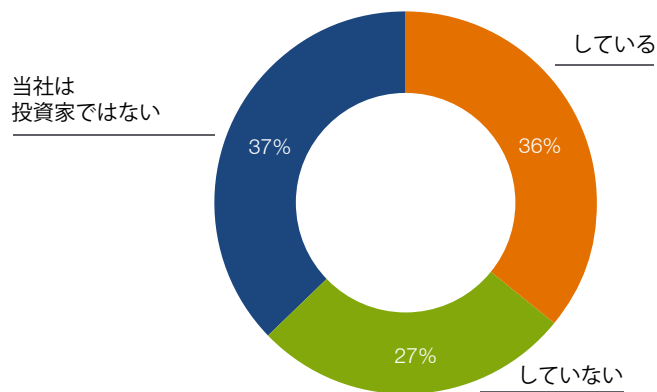
不動産所有者が ESG の導入を進める主な要因は、一定の ESG 基準を満たす資産しか取得しない（またはそうした資産を取得するファンドにしか投資しない）よう指図する機関投資家（特に欧州の機関投資家）が増えていることだ。あるインタビュー回答者は「建物の緑化によって賃料をどのくらい増額可能か、というのも同じ議論の上にある。長期的には ESG によって利益を引き上げることができるかもしれないが、短期的には『やらざるを得ない』というのが本音だろう。やらなければ、相手がテナントであれ投資家であれ、物件の価値や評判、市場の反応などの点で傷がつく恐れがあるからだ。現在、鑑定評価会社は鑑定評価書において ESG に関する記述はしているものの、まもなく評価額自体に ESG 要素を反映させることになると思う。それによって ESG の重要性が痛感されることになるだろう」と語った。

図表1-15 投資の意思決定におけるESG要素の重要性



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

図表1-16 貴社は投資対象資産における基本的なESG基準への適合を必須要件としているか？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

現在、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などの新たな基準により、気候変動が資産価値に与える可能性のある影響を企業のバランスシートに反映させる方法が体系化され始めている。

とはいえ ESG は、市場のトップエンドにある少数の物件で、所有者が外国人投資家への売却を期待しているものか、あるいはテナントが ESG への配慮を評価する可能性があるものについて重視される傾向が見られる。そのため、大半の資産にとって ESG の取り組みは

必要というより一種の贅沢となっている。あるファンドマネジャーは「正直なところ、すべての建物で ESG を進めているわけではない。LEED のゴールド〔認証〕を取得するには多額のカネがかかることが多いが、我々は最終的な買い手が誰かを念頭に置いており、外国人投資家ではなく国内投資家が買い手になりそうな資産や市場の場合、認証取得だけのためにそうしたカネを投じることは避けがちな。というのも、LEED のゴールドを取得するために面倒な作業を山ほどやらねばならないのは無意味だからだ。それはちょうど、建物の窓を開けることができるのにわざわざ 50 万ドルもかけて高級な換気システムを取り付けるようなもので、まったく意味がない」と語った。

ESG を進める仲間が排他的な性質を持つ場合があることを認識してか、同地域の建物所有者が互いの協力を強め、グループによる取り組みとして ESG の改善を図る動きが現れている。香港のある業界コンサルタントによると「現在、民間部門全体にわたって、近隣の企業が協力して ESG に取り組む行方について真剣な議論が行われている。何をすべきかについて同一地域の様々な所有者が意見を交わしており、また官民部門のニーズについて都市計画担当者やリーダーと協議し、成果をあげようと協働しているのだ。私が関係しているクライアントの数は、先頭に立ってパイロットプランを実行して ESG の価値を訴え、政府に働きかけて大規模なスケールで実施するよう提案することを考えている」。

ESG 投資の指図における要件はリミテッド・パートナー (LP) ごとに異なり、物差しとして使える単一の基準など何もない。だが、大手投資ファンド系列の ESG 案件に取り組んでいるある投資家によると、総じて GRESB がよく使われつつある。その理由は「[LP にとって] 評価し易いからだ。一般的に、多くの機関投資家は投資対象のファンドが良好な GRESB 評価を得ているか確認したがる。もしそうなら信頼できると判断し、必ずしも詳しい資料を隅々まで読んで詳しく分析しないで済む。それは結構な手間だからね」。おそらく、ESG 投資の指図を受けた LP の 80% 程度がこの部類に入るだろう。ただし少数派だが、より厳格な適合要件に従わねばならない者も出てくるはずだ。

GRESB が ESG への取り組みの実質的な評価基準となっていることはほぼ間違いないが、気候変動に関してはより新しい（そしてより正確な）基準が登場している。CDP（旧称カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）は、企業のネット・ゼロカーボンに向けた取り組みに関する評価基準だ。上記の ESG 投資家によれば「以前なら、投資家からのよくある質問は気候変動に関するプログラムについてだったが、今ではもっと具体的にいつあり、来年か再来年にはネット・ゼロカーボンに関するような質問が矢継ぎ早に出てくると予想している。そのため、ネット・ゼロであれ何であれ、二酸化炭素の排出量削減に関する何らかの長期的プログラムが必要になるだろう。今、誰もが 2050 年のネット・ゼロカーボン達成を口にしてはいるが、どうやってそれに対応していくか。それにコミットできるか、が鍵だ」。実務的には、CDP 要件を満たすために、建物が二酸化炭素のネット・ゼロ排出を達成する道筋を示さねばならない。通常、その出発点として、外壁と内部の設備のエネルギー効率を高く保つ必要がある。それに続いて「2 つのことをやらねばならない。まず、定期的な大幅な改修を行い、建物の主要システムをグレードアップして省エネ性能を高めること。そして、今後 10 年から 15 年にわたり、ファサードを変え、HVAC（暖房・換気・空調）システムを変え、超高効率の機器を導入していく必要がある」。

その上で、所有者はおそらく再生可能エネルギー電源にも投資しなくてはならないだろう。建物の構造上可能であればビル自体にそうした機器を設置し、さもなければ外部の電源から取り込む形だ。さらに、二酸化炭素削減の 10% か 20% はカーボンオフセットの購入によって達成することになるだろう。

CPD の厳格なネット・ゼロカーボン基準への適合が今後の主流となるかはまだ不明だが、そのために必要な費用を考えると「規制当局がそれを要件とするかどうかによって決まると思う。ほとんどの国がパリ協定に署名しており、それに基づいて 2050 年までに二酸化炭素排出ゼロの達成にコミットした国も多い。各国政府が具体的に規制に組み込み始めれば、確かに、ネット・ゼロは現実的なものになるだろう。しかし、達成は非常に困難との

声も多く上がると思われ、政府がそれを義務化しなければ取り組みが弱まる。そのため、ネット・ゼロカーボンの取り組みを軌道に乗せるには、政府による規制と市場による推進を組み合わせる必要がある」。

一方、ESG 投資家が設定した下限値も引き続きベンチマークとなっている。ESG に関するレポートと評価において基準がなかったことが長らく問題であったが、最近になって欧州連合が作成した（「タクソノミー規制」と呼ばれる）新たなベンチマークが 2020 年に導入された。これは、欧州の投資ファンドが取得する資産について、「グリーン」と認められる上で必要な基準を定めることを目的としたものだ。欧州のファンドは ESG 投資の先頭に立っているものが多いため、アジア太平洋地域などでもこの影響が強まっていくと思われる。

「来年か再来年には CO2 排出量実質ゼロに関する質問のようなものが矢継ぎ早に出てくると予想している。」

そのため、CO2 排出量実質ゼロであれ何であれ、二酸化炭素の排出量削減に関する何らかの長期的プログラムが必要になるだろう。」



## 中国：重要テーマ

中国経済はコロナ封じ込めの成功を受けて目覚ましい回復を見せ、公式統計によると2020年第3四半期の国内総生産（GDP）成長率は4.9%を記録した。コロナ禍の影響を埋め合わせるために導入された支援策は既に撤回されており、レバレッジの上昇と全国的な住宅購入ラッシュにより、9月の平均住宅価格は前年同期比4.6%増となっている。

投資についても同様の傾向が見られる。2020年1月～9月の取引高はドルベースで約25%減少したものの、他のアジア太平洋市場での落ち込みはさらに激しい。一方RCAによると、取引件数は一貫して昨年の実績を上回っている。

国内経済が力強いため、中国では以前のような銀行主導のディストレスの見込みはほとんどないが、政府が続けているマクロ経済改革の取り組みにより売却に追い込まれるケースが出てくると予想される。ある外国のファンドマネジャーは「それは純粋なディストレスではないが、銀行融資が減り新規の機会が減っていることを映し出しており、その結果デベロッパーは財務状況を見直して売却できる資産がないか検討している」と述べた。

上海を拠点とするあるデベロッパーも、大手デベロッパーが利益を得る機会について次のように指摘する。「感染症の流行と新たな政策の実施により中小[デベロッパー]の排除が加速し、来年にはディストレス資産の機会が数多く生まれると思う」。

米中間で起きている貿易摩擦により、外国人投資家が中国での取引を敬遠するのではないかと懸念する声も上がっている。だが実際には、外国人投資家の心理にはほとんど変化がなかったようだ。これには様々な理由があり、機関投資家がポートフォリオを分散させる必要があること、国内需要の力強い成長が続いていること、そして中国経済は正常に機能している数少ない主要市場の一つであり、すでに進出している投資家が普段通り事業を続けていることなどが挙げられる。

あるインタビュー回答者によると「米国のファンドの中にはもっと慎重なところもあるが、中国の投資家はオフショアのファンドがデューデリジェンスを実施できないことに乗じており、取引の大半が国内で行われている。現在起きているのは[国内の大手プレーヤーが]、以前なら外国人投資家との競争になっておそく負けてしまうような資産を取得している、ということだ。中国にチームを置いて何とか活動を続けている者もいるが、私が話す外国人投資家の多くは、ポートフォリオの強化のために中国に参入したいのにそれができないことに不満を感じている」。

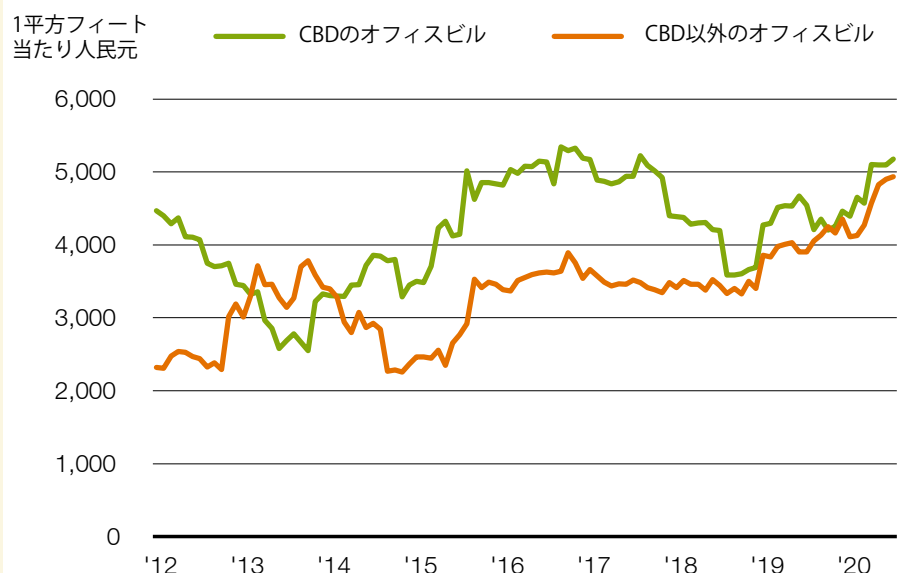
見通しは資産クラスによって異なっている。一部のインタビュー回答者は、構造的な供給不足に苦しんでいる部門として物流施設とデータセンターを挙げたが、オフィスビルや

商業施設といった従来型の部門のファンダメンタルズはそれほど確かなものではない。

CBREによると、2020年9月末の北京、上海、深圳のCBDの空室率は、新築ビルの大量供給を受けてそれぞれ17.7%、20.4%、20.1%という高水準となった。とはいえ中国のあるファンドマネジャーによると、賃料は下落しているものの不動産価格は驚くほど高いままで、上海のCBDのキャップレートは3.5%~4.5%の間で推移しているという。

このファンドマネジャーは続けて「価格は比較的安定しているが、今後6か月から12か月の間に行われる取引は、それなりの理由があって成立することになるだろう。状況に依存する面が大きいので、長期的なトレンドを推定するのは難しいが、経済ファンダメンタルズの

中国の一番手都市のオフィスビル価格  
(1平方フィート当たり人民元) (2020年上半期)



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス  
注：一番手都市とは北京、上海、深圳、広州を指す。

改善に伴って、価格は高水準で安定することになると思う」。

一方、中国では商業施設部門が急速に進化してきている。オンライン販売の比率（約 24%）が他の主要経済国より高いため、実店舗に対する脅威が実在するように見えるかもしれない。だがこれについても、現場の経験は異なった結果となっている。過去数年間に、従来型の商業モールはオムニチャンネル（すべての販売

チャンネルを統合した形態）や体験型施設へと急速に多様化した。特にコロナ禍後の消費者売上が回復していることから、資産価格は高止まりしている。

ある投資家が述べたように「中国で起きていることの一つは、商業施設の運営に関して、オンライン販売との統合がすでに相当進んでいるということだ。小売業者はオンライン販売とオフライン販売をシームレスに統合し、

オンラインではできない体験を可能にすることによりオンラインの消費者を実店舗に引き寄せ、その購入額を増やすことに成功している。これこそ、中国の商業施設市場の見通しが世界の多くの市場と大きく異なっている理由の一つだ」。

## 適応性が鍵となる

投資家は多くの時間をかけて、価値の観点から資産がどのように変わっていくかを考えている。それと同時に、これもやはりコロナ禍がきっかけとなり、建物の機能的特徴も変わっていかねばならないとの認識がたかまりつつある。これは、ESG への適合であれ、健康とウェルネスであれ、あるいは費用対効果であれ、急速に変化する時代に対応できない建物は最終的に市場価値を失うためだ。

デベロッパーに将来の利用法についてアドバイスしているコンサルタントによると「今の建物の多くはもはや新たな目的に合わないと思う。やがて、内部を壊して汎用スペースに転用し、単一の躯体であらゆる用途に対応可能な建物にする必要が出てくるだろう。従来、『これは住宅だ、これはオフィスだ、これは商業施設だ』と非常に厳密に分けて考え、建物の建設も明確なカテゴリーに分けて行うことが多い。しかし、今後は用途の点でより複合的な建物が現れてくると思う。どのスペースも汎用性のコンセプトを念頭に設計され、オフィスとしても商業施設としても、さらには住宅としても使えるようになる」。

これはまず、設計の観点からスペースの用途を特定するという現在の規範的アプローチから脱却するために、設計体制の見直しを行わねばならない。また、同一の躯体でスペース活用の柔軟性を高め、場合によって建物の一部を取り壊し、再調整し、あるいは他の場所

に移すことも可能にしようというのであれば、プレハブの使用を増やすことが考えられる。その結果「同一躯体での汎用性とのコンセプトに加え、建物の寿命についての考え方も見直しが行われつつある。それには、土地の方により大きな価値を置くという発想も含まれ、従来は建物に価値を置きすぎていたのではないかと問いが寄せられている」。

現在のところ、こうしたアプローチへの移行はまだ概念的なものにとどまっているものの、状況が大きく変われば所有者はもっと積極的になるかもしれない。そのため、あるインタビュー回答者の言葉を借りれば「価格の点で世界が変わったと認識することがきっかけになると思う。これまでのところ物件価格はほとんど変わっていないが、この 12 月には大手不動産会社のどこかが『ここが我慢のしどころだ。以前の価格水準ではもう売れないということを甘んじて受け入れねばならない』と言い始めると思う。その時点で、所有者が建物の用途変更にもっと積極的になる可能性が高い。そして『値段が 25% 下がったが、その 10% を取り戻すには何ができるか』と考えるはずだ」。

「ここは我慢して、以前の価格水準ではもう売れないことを受け入れねばならない。」

そして『値段が 25% 下がったが、その 10% を取り戻すには何ができるか』と考えるのだ。」

## マスタープラン作りの遅れ

コロナ禍が転機となり建物の設計・施工への新たなアプローチが一気に始まると想定した場合、理屈から言えば、マスタープラン作りにも同じことが当てはまるに違いない。

だがこれまでのところ、アジア太平洋地域の各国政府が、短期的なソーシャルディスタンスや健康保護の施策以外に、設計ガイドラインの包括的改定というコンセプトの採用に動く兆しはほとんどない。アジア太平洋地域に特化したある計画立案者によると「欧州と北米の諸都市は 2020 年を特に輸送の面で変革の年と捉え、街路から車を排除する動きを進めてきた。ところがアジアではそうしたことはまったく起きていない。つまり、中国本土、香港、ベトナム、シンガポールといった市場では COVID-19 の結果何も変わっていないと言える。コロナを封じ込めたのだから、何を変える必要があるのか、というわけだ」。

とはいえアジア太平洋地域では近年、建築環境について斬新的な変化が見られ、コロナ禍が触媒となって進展するような枠組みが構築されるかもしれない。例えば、シンガポールが最近打ち出した「陸上交通マスタープラン 2040」では、通勤・通学を 45 分以内、最寄りの商業施設等への移動時間を 20 分以内とすることを目指した都市計画・交通計画であり、住民がそれぞれの生活圏で日常使用するための総合的な移動手段を提供するものだ。

オーストラリアもこれと同じコンセプトを推進している。オーストラリアのある都市計画プランナーによると、ビクトリア州政府は最近、同様に 20 分以内で移動できる近隣生活圏の確立を推進すると発表した。「まだ政策や規制に正式には反映されていないが、かなり話題になっている。政府は気候変動問題や資源管理や以前からの一切の問題に取り組むために、この計画を軌道に乗せたがっており、COVID-19 がそれに弾みをつけると思う。危機を逆手に取るということだ。彼らはこの機会に、過去数十年にわたって積みあがってきた問題を解決しようとしている」。

また、アジアの多くの都市ではすでにコロナ以前から分散化に着手しており、企業テナントは少なくとも一部の機能を CBD から二番手

図表1-17 20分以内で移動可能な近隣生活圏の特徴



出所：ビクトリア州政府（豪）

のビジネス地区に移転しつつある。コロナ後には在宅勤務のトレンドがこうしたサテライトビジネス地区への需要を後押しするという見方についてはインタビュー回答者の間で意見が割れたが、二番手のハブが成長を続ける可能性は高そうだ。企業テナントのコスト意識が高まっていることがその理由である。

この流れを促進しそうなもう1つの触媒は、欧米の大規模都市の中心部でよく見られるようなビジネスクラスターの取り込みがアジア太平洋地域で拡大していることで、テクノロジー企業がその中核となっている。

こうしたクラスターベースの分散化へのシフトは、アジア太平洋地域ですでにある程度根付いており、特に深圳やバンガロール、そして最近では北京といった都市でそれがうかがえる。だが、テクノロジー産業の成長が続いて

いることに伴い、産業クラスターへのシフトも進みそうだ。あるアナリストは「過去 10 年間、[スペース] 需要を牽引してきたのは金融企業とテクノロジー企業だった。今後は、それらも引き続き重要だが、より専門的なライフサイエンスのクラスターが形成されると思う。そしてライフサイエンスは CBD を拠点とはしない。テクノロジー企業でさえも CBD を選ばず、分散化を図るだろう。こうした新しいクラスターが利益を上げ始めれば、カネを求めてクラスターにやってくるサービス産業が増える。これが今後 10 年間の方向性だ」と述べた。

伝統的な土地利用方法の崩壊を促し、サテライトベースのクラスター化や都市中心部の複数化を推進する最後の要因は、アジア太平洋地域の多くの都市が肥大化して通勤に向かなくなったということだ。その結果、マニラやジャカルタといった都市の中心部で新たに構築さ



---

れた（多くの場合、よく設計された）ビジネス街に勤務しなければならない人々は、片道 2 時間から 3 時間の通勤を強いられている。

この問題に対処すべく民間部門が動いており、勤労者の居住地に近い場所に施設の設置を図る企業が増えている。フィリピンはその好例で、人口密集のストレスを和らげるため、マニラの周辺部にクラークなど新たなサテライト都市を建設する動きが進んでいる。

マニラを拠点とするある都市計画プランナーの言葉によれば「ここではいろんなものが密集し人口も多い。マニラ郊外の小規模なクラスターですら 30 万人から 50 万人もいて、オーストラリアやニュージーランドのいくつかのダウンタウンよりも大きくなっている。そのため新たなサテライト都市は郊外型モデルではなく、中心がいくつもあるポリセントリックなモデルになると思う。都市の人口が 500 万人か 1,000 万人に達したら、単一のコアで人々が活動していく形は続けられない。そうではなく複数のコアにすべきだろう。それは人間の生活圏には理想的な密度があるという認識による。そして、人間の体格は進化をどれほど続けようと変わらないため、『歩けること』がそうした生活圏の範囲を決定する要因となる」。







## Chapter 2: 不動産キャピタルフロー

「2021年を通じて、そして正直なところ2022年も下降が続くと予想しているが、その先は誰にも分からない。  
だが簡単に言ってしまうと、状況が改善する前に悪化することだ。」

2018年以降、Emerging Trendsのアンケート調査結果には、アジア太平洋地域における投資家の好みの変化が反映されてきた。すなわち、投資先の選好が急成長する新興市場から主要都市へと移ったのである。景気サイクルのピークが近いと予想した投資家が危険の分散を図り、この「安全への逃避」という流れが生じた。現在、市場の修正が差し迫っている中で、この流れは依然として続いている。今回の投資見通しランキングでも、大規模で長期見通しが安定したディフェンシブな市場が高い人気を維持し、前回の上位6都市のうち5都市が再び上位6都市に名を連ねた。

安全第一の行動が続いていることは、世界中が深刻な景気後退に陥る可能性が高く、それが長期にわたるかもしれないという経済状況にあっては驚くには当たらない。だが、今回のアンケート調査でアジア太平洋地域22都市の投資見通しの平均スコアが前回と大して変わらなかったことは注目に値する。そのため前回同様、投資見通しは8都市が「全体的に良い」、1都市が「全体的に悪い」で、残りは「普通」となった。全般的な心理において唯一目立って異なった点は、下位8都市（主に新興経済国）の大半が、前回の下位8都市に比べスコアを大きく落としたことだ。

全体としてスコアは比較的高いが、賃料と価格の下落が見込まれる資産に関してこれを専門的に説明するのは難しい。だが、それはおそらくいくつかの要素が合わさった結果だろう。

- 地域全体でコロナ封じ込め施策により、景気後退の影響が思ったほど深刻ではないと予想されること。
- 経済の減速に伴ってディストレスが現れる可能性が高いが、それにより、たとえ既存ポートフォリオの価値が下がったとしても、もっと利益を得られる投資機会が生まれると考えられること。

- Chapter 1で述べたように、長期的な変化のペースが加速されたことにより資産の転用が大量に行われれば、多くの、そして新たな形の投資機会が生まれること（これはここ5年以上にわたって見られなかった現象である）。

投資見通しのランキングは、今回も再びシンガポールが1位となった。一見すると、シンガポールはその市場規模や流動性、経済の成熟度の点で、総じて基盤が確立した主要都市と見なされる東京、シドニー、メルボルンと肩を並べるには至っていない。だが、賃料が低下しつつあり、また今後2年間にわたり供給パイプラインが満杯の状況にもかかわらず、シンガポールには他の市場にない質の高さがある。

図表2-1 都市別の投資見通し  
(2021年)

	■ 全体的に悪い	■ 普通	■ 全体的に良い
1 シンガポール			6.24
2 東京			6.04
3 シドニー			6.00
4 ソウル			5.72
5 ホーチミンシティ			5.66
6 メルボルン			5.58
7 上海			5.55
8 大阪			5.54
9 深圳			5.51
10 広州			5.11
11 台北			5.06
12 北京			4.98
13 オークランド			4.93
14 バンコク			4.83
15 ムンバイ			4.82
16 ジャカルタ			4.67
17 中国の二番手都市			4.64
18 ニューデリー			4.62
19 マニラ			4.56
20 クアラルンプール			4.48
21 バンガロール			4.37
22 香港			4.18

出所：Emerging Trends in Real Estate  
アジア太平洋 2021 アンケート



第一に、あるインタビュー回答者が「アジアのスイス」と呼んだように、シンガポールは中立的であるとの評価を獲得しており、世界の経済環境が厳しさを強める中で「安全な避難先」と考えられている。そのため投資家やテナント企業を絶え間なく惹きつけてきた。目立ったところでは、中国の大手テック企業が新たにやってきて（国外の）地域本部を設置している。そうした中国企業は香港での上場を選ぶかもしれないが、新規顧客の多くが東南アジアに拠点を置くと予想し、事業運営は東南アジアの事務所で行う考えだ。

あまり目立たないものの、現在、中国の様々な年金基金や保険会社が活発に市場を物色している。シンガポールのある投資家が言ったように「どこでもいいから良い資産を見つけたら買え」との指令を受けているためだ。「彼らは価格をあまり気にせず、需給バランスの軟化も関係ない。ここでの良質の資産は彼らにとっては安いものだからね」。

またシンガポールでは、香港情勢の不確実性を嫌った国際金融サービス会社や資産運用会社による投資が増えることが期待されている。

今回の投資見通しランキングで躍進した都市の一つがソウル（第4位に上昇）だ。日本や中国と同様、韓国は国内経済に厚みがあり、国外需要ではなく国内需要を念頭に置いた資産の取得や建設が可能のため、国外における地政学的リスクへのエクスポージャーを減らすことができる。このアプローチの強みはソウルのファンダメンタルズの回復力に表れており、2020年第3四半期のデータからはリーシングが活発に行われ賃料も大きく上昇したことが伺える。一方、投資額は前年同期比71%増と目覚ましい伸びを示し、四半期ベースでは過去最高額を記録した。これは国内機関投資家が海外での取得に予定していた資金を国内資産の取得に切り替えたことによる。韓国では機関投資家の投入可能資金が相当積みあがっているため、市場価格には常にバックネットがあって低下しないと想定される。

投資家は韓国をコア資金の投入先と見なすことが多いが、実際にはバリューアッド投資家が機会を得る状況が長く続いた。これは市場に様々な混乱が見られ、必要な時に必ずしも適切な資産があるわけではないことによる。

一方、物流施設はかつてないほど不足しており、ソウルには外国人投資家にも多くの取引機会がある。ただしその窓が閉じられるかもしれない。ソウルで活動しているある外国のファンドマネジャーは「物流施設の取引を数件行ったが、他の建物がたくさんあるため規模の拡大が難しい。それにいずれにせよ、地価が高すぎるため手が届かないと思う」と述べた。

このほか、アンケート調査によるランキングで注目すべき傾向として、インドの都市の人气が低下したことが挙げられる。金融機関がソルベンシー危機（支払い能力不足問題）に直面しており、国内デベロッパーは資金調達手段がなくなっており、落ち着きを取り戻す前に大規模な統合が行われる可能性がある。ジャカルタやフィリピンなどの新興市場がランキングのトップ近くの位置を占めたのはそれほど前のことではないが、それ以降は、世界的な経済縮小の時代に東南アジアに投資するのはハイリスクだという風評に引きずられて下位に落ち込んでいる。

図表2-2 投資見通しの順位の変遷

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
シンガポール	1	1	2	3	21	11	9	7	3	1	1
東京	2	2	4	7	12	1	1	1	13	16	12
シドニー	3	4	3	1	9	2	4	5	4	3	6
ソウル	4	10	9	19	17	7	7	15	14	19	16
ホーチミンシティ	5	3	7	5	4	5	13	19	18	10	11
メルボルン	6	5	1	2	16	3	5	13	10	7	9
上海	7	7	6	4	6	9	6	2	2	2	2
大阪	8	8	5	10	15	4	3	9	22	21	19
深圳	9	6	8	6	5	18	19	10	16	—	—
広州	10	9	10	8	10	20	20	6	15	6	8
台北	11	14	21	22	22	17	18	16	9	8	13
北京	12	13	12	11	11	14	10	8	7	5	7
オークランド	13	19	20	9	14	10	15	17	17	20	18
バンコク	14	11	11	16	8	19	16	11	6	14	17
ムンバイ	15	12	13	12	2	13	11	22	20	15	3
ジャカルタ	16	18	15	14	7	6	2	3	1	11	14
中国の二番手都市	17	20	18	17	20	22	22	12	8	—	—
ニューデリー	18	15	17	20	13	16	14	21	21	12	5
マニラ	19	17	19	18	3	8	8	4	12	18	20
クアラルンプール	20	21	22	21	19	21	12	14	5	17	15
バンガロール	21	16	16	15	1	12	17	20	19	9	10
香港	22	22	14	13	18	15	21	18	11	13	4

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート  
「—」はデータなし

一方、香港は社会不安とコロナ禍による景気後退で暗い2年が経過する中、昨年に続きランキングの最下位に甘んじた（ただしスコア自体は前回の3.93を上回っている）。だが、物件価格が青天井で経済の貿易依存度も高いため外国人投資家は香港への投資をリスクと考えているものの、香港の不動産所有者や投資家の見解はこのところポジティブになっている。

これにはいくつかの理由がある。事業の見通しについては、米国の資本市場で中国企業に対する規制が厳しさを増したために香港での株式上場が急増すると予想され、それによって何らかの形で経済停滞が軽減されるはずだ。加えて、中国本土政府と投資家の双方から追加支援が受けられるのではないかとの見方が強まっている。特に、欧米で投資環境の悪化が進んでいるため、外国の買い手が再び香港の資産に惹きつけられる可能性がある。

さらに、香港経済は様々な面で苦境が続いているものの、すべてが痛んでいるわけではない。香港のあるデベロッパーは「部門ごとに分けて見る必要がある。観光が急落したため、ホテルと商業施設が大きな圧力を受けているのは確かだ。ただ商業センターとしてはまだ楽観視している。オフィス賃料は依然として世界一高く、しかもまだ持ちこたえており、崩れてはいない。ただしピーク時からはおそらく10%～15%低下しているだろうが。また、香港内では落ち着きを取り戻したようだ。そして、中国の国内市場は普段通りの状態に戻ったように見える。当社が中国で保有しているショッピングセンターの売上も急増している。だから、私は以前長いこと悲観的だったが、今はもっと前向きだ」と説明した。

開発見通しのランキングでは、全体的にスコアが前回より下がっているが、これはアジア太平洋全域にわたる景気後退により需要が疑問視され、デベロッパーの事業環境が厳しくなったことを映し出している。ただし、せめてもの救いがある。前回同様、ホーチミンシティが再び新興市場の都市の中で唯一、ランキングの上位半分に入ったことだ。感染症の抑え込みが成功した模様であり、また経済が急成長を続けている。貿易摩擦の高まりに対する

図表2-3 都市別の開発見通し  
(2021年)

	全体的に悪い	普通	全体的に良い
1 シンガポール			5.72
2 シドニー			5.70
3 東京			5.68
4 ホーチミンシティ			5.65
5 深圳			5.43
6 メルボルン			5.32
7 ソウル			5.31
8 上海			5.30
9 大阪			5.22
10 広州			5.09
11 台北			4.90
12 北京			4.75
13 マニラ			4.72
14 オークランド			4.71
15 中国の二番手都市			4.71
16 バンコク			4.69
17 ムンバイ			4.64
18 ジャカルタ			4.61
19 バンガロール			4.57
20 ニューデリー			4.51
21 クアラルンプール			4.47
22 香港			3.95

出所：Emerging Trends in Real Estate  
アジア太平洋 2021 アンケート

防衛策としてサプライチェーンを中国から移転する動きが進んでいることも、経済成長をさらに加速するだろう。これらがホーチミンシティの開発見通しを後押ししている。

## クロスボーダー投資が枯渇

アジア太平洋地域の取引量は2020年に急落したが、これは渡航禁止が継続し、また資産価格を巡って買い手と売り手が膠着状態に陥っていることが原因だ。RCAによると、第3四半期のクロスボーダー投資は前四半期比15.7%減、前年同期比23.4%減と大幅に低下した。取引高が減少した結果、アジア太平洋地域に注力するクロズドエンドファンドのドライパウダー（投資待機資金）が記録的な

額に積み上がり、様子見の状況となっている。CBREによると、余剰資金は2020年第2四半期時点で約510億米ドルにのぼり、それ以降にさらに増えたと思われる。

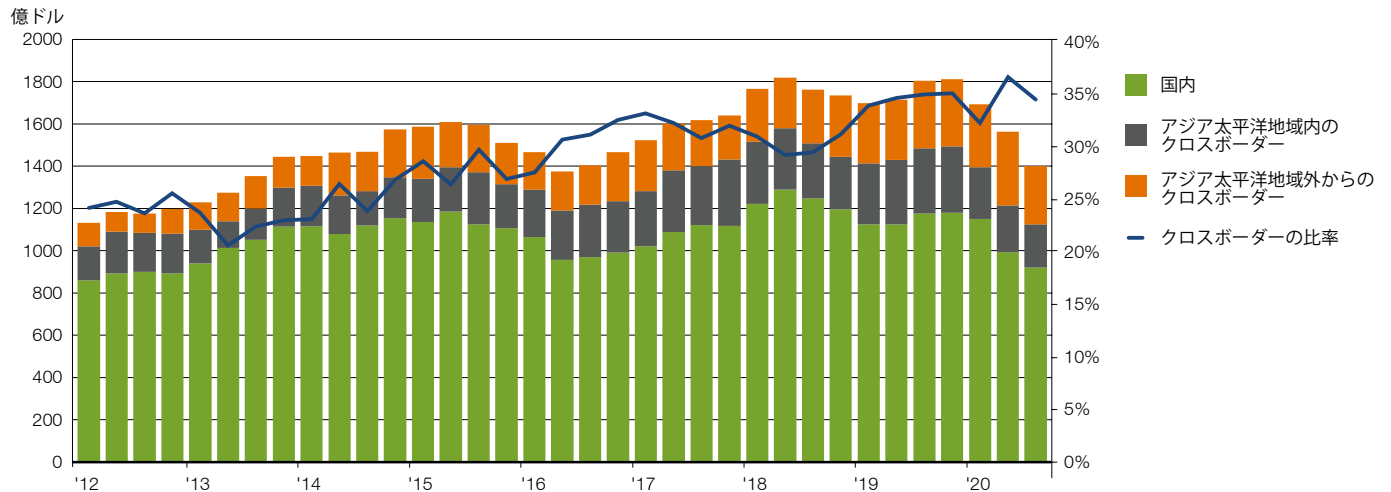
こうした資金の大半（特に米国ファンドの資金）は日本に向けられたが、中国にも米国とシンガポールの双方からかなりの流入があった。中国では外国ファンドがかなり売却を行ったためクロスボーダーの資金は流入超となったものの、外国資金による取得が活発に行われているということは、貿易摩擦がインバウンド不動産投資を減速させていないことの十分な証拠となる。中国経済が堅調であり、また国内の銀行融資に対する規制強化の結果、代替資金調達方法への需要が拡大したことと相まって、取得を狙う外国人投資家の機会が増えているのだ。

オーストラリアへの資金流入は国境閉鎖により制限されているが、外国人投資家の関心は依然として高い。ただしおそらく中国の投資家は例外だろう（第3四半期の投資額は前年同期比80%減）。一部のオーストラリア人投資家は、中国の投資家がオーストラリアの資産に対して以前ほど熱心ではなくなったのではないかと示唆している。

アジア太平洋地域外の資金による取引は、これまでのところ域内の資金によるクロスボーダー取引よりも持ちこたえており、後者の34%減に比べ12.5%減にとどまっている。

だが一部の投資家は、以前には欧米市場に目を向けていたアジアの機関投資家の中で、今後は域内の投資に絞る者が出てくるのではないかと考えており、この差がやがて解消するかもしれない。香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「アジアのLPはアジアへの関心を強めている。コロナ禍以前には、先進国の市場は高いという見方が一部にあったと思うが、今では価格の点で、[欧米市場で]大きな取得機会が出てくると見ている。だが問題は、それがいつか、だ。そのため彼らは『うーむ、欧米ではコロナ対策があまりうまくいっていないようだから、しばらく様子を見よう』と考える。とはいっても資金を展開しなければならないため、総じてアジアに向か

図表2-4 アジア太平洋地域への投資状況(資金流出元別):12か月ローリング取引高



出所: リアル・キャピタル・アナリティクス

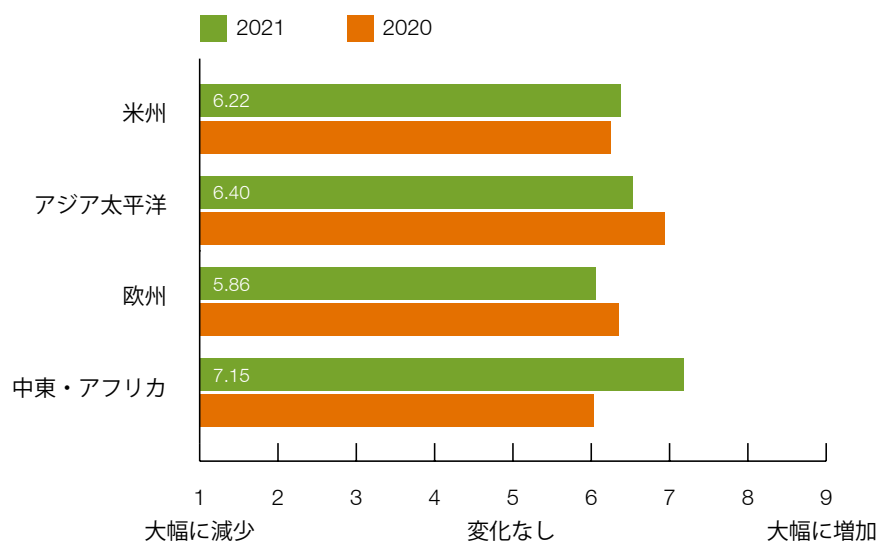
注: 賃貸集合住宅、ホテル、産業施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引が対象。企業レベルの取引を含む。開発用地を含まない。

うことが多くなるというわけだ。アジアは自分たちのホームグラウンドに近く、また今はニューヨークやロンドンには行けないがアジアのチームとは会うことができ、顔見知りの者と取引をできるという点がメリットとなると述べた。

同時に、欧米の投資家は過去5年ほどにわたり、ポートフォリオの分散のためアジア太平洋地域に投資してきたが、コロナ後の世界ではその動きが弱まるかもしれない。あるプライベートエクイティファンドのマネジャー（アジア在住）によると「この一年間に[世界の投資家の間で] アジアに対する関心度に相違が生じ、様子見の姿勢が増えたのではないかと思います。というのは、北米の投資家には状況が悪化に向かうとリスクを回避しようとする面があり、慎重になって投資を引き上げる傾向があるからだ。それに加えて、米国市場にはかなりの経済的混乱が見られ、そのため今後6か月から12か月の間に米国で本当に魅力的な投資機会がいくらか現れるだろう。そのため、おそらく投資家の大多数はアジア太平洋地域での投資を以前より減らすのではないかと」。

シンガポールは政府系ファンドとREITが活発に对外投资を行い、引き続き最大の資金流

図表 2-5 アジア市場に流入する資金フローの予想される変化(今後5年間)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

出国となった。しかし韓国からの流出は急減し、2020年9月にはわずか13億8,000万米ドルと、一年前の117億米ドルから大幅に減少した。

一方、中国企業は少なくとも公式にはほとんど資本輸出を行っておらず、その反面、以前世界で(特に米国で)行った投資の清算を続けている。



## 銀行は融資を継続

オーストラリア、中国および香港では、一部の銀行が不動産取引向けの事前融資について慎重さを強めている。だが全体的には、たとえば銀行が特定部門（物流施設）への融資を他部門（商業施設・ホテル）向けより明らかに優先しており、またレバレッジ比率の引き下げ（60%前後を上限）を提案しているとしても、融資は引き続き簡単に受けられる。

また、銀行の自己資本は良好で、ベースレートの引き下げにも助けられ、貸出金利を低く抑えている。

アジア太平洋地域において銀行貸出金利が超低水準にある国の代表格である日本では、外国人向けノンリコースローンの利率は100 ベシスポイント（1%）を切っており、昨年とほとんど変わっていない。アンケート調査からは、アジア太平洋地域全体にわたってデットは引き続き自由に手に入るものの、開発プロジェクト向け融資はタイトになるかもしれないとの見方が伺える。

シンガポールのあるファンドマネジャーは「銀行はスプレッドを広げたが、ベースレートも下がっているので埋め合わせられ、全体として資金調達コストは下がっている。ただ、コアの

収益不動産についてはほとんど問題がないものの、バリューストック寄りの案件や開発型に対しては確かに慎重な姿勢が強まっている」と指摘した。

実際、融資基準が緩和されたケースもある。例えば香港では、市場に対する圧力の緩和を狙って、当局が事業用不動産ローンのレバレッジの上限を以前の40%から50%に引き上げた。香港のあるファンドマネジャーは「確かに銀行の融資基準は厳しくなったが、銀行からは今もって新規融資の提案があり、その利率も妥当なものでマージンが引き上げられてはいない。だが、これと同じ状況はSARSや世界金融危機の際にも見られたし、いずれにせよ香港では総じてレバレッジが行き過ぎてはいない。だから、全体としてはデフォルトが発生していない。自己資本が悪化する銀行も出てくるだろうが、全体的には銀行はまだ健全な状態にある」と述べた。

同時に、取引高が低迷しているため、レンダーからカネを借りようとする者はそれほど多くはない。オーストラリアのあるアナリストによると、連邦政府は銀行部門と口頭で合意し、先行きの見通しがもっとはっきりするまでは不動産向け融資を望む者を冷たくあしらわず融資を続けることに決めたという。その結果、「銀行は一時停止ボタンを押している。

つまり、一部の取引が行われ、一部のデベロッパーは融資を受け、一部のノンバンクも貸付を行っている。だが取引高が昨年から約30%～50%も減っている状況では、1億5,000万豪ドルの融資は高額に聞こえるが、全体から見れば、また「銀行部門の」資産総額2,800億豪ドルに比べれば、ごくささやかなものだ」。

また上記のアナリストは、オーストラリアに限らず世界中の銀行部門が現在の危機の経済的影響を軽減するために金融当局と積極的に協力していることは明らかな事実であり、その結果、銀行部門は将来的にその（機能ではないにしても）形を変える可能性が高いとも指摘した。「この関係が、経済に必要な信用創造を協力して続けるという点でどのように進展するのかが興味深い問題だ。ただコロナ禍以前の遥かに好戦的で『あちらはあちら、こちらはこちら』という姿勢だった時とは相当変わることは確かだろう」。

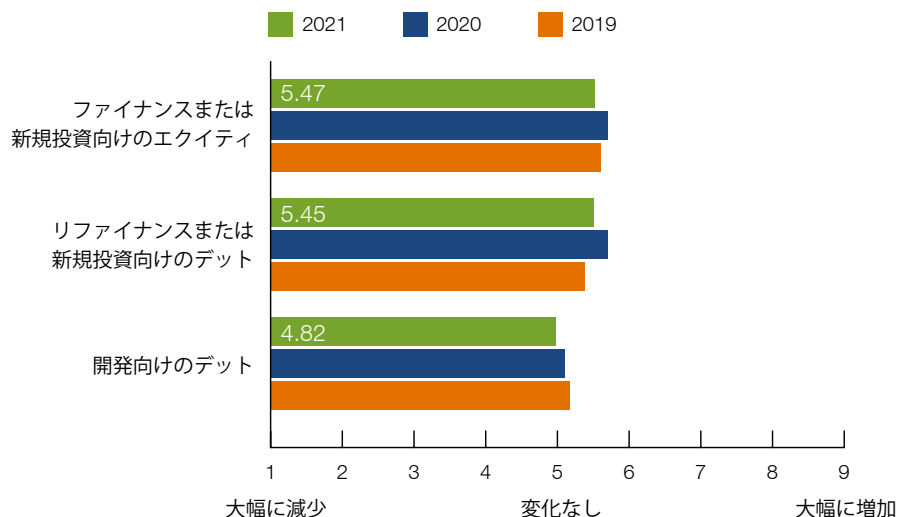
もちろん、銀行側には自己防衛のために、借り手が返済できなくなるほど多額のローンは実行しないという選択肢もある。だがやがて銀行は、当局に対してより協力的なアプローチをとった方が社会的にも事業的にも有益な結果をもたらす可能性があると思われる。

図表2-6 アジア太平洋地域における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 (ベシスポイント)	借入コスト (ベシスポイント)
オーストラリア	50-55%	5年物スワップレート：0.25%	150-180	200-230
中国	50-60%	5年の基準貸付：4.65%	100-185	565-650
日本	50-60%	5年の日本円スワップレート+TLスプレッド：0.2%	60-80	80-100
シンガポール	50-60%	3か月スワップレート：0.15%	150-210	165-225
韓国	50-60%	5年物KTB：1.1%	150-180	260-290

出所：DWS、ブルームバーグ。参考基準レートはBloombergから入手。

図表 2-7 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の予想推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

## デットファンドはまだ蚊帳の外

信用環境の悪化に伴い高リスク資金需要が高まれば、これは理屈から言って、ノンバンクのデットに対する需要の増加につながるはずだ。実際、アンケート調査結果ではデットファンドからの資金調達の増加が見込まれている。また数名のインタビュー回答者が、自身のファンドにおいてデットの提供を積極的に検討していると述べている。それはディストレスの状況下でのデット供与であったり、あるいは取引のクローニングに十分なレバレッジを銀行が積極的に供与する際のブリッジローンという形だ。

だが現実には、アジア太平洋地域のデットファンドは欧米市場で見られるような勢いを獲得するには至っていない。あるアジアのデット専門家は、いくつかの問題点を指摘している。まず、世界金融危機以前には強く求められていた高レバレッジの取引がもはや存在しない。

「量的緩和の結果、エクイティとして調達できる資金が大量に出回っており、80%のレバレッジなど必要なくなっている。それに、たとえ高レバレッジを得る機会があったとしても、自分と似たような豊富な資金を持つ投資家から借りることになるのであれば、むしろ自身の資金を使った方がいい。だから、デットファンドとして資金を貸し付け、エクイティファンド並みのリターンを得られるような機会を見つけるのは非常に難しい」。

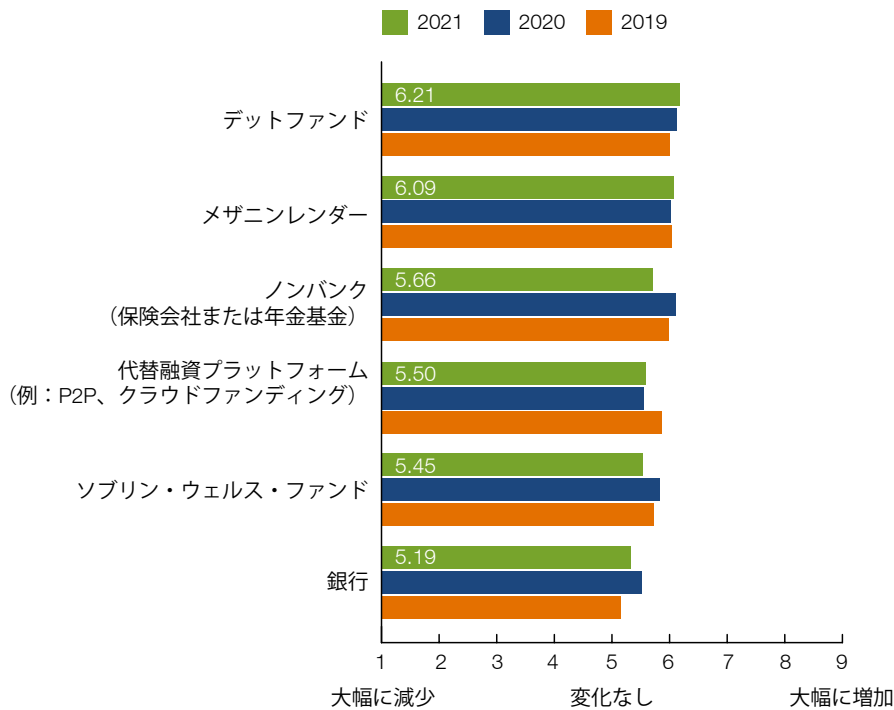
次に、米国や欧州連合とは異なり、アジア太平洋地域の融資環境、金融政策、銀行制度が多様であるという事実から生じる問題がある。このアナリストは「ノンバンクのファンドがアジア全域を対象に大規模に展開しようとする場合、中国、シンガポール、オーストラリアへのエクスポージャーを獲得・清算するには強力な支援者が必要だ」と語る。「さらに規制の面からも、3つの異なる市場で融資を行うのは非常に問題がある。特に、そうした市場の規制当局が何らかの形で国内の銀行市場を保護することや、あるいはノンバンク

ではなく銀行をコントロールすることを優先している場合はなおさらだ」。

とはいえ、デットファンドがブリッジファイナンス（つなぎ融資）を行う余地は残っている。だが、やはりそのコストがネックとなり、これまでのところ需要は少ない。上記のアナリストは「企業の統合が行われれば状況が変わるかもしれない。一般的に M&A ではつなぎ融資の機会が多数生まれるため、デットファンドが一步を踏み出せるのではないか」と述べた。

M&A 取引はディストレスの発生に伴って行われる可能性があるが、ディストレスはまだデットファンドが望む値段でのデット需要を生み出してはいない。インドはこれまでのところアジア太平洋地域においてディストレス取引が大規模に行われている唯一の市場であり、一部の外国ファンドがディストレスを念頭に置いた現地チームを設置し、インドのノンバンク金融部門の崩壊によって宙に浮いた住宅プロジェクト向けにデットを提供する機会を探っている。

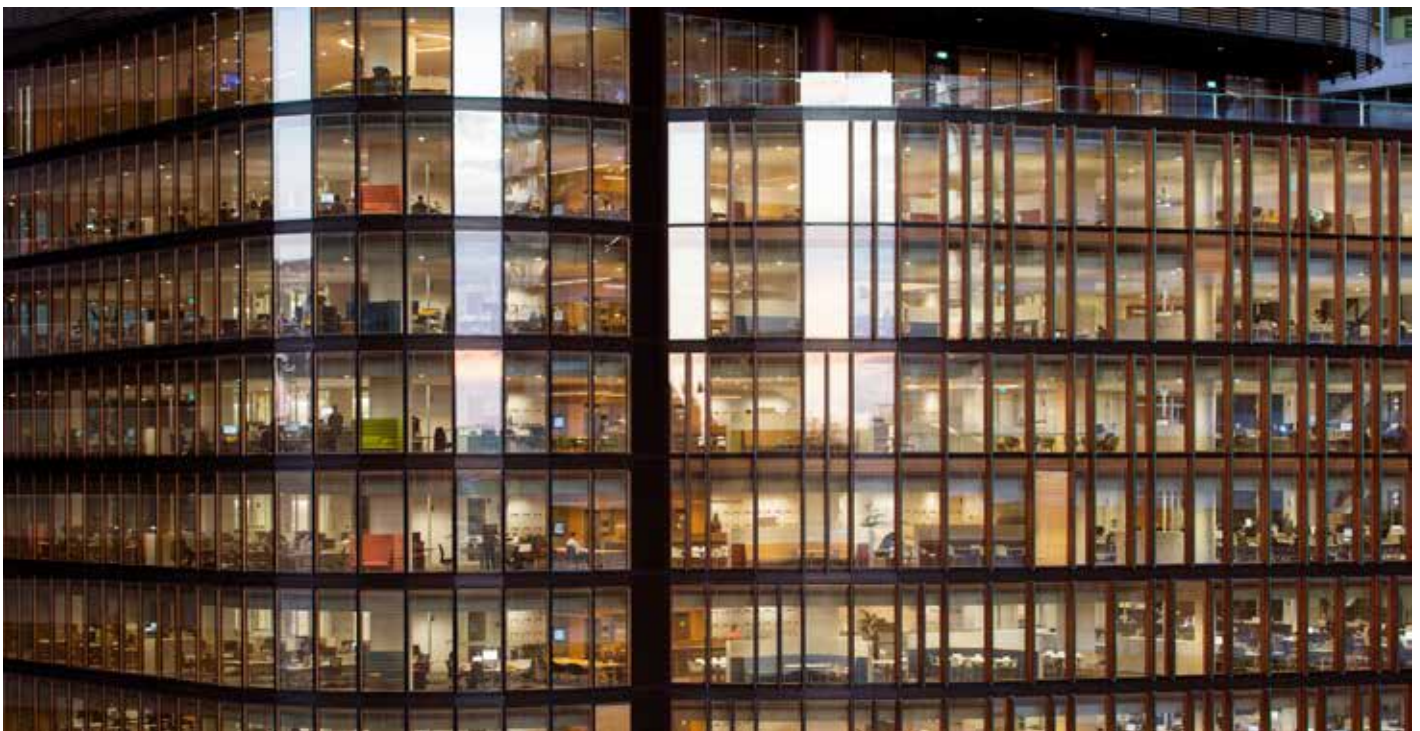
図表2-8 デットのレンダータイプ別利用可能性



デリーを拠点とするあるコンサルタントによると「そうしたファンドはミドルマーケットの住宅だけに狙いを定めている。だがインドの現在のプロジェクトはどれも小粒で、ディストレス向けデットのリターンを3年間にわたって維持するには十分でない。そのため、彼らとしてはプロジェクトの最終段階での資金需要か、建設期間が1年未満の案件に対応するか、あるいはあと6か月か1年の間にすべて売却してエグジットを図るしかない」。このベースでは、有担保シニアローンでレンダーが得られるIRR（内部収益率）は23%～24%だ。

インドのディストレス資産の取得源としては、苦境にあえぐ住宅金融会社のポートフォリオも考えられる。そうした会社の多くが、国内デベロッパーの債務不履行を受けて破産したか、あるいは継続企業として機能しなくなっているからだ。現在、数百億ドル相当の不良債権が証券化の対象となっており、投資家はディスカウントでポートフォリオを取得し、また新しいローンから先に元本の返済と利息の支払いを受けている。

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート





## ロードショーも 資本調達もなし

インタビュー回答者の大半は、現時点で新規ファンド向けの資本調達を行うことは不可能ではないにしろ難しいとしている。渡航制限により、投資家がLPへの売り込みを行うロードショー（説明会）を開催できないためだ。例えばオーストラリアは、特に外国人投資家が目立つ市場であり、またオープンエンド型ファンドが優勢なため投資家はファンドのポートフォリオ資産の実地検分を希望するのが一般的だが、「非上場ファンド（オーストラリアでは機関投資家の保有割合がかなり高い）は活発には動かないだろう。資本調達ができれば、大量のドライパウダーを抱えていない限り何も買えないのは明らかだからだ。そして、オフショア投資家に戻るまでは市場参加者は実質的に非上場ファンドとREITに限られるため、資本市場は閑散とした状態が続くだろう」。

にもかかわらず、プレキンのデータによると、アジア太平洋に注力するクローズドエンドファンドが2020年上半年に調達した資本は約116億米ドルに達した。これは2019年と2018年に匹敵する金額だ。このうち67億米ドルは物流施設に絞って調達されたもので、その大半は中国を対象としている。

これは、ロードショーの実施が難しいにもかかわらず、資本調達が持ち直す可能性があることを示唆している。アジア太平洋地域のある証券アナリストは「この問題は短期で終わるのではないかとの見方があり、また実際に[コロナ禍によって]投資家がファンドに戻ると見られる。というのも、投資家は自身で渡航できず、また現地に対応できるスタッフもいないかもしれない。そして機会があるのは今から1年半ほどの間のため、投資家は資金を活用できるファンドに投資しようと思うだろう。その結果、大手ファンドマネジャーは成長を続け、単一部門・単一市場を対象とするファンドはやや苦戦し、新参のファンドマネジャーは非常に厳しい状況になると考えられる。確かなのは、大手ファンドマネジャーが投資家から多くの資金を獲得することだ。魅力的な市場になると見込まれる部門に素早く資金を投入できるからだ」と指摘した。

現在資本調達の最中にあるオポチュニスティックファンドのあるマネジャーによると「コロナ禍によって資本調達が難しくなった面はあるが、投資家は馴染みがあって信頼できるマネジャーに託し、より高額取引を目指すと思う。例えば当社のファンドの構成も、投資家の数は従来の資本調達で想定されるよりは少なくなるが、特定の投資家への集中度が高まるだろう。また、共同投資とラップ口座（SMA）に多額の資金が充当されると見られる。その比率は2対1か、3対1か、4対1といったところだ。『資金は投じるが、それとは別に4億ドルあり、共同投資とSMAに回すつもりだ』という具合に。だから、こうした面でも我々のビジネスはコロナ禍によって加速されている。私としては驚かないがね」。

不動産に向けられた資金額を押し上げている別の要因としては、ベースレートが今後も長期にわたり低水準にとどまり、それに伴って債券利回りもほとんどゼロに近い低さで推移することになるため、利回りを求める投資家は代替資産クラスに向かわざるを得ないことが挙げられる。

あるインタビュー回答者は「それはすでに以前から起こっており、誰もが不動産への投資配分を増やそうとしていたが、今後はその意欲がさらに強まるだろう。だが同時に、分母効果という要素がある。資産配分の要件に従えば、不動産には一定の金額しか投入されない。その金額は増えていると思うが、投資家は分散の観点から、ポートフォリオに占める不動産の割合が大きくなりすぎるのを望まない。もしポートフォリオの株式の割合が低下すれば、これは問題となるだろう」と語った。

## 証券市場に目を向ける 投資家

大量のドライパウダーが溢れる一方、多くのファンドマネジャーは渡航して取引の可能性を探ることができないため、投資家は資金を投入する別のチャンネルを探さねばならないという圧力が強まっている。その点、たとえ上場商品に投資する指令を受けていない投資家にとっても、証券市場は明らかな代替手段である。2020年3月の株式市場暴落の際、著

名な上場不動産会社の株価も大打撃を受け、一部の投資ファンドはそれらの株式を取得した。その後、米国市場は量的緩和の大波によって過去最高水準にまで回復したが、割安の株式を選択的に購入する機会は残っている。

あるインタビュー回答者は「資産の評価額がまだ下がっていないなら、現物資産を買う必要はない。投資口価格が大幅にディスカウントされている優良REITもある。スポンサーの力が弱いREITを買収することも考えられなくはない。特に日本は弱小REITが多いので狙い目だ。割安で買って徐々に保有資産を増やし、市場が正常に戻ったら非公開化するのもいいだろう」と語った。

REITか上場デベロッパーの株式を取得するには価格と将来の収益を慎重に検討しなくてはならないが、REITはタイプによってその純資産価値（NAV）に大きな開きがある。「NAVで見ると、物流REITは50%のプレミアムで取引されており、これは馬鹿げている。一方、ホテルREITは60%のディスカウントで、商業REITもほぼ同じ。オフィスREITもNAVを下回って取引されている。これらは流動性があるため、投資する価値があると思う。NAVは非上場市場と同じくかなり上昇していると思うが、大企業がスポンサーとなっているREITが非常に多いので、価格が大きく動くことはないだろう」。

東京を拠点とするあるファンドマネジャーによると、日本では「パッシブマネーがいくらあっても、[大手デベロッパーの]オフィスREITを買いたい。NAVに対して大幅なディスカウントで取引されていた一方、オフィス市場自体は決してその取引水準にまで落ち込んでいないからね。最近になって価格が戻ってきたものの、まだかなり低い。いくらテナントを失うこともその一因だが、時価総額が大きいREITには外国人投資主が多いことも理由だ。彼らは見方が違って、世界中のオフィス市場がコロナ禍で減速し始めたときに投げ売りを始めたため、価格が下がったのだ」。

## グリーンボンドと「グリーンウォッシング」

「グリーン」プロジェクト用の資金調達手段としてのローンや債券に関心を示す機関投資家が増えるのに伴い、そうしたグリーン資金が相当量出回っており、今や資金調達の選択肢の中で本命になりつつある。英国の非営利団体であるクライメート・ボンド・イニシアチブ(CBI)によると、2019年時点におけるアジア太平洋市場で(不動産業だけでなく全産業により)発行されたグリーンボンド総額は前年から29%増の約1,836億米ドルに達した。この金額は欧州、北米に次いで第3位となるものの、発行件数ベースでは文句なく最大であり、中国と日本が市場のかなりの部分を占めている。

コロナ禍の影響により、アジア太平洋地域で2020年上半期に発行されたグリーンボンド(120億米ドル)は2019年通年の額(640億米ドル)の半分を大きく下回ったが、これは中国で「新型コロナウイルス対策特別国債」が発行され、グリーンボンドに取って代わったことが大きい。だが、グリーンボンドやグリーンローンへの需要拡大を示す確かな兆候は依然として見られる。

一方、業界ではグリーンファイナンスに関して何年も取り沙汰されている問題についての議論が増えている。つまり資金調達の対象であるプロジェクトは本当に環境に配慮しているのか、それともただの「グリーンウォッシング」(偽善的な環境への配慮)で上辺を取り繕っているだけであり、不適切なプロジェクトが有利な貸出金利や貸出条件で利益を得ようとしているのではないか、というものだ。これまで検証システムは不十分であったが、2020年に2つの主要イニシアチブが開始された。これにより、プロジェクトが気候変動の緩和や他の重要な環境目標にどの程度貢献しているかを測定するための基準作りが促されるはずだ。

一つはEUタクソノミー、もう一つは中国人民銀行の改訂版「グリーンボンド適格プロジェクト・カタログ」である。この2件が適用される市場は合わせて温室効果ガス累積排出量の34.7%(推定)を占めるため、規制の対象範

図表2-9 地域別グリーンボンド発行高(2019年末時点)

地域	グリーンボンド市場	発行体	発行額 (10億米ドル)	2018年～19年の増減 (金額)
欧州	25	269	307.4	74% +
北米	2	167	190.4	46% +
アジア太平洋	18	345	183.6	29% +
国際機関	-	11	79.4	9% +
中南米	11	47	12.9	216% +
アフリカ	5	16	2.7	485% +

出所：気候債券イニシアチブ

図表2-10 グリーンボンド発行体上位10位の所在地(2019年末時点)

国	発行体	取引件数	発行額 (10億米ドル)	2018年～19年の増減 (金額)
米国	105	1,128	51.3	44% +
中国	79	99	31.3	1% +
フランス	19	54	30.1	113% +
ドイツ	-	25	18.7	144% +
オランダ	15	17	15.1	105% +
スウェーデン	40	106	10.3	66% +
日本	47	66	7.2	73% +
カナダ	14	17	7.0	63% +
イタリア	10	11	6.8	128% +
スペイン	11	17	6.5	3% +
上位10位合計	352	1,540	184.3	49% +
上位10位の比率	69.6%	85.5%	71.2	-0.9% -

出所：気候債券イニシアチブ

囲や効果が十分に大きく、他国の政府もこれら(特にタクソノミー)に合わせて同様の施策をとりやすくなる。それにより、環境配慮の実績を評価するための一定の基準が出来上がるはずだ。

具体的には、2021年に発効予定のEUタクソノミーとその細則により、経済活動の70項目について新たにサステナビリティベンチマークを開発するとともに、欧州連合が設定した以下の6つの環境目標に対して「重大な害を与えない」基準を確立することになっている。

- ・気候変動の緩和
- ・気候変動への適応
- ・水資源と海洋資源の持続可能な利用と保全
- ・廃棄物抑制や再生資源の利用を増やすような循環経済への移行
- ・汚染の防止と管理
- ・生物多様性及び健全な生態系の保全及び悪化した生態系の回復

加えて、タクソノミーは借り手に対し投資対象プロジェクトの環境性能の開示を義務付けることで、投資家が保有資産の環境への影

.....

響を評価するための枠組みを提供する。この枠組みは投資タイプ別に分けられる可能性がある。

一方、中国人民銀行のカタログはグリーンボンドのみを対象としている。これは 2015 年に発表されたカタログの改訂版で、環境配慮属性の適格要件を厳格化している。これにより、以前の基準では認可されていたような、属性が疑問視される案件の「グリーン」性が否定されることになる。さらに、この改訂版カタログ（現状はまだ草稿段階）は中国の制度を世界標準に合わせるとともに、これまでは同じ内容でも定義が異なる場合があった国内の標準とも調和させるために大きく踏み込んでいる。また、資源の効率・保全や環境改善も取り上げており、主として気候変動に焦点を当てている EU タクソノミーよりも広い範囲をカバーする基準となる。

グリーンとは何かを定義する上で複数の異なる広域的アプローチが行われており、それが今後ともグリーンファイナンスの発展の阻害要因となるだろうが、それでも現在、世界規模で基準を整合しようとする真の機運が高まっている。

一方、市場に提供されるグリーンファイナンスが増え続けているため、通常の方法では資金を借りられない恐れのあるデベロッパーはこの機を捉え、環境に配慮した機能を取り入れることで資金調達を図っている。例えば中国では、規制当局が不動産業界向けの銀行融資を締め付けたり緩めたりすることで流動性をコントロールしており、デベロッパーはそうした規制の枠組みの中でやりくりしなくてはならない。だが現在、デベロッパーは流動性の逼迫にさらされており、「特に外国人投資家を対象に、グリーンボンドやグリーンファイナンスに向かう者が増えている」と、中国のあるデベロッパーの幹部は語る。

別の中国デベロッパーは、2020 年半ばに海外でグリーンボンドを発行したところ通常の債券に比べて利率が 15% ～ 20% 低下したが、利払いの点もさることながら、主な利点とはとにかく資金調達自体が可能になったことだと述べた。

これまでのところ、中国デベロッパーが発行したグリーンボンドはまだわずかにとどまっているが、中国で他の業界が発行したグリーンボンドは、特に汚染緩和事業を中心にかなりの規模となっていることを考えると、非常に大きな可能性を秘めている。上記の幹部は続けて「今年発行された[不動産関連の] グリーンボンドやサステナブルボンドは 4 ～ 5 件程度だった。だが、知り合いのデベロッパーはどれも発行に向けて仕組み作りをしており、また代理店からセカンドパーティ・オピニオンを入手しているため、来年には増えるだろう。同時に、投資家基盤が拡大して、資金調達コストの低下が促進されるはずだ」と述べた。





## Chapter 3: 不動産タイプの見通し

「将来のスペースは『汎用』という区分に入れねばならない。  
つまり、そこで何が行われようが、あるいはどう使われようが、  
究極の柔軟性を発揮するスペースということだ。」

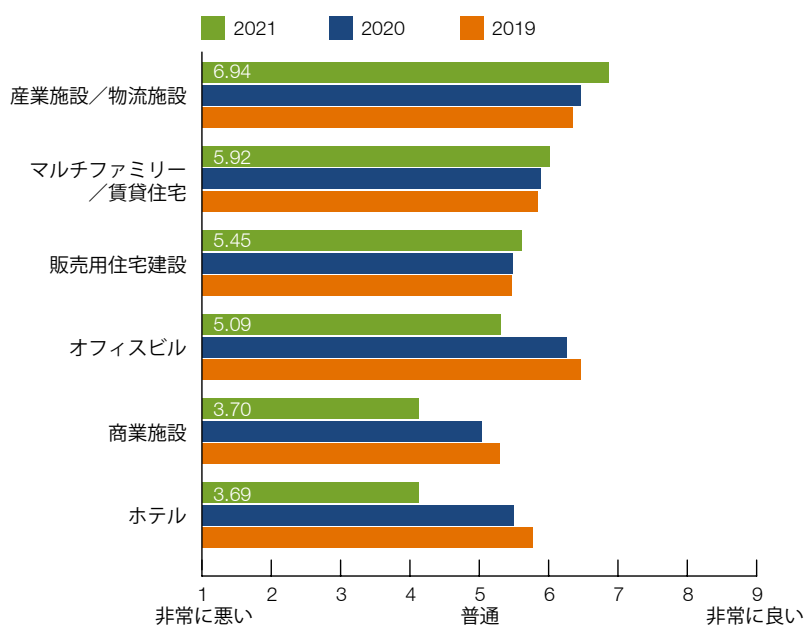
新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が不動産投資の動きに変化の波をもたらしたとしたら、より実務的な面、つまり建物の使用方法や不動産の各部門の今後の展開に対するその長期的な影響も、負けず劣らず重大なものとなるだろう。

Chapter 1で指摘したように、こうした変化のすべてではないにしろ多くがCOVID-19の到来以前からすでに進んでいた。現在は、COVID-19によって引き起こされた行動変容により加速されており、急激に進展したものも少なくない。そうした狭い意味では、コロナ禍の影響は実際にはプラスに働いたと言える。ある投資家が述べたように「この業界は昔ながらのやり方で物事を進めるため、ロックダウンですべてが止まってしまった。だが今や、以前なら5年かかったこともずっと早まっている」。

どのような変化が起こるのか、ニューノーマルの世界がそうした変化をどれほど速くもたらすのか、投資家はまだ予測できていない。そのため、起こり得る結果がもつとはっきりするまで、不動産への資金の流れが鈍化することとなった。例えばオフィス部門については、アジア太平洋地域の投資額が大幅に低下した理由の一つは（価格の低下への抵抗は別として）、ソーシャルディスタンスの確保要請や在宅勤務の広がり、経済の縮小、テナントによる経費削減の必要性など様々な要素が絡み合う中で、CBDのスペースはどのくらい必要かについてのコンセンサスがないことだ。

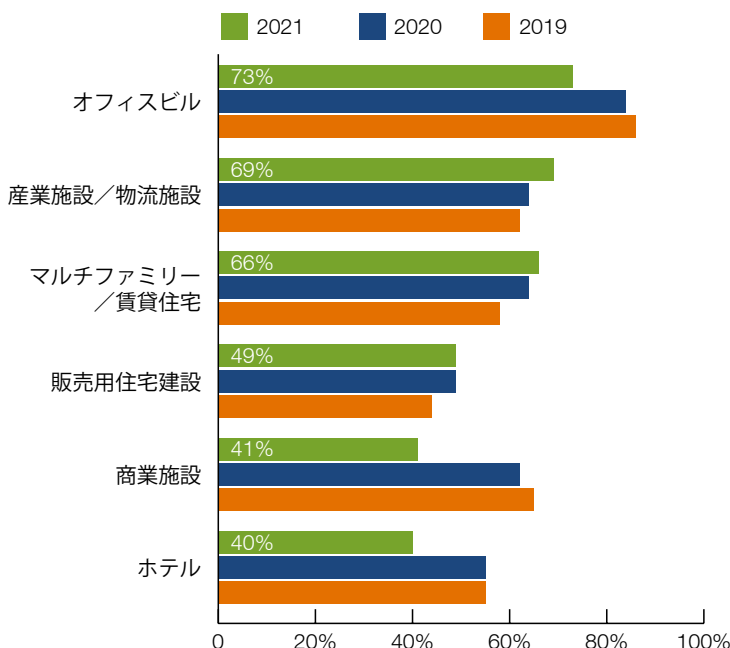
同じことは商業施設やホテルにも基本的に当てはまるが、これらの部門では変革の必要性が特に高く所有者が意外に早く行動を起こす、との受け止め方もある。

図表3-1 事業用不動産タイプ別見通し(2021年)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

図表3-2 投資家が現在注力している（または2021年に予定している）部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート



## オフィス部門

ほとんどの投資家にとって、オフィスビルは長年にわたり定番の資産となってきたが、現在もそうであることが今回のアンケート調査結果（図表 3-2）でも示された。ただしその人気の度合いは低下し、期待利益率も下がっている。

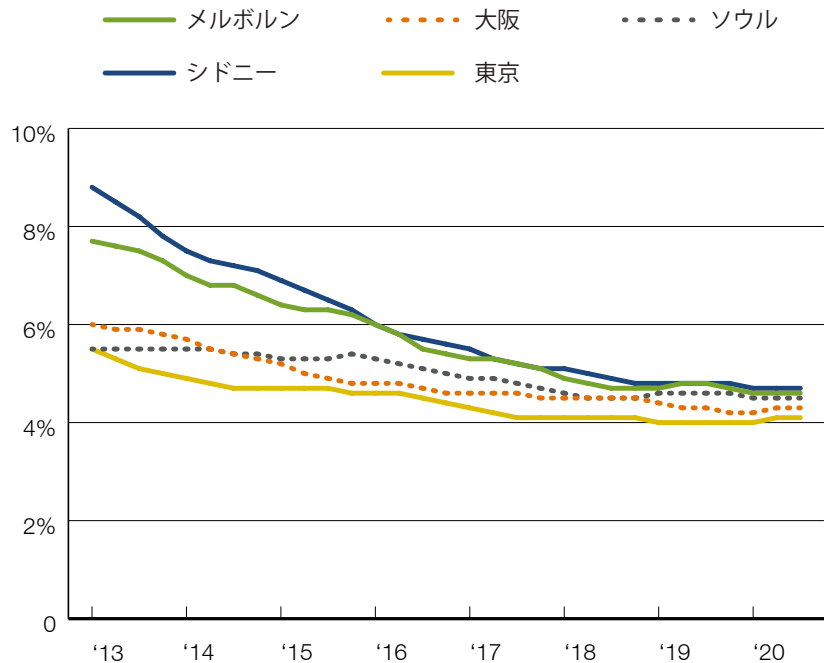
上述したように、オフィス部門では 2020 年第 4 四半期に、コロナ禍後の世界でテナント需要がどの程度まで落ちる可能性があるかが大きな議論となった。アジア太平洋地域において、現在のところ COVID-19 の影響が最小限に抑えられている都市では、需要鈍化の兆しはほとんど現れていない。台北はリーシングが引き続き堅調な市場の一つだ。中国の都市でも旺盛な需要が見られる。ただし全体的に供給過剰のため、2020 年には空室率が上昇を続けた。

だがインタビュー回答者からは、アジア太平洋全域にわたり、多くのオフィステナントが現行の賃貸契約の満了後は必要スペースの縮小を計画していることを示す証拠が挙げられている。テナント需要が大幅に低下すれば、すでに空室率の上昇や未収賃料の増加に直面している所有者にとって二重の打撃となるかもしれない。

例えばシンガポールでは、ある大手設計会社の幹部によれば「当社は 1 フロア全体を返したが、それは社員が在宅勤務となったことでチームの編成方法を調整し、どういう形でオフィスに戻すか検討し、また会社としての機能を全体的に見直した結果、その分のスペースが不要になったからだ。そのため当社のオフィスは様相が一変しつつあり、同様の取組みは多くの会社で進められている。いずれも賃貸契約が来年限切れとなり、大量のスペースが返却となるだろう」。

一方、日本ではオフィスに皆が集まって働くことや序列を重視する文化的傾向があり、そのため在宅勤務への大幅なシフトには消極的と言えるかもしれない。ある外資系ファンドマネジャーは「日本に 30 年以上住んで働いてきたので分かるのだが、グループの中で働くという組織風土が確かに存在する。また日本の大

図表 3-3 アジア太平洋地域の厳選オフィスビルの取引利回り



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

企業の経営やチームの運営方法には、誰もがほぼ毎日オフィスで働くことを当たり前とする傾向があると思う」と指摘する。

だが実際には日本でもリモートワークが急速に根付き、多くの企業が、少なくとも経費削減策の一つとして、それを常態化しようと検討しているように見える。日本に拠点を置くあるファンドマネジャーは「数週間前のある大手銀行と話したところ、彼らの意見としては、サービス部門全体で従業員の約 20% がほぼフルタイムで在宅勤務することになると言っていた。大企業ではその 20% を、それが人事、経理、総務であれ何であれ、別のシェルカンパニー（ダミー会社）に移して契約社員とするだろう。傾向としては、多くのサービス会社が従業員の一部を選んで在宅勤務させるという方法を選ぶのではないかと述べた。

これが、効果的なワクチンの供給が行われて以降も続く長期的傾向となるのか、あるいは、コロナ禍以前にはほとんどがリモートワーク

に反対していた上級管理職の単なる無条件反射に過ぎないのかはまだ分からない。あるインタビュー回答者は「私は何年も口やかましく説いてきたのだが、当社ではどんな形で在宅勤務やフレキシブルな勤務形態を一切取り入れようとしなかった。ところが突然、見事に 180 度方針転換し、会長は社員の 80% をフルタイムで在宅勤務にしたがっている」と述べた。



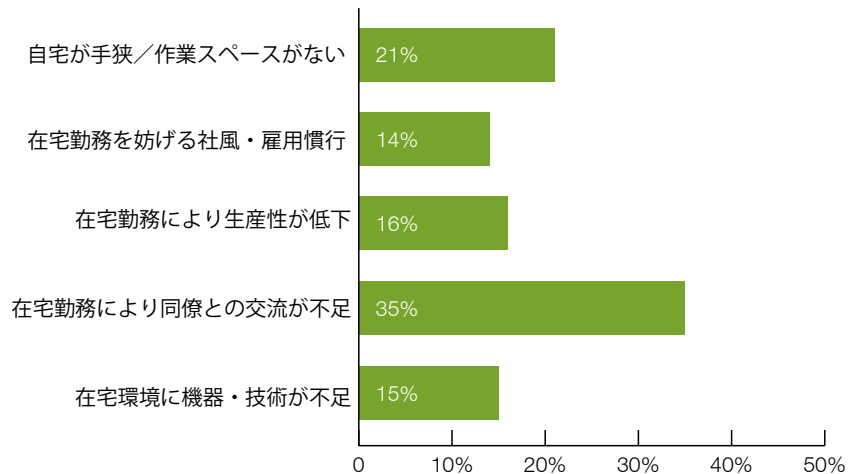
## 割れる意見

在宅勤務が長期的トレンドとなるかについては、総じてアジア太平洋地域のインタビュー回答者は、欧米の場合に比べ、否定的な見方の方が優勢だった。アンケート調査の結果（図表 3-4）ではその主な理由として、同僚との交流機会がなくなることやアジアでは自宅の狭さが挙げられたが、これに加えて、コロナウイルスの封じ込めが進展したため CBD のオフィスの大半が業務を続けており、都市中心部からの住民の大量流出が抑制されていることも一因と言えるだろう。若干の例外を除いて、ニューヨークやサンフランシスコにおけるゴーストタウンのような雰囲気はアジア太平洋地域では感じられない。

だが同時に、職場のソリューションに関するインタビュー回答者の意見は大きく割れていた。特に、設計や技術のバックグラウンドを持つ回答者はリモートワークを推す傾向にあり、財務系や開発系の回答者では、週に 1 日程度の在宅勤務という形を続けることに賛成の者が多かった。

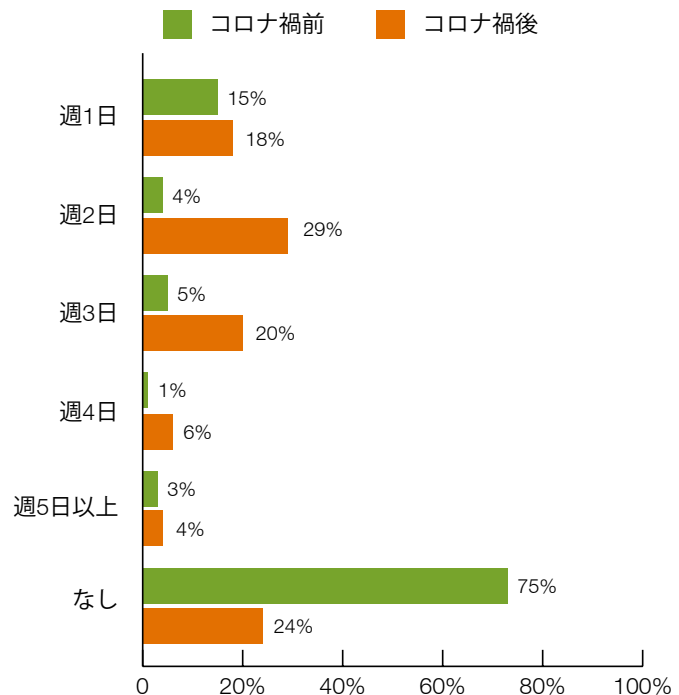
オフィス需要を左右するこうした施策の影響を判断するのは難しい。現在、雇用主の大半は、オフィスに出社する人数を減らす方向に傾いており、当然ながらこれはスペース需要の減少に繋がるだろう。同時に、ソーシャルディスタンス確保の必要性などカウンターバランス要因があり、スタッフの密度を下げる方向に作用するため、スペース需要が増加することになる。こうした相反する影響のうちどちらが優勢となるのかはまだ分からない。

図表 3-4 貴社の所在する地域で在宅勤務を実施する上で最大の障壁は何か？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

図表 3-5 1週間の平均在宅勤務日数（コロナ禍の前後）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

## ホットデスクingはアウト、オープンスペースはセーフ

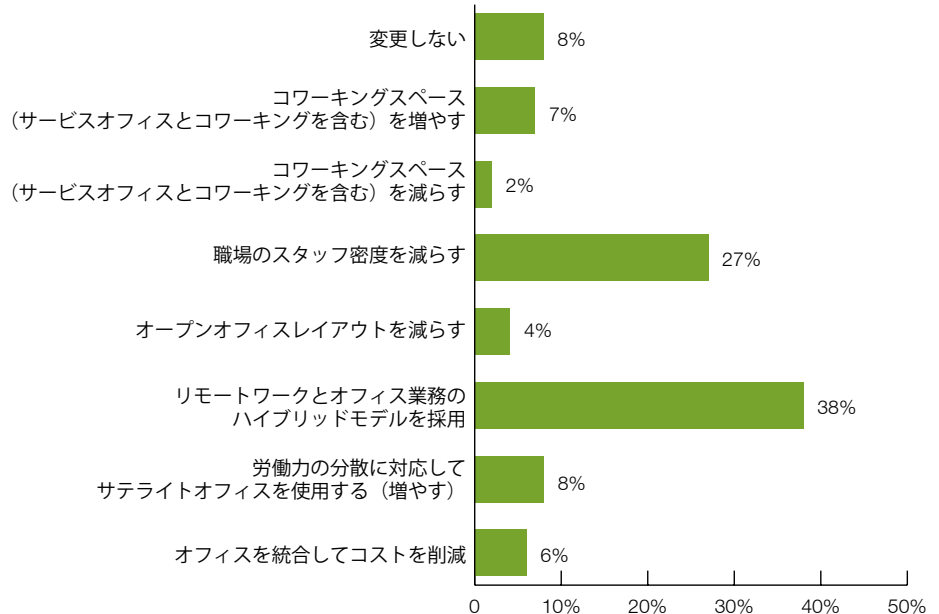
近年、オープンフロア型のオフィスレイアウトの人気の高まった結果、世界的に職場面積が縮小している。個々の部屋がなくなり、スタッフが集まってグループとして協力する形となったためだ。この動きは世界の中でもアジア太平洋地域で最も進んでいる。CBREによると、アジア太平洋の現在の平均職場密度はデスク当たり約 80 平方フィートで、場所によっては 50 平方フィートしかないところもある。これに対し欧米では 100 ～ 150 平方フィートであるため、健康上の目的だけから言っても、今後はオフィス密度が低下の方向に向かうと考えられる。

オフィスの使用方法とレイアウトが別の形で変わっていく可能性もある。香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「ここ数年、すべてをオープンシーティングとホットデスクing（フリーアドレス）にするというコンセプトがトレンドだったが、健康とウェルネスの観点からこのコンセプト全体の見直しが必要になるだろう。社員の半分が客先に出向いていればフルタイムのオフィスが不要になり今後は執務スペースを共有すればいい、と考えたとしても、それが本当に有効かどうかは誰にも分からない」と指摘する。

将来的には、様々な対面会議においてビデオ通話が基本となるかもしれない。多くのインタビュー回答者が従来の方法よりもビデオ通話の方が効果的だと考えている。そのため、外出せずオフィスで働く従業員が増えれば、テナントのスペース需要も増加することになる。

ホットデスクingも過去のものとなるかもしれない。上記のファンドマネジャーは続けて「誰もが毎日、都合の良いデスクを求めて競争することに意味があるのか。それによって菌がうつる恐れもある。個人的な意見としては、オフィスは以前のスタイルに戻るのではない。オープンプランのままかもしれないが、全員がそれぞれのスペースを持つようになると思う。そしておそらく、人がぎゅうぎゅう詰めにならないよう、必要なフロアスペース面積が増えるだろう。このように、オフィスには様々な不確定要素がつきまとう。どれも決定的だ

図表3-6 COVID-19を受け、貴社の職場モデルをどのように変更するか？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

とは思えないが、実際にオフィスの設置方法やスペースの使い方に大きな変化が起こるだろう。

もちろん、変化は個々のオフィスだけでなく建物全体についても起こる。そのため所有者は、非接触技術やアクセスコントロール、抗ウイルス表面コーティング、そして（特に）空調システムといった健康・ウェルネス機能を取り込んで建物の高度化を進めている。空調システムのグレードアップは既存システムのタイプによっては高額なものとなりがちだが、ASHRAE（アメリカ暖房冷凍空調学会）といった業界団体がビル向けの標準仕様の強化に乗り出せば、その重要性が高まるはずだ。

あるインタビュー回答者は「ハイテクと非接触技術によって顧客のニーズに対応できる先進的ビルが勝ち残る。旧式の物件は時代遅れとなり、従業員もそうしたビルでは働こうとは思わないだろう」と述べた。

## フレキシブルスペースが定着

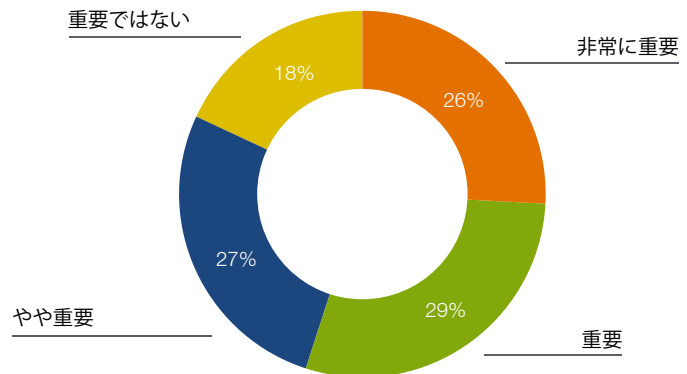
「ニューノーマル」の下でテナントが必要とするスペースを見積もるには、フレキシブル・ワークスペースの使用に関する判断も求められる。近年、コワーキング事業者は世界中でオフィスの空室を埋める最大の勢力となってきたが、そのビジネスモデルの持続性に関する論争も巻き起こしてきた。そして 2020 年には、利用者が混雑したオープンワークスペースを避けたことが問題に輪をかけた。現在、コワーキング事業者は拡張計画を中止したのみならず、スペースをどんどん返却している。

だが、COVID-19 がフレキシブル・ワークスペースの需要に重大な悪影響を与えたとはいえ、多くの問題（オフィスにおいていかにソーシャルディスタンスを確保するか、従業員にどの程度の頻度で在宅勤務をさせるか、人材確保のニーズがどう変化するか等）についてテナン

トの間で明確な答えがないことから、フレキシブルスペース需要の新たな追い風が生まれており、少なくとも中期的な見通しを押し上げられるだろう。

その結果、フレキシブルスペースが引き続き重要な役割を果たす、というのがコンセンサスになっている。ただし、注意すべき点はいくつかある。第一に、企業は従来のオープンプランのコワーキングスペースではなくサービスオフィスを選び、という点が挙げられる。マニラを拠点とするある所有者によると、空室率が上昇し始めた場合に、スペースをいくつかに分け、フレキシブルなサービスオフィスとして提供するつもりだ。例えば、1,000平方メートルのスペースなら10個に分けて各100平方メートルの区画とするという具合に。というのも、特に大手のオフィスユーザーが「あまり広いスペースは必要ないが、それでも半分は欲しい。なので、借りられるスペースの半分を改装させてもらえないか。壁で仕切ってワークスペースを設けた20人用の小型オフィスをいくつか作りたい」と言い出すのは時間の問題と思うからだ。こうしたタイプのスペースはまだうまくいっているが、オープンプラン型はそうではない。

図表3-7 貴社の従業員を収容する上でフレキシブル・ワークスペースの重要性はどの程度か？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

第二に、単に賃貸スペースをコワーキング事業者に貸すのではなく、自らフレキシブル施設を設置することを選ぶ所有者が増えている。こうしたタイプの事業の設計、調整、運営の複雑さに巻き込まれたくないと考えている所有者はいまだ多いが、特に大手所有者の間では、単独で乗り出すかハイブリッド型の利益分配モデルを採用する意欲が高まりつつある。

上海を拠点とするあるファンドマネージャーが述べたように「サービスオフィス事業者と所有者がホテルのような協力関係の構築に向かっていくのは自然だと思う。それによって両者の間で収益やリスク／報酬プロファイルのバランスがより公平になるからだ。そして、それは所有者がテナントに提供したいと考えている運営の質、経験と快適さをもたらすことになる。

## 今後の姿は分散化

CBDのオフィスに対する将来の需要に影響を与えそうな逆流として、賃料を払えるかという問題が挙げられる。以前よりも利益が減少したテナントが多いため、より安価な場所に移転してコストダウンを図る動きが増えるだろう。香港のある業界コンサルタントによるとテナントは、そもそも（今のオフィスに）戻るべきかではなく、どこに戻るべきかを考えている。私は今、クライアント向けに多くのコンティンジェンシープランを作成しているが、彼らは特にコストを気にしている。コロナがきっかけとなって一歩引いて見直し、中環のCBDにオフィスを持つ必要が本当にあるのかと自問するようになったからだ。

また、少なくとも勤務時間の一部をリモートワークで過ごすことになりそうなスタッフに対応する必要があることも、テナントがCBDの外に目を向ける要因となっている。あるインタビュー回答者は「オフィス選びについて、それまで極めて雇用者中心の視点だったものが、やや従業員寄りへと変化したと思う。そのため、少なくともサテライトオフィスは従業員の居住地に置かれるだろう」と述べた。スタッフにとって便利な場所にオフィスを構えることができる雇用者は、新たな人材の獲得を有利に進められそうだ。

オフィス外で働く従業員が増えるためであれ、CBDの外でより低コストのスペースを求める企業が増えるためであれ、職場の分散化に大きくシフトすれば、その結果サテライトオフィス

への需要が増し、さらには二番手CBDの数が増えることになる。だが、これには注意が必要だろう。ハブアンドスポーク式のソリューションは、従業員がいったん都心に移動し、そこから再び出て新たな施設に向かわねばならない場合にはうまく行かないと見られるからだ。

そのため場所が鍵となる。その重要な要素として、交通網が充実し、CBDにも適度に近く、広い住宅地域があり、賃料が手頃で、各種店舗が揃っていることが挙げられる。こうした要素をすべて満たす、分散化に適した場所はそれほど多くはないものの、シドニーのパラマタ、上海の虹橋（ホンチャオ）、マニラのクラーク、ニューデリーのノイダ、台北の南港、そしてシンガポールの数か所に分散したノンコア地区などがすでに出現している。



そうした大規模な分散拠点が発達するには何年もかかるだろうが、そうした拠点がなくても手早く簡単に在宅勤務に対応する方法は、やはりフレキシブルスペースを活用することだ。そのため、これまでは都市中心部の一等地をターゲットとしてきたコワーキング事業者は、CBD への通勤者が多数住んでいるノンコア地区により小規模の施設を開設するという戦略を採るかもしれない。

東京のあるファンドマネジャーはこうした傾向を捉え、ファンドが所有するビルのテナントとしてコワーキング企業の誘致を増やそうとしており、「個人的な意見だが、クリエイティブオフィスやテンプラリーオフィスのテナントの誘致をもっと積極的に行うことになると思う。現在の状況に対応して好調だからだ。私の家内がようやく米国から日本に戻ることができたのでよく分かるのだが、会社からの電話を居間で取るわけにはいかず、ちゃんとした場所が必要になる」と語った。

## 物流施設

アジア太平洋地域のすべての主要資産クラスのうち、おそらく物流施設は、コロナ禍を経てさらに強くなる唯一の部門となるだろう。RCA によると、この地域における 2020 年 1 月～9 月の物流施設の取引高は前年同期比 15% 増となった。これに対しオフィスビルは 38% 減、商業施設は 53% 減となっている。さらに、投資ファンドがアジア太平洋で物流施設プロジェクトを展開するために新規調達した資金は 2020 年上半期に約 70 億米ドルに達した。これは全資産クラス向け総額の半分以上を占め、物流倉庫の強い需要が続いていることを証拠立てている。

アジア太平洋地域全域にわたり、物流施設の需要はすでにコロナ禍以前から旺盛だった。これは構造的な供給不足が長らく続いていることに加え、特に e コマース取引の拡大など多くの循環的・構造的要因によるものだ。アジア太平洋の e コマースの成長率はすでに米国や欧州を凌いでいたが、ソーシャルディスタンスの確保が必要になった結果、さらに押し上げられた。これも、COVID-19 が引き金となって既存のプロセスが進展した一例である。

また、物流施設の需要をさらに強めた要因として、COVID-19 の世界的流行によって現代の「ジャストインタイム」のサプライチェーンの欠点が露呈したことも挙げられる。ジャストインタイムはもともと世界の製造業者が在庫として抱える部品の数を最小化する方法として考案されたものだが、感染症の大流行の中で部品工場やその配送ネットワークが停止し、それによって連鎖的に世界中の産業全体が減速または停止したことで、その神通力が失われた。そのため製造業者は部品の備蓄を増やしてアクセスを確保し、製品の配送能力を強化する方向に舵を切った。こうした後戻りにより、少なくとも短期的には、物流サービスへの需要がさらに高まったのである。

物流施設の新規建設では引き続き中国が他を大きく引き離している。市場が巨大かつ急拡大していることに加え、最新の施設が大幅に不足しているためだ。ジョーンズ ラングラサールによると、中国の既存倉庫のうち先進的と言えるものはわずか 5% に過ぎないという。

## 投資家で混雑

だが、ファンダメンタルズが堅調なことは否定しようもなく、また供給過剰のリスクは当面ないにもかかわらず、物流施設は見た目ほど確実な投資対象ではないかもしれない。問題の 1 つは、まさにその人気にある。インタビュー回答者のほぼ全員が物流施設をお気に入りの資産クラスとし、またアンケート回答者による投資見通しでも他を大きく引き離して 1 位となっている（図表 3-1 参照）。シンガポールを拠点とするある投資家が述べたように「投資家で混雑した市場となり、その結果どこかの時点で、価格がもはや意味を成さない水準にまで押し上げられるだろう。まだそこまでは行っていないが、すぐにそうした事態になりかねない。現在、目ぼしい物流施設取引のどれを取っても一年前と比べて価格が上昇している」。

そして、オーストラリアのあるファンドマネジャーは「難しいのは、実際に資金を投入できるかどうかだ。オフィスビル・商業施設・産業施設という三大部門の中では圧倒的に小さ

いからだ。投資適格資産全体の中で、物流施設はまだ 10% ～ 12% 程度ではないかと思う。キャップレートが非常に低いことにも苦労している。ある物流施設では 4.5% しかなかった。過去、オーストラリアで常に見られたのは、最初の賃貸期間の終了後に固定賃料が引き上げられる契約形態となっているため、テナントはその時点で賃貸契約を打ち切って新築の施設を 10 年間借りた方が賃料は安くなるということだ。この状況がすぐには変わらない」と述べた。

このほかにも問題となり得る点は、市況によっては土地の確保が難しく、またテナントは以前から繋がりのある事業者を選びがちである一方、施設自体の建設や運営は一般的に難しいため、参入障壁が例えばデータセンターほどには高くないということだ。倉庫は長期契約が多いことがメリットで、これもやはりポスト・コロナ時代に求められる特性だ。だが同時に、通常は賃料の伸びは小さく、（オフィスビルや商業施設とは異なり）改修やリポジショニングの見込みもほとんどない。

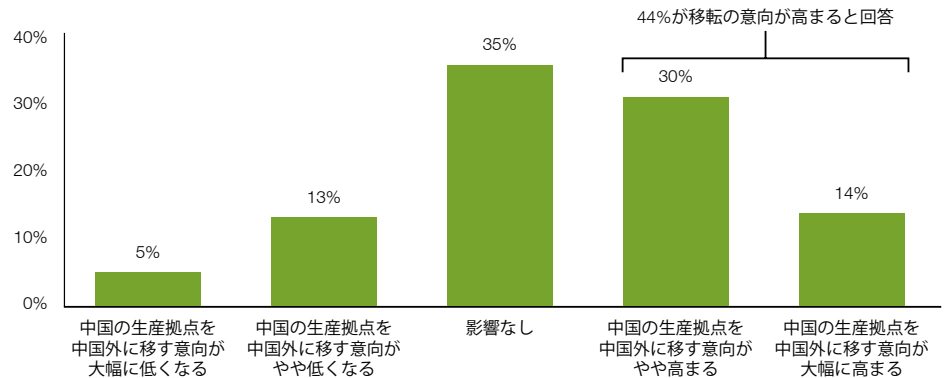
とはいえ、すべての市場でキャップレートが日本（4% 未満）やオーストラリアの水準にまで低下しているわけではない。例えばインドでは、規制改革によって近代的な物流業界が一気に生まれたのがほんの数年前のため、物流施設の供給はまだ非常にタイトだ。そして市場リスクは高いものの、開発 IRR は 16% ～ 17% でキャップレートは 9% ～ 9.5% であるため、良好な利益が得られる。

## チャイナ・プラスワン

東南アジアの新興市場における物流インフラ需要は 2020 年に急増したが、これは国内経済の成長やコロナ関連でオンライン販売が増加したことが一因であり、また世界的な貿易摩擦の拡大やサプライチェーンの脆弱性に対する防御策として、生産拠点を中国から移転する製造企業が増えたことも原因となっている。投資銀行の UBS は最近、中国に製造拠点を持つ米国企業 450 社の幹部を対象にアンケート調査を行ったところ、44% が COVID-19 によって移転の意向を強めたと回答した。

サプライチェーンの脆弱性がこの傾向を強めている一例として、フィリピンのあるデベロPPERによると、マニラの事業用ビルに装着されるガラスは従来、約 90% が中国の工場で生産されていたという。2020 年初めに COVID-19 によるロックダウンのため工場が閉鎖され、フィリピンでのビル建設に大幅な遅れが生じた。その結果、フィリピンのサプライヤーはリスクを最小限に抑えるため供給源を分散し始めた。「大手ブランド企業はサプライチェーンの分散化を進めているため、ビルが完成してからだしぬけに『いや、御社

図表3-8 生産能力を中国から他に移す決定を行う上でCOVID-19はどの程度影響するか？



出所：UBSエビデンスラボ、北アジアCFO調査

向けのエレベーターはまだここ[別の国]にあります』などと言いつくことはしないはずだ。今では、サプライヤーと大きな契約を結ぶときには、それがエレベーターであれ何であれ、どこから調達するのかを聞くことにしている。もしそれが中国で、また他のビル向けもやはり中国からという場合は、タイが台湾かどこかにしてくれと依頼するだろう。

とはいえ、製造企業が中国から大挙して脱出するというわけではない。ある物流専門家が言ったように「チャイナ・プラスであり、チャイナ・マイナスではない」。ただ、中国には絶対数として非常に多くの工場があるため、移転するのが製造能力全体の数パーセントだったとしても新興市場にとっては相当大きな数字となる。

## コールドストレージ:ホットな市場

コロナ禍に関連した影響の一つとして、消費者がソーシャルディスタンスを保つ(保たざるを得ない)ために、オンラインでの食料品購入が激増したことが挙げられる。そのためコールドストレージ(冷凍・冷蔵保管)倉庫の需要も急増した。コールドストレージは温度と湿度を一定に保つために複雑な機械設備を必要とする。

調査会社のフォレストラーは、アジア太平洋地域におけるコールドストレージ需要が 2024 年までに 30% の年平均成長率(CAGR)で成長すると予測しており、またオンライン購入の比率は 2020 年の 5.1% から 2024 年には 10.6% に上昇すると見ている。

コールドストレージの用途は食料品に限られるわけではなく医薬品も含まれ、2021 年には

新型コロナウイルスワクチンの保管のために膨大な市場に展開する可能性がある。

他の物流インフラと同様、アジア太平洋地域では先進的なコールドストレージ施設の構造的な不足が深刻だ。例えば CBRE によると、米国と同等の 1 人当たり容量を実現するには、事業者は約 4 億 1,100 万 立法メートルの新規施設を建てる必要があるが、これは既存ストックのほぼ倍に相当する。

データセンターと同じく、コールドストレージ倉庫は複雑なため、投資家は当該施設とセットになった専門事業者とパートナーシップを組むことが多い。それによりテナントに一定の信頼感を与えるだけでなく、売却の際に資産価値を上げられるためだ。

現在、この分野では従来の倉庫とコールドストレージを組み合わせたことがトレンドの 1 つになり始めている。この部門に投資しているある投資家によると、こうした動きはオンライン食料品販売の成長により、特に中国や韓国といった市場で、既存施設の容量が足りなくなり、より多くの、かつ大型のコールドストレージに対する需要が高まったことから生じたという。

アジア太平洋地域での施設不足により、コールドストレージは従来の物流施設に比べ 300~350 ベースポイントものプレミアムで取引される資産クラスとなっている。



ベトナムは最も魅力的な選択肢の1つと見られている。国内経済が堅調であることに加え、外国の物流企業に対する規制が比較的緩やかで、外資が100%保有する企業が倉庫プロジェクトに参加することが認められている。さらに、新たな法律により国内の倉庫の屋上に太陽光パネルの設置が可能になり、またオフサイト電力の直接購入も許可されたため、グリーンサプライチェーンの構築が大きく促進されることになった。現在、多くの多国籍企業が、環境問題への対応で優れた実績をあげている企業と手を組もうとしているため、この施策は外国の製造企業をベトナムに呼び込む賢明な手段と言える。

同時に、この地域の市場ではいずれも土地をめぐる競争が激化しており、中国の大手eコマース企業も自社の施設用にランドバンクを形成しつつある。ある投資家は「東南アジアのどこも土地が限られているのに、市場はまだ成熟しておらず、土地が最大の課題となっている」と語る。「倉庫用の土地を巡って、事業者やテナントの間で激しい競争が起こると思う」。

インドネシアも、カンボジア、タイ、マレーシアと並んで投資家に人気のある市場だ。ただし、いずれもベトナムほど事業環境が整っていない。物流施設に投資しているある東南アジアの投資家によると「新興市場の中では、インドネシアは大きくて誰もが強い関心を示しているが、非常に難しい市場だ。インドも大きな市場で、やはり大変難しいが、勢いはインドネシアを上回っている。忘れがちなことだが、インドネシアといっても実際にはジャカルタのみで、需要はインドより遥かに小さい。これに対してインドや中国には大規模や中規模の都市が何十もあり、どれも素晴らしい市場になる可能性がある」。

別の投資家は、インドネシアでは適切な土地が一部の所有者に集中していることも問題だと指摘し、「10かそこらのファミリーがすべてを所有しており、それを有利な値段で引き出すのは難しい」と述べた。

## ビルド・トゥ・コア投資

投資家の間で物流施設の需要が急増している一方、買い手の大半は長期保有を望んでいるため、完成資産の取得は難しい場合がある。そのため物流施設への投資はビルド・トゥ・コア型となっており、投資家は完成した資産をコアファンドに売却することを目的に開発リスクを引き受けている。あるオパチュニスティック投資家は「中国で物流施設に投資するかと2年前に聞かれたら、ありえないと答えただろう。すでに資金が過剰に積み上がっており、価格もリスク調整後ベースでは受け入れられなかったからだ。だがその後、大型プラットフォームによるコア資金が大量に集まり、これといった特徴のない取得機会にも喜んで投資するという状況となった。開発リスクを取ろうとする者が減る一方でコアの取得を望む者が多いため、突如として我々に機会が訪れているというわけだ」と語った。





## 商業施設部門

欧米と同様にアジア太平洋地域でも、従来の商業施設の売上は何年にもわたってオンライン小売業者に押されてきた。実際、オフラインからオンラインへの移行は非常に速く進んでおり、市場調査会社のイー・マーケットによると、2020年における全世界のオンライン販売の約62.6%がアジア太平洋地域で行われると予想される。

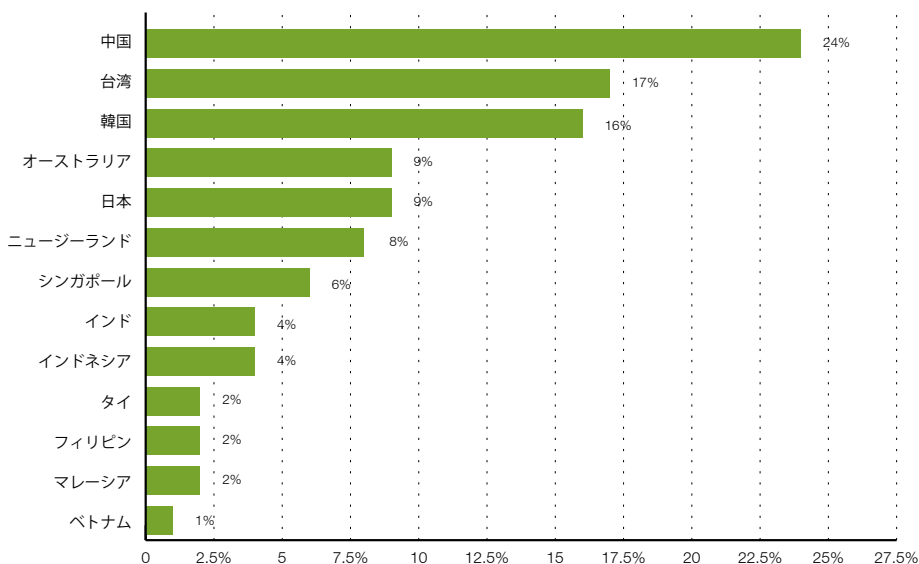
オンラインプラットフォームの利用はすでに強いトレンドとなっていたが、コロナ禍の影響によってさらに加速されたのは驚くに当たらない。市場調査会社のフォレストラーはオンライン販売高が2019年の1.5兆米ドルから2024年には2.5兆米ドルに増加すると予想している。これは年平均成長率にして11.3%であり、世界の他地域の倍以上の数字となっている。

こうした状況では、アジア太平洋地域の実店舗の見通しは暗いものに見えるかもしれない。しかしながら、インタビュー回答者は実店舗が減っていく可能性は高いと認めつつも、商業施設全体の、あるいは少なくとも特定部分の見通しについては必ずしも否定的ではなかった。

これにはいくつかの理由がある。まず、オンライン小売業者のシェアは上昇を続けているが、アジア太平洋地域全体の個人消費も急速に伸びている。コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーによると、現在、世界全体の小売販売高の増加分の約4分の3をアジア太平洋地域が占めている。従来型の商業施設のシェアが低下していても、パイが急拡大しているため、市場の変化に適応できている。

次に、オンライン販売の影響は小売業者のタイプによって大きく異なっている。例えば、高級品の販売業者は景気後退の影響をあまり受けていないことが分かっている。これは高級品の購入者が実店舗で買ったがる傾向にあることも一因だが、渡航禁止によって多くの金持ちが退屈していることも関係している。あるモール運営業者によると「高級品を販売するハイエンドのショッピングモールは最も成功している部類だろう。渡航禁止により、普段ショッピングしていた海外市場に行けなくなった消費者が、代わりに国内の高級ショッピングモールに足しげく通うことになったのが原因だ」。

図表3-9 アジア太平洋地域におけるeコマースの小売全体に占める割合（2020年）



出所：スタティスタ（2020年）

投資家は市場セグメントを区別し、様々な商業施設を厳しい目で眺め、それぞれのメリットを判断することになる。ある投資家は郊外の商業施設について「現在は、ネイバーフッド型で日用品以外を扱い食料品をアンカーとする商業施設は、他のタイプの商業施設とはまったく異なる資産クラスと考えられており、そうした差別化できる資産向けのファイナンスに対して投資家の関心が高まっている」と述べた。

だが、最近のオンラインプラットフォーム急増の影響により、ショッピングセンターの所有者が不吉な前兆を見て取り、それが動機となって施設を別用途に転用し、あるいは運営方法を変更するようになったことは疑いの余地はない。

## 地域の生活圏にサービス

その結果の1つは、顧客が何を望んでいるか理解しようとモールの運営者が本腰を入れていることだ。それにより、以前から観光客の支出に頼っている市場や地域は、地元の生活圏への注力を高めることになる。モールではブランド店の数を減らし、より活発で有用なプログラムを取り入れ、地域の顧客をターゲットとする店舗を配置している。

香港を拠点とするある建築家の言葉を借りれば「現在は来店頻度に重点が置かれていると思う。つまり、客が定期的かつ継続的に来店するように、そのために安全の確保が重視されている。今は地元主義の意識が非常に高い」。上海を拠点とするある大規模商業施設の所有者は、COVID-19の感染がピークの頃に中国で都市間の移動が禁止されたことで「地域の生活圏への転向が起こり、顧客ロイヤルティと販売促進に重点が移った。また商品計画をいろいろ見直し、非常に有力な『市場初』の主力商品を投入して、地元の客や遠方の客の来店を促した。これは効果があり、来客数は伸びていないが売上高は伸びている」と述べた。

一方、販売促進策は以前ほど「斜に構えた」ものでなくなり、観光客にいかにお金を使わせるかではなく「場所の特徴」を創り出すことに重点が置かれている。あるインタビュー回答者は「運営面では、商業施設の事業者はモールというより町の中心として施設を考えている。まだモールと呼ばれてはいるが、発想としては美術館のキュレーターというか、むしろ町長のような立ち位置で、幅広い方面から様々な人々がやって来るように取り計らうのだ」と説明する。

観光客のお金がすぐに戻ってくる可能性が低い（場合によっては可能性がない）ことから、こうした戦略は2つの目的を追求している。すなわち、収益を増強することだけでなく、地元コミュニティに供する施設となることを目指しているのだ。これは香港のような国際志向の都市では長らく忘れられていたことだ。

## 多目的用途への転用

モールでは従来型テナントの一部が退去した空きスペースに小売業以外のテナントが入居するケースが増えており、テナントミックスの複雑化が進んでいる。これもやはり近年の「コト消費」のトレンド、つまりモールのエンターテインメント性を大幅に高め飲食（F&B）も充実させるという動きがさらに加速していることを示すものだ。こうした新たなカテゴリーもコロナ禍によって大きな打撃を受けたが、平常の装いが戻れば、今後もショッピングセンターの中心であり続けるものと予想される。

さらに、音楽やF&Bといった定番メニューは、体験型モールとするための唯一の方法ではない。クリック&コレクト（ネットで購入し店舗で受け取るサービス）機能も一つのオプションであり、製品を試すスペースも同様だ。中国のモールはオンラインとの競争拡大に適応する上で先頭を走っているが、そうしたモールを対象とする投資家の一人は上海で繁盛しているあるショッピングセンターの例を挙げ、地元で人気のコメディ劇団と手を組んだプログラムを実演したり小さな植物園を併設するといった具合に、他では見られないようなユニークなイベントを企画することを第一に考えていると説明する。

緑化も重要な要素と見られている。上海で建設中のあるモールは、水路やスカイウォーク及び滝を備えた4,000平方メートルに及ぶ多層階の屋外グリーンテラス、5,500平方メートルのスカイドーム、そして大型の日本式水族館を設置する予定だ。中国のある投資家によると「水族館は電気機械設備や構造上の要件のため、建物が完成してから後付けすることができないが、その点でもこれは素晴らしい設計だ。顧客に格別の体験を提供するために、設計の初期段階からレクリエーションや革新的な体験を中心に据えるというプロジェクトが増えており、その傾向がよいよ明らかになっている」。

ある業界コンサルタントは、繁盛しているモールでさえ施設のアップグレードを先んじて検討していると、「そうしたモールは明らかに、単に状況に反応・対応するだけでなく、目新しく何かが違ったものを他に先駆けてやることを自らに課しており、何であれ顧客が必ずワクワクし好意的な反応を示してくれるような興味深い企画がたくさん行われている。そのため新しいテクノロジーがたくさん取り入れられ、間違いなく顧客が求めるあつと言わせる要素となっている」と述べた。

これは、現在の商業施設のストックがこうした新たな用途に対応できるほど柔軟性があるか、という疑問に繋がる。ある設計者によると「建築家、商業施設の運営業者やデベロッパーはいわばその時点の写真映りの良さを重視して設計してきたが、商業施設は常に進化しているため、これはおかしいことだ。だが今では、もっと速い適応が必要という考え方が受け入れられている。10年ごとに調整すれば良いという発想はもはや過去のものだ」。特に、モールが需要の変化に物理的に対応できるよう、一時的なフローリングと軽量のスチールシステムを使う設計者が増えている。

非体験型のテナントについても、教育や医療サービスといった新しいタイプが増えつつあり、特に地上階に多く見られる。あるインタビュー回答者は「通常、そうしたテナントは賃料の稼ぎ頭とはならないが、いずれにせよ事業者は多くの物件にわたるテナントミックスの中で賃料利回りの最大化を図っているわけではない。そうしたテナントは、顧客の獲得や多様化を目的としたリミックスの際に非常に融通が利くからだ」と述べた。

モール内に施設内フルフィルメントセンター（配送施設）を設置することも新たな使用方法として考えられる。それは都市中心部では（特にゾーニング規則で禁止されている場合が多いため）まだ仮説の域を出ないが、オムニチャネルやオンライン小売販売用のラストワンマイル・フルフィルメントに対する需要は、生き生きしていない郊外のモールや手を広げ過ぎた物流事業者の双方にマッチし、その共生を可能にするものだ。オーストラリアではそうした転換が何件か進行中であり、アジア太平洋地域の小売業者も同様のモデルを採用すると考えられる。ただし地域住民が施設のオープンに伴う交通量の増大に反対する可能性があり、関係がこじれる場合には問題を解決しなければならない。

最終的には、新たな空きスペースを埋めるのが誰であれ、多くのショッピングセンターが真の多目的施設に脱皮していく結果となる。この分野に関与するある建築家によると「私にとっては、例えば一つのプロジェクトの中で専門サービスや専門施設の割合が1/4以下ではなく40%にも達するものが出てきたら面白いと思う。それが一部の事業者にとって合理的なものになり始めているが、その理由は、かつてライフスタイルセンターと呼ばれていたものがもっと必要だからだ。もっとも、今ではネイバーフッドセンターと言った方がよいかもしれない」。

## 小さいほど良い

また小売業界が転換しつつあるもう一つの点は、以前にはショッピングセンターは大きければ大きいほど良しとする傾向があったが、今ではより小規模で地理的に分散した施設を増やすという方向に変わったように見えることだ。過去には、そうした小規模なセンター（延床面積[GFA]が約60万〜70万平方フィート）は競争力がないと見なされていたが、今では「各施設を地元の顧客のニーズに合わせて微調整するため、まったく問題ないという見方に変わった。大きくなればなるほど、そして総合的になればなるほど、必要な個人的体験が難しくなる。だから、顧客がイベントなども含め自分にとって特別なものを求めているという事実に対応するには、小規模な施設の方が適しているのだ」。

そのため、物品の小売スペースが縮小していくのはほぼ確実である一方、新たな用途の追加により企画当たりの総スペースは増加すると見られ、統合効果を高めた店舗全体における小売部分の比率が低下していくだろう。ある業界コンサルタントが述べたように「将来的にはモールの少なくとも半分が汎用スペースに充当されると考えられる」。

このプロセスはすでにオーストラリアで進行中であり、所有者が業績の悪い大規模ショッピングセンターの目的変更に着手している。そうしたプロジェクトの一つに投資しかつ所有しているある投資家は、現在その 20 ヘクタールの敷地に 30 万平方メートルの住宅、学生寮及び医療施設を追加している最中だが、この見通しは良好と考えていたのに、ファンドの LP（リミテッドパートナー）にいくらか説明が必要だったという。「クライアントを現地に連れて行かねばならないだろう。投資家はもともとショッピングセンターを対象とするファンドに投資したわけだから、これが商業施設の将来の姿だと彼らに示す必要がある。この戦略は多くの点で、彼らが懸念するリスクを軽減する。というのも、当然ながらキャッシュフローの源を単に小売テナントだけでなく多様化するからだ。だがもっと重要なことは、現在の資産評価に潜在価値が含まれていないことで、これは大きなチャンスになると思う」。

## 賃貸の新たな仕組み

商業施設をこのように転換することの副産物の一つは、賃料と価格が必然的に（通常は低下の方向に）影響を受けるということだ。その理由は、消えていくブランド店舗の賃料の方がこれに取って代わる新規テナントの賃料よりも高いことにある。中でもフルフィルメントセンターの賃料は大半の小売テナントの賃料を大きく下回っている。そのため、第一に、そうした影響を受ける施設の所有者は評価額の低下という損失を被ること、そして第二に、賃料の計算方法が変わる可能性が出てくる。

ある大規模商業施設の所有者によると「余ったスペースの多くを医療サービスか、あるいはコワーキングスペースか何かに転用することになる。そして、基本賃料をなくして売上

歩合賃料とした上で、賃貸面積の上限を定めることも考えられる」という。

また、香港のある大規模商業施設所有者は「おそらく基本賃料と売上歩合賃料の両方が定着すると思う。それが所有者とテナントの双方にとって確実だからだ。売上歩合賃料の比率はテナントの業種によって変わる「可能性はある」が、確実に言えるのは柔軟性が高まるということだ。一部のモールではポップアップストア（空き店舗に突然現れ、一定期間で突然消えてしまう店舗）が増え、また短期の賃貸契約が増えるだろう。香港では一般的な賃貸期間は 3 年だが、6 か月、1 年、あるいは 1 年半になるかもしれない。こうした柔軟性があるからこそ、物事をリフレッシュし新しいアイデアを試すことができる」と述べた。

また、オムニチャネル戦略の進化に伴い、所有者は少なくとも部分的にオンラインで行われているサービスを収益化する方法を見つける必要がある。この所有者は続けて「これから起きることは、以前から起きておりコロナ禍によって加速されたものだが、店舗が果たす役割が広がるということだ。つまり店舗がショールーム化し、顧客はそこで製品を試し、あるいは品物の受取りや返却ができるようになる。その場合、その店舗の実際のビジネスをどう計ればいだろうか？一部の所有者はすでに小売業者とこの問題に取り組んでおり、オンライン購入が店頭購入にかかわらず在庫が動いた分をその店舗の在庫の一部として加算している。多分ケースバイケースにはなると思うが、こうした動きが多く見られるようになるだろう」と述べた。

小売業者はオムニチャネルの賃料、すなわち一部は実店舗（フルフィルメント機能）に連動し一部はオンライン購入に連動した売上歩合賃料を課すことも検討している。これは人口密度の高い都市では実施が難しい。生活圈を定義するのが非常に困難で、まさに「悪魔は細部に宿る」（重要な情報だが気づきにくい）からだ。とはいえモデルは進化しつつあり、オンライン購入とオフラインの購入の合体が今後も続くため、この方法の重要性が増していく可能性が高い。

## 住宅部門

他の資産クラスと比較して、住宅部門はアジア太平洋地域全体にわたり COVID-19 の影響に意外なほどの強靭さを見せている。特に、景気後退が消費者の所得とマインドに与えた影響の大きさを考えるとこれは驚きだ。取引高はほとんどの地域（やはり中国は例外）で減少したと思われるが、価格の低下はシンガポール、香港など特に近年に急騰した市場では総じて緩やかだ。その理由として貯蓄率の高さ、持ち家が好まれる文化的土壌、そして中級の住宅の供給不足が長らく続いていることが挙げられる。

ただし様相が異なるところも若干ある。オーストラリアは出入国規制により外国人留学生や移民が入国できないため市場がすでに弱含みになっているが、外国人投資家への依存度の高さが軟化を助長すると思われ、ひとたび政府の景気支援策が 2021 年の初めに終了すれば価格がさらに下落する可能性が高い。一方、中国は逆の問題を抱えている。政府の財政支援が市場に還流し、また消費者心理が回復して需要が増加したことから、2020 年 8 月には国内の主要デベロッパーによる住宅販売高は前年同期比 31% 増と目覚ましい伸びを見せた。

不確実な環境の中、消費者心理は確かに強靱であり、長期住宅ローンの返済も確実に行われていることと相まって、住宅部門はディフェンシブな資産クラスとして投資家のターゲットになっている。



## マルチファミリーに 資金が集中

特に、ビルド・トゥ・レントの資産（マルチファミリーとも呼ばれる）が求められている。資産クラスとしては、マルチファミリー（複数世帯住宅）はアジア太平洋地域で勢いを得るには時間がかかった。日本は例外で、全住宅ストックに対するビルド・トゥ・レント資産の比率がかなり高い。アジア太平洋では住宅の利回りが非常に低いため、マルチファミリー投資からそこそこのリターンを得るには大きなレバレッジをきかせなければならないということが常に問題となってきた。

だが、いくつかの理由から投資家の姿勢が変わった。

- 賃貸住宅は、住宅購入希望者の多くが頭金を払う余裕がなくなる景気後退期に魅力が増すと考えられるようになった。
- 政府が税控除や減税の形で政策インセンティブを与えるため、帳尻を合わせやすい。中国はそうしたインセンティブを数年前に導入したが、デベロッパーからは「ロスリーダー」（目玉商品）と見なされることが多い。彼らは政府に頼って資金不足をどうにか埋め合わせるのだ。オーストラリアもこの方向に進んでおり、香港でも同様の話が聞かれるようになった。それでも住宅価格が高額の市場では、マルチファミリーは中所得層向けの作りにしない限り経済的に引き合うのは常に難しいだろう。
- 低利環境が長期にわたり続く可能性が高いため、マルチファミリーの利回りが相当低くてもそれほど悪く見えない。あるコンサルタントによると「今後は利回りが今より大幅に下がるとの認識が定着しつつあるようで、たとえマルチファミリーの利回りがネットで4%～4.5%でも投資家はまずまずと考えるのではないか。それに、よくあることだが賃料を物価スライド制にすることも可能で、また投資家は賃貸期間を2年ではなく5年かそれ以上を考えている。つまり、マルチファミリー投資の性格が変わりつつあるということだ」。

● 機関投資家がマルチファミリー住宅の取得を検討しているため、デベロッパーが最初からエグジットがあることを見越してマルチファミリー住宅を建設する可能性が高まっている。

● より進んだ資産管理が広まった。あるインタビュー回答者は「マルチファミリーは維持管理が常に障害となってきたが、今では新たなタイプの管理者がいて、それらに効率よく対処しているようだ」と述べた。

## 帳尻が合うか？

だが、コロナ禍の副産物としてのマルチファミリーの人気は、アジア太平洋地域においてあまねく見られるわけではない。あるファンドマネジャーは「日本以外では中国を除いて厚みがない。個人的には、住宅文化を変えるバイオニアになりたいとは思わないね。そして中国ではすでにコリビング施設で大量の破産が出ており、大変な事態になるかもしれない」と述べる。

このファンドマネジャーは2つの問題点を指摘した。まず、賃貸住宅用に指定されており補助金付きの土地を購入しない限り、採算を取るには高級方向にリポジショニングを行うしかない。「だがそれでは賃料が高くなり、国内の人には手が届かず外国人駐在員しか払えなくなるが、果たして市場にはどれほどの厚みがあるのか」。第二の問題点は、投資家はいずれ売却して利益を得ようと考えているが、それは政府の政策と相容れないように見えることだ。「政府は賃料を手頃な値段に抑えようとして、賃貸住宅用に土地を安く売っている。そのため投資家が賃料を引き上げてリターンの獲得を図るのは、最終的に、政府の政策と完全に矛盾することになる。そして、ついでは、テナントが賃料を払えなかったら立ち退かせねばならなくなる」。

現在日本でマルチファミリーのポートフォリオを運用している別の投資家は、市況について同様の疑念を口にしている。それは主として、キャップレートが低下して利回りが3.5%程度にまで下落したことによる。「問題の一部は、マルチファミリーを狙っている者が非常に多く

資金が溢れており、売り手はそれを承知しているため価格を調整する必要がない、ということだ。これに対応するには賃料の引き上げを図らねばならない。これまでのところ賃料の上昇が見られ利回りも改善しているが、それはあくまで市場の機能によるもので、積極的な運営の結果ではない」。

日本の大手機関投資家がマルチファミリー物件に対してプレミアム価格でも喜んで支払うという事実も、競争を激化させている一因だ。

マルチファミリー以外でインタビュー回答者が挙げた住宅市場として、ベトナムとインドにおける中級住宅のプロジェクトがある。これは各戸のサイズや対象サブマーケットを慎重に検討し、国内の有名デベロッパーとパートナーシップを組んで行われたものだ。本レポートの別の個所でも述べたように、インドではディストレス投資の機会もある。これはエクイティよりもデットによる投資という面が強い。

さらに、インドにおける別の選択肢として、政府主導の大規模な低所得者向け住宅計画がある。これは全国の主に二番手・三番手の都市において約1,100万戸の住宅を新たに建設することを目指したものだ。この計画は政府が相手であり金銭的インセンティブも多数あることから、アジアどころか世界でも前例のない規模でのインパクト投資の機会が生まれるはずだ。

インドのあるコンサルタントによると「政府は補助金、許認可窓口の一元化、利子補給金、建設助成金、印紙税の免除などに加え、インフラ処遇および融資優先分野処遇を与えるなど、あらゆる種類の支援策を用意している。そして最も有利なのは、政府が販売価格を決めるという点だ。だがこれまでのところ機関投資家はこの機会の評価に当たり、従来の保守的な姿勢を崩していない」。

## ホテル部門

コロナ禍により外国旅行が実質的にストップした結果、ホテル部門は商業施設部門と並び、全資産クラス中で最大の打撃を受けた。国連のデータでは2020年1月～6月にアジア太平洋地域の訪問客数は72%減となっているが、個々の市場ではさらに激しい落ち込みを示したところもある。アジア太平洋地域全体のホテルのRevPAR（販売可能な客室1室当たりの売上高）は2020年に激減し、財務的に持ちこたえられない水準にまで下落した。

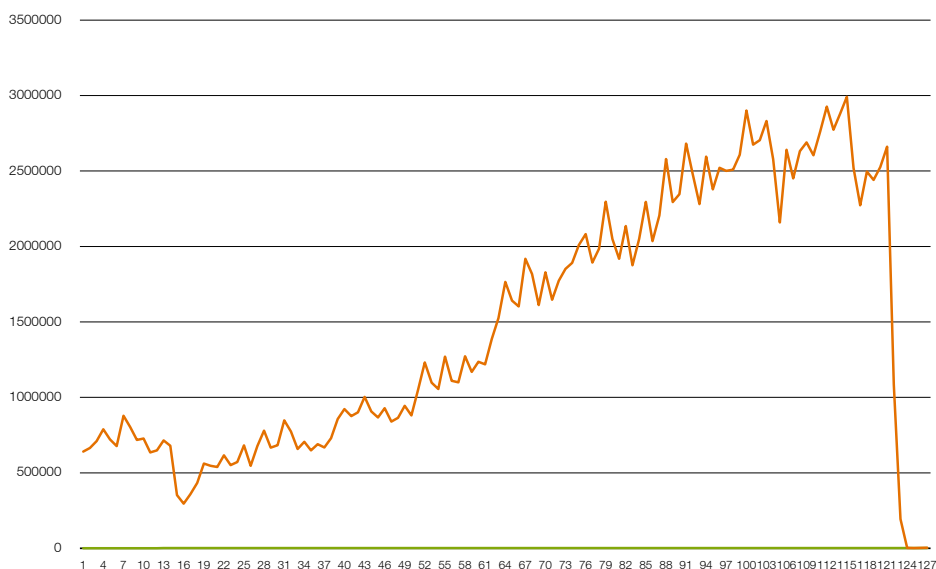
その結果、ディストレスとして最初に市場に売りに出された資産の中にホテルが含まれることとなった。10月初旬にインタビューを受けた香港のあるファンドマネジャーによると「まだ火曜日だが、今週だけですでに3名が別々にやってきて、ディストレスとなったホテルの取得用に資金調達の相談を受けた」という。

だが、ホテル業界の見通しは暗いとはいえ、望みがないわけではない。まず、見通しは市場によって大きく異なるかもしれない。日本のあるファンドマネジャーは「日本には市場が好調だった時に建てられ、おそらく当時ですら割に合わなかったホテルがたくさんある。そのため、今後はもっとディストレスが出てくる可能性があると思う」と述べた。

一方、中国のホテルの営業は経済が半ば正常化したのに伴って持ち直しており、シンガポールでも政府による検疫と危機管理プログラムの結果、CBREによれば2020年上半期の稼働率は75%と高水準を維持した。

国内観光客が損失の一部を補填する可能性も否定すべきでない。このことは中国や日本など、裕福な国内観光客が比較的多い市場に特に当てはまる。また台湾の投資家も、外国人旅行者の不在によるダメージを国内観光客が和らげたと指摘している。

図表3-10 訪日客数（2010年1月～2020年7月）



出所：日本政府観光局

図表3-11 リージョナルホテルのRevPAR（2019年12月及び2020年6月）

都市	RevPAR（米ドルベース）		
	2019年12月	2020年6月	2019年12月と2020年6月の比較
シンガポール	173	51	-70.6%
インチョン・ソウル	109	31	-71.0%
香港	75	31	-58.8%
上海	58	31	-46.5%
シドニー	135	29	-78.3%
台北	155	26	-83.4%
ハノイ	102	25	-75.9%
北京	60	22	-64.0%
マニラ首都圏	80	21	-74.1%
東京	160	18	-88.7%
ムンバイ	106	18	-82.9%
ホーチミンシティ	82	15	-81.5%
ジャカルタ	44	12	-72.8%
バンコク	98	12	-88.0%

出所：STR

## 部屋数が多すぎる

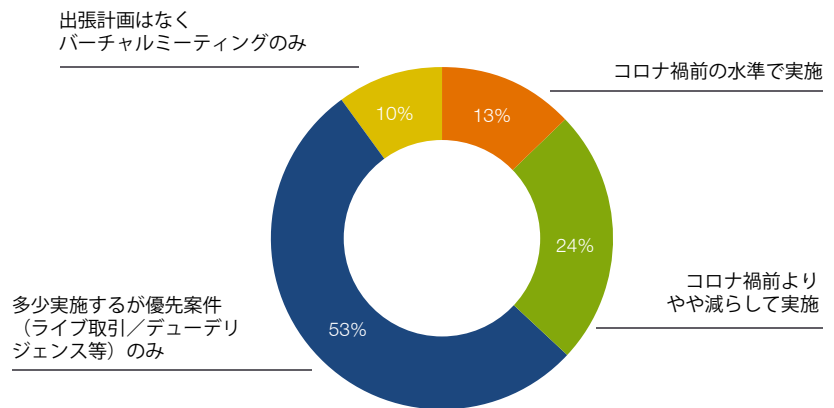
とはいえ、国内観光客による売上だけではコロナ禍以前の外国人観光客・ビジネス客の売上水準に届かないため、ホテル部門は収容能力の過剰に直面しており、今後は多くのホテルが市場から消えていくのは間違いない。

したがって、外国人旅行者に大きく依存している新興市場のリゾートやコンベンション用スペースを提供する企業向け大規模ホテルは回復が難しいだろう。たとえワクチンによって明日にでもコロナウイルスが駆逐できたとしても、アジア太平洋地域の観光客がすぐに以前の水準に戻ることはなさそうで、また出張旅行は根本的に変わってしまい元には戻らない可能性があるため、以前には割引なしの表示価格でも気にせず支払っていた裕福な顧客が一気に消えることになる。

そのため商業施設部門と同様、投資家は失敗したホテルを改装か解体によって転用する方法を模索している。例えば日本のある投資家は、東京都心のホテルをデータセンターに転換してはどうかと述べた。「4つ星の大きなホテルがディストレスになれば面白い投資機会となり得る。ただ覚悟を決めて2年間は保有する必要がある。だがビジネスホテルはもうだめだ。あまりにも多くなりすぎた」。

別の選択肢として、マルチファミリー住宅に転用することも考えられる。ホテルは配管や暖

図表3-12 渡航制限解除後の出張計画の状況



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2021 アンケート

房インフラなど適切な建物内設備を全館にわたって備えているため、住宅への転用は魅力がある。あるコンサルタントは「私のクライアントですでにそれを念頭にホテルを買ったという投資家何人かいる。2つ星か3つ星のホテルで、内部を壊しコリピングやコワーキングスペースに改装する予定とのことだ」と語った。

一方、シンガポールでは、あるファンドマネージャーによると「投資家は価格が下がるのを待っている。今ホテルを買って、ホテルとして保有するのであれば、国内観光客を念頭に置

く必要がある。当社では現在、高齢者住宅か賃貸住宅に転用できるホテルを探している。だがそうしたとしても、価格がまだ高くて帳尻が合わない。売り手は皆、依然としてホテルの収益モデルに基づいて売却しようとしているが、もはやそうしたモデルは適用できない。外国人観光客についても新たなモデルが必要となり、古いモデルは機能しないと思う」。



# インタビュー回答者一覧

**Actis**  
Brian Chinappi

**AECOM**  
Scott Dunn  
James Kirkpatrick  
Vishal Kundra  
Tim O'Loan  
Sylvester Wong

**AEW Asia**  
Jason Lee

**Alpha REIT Managers**  
Shireen Iqbal Binti Mohamed

**AMP Capital**  
Tim Nation  
Kylie O'Connor

**Angelo, Gordon Asia**  
Jon Tanaka  
Zoe Zuo

**APN Property Group**  
Joseph De Rango

**ARCH Capital Management**  
Jonathan Umali

**Arena REIT Management**  
Rob De Vos

**Arrow Capital Partners**  
Kurt Wilkinson

**ArthaLand Corporation**  
Leonardo Po

**Asia United Bank**  
Leo Intalan

**Atkins**  
Eli Konvitz

**ATR Asset Management**  
Ronald Benjamin Roa

**Australian Unity**  
James Goodwin

**BentallGreenOak**  
Dan Klebes

**Blackstone**  
Chris Tynan

**Brookfield Asset Management**  
Veronica Huang  
Stuart Mercier

**Capbridge Investors**  
Ken Fridley

**CBRE**  
Henry Chin  
Takashi Tsuji

**Charter Hall**  
Ben Dodwell  
David Harrison

**China Life Capital Investment Company Limited**  
Carrie Liu

**CIFI Holdings Group**  
Xin Yang

**Colliers International**  
John Kenny  
Richard Raymundo

**CRE REIT Advisers**  
Tsuyoshi Ito

**Cushman & Wakefield**  
Claro Cordero Jr.

**Daiwa House Industry**  
Tetsuo Suzuki

**Development Victoria**  
Ronan Mellon

**DM Wenceslao and Associates**  
Buds Wenceslao

**EDMUND TIE**  
Choon Fah Ong

**EG Funds Management**  
Adam Geha

**ESR**  
Michael de Jong-Douglas

**Frasers Property Australia**  
Rod Fehring

**GenReal Property Advisers**  
Anckur Srivastava

**Grocon**  
Christian Grahame

**Hongkong Land**  
Raymond Chow

**Hong Kwok Land Investment**  
James Wong

**Hulic**  
Yoshito Nishikawa

**ING Bank**  
Hans Sicat

**Ingenia Communities Group**  
Simon Owen

**Investa Property Group**  
Jonathan Callaghan

**Jerde Partnership**  
Phil Kim

**Japan Post Bank**  
Hiroyuki Tanaka

**JLL**  
Stuart Crow  
Fergal Harris  
Andrew Quillfeldt  
Janlo de los Reyes  
Jacob Swan

**Jingrui Holdings**  
Maochun Liu

**JP Morgan Asset Management**  
Tetsuya Karasawa

**Kaisa Group**  
John Fitzgerald  
Ken Suen

**KENEDIX**  
Hikaru Teramoto  
Takahiro Uchida

**KMC Savills**  
Michael McCullough

**KKR**  
Bryan Southergill

**LaSalle Investment Management**  
Adam Donahue  
Tom Miller

**Leechiu Property Consultants**  
Tam Angel

**Lendlease**  
Hsueh Ling Ng

**Lobien Realty Group**  
Sheila Lobien

**LOGOS Property**  
Sandra Fan

**M&G Real Estate Asia**  
Chiang Ling Ng

**Macquarie Group**  
Samuel Green  
Andrew Taylor

**Metropolitan Real Estate**  
John So

**Mirvac**  
Stephen Gould  
Stuart McLaren

**Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.**  
Katsuji Okamoto

**Mitsubishi Estate**  
Tetsuji Arimori

**Mitsubishi Jisho Investment Advisors**  
Toshiyuki Arai  
Eriko Kato  
Naoki Kuwabara

**Mitsui Fudosan Investment Advisors**  
Shuji Tomikawa

**Moelis & Company**  
Ben Boyd

**Mori Building**  
Hiroo Mori

**Nuveen**  
Nick Evans  
Louise Kavanagh  
Carsten Kebbedies

**Ooedo Onsen Reit Investment Corporation**  
Fuminori Imanishi

**PAG Investment Management**  
Naoya Nakata

**Partners Group**  
Rahul Ghai

**PAYCE**  
Will Morgan

**PGIM Real Estate**  
Benett Theseira

**Pontiac Land Group**  
Wei Lin Kwee

**PRIME Philippines**  
Jet Yu

**Professional Property Services**  
Nicholas Brooke

**Pronove Tai & Associates**  
Monique Pronove

**Property Council of Australia**  
Ken Morrison

**Samurai Capital**  
Ken Aoyama

**Santos Knight Frank**  
Rick Santos

**Satterley Property Group**  
Nigel Satterley

**Savills Investment Management**  
Alex Jeffrey  
Brett Kauffman

**Savills Singapore**  
Christopher Marriott

**Savills Malaysia**  
Dougie Crichton

**SC Capital Partners Group**  
Andrew Heithersay

**Scape**  
James Ma  
Tim Peel

**Schroder Pamflet**  
Andrew Moore

**Seazen Group**  
Youdong Guan

**Shimao Property Group**  
Ke Tang

**Starr International Investment Advisors**  
Alison Cooke

**Tan, Frankum & Associates**  
Trent Frankum

**Touchstone Capital Management**  
Fred Uruma

**Value Partners Group**  
Durraini Baharuddin

**Villaraza & Angangco**  
Maria Concepcion Simundac

**Wing Tai Holdings Limited**  
Wai Keung Cheng

**Yida China Holdings Limited**  
Cai Wang

**Zig Inge Group**  
Peter Inge

**151 Property**  
Chris Chapple

# 支援団体



PwC のリアルエーステートプラクティスは、不動産都市顧問業者、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

### Kenny Yeung

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](http://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（2019 年だけでも世界約 332 都市で 2,443 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](http://uli.org)）をご覧ください。また、ツイッター、フェイスブック、リンクドイン、インスタグラムといった SNS をご活用ください。

### W. Edward Walter

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

### David Faulkner

President, 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](http://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](http://www.uli.org)

表紙写真:シンガポールにあるフナン・モール  
画像提供:キャピタランド

iii ページ写真:香港にあるK11アトリエ  
画像提供:ニュー・ワールド・デベロップメント

9 ページ写真:中国・仏山市にあるマルコ ポーロ リンナン  
ティアンディー フォーシャン  
画像提供:シュイオンランド

23ページ写真:大沙河沿いの緑の回廊  
画像提供:エイコム

30ページ写真:シドニーにあるEYセンター  
画像提供:ミルバック

34ページ写真:シンガポールにあるニューフーチュラ  
画像提供:シティ・デベロップメンツ

42ページ写真:バンコクにあるゲイソン・センター・アトリウム  
画像提供:ゲイソン・プロパティ

## 制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2021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、PwC Japanグループの協賛を  
得て発行しています。

Translated by Transpacific Enterprises  
翻訳: トランズパシフィックエンタープライズ



## Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2021年版

2021 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 391 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 15 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](http://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](http://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](http://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](http://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

- 新型コロナウイルス感染症が地域市場及びアセットクラスにもたらす影響
- 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



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



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