

2022

[アジア太平洋版]

EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2022年版

共同報告書



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2022年版

目次

iv	エグゼクティブサマリー	24	Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
vi	序文	27	開発見通しランキング
1	Chapter 1: すばらしい新世界	28	クロスボーダー投資が復活
3	サービスと運営	29	グローバルファンドが不動産に移行
4	バリューアップ投資が盛んに	30	アジア太平洋の資産に目を向ける
5	ビルド・トゥ・コアは今なおホット	31	ソブリン・ウェルス・ファンド
6	CBDの分散化	32	REITの統合
8	オーストラリア: 重要テーマ	33	銀行融資はまだ安価
10	ニューエコノミーが需要を牽引	33	グリーンファイナンスが独り立ち
11	利回りよりキャッシュフローを優先	35	Chapter 3: 不動産タイプの見通し
12	中国: 重要テーマ	36	オフィス部門
14	中国の巨大都市クラスター	40	物流施設部門
14	人口動態がニッチ投資を促進	42	商業施設部門
16	ディストレス: まだ待ちが続く	44	住宅部門
18	グリーンプレミアム	46	ホテル部門
20	日本: 重要テーマ	49	インタビュー回答者一覧
20	データと検証		

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2022 チェアー

Stuart Porter, 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

Karen Cheng, Designer

PwC Advisers and Researchers by Territory

オーストラリア

Alexandra Small

Andrew Cloke

Azam Malik

Bianca Buckman

Christian Holle

Devina Kusnadi

Ewan Barron

Jane Reilly

Josh Cardwell

Nick Antonopoulos

Matthew Lunn

Max Sangrigoli

Rachel Smith

Ross Hamilton

Scott Hadfield

Tony Massaro

インドネシア

Brian Arnold

David Wake

Margie Margaret

日本

Stuart Porter

Akemi Kitou

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Koichiro Hirayama

Raymond Kahn

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

Takeshi Yamaguchi

中国本土

G. Bin Zhao

Michael Ma

Sally Sun

Winnie Xian

ルクセンブルク

Kees Hage

Robert Castelein

香港特別行政区

Paul Walters

Raphael Chu

Kanus Yue

David Kan

フィリピン

Malou Lim

シンガポール

Chee Keong Yeow

Magdelene Chua

Maan Huey Lim

台湾

Jason Liu

David Tien

Bonnie Ho

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 2022 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意義としています。私たちは、世界 156 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 295,000 人以上のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。

詳細は www.pwc.com をご覧ください。

© 2021 PwC. 権利はすべて PwC に帰属します。

PwC とはメンバーファーム、または PwC のネットワークを指します。各メンバーファームは別法人となっています。

詳しくは www.pwc.com/structure をご覧ください。

© ULI, PwC (2021 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 2022. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2021.



エグゼクティブサマリー

不動産投資家は 2022 年に向けポストコロナの戦略の策定を進めており、その先の道のりは不確実性に満ちている。ロックダウンと渡航禁止が 2 年近く続いた後、取引は回復しつつあるが、コロナ禍により不動産の使用方法が変化し、アジア太平洋地域の投資環境の枠組みは（場合によっては大きく）形を変えている。

この新たな渦（ダイナミクス）が広がるにつれ、投資家は様々な方法で適応を図っている。

・運営とサービスに注力

今日では、事業用不動産は、物件を取得して長期保有するというシンプルな投資とは見なされなくなった。利回りが低下を続け、占有者（居住者）の要求が高まる中、所有者は資産運用により積極的に取り組んでいる。テナントに新たなアメニティを提供したり、あるいはデータセンターのように運営集約型の資産クラスに投資したりしている。

・バリューアップ投資の追及

市場の進化に伴い、多くの既存建物が非効率になりつつある。そうした建物を取得して改修し、技術の活用や用途変更、あるいはより高い環境基準への適合に向けた改善などを通じて、非効率性を解消することが一つのやり方となつた。

・分散化の流れに乗った投資

従来、中心業務地区（CBD）は不動産という富を蓄積する最大の拠点であったが、CBD の絶対的な優位性は脅かされつつある。二番手のビジネスハブは賃料が安く、また多くの従業員が少なくともある程度まで在宅勤務を行っている状況に対応するため、雇用者は従業員の居住地に近い場所に職場を提供しようと努めている。

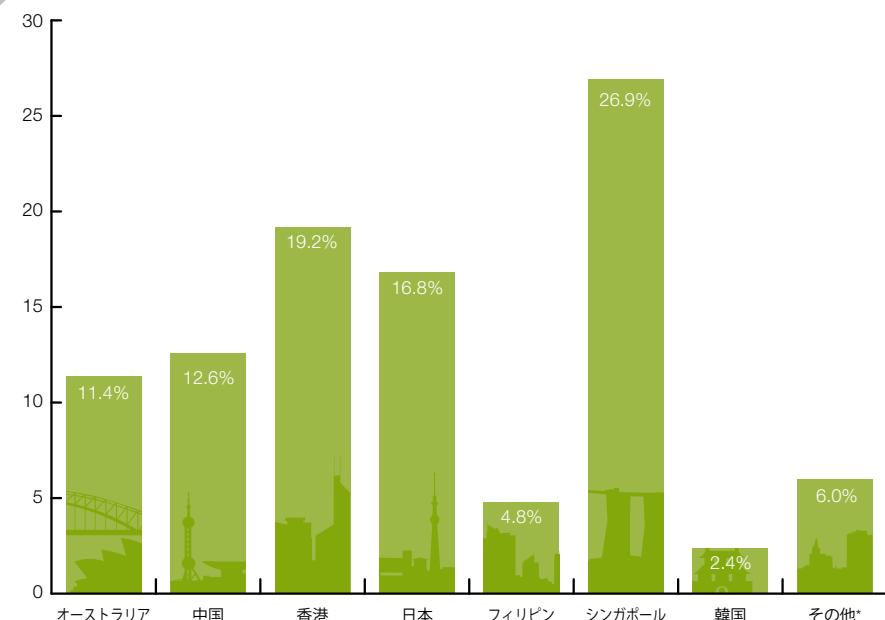
・ニューエコノミー分野に進出

経済のデジタル化の進展に取り組んでいる企業も、CBD に拠点を構えることが少なく、こうした分散化の傾向を推し進めている。ニューエコノミー分野には、純然たるテクノロジー企業だけでなく、従来からある事業だがデジタル技術に基づいているもの、例えばオンライン教育や e コマース、さらにはインターネットを基盤とする事業の需要に対応する物流企業なども含まれる。

・ニッチな資産クラスで利回りを向上

どうにか高いリターンを手にする一つの手段として、投資家は何年にもわたりニッチ資産を取得してきた。この傾向は続いているが、今では社会全体の人口動態の変化に対応した投資手法としても考えられている。

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 2022 アンケート

*インドネシア、マレーシア、台湾、
タイ、米国、ベトナムを含む。

その一例が高齢者住宅である。一方で、在宅勤務におけるネットワーク網の整備の必要性とミレニアル世代の消費嗜好が追い風となり、データセンターやコールドストレージ施設に対する需要が増大している。

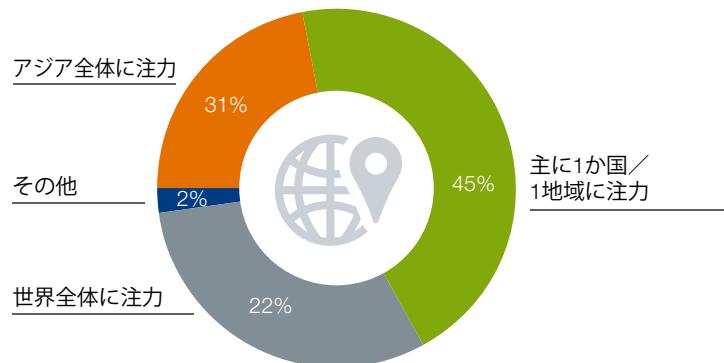
昨年、インタビュー回答者は 2021 年にディストレス資産が急増し、特にホテルや商業施設など大きな打撃を受けた部門で数多く見られるものと予想した。だがこれまでのところ、いくつかの目立った例外（例えば中国では、資金調達を抑制されたデベロッパーがノンコアの保有資産を売却している）を除き、売却を余儀なくされたケースはほとんど見られない。これは銀行が、政府による暗黙の支援を受け、アンダーウォーター・ローン（物件の現在価格を上回る額の融資）の打ち切りに消極的であることも一因だ。その一方、不動産の取得を狙う膨大な資金の圧力により、競争は依然として激しく、入札価格も高止まりしている。

建物の環境配慮を推進する動きは 2021 年に勢いを増した。基本的な環境基準への適合を取得物件の要件とする機関投資家が増えており、また賃貸スペースがより高い基準に適合することを求める企業テナントも増加していることから、今後もひたすら加速していくことは間違いない。その結果、所有者は、効率を向上させるだけでなく、電力と水の使用から建物内の人流、空気循環のレベル、エレベータの使用、およびメンテナンス事項まで、あらゆるものを測定可能な新技術の採用に動いている。

資金フローについては、投資家が経済的に安定した流動性の高い市場で安全を求めていたため、確固たる主要都市の資産を主なターゲットとする投資資金が増加した。渡航の禁止によりクロスボーダーの取得が減少したが、同時に、アジア太平洋地域の資金がオフショア投資を行う場合に欧米に向かうよりも域内に留まるという傾向も生じた。シンガポールは 2021 年にアジア太平洋地域における最大の資金流出国となり、ソブリン・ウェルス・ファンドとシンガポール REIT（不動産投資信託）が高利回りのオフショア不動産を巡り果敢に入札した。

今回の投資見通しでは東京がトップに立ち、前回・前々回の調査で続けて 1 位となったシンガポールと入れ替わった。東京の人気が衰えないのは様々な要因による。厚みがあり流動性に富んだ市場

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 2022 アンケート

を持つ安定した経済、不動産価格の回復力、長期にわたり予想以上のリターンを生み出してきた実績などだ。キャップレートは低いように見えるものの、貸出金利が低いため、イールドスプレッドはファンダメンタルズが東京より優れていると見られる市場をも上回っている。

開発見通しではシンガポールがランキングのトップに立った。これは新規開発用地のパイプラインが限定期的ため供給不足が予想されることと、再開発を狙った資金が市場から撤退したことが追い風になったものだ。あるファンドマネジャーは今後 2026 年までの間に賃料が 30% 上昇すると予測している。ソウルが第 4 位につけたのは、開発投資の利回りが高いことと、主に国内機関投資家の取得により取引高が急増したことを反映している。2021 年第 3 四半期の取引高はアジア太平洋地域で最高額となる 106 億米ドルに達した。

一方、銀行融資は引き続き自由に手に入り、資金コストも低下傾向にあるか、または中国を除くほとんどの市場で安定を保っている。ノンバンクからの資金調達も利用しやすくなつたが、銀行の資金が非常に豊富であるため、ノンバンクによる資金はノンコア資産の取引やレバレッジの引き上げのために留保される傾向がある。

各資産クラスに対する COVID-19 の影響は、場合によっては深刻なものになっている。

オフィス部門：長年にわたり定番の資産クラスだったオフィスだが、最近はその人気が落ちている。企業が在宅勤務の方針を進める時代にあって、オフィスの持続力を投資家が疑問視しているため

だ。同時に、多くの投資家がアジアではその影響は限定的に留まると確信しており、逆張りとして、好立地で高品質のオフィスビルに注力している。また雇用者は優秀な従業員を惹きつけて維持するために、（健康とウェルネスの目的で）人口密度が低く、しかも協同利用施設や体験型スペースを備えた職場の提供に取り組んでいる。さらに、コワーキング施設は勤務者がワークスペースシェアリングを敬遠したため利用が減少したものの、フレキシブルオフィスという考え方は人気が高まっている。テナントにとって、将来的に必要なスタッフの数が不確実であることへの対策として、また従来型オフィススペースの長期賃貸の必要性を最小化する手段として有効だからだ。

物流施設部門：資産クラスとしての物流施設の人気が急騰しているのは、良質の物件が構造的に供給不足となっていること、サプライチェーンがより高度なものに進化していること、またコロナ禍におけるロックダウンにより e コマースが急成長していることなど、いくつかの要因が組み合わさったことによる。今年は取引高が急増し、キャップレートの低下が続いているにもかかわらず、投資家の取得意欲は衰えていない。先進的な倉庫への需要が急増している中で供給は相当不足しており、新規の施設に対する旺盛な需要が継続するのは確実だ。新たな倉庫技術による生産性の向上も、古いインフラ施設の陳腐化を加速させている要因である。

商業施設部門：広範囲にわたってロックダウンが行われた結果、e コマースが爆発的に成長したこと、従来型の商業施設に対する否定的な感覚が広まり、COVID-19 の発生以前から始まつ

ていた落ち込みがさらに強まった。だが、どんな資産でも価格が適切ならば魅力的になるものであり、商業施設部門も 2021 年半ば頃にその点に到達したようで、第 3 四半期には商業施設の取引高が急増した。転用が経済的に現実的となる点まで価格とキャップレートが低下しているため、ごく一部の投資家は、パフォーマンスは低いが好立地にある施設を取得してリポジショニングを行う上で、現在の下落傾向は千載一遇の機会と捉えている。そのため、テナントミックスは変わるもの、CBD の商業施設にはまだ多くの活用方法がある。ただし、そのすべてが従来型のショッピングを主体とすることにはならないだろうが。

住宅部門: 経済のファンダメンタルズが弱含みであり、インフレの高まりとも相まって、住宅部門

は機関投資家にとって魅力的なものになっている。現在、多くのファンドがアジア太平洋地域で成長するマルチファミリー住宅部門に参入を図っており、特に日本、オーストラリア、中国という主要市場に目を向けています。とはいっても、何人かのインタビュー回答者は、アジア太平洋地域では住宅価格が高いため利回りが低く、取引の実行にあたって誤りの許容範囲がほとんどないことがから、マルチファミリー住宅への投資のファンダメンタルズに疑問を呈した。

ホテル: コロナ禍での渡航禁止により大きな打撃を受けたホテル部門は、ディストレス取引を求める投資家の恰好のターゲットとなっている。だが、銀行は差し押さえを控え、所有者は今後の事態の好転により国内旅行が持ち直し海外からの安全な渡航も再開されることを期待して持ち

こたえているため、2021 年はほぼ失望に終わつた。とはいっても、ホテル部門の債務水準が非常に高いため、2022 年には銀行の忍耐も限界となり、長らく期待されていたディストレスの波がようやく勢いを増し始める可能性がある。

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 16 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 2022 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」とは「中国本土」を指し、「香港」とは「香港特別行政区」を指すことをご留意されたい。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2022 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 101 名と個別インタビューを行い、また 233 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	- 24%
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)	- 27%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	- 25%
住宅建築業者／住宅開発業者	- 8 %
機関投資家	- 8 %
銀行／証券化貸手	- 1 %
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ものである。

Chapter 1 : すばらしい新世界

「今こそ不動産に参入する絶好の時だ。今後 20 年間で劇的な変化が起こるだろう。」

コロナ禍後の不動産を取り巻く状況のあらましが見え始める中、はっきりしていることがある。多くの重要な点で、かつて慣れ親しんだ不動産の情景が激変するということだ。例えば、ニューノーマル時代の職場は従来型とデジタル型のハイブリッド構造となり、旧来の商業施設はすでに空洞化し、バーチャル・サプライチェーンにおいて倉庫が突如として主役の座を手にし、「自宅」は今や仕事であれ娯楽であれ、すべての機能を果たす場となっている。

現在投げかけられている問いは、「次に何が起こるのか」ということだ。このところ、市場は未知の領域に入り込んでおり、いずれ平均的な地点に回帰する可能性が高い。とはいえ、これまでに起きた多くの変化が今後も常態となり、またある意味で、その対応に苦慮するとの受け止め方もある。

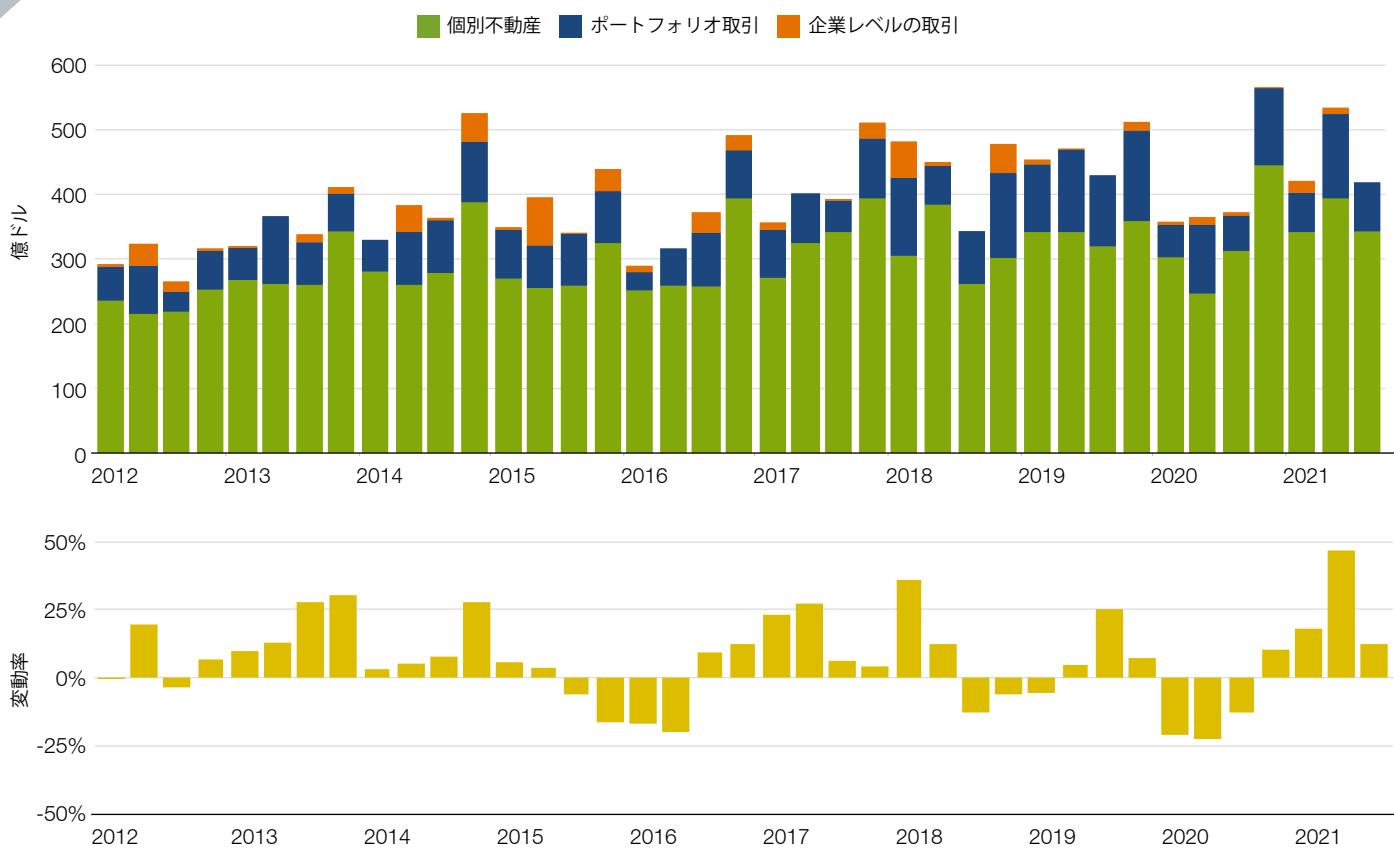
よく知られているように、不動産は長年にわたり、現状維持という惰性にあぐらをかき変化に抵抗してきた。だが必要に(そして技術に)迫られて既得権益を手放したことにより、来たるべきポストコロナ時代には、「大衆の利益のために進化した不動産」であることが最も顕著な特徴となるだろう。今や人々は、通勤・通学が減り、勤務条件が改善し、消費の選択肢が増え、またどこへ行こうと体験型の施設やイベントを享受している。実際、バランス・オブ・パワーが不動産所有者から不動産利用者へとようやくシフトしたことは、過去 30 年以上にわたり不動産業界にとって最も前向きな変化であると言つても過言ではないだろう。

一方、「買い手が投資し、所有者は売却するか、保有して不動産価値を高める」という不動産世界の基本がいくらか正常な状態に戻りつつある

ようだ。2021 年下半期には投資家心理が回復し、投資家は 2020 年初頭以来増加の一途を辿ってきた膨大な「ドライパウダー」(投資待機資金)の投入に動いており、資産の取得競争が激化している。

調査会社のリアル・キャピタル・アナリティクス (RCA) によると、アジア太平洋地域における 2021 年第 3 四半期の取引高は 4 四半期連続で 400 億米ドルを超える、前年同期比 12% 増を記録し、2019 年第 3 四半期とほぼ同額となった。とはいっても回復の力強さは、今後の取引に供されるパイプラインが 680 億米ドルに達すること、より一層感じられるだろう。これは 2 年前の倍以上の金額だ。

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。

取引の中心が中国であることは驚くには当たらない。コロナの封じ込めに当たって中国はゼロ・トランジット政策（ゼロ容認）を採用し、これまでのところ経済に対するパンデミックの影響を排除する上で効果を発揮しているからだ。韓国における取引も自覚正しい活況が続いている。一方、オーストラリアへの投資もさまでい勢いで回復しており、第3四半期には前年比同期比145%増を記録した。だがシンガポールと香港では回復の足取りが遅く、日本では停滞が続いている。

とはいって、取引の回復はファンドの投資委員会にとって歓迎すべき展開である一方、未投入資金の増加が続いている。その投資先を探すために戦略や投資対象の大幅な見直しが行われつつある。これは、1年半にも渡ってリスクが高まりファンダメンタルズの悪化が続いたにもかかわらず不動産価格（特にコア資産の価格）が法外な高さに留まっているだけでなく、その間に不動産業界に多くの点で重大な変化が生じた結果、投資家が不安定な状態に置かれ、価格とリスクの観点から市場の選別を図ろうとしている。そうした選別について、インタビュー回答者からは、現在のところホテルと商業施設は（ディストレスを除く）売却が難しく、オフィスは疑問視され（ただし一部の投資家にはカウンターシクリカルな取得対象となり得る）、バリューアップ投資とニッチ部門への投資（特にニューエコノミー資産）が好まれ、物流施設は唯一のホームランだという声が聞かれた。

不確実な事柄はたくさんある。例えば、在宅勤務を余儀なくされた結果、オフィススペースの需要やオフィスの内装はどのような影響を受けるか。消費者が実店舗からオンライン小売業者に切り替える中、モールをどのように再構築すべきか。長期にわたって旅行が禁止されたことで、経済成長にどのような影響が現れてくるか。旧来の産業やニューエコノミーにおける産業に適したリスク・リターンプロファイルはいかなるものか。引受け業務において、環境・社会・ガバナンス（ESG）の配慮や二酸化炭素のネットゼロ排出の遵守を反映する必要はあるか。

シドニーを拠点とするあるデベロッパーは、感染症拡大防止策がオーストラリアの住宅市場に与えかねない影響について問いかけている。「一番の問題は、人口はどうなっていくかということだ。需要が先細っていくのか、それとも供給不足によって均衡が保たれるのか、私には分からない。テクニカルには、つまり出生数・死亡数・婚姻

数と新築住宅の数を比べた場合、過去15年にわたって需要が供給を上回っており、その差は世帯の構成によって吸収されてきた。だが今や、未知の領域に差し掛かっている。第二次世界大戦以降、移民の数や人口の増加がこれほど低かったことはなく、それが何を意味するのかはまだ分からぬ」。

また、ある大規模プライベートエクイティグループのグローバルヘッドの言葉を借りれば、「これから、ポストコロナの世界と他の様々な影響要因、つまり技術、ESG、そして気候に関する全体的な問題が融合するのを見ることになる。これら4つのマクロ要因が合体して不動産業界にのしかかってきた時に、何が起こるのか見当がつかない」。

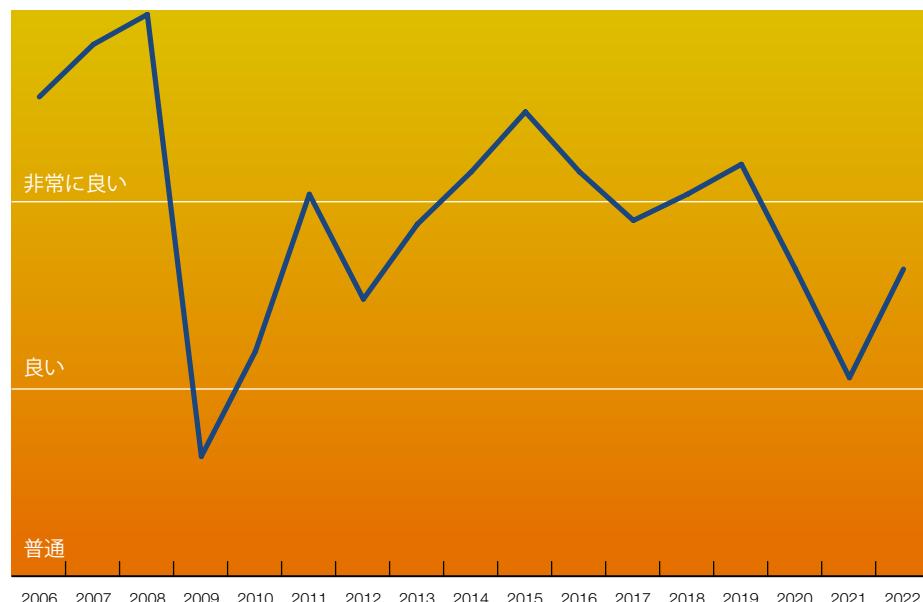
こうした不確実性は、アジア太平洋市場ではさらに強く感じられる。コロナ禍における経験が、政策対応の面でもパンデミックを通じて個々の資産クラスが進化してきた方向性の面でも、欧米諸国の経験と大きく異なっているからだ。あるファンドマネジャーによると「おそらくアジアは、いくつかのトレンドの点で、コロナ禍以前の状況と比べて変化が最も少ない市場だろう。例えば、オフィスを巡る問題が欧米ほど深刻でな

いことは明らかだ。eコマースや（現在欧米で見られるような）産業施設の急成長も、アジアでは何ら驚く話ではない。アジアの商業施設は元々苦戦していたため、これも驚くには当たらない。そのためアジアは、戦略の変更の点で、欧米と比べそれほど大きな変動はないだろう」。

だが実際のところ、そして今回の調査で投資家心理が昨年から大きく回復している（図表1-2参照）ものの、ファンドマネジャーはこうした不確実性が取引のソーシングや引受けにおいて何を意味するのか、真剣に検討を続けている。あるファンドマネジャーは「我々の投資戦略は変わっていないが、不確実性のため、リスクに関する質問を変え、リスクの評価を見直している。例えば気候変動については、『建物の機能が時代遅れとなる可能性をどうやって判断するのか。二酸化炭素のネットゼロ排出の点からも判断できるのか』といった質問をしている。できるかもしれない。でも誰も断言できない。そのため、我々の戦略を世界的に変更する可能性があると思う」と述べた。

その結果、そしてこうした新たな動きが徐々に広がるに連れ、投資家は様々なやり方で戦略の適応を進めている。

図表1-2 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 2022 アンケート

サービスと運営

以前は、不動産投資の要諦は「バイ・アンド・ホールド」だと考えられていた。それはちょうど長期債券が果たす機能と似ており、利回りを高める方法と言える。そして資産運用の要素が加わっている。だが現在、キャップレートの低下が続き、競争が激化し、占有者（居住者）が選別の度を高めるにつれ、より積極的なアプローチが必要となっている。

上海を拠点とするある投資家によると「マクロの観点から成長率が低下し、リターンの差が拡大しているため、不動産所有者はベータ値だけでなく運営パフォーマンスから価値を引き出さざるを得なくなっている。すべてが年率15%で成長しているのであれば、日々の運営にそれほど精を出さなくても大金を得られる。今はそれほど成長が望めないため、不動産所有者は運営技術と効率性を高めて付加価値を追求するしかない状況にある」。

これは、最も基本的なレベルでは、比較的単純なサービスとアメニティを提供することによって占有者（居住者）のニーズに対応しようとする所有者が増えるということだ。そうしたサービスやアメニティとしては、必要な家具や備品を取り揃えたスペース、会員パッケージ、高度なハードウェア、フレックスワークスペースの利用権の提供などが考えられる。

ある東京在住のファンドマネジャーは「そうしたことができる所有者は、古いタイプの所有者より成功する確率が高い。昔ながらのやり方なら『さ

あ、まっさらなスペースを貸すから、後は自分で全部やってください。退去するときは元の状態に戻すこと。それから、敷金礼金として10か月分。ほかにもあれこれいただくよ』と言うところだろう。今日では、そうした対応ができるかどうかが所有者の間で大きな違いとなっている。中でもそうしたことができない典型的な古いタイプのデベロッパーとの差が顕著だと思う」と述べた。

シンガポールを拠点とし、マルチファミリー住宅を手掛けるある投資家は、次のようにコメントしている。「我々は引き続き人間関係の構築に努めている。仕事ならいつでも他の事業者に引き継がせることができる。今どきは、キャップレートの低下を超えて価値を生み出すには、サステナビリティやテナント満足度調査、あるいはテナントに長くいてもらうためのインセンティブの提供といったことを考えねばならない。現在、（東京の）とある場所に学生を対象にした資産を保有している。単なる学生向け住宅ではなく、改修を施して近くの大学の学生を惹きつける狙いがある。このほか、コリビング事業者にマスターリー入したいと考えている資産もある。要するに、我々は総じて、資産の代替用途を見つけようとしているわけだ」。

これと対極にあるのが、直接的なプライベートエクイティ投資に似たやり方で、業務集約型企業を取得するというパッケージ取引を志向する投資家である。複合型企業を買収して、その中にたまたま不動産が含まれているというのだ。このやり方では、賃料と事業運営の双方からリターンを得ることになる。一方が他方を支えるという状況を避けるため、それぞれを個別に評価する必要がある。

これは、あるインタビュー回答者が述べたように、運営上の観点から次のように言える。「我々は市場での競争に過度に巻き込まれることなく、より戦略的で複雑な取引を確保しようと図っている。従来の考え方とは少し異なり、単に資産を購入するのではなく運営プラットフォームを取得し、時間と労力がかかり成立しにくい戦略的な取引に取り組もうとしているのだ。このやり方が成功すれば、不動産だけでなく運営事業も手に入るという非常に興味深い状況を実現できる」。

もちろん、すべての投資家が事業運営に大きく軸足を移せるわけではない。そのため現実的には、データセンターやコールドストレージ倉庫のように複雑な資産を管理する専門家を雇うことができる大規模な垂直統合ファンドに有利な方法である。代替策として外部の専門家とパートナーを組むというやり方もあるが、これは双方の利益が適切に調整されていない場合、利益率を下げリスクを高める傾向がある。とはいえ、スタッフが不足しているファンドや、潜在的市場や資産クラス全体を広く浅く手掛けているファンドにとっては、専門家チームとの提携は唯一の選択肢と言えるだろう。

バリューアップ投資が盛んに

現在進んでいる変化の度合いを考えると、過去において優れたパフォーマンスを発揮していたビルが今後は非効率なものとなる可能性が高いことは明らかだ。元々評価の低かった資産がすでに大量に存在するところに、こうしたビルが加わることになる。例えば、ジョンズ・ラング・ラサールの推計では、現時点でアジア太平洋地域のオフィススペースの40%が改修を必要としており、これだけでも約4,000億米ドルのバリューアップのポテンシャルがある。

いずれにせよアジア太平洋地域には、特にオフィス部門と商業施設部門において、リポジショニングが必要な不動産ストックが大量に存在するため、取引のソーシングにおいてバリューアップ投資戦略に切り替える投資家が増えている。この戦略は、利益をもたらす可能性のある豊富なストックを活用するだけでなく、何年にもわたってアジア太平洋市場の悩みの種となっている、そしてこの地域の投資家にとって引き続き最大の懸念事項の一つとなっている（図表1-3参照）、キャップレートの果てしない低下という厄介事を回避する手段を生み出すことになる。また、外国のファンドにも新たな利点をもたらす。多くの

場合、彼らはリポジショニングやバリューアップ投資プロジェクトにおいて豊富な専門知識を有しており、その点でアジア太平洋地域の投資家よりも優位にあることが多い。

そうした機会の大きさが明らかになるにつれ、通常であれば他の戦略を重視すると思われる投資家も惹きつけられている。東京のあるファンドマネジャーによると「この市場に参入するコア投資家が増えており、しかも価格が多少高くても厭わない。彼らは【本物の】バリューアップ投資家と同様の見地に立って考えているのかもしれない。つまり、『今こそチャンスだ。日本株式会社型の投資家が傍観しているうちに買い進めよう』というわけだ。割安物件が見つかることはないだろう。だが市場に押し寄せているのは間違いなく、売り手にとっては素晴らしい状況といえる。彼らが入札で提示する価格は極めてアグレッシブだからね。」

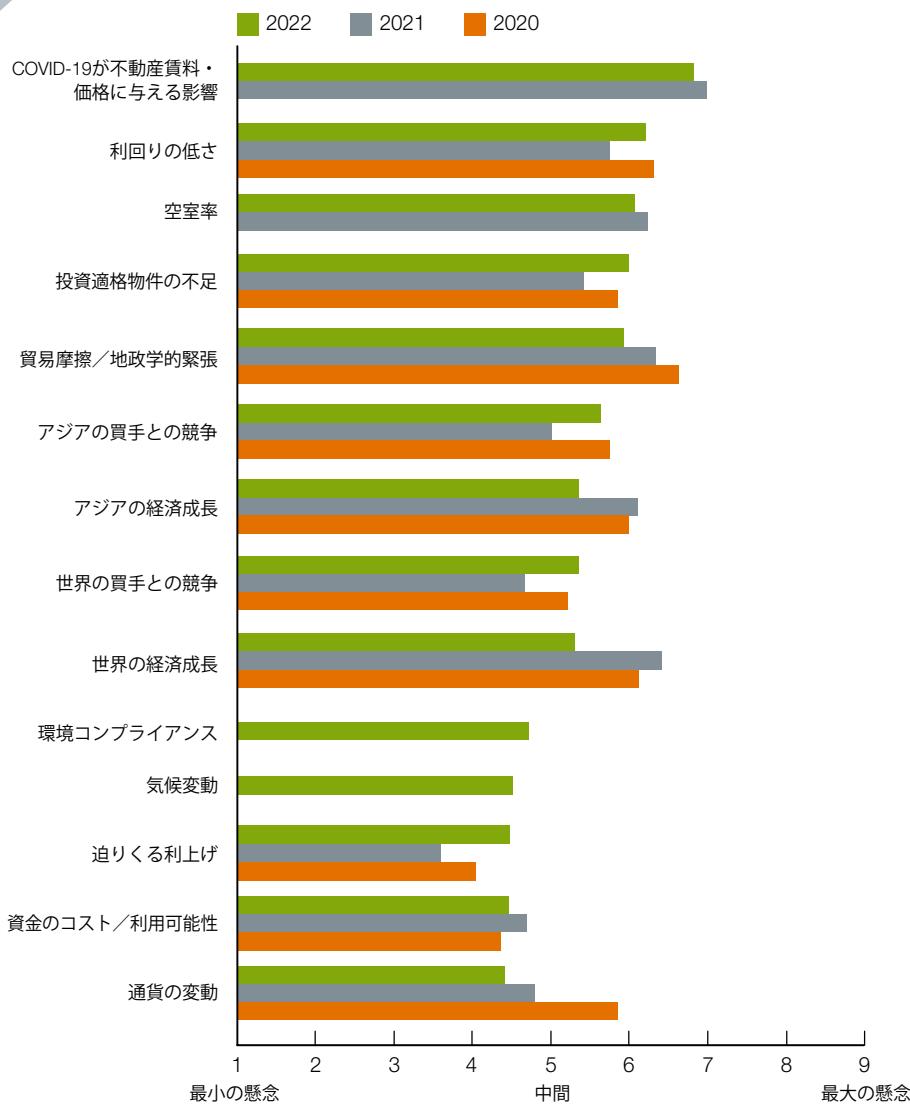
バリューの追求には様々な方法があり、中でも注目に値するものがいくつか挙げられる。

- ・テクノロジーは投資に見合う以上の価値をもたらす。以前、投資家は手軽なアップグレードとして空調と照明に目を向けていた。最近のトレンドとしてはデータの取得と分析に重きが置かれている。オーストラリアのある投資家は次のように述べている。「現在、バリューアップ投資はオフィスビルのデータ・イネーブル化（データを分析し素早くアクションに繋げられるようにすること）対応が中心となっている。大きなオフィススペースを持つ企業は、スペースの活用やエネルギー使用などに関するリアルタイムデータをもつと欲しているからだ。」

- ・中国では、政府が進めている「共同富裕」の取り組みによりキャッシュフローが行き詰った一部の大手国内デベロッパーがパフォーマンスの悪いノンコア資産を魅力的な価格で切り離し始めている。この「バリューアップ投資／ストレス資産の売却」という状況は、中国国内にチームを有する外国ファンドの注目的となっている。

- ・ホテルは用途変更戦略の理想的なターゲットと見なされることが多い。これはホテル部門の下落の厳しさとともに、テレカンファレンスがブームとなつたことで出張が以前の水準には戻らないとの予測に基づいている。こうした取り組みは、特に香港のように、地価が非常に高く物件の改築や再開発のコストが正当化される都市に適している。日本も、ディストレス化したホテ

図表1-3 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 2022 アンケート

ルのターゲット市場として浮上している。とはいっても、ホテル部門を対象とする投資家たちは、ホテルの用途変更の見通しについて懐疑的であった。あるファンドマネジャーは「それは明らかに建築形態の機能に関わる話であり、他の用途に適応できるかどうかの問題だ。しかしほとんどのホテルは、必ずしも他の用途に適しているわけではない。オフィスであれ、学生向けの宿泊施設であれ、マルチファミリー住宅であれ、用途変更は簡単ではないため、ホテルのアダプティブリユース（適応型再利用）はかなり限られるのではないかと思う」と指摘している。

- ・テナントと投資家の双方が入居または取得の目的でより高品質の建物を探しているため、入居者が求める近代的な設備を備えていないことが多いBクラスの魅力が薄れている。

価格が下がればバリューアップ戦略が浮上する可能性がある一方、立地は検討すべき重要な要素だ。二番手地域の中には、交通手段や他の必要な施設にアクセスできないため不人気となるところもあるからだ。にもかかわらず、賢明で想像力を働かせたアプローチによって成果を得ることができる。

資産のリポジショニングがいかに重要となったかを示す1つの指標が将来の用途変更の簡易化を織り込んだ建物設計の進化である。香港を拠点とするあるコンサルタントによると「デベロッパーは市場ニーズに対する我々の考えについて後からとやかく言うことがとても多かった。今後は需要がずっと柔軟になっていくと思われる。建築家に対して、我々は『魅力的な躯体を先に構築して使えるようにしてください。内部をどうするかは建物の完成後、約6か月以内に決定します。現段階では用途については予測できません。』と告げるだろう」。実際、建物はポップアップモデルのように、汎用スペースだけの空っぽの箱となり、そこに何を入れるかは市場次第となっていく。

また将来の建物は、備品をすべて取り揃えるのではなく、スペースを素早く（自律的にではないにせよ）再形成できるよう、特定の目的に合わせた備品だけを整えることになるかもしれない。このコンサルタントは続けて「それだけでなく、建物所有者とテナントの関係にも影響してくる。所有者であるデベロッパーが資産価値を共有し、

内装を通じて間接的にテナントの事業にも投資し、あるいはテナントが設置する特殊な機能の一部に投資するなどして、テナントとのパートナーシップモデルが構築される」と述べた。

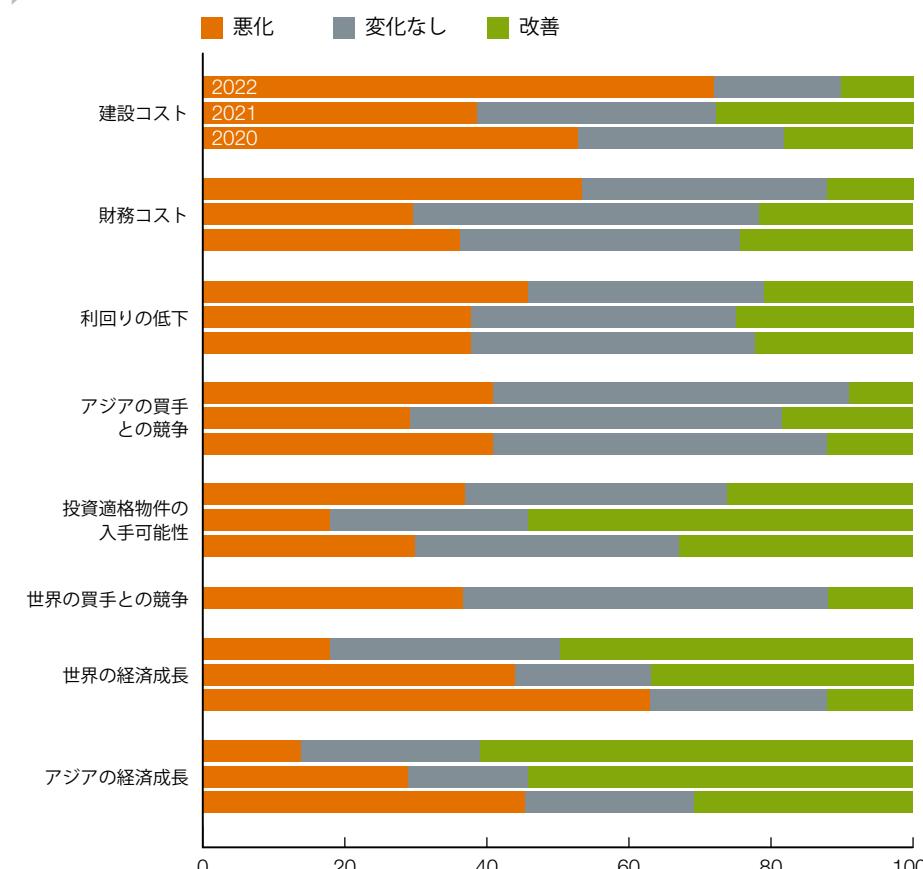
ビルド・トゥ・コアは今なおホット

バリューアップ戦略への取り組みとして、バリューアップを厳密な意味での資産のリポジショニングと捉えるだけでなく、仲介業者の排除による価値創造の方法を考えるのも良いだろう。あるファンドマネジャーの言葉を借りれば「我々が追っているテーマ、例えば都市への富の集中、デジタ

ル化、供給不足（ストックの不足ではなく不適切な場所に不適切なストックがあるという意味）などは、正しい価格帯で仲介業者を排除するプロセスだと言えると思う。ちなみに私にとって最大のテーマは、ビルド・トゥ・コアの要である利回りの追求だ」。

ビルド・トゥ・コア戦略が引き続き成功を収めている理由は、膨大なコア資金（その大半はアジア太平洋地域のもの）が構造的にコア物件が供給不足となっている市場で投資先を探していることによる。コロナ禍で渡航禁止が1年続いた後、2022年には再び資産を巡る競争が始まると予想されている（図表1-4参照）。

図表1-4 今後3～5年間の経済的要因の変動予想



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

オーストラリアのある投資家は次のように述べている。「アジア太平洋は資産をめぐる競争市場であり、リスク調整後ベースでは、開発投資の機会は非常に良好に見える。ただし、我々はコミットする前にテナントを確保したいと普段から思っている」。

アジア太平洋地域の多くの市場でビルド・トゥ・コア投資が増加している。その一つがインドで、急成長する不動産投資信託 (REIT) 部門が比較的数の少ない高品質な収益不動産の大半を独占している。それは制度上、資産を REIT に譲渡する際にキャピタルゲイン税の繰り延べが認められる場合があることによる。デリーを拠点とするあるコンサルタントによると、その結果「こうした税制上の優遇措置のため取引から閉め出されたプライベートファンドが、先物買付に向けて資金プールを増やしている。ストラクチャード・ファイナンスを利用し、総面積が数百万平方フィートにのぼる物件を対象に仕組んでおり、1件当たりの取引高は 5 億米ドルに達する」という。

だが最近まで、COVID-19 により新築物件の需要や賃料の見通しが不透明だったため、投資家はビルド・トゥ・コアもフォワードファンディングも敬遠していた。さらに同じ理由から、銀行も融資に必ずしも積極的ではなかった。この状況は一部の市場、特に日本で現在も続いている。その一方で、投資家心理の回復によりビルド・トゥ・コアの需要が再浮上し、以前であれば開発リスクを避けている機関投資家も乗り出している。この戦略については、ビルド・トゥ・レントと物流施設部門が特に適していると見られる。例えば、ある物流事業者によると、不動産への配分を増やしていたソブリン・ウェルス・ファンドと年金基金がただ安定したコア資産を取得するだけでなく、リターンを引き上げる手段として開発リスクを取ろうとしているという。

CBDの分散化

仲介業者の排除は、立地の面からも進めることができる。

これまで、最も価値の高い事業用不動産は中心業務地区 (CBD) に位置しているのが常であった。この状況は今後も変わることはなさそうだ。特にコア投資家はコア物件を求め続けており、占有者も CBD のオフィススペース (今では賃料が下がり借りやすくなっている) のグレードアップを選んでいる。ただし、より広い意味では、CBD の優位性は以前ほど絶対的なものでなくなる可能性がある。これには様々な理由が挙げられる。

まず、二番手の立地における資産は、コロナ禍によって「安全への逃避」に拍車がかかり、その影響から 2021 年に評価が下がったものの、長期的には、無視できない価格優位性を持っている。そのため、市場の需要を満たすポジショニングの新築ビルはうまくいく可能性があり、市場では見つからないような設備を提供する場合はなおさらだ。

第二に、ハイブリッド型の勤務形態により労働力の分散化が進み、従業員のつなぎ留めの懸念から、企業は職場を自宅に近い場所に設置しようとしている。あるアナリストが述べたように「B グレードのビルのバリューアップが話題となっているが、今後、オフィスが CBD に戻ることはもはやないと考えられる。そのため東京は上海などの成熟したハブ都市 (香港もある程度あてはある) では、都心部の B グレードビルを敬遠し、もつと安価で分散化した場所を選ぶべきだ。今後はハブアンドスポーツ型のモデルが広まるだろう」。

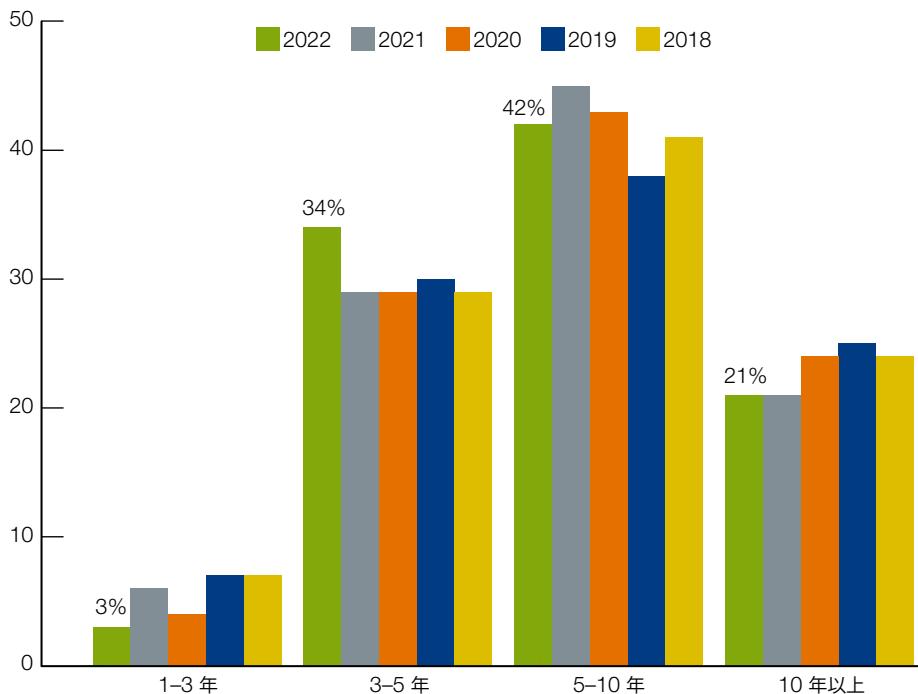
あるオポチュニティック投資家はソウルの二番手の立地で、敷地面積 100 万平方フィートの広い床面積を持つビルのビルド・トゥ・コアのプロ

ジェクトを成功裏に完了した。「これは単に新たなスペースというだけでなく、CBD の A グレードビルの賃料の半額でも賃貸可能なスペースを構築し、しかも二番手の立地にバックオフィスとして機能する実質的な A グレードビルを提供するものだ。我々は「テナントは誰で、その従業員はどこから通勤するのか。彼らにとって何が魅力か。どの地下鉄路線を使うのか」といったことを検討した。つまり、新たな需要を開拓するのではなく、非常にローカルで実地に基づき、より良い価値を提供することを追求したのだ」。

この発想は、勤労者が長時間の通勤に耐えねばならない超大都市に特に当てはまるだろう。その一例として、あるコンサルタントはマニラで世界的にビジネス・プロセス・アウトソーシング (BPO) を行っている企業を挙げる。この企業は従来とは異なる就労形態を志向し、都心部に位置する 10,000 ~ 15,000 平方メートルのオフィスを手放して、在宅勤務がフレックスオフィスの形に切り替えた。その上で、オフィススペースを廃することで浮いた経費を、スタッフ用のインターネット接続サービスの改善に投じたのである。フィリピンを拠点とする他のインタビュー回答者も、国内の BPO 業者と多国籍企業 (MNC) がより分散化した形態を志向し、CBD のオフィスの一部から退去しつつあると指摘した。

インタビュー回答者の大半において、アジア太平洋地域におけるハイブリッド型の勤務形態への移行 (およびその結果としての分散化) が逆戻りする可能性は低いとの点で意見が一致しているものの、こうした変化の度合いは米国で見られるほど大きくなさそうだ。米国では在宅勤務がより深く定着し、またシリコンバレー・マンハッタンといった場所からテキサス州やフロリダ州などの都市に移転する企業がすでに続出している。こうした都市では税金も住宅価格も安く、規制面 (例えばコロナ対策の安全手順など) でも制約が少ない。

図表 1-5 投資期間



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

さらに、分散化への取り組みは地域や雇用者によっても異なると思われ、恐らく多国籍企業（MNC）の方が国内企業よりも適応が早いだろう。例えば、東京では通勤時間が長い。だからといって深く根付いた文化的な規範が崩れるとは限らない。

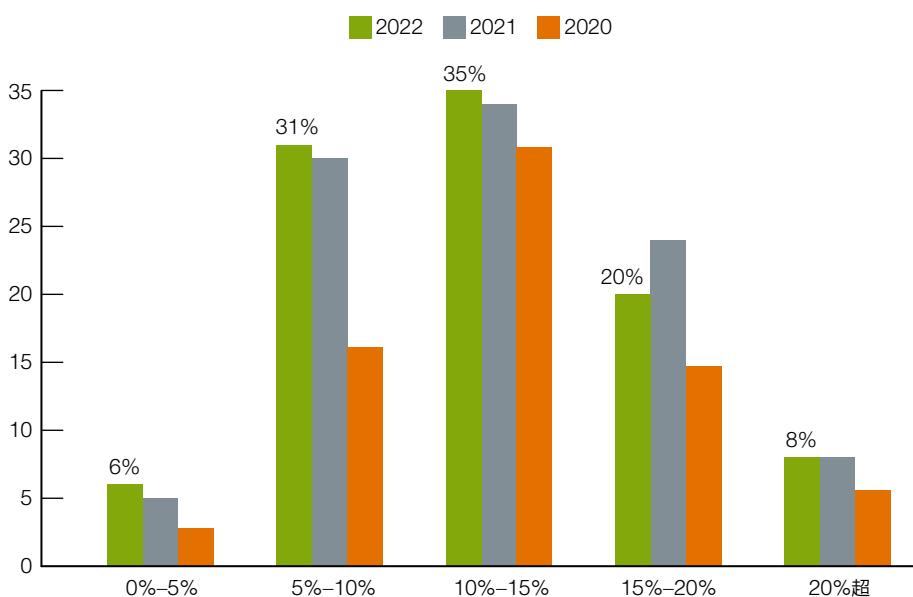
東京のあるファンドマネジャーによると「日本企業は CBD をとても重視しており、従業員も CBD のオフィスで働くことを望んでいる。いわばライフスタイルの一部であり、そのため日本では大規模な分散化は起こらないと思う。」

だが同時に、「特に非金融部門の企業がある程度まで分散化を進め、また従業員の居住地に近い場所にオフィスを定めて通勤の負担軽減を図ろうとするのは確かだ。それには優秀な人材の確保という側面もある。というのも、労働市場が依然として非常にタイトだからだ。」

こうした分散化の候補地の一つとして、交通網が良好で企業・商業施設・住宅が混在する品川郊外が挙げられた。

一方、香港は都市としてコンパクトであり、熟練したサービス志向の労働力があることから、やはり分散型の勤務形態に抵抗を示すかもしれない。それでも、香港を拠点とするあるコンサルタントによると、単一の CBD というコンセプト自体がすでに時代遅れになったという。長期的には「主に公共交通機関によって繋がるビジネスクラスターがいくつも生まれてくると思う。こうしたクラスターには、オフィスに住宅、場合によってはホテルや商業施設など、考えられるすべての物件タイプが含まれるだろう。しかし、それを推進するのは、これまで常に考慮されていたものとは大きく異なり、従業員の観点から、そして環境の観点から有用なものが中心となるはずだ。」

図表 1-6 投資家の目標リターン（現在から 2022 年末まで）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアの事業用不動産市場はロックダウン、国境の閉鎖、市民による抗議デモを経て2021年に驚くべき回復力を示し、9月までの3四半期の投資額は約248億米ドルに達した。これは前年同期比106%増の急回復であり、2015年から2019年の平均額を21%上回っている。予想通り、資産を巡る競争は激化している。ある国内ファンドのファンドマネジャーによると「CBDでの取引はかなりの高価格になっている。これはひとえに膨大な資金、貸出金利の低さと、他のCBD市場と比べてオーストラリアの価格が安いことによる。だがこれらの要因のため、基本的な牽引力がある程度隠れてしまっている。」

プライム物件のキャップレートはまったく動かないか、もしくは資産クラス全体にわたって「前代未聞の水準」にまで低下を続けている。こうした状況から、多くの投資家が利回りと同じほど強く安定性を求めており、そのため加重平均賃貸期間(WALES)が長い物件を探している(そして金額が高くても厭わない)。

非居住者や旅行者の来豪は止まっているにもかかわらず、外国資金による投資はかつてないほど高まっている。シドニーを拠点とするある投資家によると「この2年で外国資金はむしろ増加してきている。これは政治と通貨が安定していることによるが、現在の取引キャップレートを見れば分かるように、価格が上昇して国内の投資家は手が出せない状況になっていることも原因だ。彼らの資金コストは高すぎるからね。だから、最も活発な国内投資家でさえ、取得資産のほぼすべてにおいて自分自身の資金は50%にすぎないか、さらに重要なことに、ソブリン・ウェルス・ファンドを呼び込むホールセール(法人向け)ファンドを通じて取得したものとなっている。その上で、僅かな持分を得て、ファンドの運営手数料を受け取っているのだ」。

他の市場と同様、物流施設部門は突出しており、特に第2四半期に行われた一件の大規模取引が牽引した。RCAによると、今年9月までの3四半期における物流施設部門の取引高は5年平均の2倍を上回った。オーストラリアの物流施設

を取得しようと数多くの投資家が列を成している(ジョーンズ ラング ラサールによると、その資金は2021年半ばで450億豪ドルにも達した)。これはアジア太平洋地域で最も発展した市場と言えるオーストラリアにコア資金を投入したいという欲求だけでなく、eコマース(総消費者支出の約13%に相当)の発展が世界基準からするとまだ比較的進んでいない市場で倉庫の容量が構造的に不足していることを反映している。CBREによると、例えばニューサウスウェールズ州では、eコマースによって生まれている現在の需要を満たすには倉庫の供給を約35%増やす必要があるという。

ファンドがポートフォリオを見直して商業施設とオフィスビルの比率の引き下げを図っていることから、物流施設部門は引き続き注目されており、その結果、RCAによるとキャップレートは2021年半ばで平均4.8%にまで低下しており、最も人気高い施設では4%を切っている。これは、長らく外国人投資家が好んで投資してきたプライムオフィスと同等の水準である。ある投資家は「目下のところ、オーストラリアの物流施設で苦労している。キャップレートが極めて低い上にテナントの交渉力が非常に強い。実際、キャップレートが下るやいなや賃料も下がるといった具合だ。その結果、物流施設の賃料はこの10年間で「あがっていない」と述べた。ほとんどのインタビュー回答者がキャップレートがさらに大幅に低下するとは見ていないのも、この理由による。

Aグレードのオフィスビルは依然として「完璧な価格」を保っているものの、ジョーンズ ラング ラサールによると、シドニーとメルボルンの正味実効賃料は第3四半期に前年同期比で9%ほど低下しており、空室率も両都市でそれぞれ15%を上回っているという。サブリースも頻繁に行われており、特にメルボルンで顕著となっている。

あまり人気のない場所に立地する築古のビルほど打撃を受けており、都心部のAグレードビルとBグレードビルの賃料の差が広がっているため、賃料が低下して早期回復の見込みがほとんどないビルを狙うバリューアップ投資家にも参入機会が生まれている。

同時に、CBDの高品質な新築オフィスビルに対する投資家の関心は依然として高く、その中心はこれまでと同様に外国人投資家だ。だが、オフィスとリモートというハイブリッド型の勤務形態が長期的に採用されることで、これまでのCBDの高い稼働率が低下するのではないかという疑問も残っている。9月のロックダウンの間、東海岸の主要都市におけるオフィスの利用率は10%を下回った。これは他のアジア太平洋市場よりも低いことから、将来的には欧米型のモデル、つまり(少なくとも今のところは)オフィス中心の勤務形態への復帰にそれほどこだわってはいないようなモデルに近くなっていくのではないかと推測される。

大規模ビルの主力テナントである大企業は将来のオフィス戦略についてまだ決定を下していない。ただ、中堅企業の場合は様相が異なる。あるデベロッパーが述べたように「オーストラリアでは分散化がオフィス市場の大きなテーマとなっており、その点で機会があるのはCBDではない。現在、中堅企業は新たなワークスペースを探している。これはリモートワークにより必要なオフィス面積が減ったため、あるいはより良いスペースに投資しようとしているためであり、もしくはもっと自宅に近い場所をあれこれ探しているためだ」。

オーストラリアの商業施設部門は一部において長年にわたり機能不全が続いてきた。COVID-19によってさらに悪化した一方で、政府によるジョブキーパープログラムが終了したにもかかわらず、2021年の小売売上高は予想を上回る好調ぶりを示した。商業施設への投資額も堅調に推移した。これはサブリージョナルショッピングセンター、コンビニエンスストアや大規模商業施設が中心となったことが大きい。これらはいずれもロックダウンや在宅勤務の進展から恩恵を受けており、また人気の高いオフィスビルや産業施設に比べて価格も魅力的だ。ただし、商業施設の中でもタイプによってパフォーマンスに大きな格差がある状況は続いている。

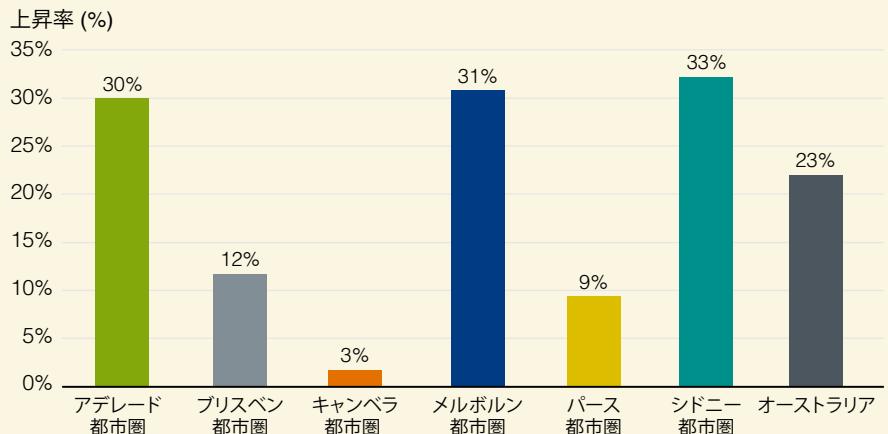
あるアナリストは、パフォーマンスが悪くハイエンドでも複数階のショッピングセンターが

オーストラリアの住宅価格の月間上昇率 (2021年3月～10月)



出所：コアロジック

オーストラリアの大規模商業施設：物件価格の上昇（前年同期比、2021年第3四半期）



出所：CBREリサーチ（2021年第3四半期）

「軒並み倒れる」と予測しており、次のように述べた。「CBDの商業施設部門について、市場が二層化する可能性がある。目抜き通りの商業施設には依然として需要があるものの、CBD内の複数階のショッピングセンターは厳しいだろう」。中でも2階から上のスペースが苦戦すると見られる。こうした施設は何年にもわたって衰退してきた上に、現在はコロナ禍でのロックダウンによる制限の影響をまともに受けている。CBREによると、シドニーのCBDにおける歩行者の人流は2021年9月には前月比86%も減少した。現在、物件の評価も見直されている。オフィスビルと産業施設（ラストワンマイル・フルフィルメント施設）は、キャップレートが6%前後であれば魅力的とされている。さらに、郊外のショッピングセンターが占める広大な区画も、複合施設としてリポジショニングを行うという投機的な取り組みの候補地として見られるようになった。

オーストラリアの都市にはこうした複数階のショッピングセンターがいくつもあり、また投資ファンドが売却の検討を進めている状況を踏まえると、取引は好調が続くものと予想される。買い手側には外国ファンド（機関投資家とプライベートエク

イティファンド）が軒を連ねている。その結果、都心部の資産のキャップレートは以前は低かったものの上昇しつつあり、一方で地方の高利回り資産では低下に向かうという奇妙な状況が生まれている。

一方、住宅市場は2021年下半期に一気に活況となった。移民の流入がとなって人口増加に急ブレーキがかかったにもかかわらず住宅価格が急騰したためだ。ある国内デベロッパーによると、これは低利率環境が続いていることや最も人気のある市場で物件が不足していることと共に、インフレが一つの引き金になっているという。（オーストラリアのマルチファミリー住宅部門に関する詳細はChapter 3を参照のこと。）

現在の市場の力強さにもかかわらず、この部門の将来見通しは最終的には移民の回復にかかっている。このデベロッパーは「我々に何ができるか夢想することは可能だ。でも現実には、オーストラリアは建国以来2つのことに依存してきた。1つは移民による人口の増加であり、もう1つは外国資金の流入だ。この2つがなくなったら、我々には成長ストーリーとして語れるものが何なくなってしまう」と述べた。

銀行融資は引き続き簡単に手に入る一方で、住宅建設は減少しており、将来の供給不足が予想される。このデベロッパーによると「この市場では開発用地を見つけるのが難しい。これは政府による計画立案プロセスが大きく減速したことによるもので、特にニューサウスウェールズ州で顕著だ。そのため、今後数年間は新規開発用のパイプラインが限定的となり、加えて需要が拡大している。つまり、計画ができた承認された開発用地を巡る競争は非常に熾烈ということだ」。

ニューエコノミーが需要を牽引

経済の中心において「ニューエコノミー」産業への包括的なシフトが進んでいることにより、CBDからの資金の移動が加速している。現在、ニューエコノミー産業はテーマ型投資戦略の一環として注目が高まっているのだ。香港に拠点を置くあるファンドマネジャーの言葉を借りれば「銀行も、資産運用会社も、伝統的な企業も成長していない。現在、成長しているのはデジタル化に取り組んでいる企業だ。それはテック企業と同じようなものかもしれないが、私はもっと幅広く捉えている。デジタル化には、例えばライフサイエンスや教育も含まれるだろう。そのため、新世代のテナントがどの市場に移行していく、どんな物件を求めているのかを考える必要がある。総じて、CBD以外の市場である。」

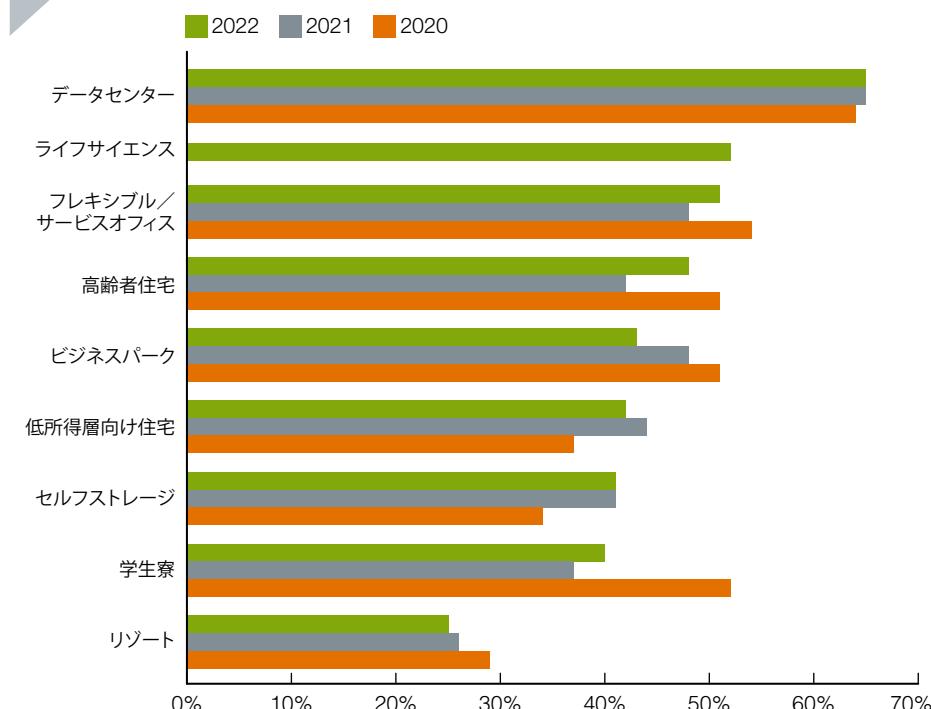
市場によっては、「CBD以外である」ことが異なる意味を持つ場合がある。中国では、コロナ禍の影響が比較的軽微な状況であるため、企業が労働力の分散を進めるインセンティブはほとんどない。だがテクノロジーフィールドの成長を図るという政府の長期計画の下で、都心部に拠点を置くことへの思い入れがほとんどないニューエコノミー企業が多数生まれている。その結果、中国のテクノロジーパーク内のオフィス及び技術開発(R&D)スペースへの投資額は2021年第1四半期に25億米ドルに達し、過去最高を記録した。不動産サービス会社のコリアーズによると、こうした企業が成約するスペースは2025年には550万平方メートルを超えると予想される。これはオフィスの成約面積全体の20%超に相当する。テック企業による需要はアジア太平洋地域の全市場でも増加している。

こうした非CBDのワークスペースへの移行は、その多くが注意を引くことなく進んでいる。一例として、今回の調査では、2022年にはビジネスパーク内のスペースでの業務を2021年または2020年と比較して減らす計画だとする回答者が多かった。香港を拠点とするあるアナリストは、中国市場について次のようにコメントしている。「分散化が進められているため、ビジネスパークはあまり話題にならない。昔は建物の質が低かった。今では上級の都市のビジネスパークは成熟

度を高め、賃料も安くなり、ライフサイエンス企業やテック企業が入居している。それだけでなく、政府による新たなREIT制度では投資適格な資産クラスにビジネスパークが含まれることも忘

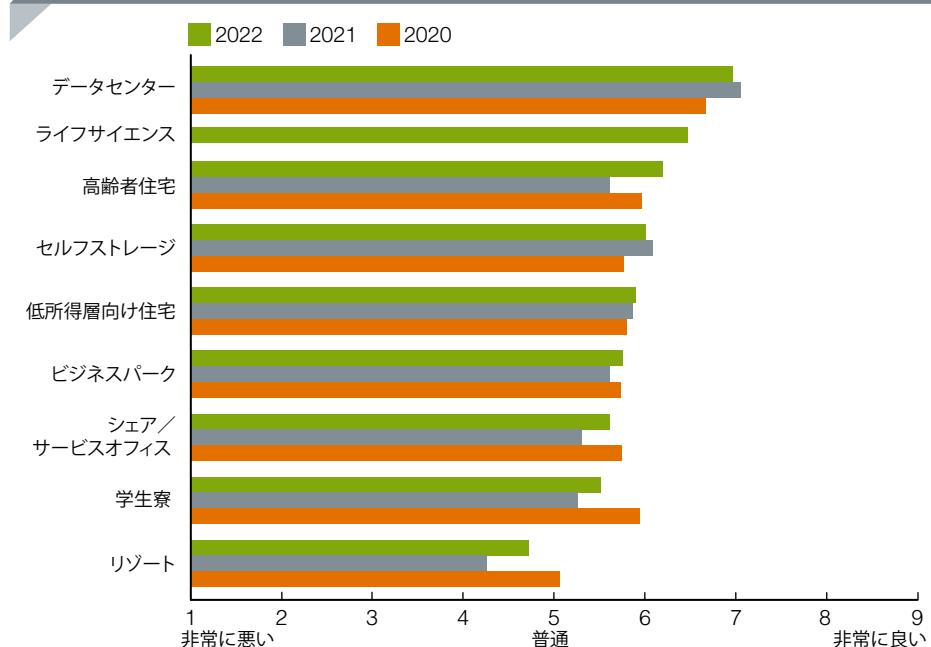
れられている」。RCAのレポートによると、中国では2021年の年初から10月までの期間に北京と上海のビジネスパーク内のオフィスビルの取引高が約40億米ドルに達した。

図表1-7 投資家が注力している（または2022年に注力を予定している）ニッチ部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

図表1-8 ニッチ不動産タイプ別見通し（2022年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

香港にはかつて産業施設や倉庫だったスペースが大量に存在する。政府の優遇策の下、事業用不動産への転換が可能になったことから、通信、eコマース、バイオテクノロジー、新エネルギー、製薬といったニューエコノミー企業がそうした物件に拠点を構えたと伝えられる。報道によると、利用可能なスペースの約50%をこれらの企業が占めているという。

インドもニューエコノミー産業が根付いた市場であり、ライフサイエンスが主たる成長源になると予想されている。特に、世界の主要製薬会社が開発した薬品などのオフショア製造拠点として脚光を浴びているのだ。

この分野に投資するオポチュニティックファンドのマネジャーによると、インドのライフサイエンス業界は、15年前に同国でハイテク企業向けオフィススペースがブームになる前と似た状況にあるという。このマネジャーは「ベンチャーキャピタルが少ないため、米国で言われてきたライフサイエンスとは異なるものの、コストダウンを模索する大手製薬会社のニーズに合い、リスク調整後の機会として有望だ。物件としては、テック企業向けのオフィスと物流施設／産業施設の中間というところで、米国で見かけるような非常に高額のライフサイエンス用施設ではない。むしろ廃棄物処理を考慮し、床荷重を高く設定し、使用可能電力を増やし、空気調整能力を高め、内部に入る MEP（機械・電気設備・配管）の重量が増えても耐えられるインフラを備えた施設と言える」と述べた。

インタビューでは、ニューエコノミーの具体的なサブマーケットとして、上海の張江、北京の上地、シンガポールのシティ・ホールなどが挙げられた。今後の有望な場所にはシンガポールの CBD のサウスと深圳の錢海新区などがある。あるインタビュー回答者は、現在は上海を中心としている中国ライフサイエンス業界の新たな拠点として錢海新区が浮上する可能性を指摘した。

利回りよりキャッシュフローを優先

投資家は常に利回りを第一に重視してきた。しかしコロナ禍によりその優先順位に変化が起きている。ファンドがバリューアップなどの手法により収益を増やし続けようとするのは間違いない。彼らはキャップレートが長期にわたり低位に留まるだろうと受け止めており、また国債の利回りでは（時にマイナスにもなり）不動産に太刀打ちできないとの認識と相まって、力点を変えている。

特に、空室率とテナントの解約率が上昇しているため、所有者は既存のテナントベースの維持や、持続力が高そうな新規テナント（政府機関など）の誘致に注力を強めており、そのためには賃料の引き下げも厭わない。

東京のあるオフィスビル所有者は「このところ少しスペースを抑えている。というのは、以前なら、市場賃料を大幅に下回るテナントが賃料の引上げに応じない場合、スペースを取り戻して市場賃料水準で新たに募集し、1年か2年の移行期を経て賃料を満額に引き上げたものだ。だが、今はテナントが大きな決定を避けるため、そうしたくない。だから、比較的大きな空室が生じると、それを埋め戻すのはいささか難しい」と語る。

これは、物流部門の加重平均賃貸期間（WALE）の長さが高く評価されるようになった一因である。同じことはマルチファミリー住宅にも当てはまる。ある機関投資家向けファンドマネジャーが言ったように「利率が0%の世界では、回復力がありインフレに連動したマルチファミリー住宅は外国人投資家にとって非常に魅力的な投資機会となっている。つまり、長期にわたってそこに資金配分しても、やがては利益が得られるからだ」。

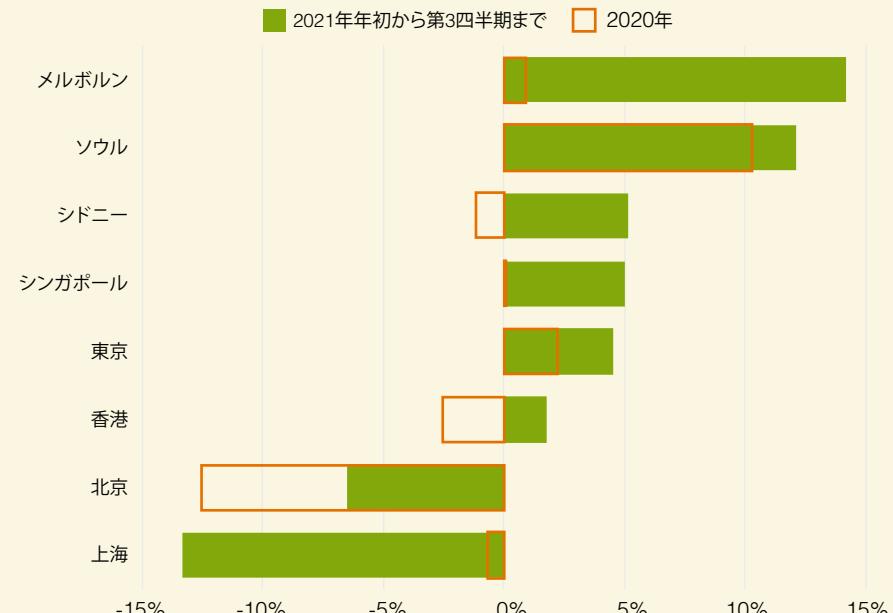
中国：重要テーマ

COVID-19 の封じ込めのために中国はゼロ・トランク政策を採り、パンデミックによるショックから経済を隔離することに成功し、投資銀行のスタンダードチャータード銀行によると、2021 年第 3 四半期の国内総生産 (GDP) 成長率は前年同期比 4.9% 増という優れた成果を達成した。不動産投資も回復力を示し、RCA によると、2021 年 9 月までの 3 四半期の投資額は前年同期比 15% 増の 350 億米ドルに達している。これは主に国内の投資需要が牽引したもので、その結果、中国はアジア太平洋地域で最も活発な市場となり、経済活動はコロナ禍前の 2015 年と 2019 年の水準を大きく上回った。

資産クラスとしては、国内消費に関連した物件が人気の中心となっている。経済が回復し、海外旅行の機会が閉ざされたことと相まって、商業施設の取引が活発化した。また投資家は最近の世界的な長期傾向に従い、物流施設や、コールドストレージ、データセンター、ライフサイエンスなどニューエコノミーの高利回りなサブセクターにも狙いを定めている。ビルド・トゥ・レントの住宅部門も勢いを増している。これはアフォーダブル住宅に対する政府の政策に支えられている面が大きい（詳細は Chapter 3 参照）。

一番手都市のオフィス賃料はコロナ禍が始まって以来大幅に下落している（ただし 2021 年には下落幅が鈍化）。これは需要の弱さというより供給過剰を反映したものだ。不動産価格も影響を受け、北京と上海はアジア太平洋地域の主要都市で唯一、2021 年に価格が大幅に下落した。これは、オフィス部門を取得対象とすることが多い外国人投資家からの需要が減退したことによる。また国内の機関投資家が郊外のオフィスから郊外のビジネスパークへと力点をシフトしたこと反映している。

アジア太平洋主要都市のオフィス価格の変化



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

とはいえ、中国国内の資金はほとんどの場合オフショア投資が依然として制限されており、また住宅部門は今や魅力を失いつつあるため、中国の機関投資家は国内オフィスビルへの注力を強めている。彼らはリターン目標を引き下げており資金コストも低いことから、資産を巡る激しい競争が生じており、そのため外国人投資家はバリューアップ投資への転換を進めている。すなわち、運営に関する専門知識を活用して築古または不適切なポジショニングの資産を改良し、コア資産として売却する（買い手は同じ機関投資家であることが多い）のである。

2021 年 6 月に国内で中国リート (C-REIT) 市場が誕生した。当初は 9 ファンドでスタートし、ジョーンズ ラング ラサールによると、その時価総額は約 50 億米ドルだという。その所有構造や税制優遇措置、及び認められるレバレッジ水準は理想的とは言えないものの、C-REIT は外国ファンドにとって新たなエグジットとなるもので、とりわけポートフォリオを組み替えて大規模な資

金を投入しようとしているファンドにとって魅力的だろう。現時点では、C-REIT は主にインフラ部門を投資対象としており、物流施設と産業施設も組み入れ対象に含まれている。その結果、ビジネスパークが注目を集めしており、中でもインベーションやライフサイエンスなど政府が政策的に力を入れている産業を中心としたビジネスパークが関心の的となつた。

だが、こうした良好なファンダメンタルズにもかかわらず、中国の不動産業界は 2021 年下半期に政府が掲げた「共同富裕」の取り組みによって不意打ちを食らった。これは経済全体に影響を及ぼす、広範囲にわたる政策の見直しで、テクノロジーからゲーム、教育まで様々な分野を対象とし、拡大する社会的不均衡と所得の不平等に対処することを目的としたものだ。

その影響は不動産にも及び、政府は主に住宅部門に焦点を当てている。デベロッパーによる高水準の借入金は、すでに 2020 年 8 月に導入さ

れた「三条紅線」（三本のレッドライン）において規制のターゲットとされていた。続いて 2021 年に、需給問題からレバレッジ、資金調達、価格統制にまで至る新たな引き締め策が導入された。中国では不動産部門に対する締め付けは目新しいものではないものの、現在行われているのは前例のない規模だ。

共同富裕は、特に事業用不動産を狙ったわけではないものの、その影響は業界全体に急速に広がった。資金調達の選択肢が急速に枯渇したため、中国房産信息集団（チャイナ・リアル・エストート・インフォメーション）によると、デベロッパー向けの銀行貸付は 2021 年の年初から 9 月までの間に 37% 減少した。一方、投資ファンドや信託基金、さらにはオンショアおよびオフショアの債券市場からのデットも大幅に減少した。一方、2021 年 9 月までの 3 四半期における不動産取引高は前年同期比 14% の減少（住宅だけではなく 36% 減）となり、デベロッパーのキャッシュフローがさらに損なわれることになった。第 3 四半期には国内の多くのデベロッパー（国内最大級の企業も含まれる）が流動性の危機に見舞われ、圧力がさらに高まった。

一部の投資家、特に外国ファンドは、こうした政策の変化に対し、市場から離れるという反応を示した。一部の国内投資家は、資金調達ができないためにそうした選択を余儀なくされることが多い。一方で、政府の戦略の方向性が不確実なことや経済にマイナスの影響を与える可能性があることも一因となっている。

ある外国人投資家は「現在、米国では『中国はリスクオフで』との姿勢が非常に強い。すでに中国に参入し、状況をよく理解している者は依然として投資に前向きの姿勢を示している。それでも「ステークホルダーのこともあるし、今この時期にどうやって投資委員会に中国のプロジェクトについて言い出せばいいのやら」と悩んでいる。そのため、中国市場からいくらか後退することになりそうだ。もっとも、一時的なものだろうが」と述べた。

別のインタビュー回答者によると、外国ファンドにとって、現在進行中及び今後行われる政策変更が投資のエグジットにどのような影響を与えるかも懸念の一つだという。これは特にプラットフォーム取引について言える。こうした懸念は、最近のある取引で著名な世界的プライベートエクイティファンドが関与し耳目を集めたものが失敗に終わったことも一因となっている。

とはいっても、欧米の一部のアリストが提起している最悪のシナリオは疑わしい。特に、2008 年の世界金融危機の原因と類似しているとの指摘は行き過ぎだろう。中国を対象としている投資家の多くが以下の点を指摘している。

- ・中国の銀行制度は依然として資金が潤沢であり、モルガン・スタンレーによれば、開発向けの融資は融資残高全体の 6.9% に過ぎない。
- ・中国政府は流動性を制御する手段を有しており（つまり銀行制度を通じて制御する）、またいつでも制御を実施することができる。
- ・不動産部門の債務残高が手がつけられなくなるほど拡大する可能性は低い。
中国経済全体の債務水準を正確に把握することが難しい一方、ほとんどの投資銀行は、不動産部門の総レバレッジについて管理可能と考えている。モルガン・スタンレーによると、国内デベロッパーの借入総額は約 18.4 兆人民元となっている。これは一年間の不動産取引高とほぼ同じであり、金融制度を揺るがしかねないような額ではない。一方で住宅市場のレバレッジは、ゴールドマン・サックスによれば、40% ~ 50% と低水準にある。クロスギャランティ（銀行の相互援助制度）やオーバーバランスの融資により銀行制度に影響が及ぶリスクはあるものの、中国は従来から、国有企業によるデットの吸収を通してディストレスを抑えるというアプローチを重視してきた。こうした国有企業は、欧米市場で時折見られるような大混乱をもたらす対応を避けている。

インタビュー回答者は先行きについて、少なくとも 2021 年末までは不動産に対する抑制が続くと見ている。その後、新規建設は減速する可能性があるものの、投資は急速に回復すると予想される。これは現在進行中の締め付けにより、閉まる扉と同じほどの数の扉が開くからだ。

まず、当局は地方の土地の競売において価格を引き下げ、参加条件を緩和することで危機に対応した。さらに、不動産業界に引き起こされたストレスにより、市場の混乱を利用する余地が生まれた。

上海を拠点とするあるファンドマネジャーが述べたように「レバレッジ解消キャンペーンは一部のデベロッパーのバランスシートに重圧をかけた。これは現実的には、彼らにとって資金を調達する最後のチャンスがノンコア資産の売却であることを示している。そのため、こうしたデベロッパーがうまく運営できずに売却する事業用不動産のいくつかについて、多くの投資家グループが機会費用の検討を進めており、今後さらに大勢の投資家がやってくるだろう」。

その結果、外国人投資家は、ずっと保有され市場に出されることは滅多にないパフォーマンスの悪い物件にアクセスしやすくなり、それらを改善してコア資産にリポジショニングする可能性が生まれている。

▶ 中国の巨大都市 クラスター

これまで、中国の事業用不動産への投資は一番手都市に集中してきた。高額の開発プロジェクトが次々に進められ、需要の拡大と富がうまく組み合わさせてそれらを吸収できるのが一番手都市だからだ。しかしこのところ、政府の政策主導もあって、より大規模なメガポリス型のエリアへと焦点が移っている。そうしたエリアには、要として1つ以上の一番手都市が入っていることが多い。それらの中で最初に発展したのが長江デルタである。高速輸送ネットワークの展開が触媒となり、上海に拠点を置く企業が近隣地域に有機的に成長していった。

より最近では、他の都市クラスターも出現しており、なかでも北部の渤海湾エリア周辺（ジンジンジ大都市圏としても知られる）と南部のグレーター・ベイエリア（大湾区）が著名で、後者は9つの都市と2つの特別行政区で構成され、香港、広州、深圳、マカオがその中核に位置している。これは、金融サービス、物流、テクノロジー製品の

製造など特定分野に特化したハブを備えた「生産性クラスター」の構築を狙ったものだ。各ハブは相互の経済発展という好循環のフィードバックによってクラスターの進化を促す。

政府が現在進めている政策により国内の不動産業界がどのように再構成されるのか見通しが立たないところから、多くのデベロッパーは、今後とも政府の支援を得られると分かっている資産クラスや地域を重視する戦略に切り替えていく。つまり、三番手都市・四番手都市などへの投資を減らして、発達しつつある都市クラスターへの投資を増やすということだ。

現在、グレーター・ベイエリアが特に注目を集めているのは、政府により国家戦略に指定されたにもかかわらず、まだクラスターとして発展の初期段階に留まっているためと言ってもよいだろう。あるインタビュー回答者によると、そこには政府の政策が変更されるというリスクがあるものの、先発者にとっては利用できる機会が増えることになる。

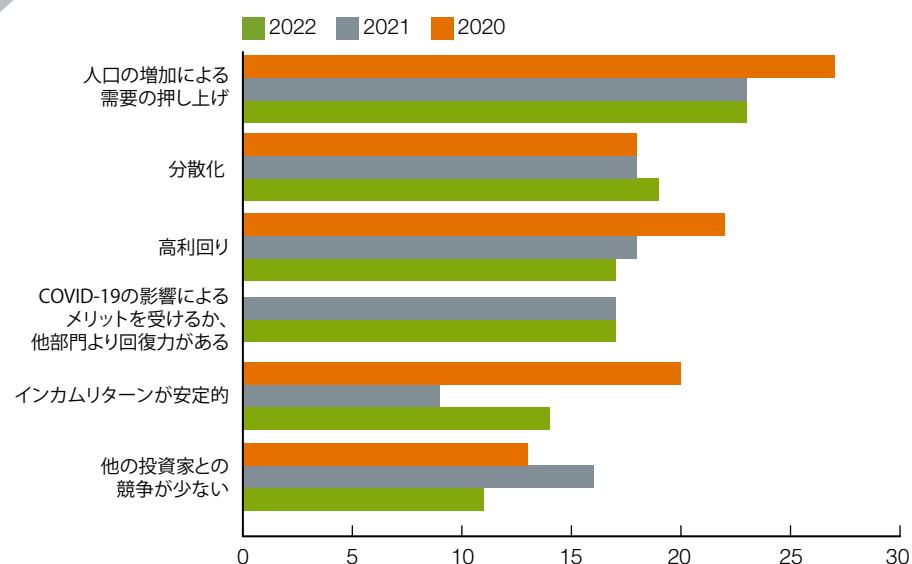
また、別の外国ファンドのマネジャーによると、中央政府が香港を中国本土の経済に統合させようと注力を強めており、そのためグレーター・ベイエリアの確実な成功に向けて努力を惜しまないことも追い風となっている。

投資銀行のスタンダードチャータードが最近行った調査では、グレーター・ベイエリアが経済改革のペース、市場の開放性やビジネスのしやすさにおいて他の国内経済圏に明白な差をつけた、という点で回答者の意見が一致した。クラスターのどの部分が最大の成功を収めるかについては議論の余地がある。ある国内デベロッパーの代表者は、「中国における主要な開発目標」になった都市として深圳と珠海を挙げた。

人口動態がニッチ投資を促進

ここ数年の動きとして、パフォーマンスの要求度がそれほど高くないファンドによって従来型の資産クラスから締め出しを食らっていた投資家が目標達成のためにニッチ部門への取り組みを強めている。ニッチな資産クラスの利回りが概して高いことが要因の一つであることには変わりはない。なお興味深いことに、投資家は現在、こうした資産に投資するインセンティブとして人口動態に基づく需要と多様化に着目している（図表1-9参照）。

図表1-9 ニッチ部門に投資する理由（回答者の比率）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

今日の不安定で予測不能な環境では、これまでとは異なる戦略の方が多い機会を得られるだろう（その分、リスクも高まる）。インタビューでは、そうしたオプションとして次のようなものが挙げられた。

- ・ロックダウンや渡航禁止が果てしなく続くようと思われる状況下では、国内または地域の利用者・顧客を対象としたディフェンシブな資産クラスが明らかな機会だ。これには生活必需品を扱う地域型商業施設も含まれ、アジア太平洋地域全体にわたって投資家が積極的にターゲットとしている。

- ・同じ理由により、高齢者住宅や介護施設も人気のある投資対象だった。ただ、慢性的な供給不足にもかかわらず、（オーストラリアと日本を除いて）まだ実行可能な運用モデルが立ち上がってない。投資家はまた、入居者がCOVID-19の感染にさらされる可能性について懸念している。アジア太平洋地域における投資額は2021年に大幅に回復し、RCAによると、2020年通年の6億8,900万米ドルに対し、2021年上半年だけで7億7,900万米ドルに達した。オーストラリアについては、数名のインタビュー回答者が見込みのあるニッチ市場として、ベビーブーム世代の引退後の施設を挙げた。ベビーブーム世代の多くは自由に使えるお金があり、健康とウェルネスを重視した質の高いゲーテッド・コミュニティ（門を設け周囲を囲んで

で出入りを制限し防犯性を高めた住宅地）内の住まいを探している。

- ・商業施設の打撃は複数階からなるショッピングセンターの上層階部分で最も深刻であり、賃料が下落を続けているため、これらのスペースを様々な形で用途変更する機会がある。用途として、スタジオ、仕事場、図書館、学習塾、クリニック、フレックスワークスペース、ラストワンマイル配達施設、さらには上記のような高齢者施設などが考えられる。あるインタビュー回答者は、所有者が家主としてフロア全体の権限を持ち、20～30のテナントをパートナーシップの形で管理して、そのフロアで創出される様々な体験のコストと利益を共有するというモデルを提案した。

- ・データセンターとコールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）施設も好まれる投資対象で、特にデータセンターは総じてリターンが大きいことから注目を集めていた。ただし、どちらも運営集約型であり、様々な複雑性があるため、不用意に手を出すと怪我をする可能性がある。

- ・ロックダウンが行われ、また感染率も高いことから、都市部に留まる理由がほとんどなくなり、郊外や町はずれのコミュニティにおける住宅への需要が急増している。人口密度の高い都市中心部から外に移っていく動機は明らかだ。しかし、より大きな問題は、果たしてこの現象に

持続力があるかどうかだ。この点について意見は様々だ。今のところ、この傾向は上記の分散化の動きと合致する。オーストラリアでは、シドニーとメルボルン近郊の、総じて高価なビーチサイドの戸建て住宅が注目を集めしており、情報サービス会社のコアロジックによると、住宅価格は2021年9月時点で前年同期比30%超も上昇した。こうした状況は東京も同様で、入居者が横浜などの近隣地域や埼玉県・千葉県の町に移動しているため賃貸住宅の稼働率は低下している。インドでは、新規開発は高層ビルやマンションから「プロット開発」にシフトしている。つまり、ゲーテッド・コミュニティ内の100～200平方メートルの小区画に4階建てのユニット住宅を開発するというものだ。この変化は、健康への配慮だけでなく、在宅勤務のスペースを広く取ることができるフリーホールド（自由保有権）の物件を求める声によって推進されてきた。インド在住のあるインタビュー回答者によると、同国北部の都市におけるプロット開発の価格はこの1年で50%～60%上昇したという。さらにフィリピンでも「戸建て住宅型ゲーテッド・コミュニティ」という形で同様の現象が見られる。



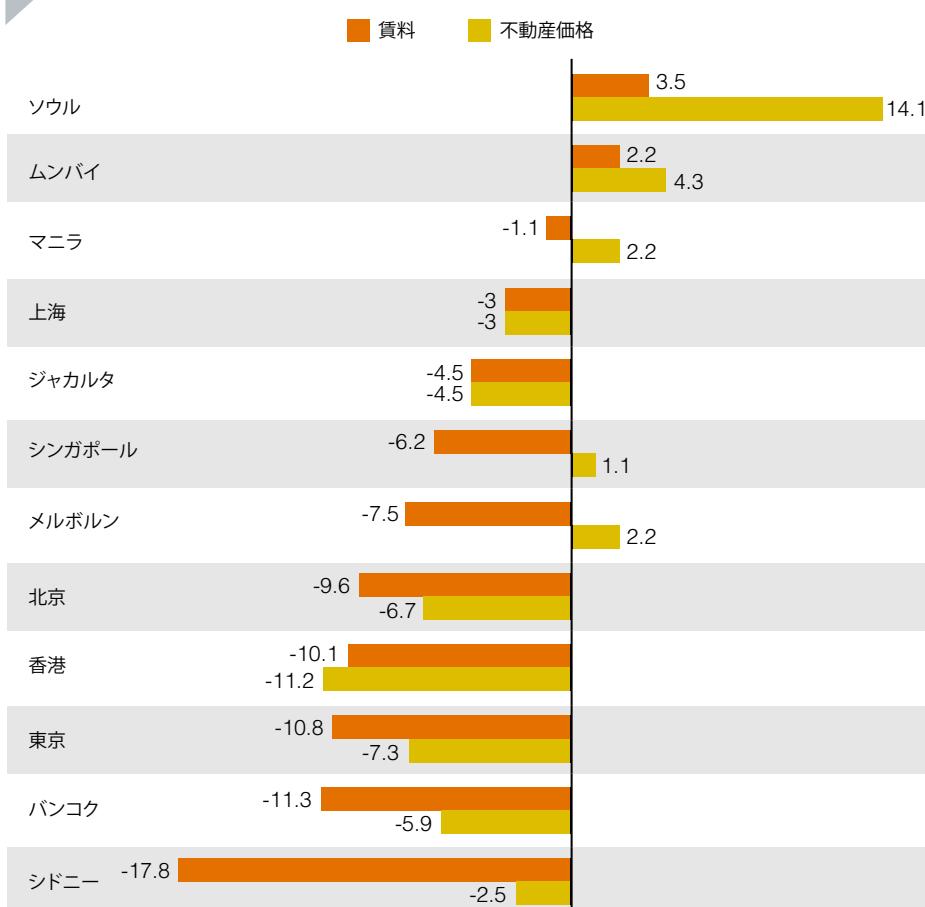
ディストレス： まだ待ちが続く

世界経済の減速の度合いを考えると、アジア太平洋地域全体にわたって不動産価格が安定しているのは驚くべきことだ。昨年の本書では、多くのインタビュー回答者が「2021年にはディストレス資産の波が市場に押し寄せる」と確信していることをお伝えした。だがこれまでのところ、賃料の下落（多くの場合急激な下落で、またシンガポールを除いて回復の見込みは薄い）（図表1-11参照）にもかかわらず、こうした懸念は現実のものとなっておらず、不動産価格も総じて堅調だ。

もちろん、すべての市場で下落が起きていないわけではない。例えば、香港では（住宅を除いて）不動産価格が急落している。しかし、香港は以前から賃料が高いことで知られており、そのため独自のニッチ部門が存在する。またパンデミックの発生直前に起きた社会不安の影響が長引いたものの、香港市場はともかくにもすでにそれを吸収しつつあった。その上、価格が下落したとはいえ、香港のディストレスはこれまでのところ限定的だ。九龍の観光地区では不良債権化した区分所有権の売却が数多く行われたかもしれない。しかし、投資適格資産の大半は無傷のままで、このことは不動産所有者の持続力とレバレッジの低さを物語っている。

資産クラスで見ると、ディストレス発生の可能性が最も高いのは商業施設部門とホテル部門、および一部のニッチ部門である。特に、オーストラリアの学生寮市場は、2019年には学位レベルの外国人留学生が約73万8,000人（うち中国から20万人以上）在籍していた。しかし渡航制限によって壊滅的な影響を受けた。学生寮を手掛けるファンドマネジャーの一人は「学生向け宿泊施設の所有者は非常に苦戦しており、近い将来にその状況がどう変わるか予想がつかない。そのため、オーストラリアの学生向け宿泊施設を大幅な割引価格で取得できれば、そして私としてはいくらかディストレスが出てくると思わずにはいられない。それは用途変更に適した資産となる可能性があるだろう。ただ残念ながら、所有者の大半は大手のソブリン・ウェルス・ファンドが後ろについている」と述べた。

図表1-10 オフィスの賃料と価格の変化（前年同期比、2021年第2四半期）



出所：ジョーンズラング ラサール（不動産情報サービス）、2021年第2四半期

図表1-11 2022年に賃料の上昇が見込まれる市場



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2022アンケート

注：データは9点満点でスコア化したもの

一方、日本、シンガポール、ニュージーランドの学生寮市場は国内市場の需要と密接に関連しているため、影響が少なくなっている。また、オーストラリアの施設が閉鎖されたため中国人学生が他のオプションを選ぶことから恩恵を受けられるだろう。

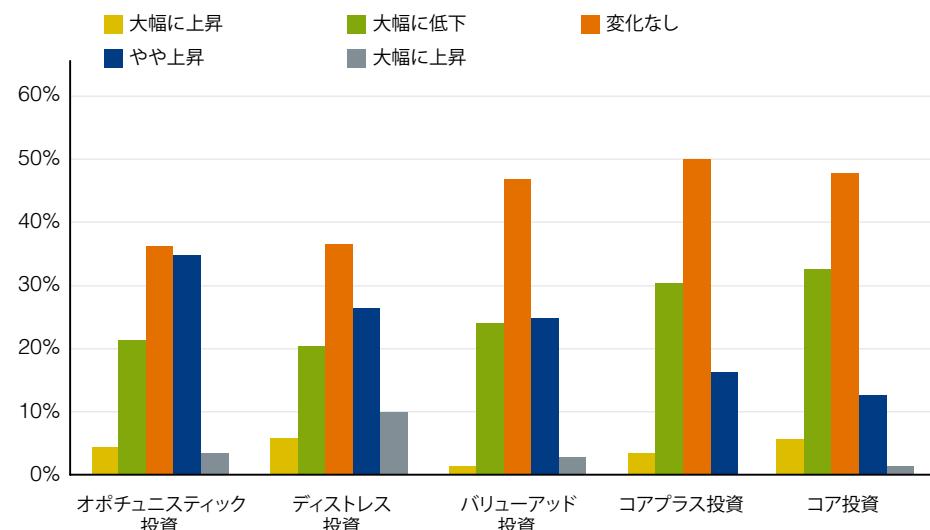
対極的に、アジア太平洋地域の中には、COVID-19の感染拡大が深刻化したにもかかわらず、事業用不動産の賃料と物件価格が上昇した市場もある。その一つがインドで、かねて予想されていたテック企業によるアウトソーシングのブームが到来し、ちょうど経済特区の税制優遇措置が終了したため、テナントがすでに混雑しているITパークに押し寄せたのだ。またソウルでは、韓国の税制改正を受けて買い手がオフィスビルに群がっており、さらに世界的なコロナ対策により外国の資産の取得に難儀していた国内機関投資家の豊富な資金が流れ込んだ。

一方、今後のディストレス物件に対する期待は薄れているよう、Emerging Trendsの調査において、ディストレス投資によりリターンが「大幅に上昇」したのは、前回の調査では回答者の17.7%だったのに対し今回の調査では10%に過ぎなかつた（また、「やや上昇」としたのは前回の32.3%に対し今回は26.3%に下がっている）（図表1-12参照）。

予想外に不良化資産がなかつたことで、一部の投資家は頭を抱えている。オーストラリアを拠点とする、ホテル部門に投資するファンドマネジャーの一人は「資産の評価があまり下がっていないことに驚いている。確かに、大都市の市場では、宿泊料金は供給上の制約がある日数と稼働率の関数であるため、宿泊料収入を上げるには満室稼働日を増やす必要があり、そのためにはMICE（会議、インセンティブ旅行、国際会議、イベント）やレジラー、あるいは企業向けマーケットなど、需要を喚起する様々な誘因が求められる。だが、そうした誘因はすぐには現れそうにない。大規模な国際会議などがどの程度行われるかまだ見通しが立たず、完全に復活するにはかなり時間がかかると思う」と述べた。

資産価格が下がらずディストレスが少ない理由として様々な要因が挙げられている。まず、このオーストラリアのファンドマネジャーが続けて述べたように「膨大な資金が存在することだ。投資家は、本来ならば売りに出されることがない資産が出てくると見ている。ただ、必ずしも割引価格

図表1-12 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 2022 アンケート

で取得できるわけではない。その上、投資家は回復するかどうかではなく「いつ回復するか」の問題と捉えており、しかも継続需要（満たされていなかつた潜在需要）もいくらか現れると見ている。

第二に、銀行はアンダーウォーター・ローン（物件の現在価格を上回る額の融資）の打ち切りには引き続き消極的だ。東京とオーストラリアのファンドマネジャーからは、両国の銀行が大手の借主には寛大に対応するようにとの政府からの口頭での要請を守っているとの指摘があった。東京のあるマネジャーは「銀行の流動性を維持し、銀行がサービス部門の流動性を維持することは、明らかに公共の利益となる。また、良質の物件はたいてい大企業が保有しており、たとえ売却すべきであっても、誰もそれを強制することはできないだろう」と述べた。

オーストラリアの銀行部門は緩和的な姿勢がやや弱いと受け止められており、オーストラリア市場を「炭鉱のカナリア」（危険の前兆を知らせるもの）と考える者もいる。しかし、あるアナリストによると、オーストラリアではディストレスの潜在的な売り手のパイプラインが現れているものの、所有者は買い手が求めている30%の割引には依然として乗り気ではないという。オーストラリアの銀行はまだ何も動いておらず、すでに多くの投資家は今後銀行が動くとの期待を捨てている。あるファンドマネジャーは「現在の状況はか

れこれ1年半以上続いており、投資家は考え方を変えて適応し、あるいはこの状況の中でやつていく術を身につけたと思う。そのため、ほとんどの場合、ディストレスが出てくるとは思わない。我々は戦略面でディストレスに頼っていないことは確かだ」と述べた。

他の市場でもディストレスの可能性が浮上しているが、それは必ずしもパンデミックと関連しているわけではない。例えば中国では、政府による最近の締め付けに応えて、大手デベロッパーがソノコア資産を売却するケースが急増している（12ページの「中国：重要テーマ」参照）。インドでも新たな規制による締め付けが行われ、2021年半ばのCOVID-19の壊滅的な感染拡大と相まって、国内の住宅デベロッパーは「厳しい試練」に直面しており、多くの企業が倒産の憂き目にあつた。その結果、ディストレスを狙う大手の外国人投資家は、現在はインドの一番手都市で物件を探している。

グリーンプレミアム

この10年間で事業用不動産の世界に現れた最も強い傾向は、グリーンビルを求める声の高まりと言つていいだろう。以前はあいまいとしていたものの、グリーンビルは一気に投資家と不動産所有者にとって最優先事項となった。この点でアジア太平洋地域はオーストラリアを除き欧米に遅れを取つていたものの、追いつき始めている。そして、気候変動が引き続き重大な関心事項となつてることから、グリーン化への圧力は時間とともに増加の一途を辿つている。

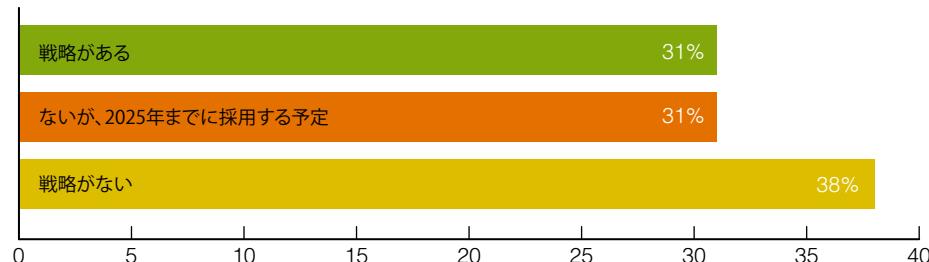
アジア太平洋地域における省エネ化への転換は15年も前にオーストラリアで始まつた。この動きは最初は規制によって、続いてテナントによって、最後に国内投資家によって推進された。環境性能が高いほど建物寿命の伸びに繋がるとの考えから、国内投資家はグリーンビルのキャップレートについて25ベーシスポイントの差を容認したのである。

現在では、規制ではなく民間分野がこうした動きの主要な推進役となっている。欧州の機関投資家が当初採用した方針では、取得する資産が主にエネルギー効率を主眼とした一定の基準に適合することを要件としていた。続いて他の主要な外国人投資家も、同様の要件を採用するようリミテッドパートナー（LP）から圧力を受け、そのためビル所有者に対しても同調を求める圧力が強まつた。

だが最近では、むしろ占有者（居住者）からの要請が多い。香港を拠点とするプライベートエクイティ投資家の1人は次のように述べている。「ファンドはグリーン化の要求に見合うべく投資を増やしている。グリーンビルの方がテナントの需要が高く、そのため賃料も高く設定できるからね。というのは、特にオーストラリアのような市場では、大企業テナントが一定の環境評価に満たないビルのスペースは借りないという方針を採りつづあるからだ」。そのため所有者は、これまでより高い賃料で賃貸できるよう、建物の改善に意欲的になっている。

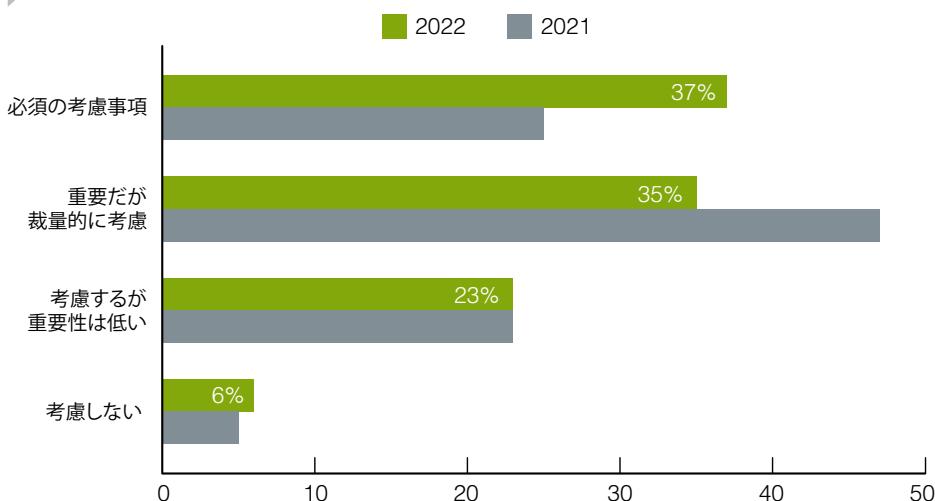
グリーン化の傾向はバリューアップ型のファンドにも機会をもたらしている。つまり、好立地にあるものの基準に適合していない建物を取得し、ESGの観点から改修を行い、より良いテナントに賃貸するか、時代遅れにならない建物を探し

図表 1-13 企業・組織として二酸化炭素排出量実質ゼロの目標を掲げた不動産戦略の有無（回答者の比率）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

図表 1-14 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 2022 アンケート

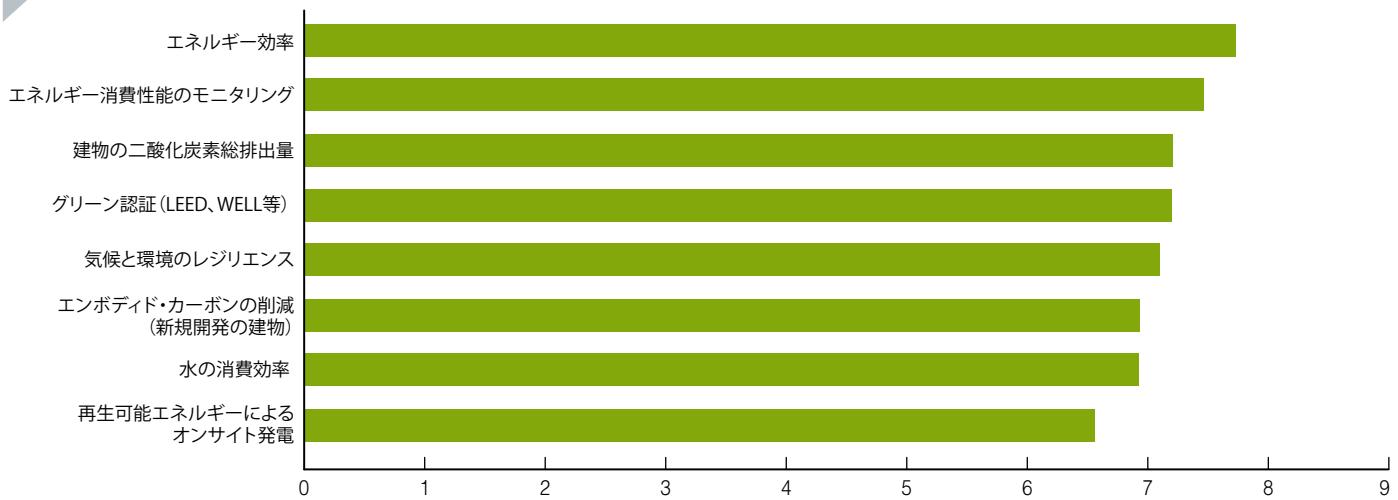
ている欧州の（現在では世界の）ファンドに売却するのである。

このような、いわゆる「グリーンプレミアム」は非常に現実的なものになっているが、その金額的な価値を見出すのは難しい。ある大手プライベートエクイティ企業のファンドマネジャーによると「ある資産について WELL 認証を取得する場合、その本当の意味合いは、当該ビル内の人びとの生産性にある。だから、価値の上昇というものは、加重平均賃貸期間（WALE）の長さや空室率の低さ、賃料の滞納のなさといった面に現れる。というのは、質の高いテナントを獲得できるからだ。Green Star のレーティングを取得したからといって建物の価値が 1% や 10% 上がるといった単純なものではない」。

同時に、現在のところグリーン化への適合に対しインセンティブが働くのは、大規模投資ファンドや大手の企業テナントの範疇であるハイエンドの資産が中心となっている。他の建物の場合、ESG 面での資産増強に費やす資金は必ずしも増えておらず、特に、保有期間が短いオポチュニティックファンドについてもそう言える。彼らにとっては、グリーンプレミアムがかなり話題に上っている場合であっても、投資利益率（ROI）という従来からの課題がすぐに頭に浮かんでくる。

日本のあるバリューアップ投資家によると「率直に言って、状況はさほど変わっていない。冷暖房空調システムや換気の著しい改善が可能で、フィルターなどを取り付けることができる建物を探すことについては検討したものの、実際にで

図表 1-15 投資家が考慮すべき最重要の ESG 要素



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

きることには比較的大きな制約がある。力が問題にならなければ何でも好きなものを建てることができる。むしろ推進力となるのはテナントの姿勢だ。所有者としては、テナント自身に積極的に対応する用意がない限り、そうしたリポジショニングを行うのは難しい」という。

言い換れば、今のところ、非適合の建物の価値に影響を与えるのは機会コストのみであり、そして機会コストは資産によって異なるのが常だ。別のバリューアップ投資家は「ホットな話題ではあるが、実際には、建物の価値にそれほど大きな影響を与えておらず、非適合のビルだからといって評価を下げることはない。取引を追い求めている投資家は非常に多い。そのため、もしESGに非適合の物件だからといって入札価格を引き下げたとしたら、手に入れられなくなるだけだ」と指摘した。

とはいえ、今後は事情が変わっていくものと予想される。ESGに適合した建物を求めるテナントやその従業員が増えるにつれ、この問題は（おそらく数年以内に）さらに大きくなり、「グリーンペナルティ」が課せられ始めるだろう。

米国のあるファンドグループのマネジャーによると「今後さらに進展することは確実だと思う。ESGのパラメータ（規範）や環境基準に適合する建物に対して、そうでない建物よりも高い金額を支払う投資家が現れてくる。理由は単純で、そうした建物には需要があるからだ。逆に言えば、自

分のパラメータに合わない建物については、取得や入居に消極的な者が増えるだろう。我々の顧客について言えば、間違いなく推進派だ。大手多国籍企業ならば『このスペースは気に入っているが、建物自体が要件を満たしていないため、社内を説得することはできそうにない』と言うだろう」。

香港のあるインタビュー回答者は、コロナ禍により市場ファンダメンタルズが悪化したことでもESGの改善に影響を与えると指摘する。以前はビルが常にテナントで一杯だったためにESGの原則にほとんど関心を払って来なかつた所有者が、より進歩的な所有者のビルにテナントを奪われ始めているからだ。それにより、例えば香港のように変化の早い市場がオーストラリアの都市のように競争原理がより明白に働く市場へと方向を転じるようになるかもしれない。

さらに、この考え方はファンドにも当てはまる。中国のある機関投資家向けファンドマネジャーが指摘するように、「ESGに積極的に取り組んでいる運用会社が主導権を握る機会が生まれており、これを真剣に捉えている運用会社に資金が集まり始めると思う」。

このところ ESG の適合に対する要求が広まっていることで、別の結果ももたらされている。まず、新規に開発される建物はどれもエネルギー効率基準を満たすよう設計されているため、利回りの創出を追求する投資家にとって、すでに人気

のビルド・トゥ・コア資産への需要がさらに高まっていることだ。このことは投資適格不動産が依然として構造的に不足しているアジア市場に特に当てはまる。

次に、古い建物の再開発が促されている。香港のあるデベロッパーが述べたように「改装はいつでもできるが、新築と同じ水準にまでもっていきことはできない。そのため、セントラルのような主要立地に築 40 年の建物があり、改装によつてあと 5 年から 10 年は使えるとしても、それでも新築と比べたら A グレードになることはない。だから再開発を早めに考える必要がある」。

さらに、ESG の要件で留意すべき点として、主として事業用不動産のプロジェクトに適用されるケースが多いということが挙げられる。投資家やデベロッパーは事業用不動産に対して長期的な視点から取り組み、また運営コストにも常に注意しているからだ。これに対し、例えばビルド・トゥ・セルの住宅開発では様子がまったく異なる。オーストラリアのある住宅デベロッパーは「ビルド・トゥ・セルのデベロッパーは竣工後の建物には一切関心がなく、運営コストの削減を続けるために資金の負担が増えたり利益率が減ることを非常に嫌がる」と述べた。

日本：重要テーマ

日本は従来から安定性、流動性およびデットの安さで定評があり、外国人不動産投資家を大きく魅了してきた。世界中の市場で何らかの不安定さが顕著になりつつある現在、こうした「質」はかつてないほど高く評価されている。日本経済の安定性は不動産取引における大きな変動のなさに示されることが多く、これはコロナ禍においても当てはまることが判明している。

RCAによると、取引件数と取引高のいずれもコロナ禍以前の平均の2割以下に留まっている。だが、他のアジア太平洋市場では2021年に取引が持ち直したもの、日本ではそれが見られないことも注目に値する。今年9月までの3四半期の取引高は263億米ドルで、前年同期比16%減となった。

さらに、インバウンド観光部門を除き、日本経済は引き続き自己充足性が非常に高い。小売市場の95%、および宿泊市場の約91%が国内需要によるもので、世界的な渡航の禁止、外国からの輸入、サプライチェーンの制約による脅威に晒される度合いが少ないのだ。また、円安（執筆時点で米ドルに対し1年前に比べ約10%下落）が外国ファンドにとってさらなる旨味となっている。

日本ではプライム資産を巡る競争は常に厳しく、現在もその状況は変わらない。特に、国内の物流施設部門は需要が強く、また流動性也非常に大きい。RCAによると、日本は2020年におけるアジアの物流施設取引全体の39%を占めた。賃料は高く、空室率は低い。だが、利回りはアジア太平洋地域で最低水準にあるため、資金の投入は困難だ。東京を拠点とするファンドマネジャーの一人は次のように述べている。「誰もが物流施設を取得しようとしており、たとえ安定した資産とはいえ、我々は通常なら競争に加わることすらしない。必ず誰かが我々より高い値段で競り落とすからね」。

日本ではこれまでオフィス部門が資産クラスの定番となってきたが、市場のトップエンドでは、賃料が下降を続けている（CBREによるとAクラスビルの2021年第3四半期の賃料は前四半期比1.4%低下した）にもかかわらず価格が高止まりしている。

これは、日本の大手企業が1年半から2年の計画サイクルにとらわれており、それが不動産ポートフォリオに関する意思決定を遅らせる原因となっていることも一因だ。加えて、東京にはリターンより安定性を重視しがちな国内外の機関投資

家からの流動性がまるで底なしのように流れ込み続けている。東京に拠点を置く別のファンドマネジャーの言葉を借りれば「東京のオフィスの価格は、賃料が低迷しているにもかかわらず依然として非常に高い。投資先を求める資金がそれを先導しているが、その動きは世界的な楽観主義、世界的な流動性、そして世界的なリスク懸念と密接に関連している」。

現在、Aクラスオフィスビルのキャップレートは2%代前半となっている一方、Bクラス市場は必ずしもそれほど逼迫しておらず、賃料と価格とも下落している。また、企業が在宅勤務を推進することで長期的なスペース需要が今後ずっと低下するとの認識が広まっていることから、競争も軟化していくと見られる。

だが日本には小さな家が多く、オフィスで働くのを良しとする文化的バイアスがあるため、在宅勤務が真に勢いを増すことはないと逆張りの見方もある。そのため、一部の外国ファンド（若干のコア投資家を含む）はBクラスオフィスビルに対しバリューアップ戦略を採っている。リポジショニングを念頭に置き、またコロナ禍における低迷の時期を乗り越えて、全体的な回復により賃料と価格が上昇するのを待つという作戦だ。

データと検証

ESG関連事項の重要性がさらに増すにつれ、トップダウンとボトムアップの双方のプロセスで透明性が鍵となっている。単なる確認手続きはもはや十分ではない。現在では、ESG要件を課されたファンドは保有資産について、個々の物件性能を正式に検証する必要がある。これはまず外国人投資家のレベルで、続いて占有者（居住者）のレベルで求められる。多国籍企業テナントが、所有者に対し同様に高いESG基準を満たすよう求め始めているからだ。実際には、これは建物の利用状況と効率性を様々な側面から測定する

技術を導入し、ホールドしている間にESGの実行可能性を確保する道筋を定めた戦略的計画を作成することを求めているのだ。

その結果、リアルタイムのデータ収集と分析が、グリーン化を推進する最大の触媒となった。これはセンサーを活用した技術を導入し、電力と水の使用から建物内の人流、空気循環のレベル、エレベータの使用、およびメンテナンス事項まで、あらゆるものを見定するプロセスである。ビル管理システムにより「デジタルツイン」を作成することもできる。これはスマートビル全体の仮想モデルのことで、IoT（モノのインターネット）経由で

あるいは将来的には5G技術により、各センサーからのリアルタイムデータを活用するものだ。

もちろん、こうしたデータの分析も同様に重要だ。データを分析してそれが意味するものを捉えることで問題点の検出や効率の改善が可能になるとともに、投資の観点から最も大切なこととして建物が要求基準を満たしていることを確認するという非常に重要な報告義務を果たすことができる。

あるプライベートエクイティ投資家は「ひとたびビル管理システムを導入すれば、機械レベルの

また 2020 年以降、セールス・アンド・リースバック取引も人気の的となっている。確固たる国内企業がキャッシュを調達するために（本社ビルのような）ノンコア資産の売却を続けているためだ。

アジア太平洋地域全体にわたり、この一年間で最もパフォーマンスが悪かったのはホテルと言えよう。日本のホテル部門も例外ではなく、コロナ禍以前にインバウンド観光客の著しい増加（2019 年の来日客は約 3,200 万人に達した）に触発されたホテル建設ブームが起きていたことからなおさらだ。

意外なことに思われるかもしれないが、投資家は総じて日本のホテルの見通しに強気であり、国内の観光部門の回復を期待してホテルを投資対象に指定したファンドマネジャーが何人もいる。これまでのところ、資産評価をめぐって膠着状態にあるため、ホテルの取引はほとんど行われていない（詳細は Chapter 3 参照）。

日本のビルド・トゥ・レント住宅部門は最近、外国ファンドを惹きつけるようになった。マルチファミリー住宅はかつては流行遅れだったものの、

数年前、著名な機関投資家たちの目にとまった。彼らは長期にわたり資金を投入できる低リスク資産を探し求めていたのだ。日本はアジア太平洋地域で唯一の成熟したマルチファミリー住宅市場として、賃貸リスクが低く、賃料上昇の可能性もあると考えられているため、投資家のお眼鏡に適うのである。

日本のマルチファミリー住宅のキャップレートはここ数年低下の一途をたどっている（5% 前後から現在は 3% 以下の水準にまで下がった）ものの、ポートフォリオ取引を巡る競争はかつてない激しさとなっている。あるファンドマネジャーによると「欧州の投資家なら、そして住宅価格を欧州の水準と比べれば、キャップレートが 2.5% ~ 2.7% であったとしても、借入コストが低いため日本の住宅はかなり魅力的に見えるだろう」。そのためキャップレートはさらに低下する可能性が高い。

しかし、すでに多くの大型マルチファミリーポートフォリオが売却されているため、資産を集め取引可能な規模のポートフォリオを構築することは難しくなっている。これを回避しようと、一部の投資家は先物買付に目を向けている。そし

てそれにより、将来的に新規物件のパイプラインとなりうるデベロッパーとの関係作りを図っているのだ。ただしフォワードコミットメントについては、引受の前提条件が厳しいことが多いため、異議がないわけではない（詳細は Chapter 3 参照）。

データに直接アクセスできるため、非常に強力なツールとなる。そして、ポートフォリオ全体にわたって、どの建物が順調でどの建物に注意を払う必要があり、またどれをベンチマークとすればよいかがすぐに分かるようになる。そのため設備投資を行うに当たって、ポートフォリオ全体を通して対象をより明確に絞ることができる。

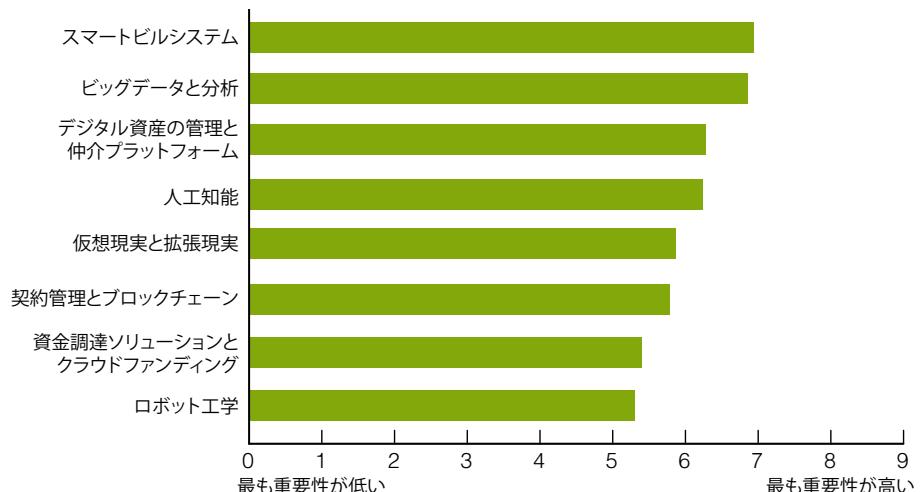
同時に、こうした技術を導入する際の複雑さは（費用は言うまでもなく）かなりのものだ。Emerging Trends のインタビューに答えたある大手プライベートエクイティファンドは、数十か国における数千もの資産にわたり、保有するす

べての建物をカバーした世界的なデータ管理プラットフォームの実装を進めていた。

だが、こうした取り組みは複数年にわたる可能性があり、最低限の基準に適合していることを示す手段として、投資家は GRESB や LEED、あるいは各国における同様のビル認証の取得を進めている。

シンガポールを拠点とするあるファンドマネジャーによると、こうした認証制度が「ますます必要になっている。というのは、我々の顧客は監査のために誰かを雇うことは望んでおらず、代わりに『さあ、この認証書類と分析結果をご覧ください』と言うことができれば、直ちにスピードアップが可能だからだ。またそうした認証によって、環境面だけでなく社会やガバナンス、地域社会との交流という点でもビルが改善を続いていることを示すことができる。これらは測定が難しい場合もあるが、常に質問される点だからね」。

図表 1-16 今後 5 年間で最も大きな影響を及ぼす技術



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート



Chapter 2: 不動産キャピタルフロー

「アジア太平洋地域では地政学的リスクが常に問題となってきた。
今回は違うのかどうかは分からぬ。だが投資家が本当に知りたいのは、
そのリスクを取ることで利益を得られるかどうかだ。」

今年の Emerging Trends によるアンケート調査では、経済の安定性、市場の流動性、着実なキャッシュフローという全体的なテーマが再び投資家心理を牽引した。豊富なコア資金と「安全への逃避」の姿勢を特徴とする投資環境にあって、投資見通しランキングの上位はまたもや確固たる主要都市で占められた。これらの都市が昨年、最善のパフォーマンスを見せたこともある程度反映されているだろう。

これほどストレスの多い時期に市場で安全第一志向がずっと続いていることよりもさらに驚きなのは、今回のアンケート調査で全体的にスコアがやや低下したことだろう。しかも、インタビュー回答者は見通しについて前向きだったにもかかわらずだ。そのため、2022 年については「全体的に悪い」は 5 都市ののみ(前回は 9 都市)となり、「全体的に悪い」が 3 都市(前回は 1 都市)、残りが「普通」となった。これは、回答者が今後の課題についてより冷静な評価を行ったということなのか、それとも昨年のスコアが「底から眺めた」見通しに過ぎなかつたのかは判断が難しい。

このほか、今年と昨年の主な違いは、ランキングの下位の都市に対する評価が目に見えて弱まつたことだ。6 都市のスコアは前回最下位だった香港を下回った。

それでも、大半の都市が総じて肯定的な評価を得たという事実は、前章で述べたいくつかの要因に起因すると言えるだろう。

- アジア太平洋市場では、この地域の不動産に投じた投資資金がさらに増え続けている。
- その結果、賃料はほとんどの場合低下しているにもかかわらず、不動産価格は大半の市場で驚くほどの高水準にとどまっている。

- アジア太平洋地域の経済はほとんどが予想よりも強い回復力を保っている。
- トンネルの出口の光は明るく見える。

東京の人気が衰えないのは様々な要因による。厚みがあり流動性に富んだ市場を持つ安定した経済、不動産価格の回復力、長期にわたり予想以上のリターンを生み出してきた実績などだ。

加えて、キャップレートは低いように見えるものの、貸出金利が低い (LTV75%、5 年ローンで 2% 未満) ため、イールドスプレッドはファンダメンタルズが東京より優れていると見られる市場をも上回っている。

さらに、現在の状況から考えると、日本経済が主に国内需要によって支えられている(ただし、かつて急成長していたインバウンド観光部門は明らかな例外である) という事実は、外部からの衝撃にさらされる度合いが比較的少ないことを意味している。

とはいえ、東京への投資は逆風に直面している。資金の潤沢な国内デベロッパー、ソブリン・ウェルス・ファンドおよび外国の機関投資家という少數のグループがコア市場の多数派を占めており、期待リターンは低い。その結果、大半のプライベートエクイティ資金はハイエンドの物件の利回りを手にすることができない。つまり、外国人投資家は一般的に、目標リターンを達成するために他に目を向ける必要がある。

他のオプションとしては、例えば物流施設、住宅、非 CBD のオフィスビルなど様々な戦略がある。このことは大半の投資家が描いている「日本は真のコア市場である」という姿はやや幻想的であることを示している。

さらに、日本の COVID-19 対策は孤立主義的であり、他国が再び経済の門戸を開き始めているため、不利に働く可能性がある。東京を拠点とするある投資家の言葉によると「一つだけ注意

図表 2-1
都市別の投資見通し (2022 年)



出所 : Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

今回の投資見通しのトップは東京で、前回・前々回の調査で続けて 1 位となったシンガポールに入れ替わった。東京は過去 10 年間で 1 位または 2 位に 6 度もランクインしており(図表 2-2 投資見通しの順位の変遷参照)、ランキング上位の常連である。

しておきたいのは、欧州や米国の状況を見ると、国境が開かれ人々の往来が始まっており、新たな活力が生まれていることだ。私が日本について懸念しているのは、外国人がビザなしで長期間滞在できないため、今のままの状態が続きかねないということだ。そうなると、どこかの時点で経済に影響を及ぼすだろう」。

公平を期すために言うと、この懸念は他のアジア太平洋市場にも当てはまる。特に、中国本土と香港はともにコロナ対策をさらに厳格化しており、感染者数を抑えるという点においてはうまく機能しているが、他国がビジネスを再開するにつれ経済的に孤立する恐れがある。

ランキング第2位のシンガポールは、市場での取引高は常に少ないものの、2020年の不振の後、2021年には取引が大きく回復した。オフィス価格は引き続き堅調で、Aグレードの物件では過去最高を記録しており、売り手の不足により短期的に価格がさらに押し上げられる可能性がある。一方、賃料の低下傾向は2021年第2四半期に反転した。

シンガポールにおける投資家の取得意欲は、供給不足が予想されることから、最近になって大きく高まっている。これにはいくつかの要因がある。新規開発用地のパイプラインが短期的に限定されていること、再開発を狙った資金が市場から撤退したこと、そして外国企業が香港から移転してくれれば、あるいはシンガポールをアジア太平洋地域の本部として選べば、シンガポールは恩恵を受けると投資家が考えていることなどだ。

シンガポールが外国人労働者の入国基準の厳格化を続けていたため、こうした利点はある程度相殺されているものの、あるファンドマネジャーは今後2026年までの間に賃料が30%上昇すると見込んでいる。Emerging Trendsのアンケート調査では、シンガポールはアジア太平洋市場で唯一、2022年に賃料の上昇が予想される都市となった(Chapter 1の図表1-11を参照)。

図表2-2 活況を呈するアジア太平洋地域の都市圏
(2021年年初から第3四半期までの不動産取引高)

2019	2020	2021 (年初来)	都市圏	クロスボーダーの比率	国内	対前年比
2	2	1	ソウル	\$582,120,241	\$18,304,815,161	42%
1	1	2	東京	\$2,722,012,046	\$11,966,964,138	-8%
6	3	3	上海	\$3,004,156,547	\$6,455,435,578	1%
5	4	4	北京	\$609,995,019	\$7,626,928,604	3%
4	5	5	香港	\$1,606,776,272	\$6,512,818,511	44%
3	6	6	シドニー	\$3,236,697,949	\$4,285,605,323	57%
8	8	7	メルボルン	\$3,700,330,583	\$3,081,371,960	87%
7	12	8	シンガポール	\$2,915,215,924	\$2,844,594,628	115%
9	10	9	深圳	\$1,366,971,739	\$2,731,716,747	53%
11	13	10	ブリスベン	\$720,886,986	\$2,521,918,777	182%
10	9	11	大阪	\$876,135,319	\$1,782,063,316	-29%
13	7	12	広州	\$1,157,287,288	\$805,783,199	-22%
43	19	13	パンギョ(板橋)	—	\$1,720,113,448	285%
15	35	14	パース	\$662,667,830	\$894,399,491	355%
18	15	15	台北	\$56,498,505	\$1,343,243,699	10%
20	20	16	埼玉	\$263,657,548	\$1,069,795,738	68%
22	17	17	名古屋	\$511,344,194	\$719,783,806	8%
19	14	18	横浜	\$339,704,951	\$882,054,204	-33%
17	16	19	千葉	\$333,541,107	\$710,799,106	34%
14	18	20	アデレード	\$343,462,085	\$658,733,342	27%
67	29	21	スウォン(水原)	—	\$891,027,828	116%
23	32	22	杭州	—	\$871,782,811	97%
25	24	23	成都	—	\$869,463,366	102%
31	22	24	南京	\$408,748,363	\$437,588,600	47%
27	48	25	蘇州	\$172,154,435	\$662,737,064	224%

出所: リアル・キャピタル・アナリティクス

今年の調査では、14位となった香港も評価が上がった。過去2年は、不安定な社会情勢の長期化とそれに続くコロナ禍による事業用不動産価格の下落という2つのショックに見舞われ、最下位に留まっていた。

だが、香港市場は最悪の時期を脱したというのが一般的な見方かもしれないが、香港に拠点を置く投資家は依然として「軟調」と見ており。というのも、オフィスの新規供給パイプラインが大量に存在し、また成約（解約を差し引いた純件数）の見通しが引き続き不透明だからだ。出入境が再開されれば中国本土からの新たなテナントが見込まれるもの、外国企業については、政治情勢に対する懸念と（それ以上に）香港の厳格なコロナ封じ込め政策によりマインドが冷え込んでいる。長らくアジアで最も活発かつ最も便利なハブと見なされてきた香港だが、コロナ対策により出入境が厳しく制限されているからだ。

今回のランキングの下位は、アジア太平洋地域のほぼすべての発展途上国市場が占めている。それらはいずれも、依然としてCOVID-19の感染率が高く苦しんでいる市場だ。マニラを拠点とするあるアナリストによると「この下降サイクルからすぐに抜け出しが期待されているものの、マニラはまだ外国人投資家の視野に入るには至っていない。近隣諸国を見ると、すでに回復段階への移行があちこちで言われており、テナント需要の点でファンダメンタルズが回復している。だが我々の現状では、そうした兆候はほとんど見られない」。

マニラは若い人口が多く経済も長期的なファンダメンタルズが良好にもかかわらず、住宅とオフィスビルのいずれにおいても大量の供給を消化するのに苦労している。ましてやロックダウンや事業閉鎖により需要が減退したためなおさらだ。特に、中国が牛耳っているオンラインギャンブル業

界は、かつては絶好のターゲットとして新規供給が押し寄せていたが、現在は不安定で先行きの見通しが不確実になっている。一方、ビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）施設は在宅勤務という流れの犠牲になっているが、長期的には、この業界は雇用の分散化という世界的なトレンドの恩恵を受けるかもしれない。

また、インドに対する見方も同じように冷ややかだ。これはおそらく、2021年の4月と5月にインドを襲ったCOVID-19の壊滅的な感染拡大の後遺症だろう。だが実際には、インド市場は2021年下半期に入って急速に勢いを取り戻している。

稼働率の面では、需要の主たる原動力は成長を続けるテクノロジー部門で、その多くは世界のアウトソーシング市場向けにサービスを提供している。インドを拠点とするインタビュー回答者の一人は「Aグレードのオフィスビルに関する昨年のデータを見ると、ほとんどの都市でアブソーピション（新規入居のあったスペース）が40%～50%低下した。だが今年は、テナントが猛烈な勢いで戻ってきている。私でさえもうすぐ需給がタイトになると予想できるくらいだから、彼らは今のうちにスペースを押さえているのだ」と述べた。

さらに、RCAによるとインドの取引高は2021年上半期に24億米ドルに達し、過去二番目の高さとなった。小規模なプライベートエクイティファンドが引き続きインドを敬遠する一方で、ソブリン・ウェルス・ファンドや機関投資家、および外国の大手プライベートエクイティファンドの現地チームはインド全体にわたって複数の資産クラスに多額の資金を投入し続けている。

図表 2-3 投資見通しの順位の変遷

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
東京	1	2	2	4	7	12	1	1	1	13	16
シンガポール	2	1	1	2	3	21	11	9	7	3	1
シドニー	3	3	4	3	1	9	2	4	5	4	3
メルボルン	4	6	5	1	2	16	3	5	13	10	7
ソウル	5	4	10	9	19	17	7	7	15	14	19
大阪	6	8	8	5	10	15	4	3	9	22	21
上海	7	7	7	6	4	6	9	6	2	2	2
ホーチミンシティ	8	5	3	7	5	4	5	13	19	18	10
深圳	9	9	6	8	6	5	18	19	10	16	—
広州	10	10	9	10	8	10	20	20	6	15	6
オークランド	11	13	19	20	9	14	10	15	17	17	20
北京	12	12	13	12	11	11	14	10	8	7	5
台北	13	11	14	21	22	22	17	18	16	9	6
香港	14	22	22	14	13	18	15	21	18	11	13
中国の二番手都市	15	17	20	18	17	20	22	22	12	8	—
バンコク	16	14	11	11	16	8	19	16	11	6	14
ムンバイ	17	15	12	13	12	2	13	11	22	20	15
ジャカルタ	18	16	18	15	14	7	6	2	3	1	11
ニューデリー	19	18	15	17	20	13	16	14	21	21	12
バンガロール	20	21	16	16	15	1	12	17	20	19	9
マニラ	21	19	17	19	18	3	8	8	4	12	18
クアラルンプール	22	20	21	22	21	19	21	12	14	5	17

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

图表 2-4 取引件数と取引高の推移（2019 年～ 2021 年）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

開発見通しランキング

今年のアンケート調査における開発見通しのスコアはわずかに低下したものの、2022 年にはスペース需要が回復すると予想され、それによって新規開発の引受も進むと考えられることから、インタビュー回答者の見方はより前向きなものだった。また、市場で供給不足となっているコア資産への欲求が続いているため、ビルード・トゥ・コア戦略も人気が高い。

ソウルは開発見通しで第 4 位（昨年第 7 位から上昇）にランクされ、オフィスビルと物流施設の両部門で投資家を惹きつけている。2020 年の初めに COVID-19 の世界的大流行が始まって以来、韓国（主にソウル）では取引が急増し、2021 年第 3 四半期にはアジア太平洋地域で最高額となる 106 億米ドルに達した。

開発利回りが比較的高いことから、アジア太平洋の他のコア市場から投資家が引き寄せられており、東京の複数のインタビュー回答者からは国内市場よりもソウルでの取引が好ましいとの声が聞かれた。ソウルの事業用不動産への投資は、通常ならば外国で投資する国内機関投資家が取得を進めたこともあって 2021 年に急増し、RCA

图表 2-5 都市別の開発見通し（2022 年）

	全体的に悪い	普通	全体的に良い
1 シンガポール		5.80	
2 東京		5.65	
3 シドニー		5.59	
4 ソウル		5.43	
5 ホーチミンシティ		5.41	
6 上海		5.31	
7 メルボルン		5.31	
8 大阪		5.30	
9 深圳		5.26	
10 広州		4.94	
11 台北		4.72	
12 北京		4.70	
13 オークランド		4.69	
14 中国の二番手都市		4.64	
15 香港		4.41	
16 ジャカルタ		4.37	
17 ムンバイ		4.37	
18 バンコク		4.33	
19 バンガロール		4.28	
20 ニューデリー		4.25	
21 マニラ		4.09	
22 クアラルンプール		3.92	

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

によると、第 3 四半期には事業用不動産の価格が前年同期比約 18% の急上昇を見せた。これは世界の主要都市の中で最大の伸びである。価格の上昇により投資家の先物買付にも拍車がかかり、第 3 四半期には全取引の 3 分の 1 を占めるに至った。

ベトナムは開発見通しの第 5 位となり、国内の工業団地に対する大規模な外国投資が数年続いている中で、今回も人気の開発投資対象に選ばれた。あるファンドマネジャーは「製造シフトは現実のものとなっている。我々の工業団地の買い手は日本企業、韓国企業、香港のあるグループ、台湾企業など、すべてアジア系だ。我々は住宅も良いと考えているが、こちらの機会はしばらく続くと思われるため、目下の急務は早い段階で産業施設や物流施設に参入することにある」と述べた。

ベトナムには輸出主導型の製造に適した要素がいくつもあるが、COVID-19によるロックダウンの影響を大きく受けており、多くの工場が閉鎖され労働者も散り散りになっている。そのため開発プロジェクトと投資活動が大幅に減速しており、とりわけ、繊維産業と軽工業が主体となっている南部において著しい。これに対し北部は、テクノロジー産業に注力しており労働者の集中度が低いことから、状況が異なっている。こうした地域による格差は他の市場でも見られ、同じ国の中でも COVID-19 の影響の度合いに大きな地域差があることを反映している。

そのため工場の閉鎖とは、ベトナムに工場を有する大手メーカーの一部が他国に代替拠点を見つけたか、見つけようとしていることをいう。そうした拠点には、そもそもベトナムに大量移転する前の本拠であった中国も含まれている。2021年10月末時点で新型コロナワクチンの2回接種率が人口の24%に過ぎず、近いうちに政府の施策が変更される見込みもない中で、2022年には外国投資が大幅に減速する可能性がある。

クロスボーダー投資が復活

広範囲にわたり渡航禁止が実施され自由な往来ができないことも、クロスボーダー資金の流れ

を制限している。つまり、2021年に見られた取引の増加は主に国内投資家によるものである。それでも、2021年のクロスボーダー取引高は約500億米ドルと年間合計の約25%を占めており、コロナ禍以前の水準（約33%）から大きく落ち込んではいない。

RCAによると、2012年以降で初めて、アジア太平洋地域内からの資金による取得額が欧州および米国からの資金による取得を上回った。これも世界的な渡航制限の副作用であり、驚くには当たらない。

特に、シンガポールはアジア太平洋地域への対外投資において最大の資金流出国となり、2021年の年初から9月までの期間に93億米ドルを投じている。ソブリン・ウェルス・ファンドの資金が目立つ（この金額の半分を占める）中、シンガポールREITも同様の状況となっている。安価なデットを利用するとともに住宅ポートフォリオの資産を売却し、そのカネでアジア太平洋地域や世界の他地域の高利回り物件に果敢に入札している。

渡航の禁止にもかかわらず、オーストラリアへの投資資金の大規模な流入は2021年も続いた。ここでもシンガポールの資金が目立っており、あ

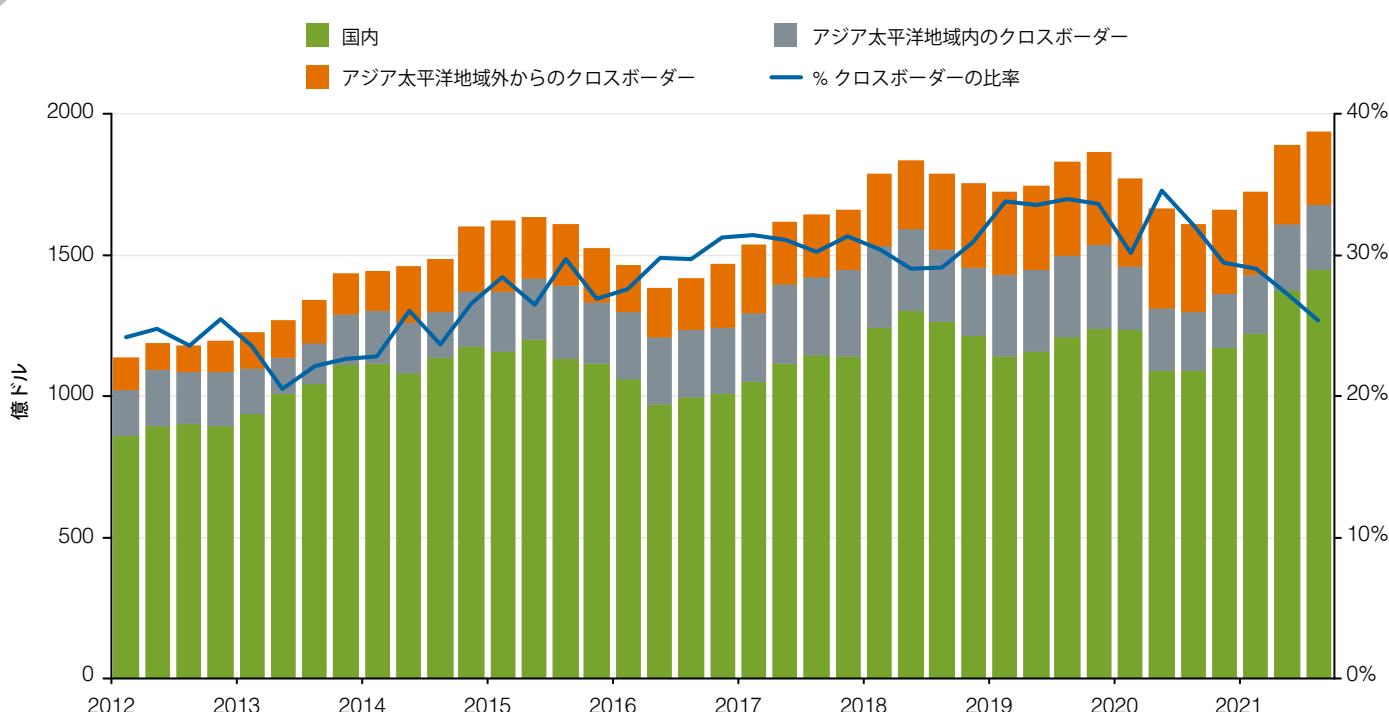
る大手機関投資家によるオーストラリアの大規模物流施設ポートフォリオの取得は2021年における最大の取引となった。

年初から9月までの日本への外国投資は、5年平均と比較して40%減少した。これは主として米国を拠点とするファンドからの資金流入が減ったためだ。従来、日本の不動産に投資する外国資金の大半がそうした米国のファンドだった。

中国本土の事業用不動産への投資は全体としては過去最高に近い水準を保っているものの、中国政府の経済政策の方向性に対する懸念により流入資金は滞り、過去5年間の平均と比較して、やはり40%ほど減少している。ある大規模プライベートエクイティファンドのファンドマネジャーは、こうした懸念により外国人投資家にとって「モグラ叩き」の状況が生まれていると指摘する。これは現在または今後起こる政策変更が経済のどの部分に影響を与えるのか不確実なため、むしろ以前の米中貿易摩擦よりも対応が厄介だ。

一方、中国のデベロッパーによる対外投資は引き続き厳しい規制の対象になっており、不動産コンサルタント会社のナイトランクによると、2021年の1月から10月までの実績は19億米ドルと、ピークだった2017年の175億米ドルから

図表 2-6 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

大幅に減少している。特に中国と香港の資金はオーストラリア市場から「実質的に姿を消した」と、オーストラリアを拠点とする投資家の一人は指摘した。

グローバルファンダが不動産に移行

原則として、インフレ率が上昇する一方で債券利回りが極端な低水準に留まつていれば、投資家にとって実物資産の魅力は高まる。したがって、世界において不動産への投資配分が短中期的に増加すると予想される。

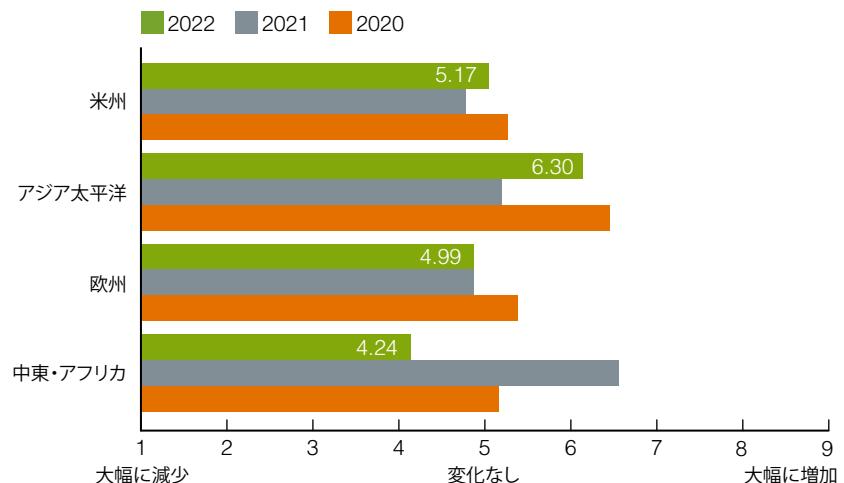
ある分散型プライベートエクイティファンドの責任者は次のように述べている。「不動産への世界的な資金フローは大まかに言って増加しており、それは理に適っている。年金基金は債券市場がゼロ金利状態にある中で7%のリターンを得ることが難しく、いさか苦境に立たされている。ではどこに向かうべきか?その答えは、不動産または他の代替投資と相場が決まっている」。

これは特に、アジア太平洋の資産への配分がまだ不十分であり、この地域の成長見通しの高さにあやかりたいと考えている外国資金に当たる。そのため外国ファンダの関心が昨年の低さから回復した。昨年には「安全第一」の考えが行きわたる一方、欧米の投資家は自分たちのホームグラウンドでディストレスが現れる可能性が高まり、そこで利益を得る機会が数多く生じたのだった。

米国を拠点とするあるファンダマネジャーが述べたように「現在、アジアは事業用不動産における投資適格資産全体の約35%~40%を占めており、今こそ外国人投資家はそこに資金を配分する必要がある。それゆえ拍車がかかっている」。

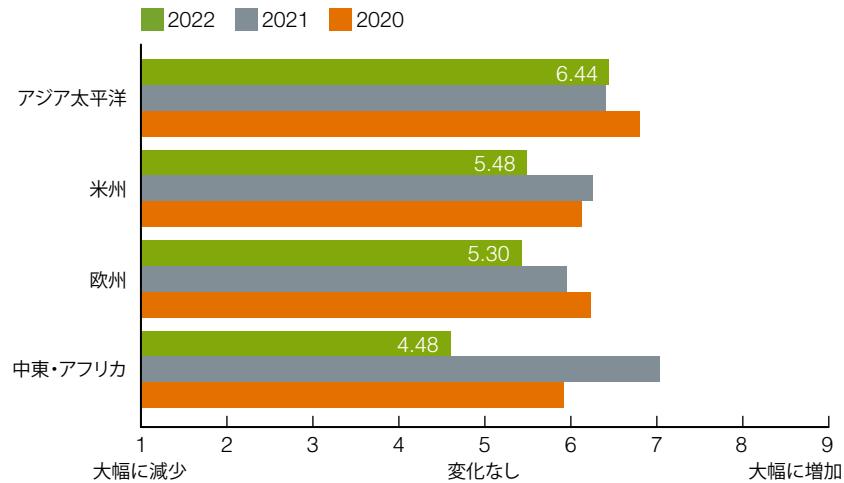
世界の資金がアジア太平洋市場への流入を再開したもう1つの理由は、この地域の資産クラスの少なくとも一部が欧米よりも高いリターンを生み出しているということだ。これは特に物流施設とマルチファミリー住宅に当てはまる。

図表2-7 アジア市場に流入する資金フローの予想される変化(現在から2022年末まで)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

図表2-8 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 2022 アンケート

東京のあるファンダマネジャーによると「欧州の投資家は欧州の住宅価格を念頭に置き、日本の住宅はキャップレートが2.5%か2.75%であっても、特に借入コストが低いため、かなり魅力的だと考えている」。

もちろん、それはアジア太平洋のリスク・リターンプロファイルが欧米のものと一致するかという疑問を提起する。このファンドマネジャーは続けて「私が見るところ、市場全体が抱えている問題は、ファンダメンタルズよりも流動性によって牽引されていることだ。投資家はどの市場も似たようなものと捉えている。私としては期待されるリスク・リターン特性は2つに分かれると感じている。結局、投資家を動かすのはリターンだからね。こうした状況が長期的に続くかどうかについては意見が大きく分かれるだろうが、我々はまだ取得を続けている」と述べた。

同時に、特にコア資産に資金を投入する競争は依然として激しい。オルタナティブ資産の調査会社であるプレキンによると、投資待機資金は何年にもわたって積み上がっており、2021年半ばには過去最高の520億米ドルに達した。この問題に輪を掛けているのが、機関投資家によるアジア太平洋の不動産への投資配分の低さだ。不動産投資顧問のホーズ・ワイル&アソシエイツによると、現時点でわずか7.5%に留まり、目標の11.5%に遠く及ばない(図表2-9参照)。

一方、新規投資ファンド向けのエクイティ調達は2021年に持ち直した。プレキンによると、上半期終了間際に計86億米ドルに積み上り、直近の平年である2019年の上半期の合計を上回っている。これらの調達は、主としてコア投資とバリューアップ投資を目的として行われている。

アジア太平洋地域でロックダウンが行われ、取引案件のための現地視察ができなくなったことで、様々な市場に現地チームを擁する大規模投資ファンドが有利になり、マネジャーを現地に派遣できない外国ファンドから多額の新規資金を引き受けている。

ある大手プライベートエクイティファンドの投資家によると「渡航できないため、投資家はZoomを用いた現場のデューディリジェンスに馴染んできている。まだ躊躇している者もいる。そのため大手はさらに速いペースでますます大きくなる一方、小規模な投資家は苦戦している。残念なことだが、危機が起るたびにこうした状況が見られる」。これまで投資の管理を社内で行うことが支持される傾向にあったが、こうした状況により変化が起きるかどうかはまだ分からぬ。

アジア太平洋の資産に目を向けるソブリン・ウェルス・ファン

COVID-19により、プライベートエクイティ投資家と同様に、世界のソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の投資活動にも制限が加わっている。そのためアジア太平洋地域での投資活動が後退し、SWFは資金を米国の国債に投じる動きを強めた。

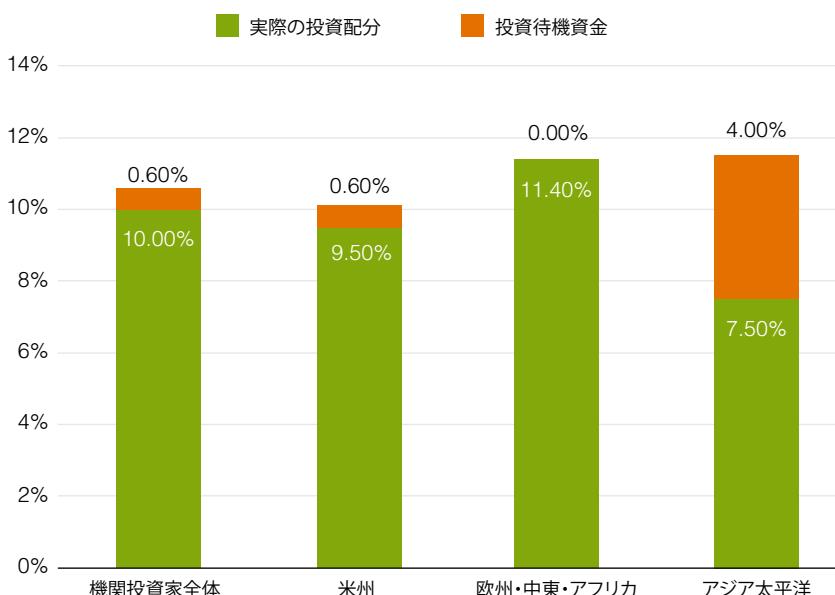
だが、2021年7月に発表された[世界のSWFに関する調査](#)によると、半数以上(53%)が来年、不動産投資を増やす意向であり、現在の水準に保つとしているのは27%だった。この調査では、アジア太平洋の新興経済国、特に中国への投資が優先されていることも判明した。これは経済成長率が高く、資産のリターンも欧米を上回り、コロナの封じ込め対策も効果的であることによる。

アジア太平洋地域のSWFの中で最大の(少なくとも潜在的に最大の)投資家は日本の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)で、資産総額は約1.7兆米ドルと世界最大級だ。

数年前、GPIFはリターンの引上げを図り、投資対象を日本国債以外にも分散すると発表した。代替投資(インフラストラクチャーと不動産を含む)への配分目標を5%としているものの、これまでのところ実現しておらず、2021年3月時点で代替資産はわずか0.7%(約1.3兆円/114億米ドル)に留まっている。このうち、不動産は3,530億円(約31億米ドル)だった。

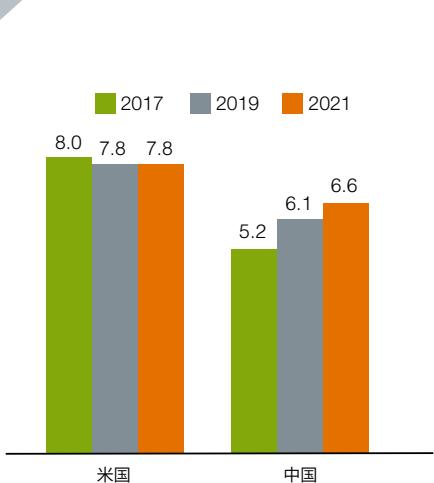
ただし、2021年7月にGPIFが代替資産の保有率を中期的に倍増し1.6%に引き上げると発表していることから、この状況はやがて変わる可能性がある。2020年に株式のローテーションを行った結果、GPIFのNAV(純資産総額)が25.1%の大幅な増加となったことを考えると、自信を強めてその一歩を踏み出すかもしれない。

図表2-9 不動産：世界の機関投資家の投資配分目標と投資待機資金(2021年上半期)



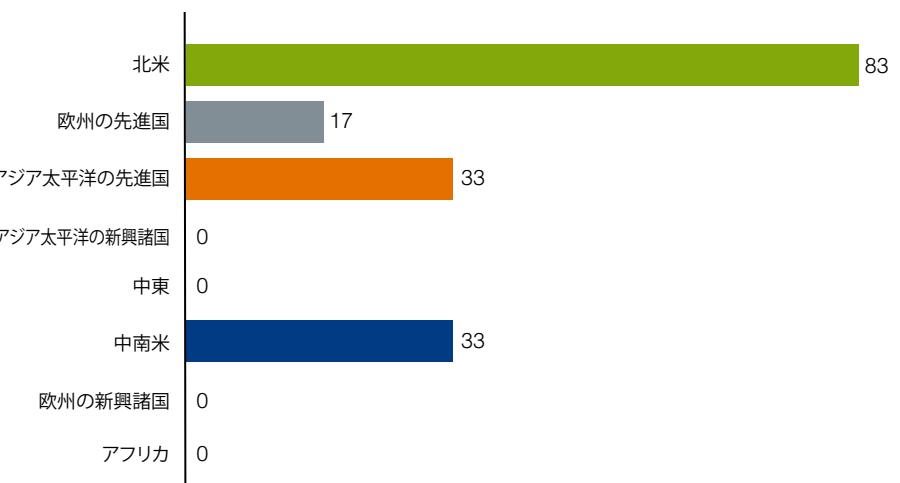
出所：出所：ホーズ・ワイル&アソシエイツおよびジョーンズ ラング ラサールによる推定値

図表 2-10 ソブリン・ウェルス・ファンドのポートフォリオに
とっての魅力度（3年間）



出所：インベスコ
注：10段階による平均点

図表 2-11 アジアを拠点とするソブリン・ウェルス・ファンドの優先投資先



出所：インベスコ

REITの統合

国債の利回りが世界的に低いことが追い風となり、2021年にはアジア太平洋地域全体にわたつてREIT市場が興隆した。また、上半期を通じて投資口価格が上昇したことから、REITは新たに大規模な増資を実施することができ、その総額は2021年第2四半期に約33億米ドルに達した。

これと比例し、REITによる投資も増加した。シンガポールREITの投資額は上半期に17億米ドルを超えて、前年同期比約50%の急増を見せた。オーストラリアREITの投資額も倍増の29億豪ドルに達し、香港、韓国、台湾のREITも取得を増やしている。

アジア太平洋地域には不動産の取得に充当可能な機関投資家の膨大な資金が存在し、これが引き金となって既存のREIT同士の合併による大型

の投資ビーグルが誕生している。2021年にシンガポールで大規模な合併が1件実施された。現在の投資口価格が比較的高いにもかかわらず、さらなる統合が行われる可能性が高い。そうした合併には、日本とシンガポールのREIT間のクロスボーダー取引に加え、シンガポールの小規模で流動性の高いビーグル、とりわけ、現在価値が高まっている物流施設に特化したREITが対象となりそうだ。

また、このトレンドはREITに限らない。他の種類の資産運用会社も、運用資産の拡大の手段として、またプラットフォーム取引が本質的に大量の資金の投入を可能にすることから、合併を検討している。

一方、アジア太平洋地域ではREITの上場が相次いでいる。インドでは2021年に3番目のREITが誕生し、時価総額16億米ドルによりREIT市場が拡大した。フィリピンでもREIT数銘柄が上

場している。6月には中国でインフラREIT(C-REIT)9銘柄が上場し、ジョーンズ ラング ラサールによるとIPOにより計50億米ドルを調達した。

ただし、C-REITにはいくつか特異な点があり（その一部はフィリピンのREITも同様）、注意が必要である。特に、原資産を直接所有しておらず代わりに資産の証券化を収入源としている、高額のレバレッジの使用が認められず、また税控除のメリットもない。これらはいずれも欧米における従来のREIT制度の重要な要素と考えられているため、どの程度まで投資家にアピールするかは不明だ。

また、C-REITは産業施設と物流施設（ビジネスパークを含む）を除き、事業用不動産の取得がまだ認可されていない。だが、将来的に投資対象部門が拡大されると予想され、マルチファミリー住宅部門もその恩恵を受ける可能性が高い。

銀行融資はまだ安価

アジア太平洋地域では様々な国や資産クラスのファンダメンタルズが弱まっているため、銀行が融資条件を厳格化すると考えられるかもしれない。だが実際には、インタビュー回答者はすべての主要市場（中国を除く）で、コロナ禍以前と同じような条件でデットが簡単に手に入ると答えている。

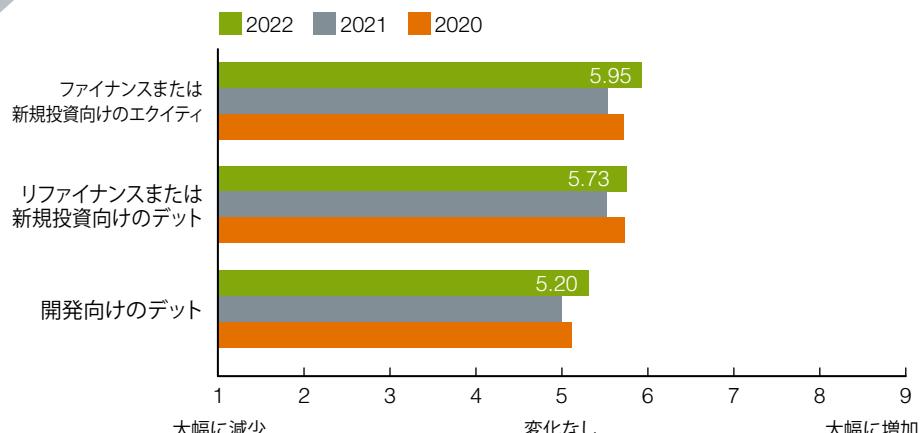
オーストラリアのあるデベロッパーによると「銀行は融資に前向きであるだけでなく、住宅開発向け融資のコストもかなり下がっている。50%超のLTVが必要だが先行販売が十分にできていないとなると、銀行は貸してくれないだろう。その場合、銀行とある種のノンバンクのメザニンレンダーとの組み合わせが考えられる。それでも、そのコストですら大幅に下がっており、この1年から1年半で入手可能性も融資費用も改善した」という。

資金コストが過去最低水準に留まっている日本についても同じことが言える。日本を拠点とするある投資家は「我々はある大規模な物流施設の開発を進めており、その融資について銀行が非常に積極的であることに驚いた。物件タイプや立地、そしてスポンサーが銀行の気に入るものであれば、信じられないほどの好条件を示してくれる」と述べた。今回のアンケート調査でも、銀行は緩和的な融資方針を維持しているとの見方を支持する結果となった（図表2-12参照）。

アジア太平洋地域の銀行は不良債権の取扱いにも柔軟に対応している。このことは、市場価格が簿価を下回る資産が増えているにもかかわらず全域にわたってデストレスが目立つて少ないとこの主な理由の一つと言えるだろう。こうした銀行の寛容さは昨年には想定されていなかった。だが結局のところ、差押えはほとんど利益をもたらさないというのが現実である。それは銀行自身のバランスシートを損ないかねないだけでなく、経済全体に連鎖反応が広がるリスクもあながち架空のものではないからだ。

香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「ホテルの稼働率が現在20%だからといって、3年後もその水準に留まっていると予想する者はいない。不動産は中長期的な投資であり、投資期間を5年間とすると、その間にコロナが資産価値を破壊することはなく、単に期待リターンを得られないだけだという見方をする必要があると

図表2-12 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



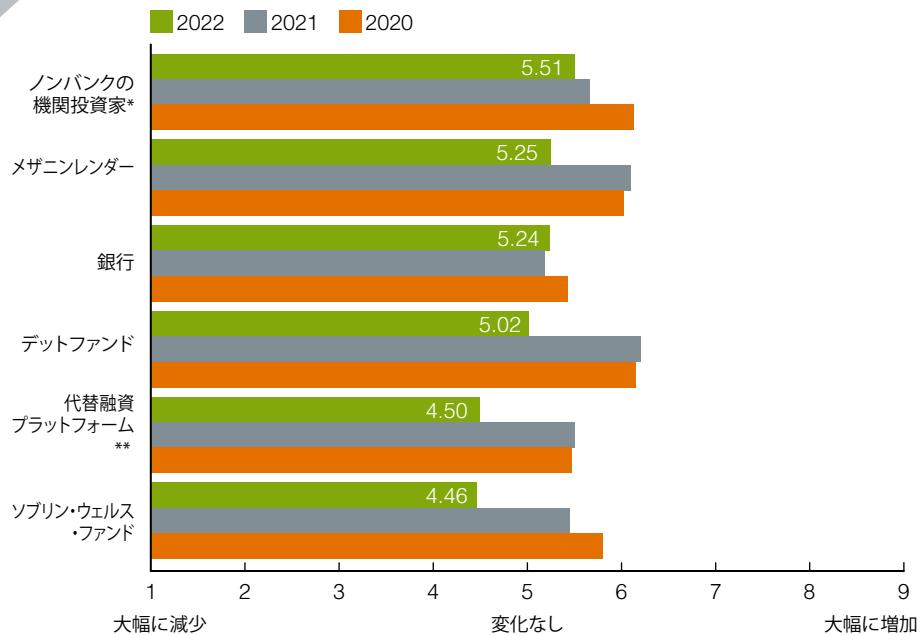
出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

思う。だから、3年後に巡回ベースのNOI（営業純利益）の85%まで回復するとなれば、それは資産価値が大打撃を受けたわけではないことになる。最終的には、投資家に持久力があるかどうかが問題だ」と指摘した。

アジアのデット需要は常に銀行が一手に引き受けしてきた。一方で、現在の環境下ではデットを調達する方がエクイティよりも利益が出る可能性があると考えるLPが増えていることから、ノ

ンバンクによるデットも入手可能性が高まり、またそのコストも競争力のあるものとなっている。デットの供与はこれまでアジアに拠点を置く投資家が積極的に行ってきましたが、シドニー在住のあるデット専門家によると、このところ新たなるノンバンクが主として米国から大量にやってきており、その内訳は保険会社や年金基金から、特殊投資により高利回りを狙うオポチュニティック投資家である投資ファンドにまで及ぶという。

図表2-13 デットのレンダータイプ別利用可能性



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

*保険会社または年金基金

**例：P2P、クラウドファンディング

とはいっても、ノンバンクによるデットへの需要はまだ比較的弱く、銀行部門に対する規制のためアジア太平洋地域で最大のノンバンクデット市場となっているオーストラリアでさえ状況は変わらない（図表 2-13 参照）。一般的に、ノンコア資産に関するプロジェクトや信用面で疑問が残るプロジェクト、あるいは LTV が高いローンの残存期間が長いプロジェクトでは、ノンバンクの資金に頼る傾向がある。オーストラリアのあるデベロッパーは「ファミリーオフィスやスーパーファンドからアプローチがあった。しかし銀行からの借入がとても簡単で、コストも安く、すぐに手に入り、しかも担保があり体制もしっかりしているのであれば、ノンバンクに切り替える必要があるだろうか？」と指摘する。

この疑問に対する1つの答えは、そしてそれはノンバンク市場で考えられる1つの機会だが、社会経済状況が正常化に向かい始めれば、銀行が緩和的な姿勢をやめて不良債権の回収を始める可能性があるということだ。

上記のデット専門家によると、その時点で「ノンバンクが銀行より高い利率でも銀行を出し抜く余地が十分あると思う。だが、取引よりも資金の方が多いため、工夫が必要だ。こうしたノンバンクの多くは結局のところ、資金コストの低いレンダーと提携し、ローンの階層化を行うことになるだろう。それが1つのソリューションだと思われる。そしてそれは市場でレンダーが増えることの真のメリットである。つまり、借り手にとって資金調達の選択肢が増えるということだ。逆に言えば、これはディストレスや止むを得ない売却が大量に出現することはないということだ」。

グリーンファイナンスが 独り立ち

不動産所有者とデベロッパーにとって ESG 配慮の重要性がさらに高まる中、プロジェクトの資金調達方法にも同じことが要求されつつある。そのため、銀行などの金融機関が環境を意識した融資に取り組んでおり、グリーンローンやグリーンボンドが市場で存在感を高めている。

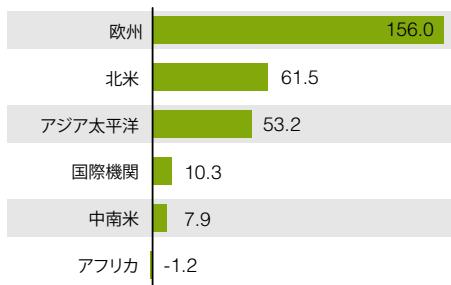
2020 年には、アジア太平洋地域におけるグリーンボンドの発行総額（不動産関連以外のものを含む）が 532 億米ドルに達した。これは世界全体の合計額の 18% に過ぎないものの、絶対金

額においても比率においても急速に増加しつつある。

特に、データサービス会社のリフィニティブによると、中国のグリーンボンド発行高は 2021 年上半期に3倍増の 261 億米ドルに達し、中国は世界最大の発行国となった。最近、韓国がアジア太平洋地域で第2位の発行国として浮上し、続いて日本が3位にランクしている。

図表 2-14 グリーンボンド発行高
(単位: 10 億ドル)

地域別 (2020年)(10億ドル)



出所: クライメート・ボンド・イニシアティブ

グリーンファイナンスは低所得層向け住宅から企業の無個性な役員室に至るまで、様々な案件を対象にすることが可能である。飛び抜けて最大のテーマは環境であり、中でも気候変動に取り組むプロジェクトに力点が置かれている。

直感に反するだろうが、借り手にとってグリーンファイナンスの真のメリットは必ずしも資金コストの低下ではない。実際、アジア太平洋地域のグリーンボンドの金利は従来の債券と同等水準にある。欧州金融市場協会 (AFME) によると、欧州では約 9 ベースポイント (bp) のプレミアムが上乗せされている。そして、グリーンローンは標準的な貸付金利に対して最大 30bp の割引を受けられるものの、多くの場合、真のインセンティブはそもそも資金が利用可能であるということであり、より高いレバレッジを得られることであり、あるいは大手銀行を巻き込むにはリスクが高すぎる可能性のあるプロジェクトにおいて、早い段階から資金にアクセスできることである。

金融機関の観点からは、グリーンローンのポートフォリオを拡大する必要があるということは、グリーンと認められるプロジェクトを、そうでない

プロジェクトよりも優先して融資していくことになる。オーストラリアのあるデベロッパーが述べたように「いたるところに、ESG に関連した大量の資金が登場している。いずれも、独自の ESG ファンドか ESG 合同運用ファンドを持つ企業あるいは金融機関を通じたものだ。例えば、あるスーパー・アニュエーション（退職年金基金）に 2,000 億ドルの資金プールがある場合、クリーンエネルギーや環境対策に 5,000 万ドルを割り当てる可能性がある。実際のところ、それすぐには実行できないため、いずれ概してコストが下がるか手に入れやすくなるだろう」。

また、あるアナリストも次のように指摘する。「今は走りながら試している状態だが、やがては、グリーンプロジェクトはコストも融資条件も「A」、そうでないプロジェクトには「B」とランク分けされることになると思う。あるいは、融資側が『スポンサーとしてはサポートできる余裕があまりないが、グリーンローンにしてくれるならば、別のローンポートフォリオから枠を見つけられる』と言うだろう。そして、これは協調融資（シンジケートローン）において特に重要なと思う」。

銀行は、確固たるグリーン認証を受けた新築ビル向けのグリーンファイナンスに格別の関心を示している。このアナリストは続けて「その利率などの条件設定はかなり思い切ったものになると思う。銀行はそれを高い認証を得た案件に持ち込み、『6 star や Green Star のレーティングなら利率は X% でいかがでしょう』といった具合に提示できるだろう」と述べた。

よって、インセンティブは貸し手側と借り手側の双方に働く。銀行にとってグリーンファイナンスを進める動機は、内部または株主からの指令に応えることであり、ビルの所有者にとっては、普通なら借りられないようなローンや融資条件を獲得するための資格を得ることが動機となる。その過程で、所有者は安価な資金も手にし、建物の効率性を高めて運営コストを引き下げ、高い賃料でも支払ってくれる上級のテナントを惹きつけることができる。まさにウイン・ウインの関係である。



Chapter 3：不動産タイプの見通し

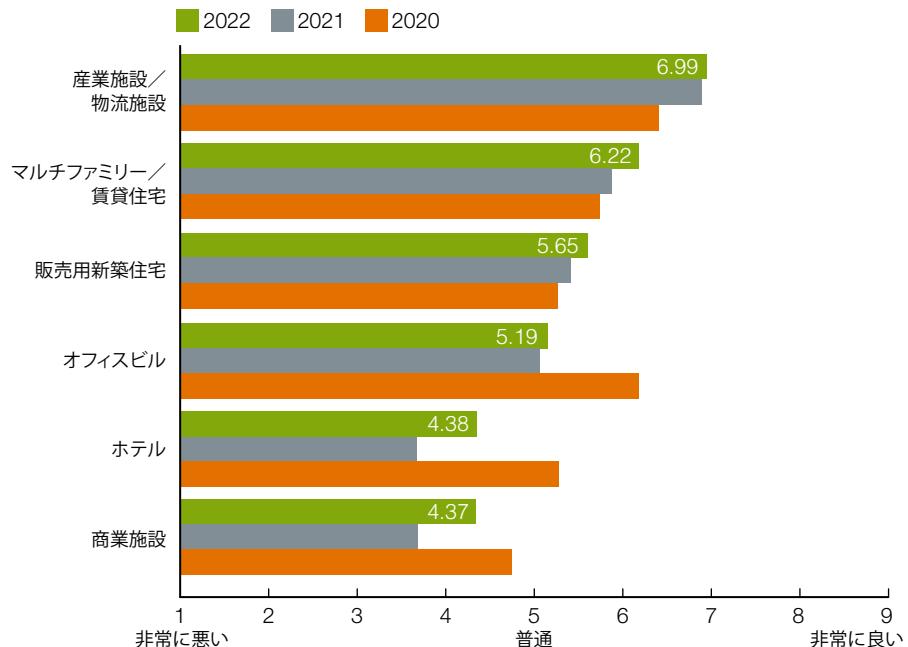
「企業はオフィススペースをどうするかまだ決めかねており、オフィス市場は堅調が続いている。だが商業施設、ホテルやレストランのようなサービス部門は惨憺たる状況だ。非常に厳しい。」

かねてよりアジア太平洋市場で最も人気のある資産クラスと言えば、オフィス部門と商業施設部門だった。ジョーンズ ラング ラサールによると、この地域における投資家のポートフォリオの約66%がこの2つの部門で構成されている。一方、欧米では45%～55%に過ぎない。だが、企業が在宅勤務の方針を進め、またeコマース売上高が急増していることから、これまでの不動産の用途が長期的に変わっていくのではないかとの懸念が生じた。ニューエコノミー関連分野や安全な避難所である住宅へとポートフォリオのバランスが傾くのではないかと推測される。

しかしながら、オフィス部門と小売部門の先行きについては疑問が残るもの、2021年下半期にはオフィスの取引高が急回復し(RCAによると第3四半期には過去最高の227億米ドルに達した)、また商業施設も2019年の水準に戻ったことから、投資家心理が著しく反転した。多くのインタビュー回答者が、現在オフィスと商業施設の過剰な売却が見られており、政府がコロナの封じ込め政策の緩和に動いていることから、今後24か月の展望は良好なものになりうるとの見方を示した。

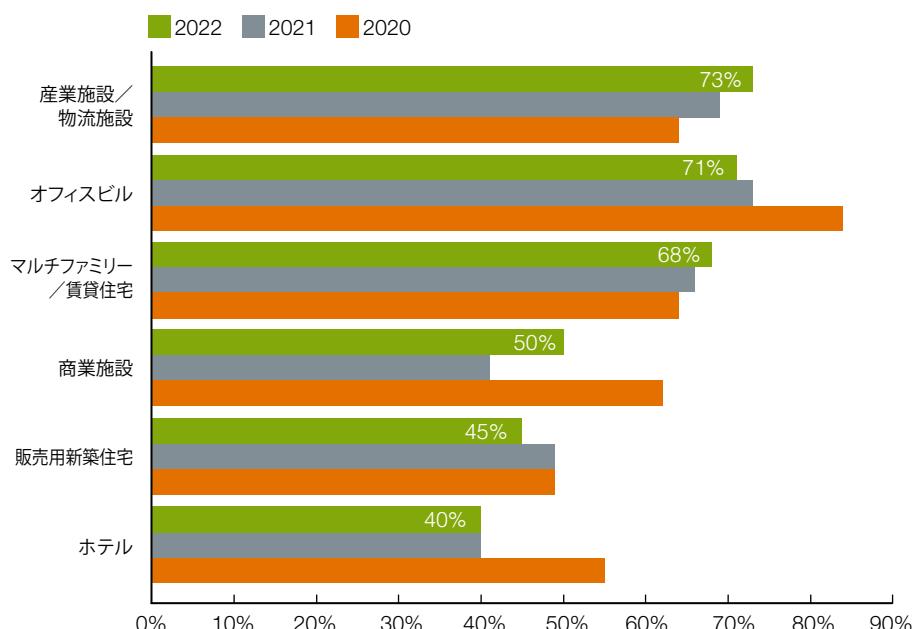
アンケート調査の回答(図表3-1参照)にはこうした投資家心理の反転が現れており、ホテル部門が再び注目されていることも見てとれる。オフィスへの関心は、2020年版の結果に比べれば著しく低いものの、ますますの高さを保っている。一方、商業施設は2020年に見られた急落から回復し、投資家が成長および/または安全性に力点を移していることから、産業施設とマルチファミリー住宅部門はともに勢いを増し続けている。

図表3-1 事業用不動産タイプ別見通し(2022年)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

図表3-2 投資家が注力している(または2022年に注力予定の)部門



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2022 アンケート

ただ、アジア太平洋地域全体にわたりビルド・トゥ・レントの住宅市場が未成熟であることから、2021年も物流施設が投資家の断トツのお気に入りとなった。この傾向が衰える兆しはまったくない。そのため、ジョーンズ ラング ラサールの予測によると、投資家のポートフォリオにおける物流施設の比率は今後5年間で現在の約16%から20～23%に上昇する可能性が高いという。

アジア太平洋地域の物流施設のキャップレートが引き続きオフィスを上回っていることも、この移行を後押しする要因となっている。それゆえ、今後も物流施設のキャップレートの低下が促され、現在の欧州の水準である3.0%～3.5%前後に向かうと考えられる。

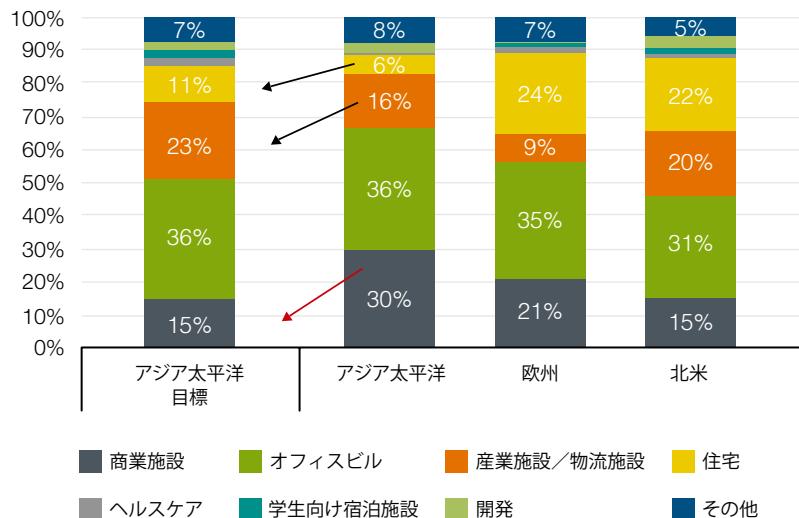
オフィス部門

コロナ禍でのロックダウンを受けて、アジア太平洋地域の主要都市のオフィス稼働率は中国（すでにコロナ以前から空室率が高かった）と韓国を除き大幅に低下した。企業活動の縮小や在宅勤務の推進によるスペース需要の激減などがその原因だ。だが2021年第3四半期の時点では、ファンダメンタルズの好転が進んでいるようだ。ジョーンズ ラング ラサールによるとシドニー、メルボルン、上海では需要が前年同期から改善し（ただし東京は低迷が継続）、賃料も香港、シンガポール、上海、ソウルで前四半期から若干上昇している。

一方、不動産価格は高止まりしている。ある投資家が述べたように「ファンダメンタルズが非常に傷んでいる市場がいくつかかる。例えば上海や北京では供給過剰が著しく、オフィスを保有しようとは思わない。ただ、賃料は落ち込んでいるものの、物件価格の下落は見られない。買い手側と売り手側が膠着状態に陥っており、取引がまったく行われないからだ」。

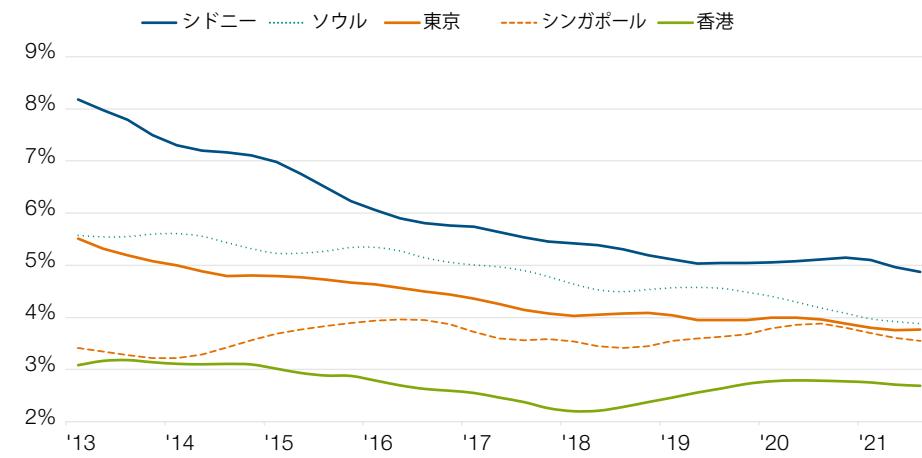
在宅勤務や他の長期的要因によりCBDのオフィス需要がどう影響を受けるかについては、議論が分かれている。多くの多国籍企業は従業員の長期的かつ恒久的な選択肢として在宅勤務を受

図表3-3 不動産ポートフォリオにおける現在の資産配分と目標資産配分



出所：ANREV（アジア非上場不動産投資家協会）、プレキンおよびジョーンズ ラング ラサールによる推定値

図表3-4 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

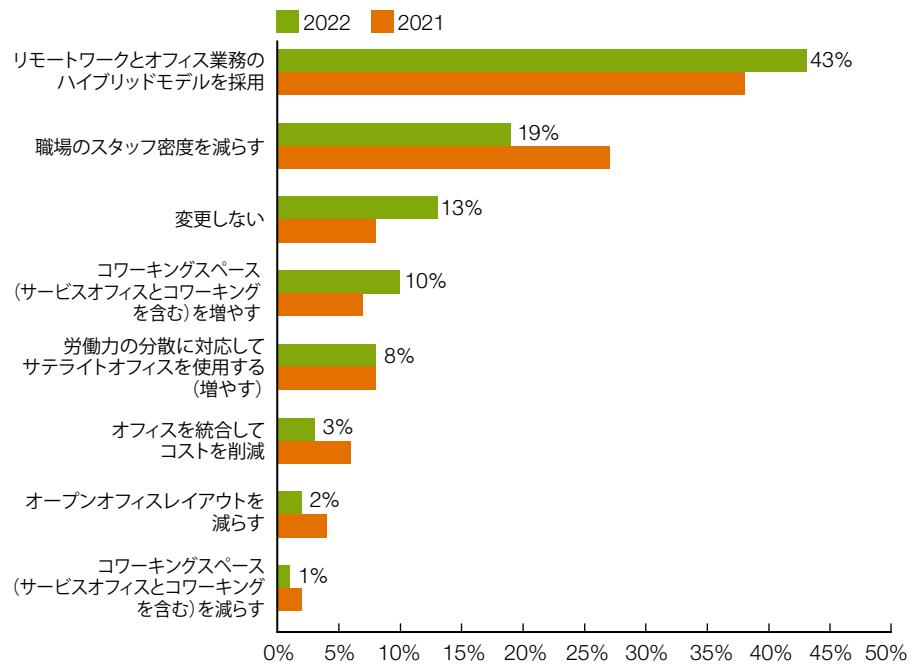
け入れる用意があるものの、(大半ではないにしろ)多くのインタビュー回答者は、アジア太平洋地域では(おそらくオーストラリアを除いて)稼働率への影響は最小限に留まり、現在一部の市場が軟調なのは本当に需要がないのではなく供給過剰を反映したものとの確固たる見解を示した。

アジア太平洋地域における在宅勤務によるオフィスの人員削減に対する抵抗が強い理由はよく知られている。文化的影響、職場の階層、住居の狭さ、そして共同作業への思い入れの強さなどが作用している。加えて、アジア太平洋地域の市場が成長を続けるにつれ、現在のところは欧米に比べかなり小さい(アジア太平洋では全体の約50%、欧米では70~80%)サービス部門が長期的な追い風となり、オフィススペースの大きな取り込みを促す触媒になると考えられる。

とはいっても、たとえアジア太平洋地域の状況が在宅勤務の幅広い採用には向いていないにせよ、オフィスと在宅のハイブリッドな勤務形態はすでに確立され、おそらく今後も続くという見方が依然としてあるようだ。この見解はアンケート調査の回答にも裏付けられている(図表3-5および3-6参照)。

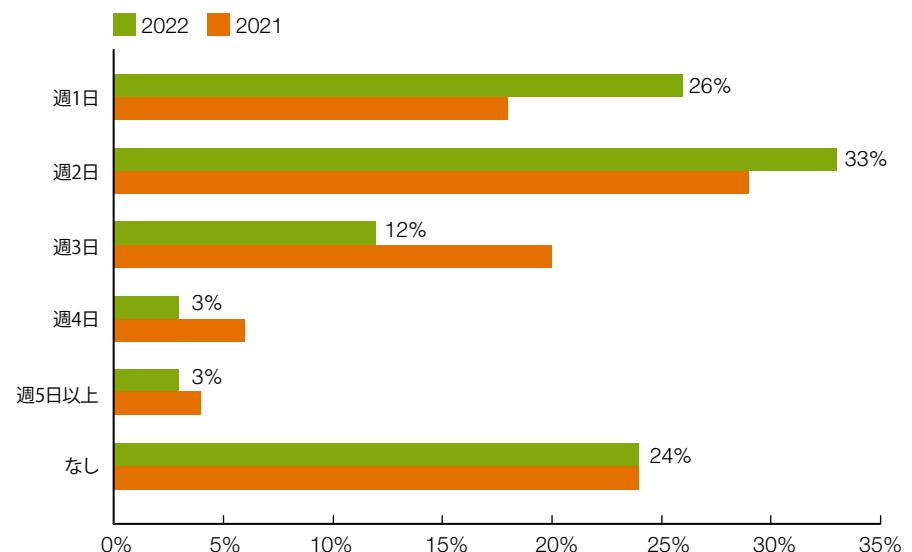
それでも、(Chapter 1で説明したように)ハイブリッドな勤務形態が幅広く採用されることで長期的に職場の分散化が進む可能性があるといえ、結局のところ、占有スペースが絶対的に減ることにはならないだろう。シドニーのあるファンドマネジャーが指摘するように「我々としてはCBDよりもシドニー郊外のレッドファーンのような場所への投資に関心があるが、CBDの物件価格が劇的に下がるとは予想していない。CBDのタワーオフィスから需要がシフトするにしても、新たな勤務スタイルに合うよう従業員一人当たりのスペースを増やさねばならないことで相殺される可能性が高いからだ」。

図表3-5 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 2022 アンケート

図表3-6 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 2022 アンケート

その意味するところは、雇用主が優秀な従業員を惹きつけて維持するために、低い人口密度だけでなく優れたウェルネス環境、協同利用施設や体験型スペースを備えた職場の提供に動いていることである。

これを実現する方法は多数存在する。ウェルネス環境について、インタビュー回答者から建物へのアクセスやエレベーター、トイレなどに非接触設備を取り付けるなど、タッチレス技術への言及が多く見られた。空気処理装置もウェルネスの重要な要素で、空調機のエアフィルターの改善や洗面所での紫外線処理などが挙げられる。二酸化炭素センサーも一般的になりつつある。

オフィス内での体験の創造も注力点の一つだ。それにはレジャー志向の共同ラウンジやバイオフィリックデザイン（生命や自然との融合を志向する建築デザイン）、エンド・オブ・トリップ設備（終着点で必要なロッカー、駐輪場、シャワーなど）、所有者ロイヤルティプログラムなどが考えられる。またゲームルームや、さらにはロッククライミングウォールといったレクリエーション設備もあるだろう。これらはどれも広いスペースを必要とするものだ。香港在住のあるコンサルタントが述べたように「オフィスは商業施設と同じほどの体験型施設となり、1人当たり100平方フィートといった古い基準は明らかに消えてしまった。私が関わった案件の大半は1人当たり200～300平方フィートを想定している」。

テクノロジーとデザインが急速に進化する中、所有者にとっての課題は、単にそうした進化に追いつくだけでなく、現在採用している機能が将来においても不要にならないようにすることだ。そのため、異なるシステムプラットフォームを確実に統合する能力が重要となる。香港を拠点とするバリューアップ投資家の一人が指摘したように「今後1年～1年半の間に課題となるのは、建物の管理、運営、ユーザーエクスペリエンスの観点から、そうしたすべてのシステムをどのようにして効率的に統合すべきか、所有者ごとに独自のアプリが必要となるのか、それとも異なるプラットフォーム間で連携を取ることができるか、という問題だ」。

優秀な人材を惹きつけ付加価値を上げる手段として建物の改善への取り組みに拍車がかかった結果、資産の質の重要性が高まっている。その

ため、CBDのオフィスビルが成功するには、優れた立地と高い質（ESGの点で良質であることが望ましい）、あるいは好立地で、質はそれほど高くなくても改善の余地があることが求められる。

そうでないビルは、特に郊外のどこか（中でも、大規模なテック部門を抱える都市）に移転する企業が増えることから、戦略の見直しが必要となるだろう。シンガポールを拠点とするあるファンドマネジャーが述べたように「所有者が将来を見据えた設備投資を行うため、良いものはもつと良くなり、悪いものはますます悪くなるか、存在できなくなるだろう」。

フレックスの世界

「フレキシブル・ワーク」も現在のテナントの大きな関心事項の一つとなっている。もともとフレックスのコンセプトはコワーキングスペースとの関連から生まれた。アジア太平洋地域でもここ数年間にコワーキングスペースが急増している。だが現在では、フレックス・ワークは柔軟性を活用してテナントの生産性を高めることに力点を置いた、はるかに幅広いモデルに変化している。

ワークスペースの観点から見れば、様々な種類のサービス付きワークスペースが考えられる。従来のコワーキング施設から、同一ビル内のオーバーフローオフィススペース（オフィスが一時に満杯になった際の臨時スペース）、ポートフォリオ全体にまたがるワークスペースのネットワー

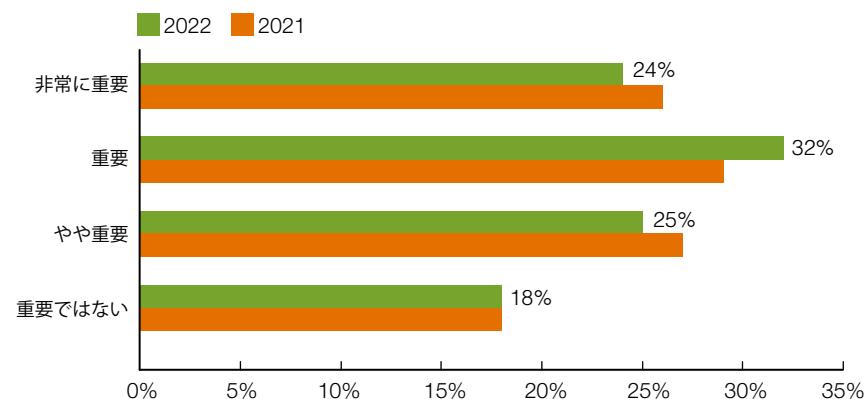
ク化、あるいは（大都市では）市内の各所に設置する、自宅に近い立ち寄り所に至るまで、多岐にわたる。こうした分散型の勤務形態は、やはりCBDからの分散化の流れを後押しする。企業がフレックス・ワークの採用を増やすにつれ、CBDにおける従来の本社スペースの使用が停滞するか減少する傾向にあるからだ。

フレックスワークスペースのビジネスモデルは、その登場以降、特に2019年に業界トップクラスのある大手コワーキンググループが失敗して以来、アナリストから疑問視されてきた。コロナ禍がこの疑念に拍車を掛け、勤労者がシェアスペースを敬遠したことで利用が急減した。しかし、現在の市場の力学が中長期的にフレックススペースの活用拡大を強力に推し進めることはまず間違いない。大企業がその労働力と不動産に対するニーズを管理する上でフレックススペースを活用することが主流になりつつあるからだ。

Emerging Trendsのアンケート調査（図表3-7参照）では、組織にとってフレキシブルワークスペースが重要または非常に重要とした回答者は全体の約56%となった。昨年の数値からは若干下ったものの、これは業界の縮小というよりもコロナに関連した問題によるところが大きいだろう。

フレックススペース業界の将来の成長は、ビジネスモデルの改善にもかかっている。現在、所有者はリスクを取ることに以前より前向きになり、運営事業者と利益を分け合うパートナーシップを組むか、運営事業者を雇って手数料を払い内部のリソースの管理を委ねることで対応している。

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 2022 アンケート

さらに、フレックス施設の管理はスペースの予約、アクセス制御、技術サービス、支払いなどの基本的なプロセスを処理できる専用ソフトウェアの進化によって合理化され、所有者は資産運用という専門分野に専念できるようになった。

フレックスリースでリスクを回避

「フレックス」のコンセプトと関連して、柔軟な賃貸という考え方も生まれている。従来、所有者は長期の賃貸を良しとしてきた。銀行が資産取得のための融資を検討する際、長期のキャッシュフローは重要な要素だからだ。だが、現在では企業のビジネスモデルも急速に変化しており、また雇用主がコロナ後の回復に向けて準備を始める中で人員数の予測が不確実なこと相まって、テナントはコロナ禍以前の基準だった（例えばオーストラリアでは一般的な9年間のようだ）長期賃貸には抵抗を示すことが多い。

そうした抵抗は、現在の主要市場には多くの大手テナントが長期賃借権のある大量のスペースを有し、それをサブリースしようとしている（だが

通常は失敗に終わる）ということが分かっているため、一層強まっている。このような不確実な環境にあって、リスク回避の姿勢がテナント市場の停滞の一因となってきた。ある仲介業者が香港について述べたように「もしロックダウンが行われて誰もが在宅勤務となつたら、翌月にはオフィスが不要になるかもしれない。テナントはそうした状況を恐れており、CBDのオフィスについて6年間の賃貸契約を結び、進んで内装に1,000万ドルかけるような者は少ない。そのため、香港ではほとんどのテナントがこれまでのスペースについて契約更新するか縮小しており、新たにスペースを借りる者はほとんどいない」。

その結果、現在の流れは契約の柔軟性を高める方向に向かっている。実際には、これには例えば6か月前か1年前に事前通知することにより企業は借りるスペースを増減できるというオプションが付いている。このようなフレックスリーシングは急増しており、また所有者は潮目の変化を目の当たりにし、提供するスペースを進化させ始めた。その方法は、1年～3年の賃貸期間を前提に整えた既成スペースを展開するか、あるいは目的に合わせた専用スペースを作つて自ら

または契約した事業者経由で賃貸するというのだ。同時に、シンガポールに拠点を置きフレックススペースを分析するあるアナリストによると「テナント側からのオフィスポートフォリオの割り当てが増えている。数年前にはおそらく0%だったものが、少なくとも5%～10%になっており、しかもそれはコロナ以前の数字だ」。

フレックスリースの先行運営コストは高くなる可能性があるが、オプション制によってリスクを回避できるのみならず多くの利点が得られる。1つは、フレックススペースの運営事業者を活用することにより、テナント企業は複数地点でオフィスを素早く展開できることだ。これにより内装コストが実質的になり、また、フレックスリースは財務管理の点で企業経営者にも受け入れやすい。上記のシンガポールのアナリストは「今のような時代では、必要ないかもしれないオフィスに何百万ドルもの設備投資をすることについてCFOから了承を得ようとするくらいなら、多少高い運営費を払っても必要に応じて6か月ごとにブレーキをかけられると提案する方がはるかに簡単だ」と述べた。



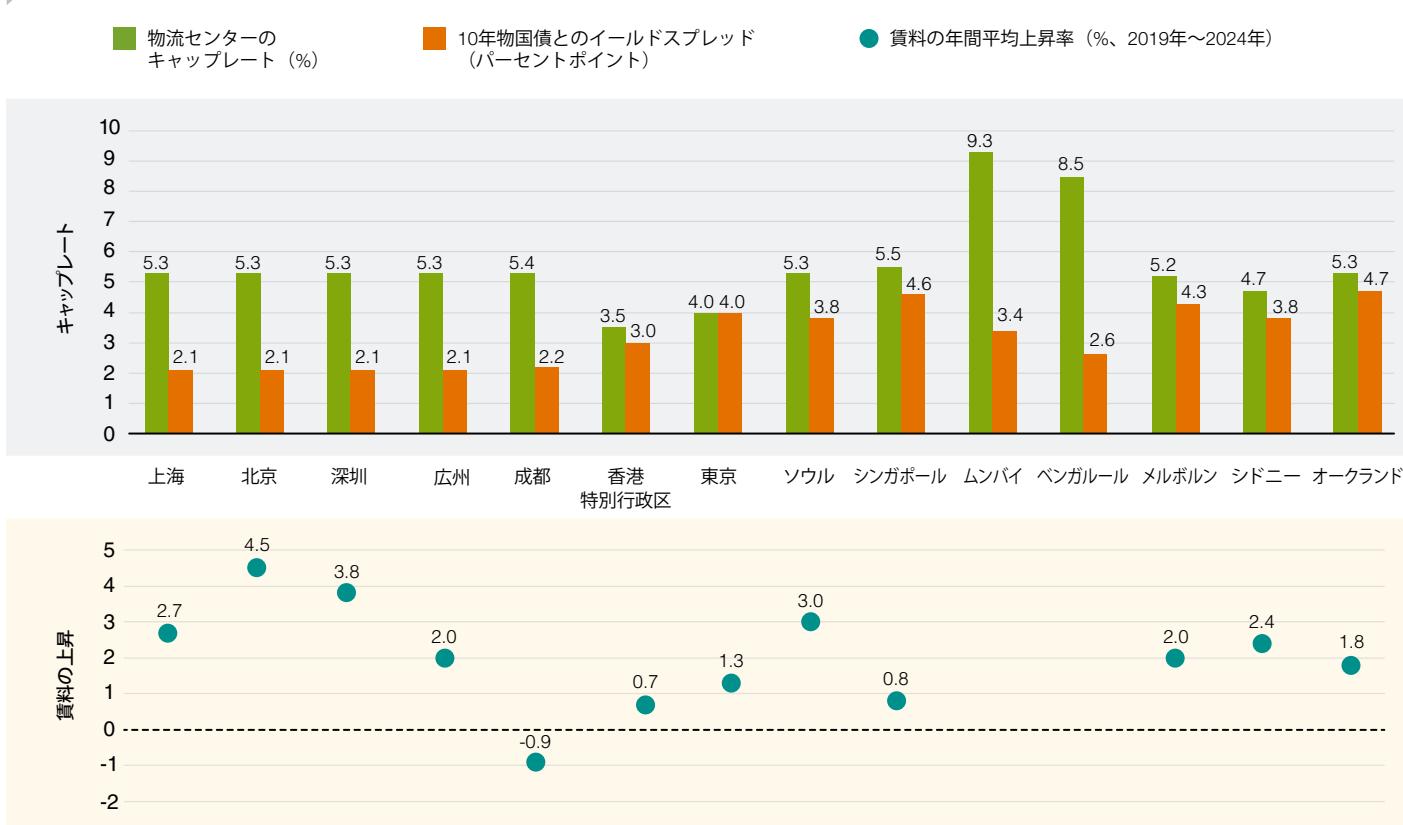
物流施設部門

資産クラスとしての物流施設の人気が急騰しているのは、良質の物件が構造的に供給不足となっていること、サプライチェーンがより高度なものに進化していること、またコロナ禍におけるロックダウンによりeコマースがさらに急成長していることなど、いくつかの要因が重なったことによる。同時に、他の資産クラスでテナントの解約により空室率が上昇するにつれ、物流施設は別の面でも評価が高まっている。すなわち、加重平均賃貸期間(WALE)が長く空室率を低く抑えられるという点だ。

今年は取引高が急増し、RCAによると、2021年9月までの3四半期における産業施設および物流施設の売買高は前年同期比43%増の348億米ドルに達し、コロナ禍以前の年の倍以上の水準となった。キャップレートはアジア太平洋地域にわたって低下が続いている。ジョンズラングラサールによると、オフィスビルとのスプレッドは第2四半期に40bpsで、2020年第3四半期の80bps、2018年の120bpsから縮まっている。オーストラリアとソウルでは、最も人気の高い資産のキャップレートは4%前後と、すでにオフィスビルと同じ水準にまで低下している。

キャップレートの継続的な低下を前にして、投資家は（もう何年もそうしてきたように）果たしてこのままさらに低下するのかと自問している。香港に拠点を置くあるファンドマネージャーは特に中国について次のように述べた。「上海周辺の非常に狭い場所を除き、賃料が何年も上がっていないのに、倉庫向けの投資資金が120億米ドルも調達されているのを見ると、いささか怖くなる。中国に関しては、私は物流施設という資産クラス自体について少し心配している。供給不足に乗じて利益を得られる地域が出てくることは明かだが、それは一部であって中国全体の話ではない」。

図表3-8 アジア太平洋地域の物流施設のキャップレートと賃料の上昇（2020年第4四半期）



出所：出所：コリアーズ・インターナショナル、ブルームバーグ他

需要はなお拡大中

同時に、他の指標からは物流施設部門がまだピークに達していないことが伺える。第一に、欧州のキャップレート（英国で4%前後、ドイツで3.5%）はアジア太平洋地域のすべての市場（最も低い市場を除く）よりも低いため、アジア太平洋地域でもさらなる低下の余地があると見られる。

第二に、多くの市場、特に日本と香港で既存の物流倉庫のストックが陳腐化している。また、商品の種類や配送スピードに関する消費者の選好が急速に進化する中、陳腐化は加速する一方であり、そのため新規施設への需要が高まっている。

さらに、ラストワンマイル配送の需要も急増している。市内中心部に位置するあまり活用されていない商業施設を物流施設に転換することは、各地域のゾーニング規制や住民の反対により計画が遅れる場合があるものの、広範囲にわたり長期的な成長が見込まれる分野の一つだ。

第三に、新たなタイプの倉庫技術による生産性の向上も、古いインフラの陳腐化を促している。自動化とロボット工学もこうした技術の一部だが、人工知能（AI）とデータ分析への注力が強まりつつある。物流技術を専門とするあるコンサルタントによると、倉庫業者はこれらの技術の活用を急速に進めており、在庫の移動をリアルタイムでモニタリングすることで倉庫の運営効率の最大化を図っている。

このコンサルタントは「倉庫の中では仕分け、梱包、積み込みなどが行われ、作業員とロボットが動き回っている。だが、それらを分析して各部分の強化と最適化を図る場合、例えば何を先に仕分けて梱包するかというルート選択においても、どうすれば最適化できるかがデータから分かる。また、各地の複数の倉庫で短縮された作業時間を集計すれば、それは何千万ドル以上の価値があることに気づくだろう」と述べた。これらの理由から、新規施設に対する需要の不足はまだ起きていない。例えばオーストラリアでは、2021年に竣工予定の物件について竣工前の契約率は50%を超えた。

規模の達成

物流施設への熱望は果てしないものに思われ、それによって連鎖反応も起きている。一つには、資産取得を巡る競争が非常に激しく、どこであれ資金を投入できる場所を求めて主要市場から離れる投資家が増えていることだ。これは物流部門では他の部門よりうまくいくことが多い。というのは、あるファンドマネジャーが述べたように「物流施設への投資は、常にミクロの、具体的な機会にかかっている」からだ。

さらに、最大級の物流事業者が素早く規模を達成する（それによって彼らの大口顧客の利益に資する）方法として、単に新たな施設を開発するのではなく、プラットフォームの合併、ポートフォリオの取得、そして個別資産の取得への注力が強まっている。

上海を拠点とするある投資家は、目標の規模を達成するには他の方法では不可能だとし、そのため物流事業者が「ビジネスモデルの多様化を進めており、プロジェクトが完了したらREITとして上場するか、コアファンドに組み入れて運用しようと考えている。だが、常時開発を続けるのは非常に難しく、他社が建設したあるいは建設中の安定したプロジェクトを取得することも可能だ」と述べた。

アジア太平洋市場では大規模なデベロッパー／物流事業者が圧倒的に強いという事実も、供給不足と競争の激化を助長している。シンガポールを拠点とする、こうした事業者の幹部の一人によると「アジア太平洋市場では我々のような自力でやっていける事業者が多く、欧州で見られる、年に数件の建物を販売する小規模のマーチャントデベロッパーはいない。つまり、アジアでは欧州に比べて入手可能な物件の比率が低い。なぜなら、大手事業者は開発物件をREITのスキームに置き換えるだけだからだ」。

データセンター

データセンターのデベロッパーであるエクイニクスによると、アジア太平洋地域におけるインターネットトラフィック（通信量）は2021年第1～第3四半期だけで40%増加しており、帯域幅の需要が大幅に拡大していることから、データセン

ターは物流施設市場のサブセクターとして引き続き人気を集めている。これもまた、在宅勤務によるビデオ会議やeコマースでの買い物などコロナ禍に関連した事象が一因であるが、5Gデータサービスによる帯域幅の必要性、クラウドサービスの人気の高まり、そして急速に進むデータローカライゼーション規制の影響も需要を押し上げている。

CBREによると、アジア太平洋地域におけるデータセンターへの投資は2021年上半期に18億米ドルに達した。これは2020年通年の80%に相当し、その大半が中国でのプロジェクトである。取得可能な安定した施設が総じて不足していることから、投資家は取得よりも開発に向かうことが多い。

こうしたプロジェクトに資金を投入する競争は激しさを増している。データセンターを対象とする経験豊富な投資家の一人は「我々の次の資金サイクルでは、データセンターを重視しないつもりだ。それは我々のプロジェクトがまもなく準備が整い作業を開始するからというだけではなく、大量の資金が参入して愚かなことをやっているからだ。もっともそれらは結局は消えていくことになる」と述べた。

現在、投資家の間でデータセンターが人気を博している主な理由は、同じ面積を占める場合、ありきたりの不動産タイプよりも賃料を非常に高く設定できる場合が多いということだ。そのため、一般的に安定利回りはイールド・オン・コストを遥かに上回る。

データセンターというくくりの中でも成長しているニッチとして、都市部の特定エリアに対応した小規模の施設（ある投資家はこれを「ラストマイル」アプローチと表現した）への需要がある。日本のある投資家は「オフィスビルの特定の階がデータセンターになる時代が来ると思う。データ容量はそれほど大きくなく、都市のコア地域を対象にした施設へのニーズがあるからだ」と語った。

投資ファンドにとって、もはやデータセンターの運営集約度の高さは妨げになっていない。多くの大規模ファンドは社内に専門家を確保して（あるいは外部に運用チームを組織して）データセンターの管理に当たるだろう。

同時に、こうした専門家を活用した取り組みは、臆病な投資家向けではないというのが現実だ。潜在的なテナント基盤が薄いため、データセンターのリースアップには何年もかかる可能性がある。さらに、規制リスクと運営リスクも決して小さなものではない。大規模なプロジェクトでは通常、現地の通信会社かコロケーション事業者とパートナーシップを組む必要がある。これは単に施設を運営し確実にリースするためだけではなく、当該国の規制によりそれが求められる場合があり、またそうしないとデータセンターで消費する大量の電力を利用できない可能性があるからだ。

さらに、アジア太平洋市場で価格よりももっと大きな問題になりうるのが、電力供給の信頼性である。電力はデータセンターの運営にとって極めて重要であるが、それだけの電力を供給できる電力会社は概して不足している。これは、高コストであるにもかかわらず日本がデータセンターの建設の中心となった理由の一つである。

商業施設部門

コロナ禍で広範囲にわたりロックダウンが行われた結果、eコマースが爆発的に成長したことで、従来型の商業施設に対する否定的な感覚がアジア太平洋地域全体に広まった。コロナ禍の発生以前から店舗への来客数は落ちていた。続いて消費者売上高が急落し、これを受けて商業施設の資産価格が落ち込んだことにより、多くの投資家は、店舗型の小売業には明日はないと確信した。その結果、多くの投資家が保有資産の売却を模索する中、ジョーンズ ラング ラサールによるとアジア太平洋地域の商業施設のデットコストに対するイールドスプレッドはオフィスビルに比べて約 50bps 下回った。

だが、どんな資産であれ価格が適切なら魅力的になるものだ。商業施設部門も 2021 年半ば頃にその点に到達したようで、RCA によると第 3 四半期には商業施設の取引高が前年同期比 36% 増の 72 億米ドルに急拡大した。これは 2015 年～2019 年の水準とほぼ同じである。

これには、コロナ禍で特に好調となったサブセクターの施設の取引がある程度反映されている。それらは広い生活圏の住民、そして在宅勤務によって家に閉じこもることになった人々を対象に

主要な物流施設市場

- 2021 年第 3 四半期において最も活発な市場はオーストラリアと中国で、外国人投資家による資産の売却が大きく増えた。
- コリアーズによると、オーストラリアは A グレード物流施設の 1 人当たり面積の点でアジア太平洋地域最良の物流ネットワークを有しており、先進的物流施設のストックにおいても、中国東部と並んでアジア太平洋地域で最大となっている。
- 日本は 1 人当たり面積が少ないのみならず、現代の基準に適合する物流施設は 10% に過ぎず、大半が陳腐化している。だが同時に、賃料と物件価格はアジア太平洋地域で最高水準にある。投資家は築古の倉庫にバリューアップ投資を行い、解体・再建して、多くの場合、大規模な（例えば 40 万平方メートルの）複数階施設とすることを目指している。テナント需要が増大しており、またそうしたプロジェクトの規模とコストを考えると、日本は豊富な資金と長期的な投資スタンスを持つ機関投資家にとって理想的な市場となっている。キャップレートは 4% 以下と明らかに低いにもかかわらず、プロジェクトの入札は常に激しいものとなる。
- ソウルでは引き続き供給不足が問題となっており、そのため何年にもわたり物流施設への投資（その多くは外国投資）を引き付けてきた。市場は急拡大しており、計画中または建設中の全施設が竣工した場合、ソウルのストックは現在の水準から 26% 増加し、総延床面積は 860 万平方メートルに達する。
- インドの倉庫賃料はアジア太平洋地域で最も低く、1 平方メートル当たり月額 3 米ドルを切っている。先進的設備の不足は深刻であり、e コマースの普及率（現在はわずか 5%）が上がり続けているため、市場のポテンシャルは高く、また長期にわたるだろう。外国の大手物流事業者が大規模で最先端の自動化設備の建設を積極的に進めている。

した生活必需品を扱う小売店、コンビニエンスストアや郊外の商業施設などであり、投資家が利益の拡大を追求するのに従ってキャップレートが低下している。

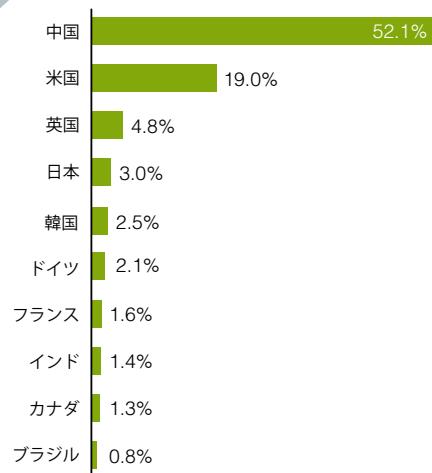
とはいえ、取引高の回復の大部分は価格が低下した従来型の商業施設の売買であることは間違いない。市場によっては、商業施設が受けた打撃が他より大きかったところもある。例えば香港は、中国本土からやってくる観光客の波に支えられて賃料が青天井となっていたが、出入境が閉鎖されたことにより収益が激減した。サヴィルズによると、全体賃料は 2021 年半ばに 30%～50% 低下（人気のショッピングエリアではさらに低下）し、2003 年の水準にまで落ち込んだ。つまり、まだ商業施設が香港住民による消費に大きく依存していた頃の水準である。

オーストラリアの小売業も痛手を受けている。その一例が、コロナ禍によるロックダウン以前から何年も下降傾向にあった、CBD の多層階ショッピングセンターだ。実際、多層階のショッピングセンターはオーストラリア全域にわたって嵐に巻き込まれてきた。特に上層階は賃料が高く、客足が遠のく中で手に負えなくなっている。CBD のコア商業施設の一部は所有者が変わりつつあり、の中には 2021 年 11 月初頭に売却された、シドニーの有名なショッピングセンターも含まれている。

一方、中国の消費者は何年も前にオンラインショッピングにこぞって乗り換え、そのため実店舗による小売業者は生き残りを賭け適応を余儀なくされた。現在、供給過剰は引き続き問題となっているものの、この部門は二分化し、また専門性を高めた市場になっており、中国には世界で最も洗練されたショッピング施設のいくつかが存在する。

上海に拠点を置くある投資家によると「最近の商業施設は集中度が高まり、ごく少数の優れた運営事業者がいるだけだ。そして、特にあちこちで新規供給が行われている状況では、成功するには専門知識、運営ノウハウとテナントとの繋がりが必要となる。将来的には、専門知識は一握りの優れた事業者に集中すると思う。他の事業者は消え去るのみで、用途変更を行うか、あるいは賃料を下げて低いリターンに甘んじるかのどちらかだろう。」

図表 3-9 e コマースによる小売販売高シェアの上位 10 か国 (2021 年)



出所：イー・マーケター

このコメントは、他市場の商業施設部門も辿る可能性の高い道筋を示しており、また、転用が経済的に現実的となる点まで価格とキャップレートが低下している中で、ごく一部の投資家が、パフォーマンスは低いが好立地にある施設を取得してリポジショニングを行う上で現在の下落傾向を千載一遇の機会と捉えていることの理由を説明するものだ。そのため、適切な専門知識を備えたバリューアップ投資家は再構築を狙い、打ちのめされた商業施設に飛びついている。そして多くの場合、彼らは確信を持ってそうしており、そのことは 2021 年半ばに北米の大手資産運用会社が中国の 5 都市にまたがるモールのポートフォリオを 14 億米ドルで購入したことからも明らかだ。

ある元デベロッパーによると、香港では「アクセス性や視認性などの点から、以前の 1 階型モ

ルに戻るという気がする。2 階と 3 階についてはスタジオ、仕事場、サロン、クリニック、学習塾などに使われるようになるのではないか。2 階と 3 階では考えられることのほぼすべてが行われると思う。所有者が家主としてフロア全体の権限を持ち、20 ~ 30 の体験型サービスを提供するテナントを管理するという具合に」。

コロナ禍以前から郊外型モールの過剰供給に悩まされていたオーストラリアでは、投資家は複合型コミュニティの創造を進めており、広い駐車場だった場所にタワー型住宅を建て、モールの内部を各種の新たな用途（その多くはコミュニティを志向したもの）に改装している。

データをフォローする

テクノロジーは、そして特にビッグデータは、世界的に商業施設投資の重要な要素になった。ただ、アジア太平洋市場では採用状況に地域差があり、機能に関する所有者の理解度も異なっている。

あるコンサルタントによると「テナントが成功すれば、不動産会社も成功する。したがって不動産所有者は、そうした成長を生み出すのに必要な投資を補助すべきだ。店舗の入り口に通行量測定カメラを設置するといった簡単なことでも構わない。テナントは販売転換率を測定することができる。測定しないことには何も改善できないのだから」。

中でも、消費支出パターンのデータ追跡技術の高度化が進んでいる。匿名のクレジットカードデータを使って場所や世代ごとに支出パターンを分析することはほとんどのアジア太平洋市場（オーストラリアを除く）で禁止されている一方、匿名の携帯電話データはモール内における消費者の世代、移動や訪問時間を追跡する手法として一般的になっている。これにより小売業者は顧客の年齢層に関するデータを分析し、買い物客のタイプに合わせた割引セールを行うことができる。

中国が最近導入したデータプライバシー規制（特にテクノロジー企業を対象としたもの）は、個人を特定可能な方法での消費者の追跡を制限することを狙いとしている。これは以前には中国で広く使われていたもので、ブランドがハイパーマーケティングを行うために活用していた。

文面上では、中国の新たな個人情報保護法（2021 年 11 月施行）は匿名化されたデータには適用されないと具体的に規定されている。つまり、小売業者は引き続きそうしたデータを使うことができるのだ。ただし、政府によるプライバシー保護政策の最終的な形とその方向については予測が難しい。

進化する運営モデル

かつて、オンラインショッピングとオフラインショッピングは非常に異なる領域と見なされていたが、実際には同じコインの表と裏であるという認識が高まりつつある。そこでオフライン小売業者は、オムニチャネル戦略のより効果的な採用に動いている。中国では、多くのショッピングセンターがすでにこの移行を完了し、効果的で収益性の高い運営を行っている。他の市場（特にシンガポール）でも、デベロッパーは現代の消費者の「発想や志向」に合わせたコンセプト主導型施設の実験を開始した。

さらに、現代の所有者と小売業者も共同して取り組む気運が高まっており、新たなビジネスモデル構築の機会が開きつつある。中国のある著名な商業施設デベロッパーは「所有者は自らをテナントのパートナーと捉えているだろうか。我々は確かにそのように考えており、だからこそテナントと協力している。つまり、双方で顧客にサービスすることができるわけだ。しかし、自覚があるかどうかは別として、そう考えていない所有者をたくさん知っている」と述べた。

この考え方のポイントは、両当事者がパートナーシップへの貢献度に応じて報酬を得られるようにするというものだ。上記のデベロッパーは「1 万平方メートルの土地を提供しているとか、顧客の呼び込みに貢献しているのであれば、それに応じた報酬を得るべきだし、売上高に貢献しているのであれば、売上高の一部を得られるようすべきだ」と指摘する。

所有者と小売業者の運用面での統合が進むにつれ、小売業者の事業に伴うリスクと報酬を両者で共有する度合いが高まりつつあり、その結果の一つとして、売上歩合賃料への移行が見られる。最低基本賃料と組み合わせるのが一般的だ。商業施設部門の一部のサブセクターではすでにこの方式が一般的になりつつあり、オーストラリアの複数のインタビュー回答者からは、商業施

設の賃料体系にオンライン売上高条項の導入も進みつつあるとの指摘があった。

ただし、オンライン売上高がどの程度オフライン店舗に起因するものか判断が難しいため、オムニチャネル環境では売上歩合賃料は複雑なものとなる。飲食やレジャーの売上は売上高ベースで評価する方がやさしいだろうが、それ以外では、特に「クリック＆コレクト」（ネット注文商品を消費者がピックアップポイントで受け取る方式）の場合、オンライン取引に対してどの地域のどの店舗が価値を提供しているのかを評価する完全なモデルは存在しない。

住宅部門

通常、インフレ率の上昇は住宅価格にも上方圧力となるため、最近の消費者物価の大幅な上昇（卑金属などの原材料費はさらに値上がりしている）によりアジア太平洋地域の多くの市場で住宅価格が押し上げられている。そのため、ディフェンシブ資産として投資家からすでに高い人気を集めている住宅の魅力がさらに高まっている。

ただし、中には価格が度を越えて上昇している場合もある。情報サービス会社のコアロジックによると、オーストラリアの住宅価格は2021年の年初から10月までの間に21.6%上昇し、また不動産経済研究所によると、東京都心のマンション価格は7月時点で前年同期比11.4%の上昇を見せた。

一方、インドにおいても、業界の激変が続いており多くのデベロッパーが破産に追い込まれたものの、住宅価格は上昇中だ。デリーを拠点とするあるコンサルタントによると「インド全体にわたって、住宅価格は市場のパフォーマンス状況にかかわらず8%～10%以上上昇している。デベロッパーが建設コストや材料費の値上がりに追いつこうとしていることが原因だ」という。

日本はアジア太平洋地域において唯一の成熟したマルチファミリー住宅市場で、RCAによると、2020年の取引高は85億米ドルとなった。だが、これは不動産投資額全体の20%強に過ぎず

米国（36%）に比べると住宅部門はまだ小さいと言える。それでも、2021年にはアジア太平洋地域における賃貸住宅の需要が大きく伸びており、昨年の本書で指摘した勢いが続いている。

アジア太平洋地域のマルチファミリー住宅市場にとって長年の課題は、住宅価格が高額でキャップレートが低すぎるため、プライベートエクイティ投資家を惹きつけることができないということだ。

だが最近になり、一部の市場で状況が変化し始めており、機関投資家向けファンドにとってビルド・トゥ・レン特の魅力が高まっている。とりわけ、そのリターンは絶対値としては依然として低いと言えるものの、ほとんどの国債の利回りを大きく上回っている。さらに、キャッシュフローの安定性が社債に近い水準にあることも、投資期間が長いマネジャーにとって格別の魅力となっている。

日本では、キャップレートが3%という低さにありながらも貸出金利が極端に低い（1%以下）ため、機関投資家は60%強のLTVでこれを受け入れている。また投資家はイールドギャップの拡大、賃料の上昇、様々な付加価値の創出、さらにはコリビング施設への転換など、他の方法での利益の積み上げを期待している。

競争が激しく物件のソーシングが難しいため、投資家は素早くプラットフォームを構築し、リターンを高め、供給不足に対処する方法として先物買付に目を向けている。その過程で、収入を増やすためにリースアップのリスクテーキングを行っている場合が多い。

これは日本に投資する外国ファンドに好まれる手法となった一方で、リスク・リターンの見通しは疑問視されている。東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると、価格と賃料の両面でアグレッシブな投資には誤りの許容範囲がほとんどないという。「住宅の大きな問題点の1つは、テナントの退去率が高いことだ。テナントを見つけるのに苦労していると聞いている。ダウンタイムは1年を優に超える可能性があり、さら

にテナントの入居に伴うコストもかかる。そのため、フォワードコミットメントで取得する場合、もし1年半前に例えば3.0%～3.5%のキャップレートで約定したとすると、現在では賃料が20%下がっており、リースアップにも苦労する。あつという間に2.0%～2.5%の範囲に落ちてしまい、しかももしLTVが70%だったら、比較的早くネットキャッシュフローがマイナスになるだろう」。

賃貸リスクが上昇している理由の1つは、テナントの選好が変化していることだ。家で過ごす時間が増えている現在、建物の品質がさらに重要になりつつあり、また多くのテナントがホームオフィスとして使うために面積を増やすか追加の部屋を探そうとしているため、各戸の広さの重要度が増している。

これはおそらく、昨年、東京への純移動率がマイナスに転じた主な理由だろう。東京は数十年にわたって都会化が進展し、流入人口が流出人口を上回る流入超過の状態が長く続いてきたが、それが逆転したのである。コロナ禍によって引き起こされたライフスタイルの変化により、東京から神奈川や千葉など近隣県のより安価な郊外へと流出する動きが生まれている。同じ理由から、名古屋や福岡といった二番手都市も人気を集めている。

ある東京の投資家は「現在、東京から他地域に移り住む人が四半期ごとに増えている。これは私にとっては人口の高齢化よりもはるかに気がかりな傾向だ。彼らは都心に住む必要がなく、都外の近郊エリアでもっと広い住宅に住むことができ、また家賃も下がると考えているのだ」と語る。

今のところ、純移動の逆転の度合いは比較的小さい。これが広範囲における住宅の需給動向に影響を与え始めた場合、マルチファミリー部門（その多くが東京都心部の物件）の収益性への影響も幅広いものとなるかもしれない。この副作用として、投資の対象となりうる住宅プロジェクトを探す際に、東京の都心区からさらに離れた場所を検討しようとする投資家が増えつつある。

中国では、ビルド・トゥ・レン特部門は政府の支援という追い風を受けています。政策環境が急速に変化している現況を考えるとこれは大きなメリットだ。確かに、中国本土では価格が高く賃料が低く、また伝統的に個人売買が好まれてきた（このことはデベロッパーに大きな利益をもたらした）ことから、仮にそうした支援がなければ、制度化されたビルド・トゥ・レン特市場が登場することはなかつたと思われる。

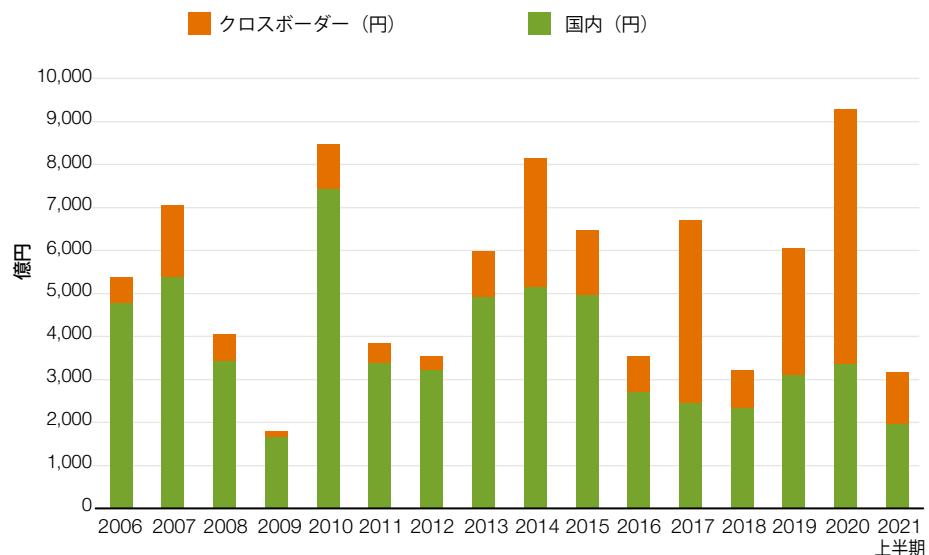
近年、中国政府は、富の格差が拡大したことでも大都市への労働力の自由な流れが妨げられており、その対処法として、制度化された賃貸住宅市場の必要性を確信するようになった。このほか、中国で制度化された賃貸住宅市場が一層求められている理由として、以下の点が挙げられる。

- ・人口の流動性が高まり、また転職の可能性も高まっている。そのため、若者は不動産を購入しない傾向にある。
- ・同時に、中国の若い世代は高い生活水準に慣れており、また親の世代に比べて、高い賃料を払う用意も能力もある。

中国ではいつものことだが、コンセプトが実現するまでに無駄な時間がほとんどかからない。デベロッパーにインセンティブを与え、利回りの低迷を補うために、当局は大幅な割引価格（伝え聞くところによると販売用宅地の価格の1/3）で土地を提供し、デベロッパー向けに非公式の「報償」を用意するために裏で動いている。様々なビジネスモデルが誕生し、また失敗した取り組みが取り除かれるにつれ、業界の統合も進んでいる。

政府によるイニシアチブは大規模なものとなっている。北京に拠点を置くあるインタビュー回答者によると、政府の計画により北京では新規供給の33%が賃貸住宅となるよう求められており、深圳では50%となっている。築古物件の賃貸住宅への転換が優先されており、また上海で導入された（そして北京でもまもなく導入予定の）新たな計画基準では、賃貸住宅専用のゾーニングを設けることになっている。

図表 3-10 日本の集合住宅の投資額と価格（2021年上半期）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

政府は2021年に発表した第14次5か年計画において、全国的に新規の宅地供給の10%を賃貸住宅の建設に確保することを義務付けた。

こうした新規住宅供給の大部分は国内デベロッパーが行うことになる一方で、外国人投資家も積極的に動いている。ただし、地価が割引されても、中国のようなリスク特性を持つ市場では利回りは低い。あるコンサルタントは、中国のマルチファミリー住宅について想定されるキャップレートは3.5%前後、つまり日本とほぼ同等ではないかと推測している。だが同時に、中国の資金コストは日本より相当高く、また最近になり政府が都市部の賃料の上昇を年間最大5%に抑えると発表したことによって、賃料の上昇に対する期待がしばらくしてしまった。

その結果、外国人投資家にとっては開発の方が可能性が高いと見られる。住宅開発の内部収益率（IRR）は8%～10%であり、また新たに誕生した中国REIT業界がエグジットとなりうるからだ。中国REITはまもなく拡大し、賃貸住宅REITも認可されると見られる。しかし、たとえ

この水準であっても、外国人投資家はコリビング部門でより良い機会を得られるかもしれない。コリビングはマスマーケットがそれほど重視されず、運営ノウハウや専門知識の強みがものを言う分野だ。

オーストラリアでは、マルチファミリー住宅部門はまだ歩き始めたばかりだが、住宅価格が急騰しており、また若年層による賃貸が拡大していることから、注目が高まりつつある。現在、数十億ドルもの投資資金（主に外国からの資金）がオーストラリアのビルト・トゥ・レン特の開発プロジェクトを狙っており、ジョーンズ・ラング・ラサールではこれが3年以内に同国第3位の規模の資産クラスとなる可能性があると予測している。

とはいっても、やはり利回りの低さが問題となっている。あるインタビュー回答者は2%～2.5%のキャップレートなど「前代未聞」だと述べた。税制面で不利なことも、この部門の財務基盤をさらに複雑にしている。

今後の政策変更により課税上の問題は解決に向かうかもしれないが、構造的な諸問題は残つたままだ。まず、あるアナリストが述べたように、国内の銀行は通常はビルド・トゥ・レントのプロジェクトに融資せず、投資家はノンバンクかオフショアのレンダーから資金調達せざるを得ないため、資金コストが高いという点である。

さらに、オーストラリアのある住宅デベロッパーによると、需要も疑わしいという。「ユーザーからの需要ではなく、資金側からの需要があるだけだ。現在供給されているビルド・トゥ・レントの物件を見ると、それほど多くはないが、竣工後1年ほどのものでも稼働率は60%～65%に留まっている。だが、都心に近い場所に200室の集合住宅を建設して、投資家と所有者兼占有者のグループに売却すれば、その95%は竣工後2週間か1か月以内に埋まるだろう」。

オーストラリアの賃貸住宅市場の問題の1つは、個人所有の賃貸物件が非常に多く、その所有者は市況の変化に合わせて柔軟に対応できる一方で、ビルド・トゥ・レントの事業者は賃料を大幅に引き下げるには資産の再評価が必要になるためやりたがらないということだ。

さらに、オーストラリアの若い世代が転居や移転に積極的ではないということも問題である。このデベロッパーによると「オーストラリアの労働力は流動性が低く、それがビルド・トゥ・レント市場にとって最大の逆風の1つだと思う。シドニーに住む35歳の中間管理職に対し『昇進の機会があるが、それにはメルボルンに行ってもらう必要がある。給与も20%上乗せしよう』と提示しても、彼らは行こうとしないだろう。社会的な繋がりを築いており、今の場所を動きたくないのだ。これがアメリカなら、直ちに出発するだろう」。

それだけでなく、オーストラリアでのマルチファミリー住宅投資は割に合わない。「マルチファミリー住宅を追っているのはオーストラリアの資金ではない。加重平均コストベースではすでに高すぎるため、国内の資金は手を出せない。そのため、オーストラリアでは誰もが外国の投資資金を呼び込んで円滑に進むよう取り計らい、開発手数料などを手にするだけだ。また、国内資金は同じ条件下では土地の取得競争に

は加われないという面もある。というのは、ビルド・トゥ・セルの200室の集合住宅を取得する方が、ビルド・トゥ・レントの目的で同じ敷地を取得するよりも高い入札価格を提示できるからだ」。

したがって、政府の支援がない状況では、個々の投資家が資金を使い果たし、また市場で個人所有の賃貸物件の数が減り始めない限り、オーストラリアでのマルチファミリー住宅投資はうまく機能しないとこのデベロッパーは考えている。

ホテル部門

アジア太平洋地域全体にわたり、ホテル部門は渡航禁止によって引き続き大きな打撃を受けている。シンガポールは「ワクチン・トラベル・レン」という新たな枠組みにより一部の国からの旅行者を受け入れているが、大半の国・地域ではワクチン未接種の非居住者／外国からの訪問者の渡航をほとんどまたは全面的に禁止しており、中には国内での移動制限を課しているところもある。多くの国で政府が国境を少なくとも部分的に再開する準備を進めているものの、旅行客の国をまたがる移動が可能になるのはまだ遠い先のように思われる。

こうした制限により観光客や出張者からの収入が激減したことで、多くのホテルは大打撃を受けた。ある投資家の言葉を借りれば、ホテルは「もともと設備投資に力がかかり、常に再投資が必要で、ひとたび取得したらそれで終わりというわけではなくその後もコストが発生する」資産であるため、収入が途絶えるにつれホテル業界の痛みは激しいものとなった。

加えて、多くの大規模ホテルチェーンは資金力のある機関が所有しており嵐をやり過ごすことができようが、小規模のホテルやチェーンは、特にリゾートや観光のサブセクターにおいて、資金的な持続力に欠ける個人企業が保有していることが多い。

その結果、昨年の本書において、インタビュー回答者は主としてホテル部門からディストレス資産が出てくる可能性が高いと予想した。しかし実際には、競売処分となる物件が所により若干見られることを除けば、ホテルのディストレスは

まだ現実のものとなっていない。RCAによると、アジア太平洋地域における2021年第3四半期のホテルの取引高は19%減の20億米ドルで、第3四半期としてはこの10年で最低の数字となつた。

直感に反して、競売処分となる物件がこれほど少ないのにはいくつかの要因がある。何よりも、Chapter 1で概説したように、アジア太平洋地域の銀行はデフォルトを引き起こすような動きをほとんど見せていない。

同時に、そもそも通常なら売りに出されないような資産の獲得を狙う資金が大量に存在するため、競争により物件価格がもはやディストレスには該当しない水準にまで引き上げられた。例えばオーストラリアでは、これまでのところアジア太平洋市場の中では唯一、大規模なホテル取引が行われ、その売却価格はコロナ禍以前の水準かそれを超えるものであった。

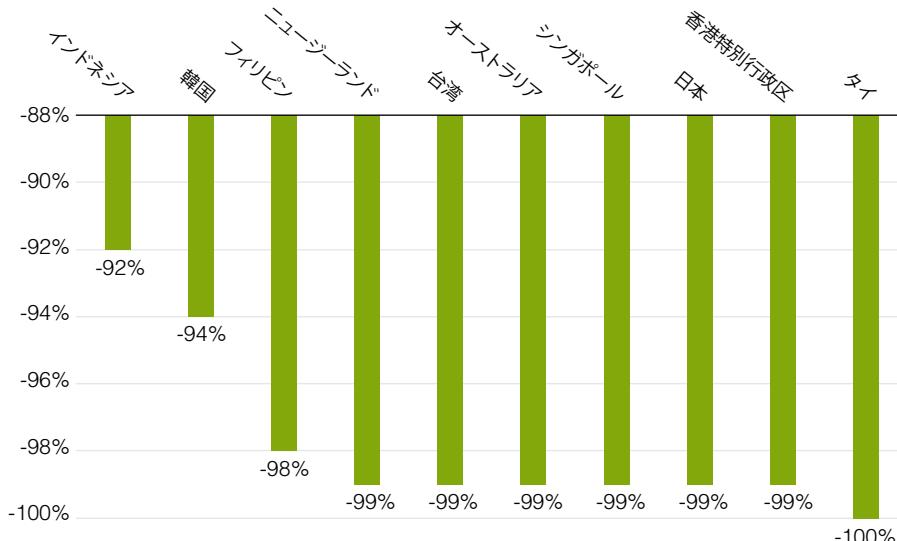
一方、東南アジアでは資産は富裕層ファミリーが保有していることが多く、買い手は資産の保有に対する現所有者の思い入れを過少評価している。あるインタビュー回答者によると、2021年上半期におけるホテルの取引はわずか1,500室と、微々たるものだった。

オーストラリアを拠点とするホテル投資家の人一人は「これはアジア金融危機やSARSなど以前の厳しいサイクルでも見られたことだ。当時、ディストレスの売却という波が押し寄せると誰もが予想していた。しかし、ホテルを所有することには強い思い入れがあり、所有者はどんな犠牲を払ってもしがみつくだろう」と述べた。

客室を満たす

さらに、多くのホテル運営事業者は、外国からの旅行者がいなくても部屋を埋める方法をいくつか見出した。まず、国内市場に回帰して、外国に行けず国内に閉じ込められた旅行者の需要を取り込んでいる。マニラ在住のあるインタビュー回答者は「久しぶりに町から出たが、パタンのプライベートリゾートが年初以来過去最高の稼働率となっていることにとても驚いた。今現在、非常に好調なりゾートホテルは他にもいくつかるようだ」と述べた。

図表 3-11 外国からの訪問者数の変化(地域別、2021年8月現在での2019年との比較)



出所：国連世界観光機関（UNWTO）

次に、少なくとも国際的な主要都市では、ホテルはワクチン接種済みの旅行者を対象とした利幅の大きい市場を独占することができた。香港を拠点とするプライベートエクイティ投資家の1人は次のように述べている。「我々が取得を試みているシドニーのあるホテルは、以前よりもはるかに高い利益率で運営されている。現在、コロナ感染者の受け入れ施設として使われており、ベッドのシーツ交換やスパの営業といった利益率の低いサービスを停止している。単に部屋を売っており、しかも満室稼働となっている」。

さらに、単に最低水準まで宿泊料金を引き下げて、サービスアパートメントとして部屋を提供するという戦略もある。香港の別のファンドマネジャーによると「香港の2つ星か3つ星ホテルの平均日額料金といえば、多分1,000香港ドルくらいが相場だろう。それが現在では200香港ドル～300香港ドルに急落している。これは月額にすると約6,000香港ドル～9,000香港ドル(約760米ドルから1,160米ドル)となる。この金額では個人経営の賃貸住宅でも十分なスペースは得られない。だったら気の利いたホテルの部屋を6か月借りてゆったり生活する方がいいと考える人もいる。そのため、このビジネスは今も続いている」。

とはいえ、これで何とかやっていけるかどうかはまだ分からぬ。多くの投資家は、またもや長期的な力がこの部門の仕組みを恒久的に変えたとの見方を保っている。

あるファンドマネジャーは「奇妙なことに、市場は盛り上がっている。収益がどんどん減りNOIもマイナスになっているのに、ホテルはコロナ禍以前の水準で取引されている。この状況は私には理解できないが、とにかく実際のNOIの割に、ホテルのキャップレートが低下しているのは事実だ。同時に、需要も長いこと元の水準に戻っていない。MICE(会議、インセンティブ旅行、国際会議、イベント)市場もすぐに回復することはない。また、市内中心部に立地し、地元の需要に対応しているビジネスホテルの場合、稼働率は最大でも50%だ。市場の半分が消えたのだからね」と説明する。

銀行の寛容さが終わりを告げる

一方で、銀行の忍耐力が限界に近づいている兆候が見られる。あるホテルの幹部の一人は「銀行の寛容さが、取引があまり行われていないことの大きな要因だったが、このところその忍耐力がなくなってきた。各国政府はこれまで銀行を支えてきたが、どこかの時点で行き詰まり状態を解消する必要がある」と述べた。

資金力のある所有者は影響を受けないだろうが、小規模のグループや、ノンコア資産としてホテルを保有しているがコア事業を支えるために資金調達が必要な企業は、今後売却に転じる可能性がある。

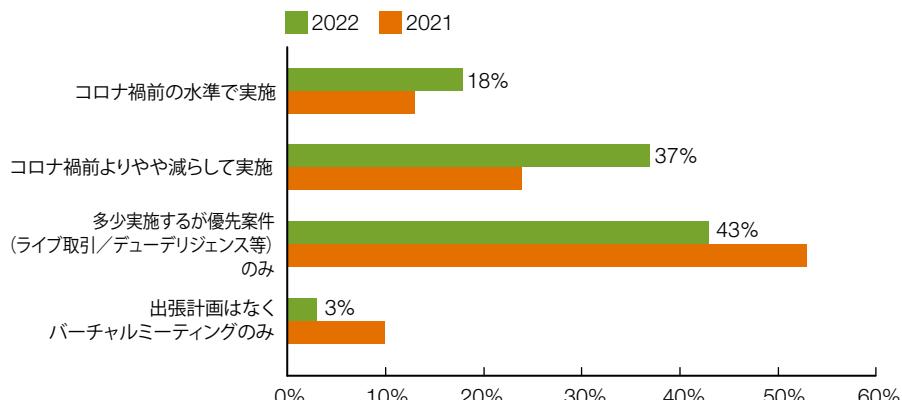
この幹部は「来年の早い時期にそうした流れが起こる」と考えている。レンダーも政府も、現在のような麻痺状態は持続的な経済モデルではないことに気付くだろう。何か手を打たなければならない。先延ばしても解決しない。というのは、渡航が再開されても即座に客が戻ってくるわけではないからだ。回復には何年もかかる。従業員の再訓練にも、そして借金の山を返済するにも何年もかかるだろう」と語った。

インタビュー回答者からは、選択肢の一つとしてプライベートエクイティ投資家へのセール・アンド・リースバックというモデルが推奨された。これは、多くのプライベートエクイティ投資家が取引を望んでおり、また必ずしも資産の長期保有には乗り気でないと見られるためだ。また、都市部のホテルは出張者向けの販売が難しくなると見られることから、最初に回復するのはリゾートホテルになる可能性が高い。そのためリゾートホテルの所有者は、パートナーシップであれ売却であれプライベートエクイティ投資家との交渉において、都市部のホテルの所有者よりも優位にあると感じるかもしれない。

上記の幹部によると、そうした交渉では資産の評価方法が議論の中心になるという。「アジアでは、所有者は資産価値について土地の評価額を重視することが多い。だがプライベートエクイティ投資家は土地の評価をまったく気にかけない。彼らは純粋に、あるキャップレートで取得し、異なるキャップレートで売却することを考えているだけだ」。

さらに、ディストレスの取引を求めているプライベートエクイティ投資家の多くは柔軟に対応する余裕がない。アジア太平洋地域のあるホテルコンサルタントは「過去1年半の取引を見ると、プライベートエクイティは取引の引受けが困難を感じている。彼らは非常時において20%～25%のIRRを期待しているからだ。この数字を達成するには2つの不確定要素がある。物件価格を極端に低く設定するか、あるいはデットを積み増すことができるかだ。しかし、こうした取引に対する新たなデットは入手先が限られている。そのため、デットを得られなければそうした高いIRRは得られない。一方で所有者は『20%ならディスカウントできるかもしれないが、50%では無理だ』と言うだろう。よって、プライベートエクイティは取引を成就できていないのだ」と説明する。

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 2022 アンケート

日本が狙い目に

一方、リターンに対する期待がそれほど強くない投資家の間では、アジア太平洋地域の3大経済圏である中国、日本、オーストラリアにおける国内旅行の増加（いわゆる「リベンジ旅行」）を利用しようとする者が増えている。中でも、オーストラリアでは価格が高すぎると考えられており（その一因は機関投資家の所有割合の高さにある）、中国市場もすでに供給が満杯状態であるため、日本に注目が集まっている。投資家は何らかのディスカウントで投資し、回復後の旅行の波に乗じようと考えているのだ。

シンガポールのあるファンドマネジャーによると「コロナ禍以前には、訪日客がうなぎのぼりで増えていた。そしてインフラやサービス全般の状況を考慮し、我々は日本のホテルに対し長期的に非常に強気でした。また、日本は国内人口が多いというメリットもあり、それがある程度のクッションにもなる。しかし、こうしたインバウンド市場が消えてしまった。そこで、我々は新たな日本ホテルファンドの立ち上げを計画している。おそらくクラブ方式になるだろう。これは日本において、所有者がいくらか資金不足になり、バリューアップ型の提案を求めているホテルを対象とするものだ」。

また、ホテルの各サブセクター間のストックの不均衡を利用した裁定取引を図る投資家も日本に関心を示している。日本のある投資家は「これまでのところ、高級ホテルと格安ホテルではパフォーマンスが大きく異なっている。格安ホテルの数が驚くほど増えており、その収益構造を回復することはほぼ不可能だろう。しかし、これは2022年以降にビジネスチャンスになるとを考えている。例えば、リポジショニングを行って分譲マンションに変更することもできると思う。資金調達環境については、まだ非常に有利な状況が続くと見ている。ただし、資産を個別に分析してそのメリットを評価する必要がある」と述べた。

インタビュー回答者一覧

Abacus Property Group Neil Summerfield	Daiichi Properties Charmaine Uy	KENEDIX Keisuke Sato Takahiro Uchida	Orca Capital Ariel Shtarkman
Actis Brian Chinappi	Daiwa House Industry Tetsuo Suzuki	KENEDIX Real Estate Fund Management Inc. Masahiko Tajima	Pacifica Capital Seth Sulkin
Allianz Real Estate Rushabh Desai	Dexus Deborah Coakley Kevin George Ross Du Vernet	Keppel Land Kevin Zhou	PAG Investment Management Naoya Nakata
Angelo, Gordon Asia Zoe Zuo	Diamond Realty Management Inc. Ryuta Takeuchi	KKR Bryan Southergill	PDB Properties Inc. Steven Tambunting
Aqualand John Carfi	ESCON Japan Takatoshi Ito	Lamudi Philippines Kenneth Stern	PGIM Steve Bulloch Morgan Laughlin Benett Theseira
AR Capital Advisors Steven Bass	EG Adam Geha	LaSalle Investment Management Selena Shi	Philippine Constructors Association Wilfredo Decena
ARCH Capital Eric Manuel	Elanor Investors Glenn Willis	Leechiu Property Consultants Tam Angel	Phoenix Investors Wilfred Ma
ArthaLand Corporation Sherrill Veranno	Eildon Capital Group Mark Avery Laurence Parisi	Lendlease Andrew Gauci	Powerlong Real Estate Holdings Ltd. Peggy Jin
Asia United Bank Leonides Intalan	ESR Michael De-Jong Douglas Philip Pearce	Link REIT Chris Brooke	PRIME Philippines Jetson Yu
Australia Unity Damian Diamantopoulos	FIT Investment Corporation Richard Zen	Lobien Realty Group Sheila Lobien	Professional Property Services Nicholas Brooke
AXA IM Real Assets Laurent Jacquemin	Frabelle Group of Companies Francesca Tiu-Laurel	LOGOS Mehul Shah	Pronove Tai & Associates Monique Pronove
BentalGreenOak Dan Klebes	GenReal Property Advisers Anckur Srivastava	Macquarie Jelte Bakker	Property Council of Australia Ken Morrison
BlackRock Chris Handte	Great Wall Pan Asia Holdings Limited Serena Zheng	Manulife Kenny Lam	Quisumbing Torres Alain Charles Veloso
Blackstone Ben Dodwell Nina James Chris Tynan Frank Zhao	Grocon Christian Graheme	Menarco Development Corporation Maria Cristina Samson	Rafi Properties Baillie Yip
Brookfield Asset Management Stuart Mercier	Wellworth Properties Harly Geraldine Pow	Mercer Padraig Brown	Savills China James Macdonald
Capbridge Investors Ken Fridley	Hines Jon Tanaka	Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc. Katsuji Okamoto	Savills Malaysia Dougie Chrichton
CBRE Henry Chin Sid Dhawan Takashi Tsuji	Hon Kwok Land Investment James Wong	Mitsubishi Jisho Investment Advisors Toshiyuki Ariai Eriko Kato Koichi Ueno	SC Capital Partners Group Andrew Heitersay Michael Lane
Centurion Corporation Limited Kong Chee Min	Huafa Ken Zheng	Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation Hiroyuki Seki	Schroder Pamfleet Andrew Moore
Charter Hall Ben Dodwell	Hulic Yoshito Nishikawa	Mitsui Fudosan Investment Advisors Shuji Tomikawa	Shenzhen City Investment Zhiping Li
China Merchants Capital Vincent Yu	IDERA Capital Management Ltd. Harumi Kadono	Moelis Australia Ben Boyd	Shui On Land David Wong
China Oversea Estate Linlin Wang	Ingenia Communities Simon Owen	Morgan Stanley Susan Sun	Starr International Investment Advisors Alison Cooke
Cistri Peter Holland	Investa Peter Menegazzo	Mori Building Hiroo Mori	TopChain Group XueJia Liu
Colliers International Richard Raymundo	Invesco Global Real Estate Asia Pacific Inc. Ryukichi Nakata	Nomura Real Estate Solutions Eiji Enomoto	UBS Grant McCasker
CRE REIT Advisers Tsuyoshi Ito	Japan Post Bank Toshiyuki Tanaka	Nuveen Louise Kavanaugh Jing Zhou	Unionbank Henry Aguda
CSI Andrew Taylor	JLL Janlo de los Reyes Matt Duncan	Oedo Onsen Reit Investment Corporation Fuminori Imanishi	Vanke Coral Gao
Cushman & Wakefield Claro Cordero Jr.	KaiLong Group Ivan Ho		AUPUP Electronic Commerce Co., Ltd Lingxiao Peng
			Yuexiu REIT Deliang Lin

支援団体



PwC のリアルエステートプラクティスは、不動産都市顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や評価を支援しており、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

Jeroen Elink Schuurman

Global Real Estate Tax Leader
The Netherlands

Stuart Porter

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Japan

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance
Leader
Hong Kong SAR, China

Jim Chen

Mainland China Real Estate Leader
China

Raphael Chu

Hong Kong Real Estate Leader
Hong Kong SAR, China

Michael Ma

Mainland China Real Estate Tax Partner
China

David Kan

Hong Kong Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Kanus Yue

Mainland China and Hong Kong Real
Estate Risk Assurance Leader
China

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate & Hospitality
Leader
Singapore

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

www.pwc.com



アーバンランド・インスティテュート（ULI）は会員によって支えられている世界的な組織で、45,000名を超える不動産及び都市開発の専門家で構成されています。これらの会員は構築環境の未来を形成し、世界中の地域社会に変革的な影響を与えるという 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（2020 年だけでも世界約 330 都市で 2,600 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用する都市設計と都市開発においてベストプラクティスを認定し、会員間で共有しています。

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

W. Edward Walter

Global Chief Executive Officer
Urban Land Institute
uli.org

David Faulkner

President, Asia Pacific
Urban Land Institute
asia.ulii.org

ULI Center for Real Estate Economics and Capital Markets

Anita Kramer
Senior Vice President
uli.org/capitalmarketscenter

Urban Land Institute
2001 L Street, NW
Suite 200
Washington, DC 20036-4948
United States

(202) 624-7000

www.ulii.org

表紙写真：東京にある日本橋二丁目地区プロジェクト
画像提供：スキッドモア、オーウィングス&メリル
撮影：走出直道

iii ページ写真：北京にある COFCO ランドマークプラザ
画像提供：スキッドモア、オーウィングス&メリル

15 ページ写真：香港にある The Mills (南豊紗廠)
画像提供：ナン・フン・ディベロップメント・リミテッド

23 ページ写真：ニューサウスウェールズ州フレッシュウォーターにある
ハーバード・ディガーズ
画像提供：Architectus+Chrofi+JMD

34 ページ写真：シンガポールにあるカンポンアドミラルティ
画像提供：シンガポール住宅開発庁
撮影：パトリック・ビンガム・ホール

39 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

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate ®アジア太平洋2022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 2022年版

2022 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 334 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 16 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 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.ulii.org)、リーダーシップの発揮またはボランティア活動への参加機会を検索できるナビゲーター (Navigator) (navigator.ulii.org)、Emerging Trends in Real Estate® (2003 年の第 1 版以降すべての版) をはじめ ULI の最新の研究やベストプラクティスにアクセスできるナレッジファインダー (Knowledge Finder) (knowledge.ulii.org) を提供しています。

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 (ulii.org/join) をご覧ください。ULI のネットワークにご参加いただけることを心よりお待ちしております。

ハイライト

- ポストコロナ環境における投資家のポジショニングの検証
- 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