



# Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2019

[アジア太平洋版]



表紙写真：オフィスビルが立ち並ぶ繁華街で行われた商業施設を核とする複合開発プロジェクト「成都遠洋太古里」。  
開放的でゆったりした歩行者空間を確保。  
写真提供：スワイヤ・プロパティーズ

49 ページ画像：レム・コールハウス (OMA) 設計による集合住宅「インターレース」  
撮影：イワン・バーン

## Emerging Trends in Real Estate<sup>®</sup> アジア太平洋 2019 年版 共同報告書



# 目次

---

|    |                               |
|----|-------------------------------|
| 1  | エグゼクティブサマリー                   |
| 3  | 序文                            |
| 4  | <b>Chapter 1: 天井が近い?</b>      |
| 7  | 中国：重要テーマ                      |
| 7  | ビッグマネーは緩やかな成長を志向              |
| 9  | キャップレートは反転するのか?               |
| 10 | 戦略の進化                         |
| 11 | 日本：重要テーマ                      |
| 11 | バリューアッド投資が選ばれる                |
| 13 | 機関投資家を狙ったビルド・トゥ・コア戦略          |
| 14 | ディストレスの再来?                    |
| 14 | 新興市場は依然として魅力的                 |
| 15 | ニッチ部門の需要は引き続き強い               |
| 17 | 労働者向け住宅により通勤が不要に              |
| 17 | アフォーダブル（低所得層向け）住宅を政府が後押し      |
| 18 | コリピング：将来のテンプレートか?             |
| 18 | マルチファミリー：ゆっくり、しかし着実に          |
| 19 | オーストラリア：重要テーマ                 |
| 21 | コワーキングへの疑念は残る                 |
| 22 | 利上げが迫る                        |
| 23 | <b>Chapter 2: 不動産キャピタルフロー</b> |
| 25 | 日本からの大波                       |
| 25 | 中国の波が後退                       |
| 26 | シンガポールと香港が活を入れる               |
| 27 | 欧州とデットに向かう韓国人投資家              |
| 27 | 米国の投資家がアジア投資を加速               |
| 28 | 資本調達                          |
| 30 | 慎重さを強める銀行                     |
| 31 | 新たなレンダーが引き続き登場                |
| 33 | 中国におけるデットの機会                  |
| 33 | ストレスとディストレス                   |
| 34 | 中国政府の流動性締め付けで債券が悪化            |
| 35 | 不動産投資信託（REIT）                 |
| 38 | <b>Chapter 3：注目すべき市場と部門</b>   |
| 41 | 上位ランクの都市                      |
| 51 | 不動産タイプの見通し                    |
| 56 | インタビュー回答者一覧                   |

# エディトリアル・リーダーシップ・チーム

## Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2019 チェアマン

K.K. So, PwC

John Fitzgerald, Urban Land Institute

### 主要執筆者

Alex Frew McMillan, Urban Land Institute Consultant

Mark Cooper, Urban Land Institute Consultant

### 編集者

Colin Galloway, Urban Land Institute

### 調査アシスタント

Michael Owen, Urban Land Institute

Pauline Oh, Urban Land Institute

Yusnita Baharuddin, Urban Land Institute

Tanya Lee, Urban Land Institute

### ULI 編集/制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Managing Editor/Manuscript Editor

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

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

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2019 年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や誤った解釈があった場合は英語版が優先するものとします。

PwC は、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することを Purpose (存在意義) としています。私たちは、世界 158 国に及ぶグローバル・ネットワークに 250,000 人以上のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は [www.pwc.com](http://www.pwc.com) をご覧ください。

©2018 PwC 権利はすべて PwC に帰属します。

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

詳しくは [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) をご覧ください。

©ULI, PwC (2018 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 2019. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2018.

## PwC Advisors and Researchers

### オーストラリア

Andrew Cloke

Bianca Buckman

Iain Boot

James Dunning

James McKenzie

Jane Reilly

Joseph Carrozzi

Josh Cardwell

Kirsten Arblaster

Kristen Stubbins

Morgan Hart

Scott Hadfield

Shannon Davis

Sue Horlin

Tony Massaro

### 中国

Gang Chen

### 香港

K.K. So

Paul Walters

### インド

Anish Sanghvi

Bhairav Dalal

Dhiren Thakkar

Tanya Tandon

### インドネシア

Brian Arnold

David Wake

Margie Margaret

### 日本

Akemi Kitou

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Koichiro Hirayama

Raymond Kahn

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

### ルクセンブルク

Carolin Forster

Kees Hage

Robert Castelein

### フィリピン

Malou Lim

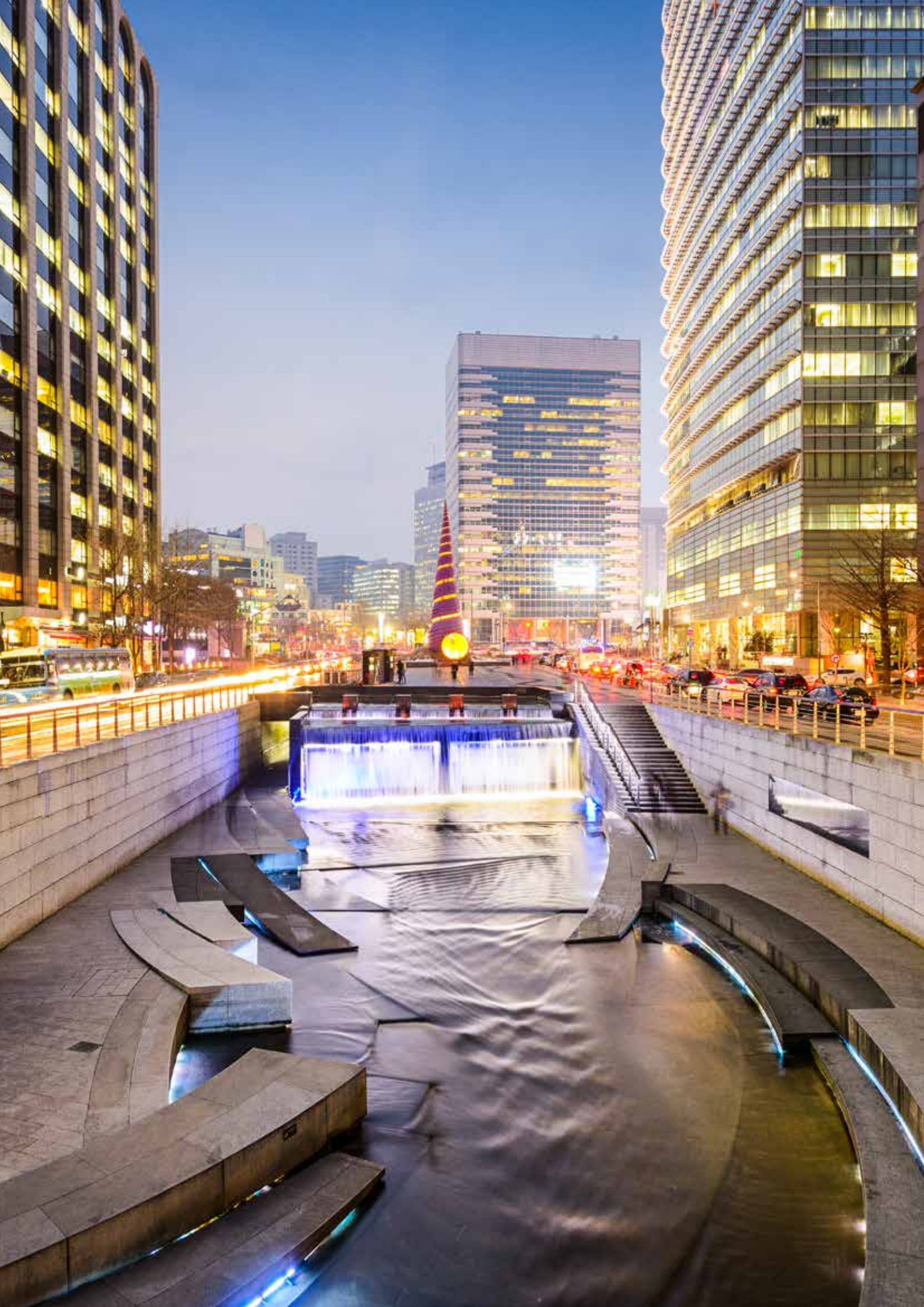
### シンガポール

Chee Keong Yeow

Magdelene Chua

Maan Huey Lim





# エグゼクティブサマリー

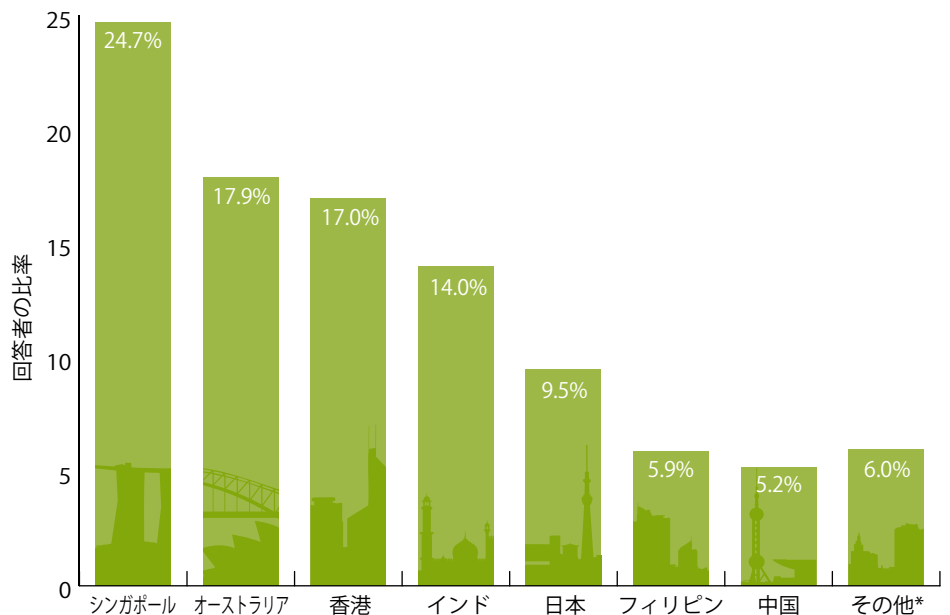
アジアの不動産市場は留まるところを知らぬ拡大が9年間続いたが、ここに来て向かい風が起きている。差し迫った貿易戦争や利上げ、信用供与の厳格化、そして事業用不動産価格と住宅価格が青天井で買手が疲弊していることなどから、投資家は長らく続いた上昇サイクルがピークに達したのではないかと疑い始めた。ある投資家が述べたように「市場は皿の上のゼリーのようにゆらゆらしている。どこもかしこも史上最高水準にある」ため、この先どうなるか予想し難い。

とはいえ市場ファンダメンタルズは2018年を通して堅調さを保っている。取引高は過去最高水準にあり価格も堅調だ。これを支えているのが、アジアの大規模市場に投入され積み上がり続ける機関投資家の資金である。

そのため当面はこれまでの勢いが続くと思われる。一部の投資家は保有資産の売却やリポジショニングを模索しているものの、不動産への投入を図る巨額の資金が存在するため、たとえ他の指標が悪化に向かったとしても価格が大幅に下落する可能性は低い。

その結果、過去何年かと同様、投資家は市場に資金を投入するために以前にも増して多様な戦略を検討する必要に迫られている。

## 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 2019 アンケート

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



現在の環境下で最も幅広い魅力を備えているのは先進国市場だ。そのためオーストラリアは投資先として最大の人気を保っている。利回りが比較的高く賃料上昇の公算も大きいなどファンダメンタルズが健全なこともその一因である。また、厚みがあり流動性に富んだ市場は下降期の避難先にもなる。日本も多くの点で同様の特徴を有している。

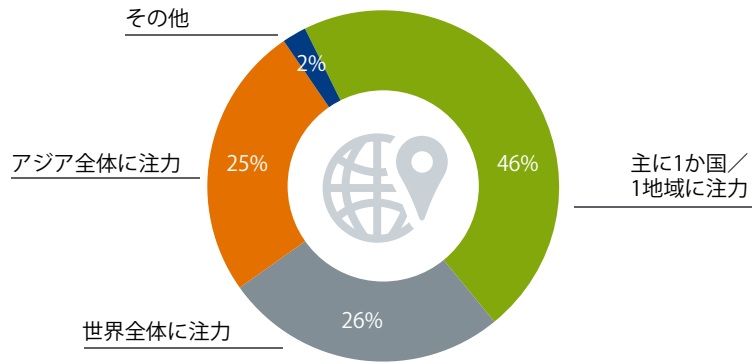
だが主要都市での取得競争により資産に手が届かなくなる投資家が増えており、さらに投資先や投資対象を広げようとする動きが強まっている。

これはまず、ベトナムやインドといった新興市場が関心を引き続けていることに現れている。また、よりリスクの高い戦略が再び注目されており、バリューアッド投資と「デベロップ・トゥ・コア」投資の人気が高い（一般的に「デベロップ・トゥ・コア」投資は単に立地だけでなく土地計画、建設の質やパートナーに対する一層の注意が必要だ）。物流施設やデータセンターなど高利回りの資産タイプもこの動きに合っている。

このようにリスクテイクを強めようとする姿勢は、今回の調査で投資家がより高いリターンを求めていることにも反映されている。アンケート回答者の半数以上(53%)が2019年末までに年率10%以上のリターンを狙っているが、前回調査で同様のリターンを描いていた投資家は5人に2人(41%)に過ぎなかった。

同時に、市場が下降に転じた場合にどのような状況になるか検討を始めた投資家もいる。最も明白なのは、ディストレス（不良資産）が増えることだ。ディストレスは何年もほとんど見られなかったが、既にイン

#### 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 2019 アンケート

ド、中国、インドネシア、さらには日本でもディストレスの機会がいくらか浮上している。ディストレスの増加に加え、取引高の減少も考えられる。ただし市場に出回っている流動性が巨額にのぼるため価格はそれほど下落しないだろう。下降における調整として、デットコストの上昇、デットへのアクセス制限や安全資産への逃避志向の高まりも見られるかもしれない（上記のように、安全への逃避は成熟市場を利する場が多い）。そしてさらに、新興市場ではキャピタルフローの反転が起こる可能性も考えられる。

このほか、最新のコンセプトも勢いを得つつある。ここ数年で、アジアではコワーキングスペースやワークスペースシェアリングが急激に増えており、足取りの重かったサービスオフィス部門に技術的な強みを与

えており、所有者もリターンの改善を見込んでいる。だが、現在の運営モデルの実行可能性を疑問視する声も依然として聞かれる。

一方、アジアでは住宅価格が超高水準にあることから、コリビングが明らかな魅力を放っている。アジアの主要都市は、アジアの状況の中でコリビングがいかに機能するか探る上でよい試金石となる。ただし、コリビング施設のテナントは必ずしも経費削減の点を重視しているわけではない。

キャピタルフローの点では、アジア全体で流動性の蓄積が進行中で、巨額の資金が外国の不動産資産への投入を目的にクロスボーダーの流入を続けている。ただし中国では規制による締め付けが強化された結果、2018年には中国からの資金流出が大幅に減

少した。他の流出元としては、特にシンガポールと米国の資金が確固たる足場を築いた。また、アジア資金の堅調な流出も確実に継続すると見られる。とりわけ、日本の新たな資金プールが巨額にのぼり、2019年にはこうした流出の仲間入りを果たすと予想される。

不動産投資の資金調達としては、大半の市場で銀行融資が簡単に受けられる状況が続いている（ただし今後は利上げや融資条件の厳格化によりアクセスが制限されることが見込まれる）。その結果、組成されるデットファンドが増加しつつあり、特に中国とオーストラリアで機会を窺っている。銀行

からの資金調達以上に復活しているのがメザニンローンで、現物不動産を購入するよりも安全と目されており、市場が調整期に入った場合には重要なセーフティネットとなる。

2018年にはREIT市場のパフォーマンスが低迷することとなった。これは国債の利回りが上がって資金がそちらに移り世界的に利率が上昇軌道を描く中で驚くには当たらない結果だ。シンガポールREITは他の大規模REIT市場に比べややアンダーパフォームした。新興市場の中では、インドで国内REITが法制化されてから4年以上経ってようやくスタートする運びとなった模様で、2019

年初頭には事業用不動産の大型ポートフォリオが投入される予定だ。

今回の調査における投資見通しランキングは、先進国市場の主要都市における低水準だが着実なリターンという継続的な魅力を反映しており、メルボルン、シドニー、東京、大阪が上位5位に入った。これらの都市はいずれも利率や国債利回りに比べ相対的に高いリターンを提供している。シンガポールは2017年の投資見通しの落ち込みから復活した後は好位置を維持しており、上海と深圳の成績も、特に中国政府がデベロッパー向けのデット資金供与を制限する動きに出ていることを考慮すれば良好と言える。

## 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13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2019年版は、アジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産の各部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版2019は調査プロセスの一環としてアンケート回答者及びインタビュー回答者の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれもULIまたはPwCの見解を示すものではない。インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、投資顧問、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。ULIとPwCの調査員は89名と個別インタビューを行い、また373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） | 24% |
| ファンドマネジャー／投資マネジャー               | 22% |
| 住宅建築業者／住宅開発業者                   | 10% |
| 機関投資家                           | 6%  |
| 銀行／証券化貸手                        | 3%  |
| その他法人・団体                        | 11% |

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

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



# Chapter 1：天井が近い？

## 「アジア太平洋全域で、賃料も不動産価格もサイクルの頂点に近づきつつある」

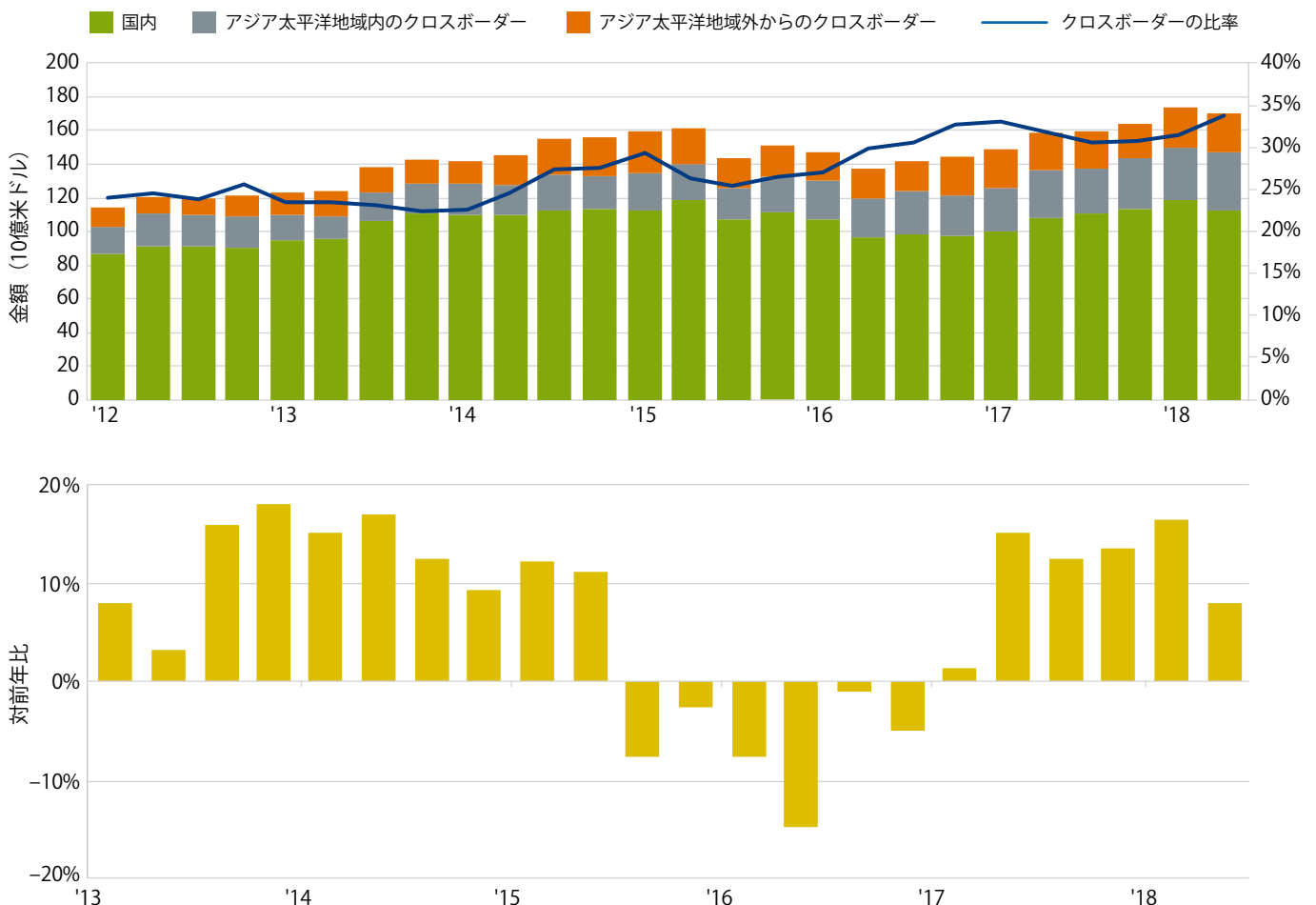
アジアでは世界金融危機以降、2016年末までの不安定な1年半を除き、クロスボーダー取引が増加の一途を辿ってきた。中央銀行の金融緩和によりタダ同然の資金が溢れ、株式市場はもとより不動産市場も過去最高を更新している。

だがこの一年間にアジアの不動産投資家は考え直し始めた。どこを見ても価格の上昇とキャップレートの低下が続く一方、マクロ指標に陰りが見え地政学的状況の雲行きが怪しくなっていることから、ファンドマネジャーと不動産所有者は訝しがり、果たして市場はついにピークを迎えた

のか、だとしたらどう対応すべきかと思いがぐねている。実のところ、この質問は何年もアジアの投資家を悩ませてきたものだが、今回は警報ベルの音がこれまで以上に大きい。

アジアの不動産ファンダメンタルズは、一部に低迷が見られるものの大幅な悪化の兆候を示すには至っていない。実際、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、2018年上半期における事業用不動産の取引高は多くの大型案件に牽引され12カ月のローリングベースで過去最高を記録している。

図表 1-1 アジア太平洋地域への投資状況（資金流出元別）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

例えば香港は、不動産ストックがほとんど動かない市場との悪評にもかかわらず、中国本土の投資家がからんだ巨額の旗艦物件取引が数件行われ、取引高で世界のトップクラスに躍り出た（ニューヨーク都市圏に次ぐ第二位）。

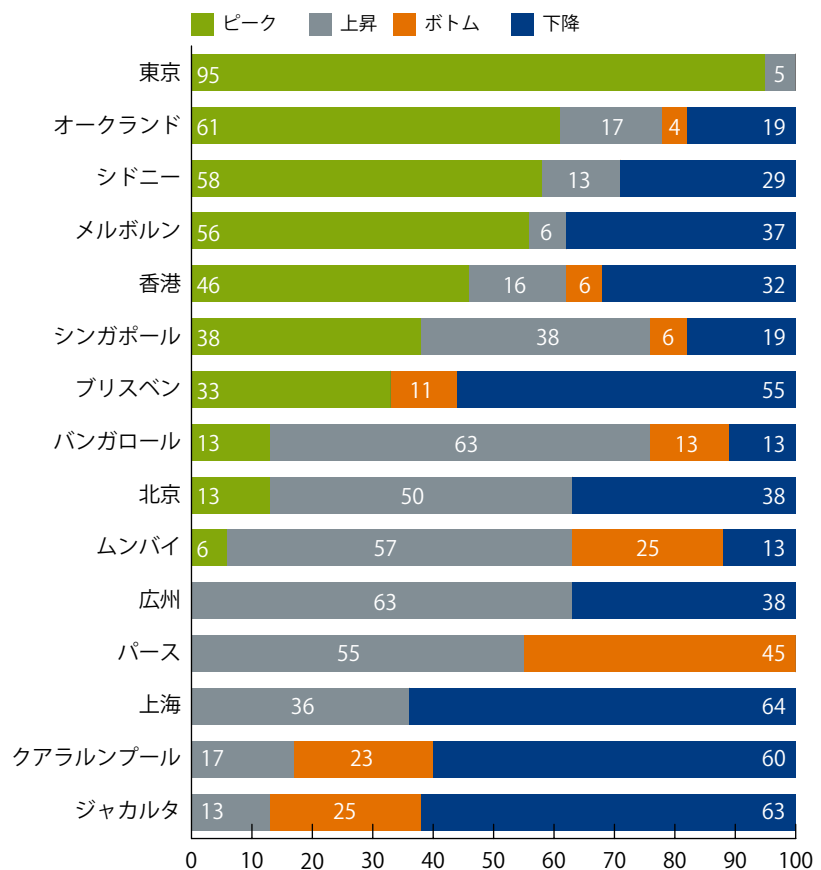
東京とソウルでも国内の機関投資家による取得が高額にのぼり、ソウルの取引量は前年同期比 66% 増となった。このほかシドニー、上海とメルボルンも世界の上位 30 都市に入っており、アジア資産を求めるコア投資家が目を向ける主要都市として名を連ねている。

これらの都市が今回の調査でもアジア太平洋地域の投資見通しと開発見通しの高い市場として上位を占めたのは驚くに当たらないだろう（Chapter 3 参照）。一方でキャプレートは低下を続けており、特にオーストラリアと韓国で著しい。

だが、今回の調査では取引関連統計にも利益予想にも悪化の兆候は特段見られない（10 ページ参照）ものの、インタビュー回答者は総じて、市場がサイクルのピークに達したか近づいたとのネガティブな見方に終始した。投資を継続する必要のない投資家の中には、保有物件を売却して他の好調な資産への乗り換えを示唆する者もいる。

香港では、あるオポチュニスティック投資家によれば「今、市場は皿の上のゼリーのようによろよろしている。つぶれてしまうものもないが、しっかり立ち上がるものもない。どこもかしこも史上最高水準にあり、これから市場がどこに向かうのか予測し難い」。

図表 1-2 不動産サイクル－市況がサイクルのどの段階に当たるかの認識  
(回答者の比率)



出所：英国王立チャータード・サバイヤーズ協会（RICS）

またシドニーの住宅デベロッパーは「米国の10年物国債の利回りが上昇しており、今がサイクルの頂上だと考えるべきだろう。だから今後はキャップレートの低下傾向が止まるというのが大方の見方だ。ただ誰かが先日『不動産サイクルを時計に見立てれば、事業用プライム物件市場は11時半で止まっているようだ』と言っていた」と述べている。

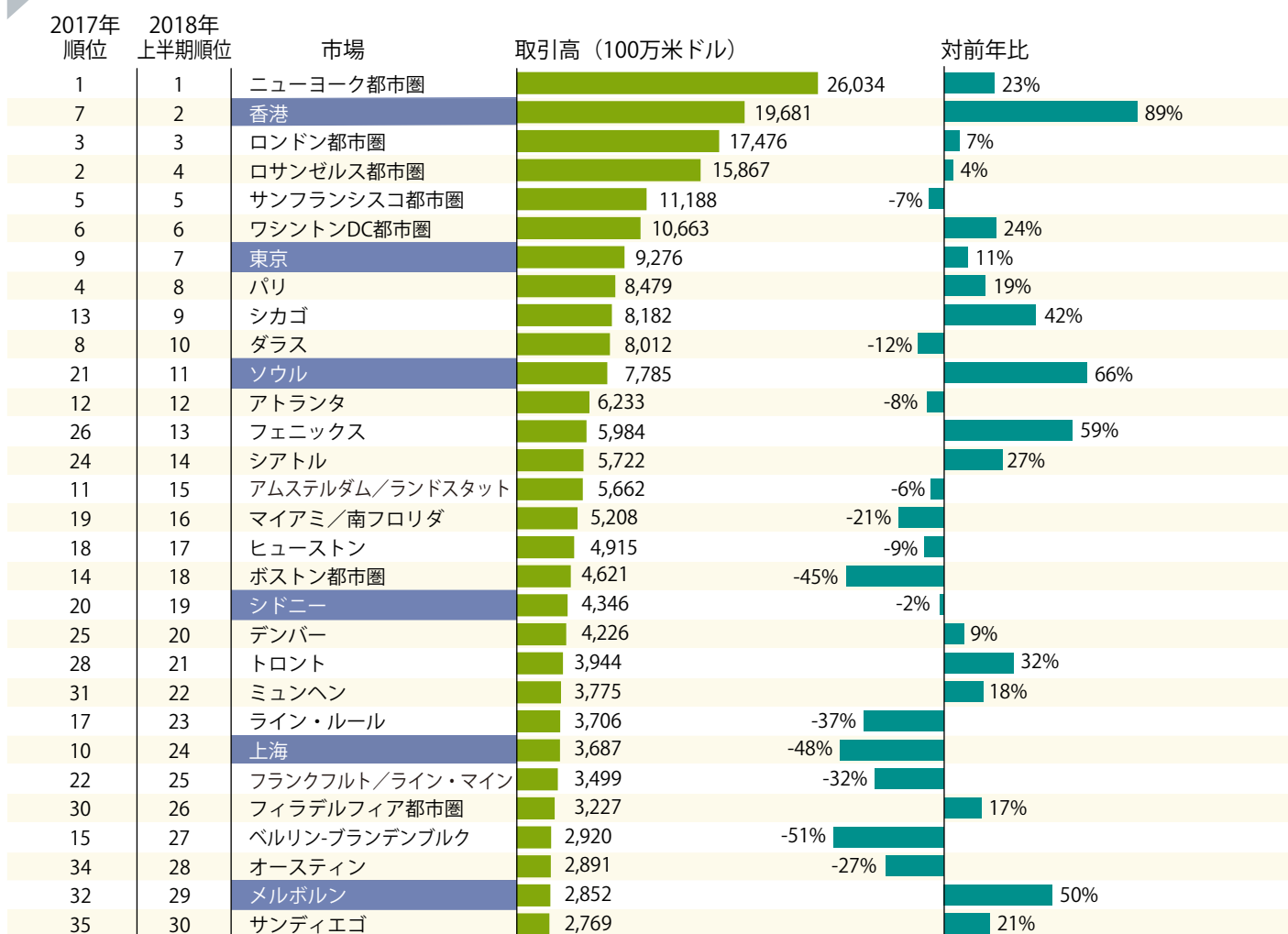
そしてコア投資家が好んで止まない日本については、外国のあるファンドマネジャーが見るところ「日本は明らかに是正に向かうだろう。利回りの低下が激しく、小さな地銀ですら、メガバンクのシンジケートに入るのではなく東京で不動産投資への直接

融資を模索しているが、これは市場の頂点が近づいていることの表れで、何かが起こる前兆だと思う。

その結果、投資家は市場の下降を引き起こしかねない出来事が起こるのではないかと不安を感じている。それは誰もが予想だにできなかった「ブラックスワン」(滅多に起こらないが壊滅的被害を与える事象)がきっかけになる(2008年に起こったように)というのがここ数年の一致した見方だった。だが今回は、金利の上昇、債券価格や株価の下落、貿易戦争による落ち込み、あるいは単に投資家が転換点の到来を待ちくたびれてしまったなど、何か平凡なものの原因となる可能性が高いようだ。

強気市場が長らく続いており、それに終焉を告げるような激変を引き起こす事件が見られないことは、市場が通常のサイクルの動きに戻ることを示唆しており、その結果もブラックスワンに比べ予測しやすい(そして恐らく被害の度合も低い)ため、いろいろな点で健全なことと考えられるだろう。いずれにせよ、少なからぬ投資家が「弱気市場の復帰」を歓迎しているようだ。そうなれば取引が拡大し、今より大きな利益を手にする可能性が高まるからだ。あるファンドマネジャーは「私は毎朝目覚めては『どうかストレスが起こりますように』と願っている。市場には以前のようなディストレス(不良資産)がいくらかあった方がよく、それをそんな風に言い換えているんだ」と語った。

図表 1-3 活況を呈する世界の不動産市場の取引高 (2018 年上半期)



注：オフィスビル、産業施設、商業施設、住宅、ホテル、高齢者住宅、高齢者介護施設を対象  
出所：リアル・キャピタル・アナリティクス



## 中国：重要テーマ

中国のGDP成長率は徐々に低下し世界金融危機以来の最低水準となり、政府高官が住宅価格のさらなる上昇を抑える必要性について断固たる声明を発表する中、中国本土の市場は変化の気配が漂っており、浮かない気分で2018年を終えようとしている。特殊投資を行うある投資家は「大所から言えば、現在の中国では以前多くのプライベートエクイティ投資家がカネを稼いだ方法ではこの先もう稼げなくなっている」と述べた。

住宅に関する政府の政策は、例によってデベロッパーと一般購入者の双方に信用供与制限を課すことで実行されてきた。その結果、中国に特化して投資しているファミリーオフィスの責任者によれば「住宅価格が大幅に軟化している」。この政策の影響は不動産業界全体に現れており、住宅であれ事業用不動産であれ産業用施設であれ「不動産会社に対する政府の与信抑制が起きている」。

こうした問題に加えて、主要都市の土地が法外なまでに高価になっており、多くのデベロッパーが手をせせなくなっている。ある投資家は「政府による価格設定はとにかく高すぎる。これでは基本的なところで機能しない」

と述べた。資金不足に喘ぐデベロッパーはランドバンクを補充する資金も少なくなっている。

そのため、以前には多くの地方政府の重要な収益源だった土地が競売にかけられても売れ残るケースが増えており、それが原因で強硬手段に訴える地方政府も出てきている。前出のファミリーオフィスの責任者は「企業は政府の競売に乗り気でないため、政府が企業に入札を強要しているふしがある」と語った。

## オポチュニスティック投資家の参入

オポチュニスティック投資家は土地を取得する別の方法を模索しているかもしれない。特殊投資を行うある投資家は中国で13%の安定的なリターンを目標としており、「我々はテナントが期待しているより良いものを、彼らが期待するより低いコストで開発することに大いに注力している」と述べた。この目標を達成するために、現地パートナーと手を組み二番手市場の土地価格を、売手が破綻したとかバックオフィス用に用意した魅力の乏しい立地といった理由で、でき

るだけ引き下げるという手法が取られている。国際的なノウハウを持つオポチュニスティック投資家が不動産のグローバルスタンダードと財務管理手法を提供する一方、現地パートナーが労働コストと運営コストを負担するという分担だ。

中国で蓄積された機関投資家の巨額の資金は、少なくとも開発リスクを積極的に取るうとする投資家にエグジットを提供している。「ビルド・トゥ・コア」がその投資手法だ。この投資家は「我々の市場はどこでも、国内機関投資家と外国人投資家向けの高品質な機関投資家級の資産が不足している」と述べた。このように、開発投資やバリューアッド投資のエグジットの機会が存在している。そのため「我々はそうした市場向けに機関投資家級の高品質な資産の創出を目指している」。

中国でのオポチュニスティック投資は、特に有力な現地パートナーと手を組んで現場重視のアプローチを行うバリューアッド投資など、10%台前半のリターンを得ることが可能である。利益を得る上で重要な決定要因は市場の選択ではなく物件とパートナーの選択だ。アジア全域を対象とするあるオポチュニスティック投資

## ビッグマネーは緩やかな成長を志向

投資家が自国や世界の債券市場で得られるよりも大きな利益を求め中、主にアジアを拠点とする世界最大級の機関投資家がアジア太平洋地域の不動産に資金を投入し続けており、それによって市場の流動性が史上最高水準に達する中で、来たるべきサイクルの反転に不安も生じつつある。そうした機関投資家は、以前には不動産投資を非流動的で代替的なものに過ぎないとして遠ざけていたが、今では投資ポートフォリオの主流と見なす者が増えている。

その結果、不動産への投資配分は、以前には資産の5%～8%もあれば十分積極的と思われていたものの、現在では絶対必要となっており、一部の投資マネージャーによれば、

最大級の機関投資家の不動産配分は10%を大きく超えているという。あるオポチュニスティック投資家は、「不動産への投資を目論んでいる資金は何兆ドルもあり、莫大な金額にのぼっている」と指摘する。そのため「巨額の資金が市場を押し上げているのに、賃料は大した伸びが期待できない」。

不動産に向かう資金が膨大なため、アジアでコア投資を行うことの難しさは世界金融危機以降で最大となっている。あるコア投資家は「当然ながら不動産価格は高騰しており、ますますやりにくくなった。1件の投資案件を行うのにかかる苦労は5年前に比べ格段に増えている」と述べたが「ただし我々は保険会社として長期的視点で投資を行っており、ユニークな特徴を備え、長期的にわたって不動産を保有することができる」と付け加えた。

欧州と北米の機関投資家（年金基金や保険会社など）にとって、アジアの不動産から得られるリターンはホームグラウンドで得られるものよりも大きい。特に、アジア太平洋地域の標準的な賃料から得られるリターンと借入コストを比べた場合、日本とオーストラリアは魅力的な選択肢となっている。

不動産の取得に当たり、機関投資家はプライベートエクイティ投資家に比べ競争上の利点が多い。特に、大規模ファンドである機関投資家は必ずしも投資利回りを第一条件とは考えていないため、長期的な資本増強、資産の分散、世界的景気後退の際のセーフ・ヘイブン（安全な避難所）の確保など、他の要因に目を向けることが可能だ。

家は「最近では上海、北京、深圳、広州、重慶、武漢の間で大きな違いは見られない。どれも数百万平方フィートの巨大市場だ」と指摘する。「これらの都市にはどこでも多くのビジネスチャンスがあり、どの都市にすべきかあまり思い悩む必要はないと思う」。

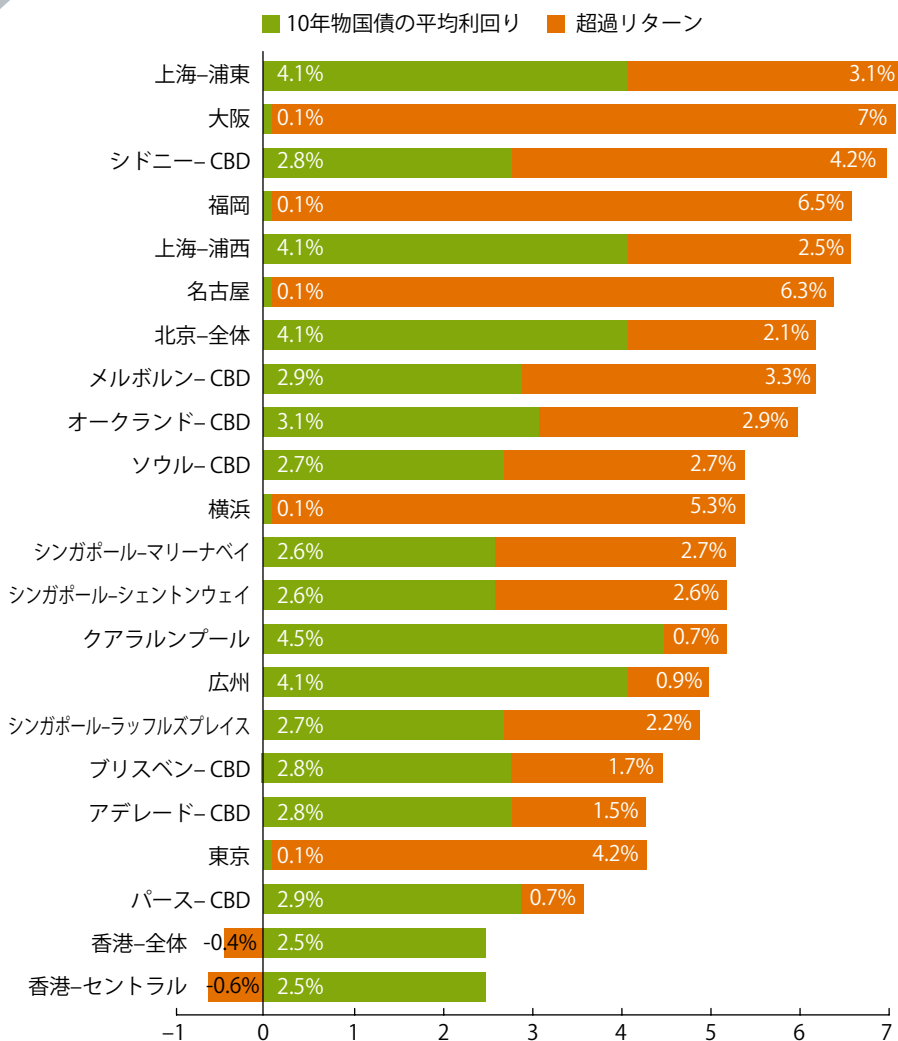
とはいえ競争は激烈で、とりわけ海外資産の取得が抑制されているため「中国国内で投資を図る資金が増えている。そうした投

資家はあまり練れておらずリスクの認識も異なる。そのため外国人が取得するには非常にアグレッシブに、かつ迅速に行わねばならない」とこの投資家は述べた。

中国政府は肥大化した国営企業の改革を推進しており、これが間接的に不動産投資家を支援する結果になるかもしれない。効率向上を要求されている国営企業は親会社のコア事業にもはや適合しないと見られるノンコア部分を処分しつつある。

そのため大手デベロッパーはその組織からニッチ事業の経験を持つ部門を切り離すことがあり、それによって海外投資家が資金と運営ノウハウを提供する機会が生じている。上記の特殊投資を行うある投資家は、事業再編により「本来はそうした資産の所有者ではないグループが生まれ、売却を図ることになる。大手デベロッパーは以前はこうしたことに無関心だった。機会として小さすぎたからだ」と語った。

図表 1-4 オフィス部門：予想年間総合リターン（2018年～2022年）



注：予想年間総合リターン。超過リターンはトータルインカムと値上がり益による利回りが各地の10年物国債利回りを上回る部分。

出所：ドイチェ・アセット・マネジメント（2018年7月現在）

また、年金基金や保険会社はレバレッジをほとんど又はまったく効かせずに運用できるため金利上昇のリスクは小さい。さらに、プライベートエクイティファンドのようなライフスパンの制約がなく、ある大手保険会社の投資担当者の言葉を借りれば、「何サイクルにもわたって投資が可能」なのだ。

国内市場に投資するアジアの機関投資家はさらなる利点を享受している。地元の事情に精通しているのはもとより、為替ヘッジ費用や為替制限、海外事業体向け手数料や料金、海外資金移動費用など、様々な制約要因とは無縁でいられる。その結果、上記の投資担当者が言うように「コア資産を巡って現地資本と競争するのは非常に厳しい。税負担と為替ヘッジコストが重なれば、同一資産に対する資金コストが国内投資家よりも高くなるのはほとんど自明だ」。

## キャップレートは反転する のか？

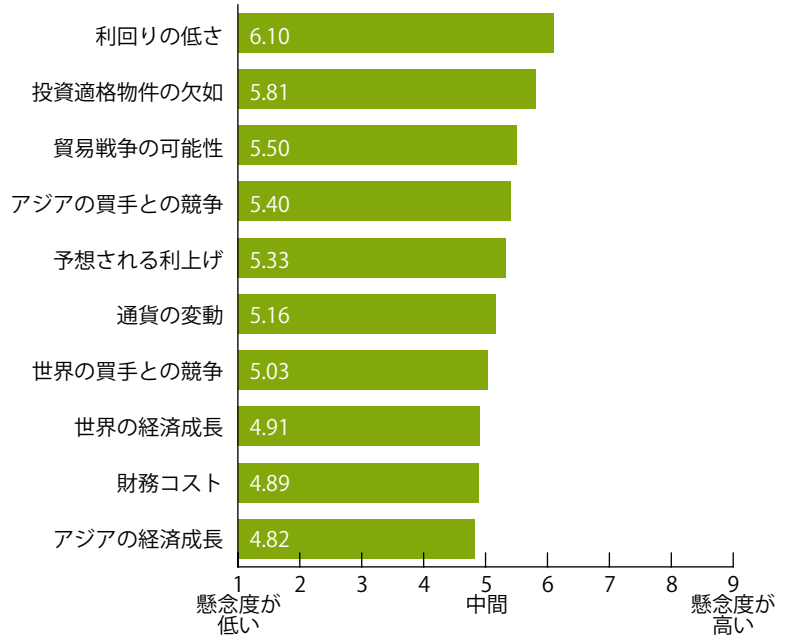
アジア太平洋地域の主要都市で機関投資家のコア資金が溢れているため、歩留まり重視の投資家は少しでも魅力的な取引を求めてますます地方に向かわざるを得なくなっている。資産を一層見つけにくくなっているばかりか、キャップレートが手におえないまでに低下を続けているのだ。

ただ、今年は様相が異なる点がある。おそらくオーストラリアを除いて、キャップレートの低下がようやく限界に達したのではないかとの見方が増えつつあることだ。ある投資家が述べたように「我々が投入可能な資金は依然として入手可能な資産を上回っている。だからキャップレートはいつまでも低いままだが、本来ならもっと前に低下傾向から抜け出したはずだと思う。ただ、今後さらに低下するとは考えていない。6カ月前なら低下していたが、今はもうキャップレートが底打ちしたと見ている。毎年こう言っているけれど」。

だが、だからといってキャップレートの低下がまもなく反転するというわけではない。米国の金利上昇の影響がアジア太平洋地域にも徐々に及び始めているが、理屈から言えば、投資家の資金コストが高まることや代替投資先（債券等）の魅力が増すことから、キャップレートも低下から脱し始めることになる。

とはいえ、ある投資家が指摘したように「資本市場の需給バランスによりキャップレートが上昇するかどうかは疑問だ。なぜなら、建物を買いたければ所有者がどうしても売りたくなるような魅力的な提案をする必要があるが、他の買い手より良い提案でなければならず、市場には買い手が溢れているからだ。私が思うに、どんな変化も非常に遅いものになるだろう。住宅部門では投資家心理が高まっているので反応が違うかもしれないが、事業用不動産市場では買い手が現在の水準で買い続けるかどうかにか

図表 1-5 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 2019 アンケート

く左右される。私としては、今のまま買い続けると思う。買い手であるプライベートファンドの大半が、キャッシュを銀行に預けておくわけにはいかず、買わざるを得ないからだ」。

ただ、中国の規制当局が国外への資金移動の制限を強めていることから、中国人投資家の投資が鈍化しつつあり、これによって部分的に様相が異なってくるかもしれない。中国人投資家は総じて、物件取得に当たって価格を釣り上げることに熱心であり、とりわけ市場のトップエンドで顕著だったため、一部の地域（特にオーストラリアと香港）では一種の真空状態が起きている。日本の保険会社と年金基金がこの隙間に入り込み始めているが、まだ初期の段階にあり資金配分も少額にとどまっている。

「我々が投入可能な資金は依然として入手可能な資産を上回っている。だからキャップレートはいつまでも低いままだが、本来ならもっと前に低下傾向から抜け出したはずだと思う。ただ、今後さらに低下するとは考えていない。6カ月前なら低下していたが、今はもうキャップレートが底打ちしたと見ている。毎年こう言っているけれど」

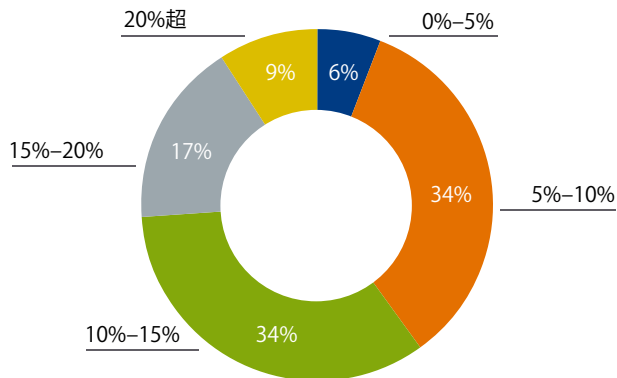


## 戦略の進化

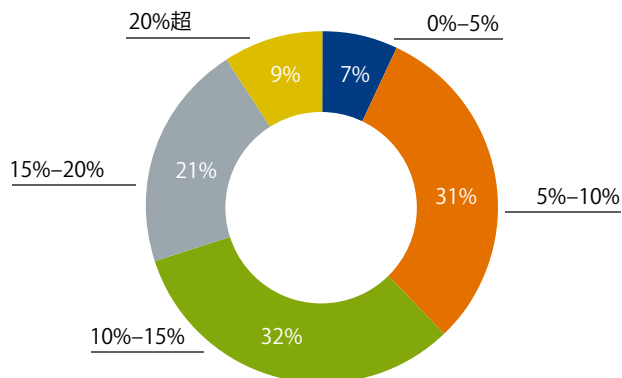
資金の投入を巡って投資家間の競争が続いており、それによって彼らの資産ソーシング手法も制約を受け続けている。その結果、取得に当たってロケーションを非常に重視する傾向を強めており、トップダウンではなく地道にコツコツと作業を行っている。欧州のある機関投資家は、投資に当たっては今でもマクロの視点から出発し、アジアの中産階級の台頭や急速なデジタル化といった「メガトレンド」の分析を行うことから始めると述べたが、取引案件を見出すには特定の都市や都市のサブセクターに掘り下げていく必要が高まっている。つまりトップダウンの視点に比べ個別の資産が、土地の取得価格や建設工事の質、市場セグメンテーションなどの要因により大きな違いを生み出すのだ。「以前には大まかな計画だけで『では東京のオフィスに投資しよう。それで決まりだ』とっていたが、今の投資では綿密な計画や細かな作業が格段に増えている」。

多くの投資家にとってコア資産の価格が上がりすぎて取得できなくなったとすれば、代替案は何だろうか。答えは「何もない」という投資家もいる（そしてその数は多分増えている）。市場が反転して取得の機会が生まれることを期待して、未使用資金のストックを増やしているファンドが多いが、よりオポチュニスティックなリターンを求められるファンドや、資金の投入を義務付けられているファンドにとって明白なオプションは、よりリスクの高い戦略や市場に移行することだ。資金を投入するにはこの方向に向かう以外にほとんど選択肢がない投資家が増えている。その結果、今回の調査では依然としてリターンに期待を寄せる傾向が示された。利回りの低下により、あるリターンを得るにはより大きなリスクを負わねばならないことは必然であるにもかかわらず、そうした期待が見られるのだ。15%～20%のリターンを目指す投資家の割合は、一年前の調査では17%だったが、今回の調査では約21%に上昇した（図表1-6参照）。

図表 1-6 投資家の目標リターン（2017 年末から 2018 年末まで）

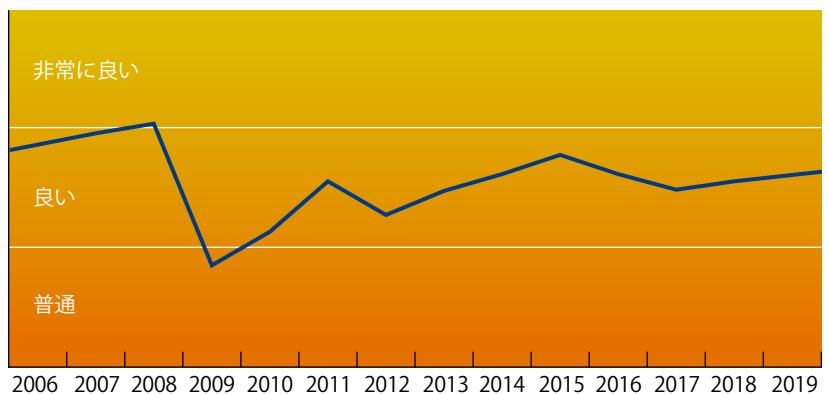


投資家の目標リターン（現在から 2019 年末まで）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

図表 1-7 不動産会社の収益性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アンケート

## 日本：重要テーマ

今回の投資見通しランキングで日本の都市が順位を上げトップ近くに達したのは驚きだったと言えるだろう。この2年間、投資家は日本市場が勢いを失ったのではないかと疑問を呈していたからだ。今回の復活は特に東京がアジア太平洋地域において、機関投資家が投資対象とする厚みがあり流動性の高い資産プールを有する数少ない市場の一つであることを反映している可能性が高い。

東京にはこの2年間に期待を上回るリターンを上げてきた安定的で高品質のオフィス資産がある。欧州のあるデベロッパーのアジア CEO は「2017年から2018年にかけて賃料は横ばい程度を予想していたが、実際には3%～7%の上昇となったのには驚いた」と述べた。資産価格が大幅な上昇を見せたため、この5年間に利回りは全体的に約1パーセントポイント下落した。とはいえ、日本の首都である東京の最上級ビルの多くは日本企業ががっちり保有しているか、デベロッパーとそのスポンサーである REIT の間で取引されている。取引される物件で

さえ非公開で行われることが多く、外国人投資家が入り込めるような市場には出てこない。

日本市場の独特な特徴の1つは、借入コストが低く（利率は1%未満）、比較的高いレバレッジにアクセスし易い上に固定金利で7年～10年の長期借入が可能なことから大きなリターンを得られる可能性があり、また最初から最低限の収益が確保されていることだ。DWSによれば、アジア太平洋地域でオフィス物件の年間トータルリターンが東京を下回っているのは香港しかない。だがリスクフリーレート（国債利回り）が0.1%に過ぎないため、年3%という東京のキャップレートは資金コストと国債利回りの双方に対して良好なスプレッドをもたらしている。とはいえ複数の投資家によれば、貸出金利が徐々に上昇しそうな気配であり、銀行が融資にアップフロントフィー（先払い手数料）を課すという新方針を打ち出しているため実質的には既に上昇を始めたと言えるという。

昨年、投資家の関心はオフィスから住宅市場に向かった。住宅はオフィスより利回りが若干良くボラティリティも低かったから

だ。だが日本の賃金が再び上昇し賃料も若干上がったとはいえ、ここに来て住宅の利回りが大幅に低下したため、適切な物件の枯渇と共に投資家の関心も薄れてきている。

住宅部門に投資しているある投資家は「レンダーが価格を懸念していることも一因だと思う。彼らはキャップレートが3%を切ったらどうしようもないと言っており、私も常々、東京では3%がハードルになると考えてきた。2%台にまで下がりがねないと見る人もいるが、そうなれば1平米当たりの価格で言うと販売価格を上回ってしまい、利益が出なくなるのは明らかだ」と指摘する。

その結果、一部の投資家はBグレードのオフィスに転向を始めている。あるファンドマネジャーによれば「Bグレードかそれ以下の市場の賃料を見ると、まだ採算に合う投資だと思う。ディフェンシブと言われるかもしれないが、1坪あたりの賃料が2万円か2万円弱なら御の字だ。後で少し賃料を上げてもらっていいし、都心部でもテナントを見つけられると思うからだ。東京では、そうしたビルは基本的に3%台後半から4%台前半のキャップレートで取引されている」。

## バリューアッド投資が選ばれる

投資家がリスクテイクを高める方法はいくつもあるが、現在最も一般的なものは、昨年の本書で述べたバリューアッド投資への移行だと言える。柔軟性の強化やユーザー体験の改善、そして設計と技術の高度化による質の向上に注力し、物件からの収益押し上げになることは何でもやるというものだ。

大規模でピカピカのオフィスビルの近くにあるショップハウスなら、適切に改修すれば技術系のベンチャー企業を呼び込めるかもしれない。古ぼけた警察署のビルは商業施設か美術の展示場に転換可能だ。落ちぶれたショッピングセンターは宅配便の集荷サービスを取り入れ、コワーキングスペースやスポーツジムを併設することで相応の地位を取り戻すことができる。

この戦略がコア物件の不足と未曾有の高価格という状況への一定水準の対応となることは明らかだが、同時に、以下に挙げる点で、アジアの建築物の効率をさらに引き上げる投資であることも明白である。すなわち、

- 物理的な不具合、テナントミックス、ビジネス使用における問題点（対応可能なはず）など、非効率性を抱えている建物が多いこと。
- 経済と人口動態の長期的な構造変化により職場や生活空間、商業スペースの利用方法が変わり、それによって資産のリポジショニングを行う新たな機会が生まれていること。
- アジアの都市にはプライム資産の時期を過ぎてしまった建物が多数あり、そのため資産の増強は都市再生というアジア太平洋全域にわたって勢いを増し続けている重要テーマによくマッチしていること。

より高い利回りを求める投資家は引き続き二番手市場に目を向けているが、ここでも利回りは低下している。日本のあるファンドマネジャーは「大阪は基本的に過熱状態になっており、特に住宅のキャップレートは今4%を切っている。我々はそのレベルでは投資しないが、オフィスのキャップレートは4.5%前後であり、これならまだ利益が出る。大阪のオフィスは賃料が比較的低いため、投資すれば多分まだうまい味があるだろう」と述べた。

一方、このファンドマネジャーによると「名古屋と福岡では価格が上昇しており、割りに合わない」という。「そのため東京以外の市場については立地と品質を主体に考えるべきで、慎重にやらねばならないと思う。ただ、10年前と比べて今は流動性がある。

こうした市場はそれぞれ独特の特徴を生み出してきており、いずれも独自の経済基盤があるため、今後も流動性を保つだろう。以前には流動性が最大の問題で、市場の是正が起きるたびに流動性問題に悩まされてきたが、またそうなるとは思わない。

だが地方の商業施設は事情が異なる。デベロッパーは依然として大都市に投機的なオフィスビルを建設するかもしれないが、これは商業施設には当てはまらない。大手小売業者は地方の人口動態について冷徹に理解しており、最適の立地のみを狙っている。これは勇氣ある者ならうまく行くだろう。中東のソブリン・ウェルス・ファンドが取得しているとはいえ、ある証券会社のアジアCEOは「地方の商業施設への投資ははっきり二極化している」と指摘する。「4つ

か5つの都市の中心部は問題ないだろうが、その周辺部は致命的な衰退に直面しており、取り返しがつかない」。

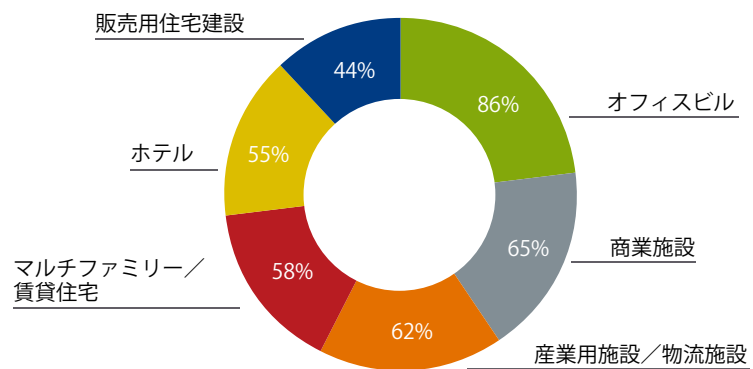
ただ、数字を正しく理解して適切に対応すれば、運営的には投資はうまくいく。上記のアジアCEOは「キャップレートや利率を考慮すると、目標リターンを達成した場合、世界で最も優れた投資に数えられるかもしれない」と言う。だがショッピングセンターに投資した資金は買手が見つかるまで滞留することになるかもしれない。その場合、賃貸利回りや契約更新によって初期投資をカバーできなければ採算が合わない。「椅子取りゲームで音楽が止まった時に一人だけ取り残されたくはないだろう？エグジットの見通しははっきりしない」。

とはいえ、バリューアッド投資を万能薬と考えることが重要だ。投資家は適切な資産を選ばなければならず、またそうした資産が成功するか見極めるには現地市場に関する深い知識が必要になる場合が多い。

例えば東京では、一部の外国人投資家がCグレード物件をBグレードに転換したり、低グレードのオフィスビルをリニューアルして最新の耐震基準や防火基準を満たすよう改良するといった投資で成果を上げているが、これは簡単なことではない。東京を拠点とするコンサルタントの一人は、「もしそうした投資を目指してやって来たのであれば、荷物をまとめてすぐに帰国する方がいい。うまくいくことはないのだから。1年のうちに1つでもそれが可能な物件を見つけられれば、すごいことだ。1990年代の半ばから東京で投資を行い、常にプレゼンスを保っていて、やはり同じことをやろうとしている投資家が複数いるが、それは既に10年前にも試された戦略だ」と指摘する。

日本ではトップクラスの物件と不動産バブルの後に建てられた物件との差が大きすぎ、このやり方は機能しない。防災対策のコス

図表 1-8 投資家が現在注力している（または2019年に予定している）部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

トが高額になり、現在の基準を満たすようリニューアルするより新規に建設する方が易しいことが多い。前出のコンサルタントは「Cグレードのビルは相当古く、床面積

が狭すぎ、立地も標準以下のものだ。塗装をやり直したり美化工事を行ったとしても解体して建て直すのにはかなわないという状況は普通なら考えられない」と述べた。



## 機関投資家を狙った ビルド・トゥ・コア戦略

一方、新たな戦略として開発投資も視野に入れる投資家が増えている。これは機関投資家が市場に溢れていることが大きな要因だ。アジアの市場では全般的にコア資産が不足している一方、コア資産への渴望は無限とも見えることから、リスク回避の姿勢が強く通常なら開発リスクを「遠すぎた橋」（困難な課題）として敬遠する投資家の間ですら、ビルド・トゥ・コア戦略（コア不動産の新規開発）が人気の高いオプションとなった。

その結果、ビルド・トゥ・コア物件（特にオフィス）はインドのような物件不足市場、さらにはソウルにおいてもよく見られるようになった。あるコア投資家は「インドでプレゼンスを持ち規模の拡大を図りたい場合、この先5年、10年、さらに15年にわたって物件ストックがあるだろうか？」と問題提起し、「答えがノーならば、そうした物件の開発を始めてもいいかもしれない」と指摘する。

思いがけなくも、また意に反してデベロッパーになるというわけだが、最終的な目標がほぼリスクフリーの物件を数十年保有することだとしても、開発した物件がうまくいった一時的であれリターンが増えるのは大いに結構な話だろう。「報酬を得るには開発リスクを取らねばならないが、最終的にはコアのポートフォリオが手元に残るからね」とこの投資家は語った。「結局のところ我々が求めているのは収益物件なのだから」。

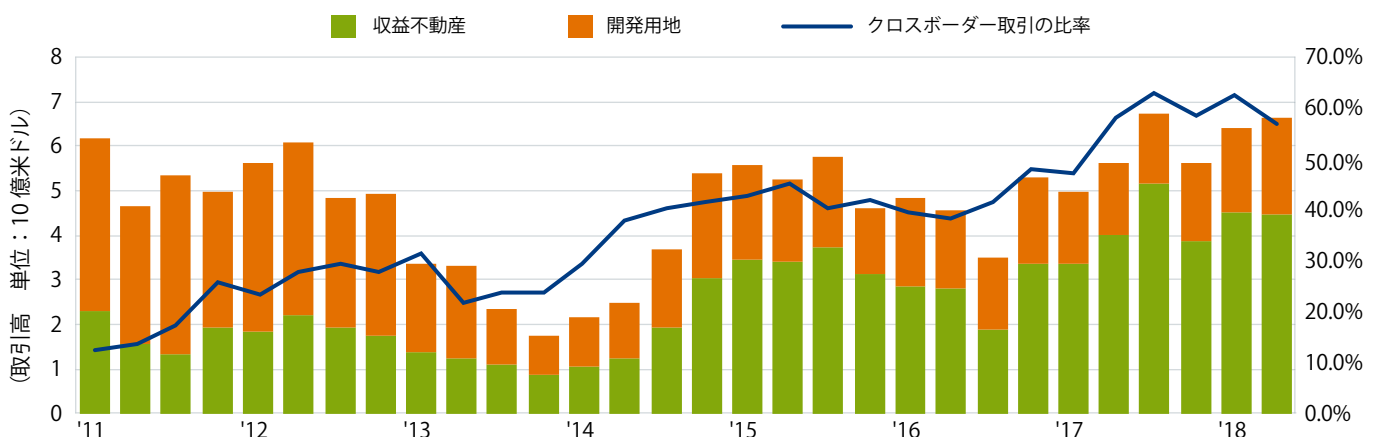
インド市場も開発プロジェクトに適した投資先となっている。あるオポチュニスティック投資家は「この市場は急速に機関投資家向けとなっている」という。「オフィスを開発して彼らに売却するのは良い考えだろう。インドではオフィス投資の需要が非常に強く、ここ2～3年に価格も跳ね上がった」。

その目的は、適切な品質の物件を創り出し、既に市場に出回っている物件を凌ぐパフォーマンスをあげることにある。また、特殊投資を行うある投資家も「中国ではあらゆる部門で市場が大幅な過剰供給になっているが、適切な都市の適切な市場には適切な資産がない」と指摘する。そのため開発投資がそうしたギャップを埋めることになるだろう。

興味深いことに、この投資家は中国の最大級の都市で市場の成熟が進み、ロンドンやニューヨークといった都市と同等の成熟度に達しつつあると感じている。都心部には売りに出される土地が実質的に存在せず、周辺地域も何マイルにもわたって開発されているため、都市計画立案者やデベロッパーにとって自然な反応は、都心部の荒廃した、不採算の、あるいは老朽化した物件を取得する機会を窺い、リポジショニングが再開を行うというものだ。

これは中国にとり、都心部での果てしない価格圧力のはけ口が広大な郊外での新たなスペース作りではなく、都市の再生を目指した再開発に向けられるという初めてのケースとなる。外国ファンドにとって、政府による競売で国内大手デベロッパーと土地の取得を争う必要がなく、都心部の開発機会を得るという新たなパラダイムを開くものだ。この投資家はそうしたプロジェクトの一つについて「我々はパートナーと協働して、現在の供給では満たされないものの需要がある不動産の開発に取り組んでいる」と説明する。「エンドユーザーの高度化が進み、入手可能な物件では彼らのニーズに対応できなくなっている」。

図表 1-9 インドの不動産タイプ別取引高



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

## ディストレスの再来？

さらに、投資家はアジア市場でのディストレス（不良資産）の持つ可能性に再び目を向けている。これは特に、サイクルの転換が近づいているとの認識によるものだ。恐らく中国を除いて、こうした機会は何年もほとんど見当たらなかった。ファンドマネジャーたちは、アジアの状況においてディストレスを活用することは欧米ほど容易ではないことを既に十分承知しているものの、巨額の投資資金を抱えているマネジャーにとっては、より大きなリターンを得られる可能性は見過ごし難い（Chapter 2「ストレスとディストレス」参照）。

今年のインタビューでディストレスが繰り返し言及されるテーマとなったことは興味深い。例えば、

- 日本のある投資家が語ったところによると、複数の小規模な地方銀行が東京のファンドマネジャーにアプローチし、抱えている不良債権の入札への参加を要請したという。日本でこれほど大きなディストレスの兆候が見られるのは何年もなかったことだ。
- インドネシアで複数の外国コンサルティング会社が銀行に不良不動産資産の売却を助言したと報じられた。
- インドでは最近、不動産部門に活発に投資していたある大手ノンバンク金融機関が債務不履行に陥ったのを受けて、複数の国内銀行がミドルマーケットの住宅デベロッパーのポートフォリオについて評価の見直しを行い、彼らに対する融資を停止した。インドのあるインタビュー回答者によれば「ここ数年、住宅の販売が回復していないため、デベロッパーはリファイナンスによって生き永らえている。つまり、ある銀行からの借金を返済するのに、別の銀行かノンバンク金融機関から借りて充当しており、案件を巡る椅子取りゲームは一時的に止まっている」という。その結果、現在多くの中堅デベロッパーが借入債務の返済のために、保有するランドバンクを統合するか市場に出すことを余儀なくされている。

- オーストラリアでは中国のデベロッパーが数件の取引を完了できないままになっている。これは中国の規制当局が国外への資金移動の制限を強めたためで、投資の撤退を余儀なくされたケースもあるものの、厳密にはディストレスとは言えない。オーストラリアのあるデベロッパーによると「これまで行われてきた取引ではおそらく損失は生じないだろう。価格は高額だし、基本的にはファイナンスの問題だからね。ただし最終的には、もし市場が緩やかながらも軟化し続ければ価格調整が行われる可能性もある」という。

## 新興市場は依然として魅力的

これまで長らく、アジアの新興市場を「高いリターンを得られる可能性のある市場」と捉えてきたのは、より野心的な投資家だった。だが、臆病な投資家向きではないとはいえ、経済成長やそれに伴う投資適格資産の増加により、新興市場への投資が拡大しつつある。あるコンサルタントによると「今はなんといってもASEANだ。投資家はみんなフィリピン、インドネシア、マレーシア、タイに関心を寄せており、中でもホットなのがベトナムだ」。

米中の貿易戦争によって途上国経済が恩恵を受ける可能性があることも、関心が高まっている理由の一つとなっている。マニラのあるデベロッパーによると「フィリピンは輸出が少なく国内市場が中心のため、普通なら貿易問題の影響を受けないが、中国企業が米国の関税を逃れるためにまもなくフィリピンに拠点を移すことも考えられる」という。いくつかの新興国市場で投資している複数のインタビュー回答者は、このプロセスが既に進行中であり、中国企業がスペースを確保するために新興国の工業団地やビジネスパークの需要が急増していると述べた。このように、貿易戦争が既に進行中のプロセスをさらに推し進めていることが分かる。あるコンサルタントが言ったように「どの新興市場でも物流施設が不足しており、とにかく物流が大きなテーマになっていると思う。部門を一つ選ぶとしたら、投資家は常に物流を選ぼうとする。物流についてはいくら話してもまだ足りない。まさに旬の話題だからね」。

「どの新興市場でも物流施設が不足しており、とにかく物流が大きなテーマになっていると思う。部門を一つ選ぶとしたら、投資家は常に物流を選ぼうとする。物流についてはいくら話してもまだ足りない。まさに旬の話題だからね」

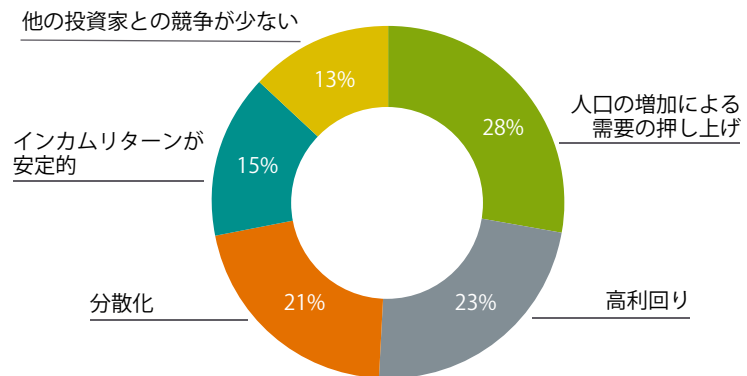
ベトナムは新興市場を対象とする投資家から引き続き大きな注目を集めており、ホーチミンシティは今回の調査の投資見通しランキングで新興市場のトップ（全体の7位）となった。ベトナムの国内総生産（GDP）成長率は6.8%とASEAN諸国中最も高く、中国と日本の製造業が活発に生産を行っている。

ベトナムでは、外国人投資家はこれまで住宅を中心に投資してきており、現地のデベロッパーと手を組んで行うのが一般的だ。また、この一年間に外国人投資家とベトナムのデベロッパーとの間で多くのプラットフォーム取引が行われた。市場セグメンテーションの点では、都市化によって広範な都市部で住宅需要が生まれており、ハイエンドからミドルに移行している。ホーチミンシティだけでも年間約40万戸の新規住宅需要が見込まれており、労働者向け住宅が幅広い人気を集めている。オポチュニスティック戦略を採っているインタビュー回答者の一人は、下から55%～65%の所得層に注力しているが、これはホーチミンシティで8万米ドル前後の住宅に相当するものだ。端的に言えば「彼らが払えるのはその値段だ」。

製造業が活況を呈する一方でインフラは総じて貧弱であったにもかかわらず、ベトナムの物流施設は以前には投資家の優先対象とされていなかった。だが今や状況が一変しつつあり、規制が緩和され外国企業が物流事業を行い易くなったことで拍車がかかっている。

インドネシアは長年にわたり、新興市場に投資する投資家の対象市場となっている。近年では、ジャカルタは2015年の投資見通しで全体の2位にランクされたが、その後はオフィスや住宅の過剰供給が続いていることから順位を下げている。市場の動きは全体として軟調ではあるが、現地のコンサルタントによると物流部門への外国人投資家の関心が非常に高まっているという。これは近代的施設の供給が大幅に不足しているためだ。とはいえ既存の工業団地内の用地が高額なことから、ここでも投資は低水準に留まっている。物流以外でプライベートエクイティ投資家が関心を持つと思われる有望分野としては、不良債権（投資家は詐欺に要注意）と、サービスアパートメントに転換することを狙ってデベロッパーから直接住宅をバルク購入するという投資である。

図表 1-10 ニッチ部門に投資する理由



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

## ニッチ部門の需要は引き続き強い

一方、高利回りの代替資産クラスも引き続き勢いを増している。

物流施設は、構造的な供給不足状態にある一方でeコマースの進展により膨大な新規需要が生まれていることから、引き続き重要なテーマとなっている。そのため物流は投資家がおしなべて強気に見ている唯一の部門といえよう。また今回の調査の部門別見通しランキングで再び一位となったのも驚くに当たらない。デベロッパーはテナントの事前コミットメントなしでも新規物流施設の建設に積極的であり、これもこの市場の強さを証明するものだ。

物流部門への投資配分は2018年に大幅な伸長を見せ、中国の主要都市、そしてオーストラリアとソウルが投資の中心となった。急速に高まっている傾向の一つはラストワンマイル配送ハブの出現で、これもeコマースの成長を取り込む手段となっている。このことは都心部の配送センターに対する需要があることを示唆しており、投資家が特に目を向けているのは、都心近くの有効活用されていない低グレードのオフィス・商業施設・産業用施設だ。新技術に対する需要も高まっており、とりわけ、配送スピードを向上させる自動保管・取り出しシステムが求められている。

今年は新興市場の物流インフラにも注目が集まったが、これは近代的な設備や成長性の高い製造業部門がほぼ完全に欠如していることによる。需要が旺盛なのはベトナム、インドネシアとインドで、特にインドは2017年半ばに物品・サービス税（GST）が全国的に導入され、それによって商品の国内輸送方法に革命がもたらされた。現在インド政府は倉庫プロジェクトもインフラ整備の対象としており、国内のある投資家によると「既製施設への需要はほとんどないが、大型のビルド・トゥ・スーツ型施設に対する潜在需要は非常に大きなものがある」という。「だから今投資するなら更地を買って施設を建設するか、あるいは認可済みのブラウンフィールド（既存設備がある土地）が見つければそれを引き受けて新たな施設を建てることだ。物流は需要が完全に供給を上回っている数少ない部門の一つで、認可済みの土地なら良好な区画であれば最低2～3社のテナントが待ち構えている」。別の投資家も「インド北部で物流より魅力的な資産クラスがあるなら教えてくれ。そしたらいつだって賭けに出るよ」と語った。

データセンターは、以前には専門性が強すぎるとして不動産投資家から敬遠されていたが、その後は有利なニッチ部門として浮上してきた。データセンターが投資ポートフォリオ（インフラ、テクノロジーあるいは不動産として？）にフィットするかについては議論が続いているが、見込まれるリターンが大きいと、そうした懸念も徐々に薄らいでいる。



これまでのところ、データセンターの「四大市場」は、規模の順にシンガポール、東京、香港、シドニーである。アジアでは、これらは「クラウド」が実際に存在する場所だ。物件価格は安定してきた。地価が高いためローエンドのビルの再開発やブラウンフィールドの用途変更が好まれている。

とはいえ、機会が急速に高まっているのは多分中国だろう。ネットワークサービスへの需要が急増しているものの、インフラの慢性的な不足に苦しむ状況が続いているからだ。中国のあるオポチュニスティック投資家は「これは他地域のデータセンターとは異なる経済原理による、非常にユニークな機会だ」と述べた。10%代前半の利回りも達成可能で、これは例えば上海のオフィスビルの利回りが現在4%未満であるのに比べれば有利な数字だ。

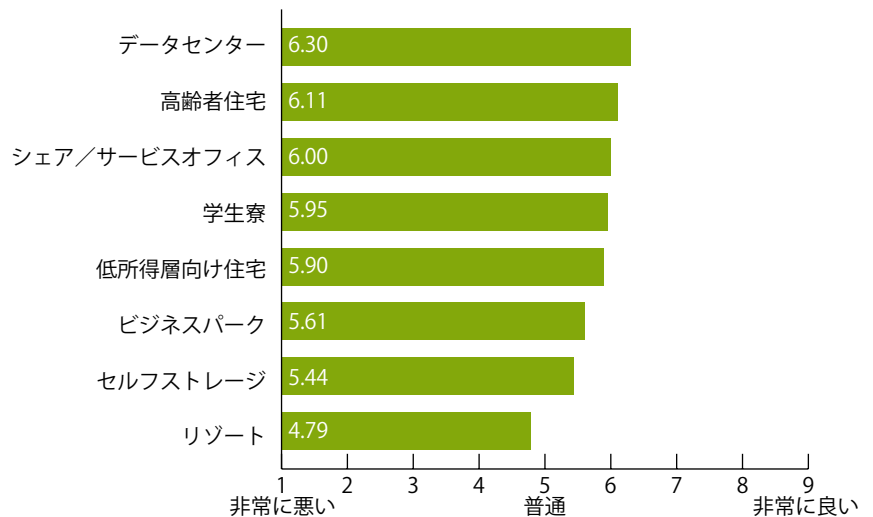
この投資家は、一般的に供給不足の状態だが、クラウドデータをサポートするデータセンターが特に不足しており、アリババ、テンセントやバイドゥなど中国の最大級の民間企業がこぞってそうしたデータセンターを手に入れようとしている。中国のデータはすべて国内に保管するように政府が義務付けたことも供給不足に拍車を掛ける結果になった。

中国のデータセンター業界は参入障壁も大きい。中国の電力網から十分な電力供給を受けることもそうだが、許認可の取得も難しい。そのため適切な許可を取得した事業者は、投資家を選べる立場にある。

だが、アジアのデジタル化自体は止められないため、他のアジア諸国ではデータセンターが確固たる地位を確立するのは間違いない。韓国は多くの基準から言って、世界で最も通信ネットワークが普及している国である。またインドや東南アジアなどの新興市場では、農村部の住民や低所得層でオンライン化する者が増え続けている（携帯電話のデータネットワーク経由が一般的）。

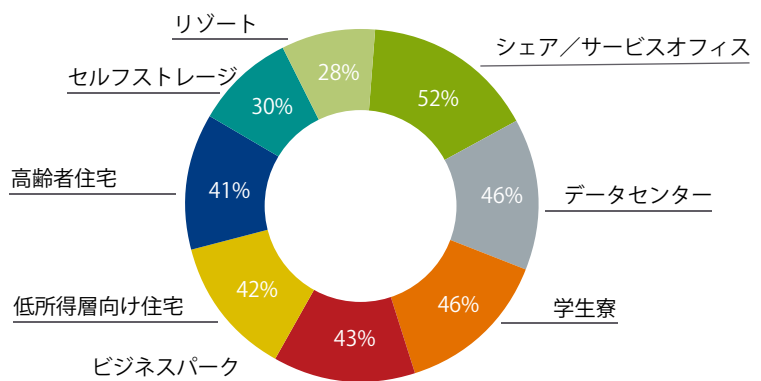
こうした地域のデータセンター業界は今のところ大して成長しておらず、また多くの規制に苦しんでいるが、今後アジア全域で急拡大する余地は依然として大きい。

図表 1-11 ニッチ不動産タイプ別見通し (2019年)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

図表 1-12 投資家が現在注力している（または2019年に予定している）ニッチ部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

## 労働者向け住宅により通勤が不要に

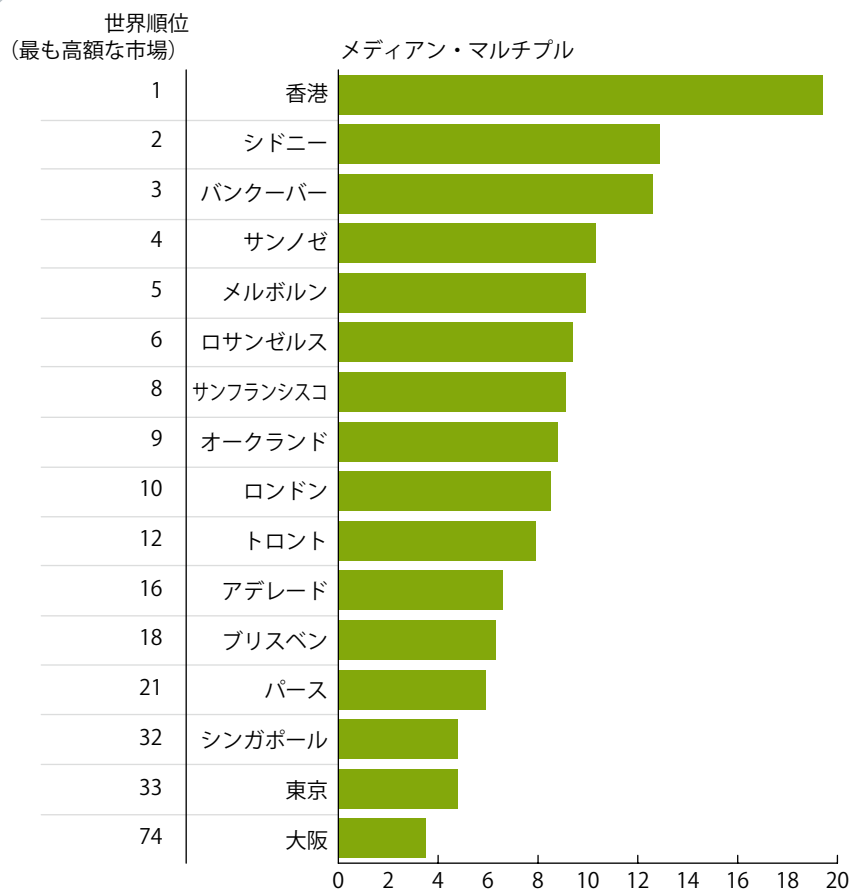
アジア各地で都市化が進行する中、労働者が都市での高収入の仕事に向かっており、賃金と生活水準が上昇している。だが同時に、人口の急速な増加により都市部が拡大しており、都心部の職場への通勤が問題になっている。マニラ、ジャカルタ、バンコクなどで交通渋滞が悪化しているため、通勤をしなくてもいいよう、職場に近い労働者用住宅や寮形式の住宅に対する需要が生まれている。また、通勤が唯一の問題というわけではない。こうした施設への投資に積極的なある投資家によると、市場セグメンテーションも問題だという。現在「多くの既存住宅は規模、場所、マーケティングなどの点でとにかく間違っている。公共交通機関にアクセスできないためまったく機能していない」。

この分野ではフィリピンが有望な市場として浮上している。フィリピンでは例えばビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）事業用に多くの施設が新規建設中だが、そこから遠く離れた場所に住んでいる労働者が多いためだ。だが、ある投資家は「マニラとクラークの市内や周辺で労働者向け住宅の投資を実にうまくやっている者がいるが、極めて小規模だ。必要な規模、必要な透明性、そして必要なリターンを得るのは難しい。まだちょっと市場が小さすぎる」と述べた。

## アフォーダブル（低所得層向け）住宅を政府が後押し

アジアの住宅価格は長期にわたる超低金利により未曾有の上昇を見せ、その結果、アジア各国政府は住宅価格の抑制に向けた様々な政策を導入した。中でも新規課税の導入が目立っている。こうした政策による住宅価格の上昇抑制効果は限定的だったものの、政府の住宅政策が著しい成功を収めたケースもある。特に補助金の交付や土地とインフラの提供、さらにいくつかの新興国当局が企画承認手続きの形式主義を排除したことが功を奏し、低・中所得層向け住宅の新市場が急成長したのだ。多くの場合、それは新たな高速輸送手段で都市中心部と結ばれた周辺部の未開発地域でのプロジェクトが主体となっている。

図表 1-13 世界で住宅が最も高額な市場



注：メディアン・マルチプルは住宅価格の中央値を家計所得の中央値で除したもの  
出所：デモグラフィア

以前には各地のデベロッパーは市場のトップエンドで利益率の高い住宅を好み、こうしたタイプの住宅は無視していた。だが過剰建設や価格高騰の結果ハイエンド住宅の見通しが大きく悪化したため、オプションとして「アフォーダブル住宅」というニッチ部門に目を向ける投資家（国内投資家と海外投資家）が増えている。これは賃金水準が自給労働者よりもやや高い層を対象とするものだ。

例えばインドネシアでは、大統領令により2015年以降毎年100万戸のアフォーダブル住宅の建設が求められており、公式数字によると2017年末までに約240万戸が建設された。インドネシア政府は最近、この計画を後押しするために住宅ローン貸付業者に対する借入額比率（LTV）規制を撤廃し、住宅購入者は原則として100%の住宅ローン借入が可能になった。また政府はアフォーダブル住宅の新規ストックを創出するために3Dプリンターの使用も検討中と伝えられる。この市場の動向は以前のEmerging Trends in Real Estate アジア太平洋版でも取り上げている。

インドでも、政府は数千万戸の低価格住宅を創出するという意欲的な計画を立てている。このプロセスを促進するために、当局は税率の低減、官民パートナーシップの推進、代替技術の開発、容積率の引き上げ、さらに利払いへの補助金供与、許認可の迅速化、インフラの提供、土地転換の促進など一連のインセンティブを提供している。インドではいつものことながら、非効率な官僚仕事により、完成した戸数が当初予想に満たなかったということはよくあるが、それでも大きな進捗が見られたことは事実だ。過去12カ月間に多くの大手外国人投資家が、直接またはインドのアフォーダブル住宅ファンドを通してこの部門に参入する計画を発表した。

インドのある投資家によると、外国人投資家がこの部門でぶつかる大きな壁は土地の取得、用途転換、そして許認可に関連したリスクだという。これらを乗り越えるのに数年かかる場合もある。以前には「外国人投資家がこの部門で苦しんでいたのは需要の不足や技術的な未熟さによる開発能力の問題が原因だった。また、1年後には土地を取得して許認可を得られると考えていたためだ。ところが実際には3年以上かかったため、事業計画が一切無に帰ってしまった」。現在、インド政府は既に認可済みの政府所

有地に外国人投資家もアクセスできるようにしてこのプロセスを円滑化する計画を立てている。

## コリビング： 将来のテンプレートか？

アジア各地の主要市場では住宅価格の上昇によりデベロッパーがユニットサイズの縮小を続けており、居住スペースがますます小さくなっている。その結果起きていることのひとつが、住宅価格が最も高価な都市部におけるコリビング施設の台頭である。欧米と同様に、こうした施設は一般的にホテルの部屋ほどの広さの居住エリアで構成され、キッチン、リビングルーム、休憩所、屋上、ジムなどの共同スペースにアクセスできるようになっている。

香港はデモグラフィアの年間ランキングによれば世界で最も住宅が手に入りにくい都市であり、コリビング施設には理想的な場所だ。コリビングのコンセプトは、大学を卒業したてで最初の職業に就こうとしており、大勢で住んでいることの多い自宅以外の場所に居住スペースを持ちたいと望んでいる若者をターゲットにしている。低グレードのホテルもコリビング施設への転換に適したものであることが多い。コリビングの欠点は、まだ実験的なコンセプトの側面が大きい割には設備費用が高いことだ。特に、コリビングとして発展性がないと判明した場合にホテルやオフィスに戻す際に高額となる。ある投資家はこの戦略について「香港のような住宅コストが非常に高い市場では、コリビングで利益を得られない理由はない。だが失敗したら高くつく投資だ」と述べた。

アジアのコリビングスペースは欧米で進化したモデルとは様々な点で異なっている。例えば、コリビングが熱狂的に受け入れられている中国では、テナントは単にコストだけで惹かれるわけではない。そうしたテナントは若い世代が一般的だが、多くの場合力加に困っておらず、教育水準も高い傾向にあり、女性の比率が高く、総じて利便性や安全性、トレンドな場所に惹かれる。そしてコリビング施設はそうした場所に立地していることが多い。

一方、ファシリティ・マネジメントの点ではアプリベースで行う傾向が強い。これは中国のミレニアル世代が端末をよく使いこ

なしていることや、アプリにより事業者が関連サービスのバリューチェーン全体を捕捉できることも一因となっている。その結果、中国のコリビングのライフスタイルにおいては物件検索から契約手続き、メンテナンスの依頼、引越しに至るまで、ほぼすべてがアプリを使って実行可能だ。大手事業者はオンラインでインテリアデザインを提供し、独自の各種家具の販売まで行っている。

アジアでコリビングがヒットしそうな理由の1つは、狭い居住スペースが既に標準となっていることだ。そのためユーザーは窮屈なスペースから別の窮屈なスペースへと移動を繰り返すことになっても、とにかく独立性を保っている。使い勝手の良さも重要な要因の一つだ。東京を拠点とするある投資家によると「単身者にとってコリビングのコンセプトは今後の基準になるだろうが、そのポイントはキッチンや共同エリアをシェアすることではなく柔軟性だと思う。賃貸の仕組みが柔軟で、家具付きの部屋があり、人々の出入りも簡単、4～5カ月分の敷金や代理店手数料などは不要で1カ月分だけ支払えばすべてが揃う。とにかく簡単にできることが重要だ」と指摘する。

## マルチファミリー： ゆっくり、しかし着実に

アジアのビルド・トゥ・レント市場は広がり続けているものの、（日本以外での）マルチファミリー（複数世帯住宅）の開発に機関投資家の関与が事実上まったくない状況の中で、その進展は遅い。とはいえ中国市場はここ数年で急速に拡大している。政府がデベロッパーに対し新築物件の一部を賃貸市場に回すよう義務付けていることが後押しとなっているのだ。現在、プライベートエクイティファンド（その多くは外資）が中国のマルチファミリー市場に積極的に関与しており、新聞報道によれば、最大手の事業者が管理している部屋数は50万室を超え、中国全体のストックは約166万戸に達しているという。

## オーストラリア：重要テーマ

今回の Emerging Trends 調査でメルボルンとシドニーが投資見通しランキング上位3位の2つを占めており、オーストラリアは引き続きアジア太平洋地域で最も人気の高い投資先となっている。当然ながらファンダメンタルズは依然として堅調だ。ジョーンズ ラング ラサールによると、2018年上半期にシドニーとメルボルンのプライムオフィスの賃料は前年同期比でそれぞれ12.5%、10.7%上昇した。

既に低水準にある空室率はさらに低下を続けており、新規供給のパイプラインがほとんどない状況では賃料の上昇圧力は今後も持続すると見られ、長期平均である4.5%の倍以上の上昇率が予想されており、アジア太平洋地域の中でも最高の部類だ。さらに、数年前に大手テナント数社がスタッフの一部を郊外に移して分散化を図るといった実験的試みを始めたが、今ではそれも終了した模様で、スタッフの惹きつけや引き留めに苦労した会計事務所や「四大銀行」が方針を転換して中心業務地区（CBD）に戻って

きており、これが稼働率にさらなる上昇圧力を加えている。

オーストラリアの利回りは低下を続けている（同国のある投資家によるとオポチュニスティック投資で4%台前半、ポートフォリオ取引で5%弱にまで低下した）が、それでもアジア太平洋地域の他の主要都市を上回っており、外国人投資家にとっての魅力度をさらに高めている。また、テナントへの手厚いインセンティブの形でキャップレートが「漏れ」て実際の利回り水準を歪める傾向にあったが、そうしたことも減ってきている。

だが毎度のことながら、オーストラリアの真の難しさは実際に市場に資金を投入することにある。中国の投資家による取得活動は中国からの資金移転が難しくなったため2018年には減少したが、他国（特に米国）の機関投資家がこれに取って代わり取得を行っている。その結果、現在オーストラリアのプライム資産の取引全体の約40%が外国の買手によるものだ。オーストラリアのある投資家によると「国内のREITやファン

ドが市場から閉め出されているのは資金コストで外国人投資家に太刀打ちできないからだ。基本的に外国資金が国内資金を追い出している」。

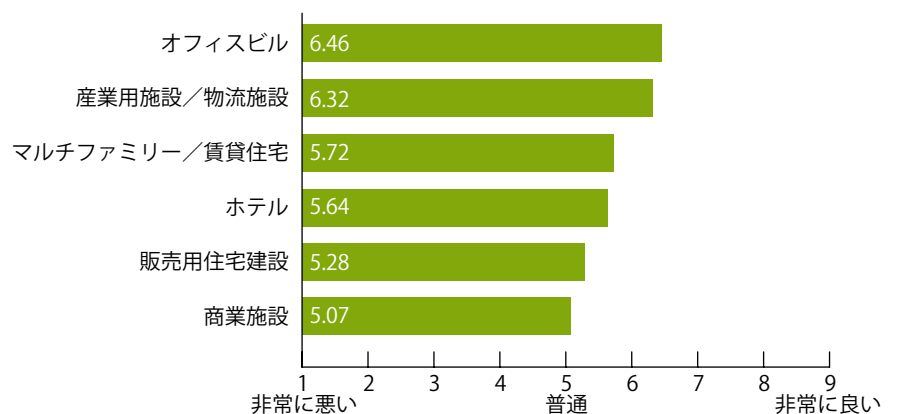
なぜオーストラリアはそれほど外国人投資家を惹きつけるのか。それは「我々は世界中で資金を投入しなければならず、そのために適切な候補を選んでいるだけだ。オーストラリアはトリプルAの評価であり、またプライムの事業用不動産があることも有利だ。膨大な資金が存在するという問題もあるが、キャップレートがこれほど低くてもスプレッドに対するリスクプレミアムは依然として大きい。だからオーストラリアが選ばれるのだ。」

外国資金と国内資金が共に市場にアクセスする上で、非上場ファンドを経由するという方法もある。非上場ファンドがコアへのエクスポージャーも取り始めたからだ。この動きを推し進めているのは、退職年金基金（スーパーアニュエーション）など不動産を大量に抱えるオーストラリアの機関投資家が、資産価値が上昇して不動産への

だが、そうした急拡大には予測可能な成長痛が伴う。賃貸事業者は、新規賃貸住宅の開発を求める政府の指令に対応できず、代わりに既存の集合賃貸住宅を所有者から借り、きれいに整え、以前の賃料に上乘せして（二倍のケースもある）サブリースしている。

さらに、中国で（そしてアジア全体で）機関投資家が賃貸住宅に参入することによって根本的な問題が浮上する。中国のある専門家は「問題は利回りが低すぎて魅力がないということだ」と述べる。投資家のリターンは2%にまで下がっているのだ。そのため「プラットフォームを開発し、時間が経つにつれ利回りを改善できる、という長期的なシナリオが必要になる」。

図表 1-14 事業用不動産タイプ別見通し（2019年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート



エクスポージャーが資産配分の許容範囲を超えた場合（そして実際に資産価値は上昇している）に売却を余儀なくされるという事情である。シドニーのあるデベロッパーは「これは過去6、7年間目にしたことはない機会だ」と述べた。以前にはオープンエンドのファンドには「順番待ちの行列ができていたが、今では外国人投資家が二次的ファンドを介してついにこうしたファンドの一部にアクセスできるようになっている」。

シドニーとメルボルンのコア資産を狙う資金が多すぎるため、他の都市にも注目が集まりつつある。だがそうした市場は変動が激しいことから、その魅力は限定的だ。パースとブリスベンの空室率は現在20%台に達しており、両都市への移転も劇的に減速している。オーストラリアのある投資家によると「他市場への移行は実際に起きているトレンドというより理論上の話と言えるだろう。膨大な資金が存在し、他に資金を投入する場所がないため、投資家はそうした都市に向かわざるを得ない。もちろんリターンが大きいに越したことはないが、必ずし

もより良いリターンを求めているわけではなく、とにかく資金を投入できる場所を探しているのだ。だがそうした市場は循環的な側面が強く、資金を投入する場合も相当慎重にならねばならない」。

住宅については、価格が徐々に低下しているため投資が減速した。オーストラリアのある住宅デベロッパーは、住宅価格の下落を牽引したのは「累進課税によって外国人投資家のインセンティブが減り、また投資家が戦略的にローンに漸減させているため」投資市場が軟化したことだと指摘する。そればかりか「信用割当が行われているのは開発が進んでいないことを意味しており、物件も枯渇していく。そのため市場での供給もこの先減少していくだろう」。その結果「供給サイクルのピークに達したと思う。問題は、再び成長するまでどのくらいかかるかということだ。向こう18カ月から36カ月は谷となるのは避けられないからね。市場が回復した場合にすぐ対応できるよう承認を得ようと躍起になる者もいるだろうが、回復には長くかかるだろう」。

今年、オーストラリアの住宅プロジェクトにおいて中国資金の影が薄くなったが、これは中国政府が資金の国外流出に対する規制を強化したこともあるが、中国本土のデベロッパーがオーストラリア市場の理解を深めたことも一因だ。シドニーのあるデベロッパーは「中国資金はあらゆる場面で活動しており、都市部で開発用地を取得する者やBグレードのオフィスビルを取得して後で開発を行う者もいる。住宅以外の、オーストラリア市場にもっと適したあらゆる資産クラスを貪欲に求めているのだ」と語った。

長期的には、中国政府はこの断片的な市場の規模を拡大するために、コストベースを下げる必要があるだろう。上記の投資家は「土地の価格が適切なら関心を持つ買手も出てくるだろう」と指摘する。「いくつかの都市にまたがって事業を展開すれば、マイクロアパートメントや賃貸住宅、シェアハウスといった類のもので強いブランドを構築できるはずだ」。

一方、急激な成長によってキャッシュフローが複雑化しており、その結果ただでさえ低い利益率に一層の下方圧力が加わっている。中国では2018年に少なくとも7社の賃貸マンション事業者が倒産したと報じられている。

他の市場でも成長痛が明らかに見られる。オーストラリアでは、最近導入された優遇税制がマルチファミリー住宅の追い風になると思われたが、これまでのところほとんど進展していない。シドニーのあるデベロッパーによると「オーストラリアの多くの投資家がマルチファミリーを検討しており、また米国のマネジャーでこの部門への投資を義務付けられている者もいる。だが優遇税制では問題の本当の解決になっていないため、実際の投資は行われていない。一部の大手デベロッパーは、単にこの部門に入り込む練習として区分所有の集合住宅マンションを建て、売らずに賃貸している。とはいえ同じ土地をめぐって住宅デベロッ

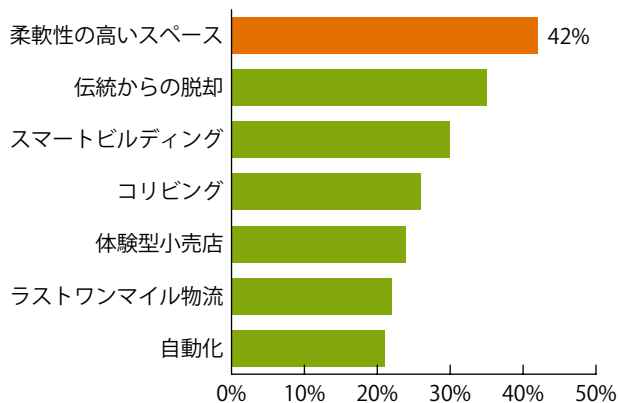
パーと競っている場合は、ビルド・トゥ・レントでは太刀打ちできず、土地を買うことはできない。それは優遇税制措置が機能していないことや、ゾーニングが明確でないためゾーニングの点でも利点がないことも一因だ」。

この部門が勢いを得るためには、政府がもっと積極的にアプローチし、マルチファミリープロジェクトを推し進めようとするデベロッパーに真のインセンティブを与える必要がある。これは他のアジア太平洋地域にも当てはまる。

## コワーキングへの疑念は残る

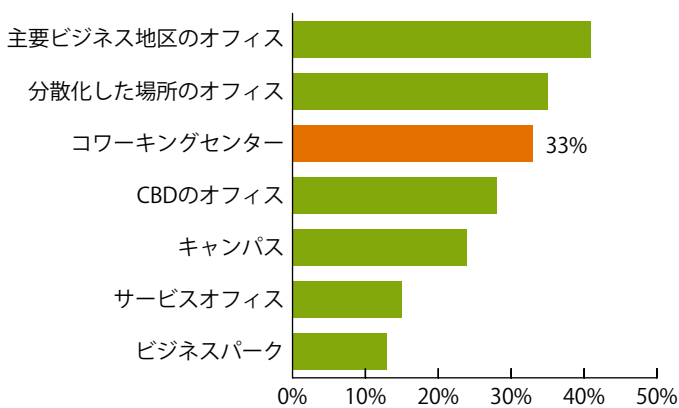
この3年間にコワーキングや（より一般的に）オープンワークスペースを採用する動きが世界的に見られたが、これはおそらく事業用オフィス部門でこれまで起きた中で最も急激な変化といえよう。「WeWork」型スペースはアジア太平洋地域のすべての主要市場で急速に展開しており、勢いが衰える兆候はまったく見えない。東京を拠点とするある投資家の言葉を借りると「まるで雑草のようだ。とにかく増え続けており、退治することはできない」。

図表 1-15 不動産価格に最も影響を与えると投資家が考える占有者（居住者）の動向



出所：CBRE

図表 1-16 占有者（居住者）が今後2年間に拡張を考えている場所



出所：CBRE

だが、オープンワークスペースは効率性が高く、低コストで作業者の満足度も高いといった利点によりさらに普及していくだろうが、そのビジネスモデルの持続性と業界の先行きについては意見が分かれている。大手事業者の大半が未上場のためその財務内容は不透明なままだが、業界全体として財務的に確立していないことは十分推測される。中国のあるオーナーによると「ある建物を非常に有名なコワーキング事業者に賃貸しており、1平方フィート当たり200元相当の賃料を得ているが、その地域の現在の賃料水準は180元か、もしくは170元程度だろう。200元以上も喜んで払ってなおかつ利益を上げられるようなテナントをこの事業者がどうやって見つけるのか分からない」。

これは、業界の成長とベンチャーキャピタルによる資金供与がやがて減速したときに報いが来ることを示唆している。日本のあるファンドマネジャーは「どこかの時点でサイクルが変わることは明らかだ」とコメントした。「何らかのレベルの修正が行われるはずだが、業界がそれにどう対応するのか誰にも分からない。個人的には、市場が下降したときにやっつけられるのか疑問だ」。これはコワーキング事業者から月額ベースでスペースを借りているテナントの一部は景気が悪化したら出ていく可能性が高いためだ。そうした事業者はおそらく5年～10年の契約でオーナーからスペースを借りており、貧乏くじを引くことになる。

一般的な見方の一つは、最終的にオーナーが自ら事業者の役割を果たし、そのポートフォリオ全体にわたって自前のコワーキングブランドを創り、所有ビルの一部をテナントがオンデマンドで利用できる柔軟なワークスペースに充当する、というものだ。確かに、世界では既にこのアプローチを採っている者もいる。

だが、総じてアセットマネジャーがこの役割を果たす上で必要なスキルを持っているかどうかは疑問視されている。あるファンドマネジャーは「先頭を切って悪口を言いたくはないが、ほとんどのアセットマネジャーはその役割を引き受けてコワーキング事業者と同じレベルのサービスを提供する能力はない。もしそうした能力があるのなら WeWork に賃貸せず自分でやるだろうからね」と述べた。

となると、別のソリューションはオーナーとコワーキング事業者がパートナーシップを組み、後者が直接オーナーに設計や運営サービスを提供することかもしれない。また、事業者がビル全体を買い、自らアセットマネジャーになることも考えられる (Airbnb は既に自社のニッチなビルでこれを行っている)。

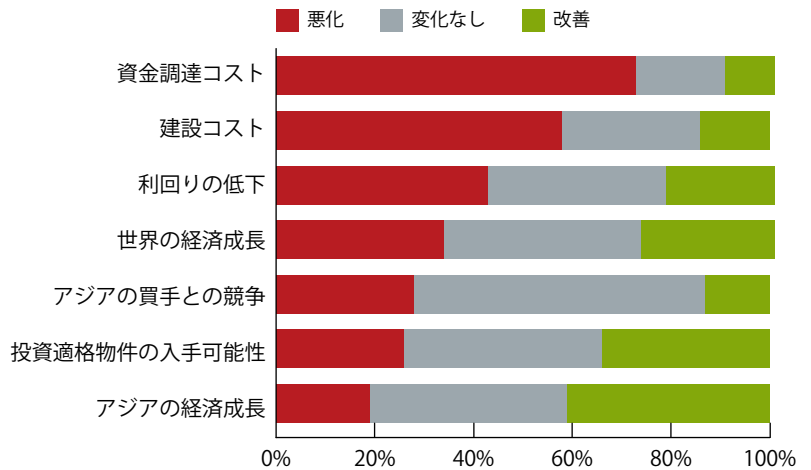
今後、様々なモデルが登場してくる可能性が非常に高い。唯一確かなのは、この業界が確実に進化していくことだ。

## 利上げが迫る

米国の利率がゆっくりと、しかし着実に上昇しており、世界のキャピタルフローを決定する要因として重要性をますます高めている。連邦準備銀行が 12 月に 2018 年として 4 度目となる 25 ベーシスポイントの利上げを実施すると広く予想されており、2019 年にはさらに 2 回の利上げが行われると目されている。だが今回の調査では、利上げの脅威は大半の投資家にとって格別の懸念とはされておらず、財務コストは最も懸念される問題のリストの下から 2 番目に過ぎない (図表 1-5 参照)。あるオポチュニスティック投資家は「利率の急上昇を予想している人はいないと思う」と述べた。「とはいえ、次がどれくらいになるのか誰もが気にしている」。

米国の利上げにより米国債券の魅力が高まるため、新興市場から米国へと資金が戻り始めている。この方向転換には様々な (そして潜在的に重大な) 意味合いがあるが、その影響は市場によって異なるだろう。影響を最も強く感じるのは新興市場となる可能性が高い。通貨が米ドルに対して安くなっているためだ。その結果インド、インドネシアとフィリピンは通貨を支えインフレに対抗するために利上げを行った。

図表 1-17 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 2019 アンケート

利率の上昇は東南アジアの不動産市場に大きな影響を及ぼす可能性がある。国内の銀行による安価な資金が東南アジアの開発ブームの原動力の一つだったからだ。マニラに拠点を置くあるデベロッパーは利上げを「当地では大きな懸念の一つ」とし、外国人投資家にとっては有利に働くかもしれないと指摘した。外国人投資家はハードルレートが高く現地の銀行融資や債券による財務コストに対して競争力がないため、何年にもわたりフィリピン市場への参入に苦戦している。

日本でも利上げの可能性が出てきている。政府は 2013 年から前例のない大規模な財政出動と金融緩和を進めており、それによって国内の利率はゼロ付近にまで低下した。しかし市場ではここに来て、日本銀行がついに利上げに向けて徐々に動き出すのではないかとの観測が強まっている。日銀による国債の買入れはここ数カ月の間に静かに減少しており、ゴールドマンサックスは 10 月のレポートで 2019 年末までに量的緩和が 2013 年の水準にまで下がる可能性を示唆している。

東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「日本企業は利益をあげており、バランスシートに多額のキャッシュを計上している。そのため企業はデットコストが上がっても対応可能で、利率がゼロでなくてもよくなっている。バランスシートのキャッシュで払えるからだ。だから日銀が若干の利上げを

図るとしたら今以上の好機があるとは思わない」。

一方、豪ドルも米ドルに対して下落しており、さらなる下落が見込まれている。だがオーストラリア準備銀行は 2 年以上利率を据え置いており、早くても 2019 年下半年までは利上げしないものと見込まれる。

最後に、香港はエクイティ主導型の不動産市場ではあるが、やはり利率が上昇し始めた。ただそれ以上に大きな懸念は、香港ドルが米ドルと連動しており、人民元の対米ドルレートが下がり続けている中で中国本土の投資家にとって香港の資産の魅力が低下しているということだ。

# Chapter 2：不動産キャピタルフロー

「アジア太平洋地域にやって来る投資家は基本的にアジアへの配分が少なく、またこの地域のファンダメンタルズが他地域に比べて著しく堅調であることを理解している」

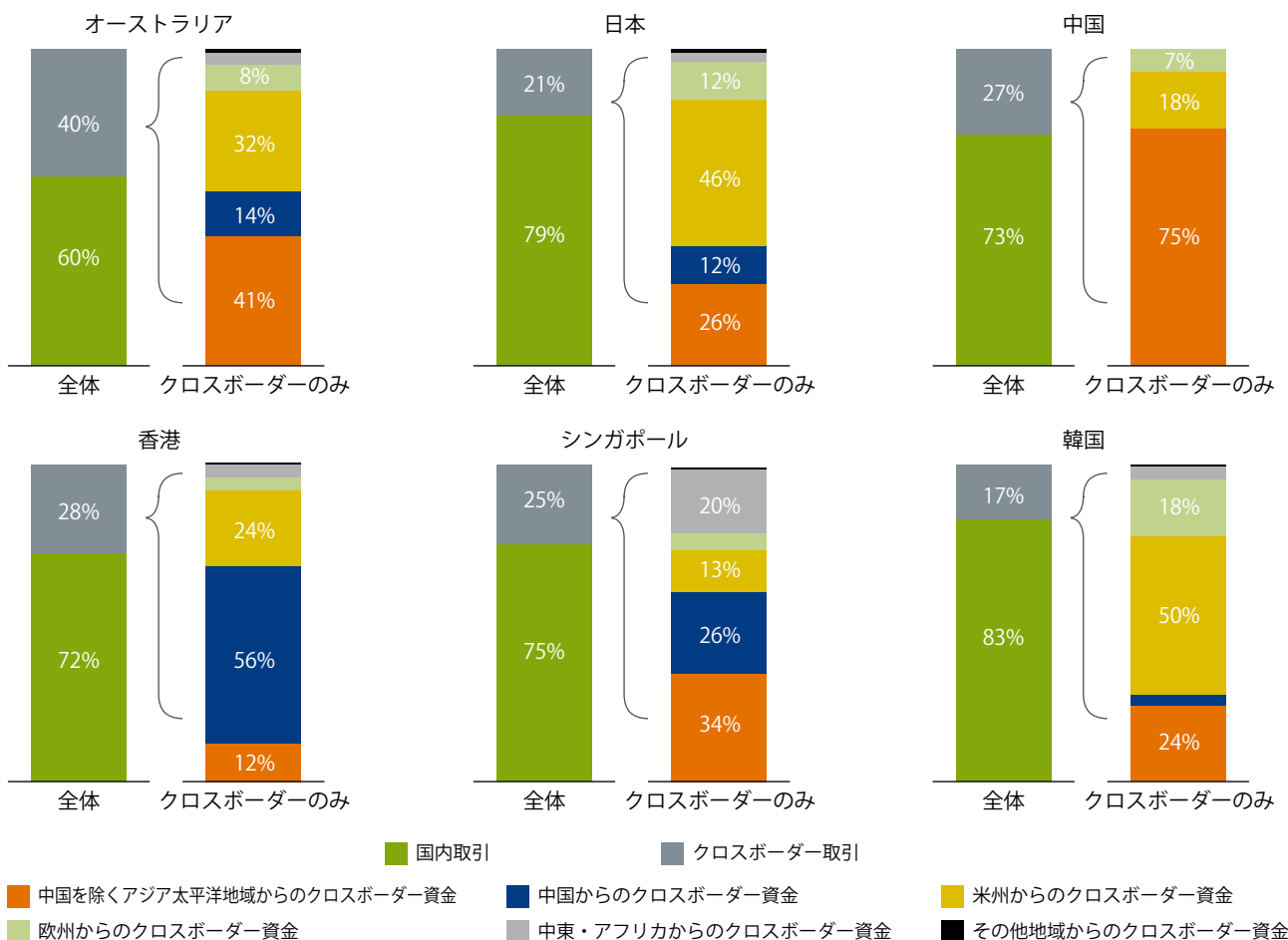
現在、クロスボーダー資金によるアジア太平洋地域の事業用不動産への投資比率はこの10年で最高水準にある。リアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、2018年6月までの1年間に行われた取引の約34%がアジア域内および世界のクロスボーダー資金源からの調達によるものだった（前年同期は32%）。

直近の資金フローに関して目立った特徴は米国からの投資が増加したことで、RCAのデータによるとこの一年間で86億米ドルに達した。その行先としては日本がトップで、

次いで香港（ただし1件の大型取引があったため数字が膨らんでいる）とオーストラリアとなっている。

ただ、アジア太平洋地域におけるクロスボーダー投資の資金源としてはいつものように域内の投資家が大きな割合を占めており、この1年間の域内の資金フローは過去最高の343億米ドルと、10年前の同期の2.5倍超となった。とはいえ、中国からの流出は2018年に劇的に減少している。これは主として国内での規制強化の結果である。

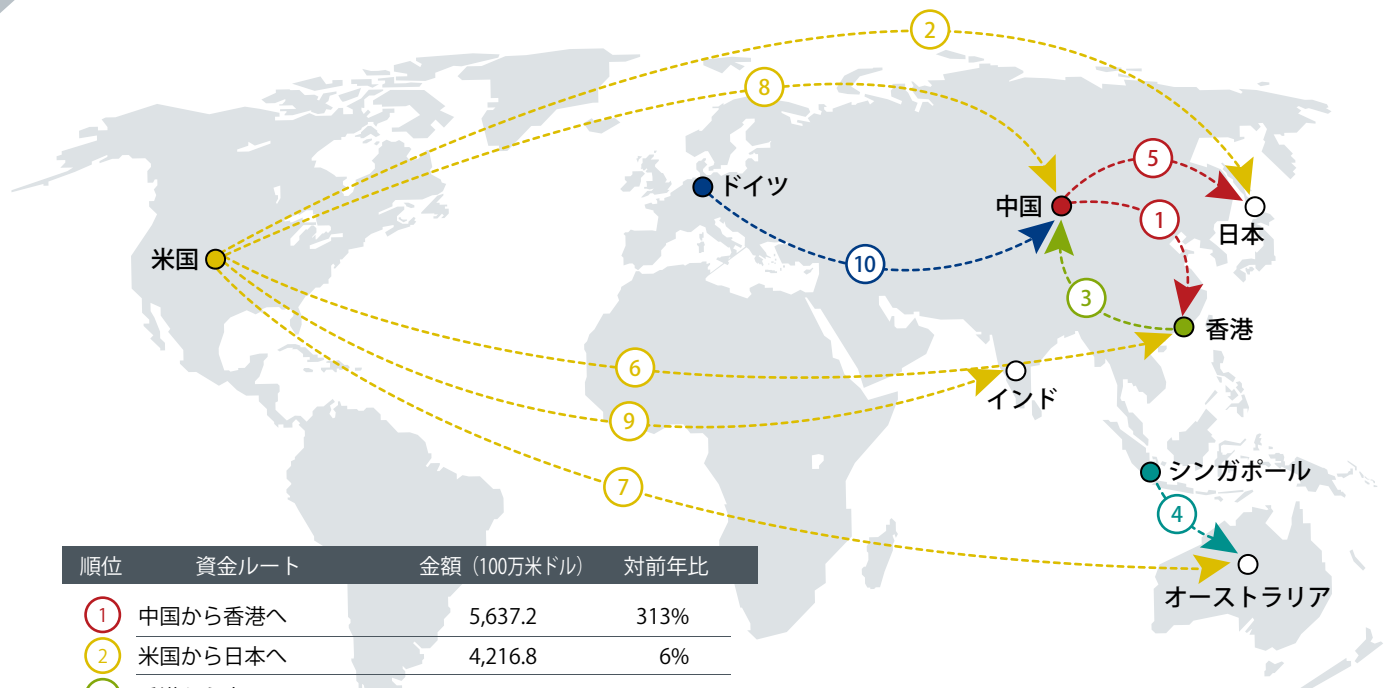
図表 2-1 取引高（買手プロフィール別）（2012年～2018年上半期の平均）



注：収益不動産およびポートフォリオに関する個別レポートに基づく。1,000万米ドル以上の案件を対象。収益不動産は賃貸集合住宅、オフィスビル、商業施設、産業用施設、ホテル。  
出所：リアル・キャピタル・アナリティクス



図表 2-2 アジア太平洋地域内の主なキャピタルフロー



| 順位 | 資金ルート            | 金額 (100万米ドル) | 対前年比 |
|----|------------------|--------------|------|
| ①  | 中国から香港へ          | 5,637.2      | 313% |
| ②  | 米国から日本へ          | 4,216.8      | 6%   |
| ③  | 香港から中国へ          | 3,708.6      | -40% |
| ④  | シンガポールからオーストラリアへ | 3,316.2      | 32%  |
| ⑤  | 中国から日本へ          | 3,298.5      | 8%   |
| ⑥  | 米国から香港へ          | 3,250.9      | 781% |
| ⑦  | 米国からオーストラリアへ     | 3,117.6      | 33%  |
| ⑧  | 米国から中国へ          | 2,095.5      | 32%  |
| ⑨  | 米国からインドへ         | 1,840.0      | 489% |
| ⑩  | ドイツから中国へ         | 1,582.2      | —    |

注：賃貸集合住宅、ホテル、産業用施設、オフィスビル、商業施設、高齢者住宅の取引を対象。企業レベルの取引も含む。開発用地は含まない。  
 データは2018年6月30日までの一年間。  
 出所：リアル・キャピタル・アナリティクス

すべての市場において取得の大半が依然として国内資金によるものだ（クロスボーダー資金の長期的な市場シェアは韓国の17%からオーストラリアの40%まで幅がある）が、市場のトップエンドでは外国資金の存在がより目立っている。米国のある投資マネジャーは「1億ドル以上の取引に限れば、アジア太平洋市場での海外機関投資家の比率はもっと大きいのではないと思う。10年前のデータは手に入れ難いが、取引におけるクロスボーダー資金の平均比率が現在25%前後なのに対し10年前は20%を切っていた」と語る。

オーストラリアは引き続きアジア太平洋地域で最も国際的な市場であり、同国のあるデベロッパーによるとオフショア資金が主

要都市に「続々と流れ込んでいる」。これには「多くの要因があるが、オーストラリアの格付はトリプルAで、常に機関投資家の資金を惹きつけている。アジアの富裕層の資金もシンガポールと香港からやってきてプライム資産を追いかけている。

対照的に、オーストラリアからのアウトバウンド資金は低水準にとどまっているが、これは国内市場の方がパフォーマンスが良いことと、世界金融危機後にオーストラリアの投資家が外国市場でなめた辛酸の記憶が残っていることを考えると当然かもしれない。現在、アウトバウンド投資は少数の大手デベロッパー、最大級の退職年金基金（スーパー・アニュエーション）とオーストラリアのソブリン・ウェルス・ファンドに

限られているが、退職年金基金の資金が積み上がる速さを考えると、この状況は変わるかもしれない。ジョーンズラングラサールによれば国内のコア資産ストックの増加率は年2%を切っているのに、退職年金基金の資金は年率で約7.5%の伸びを見せているからだ。

2018年には為替の変動やヘッジコストも大きな要因になっている。ある大手グローバルファンドは、そのグローバル不動産ファンドの第3四半期の業績の1パーセントが為替効果により吹き飛んでしまったという。だが同時にメリットもあり、現在、日本とオーストラリアはいずれも一年前と比べ米ドル建ての投資家にとって魅力が高まっている。

## 日本からの大波

日本の機関投資家が管理する投資資金プールは世界最大級だが、アジア太平洋地域のあちこちで起きているアウトバウンドの流れに加わる動きはこれまでのところ緩慢だった。だが、この状況も変わっていくかもしれない。日本の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、約156兆円(1.4兆米ドル)の資産を有する世界最大の退職年金基金だが、9月に初めてグローバル不動産への投資を委任した。日本のより小規模な年金基金もこの動きに追随していくものと予想されている。

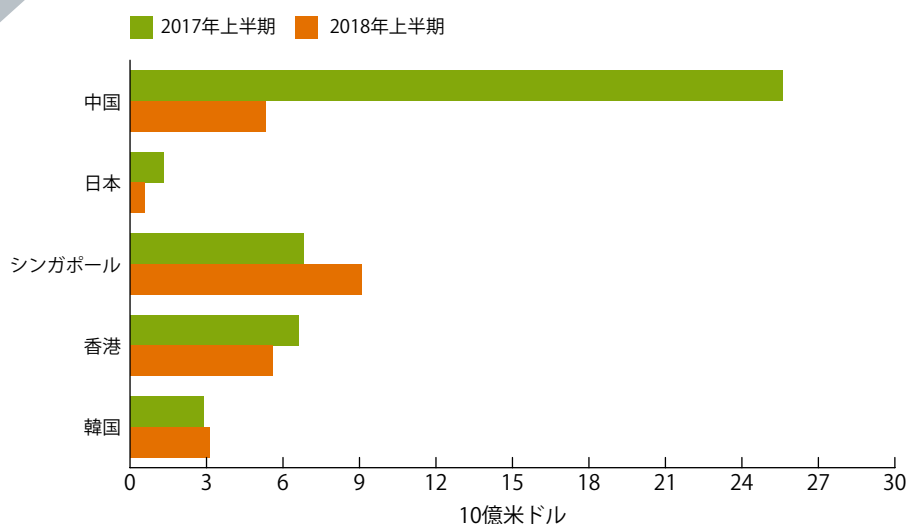
日本がオフショアにシフトするのは、リターンを改善する必要に迫られたからだ。機関投資家の常套手段である日本国債の購入はもはや支持されなくなった。現在、日本国債の利回りはほぼゼロであり、国内の機関投資家は急速な高齢化の進展に伴って増大が見込まれる年金債務に対応すべく資産を増大させなければならないからだ。

GPIFは委託額や不動産配分目標を明らかにしていないが、不動産、プライベートエクイティ、インフラストラクチャーを含む代替投資に5%を配分している。仮に配分がわずか1%だとしても、不動産に約140億米ドルもの資金が投入されることになる。

ある投資ファンドマネジャーは「膨大な額になる」と指摘する。「GPIFの資金プールは巨大なため、時間とともに何十億ドルにも膨らむだろう。そしてGPIFがベンチマークとなり、他の公的年金基金や小規模の企業年金基金もこれに追随するはずだ。とはいっても、何がどのくらいの速さで起ころうとそれほど興奮することはないだろう」。

2013年から2017年にかけて出現した中国からの投資の波は、不動産に相当な額の直接投資を行うという特徴があったが、これとは対照的に日本の機関投資家は間接投資の比重を高め、より慎重な方法を取るものと予想される。GPIFはマルチマネジャー戦略を採る大手グローバルファンドー社に運用を委託するとともに、それを監督する国内ゲートキーパー社を任命した。日本の他の機関投資家も同様のアプローチを採るものと見られる。そのため、日本の機関投資家の資金へアクセスを図っている外国のファンドマネジャーにとり、そうしたゲートキーパーと関係を築くことが重要になりそうだ。

図表 2-3 アジアのアウトバウンド投資



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、CBRE

日本のある投資マネジャーは、日本の機関投資家は開始にあたって「金額が少ないわりにマネジャーが多すぎる」と指摘する。そのため各マネジャーへの委託額は一社当たり5千万米ドル程度に過ぎない。そして「マネジャーのパフォーマンスを見た上で数を絞り、より多額の投資になるともう少し選別し始めるのだ」という。

とはいえ日本の機関投資家は際立ったパフォーマンスをあげようとは考えていないだろう。当初のターゲットは米国のオープンエンド型コアファンドだ。分散によってアジアのリスクを遠ざけるとともに、安全性と流動性を確保する手段となるからだ。ある資本調達担当者は「より高いリスクテイクを行おうという積極性はほとんど見られない」と語る。為替ヘッジのコストを含めれば、そうしたファンドからのリターンは1桁台前半となる。ささやかなものではあるが、それでも日本国債の利回りに比べれば遥かに大きい。

アジア太平洋地域では、域内のコアファンドへの投資は問題が多い。それはアジア全域で活動するコアファンドの大半が既に日本に多額の配分を行っているからでもあり、また日本の機関投資家が近場だけでなく対象市場の分散を図っているからでもある。とはいえ、国内デベロッパーが特に東南アジア市場に進出しており日本の機関投資家もその後を追っているため、アジアでもいくらか投資が行われている。日本のある投資マネジャーによれば「大手デベロッパー

による不動産投資を見ると、自己資金による部分はごくわずかなことが多い。ほとんどの場合、実際には日本の年金基金が後ろについている」。

日本の投資家が国外に打って出たのは1980年代後半のバブル期が最後で、当時はサイクルの終盤に取得を行って大きな損失を出した。だが「今は多くの投資家が昔に比べ非常に自制しているため、バブルが繰り返すことはないだろう」。

## 中国の波が後退

数年前、中国の不動産投資家は大規模なトロフィー資産や開発用地を派手に取得して世界の檜舞台に登場した。旗艦物件を大胆に取得したのだが、費用負担の面でしっかりしていないこともあった。だが、今は時代が変わった。中国政府がそうした活発な投資を抑制しており、中には取得したての資産の売却を強要したケースもある。さらに、規制強化により中国からのアウトバウンドの資金フローも大幅に減少した。

CBREのデータによると、2018年上半期の中国のアウトバウンド投資は52億6,000万米ドルにすぎなかった。これに対し2017年上半期は256億米ドル、2017年通年では354億1,000万米ドルである。この減少が2018年下半期にも繰り返されれば、中国のアウトバウンド投資は2013年以来の最低水準に落ち込むことになる。

一方、RCAのデータでは、米国における中国の純投資額は2017年下半期に平均して1四半期当たり1億米ドルに満たず、2018年第2四半期には中国は初めて売り越した。中国の後退はアジア太平洋地域の市場でも感じられ、特にオーストラリアと香港が目立っている。CBREによると、アジア太平洋地域における2018年第3四半期の事業用不動産の取引高は前年同期比約65%減の25億米ドルに低下した。

あるファンドマネジャーは「中国の蛇口はかなり閉まっているが、政府の政策に沿ったいくつかの部門にはいくらか関心が寄せられている」と述べた。「高齢者住宅などの部門や、医療とか生命科学に関連した不動産にはまだ投資家が意欲を見せている。蛇口が完全に閉まっているのは投機的な投資やトロフィー資産への投資だ」。

だが制約が続いているとはいえ、海外不動産市場で中国の投資が干上がることはなさそう。まず、中国投資有限責任会社などのソブリンファンドは規制の影響を受けず、海外での投資を継続するだろう。さらに、海外で事業を行う中国企業は自ら入居するための不動産に投資することが今でも認められている。工業団地、ハイテクパーク、倉庫・物流団地などの産業施設向けのインフラプロジェクトへの投資も継続中だ。

あるマネジャーは、中国の投資家は不動産投資の代理として不動産プラットフォームも検討していると指摘する。「運用会社の持分を取得するためのプラットフォーム投資にもまだ需要があり、中国の投資家からそうした機会について多くの問い合わせが来ている」。

中国の海外投資に関して明らかになったことの中でおそらく最も重要なものは「オフショアの切り離し」だろう。つまり中国企業は、中国の企業や個人からデット資金もエクイティ資金も提供されないうちは海外不動産に投資する可能性がある、ということだ。これにより、中国の投資家は既に海外に投資した資金を回収し、オフショアのデットを使って不動産事業を継続する可能性が浮上する。

当面の大きな疑問は、中国のアウトバウンド投資がいつ回復するか、ということだ。ある投資マネジャーは「それは誰にも分らない」とし、「我々は社内でいつもこれを議論している。中国の機関投資家、特に保険会社が不動産部門へのエクスポージャーを持ちたがっていることは明らかだが、現時点で彼らが保有する不動産は全資産のせいぜい1%か2%だ。当社としてはこの状況が1年か2年続き、その後で彼らが極めてゆっくりと取得を再開するだろうと楽観視していたが、私は今でもそうだと信じたいね」。

## シンガポールと香港が活を入れる

CBREのデータによると、2018年上半年期にアジア太平洋地域の国でアウトバウンド投資が最大となったのはシンガポールで、90億6,000万米ドルの資金が投じられた。シンガポールの不動産投資信託(REIT)とデベロッパーは国内では利回りが低く機会が不足しているため海外で取得を進めており、特にオーストラリア、東南アジアと欧州を中心にしている。またシンガポールは東南アジア全域からの、さらには全世界からの資金の経由地点となっており、これは香港が中国の資金に対して担っているのと同様の役割を果たしている。CBREによると、2018年上半年期にシンガポールの資金は主に欧州に向かい、その額は34億米ドルにのぼった。

2018年上半年期にはアジアのアウトバウンド資金の実に26%がロンドンに投じられた。シンガポールと香港の投資家がロンドンで活発に投資を行っており、間近となった英国のEU離脱に対する懸念を払拭している。

## 欧州とデットに向かう 韓国人投資家

韓国の投資家は引き続きアウトバウンド投資を主体としているが、通貨やリターンに関する懸念から、その戦略をある程度変更している。

現状では、対米ドルのヘッジコストが高いため、米国不動産に対する韓国のエクイティ投資のリターンから2パーセントポイントがそれによって削られることもある。だが韓国の機関投資家は、為替ヘッジを行わず不動産デットに投資することも可能だ。その結果、2018年上半期には米国の不動産デットにおいて韓国人投資家が外国人投資家の最大グループとなった。デットに対する嗜好は、米国市場がサイクルの終盤に来ているため正が起きた場合にデット投資の方がダウンサイド・プロテクションを得られる、との韓国人投資家の発想も反映している。

また欧州の方が為替環境が有利なことも、韓国の機関投資家が欧州に向かっている理由の一つだ。ある投資顧問が述べたように「韓国の機関投資家は欧州への関心を大幅に高めている。というのは、通貨ヘッジの動

きには面白い面があり、韓国人投資家がユーロ建ての市場で投資する場合に為替のプレミアムが得られるようになっているからだ」。近年では、韓国の機関投資家による欧州投資は英国から離れ大陸に移行しており、ドイツ、フランス、ベルギーが投資先として好まれている。

さらに、韓国の資金はより高いリスクテイクを行ってリターンの引き上げを狙い始めており、アジアの他の機関投資家も将来的にそうした動きに出ることを示唆している。こうしたリスクテイクの動きは現在のところ国内市場に限られている。韓国では長らく、単独資産の取引がコア資産を中心としたクラブ取引が好まれてきたが、これも変わりつつある。上記の投資顧問は「韓国の投資家は少数のリーダーの後についていく傾向があるから、今後時間が経つにつれ、国内でのバリューストック投資に目を向ける機関投資家が増えると予想される」と付け加えた。

## 米国の投資家が アジア投資を加速

米国の投資家は既にクロスボーダー資金の拠出において世界のトップに立っているが、RCAのデータによると2018年上半期には前

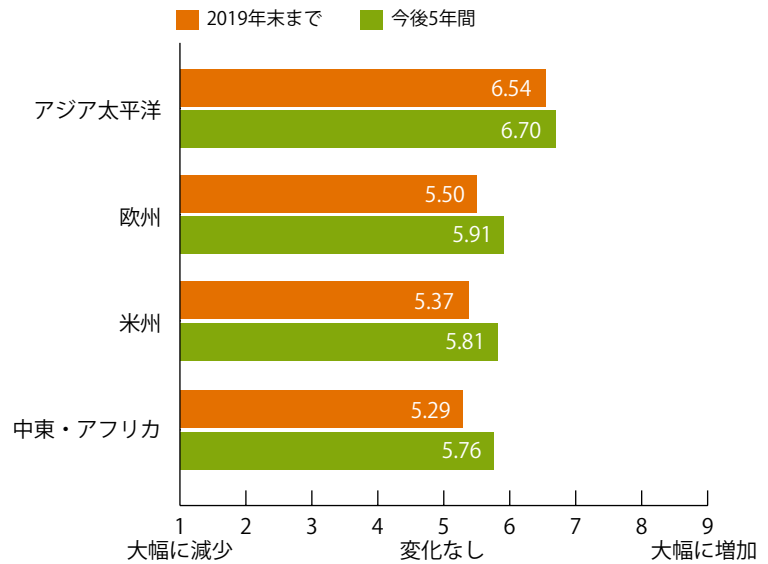
年同期比20%増の286億米ドルを投入し、アジア太平洋地域に向かう資金における割合は前年の17%から30%へと大幅に増加した。

最も大きな変化は、米国の投資家が中国とオーストラリアで投資を拡大させていることで、その資金フローは中国で215%増、オーストラリアで138%増となった。また米国の投資家は通例とは異なり、香港でも多額の投資を行っている。さらに、インドの不動産市場に投じられる外国資金の大半を占めており、2018年上半期には18億4,000万米ドルと投資額を5倍に増やした。

にもかかわらず、米国の投資家にとってアジア太平洋地域の最大市場は引き続き日本であり、42億米ドルを投入している。アジア最大の先進国市場である日本は今も、米国の投資マネジャーが運用する汎アジアのコアファンドの格別のお気に入りだ。日本のある投資家は「こうしたファンドによる日本への配分は30%～40%にのぼっている。アジア太平洋地域ではコアと呼ぶに足る場所があまり多くないからだ」と語る。「彼らはドルベースのため、円で投資する場合には為替ヘッジを行うが、現在のヘッジは2%のプレミアムとなっている。日本の資産の利回りが3%だとしたらヘッジを行えば5%になるため、このマジックに夢中だ」。



図表 2-4 アジア市場への流入資金の変化（地域別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

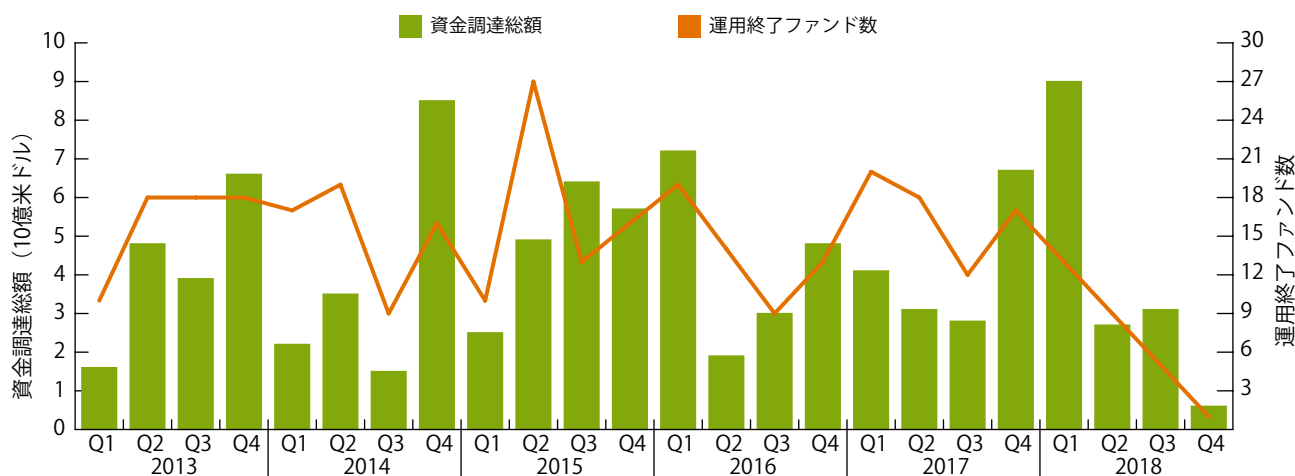
## 資本調達

2018年第1四半期におけるアジア太平洋地域の不動産向け資本調達額は過去最高となり、ファンド業界の分析を行うプレキンによると、13ファンドが90億米ドルのエクイティを調達した。

この調達額のかなりの部分が、よく知られたオポチュニスティックファンド一社によるものだ。これはプレキンが指摘する傾向、すなわち近年不動産ファンドが調達した多額のエクイティがマネジャーの上位10社に集中するという傾向に沿っている。だが同時に、ホーズ・ワイル&アソシエイツとコーネル大学による2018年機関投資家不動産配分モニターによれば、不動産全体への配分が増えているとともに、アジア太平洋地域に関心を示す投資家がこれまで以上に増えているという。

プレキンによると、不動産への配分目標の平均値は2018年に10.4%に上昇した。これは2017年から30ベースポイント、2013年からは約150ベースポイントの上昇である。調査対象の投資家208名の約半数（47%）がアジアへの投資を計画していると回答し、36%がオーストラリアに投資すると答えた。オーストラリアへの関心は2016年以来変わらないが、アジアに関心を持つ投資家の割合は2017年の43%から増加している。

図表 2-5 アジア太平洋地域対象のプライベート不動産投資のエクイティ調達  
(四半期別) (2013年第1四半期～2018年第4四半期)



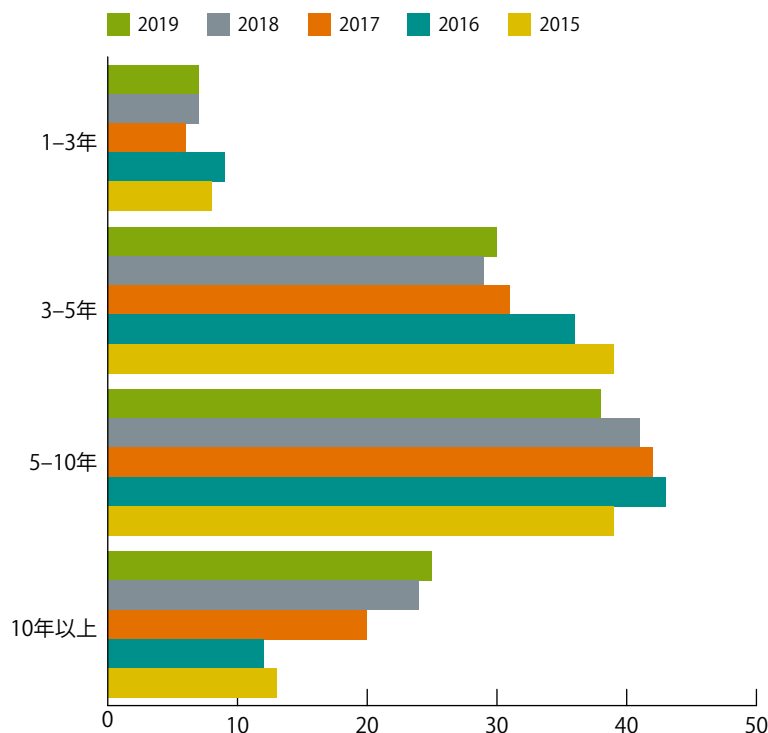
出所：プレキン

アジア太平洋地域全域で資本調達を行っている複数のマネジャーによれば、彼らの投資家の大半は米国の年金基金と財団で、中東の資金と欧州の年金基金及び保険会社がこれに続いている。アジア太平洋地域での調達先は機関投資家やファミリーオフィスで、その規模は比較的小さいものの拡大しつつある。

あるファンドマネジャーはそのリージョナルファンドの投資家の内訳について「アジアを目指す投資家の混在度が増しており、アジア太平洋地域の比較的新しい投資家も多い。米国と中東の投資家が3/4近くを占め、アジア太平洋が15%、欧州が10%となっている」と説明した。

インタビュー回答者は、中国に特化したファンドの資本調達を行うことは汎アジアのファンド（日本とオーストラリアに投資するのが一般的）に機関投資家の資金を集めるより難しくなっているとしている。最近の米中間の貿易戦争によりこの問題が悪化し、中国の利回りが低下を続けていることへの長年の懸念がさらに強まっている。中国投資を行うあるマネジャーの言葉を借りると「対中投資はリスクプレミアムが上昇しており、得られるリターンに相応するものとは言えなくなっている」。

図表 2-6 投資期間



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

アジアの富裕層の資金は正確に把握することが難しいが、インタビュー回答者はアジア太平洋地域内外の不動産に対する富裕層の関心が高まりつつあると指摘している。ある資本調達担当者は「ファミリーオフィスが資金をオポチュニスティック投資に直接投じている。自分たちではできないものへのエクスポージャーが得られるからだ。またプライベートバンクもアジアのファミリーオフィスが世界中でオポチュニスティック投資を行うために多額の資金を調達している」と述べた。

過去10年間にアジア太平洋地域に投資された巨額の資金や、透明性と経済的パフォーマンスの改善にもかかわらず、欧米市場よりもリスクが大きいと確信している投資家が多い。あるファンドマネジャーは「グローバルな年金基金をカバーするIR（インベスターリレーションズ）担当者と話して奇妙に思うのは、欧米の方がアジアよりリターンが低く、また投資額もアジアの方がずっと多いのに、年金基金としては欧米に投資する方を遥かに好ましく考えているということだ」と指摘する。

複数のマネジャーが、ある傾向の高まりを指摘している。すなわち、ファンドとの共同投資で、特にファミリーオフィスとファンドオブファンズが好む手法だ。ファンドに投資すれば不動産へのアクセスが得られるが、共同投資の方がコントロールがきき手数料も安くなる。

一方、アジア太平洋地域の不動産ファンドによる最近の資本調達により、未投資の資金プールがさらに拡大している。いわゆる「ド

ライパウダー」（投資に回されていない資金）は欧米の不動産にとって問題となっているが、アジア太平洋地域でも積み上がりつつあり、プレキンのデータによると、アジア太平洋地域のドライパウダーは現在340億米ドルに達している。とはいえまだ欧州の700億米ドルの半分未満で、北米市場の1,840億米ドルに比べればかなり小さい。

## 慎重さを強める銀行

全体として、アジア太平洋地域の不動産投資に利用可能な銀行融資は引き続き豊富だが、インタビュー回答者からはレンダーが貸出条件を厳格化しているとの指摘があった。現時点では銀行が実力以上に融資している市場はほとんどないが、レンダーも規制当局もブレーキをかけ始めている。

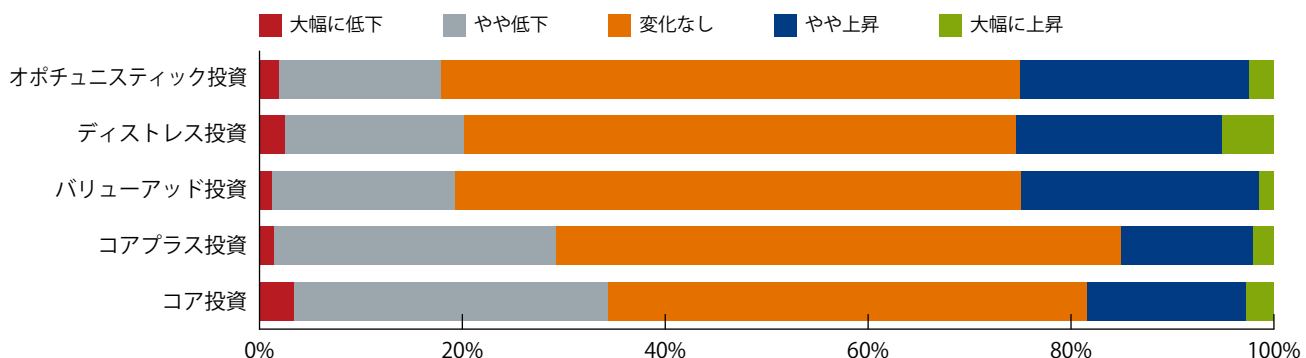
ある汎アジアの不動産ファンドのマネジャーは「デットの入手しやすさはアジア太平洋地域全体で総じて良好だが、オーストラリアでは規制当局により、また四大銀行の不動産へのエクスポージャーの大きさが要因となり、大幅に締め付けられた。シンガポールや他の市場でもいくらか引き締めが行われている。日本のレンダーもややうさくなっており、レバレッジとコストは変わっていないものの、スポンサーや資産状況について少し選別するようになった。だが実際のところ銀行の動きは比較的筋が通っている。サイクルの終盤に対応する上で、すべての市場の中でデット市場が最も合理的に動いているのではないかと思う」と述べた。

香港を拠点とするあるデットアドバイザーは「CBDのコアオフィスならいつでもデットを得られるだろう。市場が懸念しているのはいくらか逆行の動きが見られる場合やプライムではない資産、あるいは商業施設だ。資産に何か普通でない点があれば、主要な銀行からデットを得られる見込みは低い。その銀行と良い関係を築いていない限りね」と語った。

オーストラリアの「四大銀行」は2016年以降、事業用不動産向けの融資を徐々に引き上げており、規制当局からの圧力もあるためこの動きが変わる可能性は低い。その結果、引受基準の厳格化、融資におけるLTVの大幅な切り下げ、貸出金利の上昇や融資額の引き下げが起きている。オーストラリアのある投資家は「借入を行うのは確かに難しくなっている。銀行がいろんな措置を導入しており、特定の分野について供給過剰が懸念されるとか彼らのエクスポージャーが大きすぎるといった理由で融資を制限する場合もあり得る。貸出条件が非常に厳しくなり、実際に銀行は大規模な融資を行おうとは考えていない」と述べている。

日本では利率がゼロに近く銀行部門の規模が大きいため、少なくともプライム資産については、デットは依然として安価で豊富だ。だが、メガバンクは引き続き積極的に融資を行っているものの、規模の劣る地方銀行は比較的慎重になっている。特に、最近ある地方銀行が起こした不正な不動産貸付にまつわるスキャンダルの後ならなおさらだ。

図表 2-7 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 2019 アンケート

加えて、書類上では依然として低利であるものの、貸出条件は厳しくなっている。日本を拠点とするあるファンドマネジャーによると「利率はそれほど変わっていないがLTVは変わっている。誰もが利率は動かさないようにしながら、基本的にLTVを下げてリスクを管理しようとしている。だから、利率はまだ全部込みで100ベースポイントを下回って

いても、銀行や一部の保険会社はこれまで請求していなかった前払い手数料を求めており、前払い手数料でLTVをいくらか相殺している。

インドでも2018年に銀行融資が減少した。今年の下半期、現地のあるコンサルタントが「騒々しい」と表現した期間にインドルピーが下落し、国内株式市場の落ち込み、世

界の利率動向の不確実性、およびインドのある著名な金融会社の債務不履行が重なり、銀行が市場リスクの再評価に動いて「不動産向けデット資金が非常に入手しにくくなった」。これは既存の借入金のリファイナンスができなかった現地デベロッパーに次々と影響を与え、その債務支払能力の（時には致命的なまでの）悪化をもたらした。

図表 2-8 アジア太平洋地域の一般的なファイナンス条件：コア資産

|                             | 香港   | ソウル   | シンガポール | 上海（人民元） | シドニー  | 東京    |
|-----------------------------|------|-------|--------|---------|-------|-------|
| 3か月インターバンクレート (%)           | 2.10 | 1.80  | 1.65   | 4.35*   | 1.95  | 0.05  |
| 標準的マージン（ベースポイント）            | 80   | 150   | 100    | 1.3x    | 180   | 70    |
| 総借入コスト（変動金利） (%)            | 2.90 | 3.30  | 2.65   | 5.65    | 3.75  | 0.75  |
| 標準的レバレッジ (%)                | 40   | 40-60 | 40-60  | 30-40   | 40-55 | 50-70 |
| 取引利回り (%)                   | 2.7  | 4.5   | 3.6    | 3.3     | 4.6   | 2.9   |
| 借入コストに対するイールドスプレッド（ベースポイント） | -20  | 120   | 95     | -235    | 100   | 215   |
| キャッシュ・オン・キャッシュリターン (%)      | 2.6  | 5.7   | 4.6    | 2.0     | 5.8   | 6.1   |
| インタレスト・カバレッジ・レシオ（倍）         | 2.3  | 2.7   | 2.7    | 1.7     | 2.5   | 6.4   |

注：プライム資産の取引利回りは（オーストラリアの当該利回りと米国のキャップレートを除く）いずれの市場も各種市場エビデンス（入手可能な場合）および専門家の意見調査に基づくジョーンズ ラング ラサールの「市場展望」による。借入コストは適格投資家に対する、固定価格による安定的コア資産の取得に対する標準的な返済期限での融資に基づく。

\* 中国の貸出プライムレート

出所：ジョーンズ ラング ラサール（2018年10月時点）

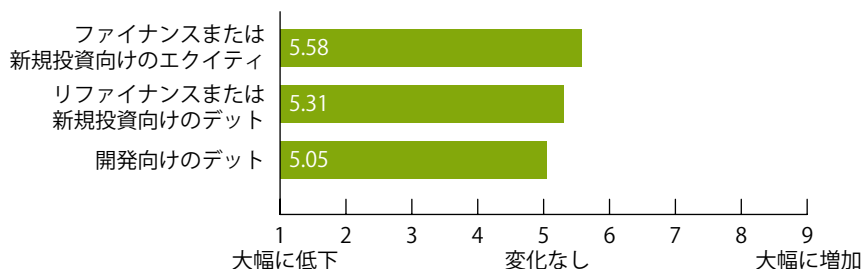
## 新たなレンダーが引き続き登場

アジア太平洋地域全体にわたり、資金借入れのオプションとしてノンバンクの人气が高まっている。香港に拠点を置くあるコンサルタントによると「銀行は一部の市場で期待を裏切ったとか規制が厳しすぎるといった捉え方をされているため、デットの調達先として銀行以外に目を向ける者が著しく増えている」という。

この傾向はとりわけオーストラリアで顕著だ。国内の四大銀行が不動産融資から後退したため小規模の銀行やノンバンクに機会が生じ、特に住宅開発向けの融資が焦点となっている。四大銀行による融資が1%減るごとにデット資金が27億豪ドル不足すると推定されている。

日本のレンダーもオーストラリアで活動を強化していると伝えられ、オーストラリアのプロジェクトに参画している日本のデベロッパーに融資することが多いとされ

図表 2-9 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

る。ジョーンズ ラング ラサールの報告によると、日本の銀行はオーストラリアで最大65%のLTVによる期間10年のローンを準備している模様だ。フランスと中国の銀行もオーストラリアでの融資を検討しているとの指摘が一部のアンケート回答者からなされた。

より重要なことは、オーストラリアのノンバンク融資市場が成長していることだ。最近、

投資マネジャーや退職年金基金、さらに保険会社が多くプラットフォームを構築した。オーストラリアのある投資家によると「この12カ月から18カ月の間にノンバンクによる融資が大きく伸長した。それは基本的には富裕層の資金で、投資運用会社を通じて集められたものだ。退職年金基金によるプラットフォームの資金もあるものの、彼らは撤退していくのではないかと。提示されているデットファイナンスの種類は様々だが、この投資



家は「メザニンローンは嫌われており、一般的にはトップクラスの住宅ローンや各種デットの混合となるだろう。メザニンは前回のサイクルで多くの人が手を焼いた。コストが馬鹿らしいまでに、そして手を出せないほど高い」と述べた。

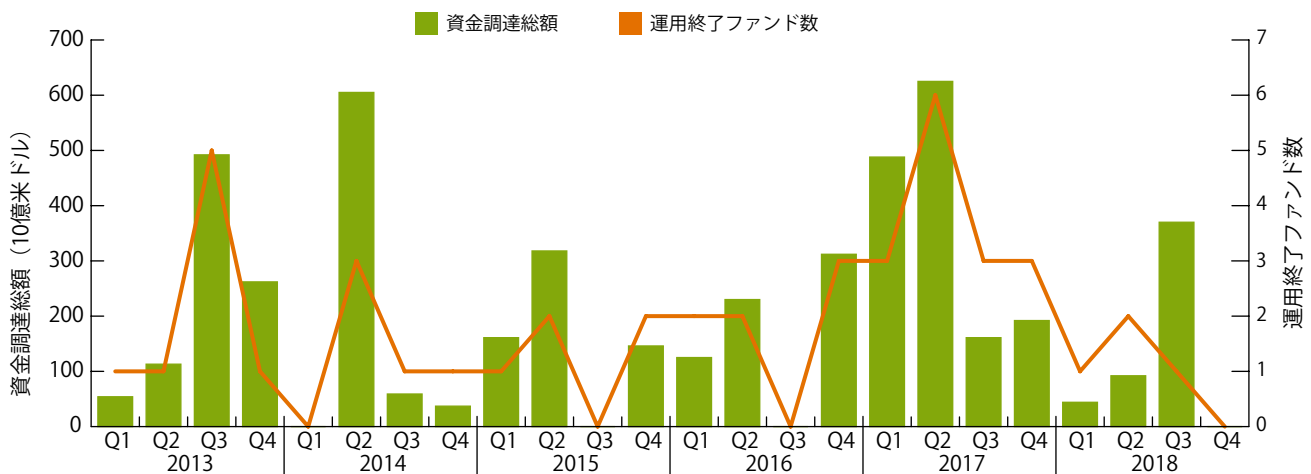
アジアのデットファンドも過去12カ月から18カ月に人気が高まったが、その理由は単純で「多くのエクイティファンドがエクイティ投資の機会を見つけられず、またいずれにせよ価格的に合わず乗り気でもない。そのため取得を考えている者に貸した方がまし、ということになる。それに、彼らは短期投資という面でその方がやや安全性が

高いと考えていると思う。5年のファンドを組成した場合は、大規模な資産の売買を行うにはどうしても制約がある。一方、3年間か4年間融資を行えば、期限が来れば買手はリファイナンスせざるを得ないためカネを取り戻すことができるからね」。

だが、これまでのところデット投資はアジア太平洋地域よりも欧米市場での人気が高いという結果が出ている。プレキンによると、2017年には全世界で320億米ドルのデット資金が調達されたが、このうちアジア太平洋地域では14億7,000万米ドルにすぎず、また2018年上半期も5億7,000万米ドルにとどまっている。

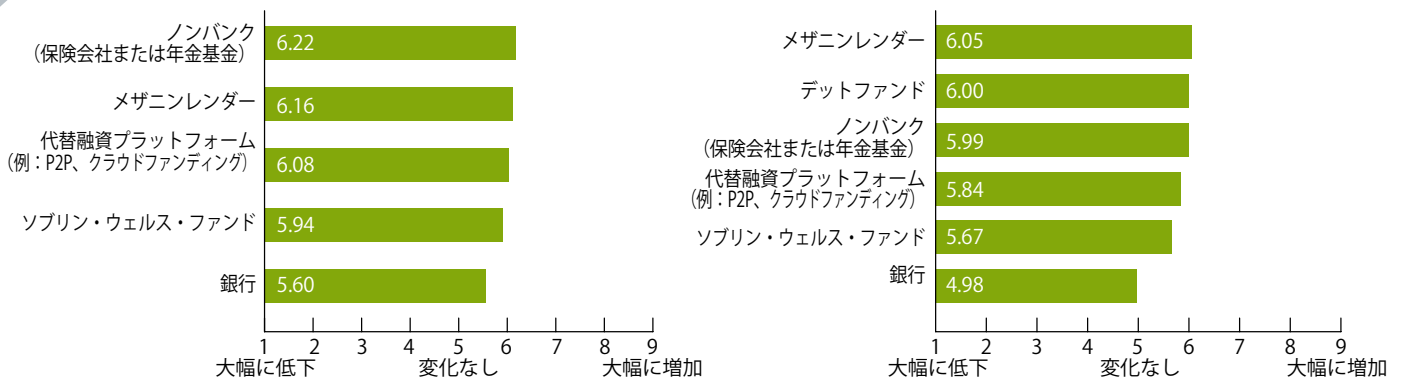
長期的には、代替調達の新たな資金源を技術部門が作り出すかもしれない。アジア太平洋地域の一部の市場では技術部門が消費者金融商品を投入し始めているからだ。中でも、観測筋によれば、中国の大手eコマース企業が急速に金融サービス部門に進出しており、消費者ローン商品の開発を計画しているところもあるという。ある不動産顧問がコメントしたように「中国では日用品の買い物だけでなく公共料金や賃料の支払いにまでアリペイやアップルペイなどが使われている。次にはこれらが住宅ローンに進出していくのではないかと思う。もちろん問題は、いつ政府が関与し規制を開始するか、だ」。

図表 2-10 アジア太平洋地域対象のプライベート不動産投資のデット調達(四半期別) (2013年第1四半期～2018年第4四半期)



出所：プレキン

図表 2-11 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 2019 アンケート

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

## 中国におけるデットの機会 ストレスとディストレス

中国の不動産サイクルは長らく政府によって規制されてきた。中国政府は市場（特に住宅市場）が過熱しているとか刺激が必要だと感じた時に介入する傾向がある。

2016年半ば以降、金融の安定性を改善し政府債務の対GDP比率を引き下げたためデレバレッジ政策が実施され、特にノンバンクによる融資においてデットが入手しにくくなった。このデレバレッジにより、とりわけ民間部門の多くの不動産デベロッパーが圧迫を受けている。

その結果、オフショアの融資にアクセスできない中国デベロッパーに対し、海外のプライベートエクイティグループがメザニンローンを提供するという状況が起きている。つまり、中国のデベロッパーにとってプライベートエクイティ不動産企業がレンダーとして最後の拠り所となっているのだ。あるプライベートエクイティ投資家によれば「我々は一番手都市の衛星都市で住宅開発プロジェクトに資金を提供している。以前には、そうした融資の相手先は中国の基準で言えば比較的小さな企業だったが、今では数10億ドルの企業が10%台半ばかそれ以上の利率で借りている。12カ月から18カ月前ならその半分の利率で借りられただろう」。

このビジネスがうまくいくかどうかは中国当局による定期的な締め付けと緩和のサイクルに依存しているが、米中間の貿易戦争により機会が消滅する可能性を示す初期の兆候が現れている。つまり、輸出品に対する米国の関税の影響に対抗するために中国政府が国内の信用政策を緩和するという動きである。中国人民銀行は10月、国内の流動性を支え、資金調達コストを削減し、成長を刺激することを目的に、大半の銀行について預金準備率を100ベースポイント引き下げると発表した。CBREの調査によると、この措置により7,500億元（1,070億米ドル）が市中に出回るものと推定される。

流動性が低下し銀行が融資条件の引き締めを開始するにつれ、アジア太平洋地域の市場にはストレス資産とディストレス資産が増え始めている。これは投資家にとって歓迎すべき話である。利益を得る新たな機会が生まれるのみならず、正常な（そして基本的に健全さを増した）不動産サイクルが復帰することになるからだ。

現在、中国ではデベロッパーが痛みを感じているが、インタビュー回答者は、棚ぼた式に利益を得る可能性が最も高いのは国内のディストレス専門事業者ではないかと示唆している。中国東方資産管理によると、中国の不動産関連不良債権は2018年末までに855億元（136億米ドル）にも上ると予測されている。だが、以前にも起きたように、こうした不良債権の大半は国有の資産運用会社のバランスシートに計上され、国内の投資家に売却される可能性が最も高い。

中国に拠点を置くある投資マネジャーは「大きな機会であるため、中国の不良債権に目を向けている者が多い。このために相当な規模の運用会社が設立され、中国のサービサー（債権回収）企業を買収している。だがこれまでのところ、外国人投資家による取得は僅かで、期待されていたような取引の大波は起きていない」と語った。

このマネジャーは、たとえ不良債権のポートフォリオが手に入るようになったとしても簡単に利益が得られるとは考えていない。「中国は巨大な市場だ。不良債権ポートフォリオは何百件もの不動産で担保されており、それらは特定の都市や省にまとまって立地しているわけではない。だがサービスプロバイダは多分特定の都市や省を専門にしているだろう。だから非常に困難な業務になるはずだ」。

ストレス資産は他の市場でも現れつつある。例えばオーストラリアでは中国のデベロッパー数社が、これまでに購入した土地の取引を完了できなくなる可能性が浮上している。現地のあるデベロッパーによると「今後8カ月から12カ月の間に最大の問題となるのはオプション付きの敷地を保有している者だと思う。彼らは計画がまとまった段階でコールオプションを取得し、2年以内に開発を開始し、土地を確保しようとするだろう。だが、そうしたポジションにいる多くの人が、自分自身の財務配分のため土地を確保できなくなると思う。そうなれば市場で他人のオプションを買うことになり、おそらく今後6カ月から8カ月でそうした動きが加速することになるだろう」。

インタビュー回答者は日本もストレス資産のリスクがある市場として挙げたが、今回の理由は来るべき消費税率の引き上げと、米国政府が日本車に対して関税を課すと脅した場合に勃発する恐れのある貿易戦争によるものだ。東京を拠点とするある投資家は「現在多くの亀裂が見られ、それが広がるには大して時間がかからないだろう。オリンピックの前になるのではないかと。来年は消費税増税で影響を受け、その後で米国による自動車関税が続く可能性が高いからだ。そのため、今後12カ月から18カ月に何が起ころか見守らねばならない」と指摘する。

さらに、インドのデベロッパーも銀行が信用へのアクセスを引き締めているため痛みを感じている。特に、中堅住宅デベロッパーの多くがデットのリファイナンスを求めて喘いでいる。銀行はキャッシュの追加に乗り気ではなく、新たに課せられた規制によりエクイティ市場へのアクセスも制約されているため、中堅デベロッパーは借入金の返済のためにランドバンクの売却を余儀なくされる可能性がある。だが、これまでのところ外国人投資家はこの機に乗じるのが遅れている。とはいえ最近、少なくとも一社の大手外国人投資家がそうした資産を取得する意向を発表した。インドのある投資顧問によれば「今こそ巨額の投資を行う時だ。腕のいいチームがあれば市場でどんどん取得できる可能性がある。だが以前これで火傷したことのある者は、今は用心深くなりすぎている。ともあれ、今後6カ月から12カ月で政治のゴタゴタが収まれば多くの機会が生まれるだろう」。

## 中国政府の流動性締め付けで債券が悪化

中国の不動産デベロッパーは、オンショアとオフショアの社債発行に苦戦した時期を経て、2019年にはそのリファイナンスの山に直面することになる。

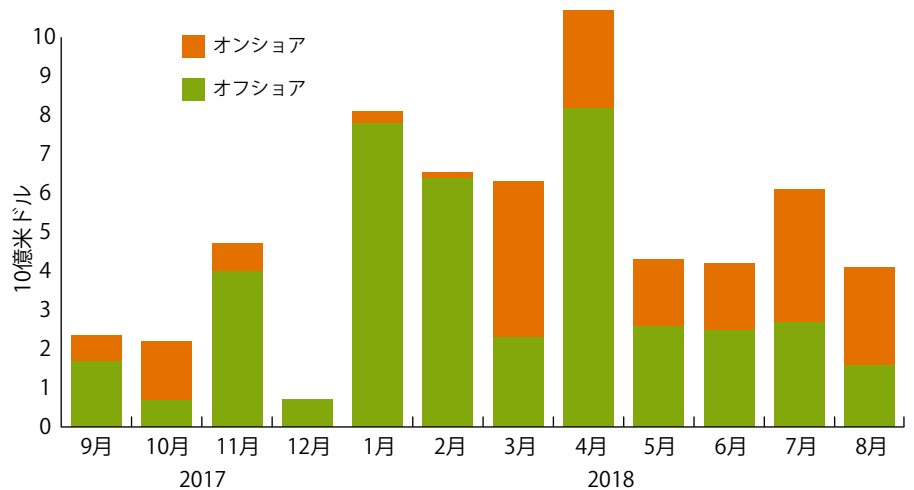
彼らが発行した社債は2017年後半以降販売が低迷していたが、2019年第1四半期にはオンショアとオフショアの社債230億米ドルがリファイナンスの時期を迎えると推定される。2018年の夏には多くの大手デベロッパーがオンショア債券の発行を中止したが、観測筋はこれを規制当局の圧力によるものと批判した。だが環境は急速に改善し、ブルームバーグのデータによると中国のデベロッパーが8月に発行したオンショアの社債は420億元（60億米ドル）に達している。

格付機関ムーディーズ・インベスターズ・サービスの報告によれば、格付対象デベロッパーの上位50社の社債で今後12カ月間に満期もしくは償還時期を迎えるものはオフショアが約185億米ドル、オンショアが369億米ドルにのぼる。同報告書は「これらの企業の大半は、資金調達へのアクセスを維持すると予想されることに加え、その保有キャッシュや資産の売却によるキャッシュ創出を考慮すると、債務の履行に十分な流動性があると見られる」としている。だが一部の小規模デベロッパーは、今後12カ月間に不動産の販売が減速して信用の質や資金調達へのアクセスが悪化すればリファイナンスリスクが増すことになる。

オフショアの社債発行も今後の見通しは弱含みだ。9月にはある国内デベロッパーが2.25年満期で表面利率13.7%の社債2億8,000万ドルを発行し、望まぬ記録を更新した。これは2018年における中国の社債発行の最高記録だ。他のデベロッパーが2018年下半年に発行した社債の表面利率も過去の社債を大きく上回っている。

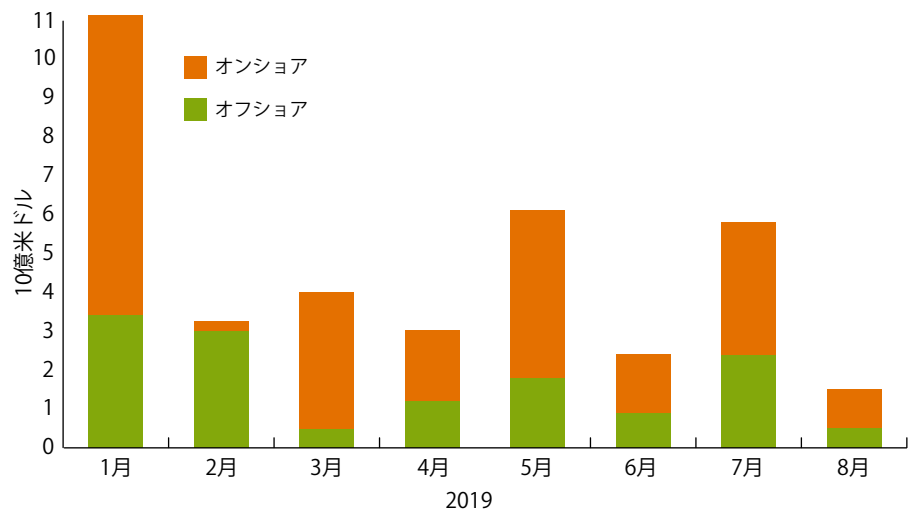
ジョーンズ ラング ラサールのコーポレートファイナンス部門によると、2018年半ばにおける中国のデベロッパーのオフショアの平均デットコストは前年に比べ100ベースポイント上昇した。だがそれは、そもそも彼らが新たな社債を発行できればの話だ。

図表 2-12 中国の有力不動産デベロッパーによる債券発行



出所：ブルームバーグ、ウィンド、ムーディーズ・インベスターズ・サービス

図表 2-13 中国の有力デベロッパーのリファイナンスニーズ



出所：ブルームバーグ、ウィンド、ムーディーズ・インベスターズ・サービス

企業の社債発行の許認可権を持つ国家発展改革委員会は、2018年4月以降オフショア債券の販売の新規割当を実質的に停止したと報告されている。そのためそれ以降のオフショア社債発行の大半が、以前得た割当を消化し切っていないデベロッパーによるものだった。

オンショアの社債発行は一部のデベロッパーによってオフショアの借入のリファイナンスに使われる可能性が高い。中国政府は住宅市場の過熱も望んでいないが破綻する不動産デベロッパーが続出することも望んでいないため、2019年には規制が緩和されると見るアナリストもいる。

中国では2016年以降、不動産担保証券(MBS)の発行が増加している。「準REIT」スキームで発行するのが一般的だ。DBSリアル・エステートでは、2016年と2017年の2年間で660億元(95億米ドル)の商業不動産担保証券(CMBS)が発行され、また2014年から2017年にかけて2,000億元(287億米ドル)超の住宅MBSが発行されたと推定している。

だがDBSでは、こうしたスキームは外国人投資家が不動産デットを取得する上であまり役に立たないと考えている。まず、中国のMBSの評価額が非常に高い。さらに、DBSは中国の信用格付制度を「ブラックボックス」と呼び、一部の債券のインタレスト・カバレッジ・レシオがかろうじて1倍を上回るかどうかという水準だと指摘する。

にもかかわらず、DBSは「CMBSは構造が単純なため急成長を続けることができる」と見ており、信用格付は低いものの良質の資産を持つ非上場企業にとって有益ではないかと示唆している。

## 不動産投資信託 (REIT)

2018年1月から9月までのアジア太平洋地域REITの業績は控え目で、先進国と途上国のREITをカバーするMSCI ACアジア太平洋REITインデックスによるこの9カ月間のリターンは1.89%だった。

アジア太平洋地域の3大REIT市場のパフォーマンスは全体の傾向に沿ったもので、シンガポールREITが市場をややアンダーパフォームした。対照的に米国のREITはここ数年大幅にアウトパフォームしているが、米国の成長率がアジアのREIT諸国を凌駕していることを考えれば不思議はない。MSCIによると、アジアのREITの平均利回りは4.24%となっている。CBREの調査によれば、アジアのREITは2018年上半期に100億米ドルの取得を行った。これは2017年と同ペースである。

アジア太平洋地域のREITの時価総額は米国に比べ半分以下となっている。この差は中国とインドでREIT市場が確立すれば縮まることになるが、その進展ははなはだ遅いものだった。

インドでは、証券取引委員会が既に2014年にREITを法制化したにもかかわらず、最初

のREITのIPO(新規上場)はまだ行われていない。とはいえ、いくつかのREITのIPOが準備されており、特にブラックストーン・グループとその現地パートナーであるエンバシー・グループによるREITのIPOは6億8,000万米ドルと際立っている。総面積3,300万平方フィートのビジネスパークポートフォリオを運用する予定で、敷地面積ベースでアジア最大のREITが誕生することになる。当初は2018年にローンチが予定されていたが、現時点では2019年初頭にIPOが行われる見込みだ。

総じて、このREITのIPOへの申込みは良好かつ価格設定も保守的なものになると考えられている。目標利回りを6.5から7%としているが、市場の通常の利回りは遥かに高いため、一見すると物議を呼ぶかもしれない。だがインタビュー回答者は、このREITは資産価格の上昇による成長をもたらすチャンスとして推進されるものと予想している。

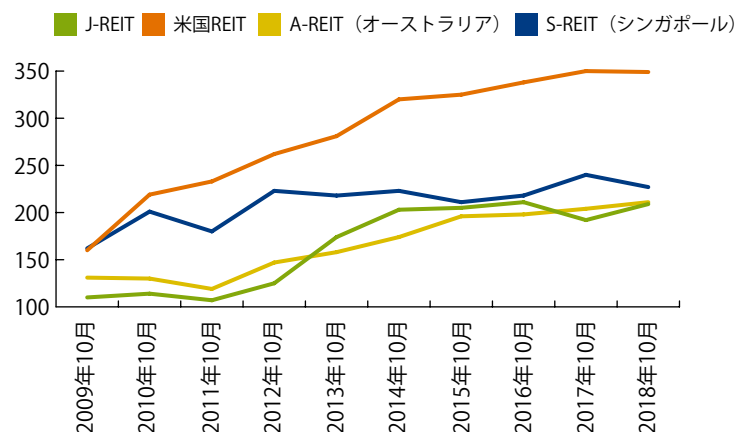
それでも、あるインタビュー回答者が述べたように「1つのREITだけではマーケットメイクはできない」。これまでのところ、これ以外に登録されている有望なREITは1銘柄のみであり、総じて物件の所有者はポートフォリオの証券化をまったく急いでいない。インドのある投資家によると「我々はトップを切るつもりは全然ない。しばらく待つて事の成り行きを見守る考えだ。我々のポートフォリオは非常にうまくいっており、この先5年か6年保有を続けて高い利回りを得ることができると思う」。

一方、中国は20年近くにわたり実験的な「準REIT」を試してきた。だがこれまでのところ、それらは大半が非上場であり、エクイティを証券化したものではなくデットで構成されている。アジア太平洋不動産協会(APREA)は約30の準REITが存在すると推定しているが、いずれも世界の投資家が馴染みのモデルには似ていない。

中国のREIT部門に弾みを付ける方法として、住宅の賃貸プラットフォームの急速な成長を利用することも考えられる。政府は現在、長期リースの賃貸集合住宅部門の構築を優先しており、投資家に土地の供給や税制優遇措置などのインセンティブを提供している。2018年4月、中国証券監督管理委員会と住宅都市農村建設省は賃貸不動産の証券化を促す声明を発表し、政府がエクイティREITの試験的プログラムを近く開始する意向であると述べた。

しかし、賃貸住宅不動産に対する中国政府の支援により中国本土と海外投資家から多額の資金がこの部門に流入したものの、中国の不動産市場の独特な力学のために、将来のC-REIT業界を支える資金を積み上げるのは難しい。中国の投資不動産の現在の平均利回りは2%~3%に過ぎず、デットのコストをはるかに下回っている。そんな水準では、市場で価格の見直しが行われない限り、中国REITがアジア太平洋地域の他のREITがもたらしている利回りに近づくことはできないだろう。加えて、中国では有望なマネジャーを満足させる法体系や税制の枠組みがまだ作られていないのだ。

図表 2-14 世界のREIT比較



注：東京証券取引所リート指数 (J-REIT)、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (米国REIT)、S&P/ASX 200 A-REIT Index (A-REIT)、FTSE ST REIT Index (S-REIT)  
出所：ブルームバーグ、ドイチェ・アセット・マネジメント (2018年10月時点)



## シンガポール

2018年9月30日までの9カ月間にS&P REIT指数は現地通貨建てで1.2%減となった。ただし1年間のリターンは6.56%と引き続きプラスになっている。

S-REITについては、シンガポールの株式市場（STインデックスによるリターンは同期間にマイナス10%）に比べ良好なパフォーマンスを見せている。IPO市場は静かだが、IPOを検討しているS-REITが数銘柄ある。

一方、ある新規のシンガポールREITが米国で総額4億4,800万米ドルの上場を行い、オフィス11棟から成るポートフォリオの運用を開始したが、これはS-REIT部門で起きている重要なトレンドを示している。シンガポールの投資家にとって、米国、欧州、オーストラリアで得られる高い利回りは魅力的だ。

オフショアの高い利回りはS-REITによる他市場への投資を促す要因にもなっている。あるマネジャーは「REITはここしばらくオフショアに向かっている」と語る。シンガポールでは証券化の対象になるストックが

限られており、所有者は資産を保有し続けるのが普通で売りに出すことがほとんどない。区分所有物件や小規模物件は別だが、そうした資産は実のところREITの取得対象ではないからね。今後はオフショアの投資を進めることに力点を置くつもりだ。

また、シンガポールのREIT市場では小規模REITの統合も始まっている。規模と流動性を確保する必要性がその主たる要因だ。大きく言って、REITが機関投資家の対象に取り上げられ、また物件の流動性を確保するためには、1銘柄当たり少なくとも10億シンガポールドルの時価総額が必要とされる。投資家も、市場でスポンサーの数が減れば残ったスポンサーの力が強くなることを期待している。

小規模なS-REITの投資口はNAV（純資産価値）を大きく下回る価格で取引されている。そのため、基本的に買収しやすくなるはずだ。だが、あるS-REITのマネジャーの1人は、シンガポールが外部運用型を採用していることが買収プロセスを難しくしていると指摘する。「REITの中にはスポンサー基盤が不十分なものもいくつかある。だが外部運用型

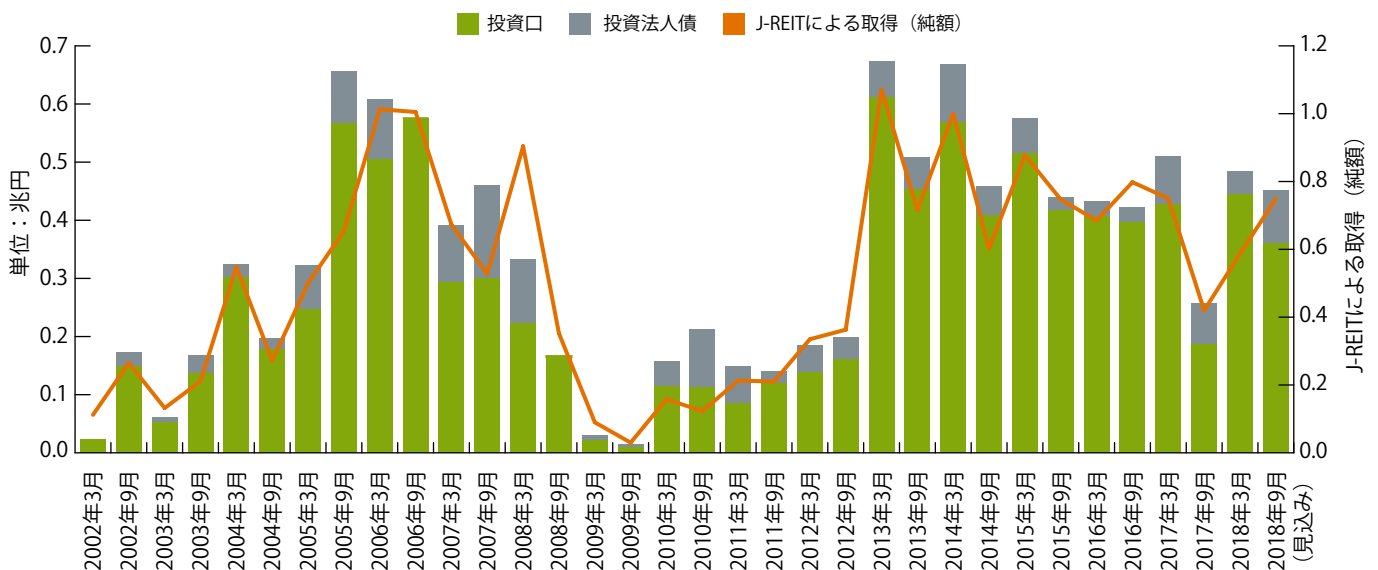
のためいくらか対立が見られ、価格設定やマネジャーが障害となることが多い。とはいえREITは急いで規模を拡大する必要があるため、今後も合併が続くはずだ。言うまでもないが、REIT市場で貢献度の低いREITが間引かれるのはシンガポールにとってメリットとなる。

## 日本

日本のREITは2018年に優れたパフォーマンスを見せ、S&P J-REITインデックスによるリターンは9.3%で、スポンサーは市場の勢いに乗じて新たな増資を行っている。

DWSのデータによると、2018年上半期にJ-REITが行った公募による調達額は3,640億円（32億3,000万米ドル）で、IPOは2件行われ総額380億円（34億米ドル）が調達された。日本ではJ-REITが引き続き魅力的な投資先となっている。平均利回りが4.1%で、10年物国債の利回りとのスプレッドは2018年6月時点で404ベースポイントと健全であることがその理由だ。これに対し米国のREITのスプレッドは126ベースポイントに過ぎない。

図表 2-15 日本でのREITによる資金調達と取引（6カ月ローリング平均）



出所：不動産証券化協会（ARES）、ドイチュ・アセット・マネジメント（2018年10月時点）

J-REITによる取引も2018年に回復した。2018年上半期の取得額は1兆240億円(90億米ドル)で、同時期の日本の不動産取引の57%を占めている。だが一部のJ-REITウォッチャーは、短期借入金の利用が増えていることや最近の取得と売買のパターンに懸念を抱いている。ある投資家は、J-REITsが2018年下半期に売り越しになったと指摘する。「J-REITは資産価格が高いため多くの物件を売却している。低利回りの物件や純然たるコア資産を売却し、地域の物件や年数の経った物件など利回りの高いものを取得しているわけだが、そうした取得物件はキャップレートこそ非常に高いが、築年数や立地から言ってREITに適しているとは思わない」。

にもかかわらず、REIT部門に携わるインタビュー回答者からは、J-REITは戦略を変えておらず今後もスポンサーからの成熟資産の取得に注力するだろうとの見方が示された。

## オーストラリア

この12カ月間、オーストラリアのオフィスREITと物流REITは激しい入札の焦点となっている。これは外国人投資家にとってその裏付け資産が魅力的であることを反映したものだ。

A-REITに対する外国人投資家の関心は、このところ米ドルに対し豪ドル安となっており米ドル建てで安くなることや、オーストラリアのプライム資産を取得する数少ない機会を提供するものであることが要因だ。また、A-REITが公開市場で新規資産を取得できないため、合併提案も行われている。投資口がNAVに対して若干のプレミアムかもしくはディスカウントで取引されているREITは、外国人投資家か他の上場REITに最もアプローチされやすいだろう。

M&A(合併・買収)に沸き立っているにもかかわらず、A-REIT部門の2018年のパフォーマンスは低迷しており、S&AオーストラリアREITインデックスは2018年の1月から9月までに2.2%低下した。これは不動産全体のインデックス(マイナス1.3%)やS&P ASX 200(マイナス2.07%)

をわずかに下回っている。投資家は、10年物国債利回りとA-REITの分配金利回りのスプレッドが縮小していることに注意を払っている。今年前半には200ベースポイントを上回っていたものが、9月末には178ベースポイントまで狭まったためだ。

オーストラリアのある投資家は、A-REITはバランスシートが強靱なため、今後市場が下降したときに利益を得ることが可能ではないかと考えている。「A-REITの投資口の取引状況はどれも良好だ。現在のREITの平均を世界金融危機時と比べると、当時のREITの平均はおそらくマルチプルが18倍、ギアリングが50%というところだろう。これに対し現在ではマルチプルが10倍から12倍で取引されており、ギアリング(レバレッジ)は20%となっている。つまり、どれもギアリングが非常に低い。実のところ、A-REITの大半は機会が生まれた場合にそれを捉える目的で設立されており、もし市場が下降し始め海外の機関投資家が手を引けば、A-REITは買い時だろう」。

## 香港

香港は不動産市場がダイナミックなことで知られているが、REIT部門はそれほど活力があるわけではない。格別に規模の大きい1銘柄(アジア太平洋地域で最大かつ唯一の内部運用型REIT)を除き、香港のREIT部門は2005年に第一号が登場して以来ほとんど活気を見せていない。

にもかかわらず、S&Pによれば香港REITは香港の価格上昇に連動し、2018年の1月から9月までの間に6.7%のリターンを記録した。ただし香港REITの投資口はNAVに対し40%という大幅なディスカウントで取引されている。さらに最近、ある活動的なファンドマネージャーが、香港に上場して英国と中国に資産を保有するREITの乗っ取りを図り、業界として初の敵対的TOBが行われた。

だが、他の外部運用型の香港REITには有力なスポンサーがおりその協力は得られない可能性が高いため、このTOBの成功如何にかかわらず、さらなるM&Aが行われる見込みは低い。

運用者は、香港REITの法制度がシンガポールと比べて、柔軟性と投資家の利便性の点で劣っており、そのため新たなREITのローンチが阻害されていると不満を口にしている。これは、香港では2005年にLink REITが上場して以降にIPOを行ったREITが10銘柄に過ぎないのに、シンガポールでは2002年に初のIPOが行われて以来、現時点で約50の上場銘柄があるという事実によっても裏付けられている。

# Chapter 3：注目すべき市場と部門

「バリューアッド投資への移行は優れた戦略だ。

既知の都市のリスクプロファイルの中で何かもっと面白いことができるからね」

現在、アジアの市場は二分化が進んでおり、筋金入りのコア投資家は引き続き（高すぎるとはいかないまでも）高価格と分かっている旗艦オフィスビルを追い求めている。一方、簡単に手に入る物件がないため、大幅な裁量を与えられた投資家やデベロッパーはバリューアッド投資やオポチュニスティック投資、さらには二番手市場へと向かっている。

アジア全体にわたり長らく投資家に選ばれてきた資産クラスはオフィスビルだが、産業施設や配送施設もオフィスに匹敵するほど人気が高まっており、eコマースの急激な発展に牽引され、あちこちに近代的な倉庫や物流施設が出現している。

ある事業用不動産の仲介業者は「物流部門は相変わらず一年中いつでもおすすめだ。何と言おうと、機会としてずっと飛び抜けているからね」と述べた。

今回の投資見通しランキングの上位5都市中4都市（オーストラリアと日本）が2つの重要な特性を共有していることは注目に値する。すなわち、借入コストや国債利回りに対して良好なイールドスプレッドがあることと、厚みがあり流動性も高く成熟したコア市場であることだ。資産取引が継続的に行われ景気後退期でも堅実な利回りを得られると見込まれることから、投資家に安心感を与えている。上位5位のもう1つ、シンガポールもある程度までこうした特徴を備えているが、2位に入ったという事実はカウンターシクリカルな投資に適した市場というシンガポールの立ち位置を示している側面が強く、投資家は市場が去年底打ちした後もさらなる利益を追求している。シンガポールのオフィス部門は来年も賃料の上昇が続くと見られる。

一方、今回の調査では利上げや信用制限、そして貿易戦争の緊張感により中国のすべての都市が投資ランキングで順位の低下に見舞われた。だが土地と有力な現地パートナーを確保できれば、上海と深圳の開発投

資はまだ良好な様子だ。保有不動産の世界的分散を図るため中国への投資を義務付けられている外国ファンドが依然として取得を図っているほか、巨額の国内資金が市場を支えているからだ。中でも中国の保険会社はポートフォリオの構築を続けており、今後数年にわたって活発に取得する可能性が高い。

インタビュー回答者の多くが現在の投資機会として、あるいは参入したい市場としてインドを挙げた。ただし目下のところ外国人投資家としては、長期投資を行い短期的な変動があっても気にしない大手機関投資

家が主体となっている。今回の調査では、インドでの取得対象として商業施設と産業施設／物流施設がオフィスを凌ぐ結果となった。

また、ホーチミンシティは引き続き新興市場の最上位にあり、特に開発見通しではメルボルンに次いで全体の2位となっている。オフィス、商業施設、住宅などほぼすべての部門で取得が最も活発に行われている市場でもあり、ホテルについても2020年のオリンピックの開催都市である東京に次ぐ2位につけている。

図表 3-1  
都市別の投資見通し（2019年）

|    | 全体的に悪い   | 普通 | 全体的に良い |
|----|----------|----|--------|
| 1  | メルボルン    |    | 5.89   |
| 2  | シンガポール   |    | 5.88   |
| 3  | シドニー     |    | 5.87   |
| 4  | 東京       |    | 5.86   |
| 5  | 大阪       |    | 5.70   |
| 6  | 上海       |    | 5.70   |
| 7  | ホーチミンシティ |    | 5.69   |
| 8  | 深圳       |    | 5.46   |
| 9  | ソウル      |    | 5.44   |
| 10 | 広州       |    | 5.33   |
| 11 | バンコク     |    | 5.30   |
| 12 | 北京       |    | 5.23   |
| 13 | ムンバイ     |    | 5.23   |
| 14 | 香港       |    | 5.16   |
| 15 | ジャカルタ    |    | 5.09   |
| 16 | バンガロール   |    | 5.05   |
| 17 | ニューデリー   |    | 5.03   |
| 18 | 中国の二番手市場 |    | 5.01   |
| 19 | マニラ      |    | 4.99   |
| 20 | オークランド   |    | 4.97   |
| 21 | 台北       |    | 4.90   |
| 22 | クアラルンプール |    | 4.89   |

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

図表 3-2  
都市別の開発見通し（2019年）

|    | 全体的に悪い   | 普通 | 全体的に良い |
|----|----------|----|--------|
| 1  | メルボルン    |    | 5.79   |
| 2  | ホーチミンシティ |    | 5.72   |
| 3  | シドニー     |    | 5.69   |
| 4  | 東京       |    | 5.67   |
| 5  | 上海       |    | 5.53   |
| 6  | 大阪       |    | 5.52   |
| 7  | 深圳       |    | 5.50   |
| 8  | シンガポール   |    | 5.48   |
| 9  | ムンバイ     |    | 5.38   |
| 10 | バンコク     |    | 5.29   |
| 11 | 広州       |    | 5.23   |
| 12 | ソウル      |    | 5.22   |
| 13 | ニューデリー   |    | 5.19   |
| 14 | バンガロール   |    | 5.14   |
| 15 | ジャカルタ    |    | 5.14   |
| 16 | 北京       |    | 5.10   |
| 17 | 中国の二番手市場 |    | 5.06   |
| 18 | 香港       |    | 5.03   |
| 19 | マニラ      |    | 5.03   |
| 20 | 台北       |    | 4.99   |
| 21 | オークランド   |    | 4.98   |
| 22 | クアラルンプール |    | 4.90   |

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

「バイ (買い)」「ホールド (保持)」「セル (売り)」推奨の上位



オフィス

バイ：ホーチミンシティ、東京

セル：台北、オークランド



商業施設

バイ：ホーチミンシティ、バンガロール

セル：クアラルンプール、オークランド



住宅

バイ：ホーチミンシティ、ムンバイ

セル：台北、クアラルンプール



産業／物流施設

バイ：バンガロール、ムンバイ

セル：台北、クアラルンプール



ホテル

バイ：東京、ホーチミンシティ

セル：台北、北京



図表 3-3 投資見通しの順位の変遷

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

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート  
「-」はデータなし



# 上位の 5市場

4

## 東京

東京が4位に上昇したのは、取得を図る機関投資家が常に評価してきた要因、すなわち財務コストの低さ、魅力的なレバレッジ、利率との良好なスプレッド、投資適格資産の豊富なストックを反映したものだ。

5

## 大阪

日本の二番手都市の利回りは東京よりやや高く、東京で機会を得られない投資家には魅力がある。

2

## シンガポール

市場がサイクルの底から回復するにつれ、事業用不動産に対する投資家心理が改善を続けている。

1

## メルボルン

オフィスの供給パイプラインが限定的で、借入コストと利回りのスプレッドも良好。厚みのあるコア市場は流動性が高く、賃料の上昇も好調が見込まれる。

3

## シドニー

セーフ・ヘイブンとしてリターンが比較的高いことから、引き続き外国人投資家が好む投資先となっている。取得競争により価格が維持されており、空室率が低く需要が拡大しているため賃料も上昇が続くと予想される。

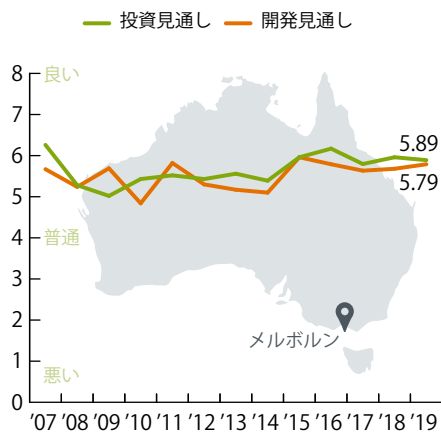
## 上位ランクの都市

### メルボルン

(投資見通し 1 位、開発見通し 1 位)

メルボルンは常にシドニーの後塵を拝してきたが、今回の調査では僅差で押さえ、投資見通しと開発見通しの両方でアジア太平洋地域の 1 位に輝いた。既に述べた特徴に加えメルボルンが順位を上げたもう一つの理由は、シドニーとは異なりオフィスの供給パイプラインが限定的という点だ。そのため、空室率が急速に低下している中で賃料の上昇に弾みがつく可能性が高い。

2018 年には両都市において賃料が「驚異的な」上昇を見せた。利回りは低下したものの国際水準から言えば依然として魅力的で、プライムオフィスやプライム商業施設が約 4.5%、良好な産業施設で 5.5% となっている。価格もメルボルンの方がやや安いことも、シドニーより関心が高まったことの原因である。



両都市とも本来はコア市場だが、日本と比べ投資適格資産が大幅に少ないため資金の投下先を巡る競争が激しく、取得を狙って多数の外国人投資家が押し寄せていることがそれに輪をかけている。物流施設と大型商業施設も人気があるが、投資家が警戒しているのは「バーベル効果」、つまり優等なリージョナルモールや専門店だけが生き残りミッドマーケット向けショッピングセンターやネイバーフッドショッピングセンターが倒れていくという現象だ。

中国のデベロッパーや投資家が示してきた強い関心は、中国政府が海外での取得を制

限したことで 2018 年には消えてしまった。クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、オーストラリアにおける中国人投資家の取引は 2017 年に 60% 減少し 2018 年も低下する一方だという。だが同時に、米国の年金基金が資金の配分を増やしており、また日本の年金基金や保険会社が新たに海外不動産に資金配分を始めたため、今後とも競争の圧力は続くことになりそうだ。日本のそうした資金は当初は主に欧米市場に向かうだろうが、アジア太平洋地域ではオーストラリアが最初の一步となる可能性が高い。

住宅については、実のところメルボルンはオーストラリアで最も低調な市場で、住宅価格も 1 月に下降に転じた後は低下を続けており、不動産データプロバイダーのコアロジックによると、2018 年 10 月までに 4.9% 下落した。住宅価格の下落は、規制当局とオーストラリアの四大銀行の間で市場が過熱したとの懸念があることから、デベロッパーと消費者双方に対する銀行与信が引き締められた結果という面が大きい。だが移住が進展しており長期的には住宅にとってプラスであるため、低迷状態が長く続く可能性は低いと思われる。

### シンガポール

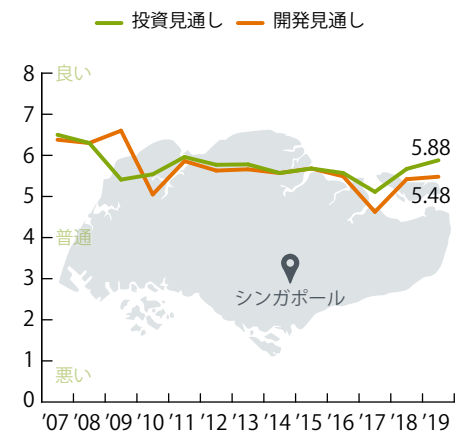
(投資見通し 2 位、開発見通し 8 位)

シンガポールは本書 2017 年版の調査で 21 位に落ち込んだが、その後オフィス市場が改善したことを受け、アンケート回答者から総合的に再評価された。

オフィス賃料は供給不足やテナント需要の回復により、その後も大幅な上昇が続いている。コワーキングなどのフレキシブルオフィス事業者がオフィススペースの最大の賃借人となったが、ハイテク企業の動きも活発だ。

過去 12 カ月間にオフィスビル的大型取引が多数行われ、その最大の買手は国内の投資家だった。だが、シンガポールで活動するファンドマネジャーの 1 人は「2019 年はシンガポール経済にとって厳しい年になる恐れがあり、また 2020 年と 2021 年には新規供給が見込まれることを考えると、現在の市場はオフィス部門に対して過度に強気になっているかもしれない」と語った。CBD では 2020 年まで新規供給が行われないが、周辺部のオフィス市場では新規オフィスの開設が来年予定されている。

住宅市場は何年にもわたって冷却措置が講じられているにもかかわらず、格別の強さを示してきた。だがシンガポール政府は価格の上昇に対応して 2018 年 7 月にさらなる冷却措置を導入し、その結果翌月には市場が減速した。政府による引締め政策の結果デベロッパーも住宅購入者も共に慎重な姿勢を強めたため、住宅市場の今後 12 カ月間の見通しはまだはっきりしない。



一方、プライム商業施設の賃料と利回りは、保有者が新たな小売りモデルに適応しようと苦戦する中、何年も低迷が続いたが、ここに来てシンガポール全体にわたって安定してきている。2018 年には堅調な経済成長と来店者数の増加により市場が支えられた。

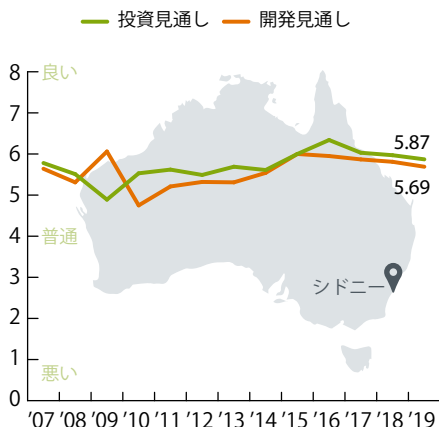
物流施設市場は引き続き過剰供給に悩まされており、賃料が抑えられているが、余剰スペースの成約が進んでいる兆候が見られ、賃料も 2019 年には若干改善すると予測されている。

### シドニー

(投資見通し 3 位、開発見通し 3 位)

オフィスの空室率はシドニーとメルボルンのいずれも低く、4% 前後で推移している。アジア太平洋地域の事業用不動産市場でこれより空室率が低いのは香港の中心である中環地区と日本の主要都市だけだ。一方、シドニーでは賃料が年間 20% 以上という目覚ましい伸びを見せている。

シドニーはオーストラリア最大のオフィス市場だが、国内外の投資家のデフォルトオプションでもある。すなわち、市場が受入れ可能な額より遥かに多くの資金が物件を追い求めているのだ。機関投資家が不動産



への配分を高めているため、必然的にポートフォリオマネジャーはシドニーを投資対象リストに加えることになる。ジョーンズラングササールの推定では、オーストラリアのオフィスビルの1.0豪ドル当たり6.30豪ドルの資金が取得を図っており、シドニーのオフィス市場はオーストラリア全体での機関投資家の取引の55%を占めている。

シドニーのオフィス市場は四大銀行などの金融機関が最大のテナントだが、このところ多様化が進んでいる。以前、コモンウェルス銀行、アリアンツとカルテックスが占めていたスペースにアマゾン・ドット・コムのアーストラリア本社が入居するなど、大手ハイテク企業が移転してきているのだ。

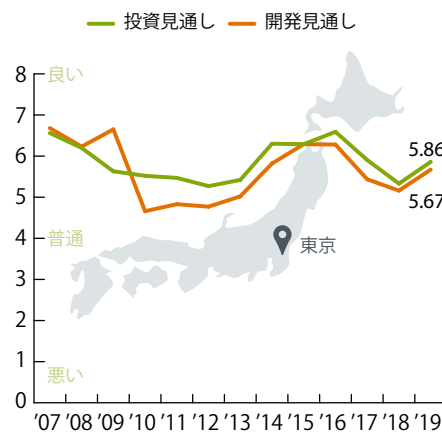
シドニーのオフィスストックはメルボルンに比べ総じて年数が経っている。そのため都心に立地する築古ビルの再開発が積極的に行われており、1960年代に建てられた18階程度のビルが解体され、倍の高さのビルに再建されている。用途変更も行われており、数多くのオフィスタワーが集合住宅に改装されている。あるいは、少なくとも一棟の住宅タワーが躯体はそのまま「新たな」超高層オフィスビルに改装された事例もある。

シドニーの住宅価格はここ1年以上も低下を続けているが、それでも世界で最も手に入りにくい部類の一つで、一風変わった力学が働いているのが特徴だ。つまりシドニーの絶対人口は移民や国内移住により増えているのに、シドニー生まれの人間はより広く安価な住宅を求めて郊外や他の都市に移転しており減っているのである。

### 東京 (投資見通し 4位、開発見通し 4位)

前回の調査で投資家は東京が勢いを失っているのではと見ていたが、今回の調査でランキングが上がったことは買手が躊躇などしていないことを示している。資産価格は高水準にあるとはいえ、投資適格資産の圧倒的な多さ、資金コストの安さ、魅力的なレバレッジ、賃料の上昇など、多くの機関投資家にとって東京はいつまでも魅力の絶えない都市だ。確かな利回りと安全な資金投入先を求める機関投資家のファンドマネジャーにとり、東京はどの面でも合格点をつけられる

物件価格が高いことから、取得を狙う投資家は東京の特定の区域や立地に以前よりずっと注意を払うようになっており、今年は特に、運用の仕方によって改善の余地がいくらかあり賃料水準も低いBグレードの資産に目を向けている。賃料が安ければ常にテナントを引き寄せることができるからだ。



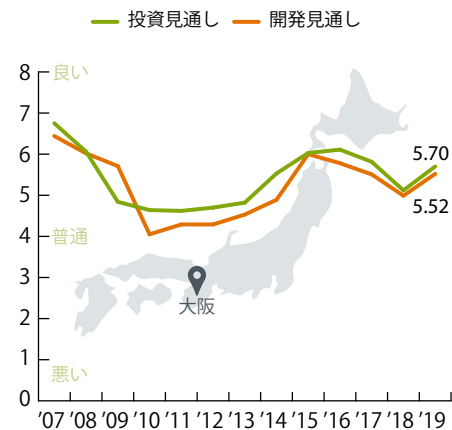
昨年は住宅市場に注目が集まっていたが、キャップレートが大幅に低下し入手可能な物件の供給が枯渇した後は色褪せてしまったようだ。一方、物流施設の人気は高く、ポートフォリオでの取得か個別施設の開発(特にビルド・トゥ・スーツ型)が行われている。

ホテルへの関心は、ハイエンドであれ三つ星であれ2020年のオリンピックに向けて急上昇していたが、ここに来てしぼんだ模様だ。東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「以前はオリンピックに向けてホテルを買おうとする動きが激しかったが、結局のところオリンピックは2週間のイベン

トに過ぎないことに投資家もようやく気付いたようで、ホテルがまもなく売りに出されると聞いているし、話題になっていたホテル開発プロジェクトの一部がお蔵入りになるという話すら聞こえてくる」。

### 大阪 (投資見通し 5位、開発見通し 6位)

東京には適切な価格のコア資産が不足しているため、投資家は引き続き地方都市に向かっている。地方経済は成熟度を増しており、投資家は是正が行なわれても流動性が低下することはないとある程度安心できる。中でも日本第2位の都市である大阪の人気が続いている。日本のある不動産会社のトップは、東京のオフィス賃料は11時に近づいているが、大阪や他の地方都市ではまだ午前8時半だという。



オフィスのキャップレートは約4.5%（東京では4%未満）であり、まだ利回りを得る余裕がある。特に大阪の賃料はいまだに低水準だ。供給が不足しているため、大阪は東京を凌ぐトップ市場と言えるかもしれない。住宅については、大阪のキャップレートは4%を切るまでに低下しており、東京の住宅と同様の水準になった。このところ日本全国で賃料が伸びているため住宅賃料も上昇したが、消費税率が10%に引き上げられることで賃料がさらに上昇する見込みはなくなるだろう。また今後住宅部門の停滞を引き起こす可能性もある。

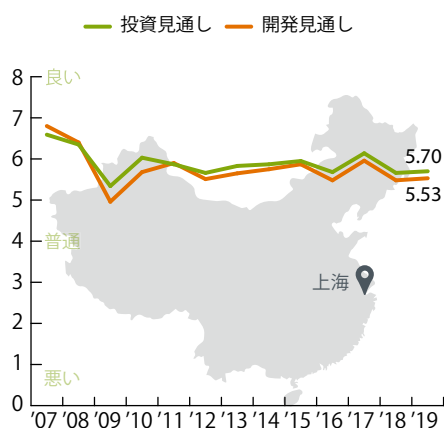
大阪は引き続き非常にタイトな市場であり、今回の調査によると、売りに出されるオフィスと住宅の件数はアジアで最も少なくなっている。当然ながら、その取引高は東京に遥かに及ばず、中国の広州と同程度だ。

日本の二番手都市におけるオフィスの空室率はいずれもアジアで最低水準となっており、大阪、名古屋、横浜、福岡には入手可能なスペースが極めて少なく、他の都市でも大して見られない。だがこれらの都市のオフィスは値上がりしており、ある投資家によると東京のオフィスに比べ相対的な価値はほとんどないという。

### 上海 (投資見通し 6 位、開発見通し 5 位)

上海は中国本土の市場で最も流動性が高く、市場がどれほどタイトであろうと取引や投資の機会が常に存在する。上海のオフィス資産には取引利回りが 4% 以下のものもあるが、にもかかわらず、ポートフォリオの世界的分散を図る手段としてコア資産を求める外国人投資家が最初に目を向けるのが上海である。資金力の豊富な国内保険会社が市場のトップエンドに投資を続けているため、今後ともキャブプレートの下下傾向が続くことは間違いない。

都心部の価格が高いことから、外国人オポチュニスティック投資家は引き続き中心部以外の立地での可能性を追求している。上海では現在、バリューアッド投資の人气が高まりつつある。ただしそうした投資を進めるのは難しいことが事例から判明している。



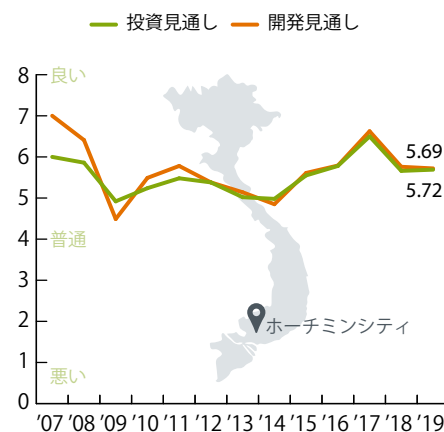
中国政府が経済のレバレッジ解消を図り、2018 年上半期に銀行に対し不動産取得資金を融資しないよう指導した結果、年間を通して信用供与が得にくくなった。海外及び国内の債券の売買や、土地を所有するプロジェクト会社の取得に関する権限に対してもさらなる規制が加えられた。それによ

て最も影響を受けたのは二番手都市と三番手都市だが、とはいえ上海や他の一番手都市でも投資資金を得るのは依然として難しい。その結果デベロッパーの財務が圧迫され、外国人投資家にとって新たな機会が生じており、デットの提供や、苦境のデベロッパーに資本参加する可能性も考えられる（ただし後者についてはこれまで外国資金は中国で大きな成果を収めていない）。

上海では 2018 年の年末にかけ、米国との貿易戦争の高まりに呼応して信用供与が緩まる兆候が見られる。中国経済が重度のあるいは長期の景気後退に陥るようなことがあれば、不動産はさらなる信用緩和の恩恵を受ける可能性が高い。

### ホーチミンシティ (投資見通し 7 位、開発見通し 2 位)

ベトナム最大の都市でビジネスの中心地であるホーチミンシティは、投資対象として、そして特に開発の対象として、引き続き新興市場の中で最も魅力的な市場である。人口が若く、所得は上昇しており、スタンダード & アーズによると向こう 3 年間にわたり年 6.6% の成長が続くと予想されているため、オポチュニスティック投資家にとっては多くの機会が存在する。



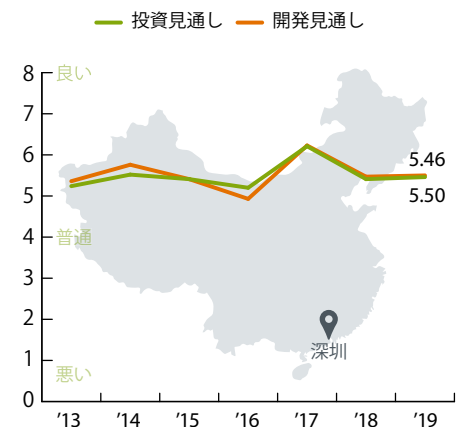
所得が全国平均の 3 倍であり、遥かに高価格の住宅でも購入可能なため、野心的な投資家はマスマーケットの中間層向け住宅に狙いを定めている。近代的なオフィススペースも不足しており、賃料は例えばバンコクなどを大きく上回っているため、投資家は事業用不動産に大きな可能性を見出し勇んで投資に取り組んでいる。物流部門では、国際基準を満たす施設は基本的にベトナム

のどこにもないが、そうした施設の賃料が現時点で考えられる水準のまま上がらないという論拠もほとんどないため、投資家はこの部門に注目している。

ベトナム政府は外国からの投資を奨励しており、不動産部門への外資の参入障壁も東南アジアの他の途上国に比べ少ない。外国資金に加え、海外在住のベトナム人である越僑も本国に資金を戻している。また、ベトナムは観光地として常に高い人気を誇り、隣国である中国からの来訪者で沸いており、海岸沿いの広範囲でホテル開発が進行中だ。

### 深圳 (投資見通し 8 位、開発見通し 7 位)

ハイテク部門の成長により中国のシリコンバレーとなった深圳は、スタートアップやそれを追いかけるベンチャーキャピタルを惹きつけてきた。所得は中国のどこよりも高く、そのため意欲ある学卒者を引き寄せており、それなりのオフィスを確保するにはプレミアムを支払わねばならない。これらはいずれも深圳の不動産の長期的見通しを支えるものだ。



最近では、不動産市場に対する行政の影響の大きさも国内で深圳が最大となっている。

デベロッパーはランドバンクについて価格にますます敏感になっており、魅力的な価格の土地にしか入札していない。政府は事業用の土地を公開入札の対象とするのに消極的で、特定の事業を行うことに同意した企業向けのお仕着せの競売をやりたがっている。

珠江デルタを「グレーターベイエリア」としてブランディングする計画が進められて

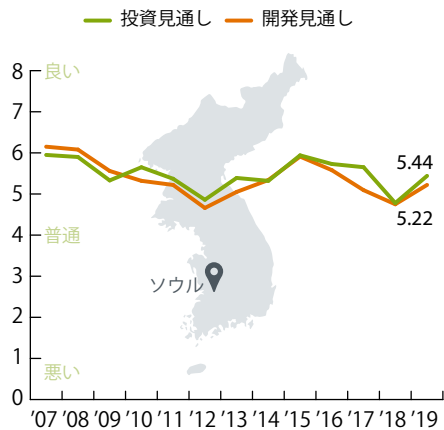


おり、広深港高速鉄道や港珠澳大橋（いずれも2018年下期に開通）などのインフラもその一翼を担っている。港珠澳大橋は発展の遅れた珠江デルタ西部の工場群へのアクセスを改善し、更地の価格を引き上げる効果がある。

### ソウル (投資見通し 9 位、開発見通し 12 位)

韓国の首都であるソウルは売手市場であり、新規のオフィスビルに対する需要が非常に強い。コアの事業用資産は4%~5%の利回りで取引され、買手は行列を作って順番待ちだ。コア投資の機会が足りないため、一部の海外投資家はコアプラス投資やバリューアッド投資に走っている。

オフィスの取引が記録的な水準で行われており、韓国の財閥の一部も長らく保有していた資産を初めて売りに出した。自社ビルに入居している者も保有不動産の流動化に積極的だ。韓国銀行はこの動きを微調整するため、6年間据え置いた利率を2017年末に徐々に引き上げ始め、欧州、北米、およびアジア域内の買手にも門戸を開いた。



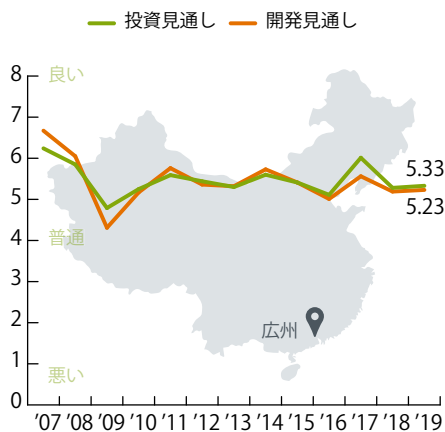
韓国は輸出が好調で、オフィスを飛び越して物流施設に積極的に目を向ける投資家にもメリットがある。物流業界が成熟し機関投資家の比率が高まる中で、開発パイプラインには複数の近代的大型施設が用意されている。雇用の伸びが緩慢であり、またeコマースが急激な成長を見せているため商業施設への投資は難しくなり、特に大通りにある施設が厳しい。一方、地政学的懸念や中国との関係悪化により観光関連不動産のパフォーマンスは極めて予測困難となっている。

### 広州 (投資見通し 10 位、開発見通し 11 位)

広州では取引可能なプライム立地の物件が不足しているため、投資家は投資の地理的分散を余儀なくされている。とはいえ広州は全体として比較的活発な市場であり、取引高では北京に匹敵する。投資家の関心は圧倒的にオフィスだが、商業施設についても、リポジショニングとテナントミックス改善の可能性があるモールの一括買いへの関心が見られる。

珠江デルタ周辺部が開ければ、デルタ西部に積極的に入り込もうとする意欲的な投資家に機会が生まれるはずだ。この地域は深圳と香港を結ぶデルタ東部が急速に発展したのに比べ長らく停滞してきた。東部では不動産価格の急激な高騰により産業施設としての利用が割に合わなくなっている。広州はデルタ全体の頂点に位置するため、いずれが進展しても利益を得ることになる。

深圳も同様と言われるが、デベロッパーは建設前の集合住宅の先行販売を禁止するという政府の提案が実行に移されるかどうか気をもみながら見守っている。また、都市圏が周辺部に広がる中で、地下鉄の延線と道路の整備により郊外の展望が開けつつある。



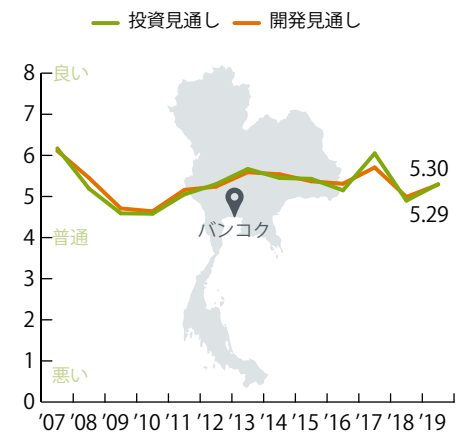
### バンコク (投資見通し 11 位、開発見通し 10 位)

タイでは時折軍事クーデターが起こるが、それによって経済が傷ついたり観光客が怯えて遠ざかったようには見えない。ただシクロスボーダーの不動産投資家が落胆しがちなことは確かだ。とはいえ、バンコクは今回の調査で人気が高まり、引き続きア

ジアで最も活気に溢れ生き生きとした都市の一つとなっている。

またバンコクはインフラ投資の巨大な波の恩恵を受けようとしている。それによって公共交通機関が一変し、不動産投資や開発投資向けの新たな立地が多数生まれるからだ。オフィススペースの空室率が低く新規供給も限定的なため、所有者にとって有利な市場が形成されている。オフィス賃料は、金融サービスや日用消費財 (FMCG) 部門からの堅調な需要があり、2018年6月30日までの12カ月間に9%上昇した。2023年までにオフィスストックに追加されるスペースは25万平方メートルに過ぎず、既存スペースのわずか5%にとどまっている。

一方、商業施設は相当な新規供給があり、2018年だけで70万平方メートル近く増える予定だ。にもかかわらず来客数の増加によって需要が支えられ、賃料は2018年半ばまでの12カ月間にわずかながら上昇した。

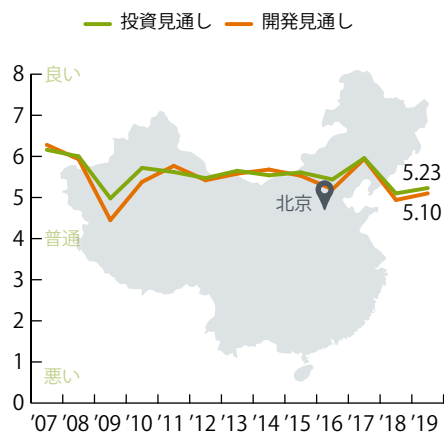


バンコクでは専門技能を持った外国企業駐在員の数が増えつつあり、サービスオフィス市場の成長の下支えとなっている。ホテル部門は来訪者数の増加により好調に推移しており、2023年にはストックが27%増加すると見込まれる。

住宅は2017年に多数の新規供給があったため市場がいくらか減速し、それを受けてデベロッパーは新たなプロジェクトの投入を遅らせている。また、香港とシンガポールの居住者がより安価な都市で住まいを求めていることから、そうした外国人に住宅の買手先を求めるデベロッパーが増えている。

### 北京 (投資見通し 12 位、開発見通し 16 位)

中国の首都である北京には主要地区で取得可能な土地がほとんど残っていないが、時折市場に出てくるものは多数の入札者を呼び込むことが多い。北京市当局は第3・第4環状道路の内側での新たな開発機会を実質的に封じたため、デベロッパーはビジネスを求めて遠く郊外に向かわざるをえない。それによって「勘定が合う機会にアクセスするのは非常に難しくなった」とあるデベロッパーは語る。



米国との貿易戦争の勃発に対する中国政府の反応が遅れたことから、中国の大手企業は不動産の取得を躊躇するようになった。今後の輸出に制約が加わるかどうか不透明なためオフィスの拡張計画を保留にした事例や、中国経済の成長鈍化により企業統合を余儀なくされるケースも見られる。

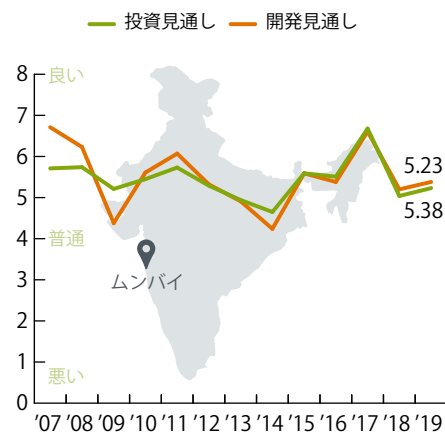
現在、老朽化したホテルを再開発してオフィス棟に転換するプロジェクトが数件進められている。市内の商業施設の取引も活発だ。与信がタイトなため「現金は王様」となっており、かつて国内投資家が市場を牛耳っていた頃と比べ外国人投資家とのパートナーシップの人气が高まっている。

### ムンバイ (投資見通し 13 位、開発見通し 9 位)

ハイテクの中心地というより金融ハブの性格が強いムンバイのオフィス市場は、バンガロールやデリーに比べIT中心のビジネスパークや経済特区への志向が薄い。とはいえインドの資本市場は急成長しており、ムンバイでは高品質のオフィスに対する需要が高

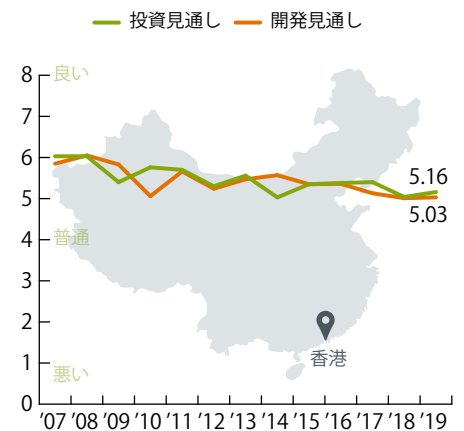
まっている。よって、たとえ空室率が高く見えても、近代的なオフィスのストックが不足しているため新規供給はすぐに吸収される場合が多い。この状況はCBDに限られているわけではなく、周辺地域でも強い賃貸需要が見られるようになってきている。アジア太平洋地域の他の市場と同様、ムンバイでもコワーキング資産が大きな成長を見せている。事実、インドのあるコンサルタントによると「現在、インドの大都市ではオフィススペースのアブソープションの約15%がコワーキング事業者によるものだ」という。

ムンバイの商業施設部門でも大きな動きが見られる。ハイエンドのモールは適切に管理されている場合は引き続き良好なパフォーマンスを発揮しているが、オンラインに移行する消費者が増えていることから中位の施設は総じて振るわず、不採算の場合も多い。そのため一部のモールは過去数年間に売却した区分所有スペースを買い戻し、モールを空にしてリニューアルを行い、より体験型の施設に変更することで事業の復活を図っている。こうした取り組みは外国の大手アセットマネジャー数社が過去18カ月間に行った事例に従ったものだ。彼らはインドのデベロッパーと提携し、全国にわたり好立地だがパフォーマンスの振るわない商業施設ポートフォリオの改修を図ったのである。



### 香港 (投資見通し 14 位、開発見通し 18 位)

香港は不動産価格が世界で最も高い市場である。住宅とオフィスの価格は過去最高水準にあり、商業施設も2年間にわたり賃料と価格が下落したにもかかわらず依然として高価格だ。



高価格のため投資家がさらに投資を積み上げることは難しいが、現在のサイクルを通じて活発に投資している国内投資家と海外投資家の一群があり、タイミングを慎重に選んで区分所有のオフィスを取得したり、オフィスや商業施設、複合施設のバリューアップ投資を行ったりしている。

そうしたファンドマネジャーの1人は、価格の急騰にもかかわらず「香港の現在のキャップレートはこの10年間の、つまり世界金融危機以降のどの時点の水準も決して下回ってはいない」と言う。そのため改修やリポジショニングによるバリューアップ投資が有利になっている。香港の中環地区のプライムオフィスは所有者が断固として手離さず、世界最高の賃料を取っているが、その一方で香港には改善に適したBグレード・Cグレードのオフィスの供給は無尽蔵のように見える。

市場のトップエンドでは、中国本土の金融サービス会社が香港移転を続けており最善のスペースを求めているが、一方で多国籍企業は周辺部への移転や地域分散を進めている。コワーキング事業者も、外国企業であれ地元企業であれ、オフィススペースの吸収を増やしている。

ホテルについては、収益性が低下していることからオフィスに用途変更されるものが多い。学生や知的職業に従事する若者向けのコリビングスペースに転換されるホテルもある。

商業施設部門は2年にわたり賃料や価格が下落していたが、ここにきて底打ちしている模様であり、既に多くの外国人プライベートエクイティ投資家が回復を見込んで取得

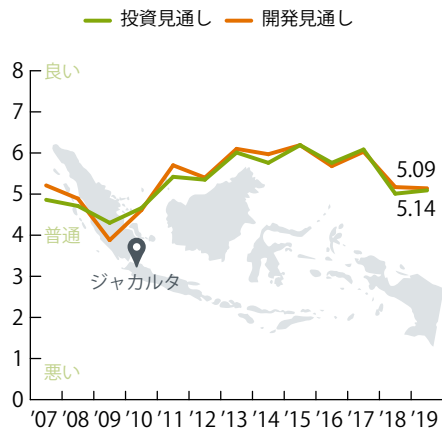
を行った。だが賃料はまだ上昇しておらず、中国本土の消費者による支出が香港の多くの高級ブランドを支えるかどうか不透明だ。

住宅市場では悪化の兆しが増しており、デベロッパーは新規投入物件の募集価格を切り下げている。とはいえマスマーケットの潜在需要は依然として大きい。短期的には、米国と中国の貿易戦争により超高級資産の需要が抑えられる可能性がある。

### ジャカルタ

(投資見通し 15 位、開発見通し 15 位)

ジャカルタのオフィス部門では記録的な新規供給が始まってから 4 年目を迎え、ファンダメンタルズの悪化が続いている。新規供給物件の質が高いため普通ならテナントを惹きつける（特にコワーキング事業者が積極的）はずだが、全体的には悪影響が大きく、ジョーンズ ラング ラサールによればオフィスの空室率は 2018 年の半ば時点で 35% に近いという異常な状況だ。その結果、ジャカルタはアジア太平洋地域の主要都市で唯一、2018 年の年初から半ばまでの間に資産価格と賃料のいずれも下落し、2015 年の年初からの傾向が続いている。さらに、安定した資産の取引はほとんど見られない。一般的に、資産が市場に出回らないだけでなく、所有者は（賃料と資産価格が下落しているため本来ならそうすべきだが）売値を下げることを嫌っている。



住宅市場も過剰供給に悩まされており、特にトップエンドで目立ち、取引は依然として軟調だ。だがアフォーダブル住宅部門では健全な市場が生まれており、需要が旺盛で新規供給物件の建設に沸いている。商業

施設についても、新規物件の供給の一時停止が続いており取引がほとんどなく、どこも静かな市場となっている。

とはいえプライベートエクイティ投資家は引き続きインドネシアに関心を示し、様々な選択肢を検討している。考えられるものの1つは、デベロッパーがサービス付き集合住宅に転用する目的で保有し続けている多くの未販売住宅ストックをまとめて取得することだ。この種の取引は 2018 年に多数行われた。また、雇用創出と賃金の上昇が鈍化しているため住宅販売がさらに軟化し、それに対応して賃貸住宅への需要が増えるとの前提に立ち、住宅ストックをコリピング施設に転用するという選択肢もある。

物流部門も、e コマースが成長していることや近代的な物流施設が構造的に不足していることから、やはり外国人投資家が多大な関心を寄せている。だが参入には厄介な障壁がある。インドネシアのあるコンサルタントによると「物流倉庫が熱狂的な状況に至っていないのは、産業用地の価格が高すぎるからだ。基本的に、物流施設を建設したくても、利益が出るような価格で土地を買うことができない」という。その結果、この部門の投資は劇的に減少しており、不動産サービス会社のクッシュマン・アンド・ウェイクフィールドが最近公表したレポートによると、2018 年上半年におけるジャカルタの産業用地の売買は前年同期比 60% 減となった。

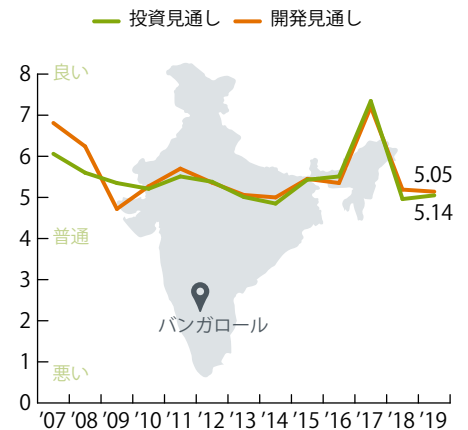
### バンガロール

(投資見通し 16 位、開発見通し 14 位)

バンガロールの牽引役は引き続き IT が務めており、その成長の中心はアウター・リング・ロードや以前には周辺部だった地域に移りつつある。だが、バンガロールのオフィスやビジネスパークへの投資はもう何年も続いており、成約は堅調なものの、市場の飽和や成長のピーク到達、そして賃料の上昇に関する懸念が高まっている。特に、近年需要を力強く牽引してきたビジネス・プロセス・アウトソーシング (BPO) 業界を AI (人工知能) などの技術ソリューションが蝕み始めていることが気掛かりとされる。にもかかわらず、引き続き新規テナントが押し寄せており、ジョーンズ ラング ラサールによると、約 510 万平方メートルの新規供給があったものの、既に低水準にあるバンガロールの空室率はさらに低下し 2018 年

半ばには 3.3% となった。スペースの成約は引き続きアジア太平洋地域でトップクラスを維持すると予想されており (2018 年から 2020 年にかけて 2,500 万平方フィート)、停滞を懸念するのは大袈裟かもしれない。

インドのあるコンサルタントが述べたように「確かにバンガロールの成長率は一様ではなく、インフラ整備は追いつかず、環境汚染も進んでいる。だがクラスター効果は顕著で、特に技術面で際立っており、専門性の高い技術に取り組む大手 IT 企業でさえその恩恵を受けている。そのため、ハイデラバードの台頭によっていくらか勢いが削がれたとはいえ、バンガロールは引き続きオフィステナントが最も魅力を感じる都市となっている」。



一方、バンガロールの良質な商業施設は優れたパフォーマンスを示し続けており、物流部門も同様だ。インドの投資家の一人は「どこであれ土地さえ持っていれば、売ってほしいと頼みに来る者には事欠かない」と語った。

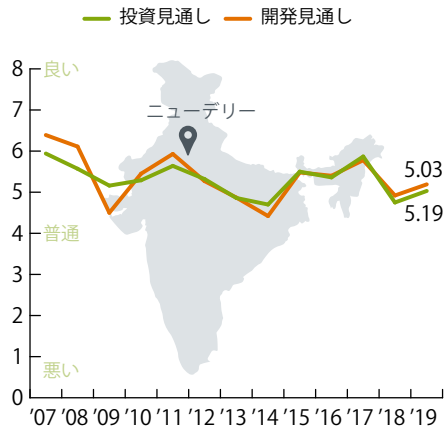
### ニューデリー

(投資見通し 17 位、開発見通し 13 位)

デリーの市場はインド国内で最も投機的と言われており、アップサイドとダウンサイドの両方で他の市場より変動が激しい。また住宅部門が焦点になる傾向がある。住宅部門では最近デベロッパーに対し、長年にわたる業界の不正行為の根絶を目指す規制キャンペーンが行われた。その結果、デベロッパーの破産や逮捕が頻繁に報じられており、ミッドマーケットのデベロッパーは 2018 年を通してデリー地域の「大きな弱点」とされている。さらに、2018 年下半年に銀行がデベロッパーへの融資をさらに制限し



たため、この地域の中小開発会社の破綻が見られるようになった。



事業用不動産については見通しはもっと明るい。オフィススペースは全面的に好調で、ジョーンズ ラング ラサルによれば、この地域の高品質資産の利回りは8%となっている。特にノイダ地区は、インドのある投資家が述べたように「国内で最高レベルのパフォーマンスを達成してきた」区域で、政府がこの地域に新空港を建設する計画を発表するなど交通インフラの改善の進展を受け、AグレードのITパークなどのオフィススペースのアブソープションは前年比10%超の成長を見せている。Aグレードのスペースは賃料が依然として1平方フィート当たり約0.80米ドル/月であるため「確実な出資の機会」となっている。

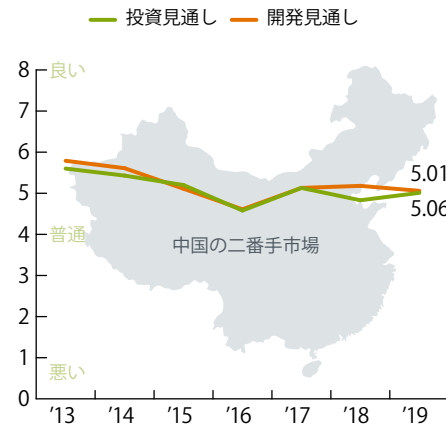
### 中国の二番手都市

(投資見通し 18 位、開発見通し 17 位)

中国では4つの一番手都市以外の場所に投資しようとする確信が揺らぎだす。既存の機関投資家向け資産が少なくなるにつれ、地方政府が手ごろな価格の土地や新規供給を確保してくれるのを頼みにする投資家やデベロッパーが増えているが、地方行政の役人は中央政府による規制強化に呼応し、そのようなことは起こらない。こうした二番手都市では、新たな融資政策により銀行は身動きが取れず、債券市場はアクセスが難しく、信託銀行や「シャドーバンキング」制度が閉ざされているため、流動性が非常に不足している。

しかし、中国がやがて自由貿易の新たなチャンピオンとなり新シルクロードの建設に向

けて積極的に取り組んでいくと信じるならば、中国の興隆によって最大の恩恵を受けるのは産業の中心地であるこれら二番手都市である可能性が高い。重慶、成都、武漢などの都市の人口はそれぞれ2,000万人に近づいており、「二番手都市」とはいえ人口の大きさはオランダ並みだ。



重慶に資産を保有するファミリーオフィスのトップは「勇気があるなら、二番手都市こそ投資すべき場所だ」と語る。「英国で言えばリーズ、米国ならカンザスシティのようところだからね」。ただし規模はその40倍だ。

これら中国の二番手都市では機関投資家に適したオフィス、産業施設、商業施設が是非とも望まれるが、それらを適切な価格で提供する一方、質の低い物件で多く見られる過剰供給を避けることが課題だ。物件の差別化とブランディングが重要であり、そのためには対象となる具体的な都市を深く理解する必要がある。

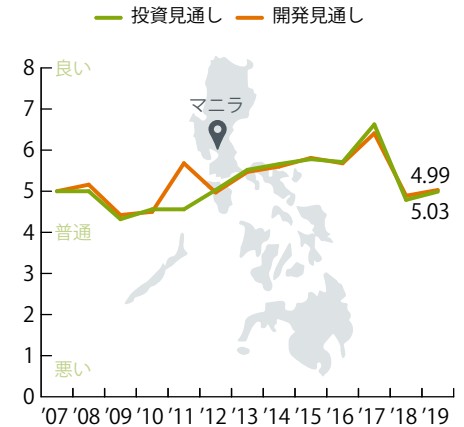
### マニラ

(投資見通し 19 位、開発見通し 19 位)

前回の調査でマニラに対する投資家心理が急落したが、今回の調査でも同様の状況が続いた。ファンダメンタルズは引き続き堅調なことから、これはおそらく捉え方の問題という面もあるだろう。オフィスの賃料と資産価格は急上昇し、空室率は2%という低水準まで下がり、利回りは8%台で、オンラインゲームやBPO業界が好調なため新規ストックの吸収も引き続き力強い。

だが同時に、外国人投資家は国内政治に関する懸念や規制による参入障壁（不動産に

対する外国人の持分を最大40%に制限）、また直近では国内および米国の利上げによる資金流出が経済に影響を与える可能性を考え二の足を踏んでいる。



さらに、外国資本にとって長らく間接的な障壁となってきたある根本的な問題が依然として残っている。フィリピンの不動産市場には国内の安価な資金が溢れていることだ。そのため、10%台後半のリスク調整後リターンを求める外国人投資家は、2.75%の利率で融資を行っている国内銀行に市場で太刀打ちできないでいる。

それでも、外国人投資家との協働を受け入れる国内デベロッパーが増えており、その運営ノウハウや国際的コネクションを活用しようとしている。さらに、信頼できる現地パートナーを見つけることができ、特に代替部門や新興部門を狙って柔軟に発想することが可能な投資家にとって好機が増えつつある。BPO業界は自動化や人工知能(AI)技術によって市場シェアを侵食され成長が横ばいとなっているが、他の分野では新たな機会が生まれている。政府によるインフラストラクチャー整備の推進もその一つだ。物流施設と工業団地も同様で、これは既存の施設に不備があるというだけでなく、中国の製造業が米中の貿易戦争の火の粉を避けようとアジアの新興市場に拠点を移しているためでもある。

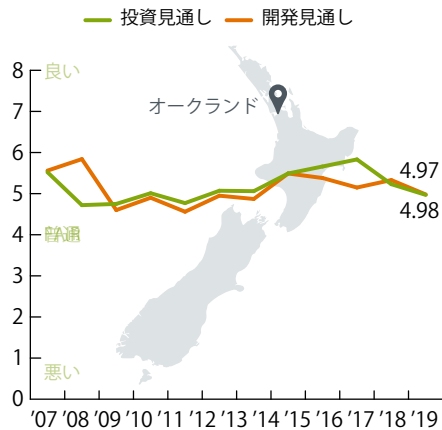
### オークランド

(投資見通し 20 位、開発見通し 21 位)

オークランドの市場は小規模とはいえ、多くの点で完璧な形となっている。遠く離れたニュージーランドの都市であることから、



オークランドは何年も投資家の対象から外れていたが、需要が堅調で利回りも高く、供給はタイトで年数が経ったビルが多いことに気づいたオーストラリア、シンガポール、中国、米国の投資家が熱い眼差しを向けるようになった。



だが現在、賃料と（特に）資産価格が上昇しており、ニュージーランド投資がいくらか色褪せてきたことが伺える。機会の大きさが限定されているため、事業用不動産に投資する外国人投資家は都心部の高品質ストックと開発可能な土地の多くを既に買い占めた。キャップレートの低下は2018年上半期も続き、CBREによるとオークランドのプライム資産は5.5%付近で取引されているという。外国人投資家の投資活動は引き続き堅調だが、この水準では、利回りの下方圧力の範囲は限られている。

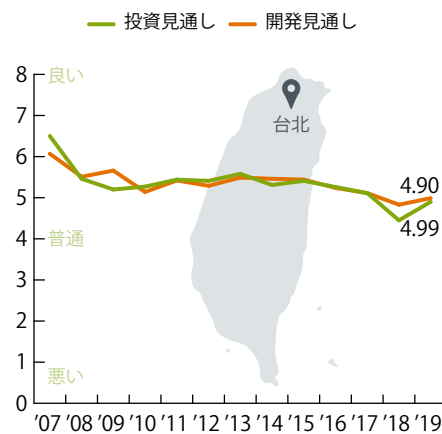
同時に、供給不足と（一部の見方によれば）外国資金の流入によってオークランドの住宅価格は過去10年間で倍に上昇し、当局の反発を招いた結果、外国人投資家（オーストラリアとシンガポールの投資家を除く）による取得の制限が強化された。

そのため今回の投資見通しランキングでオークランドの順位が急落する結果となった。例によって投資家に好まれる部門はオフィスだが、産業施設にも強い需要があり、空室率は1%未満にまで低下している。

#### 台北 (投資見通し 21位、開発見通し 20位)

この数年間、台北は本書の調査ランキングの下位に根を下ろしているが、それは台湾

の機関投資家が資金の投入先を台湾の資産に限らざるを得ず、そのため利回りがアジアの最低水準にまで低下し、投資適格資産の大半が市場から消えてしまうという投資環境によるところが大きい。現在、このシナリオが書き換えられ、台湾の機関投資家はオフショア投資を余儀なくされているが、こうした投資環境の長年にわたる影響はまだ残っている。台湾の機関投資家が取得を続け利回りが2.5%前後にとどまっているため、クロスボーダー投資家は彼らとの競争を避けたがっており、台北は不人気だ。



2018年にはすべてのタイプの取引が希薄で、しかも大半は買手が自ら入居する目的で取得したものだった。2018年の賃料上昇予測は2~3%程度に過ぎず、投資家はほとんど関心を示していない。台湾経済はかなり堅調で、2018年のGDP成長率は3%、失業率は4%を切ると見込まれる。オフィス需要は主として金融部門とハイテク部門によるものだ。

台湾の保険会社は数年前からオフショア投資が認められてきたが、必要な承認プロセスに時間がかかり動きの素早いライバルとの競争がほとんど不可能になったため、取得が激減している。

当局はこのほど、台北の主要交通ハブ近くに位置する政府所有地の新規開発と再生を含む多くの官民パートナーシップ (PPP) プロジェクトを発表した。外国人投資家が台北市場に参入する機会が滅多にないが、これらのプロジェクトがそれを提供するかもしれない。

2016年には中国本土からの来訪者が急増したが、中国と台湾の政治的対立が続いてい

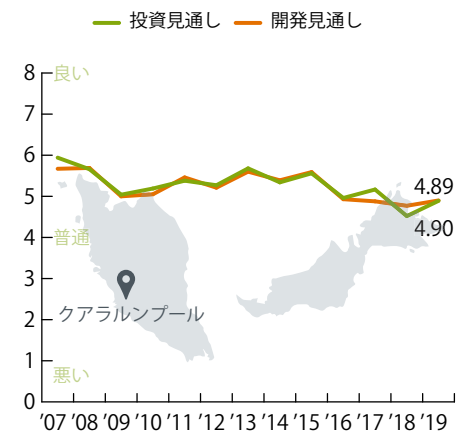
ることから、その勢いは止まっている。その結果ホテル部門は苦戦しており、台湾は現在、MICE（ミーティング、報酬・研修旅行、国際会議、展示会）のデスティネーションとなることを目指した促進活動や米国からの来訪者数増加に努めている。

#### クアラルンプール (投資見通し 22位、開発見通し 22位)

クアラルンプールのオフィス賃料は2018年に下落した。2020年には2千万平方フィートの新規供給が市場に流れ込むため、短期的見通しは暗いままだ。需要は低調だが、国内外のコワーキング企業がいくらか関心を示している。

プライム商業施設の賃料は、大量供給があったため控え目ながらも上昇を続けている。既存の確固たるプライムモールと新規の施設では賃貸パフォーマンスに大きな開きがある。2017年には合計3百万平方フィートの売り場面積を持つ5つのモールが新規開業し、現在も多数の大型ショッピングセンターやブティックモールが建設中だ。多くの海外デベロッパーが商業施設や複合開発に積極的に取り組んでいる。

住宅市場も政局の影響を受けているが、人口が増加し、失業率が低く、経済が堅調な成長を見せていることから、潜在的な需要は大きい。供給は2017年まで多かったが2018年には減速した。観測筋は、2019年に政治的安定性が回復すれば緩やかな増加に転じると見ている。













## 不動産タイプの見通し

### オフィス部門

オフィス部門はアジアに投資する投資家によって引き続き選ばれており、アンケート回答者の大部分（86%）が既にオフィスに投資しているかそうしたいと考えている。

オフィスは利回りが安定しており、キャピタルゲインが見込まれ、アジア太平洋地域の総じて堅調な経済に連動して需要も大きい。主要都市のコア立地は依然として鉄板の選択肢であり、他の資産に比べ多額の資金を一度に投入できる機会が断然多い。

懸念されるのは、投資に必要な額がますます大きくなっていることだ。低利回りが高価格の資産から利益を得るためには、保険会社や年金基金のように極めて長い期間で投資を考えねばならない。とはいえ保険会社や年金基金もおそらく以前に比べてかなり選択的になっており、選ぶべき立地や物件を精査している。適切な機会を見つけるためには、主要ビジネス地区以外に探索の範囲を広げることも厭わない。

もっと動きの速い所有者や投資家は、見るべきところに目をやり有能で信頼できる現地パートナーを得られれば、取引の機会や安価な土地がまだあると指摘する。現地の投資家が優良資産に予想以上の金額を支払うような市場に参入する上で、バリューアッド投資、オポチュニスティック投資と開発投資が有効だ。

入手可能なコア資産よりも遥かに多くの資金がアジアへのアクセスを図っているため、「デベロップ・トゥ・コア」は最もリスクを嫌う投資家であっても人気の戦略となっている。

**予想される最善の策：**シンガポールでは市場の是正が終了し、賃料の上昇と空室率の低下が見られることから、ビッグマネーを後ろ盾にコアオフィスを開発する確かな機会が可能性がある。シドニーとメルボルンではオフィス賃料が大幅に上昇しており、誰もまだ市場が天井を打ったとは言わないものの、果たしていつまで続くのか疑問が投げかけられている。資源依存型市場であるパースとブリスベンではシンガポールのカウンターシクリカルなパターンと共通点が見られ、外国資金による取引が再び持ち直し始めている。

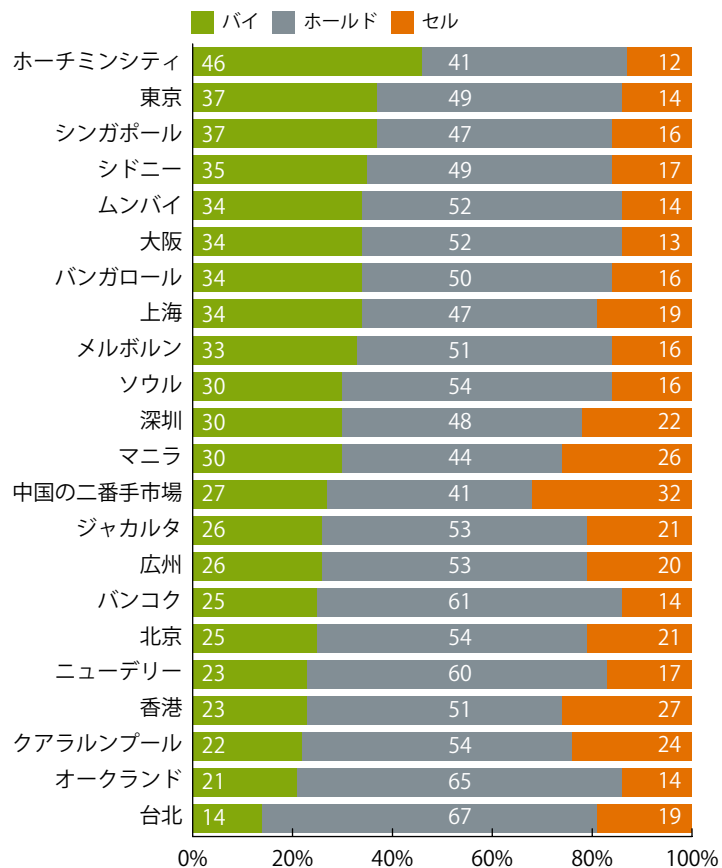
ホーチミンシティは機会の規模こそ小さいものの引き続き卓越した開発市場となっている。オポチュニスティック投資家はベトナムには多くの利点があると言い、特に若くて精力的な労働力が強みだとしている。高品質のオフィススペースが不足していることから、安易な発想でベトナムを「ミニチュア版中国」と呼ぶ者もいるが、その指令型経済の下で事業がやりやすくなっているのは間違いなく、特に新政権がビジネス寄りの姿勢を取っているためにそう言える。中国とは対照的にベトナム政府は外国投資が提供する資金を必要としており、現時点では外国人投資家に対して中国より遥かに歓迎の意を表している。

多くの投資家が「日本なら断然東京だ、それしかない」と述べた。その人気は金融緩和政策の継続と同様に確固たるものだ。だが日本経済が安定的に拡大しており政権も安定している（安倍晋三首相の在職期間は

戦後最長）ことが追い風になり、投資家は東京以外の市場も探求している。事業用不動産の投資と開発を目指すのであれば、人口の多さで上位にあがる都市をターゲットとすればいい。そう主張する者の根拠は、日本の農村部や地方で高齢化と空洞化が進展するにつれてそうした大都市圏が恩恵を受けるといったものだ。

与信の引き締めにより中国経済の行方に疑問が生じているため、インドがビッグマネーを強く引き付けている。ビジネスパークの開発によりムンバイやバンガロールなどの都市の周辺には新たな郊外が形成されつつあるが、新規学卒者の就職動向を見るとブネーのような二番手都市が会話にのぼっている。インドでは新たな不動産関連法令が施行され、デベロッパーの事業慣行が国際基準に近づき、透明性が大きく高まった。

図表 3-4 オフィスビルのバイ／ホールド／セルの推奨（2019年）（都市別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート



## 住宅部門

ホーチミンシティは住宅を対象とする投資家にとって第一の市場であり、マスマーケット向けとミッドマーケット向けの住宅が狙い目となっている。これは現時点では純然たる開発投資であり、市場が断片化されているため規模を追求するのは難しい。

東南アジアの人口構成が若いことも、ジャカルタ、マニラ、バンコクの住宅に対する関心を駆り立てている。所得が増加すれば人々は住宅を手に入れやすくなり、良質で適正な価格の物件が不足していること多い東南アジアにおいて中間所得層の住宅ニーズが刺激されるという見立てだ。

東京のオフィス市場は機関投資家にとって堅実なチョイスだが、日本はアジア太平洋地域において唯一、大手投資家にとって十分な厚みのある市場であるため、賃貸住宅への関心も高まっている。

現時点で中国の住宅用地に入札するには大いなる勇気が必要とする。住宅価格の抑制という中央政府の指令の下で地方政府や自治体が市場を統制する行政手段を模索しているため、事業環境が非常に予測困難となっているからだ。

**予想される最善の策：**住宅開発を行うのに魅力的なのはホーチミンシティと、やや劣るがハノイである。いずれも都市圏人口が700万人と同程度の規模を持ち、東南アジアではジャカルタとバンコクに次ぐ大きさだ。2019年には6.6%と中国同様の安定した経済成長が予測されており、現在の政治的混乱も収まりつつある。

東南アジアの都市では既存の投資可能なストックが小規模なため、どんな取引についても現地の開発パートナーの選択が重要な要素となる。関心はあるもののまだ投資は行っていない多くの海外投資家にとって、ジャカルタとマニラは「ウォッチすべき都市」かもしれない。リスクを厭わない者には魅力的で適切な不動産があるに違いない。

インドの住宅市場ではムンバイが挙げられる。ただし、それにはインドに関する深い知識とノウハウが必要であり、多くの海外投資家はインドで別の資産クラス、とりわけ物流施設や商業施設の方を好んでいる。住宅デベロッパーは開発中のプロジェクトからキャッシュフローを生み出す手段に

ついてますます制約を受けており、そのため大手企業には有利なものの弱小デベロッパーは倒産するかもしれない。

先進国の中では、東京が引き続き機関投資家の関心を集めており、住宅投資の最大となっている。僅差で続くのが大阪だ。日本の開発基準はワールドクラスだが、確立したブランドを持つ巨大デベロッパーが市場を押さえており、彼らが外国資金の支援を必要とするとはとても思えない。海外投資家は実績のあるデベロッパーから既存のポートフォリオを取得することも一案だろう。日本はアジアでほぼ唯一、外国人による住宅所有に制限を課していない国であるため、外国人投資家を対象とした別荘や投資資産にもいくらか見込みがある。

シドニーとメルボルンでは住宅価格が下落しており、低迷が長引くといく悲観的な見方も出ている。香港では、米国と香港の利

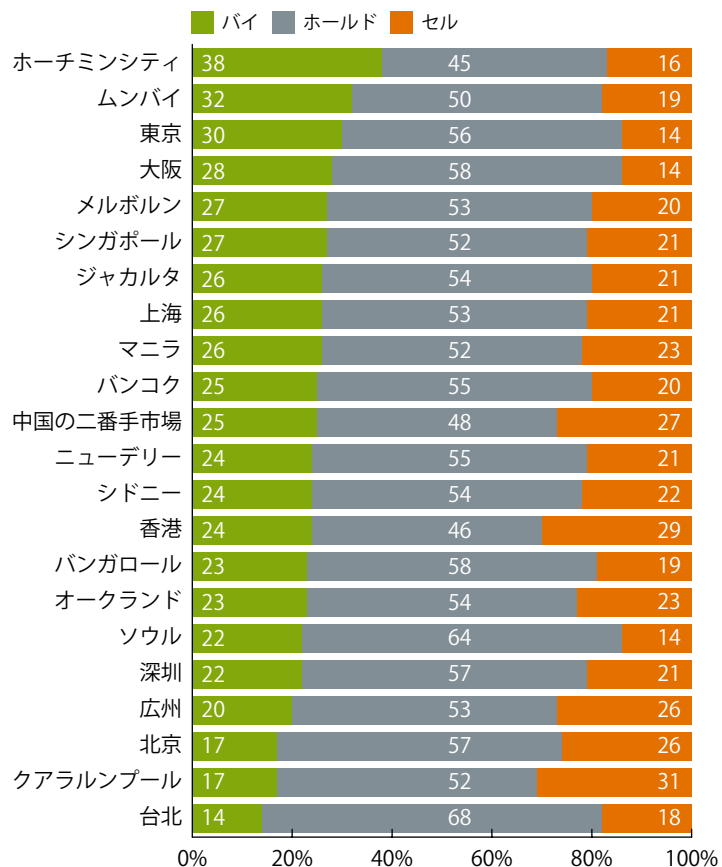
上げによって投資家心理が動揺していたところに株式市場での売りが拍車を掛け、住宅価格がさらに上昇してますます手が届かなくなっている。

## 商業施設部門

商業施設部門は、所有者や小売業者がeコマースやモバイル決済など買い物習慣に起きている技術的变化に対応しようと試みる中、彼ら自身にとって厳しい状況が続いている。

商業施設は22都市中16の都市で投資対象の選好順位の最下位に甘んじている。買手の比率より売手の比率の方が高く、しかも他のどの不動産部門よりも高い。

図表 3-5 賃貸住宅のバイ/ホールド/セルの推奨 (2019年) (都市別)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

商業施設の所有者の中には、eコマースの衝撃に対応する上で欧米の先進国市場よりもアジア（中でも中国）の方がうまくやっていると主張する者もいる。アジアでは商業施設はコンセプトとしてより新しいから、というのがその根拠だ。彼らはさらに、中国のショッピングモールの発展はオンラインショッピングの発展と同時期に起きたと指摘する。また、アジアはモールでの食料・飲料の比率を引き上げ、食料・飲料の提供を開発の中心とすることで先行したという事実もある。

ある商業施設の所有者は、英国と米国のショッピングセンターでは「レストランは端の方にあるか特定のコーナーに置かれているが、お客様はショッピングセンターで食事をしたり人と会ったりするのだから、それではダメだと思う。レストランを端に置いたら客足がモールに向かわない」と指摘する。

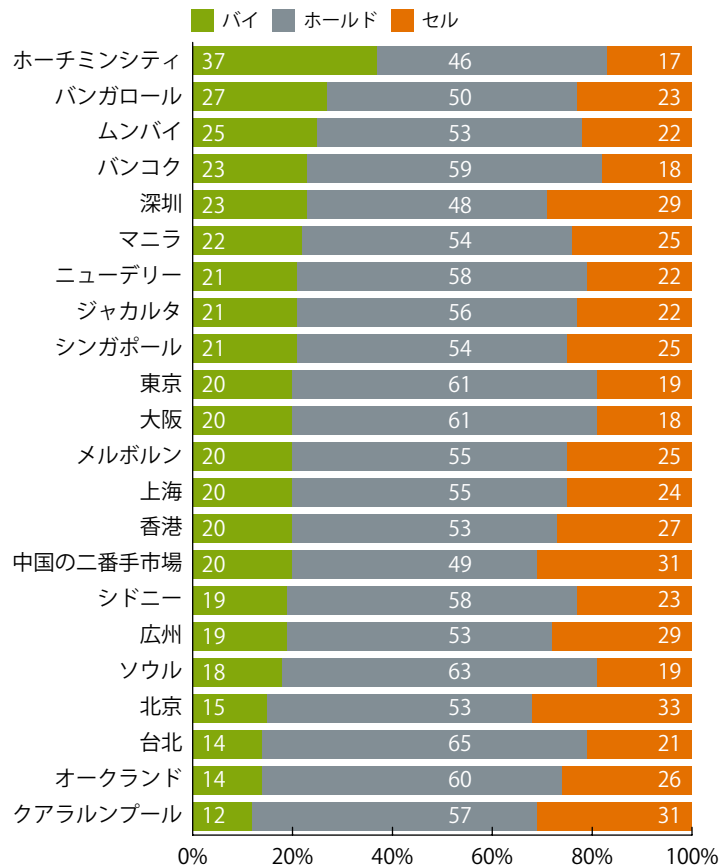
この見方を補足すると思われるのが、太平洋の都市の商業施設は米国のモールをモデルにしてきたが、バイ／セル／ホールドの推奨ランキングで大きく落ち込み、オークランドが順位を13位下げメルボルンとシドニーでも人気下がっているという事実だ。

にもかかわらず、過去10年間にアジアで行われた商業施設の開発は他のどの地域よりも発想や企画が貧弱だったと言えるだろう。ただ所有者は専門家による商業施設運営の必要性を認識しており、この状況は変わりつつある。今やショッピングセンターを成功させるにはブランディングやコミュニティ構築が不可欠となっている。

ミレニアル世代の買い物客は移り気なため商業施設デベロッパーの頭痛の種だ。モールを市場に投入するには長い手順がかかるが、常に化する買い物習慣にそれを合わせねばならないからだ。「商業施設にとって5年は長い。実のところ、5カ月でも商業施設にとっては長い時間だ。何かが流行遅れになったり流行になったりする都度、柔軟に対応できるようにしておかなければならない」。

**予想される最善の策：**商業施設の投資先としてホーチミンシティが再び好まれているが、過去何年かと同様、クロスボーダー資金が商業施設部門に大量に流れ込む可能性は低い。これは次の点からもそう言えるだろう。すなわちクッシュマン・アンド・ウェ

図表 3-6 商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨（2019年）（都市別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

イクフィールドによると、2020年までに60万平方メートル超の新規商業施設が完成すると見込まれている。これはホーチミンシティの既存商業施設の半分に相当する量だ。

バンガロールとムンバイも好評を得ており、既に大手海外投資家がこれらや他のインドの都市の商業施設プロジェクトに資金を投入している。インドでは過去10年間に大量の商業施設の供給が行われたが、その大半は立地が悪く運営もまずいため、投資家は資産管理を改善してバリューアップ投資を行う機会と捉えている。

東京と大阪にもいくらか関心が払われており、その商業施設を買おうとする者は多くはないものの売手を上回っている。だが日本の商業施設の見通しは不安定なようだ。これまで賃金の上昇や観光客の増加の恩恵を受けてきたものの、延期されていた消費

増税が来年実施され、それによって小売市場が悪化することが予想されている。

## 産業施設／物流施設部門

今回の調査ではトップの座をオフィスに譲ったものの、物流部門は依然としてアジア太平洋地域の不動産投資家の間で高い人気を誇っている。だが他のすべての部門と同様、アンケート回答者はこの1年間で慎重な姿勢を強めており、取得をやめてホールドに回った者もいる。

この部門は、提供されるサービスは単純明快に見えるかもしれないが、アジア太平洋地域及び世界各地の比較的少数の専門事業者が押さえている。彼らは規模を大幅に拡大したり、世界の年金基金や政府系ファンドからの大量の資金を取り込む能力を有している。国内および世界のサードパーティロジスティクス (3PL) 企業と関係を構築

する能力も、土地を確保して適切な仕様の施設を開発する能力と同様、成功には不可欠だ。

近代的な倉庫ストックのキャップレートはこの10年間で劇的に低下しており、物流部門に携わる者はさらに低下すると見ている。あるデベロッパーは「当社が日本で開発した倉庫はもう古い99% 賃貸されており、稼働率は世界金融危機の際でも数パーセントしか落ちなかった。物流部門は収入が安定しているため、他部門に比べ割安で取引されることはない」と述べた。

米中の貿易戦争は中国の産業施設に影響を与える可能性があるが、アンケート回答者は、現在中国本土の物流市場を牽引しているのは主に国内消費とeコマースであり、これはアジア太平洋地域全体でも同様だとしている。

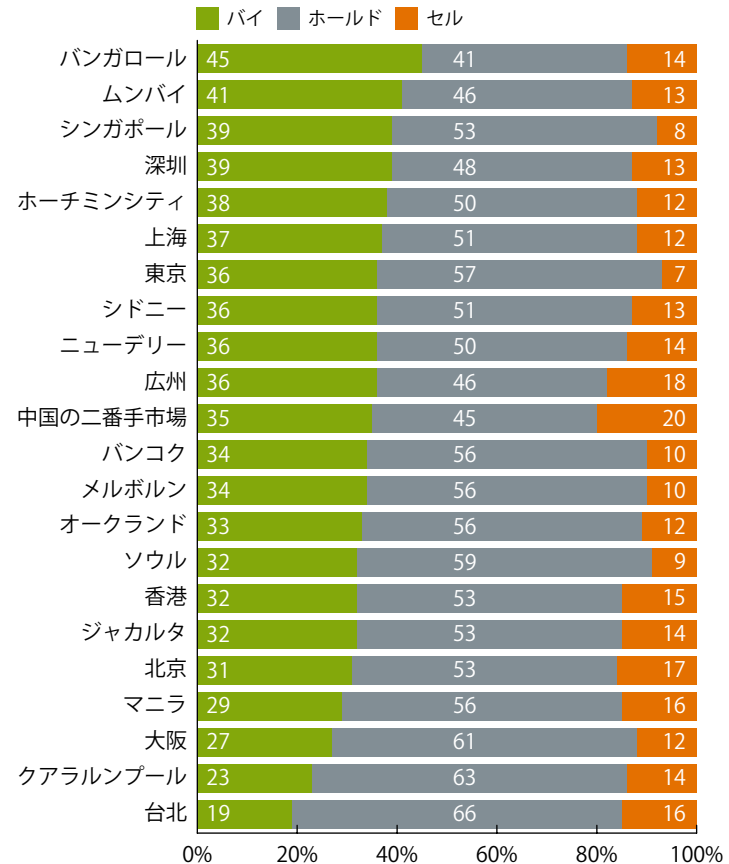
物流開発の次の動きは、郊外の大規模な配送センターから、「ラストワンマイル」配送の需要を満たすためにより都心部に近い、あるいは都心部に立地する小規模の施設に移行するという流れだろう。

アジア太平洋地域で最大の物流市場は中国と日本だが、過去12カ月から18カ月にわたり、近代的な倉庫が極めて少ないインドと東南アジアへの関心が高まっている。

物流施設の所有者がテナントに対し機械類や技術ソリューションを提供するなどサービスの幅を広げる傾向も見られる。そのため、見かけ上は単純ではあっても、物流部門は急速に洗練されつつあり、不動産をサービスとして提供する運営事業の性格が強めている。

**予想される最善の策：**ムンバイとバンガロールがバイ／ホールド／セル推奨ランキングの上位を占め、バイがそれぞれ回答者の41%と45%に達した。インドでは多くの立法措置が講じられてこの部門の魅力が一気に増したことから、この1年間ほどに多額の投資が行われた。この立法措置の目玉は国税である物品・サービス税（GST）の導入で、それまで全国的な配送網の発展を阻害してきた様々な地方税に取って替わるものだ。にもかかわらず、インドの倉庫を狙う投資家は土地の供給とインフラ不足が頭痛の種になるだろう。インフラについては政府が対応を約束しているものの追いついていない状況だ。

図表 3-7 産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨(2019年) (都市別)



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート

中国の大都市も引き続きバイ推奨の上位に位置しているが、これは10年にわたる開発にもかかわらず、近代的な物流施設の供給が基本的に不足しているためだ。市場で活動しているのは現地の、あるいはアジアの大手の、もしくは世界の専門事業者であり、市の当局や外国の3PL業者と取引をまとめる力がある。

ホーチミンシティも高く評価されており、中国の製造業者が米国との貿易戦争などを懸念して生産拠点を中国から移転することでメリットを得ると期待されている。2018年にはプライベートエクイティ投資家が現地のデベロッパーを支援する形で、外国資金がベトナムの物流施設と産業施設に投下された。

東京はこの分野でも引き続き高い人気があるが、対照的に大阪は短期的な過剰供給の吸収に追われており、不動産サービス会

社のサヴィルズによると、大阪の空室率は12%前後に達しているという。

## ホテル

先進国市場と途上国市場の双方で観光が拡大していることから、投資家は引き続きホテルを投資対象としている。ホテルに対する投資家の需要は2018年も堅調に推移し、CBREのデータによると、2018年6月までの12カ月間の総投資額は119億米ドルと前年同期比17.8%増を記録した。

アジア太平洋地域における観光の最大の牽引役は中国である。その大きさとそれに比例した新興中間所得層の購買力により、中国人観光客は多くの国で求められている。日本やフィリピンなどいくつかの国でカジノを中心とした総合型リゾートの開発が進められているが、その顧客は多額のカネを使う中国のギャンブラーが中心と予想される。

国連の世界観光機関はアジア太平洋地域の観光客数が2018年も増加すると予想している。CBREによると、アジア太平洋地域のホテルの稼働率は2018年6月末までの12カ月間で120ベースポイント上昇し71.3%となったが、香港、シンガポール、シドニー、東京などの成熟市場では稼働率が80%を超えているという。

にもかかわらず多くの投資家は、価値創造の機会として観光市場の開発に関心を寄せている。アジア太平洋地域のあるアドバイザーは「観光とレジャーは経済に弾みを付ける手段と見なされており、誰もが投資したがっている。場所が遠くても素晴らしいビーチや景色があれば観光客がやって来るから、開発があまり進んでいない地域を開発するにはうってつけだ」と述べた。

2018年前半に来訪者数が最大の伸びを示したのはベトナムで、マーケティングを強化したことと数カ国でビザ発給要件が緩和されたことが功を奏し、来訪者は前年同期比28%増の780万人に達した。タイでも同時期に12.5%増加し、その多くは中国からの来訪者の増加によるものだった。

日本も過去5年間に来訪者数が大幅に増加しており、東京オリンピックが開催される2020年まで引き続き大きな伸びが見込まれている。日本への来訪者は2度目あるいは数度目という者が多く、また東京や大阪以外の都市を訪ね、単独で旅行する傾向が高まっている。

**予想される最善の策：**今回の調査でホテルに関して好ましい都市のトップは東京だったが、今から東京のホテル部門に参入するのは遅すぎるというのが多くのオブザーバーの見方だ。オリンピックのおかげで観光関連のあらゆる数値が向上するだろうが、成田空港と羽田空港のキャパシティがほぼ限界に達しており、東京の観光の長期的な成長は両空港の能力の点から限定的だ。一方、大阪や地方都市では依然として大きな成長が見込まれる。

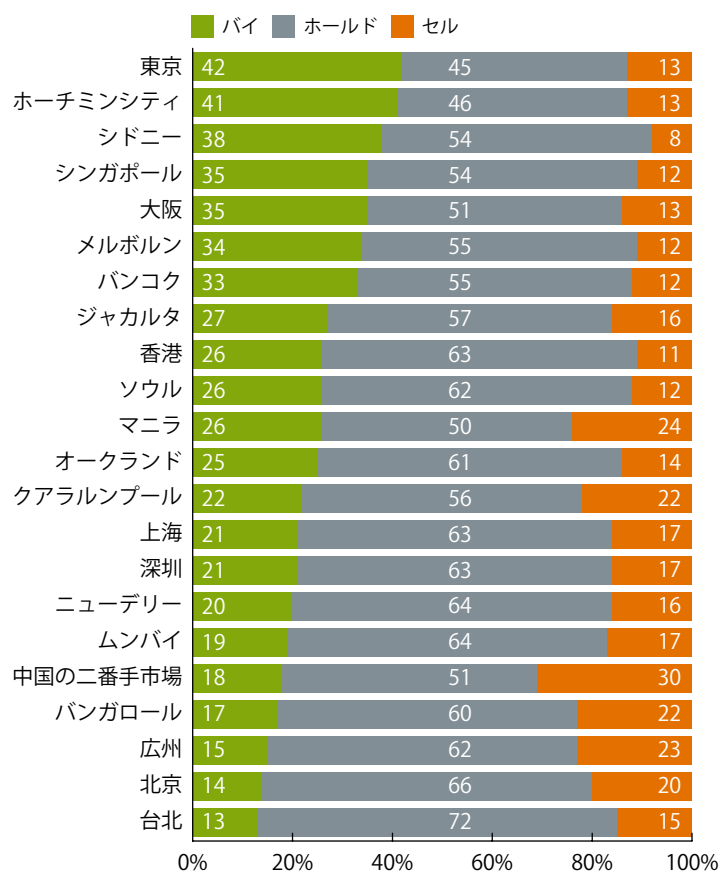
東京がトップとなったものの、ホーチミンシティも引き続き人気の高い選択肢であり、ベトナムへの来訪者数が増えていることから、ホーチミンシティにはホテル投資家がターゲットとするに足る潜在的な成長力があると考えられる。だがホーチミンシティ

は都市としての規模が小さく資産価格も低いため、資金投下が難しいと感じる投資家が多いだろう。

今回、シンガポールがホテル投資の上位5位以内に食い込んだが、ここ数年で既に多くのホテルが新たに開発されており、この部門に投資する最善のタイミングは過ぎ去ったと思われる。

シドニーではホテルの供給不足が続いており、オフィスや住宅が好調なことから、既存のホテルが買収されそれらに転用されるケースも見られる。当面は、少なくともシドニーのコア地域において、ホテル投資家がそうした再開業者と競争するのは難しいだろう。だがシドニーには5つ星ホテルや良質の4つ星ホテルが不足しており、将来的には機会があるはずだ。

図表 3-8 ホテルのバイ/ホールド/セルの推奨（2019年）（都市別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2019 アンケート



# インタビュー回答者一覧

Dougie Crichton

Richard Price

## **Actis**

Brian Chinappi

## **AD Investment Management Co. Ltd.**

Kenji Kousaka

## **ALE Property Group**

Andrew Wilkinson

## **Allianz Real Estate**

Rushabh Desai

## **AMP Capital**

Tim Nation

## **Angelo, Gordon International LLC**

Jon Tanaka

## **Aoyama Realty Advisors Inc.**

Haruyuki Shinya

## **Aqualand Australia**

John Carfi

## **ARA Trust Management (Cache) Ltd.**

Daniel Cerf

## **AXA Real Estate Investment Managers Japan KK**

Yoshihiko Hayafuji

## **b-lot Co. Ltd.**

Makoto Miyauchi

## **Bank of America, Merrill Lynch**

Ben Boyd

## **Bank of Melbourne**

Jim Serafim

## **Blackstone**

Chris Tynan

## **Brookfield Asset Management**

Niel Thassim

## **Capbridge Investors KK**

Ken Fridley

## **CBRE**

Henry Chin

## **Charter Hall**

David Harrison

## **Colliers International**

David Faulkner

John Kenny

## **CRE REIT Advisors, Inc.**

Tsuyoshi Ito

## **CVS Lane Capital Partners**

Lee Centra

## **Daiwa House Industry Co. Ltd.**

Tetsuo Suzuki

## **Daiwa Real Estate Asset Management Co. Ltd.**

Akira Yamanouchi

## **ES-CON JAPAN Ltd.**

Takatoshi Ito

## **Far East Organization**

Philip Ng

## **Fort Street Advisers**

Richard Hunt

## **Fortress Investment Group (Japan) GK**

Akio Yamashita

## **Fukuoka Realty Co. Ltd.**

Etsuo Matsuyuki

## **GenReal Property Advisers**

Ankur Srivastava

## **Goldman Sachs Asset Management Japan**

Katsuhiko Ishikawa

## **GPT**

Matthew Faddy

Nick Harris

## **GreenOak Investment Management K.K.**

Daniel Klebes

## **Grosvenor Asia Pacific**

Ben Cha

## **Hodes Weill**

Alfredo Lobo

## **Hon Kwok Land Investment Co. Ltd.**

James Wong

## **Hulic Co. Ltd.**

Yoshito Nishikawa

## **IDERA Capital Management**

Harumi Kadono

## **Infrared Capital Partners**

Stuart Jackson

Hans Kang

## **Ingenia Communities Group**

Simon Owen

## **ISPT**

Darren Shultz

## **Japan Post Bank Co. Ltd.**

Yuki Ogawa

Hiroyuki Tanaka

## **Japan REIT Advisors Co. Ltd.**

Norimasa Gaun

## **JLL**

Fergal Harris

Megan Walters

## **JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.**

Tetsuya Karasawa

## **Kenedix Inc.**

Hikaru Teramoto

Takahiro Uchida

## **Keppel REIT / Keppel Capital Holdings Pte. Ltd.**

Paul Tham

## **LaSalle Investment Management**

Chris Chow

Mark Gabbay

## **Lendlease**

Tarun Gupta

## **Link Asset Management Ltd.**

Eric Yau

## **Mapletree Investments Japan K.K.**

Norihiro Matsushita

## **Mitsubishi Corp.—UBS Realty Inc.**

Katsuhisa Sakai

## **Mitsubishi Estate Co. Ltd.**

Tetsuji Arimori

## **Mitsubishi Jisho Investment Advisors, Inc.**

Eriko Kato

## **Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation**

Hiroyuki Seki

## **Mori Building Co. Ltd.**

Hiroo Mori

## **PAG Asia**

Jon-Paul Toppino

## **PAG Investment Management Ltd.**

Naoya Nakata

## **Pamfleet**

Andrew Moore

## **PGIM Real Estate**

Benett Theseira

## **Professional Property Services**

Nicholas Brooke

## **Property Council of Australia**

Ken Morrison

## **PropertyLink**

Stuart Dawes

## **Savills**

Chris Mancini

## **SCA Property Group**

Anthony Mellows

## **Scentre Group**

Peter Allen

## **Starr International Investment Advisors (Asia)**

Alison Cooke

## **Swing Property**

Richard Johnson

## **TH Real Estate**

Chris Reilly

## **The Blackstone Group Japan KK**

Wataru Goto

## **The Net Group**

Raymond Rufino

## **Tishman Speyer**

Ryan Botjer

## **Tokyu Land Capital Management Inc.**

Yutaro Tanaka

## **Touchstone Capital Management Co. Ltd.**

Fred Uruma

## **UBS**

Grant McCasker

## **Wee Hur Holdings Ltd.**

Goh Yeow Lian

## **Wing Tai Holdings Limited**

Cheng Wai Keung

# 支援団体



PwCのリアルエステートプラクティスは、不動産投資顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や価値算定を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバル・ネットワークを生かし、資本市場、システム分析・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る。

## Global Real Estate Leadership Team

### Craig Hughes

Global Real Estate Leader  
London, United Kingdom

### K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader  
Hong Kong, China

### Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader  
Hong Kong, China

### Gang Chen

China Real Estate Tax Partner

### Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders  
Sydney, Australia

### Bhairav Dalal

India Real Estate Tax Leader  
Mumbai, India

### Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader  
Jakarta, Indonesia

### Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader  
Kuala Lumpur, Malaysia

### Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders  
Tokyo, Japan

### Taejin Park

Korea Real Estate Leader  
Seoul, Korea

### Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate & Hospitality Leader  
Singapore

### Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader  
Ho Chi Minh City, Vietnam

### Jason Liu and Richard Watanabe

Taiwan Real Estate Leaders  
Taipei, Taiwan

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

PwCは、世界158か国におよぶグローバル・ネットワークに250,000人以上のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は[www.pwc.com](http://www.pwc.com)をご覧ください。



アーバン・ランド・インスティテュート (ULI) は会員によって支えられている世界的な組織で、42,000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る。これらの会員は、責任ある土地利用においてリーダーシップを発揮し、世界中で繁栄するコミュニティを創出・維持するというULIの使命の推進に取り組んでいる。

ULIの会員はさまざま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る。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る。

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、建設環境を左右するさまざまな要因について会員間で共有し、それによって土地利用に関する意思決定に大きな影響を与えている。

ULIでは毎年、数千回に及ぶ会合を持ち、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（2017年だけでも世界290都市で1,900件超のイベントを開催）、土地活用及び不動産に関する世界的権威としてのULIの地位を強化している。

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

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

### W. Edward Walter

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

### John Fitzgerald

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

### ULI Center for Capital Markets and Real Estate

#### Anita Kramer

Senior Vice President  
[www.uli.org/capitalmarketscenter](http://www.uli.org/capitalmarketscenter)

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

202-624-7000

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

## 制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋2019年版」は英語版の原文を翻訳したものです。  
万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。

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

## Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2019 年版

2019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13版でも信頼度の高い、実際に即した専門的な洞察を提供します。

ULIは部門の垣根を越えた不動産及び土地利用の専門家による世界最大のネットワークです。ULIの会員は都市開発の将来をリードし、世界各地で豊かなコミュニティづくりを推進しています。ULIに関する詳細情報及び会員の特典についてはULIのウェブサイト ([uli.org/join](http://uli.org/join)) をご覧ください。ULIでは会員情報を掲載したメンバーディレクトリー (Member Directory)、会員限定イベントを検索できるナビゲーター ([navigator.uli.org](http://navigator.uli.org))、良質のコンテンツを蓄積した進化し続けるライブラリーへアクセスできるナレッジファインダー ([knowledge.uli.org](http://knowledge.uli.org)) を提供しています。ULIのネットワークにご参加いただけることを心よりお待ちしております。

## ハイライト

- 投資／開発の見通し、並びに最良の機会
- エクイティとデットの調達先及び資金フローなどの資本市場の動向
- 有望な不動産部門と回避すべき部門
- 経済情勢及び信用に関する懸念が不動産にもたらす影響
- 将来性の高い都市圏及び将来性の低い都市圏についての考察
- 社会動向／地政学動向が不動産に与える影響
- 立地及び部門の選好における変化



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



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