

2023

[アジア太平洋版]

# EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2023年版

共同報告書



# Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2023年版

## 目次

iv	エグゼクティブサマリー	33	Chapter 3: 不動産タイプの見通し
vi	序文	34	オフィス部門
1	Chapter 1: 未知なる海域	34	リモートワークが変革を推進
2	取引の落ち込み	35	進化するワークスペース
3	キャップレートの方向性	37	分散化が進展
4	ディフェンシブ資産に避難	37	古い建物の再利用
8	オーストラリア: 重要テーマ	38	物流施設部門
10	インフレが開発リスクを高める	38	キャップレートの低下が痛手に
11	引き受けの変化	40	データセンター
12	中国: 重要テーマ	40	問題が山積み
14	これまでの主流が後退	41	二酸化炭素の削減
15	ディストレスはもう諦める?	41	商業施設部門
16	日本: 重要テーマ	42	もう一度作り直す
18	将来はネット・ゼロカーボン	43	小売のパイを分け合う
19	ネット・ゼロカーボンの実現に向けて	43	住宅部門
21	Chapter 2: 不動産キャピタルフロー	44	グローバルな波
22	開発見通しランキング	44	数字は割に合うか?
23	クロスボーダー取引の増加	46	ホテル部門
26	通貨の変動	49	インタビュー回答者一覧
27	資本調達と投資待機資金	50	支援団体
28	公募市場の急落		
29	銀行が融資条件を厳格化		
30	ノンバンクのデット供与が活発		
31	グリーン・デットの利益率は低い		

# エディトリアル・リーダーシップ・チーム

## Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2023 チェアマン

Stuart Porter, PwC

David Faulkner, Urban Land Institute

### 主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

### ULI編集/制作スタッフ

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Managing Editor/Manuscript Editor

May Chow, Senior Vice President, Asia Pacific

Diwa Law, Senior Associate, Asia Pacific

Karen Cheng, Designer

## PwC Advisers and Researchers

### オーストラリア

Andrew Cloke

Anthony Occhiuto

Arash Azimi

Bianca Buckman

Cameron Carter

Camilla Rillstone

Christian Holle

Debbie Miner

Debbie Smith

Hui Peng Phay

James Rogers

Jane Reilly

Joe Sheeran

Josh Cardwell

Josie Hellstern

Julian Susing

Liz Stesel

Matthew Lunn

Nick Rogaris

Ross A Hamilton

Shujie Long

Sue Horlin

Tony Massaro

Voula Papageorgiou

### インド

Atanu Bhattacharjee

Janvi Wadhwa

### インドネシア

Brian Arnold

David Wake

Margie Margaret

### 日本

Akemi Kito

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Kenji Nakamura

Koichiro Hirayama

Mayumi Watanabe

Mitsuaki Kukita

Soichiro Seriguchi

Stuart Porter

Takeshi Nagashima

Takashi Yabutani

Takeshi Yamaguchi

### ルクセンブルク

Kees Hage

Robert Castelein

### フィリピン

Malou Lim

### シンガポール

Chee Keong Yeow

David Lee

Magdelene Chua

### 中国本土

Bin GB Zhao

Kanus KM Yue

Michael Ma

Sally Sun

Winnie Xian

### 香港特別行政区

David KH Kan

Paul Walters

Raphael Chu

### 台湾

Bonnie P Ho

Daisy H Hsu

David Tien

Jason Liu

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 2023 年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や誤った解釈があった場合は英語版が優先するものとします。

PwC は、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することを存在意義としています。私たちは、世界 152 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 328,000 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。

© 2022 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 (2022 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 2023. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2022.



# エグゼクティブサマリー

2022年にはアジア太平洋市場（中国を除く）の大半がコロナ規制の影響から脱し始めた。2023年に目を向けると、投資家はコロナ禍とは異なるものの同様に危険な脅威に直面することになるだろう。つまり高インフレ、利上げ、公的部門と民間部門が抱える持続不能な水準の債務、そして来たるべき世界的な景気後退である。

これらはスタグフレーションを生み出す要因であり、その組み合わせによって生じる環境について現代的な脚本は見当たらない。そのため2022年の下半期には多くの不動産投資家が市場から身を引き、事態の展開を見守ることになった。その結果、金融サービス企業のMSCIによると、アジア太平洋地域における第3四半期の取引高は前年同期比38%減となり、10年ぶりの低水準に落ち込んだ。

とはいえ、いずれにせよ投資家は市場の新たな現実に適応し、次に挙げるように、そこで起こるさまざまな根本的变化に対応していかなければならない。

- **キャップレートが上昇する。**

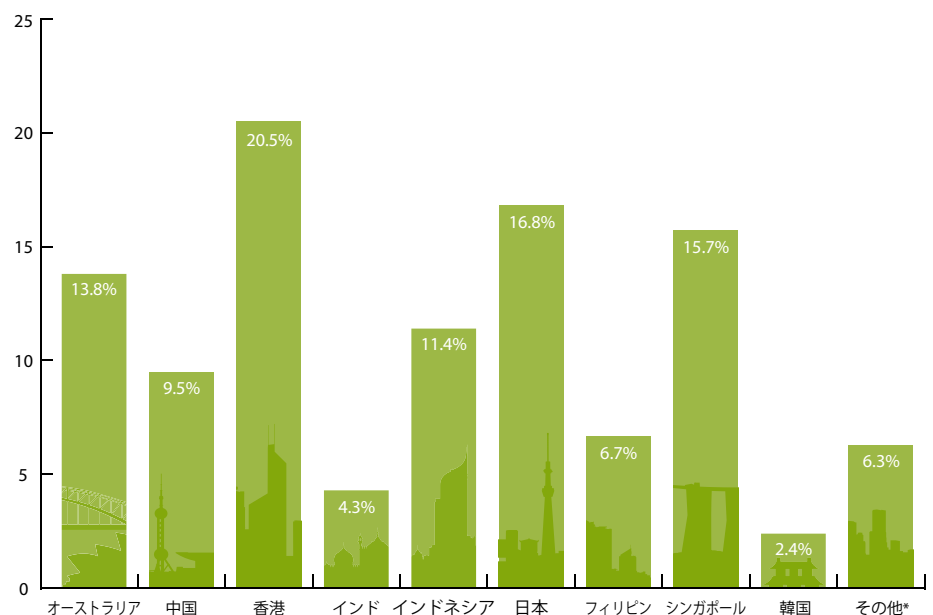
長年にわたり、安くて簡単に手に入る流動性が溢れていたため、不動産に予想通りの影響が現れ、資産価格が高騰しキャップレートが低下した。だが、利率が上昇し以前の平均的な水準に戻り始めている今、デットコストに対するスプレッドを維持するには、キャップレ

とも同様に上昇する必要がある。オーストラリアと韓国ではキャップレートがいくらか上昇を始めているものの、アジア太平洋市場全体ではこれまでのところこのプロセスは緩慢だ。しかし多くのインタビュー回答者は、2023年にはアジア太平洋地域のキャップレートは平均で100～150 ベーシスポイント上昇すると予想している。ただし、例外があるとすれば日本だろう。日本では超低利環境が続くと予想され、そのためキャップレートは比較的安定を保つと考えられることから、外国の投資ファンドが東京に惹きつけられている。

- **投資家がディフェンシブ資産に避難する。**

投資家は、よりディフェンシブな不動産部門へと戦略を転換し始めており、とりわけ、物価に連動したスライド式賃料、賃貸期間の短縮（ひいては賃料の増額改定が容易に）、確実な経常的収入といった要素に着目している。そのような部門の一つが「ベッドスペース」（居住・宿泊用）と呼ばれる不動産で、マルチファミリー（複数世帯）住宅、ホテル、高齢者住宅、学生寮などのサブタイプから構成されるものだ。物流施設も、構造的な供給不足により引き続き需要が下支えされると予想され、また一般的に賃借人の事業コスト全体に占める賃料の割合が比較的小さいことから、ディフェンシブ資産となっている。一方、データセンターやコールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）施設、ライフサイエンス施設など

## 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 2023 アンケート  
\*カンボジア、マレーシア、ミャンマー、  
ネパール、ニュージーランド、台湾、  
タイ、米国、ベトナムを含む。

専門性の高い資産クラスは経常的収入を確保しやすく、また物価スライド制賃料による長期賃貸が可能で、賃料も総じて高いという特徴がある。

● **リスクの上昇が開発プロジェクトに打撃を与える。**

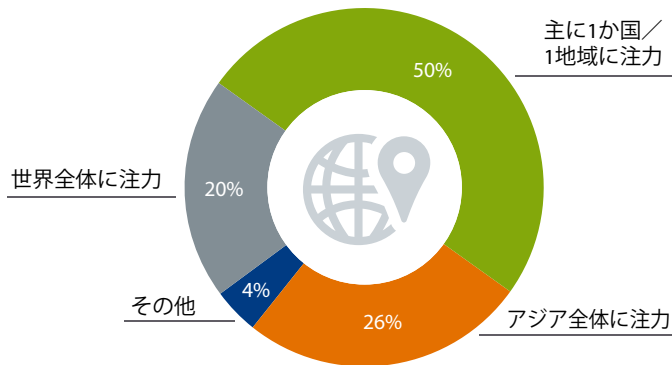
近年、良質な不動産ストックが全体的に不足している環境下で新規物件を生み出す方法として、ビルド・トゥ・コア戦略の人気が高まった。だが建設コストが上昇し、利上げが行われ、テナント需要の見通しが弱含みであることから、多くの新規プロジェクトが保留されている。

● **従来の主流資産の人气が低下する。**

これまでオフィスビルはアジア太平洋地域の投資資金の最大の投資対象となってきた。しかし、リモートワークが続く中でオフィス需要が疑問視され、その人气に陰りが出ている。とはいえ、先進的で高品質のビルに対する需要は依然として根強く、従業員をオフィスに呼び戻そうとするテナントがそのようなビルを求めている。投資家はまた、商業施設部門から物流施設などのニューエコノミー関連の部門にシフトしている。商業施設のキャップレートと価格が見直されており、逆張り投資として好立地の優良商業施設に目を向ける投資家も増えている。

コロナによる規制が数年続いてキャッシュフローが悪化したことから、多くの不動産投資家は債務超過に陥った企業によるディストレス資産の売却が急増すると予想していた。だがこれまでのところ、表面化しているディストレス資産は驚くほど少なく、経済が正常化しつつあることから、投資家の期待もしぼんできている。とはいえ、市場や資産クラスによっては、リファイナンスやリポジショニングが必要な資産が数多く存在する。ホテル（特に日本のホテル）は、アジア太平洋地域で旅行や出張が回復しているとはいえ、ディストレス資産が出てくる見込みが高い。また、中国ではデベロッパーが何年も流動性の縮小に苦しみ、ストレス資産やディストレス資産が市場に広く出回っている。ただし買い値と売り値の開きが非常に大きく、多くの外国人投資家を惹きつけるには至っていない。一方、韓国もディストレス資産が出て来る可能性がある。急激な利上げと建設コストの上昇により、最近行われた取引の一部が経済的に見合わなくなっているためだ。

**事業活動における重点注力地域**



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

ネット・ゼロカーボンの達成は、アジア太平洋地域でもさまざまな投資戦略において不可欠な要素となった。これを後押しした要因として、各国政府がパリ協定の目標を採択したこと、入居するテナントがネット・ゼロカーボンの達成を要求していること、また建物が現在または将来において投資家の要求する基準に満たない場合に座礁資産（規制強化により投資が回収不能になる資産）を背負うことになると不動産所有者が認識したことなどが挙げられる。その結果、国際的な報告基準、特に欧州連合 (EU) が 2021 年に施行した「サステナブルファイナンス開示規則」(SFDR) に準拠することがますます重要になっている。

だが、アジア太平洋地域全体としては、不動産の炭素効率基準は低水準にとどまっている。オーストラリアやシンガポールなどが大きくリードしているものの、それ以外では、基準への適合を推進するのは市場のトップエンドで取得を行う外国ファンドの領分であることが多く、アジアに多数存在する築古で炭素集約的な建物の改修にはあまり注意が払われていない。だが最近、一部の地域（特に日本と中国）でネット・ゼロカーボンへの取り組みが勢いを増し始めている。2030 年の達成期限が近づくにつれ、基準への適合が加速されていくと思われる。

今年のキャピタルフローが比較的低調な中で、主要都市が再び脚光を浴びており、国内投資家の動きは鈍いものの、大手グローバルファンドが積極的に資金投入を続けている。シンガポールでは外国からの投資が二桁増を記録した。以前であれば中国や香港に向かっていた資

金を引き寄せたためだ。日本でも二桁増となっている。

その結果、今年の投資見通しランキングではシンガポールが 1 位、東京が 2 位となった。インドネシア、フィリピン、そして（特に）ベトナムなど東南アジアの新興市場も、経済成長率の高さや新たな消費者層の台頭により、そしてベトナムでは新たな製造拠点への海外直接投資が継続していることから、ランキングの順位を上げた。

デットが安価で簡単に入手できることに助けられて、不動産投資家は約 14 年にわたりアウトパフォーマンスを続けてきた。だが、世界的に利率が正常化に向かうとともに銀行融資のコストが上昇し、融資を得にくくなっており、また融資条件が厳格化することが予想される。だが実際には、デットの入手難易度は市場によって大きく異なっている。中国では、政府の金融緩和政策により利率が低下し、以前よりもデットにアクセスしやすくなっている。日本では、政府が断固として国債利回りを抑制しているため、引き続き 1% 未満のコストで銀行融資を得ることができる。しかし他の市場では利率が欧米市場の後を追って上昇しているため、現在では借入コストが大きく上昇している（オーストラリアでは約 4%）。信用力の高い借り手にはまだ広く融資が行われている一方で、その条件や期間は厳しくなっている。そのことがきっかけとなって、アジア太平洋地域でノンバンク融資市場が成長し始めている。

一方、個々の資産クラスは依然として変化の過程にあり、しかも多くの場合、非常に大きな変化となっている。

**オフィス部門:** 長期的には、オフィスビルは定番の資産クラスであり続けると考えられる。だが、「ニューノーマル」時代の需要を左右する要因、つまりどのくらいのスペースが必要とされているのか、場所はどこがよいのか (CBD か郊外か)、ワークスペースのハイブリッド化が進む中でテナントが求める設備はどのようなものかといった点について投資家の理解が深まるにつれ、目下のところオフィスビルのスター性が薄らいでいる。

**物流施設部門:** アジア太平洋地域全体にわたり物流施設の構造的な不足が継続しており、特にオンラインショッピングが急成長を続ける中、供給不足が解消される気配はない。だがここ数年でキャップレートが急速に低下しており、とりわけ、利上げを受けて利幅がほぼなくなるところまで下がっていることから、多くの投資家はこの業界の発展が行き過ぎ、また急ぎ過ぎたのではないかと訝しんでいる。それでも、新たな生産能力が蓄積されており、倉庫スペースに対する需要は引き続き旺盛と考えられる。また賃料も

大幅に上昇するため、資産価格を損なうことなくイールドスプレッドがまもなく回復するはずだ。

**商業施設部門:** 2022 年には取引高が減少した。これは主流の投資家が従来型の商業施設に対する関心を弱めたことを反映したものだ。ただし生活必需品を扱うサブタイプ資産は引き続き人気を集めている。長期的には、好立地にあり高いパフォーマンスを見せる資産は今後もうまくいくと考えられる。そして所有者とテナントが双方にとってメリットのある形で資産を再構築する方法を見出すことができれば、利益率も改善し始めるはずだ。

**住宅部門:** 近年、アジア太平洋地域ではビルド・トゥ・レント方式によるマルチファミリー (複数世帯) 住宅の開発が盛んになっている。マルチファミリー住宅は長期にわたり安定した収益源となり、賃貸期間が短いためインフレ圧力に対応しやすいという特徴を持っている。これらが外国の機関投資家のお眼鏡にかなったのである。

日本は長らく、アジア太平洋地域でマルチファミリー住宅が機関投資家の投資対象となっている唯一の市場であった。現在は外国人投資家がオーストラリアと中国にも目を向けており、新たなマルチファミリー市場が登場しつつある。しかし、疑問視する声もある。需要の見通しが不明瞭で、また強引な引き受けによってキャップレートが超低水準になっており、利上げが続き利幅がますます薄くなれば、裏目に出る可能性があるためだ。

**ホテル:** 出張・旅行市場の回復により、長らく苦しんできたホテル部門はようやく安堵を覚えている。ただし、アジア太平洋地域における観光客の入国者数は依然として欧米市場に大きく遅れを取っている。キャッシュフローは回復しつつあるものの、負債水準が高止まりしているため、多くのホテルがディスカウントで取引される可能性はまだ高い。投資家は 2023 年に取引が可能な市場として日本をターゲットにしている。

## 序文

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は不動産投資の動向と将来予測をまとめた刊行物として今回で第 17 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 2023 年版は、アジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産の各部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

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

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2023 年版は調査プロセスの一環としてアンケート回答者およびインタビュー回答者の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査およびインタビュー調査を通して独自に入手したものであり、いずれも ULI または PwC の見解を示すものではない。インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、投資顧問、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。ULI と PwC の調査員は 101 名と個別インタビューを行い、また 233 名からアンケートへの回答を得た。回答者の所属する組織の内訳は以下のとおりである。

不動産所有者／デベロッパー	24%
不動産サービス会社 (コンサルティング、金融、法務、不動産顧問)	27%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	25%
住宅建築業者／住宅開発業者	8%
機関投資家	8%
銀行／証券化貸手	1%
その他法人・団体	8%

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

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



# Chapter 1：未知なる海域

## 「どうすれば利益を上げられるかについて意見がバラバラな今のような混迷の時代こそ、投資する絶好の機会だ」

新型コロナウイルス (COVID-19) が出現してから3年近くが経過した。アジア太平洋地域の大半の国でロックダウンなどの規制が解除に向かい、ようやく平常に戻りつつある。だが、嵐が去ったとたんに次の嵐がやってきた。14年に及ぶ中央銀行の金融緩和により市場は流動性で満ち溢れた。しかし緩和政策の結果、今度は急激なインフレ、不動産価格の上昇、巨額の債務という経済問題に対処しなければならなくなった。

利率が上がれば資金コストも上がる。もちろん、問題はそれだけにとどまらない。米連邦準備制度理事会 (FRB) がたて続けに利上げを行ったことで意図せぬ結果が生じ、世界の株式市場、債券市場、為替市場は混乱に陥った。世界全体のデ

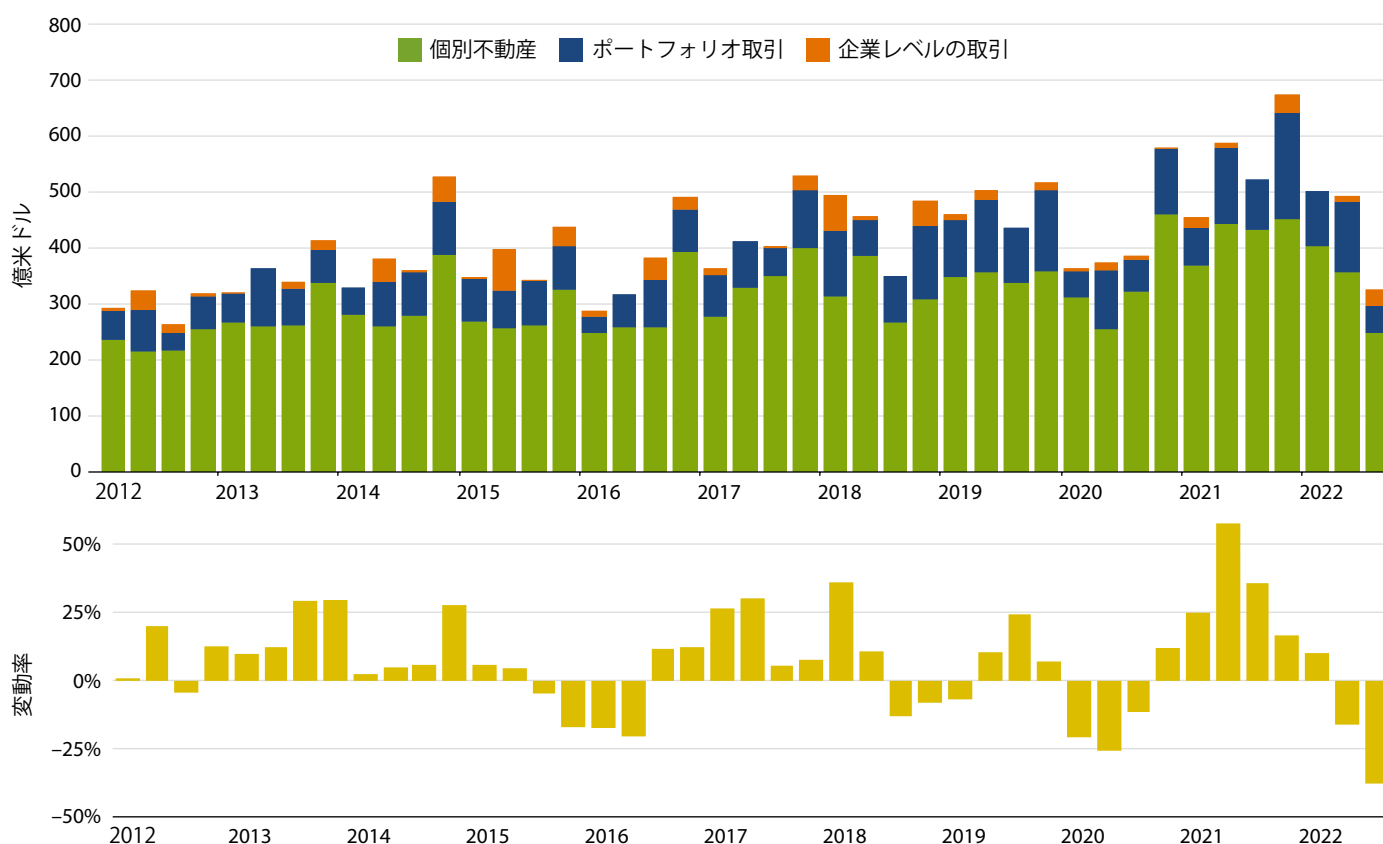
ットが世界経済の3倍超に膨れ上がる中でFRBが反射的に行った利上げは、日本円の急落、欧州の国債利回りの急騰、米国の住宅ローン金利の急上昇 (3%から7%へ) など、さまざまな副産物を生み出した。

金融市場に大きな混乱もたらされた。このことは、システムリスクがいかに大きかったかを物語るとともに、結果的に世界経済の根底で何が壊れるのではないかと不安を浮き彫りにしている。アジア太平洋地域では、このところ欧米で見られる高インフレやエネルギー不足にさらされることなく比較的安全であったがゆえに、危機が迫っているとの感覚が一層強い。とはいえ、そのことが特に不動産にとって何を意味するのか予

見するのは容易ではない。投資家はリスクの高まりを認識しているだろうが、それがどんなリスクなのかほとんど分かっていないからだ。

とはいえ、ボラティリティの加速に対して投資家は今のところ手を休めて騒ぎが鎮まるのを待っており、市場の動きがどう変化していくかをできる限り見極めようとしている。オーストラリアに拠点を置くあるファンドマネジャーは「今はまったくの休止状態だ。目立った行動を取る者はおらず、市場を去る者も慌てて売り買いする者もない。誰もが答えを見つけようとしている間に、すべてが減速してしまった」と述べた。

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



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

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

## 取引の落ち込み

投資活動の停滞はアジア太平洋地域における取引高にも現れている。金融サービス企業のMSCIによると、第3四半期の不動産取得額は前年同期比38%減の326億米ドルと大幅に落ち込み、第3四半期としては過去10年間で最低となった。取引件数と買い手の数も大きく減少している。第3四半期に中止された取引は同四半期に完了した取引高の約2割に達しており、現在の供給パイプラインが早期に好転することは望めない状況となっている。

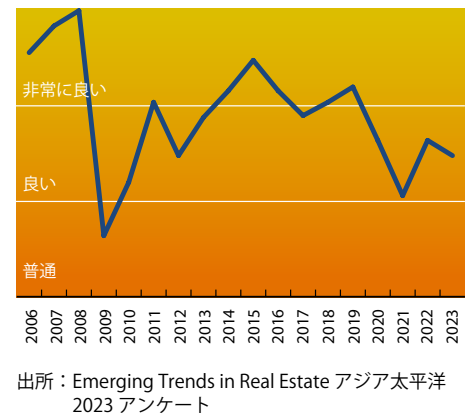
最大の落ち込みを見せたのは中国だ（前年同期比23%減）。厳しいコロナ規制や流動性抑制策によりリスクオフ志向が高まり、取引高が急減した。超低金利が続く日本は、急激な円安によりドルベースでの下落が増幅されたとはいえ、投資が比較的堅調に推移した数少ない市場の一つだ。一方、シンガポールは主要市場の中で唯一、減少傾向に歯止めがかかり、投資額は前年同期比47%増の91億米ドルと急増した。

投資家心理においては、アンケート調査結果から比較的前向きな姿勢が伺えた。収益性の見通しは昨年水準から低下したものの、コロナ禍の直中の2021年や世界金融危機にあった2009年のいずれも上回っている。こうした「どっちつかず」の姿勢は、おそらく欧米で起きている生活コストの危機がアジア太平洋地域ではまだそれほど実感されていないことを反映していると思われる。また、過去8年超にわたり機関投資家はアジア太平洋地域の不動産に強い需要を示してきた。このことは、今後もそうした需要が市場を支え続けることができるのかという点について、確信が持てず心もとないことを表しているのかもしれない。

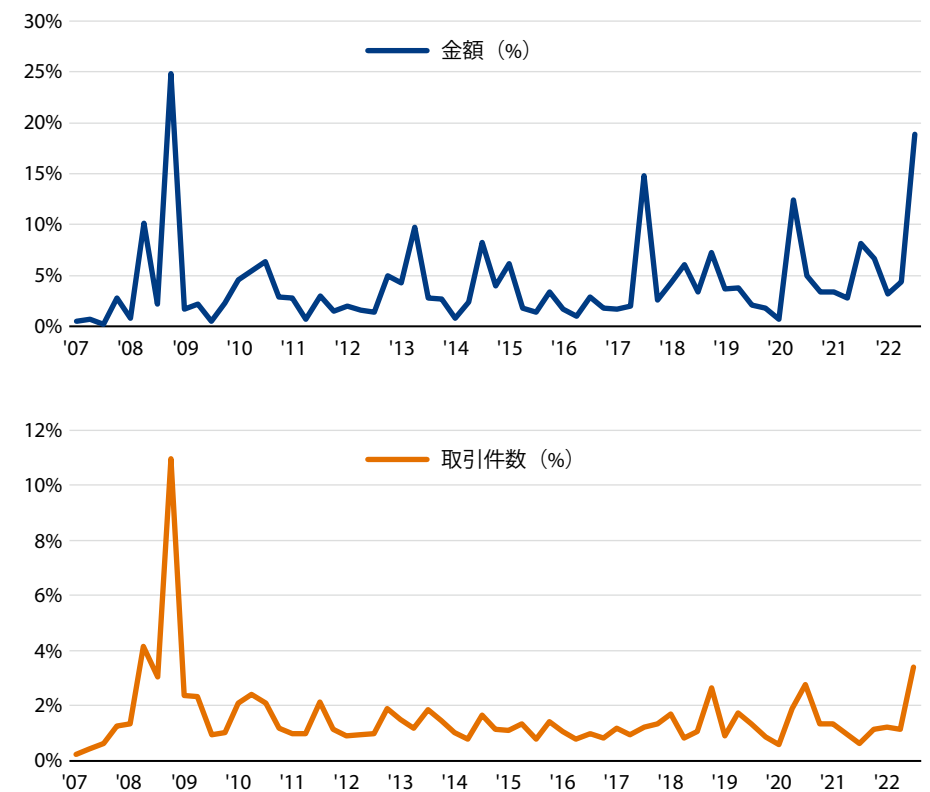
上海のあるファンドマネジャーによると「リスクは不確実性に比例する。現在、不確実性が高まっており、期待される成果の幅もますます広がる中で活動しなければならない。そのため、投資の引き受けにより慎重な姿勢を示し、バッファを増やしている。つまり現時点では、警戒点をこれまでよりやや低く設定しているのである」。

投資家にとって最も懸念される問題（図表1-3参照）については、予想通り、利率がトップとなった。利率が引き上げられたことにより、現在の価格水準では取引の資金調達に支障が生じているからだ。昨年のアンケート調査では利率は下から3番目であった。このことは、利上げに対する懸念が急速に高まったのみならず、さらに重要なことには、そうした懸念が市場を不意打ちしたことを示している。こうしたことから、多くの投資家は取引の引き受けを再検討し、目まぐるしく変化する投資環境の中で、想定した数字がまだ成立するか確認を進めている。

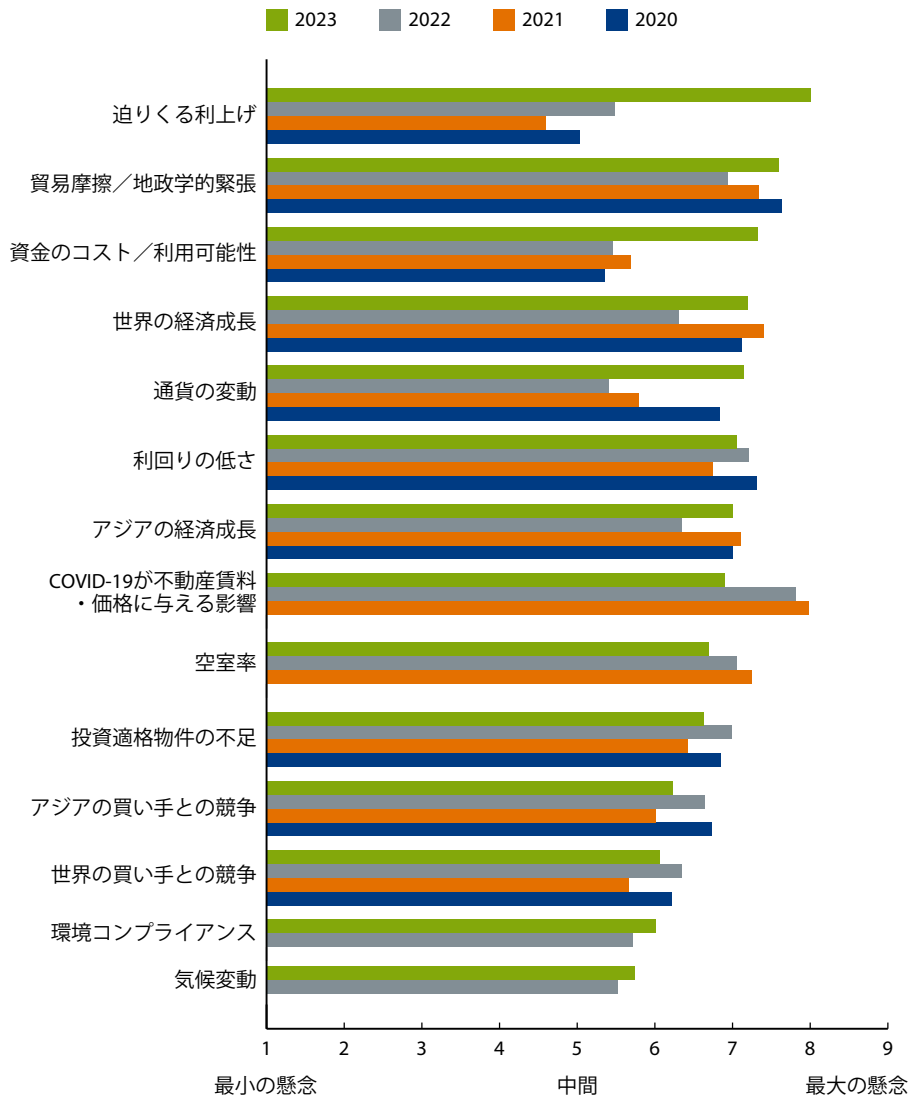
図表1-2 不動産会社の収益性の推移



図表1-3 総取引高と取引件数に対する中止案件の割合



図表1-4 不動産投資家にとって最も懸念される問題



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

## キャップレートの方向性

10年以上にわたり大量の流動性が供給され、超低金利環境が続いた結果、アジア太平洋地域のキャップレートは、欧米市場で一般的に見られる水準にまで低下した。だが、世界的にベースレートが急上昇しているため、アジア太平洋地域で最近成約した案件の多くで、利回りが資金コストを下回るまでに低下している。そのため理屈としては、買い手がデットコストに対して十分なスプレッドを保つには、キャップレートが上昇しなければならない。

このことはすでに米国と欧州で着実に進んでいる。しかしアジア太平洋地域では、キャップレートは今のところ一部の市場や資産クラスでごく僅かな動きが見られるにすぎない。

- **オーストラリア**では2022年に利率が急上昇し、オーストラリア準備銀行(RBA)のキャッシュレート(政策金利)は11月に2.85%に達した。9年ぶりの高水準である。これを受けて投資家心

図表 1-5 アジア太平洋地域のAグレードオフィスビルの標準キャップレート

	2022年3月	2022年9月
1 シドニー	4.00-5.00	4.50-5.75
2 メルボルン	4.00-5.00	4.50-5.75
3 オークランド	4.50-6.00	5.00-6.25
4 北京	3.50-4.75	3.75-4.75
5 上海	3.50-4.75	3.75-5.00
6 広州	4.00-5.00	4.00-5.25
7 深圳	4.00-5.00	4.00-5.25
8 香港	2.30-3.50	2.30-4.00
9 台北	2.00-2.60	2.00-2.70
10 東京	2.50-3.50	2.50-3.50
11 大阪	3.20-4.00	3.20-4.00
12 ソウル	3.20-4.00	3.50-4.50
13 シンガポール	3.10-3.50	3.10-3.75
14 グルガオン	6.50-8.00	6.50-8.00
15 ムンバイ	8.00-8.50	8.00-8.50
16 バンガロール	7.50-8.50	8.00-8.50

出所：CBRE リサーチ  
注：9月26日～10月12日に実施した調査による

理は明らかに下向きに転じたものの、キャップレートの動きは鈍い(図表1-5参照)。取引が低迷し価格の着地点がなかなか見つからないことが主な原因である。あるファンドマネジャーは「キャップレートが動くと思っていたが、まだ動きは見られない。特にメルボルンでコア資産の取引がいくつかあったものの、想定されたほどの価格の低下は起きなかった。そのため、オフィスビルの取引はほとんど手掛けていない。今のところ、ハードルが高すぎる案件と位置付けている」と述べた。

- **中国**では、資本勘定が閉鎖的であるため世界のベースレートに直接連動することではなく、政府がコロナ禍対策として欧米のように量的緩和を展開することはなかった。

その結果、当局には減速する中国経済を刺激するために利下げを行う余地が残されており、また需要が弱含みでインフレが抑えられていることから、キャップレートに対する圧力は上方ではなく下方となっている。にもかかわらず、オフィスビルの供給過剰と目下の景気後退が重なった影響は大きく、不動産利回りは依然として上昇している。ある投資家は「オフィス利回りは上昇したとはいえ、投資家が期待す

る水準には達していない。スプレッドはプラスになっているものの、賃料の底堅さはない。それに、景気の下降圧力が強まっているため、投資家が長期的な利益を求めて参入してくるのはまだ先になるだろう」とコメントした。

加えて、中国ではストレス資産やディストレス資産が増えており、その価格は外国人投資家の期待値には至っていない。ただ、この状況が変化する兆しが見うけられる。

- 一方、**日本**では当局が頑なに金融緩和を継続しており、その信念を変える様子はほとんど見られない。そのため東京のキャップレートは動かさず、中にはさらに低下が続いているケースもある。

この3市場の状況は、ベースレートとキャップレートの動きが場所によって大きく異なることを示すとともに、不動産所有者は焦って損切りするには至っておらず、買い手も売り手も手詰まりの状況にあることを表している。

これには、すでに指摘されているもの以外にもさまざまな理由がある。まず、投資家は現在の状況が価格にどのような影響を及ぼすのか見極めようと静観していることが挙げられる。次に、アジア太平洋市場に投資先を求める機関投資家の未配分の資金が大量に存在するため、まだ売り手市場であるとの印象を強めている。

さらに、エグジットにおけるキャップレートや賃料の上昇を非現実的な低水準で想定して資産を取得した所有者は、損失を出すことを嫌っているからである。その例として、インタビュー回答者から、最近行われたオーストラリアの物流施設と東京のマルチファミリー住宅（複数世帯住宅）の取引が挙げられた。いずれも低キャップレートの取引である。特に、価格的に厳しい案件でリターンを上げるべくレバレッジを高めた投資家は、想定していた賃料の上昇が実現しなかった場合、問題に直面するかもしれない。

日本のあるファンドマネジャーからは別の問題が指摘された。「大手投資家の多くは利上げが行われている国の投資家だ。そのためある時点で、アジアでレバレッジを効かせてリスクを取る投資と、自国通貨でレバレッジをかけずにリスクフリーで行える投資との間に乖離が生じるだろう。中央銀行が0.75%あるいは1%ずつ利上げを行う

中、その時点は近づいているのではないと思う。だが、まだそこに至ってはいない」。

現在の投資の停滞がいつまで続くかは予想が難しい。オーストラリアに拠点を置くある投資家は「クリスマスが過ぎれば投資家心理が変わるのではないかと期待している。それほど早くはいかないかもしれないが。ただし、投資家心理が回復する前に確実性をもっと高まる必要がある。インフレ率が下がり、失業率が上がり、不動産価格が下がれば、銀行も『よし、この機会に融資を行う』となると思う」と語った。

インタビュー回答者からは、キャップレートのさらなる低下が避けられないと見られる市場としてオーストラリアと韓国が挙げられた。いずれも近年、アジア太平洋地域でキャップレートが最も低下した国であり、しかも現在大幅な利上げが実施されているからだ。

## ディフェンシブ資産に避難

災厄の兆しの訪れに、投資家は戦略を練り直し始めている。インフレの加速、利率の上昇、そして世界的景気後退が組み合わさるといってこれまでになかった状況において、より耐久力のあるディフェンシブな資産を選ぼうとしているのだ。

実際には、いくつかの機能を合わせ持った資産への移行である。そうした機能には、賃料スライド制、賃貸期間の短縮（これにより賃料の増額改定が容易になる）、確実な経常的収入などがある。また、賃借人の事業コスト全体において賃料の占める割合が比較的小さい資産クラスも好まれている。

その一つが、「ベッドスペース」（居住・宿泊用）不動産と呼ばれるグループであり、以下のサブタイプで構成される。

- **マルチファミリー住宅**。アジア太平洋地域のマルチファミリー住宅はキャップレートが不快に感じるくらい低いことが多いものの、ビルド・トゥ・レント物件は入居者層が多様であり（そのためテナントの契約不更新というリスクを軽減可能）、賃貸期間が2〜3年と短いため、賃料の定期的な増額が可能だ。こうした物件は、利上げにより住宅購入を断念した居住者にも人気が高まりそうだ。日本はこれまでアジア太平洋地域で唯一のマルチファミリー住宅市場であっ

た。しかし投資家が特にオーストラリアや中国といった未開拓市場に目を向けるようになり、この状況は変化しつつある（図表1-5参照）。シンガポールのあるデベロッパーによると「マルチファミリー住宅のキャップレートは上昇すると思う。ただ、商業施設やオフィスビルほどではないだろう。それは何よりも、需要があるのに供給が少ないためだ。だが、キャップレートの上昇はインフレに対するヘッジにもなる。インフレヘッジとなる資産クラスに投資を考えるなら、何と言っても住宅資産だろう」。

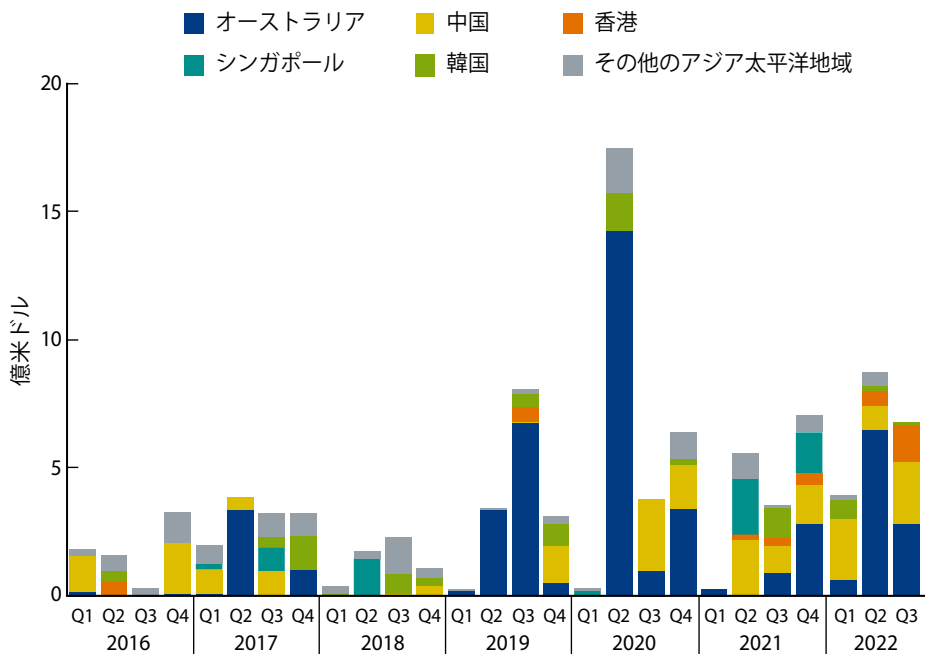
- **ホテル**。ホテルの各部屋は、賃貸期間という意味では最短（基本的に「日貸し」）であるため、やはりインフレに伴い宿泊料の引き上げが行いやすい。現在、投資家はハイエンドのホテルよりも2つ星や3つ星のホテルに着目している。ハイエンドのホテルは投入コストが高額である上にインフレ圧力を受けやすく、またビジネス出張市場の先行きが不透明であることがその理由だ。

また、ホテル部門ではようやくストレス物件が市場に大量に出回り始めている。あるファンドマネジャーによると「ホテルに目を向ければ、多くの所有者や運営業者が恐ろしいほどの苦境に立たされており、ギブアップ寸前である。彼らはこのまま血を流し続けるわけにはいかず、資産を処分しようとしており、そのためかなり良い物件が静かに売りに出されている」という。かねてより、日本はそうした取引の有力候補に挙げられてきた。

また、資金を求めて多くのストレス物件やディストレス物件が市場に出回り始めたまさにその時、観光部門の回復に伴って客室需要も急増し始めている。投資家の中には、不採算ホテルを住宅施設に転用する取り組みに注目している者もいる。

- **高齢者住宅**。従来、アジア太平洋地域で高齢者住宅が機関投資家の本格的な投資対象となっている市場は日本だけであった。だがMSCIによると、最近になって対オーストラリア投資が勢いを増し、今では高齢者住宅部門ではこの地域で最大の市場となっている。2022年の年初から9月までにアジア太平洋地域で行われた取引は20億米ドルに達し、この期間としては過去最高となった。しかも、ニュージーランド、中国、香港、シンガポール、韓国などさま

図表1-6 アジア太平洋地域（日本除く）におけるマルチファミリー住宅投資額



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

ざまな市場で行われており、長らく難しいとされてきた高齢者住宅部門がようやく勢いを得つつあるようだ。これには新しい運営モデルの登場を反映している面もある。オーストラリアでは、住宅所有者が住宅を所有したまま地域の運営事業者に土地を賃貸する「ランドリースコミュニティ」の人気が高まりつつあり、また東南アジアでは、早期退職者向け施設に医療施設を併設し、運営収入と長期的な不動産賃借権を組み合わせたモデルも出現しつつある。

- 学生寮。**学生寮も安全な資産クラスとみなされている。これは大学の入学者数が景気循環に左右されることが比較的少なく、また学生は「囚われの聴衆」という面があるためだ。現時点では、オーストラリアが引き続きアジア太平洋地域で唯一の機関投資家向け市場となっている。この部門はコロナ禍による2021年の渡航制限（特に中国本土からの学生約20万人が影響を受けた）により大きな打撃を受けたが、大学の再開により高額な学生寮取引もいくらか行われた。MSCIによると、2022年上半期の取引高は前年の通期実績を上回った。とはいえ、学生寮部門で経験の長いある投資家によると、オーストラリア市場はすでにかなり成熟し

ており、他の市場も規模が足りず制約があることから、この部門がアジア太平洋地域で大きく拡大する可能性は限られているようだ。

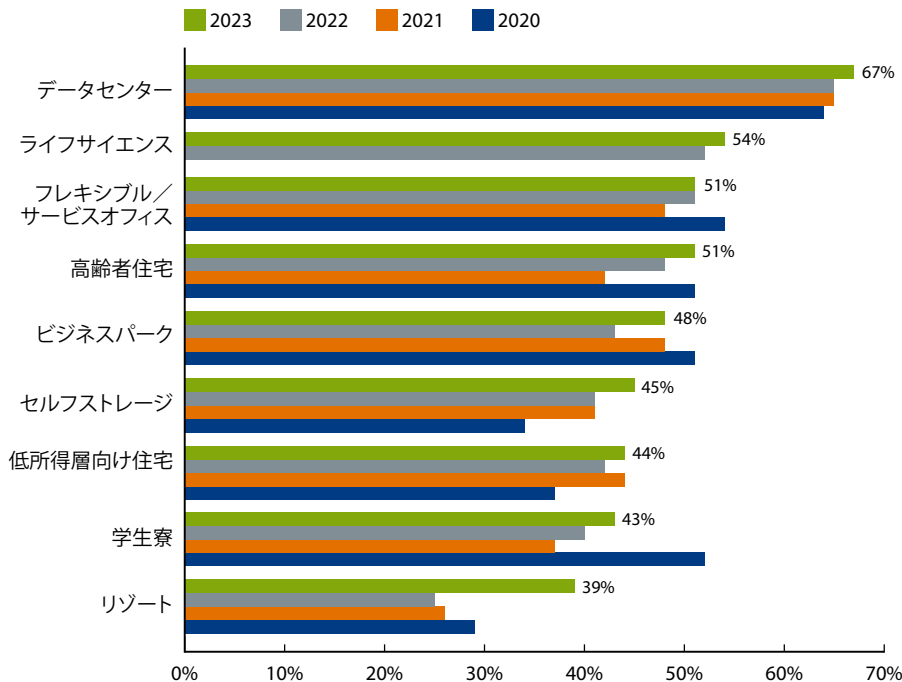
**物流施設**も景気後退に強い資産と考えられている。需要が急増する環境下で構造的な供給不足が続いているため、少なくとも好位置にある物件は高い稼働率を確保していることが多い。あるファンドマネジャーは「物件価格が上がっているため、利益を得るのが難しくなっている。それでもファンダメンタルズは相変わらず良好だ。他の部門ではそれが望めないところもある。そのため、キャップレートが気になるかもしれないが、収益についてはそれほど心配はいらない」と述べた。さらに物流施設の賃貸では、スライド式（物価指数に連動させて決める方式）により毎年賃料が引き上げられることが多く、それによりキャッシュフローの中で物価上昇分を吸収することが可能だ。

また、物流施設の賃料がテナントの総コストに占める割合が低い（通常2～5%）ことも、信頼感を高める要因となっている。総コストに占める輸送の割合は約50%のため、経費節約を図ろうとするテナントは倉庫費用よりも輸送費用の削減に取り組む可能性が高いからだ。

ビルド・トゥ・スーツ型の物流施設も、経常的収入を確保しやすいことからディフェンシブな資産と受け止められている。テナントが物件の仕様について具体的に要求するため、所有者はテナントが最低期間（おそらく10年以上）賃貸を続けるという条件（縛り）がなければ契約しない。それゆえ信頼性が高く、言わば年金のような性格の資産となっているからだ。また、自動化（オートメーション化）を進めることで、経常的収入をさらに確実にすることができる。ある物流投資家によると、自動化は可能であればテナントの負担により設備の一部として設置するのがよいという。そうした自動化は、例えば温度管理をはじめ通常ではなかなか見られない特殊な機能をフィルターキーで備えることが可能だ。この投資家は続けてテナントが負担すれば、その設備の償却もテナントが行うため、収入の経常性が直ちに高まる。だから、自動化や温度管理など、すべてが経常的収入につながるのだ」と述べた。

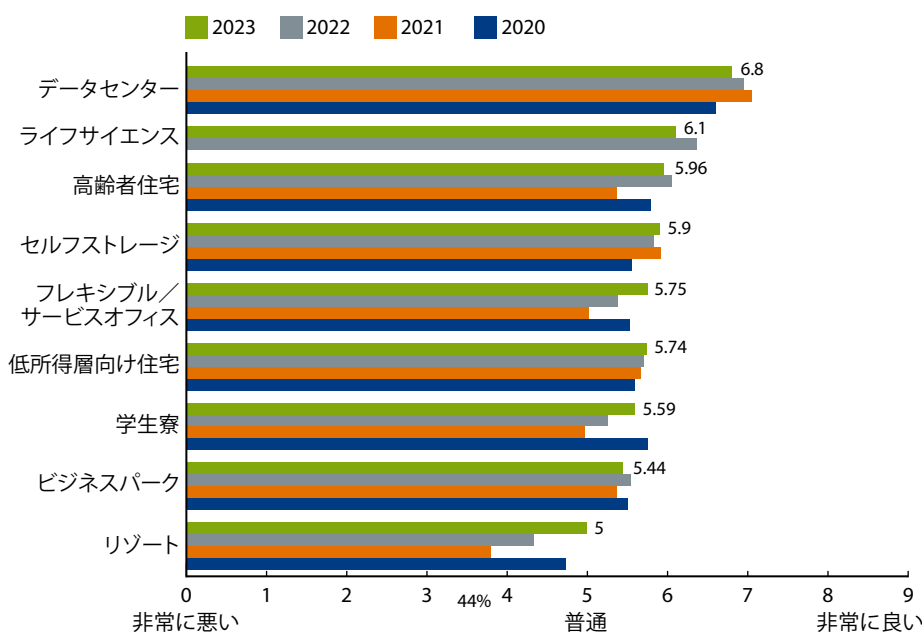
とはいえ、最近になって意見が二極化している。片や需要が急増したことで物流施設のキャップレートがある程度低下し（オーストラリアでは3.5%を下回る）、利率が上がりが資産価格がサイクルのピークにある中で、イールドスプレッドがマイナス

図表1-7 投資家が注力している（または注力を予定している）ニッチ部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表1-8 ニッチ不動産のタイプ別見通し



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

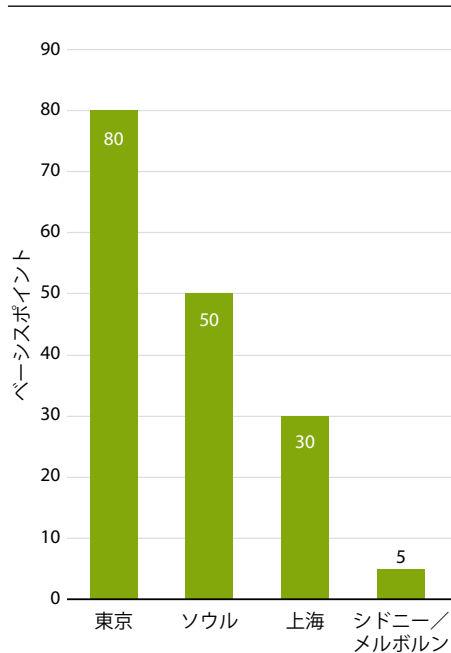
になる恐れがあると主張する。片や供給が極めて逼迫しているため賃料が上昇し、それによりこのリスクが大幅に相殺されると反論する（詳細はChapter 3参照）。

オーストラリアを拠点とするあるファンドマネジャーによると、物流施設のキャップレートの低下を回避する一つの方法は、競争が極度に激しい高級施設を避け、利回りが5～6%ほどのミドルクラスの物件を取得することだという。通常、キャップレートの差がこれだけ大きくなると、そうした物件に伴うリスクを上回って、デットコストに対するスプレッドが大きくなり、より高額な施設と同じような賃料の上昇が期待できる。その結果、このマネジャーは「市場のトップエンドではないにせよ、魅力的な機会がまだ存在する」と指摘する。

また、ニューエコノミー関連のサブセクター資産もディフェンシブな投資対象と考えられる。その主たる理由は、社会の大きな潮流によって需要が急速に高まっていることだ。こうしたサブセクター資産には、次のようなものがある。

- データセンター**。この部門は二酸化炭素の排出量が多く、また開発コストに対するインフレの影響が大きいため、いくらか逆風にさらされている。だが、リモートワークの普及や5Gの広がりなどさまざまな長期トレンドを背景にデータ利用が拡大しており、データ容量に対する需要は膨大なものとなっている。データセンターは投資の回収期間が短く、また資本集約的であるため、テナントの入替が少なく経常的収入を確保しやすいことから、やはり信頼性が高く年金のような性格の資産となっている。

図表1-9 アジア太平洋地域のコールドストレージと一般倉庫のイールドスプレッド (2021年第4四半期)



出所：ジョーンズラングラサール

運用ノウハウのハードルが高だけでなく、テナント候補が限られ、最適な立地が不足し、作業の中身によって設計条件の要求度が厳しくなるなど、さまざまな参入障壁が存在する。とはいえ、ライフサイエンス施設の賃料は高く、特にビルド・トゥ・スツツで建設された施設は経常的収入を確保しやすい。

ある投資家は、最近の規制の変更により、中国の研究所で行われた研究を米食品医薬品局 (FDA) が承認することが禁止 (あるいは少なくとも複雑化) されたと指摘する。その結果、国際的なプロジェクトがインドに移転する可能性が高い。インドではBPO (ビジネス・プロセス・アウトソーシング) 業界が世界のテクノロジー産業に対応しており、それと同様に、多国籍製薬会社から委託された業務を行うことになるだろう。現在、インドでは巨大な施設がいくつも建設中であり、そのコストの優位性から、欧米の高コストの研究所から大量の基礎研究業務が流入すると思われる。

この分野で活動するある投資家は別の課題を挙げる。つまり、韓国、日本、シンガポールなどアジ

ア太平洋地域の他のライフサイエンスクラスターがそれぞれの政府から土地や施設の補助金という形で直接支援を受けていることだ。そのため、プライベートエクイティ投資家が参入する機会が大きく減少している。

- **セルフストレージ**。この部門も、インフレ傾向に合わせて賃料を改定しやすいという特徴がある。住宅のダウンサイジングによりエンドユーザーの需要が回復すると見られ、また外国人投資家が欧米での成功事例を再現しようとアジア太平洋地域で活発に動いていることも知られている。

こうしたニューエコノミー関連案件への移行は、新規資金調達最新のデータからも確認できる。調査会社のブレキンによると、アジア太平洋地域の投資ファンドは同地域でのオポチュニスティック投資向けに、2022年の年初から10月までの間に計約160億米ドルを調達した。これは2021年通年の調達額の3倍を上回り、2022年に他のすべての資産クラス向けに調達された額を凌ぐ (図表1-9参照)。

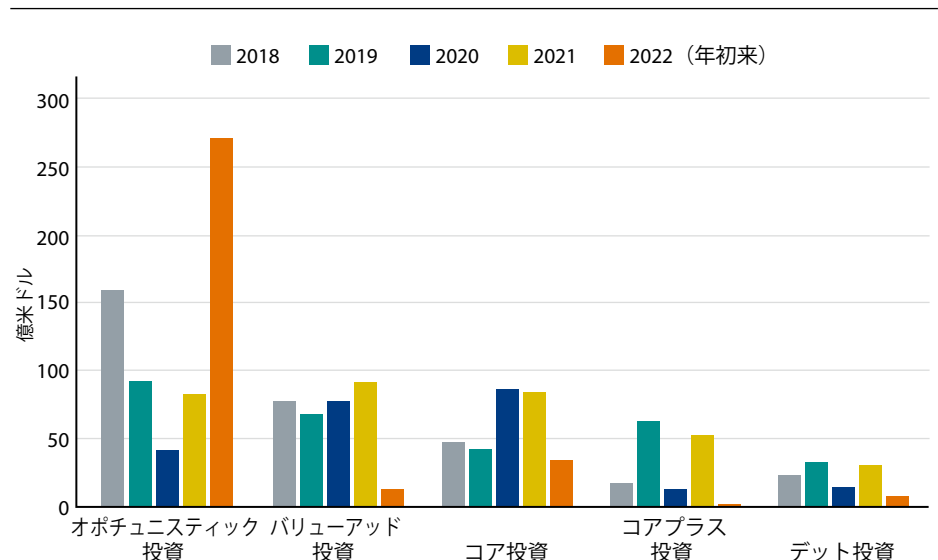
• **コールドストレージ (冷凍・冷蔵保管) 施設。**

現在、アジア太平洋地域におけるコールドストレージ施設の設置状況は、引き続きeコマースによる購入需要を大きく下回っている。また、コールドストレージ施設に保管される物品 (主に食料品などの生活必需品や医薬品) は景気循環に左右されず、また加重平均賃貸期間 (WALEs) が長く、空室率が低く、賃料エスカレーション条項が一般的に採用されているなど、極めてディフェンシブな資産クラスの要因を数多く備えている。

• **ライフサイエンス施設。**

数年前のデータセンターと同様、ライフサイエンス施設は現在の不動産市場で「寵児」と目されており、コロナ禍やアジア太平洋地域における高齢化の進展による医療問題への関心の高まりという追い風を受けてきた。とはいえ、この部門がデータセンターのような持久力を持つかどうかには疑問が残る。ある投資家は「恒久的というよりも周期的な機会だと思う。それに、規模の差や規模の変化が大きすぎると思う」と指摘する。

図表1-10 アジア太平洋地域における資金調達 (戦略別) (2018年~2022年年初来)



出所：ブレキン (2022年9月時点)

## オーストラリア： 重要テーマ

オーストラリアは世界の投資家にとって定番の市場であるため、事業用不動産の取引高は2022年を通して堅調に推移した。オーストラリアでは4月の利上げ以降、取引は減少した（2022年1月～9月で取引量は前年同期比7%減）ものの、取引高全体では過去の水準と同程度で推移している。キャップレートと物件価格は軟化し始めたものの、オーストラリアはこれまで利率の圧力に比較的強いことを証明してきた。

その説明の一つとして、オーストラリアのコア資産の取得を狙う膨大な資金は、国内の投資家というよりもむしろ海外投資家が担っており、現在ではその比重がかつてないほど大きくなっていることが挙げられる。これにはさまざまな理由がある。

- ・ 利上げと並行してリスクオフ志向が台頭しているものの、グローバルファンドが保有する「ドライパウダー」（投資待機資金）が高水準にあり、プレミアムを払ってでも高品質のコア資産を手に入れたいという意欲は変わらない。
- ・ オーストラリアの公開市場における株価の低迷により分母効果が生じ、国内ファンドによる不動産投資が抑制されている。
- ・ 2022年1月から11月までの間に豪ドルが約12%下落したため、米ドル建てでのオーストラリアの資産の取得は割安になっている。
- ・ キャップレートは低水準にとどまっており、国内投資家の引き受け基準を満たすことができない。これはオーストラリアの資金コストが高いことや、利率の引き上げにより利回りの上昇が求められていることも一因である。

シドニーに拠点を置くあるファンドマネジャーによると「ここ数週間で国内投資家と交わした会話の中で、今後数か月は頭を冷やして静かにしているつもりだとその声が聞かれた。彼らの投資委員会は他の資産クラスで多くの投資を行っているものの、オフショア投資については事情が異なる。アジア太平洋地域に資金を配分する場合も、中国にではなく、オーストラリアが依然と

して投資先の第一候補となっている。そのため、少なくとも今後6か月、大型取引はオフショアの投資家を中心となるだろう。今のキャップレートでも、彼らなら相対的に価値を得られるからね」。

特にオフィスビルについて、キャップレートが上昇に向かわない理由として、在宅勤務の進展にもかかわらず、少なくともプライム物件では、CBD（中心業務地区）におけるテナント需要が大きく損なわれることはないとの確信があることも挙げられる。オーストラリア不動産協会がこのほど発表した統計によると、シドニーとメルボルンのオフィス稼働率はそれぞれ52%、41%と低迷している。同国のあるデベロッパの幹部は、この推定値はコロナ禍以前でもオフィスが満室になることはほとんどなかったことなど、各種要因を考慮していないと指摘する。また、最近行われている設計変更や施設のアップグレードにより「質への逃避」、つまり旧式の施設や設備が不十分な施設を避け、設備が向上しサステナビリティの配慮を高めた施設に移行していることも反映していない。

オフィス部門のファンダメンタルズを支えている別の要因として、国内のある大手デベロッパは、テナントが契約更新時にスペースを拡張するようになったことを挙げ、「以前は一人当たり10平方メートルが大体の目安だった。現在、入居者はより広いスペースを求めており、一人当たりの面積を増やそうとしている」と述べた。

さらに、アジア太平洋地域の他の都市とは異なり、オフィススペースが都市郊外に分散する傾向はオーストラリアでは弱い模様だ。シドニーのビルモント、サウス・イブリー、サリーヒルズのようにCBD周辺地区が出現しているものの、こうした地区は真の「ハブアンドスポーク」、つまり通勤圏内の勤労者の便宜を図る施設を整備したというよりも、従来の建物を活用しながら状況に適應するという補完的なものとなっている。

他の市場と同様、オーストラリアにおいてこの数年突出している資産クラスは物流施設である。先進的な倉庫の供給が慢性的に不足する一方で、eコマース需要が急増するという追い風を受

けている。現状では、そうした需要がピークに達しても市場は構造的な供給不足のままであり、CBREによると、既存の物件ストックに対する建設中物件の比率はわずか2%に過ぎない。

投資家の中には、最近行われた取引のキャップレートは3.5%を切っており、利率が上昇する中、これでは持続不可能であると弱気になっているものもある。MSCIによると、オーストラリアのリスクフリーレートと物流施設の利回りのスプレッドは、12か月前には約400bpsであったが、2022年半ばには100bpsを下回るまでに低下した。売り手と買い手のならみ合いにより取引高は前年同期比で大きく減少し、一部の資産ではキャップレートが上昇を始めている。

その一方で、空室率の低下に伴う賃料の上昇（および不動産価格の上昇）により、この傾向が自然に相殺されるとの見方もある。あるファンドマネジャーによると「今年はおそらく賃料が25%の上昇を見せるだろう。買い手がキャップレートの上昇を心配するのであれば、賃料が7%上がるとキャップレートの上昇に対して25ベースポイントの『保護』になると考えればいい。つまり、現在の賃料上昇率によってすでに75ベースポイントが『保護』として組み込まれており、しかも市場では空室率がゼロの状況となっている」という。

こうした見解の相違から、買い手と売り手の mismatchesが生じている。買い手側について見れば、オーストラリアのREITにとって現在の価格は利益の増加をもたらすものではなく、また低キャップレートに神経質なプライベートエクイティ投資家ですら、上質のテナントを惹きつけるのに必要な高水準のインセンティブ（そして改装費用や現金の抛出）を考えると、賃料の上昇が喧伝されているように進むのか確信を持ってない。

一方、不動産所有者にとって売却するインセンティブはほとんどなく、信頼できるエンドユーザーが長期契約で賃貸している場合はなおさらだ。オーストラリアで大規模な物流ポートフォリオを運用している投資家は「現在、市場で行われているのは、優良テナントを安い賃料で掴み、



入居させ、長期契約に調印させ、その上で3年から5年の間に市場の実勢に合わせて賃料を調整するという方法だ。その場合、調整の結果、5年目の賃料はかなり高いものになる。その上で、物件を売却するのだ」と説明する。

資産クラスの中でも、ニッチ部門は2022年に大きな動きを見せた。オーストラリアの学生寮部門は、アジア太平洋地域で唯一、機関投資家の投資対象資産となっている。この部門は2021年に大学の閉鎖や外国人学生の不在により大きな影響を受けた。しかし2022年半ばには、複数の都市にまたがる学生向け住宅タワーのポートフォリオの一部をシンガポールの政府系ファンドに売却する大型案件が完了した。外国人留学生は戻りつつあるが、依然として2019年の水準を70%下回っている。とはいえ、この部門の長期的ファンダメンタルズは良好と考えられている。このほか、メルボルンとパースでも本年中に2件の取引が完了した。また、本報告書の別の個所で述べているように、高齢者住宅の取引も活発に行われている。

一方、オーストラリアの住宅は、長期的な住宅需要を高めると見られる移民の流入が再開されたにもかかわらず、事業用不動産ほどには回復力が見られない。住宅価格は2021年に大きく上昇し、今後もその価格が少なくとも維持されるものと予想されていた。ナショナルオーストラリア銀行の見通しでは、つい最近の2022年4月時点で、主要都市の住宅価格は通年で0.4%の上昇となっていたのだ。だが同行は10月、2023年末には2022年4月のピークから約20%低下すると見通しを修正した。

これほど急に住宅価格の予測を180度見直したのは、ひとえに国内の金融政策の転換による。オーストラリア準備銀行が予想外の金融引き締め（政策金利）を11月初めに2.85%に引上げたのだ。

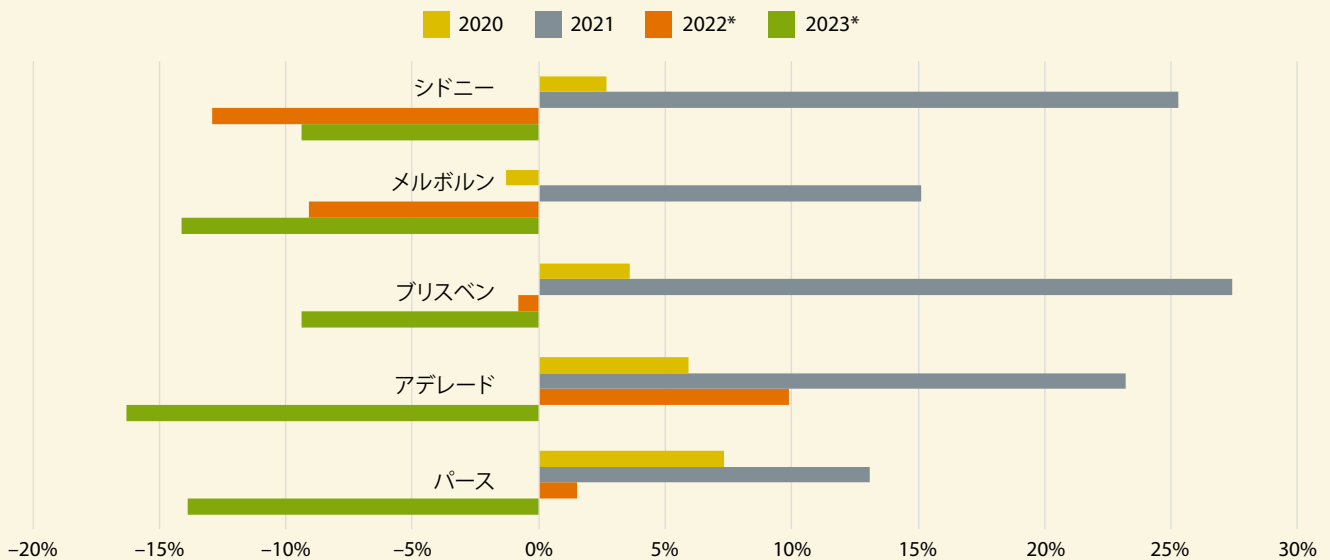
オーストラリアは利率の上昇に特に敏感だ。国際決済銀行によると、同国の家計債務対GDP比は世界第2位の高さであり、変動金利型住宅ローンの割合も高い。そうした国において支払利子の

負担が増えたことが、住宅需要に重くのしかかっている。

同時に、住宅価格の20%もの下落は前代未聞のように思われるものの、2021年に急上昇し、その水準からの下落率であることに留意が必要だ。また、都市や地区によって反転の度合いが著しく異なり、立地条件の劣る郊外ほど落ち込みが大きくなっている。

オーストラリアで勢いを増しつつある流れの一つがマルチファミリー住宅の開発だ。多数の新規プロジェクトが進行中で、その大半が外国資金による直接または間接投資となっている。ただし、オーストラリアでビルド・トゥ・レントの資産クラスが経済的にまたは文化的に実現可能かについては意見が分かれている（詳細はChapter 3参照）。

### オーストラリア主要都市の住宅価格（実績と予測）



出所：コアロジック、NAB グループ・エコノミクス  
\* 予測値

## インフレが開発リスクを高める

近年、投資可能な不動産ストックの少なさに対し投資資金が多すぎる環境下で新規物件を生み出す方法としてビルド・トゥ・コア戦略が広まったが、現在、開発に伴うリスクが大幅に上昇している。その主な原因として、インタビュー回答者からは建設コストに対するインフレ圧力が挙げられ、アンケート調査でも同様の見解が示された（図表1-11参照）。

これには、原材料を米ドル建てで購入する場合、現地通貨の下落に応じて割高になるという側面もある。

あるインタビュー回答者によると、オーストラリアでは2022年の1月から10月までの間に鉄鋼と

木材の価格が約15%上昇したが、その影響は部門によって大きく異なるという。この回答者は「鉄鋼はオフィスビルの建設費の約4%を占めるに過ぎないが、物流倉庫ではおよそ50%に達する。そのため資産クラスによってリスクは異なる」と語った。

シンガポールのあるデベロッパーによると、本国では2022年中に建設コストが「あっさり15%上昇した」が、それは主として資材の高騰によるものだ。

韓国でいくつかのビルド・トゥ・コア事業に関わっているプライベートエクイティ・マネジャーの一人は、「建設コストが大幅に上昇し、もはや事業が成り立たない水準になっている」と指摘した。韓国のコスト上昇は、全体的なインフレ圧力とは別に、労働関連法令や安全衛生規制の変更も原因となっている。

一方、中国の価格圧力は逆方向に向かっており、利下げが行われ、鉄鋼など一部の投入材料のコストは2022年後半に低下している。

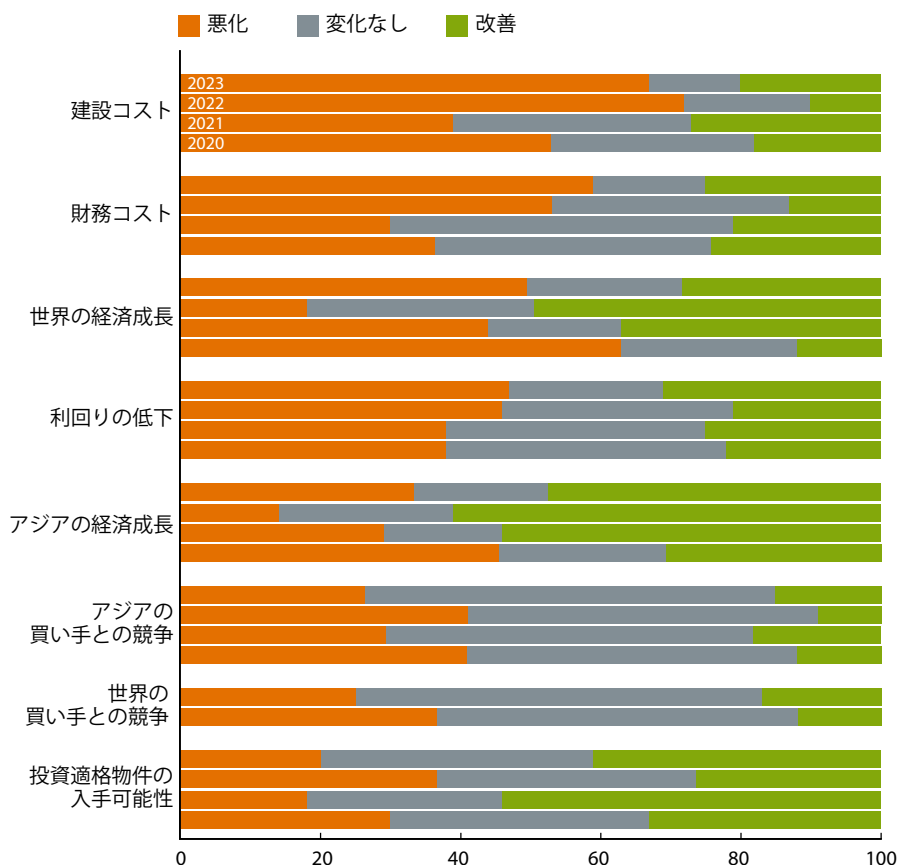
このほかにも、建設プロジェクトはさまざまな問題に見舞われている。

- サプライチェーンの遅延による資材の不足
- 建設資金の調達コストとリスクフリーレートの上昇
- 光熱費（特にエネルギー費用）の増加
- 多くの市場で人手不足により工事の大幅な遅れが発生し、給与の上昇によりコストアップが起きていること。これは、人々の生活が豊かになるにつれて建設業の人气がなくなっていることによる長期的な問題である。香港やシンガポールでは、外国人労働者の流入を防ぐ目的で労働関連法令が強化されたことで、この問題が深刻化している。労働力不足の結果、プレハブ化への移行が進んでいる。すなわち、工場部品を作り、トラックで現場に運び、組み立てるのである。プレハブ技術には長年使われてきたものもあるが、現在は建物のあらゆる部分（バスルームなど）をオフサイトで個々のユニットとして製造するモジュール化の傾向が強まっている。通常、そうしたプレハブ製造は中国やマレーシアなど人件費の安い近隣市場で行われている。モジュール化のコストはまだ比較的高いものの、採用が進むにつれ低下しつつある。

このような実務上の問題とは別に、原材料費や入居者の需要の見通しが立たないことから、一部の投資家はビルド・トゥ・コアの開発を延期または完全に回避している。大規模かつ高額プロジェクトで特にそうした傾向が強い。ある投資家は「開発に3年かかる多層階のオフィスタワーを建設するのに、3年後の市場やキャブレートの状況を見極める必要があるとしたら、売るのは難しい。だが物流施設の開発で、工期が9か月で開発サイクルが12か月から18か月であれば、もう少し見通しが立てやすいだろう。そのため現状として、長期の開発プロジェクトが保留されている」と述べた。

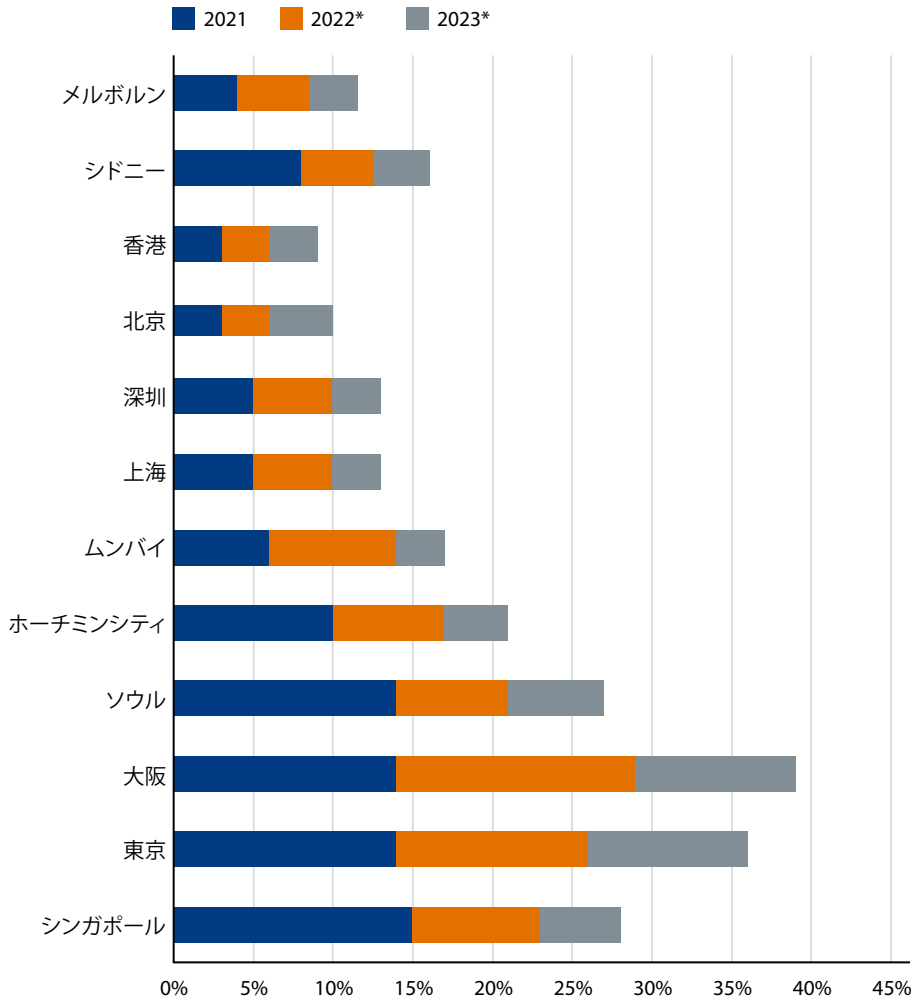
同時に、こうした開発プロジェクトに対する顕著な警戒心は、資金力があり投資や開発パイプライン全体にわたってノウハウを持つ垂直統合型の大手デベロッパーに有利に働いている。

図表1-11 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 2023 アンケート

図表1-12 アジア太平洋地域の都市における建設コストの上昇（実績と予測）



出所：建設市場調査（2022年）ターナー&タウンゼント  
\* 予測値

## 引き受けの変化

投資家が引き受けに当たって利率の上昇とインフレを織り込むようになれば、エグジットにおけるキャップレートの条件を引き上げることは極めて明白だ。あるファンドマネジャーは「不動産とはそういうもので、リスクフリーレート以上の流動性がなければならないのが道理だ」と述べる。

問題は「どの程度引き上げられるか」ということだ。インタビュー回答者たちはこの問題について話すのをためらった。それはおそらく、起こりうる結果の範囲が広すぎるからだろう。ある投資

家は次のように指摘する。アジア太平洋地域の価格のベースラインを設定する役割が外国人投資家から当地域の投資家に移って久しい。アジア太平洋の機関投資家の規模が拡大を続け、また長期保有が好まれることから、価格のフロア（底値）が形成される傾向がある。

だが大まかな目安としては、欧州、さらには米国の市場では一般的にファンダメンタルズの変化への適応が早く、これまでにキャップレートが75～100 ベーシスポイント (bps) ほど上昇して

おり、2023年には150bpsの上昇が予測されている。この数字は市場や資産タイプによって大きな幅があるものの、今後、アジア太平洋市場におけるエグジットのキャップレートがどのような水準となりうるかを示すものだ。

さらに、投資家は可能な限りデットの利用を減らすとともに、運用コストの増加や利率・リスクフリーレートのさらなる上昇といった不測の事態に備えてバッファの確保に努めている。保有期間の延長については、規定を策定することが多い。中国のある投資家は「これまでと同様、3年から5年の保有期間で引き受けを行っている。ただ心理的には、エグジットは簡単ではないというシナリオを描かなければならないだろう。そのため、さらに1年か2年保有して、それでもまずまずのリターンが得られるように準備している」と語った。

やはり、一部の資産クラス、特に需給の動きが分かりやすいニッチ分野の資産クラスは、今後の見通しがより明確であるため、好ましい選択肢といえるだろう。ある投資家の言葉を借りれば「例えば物流施設は引き受けを行いやすいというのは、需給がアンバランスであることや、需給バランスを左右するマクロ動向を考えると、今後の賃料の見通しについて他の部門よりも強く確信を持てるからだ。他の部門では、引き受けはずっと難しい」。

開発案件については、資材を事前に購入しておくケースが増えそうだ。またプロジェクトマネジャーは「バリューエンジニアリング」の手法を採用されるだろう。基本的に、これは設計概要の分析を厳密化しながら、プロジェクト全体の品質を落とすことなく経済性を高める方法を見出す手法である。

従来、建築請負業者の多くは固定価格契約（または最大保証金額契約 [GMP 契約]）によりインフレリスクを取ってきた。これは、ビルド・トゥ・コア戦略がよく行われる日本と韓国で特に顕著だ。理屈としては、GMP 契約はコストを固定化することにより投資家を保護する。だが実際には、投入資材の価格上昇により請負業者が倒産することになれば逆効果となる。その結果、2年ほど前の低インフレ環境下で締結された契約の一部について、現在再交渉が行われている。

一方、新規案件に関する協議では問題が生じている。一部の投資家はすでに土地を購入したも

## 中国：重要テーマ

中国の「ゼロコロナ」政策はコロナ禍の初期段階では封じ込めに有効に機能した。しかし感染力の強い変異株が出現するにつれ、ロックダウンや工場の閉鎖が国内各地に広がった。その結果、工業生産や個人消費が落ち込んだほか、中国製品に対する外国の需要が軟化する中で輸出も低迷している。国際通貨基金 (IMF) によると、中国の国内総生産 (GDP) 成長率は 2021 年の 8.1% から 2022 年には 3.2% に低下すると予測されている。

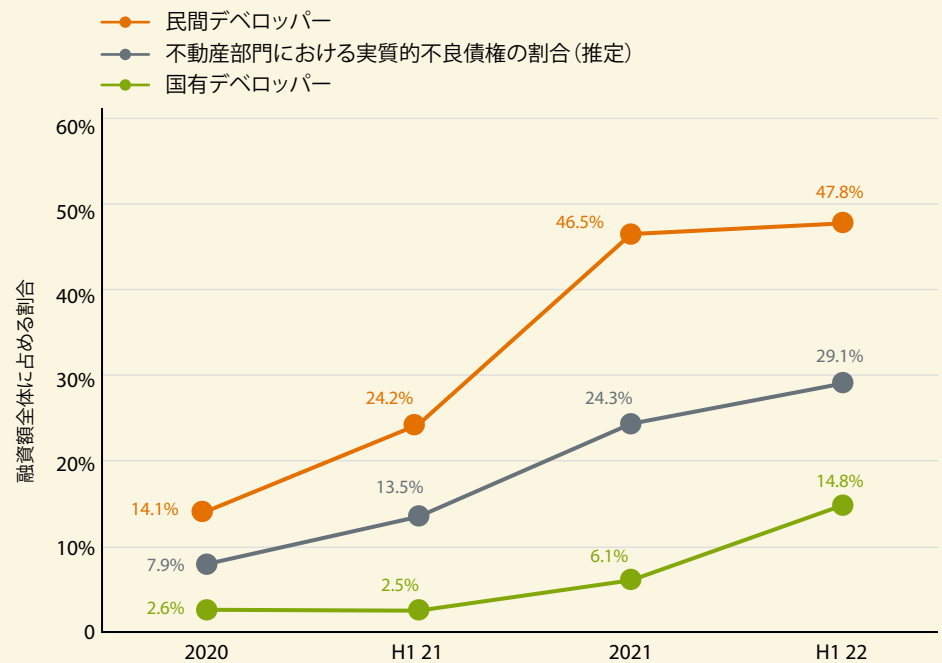
中国の不動産部門は関連産業と合わせて中国经济の約 20% ~ 30% を占めており、コロナ禍によるロックダウンが行われる以前からストレスに見舞われていた。政府が 2020 年 8 月に開始した融資引き締め策（「三条紅線」（三本のレッドライン）と呼ばれる規制）により、2021 年にはすでにデベロッパーの債務不履行が多発していた。2022 年には景気の軟化とともに債務不履行が加速し、過去最高水準に達した。

シティグループの推計によると、中国デベロッパーが抱える不良債権の不動産ローン全体に対する割合は、2021 年末の 24.3% から、今年上半期には 29.1% に増加した。オフショア債券市場ではさらに状況が悪化しており、ブルームバーグによると、2022 年 11 月初めには中国のデベロッパーのドル建て社債の 94% が 1 ドルに対し 70 セント未満というディストレスの水準にある。

現在、政府は締め付けを緩和し、銀行に対しデベロッパー向け融資の拡大を促している。しかし短期的には業界全体が回復する見込みはなさそうだ。問題の一つは、過去 30 年間に中国の不動産市場が急成長した結果、プロシクリカルな（景気循環を増幅させる）資産効果を生み出したことである。資産価格の上昇により、企業や住宅所有者は豊かさを感じ、消費を増やした。消費が増えたことで他の経済主体（土地の売却を行う地方政府など）の所得が押し上げられ、成長と豊かさが加速した。

だが、資産効果は両方向に働く。ひとたびバランスが崩れ、割高であった資産価格の是正が始まると、下降に向かって勢いが加速する。この場合、デベロッパーの資金調達難（予想よりもは

中国の不良債権（2020年～2022年上半期）



出所：ブルームバーグ、シティリサーチによる推計

るかに長く) が 2022 年まで続いたため、住宅販売と住宅価格が大きく低下し、中止されるプロジェクトがさらに増えた結果、2022 年 1 月～8 月におけるデベロッパーの債務不履行額は 250 億米ドルを上回った。また、こうした状況の終わりが見えない。ブルームバーグ・インテリジェンスの推計によると、債務リストラやヘアカット（現在価値の削減）の対象となる恐れのある債務が少なくとも 7,360 億米ドルに上るといふ。

IMF が 2022 年 10 月に公表した「世界経済見通し」では「住宅販売とデベロッパーのストレスの間で負の循環がさらに強まれば、不動産の調整がさらに大きくなり、また長引く恐れがある。（中略）さらに、もし銀行部門が損失を計上すれば、金融におけるマクロな影響が広範囲に波及し、中国の中期的な成長の大きな重しとなる可能性がある」としている。

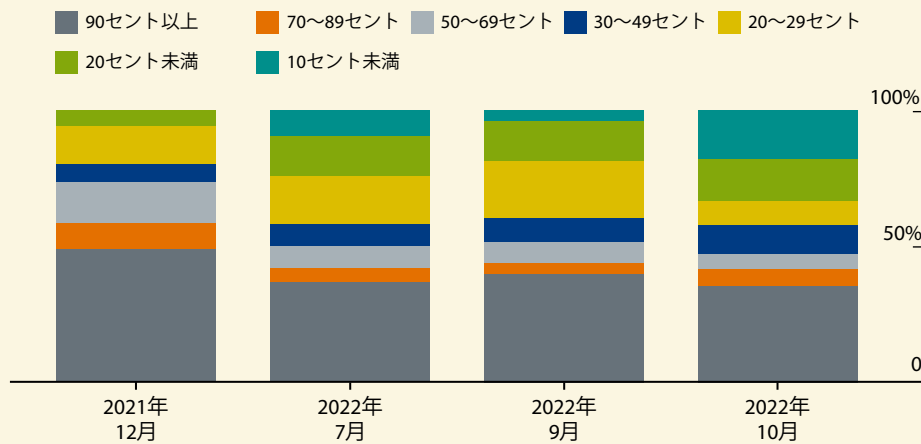
問題が山積するにつれ、事業用不動産の取引高も減少している。MSCI によると 2022 年 1 月～9 月の中国本土および香港における取引高の合計は前年同期比で約 23% 減少した。

実際に中国に拠点を置き、資金投入の指令を受けている外国ファンドは中立的な立場を崩していないものの、他の外国人投資家、特に欧米の投資家は大半が手を引こうとしている。これには開発プロジェクトの低迷が続いているという背景がある。ただそれ以上にプライベートエクイティ投資家は、ゼロコロナ政策が経済や企業経営にマイナスの影響をもたらす可能性を懸念して手を出さないのだという。

中国に拠点を置くある外資系ファンドマネージャーによると「ゼロコロナ政策は不動産の運用にとってハードルが高いことが課題となっている。新たに資産を取得したものの、その物件がその都市が検疫の対象となれば、資産の増強やリースアップの計画を実施するどころかテナント 100 名との賃料減免交渉に巻き込まれるという厄介な状況に陥る」。

また、香港のあるコンサルタントは「率直に言って、今の中国は制約ばかりで難しすぎる。外国の投資家で中国の投資プロジェクトを検討している者など一人もいない。もちろん市場を注視しているものの、役員会や投資委員会

## 中国デベロッパーの米ドル建てハイイールド債（額面からの割引）



出所：ブルームバーグ

からは『今はダメだ』と言われている」と述べた。

だが、欧米系ファンドは当面静観を決め込んでいるとはいえ、中東やアジアの投資家はもっと前向きで、特にシンガポールの投資家は積極的だ。現在、シンガポールはアジア太平洋地域におけるアウトバウンド資金の最大の供給源となっている。シンガポールのある投資家によると「機関投資家の多くは、投資委員会を説得するのが難しいことから、中国に手を出さないのだと思う。だが我々にはそのような問題はなく、利益を得られるかどうかだけが検討課題だ。そして中国にはまだ機会が存在する。特に、中国のデベロッパーに対する締め付けが厳しいことがチャンスとなっている」。

皮肉にも、弱気な外国人投資家が中国を避ける中、中国の見直しにはプラスの要素がたくさんある。利率は上がるどころか下降しているだけでなく、苦境に喘ぎ、資金を得るためにバランスシートの縮小を図るデベロッパーが市場に溢れている。競争が減り、キャップレートは魅力的でイールドスプレッドもプラスであり、中国REITの創設を受けて一部の資産クラスの再評価が行われている。こうした環境にあって、インタビュー回答者の中には、以前には取得が難し

かったものの今では再調達価格に対して大幅にディスカウントされている資産に狙いを定めている者もいる。

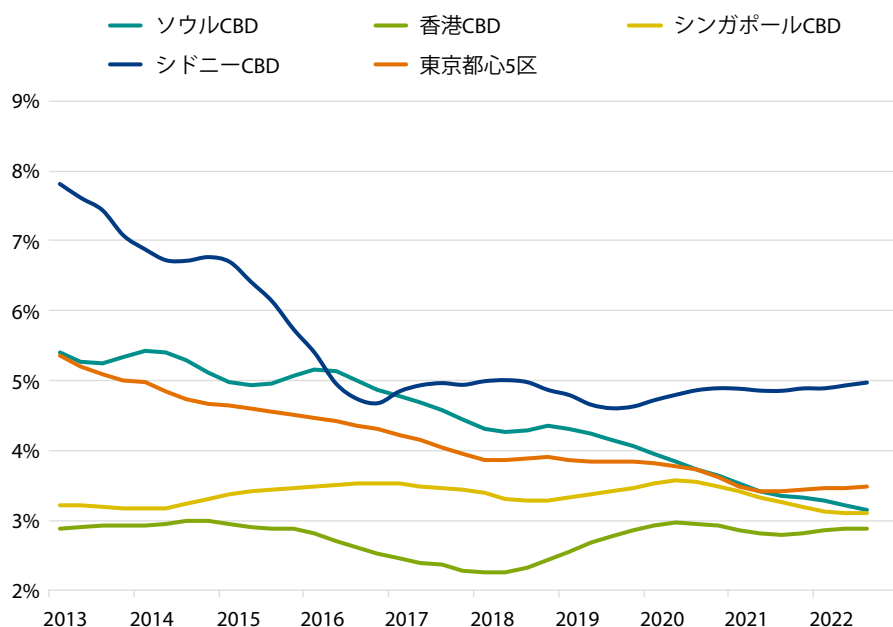
そのような資産として、物流施設（ただしマクロ要因によりリーシングが減速）や一番手市場のマルチファミリー住宅といった成長部門が挙げられる。ある投資家はマルチファミリー住宅について「流動性が高く、テナント需要も旺盛で、長期にわたり強い回復力を持つ優れた資産クラス」と評した。

デット（特にメザニン型のデット）も中国で人気が高まっている。未完成プロジェクトへのつなぎ融資のニーズに着目する、あるいは当面のキャッシュフローの赤字解消を図る投資家にとって、デットは安全性が高いからだ。ディストレス投資の機会はまだ投資家の期待に見合う水準に達していないというのが一般的な見方である。また潜在的な偶発債務の影響を受けかねないとの懸念がある一方、いずれはディストレス資産が市場に出て来るとの確信が強い。中国に拠点を置くあるファンドマネジャーは「価格の低下はまだ不十分との意見もあるが、今こそ探し始める時だと思う。出遅れてしまえば、価格がかなり下がった時に時間が足りなくなる」と指摘した。

一方、商業施設については、コロナ対策による休業の可能性や個人消費の落ち込みが懸念され、大半が蚊帳の外に置かれている。またCBDのオフィスビルは過剰供給の問題（特に上海で深刻）に加え、弱含みの景気によって今後の稼働率に疑問符がつくという問題を抱えている。周辺地区で新たなオフィスクラスターが次々と誕生し分散化の傾向が進んでいることが、CBDにおける過剰供給に拍車をかけており、その吸収にはおそらく数年かかると見られる。

さらに、有力な観測筋によると、国内デベロッパーの低迷が続く中、政府は依然として広範囲にわたる業界再編に注力しているという。ある観測筋は「基本的に、政府は2つの戦略を目論んでいる。一つは、大規模な介入を行い、一部の有力な国有企業の力を借りて、住宅市場を実質的に国有化すること。そしてもう一つは、国有企業や市場のリーダーに対して「6か月間の猶予を与えるので、協力して業界の合理化と整理を行うべし。政府は仲介を行うものの、最終的な解決策を業界に委ねる」と指示することだ。だが、政府の主導であれ仲介であれ、最終的にかなり過激な介入になると思う」と述べた。

図表1-13 アジア太平洋地域の CBD におけるオフィスのキャップレート  
(2022 年第 3 四半期)



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

のインフレにより建設コストが上昇し、引き受けの想定値を大きく超える水準となったため、身動きが取れなくなっている。

ある投資家は「私の予想では、韓国では材料費固定の GMP 契約がなくなっていくだろう。日本でも同様のことが起きていると聞いている。GMP 契約はまだ可能だと思うが、材料価格の上昇に見舞われることになる。このことは韓国と日本におけるビルド・トゥ・コア戦略にとって大きな変化となるだろう」と語った。

## これまでの主流が後退

これまで述べたことから分かるように、現在の高インフレ・景気後退傾向にある環境では、急成長産業に関わる不動産が好まれる。中でも、デジタル・ディスラプション（デジタル技術による破壊的イノベーション）や既存ストックの陳腐化などにより勢いを得ているニッチ資産やサービスが注目を集めることが多い。また、将来のキャッシュフローを保証する資産やインフレ連動型の賃料を設定できる資産と共に、低所得者向住宅も関心を集めている。

総じて、こうした特質は主流の資産クラスにはほとんど（あるいはまったく）見られないものだ。もちろん、これは主流の資産が終わったことを意味するものではないが、取引が劇的に減速した理由の説明にはなるかもしれない。

- オフィスビルについて見ると、MSCIによれば、アジア太平洋地域における 2022 年第 3 四半期の取引高は前年同期比でほぼ半減した。とはいえ、オフィスビルは依然としてアジア太平洋地域で圧倒的に大きな資産クラスであり、無視することはできない。特に、中心業務地区（CBD）プライム物件は常に供給不足であり、アジア太平洋地域のコアファンドが競って資金を投入している。最近では、企業が在宅勤務の従業員を呼び戻すために高品質のビルに移転を進めていることから、関心がさらに高まっている。これに対し、非プライムのオフィスビルについては、現在と将来における資産価値の評価が難しく、関心が薄れている。特に、オフィスビルの資産価値向上プロジェクトへの関心が低下している（ただし基本的には引き続き人気が高い）。

それでも、オフィスビルは今後も「常に魅力的な」資産クラスと見なされる一方、今日の市

場では、たとえプライム資産であってもマイナスの潮流に巻き込まれる可能性がある。まず、買い手はかつてのように価格の競り上げを行おうとはしていない。それと同時に、不動産所有者は資金繰りの悪化などやむを得ない理由がない限り、売却する様子はほとんどない。その結果、双方の考える価格に大きな開きが生じてしまった。過去数年において、そのような価格ギャップはおおむねアップサイドに落ちてきた。しかし現在の環境では、オフィスのキャップレートが上昇して買い手市場が急速に形成されることが予想される。

シンガポールは 2022 年にオフィスビルの取引が活発に行われ、アンケート調査でもアジア太平洋地域で賃料の上昇が見込まれる数少ない市場の一つに挙げられた。それでも見通しは暗くなっている。シンガポールのあるデベロッパーは「利率次第だが、最近のような急速な利上げでは難しいだろう。銀行が固定金利の融資を停止したため、物件の取得資金が不足するかもしれない。買い手は利率をコントロールできず、電気代は上がる一方で、賃料を簡単に上げることもできず、厄介事にキリがない」と語った。

図表1-14 2023年に賃料の上昇が見込まれる都市

	■ 下落	■ 上昇
1 シンガポール		5.81
2 東京		5.12
3 シドニー		5.03
4 ホーチミンシティ	4.94	
5 メルボルン	4.80	
6 大阪	4.58	
7 上海	4.55	
8 ソウル	4.49	
9 香港	4.45	
10 ジャカルタ	4.40	
11 深圳	4.35	
12 ニューデリー	4.16	
13 北京	4.15	
14 広州	4.08	
15 マニラ	3.98	
16 クアラルンプール	3.98	
17 バンコク	3.91	
18 ムンバイ	3.90	
19 台北	3.90	
20 オークランド	3.68	
21 中国の二番手都市	3.55	
22 バンガロール	3.40	

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート  
注：データを9点満点でスコア化

● 商業施設部門も、投資家心理が悪化し資金が他の資産（特に物流施設）に移動していることにより逆風にさらされている。MSCIによると、2022年第3四半期に成約した商業施設の取引件数（パイプライン上のものを含む）は、前年同期から50%超も減少した。だが、この急落は行き過ぎかもしれない。商業施設の低迷の理由は明白であるが、この部門の再評価がほぼ完了した現在、基本的にリスクオフの状態にあり、収益性の高い物件が多数、低価格で取得可能となっている。

まさにこのことから、インタビュー回答者の何人かは商業施設を逆張りの投資対象として捉えている。それは必ずしも、転用による高度利用や体験型機能の追加という面で有望だというわけではない。あるファンドマネジャーが言うように「商業施設のキャップレートを見れば、現在の市場価格は適正でない。10年から15年前には、商業施設は所有可能なトロフィー資産として扱われて、特に大型ショッピング

モールが高く評価されていた。今では、商業施設は忌むべき言葉となっている。これは他部門と比べておそらく売られすぎている」状況を踏まえてのことだ。

## ディストレスはもう諦める？

2020年以來、アジア太平洋市場にディストレス資産が現れることを待ち望んでいた投資家の大半は何も得られず無為に過ごしてきた。その多くはいまや、パンデミックによりディストレス資産が広がるという見通しを疑問視している。間近に迫った景気後退によってより良い機会が得られるかどうかは、おそらく利上げの幅と期間に左右される。

このような投資家心理の低下はアンケート調査結果にも反映されている。ディストレス戦略によって得られるリターンが「大幅に上昇」すると予想した者は昨年が10%、一昨年は17.7%であったのに対し、今回は7%に過ぎなかった（図表1-15参照）。

とはいえ、景気後退によってディストレス資産が出てくる可能性は常にある。低利で高レバレッジを効かせた取引が多かった場合はなおさらだ。最近、このような仕組みの案件が多く、水面上

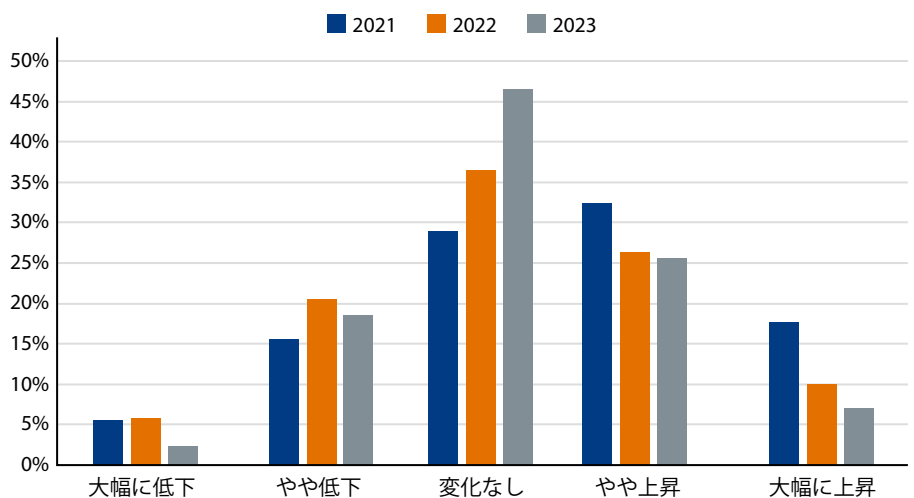
で進行しているため、ある種の強制処分を受けられる可能性があるという話もある。

さらに、インタビュー回答者から、以下のようにさまざまな資産クラスや市場でディストレス資産が登場する可能性が依然としてあると指摘された。

● **ホテル**。期待の高さにもかかわらず、ホテル部門ではこれまでのところ大量のディストレス資産が顕在化するには至っていない。そして旅行が再び持ち直すにつれキャッシュフローが回復し始めており、ディストレスの見直しも後退している。例えばオーストラリアは昨年、ホテル部門のディストレスの可能性が高い主要市場として挙げられた。同国のある回答者によると、国内外で需要が回復しており、現在は「活況を呈している」という。この投資家は「ディストレスどころか、今は部屋を確保することすらできない。少なくとも、これまでのような料金ではとても泊まれない」と述べた。

しかしながら、財務状況の改善に伴い、投資可能な機会も生まれている。その一つが日本で、本報告書16ページの「日本：重要テーマ」で述べたように、数名のインタビュー回答者が割安で取得可能な市場として挙げている。MSCIによると、2022年上半期に24億米ドル

図表1-15 ディストレス投資の目標リターンの推移（2021年～2023年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

## 日本：重要テーマ

2022年にアジア太平洋地域の不動産市場の大半において投資が鈍化した。中央銀行による利上げがその主因だとすれば、日本銀行が続けているイールドカーブコントロールは、日本が今なお外国人投資家の間で非常に人気がある理由の一つと言えるだろう。イールドカーブコントロールにより10年物国債の利回りの上限が0.25ペーシスポイント (bps) に抑えられ、その結果、銀行からの借入利率も低水準にとどまっている。

事業用不動産向けの銀行融資は依然として安価（100bps付近かそれ以下）で自由に利用できるため、日本はアジア太平洋地域で唯一（中国を除く）、外国人投資家がデットコストに対して確実なスプレッド（つまり200～300bps）を享受できる市場となっている。

日本を拠点とするある投資家は「この数週間、日本への投資を考えている外国人投資家と多くのミーティングを行った。プラットフォームを求める者や取引を探している者などさまざまだが、どの機関投資家も日本に目を向けている。こんなことは初めてだ」と語る。

MSCIによると、2022年第1～3四半期における外国人投資家による対日不動産投資額は11%増の81億米ドルに達した。円安がなければ30%を超える伸びとなっていただろう。

このように外国資金が日本に一気に流入したことで、コロナ禍以前によく見られた問題、つまり「投資可能な資産が不足しているところに、過剰な投資資金が集中している」という問題が復活した。その理由の一つは、日本の不動産所有者が世界市場と日本市場におけるボラティリティが解消される（あるいは、少なくともいくらか明確になる）のを待っており、資産を売却するインセンティブがないことである。また、ドル建てで投資しているファンドが資産を売却し、売却代金を本国に送金する場合、現在の円安は不利に働くため、慌てて売却しようとしていないことも一因となっている。

だが、J-REITは現在売り越しの状態にあり、また一部の外国人投資家もファンドの運用期間終了

に伴う資産の売却を検討しているため、市場に回る物件が増えることが予想される。

オフィスビルの賃料は低下しているものの、予想されたように物件価格は高止まりし、CBDのオフィスビルのキャップレートは2.2%前後の低水準にある。ある投資家によると「実際、キャップレートは上昇に転じるどころかさらなる低下が見られる。これは市場のファンダメンタルズよりもむしろ、資金の過剰を反映している」という。

資産クラスの中でもオフィスビルへの投資が復活しており、2022年半ばまでの取引高は前年同期比25%増となっている。従来の働き方から解放された若年勤労者が意外にも在宅勤務に慣れ親しんだ結果、オフィスの空室率は2年続けて上昇傾向にあった。ただそれもピークを過ぎていることを反映している。

東京のある投資家は「在宅勤務が定着した理由は、通勤時間がとても長いからだ。毎日片道1時間半もかけて通勤することに比べれば、在宅勤務は魅力的である。在宅勤務からオフィス通勤に戻ると思っていたので、正直驚いている。色々な企業の話を知ると、どこも従業員をオフィスに戻すのに苦労しているようだ」と語った。

また、在宅勤務が定着した結果、東京都心の企業の中にはオフィススペースを返上する動きが出てきている。これは従業員がフレキシブルに働くようになれば必要なスペースが減ることや、従業員の居住地に近い郊外にサテライトオフィスを借りる企業が増えていることなどが原因だ。例えば、あるインタビュー回答者によると、銀行は日本各地に散在する支店網を活用し、従業員の居住地に近い場所でのバックオフィスにしているという。

ホテル部門についても、外国人投資家と国内投資家が活発に動いている。日本のホテルはコロナ禍によって大きな打撃を受け、とりわけ、東京オリンピックを見据えた過剰建設によって供給過剰を招く中、外国人観光客の来日がほとんどなかったことが響いた。

最近になって外国人観光客の受け入れが再開され、また急激な円安が重なったことにより新たな訪日客が殺到し、ホテルの所有者はようやく安

堵している。また、取引の停滞も打開されたようで、2022年第3四半期には10億米ドル超の取引が行われた。特に3つ星と4つ星ホテルが対象となり、その多くがディストレス資産だった。

その理由の一つは、3年も苦難が続いたことから来る疲労感である。さらに、利率の上昇により低稼働物件の債務負担が増大し、余計な負荷がかかっていることも一因だ。

あるファンドマネジャーは「ホテルは売却が必要になってくる。問題はどの程度の価格になるかだ。現時点では売り値と買い値の開きがまだかなり大きい。多くの投資家がストレス資産やディストレス資産を探している一方、特に外国人観光客の受け入れ再開以降、売り手は80%の稼働率を見越している。そこで、このギャップを埋める必要がある。とはいえ、ホテル事業に詳しい投資家がオペレーターを引き込むことができれば、そして運営プラットフォームを確保してスケールメリットを得られるのであればなおさら、魅力的な投資になると思う」と語った。

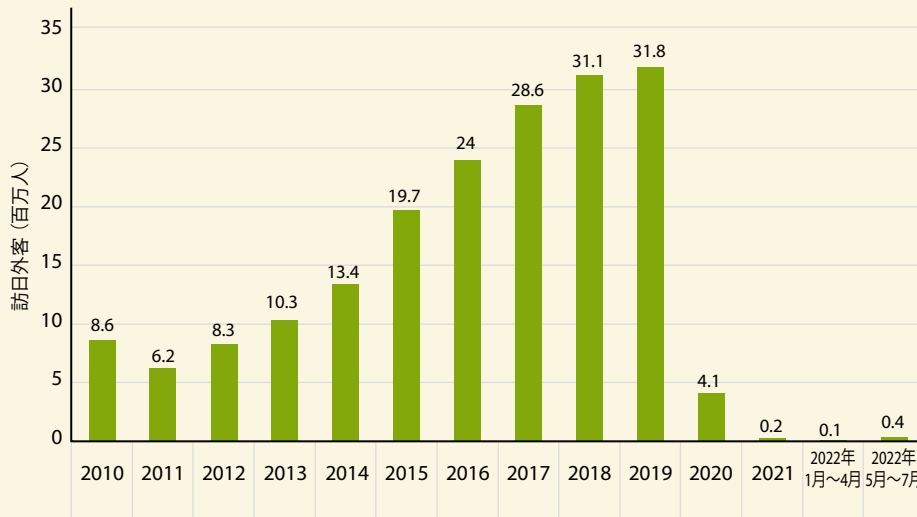
日本の住宅部門については、外国の機関投資家が引き続き強い需要を示しており、現在、J-REITに買い勝ちしている。アジア太平洋地域で唯一の成熟したマルチファミリー住宅市場である日本はここ数年、機関投資家を惹きつけてやまない。彼らは利回りの低下も厭わず、レバレッジを利かせ、賃料の伸びによりキャップレートのさらなる低下を乗り越えられると期待して取引に臨んでいる。

また、マクロリスクが高まる中、投資家はディフェンシブな資産クラスとしてマルチファミリー住宅に惹きつけられている。この部門に取り組んでいるある機関投資家は「マルチファミリー住宅は賃貸期間が比較的短く、個々のテナントも小規模であることから、1件か2件の退去があったところで騒ぎ立てるほどのことでもない。一方、大規模オフィスビルで大手テナントが1社か2社しか入っていない場合、1社が退去すればキャッシュフローに大きな影響が出る」と指摘する。

また、マルチファミリー住宅に有利に働くもう一つの要因として、建築コストの高騰により分譲物件が手の届かない価格となり、賃貸住宅の魅力が高まっていることが挙げられる。



## 訪日外国人旅行者数の推移（2010年～2022年7月）



出所：日本政府観光局

大規模なマルチファミリー住宅ポートフォリオの多くはかなり前に買い占められた。そのため、機関投資家が必要とする規模のプロジェクトを見つけることは難しくなっている。その結果、オポチュニスティックファンドが台頭し、複数の小規模プロジェクトを1つのパッケージにまとめたり、国内デベロッパーとの取引によりフォワードコミットメントによる取得を行うなどのケースが見られている。この動きは外国のコアファンドにも広がる可能性がある。資金力のある大手機関投資家は、いったん全額エクイティで取得することを提

案し、クローリング後にリファイナンスを行う方法を取ることが多くなるだろう。

マルチファミリー住宅は資産クラスとして根強い人気があるものの、投資家の中には懐疑的な見方をする者もいる。東京への純移動はこれまでプラスで、旺盛な住宅需要を支えてきた。ところが、上述のように若年勤労者が在宅勤務にシフトしたことがおそらく原因となり、初めて純減に転じたためだ。

その上、東京のマルチファミリー住宅のキャップレートは低下しており（現在3.00～3.25%）、特に利率が上昇した場合にやや不安定と考えられている。引き受けの前提条件が少し変わっただけでイーールドスプレッドは容易にマイナスに転じかねない。レバレッジが高い場合はなおさらで、しかもそうした案件が多いのが実情だ。そのためリスクは小さいとはいえない（マルチファミリー住宅の詳細についてはChapter 3を参照）。

超のホテルが再開発目的（主として住宅に転用）で取得された。これはアジア太平洋地域におけるホテル投資全体の4分の1を占める。

また、タイを拠点とするホテル投資家によると、機関投資家がキャップレートの懸念から物流施設などを離れ、再びホテルに関心を示しているという。「彼らは普通なら市場に出回らないような物件を買おうとしている。良質な資産でまずまず割安といえるが、ディストレスほどの安さではない。債券を買うこともできないため、良質な物件を買ってリポジショニングを行い、きれいにして、リターンを高めてから売却しようと考えているのだ」。

- **中国**。「三条紅線」（三本のレッドライン）と呼ばれる政府の流動性抑制策（現在3年目）により、デベロッパーの債券のデフォルトが人民元建て・外貨建て共に加速している。そのため、今や開発部門全体にわたリストレスやディストレスが広がっているのだ。

にもかかわらず、外国人投資家にとっての機会はまたもや期待を下回る結果となった。あるファンドマネジャーは「投資家は機会があると期待するだろうし、実際にいくらかはあると思う。ただ、買い手と売り手の間には常に買い値と売り値の開きがあるようだ。中国ではまだ強気の売り手が多い模様で、報道されて

いる内容から考えると、期待するほど機会は多くないのではないかと語る。

それでも、目立ったディストレス取引がすでいくつか行われており、今後もさらに行われる見込みだ。典型的なケースとして、未完成の大衆向けマルチファミリー住宅の開発プロジェクトが挙げられる。長らく続いてきた住宅価格の上昇が疑問視されるようになったため、今後の見通しが悪くなっている。住宅販売は2022年9月まで14か月連続で減少しており、デベロッパーのキャッシュフローを圧迫し続けている。

中国でディストレス資産の取引に参加する方法として、変動金利によるデットの提供も好まれる。エクイティ投資よりも魅力的なリスク調整後リターンを得られることが多いためだ。そのような機会は住宅部門だけでなく事業用不動産の開発プロジェクトにも広がっている。ここでは「エクステンド・アンド・プリテンド」（期限を延長して問題から目をそらすこと）の要素が多いと、この分野で活動するある投資家は指摘する。

とはいえ、これは気の弱い者には無理な話だ。取引高が減少しているため、価格の着地点を見極めるのが難しく、油断していると取り逃がしてしまう。香港のあるコンサルタントは、未完成の複合施設開発プロジェクトにメザニン債を提供して30%のリターンを得られたケースを挙げた。「ただし、うまくいかなかった場合はいくらか資産を引き継ぐことになる。エグジットのことなどを考えると、どうしても持ちたいという資産ではないかもしれない。だとしたら、30%という数字はハイリスクの投資であることを表している」と注意を促した。

- **韓国。**最近の投資家人気からすると意外に思われるかもしれないが、韓国でもこれからディストレス資産が出て来る可能性がある。近年、資金力の豊富な韓国の機関投資家は欧米市場で大規模な投資を行ってきた。しかしコロナ禍による渡航制限と韓国ウォンの急落が重なり、2021年からは国内での投資に転換した。巨額の資金が投入された結果、不動産価格が高騰したのである。

その一方、韓国銀行が大幅な利上げを行ったことから借入コストが上昇し、現在では事業用不動産の平均利回りである4.2%を上回る水準に達している。建設コストも高騰しているため、資産価格が割高になっていることに多くの投資家が気づいており、まもなく売却を行う可能性がある。韓国で経験を積んだある外資系ファンドマネジャーは「すでに市場に存在していた大量の国内資金が、コロナ禍で海外に投資できなかったため、非常にアグレッシブになった。そこで、我々の（投資先）市場を見渡した場合、ストレスが一番大きいのは韓国だと思う」と述べた。

## 将来は ネット・ゼロカーボン

ここ数年、アジア太平洋地域において環境・社会・ガバナンス（ESG）問題の重要性が飛躍的に高まっており、大規模な事業用不動産への投資では、デューデリジェンスの一環としてESGの考慮が不可欠になった。米国では「社会」が前面に打ち出され、欧州では「ガバナンス」の重要性が高まり、アジア太平洋地域では引き続き「環境への配慮」が最も重要なESG要素となっている。

最近まで、投資家や不動産所有者はサステナビリティを高めるという意識から、とにかく建物が「グリーン」であることを重視し、エネルギー効率、健康性、建築資材、水の使用量といったテーマに注意を払ってきた。

だが現在では、これらの重要性は変わらないものの、「ネット・ゼロカーボン」の問題に特に力点が置かれている。アジア太平洋地域のある大手ファンドのサステナビリティ担当者は「2年前は、2050年までにネット・ゼロカーボンを達成するにはどうすればいいかという理論的な話を中心で、それに関して理解が進み始めたという段階だった。でもこの2年間で真剣な取り組みが始まったことにより、報告基準や規制の面で大きな進展が見られた」と指摘する。

ESGの要件と同様に、ネット・ゼロ報告基準が採用されたのは、アジア以外の地域の動向に後押しされたものだ。特に、EUが2021年に「サステナブルファイナンス開示規則」（SFDR）を施行したことが大きい。SFDRでは不動産に関し、建物に内在するサステナビリティ上のリスク（効率性や性能特性など）をファンドマネジャーがどのように評価し、その評価を最終的にどのように財務面で定量化したか、開示を義務付けている。SFDRは域外にも適用されるため、アジア太平洋地域のファンドであっても1社以上の欧州投資家がいる場合には対象となる。よって、実質的に、アジア太平洋地域で活動するプライベートエクイティファンドのほとんどに適用される。

SFDRやそれに準ずる規制の問題は、建築物の炭素効率を評価する方法がはなはだ厳密性を欠き、検討すべき点が非常に多いということだ。ある投資家は「2050年までにネット・ゼロカーボンを達成するという目標以外では、さまざまな

規制や要件の調整がうまく取れておらず、かなり大変だ。目標達成に向けた進め方や報告要件などがあちこちに記載されており、統一されていない。各種施策に対応しようにも、それぞれの達成期限が異なっているのは、やりにくいし危険でもある」と不満を述べる。

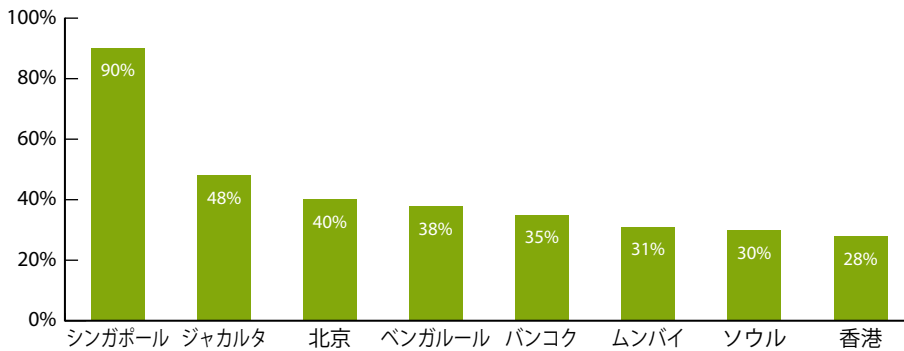
アジア太平洋地域でも、規制の枠組みの整備を進めている国がある。オーストラリアは世界でも炭素効率の高い市場の一つであり、シンガポールも大きな進展を見せている。一方、中国は最近まで遅れていたが、さまざまな多国間炭素排出削減プログラムに参画することにより急速に変化しつつある。2022年には深圳で前例のない厳しい規制を試験的に導入した。しかし、SFDRと同様、時に柔軟性に欠け、恣意的であるとして非難を浴びることがある。今後、深圳の規制は適宜調整の上、他の都市でも順次導入されていくと思われる。

このように、ネット・ゼロカーボンという概念は定着しつつある。その一方で、アジアは欧米、特に欧州の市場に比べ炭素効率に対する取り組みが遅れているのが現状だ。あるインタビュー回答者は「口先だけで、行動が伴わない」と指摘する。

だが、認知度はまだ低いかもしれないが、市場の圧力により不動産所有者はそのような規制に対応し始めている。少なくとも、投資ファンドが活発に活動しているトップエンド市場ではそのような動きが見られる。あるファンドマネジャーは「我々は規制当局よりずっと先を行っていると思う。というのは、建物をテナントに賃貸しなければならぬが、そうしたテナントの多くは独自の炭素要件を定めているからだ。また、20年から30年にわたって保有し続ける長期的な投資家もおり、彼らはネット・ゼロカーボンの課題に対応せざるを得ないことを心得ている」と語った。

したがって投資家は、炭素効率のために投じた資金額や将来必要となる投資額などを開示し、保有資産が規制に適合するようにしなければならない。さもなければ、座礁資産（規制強化により投資が回収不能になる資産）を保有するリスクを負うことになる。このファンドマネジャーは続けて「数年前までは、オポチュニスティック投資家ですら『2050年のことを今から心配する必要はない』と口にしていた。だが、もうそんなことはない。長期保有する投資家に売却しようとするればネット・ゼロカーボン対策について聞かれるこ

図表 -16 既存Aグレードオフィスビルにおけるグリーンビル認証物件の割合  
(延床面積ベース)



出所：ジョーンズラングラサール

となり、この問題を無視するのは自分の首を絞めることになる」と述べた。

このことは、要求される基準を満たせない資産の価値が、やがて将来の買い手によって割り引かれる（すなわち「ブラウンディスカウント」）ことを示唆している。あるいはもっと悪いことに、将来の規制枠組みにより、エネルギーの原単位目標を達成できない建物の賃貸が禁止される事態も考えられる。そのような規制はすでに欧州の一部地域で実施されており、設定された目標は野心的なものではないとはいえ、時とともに強化されていくことはまず間違いない。

ただ、ブラウンディスカウントをどのように測定すべきかという問題は、規制に適合した建物の「グリーンプレミアム」をどのように測定すべきかという問題と同様に厄介だ。特にアジア太平洋地域では、規制に適合しているか否かを問わず取得したいと考えている投資家が依然として多い。

しかし、ブラウンディスカウントはまだ偶発債務（将来債務となる可能性がある債務）にとどまっているとはいえ、その存在は非常に現実的であり、時の経過とともに重みを増す一方だと思われる。オーストラリアのある投資家によると「規制への適合は、オーストラリアでは事業においてごく当たり前のことと受け止められており、もはや資産運用の仕事とは見なされない。特別なことではなく、マネジャーであれば当然やっているべきことだ。そのため、非適合物件を取得する際にプレミアムがつくかどうかはわからないが、売却する際にペナルティが課せられるのは間違いない」という。

## ネット・ゼロカーボンの実現に向けて

サステナビリティと二酸化炭素削減の目標をどのように達成するかは、本報告書の範囲を超えた大きなテーマである。とはいえ、ネット・ゼロカーボンを指す上で最も基本的な手順としては、まず建物の炭素排出量を定量化するベースラインを作成した上で排出量削減戦略を立て、その進捗を追跡できるようにするというものだ。そのため、例えば光熱費の請求書、エネルギー監査やビル管理システムなどにより、正確で包括的なデータを収集することが不可欠である。

アジア太平洋地域全域で、ネット・ゼロカーボンの基準に適合した新たなオフィスビルが建設されている。中でも、オーストラリアがその牽引役となっている。日本でも最近、政府がサステナビリティを目標に掲げ、炭素効率の向上を図る施策を積極的に進めていると、日本のある投資家は述べている。東京証券取引所はプライム市場の上場企業に対し、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の開示要件を満たすことを実質的に義務化した。これに違反した企業は、2024年4月以降プライム市場から追われることになる。

その結果、日本の大手デベロッパーはいずれも長期的な視点に立ち、すべての新規開発において、ビル単独でネット・ゼロカーボンを実現することを目指している。日本を拠点とするある投資家によると、入居者が支払う賃料プレミアムは総じて10～20%の範囲であり、また借入コストが非常に低いいため、デベロッパーはリターンに影響を与え

ることなく、ネット・ゼロカーボンのための追加費用を吸収できるという。

しかし、アジアの都市を広く見てネット・ゼロの基準に適合させることは、その全体的な密度やエネルギー集約度を考えると、不可能ではないにせよ困難である。あるコンサルタントによると、既存の建物を改修して炭素効率50%を達成することすら、ほとんどの場合無理だという。ただし原理的には、このギャップは電力会社からグリーンエネルギーを購入する（今では多くの都市で可能）ことで部分的に、あるいはカーボン・オフセットを購入することで全面的に埋めることができる。

現在、不動産に関するカーボン・オフセットの購入は、提供されるクレジットの質について基準や規制がほとんどなく、無秩序な状態にある。そのため、多くの潜在的な買い手はカーボンクレジット市場への参加に疑問を抱いており、また目下のところ参加の圧力を受けていない。つまり、現状ではクレジットの供給が需要を上回っている。

とはいえ、数年後には状況が変わるだろう。アジア全域で活動するあるファンドの開発部門責任者によると「2030年に近づくにつれ、多くの取り組みが開始され、排出量の50%削減などを達成しなければならなくなる。だが2030年までには、カーボン・オフセットの標準化が進み、また良質なカーボン・オフセット・プロバイダーを求める動きが強まることから、おそらく価格も現在より高くなるだろう。それでは、当局の要請で急遽カーボン・オフセットの購入を余儀なくされたとしたら、どのくらいの費用がかかるだろうか。それはファンドマネジャーにとってはかなり怖い話かもしれない」。



# Chapter 2: 不動産キャピタルフロー

「誰もが『キャップレートは上昇するはずだ』とか『物件価格が下落していく』といった判断を避けている。そのため、ここ数か月は膠着状態にあり、悪循環に陥っている。」

今回の Emerging Trends の都市別投資見通しランキングは、過去2年の調査と比較して投資家心理が上向いていることを示している。「全体的に良い」が昨年の6都市から7都市に増え、「全体的に悪い」が昨年の3都市から1都市に減り、スコア全体としても過去2年の結果をやや上回る水準となった。

これは、ロックダウンが終了し物事が正常に戻りつつあるとの感覚により、投資家が前向きな見直しをもち始めたことを反映したものとと思われる。その反面、資金コストが上昇し景気後退の見直しも強まっていることから投資家心理が下向きになっている可能性もあり、断言するのは難しい。とはいえこの結果は、Chapter 1 で示した収益性に関する比較的前向きな見方と一致する(図表 1-2 参照)。

都市別ランキングでは、今回も常連の顔ぶれが上位を占めた。投資先として最も評価が高かった都市はシンガポールで、過去3年とも1位か2位につけ、今回のアンケートでは過去10年間で最も高いスコアを獲得した。

シンガポールは、本来であれば中国の資産に向けられていたであろう投資資金が流入したことの恩恵にあずかっている。また、オフショアの資産運用会社など多数の企業が、活動拠点として香港ではなくシンガポールを選択した。その結果、シンガポールのあるデベロッパーによると「建設コスト面の逆風が収益面の追い風で相殺された」という。例えばCBREは、オフィス賃料が2022年通年で約8%上昇すると予測している。これはアジア太平洋地域における最大級の上昇率だ。

ジョーンズ ラング ラサールによると、シンガポールでは2022年1月～10月に110億米ドルを超える不動産投資が行われた。これは前年同期比87%増となるが、2022年の数字が例外的というよりは、2021年の金額が非常に低かったことを反映している。この取引量の大部分は外国人投資家によるオフィスビルの取得であり、キャップレートはかなり低いものが多かった。だが、年

後半には取引の勢いが弱まったようで、買い値と売り値の差が拡大している。シンガポールのあるファンドのマネジャーによると「シンガポールには香港企業など多くの企業が移転してきており、オフィス需要が旺盛だ。だが市場はまだ活発とはいえ、資金調達コストが上がっていることから、今後オフィスの選別が進むだろう」。

また、今回の調査で日本の都市の人气が高く上位にランクインしたことも特筆すべき点だ。日本は市場に厚みがあり流動性も高いことから、常に外国資金の注目を集めてきた。今年は特にその魅力が高まっている。世界的に大幅な利上げが行われる中、日本では利率が(ひいてはキャップレートが)安定を保っているからだ。

日本銀行がゼロ金利政策を堅持しているため、資産の評価が容易であるとともに、デットコストに対するイールドスプレッドはプラスを維持している。あるアナリストは「顧客と話をすると、物件価格や借入金の心配ばかり聞かされる。その点、日本市場は際立っている。他の市場はいずれも第3四半期に大きく落ち込んだ。それは価格の落ち着き所が見えず、また利率がどう変わるかわからないからだ」とコメントした。

それだけではなく、低金利政策の継続により急激な円安となったことで、ドル建てで日本の資産を購入した場合、以前に比べて格安となる。

さらに、今回の調査で勢いを得たグループとしてベトナム、インドネシアやフィリピンなど東南アジアの新興市場都市が挙げられる。いずれもランキングの順位を上げた。過去において発展途上国市場は世界的な景気悪化に際しうまく対応できなかったことを考えると、この結果は直感に反するようと思われるかもしれない。一つには、景気の悪化に際し、外国人投資家はそうした資本市場から資金を引き揚げ、撤退することが多い。また、途上国の通貨が米ドルに対して下落するとドル建て債務の返済コストが上昇し、ドル建てで取引される農産物の価格も上昇する。

図表2-1 都市別の投資見通し (2023年)

	■ 全体的に悪い	■ 普通	■ 全体的に良い
1 シンガポール			6.48
2 東京			6.15
3 シドニー			6.06
4 大阪			5.82
5 ソウル			5.82
6 メルボルン			5.79
7 ホーチミンシティ			5.74
8 深圳			5.25
9 ジャカルタ			5.23
10 上海			5.23
11 バンコク			5.11
12 ムンバイ			5.08
13 ニューデリー			5.03
14 クアラルンプール			4.96
15 オークランド			4.86
16 マニラ			4.84
17 台北			4.80
18 香港			4.69
19 北京			4.69
20 広州			4.66
21 バンガロール			4.66
22 中国の二番手都市			3.94

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

しかし、(世界の他の新興市場はともかく) 東南アジアの新興市場は過去の教訓に学び、また活用できる国内資金が豊富にあることから、外貨による投資への依存度が低い。そのため、自国通貨がドルに対して下落したとはいえ、対外債務額は世界金融危機時に比べて著しく少なくなっている。

また、外国ファンドから見れば規模は依然として小さいものの、現在の新興市場は経済成長率が高く消費者層が育ってきており、総じて外国人投資家にとって魅力が増している。シンガポールを拠点とするある投資家が述べたように「東南アジアのニッチ市場、特にベトナム、タイ、マレーシア、中でもインドネシアでは、さまざまな目的で外国資金が流入している。大企業がプライベート

エクイティに参画しているケースもいくつかあり、有料道路や通信、電力インフラといったインフラプロジェクトにも外国資金が入っている。これらは直接的な不動産投資ではないかもしれないが、結果的に他の不動産投資を呼び込むものだ。

特にベトナムは、世界の製造業が生産拠点を中国から他の国に移転するという長期的な流れから引き続き恩恵を受けている。中国本土は国内サプライチェーンの厚みと緻密さにより製造業にとって依然として不可欠である一方、コロナ対策による渡航制限や操業制限が続いており、2022年には生産拠点の他国への移転が加速した。

問題は、特に急成長している市場において、新たな需要を満たすために資金が殺到し、その結果過剰設備が積みあがることだ。ベトナムでは最近、特に2番手の省において、建売の工場を備えた工業団地が注目されている。これは、すでに行われたサプライチェーンの移転により一等地の不動産がすべて買われてしまったことによる。だが2022年には供給過剰が顕在化した。コロナ禍での作業中止により新規プロジェクトの完成が2021年からずれこんだことも一因となっている。あるファンドマネジャーは「多くの外国人投資家や大手エクイティ・ファンドがベトナムの賃貸用の建売工場に投資したものの、エンドユーザー（動きが比較的早い中小部品メーカー）が大きく減速したため、現在は供給過剰に陥っている。そのため、そうした投資家は苦勞すると思う」と語った。

インドネシアのデータセンターも新規施設の建設が急速に進んでおり、過剰設備が懸念される分野である。だがこの場合、業界の長期的な展望から考えると、過剰供給の問題は比較的スムーズに解消されるだろう。

ランキングの下位では、特に中国本土の都市が散らばっている点が目立つ。すでに説明したように（12ページの「中国：重要テーマ」参照）、中国では現在、ゼロコロナ政策の経済への影響が懸念されており、外国資金による投資が減少している。同じ理由から、香港も同様の状況となっている。公平に見て、香港のコロナ規制はかなり緩和されてきている。しかし香港はアジア太平洋地域において事業用不動産と住宅の価格が最も高額の市場であり、現在の高インフレ・景気後退局面において脆弱性が増している。

## 開発見通しランキング

開発プロジェクトに対する投資家心理は今年に入ってから改善しているものの、インタビュー回答者が全体的な見通しの悪さを示したことで合致しない。インタビューでは、建設コストの著しい上昇に加え、今後の稼働率やキャップレートの動向が不確実であることが悪化要因として挙げられた。これらの要因により、アジア太平洋地域では広範囲にわたって開発プロジェクトが延期されたと多くのインタビュー回答者が指摘している。

とはいえ、市場や資産クラスによって状況は大きく異なる。例えばシンガポールでは、今年になって企業の移転が増えており、オフィススペースの需要が高まっている。日本の都市も、リスク度が低いと広く評価されている。建設コストが大幅に上昇しているとはいえ、超低利環境が少なくとも中期的に続く予想されることから投資家が惹きつけられている。

一方、韓国ではここ数年ビルド・トゥ・コアのプロジェクトが集中的に行われており、現在、開発面で問題視されている。韓国に特化したあるファ

図表2-2 投資見通しの順位の変遷

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
シンガポール	1	2	1	1	2	3	21	11	9	7
東京	2	1	2	2	4	7	12	1	1	1
シドニー	3	3	3	4	3	1	9	2	4	5
大阪	4	6	8	8	5	10	15	4	3	9
ソウル	5	5	4	10	9	19	17	7	7	15
メルボルン	6	4	6	5	1	2	16	3	5	13
ホーチミンシティ	7	8	5	3	7	5	4	5	13	19
深圳	8	9	9	6	8	6	5	18	19	10
ジャカルタ	9	18	16	18	15	14	7	6	2	3
上海	10	7	7	7	6	4	6	9	6	2
バンコク	11	16	14	11	11	16	8	19	16	11
ムンバイ	12	17	15	12	13	12	2	13	11	22
ニューデリー	13	19	18	15	17	20	13	16	14	21
クアラルンプール	14	22	20	21	22	21	19	21	12	14
オークランド	15	11	13	19	20	9	14	10	15	17
マニラ	16	21	19	17	19	18	3	8	8	4
台北	17	13	11	14	21	22	22	17	18	16
香港	18	14	22	22	14	13	18	15	21	18
北京	19	12	12	13	12	11	11	14	10	8
広州	20	10	10	9	10	8	10	20	20	6
バンガロール	21	20	21	16	16	15	1	12	17	20
中国の二番手都市	22	15	17	20	18	17	20	22	22	12

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

ンドマネジャーによると「韓国はグローバルなマクロ問題の影響を最も受けやすく、利上げや銀行融資の減少、建設コストの大幅な上昇など、世界中で見られるインフレ傾向を如実に反映している。これまで韓国では物流施設部門やオフィスビル部門全般にわたって良質の資産を作り出すというビルド・トゥ・コア戦略が活発に行われてきた。しかし今では魅力的な機会ではなくなっている」。

図表2-3 都市別の開発見通し（2023年）

	■ 全体的に悪い	■ 普通	■ 全体的に良い
1 シンガポール			6.10
2 ホーチミンシティ			5.78
3 シドニー			5.74
4 東京			5.68
5 ソウル			5.59
6 メルボルン			5.54
7 大阪			5.52
8 ジャカルタ			5.29
9 バンコク			5.15
10 ムンバイ			5.14
11 ニューデリー			5.05
12 深圳			5.05
13 上海			5.03
14 マニラ			4.92
15 クアラルンプール			4.91
16 バンガロール			4.79
17 オークランド			4.72
18 台北			4.63
19 北京			4.59
20 香港			4.52
21 広州			4.49
22 中国の二番手都市			4.22

出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

しかし、入居者の需要が依然として高い、あるいは適切なディフェンシブ特性を持つ資産クラスにおける開発は、構造的な供給不足が続いていることから、引き続き魅力的であると思われる。そのため、マルチファミリー住宅などの部門でビルド・トゥ・コアの開発が続けられており、特に日本やオーストラリアで目立つ。

物流施設も、常に魅力的と見なされる資産クラスだ。例えばオーストラリアでは深刻な倉庫不足が続いており、賃料は今後数年にわたり2桁の伸びを示すと予測される。

ただし、マルチファミリー住宅と物流施設のいずれについても意見が二つに分かれていることには注意が必要である。キャップレートが非常に低く利上げにより引き受けの前提条件が崩れかねないことから、リスクが高まっていると見る向きもあるようだ。そのため、投資機会は立地に左右されることが多い。

ビルド・トゥ・コアの開発プロジェクトにおける不確実性が高まる中、固定価格での建設契約に難色を示す請負業者が増えていることもあり、投資家はリスクの軽減を図ろうとしている。あるファンドマネジャーは「開発プロジェクトの許認可に関するリスクの多くを売主に転嫁することで大きな効果を得られている。我々は土地を確保してオプションとするが、取引の成約条件として、売り手がすべての許認可を得ることとしている。これにより融資の延長に関するリスクが減る。内部収益率の点で、資金を入れないことでリスクを管理できるからだ。だから、引き受けにおいてクッションとなる」。

ホーチミンシティは今回の開発見通しで高い評価を得て、前回の5位から2位に順位を上げた。ベトナムはGDPが急成長する中、豊かな中間層の出現と相まって、開発資金の格好の投資先となっている。ほとんどの部門で建築ストックが一般的に不足しているためだ。例えば、ベトナムのあるデベロッパーは、上海で最近登記された倉庫の面積はハノイの約25倍、ホーチミンシティの約13倍もあると指摘する。

にもかかわらず、ベトナムは過剰建設と資産価格バブルの傾向があるため、開発は一筋縄ではいかない。これまで外国人投資家が好んで止まなかった住宅市場も例外ではなく、現在、さまざまな形で過剰投機が見られる。特に地価が高騰しており、CBREによると、ホーチミンシティの土地付き物件の価格は、2022年1月から8月までの間に48%という著しい上昇を示した。この問題に対処するため、政府は銀行に対し、デベロッパーと住宅購入者の双方に対する与信を減らすよう指示した。これにより多くの者が融資を受けるのに苦労している。また、土地売却の承認手続きも厳格化された。野心的な投資家にはチャンスかもしれないが、リスクは高い。

## クロスボーダー取引の増加

アジア太平洋地域の不動産投資家の多くが、経済見通しの不透明さがいくらか晴れるまで取得を見合わせることにしたため、2022年1月～9月における域内投資家の取得額は前年同期比で50%近く減少した。対照的に、クロスボーダー取引は第3四半期に大きく回復し、この期間の取引高は前年同期比24%増となった。MSCIによると、この結果クロスボーダー取得の割合が29%に上昇し、2021年初頭以来の高水準となった。

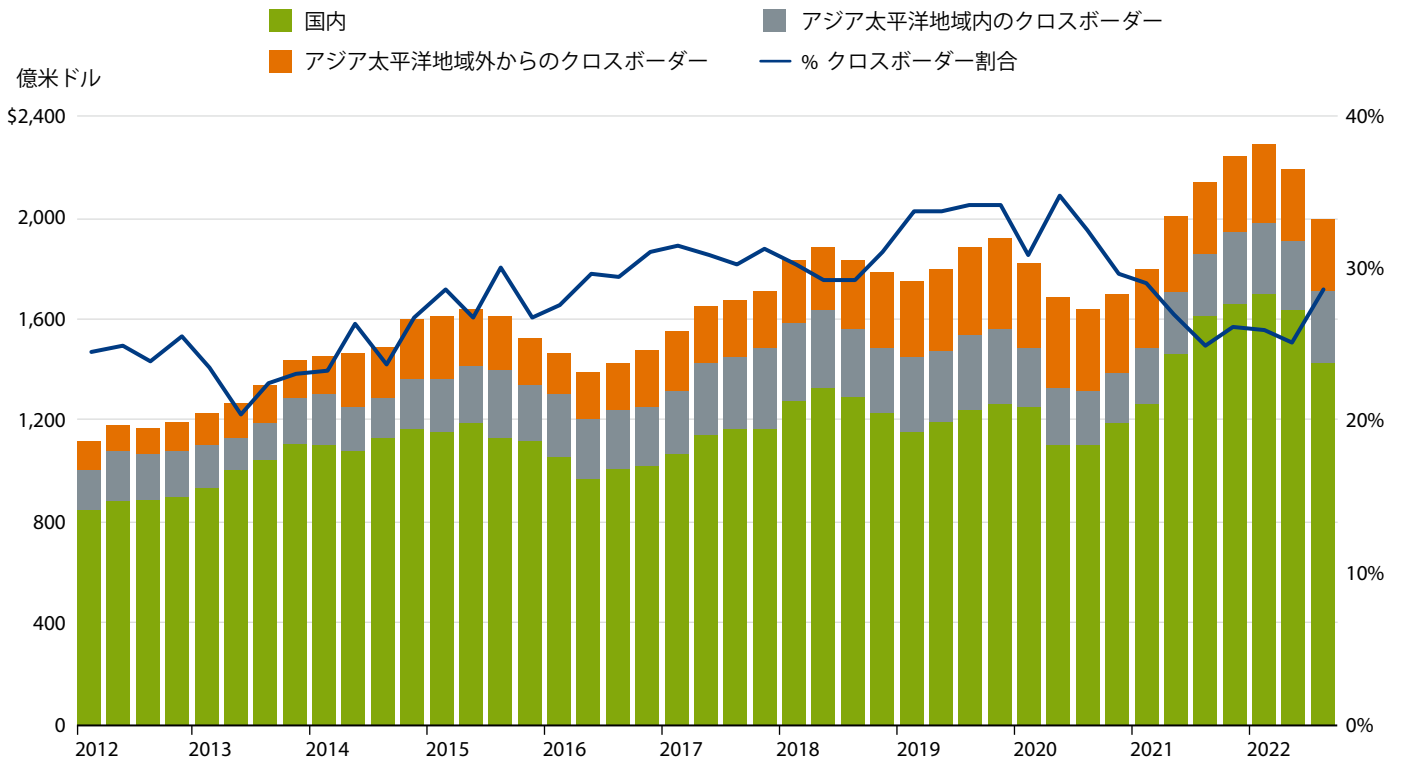
外国からの投資は日本、シンガポール、インド、韓国で2桁の増加を示した一方、オーストラリアでは（高水準で）横ばい、中国では大きく減少した。

機関投資家の多くはアジア太平洋市場のウェイトをおおむね低く抑えており、今後は増やしていく姿勢である（図表2-6も参照）ことから、インタビュー回答者の大半はアジア太平洋地域の資金フローの拡大という長期的な傾向はまず揺らぐことはないと予想している。

それでも、欧米で景気後退が長引くか深刻化すれば、他地域への資金流出が著しく減少する可能性がある。北米のある大手ファンドのマネージャーは指摘し、2つの理由を挙げた。「第一に、ホームアドバンテージがある。米国の機関投資家が自国市場に目を向け、大きな価値を見出せば、外国市場よりも多くの資金を投入するというものだ。第二はポートフォリオの配分の問題で、投資家が保有している上場株式の時価評価額は大きく落ち込んでいるため、非上場市場にさらに資金を投入できない（つまり、ポートフォリオの配分上の制約による）」。

クロスボーダーの資金源としては、米国からの投資が引き続き好調だ。これがドル高によることは明かであり、またそれだけでなく、世界中で資金配分することを義務付けられたグローバルファンドが数多く存在することも要因となっている。2022年1月から9月の間、アジア太平洋地域における米国ファンドの主な投資先はオーストラリアであった。すべての条件が同じであれば、今後もオーストラリアへの資金流入が続くだろう。日本もかなりの量の外国資金を引き込むと思われる。

図表2-4 アジア太平洋地域への投資状況（資金流出元別）

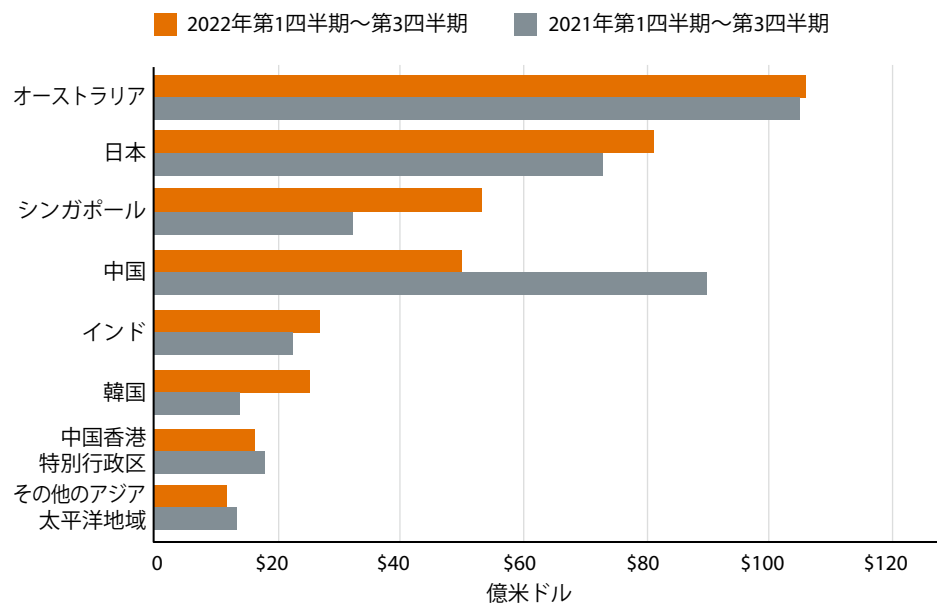


出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

中国が欧米の投資家の視野から大きく外れる中、一部のファンドマネジャーは代わりに韓国に向かう外国資金が増えるとの見込みを示唆した。これは、国内の金融市場が引き締めに向かい、また国内機関投資家との厳しい競争にさらされるにもかかわらず、韓国は多くの点で中国と似た輸出主導型の工業国であるからだ。実際、2022年1月から9月までの韓国でのクロスボーダー取引は（前年同期が低水準だったとはいえ）ほぼ倍増している。さらに、外国人投資家はソウル以外の地域に目を向けており、今後は仁川（インチョン）や板橋（パンギョ）の両市に海外からの投資が増えるものと予想される。

アジア太平洋地域の中では、シンガポールからの流出（主として総合デベロッパーとソブリン・ウェルス・ファンド [ただし REIT を除く] による）が米国からの流出とほぼ同額となっている。これは、ファミリーオフィスなどのアジア資金が最近シンガポールで開設した新規口座が増加したことが寄与している。オーストラリアは引き続きシンガポールからの主要な資金の流出先となっている。

図表2-5 クロスボーダー投資の対象国



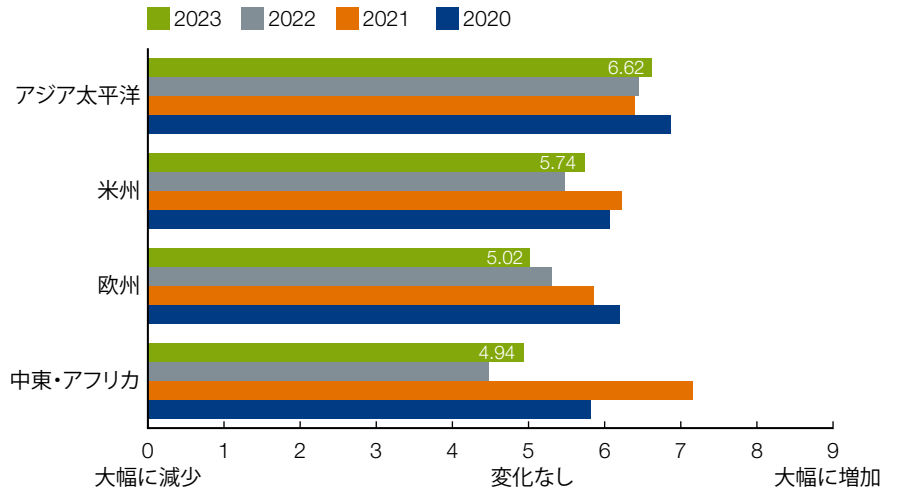
出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス



一方、これまで主として米国に向けられてきた日本の資金は、アジア太平洋地域での取引に向けられるケースが増えてきており、特にオーストラリアに焦点が当てられている。これは、コロナ禍で欧米市場にアクセスしにくかったことも一因となっている。日本の年金基金の膨大な資金が徐々に国際市場に流出していることがますます明らかになりつつある。その最大手である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は最新のアンニュアルレポートの中で、2021年度に不動産への配分を43%増やし（つまり5,440億円から7,730億円に増額）、その71%が日本国外（主にコアの物流施設やオフィスビル）に投資されたと説明している。

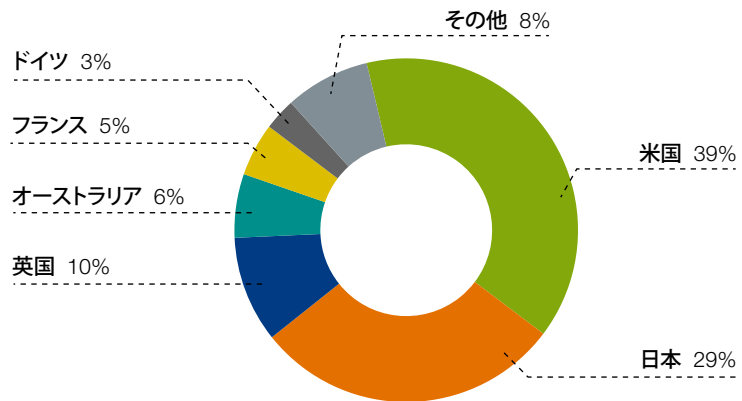
2018年の設立以来、GPIFの海外不動産投資の内部収益率（IRR）は10.3%であった。2022年には大幅な円安によりこの数値が上昇したはずだ。オルタナティブ投資への配分がまだ目標水準に遠く及ばない、GPIFの不動産投資残高は、現在の50億米ドル超から今後数年で大きく増加することが予想される。

図表2-6 アジア市場に流入する資金フローの予想される変化（今後5年間）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表2-7 GPIFによる不動産ポートフォリオの国別配分



出所：年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）

## 通貨の変動

2022年にはアジア太平洋地域のほとんどの通貨に対し予想外の米ドル高となったことから、為替の動向が投資家の大きな課題として浮上した。この状況が最も明らかなのは日本で、円安によって米ドルの強さが際立っており、2022年11月現在、一年前と比べ30%近い乖離が生じている。

従来、「取引の引き受けに当たっては、為替変動を無視すべし」と言われてきた。にもかかわらず米ドルのディスカウントは海外ファンドの間で日本が人気を博している理由の一つとなっている。ある大手グローバルファンドのマネジャーは「為替で儲けるというのは我々の戦略にはないため、常にヘッジしている。だがオポチュニスティック投資家はヘッジをしないことが多く、大幅な為替差益を見込んでいるため、日本で大胆な値付けを行うことを厭わない。米ドル建てのファンドで資産を3年から4年保有するのであれば為替で儲かる可能性が高いため、オフショア投資家がこの機会を捉えて日本でさらに積極的になっている」と語る。

ヘッジのコストも、もう一つの問題であり、それは通貨によって大きく異なることがある。現在、欧米の多くの通貨にとって円のヘッジコストはマイナスとなっており、日本に流入する資金について投資収益が発生する。資産運用会社のDWSによると、例えば日本にユーロ建てで投資を行う場合、ヘッジにより150ベースポイント(bps)超の利益を得られるという。他方、プラスのヘッジプレミアムを支払うことになる通貨もあり、そのことがリターンの重しとなる。現在、豪ドルのプレミアムは200bps、シンガポールドルと韓国ウォンは100bpsである。

また、通貨の変動も混乱を招く可能性がある。例えば、韓国ウォンは2022年1月から11月までの間に20%以上下落した。香港を拠点とするあるファンドマネジャーによると「韓国はここ数年、巨額の資金を流出してきたが、ここにきて大きく減速している。これには一部の投資家に対する規制の変更や国内金融市場の変化などいくつかの理由がある。為替も大きな要因となっている。ウォンに戻す際にすべてを引き受けなければならぬため、海外で投資を増やしていくことが難しい」という。

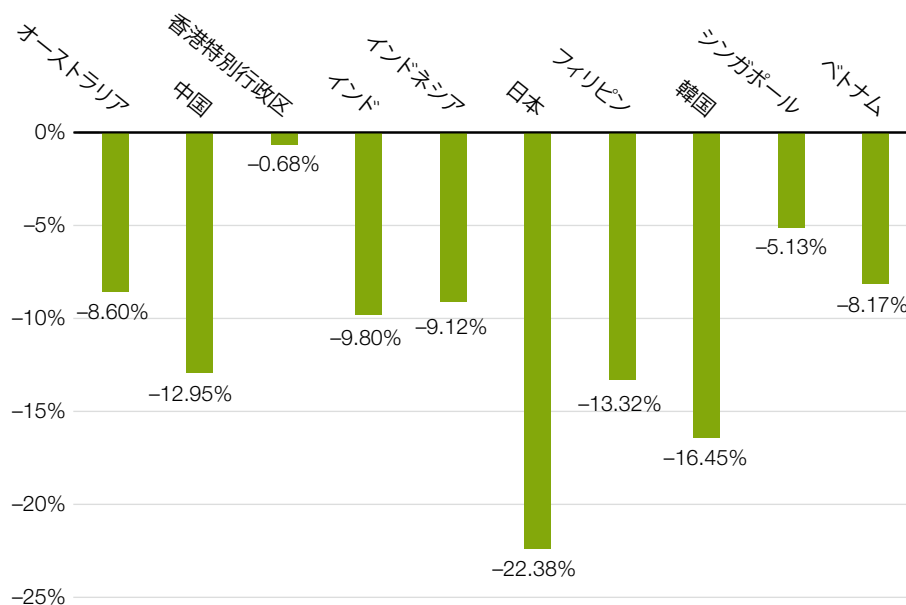
ドル高はドル建て投資家にとって思わぬ恩恵と見られがちである一方、通貨の変動も金融市場に潜む歪みの表れであるかもしれない。日本の場合、現在の円安は基本的に、公的債務が膨らみすぎた結果である。国債の利回りが上昇すれば、その利払い費が政府の歳入を上回りかねない状態となっている。

そのため日銀は過去7年間にわたり、長期国債利回りをゼロ%程度(あるいはマイナス)に抑える施策を頑なに続けてきた。これが主な要因となり、2022年に世界で利上げが行われるに伴って急激な円安が生じたのである。日銀は1ドル=150円を予防線とし、外貨預金の米ドルを売って円を守っている。だが当局による為替介入の実績は総じて芳しくないことを考えると、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げ方針を維持するのであれば、円安がこれ以上進行しないという保証はない。

一方、日銀が誤って国債利回りの上昇を許してしまえば、その「鞭効果」(ごくわずかな変動が拡大しながら伝わること)は投資家にとって痛手となる可能性がある。あるファンドマネジャーが述べたように「現在、表面的には、魅力的な資金投入の機会がある。だが、もし日銀が戦略を転換し、それによりキャップレートが2%から3%に上昇した場合、その影響は他の市場で6%から7%に上昇するよりもずっと深刻なものとなりうる」。

これは、日本の利率が世界の利率の中央値に戻ることによって連鎖反応を引き起こし、これまで安価なデットの陰に隠れていた不均衡が表面化する一例である。ある投資家が述べたように「誰もが、これまでと何事も変わらず通貨問題も消え失せるだろうと自分に言い聞かせている。しかし、これは以前経験したものと異なるシナリオであり、特にファンダメンタルズを考えると、ドル高は未知の領域に入っている。だが過去の例を見ても、こうした状況では良いことは起きず、物事は良くなるどころか悪くなる傾向にある」。

図表2-8 アジア太平洋地域の通貨の対米ドルレートの変化(2022年年初来)\*



出所：アジア・ボンド・オンライン  
\*2022年11月4日現在

## 資本調達と投資待機資金

アジア太平洋市場における投資資本の調達は2022年を通して比較的軟調とはいえ、1月から11月までの調達額は220億米ドル強と、例年の数値に匹敵する(図表2-9参照)。だがそれ以上に注目すべきは、平均調達額が例年に比べ大幅に増加していることで、このことは大手グローバルファンドが中心勢力として台頭してきたことを示している。

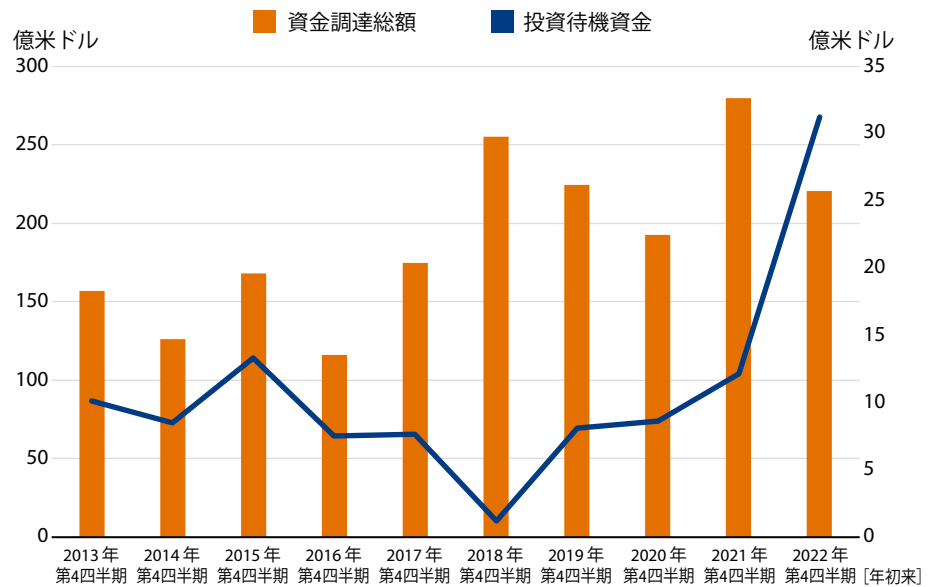
また、投資待機資金が過去最高水準にある(それによって長期的にキャップレートが抑えられる)こと、そして他の投資戦略の資本調達が急減する中、オポチュニスティック投資の資本調達が急増している(図表1-10参照)ことも特筆すべき傾向である。後者については、Chapter 1で述べたように、データセンター、物流施設、住宅などニューエコノミー関連の資産が人気を集めていることを反映している。

大手ファンドの台頭により小規模ファンドの勢力が弱まるのであれば、市場に残っている小規模ファンドは単独での投資やブラインドプール型ファンドへの資金提供を減らし、代わりにクラブ取引、ジョイントベンチャーやパートナーシップの一端を担って資金を展開するようになりそうだ。

香港を拠点とするあるファンドマネジャーによると「全体として、アジアへの投資に関心を示している投資家層は景気が良かった頃に比べてかなり減っている。地政学的な理由もあれば、投資家が切り詰め始める中で自国により近い場所で投資したいと考えるようになったこともあるだろう。また、これまでアジアは欧米市場と比べて常にリスクプレミアムがあったことも原因と考えられる。そして、依然として強い関心を示している投資家も、自分の資金の投入方法や投入先に対するコントロールを強めたいと考えている。そのためクラブ取引や大手LP(リミテッド・パートナーシップ)とのジョイントベンチャーが増えているのだ」。

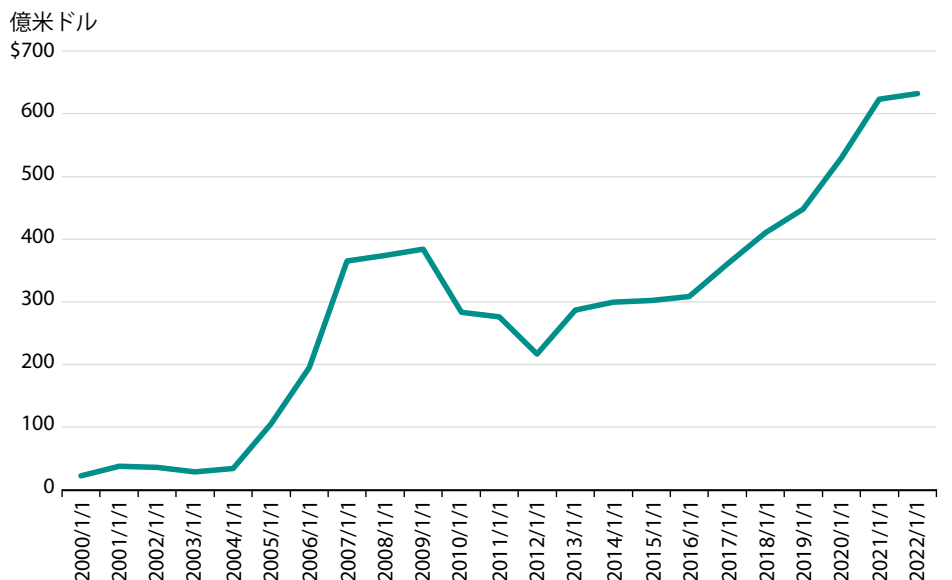
そうしたストラクチャーは参加者間の利害が一致しない可能性があるため一定の危険性を伴うが、リスクを分散させ柔軟性を高めるという機能もある。加えて、資本調達の期間が短いため資産の構築を早く行うことができ、人気のニューエコノミー分野の取得に当たってファーストムー

図表2-9 アジア太平洋地域の不動産を対象とする資本調達の推移



出所：プレキン  
\* 2022年10月まで。

図表2-10 アジア太平洋地域を対象とする投資待機資金 (2000年～2022年第1四半期)



出所：プレキン

バーアドバンテージ(先行者利益)を得ることも可能だ。

このほか、マクロ環境の変化により、ファンドの運用において投資期間の延長や期待リターン

引き下げを行わなければならない可能性がある。一部の投資家は、景気の下降を乗り切るため、少なくともファンドの仕組み上可能な場合には、引き受けにおいて物件の保有期間の延長を検討していると語った。

さらに、約 14 年間にわたって緩和政策が行われた後に市場環境が正常化していく中で、近年に得られてきた高リターンを再現するのはそれほど簡単ではないように思われる。ある経験豊富なファンドマネジャーは「誰もが、超低利環境とキャップレートの低下に基づく超良好なリターンの恩恵を受け、この 10 年以上にわたって利益を上げてきた。だが、古き良き時代は終わった。それに、リスクが高すぎる。かといって低リスクを求めるなら、相当の低リターンに甘んじなければならぬだろう」と述べた。

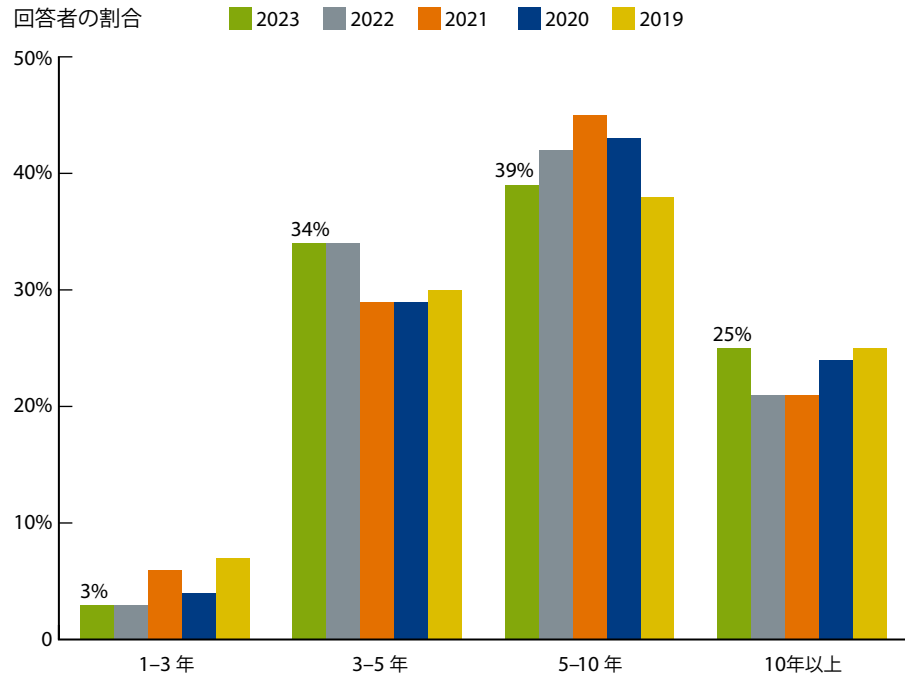
しかし、このシナリオが投資家に広く受け入れられるかどうかは疑わしい。アンケート調査の回答では、投資期間は過去何年かとほぼ変わらず（図表 2-11 参照）、目標リターンは少なくとも近年と同程度の水準にある（図表 2-12 参照）。このような強気の姿勢は、3 年近く続いたコロナ禍による抑制からの急反発を見込んでいることを表しているのだろう。だが、利上げが行われ、またほとんどのインタビュー回答者が低成長、ゼロ成長、あるいはマイナス成長が長期化する可能性を予想する中で、それが現実的かどうかは疑問が残る。

## 公募市場の急落

アジア太平洋地域では、プライベートエクイティ投資家が保有する不動産の価格はこれまでのところよく持ちこたえている。その一方、上場デベロッパーの株式や上場 REIT の投資口は 2022 年に大きく下落している。これはプライベートエクイティのキャップレートが低下する前兆であろう。というも、上場資産は流動性が高く、市場のファンダメンタルズをより直接的かつ効率的に反映するからだ。

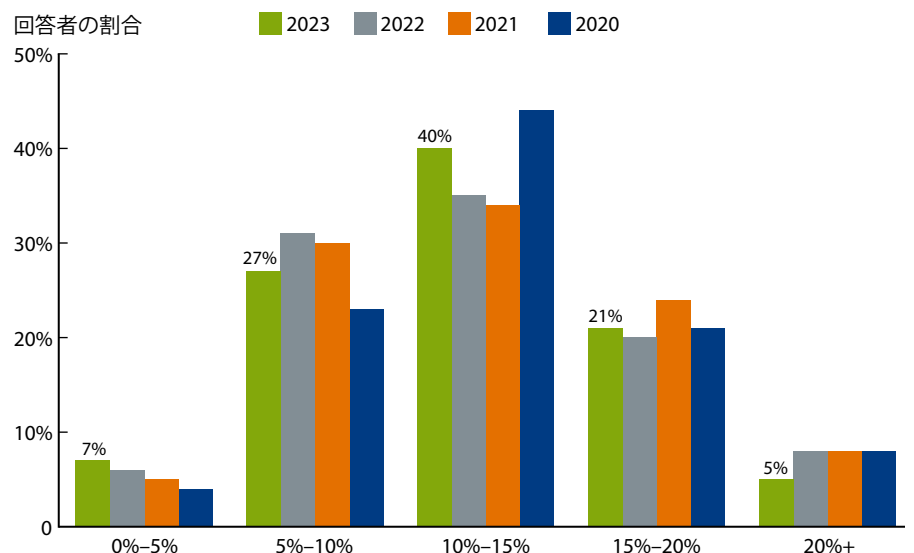
利率が上がれば、支払い利息が純利益を圧迫するため、当然ながら REIT の価格は低下する傾向にある。また、レバレッジを効かせて新たな資産を購入する余地が少なくなる一方、他の利回り重視の投資商品との競争も一層厳しくなる。それにしても、2022 年を通してアジア太平洋地域の REIT 価格の下落は著しく、S&P アジア太平洋 REIT 指数は 2022 年 1 月から 11 月の間に約 30% も落ち込んでいる。オーストラリア REIT は、豪ドルが下落し、また利率が比較的高いことから、アジア太平洋地域でパフォーマンスが最も悪いものとなった。

図表2-11 投資期間



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表2-12 投資家の目標リターン（現在から2023 年末まで）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

現在、アジア太平洋地域のほとんどの REIT が、純資産価値 (NAV) を大きく下回る価格で取引されている。分野別では、産業施設 REIT の調整が最も大きく、2022 年第 1 四半期から第 3 四半期において 35% 下落した。このことも、デットコストに対するスプレッドが小さい資産では利率が上がることで利益が大きく損なわれることを浮き彫りにしている。

だが現在の価格では、REIT の分配金利回りは魅力を高めつつある。複数のインタビュー回答者から、5～6% の利回り (日本では 4%) で取引されている REIT を買う方が、リスクの高いプライベートエクイティ資産に賭けるよりも望ましいとの意見が出された。

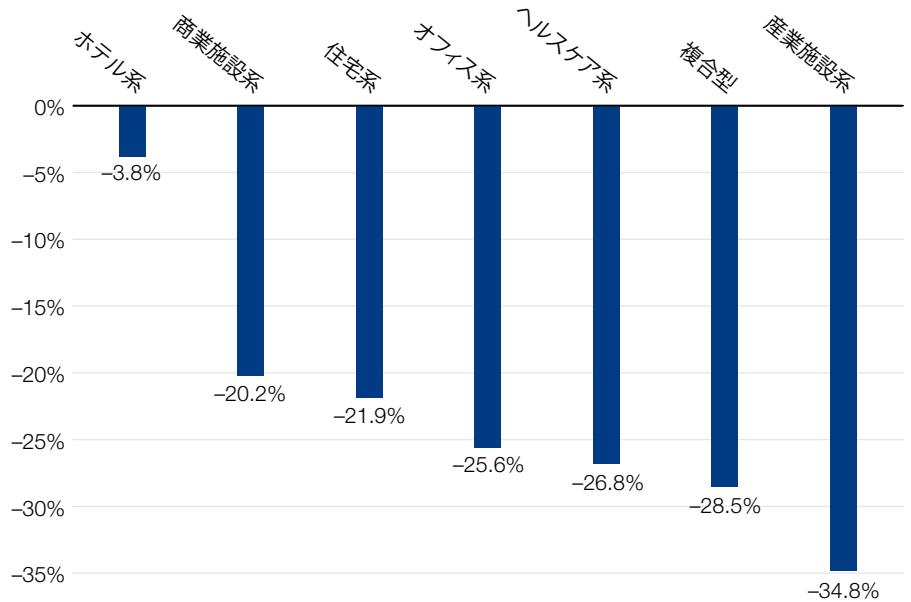
さらに、多くの REIT が NAV を下回る価格で取引されているため、買収や上場廃止の対象となっている。その背景として、アジア太平洋地域ではプライム資産が慢性的に不足しており、また膨大な投資待機資金が機を伺っていることがある。注目すべき動きとして、J-REIT 初の上場廃止が 2022 年初頭に行われた。他の銘柄でも、上場廃止の動きが見られるものがある。

## 銀行が融資条件を厳格化

不動産投資家は約 14 年にわたりアウトパフォーマンスを達成してきた。それを支えたのは、デットが安価で簡単に手に入ることであった。しかし、世界的に利率が正常化すれば、銀行融資のコストが上昇し、融資を得にくくなり、また融資条件が厳格化することが予想される。アンケート調査では、各種不動産ファイナンスが昨年ほどには利用しにくくなるとの回答が寄せられた。ただ、予想される減少幅は大きくなく、さらに開発用のデットについては実質的に減少幅がさらに小さくなると見られている。

実際には、デットの入手難易度は市場や個々の状況によって大きく変わるようだ。日本では、日銀が国債利回りの抑制に努めていることから、銀行融資のコストはほぼ変わらず、依然として 1% 未満の水準で借入れ可能となっている。同時に、融資条件も全体的に厳格化している。もはや 70% のレバレッジをかけられるケースは限られており、特に、借り手の信用リスクが高い場合や高リスクと判断される取引では難しい。

図表2-13 2022年におけるアジア太平洋地域REITの部門別パフォーマンス (2022年10月現在)



出所：S&P Capital IQ、S&P アジア太平洋 REIT 指数 米ドルトータルリターン

図表2-14 アジア太平洋地域の政策金利の推移

市場	利率	2022年11月1日現在 (%)	年初来変化
シンガポール	3か月SORA (シンガポール翌日物金利平均)	3.89	369 bps
ベトナム	ディスカウントレート	6.00	350 bps
香港	3か月HIBOR (香港銀行間取引金利)	3.50	324 bps
オーストラリア	キャッシュレート	2.85	275 bps
ニュージーランド	キャッシュレート	3.50	275 bps
フィリピン	リバースレポレート	4.25	225 bps
韓国	ベースレート	3.00	200 bps
インド	政策レポレート	5.90	190 bps
インドネシア	7日物レポレート	4.75	125 bps
台湾	ディスカウントレート	1.63	50.5 bps
タイ	1日物レポレート	1.00	50 bps
日本	主要政策金利	-0.10	変化なし
中国本土	ローンプライムレート	3.65	-15 bps

出所：トレーディング・エコノミクス

あるファンドマネジャーによれば、最近行ったホテル取引では40%のレバレッジしか得られなかったという。また別のファンドマネジャーは「日本の大手金融機関の多くは、賃料の伸びを見込めないため住宅部門に対して神経質になっている。また、物流施設についてはこれまで非常に強気のところが多かったが、賃料がやや軟化し、空室率が上昇し、一部の新規施設の賃貸期間が長くなるにつれ、銀行の融資姿勢がより保守的になりつつあり、特に開発プロジェクトに対して厳しい姿勢を見せている」と指摘する。

その反面、社債の発行が難しくなっていることから、日本の中小企業は現在の環境下では以前のように銀行融資を得ることが難しく、ノンコア資産を売却しようとする傾向を強めている。その結果、ここ数年で人気が高まってきたセール・アンド・リースバック取引により市場は活発化している。

中国の利率も世界的な上昇傾向に逆行しており、政府は引き締めではなく緩和を検討している。そのため銀行融資は安価で（あるファンドマネジャーによれば約150bps）、かつ入手しやすくなっている。また政府は最近、国内銀行に対し融資割当の最低限度を設定した。これは開発を加速させ、市場統合を推進する手段でもあり、大規模で有力なデベロッパー（大半が国内企業だが外国企業を排除するものではない）が優先的にアクセスできる。

あるプライベートエクイティ投資家はこの政策によってもたらされた大きな変化の一つとして、銀行は従来、住宅デベロッパーへの融資（利率は5%～6%）を重視していた（物件が売ればすぐに返済されると期待できるため）が、現在は事業用不動産を優先していることを挙げる。事業用不動産では、賃料や区分所有権の売却から得られるキャッシュフローを原資に、時間をかけて借入金を返済するためだ。

香港のあるコンサルタントによると、香港では以前は住宅デベロッパーが「土地価格の大部分、そして建設コストについては確実に全額を借りることができた」が、現在では土地価格の50%まで、そして建設コストもおそらく50%程度までとなっている（利率は4%前後）という。

一方、オーストラリアにおける銀行融資は、信用力の高い大手企業であれば引き続き自由に利用できる。とはいえ、キャッシュレート（政策金利）が2022年初頭のほぼゼロから11月には2.85%に上昇したことから、借入コストは大幅に増加している（同国のあるファンドマネジャーによると約4%）。ただし、オーストラリアの四大銀行は「借り手の実績や物件の質あるいは将来性を極めて重視し、かなり選択的になっている」という。基準に達しない者や、建設プロジェクト向けの借入れの場合、あるいは融資期間が5年を超えるものについては、銀行は消極的になりがちだ。

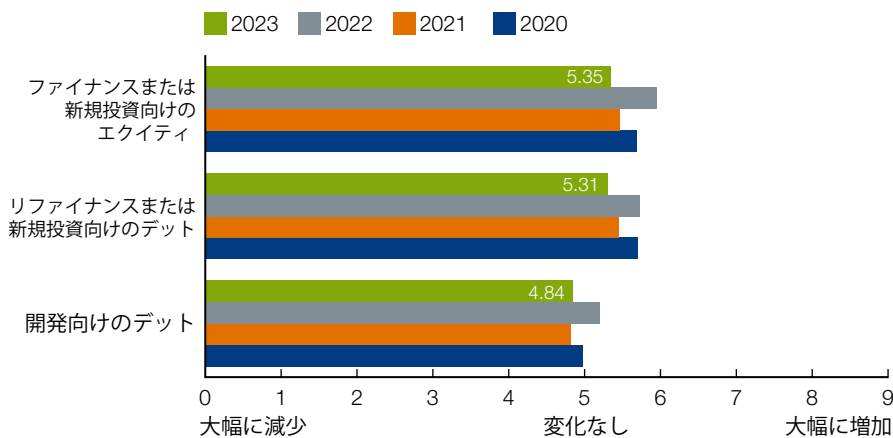
## ノンバンクのデット供与が活発

2022年に銀行の融資条件が急速に厳しくなったことがきっかけとなり、ノンバンクによる融資市場が活発化した。アジア太平洋地域では銀行から流動性を容易に得られたため、ノンバンクによる融資は最近まで（オーストラリアを除く）ニッチの地位に甘んじていた。銀行が後退した今、これに代わって不動産向けにデットの提供を検討するプライベートエクイティ投資家が増えている。

デット分野で活動しているある投資家は「投資家が目を付けている場所や市場機会を考えると、融資（信用貸付）が重要な焦点であることは間違いないと思う。投資家はここ何年にもわたり、債券ポートフォリオの一部を不動産やリアルアセット（インフラ、天然資源など）にシフトしている。不動産ポートフォリオの一部を信用貸付に特化した戦略に投入することもできるのではないかな。これは、特に現在のような市場では有効だと思う」と語った。

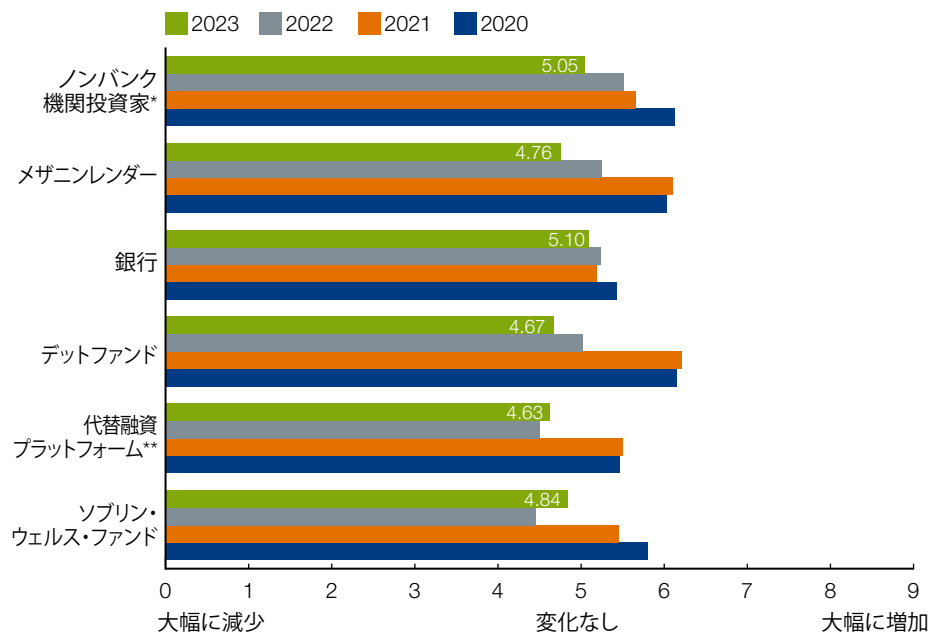
ほとんどの場合、ノンバンクによる融資のコストは銀行よりも高い。それでも競争力があり、またあらゆる資本構成において活用できる。この投資家は続けて「従来の金融サービスへのアクセスが著しく減少しているため、一部のノンバンクにとってプライベート信用貸付を行う機会が生じている。これが今、世界中で起きている現象だ。市場により、ストレッチシニアローンやメザニンローン、あるいは建設融資などが考えられる。リスク・リターンのバランスが適切であれば、どれも展開可能だと思う」と述べた。

図表2-15 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の予想推移



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表2-16 レンダータイプ別デットの利用可能性



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

\* 保険会社または年金基金

\*\* 例：P2P、クラウドファンディング

## グリーン・デットの利益率は低い

不動産ファンドマネージャーや不動産所有者は規制当局やLP、あるいは入居企業から、建物が環境・社会・ガバナンス (ESG) 基準に合致するよう強いられている。そのため資産の取得や物件の改善、あるいはESG課題への対応のために、グリーンファイナンスの活用が目まぐるしく高まっている。

アジア太平洋地域のグリーン債券市場は2021年に加速的に拡大した。気候債券イニシアチブ (CBI) によると、2021年に発行されたグリーンデットは過去最高の1,295億米ドルに達したという。これはそれまでにアジア太平洋地域で発行されたグリーン債券の総額の約3分の1に相当する。各国政府はクリーンエネルギーや持続可能なインフラ投資を促進する目的でグリーンデットを発行している。一方、商業銀行や機関投資家は多くの部門の脱炭素プロジェクトに投資しており、中でも持続可能な不動産プロジェクトへの投資が増えつつある。このほか、グリーンローンには小規模な市場 (アジア太平洋地域で約105億米ドル) も存在する。

CBIによると、2021年にアジア太平洋地域で発行されたグリーン債券による調達資金の約25%がグリーンビルプロジェクトの開発に充当され、エネルギー効率の改善、ビルシステムの電化、オフィスの再生可能エネルギー発電など建物の改善に投じられている。

しかし、グリーンデットはアジアで広範囲にわたって根付いたとはいえ、不動産投資家の中には、利率が低いというだけのわずかなメリットは、グリーンデット発行に伴う報告のコストに見合うものか疑問視する者もいる。

以前には、グリーンローンに関する要件の遵守を検証するために借り手に課せられた手順は簡単なものが多く、綿密な確認が行われることはなかった。その結果、こうしたローンの多くがサステナビリティ目標のすべてを達成するには至らず、特に検証が困難な市場でその傾向が強かった。だが現在では報告要件がさらに厳しくなっており、借り手はパフォーマンス指標や建物の各種数値を報告しなければならない。多くの場合、それには多大な時間と費用がかかる。

グリーンファイナンスで得られるディスカウントはそれほど大きいものではない。例えば、シティが2021年に行った調査によると、アジアにおけるグリーン債券のコストメリットは平均すると11bpsであった。だがこれですら、すべてのファンドマネージャーが享受できているわけではない。また、LPからは投資先のファンドに対しグリーンファイナンスの活用を求める圧力がないため、契約するインセンティブが乏しい。あるファンドマネージャーは「現時点では、グリーンファイナンスを行ったとしても大きな取引にはならない。契約を始めるのは、グリーンファイナンスで要求される手間に見合うようなディスカウントが得られるようになってからだ。米国や欧州では通常のファイナンスに比べて利率が少し低いようだ。アジアでは今のところ、そうしたことはない」と指摘する。

とはいえ、状況は市場によって異なる。例えば日本では、あるファンドマネージャーの報告によれば、銀行がJ-REITに対し借入期間10～12年のグリーンファイナンスをディスカウントで提示しており、その利率はREIT向けの通常の融資コストである60～80bpsに比べオールインコストで20～30bpsとなっている。このファンドマネージャーは続けて「我々はまだグリーンファイナンスを行っていないが、やるに値する十分なディスカウントが得られると見ている。しかもスプレッドだけでなく、借入期間が最長20年まで可能というのも魅力だ。そのため当社としては、セール・アンド・リースバックの期間を延ばしてグリーンファイナンスを導入することが考えられる。それにより固定金利のグリーン債券と同等の条件が得られ、そうなれば機関投資家にとって大きなコストダウンとなる」と述べた。

グリーンファイナンスが借り手に大きなメリットをもたらす可能性がある形としては、銀行がグリーン融資枠を持ち、利率は従来の融資よりも著しく低いというわけではないものの、他の具体的なアドバンテージを提供するというものが考えられる。それには通常の融資よりも高いレバレッジや有利な条件などが含まれると思われる。あるいは銀行が他のローンポートフォリオにおいてもはや融資の余地がない場合でもグリーンファイナンスなら借りられるということ自体がメリットであると言える。





# Chapter 3：不動産タイプの見通し

「不動産のどの部門を見ても、その原動力となっている要因は都市における富の集中か、デジタル・ディスラプションか、既存の不動産ストックの陳腐化であり、さらにはビルド・トゥ・コア戦略だ。最終的には、誰もが利回りを求めている。」

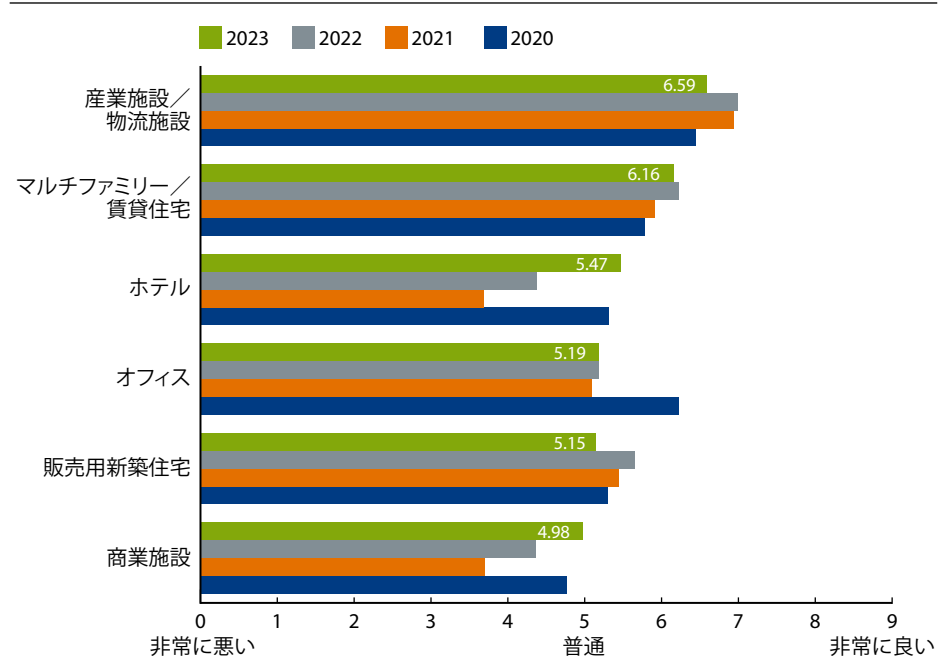
アジア太平洋地域は 2022 年に世界市場を襲った経済的混乱から比較的離れていたものの、現在進んでいる利上げに対する懸念に加え、来たるべき景気後退の副次的な影響が想定されることから、投資家は主に 2 つの方法で身を守ろうとしている。1 つは、しばらく身を引いて、新たな資産購入を控えること。もう 1 つは、従来の資産クラスからニューエコノミー関連資産やディフェンシブ資産に軸足を移すことだ。このような資産は景気後退期に投資家を守ってくれる公算が大きい。

第 1 の方法によるブレーキについては、データからすぐに読み取ることができる。Chapter 2 で述べたように、MSCI によればアジア太平洋地域における 2022 年第 3 四半期の取引高は前年同期比 38% 減というすさまじい落ち込みを見せた。第 2 の方法は、個々の資産クラスに関する詳細データから明らかだ。アジア太平洋地域のオフィスビルは、長らくコア投資家やバリューアッド投資家に取引機会を提供してきた。しかし、2022 年第 3 四半期の取引高は前年同期比でほぼ半減し(図表 3-3 参照)、他の事業用不動産の定番部門でも大きな減少が見られた。

中国のある投資家によると「在来部門について、オフィスビルは過剰供給のためまったく振るわない。特に上海がひどい。商業施設もコロナ禍や e コマースの影響で苦戦しており、多くの投資家は物流施設に注目している。これまで主要な投資対象であり、それに輪を掛けて投資資金が集中していることからキャップレートの低下が続いている。もはや持続不可能な水準にまで下がっている。その結果、中国ではニューエコノミー関連資産が重要な位置を占めるようになった」。

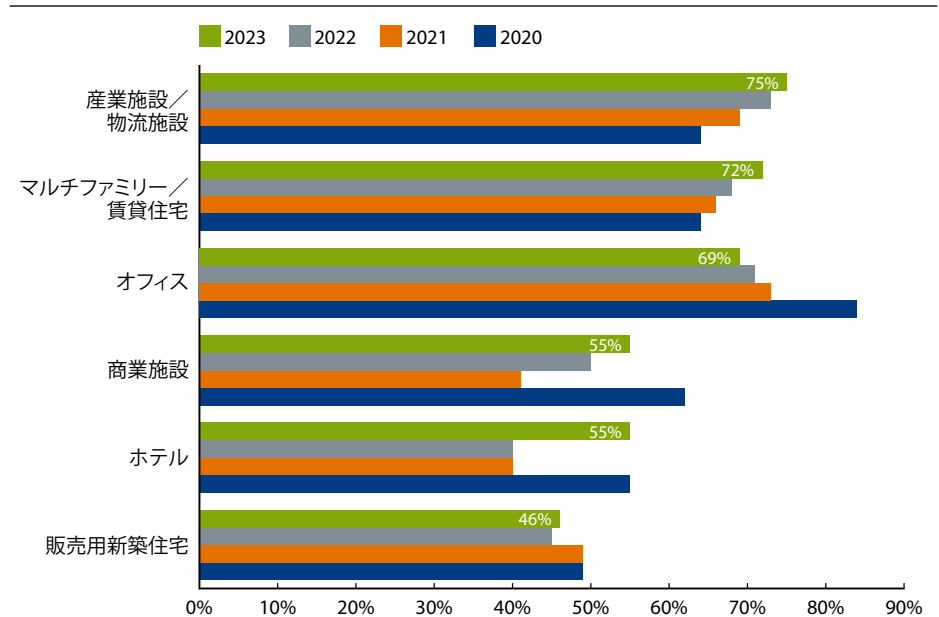
ニューエコノミーとは、デジタル・ディスラプション(デジタル技術による破壊的イノベーション)や社会習慣の変化によって直接的・間接的に牽引される産業群をいう。Chapter 1 で述べたように、ニューエコノミー関連資産には物流施設、データセンター、コールドストレージ施設、ライフサイエンス施設、セルフストレージ施設などがある。また投資家は、賃貸期間の短縮やスライ

図表3-1 事業用不動産タイプ別見通し



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表3-2 投資家が注力している(または注力を予定している)ニッチ部門



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

ド式賃料といった手段によりインフレに強い資産や、あるいはビルド・トゥ・スツツ型開発のような、確実な経常的収入を得られる資産に注目している。このような資産の大半または全部が専門的要素を備えており、従来の資産タイプに比べて賃料が高い等のメリットを得られることが多い。竣工物件が供給不足の場合は、なおさらである（そして供給不足のことが多い）。

## オフィス部門

オフィスビルの取引高が2022年第3四半期に大幅に減少し（図表3-1）、またアンケート回答者の心理が悪化している（図表3-2）ことについて、時代の変わり目と見る向きもあるかもしれないが、おそらく一過性のもと思われる。オフィスビルは依然としてアジア太平洋地域最大の資産クラスであり、群を抜く存在となっている。そして、コア資産の長期保有を追求するアジア太平洋の機関投資家にとって、今後も主力の資産であり続けることは間違いない。

取引高が減少した背景にはさまざまな要因がある。一つは、アジア太平洋地域の通貨が下落した（大幅に下落した通貨もある）ことにより、米ドル換算した場合に取引高が影響を受けることだ。次に、一般的にオフィスビルの賃貸期間は長く、インフレに対応してリセットすることが容易ではない。第三に、買い手は利益を得られる水準のキャップレートで取得する必要がある一方、不動産所有者は経済的に豊かな者が多く、また良好なファンダメンタルズを享受しているため、両者の間で膠着状態が生じている。

さらに、オフィスビルは他の資産クラスに比べて、経済全体の動向に左右されやすいと考えられる。そのため、テナント需要の不確実性による二重苦に陥りやすい。一つは、経済が減速すればオフィススペース需要も減る可能性が高いことだ。もう一つは、テナントにすれば、ポスト・コロナにおいて一体どれだけの社員がリモートワークを続けるか判断がつかない点だ。シドニーを拠点とするあるファンドマネジャーによると「我々の観点からは、長期的な需要予測を見直す必要があるが分からない。現在、人事部の影響を強く受ける大企業と、従業員の出勤がコロナ禍前の水準に戻りつつある中小企業に分かれつつある。そのため、今後の賃料上昇を予測することは難しい」。

図表3-3 アジア太平洋地域の不動産タイプ別取引高（2022年）

	2022年第3四半期取引高		2022年第1四半期～3四半期取引高	
	億米ドル	前年同期比	億米ドル	前年同期比
オフィス	149	-45%	600	-12%
産業施設	87	-24%	292	-30%
商業施設	42	-54%	222	-27%
全事業用不動産	278	-42%	1,114	-20%
ホテル	24	-8%	116	19%
住宅	16	-13%	70	16%
高齢者住宅・介護施設	8	241%	20	105%
収益不動産	326	-38%	1,320	-16%
開発用地	1,741	2%	4,361	-2%
総計	2,067	-8%	5,681	-6%

出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

市場別に見ると、取引高の減少幅が最も大きかったのは韓国となっている。ソウルのキャップレートは何年にもわたって低下し続け、2022年初頭にはわずか3%強と、香港やシンガポールなど以前から物件価格が高額だった市場と同水準に至った（14ページ掲載のCBDオフィスビルのキャップレートのグラフ参照）。だが今、韓国のキャップレートは利上げに伴って急上昇している。現時点で売り値と買い値の開きが10%に近づいており、また2022年には国内の機関投資家による取得が底をついたことから、外国のファンドマネジャー数名から、ソウルのオフィス取引の見直しについて、ディストレス資産の可能性も含めて、前向きな見解が示された。

アジア太平洋地域の他の主要な市場のうち、シドニーとメルボルンでは高級物件の取引が多く見られ（主として外国ファンドによるもの）、東京は比較的堅調に推移した（ただし売り値と買い値の開きは拡大）。また中国（特に上海）では供給過剰問題に加えゼロコロナ政策が経済に与える影響について懸念が続いており、取引は低迷した。

## リモートワークが 変革を推進

しかし、資産クラスとしてのオフィスビルは引き続き非常に大きな取引対象となっているものの、

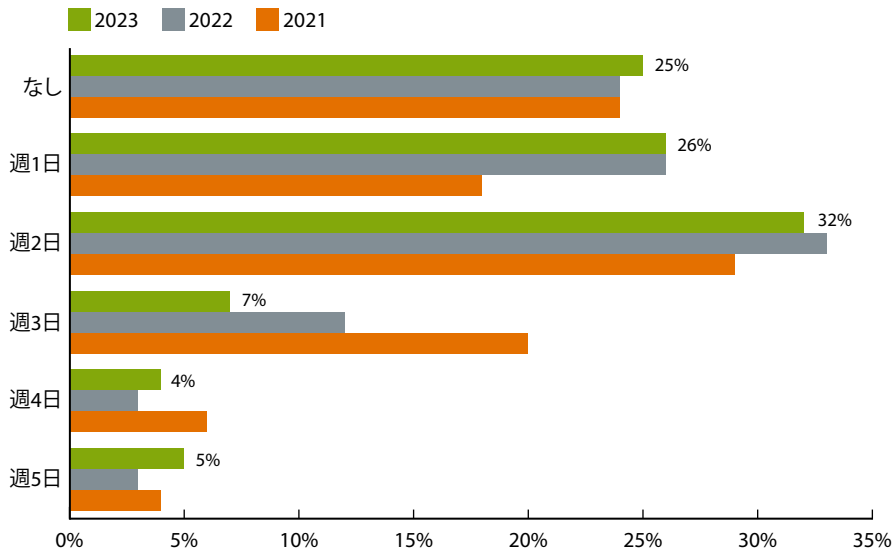
今後従業員がオフィスビルを物理的にどのよう、またどの程度利用するのかについては依然として不透明なままだ。従業員の勤務スタイルが変わりつつあるということは、建物の利用形態に大きな変化が起こりつつあることであり、オフィスビルや関連する不動産の資産価値にも長期的な影響を与えることになる。

その主な理由は、職場を構成する要素の一つとしてリモートワークが定着してきたことである。

このことはアンケート調査の回答からも明らかだ（図表3-4と3-5参照）。相当数の従業員が週に1～3日リモートで仕事をしており、また約44%の企業がハイブリッド勤務形態を長期的に取り入れる方針を示している。

ただ、国によって経験が大きく異なるため、意外な結果も出ている。例えば、オーストラリア人は普段は自立心が旺盛である一方、「オフィス回帰」志向が比較的強いように思われる。また日本ではこれまでオフィス志向のビジネス風土が根付いていたが、若年層の従業員の間では職場の選択についてできるだけ自分で決めたいと考える傾向が見られる。だが全般的に、雇用者側はオフィス中心の勤務形態を望んでいるものの、自宅が狭すぎ、従業員が生産的に仕事ができないとの受け止め方が強い都市部で、リモートワークを続けるという動きが予想外に根強い。

図表3-4 1週間の平均在宅勤務日数（コロナ禍後）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

リモートワークを継続する姿勢を示しているのには、労働市場が逼迫しており現在は従業員の方が有利な立場にあることを反映している側面もある。景気が悪化して主導権が雇用者側に移れば、この状況は変わるかもしれない。だが今のところ、企業はリモートワーカーのリテンション（確保）を念頭に置いて不動産ポートフォリオを構築しようとしているようだ。

その結果、さまざまなことが起こっている。まず、トレーニングジムや遮音された静かな執務室を備え、あるいはグリーンビル認証を取得しているといった特徴を持つ先進的で良質なビルにテナントが移転する動きに拍車がかかっている。あるオフィスビルのデベロッパーによると「我々が行った調査では、コロナ禍が始まって以降、利用率の低下が最も遅かったのはプレミアムビルであり、低下した後に、最も早くリースされたのもやはりプレミアムビルだった」という。

また、テナントがハイエンドのビルに目を向けていることが、ひいては買い手の関心を集めている。そのため、投資家の間では同じビルに対し、これまでの需要に加えて、景気後退期を乗り切るための「避難先」として新たな需要が生まれている。またLPから課せられた要件を満たすため、

あるいはSFDRの開示要件を満たすため（chapter 1 参照）、ESGに適合したビルを求める買い手からの需要も見られる。

先進的なビルへの需要を高めている別の要因として挙げられるのが、どの時点においても、オフィスで勤務するスタッフの数が減っているため、多くの大企業が床面積に対する全社員数の比率を高め始めていることだ。だがこのプロセスはゆっくりとしたペースで行われている。というのも、一部の目立つ企業を除いて、多くの企業がオフィス利用の方向性がはっきりするまで待つことにし、明らかに余剰となったスペースを保持することを選んだためだ。

オーストラリアの有名デベロッパーのある役員は「オフィスを移転する際、移転先の床面積を減らす企業は見当たらない。その一方、以前のビルから退去するに当たり、オフィスを新たに用意するのではなく、すでに入居しているビルのオフィスに従業員を配置するという動きが見られる」と指摘する。

つまり、以前は1万人の従業員用に10万平方メートルのスペースを借りていた企業が、現在は同じスペースを1万4,000人か1万5,000人で使うようにし、その過程で以前の建物から退去し、

これにより削減した経費を活用して既存スペースの改善や改築を行うということだ。このデベロッパーは続けて「要するに質への逃避であり、技術的に進んだビル、中でもサステナブルビル、それに優れた顧客体験を提供できる場所か建物に移っているということだ。我々はこの3つに力を入れている。これらをしっかりやっておけば、テナントが見つかることが分かっているからだ」と述べた。

## 進化するワークスペース

労働力の柔軟化に対応してワークスペースが進化する上で、オフィスの目的と機能の変更も進められている。これにはさまざまな側面があり、アジア太平洋地域の中ではやはりオーストラリア市場が最も進んでいると言えるだろう。

- レイアウトの改善が進む。その一つが、スタッフ密度の低下である。雇用者が床面積に対する全社員の比率を高めていることを考えると、このことは直感に反するかもしれない。しかし、どの時点においても、オフィスに出勤しているスタッフの数が以前より減っているのであれば、両方とも同時に成り立つ。スタッフ密度の低下は健康面の考慮や、繁忙期により多くの社員を収容可能にするためのものでもある（ただし今年のアンケート調査では、スタッフ密度の低下の優先度が昨年・一昨年と比べ低下している [図表 3-5 参照]）。

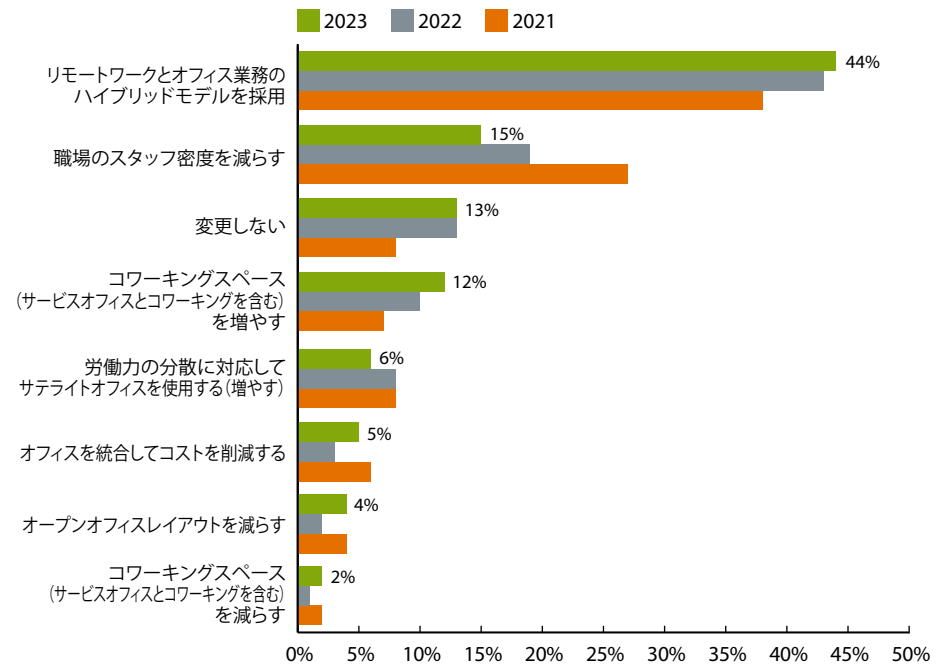
さらに、企業はスタッフの在社時間と使用スペースを重視し、「集中して」仕事をするよりも社外や客先との繋がりに力点を置くようになった。その結果、デスクスペースが大幅に縮小している。同様に、社員がリモートでやりとりすることが増えたため、オフィスにはオンラインミーティングに適した設備が整えられている。それ以外では、ポスト・コロナにおいてオフィスの設計がどのように進化していくかは、広範な実験が必要であり、未解決の問題である。一方、ハイブリッド勤務形態と、従業員がCBDに通勤して行う業務の種類を最適化するために、ワークスペースの新たな形状や配置が必要になることは明らかだ。

- あるデベロッパーが「プラットフォームとしてのポートフォリオ」と呼んだ仕組み（単独の所有者が各地に所有するすべての建物を、テナン

トが利用できるようにすること)が登場している。「将来的に、例えばショッピングセンターの中にワークスペースを設置するようになるかもしれない。それをオフィスビルやビルド・トゥ・レントの住宅と組み合わせると、どこでも働けるような環境を整えれば、テクノロジーを活用して『今日はビルド・トゥ・レントの住宅で、明日は都心部の本社で働き、来週はメルボルンにいる予定だ』といった形も実現するだろう。これらのスペースはすべてネットワークで繋がれており、統一されたプラットフォームで働くことができる」と、このデベロッパーは説明する。このコンセプトに沿ったものとして、共有スペースの創出が挙げられる。これには以前からのコワーキング施設が含まれるものの、「共有」の概念は変化している。図書館型の集中スペースや、テクノロジーを駆使した協同利用スペースなど、チームのメンバーが集まってミーティングやワークショップを行うことができるスペースも含まれる。

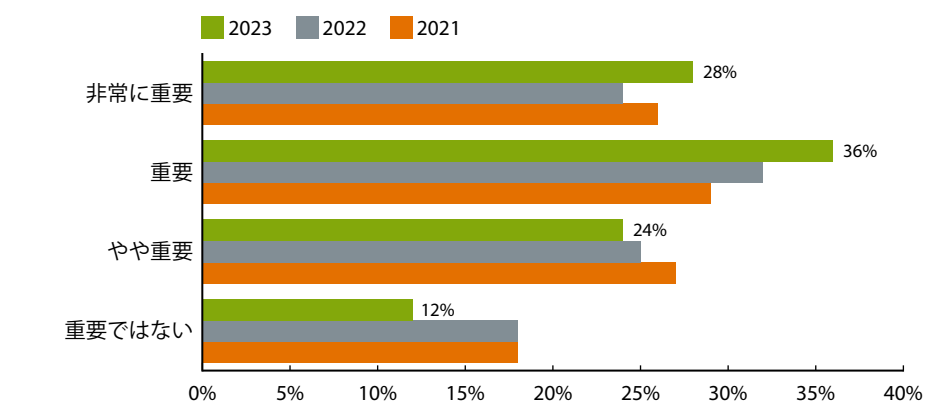
- おそらく驚くことではないが、身体的・心理的なウェルビーイング（健康・安心・幸福感・福利）がますます重視されている。これには、高級オフィスビルで標準となりつつあるタッチレスアクセスだけでなく、オープンスペースや屋外スペース（屋上など）、さらにはそうしたスペースを使ってウェルビーイングを支援する活動（ヨガやメンタルヘルスサービスなど）が必要とされるだろう。
- ミレニアル世代とZ世代はベビーブーマー世代よりも数で勝っていることから、やがてオフィスユーザーはテクノロジーの言語を要求し、そのリテラシーを身につけたデジタルネイティブの集団となるだろう。そのため、建物はテクノロジーを具現化するとともに、それを簡単に摩擦のない形で提供する必要がある。一例として、ある建物所有者が「ダイナミック・ピープル・マネジメント・システム」と呼ぶものが挙げられる。これはAIを活用して、従業員が同僚の仕事量やスケジュールに対応して効率的に時間を使えるようにするシステムだ。また「フロー・トゥ・ワーク」というオペレーションモデルは、必要に応じて柔軟に配置できるリソース（通常は人的資源）のプールを作成する。これまでのところ、テナントや建物所有者はこうしたテクノロジーの採用を急いではいない。だが需要があるため、中期的には普及が進むと思われる。

図表3-5 COVID-19を受け、貴社の職場モデルをどのように変更するか？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表3-6 貴社の従業員を収容する上でフレキシブル・ワークスペースの重要性はどの程度か？



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

- サステナビリティ（特に炭素効率）が鍵を握る。これにはいくつかの要素がある。その多くはすでに本報告書で説明している。テナントがサステナビリティを要求するのは、現在または将来の従業員がそれを雇用主（テナント）に求めるからであり、投資家がサステナブルな建物を欲するのは、売却時に受け取るグリーンプレ

ミアム（数値化できないとはいえ）のためである。一方、建物所有者が建物をサステナブルにする必要があるのは、そうしなければ取得希望者が減ってしまうため、あるいは規制要件が変わることでのみ改善を余儀なくされるからだ。日本のある投資家の言葉によれば「建物がESG課題に対応していれば取引対象に

なるだろう。だが、そうした対応ができなければ、多くの機関投資家から敬遠されることになる。やがて、取引可能な資産ではなくなってしまう」。

## 分散化が進展

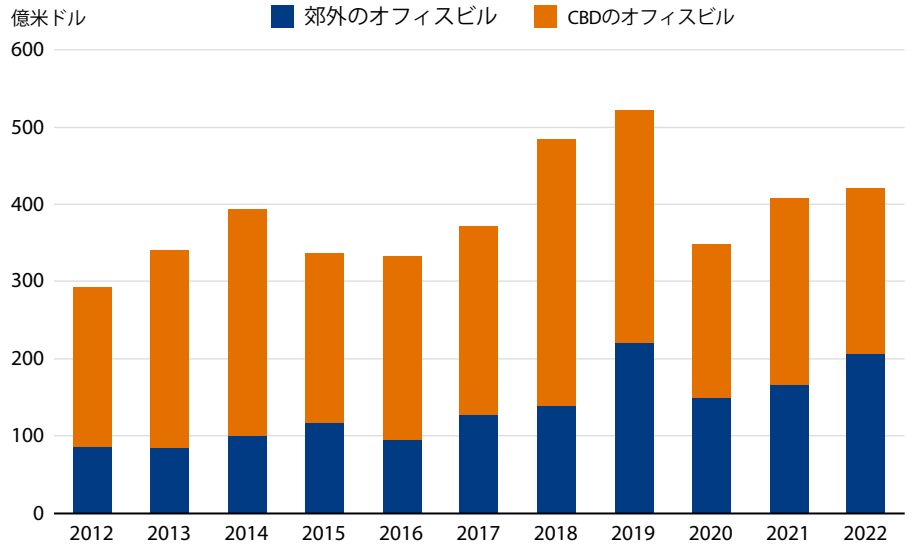
テナントによる築古の二番手ビルからの移転は広範囲にわたる影響をもたらす。単にCBDの先進的オフィスビルの需要が押し上げられるだけではない。勤務形態の分散化により、都市中心部から外れた周辺部か郊外に位置するビルの需要が高まっている。企業は中心部を離れて外に向かうことで、多くの従業員の居住地にオフィスを近づけるだけでなく、郊外に立地する良質のオフィスビルに入居して賃料を抑えようと図っている。こうした郊外志向の高まりはデータからも確認できる。MSCIによれば、2022年上半期におけるアジア太平洋地域のオフィスビル投資額のほぼ半分が郊外のオフィスビルであった(図表3-7参照)。

しかし、CBDからの分散化の過程や度合いは都市によって異なる。オーストラリアでは、前述したように、この動きはなかなか勢いを得ないでいる。シドニーに拠点を置くあるファンドマネージャーによると「コロナ禍を通して、オーストラリアでも分散化は大きなテーマであり、企業は市内や郊外に都市圏型サテライトオフィスを持つという説があった。だが実際にはその逆で、特定の箇所に良質のオフィスビルが集約されており、そのうち優良なコア資産については相当のリーシングが行われている」という。

香港では、九龍東や魚涌(クオリーベイ)に形成された第二のCBDがバックオフィス部門を惹きつけており、また中心部の高賃料を逃れてこちらにやってくるプロフェッショナルサービス企業が増えている。上海でも上海駅・北外滩・錢塘エリアを中心に、いくつかの場所で大規模な周辺クラスターが誕生している。中国ではよくあるように、成長が急激であったため、過剰供給問題が発生しているものの、上海のある投資家によると、2〜3年のうちに吸収されるという。

日本では、二番手のオフィスビル拠点も賑わっている。東京を拠点とするあるファンドマネージャーは、好ましい投資戦略であると指摘し「理想としては、都心ではないが交通の便が良い立地で、ESG対応やエネルギー改修を行うのに十分な規

図表3-7 オフィスビルへの投資額 (サブタイプ別)



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

模の、床面積の広いBクラスのオフィスビルを探したい。そうした立地の好例が品川で、近くに住宅が多く、交通の便も優れている」と述べた。

## 古い建物の再利用

二番手ビルからテナントが退去することで生じる第二の問題は、利用度が低く望ましくない建物のストックが大量に発生し(おそらく市場全体の10%)、その再開発や再利用が必要になることだ。

だが、都市中心部で大量のスペースを再構築することは明白かつユニークな機会であるものの、古い建物のストック(多くはアジア太平洋地域の経済がそれほど発展していなかった時代に低予算で建てられたもの)を再利用するための選択肢は限られるかもしれない。元の構造物に含まれるエンボディド・カーボン(建築資材の製造や輸送、および建設に伴う温室効果ガスの排出量)を考えると、基本的にバリューアッド戦略がベストと言えるだろう。だが、近年は古いオフィスビルの改良が多くの投資ファンドにとって有利なオプションとなってきた一方、現在ではリモートワークが広まったことから、新たなオフィススペースの需要は疑問視されている。また、利率がしばらく高止まりするような環境になれば、いずれに

しても用途変更に投資するための借入れが難しくなる可能性がある。

これに対し、そのようなストックを市場のニーズに応じて柔軟に使える「汎用スペース」として再利用することがオプションの一つとして提案された。そのような取り組みは経済的に実現可能かもしれない。古い建物の多くは資金力のある現地デベロッパー(または個人)が所有しているため、銀行から融資を受ける必要がないためだ。香港でデベロッパーと仕事をしているあるコンサルタントは「市場が何を望んでいるかを予測し、何を市場に提供すべきかを考える上で、変化が起きているようだ。つまり、建物の中を空にして外面のみとし、さまざまな用途に対応できるようにし、避難設備や電気・ガス・水道を整備する。ただし、建物の内部をどう使うかは市場が決定する。商業施設とオフィスの複合施設になるかもかもしれないし、住宅も入っているかもしれない。全体的に、内部の使い方は市場の自発性に任せるというものだ」と説明する。

原則として、CBDエリアに住む人が増えれば、それがきっかけとなってコミュニティ意識が高まり活気が生まれるのは確かだろう。シンガポールのあるコンサルタントは「CBDエリアとは、中心活動地区であると捉えている。業務だけでは

なく、何か複合的なものを作るべきと考えているからだ。私がいるラッフルズシティは、湾に面しているのに、週末にはひっそりと静まり返る。このことはシンガポール都市再開発庁も十分承知しており、CBDの住民を増やして一年中活気に溢れた地域にしようと模索している。勤労者の数は減っているものの、CBDの土地の一部を住宅として活用するかホテルを増やすことで、結果的に商業施設にもプラスに働くのではないかと語る。

だが実際には、アジアの都市では旧式で床面積の小さい建物が多く、その非効率性のため、プライベートエクイティによる取引で急速に規範となりつつあるESG対応に向けた改修には向いていないものが大半であり、転用を行ってもうまくいかないかもしれない。つまり、転用のために改修した資産を所有者が将来に売却しようとしても、売れずに座礁資産となる可能性がある。

東京を拠点とするある投資家は「小規模な建物の中には、経済的に見合わないためESG対応改修ができないものがある。そうしたビルには誰も入居したがらないことが大きな問題だ。誰も入らなければ取り壊して別の物を建てなければならない。そもそも面積が本当に小さかったら、一体何ができるだろうか」と指摘する。

その答えの一つは、隣接地と合体させて面積を増やし、集合型の再開発を行うことだ。だがそれには別の問題がある。銀行は通常、パフォーマンスの悪い建物ですら融資に消極的だ(ただしディストレス資産が広まれば姿勢を変えるかもしれない)。そのため、規制当局が何らかの形で介入し、強制執行しない限り、敷地を同じタイミングで合体させることは難しく、それが一般的に行われることはなさそうだ。

とはいえ、アジア太平洋地域の各国政府が環境問題への取り組みを強めているため、この手法を実行できる可能性はある。例えば、ある投資家は日本政府が「これを推進するにはどうすればよいか、かなり前向きに検討しているようだ」と述べ、「そのため、銀行は融資を引上げ『政府の意向により融資を続けられないため、後はご自身で何とかしてください』と言うだろうから、小規模な所有者や投資家は遅かれ早かれ何か手を打たなければならないかもしれない」と指摘した。

## 物流施設部門

アジア太平洋地域の物流施設に対する需要は底なしのように思える。需要を牽引しているのは主にeコマースとテクノロジー部門であり、また機関投資家が従来型の商業施設から離れて物流施設に向かっていることも要因だ。そのため、消費と工業生産が停滞しているにもかかわらず、需要は力強さを見せている。

アジア太平洋地域の物流施設部門が欧米と異なるのは、先進的施設が構造的な供給不足状態にあり、それがあちこちで見られるという点だ。ある投資家は「先進的な物流施設の需要の多くは必ずしも新規スペースのニーズではなく、施設を改善・格上げしたいというニーズだ。以前はタン屋根で壁もないような施設を使っていた企業が自動化、あるいは少なくとも冷蔵・冷凍装置の導入を考えている。そうすればアイスクリームが溶けないうちにスーパーに届けられるからね」と述べた。

そのため、新規のネット・アプソープション(需要の純増分)が軟化することはあっても、先進的物流施設は効率化の点で費用対効果が高いため、需要は底堅さを維持する。この投資家は続けて「日本の場合、20年前からそうになっている。そのため、中国や韓国など、物流のフルフィルメント(配送施設)の点で発展が大きく遅れている市場は同じ流れを辿ることはない、という見方は、私には筋が通らないように思われる」と述べた。

市場別に見ると、eコマースの普及率は韓国(50%)と中国(43%)が世界のトップクラスにあり、膨大なフルフィルメントの需要を継続的に生み出している。それは従来型の輸出志向経済が必要とする輸送需要を超えるほどだ。

オーストラリアも需要と供給のミスマッチが大きい。以前はeコマースの普及率が低かったものの、世界標準に急速に追いつきつつあることがその背景にある。オーストラリアの倉庫の空室率は世界的にも非常に低い水準にあり、CBREによると2022年第3四半期で0.8%となっている。また、建設中の新規スペースが比較的少ない(既存ストックの2%に過ぎない)ため、それに伴って賃料の上昇も大きく、2022年1月から6月の間に13%増を記録し、さらなる上昇が見込まれている。このことは、この数年間、オーストラリ

アの物流施設が世界の機関投資家の注目度が最も高いものの一つになっていることを説明するものだ。

一方、製造業の生産拠点が中国から離れて分散化するという全体的な傾向により、アジア太平洋地域の物流施設部門の状況にさらなる変化が生じている。中国がゼロコロナ政策を続けることで経済的問題が高まるにつれ、外国からの投資が他の市場に向けられるケースが増えている。在中国米国商工会議所が2022年10月に行った調査では、回答者の3社に1社が、この1年間に中国向けに計画していた投資を他の国に振り向けたとしている。

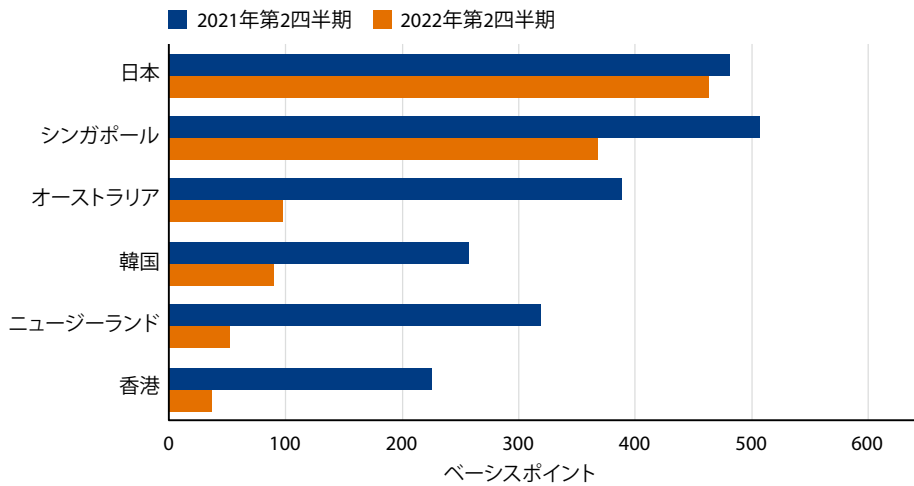
中国で新規の生産能力が減ったことは、他の市場では余剰となる。これは、「チャイナ・プラスワン」による分散化を進めてきた企業による工場の国外移転のペースがすでに落ちてきているところに輪をかけている。中国から移転する生産能力は、中国本土全体の工場面積に比べてごくわずかであるものの、カンボジア、タイ、インドネシア(そして特に)ベトナムなど東南アジアの受け入れ国にとっては非常に大きなものとなっている。

## キャップレートの低下が痛手に

ところが、アジア太平洋地域全体の構造的な供給不足が解消される兆しが見えない中、アジア太平洋地域における物流施設の取引高は2022年に急減した。MSCIによると、取引量は2021年に過去最高を記録した後、第3四半期には前年同期比25%減となった。2021年のベースが大きかったのは確かであるが、2022年の実績は中国における1つの大型案件に支えられたものであり、それがなければ過去5年間で最低の数字となったであろう。

これは、物流施設の人気が高いためキャップレートの低下に拍車がかかり、投資に見合わないと考え者が出てくる水準(例えばオーストラリアでは3.5%未満)にまで落ち込んだことが原因だ。日本のある投資家は「オフィスビル、商業施設と物流施設を比べると、取引キャップレートはほぼ同じ水準にある。取引における土地価格や他の不動産バロメーターを見ると、これは理屈に合わないと思う」と述べた。

図表 3-8 産業施設と10年物国債のイールドスプレッド



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

いくつかの主要市場では、利率や債券利回りの上昇に伴い、物流施設のキャップレートが100bpsを切る水準まで低下した(図表 3-8 参照)。ただし日本や中国では利率が横這いか低下しているため、過去の標準的な水準にとどまっている。

しかし、このような問題にもかかわらず、業界のファンダメンタルズから言って現在のキャップレートでもまだ大丈夫だという声が非常に多い。CBREによると、アジア太平洋地域の物流施設の供給予測(年間 2,000 万平方メートル)は新規需要(2,300 万平方メートル)を下回っており、今後何年も倉庫スペースの不足が続くと予想される。その結果、賃料の長期的上昇傾向が見られ、それにより収益性が高まるとともに、資産評価に影響を与えることなく、キャップレートが効果的に押し上げられるという主張である。

この主張はもっともであるが、シンガポールを拠点とするある投資家によると、信用力のあるテナントには一般的に長期賃料リポートの形で表示金額の15~20%という大幅なインセンティブが提供されることから、それほど魅力的ではないかもしれない。この投資家は「そうしたテナントを呼び込むには、それなりのディスカウントが必要だ。だから、賃料を上げたとしても、その分を実質的に割引かなければならず、また彼らが最終的にどのような

インセンティブを求めているかを推測しなければならない。そしてそれは、所有者として「ベストのテナントを得るためにはやむをえない」と考えるものをはるかに超えるものだろう」と述べた。

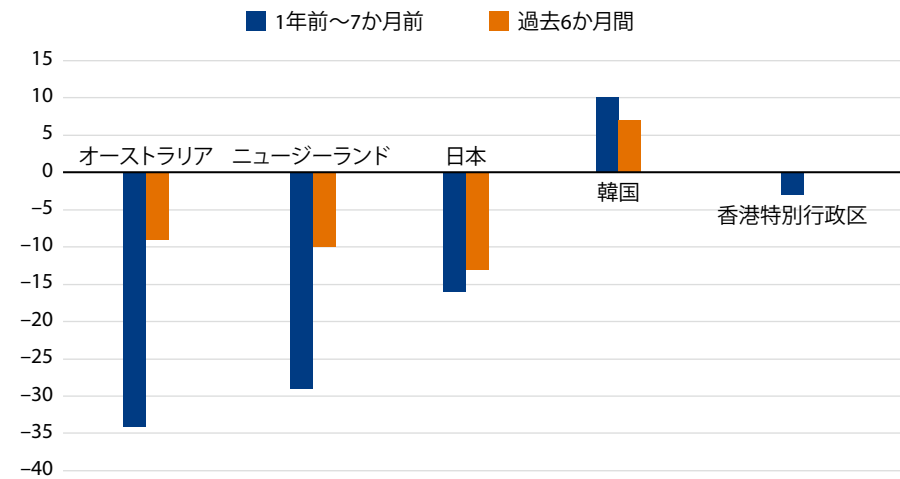
また、長期的なトレンドは上向きでも、景気循環の中で物流スペースに対する需要が大きく変動する可能性があり、そのことで、キャッシュフローに影響を受けかねない。コロナ禍の間、多くのeコマース事業者は商品の在庫を過剰に抱えて(サプライチェーンの混乱を懸念したことにもよる)、時間をかけて販売していくことにした。

しかしコロナ禍の影響が薄れるにつれ、オンラインショッピングの需要の伸びも緩やかになっている。上記のシンガポールの投資家は「これは周期的なもので、今のサイクルが過ぎればそうした在庫を持つ必要もなくなり、空きスペースが増えるだろう。そこで、顧客である3PL(サードパーティ・ロジスティクス)やeコマース事業者のニーズ、そしてそれが倉庫スペースの需要にどういった影響を与えるかを敏感に察知しなければならない。彼らがどのくらいのスペースを使うかは非常に周期的なものであり、下降期をどう乗り切ることが問題だからだ」と語った。

いずれにせよ、アジア太平洋地域全体にわたってキャップレートの低下は止まったように思われ

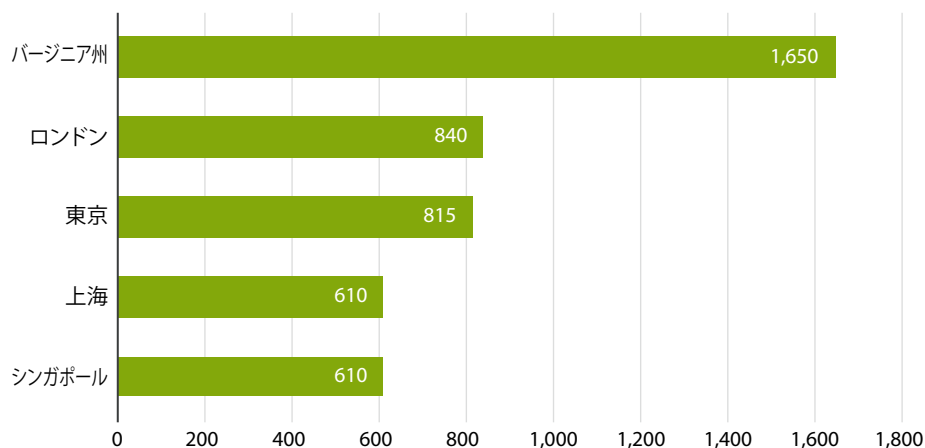
る。特にイールドスプレッドが最も狭まった市場において、上昇の兆しが見えている(図表 3-9 参照)。韓国では建設コストの上昇、供給パイプラインの拡大、および機関投資家の買い控えが重なって投資家心理が悪化し、2022年1月から9月までの間にキャップレートが20bps近く上昇した。また、オーストラリアでも10月の取引でキャップレートが上昇の兆しを見せたとのことだ。

図表3-9 特定市場における産業施設部門のキャップレートの変化（2022年第3四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

図表3-10 データセンターの市場規模（2021年）（メガワット）



出所：クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

## データセンター

アジア太平洋市場全域にわたり、新たなネットワーク容量に対する需要は底なしのようだ。現在、この部門に巨額の資金が投入されている。アジア太平洋地域では、欧米に比べインフラのインストール・ベース（累積数）が少ないもののデータ消費が拡大しているだけでなく、eコマースの普及度や高速通信 5G への接続が全体として世界で最も高く、場所によってははるかに高いことも多い。さらに、アジア太平洋地域の各国政府が、自国経済に関連するデータを国境内で保管・管理することを義務付けるようになっ

てきており、それが新たな容量に対する需要をさらに押し上げている。ジョーンズ ラングラサールによると、2021 年には安定稼働しているデータセンターの取引高（開発プロジェクトを除く）が約 52 億米ドルに達し、2019 年の水準から約 61% の増加となった。このうち中国での取引高は 37 億米ドル超で、2020 年の 2 倍以上、2017 年の 5 倍の金額となっている。

だが、こうした長期的な追い風にもかかわらず、データセンターに対する新たな需要の大きさがさまざまな問題を引き起こしている。既存のインフラがネットワークトラフィックの増大に追い

つこうともがく中、さらに追い打ちをかけることになるからだ。その結果、2022 年には取引高が減速し、取引される資産の数も少なくなり、開発プロジェクトも遅延が発生している。

## 問題が山積み

投資活動が減速した理由の一つは、新規のデータセンターの多くがグリーンフィールド（未開発用地）で建設されるが、そうした用地は（レイテンシ [通信の遅延時間] の理由から）都市の中心部に近くなければならないことだ。最近では、そうした用地はますます少なくなっている。さらに、開発は多額の資金を投入する必要があり、現在の環境下では、たとえデータセンターのように経常的収入を確保しやすく、また景気後退に比較的強い部門であっても、銀行は融資に消極的となっている。

それだけでなく、ビルド・トゥ・コア型プロジェクトの経済性は総じて弱まりつつある。これには借入コストの上昇による面があり、建設プロセス自体に内在する問題も反映している。日本を拠点とするあるアナリストによると「建設業者は固定価格を事前に示して請け負うのが一般的だが、今はそのやり方に消極的になっており、長い付き合いのある顧客にしかそうしないのではないか。現在、多くのプロジェクトが同じフェーズにあり、しかも発注先としてどれも同じ建設業者を考えている。その結果、価格が上がっており、建設コストは韓国で 30～40%、日本では 40～50% も上昇している」という。

また、さらに重要な問題として、データセンターは大量のエネルギーを使用し、地域の電力会社を信頼できる供給源として確保することが難しい場合がある。自然保護・環境保護団体のグリーンピースが 2022 年 4 月に発表した報告書によると、中国ではデータセンター部門による電力消費量が 2035 年までに 7,820 億キロワット時となり、国の電力消費量の 5～7% を占めると予測されている。なお、2020 年には 2.7% であった。

少なくとも 2021 年以降、中国の一部地域では電力不足が常態化しており、信頼性の高い供給源を確保すること、場合によっては何らかの供給源自体を確保することが難しくなっている。現在、データセンターはエネルギー割当の申請を義務付けられている。これは理論上は十分なエネルギーを保証するものだ。ところが投



資家の話によると、2022年夏には中国が再びエネルギー不足の影響を受け、割当を得たにもかかわらず、新たに完成したデータセンターがすぐには電力系統に接続できなかったという。

電力供給の状況は先進国であっても複雑だ。ある投資家によると「特にソウルや東京のCBDのような都市圏では、電力供給が課題になっているようだ。必ずしも供給不足が起きているというわけではなく、大量の供給を長期にわたって続けられるかという問題だ」という。

## 二酸化炭素の削減

さらに、データセンターのようなエネルギー集約型施設の運営に関する問題として、そこから排出される高水準の二酸化炭素について各国政府が神経を尖らせていることが挙げられる。規制当局（およびテナントや投資家）の圧力を受けて、事業者は施設の運営により排出される二酸化炭素を削減しようと懸命に努力している。しかし、欧米で設定されている基準にまだ大きく及ばないのが現状だ。そうした中で、事業者はデータセンターの新規案件が新たな基準に適合しているか再検討を迫られているものの、そうしない者は多い。だがその場合のリスクは高く、1~2年前であれば適合していたはずの多くのプロジェクトが、ハードルが上がってクリアできなくなる恐れがある。

実際、エネルギー効率はデータセンターの実現可能性を左右する最大の課題となっている。その指標として使われているのが「パワー・ユーザー・エフェクティブネス」(PUE)で、施設で使用される総電力量とコンピューティング環境で使用される電力量との関係を測定するものだ。PUE値が1.0に近づくほど電力使用効率が良いことになる。世界の大規模データセンターの年間平均PUEは1.57前後であり、アジア太平洋地域の規制ではこの数値の上限をさらに低く設定している。

中でも、中国が導入した基準は厳しいものとなっている。以前は地方政府や中央政府がデータセンター建設の奨励に努めてきたものの、現在では当局が既存施設および新規プロジェクトの両方について規制を強化しつつある。

中国のあるデータセンター投資家によると、上海の新規プロジェクトではPUEを1.3以下としなければならない、中国北部ではさらに低く1.2に、

また中国南部（他よりも暑い地域）では1.35に設定されたという。既存の施設はPUEが1.7を超えるると運転を停止され、またすべてのデータセンターがリアルタイムでの監視と抜き打ち検査の対象となっている。この投資家は「したがって、基本的に要件は厳しい。対応はまだ可能であるものの、設計段階では最高の設計チームが必要とされ、MEP（機械、電気、配管システム）のエネルギー効率も非常に高くなければならない」と述べた。

このほか、2つ目の環境要因として水使用効率性(WUE)、3つ目として再生可能エネルギーの利用が求められている。ある大手データセンター運営会社の幹部によると、充電式バッテリーを活用し、屋上にソーラーパネルを設置することによりエネルギー消費の削減を目指すデータセンターが増えているという。革新的な解決策を講じているケースもある。例えば日本のあるデータセンターでは施設の外に積もった雪を利用して配管内の不凍液を冷却している。

一方シンガポールでは、2020年における市内の電力消費量の7%強をデータセンターが占めた。政府は電力消費と持続可能性の問題に関する懸念から、2019年に新規建設を停止する措置を導入した。これは2022年に解除されたものの、新規プロジェクトの入札には厳しい評価要件が課されることになった。

このような要件には、超大企業や小規模事業者よりも、相互接続により世界的に事業展開する小売事業者を優遇するような条項が含まれている。また、PUE（最大1.3に設定）のみならず、アジア太平洋地域全体にわたって将来における施設の設計・運営に大きな影響を与える可能性のある、革新的なエネルギー利用を重視した要件となっている。現在、シンガポールのLNGガス化ターミナルから得られる「冷熱エネルギー」の利用や、海水を冷却に利用する浮体式データセンターの建設などが提案されている。

## 商業施設部門

ほとんどの市場やサブタイプにおいて、実店舗型の小売業に関しては否定的な見方で一致している。これは、コロナ禍によって一般消費財の顧客がオンラインショッピングにさらに流れる前から、何年にもわたりeコマースに浸食されてきた結果であることは明白だ。そのため、商業

施設の資産価格は底値か底値に近い水準で推移し、取引高も軟調に推移している。MSCIによると、2022年第3四半期に行われた取引において、商業施設は全資産クラスの中で最大の落ち込みを見せた。成約案件とパイプライン案件を合わせた取引額は前年同期比で50%以上も減少した。取引高が堅調に推移したのはオーストラリアのみとなった。

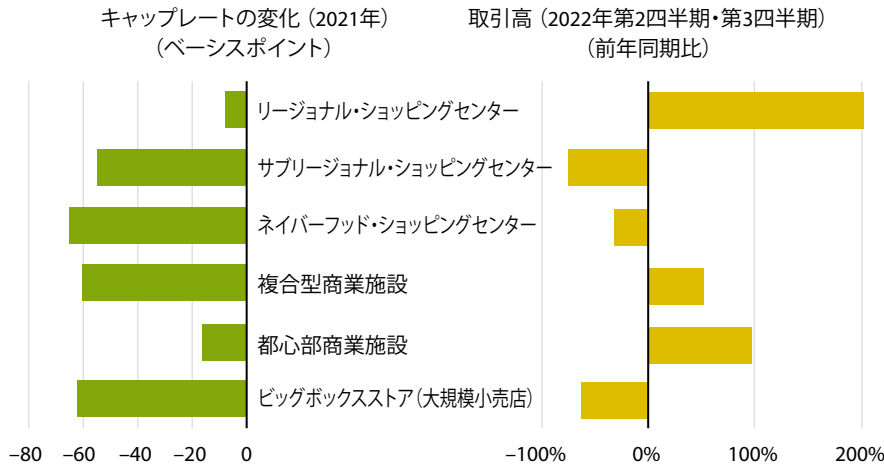
同時に、ここ数年間における商業施設の売却状況は、底値で買おうとする者にとって魅力的に映る。特に、多くの市場で店舗での購入が回復しており、ある業界コンサルタントの言葉を借りれば「コロナ禍以前の水準からそう離れていない」ところまで戻っている中で、商業施設が「売られすぎ」と見られるからだ。それだけでなく、商業施設部門の再評価が基本的に完了しており、他の資産クラスに比べてキャップレートが低下する余地は少ないだろう。他の資産クラスでは、これまでにキャップレートが資金コストに近いがそれ以下にまで落ち込んでいる。

あるファンドマネジャーは「商業施設はまだ必要とされている資産クラスであり、売られすぎだと考えている。だから、そこに機会がある。商業施設を忌むべき言葉と思っている投資家や市場参加者は多い。我々としては、実際の具体的な状況を理解する必要があると思う」と述べた。

このように機会だと捉える投資家も、必ずしも商業施設の再構築を考えているわけではなく、ポジショニングが適切であれば質を保つことができ、価格とキャップレートが下がっているため、現状のままでも多かれ少なかれ利益を上げることができると見ている。

最近オーストラリアで一般消費財を扱う商業施設への関心が高まっている。おそらくこうした逆張りの視点がその背景にあると考えられる。昨年は生活必需品を扱うサブタイプが注目され、ネイバーフッド型、サブリージョナル型、複合型およびビッグボックスストア（大規模小売店）のキャップレートが低下する一方、一般消費財を扱う資産は低迷した。食料品や生活必需品を買う場所は常に必要とされるため、これは理にかなっていたと言える。だが、一般消費財を扱う商業施設が売られすぎたのに対し、生活必需品を扱う施設は現在、過大評価されているようだ。その結果、買い物客が以前のように店舗に戻り始

図表3-11 オーストラリアの商業施設のサブタイプ：キャップレートと取引高の変化



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

める中、都市中心部のショッピングモールなど一般消費財を扱う施設への関心が復活し、2022年の取引高は2021年の水準を大きく上回った(図表3-11参照)。

それでも、商業施設が底打ちしたと見るのはまだ危険だ。経済成長がマイナスに転じるか一気に減速した場合、一般消費財を扱う商業施設は真っ先に落ち込むものの一つだからだ。中国の例を挙げると、上海に拠点置くあるファンドマネジャーは、2022年初頭にロックダウンが解除された後の上海の商業施設を巡る環境について次のようにコメントした。「確実に反転しており、輸送や売上高から見ると、ほぼ回復したと言える。だが、例えば2019年に期待していたものに比べ成長速度が下がってきていることを考えると、今の勢いを維持することは難しい。つまり、今後6か月から12か月はリターンの点では問題ない一方、今よりもっと努力を費やさなければならぬだろう。その先については、雇用や賃金の伸び、消費の面で経済がどうなっているかというマクロの問題となる」。

## もう一度作り直す

最終的には、eコマースが消費者支出を浸食し続ける中で、一般消費財を扱う商業施設の多くは改革を迫られるだろう。問題は、「従来型」の商業施設はどのように進化していくべきかという

ことだ。特にアジアでは、ショッピングモールは地域における社会の変化や都市化の流れの中から生まれて発展してきたものであるだけに、この問題は一層複雑なものとなっている。そのため、米国やオーストラリアの店舗では実現可能なことでも、例えばシンガポールではそのまま適用できない場合がある。

体験型施設への取り組みは、これまで多くのモールがお決まりの戦略としてきたもので、今後も間違いなく続くであろう。だが所有者たちは、運営環境が過酷になる中でどうすればこの戦略をうまく機能させられるか、今なお試行錯誤している。結局のところ、消化できる体験は限られている。ジャカルタのあるデベロッパは「以前は、誰かの真似をするだけで、誰もがパイの分け前にあずかることができた。だが今では勝ち組と負け組に分かれている。既存のショッピングモールにとっての課題は、基本的にダメになっているスペースをどのように再利用するかということだ。2万平方メートルのデパートは、この先どうすればよいのか。そのアンカーテナントはどうなるだろうか。また、新たにモールに改築する場合、食品を打ち出すにしてもある程度までしかできない。スターバックスの一つの店舗が200～300平方メートルだとすれば、それに対し一つのデパートは2万平方メートルもある。まさか、一つのデパートを200のスターバックスにすることはできないだろう」と語った。

多くの場合、バランスを取ることは不可能だろう。そのため、ある個人投資家は「パートナーを組む事業者や物件、そしてその立地を厳選しなければならない。良いものはちゃんとうまくいき、ダメなものはやはりうまくいかないのだから」と指摘する。

従来型の商業施設がデジタルコマースに対応するには、オフラインの販売とオンライン販売、そして物流フルフィルメント(配送)の交差点として位置付けるという手法もある。このようなオムニチャンネル戦略は長い時間をかけて構築されたきたが、ここに来てクリティカルマス(最小必要量の顧客)を獲得しつつある。このモデルでは、小売チェーンはオンラインのプラットフォームと若干の大型店舗、そして各地に分散した多数の小型店舗を有する。小型店舗はフルフィルメントセンターとしても機能し、大型店舗から配送された品物を顧客に手渡す。

シンガポールを拠点とするあるコンサルタントが述べたように「このモデルでは物流システムが店舗システムとなっており、今後はこの方法が主流になっていくだろう。そのため、チェーン展開している小売業者は『オンラインシステムと、物理的な小売チェーンの一部である配送システムをどう組み合わせれば良いか』思案しなければならない。我々が『未来はオムニだ』と言っているのはこのことで、やがて小売の大部分がこうした運営形態になるだろう」。

## 小売のパイを分け合う

このモデルを構築するには、オンライン取引のどの部分をデジタルスペースで行い、どの程度までを店舗で行うかの分けという難しい課題をテナントと所有者が再検討する必要がある。現在、この分けはこれまでになく重要になっている。というのは、以前であれば固定賃料がおそらく95%、歩合賃料が5%であったのに対し、コロナ禍の結果、多くの店舗で賃料のかなりの部分が歩合制となっているからだ。上記のコンサルタントは「これは難しいモデルだ」と言いつつも、「だが、こうしたやり方がますます増えていくと思う。特に、オンライン小売業者が実店舗に進出し、そこで成功しているケースがすでにいくつもある」と指摘する。

このほか、まだ導入されていないものの将来的に採用される可能性のあるモデルとして、売上よりも「客足」を重視するという手法がある。現在では、客足は高い精度で測定できるようになっており、それに基づき、店の前を何人通ったかで賃料を決めるという仕組みだ。このコンサルタントによると「こうした店舗の価値はブランディングにあることが多く、訪問者数と賃料をリンクさせることも、そうした価値から利益を得る方法の一つと考えられる」ため、このモデルがうまくいくかもしれないという。さらに、そのような価値は、所有者がモールへの集客を促進させることによりテナントとの共生関係を構築するインセンティブともなる。

とはいえ、このような先進的なコンセプトを所有者に受け入れてもらうのは至難の業だ。中国の所有者であれば、このような冒険的な賃料モデルを積極的に採用すると思われるものの、シンガポールのような市場は非常に保守的だ。これは特に、モールの大半がREITの所有となっており、REITは変化を極力抑えて日々のキャッシュフローを最大化することを重視し、ハイリスク・ハイリターンモデルの採用に概して抵抗を示すことによる。

## 住宅部門

アジア太平洋地域の住宅市場は過去14年間にわたり、都市化の進行・移民の拡大・住宅の供給不足というメガトレンドに加え、低金利環境が継続したことから大きな恩恵を受けてきた。ま

た2010年以降、住宅価格は賃料の伸び率を大きく上回る上昇を見せた。

だが現在、中国と日本を除く多くの市場で利率が急上昇しており、住宅ローンのサービシング（債権回収）問題が表面化している。ほとんどの市場で住宅取引が低迷しており、住宅価格も下方修正が始まっている。ゴールドマン・サックスによると、シドニーでは2022年10月時点で住宅価格が同年1月のピーク時から9%下落しており、また香港の住宅価格は2022年1月から10月までの間に8%低下した。中国でも反転しており、公式統計によれば、10月には前年同月比1.5%の低下となっている。

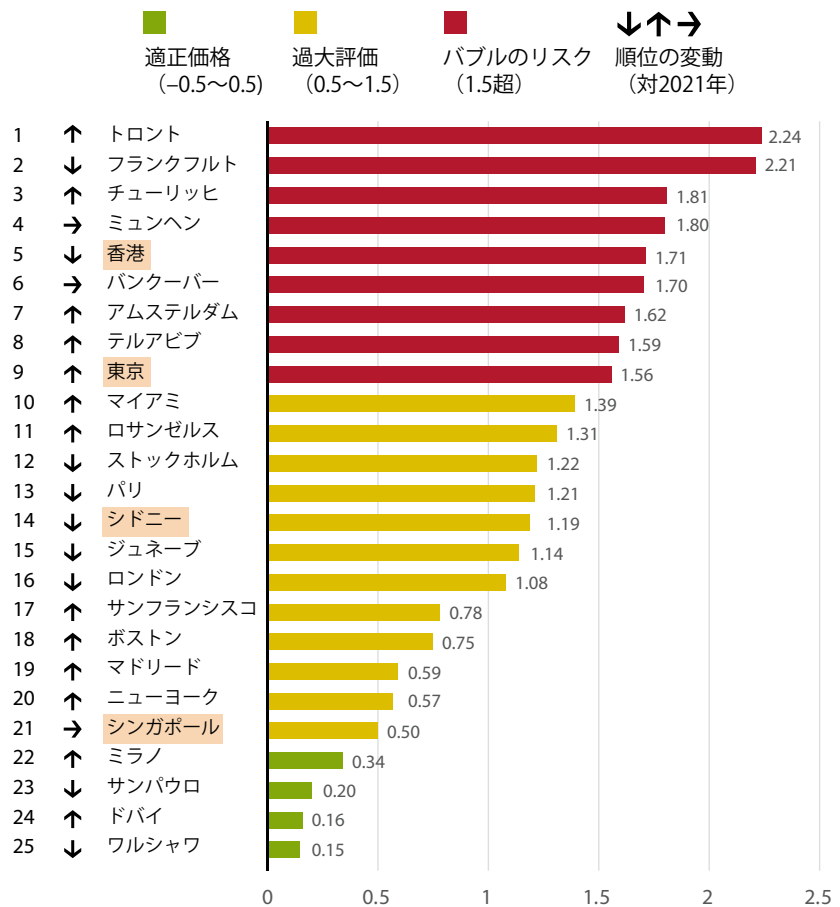
これまでのところ、この傾向に反しているのは、利率が最低水準にとどまっている日本と、2022

年1月から10月までの間に住宅価格が7.8%上昇したシンガポールのみとなっている。

住宅ローンの金利が引き上げられれば、現在の購入価格でも手が届かなくなる者が増えることになる。また、住宅価格がピークに達したのは明らかであることから、買い手が市場に参入するインセンティブは低い。さらに、アジア太平洋地域の人口動態も市場に影響を与えている要因である。ミレニアル世代は一般的に、移住やライフスタイルの面で柔軟性を重視している。これに対しアジアの旧世代の勤労者層は経済的安定を重視しており、また持ち家が結婚の前提条件の一つとされることが多かったため、考え方が合わない。

これらの状況が重なった結果、新たなサイクルが始まっており、住宅を購入するよりも賃貸を選

図表3-12 UBSグローバル不動産バブル指数（2022年）



出所：UBS

ぶ人が増えている。アジア太平洋地域において真の意味でマルチファミリー住宅が機関投資家の投資対象となっている市場はこれまでのところ日本に限られるが、賃貸を選好するという動きと重なって、アジア太平洋地域全域にわたり新たなマルチファミリー住宅プロジェクトに注力する投資家が増えつつある。

## グローバルな波

この取り組みを主導しているのは、大部分は、長期にわたり確実な収入源を求めている外国機関投資家である。彼らはすでに欧米で大規模なマルチファミリー住宅ポートフォリオを保有していることが多く、世界市場での配分目標を達成するためにアジア太平洋市場に進出しているのである。そのため、そのハードル・レート（最低限必要な利回り）はアジア太平洋地域の REIT や投資ファンドに比べ総じて高く設定されている。

日本は少なくともこの 20 年にわたり成熟したマルチファミリー住宅部門を有し、引き続き外国資金の主たる投資先となっている。MSCI によると、2022 年第 1～3 四半期に東京の不動産に対して行われた外国投資の総額 120 億米ドルのうちマルチファミリー住宅が 25% 超を占めた。

この市場には大きく分けて 2 種類の参加者がいる。まず、外国の大手機関投資家であり、規模と分散化のためにはプレミアムも厭わず、好立地物件のポートフォリオを 2 億米ドルから 4 億米ドルの範囲（またはそれ以上）で取得しようとしている。しかし、これまでの取得水準から言っても、現状では適切な資産が不足している。一方、第二のグループであるバリュエーション投資家やオポチュニスティック投資家は、需要が供給を上回り続ける中、小規模な資産のポートフォリオをパッケージ化し、あるいは現地のデベロッパーと先買い契約を結んでそのようなポートフォリオの構築に努めている。それから大規模投資家に売却するのである。

日本に拠点を置くあるファンドマネジャーは「こうした仲介型の投資家は、エグジット可能な規模に向けた最後の段階に熱心に取り組んでいる。私は徹底したバリュエーション投資家であり、市場が減速するのを待って良い機会があるかどうか確かめようと考えている。今のところ市場は順調に推移しており、減速の様子は見られない」と語った。

しかし、この投資活動はもはや日本市場だけで行われているわけではない。この 2 年間、アジア太平洋地域の他の市場でもマルチファミリー住宅プロジェクトに多額の資金が流入しており、その大半がビルド・トゥ・レント方式で進められている。代表的なものに、上海、シドニー、メルボルンのプロジェクトがある。これらはいずれも、2022 年 1 月～9 月に東京で行われたマルチファミリー住宅投資の総額の 10% 程度に過ぎないものの、全体として、日本以外のアジア太平洋地域における新たな市場の創出に向けた大きな動きを表している（Chapter 1 図表 1-6 参照）。

通常、投資家はミッドエンドからハイエンドの住宅物件を対象とする一方、中にはアフォードブル（低所得層向け）住宅に着目している者もいる。例えばオーストラリアでは欧州のある大手機関投資家が、低所得層を対象とする住宅団体と共同で賃貸住宅プロジェクトを推進している。これは看護師、消防士、警察官など、シドニーの好立地で手頃な価格の住宅を見つけるのに苦労している勤労者を対象にしたものだ。

こうしたプロジェクトは、ファンドの ESG 基準における S（ソーシャル）の部分に合っている。さらに、この戦略の背景には、オーストラリアの地方政府による住宅政策への支持が高まっていることがある。すなわち、地方政府が都市中心部に保有する土地の一部を活用し、主要な公共部門の勤労者向けにアフォードブル住宅を建設して住宅不足に対応するというものだ。

中国では、これまで外国ファンドはハイエンドの住宅を対象としてきた。だが近年、政府は厚みのある賃貸市場の創設を重要な政策目標に掲げている。その結果、ジョーンズ ラング ラサールによると、2022 年第 2 四半期に中国で行われた新規不動産開発において賃貸住宅プロジェクトが 15% を占め、前年同期の 7.6% から増加した。

現在、中国の賃貸住宅開発には割安な土地パッケージが用意されているため、ホワイトカラーや若年専門職などローエンド市場の需要に対応するプロジェクトにも資金が集まる可能性が高い。一般的に中国におけるプロジェクトはリスクが高いと思われるものの、アフォードブル住宅に投資する REIT がまもなく登場する予定で、それによりエグジット戦略が実行可能になることから、リスクの軽減に繋がっている。

上海を拠点とするあるファンドマネジャーによると「これまで利回りはアパートのコスト（つまり非常に低いもの）を基準にしていた。いくつかの政策変更が行われたことにより、今ではアフォードブル住宅用に整備された土地を基準にすることができる。これは個別の売買には使えないため、住宅デベロッパーと競合することもない。そのため、イーロード・オン・コストは、リスク調整ベースで見ると、他の資産クラスと比べて非常に魅力だ」という。

加えて、中国のデベロッパーの多くが資金不足に陥っているため、住宅開発のストレス案件が事業用プロジェクトの転用案件を以前よりもはるかに低コストで取得する機会が存在し、また今後さらに増えていこう。上海ではこのような取引が少なくとも 1 件、ある外国の大手機関投資家によって 2022 年下半年に成約に至っている。

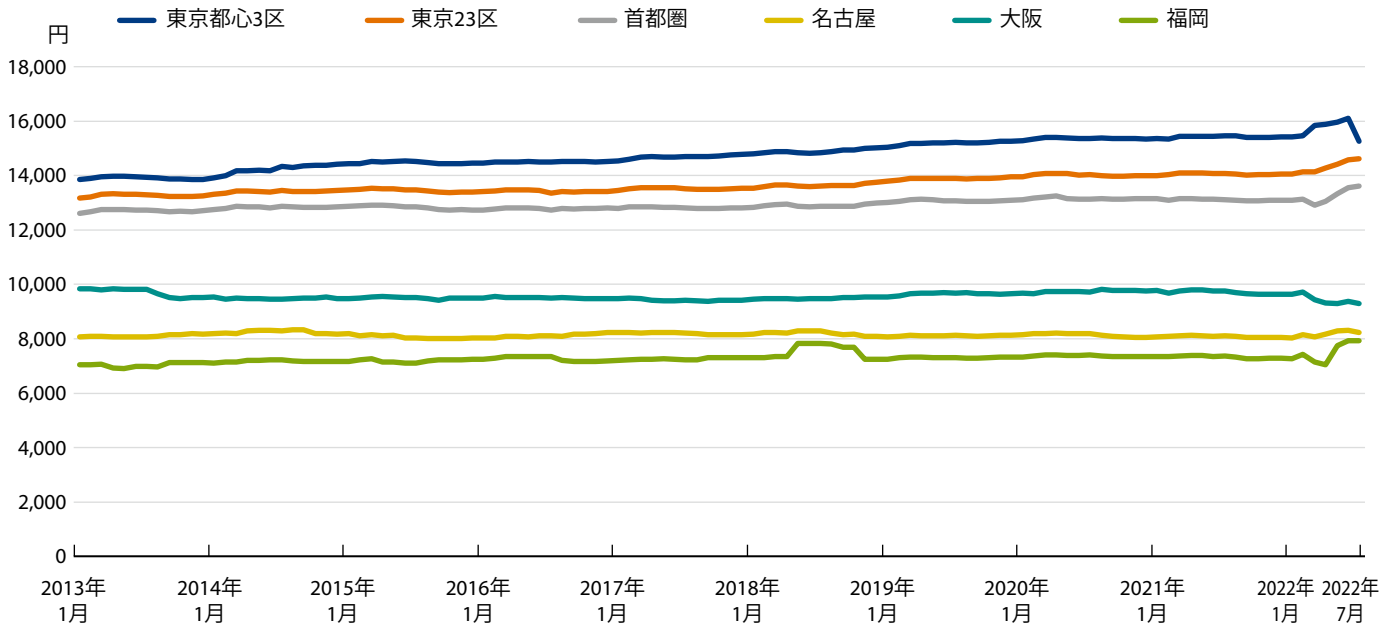
## 数字は割に合うか？

確かに、アジア太平洋地域においてマルチファミリー住宅に投資する根拠はもっともだと考えられる。それは規模や投資期間、手堅いキャッシュフロー、賃貸期間の短さ、テナントが小粒で多岐に渡っていることなどの点で、機関投資家が求める資産の要件に合っている。また、アジア太平洋地域全域にわたって、持ち家よりも賃貸住宅を選ぶという長期的な傾向が現れていることも有利に働く。だが同時に、このような前提に弱点がないわけではない。インタビュー回答者からは時折、アジア太平洋地域における投資が米国や一部欧州諸国のように成功するかどうか疑問視する声も聞かれた。

最大の問題はキャップレートだ。アジア太平洋地域のマルチファミリー住宅のキャップレートは非常に低く（日本では 3.00～3.25%）、引き受けの前提がシナリオから外れた場合、投資家は危ない橋を渡ることになる。

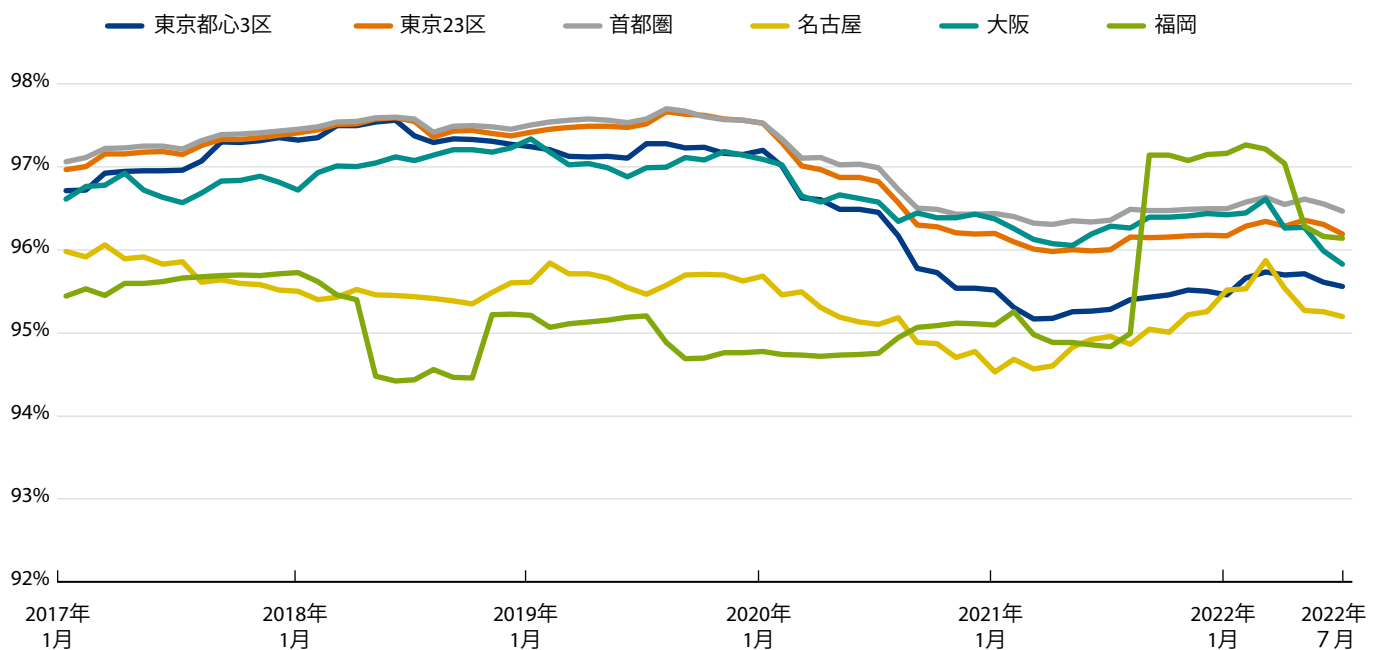
そのような前提の一つが、利率の状況とそれがエグジット時のキャップレートに与える影響に関するものだ。特に日本は、本報告書の別の個所で指摘したように、低金利の維持に躍起になっているように見える。だが日本経済にはシステム上の問題があり、それがいずれにせよ危険となっている。そのような問題がすでに大幅な円安を招き、ヘッジなしで行っている投資（そのよ

図表 3-13 日本のマルチファミリー住宅の平均賃料（2013年～2022年）



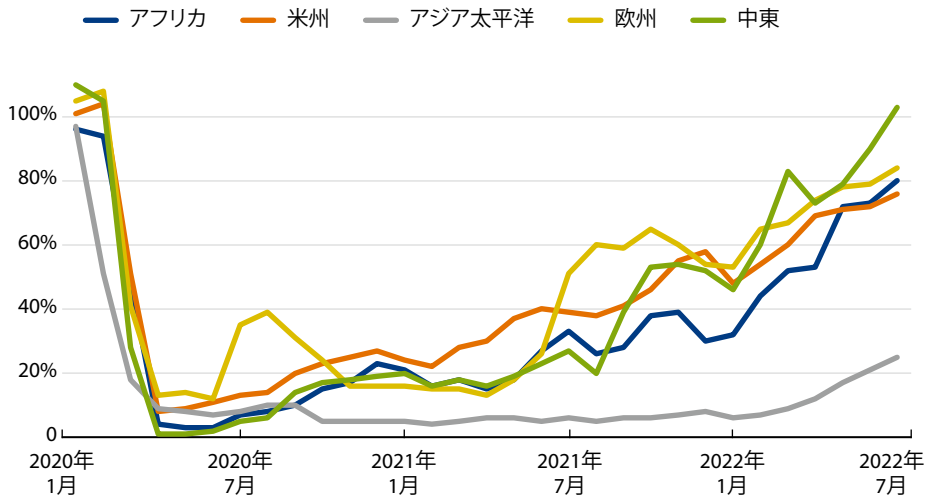
出所：不動産証券化協会（ARES）（2022年8月現在）

図表 3-14 日本のマルチファミリー住宅の稼働率（2017年～2022年）



出所：不動産証券化協会（ARES）（2022年8月現在）

図表3-15 外国人観光客の入国者数（2019年総計に占める割合＊）



出所：国連世界観光機関（UNWTO）  
＊2019年の同月に対する割合

うな投資が多い）のドル換算額が一気に落ち込んだ。これは反面、流入する資金による新規取得が割安になることを意味するが、市場リスクの警鐘であることは明らかだ。

もう一つの前提は賃料の伸びに関するもので、一部の投資家は、資産価格が高騰していることに鑑み、賃料が上昇することを想定している。だが、過去を振り返ると日本の住宅賃料の上昇はないに等しいほどわずかであり、日本の長期投資家の多くは、この状況が変わる可能性はほとんどないと考えている。賃金の伸びが見られず、インフレ圧力の高まりによって食品や生活必需品が値上がりしている状況ではなおさらだ。

それどころか、実際には賃料に対し引き下げ圧力が加わっている。東京を拠点とするあるファンドマネジャーは「住宅賃料は明らかに横ばいとなり、さらに下落傾向に転じた。例えば2年契約の賃貸住宅で、24か月のテナントを得るために、5か月分の仲介手数料を払い、3か月のフリーレントを認めたというケースもあると聞いている。つまり、額面賃料は上げ続けたいのだろうが、実質的な賃料は明らかに下がっている」と語る。

東京への純移動で今後も転入超過が続くという前提も疑問である。若年世代の間で在宅勤務と

いうライフスタイルを好ましいとする者が増え、CBD以外の地域に移ってもっと広くて安い住宅に住むようになったからだ。

さらに、テナントの転出に関する問題もある。転出は想定以上に多く、再リースや原状回復のコストが発生する。上記のファンドマネジャーは転出が多ければネットキャッシュフロー（NCF）が大きく下がる。しかもそれは賃料が横ばいであることを前提としている。例えば、80～85%のレバレッジで、3%のキャップレートで取得したとしよう。その後、賃料が10%下がって、テナントの退出が増え始めると、さほど時間がかからずにNCFが赤字となり、負債の返済に困るようになるだろう」と語った。

一方、オーストラリアでは移民の流入が再開され、住宅市場の活性化につながるものと思われる。だが、持ち家を好む文化的土壌があり、ビルド・トゥ・レント（賃貸住宅）の開発の大半が高級志向であるため、マルチファミリー賃貸住宅に対する長期的需要に疑問が呈されている。

オーストラリアに拠点を置くあるファンドマネジャーは「私がビル街の一角にマンションを所有していて、それを週500ドルで貸しているとし

たら、こうしたビルド・トゥ・レント（賃貸住宅）の所有者は週600ドルで賃貸しようと思うだろう。コンシェルジュや無料の自転車貸し出しサービスなどにテナントが喜んでプレミアムを支払うと考えているからだ。だが、本当にそうだろうか。20代後半の若者なら、おそらく賃料の安いほうを選んで、あとは自分で何とかしようと思うのではないかと疑問を投げかけた。

さらに、例にたがわずキャップレートは低い。このファンドマネジャーは「もはやこの部門では先行者利益は得られそうにない。というのは、まだ取引されてもいないのに、投資として成功させるためにエグジット時のキャップレートとして4%から4.5%を狙っている者が多い。だが、この数字は検証されているわけではない。魅力的なトータルリターンが見込まれるから思い切って投資する者がそれを得る、ということにはならないだろう。もはやスプレッドがほとんどないのだから」と指摘した。

## ホテル部門

すべての資産クラスの中で、ホテル部門はコロナ禍による旅行・渡航制限で最も大きな打撃を受けた。アジア太平洋市場の多くは旅行や出張の再開に伴って2022年に大きく回復したものの、

中国の約1億2,600万人の観光客がまだ海外旅行に出かけられないことから、観光客の入国者数は世界の他の地域を大きく下回っている(図表3-15 参照 [注: グラフのデータは2022年7月までの集計])。その結果、ホテル業界の調査分析を行っているSTRによると、2022年9月には米国と欧州の客室稼働率と宿泊料金がコロナ禍以前の水準を超えたものの、アジアでは依然として低下していた(客室稼働率は18.2%減、宿泊料金は9.4%減)。

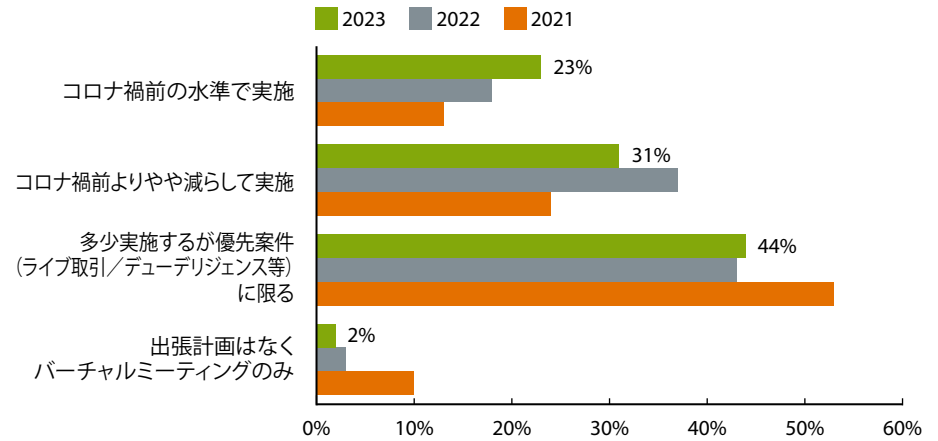
コロナ禍がホテル部門の財務に甚大な影響を与えたことにより、オポチュニスティック投資家はディストレス相当の価格(または少なくともディスカウント価格)で資産を取得する機会を求めて集まっている。ジョーンズ ラング ラサールによると、アジア太平洋地域のホテルに狙いを定めたクローズドエンド型ファンドが2020年以降に調達した資本は52億米ドルに達した。これはコロナ以前と比べて72%の増加である。またアンケート調査結果からも、ホテルの取引に対する投資家心理が高まっていることが見て取れる(前出の図表3-1と3-2参照)。

しかし、期待されたディストレスの波はなかなか現実のものとなっていない。これは、規制撤回後の旅行ブームに期待を寄せるホテル所有者が予想外に踏みとどまっていることや、銀行が(政府の指導もあり)不良債権の回収に消極的で、稼働しておらず裏付けのない資産を大量に抱えるのを避けたことなどが原因である。

ところが、2022年上半期に所有者が売却を開始すると、ようやく投資家心理が好転した。MSCIによると、同年上半期のホテル取引額は90億米ドルと、過去2番目の高水準に達した。特にオーストラリア、シンガポール、韓国ではいずれも過去最高の投資額を記録している。このうち24億米ドル超が、住宅への転用を中心とする再開発プロジェクトに投入された。

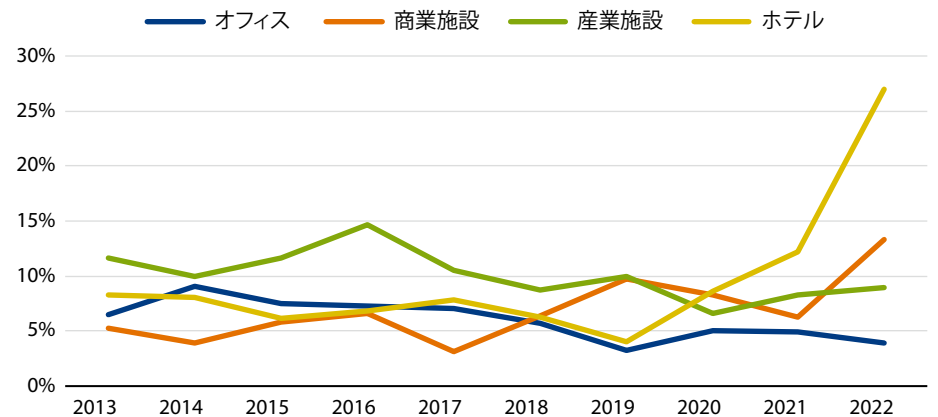
あるホテル専門の投資家によると「これまでのところ、実際に行われたディストレス資産の取引はそれほど多くない。おそらく、投資家は普通であれば市場に出回らないような資産の取得を狙っているのだろう。良質の資産がまずまずの価格で出ているが、まだディストレスの価格にはなっておらず、買約書を用意するわけにはいかない」という。

図表3-16 渡航制限解除後の出張計画の状況



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2023 アンケート

図表3-17 アジア太平洋市場における再開発投資の比率



出所: MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

ディストレス資産が出てこない理由の一つは、銀行がまだ動こうとしないことだ。不採算ホテルをいくつか含むポートフォリオを保有しているある投資家によると、運営面やキャッシュフローに問題があると銀行に伝えても「何も言っていない」という。また、タイに拠点を置くある投資家も「こうしたホテルの多くは借入金の利子と元本の返済が大幅に遅れているものの、銀行は非常に辛抱強く対応している。ただ、それは缶を道の先に蹴飛ばしている、つまり問題を先送りしているだけで、今やその缶が石油の詰まったドラム缶

となっており、この先何が起こるか分からない」とコメントしている。

すでに述べたように、韓国はホテル投資の対象として好まれている国の一つであり、通常は住宅への転用を念頭に置いている。この投資家は続けて「我々は韓国で3つ星ホテルの取得を検討している。3つ星ホテルの価格を例えば1平方メートルあたり3,000ドルとすると、それを住宅に転用した場合、1平方メートルあたり6,000ドルとなる。住宅はそれくらいプレミアムがつく

ため、特に韓国に目を向けているというわけだ」と述べた。

また、この2年間、日本は地方都市や大都市郊外の3つ星や4つ星のホテルを求める投資家を惹きつけてきた。最近まで、そのような投資家の努力はほとんど実を結ばなかった。MSCIによると、2022年第3四半期に日本で行われたホテル取引は10億米ドルを超えた。その理由の一つは、円安によってホテルの買い手にとっても宿泊する外国人旅行者にとっても日本が割安になったことだ。もう一つの理由として、コロナ禍前に日本を訪れる観光客の数が目覚ましい伸びを見せていたことが挙げられる。コロナ禍の制限により突然途切れてしまったもの

の、この数字がすぐに回復すると期待する者は多い。ゴールドマン・サックスの試算によると、日本における外国人旅行者の消費額はコロナ禍前に比べ3分の1以上増加しており、年間約6兆6,000億円(453億米ドル)に達する可能性があるという。

この理由から、日本に適した戦略とは転用ではなく、また必ずしもディストレス資産というわけでもない。日本を拠点とするある投資家は「取引してこそそのホテルだと思うが、問題はいくらで売買できるかだ。現時点では売り値と買い値の開きがまだかなり大きい。多くの買い手がストレス資産やディストレス資産を求めている。特に日本が外国人の入国制限を緩和するにつれ、売り

手は、ホテルはやがて元の状態に戻り、80%の稼働率で営業できると考えている。そのため、取引を行うには、売り手が現実的になる必要があり、買い手もディストレス資産としての価格にこだわるのではなく、もっと支払う必要があるだろう」と語った。

言うまでもなく、取り組むべき課題は、中国人旅行者が抜けた穴を、彼らが再び海外旅行ができるようになるまでの間、どうやって埋めるかということだ。だがその一方で、投資家は香港、台湾、シンガポール、東南アジアなど、他のアジア太平洋地域からの観光客の需要が十分にあると踏んで、それに賭けているのである。



# インタビュー回答者一覧

<b>Actis</b> Brian Chinappi	<b>ESCA International</b> Jean de Castro	<b>Lendlease</b> Dale Connor Simon Dixon Andrew Gauci David Hutton Ng Hsueh Ling Penny Ransom
<b>ARCH Capital Management</b> Winson Chow Eric Manuel	<b>ESR-LOGOS REIT</b> Adrian Chui	<b>M3 Capital Partners</b> Danny Krefman
<b>Arthaland</b> Sheryll Verano	<b>Forum Partners</b> Andrew Faulk	<b>Mirvac</b> Paul Edwards Campbell Hanan
<b>AXA IM Real Assets</b> Laurent Jacquemin	<b>Frasers Property</b> Chia Khong Shoong	<b>Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation</b> Hiroyuki Seki
<b>BentallGreenOak</b> Dan Klebes	<b>Gallant Equity Ventures</b> Katrina Gaw	<b>Moelis</b> Ben Boyd
<b>Blackstone</b> Mark Harrison Nina James	<b>GPT Group</b> Callum Bramah Anastasia Clarke Mark Fookes Bob Johnston	<b>NEO</b> Charlie Rufino Raymond Rufino
<b>Brookfield Asset Management</b> Alok Aggarwal Stuart Mercier	<b>Highbury Partners</b> Ben Roberts	<b>Ooedo Onsen Reit Investment Corporation</b> Fuminori Imanishi
<b>CBRE</b> Henry Chin Christopher Johnston Takashi Tsuji	<b>Hulic</b> Yoshito Nishikawa	<b>PAG Investment Management</b> Naoya Nakata
<b>Cistri</b> Jack Backen	<b>Invesco Global Real Estate Asia Pacific</b> Ryuichi Nakata	<b>Professional Property Services</b> Nicholas Brooke
<b>City Developments</b> Frank Khoo	<b>Investa Property Group</b> Pete Menegazzo	<b>Radisson Hotels</b> Christine Angela Sevilla
<b>Colliers International</b> Paul Chua	<b>Japan Hotel REIT Advisors</b> Shigeo Nakazato	<b>RF Corval</b> Tim Nation
<b>CRE REIT Advisers</b> Tsuyoshi Ito	<b>Japan Post Bank</b> Hiroyuki Tanaka	<b>Santos Knight Frank</b> Rick Santos
<b>Cushman &amp; Wakefield</b> Claro Cordero	<b>JLL</b> Jacob Swan Andrew Quillfeldt	<b>Schroder Pamfleet</b> Andrew Haskins Andrew Moore
<b>D.M. Wenceslao &amp; Associates</b> Julius Guevara	<b>JPMorgan Asset Management</b> Tetsuya Karasawa	<b>Starr International Investment Advisors</b> Alison Cooke
<b>Daiwa House Industry</b> Tetsuo Suzuki	<b>KaiLong Group</b> Hei Ming Chan	<b>Strategic Asset Solutions</b> Ken Fridley
<b>Destination Capital</b> James Kaplan	<b>KENEDIX</b> Takahiro Uchida	<b>Xander Investment Management</b> Arpit Singh
<b>DevinQi Advisors</b> Dan Cerf	<b>KJR Management</b> Naoki Suzuki	
<b>DEXUS</b> Keir Barnes	<b>LaSalle Investment Management</b> Tom Miller Ryota Morioka	
<b>Diamond Realty Management Inc.</b> Ryuta Takeuchi	<b>Leechiu Property Consultants</b> Alvin Magat	



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、不動産の鑑定や評価を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバル・ネットワークを生かし、資本市場、システム分析・導入、研究、会計、税務の各分野の専門家で構成された最も適切なチームを編成し、クライアントにサービスを提供しています。

## Global Real Estate Leadership Team

### Thomas Veith

Global Real Estate Leader  
Germany

### Jeroen Elink Schuurman

Global Real Estate Tax Leader  
The Netherlands

### Stuart Porter

Asia Pacific Real Estate Tax Leader  
Tokyo, Japan

### Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance  
Leader  
Hong Kong SAR, China

### Jim Chen

Mainland China Real Estate Leader  
China

### Michael Ma

Mainland China Real Estate Tax Partner  
China

### Kanus Yue

Mainland China and Hong Kong Real  
Estate Risk Assurance Leader  
China

### David Kan

Hong Kong Real Estate Tax Leader  
Hong Kong SAR, China

### Raphael Chu

Hong Kong Real Estate Assurance  
Leader  
Hong Kong SAR, China

### Joe Sheeran

Australia Real Estate Leader  
Sydney, Australia

### Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader  
Jakarta, Indonesia

### Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader  
Kuala Lumpur, Malaysia

### Mitsuaki Kukita

Japan Real Estate Leader  
Tokyo, Japan

### Taejin Park

Korea Real Estate Leader  
Seoul, South Korea

### Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate and Hospitality  
Leader  
Singapore

### Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader  
Ho Chi Minh City, Vietnam

### Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader  
Taipei, Taiwan

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



アーバンランド・インスティテュート (ULI) は会員によって支えられている世界的な組織で、45,000名を超える不動産および都市開発の専門家で構成されています。これらの会員は構築環境の未来を形成し、世界中の地域社会に変革的な影響を与えるという ULI の使命の推進に取り組んでいます。

ULI の会員は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ます。ULI の設立は 1936 年に遡り、現在は 80 か国からの会員により米州、欧州、アジア太平洋地域にわたってプレゼンスを発揮しています。

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

ULI では、毎年、数千回に及ぶ会合を持ち、会員間で知識を共有することにより同業者に情報・意見交換を行い (2021 年だけでも世界各都市で 2,148 件のイベントを開催)、土地利用および不動産に関する世界的権威としての ULI の地位を強化しています。

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

ULI に関する詳細情報についてはウェブサイト ([uli.org](http://uli.org)) をご覧いただくか、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 をご活用ください。

### Ron Pressman

Global Chief Executive Officer  
Urban Land Institute  
[www.uli.org](http://www.uli.org)

### David Faulkner

President, Asia Pacific  
Urban Land Institute  
[www.asia.uli.org](http://www.asia.uli.org)

### ULI Center for Real Estate Economics and Capital Markets

#### Anita Kramer

Senior Vice President

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

1-202-624-7000

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

表紙写真：シンガポールにあるパークロイヤル コレクション ピッカリング  
画像提供：UOL グループリミテッド

iii ページ写真：中国・北京にあるレノボのグローバル本社キャンパス  
画像提供：カリゾン RTKL/ レノボ・グループ

20 ページ写真：メルボルンにあるオールダーフリートおよび 477 コリンズストリート  
画像提供：ミルバック・グループ

32 ページ写真：シドニーにあるウェズリープレイス  
画像提供：チャーター・ホール・グループ

## 制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2023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します。

日本語版はタッチストーン・キャピタル・マネージメント株式会社、  
PwC Japanグループの協賛を得て発行しています。

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

## Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2023年版

2023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233名を対象に行ったインタビューおよ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、およ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17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および土地利用の専門家による世界最大のネットワークです。ULIの会員は都市開発の将来をリードし、世界各地で豊かなコミュニティづくりを推進しています。ULIでは会員情報を掲載したメンバーディレクトリー (Member Directory) ([members.uli.org](http://members.uli.org))、リーダーシップの発揮またはボランティア活動への参加機会を検索できるナビゲーター (Navigator) ([navigator.uli.org](http://navigator.uli.org))、Emerging Trends in Real Estate® (2003年の第1版以降すべての版)をはじめULIの最新の研究やベストプラクティスにアクセスできるナレッジファインダー (Knowledge Finder) ([knowledge.uli.org](http://knowledge.uli.org))を提供しています。

ULIに関する詳細情報およ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のネットワークにご参加いただけることを心よりお待ちしております。

## ハイライト

- ポストコロナ環境における投資家のポジショニングの検証
- 投資/開発の見通し、ならびに最良の機会
- エクイティとデットの調達先および資金フローなどの資本市場の動向
- 有望な不動産部門と回避すべき部門
- 経済情勢および信用に関する懸念が不動産にもたらす影響
- 将来性の高い都市圏およ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
- 立地および部門の選好における変化