

2025

[アジア太平洋版]

EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2025年版

共同報告書



Emerging Trends in Real Estate®

アジア太平洋2025年版

目次

| | | | |
|----|-------------------------------|----|------------------------------|
| iv | エグゼクティブサマリー | 31 | Chapter 3: 不動産タイプの見通し |
| vi | 序文 | 32 | オフィス部門 |
| 1 | Chapter 1: 底打ちを探る | 34 | 物流施設部門 |
| 2 | ギャップに注意 | 36 | データセンター |
| 3 | 再評価の落とし穴 | 39 | 商業施設部門 |
| 4 | ディストレス: 諦めるな | 40 | リビングアセット |
| 6 | リターンを高める工夫 | 43 | 高齢者住宅 |
| 8 | オーストラリア: 重要テーマ | 44 | ホテル部門 |
| 9 | 構造的アルファの探求 | 47 | インタビュー回答者一覧 |
| 11 | 供給パイプラインの縮小 | 48 | 発行者 |
| 12 | 中国: 重要テーマ | | |
| 14 | デットがエクイティを凌ぐ | | |
| 16 | 日本: 重要テーマ | | |
| 18 | 持続可能性の保留 | | |
| 21 | Chapter 2: 不動産キャピタルフロー | | |
| 22 | 開発見通しランキング | | |
| 23 | 新興市場に群がる投資家 | | |
| 25 | グローバルファンドの復帰? | | |
| 26 | 投資待機資金が増加、資本調達は減少 | | |
| 27 | REITが照準に | | |
| 27 | 銀行の厳格化 | | |

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate®

Asia Pacific 2025 チェアマン
Stuart Porter, PwC
Alan Beebe, Urban Land Institute

主要執筆者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

ULI編集/制作スタッフ

Libby Riker, Senior Editor
May Chow, Chief Development Officer, Asia Pacific
Caneel Chua, Programmes Manager, Asia Pacific
Karen Cheng, Designer

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

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2025 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 は世界 149 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 370,000 名以上のスタッフを擁しており、相互にスキルや経験を共有し、社会における信頼を構築し、重要な課題を解決することを目指しています。PwC は、クライアントが急速に変化する世界に適応し、持続可能な成功を達成できるようサポートしています。

詳細は www.pwc.com をご覧ください。

© 2024 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity.

Please see www.pwc.com/structure for further details.

© November 2024 by PwC and the Urban Land Institute.

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。

推奨される文献表記

PwC and the Urban Land Institute: Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2025. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2024.

PwC Advisers and Researchers by Territories

オーストラリア
Andrew Cloke
Joe Sheeran
Manuel Makas

Takehisa Hidai
Takeshi Nagashima
Takuma Miwa

インド
Shashank Jain
Jayant Menon
Atanu Bhattacharjee
Janvi Wadhwa

フィリピン
Malou Lim

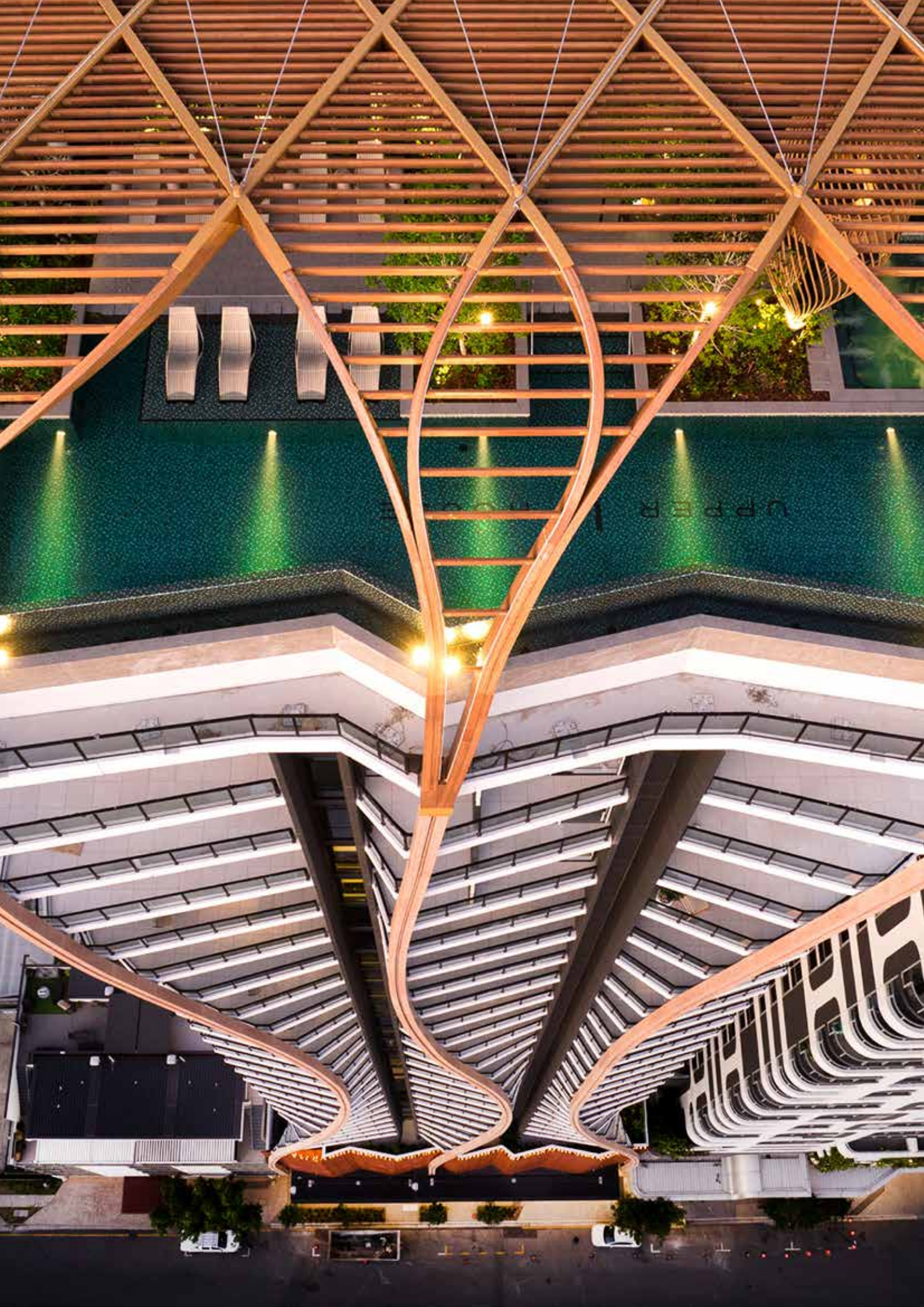
インドネシア
Brian Arnold
John Dovaston
Margie Margaret

シンガポール
Chee Keong Yeow
Magdelene Chua
Tay Xiu Ming
David Lee
Maan Huey Lim

日本
Akemi Kitou
Akiko Urasaki
Akira Kumakura
Aya Yoshino
Yuko Kawai
Eishin Funahashi
Hideo Ohta
Hiroshi Takagi
Hori Hiroto
Jan-Erik Vehse
Kenji Nakamura
Koichiro Hirayama
Mayumi Watanabe
Michio Ikeda
Mitsuaki Kukita
Robert Kissner-Ventimiglia
Shinri Kobayashi
Shogo Arai
Stephanie Wong
Stuart Porter
Takashi Sato
Takashi Yabutani

台湾
Jason Liu
David Tien
Bonnie Ho
Daisy Hsu
Claire Lin

ベトナム
Nguyen Thanh Trung
Pham Vu Bich Phuong
Hang Tran



エグゼクティブサマリー

2024年後半の不動産業界のデータをざっと見ただけでは、アジア太平洋市場は昨年とほとんど変わっていないように思われるかもしれない。取引量やキャップレート、資産価格などの指標が依然として手詰まり状態にあるからだ。だが水面下では、取引と投資家心理の両面で復活が近いことを示唆する兆候が見られ始めている。

こうした変化のきっかけとなったのは、9月に米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の緩和に舵を切ったことが大きい。2年以上にわたって急激な利上げが続き、アジア太平洋地域のいたるところでビッド・アスク・スプレッドが膠着状態に陥っていたが、それに終止符が打たれたのだ。

インタビュー回答者からは、低コストのレバレッジが期待できるため取引機会（パイプライン）が増えつつあり、2024年第4四半期には取引量の大幅な増加が予想されるとの声が聞かれた。

とはいえ、状況は地域によって大きく異なる。アジア太平洋地域の主要市場の中では、中国で数年にわたり下降トレンドが続いており、他の不動産市場とは対照的だ。また超低金利環境

にある日本も外国の影響から隔離されている。それに対し、オーストラリアでは市場が適応し始めている様子が端的に示されている。同国の機関投資家向けファンドは、資産の入れ替え、あるいは投資家からの償還圧力に対応するため、資産の売却提示価格を引き下げている。その一方、買い手は借入コストの低下を予測し、潜在的な取引を獲得するため、案件の選定を厳しく行っている。また、最近になって物件の簿価が20～25%低下したことを受け、過去2年間オーストラリアのコア市場から姿を消していた外国ファンドが再び関心を示しており、短期的な下落圧力がさらに高まると予想される。

銀行（または銀行規制当局）がようやく債務超過ローンの対策に乗り出し、圧力を強めていることも、市場に価格調整の受け入れを促している一因となっている。借り手が資産の再評価や出資金の増額を余儀なくされているためだ。不動産価格の下落が最も大きかった香港では差し押さえ件数が増加しており、またある投資家が述べたように、オーストラリアや韓国市場にも「亀裂が入り始めている」

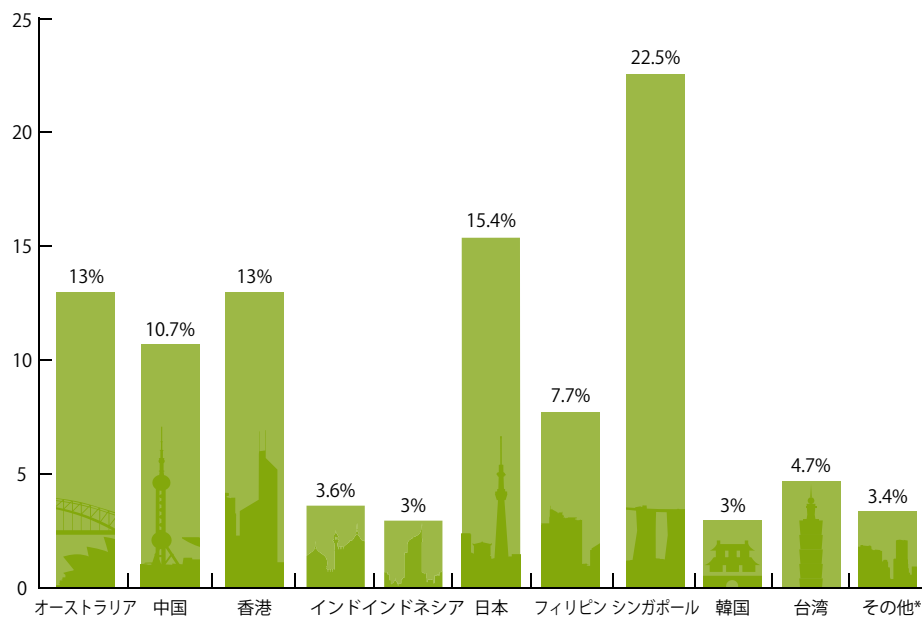
投資家はアジア太平洋地域で価格再設定の動きが加速すると予想しているものの、価格の下落幅は一部の欧米市場ほどには大きくないと見られる。というのは、アジア太平洋地域では欧米に比べ概して稼働率が高く、ノンリコースローンの利用も少なく、また米国では証券化ビークルが一般的であるのと対照的に、銀行とのリレーションシップバンキングに長らく依存しているためだ。

価格再設定が加速すれば、必然的にディストレスが増加するだろう。だが、そのことはアジア太平洋地域で差し押さえの波が迫っていることを意味するものではない。それには現在の下降トレンドが市場の暴落ではなくスローモーション現象であることも関係している。一斉に売却を強要すれば全面的な危機を招きかねないため、レンダーは、むしろ痛みを引き延ばす方に目を向けているからだ。その結果、ある投資家の言葉を借りれば、ディストレスが生じたとしてもそれは「はるかに小規模な不良債権の可能性が高く、そうであるなら継続的な取得機会となるだろう。つまり、銀行から不良債権を買い取るということだ」

そうはいつても、一部の市場やサブマーケットでは価格調整の幅が大きく、本格的なディストレスが大量に発生することは避けられないだろう。そうした市場の1つが香港であり、コロナ禍後も完全に回復することがなかったメルボルンも同様だ。そして中国も、個別の資産レベルでも企業レベルでもディストレスがかなり多く存在し、ターゲットは十分にある。ただし中国の銀行は不良債権への対応に消極的であり、ディストレス物件は非公式に、関係者のルートで仲介されることが多い。

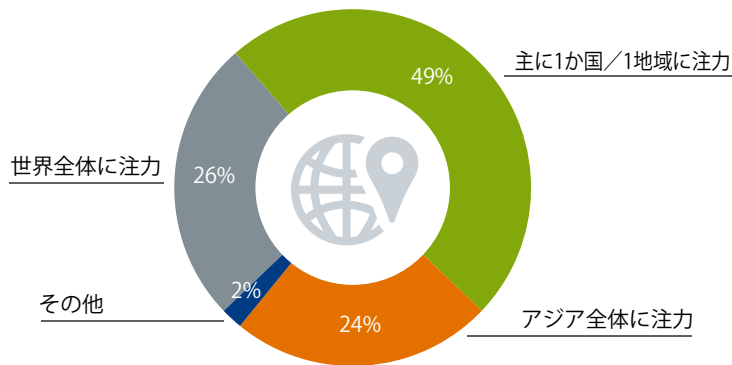
一方、ビッド・アスク・スプレッドが広がったことから、投資家は従来の戦略から離れて、目標リターンを達成できそうな資産に目を向けるようになった。そのためコア資産の人気がなくなる一方、データセンターなどのニッチな資産クラスや、新たな機能を生み出せる開発プロジェクトが着目されている。また、オポチュニスティック投資やバリューアッド投資と並んで、リスク調整後リターンを高める手段としてプライベートクレジットの需要がますます増えている。

アンケート調査回答者（国・地域別）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2025アンケート
*カンボジア、マレーシア、台湾、タイ、米国、ベトナムを含む。

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2025アンケート

さらに、代替資産への関心も依然として高い。すなわち、ニューエコノミーをテーマとし、技術や人口動態、そして社会の新たな動向に基づいて高い成長見通しを提供する資産である。絶対額で見れば、代替資産の割合はまだわずかものにすぎないが、「バイ・アンド・ホールド」という受動的な不動産投資からプライベートエクイティ型の戦略、つまり運用面に力点を置いた戦略への移行に意欲的なファンドが増える中で、業界にとって新たな出発点となるものだ。

多くの投資家は、建設コストの急騰、利率の上昇、入居者需要の不確実さなどの要因により開発投資を敬遠するようになったが、ニューエコノミー資産（その目的から言って、データセンターも含まれる）は供給不足であることがほぼ自明のため、例外である。だが、現在そうした資産の開発パイプラインに制約があり、そのことは長期的に見れば、過剰供給能力に苦しんでいる資産クラスにとって有利になるはずだ。

持続可能性、特に炭素効率の問題も、引き続き投資家の重要な課題の1つとなっている。しかし同時に、低炭素の運用戦略の実施はえてして高コストとなるため、資産のアップグレードを後回しにして他の優先事項に集中する投資家や不動産所有者が多い。また、建物のライフサイクル全体（特に鉄鋼やコンクリート建材など）を通じた排出量を指すエンボディド・カーボンへの注目が高まっていることも1つの傾向である。そうした建材を減らすコストは高くないものの、コンクリートと（特に）鉄鋼の低炭素化には製造工程

の技術向上が求められ、その実施は高額となり政治的にも複雑な問題を引き起こす可能性がある。

今回の Emerging Trends の投資見通しランキングに目を向けると、低金利環境が続く日本は引き続きクロスボーダー投資家に好まれており、東京と大阪が1位と2位を占めた。また、シドニーとメルボルンでは資産価格の下方修正が始まっており、投資家の関心を引き付けている（それぞれ3位と6位）。ランキングの下位では、中国の都市の不動産はほとんどの外国ファンドの投資対象から外れたままだ。ただし、特に香港やシンガポールの大手総合デベロッパーなど実績ある外国人投資家による活動が見られる。また、新興市場の資産に対する関心も高まっている。中国を拠点とする製造業者が生産能力の海外移転を進める中、ベトナムが候補地の筆頭であることに変わりはない。インドも投資家の関心を集めているが、安定した投資適格資産で購入可能なものはわずかしか残っていない。

一方、個々の資産クラスに目をやると、依然として激しい変化の渦中にある。

オフィスビル：米国と欧州で大幅な損失が発生したことを受け、オフィスビルに対する投資家の関心は低下している。アジア太平洋地域では（オーストラリアを例外として）オフィスビルの稼働率と NOI（営業純利益）が欧米を大きく上回っているものの、長期的需要を巡る疑問が残っており、またビッド・アスク・スプレッドの膠着状態

が続いている状況を考えると、コアオフィスへの投資から十分なリターンを得ることは難しい。特筆すべき例外はソウルで、稼働率が異常なほど高く、賃料の上昇も良好で（ただしピークに達した可能性がある）、外国ファンドによる取得意欲も強い。

物流施設：アジア太平洋地域では先進的な倉庫が供給不足であるため、理屈上、投資家心理は強気に傾くはずだ。同時に、投資家の間では何年にもわたり急成長を遂げてきたこの部門が曲がり角に差し掛かっているのではないかと不安がくすぶっており、昨年から続く懸念に輪をかけている。インタビュー回答者からは、一部の地域で過剰供給が見られることや賃料の上昇が指摘され、また商業施設やeコマースの売上が軟化していることへの懸念が示された。また、そもそも物流施設のキャップレートが、参入障壁の低い資産クラスとしては非合理的なまでの低水準に落ち込んでいることへの不安も見られる。一部の市場、特に韓国と日本では循環的な軟化の兆しがあり、中国では供給過剰が続いている。過剰生産能力に対する懸念もあって、一部の投資家は都市中心部に近い場所でのラストワンマイル物流施設の開発を検討中だ。一方、データセンターは厳密には物流施設への投資ではないが、人工知能（AI）に対する世界的な需要の高まりに伴い力強さを増している。

商業施設：何年にもわたり価格の下落が続いた後、商業施設部門は少なくとも一部の市場やタイプにおいてようやく底を打ったのではないかと

の見方が強まっており、相当数のインタビュー回答者が購入意欲を示した。その理由の1つは、オンライン販売は従来型ショッピングの終焉を告げるものではないとの認識が業界と一般消費者の間で広がったことだ。現在、一部の市場では小売業者が都心の一等地のショッピング街に戻りつつあり、賃料の(時に急激な)下落の恩恵を受けている。

居住施設:データセンターと並んで、マルチファミリー住宅は単一資産としてはアジア太平洋地域で最も需要が大きい資産クラスと言えるだろう。経済が弱含みなのに住宅価格は高騰していることから、購入よりも賃貸を選ぶ傾向が強まっているためだ。この部門は投資家にとって当てになる収入源であり、また短期の賃貸契

約であるため賃料を容易に調整でき、インフレ圧力に対抗することが可能だ。同時に、アジア太平洋地域でも突出した巨大市場である日本では、投資家が今後の利率の上昇を視野に入れているため減速している。また、マルチファミリー住宅の利回りは低く、政府による直接的・間接的な補助金がなければ、投資に見合わないのではないかとの疑問も残る。一方、学生寮や(特に)高齢者住宅など関連資産クラスへの関心も高まっている。アジア太平洋地域の人口動態により、そうした資産への需要が拡大しているためだ。

ホテル: ホテル業界はパンデミックによる渡航制限で大きな打撃を受けたが、アジア太平洋地域では目を見張る回復を示した。コロナ禍後に起

きたリベンジ旅行の波の第一陣(ホテル取得の波も伴った)は2023年にピークを迎え、その後は市場がようやく均衡に達したようだ。日本市場では機関投資家による取引量が圧倒的に多く、資金コストを上回るリターンがその原動力となっている。加えて、外国からの観光客が戻り、円安が続き、また供給パイプラインが最小限にとどまっていることから、外国人投資家の関心が一気に高まった。とはいえ、買い手と売り手の期待価格には大きな開きがあるため取得が抑制されており、タイプによってはプライベート投資家、ファミリーオフィスおよび富裕層が購入の主体となっている。アジア太平洋地域のホテル業界にとって主たる問題は、慢性的な労働力不足のため、満室稼働したくてもできないホテルが多いということであろう。

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19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1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2025年版は、アジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産の各部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2025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PwCまたはULI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67名と個別インタビューを行い、また137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 | 16% |
| 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) | 30% |
| ファンドマネジャー/投資マネジャー | 26% |
| 住宅建築業者/住宅開発業者 | 2% |
| 機関投資家 | 3% |
| 銀行/証券化貸手 | 1% |
| その他法人・団体 | 21% |

本報告書全体を通じて、インタビュー回答者および/またはアンケート回答者の見解を、個人名を特定することなく直接引用する形で示している。今年のインタビュー回答者については、個人名の掲載に承諾が得られた場合に、本報告書の末尾に掲載している。なお、インタビュー回答者が匿名扱いを希望する場合はそれに応じていることに留意されたい。本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。

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」を指すことに留意されたい。

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：底打ちを探る

「投資家心理が変わった。去年は誰も引き受けを行おうとはしなかったが、今では数字を弾き、一步下がって取引を観察し、どれがうまく行くか見極めようとしている」

昨年の本レポート作成時の投資家インタビューでは、回答者の心理は悲観から期待までさまざまであったが、2022年に米国が利上げを行って以来、市場が落ち込みから脱却できていないと見る向きが多かった。その一方で、一部の回答者はインフレ圧力が沈静化したことを捉えて、利率と不動産の両方でサイクルの転換が間近に迫っていることを示す前兆であると指摘した。

それから12か月が経過したいま、市場はほとんど変わっていないようだ。キャップレートは非常に低く、資産の再評価は未だに進行中で、取引量は控えめに言っても精彩を欠いており、

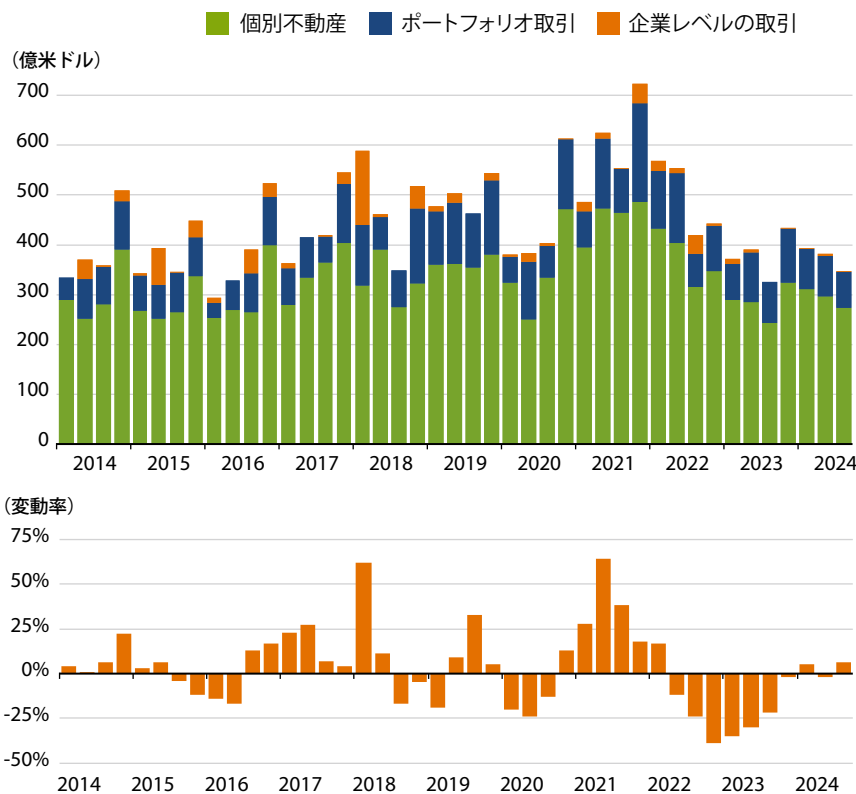
買い手は収益を生む限られた戦略に群がっている。

しかし、市場が止まっているように見えるのは錯覚で、この間に投資家心理は大きく揺れ動き、一周回って元に戻っているのだ。2024年初頭のデータにより米国のインフレが実際に鈍化していることが示されると、不動産業界は近いうちに利率が反転し市場が回復するとの見込みに沸きかえった。年内に6回の利下げが行われるとの期待もあったが、データの悪化に伴い、熱気はすぐに冷めてしまった。しかし、このことはアジア太平洋地域の市場が金融政策への期待や低コスト

のデットの大量供給にどれほど依存しているかを示す好例である。

この点に加え、米国大統領の交代によってインフレがさらに進み長期化する可能性が高まっていることから、2024年第4四半期にはアジア太平洋地域の不動産所有者は過去に置き去りにされてしまったようだ。欧米では投資家が利率の上昇を新たな常態として受け入れているのに対し、アジア太平洋市場では、借入コストを下回る水準のキャップレートを用いる旧態依然とした評価モデルに依存しているケースが非常に多い。その結果、買い手は売り手が示す価格に応じようとせず、取引量は停滞し、市場は宙に浮いたままとまっている。

図表1-1 アジア太平洋地域の不動産取引高(取引形態別)および対前年変動率(2024年第3四半期)



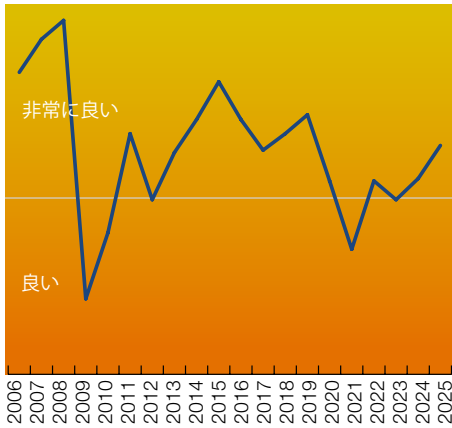
それでも、投資待機資金が積み重なっているとはいえ、周辺で起きていくつもの変化から、この膠着状態は近いうちに解消される可能性が読み取れる。変化の1つは、ようやく利上げの方向に動き出したように見えることだ。米国の75ベースポイントの利下げはアジア太平洋地域(香港を除く)の金融政策に直接的な影響を及ぼすものではないにせよ、各国が追随する際の指標になる。その結果、韓国が10月に基準利率を引き下げ、ニュージーランドも同様の動きを見せ、インドとベトナムはいずれも利下げの意向を示している。中国も明らかに異なる理由によるとはいえ、利下げを続けている。

また、2024年1月から9月の取引データからは直ちに回復する兆しはほとんど見受けられないが(図表1-1参照)、最近のデータや仲介業者から聞くとところによると、2024年第4四半期に向けた取引パイプラインは2021年の最高値に近い水準まで大きく増加しているようだ(図表1-3参照)。投資家心理の改善はアンケート調査結果にも表れており、2025年の収益性予測は2019年以降で最高スコアを記録した(図表1-2参照)。この夜明けがやはり偽りである可能性は常にあるものの、今回の見通しは前回よりも強そうだ。

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。

図表1-2 不動産会社の収益性の推移



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

今のところ、活動の活発化はクロスボーダー資金よりも国内資金が主体のようだ。しかし一方で、米国が先だって基準金利を引き下げたことで、2022年以降ほとんど姿を消していた外国ファンドも再び活性化し競争に戻っている模様である。そうした外国ファンドの資金基盤はアジア太平洋地域内のファンドに比べると相当小さいものの、さまざまな理由から、市場が効率的に機能するには彼らの参加が必要だ。特に、外国ファンドが従来対象としてきた大型のコア資産の取引についてそう言える。

あるグローバルファンドのファンドマネジャーは「キャップレートが正常化するには、外国人投資家の需要がこの地域に、中でも国内の有力な買い手が少ない市場に戻ってくるのが重要だ。外国資金が戻らなければ、たとえ利率が低下しても、買い手が望むようなキャップレートの低下は起こらないかもしれない」と述べた。

ギャップに注意

アジア太平洋地域の取引を一気に活性化させる上で最も重要な前提は、2022年以来市場の障害となっている、価格設定を巡る膠着状態の解消だ。このことは、取引量が加速し始めているという事実によってすでに示されており、またインタビュー回答者から、現在交渉中の取引のキャップレートが上昇し始めているとの指摘があったことから確認された。

同時に、状況は市場によって大きく異なる。例えば、不動産部門の低迷に苦しむ中国では、不動産価格は独自の動きを見せている。一方、日本では利率が超低水準にとどまっており、あわせてレバレッジを幅広く利用可能なため、価格変更への圧力はほとんどない。ただし、東京を拠点とする複数のインタビュー回答者からは価格がじりじりと下がっているとの指摘があった。

そのため、市場全体のムードを知るには、オーストラリアが格好のリトマス試験紙となるだろう。あるインタビュー回答者はオーストラリアについて「オフィスビルの評価は本来あるべき姿に近づき始めており、取引に向けた動きが増えている。量的にはまだたいしたことはないが、それでも売り手と買い手のギャップが埋まりやすくなるため、今後12か月でもっと増えていく気がする」と述べた。

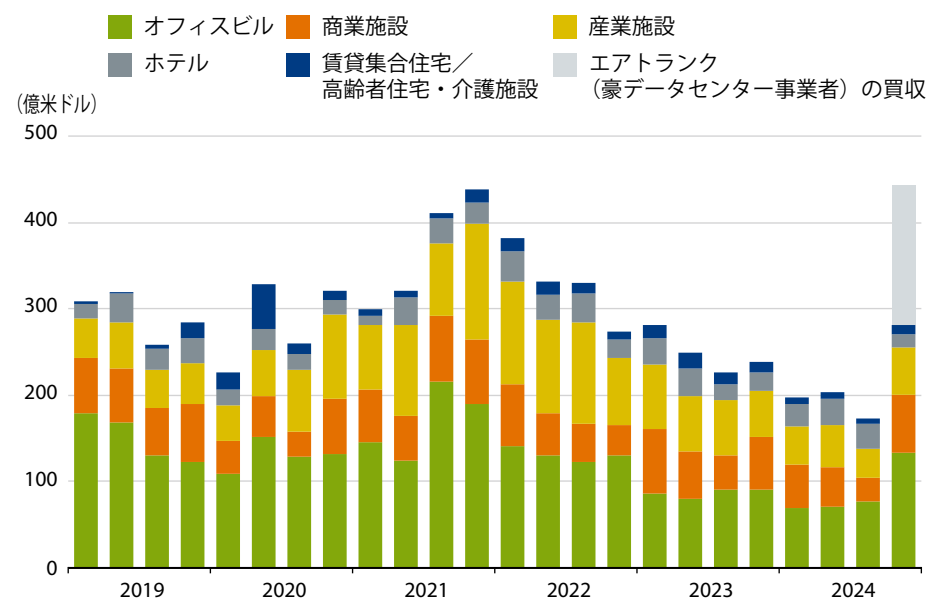
オーストラリア市場は構造や透明性の点では欧米の姿に近いが、価格を着地点に導いている要因は示唆に富んでおり、アジア全体で広く適用可能かもしれない。そうした要因としてはまず、不動産投資信託(REIT)やホールセールファンド(機関投資家向け投資ファンド)など国内の投資家が資産の入れ替え、あるいは投資家からの償還圧力に対応するため、売り越していることが

挙げられる。その結果、コア資産の簿価は約20～25%下落し、そこで新たに設定されたキャップレートは、他の中心業務地区(CBD)におけるオフィスビルの売却価格の決定に適用されている。「オーストラリア:重要テーマ」(8ページ参照)で述べたように、2024年第2四半期に行われたシドニーCBDの高級オフィスビル2件の取引では、キャップレートが約150ベースポイント上昇し2014年以来的水準(約5.5～6.0%)に達した模様だ。オーストラリアの商業施設部門も同様に、キャップレートの上昇が見られる。

売り手と買い手の膠着状態が終わりつつあると考えるもう1つの理由は、国内の銀行(場合によっては規制当局)がアンダーウォーター・ローン(物件の現在価格を上回る額の融資)に目をつぶる気にならなかったか、少なくとも借り手に対して資産を再評価し、資本を注入して担保を強化するよう要求していることだ。このことは、2022年に利上げが開始されて以来、アジア太平洋地域の銀行がこの問題をどれほど長く耐え忍んできたかを考えれば、驚くには当たらない。

その結果、あるファンドマネジャーによれば「国によって異なるものの、状況が変わると思う。利率の影響をまともに受ける香港、そしてオーストラリアと韓国でもディストレスの兆候が生じてい

図表1-3 2024年第4四半期開始時点の案件パイプライン



出所: MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

図表1-4 アジア太平洋地域の主要利率

| 市場 | レート指標 | レート (2024年10月24日時点) | 年初来(10月まで) の変動 | 2023年の変動 |
|---------|----------------------------|------------------------|-------------------|------------|
| 日本 | 政策金利 | 0.25 | 35 bps 上昇 | 据え置き |
| 台湾 | 再割引率 | 2.00 | 13 bps 上昇 | 13 bps 上昇 |
| インド | 政策レポレート | 6.50 | 据え置き | 25 bps 上昇 |
| オーストラリア | キャッシュレート | 4.35 | 据え置き | 125 bps 上昇 |
| 韓国 | ベースレート | 3.25 | 25 bps 低下 | 25 bps 上昇 |
| ベトナム | ディスカウントレート | 3.00 | 据え置き | 150 bps 低下 |
| シンガポール | 3か月SORA (シンガポール翌日物金利平均) | 3.49 | 21 bps 低下 | 68 bps 上昇 |
| 中国本土 | 1年物ローン プライムレート | 3:10 | 35 bps 低下 | 20 bps 低下 |
| 香港特別行政区 | 3か月HIBOR (香港銀行間取引金利) | 4.33 | 82 bps 低下 | 16 bps 上昇 |

出所:各種データソース

る。いずれも問題解決に向けた圧力が高まるだろう。香港の銀行はすでに資産の差し押さえを始め、売却や再評価を推し進めている。オーストラリアでも、そして韓国でもある程度まで、同じことが起こっている」という。

銀行の我慢の限界点は、各市場における利上げの開始時期やデットの平均デュレーション次第のところだろう。例えば香港では、ローン期間は3年が一般的であり、現在リファイナンスの時期が到来しているローンは絶対額で割高となるだけでなく、おそらくデット・サービス・カバレッジ(DSC)の要件も満たさないであろう。資金コストの引き上げに加え、銀行は不動産所有者に対し借入額比率(LTV)の引下げを求めるかもしれない。それによって自己資本の増強を余儀なくさせる狙いだ。この動きは拡大しつつあり、ジョーンズ ラング ラサールによれば、2024年9月現在、アジア太平洋地域の新規ローンのLTVは2022年の利上げ開始前と比べ平均約10パーセントポイント低下している。

上記のファンドマネジャーは続けて「銀行が厳格化してLTV比率要件を強めてきた場合、これに対応するために資本の増強が必要になるとすれば、それは借り手にとって厳しい状況となる。銀行は多額の融資残高を抱えており、その一部については引当金を計上するか、貸出条件を厳格化しなければならない。そのため、新規融資に充当する資金を減額する一方、既存ローンに対する監視を厳しくしつつある」

再評価の落とし穴

アジア太平洋市場全体で、資産の再評価が最終的にどの程度になるか見積もるのは難しい。個々の市場がそれぞれ異なる逆風の影響を受けているためだ。だがインタビュー回答者のコンセンサスは(オフィスビルで考えた場合)まだ価格下落の余地があるというものだ。これは反発はまだ初期段階にあり、イールドスプレッドが2021年以前の水準を大きく下回っていることを考えれば、予想できる結論である。ジョーンズ ラング ラサールによると、アジア太平洋地域におけるプライムオフィスの2024年半ば時点のスプレッドはシドニーで163ベースポイント、ソウルで124ベースポイント、東京で114ベースポイントとなっており、2021年までの10年間の平均スプレッド(それぞれ292ベースポイント、227ベースポイント、280ベースポイント)を大きく下回る水準となっている。

シドニーに拠点を置くあるファンドマネジャーは「オフショア資金はオーストラリアに対する関心が高いが、売値は買い手が望む価格とは離れている。乖離幅が縮まっているのは確かだが、現在のところまだわずかな取引しか行われおらず、第4四半期に入っても値下がりが続くと思う」と述べた。

インタビューを通じて得られたその他の知見は次のとおりである。

- 欧米では市場心理やディスカウント・

キャッシュフロー分析といったより柔軟なアプローチが一般的であるのに対し、アジア太平洋地域では最近の取引事例を参照して鑑定評価が行われており、こうした評価手法の違いにより、資産価格の動向を見通すことが難しくなっている。

これは、アジア太平洋地域における鑑定評価が、既得権を持つ一部の者が自身の目的のために評価を操作しやすいということを示すものだ。

あるコンサルタントによれば「残念なことに、鑑定評価業界は人為的に評価を高く見積もる傾向があり、そのためセルサイドは保有する資産の価格について過剰な期待を抱いてきた。つまり、買い手が妥当と考える価格と、売り手が適性と考える価格とのギャップは、売り手が利上げ後の価格調整を行っていないため、非現実的なものだったのだ」と述べた。

- にもかかわらず、アジア太平洋市場での不動産価格の下落は、米国や欧州ほど深刻にはならないと考えられる。実際、米国の調査会社であるグリーン・ストリートのデータ(図表1-5参照)によれば、欧米とアジア太平洋地域のいずれにおいても、すでに価格が底を打った可能性がある。ただし、一部の主要都市では底打ちは2025年以降になると見る投資家もいる。

だがこの調査によると、2024年10月時点で米国の価格下落幅（山から谷まで）はオフィスビルで37%、事業用不動産全体で22%に達しており、欧州でもそれぞれ37.7%と23.4%であった。残念ながら、アジア太平洋地域については再評価の状況を確認できる同様のデータがない。おそらく、市場ごとに特性が異なり広範囲での価格の着地点が見当たらず、価格を特定するのが難しいことによる。ともかく、欧米ではポートフォリオの評価減がはるかに大きく、それによってシステミックリスクがもたらされる危険性があることを考えると、アジア太平洋地域における資産評価の下落幅が比較的小さいと見込まれるのはプラスの材料だ。

- 欧米市場と比べアジア太平洋地域の価格下落が限定的であるのは、稼働水準が全体的に極めて健全であることに加え、米国で一般的な証券化ローンではなく、旧来のリレーションシップバンキングに基づくディールファイナンスに重点を置いているため、レバレッジが低く、調整圧力が高くない傾向にあることが理由となっている。

その一方で、アジア太平洋地域のオフィスビルの価格が大幅に修正される可能性が残っている。以前は純然たる買い手であったグローバルファンドが国内市場での苦い経験から疲弊し、それによりアジア太平洋地域への資金配分に消極的になるか、あるいは最近のオーストラリアでの事例が示すように、取引の確保に向け競争を敬遠するかもしれないためだ。シドニーを拠点とする、あるファンドマネジャーは「今後の償還やリファイナンスに対応するためにはもっと多くの資金が必要だが、実際にはそれほど入ってきていない。そのことが意味するのは、競争が少ないことから買いやすくなるということだ」と述べた。

- アンケート調査の結果（図表1-6参照）からは、資金調達問題について投資家の懸念が以前より強まったとは思われないものの、価格の上昇幅および（または）キャップレートの低下幅が大きい資産クラス（代替不動産など）では、銀行融資のリファイナンス（それゆえ価格の再設定）の圧力が小さいだろう。価格が（場合によっては

著しく）下落している資産クラス、例えば商業施設やオフィスビルに比べてLTVやDSCがそれほど厳しい状況にないためだ。このことは地域別に見た場合にも当てはまる。

- 同様に、各物件タイプに対する需要の長期的な変化に応じて、資産価格は下落圧力または上昇圧力を受けることになる。例えばオーストラリアでは、アジア太平洋地域の他の市場でオフィス勤務形態への回帰が進んでいるのに対し、在宅勤務が依然として続いており、それによってオフィススペースのニーズが低下している。一方、商業施設部門はeコマースとの競争の激化により大きな打撃を受けているものの、実店舗との共食状態が一巡したことを示す兆しもある。また、移民や人口移動の動向も需要に影響を与えている。その要因として、シンガポールではインバウンド企業による地域本部の設立、香港ではアウトバウンド企業の脱出および中国本土から来る企業の減少、東京では外国人労働者の流入による住宅需要の急増が挙げられる。

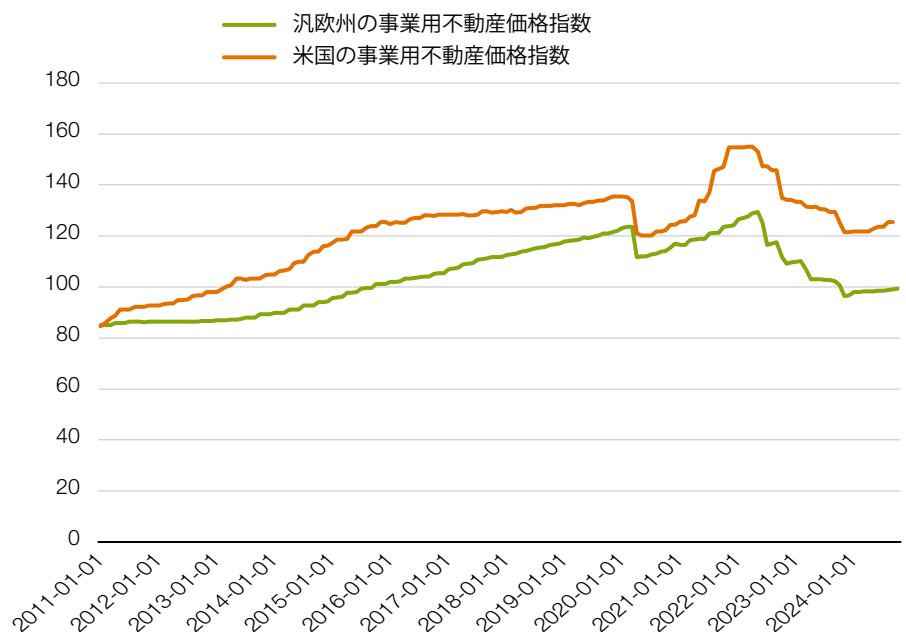
- さらに、買い手と売り手の双方が、ビッド・アスク・スプレッドについて自ら譲歩してもよいと考えるようになるだろう。

これは、ここ数年活動を休止していたファンドが潤沢な投資待機資金を有していること、利下げのサイクルが始まり、時と共にイールドスプレッドが自然に拡大する余地があることを彼らが認識していることなどによる。加えて投資マネジャー、特に運用期間が定められているファンドのマネジャーは、投資家に償還するために資産を現金化する圧力を受けている。買い手と売り手の双方が譲歩するには、市場がある程度の正常性と流動性をもって機能し始める必要がある。

ディストレス：諦めるな

資産価格の下落を銀行が認識しようとしなかったことが取引量減少の最大の要因だとすれば、強制売却の増加は、銀行が融資ポートフォリオの査定を厳格化している最初の兆候となるはずだ。

図表1-5 米国および欧州の事業用不動産価格指数（2011年～2024年）



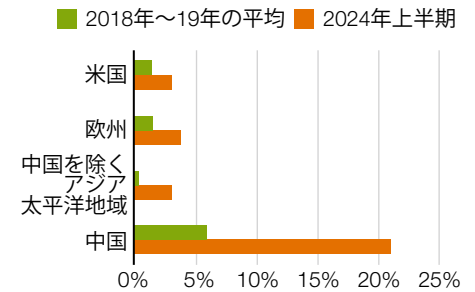
出所：グリーン・ストリート

銀行は不良債権化したパフォーマンスの低い空室率の高い建物を大量に抱えていたわけではないが、最近のデータはディストレスが増加傾向にあることを示している。MSCIによると、2024年上半期のアジア太平洋地域の全取引におけるディストレスト売却の割合が、2018年～2019年のベンチマークと比べ大幅に上昇した。これらのディストレスト売却の大半が中国で行われたことは、中国本土市場の低迷の深刻さを考えれば驚くには当たらないが、アジア太平洋の他の市場でも増加している。MSCIは、世界金融危機の際にも同様のパターンが他市場におけ

る指標の転換点を示したことを考えると、遅ればせながらもディストレスト取引が急増したことは、底入れを見極める意味で重要であるとコメントしている。

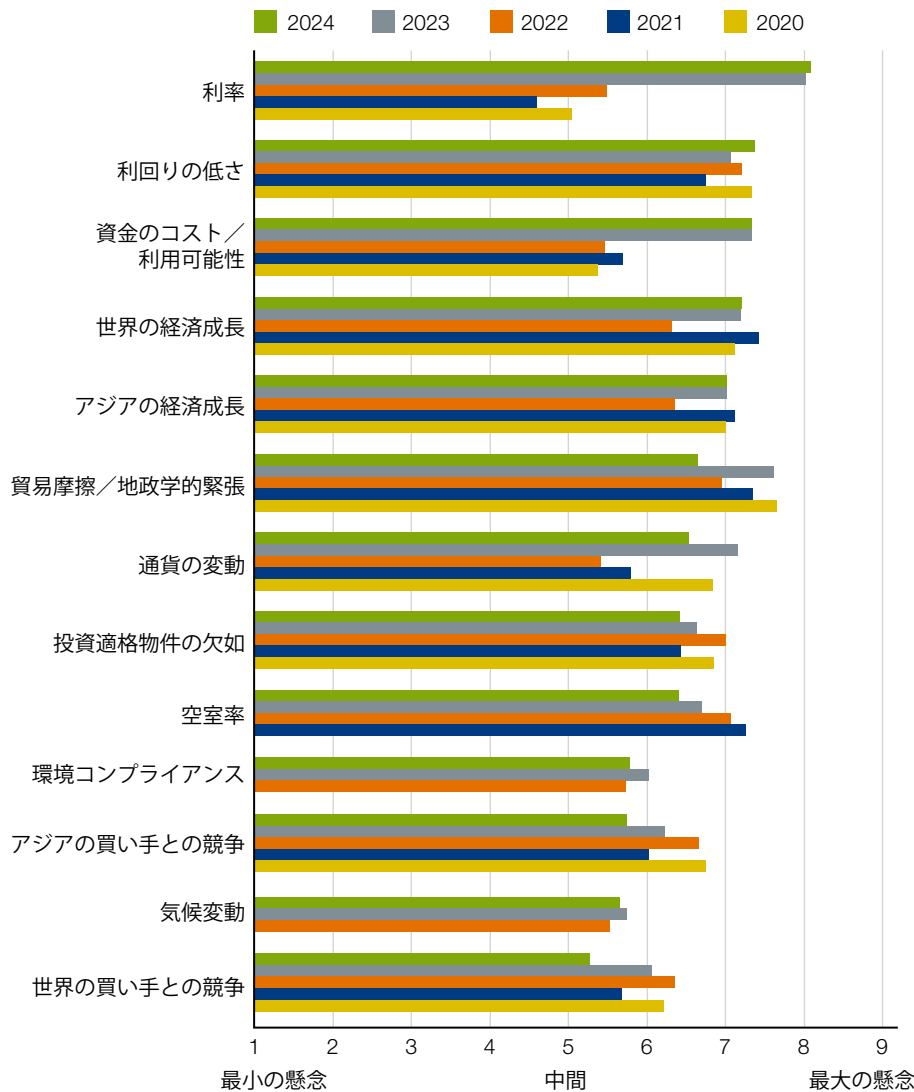
だが、ディストレスを巡る状況は微妙であり、さまざまな点で注意が必要だ。第一に、これまでに見られたタイプや規模のディストレスは、従来のように市場の急落を伴う形とは異なり登場に時間がかかっており、そのため多くの投資家はそれらがそもそもディストレスであると認識するのを躊躇している。あるファンドマネジャーは次

図表1-7 ディストレス状態を解消する取引の比率 (2024年上半期)



出所: MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

図表1-6 不動産投資家にとって最も懸念される問題



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

のように指摘する。「おそらく、ディストレスを狙う投資家は多いだろうし、機会も数多くあるだろう。ただし、状況は従来の事業用不動産とは異なっている。対象となる不良債権は小規模なものとなるのではないかと。私はそれをフロー取引と見ている。つまり、銀行は『もはや我々には手が負えないから、ディストレス投資家に売ることではじめよう』と考え、投資家は銀行からそうした不良債権を買い続けるという流れだ」。韓国のコールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）部門はその一例である。

第二に、ディストレス資産が登場しても、通常の方法では取引できない可能性がある。処分は通常、関連当事者経由で行われるか、裏で取引されることになる。

第三に、前述したように、ディストレスの発生度合は市場によって大きく異なる。例えば日本では、借入利率が低く融資条件のコベナンツも緩められており、資産の差し押さえを「何としても避ける」という考え方を助長させた。ただし、建設会社では人件費や資材の高騰によりデフォルトが発生している。シンガポールでも、ファンダメンタルズとキャップレートが安定している（図表1-8参照）ことから、差し押さえはほとんど発生していない。

これに対し、まったく事情が異なるのが中国だ。昔ながらの差し押さえは相変わらずまれだが、個別物件や事業体のレベルではディストレスは多数見られ、それらは銀行が直接介入するのではなく関係者間で取引されることが多い（詳細は12ページの「中国:重要テーマ」を参照）。現在、中国で活動している外国ファンドはほとんど存在しないため、ディストレスを活用する機会は基本的に国内投資家に限られているが、中国に拠点

を持ち経験も豊富な外国ファンドもないわけではない。

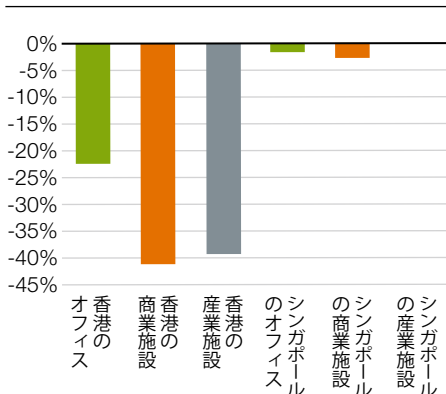
ある投資家の言葉によれば「中国の不動産市場では多くのディストレスが発生している。大手デベロッパーや主要株主でも、たとえ香港に優良な資産を保有していたとしても、銀行融資を受けられなくなった者が多い。そのため、香港の資産が担保になっている場合や、中国国内の資産であっても香港企業が所有者となっている場合、それらはプライベートクレジットの格好の取得対象になる」という。加えて、中国ではデットコストが低いいため、投資家はディストレス取引にレバレッジを活用できる。

さらに、香港と（おそらく）メルボルンは、アジア太平洋地域において真のディストレスが大量に出現しつつある唯一の市場である。これは資産価格の劇的な低下により多くのアンダーウォーター・ローンが発生した結果だ（香港については図表 1-8 を参照）。

前者では、香港金融管理局が銀行に圧力をかけ不動産ローンの整理を促しており、その結果、高級住宅や事業用不動産の差し押さえが大量に発生している。

香港を拠点とするファンドマネジャーの一人は「ディストレスの売り手は多いのに、買い手はそれほど多くないため、価格は下がり続けるだろう。資金調達のためのデットが得られないこともその一因だ。銀行は問題のあるローンを抱えているため極めて慎重になっており、新規の融資をためらっている。

図表 1-8 シンガポールと香港における事業用不動産価格の変動(2024年第2四半期と直近ピークの比較)



出所:MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

だが資金を借りられなければ購入はできない。自己資金だけで対応できる買い手はほとんどおらず、ノンバンクからの融資もたいして得られないからだ」と述べた。

そのため買い手は入札において強気に転じており、香港はアジア太平洋地域で唯一、ディストレスの売却自体がその資産価格に対する下落圧力を強めるといふスパイラルの市場となっている。

「落ちるナイフを掴むな」とはよく知られた格言だが、半面、アップサイドも期待できる。あるグローバルファンドのマネジャーは「今、メルボルンでビルを買おうとする者はいない。市場はひどい状況で、供給は山ほどあり、不動産所有者に売却を促す要因も多い。現時点で価格の下落は 30 ~ 40% というところだろうが、いったいいつまで保有すれば価格が回復するだろうか。そして価格が回復するまで、どれほどのキャッシュフローのマイナスに耐えねばならないだろうか。リターンの見通しはどうか。前回のサイクルで購入したために 40% も割高になっていないだろうか。これらの点について、売り手は決断を迫られているのだ」と述べた。

銀行がバランスシートの整理を迫られる中で、アジア太平洋市場におけるディストレスの売却頻度は高まると見られる一方、全体の損失額は依然として世界金融危機の水準には達しておらず、また世界的な景気後退が起こらない限り、その可能性は低いと考えられる。これにはいくつかの理由があり、いずれも 2009 年の市場暴落後に行われた構造改革に起因している。現在、アジア太平洋地域および欧米の銀行は自己資本が強化されており、不動産リスクの集中度が減り、また不動産取引のレバレッジも低下している。さらに、現在の不動産市場の低迷は過去に見られたような一過性の集中した事象ではないため、その回復は一気に行われるのではなく時間がかかる可能性がある。実際、不動産には不透明な面があり、総じて流動性が低い特性があるため、不動産価格の回復はゆっくり進み、完全に回復するには何年もかかるだろう。

リターンを高める工夫

価格設定を巡る買い手と売り手の膠着状態が続いているため、投資家はこれまでのようなキャップレートの低下に対応した投資から転換し、定められた引受基準値をクリアする可能性が高い戦略、

特にキャッシュフローや収益成長に重点を置いてリターンを追求する戦略に軸足を移しつつある。

その結果、コアファンドは資金の調達と投入の両面で苦戦している。現在、中国で活動している外国ファンドはほとんど見られず、日本ではコア資産の取引は件数が少ない上に国内機関投資家が圧倒的に強く、唯一ソウルにおいて最近コアのオフィスビル取引が急拡大した。また前述のように、オーストラリア市場は復活の兆しが見られる。

従ってコア投資資金は、長らく対象となっている物流施設に加え、データセンターなどのニッチな資産クラスに傾いている。

だが、これにも問題がないわけではない。アジア太平洋地域のあるアナリストは「それはコア資金がリターンを高める唯一の方法だが、同時に、そうしたニッチ資産には流動性リスクがあり、また処分したい時に資産価格が低下している可能性がある」と指摘する。そのため、こうした投資は通常、一番手市場に限られる。

コア戦略が後退したことで、オポチュニスティック投資とバリューアッド投資が代替手段として好まれるようになった。オポチュニスティック投資家はいつものやり方で、可能性があるのであれば、どんな投資機会でも探し求める。すでに述べたように、ディストレスは彼らの視界にしっかりと入っているが、アジア太平洋地域全体としてはまだ大量に表面化しているとは言えず、現在のサイクルで豊富に登場するには至らないかもしれない。

バリューアッド投資の人気の高まっているのは、リスクカーブの上昇はイールドスプレッドの縮小をもたらす必然的な結果であることに加え、入居者が従業員や顧客を惹きつけるために良質で持続可能なスペースへのアップグレードを積極的に進める中で、ここ数年にわたり新規資産への投資が大きく不足していることも影響している。そのため一部のコアファンドは、強固なファンダメンタルズを有する市場において、築古の、または何らかの理由によりうまく運営されていないコア資産を取得するという「影のバリューアッド投資」に転換している。

東京を拠点とするバリューアッド投資家は「残念ながら、サステナビリティに関する議論はやや支持を失いつつあるが、それでもまだサステナビリティ

に敏感な市場では、新築ビルの取得ではなく築年数の経ったビルを購入して改善し、CO₂ 排出量を大幅に削減できれば、テナントが評価すると思う。そうしたやり方は、日本では多くのテナントや投資家にアピールするとは思えないし、韓国では誰も気に留めないだろう。それでも、一般的には国によって明らかに違いがあるだろうし、オーストラリアではこの方法がうまくいくと考えている」と述べた。

プライベートクレジット（14 ページ参照）は最近、アジア太平洋市場での台頭が鮮明化しており、エクイティ投資に比べて優れたリスク調整後リターンをもたらしていることが多い。そのためプライベートエクイティファンドは、アジア太平洋地域の銀行が不動産融資へのエクスポージャーを減らしたことで生じた空白を埋めるべく迅速に動き出した。だ

が利率が低下していく中、プライベートデット戦略が引き続き魅力的かどうかは疑問が残る。

このほか、投資家の見通しは国・地域によっても異なっている。例えば、昨年クロスボーダー投資家にとってアジア太平洋地域で最も人気のある投資先は日本であり、多くの場合、資金を投入したいと考える唯一の市場であった。その人気は今日も続いているものの、利上げの見直しに対する懸念が高まっていることから、2024 年における国内機関投資家による取得は減少した（図表 1-11 参照）。

他の市場では、韓国は投資家から好意的に見られており、オーストラリアも資産の再評価が始まるため、明るい見通しが持たれている。一方、中国と香港は依然として厳しい状況にあるが、通常であれば市場に出回ることはない、ストレスやディストレスとなったプライム資産を購入する機会が将来的にあるかもしれない。また、新興市場も好意的に受け止められており、そのリスクは時とともに着実に低下している。特にインドは、投資家にとって大規模な資金投入の機会があり、そのよし悪しは別として、依然として参入障壁が高い市場と見なされている（Chapter 2 の新興市場に関する説明を参照）。

さらに、投資家が利回りの引き上げに努める上で最近見せている最大の戦略転換は、代替資産すなわち「ニューエコノミー」資産への資金移動

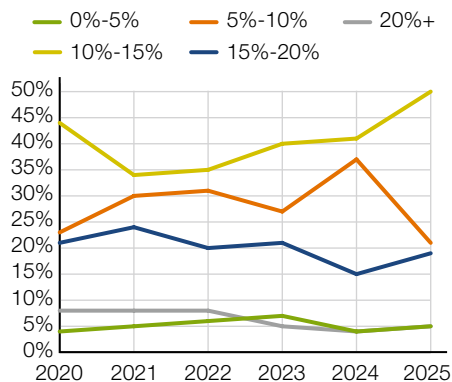
と言ってもよいだろう。これは昨年の Emerging Trends において分析したテーマだ。ニューエコノミー資産とは、簡単に言えば、マクロ経済の変動とは無関係の、新たな技術的・人口動態的・社会的トレンドが生み出す追い風に乗ることを目指す、新興の資産タイプをいう。

その重要なポイントは、競争がそれほど厳しくなく（ただし、状況は急速に変わる可能性がある）、潜在的に大きな成長が期待できる新興産業に早期参入し、その事業運営を通じて、当該不動産が有する価値とはまったく別の価値を生み出すことにある。

代替資産クラスの中で傑出しているのは居住施設部門と言ってよいだろう。居住施設部門とは、一般的なマルチファミリー住宅から高齢者住宅、学生寮、コリビング施設まで、さまざまなタイプの短期・長期の宿泊施設の総称である。

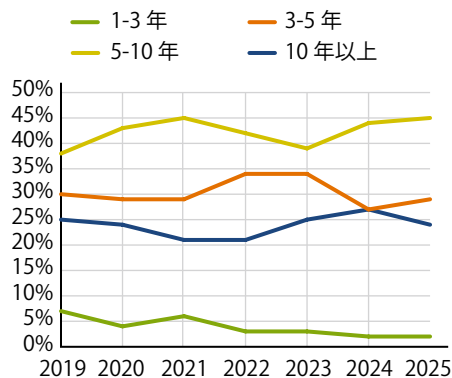
居住施設部門への投資が機関投資家のバイヤーにアピールするのは、それが「社会」志向が強い今日の機関投資家のマニフェストと合致しているためだ。さらに、アジア太平洋市場全体で構造的な供給不足が深刻化しており（その多くは供給自体が機能していない）、欧米市場におけるこの部門が成熟したことから、資金力のある買い手に大規模な資金投入の機会が訪れている。居住施設部門については Chapter 3 で詳しく説明する。

図表 1-9 投資家の目標リターン
(調査時点から2025年末まで)



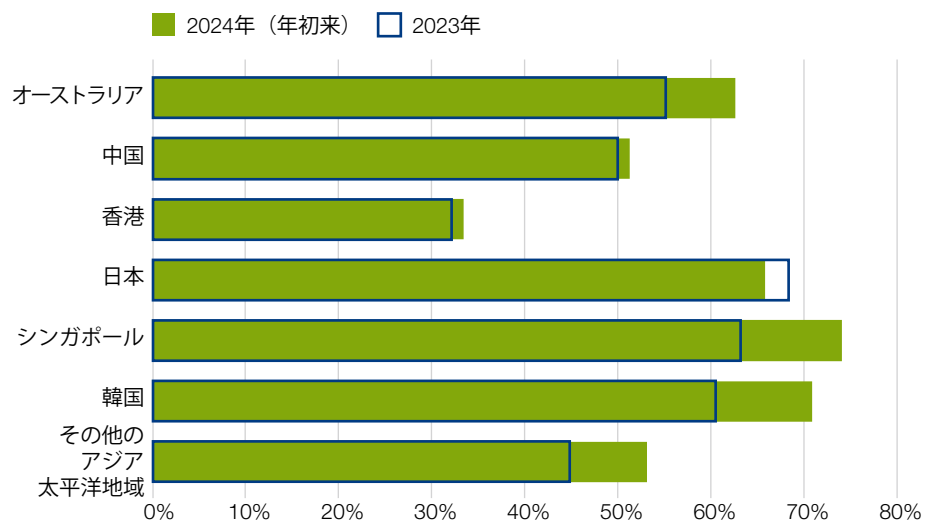
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋各年アンケート

図表 1-10 投資期間



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

図表 1-11 不動産投資全体に占める機関投資家の比率 (2024年 [年初来] と2023年との比較)



出所: MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

オーストラリア： 重要テーマ

パンデミック以前には、シドニーおよびメルボルンのCBDのオフィスビルは供給が限定的で、東京、シンガポール、香港などの同等物件に比べて高い利回りを切望する、外国人投資家による激しい入札競争に晒されることが多かった。だが、2021年に外国人投資家が撤退したことでこの部門は停滞した。それ以来、取引高は低迷している。過去の評価に基づく売値を買い手が敬遠しているためだ。

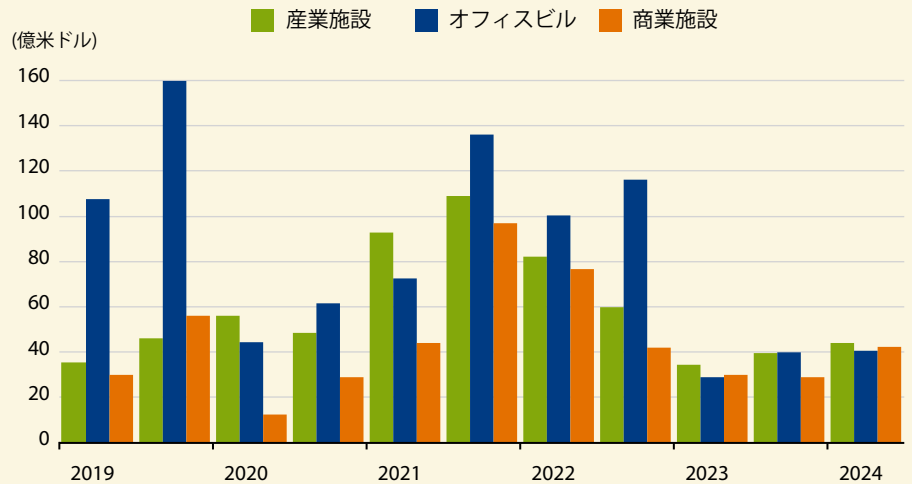
しかし2024年第2四半期には売り手が価格について譲歩したため、2年超の空白期間を経て高級オフィスビルの取引が成立し、投資家心理が大きく変化した。オフィスのキャップレートは2022年の最低値から約150ベースポイント上昇し、2014年以来の5.5～6.0%に達している。

他の資産タイプの価格も下落したことを背景に、2024年上半期には外国ファンドも含め、オーストラリアにおける不動産投資が増加した(図表「オーストラリアの事業用不動産取引高(部門別)(2024年上半期)」を参照)。

とはいえ、20～25%の価格下落によりこれまで膠着していた売買交渉がようやく進展し始めたものの、多くの投資家はキャップレートの今後の動向を見守っている状況だ。その一因として、買い手のインセンティブが増加しており2024年10月には30～40%に達したことで、価格下落の恩恵がいくらか薄まっていることが挙げられる。また、建設コストが高騰している中で、多くの建物が最新の設備や基準に合わせた改修工事が必要としていることも要因となっている。

シドニーを拠点とする、あるファンドマネージャーによると「取引は行われているが、件数は以前よりずっと少なく、資金源も大きく変化している。オーストラリア国内の機関投資家が売り越す一方で、海外の投資家は米国や欧州での投資に苦戦しており、現時点では投資委員会にオーストラリアへの投資を提案するような勇気はない。つまり、これまで行われた取引の大半は富裕層のファミリーオフィスによるシンジケート投資であり、特にシドニーで目立っている」という。

オーストラリアの事業用不動産取引高(部門別)(2024年上半期)



出所:MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

加えて、最近の取引の一部には日本やシンガポールの投資家が参加しているものの、これまでコア資産の主たる買い手となってきたREIT、ホールセールファンド(機関投資家向け投資ファンド)、海外の機関投資家は売り越したままだ。買い手側が空白となっている結果、オーストラリアのあるオポチュニスティックファンドのマネージャーは、「今後25年間にわたり、非常にディフェンシブな資産を運用して最大で年率10%台半ばの内部収益率(IRR)を確保できる。今なら先行者利益が得られ、これから1年の間に最善の取引が行われるだろう。資金が戻ってくればキャップレートは再び急低下するため、リスクを取れる投資家にとっては絶好の機会となる」と述べた。

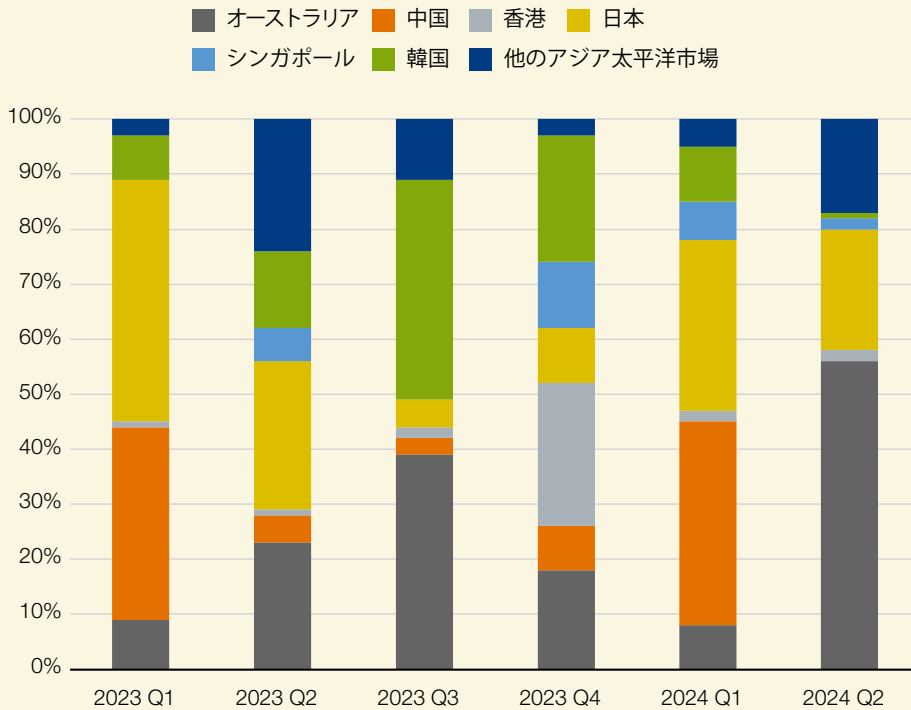
一方、他の資産クラスでは、より活発な動きが見られた。特に商業施設部門は、オフィスビルよりもさらに長期にわたって落ち込んでいたが、底打ちの兆しを見せている。あるアナリストは、一部の市場でショッピングセンターが7～8%という高い初期利回りで取引されたと指摘する。「万人向けではないかもしれないが、バリューアッド投資は勝利の方程式だと思う。オーストラリアの商業施設はいまひとつ魅力に欠けるが、例えばアジアの食文化やトレンドを取り入れて留学生の需要を喚起できれば、現在の価格帯でも郊外のショッピングモールを活性化できるのではないか」

また、人気が高まっている戦略としては、ブリッジローンや開発ファイナンスなどの形態によるプライベートクレジットがある。当局がキャップレート(11月初旬時点で4.35%)を引き下げる見込みは当面なく、また国内大手銀行の貸出に対する規制が続いているため、資金調達市場に穴が開いており、ノンバンクがそこに流れ込んでいる。その結果、KKRの推計によると、アジア太平洋地域におけるノンバンク融資(不動産向けと非不動産向け)の約60%をオーストラリアが占めているという。メザニンローンの利率はキャップレートを最大で1,000ベースポイント上回っている。

あるファンドマネージャーは「販売用住宅の建設を支えるためにプライベートクレジットが活発に動いている。これは主要銀行がこの部門への融資を縮小しているためでもあるが、建設会社自体が経営難に苦しんでおり、破綻件数が記録的な数に達していることにもよる」とコメントした。

オフィスビル部門もデット戦略の有望な舞台となっている。資産価値の再評価が進む中、(特に流通性の低い資産を担保にしたローンの)借り手は財務の再編を迫られているためだ。これはアジア太平洋地域の多くの投資家が注目している戦略だが、インタビューから

アジア太平洋地域のクロスボーダー投資額の比率 (市場別)



出所: ジョーンズ ラングラサール

は、特に日本の投資家が積極的であることが判明した。

また、他のアジア太平洋市場と同様に、居住施設部門も注目を集めている。オーストラリアのビルド・トゥ・レント部門については、2023年に投資家が強い関心を寄せたが、今年は壁にぶつかっている。これは初期利回りの低さ、建設コストの高騰、税制や規制上の問題、そしてビジネスモデルが定着していない未成熟な市場におけるビジネスリスクの増大など、複数の要因が重なったことによる。

このような状況から、2024年にはビルド・トゥ・レントへの関心が離れ、学生寮など他の居住施設に力点が移っている。中でも「ランドリース」(定年退職者が土地を借り、そこに家を建てて所有する形態)市場が注目の的だ。2024年上半期にはランドリース取引が過去最高の11億米ドルを記録した。既存のランドリースの取得キャップレートは「かなり厳しい」4%となっており、開発利回りは約5.25%となっている。この部門で活動している投資家の一人は「ビルド・トゥ・コアと既存コア資産の取得とでは、収益の差を利用した取引の機会があり、それが魅力だと考えている。我々の戦略は、事業規模を拡大し、その上で資産価値を高めることだが、用地を見つけるのは難しくなっている。参入者が増えて競争が激化しているためだ」と語った。

構造的アルファの探求

2018年頃から始まったデータセンターへの爆発的な投資は、デジタル化や指数関数的成長、人口動態に基づく需要といった複数のテーマと相まって、ニューエコノミー資産への投資の幕開けを象徴している。この時期には多くの不動産投資家が、データセンターは本当に不動産としての価値を持つのか、それともハイテク倉庫という新奇なインフラに過ぎないのかという疑問を抱いていた。

実際、不動産ファンドが現在保有するニューエコノミー資産のポートフォリオが膨れ上がる一方で、この疑問の重要性も一層増している。かつての「投資して座っているだけ」というスタイルからプライベートエクイティのような形態、すなわちさまざまなレベルの運用ノウハウを必要とする投資へと自己変革が進んでいるわけで、不動産業界はある種の実存的危機に直面しているといえよう。

この疑問は、長らく活動してきた確固たる不動産ファンドの多くが(少なくとも現行の構造で

は)運用志向の投資を行うことができないという事実によって一層際立っている。あるファンドマネジャーは「データセンターへの投資における課題は、不動産とインフラの違いを理解することであり、この分野に投資するための適切な資本を確保できているかどうかだ」と指摘した。

同様の問題は他の資産クラスにも当てはまる。住宅関連の代替資産に投資している、あるファンドマネジャーは「私が運営するファンドは不動

産しか扱えないため、資産の保有と運用を行っているアセットマネジャーのような事業者を見つけたとしても、ファンドとして、それを取得することはできない。社内で別の資金源を探すか、ストラクチャリングを工夫し、その上で引き受けてくれるパートナーを探さなければならないだろう」と述べた。

だが、そうしたパートナーシップはいくつかの複雑な問題を引き起こす可能性がある。1つは買収後の資産の評価方法であり、もう1つは利益の分配方法だ。

従来、このような形態では、不動産ファンドはセール・アンド・リースバック契約を通じて賃料を受け取る一方、運営事業者は事業を展開し、そこから得られる収入を取り分とする。こ

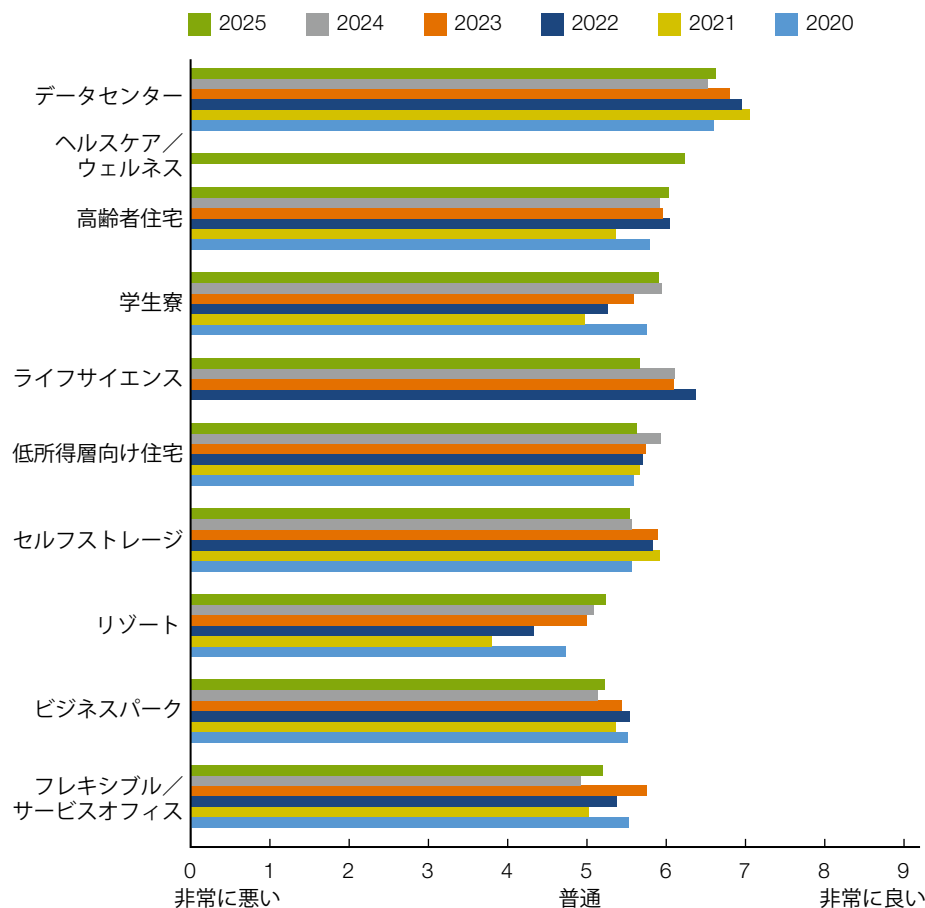
れは、専門知識を有し利益率の高い運用事業者がキャピタルライトなビジネスを運営したいと考えている場合、非常に魅力的な提案となりうる。またファンドにとっても、特に投資適格資産よりも資金の方が上回っている状況において、潜在的な取引パイプラインにアクセスできるため魅力的に感じるかもしれない。この構造はデータセンターのみならず、学生寮、コリビングや高齢者住宅の分野でも注目すべき事例が見られる。

とはいえ、ファンドが不動産のみに特化するのでは、キャップレートが低水準にとどまる中で利上げが行われ目標リターンの達成が一層厳しくなる状況を見ると、大きな問題を引き起こす可能性がある。ある投資家は「私は自分のチームに対して『簡単な算数の問題として考えよう。

ネガティブキャリー（調達コストが運用収益を上回る状態）の案件はご免だ』と時々言っている。だがそうすると、[投資可能な案件は]日本かプライベートクレジットしか選択肢がなくなってしまう」と述べた。

このシナリオが変わる見込みはなさそうだ。売り手が提示価格で譲歩し始めているにもかかわらず、アジア太平洋地域の不動産市場は成熟度が高まっており、競争は激しさを増している。東京在住のあるファンドマネジャーは「私が20年前に参入して日本で取引を開始した当時、利回りは今よりはるかに高かった。マルチファミリー住宅ではキャップレートは6%もあった。スプレッドも今より大きかったが、透明性は低く、リスクは高かった。現在、市場はずっと成熟しており、情報もはるかに多く、効率性もかなり良くなっている。つまり、市場から余分なものが取り除かれて、キャップレートはいよいよ厳しく、あらゆるものが競争の対象となり、価格設定も厳しくなり、そして透明性が高まったのだ」と語った。

図表1-12 ニッチ不動産のタイプ別見通し



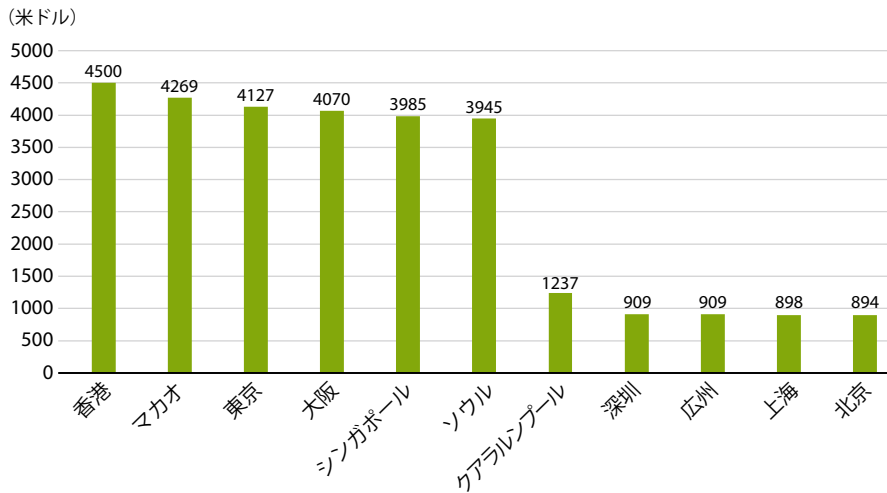
出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋各年アンケート

これが投資環境のニューノーマルであり、また代替資産の運用事業者と提携しているファンドが当該取引から得られる取り分が減って少なくなることから、プライベートエクイティのような考え方やスキルを採用し、また社内に運用ノウハウを取り入れようとするファンドマネジャーが増えている。それによりファンドは手数料とともに「プロモート」や「キッカー」（運用実績に基づく利益分配の方式）という経常的な収益を得ることができる。

上記の代替資産のファンドマネジャーによると「今、『垂直型』が大いに話題になっている。それはファンドが資金と共に、特定の専門分野で投資を実行できる運営チームを提供するという形態だ。これによりファンド（資金の提供者）は管理が可能である一方、「構造的アルファ」と呼ばれるものを手にすることができる。つまり、特定の部門や地域について専門知識と実行能力を持つチームを持つことにより、いろいろな運用会社に資金をばらまくだけの典型的な投資家を凌ぐパフォーマンスを達成できるのだ」という。

こうした垂直型への転換の結果、ファンドが運営事業者を買収して、市場で直ちに影響力を発揮するという傾向が強まっている。そうすればチーム

図表1-13 アジアで建設コストが高額な市場(2024年)



出所:ターナー&タウンゼント

を募集したり、不案内な部門で運営実務を習得したりする必要がなくなる。そのためプラットフォーム取引が増加傾向にあり、特にデータセンターや高齢者住宅部門で適格資産にプレミアムが生じている。

供給パイプラインの縮小

既存ストックの不足を考えると、ニューエコノミー資産に対する投資家の関心の高まりは、新たな開発の必要性和ほぼ同義である。ビルド・トゥ・コア投資は、データセンターのみならず、マルチファミリー住宅や高齢者住宅といった居住施設を対象とする投資家の間で特に顕著に見られる。

にもかかわらず、大半のアジア太平洋市場の投資家は、開発リスクが法外なものになっている場合が多いと考えている。あるファンドマネジャーは「建設コストはあらゆるところで問題になっており、また建設業者を確保することは至難の業だ。オーストラリアではコストが高すぎて経済的に見合わないため、建設業者が取引を検討するにも至らない。一方、日本ではある程度ペイするものの、建設業者からは開発工事までに3年待つよう求められる。その間に価格が押し上げられるので、結局は成り立たないことになる」と指摘する。

このほか、開発に関する懸念事項としては、長期的なテナント需要に対する疑念が続いている

ことや、不良ローンの増加に苦しむ銀行が新規融資に乗り気でないことなどが挙げられる。

そのため新規建設に対する投資家心理が冷えているものの、適切なプロジェクトであれば開発リスクを受け入れようとする投資家もいる。あるオポチュニスティック投資家は、特に高リスクの新興市場でのビルド・トゥ・コア開発で長年の経験を有しており、「我々は満たされていないニーズに恵えており、また買う価値のあるものを見極めてはいる。単に安く買って高く売ることを期待するのではなく、コストと利益のスプレッドを作り出し、コストをできるだけ抑えることでサイクルの各局面でも利益が得られるように努めている。このプロセスでリスクを管理できるのであれば、ある意味、完成した資産を購入するよりもはるかにコントロールしやすい」と述べている。

彼は続けて「賃料の上昇が見込めない場合、あるいはキャップレートが上昇している場合やプロジェクトの経済性が変化している場合、土地のコストが重要な変数となる。我々の開発案件では、建設コストが下がることはない分かっているため、調整可能な要素は土地ということになる。以前は、日本の物流施設用地 [の価格] は絶対に下がらないと誰もが言っていたが、実際には下がり、他の市場でも調整が見られた。だが、そこで手を休めてはならない。例えば、土地所有者を少数持分のパートナーとして迎え、いくつかハードルを乗り越えた後にいくらかアップサイドを配分するといったことが必要だろう」と語った。

場合によっては、資産の性質によってリスクを抑えられる。例えば、ランドリース取引(そして総じて高齢者住宅も同様であろう)は開発サイクルが短いため、高層の事業用ビルよりもリスクが低い。また、状況に応じて後続のフェーズを延期できる段階的な建設手法に適しており、最初のパッチが完了して得られるキャッシュフローを活用し、後続フェーズの開発に充てることが可能だ。

それでも、建設コストのインフレ率は高く、引き続き業界に重くのしかかっている。そのため、建設業者は偶発的なコスト増を見積りに盛り込まない限り、固定価格契約を締結することを躊躇しており、その結果、コストがさらに上昇することになる。投資家も同様に、付随して生じる賃料上昇を引き受けたがらない。特に従来型の物件タイプについては新規建設に対して気が進まず、結果的に、計画中の多くのプロジェクトが延期または中止されることは明らかだ。

ただし、これは必ずしも否定的な意味合いを持つわけではない。というのも、長期的に見れば供給の縮小は新規ストックの不足につながり、それが何年も続く可能性があるからだ。特に、多くの既存ビルが陳腐化しつつあり、将来の供給不足は(バリューアッド投資の可能性を含めて)良質な既存ビルの現在の価格を支え、買い手は資産価値が本来どの程度であるべきかを再評価することになるだろう。

中国：重要テーマ

不動産向け融資に対する規制強化が不動産市場の下落を引き起こしてから4年、現在も不振が続く中、中国政府は2024年9月に待望の財政刺激策を打ち出した。不動産価格を下支えし、低迷する経済を活性化し、消費者心理の悪化に歯止めをかけるという複数の目標を同時に達成することを目指すものだ。

政府はこれまで小粒の刺激策を断続的に実施してきたが、今回の「ビッグバン」とも呼ぶべき政策転換は、当局が不動産市場の立て直しに断固として取り組む姿勢を示すものだ。

このパッケージ施策は、米国で行われた株式市場への大規模な流動性注入策に類似したもので、広範囲にわたる調整が行われている。その内容は、利率の引き下げ、銀行の自己資本比率規制の緩和、金融機関による株式購入を促す「レポ取引」に似た仕組み、および不動産部門に対する直接的な（ただし未だ限定的な）支援策で構成される。

これらの施策は、肥大化した中国経済が減速する中で、より効果的な財政政策へと舵を切ったも

ので、経済政策の重大な転換を示すことは間違いない。しかし、当初は肯定的な反応を示していたものの、アナリストからはより積極的な成長促進策を求める声が続いている。特に、一層の金融緩和や住宅市場改革政策の改善・強化、そして何より、消費者や民間企業の長期的な需要を刺激する経済構造改革が大きな課題とされる。

その後、実効性のある新たな刺激策はなかなか出されず、政府は慎重な姿勢を崩さずに過去の政策手法を踏襲している。政策当局者はさらなる刺激策を準備中であることを示唆するものの、住宅価格の下落（2024年9月末現在、2021年半ばのピークから20%以上低下）が続いており、また米国の次期政権が中国からの輸入品に対する関税を引き上げる可能性が高まっていることから、そうした刺激策の導入は喫緊の課題となっている。

住宅のみならず、事業用不動産の見通しも暗い。多くのプロジェクトが依然として危険な状態にある中、銀行は新規融資に消極的であり、また国内の建設業者も、需要が低迷し価格の下落が続いている市場への資金投入に躊躇していることから、デベロッパーの流動性は依然として逼迫している。

香港やシンガポールの一部の大口投資家を除いて、クロスボーダー資金はほとんど関心を示していない。これは第一に、経済の低迷と地政学リスクの高まりによるものだ。さらに、中国国内にチームを有し投資機会を迅速に評価できるファンドですら、既存ポートフォリオの売却価格が鑑定評価額を下回ることが多く、また買い手が不足しているため容易に資産を売却できず身動きが取れなくなっている。

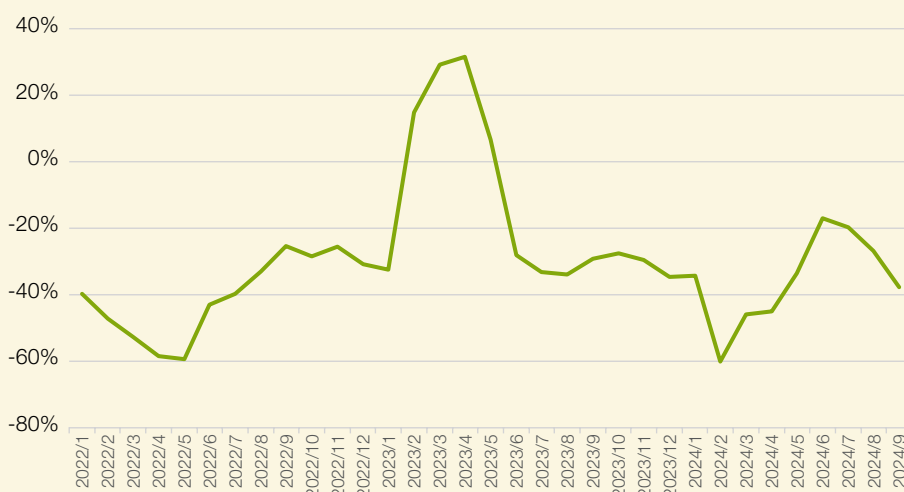
あるファンドマネジャーの言葉によれば「投資家はすでに多くのチャイナリスクを抱えており、投資委員会に中国でのさらなるリスクテイクを提案しても、『まずは今のポジションを処理してからだ』と言われてしまう。つまり、エグジットが非常に難しく、流動性が明らかに枯渇している」。エグジットの手段が見つからないため、多くのリミテッドパートナー（LP）は中国投資の資金を動かすことができず、マネジャーはファンドの延命を図るしかない。

この状況に対処するため、一部の外国ファンドは新たな資金源として中国国内市場に目を向け、国内機関投資家と共同で事業体を設立して認可を受け、エグジットを望む外国人LPから投資持分の買取を図っている。

ある外国人投資家によれば「中国国内にチームを有しているのであれば、そうした発想は当然だ。3年前ですら、中国での機関投資家による不動産投資の中心は外国ファンドだったが、当時は国内投資家と手を組むことは考えもしなかった。というのは、国内投資家も同等のリターンを求め、外国ファンドに比べて経験不足で、またブラインドプールによる資金提供（取得物件が確定しない段階で出資すること）に消極的だったためだ。外国の資金がほとんど姿を消した今、国内資金だけが唯一の選択肢となっている」という。

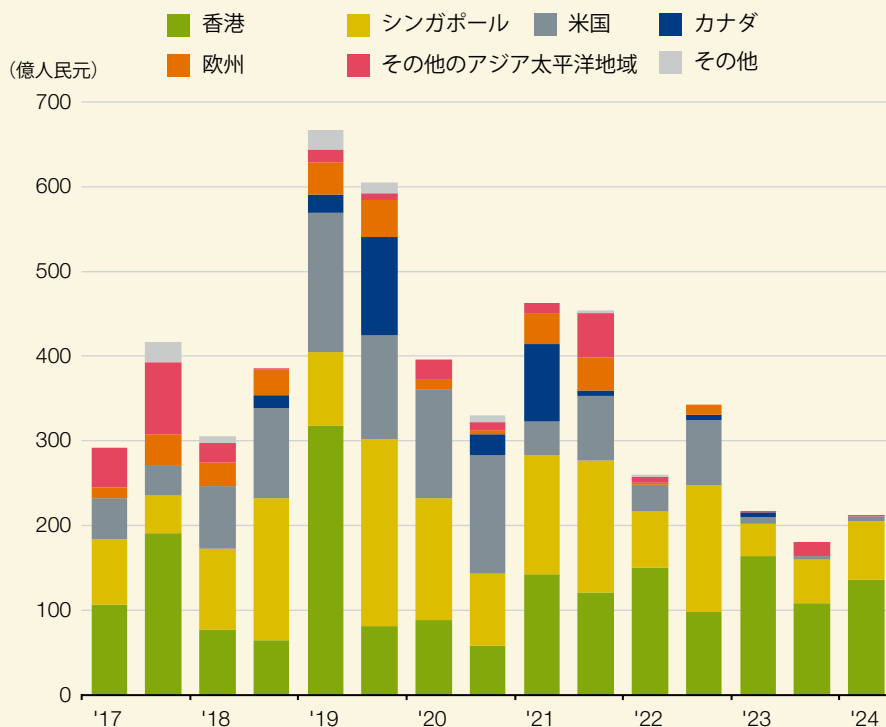
だが、一部の外国ファンドはこの方法で国内資金の調達に成功している（特に物流施設部門において）とはいえ、国内市場が未成熟で、国内投資家はリスク回避の傾向が強く、また自国市場であらかじめ優位性を享受している国有企業や保険会社と競争しなければならないことなどを考えると、難しいことには変わりない。

デベロッパー上位100社の月次売上高(前年同期比)



出所:中国房産信息集团(CRIC)

中国におけるクロスボーダー資金の拠出元



出所:MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

現在、外国人投資家がチャイナリスクの引き受けに二の足を踏んでいるにもかかわらず、国内不動産市場の低迷は、長期的な視点を持つ投資家に多くの投資機会を提供している。インタビュー回答者からは以下の選択肢が挙げられた。

- **ランドバンキングや買収の機会**

特に中国国内で事業展開する大規模総合デベロッパー向けに考えられる。香港を拠点とするコンサルタントは「彼らは、以前ならコスト面で現実的でないとされていた用地の取得を地方政府と交渉している。複合開発やCBD向けの好立地として、地方政府が従来の1/3の価格で提示しているからだ。そのため、状況がいかに厳しくても、その中に機会があり、それを掴まねばならない」と指摘した。

- **ディストレス**

流動性の不足が続いているため、中国のデベロッパーや事業用不動産の所有者の間でディストレス資産が多数発生しており、論理

的にそれらはオポチュニスティック投資の対象になると考えられる。だが、MSCIによると2024年上半期における中国の取引（開発用地を除く）の15%超がディストレス関連であった（従来の目安は5%）というが、実際のディストレス資産の数に比べると取引件数はまだ少ない。一方、市場で積極的に活動している投資家によれば、不動産所有者は価格が自己資金（一般的には取得価格の30～40%）を下回るところまで下落すると、売却する気にならなくなるという。半面、銀行も差し押さえを行うメリットがない。この投資家は「レンダーがヘアカット（融資の担保を割り引いて評価すること）に応じるかどうかによる。外国のレンダーであれば、ビジネスの観点から、帳簿をきれいにするために受け入れるかもしれない。だが国内のレンダーにとって不良債権処理は手間のかかるプロセスであり、必ずしも損失を確定させたいわけではない。ディストレス資産をいくつも抱えることになり、それを受け入れる理由を説明しなけれ

ばならないからだ。そのため、現在の価格水準は融資額と同水準にとどまっており、機関投資家から見れば、十分にディスカウントされているとは言えない」と述べた。

- **マルチファミリー住宅**

中国のマルチファミリー住宅が魅力的なのは、土地を安価で入手可能なこと（同程度の分譲住宅用地の20%という話も聞かれる）や固定資産税率の引き下げ（通常の12%から4%へ）、開発向け融資が低利で得られること（通常の4～5%に対し3%）など、政府の優遇策によるところが大きい。さらに、国内機関投資家は安定的な住宅ポートフォリオの構築を熱望しており、他の資産クラスの取引が減速する中、マルチファミリー住宅の現実的なエグジット先となっている。この部門では、過去3年間にわたり外国のプライベートエクイティ投資家が活発に動いており、特にマルチファミリー住宅のポートフォリオ取引が目立つ（詳細は41ページを参照）。

あるデベロッパーは「建設費のインフレは、既存の資産の再調達コストの増加を意味する。つまり、現在の購入価格と再調達コストを比較した場合、既存の資産を再調達コストを10%も下回る価格で取得していることになる。そのため投資家の関心は、取得と開発のどちらが有利か、という点に立ち返っている」と述べた。

デットがエクイティを凌ぐ

リターンが低下しリスクが上昇しているためエクイティ投資の魅力が薄れつつある中、アジア太平洋地域の多くのファンドはデットの形で資金を投下し始めた。この戦略は、特にオーストラリアや韓国などの大市場において、国内銀行が新規融資を抑えることで資金調達ギャップが生じていることから、その魅力が高まっている（Chapter 2「銀行の厳格化」を参照）。

CBREによると、銀行の融資枠と事業用不動産向けデットの需要との間の資金調達ギャップは、2024年から2026年にかけて約84億米ドルに達する見込みだ。このギャップは、特に香港のオフィス部門など、ファンダメンタルズが脆弱な市場や資産クラスで顕著だという。香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「銀行がオフィス向けの融資を棚上げしているのは確かであり、Bグレードのビルや利回りの出ないビルの場合には我々のようなノンバンクの出番となるだろう。そこで我々は『レバレッジを提供できますよ。コ

ストはかかりますが、とにかく提供できます』と告げるのだ」と述べた。

資本提供者の視点からは、クレジット戦略の魅力は明らかだ。

あるインタビュー回答者によれば、プライベートクレジットはエクイティに基づくストラクチャーよりもリスク（デュレーションリスクを含む）が低く、総じてリターンも優れている。シニアローンの場合、平均リターンは12～15%となっており、これは米国や欧州の場合を50～100ベースポイント上回っている。

にもかかわらず、プライベートデットは依然として限定的だ。2024年半ばの時点で、アジア太平洋地域の不動産取引のうち、プライベートクレジットによる資金調達はわずか6%にとどまっており、米国や欧州などの成熟したデット市場と比べて、かなり小さいシェアとなっている（図表1-14参照）。それでも、アジア太平洋地域のプライベートクレジット案件の大半は、通常のクレジットではなく不良債権のような特殊な状況を対象としてきたという経緯がある。

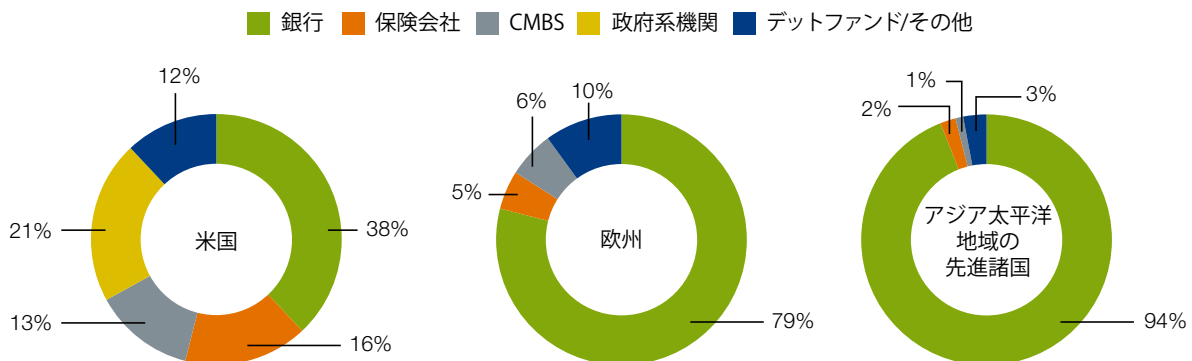
ノンバンクによる融資の機会は市場によって異なるが、インタビュー回答者が最も多く言及した内容は以下のとおりである。

- オーストラリア - 規制上の制約により、国内の大手銀行は数年間にわたり不動

産借り手の需要を十分に満たすことができないしており、市場に開いた穴を埋めるべく投資ファンドが入り込んでいる。この中には、資産再編の一環として、（ストレッチ・シニアローンやメザニンローンの形で）ギャップファイナンスを求める資産所有者向けのものも含まれている。もしくは、新たなタイプの居住施設部門向けにデット需要が生まれる可能性がある。オーストラリアのある投資家によれば「利率が上昇していることを考えると、構造的な成長ドライバーを有する居住施設部門向けローンや新規資産の開発向けローンのリスク調整後リターンは非常に魅力的だ。そのため、韓国や日本のデット投資家が低リスクかつ高リターンの投資機会を求めてオーストラリアに目を向けている」という。その目的のために行われる融資としては、第一抵当権付きの有担保シニア債が一般的だ。

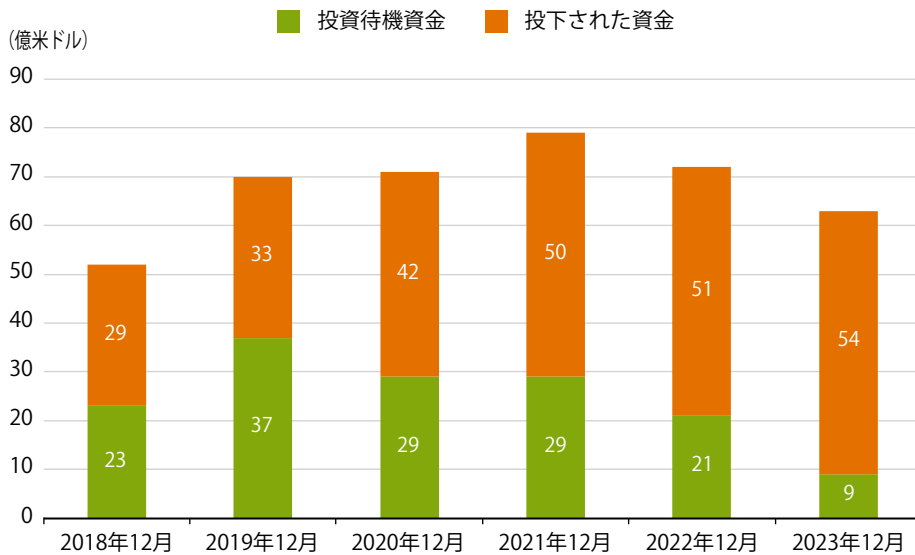
- 韓国 - 韓国は余剰資金が多い一方で、総じて資産再編に関連したニーズに加えて、プライベートクレジットが対象としているディストレスも多数存在しており、直近では物流施設（特にコールドストレージ）の過剰建設がディストレスを生んでいる。その一因は、韓国では賃料の引き上げが非常に難しいことであり、またレバレッジが高い市場であることだ。

図表1-14 事業用不動産向けデット市場の構成



出所：米国モーゲージ銀行協会、欧州金融市場協会、欧州中央銀行、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、MSCI、PGIM
注：アジア太平洋地域の先進諸国とはオーストラリア、香港、日本、韓国、ニュージーランド、シンガポールをいう。

図表1-15 アジア太平洋地域に特化した不動産向け融資残高(2019年～2023年)



出所:プレキン・プロ

さらに、建設会社と銀行が独特な関係にあることもディストレスの原因となっている。あるファンドマネジャーによれば「韓国では建設会社が銀行に対して保証を提供するのが一般的だが、建設会社のレバレッジがかなり高く自己資本が非常に少ない場合、問題が生じることが多い。そのため、建設会社の資金が底をついたら我々が入ってローンを引き受け、プロジェクトを完了させるのだ」という。

- **香港と中国** - 香港で行われた価格調整はおそらくアジア太平洋地域で最も激しいものであり、中国も似た状況のため、すでに不良化した貸付を抱えている銀行はさらなるレバレッジの提供を躊躇している。このため両市場とも、プライベートクレジットがギャップを埋める余地が生まれた。特に香港では、担保として使える良質の資産が多数存在することが大きい。

だが実際には、香港や中国に関連するリスクはえてして非常に不透明であるため、多くの投資家が二の足を踏んでいる。香港に拠点を置くあるコンサルタントによれば「機会にはリスクが伴うため、私は注意を促している。デットを必要としている者にはそ

れなりの理由がある。もし30～40%の利率でも厭わないのであれば、資金に相当困っているということだろう。我々の顧客の多くは1年ローンを提供しており、その貸出利率は18%、20%、25%といったところだ。その期間にそれだけの利子を得られ、貸付相手の財務が健全で返済能力があり、追加の担保を得ることができれば問題ない。だが、そうでない場合が非常に多いため、相手の個人信用力を担保に融資することになる」という。

- **インド** - 個別案件の金額という点ではインドは小さな市場ということになるが、ノンバンクによる融資は不良債権への対応から開発向け資金調達までさまざまな需要があり、長年にわたり重要な役割を担ってきた。

このように、アジア太平洋市場全体にわたりプライベートクレジットの需要が高まる一方で、デット戦略のための資本調達は追いついていない。ファンドマネジャーが資金を投入しようとしているのに、投資待機資金は減少しているのだ。プレキンのデータによると、アジア太平洋地域に特化した不動産クレジットマネジャーの運用資産

(AUM)は2023年末時点で63億ドルであり、うち投資待機資金の比率は2019年の52%からわずか14%にまで低下している(図表1-15参照)。

急成長が続いているものの、プライベートクレジットの需要がどれほど持続するかは不透明だ。金融緩和サイクルがひとたび始まれば低コストの銀行融資が再び主流となるため、多くの投資家がエクイティ投資に戻ると見られるためだ。だが、インタビュー回答者からはノンバンクのデットに対する需要が欧米ではすでに低下しつつあるとの指摘があったものの、アジア太平洋地域では金融市場が経済と連動して進化を続けているため、見通しは欧米より持続的であると思われる。

あるファンドマネジャーは「世界的に見れば、デットファンドを立ち上げようとしているグループが多すぎる。特に米国のような市場では、今後どの程度の市場機会が得られるか疑問に思うことだろう。でもアジアの不動産向けデットは非常に低いところから出発している。おそらく[世界]市場の5%にも満たないだろう。なぜなら、市場では依然としてリレーションシップバンキングが主流だからだ。そのため、この5%が10%や15%になるのは簡単だと思う。その程度の増加でも多くの機会が開ける」と述べた。

日本：重要テーマ

日本は低い借入コストにより、長年にわたり外国人投資家を魅了してきた。銀行からの借入は変動金利であれば依然として100ベースポイントを下回る利率で調達可能であり（固定金利はやや高め）、そのため日本市場では引き続き利益を増やすことが可能だ。これはほとんどの投資家にとって最も重要なポイントである。

加えて、日本では長期的な企業改革が進んでおり、配当金などで（文字どおり）ペイしている。ノンコア資産の売却や生産性向上施策が増益と効率化をもたらし、数十年続いたデフレ圧力から脱して経済ファンダメンタルズが回復するという好循環を生み出している。2024年6月の名目賃金は前年同月比で4.5%上昇した。それに伴って賃料が上昇し個人消費も拡大し、経済成長に大きく貢献している。

また、投資家が中国の案件に関心を失う中、日本はアジア太平洋地域（オーストラリアを含む）で唯一、投資適格資産を大量に提供できる市場であることも、有利な要因となっている。

世界のファンドマネジャーは引き続き東京に熱視線を送っているものの、一部のインタビュー回答者は、日本はサイクルの後半に差し掛かっており（他の地域では緩和を始めているというのに）利上げの影響への懸念が高まっているとともに、2024年8月に起きたような外的要因によるショック（すなわち、日本銀行がタイミング悪く25ベースポイントの利上げを行った結果、円キャリートレードの影響で円レートが大幅に変動し、また日経平均株価が史上最大の下げ幅と上げ幅を記録した）に対する脆弱性が強まっていると指摘した。

あるグローバルファンドのマネジャーは「日本のスプレッドとマージンは、1年前や1年半前ほど魅力的でなくなっており、リスク調整後ではさらに魅力が劣る。にもかかわらず利上げの懸念がある。利上げ幅が25～50ベースポイントであればキャップレートは横這いを期待できるが、もっと悪ければぐっと下振れするだろう。そのため、我々は1年前ほどには日本に注目しておらず、ハイリターン戦略においても2年前、3年前、4年前ほどではない。相対的に見て、同様の機会がもう得られないからだ」と述べた。

利上げの見通しが不明瞭であることを反映し、2024年第3四半期の事業用不動産の取引は前年同期比46%減となった（MSCIのデータによる）。

利率がどの程度まで上昇するかについて、コンセンサスはほとんど得られていない。だが日本の公的債務は現在、国内総生産（GDP）の250%を超えており、政府はその制約を受けている。これは他の先進国と比べて非常に高い水準にある（図表参照：日本の政府債務残高）。政府はすでに年間予算の約23%を債務の返済に充てており（政策金利がマイナスであった2023年時点で10年物国債の平均利回りは0.62%）、利率が現在の水準から大幅に上昇すれば、日銀自身がその利払いに苦しむことになる。これは大幅な利上げを抑える一因となるだろう。

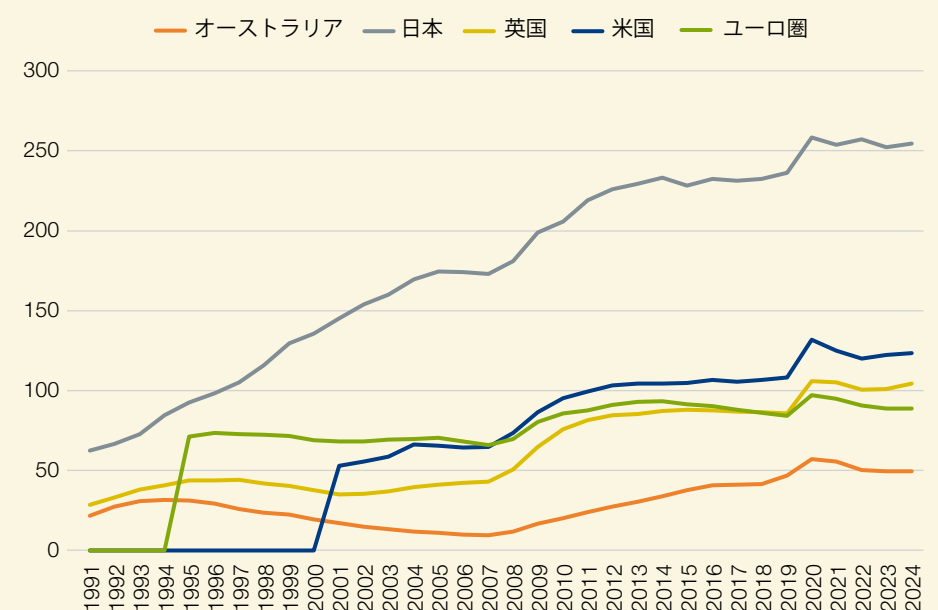
東京を拠点とする外国人投資家の一人は「海外では、日本は利上げをするしか選択肢がないと考えられている者がほとんどだが、それは政府債務に関する根本的な問題を理解していないからだろう。それに対し国内では、利上げはしないのではなくできない、との見方だ。日本は、外国人がどう見ているかは気にせず、経済にとってベストと考えることをしようとしている。そして低金利こそが日本経済を支えているのだ」と述べた。

したがって今後は、2024年に見られたような為替変動が重要な要素となる。現状では、流入資金に対する為替ヘッジはリターンを高め、しかも容易に利用できる。つまり、外国ファンドは将来のブラックスワン（不測の事態）に対する手軽な予防措置を採ることが可能だ（そして通常はそうする）。とはいえ、通貨の不安定さは「既知の未知」であり、これまでも市場を一時停止の一因となってきた。

利率の問題とは別に、投資家を悩ませているもう1つの問題は、多くの外国資金が競争に加わる一方、対象となりうる取引が減っていることだ。東京のあるファンドマネジャーによると「日本は膨大な資金が存在するため、全体的に非常に厳しい市場になっている。我々が聞く限り、誰もがリソースを追加し、新たなオフィスを開設し、新規に日本チームを雇っている。つまり、すでに混雑している場所にさらに資金が投入されているのだ。そのため多くの外国資金が、特に円安によってもたらされている機会を十分活用できないでいる」という。

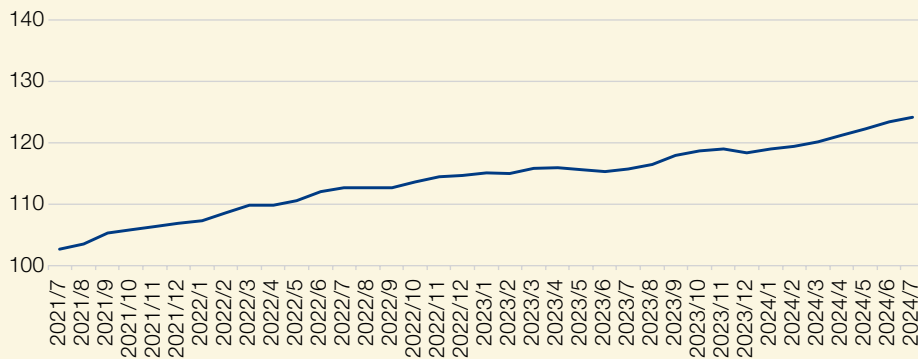
さらに、建設コストの高騰が新規開発を妨げている。東京のあるデベロッパーは「まだゼネコンを確保しておらず、価格交渉もしていないので

日本の政府債務残高(対GDP比%)



出所：国際通貨基金 (IMF)

日本の住宅価格指数 (2021年7月～2024年7月)



出所: トレーディング・エコノミクス

あれば、多くの場合、いったん立ち止まる必要がある。需要は膨大にあるがキャパシティが極めて限られているため、大手ゼネコンは仕事を断ることが続いており、新規プロジェクトの見積りは記録的な水準に達している。現在、日本の建設コストのインフレ率は40～50%で、誰にとっても前代未聞のことだ」と述べた。

これらの要因が重なった結果、コアのオフィスなど従来型の大型資産（外国資金が国内機関投資家にほとんど太刀打ちできなかった部門）の取引が減少している。投資家がキャップレートの低い取引（この場合、3%を切ることが多い）のリスクを避けているためだ。

代わりに、投資家は資産運用を通じてより高いターンを得られる特定テーマの分野に注力を強めている。その1つがオフィスビルのバリュー・アッド投資だ。東京の空室率は4%を切っており、テナントもすぐに見つかる。東京には古いオフィスビルが多く、一方で国内の不動産所有者は改修よりも再開発を好むことから、多くの外国ファンドがこの選択肢を追求している。

ホテル部門では、コロナ禍で閉鎖の憂き目にあった物件を求める投資家が増え、特に2023年に注目が高まった。だが、ディストレスは豊富に存在したものの銀行が処分を躊躇し、市場には多くの買い手がいたため、価格はたちまち反発し手が出ない水準に達した。ホテルへの関心は総じて高いことから、取得の対象は、満室稼働に必要なスタッフの確保が難しい伝統的な高級施設から、ビジ

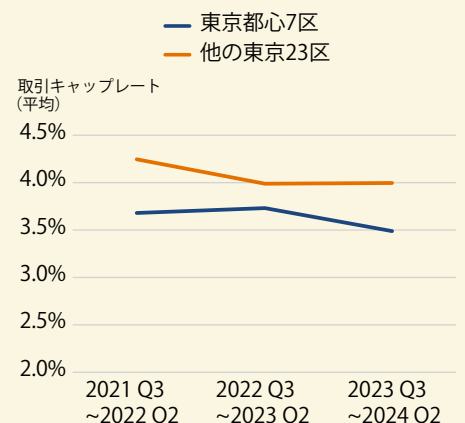
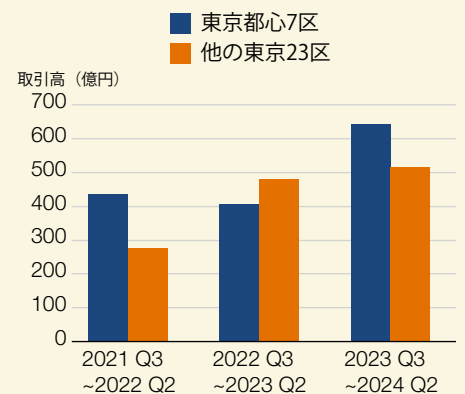
ネスホテルのように特定の利用者がいるニッチな施設に移っている。

一方、マルチファミリー住宅は引き続き外国人投資家の人気の的だ。大規模ポートフォリオではキャップレートは約3.5%と低水準にとどまっているが、空室率も同様に3～4%と低位にあるため、投資家は賃金の上昇が賃料の上昇に繋がり、利上げ幅と同等かそれ以上の伸びを示すことを期待している。さらに、住宅価格が過去最高を記録しており（UBSによれば過去5年間でインフレ調整後30%超の上昇）多くの人にとって住宅購入がかなわなくなる中、特に外国人居住者の増加もあり、東京都心部への人口流入が賃貸需要を押し上げている。

コロナ禍以前には、多くの投資家が総額10億ドル以上の大規模なマルチファミリー住宅ポートフォリオを取得するか、そうしたポートフォリオをまとめて、プレミアムを付けて次の機関投資家向けファンドに売却することを狙っていた。

現在では、投資家はさらに選り好みをするようになっており、多くの国内ファンドをはじめとする投資家がより効率的に運営管理できるプロジェクトを厳選して利回りを数ベースポイント高めようと図っている。その結果、大規模なマルチファミリーポートフォリオは総じてディスカウントで取引される一方、小型の資産はプレミアム価格で取引されており、東京のあるマルチファミリー投資家によると、そのキャップレートは3%にまで下がっているという。

東京のマルチファミリー住宅の取引高と利回り(サブマーケット別)



出所: MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

持続可能性の保留

アジア太平洋地域のアセットマネジャーや投資家は、持続可能性に関する最も重要な課題として、引き続き炭素効率の推進を挙げている。これまでこの課題は、世界の（特に欧州の）機関投資家が低炭素化をマニフェストに盛り込んでいることや、多国籍企業が入居ビルについて基本的な持続可能性基準を満たすことを要件としていることを背景に進められてきた。

しかし、炭素効率向上施策は高額になりがちであり、事業用不動産部門が低い稼働率や資産価格の下落により財務面で圧力を受けている現状において、多くの投資家や不動産所有者は資産の改良を先送りし、他の優先事項に注力していると言ってもいいだろう。東京を拠点とする投資家の一人は「運用面の難しさがある環境では、所有者はどこに設備投資すべきか慎重になっており、短期的には、古くなったビルに優先的に投入することはないだろう」と指摘する。

また、アジア太平洋地域においてブラウンフィールドをグリーンフィールドに転換するための資金を募っているあるファンドマネジャーは、「我々は世界各地に良好な〔不動産〕パイプラインを持っているが、資金の動きは鈍い。

投資家はそれが理にかなっていることを直感的に理解するものの、財務実績を詳しく知りたがため、「鶏が先か卵が先か」という状況になる。

だから、私は財務的リターンを非常に重視しており、我々のポートフォリオから、財務利益をもたらす事例を選んで説明している。利益が出るのが最も肝要だ」と述べた。

炭素削減の取り組みが進まないもう1つの理由は、アジア太平洋地域では機関投資家による事業用不動産の所有比率が欧米に比べて著しく低いことだ。市場の先頭を行く大手デベロッパーや機関投資家の一部が声高に重要性を唱えているものの、小規模な投資家が溢れている状況では、エネルギー効率問題はそれほど表面化せず、また知識も乏しくなりがちだ。

このほか、持続可能性の取り組みの広がりを阻んでいる障壁として、脱炭素化の道筋が市場によって異なり一貫性がないこと、関連技術が複雑であ

ること、そして業界用語に難解なものが多く、アジアのさまざまな言語への翻訳過程でその意味が失われてしまうことなどが挙げられる。

とはいえ、進展は見られる。特に、炭素削減の課題を分かりやすく説明することに多くの努力が払われている。それはBREEAM、LEED、グリーンスター、グリーンマーク、HQEなど、アジア太平洋地域においてグリーンビルを推進するさまざまな組織が主導している場合が多い。

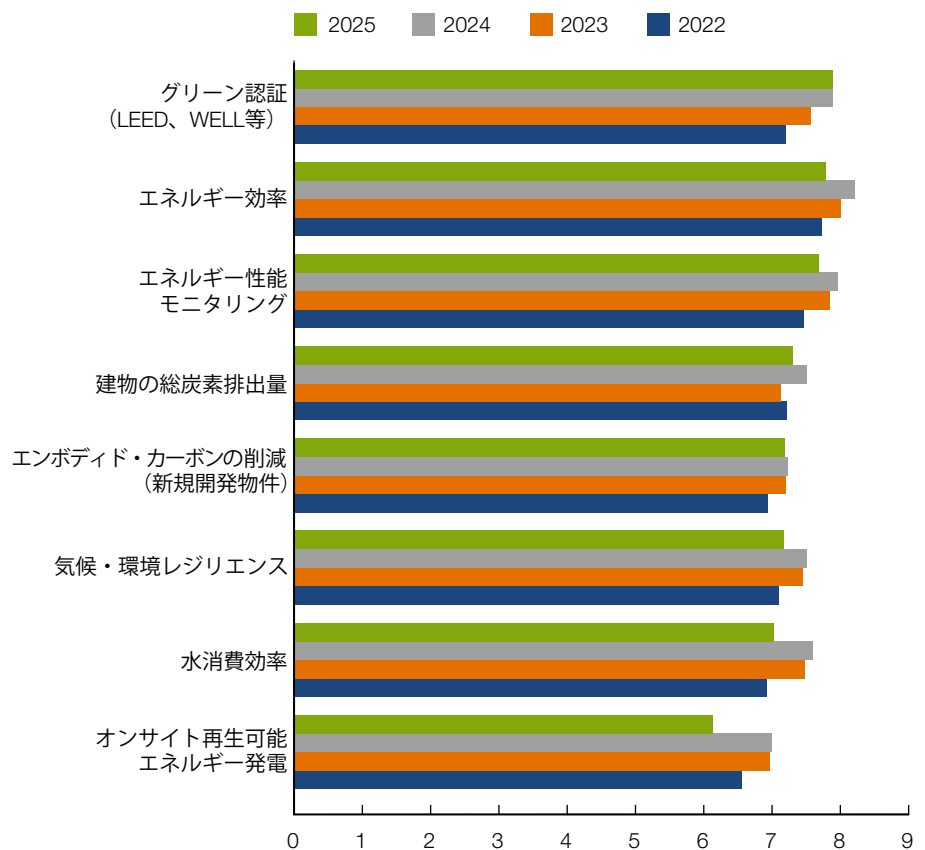
グリーンファイナンスはその一例である。現在、グリーンローンやグリーンボンドの募集は取引の融資において広く利用可能となっている。だがアジア太平洋地域では分類基準（すなわち、資産所有者がプロジェクトの持続可能性を評価するために規制当局が公表している区分制度）が多様であり、また銀行が資産の適格性を評価する際に一般的に使用する（上記のような）グリーン

ビルのレーティング手法が異なっていることが、導入の障壁となっている。

最近、世界の5つの主要なグリーンビルディング協議会がまとめたガイドが出版された。これは各種のレーティング手法、分類、グリーンファイナンスの原則を比較し相互参照することで、複雑に入り組んだ規制や標準化を明確にすることを狙いとしている。

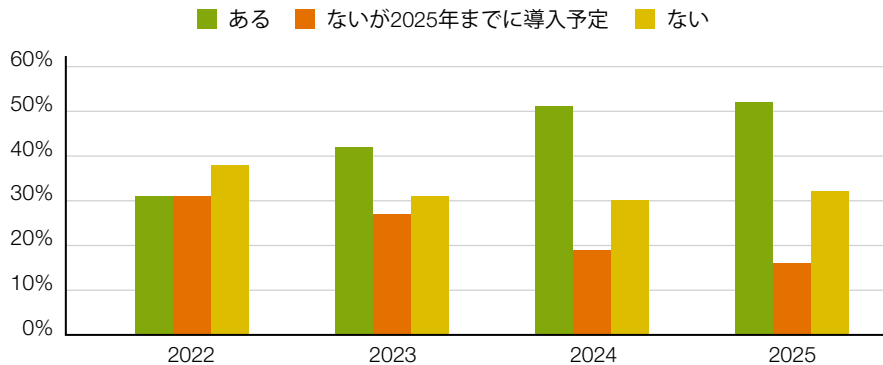
また、規制の変更が行われつつあり、そのこともさらなる変化を促す要因となっている。最近の改革（特にオーストラリアとシンガポールによるもの）には、大規模建築物についてエネルギー消費データの開示の義務化、新たな分類基準の策定、各地域の上場企業による持続可能性報告を国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）による基準に統一させることなどがある。これらの動きを総合すると、規制の枠組みは、アジア太平洋地

図表1-16 組織として最も重視するグリーンビル基準



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

図表1-17 不動産戦略におけるネット・ゼロ炭素排出量目標の有無



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

域のさまざまな規則を最終的に米国や(特に)欧州ですでに採用されている、より厳格な制度に一致させる方向へと急速に動いていることが伺える。

エンボディド・カーボン (内包二酸化炭素)

持続可能性に関する課題で、アジア太平洋市場で最近注目を集めているものに、エンボディド・カーボンが挙げられる。建物の使用により発生する温室効果ガスであるオペレーショナル・カーボンとは異なり、エンボディド・カーボンは建物のライフサイクル全体、すなわち建築資材の採取・輸送・製造から建設プロセス、そして建物の最終的な解体・廃棄までの流れの中で排出される炭素をいう。

米国エネルギー情報局によると、エンボディド・カーボンは米国における建築部門の排出量の約15%を占めるが、発展途上国ではこの数値がはるかに大きいところもある(例えば中国では55%にも達する)。

個々の建築物におけるエンボディド・カーボンへの取り組みは複雑なものとなる。それは適用基準が地域によって異なったり不適切であったりすることや、現地で調達した建設資材に含まれるエンボディド・カーボンを計算するツールが不足していること、現地の建築業界(特に建設会社)がこの問題やその対応策についてほとんど知識がないことが原因だ。

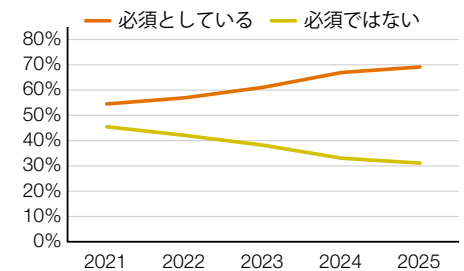
だが実際には、エンボディド・カーボン排出量の計算と削減は複雑とはいえ、大半の建物におけるエンボディド・カーボンの70%~90%が鉄鋼とコンクリートという2つの基本的な建設資材に含まれているという事実によって簡素化される。これらの材料の低炭素版を使用することは、一般的な事業用ビルの完成コストにわずかな上乗せとなるだけであり、したがってエンボディド・カーボン排出量の大幅な削減を達成する効率的な方法である。

しかし難しいのは、それらについて信頼できる供給先を見つけることだ。特に低炭素鋼はアジアでは希少であり、その確保に向けて、デベロッパーが自動車メーカーと競合する場合は一層不足する。

中国は世界最大の鉄鋼生産国であり、低炭素鋼についてもアジア太平洋地域の主たる供給源となる可能性が高い。その高炉は比較的新しいものの、低炭素鋼をほとんど供給できない。実際、中国において最先端のH2-DRI(水素直接還元鉄)プロセスを用いた鉄鋼生産量は現時点でごくわずかであり、その大幅な増産には非常にコストがかかる上、政府の認可が必要となる。だが現在の経済状況ではそうした認可の取得は困難であろう。

とはいえ、中国における鉄鋼業界の道筋は定まっており、政府が炭素の排出規制に積極的な取り組みを続けていることから、中国の鉄鋼業界が低炭素鋼を生産しやすくなるような政策変更が行われる可能性は十分にある。

図表1-18 投資対象資産における基本的なESG基準への適合(必須要件化)



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



Chapter 2: 不動産キャピタルフロー

「利率が下がって物価が上がったとしても、不動産価格はまだ下がる余地があると思う。だが、今は恐怖と貪欲のバランスがうまくとれつつあるため、もし資産を買う資金があるのならオファーを出せばよい。翌朝目覚めて振り返っても『これなら大丈夫』と思えるだろう」

アジア太平洋地域の取引高や利回り、そして利率は昨年とほぼ同じ水準で推移しているため、2025年版 Emerging Trends の投資見通しランキングにもほとんど変化が見られないのは意外ではない。「全体的に良い」が6都市(昨年と同じ)、「全体的に悪い」が3都市(こちらも同じ)で、投資家心理としては総じて昨年の水準をわずかに下回ったものの、過去2年の調査とほぼ同等の結果となった。

振り返ってみると、2021年と2022年の回答は利上げが迫っていた時期としては過度に楽観的であったと思われる。一方、今回の比較的強気の見通しは、世界的に緩和サイクルに入る時期でもあり、特に長らく続いたビッド・アスクの膠着状態

が解消に向かう兆しが見えているため、理解しやすいものだ。またChapter 1で述べたように、収益性について比較的ポジティブな回答結果となったこととも一致する(図表1-2参照)。

都市別ランキングでは、やはり前回の調査と同様、地理的に大きな偏りが見られ、特定のグループの人気の高い。よって日本が人気の的で、引き続き東京がトップに位置し、大阪が2位につけている。インタビュー回答者の心理はやや弱まったようだが、それでも両都市とも昨年を若干上回るスコアを獲得した。日本の資産は利回りの高さから重視されているため、以前であれば中国に向かっていたと思われる資金の代替投入先として選ばれるのは自然な流れだ。一方で、日本での物件取得を巡って多くの外国人投資家が競っている現在の状況について、特に2025年に利上げが見込まれる中、市場のピークを示唆していると見る向きもある。

あるグローバルファンドのファンドマネジャーは「今の日本は2年前かそれ以前の世界の状況とよく似ている。不動産市場はかなりタイトであり、賃料について相当高い目標を追求するか、あるいは現在の世界ではとても承服できないような低いキャップレートを受け入れるしかないだろう。そのため、ほとんどの場合、外国人投資家が真に価値のある取引を見つけることは難しくなっている」と述べた。

シドニーが良好な結果を得たことも、日本よりオーストラリアの方が見通しが良いのではと捉えるインタビュー回答者の心理と一致している。オーストラリアの不動産所有者はデットコストをより正確に反映した基準に基づいて資産の再評価を始めており、投資家は何年も買い手のつかなかったシドニーのコア資産に対して積極的な姿勢を強めている。インタビュー回答者の大半はキャップレートのさらなる上昇を待っているが、グローバルファンドはすでに動き始めており、2025年には取引の増加と市場の正常化に向けた健全な流れが予想される。

一方、メルボルンの市場は引き続きコロナ禍の後遺症に苦しんでおり、空室率は高止まりし、賃料減免やフリーレントなど大幅なインセンティブ

図表2-2 2025年にオフィス賃料の上昇が見込まれる都市

| | 2025 2024 2023 | | |
|-------------|----------------|------|------|
| | 2025 | 2024 | 2023 |
| 1 東京 | 6.23 | 5.96 | 5.12 |
| 2 シドニー | 5.88 | 6.09 | 5.03 |
| 3 大阪 | 5.85 | 5.73 | 4.58 |
| 4 ソウル | 5.81 | 5.98 | 4.49 |
| 5 バンガロール | 5.73 | 5.58 | 3.40 |
| 6 上海 | 5.73 | 4.86 | 4.55 |
| 7 ニューデリー | 5.72 | 5.41 | 4.16 |
| 8 ムンバイ | 5.67 | 5.55 | 3.90 |
| 9 台北 | 5.50 | 5.16 | 3.90 |
| 10 ホーチミンシティ | 5.33 | 5.33 | 4.94 |
| 11 クアラルンプール | 5.15 | 5.33 | 3.98 |
| 12 メルボルン | 5.14 | 5.70 | 4.58 |
| 13 バンコク | 5.08 | 5.44 | 3.91 |
| 14 ジャカルタ | 5.08 | 5.17 | 4.40 |
| 15 マニラ | 5.05 | 5.42 | 3.98 |
| 16 オークランド | 4.51 | 5.02 | 3.68 |
| 17 シンガポール | 4.29 | 6.24 | 5.81 |
| 18 深圳 | 3.98 | 5.05 | 4.35 |
| 19 香港 | 3.88 | 4.81 | 4.45 |
| 20 北京 | 3.70 | 4.63 | 4.15 |
| 21 広州 | 3.52 | 4.52 | 4.06 |
| 22 中国の二級都市 | 3.03 | 3.91 | 3.55 |

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 各年アンケート
注: 各都市を9点満点でスコア化

が標準的な状態となっている。賃料上昇の見込みは相対的に低く(図表2-2参照)、物件価格が30~40%ディスカウントされたとしても買い手はほとんど見つからない。底打ちの明らかな兆しが投資家の目に映るようになればディストレスの購入機会が現れるかもしれないと、複数のインタビュー回答者から指摘があった。

上位5都市の残り2つのうち、シンガポールは依然として輝いている。オフィスビルの価格は、供給がタイトでインバウンド企業の需要が旺盛なことから、景気後退期でも驚くほど安定していた。とはいえ多くの投資家は、シンガポールの

図表2-1 都市別の投資見通し(2025年)

| | 全体的に悪い | 普通 | 全体的に良い |
|-------------|--------|----|--------|
| 1 東京 | | | 6.78 |
| 2 大阪 | | | 6.07 |
| 3 シドニー | | | 6.01 |
| 4 シンガポール | | | 5.83 |
| 5 ソウル | | | 5.70 |
| 6 メルボルン | | | 5.60 |
| 7 バンコク | | | 5.10 |
| 8 ホーチミンシティ | | | 4.95 |
| 9 ムンバイ | | | 4.93 |
| 10 台北 | | | 4.89 |
| 11 ニューデリー | | | 4.85 |
| 12 バンガロール | | | 4.75 |
| 13 オークランド | | | 4.69 |
| 14 クアラルンプール | | | 4.66 |
| 15 マニラ | | | 4.55 |
| 16 深圳 | | | 4.51 |
| 17 ジャカルタ | | | 4.42 |
| 18 上海 | | | 4.39 |
| 19 香港 | | | 4.33 |
| 20 広州 | | | 3.69 |
| 21 北京 | | | 3.65 |
| 22 中国の二級都市 | | | 3.09 |

出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2025アンケート
注: 各都市を9点満点でスコア化

キャップレートでは低すぎても購入できないと
考えている。そのため、不動産市場は「過大評価」
が続いているものの、取引高は低調だ。ただし
2024年第3四半期に数件の大型取引が行われた
ため、年間取引高は2023年の水準に近づくこと
となった。

今回のアンケート調査結果で興味深い点の1つ
は、シンガポールのオフィス賃料の上昇見通しが
相対的に低いことだ(図表2-2参照)。これは、
過去数年間にわたりオフィス賃料が大幅に上昇し
てきたことを考えると、供給の増加やキャップレ
ートの低さに対する懸念を示すものと思われる。
ジョーンズ ラング ラサールによると、2024年第
3四半期のキャップレートは約3.4%と、デットコ
ストの3.94%を大きく下回っている。

上位5都市の最後を飾るのはソウルだ。ある証
券アナリストによると、その反循環的なアウトパ
フォーマンスにより「驚異的な」数の問い合わせ
が殺到しているという。特にソウルのオフィス市
場は稼働率の高さが世界でもトップクラスであり、
2023年と2024年の大半にわたり買い手を惹き
つけてきた。しかし、最近の賃料の堅調な伸びは、
さらなる賃料上昇を受け入れることを難しくして
おり、特に2027年に新たな供給が始まること
から、この部門が循環的なピークに達したと考
える投資家もいる。

そのため、代わって投資家のお気に入りとな
ったのがソウルの物流施設だ。以前は過剰建設
の結果、特にコールドストレージにおいて、デ
ィストレスの大きな機会(プライベートクレジ
ットによる資本再編を含む)を生み出していた
部門である。ソウル市場で活動する、あるフ
ァンドマネジャーは「最初は、とにかく過剰
建設だった。そこで何とかリターンを得よう
と、投資家はレバレッジをさらに引き上げた。
日本以外では、[韓国は]我々にとって最も
高レバレッジの市場であり、LTVが70%台
後半まで行く可能性があるのはここだけだ。
だが、続いて景気が減速し、利率が上昇した。
まさに古典的な不動産サイクルの典型だ」と
説明する。

一方、最下位グループは再び中国の都市が
占めた。これは中国の資産に対する警戒心を
反映している。長期目線の投資家にとっては
投資機会となるかもしれないが、必ずしも
正当化されるとは限らないからだ。国内
経済に対する予測される懸念やオフィスの
大幅な供給過剰に加え、ガバナンス改革
の必要性が大きな課題となっている。ある

ファンドマネジャーによれば「不動産所有に
関する透明性を改善させるには、細部にわた
ってやらなければならないことが山ほどあ
る。土地使用権の更新、中国への資金の
持ち込みと本国への送金、そして住宅市
場や銀行に関する国内問題など、何から
何までだ。機関投資家にとって公平な競
争条件を整える必要がある。さもなければ、
外国人投資家が行って来るとは思えない」
という。

開発見通しランキング

アンケート調査の回答からは、今回の開
発見通しランキングの上位都市に対する好
意的な姿勢

が見て取れる。その結果は、やはり前回
と同等のものとなった。同時に、中位以
下の都市のスコアは前回よりも明らかに
低くなっている。

インタビュー回答者が開発リスクにつ
いて否定的な意見を述べ、建設コスト
の高騰を深刻な問題として挙げてい
ることを考えると、一握りの都市のス
コアが他より高いことは直感に反する
ように見えるかもしれない。加えて、
新規開発プロジェクトは、建設資金
の調達手段が限られていること、一
部の資産クラス(オフィスビルや商業
施設等)に対する需要が長期的に低
下する可能性があること、稼働率
やキャップレートの動向が引き

図表2-3 投資見通しの順位推移

| | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 東京 | 1 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 | 4 | 7 | 12 | 1 |
| 大阪 | 2 | 3 | 4 | 6 | 8 | 8 | 5 | 10 | 15 | 4 |
| シドニー | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 | 4 | 3 | 1 | 9 | 2 |
| シンガポール | 4 | 4 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 3 | 21 | 11 |
| ソウル | 5 | 6 | 5 | 5 | 4 | 10 | 9 | 19 | 17 | 7 |
| メルボルン | 6 | 5 | 6 | 4 | 6 | 5 | 1 | 2 | 16 | 3 |
| バンコク | 7 | 10 | 11 | 16 | 14 | 11 | 11 | 16 | 8 | 19 |
| ホーチミンシティ | 8 | 8 | 7 | 8 | 5 | 3 | 7 | 5 | 4 | 5 |
| ムンバイ | 9 | 9 | 12 | 17 | 15 | 12 | 13 | 12 | 2 | 13 |
| 台北 | 10 | 19 | 17 | 13 | 11 | 14 | 21 | 22 | 22 | 17 |
| ニューデリー | 11 | 7 | 13 | 19 | 18 | 15 | 17 | 20 | 13 | 16 |
| バンガロール | 12 | 15 | 21 | 20 | 21 | 16 | 16 | 15 | 1 | 12 |
| オークランド | 13 | 14 | 15 | 11 | 13 | 19 | 20 | 9 | 14 | 10 |
| クアラルンプール | 14 | 13 | 14 | 22 | 20 | 21 | 22 | 21 | 19 | 21 |
| マニラ | 15 | 17 | 16 | 21 | 19 | 17 | 19 | 18 | 3 | 8 |
| 深圳 | 16 | 11 | 8 | 9 | 9 | 6 | 8 | 6 | 5 | 18 |
| ジャカルタ | 17 | 18 | 9 | 18 | 16 | 18 | 15 | 14 | 7 | 6 |
| 上海 | 18 | 12 | 10 | 7 | 7 | 7 | 6 | 4 | 6 | 9 |
| 香港 | 19 | 16 | 18 | 14 | 22 | 22 | 14 | 13 | 18 | 15 |
| 広州 | 20 | 21 | 20 | 10 | 10 | 9 | 10 | 8 | 10 | 20 |
| 北京 | 21 | 20 | 19 | 12 | 12 | 13 | 12 | 11 | 11 | 14 |
| 中国の二級都市 | 22 | 22 | 22 | 15 | 17 | 20 | 18 | 17 | 20 | 22 |

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

続き不透明であることなどの問題に対処しなければならぬ。

そのため、多くの市場で開発投資が減少している。東京を拠点とする、あるデベロッパーによると「産業施設では多くのプロジェクトが保留されているのは確かだ。また、日本の主だったオフィスプロジェクトについても、コストの上昇という新たな現実に対応するため、一部のプロジェクトが停止になり、あるいは再設計（バリューエンジニアリング）されていると耳にした」という。しかし最終的には、新築ストックのパイプラインが枯渇していることが市場の支えとなり、現状の過剰供給の吸収を早める結果となるだろう。

新規開発プロジェクトに関する問題は特にオーストラリアで顕著で、同国のビルド・トゥ・レント業界が最近勢いを失っている理由の1つとなっている。国内の複数の大型インフラプロジェクトに人手を取られるため、労働力不足が深刻だけでなく、コストの急上昇が国内建設業者に引き続き打撃を与えている。オーストラリアのあるファンドマネジャーは「債務超過となるケースがとて多く、建設会社は身動きが取れなくなっている。その一方で、仕掛り中のプロジェクトをどうするか考えなければならない」と指摘する。

だが状況によっては、新規ストックの建設にはビルド・トゥ・コアプロジェクトが唯一の選択肢となっている場合もある。特に、需要が旺盛で現状の供給が少ない、またはほとんどない代替資産部門がそうだ。新規開発の焦点の1つがデータセンターであることは明らかで、指数的に増大する需要に応じ、特に新興市場で土地の確保と電力網への接続が容易な立地において、新規供給の大規模なパイプラインが生成されている。マレーシアのジョホール州がその一例だ。

高齢者住宅も、フォワードコミットメント型の取引が活発に行われている資産クラスであり、オーストラリア、韓国、日本などの市場で多くのビルド・トゥ・レント開発が進行中だ。

新興市場に群がる投資家

今回の都市別見通しランキングでもう1つ注目すべき特徴は、中国からの製造拠点の流出による恩恵を受けている新興市場に対する評価が比較

的良好であることで、中でもベトナム、タイ、およびインドが目立つ。「チャイナ・プラスワン」戦略による中国からの移転は何年もかけて徐々に進行してきた。地政学的緊張の高まりに加え、製品や部品の買い手である多国籍企業から製造拠点の立地に関する抗いがたい指示が出されていることから、最近その勢いが増している。

ベトナムは脱中国の動きから恩恵を受けた最初の市場であり、その工業団地・物流施設部門は、アジア太平洋地域の新興市場に対する投資の最も有名な事例として力強く前進を続けている。同国の供給パイプラインからは、新規建売の工場や3PLスペースが大量に供給され、いささか心配になるほどだが、ベトナムの輸出が大きく伸び続けており（2024年1月～9月は前年比15.4%増）、これらの供給はたちまち吸収されてしまう。ベトナムの工業団地開発に携わっている、ある外国人投資家によると「現在、米国の大統領選の見通しが不確定であることから、減速が見られる。だが、我々のテナントの中には様子を見る」と言っているところもあるが、関税に関しては様子見を行ってはいない。例えばベトナムにも関税がかけられたとしても、その税率は中国よりも低いからだ」という。

ベトナムの新規製造拠点の大半は北部諸省で開発されている。北部は南部よりインフラが整備され、地価も安く、中国の工場にもアクセスしやすい。主要産業はエレクトロニクス、再生可能エネルギー、自動車関連製品などである。この投資家は「ベトナムにおける我々のプロジェクトはすべてベトナム北部であり、テナントの80%は北京語を話す。つまり、ここにやってくる者の多くが中国系（中国国外の中国人）ということだ。彼らはインドには行かない。インド政府が認めないだろうからね。それによってベトナムはある程度守られている。だが、我々が北部を重視しているのは、東莞（中国の広東省の都市。深圳の近く）までトラックで12時間の距離だからだ。中国のテナントからは、『我々はハイフォン（ベトナム北部の主要港湾都市）を中国の最南端の省と見なしている』と言われたことがある」と語った。

新興市場に関して最も難しい点は、全体的なリスクの増大とは別に、規模が得られないことであろう。個々のプロジェクトはたいへい、多くの投資ファンドが投入したいと考える規模の資金を吸収するには小さすぎるのだ。

図表2-4 都市別の開発見通し（2025年）

| | 全体的に悪い | 普通 | 全体的に良い |
|-------------|--------|----|--------|
| 1 東京 | | | 6.20 |
| 2 大阪 | | | 5.83 |
| 3 シドニー | | | 5.73 |
| 4 シンガポール | | | 5.57 |
| 5 ソウル | | | 5.51 |
| 6 メルボルン | | | 5.49 |
| 7 ホーチミンシティ | | | 5.05 |
| 8 バンコク | | | 5.05 |
| 9 ムンバイ | | | 5.01 |
| 10 ニューデリー | | | 4.93 |
| 11 台北 | | | 4.90 |
| 12 バンガロール | | | 4.84 |
| 13 マニラ | | | 4.83 |
| 14 クアラルンプール | | | 4.78 |
| 15 ジャカルタ | | | 4.70 |
| 16 オークランド | | | 4.67 |
| 17 深圳 | | | 4.11 |
| 18 上海 | | | 4.08 |
| 19 香港 | | | 3.98 |
| 20 北京 | | | 3.45 |
| 21 広州 | | | 3.34 |
| 22 中国の二級都市 | | | 3.07 |

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋
2025アンケート
注：各都市を9点満点でスコア化

インドに対する需要

この例外はインドであり、その膨大な人口の中でも若年層は教育水準が高まっており、彼らがインドを経済的バリューチェーンの上方に向かって徐々に押し上げているのだ。現在、インド経済は中国の経済規模の12%に過ぎないため、時とともに規模が拡大する可能性が非常に大きい。プライベートエクイティファンドのKKRが最近行った予測では、インドは今後5～7年間における世界全体の経済成長の20%を占める可能性があるという。

MSCIによると、インドにおける2024年1月～9月期の取引高は前年同期比29%増の45億ドルに達した。これは同期間の中国における270億ドルに比べればまだ小さいものの、機関投資家が急速に参入していることに加え、国内の資産運用業界の進化が成長の触媒として作用している。

かつて、インドにおける外国人投資家の多くは、ハイテク企業や国際的アウトソーシング事業者が入居する大規模なキャンパス型オフィス複合施設の開発に注力していた。オフィスの占有面積は、インドの国内市場やアウトソーシング企業、そしてテクノロジー系多国籍企業からの需要の高まり

により拡大を続けている。そのような多国籍企業は国内外の需要に対応する、独自のグローバル・ケイパビリティ・センター(特定の業務、工程や機能を担うセンター)を構築しているのだ。ある投資家は「現在、これほどの規模でオフィス開発が行われているのは、おそらく世界でもここだけだろう」と述べた。

さらに、外国資金は商業施設、物流施設、CBDのコアオフィス、ライフサイエンス、データセンター、分譲住宅など、さまざまな資産クラスへの投資を拡大しつつある。

だが、多くの外国人投資家にとって問題なのは、クロスボーダーの資金の流れが一部の有力なグローバルファンドの掌中にあるということだ。彼らは必ずと言ってよいほど現地に拠点を持ち、通常は国内の有力な投資家や企業と手を組んでいる。機関投資家向けの安定的な投資適格資産が少ないため、その投資は開発に向けられることが多く、また、それは彼らが求めるようなリスク調整後リターンをもたらすものだ。

さらに、インドの収益不動産に投資を希望する小規模な外国ファンドも多く存在するものの、安

定した不動産が不足しており、取引規模も小さいため、これまでほとんど進展が見られない。インドで活動している、ある外国ファンドのマネジャーは「収益不動産の購入を求めて参入しようとしても、入り込む余地はほとんどない。大手が市場の大半を牛耳っているからだ。一方、開発であれば機会はずっと多いが、投資家は開発プロジェクトに対して神経質になっている。インドでは開発プロジェクトのスプレッドが大きく、うまくいけばそれを得ることができるかもしれない。ただ、それには仕組みをよく知った上でリスクを取る必要がある」と指摘した。

インド市場ではプライベートクレジットも見通しの高い分野である。ある外国人投資家によると、2019年にインドのノンバンク融資部門が崩壊した結果、不良債権が大量に発生し、いまだに市場に流入しているという。さらに、規制により不動産開発向けの銀行融資へのアクセスが制限されていることも、外国人投資家がプライベートデットを提供する機会を生み出しており、特に開発向け融資が有望だ。

有担保シニア債の利回りは高い。シンガポールを拠点とする、あるファンドマネジャーによると「一般的に、16～20%の利回りを得るには劣後債とする必要がある。だが、ここではそうではない。我々は[有担保シニア債の]取引でも20～22%という高い利回りを得ている。税制面での障害や、外国人投資家であることによる難しさもあり、それらを勘案したネットの利回りは14%か15%前後となるだろう」という。

エクイティ投資家にとっては、エグジットのオプションも課題となる。インドのREIT市場は急速に進化しており、自らそうしたピークルのスポンサーになれるほどの規模を持つ投資家にとってエグジットの機会が生まれた。だが、インドのREITはまだスポンサー以外からの資産取得を行っていない(ただし、本書の執筆時点でそうした取引が1件契約されていた)ため、このルートは主に、大規模なポートフォリオを持ち、それをREITとしてまとめ、その投資口を売却できる者に適した方法となっている。その結果、上記のシンガポールを拠点とするマネジャーによれば「我々は現在のサイクルにおいて合理的と思われるすべての手段を講じてきた。国内投資家への売却、相対取引による売却、ポートフォリオ売却、スポンサー主導の資本再構成(新たな投資家の引き入れ、スポンサーの交代)など、ありとあ

図表2-5 活況を呈するアジア太平洋地域の不動産市場(2024年第3四半期)

| | | 2024年第3四半期の取引高 | | 2024年の取引高(年初来) | |
|----|--------------|----------------|------|----------------|------|
| | | 億ドル | 前年同期 | 億ドル | 前年同期 |
| 1 | 中国 | 93 | 15% | 270 | -5% |
| 2 | 韓国 | 63 | 24% | 176 | 25% |
| 3 | 日本 | 58 | -46% | 297 | -9% |
| 4 | オーストラリア | 51 | 20% | 146 | 14% |
| 5 | シンガポール | 30 | 520% | 57 | -8% |
| 6 | 台湾 | 20 | 312% | 49 | 68% |
| 7 | 香港、別行政区、中国 | 19 | 97% | 50 | 0% |
| 8 | インド | 9 | -42% | 45 | 29% |
| 9 | マレーシア | 2 | 68% | 17 | 93% |
| 10 | ニュージーランド | 2 | -70% | 5 | -47% |
| | その他のアジア太平洋市場 | 0 | -96% | 9 | -27% |
| | 総計 | 346 | 6% | 1,121 | 3% |

出所:MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

らゆる手段だ。それでも、もちろん、エグジットは常に問題だ」という。

グローバルファンドの復帰？

資産価格の高止まりに促され、グローバルファンドは資本配分を削減しており、MSCIによると2024年第2四半期におけるアジア太平洋地域での取得額は前年同期に比べ約3分の1減少した。これは、グローバルファンドの自国市場で資産価格が低下していることも影響しており、また経済的ストレスが生じると、資金が馴染みのある地域に戻るという自然な傾向にもよる。同じことは、アジア太平洋地域内における他国へのクロスボーダー投資についてもある程度当てはまる。

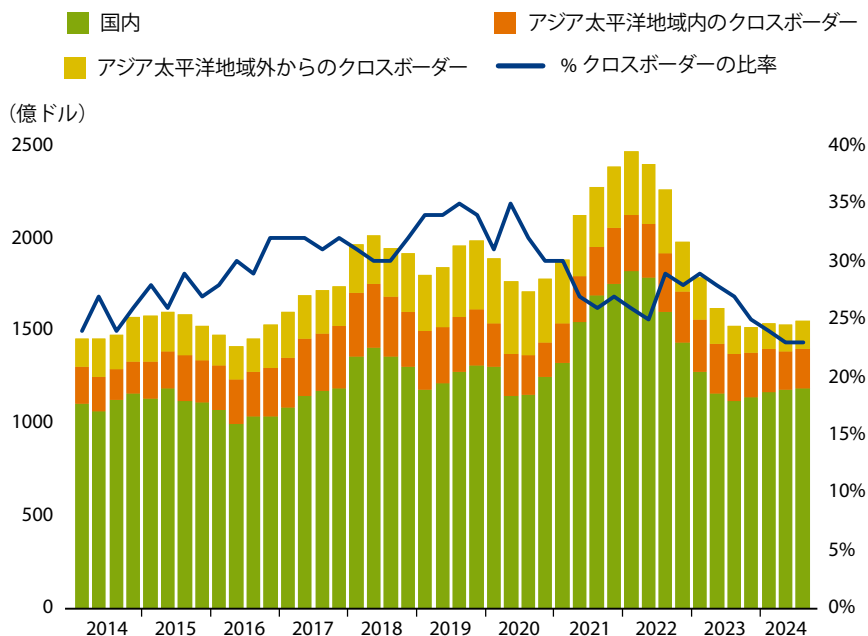
その結果、2024年第3四半期の時点で、アジア太平洋地域におけるクロスボーダー投資は全購入額のわずか23%にまで減少した。これは少なくとも2014年以来的の最低水準である。グローバルファンドは主に日本に集まり、一方で、アジア太平洋地域のクロスボーダー投資家はオーストラリアを好んでいる。

しかし、2024年9月に米国が50ベースポイントの利下げを行い（11月にさらに25ベースポイントの利下げを実施）、それが長期的な緩和サイクルの始まりと受け止められたことで、キャピタルフローの状況は一変した。グローバル投資家の購入意欲は劇的に高まり、ジョーンズラングラサールのデータによると、アジア太平洋地域での購入額は前四半期比でほぼ倍増した。

グローバルファンドが購入を増やしている別の理由として、「分母効果」の逆転が考えられる。彼らはさまざまな資産（債券、株式、不動産等）について、あらかじめ決められた配分比率を保たなければならないからだ。ファンドマネジャーは2023年に、保有する株式や債券の価格低下によってポートフォリオの配分比率が低下するのを防ぐため、不動産投資を減少させた。だが現在、株式や債券の価格が上昇する中で今度は不動産が過小評価されており、それに対応して不動産への新規投資が必要になっている。

第3四半期におけるグローバルファンドの活動で注目すべき点の1つは、オーストラリアで資産価格が再設定され、キャップレートが上昇を続けていることに対応して、同国への資金流入

図表2-6 アジア太平洋地域への投資状況（資金流出元別）（2024年第3四半期）



出所: MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

が増加したことだ（詳細は8ページの「オーストラリア：重要テーマ」を参照）。オーストラリアではコア資産の供給が限られているため、外国からの資金流入（CBREによれば上半期の全取引額の27%に相当）は、不動産価格の動向に直ちに大きな影響を与える可能性がある。ある投資家は「投資家の間には、オーストラリアの資産の取得に向けた強力な動きがある。だが明白な問題は、人口がわずか2,500万人ということだ。中国の資産を求めるのとはわけが違う。小さな市場であるため、こうした動きは長くは続かないと思う」と述べた。

グローバルファンドとは別に、アジアの多くの投資家もオーストラリアをターゲットにしており、特にシンガポール（アジア太平洋地域におけるアウトバウンド資金の一大供給源）や日本からの投資家が、CBDのオフィスからプライベートデット、居住施設部門での開発まで、オーストラリアの資産に資金を投入している。日本の投資家の関心が高まっている背景の1つは、円建てで米国の資産を買う場合にヘッジコストが非常に高くなっている（約400ベースポイント）が、それに比べ豪ドルによる投資のヘッジコストはほぼ横這いであることだ。また、日本の銀行から低コストでレバレッジを調

達できるため、競合相手に対し優位に立てることも取得を後押ししている。

日本から流出する資金は、アジア太平洋地域におけるクロスボーダー資金による取得の重要な要因となっている。日本の金融機関は膨大な資金プールがありながらも、最近まで国際的な資金展開には消極的であった。だが、国内でも利率が上昇したことや、国内と国外とのイールドスプレッドが拡大していることもあり、この抑制は終わった模様だ。MSCIによると、2023年に日本の資金がアジア太平洋地域で取得した不動産は23億ドルを上回ったが、これは前年の2倍超の数字である。そのうち約18億ドルがオーストラリアに投入された。2024年には流入額が減少したものの、日本によるオーストラリアへの注力は現在も続いている。

アジア太平洋地域のアウトバウンド資金が、かつてのように欧米市場に向かうのではなく、域内にとどまるという傾向は広く見られるようだ。不動産アドバイザー企業であるホーズ・ワイル&アソシエイツが2024年11月に発表した調査結果によると、アジア太平洋地域の機関投資家の中で、2025年に北米の不動産に投資する予定があると

答えたのは65%にすぎず(2024年の91%から減少)、これに対し域内で投資すると答えたのは70%にのぼった(2024年の55%から増加)。

投資待機資金が増加、資本調達は減少

アジア太平洋地域の取引は2024年後半から回復し始めたとはいえ、過去2年間に減少しており、ファンドは投資待機資金を山ほど抱え、これまで展開できないでいる。このことは、新たなピークルを組成するために資本を調達しようとする試みに水をさすものだ。特に、ファンドのリミテッドパートナー(LP)は、欧米市場の事業用不動産が時に大きな損失を被ってきたことをよく承知しており、首を縦に振らない。

そのため2024年上半期におけるアジア太平洋地域の資本調達額は、世界金融危機以降で最低の水準となった(図表2-7参照)。多くの場合、資本調達を行っているのは実績のあるファンドであり、そのため、ファンドの平均規模が拡大するとともに、大手はますます大きくなっている。

全体的に、バリュアード投資やオポチュニスティック投資に向けた資本調達の選好が強く、一方コア投資については調達された資本がほとんどなくなってしまった。当然ながら、このこと

は実際の状況を反映している。シドニーを拠点とするある投資家は「取引は行われているものの、件数は以前よりはるかに少なく、資金源も従来とは大きく変わっている。世界金融危機以前には、コアファンドを活用しようとする者が列をなしていた。私が以前にいたファンドでは、ある時期、出資希望者が殺到し、その金額は8億ドルにもものぼったことを覚えている。世の中がこれほど速く変わるのとはまったく驚きだ」と述べた。

ファンドのストラクチャリング面では、LPは引き続き、投資対象をマネジャーに一任するプライベートプール型から離れ、よりターゲットを絞ったアプローチを重視している。あるグローバルファンドのマネジャーは「我々はいずれ、そうしたアプローチの影響を受けると思うが、狙いを定めた投資戦略を求める投資家が増えていることをはっきりと感じている。今では大手機関投資家がスタッフを増強しており、小規模なファンドでは対応できないような取引の引き受けについても大規模ファンドへの依存度を減らしていることも一因だ。ここ数年、一部の部門や地域が適切か不適切かはともかく脚光を浴びている。ただ、投資家は過剰にもてはやされているものを好まず、自分のポートフォリオ構成に適したものを求めている」と語った。

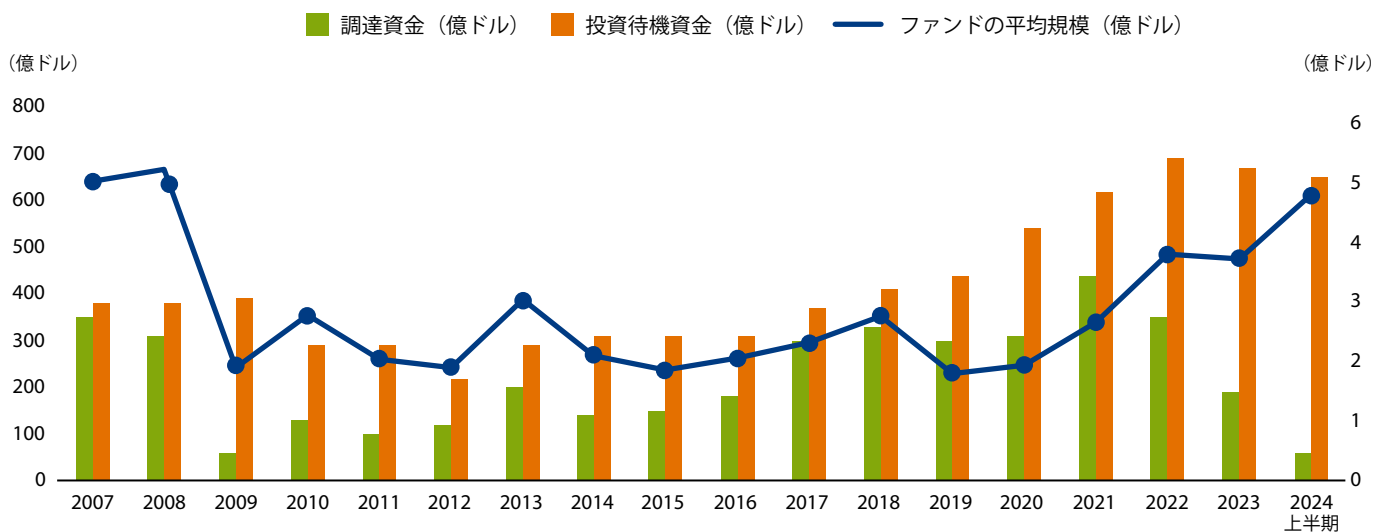
つまり、データセンターや専門的居住施設など特定のニューエコノミー型資産を対象とするファ

ンドであれば、あるファンドマネジャーが言うように「資本調達までの道筋はそれほど困難ではない」場合が多いということになる。

最近の資金調達の停滞をもたらした別の要因として、現在の市場環境(特に中国の状況)下ではファンドが資産を売却できない、もしくは売却を避けていることが挙げられる。その結果、LPは当初の投資を回収するまで新たな資金の抛出に消極的になっているのだ。中国では総じて外国人投資家が不在のため、資産の売却は短期的には不可能であろう。だがその他の地域では、ファンドは投資家からの償還請求の増加に直面しており、それに対応するために資産を売却する必要がある。例えば、シドニーに拠点を置くある投資家は「現在、[オーストラリアの]コアファンドの多くは大規模な償還を抱えており、今後数年間で大きな流動性問題が発生し、市場に重大な影響を与えるかもしれない」と指摘する。しかし、その影響はセルサイドだけにとどまるわけではない。というのは、LPは資金を引き揚げた後、新たなファンドピークルに資金を投入する可能性が高まるからだ。

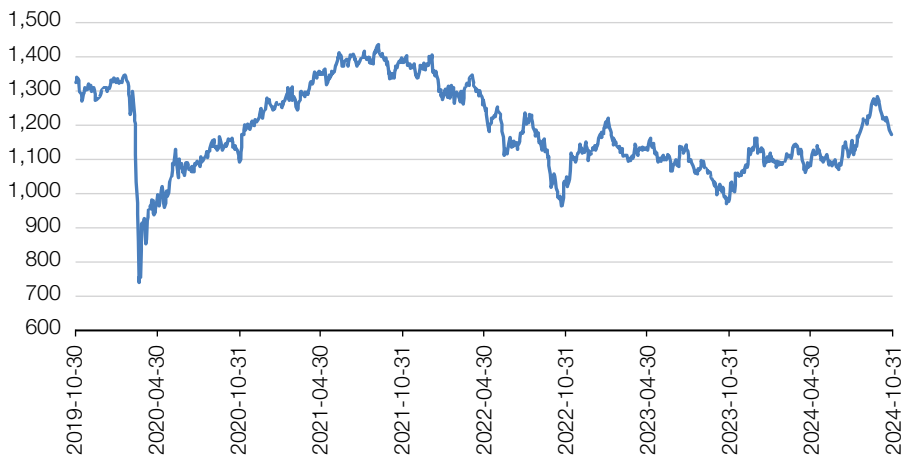
いずれにせよ、利率が低下し、資産の再評価が勢いを増し、ファンドの投資配分が平均的なものに戻るにつれ、やがて資本調達の潮目が変わり、LPが再びグローバルファンドに資金を投じるインセンティブが高まるだろう。

図表2-7 アジア太平洋地域のファンドの投資待機資金(2007年~2024年上半期)(億ドル)



出所: プレキン

図表 2-8 アジア太平洋地域のREITの5年指数



出所: S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス

REITが照準に

アジア太平洋地域の REIT 市場はここ数年において、利率の上昇により純利益が圧迫される一方、収益性の高い投資案件を見つける可能性が低下していることから、アンダーパフォーム状態となっている。さらに、投資主はオフィスビルや商業施設といった伝統的な（そして今や流行遅れとなった）コア資産を保有する REIT の投資口を売却している。

理屈の上では、緩和サイクルが始まり、利率の低下と分配金利回りの上昇が予想されれば、REIT はその恩恵を受けるはずだ。しかし、これまでのところ、そうはなっていない。2024 年 9 月に米国が利下げを行った際も S&P アジア太平洋 REIT 指数は反応が鈍く、11 月初旬時点では 9 月とほぼ同水準で取引されている（図表 2-8 参照）。

REIT の投資口がこのように出遅れているのは、REIT の運用会社が資産評価を引き下げた結果という面もある。プライベートエクイティファンドなどと比べ、彼らは資産評価の下方修正にいち早く乗り出したからだ。加えて、そうした出遅れにより、REIT の地域やタイプによるパフォーマンスの違いが覆い隠されている。さらに、現在のスポットレートが以前行った借入の利率まで下がっていないため、REIT は返済期日の到来する借入

金を以前より低い利率でリファイナンスできない（それによりコストを削減することもできない）でいる。

そのため、現在の環境では、ほとんどの地域の REIT は純資産総額（NAV）に対し大幅なディスカウントで取引されており（オーストラリアは例外だが、これはひとえに REIT が多くのデータセンターを保有していることによる）、大手プライベートエクイティファンドにとって魅力的な買収候補となっている。特に、オフィスビルや商業施設などあまり人気のない資産を保有するオーストラリアの REIT は格好的と見られているが、投資家が通常求めるタイプの小規模 REIT は比較的少ない。以前、統合の波が起きた際に多くが買収されたためだ。

また、REIT の買収や統合を論じる場合、アジア太平洋地域の REIT は何年も買収の対象とされてきたものの、実際には（敵対的か否かを問わず）それほど行われていないという事実を理解しておく必要がある。これは個々の市場に特有のさまざまな要因によるものだ。すなわち、日本では考え方が保守的で、投資主構成が複雑であること、シンガポールでは政府の規制が厳格なこと、香港では REIT が保有する資産の質に疑念があることが挙げられる。

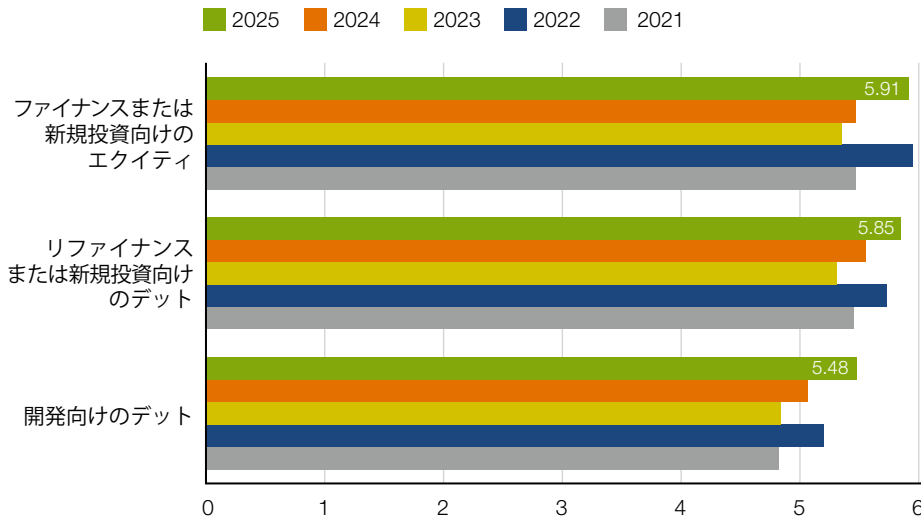
銀行の厳格化

アジア太平洋地域の一部の市場では銀行が不動産関連の不良債権を大量に抱えている一方、システミックリスクは米国に比べてはるかに低い水準にとどまっている。米国では、商業用不動産ローンの貸し倒れにより銀行の支払能力に懸念が生じたため、政府はそれに対応すべく 2023 年 3 月にバンク・ターム・ファンディング・プログラム（緊急貸出制度）を導入せざるを得なかった（現在は廃止）。

システミックリスクの低さは、いくつかの理由による。まず、アジア太平洋地域の銀行の融資姿勢は保守的であり、融資の大半は、米国で一般的なノンリコースローンではなくリコースローンだ。さらに、アジア太平洋地域の建物は稼働率が高く、例えばマンハッタンで稼働率が 50% 程度のオフィスビルほどには減価しておらず、一方でかなりの収益を生み出しているため、価格の下方修正により必要となる資本（エクイティ）の積み増しを部分的に相殺できる。

アジア太平洋地域の銀行はこれまで、香港のように不動産価格が急落している市場であっても、資産価値の低下を認識することを意図的に先送りするか、あるいは避けてきた。この消極的な姿勢は、差し押さえや資本再構成の波が起きて

図表2-9 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の予想推移
(スコアが高いほど利用可能性が高い)



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

船が転覆することを恐れていることが一因だ。さらに、香港のあるコンサルタントによれば「今の時点では、銀行は差し押さえを余儀なくされて、売却できないような資産、あるいは売却できたとしても融資額をはるかに下回るような金額でしか売れない資産を保有せざるを得なくなる状態を避けるなら、どんなことでもするだろう。そのため、私が思いつくすべてのケースにおいて、銀行と借り手の間で何らかの合意が成立している。その大半は返済期限の延長だが、支払い条件や支払い猶予期間に関する調整の場合もある」という。

このため、銀行も借り手も、利率のサイクルが反転すれば不動産価格が回復することを期待して、今の低迷期を耐えしのぎとしている。だが、この戦術はもはや現実的ではないだろう。世界金融危機の後、銀行は利率が低下している間も「問題を先送りして、なにも問題ないふりをする」姿勢をとったが、現在の利率をめぐる環境は当時とはかなり異なっているからだ。現在、2022年以前に借りた低金利のローンのリファイナンスには非常に高い利率が適用されるため、問題を先送りした結果どうなるかは、ますます無視できなくなっている。

あるファンドマネジャーは「不動産所有者は事態の改善を期待しているものの、銀行が態度を厳格化することで、そうした改善の機会を得られないだろう。そのため彼らはLTVを下げてリファイナンスしようとしている。つまりV(不動産価格)を下げるか、L(借入額)を下げるか、あるいはその両方であり、それには資本の増強が必要となる。だが所有者の多くはエクイティの上乗せやデット・サービス・カバレッジ・レシオ(元金返済カバー率)の引き上げを行える状況がないため、問題は深刻化する。これは香港にとどまらず、アジア太平洋地域全体に広がっていくだろう」と述べた。

CBREによれば、アジア太平洋市場の不動産所有者が2024年から2026年の間に余儀なくされるエクイティ増強の総額(「調達ギャップ」と呼ばれる)は約84億ドルと試算される。アジア太平洋地域の調達ギャップは決して小さくないとはいえ、米国や欧州の事業用不動産市場における不足(それぞれ1,573億ドルと1,914億ドル)に比べればわずかなものだ。

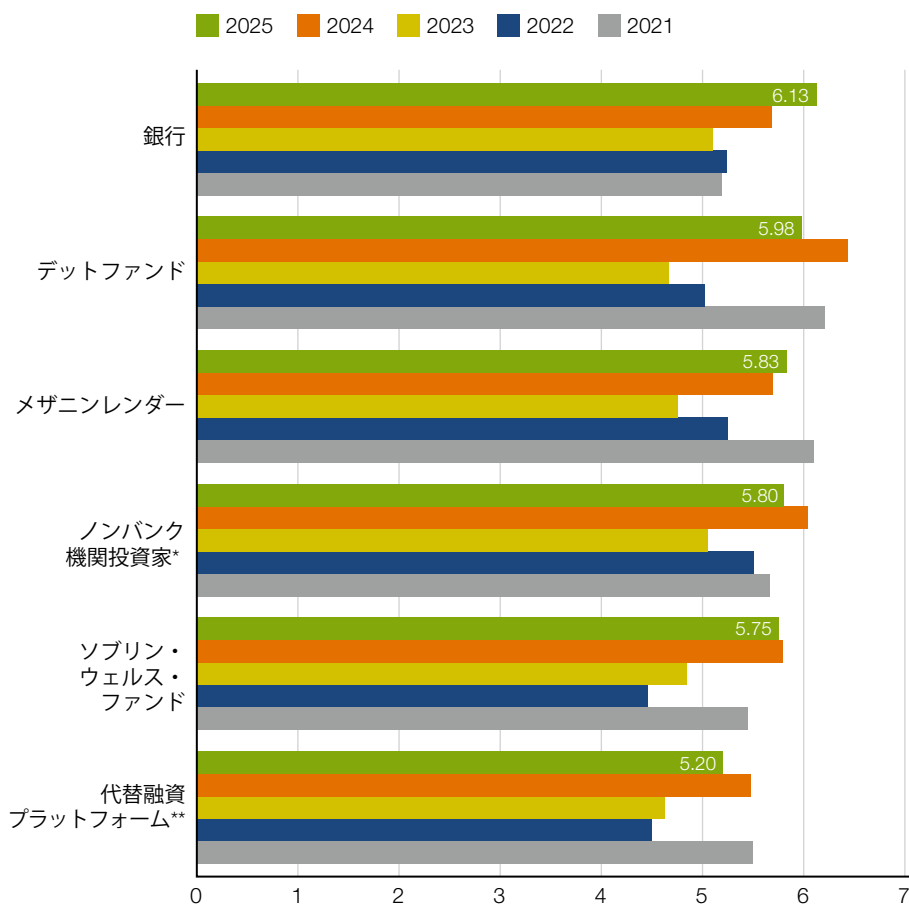
これは、アジア太平洋市場における「痛みの閾値」(痛いと感じられる刺激の最低強度)が世界の他

の地域よりも一桁低いことを意味する。だが相対的に低いとはいえ、不動産所有者の調達ギャップは投資家にとって機会を生み出すだろう。それにはディストレスやストレス資産の取得、プライベートデットの提供(Chapter 1の説明を参照)、銀行からの不良債権の直接購入などが挙げられる。CBREは、デットに対する調達ギャップが最も大きい市場としてオーストラリアと中国を挙げているが、香港(融資残高の絶対額は少ない)もエクイティの上乗せが急務であるという点では同じ範疇に入るはずだ。実際、香港の大手銀行はすでに(場合によっては積極的に)返済不能となった債権の差し押さえに動き始めている。

銀行の融資姿勢の厳格化は、新規取引においてレバレッジを利かせようとする投資家にも影響を与えるであろう。例えば香港では、銀行の融資残高の多くがすでに債務超過となっており、銀行の貸出意欲は低下している。このことは香港の取引高が極めて低迷している一因となっており、また、不動産価格の一層の低下とディストレスのさらなる出現を予測させるものだ。

とはいえ他のアジア太平洋市場では、資金力のある投資家や実績のある投資家は、融資の得

図表2-10 レンダータイプ別デットの利用可能性
(スコアが高いほど利用可能性が高い)



出所: Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋各年アンケート
*例: 保険会社、年金基金 **例: ピア・ツー・ピア (P2P) 融資、クラウドファンディング

やすさはほとんど変わっていないと述べている。ただし、銀行が借手の選択とレバレッジの限度について以前より明確な区別を設けていると指摘するものもある。例えば、建設ローンの査定はかなり厳しくなっており、銀行が融資前にプリコミットメントを求めることが多い。

シドニーのあるオポチュニスティックファンドのマネジャーは「銀行はオフィス部門について厳しく選別するようになっているが、産業用施設にはまだ旺盛な需要があり、ランドリース（例えば高齢者住宅など）への投資意欲も強い。そして商業施設についても、最近の取引における数値や、良質の資産が生み出す魅力的な収益を考えると、銀行は以前より安心していると思う」と述べた。

日本では、利率がわずかに上昇に転じたものの、投資家はほぼ同様の動きを指摘している。東京のあるファンドマネジャーは「銀行は選別的になっている。対象資産や資産クラスが気に入るものであれば積極的に応じてくれるが、さもなければ手を引く。我々は住宅からホテルへの転用プロジェクトを進めているが、メガバンクからは融資を断られた。ビジネスモデルが気に入らないようだ。つまり、銀行は規律を強めている。以前は、単に資金を貸すことだけを考えており、それは借り手、つまり投資家側の意向や都合が重視された。だが現在、銀行は裏付けとなる資産に目を向け、ずっと慎重になっている」と述べた。



Chapter 3: 不動産タイプの見通し

「いっさいのフリーランチがなくなり、市場の余分なものもすべて消え去り、あらゆるものが競争の対象となった。では、市場を上回るアルファのリターンをどうやって生み出すのか？ それには専門知識を獲得し、実行力を身につけることだ」

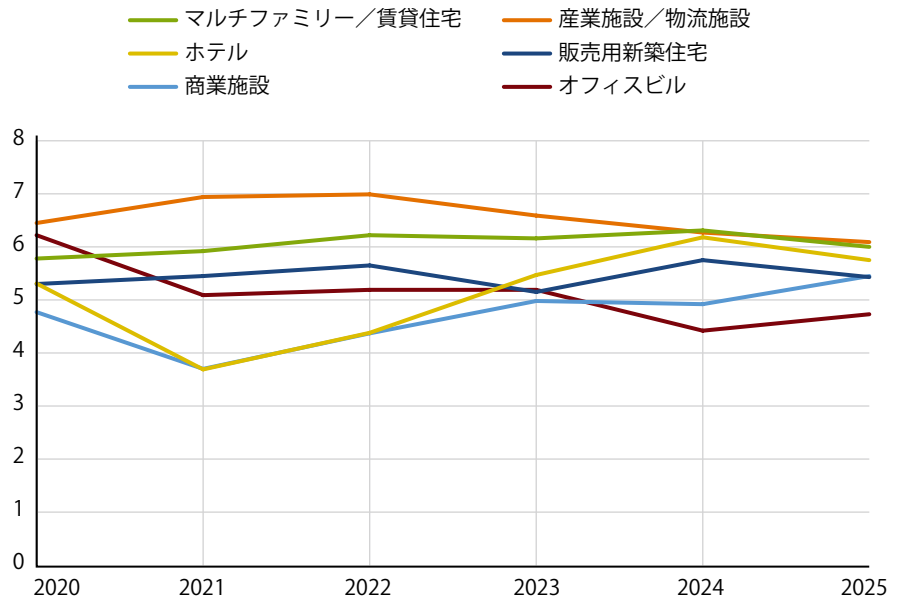
過去 15 年ほどの間、引受から運営に至るまで、事業用不動産部門の方向性を決定する最も重要な単独要因は利率のサイクルの動向であった。

世界金融危機後、長期にわたり低利率が続いたことで、ハードアセットとしての不動産への資金流入に拍車がかかった。そこではレバレッジの活用と低キャップレートを基本とする比較的単純な戦略が主流であった。だが 2022 年初頭からインフレ率が上昇し、急速な利上げが行われる環境へとサイクルが変化すると、不動産市場も停滞期に入り、アジア太平洋市場の投資家は注力する資産タイプの変更を余儀なくされた。つまり、大規模な流入資金ではなく、真の付加価値（単純な質的改善から技術革新の導入、長期的な社会トレンドへの対応、そして不動産の投入量とは無関係にリターンを生み出す運用特性まで）がその価値を左右するような資産への転換である。

利率が再び緩和局面に入った今、それは現在の状況に対してどのような意味を持つのであろうか。例えば、利率の上昇により長らく続いた旧来の資産運用手法が一掃されたのだとしたら、利率の下降トレンドにより平均的・一般的な資産運用のスタイルへと戻るのだろうか。この問題は、長年の量的緩和によって膨大な公的債務が生み出され、その返済の負担にすぐに耐えられなくなるため、政府が長期にわたる緊縮財政政策を導入する可能性が低いことを考えると、特に重要である。この流れから言えば、すでに日本で見られるように、欧米でも低利率環境が定着するかもしれない。

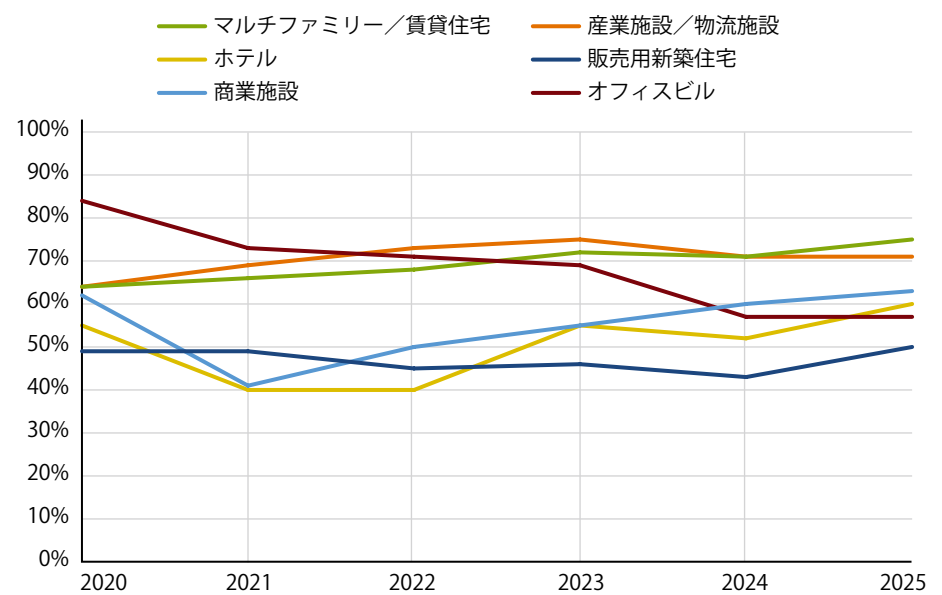
だが、「平均的・一般的な資産運用のスタイルへと戻る」というシナリオはありえるものの、短期的には実現しそうにない。なぜなら、もはや従来の前提が崩れて元に戻らないからだ。テナントが CBD のオフィスビルを選定する基準は永久的に変わってしまった。すでに借り手市場となっている中で、ユーザーフレンドリーな方向に進化できないビルは入居者の足が遠のき、すぐに見放されるであろう。時代遅れとなった商業施設も同様で、e コマースの競合相手に食われ続け

図表3-1 事業用不動産タイプ別見通し



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

図表3-2 投資家が活発に活動している（または活発な活動を予定している）部門



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

ていく。代わりに、より体験型の施設が進化し発展するだろう。

また、投資家は居住施設部門やデータセンターなど、運用型で高成長が期待できる資産に目を向けており、最近の代替資産クラスへの好みのシフトもずっと続く可能性が高い。

オフィス部門

アジア太平洋地域のオフィスビルに対する投資家心理は全体的に悪いまだ。コア資産の価格が高すぎ、現在の借入利率では買い手にとって魅力がないことや、従来は買い手の中心であったグローバルファンドが、欧米でオフィス部門が深刻な低迷に見舞われたことを受けて、この部門のリスクを敬遠していることなどが原因だ。だが、MSCIは2024年第3四半期におけるアジア太平洋地域のオフィス取引高が8四半期連続の減少から一転して19%増を記録したと発表し、ようやく底を打った可能性を示唆した。このことは利率の低下傾向とも一致している。

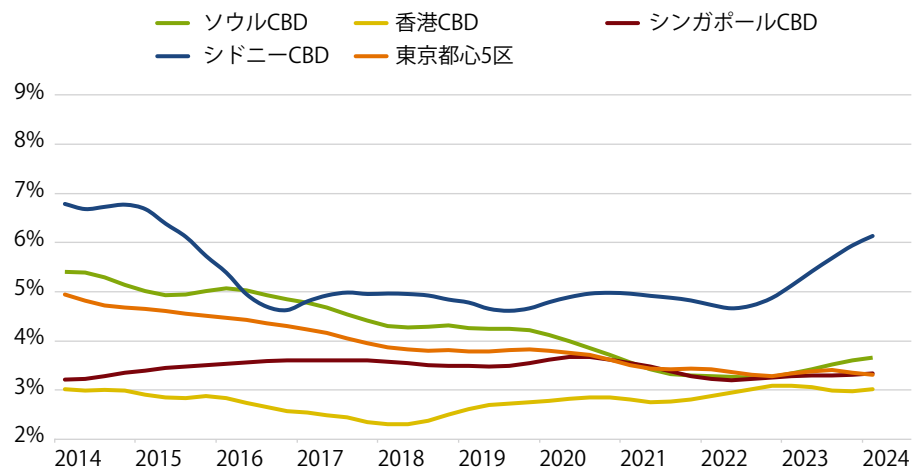
とはいえ、この取引の最初の波がV字回復のスタートになるとは考えにくい。アジア太平洋地域の稼働率（CBREによれば2024年7月時点で平均79%）は米国の主要都市（キャッスル・システムズによれば2024年10月に61%）や英国（レミットコンサルティングによれば2024年第1四半期の平均稼働率はわずか35.9%）を大きく上回っているにもかかわらず、コアオフィスに対する投資家の忌避感依然として根強い。

ただしアジア太平洋地域については、地域の平均値は個々の市場により大きく異なる状況を隠してしまうため、誤解を招くおそれがある。例えば香港では、今のところオフィス部門の回復の兆しはほとんど見られない。これに対しオーストラリアでは話が異なり、グローバルファンドの関心が高まる（ただし実際の取得はまだほとんどない）中で国内機関投資家が提示価格を引き下げたため、2024年半ばからプライム資産のキャップレートが上昇し始めている。今後に向けて、オーストラリアのみならずアジア太平洋市場のオフィスのキャップレートが上昇を続け、2025年には取引の停滞がようやく解消されるとの期待が高まりつつある。

オーストラリアのオフィスビル価格が最近になって下落したきっかけは、ディストレスの大幅増加というわけではない（ただし高空室率のB級ビルが強制売却されたというニュースは散見される）。市場のハイエンドでは、銀行はたとえ裏付けとなる資産の価格が下落しても資産所有者である機関投資家と協力する傾向があるため、価格下落のきっかけとなったのは、他の投資対象に資金を

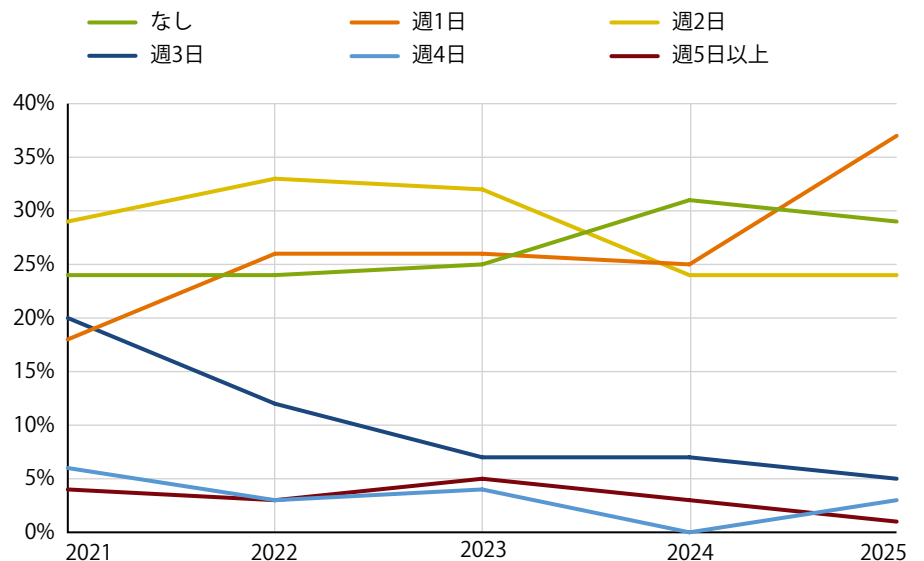
移動させるのを待ちきれなくなった国内REITとホールセールファンドの「あせり」である。シドニーを拠点とする、あるファンドマネジャーによると「売却の圧力はそれほど大きくないことから、価格が下落したのは流動性の圧力というよりは、マネジャーがあるプロジェクトを完了させて、さらに有利な案件に資金を回しているためだろう」という。

図表3-3 アジア太平洋地域CBDのオフィスビルのキャップレート（2024年上半期）



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

図表3-4 1週間の平均在宅勤務日数



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

一方、ソウルは引き続き独自の動きを見せている。あるインタビュー回答者はソウル市場を「パラレル宇宙」と評した。これはアジア太平洋地域の物流部門が活況を呈しているのに対し、ソウルの物流施設市場は過剰供給に陥っている一方で、オフィスの稼働率は世界のトップクラスにある(CBREによると2024年半ばの空室率は1.6%)ためだ。2022年にはオフィス賃料が約20%も上昇し、ソウルはコア投資家にとって魅力的な都市となった。それでも、賃料の上昇率が1桁台に鈍化し、取引の引受がますます難しくなっているため、その熱意は徐々に薄れてきている。

東京でもAグレードオフィスビルの空室率は低い(4%前後)が、コアオフィス市場では相変わらず取引が少なく、キャップレートも3%を下回ることが多いため、活動は国内機関投資家に限られがちだ。そのため、多くの外国人投資家は他の機会を追求している。その一方で、グローバルファンドによるバリューアード投資(オフィスビルの改装)が活発に行われている。

シンガポールのオフィスは、確固たるファンダメンタルズに揺るぎはなく、空室率も低く、またキャップレートも低位にとどまり上昇の気配は見られないことから、引き続き堅実かつ退屈な資産クラスに位置づけられている。そのため、他の場所より良いリターンが期待できると考える投資家にとっては、シンガポールは魅力に乏しい。ストラタタイトル(区分所有)の取得は選択肢の1つである。バリューアード投資も同様で、直近の取引の多くは価格が低下している。また、持続可能性の向上が大きな焦点となっている都市にとって、バリューアード投資は明らかに適切な戦略であるとは言い難い。シンガポールを拠点とする、ある投資家は「適当な物件を買って改修すればいいと考えるバリューアード投資家はいつでも存在する。だがシンガポールの状況を考えると、そのモデルは難しい。なぜなら、バリューアード投資家はたくさんいるだろうがコア投資家はそれほど多くなく、バリューアード投資を行った後に誰に売れるかが問題になるからだ」と述べた。

香港のオフィスはこのところさまざまな逆風を耐え忍んでいる。例えば、アジア太平洋地域で最も高い利率(現在は下がりつつある)と最も低いキャップレート、テナント需要の低迷、膨大な新規供給パイプライン、外国人投資家を遠ざけ

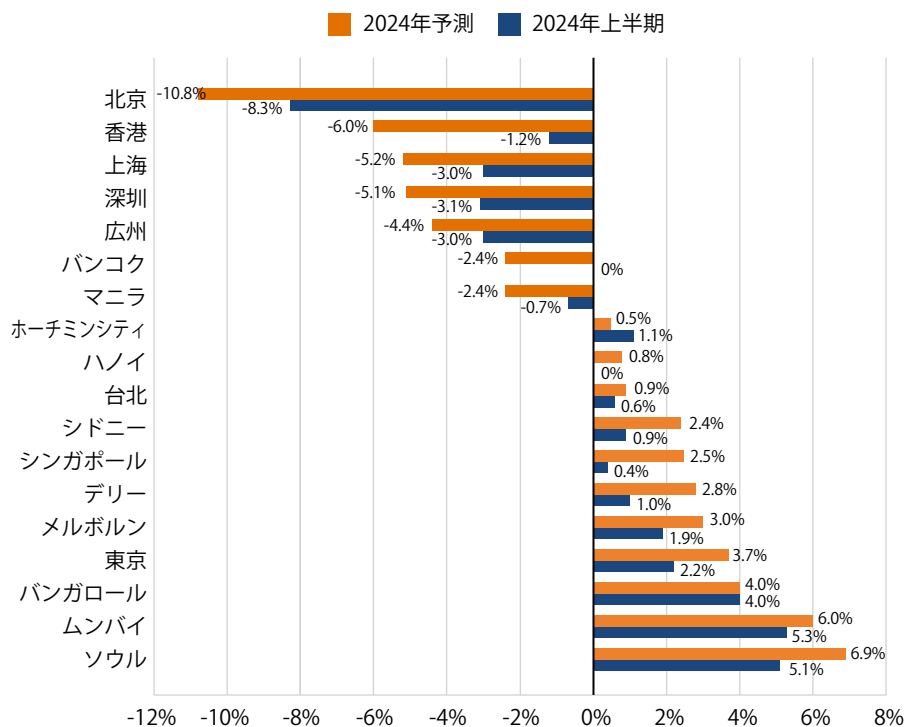
ている地政学的な複雑さなどだ。香港のあるファンドマネジャーは、これは驚くには当たらないとし、「主たる資産クラスのすべてにおいて価格の大幅な調整が行われており、特にオフィスビルでは40~50%低下したケースがある」と指摘した。

それにもかかわらず、香港の不良債権取引は予想されたほど頻繁には行われていない。主として銀行が依然として強制売却に消極的であるためだ。上記のファンドマネジャーは続けて「香港では、破産管財人による競売が行き詰っているケースが多い。管財人の手続きを経て、仲介業者が銀行に最高の入札金額を提示するが、銀行側は『まだそこまでの減額はしたくない』として受け付けない。そして、そのまま放置されている。だが、この状況が長引けば長引くほど価格は下がる一方だ。管財人の管理下にあるビルについて新たなテナントが賃貸契約を結ぶことはないからだ。よって香港は今、厳しい状況におかれ

ているが、そのことでいくらか機会も生まれている」と述べた。

上海のオフィスは、需要の低迷と供給過剰が重荷となつてのしかかっている。市内の超コア資産の大半が国営企業や一握りの外国デベロッパーの手中にあるため、他の不動産の入札はあくまで価格によって決まることが多い。あるファンドマネジャーは「外灘(ザ・バンド)の景色が見えるといった好立地の場合、自社で使用するか区分所有権として売却するために買おうとする者はいくらかいるだろう。それでも価格が大きく下がらない限り取引は成立しない。なぜなら賃料も下がると想定せざるをえず、また、誰もそんな物件を好まないためエグジットの不確実性が残るからだ。だから、価格は非常に魅力的でなければならないが、それにはレンダーも関係してくる。[彼らは融資で損を出したくないから]」と述べた。

図表3-5 アジア太平洋地域のオフィス賃料の上昇(2024年)



出所: CBRE

質への逃避

アジア太平洋地域のオフィス価格の動向は各市場によって大きく異なるものの、一貫して問題となっているのは賃貸需要の弱さである（ただし需要が強まる一方のインドを除く）。成約率の低さは経済状況による面もあるが、不確実性が続いているため、入居者は移転費用をかけるよりも現行の賃貸契約を更新することを選んでいく結果でもある。

これには例外があり、企業がスタッフの採用や維持のために、高品質で従業員にとってより快適なビルへと移転する「質への逃避」が進行中だ。その過程で、広くて設備のそれほど整っていないオフィスから、小規模でもハイブリッド勤務体系に適したオフィスへと切り替えることが多い。

その結果、好立地の高級ビルに対する需要は引き続き旺盛で、そのためビルを購入して改良を図るバリューアッド投資家にとって（特にオーストラリアと東京で）潜在的な機会が生まれている。このような「入居者によるアップグレード」は数年前から見られる動きであり、その流れの中で、特に香港やメルボルンなど空室率の高い都市や中国では、交通機関や他の CBD 施設から離れた古いビルが敬遠されるという市場の二層化が進んでいる。

これはひるがえって、新たに生じる余剰オフィススペースにいかに対処すべきかという問題を提起するものだ。これまで、不要となった CBD の建物や、さらには土地全体をまとめて（住宅などの）他用途に転用したり、公共利用が可能なスペースに転換するといった案が浮上した。しかし、表面的には魅力的ではあるが、これには多くの問題が伴う。アジアの CBD では、特に都市中心部における住宅不足など用途面でバランスが取れていないことが多いのは事実だ。しかし実際には、この地域のオフィスビルの大半は、同じ問題を抱えている米国に比べて住宅への転用に適していない。床面積が小さく、天井が高く、また総じて内部のインフラが不適切であることがその理由だ。さらに、CBD の土地区画は面積が小さく再開発が難しいことが多い。また所有権が分散しているため土地の集約が困難であり、大規模な開発計画が進まない状況となっている。

加えて、アジア（オーストラリアを除く）のオフィス稼働率は欧米諸国より速いペースで回復しており、CBD に大量の未使用スペースが残される

という懸念は見当違いの可能性もある。シンガポールを拠点とする、あるコンサルタントによると、新規オフィスの供給パイプラインが限定的であるため、本質的な需要がいずれ過剰供給を吸収することになるという。続けて「都市計画の観点から、私は余剰スペースをすべてストラタタイトルの資産〔すなわち住宅〕に転換することに対して非常に警戒している。一度そうやってしまえば元に戻すのは不可能だからだ。そして、CBD に区分所有ではなく単独所有地として多く〔のスペース〕を確保する必要がある。そうすれば所有者は市況に応じて自由に対応できる」と述べた。

だが、これは将来の CBD が従来の姿と変わらないということではない。現在不要となったスペースを市場が消化するにつれて、利用度の低い建物は改修されるか、新規用途または（望むらくは）より高度な目的のために再開発されると思われるからだ。その一例が、ヘルスケアなど専門性の高い業界向けの専用施設の構築であり、また容易に転用できることを念頭においたスペースの開発である。あるデベロッパーは「今後のオフィスのトレンドは、従来型の A グレードビルだけでなく、柔軟な用途に対応できるスペースとなるだろう。そのため、建物の再開発や転用、建設を行う際には、当初の計画の段階で、設計者は最終的にさまざまな用途に対応できるものにする必要がある。というのは、これからの時代に、どの産業が成功し繁栄するか予想できないからだ」と述べた。

物流施設部門

ここ数年、投資家はオフィスビルや商業施設といった伝統的部門から離れ、多くの場合、物流施設がその後を引き継いでいる。彼らの当初の目的は、アジア太平洋地域における物流施設の構造的な供給不足に乗ずることであったが、この部門はコロナ禍の下で e コマースのブームの波に乗ることも成功した。直近のデータを見る限り、供給不足の状況は変わらないようだ。一部の市場では、建設コストの上昇が供給パイプラインの遅延を引き起こしている。空室率は（目立った例外を除き）依然として低水準にとどまり、テナントは引き続き新築施設による効率性の向上を求めている。

同時に、投資家の間では何年にもわたり急成長を遂げてきたこの部門が曲がり角に差し掛かって

いるのではないかと不安がくすぶっており、昨年から続く懸念に輪をかけている。インタビュー回答者からは、一部地域で過剰供給が見られることや賃料の上昇が指摘され、また商業施設や e コマースの売上が軟化していることへの懸念が示された。また、物流資産は商業施設などに比べて参入障壁が低い資産クラスではあるが、キャップレートが不合理なまでに低くなっている（商業施設の方が取引利回りは高い）という根本的な問題への懸念もある。

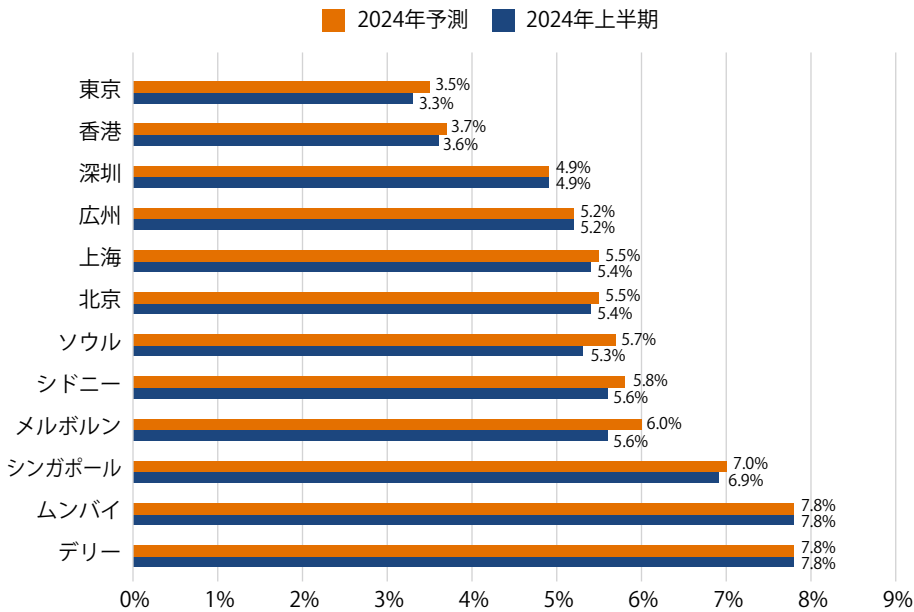
オーストラリアのあるインタビュー回答者は「賃料は 1 年半前に急騰したが、テナントは他に選択肢がなかったため、利回りは極めて良好だった。だが現在では、生活費の上昇が商業施設に明らかに影響を与えており、物流倉庫のテナントは用心深くしている。彼らはもはや大規模な倉庫を求めておらず、その結果、賃料も横這いの状況となっている。そして、他のすべてのものの値段が上がっているため利回りが低下し、どの市場でも一般的に 75 ~ 100 ベーシスポイント下がっている」と述べた。

同時に、別のインタビュー回答者によれば、インセンティブは賃料の 15 ~ 20% 程度まで上昇している一方で、長期リースに対する需要も低下している。これは小売業の売上が低迷した場合のスペース需要に関する入居者の懸念を反映したものだ。

物流施設部門の軟化の兆しは、他のアジア太平洋地域でも見られる。ソウルでは、高レバレッジを利かせた新規ストックが大量に供給された後に利上げが行われたことから、最近になって物流施設部門で一連のディストレスが発生した。市場が新規供給の吸収に苦戦する中で賃料が下落し、また投資家は現在、再調達価格を下回る値段で物件を取得可能だ。ソウルのあるアナリストは「シドニーのオフィスに次いで選ぶなら、韓国の物流施設だろう。現在はサイクルの底にあり、価格の見直しが行われつつある。年末までに利下げが行われて、過剰供給の状況が緩和されると思う」と述べた。

一方、日本では先進的な倉庫の容量が慢性的に不足している。旧式の施設を新規施設（中には巨大なものもある）に統合する過程で、首都圏では新規キャパシティの過剰供給も生じているが、これは一時的な現象である可能性が高い。というのも、需要は依然として旺盛であり（特に、入

図表3-6 アジア太平洋のプライム物流施設のキャップレート（2024年上半期）



出所：CBRE

居者が自己使用からサードパーティロジスティクス用に移行しているため)、またあるファンドマネージャーが述べたように、建設コストの上昇により「物流施設の開発はほぼ停止状態にある」からだ。

それでも、日本における物流施設の先行きに障害がないわけではない。問題の1つは、賃料が大幅に上昇していることだ。東京のある投資家によれば「労務費や輸送費が高騰しているため、テナントは賃料の上昇に対応できなくなっている。[その結果、] 現在、買い手と売り手の間で買値と売値がかなり乖離している。売り手は賃料が上昇してもまだ引受は可能なはずだと考え、買い手は賃料について当面は横這いが精一杯だと主張しているからだ。そのため、いくつかの物流施設案件が難航していると聞いている」という。

また、中国の物流施設部門も供給過剰の問題に見舞われており、景気低迷による消費者需要の落ち込みがこれに輪をかけている。MSCIによると、2024年には中国本土の物流施設および軽工業用不動産の取引高が急減し、第2四半期の取得額は16億ドルと、四半期ベースでは2019年以来的の最低水準となった。取引の中断により、

新規の物流施設プロジェクトに投資した多くの外国人投資家がエグジットできずにいる。

過剰供給の理由の1つは、資金繰りに窮した地方政府がコロナ禍中に物流施設の開発用に大量の土地を売却したことだ。その結果、大量の新規供給が生まれ、そのことが現在、賃料を圧迫している。同時に、ユーザーは運営の合理化を進めており、自社のインフラを自ら構築することもある。中国を拠点とする、ある投資家は「サードパーティロジスティクス事業者やエンドユーザーはスペースをできるだけ効率化しようとしている。以前は、そうした事業者はエンドユーザーが決まる前に施設を借り、単に商品の配送を行うだけで、施設の効果的な活用方法などは考えもしなかった。だが今では、借りる前にエンドユーザーを見つけようと努め、同時にスペースを最大限に活用して1ドルでも多く稼ぐ方法を模索している。企業レベルで利益率が縮小しているからだ」と述べた。

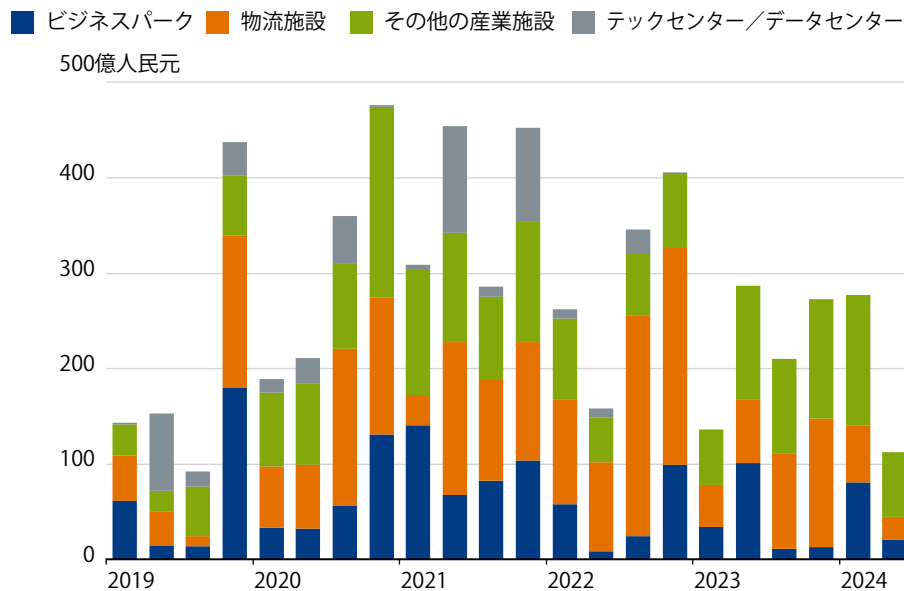
過剰供給は特に中国北部で深刻となっており、あるインタビュー回答者によると、在庫が約5,000万平方メートルにもものぼるといふ。そのため、投資家がより良い機会を見つけられるとすれば中国南部の省であろう。供給量は北部の半

分にとどまり、また新たなクロスボーダーのeコマース企業の成長により需要も高まっている。

従来型の物流施設の容量が過剰となる可能性が広く懸念されていることから、オーストラリアでも他の市場でも、より専門性の高い施設を志向する投資家が増えている。アジア太平洋地域のあるアナリストは「リターンを得るために幅広く物流施設を手がけようとするのは、私には疑問だ。売り手は空室率の低さを強調するだろう。言うことは分かるが、それは投資家の視点からの話だ。テナントの視点からは、コストが著しく上昇していることが問題だ。そのため、買い手としてはポートフォリオを最適化しなければならないが、それには好立地の先進的設備が必要だ。アウトパフォームできるのはそうした資産だからだ。ありきたりのBグレードの資産ではもはや波に乗ることはできない」と指摘する。

一方、インフィル（都市内のオープンスペース）でのラストワンマイル物流施設の開発に対する関心が高まっている。シンガポールを拠点とする、ある物流施設の専門家は「都心部には、再開発を検討すべき場所がたくさんある。必ずしも大型施設でなくてもよいが、コミュニティにサービスを提供する新世代の産業施設が必要だろう。

図表3-7 中国の産業施設の取引高（サブセクター別）（2024年上半期）



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

[都心部が] 栄えて高級化している場合、最高最善の用途は産業施設ではないと誰もが考えているが、産業施設は地域全体の価値創造に大きく貢献する。そのため、一種の必要悪とも言えるべきものだろう」と述べた。インフィルには個人が所有している既存の、そして総じてパフォーマンスの低い産業施設があり、それらは買収の対象となりうるが、このような施設に必要な土地と認可を取得するのは難しいことが予想される。

このインフィル戦略について、シドニーのあるオポチュニスティックファンドのマネジャーも「我々の見るところ、そうした施設は先進的な大規模物流施設よりも長期的にはるかに持続可能だと思う。先進的施設が立地する都市周辺部には土地が豊富にあるが、我々が狙っているインフィルには土地がなく、空室はゼロのため、賃料の継続的な上昇が見込まれる。ここ数年見られたような20%の上昇というわけにはいかないだろうが、しばらくは1桁後半から2桁前半の伸びになることは間違いない。そしてテナントも、最大のコストは輸送費であり、より効率的な配送モデルを構築できれば輸送費の削減が可能になるため、賃料の上昇に対応できる」とコメントした。

データセンター

アジア太平洋地域のデータセンターのキャパシティは2024年も急拡大の勢いが止まらず、クックシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、上半期には総稼働キャパシティが1.3ギガワットほど増加して約12ギガワットに達したという。調査会社のストラクチャーリサーチの予測によれば、アジア太平洋地域において2030年までにさらに13ギガワットの新規供給が見込まれている。これはどこから見ても膨大な量だ。

この急拡大は、1つには従来のコロケーション、エッジおよびクラウド施設からの需要増によるものであり、真のゲームチェンジャーは、人工知能(AI)技術を活用したアプリケーションの実行に必要な特殊チップやサーバーを格納した、巨大なハイパースケールデータセンターに対する需要だ。そこで実行されるAI機械学習プロセスの設計パラメーターは非常に複雑であるため、電力と帯域幅に対する需要は無限といえるほどに大きい。それにより、新たなデータセンターインフラの設計、立地、資金調達に根本的に変わりつつある。

例えば、AIデータセンターは同様のクラウド施設に比べて平均すると2～5倍の電力を消費する。

また、その電力密度は大半の既存コロケーションサイトのキャパシティを超えている。さらに、大量の熱負荷を発生させるため、高額で資源集約的なダイレクトチップ型液体冷却システムを必要とする。

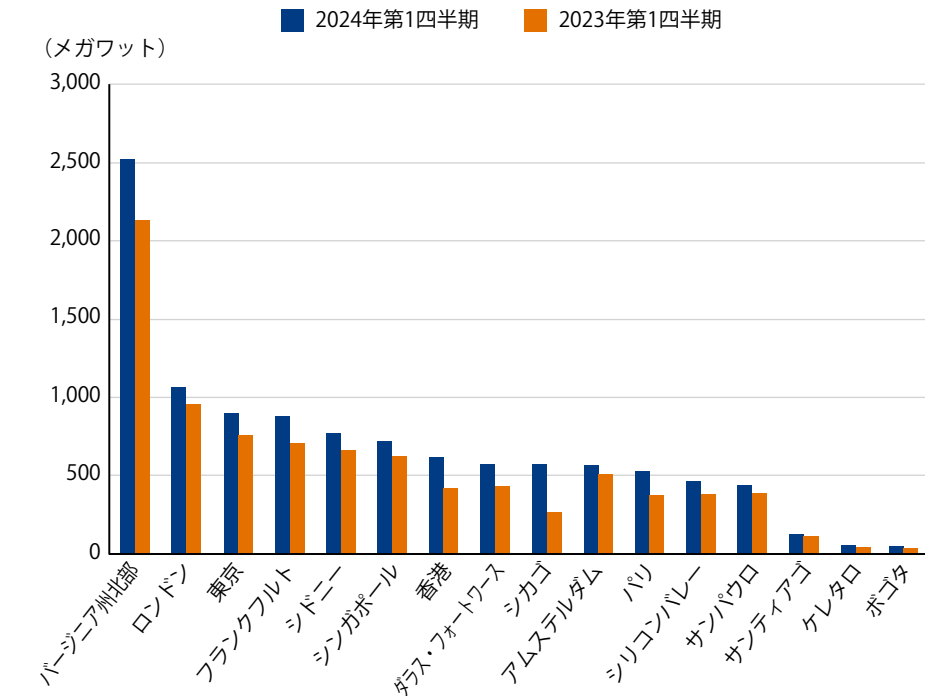
加えて、新たなAIインフラに対する需要が指数関数的に伸びている。2023年にエヌビディアは高性能AIサーバー用チップ10万個を世界中に出荷した。これらは全体で年間平均7.3テラワット時の電力を消費する。国際エネルギー機関(IEA)の推定によると、この数字は2026年までに約90テラワット時に達するという。これは東京都の年間電力消費量に匹敵するものだ。

今後見込まれるデータセンターの供給パイプラインが巨大であり、技術的要件が非常に高いことも、さまざまな影響をもたらすだろう。最も重要なのは電力需要に対する影響だ。多くの先進国市場で、電力需要は供給キャパシティを超えるまでに拡大しており、リソースを巡る競争が激しくなっている。

その結果、一部の市場ではデータセンターの建設に対する一時的な中断または中止命令が出されている。シンガポールでは2019年に新規建設が禁止された(現在は一部解除)のに続き、韓国と台湾でも最近、建設中断命令が下された。一方、土地やエネルギーを巡り企業や住民との競争が生じたため、地方レベルで同様の非公式な禁止措置がとられている。(中国を除くアジア太平洋地域最大のデータセンター市場である)日本では、あるインタビュー回答者によると、新規に建設されたデータセンターが電力網に接続されるまで通常4～8年かかるという。これは「ハイパースケーラー(大規模データセンターを運営するサービスプロバイダー)にとってはあまりにも遅すぎる。彼らは今、キャパシティを必要としている。実のところ、昨日までに必要だったのだ」

そのためデータセンターのデベロッパーは、需要源から遠く離れた場所に新規のハイパースケール施設を建設する傾向を強めている。これは大半のAI関連タスクのレイテンシー特性(反応が多少遅延しても大きな問題にはならない)によって可能になったソリューションだ。その結果、以前はそれほど注目されていなかった多くの新興市場がデータセンターの拠点として急浮上しており、ジョーンズ ラング ラサールによると、2024年上半期のアジア太平洋地域におけるデータセンター

図表3-8 データセンターの総受電容量（市場別）（単位：メガワット）



出所：CBRE リサーチ

取引高の半分超が東南アジア諸国で記録されたという。

これまでのところマレーシアが最大の受益者となっており、中でもシンガポールに隣接するジョホールバルは、シンガポールがデータセンターの建設を規制していることから恩恵を得ている。クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドによると、マレーシアの稼働キャパシティは2024年半ば時点で前年比80%増加した。現在、ジョホール州には新規キャパシティのパイプラインが約2ギガワットあり、これらが完成すれば、シドニーや上海といった既存の大集積地と肩を並べることになる。一方、インドは現状、あるデータセンター投資家の言葉によれば「土地を奪い合っている」状態にあり、やがて、マレーシアおよび日本の一部と並んで、アジア太平洋地域におけるAI・機械ラーニング拠点の1つとなりそうだ。

データセンターの立地として新興市場への関心が高まっているのは、土地や電力供給へのアクセスが容易であることに加え、新規投資の誘致を目的とする税制優遇措置があるためだ。だが、急激な成長を見せる一方で、エネルギーと水の供給には限界があるため、現在の取引量はすでに「固い

天井」にぶつかりつつあるかもしれない。ある投資家は「結局のところ、現在の取り組みは長期的には有効な戦略とはならないだろう。マレーシアを見ると、需要が制御できないほど膨れ上がっており、当局は規制を導入してデータセンター市場を組織的に統率し、将来に向けてコントロールしようとしている。私に言わせれば、すべての市場で規制が導入されるのは時間的问题であり、それにより業界の発展は複雑なものになると思う」と述べた。

複雑なストラクチャリング

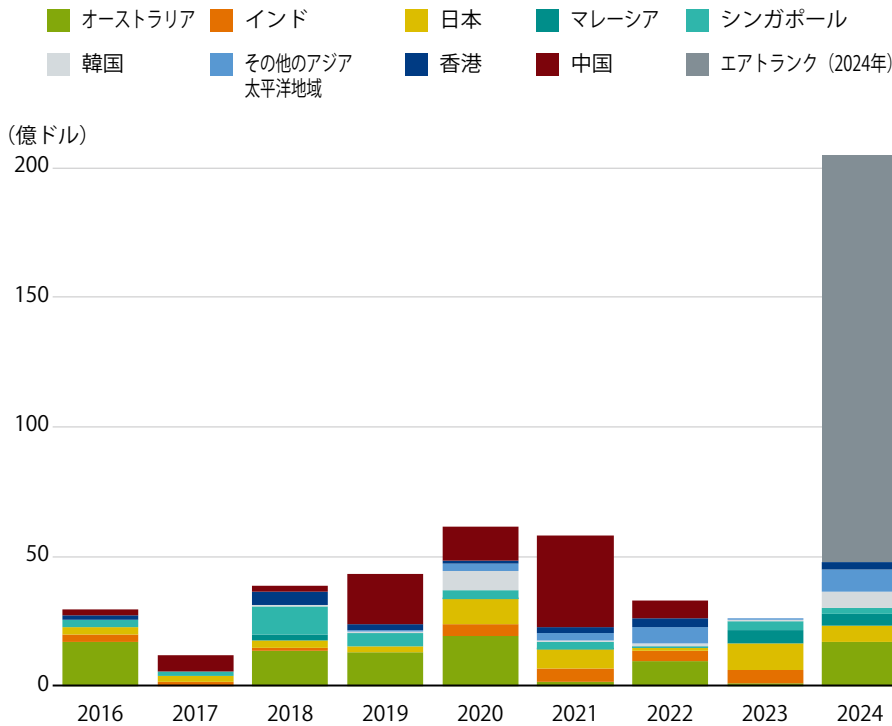
データセンターの建設が急激な伸びを見せており、財務と取引ストラクチャリングの面にも影響が及んでいる。第一に、データセンターに対する投資家の需要が大きく、通常であれば難しい資本調達、少なくとも「難易度が下がっている」。また、大規模な資本調達もいくらか実現しており、完了した取引のキャップレートも低下している(MSCIによると2024年では3~5%の範囲)。同時に、データセンター技術の進化や投資家の(一般的な)経験不足、資産の巨大な規模、そしてそれに伴う資本コミットメントは、データセンター取引が通常よりもはるかに大規模で複雑であることを示している。

このことは取引高の急増に反映されており、MSCIによると、2024年1~9月の完成済み施設の取得額は48億米ドル(1件の大型プラットフォーム取引を除く)で、2023年通年のほぼ2倍となった。

現代のデータセンター投資は、1件当たりの金額が大きい。例えばオーストラリアを拠点とするある事業者が2024年第3四半期に行った1件の取引は160億米ドルで、シンジケート型のステープルファイナンス、銀行融資とプライベートクレジットを組み合わせる資金が調達された。これはかなりの金額にのぼるが、将来予想されるキャパシティの量(ストラクチャーリサーチによれば、2030年までに世界で約40ギガワット)を考えると、取引はさらに巨大化していくと見られる。ある投資家は「このキャパシティを構築するのに1メガワットあたり1,000万~1,200万米ドルかかるとすると、40ギガワットでは少なくとも4,000億ドルの資金が必要となる」と指摘した。

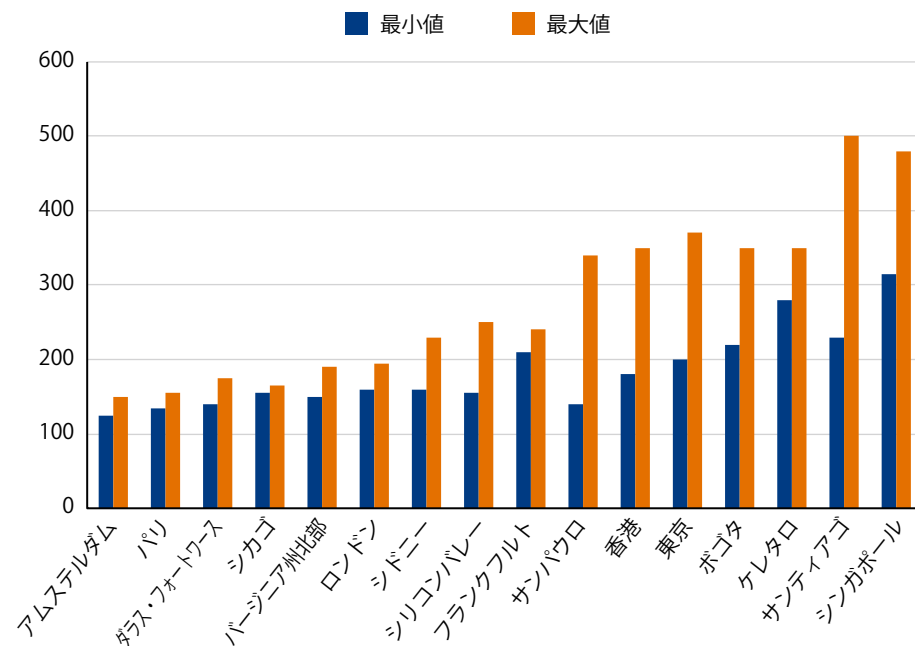
その上、個々の施設の規模も急拡大している。この投資家は続けて「[この業界が]離陸した2015年のクラウド時代であれば、20メガワット以上のIT負荷(処理量)でもおそらく1億~2億5,000万米ドルの初期投資で足りただろう。だが、今で

図表3-9 アジア太平洋地域のデータセンターの取引高（2024年第1四半期～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3-10 250～500kWデータセンターの月額使用料（単位：ドル）
（kW当たり最小値と最大値、電気料金を除く）（2024年第1四半期）



出所：CBRE リサーチ

は大半のAI施設はキャンパス型の開発となっている。各キャンパスは2つか3つまたは4つの施設で構成され、最大200～300メガワットのIT負荷を簡単に供給できる。各キャンパスの開発には初期投資だけで10億～20億ドルかかる。1つのロケーションに1つのキャンパスだけでこれほどの額となるのだ」と述べた。

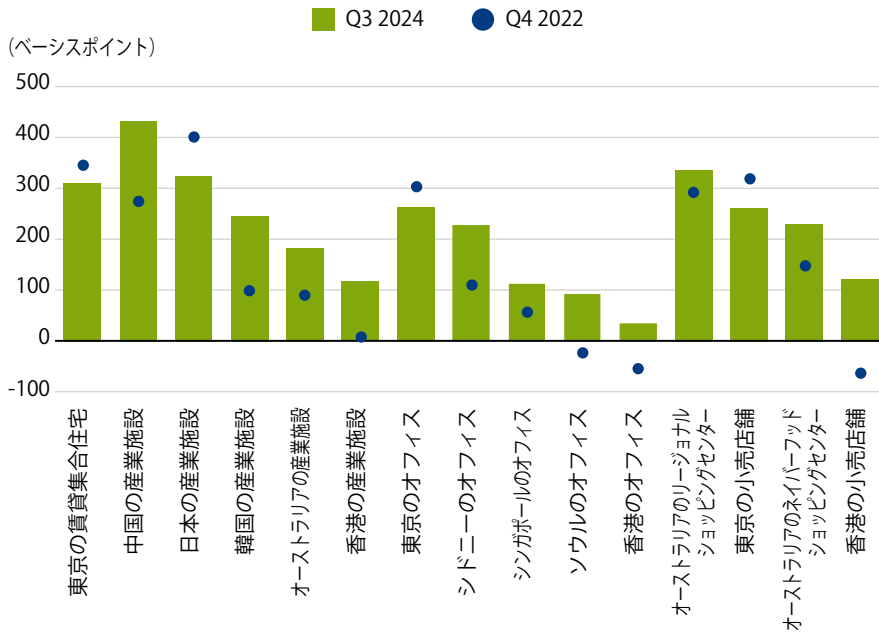
もう1つの課題は、取引のストラクチャリングに関するものだ。これは複雑なテーマであり、本書の範疇を超えているが、安定したプラットフォームの取得以外に、投資家には以下のような選択肢が考えられる。

- 自身の施設の開発・運営（多くの場合、LPとの共同投資として実施）。これはより複雑なプロセスであり、データセンターの経験がない投資家にとってより難易度が高まる。ある投資家は「顧客は一部の大手企業に限られる。しかも彼らは各地域でトップの事業者としか取引しようとしな。二線級の事業者に対しては、たとえ電力にアクセス可能で最も安い料金で提供できるとしても相手にしない。要は、そうした顧客にとって、運用環境を適時に提供できることが何よりも重要なのだ」と述べた。

- 実績ある事業者とジョイントベンチャーを設立し、自らは単に資本提供者として行動すること。この場合も、共同投資の要素が含まれる可能性が高い。このアプローチを採用している、あるファンドマネジャーは「自分で事業を立ち上げて、実績があり優秀なチームを抱える既存事業者と競争する、というのはごめんだ。新たな市場に参入して、そこで人材を引き抜いて事業の運営を任せるというのも好まない。むしろ、既存事業者と提携し、彼らの[技術知識や]オリジネーション能力を活用したいと思う」と説明する。このアプローチでは、運用面の複雑さはかなり減るが、投資家が自ら当該資産を運用する場合に得られる運用面でのアップサイドを手放すことになる。

現在のように取引が大規模なものになると、プロジェクトのさまざまな段階でさまざまなタイプの資金を活用する、高度な資金調達アプローチが求められる。例えば、建設段階ではオポチュニスティックな資金を投入し、資産が安定化したら、コア戦略を採る別のピークに売却するか、あるいは（米

図表3-11 国債と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

国のモデルに倣って) 資産担保証券として売却することが考えられる。

商業施設部門

アジア太平洋地域の商業施設部門は、長期にわたって衰退が進行し、ある意味忘れ去られた資産クラスとなった。だがどんなサイクルであれ、いずれ次の段階に進むものだ。少なくとも一部の市場において、商業施設部門はようやく底を打ったのではないかとの見方が強まっており、相当数のインタビュー回答者が購入意欲を示した。

シンガポールを拠点とする、あるコンサルタントは「商業施設は2～3年前までは誰も手を出さない『みにくいアヒルの子』だったが、今はそうではない。商業施設の中には価値や可能性が見込めるものがあるとの見方も出てきており、特にオーストラリアやシンガポールのような市場では、都市計画により新規商業施設の開発が制限されているため、既存施設が有利となっている」と述べた。

このような見直しの理由の1つは、結局のところオンラインショッピングは従来型ショッピングの終焉を告げるものではなく、実店舗が果たす真の社会的機能があるとの認識が業界と一般消費者の間で広がったことだ。あるインタビュー回答者は「面白いことに、コロナ禍がきっかけとなり、オンラインは商業施設の破壊者ではなくむしろ刷新者であり、所有者たちが戦略を見直してテナントを惹きつけようと積極的になる触媒の役割を果たした、と誰もが理解した。だから今、小売業者からは『確かに、コロナの時はオンライン販売で気が狂いそうになったが、今では買い物客が店に戻ってきている』との声が聞こえる」と述べた。

この回帰志向はCBREが最近行った調査とも符号している。一部の市場で、特に一等地のショッピング街で、小売業者が新規供給が減少している間に、果敢にスペースを拡大しようとしているという。これは、賃料の大幅な引き下げを反映している面もあるが、状況は場所により大きく異なっている。例えば香港では現在、プライム商業施設の賃料は過去のピーク時に比べて50～90%下落しているが、これに対し東京では、2024年下半期の賃料は2019年前後の水準を維持している。

また、プライム商業施設の復興は、数年前に多くの小売業者が防御的な姿勢を取って地域密着型や生活必需品などのサブセクターに避難したのとは逆に、コア立地への回帰によるものでもある。その結果、二番手の立地に対する現在の需要は比較的軟調となっている。

商業施設部門の回復は、多くの市場で商業施設のイールドスプレッドが拡大し(図表3-11参照)、また取引が回復していることとも合致する。例えばオーストラリアでは、価格の修正が始まったのは2021年に遡るが、投資家は遅ればせながらようやく反応し始めており、第3四半期の取引高は前年同期比23%増となった。

特に、一部の投資家はバリューアッド投資としてオーストラリアのリージョナルショッピングセンターを取得して、現代に合った形にアップグレードすることを狙っている。シドニーを拠点とする、ある投資家は「ファンダメンタルズは大幅に改善している。利回りと賃料は過去最低水準となっており成長の余地がある。新規開発は行われておらず、資産の取引価格は再調達価格を下回っている。そして消費者はインフレによる生活費の上昇に苦しんでいるかもしれないが、それは商

業施設のパフォーマンスには現れていない」と述べた。

日本も2024年に商業施設が復活した市場の1つで、ジョーンズ ラング ラサールによると、第3四半期の賃料は前年同期比で約15%上昇した。これはインフレ率の上昇による面もあるが、それ以上に観光業の回復を反映したもので、円安がその一因となっている。その結果、MSCIによると、日本の商業施設の取引高は2023年11月から2024年10月までの間に前年同期比でほぼ倍増した。

車輪の再発明

しかし、商業施設が現在生まれ変わりつつあるとしても、それは競争力に乏しい施設の再調整と淘汰のプロセスを10年間にわたり続けた後に起きていることであり、その姿はコロナ禍以前とは大きく異なる。例えば、実店舗とオンラインストアを統合したオムニチャネル戦略が広く採用されるようになった。このモデルでは、小売チェーンはオンライン販売で存在感を発揮する一方、大型店舗をいくつか持ち、そして広く分散した小規模店舗を多数展開するといった形態が考えられる。そうした小規模店舗はフルフィルメントセンターとして機能し、大型店舗から送られてきた商品を顧客まで届け、あるいは来店する顧客に商品を手渡すことができる。体験型や飲食重視のアプローチも今では当たり前となっている。さらに、データ分析（来店客の足取りの追跡など）の幅広い導入によって、各チャネルにおける顧客行動の理解が深まり、小売業者は店舗のレイアウトを最適化し、ターゲットを絞った商品を提供できるようになった。

当然のことながら、小売業者は現在、スペース利用の最適化に注力している。このことは、生き残るために縮小を余儀なくされた小規模小売業者だけでなく、これまでスペースを非効率的に使用してきた大手にも当てはまる。オーストラリアでは、コロナ禍以前から郊外型モールの過剰供給に悩まされていたため、所有者は駐車場跡地に住宅タワーを建て、さまざまな用途に合わせて内装を変えるなど、複合型コミュニティ施設を創り出している。ある投資家は「所有者は『モールの敷地にビルド・トゥ・レントを取り込むにはどうすればよいか』と必死に考えている。そして検討の結果、やる価値があると判断して、『駐車場を断念して住宅を建てよう』とし

ている。だから、今はそうした動きが活発に見られる」と述べた。

シンガポールでも同じことが起こっている。同国在住のある回答者によると「商業施設の所有者は余っている駐車場を物流施設として活用する方法を模索している。それらの敷地は各地域の中心部にあるため立地条件が良く、いずれも[大手デベロッパーが]所有している。つまり、ラストワンマイル物流施設には絶好の立地なのだ。そのため、この動きがあちこちで始まっている。街の中心で提供するサービスとして、単に物を売るのではなく、それ以上のことを考え始めているのだ」という。

居住施設

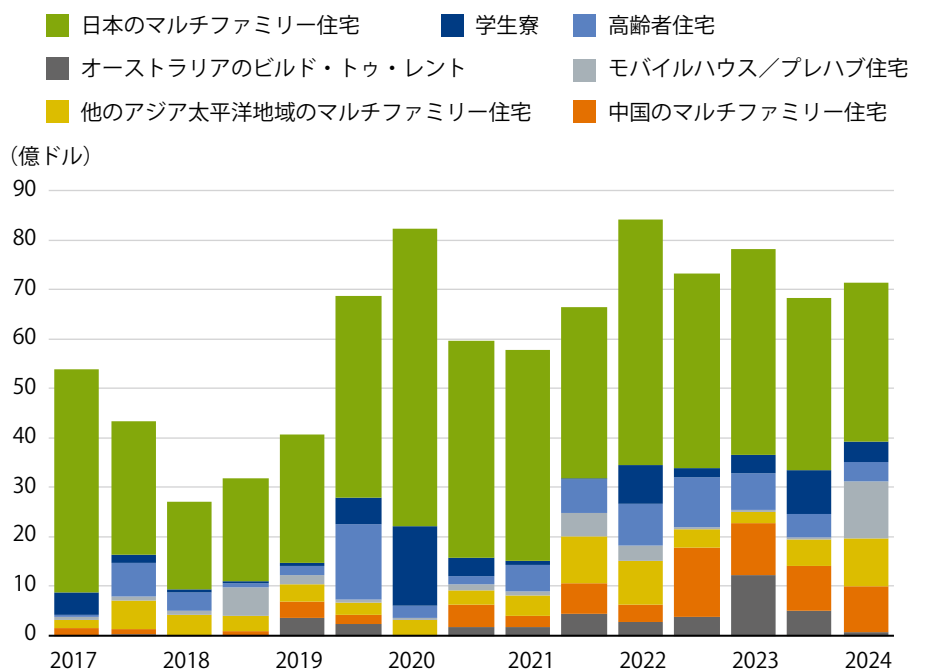
「居住施設」(リビングアセット)と呼ばれる、住まいを目的としたさまざまなタイプの資産の集合体は、「ベッドスペース」としても知られる。以前は関心が払われなかったこの部門は、投資家の需要が高まり、注目の資産クラスへと変貌を遂げている。

これまでオフィスや商業施設部門に投入されていた資金が新たに居住施設に向かうのは自然な流れではあるが、この資産クラスの魅力は他にもさまざまな要因がある。まず、住宅型の施設はその性質上、保守的な投資となることが多く、景気が低迷しているときでも消費者の需要は確実に存在する。さらに、社会や人口動態のトレンドを踏まえて、将来の成長機会を捉えることができる。

東京を拠点とする、あるファンドマネジャーは「成長を重視して[不動産戦略を]進める場合、賃料の上昇が可能なのはどの部門か、そしてそれを支えるための構造的トレンドは何か、という点が問題となる。住宅などの居住施設部門が良い例だ。手頃な価格、世帯数の増加、機関投資家の所有に適した住宅の不足、人々のニーズの変化、社会の流動性など、さまざまな要因が原動力となり、さまざまな形で賃貸需要を押し上げる。そして、それは単に居住者にとって魅力的な住宅であるというだけでなく、買い手にとっても魅力的なシナリオだ」と述べた。

そのような居住施設は普及率が低く、アジア太平洋地域の大半の市場でほとんど存在しない

図表3-12 アジア太平洋の住宅部門の取引高 (2024年上半期)



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

(これに対し欧米市場ではこの資産タイプが飽和状態となっていることが多い) ため、潤沢な投資可能資金がありながら、投入可能な戦略的テーマがほかにほとんどない機関投資家にとって、即座に魅力的なものとなる。

2024 年上半期の居住施設取引量は他の資産クラスに比べて比較的堅調で、MSCI によると前年同期比 8% 減にとどまった。これに対し伝統的な部門では 31% 減となっている。

居住施設のグループの中で最もよく知られ、飛びぬけて大きいものはマルチファミリー住宅だ。この部門はかなり最近までほぼ日本に限られていたが、このところ他の市場(特に中国とオーストラリア)でマルチファミリー住宅部門が台頭し、現在では日本の独壇場という状況は薄れている(図表 3-12 参照)。

日本

2022 年にピークを迎えた日本のマルチファミリー住宅は、キャップレートがこれ以上下がりようがないところ(3%)まで低下したため、投資活動が減速している。投資家はインフレ、賃金の上昇、都市部への人口流入の拡大が相まって賃料が上昇するという強気の姿勢を崩していない。一方で、2025 年には利上げが→見込まれているため、リターン的大幅な下落が推測されており、何年にもわたって大きな利益を得てきた投資家にとって懸念されることだ。

この投資家心理について、あるグローバルファンドのマネジャーは「マルチファミリー住宅はサイクルの後半に入っており、キャップレートがさらに低下するとは思わない。日本はまだ投資家の関心を引く、厚みのある市場であり、ある程度の不透明さや不適切な価格設定が常に見られるため、機会が存在する。だが、かつてのように簡単に利益を得られる状況ではなくなっていると思う」と述べた。

そのため投資家は、賃料を押し上げる手段として資産運用に力点を置いている。Chapter 1 の「日本：重要テーマ」で述べたように、これは大規模な不動産ポートフォリオの構築を目指す戦略から、良質の小規模資産を厳選し、あるいは特定のサブマーケットをターゲットとして既存のプラットフォームに加えるという戦略への転換を

示している。いずれにせよ、その狙いは運用面で具体的な改善を実施し、それによる効率向上から利益の漸進的な増加を図ることにある。

日本を拠点としマルチファミリー住宅を対象としているある投資家は「数年前まではフォワードコミットメントが多く、ポートフォリオの取得は純粋に利回りに拠っており、資産を厳選することはなく、単に規模の拡大を狙うものだった。今では、この姿勢は明らかに変わっており、きめ細かな資産運用によるバリューアッド戦略が重視されている。基本的な資産運用レベルでの価値創造は不可避の要件となっているのだ」と指摘した。

中国

近年、中国のマルチファミリー住宅のストックは急増している。その要因としては、政府の政策によるインセンティブや若年層の嗜好の変化に加え、経済的要因により住宅購入ができなくなっていること、あるいは住宅価格の下落傾向が続く中で投資としての住宅購入の魅力が薄れていることが挙げられる。上海では現在、賃貸住宅に住んでいる世帯の割合は 5% に過ぎない(東京では約 60%)。そのため、この業界の見通しは非常に明るく、さらに利率の低下(開発向けローンの貸出利率は 3%)と建設コストの下落が拍車をかけている。

この部門にとって最も重要な触媒は圧倒的に政府の政策イニシアチブだ。投資家向けに税率の引き下げや安価な土地の提供が用意されており、本来であれば賃貸利回りが魅力的でない市場であっても、引受が可能なりターンを得られる。「R4」と呼ばれる土地は、賃貸住宅用に特別に区画されたもので、通常の土地価格の数分の一(ある投資家によると上海では 20% 程度)で販売されている。その多くは都市中心部の外側にある、以前は工業用地としてゾーニングされた区画だ。上海ではこれまでに相当量の R4 の土地について入札が行われている。

その投資モデルは 2 つある。1 つは、アセットライต์なプライベートエクイティ型のアプローチで、これは事業者が第三者から資本を調達し(プロブコ/オペコ戦略)、スケーラブルなプラットフォームを構築・管理するものだ。政府が低コストで土地を提供するまでは、この方法が好まれていた。

上海を拠点とする、ある投資家によると「その戦略は、できるだけ多くの投資機会を活用して運用資産を拡大することだ。必ずしも投資資産の大半を所有する必要はなく、アセットマネジャーかデベロッパーの役割を果たせばよい。そして、いつの日かアセットマネジャーとして上場するのが狙いだ」という。

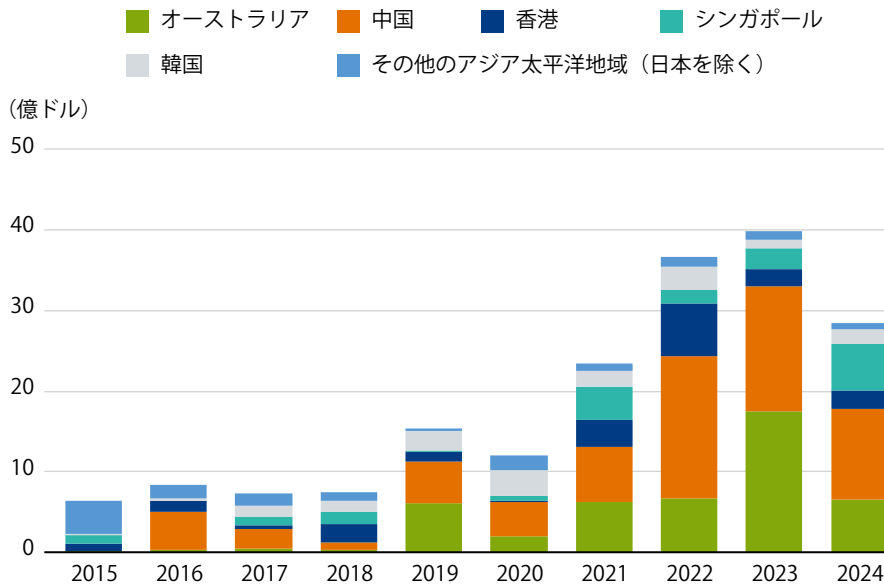
現時点では、経済が低迷しているため、目標とされる価格水準のプロジェクトに投資する意欲のある国内投資家はほとんどいない。ただ最近、少なくとも 2 社の大手外国人投資家がこのモデルに基づき、若いプロフェッショナルを対象とした国内のコリピング賃貸プラットフォームに多額の出資を行った。

もう一つは、従来型に近いアセットヘビー戦略で、CBD 内やその近隣のオフィスビルなど、低利用のビルを高級賃貸住宅に転用するオポチュニスティックな方法だ。

中国の集合住宅セクターへの資金の流れを支える別の要因として、大規模な住宅ポートフォリオの構築に目を向ける国内機関投資家の参入が挙げられる。彼らは、いくつかの資産を集約した小規模ポートフォリオを持つファンドにとって自然なエグジット先となるとともに、外国ファンドが積極的に取得しなくなった状況下において特にその重要性が増している。中国のあるファンドマネジャーは「現在、機関投資家向け賃貸住宅に見られる最大のトレンドは、中国の機関投資家がコアで安定した賃貸住宅の使用権を拡大しようとしていることだ。そうした資産は 5～6 年前には彼らの投資対象にはまったく入っていなかった。国内の機関投資家の意欲が非常に旺盛なため、私のような者でもバリューアッド開発を行うか、良質の賃貸住宅を建設して彼らに売却しエグジットを図る機会が得られる」と語った。

中国で新設された REIT (C-REIT) 制度では賃貸住宅も取得対象として認められるようになったため、これも長期的にエグジットの選択肢となる可能性がある。ただし、(C-REIT) 制度はまだ外国人に完全に開かれているわけではない。あるファンドマネジャーが述べたように「外国人投資家から見ると、(C-REIT) にはまだ制約がたくさんある。中国で賃貸住宅を取引する可能性を考える場合、取引自体にはいくらか希望があるものの、エグジット先として(C-REIT)に期待することはできない」

図表3-13 日本を除くアジア太平洋地域のマルチファミリー住宅市場（2024年第3四半期）



出所：MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス

このように、いろいろな追い風にもかかわらず、外国人投資家にとって難しさもある。特に、投資機会をめぐる競争は厳しい。中国の国有企業は賃貸住宅投資について、リターンを得る機会というだけでなく、社会的利益という側面からも捉えており、資金コスト、建設コストやリターンの下限の点で外国人投資家を凌駕することができる。そのため民間のファンドは非常に低いコストで資産を購入する必要があるが、それでも利益率は小さい。ある大手外国ファンドは目標リターンを、コアプラス投資で10%以下、バリューアッド投資で11%に設定している。

オーストラリア

オーストラリアでは近年、機関投資家向け賃貸住宅（現地で「ビルド・トゥ・レント」と呼ばれる集合住宅）の市場が突如として出現した。中国と同様、この部門は政府による有利な政策の恩恵を受けている。これは、住宅価格が高騰し、移民が加速する一方、新規の住宅建設が停滞している状況を受け、国全体の住宅ストックを増やすことを目的とした施策だ。

最近、外国の機関投資家向けファンドが国内デベロッパーと提携し、オーストラリアのマルチファ

ミリー住宅プロジェクトに多額の資金をコミットしている。多くの場合、そうしたファンドは（一般的に）居住施設に、そして（特に）マルチファミリー住宅プロジェクトに資金を配分するという世界的なマニフェストに対応することが狙いだ。またオーストラリアについては、彼らは市場の長期的な変化がいずれは将来の需要や賃料の上昇を支えるとの考えに立ち、短期的に目標リターンをアンダーパフォームすることも厭わないことが多い。彼らの賭けが成功するかどうかは、オーストラリアの投資家の間で多くの議論的となっている。

最も問題なのは利回りで、4%前後と10年物国債のベンチマークを下回っている。あるインタビュー回答者が述べたように「まだ開発リスクや空室リスク、運用リスクがあり、それらが価格に反映されていないため、利回りがどうなるか判断しづらい」状況だ。さらに厄介なことに、政府は源泉徴収税の引き下げや新規マルチファミリー住宅プロジェクトにおける低所得層向け住宅の比率引き上げを目指した規制案を導入したものの、その実際のメリットについて投資家を納得させるには至っていない。そのため、シドニーを拠点とするあるファンドマネジャーはこのモデルを「根本的に欠陥がある」と評している。

また、持ち家を重視する文化的な背景に加え、ビルド・トゥ・レント開発の大半がハイエンド市場をターゲットにしているものの、それは住宅需要の中心ではないことから、オーストラリアにおける本質的な賃貸住宅需要については長らく疑問視されている。

さらに、さまざまな要因が現在進行中のプロジェクトに悪影響を及ぼしている。まず、オーストラリアでは建設コストの高騰と深刻な労働力不足により建設業者の倒産が相次いでいることから、開発プロジェクトはどれもハイリスクなものとなった。リスクの増大に伴い、銀行は住宅開発への資金提供に慎重になり、融資する場合も、貸出利率を引き上げる可能性が高い。その結果、投資家は資金の調達先としてプライベートデットへの依存を高めている。そのコストははるかに高く（例えば、キャッシュレートのスプレッドは銀行融資の場合400～500ベースポイントだがプライベートデットは1,000ベースポイント）、キャップレートが非常に厳しい状況のため、負担増の吸収は難しい。

シドニーを拠点とする別の投資家は「ビルド・トゥ・レントの問題は、税制が機関投資家にとって有利なものではないため、現状ではすべてが困難で

あるという点だ。ファンダメンタルズは極めて堅調だが、ゾーニングに関して複雑な問題が多く、建設コストも高いため、実際に物件を創り出すのは難しい。そして、一般的なビジネスリスクについて言えば、この運用モデルはオーストラリアではまだ目新しいものであるため、効率的に運用できるようになるまで時間がかかると思う。どのプロジェクトも規模が小さく、また誰も実際に完成させていないからだ。しばらくの間、順風満帆というわけはいかないだろう」と述べた。

当然かもしれないが、2024年にはビルド・トゥ・レントの新規投資が大きく減速し(図表3-13参照)、代わりに市場の関心は学生寮やランドリースなど他の居住施設へ向かっている。とはいえ、マルチファミリー住宅市場の創出(特に低所得層向け住宅を重視)に向けた政府の支援は、最近の政策はつまずいたものの、実質的に賃貸市場に対する一定の優遇措置を提供するものであり、当局がこの部門に対して何らかの形で好影響を与えることを示唆している。

高齢者住宅

急速に高齢化が進むアジアでは、介護付き老人ホームから自立型高齢者施設に至るまで、高齢

者向けケア住宅への需要の増大は統計上も明らかだ。ファンドマネジャーが対象資産を選定する中、高齢者向け居住施設に対する投資家需要は2021年から2022年にかけて急増したが、この業界は(オーストラリアを除き)細分化されているため、機関投資家に適した資産の大半はすでに購入されており、その動きは鈍化している。

とはいえ、この部門への投資家の関心は依然として高く、人口動態の面で追い風が吹いていることから、新規資産を創出する開発に焦点が移っている。アジア太平洋地域の中でも、日本は中心的な市場だ。東京に拠点を置く、あるファンドマネジャーによると、自身のファンドは3つの異なる戦略を採っているという。1つ目は、フォワードコミットメントによる開発だ。このマネジャーは「入居者側では、高齢者向け住宅の入居待ちリストは桁外れに長い、供給が追いついていない。新規建設が構造的に不可能なのだ」と指摘する。問題は労働力不足と建設コストの高騰にあり、建設業者はさらなるコスト上昇のリスクを恐れて、現在の金額で契約することに二の足を踏んでいるのだ。

新規施設が建設されれば、投資家は既存の事業者に施設をマスターリースし、その事業者が

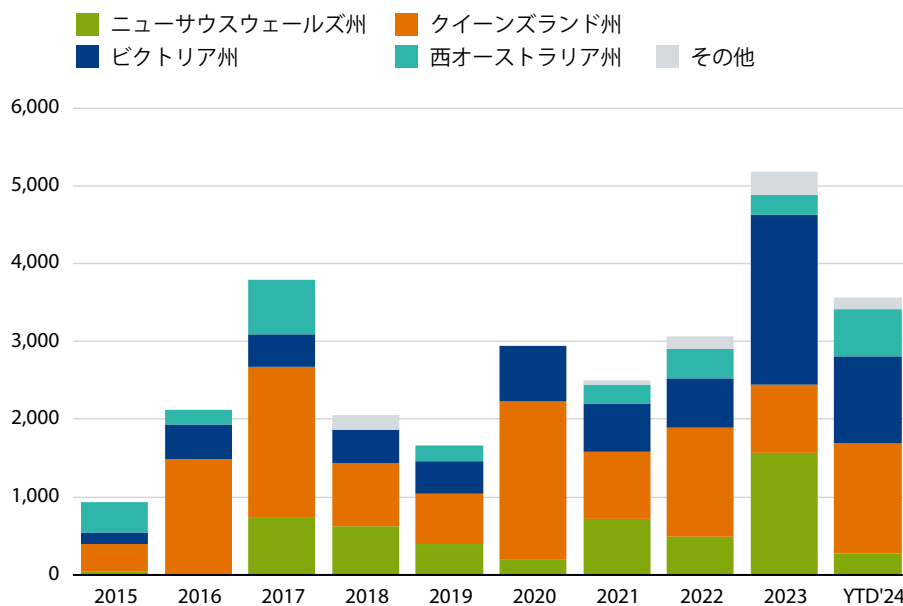
医療関連サービスを提供する形になる。日本には文字どおり何千もの事業者が存在するが、その大半は単一の資産を運営しているだけだ。上記のマネジャーによると、投資ファンドの対象となりうる規模を持つ事業者は50社程度だという。

もしくは、ファンドは既存の資産をセール・アンド・リースバック方式で取得するか、複数の小規模事業者を買収して運営させ、ポートフォリオ全体として大きくなってから売却(エグジット)する方法もある。

投資ファンドは、運営がうまくいかない場合に別の事業者に交代させることが可能なマスターリースを組むことができる。その一方で、日本の高齢者住宅が提供するサービスには、費用の公的負担部分と個人負担部分がある。この複雑な運営形態のため、事業に不透明さが生じており、実際、過去には運営パートナーが不当に利益を得るケースも見られた。

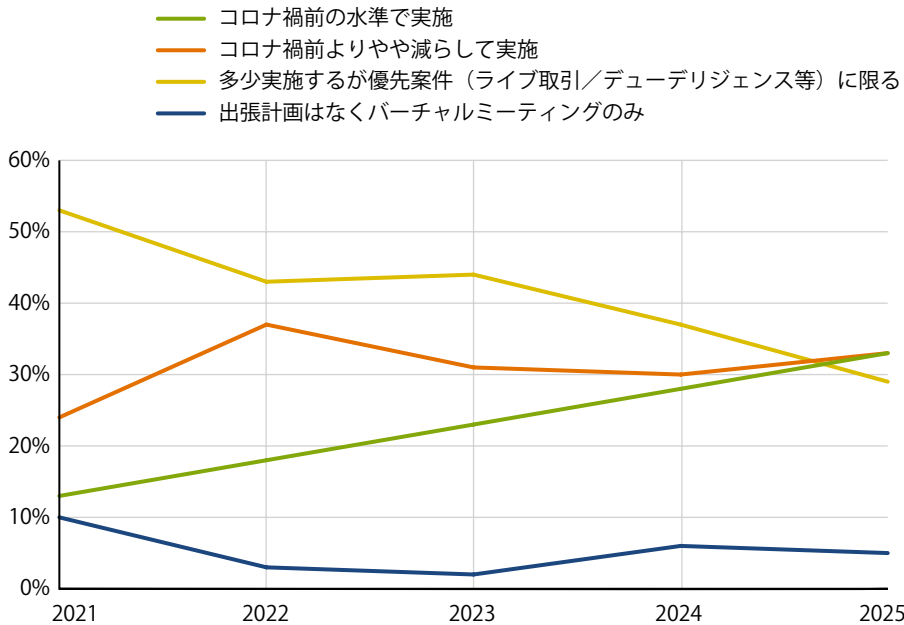
介護・医療サービスを含む高齢者住宅の運営は規制が複雑であるため、多くの投資家は、ある投資家が「アシステッド・リビングおよびそれ以下」(生活支援サービスを提供する住宅型老人

図表3-14 オーストラリアのランドリース・コミュニティの建築着工件数(2024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 3-15 コロナ禍後の出張計画の状況



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

ホームなど）と表現する施設に目を向けるようになった。この投資家は続けて「つまり、住宅、ホテルとサービス部門を合体したハイブリッド型で、そのサービスの内容や質は通常のコンシェルジュを上回るものだ」と説明する。

このカテゴリーに含まれる施設の形態は国によって大きく異なる。現在、韓国やベトナム、タイなど多くの市場で投入が進んでいるが、ある投資家が紹介したバンコクのプロジェクでは、既存の賃貸集合住宅の一面を寝室が1つまたは2つの高齢者住宅に改修し、それを複数年契約でリースするという方法が採られた。この投資家は「高齢者住宅の分類や形態、規模は実にさまざまあり、入居者の属性や要望もさまざまで、高齢者住宅の定義すら実にさまざまだ。ウェルネスを重視しているか、活発な高齢者を対象としているか、入居者の年齢制限はあるか、いろんな世代の人が入居しているか、入居者はおばあちゃんか、施設は販売形式か、それとも賃貸形式か、などあらゆる要素が混在しているのだ」と述べた。

また、最小限の生活支援や介護を提供する自立型高齢者住宅という選択肢もある。このモデルは最近、オーストラリアで勢いを増している。他のアジア諸国に比べ、オーストラリアは高齢者住

宅部門が全般的に成熟している（そのため投資しやすい）ことが特徴だ。また、2024年にはランドリース（定年退職者が土地を借り、そこに家を建てて所有する形態）への投資が爆発的な伸びを見せた（Chapter 1の「オーストラリア：重要テーマ」を参照）。

ホテル部門

ホテル業界はパンデミックによる渡航制限で大きな打撃を受けたが、アジア太平洋地域のホテル部門は目を見張る回復を示した。コロナ禍後に起きたリベンジ旅行の第一波（ホテル取得の波を伴った）は2023年にピークを迎え、現在、市場は一種の均衡に達している。

現在のところ、アジア太平洋地域におけるホテル取得の意欲は日本とシンガポール、そしておそらくタイに集中している。なお、シンガポールとタイではビッド・アスク・スプレッドが非現実的であるため、実際の購入は比較的に少ない。

中国でも相当数の取引が行われており、これはディストレス物件を対象とする国内投資家による

ものが主体となっている。香港に拠点を置く、あるコンサルタントによると「[中国では] 富裕層が現金を持っており、何かを手に入れたと考えられているため、資産の所有者は頻繁に変わる。だが、彼らは利回りを気にしておらず、私にはまだその理屈がよく分かっていない。流動性はあるものの、彼らの尺度や価値観は他の者とは異なっているということだ」

そのため、機関投資家による取引件数が圧倒的に多い市場はやはり日本である。例によって、借入が安価であることに加え、観光部門が復活し、円安が続き、供給パイプラインが最小限にとどまっていることから、ポジティブキャリー（調達コストが運用収益を下回っている状態）となっている。しかし、投資家の関心と取引量は堅調である一方で、日本のホテル部門に問題がないわけではない。

まず、日本のホテルの価格はコロナ禍後に急回復した。そのため、ディストレスの出現を期待して低価格で取得しようと目論んでいた多くの投資家は不意打ちを食らい、ディストレスが現れないまま市場が回復したために機会を失った。このことはアジア太平洋地域の他の市場で見られた現象と呼応する。ディストレス化したホテルは

数多く出現したものの、実際にディストレスの価格で売却されたものは比較的少なかった。あるインタビュー回答者は「コロナ禍が去っていからか取引が始まったが、アジア太平洋地域のどこであろうと、手ごろな値段で購入したりオポチュニスティックな取引できたりしたのは1年か半年にすぎなかった。何かを取得して、結果的にそれが良い買い物であったと思える投資家はいらぬかもしれないが、一般的にアジアの優良資産は非常に耐久力のある所有者が持っているため、売却を余儀なくされるというケースはたいしてなかった」と述べた。

もう1つの問題は、ホテル業界のADR（平均客室単価）は高く、その結果、慢性的な人手不足によりフル稼働できていないという事実が隠されてしまうことだ。これもやはり日本に限ったことではなく、アジア太平洋地域全体に見られる問題である。コロナ禍の最中にホテルが閉鎖となり、解雇されたり一時帰休となったスタッフは、再開後もホテルに戻ることはなかった。労働条件が悪く賃金も安いことがその理由である。

東京を拠点とする、あるファンドマネジャーは「ADRは高いと言えるだろうが、RevPAR（1日あたり販売可能客室数あたり客室売上）はそれほど高くない。稼働率が2019年と同じではないからだ。どこも人手不足で、東京の高級ホテルでもスタッフが足りず、稼働できない客室を抱えているところも少なくない。驚くほどの

ADRの高さが強調されているようだが、実は客室の65%か70%しか埋まっていないのだ。全体的に見れば、ホテルの収益性はまだ高く、おそらく2019年よりも高いだろう。だがこの問題を解決できれば、パフォーマンスはさらに上がるはずだ」と述べた。

この問題に対処する1つの方法は、単純に、少ないスタッフでも運営できるように施設を構成することだ。高級ホテルやリゾートホテルでは、サービス水準を維持するために多くの人員を配置する必要があるため、この方法は難しい。そのため多くの投資家は、いわゆる「リミテッドサービスホテル」（宿泊特化型ホテル）に目を向けている。これは、ある投資家の言葉を借りれば「ホテル全体の運営に必要な人員はわずか7～9人で、清掃も外注する」ものだ。

「ビジネスホテル」モデルも選択肢の1つである。こちらも限られたサービスしか提供せず、15平方メートル前後の小さな客室を中心に、短期滞在の国内出張をするビジネスマンを対象としている。

第3のモデルはハイテク対応ホテルだ。これはヨーロッパで勢いが増しつつあり、アジアの事業者が検討しているもので、スマートフォンのアプリを使ってチェックインなどの手続きを自動化する一方、館内での食事をなくし、ルームサービスを最小限に抑え、全体的に人との接触を最小限に抑えるホテルである。

さらにもう1つのアプローチとして「ライフスタイルホテル」が挙げられる。これはオーストラリアのあるファンドマネジャーが言及したもので、彼によると「世界で最も急成長しているホテル部門」であるという。こちらも部屋はコンパクトで、現代的で効率的な造りとなっている。このファンドマネジャーは「見た目はユニークだが、宿泊客は階下のバーで過ごすことが多い。ほとんどの人がバーでチェックインするし、ピリヤード台もあり、DJがいることも多い。そこで食事をすることもできる。部屋にこもってルームサービスを注文するのに比べ、体験型の宿泊施設と言える」と説明する。

日本での購入を検討しているホテル投資家にとって最後の問題は、日本のホテル取得を目指す投資資金の流入が増加しているため、所有者が売却提示価格を引き上げ、それにより新たなビッドアスク・スプレッドが生じ、多くの潜在的な案件が宙に浮いたままになっていることである。香港を拠点とする、あるコンサルタントは「誰にでも機会があるわけではない。大手のプライベートエクイティファンドであれば5億ドルの資産を手に入れられるが、そんな買い手は片手で数えられるほどしかいないだろう。そして、1億ドル未満の価格帯のものは買い手がとても多く、利益が得られるような価格で取引を行うことは非常に難しい。参入は基本的に大阪、東京、京都の3つの主要市場に限られており、目標とするリターンをそうした主要エリアで得るのは極めて厳しいのが現状だ」と述べた。

インタビュー回答者一覧

151 Property

Sachin Dave

Abacus

Gavin Lechem

Actis

Brian Chinappi

Acacia Capital Partners

Kumar Kalyanakumar

Aliro Group

Andreas Hacker

Alyssa Partners Japan

Ken Fridley

AP Hospitality Advisors

Dan Voellm

Barings

Alastair Wright

Brookfield Asset Management

Scott Mugglestone

Leonie Wilkinson

CBRE

Henry Chin

CBRE K.K. Japan

Takashi Tsuji

Cistri

Jack Backen

Colliers

Mike Davis

Simon Hunt

Lachlan McGillivray

Christopher Pilgrim

CRE Logistics REIT

Tsuyoshi Ito

Daiwa House Asset Management Co., Ltd

Koichi Tsuchida

Denison Partners

Ian Holmes

DevinQi Advisors, Thrive Senior Living

Dan Cerf

Diamond Realty Management

Hisashi Ishiwata

ExtraM Partners

Ryota Morioka

EQT

Paul Gately

ESR Group

Ivan Lim

Fraser Property Limited

Adrian Choo

Wanshi Zheng

Highbury Partners

Ben Roberts

Hines

Jon Tanaka

HULIC

Yoshito Nishikawa

ICG APAC Infrastructure

David Richardson

ICG APAC Real Estate

David Kim

Stephen Tang

Isaac Leo

Invesco Real Estate

Calvin Chou

Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc.

Ryukichi Nakata

ISPT

David Rogers

Japan Hotel REIT Advisors Co., Ltd.

Shigeo Nakazato

JAPAN POST BANK Co., Ltd.

Hiroyuki Tanaka

JGS Property

Russell Meacham

JLL Japan

Ryuta Takeuchi

JPMorgan Asset Management

Tetsuya Karasawa

KENEDIX, Inc.

Keisuke Sato

KJR Management

Naoki Suzuki

Knight Frank

Christine Li

LaSalle Investment Management

Joelle Chen

Adam Donahue

Kunihiko Okumura

LendLease Japan

Andrew Gauci

Mirvac

Scott Mosely

Mitsubishi HC Capital Realty Advisers Inc.

Itsuo Wakao

Moelis Australia

Ben Boyd

Morgan Stanley

Susan Sun

MU Real Estate Asset Management /**Mitsubishi UFJ Trust and Banking****Corporation**

Naokatsu Uchida

Nuveen

Steven Bass

Louise Kavanagh

PAG Investment Management Limited

Naoya Nakata

PGIM Real Estate

David Fassbender

Morgan Laughlin

Professional Property Services

Nick Brooke

RF Corval

Tim Nation

Schroders

Andrew Moore

Stockland

Justin Louis

UBS

James Cross

The Xander Group Inc.

Rohan Sikri

Westmont Japan Investments KK

Naritoshi Minami



PwC のリアルエー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 Leader
Tokyo, Japan

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance
Leader

Joe Sheeran

Australia Real Estate Leader
Sydney, Australia

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Mitsuaki Kukita

Japan Real Estate Leader
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, South Korea

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate and Hospitality
Leader
Singapore

Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

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、48,000 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、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。

毎年、世界各都市で数千回に及ぶイベントをオンライン / オフラインで開催しています。

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

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

Angela Cain

Global Chief Executive Officer
Urban Land Institute
uli.org

Alan Beebe

CEO, Asia Pacific
Urban Land Institute
asia.uli.org

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer

Senior Vice President
uli.org/capitalmarketscenter

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

(202) 624-7000

uli.org

表紙写真：香港にあるツウ・タイクーブレイス
画像提供：スワイヤ・プロパティーズ

iii ページ写真：プリズベンにあるアッパー・ハウス
画像提供：アリア・プロパティ・グループ
写真撮影：スコット・バロウズ

20 ページ写真：GR.iD
画像提供：ガウ・キャピタル/マンフル・ウィングス・プライベート・リミテッド
写真撮影：クー・グオジー

30 ページ写真：オーストラリア・クイーンズランド州フォーティテュード・バレーにあるジュビリー・プレイス
画像提供：ブライト・レイナー・アーキテクチャ
写真撮影：スコット・バロウズ

制作協賛



「Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2025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 2025年版

2025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204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EmergingTrends 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19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)、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)、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)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) 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

- 市場の回復局面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
- 経済情勢およびグローバルな資金フロー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
- 立地および部門の選好における変化



www.uli.org



www.pwc.com