2024 ［アジア太平洋版］

EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®

pwc

ULI Urban Land Institute

Emerging Trends in Real Estate®
アジア太平洋2024年版
共同報告書

Urban Land Institute

pwc

Emerging Trends in Real Estate®
アジア太平洋2024年版

目次

iv エグゼクティブサマリー
vi 序文

1 Chapter 1：もっと良いものが現れれば
2 オフィス取引が急減
3 資産の再評価の遅れ
5 オーストラリアと韓国が先行する
6 再評価の度合は？
7 中国リスクは外国ファンドには高すぎる
7 代替資産への転回
8 オーストラリア：重要テーマ
11 運用上の課題
11 開発リスクを避ける投資家
12 中国：重要テーマ
14 質への移行
15 新興市場が製造業者を惹き付ける
15 エネルギー強度への注目が高まる
16 日本：重要テーマ

21 Chapter 2: 不動産キャピタルフロー
23 開発見通しランキング
24 外国からのクロスボーダー投資が減少
25 グローバル資金の抑制
26 資本調達は減少、待機資金は増加
26 REITが非上場化の選択肢を提供
27 銀行貸出が減速、融資条件は厳格化
28 プライベートクレジットが台頭

31 Chapter 3：不動産タイプの見通し
32 オフィス部門
33 CBDの再利用
34 完璧なワークスペースはどこに？
35 物流施設部門
38 データセンター
38 AIがゲームチェンジャーとなる
39 電力問題
40 商業施設部門
41 ミスマッチを見つける
42 住宅部門
45 高齢者住宅
45 学生寮
46 ホテル部門

49 インタビュー回答者一覧
50 支援団体

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate®
Asia Pacific 2024 チェアー
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
Laura Glassman, Publications Professionals LLC, Manuscript Editor
May Chow, Senior Vice President, Asia Pacific
Caneel Chua, Programmes Manager, Asia Pacific
Karen Cheng, Designer

PwC Advisers and Researchers by Territories

オーストラリア
Andrew Cloke
Andrew Iles
Anthony Occhiuto
Bianca Buckman
Cameron Carter
Chris Aboud
Christopher Ensor
Colin Heath
Elias Michos
Jamie Wills
Jeffery Wong
Joe Sheeran
Joshua Cardwell
Manuel Makas
Matt Arena
MJ Oosthuizen
Nicholas James
Nick Rogaris
Samantha Johnson

インド
Shashank Jain
Jayant Menon
Atanu Bhattacharjee
Janvi Wadhwa

インドネシア
Brian Arnold
John Dovaston
Margie Margaret

日本
Akira Kumakura
Akemi Kito
Aya Yoshino
Banri Ikezaki
Eishin Funahashi
Hideo Ohta
Hiroshi Takagi
Hiroto Hori
Kaoru Morimoto
Kenji Nakamura
Kentaro Murase
Koichiro Hirayama
Mayumi Watanabe
Michio Ikeda
Mitsuaki Kukita
Shinri Kobayashi
Soichiro Seriguchi
Shogo Arai
Shotaro Nara
Stuart Porter
Takashi Sato
Takeshi Nagashima
Takehisa Hidai
Takashi Yabutani
Takeshi Yamaguchi
Zhiling Lee

フィリピン
Malou Lim

シンガポール
Chee Keong Yeow
David Lee
Magdelene Chua

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

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 2024 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 151 か国に及ぶグローバル・ネットワークに 364,000 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築き、重要な課題の解決を支援しています。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。

© 2023 PwC. 権利はすべて PwC に帰属します。

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

詳しくは www.pwc.com/structure をご覧ください。

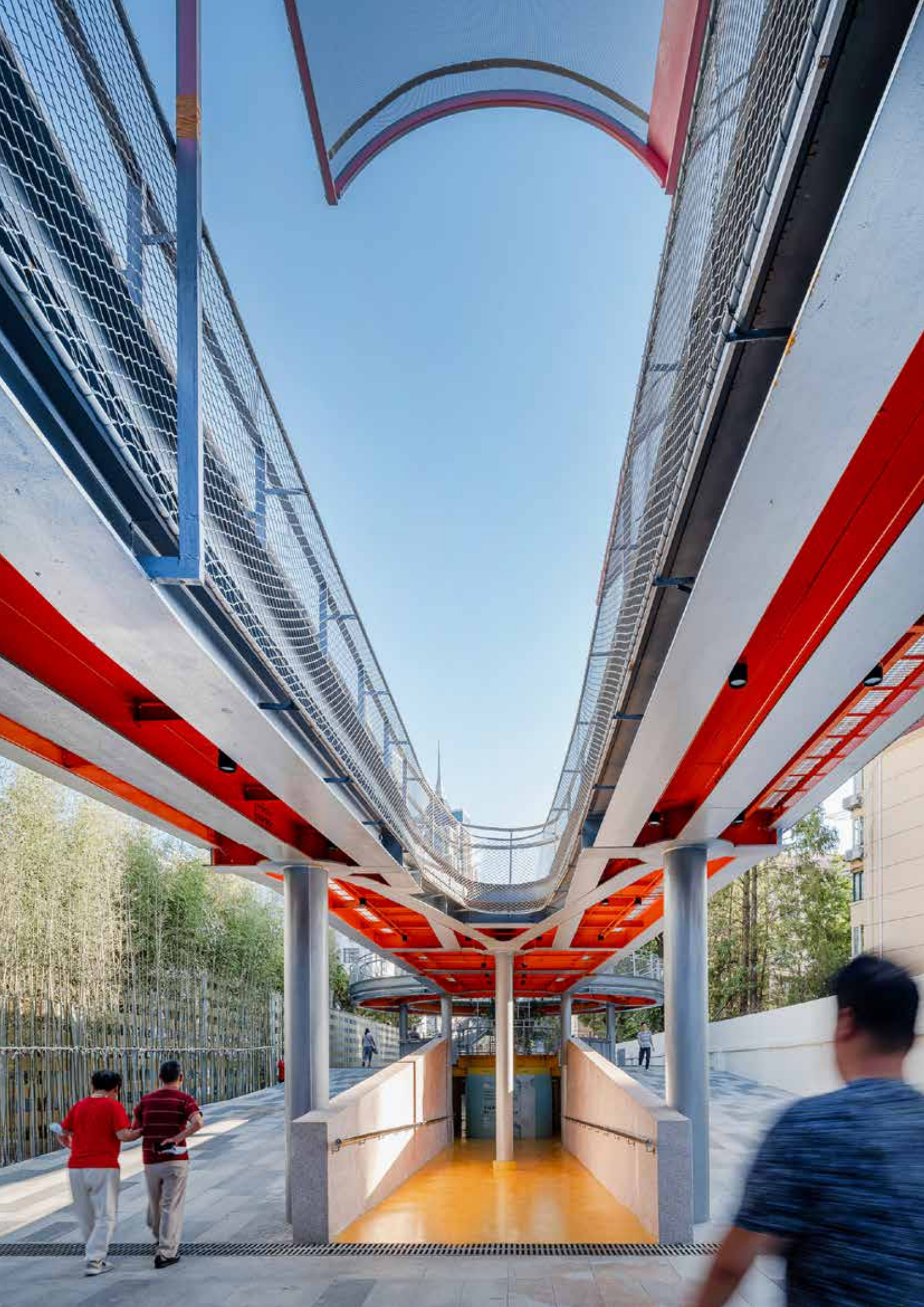
© ULI, PwC (2023 年 11 月)

印刷：日本

本書の内容の全部または一部を、発行者の書面による許可を得ることなく、いかなる形式においても、またいかなる電子的・機械的手段（写真複写・記録、情報記憶・検索システムの使用を含む）によっても、複製することを禁じます。

推薦図書認定

PwC and the Urban Land Institute: Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2024. Washington, D.C.: PwC and the Urban Land Institute, 2023. Find out more and tell us what matters to you by visiting us at www.pwc.com. 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/



エグゼクティブサマリー

2022 年半ば以降、米連邦準備制度理事会（FRB）が一連の利上げを矢継ぎ早に実施したことで、2008 年の世界金融危機以来続いてきた低利環境での投資という時代に終止符が打たれた。ある意味、利率の上昇は単に平均への回帰であり、資金コストが過去の標準に戻るということだ。だが同時に、安価なデットが豊富に供給されることに市場が慣れきっていた中、利上げにより、投資家は取引の引受け方法を大きく変更しなければならない。不動産市場への影響はさまざまな形で実感されている。

利率の上昇が資産の再評価につながる。

借入コストが上昇した場合、論理的に考えると投資家が求める利回りも上昇するはずである。資産から得られる収益が投資コストを上回る必要があるからだ。言い換えれば、アジア太平洋市場全体で当たり前になっている超低水準のキャップレートが、資産価値の下方修正に対応して上昇に転じることになる。だがこれまでのところ、資産の所有者はこの新たな常態を受け入れるのに時間がかかっている。それは主として、彼らが地域の銀行から、融資のコベナンツの充足や資産価格の見直しを求める圧力をほとんど受けていないためである。

多くの投資家が傍観者となっている。

資産の再評価が行われない中、リターンの増加をもたらす案件が大きく減少したことで、投資家は傍観して市場のリセットを待つようになった。この後退を先導してきた大手外国人投資家は、かなりの程度まで市場から姿を消している。この傾向の大きな例外となっているのが日本で、利率が 80 ベーシスポイント前後と底にとどまっており、デットコストに対して求められるスプレッドが維持されている。現在、日本はアジア太平洋地域で唯一、多くの外国ファンドのマネジャーが資金を投入したいと考える市場なのだ。

伝統的な資産クラスが人気を失った。

外国人投資家がアジア太平洋市場から撤退した理由の一つは、従来彼らが追求してきた大規模なコアのオフィスビルおよび商業施設の取引が好まれなくなったことである。特にオフィスビルへの投資は、買い手が望む引受価格に見合うようキャップレートが上昇することを所有者が嫌がっており、結果としてビッド・アスク・スプレッドが膠着状態に陥っていることが影響している。一方、欧米の一部のオフィスビル部門では使用率がコロナ禍以前の水準の 50% 程度にとどまり価値が暴落し長期的に需要が低下するのではないかとの懸念が高まっており、それと関連してアジア太平洋市場のオフィス部門も影響を受けている。

投資家は代替資産に軸足を移している。

ファンドが引受基準の見直しに見合った利回りを得られる資産を探し求める中、代替資産クラスが注目されるようになった。代替資産クラスには従来の資産クラスにはない多くの特徴が見られる。すなわち、長期的な成長ポテンシャルの高さ、マクロ経済の変動とは無関係の技術的・人口動態的・社会的トレンドが生み出す需要の追い風に乗る可能性、加重平均賃貸期間（WALEs）の短縮などインフレから守る構造、さらには運用面において純粋な不動産投資から得られるリターンを超える利益を生み出す傾向、などだ。代替資産の中で最も人気が高いのは「ベッドスペース」部門（マルチファミリー住宅、学生寮、高齢者向け住宅、ホテルなど）である。また、投資家は物流施設、データセンター、ライフサイエンス施設にも傾いている。

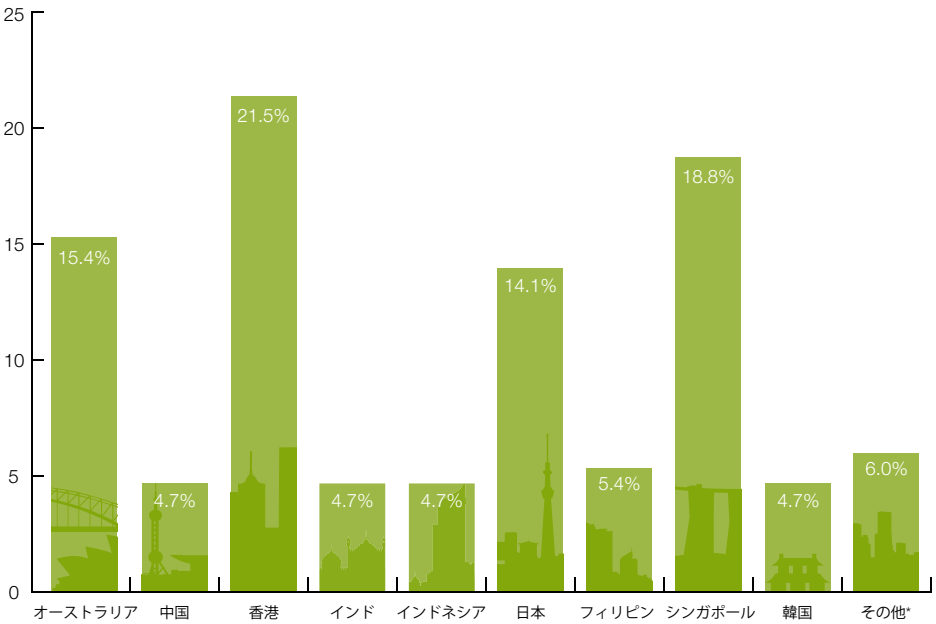
移行リスクが前面に浮上している。

投資家やテナント、そして規制当局が環境基準に適合しないビルを避ける傾向が強まる中、そうしたビルの価値が市場でディスカウントされる恐れがあり、市場原理がそれに拍車を欠けているため、エネルギー強度の問題が急速に関心を集めている。とはいえ、移行リスクに対する認識は市場によって（現在はオーストラリア、シンガポール、日本が先行）、また資産所有者のタイプによって大きく異なっている。驚くには当たらないが、洗練された外国人投資家がより多くの情報に基づく視点に立っているのに対し、アジア太平洋地域の（特に主要都市以外の）アセットマネジャーの多くは、エネルギー強度や他の環境関連問題について比較的不案内なままだ。

リファイナンスの問題が迫っている。

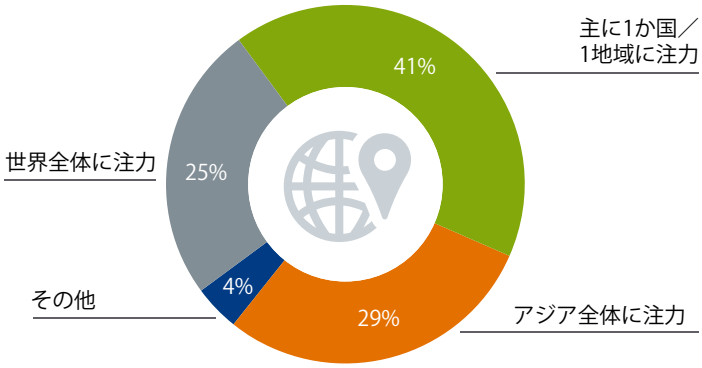
利率が上昇している現在、その影響は新たな取引に資金を調達しようとしている投資家にとどまらず、近年の低利の時代に資産を購入した所有者にも及んでいる。購入用に受けた融資のリファイナンス時期が近づく中で、所有者は当該資産の価値が低下していないことをレンダーに納得させねばならないからだ。欧米では、銀行はそうした引受の前提が今でも妥当であるとは認めたがらず、そのため、リファイナンスに応じる場合もかなり低く見積もった資産価値をベースにし

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2024 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2024 アンケート

ており、その結果、所有者は新たな LTV 比率要件に見合うよう資本増強するか、あるいは不動産を売却するかを余儀なくされている。これが、欧米市場で資産価格が急落した理由の一つだ。対してアジア太平洋地域では、銀行は取引の融資において関係性を重視する姿勢を長らく続けており、これまで資産価格の問題に対して欧米よりも寛容であった。だが現在の環境下では、そうした従来の姿勢が続くという保証はなく、「リファイナンスの壁」が立ちはだかる可能性が生じており、資本増強を行うことができない、あるいはその意思がない所有者による売却の波が引き起こされるかもしれない。

資金調達のギャップを埋めるためプライベートクレジットが参入している。

銀行融資の入手が厳しくなった結果の一つとして、多数のノンバンク・レンダーが不動産向けのデットの供給を行うようになった。そうしたレンダーとして、資金の潤沢な機関投資家のほか、専門的・特化型のプライベートエクイティファンドが増えている。これは、従来の銀行主導の不動産融資から、成熟したプライベートクレジット市場を持つ欧米の線に沿ったノンバンクによるデット供与の構造への、根本的なシフトの始まりを示すものだ。今のところ、ノンバンク・デットへの需要は特定の地域、資産クラス、状況に集中する傾向がある。開発投資向けのファイナンスは興味深い分野の一つだが、現在のスポットライトは、特に銀行が既存ローンのリファイナンスを拒否することによって生じた資金調達ギャップを埋めることに当てられており、所有者は不動産を売却するか、プライベートクレジットレンダーから高いコストで資金を調達するかを余儀なくされている。CBRE の試算によると、このギャップを埋めるために、短期的に 58 億米ドルものリファイナンス資金が必要と予想される。

アジア域内での資金フローは続いているが、域外からのフローは縮小している。

投資全体が大幅に減少する中、外国ファンドによる取引が急減している（2023 年第 3 四半期は前年同期比 64% 減）のに比べ、アジア太平洋域内のクロスボーダーフローはよく持ちこたえている（第 3 四半期は前年同期から横這い）。アジア域内、特にシンガポールからの資金流入が相対的に好調な理由の一つはこの地域の経済の回復力であり、もう一つは、より高いリターンを求めて日本からの資金流出が増加したことである。一方、外国ファンドはリターンの基準値が高いこと、従来のオフィスビルや商業施設への投資意欲がないこと、そして「分母効果」により債券の保有残高比率の低下を考慮してポートフォリオのリバランスを行う必要があることなど、いくつかの要因が重なりハンディキャップを負っている。

今回の Emerging Trends の調査における投資見通しランキングに目を向けると、日本は引き続き資金コストが低水準にとどまっていることからクロスボーダーの投資家の間で圧倒的な人気を得ており、東京と大阪がそれぞれ 1 位と 3 位にランクされた。特に、マルチファミリー住宅のプロジェクトに注目が集まっている。シドニーとメルボルンも上位につけたが、これはビッド・アスク・スプレッドがまったく縮まらないため取引が最近見られないにもかかわらず、これまで同様に外国人投資家がオーストラリアのコア資産を好んでいることを反映したものだ。対極的に、中国の不動産は現在、大半の外国ファンドの対象外となっている。潜在的な取引対象が豊富に存在するにもかかわらず、投資家は地政学的緊張の継続と国内経済の構造的問題の両方に対して警戒を解いていない。

一方、個々の資産クラスに目をやると、依然として大きな変化の渦中にある。

オフィスビル：前述したように、テナント需要の構造的な減少が考えられることから、オフィスビル部門はスターの座から陥落した。アジア太平洋地域のオフィスビルの稼働率は（オーストラリアを除き）欧米の都市で見られる水準にまでは落ちていないものの、各ファンドマネジャーは、いずれにせよ過大評価されていると見られる資産を買うよりも、座して嵐が過ぎ去るのを待つ姿勢だ。

物流施設：理論上、構造的な供給不足にある先進的物流インフラは投資の仮説をあいかわらず強気なものとしているように見え、ほとんどの場所（特にオーストラリア）で賃料が伸びていることも需要の継続を裏付けている。同時に、一

部の投資家はキャップレートが引き続き（おそらく過度に）低く抑えられていること、多くの場合実効賃料が額面賃料を大きく下回っていること、そして賃料の上昇見通しも空室水準が示唆するほどには信憑性に欠けることから、サイクルがピークに近づきつつあると見ている。一方データセンターは、新たな AI アプリが新規データ容量に対する膨大な需要を生み出しており、その大波を背景に目覚ましい成長を遂げている。

商業施設：長らく苦境に喘いでいた商業施設部門は回復基調にあるようだ。実際に購入する者はまだほとんどいないとしても、少なくとも、かなりの数の投資家が商業施設の購入意欲を示している。現在、キャップレートはあまりにも低すぎるものの、予想される賃料の上昇が実現すれば投資額が急回復する可能性がある。

住宅：マルチファミリー住宅はアジア太平洋地域で最も好まれている資産クラスと言えるだろう。これはいくつかの複合的な要因による。一方では、住宅価格が高額であるのに景気後退の可能性があるため、消費者は持ち家よりも賃貸を選んでいる。他方、賃貸期間が短期であるためインフレ圧力に容易に対抗できる賃貸住宅は、信頼できる収入源というメリットがある。ただ、マルチファミリー住宅の低リターンが長期的に持続するかどうかについては疑問が残る。加えて、同じ理由から、投資家は「ベッドスペース」部門の他の資産タイプに惹かれており、中でも学生寮や高齢者向け住宅に高い関心を示していることが分かった。

ホテル：コロナ禍による不振の数年間を経てアジア太平洋地域の旅行・観光市場が回復するにつれ、投資家はホテルの取引に積極的に取り組んでおり、特に日本のホテルに着目している。2023 年第 3 四半期における取引件数のほぼ半数が日本の案件であった。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えおり、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。客室の宿泊定員が不足していること、そして 2024 年以降に中国本土の観光客がアジア太平洋地域の観光市場、特に以前に人気の高い観光地であった日本と韓国へ徐々に戻ってくることから、旺盛な客室需要が続くと予想される。

序文

Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋版は不動産投資の動向と将来予測をまとめた刊行物として今回で第 18 版を数え、不動産業界において最も評価が高く、また広く読まれている予測レポートの一つとなっている。PwC とアーバンランド・インスティテュート（ULI）による共同報告書である Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2024 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 2024 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 54 名と個別インタビューを行い、また 149 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	22%
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）	25%
ファンドマネジャー／投資マネジャー	31%
住宅建築業者／住宅開発業者	2%
機関投資家	2%
銀行／証券化貸手	2%
その他法人・団体	15%

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るものである。

Chapter 1：もっと良いものが現れれば

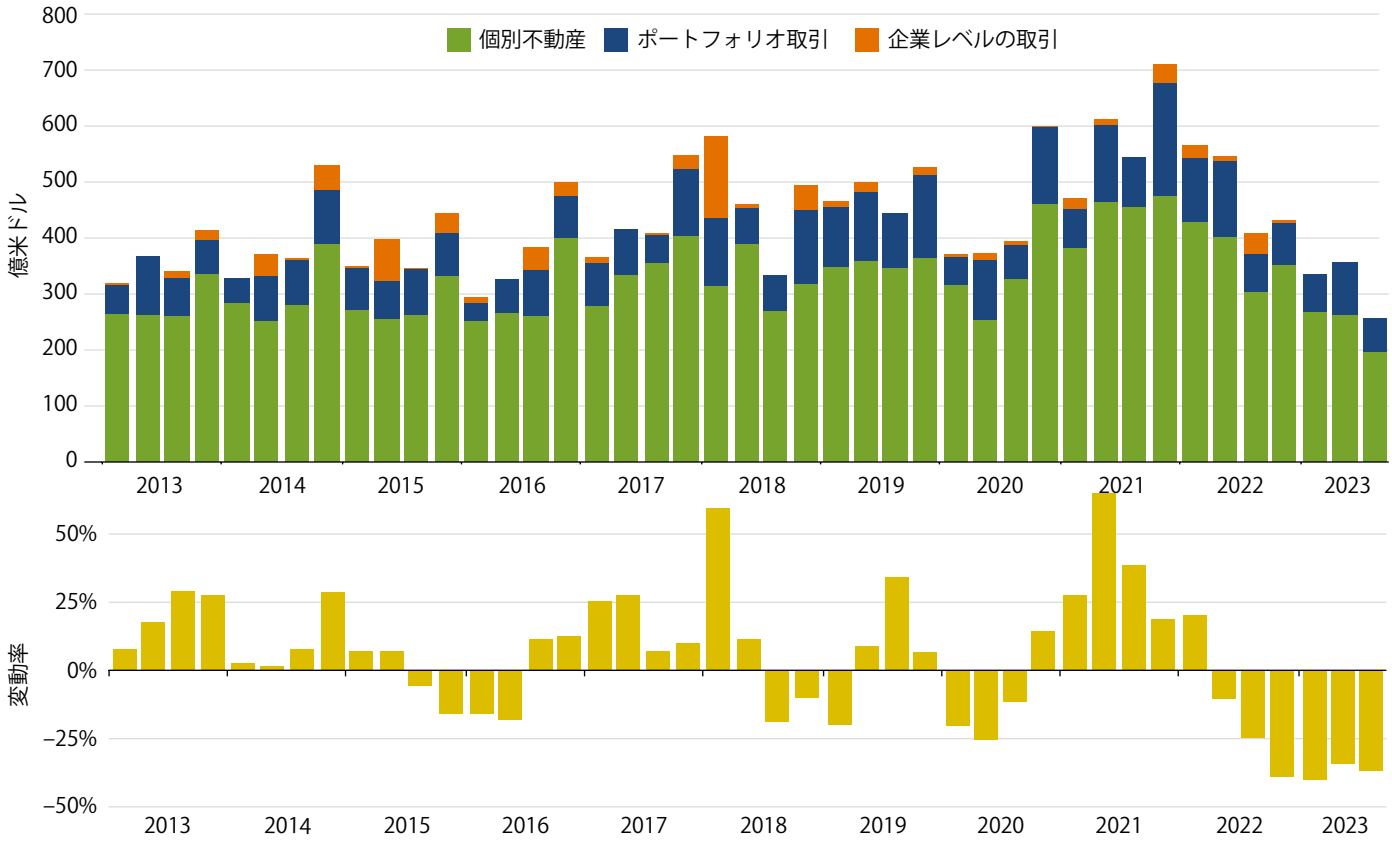
「目下のところ、市場では物件価格がほとんど動いていない。
それは売り手と買い手がデットコストに基づいて価格の適切な着地点を探っているからだ。現時点では、アジア太平洋市場への投資は日本以外では利益もメリットもない。」

世界金融危機による超低金利時代の幕開けから13年、アジア太平洋地域の不動産市場では誰もがある特定の方向に引き寄せられている。それは、安価なレバレッジを活用してコア資産を取得し、キャップレートの低下という追い風を受けて、潤沢な資金を武器とする数多の機関投資家のいずれかに売却してエグジットし、総じて高いリターンを得るという王道の戦略だ。この比較的単純な取引が、何年にもわたって好リターンを生み出してきたのは事実だ。しかし簡単にお金が稼げなくなった後も、市場はキャップレートの低下の波に押されて惰性で動き続け、投資家は際限のない「利回りの追求」に囚われた。それは物件価格と賃料が大幅に上昇し、投資家にもテナントにも手が出ない水準になるまで続いたのだ。

今では、このサイクルはすでに断ち切られている。欧米の金利がかつてないスピードで上昇しており、レバレッジとキャップレートの低下による利益獲得という公式はもはや成り立たない。新たな価値尺度を軸に市場がリセットされる中、投資家は利益を上げるために別の方法を見つけざるを得なくなった。

こうした変化により、いくつかの結果がもたらされている。第一に、アジア太平洋地域の買い手はこぞって、そうしたリセットの引き金となる出来事が起こるのを見守っている。米国の利上げ継続によるシステミック・ストレスがその原因となる可能性が高い。第二に、この地域では売り手が長きにわたって銀行との根強い関係を構築しており、売値を下げるよう銀行から圧力を受けることがほとんどないため、大半の市場でビッド・アスク・スプレッド（最良買気配値と最良売気配値の差）が生じている。そのスプレッドが最も大きいのはオーストラリアと香港、最も小さいのはシンガポールと韓国である。

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（2023年第3四半期）



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。

第三に、取引が凍結しており、中でも従来世界中の買い手が群がっていた高額の物件で停滞が目立つ。ある投資家は「日本を除き、北東アジアさらにはオーストラリアでさえ、取引が枯渇しつつある。海外の大手投資家がおらず、投入されているのは国内投資家の資金だけだ」と述べた。

また、本書の執筆時点において、この状況が解消に向かう兆しは見えない。ファンダメンタルズの悪化を示す指標がいくつもあるにもかかわらず、アジア太平洋市場は米国の株高が続き、インフレが高止まりし、目を引く経済指標が好調を示唆していることに依然として縛られているのだ。

その結果、市場は手詰まり状態となっている。あるファンドマネジャーは「変化のきっかけが見あたらず、もう一年もの間、泥沼にはまっているように感じる。誰もが自分の資産を最大限に守ることに集中しているからだ。だがいつの日か、主導権が資金の貸し手に移り、契約のコベナンツ条項を充足できずにデフォルトする者が現れ、ストレス資産やディストレス資産が生まれるのではないか。そうした資産が解き放たれるには、どこかにショックが加わる必要があるだろう」と述べた。

オフィス取引が急減

資産クラス全体にわたる取引の減少は2022年後半から始まり、下降の勢いは止まることがない。MSCIの調査によると、2023年第3四半期におけるアジア太平洋地域の取引高は前年同期比37%減の257億米ドルにまで落ち込んだ（図表1-1参照）。急激な減少はどの主要都市でも見られたが、比率で見た場合に落ち込みが最も激しかったのはオーストラリア（前年同期比65%減）であり、コア資産の取引において売値が高騰し、買い手と売り手の期待ギャップが広がったことが原因だ。

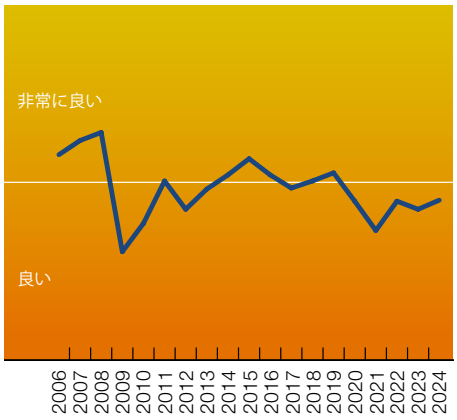
だが意外なことに、アジア太平洋地域で取引が減退しているのに、利益に対する投資家の心理はほとんど影響を受けていない模様で（図表1-2参照）、2021年のみならず、2009年の世界金融危機のときよりもはるかに高い水準に留まっている。これはおそらく、不動産業界と経済ファンダメンタルズのいずれも比較的堅調に推移していることを反映していると考えられる。空室率と賃料は軟調かもしれないが、投資家のレバレッジは概して低く、国内総生産（GDP）の成長率はまずまずであり、銀行もまだ投資家の味方であるようだ。そのため、いずれ物件価格が現実的な水準に落ち着けば、魅力的な利益を得られる新たな機会が出てくると期待しているのだ。ある投資家が「世界金融危機以来、この瞬間をずっと待っていた」と述べたように、現在起きていることは業界のパラダイムシフトであると同時に平均への回帰でもあるという根本的な事実を示すものだ。

アジア太平洋地域における取引動向で最も興味深い点は、個々の資産クラスの異なるパフォーマンスに関するものである。マルチファミリー住宅（複数世帯住宅）や産業施設の取得は比較的堅調に推移したが、商業施設、そして特にオフィスビルなど、以前はコア投資家の定番の投資対象であった資産は急激に落ち込んだ（図表1-3参照）。シンガポールのあるファンドマネジャーの言葉を借りれば、「投資家の関心がオフィスビルから離れたのは衝撃的だ。長期賃貸契約が可能なコア資産で運営も容易な大型物件であるオフィスビルは、かつては機関投資家が好んで投資する資産だった。しかし今ではかつてのような収益を保証された良質の資産ではなくなり、投資マネジャーの目線は変わっている」。

つまり、オーストラリアに拠点を置くあるファンドマネジャーがコメントしたように、「投資家はオフィスビルなどこれまで定番だった資産を避けている」ということだ。「オフィスビルへの投資を、個々の物件の特性に応じてケースバイケースで検討するものの、オフィス部門としては勤務形態の複合化や需給のアンバランスといった構造的な逆風に晒されており、韓国を除くほとんどの地域で、厳しい賃貸状況となっている」。

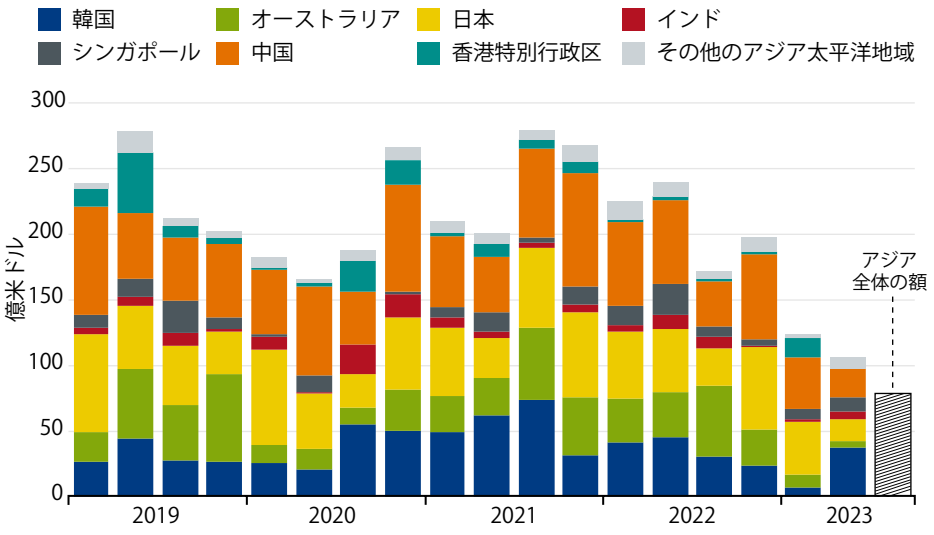
コロナ禍以前の2019年上半期には、アジア太平洋地域のオフィスビルの取引高は約406億米ドルと事業用不動産取引の56%を占めていたのに対し、2023年上半期には230億米ドル（同37%）にまで縮小した。クロスボーダー取引の落ち込みはさらに激しく、投資活動が止まっているケースが多い。

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

図表1-3　アジア太平洋地域の四半期別オフィスビル取引高（2023年第3四半期）

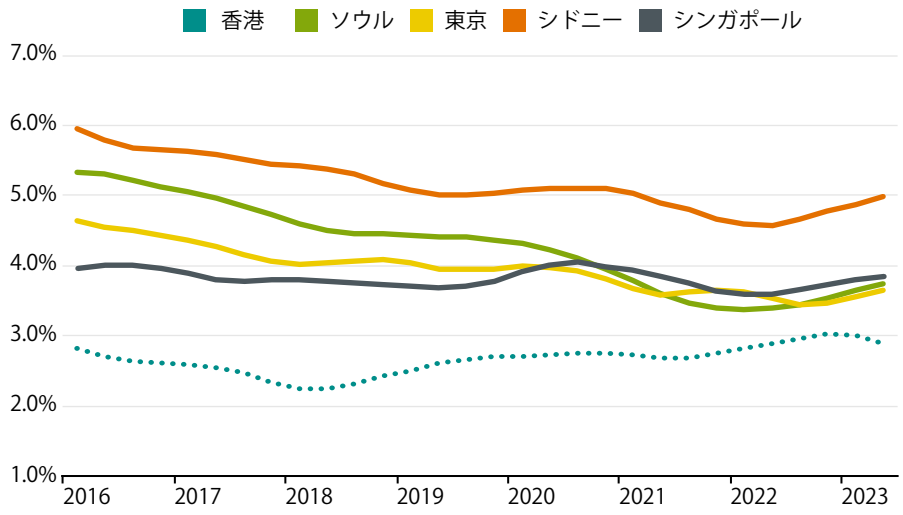


出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

取引高の急落は、金利の上昇が利回りに与える影響への懸念も一因となっている。とはいえ、低金利が続く日本でも大幅な下落が見られたことや、他の資産クラスはそれほど深刻な落ち込みに見舞われていないことを考えると、オフィス部門の弱体化は長期的需要に対する構造的な懸念に起因することもほぼ間違いない。あるファンドマネジャーは「これはオフィス部門にとっての金融危機というだけでなく、その使用意義が問われており、オフィスの存在に関わる危機だ」と指摘した。

これは驚くべきことでもない。投資家は欧米における最近のオフィス部門の状況を念頭に置き、オフィスビルからの離反を言葉でなく行動で示しているのだ。欧米では雇用主がオフィス回帰を声高に指示しているにもかかわらず在宅勤務が続いており、多くの都市でオフィスの稼働率が低下し、所有者にとって経済的に維持できない水準にまで落ち込んでいる。

図表1-4　アジア太平洋地域CBDのオフィスビルのキャップレート（2023年第3四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

オーストラリアの職場環境調査会社であるXYセンスが2023年8月に公表した報告書によると、世界のオフィス利用率はコロナ禍以前の約50%に留まっている。また、経営コンサルタント会社のマッキンゼーが2023年7月に行った分析では、ニューヨーク、サンフランシスコ、ロンドン、パリ、東京などの9つの「スーパースター」都市において、オフィススペースの需要が2030年には2019年比で20%（最悪のシナリオでは38%）減少すると予測している。

とはいえ、アジア太平洋地域にとって有利なのは、在宅勤務を義務付けられた期間が欧米に比べ総じて遥かに短かったという点だ。そのため、空室率や稼働率への影響は比較的小さく、CBREが2023年半ばに行った推計では、アジア太平洋地域のオフィスの稼働率はコロナ禍以前の水準を10〜15%下回るに過ぎない。

資産の再評価の遅れ

にもかかわらず、欧米の事業用不動産価格が前年同期比で大幅に下落したことは無視できない事実である（カリフォルニアの調査会社であるグリーン・ストリート・アドバイザーズ・インベスターズによると、2023年第2四半期には欧州で21%、米国で19%の減少を示した）。しかも、やはりオフィス部門が下落の中心で、欧州で29%減、米国で31%減となっている。ロンドン、ニューヨーク、サンフランシスコといった主要市場では、オフィスビル価格の下落は一層激しい。

だがこれまでのところ、アジア太平洋地域の不動産はこうした変化に頑強に抵抗しており、本書の執筆時点においてキャップレートはわずかに上昇したに過ぎず、ある仲介業者の情報によると、価格の下落はほとんどの市場で平均10〜15%（シドニーでは20%減）に収まっている。そのため投資家はますます身をひそめて事態を見守り、金利の上昇によって不可避となる価格の再設定の行方を探っているのである。

金利の上昇によって資産の再評価を余儀なくされるが、それは通常、投資利回りが資産購入時のデットコストを下回れば無意味だという事実を反映している面もある。したがって論理的には、現在上昇している資金コストに対するスプレッドを再び設定するため、キャップレートは上昇するはずだ。だがインタビュー回答者は、アジア太平洋地域の資産が再評価されることに同意しつつも、評価損は、再評価プロセスがかなり進んでいる欧米諸国ほど手に負えないものとはならないと見ている。

これにはいくつかの理由がある。まず、アジア太平洋地域の事業用不動産の取引は、他の地域とは構造が異なっている。例えば米国では、ムーディーズによると事業用不動産の債務の約40%を銀行融資が占め、残りは政府機関、保険会社、ノンバンク、商業用不動産ローン担保証券（CMBS）等の証券化商品によっている。加えて、こうした債務は異なる当事者間で相互依存的な形で分散されている。例えば、銀行が融資を行う場合、CMBSのようなデット証券として展開されることを想定していることが多い。同時に、銀行と保険会社はシニアCMBSの最大の買い手でもあるため、銀行のバランスシートの流動性もCMBS市場の流動性に影響を与える。

こうした相互関係により、レンダーがデフォルトを強制執行する裁量は制限されており、その結果ディストレス（不良化資産）が速やかに市場に出され、その過程で新たな価格設定のベンチマークが生まれ、それが今後の取引の基準となっていくのである。

しかしアジア太平洋地域の市場では、事業用不動産向け融資の少なくとも80%が地場銀行によるものであり、これらの銀行は従来からデフォルトの強制執行（または強制）には消極的な姿勢を取っている。加えて、不動産投資においては欧米に比べて総じてレバレッジの利用が控え目であり、十分な担保があれば銀行は安心していられるため、連鎖反応的なデフォルトを引き起こす事象（ある投資家はそれを「内在する構造的な引き金」と表現）が排除されている。

価格の再設定のペースが遅いもう一つの理由は、鑑定士がアジア太平洋地域の資産価値を評価する際、世界の他の地域で使われている市場センチメントや長期住宅ローンの金利といった指標ではなく、最近の取引事例に基づいていることだ。しかし動きの速い市場では、このアプローチは「キャッチ22」（どうもがいても解決策が見つからないジレンマ）の状況を生み出す。つまり、最近のベンチマークが存在しないため取引が行われず、したがってベンチマークを設定できないという状況である。シンガポールを拠点とするデットの専門家の言葉によれば「物件の評価はすでに下げられているべきだが、システム的にそうなっていないというのが現実だ。このシステムでは、鑑定士が借り手の影響を受け、その結果（彼らが協力して）キャップレートを意味をなさないほど低く保っている。そのため、香港では借入金利が6.5%であるのに対し、資産のキャップレートは3.5%という状況がまだ続いているというわけだ」。

だが市場が機能するためには、再評価はどこかの時点で行われなければならない。そして2023年後半に入り、融資担保の劣化に対処するため銀行が再評価を推し進める意思を固めている兆候が見え始めた。

あるインタビュー回答者は「今後起こるのは、レンダーが『我々は降りるから、後はそちらでやってくれ』というような取引が増え、その一部はディストレスとして売却される、という事態だ」と述べた。

さらに、アジア太平洋地域ではキャップレートが超低水準にある市場が多く、そうした低さがこのプロセスを加速する可能性がある。というのは、キャップレートが例えば3%から100ベーシスポイント変動すれば、NOI（純収益）に与える影響は、5%から100ベーシスポイント変動した場合よりも遥かに大きいからだ。

考えられるデフォルトのシナリオとして、主に次の2つが挙げられる。

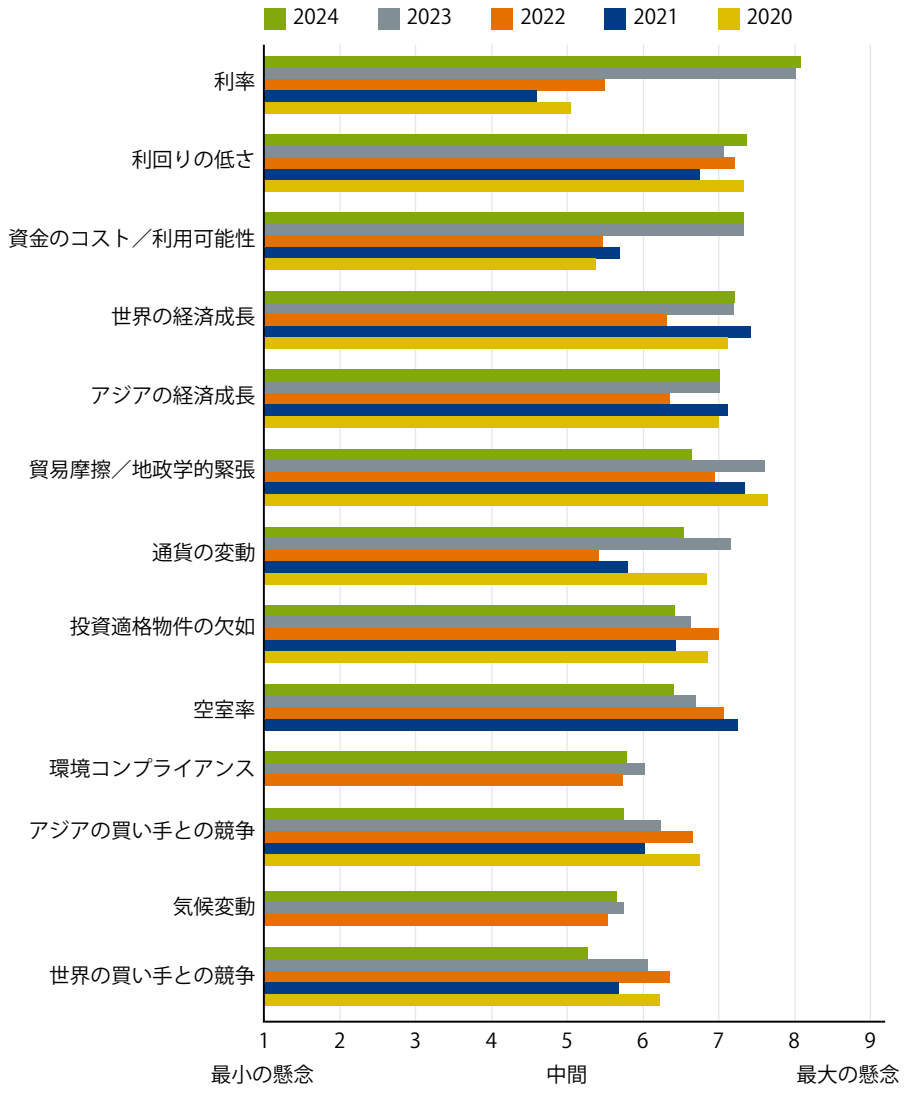
1. 返済期限を迎えた融資について、銀行がリファイナンスを拒否したり、リファイナンスに応じるにしてもLTV（有利子負債比率）の引き下げを要求した場合、買い手は自己資本を増やす必要に迫られる。上述のデット専門家は「今はそうした事態の初期段階にあり、買い手はコスト高となるプライベート・キャピタルでリファイナンスを行うか、資産を売却することになるだろう」と述べた。

2. 資産価値がレバレッジの条件に抵触するところまで下落した場合、借り手は自己資本を増やすか資産を売却しなければならない。一部の顕著な例外を除き、一般的にLTVが低いため、アジア太平洋市場ではこうした事態は起こりにくい。LTVが最も高いのは日本であるが、利率が低水準に留まっていることから、LTV問題が生じる可能性は極めて低い。しかし、借り手がインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）を満たせない場合には、資産の売却を余儀なくされるかもしれない。

LTVやICRに関する銀行の審査基準は資産クラスによって大きく変わると思われる。例えばマルチファミリー住宅や産業施設については、近年の物件価格の上昇を考えると、オーバーレバレッジと評価される可能性は低い。一方、商業施設はすでに価格の再設定が終わっており、またホテルも取引利回りが高く現在のキャッシュフローも順調であるため、比較的安全と見られている。対照的に、中心業務地区（CBD）のオフィスビルは、キャップレートの低下が続きテナント需要も不確かなため、リスクが高まっている。

同様の二極化は地理的にも見られる。例えば香港では、多くの事業用不動産（特にオフィスビル）について、現在の価格は銀行からの借入金の50%

図表1-5　不動産投資家にとって最も懸念される問題



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

を下回っており、リスクが高いと考えられる。こうしたケースの少なくとも1件について、中央銀行が介入して売却を促したという噂がある。一方、ソウル、シドニー、メルボルンなどの市場では、近年の資産価格の著しい上昇により、こうした銀行の審査をある程度免れていると考えられる。

とはいえ、アジア太平洋地域の銀行がデフォルトの状況に対してどれだけ積極的に取り組むかは重要な、そして予見できない問題であろう。この問題を巡る不透明感から、投資家は資本の増強に必要な資金をため込もうとするため、市場の停滞が助長されている。だが多くの業界アナリストは、銀行は実質的にデフォルトした多数のローンを強制的に回収することなく、ただ嵐をやり過ごして市況の改善を待つと考えている。

確かに、現時点では投資家の懸念は総じて高まってはいないようだ（図表1-5参照）。香港やオーストラリアを除いて、利率は欧米市場ほど高くなく、稼働率も2019年の水準には及ばないものの欧米ほど問題視される状況からは遠く離れている。シンガポールのファンドマネジャーの一人は次のように述べている。「底が抜けるような不安が市場にあるようには感じられない。今と世界金融危機との違いは、（現在の）銀行は資本に余裕があるということだ。そのため銀行は事業用不動産の現在の価格を受け入れがたいものと捉え、また融資条件に違反する借り手が増えていくかもしれない（今でなくとも6か月後か12か月後にはそうなるだろう）が、（2009年に起きたように）資産の売却を余儀なくされることはないだろう」。

オーストラリアと韓国が先行する

実際、インタビュー回答者によると、資産の再評価はまずオーストラリアと韓国で始まっているという。オーストラリアに照準が定められている理由の一つは、同国の利率が香港を除く他のアジア太平洋地域よりも高くなっており、また上昇速度が速いことだ。また、オーストラリアの不動産投資信託（A-REIT）は半年ごとに時価評価の見直しを求められており、再評価のプロセスの促進につながっていることも一因である。2023年の年初から9月までにA-REITは最大10%の評価切り下げを行っている。オフィス特化型A-REITの投資口価格がそれ以上に下落していることを考えると、まだ不十分であると考えられる。だが少なくとも、市場が動いていることを示している。

さらに、A-REITは事前コミットメントによる開発パイプラインへ資金を供給するために資本を解放する必要があることから、民間部門の他のファンドや不動産企業に比べて価格調整に寛容だと考えられている。つまり、シドニーを拠点とするあるファンドマネジャーによれば、A-REITによるさらなる物件の売却の可能性があるという。オーストラリアの非上場不動産ファンドも売却を余儀なくされるかもしれない。投資家が資金を引き揚げる動きを見せており、資産の売却圧力が高まっているためである。

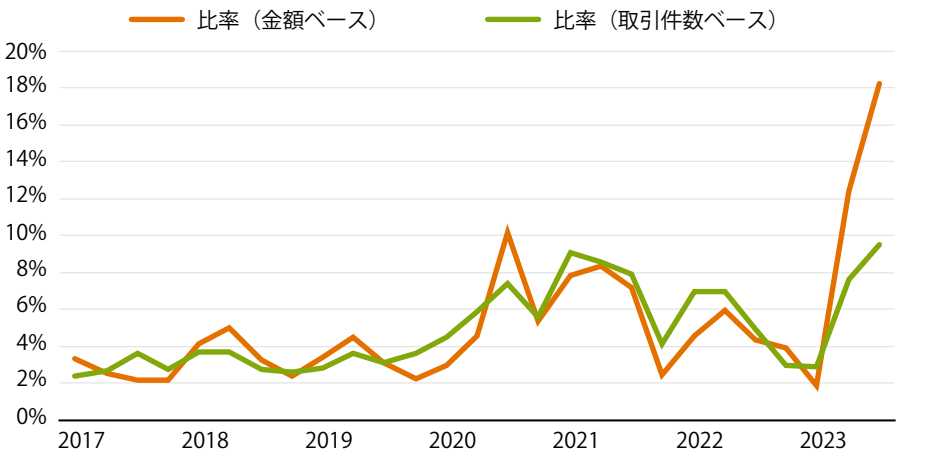
2023年半ばにあるA-REITがシドニー近郊のオフィスタワーを売却し、そのキャップレートは6.6%であったと報告されている。売却価格は2022年12月時点の簿価を17%下回った。コロナ禍以前の市場における売却キャップレートがおそらく5.5%であったことを考えると、これは今後起こることの予兆であるかもしれない。上述のシドニーのファンドマネジャーによれば、この売却は「特異な物件であり、高品質のプレミアムオフィスビルに当てはまるものではない」というが、確かなベンチマークとは言えないまでも、先例を作るものとなった。

また、売却対象がコア資産に限定されることもないだろう。同ファンドマネジャーは「市場には、準機関投資家向けファンドマネジャーが所有する、リーシングに苦労している質の低い、サブ資産（またはサブ資産クラス）が存在する。そうした資産の契約におけるコベナンツは、利率がほぼゼロだった数年前に設定されたものであり、極めて保守的なものであるため、今後はICRに係るコベナンツを巡って圧力を受ける可能性がある。ここにこそ、現在の所有者が抱える課題と取得機会があると考えている。特に、ローエンドの領域で小規模のあるいは非従来型の物件所有者が該当するだろう」と語る。2023年半ばに取引が行われたそうした資産の一つは熾烈な争奪戦となり、30件以上の個別入札が行われた。

韓国でも価格再設定の傾向が見られる。元を辿ると、供給過剰問題の結果、物流施設市場で生じたものだ。より最近では、2023年第2四半期にオフィスビル部門で売却を余儀なくされるケースが相次ぎ、キャップレートは約75ベーシスポイントの緩やかな上昇を見せた。MSCIによると、この時に取引された資産は38億米ドルの高額にのぼった。これは第2四半期における世界のオフィスビル取引高の実に12%（アジア太平洋地域の取引高の35%）に相当する。

ソウルのオフィスがディストレス化したことは2つの点で参考になる。第一に、この部門のファンダメンタルズが極めて強固であるにもかかわらずディストレスが生じたことだ。現在、ソウルではオフィススペースの不足が深刻で、空室率はわずか1%と非常に低いものとなっている。また、賃料の伸びも期待できる状況にある。第二に、買い手はキャップレートがまだデットコストを遥かに下回る水準であるにもかかわらず、オポチュニスティックに飛びついたことだ。

図表1-6　世界全体のオフィスビル取得における韓国の比率（2023年第2四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

ある投資家は「取得キャップレートは4%で借入コストは5.5%となっている、つまりネガティブ・レバレッジの状態にあるが、賃料の伸びは好調である。『3年後に時価評価すると、コストパフォーマンスは5%であるかもしれないが、賃料の上昇も考えると5.5%～6%を得られるかもしれない、またその頃にはポジティブ・レバレッジに変わっていることだろう』という発想である。しかも、それ以上になる可能性がある。2、3年後には利率が下がるかもしれないからだ」と述べた。

再評価の度合は？

以上のことから、アジア太平洋地域における資産の再評価は欧米諸国ほど急速に行われることはないものの、価格が最終的にどこに落ち着くかはまだ明らかではない。というのは、世界金融危機のときとは異なり、再評価の要因が経済的要素（今回の場合は利率）だけでなく、将来のスペース需要を巡る構造的な変化が関係しているからだ。このことは特にオフィスビルに当てはまり、また価格の再評価は市場や資産クラスによって大きく異なると考えられる。

例えば韓国の状況から考えるに、売り手が苦境に陥り資産の売却に迫られている中で、たとえすぐに利益を生み出さない物件であったとしても、買い手は時間の経過と共に価値が上がると考えて取得するかもしれない。それは、通常であれば市場に出てこないような物件であったり、供給過少のため賃料の大きな上昇が期待できる物件のような場合であろう。

同様に、需要に影響を与える要因として、企業収益の低下（香港など）、過剰建設（中国など）、在宅勤務の定着による需要破壊（欧米など）が考えられる。このようにさまざまな要因から需要が影響を受けることは、日本のオフィスビルが従来の価格からほとんどディスカウントされずに取引されている状況の説明となるものだ。低金利が続いているのに加えて、日本では依然として事前コミットメントの割合が高く、また在宅勤務の影響の余波が限定的と考えられる。

また、シンガポールでは事業拠点の設立を目指して多国籍企業の流入が続いており、2023年には実際の取引が少なかったとはいえ、オフィスビル部門においてビッド・アスク・スプレッドが縮まっている。

一方、コロナ禍後のオフィスビルの回復ペースが最も遅い市場はオーストラリアである。同国は文化的側面（在宅勤務の状況を含めて）が欧米に近いことも関係しているかもしれない。CBREによると、2023年第2四半期末時点のオーストラリアのCBDにおける平均空室率は12.8%と、25年ぶりの高水準に達している。

だが同時に、こうした空室はCBDのオフィスビル全体で均等に見られるわけではなく、主に小規模な築古物件に集中しているため、インタビュー回答者からは、資産の再評価についても同様に非直線的に現れ、高質物件は強い需要の恩恵を受けて価格再設定の圧力が少ないだろうとの見方が示された。シドニーを拠点とするファンドマネジャー2名は、CBDでリーシング状況の良好な物件の価格再設定について、オーストラリアの「長期債」（30年物国債）に対する従来のスプレッドである100～150ベーシスポイントをキャップレートの基準として採用し、二級クラス物件についてはさらに50～100ベーシスポイントを上乗せすべきと提案している。2023年10月半ばの長期債の取引利回りが4.85%であったことを考えると、キャップレートは5.85%～6.35%の範囲に上昇することになる。

150ベーシスポイント上昇というざっくりした見積りは他の市場のインタビュー回答者からも出されている。そうした上昇には今後12か月～18か月かかる可能性があり、その間は取引が低調に推移するかもしれない。

ただ、2022年4月以降オーストラリアのキャッシュレート（政策金利）が400ベーシスポイント上昇したこと（そしてアジア太平洋の他の地域でも同様の利上げが行われたこと）に比べれば、150ベーシスポイントの上昇は控えめなものに映る。

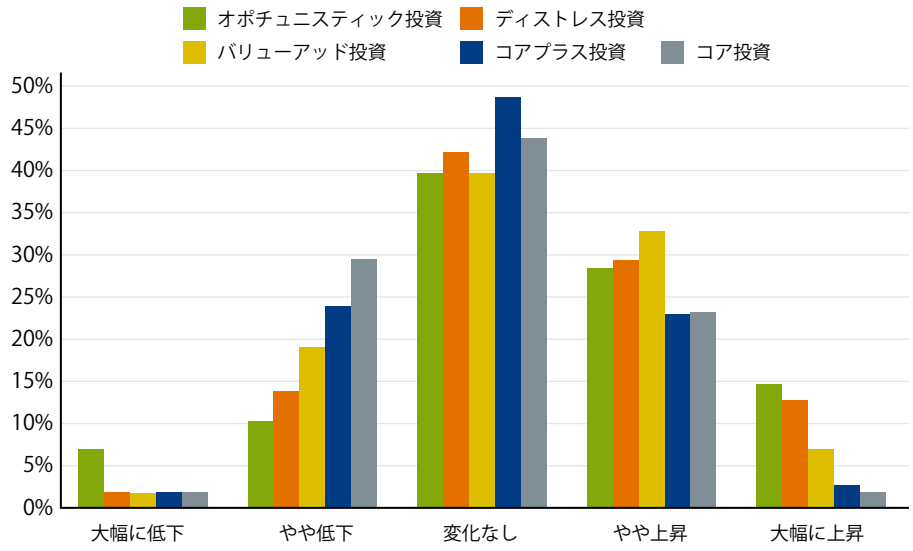
これにはいくつかの理由がある。その一つは、銀行は急いでデフォルトの波を引き起こすようなまねをしないということだ。そのような事態が起これば、銀行が抱える担保の価値が毀損し、（さらに悪いことに）債務不履行となった資産の管理を負わされることになるからだ。香港のあるコンサルタントによると「価格の再設定にはいくらか時間がかかるだろう。市場での取引実績が少なく、また取引が行われたとしても詳細が明らかにされず、アニュアルレポートや企業の発表文にわずかに記載されるだけであり、価格再設定のためのデータが少ないからだ。銀行は必要のない物件を嫌がっている。以前、我々はある物件の所有権を銀行に渡そうとしたところ、有利な条件であるにもかかわらず拒絶されてしまった。そうした物件が限界不動産であることは明らかで、銀行が拒んだ理由は分かるだろう。これは市場の構造を反映していると思う。香港市場は米国ほど進んでいないのだ」という。

図表1-7　アジア太平洋地域の銀行の一般的な融資条件

	借入金比率（LTV）	参照レート	%*	スプレッド（ベーシスポイント）	デットコスト（最低値）
オーストラリア	50%	3か月スワップレート（銀行間取引金利）	4.33	200-225	6.30%
インド	75-90%	1年MCLR（限界資金調達コストに基づく貸出金利）	8.55	150-400	10.00%
台湾	50-65%	1年定期預金金利	1.59	60-120	2.20%
シンガポール	50-60%	3か月SORA（シンガポール翌日物金利平均）	3.7	125-175	4.90%
日本	55-75%	3か月TIBOR（東京銀行間取引金利）	0.07	70-170	0.80%
香港特別行政区	50%	3か月HIBOR（香港銀行間取引金利）	5.21	150-250	6.70%
中国本土	40-50%	5年貸出基準金利	4.2	-40-260	3.80%
韓国	50-60%	3か月譲渡性預金（CD）金利	3.93	125-175	5.20%

出所：CBRE、トレーディング・エコノミクス、インドステイト銀行、台湾銀行、シンガポール金融管理局
* 2023年10月27日現在

図表1-8　目標リターンの推移（2023年との比較）



出所： Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋2024 アンケート

中国リスクは外国ファンドには高すぎる

一方、中国は依然として予測不可能だ。日本と並び、アジア太平洋地域で唯一、利率が上昇していない（むしろ低下している）市場であるため、イールドスプレッドはプラスを維持している。だがマクロ経済の弱さ、デベロッパーの混迷、オフィスビルおよび商業施設部門の慢性的な供給過剰が合わさって物件価格と賃料を押し下げているため、中国本土の資産クラスの大半について見通しは悲観的だ。ある投資家は「丁寧な言い方をすると、上海はテナントにとって有利な都市だ」と述べた。

特に、政治情勢が見通せないことを考えると、価格設定がいつどこで落ち着くかを予測することは不可能であり、ディストレス資産がふんだんにある環境にもかかわらず、大半の外国人投資家は二の足を踏んでいる。

同じことは、多くの外国投資ファンドによって不当にも中国本土と一括りにされてしまった香港にもかなりの程度当てはまる。香港はアジアのどの市場よりも利率が高く、キャップレートが最も低く、空室率が最も高い（少なくとも最も高い市場の一つ）という芳しくない特徴がある。同時に、利回りは信じられないほどの高い水準にあり、多くの資産の価格が大幅に下落しているため、一部のファンドマネジャーは取引機会を狙っている。ある投資家は「物件の重量（ポンド）あたりの価格を見れば、香港は安い。空室率が高く賃料収入が少ないことから利回りは低くなるが、取得価格が低く以前に比べれば相対的に安くなり、また取得後に価格が上がるかもしれない。そのため、適切な取引を見つけて、リスクプロファイルに納得できれば、資金の投入場所としては悪くない」と指摘した。

代替資産への転回

すでに述べたように、商業施設や（特に）オフィスビルといった定番の資産クラスは2023年には人気を失った。その理由の一つは、スペース需要が長期にわたって変化していく可能性があることだ。また、利率の上昇により投資家が新たな戦略を採用せざるを得なくなっていることも一因である。シンガポールを拠点にプライベート・クレジット（銀行以外による企業向け融資）戦略を展開するファンドマネジャーは「現在、借り手に尋ねる質問は『キャピタルゲインがトータルリターンに大きく貢献する時代は終わったのだから、どうやって資産運用で実績を上げるのか示してほしい』というものだ。利率が上昇している中で、いかにして資産運用で利益を上げるか、ということだね」と語った。

これに対処する明白な方法の一つは、借入金を減らした、あるいは借入金をまったく使わない投資ストラクチャーを構築することだ。このアプローチは大きなリターンを望めないものの、銀行融資のコストが高すぎて引受条件を満たせないか、融資自体を受けられないような案件を確実に実行する上でカギとなりうる。その結果、全額株式交換による取得が増えつつある。

本来、そうした取引は年金基金や保険会社など資金が潤沢な買い手か、富裕層向けのプライベート・キャピタルのシンジケートに適していると言えよう。ある機関投資家向け大手ファンドのファンドマネジャーによると「純粋な株式交換取引を手掛けることもある。例えば、ある資産がディストレスに陥った状況で、すぐに動きたいといった場合だ。そうしたケースでは、市場が好転するまで待ち、1年後か2年後にリファイナンスを行う」のだという。

この問題に対処するもう一つの方法は、より高い利益を生み出し、賃料上昇の見込みが高い資産クラスに投資することである。そのため、Emering Trendsのアンケート調査では、オポチュニスティック、ディストレス、およびバリューアッド投資における目標リターンが「やや上昇」「大幅に上昇」とする投資家が大きく増加した（図表1-8参照）のは偶然ではないだろう。過去には、産業施設／物流施設部門がこの高成長・高リターンの役割を果たし、主要な資産クラスとして台頭した。実際、2023年第3四半期におけるこの部門の取引高は約83億米ドルで、オフィスビルを抜きアジア太平洋地域で最大の資産クラスとなった（図表1-9参照）。だが現在では、需要は依然として旺盛で市場も全般的に供給不足ではあるものの、物流資産のキャップレートは大幅に低下しており、多くの投資家はさらなる限界への挑戦には慎重になっている。

そのため、より低いベースからスタートし、より長期的な成長が見込める代替資産クラスにスポットライトが当たりつつある。代替資産は少なくとも2019年以降、アジア太平洋地域で高まってきたテーマであり、この地域の投資家の参入が増えているため、もはやグローバルファンドの専売特許ではなくなっている。だが実際の投資活動は、すでに代替資産が全体として主流の資産クラスと言えるまでになっている欧米の水準に大きく遅れをとってい る。

代替投資という概念は人によって異なる意味を持つが、一般的にはいくつかの重要な特徴を備えている。最も重要なのは、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

オーストラリア：重要テーマ

オーストラリアの事業用不動産の取引高は 2023 年に急減した。MSCI によると第 2 四半期は前年同期比 68% 減で、四半期取引高としては 2011 年以降で 2 番目に低い金額となった。この減少の主な理由は、従来は機関投資家の主たる投資対象であった CBD の大規模オフィスビルについて、投資家が取得に消極的な姿勢を示していることである。

取引の少なさにはさまざまな理由がある。最も明白なのは、世界の他の市場と同様、オーストラリアのオフィス部門が在宅勤務の余波を受けていることだ。影響が特に大きいのはメルボルンで、シドニーよりも厳格なロックダウン体制を取ったことで痛手を負ったことや、そもそも国内中心のテナント層が多いことも要因となっている。加えて、2022 年半ばからデットコストが急上昇し、オーストラリアの公式キャッシュレート（政策金利）は 2023 年 11 月時点で 4.35% に達したものの、資産価格とキャップレートはこれに対応する上方修正が行われておらず、投資家はリターンの増大が期待できないため購入に消極的となり、あるいは購入できないでいる。

だが、取引の行き詰まりがいつまでも続くわけではなく、オーストラリアは他のアジア太平洋市場に先んじて停滞の解消に向かうかもしれない。それはオーストラリアの利率が香港を除く他の先進国市場の中で最も急速かつ急激に上昇したため、他の諸国に比べ資産価値の歪みが大きくなっていることも一因である。さらに、インタビュー回答者は国内 REIT や非上場不動産ファンドが開発パイプラインに資金を投じる目的で、あるいは投資の引き揚げを図る投資主に償還するために、まもなく物件を市場に放出するだろうと予想している。2023 年半ばに行われた数件の取引は価格の再設定が進行中であることを示しており、シドニーの市街地周辺に立地するある物件の売却キャップレートは 6.6% であったと報じられている。

また、買い手のタイプ構成の変化も注目すべき傾向である。以前はコア資産の取得において外国機関投資家が支配的な地位を占めていたが、2023 年上半期には存在感を示さず、国内 REIT や国内機関投資家も同様であった。機関投資家の活動は現在持ち直しつつあるとの話も聞かれるが、その空白はこれまで富裕層資金のシンジケートが埋めている。

あるファンドマネジャーによると「キャッシュ・オン・キャッシュリターンはマイナスとなっており、ほとんどのファンドはマンデート要件が変わらない限り投資できない。そのためプライベートキャピタルが参入し、あちこちで機関投資家に競り勝っている状況だ。彼らは借入を行う必要がないことから非常に積極的で、多くの取引が自己資金 100% で行われている。すべての部門にわたってこうしたことが起こっている」という。一般的に、そうした取引はロットサイズが小さく、またシンジケート市場で十分な資金を確保できない場合にベンダーファイナンス（売り手が買い手に購入価格の一部を貸し付けること）が行われるという特徴がある。

現在、オフィスビルや商業施設部門は不人気となり、開発投資も総じてリスク調整後リターンが低いと見られているため、投資家に残された選択肢は限られている。

最も人気が高いのは引き続き物流施設で、数年かけてオーストラリアで最も望まれている資産クラスに成長した。キャップレートの継続的な低下により 2022 年末時点でプライム資産の利回りは 4% を割り込み、2023 年半ばに 50 ベーシスポイントほど回復したものの、適切な土地の不足や建設コストの上昇などが原因となり慢性的な供給不足が続いていることから、この部門のファンダメンタルズは依然として良好である。

したがって理論上は、空室がほぼゼロであることと賃料が大幅に伸びていること（ジョーンズ ラング ラサールよると 2023 年半ば時点で前年同期比で平均 22.8% 増）が相まって、投資家は引き続き産業施設に魅力を感じていることになる。ただ実際には物件の価格と規模次第である。外国の機関投資家向けファンドのマネジャーの一人は「賃料の伸びはキャップレートの上昇に伴う価格の低下を上回っており、価値の上昇が続いている」と述べた。 一方 MSCI の数字によると、2023 年上半期の取引高は 47 億米ドルで、物流施設はオーストラリアで圧倒的に大きな資産クラスとなった。

同時に、サイクルがピークに近づいているという危険信号も現れている。利上げの結果、取引の引受が複雑となり、産業施設のビッド・アスク・スプレッドは国内のオフィスビルよりも遥かに大きく広がっている。シドニーに拠点を置くあるファンドマネジャーの言葉によると「中核的な主要市場の一部では空室は非常に限定的だろうが、賃料の伸びは少なくとも中期的には続くと考えてもよいのだろうか。現在、多くのポートフォリオが市場に出てきており、また産業施設の大

オーストラリアの不動産取引高（不動産タイプ別）（2023年第2四半期）

	2023年第2四半期の取引高		2023年上半期の取引高	
	億ドル	前年同期比	億ドル	前年同期比
オフィスビル	10	-83%	30	-73%
産業施設	24	-62%	47	-63%
商業施設	18	-57%	34	-68%
全事業用不動産	52	-68%	111	-68%
ホテル	4	-16%	15	16%
賃貸集合住宅	14	50%	14	39%
高齢者住宅・介護施設	1	-36%	2	-72%
収益不動産	70	-61%	142	-62%
開発用地	17	-50%	23	-61%
総計	87	**-59%**	166	**-62%**

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／ビルド・トゥ・レント部門はマルチファミリー賃貸住宅を差し、学生寮を含む。

手デベロッパーやファンドマネジャーが産業施設ファンドへの投資機会を提供しているという事実は、おそらく悪いことが起こる前兆であり、ひょっとすると実態以上に高く売ろうとしているのかもしれない」。

一方、市場が総じて開発プロジェクトを敬遠する中で、オーストラリアのマルチファミリー住宅の開発に対する関心は高まり続けている。これはある程度まで、資金がオフィスビルや商業施設から安全な収益資産に振り向けられた結果である。住宅部門をターゲットとする包括的な（そして多くはグローバルな）戦略として、これを採用する機関投資家向けファンドが増えている。

ビルド・トゥ・レント（建売賃貸住宅）の市場ファンダメンタルズは、急速に増加する移民が継続的に需要を生み出していることと、建設が追いつかず新規住宅の供給が不足していることが相まって、引き続き良好である。加えて、2023 年上半期に発表された建売賃貸住宅部門へのさまざまな税制優遇措置によって投資家の意欲がさらにかき立てられ、新規取引の増加につながっている。2023 年上半期にはメルボルンを中心に約 2,500 戸が新規着工となった。

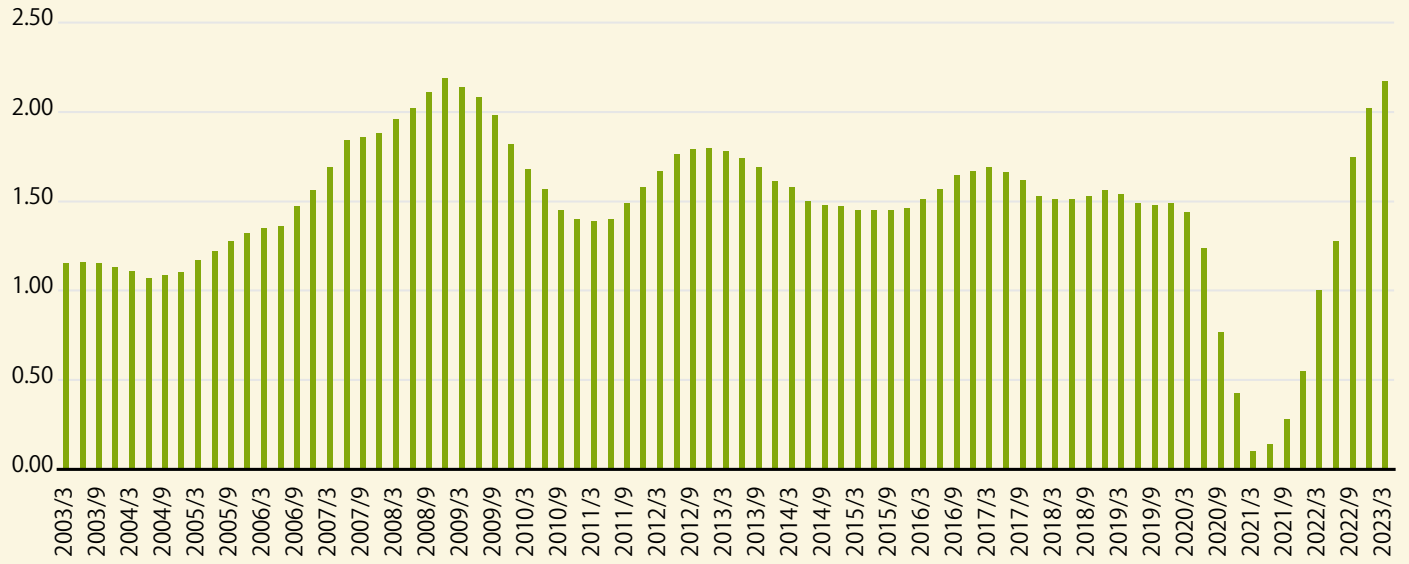
だが、オーストラリアにおけるマルチファミリー住宅開発の経済的実現可能性については議論が続いている。というのは、住宅価格が高額のため利回りが低く、少なくとも近い将来においてファンドマネジャーのハードル・レート（最低限必要な利回り）を満たせそうもないからだ。

今後、事業用不動産の所有者はポートフォリオの時価評価を余儀なくされるケースが増えていくことから、インタビュー回答者は 2024 年上半期に資産価格の下落傾向が続くと予想している。同時に、取得についてはそうした下落傾向に見合った回復を見せるだろうが、過去の標準と比べると抑えられた水準にとどまる可能性が高い。

これにはいくつか理由がある。ビッド・アスク・スプレッドがアジア太平洋地域で最高水準にあること、ファンダメンタルズが軟調であること（空室が増加しインセンティブが強化）、また国内外の機関投資家の大半が、利率が安定し世界および国内のマクロ経済の見通しがより明らかになるまで傍観を決め込む可能性が高いこと、などである。

あるファンドマネジャーは「そのため、質への回帰に舞い戻ることになる」と指摘する。「高評価資産と低評価資産の賃料格差が広がり、それに伴い評価格差も広がることになるため、B グレードの物件や周辺地域に立地する物件は買いたがらないはずだ。また、負債を抱えた不動産所有者による売却がさらに進むと思う。さらに、ギアリング比率（自己資本に対する負債の割合）や利払い負担を減らさざるを得なくなるため、価格のディスカウントが行われるかもしれない。その上で、現在ディスカウントを得られれば、3 年～ 5 年後には長期金利のイールドカーブがもう少し安定し、裁定取引で売却できるようになるだろう」。

オーストラリアの年間人口変動（2003年3月～2023年3月）（前年比増減率）



出所：オーストラリア統計局による国勢調査に基づく人口統計　（2023年3月）

トレンドが生み出す追い風に乗ることを目指している、という点だ。さらに、代替投資は加重平均賃貸期間（WALEs）の短縮など、インフレから守る機能を果たす可能性もある。そしてそれ以上に、運用面において、純粋な不動産投資から得られるリターンを超える利益を生み出すことが多い。

こうした運用によるオーバーレイ（追加利益）は、それ自体が大きな事業価値を生む可能性があり、当該不動産（例えばホテルなど）とは完全に切り離されて売買されることもある。シドニーのあるファンドマネジャーは「この業界は準プライベートエクイティに進化しているように感じられ、もはや単に不動産の賃料収入に頼るだけでなく、運営会社や事業体、人事政策、デザイン、ブランディングなど、以前は他人に任せていたあらゆることを深く理解することが重要になっている」と指摘した。

代替資産のもう一つの特徴は、競争が少なく成長の見込みが非常に高い新興産業への早期参入を可能にする、という点である。ほんの数年前まで、ほとんどの不動産投資家にとってデータセンターは手を出せないものと考えられていた。その運用上の特徴から、データセンターは不動産とは異なる、複雑なビジネスのマネジメントが要求され、しかも数値化しにくいさまざまなリスクが付随するものであったのだ。だが結局のところ、データセンターは活況を呈する産業へと急速に成長し、先行者は大きな利益を手にした。

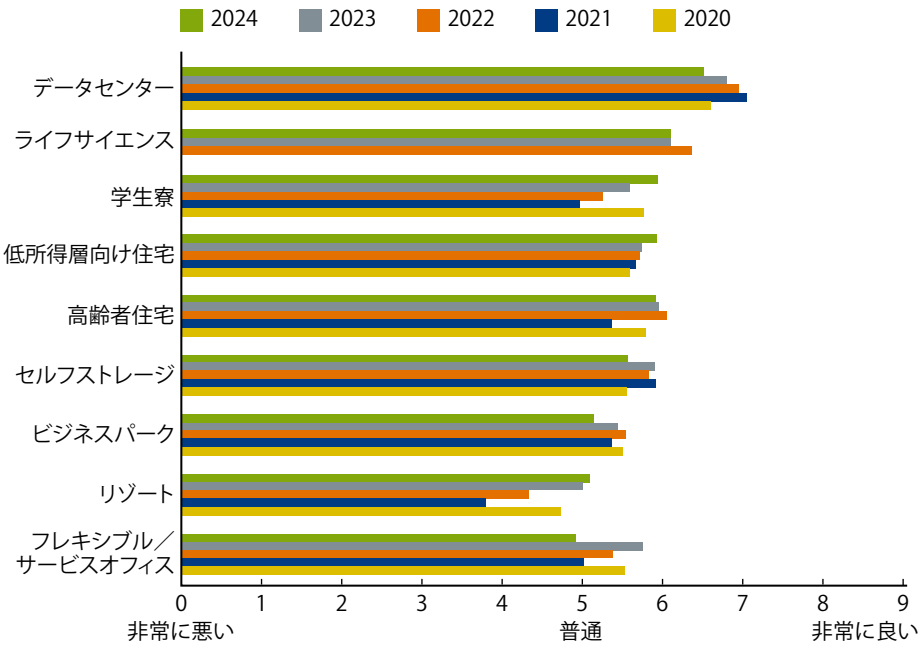
今日、投資家は次のホームランを求めて、見込みのありそうな新たな選択肢を積極的に模索している。今年のインタビューでは数名の回答者が、映画スタジオから半導体製造団地まで、まだ見通しがきかない面もある初期段階の事業機会に関心を示した。

図表1-9　不動産タイプ別取引高（2023年第3四半期）

	2023年第3四半期の取引高		2023年の取引高（年初来）	
	億ドル	前年同期比	億ドル	前年同期比
オフィスビル	79	-54%	318	-51%
産業施設	83	-27%	249	-31%
商業施設	41	-27%	193	-29%
全事業用不動産	204	-41%	760	-41%
ホテル	32	-7%	94	-26%
賃貸集合住宅	20	-13%	87	1%
高齢者住宅・介護施設	1	-91%	9	-58%
収益不動産	257	-37%	950	-37%
開発用地	1,188	-33%	3,152	-29%
総計	**1,445**	**-34%**	**4,102**	**-31%**

出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

図表1-10　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

運用上の課題

現在、代替資産への関心は伝統的資産クラスへの関心に匹敵する（時には上回る）ようで、少なくとも十分なイールドスプレッドが再び成立するまではその傾向が続くと思われるが、一方で大きな課題も存在する。あるオーストラリアのファンドマネジャーは次のように述べている。「多くの投資家がこの機会を捉え、需要の追い風をポートフォリオに取り込みたいと考えるだろうが、実際にそれを実行に移すのは難しく、運用上のリスクも高い。希望は賃料の上昇で、それは実現するはずだが、今のところキャップレートはかなり厳しい」。

リスクの一つは、一風変わった分野であることが多く、経験のあるファンドマネジャーがほとんどいないことだ。そのため通常、外部の専門家を招き入れる必要がある。すなわちファンドの規模や投資規模に応じて、有資格のスタッフを雇用するか、既存のサービス会社を買収するか、合弁会社を設立することになる。

いずれのオプションも資金と人材の両面で多額の投資を必要とするため、こうした運用集約型資産への投資は、専門家の採用を一元化できる（しかもグローバルに採用することが多い）大規模ファンドに有利になりがちだ。この戦略は運用効率を高めるだけでなく、地域の投資家が、国内市場に欠けている最高水準のノウハウを導入することを可能にする。多くの場合、それにより自分たちの優位性を確立するとともに、地域の業界レベルを飛躍的に高めることができるのだ。

東京に拠点を置くあるファンドマネジャーによると「こうした営業資産では（現地で）完全なチームを作り上げるのに時間がかかるため、プラットフォームの別の部門や別の市場から運用に関する専門知識を導入しようと考えるはずだ。日本のデータセンターも同様で、当初は国内の外資系企業が主導するケースが多かったが、最先端のデータセンター事業は海外の企業が構築したものだ」という。

これはリターンに明らかな上昇をもたらすが、それと同時に新たな複雑さを生み出すものでもある。このファンドマネジャーは続けて「付加価値が高い不動産であることは確かだが、先行者の課題の一つは、日本市場がそうした物件をどのように消化するかということである。営業資産として優れていても、その管理運営方法を分かっている者がいないのだ。例えば、そうした資産はどれほどの流動性を必要としており、銀行はそのためにどうやって融資すべきか。先行者はこうした課題に直面することになる」と述べた。

代替資産を巡る別の課題として、規模の拡大が難しいことが挙げられる。効率を最大化しシステムを確立するには、大規模なポートフォリオが必要になるが、それが難しいのだ。代替資産クラスは急成長する可能性があるものの、定義上、新興のビジネスモデルの産物であり、まだ本格的な普及には至っていないため、安定した資産に必要なクリティカルマス（最小必要量）を欠いている。オーストラリアのある投資家は「大規模なライフサイエンスのポートフォリオを探しても、オーストラリアには存在しないため、自分で作り上げねばならない。それはセルフストレージも同様で、大型のポートフォリオはいくつかあるが、小規模な所有者が非常に多く、それぞれバラバラの状況だ。そのこと自体は機会とも言えるが、ポートフォリオの規模を拡大するにはかなり特殊なアプローチが必要だ」と指摘した。

日本のマルチファミリー住宅部門のように代替資産クラスが相当な規模に成長している場合であっても、安定した資産が全般的に不足しているため、投資家は苦労して小規模資産を寄せ集めてポートフォリオを構築することになる。

だが、この方法はいくつかの問題を引き起こす。第一に、それぞれの小規模資産は運用コストの基準が異なり、スケールメリットを発揮できず、収益性が損なわれる。第二に、無理やり断片を組み合わせたポートフォリオでは、資産の質が低下する恐れがある。日本のある投資家が言及した最近の出来事を例にとると、複数の外国人投資家がマルチファミリー住宅ポートフォリオの構築を図り、4階建ての新築木造ウォークアップ（エレベーターのないアパート）を多数集めた。だが、いざポートフォリオを構築してみたところ、国内の買い手がその形状や品質に不満を感じたため、売却は難しいことが判明した。この投資家は「そうした物件は劣化が早い上、そもそも4階建てのウォークアップには誰も住みたがらないので、賃料の上昇は考えられない。そこで、思い切った値付けをしているものの、入札するものはいない」と述べた。

さらに、市場見通しが市場によって極端に異なる場合があることもリスク要因である。ある代替資産がある市場でクリティカルマスを得たからといって、他の市場でも成功する保証はない。オーストラリアで新たに生まれたビルド・トゥ・レント部門の見通しが依然として議論の的となっているのはこのためである。利回りが極めて低い上に、賃貸住宅という形が確立されることに対して文化的抵抗が根強いからだ。

開発リスクを避ける投資家

利率が低かった時代には、安定資産を巡る過度な競争を回避する優れた方法として、ビルド・トゥ・コアの開発が注目された。それは開発用の融資が安価だっただけでない。投資適格物件が慢性的な供給不足にあり、住宅を求める「ドライパウダー」（投資待機資金）が豊富に存在していたため、完成した際にエグジットして利益を得られることが保証されている場合が多かったからだ。

現在では、開発投資の見通しは変わっている。一方では、エンドユーザーの需要が疑問視され、キャップレートの動きが不透明なため、引受が難しくなっている。他方、資材不足と（特に）労働力の不足により、建設コストが上昇を続けている。シンガポールのあるインタビュー回答者によれば、労働力不足の一因はサウジアラビアで熟練労働者の需要が急増していることだという。建設プロジェクトの巨大な波が「あらゆるところから人や資源を吸い上げている。知り合いの開発マネジャーの半数はリヤドに移ってしまったが、アジアと中東は似ている点が多く、開発市場を通じてドミノ式に影響が広がるだろう」。

開発プロジェクトに対するこうした消極的な姿勢の結果の一つとして、供給パイプラインが縮小している。さらに、計画中または進行中の開発プロジェクトのかなりの数が、資金調達コストと建設コストの上昇が重なって手詰まりになっていると言われている。

そのため、すでに需給が逼迫している市場ではスペースがさらにタイトになり、そのことが価格を下支えするだろう。シンガポールを拠点とするファンドマネジャーの一人は「利率や原材料費の動向を考えると、目下のところ開発の見通しは厳しい。つまり、今の市場では既存物件を買うべきか、新たに開発すべきかの判断が難しいということだ。特に、ソウルでは今後3年間、良質の新規物件の供給は事実上ゼロであり、既存ビルの所

中国：重要テーマ

中国の2023年第3四半期のGDP成長率が前年同期比4.9%増と予想を上回ったことは、景気回復の初期の兆候を示唆するものではあるが、依然として累積債務と住宅部門における厳しい状況が中国経済の重荷となっている。

これまで、当局は中央政府が実施する緩和策や引締策によって不動産業界のファンダメンタルズを管理することができ、市場が機能するようコントロールしながら、裏で過剰供給の緩和を図ってきた。だが、過去3年間に消費者と企業が大きな金銭的損失を被ったことから、当局によるこうした調整の実効性が低下している。一方で銀行融資が縮小し、他方で市場心理が弱気になっていることから、デベロッパーのデフォルトは2023年も続き、その影響は経済全体に及んでいる。

投資銀行のゴールドマン・サックスが2023年8月に公表したレポートによると、デベロッパーが抱えている負債総額は2022年末時点で約19兆人民元（2.6兆米ドル）に達した。これはGDPの16%に相当し、うち約75%が国内銀行に対する債務である。この10%が回収不能であるという前提に基づき、ゴールドマン・サックスは、潜在的な損失が銀行に集中していることから、不動産部門の負債を総合的に再編するには、中国の銀行部門の特定セグメントについて資本の増強が必要になりうると結論づけた。

だが同時に、「中国は債務危機に直面している」というよく耳にする説は見当違いである。確かに既知の負債も潜在的な負債も大きいものの、外貨建てのものはほとんどなく、また中国経済、特に銀行部門は、政策立案者が成長レバーを直接コントロールする力が欧米に比べて強いという構造になっている。

中国に拠点を置くあるファンドマネジャーは「中国の金融構造は他の国とは異なっており、政策立案者にはそれを管理するためのツールがいろいろある。例えば、中国の国有銀行が国有企業に融資する場合、その金融商品に利率と満期日が設定されていたとしても、中央銀行がそれは自己資本として計上される株式だと言えば、本質的に株式と見なされるのだ。米国市場ではそんなことはないがね」と述べた。

2023年9月、当局は住宅購入の需要を喚起する一連の措置を導入した。銀行融資の拡大、主要都市における住宅購入制限の緩和、初めての住宅購入者向けの住宅ローンの利率と頭金比率の引き下げなどである。

だが一部のエコノミストによると、中国の「指令経済」がそうやって景気の下振れを抑制することができたとしても、その硬直性が景気の上振れを抑えることにもなり、刺激策による再起動は以前より難しくなっているという。中国では30年以上にわたり、インフラと不動産投資が経済成長の主エンジンとして貢献し、生産性を高め、何百万もの雇用を生み出してきた。しかし経済が成熟するにつれ、それによって達成される生産性向上の余地が縮小するとともに、投入される刺激策1ドル当たりのGDP押し上げ効果も縮小した。

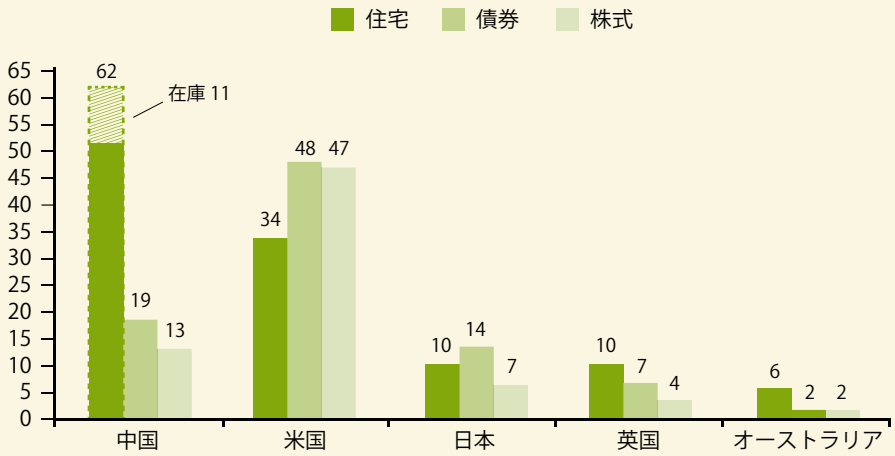
その結果、多くのエコノミストは、中国は選択を迫られていると考えている。すなわち、旧来型の景気刺激策では成果が薄れることを受け入れるか、個人消費重視の経済に舵を切って不均衡に対処するか（中国のGDPに占める個人消費の割合は2016年の38%で頭打ち、これに対し米国では60%）、という選択である。そうした政策転換が実際に可能かどうかはまだ何とも言えない。

一方、中国の不動産部門では回復の兆しがほとんど見られない。特にデベロッパーの流動性問題は、もともとは住宅投資に限られていたが、事業用不動産部門にまで拡大している。そのため銀行融資へのアクセスは限定されており、またいずれにせよ、デベロッパーはデフレ圧力が続く間は投資に消極的だ。MSCIによると、2023年1月～9月における中国の事業用不動産取引高は前年同期比25%減となったという。

以前であれば、国内投資家との競争がなければ、外国人投資家が主導権を握る絶好の機会となったであろう。市場に出されるディストレス資産の数が増えているだけでなく、利率の低下によりファイナンス取引のコストも低下した。そのため中国本土は現在、日本を除くアジアで唯一、デットコストに対してプラスのスプレッドを提供できる市場となっている。ある投資家は「上海のオフィスビルがポジティブキャリーとなったのはここ15～20年で初めてのことだ」と述べた。

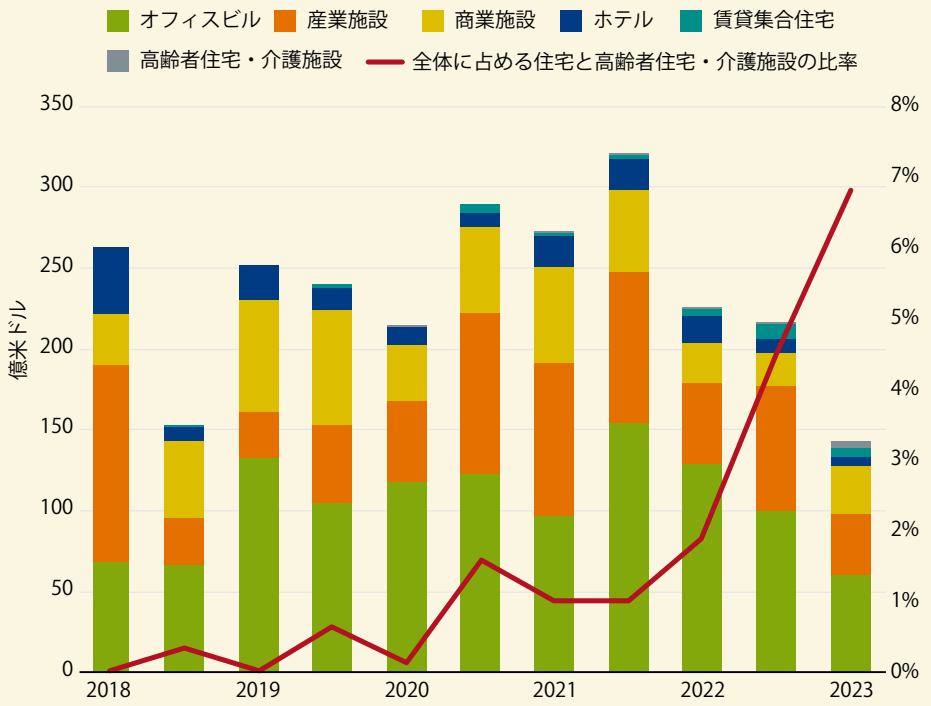
だが現在の状況では、ほとんどの外国ファンドは当面のところ市場から距離を置くことを選択している。中国での経験が豊富なある事業者によると「我々が手を組んでいる機関投資家の多くは、取引の内容にかかわらず、あるいは

世界の資産クラスの規模比較



出所：ブルームバーグ、Citiリサーチの推計

中国の部門別投資額



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

どんなリターンが得られるかにかかわらず、新規投資について「ゼロチャイナ」方針を掲げている」という。

しかし、少数ではあるものの、資本の投入に引き続き前向きな外国人投資家もいる。大手オポチュニスティック投資家に加え、すでに中国国内で事業を確立している投資家（特にシンガポールの投資家）や中東のソブリン・ウェルス・ファンドなどが関心を寄せている。

彼らにとっては、他の市場と同様、非伝統的資産クラスにスポットライトが当たっているのだ。中でも、先進物流施設が構造的に供給不足であることから、物流施設が注目を集めている。

それ以上に人気があるのはビルド・トゥ・レント住宅部門で、中国の事業用不動産投資全体に占める割合が2022年初頭以降、急上昇している（上のグラフ参照）。香港を拠点とするあるファンドマネジャーによると「まだ時期尚早だと思われるが、上海、そしてもしかすると北京のマルチファミリー住宅は面白いかもしれない。というのは、米ドルで投資する投資家の約90%はカントリーリスクや地政学リスクを懸念しているだろうが、もしそうした懸念がなければ、純粋に不動産という観点から見れば、長期の賃貸住宅に対して政府が強力な支援をしているからだ」という。

マルチファミリー住宅部門の今後の成長を支える要因としては、中国の一番手都市における若年労働者の多数の浮動人口、有利なゾーニング規制という形での政府支援、新たな住宅特化型REITや国内機関投資家への売却による好ましい出口戦略などが挙げられる。

一方、投資家はオンショアの銀行から容易にレバレッジを得ることができる。ある外国のファンドマネジャーによると「現在、中国で投資を行う唯一の方法は、国内の人民元の資金を活用することだ。なぜなら、（国内の資金源は）オフショア投資家とは異なり、価格にカントリーリスクを織り込む必要がないからだ。優良なマルチファミリー住宅デベロッパーがいくつか存在するので、買収して運営するか、提携してその開発パイプラインを資本強化するか、あるいは彼らを通じて、流動性を必要としている分譲住宅デベロッパーから魅力的な用地を取得することが考えられる」という。

とはいえ、デベロッパー全体が苦境に喘いでいるにもかかわらず、国内の銀行は借り手のデフォルトを招くことを避けたがり、資産価格の調整が遅れている。そのため、資金を投下したいと考える外国人投資家でさえ傍観し、価格調整が行われて、ストレス資産やディストレス資産が増加し、あるいは稼働率の上昇や新規リーシングの増加という形でエンドユーザーの心理が改善されるのを待っている。

だがポジティブな面もあり、中長期的にはそうした機会が訪れるという期待は依然として高い。あるファンドマネジャーは「以前は、若干の極めて限定的な部門以外には、中国は難しいと考えていた。我々は2013年からずっと住宅部門を嫌っていたし、オフィス部門も供給がずっと続いているのでまったく気が進まなかった。それに物流施設はサブマーケットとしての特殊性が非常に大きい。だが今は大きなリセットの時だと考えており、今後2〜3年は最高のヴィンテージ投資になるだろうというのが我々の見方だ。現実には、地政学的要因もあり、誰にとっても良い機会が来るとは言わないが、変な言い方をすると、私はコロナ前よりも今の中国にワクワクしている」と語った。

有者にとっては非常に有利な状況が続くだろう」と述べた。

また、需要の減少に伴う地価の下落という結果も生じている。日本のある投資家は、すでに10～15%低下していると指摘し、他の投資家もさらなる低下が起こると予想する。

とはいえ、開発投資は減速しているものの、需要が旺盛と見込まれるプロジェクトには資金の供給が続いている。そうしたプロジェクトは代替資産クラスに関わるものが多い。例えば、インタビューでは日本のマルチファミリー住宅プロジェクトが、ある特定の新築物件に対する需要が旺盛なことから、開発対象として何度も言及された。

あるファンドマネジャーは「日本では、建設コストの上昇が他の市場よりも緩やかと思われる。加えて、当社は日本に駐在するチームがあり、また開発パートナーとの取引形態のおかげで初期段階から建設会社が参画しているため、そうした建設コストリスクを回避できるとの自信を深めている。開発スケジュールが短縮され、計画プロセスが明確になっていることからも、より強い確信をもって建設コストリスクを取ることができるようになっている」と述べた。

質への移行

コロナ禍以前の時代には、CBDの建物の設計や利用方法は、洗練された使い勝手の良い施設を作ってこれまでの殻を破ろうとする積極的な姿勢よりも、むしろ後ろ向きの規範に影響されることが多かった。そのため都心部は多くの場合、建築面でも場の創造の面でも型にはまったものであり、想像力に欠けていた。

だが在宅勤務の義務化によって都心が空っぽになり、勤労者がより自立したライフスタイルに慣れるにつれて、このパワーバランスが変化してきた。大半の市場でオフィスビルの稼働率が依然として低迷している（欧米ほどひどくはないが）中、雇用主やビルの所有者はワークスペースの再構築やアップグレードを行ってオフィスへの回帰志向を高めようとしている。その結果、CBDの良質なオフィスビルではアメニティが大幅に改善され、ウェルネス、飲食、フレックス勤務、自転車通勤者用施設などが標準となった。エネルギー効率も重要な指標だ。ある投資家は「ESG（環境、社会、ガバナンス）の要件は人々の会話の中にしっかり根付いており、当たり前のことになっている。そのため大手の入居者は過去10年以内に建てられたもの以外見たくもないだろう」と述べた。

こうした改善は使い勝手の面ではプラスになるが、アップグレードサイクルがデザインを中心とした果てしない競争へと変質してしまうこともある。これは所有者や雇用主がオフィスに戻ってきた勤労者や新規の勤労者にインセンティブを与えるために他のビルを出し抜こうとするからだ。ほとんどのCBDで高い空室率が続いているため、立地でも設備でも競合できないビルが敗れるという「ゼロサムゲーム」になっている。入居者がより質の高いビルに移る傾向が強まる中、現代に必要とされる基準を満たさない「持たざるビル」において利用率の低さが目立っている。

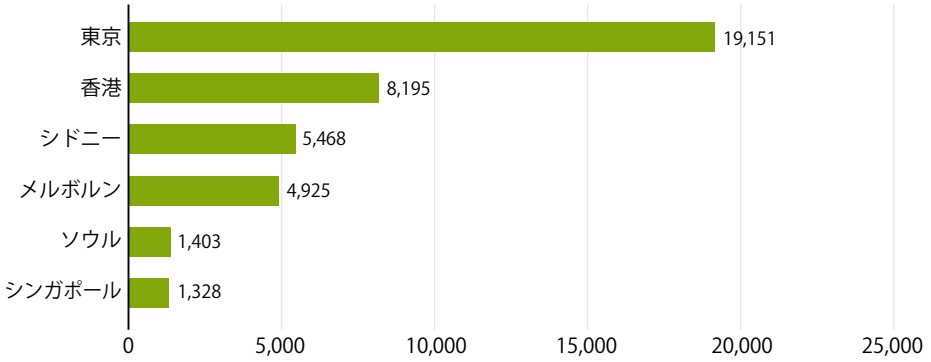
このプロセスの最終的な結末は、二流のビルや立地の悪いビルからテナントが逃げ続けることで利用率の低いオフィスストックが過剰に積み上がり、いずれ用途変更が必要になるということだ。バリューアッド投資の一環としてのアップグレードはこの問題に対処する方法の一つかもしれないが、CBDの低密度化は今後も続く長期的な傾向と見られることから、アップグレードは経済的に見合わないかもしれない。もう一つの可能性として住宅への転用が挙げられる。アジア太平洋地域では、特に都市の中心部で住宅ストックが慢性的に不足しているため、この戦略は明らかに魅力的である。例えばシンガポールではすでにCBDインセンティブ制度が導入されており、築20年超のオフィスビルを住宅やホテルに転用する場合、デベロッパーは25～30%の開発可能床面積の割り増しを受けることができる。

しかしこうした転用は、新たに余剰オフィススペースが大量に生まれている米国では人気となっているが、アジア太平洋地域のBグレードビルは築年数、小床面積、低天井高、あるいは不適切な建築方法といった理由から、転用に適さないものが多い。また、総じて既存ビルの多くは設計の柔軟性が欠けており、新たに用途変更を行うことは難しいだろう。

東京のあるファンドマネジャーは「二極化が始まっており、特にオフィスビルについてはESGがその原動力となっている。だが築古のBクラスビルの多くは取引ができなくなる。機関投資家が買えないのであれば、住宅に転用すればよいのだろうか。小型ビルでは簡単にはいかないだろう。床面積が不十分だったり配管が不適切だったりするからだ。オフィスビルを住宅に転用することを検討しているマネジャーを何人も知っているが、私が見る限り、誰もそのコストやメリットを見積もることができていない」と語った。

したがって最終的には、資産は土地価格で買い取られ、その後に再開発されることになるだろう。特に、周辺の土地を集めて一つの大きな区画を作ることができる場合、そうなる可能性が高い。原理上は、政府の奨励策があれば促進されるかもしれない。だが既存ビルに含まれるエンボディド・カーボン（内包二酸化炭素）のために、それは常に次善の結果に留まるだろう。さらに、アジアの都市では一般的に土地の所有権が複雑に分かれており、その所有する土地も狭いため、実際には実現困難と思われる。

図表1-11　オフィスから住宅への転用による新規住宅ストックの可能性



出所：ジョーンズ ラング ラサール
注：オフィスビルから住宅への転用によって生じる住宅戸数の名目値。築30年以上のCBDの資産に基づく。

もっと大きな難問は政府の計画規制だ。ほとんどの市場（いくつかの顕著な例外を除く）において、そうした計画規制は建物の用途変更を促進する上で非常に遅れている。香港在住のあるコンサルタントは「そうした建物の多くは30〜40年前に建てられたもので、用途変更は物理的には可能だが、現在のさまざまな規則の下ではそうはいかない。規則は厳格で杓子定規になりがちなため、建物をある用途から別の用途に変更することは難しい。そうした用途変更は、単に防火や安全面の配慮を基に検討されるべきだと思う」と述べた。

新興市場が製造業者を惹き付ける

地政学的緊張が世界的に高まるにつれ、外国人投資家が製造拠点を中国から移転する動きが加速している。この背景には、サプライチェーンにおける「チャイナ・プラスワン」戦略が根付いたことや、外国の購入者、特にハイテク関連メーカーが、中国以外での製造を求める傾向が強まっていることがある。

製造業の海外流出は現実のものであるが、中国の産業基盤とそれに付随するインフラは非常に厚みがあり、投資の撤退には時間がかかる。それでも、これは良いことだろう。というのは、流出する製造能力は中国の基準からすれば微々たるものだとしても、流出先の市場（主に東南アジア）の経済規模に比べれば、相対的に非常に大きいものであるからだ。

中でも、タイとマレーシアには中国から新たなテクノロジー関連の生産設備が流入しており、またインドネシアは人件費が安いため、特に電気自動車分野の大手製造業が多数移転してきている。とはいえ、中国からの生産能力の流出により最も恩恵を受けているのは依然としてベトナムである。同国経済は、政府が国内デベロッパー向けの新たなデットの供与を規制したためこのところ低迷しているものの、外資に対する政府支援、意欲的な労働力、成長を続けるサプライチェーンのネットワークなど、進出する製造業者にとって長期的な利点がある。

さらに重要なことに、ベトナムで活動するある外国人ファンドマネジャーは「製造業を掘り下げてみると、中国と物理的に繋がっていることがわかる」と指摘する。このファンドマネジャーは「我々は物流施設よりも産業施設や工場に重点を置いているが、ベトナムが（競合国に比べて）優れている点は、輸送の観点から見ると、ベトナム北部は実質的に中国の南部の省の一つということだ。そのため、我々の顧客を見ていると、サプライチェーンが非常にうまく管理調整されており、例えばインド、あるいはタイ・インドネシアと比べて混乱が少ないようだ」と述べた。

この理由から、外国人投資家が最近行っている新たな生産設備の創出（建売工場の形態が多い）はベトナム北部に集中しており、南部は成長する国内需要への対応に重点が置かれている。北部のインフラはまだ比較的未整備であることから、投資家はテナントのためにソリューションプロバイダーとして行動することを余儀なくされることが多く、役所との調整や運用面におけるさまざまな課題に対処しなければならない。

ベトナムおよび東南アジア市場全般に関するもう一つの問題は、大規模投資ファンドに大きな影響を与えるような投資機会を見つけることが難しい、という点だ。あるファンドマネジャーは「中国からの生産拠点の移転自体はそれほど重要なことではない。良い機会ではあるが、我々はゼネラルパートナー（GP）として資金を投入しなければならない。でもどうやってやればいいのか。データセンターは多額の資金を必要とする大規模な資産であり別格だが、物流施設や産業施設の機会は小粒なものが多い」と述べた。

この問題に対処する一つの方法は、インドに目を向けることである。製造能力と国内市場の両面でクリティカルマスが得られるからだ。これまで、インドへの外国投資はオフィスキャンパスパーク、中でもビジネス・プロセス・アウトソーシング分野に向けられてきた。だが政府が奨励策を進めており、また大規模製造業者が新たな拠点を求めていることから、現在では対インド投資は産業施設における投資機会を求める傾向が強まっている。

香港を拠点とするあるファンドマネジャーは「ベトナムの課題は、純然たる輸出主導型経済であることだ。一方、インドには両方ある。つまり昔の中国のようなもので、製造業は輸出需要だけでなく国内需要も見込める」と指摘する。ここ数年、インドへの外国投資は、廃貨政策（一部紙幣の使用禁止）、税制改革、開発部門の締め付けなど当局による一連の規制措置によって押し止められてきた。だが外国人投資家の間では「ざまざまなものがすでに完了し、経済成長に真に役立つ基本的なインフラが整った」との見方が強まっている。2023年におけるインドの取引高は比較的好調を維持し、MSCIによると第3四半期には15億米ドルを記録した。（図表1-12参照）

さらに、数名のインタビュー回答者が指摘したように、新興市場における産業用施設の需要はかつてのように外国企業ではなく中国本土の国内製造業者によるものが増えていることを考えると、中国からの生産能力の流出が鎮まることはなさそうだ。前述の香港のファンドマネジャーによれば、これは中国企業が事業拡大のために新たなスペースを確保する必要があるためだという。「彼らの顧客がそうするよう求めているのだ。だが、この動きがひとたび始まれば元に戻ることはない。我々としては、こうした流出の結果、中国から移転するサプライチェーンのおそらく20〜30%は元に戻らないと見ている」。

エネルギー強度への注目が高まる

アジア太平洋地域の先進市場では、不動産所有者と投資家の双方にとってESGが最重要事項となっている。3つの要素のうち、「ガバナンス」（主に債券投資家の関心が高い）は依然として遅れているが、「社会」への配慮は（主にウェルネスに関連して）浸透し始めている。だが例年と同様、投資家の関心は主に「環境」問題に集中しており、今後の課題としてエネルギー効率という厄介な問題の比重がますます高まっている。

エネルギー強度の問題が急速に関心を集めているが、これは市場原理により所有者や投資家が移行リスクによる脅威を認識し、対策に乗り出しているためだ。移行リスクとは、環境基準に適合しないビルを長期的に陳腐化させる恐れのあるさまざまな要因を示している。

移行リスクにはいくつかの形が考えられる。

- 第一に、ステークホルダーの要請により、資産の購入時に炭素効率を優先することを余儀なくされる投資家の数が増えていることだ（元々は欧州の機関投資家向けファンドが先行していた）。その結果、エネルギー効率の低い建物は選択の対象になりにくくなっている。

日本：重要テーマ

2023 年にアジア太平洋地域の不動産に対するグローバル投資フローが枯渇する中、日本はインバウンド機関投資家の間で広く人気を博している唯一の主要市場の地位を保った。ただし、過去数年と比較するとその水準は低下している。あるファンドマネジャーが述べたように「海外投資家が引き金を引く場合、そのほとんどは日本を狙いとしており、一部はインドに向けられている」。

このように日本に対するポジティブな姿勢が続いているのにはさまざまな理由がある。

- 資金が中国から流出する一方、オーストラリアについても利率が高く資産の価格再設定に対する姿勢が消極的であることから、関心が薄れている。そのため、アジア太平洋地域に投資を配分している外国人投資家にとって自身の引受基準を満たす選択肢がほとんどない。

- あるインタビュー回答者が「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）の最後の砦の一つ」と表現したように、日本では貸付利率が80ベーシスポイント以下という超低水準が続いている。レバレッジも広く利用可能である。取引は引き続きデットコストに対してプラスのスプレッドを生み出しており、資産価値の大幅な再評価を求める圧力はほとんどない。

- 1年半にわたって下落を続けた日本円は、2023年11月には過去の標準を大きく下回る水準で取引されており、多くの不動産投資家はドル円相場がいずれ平均に回帰し、多額の為替差益を得られると考えるようになった。

- 日本の企業部門は待望のルネサンス（復興期）を迎えている。取締役会の改革により、スタッフの多様性、自社株買い、従業員の賃上げなどの開明的な施策が導入され、効率性の向上は利益の増加につながり、2023年上半期には日本の1株当たり純利益（EPS）は10%の年平均成長率を記録した。それに伴い株価も上昇しており、続いて賃金の上昇（消費の拡大と不動産所有者の賃料決定能力強化の前兆）を予想する者も多い。企業改革のもう一つの副産物として、日本企業が事業に直接関係しないノンコア不動産（利用度の低い工業用地が多い）を切り離し、物流施設や特殊な製造関連研究開発スペースなど、より効果的な目的に再利用することを促進している点が挙げられる。

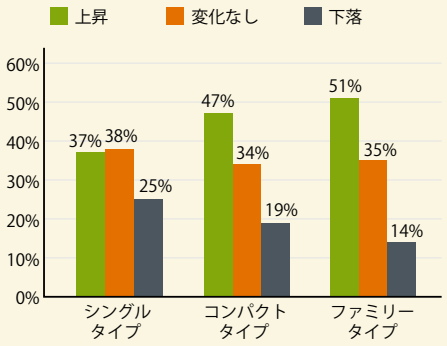
他の市場と同様、外国人投資家は総じて伝統的な資産クラスを避けており、たとえファンダメンタルズが比較的堅調な場合であってもその姿勢は変わらない。あるファンドマネジャーは「外国人投資家はオフィスビルに見向きもしない。ただ市場自体のパフォーマンスは依然として好調で、空室率はいくぶん高く平均 8 ～ 9%ほどであるが欧米市場ほど悪くはなく、国内投資家はまだオフィスビルを良しとしている」と述べた。

2024 年にオフィスビルの新規供給が予定されており、それによって高級オフィスビルの賃料に圧力が加わるだろう。だが、そうした資産が取引されることはめったになく、一方で日本の中小企業が好むような小規模の A グレード・B グレードオフィスでは、ビジネス動向が堅調であり在宅勤務の採用も限定的であることから、稼働率が低下する可能性は低い。

よって、注目の的となっているのはやはり代替資産である。ホテル部門は低迷しているものの、マルチファミリー住宅は資金の流入が続いている。日本はアジア太平洋地域で唯一確立されたビルド・トゥ・レント市場であり、何年にもわたり、保有資産の分散と長期安定収益が期待できる資産クラスへのエクスポージャーの拡大を図る海外の機関投資家を惹きつけてきた。これまでのところ、投資は成功しており、キャップレートは 3% にまで低下している。

コロナ禍後の人口移動の一環として東京都心に戻ってくる勤労者が増えており、こうした傾向は今後もマルチファミリー住宅プロジェクトにとって有利に働き続けると考えられる。その一つが、在宅勤務に適した住宅のニーズが高いことであり、ホームオフィス機能を備えた大型賃貸住宅への需要を後押ししている。

東京の賃貸集合住宅の賃料前年比（規模別）（2023年8月時点）



出所：長谷工ライブネット

同時に、マルチファミリー住宅のキャップレートは非常に低く、投資家は警戒心を強めている。日本の利上げの可能性は、政府による財政政策の変更がありえることから、常に存在する脅威ではあるが、マルチファミリー住宅部門はピークを過ぎたと考える者もいる。2023 年に投資の勢いが弱まったのは、一つは上記の理由によるが、海外の機関投資家の一部が自国市場に撤退したことにもよる。

このほか、先進的な倉庫施設の慢性的な不足が産業施設に対する旺盛な需要を下支えしており、最近の賃貸の上昇によってこの部門にさらなる追い風が吹いている。需要を押し上げているもう一つの要因は、最近における日本の製造業の（特に中国からの）国内回帰の波である。あるインタビュー回答者によると、これは特に半導体産業に当てはまり、子会社やサポート産業から成るサプライチェーン全体を伴うという。産業施設の取引高は 2022 年第 4 四半期以降、高水準で推移している。（図表「日本の産業施設の取引高」参照）

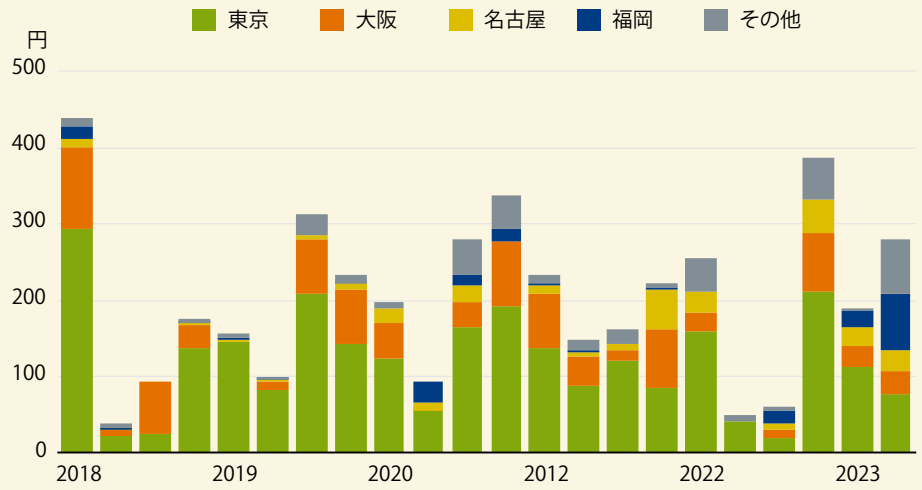
しかし、日本の人気は根強いものの、市場には大きな下振れリスクが残っている。一つには、全体的にキャップレートが非常に低く、ひとたび利上げとなれば苦痛を伴う一連の資産の再評価が行われる可能性があり、特にレバレッジの高い案件において厳しいものとなるだろう。

一方で、日本の金融政策には、利上げが行われなければ日本と世界の金利差が拡大することで円安圧力が続き、米ドル建て投資にマイナスの影響を及ぼすという側面がある。

とはいえ、将来の為替や利率の動きを読み解くのは難しい。米国の利上げが(一部で予想されているように）ピークを迎えれば、円に対する圧力はおそらく和らぐだろう。これに加えて、投資家は現在、非常に有利なレートで為替リスクをヘッジするというオプションを手にしている。日本のあるファンドマネジャーによれば、米ドル／円のヘッジは不動産取引に 400 ベーシスポイントもの利益をもたらすという。

それでも、日本への確固たるコンセンサスが存在しており、こうしたリスクがある中でインバウンド投資家の誰もが同じ戦略を取っている。また、すべての投資家が強気というわけでもない。香港に拠点を置くあるファンドマネジャーは次のように述べている。「日本は価格の再設定を行った他の市場のあらゆる特徴を有している。透明性が高く、十分に発達しており、高レバレッジで、投資対象は断然オフィスビルだ。日銀が依然として利率をがっちりコントロールしているため、価格の再設定はまだ行われていないが、それは日銀が利率を低く維持できるかどうかにかかっている。というのは、現在のキャップレートを考えると、利率がわずか 25 ベーシスポイント上昇するだけでもパーセンテージとしてはかなり大きなものになるからだ。そのため、ほんのちょっとしたことでバランスが崩れるだろう」。

日本の産業施設の取引高（2023年上半期）

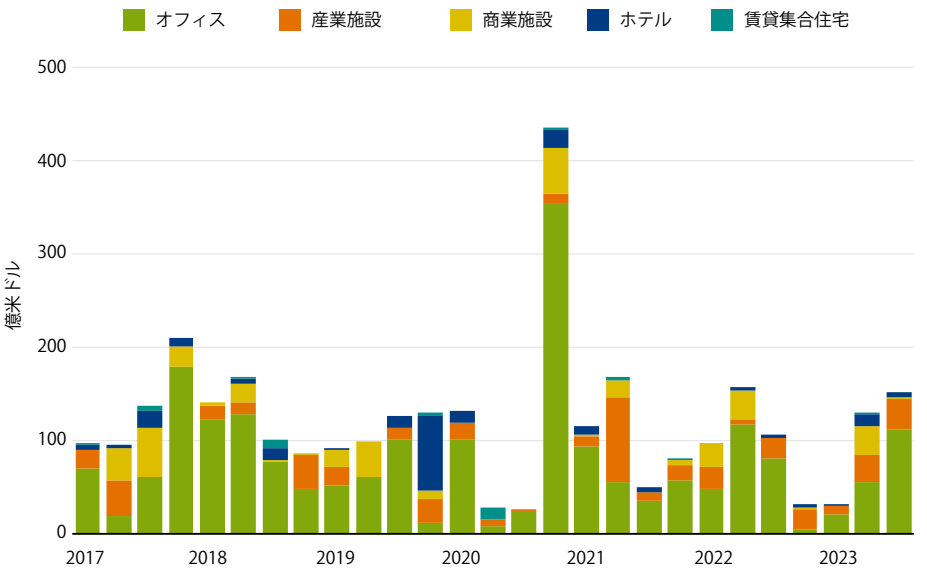


出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

- 第二に、従業員の定着率の向上や採用の拡大を図っているテナント候補が持続可能性のパフォーマンスを評価するチェックリストを持参して内見にやってくることが多く、目標に満たないビルでは賃貸契約を結ぶ可能性が低い。

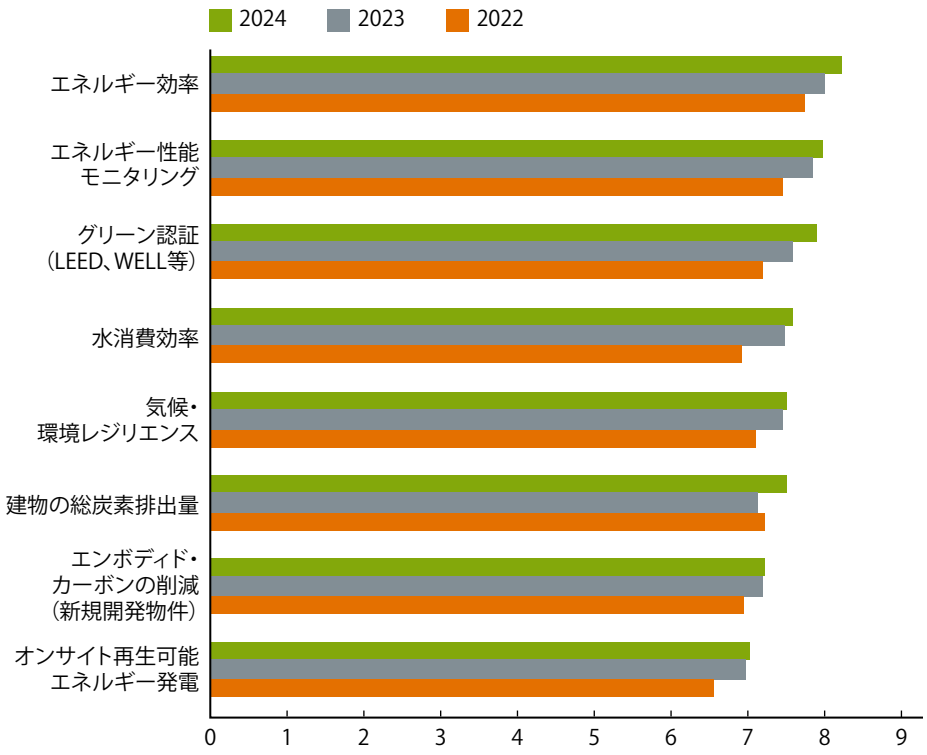
- 第三に、欧州や米国で新たな枠組みに沿った規制改革が実際に行われ発効する見込みであり、その場合は厳しい罰則を設けたリコンプライアンスを強制する可能性がある。米国を拠点とする持続可能性の専門家によると、例えばドイツや英国などでエネルギー効率や環境に関する基準がさらに厳格化されつつあり、次のような影響が出てくると予想される。「最終的に基準を満たすことができないビルは建物使用許可証を得られず、そして建物使用許可証を取得できなければ、建物を担保にした融資も受けられず、また契約破棄の理由となってテナントを失うかもしれない。

図表1-12　インドの部門別四半期投資額（2023 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1-13　グリーンビルの主要評価基準



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

さらにはビルに保険を掛けることもできないだろう。その結果、そうした物件は基準が厳しくなる前と比べて価値がたちまち著しく下がってしまうだろう」。アジア太平洋地域でも同様の規制が導入されるのは、おそらく時間の問題に過ぎないだろう。

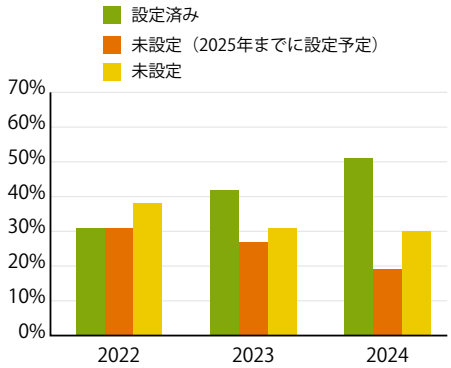
CBREが2022年12月に発表した調査では、アジア太平洋の各市場を比較した結果、日本が唯一、「移行リーダー」としてランクされた。これは日本の先進的な技術、広範囲に及ぶインフラ、そして高い意識が要因となっている。韓国も上位にランクされている。だが事業用不動産に限って言えば、建築環境におけるエネルギー効率の向上に対する民間・公共部門の取り組みにおいては、シンガポールや（特に）オーストラリアなどの市場の方がよく知られている。

とはいえ、移行リスクは外国人投資家や建物所有者にとって重要な検討事項となっているものの、現在の不安定な世界経済情勢に加え、資産価値の低下と建設コストの上昇に対する投資家の不安が高まっているため、資産所有者は当面の間、資産のリファイナンスを確実に行い目標リターンを確保することに注力しており、炭素効率に関する課題についてはトーンダウンしている。

東京に拠点を置くある投資家は「ESGに積極的に取り組むにはもう一段階コストをかけたいところだが、他のさまざまなコスト圧力があるため、経済的負担が大きくなりすぎることがある。だから、全員に当てはまるかは分からないが、これはESGの実施を再検討するきっかけになるのではないか。金銭的余裕がないため、ESG案件でやりたいことの一部を先延ばしにせざるを得ないかもしれない」と語った。

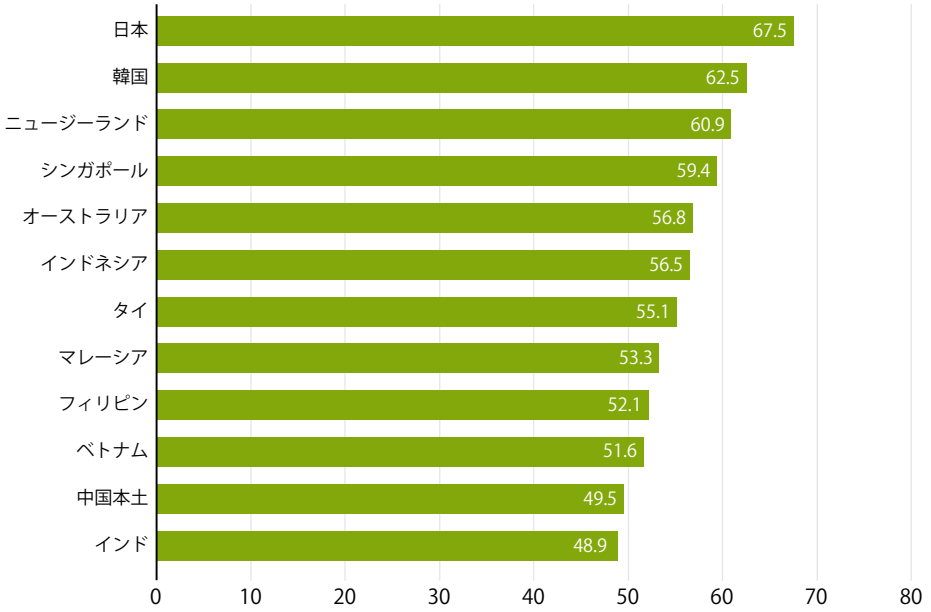
カーボンニュートラルへの取り組みの副産物として、一部のグローバルファンドがグリーンエネルギーインフラ案件を求める傾向を強めている。これはファンドがグリーンエネルギーインフラ自体を収益性の高いビジネスと見なしているためだ。だが、エネルギー効率の高い建物への需要が高まる中、投資家にはこのインフラが生み出すグリーンエネルギーを自身または他者による不動産プロジェクトのエネルギーニーズを満たすために使いたいという思いも強い。

図表1-14　ネット・ゼロ炭素排出量目標を設定済みのアンケート回答者の割合



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

図表1-15　2023年の移行パフォーマンス指数



出所：CBRE
注：数値が大きいほど移行リスクは低い。

そうしたファンドのあるマネジャーは「我々は東南アジアで、大規模発電事業（ベトナムでは太陽光発電と洋上風力発電）を立ち上げたのに続き、エンドユーザー向けの電力小売り事業を（別に）開始した。我々はこれを大きな機会と考えている。というのは、大量の電力を消費するデータセンターを含むすべてのテナントがネット・ゼロを必須事項としており、それを達成する唯一の手段が再生可能エネルギーによる電力だからだ。そのため、大規模発電事業と電力小売り事業を結びつけることは非常に重要なのだ」と述べた。

しかし同時に、アジア市場におけるESG課題（特にエネルギー効率）の意識は欧米、特に欧州市場に比べて依然として遅れている。そのため、先進国の洗練された投資家や高グレード資産の所有者はネット・ゼロの旗を掲げ続けている一方、こうした一部のグループ以外では意識は低いままだ。

ソウルに拠点を置くネット・ゼロのコンサルタントは「景気の良い時でさえ、健康的な建物やエネルギー効率の高い建物について人目につかないところで話してみると、まったく知らない人が多い。聞いたことはあるかもしれないが。確かに、アジアの不動産会社の一部は二酸化炭素排出量の削減に関心を示し真摯に取り組んでいる。だが多くは、そして私の見るところ90%は、それほど重要だと考えていないようだ」と指摘した。

例えば、データ収集はエネルギー効率問題に取り組む上で必要な第一歩として、多くのポートフォリオマネジャーに広く受け入れられるようになった。しかし、そうした数値が何を意味し、炭素強度の改善にどう役立てることができるのかほとんど理解されていない場合が多い。このコンサルタントは「果たしてCFOやCEOはそのデータを見ているのだろうか?」と疑念を投げかける。「ごくわずかだろう。大規模ビルの地下室では、キロワット時×当該エネルギーの価格＝コストという計算式を見ているのではなく、ヒューズが切れないようにピーク電力を管理しているのだ。そのため、投資適格のオフィスビルやホテル、物流施設では、そのデータを本当に理解し、CEOにそれを見てもらい、エネルギー使用量の削減に役立てているところは10%に満たないと思う」。

こうした理由から、このコンサルタントはアジア太平洋地域において炭素効率の目標を達成するには、市場の上位にあって情報に通じた所有者や投資家との通常の対話に加え、大量の建物ストック（多くは築古物件）を運用する多くの所有者を巻き込んだ集中的なアプローチが最善の方法だろうと提案している。その際には、総じて基本に立ち返ったメッセージを作成し、段階的な改善を行うことにポイントを置き、ESGに配慮したビルでは賃料の引き上げが可能であり、外国人投資家の目線で資産価値が高まり、陳腐化して立ち往生するリスクを排除できることなどについて啓蒙すべきだという。

Chapter 2：不動産キャピタルフロー

「銀行が融資の延長に前向きな姿勢を示したり、取り繕おうとした場合、不動産所有者は返済を遅らせて相手の態度が軟化するよう祈るかもしれない。だが銀行がそれを許さなければ、売却を余儀なくされ、価格発見の機会がもたらされることになる。」

今回のEmerging　Trendsの投資見通しランキングから、驚くほど楽観的な見通しが浮かび上がった。これは高インフレの持続、世界的な景気後退の可能性、そして現代史上最も厳しい金融引き締めなどの要因により世界全体について暗い見通しが示されているのとは対照的である。「全体的に良い」が6都市（昨年は7都市）、「悪い」が3都市（前回は1都市）と、投資家心理としては総じて昨年の本レポートの水準をわずかに下回ったものの、2021年と2022年の調査とほぼ同等の結果となった。

こうしたポジティブな見方は、次の理由によるところが大きいと思われる。つまり、欧州と（特に）米国のオフィス市場でゆっくり進行している崩壊を、アジア太平洋地域はこれまでのところある程度免れており、その度合を反映した見方というものだ。米国のオフィス市場では利用率は従来の水準の50%にも満たない状況にあり、一部の推計値では、価格はコロナ禍前の水準から40～45%低下すると見られている。

加えて、アジア太平洋地域の経済は他地域の景気後退からある程度隔離された状態が続くとの期待、およびアジア太平洋地域の事業用不動産価格はいずれ下方修正されるものの、現在どん底に陥っている欧米市場ほどには低下しないだろうとの期待を反映している。

個々のランキングに目を向けると、今回も上位6都市（順位の相違はあるが、昨年と同じ）と「普通」の都市との間で明らかな分断が見られた。東京と大阪が1位と3位に入ったのは驚くことではない。日本は低金利が続いているため、（中国本土を除けば）アジア太平洋地域の主要市場で唯一、デットコストに対するポジティブキャリーが得られる場所となっているからだ。

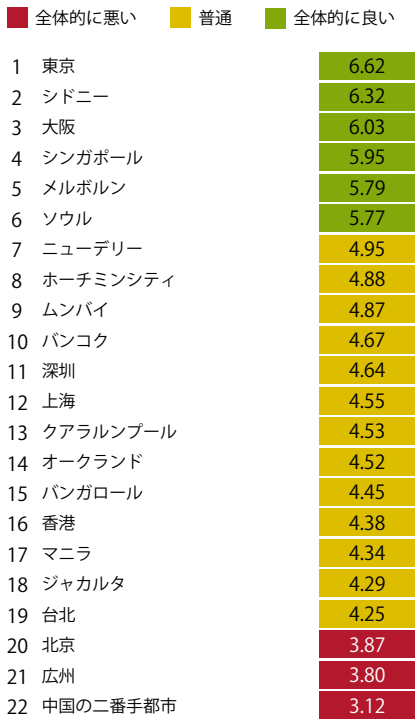
さらに日本は現在、本来であれば中国に向かうはずであった資金の受益者となっている。また日本市場は規模が大きく流動性が高いため、以前から景気後退の際の「安全な港」と見なされてきた。もう一つ、世界との金利差が拡大した結果、日本円の価値が急落したことで、米ドル建て資金にとって日本の不動産は以前に比べ大幅な割安となっている。そのため、日本円はいずれ平均値に戻ると予想する投資家も多い。

それでも、一部の投資家は日本について懸念を示した。というのも、日本はアジア太平洋地域で唯一、投資したいと思う市場と考えている投資家が非常に多く、またキャップレートが極めて低く誤差の余地がほとんど残されていないからだ。ある投資家は「利率が低くリターンを期待できると考えられているが、私としては、すでにサイクルの終盤に入ったと感じている」と述べた。

オーストラリアではAグレードのオフィスビルの取引が落ち込み、特に外国の機関投資家が年初から9月までほとんど存在感を示さず購入を行わなかった。にもかかわらずシドニーとメルボルンが上位にランクインしたことは、オーストラリアの資産に対する関心が続いていることを示すものだ。この部門はビッド・アスク・スプレッドが広がり、稼働率が低く、利率がアジア太平洋地域で（香港と並んで）最も高いことから足を引っ張られている。また伝えられるところによると、2023年第4四半期にはグローバルファンドが再びオーストラリアのCBDのコア資産に接近したが、依然として売出価格よりも低い価格での取引を探しているという。

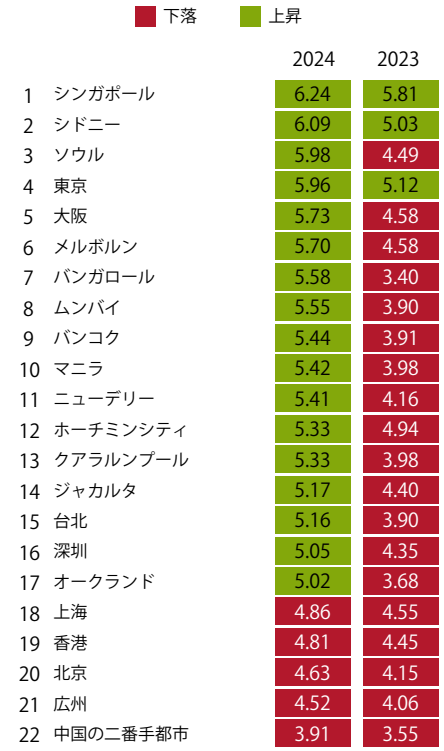
とりわけ、数名のインタビュー回答者から、2024年の有望な取引対象資産としてシドニーのAグレードオフィスビルが挙げられた。これは立

図表2-1　都市別の投資見通し（2024年）



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

図表2-2　2024年にオフィス賃料の上昇が見込まれる都市



		2024	2023
1	シンガポール	6.24	5.81
2	シドニー	6.09	5.03
3	ソウル	5.98	4.49
4	東京	5.96	5.12
5	大阪	5.73	4.58
6	メルボルン	5.70	4.58
7	バンガロール	5.58	3.40
8	ムンバイ	5.55	3.90
9	バンコク	5.44	3.91
10	マニラ	5.42	3.98
11	ニューデリー	5.41	4.16
12	ホーチミンシティ	5.33	4.94
13	クアラルンプール	5.33	3.98
14	ジャカルタ	5.17	4.40
15	台北	5.16	3.90
16	深圳	5.05	4.35
17	オークランド	5.02	3.68
18	上海	4.86	4.55
19	香港	4.81	4.45
20	北京	4.63	4.15
21	広州	4.52	4.06
22	中国の二番手都市	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

地の悪い B グレードビルからアップグレードするテナントに期待を寄せているものだ。ある投資家は、Chapter 1 で述べた「質への移行」の傾向に言及しつつ、「入居者は高度に接続された交通ハブにある高品質のビルを求めている」と指摘した。

残る上位 2 都市のうち、シンガポールは相変わらず高い人気を保っている。とはいえ所有者はキャップレートの上昇を期待する声に抵抗を示しており、結果として A グレード資産の取引の減少につながっている。だがその代わりに、富裕層は店舗付き住宅やストラタタイトル（区分所有）資産などの小規模物件を積極的に購入している状況である。

シンガポールは供給が限られ、スペース需要は旺盛で、賃料の上昇の見込みがアジア太平洋の都市の中で最も高いことから、投資家は引き続き有力なコア市場と考えている（図表 2-2 の調査結果を参照）。現在、一部の機関投資家が、これまでより高いキャップレートでの取引について交渉することに少なくとも耳を貸すようになっているため、2024 年には取引の停滞が解消されることが期待されている。

上位グループの最後を飾るソウルは、ここ数年、何かと謎めいた存在だった。2023 年上半期には銀行部門の流動性危機が発生し、オフィスビル部門の空室率はほぼゼロで世界的にも需給がタイトであったにもかかわらず、ディストレスの売却が相次いだ。入札者がこぞってディストレスを買い求めた結果、ソウルは今年第 2 四半期における世界で最も活発なオフィス取引市場の一つとなった。供給不足と賃料の上昇が当面続くと見込まれる中、ソウルは現在、まさに投資家が求めているインフレに強い環境を体現している。

外国人投資家の関心は依然として高いものの、ソウルの独特の動きは、資金の潤沢な国内投資家が主導する市場であることを示している。国内投資家は近年損失を被った外国市場から撤退したことで、国内資産への関心を強めている。ある外国ファンドマネジャーは「韓国を検討したところ、利率が高く銀行部門はうまく機能しておらず市場は明らかに傷んでおり、以前よりもはるかに難しくなった。日本と同様に、韓国の銀行は純然たるコア資産にとても積極的になることがある。そこで我々は当面の間、韓国を保留することにした」と語った。

これらの上位ランクの都市以外では、アジア太平洋地域の都市の見通しは一部の例外を除き、以前ほど目立ったものではない。そうした中で目立つのはインドの都市である。インドは近年、パンデミックやノンバンク金融部門の危機という苦難の時期を乗り越える間、ランキングの最下位付近にとどまっていた。しかし現在では、インドは中国に代わる産業拠点として機能する可能性に興奮の高まりが感じられる。人口動態や市場の厚みという点で、インドは中国と同様のシナジー効果を発揮できるからだ。投資活動が比較的堅調に推移していることから、インドの全都市が昨年のランキングから順位を少し上げている。従来はオフィスキャンパスに焦点が当てられてきたが、今後については多くの投資家が産業施設や物流施設に投資を拡大していくことを見据えている。

ランキングの下位には中国の都市がいくつか並んでいるが、深圳と上海の 2 都市は中位に残っている。このランキングは、外国人投資家のほぼすべてが現在の中国（特に一番手都市以外の、最下位付近の都市）での資産購入を回避していることと同時に、中国本土の市場は無視できないほど大きいという認識を反映している。後者

図表2-3　投資見通しの順位の推移

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
東京	1	2	1	2	2	4	7	12	1	1
シドニー	2	3	3	3	4	3	1	9	2	4
大阪	3	4	6	8	8	5	10	15	4	3
シンガポール	4	1	2	1	1	2	3	21	11	9
メルボルン	5	6	4	6	5	1	2	16	3	5
ソウル	6	5	5	4	10	9	19	17	7	7
ニューデリー	7	13	19	18	15	17	20	13	16	14
ホーチミンシティ	8	7	8	5	3	7	5	4	5	13
ムンバイ	9	12	17	15	12	13	12	2	13	11
バンコク	10	11	16	14	11	11	16	8	19	16
深圳	11	8	9	9	6	8	6	5	18	19
上海	12	10	7	7	7	6	4	6	9	6
クアラルンプール	13	14	22	20	21	22	21	19	21	12
オークランド	14	15	11	13	19	20	9	14	10	15
バンガロール	15	21	20	21	16	16	15	1	12	17
香港	16	18	14	22	22	14	13	18	15	21
マニラ	17	16	21	19	17	19	18	3	8	8
ジャカルタ	18	9	18	16	18	15	14	7	6	2
台北	19	17	13	11	14	21	22	22	17	18
北京	20	19	12	12	13	12	11	11	14	10
広州	21	20	10	10	9	10	8	10	20	20
中国の二番手都市	22	22	15	17	20	18	17	20	22	22

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

については特に、国内デベロッパーはバランスシートの急速な悪化への対応を迫られており、大きな購入機会が見込まれているのだ。そのため、中国で指折りのビジネスエリアに立地するマルチファミリー住宅や物流施設は依然として投資家の検討対象リストに入っている。

開発見通しランキング

Chapter 1 で述べたように、オフィスビルや商業施設の長期的なスペース需要に対する疑念が高まっているため、ここ数年、アジア太平洋地域全体にわたって開発リスクの増大が問題として浮上してきている。この懸念は 2023 年にさらに深まった。経済指標の悪化から、需要の長期的な低下に輪をかけて景気サイクルの反転の可能性が示唆されたためだ。

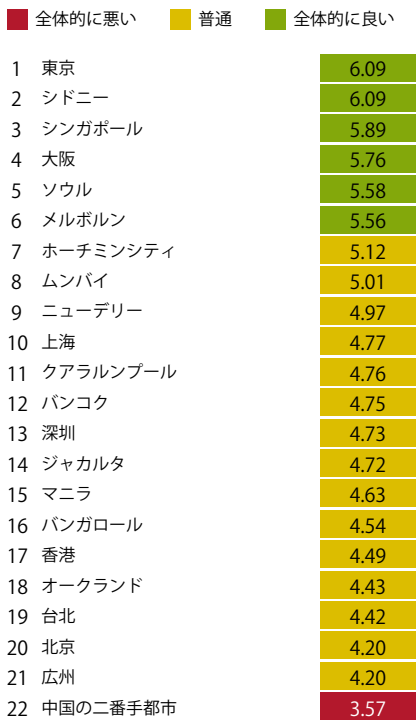
そのため着工件数は減少し、現行の開発プロジェクトが停滞に陥ったケースもある。東京に拠点を置くあるデベロッパーは「開発面で黄色の注意信号が点灯していると思う。これはインフレ、サプライチェーンの問題や人的資源の問題が主な原因となっている。確かに、物流施設部門では建設コストがおそらく 20% ほど上昇している」と指摘する。

このデベロッパーは、そうした影響が賃料の上昇と地価の下落につながっているとし、「企業向けの工場用地の入札を行う場合、（仲介会社は）顧客に対し『今は時代が変わり、価格も以前とは違っている』と伝えている。そのため地価の調整がいくらか行われると見ているが、それはほんの 6 か月前には見られなかったことだ」と付け加えた。

開発パイプラインが細っている結果、すでにスペース不足が生じている市場では賃料の順調な伸びに加え、ビルド・トゥ・コア開発の機会も増えると思われる。こうした市場としては、2023 年第 3 四半期のオフィス稼働率が約 99% と超タイトなソウル（開発見通しランキング 5 位）や、香港からの移転あるいは地域本部設立のため多国籍企業の新規入居が相次いでいるシンガポール（同 3 位）などの都市が挙げられる。

加えて、長期的な需要が旺盛でそれが賃料の長期的上昇を牽引している部門に投資する投資家にとって、開発リスクも選択肢の一つという位置付けだ。そうした部門には、現時点でストックが存在しないか少なくとも不十分であることを考えると、定義上、すべての代替資産クラスが含まれる。

図表2-4　都市別の開発見通し（2024年）



出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 2024 アンケート
注：各都市を9点満点でスコア化

そのため、確固たる住宅資産の大半が長らく機関投資家のポートフォリオに組み込まれている日本では、マルチファミリー住宅プロジェクトが開発資金を引き付け続けている。日本で大規模なマルチファミリー住宅ポートフォリオを持つある機関投資家は「我々はこの市場をそこそこ知っていると思うし、もっとバリューアッド投資を進めるべきだ。なぜなら、安定した資産を買い、キャップレートの低下を通じて利益を得るというやり方はもはや成り立たないからだ。そこで（今）重要なのは、どうやって建設し、開発のアップサイドで利益を得るか、あるいはいくらか賃貸リスクを取るか、ということだ。日本のマルチファミリー住宅は依然として非常に有利な融資を受けられるからね」と語った。

オーストラリアの都市でも大規模なビルド・トゥ・レントの開発が進んでいるが、同国の市場の性質から言って、ビルド・トゥ・レント戦略の長期的な実現可能性には疑問が残る。あるファンドマネジャーは「実行するのは相当難しく、また取引自体に大きく左右される。投資家が求めるリターンと、土地価格や建設コスト、および現在の賃料に基づいて実行可能な引受額との間にはまだミスマッチが見られる。だから、オーストラリアでのマルチファミリー住宅開発は山ほど話題に上るのに、実際の行動は限られている」と語った。

今回の開発見通しランキングで注目すべきもう一つの変化はホーチミンシティで、前回の 2 位から 7 位に後退した。中国で国内外の製造業が他の新興市場に生産能力を移転しているため、ベトナムへの関心は衰えていないが、最近になり政府が銀行部門と開発部門の締め付けを行った結果、国内デベロッパーの流動性不足が深刻化し、現行の建設プロジェクトの多くが遅れている。だが、ベトナムにおける過去の経験に照らし合わせても、政府のこうした動きは一時的なものとなる可能性が高く、来年には通常のビジネスに戻ると見込まれる。必要なインフラが構造的に著しく不足している状況を考えると、産業施設に対する旺盛な需要が続く可能性が高い。

全体的に、リスクの増大によって投資家は今のところ開発プロジェクトから遠ざかっているが、アジア太平洋地域の持続的な経済成長と人口動態の変化を考えると、新規ストックに対する長期的な需要が拡大するはずだ。その結果、需要の拡大に伴って新規開発も継続することになり、リスクは完成資産と同様、単に市場の状況を反映して再評価される。

あるファンドマネジャーは「かつて投資家は望む部門でストックを手に入れられなかったため、開発に取り組んだ。そこで『物流施設が買えないなら作ってしまおう』とか『良いオフィスビルが買えないなら先渡資金を提供しよう』と言っていた。とはいえ納入リスクを取っても大したメリットがなかった。今では、それによって利益を得られると思う。とはいえ、リスクが大きくなればなるほどリターンも大きくなることを認識しておく必要があるだろう。だから、そうしたリスクをどうやって隔離し軽減するかがカギとなるだろう」と述べた。

外国からのクロスボーダー投資が減少

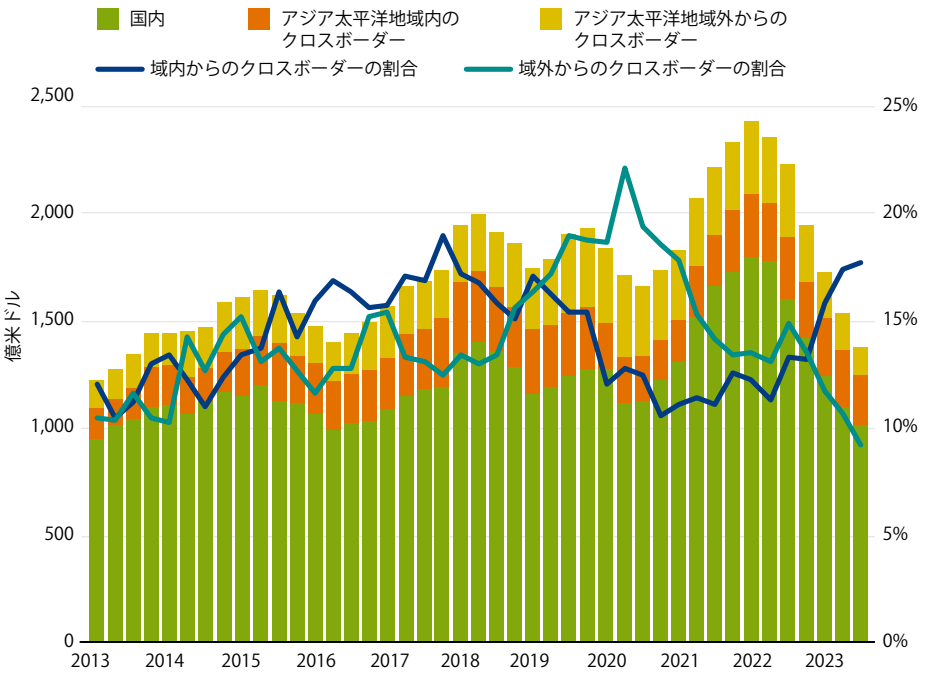
2023 年第 3 四半期におけるアジア太平洋地域の総取引高は前年同期比 37% 減の 257 億米ドルとなった。うちクロスボーダー取引について顕著な二極化が見られた。アジア太平洋地域内の他の市場からの資金は前年同期とほぼ同じ水準を保ったのに対し、域外（つまり外国人投資家）からの資金は 64% 減の 127 億米ドルと、過去最低水準に迫る急落を見せた（図表 2-5 参照）。

アジア域内での資金フロー（2023 年第 3 四半期にはその半分超をシンガポールが占めた）が堅調を維持しているのは、アジアの投資家が域内の見通しについて確信しているというシンプルな理由もさることながら、日本からのアウトバウンド投資が急増していることも一因となっている。他のアジア太平洋市場への日本の投資額は今年上半期に 25 億米ドルに達し、その半分以上がオーストラリアでの 2 件の大型取引（オフィスビル 1 件、住宅 1 件）に投じられた。

2023 年に海外投資の増額を決定する際、日本の投資家が国内の超低金利の結果わずかなリターンに留まっている状況を改善しようと考えているのは明らかだ。だがそれ以上に、この急増が持つ本当の意義は、とにかくそれが起きたということである。日本の機関投資家が抱える膨大な資金は長らく、利回りがゼロに近い日本国債など非生産的な投資に留まっていた。しかしこれまでのところ（そして何度も話題にのぼるものの）、より高いリターンが得られる海外にこの資金を投入するという動きはほとんど見られない。上記のアウトバウンド投資の急増が、出口をせき止めていたダムが決壊しつつあることを示すものだとすれば、アジアにすでに大量に存在するドライパウダー（投資待機資金）に、日本の資金がさらに加わることになる。

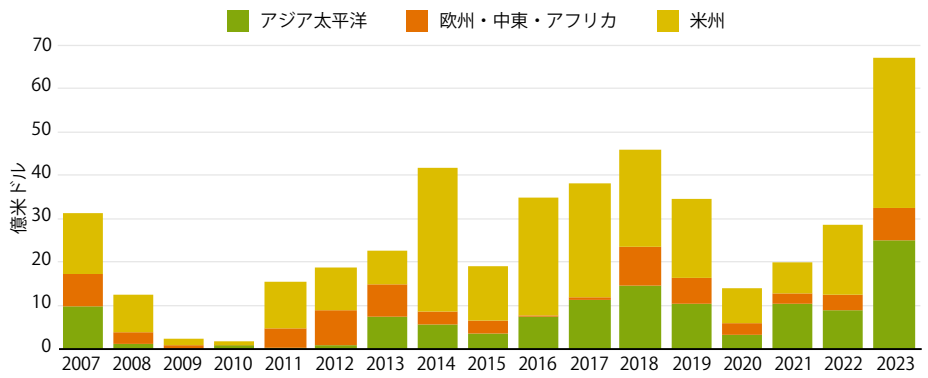
皮肉なことに、2023 年は日本からの資金の流出のみならず日本への資金の流入も目立っている。本書の別の箇所で論じた理由から、日本はアジア太平洋地域で唯一（インドと韓国という議論の余地のある例外を除き）、外国人投資家が資金を大量に投入しようと積極的に取り組んでいる市場となっている。その結果、ジョーンズ ラング ラサールによると第 2 四半期の日本の不動産投資総額の約 4 分の 1 を流入資金が占め、その大半は物流施設部門と産業施設部門に投じられ

図表2-5　アジア太平洋地域への投資状況（資金流出元別）（2023年第3四半期）



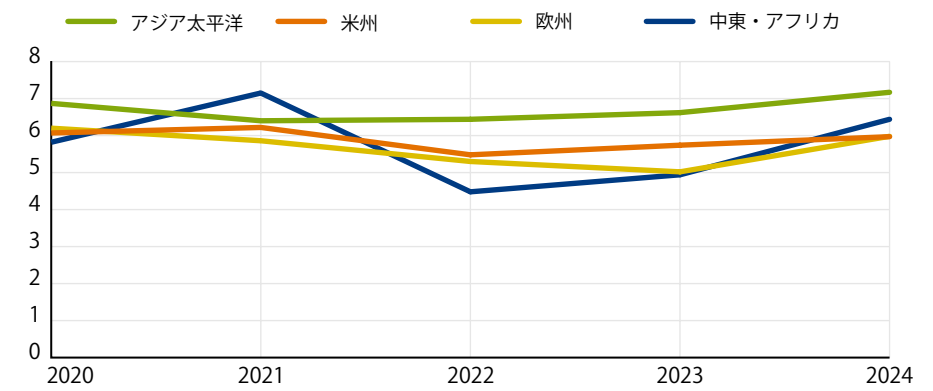
出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

図表2-6　日本のアウトバウンド資金フロー（2023年第2四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

図表2-7　アジア市場に流入する資金フローの予想される変化（今後5年間）



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

た。（コラム「日本：重要テーマ」内のグラフ「日本の産業施設の取引高」参照）

だが同時に、日本への投資はもはやサイクルの終盤に来ていると見る投資家もいる。あるインタビュー回答者が述べたように「ひとたび米国で価格の見直しが行われ、市場の正常化が始まれば、日本でのポジティブキャリーの優位性が失われ、均衡が変わるのではないかとの思いを強めている。もしそうなればオーストラリアが、米国が、そして欧州が魅力的となり、資金は日本ではなくこれらの市場に集中するかもしれない」。

グローバル資金の抑制

アジア諸国間の資金の流れは堅調に推移しているのに対し、域外発のクロスボーダー資金が減少していることは印象的だ。この減少にはさまざまな要素がある。まず、外国人投資家には経済的困難の時期に自国市場に逃避するという自然の傾向が見られる。ある投資家が言ったように「長期的な観点から見れば、アジア太平洋地域のファンダメンタルズはまずまずで、今後も世界の資金が配分を続けるだろう。だが変動や苦境の時期には、降りかかる火の粉を払わなければならない」。

さらに、外国の機関投資家の多くは、異なる資産タイプでバランスを取るというマンデートの下で分散化されたポートフォリオを運用している。欧米の上場市場（特に債券市場）が全般的に低迷している現在、こうした投資家の多くは「分母効果」により、プライベートエクイティ資産への投資を増やすという裁量権をほとんど持っていない。そうしたファンドのファンドマネジャーによれば「通常、不動産への投資目標はバランスシートの8～10%だが、分母効果により、ある時点で12～13%に近くなっていたこともある。言い換えれば、現在の世界的な傾向として、債券投資からの収益が再び大きくなるまでは不動産へのエクスポージャーを安定させ、やや減らすということだ」。

他にもいくつかの要因が関係している。一つは、かつて市場のお気に入りだった資産（つまりオフィスビルと商業施設）への需要が疑問視されているため、機関投資家向けファンドが投資を図る資産のプールが劇的に縮小していることだ。こうした構造的な縮小はアジア太平洋地域ではほとんど共鳴しないが、本書の別の場所で述べたように、欧米でこれらの部門が下降スパイラルに陥っているのを目の当たりにしている投資家は、アジアは状況が異なるという合理的な見方に耳を傾ける前に何らかの行動を取りがちだ。

また、グローバルファンドが大規模プロジェクトを引き受ける上で求められるリターンが、デットコストの上昇によって難しくなっていることも要因である。ある機関投資家向けファンドのマネジャーは「現在は投資で利益を出すことが難しい。デットを減らすために必然的にエクイティを増やす場合、エクイティの絶対リターンが希薄化するからだ」と述べた。 この問題は、特にシンガポールや香港などの市場において、キャップレートが借入コストを上回ることを受け入れたくないという所有者の姿勢によってさらに悪化している。不動産価格がすでに下落しており、引受価格には市場回復の見込み分を含めるべきだというのが所有者の言い分だ。だが買い手はそのように考えない。ある者は「言いたいことは分かるが、今は景気後退の状況にあり、入居者の需要もない。そのため価格が上昇することを一体どうやって保証できるだろうか。それを投資委員会に納得させるのは非常に難しい」と述べた。

資金の世界的な流れの変化は、アジア太平洋地域内における地理的配分にも現れている。特に、これまで中国に多額の資金を投入していたファンドが、リミテッド・パートナー（LP）から課せられた要件のためにもはやそうすることができず、その意思もない。だが同時に、それでも資金をどこかに投じる必要があるため、日本やオーストラリアへの配分が増えている。

現在は資本の配分を凍結している外国人投資家も、短期的・中期的には、アジア太平洋地域への投資を再開する見込みは依然として高い。これは単純に、アジア太平洋地域の経済ファンダメンタルズが欧米諸国よりも良好だと見られるためだ。東京に拠点を置くあるファンドマネジャーは「米国や欧州の投資家と話をしても、今後2年か3年で市場が回復すると期待している者は誰もいない。私はカナダや欧州の多くの年金基金と連絡を取っているが、資金配分について、皆がアジア太平洋に目を向けている」と述べた。

資本調達は減少、待機資金は増加

2022年半ば以降、アジア太平洋市場では全体的に買いが不足しており、特に中国の資産に対する関心が低下していることが大きい。そのためLPはアジア太平洋地域の不動産に新たに資金を配分する動機が乏しく、ましてや取引が低調でドライパウダー（待機資金）がすでに高水準にある場合はなおさらだ。その結果、資本調達が激減している。調査会社のプレキンによると、2023年第1〜第3四半期におけるアジア太平洋地域の不動産プライベートキャピタルによる資本調達額は前年同期比で35%減少した。通年の資本調達の総額はこの10年間で最低となる見込みである。

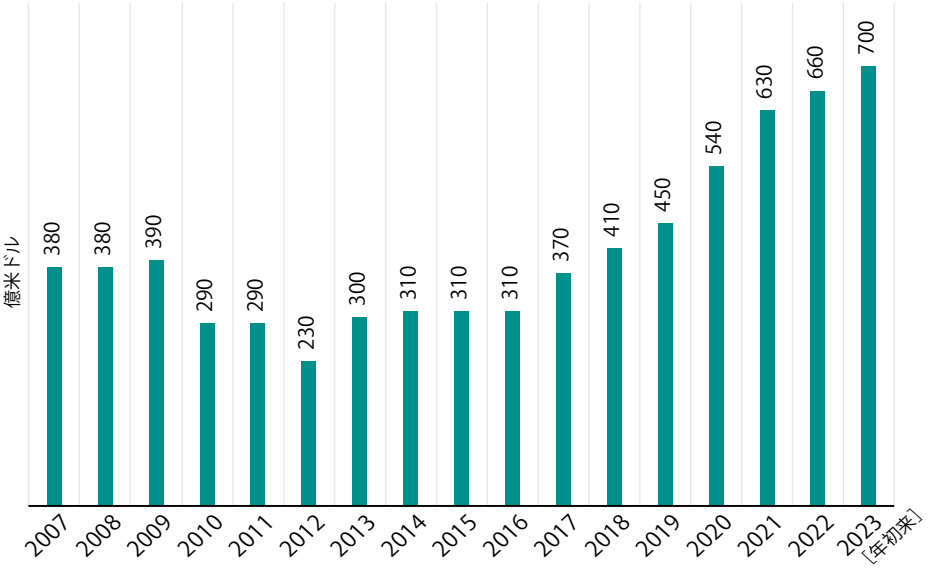
加えて、最近の資本調達の大半は一握りの最大級ファンドの意向によるもので、他のファンドではほとんど行われていない。あるファンドマネジャーによれば「二線級のファンドがプライベートキャピタルを調達するのはほとんど不可能だ。アジア資本と良好な関係にある一部のファンドはうまくやっているが、（最大手よりも）下のファンドが資本を見つけるのは非常に難しい」という。

それでも、資産クラスや市場によっては、資本調達はそれほど問題となっていない。例えば、オーストラリアのビルド・トゥ・レント市場や物流施設市場では、日本の資金も含め多額の資本が調達されている。また、驚くには当たらないが、現在オポチュニスティック投資が好まれており、プレキンによると2023年第4四半期にはアジア太平洋地域のファンドが保有する資金のほぼ半分がそうした資産クラスに充てられたという。

取引不足が引き起こす問題の一つは、ファンドが市場に長く留まる可能性が高まることだ。これは、分母効果によるポートフォリオのリバランスの結果、そうしたファンドに投資した資金にアクセスする必要があるLPが立ち往生してしまうことを意味する。

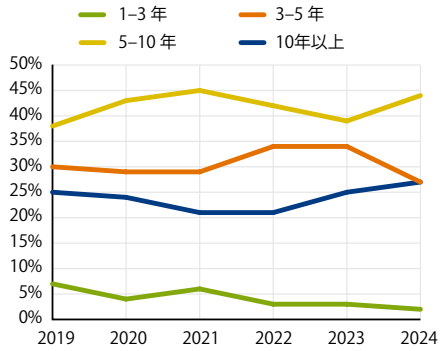
アジア太平洋地域に成熟したセカンダリーマーケット（既存持分の取引市場）が存在しないことが、この問題をさらに悪化させている。この問題に対処するため、世界中の多くのマネジャーが入札による取引を提供しようと試みてきた。多くの場合、それはセカンダリーの買い手がファンドに新たな資本を提供する機会と組み合わされている。だが、特にアジア太平洋地域では、入札の価格設定がディスカウントされていることが多いため、これまでのところ反応は鈍い。ファンド・プレースメント・アドバイザーのキャンベル・ルティエンスによると、2022年におけるアジア太平洋地域でのLP主導のセカンダリー案件は世界全体のわずか4%に過ぎなかった。ある投資家は「基本的に、アジア太平洋地域にはセカンダリー市場が存在しないため、我々は立ち往生している」と述べた。

図表2-8　アジア太平洋地域のファンドの投資待機資金（2007年〜2023年）



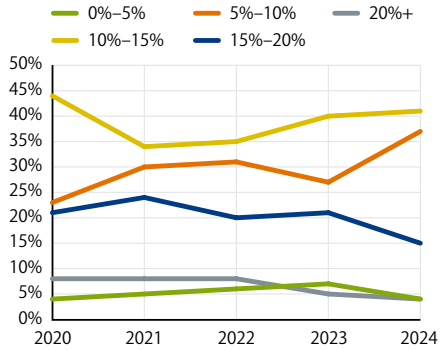
出所：プレキン、ジョーンズ ラング ラサール（2023年9月時点）

図表2-9　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2-10　投資家の目標リターン（調査時点から2024年末まで）



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

REITが非上場化の選択肢を提供

原則として、利率が上昇すると不動産投資信託（REIT）の投資口価格は下落する。なぜなら、借入コストの上昇が純利益の足かせとなると同時に、収益性の高い資産を取得する余力が損なわれるからだ。加えて、利率と並行して債券利回りが上昇すると、REITの方が債券よりもリスクプロファイルが高いことから、投資口の魅力が低下する。さらに、REITが保有する資産の多く（決してすべてではないが）はオフィスビルや商業施設といった伝統的な資産クラスで、まさに現在投資家の間で不人気のタイプだ。

そのためアジア太平洋地域のREIT市場では、利率が上昇し始めた2022年半ば以降、投資口が売り越されている。S&Pハイ・イールドアジア太平洋セレクトREIT指数は、米国や欧州の同様の指標よりも良好なパフォーマンスを維持している

ものの、2023年11月初旬現在、前年同月比で約6.4%下落している（図表2-11を参照）。REITは日本を除くすべての市場で、引き続き純資産総額（NAV）に対し大幅なディスカウントで取引されている。日本では量的緩和政策の一環として日銀による買入れが行われており、投資口価格を押し上げているのだ。

上場市場と非上場市場とで資産価値が反対の方向に動いていることで、さまざまな結果が生じている。第一に、非上場資産（まだ大幅な価格調整が行われていない）はREITのNAVをベンチマークとして再評価されるべきだとする一連の考え方が浮上したこと。これは便利な考え方ではあるが、上場資産（REITであれデベロッパーであれ）は非公開で売買される同等の資産に比べ低い価格で取引される傾向があるため、資産所有者の間では不評である。また弱気市場のときは、上場市場の方が下げに過剰反応することがよくあり、それ自体が適切な価格の正確な尺度であるとは限らない。

第二に、REITがますます非上場化の対象として注目されるようになっていること。シンガポールのREITは政府の統制を過度に受けていると見られ、香港のREITは一般的に資産の質が低いと受け取られていることから、この戦略に最も適した市場は、日本（国内のスポンサーを持たないREIT）とオーストラリアと考えられる。

シドニーに拠点を置く大手機関投資家向けファンドのマネジャーは「ファンド運用部門を持たないREITがNTA（正味固定資産）に対して大幅なディスカウントで取引されているのは理にかなっていると思う。だとすると、まず問題になるのはNTAを信じるかどうかだ。そして、実際に非上場化を行うために資金にアクセスできるかどうかという問題が続く。というのも、世界金融危機の直後にREITの統合が多数行われた結果、2～3社の大手投資家がシンジケートを組んで非上場化を実行できるような小規模な特化型REITはそれほど残っていないからだ」と述べた。

さらに、別のインタビュー回答者は「上場市場で取引する場合、オーストラリアのREITはNAVに対して40%のディスカウントとなるかもしれない。だが、それを上場市場で買って非上場市場で15～20%のディスカウントで売却できれば、上場ビークルで大きな利益を得ることができる。つまり、REITは資本を調達するために売却を望み、投資家は20%のディスカウントを十分魅力的と考える。そのときこそ市場が動き始める。Win-Winの状況になるからね。だがまだそうした動きはあまり見られない」と語った。

図表 2-11　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

銀行貸出が減速、融資条件は厳格化

2022年半ば以降、米連邦準備制度理事会（FRB）は一連の利上げを矢継ぎ早に実施した。これは史上、最も急激な利上げであり、この10年超の間で世界の不動産市場で見られた最も根本的な変化である。Chapter 1で述べたように、アジア太平洋地域の市場（日本と中国を除く）で資本コストが上昇しているため、投資家は2009年以降の多くの事業用不動産への投資に用いてきた手法、すなわち「低いレバレッジを使ってコア資産を購入し、キャップレートが低下するのを待ち、数年後に別のファンドに売却してエグジットする」やり方を諦めざるを得なくなった。

現在、銀行からの借入はもはやコストが高く困難となっており、場合によってはまったく利用できないこともある。特に外国の銀行は新規融資に慎重で、既存融資の更新を断ることが多い。同時に、オフィスビル投資の借入は、銀行がエクスポージャーを減らしデューデリジェンスを強化しようとしているため、特に難しい状況だ。

シンガポールに拠点を置くあるファンドマネジャーは「市場によって異なるものの、引受の面では細かな点に払われる注意が明らかに増えており、また借り手も集約されてきている。つまり、誰も彼もがカネを借りられる状況ではなくなっており、1年前とは大違いだ。また、銀行が融資を行う可能性や意向についても明らかに異なる。プライシングも市場によって幅があり、米国では500～600ベーシスポイントも上がったが、シンガポール、インド、日本では50～100ベーシスポイントの上昇にとどまっている。一方で、そのコスト負担で融資を受けることができる借り手も著しく減っていると思う」と述べた。

インタビュー回答者は、銀行が融資に目に見えて消極的になっている市場として香港、中国本土、韓国を挙げた。ただし特定の資産クラス（例えば中国のマスマーケット向け住宅、韓国の物流施設、オーストラリアのマルチファミリー住宅開発など）に対して一層消極的であるかもしれない。

デットを入手できる場合でも、借入コストは市場によって大きく異なる可能性がある。2023年11月時点の銀行借入コストは最も低いもので0.8～6.7%の範囲となっている（図表1-7参照）。その他の融資条件も厳格化しており、LTVはアジア太平洋地域で平均約10ポイント引き下げら

れているほか、インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）も厳しくなっている場合が多い。

日本と中国はこの利上げ傾向の大きな例外である。日本は、1999年に財政刺激策として導入された長期のゼロ金利政策を維持することを選択した。日本在住のインタビュー回答者によると、世界的に急激な利上げが行われているにもかかわらず、邦銀の貸出条件はごくわずかしか厳しくなっていないという。2023年11月初旬、日本銀行（日銀）は金利の変動を容認する考えを示唆したが、多くのアナリストは、過去10年間に発行された膨大な国債の支払利息が増加することを考えると、日銀が金利の大幅な上昇を認めることはできないだろうと見ている。

一方、中国は経済の構造的弱点に対処するため、2023年に利下げを続けてきた。不動産投資家にとっては、特に中国のデベロッパー全体に苦境が広がっていることを考えると、これは再び投資のインセンティブとなるはずだ。だが、中国に対して地政学的およびマクロ経済的な逆風が吹いており、当面はそれが引き続き大半の外国人投資家の足かせとなっている。

多くのアジア太平洋市場では利率が急速に上昇しているものの、それに伴うキャップレートの上昇は遅れている。例えば香港では、あるファンドマネジャーによると「現在のデットコストは1年前の4倍となっている。そこに1.5〜2%のマージンが加わるので、借入コストはほぼ7%に達する可能性がある。でも、そんなレベルでは香港では何も買えない。キャップレートはまだ3〜4%の間をうろついている」という。

このようにキャップレートと利率の間に大きな差があることは、新たな投資家の参入を抑制するだけでなく、最近に物件を購入した所有者にとっても問題を引き起こす。空室率の上昇に伴う賃料の下落により、ICRの要件に違反するだけでなく、（少なくとも実質的に）ネガティブ・エクイティ（物件価格が借入残高を下回ってしまう状態）に陥っている所有者が増えているのはほぼ間違いない。しかし、ある投資家が指摘したように、試練は現在の借入金が満期を迎えたときに訪れる。「リファイナンスの波が押し寄せるにつれ、特にオフィス市場では、資産価値が低下し、それを補うために所有者は資本の増強が必要になると思われる」。だが、どれだけの所有者がそのための資金を確保できるか、あるいはそうする気があるかはまだ何ともいえない。

これまでのところ、香港で一握りの（そして中国ではもっと多くの）ディストレスの売却が行われているが、市場は新しい現実を受け入れるのが遅れている。それはおそらく、銀行が焦ってデフォルトを強要しようとしていないためだと思われる。しかし、高利率が長期にわたって続くというシナリオでは、もし中央銀行が、実地の評価額の下落が銀行制度のシステミックリスクをもたらすと判断した場合、この状況は長くは続かないかもしれない。他のアジア太平洋地域の都市でキャップレートとデットコストのスプレッドが大きい（したがって銀行のバランスシートに潜在的なリスクをもたらす）ところとして、メルボルン、シドニー、シンガポール、ソウルが挙げられるが、シンガポールとソウルは入居者市場が活発でありリスクは大幅に軽減されるはずだ。

プライベートクレジットが台頭

銀行融資が厳しくなった結果の一つは、不動産向けデットの市場が拡大し、ノンバンクのレンダーが多数加わることになったことだ。そうしたレンダーとしては、年金基金や保険会社など資金の潤沢な機関投資家に加えて、専門的・特化型のプライベートエクイティファンドが増えている。アジアには以前から小規模なノンバンクデット市場が存在したが、これまでは資金の豊富なアジア太平洋地域の銀行によって需要の大半は満たされていた。プライベートのレンダーでは太刀打ちできない利率で借り手に資金を提供してきたためだ。

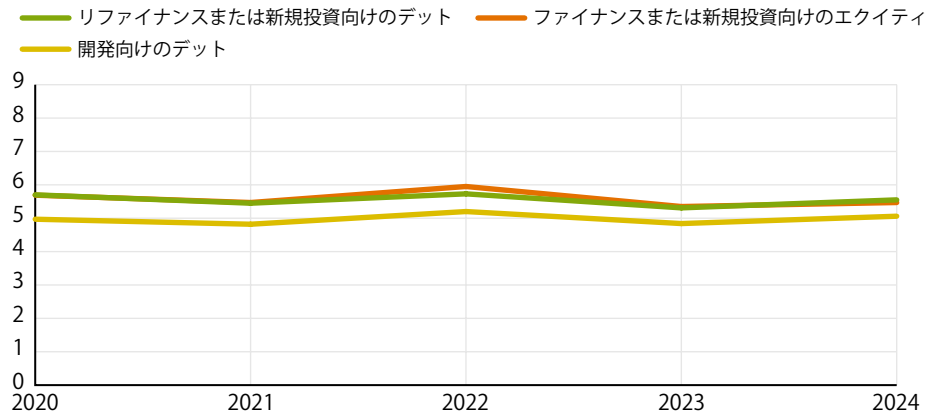
だが今日では状況が一変しており、成熟したプライベートクレジット市場を持つ欧米の線に沿って、ノンバンクデット市場を生み出すべく根本的なシフトが進行していると言えるだろう。プライベートクレジットの貸し手から見れば、アジア太平洋地域でこうした新たなデット市場が生まれつつあることは、エクイティを用いた投資のリスクが高まっていることと軌を一にしている。その結果、少なからぬ数のプライベートエクイティファンドが、よりディフェンシブな姿勢に軸足を移す中で、新たなデット戦略に向けた資金を調達するために実物資産の全部または一部を売却することを厭わなくなった。

シンガポールのあるプライベートエクイティファンドのマネジャーは「ベースレートがほとんどの市場で上がり、スプレッドもほとんどの市場で拡大しており、またボラティリティも大きい。そのため投資家は『資金の投入が必要な場合、有担保のシニアレンダーであれば、40〜50%のファースト・ロス（投資損失が発生した場合に最初に価値が毀損する部分）ポジションを持つクレジット商品に投入してはどうか?』と考える。また、もう一つの興味深い点は、一般的にクレジットはエクイティよりもデュレーション（金利変動に対する価格の感応度）が短く、いつ終わるかもわからない不安定な時期には資本を投入するのに最適だということだ。開発投資向け融資の場合、その期間は24か月であり、安定したローンでは3〜5年というところだろうが、一般的なエクイティ投資に比べて明らかに短いため、不安定な時期が終われば、デットの方が選択の幅が広がる」と述べた。

アジア太平洋地域に真のノンバンク融資市場が形成される別の利点として、割高にはなるかもしれないが、プライベート・デットは総じて柔軟性が高く、旧来の融資条件に囚われず、「コベナンツの縛り」も緩やかで、借り手にとって有利な面が多いことが挙げられる。さらに、特に保険会社が提供するデットの場合、5〜10年の長期にわたり利率を固定できる可能性がある。これは銀行融資には望むことができないものであり、日本のように利率が世界の基準を大きく下回っている市場で長期の利率変動リスクをヘッジする機会をもたらす。

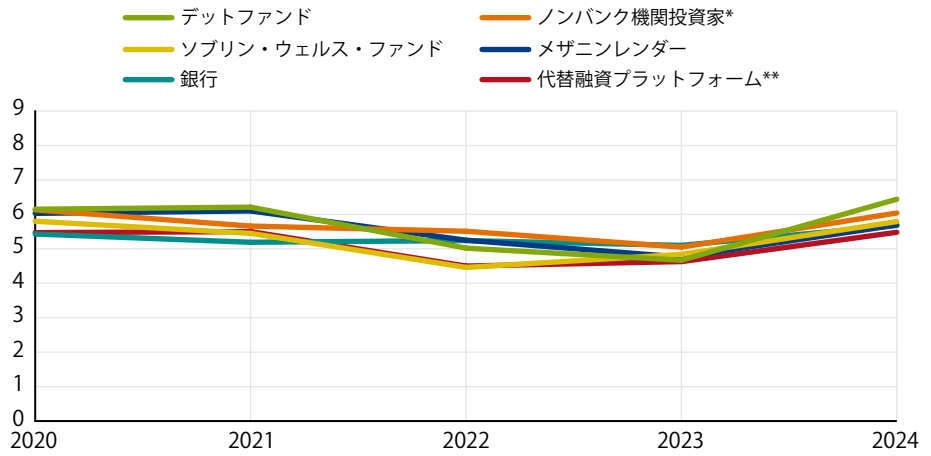
今のところ、ノンバンクデットへの需要は特定の地域、資産クラス、状況に集中する傾向がある。例えば、あるインタビュー回答者によると「アジアのレンダーはいずれも自身のウォッチリストに集中しており、また主にオフィスビル部門へのエクスポージャーを減らそうとしている。だからオフィスビル部門の取引において（プライベートクレジットが）活用されるかもしれない。特に、今は金融引き締めサイクルに入って一年が経ち、小規模レンダーですら借り手にリファイナンスを促しており、そのためリファイナンス用にコスト高となる資金への需要が生まれている」という。どんな資産であれそのリファイナンスのために借り手が必要とする資金の全額を提供することに銀行が消極的であるため、こうした「資金調達ギャップ」が生じている。CBREの推計によると、このギャップはアジア太平洋地域の事業用不動産向けシニアデット残高1,770億米ド

図表2-12　デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の予想推移



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

図表2-13　レンダータイプ別デットの利用可能性



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

ルのうち58億米ドルにのぼるという。だとすれば、おそらくこの金額は何らかの形でプライベートクレジット取引によって調達しなければならないだろう。

さらに、数多くのプライベートエクイティ投資家が、いかなる取引であれ引受時に想定されるレバレッジ水準を完全に満たす融資について銀行を説得できなくなっており、一部のインタビュー回答者によると、特にバリューアッド投資でそうした状況が見られるという。その結果、プライベートエクイティ投資家が入り込み、銀行融資より高い金利で（or利率で）必要な融資を提供できるかもしれない。

インタビュー回答者からは、他にも多くのプライベートクレジットの機会があることが指摘された。

- オーストラリアでは規制の強化に対応して商業銀行が貸出を減速させているため、ここ数年にわたりノンバンク融資市場が拡大しており、デベロッパー向けの融資の機会が存在する。特にマルチファミリー住宅向けの有担保シニアローンが有望だ。また、安定したパフォーマンスの資産の所有者が、物件をアップグレードするために「商業銀行による融資の一般的な条件からやや外れた」条件でデットを探している可能性もある。

- 中国では現在、利率が低下しているものの、外資系銀行の多くが市場からの完全撤退を模索しており、国内銀行も融資の延長に消極的と思われる。この状況は「投資銀行型の資金提供、あるいはメザニンローン、優先出資、ノンバンクによるストレッチ・シニアローンの機会を生み出している」。資金需要は、総じてLTVが低いために国内銀行ではニーズのすべてを満たすことができない外国人投資家からであることが多い。

- 香港ではデベロッパーレベルで大きなディストレスが生じているが、担保にできるような優良な資産を豊富に保有しているため、ポートフォリオ全体にわたって資本を再構成する余地が存在する。

- 韓国とシンガポールも、オポチュニスティック投資向けにプライベートクレジットを提供する機会が見込まれる市場として挙げられた。

とはいえ、多くのプライベートエクイティファンドがオポチュニスティックにプライベートクレジットへの参入を図っているものの、それを新たな融資市場の長期的な構造進化の一部と捉える者は比較的少ない。この機会は、アジア太平洋地域で大量の資金を投入するのに適切な対象物を探している機関投資家にとって、（規模という点で）魅力的なものとなるかもしれない。安定した利子収入と元本返済を確保できる債券投資は、予測可能な収益ストリームという彼らの嗜好によく合致しているからだ。

あるファンドマネジャーは「真にパフォーマンスの高いクレジットビジネスがまさに幕を開けようとしている。アジアで長らく活動し、その時々の状況に応じて融資や投資を行いトータルリターンを達成しているファンドがいくつか存在するが、今後2～3年で真の融資プラットフォーム、パフォーマンスの高いクレジットプラットフォームが登場すると思う」と述べた。

Chapter 3：不動産タイプの見通し

「この状況こそ、今まで考えていた未来だった。
いざそこにたどり着いてみると、それほど悪くない。」

過去 14 年間にわたり、デットコストの低さがアジア太平洋地域の不動産投資戦略を形成してきた主な要因であったとすれば、現在における利率の上昇もやはり、資金の流れと今後の不動産の利用方法を形作る要因となっている。

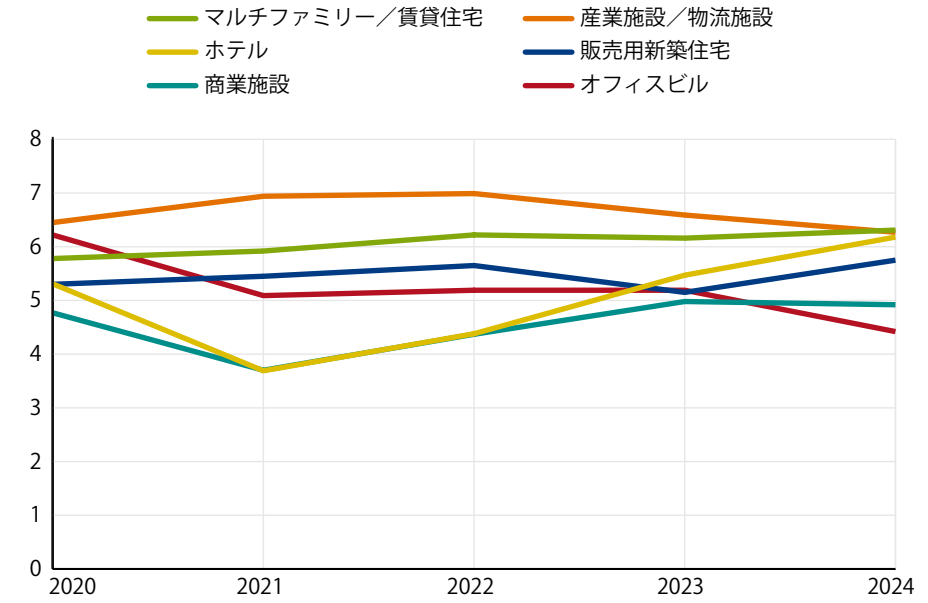
これはある程度、主役の交代を意味しているものの、かつての定番であったオフィスビルと商業施設の重要性が低下しているわけではない。投資家の購買意欲が減退しているという事実を踏まえても、そう言える。とはいえ、これらの伝統的部門が果たす商業施設の経済的・社会的役割が存続するとしても、その価値について見直しが行われつつある。

言い換えれば、第一に、そうした伝統的部門が生み出す新たなリスク調整後リターンの基準に基づき、その金銭的価値が再評価される。実際、現在の市場の停滞にもかかわらず、そのプロセスはかなり進んでいる。さらに、投資家は資産から価値を絞り出すために、利用者にとってより適切な活用方法を模索していくことになる。このプロセスはこれまで食い止められてきた。従来の確固たる公式が良好なリターンをもたらしてきたため、そこから逸脱するというインセンティブがほとんど働かなかったためだ。

同時に、この価値の搾り出しを行う触媒として新たな需要ドライバーがいくつか出現しており、それらもオフィスビルと商業施設の利用方法の再構築に寄与している。よってオフィスビルの所有者は、従業員が職場に戻るインセンティブとなるよう、サービスを改善する必要がある。一方、小売事業者もインターネットショッピングに移行し続ける消費者に対し同様のインセンティブを提供する必要がある。

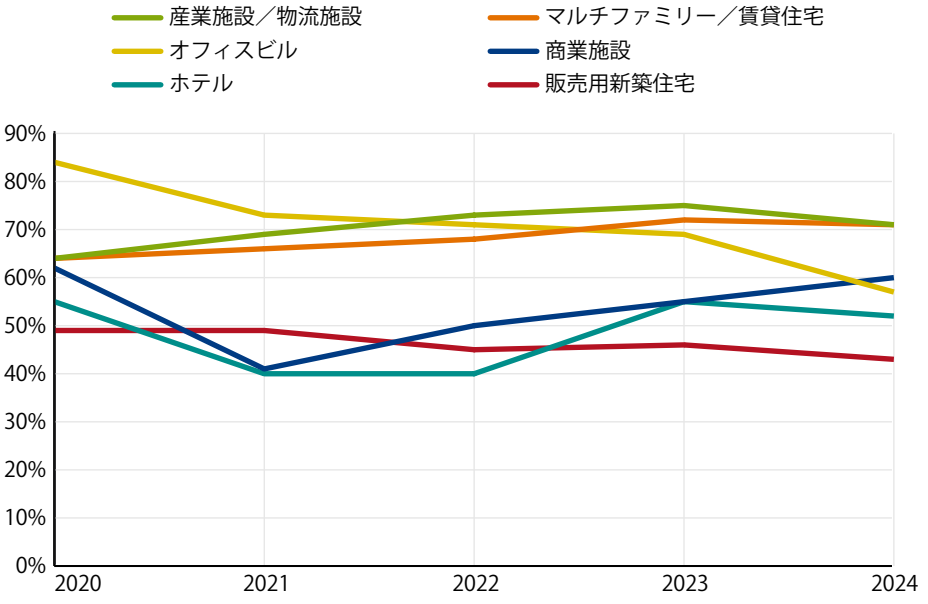
以上のことから、欧米市場で現在起きている排除的な動き、つまり中心業務地区（CBD）から大量のオフィスビルや商業施設が姿を消しているという事態は創造的破壊の一つであると言え、その影響は、今は対岸の火事のように思えても、少なくともある程度までアジア太平洋市場にも及んでくるだろう。

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

Chapter 1 で述べたように、急速な利上げのもう一つの副産物として、代替資産クラスに対する投資家の関心が高まっている。そうした代替資産クラスは、主にマルチファミリー住宅、データセンター、高齢者住宅といったニッチな施設が中心となっている。加えて、何年にもわたって急成長してきた物流施設は現在では代替資産とは言い難く、キャップレートが低水準にへばりついているものの、依然として魅力的である。そしてさらに、コロナ禍でのロックダウンにより被害が際立って大きかったホテル部門が、リベンジ消費の波に乗った観光の回復により復活しつつある。これらの部門はいずれも、現在の高利環境で必要とされる高リターンを生み出すべく想定収支やコストの見直しが進むにつれ、投資家の注目が高まることが予想される。

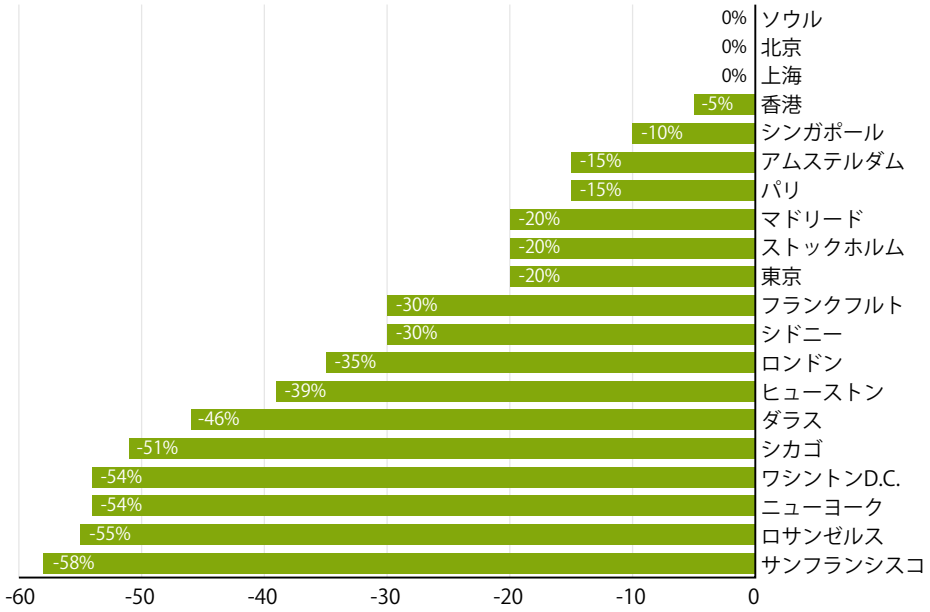
オフィス部門

パンデミックによって義務付けられた在宅勤務はすでに過去のものとなったが、欧米のオフィス市場は依然としてコロナの後遺症に苦しんでいる。在宅勤務とオフィス勤務というハイブリッド（複合的な）勤務形態により、主要都市に大量の余剰オフィススペースが発生しているためだ。利率の上昇も価格に影響を及ぼしており、その結果、かつて不動産の資産クラスの中で最大かつ最も活発であったオフィス部門の低迷は激しいものとなっている。

Chapter 1 で詳述したように、欧米市場では 2023 年上半期において評価額が前年同期比で約 30% も下落している。この下落は地理的なばらつきがあるが、最大の影響はサンフランシスコなど一部の大市場に集中している。さらに、欧米においてオフィス勤務への本格的な回帰の見通しが急速に後退する中、最終的に多くのオフィススペースが再利用の対象となるだろう。だがそれは、単に経済的な側面だけでなく、大都市中心部で最も活気があり人口密度の高い地区において、再開発されたスペースをいかにしてより生産的に活用できるかという点で、重大な問題を提起している。

欧米市場における事業用不動産の凋落を理解することは、アジア太平洋地域の事業用不動産の先行きを考える上で有益である。ただし条件や状況が違っているため、欧米とは異なる結果となる可能性が高い。最も重要なのは、北米と欧州におけるオフィス市場の空洞化がアジア太平洋地域で繰り返される可能性が低いことだ。全般的に従業員の在宅勤務がそれほど深く浸透していないことがその理由である。

図表3-3　世界のオフィスの再入居率（2023年5月）



出所：ジョーンズ ラング ラサール（コロナ禍以前の水準と比較したオフィス入居率の変化）

ジョーンズ ラング ラサールが 2023 年半ばに行った調査によると、オフィスの再入居率はアジア太平洋地域市場間で大きく異なるものの 70% ～ 100% の範囲となっている。これは欧州（65% ～ 85%）や北米（45% ～ 65%）と比べても良好な数値である（図表 3-3 参照）。注目すべきは、ソウルや上海といった都市でのオフィス再入居率がすでにパンデミック以前の水準に戻っていることだ。

対極的に、オーストラリアでは依然として在宅勤務が好まれ、強く支持されている。これはオーストラリアの一般家庭の住居が在宅勤務により適した作りになっていることや、文化的メンタリティの面で、雇用主の指示に素直に従わない傾向があることを反映しているのかもしれない。

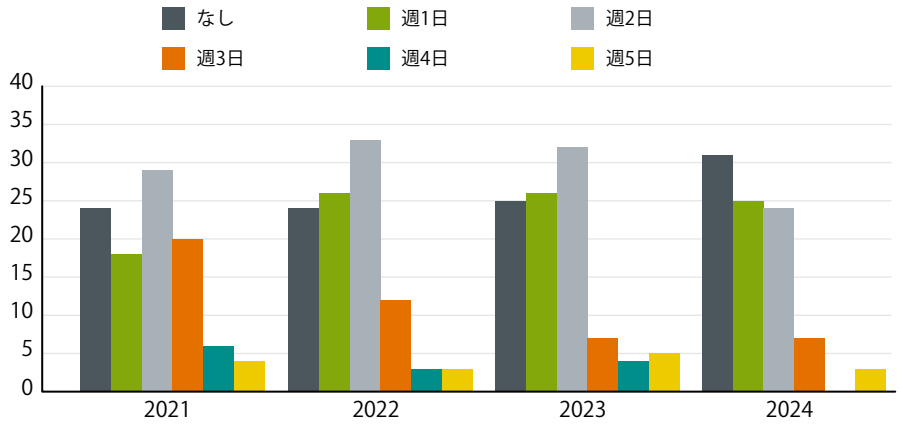
アジア太平洋地域において以前の勤務慣行が次第に戻りつつあることはアンケート調査への回答からも裏付けられているようだ。例えば在宅勤務の日数は今年は大幅に減少している（図表 3-4 参照）。さらに、ハイブリッド勤務形態を選択する企業の割合も急減している。（図表 3-5 参照）

そのためアジア太平洋地域におけるオフィス稼働率への影響は薄らいでいるが、それでも、オフィスビルは世界的に進行している見直しから免れているわけではない。これは第一に、そうした見直しに関連して評判が損なわれてしまったためだ。欧米で価値の崩壊の進行を契機に、投資家はオフィスビルを「アレルギーのように」避けている。また、アスク（売値）について、まだ利上げの影響を考慮した調整が行われていないことも一因である（ただしオーストラリアと中国では最近になって調整の兆しが見られる）。

その結果、MSCI によれば、2023 年第 1 ～ 3 四半期の取引高は前年同期比 50% 減少し、主要部門の中では群を抜く落ち込みとなった。

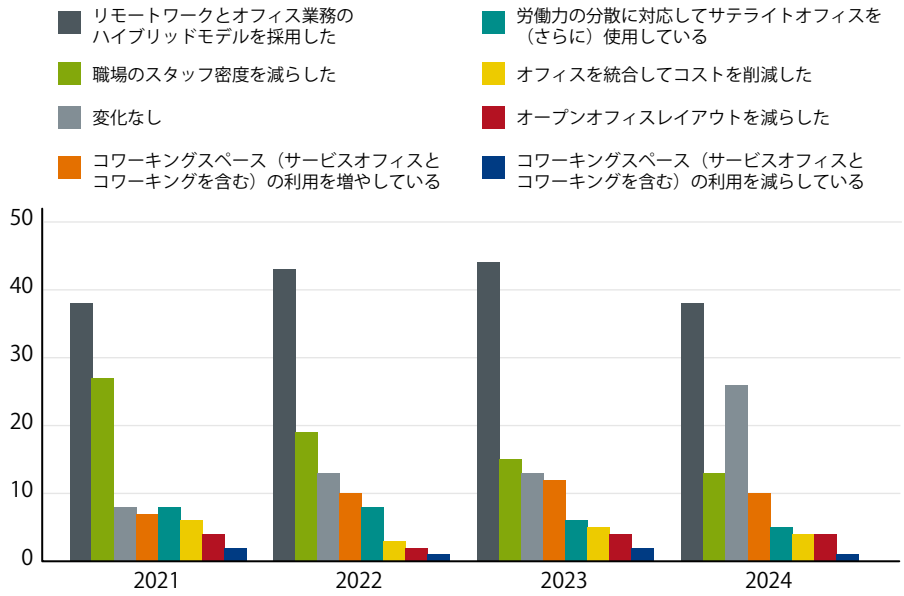
加えて、ファンダメンタルズは多くの面で依然として軟調だ。アジアでは在宅勤務のトレンドが弱まりつつある一方、稼働率の低下は依然として大きい。現在、使用率はパンデミック前の水準を平均 10% 下回っている。CBRE のデータによると、景気後退による需要の減少と、一部都市（特に上海と東京）における大幅な供給過剰とが相まって、アジア太平洋地域の空室率は

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

図表3-5　COVID-19を受け、貴社の職場モデルはどのように変わったか？



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

2023 年半ばに過去最高の 18.7% まで上昇した。

空室率の高さは注目に値する。というのは、それによって構造的な需要に対する懸念が高まるだけでなく、主にローエンド市場で空室が積み上がっているからである。そうした事態が起きているのは、企業がハイブリッド勤務形態を採用することで、これまでより少ない床面積で同じ数の従業員を収容でき、その節約分を質の高いビルへのアップグレードに回せるようになったことが大きい。この現象は Chapter 1 で取り上げた「質への移行」の触媒となり、実質的に 2 層から成る市場が形成されつつある。

その結果の一つとして、オフィス部門全体の見通しは、稼働率や利用率の統計が示唆するほど、おしなべて暗いわけではない。香港のあるファンドマネジャーは「オフィスは米国では否定的に取り上げられることが多いが、アジアでは勤務形態や通勤方法、さらにはライフスタイル全体を考慮した場合、事情は大きく異なる。だが、あまりにも否定的な見方が多いため、外国ファンドなどはオフィス関連案件を投資委員会に提案するのに慎重になりすぎているのだと思う。数年前の商業施設がそうだったように、「オフィス」は口にしてはいけない言葉となっている」と述べた。

オフィスビルの取引が停滞し売り物件のパイプラインが膨れる中、一部の逆張り投資家は、シドニーなどの都市の CBD に立地する、先進的で需要があり、優れた設備を備え、稼働率が高く、賃料の伸びが期待できるオフィスビルへの投資を検討している。そうすることによって、評価額の中間地点を見つけるとともに、それらの資産がかつて引き起こしてきた熾烈な競争を回避することを期待しているのだ。

CBDの再利用

他方、多くのビルが空室となりつつあるローエンド市場の見通しは暗く、今後大量に発生する低利用オフィススペースをどうすべきかという問題が生じている。一部の投資家は、適切なタイプの B グレードビルにバリューアッド投資を行ってアップグレードする可能性を指摘している。ただそれらは標準的ではなく例外になると予想される。シドニーを拠点とするファンドマネジャーの一人は「質への回避が復活しているということだ。投資家は B グレードの資産や周辺地域に立地する資産を買おうとしない。この先、高評価の資産と低評価の資産とで賃料格差が広がり、評価額の格差も拡大していくからだ」と述べた。

バリューアッド投資によるアップグレードはさておき、原則として建物は改修して再利用することができる。これは特に住宅への転用に当てはまり、米国では広く検討されてきている。アジア太平洋地域の都市における慢性的な住宅不足と、エンボディド・カーボンの削減の必要性により、こうした転用は魅力的な選択肢に映る。加えて、アジア太平洋地域の都市では先進的な建物の割合が高い（図表 3-6 参照）。本来、新しい建物の方が用途変更に適していることが多く、再利用の戦略にとって有利に働くようだ。

だが実際には、達成できることには限界がある。米国での経験によれば、高いコスト、メンテナンス義務の大きな負担、不適切な配管、基準階面積の不足などが原因で、取り壊しが唯一の現実的な選択肢となっている場合がほとんどだ。

再利用を巡る別の課題は、CBD に関する力点が高密度のビジネス利用から離れ、コミュニティへの良い効果や生活の質、住みやすさの向上をもたらすさまざまな形態へとシフトする中で、CBD エリア全体（またはその一部）にいかにこのプロセスを適用していくべきか、という点である。

これに関して、特にアジアの都市は、各国政府が変化を促そうと徐々に動き始めているとはいえ、道のりは遠い。例えば、1970 年代に北米で発展したビジネス改善地区（BID）は、近隣企業が協力して地域の環境を改善することを目的とした集合体として機能している。一般的に BID は、道路の清掃、集会施設の改善、歩行者用通路や街並みの向上、都市のマーケティングなど、行政が十分に提供できないようなサービスに資金を提供することを目的としている。

アジア初の BID はシンガポールで設立され、オーストラリアでも 2021 年にシドニーでパイロット BID が設置されて以来、数個所で作られている。同様のコンセプトは、やや異なる使命を持つ他の枠組みにも体現化されており、例えばシドニーの 24 時間経済委員室（Office of 24-Hour Economy Commissioner）は特にナイトタイムエコノミーの形成促進に力を入れている。

完璧なワークスペースはどこに？

所有者や入居者が資産管理に力を入れ、投資価値の向上やテナント候補・従業員にとっての魅力強化を図る中、いくつかの具体的な課題にスポットライトが当たるようになってきた。その最も基本的なものは、ハイブリッド勤務形態や従業員の好みの変化に合わせるために、現代のワークスペースをどう構成するかという点だ。だが、そのための適切な公式を見つけることは難しく、多くの雇用主がさまざまな選択肢を実験的に適用して成功と失敗を繰り返している。

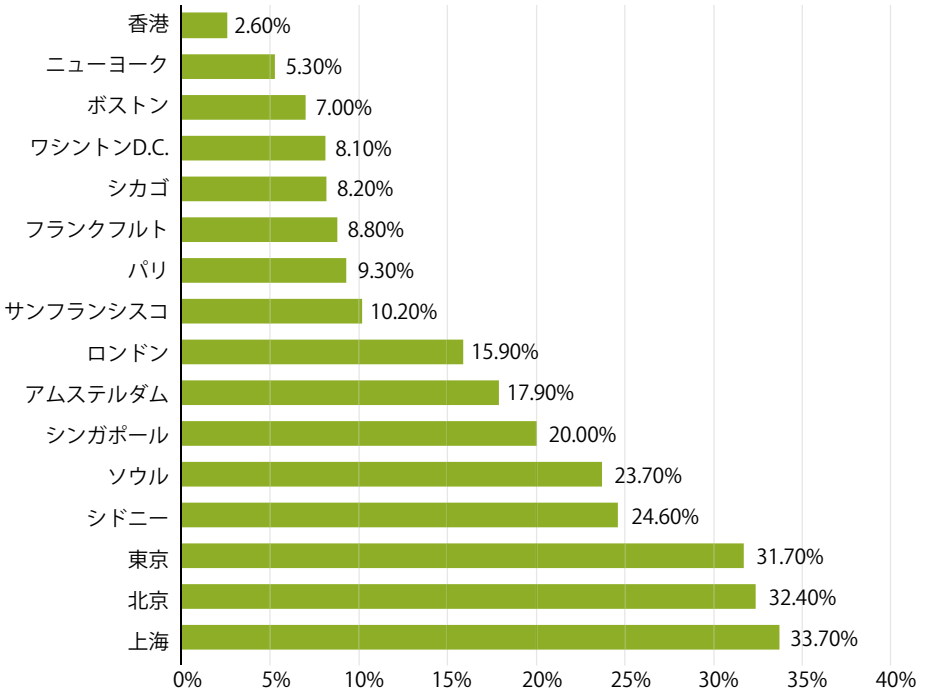
例えば、建築設計事務所のゲンスラーが毎年行っている一連の調査では、10 か国の従業員に対し、自宅ではなくオフィスで働く最も重要な理由を尋ねた。パンデミックが始まって間もなく実施された第 1 回調査では、従業員は従来の集中型作業よりも同僚との対面によるコラボレーションの方が重要だと回答し、多くの企業に対し既存のデスク主体のスペースをオープンで協業的なスペースに変更することを促していた。だが、こうした任意の自由回答型調査は信頼性に欠ける面がある。そうした新しい形のスペースの人気が薄らぎ、その多くが「定員の半分ほどしか使われていない」状況となる中で、2023 年に同じ質問をした際には、回答者は集中型作業の方が好ましいとした。そして 2023 年には、協業的スペースは以前のデスク中心の構成に戻されたのである。

これは珍しいことでもない。何人かのインタビュー回答者は職場の設計や勤務方法に関する革新的な変更について同様の経験を語っていた。つまり、ワークスペースのアップグレードとは気まぐれなものだという結論を下さざるを得ない。入居者や家主は、従業員に優しい形は何かを見つけようと相当の資源を投入する意欲はあるものの、完璧な職場の姿は依然として揺れ動いており、また現在進行形となっている。

このほか、職場改善に関する重要な点の一つとして従業員のウェルネスが挙げられる。これは体と心のウェルビーイング（健やかで満たされた状態）を優先する若い Z 世代の従業員にとって大切な課題として浮上している。これがパンデミックを経験したことの結果であるかは不明だが、Z 世代からは古い世代の管理職が驚くような断固たる調子で主張されることが多く、上の世代からは過小評価されやすい。ウェルネス志向の内装や設備として、タッチレスアクセス、エクササイズ施設、自転車通勤者用施設、アクセス可能な屋外スペースなどがある。

持続可能性、特に炭素効率の問題も、関連するテーマの一つである。これは投資適格資産の所有者にとってはさほど驚くことではないだろう。現在、取引の引受において標準的な要素となっており、資産価値を長期的に脅かす潜在的な脅威として認識が高まっているからだ。にもかかわらず、Chapter 1 で概説したように、アジア太平洋地域では持続可能性の問題が必ずしも欧米ほど注目されていないのが実情である。この問題は、複雑な諸規制、混乱を招く用語、そして多くの場合、実施体制が迷路のように分かりにくいことがさらに輪をかけている。オーストラリア、シンガポール、そして（最近高まりを見せつつある）日本など一部の国・地域は多くの点で世界をリードしているが、他の市場ではアセットマネジャーが世界の動向に触れる機会が少なく、表面的な認識にとどまっている場合がある。

図表3-6　2015年以降に建設された世界のオフィスストックの割合



出所：ジョーンズ ラング ラサールの調査（2023年5月）

だがこの遅れは、テナントと従業員の双方が持続可能性の優先度を高めるにつれ、時間の経過とともに変わっていくと思われる。高まる基準を満たせない建物の賃料や価格は市場によってディスカウントされる可能性が強まっている。規制要件の変化に伴い、いずれにせよ近いうちにアップグレードを余儀なくされるかもしれない。東京のある投資家は「多くの機関投資家が、特にオフィスビルについて、そのテナントとして、あるいは投資家として、ESG（環境・社会・ガバナンス）への適合を要求しているため、そうしたアップグレードが増えていくだろう。ESG に対応してアップグレードできなければ、取引の対象にもならずリーシングもできない資産が残ることになる」と述べた。

物流施設部門

2023 年には、これまで支配的であったオフィスビルや商業施設から資金が離れ、その一部は産業施設・物流施設部門（データセンターを含む）に投入された。MSCI によると、アジア太平洋地域の 2023 年第 1 ～ 3 四半期における産業施設・物流施設の取引高は 249 億米ドルであった。前年同期比 31% 減となったが、同時期のオフィスビルの取引高は 318 億米ドルであり、アジア太平洋地域においてオフィスビルに次ぐ規模の部門に位置付けられる。

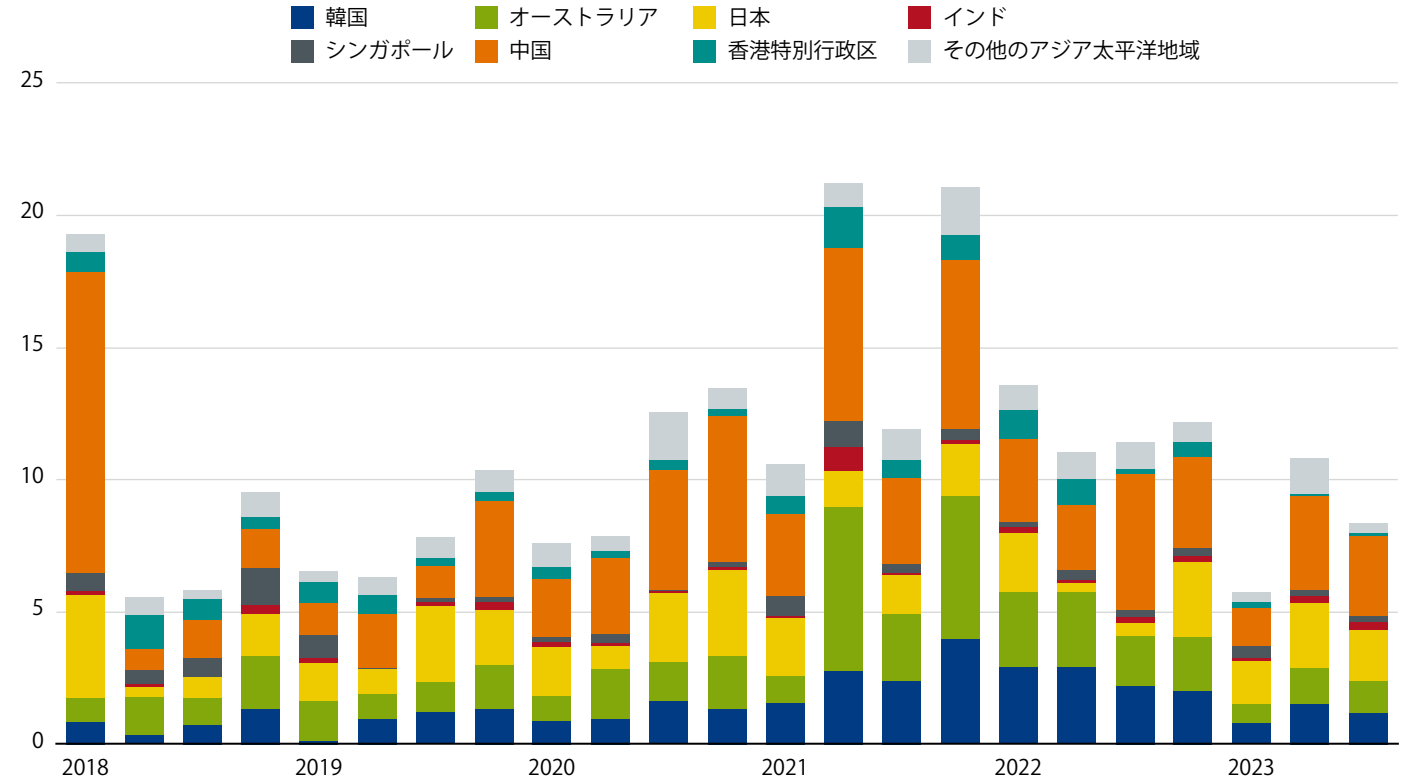
こうした物流資産への転換は特に外国人投資家の間で顕著だ。この地域で外国人投資家が 2023 年 1 月～ 10 月に行った不動産投資全体のうち、オフィスビルの比率は 38%、商業施設は 10% にまで低下した。2013 年にはそれぞれ 60% と 24% だったこと比べると大幅な減少である（図表 3-8 参照）。そのギャップの大半は産業施設・物流施設が埋めており、2013 年には全体の 5% に過ぎなかったが現在では 30% にまで上昇している。

投資家が物流施設に資金を投入し続けているのは、この地域における先進的施設の構造的供給不足が非常に深刻である一方、インターネットによる小売販売（その多くは新規のラストワンマイル施設を経由）が活況を呈していることに加え、製造業からジャスト・イン・タイム配送に対する要求が一層高まっており、需要が飛躍的に伸びているためだ。

新規のハイテク配送センターに対する需要の伸びを示す指標の一つとして、過去 5 年間において、新規開発の産業施設への投資額が安定資産への投資額をはるかに上回っていることが挙げられる。MSCI の調査によると、日本では 2022 年に着工した新規物件は約 129 億米ドルにのぼった。これに対し、完成資産の取得は 51 億米ドルに過ぎなかった。またオーストラリアは、それぞれ 49 億米ドルと 26 億米ドルとなっている。

一方、2023 年には新規着工が大幅に減少しており、構造的な供給不足が薄れつつある兆候かもしれない。これまでのような新規建設と賃料の急激な上昇は持続不可能だと直観的に思えることからして、投資家の間ではこの見方が強まりつつある。

図表3-7　アジア太平洋地域の産業施設の取引高（2023 年第3四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

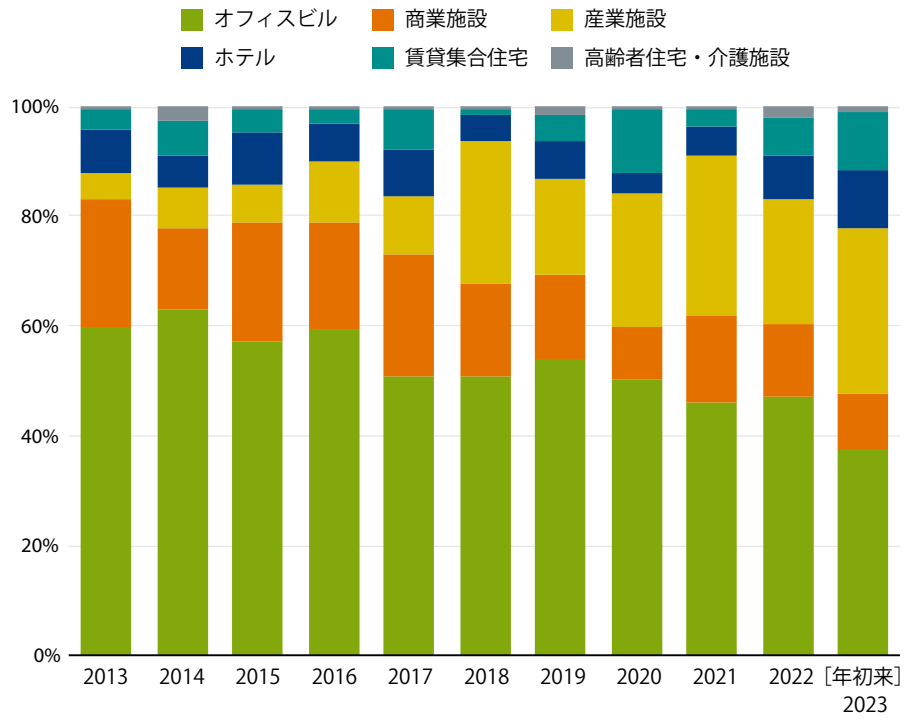
だが同時に、所有者や買い手は「統計からはそう思えない」と言うだろう。アジア太平洋地域の主な産業施設・物流施設市場のすべてにおいて、既存ストックに対する先進的施設の割合がまだごくわずかであるため、新規供給の大幅な増加は、長期的な需要動向の範囲内に収まる持続可能な傾向のように見える。

これは正しいかもしれないが、コロナ禍後のインターネット販売の伸びが鈍化しており、需要の急増にブレーキがかかり始めている。加えて、新規ストックの質は、天井高が高くなり、自動化が進み、床荷重が強化されるなど、以前に比べてはるかに改善しており、テナントは同じ規模の施設で従来よりもはるかに多くの商品を動かせるようになっている。その分、新規スペースの需要予測が過大評価されている可能性がある。アジア太平洋地域の一部のサブマーケットで 2023 年に空室率が下がらずに推移しているのは、需要が緩んできていることを裏付けている。

あるインタビュー回答者は「追加スペースは必要ないだろうし、必要だとしても、大した量ではない。それに、いずれにせよフルフィルメント（配送）センターの方に力点が置かれるのではないか。フルフィルメントセンターのインフラはそれほど良くないからだ。投資家や事業者はさまざまな施設を持ちたいと考えるかもしれないが、実際には大きな地域ハブ施設が一つと若干のフルフィルメントセンターがあれば市場のニーズに対応できる」と述べた。

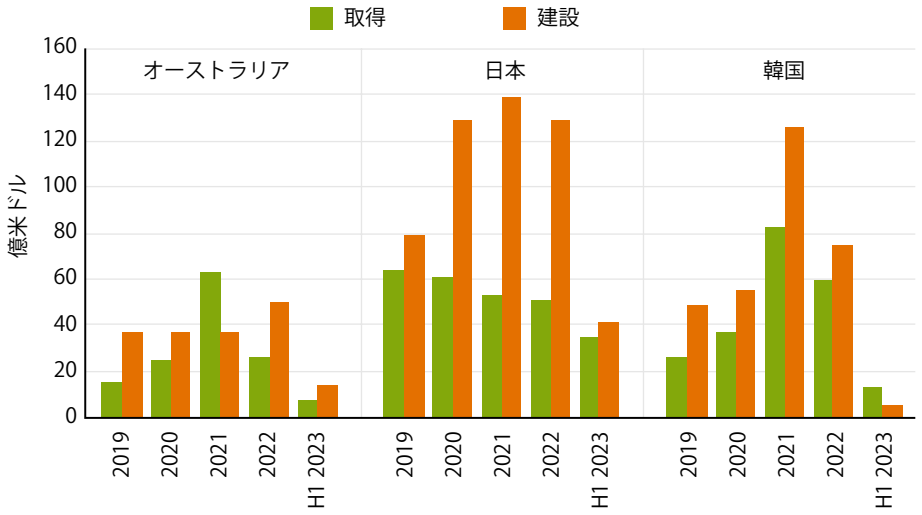
オーストラリアでは、2022 年半ばに基準利率が上昇に転じる直前において、産業施設・物流施設のキャップレートは 3.5% にまで低下していた。だがそれ以降も、所有者は銀行融資コスト（2023 年 11 月初頭時点で約 6.3%）に見合ったキャップレートの上昇を認めるのに難色を示している。それを正当化する理由としてよく持ち出されるのは、ストック不足が深刻であるため賃料が毎年 20% も上昇しており、それによって資本価値が増加し、施設の評価額も彼らが考える額にまで高まるというものだ。多くの所有者は、割安と思われる価格で売却するよりも、資産を保有し続けて、現在の賃貸契約が満了した時点で賃料を大幅に増額しようと考え、それまで待つことを選択している。その結果、大幅なビッド・アスク・スプレッドが生じた。

図表3-8　アジア太平洋地域における機関投資家の部門別投資配分



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

図表3-9　アジア太平洋地域の物流施設建設額および取得額



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

所有者の主張が妥当かどうかは、投資家の間で多くの議論の的となっている。ある物流業界のコンサルタント（元ファンドマネジャー）は「賃料の上昇は見込めないと思う」と述べた。「新たに倉庫を開発して賃貸することは可能だが、エンドユーザーに入居してもらうためのインセンティブが非常に多く、賃料も人為的に低く設定されていることはご存じだろう。また、時の経過とともにどうなっていくかを判断するための比較データを得ることが非常に難しく、将来の賃料を値踏みすることができない。そのため賃貸契約に賃料のステップアップ条項を入れ、機関投資家に魅力的なものとする必要がある」。

問題は、単に賃料に対する補助金が得られるかどうかだけでなく、組み込まれた賃料エスカレーション条項（例えば 2.5% の増額）が実際の賃料の上昇率はもとよりインフレ率を反映していることが滅多にないことだ。このコンサルタントは続けて「大手の入居者はそのブランドに大きな信頼性があるため、広いスペースを借りた場合、デベロッパーは彼らの要求をできるだけ飲むだろう。信用度が高く長期契約で借りてもらえるテナントを確保しなければならないからだ。とにかく、大量のスペースを埋めるにはアンカーテナントや大手ユーザーを獲得する必要がある」と述べた。

オーストラリアでも他の市場でも、これに対する答えの一つは、賃貸期間の満了が近い、好立地の既存資産を購入することかもしれない。それによって、価格の面では速やかな時価評価が可能になり、賃料の増額改定ができるほか、古いインフラをアップグレードして今後の賃料上昇を実現する機会が得られる。こうした戦略的柔軟性は、オーストラリアで急成長している別の代替資産クラス（すなわちマルチファミリー住宅）では不可能である。というのは、ビルド・トゥ・レントのプロジェクトはまだほとんど供給されておらず、開発が唯一の選択肢となっているためだ。香港のあるファンドマネジャーは「産業用施設のキャップレートは懸念材料だが、賃料の上昇とキャッシュフローに自信があれば、収入が大きく減る可能性のある資産を高いキャップレートで買うよりも、最終的には割の良い賭けとなるだろう。だから私なら、今後成長するという確信をより強く持てるものに投資したいと思う」と述べた。

一方、日本では外国人投資家がオフィスビルや商業施設以外の投資先を探していたこともあり、2023 年には大規模な物流施設やデータセンターの取引がいくつか見られた。これには、特に半導体製造分野で、日本の生産能力のリショアリング(国内回帰) が相次いでいることも要因となっている。

だが、特に首都圏において供給問題が迫っている。2024 年に向けて大量の新規供給が予定されており、それが現在の約 8% という比較的高い空室率をさらに押し上げることになる。これは、日本の地方市場に資金が強力に流入している理由の一つだ。

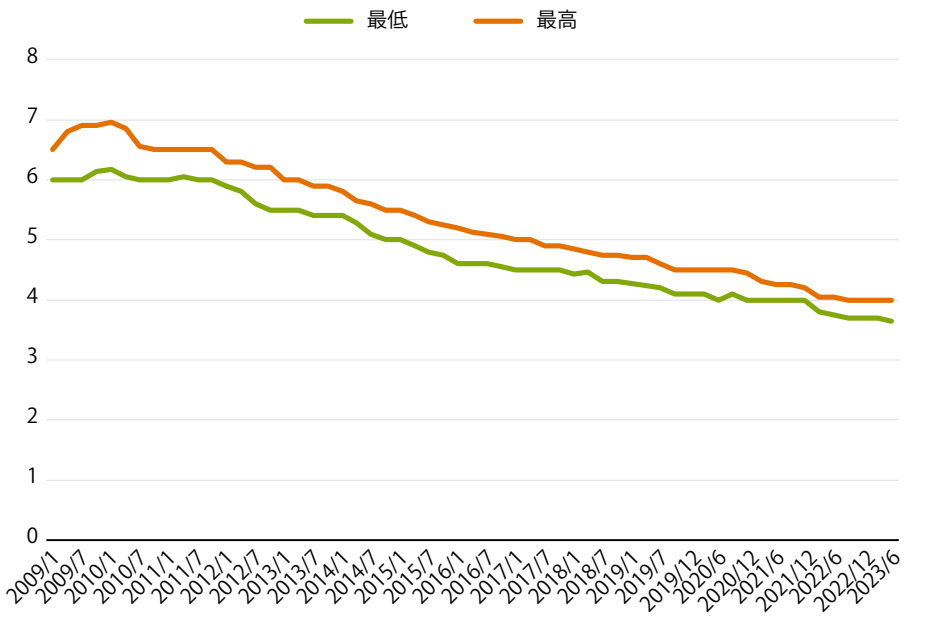
取引を求める資金が大量に存在する中、2023 年半ば時点のキャップレートは 3.65% と低く、価格も懸念されている。ある投資家は、まだ利益は出ているものの「キャップレートがこの水準ではどうにもならない」と述べた。「あまりにも低いため、他のリスク調整資産に比べて、どの程度のリターンが期待できるかが問題となる。基本的に、キャップレートはオフィスビルと同じで、さらに低い場合もある。それに対しオーストラリアでは、やはり信用度の高いエンドユーザーが確保され、長期にわたる入居を当てにできる質の高い物流施設は、オフィスビルよりもはるかに良い価格設定となる。物流施設の稼働率は予想し難いからだ」。

日本における新規物流施設の需要は、現在見られるいくつかの動きによって押し上げられそうだ。まず、「2024 年問題」が挙げられる。これは日本のトラック運転手の運転時間を制限する規制が間近に迫っていることを示している。日本政府が行った調査によると、すでにトラック運転手が不足していることから、この規制により日本の輸送能力は全国で約 14.2% 減少すると見込まれており、また物流業者は大都市間に新たな中継地を構築する必要に迫られるだろう。

日本で見られるもう一つの動き（韓国や中国などの市場でも見られる）は、大都市における地価と人口密度の上昇を受け、多層階の施設の利用が拡大していることだ。日本のある大手物流業者の幹部は「エンドユーザーの視点から見ると、サプライチェーンに関するコストの大半は賃料ではなく輸送費と人件費だ。

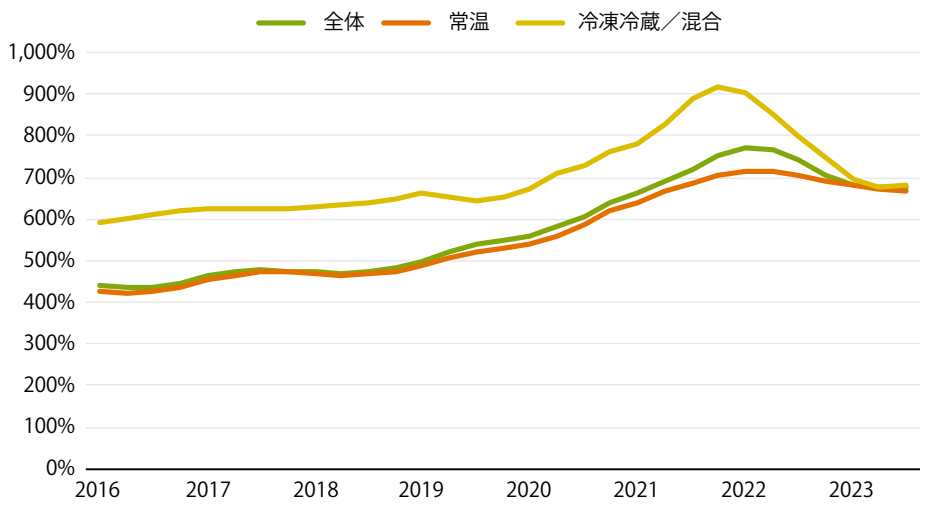
そのため、入居者が輸送コストを削減するとともに、より都市部に近い環境で多くの労働力を集めることができれば、たとえ多層階とすることで建設コストが増え賃料が高くなったとしても、かなりの節約ができるはずだ」と述べた。

図表3-10　東京湾岸地帯の産業施設のキャップレート（2009年～2023年上半期）



出所：CBRE

図表3-11　韓国のタイプ別倉庫価格（2016年～2023年第3四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

一方、韓国は 2 年間にわたる過剰建設の結果生じた物流施設の余剰ストックを消化し続けている。MSCI によると、2021 年と 2022 年にソウルで新規着工した面積は約 1,260 万平方メートルであった。なお韓国よりはるかに大きい日本市場で同時期に着工した面積は 1,300 万平方メートルである。その結果、韓国の銀行は物流施設プロジェクトへの融資について厳しく選別するようになった。加えて、ストレス資産が現れ始め価格も上昇したが、プライムの物流ストックの取引キャップレートは 5.0% ～ 5.5% であり、潜在的な買い手を満足させるほどの上昇には至っていない。

データセンター

2022 年にはデータセンターの取引が減少し、アジア太平洋地域での投資額は約 64% も低下したが、この部門に投じられた資金の大半が開発プロジェクト向けであることを考えると、この減少は市場の実際の活動レベルを正確に反映しているとは言えない。

このように開発プロジェクトが急増しているのは、需要が底なしのように見えることも一因だ。アジア太平洋地域は欧米に比べてインフラの設置ベースが小規模であり、そのためにデータ消費量が増えているというだけではない。e コマースと高速 5G 接続の普及度は世界のどこよりも高く、多くの場所で遥かに上回っている。
また、先進的データセンターは、スペースや機器・電気設備の高度化という点で大規模なアップグレードが行われるため、古い施設はますます時代遅れになりつつある。

MSCI によると、中国を除くアジア太平洋地域で 2022 年に着工された新規プロジェクトの推定額は約 150 億米ドルに達したが、これに対して既存資産に投入された金額は 24 億米ドルに過ぎなかった。

2023 年上半期には、さらに 90 億米ドルの新規建設が開始された。2023 年には市場の動きが大きく変化した。これには地理的側面もある。過去 2 年間は日本やオーストラリアといった一番手市場が中心であったが、現在は新興市場、特にインドと東南アジア（シンガポールを除く）に焦点が移っている。

AIがゲームチェンジャーとなる

データセンター市場は全体的に、大規模キャンパスを拠点としてクラウドや 5G アプリケーションに対応する施設が牽引している。

こうしたセンターにとってレイテンシ（転送要求を出してからデータが送られてくるまでの遅延時間）は重要だが、キャッシュされたコンテンツを仮想的にエンドユーザーに提供するエッジデータセンターほどではない。

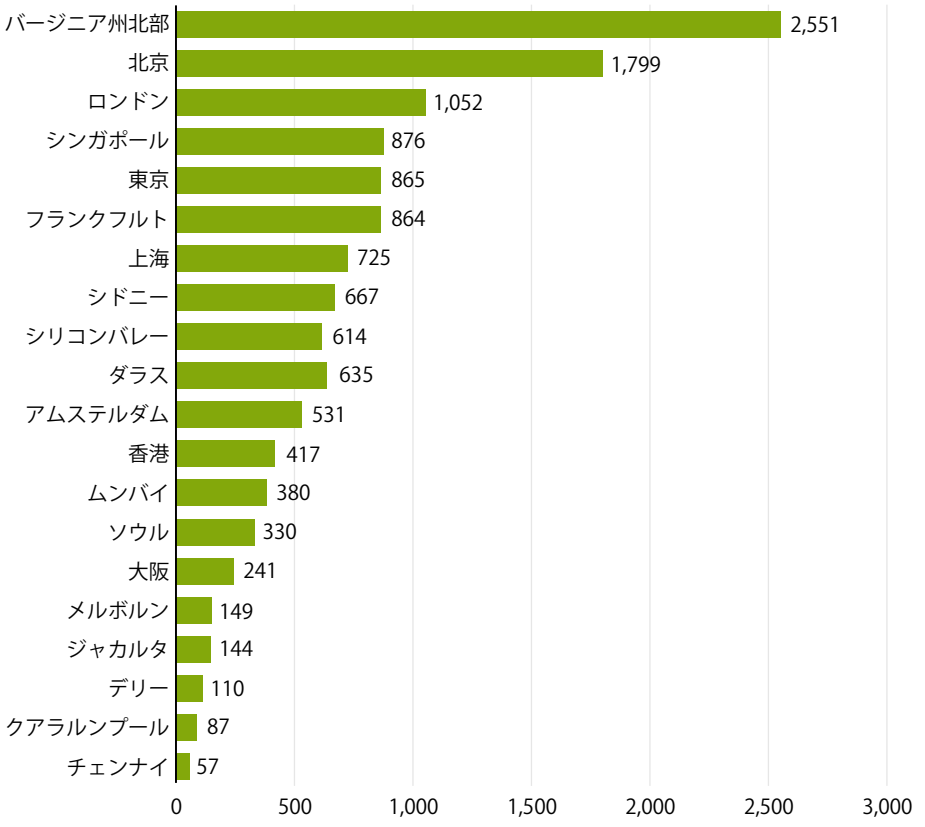
だが 2023 年には、人工知能(AI) アプリケーションという新たな触媒が登場した。シンガポールに拠点を置くあるファンドマネジャーは「そうした AI データセンターには新型の NVIDIA チップが使われるが、その実装密度とエネルギー消費の点で、従来より相当大きな設備とならざるを得ない。そのため市場では、これまでは消費電力をメガワット単位で表していたが、その 1,000 倍のギガワット単位に変わりつつある。誰もがその意味を理解しようと頭をひねっているが、詰まるところ、12 か月前に比べて機会の規模がはるかに大きくなっているということだ」と述べた。

結果的に、データセンターの容量に対する需要は桁違いに増加することになる。アジア太平洋地域のあるデータセンター事業者の幹部によると「ほんの 1 年前では、大規模なクラウドからアプリケーションを配信するために、容量がわずか 10 ～ 40 メガワットの設備でもリーシング需要があった。だが今では需要が変化しており、アジアでは 50 ～ 100 メガワットの規模になっている。そして、今後も規模と拠点の両面で拡大していく一方だろう。現時点で、アジア太平洋地域には 50 メガワット級のデータセンターすらそれほど多くない。シンガポールでは数年前に規制が敷かれ、ほとんどのデータセンターは 10 メガワット以下だ。だから、50 メガワットのデータセンターでも今後は小規模ということになるのではないか」という。

AI ニーズに対応する施設が持つ特筆すべき特徴の一つは、他のタイプのデータセンターとは異なり、ほとんどの場合、低遅延（つまり高速）の応答を求められないということだ。そのためエネルギーが安価な遠隔地（例えばマレーシアのジョホール州）に建設することができ、人口密集地に立地する施設が必要とする電力を消費してしまうこともない。電力供給の状況にもよるが、理論的には、北海道のような寒冷地の拠点に AI 対応施設を移すことも可能だ。それはエネルギー消費量の削減にもつながるだろう。多数のプロセッサーを高密度で実装する構成により大量の熱が発生するため、これは重要な検討事項である。

こうした AI インフラ市場の急速な進化により、データセンターが地理的に分散しているというこれまでの状況が一変するかもしれない。多数のデータセンター投資に関わっているファンドマネジャーの一人によると「今後は 2 つの方向への分岐が進むと思う。つまり、レイテンシ要件を重視するユーザー向けの、都市部に集中するエッジデータセンターと、AI と機械学習が中心となるハブ拠点という方向だ。そうしたハブ拠点では、どれだけ規模を大きくできるか、そしてサステナブルな電力を得られるかが重要なカギとなる。そのため、現在は低遅延アプリに対応している、あるいはサステナブルでもスケーラブルでもない中規模の拠点は時とともに消えていくかもしれない」。

図表3-12　データセンターの市場規模（電力キャパシティ［MW］別）（2023年上半期）



出所：クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

投資の観点から見ると、データセンターは他の多くの代替資産クラスとは異なり、極めて資本集約的だ。そのため、投資ファンドが一般的に資金投入の要件として求める規模の大きさを容易に満たすことができる。実際、投資を行う場合にはその額が非常に大きいため、資本要件と開発リスクの両方を軽減する目的で、クラブ取引として実施されることが多い。

データセンターの開発は非常に資本集約的で時間もかかるため、特にこの部門で経験の浅い投資家にとって需給の方向を見通すことが難しい場合がある。あるファンドマネジャーは「こうした超大規模施設が立ち上がるには時間がかかるため、特に一つのファンドとして行っている場合、長期的な需給見通しが自分たちに有利だとしても、いざ立ち上がった際に供給過剰の状況に陥る可能性がある。そうなった場合に、ソリューションを提供する独自の専門知識がなければ、他人に価格を左右されることなってしまう。だから、データセンターへの投資は『二都物語』になる。つまり 2 つに大きく分かれると思う。アジア太平洋地域の中で、良好な結果をもたらす市場もあれば、引き続き困難で利益の出ない市場もあるだろう」と述べた。

それでも、建設の遅れや電力供給面の課題に加え、新規需要が非常に強いため、新規物件の供給が追い付かず空室率の低下が続いている。CBRE によると、東京と香港の空室率は 2023 年半ば時点で前年の 3.5% から 2% に低下した。シンガポールは 2% 未満という記録的な数字でアジア太平洋地域における最低の空室率を維持しているほか、賃料も最高水準にある。やはり CBRE によると、シンガポールのコロケーション賃料（データセンター内にユーザー所有のサーバー等を置くスペースを借りる場合の賃料）は 250 ～ 300 キロワットのデータセンターで月額 300 米ドル超と、アジア太平洋地域で最も高額であり、世界でも最も高い部類に入るという。

電力問題

新規のデータセンターの容量を構築する上で依然として最も重要なのは、地元の電力会社から信頼性の高い電力源を確保することである。地域の送電網に十分な容量があったとしても、データセンターの電力需要は非常に大きいため、送電網から直接供給を受けることが難しい場合がある。したがって、地域の電力会社や政府当局と良好な関係を築くことが、エネルギー供給問題を解決するカギとなりうる。

もう一つの問題はエネルギー効率だ。データセンターはその性質上、極めてエネルギー集約型である（国際エネルギー機関［IEA］のデータによると 2022 年には世界の電力需要の 1 ～ 1.3% をデータセンターが占めた）ため、規制当局もリミテッド・パートナー（LP）も、データセンターが電力使用効率（PUE）の厳しい基準を満たすよう求めている。だが、その達成には高額の費

用がかかり、開発コストを押し上げることになる。世界の大規模データセンターの年間平均PUEは、2022 年には 1.55 と報告されているが、アジア太平洋地域では規制によりさらに低い数値（つまり、電力効率が高い）が求められる。特に、中国とシンガポールには厳しい消費電力基準があり、それが新規のデータセンターの建設を抑制している。例えば、シンガポールと上海での新規プロジェクトは PUE 値 1.3 の達成が求められ、中国北部では 1.2 とさらに低く設定されている。

データセンターの総エネルギー消費量の約半分を冷却システムが占めているため、冷却システムの効率を高めることでエネルギー強度の大幅な低下が可能だ（強度が小さいほどエネルギー使用が少ない）。すでに述べたように、これを実現する 1 つの方法は、高レイテンシ（つまり反応速度が遅い）の処理（AI 関連の処理の大半が含まれる）を行うデータセンターを寒冷地に建設することだ。次に、新たな冷却技術を開発することも考えられる。アジアで最も規制が厳しいと言われるシンガポールでは、海水を使った冷却システムを備え、オーストラリアから輸送される液体水素を燃料とする海洋型データセンターモジュールの建設を政府が承認した。最初のモジュールの納入は 2030 年までに行われる予定だ。現在確立しつつある浸漬冷却システムは、冷却に必要なエネルギーを 97% も削減でき、今後新たに建設されるデータセンタープロジェクトで広く採用されることになるだろう。

エネルギー効率化に向けた 3 つ目のオプションはグリーンエネルギーの利用である。これは投資家が事業者に課すことの多い（時には規制当局の命令により事業者に課される）方法だ。データセンターによっては敷地内に再生可能エネルギーシステムを設置するところもあるだろうが、一般的にデータセンターは膨大な電力を使うため、グリーンエネルギーが実際に効果を上げるには外部に委託する必要がある。つまり地元の電力会社（利用可能な場合）を通して入手するか、あるいはより一般的ものとして、独立系の再生可能エネルギー発電事業者と電力購入契約を締結するということだ。現在、一部の投資ファンドは再生可能エネルギー発電事業者の買収を進めている。これは生産されるグリーンエネルギーを保有不動産で使用したり、あるいは外部に販売することを意図したもので、データセンターは明らかにその需要先の一つとなるだろう。

データセンター市場の進化はデータのセキュリティについても見られる。ここ数年、アジア太平洋地域の各国政府の間でセキュリティへの関心が高まっており、機密データを（あるいは機密でないデータも）国外の施設に保管することを禁止する規制が導入された。だが、各国政府がそうした法令を調整していくにつれ、国外でのデータ処理機能もおそらく認められるだろう。そうなれば、発電面で有利な拠点にデータセンターのメガ・ハブを開発する動きが促進されるはずだ。

アジア太平洋地域のデータセンター開発に積極的に取り組んでいる投資家の一人は「元データと処理されたデータが最終的に国内の施設に保管されるのであれば、ハブ拠点で処理したデータを国外に送ってさらに処理を行うことが許容されるようになるのではないか。その方向に進んでいるようだ。それにより、AI や機械学習で必要なバッチ処理の多くをハブ拠点で行うことができる。だから、それは正味のプラスになるが、データ処理業界を巡る状況を変えることにもなるだろう」と語った。

商業施設部門

この数年間にわたり、従来型の小売販売はコロナ禍によるロックダウンやオンライン販売の増加によって大きな打撃を受け、悲観的な見方が蔓延していたが、ここに来て投資家はようやく、最悪の落ち込みの時期が過ぎたと受け止めつつある。確かに、投資の見通しという点では、アジア太平洋地域のショッピングモールは現在、平均的なオフィスビルよりも有利な状況にあるようだ。景気低迷とインフレの加速が個人消費に影響を与える恐れがあるものの、商業施設の稼働率は総じて良好で、物件価格は以前よりも下がり、ビッド・アスク・スプレッドも縮まり、政務ストアベースの売上高も健全だ。そのため、長年低迷してきた商業施設の賃料が回復に転じるという合理的な期待が生まれている。アンケート調査の結果は、商業施設に対する心理が小売業のセンチメントが上昇傾向にあることを裏付けている（図表 3-2 参照）。

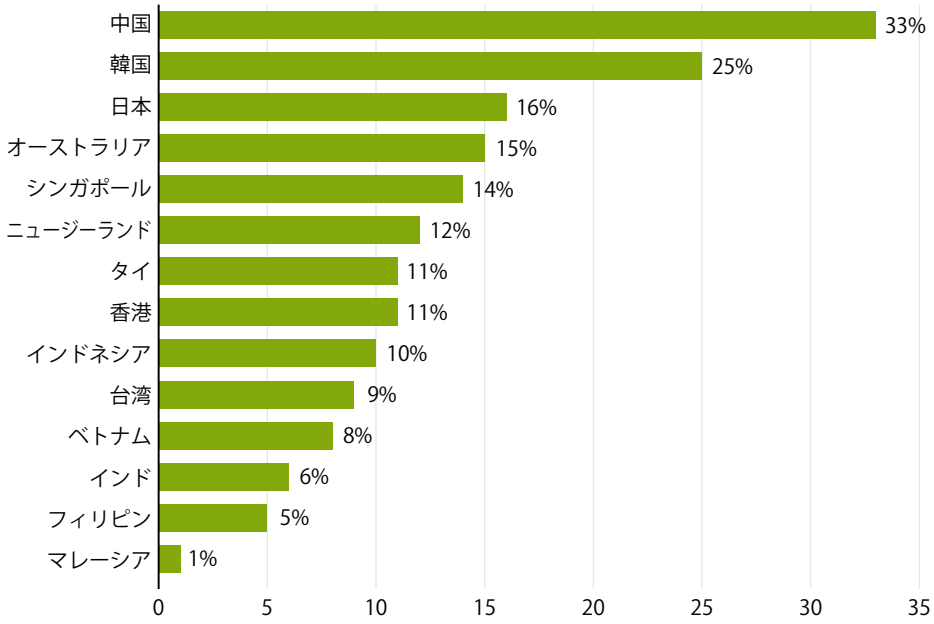
香港に拠点を置くあるファンドマネジャーは「これまで商業施設は敬遠されてきたが、構造的な問題の大半が出尽くした今、課題はむしろ景気循環的な問題に移っている。そのため、商業施設は底打ちしつつあるか底に近づいている兆候を示していると言えるのではないか」と述べた。

だが、投資家が取引の引受についてどういう姿勢を取るかはまだ分からない。物件価格は下落したとしても、利率の上昇によりほとんどの市場でキャップレートが極めて低水準にとどまっているからだ。これは、回復しつつあり心理が最近の統計にはまだ現れてはいないことの理由であるかもしれない。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 2023 年第 3 四半期の取引高は 32 億米ドルに過ぎず、四半期ベースでは 2009 年以来最低の数値となった。

シンガポールを拠点とするあるアナリストは「結局は収益とキャップレートの関係だろう。利率が上昇すれば、求められるキャップレートも上昇するはずだから、資本価値はその分低下する。だがシンガポールの商業施設については、収益面で非常に有望だ。賃料は極めて低いベースにとどまっていたが、ここに来て明らかに安定し、再び上昇し始めている。だから、キャップレートの上昇による資本価値の低下は、収益が相殺するためそれほど大幅なものにはならないかもしれない」と述べた。

取引の引受に向けたターニングポイントは、賃料の上昇が持続可能であると投資家が納得するまでは訪れないかもしれないが、少なくとも、従来型の商業施設にハルマゲドン（終末的な破滅）がやってくるとの予測は実現しないというコンセンサスは形成されたようだ。アジア太平洋地域の商業施設部門を支えている重要な要因の一つは、インターネット小売へのシフトの中心となっているのが食品・飲料（F&B）分野であり、そのフルフィルメント（配送）は依然として実店舗区画を占めるレストランで完結しているということだ。また一般的に、アジア太平洋地域では他の地域に比べオムニチャネルが重要なモデルとして台頭すると予想されており、それも小売店舗に対する需要を支えることになるだろう。このほか、商業施設部門の構成は変化したものの、稼働率の低下は懸念されたような壊滅的なものとはほど遠い。あるインタビュー回答者が述べたように「この状況こそ、今まで考えていた未来だった。いざそこにたどり着いてみると、それほど悪くない」のだ。

図表 3-13　アジア太平洋地域の小売業全体に占めるeコマースの比率（2022年）



出所：スタティスタ

ミスマッチを見つける

利率の動向や資産評価、そして個人消費のパターンがはっきりしない状況では、有望な投資機会を見つけるのは難しい。だが通常、そうした機会は市場におけるミスマッチや消費パターンの変化を検討する中で見つかるものだ。おそらく最も明かな機会は、コロナ禍に先立つ 10 年間の、アジア太平洋地域が主に中国からの観光客で溢れかえっていた頃に建設された大規模複合モールが、地域全体にわたって供給過剰になっていることだ。そうしたモールはどれも似たようなもので、多くの場合に都市中心部から離れた場所に立地し、有名ブランドの出店を誘致しようと激しい競争を繰り広げた。互いの差別化はほとんど見られなかったが、何百万人もの観光客で賑わい、売上げも伸びていたため、当時はほとんど問題にならなかった。

現在、観光客の数は大幅に減少しており、以前のような規模に回復することは近い将来ありそうもなく、似たり寄ったりの商業スペースが使われないまま大量に余っている。そうしたスペースのすべてが救済可能なわけではないが、少なくとも限界物件については、「差別化ポイント」を作り出し、別の用途に転換することが投資戦略上の焦点となっている。香港に拠点を置く、ある商業施設の専門家は「面積が 100 万平方フィートあれば、その半分だけを使ってできる限りうまく運営し、そこで消費者の行動や嗜好を研究する。その上で、敷地全体を使った効果的な戦略を構築するのだ」と述べた。

再利用への取り組みの結果、大量の余剰スペースが近隣の消費者に目を向けた形で再調整され、食品・飲料のアウトレットや、モールを利用したショッピング以外のレジャーなど、さまざまな用途に活用されている。上述の専門家は「そのコンセプトは実質的にすでに具体化している。商業施設が人々の日常生活に溶け込み、都心のミニチュア版として活用される場所になっている」と述べた。

大型モールの再利用は、供給過剰のために所有者が採らざるを得なくなったものだが、当初の計画が十分に練られていなかったことの結果でもある。つまり、過去に行われた建設の意思決定はいくらか直観的なものが多かったが、この 10 年間で多数の商業施設プロジェクトが失敗に終わったことから、デベロッパーは適切な分析の重要性を痛感することになった。あるインタビュー回答者は「商業施設市場のインテリジェンスは急速に向上している。料理しすぎると（つまりモールをたくさん作りすぎると）失敗することに気付いてきたからだ。その証拠はアジアのあちこちで見られる。だが、頭を使えばうまくいくはずだ。今では多くの者が、ちゃんと物事を理解し、よく考えた上で話をしているように聞こえる。10 年前なら、100 万平方フィートの施設をどこかに建てたいと漠然と思っていただけだろう」と述べた。

しかし重要なのは、商業施設部門における計画性のなさは大型ショッピングセンターの過剰建設に限った話ではないということだ。人々に必要とされる、あるいは望まれるさまざまなタイプの資産の開発にも、総じて非効率さが見られる。その結果、今日の重点は大規模な小売業態から離れ、ニッチで（多くの場合）洗練された戦略の構築に移行しており、それは既存の開発プロジェクトの修正か、新たな独立プロジェクトの建設という形で進められている。商業施設市場の進化の方法について、インタビュー回答者からいくつか具体的な説明がなされた。

- 食品・飲料はモールの再利用の選択肢として定番となっているが、すでに選択肢がかなり広がっているため、この方法はほぼやり尽くした感がある。

- エンターテインメント施設は来場者を増やす確実な方法であることが実証されているが、そのためのコストが高く、一方で賃料が低いため、この方法を実施できる商業施設は限られている。

- 公共スペースの改善の重要性が高まっている。ある小売コンサルタントによると、これは「とてもクールで、なおかつレストランやエンターテイメントがあり、人々が集ってくつろぎたくなるような場所を作ること」だという。「つまり、エンターテイメントと飲食が融合し、商業施設を活性化させる。それによって商業施設の運営から十分な収益を上げることができれば、エンターテインメントにかかるコストをある程度カバーすることができる。これは、家庭にはないものを生み出して差別化する、真の成長分野だ」。

- 屋外のスペースは、コロナ禍の中で前面に出てきたテーマである。屋内よりも安全だと考えられたためだ。 例えば中国では、運営上の制約が少なかったことから、屋外型のモールが繁盛した。この形式は維持費はかかるものの依然として人気があり、中国で新たに開発されたモールのいくつかは印象的なデザインの屋外要素を取り入れている。あるインタビュー回答者によれば「これは所有者が主導する公共スペースであり、周囲のテナントがその恩恵を受けている。つまり、場所の持つ価値に関する提案ということだ。場所作りに価値があることが理解され始めている」という。

- 住宅地近隣に立地し日用品やサービスを提供するコンビニエンス型店舗は、新たな消費パターンに対応するコンセプトである。

住宅部門

「ベッドスペース」部門は長年にわたり世界中で好まれてきた投資対象であり、2022 年にはマルチファミリー住宅だけで全世界の取引高の約 33% を占めた。だがアジア太平洋地域では、ホテルは別として「ベッドスペース」が投資対象として浮上したのはごく最近のことで、投資家がこれまで主流だったオフィスビルや商業施設に高レバレッジで投資するという戦略から脱却し始めたことに対応している。

ベッドスペース関連資産への需要が最近になって増加したのは、それらが全体として需要の追い風を受けることができ、現在の市況がもたらすリスクの多くに対して抵抗力があるためだ。こうした資産の中でも特に住宅、学生寮、高齢者向け住宅は、最近まで日本(マルチファミリー住宅)とオーストラリア（学生寮・高齢者向け住宅）以外では機関投資家の投資対象となっていなかった。

最も目を引くサブタイプはマルチファミリー住宅部門だ。ビルド・トゥ・レント（建売賃貸）住宅は比較的目立たない状態から数年前に脱却し、リアル・キャピタル・アナリティクスによると、2023 年第 1 ～ 3 四半期にはアジア太平洋地域において取引高が増加した唯一の資産クラスとなった（図表 1-19 参照）。またこの増加は、以前のように、従来からマルチファミリー住宅のリーダーである日本に限られていたわけではない。アジア太平洋地域の他の主要市場で幅広く取得が行われ、特にオーストラリアと中国で顕著であった。

アジア太平洋地域における最近のビルド・トゥ・レントへの投資は外国機関投資家が主導してきており、特に保険会社や年金基金が多い。保険金や年金の支払いに対応できる、確実性が高く長期にわたる収入源を得ることがその狙いだ。賃貸期間が短いことが投資家にとって大きな魅力となっている。シドニーに拠点を置くあるファンドマネジャーは「マルチファミリー住宅が魅力的なのは、インフレに連動したキャッシュフローが得られるからだ。オフィスの賃貸契約では 5 年とか 10 年の賃貸契約に縛られ、インフレに対抗するプロテクションが少ないが、マルチファミリー住宅では集合住宅では年単位で賃料を時価評価できる」と指摘する。

こうした外国ファンドはすでに欧米で大量のマルチファミリー住宅のポートフォリオを保有しているが、多くの市場で成熟部門と見なされている。それに対しアジア太平洋地域にはほとんど手付かずの機会があるため、資金の世界的な配分目標を達成するには理想的な方法なのだ。

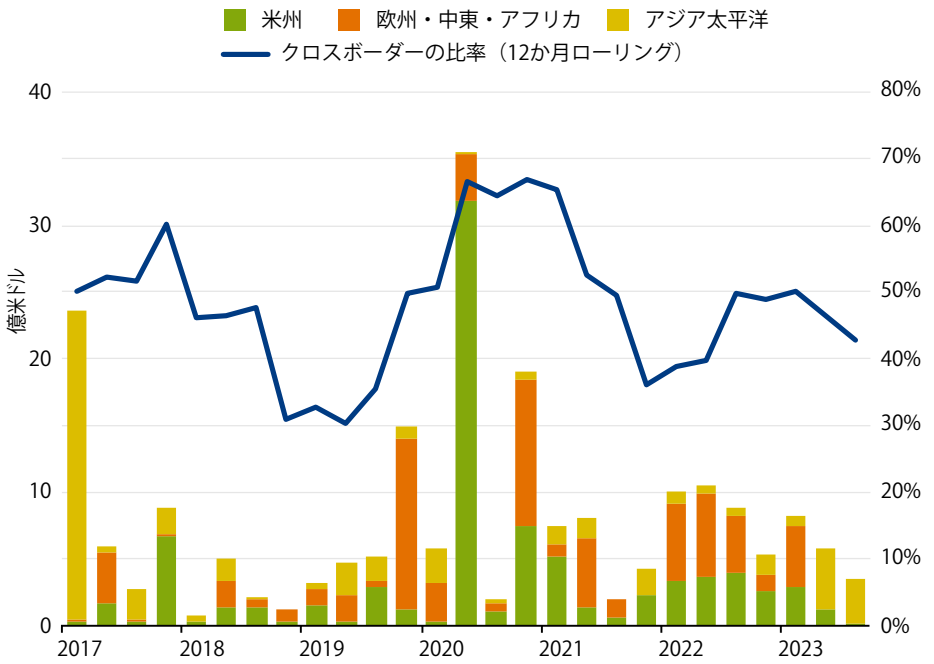
これらの機関投資家が採用している長期戦略では、一般的に引受基準がアジア太平洋地域の不動産投資信託（REITs）やプライベートエクイティファンドが適用しているものほど厳しくない。そのため買い手は、この地域のマルチファミリー住宅の開発に密接に関連する問題、すなわち住宅価格が高額であるわりには賃料の利回りが低いという問題を回避することができる。だがキャップレートが非常に低いため、投資家は利率の上昇、テナントにとっての値ごろ感と賃料の上昇見通し、住宅価格の動向、為替変動、開発コスト、消費者の嗜好、人口動態の傾向、テナントの入替など、さまざまなリスク要因を考慮して慎重に行動する必要がある。その結果、現在行われているマルチファミリー住宅への投資が利益を生むかどうかについて激しい議論が交わされている。

その答えが出るのは何年も先のことになりそうだが、2023 年の状況は業界にとって有利な方向に進展している。日本は現在、アジア太平洋地域のマルチファミリー住宅ストックの大半を占めているが、利率が 70 ベーシスポイント前後と低水準にとどまっているため、3.00 ～ 3.25% のキャップレートを上昇に向かわせる圧力がほとんどない。同時に、住宅価格の上昇により潜在的住宅購入者の多くが市場から締め出されている（その結果、賃貸住宅に向かう可能性のある人が増えている）一方、東京への勤労者の純流入が数年ぶりにプラスに転じている。

さらに、日本は長らく住宅賃料が動かなかったという事実があるため、以前は多くのアナリストが賃料上昇の見通しについて疑問視していたが、状況が改善されつつあるようだ。東京のあるマルチファミリー住宅事業者は、1.0 ～ 1.5% の上昇は達成可能だが、テナントの回転率が低いため 2.0% を超えるのは難しいとコメントした。この事業者は続けて「1 人か 2 人用のシングルタイプを管理するのは比較的簡単だ。年間で平均 20 ～25% が入れ替わり、退去者が出たら賃料を上げることができる。だが、賃貸期間中に賃料を上げることはほとんど不可能だ。また、ユニットサイズが大きいほど、賃料の引き上げがやり易い。とはいえ、かなり細かいレベルでポートフォリオを管理することになる。賃料の伸びだけを見るのではなく、物件の宣伝広告、市場への速やかな提供、そしてダウンタイムも重要な要素だ。ダウンタイムが 60 日以内なら標準的で、30 日ならかなり速いだろう」と述べた。

日本のマルチファミリー住宅市場における最近の変化の一つとして、オフショア投資家の

図表3-14　日本のマルチファミリー住宅へのクロスボーダー資金フロー（四半期別）（2023年第3四半期）



出所：MSCI リアル・キャピタル・アナリティクス

数が減少していることが挙げられる。日本はアジア太平洋市場の中で、多くの海外ファンドが現在新たな資金投入を検討している唯一の市場だと言われることが多いが、一部の外国人投資家はオフショア投資を当面の間全面的に停止することを選択しており、またすでに配分目標に達している者もいる（図表 3-14 参照）。

その結果、今は国内投資家が大きな役割を果たしているが、その購入は小規模であることが多いため、大規模取引に対する市場の需要が変化している。東京のあるファンドマネジャーによると「以前には取引の規模や物件のサイズには大きなプレミアムがついたが、今では大規模ポートフォリオの取引が難しくなっている。この半年で 4、5 件の大規模ポートフォリオの話があったが、まだ取引が行われず市場に出されたままだ。そのため仲介業者は大規模ポートフォリオを分割して流動性を高めようとしている」という。

もう一つの変化は、購入可能な完成物件が全体的に不足していることから、先物買いの人気が近年高まっていることだ。現在の経済状況を考えると、アジア太平洋地域では一般的に開発リスクは高いと考えられるが、日本では状況が異なる。大手マルチファミリー住宅投資家の言葉によると「我々の取引のストラクチャーでは、ゼネコンを早い段階で関与させることで建設コストのリスクを軽減し、コストの見通しについて確実性を高めることができる。また、開発スケジュールが短く、計画のプロセスが明確で、他の市場に比べて時間枠が実質的に圧縮されているため、建設コストの引受についても確実性を高められる」という。

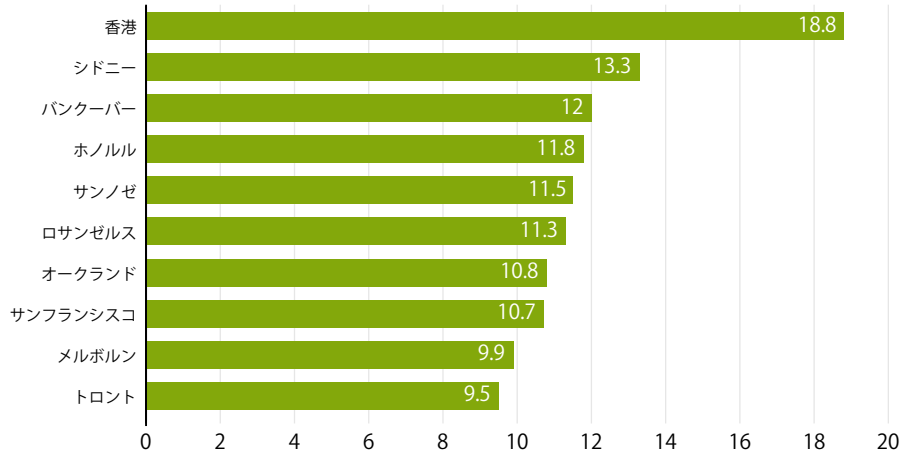
別のファンドマネジャーによると「建設コストは 20 ～ 30% 上昇しているが、利幅に対するデベロッパーの要求度がかなり低くなっている。そして、プロジェクトの価格は引き続き上昇しているため、開発投資はまだ機能する。しかし、やがて価格が高くなりすぎる時がやってくるだろう。そのとき、デベロッパーは圧力を受けることになる」。

中国ではマルチファミリー住宅投資のポテンシャルが高いため、単一の投資戦略としては、ビルド・トゥ・レントは外国ファンドが最も好むものとなっている。これは、住宅開発部門全体にわたってディストレスが広がっているにもかかわらず、やはり構造的な追い風が依然として有利に働いているためだ。特に人口動態面では、景気低迷や不動産部門の不振により住宅を購入できない、あるいは購入したがらない、若年専門職の浮動人口が大量に存在し、それが引き続き下支えとなっている。

マルチファミリー住宅部門に対する政府の支援はさまざまな政策や規制に反映されており、ビルド・トゥ・レントの取引の成立を円滑にしている。加えて、投資家はオフショア銀行よりも有利な条件で国内銀行から人民元建ての融資を受けることができる。さらに、エグジットの選択肢が増えており、それも投資家に恩恵を与えている。その選択肢には、新たに組成された中国リートが最近に住宅の取得が認可されたことに加え、収益不動産ポートフォリオの構築を目指す資金豊富な国内機関投資家が増えていることも含まれる。

外国人投資家が追求する中国のマルチファミリー住宅の類型は 2 つのグループに分けられる。1 つは、若年専門職を対象とした中級から高級の高層賃貸住宅だ。このタイプは一般的に都心に近く、また外国ファンドがストレスやディストレスに陥ったデベロッパーから割安で一括購入した後にマルチファミリー住宅に用途変更したものが多い。

図表3-15　大都市圏における不動産価格／所得倍率（最高）中央値（2022年第3四半期現在）



出所：デモグラフィア

もう1つは、専門事業者が開発した（あるいは何かから用途変更した可能性のある）、住戸の密度を高くした規格住宅である。これはさらに若い世代を対象としたもので、卒業したての学生が入居する場合が多く、賃料が安く、コミュニティ志向のコリビングをコンセプトとしている。このモデルは拡張性があり、これまでのところ開発の大半は上海で行われているが、時間とともに様々な一番手都市で幅広く展開されることになるだろう。

最近に中国でマルチファミリー住宅に投資したある外国ファンドマネジャーによると「土地を購入して新たにスタートし、オーダーメイドの物件を建てるか、ストレスに見舞われている売り手から既存の施設を再調達価格より割安で購入し、それをマルチファミリー賃貸受託に転用する方法が考えられる。後者の方が短いタイムスパンででき、おそらくリスクも少ないだろうが、当該資産の天井高やエレベーターの位置といった物理的な制約を受けることになる。というのは、そうした資産の大半はマルチファミリー住宅とは異なる顧客層、異なる市場向けに建てられているからだ。例えば、本当に欲しいのは職場に近い場所にあるワンルームタイプの賃貸住宅であるのに、郊外に立地し複数のベッドルームを持つ物件を買うことになるかもしれない」。実際、最近完了した取引の大半は後者のタイプである。

一方、オーストラリアでは、現在初期段階にあるマルチファミリー住宅業界の進化は、需要を牽引するいくつかの構造的要因に支えられている。まず、2023年第3四半期の賃貸住宅の空室率は1%未満であり、移民の回復と建設業界の低迷もあって、賃貸スペースの不足は深刻だ。労働力不足と建設コストの高騰に圧迫され、2023年には建設業者の倒産が急増し、新築住宅の供給パイプラインが激減した。

その結果、賃料が急上昇している。調査会社のSQMリサーチによると、シドニーでは2023年10月時点で前年同月比16%増となっており、減速する見込みはほとんどない。これは、通常は市場のミッドエンドからハイエンドを狙っている市場マルチファミリー住宅事業者にとって有利に働いている。また、賃料が上昇していることから、今後の賃料利回りの見通しも良好なため、投資家は当初のキャップレートが低くても嫌がらず我慢するようになった。

通常、住宅ローンの利率が高ければ（2023年10月時点で6%を大きく超えている）住宅価格は下落する傾向にあるが、住宅不足が続いているため住宅価格にも同様にインフレ圧力がかかっている。価格が手が届かず住宅購入市場から押し出される人が増えるにつれ、マルチファミリー住宅部門に向かうテナントのプールは拡大し続けるはずだ。

同時に、またこうした触媒があるにもかかわらず、オーストラリアでマルチファミリー住宅市場を確立するのは日本よりも難しいと思われる。主な障害の1つは、開発リスクが高いことだ。大手建設会社は、多くの同業他社が倒産するのを見てきたため、固定価格契約を受け入れようとしなくなっており、コストの超過分を投資家に押し付けている。

2023年後半に建設コストの上昇が鈍化したことから、この状況は緩和されるかもしれないが、賃貸市場が確立したとしても、果たしてオーストラリアの消費者が本当に賃貸住宅を前向きに受け入れるのか、また受け入れる場合、どんなタイプの賃貸住宅を借りたがるのか、どんな場所が良いのか、また賃料はどのくらいなら払ってもよいと考えるのかについては、引き続き疑問が残る。そのため、運用リスクも高くなっている。

とはいえ、オーストラリアにおけるマルチファミリー住宅市場の形成に対し政府は強力な支援を行っており、ビルド・トゥ・レントの開発に一定の優遇措置を提供しているほか、この部門の長期的将来設計が何らかの形で行われると示唆している。特に、重大な規制リスク（複雑な計画・承認プロセスを含む）は依然として残っているものの、政府は最近、賃貸住宅の開発を促進することを目的として、印紙税の引き下げ、土地への優遇アクセス、海外投資家に対する源泉徴収税の引き下げなどの政策を導入した。これらは2024年に開始される予定だ。それだけでなく、ビルド・トゥ・レント開発向けの融資へのアクセスは、同等の分譲住宅プロジェクトに比べて容易だ（しかも、アフォーダブル住宅プロジェクトの場合はコストも安い）と言われている。

高齢者住宅

「ベッドスペース」部門のもう1つのサブコンポーネントは高齢者住宅で、MSCI によると 2022 年の取引高は 43% 増の 26 億米ドルに達し、ライフサイエンス施設に次ぎアジア太平洋地域で 2 番目に大きな代替資産クラスにランクされた。この部門はオーストラリアではすでに成熟しているが、同国以外ではアジア太平洋地域における高齢者住宅投資の中心は日本で、REIT が主たる機関投資家となっている。2022 年末時点のキャップレートは日本全体の平均で約 5.2% だった。

供給不足に加え、人口動態上の現実がアジアにおける高齢者住宅需要を支えていることは否定できないが、投資家は確固たる高齢者住宅の開発を広範囲にわたって進めるための実行可能なビジネスモデルを見つけるのに苦労している。そのため、多くのインタビュー回答者が関心を示したにもかかわらず、実態としてはこの部門への投資は難しい。日本に拠点を置き高齢者住宅部門で経験を積んだある投資家によると「問題は、同居して親の面倒を見る人が多いため、実際にはそれほど需要が大きくないということだ。また、高齢者住宅を管理運営している者の多くが家族経営や小規模事業者であり、資金調達も難しいため、施設を集約して規模を拡大することが難しい。これも問題だ」という。

さらに問題なのは、現在の高齢者住宅プロジェクトが複雑な構造となっていることだ。行政から介護保険金の給付を受ける資格を得るには、営利目的の医療サービス会社とともに非営利団体を設立する必要がある。このように入り組んだ運営構造は事業を不透明なものにし、それによって「多くの不審な輩が寄ってきてカネをむしりとっていく。だから、非常に難しいビジネスだ。確かに良質の事業者はいるし、彼らの資産を購入できるのであれば、それは素晴らしいことだが、拡張性があるとは思えない。ヘルスケア REIT も、IPO 以降はあまり資産を取得していない。取引がほとんど進んでいないのだ」と上記の投資家は述べた。

シンガポールを拠点とする別の投資家も、これと同様の厳しい経営環境について次のように述べている。「最大の問題は、デベロッパーが事業者に依存したくないと考えていることだ。これはホテルについてもある程度言えるが、ヘルスケアの場合、例えば支援型施設の開発の初期段階においては、何が必要かを具体的に示してくれる事業者が必要になる。だが、デベロッパーと事業者のそうした関係はまだ確立されていない。事業者側も十分に育ってはいないため、そうした関係が成立しないのだ」。

この問題を解決するには、医師のグループが開発を先導することも一つの方法だが、単純にヘルスケア事業者を買収し、ジョイントベンチャーの形で高齢者施設事業を運営することもいいだろう。既存の住宅資産を保有しているあるデベロッパーがこの戦略を採用し、当該資産に高齢者施設の要素を付け加えただけで成功したという事例もある。だがその場合、高齢者施設事業から得られる利益だけでは、デベロッパーとして大きな収益を上げられないことが多い。上記の投資家は「高齢者施設から得られる利益は病院と比べてかなり小さい。だから、病院の技術改善に資源を投入して利益性を高めるとともに、さらに病院を建設する方が良いと考えるだろう」と述べた。結果として、ほとんどの投資ファンドにとり自立型高齢者施設の方が現実的な選択肢のように思われる。自立型高齢者施設は純粋な不動産投資だからだ。オーストラリアでは、自立型高齢者施設はすでに確立された、機関投資家の関心を呼ぶ資産クラスになっており、「繰延管理費」モデル（これにはやや議論がある）か「借地」のコミュニティモデルのいずれかに基づく、様々な施設がある。とはいえ、これらのモデルがアジアで広く適用できるかどうかは疑問だ。ある投資家が述べたように「問題は 30 年間の借地権で、アジアの投資家は30年の借地権による住宅などは購入しない」。その例外となり得るのは、バリやプーケットといった国際的なリゾート地に引退者向けのコミュニティーを作ることで、すでにいくつかのグループがこれに取り組んでいる。

学生寮

学生寮も、運営の質や効率性が重視される居住施設の一形態である。やはりオーストラリアではすでに確立され、成熟した、機関投資家が投資対象とする資産クラスとなっており、大学で学ぶ海外留学生（特に中国からの留学生）が利用する割合が約 1/3 と高いのが特徴だ。この部門はコロナ禍では大学が閉校となり国境も閉鎖されたため大きな打撃を受けたが、2023 年には力強い回復を見せた。リターンが従来のマルチファミリー住宅プロジェクトを上回る傾向があり、また政府による税制優遇措置や土地購入の優遇措置によって開発が促進されている場合も多い。

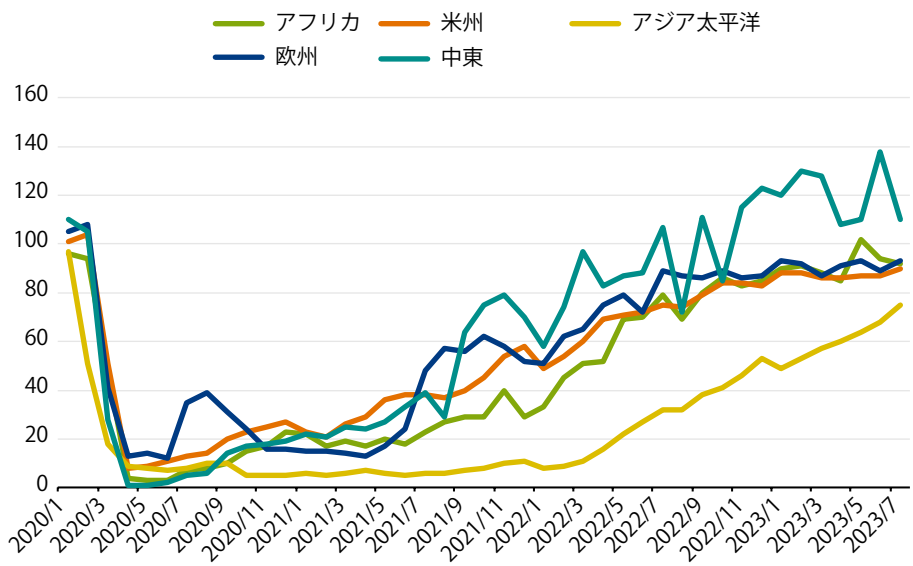
かなりの数のインタビュー回答者が学生寮への投資に関心を示し、その対象はオーストラリアだけでなく日本、シンガポールからベトナム、インドネシアに至るまで、多くのアジア市場にわたっている。オーストラリアと日本の学生寮市場にエクスポージャーを持つ大手機関投資家向けファンドのマネジャーによると、運用モデルは市場によって異なるという。このマネジャーによると「オーストラリアでは、我々は運営リスクを取っている。つまり、我々は事業者が部屋の販売を行っているポートフォリオに投資し、事業者に手数料を支払った後の純 NOI（営業純利益）が我々の収入となる。ホテルの運営委託契約と似ており、米国や欧州で行われているのと同じモデルだ」という。

しかし日本ではこの構図が逆転し、ファンドは事業者に運営リスクを委ね、事業者はマスターリースを引き受け、ファンドに年間賃料を支払うのである。上記の投資家は「通常、利回りはマルチファミリー住宅よりも良い。だが、10 ～ 20 年のリース契約とする場合、日本ではインフレ指数に応じて賃料が改定されることが非常にまれなため、NOI が下がることになる。賃貸期間中は収益がフラットなのに対し、経費は通常、インフレ指数に応じて引き上げられるかインフレの影響を受けるためだ。マルチファミリー住宅との組み合わせは良い結果をもたらす。ポートフォリオが分散化し、学生寮や高齢者住宅のスプレッドが利回りに上乗せされると同時に、マルチファミリー住宅の賃料の上昇によってリターンを押し上げるからね」と述べた。

アジア市場での学生寮投資がうまくいくのか懐疑的な見方を示した投資家もいる。その理由として、（総じて外国人学生が少ないため）規模の拡大に問題があることと、大学に通う学生が親元で暮らしたがるという文化的傾向を挙げた。

東京に拠点を置くある投資家は「日本には外国人学生が多いので、データを見ると学生寮ビジネスができそうな気がするだろう。だが実際はそうはいかない。他の市場とは違い、25 ～ 30 平方メートルのワンルームがたくさんあり、それを手ごろな価格で賃貸できるからだ。選択肢が山ほどあるのだから、割高な料金を払ってまで学生寮に入る理由がない。外国人投資家がやってきて試してみたが、拡張性がないことがわかった。私は、日本では学生寮はうまくいかないと思う」と述べた。

図表3-16　外国人観光客の入国者数（2023年7月*）



出所：国連世界観光機関（UNWTO）
* 2019 年同月に対する割合

ホテル部門

コロナ禍による暗澹とした数年間の後、アジア太平洋地域のホテル部門は 2023 年に力強い回復を見せた。MSCI によると、第 3 四半期の取引高は 32 億米ドルで、これはマルチファミリー住宅に次ぐ規模である。第 3 四半期としては前年同期比 7% 減となったものの、比較的緩やかな減少にとどまっている。

2023 年にホテル部門が回復したのは中国での取引件数が増加したことも一因だが、何といっても日本市場が活発化したことが大きく、第 3 四半期の取引のほぼ半数が日本で行われた。ポートフォリオ取引も個別物件取引も好調で、日本のホテル部門は過去約 10 年で最善の第 3 四半期を経験した。特筆すべきは、クロスボーダー投資家が日本のホテルに着目したことだ。そのため第 3 四半期において、アジア太平洋地域の中で最も多くの外国資金を呼び込んだ資産クラスとなった。

香港も 2024 年にホテルの取引が回復すると予想される。中国本土からの観光客の急増により稼働率が回復しており、中国からの運航便数が過去の水準が戻ればさらに上昇するはずだ。資産の取引はすでに始まっており、多くの場合、価格は 2019 年の水準に比べ大幅にディスカウントされている。

ホテル取引の大半は完成した資産を対象としているが、慢性的な供給不足により、一部のファンドマネジャーはビルド・トゥ・コア投資を進めている。だが現在の環境では、開発向けの融資を得ることは難しいかもしれない。加えて、建設コストの上昇が開発リスクを高めている。CBRE はアジア太平洋地域全体における 2020 年から 2023 年末までの建設コストの上昇率を平均 25%（日本ではなんと 40%）と予測しており、多くのホテル開発プロジェクトが保留され、供給不足がさらに深刻化している。

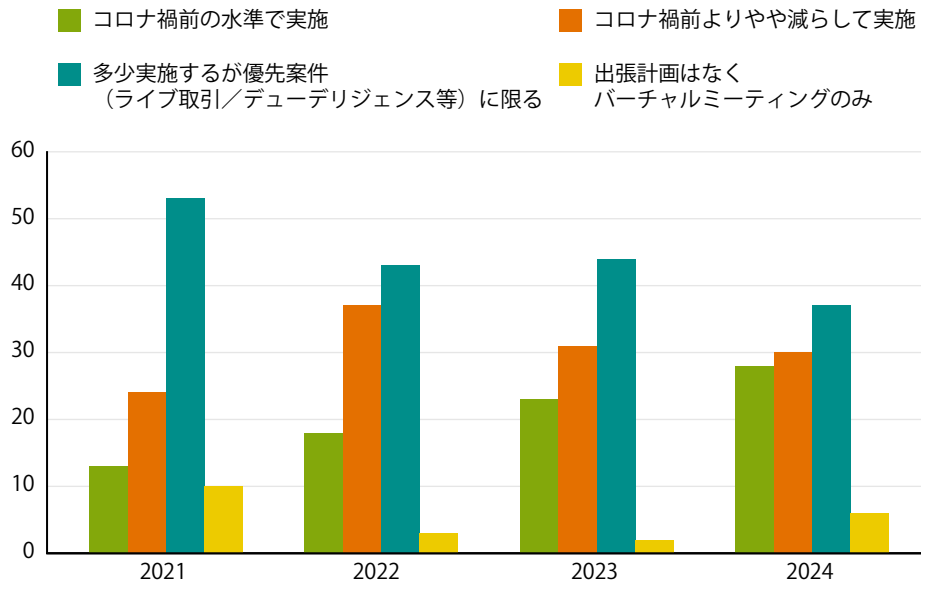
ホテル部門全体としての収益増加の見込みはかなり強いものの、キャップレートの上昇が見られないため、売り手と買い手の期待価格には大きな隔たりがある。そのため購入が抑制されているが、一方でプライベートエクイティ投資家やファミリーオフィス、富裕層など、資金に容易にアクセスでき、またあらかじめ決められたハードルレートを持たない投資家が購入の主体となっている。

価格をめぐる膠着状態以外に、2023 年にホテル部門の足枷となった最も重要な要因は、コロナ禍以前の数年間に急拡大していた中国本土からの外国旅行客の戻りが遅いことだろう。中国からの観光客は増加傾向にあるとはいえ、以前の水準にはほど遠い状況だ。

現在、中国人観光客に最も人気のある行先は東南アジアだが、入国者数はまだ期待に達していない。タイ政府は 2023 年の中国人観光客の入国者数を 500 万人と予測していたが、これは 2019 年の 1100 万人の半分以下だ。だが年初から 9 月までの入国者数は 250 万人に達しなかった。2022 年の 25 万人を遥かに超えているとはいえ、期待を大きく下回っている。しかし今後は、特に日本や韓国など以前に人気のあった国への中国人観光客の流入が再開すると予想される。

ホテル部門には慢性的な人手不足という問題もある。新興市場では、一般的に低賃金で労働条件も良くないため、コロナ禍の間にレイオフされたり休職した従業員がコロナ禍後も復帰を拒否するケースが多くみられた。一方、先進国市場では労働規制により労働力の流入が制限

図表 3-17　コロナ禍後の出張計画の状況



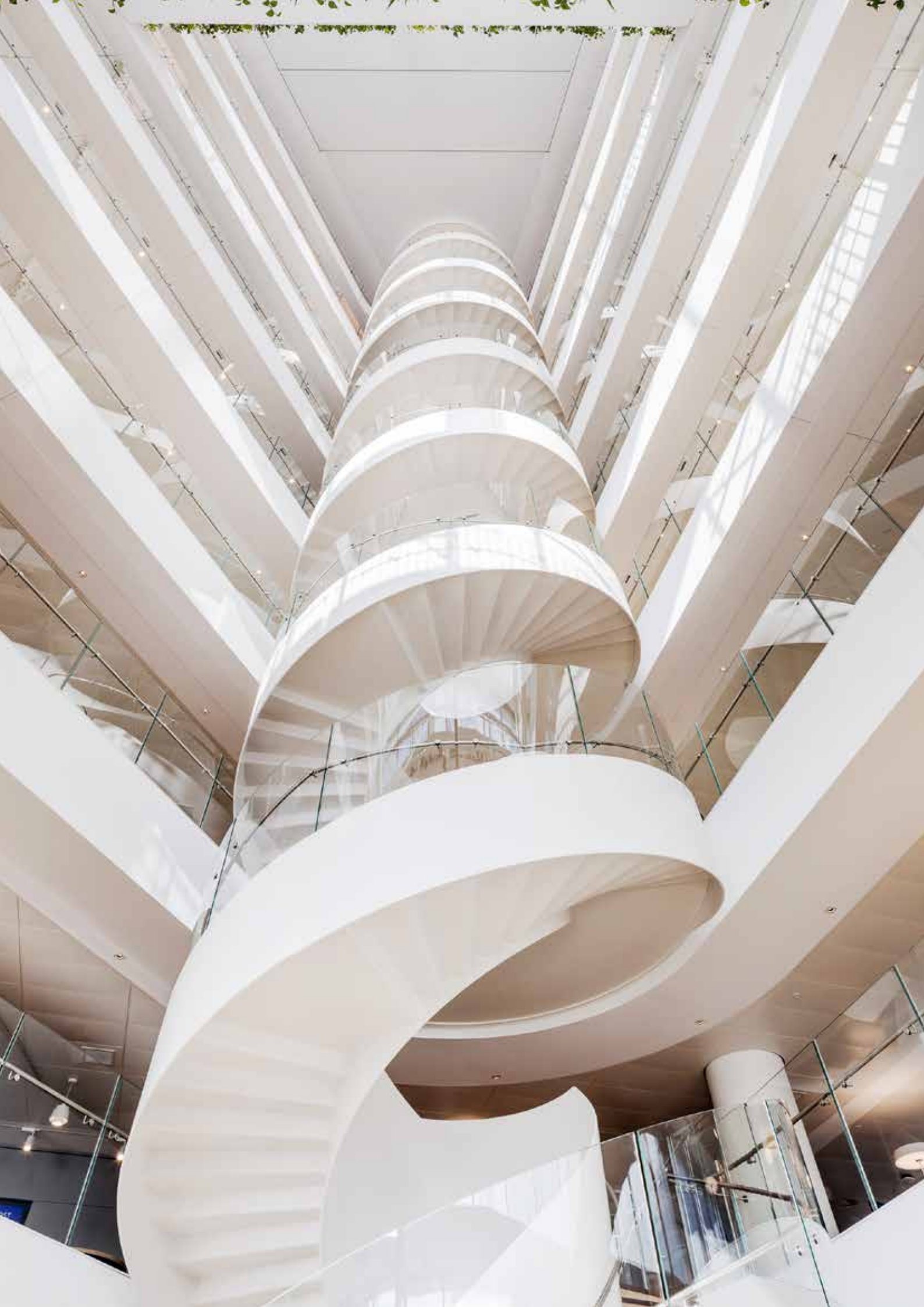
出所：Emerging Trends in Real Estate アジア太平洋 各年アンケート

されており、また自国の労働者はホテルの仕事には就きたがらない。その結果、ある日本のホテルチェーンの幹部が述べたように「人件費の削減に役立つようなテクノロジーはまだ見たことがないが、これは大きな問題だ。人材確保は日本のホテル業界にとって最大の課題となっている。ほぼ毎月、採用する人数よりも離職する人数の方が多い状況だ」という。 人手不足はアジア太平洋地域の全市場で感じられ、多くのホテルは利用可能な客室の 70% しか稼働できていない。

ホテルが外国人投資家の注目を集めるようになったのはいくつか理由がある。一つには、2019 年以来海外旅行から遠ざかっていた住民がリベンジ消費でこぞって旅行に出かけることが予想されており、ホテルの稼働率が当分の間高止まりすると考えられるためだ。加えて、何年にもわたって経済的ストレスを受けてきた所有者から、そろそろホテルを売却しようと考える者が多数出てくる可能性がある。さらに、ホテル部門は比較的インフレに強い資産クラスと見なされている。

香港のあるファンドマネジャーがコメントしたように「ホテルは日によって客室料金が変わるという意味ではまだ代替資産にとどまっているが、専門家なら他部門を凌ぐ業績をあげられる部門でもあり、それがエキサイティングなところだろう。そのためには、ホテル事業において自分の専門性は何か、そしてそれを生かす機会がどこに存在するかを考えることだ。そして、日本にはそうした機会がたくさんあると思う。それは慢性的な供給不足にあるトップエンドでも外国からの観光客に関するものでも同様だ。また、バリューアッド投資家なら、エコノミーホテルをミッドスケールに転換することもいいだろう。一方、日本の問題点は、この半年で価格の上昇が激しいため利益をあげるのが難しくなっていることだ」。

これと同じ動きは東南アジア市場でも見られる。日本と同様に外国人観光客の減少の影響を受けたが、現在はインドやロシアから押し寄せる観光客に牽引されてすでに立ち直っている。ジャカルタに拠点を置くあるアナリストは「これまでホテル業界は銀行融資の返済に苦労し、返済が遅れることもあったが、バリでは状況が好転しており、コロナ禍前の 2019 年と比べて客室稼働率もラックレート（正規客室料金）も良くなっているケースもあるほどだ。それでも、ホテルの改装をしていなかったり、あるいは改装を行う資金がなかったりするために、『もはやこれまでだ』と諦めて売却する者も見かける」と述べた。



インタビュー回答者一覧

Acacia Capital Partners
Kumar Kalyankakumar

Actis
Brian Chinappi

Altis/Barings
Alastair Wright

Alyssa Partners Japan
Ken Fridley

ARCH Capital
Winson Chow

AXA IM Real Assets
Laurent Jacquemin

Blackstone
Mark Harrison

Brookfield Asset Management
Stuart Mercier
Leonie Wilkinson

CapitaLand Investment
Patrick Boocock

CBRE
Henry Chin

CBRE K.K. Japan
Takashi Tsuji

Cistri
Jack Backen

Colliers Indonesia
Mike Broomell

CRE REIT Advisers
Tsuyoshi Ito

DAIS Private
Ben Dodwell

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

DevinQi Advisors
Dan Cerf

Dexus
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Hisashi Ishiwata

ESR
Phil Pearce

ExtraM Partners K.K.
Ryota Morioka

Frasers Property
Khong Shoong Chia

Goodman Group
Nick Vrondas

Hines
Jon Tanaka
David Warneford

Hulic Co., Ltd
Yoshito Nishikawa

Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc.
Ryukichi Nakata

Japan Hotel REIT Co., Ltd
Shigeo Nakazato

JAPAN POST BANK Co., Ltd.
Hiroyuki Tanaka

Jerde
Phil Kim

JLL
Paul Brindley

JLL Japan
Ryuta Takeuchi

JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.
Tetsuya Karasawa

Kenedix, Inc
Keisuke Sato
Takahiro Uchida

KJR Management
Naoki Suzuki

LaSalle Investment Management K.K.
Kunihiko Okumura

LendLease Japan
Andrew Gauci

LHN Limited
Kelvin Lim

M3 Capital Partners
Danny Krefman

Mirvac
Campbell Hanan
Courtenay Smith

Mitsubishi HC Capital Inc.
Itsuo Wakao

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation
Hiroyuki Seki

Nuveen Real Estate
Louise Kavanaugh

PAG
Andreas Hacker
Naoya Nakata

Professional Property Services
Nicholas Brooke

Reimagining Cities Foundation
Chungha Cha

Schroder Pamfleet
Andrew Moore

Stockland Group
Justin Louis

UBS
Grant McCasker

UBS Asset Management
John Mowat

Wentworth Capital
Alastair Nash

支援団体

PwC のリアルエステートプラクティスは、不動産投資顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や評価を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバル・ネットワークを生かし、資本市場、システム分析・導入、研究、会計、税務の各分野の専門家で構成された最も適切なチームを編成し、クライアントにサービスを提供しています。

Global Real Estate Leadership Team

Thomas Veith
Global Real Estate Leader
Germany

Jeroen Elink Schuurman
Global Real Estate Tax Leader
The Netherlands

Stuart Porter
Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Tokyo, Japan

Paul Walters
Asia Pacific Real Estate Assurance Leader

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（2022 年だけでも世界各都市で 2,800 件のイベントをオンライン／オフラインで開催)、土地利用および不動産に関する世界的権威としての ULI の地位を強化しています。

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

ULI に関する詳細情報についてはウェブサイト（uli.org.) をご覧いただくか、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。

Alan Beebe
CEO, Asia Pacific
Urban Land Institute
https://asia.uli.org

ULI Center for Capital Markets and Real Estate
Anita Kramer
Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

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

1-202-624-7000

www.uli.org

表紙写真：シドニーにあるキー・クォーター・タワー
画像提供：AMP キャピタル、アダム・モーク

iii ページ写真：中国・上海市にある曹楊公園
画像提供：アトリエ・リウ・ユヤン・アーキテクツ

20 ページ写真：オーストラリアビクトリア州ブランズウィックにあるナイチンゲール・ビレッジ
画像提供：ナイチンゲール・ハウジング

30 ページ写真：ブリスベンのアン・ストリート 80 番地にあるヘリテージ・レーンズ
画像提供：ミルバック、ブレット・ボードマン・フォトグラフィー

48 ページ写真：シドニーにあるキー・クォーター・タワー
画像提供：AMP キャピタル、アダム・モーク

制作協賛

TOUCHSTONE
CAPITAL MANAGEMENT

pwc

「Emerging Trends in Real Estate®アジア太平洋2024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 2024年版

2024 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 203 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 18 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

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

Urban Land Institute

www.uli.org

pwc

www.pwc.com