

# 不動産 投資 レポート

## アジアREIT市場の現状と 投資上の注意点

金融研究部門 不動産投資分析チーム 准主任研究員 増宮 守  
([masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp))

### 要 旨

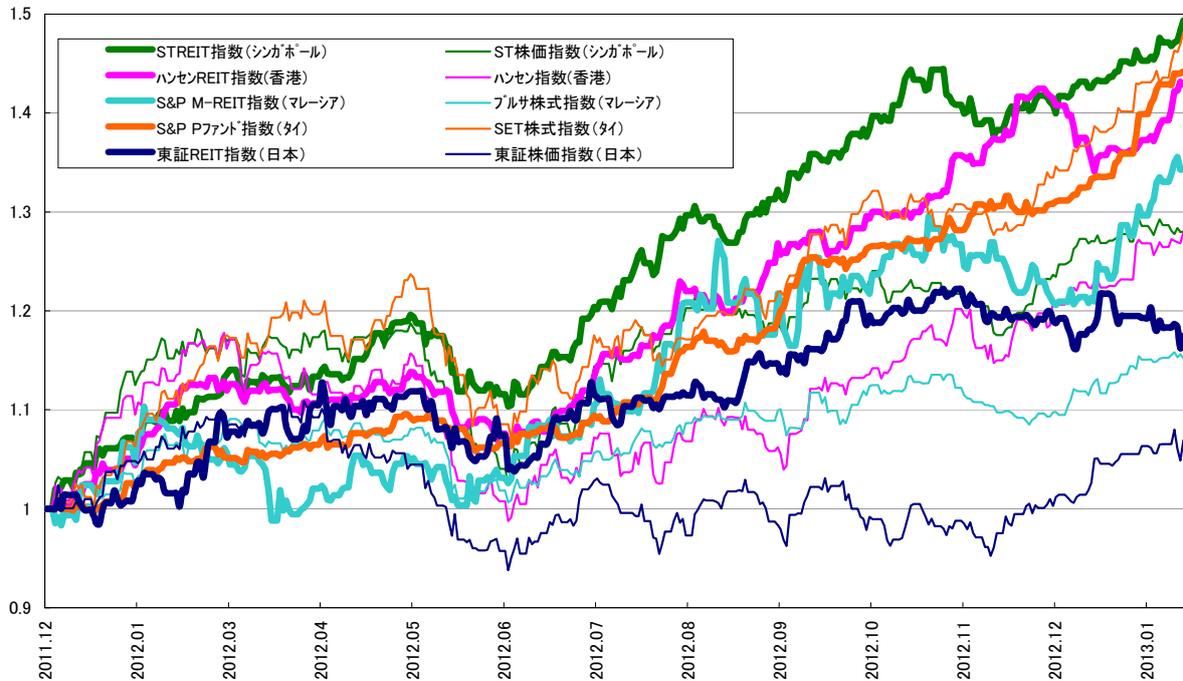
- 2012年、価格推移の強さが目立った投資対象のひとつにアジア REIT(不動産投資信託)を挙げることができる。アジアの株式市場は総じて好調であったが、代表的なアジアの REIT 指数は各国の株価指数をさらにアウトパフォームした。
- 価格上昇の背景には、グローバルに広がるカネ余りとリスク意識の高まりがあり、アジア REIT は比較的 안전한資産として、リスク回避資金の受け皿になったと考えられる。また、グローバル REIT ファンドのポートフォリオウェイト引き上げによる価格上昇圧力を受けたほか、中国でもカネ余りが広がるなか、一部の中国資金がアジア REIT に向かったとも考えられる。
- アジア REIT の国別内訳では、シンガポールと香港が約8割を占める。シンガポールと香港は、世界景気の影響を強く受ける国際金融都市であり、現在のアジア REIT は新興市場の高成長を直接的に反映するものとはいえない。今後も欧州経済の低迷が続き、グローバル経済の回復が遅れる場合、シンガポールや香港市場が影響を受ける可能性に注意が必要である。
- アジア REIT の価格水準は、J-REIT との単純な比較で割高ではないが、市場流動性が小さく価格変動性が大きい。また、J-REIT と比べセクター配分の点で大きく異なる特徴を持つ。投資対象資産の約半分がオフィス、次いで住宅の比率が大きい J-REIT に対し、アジア REIT では商業施設や物流の比率が高い他、ホテルや、J-REIT ではまだ検討中のヘルスケアも含まれている。これらのセクターは個別性が強いいため、収益予測には十分な調査が必要となる。
- 投資に際しては、アジア REIT ファンドがアジア新興市場の高成長を直接的に反映するものではないことや、個別銘柄は価格変動性が大きく、投資対象資産が個別性の強いものであること、加えて日本の投資家は為替リスクにも十分に注意したい。中長期的には、中国本土や ASEAN 各国でも REIT 市場の整備、拡大が進み、アジア REIT はより成長性を反映するものになるため、今後も注目すべき投資対象であることに間違いはないだろう。

## 1. 好調なパフォーマンスが目立ったアジアREIT

2012年、欧州債務危機が発生し、世界経済を牽引していた中国経済にも減速が懸念されるなど、世界的にリスク意識が高まった。そのような中、特に価格推移の強さが目立った投資対象のひとつにアジアREITを挙げることができる。日本のJ-REITについても東証REIT指数がTOPIX（東証株価指数）をアウトパフォームしたが、アジアでは、代表的なシンガポールのSTREIT指数が2012年45%（米\$ベース）上昇し、香港のハンセンREIT指数も36%上昇するなど、各株価指数を大きくアウトパフォームした(図表-1)。

アジアREITについては、シンガポールと香港の他、マレーシア、タイ、台湾、韓国、フィリピン、パキスタンで上場REIT市場が整備されている。いち早くマレーシアで1989年に上場開始後、2000年前後、J-REITと同様に各国で市場が創設され、その後、相次ぐIPOにより銘柄数は継続的に増加し、現在では合計約100銘柄、時価総額では約820億米ドルと約510億米ドルのJ-REITを上回る規模にまで拡大している。

図表-1 シンガポール、香港、マレーシア、タイ、日本の各REIT指数と株価指数(米\$ベース)



※データ・2011年末～2013/1/18  
(出所)ブルームバーグ

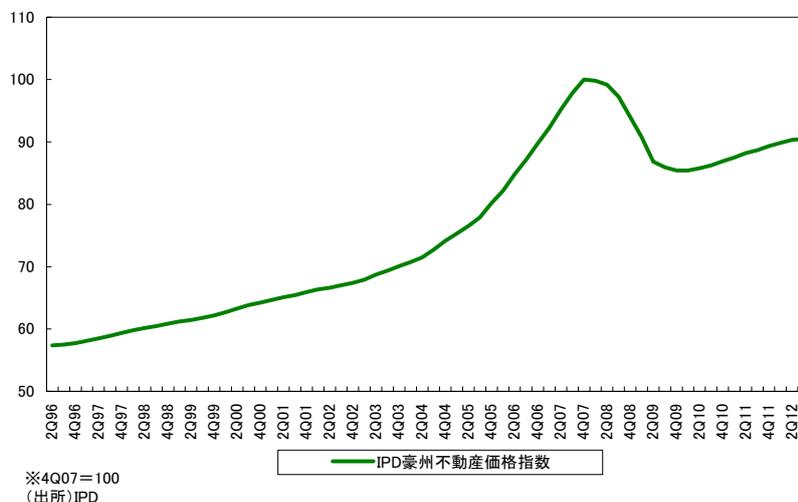
## 2. アジアREIT価格上昇の背景

アジアREITの価格上昇については、FRBをはじめ各国中央銀行の積極的金融緩和に伴う、世界的カネ余り現象が背景にある。その一方、欧州PIGS各国のように、国債といえども必ずしも安全とはいえず、企業、個人を問わず資金の振り向け先に困る状況であり、また、現金の保有にもインフレーションによる実質的な目減りリスクが意識されてきた。

このような中、継続的な賃料収入が期待でき、インフレーション対応力もある実物資産として、不動産を見直す動きがみられ、特に、主要都市の好立地にあり、今後も需要が安定的に期待できる不動産は、コア資産として安全資産の役割の一部を担いつつある。土地バブルの崩壊を経験した日本では、不動産

はハイリスクとみられがちだが、世界的には、不動産は長期にわたり右肩上がりの価格推移を継続した優良資産との認識がある(図表-2)。

図表-2 右肩上がりの不動産価格の例 (豪州不動産価格指数)



サブプライムローン問題以降は右肩上がり神話が崩れた米国住宅価格も、最近では回復の兆しを示しており、また、オフィスなどのコア不動産については、欧米でも2009年を底に回復基調が継続している。世界的に不動産が評価される中、アジア REIT についてみると、シンガポールや香港、マレーシアなどの REIT が各都市を代表するようなオフィスビルや商業複合施設を組み入れており<sup>1</sup>、コア不動産への投資機会を広く提供しているといえる。このように、アジア REIT が比較的安全な資産として他の資産をリスク回避した資金の受け皿になったことが、価格上昇要因のひとつと考えられる。

また、日本の個人投資家からも外債ファンド同様に巨額の資金が向けられるなど、グローバル REIT ファンドなどの規模が非常に大きくなっている(図表-3)。大型ファンドのポートフォリオにおけるアジア地域ウェイトの引き上げは、比較的市場規模の小さいアジア REIT 市場にとって、かなりの価格上昇圧力になったと考えられる。

図表-3 大規模グローバル REIT ファンド(2013年1月、日本での販売商品)

ファンド名	運用会社	カテゴリー	純資産額(億円)
フィデリティ・USリートB(為替ヘッジなし)	フィデリティ	国際REIT・特定地域(F)	7,350
新光 US-REITオープン『愛称:ゼウス』	新光	国際REIT・特定地域(F)	6,302
ダイワ 米国リート・ファンド(毎月分配型)	大和	国際REIT・特定地域(F)	6,027
ラサール・グローバルREIT(毎月分配型)	日興	国際REIT・グローバル・含む日本(F)	5,793
ダイワ・US-REIT(毎月決算)B為替ヘッジなし	大和	国際REIT・特定地域(F)	4,898
ワールド・リート・オープン(毎月決算型)	国際	国際REIT・グローバル・含む日本(F)	3,797
DIAM 世界リートインデックスF(毎月分配型)	DIAM	国際REIT・グローバル・含む日本(F)	2,537
野村 グローバルREITプレミアム(通貨)毎月	野村	国際REIT・グローバル・含む日本(F)	2,185
ダイワ・グローバルREIT(毎月分配型)『愛称:世界の街並み』	大和	国際REIT・グローバル・除く日本(F)	1,935
DIAM ワールド・リート・インカム(毎月決算)『愛称:世界家主倶楽部』	DIAM	国際REIT・グローバル・除く日本(F)	1,727
三井住友・グローバル・リート・オープン『愛称:世界の大家さん』	三井住友	国際REIT・グローバル・含む日本(F)	1,675
米国リート・プレミアム(毎月通貨プレミアム)	T&D	国際REIT・特定地域(F)	1,226

(出所)モーニングスターホームページ

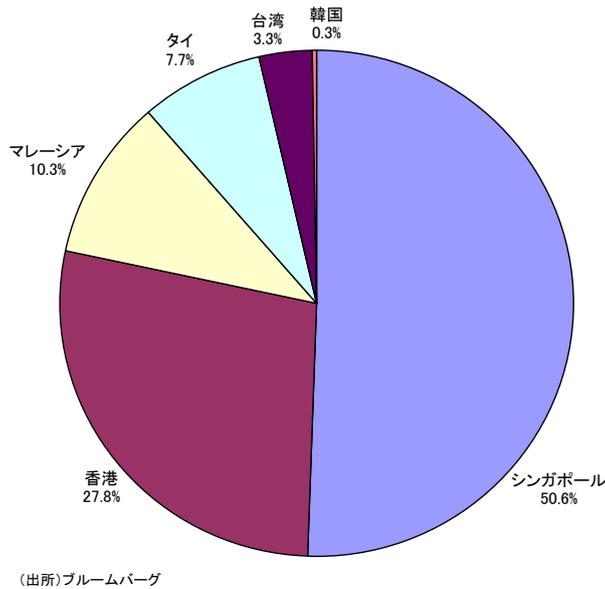
<sup>1</sup> 増宮 守、「海外からの投資対象としてみたS-REIT(シンガポール・リート)の特徴～プライムオフィス市場におけるビルオーナーとしての圧倒的な存在感～」 ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート2012/4/6

また、中国本土の富裕層にとって、シンガポールや香港の不動産は、資金の海外逃避先として最も人気の投資対象のひとつであるため、シンガポールや香港などのアジア REIT も同様の対象とみられる。中国でもカネ余り現象が広がっており、規制強化のため取引量が減少し、停滞した 2012 年の中国本土不動産投資市場の状況から、一部の資金がアジア REIT に向かったと考えても間違いはないだろう。

### 3. アジアREIT市場の特徴

このように、価格上昇要因はいくつか考えられるが、アジア REIT については注意すべき点もある。アジアというとまず中国本土や ASEAN の高い成長力がイメージされるが、アジア REIT はやや性格が異なる。アジア REIT はシンガポールと香港の REIT が約 8 割を占め(図表-4)、マレーシアやタイ、台湾の REIT が続くものの、まだそれらの市場規模は小さい。シンガポールと香港の REIT には、一部に中国本土や ASEAN の資産に投資するものがあるが<sup>2</sup>、一方で日本やオーストラリアの資産への投資も含むなど<sup>3</sup>、全体ではアジア新興市場の高成長を直接的に反映するものとはいえない。また、中国本土での上場 REIT は検討が開始されてから数年が経つものの、まだ具体的な実現の目処はたっていない。

図表-4 アジアリートの時価総額比率(2013年1月)



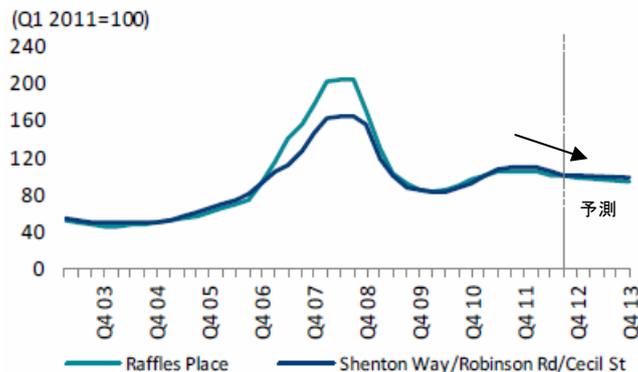
シンガポールと香港は、それぞれに魅力や成長戦略があるものの、欧米金融機関がアジア拠点を構える国際金融都市であり、リーマンショックや最近の欧州債務危機を含め、世界景気の影響を強く受ける。例えば、欧米企業の事業縮小の際は、オフィスビルの賃貸面積縮小や、駐在員の帰国によるコンドミニアム退去といった形で不動産市場は直接的な影響を受ける。実際、2011 年後半から、シンガポールと香港のオフィス市場では中心部で賃料下落が顕在化している(図表-5、6)。シンガポールと香港は中国や ASEAN のビジネス拠点であるが、まだ中国本土企業などの進出は目立たず、欧米企業の存在感が大きい。

<sup>2</sup> 中国の商業施設に投資する S-REIT の「キャピタリーテイルチャイナトラスト」や、中国の商業施設に投資する H-REIT の「フィエンリート」などが代表的。

<sup>3</sup> 日本の物流施設に投資する S-REIT の「メープルツリーロジスティクストラスト」や、オーストラリアのホテルなどに投資する S-REIT の「CDL ホスピタリティートラスト」などが代表的。

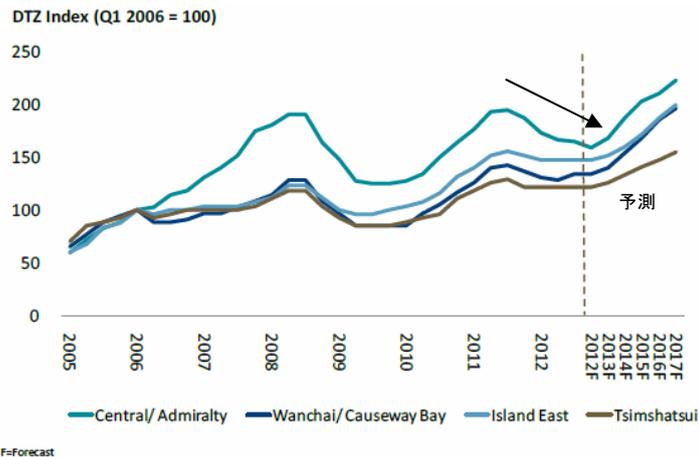
いのが現状である。

図表-5 シンガポールオフィス賃料(DTZ Office Index)



(出所)DTZリサーチ

図表-6 香港オフィス賃料(DTZ Office Index)



(出所)DTZリサーチ

一方、シンガポールと香港の REIT は、既に賃貸市場での調整局面が収束したかのように、2012 年初から堅調な価格上昇を続けてきた(図表-1)。ASEAN 各国のマクロ経済は好調だが、シンガポールと香港の REIT は ASEAN 経済の成長を直接的に享受するものではないため、やはり最近の価格上昇は、主にグローバル金融緩和を受けた資金還流によるものと認識すべきだろう。世界銀行が 2013 年の世界経済成長見通しを引き下げたように<sup>4</sup>、今後も欧州経済の低迷が続き、グローバル経済の回復が遅れる場合、シンガポールや香港市場が影響を受ける可能性に注意が必要である。

また、アジア REIT については流動性が小さく、価格の変動性が大きい点にも注意を要する。市場規模が小さいことに加え、政府系企業やスポンサーが固定株主として大きな比率を保有しており<sup>5</sup>、市場規模に対してさらに流動性が小さいことも多い。流動性の限られるアジア REIT は、年金基金などの大規

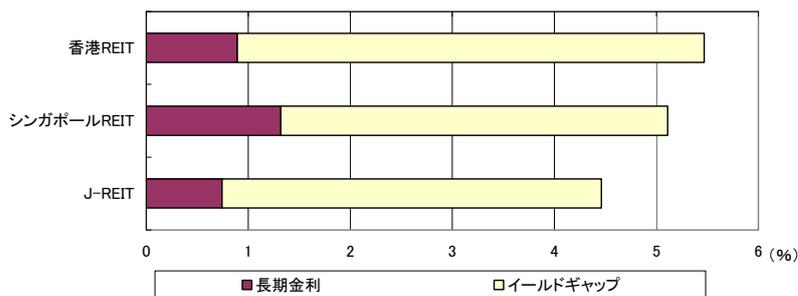
<sup>4</sup> 2013 年1月、世界銀行は 2013 年の世界経済見通しを+2.4%と半年前に発表した+3.0%から下方修正した。欧米を中心に弱含むなか、新興市場の各国もそれらの影響を回避できないとして下方修正の対象となった。尚、日本の政権交代による金融政策効果などは未考慮とのこと。

<sup>5</sup> 例えば、シンガポール政府系の大手不動産会社であるキャピタランドが「キャピタモールトラスト」や「キャピタコマーシャルトラスト」の3割超を保有するほか、同様にケッペルランドが「ケッペルリート」の大半を保有している。

模な機関投資家が動きづらい市場といえ、個人が投資するファンドなどの短期的な売買に左右されやすい。このため、一旦調整局面となると大きく値下がりする傾向に注意が必要である。

価格水準については、配当利回りと長期国債金利のイールドギャップでみて、香港 REIT やシンガポール REIT は、J-REIT よりもやや有利となっている(図表-7)。減価償却費の一部を分配することも多いため、J-REIT との単純な比較では妥当な水準といえそうだ。

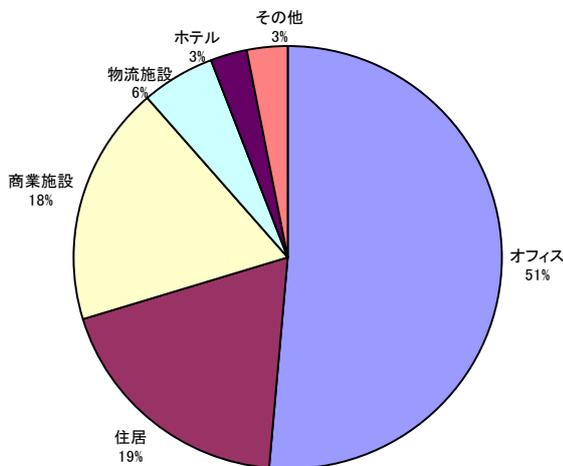
図表-7 REIT 配当利回りと長期国債金利のイールドギャップ(2013年1月)



(出所)ブルームバーグ

その他、アジア REIT は、セクター配分の点で日本の J-REIT と大きく特徴が異なる。J-REIT では投資対象資産の約半分がオフィスで、次いで住宅の比率が大きい(図表-8)。一方、アジア REIT ではオフィスの比率が特に大きくない一方、商業施設や物流の比率が高く(図表-9)、ホテルや、J-REIT ではまだ検討中のヘルスケアも含むなど多様である。オフィスや住宅は、ほぼ立地とスペックで評価できる不動産といえるが、商業施設、物流、ホテル、ヘルスケアなどの不動産は、テナント誘致や事業支援などの面で高い専門性を要し、同じ立地、建物スペックでもパフォーマンスが大きく異なる得るオペレーショナルアセットである。これらのセクターは個別性が強いいため、マクロ経済動向や、市場需給推移だけでの収益予測は難しく、投資に際して十分な調査分析を要する。

図表-8 J-REIT の投資対象比率(2013年1月)



(出所)不動産証券化協会

図表-9 アジア REIT の主要大型銘柄 (2013 年1月)

銘柄名	市場	主な投資対象	時価総額(米\$)
リンクリート	香港	商業施設	118億ドル
キャピタモートラスト	シンガポール	商業施設	61億ドル
アセンダスリート	シンガポール	物流施設、工場、オフィス	47億ドル
キャピタコマーシャルトラスト	シンガポール	オスイス	39億ドル
サンテックリート	シンガポール	オスイス	31億ドル
チャンピオンリート	香港	オスイス	30億ドル
ケッペルリート	シンガポール	オスイス	30億ドル
フィシェンリート	香港	商業施設、ホテル、オフィス	27億ドル
メープルツリーロジスティックストラスト	シンガポール	物流施設	23億ドル
メープルツリーインダストリアルトラスト	シンガポール	工場	19億ドル
CDL リート	シンガポール	ホテル、住宅	16億ドル
IGBリート	マレーシア	商業施設	16億ドル
パピリオンリート	マレーシア	商業施設	15億ドル
フォーチュンリート	香港	商業施設	15億ドル
サンウェイリート	マレーシア	オスイス	14億ドル

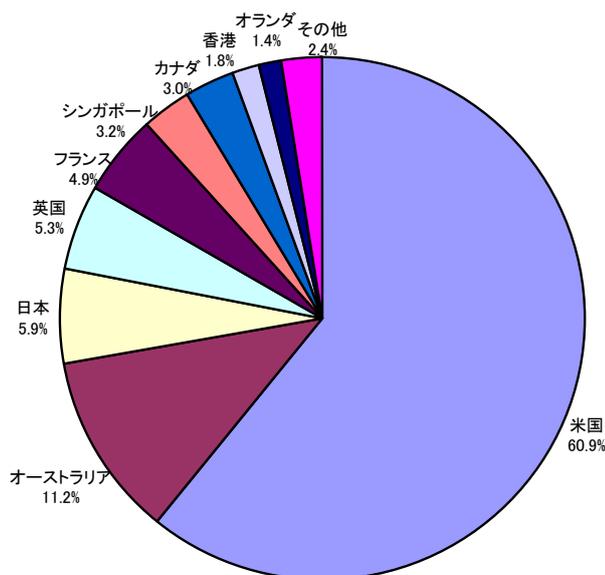
(出所)ブルームバーグ

#### 4. アジアREIT投資上の注意点

好調な価格推移から注目を集めるアジア REIT だが、日本からの投資はまだ大きくない。グローバル REIT ファンドの一部としてアジアに投資している部分は数%あるとみられるが(図表-10)、アジア REIT 特化型のファンドはグローバル REIT ファンド(図表-3)に比べ非常に規模が小さい(図表-11)。

投資に際し、多くの投資家がファンド商品を購入する形態とみられるが、アジアパシフィック REIT ファンドは市場規模の大きいオーストラリア REIT(図表-10)がポートフォリオの大半を占めており、数少ないアジア REIT に特化したファンドも、今のところ世界景気の影響を強く受けるシンガポールと香港の REIT が大部分を占め、中国本土や ASEAN の高成長を直接的に反映するものではない。また、証券会社のサービス拡充に伴い、日本からもアジアの個別銘柄取引が可能になりつつあるが<sup>6</sup>、特に個別アジア REIT 銘柄については、価格変動の大きさや投資対象資産が個別要素の強いものであることなどに注意が必要である。

図表-10 世界の上場 REIT 時価総額比率(2012)



(出所)モーニングスター・スタンダードズ&プアーズデータ

<sup>6</sup> アイザワ証券では上海、深センの他、多数の東南アジア主要証券取引所の個別銘柄を取り扱っている。SBI証券や楽天証券などでも類似のサービスを提供。

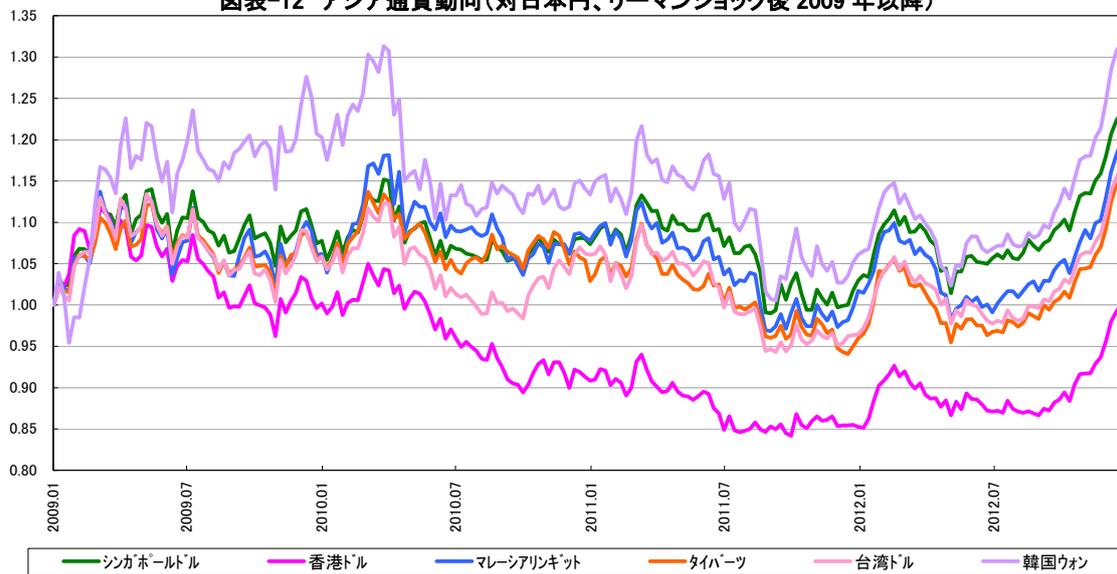
図表-11 アジア REIT 特化型ファンド (2013年1月、日本での販売商品)

ファンド名	会社名	純資産額(億円)
ワールド・リート・セレクション(アジア)	岡三	21
アジア好利回りリート・ファンド・リラ	三井住友	19
アジア好利回りリート・ファンド	三井住友	6
アジア好利回りリート・ファンド・リアル	三井住友	4
アジアリートファンド(毎月分配型)	日興	3

(出所)モーニングスターホームページ

また、好調な価格推移の反動としての価格調整リスクに加え、特に日本の投資家にとっては為替リスクも重要な要素である(図表-12)。アジア REIT の年間5%強の配当利回り(図表-7)に対し、為替変動のボラティリティは年間10%程度に及び(図表-13)、大きな為替差益の可能性がある反面、インカムゲインが為替差損で相殺される状況も想定する必要がある。

図表-12 アジア通貨動向(対日本円、リーマンショック後2009年以降)



\* 2009年1月末値=100  
(出所)ブルームバーグ

図表-13 アジア通貨の対日本円投資リターンと変動性(年率・1993~2013)

	シンガポールドル	香港ドル	マレーシアリングギット	タイバーツ	台湾ドル	韓国ウォン
平均年間リターン	0.15%	-1.10%	-1.83%	-1.81%	-1.84%	-2.15%
標準偏差	9.05%	10.28%	11.48%	12.45%	8.01%	14.14%

\* 1993年以降の年間リターンの週次データを使用、金利収入を除く  
(出所)ブルームバーグ

このように注意すべき点はあるものの、中国本土や ASEAN 各国の REIT 市場も徐々に整備、拡大が進むと見込まれる。これらに伴い、アジア REIT はより成長性を反映するものとなることから、今後も注目すべき投資対象であることに間違いはないだろう。

以上

(ご注意) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。

また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。