

# 不動産 投資 レポート

## アジア REIT の不動産ポートフォリオ ～アジア新興国への国際分散も進む～

金融研究部 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

- アジア REIT は、シンガポールの S-REIT と香港の H-REIT が時価総額の大半を占めており、必ずしも直接的にアジア新興国における経済成長の恩恵を期待できるものではない。
- しかし、アジア REIT が投資する不動産ポートフォリオをみると、シンガポールや香港以外にも国際分散が進んでおり、中国や ASEAN などのアジア新興国の比率が高まっている。
- また、アジア REIT の不動産ポートフォリオのセクター配分では、オフィス比率の高い J-REIT とは対照的に、商業施設を中心に、オフィスやホテルなどのセクターにもバランスよく分散投資されている。
- アジア REIT ファンドの普及により、日本国内からもアジアの不動産市場への分散投資が容易になってきた。これらにより、アジア新興国の成長性と分散投資効果の拡大を享受できれば有意義であるが、リスク管理上、不動産ポートフォリオの変化について継続的に把握することが重要となる。

## 1. S-REIT と H-REIT 中心のアジア REIT

アジア REIT 市場は、海外投資家も幅広く参加できる規模に成長しており、各市場の時価総額の合計は、2015年6月末時点で11.7兆円<sup>1</sup>と、J-REITの10.6兆円を上回っている。このように、地域経済と共に成長が著しい印象のアジア REIT 市場であるが、その成長性については以下の特徴を認識しておきたい。

アジア REIT は、現在、6市場の REIT<sup>2</sup>で構成されているが、時価総額の約8割<sup>3</sup>をシンガポール上場の S-REIT と香港上場の H-REIT が占めている(図表-1)。

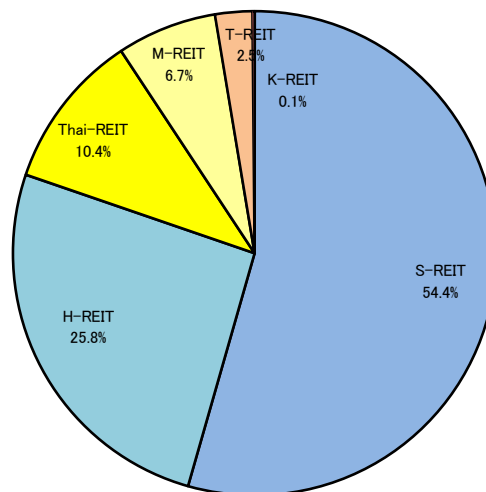
一般に、日本やオセアニアを除くアジアの不動産市場といえば、大規模な中国市場を筆頭に、ASEAN 諸国やインドなど多数の新興国市場を含み、多様性に富んだ成長市場といえる。一方、アジア REIT 市場は、不動産証券化市場が発達した国際金融都市のシンガポールと香港に偏った特殊な市場となっている。

成熟した先進国であるシンガポールと香港では、国内をみると、人口動態において少子高齢化が顕在化しつつある。これらの2カ国は、アジア地域の金融センターや事業統括拠点として、あくまでも周辺新興国の人口動態や都市化に基づく経済成長の恩恵を間接的に享受する立場でしかない。

また、シンガポールと香港は多数の欧米金融機関の進出先であるため、グローバル金融市場の影響を受け易く、さらに、世界有数の港湾都市として、世界の貿易動向から受ける影響も大きい。そのため、アジア経済自体が堅調であっても、欧米経済が悪化、停滞する局面では、シンガポールと香港の経済や不動産市場には、欧米の影響が表れ易い。

とはいえ、最近ではアジア各国の中国への輸出比率が高まるなど、アジア全体で中国经济への依存度が高まっている。シンガポールや香港では、中国本土資金の流入が投資市場に与える影響も大きいいため、グローバル金融市場だけでなく、中国の金融政策などにも一層の注意が必要である。

図表-1 アジア REIT の取引所別比率(時価総額ベース)



\* タイの Property Fund およびシンガポールの不動産ビジネストラストを含む  
(出所)Bloomberg のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成(2015/6/30)

<sup>1</sup> 実質の上場 REIT であるタイのプロパティーフンドとシンガポールの不動産ビジネストラストを含めている。

<sup>2</sup> シンガポール上場の S-REIT、香港上場の H-REIT、タイ上場の Thai-REIT、マレーシア上場の M-REIT、台湾上場の T-REIT、韓国上場の K-REIT。

<sup>3</sup> タイのプロパティーフンドとシンガポールの不動産ビジネストラストを含めない場合、S-REIT と H-REIT のアジア REIT に占める比率は約9割に及ぶ。

## 2. アジア REIT 不動産ポートフォリオの国別比率

このように、S-REIT と H-REIT が時価総額の大半を占めるものの、アジア REIT が投資する不動産ポートフォリオをみると、必ずしも簡単に2カ国で説明できるものではない。

2013年のイオンリートの上場で<sup>4</sup>、J-REITでも海外不動産投資が始まったが、アジア REIT については、以前から多数の REIT が海外不動産投資を実施している。

中国本土の不動産投資に特化した H-REIT の Yuexiu REIT や Hui Xian REIT などの海外特化型の他、国内不動産投資を主として一部の資金を海外不動産に投資している REIT も多い。最近でも、香港の商業施設投資に特化していた The Link REIT が、北京の商業施設投資を始めるなど、S-REIT と H-REIT による海外不動産投資は拡大が続いている。

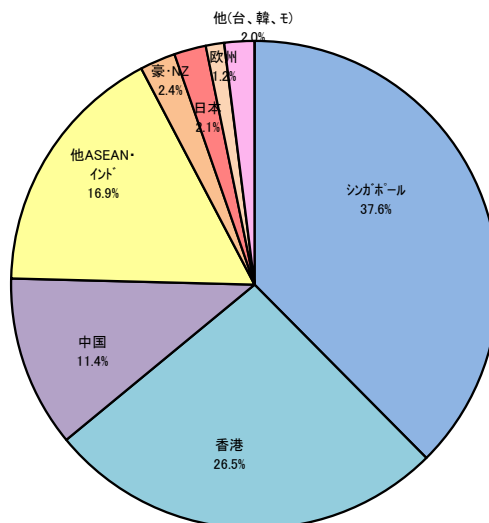
この背景には、低金利下で運用資金が拡大する一方、シンガポールや香港の国土は狭く、投資対象となる収益不動産が不足する構造がある。そのため、物件取得による外部成長の追求において、各 REIT が海外不動産投資を検討することは自然な流れといえる。また、最近まで事業範囲をほぼ国内に限定していた日本の不動産会社とは対照的に、シンガポールや香港の不動産会社は、海外での不動産開発に以前から積極的であった。そのため、S-REIT や H-REIT には、スポンサーである不動産会社から、彼らが開発した海外不動産を取得する機会も多い。

今回、各アジア REIT の開示情報から、投資物件の評価額を立地別に集計し、アジア REIT の海外不動産投資の状況を確認した。

### (1) アジア REIT 全体

アジア6市場について、各 REIT が投資する不動産ポートフォリオを纏めてひとつのポートフォリオとしてみた場合<sup>5</sup>、かなり国際分散が効いていることが確認された<sup>6</sup>。シンガポール、香港、そして中国や ASEAN などのアジア新興国の3地域にバランス良く投資されており、その上に他の先進国の不動産が約1割付加された形となっている(図表-2)。

図表-2 アジア REIT 不動産ポートフォリオの国別比率(開示評価額ベース)



\*タイのプロパティファンドおよびシンガポールの不動産ビジネストラストを含む  
(出所)各 REIT の開示情報、Bloomberg データを基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

<sup>4</sup> 2013年11月に上場したイオンリートは、マレーシア、ジョホール州のイオンショッピングセンターに投資している。

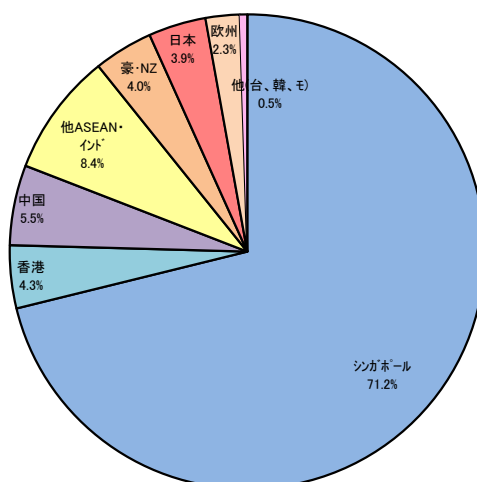
<sup>5</sup> アジア REIT の全銘柄を時価総額比例で取得した場合に得られる不動産ポートフォリオともいえる。銘柄毎にP/NAVやレバレッジの高低などは異なるが、全体を1つのポートフォリオとしてみる。

<sup>6</sup> タイのプロパティファンドは海外不動産投資を実施しておらず、簡易的に時価総額の数値を代用。

## (2) S-REIT

次に、少し詳しく各 REIT についてみると、まずシンガポールの S-REIT は、現在、不動産に投資するビジネストラストを含めて 37 銘柄が上場しており、その過半数の 27 銘柄が海外不動産投資を実施している。各 S-REIT が投資する不動産ポートフォリオを纏めてひとつのポートフォリオとしてみた場合、海外不動産投資が約 3 割を占めることがわかった(図表-3)。当然シンガポールが中心であるが、海外不動産投資は国際分散が効いており、中華圏や ASEAN のほか、他の先進国への投資も約 1 割を占めている。

図表-3 S-REIT 不動産ポートフォリオの国別比率(開示評価額ベース)

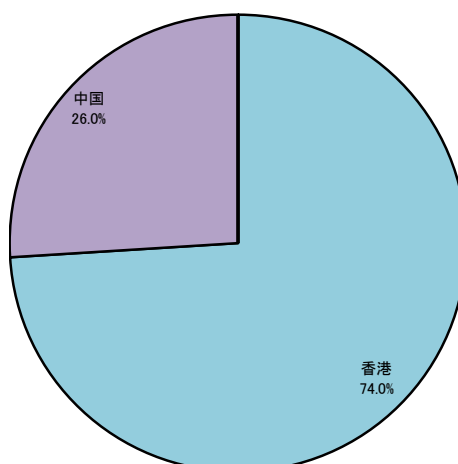


\* シンガポールの不動産ビジネストラストを含む  
(出所)各 REIT の開示情報を基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

## (3) H-REIT

次に香港の H-REIT についてみると、海外での不動産投資は中国本土に限定されている。上場 10 銘柄の H-REIT のうち、中国本土不動産に投資する銘柄は 5 銘柄に及ぶ。S-REIT と同様に H-REIT 全体の不動産ポートフォリオをみた場合、中国本土不動産の比率は 4 分の 1 強であった(図表-4)。突出して規模の大きい The Link REIT が、香港にほぼ限定して投資しているため、香港の比率が高くなっている。ただし、中国本土不動産への投資は増加しており、その比率は徐々に高まってきている。

図表-4 H-REIT 不動産ポートフォリオの国別比率(開示評価額ベース)

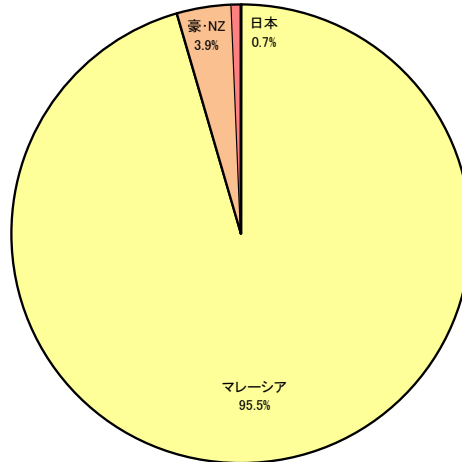


(出所)各 REIT の開示情報を基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

(4) M-REIT

また、S-REIT、H-REIT ほどの規模ではないものの、マレーシアの M-REIT も海外不動産投資を実施している(図表-5)。しかし、海外不動産投資は、上場 15 銘柄の M-REIT のうち YTL-Hospitality REIT<sup>7</sup> に限定されている。M-REIT は国内不動産投資を基本としており、今後も海外不動産投資が拡大するか定かではない。

図表-5 M-REIT 不動産ポートフォリオの国別比率(開示評価額ベース)



(出所)各 REIT の開示情報を基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

3. アジアREIT不動産ポートフォリオのセクター配分

次に、アジア REIT 全体の不動産ポートフォリオについて、セクター配分を確認した。概して、アジア REIT の特徴としては、S-REIT と H-REIT が中心であることに加え、商業施設投資が中心であるとの印象も強い。その主な理由は、H-REIT の主要銘柄で香港の商業施設に投資する The Link REIT と考えられる。

The Link REIT はアジア REIT の中で突出して規模が大きく(図表-6)、その時価総額は、J-REIT 最大の日本ビルファンド投資法人を上回り、世界でも上位にある。この 1 銘柄だけでアジア REIT 全体の時価総額の約 14%を占めており、グローバル REIT ファンドのなかには、アジアでは The Link REIT にしか投資していないケースもある。

図表-6 アジア REIT の時価総額上位銘柄

銘柄名	市場	時価総額(億円)	主な投資対象
The Link REIT	香港	16,443	香港の商業施設
CapitaLand Mall Trust	シンガポール	6,773	シンガポールの商業施設
Ascendas REIT	シンガポール	5,387	シンガポールの産業施設
CapitaLand Commercial Trust	シンガポール	4,184	シンガポールのオフィス
Champion REIT	香港	3,877	香港のオフィス
Suntec REIT	シンガポール	3,939	シンガポールのオフィス
Hui Xian REIT	香港	3,678	北京の複合施設
Keppel REIT	シンガポール	3,319	シンガポールのオフィス
Mapletree Commercial Trust	シンガポール	2,818	シンガポールのオフィス
Mapletree Greater China Commercial Trust	シンガポール	2,535	香港の商業施設と北京のオフィス

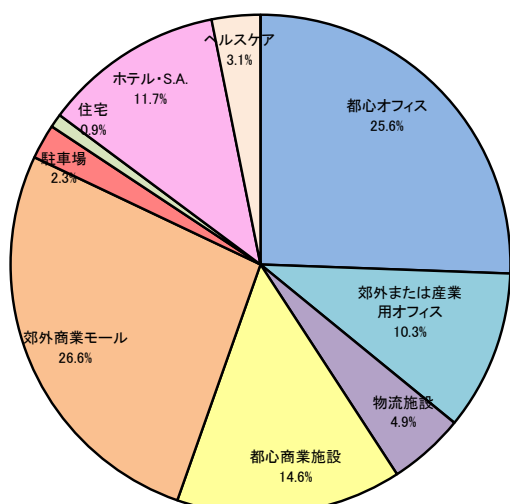
(出所)Bloomberg のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成(2015/6/30)

<sup>7</sup> スポンサー企業の YTL Corporation Berhad は国際的にインフラ、不動産開発事業を展開。S-REIT の Starhill Global REIT のスポンサーでもある。

また、H-REIT の The Link REIT に加え、S-REIT 最大規模の CapitaLand Mall Trust も商業施設に投資する銘柄である(図表-6)。これら主要銘柄の投資先から、アジア REIT の投資セクターは商業施設が中心と認識する投資家が多い。

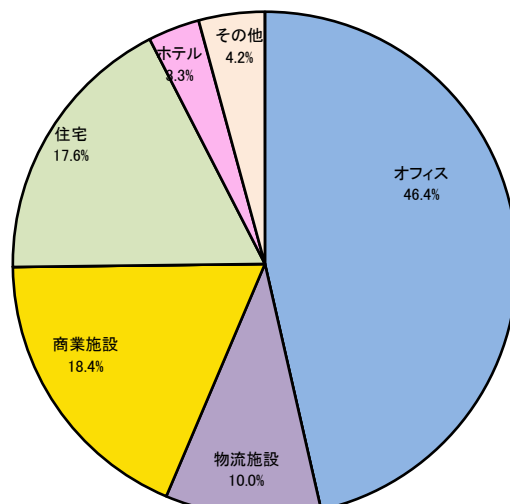
実際、アジア REIT 全体の不動産ポートフォリオのセクター配分を確認したところ<sup>8</sup>、やはり商業施設比率が最も大きいことが確認された(図表-7)。しかしながら、オフィスやホテルなど、その他のセクターも一定程度を占め、バランスのとれたセクター配分となっている。

図表-7 アジア REIT (S・H・M-REIT) 不動産ポートフォリオのセクター配分(評価額ベース)



\* シンガポールの不動産ビジネストラストを含む  
(出所)各 REIT の開示情報を基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

図表-8 J-REIT 不動産ポートフォリオのセクター配分(取得価額ベース)



(出所) IBRC Inc. & Japan REIT Inc. のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成(2015/6/30)

## (1) 商業施設

アジア REIT と J-REIT で、不動産ポートフォリオのセクター配分を比較すると、やはりアジア REIT の商業施設比率の高さが目立つ(図表-7、8)。その主な理由のひとつは、上述の巨大な The Link REIT で、郊外商業モールの約半分はこの 1 銘柄のポートフォリオが説明している。また、他の REIT でも、郊外商業モールへの投資、特に大規模施設への投資が多い。

日本国内をみると、郊外商業モールはオペレーショナルアセットとして高い専門性を要し、非常に厳しい競争環境にある。常に施設の目新しさが求められ、客足を維持する努力は並大抵ではない。一方、アジアでは、先進国のシンガポールや香港であっても、インフレーションおよび賃金上昇が続き、個人消費の伸びが続いている。日本と異なる経済環境の下、郊外商業モールの過当競争は目立たず、比較的安定した投資セクターとなっている。

また、アジア REIT では、J-REIT の例が少ない都心のランドマークビルへの投資も多い。ランドマークビルの多くはオフィス、商業、ホテルなどの複合施設であるため、それらの商業施設部分の累積により、都心の高級商業施設への投資もかなりのボリュームがある。

<sup>8</sup> 複合施設についても、可能な限り商業施設部分とオフィス部分などの各数値を区分集計している。個別物件の情報開示が不十分な市場を除き、S-REIT、H-REIT、M-REIT を集計対象としている。

## (2) 都心オフィス

J-REIT の不動産ポートフォリオでは、オフィス比率の高さが特徴的で、かなり低下した現在でも 5 割近くを占めている(図表-8)。アジア REIT についても、J-REIT ほど高い比率ではないが、オフィスが主要投資セクターであることに違いはない。

しかし、その内容は J-REIT と大きく異なっている。J-REIT では無数の中規模ビルがポートフォリオを構成しており、ランドマークといえる超高層ビルや複合ビルへの投資事例は少ない。そのようなビルの多くは、開発主体である大手不動産会社が長期的に保有している。

一方、アジア REIT の超高層ビルや商業複合ビルへの投資は比較的一般的である。スポンサー企業から 1 棟全体を取得するだけでなく、スポンサー企業と持分を共有するケースも多い。

## (3) ホテル、サービスアパートメント

商業施設の他、アジア REIT の不動産ポートフォリオでは、ホテル比率の高さも特徴となっている(図表-7)。海外企業の活動が活発なアジアの主要都市では、高級ホテルに対するビジネス用途需要が強く<sup>9</sup>、投資対象としても人気が高い。また、日本国内ではあまり一般的ではないが、サービスアパートメント<sup>10</sup>への投資も目立つ。海外からの長期出張者や駐在員の宿泊需要が高水準にあり、高級サービスアパートメントが広く普及している。

一方、J-REIT にとって一般的な賃貸マンション投資は、アジア REIT の間でほとんどみられない。S-REIT の Saizen REIT などが実施しているものの、それらは日本の賃貸マンションへの投資である。個人のコンドミニアム取得需要が強いアジアの主要都市では、分譲販売が優先され、REIT などの投資家が 1 棟全体を取得する機会はほとんどない。また、キャピタルゲイン目当ての個人が高値で積極取得するなか、コンドミニアム投資において REIT が求める利回りを確保することは非常に難しい。

## (4) 物流施設

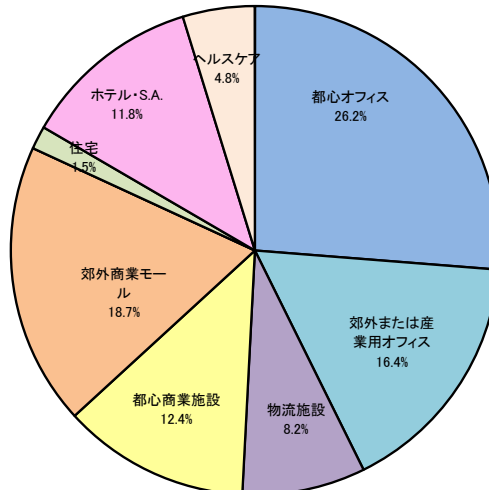
世界有数の貿易港であるシンガポールでは、物流施設の投資や証券化が発達しており、以前から、S-REIT の不動産ポートフォリオにおける物流比率は一定水準以上であった(図表-9)。

一方、日本国内でも、2012 年末以降、大型の物流 REIT が相次いで上場した。それらにより J-REIT の不動産ポートフォリオにおける物流比率は 1 割に達し(図表-8)、既に、アジア REIT 全体および S-REIT の物流比率を上回っている。

<sup>9</sup> 日本国内では、ビジネスホテルは宿泊特化型の低価格ホテルを指し、高級シティホテルと区別されているが、海外の主要都市では、5ツ星ラグジュアリーホテルなどがビジネス用途で多用され、低価格ホテルは観光客用の位置付けとなっている。

<sup>10</sup> ホテルとコンドミニアムの中間的な宿泊施設で、家具、家電及び日用品が具備され、フロントサービスやハウスクリーニングサービスなどが受けられる。

図表-9 S-REIT 不動産ポートフォリオの  
セクター配分(評価額ベース)



\* シンガポールの不動産ビジネストラストを含む  
(出所)各 REIT の開示情報を基にニッセイ基礎研究所が作成(2014 年末)

#### (5) 郊外型オフィス、産業用オフィス

日本国内では馴染みの薄いセクターといえるが、郊外型オフィスや、産業用オフィスは、アジア REIT の主な投資対象のひとつになっている。

郊外型オフィスは、大規模なものはビジネスパークやサイエンスパークと呼ばれ、広々とした敷地に建つ大規模フロアの中低層ハイグレードビルが多い。元来のターゲットテナントは企業の研究開発部門などであるが、郊外立地で低賃料のため、対外活動の不要な事務業務などに幅広く利用されている。近年の欧州危機に際し、欧米金融機関のコスト削減として、バックオフィス部門を CBD からビジネスパークに移転するケースが増加した。その他にも、コールセンターや保険会社の事務部門などの入居も多い。

また、産業用オフィスとしては、製造工程を内包する郊外のオフィスビルなどが典型的である。テナントの製造業各社はオフィスとして利用するだけでなく、製造ラインを導入して製造活動も行っている。製造業 1 社で単独賃貸するケースの他、複数の中小企業が入居するケースもある。

一般的にオフィスとしてのグレードは低く、玄関ロビーが簡略的なもの、空調が完備されていないものなど様々である。ただし、一部の大規模物件では、大企業の工場兼本社としてハイスペックなオフィス機能を備えている場合もある。

ちなみに日本国内では、製造業各社が自社工場を所有するケースが多く、REIT などの投資家が産業用オフィスに投資するケースは少ない<sup>11</sup>。

#### 4. アジア REIT ファンドの注意点

アジア REIT 市場は、S-REIT と H-REIT が時価総額の大半を占めるものの、投資先の不動産ポートフォリオをみると、中国や ASEAN などのアジア新興国への国際分散も効いており、また、セクター配分では、商業施設比率が高いものの、その他のセクターにもバランス良く分散投資していることが確認された。

アジア新興国での実物不動産投資については、規制や市場慣習などの違いから実務面の制約が多

<sup>11</sup> 産業用オフィス関連の J-REIT の投資事例には、産業ファンドが投資するテクノロジーセンターや、ヒューリック REIT が投資するデータセンターなどがある。



く、海外投資家にとって投資手段が限られている。S-REIT や H-REIT によるアジア新興国投資は、幅広い投資家に REIT を介した貴重な投資機会を与え、その拡大により投資家の選択肢を広げている。さらに、今後は、新たに REIT 制度を導入したインドなど、これまで REIT 市場の発達が遅れていた国でも投資機会の拡大が期待される。

最近、日本国内でも S-REIT や H-REIT に投資するアジア REIT ファンドが普及し始めており<sup>12</sup>、日本からも手軽にアジアの不動産市場への分散投資が可能となっている。それらの投資信託も、部分的にアジア新興国での不動産投資を含んでおり<sup>13</sup>、今後、その比率は高まっていくと見込まれる。アジア REIT ファンドを通じ、アジア新興国の成長性や分散投資効果の拡大を享受できるようになれば有意義である。ただし、アジア REIT の不動産ポートフォリオにみられる新興国比率の拡大は、J-REIT にはないダイナミックな変化であり、リスク管理上無視できないものでもある。アジア REIT ファンドを長期保有する場合も、定期的に REIT の不動産ポートフォリオの概要を把握しておくことが重要となる。

以上

---

<sup>12</sup> 増宮 守、「拡大する REIT 型投資信託、成長速度はネットサービス業も圧倒」ニッセイ基礎研究所、研究員の眼 2015/6/15

<sup>13</sup> 実際のアジア REIT ファンドは、アジア REIT の全銘柄に投資するものではないため、必ずしも新興国の不動産投資を含むとは限らない。

---

(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。