

不動産投資レポート

アジア不動産市場の現状 ～期待される高い成長性～

金融研究部門 不動産投資分析チーム

 副主任研究員 **増宮 守**
masumiya@nli-research.co.jp

はじめに

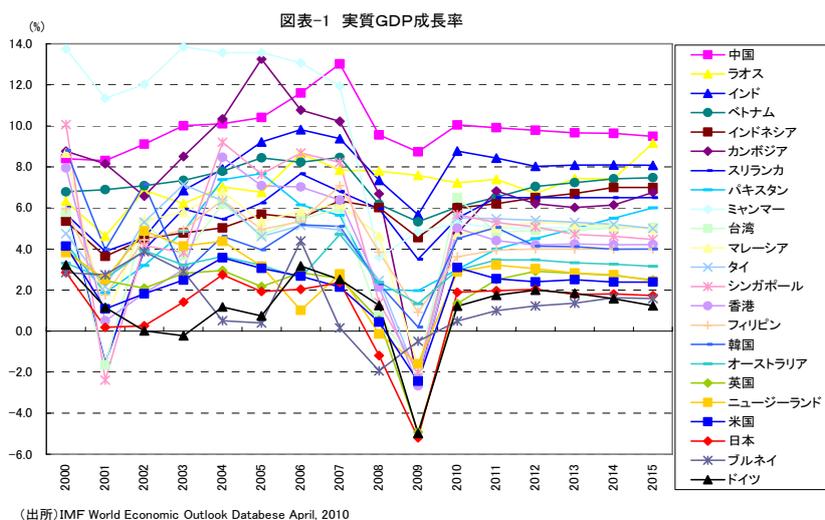
近年、中国を中心としたアジア不動産市場の存在感が急速に高まっている。たとえば、2009年の世界の都市別にみた商業用不動産取引額は、ロンドン、東京、パリに次いで香港とソウルが4位と5位につけており、さらに上海、北京、シンガポールがそれぞれ7位、12位、14位にランクしている¹。

以下本稿で分析対象とするアジアには、インドから東の中国などアジア各国にオーストラリアおよびニュージーランドを含め、中央アジアや中東地域は除いている²。また、オーストラリアとニュージーランド、日本、韓国、香港³、シンガポールをまとめて「アジア先進国」、上記アジアから「アジア先進国」を除いたものを「アジア成長国」としている。

1. アジア不動産市場の特徴

① 成長性

不動産市場の成長性は、基本的に各国経済の成長性と一定の相関を持つものと考えられる。近年のアジア各国の経済成長率は、一貫して欧米先進国の成長率を大きく上回っており、2009年の世界金融危機の影響も軽微だった国が多く、今後数年は高い成長率を示すと予測されている(図表-1)。

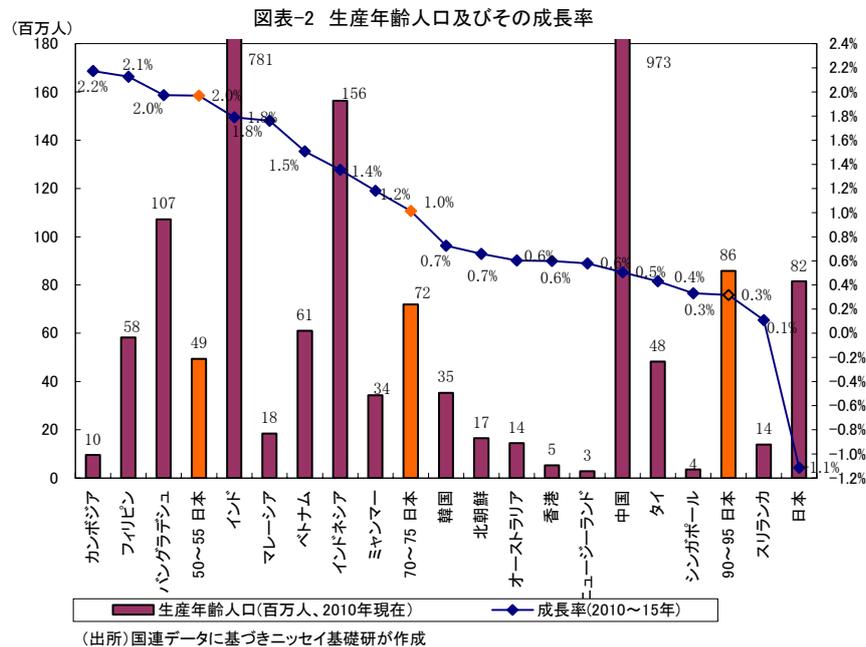


¹ ドイツ銀行グループ RREEF『ジャパン・クォーター』2010年第1四半期、商業用不動産には居住用住宅や開発用地は含まれていない。

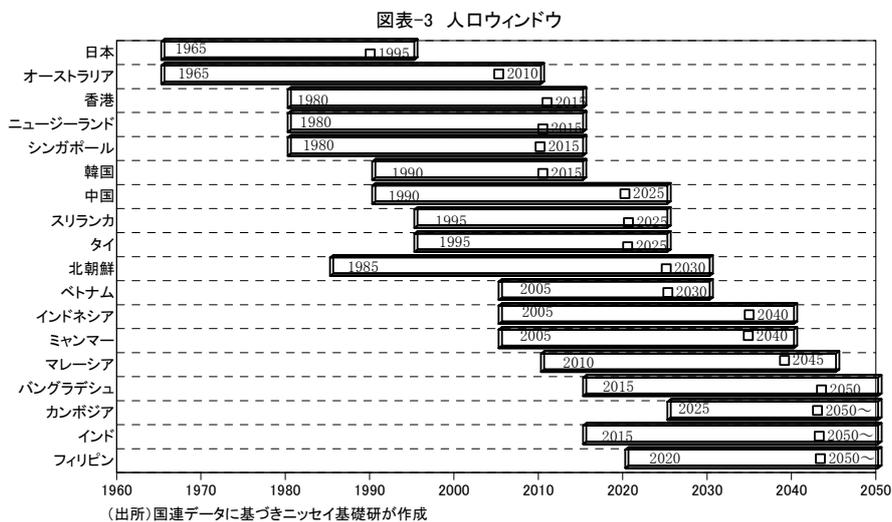
² 一般にアジアパシフィックと呼ばれる地域に相当する。

³ 香港は中国の香港特別行政区であるが、ここではアジア先進国のひとつとして扱っている。

経済成長を支える重要な要素としては、人口の成長、特に生産年齢人口（15～64歳人口）の成長が挙げられる。国連の予測では、アジア各国の生産年齢人口の今後5年間の成長率は、日本が大きく落ち込む以外、総じて高い数値になっている（図表-2）。



また、アジア各国は人口成長に加え、年齢分布において”人口ウィンドウ (Demographic Window : 15歳未満<30%かつ65歳以上<15%の、生産年齢層が厚く、若年層及び老年層の社会保障負担が軽い期間)”に入っており、これによる経済成長促進効果も加わり、長期にわたる高い経済成長が見込まれる（図表-3）。



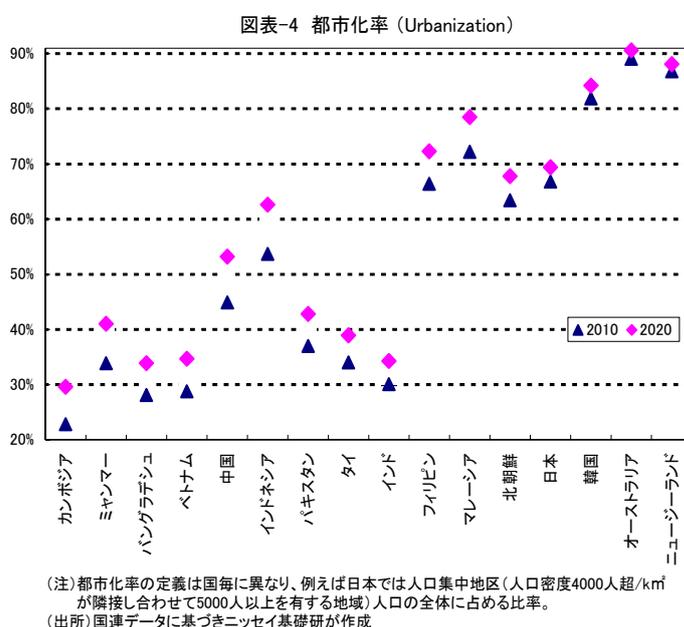
近年、世界トップレベルの経済成長を実現している中国は人口ウィンドウの最中にある。ただし、一人っ子政策の影響から他の成長国と比べ人口ウィンドウの終焉が近く、生産年齢人口の成長率も低水準となっており、長期的には経済成長がスローダウンする可能性が高い。一方、他のアジア成長国では、高い人口成長率と人口ウィンドウの長期持続が期待できる。

また、アジア圏は地続きで複数の国が接しており、シルクロードの時代から各地域で国境を越えて商業が発達してきた。近年もアジアハイウェイの整備等により、各地域での国境を跨いだ経済面の連携がより活発化してきている。中国南部とベトナム、中国西部とタイ、インド、また東南アジ

ア海域の交流が活発であることから、中国における将来の人口停滞が、周辺各国の人口成長により補完される可能性も考えられる。

また、アジア先進国のオーストラリアでは人口ウィンドウが終了しつつあるが、移民政策の支えによってプラスの人口成長率が見込まれるため、既に人口ウィンドウが終了している日本と比較すれば経済成長余地は相対的に大きいと思われる。

さらに、各国内での人口移動、特に大都市への人口流入(以下、都市化という)も不動産市場に関連する重要な指標である。不動産は経済活動や生活の器としての資産であり、経済機能や人口が集積する都市部において主要な市場が形成される特性を持つことから、都市化は経済成長を加速させると同時に、不動産市場の成長要因としても働くと思われるためである⁴。国連データから各国の都市化率の10年後の変化をみると、アジア先進国では都市化率の上昇余地が少なくなっているが、アジア成長国では依然として低水準に止まっており、長期的にみてさらに都市化の進展する余地が大きい(図表-4)。



② 成熟度と透明性

以上から、人口及び経済成長の牽引により、アジア不動産市場の期待成長率は高いとみられるが、長期的な成長余地は、現在のアジア成長国の多くにおける経済及び市場の成熟度の低さともみることとできよう。

アジアでは先進国に限らず、成長国においても巨大都市が数多く存在する。国連によると、アジアパシフィックでは人口100万人超都市の数はすでに200を超えており、地域人口の世界人口に占める割合は6割以上に達している。しかし、経済成熟度の低さを反映して、GDPの世界に占める割合は3割弱に過ぎず、不動産市場規模の割合はさらに低い⁵とみられる。そのうえアジア不動産市場の過半は日本とオーストラリアで占められており、アジア成長国でみた割合はより一層小さい。

そこで、市場成熟度の目安として、REIT市場の整備状況を見ると、REIT市場創設の古いオース

⁴ ただし、教育や貧富の差が大きいアジア成長国における急速な都市化は、都市内貧困層の集積(スラム化)や環境汚染などの都市問題を加速・悪化させる可能性もあり、都市化を経済や不動産市場の成長という肯定的な文脈だけで捉えるべきでない点に留意が必要である。

⁵ INGによると2007年時点で19%、DTZによると2008年時点で29%とされる。

トラリアの市場規模が際立って大きい（図表 - 5）。

図表-5 アジアREIT市場

市場	ファンド数	US\$M	世界での占有率
オーストラリア	70+	66,655	12.6%
日本	38	31,908	6.1%
シンガポール	21	20,555	3.9%
香港	7	9,872	1.9%
韓国	3	134	0.0%
マレーシア	8	1,662	0.3%
台湾	12	1,770	0.3%

(注) オーストラリア上場の半分ほどは米国不動産への投資
 (注) シンガポール上場の半分ほどは他アジア諸国不動産への投資
 (出所) IREL, The Asian REIT Report 1Q 2010

シンガポールは、不動産市場自体の規模はアジア各国の中で相対的に小さいが、REIT市場は十分に大きく、不動産金融市場の成熟度の高さがうかがわれる。また、巨大な不動産市場を有する日本は、不動産市場の規模はオーストラリアの4倍ともみられるが、REIT市場は半分程度に過ぎない。その他のアジア成長国に至っては、REIT市場は未開設か一部で非常に小規模な運営が見られるに止まる。

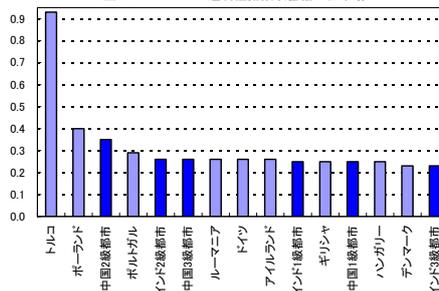
また、不動産市場の透明性について、ジョーンズ・ラング・ラサール社が不動産市場を5つの側面（ファンダメンタルズ、法規制環境、取引過程、パフォーマンス計測、上場手段）から評価し、それらを統合した指数を公表している（図表 - 6）。

図表-6 2010 不動産透明性指数

透明性水準	順位	市場	点数
高度に透明	1	オーストラリア	1.22
	2	カナダ	1.23
	3	英国	1.24
	4	ニュージーランド	1.25
	5	スウェーデン	1.25
	6	米国	1.25
	7	アイルランド	1.27
	8	フランス	1.28
	9	オランダ	1.38
	10	ドイツ	1.38
	11	ベルギー	1.46
	12	デンマーク	1.5
透明	16	シンガポール	1.55
	18	香港	1.55
	25	マレーシア	2.25
	26	日本	2.39
やや透明	33	台湾	3.07
	39	タイ	3.15
	41	インド1級都市	3.16
	42	韓国	3.23
	44	マカオ	3.33
	45	中国1級都市	3.34
	48	フィリピン	3.38
低度に透明	49	インド2級都市	3.51
	54	中国2級都市	3.54
	55	インド3級都市	3.65
	57	インドネシア	3.68
	65	中国3級都市	3.97
	73	パキスタン	3.97
	76	ベトナム	4.29

(注) 第2群「透明」以降はアジア各国のみ羅列
 (出所) Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

図-7 2008-2010 透明性指数改善幅上位市場



(出所) Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

総じて欧米各国市場の透明性が高いなかで、オーストラリアとニュージーランドが世界トップレベルにあり、一方で日本と韓国の低水準⁶が目立っている。またアジア成長国は、経済成熟度と比例して基本的に不動産市場の透明性は低水準にある。しかし、最近の世界的傾向として透明性の低い市場において著しい改善が見られており、アジア成長国でも中国やインドなどで透明性の改善が顕著である（図表 - 7）。

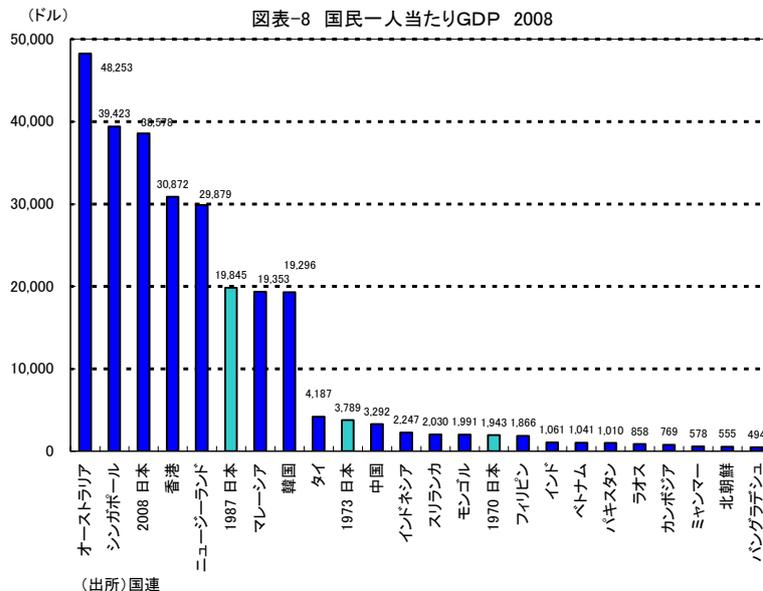
⁶ 日本市場の透明性が低いとされる要因として、日本市場特有の共益費の存在や容易な退去条件など市場慣行の不透明性が挙げられることがある。ただ独自の慣行はどの国にもあり、むしろ日本人中心で形成された市場のため、市場情報への英語でのアクセスが限られるとの海外投資家の認識が透明性指数に反映されているという見方がある。

このように、既に巨大で今後も順調な拡大が見込まれる人口とのバランスや REIT 市場の整備状況、加えて不動産市場の透明度を考慮すれば、アジア成長国の不動産市場は極めて未成熟な段階にあるといえる。このことは、今後の人口増加と経済成長に伴う規模拡大と、市場の成熟度や透明性の高まりの両面において、非常に高い成長が期待できる不動産市場であることを意味している。

③ 多様性と格差

アジアでは各不動産市場が高い成長期待を共有しているとみられるが、実際には中国やインド、オーストラリアなど広大な国土を有する大国から、都市国家ともいえる香港やシンガポールまで様々な規模の国が混在しており、各国の経済特性と相まって多様な不動産市場が存在している点に留意する必要がある。

特に、経済成熟度において先進国と成長国間の格差が大きい。さらにアジア成長国の中でも、工業化のかなり進んだマレーシアやタイ、近年の生産能力向上が目覚ましい中国、未だ工業化の初期にあたるベトナム、インドや周辺国では経済成熟度に大きな差がある（図表-8）。加えて、中国に代表されるように国内でも大都市と地方都市、あるいは都市部と農村部の間で経済成熟度が大きく異なる状況も見られ、国だけでなく都市間の市場格差にも注目する必要がある。



また、産業構造の違いも各国の不動産市場を多様なものにしていくとみられる。各国の中心都市は、いずれも金融サービス業の中心という共通点を持つが、たとえば、アジア先進国でも、金融サービス業が大半を占める香港やシンガポールと対照的に、豊富な資源関連業を有するオーストラリアでは状況が異なる。また、中国のように、国内でも金融サービス業に重点をおいた上海と工業拠点となっている他の大都市では、大きく異なる不動産市場が形成されているといえる。

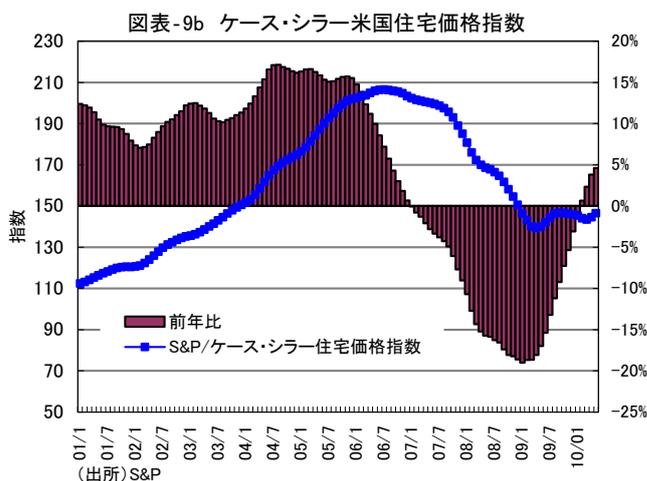
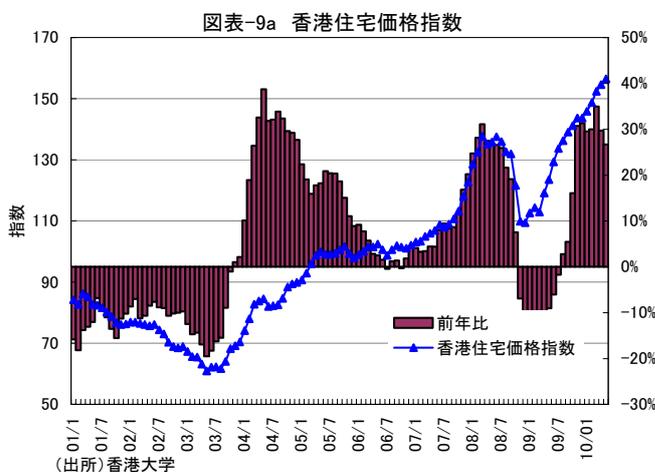
さらに、アジアでは政策運営も多様である。たとえば、オーストラリアやニュージーランドは欧米同様のスタイルだが、中国では共産党によるトップダウンの政策運営が行われている。また、香港やシンガポールでは、中国や周辺国との関係をより重視する経済となってきたものの、グローバルな金融市場との結びつきも依然として強い。また、インドネシアとマレーシアは、イスラム国家という意味で他のアジア諸国と異なる法制度や慣習を持つ。このような多様性が、それぞれの不動産市場にも反映されているとみるべきである。

④ グローバル経済サイクルにおける独自性

近年の金融市場はグローバル化が進んでおり、リーマンショックでは瞬時に全世界の市場が影響を被った。アジア市場も資金逃避は避けられず、株式が急落し、不動産市場も買い手不在の状況に陥ることとなったが、その後の回復過程では他地域を上回る力強い回復が見られた。

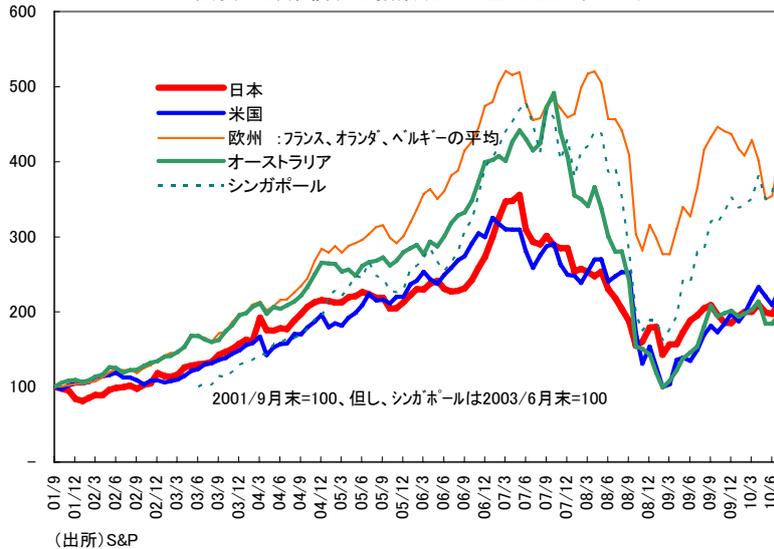
これは、アジア経済では金融サービス分野の発達が遅れていたこと、また欧米ほど消費が負債に大きく依存していなかったことが背景にある。世界各国が一斉に緊急の金融・財政政策を実施したが、中国をはじめアジアにおいては、政府の内需刺激策の効果が直接的に国内消費に表れ、結果として他地域より早期の景気底打ち、そして景気拡大局面への復帰に繋がったとされる。

特に、住宅セクターにおいては、政策支援効果で中国市場が活況を呈し、加えて中国人富裕層が国内に集中していた資産を海外市場へ振り向ける傾向もあって、香港など周辺国でも不動産価格の反転上昇がみられた。たとえば、香港の住宅価格指数を米国と比較すると、米国のサブプライム・ローン問題発生以降も上昇トレンドであった点、また、リーマンショック後も早期に回復して以前の水準を既に大きく上回っている点など、欧米と異なるアジア市場の独自性がみられる（図表-9）。



次に、REIT 市場をみてみると、グローバルな金融市場の動きと連動して、世界主要国の REIT 指数はほぼ同様のサイクルで動いている。ただし、各国の REIT 指数が底値を打って上昇する中、アジアを代表するシンガポールの回復が特に著しく、日米豪とは異なる独自性を示している（図表 - 10）。

図表-10、累積収益指数(S&P REITindex/\$へース)



2. 不動産投資タイプの特徴

① 中国住宅開発への偏重

以下では、最近の日本の不動産会社や私募不動産ファンドの事業展開から、アジア不動産市場における投資タイプの特徴についてみる。

まず、日本の不動産会社が、中国で住宅開発事業を手がける動きが目立つ。これらは、そのほとんどが住宅開発、もしくは住宅を核にした複合開発事業であり、大連と上海で大型オフィスビルを開発・保有する森ビルは例外といえる。具体的には、現地の住宅開発業者との共同経営または現地子会社設立の上、地方政府の土地払い下げや入札参加により用地を購入し、住宅を建設・販売するビジネスモデルが多い(図表-11)。

図表-11 日本企業による中国等での不動産関連事業

企業名	事業種別	事業内容
森ビル	オフィス商業複合開発	上海環球金融中心 HSBCタワー(上海) 森茂タワー(大連)の3棟を保有
三井不動産	分譲マンション商業複合開発	今年から中国進出 天津エコシティ(大規模環境都市) 寧波アウトレットモール等開発中
三菱地所	分譲マンション商業複合開発?	08年未からシンガポールにアジア拠点 欧米では経験、実績とも豊富
大和ハウス	分譲マンション商業複合開発 分譲住宅開発	06年から中国進出し実績多数 現在大連にて大規模開発中 ベトナム、インドも予定
積水ハウス	分譲住宅住宅開発 分譲マンション開発	豪州分譲住宅開発業者を買収 中国、タイでも展開 ロシア進出も予定
丸紅	分譲マンション商業複合開発	先駆者として約30年の中国実績 住商、三井と共同 ベトナム、フィリピン、ジャカルタでも展開
住友商事	分譲マンション商業複合開発	丸紅と共同で中国企業出資 アジア各国で工業団地開発実績有り
新日本建設	分譲マンション商業複合開発	瀋陽駅商業ビル開発、次いで 隣地に分譲高層マンション開発
ゼクス	分譲住宅開発	今年から高齢者住宅で中国進出
伊藤忠	大連工業区開発	大連の大規模工業地区計画で 全般のインフラ整備に参画
NTTファシリティーズ	青島都市計画	日本都市計画設計連合体 (日本5社と中国1社)としてコンペ参加

(出所)ニッセイ基礎研究所

一方、アジアで展開する私募不動産ファンドの多くも、日本の不動産会社同様、住宅開発を主な投資対象としている。これは、中国をはじめアジア成長国では住宅需要が非常に強く、不良在庫を抱えるリスクが比較的小さい状況が続いている⁷こと、また将来の法制度や税制の改正リスクが大きい

⁷ 中国の住宅市場では、大都市への急激な人口流入が見られる中、住宅不足に困窮する人々の増加が都市問題化している。政府は安価な公的住宅の大規模供給を行っているが、不足分を十分補うには至っていない。

いこともあり、賃貸不動産を一定期間保有して転売するより、開発事業の回転による投資回収が志向されているためと思われる。

このような中国不動産市場の住宅開発を中心とする状況は、オフィスビルなどの賃貸不動産を主要な投資対象とする先進国とは異なる特徴のひとつである。また、アジア成長国における投資活動は中国に集中しており、次いでインド市場の成長も著しいが、その他の成長国市場での不動産投資活動規模は限定的である。

ただし、中国では上海や北京における住宅不動産バブルの崩壊が懸念されている点に注意すべきである。大都市の住宅価格は既に個人の返済余力では説明困難な水準に達しているとみられ⁸、中国銀行セクターの住宅ローン依存度は高くないものの、大幅な不動産価格の下落は銀行の不良債権急増に繋がると懸念されている⁹。このため、中国政府が不動産市場の過熱抑制策を実施する中、一旦は大幅な不動産価格の下落を伴う調整局面があるとの見方も多い¹⁰。これに対し、政府は必要悪の抑制はしても不動産市場の急激な調整は是が非でも回避するはずとの見方¹¹もある。

② 産業用不動産の存在感

アジア成長国での不動産投資では、住宅開発に加えて、公共インフラや倉庫など産業基盤・施設（以下、広義に「産業用不動産」という）への投資が目立つ。アジア成長国では、世界の工場といわれる中国をはじめ、生産・物流市場は既に巨大であり、輸出と国内消費の成長により物流施設需要はさらに拡大している。また急速な都市化に伴う電力不足や慢性的な道路渋滞も頻繁に発生しており、都市のインフラ整備に対する需要も非常に強い。

住宅開発では、土地取得から開発、販売と事業過程がある程度明確であるのに対し、産業用不動産の場合、政府主導による大規模プロジェクトなど様々な例があり、投資に際しては特別に注意すべき点が多い。開発利益だけを狙い一定期間後に売却を想定するのか、稼働資産として開発後も長期保有を目指すのかによって投資リスクの性格が大きく異なる。また長期保有の場合も、テナントの属性、賃貸借契約の条件や保証期間などによってキャッシュフローの特徴が大きく異なり得る¹²。

③ 発展途上のオフィス市場

住宅開発や産業用不動産への投資が目立つ反面、日米欧先進国で一般的な、賃料収益のあるオフィスビルを一定期間保有して売却する投資タイプは少数派である。オフィス投資中心のファンドも一部に見られるが、実態は日本やオーストラリアなどアジア先進国を対象としたファンドであることが多い。

これは、アジア成長国のオフィス市場が発展途上であることが関係していると考えられる。オフィス需要は、経済の成熟に伴いサービス業が発達するなか、経済諸機能が集中する大都市で増加す

⁸ 北京市統計局によると、不動産価格単価は労働者年収の27倍に達した。

⁹ 新華社によると、今年政府が全国銀行に対して実施を求めた住宅価格30%下落、金利108bp上昇のストレステストでは、住宅ローン不良債権比率の2.2%上昇、銀行利益の20%縮小など想定範囲内の結果となった。今後は50%下落を想定したストレステストも実施の方向。

¹⁰ 4月の規制強化以降、住宅販売数量が大きく減少した。その後は値下げもあり、一部では既に販売数量の回復も聞かれる。ジョーンズ ラング ラサールによると、上海高級住宅価格第2四半期は依然として前四半期比上昇であった。

¹¹ 銀行の住宅ローン依存度は高くないものの、財源を用地売り出しに依存する地方政府や、希薄な本業の利幅を不動産関連収益で補う製造業などの構造は深刻といわれ、実際にGDP成長は不動産開発に大きく依存している。

¹² 例えば、上水道事業資産を保有するシンガポールに上場されているファンドの場合、テナントである政府から賃料を長期保証されているため、極めて収益の安定したファンドとなっている。一方、有料道路や港湾などを保有するファンドでは、賃料収入が交通量や荷動きを反映させる契約となっており、収益の変動がかなり大きいものもみられる。

るものであり、日本やオーストラリアなどアジア先進国では既にオフィスビルが主要な投資セクターとなっている。しかしその前段階にあるアジア成長国では、都市への急激な人口流入に対応する住宅や産業用不動産の整備が急務であり、それらの開発案件が主要な投資セクターとなっている。オフィス市場は上海など一部で形成されているものの、その投資機会は限られている¹³。

なお、中国においては、REIT市場の創設が議論されるなど、今後の経済成長に伴い安定的収益を生むオフィスビルへの投資機会増加が期待されている¹⁴。

おわりに

日米欧先進国への不動産投資において長期的な高成長が期待しづらくなる中、グローバルにポートフォリオを構築する投資家にとって、アジア不動産投資は中国をはじめとするアジアの高い成長性の取り込みが期待できる点で大きな意義を持つ。

一般的に、海外不動産投資の大きな障害として、現地調査や事務所開設・維持にかかる投資費用の大きさ、不動産取引慣習や必要とされるリーシング・ノウハウ、建築物の標準仕様などが国によって異なる中での運用の難しさ等が挙げられる。さらに、アジア成長国では、これらに加えてカントリーリスクや政策・法規制・税制面のリスクが大きいとみられる。外資規制によって海外投資家には現地企業との共同経営などが求められる中国をはじめ、各国でそれぞれ独自の法規制等がある。また、現行制度への対応だけでは十分とは言えず、外国送金規制の強化や税制変更など将来の制度変更リスクへの考慮も求められるなど、各国政府の動向に常に注意を払う必要がある。よって投資家が現地市場毎に適切に対処していくには相当の負荷がかかるとみられる。

このように、アジア各国の政策や規制は多様で独自性が強いため、一国に集中投資するより分散したポートフォリオで過度なリスクを抑制するよう配慮することも必要であろう。市場分散においては、アジア成長国とアジア先進国への投資を組み合わせることで、成長性と安定性のバランスの取れたポートフォリオも追及できる。また、アジア成長国は住宅開発が中心であるため、アジア先進国のオフィス投資を加えることで投資タイプの分散効果も期待できるであろう。

いずれにしても、グローバルな視点で長期的な不動産投資を検討する際、アジア不動産市場が重要な選択肢のひとつとなったことに間違いはないだろう。

以上

¹³最近の中国では、超高層オフィスビルの建設が急増しているが、まだ世界基準のAクラスビルは多いとはいえない。Aクラスビルの所有者は殆どが不動産開発業者で、政府系を主とする国内勢のなか一部香港系などの外資も見られる。香港の不動産開発業者ではSun Hung Kai, Kerry, Hung Lung, Henderson Landなど大手が揃って中国本土での不動産開発に進出しており、各社が数件のオフィスや商業施設を保有している。シンガポールのCapita Landも積極的であり、特に商業施設を多数保有している。日本勢では上海環球中心などを保有する森ビルに限られる。

¹⁴ 既に限定的ながら、シンガポール上場で中国の商業施設を保有するCapita Retail China Trust、香港上場で広州のオフィスや商業施設を保有するGZI REIT等の例もみられる。