

# 不動産 投資 レポート

## 増加するアジアからの投資資金 ～求められる不動産市場の透明性改善～

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](mailto:masumiya@nli-research.co.jp)

### はじめに

世界経済はリーマン・ショックからの回復過程にあるものの、欧米を中心に先行きの不透明感が増しており、日本でも景気が減速する中、成長著しいアジア経済の存在感が高まっている。国内不動産投資市場においても、アジアからの投資資金流入が目立っており、市場回復の牽引役としての期待が高まっている。以下では、アジアからの資金流入動向を踏まえ、不動産投資市場の活性化に向け市場関係者が主体的に取り組むべき課題～市場の透明性改善～についてまとめた。

### 1. アジアからの投資資金の増加とその背景

最近、日本の不動産投資市場を支える要素として、アジアからの投資資金が注目されている。機関投資家などによる大口投資実績をみると、シンガポールや香港の投資家を中心に、相当の投資事例を確認することができる(図表・1)。中国本土からの投資事例はみられないが<sup>1</sup>、一般に海外不動産投資が認められていないことから、香港の投資ファンドなどを經由している可能性がある。

図表-1 アジア投資家の主な日本不動産市場での投資実績 2010年

買い主	国名	物件名称	金額(億円)	時期
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	ロジバートナース柏第2物流センター	43.6	2010.2
Kech Seng Investment、Meadpoint	香港、シンガポール	ニューシティアパートメント銀座イーストⅡ	17	2010.2
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	IXINAL 門前仲町		2010.3
YTL Corporation	マレーシア	ニセコヴィレッジ	60	2010.3
香港の個人	香港	ハイアットリージェンシー箱根リゾート&スパ		2010.3
香港財閥系のファンド	香港	ストーリー品川	70	2010.4
トランザムアルファ (ケネディックスの韓国投資家向けファンド)	韓国	桐山ビル、桐山ビルアネックス、新横浜たあぶる館	100	2010.5
Kech Seng Investment、Meadpoint	香港、シンガポール	ニューシティアパートメント日本橋水天宮	21.8	2010.6
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	仙台センター	14.9	2010.6
IPC Corporation	シンガポール	旧ホテルスカイコート浅草、旧ホテルスカイコート阿佐ヶ谷	18.66	2010.6
Parkway Life REIT	シンガポール	ウチヤマグループの老人ホーム6件	39	2010.6
Parkway Life REIT	シンガポール	ケネディックスの老人ホーム5件	30.87	2010.7
Rockrise	マレーシア	日本ホテルファンド投資法人の運用会社の株式70%		2010.7
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	埼玉県と千葉県物流施設3物件	130	2010.7
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	岩槻物流センター	48	2010.7
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	入間物流センター	34	2010.7
Mapletree Logistics Trust	シンガポール	野田物流センター	48	2010.7
香港興行国際集団のTMK	香港	ホームマツサン(住宅)	34.5	2010.7

(出所) 日経 不動産マーケット情報 2010.1～12月号

一般に欧米投資家は、人口減少予測に基づく限られた成長余地から、日本の不動産を長期投資の対象として魅力に乏しいと見る傾向が強い。これに対し、最近増加しているアジアからの投資資金については、以下のような背景があると考えられる。

第一に、SWF(Sovereign Wealth Fund：政府系ファンド)の成長とその分散投資が挙げられる。日本の不動産への投資事例が目立つシンガポールや香港などの外貨準備金の運用基金、また、公的年金

<sup>1</sup> 個人による小規模な取引は増加しているとみられる。マスメディアでは、高い経済成長や悪化する日中関係など中国の話題が増加する中、中国人富裕層による日本不動産投資ツアー等が度々取り上げられている。

基金などがこれに該当する。国家規模の小さい両国の SWF ながら、その運用資産規模は世界で上位に入るほどに拡大している(図表-2)。特にシンガポールでは、GIC とテマセックホールディングスで合計約3,800億米ドルもの資産を運用している。国内の不動産投資市場全体でも790億米ドル(DTZ社による)に過ぎないことから、巨大な運用資産を積極的に海外不動産にも投資する必要に迫られているといえる(図表-3)。

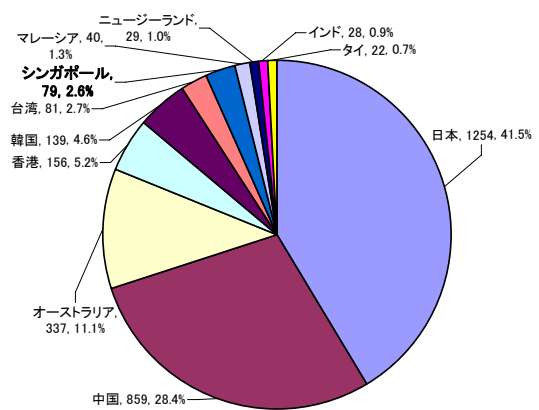
中国でも SWF が巨大化しており、中国投資有限責任公司(CIC)や中国国家外為管理局(SAFE)などが、世界の金融市場において存在感を強めている。これらは海外不動産投資も可能だが、現在のところ日本での投資事例は確認されていない(図表-4)。しかし、シンガポール SWF の例からみて、今後 CIC など中国の SWF が、分散投資の観点から日本の不動産への投資を開始する可能性は高いといえる。

図表-2 SWF運用資産残高上位 2010年9月

国名	ファンド名	金額 (10億\$)
UAE(アブダビ)	アブダビ投資庁	627
ノルウェイ	ノルウェー政府年金基金	512
サウジアラビア	サウジアラビア通貨庁(SAMA)	415
中国	中国国家外為管理局(SAFE)	347
中国	中国投資有限公司(CIC)	332
シンガポール	シンガポール政府投資公社(GIC)	248
香港	香港金融管理局 投資ポートフォリオ	228
クウェート	クウェート投資庁	203
中国	中国社会保障基金(NSSF)	147
ロシア	国民福祉基金	143
シンガポール	テマセックホールディングス	133

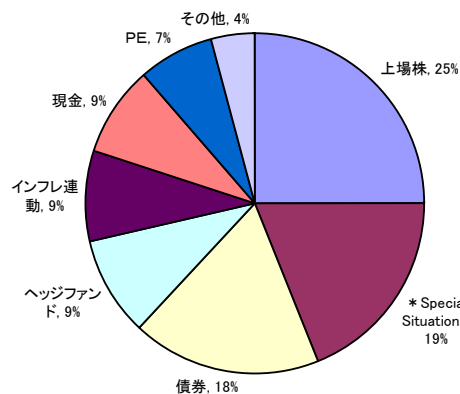
(出所) Sovereign Wealth Fund Institute

図表-3 アジアパシフィック 投資用不動産規模 2009 US\$bn



(出所)DTZ Research から作成

図表-4 CICポートフォリオ(2010年6月8日)

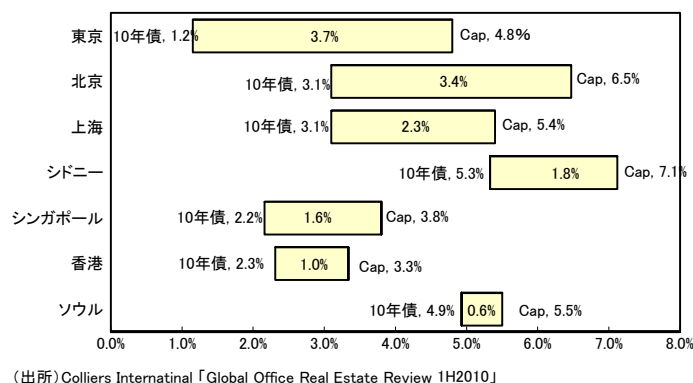


\* イベントドリブンファンドなどが含まれる。

(出所) Sovereign Wealth Fund Institute から作成

第二は、安全資産とのイールド・ギャップ(利回り差)などに見られる日本の不動産の割安感である。世界的な金融緩和により過剰流動性が高まっており、特にアジアでは不動産への資金流入も目立ち、最近では価格高騰や不動産バブルも懸念されている。これに対し、底打ちはしたものの依然として停滞する日本の不動産価格には、相対的な割安感が出てきている。たとえば、香港やシンガポールのオフィス期待利回り(Cap Rate)は東京よりも低い(価格は高い)。特に東京では、オフィス期待利回りの10年国債金利とのイールド・ギャップが、中国も含めた他のアジア主要都市より大きい。この点に限れば、金融レバレッジを効かせた投資妙味があり、非常に魅力的な投資環境といえる(図表-5)。

図表-5 アジア主要都市中心部 オフィスイールドギャップ 2010年6月  
(オフィス期待利回り-10年国債利回り)



第三に、東京の経済規模の大きさと成長性への評価の高さが指摘できる。総人口が減少する日本にあっても、東京は今後も地方からの人口流入が期待できる。このため、中長期的にみても東京が世界の経済規模を維持し、世界の投資家にとって無視できない存在であり続ける可能性は高い(図表-6)。また、世界最大の企業本社数を有し、その業種の多様性は、国際金融センターとして金融業種に偏重するロンドンやニューヨーク、香港などに比べて環境変化への耐性が高く、安定的といえる。

図表-6 都市別予想GDPランキング 2020年

ランク	都市名	国名	予想GDP 2020	予想成長率 年率 2005-2020
1	東京	日本	1602	2.00%
2	ニューヨーク	米国	1561	2.20%
3	ロサンゼルス	米国	886	2.20%
4	ロンドン	英国	708	3.00%
5	シカゴ	米国	645	2.30%
6	パリ	フランス	611	1.90%
7	メキシコシティ	メキシコ	608	4.50%
8	フィラデルフィア	米国	440	2.30%
9	大阪・神戸	日本	430	1.60%
10	ワシントン	米国	426	2.40%
11	ブエノスアイレス	アルゼンチン	416	3.60%
12	ボストン	米国	413	2.40%
13	サンパウロ	ブラジル	411	4.10%
14	香港	香港(中国)	407	3.50%
15	ダラス・フォートワース	米国	384	2.40%

(出所) Price Waterhouse Coopers

第四に、日本の不動産投資市場の大きさである。現在、日本の不動産投資市場はアジアパシフィックにおいて最大であるが、アジア新興国の市場規模は未だ非常に小さい(図表-3)。世界の年金基金やSWFなどの大型機関投資家にとって、新興国市場では流動性が不足し、適切な投資規模での配分が難しい。このため、これら機関投資家がアジアパシフィックに資産配分する場合は、日本を優先することになる。

## 2. 海外資金流入増加に向けた課題～市場の透明性改善～

次に、アジアなど海外からの資金流入を持続的なものにするため、国内の市場関係者が取り組むべき課題を整理する。

国土交通省の『海外投資家アンケート調査(2010年1月～2月)』によれば、投資地域(国)の選択において「不動産市場の成長性」が最重視項目であった。これについては、人口減少や経済力低下によるマクロ成長シナリオの不在から、投資資金が日本を回避して成長著しい他のアジア各国に向かう可能性も否定できない。しかし、これは国の成長戦略に関する問題であり、1産業セクターが取り組む

には大き過ぎる。一方、上記アンケートでは「不動産投資関連情報の充実度」と「不動産投資関連情報の入手容易性」という市場の透明性を重視する意見も多かった。こちらは市場関係者にとって関与できる余地が大きく、積極的に取り組むべき課題と考えられる。

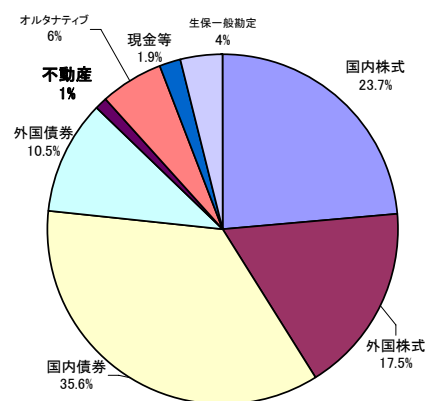
ジョーンズ・ラング・ラサール社は、5つの側面（マーケットの基礎的データ、規制と法制度、取引プロセス、投資パフォーマンスの測定、上場ビークル）から不動産市場の透明度を評価した総合インデックスを隔年で公表している。現在、日本の透明度は欧米先進国より非常に低い上、アジアパシフィックにおいてもオーストラリア、シンガポール、香港より低く、マレーシアに次ぐ26位となっている（図表-7）。欧米先進国と比較して改善の余地が大きいだけでなく、日本に劣後している中国、台湾、韓国などのアジア各国も、今後はその順位を上げてくる可能性が高い。市場関係者には、資金流入の促進のため、透明性改善に向けた努力が求められる。また、透明性改善は、国内の年金基金に対しても、海外に比べ非常に低い不動産投資比率の引き上げを促すと期待でき、早急に取り組むべき課題といえる（図表-8）。

図表-7 2010 総合不動産透明度インデックス

透明度	総合ランク	市場	総合スコア
高	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
中高	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
中	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
中低	48	フィリピン	3.38
	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「中高」以降はアジア各国のみ羅列  
(出所)ジョーンズラングラサール「不動産透明度インデックス2010」

図表-8 国内年金基金による政策的資産配分



(出所)不動産証券化協会「第10回 機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査(H22年8月)」

そこで以下では、日本の不動産市場の透明性に関する課題を例示する。まず、普通借家法に基づき通常2年で更新され、6ヵ月前の予告でペナルティ無しの解約が可能なオフィス賃貸借契約が挙げられる。世界的には定期借家契約が一般的なため、投資家は契約期間分の賃料収入をある程度確定的に見積もることができる。また、契約期間が確定しているため、フリーレント（賃料を徴収しない期間の設定）を期間按分することで、実質的な賃料も把握できる。このため、日本の市場慣行については、海外投資家からキャッシュフローの変動リスクを大きくすると問題視されることが多い。定期借家契約は日本では未だ少ないものの、最近では東京の競争力の強い大型オフィスビルでの採用が増えており、今後も本社オフィスや外資系企業を中心に増加していく可能性が高い。

また、賃貸オフィスビルでテナントから徴収する共益費の内訳が不透明との意見もある。しかし、

2010年4月に施行された改正省エネ法など環境規制の強化により、オフィスビルの省エネ化では、ビルオーナーだけでなくテナントにも協力を求める必要性が高まっている。省エネにより削減した水光熱費の適切な分配などを考えると、今後、共益費の透明化も進む可能性がある。

このほか、賃貸マンション、商業施設やホテルなどオフィス以外のセクターについて、市場データの整備が大きく遅れている点も透明性の低さに結びついていると思われる。ただし、これらについても、不動産証券化市場の拡大と歩調を合わせ、投資家を意識したデータ整備が徐々に進みつつある。加えて、一般住宅の価格指数についても、国土交通省が国際標準の住宅価格インデックスを開発中である。

このような問題点については、市場慣行として根付いたものも多く、透明性の改善までに相当の時間を要するとみられるが、改善の方向性も見えており、引き続き市場関係者の努力の積み重ねに期待したい。

### 3. ファンド運用会社や機関投資家への期待

一方、不動産証券化商品を代表するJ-REIT（不動産投信）の情報開示水準は高く、他のREIT先進国に劣らないといわれる。また、英語での情報提供が不十分との意見もあるが、文書での英語対応はかなり進んでいる。一部の小規模J-REITを除けば、各社ホームページで英語版サイトが整備されており、運用報告書の英語版対応は不十分なものの、ほとんどのJ-REITが決算短信と決算説明会資料の英語版を揃えている(図表-9)。

図表-9 JREITのホームページにおける英語版文書の整備状況

状況	英語版対応済み文書	銘柄数
基本的に日本語と英語での差がない	運用報告書等 決算説明会資料 決算短信	16
	決算説明会資料 決算短信	12
かなりの差がある	決算短信のみ	4
英語対応なし	なし(英語サイトが未整備)	3
	計	35

(出所)ニッセイ基礎研究所にて作成

残された改善余地としては、英語での情報発信にみられるタイミング遅れの解消などが挙げられる。取引時間中は日本語情報のみが発信され、取引所が閉まった後や後日に英語情報が発信される状況などがみられる。欧米投資家だけでなく、時間帯の重なるアジアの投資家に対する配慮の必要性も高まっており、英語の情報発信は日本語と同時であることが望まれる。その意味で、ブルームバーグ社の新サービス<sup>2</sup>によって、適時開示情報の英語版が同日中に配信されるようになったことは、第一歩として評価できる。

また、文書情報以外の対投資家コミュニケーションの充実も望まれる。費用との兼ね合いもあるが、より多くのJ-REITにおいて、海外投資家からの質問に適宜対応し、定期的に海外投資家とのミーティングを設けるIR体制の整備などが進めば、市場の透明性改善に資するものと期待できる。

しかし、不動産市場の透明性における最大の問題は、J-REIT市場が日本の不動産市場の一部に過ぎない点である。取引市場を持つJ-REITに対し、はるかに市場規模の大きい私募ファンド市場の透明性は低い。本来、私募ファンドは外部に情報を開示するものではないが、欧米では私募ファンドが提供するデータを基にインデックスなどが組成されている。たとえば、不動産投資インデックスビジネスを行うIPD社(英国)が公表しているIPD Pooled Property Fund Indicesは、私募ファンド提供の収

<sup>2</sup> J-REIT Flash:2010年11月よりサービス開始。ブルームバーグ情報端末において、適時開示情報に限られるものの、英語版も同日中に配信、加えて、J-REIT各社ウェブサイト上の英文情報の更新を通知。



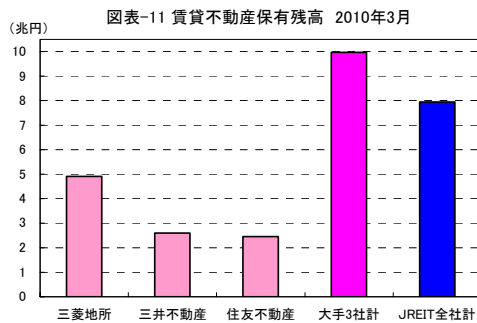
益データに基づいたインデックスであり、投資家はこれを用いて私募ファンドのパフォーマンスを評価することができる(図表-10)。

図表-10 IPD不動産指数のタイプ一覧(主要国のみ)

	不動産指数 セクター別 (Property Index)	不動産ファンド指数 (Pooled Property Fund Indices)
日本	月次(3ヵ月後更新)	なし
英国	月次(翌月中更新)	四半期
オーストラリア	四半期	月次(翌月中更新)
米国	四半期	四半期

(出所)IPD

さらに、日本の不動産投資市場は、大手不動産会社や金融機関が、多くの優良不動産を長期保有する構造となっている。たとえば、大手不動産会社3社だけで、所有する賃貸不動産の残高がJ-REIT全体を上回っている(図表-11)。これらの不動産は、市場で売却される可能性が低く、詳細な情報開示のメリットは小さいとの認識があると思われる。



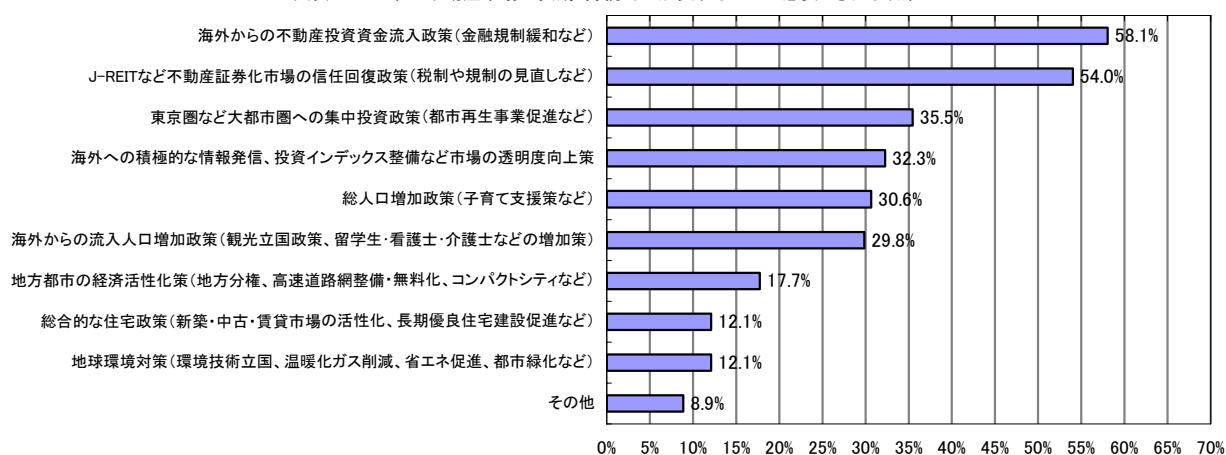
このように、日本ではJ-REIT以外の不動産投資パフォーマンスを評価することは難しく、欧米市場との透明性の差になっていると考えられる。

J-REITの情報開示の更なる拡充や、私募ファンドなどの情報開示については、追加的な費用負担も問題となるだけに、それによる投資資金の獲得、さらには不動産市場の活性化といったメリットが期待できることが求められる。先般ニッセイ基礎研究所が行った不動産市況アンケート<sup>3</sup>では、「国内の不動産市場が長期・持続的に成長するために必要と思われる政策」として「海外からの不動産投資資金流入政策」が最も高い支持を集めた(図表-12)。最近のアジア資金の流入から、海外資金への期待が高まっていることの表れとみられ、海外投資家を意識した情報開示が進む環境が整いつつあるとも考えられる。

また、制度面からも、2010年3月期末から「賃貸不動産等の時価開示」制度が開始しており、これまで保有不動産の収益情報の提供に消極的だった生損保などの機関投資家や不動産会社、不動産ファンド運用会社などが、不動産インデックス整備などを目的としたデータ提供に応じる環境が整備されたといえる。

<sup>3</sup> ニッセイ基礎研究所「[依然見通しは慎重 環境や海外への関心高まる](#)～第7回不動産市況アンケート結果～」2010/10/28。

図表-12 日本の不動産市場が長期・持続的に成長するために必要とされる政策



(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2010年10月

## おわりに

投資資金の動きがグローバル化する中、アジア圏の成長は日本の不動産投資市場にとってプラス要因であることに間違いはなく、今後も、海外投資家はアジア圏内でのリスク分散の観点から、アジア先進国である日本に一定の配分を行うものと期待できる。定期借家契約のように、普及までに時間を要するとみられるものもあるが、ファンド運用会社や機関投資家による情報開示の拡充や不動産投資インデックスの一層の整備など、業界として技術的に対応可能なものも少なくない。海外からの投資を促進するインフラ整備のひとつとして、不動産市場の透明性改善に向けた市場関係者の一層の努力に期待したい。

以上