

不動産 投資 レポート

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～

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)

要 旨

- シンガポールは、都市国家といわれるほど国土は小規模だが、不動産市場や不動産証券化市場が発達している。
- S-REIT(シンガポール・リート)は市場規模が発達しており、セクター構成ではJ-REITと異なり、オフィス以外のセクターも発達しているという特徴がみられる。
- S-REITのオフィスセクターについては、ランドマークビルがポートフォリオに重点的に組み入れられており、最新のプライムオフィス市場において、S-REITのビルオーナーとしての存在感は非常に大きい。また、シンガポール不動産市場は投資家にとって非常に開放的な市場で、海外投資家の存在も大きい。東京市場におけるJ-REITの存在感と比べることで、その特徴はさらに明確になる。
- 昨今、日本企業はアジアの住宅開発に積極的に投資している。一方、アジアにおける長期保有形態での不動産投資は極めて限られている。日本の投資家をはじめ、海外の投資家はアジアの不動産への直接投資について管理面の懸念を抱いているが、それらの投資家がアジア不動産への長期投資を始めるにあたって、S-REITは非常に適した投資対象のひとつとみられる。

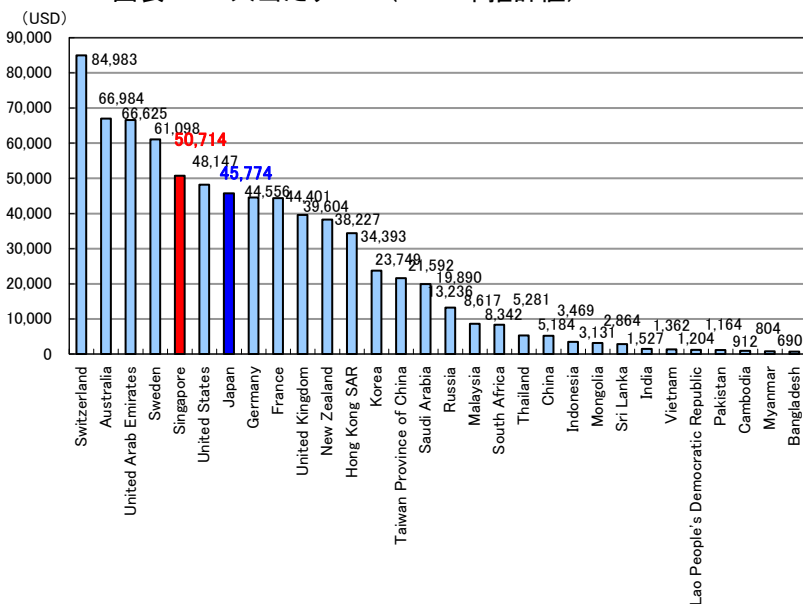
1. はじめに

アジア新興国経済は、世界金融危機を脱した2009年後半以降、力強い成長率を維持し、世界経済の牽引役を担ってきた。2012年も、若干のスローダウンが見込まれるものの、依然として内需を中心に比較的高い成長率を維持するものとみられている。経済の急回復を背景に、アジアの不動産市場においても、2010年以降、顕著な市場拡大がみられた。一部では、不動産価格が高騰し過熱感も懸念される状況となっている。今回はアジアの不動産市場における投資機会として、比較的過熱感がみられず、投資インフラの整っているシンガポール市場について取り上げる。特に、不動産証券化商品の代表であるシンガポール・リート(以下S-REITと略す)について、その特徴や投資の際の留意点などについてみる。

2. シンガポール不動産市場の概要

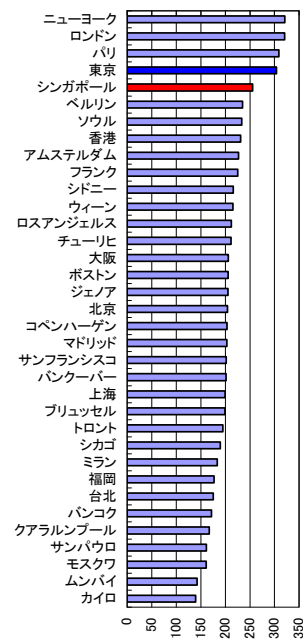
シンガポールは、都市国家といわれるほど国土は小規模だが、1人当たり GDP 水準の高さに表れているように先進国の地位を築いて久しい(図表-1)。その都市としての魅力は多方面から認められており、世界の主要都市のひとつとして、東京の他、香港、上海などのアジア主要都市と競合している(図表-2)。

図表-1 1人当たり GDP(2011年推計値)



(出所)IMF World Economic Outlook Database, September 2011

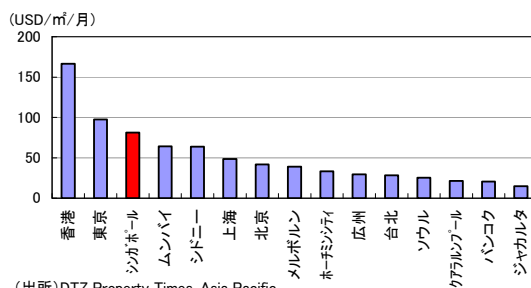
図表-2 世界の都市総合ランキング 2011



(出所)森記念財団 都市戦略研究所

不動産市場についても、国際金融都市として世界で最もオフィス賃料水準の高い香港や、世界で最多の本社数を有する東京と並び、アジアを代表する成熟した不動産市場のひとつである(図表-3)。

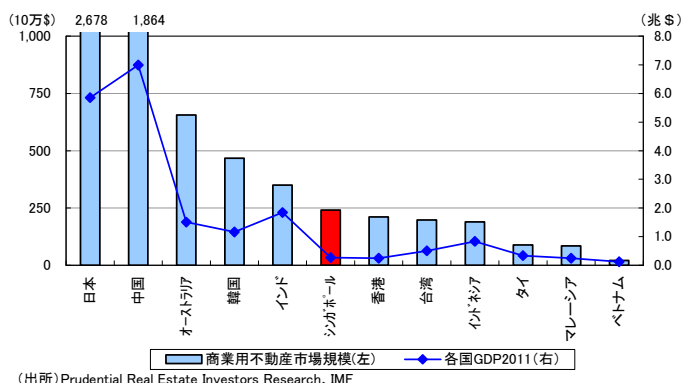
図表-3 アジア主要都市プライムオフィス賃料(2011/4Q)



(出所)DTZ Property Times, Asia Pacific

シンガポールは、東京 23 区と同程度の国土面積しかないものの、かなりの不動産市場規模を有する(図表-4)。経済規模と比較してみると、極めて大規模な不動産市場といえ、限られた国土でありながら、効率の良い開発により巧妙に不動産市場を発展させた不動産国家といえる。

図表-4 アジアパシフィック主要国不動産市場規模とGDP



さらに、国際金融都市として不動産の証券化市場が発達している点が重要であり、S-REIT（シンガポール・リート）の発展は注目に値する。S-REIT市場の時価総額は、日本のJ-REIT市場と比肩できるほどの規模となっている(図表-5)。両国の不動産ストック量に10倍以上の差があることを考慮すれば、不動産市場におけるS-REITの存在感の大きさが分かる。

図表-5 アジア主要国不動産市場規模とREIT市場規模

	商業用不動産市場規模 (10億\$)	REIT市場規模 (億円)	REIT銘柄数
オーストラリア	656	58,546	54
日本	2,678	31,552	34
シンガポール	241	22,495	26
香港	211	11,146	8
マレーシア	84	2,853	14
タイ	89	2,226	34
台湾	198	1,725	8
韓国	467	181	7

(出所)Prudential Real Estate Investors Research、ARES不動産証券化ジャーナル2012

3. S-REITの概要

J-REITではオフィスセクターが圧倒的な存在であり、全34銘柄のうち、オフィス型が9銘柄、オフィスを中心とする総合・複合型が13銘柄となっている。その他については、住宅型は6銘柄と選択肢があるものの、商業型、産業・物流型、ホテル型はそれぞれ2銘柄と限定的である。

S-REITは、J-REITと比較してオフィス以外のセクターの発展が目を見届ける(図表-6)。特に産業・物流セクター銘柄の選択肢が多く、これはシンガポールが国際金融都市であると同時に、国際港湾都市としても世界有数の地位を確立していることが背景にある。また、病院などのヘルスケアセクターが既にS-REITのひとつのセクターとして確立されており、これはJ-REITにとって今後参考になる点といえよう。

その他の特徴として、過半数の銘柄が一部を海外不動産に投資している点が挙げられる。また、いくつかの銘柄は海外不動産に特化したS-REITとなっている。J-REITも仕組み上は海外投資が可能であり、将来的に海外投資がJ-REITの成長ドライバーのひとつとして考えられようになる可能性がある。

図表-6 S-REIT 銘柄一覧

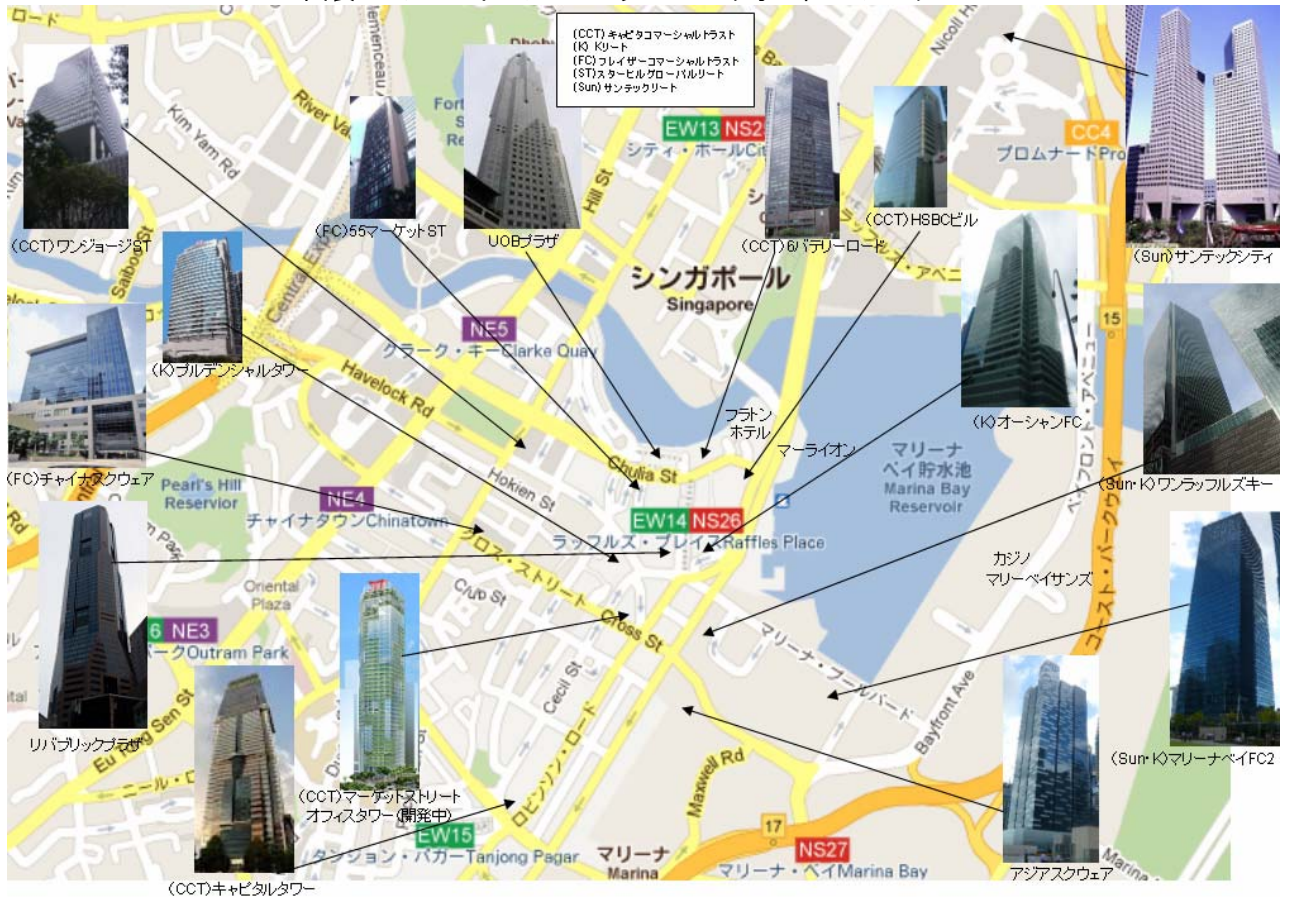
銘柄名	主なセクター	海外投資
Ascendas REIT	産業・物流	
Ascendas India Trust	産業・物流	海外特化
Cambridge Industrial Trust	産業・物流	
Mapletree Industrial	産業・物流	海外含む
Sabana REIT	産業・物流	
AIMS AMP Capital Industrial Reit	産業・物流	海外含む
CACHE Logistics Trust	産業・物流	海外含む
Mapletree Logistics Trust	産業・物流	海外含む
Global Logistics Properties	産業・物流	海外含む
CapitaCommercial Trust	オフィス	海外含む
Suntec Reit	オフィス	
K-REIT	オフィス	海外含む
Fraser's Commercial Trust	オフィス	海外含む
CapitaMall Trust	商業	海外含む
Lippo-Mapletree Indonesia Retail Trust	商業	海外特化
CapitaRetail China Trust	商業	海外特化
Perennial China Retail Trust	商業	海外特化
Starhill Global Reit	商業	海外含む
Fraser's Centre Point Trust	商業	
Fortune Reit HK\$	商業	海外特化
Mapletree Commercial	商業	
Ascott Residence Trust	住宅	海外含む
IndiaBulls Property Investmet Trust	住宅	海外特化
Saizen Reit	住宅	海外特化
CDL Hospitality Trusts	ホテル	海外含む
First REIT	ヘルスケア	海外含む
ParkwayLife REIT	ヘルスケア	海外含む

(出所) 各社ホームページよりニッセイ基礎研究所にて作成

4. S-REIT 保有物件の特徴

S-REIT のポートフォリオを概観すると、シンガポールを代表する多くのランドマーク不動産がポートフォリオに組み込まれていることに気づく。例えば、オフィスでは、サンテックリート、K-リーートの組み入れるオーシャンファイナンシャルセンターやマリーナベイファイナンシャルセンターなどは、シンガポールで最高の賃料水準を誇る最新の超高層オフィスビルであり、東京で例えると、同様に最新の超高層である丸の内永楽ビルや JP タワーなどに相当する(図表-7)。

図表-7 シンガポール CBD ランドマークオフィスビルマップ



(出所) ニッセイ 基礎研究所

また、商業施設についても、オーチャードロードのニーアンシティやウスマアトリア、シティホールのラッフルズシティなどが、それぞれスターヒルグローバルリートとキャピタモールドラストに組み入れられており、これらは銀座の老舗百貨店や渋谷の大型商業ビルなどに相当するものである。

主なセクターであるオフィスに焦点を当て、実際にプライムオフィス市場における REIT の存在感を把握するため、シンガポール市場と東京市場のランドマークビルを選択し、それらの所有者のなかで各 REIT の占める割合をチェックした(図表-8)。

図表-8 ランドマークオフィスの主たる所有者

	シンガポール		東京	
	物件数	比率	物件数	比率
REIT	21	42.9%	27	13.8%
グローバル投資家	8	16.3%	2	1.0%
国内投資家	0	0.0%	9	4.6%
国内不動産会社	15	30.6%	108	55.4%
自社使用・CRE	5	10.2%	49	25.1%
計	49	100%	195	100%

ランドマークビルのREITオフィスポートフォリオにおける比率は、S-REIT保有のシンガポール市内オフィス25物件中の**84.0%**、J-REIT保有の都内オフィス566物件中の**4.6%**

* 上記は物件数ベース、価額ベースだと比率はより高い数値となる。

* 調査対象はプライム立地で1980年以降竣工の大型オフィスビルを網羅するよう任意で選択、各物件の主な所有者を独自に調査した上で集計(重複なし、REITは少数持分でも主な所有者としてカウント)(出所)ニッセイ基礎研究所

シンガポールのプライムオフィス市場においては、S-REIT が最大のオーナーグループとなっている。また、最新のビルに限らず、やや古いものでもランドマークビルが S-REIT に組み込まれており、サンテックリートのサンテックシティ、キャピタコマーシャルトラストのキャピタルタワー、6 バテリーロードなどもシンガポールを代表するビルといえる。これに対し、中小規模のブランド価値が低いと思われるビルの組み入れは非常に限定的である。現在、シンガポール市内のオフィスビルは S-REIT 全銘柄で 25 物件しか組み込まれておらず、そのうち 21 物件が超高層のランドマークビルとなっている。さらに、新しいランドマークビルに絞ると以下のようなになった(図表-9)。

図表-9 新しいランドマークオフィスの主たる所有者、及び REIT 保有のランドマーク物件

	シンガポール	
	物件数	比率
S-REIT	8	53.3%
グローバル投資家	4	26.7%
国内投資家	0	0.0%
国内不動産会社	2	13.3%
自社使用・CRE	1	6.7%
計	15	100%

⇒ S-REIT 物件一覧

物件名称	竣工年	高さ(M)	階数	保有するS-REIT
Market Street Office Tower	2014	245	40	CapitaCommercial Trust
Marina Bay Financial Centre Tower 3	2012	239	46	K-Reit Asia
Ocean Financial Centre	2011	245	43	K-Reit Asia
Marina Bay Financial Centre Tower 2	2010	222	50	K-Reit Asia and Suntec Reit
Marina Bay Financial Centre Tower 1	2010	192	33	K-Reit Asia and Suntec Reit
One Raffles Quay North Tower	2006	245	50	K-Reit Asia and Suntec Reit
One Raffles Quay South Tower	2006	140	29	K-Reit Asia and Suntec Reit
One George Street	2004	153	23	CapitaCommercial Trust

	東京	
	物件数	比率
J-REIT	2	4.8%
グローバル投資家	0	0.0%
国内投資家	0	0.0%
国内不動産会社	28	66.7%
自社使用・CRE	12	28.6%
計	42	100%

⇒ J-REIT 物件一覧

物件名称	竣工年	高さ(M)	階数	保有するJ-REIT
東京プライムステージ(底地)	2014	200	38	日本プライムリアルティ投資法人
平河町森タワー	2009	102	24	グローバル・ワン不動産投資法人

* 調査対象はプライム立地で新しい大型オフィスビル(シンガポール2004～、東京2009～)を網羅するよう任意で選択、各物件の主な所有者を独自に調査した上で集計(重複なし、REITは少数持分でも主な所有者としてカウント)(出所)ニッセイ基礎研究所

新しいランドマークビルについてみると、さらに S-REIT の存在感が増す。これは、キャピタランドやケッペルランドといった大手デベロッパーが、積極的に最新物件を S-REIT に譲渡してきたためである。

また、表にある 2014 年に竣工予定のマーケットストリートオフィスタワーは、キャピタランドとキャピタコマーシャルトラストが SPC を介して共同出資する開発案件となっている。このように、S-REIT は最新の開発案件にもコミットしており、今後も最新のオフィスビルが S-REIT に組み込まれる方向性は継続するとみられる。

背景として、キャピタランドやケッペルランドなどの大手デベロッパーが、中国などアジア各国での開発案件に活発に投資している側面がある。新興国市場での利幅の厚い開発案件への投資を重視し、開発済み物件については賃料収入に固執せずに売却し、回収した資金を次の利幅の厚い開発案件に向けるというビジネスモデルを遂行している。

S-REIT 以外の所有者をみても、グローバル投資ファンドの MGPA が最新の超高層ビルであるアジアスクウェアを所有するなど、海外投資家の存在感も大きい。投資家にとって、シンガポールは最新のランドマークビル取得の実現性がある世界的に貴重な市場といえるだろう。

開発用地については、政府がウェブサイト上に地図を掲載しており、供給予定用地の各区画のステータスを常時確認することができる。今後の供給計画について、海外投資家にも十分な情報が与えられており、開発投資の対象としても極めて開放された市場となっている。

5. 日本や海外の投資家にとっての S-REIT

近年のアジア経済の成長は目覚ましく、日本企業も直接投資や株式投資の形でアジアへの投資を拡大してきた。世界的に先進国経済が不安定に推移するなか、今後もこの傾向は強まることが予想される。しかし、日本の不動産業のアジア進出が本格化したのはこの数年である¹。

日本の不動産会社などのアジア進出が活発化しているとはいえ、その事業形態は、住宅開発・分譲事業への投資がほとんどで、長期的に保有する投資は未だほとんどみられない。その主な理由として、アジアでは不動産の物件の質に懸念があること、管理水準の確保に不安があることなどが挙げられる。

これまで見てきたように、S-REIT はシンガポールを代表するランドマークビルがオフィスポートフォリオの大部分に組み入れられている。シンガポールでは、日本の建設会社はかなり以前から大きな市場シェアを占めており、特にランドマークビルにおいては、建築施工水準や瑕疵発覚に対する懸念は極めて小さい。

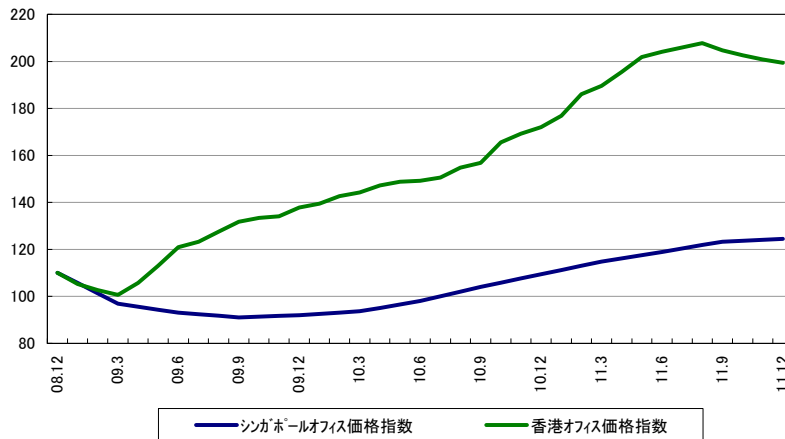
また、現物不動産投資と比べ、REIT は管理面などの手間がかからない間接投資であり、上場しているため流動性も確保されている。こうしてみると、日本や海外の投資家がアジア不動産への長期投資を始めるにあたって、S-REIT は非常に適した投資対象のひとつといえるだろう。

¹ 増宮 守、「増加する対アジア不動産投資 ～中国住宅開発を中心に～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート 2011/5/13、「不動産投資の観点からみた中国商業施設～住宅価格抑制政策の下で注目される収益不動産～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート 2011/8/19。

6. S-REIT の投資に際して

長期的なサイクルを持つ不動産投資に際しては、タイミングが重要となる。世界金融危機に続く2009年以降、中国をはじめアジア各国は、大規模な財政政策によって早期の景気回復を実現した。アジアの不動産市況も同様に回復を示し、中国の住宅市場など、市場によっては過熱感が懸念される状況となっている。そのような中、シンガポールでは、オフィス市場をはじめ比較的不動産の価格上昇が緩やかであったため、過熱感はみられていない(図表-10)。

図表-10 シンガポール、香港オフィス価格指数



(出所)シンガポール都市再開発庁、香港SAR

また、シンガポールは香港と同様、世界景気の影響を最も強く受ける国際金融都市でもある。2012年の市場見通しについては、欧州動向を受けた世界景気懸念から、多くの市場関係者が賃料下落を予想している。直近は株式市場の回復に伴ってS-REITの投資口価格も上昇傾向にあるが、賃料下落を背景としてS-REIT価格が弱含む局面も考えられ、その際は魅力的な投資機会が得られる可能性がある。

一方、中長期的には以下のような点に注意が必要と思われる。まず、市場の成長性についてみると、先進国として、他のアジア新興市場に比較して見劣りする可能性が高い。また、オフィス需要は、外需をいかに取り込めるかという政府の国家成長戦略の成否に大きく左右される。さらに供給面でも、マリーナベイの広大な開発予定用地は、中期的な需給バランスを懸念させるに十分な規模である。不動産市場を重視する政府であるため、十分に市場に配慮した供給ペースを維持するとの期待は強いが、マリーナベイ用地の供給ペースは政府次第である。新規供給スペースの限られる香港などと比較すると、より需給が緩む可能性のある市場であることは否めない。長期投資の際にはこれらの点に十分に注意すべきである。

(ご注意) 本稿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、本稿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もありません。