



過小評価されているアジア不動産の魅力的な投資機会

パリー・ヤップ インカム株式・ポートフォリオマネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

昨今のアジア商業用不動産に対する悲観的な見方は、過度に誇張されたものと考えます。アジア各国において、地元顧客の嗜好に依拠しているショッピングモールは依然として回復力を有しています。オフィス用不動産は、新型コロナウイルスによる在宅勤務（テレワーク）が長期的に継続する可能性があることを考えると、その将来性にやや疑問も残ります。しかしながら、現在のアジア商業用不動産市場は、投資家が質の高い資産を魅力的な価格で獲得できる数年ぶりの投資機会となっています。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大の影響により、商業用不動産セクター、特にショッピングモールやオフィスの衰退化が進むとの憶測が広まっています。典型的な見方は、「すでにeコマースの台頭で圧力を受けているショッピングモールは今後、人々の持続的な移動制限と強制的なソーシャルディスタンス（社会的距離）の確保によるマイナスの影響には耐えられないであろう」というものです。また、オフィスセクターに関しては、「テレワークが急速に常態化していること、従業員がテレワークを好む傾向が鮮明になっている

ことから、厳しい状況に陥る」というものです。こうした見方には、いくつかの根拠がないわけではありません。例えば、不動産取引額は大幅に減少しており、不動産調査会社、ジョーンズ ラング ラサル社（JLL）のデータによれば、前年比32%減となっています¹。JLLは、セクター別ではオフィス、小売り、ホテルが最も大きな打撃を受けたとす一方で、産業用施設が最も回復力のあることには変わりはないとしています。また同社の調査では、オフィス・セクターの最近の取引は2018～2019年の水準と比較して香港では20～30%、中国では約19%の販売価格のディスカウントなど、不動産取引額に大きなマイナスの影響を記録しています。（図表1）

アジアは新型コロナウイルスの世界的な感染拡大には比較的うまく対応してきたものの、経済の先行き不透明感は依然として高く、多くの投資家は「様子見」モードとなっています。その結果、賃料、不動産価格、オフィスビルの実質賃貸契約面積は減少し、空室率は上昇しています²。（図表2）

英国ブルーデンチナル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンチナル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンチナル・アシユアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

ゴールドマン・サックスのデータによると、アジアの商業用不動産セクターが新型コロナウイルスの発生により大きな打撃を受けていることに疑いの余地はなく、実際、危機前のピーク時（2020年1月17日）からの同セクターの株価リターンは、最も低いものとなっています³。また、投資家は、“短・中期的な衰退”を“長期的な後退”と見なしている模様です。

イーストスプリングでは、「市場は、急速な構造変化を推進しているショッピングモールや、テレワークの恒常化にも関わらず長期的な回復の兆候が見られるオフィスなどに対して過大にマイナス反応を示していると同時に、長期的にも過小評価している」とみています。さらに、税金や賃料の免除などの政府の支援策が短期的な緩和をもたらしているものの、現在の株価には反映されていません。

構造変化に成功するショッピングモールは危機を乗り切ることができる

アジアの多くの地域で都市封鎖（ロックダウン）の規制が緩和されたとはいえ、国境をまたいだ旅行は依然として厳しく規制されています。これにより、多くのショッピングモール、特に香港では、モールの生命線である外国人観光客が完全に途絶えています。

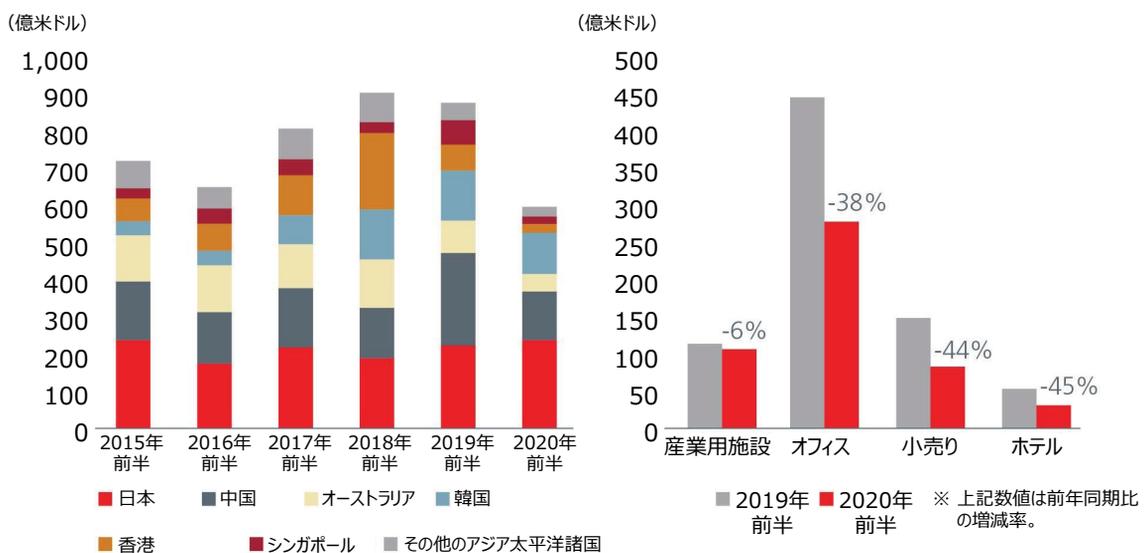
さらに、ショッピングモールは商業用不動産セクターの他のカテゴリと比較して大きな課題に直面しています。これは新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）以前より存在していた構造的な問題（eコマースとの競争や高額の入居コストなど）に起因するところが大きいと考えます。

ただし、商業用不動産全体の短期的な落ち込みがどれほど悲観的なものであっても、長期的な見通しと混同してしまうのは間違いであると考えています。また、すべてのショッピングモールが一様に悲観的というわけではありません。構造変化を推進し、地元の顧客を取り込み、オンラインでは味わうことのできない購買体験を提供することが可能なショッピングモールは、今回の危機をうまく乗り切る可能性が高くなります。

イーストスプリングでは日用品を中心とした商品を取り扱う郊外型モールと、ショップ、レストラン、アクティビティが混在する管理の行き届いた都心型モールの2つの形態が、比較的高い賃料の伸びが期待できると考えています⁴。

前者の例としては、香港のハイサンプレイスやアジア最大の不動産投資信託である香港のリンク・リートが所有するショッピングモールなどが挙げられます。

図表 1: アジア太平洋地域の不動産取引額（国別・セクター別）



出所：ジョーンズ ラング ラサル社のレポート（2020年第2四半期）

これらの物件は主に地元住民を顧客ターゲットにしており、テナント構成はスーパーマーケットなどの生活必需品を取り扱う店舗を中心とした「守り（日常的な消費）」の比重が高く、歯医者や美容院、学習塾などのサービスも充実しています。

後者の注目すべき例としては、シンガポールのファンモールが挙げられます。ここでは、“買い物”と“買い物以外の体験”の融合が展開されており、モール内に、室内サイクリングレーン、ロッククライミングの壁、フットサルコート、バーチャルリアリティ（VR）を体験できるシネプレックス（複合型映画館）、緑地に囲まれた屋外のフードコートなどがあります⁵。また同モールは、フィジカル（物理的）とデジタル両方の要素を兼ね備えたショッピング体験を提供する“デジタル”モールとしての機能を有しています。例えば、フードコートの訪問者はFacebookのメッセージで注文しながら、インタラクティブ（対話的）な電子案内により買いたい商品を参照したりウィッシュリスト（お気に入り）に追加することができます⁶。

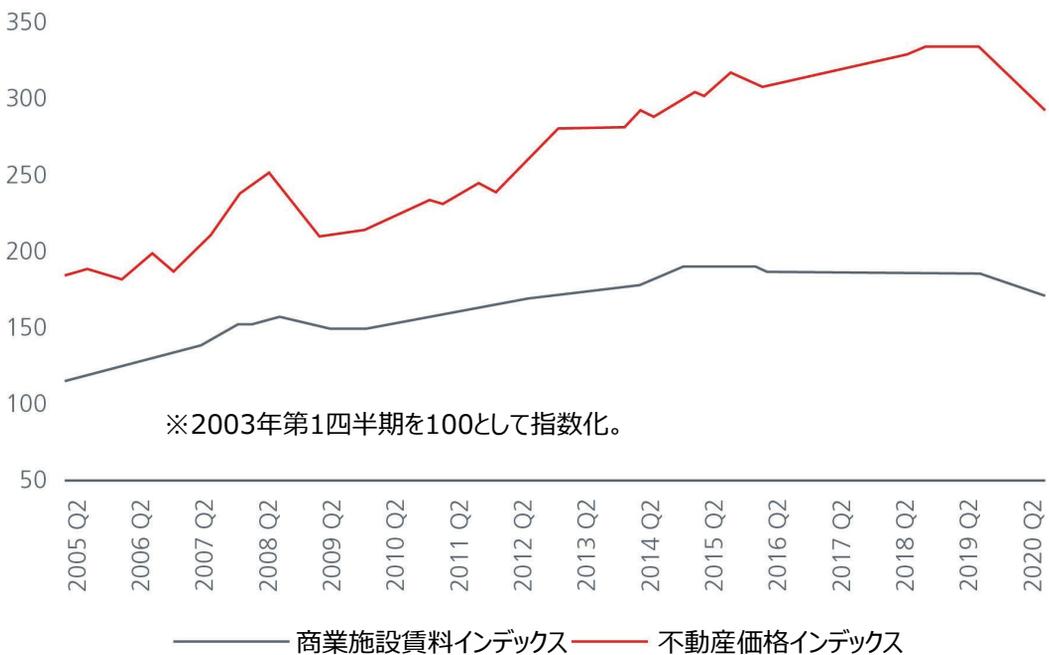
新しいビジネスモデルは、ショッピングモール内の実店舗の長期的な回復を後押し

ショッピングモールがeコマースと競合するのではなく、eコマースを補完することで、モールの存在を維持する新しいビジネスモデルも登場しています。

例えば、アリババやJDドットコムなどのeコマースの大手企業は、オンライン上の販売を補完するために実店舗を開設する「オムニチャネル*・デリバリー」モデルに進出しています⁷。*実店舗とECサイトの情報管理システムを統一することで顧客をフォローする販売戦略。

他の事例では、ニューヨークに拠点を置くテクノロジー企業、Fillogic社です。同社のプラットフォームは、eコマースで顧客から注文された商品をより早く届ける為に、ショッピングモール内の未使用スペースを物流センターとして利用し、既存の店舗や、営業所など顧客の近くにある小規模の倉庫から配送することを可能にします。ショッピングモールを拠点とする小売業者の60%は、実店舗でeコマースの注文を処理していますが、オンラインとは別々のルートで運営・配送しています。

図表 2: アジア太平洋地域の商業施設賃料インデックスと不動産価格インデックスの推移



出所：CBRE社のレポート（2020年第2四半期）。Q2 = 第2四半期。
 ※賃料変動は一時的な賃料の減額を考慮せず、募集賃料の変動を反映しています。

Fillogic社のようなプラットフォームを利用することで、相乗効果を生み、効率性が改善し、ショッピングモールの資産利用価値が最大化されます⁸。米国ではまだ新しく開始されたばかりのサービスですが、このビジネスモデルはすぐにアジアにも浸透すると考えています。

最後に、アジアにおけるショッピングモールの役割を考えてみましょう。モールは単にオンラインで簡単に手に入るような商品を購入するための場所というだけではありません。アジアでは一般的に家が小さくて窮屈な居住空間で生活する人が多いことを背景に、モールは重要な社会的機能を果たしています。

テレワークが普及しても、オフィススペースは存続

企業のテレワーク導入に際しては、小さな問題はあったものの、多くの企業は適応することができました。多くの企業では、テレワークの方がオフィスよりも優れていると考えられており、パンデミック後の環境下でもテレワークがそのまま標準となる可能性があります。

しかし、すべての人がこの体制に満足しているわけではありません。テレワークは、勤務時間の延長、会議やEメールの増加、仕事とプライベートの時間の境界線がさらに曖昧になることにつながっています⁹。また、アジアでは、前述の家庭内の居住空間の制約も一因となっており（特に大家族が同居している場合）、気が散りやすい労働環境となります。一方で、オフィス勤務の利点としては、その場での共同作業や直接コミュニケーションが取れること（コラボレーション）など、テレワークには真似のできないものがあります。Knight Frank氏¹⁰は次のように指摘しています。「テクノロジーは変革をもたらしますが、人と人との交流に取って代わることはありません」。

もちろん、オフィス勤務の文化がパンデミック前のような状態に戻ると考えるのは短絡的でしょう。これは避けて通れない進化への道といえます。例えば、オフィスではソーシャルディスタンスの規制が厳しくなるため、人口密度が低下する可能性が高くなります。（新型コロナウイルス感染症に対するワクチンが開発されない限り）

従業員が自分の好きな場所で仕事を行い、オフィスを「コラボレーションのハブ」として機能させるハイブリッド（複合型）モデルが人気を集めるかもしれません。また、企業はオフィス所在地をこれまでのようにビジネス中心街に置くのではなく、住宅街に近い適切な場所に置くことを検討する可能性があります。

驚くべきことにテクノロジー企業がオフィススペースの需要を牽引

雇用者にテレワークが強いられることとなった際に、テクノロジー企業が最も早く対応しました。このことで、テクノロジー企業が恒久的にテレワークを推進していると考えるのは短絡的かもしれません。データによると、現在オフィススペースの需要を牽引しているのはこれらのテクノロジー企業であることがわかっています。

CBRE社のレポート「Asia Pacific Market View 2Q20」¹¹では、テクノロジー企業によるオフィススペース需要は依然として底堅さを維持していると指摘しており、これはJLLも同様の見解¹²を示しています。JLLは、2020年上半期に締結された最大のリース契約はByteDance社によるもので、アリババも5月にシンガポールのAXAタワーの株式の50%を8億4,000万シンガポールドルで購入したと報告しています¹³。

パンデミックの間、テクノロジー企業は他の業種と比較して相対的に業績を伸ばしており、こうした取引を行うための資金力がありますが、テクノロジー企業の多くが依然としてオフィススペースを必要としていることは「オフィスが常に私たちの就労環境の一部となっている」ことを示しています。

グーグルの元人事部長がウォールストリート・ジャーナル紙に持続的テレワークについて「これは持続可能なものとはならないだろう」¹⁴と述べています。しかし、こうした意見は現在のオフィスセクターの株価の市場評価には織り込まれていないと考えます。

現在のアジア不動産のバリュエーションは長期的見通しと乖離

「市場の混乱は、洞察力のある投資家にチャンスをもたらす」。これは、2008年の世界金融危機から学んだ教訓です。前述したように、市場はショッピングモールやオフィスセクターの下落を過剰に織り込んでいると考えています。

私たちは、ショッピングモールやオフィスの長期的な見通しに焦点を当てていますが、投資家がアジアの商業用不動産市場に再参入していることから、近い将来、中期的な上昇相場があるとも考えています。例えば、JLLのレポートによると、アジア太平洋地域には推定400億米ドルの「ドライパウダー」（投資待機資金）が存在し、同地域への投資が展開されるのを待っているとのこと¹⁵。不確実な市場環境が長引いているため、こうした資金の流入は一時的に止まっていますが、アジアの市場環境が改善するにつれ、こうした資金が徐々に市場に流入することが予想され、短期的にアジアの商業用不動産市場を下支えすることが期待されます。

また、賃料やバリュエーション（価値評価）が下方圧力に晒されていますが、不動産は依然として魅力的な資産であることを念頭に置いておく必要があります。第一に、賃料への下押し圧力は、企業収益のものほど大きくはありません。また、債券など「低位の利回り環境」が長期化していることを考えると、相対的に不動産の利回りは魅力的です。例えばUBSは、香港とシンガポールの不動産会社とREIT配当利回りを5%弱と推定しており、今後数年間で5.5%以上に上昇すると予想しています¹⁶。

アジアの不動産は魅力的な利回りに加えて、より安定したキャッシュフローを生み出すことができるとの認識もあります。さらに、超低金利環境の長期化は、中央銀行の流動性の供給と相まって、2021年に向けて資産価格を下支えすると考えます。

アジアの商業用不動産セクターでは、ショッピングモールやオフィスセクターが市場で過小評価されていると考えており、魅力的な投資対象となっていますが、依然として注意が必要です。アジアの商業用不動産セクターのリターンと回復は一樣ではなく、さらにセクター内でも国によっても異なります。この中で投資機会を見出すためには慎重な調査が必要となります。

- 1 出所: <https://www.jll.com.mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-capital-tracker-2q-2020.pdf>
- 2 出所: CBRE社データ。
- 3 出所: Goldman Sachs: Asia-Pacific Portfolio Strategy: Asian equity market impact of viral outbreak: daily update, (2020年9月1日)
- 4 出所: <https://www2.colliers.com/download-research?itemId=966964f3-5af2-4c82-9f53-bb97441bc2bc>
- 5 出所: <https://www.timeout.com/singapore/shopping/guide-to-funan-singapore>
- 6 出所: <https://marketingmagazine.com.my/34066-2/>
- 7 出所: https://realassets.ipe.com/consumer-trends/retail-allaboardthealiexpress/10046550.article?utm_campaign=97414_21.7.20%20ipe%20ra%20daily%20news&utm_medium=email&utm_source=IPE&dm_i=5KVE,235Y,C64W7,7X6A,1
- 8 出所: <https://www.insidelogistics.ca/dc-and-warehouse-operations/fillogic-opening-mall-based-distribution-hubs-171849/>
- 9 出所: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-08-03/the-pandemic-workday-is-48-minutes-longer-and-has-more-meetings>
- 10 出所: <https://www.knightfrank.co.uk/blog/2020/04/29/key-factorsthat-will-shape-the-future-of-the-office>
- 11 出所: CBRE社データ。
- 12 出所: <https://www.jll.com.mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-asia-pacific-property-digest-1Q-2020.pdf>
- 13 出所: <https://www.jll.com.mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-capital-tracker-2q-2020.pdf>
- 14 出所: <https://www.wsj.com/articles/companies-start-to-think-remote-work-isnt-so-great-after-all-11595603397>
- 15 出所: <https://www.jll.com.au/en/trends-and-insights/investor/crossborder-investments-will-potentially-accelerate-despite-the-short-term-pause-in-apac>
- 16 出所: UBS:Global Real Estate Key valuation metrics: c.200 real estate companies, (2020年8月)

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業に言及することがありますが、当該企業の株式について組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することをご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。