

Andrew Haskins

エグゼクティブ・ディレクター |
リサーチ | アジア
+ (852) 2822 0511

Andrew.Haskins@colliers.com

アジアマーケットの展望 2020

要約 & 推奨

アジア経済は減速しているものの、縮小してはいない。特にインドや中国南部では急成長を続けている都市がある。また超低金利によってテナントやオーナーの景況感が改善していくだろう。

オフィス市場はまちまちである。シンガポール、マニラ、バンガロールの賃料は今後3-5年間、安定的に上昇するであろう。逆に香港や上海はテナント向けトップロケーションでありつづけるが、賃料は押し下げられるだろう。

2019年、不透明な状況の中アジア主要都市での投資活動は堅調であった。2020年投資総額は前年比7%増加すると弊社は予測する。

シンガポール、東京、バンガロールのオフィス資産は依然として投資妙味があり、シンガポールと東京では一部のホテルやリテール資産も注目されている。中国、韓国、インドの物流施設、またデータセンターも高いリターンが見込まれるが、これら投資には相応の専門知識も必要とされる。



マクロ予測

- 殆どのアジア市場は景気減速しているが、中・印の成長率はまだ絶対値としては高く、中国の見通しは底打ちしつつある。最近では前向きな報道も散見されるものの、依然として米中貿易摩擦はくすぶり続けるだろうと予測される。
- アジアでは、国家同様に、都市の成長力が決定的な要因である。2020年～2024年にかけて、印のバンガロールとハイデラバードはアジアで最も急成長を成し遂げた都市として1位と3位になり、中国の深圳と広州の都市別GDP成長率も、域内平均、国内平均をともに上回る見通し。
- 実質金利は日本と香港でマイナス圏、韓国とシンガポールでも間もなくマイナスに転じる見通し。しかし恒常的な超低金利市場は、テナントとオーナー双方の景況感を改善させる効果も。

貸借市場
(オフィス)

- 米中貿易戦争や香港の抗議活動の継続にかかわらず、テナント向けトップ・ロケーションとなる香港、シンガポール、東京、上海の序列を弊社推奨を変更する理由は殆ど見当たらない。
- バンガロール、マニラ、シンガポールでは賃貸需要が堅調、今後5年間平均賃料上昇率は3%以上となるであろう。東京では内定率が高く空室率が低い、賃料の上昇は沈静化し始めている。
- 中国の一級都市では大量の新規供給。上海や深圳より先に、国内向け成長産業を有する北京や広州の景況感が改善傾向に。今年の香港の平均賃料はマイナス成長に転じる見通し。
- フレキシブル・ワークスペース運営業者では、業務縮小も拡大もありうる。但しフレキシブル・ワークスペースの需要が減速しても、域内のオフィス総需要が落ち込むことはない見通し。

投資市場
(全資産)

- 昨年の堅調なパフォーマンスに続き、2020年もアジアへの投資総額が回復、前年比7%増の1,240億米ドルに達するだろうとすると弊社は予測する。
- シンガポールや東京ではオフィス向けテナント需要が堅調、ホテル、リテール等の他セクターにも好影響をもたらしている。コア投資戦略では、東京オフィスは最も投資妙味の高い資産クラスで、対10年物国債イールドスプレッドも約3.5パーセントポイント (pp) を維持している。
- 中国の物流市場は力強く成長しているが、電子商取引の業者や顧客が急成長している1.5～2級都市に開発業者や投資家は焦点を合わせていく必要がある。韓国ではソウルの西部および南西部の物流資産が注目されており、香港の産業用施設資産を用途変更する事には投資妙味がある。
- インドでは、バンガロールのオフィスに加え、開発業者が用地を保有する企業や政府機関と協働して、物流施設の拡大を継続することを弊社は推奨する。
- クラウドコンピューティングや5Gモバイルの普及によって、特に中国ではデータセンターの需要が急増している。しかし参入障壁は高く、データセンター投資には相応の専門知識が伴うことに留意したい。

アジア市場の成長は徐々に鈍化

成長は鈍化、ただし世界の中で最も急成長している地域はまだアジア

驚くべきことに、2009年に始まった世界的な経済拡大はまだ継続する見通しである。オックスフォード・エコノミクスによると、2020年¹の世界的な景気後退は25%に留まると推測している。成長が鈍化しているとはいえ、まだまだアジアは世界の主要地域の中では最も急成長している。

主要国の予測は下記の様に要約できる:

- > **中国**: 2020年の実質GDP成長率は約6.0%に低下する見通しで、中国としては低い。ただし、貿易関連の明るいニュースを受けて、最近のエコノミスト市場予想は上方修正が続いている。減速したといっても、一年間で中国は概算でスイス一国分を世界の経済生産に加えることになる。
- > **インド**: 2019年の実質GDP成長率は期待外れだったが、2020年は約6.0%に回復する見込みである。インドは一年間の概算でハンガリー一国分を世界経済に加えることになる。
- > **その他アジア先進国の主要都市及び新興都市**: 昨年に比較して2020年は安定もしくは若干成長が鈍化する傾向に。
- > **香港**³: アジアではパフォーマンス最下位になる見通し、景気後退も2年目に入ります。

長引く米中貿易戦争の影響

中国と香港の経済成長の深刻な足かせとなっているのが米中貿易戦争である。貿易戦争が不動産市場にもたらす影響は非常に深刻で、貿易摩擦の不透明感により2019年の上海の新規賃貸契約は前年比71%低下した。

上海以外で貿易戦争の影響を最も受けている市場は、香港であると弊社は見ている。これは香港では多国籍企業（MNC）の占有率が、大中華圏で最大となる60%であることが主な要因である。大手多国籍企業はとりわけ新規賃貸を控える傾向が強く、大中華圏外でオフィスを拡大する傾向がみられている。

最近、貿易摩擦沈静化の兆候が見られており、米国は対中国追加関税の計画を先送り、1月13日には「第一弾」となる合意書にサインする事が予定されている。このような展開は中国の短期景況感を改善している。とは言え、**両国間の貿易摩擦の原因となっている根本的な政策には隔たりがあり**、自由貿易に近い環境へ速やかに戻すことは想定しづらい。また米国大統領選挙で民主党が勝ったとしても、対中貿易強硬姿勢は必要という共和党トランプ大統領の見解を共有する民主党員も多く、大した変化はないと思われる。

¹2020年1月7日、オックスフォード・エコノミクスによる「景気後退は緩和するが、2020年の成長は鈍い」を参照。

²2019年12月19日、オックスフォード・エコノミクスによる「国の経済予測：中国」を参照

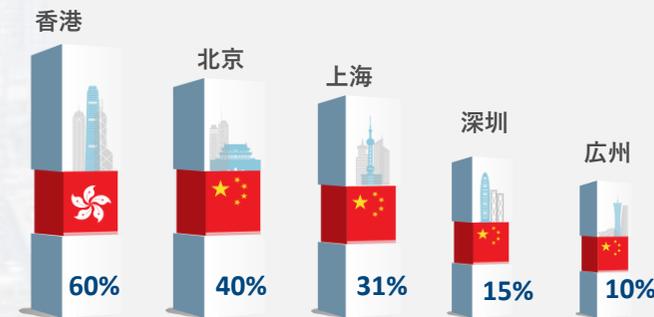
³「中華人民共和国の特別行政区」

図1：2019～2022年 実質GDP成長率予測 (%)

	2019	2020F	2021F	2022F
中国	6.1%	6.0%	5.8%	5.6%
日本	1.1%	0.3%	0.8%	0.8%
韓国	1.9%	2.0%	2.6%	2.6%
香港特别行政区	-1.3%	-1.4%	2.6%	2.5%
シンガポール	0.7%	1.4%	2.4%	2.7%
インド	5.0%	6.0%	6.9%	7.2%
台湾	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
米国	2.3%	1.7%	1.8%	1.8%

出典: Oxford Economics、コリアーズインターナショナル

図2：グレードAオフィススペースにおけるMNCテナントの割合



出典: コリアーズインターナショナル

殆どのアジア経済は停滞しているが、中国やインドの成長率はまだ絶対値として高い。香港だけが景気後退している。

米中貿易関係の改善は、中国の成長率に前向きな影響を与えている。根本的な政策の乖離はまだ大きい。

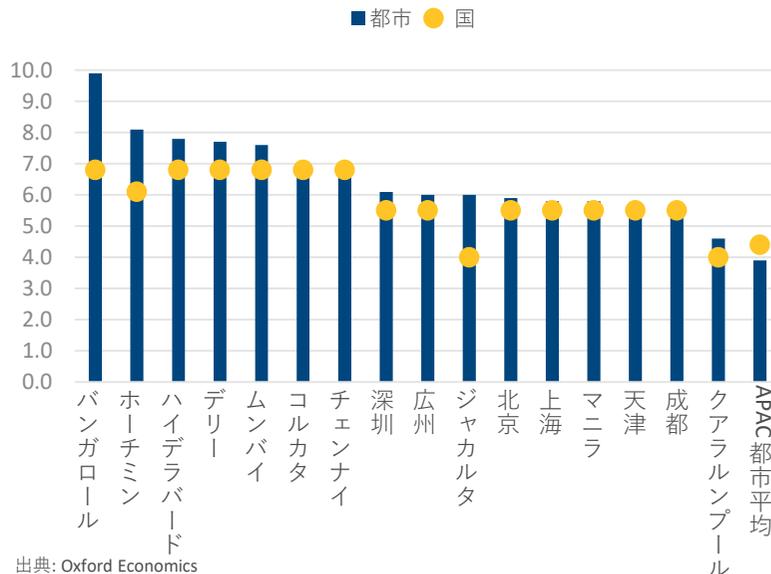
アジアの成長は更に都市の成長に主導されていく見通し

アジアについて特筆すべきポイントは、各国の好況な都市や地域がますます国内成長を牽引しているということである。インド南部のバンガロールとハイデラバードの2都市はアジアで最も急成長している。



オックスフォード・エコノミクスによると、バンガロールは、2020～2024年に平均年間実質GDP成長率9.9%を達成する見通しである。これは、同時期のインドの総成長率6.8%とアジア都市の平均成長率3.9%を大きく上回っている。アジアで2番目に急成長している都市は、ホーチミンシティで同8.1%、つづいてハイデラバードの同7.8%が3位である¹。

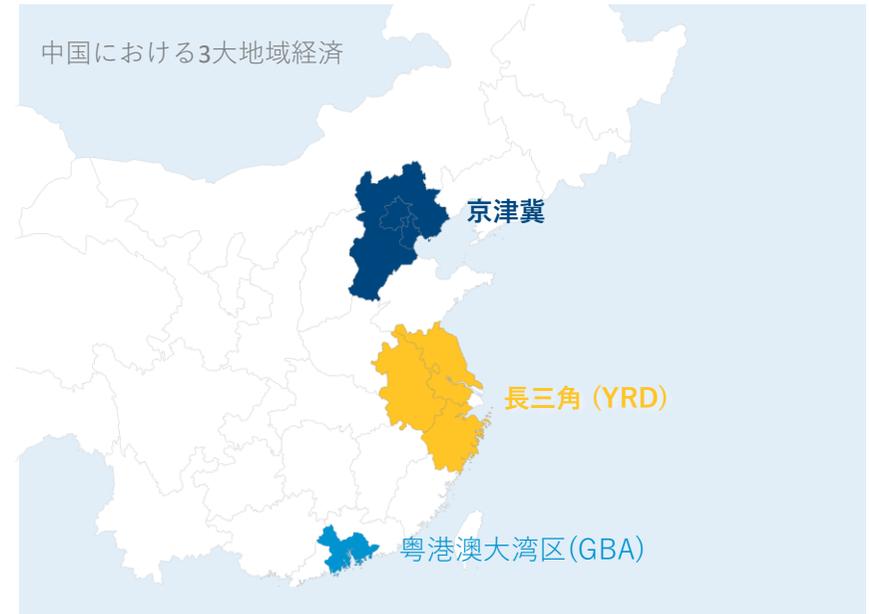
図3：2020～2024年 急成長するアジア都市別年間実質GDP成長率



出典: Oxford Economics

¹2019年12月オックスフォード・エコノミクスの「アジア太平洋都市と地域の展望」を参照。

²2019年5月オックスフォード・エコノミクスの「グローバルな文脈におけるアジアの都市：今後5年間の見通し」を参照。



中国政府は、北部の北京を中心とした京津冀（Jing-jin-ji）地区、上海を中心とした東部の長江三角州（YRD）地区、南部の珠江三角洲地区という3大地域経済を中核とした都市開発を推進している。最近では、深圳、香港、広州を含めた広義の珠江三角州をグレーターベイエリア（GBA）として定義される事が多い。中国政府は最近、上海を中心としたYRDの方にやや重点を移しているようだし、香港の不確実な政治環境も続くであろう。然れども、テクノロジーの更なる拡大と新たな公共鉄道網の開通に伴い、特にGBA巨大経済圏の成長は加速される見通しである。

オックスフォード・エコノミクスによると、深圳と広州は、2020～2024年にそれぞれ6.1%と6.0%の実質GDP成長率を達成し、北京と上海をわずかに上回っている。また、5.5%という同期間の国内平均成長率も大幅に上回る見通しである。オックスフォード・エコノミクスは以前、深圳と広州の両都市が2035²年までに世界の都市別GDPランキングでトップ10以内に加わると主張してきたが、それよりかなり早い段階で、二都市がその位置に到達しても驚くことはないだろう。

アジアの長引く低金利が、テナントとデベロッパー双方の景況感を後押しする見通し

米国連邦準備銀行は、年間を通じて米国の金利を確実に安定させる方針を示唆している。米国の経済成長は殆どの先進国よりも力強い一方、米国の石油輸入依存度は大幅に低下している。これらの要因によって強い米ドルとしての貨幣価値が維持され、殆どの他通貨に対して徐々に値上がりしている。しかし連邦準備銀行が金利引き上げを始めない限り、米ドルの値上がりがこれ以上加速することもなさそうである。

このような環境下、アジア中央銀行は金融緩和政策を維持できている。日本と香港は既に実質金利（インフレ調整後）を長期間マイナスにしており、シンガポールと韓国でも間もなくマイナスに転じるだろう。

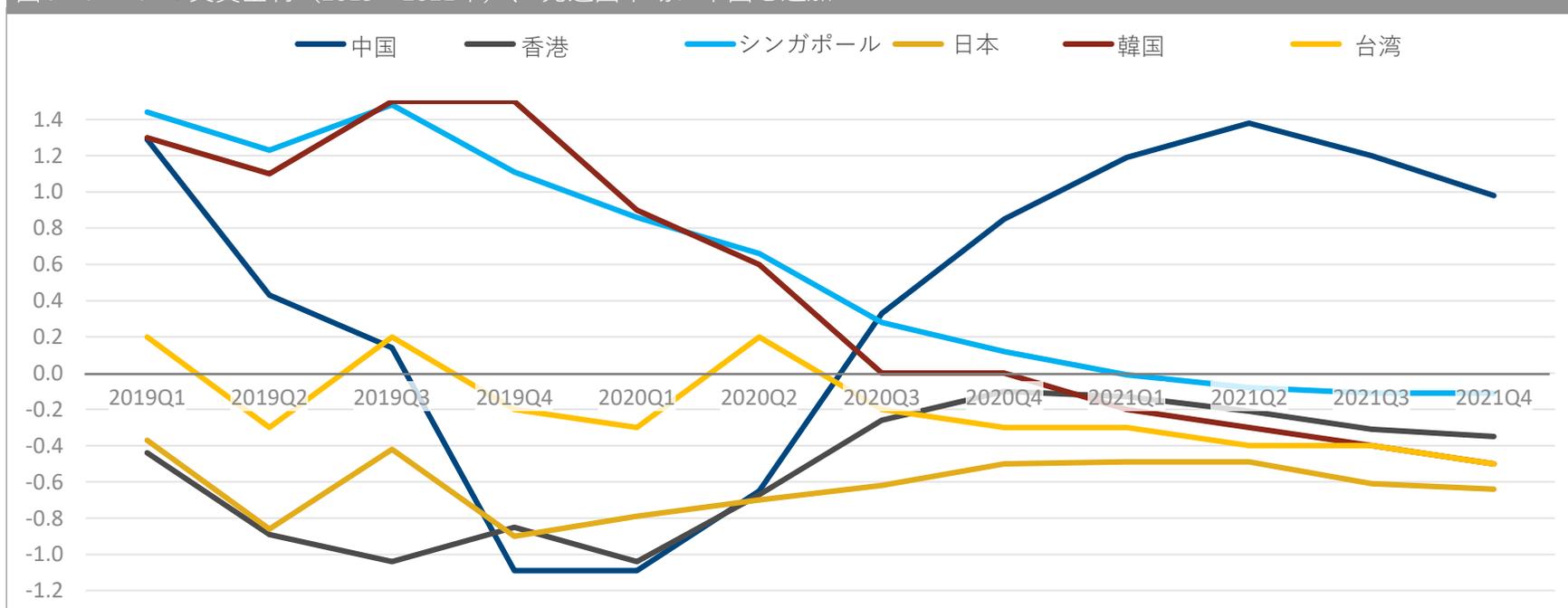
アジア新興市場ではインドが金利を引き下げている。対照的に、中国の名目金利は表面的には概ね安定しているが、今後はインフレ率の低下が見込まれているため、来年迄の実質金利は上昇が見込まれている

アジアの長引く超低金利、ましてやマイナス金利は、全体的に難しい課題の多かった2019年を終えて、大手テナントの景況感回復も後押しするであろう。このような低金利環境下では、開発業者や投資家も資金調達コストの大幅な抑制が期待でき、大抵のアジア市場の投資不動産の需要も下支えされるだろう。そうは言っても、中国の不動産開発の平均資金調達コストは、政策金利を遥かに超える弊社想定8~10%であることには留意したい。

”
アジアの殆どの市場では金融環境が大幅に緩和されており、日本や香港では実質金利が長期間マイナスに、シンガポールと韓国ではゼロに転じつつある。

緩和的な金融環境の恒常化は、不動産市場への信頼を後押しするであろう。

図4：アジアの実質金利（2019～2021年）、先進国市場に中国を追加



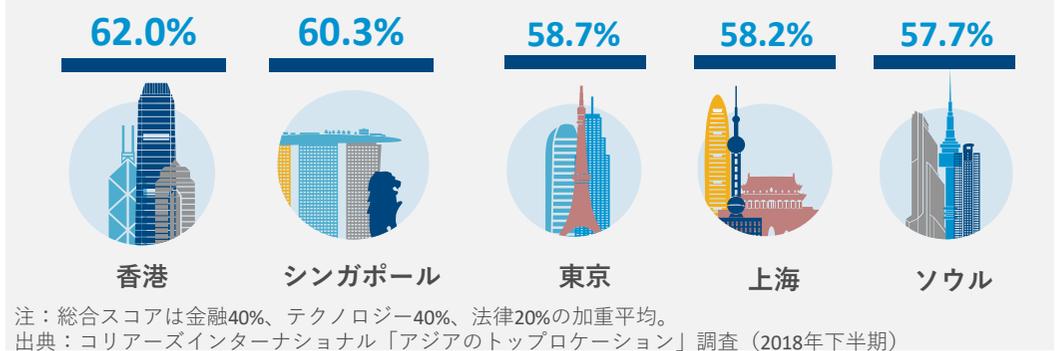
出典：2019年1月4日現在Oxford Economics

オフィス市場：パフォーマンスも見通しもまちまち

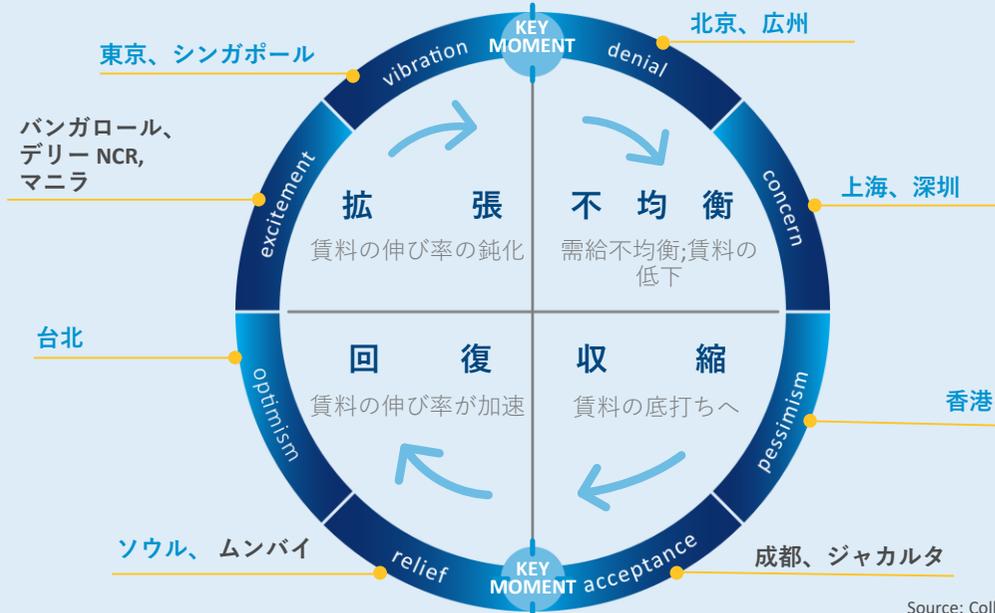
テナント向けトップロケーションに変化なし

2018年終盤、コリアーズは金融（依然として最大）、テクノロジー（成長が顕著）、法律という3つのセクターのテナントに対し、アジアのテナント向けランキングを調査した。弊社は社会経済、不動産、人的要因の3つの項目について、16の都市で立地選定に関する50～60の基準を評価した。加重平均で見ると、上位の3都市は香港、シンガポール、東京、4位は上海という判断となった。その後、米中貿易戦争と6ヶ月にわたる香港の抗議活動があったが、弊社の結論はにまだまだ変更はない。

図5：総合ランキングーアジア上位5都市



アジアのオフィス市場：不動産市場サイクル



Source: Colliers International

「トップロケーション」分析によって、アジアの都市別に賃貸需要を中期的に牽引する決定要因が分かる。

もう1つのツールは左の「不動産時計」で、これは、今後2～3年の周期を前庭とした主要オフィス市場の弊社予測をまとめたものである。時計の左半分の市場は貸主及びデベロッパーに優位な市場、右半分の市場はテナントに優位な市場となる。



シンガポール、バンガロールやマニラのテナント需要は底堅く、今後3～5年間の平均賃料上昇率は3%を超える見通しである。

中国の一級都市は、大規模ない新規供給に直面している。しかし、テクノロジーやヘルスケアのような内需型セクターの成長に伴い、上海や深圳よりも北京や広州のテナント景況感回復が先行している。

香港はテナント向けトップロケーションであるにもかかわらず、2020年、特に中心地区で賃料が再び低下するであろう。

貸主とデベロッパーが優位な市場

拡張局面

- > **東京:** 内定率は高く空室率は過去最低である。しかし賃料の上昇幅は鈍化傾向：2019年全体では前年比4.0%だったが、今後5年間平均では1%を下回る水準に落ち着く見通し。
- > **シンガポール:** テナント向け弊社ランキングでシンガポールはアジア総合2位に位置付けている。空室率は低いが、需要は堅調とはいえ、最近はやや弱み傾向。2019年賃料上昇率はアジア先進国では最高の7%であったが、2020年は1.1%へ落ち込み、2019～2024年平均は3.3%で落ち着く見通し。
- > **バンガロール:** アジアで最も急成長している都市で、テクノロジー系テナント向けランキングでは1位である。2019年賃料上昇率は4%、2018～2023年平均では3.2%に落ち着く見通し。
- > **マニラ:** アウトソーシングの受け入れとフィリピン国内オフショアゲーム事業者が、需要を牽引している。マニラ首都圏全体の2020～2022年のネット・アブソープションは約970,000平方メートルで、同期間の平均新規供給量104万平方メートルに見合ったもの。賃料の伸びは、2019年の7.0%から2020～2022年の平均で5.8%に減速する見通しだが、依然としてアジアで最も高い成長率に含まれる。

回復局面

- > **台北:** 製造業の台湾への回帰が功を奏して、需要は旺盛である。供給は少なく空室率は低く、賃料の上昇率は回復傾向にある。
- > **ソウル:** フレキシブル・ワークスペースとフィンテックによる需要が堅調で、江南（Gangnam）ビジネス地区が人気である。需給バランスは概ね改善（汝矣島（Yeouido）ビジネス地区は除く）。

テナントが優位な市場

不均衡局面

- > **北京:** 2019年のネット・アブソープションは（上海より遥かに少ない）約18%低下にとどまったが、新規供給の44%が消化されたに過ぎない。空室率は2018年末の10.6%から2019年末は15.9%近くまで上昇したが、2020年以降は変動幅が安定しはじめ、空室率は18.2%をピークとして2024年末までには13.7%まで下がる見通し。2019年賃料は4%近く低下、2020年も3.1%低下、2021年からは緩やかな回復を予測。
 - > **広州:** 2020年以降、賃料が市の平均より19%低い琶洲（Pazhou）での新規供給により、ネット・アブソープションは回復へ向かう。賃料は珠江新城（PRNC：Pearl River New City）の都心地区で低下しているが、琶洲ではやや上昇している。市全体の2020年賃料は0.5%の下落を予想。ただし、空室率の上昇は他の一級都市に比べて緩やか、2019年から2024年までの賃料も年率平均2.2%と安定して上昇する見通し。
 - > **上海:** 2019年、貿易戦争の影響もありネット・アブソープションは71%も下落したが、第4四半期には底打ちの兆候もみられた。テナント向けランキングでは上海の人気は依然高く、2020年からは需要が回復すると見られる。供給は周辺地区で特に増加しており、2019年は空室率を16%から18.5%まで引き上げた。空室率は2021年末に27.3%でピークとなり、2024年末までには20.9%まで安定的に低下する見通し。市全体の平均賃料は2020年は4.8%、2021年は2.2%低下し2022年から回復する見通しで5年間平均でみれば横這いとなる。
 - > **深圳:** 2020～2022年、ネット・アブソープションは新規供給を下回る。しかしTMTやフィンテック関連の需要は底堅く、テナントは南山（Nanshan）地域に移転する傾向。空室率は現在21.2%だが、前海（Qianhai）での大量の新規供給の影響で2022年末までに約33.4%のピークに達する見通しである。2020年の賃料は0.4%低下し、2019～2024年には年率平均平均0.4%で上昇すると予測される。
- ### 収縮局面
- > **香港:** 香港はテナント向けランキングではアジア1位と弊社はまだ認識しているが、現在3つの大きな課題に直面している：長引く抗議活動、米中貿易戦争、そして金融セクターに対するプレッシャーである。需要は抑制され供給は増加し始めている。香港の平均賃料は2019年に前年比約1%低下、2020年には同8%低下する見通し。都心地区の賃料は2019年に同6%低下、2020年には同13%低下する見通し。

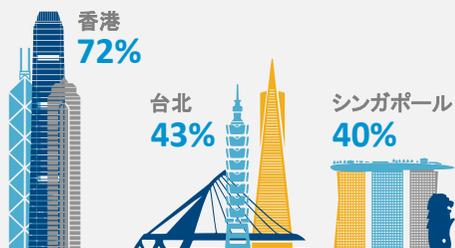
フレキシブル・ワークスペースは弱小運営業者の苦境にもかかわらず、依然拡大している

2017～2019年、アジアの賃貸需要を牽引した2大セクターはテクノロジー／メディアとフレキシブル・ワークスペース（コワーキングスペースやサービスオフィスを含む）の運営業者であった。事実、フレキシブル・ワークスペースは最も急成長を成し遂げたセクターである。



> 2019年第3四半期末現在、成都、デリー／NCR、シンガポールで、フレキシブル・ワークスペースのテナント占有率は、プライムオフィスとグレードAオフィス全体の5～6%であるが、逆に北京ではたった1%である。

> 2019年の9ヶ月間、プライムオフィスとグレードAオフィスのデータだけを見ても、フレキシブル・ワークスペースのネット床需要は香港で全体の72%、台北で同43%、シンガポールで同40%を占めた。



米国本社の世界最大のコワーキンググループWeWorkの問題は報道を賑わせてきたが、同社はリース債務の見直しを行った上で、アジア地域全体を通じて一部拠点の閉鎖が見込まれている。さらに中国のフレキシブル・ワークスペース・プロバイダーKr Space等は、香港その他各地で既存のリース契約を解除しており、Campfireはシンガポール、オーストラリア、また本拠地である香港で業務縮小している。

対照的に、IWGやThe Executive Centre等の従来型運営業者は、業績の回復を見せている。同時にJustCoやThe Work project等はシンガポールその他の市場で着実に拡大してきている。

最終的には、フレキシブル・ワークスペース・プロバイダーの需要低迷は、アジア全体のオフィススペースの需要を著しく低下させる要因にはならないと弊社は推定する。とは言え、香港その他中国の一級都市等では、フレキシブル・ワークスペースの需要低迷が、床需要に違った形でプレッシャーを高めてしまう可能性が高くなると思われる。

今後は、貸主とフレキシブル・ワークスペース運営業者との事業提携が増加すると弊社は予測する。シンガポールではCapitalandとThe Work projectの合併事業、City Developmentと中国のコワーキングスペース運営業者Distriiとのパートナーシップ等が良い例である。さらにFraser's PropertyはJustcoやGICとのパートナーシップを計画しており、アジア全土でコワーキング・スペースのプラットフォームを展開しようとしている。

多くの貸主は、フレキシブル・ワークスペースと快適な環境の提供に注視しており、保有資産の中でこれらの要素を取り入れる方法を検討している。単独で実行できるものもあれば、事業者とのより緊密なパートナーシップを求めるものもある。この目的を実現させるためにも、「快適な環境づくり」を通じて貸主がテナント満足度を向上させるのに役立つような事業者には今後の成長が見込まれている。



最後に、欧州および米国全土の大手フレキシブル・ワークスペース運営業者は2020年もアジア市場参入を試みるだろう。米国を拠点とするKnotelはその一例である。森トラストや伊藤忠がKnotelの最新の資金調達ラウンドに参加したことで、まもなく地域全体にも進出を試みるだろうとみられる¹。

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-21/steadier-than-wework-knotel-s-pitch-vaults-it-to-unicorn-status>. 参照

フレキシブル・ワークスペースの需要低迷が、アジア全体のオフィス需要を押し下げる大きな要因とはならないだろう。しかし香港やその他中国の都市では、需要が減少する可能性もある。

本節では、都市別オフィス市場の需給を下記マップで概説している。シンガポール、マニラ、バンガロールの今後5年間の平均賃料上昇率は3%を超えると予測される（赤枠内に表示）。香港と上海だけが今後5年間の平均賃料上昇率が若干マイナスになると予測されているが、数年後には市場回復も見込まれている（青枠内に表示）。中国の一級都市では供給が過去最高のペースで増加し、今後2～3年間の空室率も上昇する見通しである。しかし、需要は既に底打ちしており、需要に関する指標は今後徐々に改善すると見ている。

図5：アジア・プライムオフィス市場：2019年第4四半期業績及び2020～2022年見通し

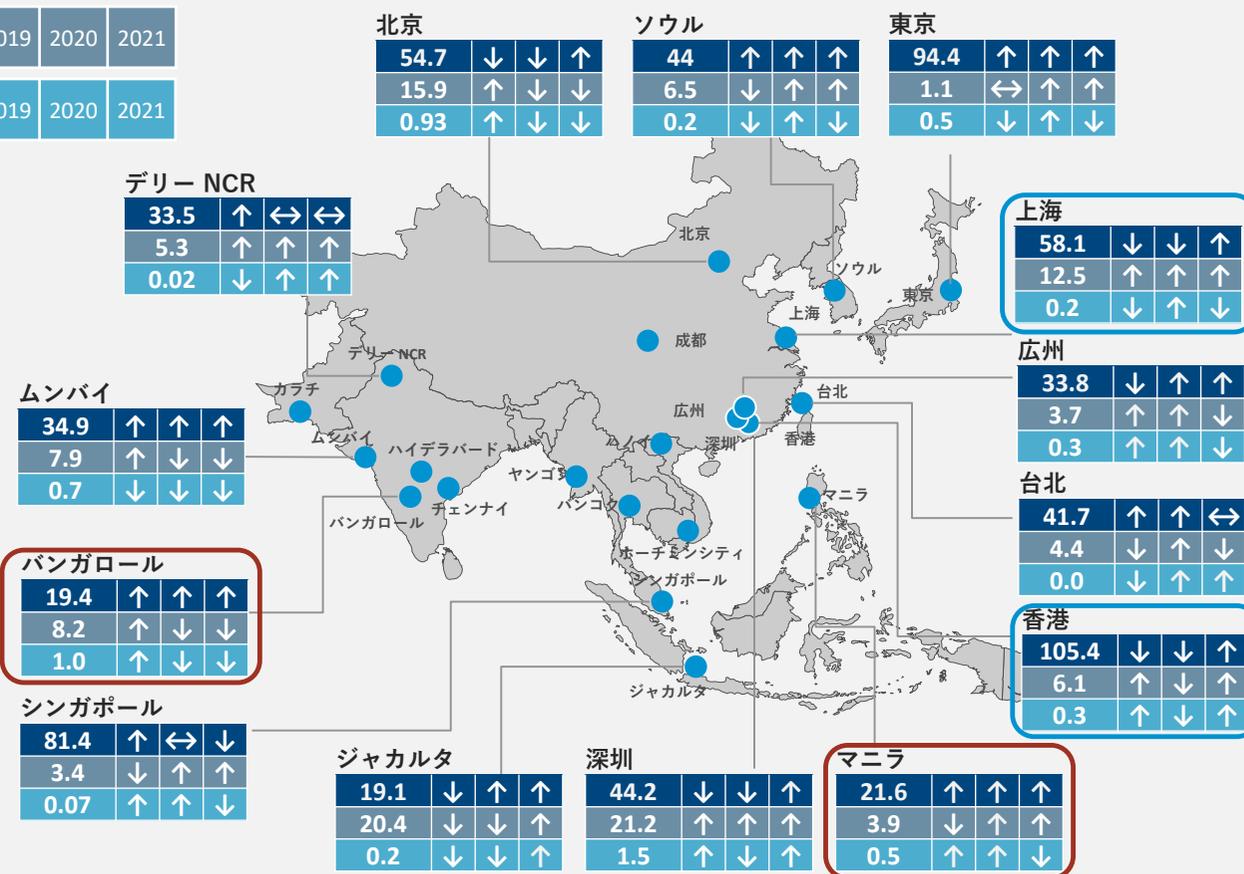
賃料	USD/sq m/month Q3/2019	2019	2020	2021
空室率	% Q3/2019	2019	2020	2021
新規供給	million sq m 2019	2019	2020	2021

注:

1. プライムオフィスとはグレードA以上の高級オフィススペースを意味する。賃料とはネット実効賃料で1平方メートル (m²) あたりの月額を意味し、建物の運営費（公共料金、管理費、不動産税等）を除いた支払賃料を、賃貸借期間で平均した額と定義されている（フリーレント期間または報奨金等も考慮）。
2. 上海の数値は周辺地区も含めたもの

定義:

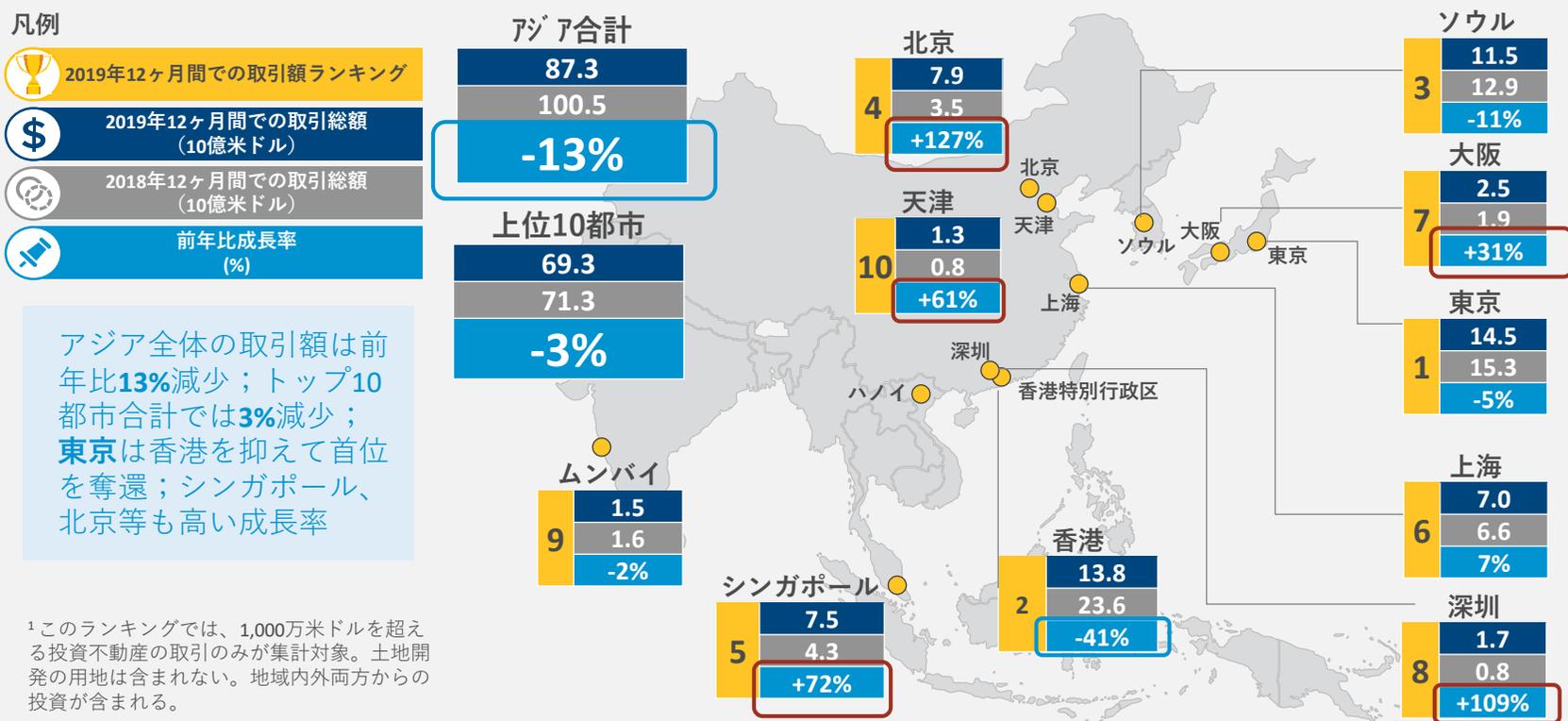
- > プライムオフィス賃料とはグレードA以上のオフィススペースを対象とした、ネット床面積ベースのネット実効賃料の、弊社見積額を意味する。
- > 賃料の額とは主要サブマーケットの全てのオフィス賃料を意味する。
- > 空室率とは記載された時点で空室である完成ストックの割合を意味する。
- > 弊社の供給予測は記載された時点で完成する追加ストックの面積を意味する。



投資市場：総額ベースでは回復している:東京、シンガポール、バンガロールのオフィスが有力；一部の物流、ホテルにも投資機会が見込まれる

2020年、投資額はやや持ち直す見通し

図6：2019年9ヶ月間でのアジアの投資不動産取引¹



出典:リアル・キャピタル・アナリティクス

2019年の9ヶ月間、アジア不動産市場の投資総額は前年比13%低下し、1,005億米ドルから873億米ドルになった。十大都市の不動産市場の投資総額は同3%低下にとどまり、713億米ドルから693億米ドルとなった。しかし全般的な景気減速、米中貿易摩擦による不透明感の高まり、香港の抗議活動を考えれば、この結果は驚くほど堅調と弊社は見ている。北京、大阪、シンガポール、深圳、天津では取引が活発で、投資額も前年比30～130%増加している。逆に香港の取引額は41%低下した。

2018年、投資用不動産の取引総額は過去最高の1,284億米ドルとなった。2019年の投資総額は10%下落の1,155億米ドル、十大都市合計の下落率は更に少なく2~5%にとどまったと推計する。

2020年については、景気は緩やかに減速していくものの、完全な不況に陥る訳ではなく超低金利も続くと予測される。二大都市である香港と上海の短期投資予測は前途多難であるが、東京、シンガポール等、他都市の見通しは明るい。一方、東南アジアやインドの新興投資市場に対して、特に日本の不動産開発業者からの関心が高まっている。この様な背景から投資活動は引き続き活性化され、総額7%増の1,240億米ドルとなると予測する。このシナリオに対する主なりスク要因は香港にあり、2019年下半期の悪化した政治経済状況が継続すれば、2年連続で投資額が急落する可能性が残る。

テナント需要が投資需要を主導する

テナントの床需要が賃料収入を増加させ、不動産投資家及びデベロッパー向けに資本価値を上昇させる。6ページで述べた様に2018年終盤、コリアーズは金融（規模最大）、テクノロジー（成長率が高い）、法律という3つのセクターを対象にアジアのテナント向けランキングを行なっている。社会経済、不動産、人的要因の3つの項目について、16の都市で立地選定に関する50~60の基準を評価対象とした。



- > 加重平均で見ると、上位3都市は香港、シンガポール、東京、4位は惜しくも上海という判定となった。その後、米中貿易戦争と6ヶ月にわたる香港の抗議活動があったが、この序列はまだ妥当であると弊社は判断している。
- > シンガポールはテクノロジー、金融、法律の全ての分野で上位3位にランクインした唯一の都市である。
- > テクノロジーセクターではバンガロールがトップに、シンガポールが2位、深圳が3位にランクインしている。

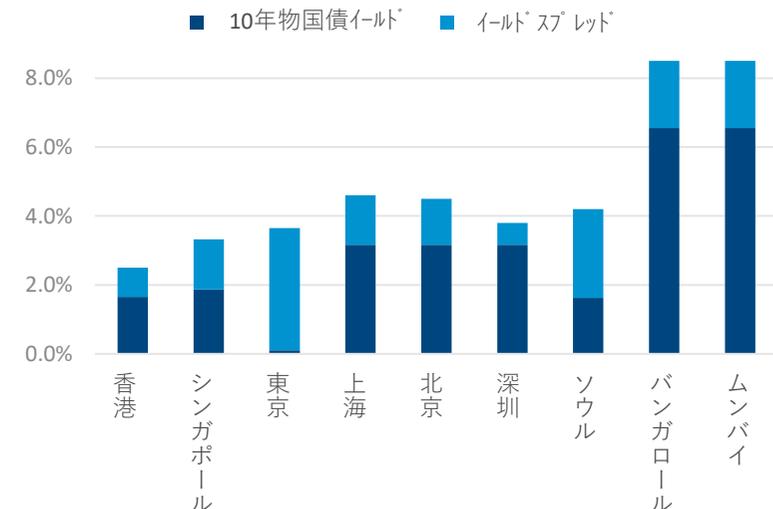
投資家やデベロッパーは、テナント向けランキング上位の都市を、投資対象のターゲットとして考慮すべきと弊社は考える。これはオフィスセクターだけに当てはまる訳ではない。特にシンガポールの魅力の1つは（東京その他の都市も同様）、テナントの堅調なオフィススペース需要によって、ホテル、リテール、住宅セクター等にも良い循環が生まれているという事実である。そして他のセクターの投資利益も増大させているのだ。

主要投資市場で、依然として東京のオフィスの投資妙味が高い

賃料収入と資本価値の向上の見通しに加え、不動産の利回りにも注目する。アジアで最高利回りのオフィス資産はインドで、バンガロールやハイデラバードの不動産利回りは8~9%である。

しかし、2019年を通じて投資家の関心が高まってきたにもかかわらず、殆どのコア投資家はまだインドを主要な投資対象として検討していない。コア投資対象の都市のなかでは、2019年に不動産価格の年間上昇率が8%を超えた物件もある東京のグレードAオフィスは未だに平均約3.5%の利回りも残されている。対10年物日本国債（実質的利回りはゼロ）のイールドスプレッドは3.5ppで、これはアジア先進国の中で最もワイドである。

図7：9都市におけるオフィス利回り及び対10年物国債イールドスプレッド(%)



出典:コリアーズ・インターナショナル、Bloomberg

投資市場：今後の見通しと投資機会をまとめる

日本 (東京)



東京首都圏ではオフィス資産に加え、リテールや物流セクターへの投資機会も存在する。

シンガポールのオフィス資産は依然注目されている。シンガポールのリテールセクターは回復し始めており、利回りも魅力的である。ホテルセクターも旺盛な需要によって成長が促進されている

香港は困難な局面にあり、オフィス賃料は低下している。しかし政策支援によって、工業用資産の再開発需要が高まっている。



マクロ

- > 日本銀行はゼロ金利を継続する見通し。
- > 東京首都圏はアジア最大の大都市圏を形成。雇用の伸びは緩やかながら安定しており、景気を後押ししている。
- > 2030年代半ばまでは、東京は世界都市別GDPランキング2位を維持することができるであろう。



オフィス

- > 2019年の賃料上昇率4.0%は今後5年間平均は1%以下と勢いを失う。
- > 2020年の内定率は70%を超えており、貸主のキャッシュフロー改善に貢献する見通し。
- > 2019年の平均利回りは3.5%前後。足元の不動産価格上昇率8.5%は今後5年間平均で3.1%に減速する見通し。



リテール

- > 都心型リテールトップと見做される地区では賃料収入が大きい。銀座や新宿等の一等地では、賃料上昇率が販売高上昇率を上回りつづける見通し。



物流

- > 最先端施設を備えた物流施設は、首都圏の全物流ストックの5%しかなく、かなりのグレードアップが必要である。全体的に賃料は底堅く推移し、近い将来の大量供給の影響を打ち消す見通し。

シンガポール



マクロ

- > TMTとコワーキングを始めとした全セクターのテナントの床需要は拡大基調に。
- > シンガポールは安定性、人材、厳格な規制、生活の質の面で優れており、アジアのテナント向けランキング2位に位置付けている。
- > 2020年下半期までに実質金利はマイナスに転じるであろう。



オフィス

- > 2019-2024年までの平均賃料上昇率は3.3%と予測される。
- > 2019~2021年までの都心地区のグレードAオフィスの供給は過去平均を下回る。次に供給量が増加する（ストックの7%に相当）タイミングは2022年である。
- > 高級オフィス物件の利回りは3.15~3.5%で、これは対10年物国債スプレッド1.3~1.8ppに相当する。



リテール

- > ジュエル・チャング・エアポートやフナン等、好立地にあるショッピングモールでは需要が安定すると予測される。2020年の新規供給はストックの0.3%に相当、2020~2023年は供給が先細り。取引市場の拡大にかかわらず、利回りはまだ4.2~4.5%である。



ホテル

- > ホテルは高級、中級、エコノミー級全てにわたって需要が堅調な見通し。2019年の新規供給1,700室はストックの2.5%に相当するが、2020~2022年にかけて供給は減少する。過去最高水準の取引市場拡大が3.5%の利回りを更に低下させる見通し。

香港



マクロ

- > 最近の困難な状況にかかわらず、香港はアジアのテナント向けランキング総合1位にまだ位置付けている。
- > 景気は急速に冷え込んでいるが、実質金利はマイナスの見通し。
- > 米中貿易戦争、長引く抗議活動、香港において重要な金融セクターに対するプレッシャー等が課題となっている。



オフィス

- > 2020年、香港の平均賃料は8%低下し、2019~2023年にかけてはややマイナスから横這いと予測される。
- > 2019年、都心地区の賃料は4%低下し2020年には13%低下すると見られる。
- > この15年で初めて、2019年第3四半期はオフィスの一括取引がなかった。不動産価格は下落している。
- > 特にカオルーニースト地区やアイランドイースト地区では、周辺地区への分散化によって新規需要が喚起されている。



工業/物流

- > 政府のRevitalization 2.0政策によって、投資家による産業用施設の再開発が促進されている。
- > Revitalization 1.0を活用して再開発された投資用資産の不動産価格平均をみると、従前の産業用施設より48%、カオルーニースト地区のグレードAオフィスと比較しても僅か24%に低い水準まで上昇した。

韓国 (ソウル)



マクロ

- > 米中貿易摩擦と日韓貿易摩擦が成長の妨げとなっている。
- > 金融緩和は継続し、実質金利は2020年にマイナスに転じる見通し。
- > 2019年初から9ヶ月間、ソウルの投資市場は取引総額115億米ドル(11%減)でアジア第3位となった。



物流

- > 輸出入、オンラインショッピング、オフラインリテール・セールの増加が韓国の新たな物流向け需要を生み出している。
- > 開発可能な用地の不足と厳格な許認可要件が足かせとなり、新規供給のペースは低下していく見通し。
- > 弊社は、ソウル首都圏の西部及び南西部の都市、安山 (Anshan)、平沢 (Pyeongtaek)、仁川 (Incheon)、金浦 (Gimpo) 等を有力な投資対象と見ている。
- > 韓国物流施設の利回り約6.0%は、多くのアジア諸国よりも高い。

台湾 (台北)



マクロ

- > 海外の生産拠点を「国内回帰」させるための政府の取組みにより、国内投資が促進されている。
- > 香港を含む中国が台湾の輸出の41%を占めており、台湾の将来は中国の将来と密接に関わっている。
- > ゼロ近辺の実質金利は不動産投資を下支えする見通し。



オフィス&ビジネスパーク

- > オフィスやビジネスパークへの投資需要は高く、供給及び空室率は低く、賃料の上昇は復活しつつある。
- > 内湖区 (Neihu) テクノロジーパーク地区では大規模な一括販売を可能とする流動性の高い市場、南港 (Nangang) 地区が追随し始めている。
- > テクノロジー系テナントにとってのアジアで最も魅力的な「サブマーケット」を二つ挙げれば、まず内湖区地区を推奨する。もう一つが上海のカオヘジン地区である。
- > しかしグレードAオフィスの利回りは約2.9%にとどまり、アジアの他の都市と比較して投資妙味に欠ける。

中国



マクロ

- > 中国経済は減速しているが、2020年にはまだ実質GDP成長率6.0%を達成できる見通し。
- > 中国政府は、北部、東部、南部の3大地域の都市経済圏の発展を推進している。



オフィス

- > **北京、広州:** 需要は低下、または低賃料の地域に移転する傾向。新規供給は空室率を(特に北京で)押し上げ、賃料は抑制傾向へ。北京でのテナントの景況感は改善傾向が強い
- > **上海、深圳:** ネット・アブソープションは低下し、新規供給の増加により空室率は上昇し、賃料は低下している。しかし両都市ともに中期的な需要予測は堅調で、市場の回復が見込まれている。足許の需要は既に改善しており、今後2-5年間の大量供給の影響が消化されれば、賃料も上昇傾向に向かう見通し。テナントの景況感は深圳のほうが前向きである。



物流

- > 電子商取引の伸びが物流用施設の床需要を牽引している。電子商取引市場の規模をみると中国は米国を凌駕している。
- > 一級都市の倉庫と用地が不足しているため、物流スペースの堅調な需要は近隣都市へ波及している。
- > 開発会社はオンライン流通業者と業務提携し、1.5級都市や2級都市にビルド・トゥ・スーツ・プロジェクトに適した用地を購入することを推奨する。
- > 2020年末までには3,420億人民元(510億米ドル)まで取引規模が急拡大する見通しの低温保存型物流施設は誰もが検討すべき。

ソウルの西部及び南西部の物流施設は利回りが約6%あり注目されている。

台北のオフィス及びビジネスパークは融合しつつあり、内湖区テクノロジーパーク近辺では大規模な一括売買市場を可能とする市場流動性も存在する。

中国のオフィスセクターでは、上海や深圳よりも北京や広州で、短期の需給バランスが改善傾向。物流市場の成長が依然力強いが、既に電子商取引業者や新規顧客層は1.5級都市や2級都市に移動しつつあることから、開発会社も追随すべきであろう。

インド



マカ

- > インド経済はもともと内需主導型であり、米中貿易摩擦の影響は限定的である。
- > 個人消費は弱く（車販売の急落に見られるように）、2019年のGDPも落ち込んだが、エコノミストの多くが底打ちを予測。
- > バンガロールとハイデラバードは、2018～2023年、成長率約7.5～8.5%とアジアで最も急成長する2都市となるであろう。

- > **バンガロール:**テクノロジーセクターの需要が継続し、2019～2023年の賃貸借活動を押し上げるだろう。同期間の総需要の年平均も新規供給を上回る見通しである。
- > 堅調な需要は空室率を2019年末の8.2%から2024年末は3.9%に押し下げるであろう。賃料は今後5年間平均で年率約3.2%上昇すると見られる。
- > **ハイデラバード:**ハイデラバードは最も急成長しているオフィス市場である。2020年の総床需要は過去最高を更新する見通し。しかし2019～2021年の新規供給は需要を大幅に上回ると見られる。
- > 大量の新規供給が空室率を2019年末の6.7%から2021年末は23.0%に押し上げ、賃料の上昇は抑制される見通し。
- > 投資家に対する推奨としては、バンガロール、ハイデラバード、プネ等のIT系が強い都市で、開発途上のオフィス資産を中心とした投資機会に注目したい。



オフィス

- > インドの物流セクターは製造業、サードパーティーロジスティクス（3PL）、eコマース企業からの需要増に後押しされて成長過程にある。
- > 弊社はデベロッパーに対し、用地を保有する企業や政府機関と協力して、物流セクターでの拡大を継続することを推奨する。
- > デベロッパーはビルド・トゥ・スーツ・オプションも採用しテナントの独自の要請に対応するべきである。そうすることで新たなテナントの入居や不動産価格の向上という効果もある。



物流

バンガロールとハイデラバードはインドのオフィス市場で最も急成長している2都市である。バンガロールは5年間で年平均賃料上昇率が3.0%となった。デベロッパーは用地を保有する企業や政府機関と協力して、インドの物流を拡大すべきである。

データセンターの需要は特に中国で急増しているが、その開発には課題が多い。

代替資産：データセンターは注目すべき投資機会



データセンター

- > クラウドコンピューティングと5Gモバイルの普及により、特に中国ではデータセンターの需要が急増している。
- > しかし必要とされる投資資金と必要電力量が膨大なため、データセンターの建設は困難になっている。またデータ遅延の回避のためにもユーザの近隣に位置することが不可欠である。
- > データセンターのサイズは拡大しているが、逆に今後は（物流におけるフロント配送センターの小規模化傾向を反映して）小規模になる可能性がある。

データセンターの戦運業者の戦略を整理する

	土地 + 建設	ビルド・トゥ・スーツ	用途変更
オプション	主要都市に限定	主要都市に限定	主要都市に多い
仕様	用途別	開発会社次第	限定的カスタマイズ
外観	フレキシブル	部分的カスタマイズ	限定的カスタマイズ
資本支出	高額	中程度	低額
性能	高	デベロッパー次第	低
リスク	高	中程度	低
期間	3年	2-3年	1年
リスク	土地政策	開発主体への依存度の高さ	ビル所有権

出典: コリアーズインターナショナル (China Industrial Services team)

著者：

Andrew Haskins

エグゼクティブ・ディレクター |
リサーチ | アジア

+852 2822 0511

Andrew.Haskins@colliers.com

詳細は以下の者にご連絡ください：

Terence Tang

マネージング・ディレクター |
キャピタルマーケット | アジア

+(65) 6531 8565

Terence.Tang@colliers.com

Sam Harvey-Jones

マネージング・ディレクター |
クライアント・サービス | アジア

+(852) 2822 0509

Sam.Harvey-Jones@colliers.com

CK Lau

マネージング・ディレクター |
バリュエーション・アドバイザー・サービス | アジア

+852 2822 0665

ck.lau@colliers.com

熊谷 真理

シニア・ディレクター |
リサーチ | 日本

+81 3 4572 1009

mari.kumagai@colliers.com

コリアーズ・インターナショナル・グループ・インクについて

[コリアーズ・インターナショナル・グループ](#) (NASDAQ:CIGI, TSX : CIGI) は業界トップクラスの国際不動産投資管理サービス会社です。世界68か国で、14,000人以上の起業家精神に長けた専門家を擁しており、グローバル企業・不動産オーナーおよび投資家へ幅広いサービスを提供しています。コリアーズは、自社株保有比率が概ね4割に相当する、経験豊富な首脳陣が率いる企業で、20年以上にわたり業界随一の投資収益を実現してきました。2018年には28億ドル(連結では33億ドル)の企業収益を計上し、預かり資産高260億ドル以上を管理しております。

コリアーズの最新情報については、弊社の [ウェブサイトwebsite](#)    を参照してください。

著作権 © 2020年コリアーズ・インターナショナル

この文書に記載される情報は信頼できる情報源から入手されたものです。弊社では正確な情報を提供すべく努力していますが、保証は致しません。弊社は不正確な内容についての責任は一切負わないものとします。読者には、本報告書に記載される情報に基づいて行動を起こす前に、専門家に相談されることをお勧めします。