

# The Investment Podcast



Episode 13: 投資ポッドキャスト: 2022 年のアジア不動産投資は次のステップへ

2022 年 1 月 6 日

不動産賃料が上昇を続ける市場において、焦点を当てる必要があるのは、その国の文化面や立地の要件です。ホセ・ペリサーとリチャード・ファン・デン・ベルグがこのことのほか、アジアでのビジネスは他地域とどのように違うのかななどを解説します。

**ロミル・パテル:** 皆様、こんにちは。M&G インベストメントの本日のインベストメント・ポッドキャストをご覧ください誠にありがとうございます。今回のテーマは不動産です。不動産は、他のほとんどのセクターと同様に、パンデミックによって消滅はしませんでした。様相は変わりました。不動産の投資家は、資産価格やインフレ環境への対応など、誰もが課題だとわかっていることのみならず、次々に現れる新たな変化にも対処する必要があります。その国の文化面や立地の要件に対応できるオフィスや、二酸化炭素排出対策に関する最高の持続可能性基準を適用するオフィス(建物は世界全体の二酸化炭素排出量の 40% を占める)などはその例です。

私は本日の司会進行役を務めるロミル・パテルです。本日皆様に解説するのは、M&G の不動産運用部門の投資戦略の責任者であるホセ・ペリサーとアジア不動産コア戦略の運用担当者であるリチャード・ファン・デン・ベルグです。お二人、こんにちは。

**ホセ・ペリサー:** 皆様にお話しする機会をいただき、大変光栄に存じます。

**リチャード・ファン・デン・ベルグ:** 皆様、そしてロミル、こんにちは。

**ロミル:** 早速ですが、リチャード、あなたは欧州から来てアジアで仕事をしていますが、日本と韓国で仕事することで心がけていることはありますか。

**リチャード:** アジアでのビジネスは欧州でのビジネスとまったく違う、と言いつつのように言われていますが、それは自分の国以外でビジネスをする場合のすべてに当てはまると思います。ビジネスをしている国の人間が必要で、交渉を行うにも、資産管理を行うにも現地の人間が必要であり、文化の違いに敏感である必要があります。

このことは、自国以外で仕事をする場合と同じであり、アジアでもぴったり当てはまります。たとえば北アジアの場合、中国から韓国、韓国から日本、それぞれの国でビジネスにまったく異なった文化的要素が織り込まれていることがわかります。日本のプロセスは非常に官僚的です。非常に合理化され、組織化されたプロセスであり、プロセスには全員が参加する必要があり、コンセンサスを得るためには、必要な限り議論が行われるチームプロセスです。

それが中国になると、ほとんど真逆です。プロセスは非常に速く、基本的にはリーダーの意見を聴けば何が起こるかがわかります。韓国は両国の中間です。

**ホセ:** 私もリチャードとまったく同意見です。現地にいることが非常に重要です。現地の社員に助けてもらうこともできますが、現地のパートナーの協力を仰ぐこともでき、これは世界中のどの国においても可能です。社員を置く方が好ましいのですが、多くの運用会社は現地のパートナーを使用しています。M&G の場合、案件に応じて、両方を効果的に使い分けています。

**ロミル:** わかりました。次に、中国についてです。中国では、経済の安全弁として債務を適切な水準に保つ政策が採られていました。この考え方は不動産や建設部門に当てはまりますか。

**リチャード:** 不動産は中国では重要な分野です。計算方法にもよりますが、不動産に、直接的、間接的に関連する売り上げは GDP の約 3 分の 1 に上っています。経済の 3 分の 1 を占める業種の債務水準が中央政府にとって重要であるのは明らかです。長い間、不動産会社は不動産事業だけに焦点を当てずに、それ以外の業種、特に金融業に携わってきました。

不動産会社は、銀行に出資し、または銀行を設立し、加えて金融商品を自ら開発しました。つまり、金融と不動産の境界は曖昧になり、政府規制の監視から逃れることができました。その結果、地方銀行や一部の大規模不動産会社を中心に債務水準が大幅に上昇し、現在では経済全体のリスクにまでなりました。

対策として中国政府は、不動産会社の金融商品を含めた債務水準を管理するために、かの『3つの赤い線』規制を設けました。これは、債務が現在以上に過剰になりドミノ効果が起こらないことを目的にした規制です。

**ホセ：**私はスペイン人ですが、2000年代半ばから後半にかけてのスペインと現在の中国の間に多くの類似点があると思います。当時のスペインでは、建設業が経済の重要な推進力でした。スペインの銀行はこの大規模な建設ラッシュに資金を供給する主要な貸手であり、一方、政治家は銀行に関与していました。そのてん末は、皆様がご存じのとおり、世界金融危機とユーロ危機を引き起こしたことでありますが、中国のケースと重要な違いが1つあります。それは、スペインは手を縛られていたことです。スペインはユーロ圏に属していました。

通貨を切り下げてインフレを起こすことで危機から脱却することができずに、欧州中央銀行が量的緩和策を開始するのはずっと後になってからです。現在の中国は、当時のスペインよりも危機をはるかに円滑に乗り越えるための方策をもっていると思います。中国はあり余るほどの外貨準備を有しているうえ、為替相場も管理制です。広義の建設部門は確かに経済の30%を占めていますが、中国ではIT部門が世界の最先端を走っているだけでなく、輸出大国でもあるなど、いろいろな面で強い地位にあります。

**リチャード：**わかりました。しかし、リスクがまったくないという意味ではないですよ。中国は国土も経済規模も大きく、この30年間で経済と社会が変化してきた速度は誰が考えても驚異的であり、副作用によるストレスが生じているリスクがあるのではないのでしょうか。このことは自明だと思いますが、一方では、経済成長率を見ると、今でも年に4%から5%成長しています。「10年前は10%もあった」と言う人がいるかもしれません。数字としてはそのとおりなのですが、10年前と比べると経済規模は3倍以上になっており、米ドルで見た場合、成長している規模は依然として非常に大きいのです。

**ホセ：**そのとおりです。遮って申し訳ないのですが、私が言おうとしていたことは、年間10%で成長していて、経済規模が3分の1であった場合、年々成長している金額は米ドルでほぼ同じであるということです。現在、拡大している米ドルでの経済規模は、10%で成長していたときとほとんど同じであり、ものすごい規模です。

**リチャード：**また、中国の中産階級は今や世界最大です。それも比較的裕福です。消費も拡大しています。以前は製造業と輸出に大きく依存していましたが、今でははるかに多様化しています。そして、さきほど申し上げたように、技術、研究、消費などが大きく成長しています。

今でも輸出主導型の経済であるのは明らかです。ただ、輸出依存度が高いのは事実ですが、輸出先の多様化が進んでおり、欧米だけを対象としているのではなく、アフリカ、南米、そして当然ではありますがアジアと、世界の多くの地域にも輸出しています。多様化は他の面でも進んでいます。外貨準備は厚く、銀行の準備預金に関しても、直近は経済成長を押し上げるために準備率を少し引き下げましたが、それでもまだ比較的高い状況にあります。不動産業界は現在移行期にあります。政府は移行がバランスの取れた方法で行われることを確かなものにするための手段を多く持っています。

**ロミル：**それでは、賃料をどう考えているかを教えてください。賃料は過去の水準に比べてどんどん上昇しています。すべての資産価格が上昇している状況にあることは理解していますが、このような状況でコア戦略の運用担当者は何をすべきですか。

**リチャード：**確かに賃料は上昇を続けています。以前に比べて、単純に平方フィートや平方メートルあたりの単価で見た場合、確かに高いと言えます。しかし、別の基準で見た場合はやや違って見えます。市場金利、たとえば10年国債の利回りに対するプレミアムで見た場合、プレミアムは過去の実績との比較において上限に近い状態にあります。言い換えれば、金利が上昇した場合でも、上昇分を吸収するだけのバッファがあり、すぐに不動産賃料に影響を及ぼすことはないと考えます。

確かに賃料は高い水準にあります。債券利回りに対するプレミアムはまだかなり大きく、必ずしも割高すぎるとは考えていません。したがって、短期的に、過去の水準に比べて高いという理由だけで、賃料が大幅に調整される可能性は低いと考えます。

**ホセ：**戦略的な観点からは、賃料が上昇している時期において、新型コロナウイルス感染症の新たな変異株の出現やインフレの高進などのリスクがあるとしても、物件の質に焦点を当てるのが重要です。それは、テナントが求めているものは物件の質であり、賃料引上げをテナントに促す材料になり得るからです。

つまり、市内でも有数の優良オフィス物件に空きがあり、入居希望者が3社いる場合などは、高い賃料を設定することができます。このようにしてコアポートフォリオの質を高める戦略は、現在のように、マクロ経済リスクがあるなかで賃料が上昇しているよう環境において特に重要だと思います。

**リチャード：**私も同意見です。たとえば、不動産市場の推移を見ると、現在は過去の実績に照らし合わせると上限にあります。すぐに調整局面入りすることはないでしょうが、物件価格については下振れリスクが上振れリスクよりもはるかに高い状況にあり、このことを念頭にポートフォリオを構築する必要があります。

このようなポートフォリオを構築することにより、事態が想定と違った方向に動いた場合でもそのショックを吸収することができるようになります。ポートフォリオからリスクを取り除くことが目的です。

問題は、どうやってリスクを取り除くかです。答えは、所有している資産の質を高いものにし、借手を、より高い信用力のある、つまり低いリスクのテナントにすることを心がけることです。そして債務残高をより低い水準に抑え、借入契約のコベナンツに抵触しないように余裕を持たせることです。言い方を換えれば、不動産市況が弱いときよりも強いときに、より耐性が発揮されるポートフォリオを構築することです。

**ロミル：**ショックについてですが、パンデミックによりテナントがオフィスに求める要件が大幅に変わりました。文化的、立地面、持続可能性など、さまざまな要素が求められるようになりました。これらの競合する要件すべてを満たすオフィスとはどのようなものですか。

**リチャード：**まず、結論はまだ出ていないと思います。アジアにおけるオフィスにはさまざまな影響が現れています。プラスの影響があればマイナスの影響もあり、最終的にどのように需要に反映されるかは不明ですが、全般的に言えることは、アジアでのオフィスに対する考え方は、欧州や米国はもとより、オーストラリアとも違います。

オフィスで働きたいという希望やオフィスに行く必要性は、世界の他の地域よりもはるかに高いと考えます。

このことは物理的な事情や合理性が背景にあります。3世代が同居している家庭もあり、夫婦共働きも多く、自宅で邪魔されずに仕事をすることはできません。さらに、オフィスにいたい、働いているところを見られたい、チームの一員になりたい、などの文化的側面もあります。先ほどお話ししたように、日本ではチームスピリットやチームのコンセンサスを非常に重要視する傾向にあります。

同じオフィス空間にいて、お互いを見ながら仕事をしたいと思うのが一般的です。そのため、オフィスでの仕事量が減少したことを理由としたオフィス需要の縮小は見られません。アジア各国の経済は成長、それも急成長しており、少なくとも他地域よりも速く成長しています。経済の成長とオフィスに対する需要は直接的に相関関係にあります。

オーストラリアはおそらく欧州や米国に近い状況にあって、在宅勤務がはるかに一般的になっており、実際に多くの人が実践しています。ただ、大企業を中心に多くの企業は、オフィスを活用し、オフィスの所在地を可能な限り、交通インフラの利便性が高く、快適な設備が近隣にある、市内の中心部にする傾向にあります。こうすることで、市内のあらゆる場所に住む従業員が簡単にアクセスできるようになります。このことは、非常に高品質で、築浅で、最新の ESG 要件を満たすように設計されたオフィスに対する需要が増加していることにつながっています。そして一方では、市内の中心部から離れた場所のオフィスに対する需要は縮小しています。

**ホセ：**人々の住む地域が広がるにつれて、言ってみれば、通勤が課題になります。他のすべての条件が同じだとすると、通勤が困難になるほど、自宅で仕事をする割合が高くなります。そうすると、リチャードの言うとおり、住居の広さが大きく影響します。オーストラリアはアジア諸国と違い、住居が広いのです。

用地がなかなか入手できないような好立地に、優れた ESG 認証を取得した建物を所有することは、今後 30 年間は価値を保持できる重要な資産を所有することを意味します。M&G は不動産の投資家として、オーストラリアのように自宅で仕事をする傾向が強い国においてさえ、テナントが入居したいと考える、他にないような優れた立地に建つ、エネルギー消費、水消費、温室効果ガス排出などの適切な対策に関する ESG 認証を取得している物件を所有することを目指しています。シドニーの中心部にある優れた物件はまさしくこれらの条件を満たす素晴らしい物件です。

**リチャード：**最近の変化のなかで、家主とテナントの関係にも変化が生じているようにも見えます。以前と違い、はるかに協調的な関係になっているように見えます。実際のところ、自分たちをテナントに対するサービス提供者として認識していますが、それでは、テナントのニーズとは何でしょうか。テナントのニーズはどのように変化しているのでしょうか。どうすればニーズを満たすことができるのでしょうか。どのような設備が必要でしょうか。テナントは ESG の面でどのような設備、要件を望んでおり、どのようにすれば要望を満たすことができるのでしょうか。答えは、単に物件を賃貸するだけではなく、サービス提供者としてテナントと協業することに他ならないと考えます。

**ロミル：**最後に、アジア諸国の住宅物件について教えてください。リチャード、投資家にとって現在魅力的な市場について、どう考えていますか。

**リチャード：**住宅価格は、世界中でこの5年から10年の間に非常に高くなっています。多くの国、特に価格がすでに高い水準にあったアジア諸国での傾向ですが、大学を卒業した比較的若い世代、たとえば25歳から35歳、せいぜい40歳までの年齢層が求める住居の価格はすでに手の届かない水準に達しています。

そのため、人生のできるだけ早い時期にマンションか一軒家を購入し、その後家族構成などの変化に合わせて不動産を買い換えるという従来型の人生設計は事実上絵に描いた餅になりました。また、これは文化的な色彩が強いと考えていますが、モノを所有するのではなく借りるということに若年層の価値観が変化しており、住居に関しても購入せずに賃借することを考えるようになってきていると思われます。この傾向はアジア太平洋地域全般とオーストラリアで少しずつ現れ始め、香港でも限定的ながらも見られるようになってきており、これからはおそらく韓国でも見られるようになると思われます。

賃貸住宅は、長い間、個人所有という形態が主流であったため、敷金制度は旧態依然とした方法が慣習化しています。賃貸住宅の分野に多くの機関投資家、不動産開発業者が参入を始め、オーストラリアにおいては、ビルドトゥレントと呼ばれる賃貸専用物件を開発する業者が機関投資家向けの長期保有目的の物件の開発を行うようになってきています。

この傾向は今後長続きし、実際、勢いを増すと考えています。オーストラリアはその最前線にいます。日本の市場はすでに成熟していますが、韓国と香港では近い将来にオーストラリアを追い抜くことになるかと私たちは考えています。

**ロミル：**皆様、本日のインベストメント・ポッドキャストは以上です。ご参加いただき、誠にありがとうございました。本日お話ししたのは、ホセ・ペリサーとリチャード・ファン・デン・ベルグでした。次回も是非ご参加ください。皆様、ごきげんよう。

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。本項に記載されている見解は、投資の推奨、助言、予測に該当するものではありません。

当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務又は当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。