

Global Market Perspective

February 2010

不動産マーケットの回復が加速？

新たな年代が幕を開け、大半の市場において景気に明るい兆しが見えてくる。しかし、その動向が不動産市場にプラスへ作用するスピードはまちまちである。

多額のエクイティが投資物件を探しているが、優良物件に限られている一部の市場では、価格への上昇圧力が増大し、資産価格高騰のリスクに晒されている。また、デットマーケットは依然抑制されており、銀行は不動産関連債権を手放さず、新たな金融規制の脅威もあるため、本質的な回復機運は不在なままである。一方で、企業テナントはより楽観的である。戦略的な計画を再度検討し、市場機会を利用しようとしている。

一部のアジアの都市において回復が加速する中、問題は「いったいつになれば欧州・米国が動き始めるのか」ということである。

ハイライト

- 行き場を失った潤沢なエクイティ資金
- デット資金調達難は依然世界市場を抑制
- アジアパシフィック地域がテナント需要および投資市場の回復を牽引
- 米国では証券化が再生、欧州ではやや劣る
- 企業テナントは計画に基づく楽観

世界経済

デットが信頼感の広がりを阻む

2010年の幕開けとともに世界経済と不動産マーケットのファンダメンタルズは最悪期を脱し、多くの経済がゆっくりではあるものの成長していることが明らかになっている。先日開催された世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）に出席した世界のビジネスリーダーたちのセンチメントは「cautious optimism（用心深い楽観）」であったかも知れないが、金融危機の影響は依然として市場を覆っており、信頼性抑制の最大要因となっている。銀行は不本意ながら何兆ドルもの不動産関連債権を手放さずに保有しており、今後避けることのできない金融規制の強化はさらにレンダラーの警戒感を強め、資金供給の抑制をもたらすであろう。

センチメントの改善は見られるが、市場は二番底への警戒感を緩めていない。一例として世界中が認識しているのは、各国、特に欧州と日本における国債の額が経済成長を妨げ、既に脆弱な金融システムの負担となる恐れがあり、そのことが企業景況感や消費者信頼感もしくは行動に影響を落としている。しかしながら、アジアや中南米においては注目すべき明るい材料もあり、厳しい環境にもかかわらず、多額のエクイティ資金が不動産セクターに関心を示しており、コア資産への新たな競争が価格の緊張を生んでいる。また、活発な不動産市場には欠かせることのできない証券化の復活の兆しも一時的にみられる。

Global Real Estate Health Monitor

February 2010	US	UK	Germany	France	Japan	China	Australia
Official Interest Rate	0 - 0.25%	0.50%	1.00%	1.00%	0.10%	5.31%	3.75%
GDP QOQ %	+1.4%	+0.1%	0.0%	+0.7%	+1.1%	+10.7%*	+0.2%
CPI YOY%	+2.7%	+3.4%	+0.8%	+0.9%	-1.5%	+1.5%	+2.1%
Consumer Confidence MOM %	+4.3%	+4.3%	-5.9%	+3.3%	n/a	+0.6%	-5.5%
Employment YOY %	-2.7%	-1.5%	-0.6%	-2.1%	-1.2%	+1.0%	+1.7%
Retail Trade MOM %	+0.5%	-0.3%	+0.8%	0%	-1.1%	+12.4%	+1.4%
Housing Starts YOY %	+0.2%	-15.6%	n/a	+2.7%	-16.1%	n/a	-6.0%
OECD Leading Indicator MOM%	+1.0%	+1.0%	+1.2%	+0.9%	+1.2%	-0.2%	+0.6%
Manufacturing PMI, Index level	58.4	56.7	53.7	55.4	52.5	57.4	51.0
Stock Market, MOM to 31 Jan	-3.7%	-4.1%	-5.9%	-5.0%	-3.3%	-8.8%	-3.7%
REIT Market, MOM to 31 Jan	-5.8%	-7.3%	+2.6%	+0.7%	-0.6%	n/a	-2.8%
General trend	Recovery	Troughing	Troughing	Recovery	Troughing	Growth	Growth

* Chinese GDP YOY

General Trend:

Worsening

Neutral

Improving

Source: Global Insight, Global Property Research, FRB, BOE, ECB, BOJ, PBC, RBA, Jones Lang LaSalle

最新のグローバルリアルエスレートヘルスマニターは主要な世界経済においてばらつきのある回復が始まっていることを示しており、大部分の国において GDP が改善している。アジアパシフィック地域が回復を牽引しており、他地域をはるかにしのぎ、2009年第4四半期において前年同期比で7%を超える成長を見せている（日本を除く）。最新データでは、地域全体の雇用見通しの改善だけでなく消費者や企業信頼感の回復が見られ、貸取引量の増加につながっている。中国の実質 GDP 成長率は2009年第4四半期において前年同期比10.7%まで加速しており、通年での成長率は8.7%と、政府の目標である8%を上回っている。

米国、欧州においては、回復のペースは大幅に遅れている。2009年第4四半期における米国の経済成長は前年同期比5.7%とまずまずの結果となっているが、2010年の米国・欧州の回復規模や程度については不透明なままである。両地域が経済成長にあたって直面している問題は、個人消費の落ち込みや深刻な財政赤字、景気刺激策の解除、雇用なき景気回復、高い失業率などである。

しかし、製造業については世界規模で回復スピードの加速が見られる。世界のメーカー企業の大部分が、2008年後半から2009年初頭にかけて生産高および新規発注が激減したが、現在は増加を報告している。生産高の増加の大部分は、ここ1年の在庫調整が進んだことによる、新たな在庫の積み上げを反映している。

今のところ雇用の増加は部分的であり、（主要先進国においては）豪州とシンガポールのみが年間成長を見せている。米国の雇用は安定し始めているように見られるが、欧州・日本においては景気低迷時における解雇のスピードが遅かったため、新規採用の余裕がない状況である。

主要先進国におけるインフレ率は依然として低く、この傾向はしばらく続くと予想される。脆弱な労働市場や製造業における生産能力の余剰、住宅市場の低迷、エネルギー産業・製造業における原材料費の総体的な低価格といった、少なくとも目の前のインフレ圧力を抑える複数の要素が世界規模で展開されている。

税収の減少と地域経済に注入された巨額の財政刺激策により、世界各国の財政赤字は増加し続けている。ギリシャ問題は依然深刻であり、財政赤字の影響はスペインやポルトガルといった他のユーロ圏の周辺諸国にも及んでいる。同様に一部の新興国においても増加する巨額の財政赤字に悩まされている。

今後の債務と規制がダボス会議の重要議題

先日開催されたダボス会議は、世界各国の首脳とビジネスリーダーがグローバル経済の今後について意見を述べる貴重な場となった。今年の会議の雰囲気は「用心深く楽観」といった様相で、世界中の企業信頼感の調査結果を反映したものとになっていたが、景気の二番底の回避を断言した。

ダボス会議では次のような主要テーマについて議論がなされた。

- 景気刺激策および債務削減を目的とした政府の支出抑制のダブルパンチによる、欧州、日本、米国における景気低迷。この組み合わせは、いかなる先進国からも経済成長の可能性を奪う。また、世界の金融システムは既存の形のままでは再び緩和しないのではないかと懸念の声が上がった。
- 日本を除いたアジアパシフィックの諸国は今回の金融危機を「西側」の問題として捉えているということ。豪州、インド、中国ともに短期的な停滞を経て、急速な景気回復を見せている。2010年のアジア全体（日本を除く）の経済成長は7-8%と予想され、アジアの諸銀行および政府の財政は概ね良好とされる。
- 景気後退局面にありながらも、サステナビリティへの関心を維持すべきだという意見が一貫して見られた。各種企業や政府は以前にも増して効率的なスペースを求めている。オーナーもまた不動産のエネルギー効率を上げ、長期的な資産価値を維持する必要があると気づき始めている。そして、建物のエネルギー効率を対象とする各国政府の規制がそれに追い討ちをかけているようだ。
- 銀行はビジネスの正常化を希望しているようにはうかがえる。またその多くが証券化マーケットは再開する（しなくてはならない）と考えており、それは投資家からの証券への需要と銀行による債権売却意欲に下支えされている。銀行はバランスシート上必要な融資を抱えることはできないが、不動産担保証券市場が再開されれば、2007年に構造化されたものに比べ今度はずっと透明、簡略かつ小規模で低リスクなものになるであろう。

ダボス会議は不動産業界を取り巻く多くの問題、特にデットと今後の金融規制のあり方の問題を反映していた。銀行の保有する債権とその処理のスピードが依然最大の懸念事項であり、ダボス会議以降、市場は政府債務が景気回復を脅かす可能性について認識するようになった。金融機関への規制公表、規模や複雑性の制限提案（ボルカー・ルールなど）、グローバルな銀行税の要求などが市場テストとなる。すなわち銀行およびレンダーは今後の自らの役割に不安を抱くことになり、用心深くなるであろう。すでにその傾向は、依然保守的な融資方針にもうかがえる。いかなる規制が敷かれようとも金融セクターはさらに資本増強を行わねばならないことになるであろう。すなわち枯渇した資本と新たに必要とされる準備金に見合った額にまで、丹念に債権を圧縮していかねばならない。その結果、資本の毀損を考慮しながらの借入れ見直しや不良債権処理などのペースは引き続き緩慢とならざるを得ない。

世界の不動産

豊富なエクイティ資金がわずかな優良物件を追い求める

不動産投資市場は、売り物件は限られているものの多額の自己資本に支えられている。引き続きデットマーケットは抑

制されているが、一部のアジア諸国では緩み始めている。多くの銀行がすぐには評価損を計上するリスクを取らず、市場の回復を待つ間はローンの期限を延長する体制を整えており、依然多くの資産が銀行に保有されている。不動産のファンダメンタルズに明確な改善の兆しが見えるまで、銀行の保有資産が市場に出されることはないであろう。

マルチボロワー型の案件への関心の高まりと共に証券化を前提とした融資も徐々に米国市場に戻りつつあるが、取引量は依然として少ない。欧州では既存の債権者が CMBS マーケットに対する慎重姿勢を崩していないため、2010年における CMBS 発行数はごく緩い回復を見せた米国よりも更に限定的であろう。

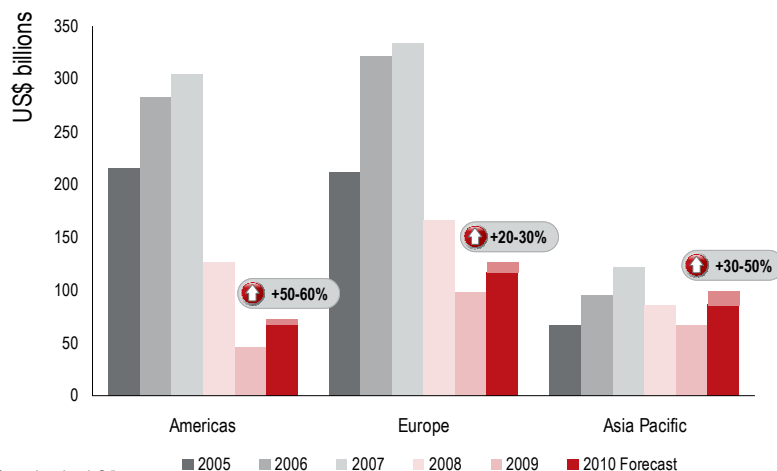
投資サイズが小口化

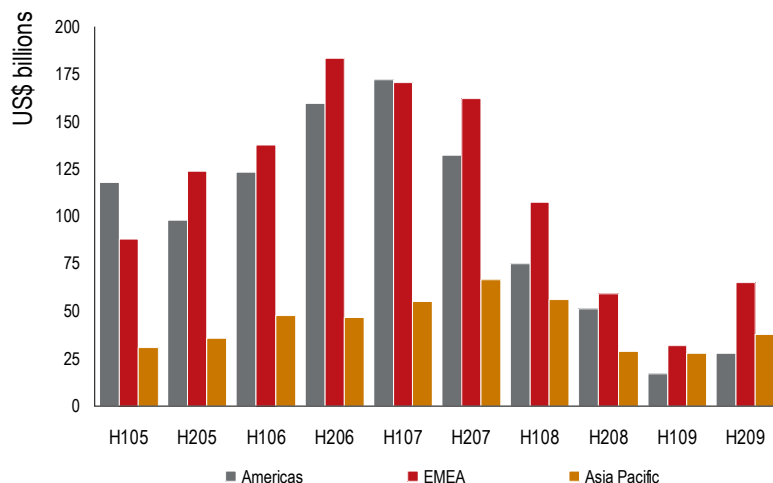
最盛期において、世界中の投資家は国外の商業用不動産を取得するために、国境を越え、記録的な数の取引を行った。そういったクロスボーダー取引の取引総額は 2009 年末には 790 億米ドルにまで半減し、全取引に占める割合はたった 38% となった。これは 2006 年以降もっとも低い比率である。

年間を通じそのペースは様々でタイミングも異なるが、ほとんどの地域において取引量は減少し続けた。南北アメリカでは 2009 年の取引量は 64% の急落となり、450 億米ドルとした。アジアパシフィックにおける 2009 年の取引総額の下落率が最も低く、23% の減少で 660 億米ドルとなっている。同地域では、キャピタルマーケットの著しい反発が見られた。これは強固な景気回復により他地域よりも早い価格の底入れと回復が支えられたことによる。欧州では、昨年の総取引額は 2008 年から 41% 下落し 980 億米ドルとなった。しかし、顕著な改善のあった英国を筆頭に下期には鮮明な回復が見られた。フランス、ドイツ、オランダにおいても改善している。

2010 年の世界の商業用不動産への直接投資については、当社は 30-40% の増加を見込んでいる。南北アメリカにおいてはベース地点が低いため最も速い成長率 50-60% が予想される。アジアパシフィックにおける取引額は約 30-50%、欧州は 20-30% と予想されている。

Direct Commercial Real Estate Investment, 2005-2010





最近の売買取引事例

ロンドン、Victoria House: 2007年以降初のウエストエンドにおける最大取引は、レパノンに拠点を置く M1 Real Estate による Bloomsbury Square の Victoria House 取得となった。売買金額およそ 1 億 7,500 万ポンド、利回り 6.5%とされている。Victoria House は延床面積 30 万平方フィート（約 2 万 8 千㎡）の優良オフィス、店舗およびレジヤ施設の投資案件で、5 割を超える部分を政府が保証するテナントが賃借している。

シンガポール、Robinson Point: AEW Capital Management がシンガポール中心街に所在する 21 階建のオフィスビル Robinson Point を初期利回り 4.6%、2 億 300 万シンガポールドルで取得。

シドニー、Aurora Place: アジアファンドによる豪州への強い関心は、目前に迫った韓国国民年金ファンドの Commercial Property Investment Trust からのシドニー所在の Aurora Place を取得することに代表される（政府による外国投資認可待ち）。取引価格は 6 億 8,500 万豪ドル、㎡あたり 13,771 豪ドル、キャップレート約 6.6%である。

東京、パシフィックセンチュリープレイス: 東京都心部のビジネス街にある大規模コアセットの珍しい取引事例。オフィス、ホテル、商業の複合ビル（延床 8 万 2 千㎡）パシフィックセンチュリープレイスのオフィス部分（3 万 9 千㎡）をセキュアードキャピタルが取得した。

セントルイス、Pierre Laclede Center: KBS Realty Advisors がセントルイスのオフィスビル Pierre Laclede Center（58 万平方フィート）を 7,500 万米ドル、平方フィートあたりおよそ 130 米ドルで取得した。稼働率 96%の当該ビルを売りに出したのは Berwind Property Group で、2006 年にほぼ同額で購入している。

米国のポートフォリオ: カナダの投資家 Brookfield Asset Management のオポチュニティファンドは JP Morgan から 16 物件、計 290 万平方フィートの主にオフィスビルから成るポートフォリオを取得した。この約 6 割を JP Morgan が長期賃借しているため、取引は一部セールアンドリースバックとなっている。Brookfield の取得価格は平方フィートあたり約 70 米ドルである。

ワシントン DC・ボルティモア: 2 月にはワシントン DC とボルティモア郊外のショッピングセンター（39 万平方フィート）の売買取引が成立している。JBG Rosenfeld Retail は Prudential Real Estate Investors からほぼ 100%稼働の当該物件を 7,200 万米ドル、平方フィートあたり 185 米ドルで取得した。Northwestern Mutual Life Insurance が同取引の融資を行った。

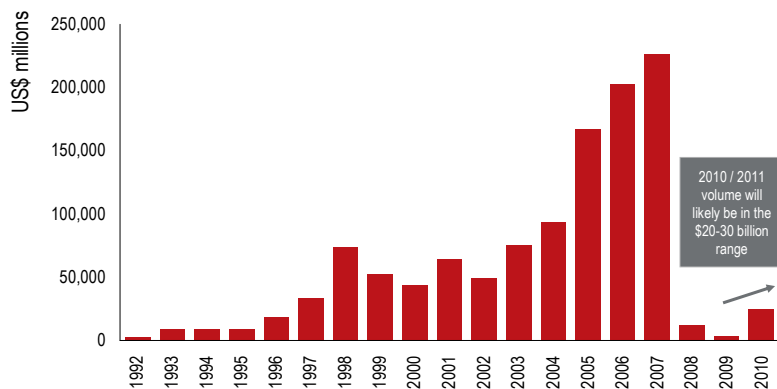
新たな証券化市場に生命を吹き込む

米国では、2つの主要会議、ラスベガスにて開催された Mortgage Bankers Association（抵当銀行協会）の会議とワシントンDCにて開催された CMSA（商業用不動産証券化協会）の会議における楽観的なセンチメントと同調し、投資家の信頼が回復している。銀行が内省的になり、過去の過ちを繰り返すまいと懸命になっている一方で、市場の再燃に必要な変化への高い注目が集まった。議論の中心となった主要な話題は生命保険会社の復活を始めとするレンダーについてであったが、銀行は案件の質の低下について不満を漏らした。両方の会議に出席したほぼ全ての参加者は、不動産のファンダメンタルズは2010年も引き続き圧力を受けると考えているが、既にピークから40%下落している不動産価格に影響を与えるかどうか議論となった。

しかし、恐らく最大の関心は、米国政府がどれだけ証券化市場に関与するのかということであろう。ほぼ全ての参加者は証券化の復活を望んでいるが、今後の規制強化への不安から、レンダーによる証券化に必要なローンの積極的な積み上げはあまり見込めないであろう。

米国市場に再来した securitized lending（証券化）はごく僅かであるが、一部の証券会社（ゴールドマン・サックス、ドイツ銀行、JP モルガン・チェースなど）は2010年にCMBS事業の強化を試みている。2009年に発行された数本のCMBSのうち申込数が発行数を上回ったのはシングルボロワー型の取引のみであったが、このことがマルチボロワー型のポートフォリオへの関心をもたらした。

US Market – CMBS Issuance



Source: Commercial Mortgage Alert, Jones Lang LaSalle

当社が米国レンダーを対象に実施した、Production Expectations Survey（発行見込み調査）によると、全回答者のうち48%が2010年に0-100億米ドルのCMBSの発行を見込んでおり、27%が100-200億米ドル、また21%が200-300億米ドルの発行を見込んでいる。最も楽観的なシナリオでも取引総額はCMBSの発行の最盛期であった時点の2,300億米ドルからはほど遠い数字となることが予想される。

現在、市場の二極化が進みつつあり、最良の取引への資金をめぐり深刻な競争が生じている一方、ほとんどその他取引には資金が流れていない。今後数年間に米国市場が直面する償還期限の到来するローンの額を考慮すると、今後期限の到来する二番手、三番手のローンに対処する具体的な解決策が必要なことは明らかである。現在検討されている規制や法案の変更は、大規模でかつ長期にわたる影響を市場にもたらし、引いては今後期限を迎える商業用不動産担保ローンのリファイナンスにも影響を与えることになる。それゆえ、政府による規制や法案は熟慮が必要であり、政治主導にはならない。

アジアパシフィック主導の回復

アジアパシフィックでの投資取引は、米国が直面する問題による影響を比較的受けておらず、2009年第3四半期から特にクロスボーダー取引において改善している。この取引増加は、賃貸市場がサイクルの底に近く一部の都市においてはすでに回復の初期段階にあることから読み取れる。市場には潤沢なエクイティがあり、特にアジアを本拠地とする銀行は不良債権を保有し続ける体力をもっているため、強制売却は余り見られない。

- 買主の動向に関しては、動向とは言わないまでもプライベートエクイティのグループによる2007年と2008年に調達した資金の投資先についての関心の高まり、もしくは動きが見られる。
- アジアのファンド、特に **National Pension Fund of Korea** やシンガポール政府投資公社、中国投資有限責任会社といった政府系ファンドは活発に投資機会を狙っている。
- 日本では銀行が資産の売却を開始しており、過去数ヶ月で6-8件の取引が確認されている。買主は主に国外ファンドである。
- 中国の投資市場は活発で国内の投資家が取引の中心となっている。しかし、オフショア取引に関する規制の強化案により対外投資が制限される懸念がある。
- アジアパシフィックのデットマーケットも緩和され始めている。例を挙げると、シンガポールのオフィスビルのリファイナンスに対するスプレッドは、ほんの1年前にはリスクフリーのベース金利に300-400bpであったものが、つい最近のものは185bpとなっている。

欧州では休止と内省

2009年第4四半期の熱狂の後、**欧州**特に英国では、市場が「休止と内省」の時期を迎えており、欧州の不動産を対象とするエクイティ資金の大幅な積み上げには激しい矛盾が生じている。

- 当社では、英国の不動産のみを投資対象とするエクイティ資金だけでも優に500億ポンドを超えると見積もっている。リテールファンドや機関投資家、個人富裕層といった不動産を投資対象にせざるを得ない投資家が数多く現れているが、供給不足に不満を抱いている。
- 「第一級 (prime)」の定義に変動はあるものの、エクイティ投資家の関心が第一級の資産 (prime property) に集中しているため、価格上昇をもたらしている。
- デット市場は依然抑制されており、不動産を対象とする多くのエクイティ投資家は困難な資金調達や投資対象の不足により不満を抱いている。
- 欧州において資産放出の三大源はロイズ・バンキング・グループ、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド、アイルランドのNAMA (National Asset Management Agency) である。今後1年半で300億ユーロのローンがバランスシートから外されることが予想されており、その多くは英国を拠点とするローンである。
- 英国ではREITマーケットの再編を目の当たりにしている。一例を挙げると、Liberty Internationalは61億ポンドのポートフォリオをショッピングセンターREITとロンドンの不動産事業に分割することを発表した。
- 欧州大陸のデット市場の問題解消は今後2年間では完了しそうにない。CMBSのエクスポージャーの解明は複雑で時間がかかる可能性が高い。
- 最近英国で実施された量的緩和の中断により、債券利回りが押し上げられ始めている。しかし、巨額のエクイティ資金が投資対象を探中、不動産の利回りは一時的に債券とは異なる動きをするであろう。

米国では前向きな意見が

米国においては投資家信頼感が改善しており、これは最近ラスベガスにて開催された抵当銀行協会の会議とワシントンDCにて行われたCMSAにおいても顕著であった。銀行関係者が内省的になり、過去の過ちを再び犯すまいとする一方、市場を再燃させるための変革に焦点が当たった。

会議の主要テーマは次のようなものである。

- 生命保険会社をはじめ、レンダーが市場に戻ってきた。しかし、金融機関は取引の質に不満を唱えている。多くの生命保険会社は新商品への割り当ての2、3倍の資金を備えて市場参加してきている。現在は堅固な市場の安定資産に限定しているが、いずれのレンダーも市場に出てくる数少ない取引については、熾烈な資金調達競争が繰り広げられているという。また、リファイナンスすべき優良資産も既存のレンダーにより借入れが繰り延べられている、とのクレームもあった。今のレンダーがベストではない、と借主が気づいた時点で融資額は増加すると見られている。幸い、現在借入れ金利は6%台から7%台前半にあり、レバレッジがプラスとなるため新たな売買取引が期待される。
- いずれの会議においても大半の参加者が不動産ファンダメンタルズは引き続き2010年を通じて逆風に晒される、との見解を持っていたが、これがすでにピーク時から4割も下落している不動産価格に影響を与えるものかは議論の余地があった。中にはすでに投資家がそれを見越して投資を行うため、競争入札のうねり資産価格の高騰を招くという者もいた。投資に向けた十分なデットとエクイティがあるため、不動産市場のさらなる軟化を回避できるとの見方が大方であった。実際のところ、2009年第4四半期の商業不動産の売買取引額のデータは市場が緩んできたことを示している。取引総額は2009年第1四半期から9割増加となっており、ほぼすべてのセクターの不動産において2009年1年を通じ四半期毎に増加傾向が見られた¹。
- これまでの時点で、レンダーが提示するリスクプレミアムの上昇幅は政府の10年債が持ち直したことによってカバーされている。長期国債の利回りが低水準にあるため、11月と12月には3件のCMBS発行が可能となっている。多くの市場参加者は10年債の金利が上昇すれば、引き続き弱含みの商業不動産市場の回復に打撃を与えるのではないかと案じている。主にこれは今後の連邦準備銀行の動きにかかっていると云える。
- 議論の中でもつばら話題に上がりながらも先行きの見えないトピックは、米国政府が証券化市場にどの程度関与するのかということについてのものであった。ほぼ参加者全員が証券化の復活を望んでいるが、今後の規制に対しての信頼が得られない限り、レンダーは証券化着手に必要な額のローンの積み上げには消極的であろう。FDIC（連邦預金保険公社）によるリスク保持要件では、今後銀行が発行する金融商品を発行者のバランスシートに計上することとなっているからである。FDICは市場からの意見を求めているが、発行者に対して資産プールの信用リスクの最低5%は証券化の期間中に譲渡やリスク分散せずに保持することを含んだ概要を配布した。これは証券化を行う経済的インセンティブを排除し、ひいては証券化市場の縮小を示唆するマイナス要素と捉えられる。しかしながら、米国の上下院議会は同様のリスク保持を要求しながらも、そのリスクを第三者に譲渡可能とする独自の金融規制改革に取り組んでいる。こういった動きをさらに複雑にしたのが、大統領による金融規制改革立法への追加条項である。銀行による自己勘定売買の禁止と大手金融機関による預金外債務への限度額の設定という2項である。

投資家の目はブラジルとメキシコへ

ブラジルは引き続き投資家の注目を浴びている。アジアパシフィック地域外において力強い経済成長を見せる（直近のエコノミスト予想では2010年に5%の成長としている）数少ない国であり、国内外の投資家がこぞってブラジルの不動産購入を希望するか、ファンドに投資を行いたいとしている。Tishman Speyer、Vision、Prosperitasといった投資顧問会社は外国ファンドの資金集めを行っている。しかし、所有者に有利とはいえない貸借形態がドイツ資本を遠ざけており、投資家の期待利回りも高い。キャップレートはAAクラスのオフィス物件で10.5から11.5%、一方現地の金利は8.75%である。市場に投資適格な優良資産が少ないことが、短期的にはキャップレート低下を招く恐れがある。

¹ Real Capital Analytics

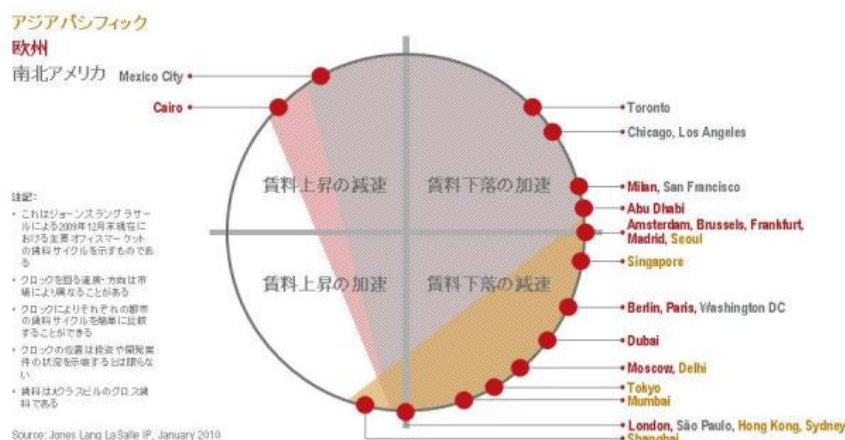
メキシコは世界的な景気後退により打撃を受けたが（2009年のGDPは7%の減少）、メキシコシティのオフィス需要は比較的安定しており、ここ数ヶ月にも大型賃貸取引が成立している（New York Life、GE、Danone、Monexなど）。賃貸取引の総面積は200万平方フィートとなり、新たな契約面積が解約面積を120万平方フィート上回った。これは前年比8%の減少、ピーク時の約半分である。

金融機関が商業不動産投資家向けに実行した優良資産を対象とした融資は、金融危機以降の価格調整を鑑みてもエクイティ部分が大半を占めており、国内においてレンダーは大規模な融資の焦げ付きを経験していない。現在メキシコの銀行システムではスペインの銀行の存在感が大きいことから、今後スペインの金融機関が難題に直面すれば、ますます建設ローンや開発プロジェクトへの融資条件が厳しくなることが懸念される。

メキシコは再び多くの海外投資家の視野に入っており、ドイツ系ファンドも関心を寄せ始めている。米国や欧州の優良不動産のキャップレートが下降して来ている中、メキシコのキャップレートは魅力的なプレミアムを提示しており、投資家はほんの数ヶ月前にはさほど魅力的ではなかったメキシコに再び投資対象を求めるようになっている。

企業による今後の計画

グローバルオフィス プロパティロック 2009年第4四半期



アジアパシフィックでは需要が供給を上回る

アジアパシフィックでは世界に先駆けてテナント市場が回復基調になった。この2、3ヶ月の間にマーケットが底入れする兆しが見えてきている。

- ・ アジアパシフィック全体においては、2009年第4四半期の新規契約面積が解約面積を上回り（前期比ほぼ2割アップ）、米国や欧州とは異なった傾向が見えた。しかしこの需要の一部には今期竣工ビルへの既約分も含まれている。
- ・ 特に中国ではテナント拡張の動きが顕著であり、地元企業が市況を逆手に、より高スペックのオフィスへ移転している。

- その他の国について言えば、香港とシンガポールでは金融セクターからの需要増加が見られ、ソウルではテナント優位の市場が賃貸取引を活発にしている。また、インドにおいては大型のアウトソーシング需要が復活してきている。
- ほぼすべてのアジアの都市において賃料の下落ペースが鈍ってきている。上海と香港の賃貸市場ではオーナーが募集賃料を上げ始めている。

当社では**アジアパシフィック**の賃貸市場の先行きを、用心深く楽観視している。雇用もわずかながら回復しており、2010年は大まかに二部に分かれるものと予想する。上半期は慎重な動きが見られ、下半期に実際の取引が動く可能性を秘めている。しかし、ネットアブゾープション（ネット需要）は今回の市場低迷以前の水準に届かないであろう。

米国は市場が二層構造に

米国においても用心深く楽観的なビジネス展望が散見されるようになり、テナント市場にも幾分動きが見られた。こういった信頼感は迅速な意思決定や長期契約につながる。全般的に企業収益が良好との発表があり、収益拡大と製造業の在庫調整が進んだことにより、GDPが上方修正され、雇用喪失も抑制された。しかし、消費者心理は依然冷え込んだままであり、回復の第一歩は民間セクターにおける「雇用なき」回復になるであろう。また、最優良な借り手に対してのみ信用が付き、多くの中小企業もしくは格付を取得していない企業は事業拡大に向けての資金調達ができない。そういった状況が引き続き賃貸市場の需要マイナスに影響を及ぼすであろう。

- 2009年第4四半期の市場統計は、拠点統合、アップグレード、賃貸面積の適正化などにより賃貸活動が活性化したことを示している。
- オフィスと工業系施設のテナントには信頼が戻りつつあり、意思決定への準備も整いつつある。短期的な意思決定から長期的な戦略策定への転換も顕著である。しかしながら、行き詰ったオーナーや投資適格外のビルのテナントにとっては移転にあたっての資金調達が難しく、賃貸取引を限定的なものにしている。
- サブリースの空室率は2009年後半にピークを迎えたと思われるが、企業が賃借しているにも関わらず実際には使用していないスペース（稼働率の8-10%にあたりと推察される）の存在は、2010年の雇用回復基調の際に稼働率上昇の足を引っ張るリスクとなる。
- 表向きの空室率が引き続き高い水準にあり、いまだピークを迎えていない中、多くの都市では一部オーナーの財政状況悪化がテナント内装工事費用の負担を妨げ、需要の取り込みが厳しい状況となっている。
- テナント市場の二層化が見られる。財政状況が健全で景気回復への準備の整っている投資適格企業と、引き続き毀損したバランスシートを抱えて困窮していたり、事業拡大を銀行からの借入りに依存している小企業は著しく対照をなしている。
- 一部の専門業務会社や製造業者については、2009年の厳しい人員削減を経て雇用を再開しているが、短期的に使用スペースの真の拡大が見込まれるのは連邦政府、医療関連、エネルギー、グリーン技術など限られたセクターとなる。

欧州の計画的なオポチュニズム

欧州のテナント状況はアジアパシフィック地域ではなく、米国のそれとより密接に連動しており、いまだ雇用改善の兆候も見られない。

- 2009年第4四半期にオフィス賃貸取引の増加（底を基準とした）を記録したにも関わらず市場は未だに低迷しており、企業によるスペース拡張が市場に影響を与えるようになるには、まず現在抱える余剰スペースは消化されなければならない。ネット需要はいまだ西欧諸国でマイナスとなっている。

- しかし、軟調な不動産市場を好機と捉え、ビジネスの長期的ニーズを視野に戦略を立てようという機運も高まってきている。このような動きはビジネス環境とバランスシートの改善によってさらに拍車がかかり、不動産マーケットの回復より早い時期に見られるであろう。
- こういった計画的オポチュニズムの台頭は、一部市場の悪化ペースが鈍化してきているという認識によるものである。賃料が底入れに近くなっており、2011年以降の新規供給も限定的である。コストに敏感なビジネスにとって欧州の優良オフィス賃料は、ピークであった2008年末より現在15%低い水準にあり、依然好条件といえる。
- また、テナント企業が一般的な賃料再交渉や契約更改から一步踏み込んで、よりスペックの高いビルに同水準もしくはより低いコストにて移転しようとする動きが見られる。こうした傾向が中心地ではなく周辺のサブマーケットへの関心につながっている。これらサブマーケットには質の高い、効率的なビルのストックが見られるからだ。しかし、一部の都市においてはテナントが必要とするスペースを縮小したため、中心商業地域が再び脚光を浴びている。
- テナントの動きとしては、ポートフォリオ見直しの一環として避けては通れないスペース配分の見直しと変更が中心になる。あらゆる選択肢が検討され、計画に則って遂行されるであろう。特に財務状況が健全な企業は、今後1年間の市況をフルに利用すると思われる。
- 今後拡大が見込まれるセクターは特にないが、グリーンテクノロジーのセクターが有力候補となりそうだ。アジアパシフィックとは異なり、大幅な雇用増加の気配はない。欧州全域において公共セクターに対し不動産ポートフォリオの秩序、効率、コスト削減を求める機運が高まっており、より明確な不動産戦略を適用するべく圧力がかかっている。金融セクターは規制改正案の枠組みが明確になるまでは、引き続き安定を保つであろう。

今後の見通し

経済、ビジネス、金融—今後の注目点

- **政府債務** — 政府による財政赤字が今後問題になるのは、日本、米国、英国および多くのユーロ圏諸国である。政府債務は特にユーロ圏では問題であり、市場は引き続きEUに対し地域の債務規模の把握を迫ることだろう。また、国家の赤字は支出削減と金利上昇につながり、経済成長の足かせとなる。
- **脆弱な金融機関、金融規制と税制** — 現在の金融システムでは、いずれまた崩壊する時が来るのではないかという懸念が依然としてある。業界関係者でさえもシステムの改革と規制の改善が必要だという見方をしているようだ。米国では銀行の規模と業務の複雑化を制限することを提案する「ボルカー・ルール」と銀行税の導入が検討されている。一方バーゼル委員会では資本の適正基準を見直しや、グローバルな銀行税の適用（6月開催のG20会議にて可決の可能性あり）が検討されているため、銀行は引き続き慎重姿勢を保っている。そのため資金の調達コストが上昇し、一時的にリスク回避と取引の先送りが予想される。現在検討されている法規制の変更が将来、長期的に市場に大きく影響を及ぼすことは間違いない。
- **インフレ vs デフレ** — 先進国においてインフレ率は上昇しつつあるが、依然低い水準にあり、ここしばらくはこの傾向が続くと考えられる。一部の国ではインフレのリスクが高まる懸念があり、特に中国では政府による信用拡大策（昨今の引き締めにも関わらず）によりその可能性がある。短期的にはグローバル規模で複数の要素がインフレ圧力を抑制している。それら要素とは脆弱な労働市場と住宅市場、そして比較的安価なエネルギーおよび工業原料である。
- **金利の正常化** — バーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）議長は政策金利の上昇と米国の金融システムから流動性を引き上げる構想を公表した。イングランド銀行は量的緩和を中断、中国は金融機関に対し、2ヶ月間で2度にわたり、必要準備金率を引き上げて金融引き締め対策に乗り出した。重大な政策転換には未だ至っていないが、これらの警告は中央銀行が「金利の正常化」に動き出していることを示唆しており、それによって投資家意欲がそがれる危険性がある。

不動産—今後の注目点

先に述べたマクロ要素は、現在のような景気および金融の先行き不安における不動産市場のファンダメンタルズとなるが、次のような重要問題もまた無視できない。

- **組織再編、再生、再建**—過去2年間におよぶ金融危機は投資家、テナント企業、サービスプロバイダーにとって不動産の見直しを大幅に見直す機会となった。これからは新たなタイプの投資家の出現、既存の投資家による分散化と再編、そして統合・買収によってテナント側にも激動があるだろう。
- **投資家利回りとリスクの許容範囲**—ここまでエクイティが大きな部分を占め、LTV（借入比率）が低下し、賃料上昇が見込み薄になった現在、いったい投資家が優良資産について求める利回りとリスクプレミアはどうなるのか？投資家がAグレードを下回る資産や付加価値資産、開発プロジェクトなどに対してリスクをとるようになるのはいつなのか？
- **不動産価格高騰**—一部の市場においては脆弱なファンダメンタルズに対し、大量資本が不動産を狙って流入することによる不動産価格の高騰リスクがある。この度合いは市場によって開きがある。
- **英国は「先導者」**—英国の投資市場は投資取引の増加を牽引し、価格の上昇と価値の回復をもたらした。過剰な資金が引き続き英国市場を活況にするであろうが、根本的なファンダメンタルズにこれといった上向きの要素はなく、近く選挙も控えている。