



アジア不動産に対するマルチアセットの視点



Pearly Yap

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）



Ye Li Ping

債券・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）

不動産管理、物流施設、データセンターなどの不動産の新たな成長分野が、アジア不動産の投資家に新たな投資機会をもたらすことが期待されています。

同時に、中国政府当局による“不動産開発業者の負債に上限を設定する新規制「三条紅線（3本のレッドライン）」”の運用開始により、中国不動産セクターの債券運用者は、巧みな銘柄選択によって、付加価値を創出することができそうです。

私たちは、アジアの不動産の株式と債券をより深く分析することで、低金利環境下においても投資家に魅力的なインカム獲得機会を提供し、分散投資の効果をもたらすことができると考えています。

新型コロナウイルスの感染拡大の影響によってアジアの不動産セクターの様相は大きな変化を遂げましたが、一部の地域ではポジティブな面もみられ、アジアの不動産は依然として魅力的な資産クラスとなっています。

利回り水準をみると、アジア不動産株式（除く日本）の現在の配当利回りは4.2%で、米国不動産株式の同3.1%、欧州不動産株式の同3.4%、世界不動産株式の同3.4%、を上回っています¹。

一方、現在のバリュエーション（投資尺度）は、12ヵ月先予想PER（株価収益率）が8.1倍と、10年前の平均値と比べて約30%低い水準となっています²。

新型コロナウイルスは私たちの社会や経済のあり方を一変させる構造変化をもたらしましたが、一方で長期的にみて非常に有望な成長分野が生まれています。同時に、世界経済の正常化は、現在は売られ過ぎて割安な水準にある不動産セクターの株式に投資機会をもたらします。

また、アジアの不動産セクターの債券インデックスであるJACI不動産インデックスの現在の米国債に対するスプレッド（上乗せ金利幅）は572ベースポイント（5.72%）³と魅力的な水準となっています。

1. アジア不動産株式（除く日本）はMSCI AC Asia ex Japan Real Estate Index、米国不動産株式はS&P500 Real Estate Index、欧州不動産株式はMSCI Europe Real Estate Index、世界不動産株式はMSCI World Real Estate Indexを使用。
2. Refinitiv（2020年12月31日）
3. JPMorgan, Bloomberg,（2021年2月15日）

英国ブルーデンシヤル社は、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シヤル・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シヤル・アシユアランス社とは関係がありません。

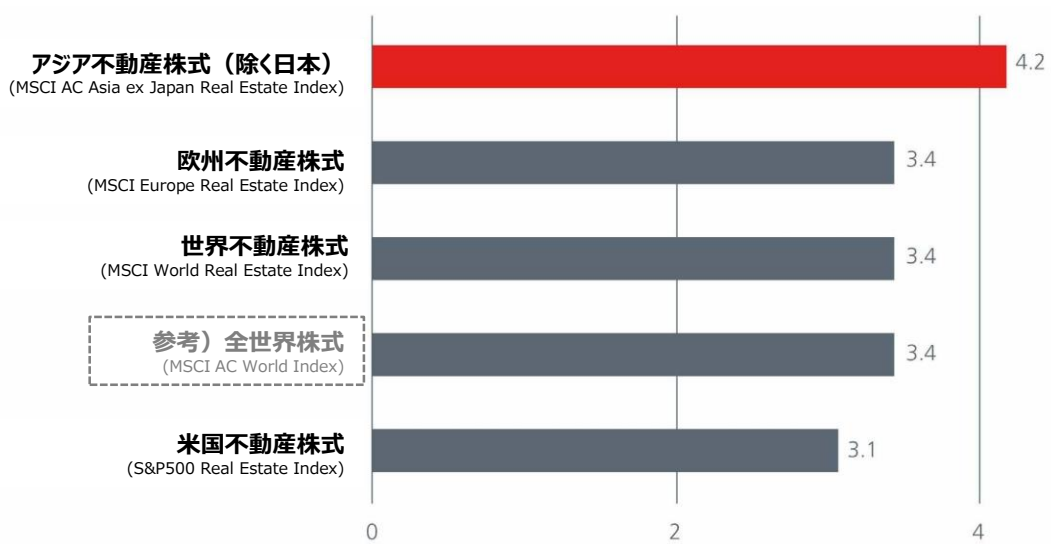
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

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

210401(01)

図表 1: 世界の不動産株式指数の比較 – 配当利回り (%)



出所 : Bloomberg L.P. (2020年12月31日時点)

中国の不動産開発業者に対する新規規制の運用開始は、このセクターの過度な借入金などのレバレッジを抑制するのに役立つとみられます。

また、債券アクティブ運用マネージャーは中国不動産セクターの債券の巧みな銘柄選択によって、付加価値を創出することができるでしょう。

アジアの不動産の変化

新型コロナウイルス以前のアジアの不動産セクターは、主に小売、住宅、病院、オフィスといったカテゴリーが投資家の注目を集めていました。

しかし、2021年以降は、データセンター、研究開発施設（テクノロジーパーク）、物流施設などがより大きな注目を集めることでしょう。ここではアジアの不動産株式の中で、今後成長が見込まれる2つのセグメントについてご紹介します。

① 物流施設

アジア太平洋地域におけるEコマースの普及は、今後も倉庫需要を牽引します。アジア太平洋地域のEコマースは、2020年時点で、既に2兆米ドル規模の市場になっており、地域別では世界最大の市場となっています。また、2023年には3.9兆米ドルに達することが予想されています⁴。

すでに、一部のEコマースを展開する小売企業は洗練された物流を展開していますが、Eコマースの消費者の購買行動は常に変化しています。これらの変化に対応するためにも、後発組の企業はEコマースの物流施設への投資を拡大していくでしょう。

こうしたことから、ラストワンマイルの物流施設（エンドユーザーである消費者に最も近い物流施設）は引き続き高い需要があると考えられます。

物流施設ではEコマースの成長に加えて、新型コロナウイルス後の世界経済の正常化に伴う貿易の回復の恩恵を受けることが期待されています。国際通貨基金（IMF）は、2021年の世界の輸出入量は前年比8.0%増になると予想しており、2020年の前年比9.6%減から大きく反転するとしています⁵。アジア太平洋地域では、最近の東アジア地域包括的経済連携（RCEP）協定締結により、域内の貿易活動が活発化する可能性があります。

不動産サービス大手CBREは、2021年にはアジア太平洋地域のすべての市場で物流施設の賃料が上昇すると予想しています。特に中国の上海などの一級都市は、リース需要の回復と都市部の物流施設の供給不足を背景に、その牽引役となるでしょう。

4. Eコマース流通取引総額ベース（消費者が購入した商品やサービスの売上の合計額）、バンク・オブ・アメリカ（2020年10月）

5. 国際通貨基金（2021年2月）

②データセンター

2020年、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウン（都市封鎖）やソーシャルディスタンス（社会的距離）などの感染防止策が経済活動を圧迫する一方で、インターネットのデータ通信量の増加が続いています。

アジアのさまざまな国で、2020年上半期にデータ通信量が前年同期比で25%から71%増加しています⁶。

次世代通信規格「5G」やあらゆるものがインターネットにつながる「IoT」などの新技術の登場により、データ通信量の増加は今後も続くことでしょう。

オンラインゲームや拡張現実（AR）/仮想現実（VR）などの台頭により、低遅延かつ高いパフォーマンス性能が求められ、消費者のデータ消費量が急増すると、より多くのデータストレージ（記憶装置）が必要になります。また、企業は消費者の行動に関するより多くの情報を収集するようになっており、データセンターの需要を促進します。

データストレージだけでなく、人工知能（AI）や機械学習を利用したアプリケーションの利用が増えていることも、データセンターの需要を高めています。

これらのアプリケーションは、しばしば広範なコンピューティングリソースとパワーを必要としますが、通常は企業が所有するインフラの能力を超えています。そのため、インフラとしてのデータセンターの活用が求められています。特に、中国のデータセンターの見通しは明るいと考えられます。当社が注目している中国のデータセンター銘柄の株価は、2020年の1年間で平均2倍になりましたが、中国でのデジタル導入の拡大と政府の支援政策が、今後もデータセンターへの評価の下支えになると考えています。

クラウドコンピューティング*においては、中国のクラウドのインフラやサービス市場は世界第2位の規模を誇りますが、第1位の米国の10分の1に過ぎません。同時に、中国のIT投資に占めるクラウドコンピューティングの割合は、米国の11.4%に対して、2.7%に過ぎません⁷。（図表2参照）











* インターネットなどのコンピュータネットワークを経由して、コンピュータ資源をサービスの形で提供する利用形態

これらの数字は、中国のクラウド市場、ひいては中国のデータセンターに非常に大きな成長余地があることを示しています。中国政府は、経済のデジタル化に向けた取り組みを強化しており、高速通信規格「5G」に注力していることから、その可能性はさらに高まっています。

6. Citi Research（2020年10月）

7. The National Association of Software and Service Companies

図表 2: 国別にみたクラウドコンピューティング支出（2018年）

| IT支出額（単位：10億米ドル） | | | IT支出額全体に占めるクラウドコンピューティング支出の割合 |
|------------------|---|-------|-------------------------------|
| UK |  | 137 | 11.4% |
| USA |  | 911 | 11.4% |
| Canada |  | 63 | 11.3% |
| Australia |  | 48 | 7.7% |
| World |  | 2,362 | 7.9% |
| Germany |  | 103 | 6.9% |
| Brazil |  | 40 | 7.9% |
| India |  | 42 | 6.0% |
| China |  | 172 | 2.7% |
| Russia |  | 15 | 2.9% |

出所：The National Association of Software and Service Companies.

中国不動産セクターの債券にとってポジティブな展開

中国不動産セクターの見通しは、予想される企業収益の回復と不動産市場への過剰な流動性供給の低下を背景に、おおむね安定しているようです。

大手の不動産開発業者の契約ベース売上高は2021年1月に前年同月比で66%も急増し、2021年2月も低水準にとどまった前年1月と2月に比べて堅調に推移すると予想されています。

中国政府はこれまで、住宅ローンの規制、価格の上限設定、住宅購入の制限、販売許可証の発行基準の変更などにより、不動産部門のバブルを緩和することに注力してきましたが、現在は成長の質に焦点を当て、新たな規制「三条紅線（3つのレッドライン）」*を示して不動産開発業者のバランスシートに対する監視を強化しています。

* 不動産開発業者を負債水準などで分類し、レッドラインに抵触した場合は融資枠を制限する規定

この中国の新規制では、不動産開発業者の資金調達活動を3つのレッドライン（超えてはならないとされる基準値）に照らして評価することが義務付けられています。不動産開発業者は、①総資産に対する負債比率が70%を上回らないこと、②自己資本に対する負債の比率が100%を上回らないこと、③短期負債をカバーする十分な現金を保有していること、を証明する必要があります。この3つの基準をすべて満たした不動産開発業者は、新規の資金調達が認められますが、既存の債務の15%までとなります。（図表3参照）

不動産開発業者は、これらの新規制のより詳細な内容の公表を待っているところですが、レバレッジ（負債比率）の高い大規模な不動産開発業者の一部は、すでに政府当局から試験運用に参加するよう要請されています。

当社は、これらの新規制によって、これまでの不動産開発業者の過度なリスク選好姿勢が正常化に向かい、業界全体のレバレッジが低下することは、長期的にはプラスになると考えています。

同時に、これらの新規制で定義された基準は、不動産開発業界全体で共通の尺度を提供し、これまで企業によってまちまちだった開示基準から生じる曖昧さを軽減するのに役立ちます。

債券アクティブ運用マネージャーは中国不動産セクターの債券の巧みな銘柄選択によって、付加価値を創出することができるでしょう。例えば、私たちは、レバレッジを改善させることができる企業を選好しています。しかし、銀行が財務体質の脆弱な企業への融資を減らそうとすることで、企業は苦境に陥り、さらにはデフォルト（債務不履行）に陥る可能性もあるため、状況を慎重に見極める必要があると考えています。

現時点では、財務指標が良好で、継続的に融資を受けられる可能性の高い大手の不動産開発業者を選好しています。一方、新規制は不動産開発業者による過度な新規の債券発行を抑制する働きがあり、債券の評価を支えることになるでしょう。

図表 3: 中国の不動産開発業者に対する新規制 – 三条紅線（3本のレッドライン）

三条紅線の規定（超えてはならないとされる3つのライン）

- ①総資産に対する負債比率が70%を上回らないこと（前受金の除外後）
- ②自己資本に対する負債の比率が100%を上回らないこと
- ③短期負債をカバーする十分な現金を保有していること（現金に対する短期負債の比率が1を上回らないこと）

| <規定を超えた項目数> | <負債の伸びに対する制限> |
|-------------|----------------|
| 0 | 15%以内に抑えるように指導 |
| 1 | 10%以内に抑えるように指導 |
| 2 | 5%以内に抑えるように指導 |
| 3 | 負債の増加を認めず |

出所：各種報道を基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

新たな成長分野、新たな投資機会

新型コロナウイルスは、アジアの不動産にとって、すべての面でマイナスというわけではありません。むしろ、不動産セクターの内部で、進化する業種と新たな成長分野が台頭し、投資家に新たな投資機会をもたらすでしょう。

私たちは、不動産管理、物流施設、データセンターなどの動向を注視しています。一方で、不動産のニーズや利用法の変化は、小売施設や商業用オフィスの未来を形成し、新たな息吹を与える可能性があります。

売られ過ぎの業種や銘柄には戦術的な投資機会（投資妙味）がありますが、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的な感染拡大）の影響で、移動制限が続くと、ホスピタリティ・セクター（主に宿泊および観光）には引き続き悪影響が出ることが予想されます。

中国の不動産は、その巨大な市場規模と成長可能性から、重要な市場です。中国の不動産開発業者にとっては、政府による3つのレッドラインによって信用リスクの測定方法が再定義されたように、当社は中国の広範な不動産市場に影響を与える可能性のある新しい規制に注意を払っています。

最近、中国では同国初の公募不動産投資信託（REIT）がまもなく上場する予定であることが発表されましたが、これは巨額の市場に成長する可能性がある市場に投資家がアクセスできるようになるための最初のステップです。なお、中国のREITの展開については、今後数カ月のうちに、改めて詳しく解説する予定です。

リスクとチャンスがどこにあるのかを十分に理解した上で、アジアの不動産関連の株式や債券を慎重に選択することで、低金利が続くことが予想される市場環境下において、信頼性の高い定期的な収入源を含む魅力的なトータルリターンを投資家に提供できると考えています。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<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、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマ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はご遠慮ください。○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。