

エグゼクティブサマリー

リーマン・ブラザーズの倒産が世界金融危機と経済破綻を招いてから1年と数カ月が過ぎましたが、アジア太平洋地域の資産市場は欧米の資産市場に比べ、驚くほど堅調さを維持しています。2008年から2009年初頭にかけて不動産価格と賃料が急落した点では欧米と足並みを揃えたものの、アジア太平洋地域の市場は、一連の財政政策・金融刺激策に支えられた中国経済の驚異的な回復力により、2009年後半には持ち直しました。

その結果アジア市場の多くが、2009年末に向けてポジティブな信号を発し始めました。まず、非常に低い水準からだったとはいえ、取引量が反発しました。この中で中国の占める割合は圧倒的に大きいものでした。価格もアジア太平洋全域にわたって回復しました。多くの場合、価格の上昇は緩やかなものでしたが、一部の資産クラスや一部の地域(ここでも特に中国)において大きな動きが現れています。

さらに、これまでのところアジアの不動産部門では不良化した資産の売却がほとんど行われていません。これについては、追加注入された流動性が大きな役割を果たしましたが、ほかにも次のような要因が挙げられます。

- アジアでは LTV(負債比率)が欧米で見られるほどの高さに達したことは一度もありません。そのため、不動産価格が下がったとはいえ、多くの貸手がローンの回収に問題を抱えるほどには至りませんでした。
- アジアの銀行はデリバティブ投資で大きな損失を被ったわけではなく、概して十分な資金を保持しているため、コベナンツ(制限条項)に抵触している可能性のある借手に対し、抵当不動産の差し押さえを行うという強い動機がありません。また、いずれにせよアジアのビジネス風土では一般的に、差し押さえという手段は嫌われています。
- アジア太平洋地域の大手機関投資家は、その多くが資本市場(特にオーストラリアとシンガポール)を通して資本の再構成を行い、負債を返済することができました。
- 企業の景況感は総じて強さを保っています。

にもかかわらず、資金調達は極めてタイトな状況が続いています。

従来、アジアにおける不動産投資では、銀行の融資による資金調達が圧倒的に多かったのですが、クラッシュ(大暴落)の後には、銀行は優良取引先(通常は最大手の得意先)以外への融資には消極的になっています。レバレッジも下がりました。さらに、基本レートは非常に低く抑えられているものの、借入コストは高くなっています。これはつまり、アジアの不動産取引において20%を超えるオポチュニスティックな利回りが得られた時代は終わったのかもしれない、ということの意味しています。

同様に、リファイナンスも難しいものになっています。だが銀行は一般的に、たとえ借手に対してギアリング(レバレッジ)の低下や以前より遙かに大きいスプレッドを要求することになっても、取引をまとめることに積極的です。この例外は日本で、外資系銀行が市場から撤退したため、多くの借

手は一般的に高いレバレッジと大量の CMBS 発行残を抱え、資金調達先を確保できずに途方にくれています。そのため日本は依然として、2010 年以降に大量の不動産資産が不良化する見込みが最も高い市場となっています。

一方で、アジア太平洋地域における投資の流れは大きく変化しました。欧米の機関投資家はアジアへの配分を続けていますが、その比率は大幅に低下しています。また、資金をほかの目的に使いたがっている、あるいはその必要に迫られている投資銀行は、この地域から大量の資金を引き上げました。彼らが市場を去った後、アジア太平洋地域の投資家が名乗りを上げました。その多くはソブリン・ウェルス・ファンドなどの大手機関投資家です。アジアの投資家はまた、不良化した資産の取得機会が欧米で増え始めていることから、そちらにも投資の場を探しています。

しかしながら、いくら強気のムードに変わったとはいえ、大半のアジア太平洋市場で見られる回復は、中国を除き、一時的でもろいものと考えられています。おそらく、各国政府の予測可能な将来において高い流動性を維持することができますが、結局のところアジア太平洋の短期的な見通しも、レバレッジの圧縮がまだ道半ばである欧米(特に米国)の動向と切り離すことができないと言えます。欧米の経済見通しが不安定なことから、アジア太平洋市場での強い景況感も自己満足と隣りあわせなのかもしれません。

投資見通しの評価では、上海、香港、北京、ソウル、シンガポールが 2010 年における見通しの高い上位 5 位に入りました。今回は中国の都市がランキング上位を独占しました、これは、中国政府の主導による流動性の拡大によって中国全土の市場が押し上げられたことで、商業不動産が目覚ましい回復を見せたのを反映しています。シドニーも順位を大きく上げました。オーストラリアの成熟した不動産市場や一次産品(原材料)を基盤とする経済に避難所を求めた外国資本が、投資先としてシドニーに目を向けたためです。開発見通しでは、上海、ムンバイ、ホーチミンが上位 3 位となりました。