

2026

[アジア太平洋版]

EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®

TOKYO MIDTOWN YAESU
Bus Terminal Tokyo Yaesu

TOKYO MIDTOWN YAESU

TOKYO MIDTOWN YAESU, TOKYO



ENTER →



目次

WELCOME

エグゼクティブ
サマリー



CHAPTER 1

ビジネス環境



CHAPTER 2

不動産資本市場



CHAPTER 3

注目すべき
セクター



CHAPTER 4

注目
すべき都市



APPENDIX

投資見通しの
順位の推移



本報告書
について



エグゼクティブサマリー

「利率は全体として低下傾向にあると見ている。オーストラリアはすでに利下げを実施し、米国は引き締め緩和を示唆している。日本は例外的だが、利上げの圧力は非常に小さい」

シンガポールの投資マネジャー

慎重な楽観論と長引く懸念

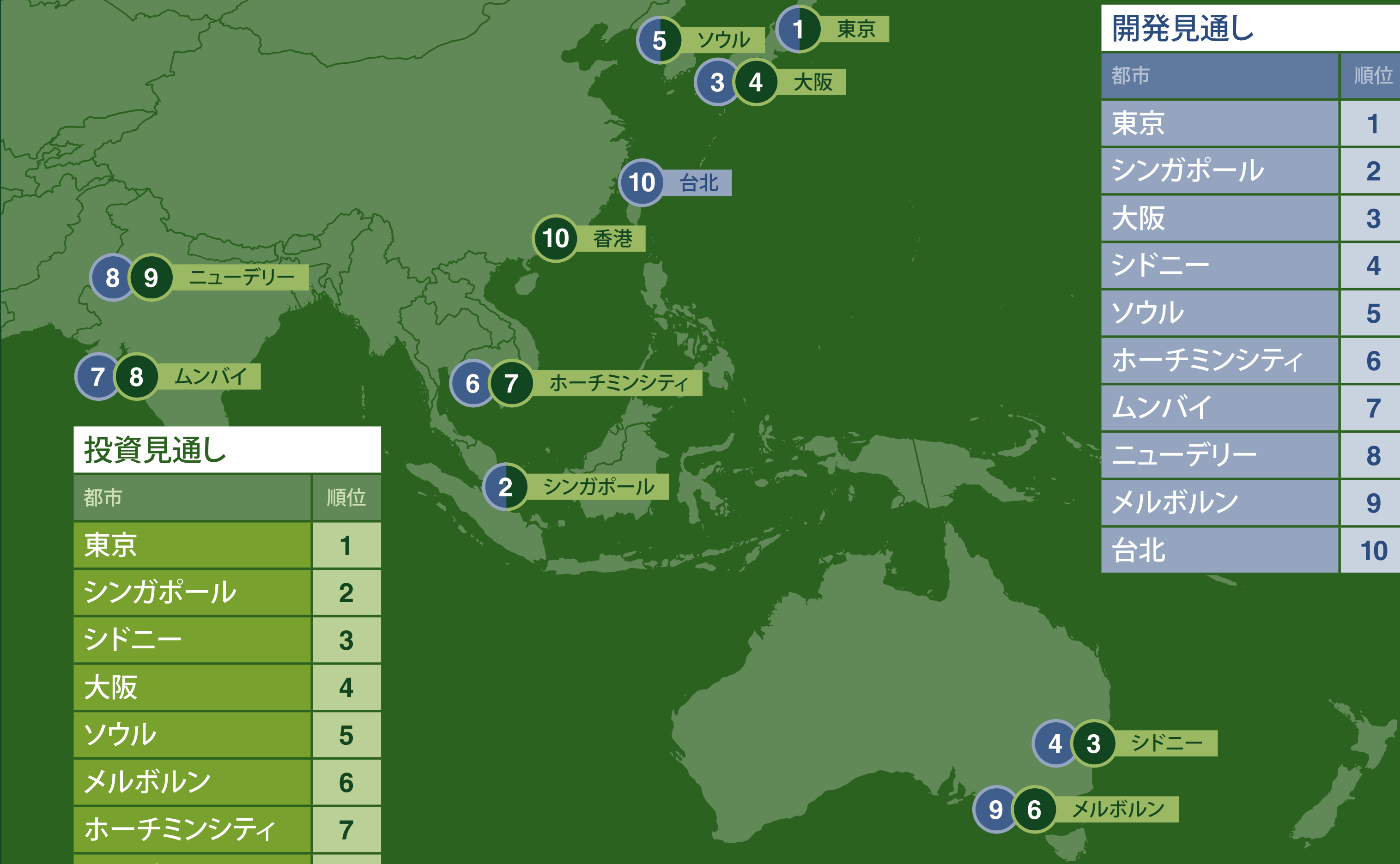
「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2026」のインタビュー回答者とアンケート回答者のムードは「慎重な楽観論」と呼ぶのが妥当であろう。2026 年は 2025 年より良い年になるとの予想が広がっている。だが、この楽観的な気分には多くの条件が付いている。市場関係者の楽観の度合いは、どの立場からどこに注目しているかによって大きく異なる。日本、シンガポール、データセンター、居住施設セクターに注力している者の目には明るい未来が映っているが、中国やオフィスセクターに投資している者にとってはそれほどポジティブなものではない。とはいえ全体としては、アンケート回答者は 2026 年の収益性についてより前向きだ。

明確なトレンドと並んで、注意すべき事項が存在する。そのため、本報告書で説明する主要トレンドには「しかし」が付いて回るかもしれない。例えば、先進国市場を好む者が圧倒的に多い。しかし、一部の大手投資家はインドに資金を投じている。デジタル化と人工知能（AI）の台頭がデータセンターの需要を支えている。しかし、不動産投資家がこのセクターにどうアクセスすべきかについては、まだ意見が一致していない。サステナビリティは高度な不動産運用において不可欠な要素となっている。しかし、一部の投資家はいまだにこれをリターンの足かせと見なしている。中国本土はクロスボーダー資金からほぼ完全に敬遠されている。しかし、中国の利率は低く売却意欲の強い売り手が多いため、忍耐強い投資家にとっては狙い目となっている。

アンケート回答者にとって最大の懸念は建設コストだ。パンデミック以降、建設コストは急上昇しており、多くの市場で新規開発の制約となっている。

投資と開発の両方で先進国市場を優先する傾向は例年通りであるが、開発見通しの上位 10 都市の顔ぶれを見ると、新興市場が昨年より若干多い。インタビュー回答者からは流動性、レジリエンス（ショックに対する耐性）、および良好な需給バランスを求める声が聞かれた。供給過剰こそが不動産の諸問題の根源であるとの意見もある。二桁の空室率と賃料の下落に苦しむ中国主要都市のオフィス市場と、空室率が一桁台前半で賃料が上昇している東京市場を比べてみると、この指摘は正しいと言えるだろう。

投資・開発見通し（上位10都市）



投資見通し	
都市	順位
東京	1
シンガポール	2
シドニー	3
大阪	4
ソウル	5
メルボルン	6
ホーチミンシティ	7
ムンバイ	8
ニューデリー	9
香港	10

開発見通し	
都市	順位
東京	1
シンガポール	2
大阪	3
シドニー	4
ソウル	5
ホーチミンシティ	6
ムンバイ	7
ニューデリー	8
メルボルン	9
台北	10



レジリエンスは意思決定における重要な要素である。投資家は世界的なメガトレンドに裏打ちされた持続的で強い需要のある資産を求めている。例えば、デジタル化や AI の台頭に支えられたデータセンターや、人口動態上の必要性が需要を後押しする賃貸住宅や高齢者住宅などが挙げられる。パフォーマンスの低い市場であっても、最優良資産は稼働率が安定しており、賃料も堅調である。投資家はまた、気候変動やエネルギーコストの上昇に対して耐性がある資産を求めている。

ニューエコノミーや居住施設セクターの資産に話題が集中する一方で、伝統的なコア資産であるオフィス、商業施設、物流施設セクターも、供給過剰でない限り

パフォーマンスは悪くはない。アジアではオフィスへの関心が高くこのセクターを支えており、また多くの市場で先進的な物流施設が依然として不足している。アンケート回答者に最も人気のあるセクターは産業施設・物流施設だが、データセンターのパフォーマンスの方が上回ると見られている。

アジア太平洋地域の観光はパンデミック後の回復を続けており、特に日本において、ホテルへの高い関心が継続している。一部のインタビュー回答者はオーストラリアと日本の商業施設に可能性を見出しているが、オフィスセクターと同様、商業施設は上位 10 位ランク外となった。

アジア太平洋地域に対する外国人投資家の関心は低下している。欧州や米国の多くの投資家が、自国市場でより魅力的な価格の取引案件を見出したためだ。また、中国で大規模な取得を行った投資家は、レガシー資産（問題化した資産）の処理に追われている。にもかかわらず、資本市場には活気の兆しが見られ、慎重な楽観論が広まっている。

最も有望な上位10セクター





2026年の 10大トレンド

先進国市場への 集中投資

アンケート回答者とインタビュー回答者のいずれも先進国市場に対する強い関心を示している。オーストラリア、日本、シンガポール、韓国が大きな注目を集めており、中でも日本の人気は圧倒的だ。中国本土はほとんどのクロスボーダー投資家の検討対象外となっており、新興市場の中でインタビュー回答者から名前が挙がったのはインドのみである。

想定される結果：先進国市場に流入する資金が増加する。

建設コストと地政学が 最大の懸念材料

アジア太平洋地域の不動産投資家にとって最大の懸念は、特に先進国市場において建設コストが高騰していることだ。地政学リスクも投資家にとって引き続き懸念材料となっているが、少数意見ながら、貿易や関税をめぐる環境が落ち着いていくと予想する向きもある。

想定される結果：先進国市場の供給パイプラインが引き続き抑制される。その結果、資産価格が維持され、再開発よりも再利用が促進される。

日本企業による 不動産資産の放出

日本に精通した投資家は国内企業のバランスシートに計上されている不動産を、取引と資産の供給源として注視している。日本企業は何十億ドルもの不動産を所有しているが、その多くは簿価が市場価格を下回っており、そのような資産を何とかするように圧力を受けている。

想定される結果：企業やプライベートエクイティファンドから取得した不動産による大規模なポートフォリオが増加する。

資本調達の回復を 示す最初の兆候

対日戦略に特化したものを除き、プライベートエクイティによる不動産資金調達は依然として難しい状況にあるが、ファンドマネジャーから改善の兆しがいくらか見られるとの声が出ている。今後、アジア域内の資金がより大きな役割を果たすものと予想される。

想定される結果：資本調達が小幅ながら増加し、日本と最大手ファンドマネジャーがその主体となる。



ディストレスは 中国と香港以外では限定的

2025 年にはディストレス取引が増えると予想されていたが、中国本土と香港以外では、ほとんど実現しなかった。中国と香港の市場では、ビッド・アスク・スプレッドが大きく破綻処理が遅れている一方で、銀行は主要な借り手を支援するよう圧力を受けている。にもかかわらず、ディストレス取引は増加傾向にある。他の地域では、以前見られたようなディストレス案件が消えつつある。

想定される結果：中国と香港では、資産価格の再設定と資本再構成のペースが緩慢にとどまる。

サステナビリティが パフォーマンスを推進

サステナビリティは大手投資家やデベロッパーの事業計画に組み込まれつつある。サステナビリティの取り組みは、投資に対するリターンを生み出すものでなければならない。今日のキーワードは従来の ESG（環境・社会・ガバナンス）ではなく、エネルギー効率とレジリエンスである。とはいえ、サステナビリティに関する意見は大きく分かれている。

想定される結果：投資対効果が目に見えるような、現実的なサステナビリティの施策が取られる。

不動産業界が AI への取り組みを開始

アジア太平洋地域の不動産業界のトップは AI をビジネスツールとして認識し始めているが、その導入において Z 世代のスタッフに遅れをとっていることが多い。AI が雇用やオフィスの稼働率に及ぼす長期的な影響については、まだ十分に分かっていない。

想定される結果：不動産における AI アプリの活用が加速する。

投資家はデータセンターと 居住施設を選好

AI の成長が予想されており、またアジアでは相対的に供給不足であるため、データセンターは投資家が最も好むセクターとなっている。しかし、最適な投資方法については意見が分かれている。一方「居住施設」セクターでは、景気変動に対するレジリエンスの高さから、すべてのタイプで人気を維持している。

想定される結果：両セクターへの資金の流入が拡大するが、過剰投資のリスクが高まる。

利下げが 投資家心理を押し上げる

米国の利下げはアジア太平洋地域全体の投資家心理を押し上げた。オーストラリアと韓国では利下げによって市場が活性化している。一方、日本では小幅な利上げが見込まれるが、投資家は懸念していない。また、中国と香港を除けば、銀行は総じて不動産への融資に積極的だ。

想定される結果：さらなる利下げにより投資家心理が一層高まり、投資活動が促進される。

曇り空の中国と香港に 希望の兆し

中華圏は数年にわたり低迷を続けており、多くの都市やセクターで膨大な供給過剰を抱え、消化できない状況だ。さらに近年、海外投資家は 1,400 億米ドルを投じてきたが、現在は売り手に回っており、この先長らく買い手となる可能性は低い。だが、適切な取引については国内資金を活用でき、中国の不動産投資信託（C-REIT）セクターは好調だ。また、投資家は香港市場の復活を予想し始めている。

想定される結果：海外投資家から国内投資家への売却が増加し、香港ではオポチュニスティック投資家が取得に踏み切るケースが増える。

CHAPTER 1

ビジネス環境

「アジア太平洋地域は極めて多様性に富んでおり、単一の地理的エリアとして扱うのは難しい。各市場の動向には欧州や米国と比べて大きな違いが見られる。活況を呈している市場もあれば、厳しい状況に直面している市場もある」

香港の投資マネジャー

東京(日本)

警戒心を伴う楽観論

市場のベテランは「**Emerging Trends in Real Estate®** アジア太平洋 2026」を手にして、若干の既視感を覚えるかもしれない。特に、アンケート回答者が自社の予想収益につけたスコアが昨年と極めて近かったためだ。昨年の本報告書では、投資家が再び活発化し動き出そうとしている感触があると論じた。だが、2025 年 4 月に米国が貿易相手国に高関税を課したことにより投資活動や投資家心理に一時的な停滞が生じた。その後、各国と貿易協定が結ばれ関税率が引き下げられたのを受け、この停滞感はいくぶん後退した。ある米国系投資運用会社の地域ヘッドは「当初のショックは消え去り、市場は関税が課されるという事実を消化した。最初の一撃の後、すべては交渉次第という期待が生まれている」と述べた。

とはいえ、貿易摩擦と地政学的問題は、アジア太平洋地域の不動産関係者にとって依然として大きな懸念材料となっている。その懸念度（懸念が最も低いを 1、最も高いを 9 としたスコアで 6.69）は過去 5 年間の平均（6.22）を大きく上回っている。本報告書の執筆時点において、米国と中国は関税に関するいかなる合意にも至っていない。さらに 2025 年 10 月下旬、トランプ大統領は中国がレアアースに関する新たな輸出規制を課そうとしていることへの報復として、11 月 1 日から中国製品に 100% の追加関税を課すと表明した。一部のインタビュー回答者から、不動産業界が関税の影響に鈍感になっていることを懸念する声が聞かれた。ある欧州系資産運用会社の地域ヘッドは「業界関係者が関税の影響の分析を諦めたのか、それともこの見通しを確実視しているのかは判断しがたいが、依然として考慮すべき事項となっている」と述べている。

“

現在では地政学的な変動は主に背景にある要因として位置づけられており、我々の焦点は不動産のファンダメンタルズへと移行している。

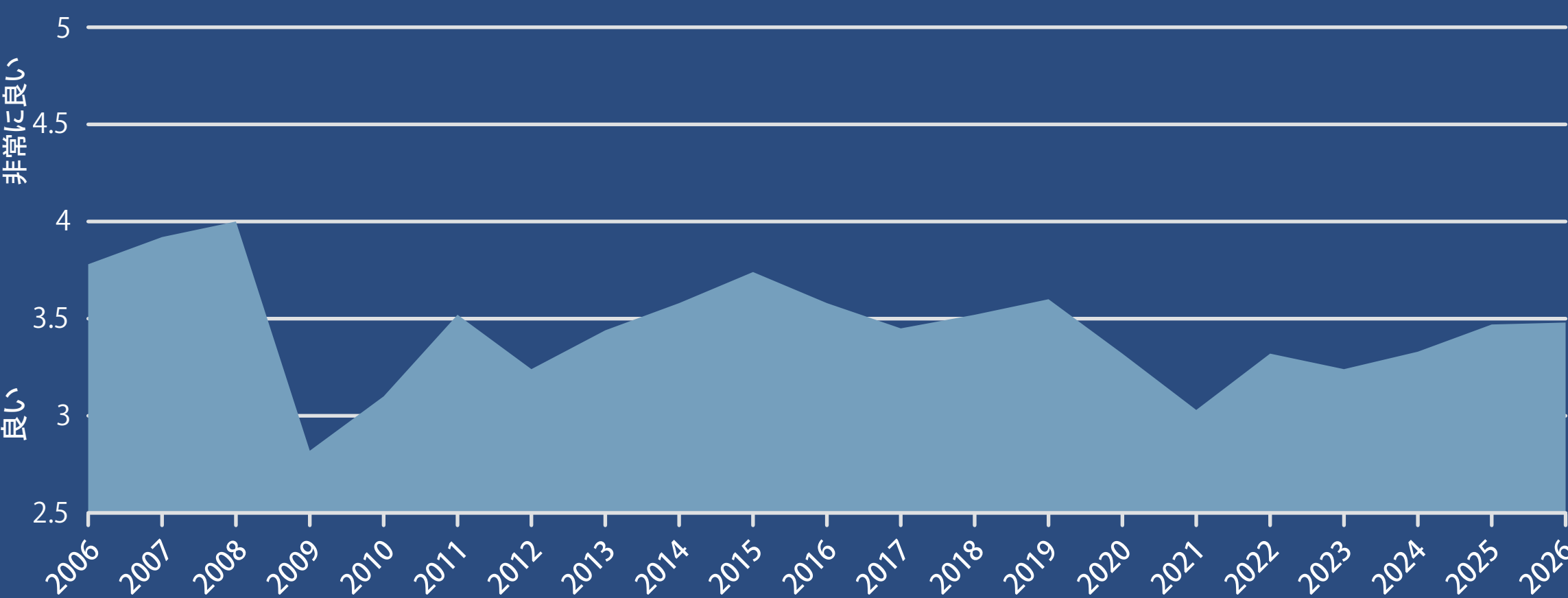
アジア太平洋地域では全般的に前向きな姿勢が高まっており、事業収益性への期待は 2019 年以降で最高の水準に達した。ただし、昨年と比べると上昇幅はわずかにとどまっている。アンケート回答者はアジアおよび世界経済の成長に対する懸念を昨年ほどには示しておらず、過去 5 年間の平均と比べても懸念度は低下している。

アンケート回答者の最大の懸念は建設コストだ。パンデミック以降、建設コストは急激に上昇しており日本やオーストラリアなど活発な市場では現在も上昇が続いている。対照的に、ここ数年に比べ心理が最も好転したのは利率をめぐるものだ。アジア太平洋地域の不動産投資家の利率に関する懸念は、2022 年以降で最も低下している。過去 12 か月間に米国、欧州、そしていくつかのアジア太平洋市場で利下げが実施された。市場コンセンサスでは、オーストラリ

アと韓国でさらなる利下げが見込まれており、中国の金利は今後も低水準が続くと予想されている。唯一の例外は日本で、過去 1 年間に利上げが行われたが、これは記録的な低金利時代からの反動である。一般的に低金利は不動産市場にとって好材料であり、オーストラリアと韓国での利下げは、これらの市場に「一定の活気をもたらした」と、香港を拠点とするある投資家は述べている。

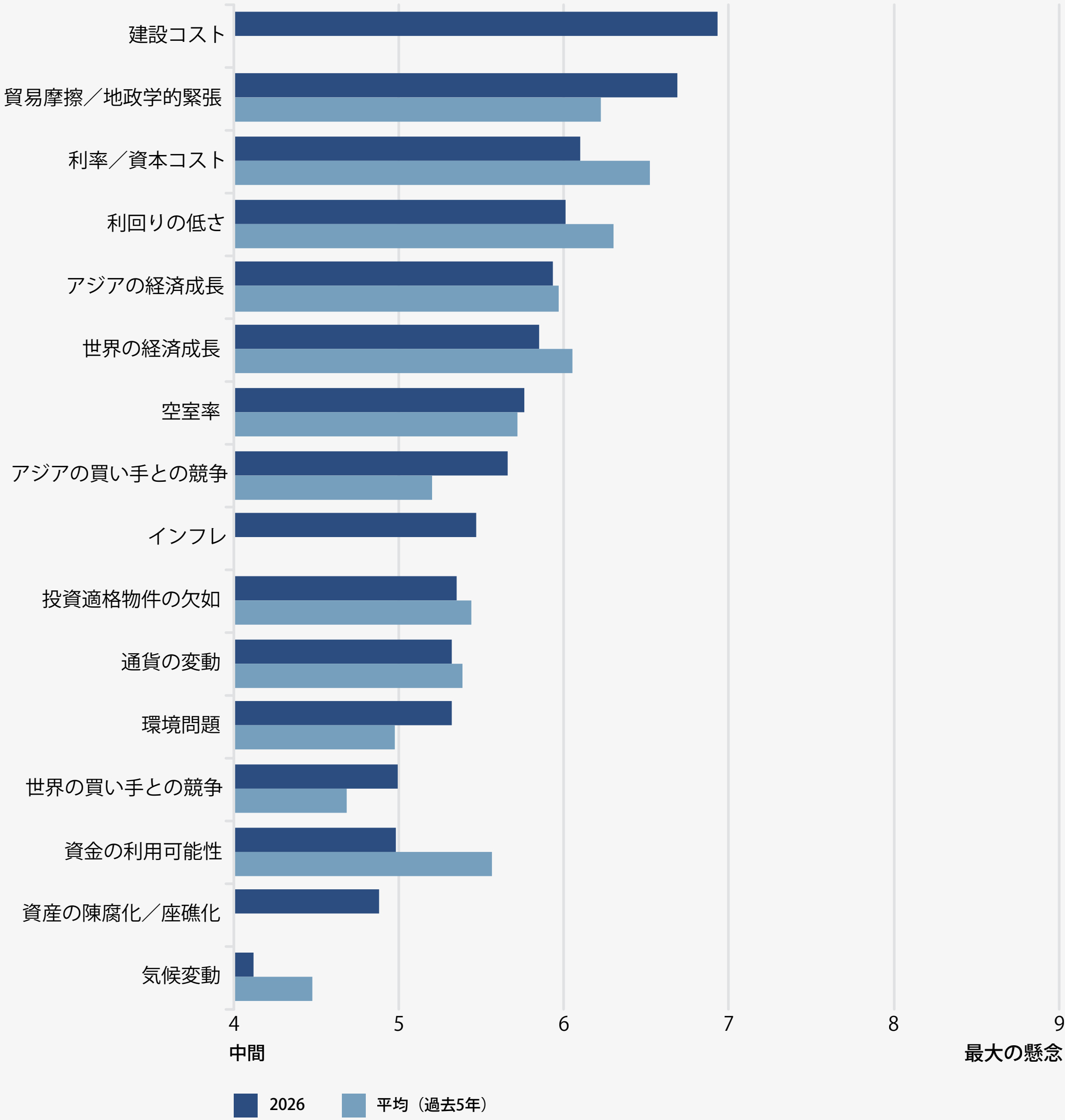
インタビュー回答者がほとんど触れなかった要因が、アンケートおよびインタビュー終了に頻繁に取り上げられるようになった。それは株式市場、特に米国における「AI バブル」への懸念である。世界の最大手企業の多くは何らかの形で AI に関与しており、その株価は 2025 年に劇的に上昇し、2025 年 10 月 8 日には S&P 500 指数を史上最高値の 6,753.72 へ押し上げた。同日、JP モルガンのジェイミー・

図表1-1 不動産会社の収益性の推移（2007年～2026年）



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋

図1-2 不動産投資家にとって最も懸念される問題



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋



4 月には、「世界が崩壊している、一体どうなっているのか」といったパニックの電話がかかってきていた。それからわずか 5 か月の間に、関税は予想よりも低く設定され、さらに利率が低下したことで、誰もが超強気になっている。

ダイモン CEO（最高経営責任者）は、今後 2 年の間に市場で大きな調整が入る可能性が 30% 程度あると思うと述べた。

そうした暴落がアジア太平洋地域の不動産投資家にどれほどの影響を及ぼすかは、不透明な問題である。米国株式市場の調整は機関投資家の不動産配分に影響を与える可能性がある。これは分母効果により、株価の下落に伴ってポートフォリオ内の不動産比率がオーバーウェイト（過剰保有）になるためだ。データセンターへの投資に与える影響はさらに大きなものとなるかもしれない。データセンターはアジア太平洋地域で最も注目されているセクターだが、その供給は相対的に不足している。CBRE のデータによれば、インドと中国を合わせたデータセンターの供給量は

2025 年 8 月時点で 5.6 ギガワットであり、米国の最も活発な 8 市場のパイプライン（2025 年 6 月末時点で 5.25 ギガワット）をわずかに上回る水準にすぎない。

不動産投資の目標リターンは 2025 年の水準と極めて類似しており、コア戦略の目標リターンは若干低下し、オポチュニスティック戦略ではわずかに上昇している。これは 2025 年に始まった動き（目標リターンを 10% 未満とする投資家の割合が 2024 年の 41% から 2025 年には 26% に低下）を引き継ぐものだ。全体的に、投資家の 2026 年の期待リターンはポジティブで、コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティックの各投資家の 80% が 2026 年のリターンについて 2025 年と同等かそれ以上になると予想している。最も楽観的なのはオポチュニスティック投資家で、2026 年のリターンが 2025 年を上回ると考える者が 40% を超える。最も悲観的なのはコア投資家で、その 18% が 2026 年のリターンは 2025 年を下回ると考えている。

投資の時間軸はほぼ変わらずに推移しているが、10 年超の長期を想定する投資家の割合がわずかに上昇している一方で、超短期の時間軸を目標とする投資家も、低水準からではあるが急増している。そのような短期投資家は、ディストレスの機会を狙っているか、利率やキャップレートの急落を予想しているのかもしれない。しかし、より一般的な見解として、米国系運用会社のディレクターは次のように述べている。「タイミングは極めて重要である。しかし、投資は短期的な取引として扱われるものではない。不動産は本質的に長期的に保有される資産であり、景気サイクルに関するファンドの評価がおおむね正しいとすれば、適切なタイミングで参入することでレジリエンスを確保できる」

図1-3 投資期間

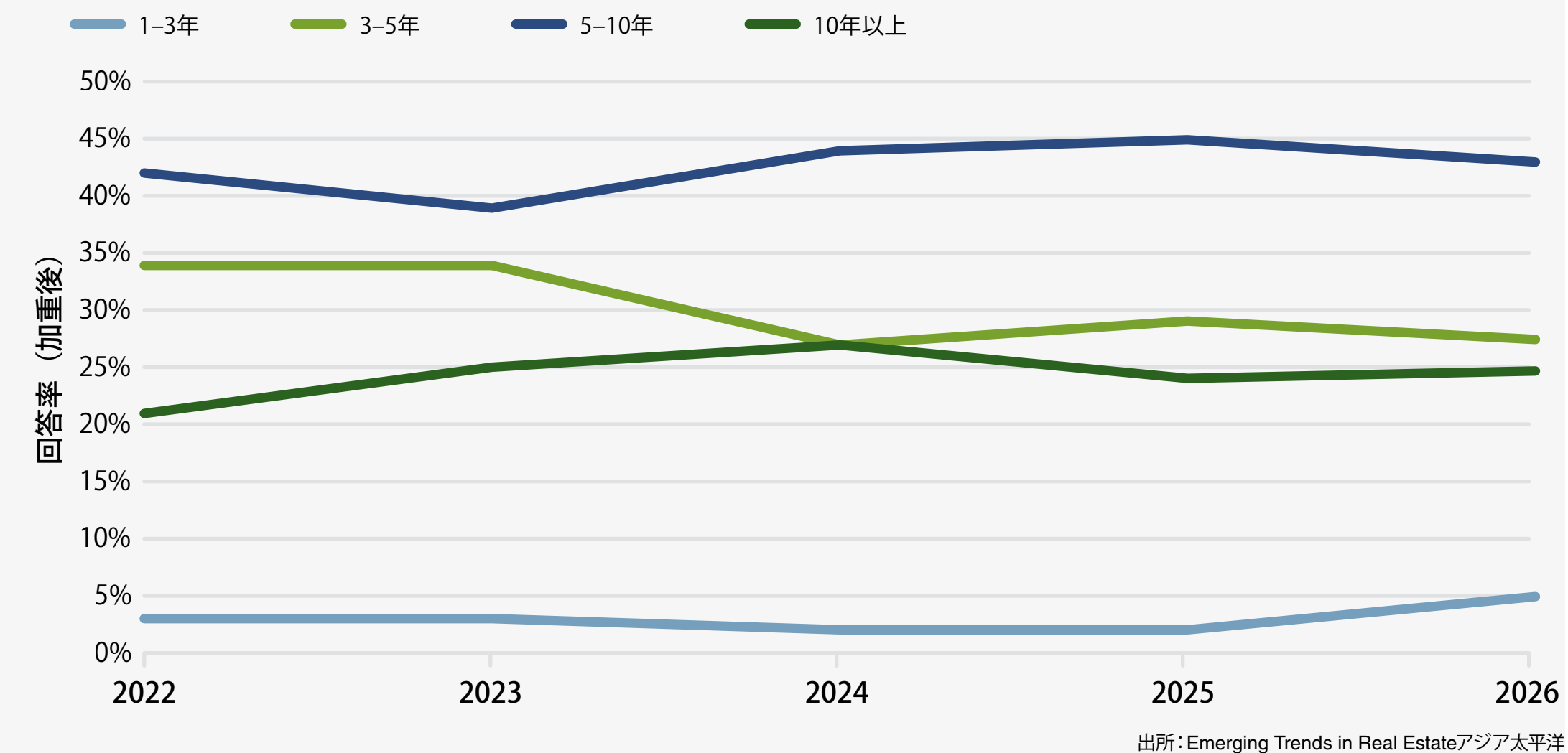
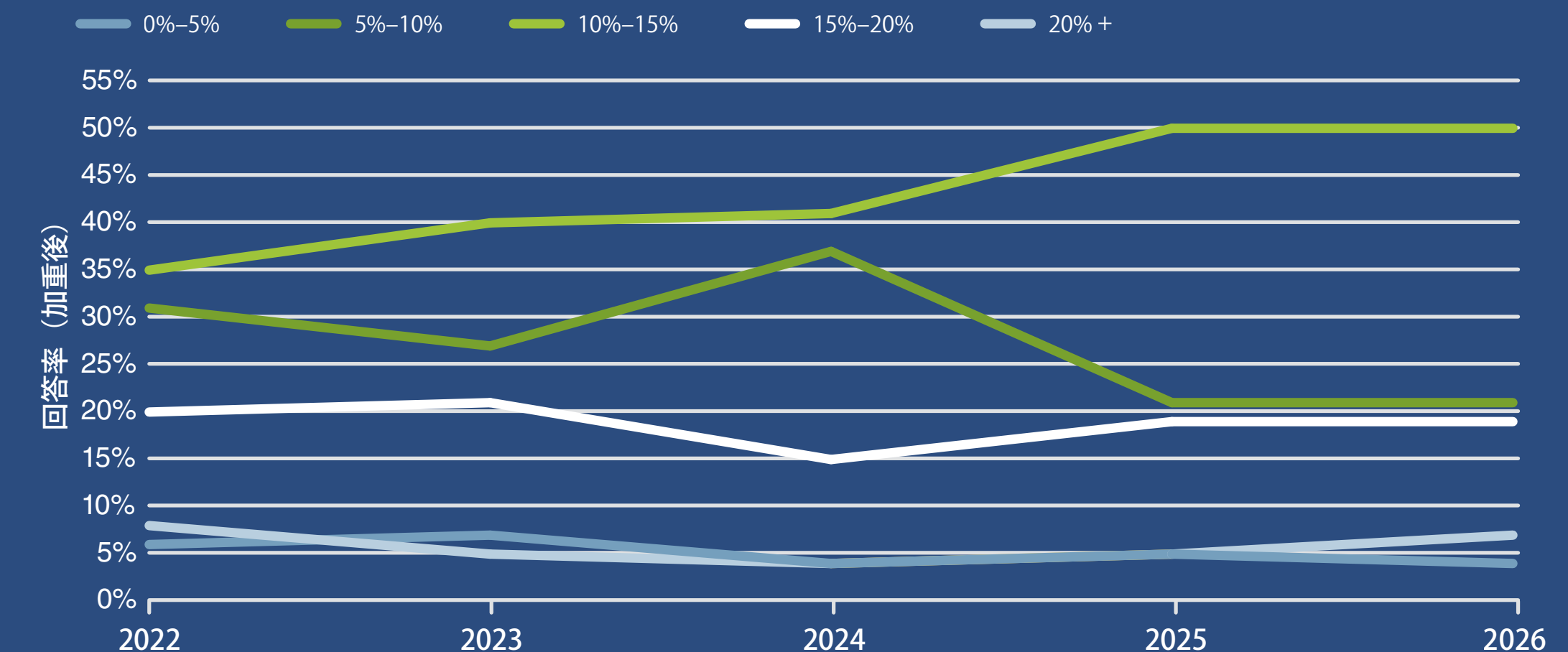


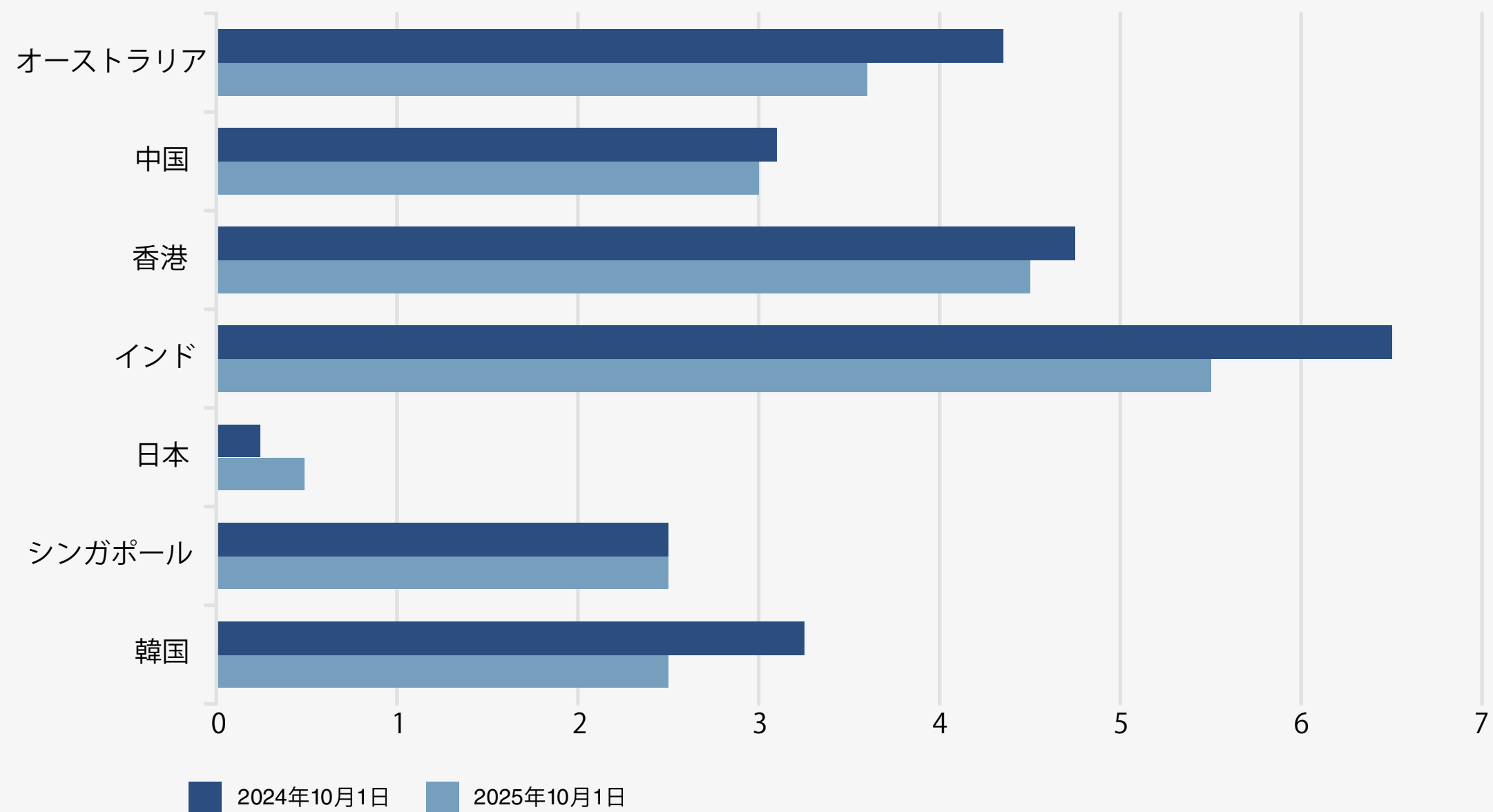
図1-4 投資家の目標リターン





マリーナ湾 (シンガポール)

図1-5 主な基準金利（2025年と2024年の比較）



出所:ULI調査

先進国市場への集中投資

東京、シンガポール、シドニー、大阪、ソウルは、アジア太平洋地域において投資見通しと開発見通しの双方でトップ5に位置する市場であり、アンケート回答者がオフィス賃料の最も大きな上昇を予測する都市でもある。これは、昨年においてシンガポールのオフィス賃料の上昇予測が著しく低かった点を除けば、前回の調査結果とほぼ同様だ。近年、これら先進国市場と中国本土との間で明確な二極化が生じている。中国では、政治的な懸念とレガシー資産の低調なパフォーマンスという複合的な要因により、海外資本が市場からほぼ完全に姿を消してしまった。

特に日本は、アジア太平洋地域におけるすべての投資家が注目する市場である。日本のポジティブな側面としては、流動性の高さ、政治的安定性、物流施設を除く全セクターでの供給不足、アジア最大のマルチファミリー住宅市場であること、低利率環境と協力的な銀行の存在、観光ブームによる追い風、さらにバランスシートの改善を迫られている国内企業から資産を取得できる機会などが挙げられる。シドニー在住のある経営幹部は「日本は、利率への取り組みが漸進的であること、デットコストが低い環境であること、そしてマルチファミリー住宅やホテルなど強力な内需に支えられたセクターが成長していることにより、魅力的な投資機会を提供している」と述べた。

世界やアジア太平洋地域の投資家は日本に対して好感を抱いているが、中国本土となると完全に逆転する。北米の投資家は地政学リスクや貿易問題を気にかけており、欧州の投資家は人権問題への懸念を表明している。両者にとって共通の問題は、中国資産のパフォーマンスの低さである。MSCI のデータによると、外国人投資家は2005年から2024年の間に中国の不動産に総額1,400億米ドルを投資

“

我々は引き続き、アジア太平洋地域で最も成熟し、透明性が高く、流動性の高い日本とオーストラリアに重点を置いている。
地政学的な不確実性、利率の変動、インフレといった要因は、強力なガバナンスと市場の厚みを備えた市場に留まることの重要性を強調している。

し、その多くが損失を被っている。香港を拠点とするあるマネジャーは「もし誰もが中国で利益を得ていたのであれば、これほど多くの地政学的懸念や中国に関する不安は生じなかっただろう」と皮肉を述べている。MSCI のデータは、2019年以降に中国のオフィス価格が約20%、商業施設の価格が35%超下落したことを示している。また、物流施設の価格は2019年以来上昇しているものの、2022年のピークからは36%下落した。特定の資産タイプや立地によっては、さらに大幅な下落が見られるという話もある。

ある欧州系の投資マネジャーによると、皮肉なことに、中国には大きな投資機会が潜在しているという。「利回りと借入コストの間に驚異的なスプレッドが存在し、資産価格は割安で、売り手は売却の意欲が高い。これらは長期の投資資金にとって理想的な条件となる」。にもかかわらず「世界の資本市場は中国を見捨てた」。海外投資家の大半は、流動性が限定的であり国内投資家が買い急いでいない中国



市場で、エクスポージャー（投資残高）を売却しようとしている。このマネジャーは「上海中心部のコア住宅が史上最高値をつけていることは、市場に流動性があることを示している。厄介なのは、その流動性の方向を変えることだ」と語った。中国市場にも明るい材料が存在することは事実で、国内投資家はそれを活用している。だが、投資家がレガシー資産を処分できるようになるまで、外資はしばらく傍観を決め込むと予想される。

このほかにも根本的な懸念が存在する。「中国が日本の二の舞になり」長期のデフレに突入するのではないか、という点である。日本と同様、中国も人口動態の問題を抱えている。国連の人口予測では、2025 年に 14 億人であった中国の人口は、2100 年には 6 億 3,000 万人に半減するという。とはいえ、香港のある投資マネジャーは「マクロの状況がすべてではない。それは、マクロ経済と人口の見通しが悪いにもかかわらず、日本の不動産が好調に推移しているのを見れば分かる。中国は依然としてアジア最大の経済大国であることに変わりはない」と指摘した。

ディストレスは増加、だが局所的

過去 5 年間の市場の激変を考えると、アジア太平洋地域の不動産市場でディストレスが増加しなかったのは驚きである。実のところ、この市場のレジリエンスが新規投資の障壁となっている。アジア太平洋地域はレバレッジが低く、需給ファンダメンタルズも良好であるにもかかわらず、他地域の投資家は自分の国や地域でディストレスや市場の混乱がもたらす魅力的な機会を見出しているため、アジア太平洋への新たな資金配分に消極的だと、投資運用マネジャーらは声を揃える。

ある米国系投資運用会社のアジア責任者は「アジアのレジリエンスは見事だったが、現在のところ、真のバリュー機会は他の地域にある。投資家に対して『アジアのオフィスではまったく損失が出なかったが、米国では投資 1 ドル当たり 70 セントを失ったではないか』と指摘したところで、その反応はせいぜい『確かに手痛かったが、もはや過去のことだ。既存のエクスポージャーは維持するが、新規投資については、最も安い参入ポイントを探すつもりだ』というものだろう」と述べた。

とはいえ、おおむね好調なアジア太平洋市場においても、一部ではディストレスが存在する。例えば、韓国では物流施設、特にコールドストレージ（冷凍・冷蔵保管）というニッチなセクターで局所的な供給過剰が見られ、一部の投資家は「ローン・トゥ・OWN」戦略（最終的に資産の所有権獲得を目指す融資戦略）によりデット投資でこの機会を狙っている。オーストラリアのオフィス市場では、ここ数か月においてディストレスとまでは言えなくとも、魅力的な価格の機会が見られる。そのような機会は 2026 年には終息に向かう可能性があるが、メルボルンは例外だ。クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドのデータによると、メルボルンのプライムオフィスのキャップレートは 2022 年の水準を 150 ベーシスポイント上回っているという。ある投資マネジャーは、中国以外の市場について次のように述べている。「ディストレスは存在する。しかし、リファイナンスのオプションが改善するにつれ、徐々に消えつつある。一部の大手投資家は半年前に比べてデットの負担が増し、リファイナンスのオプションも狭まっている。だが全体としては、ディストレスのサイクルは峠を越したと考えている。我々はディストレスの売却物件よりも、長期的にパフォーマンスを発揮する機会を見つけることに注力している」

“

銀行はそうした資産を所有したくないため、喜んで「エクステンド・アンド・プリテンド」している。



メルボルン（オーストラリア）



一方、中華圏では様相が異なる。ブルームバーグ・インテリジェンスによれば、中国の事業用不動産におけるディストレス売却総額は 2023 年から 2024 年にかけて 1,140 億元（160 億米ドル）に達し、2024 年の総取引件数のうち過去最高の 22% を占めた。にもかかわらず、機会は予想されるほどにはないと観測筋は見ている。中国本土では、銀行は規制当局から国内の借り手を支援するよう圧力を受けており、最近では香港においても同様だ。中国でも香港でも、割安で売却したり銀行に資産を引き渡しているのは海外のプライベートエクイティファンドである。彼らはクローズドエンド型ファンドを通じて資産を取得し、その運用期間の終了を迎えているためだ。

膨大な在庫を処理する必要がある、外資系ファンドは中国で苦境に直面している。その恩恵を受けるのは国内投資家であろう。例えば、2025 年 1 月に CPP インベストメンツ（カナダ年金制度投資委員会）は中国の不動産会社ロンフォー・グループ・ホールディングス（龍湖集団控股有限公司）との不動産合併事業 4 件における 49% の権益を、大家保険集団の関連会社に売却した。この売却は上海、蘇州、成都、重慶にある 4 件のショッピングモールと、それに連結するオフィスおよび賃貸住宅が対象だ。メディア報道によれば、大家保険集団はこの取引で 7 ～ 8% のキャップレートを確保したという。ローンプライムレート（中国の最優遇貸出金利）の 3% に対し、最大 500 ベーシスポイントのスプレッドとなった。

一方、香港では銀行がエクステンド・アンド・プリテンド（先送りして問題から目をそらすこと）に耐えられなくなりつつあると同時に、利上げの結果、返済を続けて差し押さえを避けようとする投資家の体力が奪われている。香港にはディストレス資産の取得に利用できる資金がある。しかし、そのほとんどは依然として傍観の姿勢を取っている。とはい

え、アンケート回答者は 2026 年の香港の見通しについて、ここ数年で最も楽観的な見方を示している。

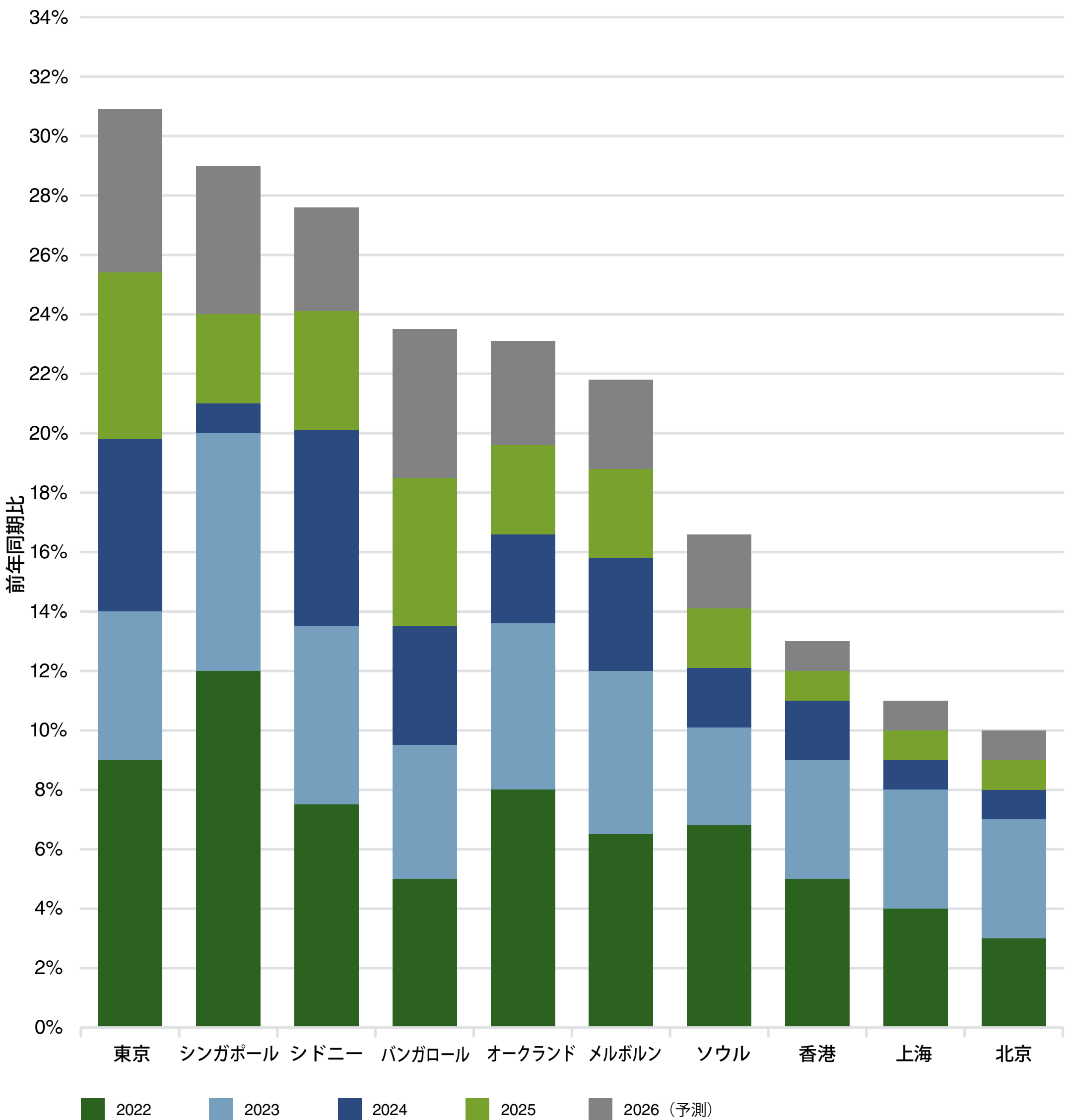
建設コストが開発を抑制

Emerging Trends の調査では、不動産投資家にとって最も懸念される問題として建設コストが挙げられた。パンデミック時にサプライチェーンの混乱が建設資材の供給に影響を及ぼし、アジア太平洋地域全体で建設コストが上昇し始めた。現在も全域にわたって上昇を続けており、そこに人件費の高騰が加わっている。人件費の上昇は先進国市場で最も顕著であるが、バンガロールで活況を呈しているオフィス市場は、**CBRE** の予測によれば 2025 年から 2026 年にかけて 315 万平方メートルのオフィススペースが追加される見込みであり、このことも現地の人件費を押し上げている。

建設コストが最大の上昇を見せているのは、労働力不足にあえぐ日本である。ターナー & タウンゼントのデータによれば、2026 年の日本の建設コストは 5 年前を 30% 超上回ると予測されている。日本は建設能力の不足にも直面している。需要を満たすだけの十分な建設業者がおらず、このことが開発スケジュールに影響を及ぼしている。東京を拠点とする投資マネジャーは「建設会社を確保し、プロジェクトを期日通りに遂行するには、良好な関係が必要だ」と指摘する。

建設コスト上昇の影響は日本を超えて広がっており、オーストラリアのインタビュー回答者からは、かつて収益性が見込まれていたプロジェクトにおいて、デベロッパーが損失を予想しているとの話が聞かれた。インタビュー回答者によれば、先進国市場全体で、環境規制の厳格化によって開発プロジェクトがさらに複雑化し、コストが増大しているという。

図1-6 アジア太平洋地域の建設費（2022年-2026年予測）



出所:ターナー & タウンゼント、CBREリサーチ (2025年第2四半期)



東京の建設現場(日本)



建設コストが非常に高く、資材の入手も困難であるため、アジア太平洋地域全体で新規供給が制限されている。

このような問題の軽減に向け、市場関係者は予測可能なプロジェクト遂行を確実にするために、固定価格での契約の活用、引受審査におけるバッファの設定、そして可能な場合には建設業者へのリスク移転を推奨している。しかし、多くの投資家は建設が困難なことから、新規開発を頭から避けるようになっている。とりわけ、いくつかの市場では既存資産を再調達コストを下回る価格で取得できることから、この傾向が強い。アジア太平洋地域や世界のプライベートエクイティ投資家は、新規開発から距離を置き、それほど高額ではないバリューアッド案件に注力する傾向が強い。あるマネジャーは「コストが増加し工期が長期化しているため、大規模な改修案件の引き受けには乗り気ではない」と述べた。

その結果の一つとして、アジア太平洋地域全体で資産の陳腐化という問題が広がっている。ある不動産部門責任者は、アジア太平洋地域におけるオフィスの既存ストックの約4分の3は「オフィス利用者の新たな要件を満たしておらず、需要の二極化が生じ、プレミアム物件が好まれ、改修や再開発のニーズの高まりにつながっている」と予測する。

中国本土は例外で、建設コストの上昇は先進国市場よりも小さく、主に労働市場の軟化により、近年著しく減速してい

る。CBREによれば、高い空室率にもかかわらず、2025年から2027年にかけて上海、深圳、広州、北京で計600万平方メートルの大規模なオフィス供給が見込まれている。これらの都市以外で、同期間に100万平方メートル超の供給が予想される市場は東京だけである。

不動産業界がAIへの取り組みを開始

今年の調査では、企業全体で革新的なテクノロジーの導入を計画している回答者の割合が急激に高まった。半数近く(47%)がその実施を確実視しており、これは昨年版調査でのわずか35%から大きく上昇し、過去5年間の平均38%も上回っている。不動産専門家が自身のビジネスに最も大きな影響を与えると予想するテクノロジーとして、人工知能(AI)、ビッグデータ、アナリティクス(データ分析)がスマートエネルギーソリューションに取って代わった。

機関投資家もテクノロジーの活用には本腰を入れ始めている。シンガポールの政府系投資公社であるGICは、投資判断に異議を唱える仮想的な「悪魔の代弁者」としてAIを活用する新しい社内ツールを開発した。「Ask Charlie」と命名されたこのAIチャットボットは、GICが保有する数十年にわたる独自データに基づいて訓練されており、取引プロセスにおいて厳しい質問や予想外の質問を投げかける。それにより、GICの投資チームは前提条件を検証し、意思決定の強化が可能になる。他の大手投資家も、意思決定のサポートにAIを利用していると考えられる。

AIが不動産所有者をサポートできる主要分野の一つとして、賃貸借契約のレビューを含む資産管理が挙げられる。現状では、賃貸借契約の読解力においてAIはまだ人間に劣る。だが、ある投資マネジャーは「その能力は急速に向



前ページ



次ページ



上している。そして、エラー率が人間のレベルを下回るポイントに達すれば、資産管理業者が提供するサービスに速やかに置き変わるものとなるだろう」と述べた。AI アプリケーションはまたあらゆる種類のデータ分析に役立つ。しかし、AI が利用可能な形式のデータである必要がある。そのため多くの投資家は、利用可能な情報のプール、すなわちデータレイクを構築するために、データクレンジングを優先的に進めている。

AI は資産管理において広範囲に浸透しつつある。水の使用量や冷暖房・空調設備（HVAC）の効率的管理をサポートするソフトウェアに AI が搭載されていることを知らない不動産所有者もいるだろう。一部の投資マネジャーは、インテリジェントビルディングシステムがすでにエネルギー費用を 10% 削減し、純営業収益（NOI）を押し上げていると述べる。また、AI を活用した予知保全によりライフサイクルコストが削減され、NOI の増加につながっている。

仲介業者は既存のデータを強化し、テナント候補と空きスペースのマッチングを可能にするために AI に投資している。ここ数年、仲介業者の役割は中間業者排除の脅威にさらされてきた。だが、仲介というビジネスモデルは存続しており、AI による機能強化は優位性を保つひとつの手段と見なされている。ある不動産テックの専門家は「世界的な不動産サービス企業は自社のビジネスが破壊的変化に直面していることを認識しており、そのため、AI に多額の投資を行っている。この分野で先行者となることには大きな利点があるだろう」と述べた。

AI は建設においても有用性が高まっていることが判明している。一例として、AI オーバーレイを用いて完了した作業をビルディング・インフォメーション・モデリング（BIM）と比較することにより、コンクリートを流し込む前に鉄骨のずれを特定して高コストなエラーを減らし、建設コストを

“

機械学習（AI）は、人間による賃貸借契約のレビュープロセスに取って代わることができる精度に急速に近づいている。エラー率が人間のエラー率を下回れば、AI は資産管理全体にわたって普及するだろう。

5 ～ 7% 削減できる。ある不動産テックの専門家は「この削減率は建設業の一般的な利益率よりも高い。そのことから、このテクノロジーがいかに変革的なものか分かるだろう」と語った。

しかし、本報告書のインタビューを受けた上級管理職は依然として自身の経験、人脈、対人スキルに依存している一方で、若手従業員はたとえプレゼンテーションの手直しに ChatGPT を使う程度であっても AI に頼る傾向があり、両者の間にはかなりの隔たりがある。ある仲介業者の幹部は「私が気づいた主な点として、部下が書く資料が非常にわかりやすくなり、プレゼンテーションがとてもプロフェッショナルになったことが挙げられる」と語る。

このような肯定的な評価にもかかわらず、AI が若手の役割に取って代わり、人材育成の空洞化を招きかねないとの懸念が浮上している。ある投資マネジャーは、これまで若手スタッフが行ってきた作業が AI によって行われるようになったことにより、新卒の採用を減らしている米国の法律事務所の例を挙げ、「問題は、法律事務所の運営には、依

図1-7 組織内における革新的な技術の採用に関する明確な方針

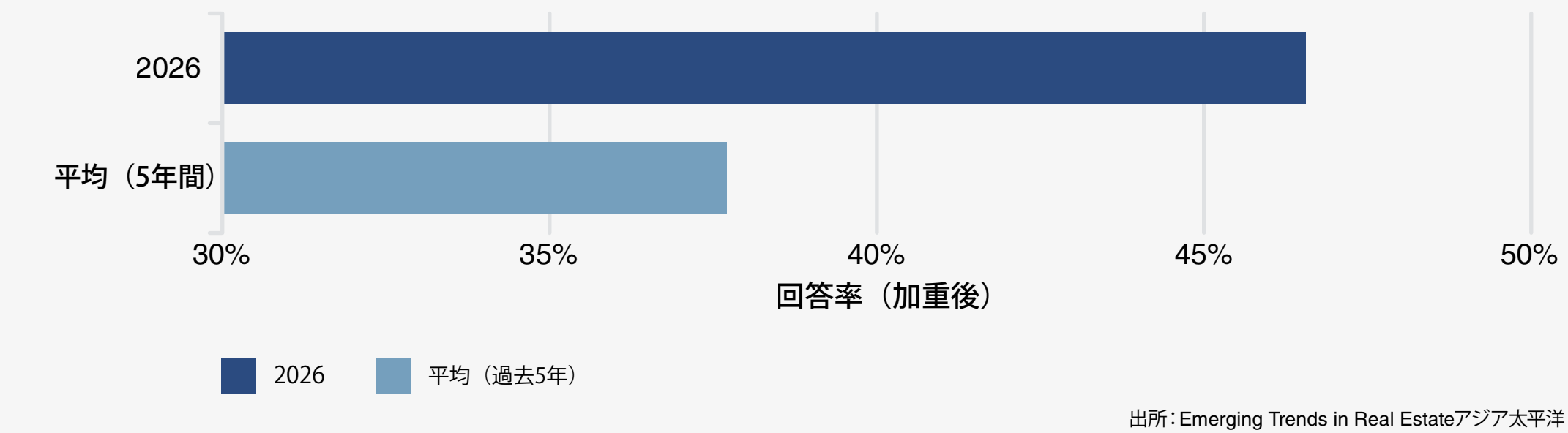
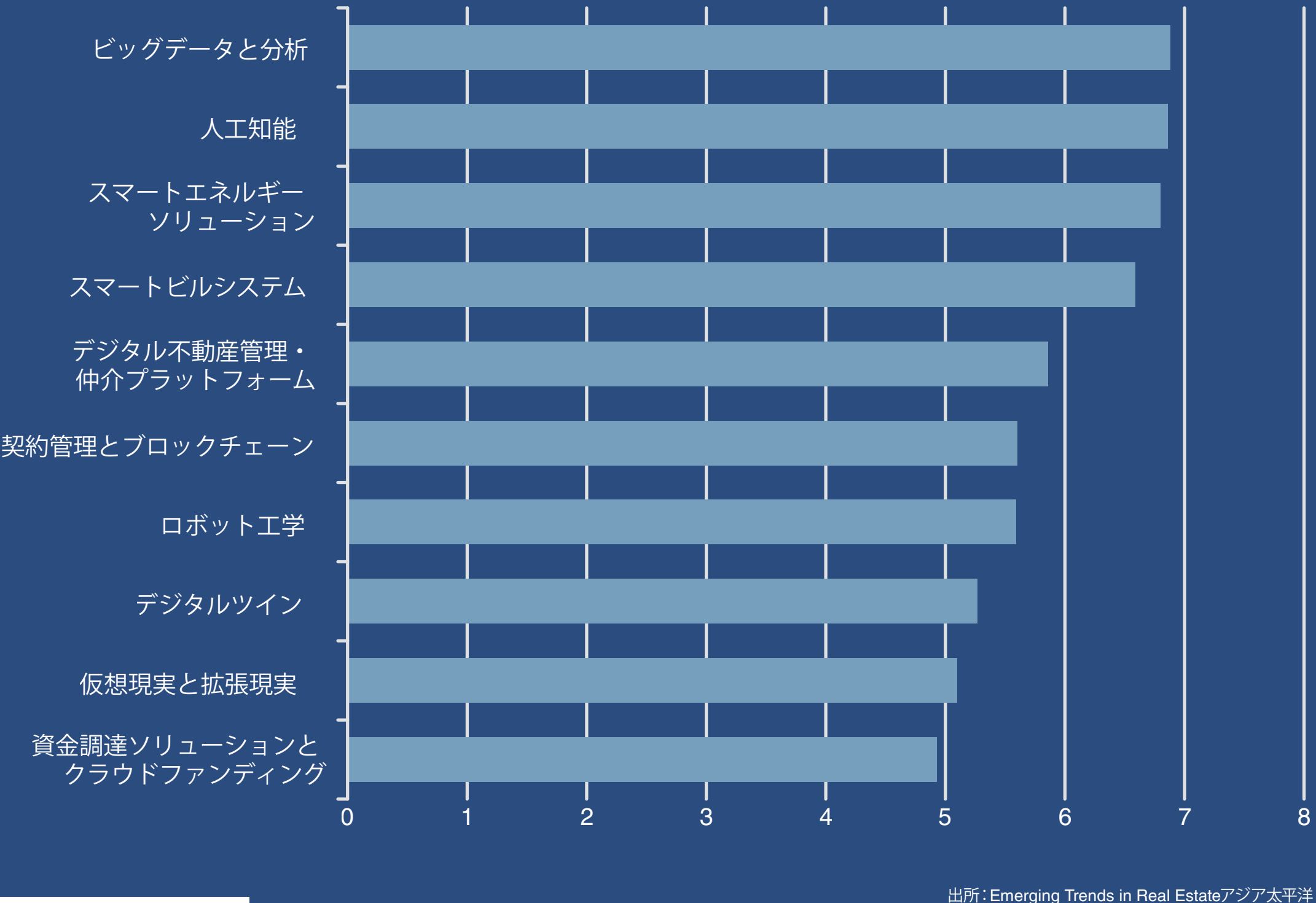


図1-8 今後5年間で最も大きな影響を及ぼす技術





AI はデジタル化の延長線上にあり、不動産業界全体の生産性を加速させるだろう。

然として上級弁護士が必要になることだ。若手の採用をやめた場合、そのような上級弁護士はどこから来るのか？ また、採用した若手はどうやって基礎的な経験を積むのか？」と疑問を投げかける。これは不動産業界にとっても問題になる可能性がある、複数のインタビュー回答者が懸念を示した。一方で、AI はスタッフをサポートするものであり、彼らの力を削ぐものではないと考える者もいる。ある不動産調査専門家は「我々は AI をどんどん使っているが、それでも人員を増やし続けている」と述べた。

より深刻な懸念は、フィリピンとインドのオフィス需要の中心であるビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）およびグローバル・ケイパビリティ・センター（GCC）ビジネスにおけるオフィス業務に対する AI の影響に関するものである。インタビュー回答者の意見は分かれている。このようなビジネスの人間の側面を完全に再現することは不可能だと考える者もいれば、AI がフィリピンとインドで危機を引き起こす可能性があるかと危惧する者もいる。ある投資マネジャーは「AI の活用によりアウトソーシング機能の生産性が向上するのか、それとも企業はアウトソーシング自体を余計なものと思なすようになるのか？」と疑問を呈し、「事態は、皆が考えるよりずっと速く進むだろう。何が起るにせよ、今後 5 年以内に起こるだろう」と語った。

AI の利用拡大は、データセンターセクターの主たる推進要因のひとつでもある。このセクターの投資家の大半がこれを純粋なプラス要因と捉える一方で、一部のインタビュー回答者からは、テクノロジーの急速な進化自体がこのセクターの陳腐化リスクの高さを表しているとの指摘があった。

コンプライアンスから価値創造へ：パフォーマンスドライバー（業績向上要因）としての ESG

サステナビリティに対する見解はアジア太平洋地域の中でも大きく分かれるものの、不動産所有者は達成可能かつ測定可能な取り組みに注力する必要があるという点においてコンセンサスが広まりつつある。機関投資家やデベロッパーは脱炭素化とレジリエンスを、資金の確保、資産評価の安定性、さらには保険適用の可否に直結する戦略的な必須要件として認識しつつある。ESG 重視の勢いは、投資家が厳格な開示要件を課している地域であり、特に欧州を拠点とする投資家に顕著に見られる。北米や中東の投資家が設定する基準はそれほど厳しくない場合が多い。その理由として、投資収益率（ROI）を重視する姿勢や「グリーンウォッシング」（環境偽装）に対する懸念を反映していると考えられる。例えば CPP インベストメンツでは、カナダの他の機関投資家に倣って、2025 年 5 月にネットゼロへのコミットメントを撤回した。

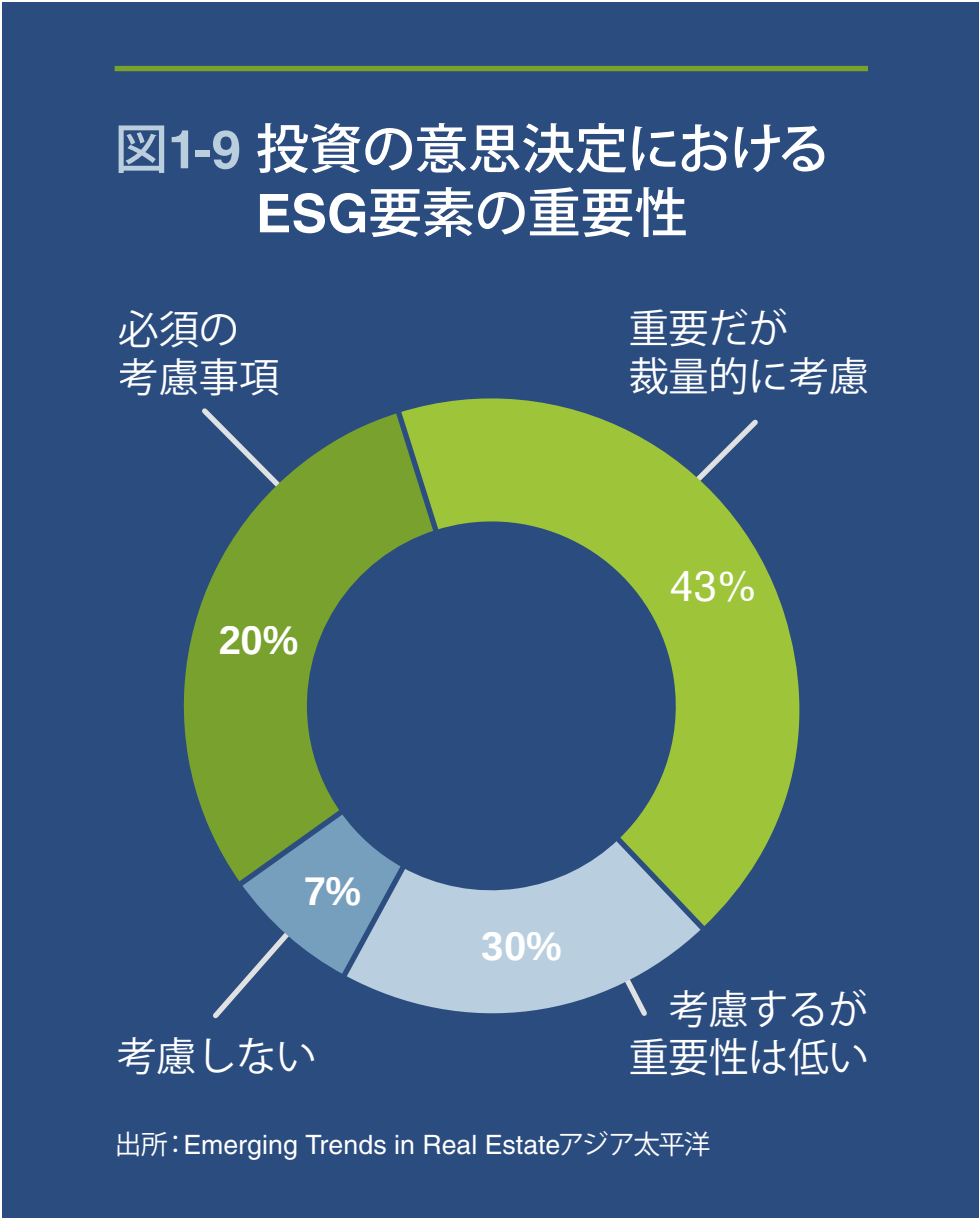
そのような違いにもかかわらず、アンケート回答者の 80% が、自身の組織において ESG 原則へのコミットメントが過去 12 か月において維持または強化されたと答えた。だがその取り組みにおいては、データ・インテグリティ（データの正確性）、テナントとの連携、およびエンボディド・カーボン（建設資材などからの排出量）の追跡が弱点のままだ。インタビュー回答者は「ラストマイル」の課題、つまり目標は明確でも実行は断片的という問題に繰り返し言及した。一方、気候変動リスクは以前は情報開示の要件であったが、今では投資の意思決定を直接制約する要因となった。保険料の上昇やトランジション・リスク（低炭素社会への移行に伴うリスク）評価により資産の再評価が進行しており、コスト削減とレジリエンスの向上を両立させる改修・省エネ計画の必要性が高まっている。



インタビューを通じて、明確な構造的変化が浮かび上がってきた。ESG は単なるコンプライアンス上の義務から、真のパフォーマンスドライバーへと進化したのである。かつては主として規制当局への報告を目的としていたサステナビリティは、現在では業務効率、レジリエンス、競争力を強化する戦略的ツールとして、アンダーライティングや資産運用のプロセスに組み込まれている。アンケート回答者のうち、投資に対して最低限の ESG 基準を満たすことを求める割合はやや低下した。しかし、ESG への配慮は依然として全回答者の 3 分の 2 以上にとって重要な要素である。

主だった機関投資家は、1 平方メートルあたりの炭素強度、エンボディド・カーボン削減目標、トランジション・リスクのエクスポージャー測定といった将来志向のパフォーマンス指標を導入し、資産の取得、改修、売却の意思決定に必要な情報としている。ESG 基準は現在、積極的なバリューエンジニアリングの枠組みとして機能し、資金の再投資、循環、あるいはパフォーマンスの低い資産からの撤退を判断する指針となっている。

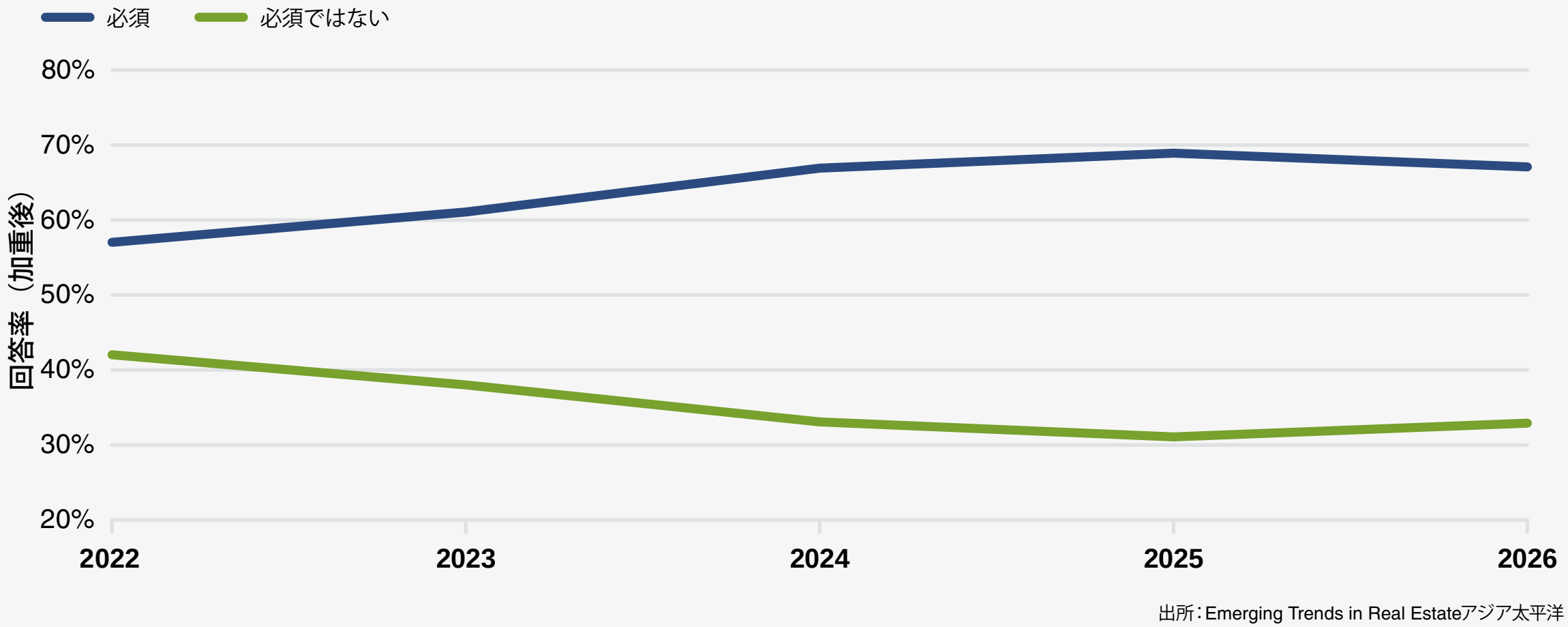
サステナビリティが常態化している兆候の一つとして、「グリーン・プレミアム」の対概念である「ブラウン・ディスカウント」（サステナビリティの低い建物に対する価格の割引）の出現が挙げられる。投資家やレンダーは非効率的あるいは炭素集約的な物件に対し、借入コストの引き上げ、より厳格な融資コベナントの適用、評価額の引き下げを通じて、ペナルティを強化している。インセンティブ構造は事実上逆転し、クラス最高のパフォーマーへの報酬から、遅れているパフォーマーへのペナルティへと転換した。この転換は報告書の作成にも表れており、定期的に ESG 報告書を作成する回答者の割合は前年比で 15 ポイント上昇した。これは 2024 年に顕在化した潮流、すなわちグローバルな投資環境において ESG に基づく戦略が強く支持されたという動向を引き継いだものだ。同時に、今後 3 年以内



に初めて ESG 報告書を開示する予定の組織が急減しているという事実は、ESG 報告が市場における規範として確立されたことを示している。

この移行を象徴する事例がオーストラリアだ。現在、同国の銀行や鑑定機関は、エネルギー効率、気候変動エクスポージャー、さらに改修の可能性を、融資条件および収益性の評価に明確に組み込んでいる。あるインタビュー回答者は「もはやグリーン・プレミアムはなく、ブラウン・リスクしかない」と語る。信頼できるトランジション・パスウェイ（持続可能化計画）や情報開示の透明性を欠く資産は、収益リスクと流動性リスクを測定できるため、低く評価されている。

図1-10 投資対象資産における基本的なESG基準への適合



この新たな価格設定のメカニズムは、資金配分を変えつつある。投資家は、過度な設備投資を要する ESG 非準拠の資産ではなく、実行可能な改修計画を備えた「トランジション資産」に資金を振り向けているのだ。この動きは、「レジリエンスへの逃避」という広範な傾向の一環であり、ESG への準拠が、資産の流動性と市場への長期的適合性を測る新たな指標として機能している。同様に、日本とシンガポールではレンダーがサステナビリティ・リンク・ローンやマージン・ラチェット（パフォーマンスに応じて利率を調整する仕組み）を取り入れ、サステナビリティへの移行を後押しするとともに、その成果を評価している。

根底にある原則は単純だ。つまり、サステナビリティリスクは財務リスクである。エネルギーコストの上昇、規制強化、

テナントの期待の変化により、ESG 適合資産と非適合資産の間には明確なパフォーマンス格差が生じており、この格差は今後さらに拡大すると見込まれる。この「ブラウン・ディスカウント」は、ポートフォリオの戦略的な再構築も促すものだ。ファンドマネジャーは、炭素調整後の評価を実施し、より厳格な排出シナリオの下で資産のストレステストを行い、改修可能なコアプラス物件に資金を再配分する一方、座礁資産（将来的に価値を失い投資回収の見込みが立たなくなった資産）となった古い物件を売却している。その結果、市場は二極化しており、透明性とトランジション性を備えた資産が資金を引き寄せる一方、非適合資産は流動性の低下と陳腐化の加速に直面している。

図1-11 ESGに関する定期的な報告

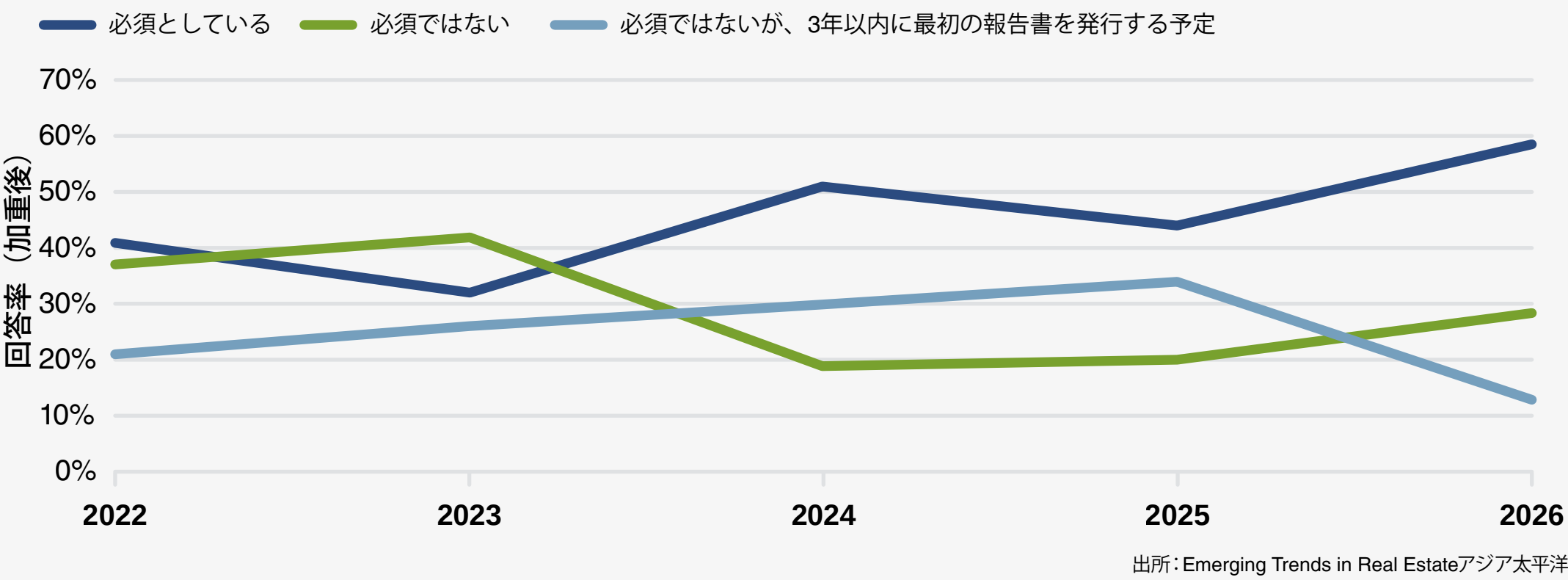
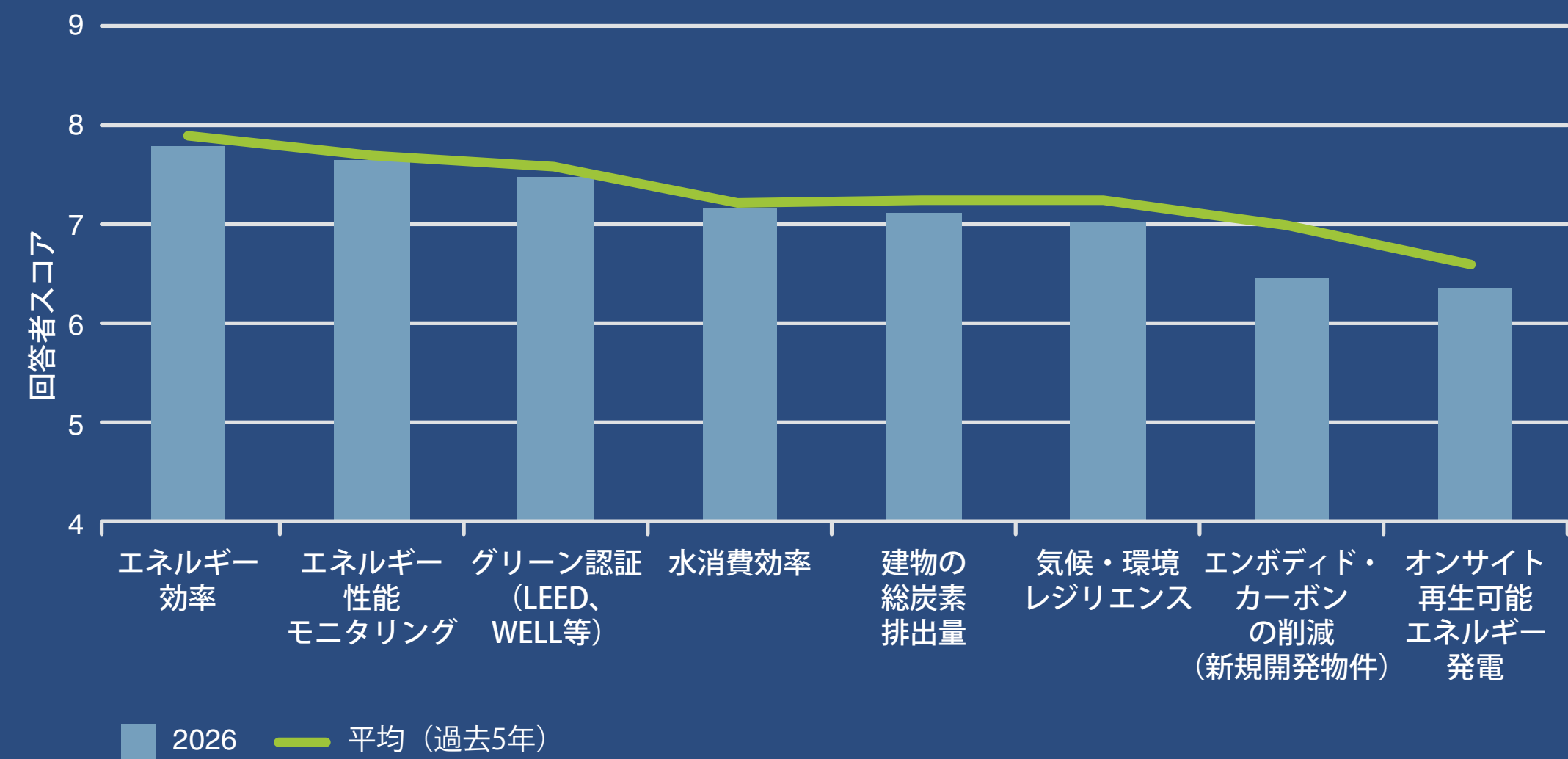


図 1-12 グリーンビルの主要評価基準



“

ESG は単なる投資テーマのひとつではなく、財務面での合理性がなければならない。

脱炭素化が依然としてサステナビリティの主要テーマである一方、気候変動レジリエンス（資産、ポートフォリオ、都市が物理的ショックに耐え、回復する能力）が投資の新たな検討事項として浮上しつつある。異常気象の頻発、保険会社からの圧力、規制当局の監視強化を背景に、投資家は資産価値がその適応性と存続可能性に左右されることを認識している。物理的な気候リスクの価格設定モデルはまだ統一されていないものの、その導入の勢いは増しつつある。オーストラリアと日本の機関投資家は、取得時のデューデリジェンスに洪水ハザードマップ、ヒートストレス、水不足の指標の組み込みにおいて先行している。だがインタビュー回答者からは、CO₂ 開示基準が標準化される一方でレジリエンスの開示は遅れており、気候ハザードへの財務エクスポージャーを定量化する枠組みが限定的であるとの指摘があった。香港やシンガポールのような高密度都市市場では、レジリエンスが差別化要因となりつつあり、保険コスト、テナント維持、事業継続性に影響を及ぼしている。

従来の保険モデルが不適切であることは、繰り返し懸念される点である。あるインタビュー回答者は「保険はレジリエンス戦略のひとつではなく、短期的なヘッジに過ぎない」と述べる。保険料が高騰し補償範囲が狭まるなか、投資家は物理的な適応施策を不測の事態に備えたコストではなく、設備投資として捉え直しており、そのコア資産の運用計画において、排水設備の強化、パッシブクーリング（自然を利用した冷房）、冗長電源システム、耐水性素材などの対策を組み込みつつある。また、事業継続性を確保するための物理的対策を補完するものとして、柔軟な賃貸契約や緊急対応プロトコルといったソフトな適応戦略が導入されている。

資本市場は、レジリエンスを重視したポートフォリオを高く評価し始めており、気候適応の基準を引受審査に組み込むファンドは、長期的な流動性において有利な立場にあると見なされている。またオーストラリア、日本、シンガポールの規制当局と中央銀行は、気候リスクのストレステストを金融安定性に結び付け、期待値を高めている。こうした規制の枠組みが確立されるにつれて、レジリエンスの測定と開示が進み、資産評価や融資条件に織り込まれるようになるであろう。



重要テーマ：日本

長らく続いた日本のゼロ金利時代は、市場の流動性や投資家の信頼を損なうことなく、慎重に幕を下ろしつつある。日本は企業の優良なバランスシート、規律ある金融政策、そして世界の資金の継続的な流入に支えられ、アジア太平洋地域において最も安定性が高く、流動性に優れた不動産市場としての地位を維持している。中でも東京は、特に「居住施設」の分野（ホテル、集合住宅、コリビング施設）において際立っており、景気循環による回復ではなく、構造的な変化によって新たな機会が生み出されている。

資産の老朽化、ライフスタイルの変容、さらに海外からの労働者や旅行者による新たな需要が、不動産に求められる要件を変えつつある。投資家は依然として東京への過度な集中に警戒を示しており、日本については構造的に魅力的であるものの、現状はサイクルの中間段階にあると評価している。建設コストの高騰、緩やかな利上げ、イールドスプレッドの縮小、さらに非公開物件をめぐる競争の激化は、リターンがかつての異常に高い水準から正常化しつつあることを示すものだ。それでも、日本市場は「ファンダメンタルズが良好」であり、アジア太平洋地域内のボラティリティの高い市場と比較して、構造的に優位にあると広く評価されている。

2025 年 9 月に日本銀行は利率を据え置く一方で、ETF などのリスク資産の売却を開始し、これまでの異例な刺激策の解除に向けてさらに一步を進めた。今年のインタビューから浮かび上がったコンセンサスは、国内のメガバンクや保険会社による緩和的な与信条件と相まって、利率が 1.5 ～ 2% へ向けて段階的に上昇していくというものである。



日本の不動産はインフレに強く、円建てで為替リスクや関税リスクもない、魅力的な資産だ。

金融引き締めがディストレスを招いた他の市場とは異なり、日本は依然として支援的な環境を維持している。国内の主要レンダーは引き続き潤沢な流動性と安定したスプレッドを提供し、オフィス、マルチファミリー住宅、ホテルにおける賃料の上昇が資金調達コストの上昇を相殺している。また、投資家がレバレッジをかけた投資よりも資産のパフォーマンス、運営効率、そして持続的な収入を優先するなか、機関投資家は規律を強めつつある。キャップレートの低下を重視する姿勢から、収益の安定性を追求する姿勢へと戦略的な転換が投資の形を再構築している。コア投資はレバレッジを抑制的に活用するコアプラスやバリューアッド投資へと移行する一方、メザニンローンやハイブリッドエクイティが魅力的なリスク調整後リターンを提供する選択肢として再び注目されている。

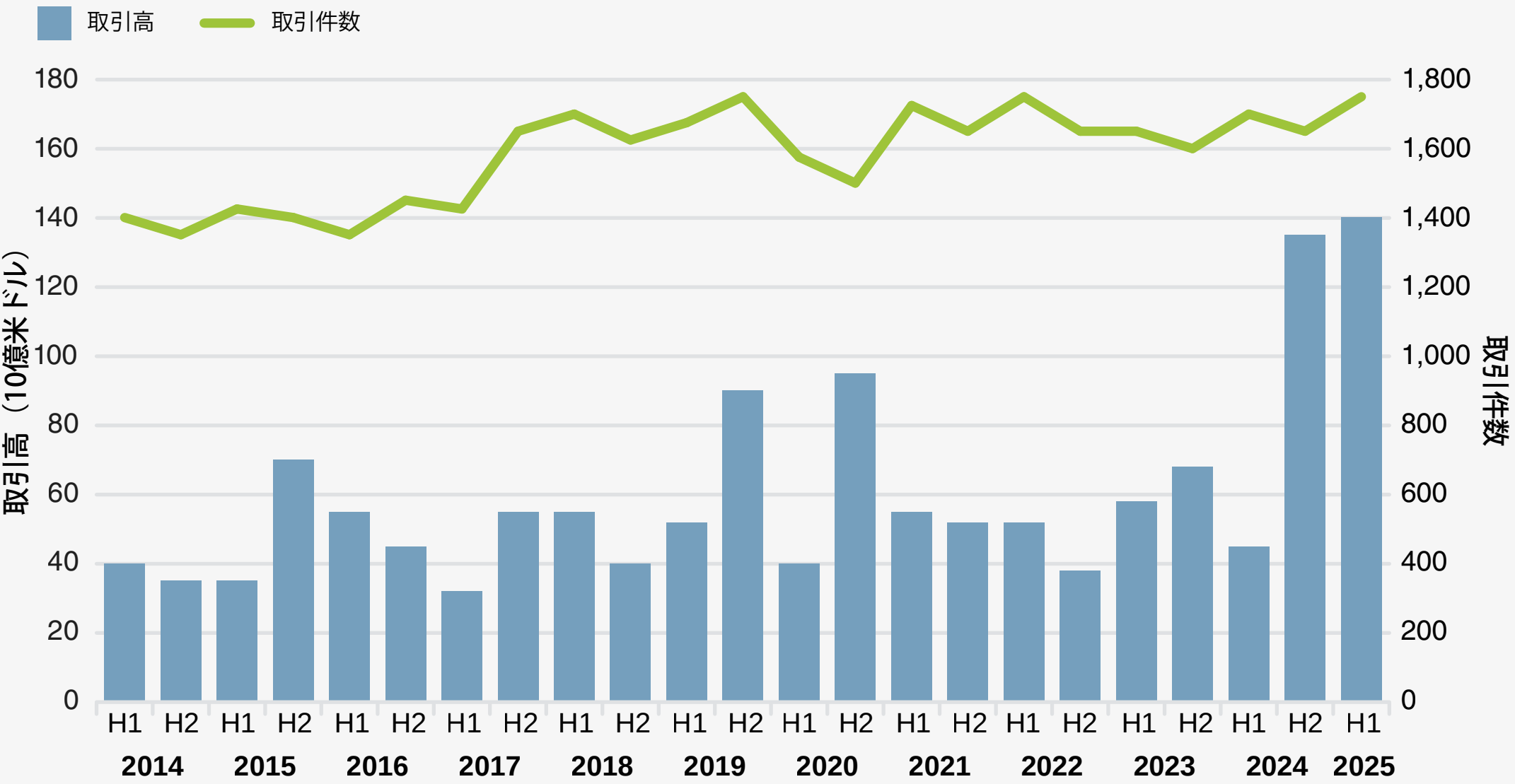
重要なのは、緩やかな利上げは、投機的な行き過ぎを抑え、より良い資金配分を促す健全な動きと見なされていることだ。他のアジア太平洋市場が大きな変動にさらされるなか



東京(日本)

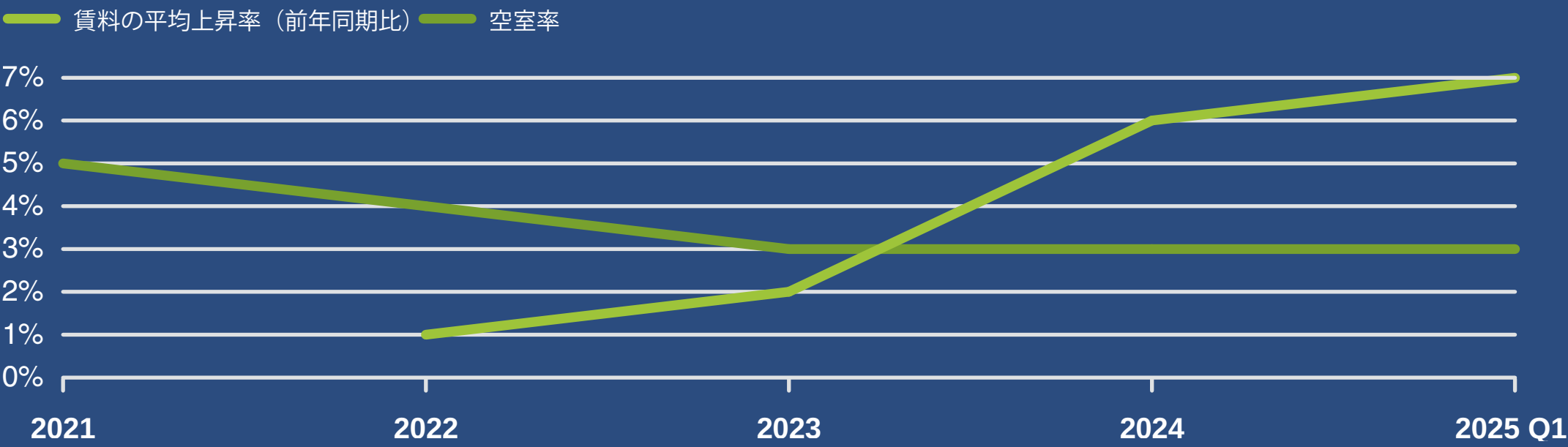


図1-13 日本のM&A案件 (2014年～2025年上半期)



出所: マージャーマーケット (2025年7月)

図1-14 日本の賃貸集合住宅、賃料の上昇と空室率 (2021年～2025年第1四半期)



出所: アバディーン・インベストメンツ サヴィルズ

で、日本は中程度ながら予測可能なリターンを提供し、この地域における「安全な利回りのアンカー」（信頼性の高い低リスク投資先）としての役割を維持している。ある投資家は「予測は難しいが、利率は 1.5% 程度まで上昇する可能性がある。これは売却価格にはマイナスの影響を及ぼすが、賃料の上昇がその影響を相殺している」と述べた。

内部からの改革： 企業の再構築と資本効率化

日本における企業再構築と流通市場の動向は、個別資産の取引からコーポレートファイナンス主導の価値創造への移行を示唆するものだ。投資家は単体の不動産を追求するのではなく、企業パートナーとの戦略的提携を構築し、隠れた価値を引き出そうとしている。そして日本企業は、政府と投資家からの圧力の下、ガバナンスの改善とバランスシートの最適化を迫られている。多くの企業で保有不動産が低い簿価で計上されていることから、プライベートエクイティ投資家は資産の売却を通じてバランスシート改善の支援に積極的である。

企業レベルの取引では引き続き外資が優位を占めているものの、国内の機関投資家や商社も着実に地歩を回復しており、プライム資産の利幅は縮小している。その結果、投資家は規模を重視した取引機会へと転換しつつある。セクター横断的なプラットフォーム、ポートフォリオ取引、大規模な都市再開発パイプラインなど、キャップレートの低下ではなくリポジショニングや運営の強化を通じて価値創造を図る機会である。M&A 専門のグローバルメディアであるマージャーマーケットのデータによると、2025 年上半期の日本の M&A 総額は前年同期比で 3 倍に急増し、1,400 億米ドルに達したという。

2025 年から 2027 年にかけても、企業再構築は引き続き中心的な投資テーマになると予想される。この動きを支えているのは、自己資本利益率（ROE）とガバナンスの透明性に重点を置く継続的な方針、企業の合理化推進に伴う持続的な資産売却パイプライン、そして流動性や資本再構成の選択肢さらには全資産クラスにわたる再投資を重視する成熟した流通市場である。

ある投資家は「企業が資産を放出し始めるにつれ、実際にいくつかの有望な機会が生まれている。それは必ずしもセール・アンド・リースバックに限らない」と指摘し、「自己資本利益率の課題は日本全体に及んでいる。日本の規模と子会社の数を踏まえると、整理対象となる資産は 1 兆ドル規模にのぼるだろう」と述べた。

居住施設とホテルセクターが 機関投資家の投資対象に： 国内需要とインバウンドの復活

東京のマルチファミリー住宅市場は引き続き逼迫しており、23 区全体で稼働率は約 97%、空室率は 3% 未満である。広範な「居住施設セクター」（マルチファミリー住宅、ホテル、ハイブリッド型施設）を投資対象とする機関投資家が急速に増加しており、日本のリスク・リターン特性は変容しつつある。かつては断片化され、小規模事業者が支配的であったこの市場は、低利回り環境の下で耐久性のある収益資産を外国資金がターゲットとするにつれ、統合が進み専門化の度合いを強めている。

この転換の背景にあるのは人口動態の変化と人々の行動変容だ。持ち家がますます手の届かないものになりつつあり、「住宅価格は依然として極めて高い水準にあり、その結果、キャップレートは低下している」という状況にある。そのた



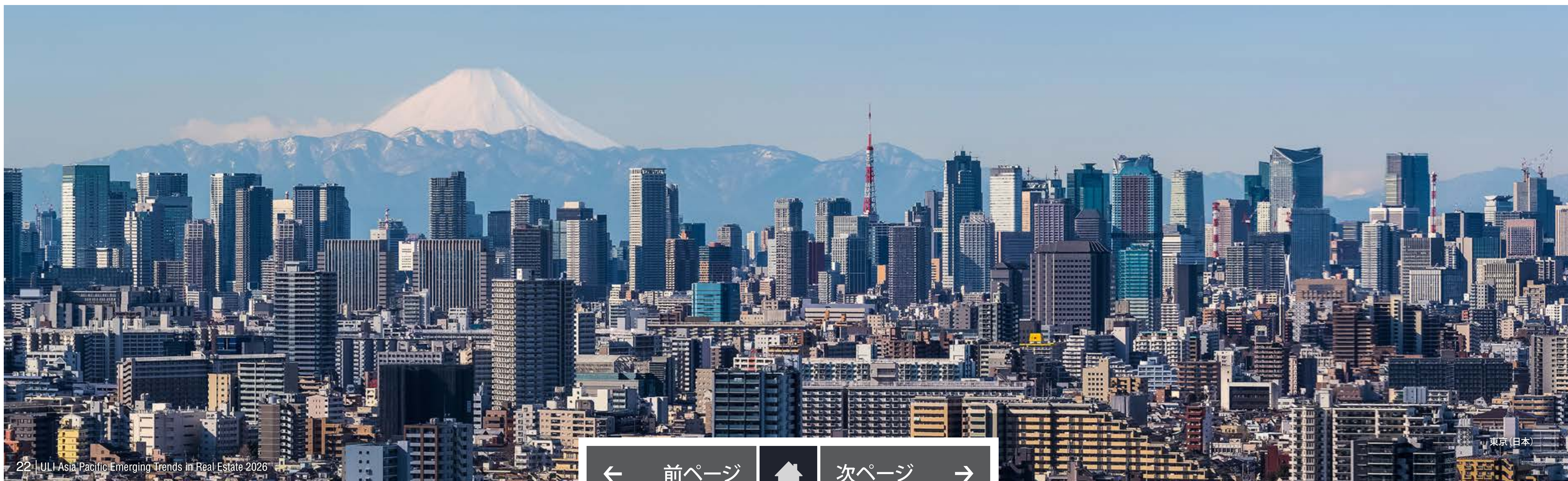
め、機関投資家向け賃貸住宅が、国内の労働力需要と地方から大都市への人口移動に支えられた、信頼性の高いインフレヘッジ型の収益資産となっている。それと並行して、ホテルセクターはここ数十年で最もダイナミックなサイクルにある。パンデミック後に観光需要が急増しており、一部のホテルではインバウンド客が宿泊者の90%を占める。一方で、堅調な国内旅行が季節変動の平坦化に寄与している。この二重の需要エンジンが、ホテル、サービスアパートメント、アパートメントホテルへの資金流入を後押ししており、特に大阪（2025年万博から統合型リゾートへ）、福

岡（地域ハブとしての台頭）、および沖縄などのリゾート市場で顕著な動きが見られる。運営会社は長期滞在型、家族向け、アパートメント型など、運用効率を高めることができ少人数のスタッフで管理可能な、柔軟性の高い形態の物件に重点をおいている。

投資家にとっての機会は、機関投資家向けの規模の実現と運用面の高度化にある。日本の既存ホテルはまだ機関投資家による所有率が非常に低く、大量取得による集約化や、コアプラスまたはバリューアッド型のリポジショニングに大

きな可能性がある。アセットライトな運営構造と外国資金の参入拡大が、この動きを加速させている。住宅とホテルの境界も次第に曖昧となり、テクノロジーの進展、柔軟な賃貸契約、ライフスタイルの変化を背景に、コリビング、サービスアパートメント、さらには短期滞在型（民泊やマンスリーマンション）が新たな形態として台頭している。これらの選択肢は、デジタルノマドや学生、一時的に滞在するプロフェッショナル層に訴求し、需要の拡大を促すとともに、サイクル全体を通じて賃料のレジリエンスを支えている。

この流れは、景気循環的な反発ではなく構造的な拡大である。日本の住宅および宿泊セクターは人口の集中、運用の高度化、そして安定した外国資金の流入に支えられて、10年前の物流施設がそうであったように、安定的な収益不動産へと成熟しつつある。だが、主要市場での価格状況は厳しい。東京を拠点とするマネジャーは「東京市場は引き続き活発で、賃料も物件価格も上昇を続けている。新規物件も既存物件も相変わらず高いままだ。特に、住宅価格は極めて高水準にあり、そのためキャップレートが低下し、市場参入を難しくしている」と語った。





シドニー（オーストラリア）

重要テーマ：オーストラリア



オーストラリアは安定性と透明性の恩恵を受けており、アジア資金を再び引き寄せている。

インフレの緩和とさらなる利下げの見通しが市場心理を押し上げており、今後 12 ～ 18 か月にわたり資金の再活性化とキャップレート低下の可能性が見込まれる。経済成長率は 1.7 ～ 2% と、先進国市場の中では最も高い部類に入るが、市場は依然として建設コストの高騰、生産性の伸び悩み、および住宅取得の手頃さを求める圧力に直面している。オーストラリアの不動産会社レイ・ホワイト・グループによれば、こうした逆風にもかかわらず、オーストラリアはアジア太平洋地域における有望な投資先として再浮上している。流入するクロスボーダー資金は 2023 年通年で 100 億豪ドル（64.5 億米ドル）から急増し、2025 年上半期には 159 億豪ドル（103 億米ドル）に達した。貿易摩擦や米国の国内回帰の流れを受けて世界の資金が再配分されるなか、透明性、流動性、そして機関投資家向け資産としての成熟度が、オーストラリアの「コアなセーフ・ヘイブン（安全な避難所）」としての魅力を支えている。

日本の投資家が重要な資金源として浮上してきた。彼らは忍耐強く、価格競争力があり、拡大志向も強いが、総じてストラクチャード・ソリューション（複雑な金融構造）への対応において柔軟性に欠ける。人口増加、慢性的な住宅

供給不足、およびインフラ投資といった構造的な需要要因は引き続き健全であるものの、2026 年から 2027 年にかけては供給面の制約が結果を左右するだろう。不動産プロジェクトの回復は、建設コストの安定化、金融緩和、および連邦政府と州政府の政策連携の強化にかかっている。

「ベッドと倉庫」セクター、すなわち居住施設と物流施設は、状況の変化にもかかわらず、依然として投資家にとって確固たる人気セクターである。CBRE によると、オーストラリアの物流施設市場は過去 5 年間で賃料が著しい上昇を見せ、2022 年と 2023 年にはシドニー、メルボルン、パースで年率 30% を超える水準に達した。現在、賃料の伸び率は一桁台へと向かっているが、インタビュー回答者は、限られた土地供給と都市計画上の規制により、ファンダメンタルズは依然として良好であると指摘している。資金の投入先は、着実なインフレ連動型リターンをもたらすインフィル（都市内再開発）、ラストマイル、およびブラウンフィールド（既存設備がある土地）がターゲットだ。あるオーストラリアのマネジャーは「産業施設の賃料が 40% も上昇した時代は終わったが、このセクターは今でも投資先として高い人気を誇っている」と述べた。

居住施設セクターでは、ビルド・トゥ・レントが機関投資家向けの資産クラスになりつつあり、その成功は規模と運営次第である。例えばメルボルンでは、多くの投資家が苦い経験をしており、あるシンガポールの投資マネジャーは「アジア太平洋版の『先行者不利益の法則』に苦しんだ」と皮肉を口にした。基本的な需要は堅いものの、建設コストの上昇と値ごろ感への懸念が重なり、このセクターの難易度を上げている。にもかかわらず、MSCI のデータによ



前ページ



次ページ



ると、メルボルンでは 2025 年年初からの 9 か月間で取引高が 9% 増加した。

学生専用の宿泊施設は、留学生の増加と大学周辺の慢性的な供給不足に支えられ、引き続き好調を維持している。CBRE の推計によると、現在このような施設に入居している学生は全体の 6% に過ぎないことから、最大 18 万床の追加が必要となる。2025 年から 2028 年にかけて計画されている 2 万 8,000 床のパイプラインでは、メルボルンとシドニーで大きな不足が見込まれる。一方、高齢者住宅とランドリース・コミュニティ（定年退職者が土地を借り、そこに家を建てて所有する形態）は、保有する住宅資産とオーストラリアのスーパーアニュエーション（退職年金基金）に支えられた健康な高齢者からの需要により、勢いを増している。だが規制が複雑で、垂直統合型の運営が必要なことが、参入障壁として残っている。

パンデミック後の環境では、オーストラリアの各州とその州都の間でパフォーマンス格差の拡大が見られ、財政政策、インフラのパイプライン、そして政治的安定性が、これまで以上に重要となっている。2024 年から 2025 年にかけてこの格差は広がり、クイーンズランド州とビクトリア州とで最大の開きとなった。

クイーンズランド州では 2032 年のブリスベンオリンピックに向けて、4 年間で 1,168 億豪ドル（757 億米ドル）を投じて新たな交通インフラを整備する計画が進められている。サヴィルズの調査によれば、オリンピックとそれを支えるインフラは、300 万平方メートルを超える産業施設・物流スペースの需要を創出する可能性があると推定される。対照的にビクトリア州は、政策がいかに信頼と投資を損なうかを示す事例である。かつて外国資金を引き付けていたメルボルンは、今や「オーストラリア国内のソブリンリスク市場」との認識が広まっている。2025 年の土地税改革で

は、信託が保有する土地の課税対象となる最低評価額が 30 万豪ドルから 5 万豪ドル（19 万 5,000 米ドルから 3 万 2,000 米ドル）へと引き下げられ、小規模投資家も課税対象に含まれることとなった。さらに「一時的」とされていた COVID 課徴金は恒久化され、130 件に及ぶ新たな賃貸規制がコストを一層押し上げた。オフショア資金はメルボルンの集合住宅およびオフィスセクターからほぼ撤退し、国内の買い手も慎重な姿勢を保っている。ある投資家は「メルボルンではディスカウント価格で取得できるが、買い手が少なく市場が狭いため、将来の売却価格を見積もること

は難しい」と述べた。別の市場関係者は、信頼回復は難しいと指摘し、「たとえ政権が変わったとしても、課税に関する不確実性によって、海外資金は敬遠するだろう」と語った。

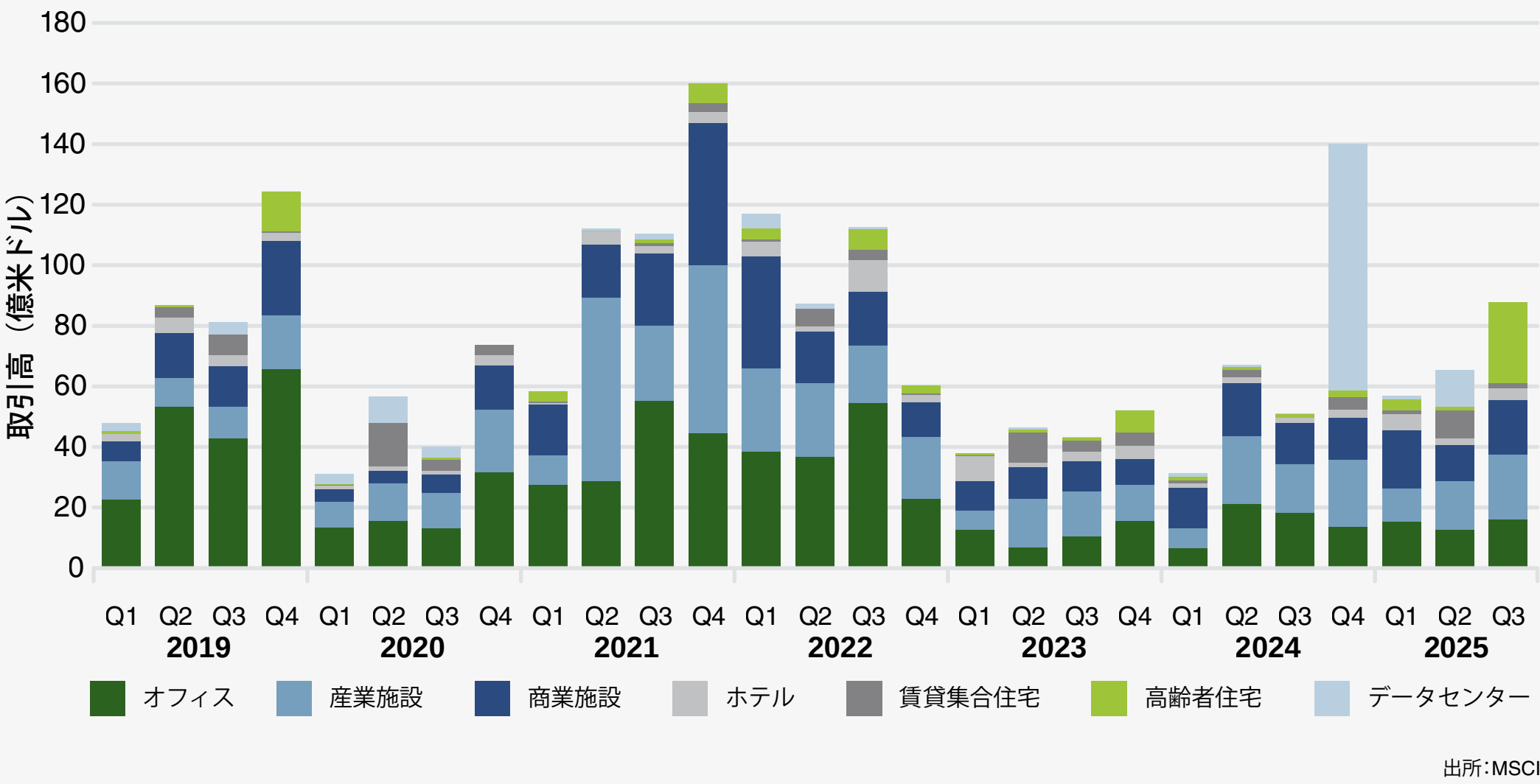
オーストラリアの不動産セクターは「建設するにはコストが高すぎ、リセットするには安定性が強すぎる」というジレンマに陥り、構造的な開発停滞の局面を迎えている。建設コストの継続的な上昇、労働力不足、および土地価格の硬直化により、ほとんどの資産クラスで新規供給の経済性が損なわれ、多くのプロジェクトが達成寸前で立ち往生しているのだ。

コーデル建設コスト指数によると、2025 年 6 月までの住宅建設コストは年換算で 2.9% 上昇し、価格はパンデミック以前の水準を 30.8% 上回っている。デベロッパーからは、実行可能なプロジェクトでさえ極めて薄利で進められており、資金調達や需要環境にわずかな変化が生じても納入が完全に停止しかねないとの声が聞かれた。マスタービルダーズ・オーストラリアによると、平均的な建設工期は 24.5 か月から約 29 か月へと延びているという。国内で最も長い遅延事例のいくつかは、労働力がオリンピック関連インフラに振り向けられているクイーンズランド州で発生したものだ。とはいえ、新規開発が困難なことから、既存資産の価値が下支えされている。また、供給が抑制されていることから、コアオフィス、物流施設、および好立地の住宅では、賃料の上昇と高い稼働率が継続している。

これを受けて、デベロッパーはビジネスモデルを見直しており、投機的な供給（プリセールやプリリース契約のない建設）から離れ、資本提携、フォワードファンディング（完成前の売買契約による資金調達）、さらにはオフィス設備のアップグレードを含むアダプティブリユース（既存ビルのコンバージョン）へと軸足を移している。あるインタビュー回答者は「価値創造の次の段階は、新規開発ではなく、リポジショニングと運用から生じるだろう」と述べた。

こうしてオーストラリアは、資金は潤沢である一方、建設が不足するサイクルに入りつつある。供給不足は資産価値を維持し、賃料インフレを助長する一方で、所有者が既存の資産を手放すことはなくなる。あるインタビュー回答者が述べたように「もはや事業として成り立たない。建設しようにも何もかも高すぎる。そのくせ、誰も売ろうとしないのだ」という状況だ。

図1-15 オーストラリアのセクター別四半期取引高 (2019年～2025年第3四半期)





重要テーマ：中国

中国のデベロッパーが長引く景気低迷の5年目に入るなか、インタビュー回答者の間では見解が分かれ、今後12～18か月間の中国不動産市場の軌道は不確かだ。一部の投資家は、市場はまだ底を探っていると見ている。例えばS&Pグローバルは、全国の新築住宅販売は2025年に8%、2026年にはさらに6～7%減少すると予測している。悲観論者は伝統的なオフィスや商業施設における継続的な脆弱性を指摘し、評価額が依然として調整の深さを十分に反映していないと主張する。

また、より建設的な見方を示す回答者もあり、最悪期を脱した可能性があるとの立場である。しかし、回復は緩やかでばらつきがあり、セクターごとに大きく異なると考えている。金融政策は引き続き緩和的であり、借入コストは世界的な動向に沿って低下し続けている。ある回答者は「利率の長期的な低下傾向は定まっている」と指摘した。この環境に促され、保険会社や国内ファンドはマルチファミリー住宅、ショッピングセンター、REIT（不動産投資信託）連動型ビークルなどの資産を通じてインカム利回りを追求している。だが、このような環境に加え、銀行が意図的に「エクステンド・アンド・プリテンド」の姿勢を取っていることも、市場の回復を遅らせている一因となっている。

経済全般に目を向けると、デフレ圧力が継続しており、実質金利は高止まりし、企業の投資や家計の消費に重くのしかかっている。消費マインドや消費支出は低迷している。政府の政策スタンスは積極的な景気刺激策から「安定化」へと移行している。これは財政的な慎重さと、資産バブルを再燃させることなく実体経済を支えたいという意向の双方を反映したものだ。複数のインタビュー回答者から、



我々は『スローマネー』の時代に入りつつあり、今後は良質な機会を見分ける能力が極めて重要になっていく。有能なマネジャーや機関投資家には、まだまだ成功の余地があるだろう。

2025年後半の政策の方向性が重要になるとの指摘があった。もし住宅市場が底を打てば緩やかな引き締めが続く可能性があり、さもなければ、さらなる金融緩和が実施される可能性が高い。

中国は、投資家が「スローマネー」の時代と呼ぶ局面に入っている。これは投機的な開発から収益の安定性への移行を特徴とする段階だ。中国を拠点とするインタビュー回答者は、一貫してこの段階を、資金がスピードから安定性へと力点を移す経済的・文化的再調整と捉えている。成功の鍵を握るのは、市場のタイミングではなく、むしろ運用パフォーマンスになりつつある。中国の不動産セクターが機関投資家の投資対象となる動きの一環として、国内REITエコシステムの成長、人民元建て投資ビークルの台頭、そしてビルド・トゥ・セルからビルド・トゥ・ホールド戦略への方向転換が見られる。



上海(中国)



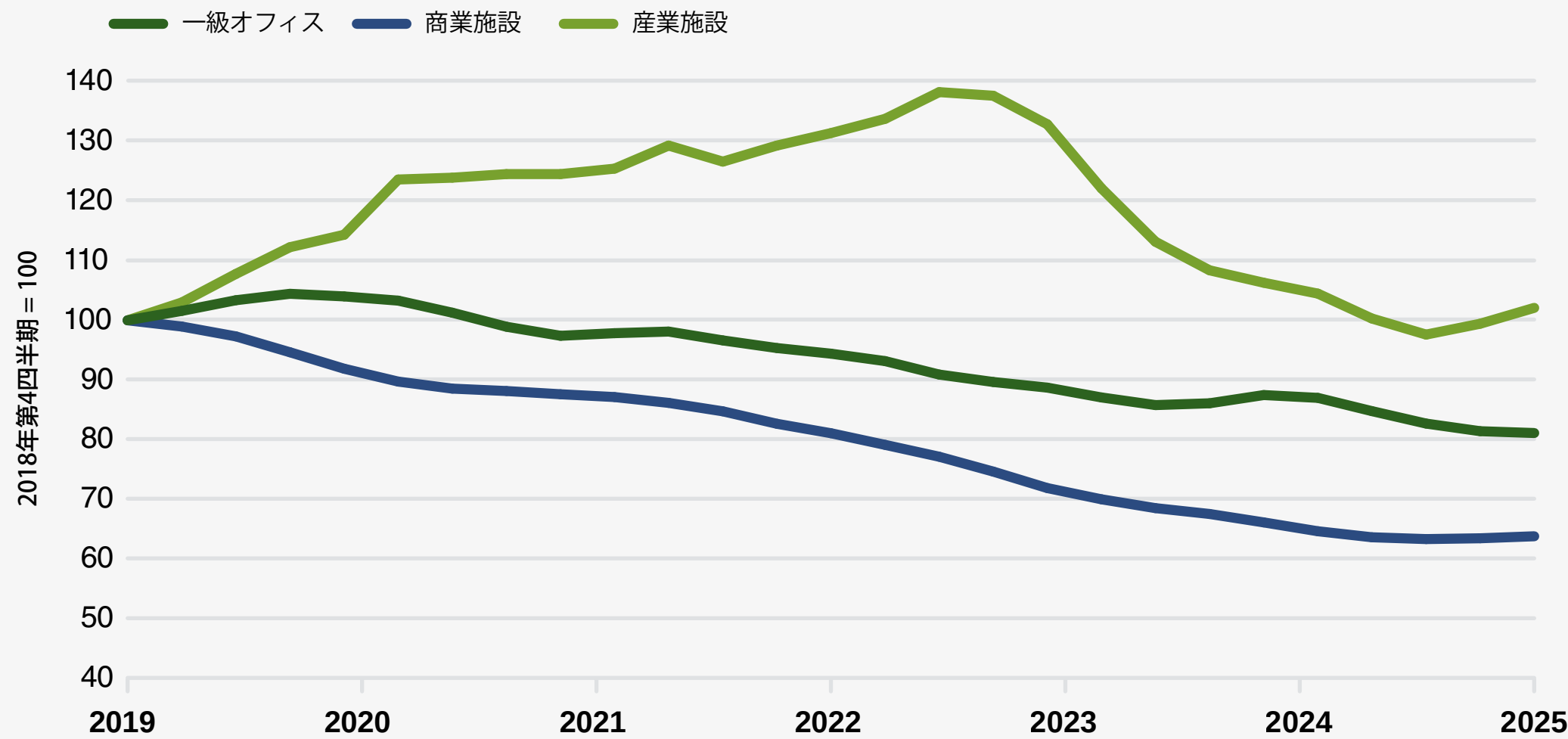


REIT 市場の成長は、取得、資金調達、運用からエグジットに至る投資サイクル全体を強化している。

国内投資家にとって、この成熟期は管理責任と卓越した運用が重要となり、弾力的なキャッシュフローと長期的な適応性を備えた資産を優先することになる。現在、中国の不動産資金のエコシステムにおいて、国内資金主導の体制が整いつつある。にもかかわらず、世界やアジア太平洋地域の投資マネジャーでインタビューに応じた者の多くは、現在のところ中国は「投資不可能」と断言している。その最たる理由は、多くのマネジャーがレガシー資産に縛られているためだ。あるマネジャーは「過去 10 年間における外資による対中投資を見ると、その大半が不良債権化している」と指摘する。しかし、このセクターで資本再構成を行うには国内の流動性は不十分であり、また複雑な状況を整理しようとする意欲もほとんど見られない。さらに、ほぼすべてのセクターで投資が行われている上海と、国内の他の都市との間には大きな隔たりが存在する。

インタビュー回答者は、中国が回復するにつれて、外国人投資家が初の上場を果たし、活況を呈する REIT と並んで、人民元建ての資金調達が優先されると予想している。この国内資金主導という変革には二重の意味がある。一つは、投資を国家の優先政策事項に沿わせ、外的ショックへのエ

図1-16 中国の価格指標（2019年～2025年第3四半期）



注：リアル・キャピタル・アナリティクス 商業用不動産価格指数（ヘドニック回帰モデル、1平方フィート当たりの価格）2018年第4四半期 = 100

出所：MSCI

クスポージャーを減らすことにより、市場の安定性を支えるという点だ。他方、市場の開放性よりもアクセスの確保と影響力の発揮が重視される、内向きで人間関係重視の文化を強めることになる。

中国不動産の現状において、賃貸住宅は最も回復力があり投資可能なセクターと見なされている。REIT のマネジャーによると「賃貸住宅や低所得層向け住宅に対する需要は引き続き堅調で、高い稼働率が維持されている」という。このことは投資資金が、運用面で成熟し国の政策に合致した資産クラスへと広範に再配分されていることを反映している。現在、マルチファミリー住宅と REIT は手頃な住宅の

供給と資本市場改革という公共政策の優先事項と、流動性・透明性・利回りという投資家の目標が交差する地点に位置している。

CBRE によると、2025 年上半期の事業用不動産投資額は前年同期比 19% 増となった。取引件数が同 29% 減となったにもかかわらず投資額が拡大したことは、件数は限られるものの、大規模で集中的な機関投資家向け取引へとシフトしていることを示している。機関投資家は消費や生活関連分野への投資意欲を高めており、商業施設と賃貸住宅への投資額を同期間において倍増させた。

この流れは、住宅の購入に関する文化的変化も反映している。手頃さへの圧力が持続し、また若年層が住宅所有を先送りするなかで、賃貸はライフスタイルにおける中心的な選択肢となった。その結果、マルチファミリー住宅セクターは保険会社、国有企業系デベロッパー、新興 REIT に支えられ、人口動態と行動の変化を背景に強力なディフェンシブ資産としての特性を発揮している。このような変化を牽引しているのは一級都市とグレーター・ベイエリア（大湾区）の都市だ。そこでは市場の長期的な持続性を左右する要因として、経常的な収益と運用効率の重要性が高まっている。

「開発し、保有し、REIT でエグジットする」モデルは、中国の不動産が機関投資家の投資対象となるなかで、次の段階の特徴的な枠組みとして急速に定着しつつある。2025 年に中国 REIT 市場で実施された新規株式公開（IPO）では総額 49 億米ドルが調達された。これはアジア太平洋地域全体での調達額 76 億米ドルの過半を占めており、中国が同地域の REIT 市場の成長において重要な役割を担っていることを如実に示している。REIT 市場の拡大は開発・収益創出・資本市場でのエグジットを結びつける透明性のある循環的な投資プラットフォームを提供することにより、この構造的変化を一層強化している。クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドは、2025 年第 1 四半期に REIT6 銘柄が新規上場し、そのうち 5 銘柄が特定の不動産資産を基盤としており、市場が堅調な軌道を維持していると報告した。



重要テーマ：インド

インドはインタビュー回答者が最も多く言及した発展途上国である。現時点では、少数の大手海外投資家が投資先としているに過ぎないが、なかには 10 年以上にわたり不動産の成長を支えてきた者もいる。

この国の最大の魅力は、強固なマクロ経済ストーリーにある。人口増加率は年率 1% 未満に鈍化しているものの、国連は現在の 14 億人からさらに増加し、2100 年には 16 億人に達すると予測している。年齢中央値は 28 歳台であり、中国より 10 年以上、ベトナムより 4 年若い。世界銀行によると、2015 年から 2024 年までの国内総生産（GDP）成長率は平均で 6% にわずかに届かない水準である。

さらに、インドは過去 10 年間にわたり、全般的なものから不動産に特化したものまで、一連の規制改革を導入してきた。また、新規のインフラに数十億ドルを投じてきた。同国は、拡大する国内市場と輸出の双方に対応する製造業の拠点として台頭している。例えば、アップルは 2025 年 3 月までの 12 か月間において、インドで 220 億米ドル相当の iPhone を組み立てた。インドはまた地政学的に中立と見なされており、輸出依存度が低く外部の影響を受けにくい。ある投資マネジャーは「インドは国内消費を主体とする経済であり、関税の影響は限定的だ」と述べている。

にもかかわらず、インドのプライベートエクイティ不動産投資家の数は比較的少なく、投資額も小規模にとどまり、2019 年のピークを下回っている。北米の大手投資家や運用会社、さらにシンガポールおよび日本の投資家もインドに注目するようになった。一部のインタビュー回答者は、



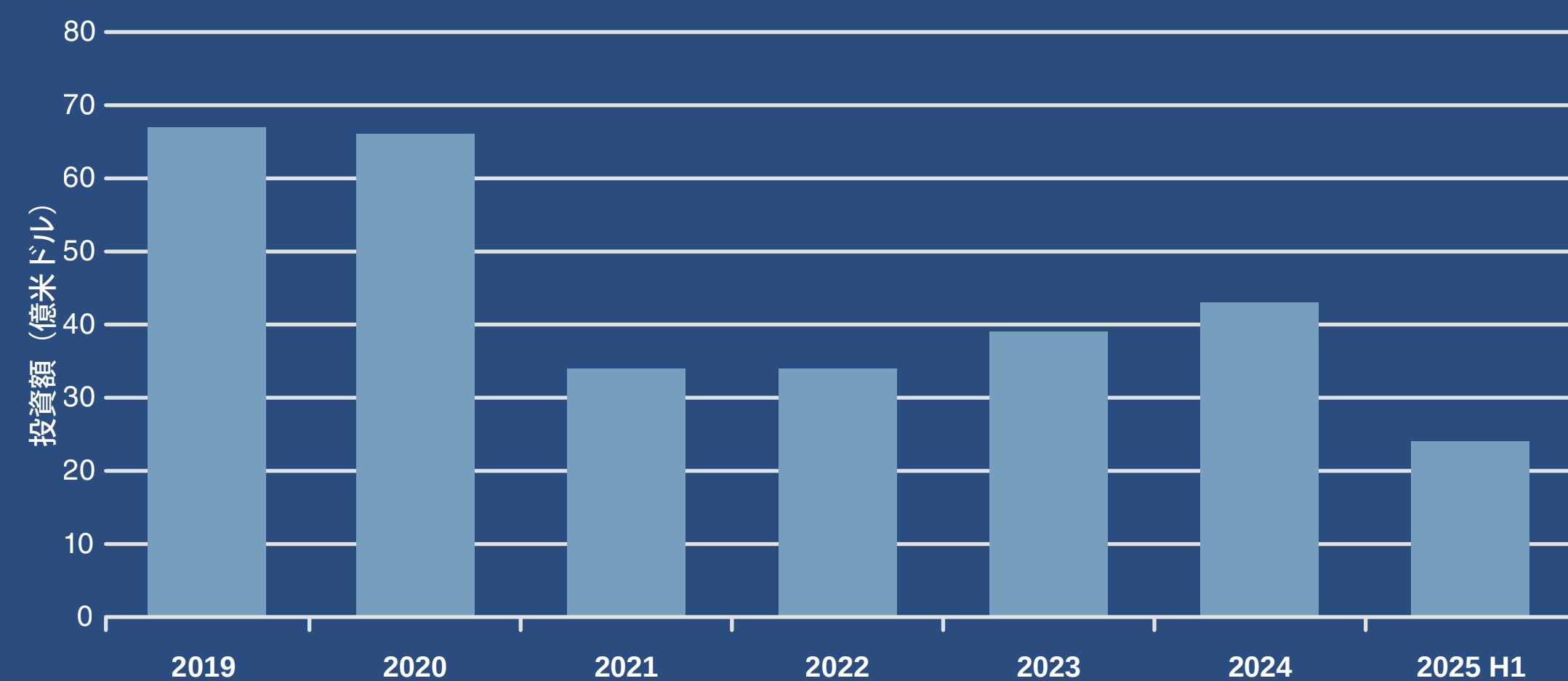
iPhoneアップルストア（インド）





ムンバイ(インド)

図1-17 インドの不動産を対象とするプライベートエクイティ投資(2019年～2025年上半期)



出所: サヴィルズ リサーチ・アンド・コンサルティング

アジアの投資家がこの数か月で取得を増やしていると指摘し、2026 年もその傾向が続くと予測している。

クロスボーダー不動産投資家は主にオフィスセクターに注力しており、ブラックストーン・グループやブルックフィールドなどの投資家はインドで REIT として上場された大規模なポートフォリオを構築してきた。あるインドの市場関係者は、2009 年以降にインドに投資された海外資金の 70% がオフィスセクターに向けられたと推定している。最近では、海外投資家は物流および商業施設セクターに力点を移しており、あるプライベートエクイティ投資家は商業施設について「驚異的で、インドの消費の成長を示す優れた指標だ」と評した。また、ライフサイエンスや医薬品製造の分野に注力している投資家もいる。

インドの REIT 市場の発展は投資家にとって重要な概念実証となっている。REIT の上場に成功しただけでなく、特に外国人投資家にとって、現地資本に売却することでエグジットすることが可能になった。例えば、ブルックフィールドは 2025 年 3 月に公開市場取引を通じてブルックフィールド・インディア・リアルエステート・トラストの持分 5.13% を売却したと発表した。ある投資マネジャーは「これだけの国内需要があったことは、価値の実現という点で目から鱗だった」と述べた。

インドにおいて多国籍企業のバックオフィス業務を担うグローバル・ケイパビリティ・センターの作業の多くは、AI に取って代わられるのではないかと懸念が示されている。一部のインタビュー回答者は、AI が「マクロ危機」と



市場が成熟するにつれて、国内資金と外国資金とを問わず、資本形成が拡大する。

「オフィスの空室危機」の双方を引き起こす可能性があるとし唆している。その一方で、インドの何百万人もの理数系の卒業生が、AI では再現できない複雑かつカスタマイズされた業務を担うだろうと主張する回答者もいる。さらに、米国の新たな規制によって米国内でインド人の雇用がより困難になり、費用も増大しているため、「多くの米国企業が業務をインドに移し、そこで人材を雇用するだろう」との声も聞かれる。

とはいえ、アジア太平洋地域や他地域の一部の投資家は、インドに対して依然として懐疑的だ。インタビュー回答者の中には、その魅力は認めるものの、現時点では投資する必要性を感じていないと話す者もいる。また、国内資金との激しい競争、現地パートナーに対する広範なデューデリジェンスの必要性、そして物件価格の上昇を指摘する声もある。あるグローバル投資運用会社の幹部は「リターンが非常に高くても、国内の資金コストが安く、競争が激しいため、すぐに均されてしまう」と述べた。バリュー重視の投資家にとって、インドは依然として難しい市場である。

CHAPTER 2

不動産資本市場

「金融引締めサイクルが終わったことに加え、供給パイプラインが緩和されマクロ経済状況も健全化したことで、過去3年間に比べて魅力的な投資機会が生まれている」

香港を拠点とする投資マネジャー

取引高：似て非なる状況

2025 年のアジア太平洋地域における不動産取引は、現時点では 2024 年の動向に非常に似ている。上半期は低調に推移したものの、第 3 四半期には回復が見られ、第 4 四半期にはさらなる改善が期待されている。

MSCI のデータによると、2025 年第 1 四半期における取引の伸びは停滞し、第 2 四半期には米国による広範な関税賦課が市場の減速につながった。しかし、第 3 四半期の速報値は顕著な増加を示しており、多くのインタビュー回答者が 2025 年の残り期間および 2026 年について楽観的な見通しを示している。ある投資マネジャーは「我々にとって 2025 年は 2024 年より良い年だった。2026 年は全体にわたってさらに活発な年になりそうだ」と述べた。

インタビュー回答者によると、日本、オーストラリア、シンガポール、韓国といった最も人気のある市場では、優良資産をめぐる競争が激化しているという。だが、日本は特筆すべき例外として、ほとんどの市場でまだビッド・アスク・スプレッドが残っている。ある米国系運用会社のアジア太平洋責任者は「売り手が利下げを見込む一方で、買い手は引き受けに慎重な姿勢を保っている」と指摘した。多くの投資家や運用マネジャーは、資産価格上昇による利益への期待を抑え、純営業収益（NOI）を高める戦略を模索している。

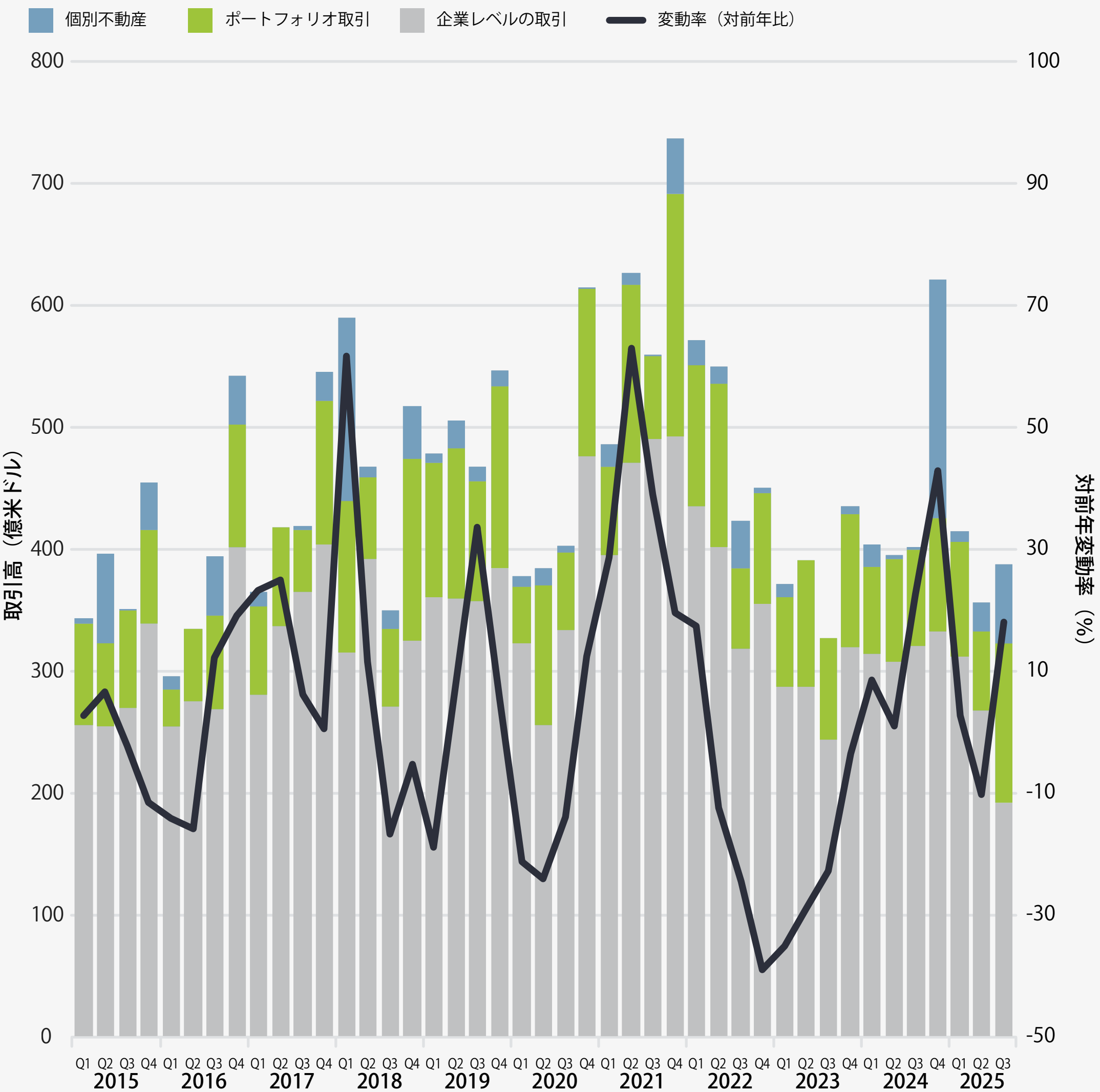
“

市場に資産が出回っている場所では、
買い手が強い関心を示している。
ただし、中国は例外である。

2025 年第 1 四半期から第 3 四半期にかけてアジア太平洋地域で最も活発な都市圏は、過去 3 年間とほぼ同じ顔ぶれとなっている。MSCI のデータによれば、最大の市場は東京で、取引額は 180 億米ドル近くに達した。また東京は、2023 年と 2024 年には最大の投資市場であった。同様に、ソウル、シドニー、シンガポールは、最も活発な市場上位 5 位の常連である。これらの都市はまた、過去 3 年間にわたり、投資見通しが最も有望な都市としてアンケート回答者に選ばれている。

特筆すべき例外は上海で、2018 年以降は投資見通しの上位 5 都市に入っていないものの、2024 年および 2025 年第 1 ～ 3 四半期には最も活発な市場の第 5 位にランクされた。インタビュー回答者によると、上海で継続的に多額の取引が行われていることは、中国の他地域と比べ、上海が国内投資家にとって相対的な魅力があることを示すものだという。ある仲介業者は「上海における投資機会は、中国の他のほぼすべての地域よりも優位にある」と述べた。

図2-1 アジア太平洋地域の不動産取引高および対前年変動率（2015年～2025年第3四半期）



出所：MSCI

アジア資金の増加が見込まれるも、クロスボーダー取引は引き続き域外の投資家が主体

アンケート回答者は 2026 年および今後 5 年間にわたり、アジア域内の資金フローが増加すると予想している。これはアジア太平洋地域における投資家層の拡大が続いているためだ。この成長の源泉として、インドネシアとマレーシアにおける比較的新しいソブリンファンドの高度化、ファミリーオフィスの拡大、AIA やマニユライフなど大規模なアジア事業を展開する保険会社の拡大、さらに富裕層向けサービスを提供するプライベートバンクの拡大が挙げられる。アジア太平洋地域のある投資マネジャーは「アジアでは多くの富が生まれ出されており、その一部は常に不動産投資へと向かっている」と述べた。

しかし短期的には、アジアへの米国資金の流入は減少すると市場参加者は予想している。米国資金が国内市場を優先しているためだ。これには政治的な要因もあるが、米国市場の方が調整の速度が速くリターンも大きいことが理由だ。あるアドバイザーは「ここ数年に米国市場と欧州市場で起きた価格調整を見ると、市場の再評価が行われたことが分かる。投資家は自国市場で極めて魅力的なリターンを得ることができる。そのため、アジア太平洋地域への資金流入が抑制されているのだ」と述べた。同時に、投資家は米国の税制や地政学的懸念を背景に、国際的な投資資金の流れが米国から欧州やアジアへ移動していると考えている。ある投資家が述べたように「国際的な機関投資家の投資委員会は、米国への資金配分を減らし、その一部を欧州やアジアへ振り向けることを議論している」状況だ。

“

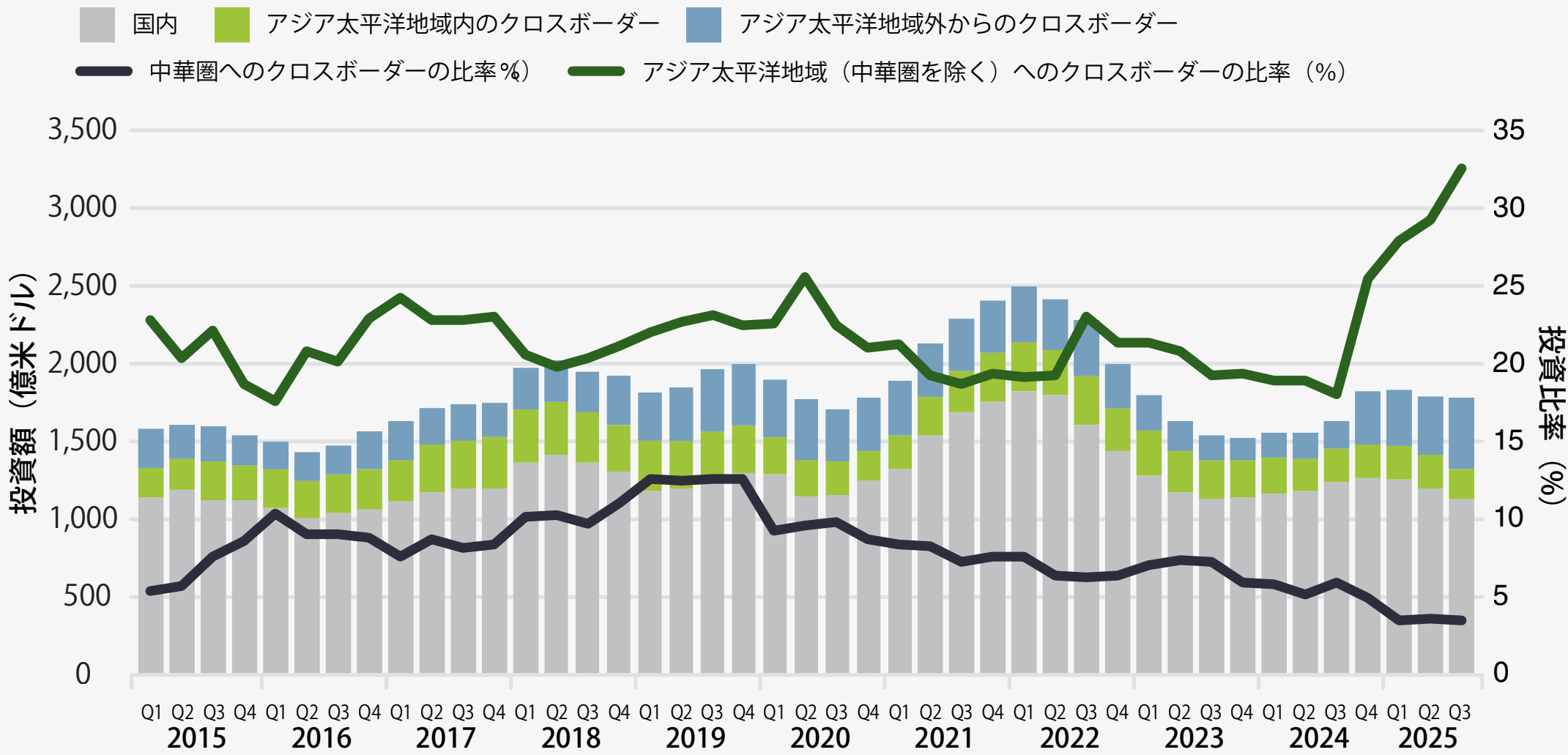
アジア太平洋地域内の資金フローは影響力を高めており、アジアのためのアジア資金が大幅に増加している。

中東の投資家からの関心に対する強い期待も要因の一つである。最も重要なのは、中東の投資家は中国への投資にそれほど消極的ではないと見られている点だ。あるアドバイザーは「中東の投資家は、米国や欧州の投資家が抱くような政治的懸念がなく、場合によってはレガシー資産に関する問題も少ない」と指摘する。

しかし MSCI のデータによれば、2025 年にはアジア域外からの流入資金が大幅に増加し、アジア太平洋域内からのクロスボーダー資金は横ばい、もしくは減少している。具体的には、2025 年第 3 四半期までの 12 か月間に、アジア太平洋地域に 450 億米ドルを超える域外資金が投資された。一方、域内からのクロスボーダー資金は 190 億米ドルに満たなかった。

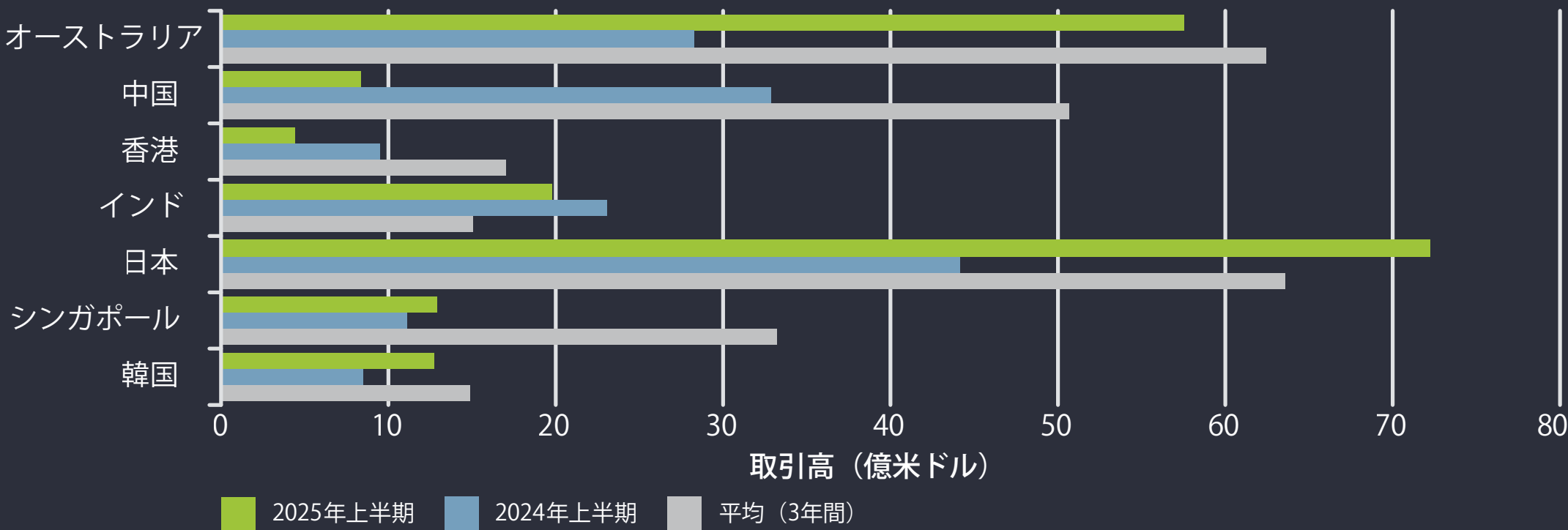
取引高に関する MSCI のデータは、優良市場とその他の市場との間で二極化が進んでいることを示している。オーストラリアでは、2025 年上半期に 57 億米ドルのクロスボーダー取引が行われた。これは 2024 年同期の 28 億米ドルから大幅な増加となる。同期間に、日本のクロスボーダー取引は 44 億米ドルから 72 億米ドルに拡大した。シンガポールと韓国でもクロスボーダー取引の増加が見られた。

図2-2 アジア太平洋地域への投資状況（資金流出元別）（2015年～2025年第3四半期）



出所：MSCI

図2-3 アジア太平洋地域のクロスボーダー投資額の比率（市場別）



出所：MSCI

だが中国と香港では、クロスボーダー取引は 2024 年にはすでに低調であり、その水準からさらに急落した。例えば、中国では 2021 年から 2023 年にかけて年間平均 50 億米ドルのクロスボーダー取引が行われたが、2025 年上半期はわずか 8 億 3,200 万米ドルにとどまった。

資本調達は改善中だが、特定の戦略に限定される

アジア太平洋地域のプライベートエクイティ不動産ファンドの資本調達は、2025 年 1 月から 9 月期にかけていくらか改善したものの、依然として低調である。プレキンのデータによると、この期間に総額 113.9 億米ドルが調達された。これは 2024 年通年の 140.7 億米ドルに次ぐ水準だ。これらの資本調達の大半は日本に集中している。

PAG とベントール・グリーンオークは、いずれも 2025 年にアジア太平洋の不動産ファンドの資本調達を完了し、総額 86 億米ドルを集めた。この資金の大半、少なくとも 70% は、日本に投資される見込みである。一方、アレス・マネジメントは日本のデータセンターファンド向けに 24 億米ドルを、モルガン・スタンレー・リアル・エステート・インベスティングは日本特化型ファンド向けに 9 億米ドルを調達した。あるマネジャーは「日本はアジアの中では例外だ」と言う。新たな傾向のひとつは、外国のマネジャーが対日バリューアッド戦略のために日本の投資家から資本を調達できるようになったことである。あるグローバル投資運用グループの日本拠点のリーダーは「日本の投資家がこれほど高いリスク水準に移行するのは前例がないと思う」と述べている。

“

資本調達は依然として厳しいが、過去に経験のない状況というわけではない。2012年から2014年にかけての局面とよく似た感覚だ。当時も資金はあったが、それをアジアに呼び込むには強い説得力が必要であった。

投資家は日本市場を対象とする戦略を持つ運用会社を選好するだけでなく、過去に日本市場へ注力してきた運用会社を評価している。アジア太平洋地域のある投資マネジャーは「大まかに言って、過去 10 年間における投資の半分以上が日本資産であれば、今後も順調にいくだろう。しかし、投資の半分が中国資産である場合には、苦戦を強いられることになる」と語った。

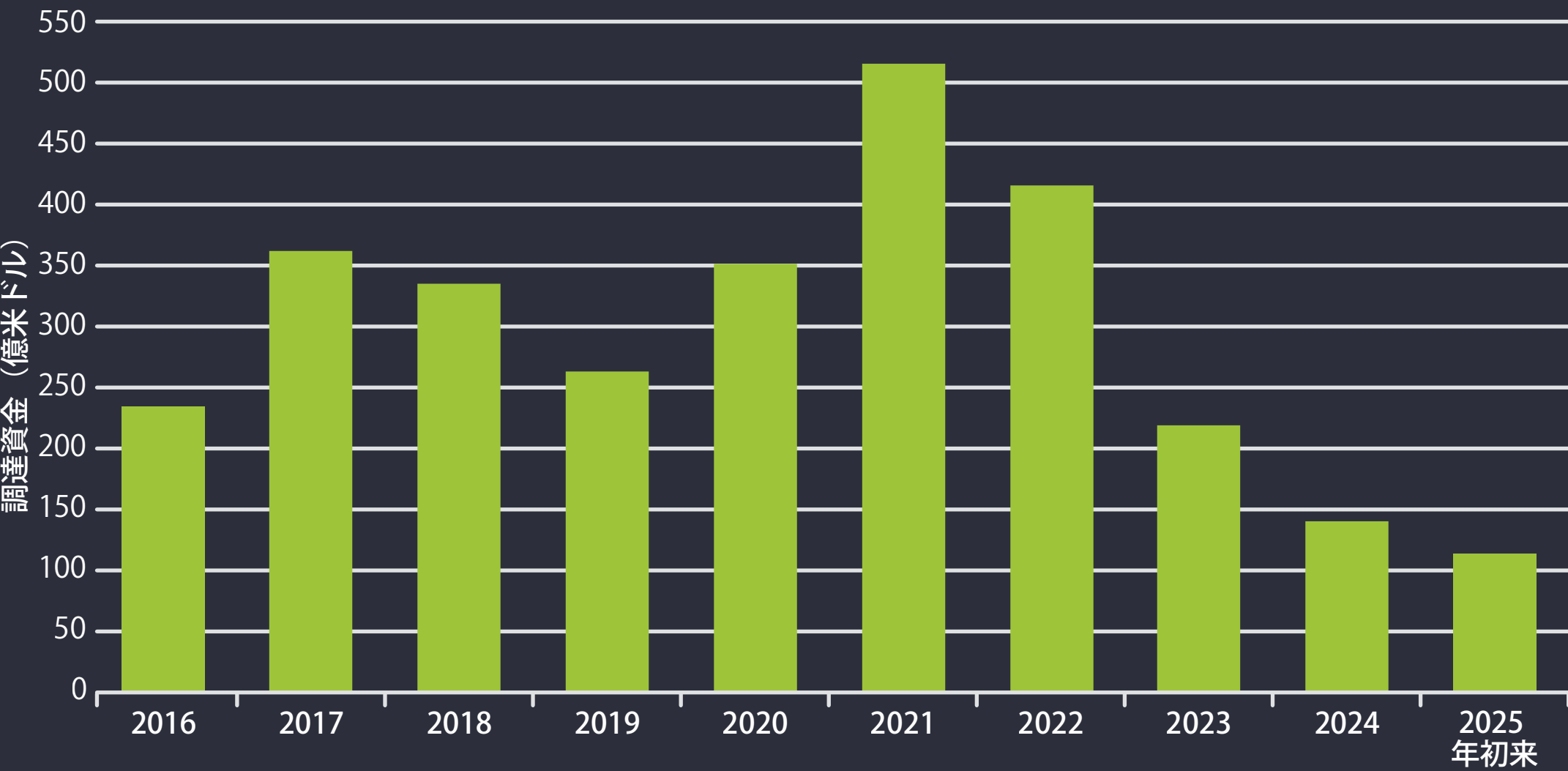
多くの投資家にとって、地域横断型ファンドへの関心は低下しており、運用会社はこれに対応している。あるマネジャーは「我々は資本調達戦略を、国別に特化したものへと見直そうとしている。アジア太平洋地域全体で勝負に出る投資家は減っており、勝ち馬に乗ろうとする投資家が増えているからだ」と述べた。

セクター別では、投資家は明らかにデータセンターへの投資を重視しており、アレス・マネジメントが組成した日本データセンターファンドの調達額は、2025 年上半期においてアジア太平洋で第 3 位、世界では第 8 位の規模であった。



東京タワー（日本）

図2-4 アジア太平洋地域を対象とした不動産資本調達額（2016年～2025年第3四半期）



出所：プレキン・プロ

一方、PGIM リアルエステートはアジア太平洋への配分を含む 20 億米ドル規模のグローバルデータセンターファンドの資金調達を完了した。

もうひとつ注目すべき投資家の選好は、より大規模な運用会社だ。この志向は目新しいものではなく、世界的な現象だ。今年資金調達を完了した最大規模の不動産ファンドのリストと、市場最大規模のファンドのリストには、ブラックストーン、ブルックフィールド、カーライル、スターウッドといった同じ名前が多く並んでいる。アジア太平洋地域で経験豊富な不動産プライベートエクイティ関係者は、一部の中小規模運用会社が資本調達に苦戦するなか、業界内でさらなる合併・買収と厳しい淘汰が起こると予想している。この地域の多くの不動産投資運用会社を買収対象になっていると伝えられている。

あるシンガポールを拠点とするマネジャーは「競争上の優位性を欠き、資金配分に応じて手数料を得てきた中間層のグループは、今後苦戦を強いられるだろう。投資家がアジアに割り当てる資金はトップクラスの運用会社に集中することになる。最大手は資産集約の取り組みと、支配的な資金調達ネットワークを通じて、さらに規模を拡大していく」と語った。

過去 18 か月間で、不動産投資運用会社の買収が相次いだ。主な事例としては、アレス・マネジメントによる GLP キャピタルパートナーズ・インターナショナルの買収や、PAG 主導のコンソーシアムによるワンダ（大連万達集団）の中国資産管理セクターの買収が挙げられる。また、オーストラリアではスケープが、ブルックフィールドから退職者向け住宅運営会社のアヴェオを買収した。

とはいえ、中小型案件の市場では、大規模投資家は特定のセクターや国に特化した専門性の高いプラットフォーム

を引き続き活用している。ある世界的運用会社のアジア太平洋不動産責任者は「投資家は投資対象により直接関与し、運用チームとの距離を縮め、透明性を高めたいと考えている。彼らはもはや二重の手数料を負担したくないのだ」と語った。

こうした専門運用プラットフォームへの投資は、投資家にいくつかの利点をもたらす。第一に、専門知識を持つチームを通じて、優良な資産のパイプラインにアクセスできる。第二に、手数料の軽減につながる。運用会社の株式を 25% 保有すれば、支払う報酬の 25% が実質的に還流されるため、手数料の割引と同様の効果が得られる。最後に、不動産からの収益のみならず、プラットフォーム自体の成長により収益が得られ、全体のリターンを押し上げる可能性がある。

一部の不動産運用会社が苦境に立たされる一方で、この事業への新規参入を試みるグループも現れている。2024 年後半には、香港の上場グループであるリンク・リートと香港ランドが非公開市場から長期資金を調達することを目的として、それぞれファンド運用事業を立ち上げた。他の上場不動産事業体がこの動きに追随するかどうかは、今後の公開不動産市場がどこまで力強く回復するかにかかっている。

さらに先を見据えると、各社の運用責任者は将来の資本調達に向けていくつかの明るい兆しを感じ取っている。まず、アジア太平洋地域の大半で見られる低利率や利下げ傾向は、不動産投資の魅力を高める要因となっている。また、大規模投資家の多くはこれまで傍観してきており、不動産への配分は過少となっている。さらに、ファミリーオフィスやプライベート投資家が引き続き不動産への新規投資に着目している。ただし、このような投資家は専門性の高い個別ソリューションやニッチセクターを好む傾向が強い。実

際、ある香港のアドバイザーによれば、その顧客である複数のファミリーオフィスが中央アジアなど遠隔地での投資機会にも目を向けているという。

REIT 市場は先行きの好転を示唆

アジア太平洋地域の不動産関連株式は広範な株式市場の動向と歩調を合わせ、2025 年第 1 四半期から第 3 四半期にかけて好調に推移した。時価総額が 5,000 億米ドル超の 194 銘柄で構成される FTSE EPRA NAREIT アジア先進国インデックスは、同期間に 23.6% 上昇し、FTSE アジア太平洋インデックス（24%）とほぼ同水準となった。これは、過去 5 年間のマイナスリターンからの急回復である。先進国市場の不動産投資信託（REIT）も 2025 年は堅調な推移を示した。

“

我々は中国とその成長ストーリーについて大いに興奮していたが、実際にはほとんど利益を上げていない。米国に投資していた方が良い結果を得られただろう。

FTSE ラッセルの調査では、上場不動産企業の株価は、その事業の基盤となる不動産市場の先行指標となりうることを示されている。比較的流動性の低い実物不動産市場に比べ、株式市場の方が反応が速いため、上場不動産のパフォーマンスは不動産の資産クラス全体の動向を示すことが多い。

今年は、REIT の新規株式公開（IPO）もわずかながら回復した。7 月には、米国、シンガポール、オーストラリアに 6 つのデータセンターを保有する NTT DC REIT が、シンガポール REIT の IPO として過去 10 年で最大となる 9 億 8,800 万星ドル（7 億 7,300 万米ドル）を調達した。9 月には、センチュリオン・アコモデーション REIT が上場し、約 7 億 7,100 万星ドル（5 億 9,900 万米ドル）を調達した。これは 2025 年におけるシンガポールで第 2 位の規模の IPO である。ある不動産アナリストは「シンガポールは依然としてアジア太平洋 REIT 市場のハブであり、数年間低調が続いた後、2025 年に 2 件の IPO が成功したことは明るい兆しだ」と述べた。

日本の REIT（J-REIT）の投資口は、国内の継続的な低空室率を背景に、従来より高い水準で取引されている。空室率のさらなる低下は、2026 年における J-REIT の分配金に対してプラスに働くと見られる。オーストラリアの REIT も、複数の州都でセクター横断的な回復が進展していることを背景に、好調に推移している。とはいえ、両市場とも新規 REIT の上場に対する期待は乏しい。

インドでは、8 月にナレッジ・リアルティ・トラストが 5 番目の上場 REIT として 5 億 5,000 万米ドルを調達した。この REIT は、国内に 30 棟の A グレードオフィスビルを保有し、ブラックストーン・グループとサットバ・グループがスポンサーを務める。インドのリート（I-REIT）セクター

“

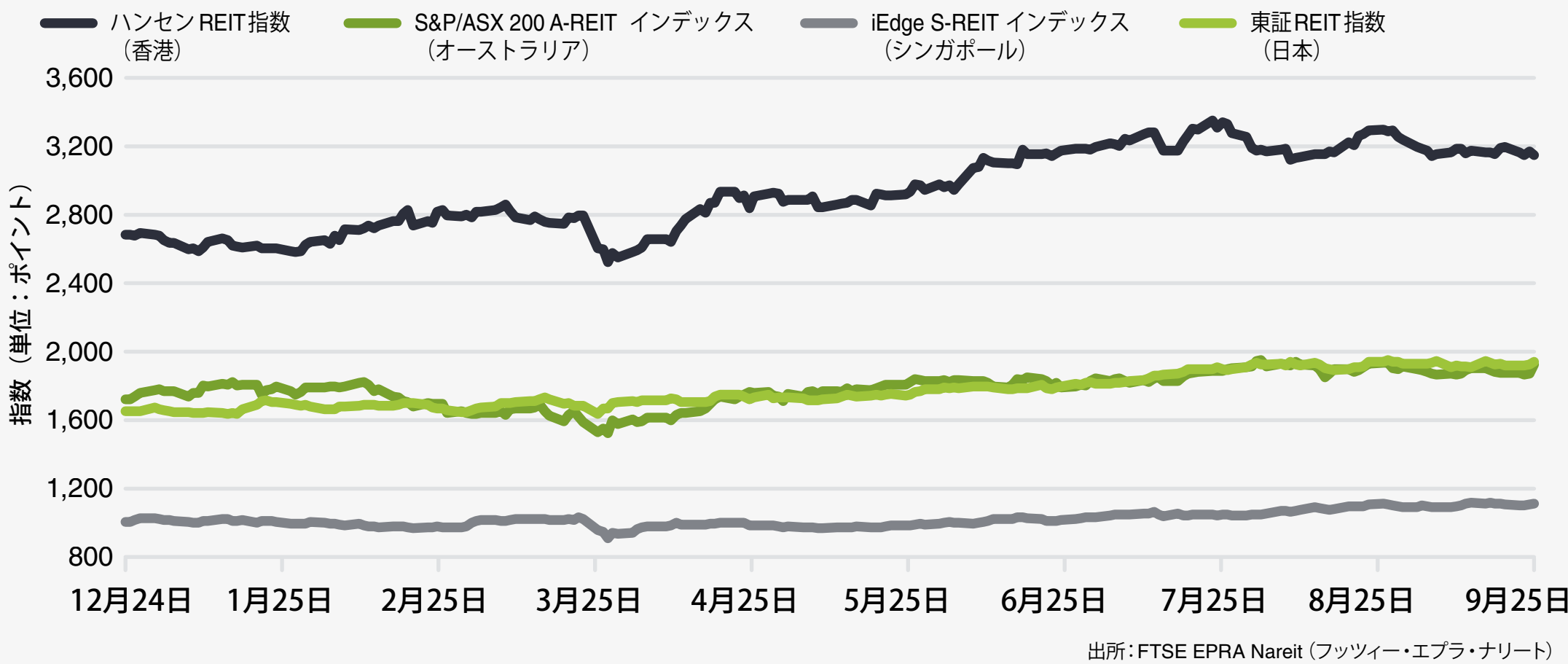
中国の資産を完全に売却することが極めて困難な時期にあって、C-REIT はエグジットの経路となっている。

はオフィスビルの比重が高い。だがインドの市場関係者は、複数の商業 REIT が準備を進めており、I-REIT の多様性が拡大すると見ている。

小規模ながらも重要な IPO として PropShare Titania Smalland Medium (SM) REIT が挙げられる。これは 2024 年後半に上場した PropShare Platina SM REIT に続く、インドで 2 番目の SM（中小型）REIT である。SM REIT は 2024 年に導入された、小口投資スキームを提供する制度で、インド証券取引委員会によって規制されている。その分配要件はこれまでの REIT と同様だ。

アジア太平洋地域の上場不動産における最も重要なトレンドは、Chapter 1 で述べたように、中国 REIT（C-REIT）の相次ぐ上場である。C-REIT は、他のアジア太平洋地域の REIT が不動産を直接保有するのとは異なり、資産担保証券を通じて賃貸収入を得る仕組みになっている。中国の資本市場の発展において重要な一翼を担っていると広く認識されており、2025 年には、ESR とキャピタランドが REIT の上場に成功するなど、外資系運用会社による C-REIT の上場という大きな一歩を進めた。

図 2-5 アジア太平洋地域のリート指数 (2024 年 12 月～2025 年 9 月)



ウールルルームルー・ワーフ (オーストラリア・シドニー)



利下げに伴い融資が拡大

2022 年以降の利率上昇局面は不動産投資を一層困難なものにした。基準となる利率の上昇に加え、貸出スプレッド（上乗せ金利）が拡大し、また融資比率（LTV）が低下することが多かったためだ。例によって状況は市場ごとに異なるものの、インタビュー回答者は総じて 2026 年の融資環境について明るい見通しを示している。ある仲介業者によると「潤沢な資金供給、貸出スプレッドの縮小、そして借入比率の引き上げ」が期待できるという。

アジア太平洋地域におけるこうした見通しは、米国および欧州における同様の明るい見通しと一致している。ここ数か月間に米国、EU、英国で利下げが実施されており、今後の経済状況次第ではさらなる利下げが見込まれる。銀行その他のレンダーは不動産セクター全体に対して積極的に信用供与を行う意向だと報じられている。

アンケート調査からも、アジア太平洋地域の不動産関係者が 2026 年の融資環境の全体的な好転を予想していることが分かる。取得用、リファイナンス用、開発用のいずれにおいても、あらゆるタイプのレンダーから資金を借りられるとの期待は、過去 5 年間の平均を上回っている。さらに、借入コストの見通しも同様に明るく、回答者の 78%

“

インドの REIT セクターは小規模だが、市場の発展の重要な一翼を担っている。



ワン・ホランド・ビレッジ(シンガポール)



が 2026 年の全体的な借入コストは 2025 年と同水準かそれ以下になると予想している。

シンガポール、オーストラリア、韓国などでは、基準利率と貸出スプレッドが共に急落した。ただし韓国のコールドストレージ（冷凍・冷蔵倉庫）については例外も見られる。一部のインタビュー回答者によると、シンガポールでは 2025 年において、オールインのデットコストが最大 200 ベーシスポイント低下したという。

オーストラリアでは、あるアドバイザーによれば、ビルド・トゥ・セルの住宅案件について当初は 275 ベーシスポイントものデットコストが予想されていたが、銀行は「200 ベーシスポイント台前半を提示し、中には 200 を下回るものもあった」とのことだ。

ただし、こうした状況はすべての市場に当てはまるわけではない。日本は 2024 年 3 月に 17 年ぶりとなる利上げを実施し、その後さらに 2 回の利上げを行っている。にもかかわらず、インタビュー回答者によれば、日本の銀行は引き続き不動産融資に意欲的だという。一方、中国では利率が低位にとどまっており、当面はその水準が続くと予想されている。

銀行は、特に優良資産と最優良顧客に対して、LTV の面でも柔軟性を強めている。あるアドバイザーは「アジアの銀行にとって LTV の適正水準はまだ 50% だが、日本のような力強い市場の優良資産については、60 ～ 65% にまで引き上げられているケースが見られる」と語る。特にオーストラリアでは、投資家やマネジャーによると、レンダーが 2025 年中に LTV の水準を 500 ベーシスポイント引き上げ、「60% 台前半」に達したという。

“

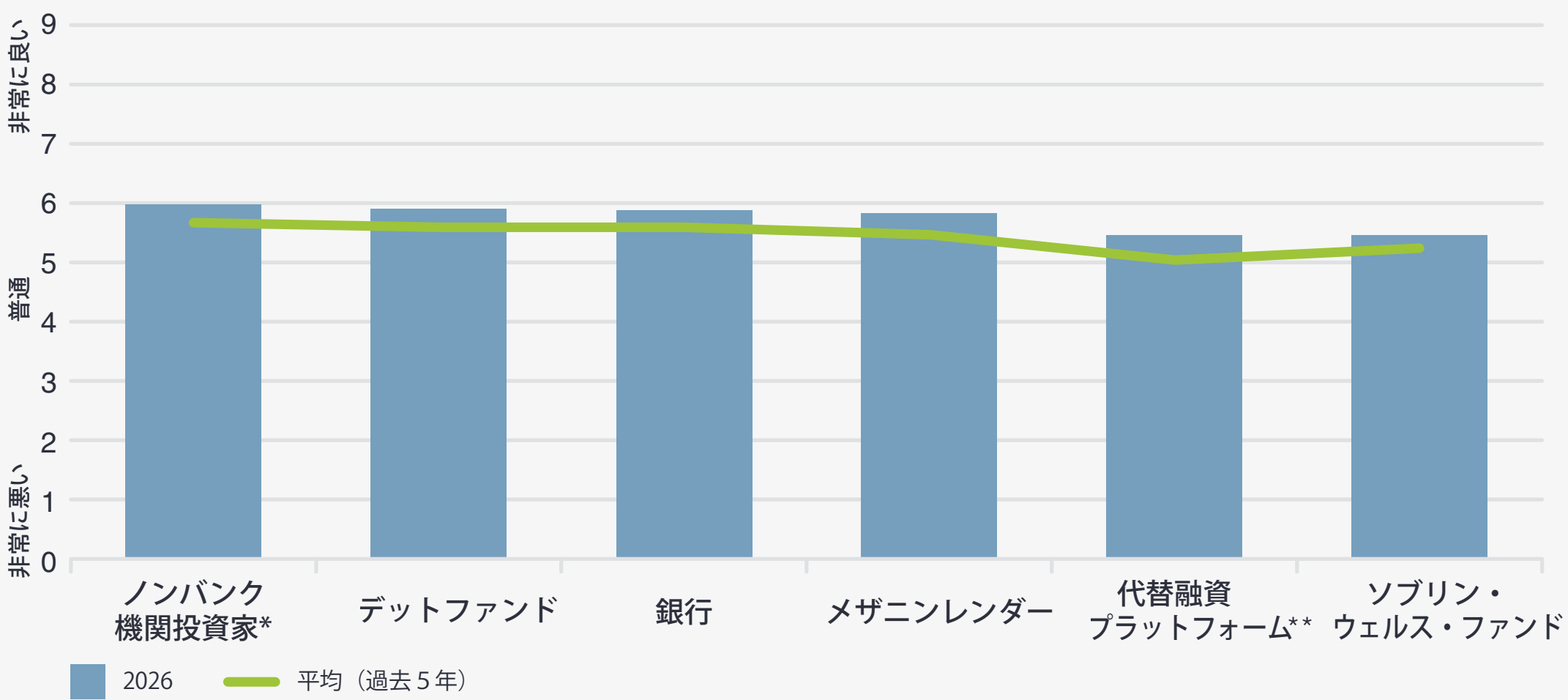
融資案件がすべて、あるいは大半の条件を満たす場合、レンダーの融資意欲は極めて高い。

アジア太平洋地域の不動産融資における新たなトレンドのひとつとして、財務制限条項を緩和した融資（コベナンツ・ライト融資）への緩やかな移行が挙げられる。これは特に、借り手が世界的な機関投資家である場合に顕著に見られる傾向だ。制限条項を限定することで、借り手は運用上の自由度が高まる反面、レンダー側の保全・監視機能は弱まることになる。コベナンツ・ライト融資は 2000 年代初頭に米国で登場し、その後欧州へ広がり、現在ではアジア太平洋地域にも浸透している。

あるアドバイザーは「世界で活動する投資家は米国や欧州の融資基準に揃えるよう、アジア太平洋地域においてもコベナンツ・ライト型融資を強く求めており、貸出スプレッドが縮小するなか、これに応じるレンダーが増えている」と述べた。

アジア太平洋地域における不動産融資は、引き続き全市場で銀行が優位を占めている。プライベート融資の規模に関するデータは入手が難しい。だが、10 月のナイトフランクのレポートによれば、ノンバンク不動産融資におけるこの

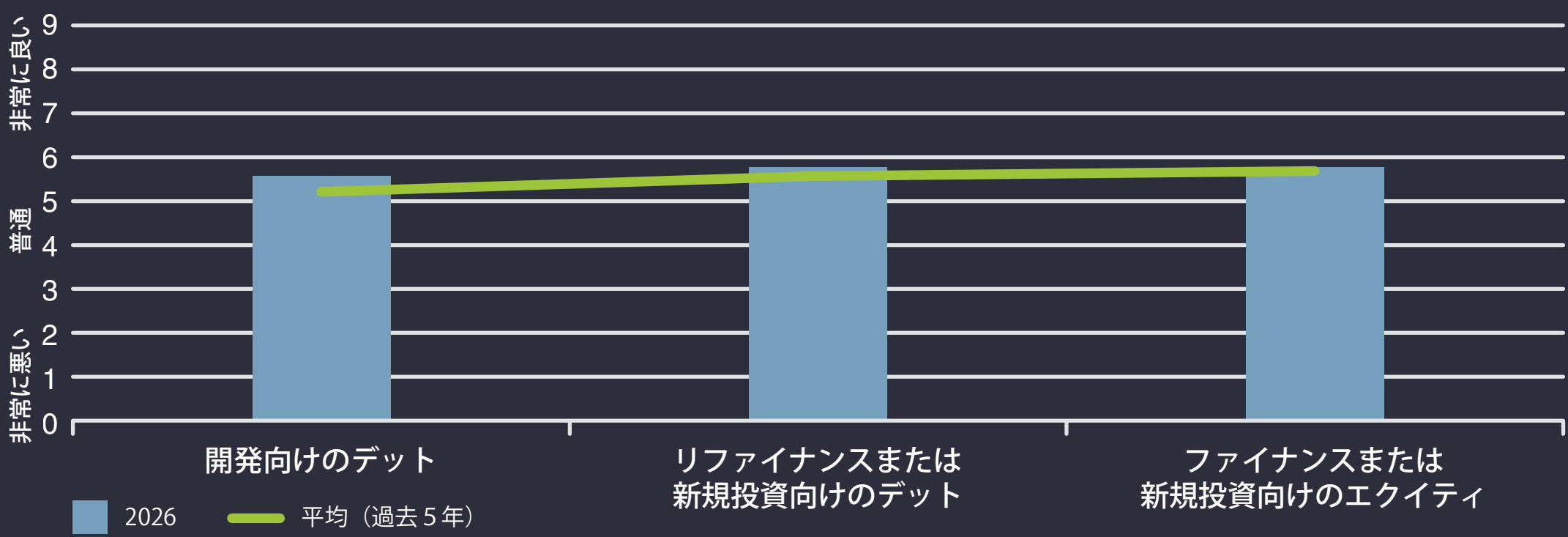
図表2-6 レンダータイプ別デットの利用可能性



*例：保険会社、年金基金
**例：ピア・ツー・ピア (P2P) 融資、クラウドファンディング

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋

図表2-7 デットファイナンスとエクイティファイナンスの利用可能性の予想推移



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋

地域最大の市場であるオーストラリアでも、プライベートクレジット（非銀行系融資）が不動産融資全体に占める割合はわずか 16% に過ぎない。アジアにおけるノンバンク不動産融資の割合は、推定値で 5% 未満から 20% までと幅がある。

アジア太平洋地域に注力する投資運用会社の多くが、不動産融資プログラムを新たに立ち上げている。しかしプレキンのデータによれば、アジア太平洋地域の不動産向けプライベートクレジットの投資待機資金は、過去 5 年間にわたり約 50 億米ドル～ 55 億米ドルと横ばいで推移している。どの市場でも銀行が依然として優勢で不動産融資に積極的であるが、オーストラリアやインドなどの市場がノンバンクの融資先として浮上している。

プレキンのデータによると、2020 年から 2024 年にかけてアジア太平洋地域の不動産デットファンドが調達した資金全体のうち、40% がオーストラリアに、さらに 36% がインドに割り当てられた。オーストラリアがプライベート不動産デットの焦点となっているのは、同国の「ビッグ 4」と呼ばれる銀行が規制当局の圧力を受け、リスクの高い不動産融資から手を引いたためである。インドでは、規制の変更や不動産市場の拡大を背景に、プライベートクレジットが資産クラスとして急速に成長している。

韓国や香港のノンバンクも大きな関心を示しており、主にストレス資産をターゲットにしている。韓国の物流施設市

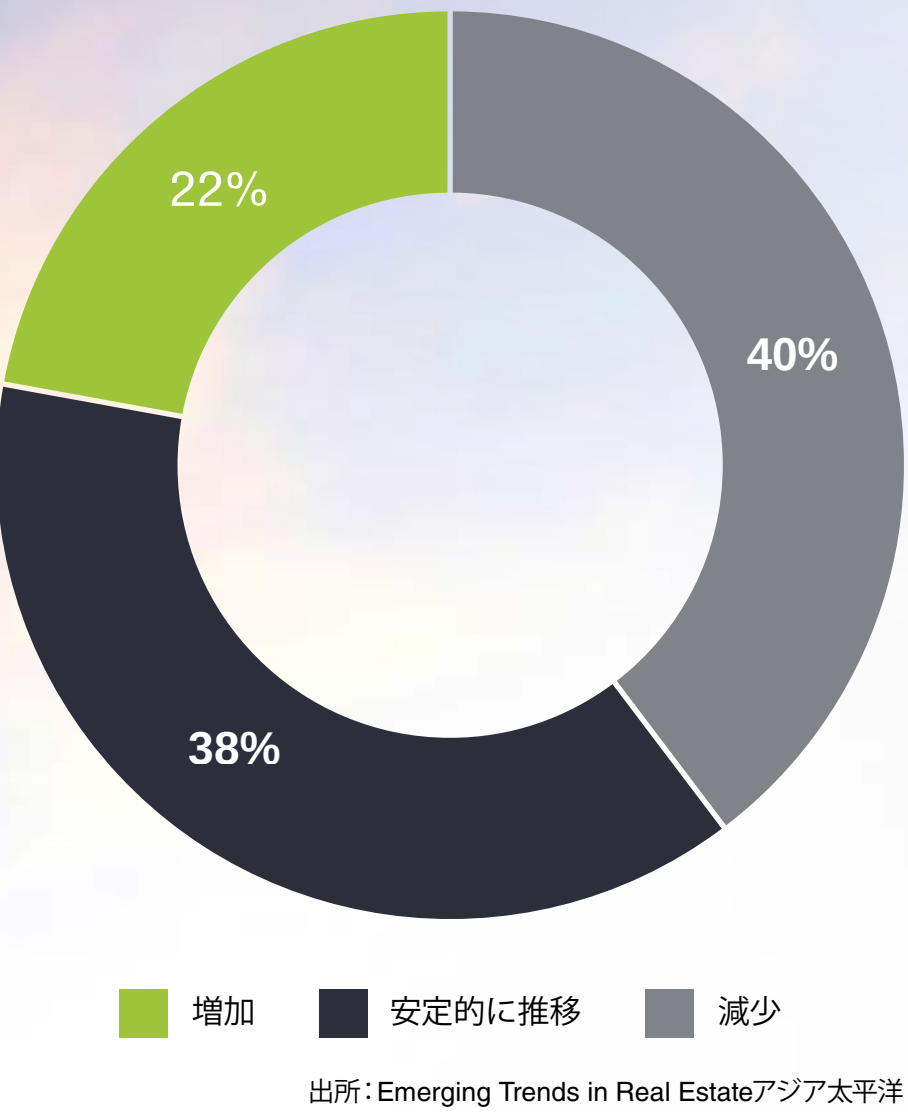
場、とりわけコールドストレージ（冷凍・冷蔵倉庫）において局所的な供給過剰が発生しており、これがプライベートクレジットへの需要を押し上げている。多くの場合、その実態は開発プロジェクト向け融資のリファイナンス、あるいは融資延長を断念した既存レンダーからの債権引き継ぎである。

香港ではディストレスの度合いが一層顕著となっており、ノンバンクや「ローン・トゥ・オウン」戦略を展開する投資家にとってより多くの機会を生み出している。一方で、各銀行は香港金融管理局（HKMA）から、大手デベロッパーをはじめとする資産所有者への資金繰りを支援するよう要請を受けていると報じられており、その結果、プライベートクレジットが介入できる機会は、予想ほど増えていない。

ある投資マネジャーは「HKMA は特に一部の大手デベロッパーの側に立って、銀行にリファイナンスや融資の繰り延べを強く促してきた。これは市場の安定をもたらす一方で、市場が本来の機能を果たす上で不可欠な再調整を遅らせている」と不満を口にした。

反面、銀行は中小デベロッパー、ファミリーオフィスや富裕層に対する圧力を強めつつあり、ストレス資産を抱える一部の投資マネジャーに対しても同様である。香港の市場関係者も、一部の銀行が「数十億ドル規模」の不動産融資ポートフォリオの売却を進めているものの、この状況の解消には「3 年以上」を要すると見込んでいる。

図2-8 資金調達コストは安定的に推移すると予想



アワー・レディー・オブ・ルードス・チャペル（フィリピン・マニラ）

CHAPTER 3

注目すべきセクター

「人口動態に基づく需要がアジア太平洋地域全体の居住施設セクターにおいて底堅いリターンを支えるものと確信している」

シドニーを拠点とする投資マネジャー

セント・ギルダ (オーストラリア・ビクトリア州)

“

我々が高く評価しているのは、人口動態の追い風があり、かつ供給が抑制されているセクターだ。

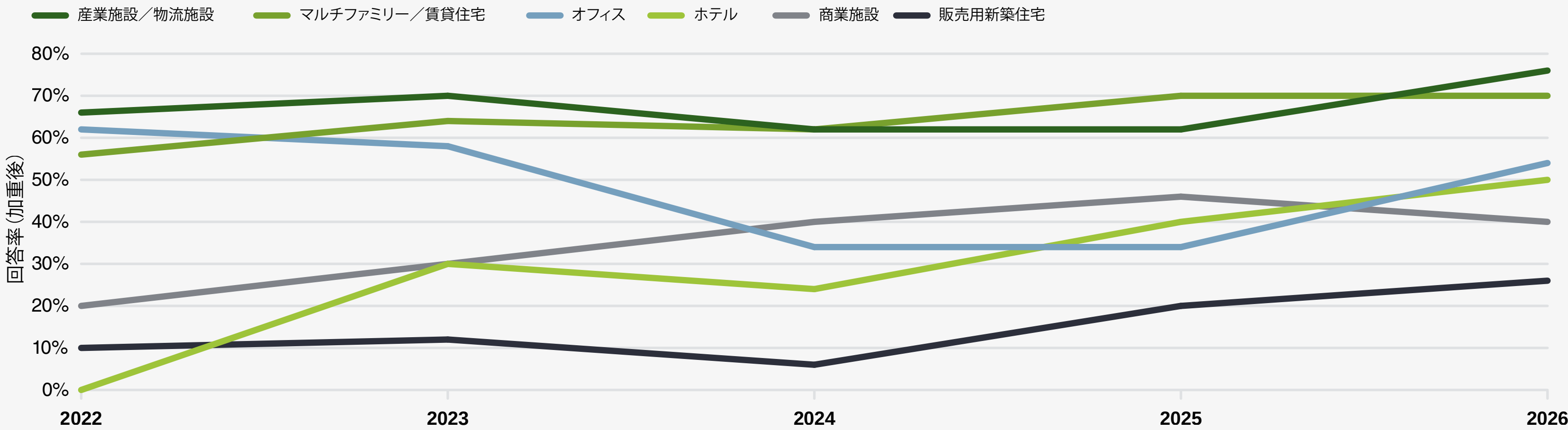
投資家は引き続き「ベッドと倉庫」を狙う

投資家の期待やニッチ資産への関心を示すデータからは、アンケート回答者が「ベッド（居住用施設）と倉庫（物流施設）」を明確に選好していることが見て取れる（図表 3-1、3-2 参照）。産業施設・物流施設とマルチファミリー住宅がリストの最上位にあり、2023 年以降、この位置を維持している。興味深いことに、物流・産業施設セクターへの投資意向を持つアンケート回答者の割合は 2020 年以降で最高を記録している一方で、このセクターの見通しに対する評価は、同年以降で最低の水準となった。

もう一つの注目すべき特徴は、主要不動産セクターにおける「最高」評価と「最低」評価の格差が大幅に縮小している点である。2022 年に最高評価を受けたセクター（産業施設・物流施設）と最低評価のセクター（商業施設およびホテル）との差は、1 ～ 9 段階で 2.5 ポイントであった。今回の調査では、見通しが最も高いセクター（産業施設・物流施設）と最も低いセクター（オフィス）との差は 1 ポイントを切っている。

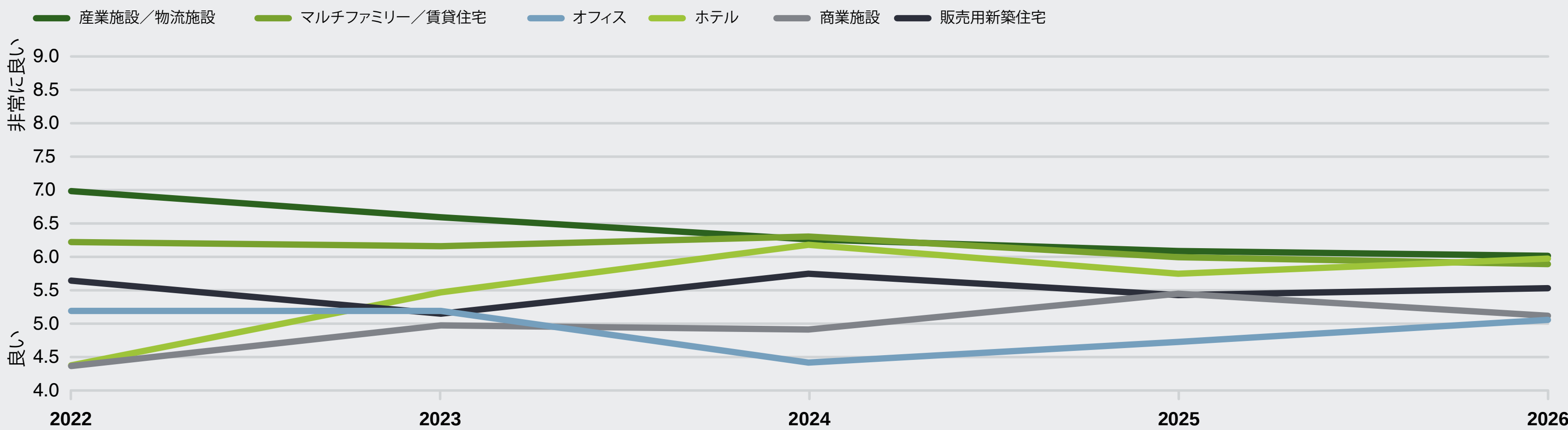
この変化は、パンデミックによる混乱から徐々に「通常」の状態へ回帰しつつあることを反映している。2022 年には

図表3-1 投資家が活発に活動している（または活発な活動を予定している）セクター



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋

図表3-2 事業用不動産タイプ別見通し



出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋

在宅勤務と渡航制限が継続していたため、ホテルと商業施設は非常に不人気であった。しかし現在、旅行は劇的に回復し、店舗も全面的に営業を再開している。

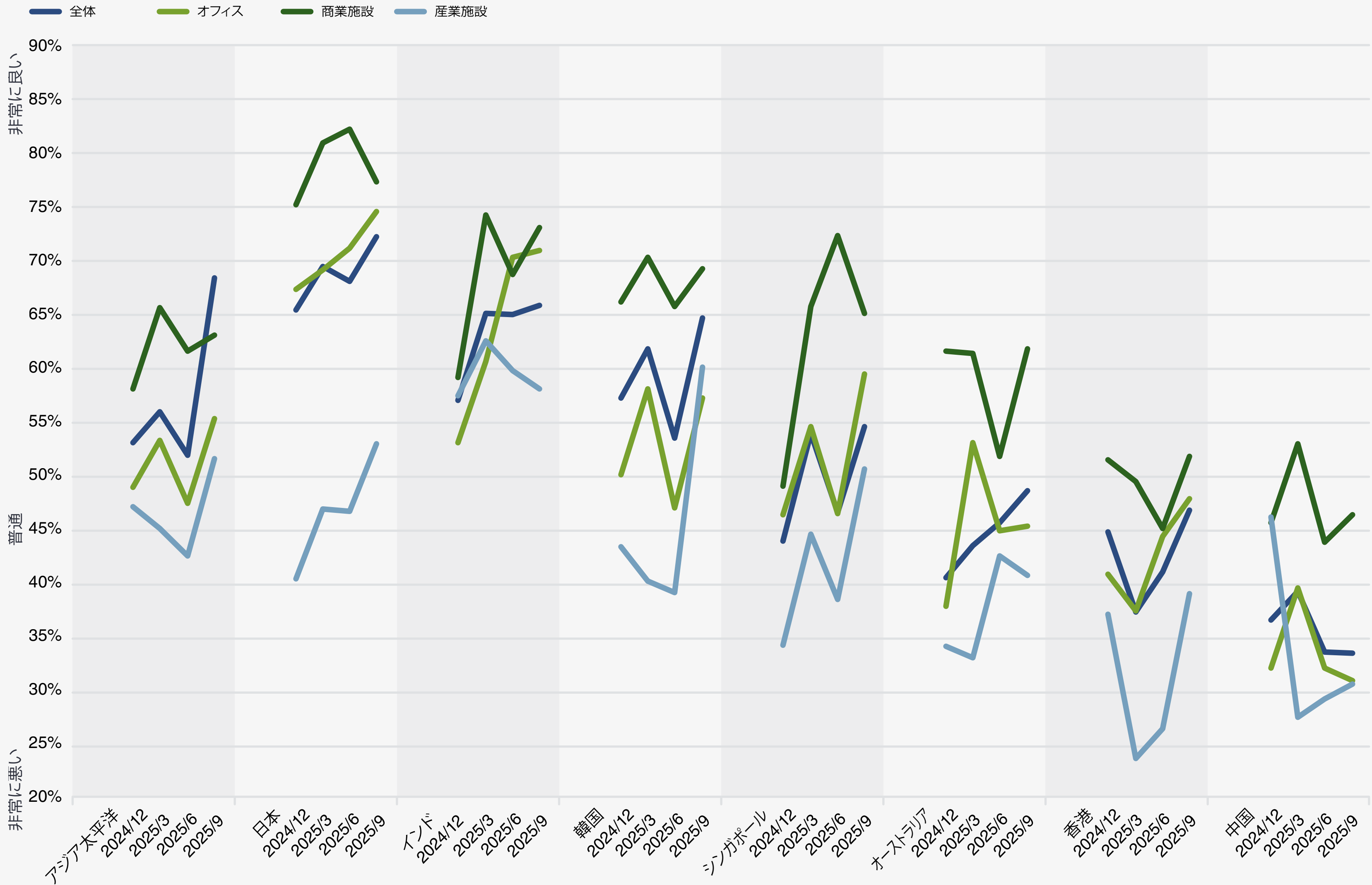
一方、パンデミックによるサプライチェーンの機能不全は解消され、産業施設および倉庫に対する需要はやや落ち着いている。オフィスセクターも過去2年間で一定の回復を遂げており、CBREのデータは大半の市場で賃料の上昇が予測されていることを示している。

データセンターセクターは、過去5年間と同様に、今回もアンケート回答者が最も選好するニッチな投資先となった。



オフィス環境への回帰

図 3-3 大半の市場・セクターでリースのセンチメントが改善



出所：CBRE、アジア太平洋地域のリース市場センチメント指数（2025年9月）

図3-4 投資家が現在注力している（または2026年に注力を予定している）ニッチ不動産タイプ

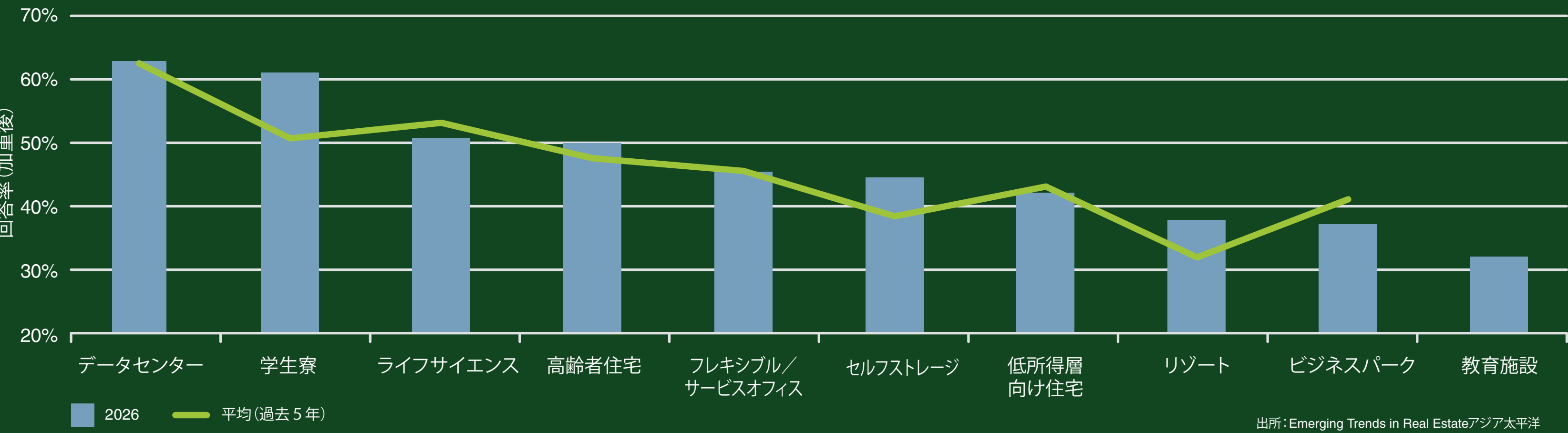
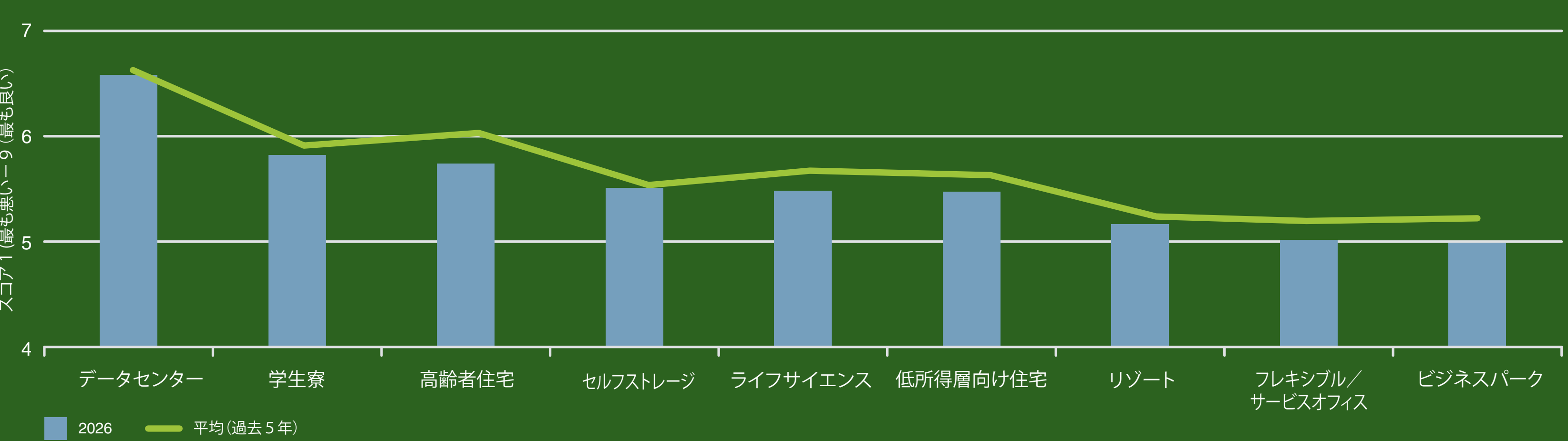


図3-5 ニッチ不動産のタイプ別見通し



“

データセンターセクターは20年前の産業施設セクターと同じ段階にあると言えるだろう。

2026 年に好調が予想される他のセクターとしては、過去数年と比較して人気が大きく高まったとみられる学生寮が挙げられる。セルフストレージも同様である。高齢者住宅やリゾートに対する関心も中期的なトレンドを先取りする形で高まっている。これらの人気ニッチ資産はいずれも「ベッドと倉庫」のカテゴリーに属しており、経済のデジタル化、先進国における高齢化、アジアの教育需要といった構造的な追い風（長期的な好要因）の恩恵を受けると見られている。

一方、マイナス面としては、ビジネスパークへの関心が低下している。この落ち込みは、同セクターが中国、および近年世界的に人気が低迷しているライフサイエンス分野と関連付けられていることを反映している可能性が高い。パンデミックの間、医薬品の研究開発への関心が急速に高まり、ベンチャーキャピタルによる資本調達も活発化した。しかしその関心も、近年は横ばいである。教育関連資産は今回初めて調査対象に含まれたが、学生寮への注目の高まりにもかかわらず、全体としての関心は限定的だ。

データセンター：
大規模で賢明な投資対象

マクロレベルで見ると、データセンターの需給要因は極めて明確に思われる。アジア太平洋地域は世界の人口の 60%、GDP の 40% を占めるにもかかわらず、データセンターの容

量は世界全体のわずか 30% にとどまっている。だが、データセンターに対する真の需要は不透明だ。把握できるのは既存および建設中の容量のみであり、市場を牽引する主要各社が実際に何を必要としているのかは明らかでない。

ハイパースケーラー（Amazon Web Services、Google、Microsoft などのクラウドコンピューティング企業）は、自社のキャパシティ要件を公表していない。データセンターのインフラが整備されるごとに契約を結ぶだけだ。ある投資マネジャーは「3 年前には、バイトダンスがアジア太平洋地域の主要な需要家になるとは予想されていなかったが、今や数百メガワットもの容量を確保している」と述べている。

米国では、AI 関連の新たな需要がデータセンター市場を押し上げており、その一部がアジア太平洋地域にも波及すると見込まれている。現時点では、従来型のクラウドコンピューティングが需要を牽引しているが、AI が社会生活に広く浸透するに伴い、AI 向け需要とクラウド向け需要の境界は次第に不明瞭になりつつある。データセンターセクターの最も顕著な特徴のひとつは、ごく限られた超巨大勢力が市場を支配している点である。具体的には、グローバル企業、そして（規模は劣るものの）中国系の主要各社が、市場を完全に独占している。しかし、オープンソースの AI ソフトの普及と、自国技術の開発に意欲的な各国政府の動きが相まって、新たな市場参入者が現れると予測する投資家もいる。当面は、ハイパースケーラーとの関係を構築し維持することが、このセクターに関わるすべての関係者にとって最優先事項のひとつとなっている。

データセンターへの投資を図る投資家は、土地や電力の確保、テナントとの関係構築など、多くの課題に直面している。だが不動産投資家はより本質的な課題に向き合わねばならない。つまり、データセンターとは何か、そしてどのよ

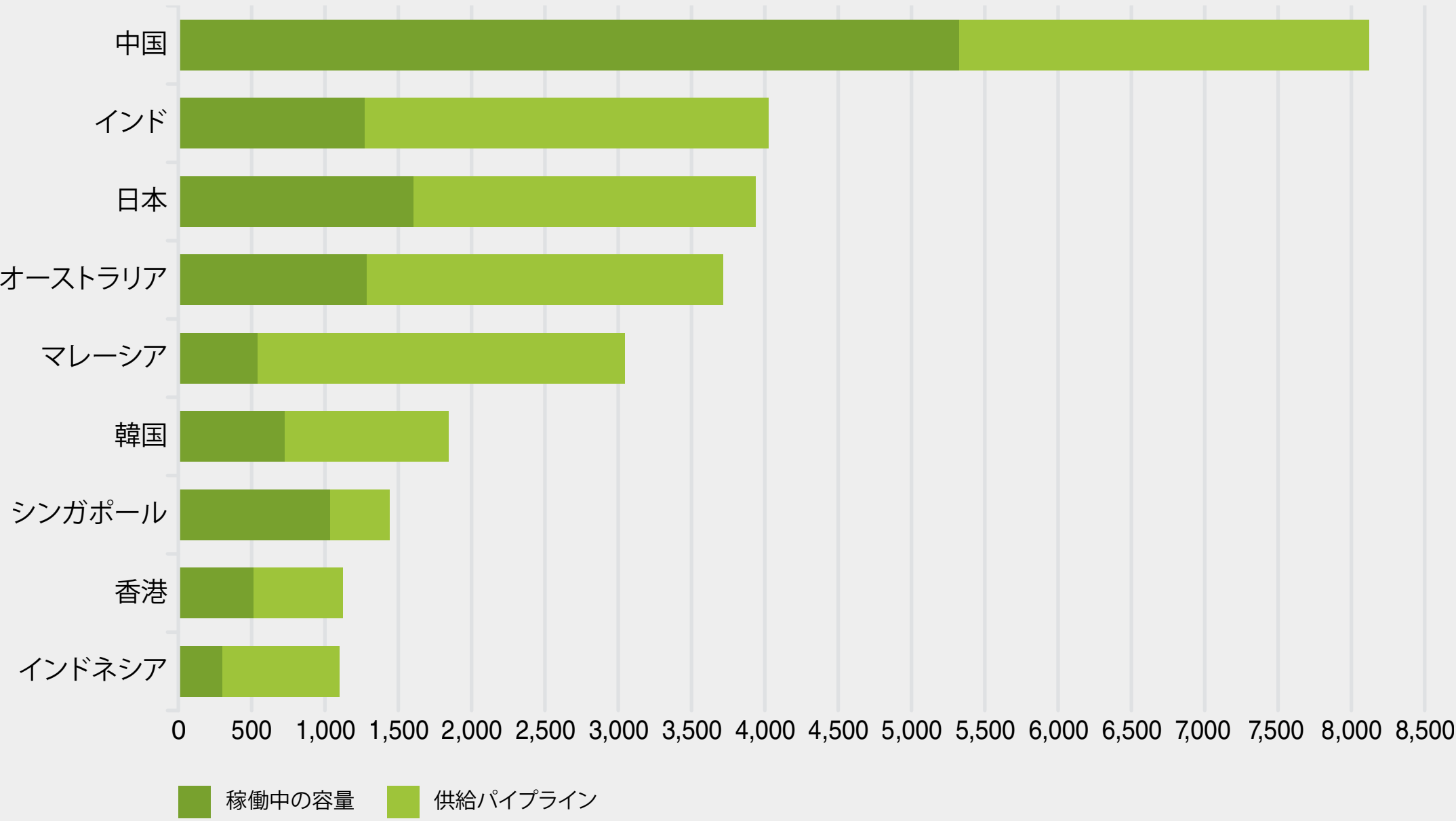
“

データセンターは不動産、インフラ、そしてプライベートエクイティが融合する場となっている。

うに関与すべきかという点だ。多くの機関投資家はデータセンターを不動産ではなくインフラとして扱っている。デジタル経済を支える基盤としての役割を担い、その管理手法も異なるからだ。データセンターは、床面積（平方メートル）ではなく電力容量（メガワット）に基づいて価格設定される。電力へのアクセスは、ユーザーへの近接性と同等に重要な要素である。ただし、AI のトレーニングに使用されるデータセンターの場合、ユーザーへの接続速度はそれほど重要ではないため、電力は依然必要であるものの、ユーザーの近接性は必ずしも重視されない。データセンターの構造は比較的シンプルだが、内部のラック、サーバー、冷却装置などは複雑で、莫大な費用がかかる。

最も大規模な投資形態としては、ハイパースケーラーのテナントに対しフルサービスを提供する体制を備えた、データセンター運営プラットフォーム（事業者）に直接出資する機関投資家も現れている。この事業は技術集約的であり、投資会社の不動産、プライベートエクイティ、インフラセクターが連携してプラットフォームへの投資や構築を行うことが多い。アジア太平洋地域のプラットフォームとしては、ブラックストーンと CPP インベストメンツが出資するエアトランク、KKR が支援する ST テレメディア・グローバル・データセンターズ、PAG が支援する FLOW デジタル・インフラストラクチャーなどがよく知られている。その対極では、不動産投

図3-6 アジア太平洋地域：データセンターの容量とパイプラインの分布（2025年8月）



出所：CBRE、データセンター容量（2025年8月）



データセンター・インフラストラクチャー

資家やデベロッパーが、運営事業者向けにパワード・シェル（受電設備を備えた建物のみ）を建設したり、電力の確保と開発許可を済ませた土地の集約を行ったりしている。

どの戦略がベストかについては意見が分かれる。ある投資家は「鍵となるのは運営事業者で、資産ではない。世界にはわずか 7 ～ 10 社のハイパースケーラーしかおらず、勝者となるのは、彼らと常に連絡を取り合い、技術に精通した運営事業者だ。従来型の不動産ジェネラルパートナーには勝ち目はない」と述べている。しかし、インフラセクターとプライベートエクイティセクターを持つ企業の投資マネジャーは、プラットフォームへの投資は純粋な不動産投資家には厄介であるとし、「純粋な不動産ファンドが支援するプラットフォームは、インフラ系やプライベートエクイティ系の競合他社ほど、事業規模を拡大できていない」と指摘した。また、プラットフォーム投資は不動産投資というよりもプライベートエクイティ投資であり、同種のリスクを伴うと考える者もいる。その中間として、複数の大手投資家がプラットフォーム投資と不動産投資の両方を行うことでリスクをヘッジしている。

データセンターに対する需要はアジア太平洋地域全域にわたって見られる。日本、中国、インドはその規模の大きさから最も重要な市場となっている。とはいえ、アジア太平洋地域の各市場では、局地的な盛り上がりも見られる。マレーシアのジョホールバルは注目が集まるホットスポットとなっており、タイでも投資活動が急増中だ。多くの場合、こうした市場動向は、電力供給の可否やハイパースケーラーの需要に左右される。ある投資マネジャーは「東南アジアでは、ジャカルタ、クアラルンプール、そしてジョホールと順を追って開発が進んできた。その後、バンコクで投資活動が爆発的に増加しており、次はベトナムとフィリピンが間もなく台頭してくると見ている」と述べている。

これらすべての市場において、最大の課題は電力の確保である。電源は再生可能エネルギーであることが望ましいが、需要の規模が極めて大きいため、サステナビリティへの配慮よりも需要を満たすことが優先されているのが実情だ。とはいえ、テナント側の要請が、より持続可能なデータセンターの開発を後押ししている。ある米国の投資運用会社の幹部は「テナント自身が電気代を負担するため、彼らは現時点で最も電力効率の高いデータセンターを求めている」と語る。データセンターのエネルギー使用の効率性を示す重要な指標は、施設全体の総消費エネルギーと IT 機器の消費エネルギーを比較して効率を測定する電力使用効率（PUE）である。PUE の値はかつての 2.0 から 1.2 にまで低下しており、電力利用の効率化が著しく進んでいることを示している。また、都市近郊に立地する必要がなく、再生可能エネルギー源の近くに設置可能な「AI トレーニングセンター」を中心に、データセンターの再エネ稼働に関する議論も活発だ。だがインタビュー回答者によると、これまでのところ実質的な動きはほとんど見られないとのことだ。

データセンターに投資する者にとっての大きな課題は、出口（エグジット）戦略である。プラットフォームの所有者は将来的な IPO による利益を期待するだろう。だが一方で、データセンターという物件自体の売買市場が成立するかどうかという問題がある。プラットフォームやハイパースケーラーが資金を回収して次の投資に回すために、不動産部分を切り離して売却することは理にかなっている。だが、そうした二次市場（セカンダリー市場）がどれほどの重要性を持つようになるかについては、やはり意見が分かれている。より楽観的な見方として、日本を拠点とするあるマネジャーは「買収対象となる安定稼働資産はまだ限られているが、データセンターは、代替投資やオポチュニスティック開発投資という枠組みから、主流の機関投資家向け資産クラスへと移行しつつある」と述べた。

“

データセンターに抵抗を覚えない投資家の数は、日増しに増えている。

人口動態と社会の変化が牽引する 居住施設セクターの成長

現在、アジア太平洋地域の居住施設（リビング）セクターはディフェンシブな投資戦略の中核を担っており、利率の変動やインフレに強いカウンターシクリカル（反循環的）な資産クラスとして広く認識されている。過去 2 年間の傾向と同様、投資家の約 75% がマルチファミリー住宅と賃貸住宅の両セクターで引き続き活発な投資を行っているか、あるいはその意向を示している。機関投資家の資金はマルチファミリー住宅や高齢者住宅に集中する傾向を強める一方、学生向け宿泊施設やコリビングも、機関投資家の投資対象へと進化を続けている。

市場の関心は、キャップレートの低下による物件価格の上昇（キャピタルゲイン）から、収益の持続性へとシフトした。現在、投資家は政策的インセンティブと確実な需要に支えられた、学生、若手社会人、退職者といった人口統計上のニッチ層をターゲットに定めている。コリビングや高齢者住宅への展開は、このトレンドの自然な帰結といえる。また投資家はオーストラリアのようにマルチファミリー住宅向け融資、なかでも開発向けの融資が制限されている市場では、エクイティとデットの両面から投資機会をうかがっている。

居住施設セクターが機関投資家の投資対象となったことは、アジア太平洋地域における住宅不動産のあり方や管理手法が、根本的に見直されていることを示している。これまで住宅投資といえば、ローカル市場でのビルド・トゥ・セル（分譲目的の開発）が主流であった。しかし現在は、オフィスや物流施設に匹敵する、専門的な管理体制へとデータに基づく運用による収益志向の資産へと進化しつつある。インタビュー回答者はこの変化を「オフィスや物流施設から、

分譲のみ、賃貸のみといった単一カテゴリーの住宅開発は、もはや解決策とは見なされていない。コストを補うために一部を分譲することはあっても、物件の核となる部分は賃貸用として残す。今後の主流は、賃貸と所有が共存する混合型コミュニティになっていく。

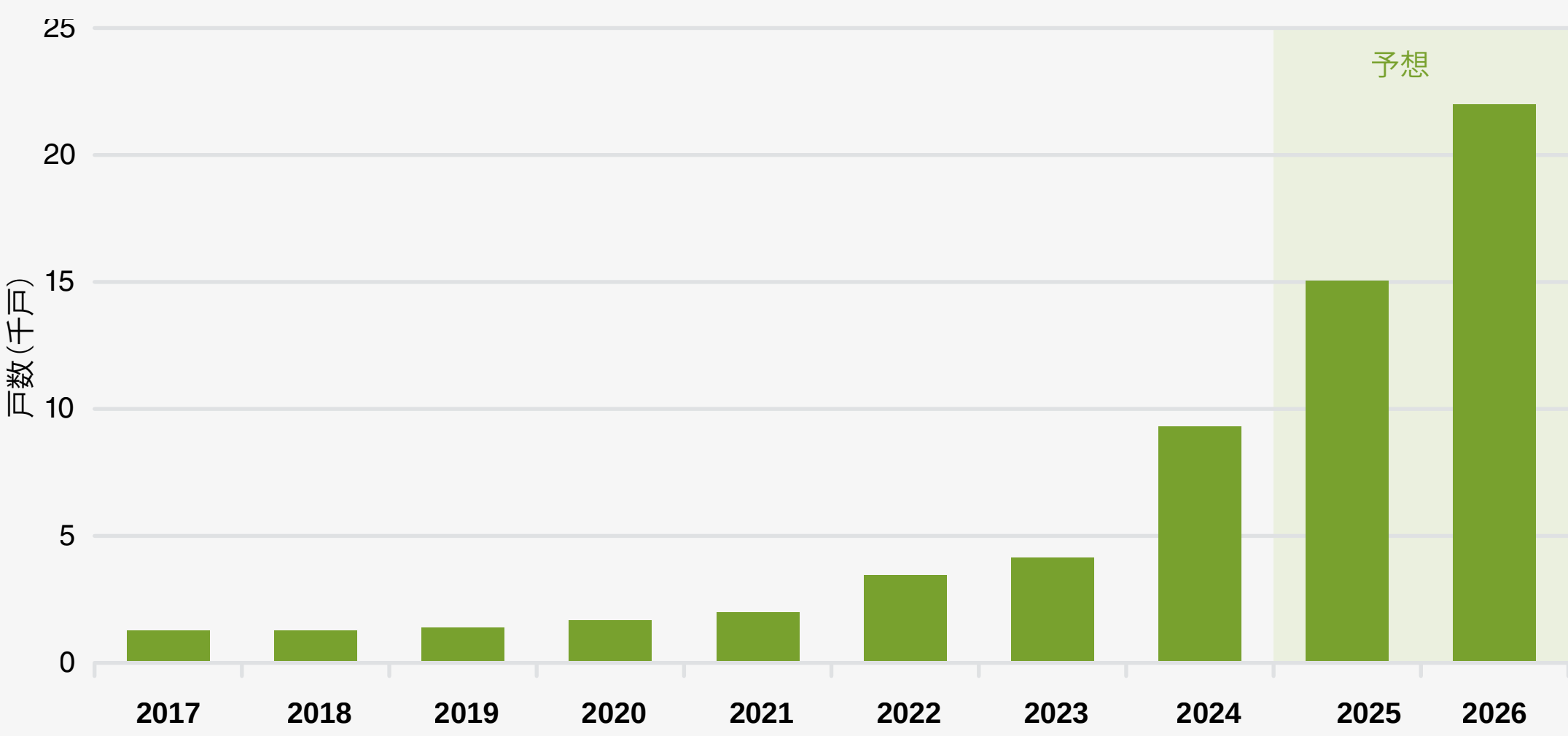
ベッド（居住施設）への構造的な資金再配分」と表現しており、安定した稼働率、物価連動型の賃貸借契約、そして長期にわたる安定収益への期待を反映している。ANREV によると、アジア太平洋のコア不動産ファンドは過去 5 年間で住宅資産への配分を 11% から 16% へと引き上げた。またアーンスト・アンド・ヤングのレポートでは、オーストラリアのビルド・トゥ・レント（賃貸住宅開発）市場は開発中の案件を含め約 300 億米ドル規模に達し、この 5 年で 5 倍以上に急拡大しているという。供給戸数も 5 年前のわずか 1,700 戸から、2025 年末には 1 万 5,000 戸に達する見込みだ。欧米では居住施設が機関投資家ポートフォリオの 25 ～ 30% を占めている（MSCI 調べ）ことと比較すれば、アジア太平洋地域には依然として大きな成長余地があるといえる。

機関投資家は、事業規模の拡大、運営の高度化、そしてテナントエクスペリエンス（入居者体験）を重視している。



典型的な郊外の風景（オーストラリア）

図3-7 オーストラリアのビルド・トゥ・レント・ストック（2017年～2026年予想）



出所：EY調査、2025年2月



学生寮 (オーストラリア)

そのため、テクノロジーを駆使して運営効率を高め、テナント維持率を向上させる統合型プラットフォームを構築できる運用会社が競争優位にある。

M&G インベストメンツによると、アジア太平洋地域の居住施設セクターにおいて、日本は市場シェアの 70% 超を占めるという。日本は機関投資家、J-REIT、外国人投資家が成熟したマルチファミリー市場で競い合う、域内で最も進んだエコシステムを構築している。利回りの低下と借入コストの上昇に直面するなか、投資家の関心はもはやキャップレートの低下を待つ手法から、オペレーショナル・アルファ（運営の工夫による超過収益）の創出へと移行した。これは、投資家が市場のタイミングではなく、ブランド力やサービスの質、データ分析といった運営力によって資産価値を引き出すフェーズに入ったことを意味している。

インタビュー回答者は一様に、「今や運営の価値は開発の価値に匹敵する」と指摘した。これは、収益の柱が継続的な賃料収入やテナントの維持、データの透明性へと決定的に転換したことを裏付けるものだ。機関投資家の運用会社は物件管理、テクノロジー、カスタマーエクスペリエンスを一元化する垂直統合型の運営プラットフォームの構築を進めている。一貫したブランド戦略による居住体験の提供は重要な差別化要因となる。これは、特に入居者がホテル並みのサービス水準を求めるようになっているオーストラリア、日本、韓国で顕著に見られる傾向だ。

居住施設セクターは単なるマルチファミリー住宅にとどまらない。それは、人生のさまざまなステージに対応する驚くほど多様な機会の集合体だ（ただしその領域の一部は重複

している）。例えば、香港のコリビング運営事業者は立地や物件タイプによって学生と若手社会人の双方をターゲットにしているが、それに対し学生、若手社会人、ファミリー層、シニア層は価格の妥当性、柔軟性、居住体験について、それぞれ異なった期待を抱いている。

学生寮はシドニー、メルボルン、香港の旺盛で持続的な需要に支えられ、引き続き機関投資家向け資産として確立しつつある。オーストラリア不動産評議会によると、同国の学生専用住宅セクターは 2024 年時点で 13 万床を超えた。これは、過去 10 年間で規模が倍増したことを意味する。香港では、投資家は留学生の誘致を掲げる政府の施策に呼応し、既存建物の用途転換による機会をうかがっている。

今年のアンケート調査では、回答者は学生寮を特に重視しており、その関心度は過去 5 年間の平均を約 10% 上回っている。また、値ごろ感への圧力が高まるなか、コリビングの勢いが増している。都市中心部の密集地に住む若手社会人に、柔軟でコミュニティ志向の住居ソリューションを提供するものだからだ。

ある投資家は「オーストラリアは学生寮の開発において引き続き魅力的だが、韓国はマルチファミリー住宅や高齢者住宅の分野で魅力的な機会を提供している」と指摘した。韓国では現在、賃貸住宅モデルの根本的な変革が進行している。賃借人が家主に高額な保証金を預ける従来のチョンセ制度から、月払い賃貸（ウォルセ制度）への移行が進んでおり、そのためニッチ分野の運営事業者が一気に台頭することになった。

アジア太平洋地域全体において、高齢者住宅は確信度の高い投資テーマとして浮上している。特に、人口の高齢化が住宅投資の優先順位を塗り替えている日本、オーストラリア、韓国でその傾向が顕著だ。デベロッパー各社は、自立した生活と社会的なつながりを融合させ、住宅とヘルスケアの境界をなくす「継続的ケア」や「コミュニティ統合型」のモデルを導入し始めている。

特に日本とオーストラリアでは、高齢者住宅やアシステッド・リビング（生活補助付き住宅）は、居住施設セクターの拡張領域として不可欠のものと見なされるようになっている。これらは人口動態の構造的な変化に合致しており、安定した長期収益をもたらす資産だ。また、これまでに蓄積した不動産資産や年金収入に支えられた退職者層の底堅い購買力が、高質のサービスを備えたケア環境への需要をさらに強めている。

ハイブリッド勤務形態の普及や世帯構造の変化に伴うライフスタイルの多様化は、住まいの定義を変えつつある。世帯規模の縮小、単身世帯の増加、そして「デジタルノマド」文化の広がり、プライバシーとコミュニティとのつながりのバランスが取れた、柔軟でアメニティが充実したスペースに対する需要を押し上げている。

ホテルセクターを牽引する日本

アジア太平洋地域のホテルセクターは回復しており、掘り出し物はほとんどないが、投資家にとって引き続き魅力的な市場となっている。域内旅行の活性化が今後の発展の鍵を握ると予測されている。ジョーンズ ラング ラサールの予測によると、アジア太平洋地域のホテル取引額は、2025 年の推定 113 億米ドルから、2026 年には 133 億米ドルへと拡大する見通しである。

シンガポールを拠点とするある投資家は「アジアは今後 10 年間で世界の新たな中流階級の大部分を占めると予測されており、可処分所得を手にした数億人もの人々が登場することになる。アジア域内の旅行が急増すれば、ホテルセクターを根本から変貌させるだろう。我々はすでに自社で保有する日本のホテルでその影響を実感している。特に驚かされたのは、旅行者の属性の変化だ。かつては中国人観光客が大半だったが、今では多くのインド人観光客も迎えるようになっている」と述べた。

日本は再び最も好まれる市場としての地位を取り戻した。パンデミック前の水準を凌ぐ力強い回復が、投資家の関心を駆り立てている。2024 年の訪日客数は 3,800 万人を超え、2025 年にはさらに増加する見通しだ。円安の影響が大きいものの、日本の食や文化的アトラクションも重要な誘因となっている。回復の勢いは非常に強く、東京や京都といった主要観光地ではいわゆる「オーバーツーリズム」

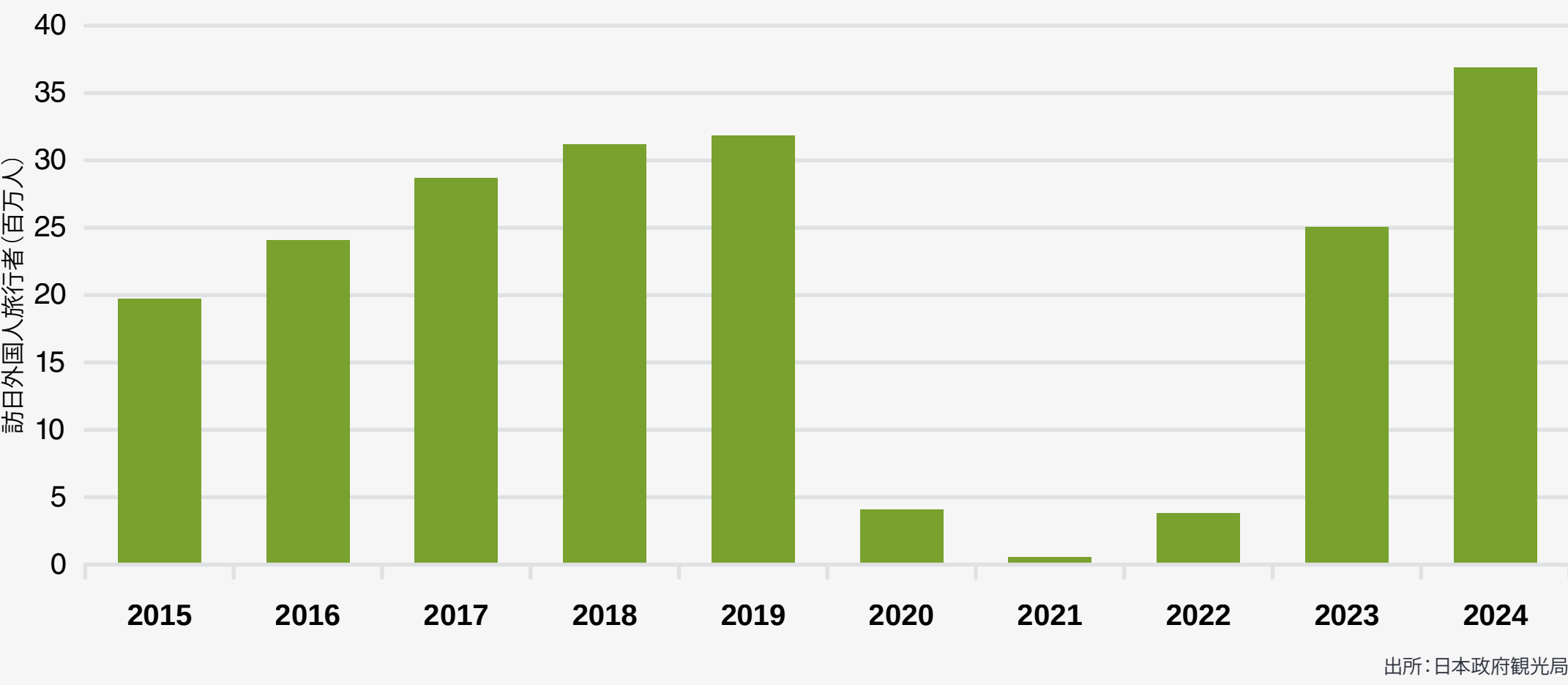
“

我々は日本の中価格帯ホテルを、より高級で国際的なニーズに対応できる施設へと転換することを目指している。

に関する苦情が生じるほどだ。これに対し、日本政府は海外からの訪問客にあまり知られていない地域への観光促進に取り組んでいる。投資家もこの動きを注視しており、9 月にはホテル大手のハイアットが、モダンな高級旅館の開発を目的とする不動産ファンドの募集を完了した。

日本がコロナ禍の停滞から脱した当初、投資家はまだ割安な価格で物件を仕込むことができた。現在はそうした状況にはないが、ある米国系企業のファンドマネジャーは「日本のホテル市場は、その世界的な知名度のわりには構造的に未発達だ。客室の 99% がいまだにビジネス客向けに設計されている。だが、観光の拡大と新たな需要がこのセクターの再構築を促しており、機関投資家向け資産としての機会をもたらしている」と述べた。実際、ホテル市場は断片化されており、あるマネジャーは「驚くほど多くの企業が脈絡なくホテルを所有し、運営事業者も同族経営が多い」と指摘している。

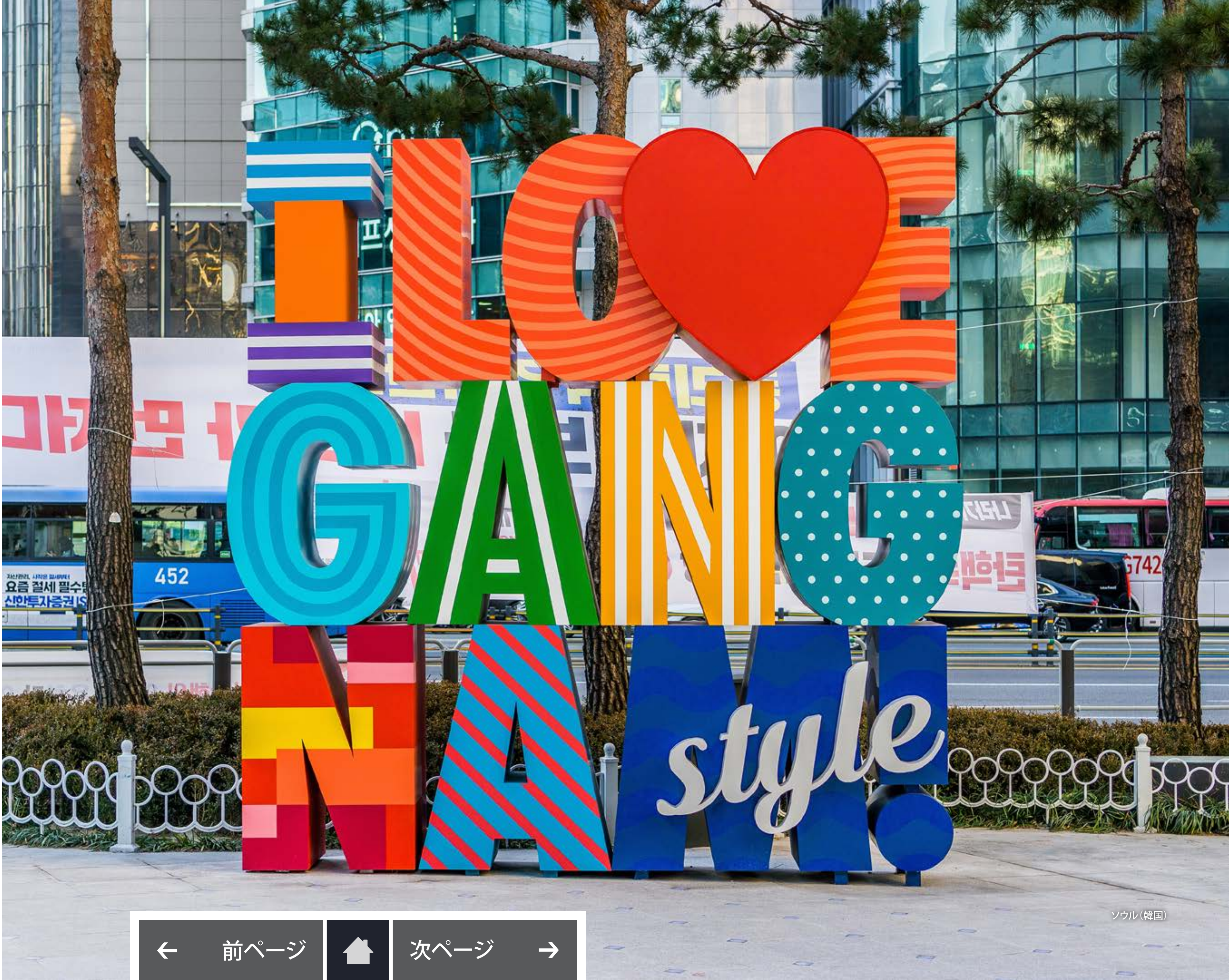
図3-8 訪日外国人旅行者数の推移



オーストラリアも 2025 年半ば時点でのインバウンド客数は依然として 2019 年の水準を下回っているとはいえ、人気の高い観光市場のひとつだ。オーストラリア観光調査局の予測によると、訪問者数は 2025 年から 2029 年にかけて年平均 7.2% のペースで増加する見通しだ。特に中国本土とマレーシアからの訪問者は、同期間に年平均で 14% 近い増加が見込まれており、香港や日本からの到着客数も約 9% の成長が予測されている。全体として、今後 5 年間に見込まれる訪問者数増加の約 6 割をアジアからの訪問客が占めることになるであろう。

韓国もまた観光産業の成長が期待される市場だ。文化大国としての地位と、世界的に知られる音楽・映画・テレビのスターがその原動力になっている。過去には中国との外交上の緊張もあったが、韓国にとって中国人観光客は重要である。最近では、中国の団体客を対象としたビザ免除措置が導入され、市場の活性化に寄与すると期待されている。中国経済が少しでも回復すれば、韓国にとっても追い風となるであろう。

インドもホテル投資の対象市場として、また観光客の供給源として、注目すべき国だ。国内の中流階級の拡大に伴い、海外旅行の頻度が高まりつつある。同時に、国内インフラの改善が進み、ビジネス・レジャー双方の旅行者にとって国内移動が便利になっている。



ソウル(韓国)

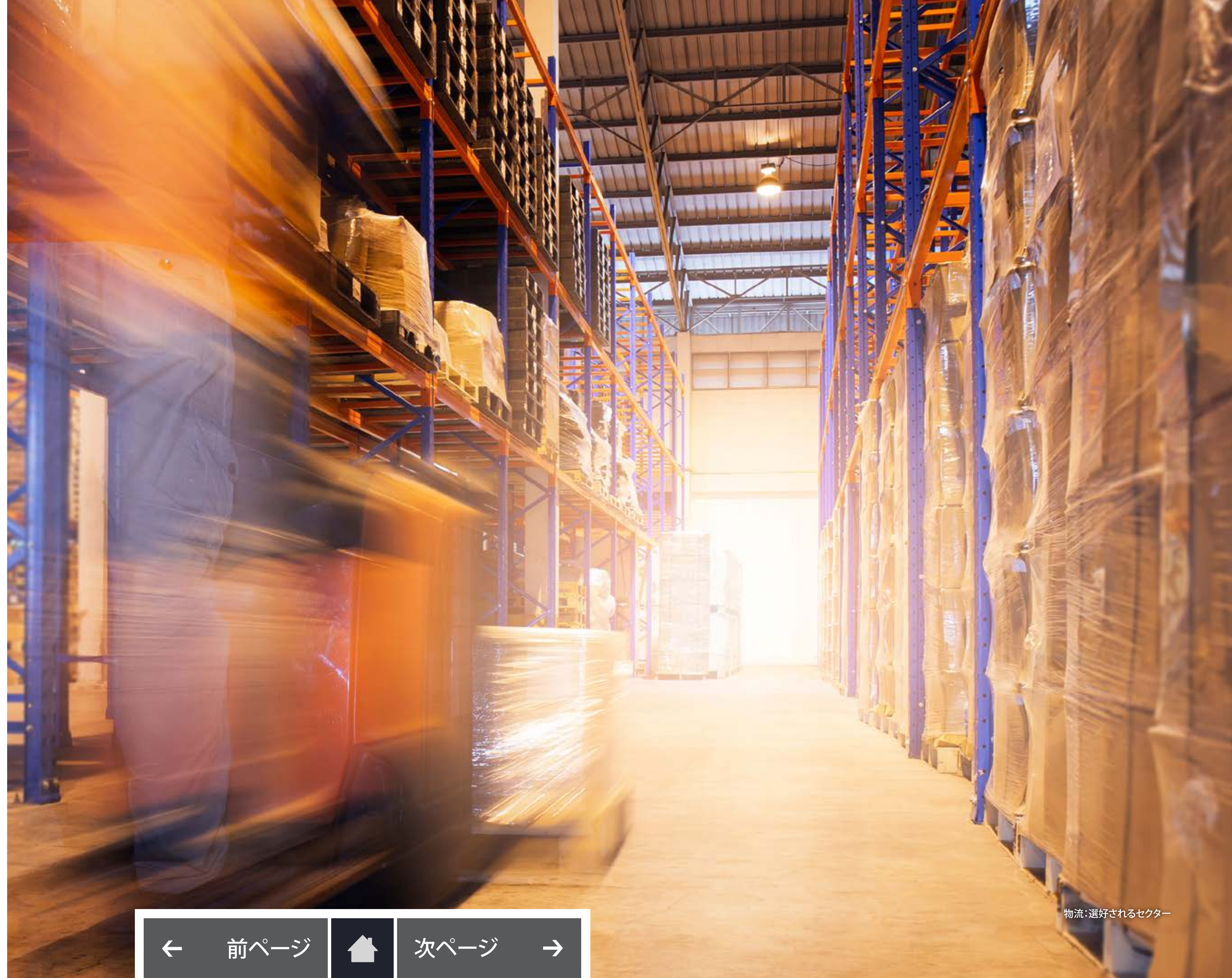
関税も物流需要を抑制せず

物流施設は近年、多くの投資家に選好されるセクターとなっており、引き続き関心を集めている。米国による新たな関税措置が導入されたものの、このセクターへの投資意欲は衰えていない。あるプライベートエクイティ不動産投資家は「我々は国内消費に直結した物流施設に注力しており、関税戦争による悪影響を受けていない。適切な資産であれば、貿易パターンの変化に左右されることはないと考えている」と述べた。投資家は e コマースへの構造的シフトと、アジア太平洋地域全体での消費拡大というトレンドを、引き続き注視している。

サプライチェーンの「脱中国」に伴う多極化の進展は、米国による 15% の関税賦課を受けてもなお、ベトナムの物流市場の見通しを高め続けている。ベトナムの物流・倉庫業界は、安定したコスト、運営面に対する要求の高度化、柔軟性へのニーズの高まり、ESG コンプライアンスの義務化、海外投資家からの新たな関心といった世界のトレンドと歩調を合わせている。インドも巨大な国内人口を背景にした内需向け供給と輸出の双方を担う製造拠点となりつつある。確立された輸出国ではないことが、関税リスクを回避する上ではかえって有利に働いたようだ。

ここ数年、多くの都市市場で劇的な供給増が見られたものの、総じて吸収に成功している。一方、オーストラリアのように供給が限定的であった市場では、利上げによりキャップレートも上昇したものの、賃料が急騰した。

新規供給により賃料の下落が予想されるが、先進国市場では建設コストの上昇も開発投資に一定の抑制をかけており、それが今後の資産価格と賃料を下支えするであろう。オーストラリアと韓国では共に、利率の動きを反映した価



物流：選好されるセクター

格調整が行われた結果、このセクターは他国市場と比較して相対的な魅力が高まっている。

多くの投資家は引き続きコールドストレージやセルフストレージといった物流のニッチ分野に照準を合わせている。韓国ではコールドストレージがやや供給過剰となり、同国の市場としては稀なディストレス・セクターとなった。対照的にオーストラリアでは、人口増加と食料安全保障の意識の高まりによる需要の拡大に供給が追いつかない状況にあ

る。一方、セルフストレージは依然としてニッチなセクターであり、事業規模の拡大は容易ではないものの、一部の域内投資家からは支持を得ている。

中国では、ある投資マネジャーが「圧倒的な供給」と表現する状況により、一部の一級都市で空室率が一桁台から30～40%へと跳ね上がっている。それに伴い、賃料も暴落した。このマネジャーは加えて「供給の急増は、デベロッパーが住宅やオフィスから撤退し、産業施設セクターに資

金を再配分したことによる」と述べた。供給過剰と資産パフォーマンスの悪化が中国の物流投資を阻む主因となっている一方、米国との貿易関係も大きな懸念材料だ。本報告書の執筆時点では、中国はレアアース、米国は関税について、それぞれ新たな対抗措置で威嚇しており、妥結の糸口は見えていない。

目下の貿易戦争に関するインタビュー回答者の見解はやや二極化している。一部の投資家は現在の対立は「大半は

ポーズにすぎない」として、いずれ解決に向かうと見ている。その一方で、長期的な悪影響を危惧する声もある。ある仲介業者は「最終的にどう決着するのか、あるいは1年後の世界貿易の姿がどうなっているのか、誰にも予測がつかない」と述べた。

“

物流セクターでは他セクターに先駆けて速やかに価格調整が行われた。その結果、流動性が維持され、投資資金が引き付けられている。



世界貿易の前に待ち受けるのは、穏やかな航海か荒波か

オフィスセクターの見通しは供給が決定づける

アンケート調査の結果が正しいとすれば、アジア太平洋地域におけるオフィス賃料の上昇見込みは特定の市場に集中している。本報告書の昨年版では 15 都市で賃料の上昇が見込まれていたが、2026 年には 10 都市にまで絞り込まれた。だがその 10 市場については、2026 年の見通しが 2025 年時点の評価を軒並み上回っている。

最も劇的なのはシンガポールで、2025 年版の 16 位からトップ 5 へと一気に躍進した。この都市国家のオフィス市場に対する楽観的な見方は、空室率の低下（仲介業者は 2026 年までに 5% を下回ると予測）と、賃料の着実な上昇に基づいている。さらに先を見据えると、今後 3 年間の新規供給は限定的だ。現在から 2029 年までに竣工が予定されている大規模プロジェクトは、ほんの一握りにすぎない。

一方、東京では、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドのデータによると、都心 5 区におけるオフィス空室率は 2025 年第 2 四半期に 4 年ぶりに 2% を下回り、今後の賃料の上昇に対する期待を後押ししている。2027 年までに 140 万平方メートル超の新規供給が見込まれるが、これは近年の平均的な供給水準およびネットアブソープション（吸収需要）とおおむね合致するものだ。

過去数年にわたりオフィス供給がほとんどなかったため、ソウルのオフィス空室率は 2021 年の二桁台から、現在では 3 大ビジネス地区のすべてにおいて 5% を切る水準まで低下している。

パンデミックの間、アジアのオフィス市場は在宅勤務よりも会社での勤務を良しとするオフィスワーカーに支えられてきた。一方、オーストラリアでは在宅勤務を選択する者の方がはるかに多く、その傾向が長く続いてきた。しかし、シドニーでは潮目が変わり始めている。複数のインタビュー回答者から、シドニー CBD（中心業務地区）のオフィステナントによる「質への逃避」が見られ、これが投資家の関心を引き起こしているとの報告がなされた。

やや意外なことに、州政府が在宅勤務を支援しているにもかかわらず、アンケート回答者は 2026 年にメルボルンでオフィス賃料が上昇すると予測している。しかし、オーストラリアのインタビュー回答者からはビクトリア州当局に対して肯定的な意見はあまり聞かれず、メルボルンのオフィス市場の先行きについて悲観的な見方が強い。あるデベロッパーは「在宅勤務に関する政策を巡る混乱などがメルボルンの状況を難しくしており、投資家、とりわけ海外投資家は慎重になっている」と指摘した。

東京やソウルとは対照的に、中華圏のオフィス市場は高い空室率に見舞われ、沈滞ムードが漂っている。CBRE のデータによると、上海、深圳、広州ではいずれも空室率

日本は好調に推移しており、特に東京では、空室はほぼ皆無だ。

日本は好調に推移しており、特に東京では、空室はほぼ皆無だ。

がすでに 20% を上回っているにもかかわらず、2025 年から 2027 年にかけて計 700 万平方メートル近いオフィススペースが新たに供給される見通しだ。この暗雲は当面晴れそうにない。一方、香港のオフィス市場は回復とまではいかないものの安定化の初期の兆候を見せており、CBRE によると、2027 年までに 50 万平方メートル超のオフィススペースが新規供給される予定だ。

インタビューを通じて浮き彫りになった重要なトレンドのひとつは、多くの都市でテナントが「新築ビルへの移転」よりも、可能な限り「既存ビル内での増床」を選択する傾向にあることだ。その背景には、パンデミック以降、建設コストと連動して高騰している内装費用がある。東京を拠点とするある投資マネジャーは「ゼロから内装を整えるコストは多くの企業にとって過度な負担となっており、移転するよりも、同じビル内で別フロアを追加で借りる方がずっと好まれている」と指摘した。

図表3-9 2026年にオフィス賃料の上昇が見込まれる都市

順位	都市	2026	2025
1	東京	6.51	6.23
2	シドニー	6.27	5.88
3	シンガポール	6.08	3.98
4	大阪	6.01	5.85
5	ソウル	5.99	5.81
6	ニューデリー	5.73	5.72
7	バンガロール	5.73	5.73
8	ムンバイ	5.71	5.67
9	ホーチミンシティ	5.37	5.33
10	メルボルン	5.19	5.14
11	マニラ	4.93	5.05
12	台北	4.92	5.50
13	クアラルンプール	4.88	5.15
14	オークランド	4.88	4.51
15	バンコク	4.72	5.08
16	ジャカルタ	4.67	5.08
17	香港	4.59	3.88
18	深圳	4.44	5.73
19	上海	4.30	4.29
20	北京	4.00	3.70
21	広州	3.95	3.52
22	中国の二級都市	3.59	3.03

■ 上昇 ■ 下落

商業施設の見通しは各地で明暗が分かれる

アジア太平洋地域の商業施設セクターのマクロ的な展望は、驚くほど明るい。中間層の拡大、あらゆる所得層での富の蓄積、そして都市化の継続は、店舗やショッピングモールの所有者にとってバラ色の未来を約束するものと言える。しかし、優良物件とそれ以外の差は歴然としている。CBRE の予測によると、来年のアジア太平洋地域における賃料上昇率は東京が最も大きく、最大 10% に達する見込みだ。主要市場である銀座では、投資家の選択肢が限られていることから資産価格が高止まりしており、旅行者が集まる渋谷や表参道でも賃料水準の着実な上昇が見込まれている。

オーストラリアでは 2025 年に、業績の改善と個人消費の明るい見通しを背景に、商業施設への投資活動が著しく活発化した。オーストラリア不動産評議会のデータによると、2025 年 6 月 30 日までの 1 年間に於いて、商業施設は全不動産セクターの中で最高のパフォーマンスを記録した。サヴィルズの調査では、2025 年第 2 四半期の投資額は前年同期比 53% 増の 29 億豪ドル（約 19 億米ドル）に達している。投資家は、リージョナルモール（広域商圈型）とネイバーフッドモール（近隣型）を組み合わせた取得を行ったが、ある投資家は「リージョナルショッピングセンターについては、今後の新規供給がまったく予定されていない」と話す。国内のネイバーフッドモールへの関心は続いており、例えば豪大手不動産投資運用会社であるチャーター・ホールは、25 億豪ドル（16.3 億米ドル）規模のコンビニエンス・リテール・ファンドを立ち上げている。

インドは商業施設セクターにおける期待の星と目されている。これは、個人消費の拡大と継続的な都市化が進んでいるためだ。近代的な商業施設の開発が加速し、海外ブランドからの関心も高まっている。

中国本土と香港のいずれにおいても、空室の増加と賃料の下落が顕著に見られる。中国本土の大都市の多くは深刻な供給過剰に苦しんでおり、この傾向は 2026 年も続く見通しだ。CBRE のデータによると、2025 年から 2026 年にかけて竣工するショッピングセンター全体の約 4 分の 3 が一級都市に集中している。

香港は依然として構造的な課題に直面している。中国本土から訪れる新たな観光客の層が若返り、コスト意識も高まっているためだ。ここ数か月、香港では店舗閉鎖の波が押し寄せており、その一方で新規参入の大半は格安飲食ブランドである。とはいえ明るい材料もある。アート・バーゼル（アートフェア）や香港セブンズ（7 人制ラグビーの大会）といった国際イベントを機に、海外から富裕層の観光客を呼び込むことに成功している。

東南アジアの商業施設市場は、観光客数の着実な回復と国内の所得水準の向上に支えられ、おおむね良好だ。フィリピンなどの市場では、利下げが個人消費をさらに押し上げると期待されている。マニラのインタビュー回答者によると、人気のショッピングモールには入居を望むブランドが「列を成して待っている」状態であるという。また東南アジアでは高級商業施設も好調で、バンコクなどの市場がラグジュアリーブランドを惹きつけている。

“

インドの商業施設は実に驚異的だ。

変化するインドの小売業界

CHAPTER 4

注目すべき都市

「我々はシドニー、ソウル、シンガポール、そして香港など、レジリエントな主要都市への投資を強化している」

グローバル投資マネジャー

渋谷(東京)

投資家はアジアの先進都市を選好

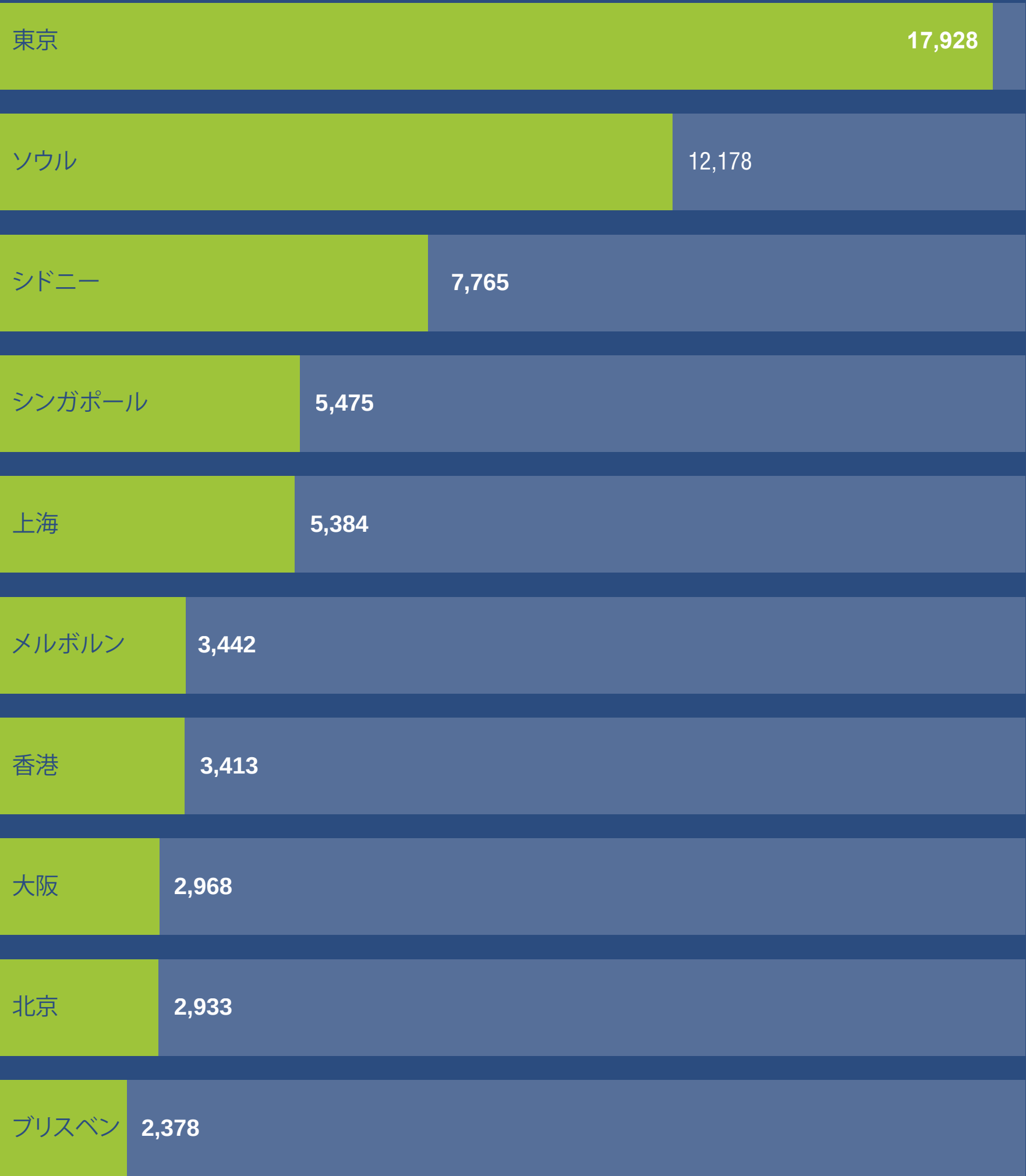
アンケート回答者は今回も先進諸国の主要都市を支持しており、東京、シンガポール、ソウル、大阪、シドニーが、投資・開発・オフィス賃料上昇の見通しの上位 5 位を占めた。

これらの顔ぶれは、2025 年第 1 ～第 3 四半期における MSCI のアジア太平洋地域における都市別投資額ランキングとほぼ完全に合致している。例外は、投資額では上海が上位 5 位に食い込んでいることと、大阪が 8 位に下落したことだけだ。本報告書のインタビューに応じた投資家やファンドマネジャーは、強固な資本市場と流動性を備えた先進諸国の主要都市を強く支持する姿勢を示した。

一部の大手投資家はインドに巨額の資金を投じているものの、世界規模で展開する投資家やアジア太平洋地域の投資家の多くはインド市場に対して動きを見せていない。また、ホーチミンシティはアンケート調査では上位 10 位にランクインしたものの、インタビューではほとんど言及されることがなかった。これは、2026 年に同市に投入されるクロスボーダー資金が限定的なものにとどまることを示唆している。

東京は、アジア太平洋地域で最大かつ最高の流動性を誇る都市として首位を維持しており、シンガポールも投資・開発・賃料上昇の見通しにおいて順位を上げた。投資・開発・賃料上昇の各ランキングでいずれも上位 10 位に入った新興諸国の都市はホーチミンシティ、ムンバイ、デリーのみである。オフィス賃料の上昇見通しでは、バンガロールも上位 10 位に食い込んでいる。

図 4-1 2025 年第 1 四半期～第 3 四半期の投資額上位都市（百万米ドル）



注：2025年第3四半期のデータは仮の数値

出所：MSCI

図4-2 都市別の投資見通し

投資見通し			
順位	都市	スコア	2025年の順位
1	東京	6.43	1
2	シンガポール	6.18	4
3	シドニー	6.06	3
4	大阪	5.92	2
5	ソウル	5.72	5
6	メルボルン	5.29	6
7	ホーチミンシティ	5.16	8
8	ムンバイ	5.04	9
9	ニューデリー	4.88	11
10	香港	4.69	19
11	台北	4.61	10
12	上海	4.57	18
13	クアラルンプール	4.51	14
14	バンコク	4.50	7
15	バンガロール	4.49	12
16	マニラ	4.42	15
17	ジャカルタ	4.33	17
18	深圳	4.32	16
19	オークランド	4.22	13
20	北京	3.90	21
21	広州	3.68	20
22	中国の二級都市	3.10	22

全体的に良い 普通 全体的に悪い

注：各都市を9点満点でスコア化

出所：Emerging Trends in Real Estateアジア太平洋



1位 東京



原宿(東京)

投資家は東京に熱い眼差しを 向け続ける

東京は、2026 年の投資および開発の見通しのいずれにおいても首位となっただけでなく、賃料上昇の見通しでも最も有望な都市とされた。投資見通しランキングでは過去 3 年連続で首位に立ち、過去 10 年間でも 8 回、上位 5 位入りを果たしている。あるアジア太平洋地域の投資運用会社の責任者は、東京を「この地域において際立った投資機会」と評した。

日本の首都・東京の人気は、投資家の関心が域内でレジリエンス、市場の厚み、流動性を備えた先進国市場へと絞り込まれていることを反映している。アジア太平洋地域最大の投資市場として、東京は相当の市場の厚みと流動性を誇る。また、多様な情報源から得られる良質なデータに基づく透明性と、熟練の投資家がオフマーケット取引（水面下の案件）で収益を上げる機会が共存している点も魅力だ。さらに、東京の資本市場は国内外の投資家をはじめ多数の REIT、広範な事業法人や個人投資家が入り交じる強固な基盤を有している。新規インフラへの継続的な投資も行われており、最近ではパンデミックに見舞われたなかでの開催となったオリンピックを下支えするための改善も施された。

東京は世界屈指のゲートウェイ都市でもある。2025 年に来日する推定 4,000 万人の観光客やビジネス客の大半が、首都である東京を訪問すると見込まれている。その人気と安定性は、東京が世界の富の避難先となりつつあることを示すものだ。あるアドバイザーは「ロンドンとは明らかな候補地であるが、それと並んで東京とシンガポールは、アジアのファミリーオフィスが長期的な観点から多額の資産を預ける場所となっている」と述べた。

中国の富裕層による住宅購入が相次いでおり、市場には新たに「超富裕層」向けセクターが誕生しつつある。また、東京は国内各地から人口の流入を引き寄せる磁石であり、日本全体で人口減少が進むなか、この都市だけは増加を続けている。

インタビュー回答者はオフィス、マルチファミリー住宅、データセンター、ホテル、商業施設の各セクターにおいて魅力的な機会があると指摘しており、なかでもオフィスとマルチファミリー住宅への志向が強い。高齢者住宅やセルフストレージへの関心も見られる。オフィスセクターは空室率の低さ(サヴィルズの調査では A グレードで 1% 未満、B グレードで 2% 未満)と健全なビジネス環境の恩恵を享受している。一方、どのセクターでも共通して、建設コストの高騰と労働力不足が新規開発を抑制している。

物流施設については、近年の供給過剰を受けて投資家の関心が低下した。サヴィルズの調査によると、2025 年第 3 四半期の首都圏物流施設の空室率は 9.6% に達し、同年上半期には賃料が 1.7% 下落した。もっとも、物流施設の新規供給は 2023 年のピーク時を境に減少に転じており、2027 年まではピーク時を大きく下回る水準で推移する見通しだ。

“

東京、特に居住施設セクターは、屈指の投資機会であり続けている。流入する資金の競争環境は厳しいものの、東京は構造的、そして景気循環的な裏付けが依然として存在するからだ。



香港：わずかに見え始めた活路

10年近い低迷期を経て、香港の不動産市場に対する投資家の心理は改善しつつある。実際、投資見通しランキングにおいて、香港は前回から9つも順位を上げるといふ躍進を見せた。だが、回復の見通しは依然として脆弱であり、特定のセクターや地区に限られている。香港のインタビュー回答者の間でも、市場に対する意見は大きく割れており、回復の見通しは限定的とする声がある一方で、「回復の芽」が出始めたと見る向きもある。

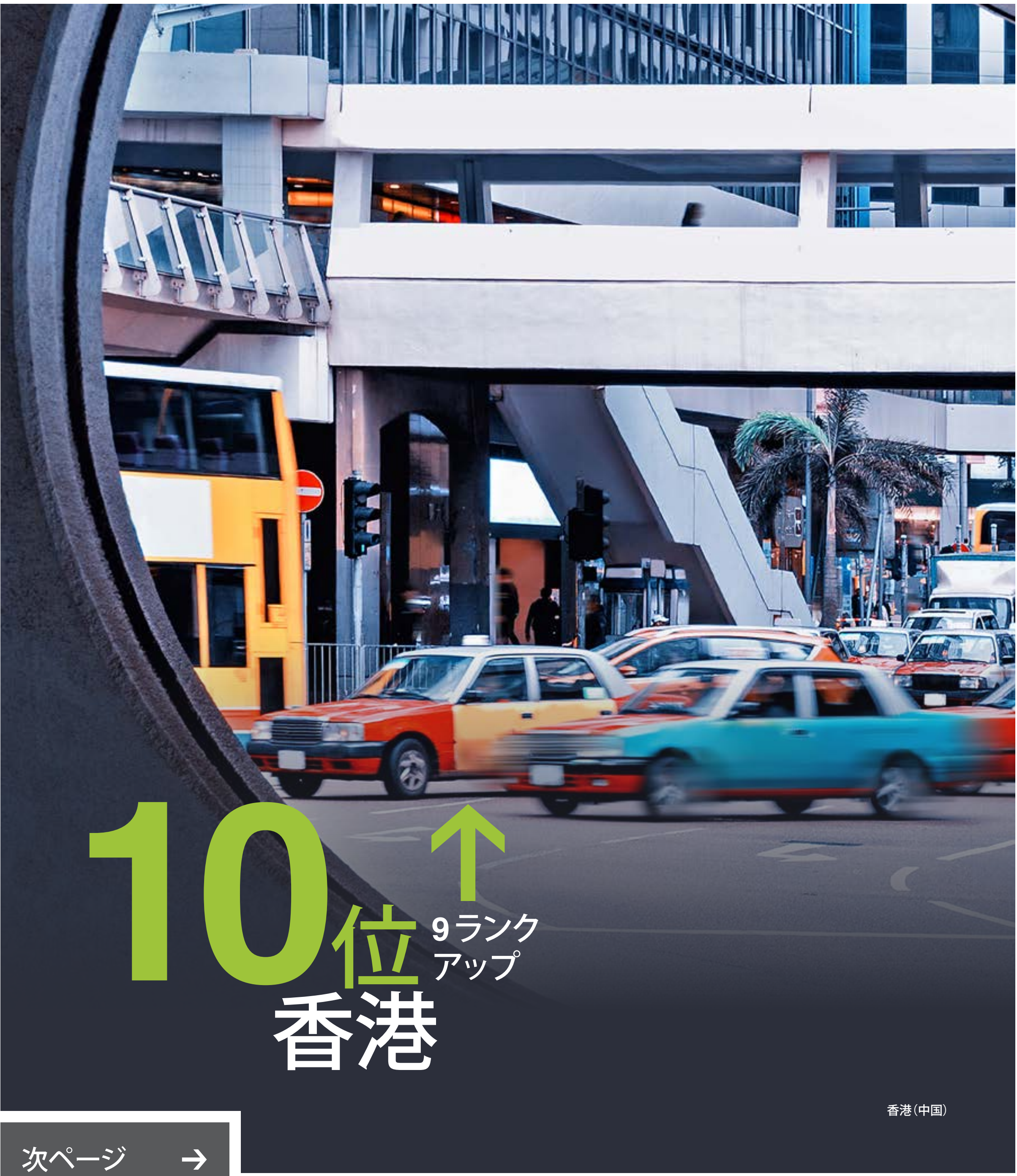
明るい材料としては、学生寮が際立っている。中国本土からの学生流入が後押しとなり、需給ファンダメンタルズが良好だからだ。以前なら米国に留学したであろう学生が、現在は香港に目を向けている。QS世界大学ランキングにおいて、香港の5大学が世界トップ100位にランクインしていることも追い風だ。さらに、2008年から2012年にかけて中国本土出身の親から香港で生まれた15万人もの「人口の塊」が、今後5年間で大学入学年齢に達する。なおこの時期を最後に、出産目的で香港へ渡航することは禁止されている。

ナイトフランクのレポートによると、2025年2月時点の香港における大学寮の供給数は4万2,093床だった。対して、地元出身者以外の学生数は2027/28学年度には9万7,857人に達する見通しだ。この深刻な供給不足を背景に、アンジェロ・ゴードンやPGIMなどの不動産投資家は、学生寮への転用を前提とした物件に投資を行っている。大学側も自ら動いており、香港都会大学が学生寮としてアーバンウッドホンハムホテルを取得したほか、香港城市大学は尖沙咀（チムチョーサイ）にあるインターコンチネンタルプラザの

低層商業区画を大学用スペースに転換した。また、学校や大学などの教育機関が自己使用目的でオフィススペースの購入を進めている。

中環地区では、高レベルのサステナビリティ認証を取得したAグレードのオフィスビルが底堅さを見せている。ヘッジファンドによる既存ビルや建設中物件の入居・予約が進んでおり、なかでも米国の投資会社ジェーン・ストリートは、香港のデベロッパーであるヘンダーソンランド（恒基兆業地産）による中環新海浜3号用地プロジェクトにおいて、2万平方メートル超の賃貸借契約を締結した。また、香港は2025年上半年に世界最大のIPO市場となり、多数の「ニューエコノミー」企業の上場が経済全体のマインドを押し上げている。CBREによると、第3四半期のオフィスのネットアブソープション（吸収需要）はすべてのサブマーケットで改善したという。ただし賃料については、依然として全地区で下落が続いている。

インタビュー回答者によると、ファミリーオフィスやプライベートエクイティ、プライベートデット投資家などによる相当な額の資金が香港市場に控えている。だが、資産価格がほとんどのセクターでピーク時の半値にまで下落しているにもかかわらず、誰もが「落ちるナイフを掴む」ことには慎重だ。銀行側にも一部動きは見られるものの、投資家からは「銀行による評価額（簿価）と、実際のディストレス価格との間には、依然として大きな開きがある」との指摘がなされている。とはいえ、市内の雰囲気はここ数年の状況からは好転している。投資家は現実的な価格で物件が大量に供給されるか、あるいは利下げによって既存の所有者が物件を動かせるようになるか、いずれかの形で市場が転換することを待ち望んでいる。



香港(中国)



ムンバイ(インド)

インフラがムンバイの 今後の成長を加速

インドの金融中心地であるムンバイは、首都デリーやアウトソーシングおよびグローバル・ケイパビリティ・センターが集積するバンガロールの影に隠れ、見過ごされがちである。しかし、ムンバイは依然としてインドの企業活動・金融の中核であり、現在は新たなインフラによって自らの境界線を引き直そうとしている。

例えば、ナビ・ムンバイ国際空港の建設が先ごろ完了し、2025 年末に向けて商業便の運航が開始される予定だ。この新空港は地下鉄 2 路線でムンバイと結ばれ、計画中のムンバイ～ハイデラバード間高速鉄道の終着駅となることも予定されている。あるインタビュー回答者は「ナビ・ムンバイは少なくとも今後 20 年にわたって、次なる主役となるだろう。この空港が不動産の成長の焦点となり、都市の重心がこちらに移動することになるからだ」と述べた。

ムンバイでは地下鉄の路線や新たな道路などの交通インフラの建設も進んでおり、これにより新たなエリアでの開発が可能になる一方、既存の過密地区における負荷も軽減される見通しだ。こうした交通インフラの刷新は、新規物流施設の開発を後押しし、新たな住宅地や商業地区の創出にも寄与するであろう。

ムンバイはオフィスや物流施設の重要拠点であるだけでなく、商業施設セクターでも力強い成長を遂げようとしており、国内外のプレミアムブランドを引き寄せている。ジョーンズ ラサールによると、同市では 2026 年から 2029 年にかけて計 13 万平方メートルにおよぶ新規商業施設の供給が見込まれている。

外国人投資家の ソウルに対する関心が急増

ソウルは韓国のマクロ経済の安定性と、同市における需給逼迫の恩恵を引き続き享受しており、北部アジアにおける「安全な港」としての地位を固めている。インタビュー回答者は、機関投資家の信頼感の高まりと流動性の流入を背景に、ソウルを「東京に次いで最も活発な都市圏」と評した。朝鮮日報によると、外国からの投資は急増しており、事業用不動産の投資総額に占める外国資金の割合は、2020 年から 2025 年の間に 8.2% から 19.7% へと倍以上に膨らんでいる。アジア太平洋地域のある投資マネジャーは「韓国市場は、特に汎アジア系ファンドを中心に極めて活発であり、その動きはおそらくかつてないほど高まっている」と指摘した。

投資家は最もレジリエンスの高いマイクロマーケットをターゲットに定めている。物流施設セクターは引き続き選好されているが、その見通しは市内のエリアによって大きく分かれる。ある市場関係者は「郊外を含まないソウル市域に目を向けると、物流施設は供給過剰にある。だが特定のマイクロマーケットでは、まったく逆の状況が起きている」と指摘した。2025 年上半期の新規供給量は 2024 年第 4 四半期比で 40% 減少し、年間の総竣工量は 2023 年の水準のわずか 3 分の 1 にまで落ち込む見通しだ。CBRE では、2027 年までに A グレード物件の空室率は約 10% に低下し、特にドライストレージ（常温倉庫）の空室率は 4% を下回ると予測している。

居住施設セクターは主要な成長市場として台頭している。その背景にあるのは、入居者が月額賃料の代わりに高額保証金を預けるという伝統的なチョンセ制度の衰退だ。あるマネジャーは「かつてチョンセ制度を利用していた層が、今では近代的な賃貸借契約を選好するようになってい

る」と指摘する。若手の専門職や留学生からの需要増加が、このセクターの賃料見通しを下支えしている。一方、ホテルセクターでは「平均客室単価（ADR）が記録的な伸び」を見せている。またデータセンターセクターでも、エアトラंकなどの機関投資家向け事業者が牽引し、ソウルでの拡張が続いている。

上海は引き続き中国における投資家の焦点

上海は中国で最もレジリエンスと流動性が高い不動産市場としての地位を改めて証明した。豊富な資金と多様な需要に支えられたこの都市は、まさに「全天候型」の市場といえる。中国全土で流動性の制約が続くなか、上海は依然として価格の透明性と投資家心理のベンチマークであり続けている。国内の機関投資家は引き続き、賃貸集合住宅、ホテル、商業施設といったコア・セクターで収益を生み出している資産に投資しているが、その目的はディストレス物件による収益の底上げではなく、長期的な価値の保全にある。

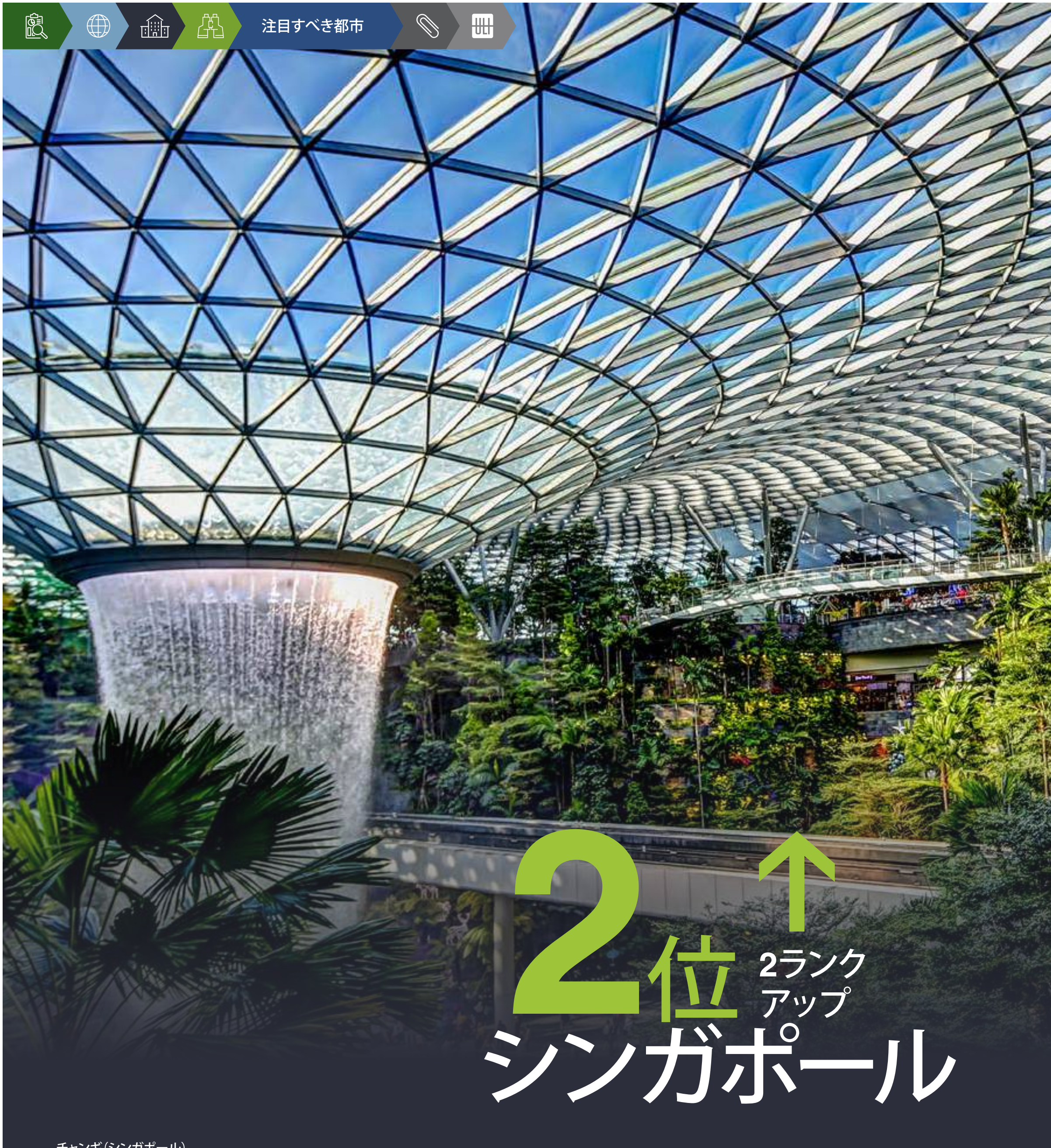
英字紙のチャイナ・デイリーによると、2025 年 6 月の上海の新築住宅価格は前年比 6% 増を記録し、北京や広州などで下落が続くなか、上海は価格が上昇した唯一の一

級都市となった。この回復力は上海市内にとどまらず、寧波、南通、杭州、蘇州など近隣の長江デルタ地域のハブ都市にも波及しており、これらの周辺都市は、特に物流施設や産業施設において、上海からの需要の受け皿として恩恵を受けている。

上海では現在、市場の二極化が進んでいる。商業施設セクターとホテルセクターが消費拡大政策や観光需要の復活を背景に回復しつつある一方、オフィス市場は供給過剰が続くなかで構造的なリセットの最中にある。陳腐化した既存オフィスを賃貸住宅やホテルに転用するアダプティブリユースの動きは、景気循環による回復を待つのではなく、機能的な再利用に向けた現実的な転換軸である。

周辺地域全体で見ると、「グレーター上海」の物流エコシステムが形成されつつある。投資家は東京圏で見られる物流ネットワークのパターンをなぞるように、周辺の二級都市へと投資の軸足を移している。2026 年以降に供給過剰が解消されれば、これらの都市は上海の消費経済を支える倉庫・運営機能を支えることになるだろう。市場全体の心理は慎重ながらも楽観的である。安定化を目指す政策枠組み、資本規律の継続、そして「安全な港」としての高い評価により、上海は緩やかな回復軌道に向かおうとしている。





富の「安全な港」であり続けるシンガポール

シンガポールの不動産市場の人気は、世界的な不確実性の中であって、そのレジリエンスを反映したものだ。しかし、建設コストの高騰や労働力不足、そしてタイトな利回りスプレッドが、引き続き新規開発の制約となっている。ある投資家は、利率が低下傾向にあるとはいえ利回りスプレッドがタイトなため、「ポジティブキャリー（調達コストが運用収益を下回っている状態）がたちまちマイナスに転じかねない厳しい環境だ」と指摘する。インタビュー回答者がシンガポール市場を評する際、最も頻繁に口にした言葉は「タイト」であった。

シンガポール国内の開発投資は、依然としてオフィスや高級商業施設のプレミアム資産に集中しているが、一方で国内のデベロッパーは海外市場でのマルチファミリー住宅投資の機会の追求を強めている。オフィスのファンダメンタルズは安定しており、多国籍企業による継続的な需要に加え、運営効率や省エネ性能を高めるための AI やスマートビルディング技術の導入がその価値を支えている。高級商業施設も引き続き好調で、ストレーツ・タイムズ紙によると、観光需要の回復と高所得層による旺盛な消費を背景に、2025 年の売上高は前年比 7% 増の 139 億星ドル（107 億米ドル）に達すると予測されている。

シンガポールは東南アジアのデジタルインフラネットワークの要衝でもあるが、限られた土地と電力供給能力がデータセンターのさらなる成長を妨げており、そのため吸収しきれない需要はマレーシアやインドネシアに流れている。また、住宅市場は依然として規制が厳しくキャップレートが低下しているため、機関投資家の投資意欲は抑えられたままだ。一方、プライベートクレジットのプラットフォームが

重要な成長分野として浮上しており、ファンドマネジャーはデット戦略を拡大させている。この転換を裏付けるものとして、シンガポール政府は代替金融チャネルを拡充し市場の流動性を支えるために、2025 年度予算案で 10 億星ドル（7.7 億米ドル）規模のプライベートクレジット・グロースファンドを導入した。

ロイター通信によると、シンガポールのファミリーオフィスセクターは劇的に拡大しており、2024 年に設立された特定一族用ファミリーオフィスは 2,000 件を突破した。これは 2020 年時点の 4 倍に相当する規模だ。この急成長を支えているのは、優遇税制や強固な金融規制、そして東南アジアへのゲートウェイとしてのシンガポールの確固たる地位である。こうした富の存在こそが、不動産投資マネジャーの関心を引き付け続ける確固たる要因となっている。

“

シンガポールへの投資を拡大したい。極めて堅実な市場だが、あいにく、誰もが同じことを考えているのが難点だ。



質への逃避の 追い風を受けるシドニー

2022 年以降、利上げを受けてシドニーのキャップレートは上昇したが、その後、オーストラリア準備銀行による利下げや、新たな公共交通インフラの整備に支えられた緩やかなオフィス回帰の動きが、中心業務地区の景況感を改善させている。価格調整のサイクルが安定し、投資家は現在、持続的な収入と賃料の伸びを優先している。オーストラリアのある投資マネジャーは「シドニーのオフィス市場は戻り始めている。特に CBD にはポジティブな材料が揃っている」と指摘した。

市場の回復を牽引しているのはプレミアム資産であり、その背景には、テナントが高品質で ESG 基準に適合したスペースへとアップグレードする動きがある。ナイトフランクによると、CBD において 2029 年までに竣工が予定されている主要プロジェクトは 3 件のみで、延床面積にして計 15 万 2,000 平方メートルにとどまり、しかもその 65% はすでに早期売買予約（プリコミットメント）が行われている。こうした新規プレミアム物件の希少性が、今後の賃料上昇と投資家の信頼感を下支えしている。

産業施設・物流施設は、大型物件における一時的な供給過多にもかかわらず、底堅さを維持している。ある投資マ

ネジャーは「シドニーのインフィルの産業施設は非常に魅力的だ。都市型物流施設や軽工業向け施設には長期的な価値があると見込んでいる」と述べた。空室率は 2025 年初頭に 2.5% へと若干上昇したものの、依然として需給均衡水準を下回っている。一方、慢性的な土地不足もこのセクターの強さを一層高めている。CBRE によれば、今後 1 年間で供給可能な土地はわずか 190 ヘクタールにとどまり、2030 年までに 91 ～ 319 ヘクタールが不足すると予想される。あるデベロッパーは「建物すべてを竣工させるフルビルドアウトよりも、セルフストレージや、電力インフラが確保された用地への投資に強い関心が見られる」とし、データセンターとの用地取得競争が物流施設の拡張を阻んでいると指摘した。

商業施設は高いパフォーマンスと収益の底堅さを備えた投資対象として再浮上している。ある投資マネジャーは「シドニーの優良ショッピングモールでは、売上が 30% 増加している一方で、資産価格は 5 年前と比べて 30% 低い水準にある」と語る。国内投資会社の MA フィナンシャルとシンガポールのケッペル・リートによるトップ・ライド・シティ・ショッピングセンターの買収（5 億 2,500 万豪ドル／3 億 4,500 万米ドル）といった象徴的な大型取引が、取引高を押し上げている。全体として、資本市場の心理は強気に転じており、国内外の投資家はシドニーを「安全で透明性の高い市場」として評価している。



シドニー湾(シドニー)



APPENDIX



図A-1 投資見通しの順位の推移

都市	順位									
	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
東京	1	1	1	2	1	2	2	4	7	12
シンガポール	2	4	4	1	2	1	1	2	3	21
シドニー	3	3	2	3	3	3	4	3	1	9
大阪	4	2	3	4	6	8	8	5	10	15
ソウル	5	5	6	5	5	4	10	9	19	17
メルボルン	6	6	5	6	4	6	5	1	2	16
ホーチミンシティ	7	8	8	7	8	5	3	7	5	4
ムンバイ	8	9	9	12	17	15	12	13	12	2
ニューデリー	9	11	7	13	19	18	15	17	20	13
香港	10	19	16	18	14	22	22	14	13	18
台北	11	10	19	17	13	11	14	21	22	22
上海	12	18	12	10	7	7	7	6	4	6
クアラルンプール	13	14	13	14	22	20	21	22	21	19
バンコク	14	7	10	11	16	14	11	11	16	8
バンガロール	15	12	15	21	20	16	16	15	1	12
マニラ	16	15	17	16	21	19	17	19	18	3
ジャカルタ	17	17	18	9	18	16	18	15	14	7
深圳	18	16	11	8	9	9	6	8	6	5
オークランド	19	13	14	15	11	13	19	20	9	14
北京	20	21	20	19	12	12	13	12	11	11
広州	21	20	21	20	10	10	9	10	8	10
中国の二級都市	22	22	22	22	15	17	20	18	17	20

本報告書について

「我々の戦略は、人口動態の変化、デジタル化、都市化といった『構造的な追い風』に支えられた、安定的なインカム収益を最優先している」

日本を拠点とする投資マネジャー

マリーナベイ・サンズ (シンガポール)

本調査について

Emerging Trends in Real Estate[®] アジア太平洋2026年版

今回で第 20 版を数える PwC とアーバンランド・インスティテュート（ULI）による共同報告書である Emerging Trends in Real Estate[®] アジア太平洋版は、アジア太平洋地域全体の不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産の各セクター、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

Emerging Trends in Real Estate[®] アジア太平洋 2026 年版は調査の一環としてアジア太平洋地域全体で実施したアンケート、インタビュー、一連の座談会に参加した不動産専門家 380 名超の見解を反映している。本報告書に示された見解は、引用箇所を含めすべてアンケート調査、インタビュー調査、座談会を通して独自に入手したものであり、いずれも PwC または ULI の見解を示すものではない。

インタビューとアンケートは投資家、ファンドマネジャー、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、コンサルタントなど多岐にわたる専門家を対象に実施している。本報告書全体を通じて、インタビュー回答者および／またはアンケート回答者の見解を、個人名を特定することなく直接引用する形で示している。今年のインタビュー回答者、座談会参加者については、個人名の掲載に承諾が得られた場合に、次ページ以降に掲載している。なお、インタビュー回答者が匿名扱いを希望する場合はそれに応じていることに留意されたい。本報告書の完成には多くの方々の協力が不可欠であり、ULI と PwC は、貴重な時間と専門知識を共有していただいたすべての方に深く感謝の意を表するものである。

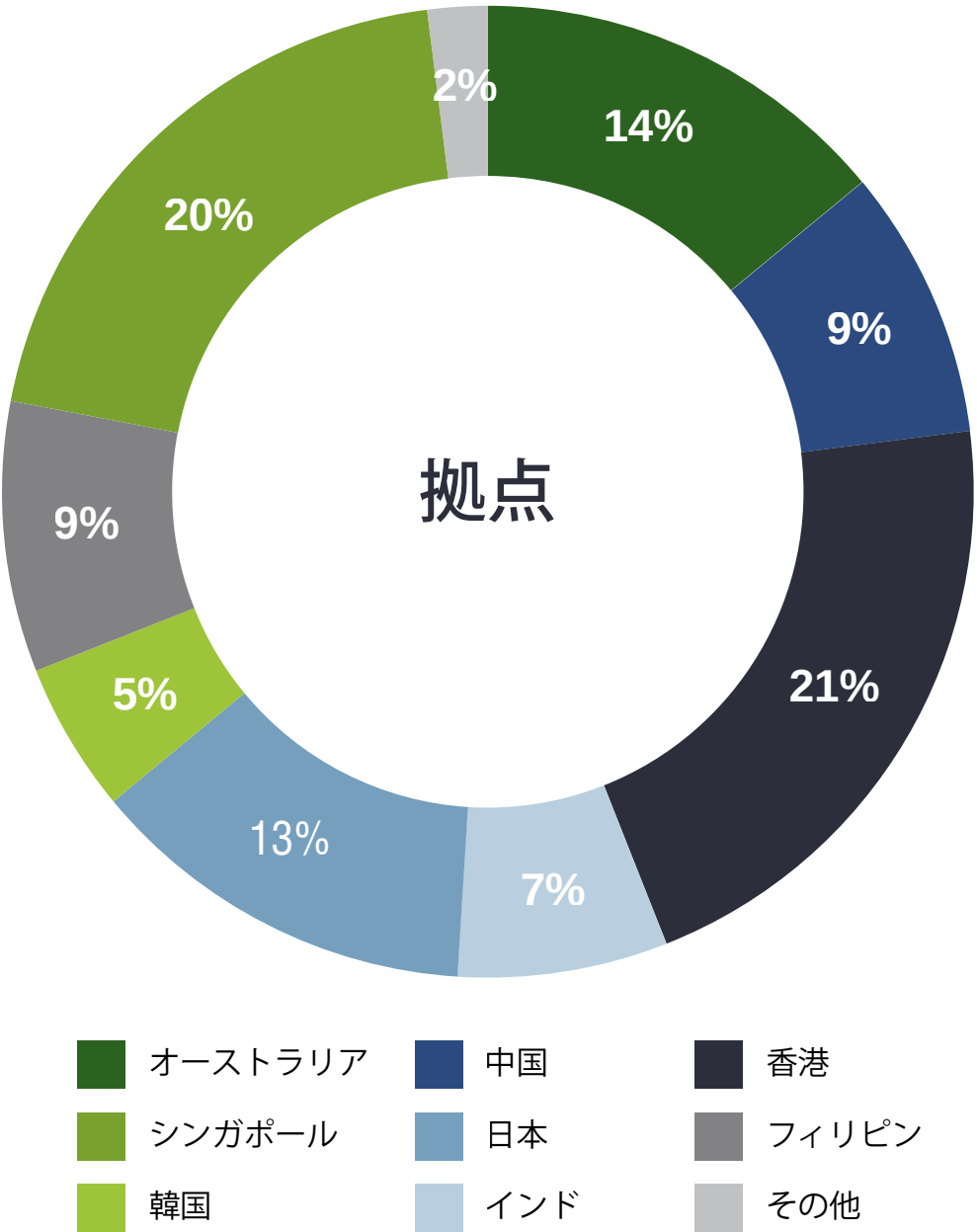
• 本報告書には、Shutterstockから入手した都市の画像やULIアジア太平洋アワーズフォーエクセレンス2025の受賞プロジェクトの一部の画像が含まれています。

• 表紙写真：三井不動産が開発を手掛けた「東京ミッドタウン八重洲」。

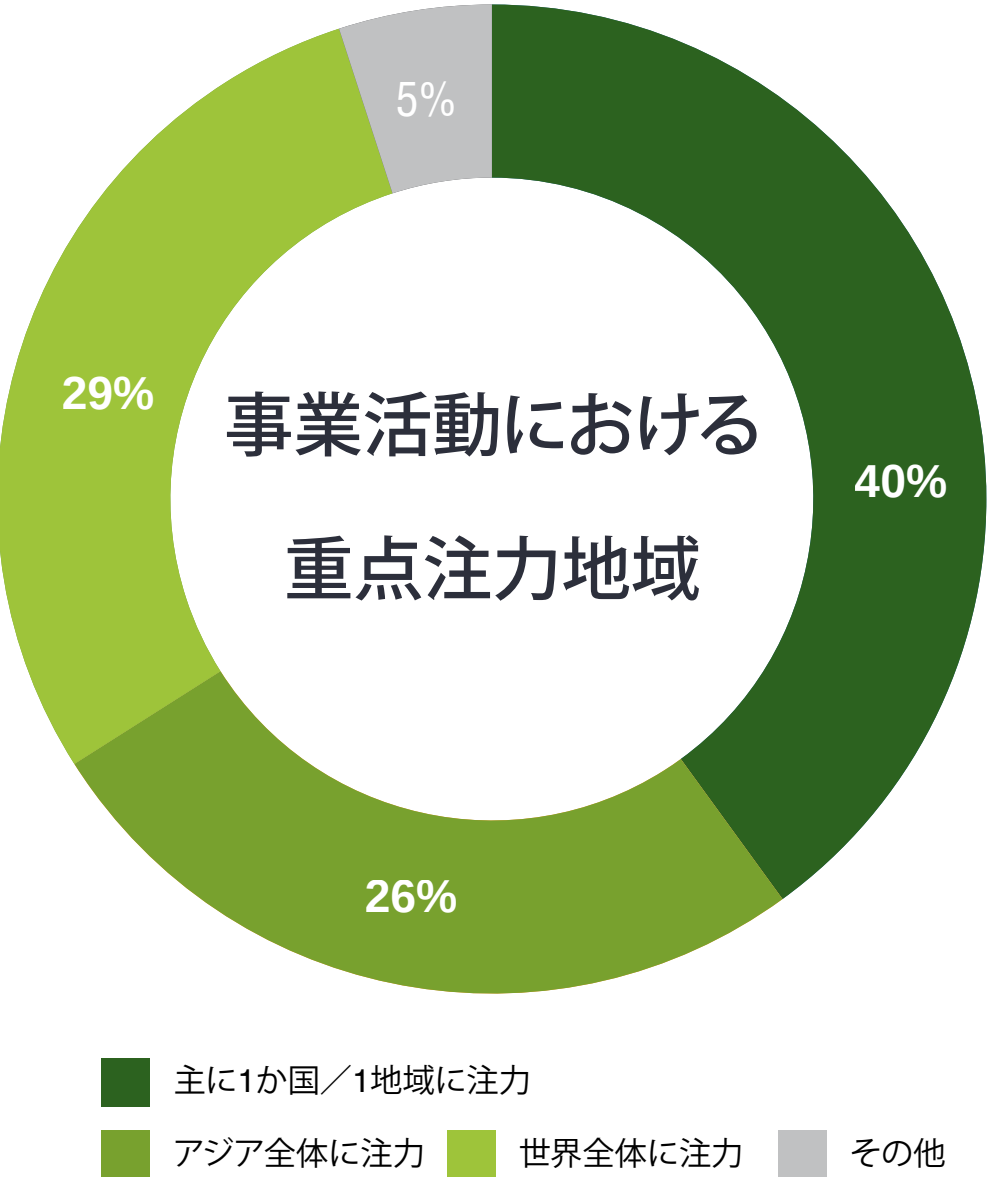
ULIアジア太平洋アワーズフォーエクセレンス2025を受賞。

注：MSCIの2025年第3四半期のデータは仮の数値です。

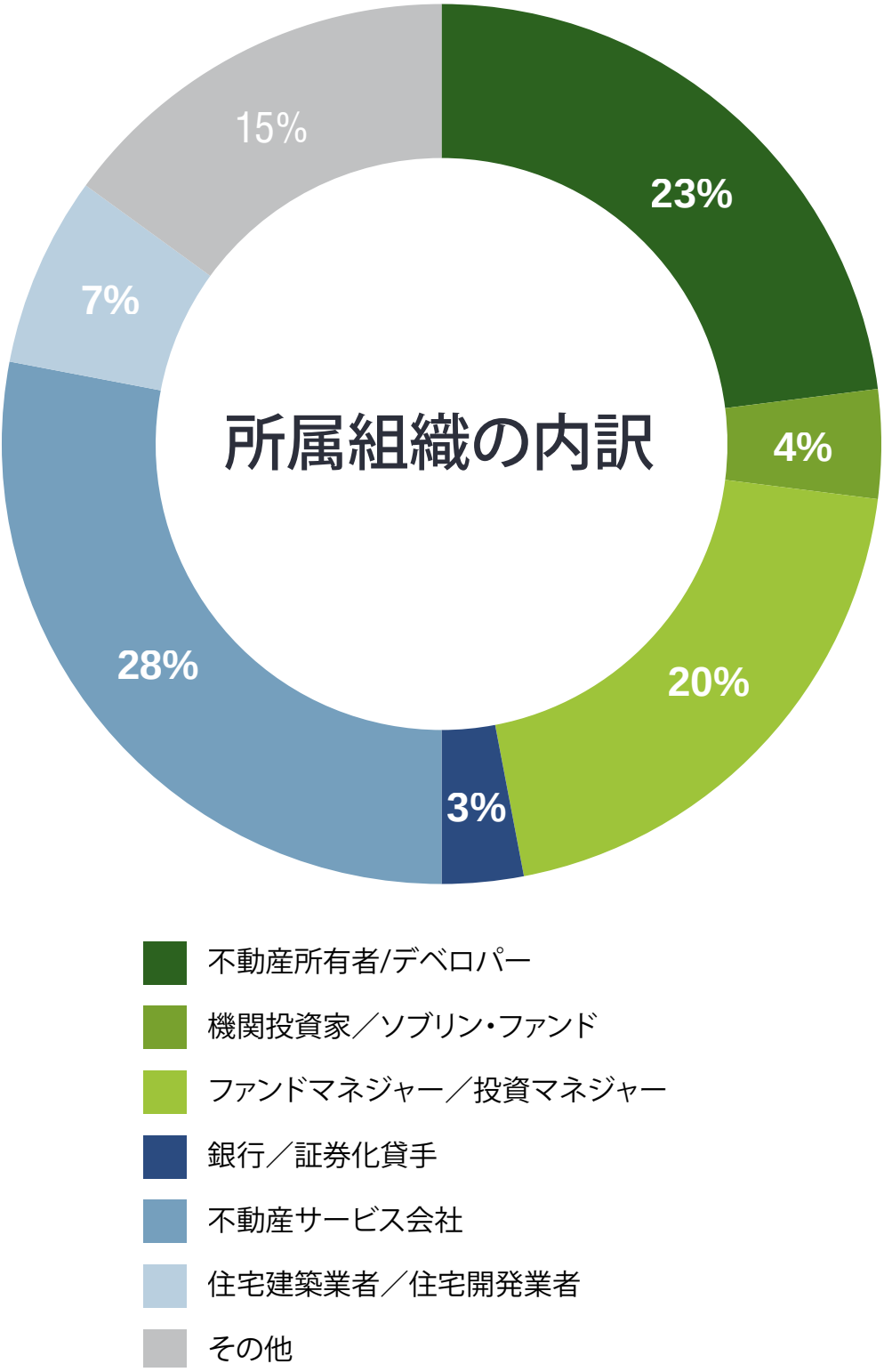
アンケート調査回答者（国・地域別）



アンケート調査回答者
（会社・組織の地理的範囲別）



アンケート調査回答者（主な事業活動別）



インタビュー回答者および座談会参加者

151 Property Marc Lucas Sachin Dave	Arrow Capital Partners Kurt Wilkinson	Cebu International Finance Corporation Ruben Almendras	Daiwa House Asset Management Co., Ltd Koji Narumiya	Federal Land, Inc. Thomas Mirasol
Abacus Gavin Lechem	AXA IM Alts Antoine Mesnage	Cebu Landmasters, Inc. Franco Soberano Grant Cheng Jose Gabriel	Damosa Land, Inc. Lora V. Porras Ricardo Lagdameo	Fides Capital Trevor Du
Aboitiz Group Anthony Noel	Ayala Land Inc. Carol Mills	Charter Hall Anastasia Clarke Sasanka Liyanage	Denison Ian Holmes	Forum Partners Andrew Faulk
Aboitiz InfraCapital Aldwin Chester Dumago	BGO Strategic Capital Partners John So	ChinaAMC Yifan Mo	Diamond Realty Management (DREAM) Masafumi Manno	Fraxtor Samuel Lee
Actis Brian Chinappi Thomas Liu	Blackstone Eugene Min	Chinney Group James Wong	DNE Group Martin Chen	Heitman Brad Fu
APG Graeme Torre Jelte Bakker	Brookfield Leonie Wilkinson Scott Mugglestone	Colliers Jimmy Gu Richard Raymundo CK Lau	EQT Exeter Mark Fogle	Hines Jon Tanaka
Asia Pacific Land (Japan) Ltd. Yoshinobu Takahara	Cairdrow Capital Stuart Mercier	CPP Investments Johnny Chio	ESR Iain Downie	Hodes Weill & Associates Alfredo Lobo
AppleOne Group Samantha Manigsaca	CapitaLand Investment Alan Tan	CRE Logistics REIT, Inc. Tsuyoshi Ito	ExtraM Partners Ryota Morioka	HSBC Vivian Wong
Ares Danielle Lau	CBRE Ada Choi Duncan Caldwell Takashi Tsuji		Far East Associates Ar. Daniel Lim	HULIC Yoshito Nishikawa

Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc.

Lauren van Aanholt
Ryukichi Nakata

Invesco Real Estate Fund Management Co.

Catherine Chan

Japan Hotel Reit Co., Ltd

Shigeo Nakazato

JAPAN POST BANK Co., Ltd.

Hiroyuki Tanaka

JGS Property

Russell Meacham

JLL

Alex Barnes
Jex Ng
Paul Brindley
Robert Muravez
Cecile Supatan

JP Morgan Asset Management

Tetsuya Karasawa

Junhe

Nancy Zhang

Kanden Realty & Development Co., Ltd.

Toyoshige Taniguchi

KJR Management

Keita Araki

KKR

John Pattar

Knight Frank

Paul Hart

LaSalle Investment Management

Kunihiko Okumura
Selena Shi

Leechiu Property Consultants, Inc.

Henry Cabrera

Lendlease

Andrew Gauci

MA Financial

Ben Boyd

Manulife

Jake Hobbin

Mirvac

Richard Seddon

Morgan Stanley

Sam Bates
Susan Sun

Mitsubishi UFJ Real Estate Asset Management Co., Ltd.

Naokatsu Uchida

Nuveen

Louise Kavanagh

Pearl Farm

Josu Mikel G. Villaverde

PGIM

Benett Theseira
Jun Yoshie
Morgan Laughlin

PHINMA Corporation

EJ Qua Hiansen

Professional Property Services

Nick Brooke

Rava Partners

Claire Tang

Savills

Arvind Nandan

Scape

James Ma
Tim Peel

Schroders

Andrew Moore
Kelvin Wong

Sentinal

Tom Duncan

SGV

Atty. Rosalie Nuñez, CPA
Atty. Tresha Hyacinth A. Maculbe, CPA
Dexter Allan Noel Madamba

Swire Properties

David Paraj-Wilczynski

Taikang Asset Management Co., Ltd.

Joss Jiang

Tarronga Proptech

Jonathan Hannam

TE Capital

Emilia Teo

Travelodge Hotels Asia

Tang Wei Leng

UBS

Grant McCasker
James Croft

Vicinity

Adrian Chye

Yarraport

Kathy Johnson

制作協賛 編集者 執筆者



PwC について

PwC のリアルエステートプラクティスは、不動産投資顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や評価を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバル・ネットワークを生かし、資本市場、システム分析・導入、研究、会計、監査、税務コンプライアンス、税務アドバイザリーの各分野の専門家で構成された最も適切なチームを編成し、クライアントにサービスを提供しています。

www.pwc.com



PwC report lead

Stuart Porter

Co-ordinator for PwC

Zhiling Lee

PwC Project Team, by territory

Australia

Andrew Cloke
Andrew Iles
Manuel Makas
Lauren Wright

Japan

Takahisa Hidai
Michio Ikeda
Yuko Kawai
Robert Kissner-Ventimiglia
Shinri Kobayashi
Mitsuaki Kukita
Takumi Miwa
Kentaro Murase
Kenji Nakamura
Yoshiyuki Nakayama
Hideo Ohta
Stuart Porter
Soichiro Seriguchi
Hiroshi Takagi
Akiko Urasaki
Mayumi Watanabe
Takashi Yabutani
Ayaka Yata

Singapore

Magdelene Chua

Asia Real Estate Leadership Team

Thomas Veith

Global Real Estate Leader, Germany

Stuart Porter

Asia Pacific Real Estate Leader, Tokyo

Joe Sheeran

Australia Real Estate Leader, Sydney, Australia

Michael Ma

Mainland China Real Estate Tax Partner, China

Ivan Ng

Hong Kong Real Estate Leader, Hong Kong SAR, China

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader, Jakarta, Indonesia

Mitsuaki Kukita

Japan Real Estate Leader, Tokyo, Japan

Jeongsoo Tak

Korea Real Estate Leader, Seoul, South Korea

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader, Kuala Lumpur, Malaysia

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate and Hospitality Leader, Singapore

Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader, Taipei, Taiwan

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader, Ho Chi Minh City, Vietnam



Urban Land Institute について

アーバンランド・インスティテュート（ULI）は会員によって支えられている世界的な組織で、46,000 名を超える不動産および都市開発の専門家で構成されています。これらの会員は構築環境の未来を形成し、世界中の地域社会に変革的な影響を与えるという ULI の使命の推進に取り組んでいます。

ULI の会員はさまざまな専門分野にまたがり、デベロッパーや不動産所有者、投資家、建築家、都市計画担当者、公務員、不動産仲介業者、不動産鑑定士、弁護士、技術者、金融業者、学者など、不動産業界のあらゆる側面を代表しています。ULI の設立は 1936 年に遡り、現在は 84 か国からの会員により米州、欧州、アジア太平洋地域にわたってプレゼンスを発揮しています。

ULI は 1990 年代初頭からアジア太平洋地域で活動し、今日では 3,000 名の会員と 8 つの地区カウンスルを擁しています。

ULI は都市化や人口動態の変化、経済の新たな牽引役、技術の進歩、環境への配慮など、建築環境を左右するさまざまな要因について会員間で共有し、それによって土地利用に関する意思決定に大きな影響を与えています。

会員の取り組みを通じて、ULI は世界中のコミュニティを利する都市設計と都市開発においてベストプラクティスを認定し、会員間で共有しています。

asia.uli.org

ULI social media (in English only)



ULI Staff

Alan Beebe

Chief Executive Officer
Urban Land Institute Asia Pacific

Report team

Mark Cooper

Senior Director, Thought Leadership
Urban Land Institute Asia Pacific

Rose Hung

Director of Programmes and Thought Leadership
Urban Land Institute Asia Pacific

Caneel Chua

Programmes Manager
Urban Land Institute Asia Pacific

Karen Cheng

Designer

Gareth Burgess

Designer

Local Councils

Angela Gaedke

Executive Director, Australia

Shirley Shao

Executive Director, China Mainland

Jan Lee

Executive Director, Hong Kong

Manasvini Hariharan

Executive Director, India

Mike Owen

Executive Director, Japan

Divine Duran

Executive Director, Philippines

Terri Seow

Executive Director, Singapore

Sunny Choi

Executive Director, South Korea



2026 [アジア太平洋版] EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®



Emerging Trends in Real Estate® は PwC の米国、EU およびその他の国における登録商標です。

「Emerging Trends in Real Estate® アジア太平洋 2026 年版」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や誤った解釈があった場合は英語版が優先するものとします。

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity.

Please see www.pwc.com/structure for further details.

© November 2025 by PwC and the Urban Land Institute.

本報告書の内容の全部または一部を、発行者の書面による許可を得ることなく、いかなる形式においても、またいかなる電子的・機械的手段（写真複写・記録、情報記憶・検索システムの使用を含む）によっても、複製することを禁じます。

本報告書は関心事項に関する一般的な指針を提供することを唯一の目的として作成されたものであり、専門的な助言を構成するものではありません。個別に専門的な助言を受けることなく、本報告書に記載された情報に基づいて行動することはお控えください。本報告書に記載された情報の正確性や完全性について、（明示的・暗示的を問わず）一切の表明または保証を行うものではなく、法律が認める範囲内において、本出版物に記載された情報に依拠した、個人またはその代理人による作為または不作為、あるいはそれに基づく決定の結果に対して、ULI および PwC が何らかの責務、責任、注意義務を認めたり、負うことは一切ありません。

推奨される文献表記

PwC and the Urban Land Institute: Emerging Trends in Real Estate® Asia Pacific 2026. Washington, D.C: PwC and the Urban Land Institute, 2025.

