

---

# グローバル不動産市場 2017

中国・韓国・台湾・シンガポール・タイ・インド・ロシア・アメリカの不動産市場

2018年4月

---

株式会社野村総合研究所

〒100-0004

東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## 中国

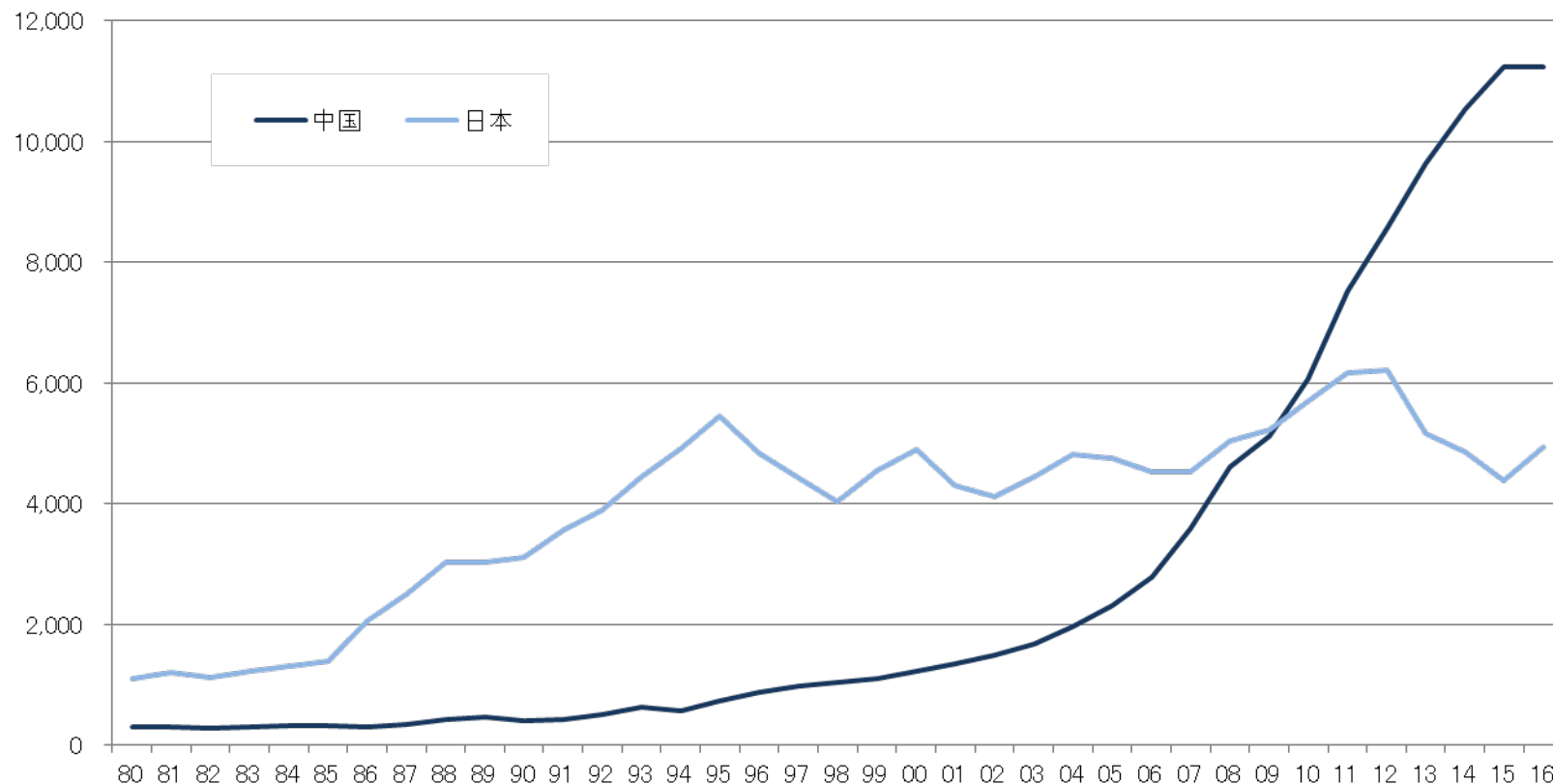
## 好景気のピークを超えて沈静化する市場

- 1 中国のマクロ経済環境
- 2 中国の不動産投資市場の概況
- 3 中国の住宅市場
- 4 中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場
- 5 中国不動産企業の動向

# 日本と中国のGDPは2010年に逆転して以降、その差が開き続けていたが、2016年は一旦の鈍化を見せている

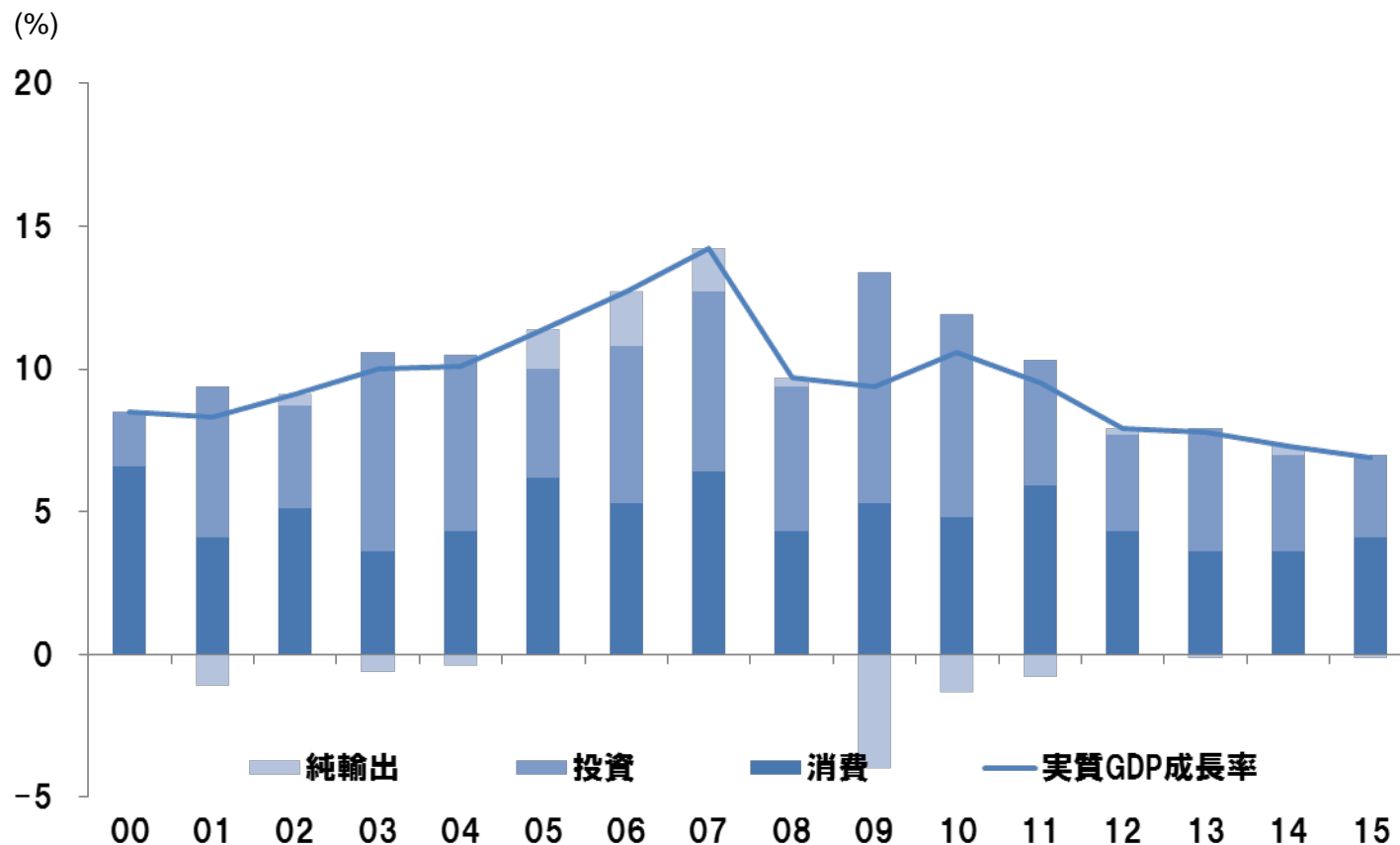
## 日本と中国の名目GDPの推移

(十億米ドル)



実質GDP成長率は2007年をピークに低下傾向にある。  
こうした変化は、投資主導から消費主導の成長への転換を反映しているものと見られる

中国の実質GDP成長率および分野別貢献度の推移



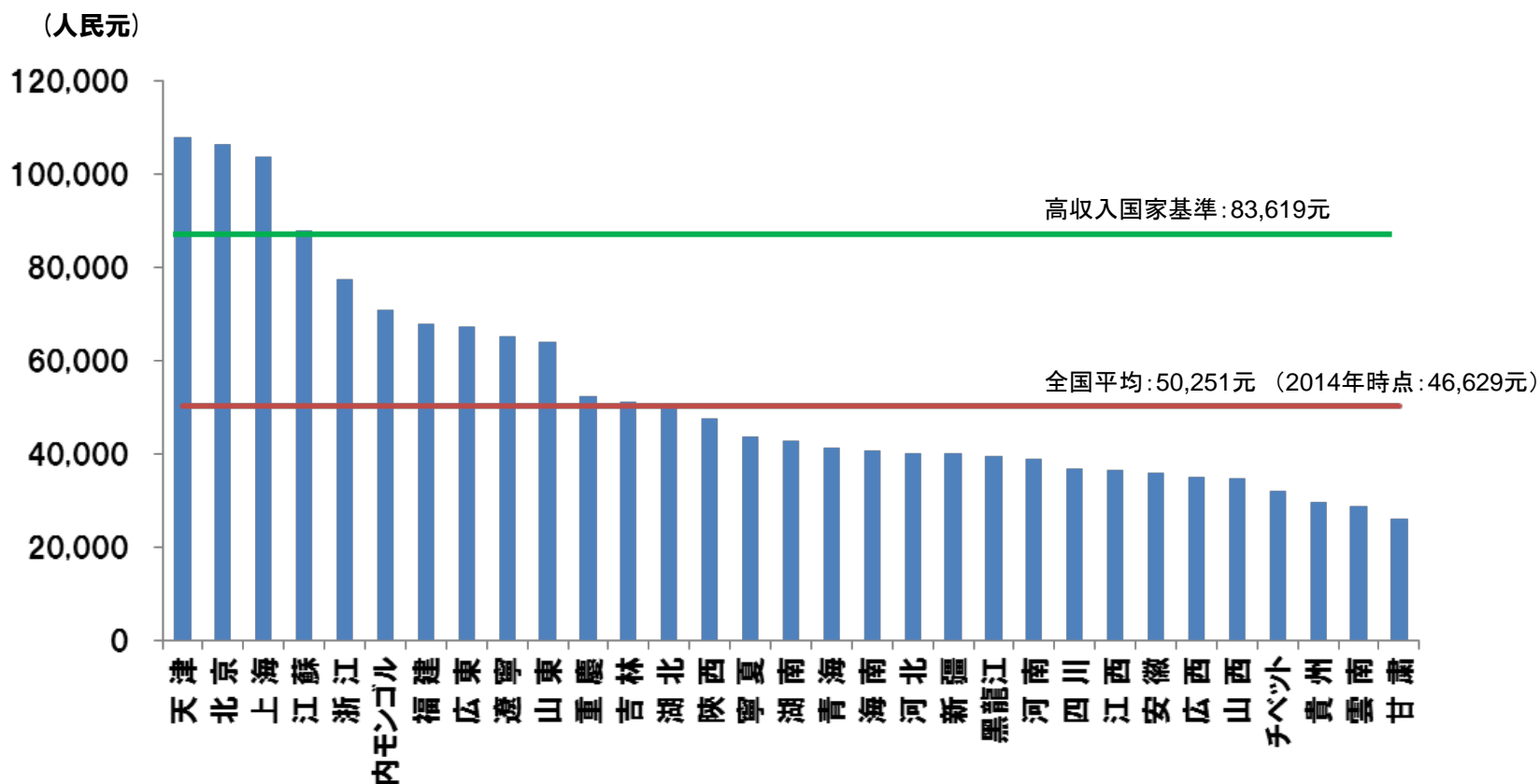
出所) 中国国家统计局

## 中国のマクロ経済環境：経済成長

一人当たりGDPは全国平均で3,622元増加した。

天津・北京・上海に続いて江蘇省も高収入国家基準の12,616米ドルに到達している

省・直轄市別の一人当たりGDP金額(2015年)

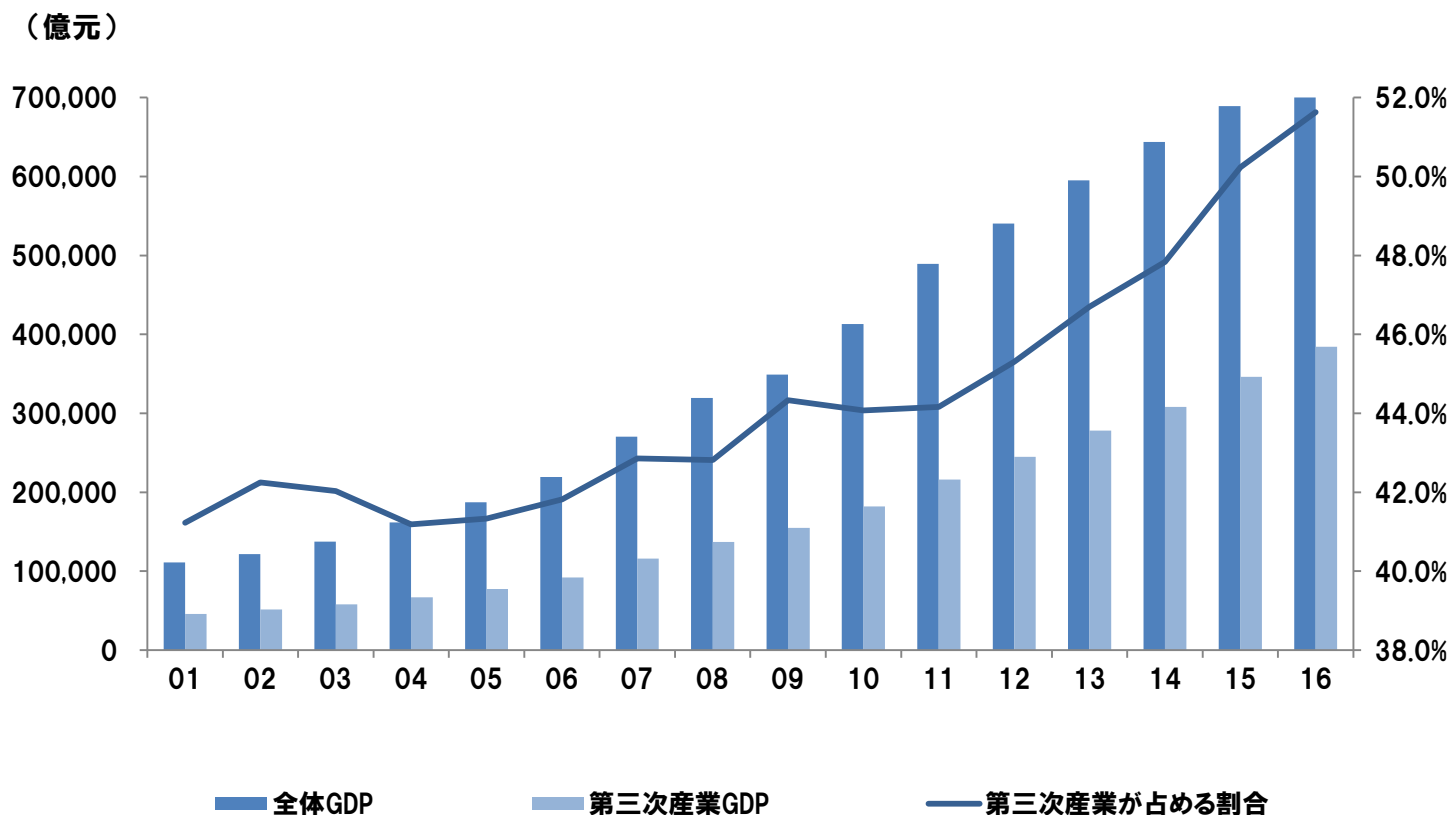


注: 世界銀行の高収入国家と認定する基準: 一人当たりGDP≥12,616米ドル (2017年11月1日レートでの換算: 約83,619人民元相当)

出所) 中国国家统计局

産業全体の発展を背景に、第三次産業はGDPの約半分を占めてなお拡大傾向にあり、都市部の不動産投資を牽引する大きな要因にもなっている

第三次産業が全体GDPに占める割合の推移

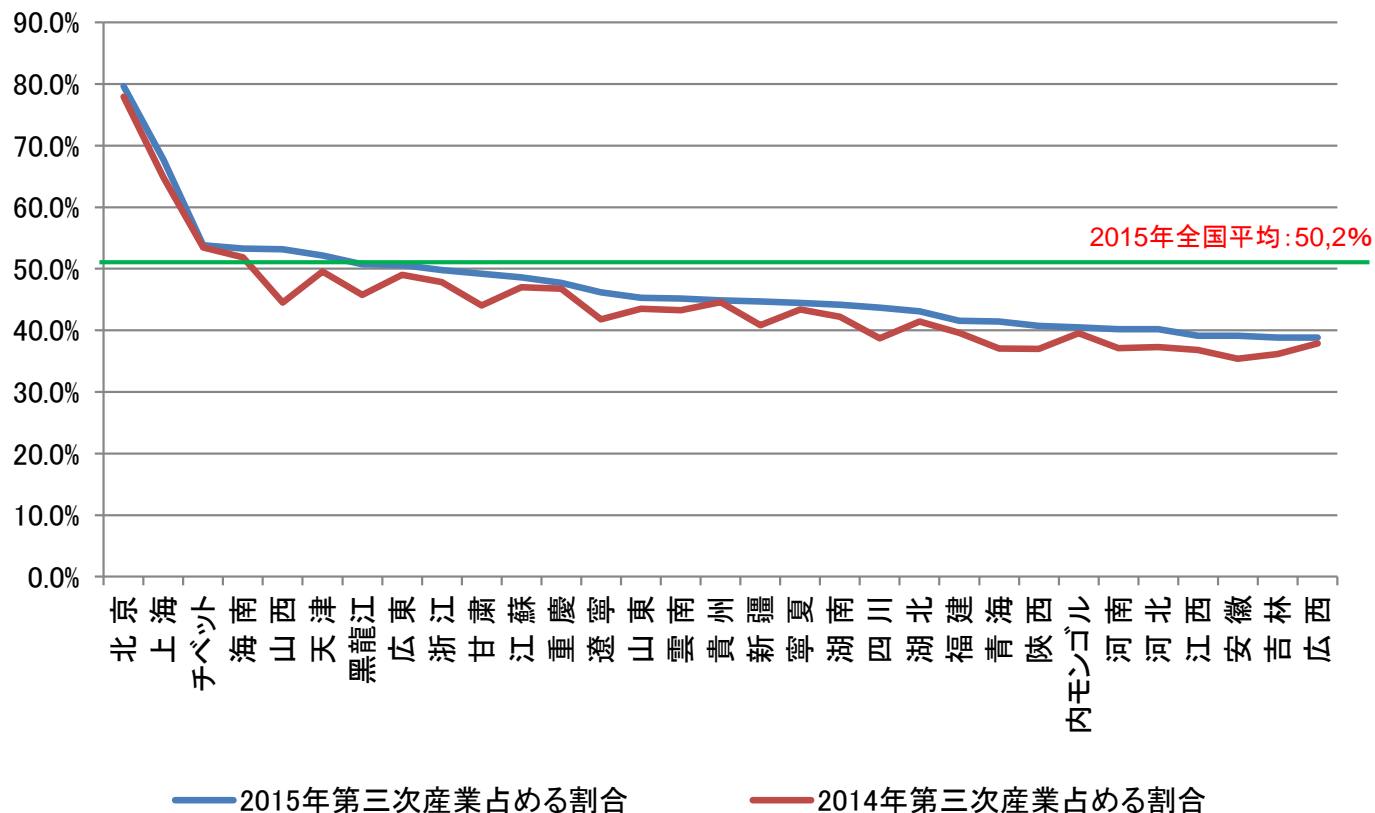


出所) 中国国家统计局



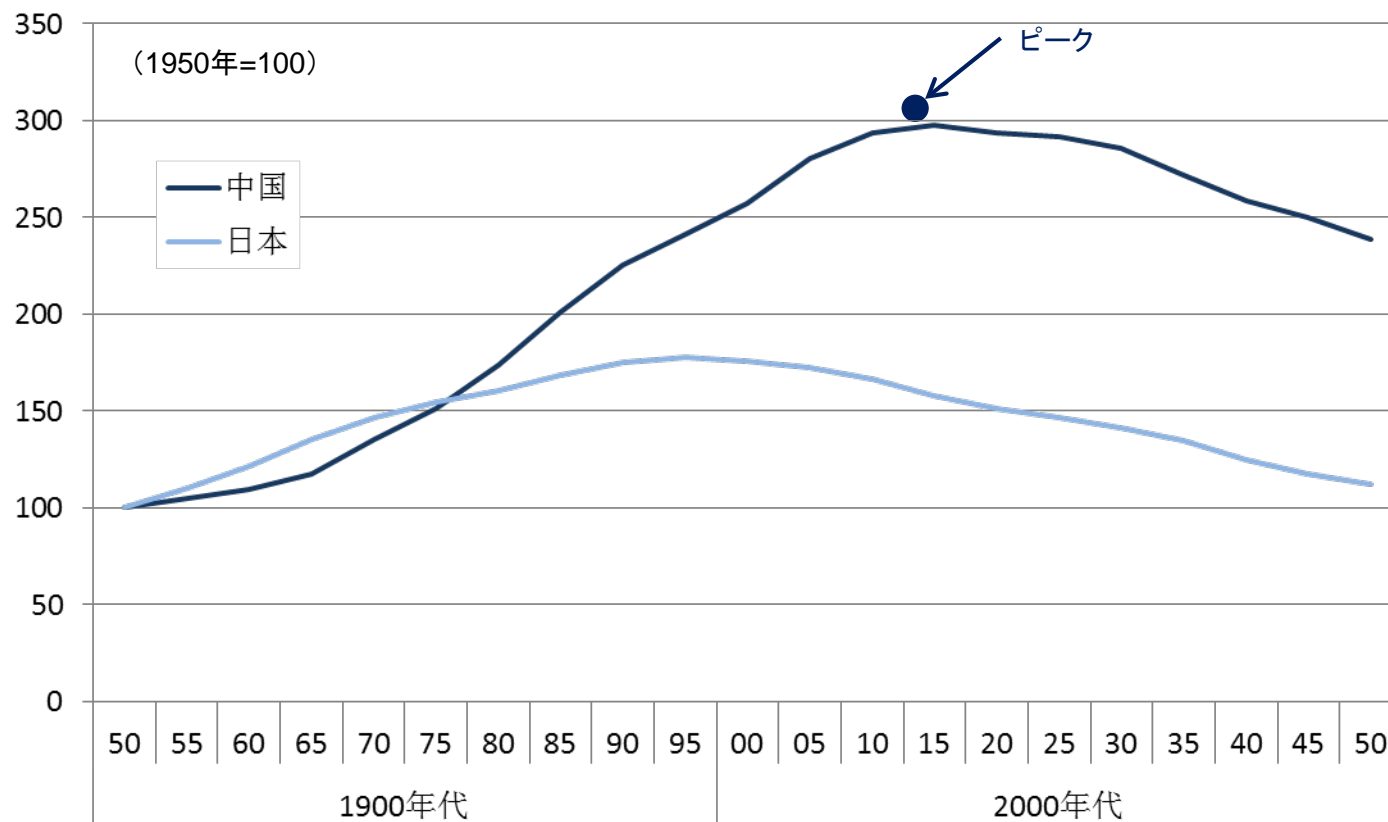
**第三次産業のGDP比率は、全国いずれの地域においても増加を示している。  
特に山西、甘肅、四川、黒龍江においては5ポイント以上も増加している**

省・直轄市別、第三次産業GDPが全体に占める割合(2014と2015年比較)



## 2015年には生産年齢人口がピークアウトを迎え、経済減速が懸念される

### 生産年齢人口の推移

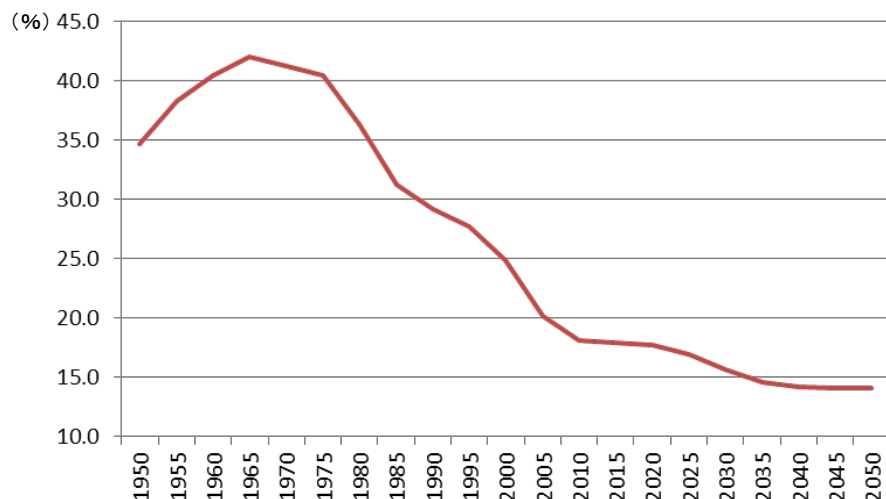


出所)国際連合「World Population Prospects: 2017 Revision」よりNRI作成

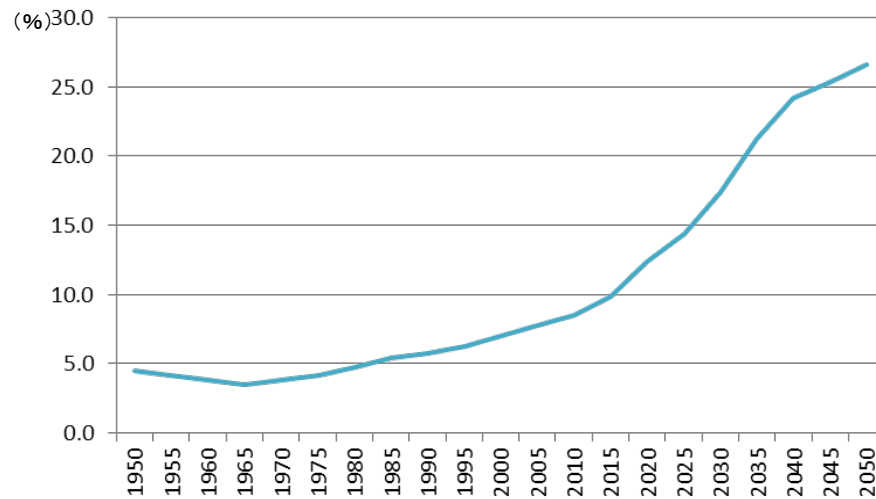
## 生産人口減少・高齢人口増加への対策として「二人っ子政策」を2016年に正式に導入。 持続的な経済成長の下支えとなることが期待されている

- 人口ボーナスが終わる見込みの2015年以降、少子化と高齢化がもたらす財政負担の増加、労働力の減少、消費不振などは課題となる。
- 対策として、政府は2016年1月から「一人っ子政策」を廃止し、「二人っ子政策」を正式導入。高い育児・教育コスト等により二人目の子供を生めない家庭も現状少なくないが、同年の出生者数は大幅に増加しており、政策の有効性が見て取れる。
  - 中国の出生者数は2016年が1,786万人で、2012～2015年の平均である1,654万人に比べ、132万人多かった。
- 一方で、65歳以上の人口比率は2016年に10%に到達。日本に続いて2025年過ぎには高齢社会に、2035年過ぎに超高齢社会に入ると予測されている。  
(※ 「高齢化率」が14%を超えると高齢社会、21%超えなら超高齢社会と分類)

### 15歳未満少年人口比率の変化



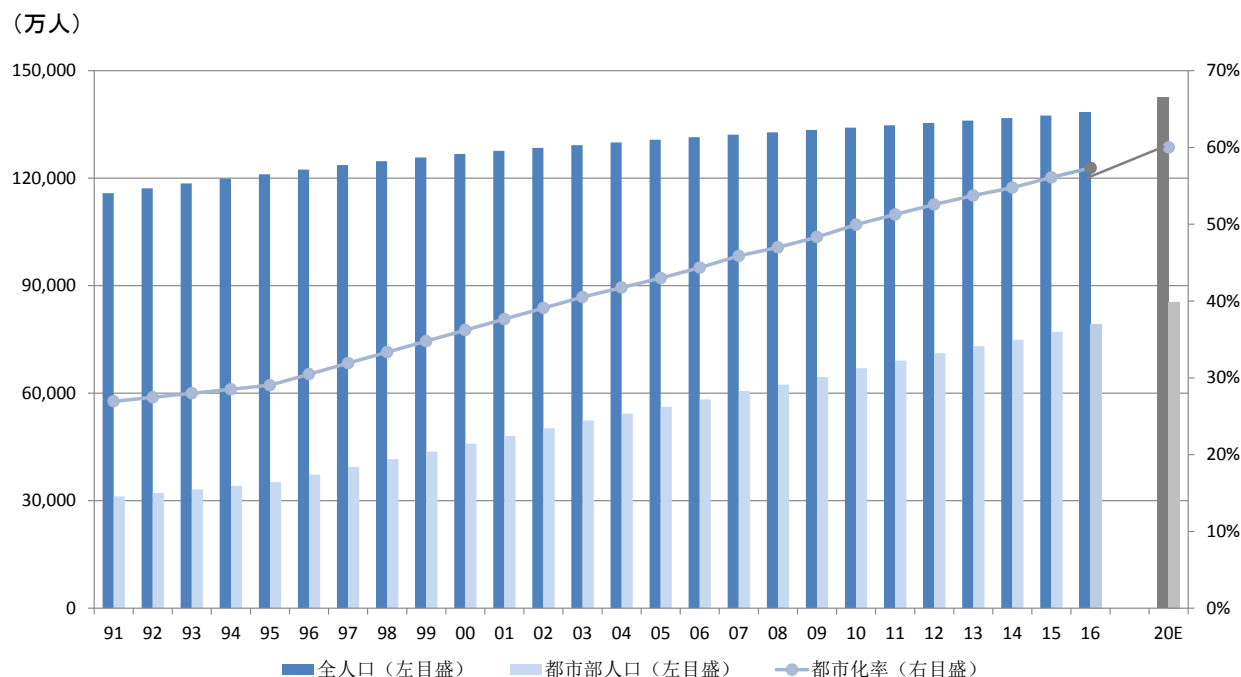
### 65歳以上の人口比率の変化



## 都市化率は57.4%に上昇。あと2年で、2020年の政策目標の60%を達成する見込み

- 1991年から2016年まで、都市化率は30ポイント以上上昇している。
- 2014年3月16日、中国国務院は「国家新型都市化計画(2014-2020年)」を発表し、「中国の特色ある新型都市化の道、都市化のクオリティの全面的な向上」などを明確にするとともに、「2020年までに常住人口の都市化率を約60%、都市部戸籍を持つ人の割合を約45%までそれぞれ引き上げ、農業を辞めた人など1億人を都市部に移転させる」という目標を掲げる。

### 中国の人口と都市化率の推移

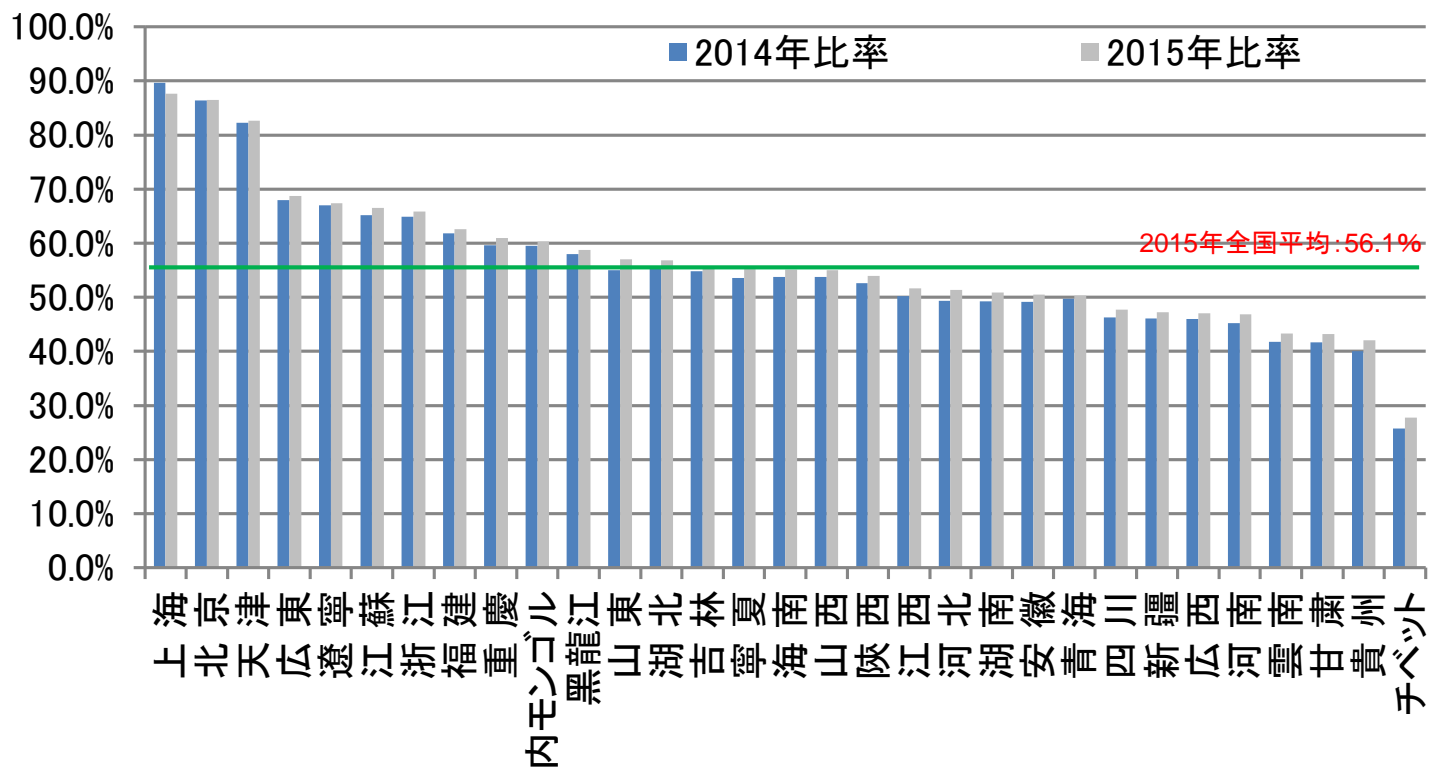


注: 2020年の総人口数は国連の予測値であり、都市化率は政策目標値である。

出所) 中国国家统计局、国連World Population Prospects: 2017 Revision

近年の都市化は、沿岸部中心ではなく内陸部および東北地域中心に進んでいる。  
 ここ1年では、特にチベット、山東、貴州、河北の4省において著しい進行が見られる

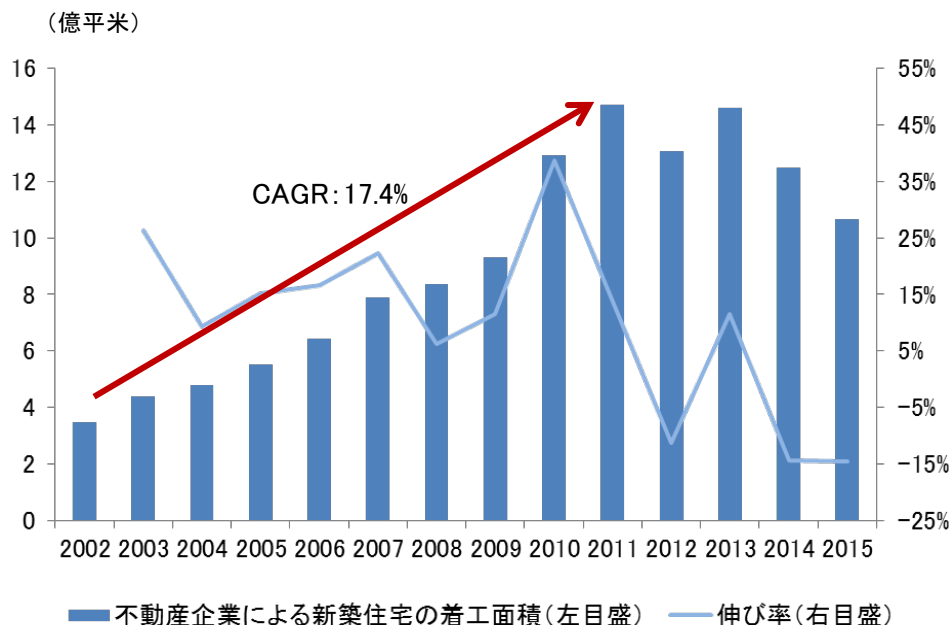
中国の地域別都市化率(2014年と2015年の比較)



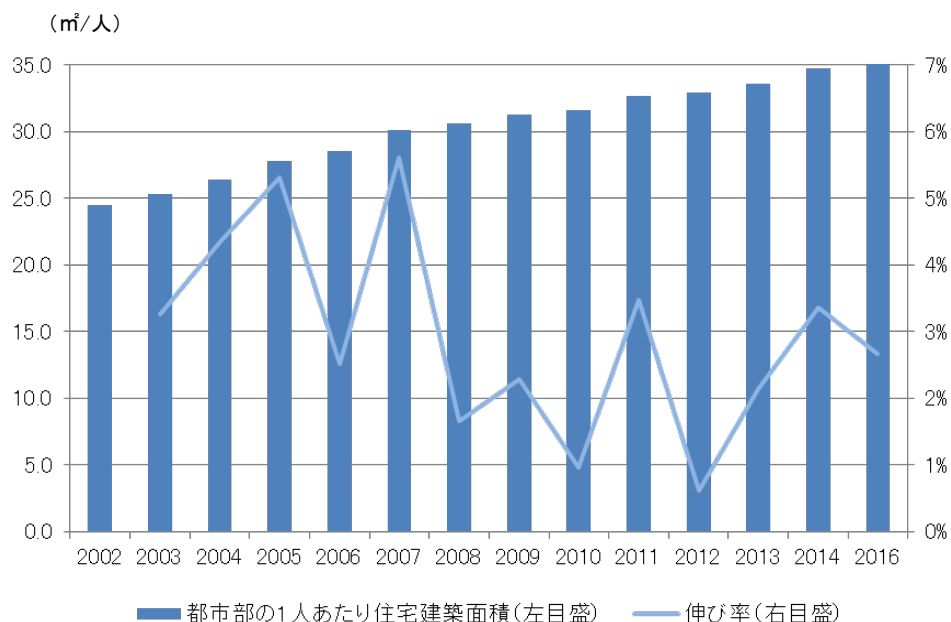
出所) 中国国家统计局

# 都市部の新築住宅着工面積は、2011年の不動産抑制策により減少に転じているが、年間10億m<sup>2</sup>の水準は維持している

都市部における新築住宅着工面積の推移



都市部における1人あたり居住面積の推移

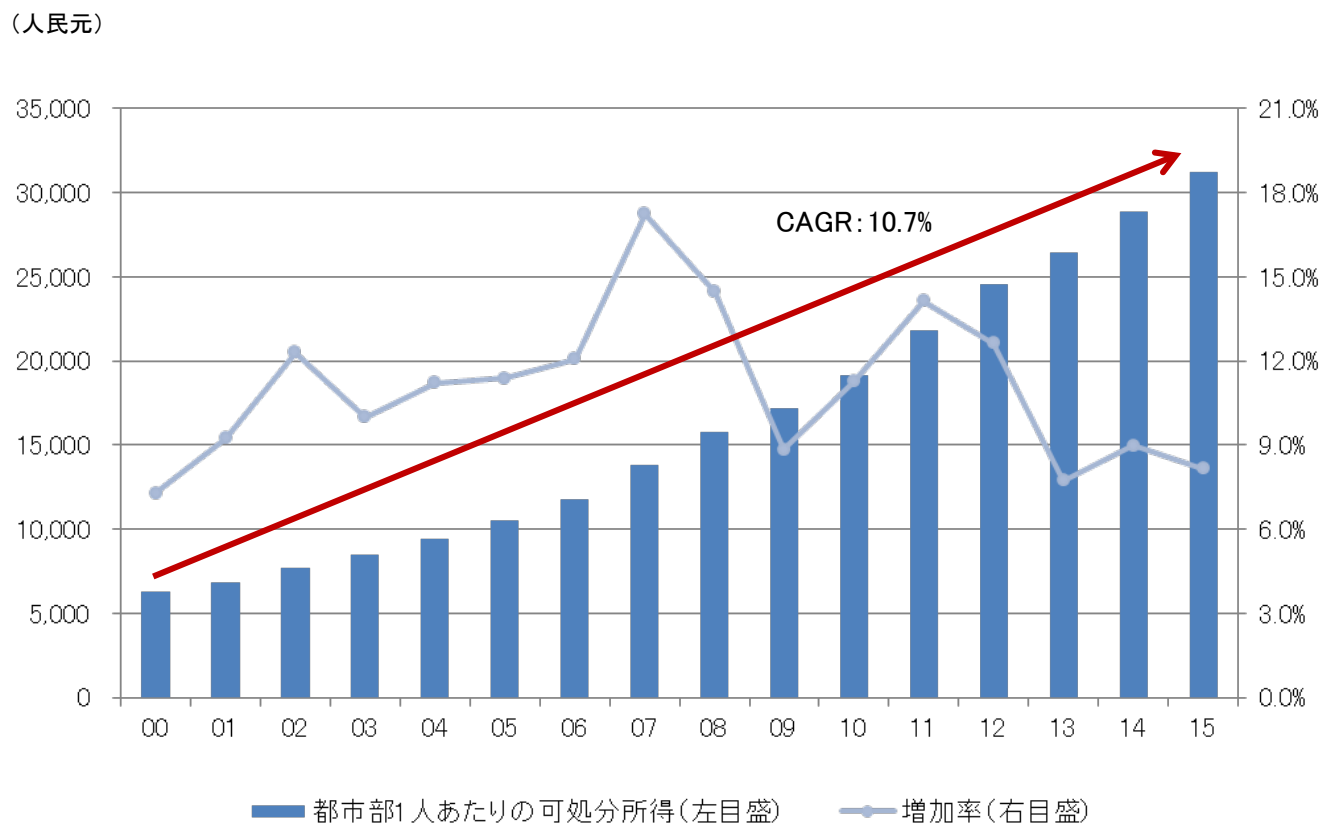


注： 上記2012年までのデータは中国統計年鑑で公表されるもので、2013年-2016年のデータは、中国住宅と城郷建設部の公開情報により整理している。

出所) 中国国家统计局

# 過去16年間、都市部の1人当たり可処分所得は平均10%以上の伸び率で増加しており、個人消費力の堅調な拡大が続いている

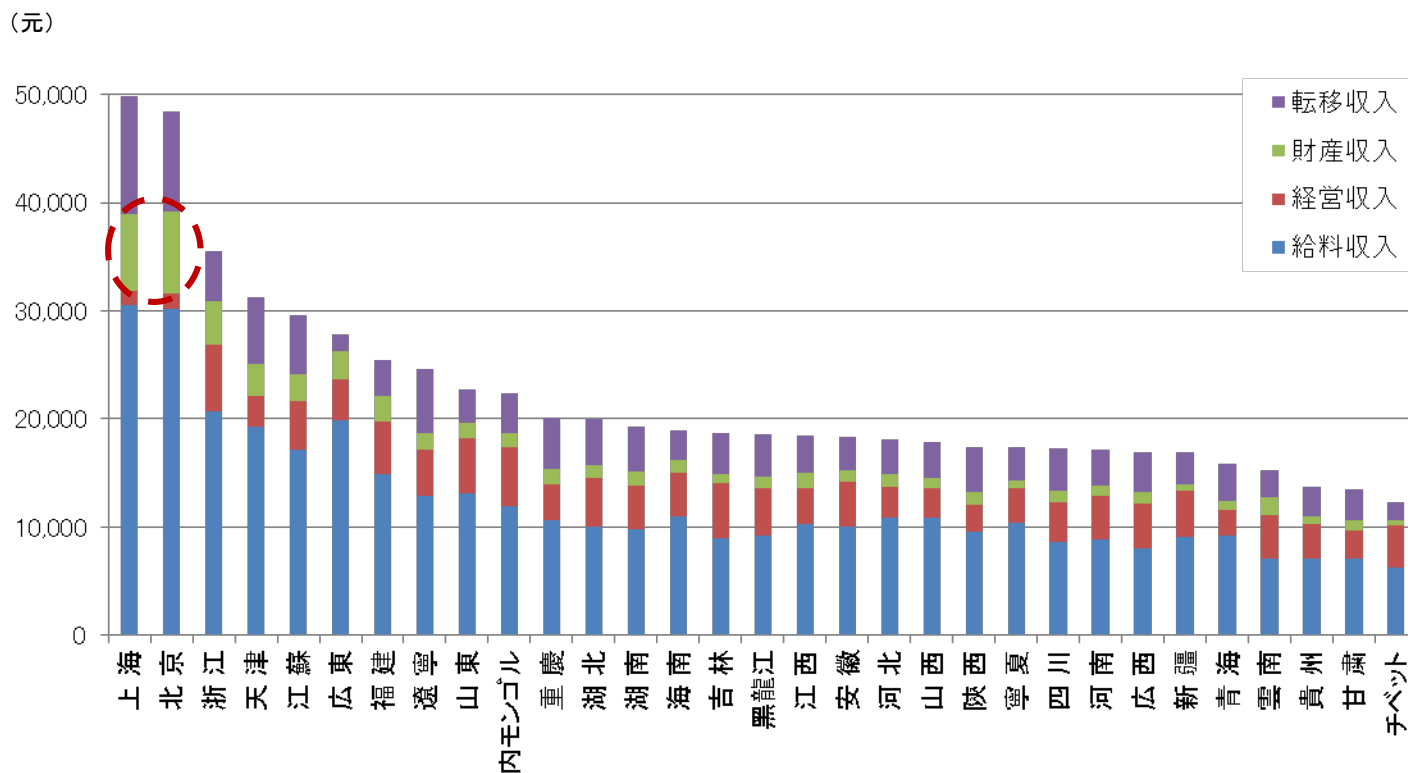
## 都市部の1人当たり可処分所得と増加率



出所) 中国国家统计局

1人あたり家計収入の全国的平均62%は給料収入によるもので、17%は移転収入による。不動産収入を含む財産収入が多いのは北京(15%)、上海(14%)、浙江(11%)、雲南(11%)

地域別都市部住民1人あたり年間家計収入の源泉別金額（2015年）



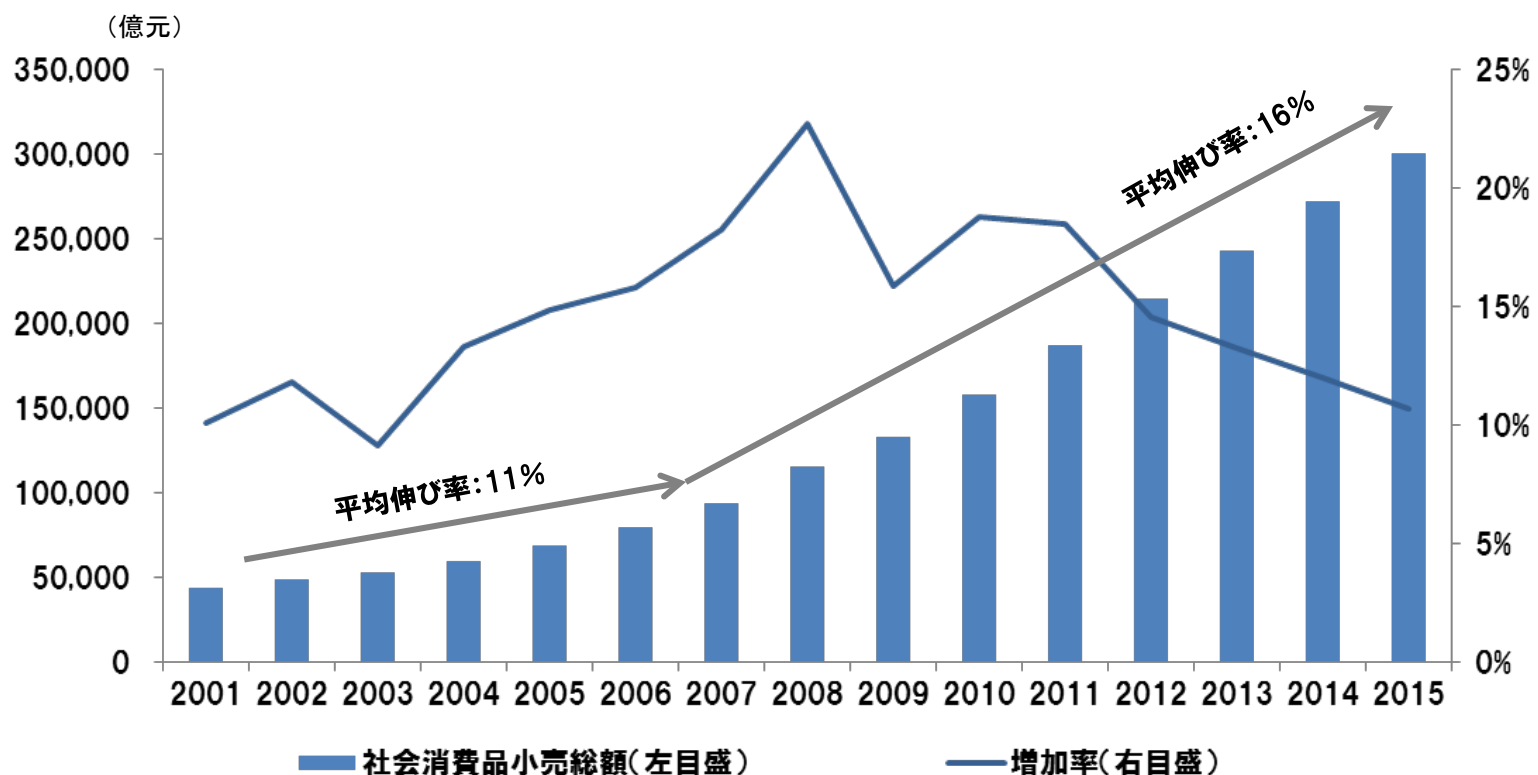
注： 給料収入：賃金収入。  
 経営収入：商業売買等による収入。  
 財産収入：動産、不動産による収入。  
 転移収入：退職金、養老金等による収入

出所) 中国国家统计局



2015年の社会消費品小売総額は300億元に達し、2000年の7.7倍を記録した。  
特に2007年以後は年平均16%の成長率で増加し、商業施設の建設需要を促している

### 社会消費品小売総額と増加率



出所) 中国国家统计局

## **中国**                    **好景気のピークを超えて沈静化する市場**

1                    **中国のマクロ経済環境**

2                    **中国の不動産投資市場の概況**

3                    **中国の住宅市場**

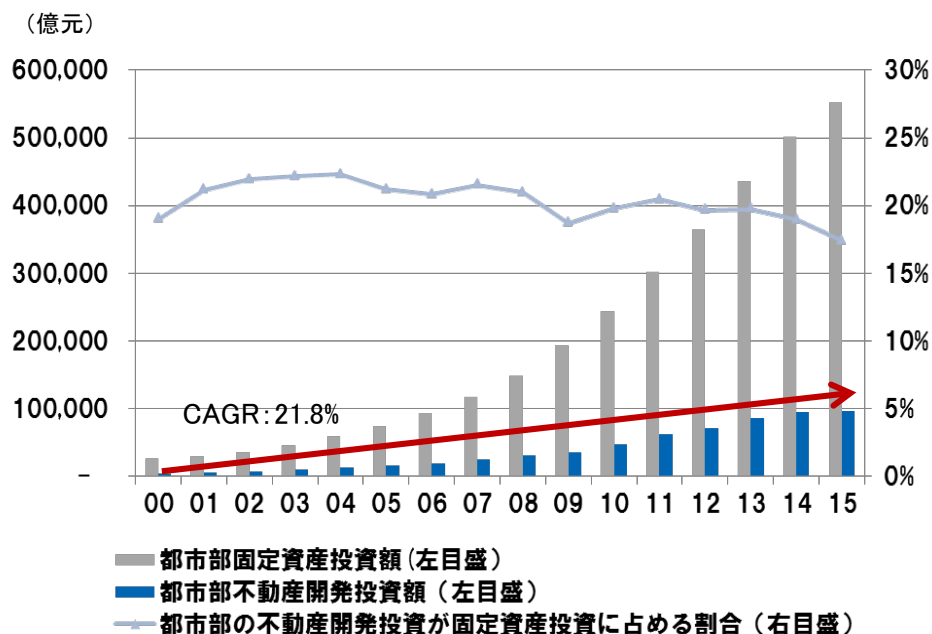
4                    **中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場**

5                    **中国不動産企業の動向**

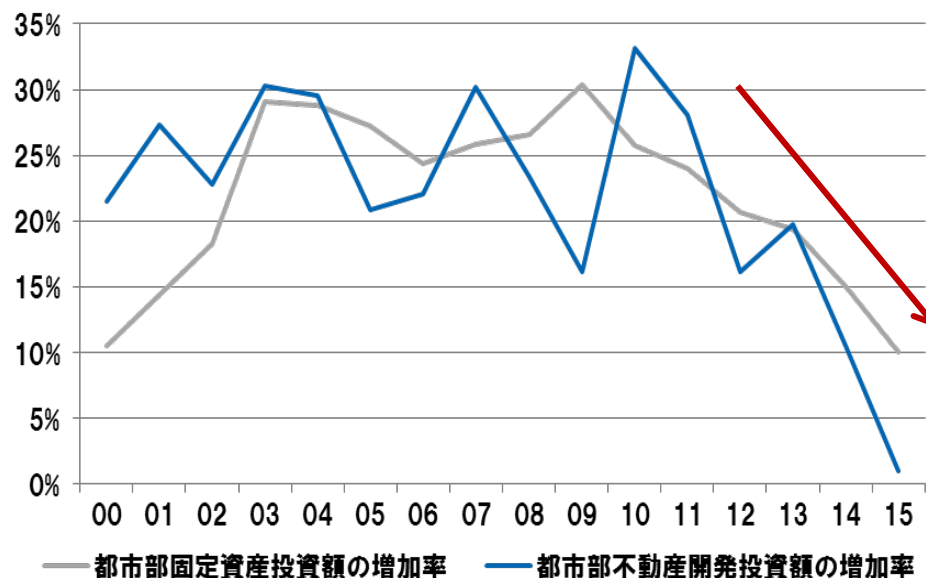
## 中国の不動産投資状況

都市部の固定資産投資の約2割を占める不動産投資は、2000年以降は平均約20%の伸び率で拡大してきたが、近年は低い水準に落ち込んでいる

### 都市部における固定資産投資と不動産投資



### 都市部における固定資産投資と不動産投資の増加率比較

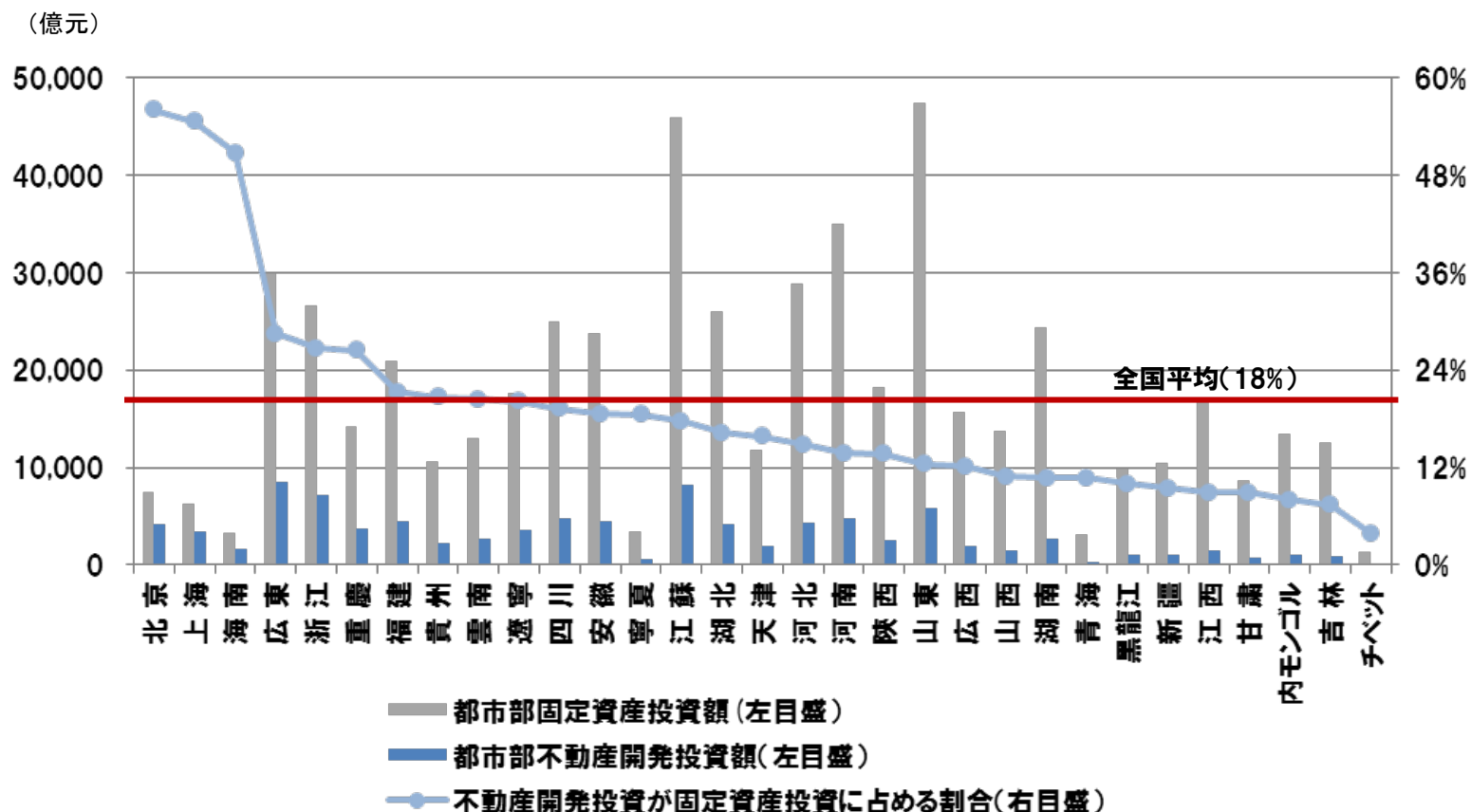


出所) 中国国家统计局

## 中国の不動産投資状況

都市部の固定資産投資に占める不動産投資の割合が高い地域は、北京(56%)、上海(55%)、海南(51%)である

2015年の地域別に見た都市部固定資産投資における不動産投資の割合

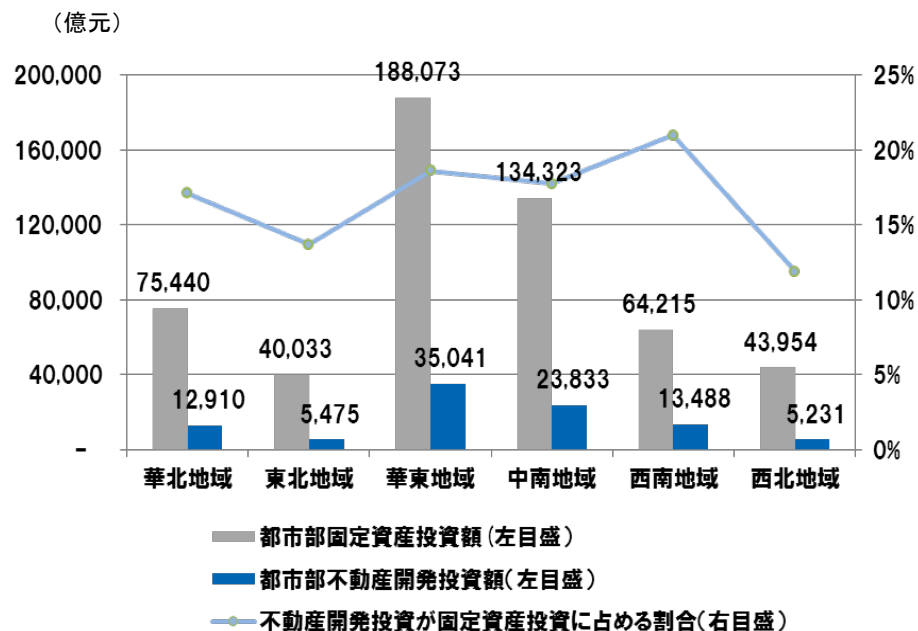


出所) 中国国家统计局

## 中国の不動産投資状況

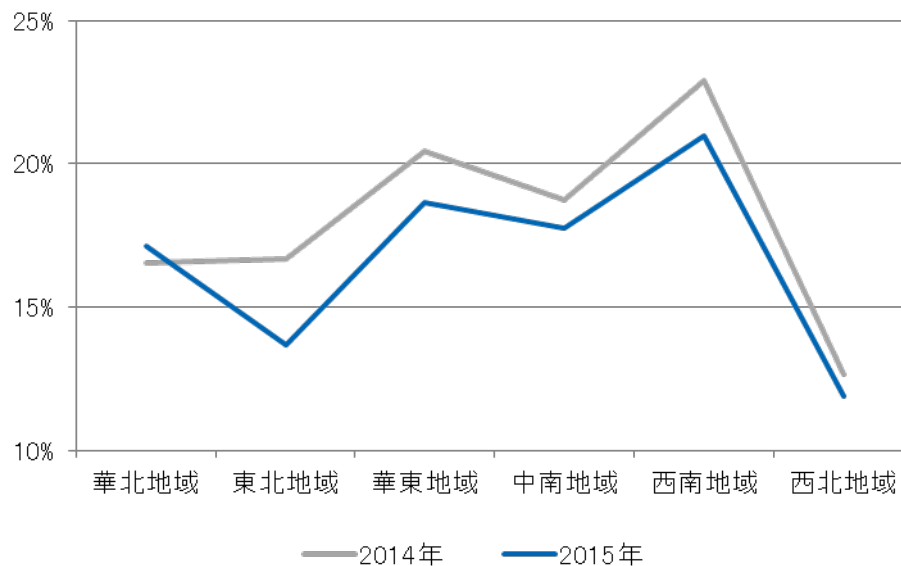
固定資産投資に占める不動産投資の割合は、華北を除き全ての地域で前年より低下。なお西南地域は、依然として他の地域に比べて不動産投資の割合が高い。

### 地域別固定資産投資と不動産投資の比較（2015年）



注: 華北地域: 北京、天津、河北、山西、内モンゴル  
 東北地域: 黒龍江、吉林、遼寧  
 華東地域: 上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東  
 中南地域: 河南、湖北、湖南、広東、広西、海南  
 西南地域: 四川、貴州、雲南、チベット、重慶  
 西北地域: 陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆

### 固定資産投資に不動産投資が占める割合の経年比較（2014-2015年）

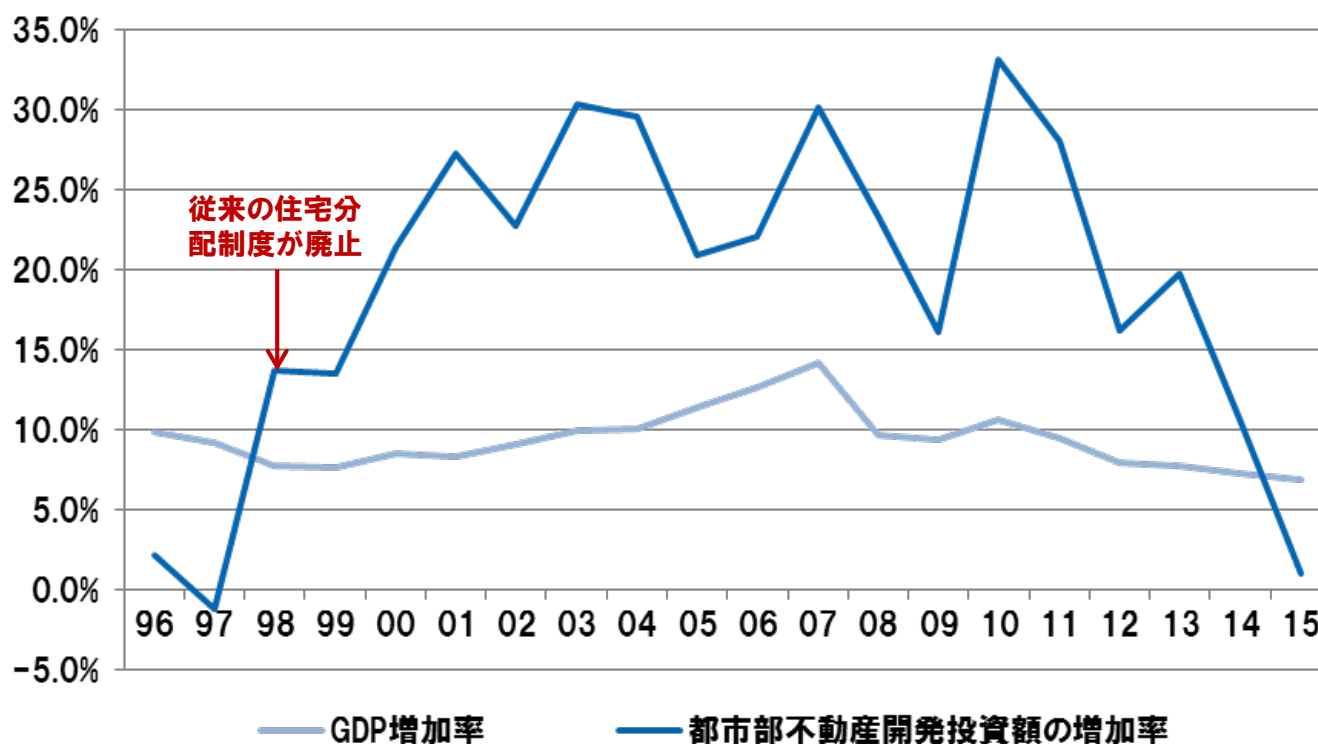


出所) 中国国家统计局

## 中国の不動産投資状況

中国都市部の不動産投資はこれまでGDPの成長に大きな役割を果たしてきており、近年のGDP成長の減速の一因には、不動産投資低迷の影響も含まれる

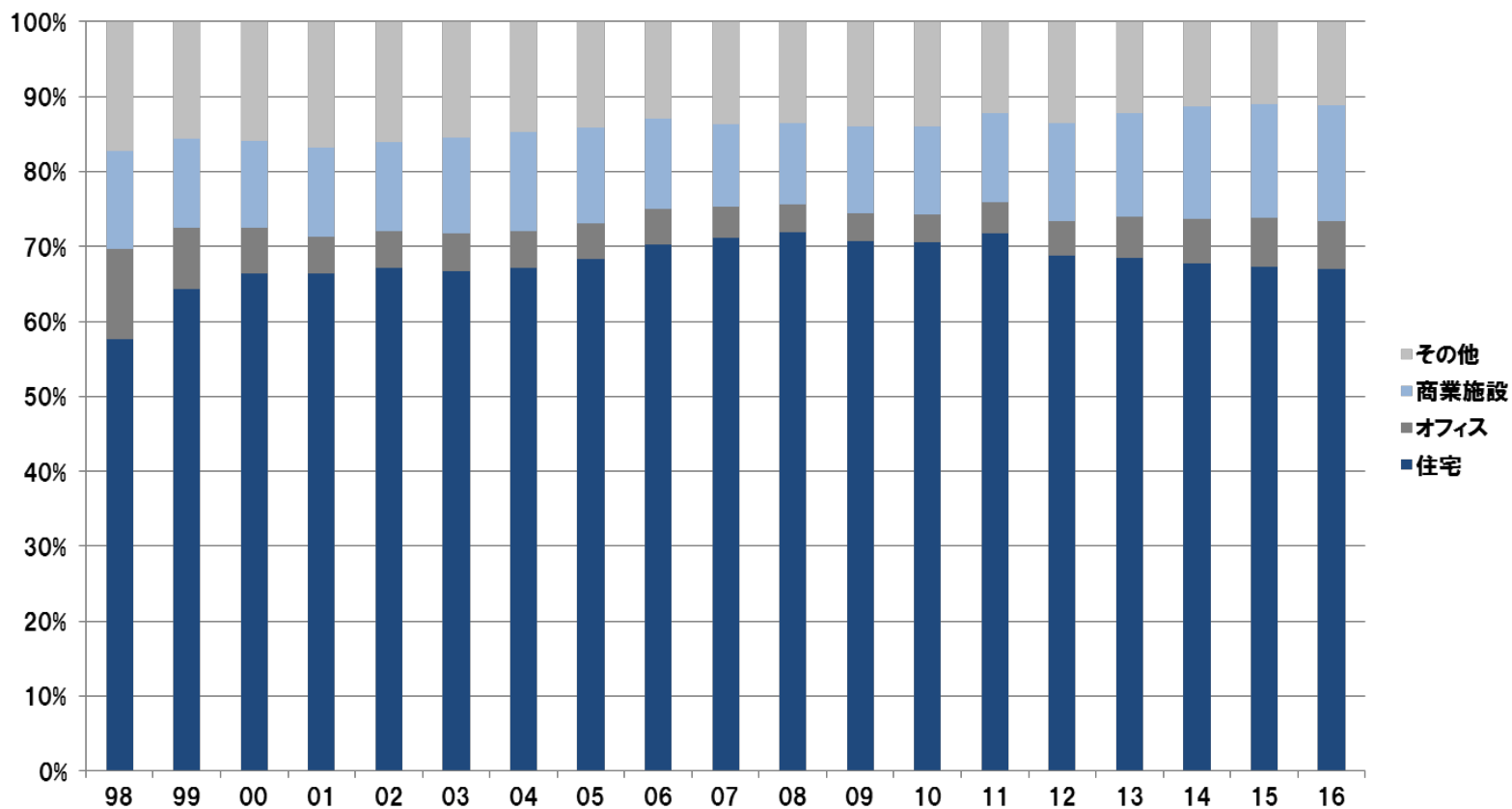
### GDP増加率と不動産投資増加率の推移



出所) 中国国家统计局

# 不動産投資のうち、住宅投資の占める割合は依然として大きい

不動産投資における住宅・商業・オフィスの占める割合(2015年)



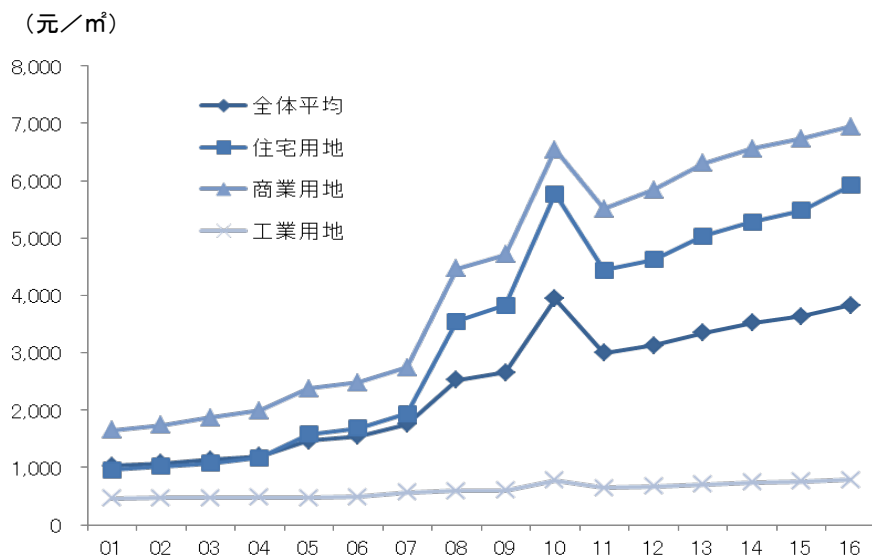
出所) 中国国家统计局

## 中国の土地市場

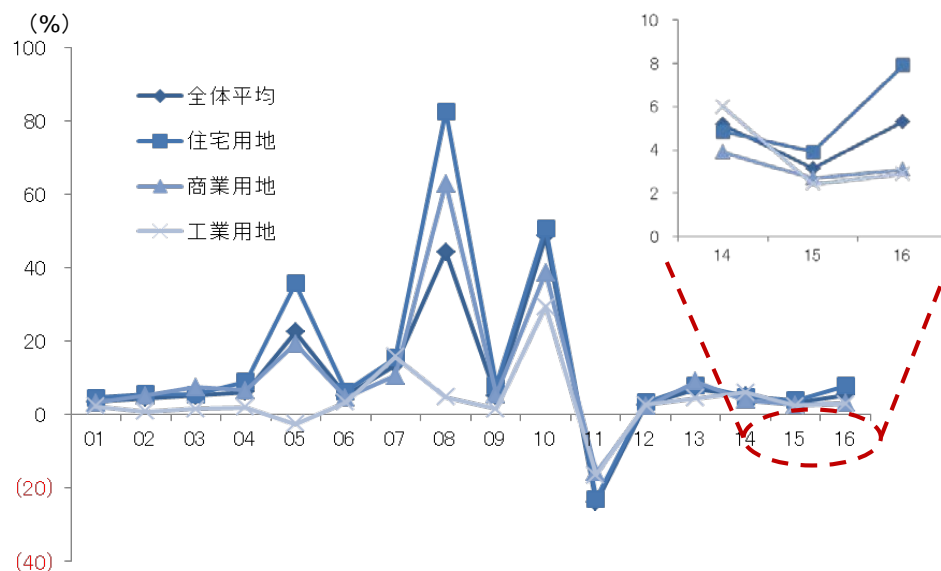
# 不動産抑制策の影響を受け、土地価格は2011年に一旦低下するも、その後再び上昇。 特に住宅用地価格の上昇率は、前年の倍の水準にまで上がっている

- 中国の都市部では商業用地が住宅用地よりも高くなる傾向があること、都市部の住宅用地・商業用地の価格は全体平均を大きく上回るペースで上昇することから、都市部は全体の地価上昇が続くと見込まれる。
- 政府による都市部の土地供給が制限された中、不動産開発企業間の激しい入札競売が地価上昇の要因になっている。

### 中国都市部における土地価格の推移



### 中国都市部における土地価格の上昇率の推移



出所) 中国都市地価観測データ



## 中国

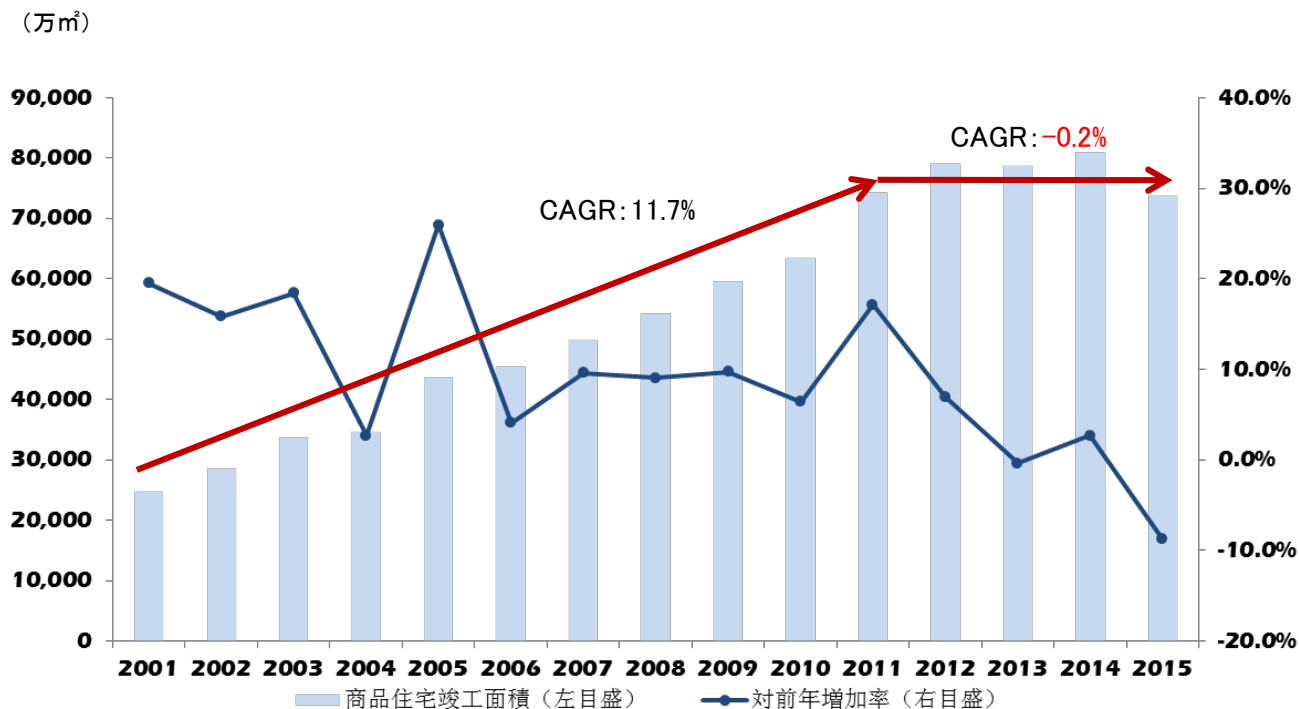
## 好景気のピークを超えて沈静化する市場

- 1 中国のマクロ経済環境
- 2 中国の不動産投資市場の概況
- 3 中国の住宅市場
- 4 中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場
- 5 中国不動産企業の動向

## 商品住宅の供給量の伸びは、不動産抑制策が実施された2011年を境に鈍化しており、現状でも横ばいが続いている

- 2011年までの10年間は、政策の調整と引き締めなどによって商品住宅の供給スピードが緩くなる時期もあったが、住宅需要は拡大し、住宅竣工面積は11.7%という高い平均成長率で増加した。
- 2011年以降、不動産抑制策の影響で成長が鈍化し、2014年から2015までの住宅供給量が1割程度減となるなど、住宅供給の減速が読み取れる。

### 中国における商品住宅竣工面積の推移



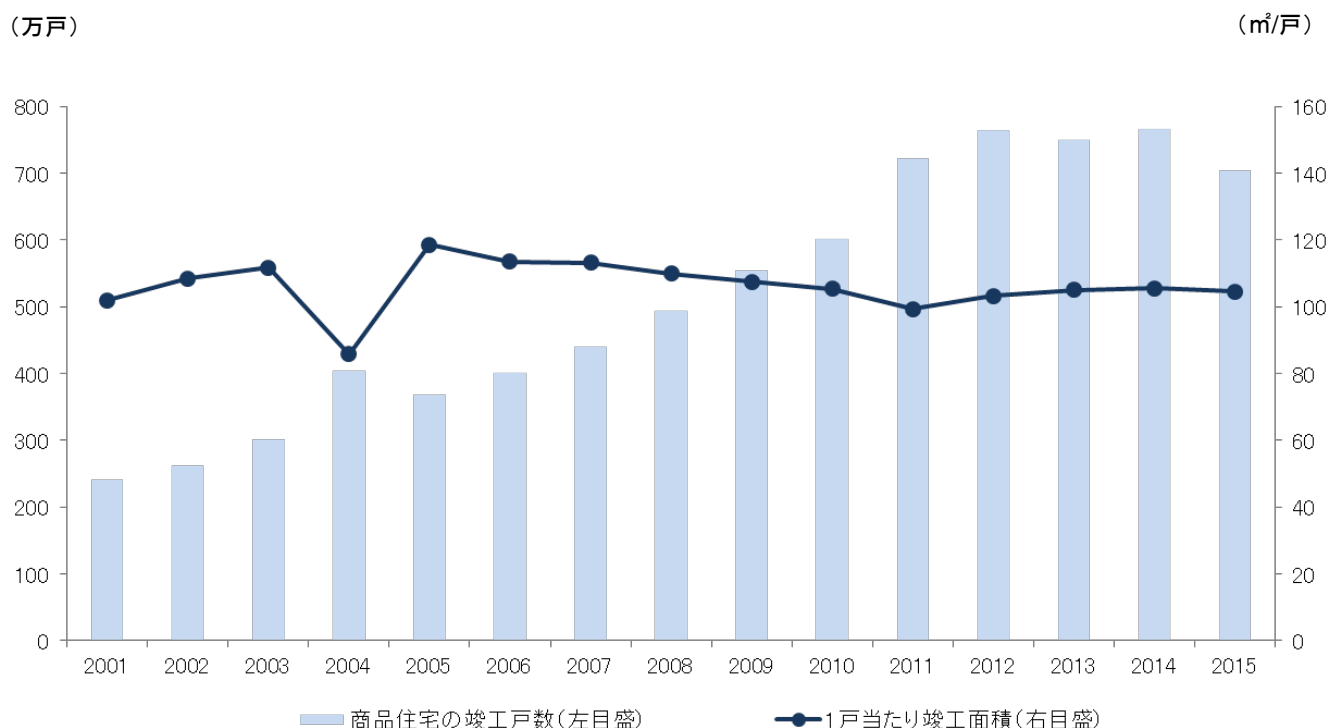
出所) 中国国家统计局

## 中国の住宅市場

**都市部における商品住宅の供給量は705万戸で、前年の766万戸に比べて約8%減少。  
ただしこの水準は日本の分譲住宅供給量の約29倍に相当する**

- 2015年における中国の商品住宅の新築竣工戸数は705万戸で、日本の新築分譲住宅着工戸数24.1戸と比べると、29.3倍の規模になる。

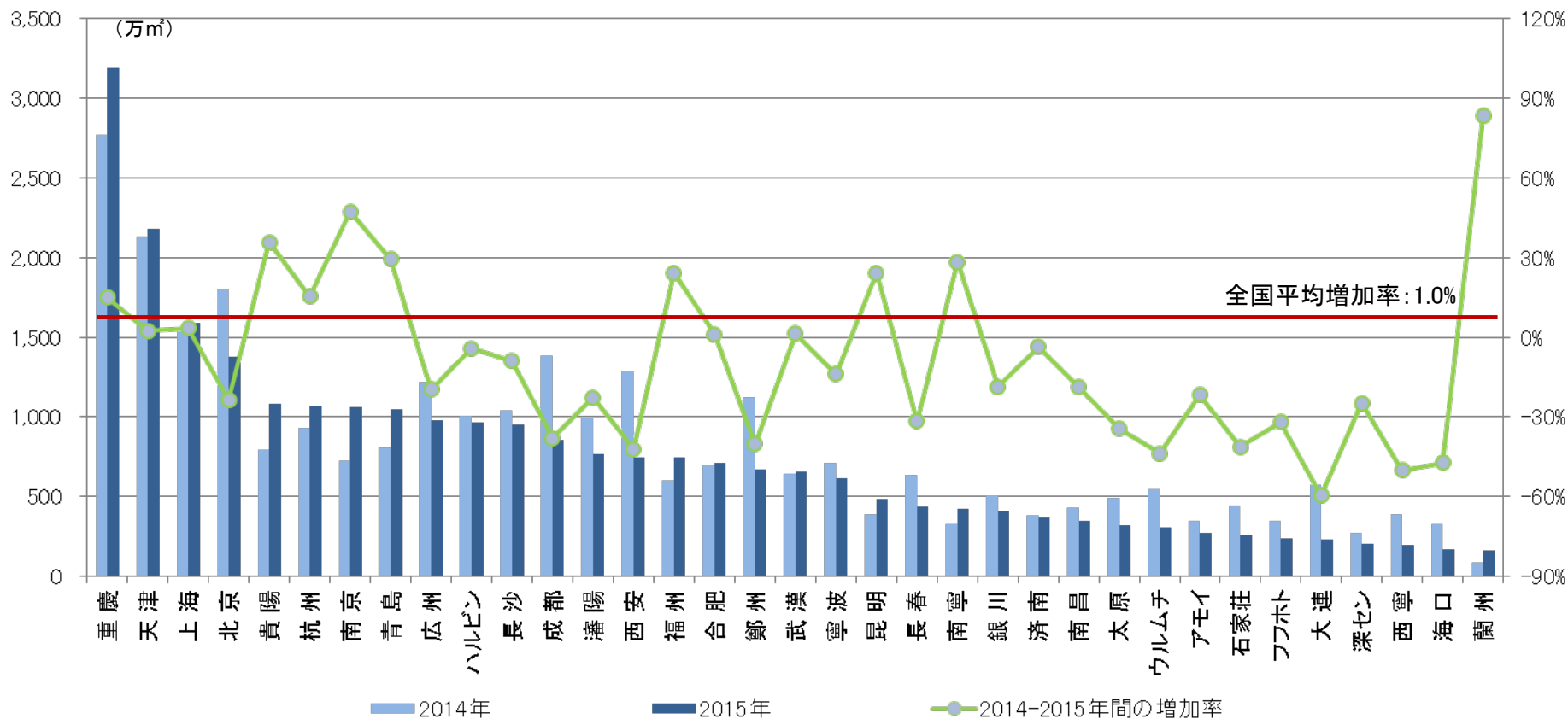
### 商品住宅の竣工戸数と平均面積の推移



## 中国の住宅市場

施工面積の3割が重慶、天津、北京、上海に集中しつつ、多くの都市で施工面積が減少していることから、蘭州、南京、貴陽などの地方都市の成長が期待されている

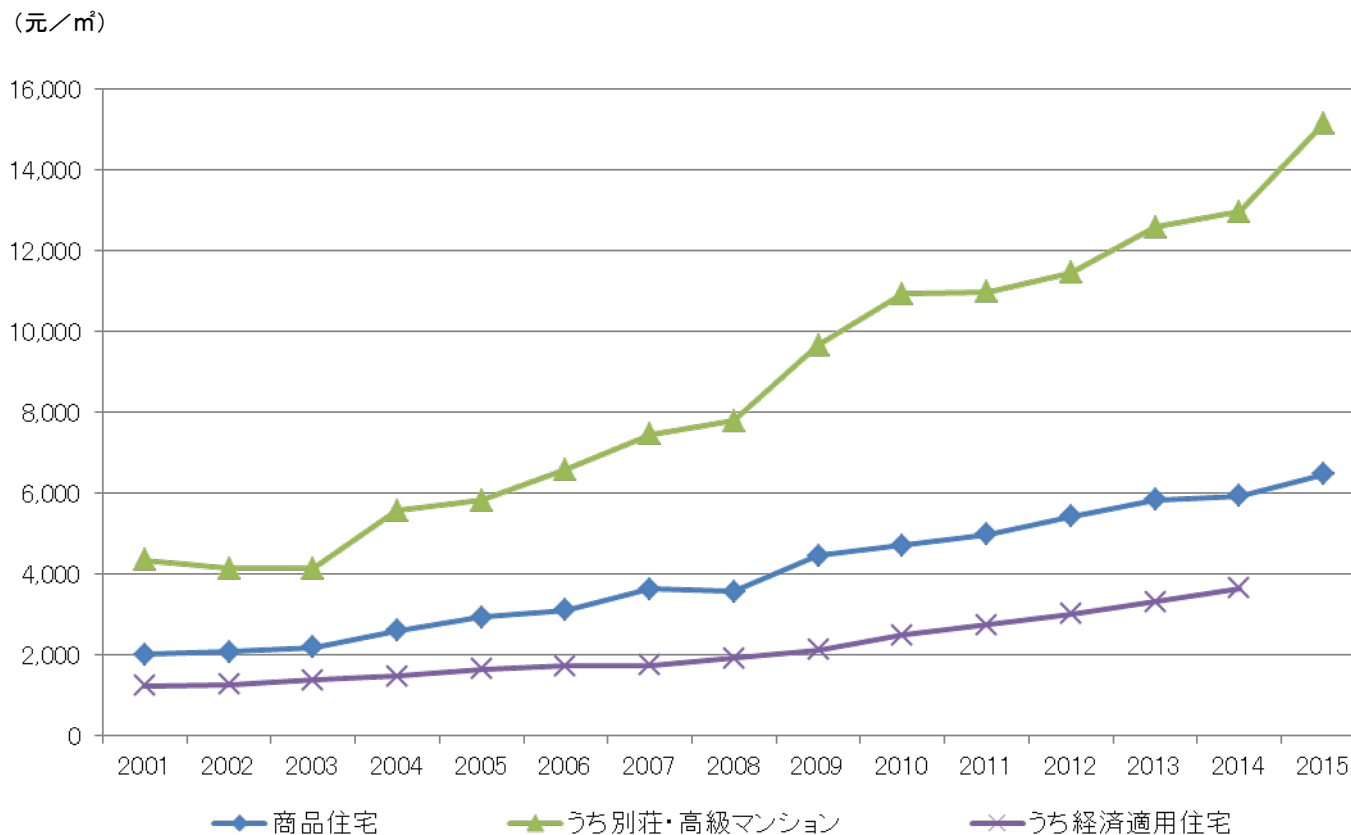
### 主要都市における住宅竣工面積の比較



出所) 中国国家统计局

# 商品住宅の販売単価は、高級物件が牽引し、直近15年間で3.2倍に上昇した

## 中国における商品住宅販売単価の推移

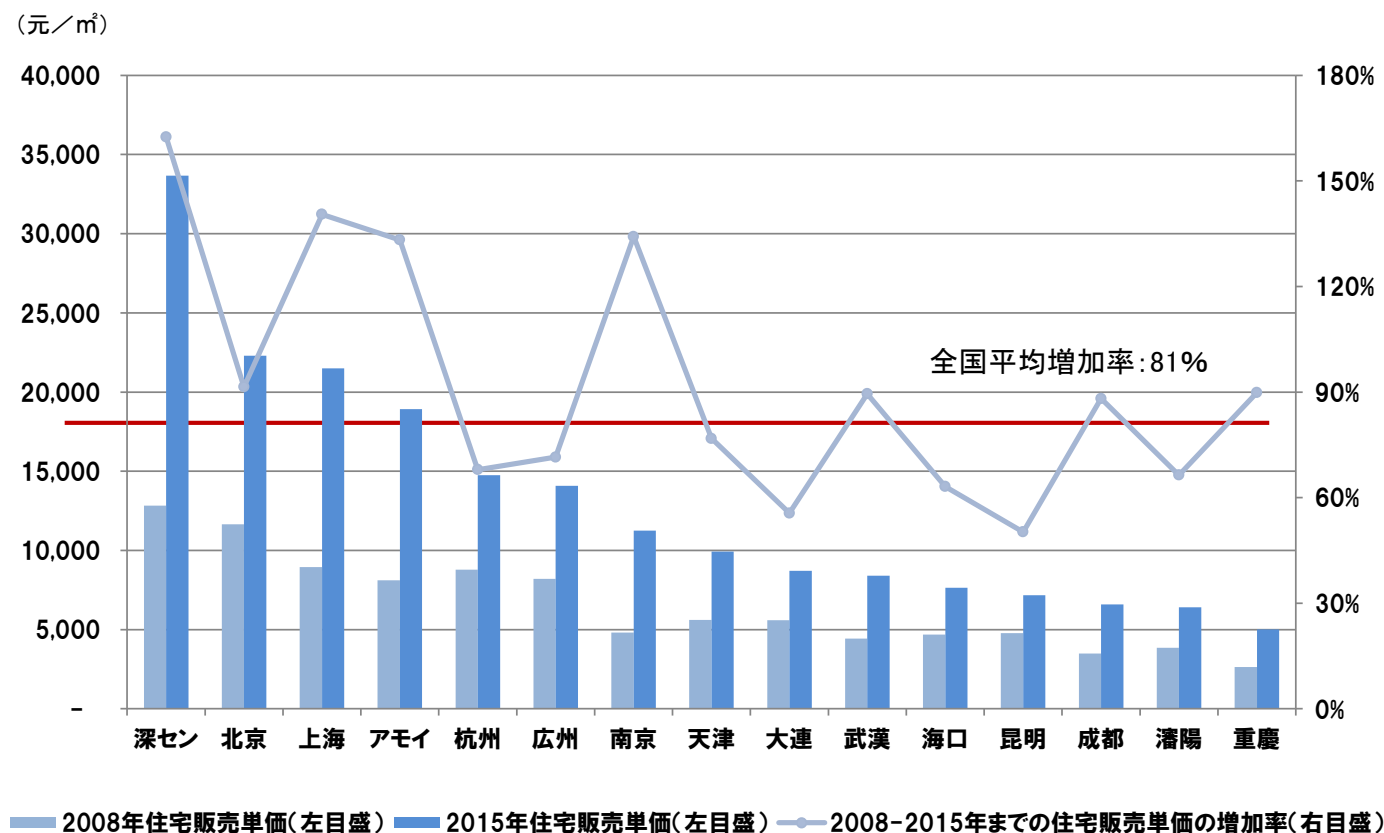


注：2010年以降の経済適用住宅の販売価格が公表されていないため、該当データは2010年データを元に110%のCAGRで推計した

## 中国の住宅市場

直近7年間の住宅販売単価は全国平均で80%以上も上昇している。  
特に深セン、上海、南京、アモイではいずれも1.3倍以上の価格増となっている

### 主要都市における商品住宅販売価格(2008年と2015年の比較)



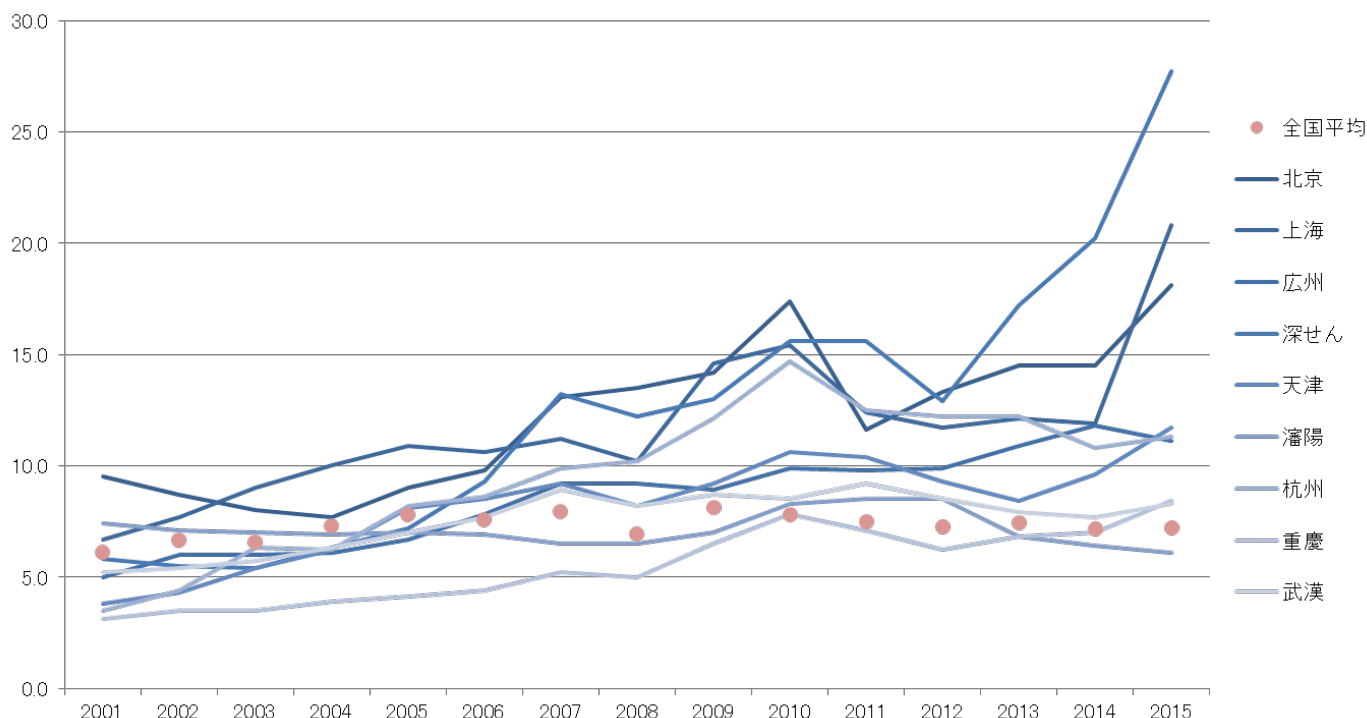
出所) 中国国家统计局

## 中国の住宅市場

**住宅価格の年収倍率のトップは、深セン(28倍)、上海(21倍)、北京(18倍)である。また広州と瀋陽を除き、いずれの都市においても前年より増大している**

- 過去15年間、中国における住宅価格の年収倍率は、7倍前後に変化しながらも、大きな変動は見られなかった。
- 深セン、上海、北京をはじめとする一線都市は変動が激しい。特に深センは15年間で住宅価格年収倍率が5倍近くまで上昇しており、中国で最も住宅取得が困難な都市となっている。

### 中国の住宅販売価格に対する世帯収入の倍率



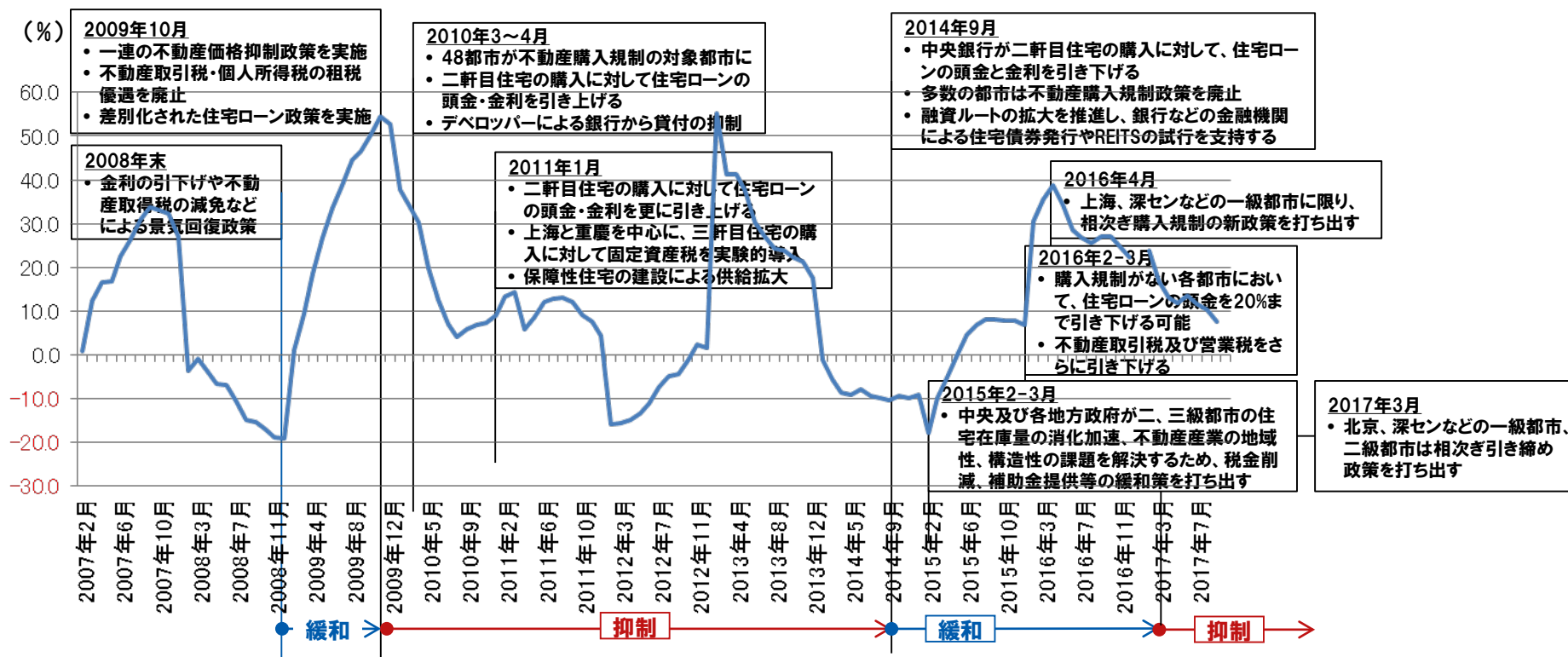
出所)国土資源部及び国家統計局資料資料よりNRI作成

## 中国の住宅供給政策

# 2009年末から実施してきた不動産価格抑制政策は一定の成果を上げたものの、住宅価格上昇や住宅取得難といった問題そのものは未解消である

- リーマン・ショック以降の金融緩和を受け、中国では北京や上海などの大都市を中心に住宅価格が急騰した。それを抑制するため、2009年10月以降、中国政府は一連の対策を実施し、住宅取得の難易度を高めた。
- 住宅価格の変動は政策の引締や緩和の繰り返しによって一定の影響を受けたものの、大都市を中心に住宅価格の上昇を決して止めることができず、むしろ住宅取得がますます困難となる一方であった。

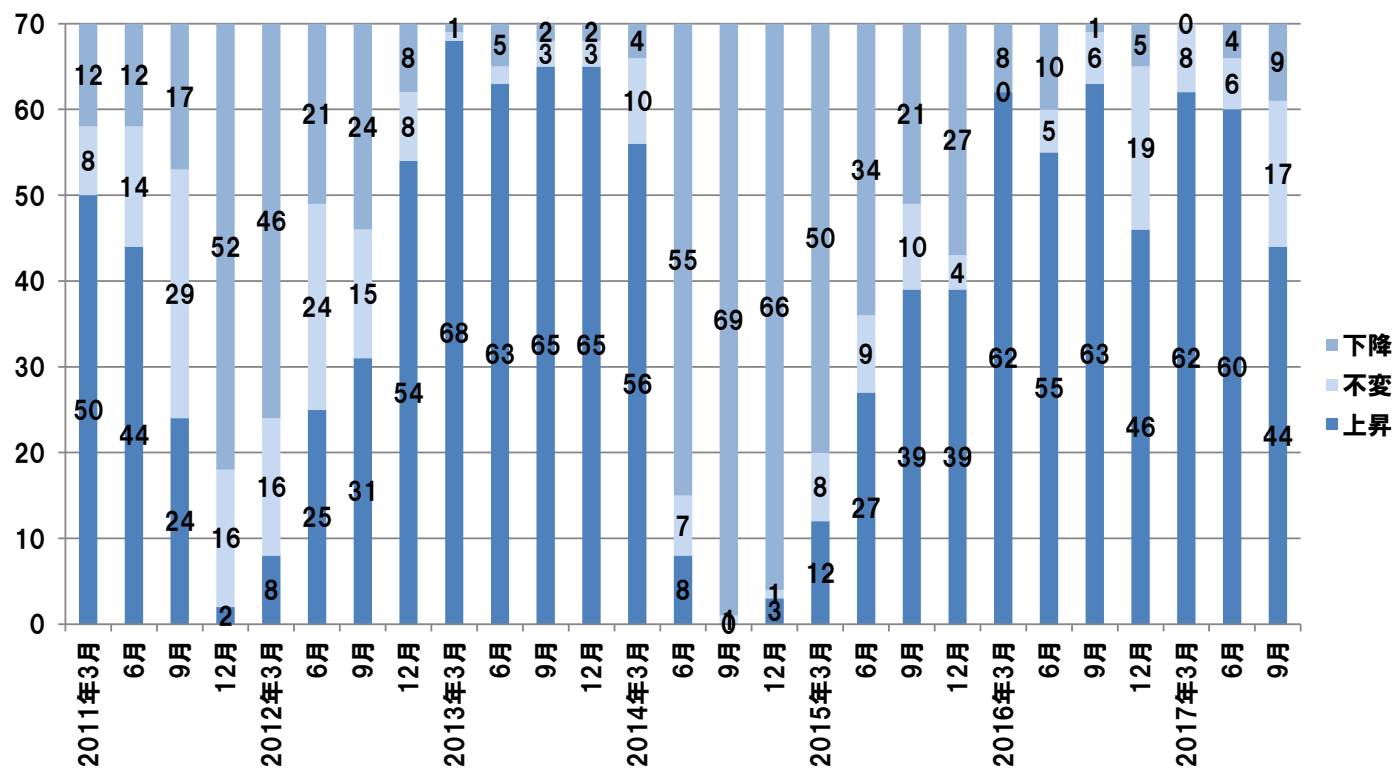
中国の住宅販売価格の前年同月比変化率





住宅価格は政策に過敏に反応して騰落を繰り返してきている。  
一方で住宅需要自体は底堅いため、今後も70都市を中心に価格上昇が続く見込み

中国主要70都市における新築住宅販売価格の前月比変化を記録した都市数の推移(2011-2017年)



出所) 国家統計局資料よりNRI作成

## 2017年7月、政府は賃貸住宅不足が深刻な大中都市を対象に、賃貸住宅市場の発展を加速させる最新政策を発表

- 中国では毎年大中都市に流入する人口が多く、それに対して賃貸物件の絶対量が不足している。
  - 2016年における中国の流動人口は2億4500万人にのぼる。また毎年の新卒大学生は700万人前後である。
- 中国の大手不動産仲介企業傘下の鏈家研究院が発表した「賃貸市場研究報告」では、北京、上海、深セン、広州を中心に今後一線都市において、賃貸人口は全体の40%以上をのぼることが予測される。
- 大中都市における新市民の住宅問題を解決するため、2017年7月に中国住建部(住房及び城郷建設部)、国家発展改革委員会等の9部門が共同で「人口純流入の大中都市における賃貸住宅市場の発展加速に関する通知」(以下、通知)を発表。
- 通知では「人口が常に流入するいくつかの大中都市においては、賃貸住宅の総量が不足して市場秩序が乱れ、政策支援システムに不備がある」との指摘のうえで、賃貸住宅の建設と賃貸住宅市場の育成・発展の加速を促す政策が打ち出された。

### 「人口純流入の大中都市における賃貸住宅市場の発展加速に関する通知」の一部抜粋 (2017年7月26日付き公表)

- 賃貸住宅事業に携わる企業の専門化・大規模化の推進
- 政府系賃貸住宅取引サービスプラットフォームの整備
- 賃貸住宅の供給拡大
- 賃貸住宅管理・サービス体制の革新

### 「集団建設用地を活用して賃貸住宅を建設するモデルプラン」の一部抜粋 (2017年8月28日付き公表)

- 住建部は関連する部門とともに、北京、上海、瀋陽、南京、杭州、合肥、アモイ、鄭州、武漢、広州、佛山、肇慶、成都などの13都市を賃貸住宅政策を展開する試験都市として選定。

出所)公開情報よりNRI作成

## 2018年中国の住宅市場は、一二線都市中心の賃貸住宅市場の台頭、およびやや中大規模住宅の供給拡大が特徴

### 2018年中国住宅市場の方向変化

1

大中都市における新規人口流入と住宅取得難との矛盾の更なる拡大

人口流入が顕著な一二線都市における賃貸住宅供給量の増加

2

「二人っ子政策」が促す新規住宅需要および育児関連サービスへの整備要求

育児環境や関連サービスの充実度を重視する、中大規模住宅の供給ニーズの拡大

3

一二線都市を中心とする住宅需要多様化と住宅価格高騰化との並存

堅調な一二線都市に牽引される周辺三四線都市の住宅市場の活発化

## 中国

## 好景気のピークを超えて沈静化する市場

1

中国のマクロ経済環境

2

中国の不動産投資市場の概況

3

中国の住宅市場

4

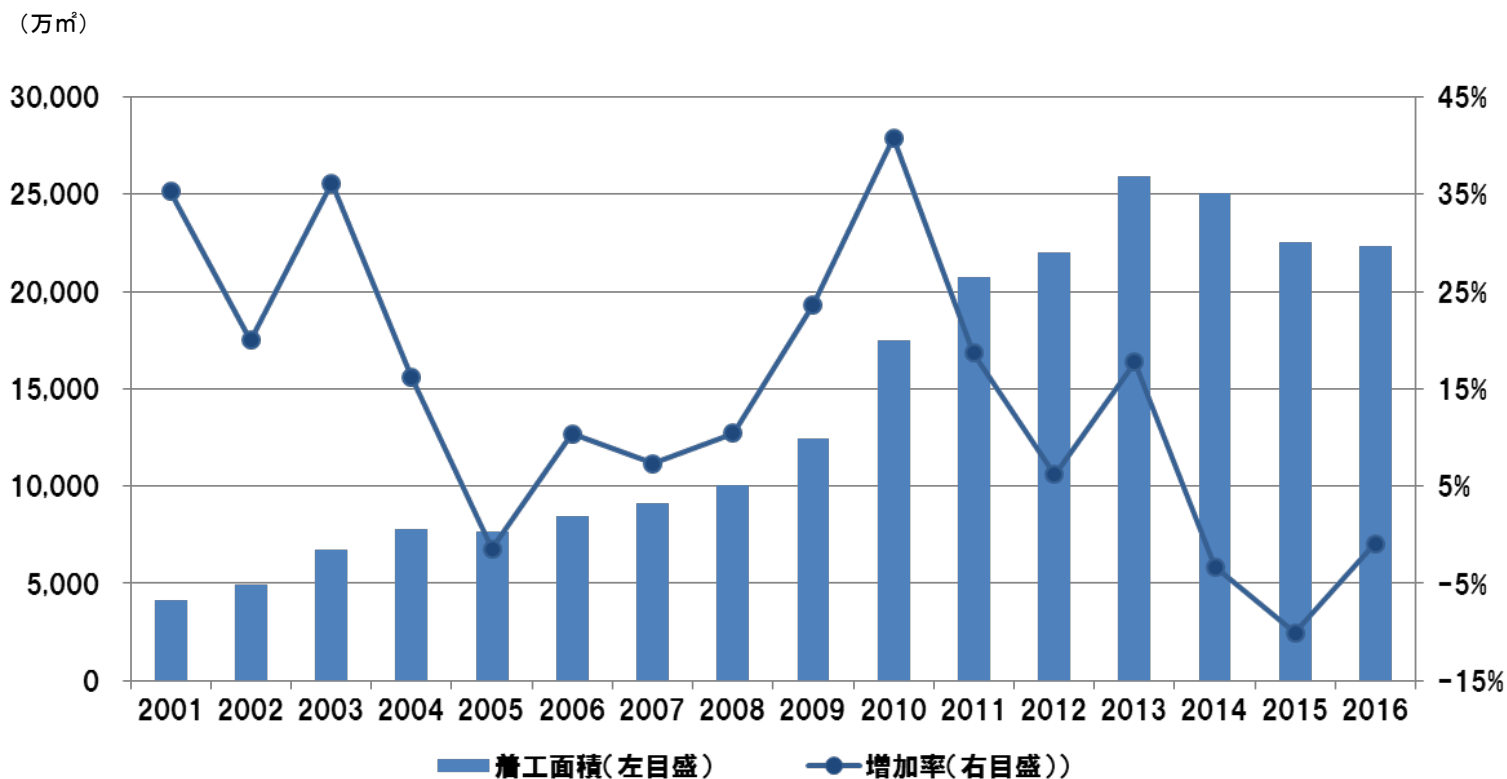
中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場

5

中国不動産企業の動向

景気減速による消費伸びの鈍化やEC攻勢などの影響により、  
商業施設の供給量は2013年を境に長年続いていた増加傾向から減少傾向に転じた

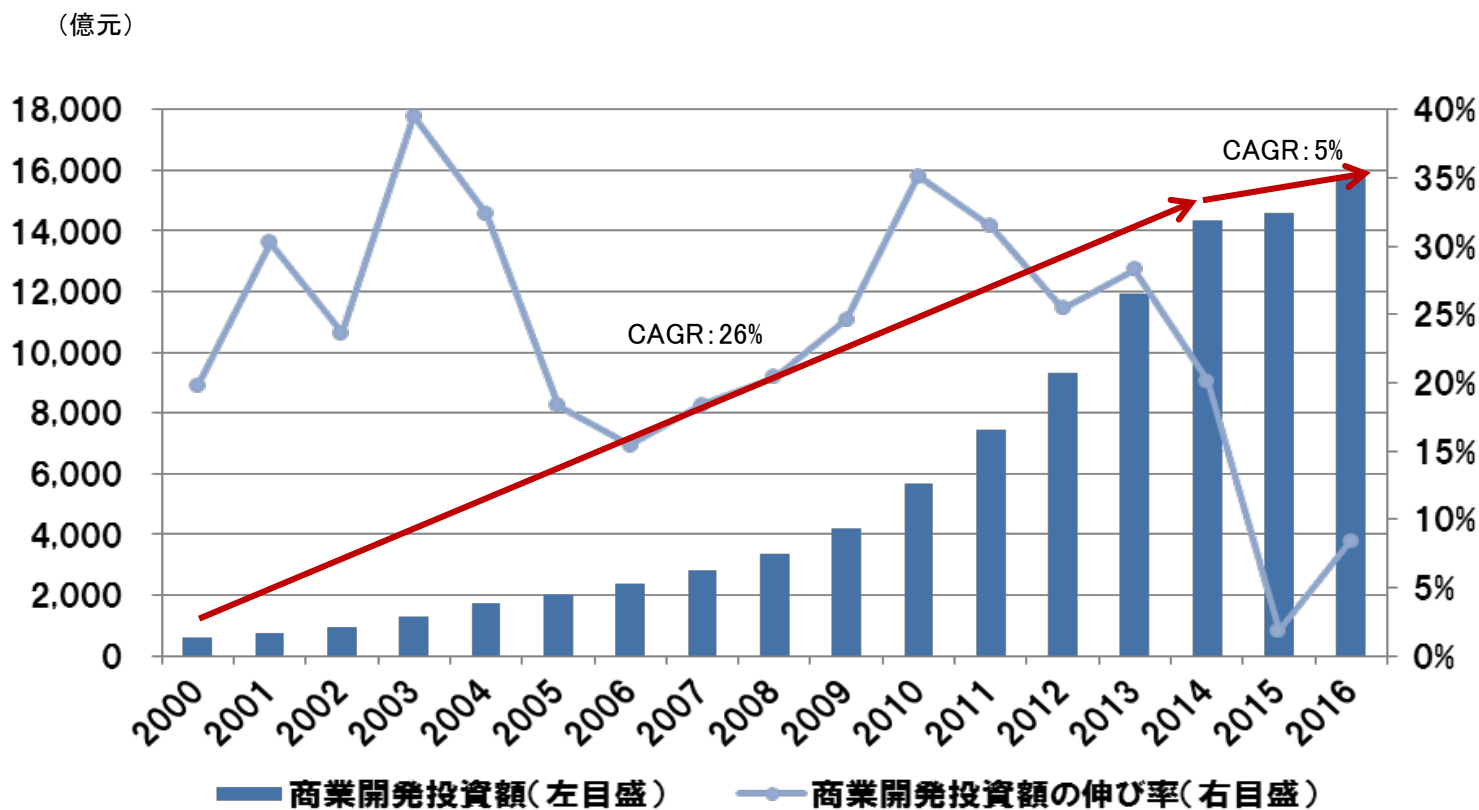
全国商業施設供給量の推移



出所)中国統計年鑑よりNRI作成

# 商業施設開発の投資額は2014年まで平均26%の伸び率で安定的に増加してきたが、以降の伸び率は鈍化している

## 商業施設開発投資額および伸び率の推移

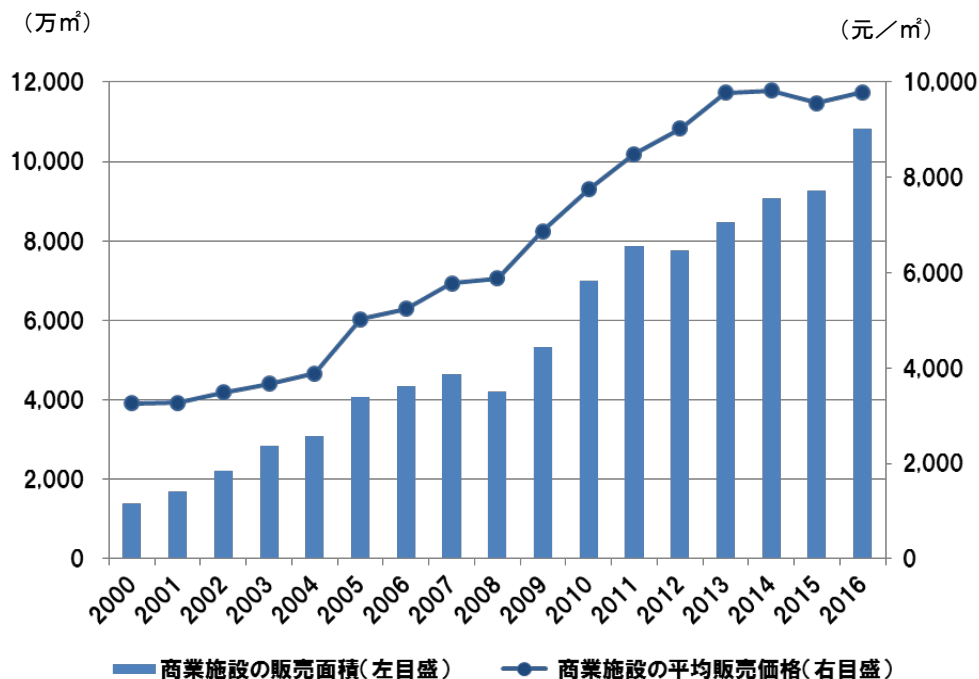


出所) 中国統計年鑑よりNRI作成

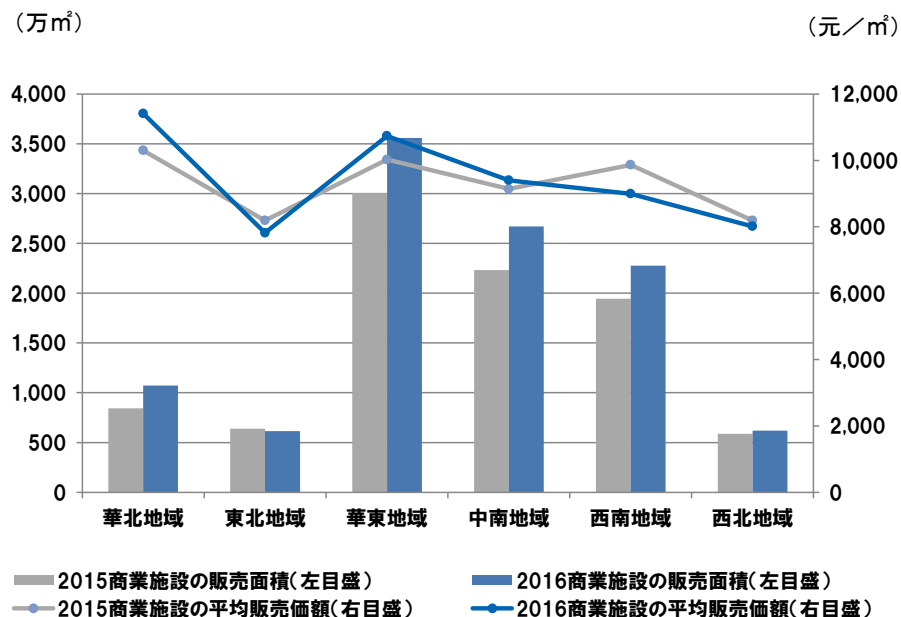
## 中国の商業不動産市場：商業施設

# 商業施設の平均分譲単価は直近やや回復している。 地域別に見ると華北と華東の上昇、華南の下落が特徴的である

### 中国の商業施設の販売(分譲)面積と販売単価の推移



### 地域別商業施設の分譲面積と分譲単価(2015年と2016年)

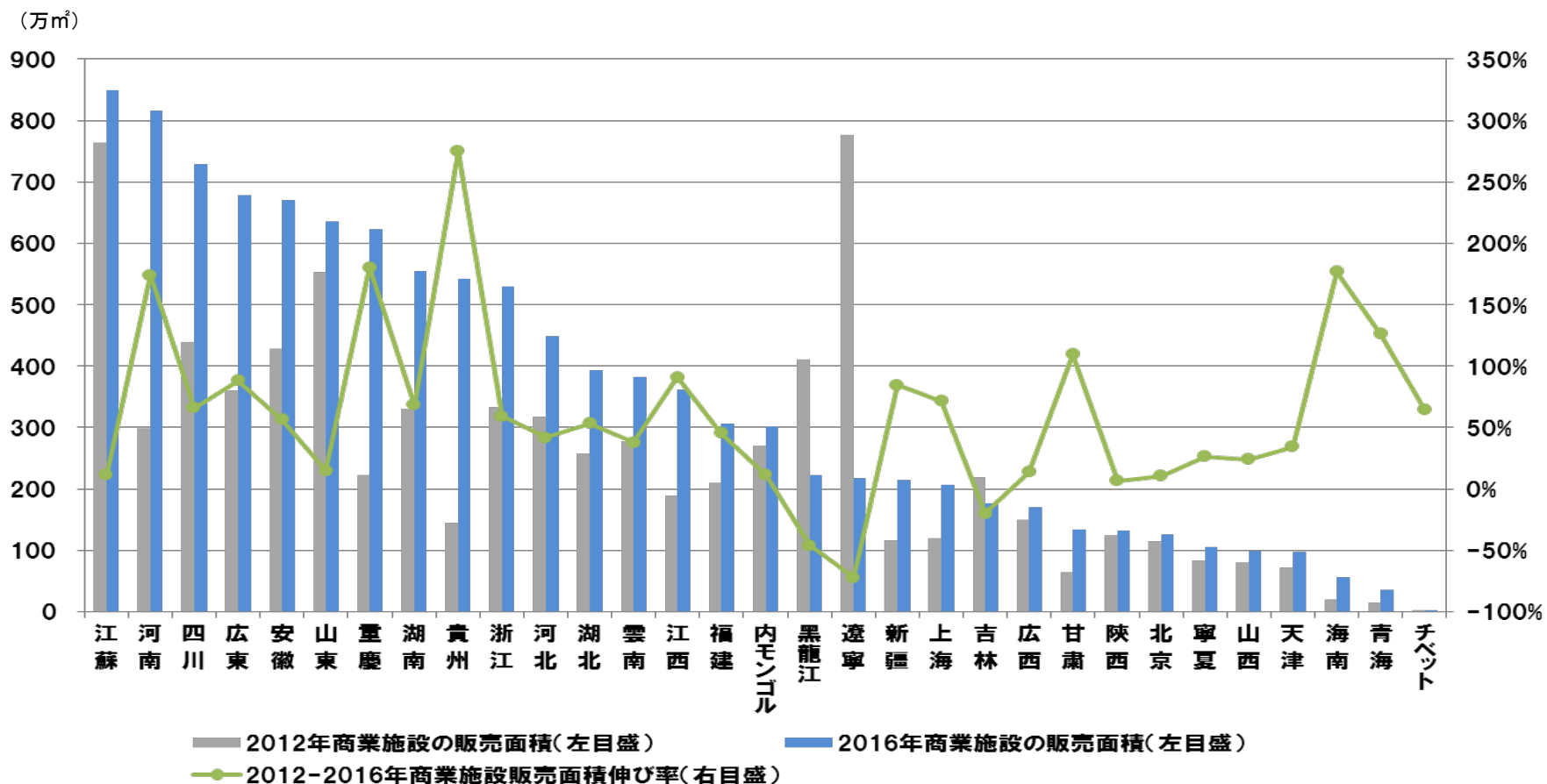


注：華北地域：北京、天津、河北、山西、内モンゴル  
 東北地域：黒龍江、吉林、遼寧  
 華東地域：上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東  
 中南地域：河南、湖北、湖南、広東、広西、海南  
 西南地域：四川、貴州、雲南、チベット、重慶  
 西北地域：陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆

## 中国の商業不動産市場:商業施設

ここ5年間で、貴州、重慶、海南、河南、甘肅の商業施設の販売量が倍増している一方、遼寧、黒龍江、吉林などの東北3省で販売量が著しく減少している

### 地域別商業施設販売面積(分譲面積)の比較

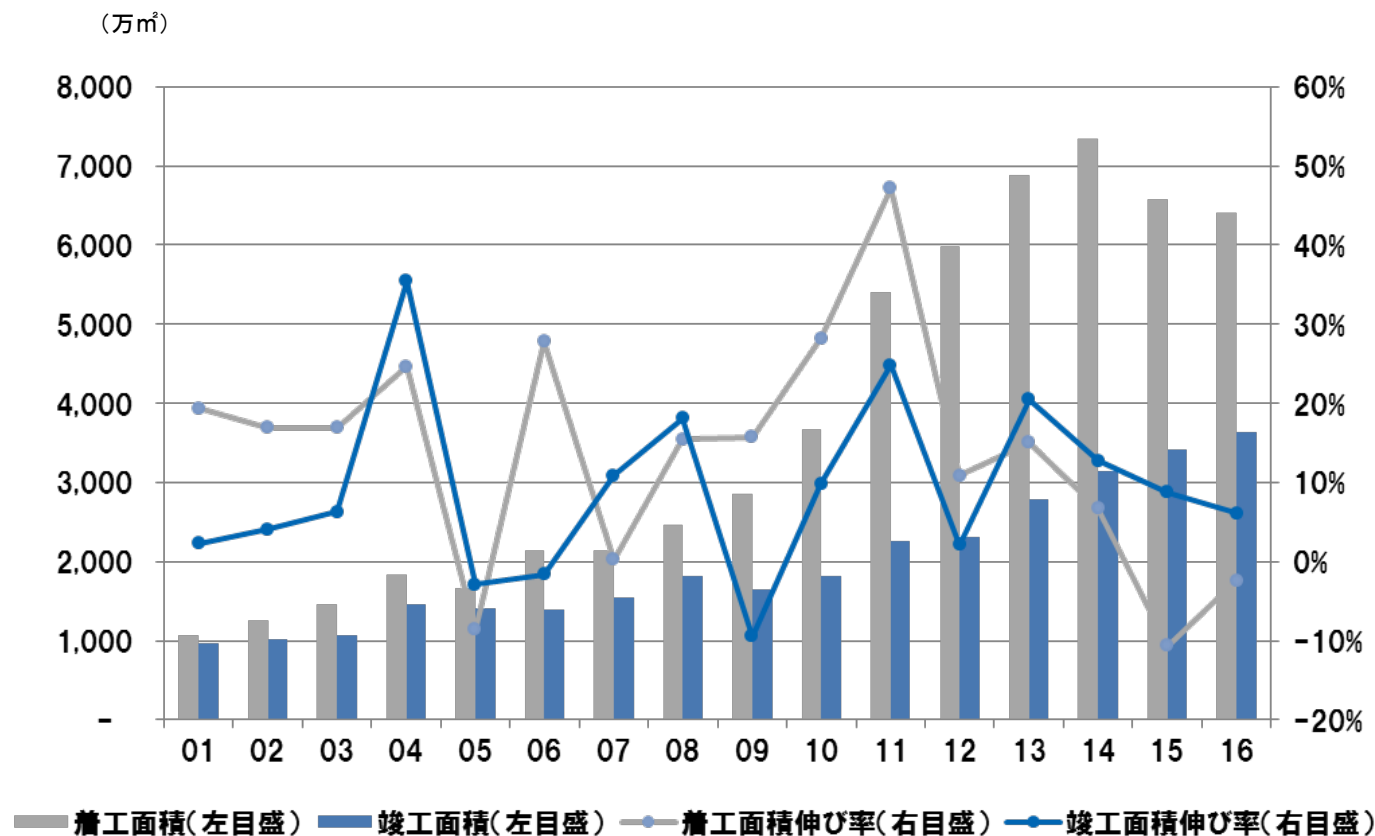


出所) 中国統計年鑑よりNRI作成



# 中国都市部のオフィス供給は、2008年のリーマンショック直後に一時冷え込んだものの、長期的には竣工率が低いまま増加傾向が続いている

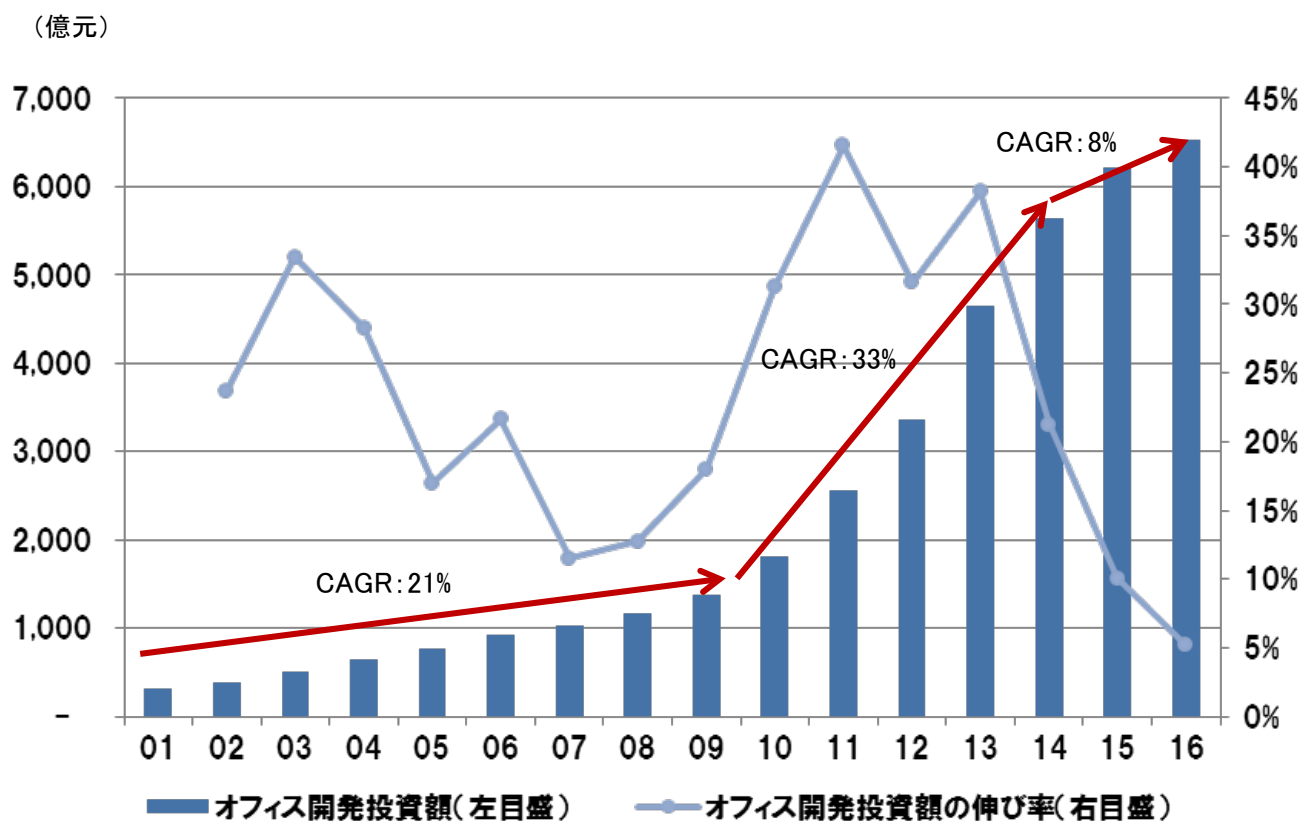
## 全国オフィス供給量の推移



出所) 中国統計年鑑よりNRI作成

オフィス投資額の急拡大を背景に2014年までオフィス建設ラッシュが続いていたが、直近3年間は投資額の伸びが緩やかになり、オフィス市場がやや落ち着きを取り戻している

オフィス開発投資額および成長率の推移



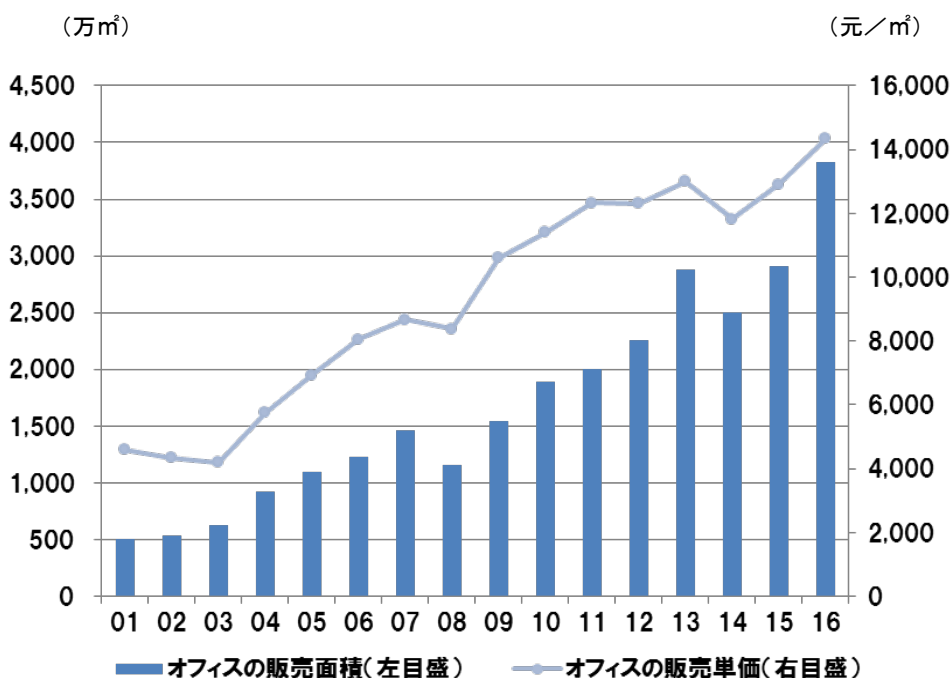
出所) 中国統計年鑑よりNRI作成

## 中国の商業不動産市場: オフィス

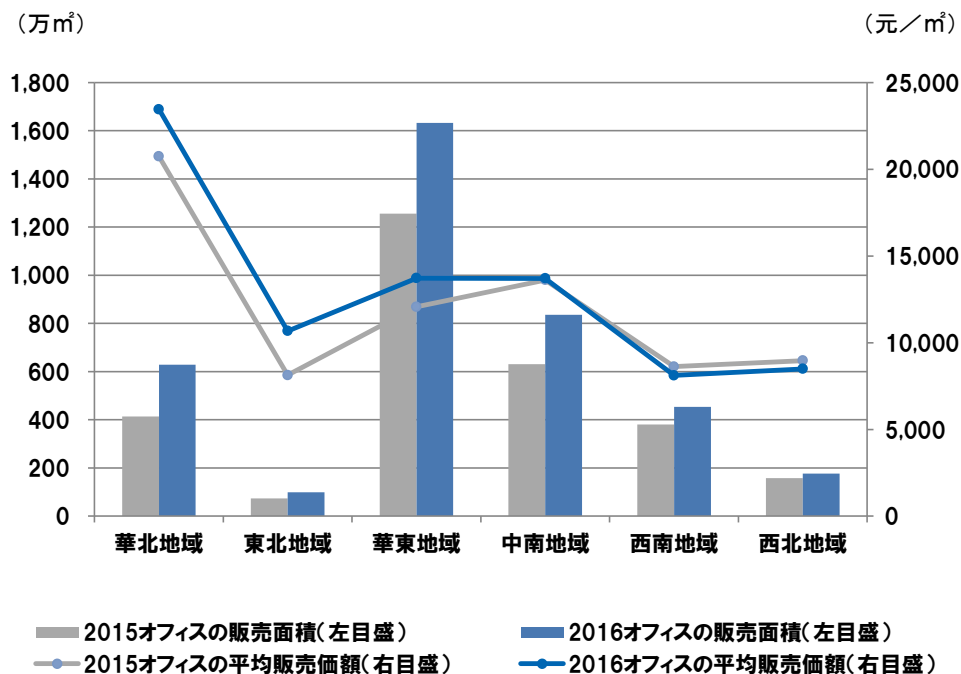
オフィスの販売単価は引き続き上昇傾向にある。

特にシェアの大きな華東地域で販売面積が急増しており、価格上昇を牽引している

### 中国のオフィス販売(分譲)面積と販売単価の推移



### 地域別オフィス販売面積と販売単価(2014年と2015年比較)

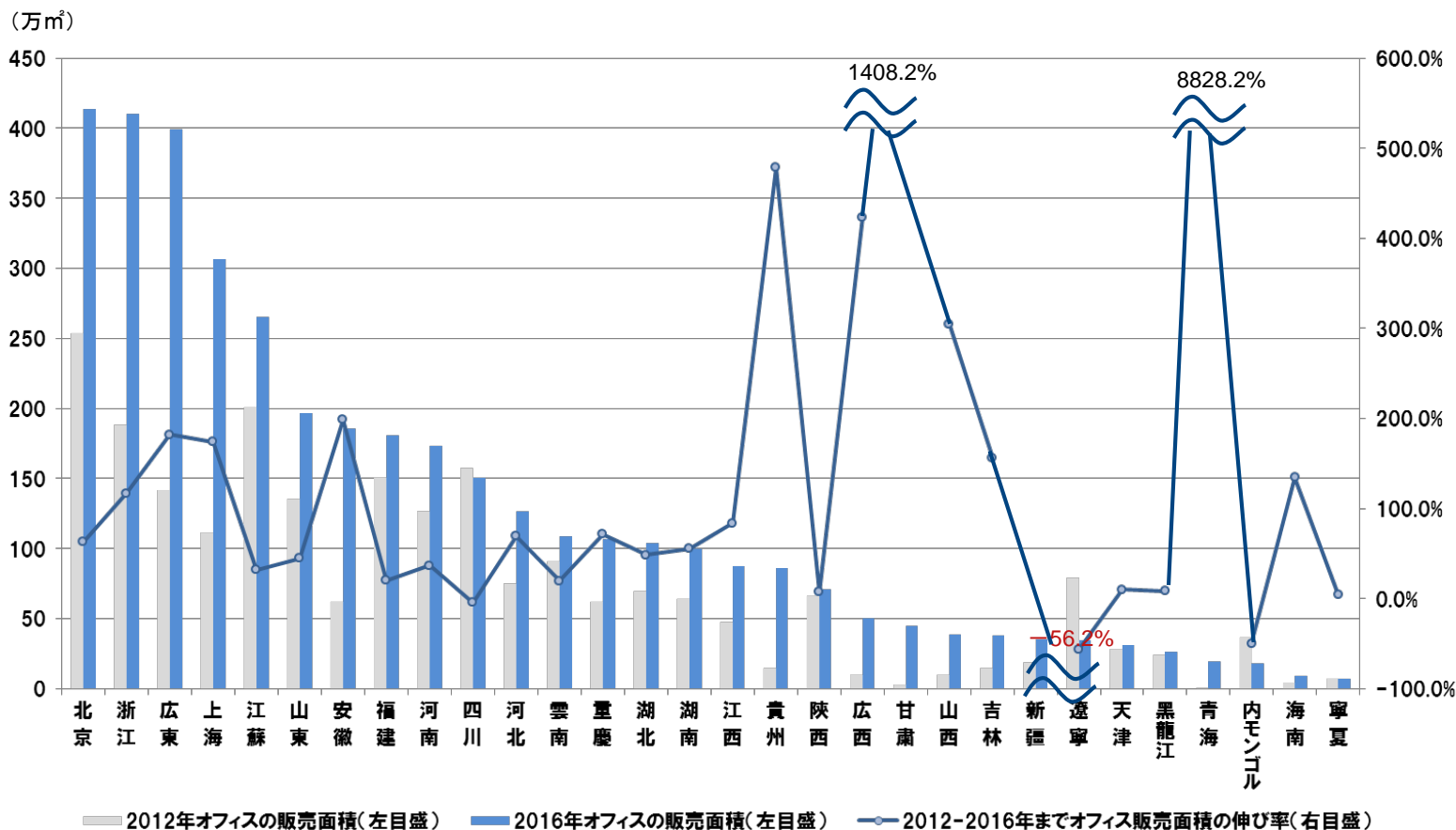


注: 華北地域: 北京、天津、河北、山西、内モンゴル  
 東北地域: 黒龍江、吉林、遼寧  
 華東地域: 上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東  
 中南地域: 河南、湖北、湖南、広東、広西、海南  
 西南地域: 四川、貴州、雲南、チベット、重慶  
 西北地域: 陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆

出所) 中国統計年鑑よりNRI作成

直近5年間では、山東、新疆、貴州、重慶などの地域におけるオフィス販売が極めて好調。対照的に、遼寧と天津における販売量の大幅縮小が目立つ

地域別オフィス販売(分譲)面積の比較

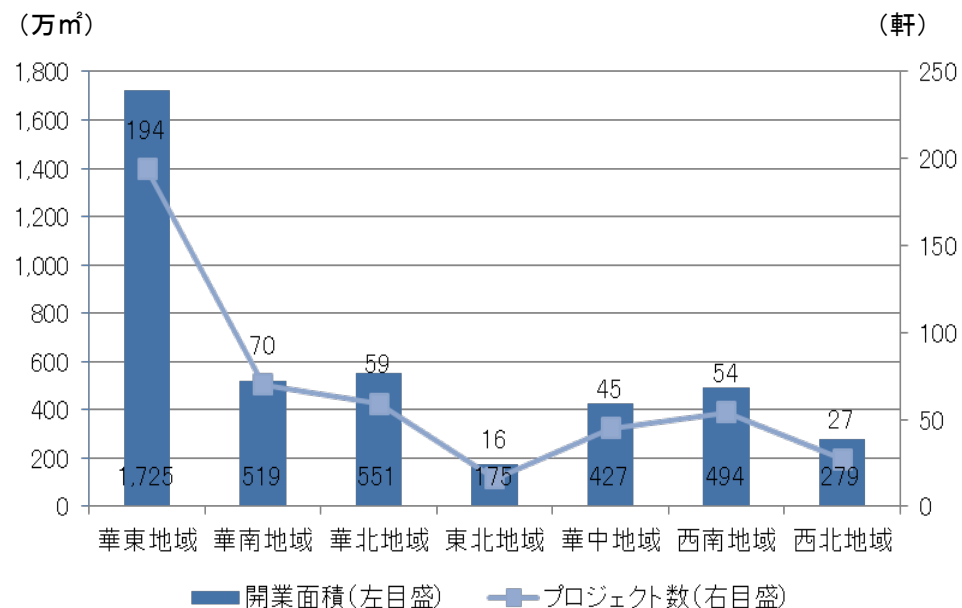


## 中国の商業不動産市場：ショッピングセンターの動向

**近年、華東地域が開業面積の首位を維持しているが、減速傾向が見られる。一方、二線都市や内陸都市が多い華中地域における開発が活発化している。**

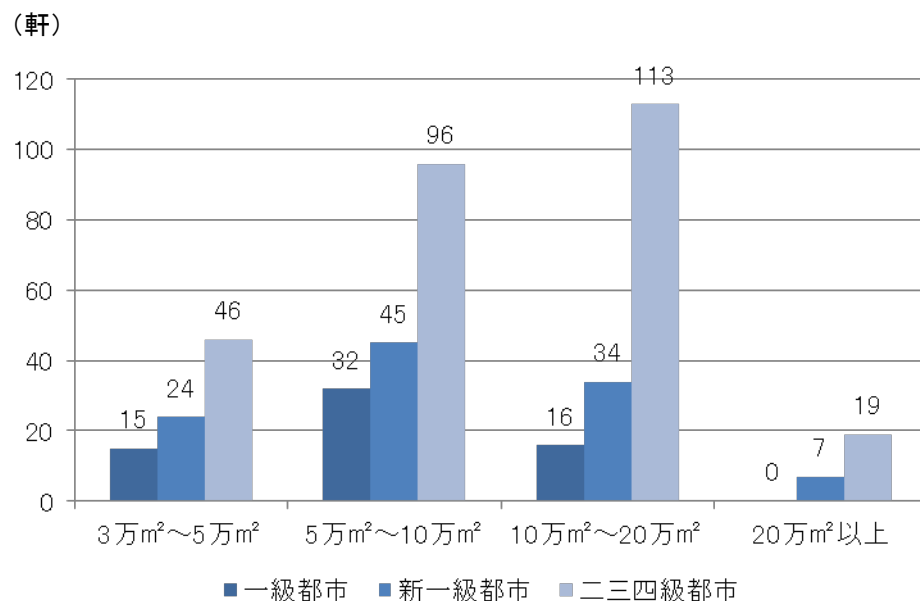
- 2016年全国大型ショッピングセンターの新規開業軒数は465ヶ所、開発総面積は約4319.35万㎡、2015年より32.1%増加。
- 2016年新規開業面積首位は華東地域で、華北と華南が続く。華中が減速する一方で西南の成長が注目されている。
- 一級都市の新規開業面積は全体の約15%を占め、成長が著しい新一級都市は全体の25%を占めている。20万㎡以下の小規模プロジェクトが主流。

### 2016年地域別のショッピングセンター新規開業面積と軒数



注：ここでのショッピングセンターは3万㎡以上の大型プロジェクトのみ集計されている。

### 2016年規模別の新規開業ショッピングセンターの数



注：一級都市は北京、上海、広州、深センの4都市を指す  
新一級都市：成都、杭州、武漢、天津、南京、重慶、西安、長沙、青島、沈阳、大連、厦門、蘇州、寧波、無錫の15都市を指す。

## 2018年中国の商業不動産市場は、今の時代や市民の消費行動に適応するような商業施設の建設や運営管理仕組みの構築が必要

### 2018年中国商業不動産市場の方向変化

1 既存の伝統的商業業態の更新ニーズ  
商業施設乱立中の差別化発展ニーズ  
商業開発遅れ地域での複合化建設ニーズ

一二線都市中心の既存商業の改造やLife style系小規模特色商業の新規建設、及び三四線都市中心の大型複合商業の建設

2 一二線都市中心のますます  
Online頼りの日常消費行動の活発化

Online-Offlineビジネスモデルの導入などを含めた新しい商業業態の構築、およびそれに合わせた管理運営仕組みの検討

3 今の時代や都市民生活に適応できる  
便利なコミュニティ近隣商業の不足さ

育児やシニアサービスなどの業態を多数取り組む生活密着型近隣商業の建設

## **中国**                    **好景気のピークを超えて沈静化する市場**

**1**                    **中国のマクロ経済環境**

**2**                    **中国の不動産投資市場の概況**

**3**                    **中国の住宅市場**

**4**                    **中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場**

**5**                    **中国不動産企業の動向**

## 中国不動産開発企業の動向

# 2016年のTOP10入り企業は前年と同様であるが、 恒大地産がこれまで最大手として君臨していた万科集団を抜き、業界首位となった

中国不動産企業TOP10社の比較（2011～2016年）

順位	2011年TOP10企業		2012年TOP10企業		2013年TOP10企業		2014年TOP10企業		2015年TOP10企業		2016年TOP10企業	
	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)
1	万科集団	1,215	万科集団	1,452	万科集団	1,776	万科集団	2,120	万科集団	2,627	恒大地産	3,732
2	万達集団	953	保利地産	1,020	緑地集団	1,625	緑地集団	2,080	恒大地産	2,050	万科集団	3,622
3	恒大地産	804	緑地集団	1,013	保利地産	1,251	万達集団	1,501	緑地集団	2,015	碧桂園	3,090
4	緑地集団	770	中海地産	945	碧桂園	1,103	恒大地産	1,376	万達集団	1,513	緑地集団	2,513
5	保利地産	732	万達集団	938	恒大地産	1,073	保利地産	1,362	中海地産	1,492	保利地産	2,203
6	中海地産	708	恒大地産	925	碧桂園	1,068	碧桂園	1,250	保利地産	1,471	中海地産	1,925
7	碧桂園	432	緑城集団	547	万達集団	844	中海地産	1,152	碧桂園	1,402	融創中国	1,500
8	龍湖集団	383	華潤置地	505	華潤置地	688	世茂房地産	708	華潤置地	851	華夏幸福	1,200
9	緑城集団	353	碧桂園	491	世茂房地産	683	華潤置地	700	融創中国	731	緑地中国	1,136
10	華潤置地	330	世茂房地産	461	緑城集団	660	融創中国	658	華夏幸福	725	万達集団	1,100
TOP10企業 販売額合計	6,680		8,297		10,771		12,907		14,877		22,022	
TOP10企業が 全国販売額に 占める割合	11.3%		12.9%		13.3%		16.9%		17.0%		18.72%	
企業の進出 都市数 (TOP10社平均)	40.5都市		53.1都市		67.2都市		73.7都市		75.1都市		87.5都市	



## 「2017年度商業不動産トップ10企業」では、内資系と香港・シンガポール系企業が半々を占め、万達の代わりに万科傘下の印力商業がトップ3入りを果たしている

### 2017年度中国商業不動産企業TOP10社

順位	企業名	企業性質	総合評価点数	代表商業プロジェクト
1	華潤置地	内資系	89.7	深せん万象城
2	恒隆地産	香港系	87.9	上海恒隆広場
3	印力商業置地	内資系	86.6	武漢印象城
4	万達商業地産	内資系	85.8	万達広場
5	龍湖地産	内資系	82.4	重慶北城天街
6	凱徳置地	シンガポール系	82.3	上海来福士広場
7	新鴻基地産	香港系	81.7	上海環貿広場
8	太古地産	香港系	81.5	成都太古匯
9	大悦城地産	内資系	80.9	上海大悦城
10	九龍倉集團	香港系	80.8	上海大時代広場

注) 2017年11月新観点メディアが「2017年度中国商業不動産TOP100企業」を発表した。その総合評価(満点100点)には、運営(40点)、管理(30点)、ブランド(20点)、イノベーション(10点)という4つの指標仕組みを用いられている。

## 中国不動産開発企業の将来展望

### 中国不動産開発企業の将来展望

1

政府による賃貸住宅市場の拡大向けの  
各種奨励策の導入

大手国有企業を中心とする住宅賃貸  
新規事業者の続出

2

新型都市化を背景とする特色小鎮(町)  
建設における不動産事業者の積極的参入

業界を跨る他事業者との提携による  
新しい不動産商品シリーズの開発

3

従来の開発重視の不動産事業者から、産業の  
集積と育成を事業化とする運営管理者への移行

不動産開発企業による他事業への多角化  
転換、および産業パークの開発・運営を  
携わる産業系不動産事業者の急成長

<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## 韓国

## 経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィス堅調

### 1 韓国のマクロ経済環境

### 2 韓国のオフィス市場

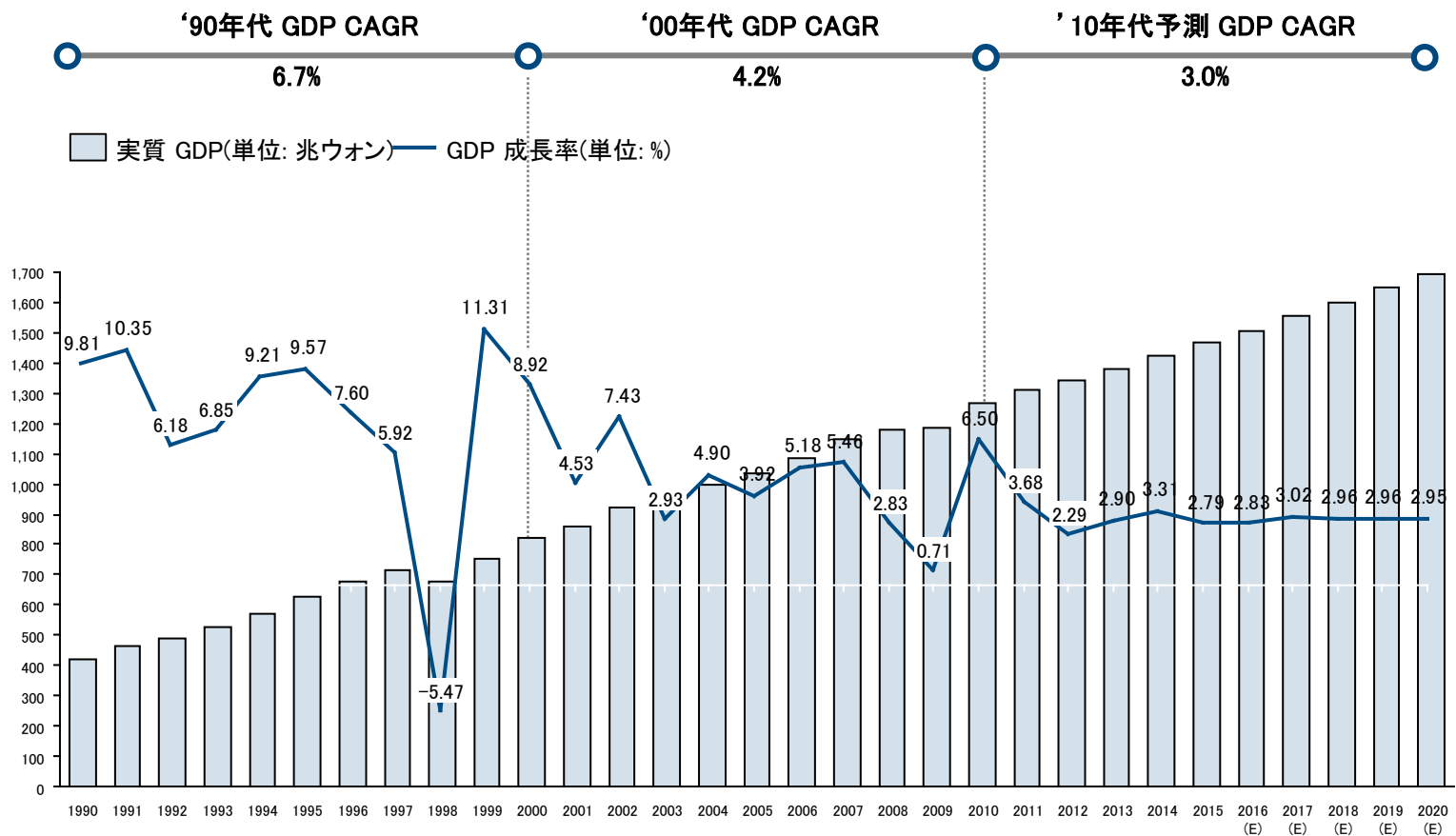
### 3 韓国の住宅市場

### 4 韓国の商業施設市場

### 5 韓国の不動産投資市場

# 韓国経済は今後3%台の経済成長率で低成長状況が持続する見通しである

## 韓国GDP/経済成長率の推移及び予測

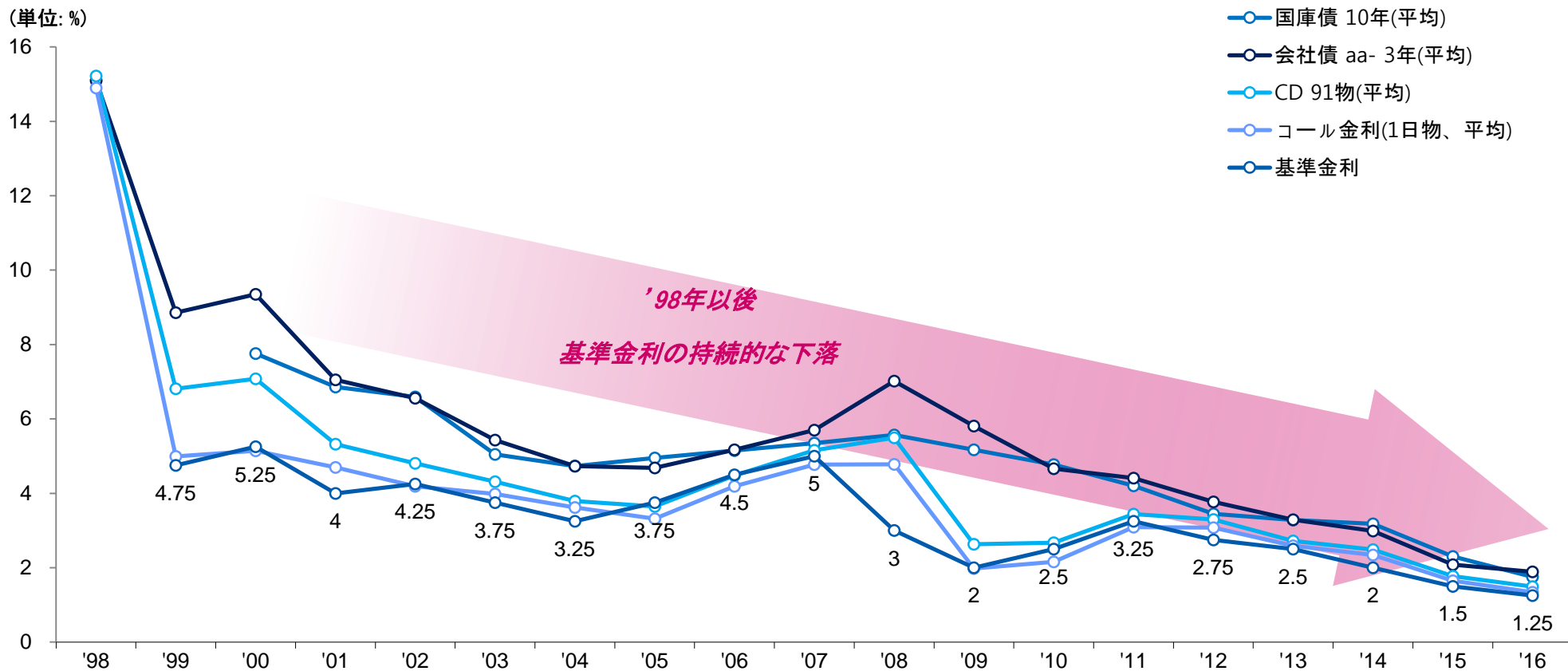


出所)IMF資料(2017.10)よりNRI作成

## マクロ経済動向

# 金利は2008年のリーマンショック以後、持続的に下落し1%台に突入。 低金利による流動性拡大が予想される

## 韓国金利の推移 (1998-2016)



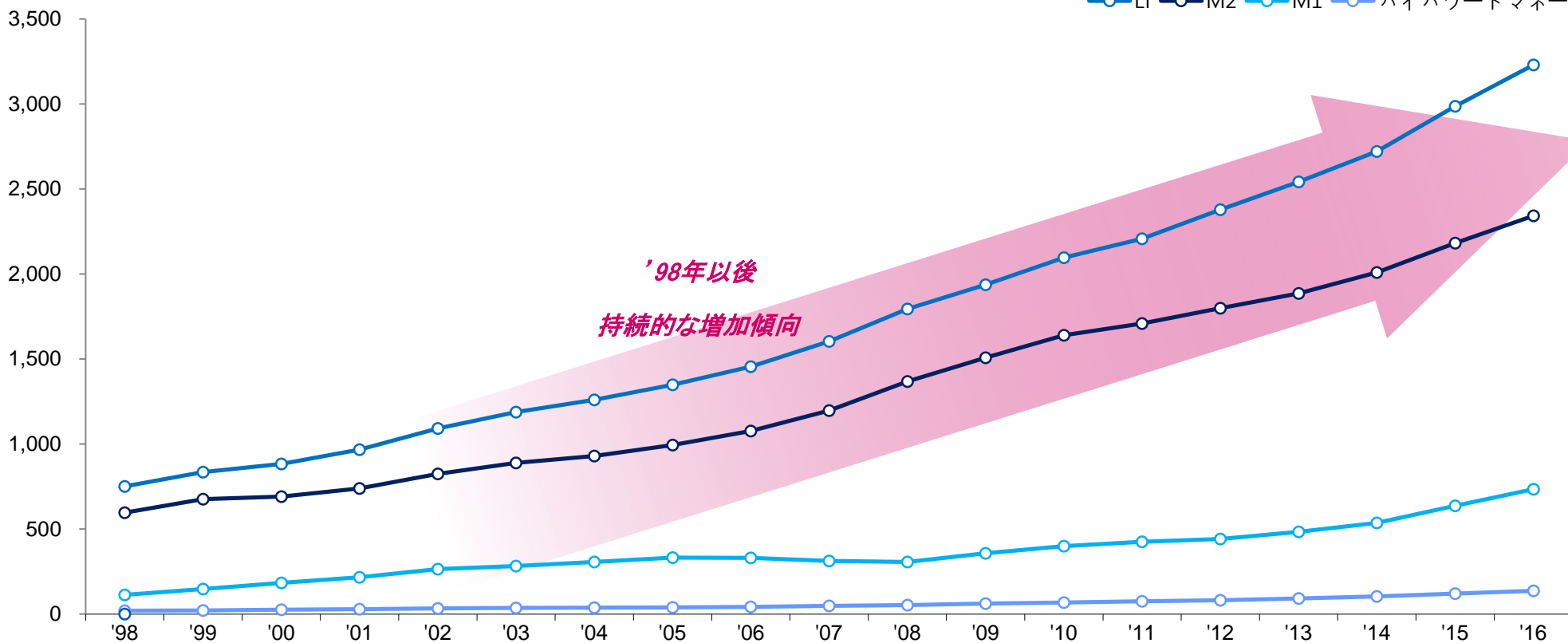
出所) 韓国銀行資料よりNRI作成

## マクロ経済動向

# 経済活性化のための緩和的な通貨政策により国内通貨量が持続的に増加しており、市場の流動資金の拡大を促進している

## 韓国通貨量 平均残額の推移 (1998-2016)

(単位: 兆ウォン)

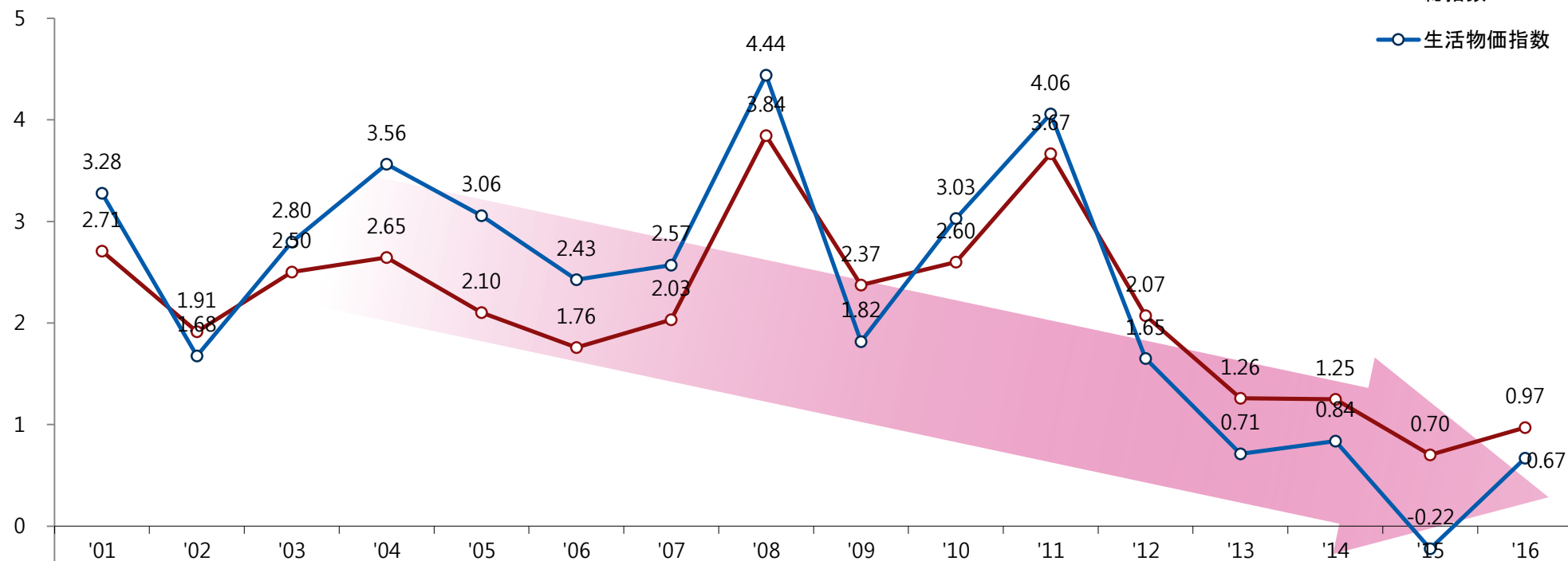


Note: ハイパワードマネー=貨幣発行額+金融機関の対韓国銀行ウォン貸預置金、M1(協議通貨): 現金通貨+要求不預金、随時入出式 貯蓄性預金-同金融商品の預金取扱機関間の相互取引分  
M2(広義通貨): M1+期間物/預金/積金/賦金+市場型金融商品(CD/RP/表紙手形)+実績配当型金融商品+金融債+その他(投信証券貯金/金融社の発行手形)-同金融商品中の長期(2年~)商品/預金取扱機関の間相互取引分  
Lf(金融機関流動性): M1+M2中の満期2年以上預金/積金/金融債+韓国証券金融株の予受金+生保社(郵便局含む)保険契約引当金+農協/国民生命控除の予受金など-同金融商品のLf 編制対象機関間の相互取引分  
出所) 韓国銀行資料よりNRI作成

# 消費者物価指数は2011年以後持続的に下落し、1%以下の水準である

## 年度別消費者物価の騰落率の推移

(単位: 前年比, %)



(1)

Note: 総指数は2015年を100として481個の調査項目を加重平均し毎月指数を算出発表

生活物価指数は全体消費者物価の481個品目中で消費者の購入率が高い品目と基本生活必需品など142個品目を別途集計

出所) 韓国銀行資料等よりNRI作成



# リーマンショック以後ウォン/ドル為替は下落傾向が続いたが、2014年以後上昇に転換

## ウォン/ドル為替の推移

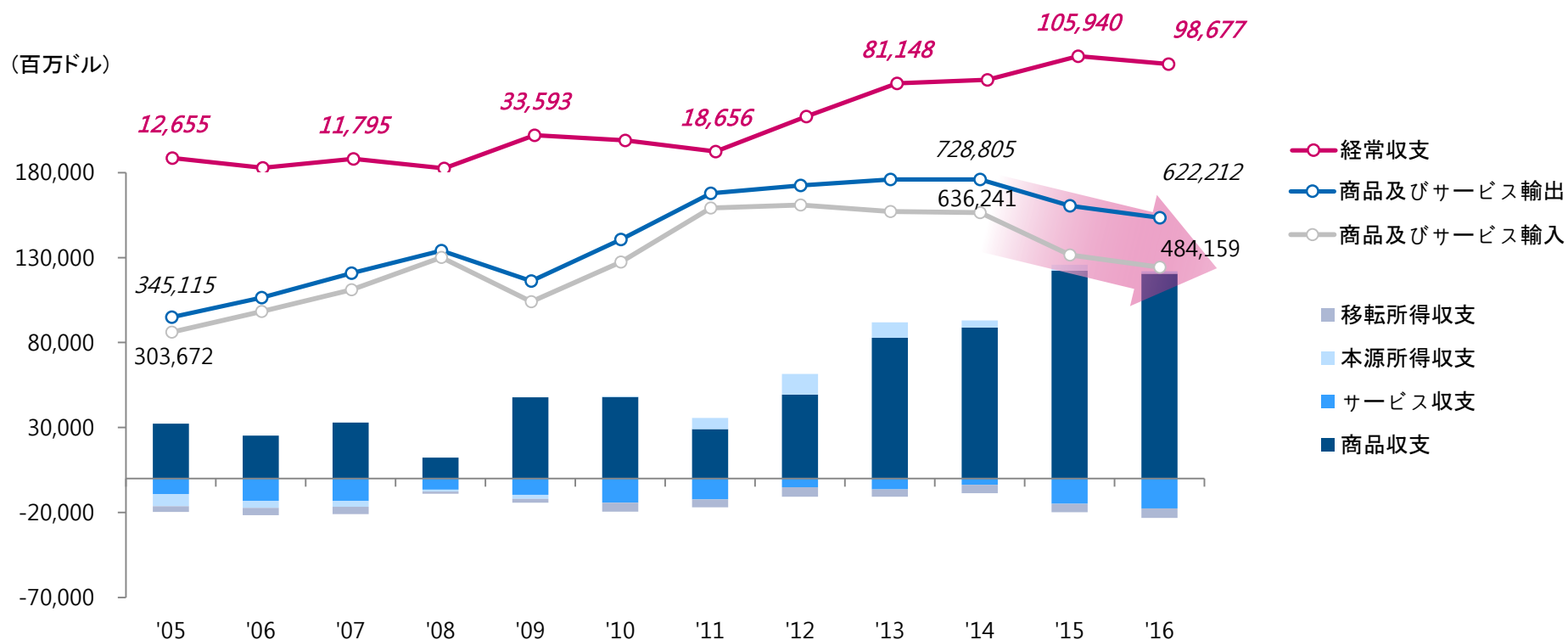


Note: ウォン/ドル現価基準  
出所) 韓国銀行資料よりNRI作成

## マクロ経済動向

経常収支黒字は、市場最大を記録した昨年から微減の約990億ドル。  
減少の主な原因は、建設・運送業の不振による輸出減とサービス収支赤字にある

### 経常収支の推移

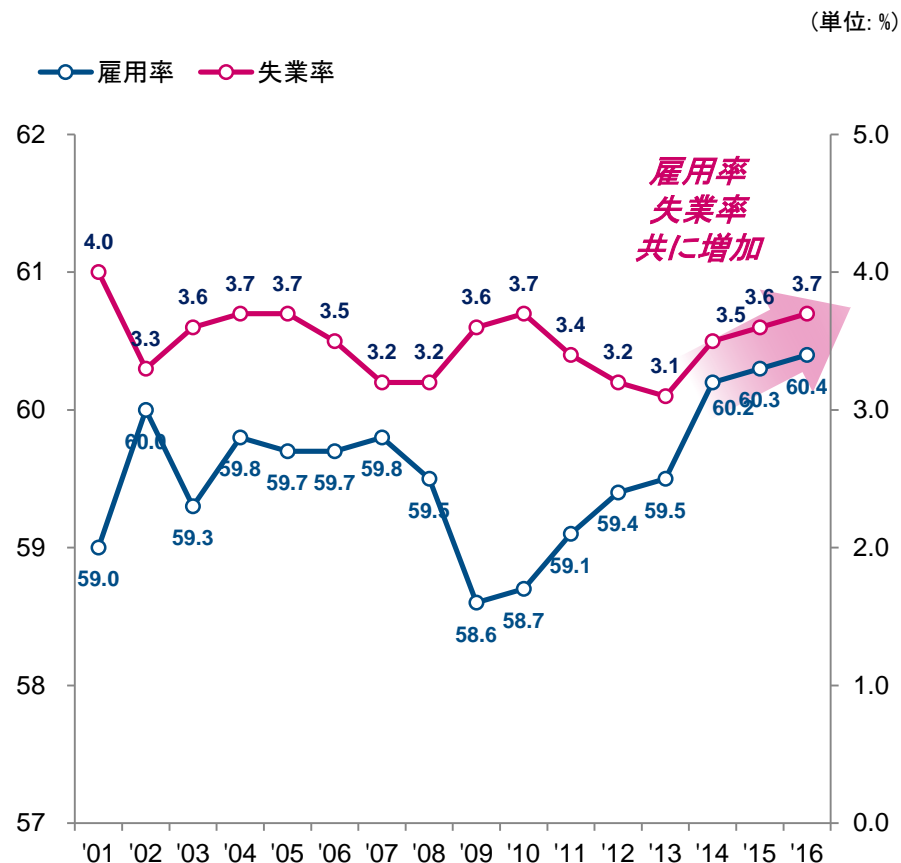


出所) 韓国銀行資料よりNRI作成

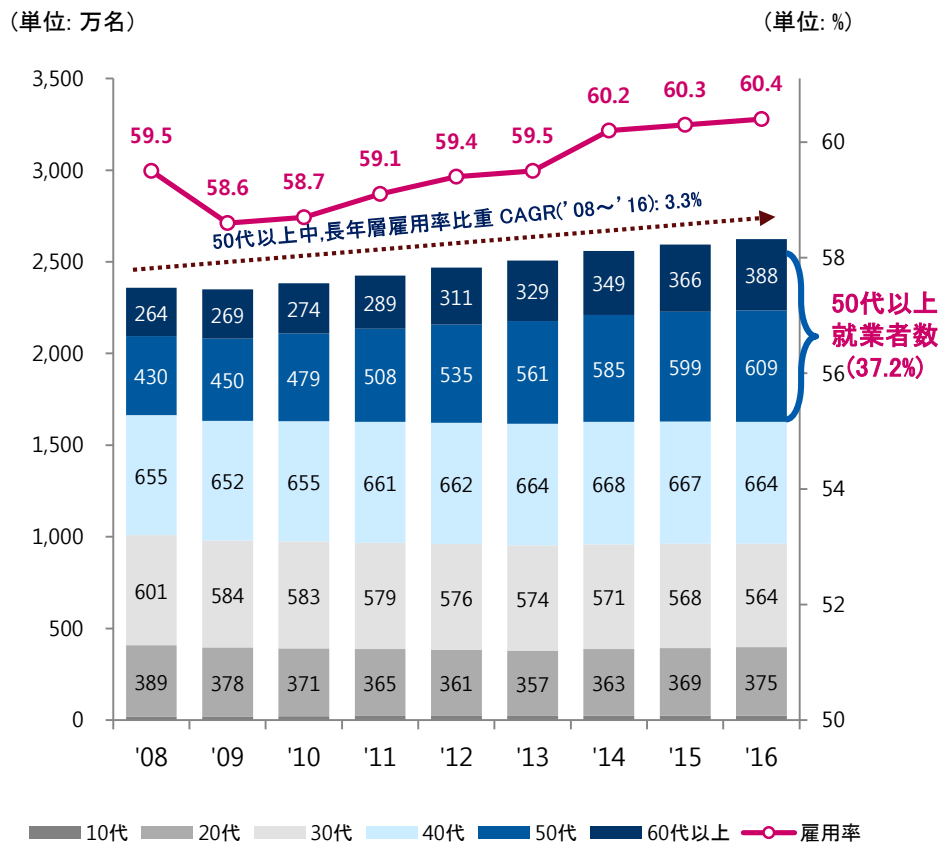
## マクロ経済動向

# 雇用率、失業率ともに上昇。ただし雇用率の上昇は中高年層の雇用拡大によるもので、20代の求職者にとって雇用環境は必ずしも改善していない

### 韓国失業率及び雇用率の推移



### 年齢別就業者数増減推移/雇用率



注: 雇用率=(就業者/満 15才以上人口) $\times$ 100, 失業率=(失業者/経済活動人口) $\times$ 100  
出所)統計庁資料よりNRI作成

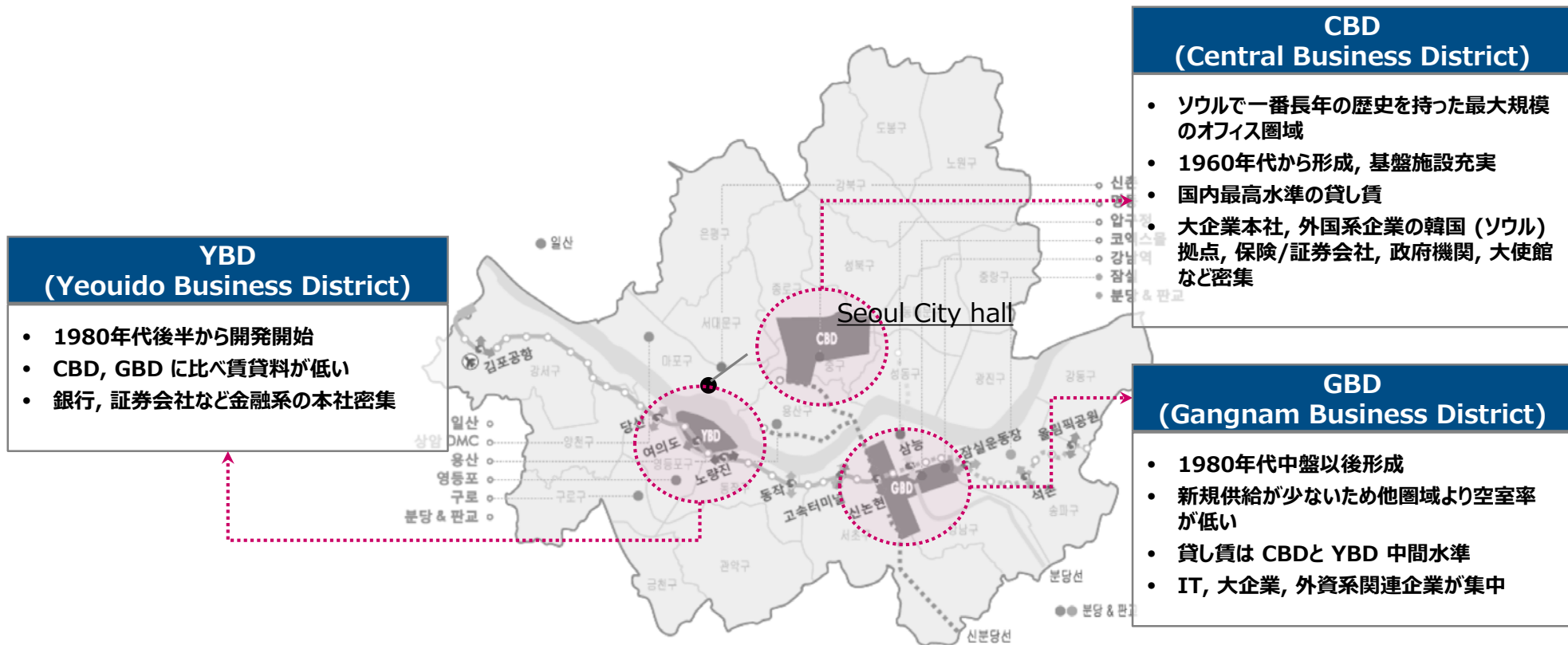
## 韓国

## 経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィス堅調

- 1 韓国の人口動態およびマクロ経済環境
- 2 韓国のオフィス市場
- 3 韓国の住宅市場
- 4 韓国の商業施設市場
- 5 韓国の不動産投資市場

# ソウルのオフィス市場は、政府機関及び大企業の本社が立地している CBD、金融中心地域の YBD、IT関連中心地域である GBD圏に区分することができる

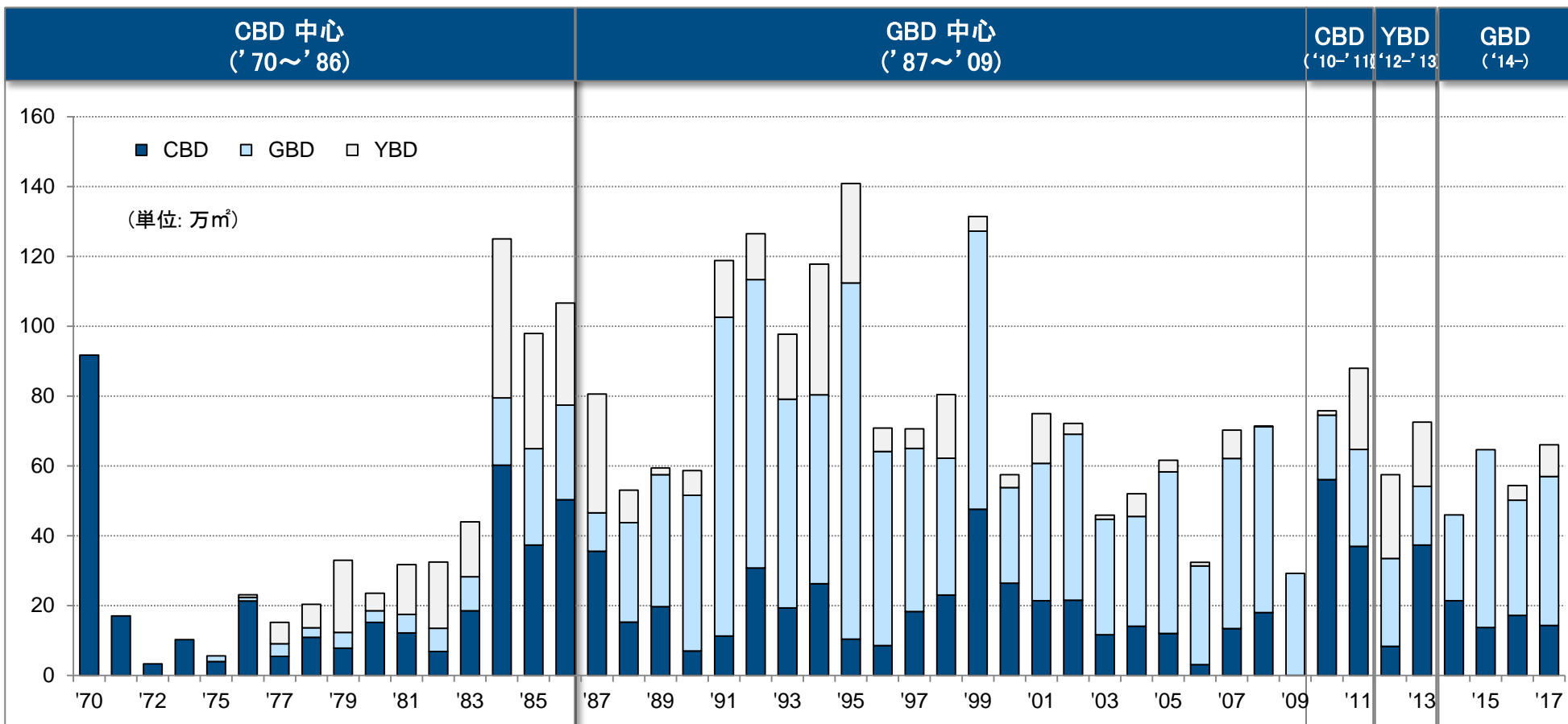
## ソウルの圏域別オフィス市場



## オフィス市場動向

国内オフィス市場は 2010年以後CBD、YBDを中心に新規供給拡大。2014年以後、新規供給は GBDを中心としている

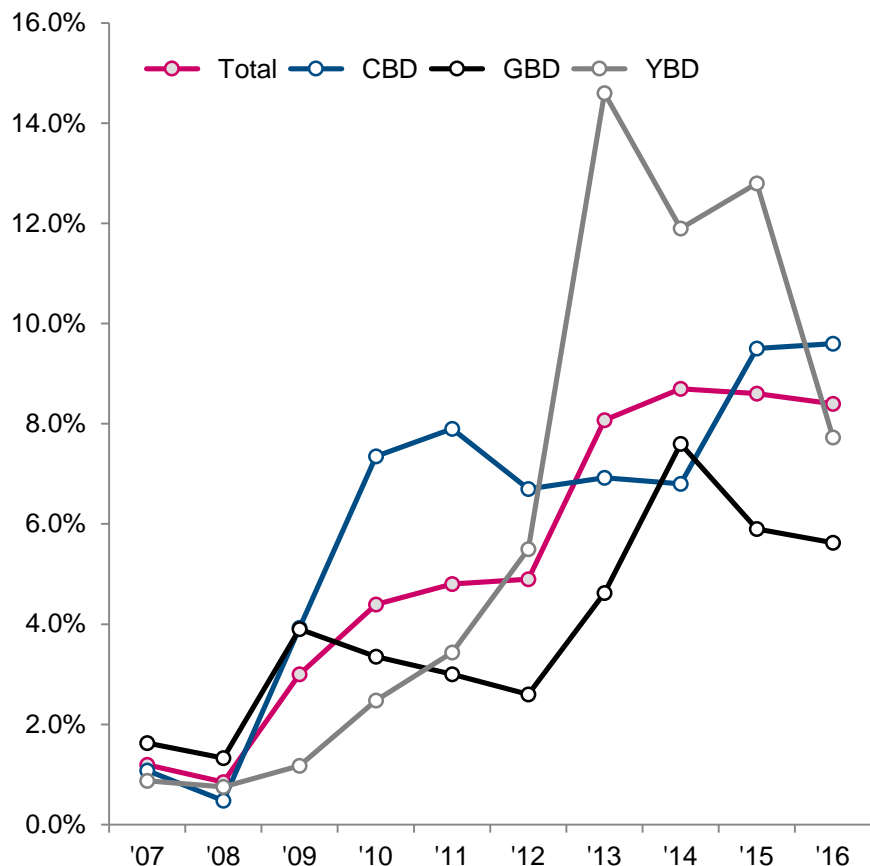
### ソウルオフィス新規供給の推移



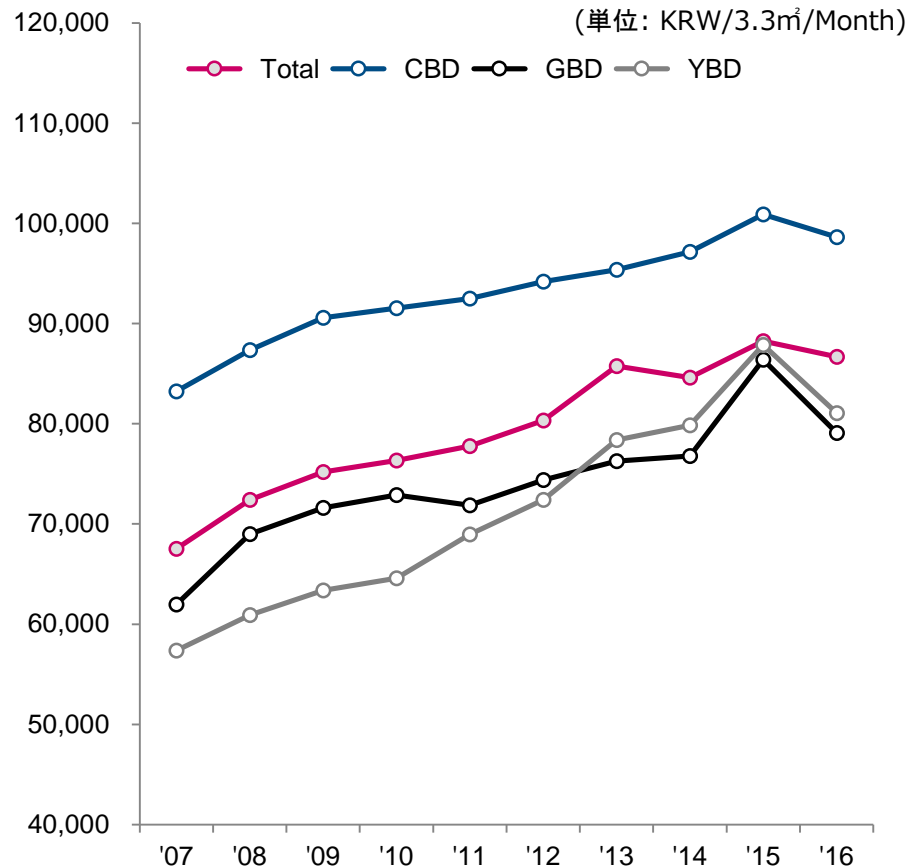
出所)アナリストレポート等よりNRI作成

# ソウルのプライム級新規オフィスの空室率は約8%、賃貸料は約8.7万ウォン/坪に低下

ソウル地域プライムオフィス空室率の推移



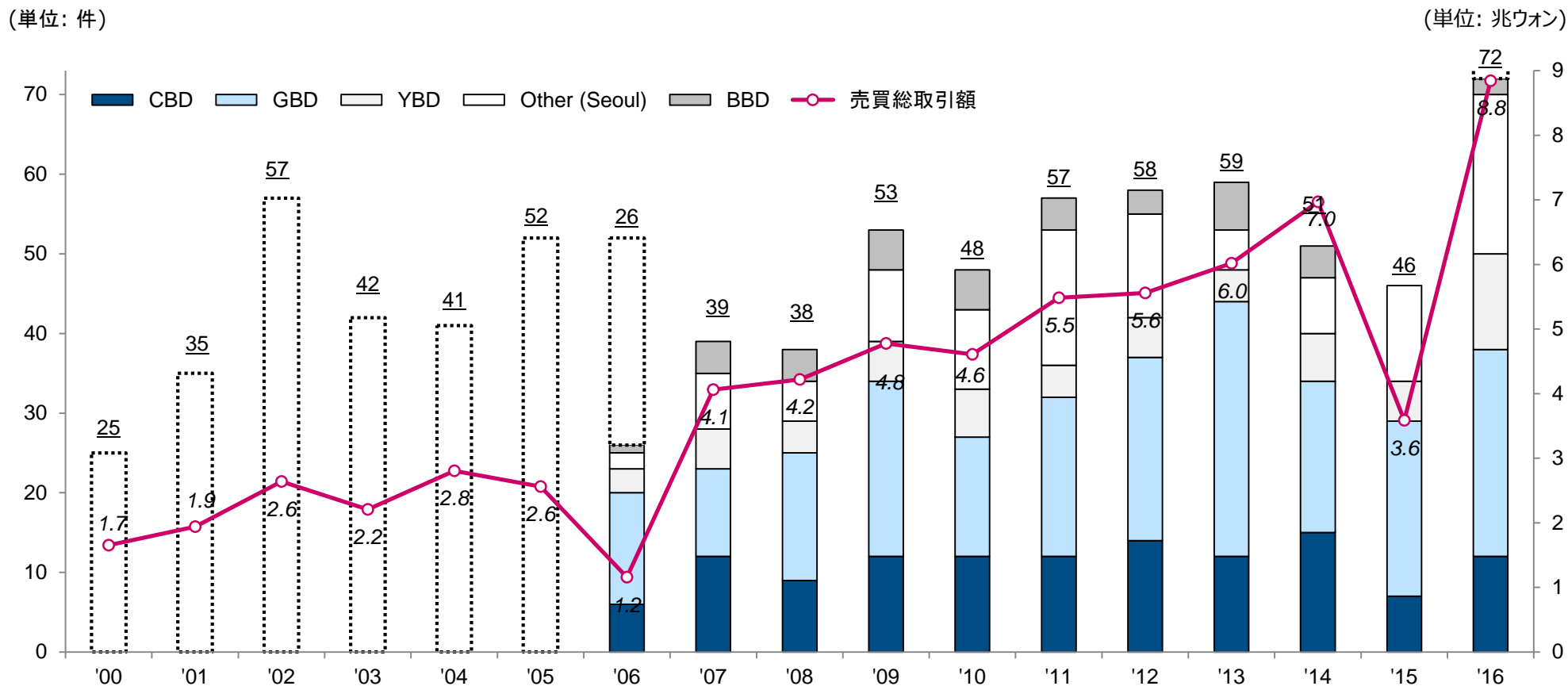
ソウル地域プライムオフィス賃貸料の推移



出所) アナリストレポート等よりNRI作成

# ソウル市内主要オフィス売買取引件数は72件で、総取引価額とともに急増している

## ソウルオフィス売買取引件数及び総取引価額の推移

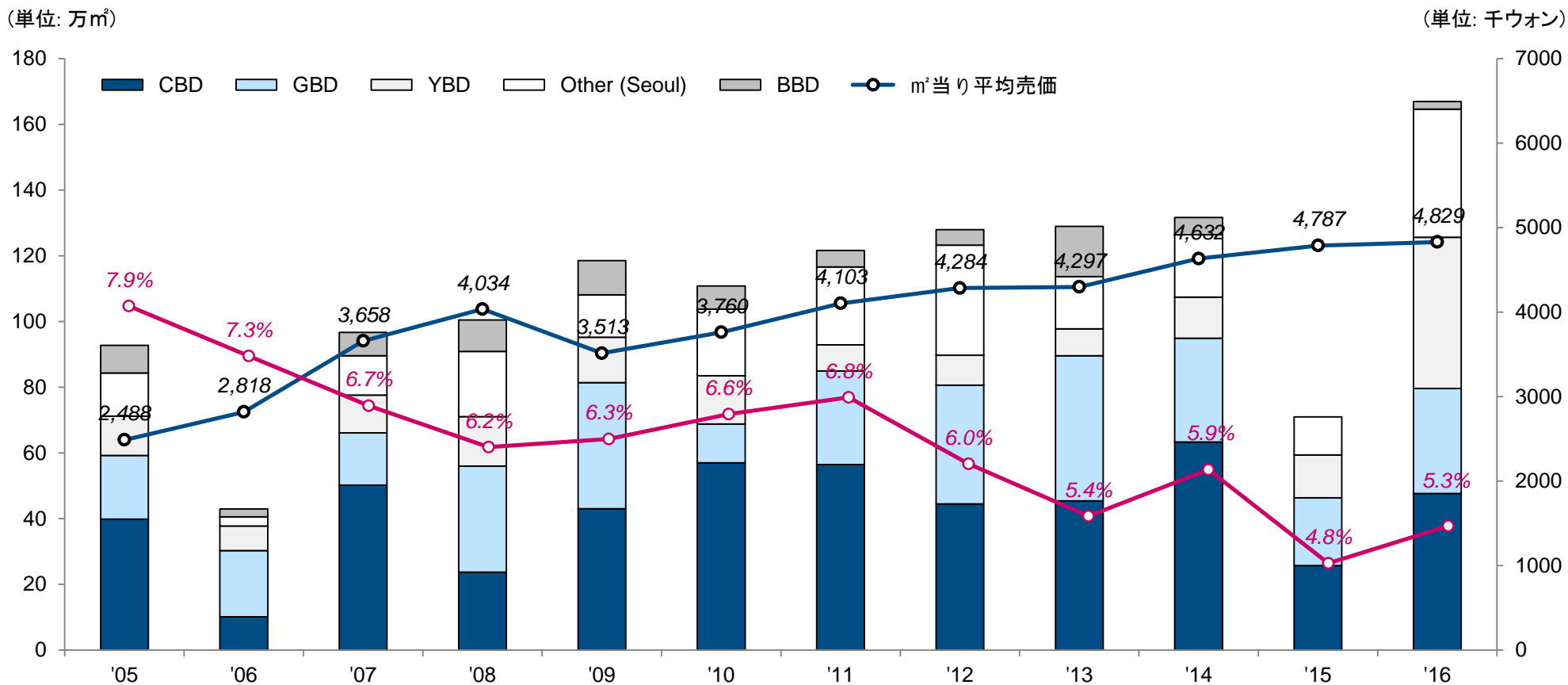


Note: 延面積 3,300m<sup>2</sup> 以上品物対象  
出所) アナリストレポート等よりNRI作成



# オフィス売価は約480万ウォン/m<sup>2</sup>で、キャップレートは5.3%である

## ソウルオフィス圏域別売買取引面積及びm<sup>2</sup>当たり売価

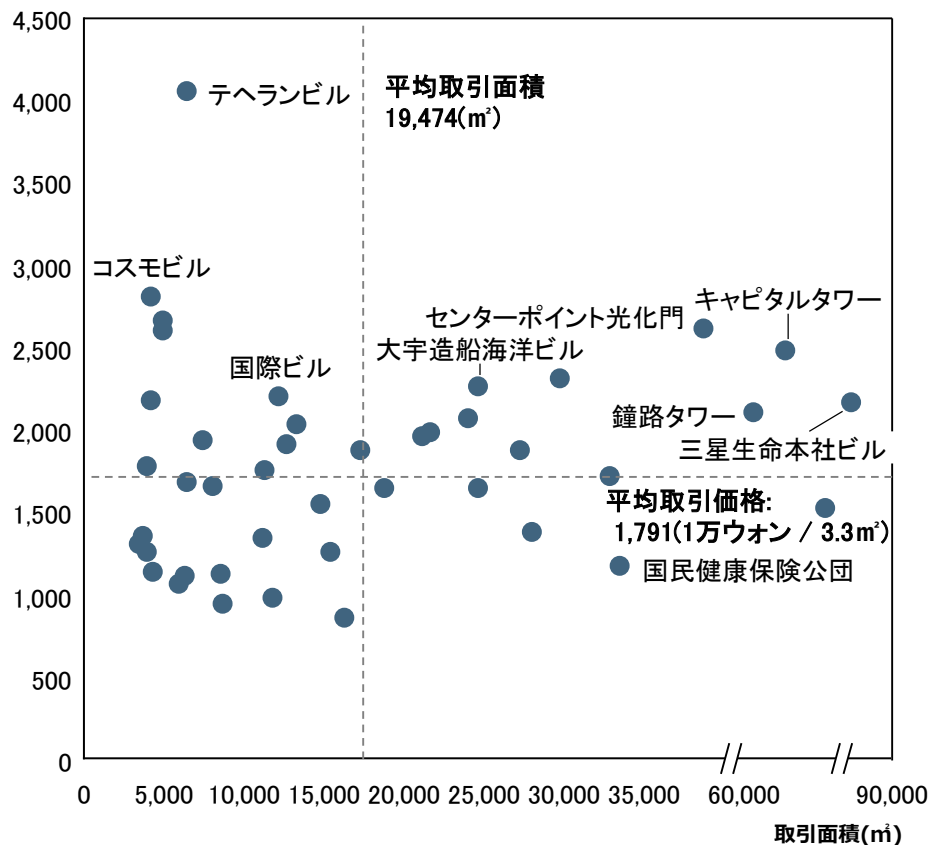


出所) アナリストレポート等よりNRI作成

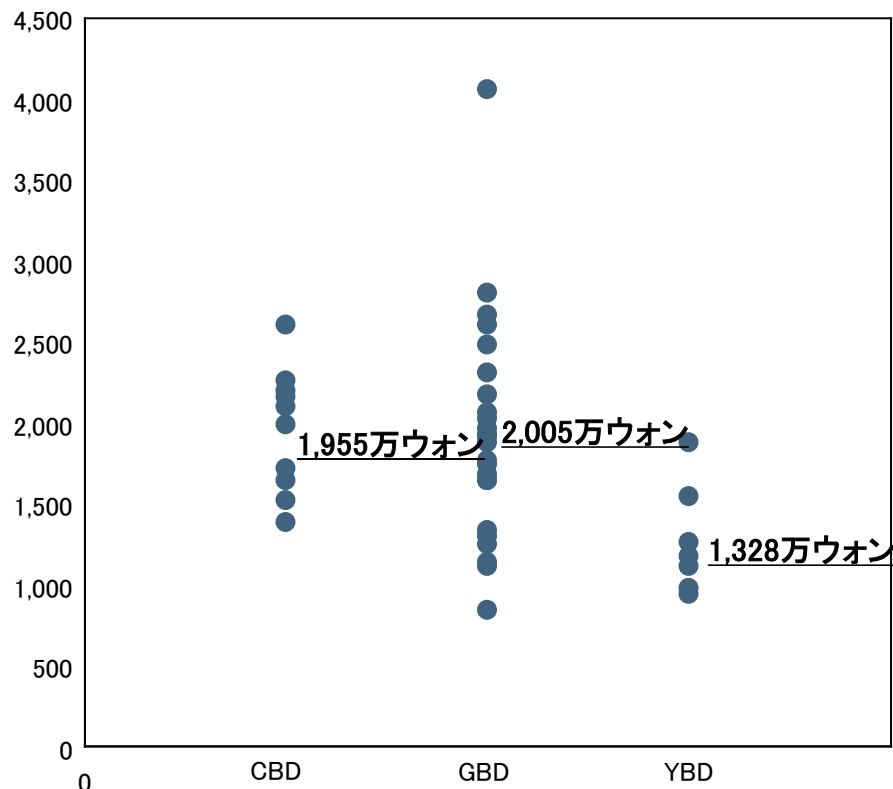
# オフィス平均取引面積は約1.9万㎡、平均坪当たり売買価格は約1,600万ウォン水準

## ソウルオフィス圏域別売買取引面積当たり売価（2016年取引物件対象）

(1坪当たり価格: 万ウォン/3.3㎡)



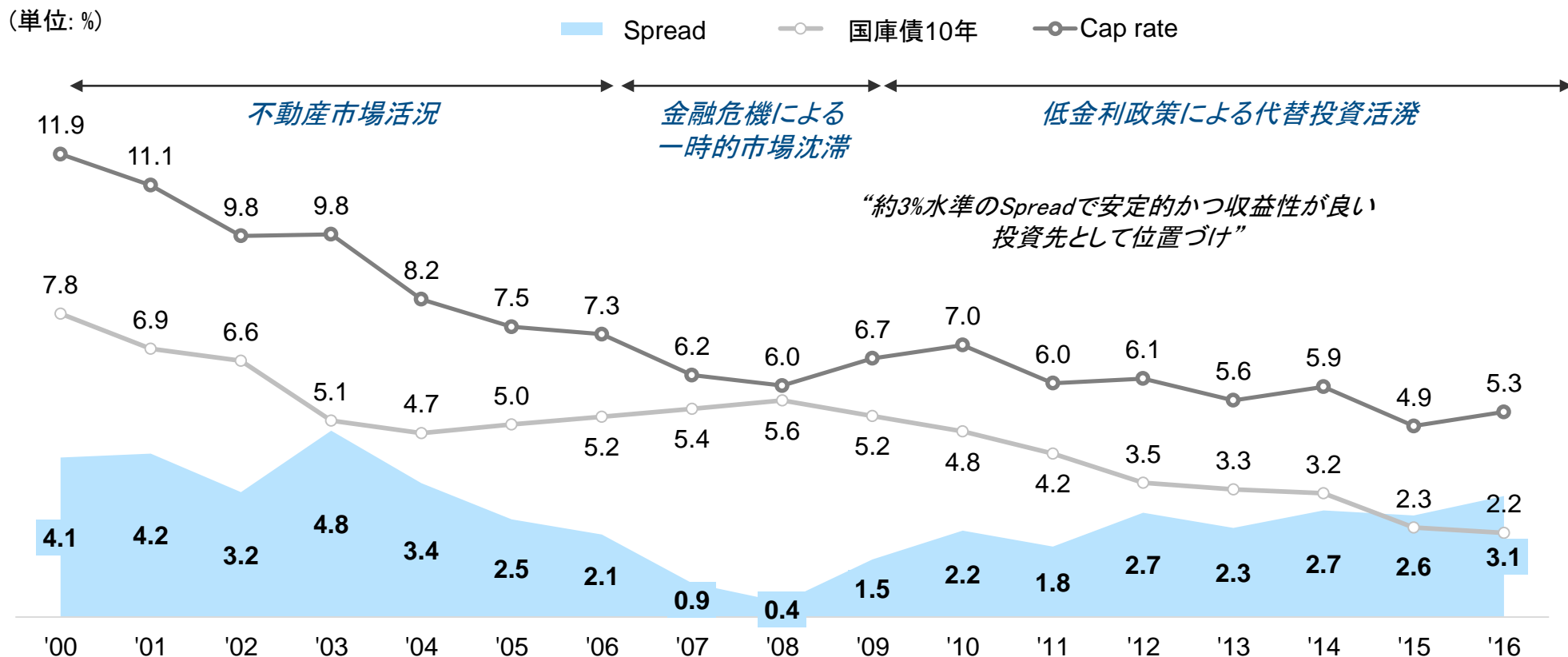
(単位: 万ウォン/3.3㎡)



Note: 2016年 CBD, GBD, YBDを中心に取引引きが成り立っている43個のオフィスを対象に分析  
(\*16年竣工による取引引き, IFC, 個人間取引引き事例など7件は除外)

# オフィス市場のキャップレートは約5%で、国債とのスプレッドは約4%である

## ソウルオフィス Cap Rate と国債の推移



出所)メディアリサーチ資料よりNRI作成

## 韓国

## 経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィス堅調

- 1 韓国の人口動態およびマクロ経済環境
- 2 韓国のオフィス市場
- 3 韓国の住宅市場
- 4 韓国の商業施設市場
- 5 韓国の不動産投資市場

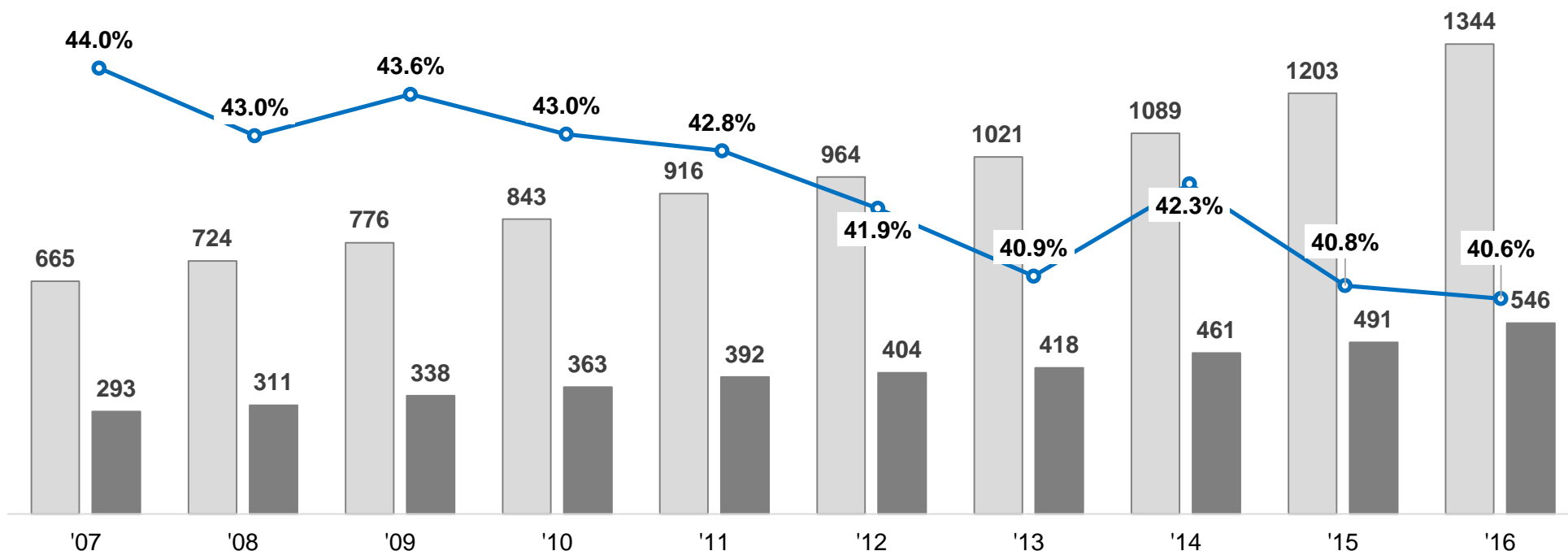
## 住宅市場動向

国内の家計負債は1,300兆ウォンに増加。このうち住宅担保ローンは4割を占めており、不動産価格下落や金利上昇によるデフォルトリスクが高まっている

### 家計融資規模の推移

(単位: 兆ウォン)

● 住宅担保ローン比重 ■ 家計融資 ■ 住宅ローン

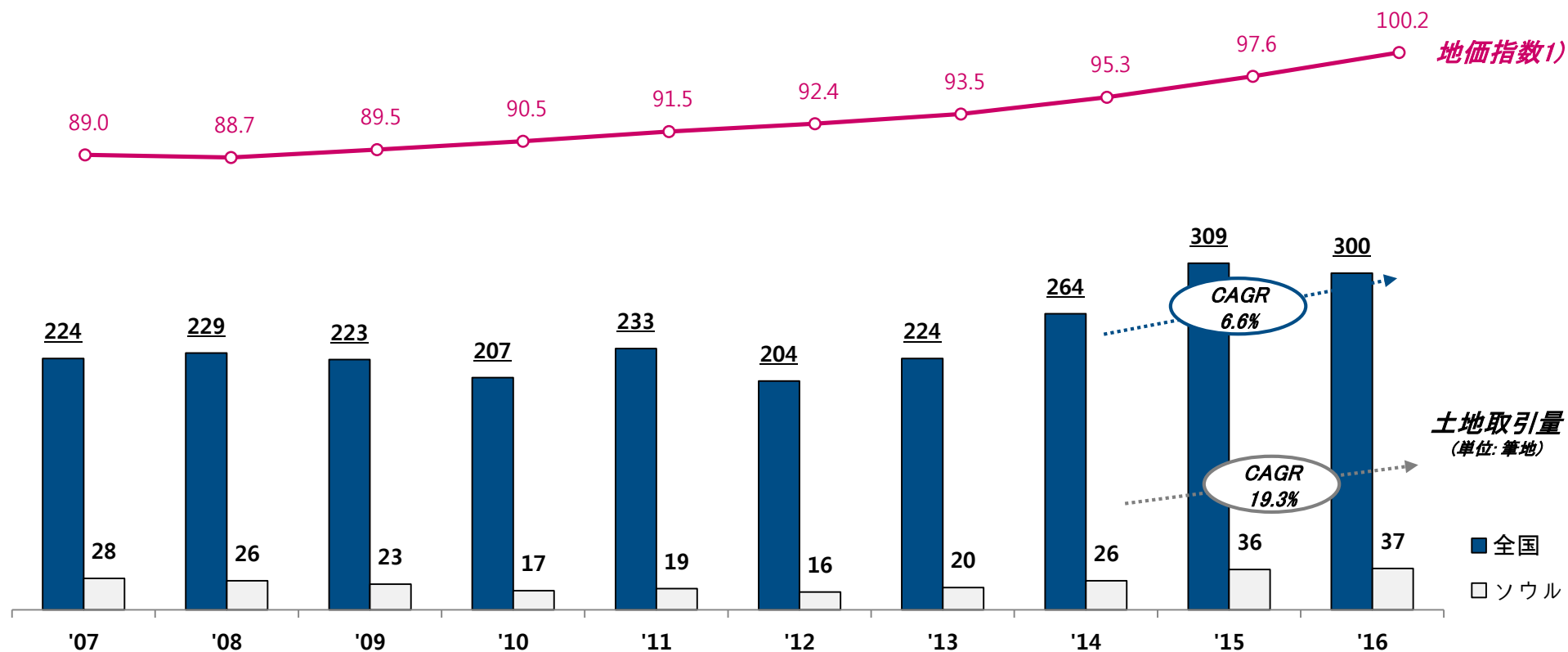


出所)統計庁資料よりNRI作成

# 土地地価指数及び土地取引量は緩やかに上昇している

## 土地取引量及び地価指数※の推移

(筆紙単位: 万件)



Note: 地代指数基準: 2016.12.1 = 100

出所) 不動産統計情報システム資料よりNRI作成

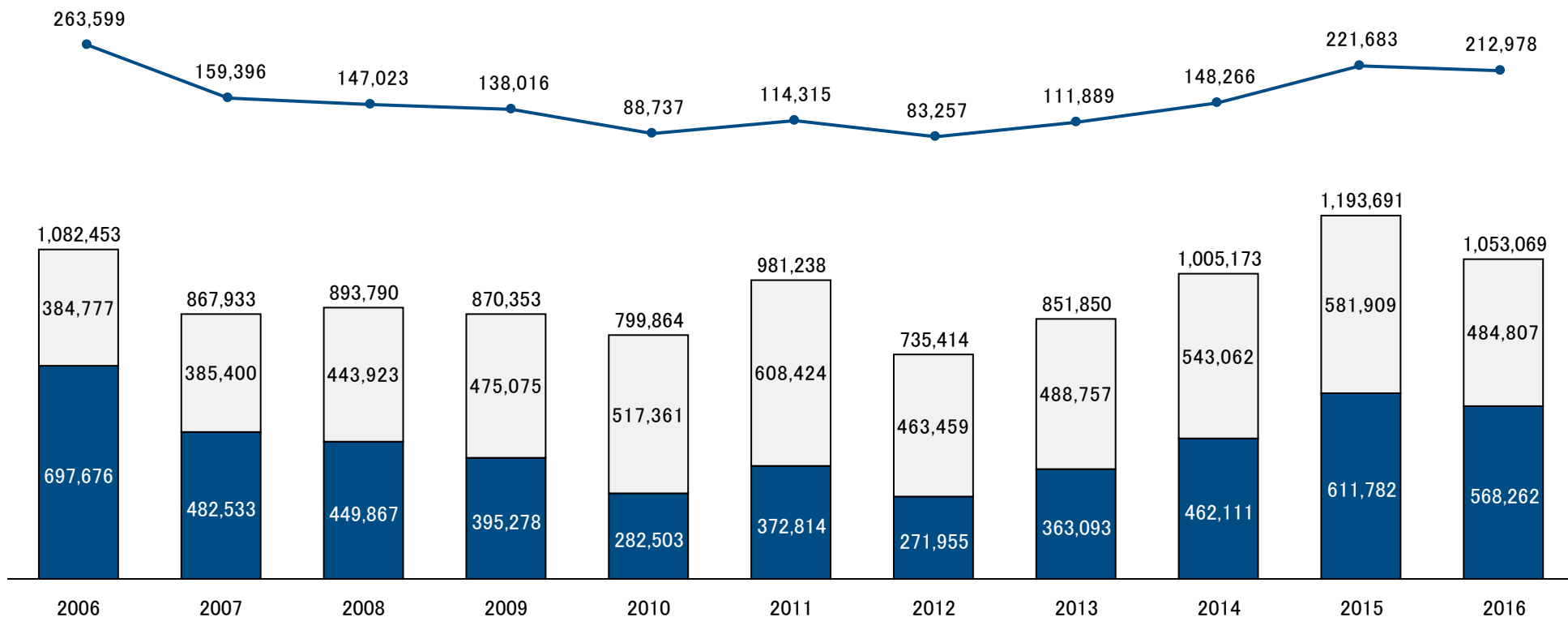
## 住宅市場動向

# 住宅売買取引量は2012年から回復傾向にあったが、与信審査強化やアメリカの金利引上げ等の不確実性の増大により、微減に転じている

### 全国住宅売買取引量の推移

(単位: 件数) □ 地方 ■ 首都圏 ● ソウル

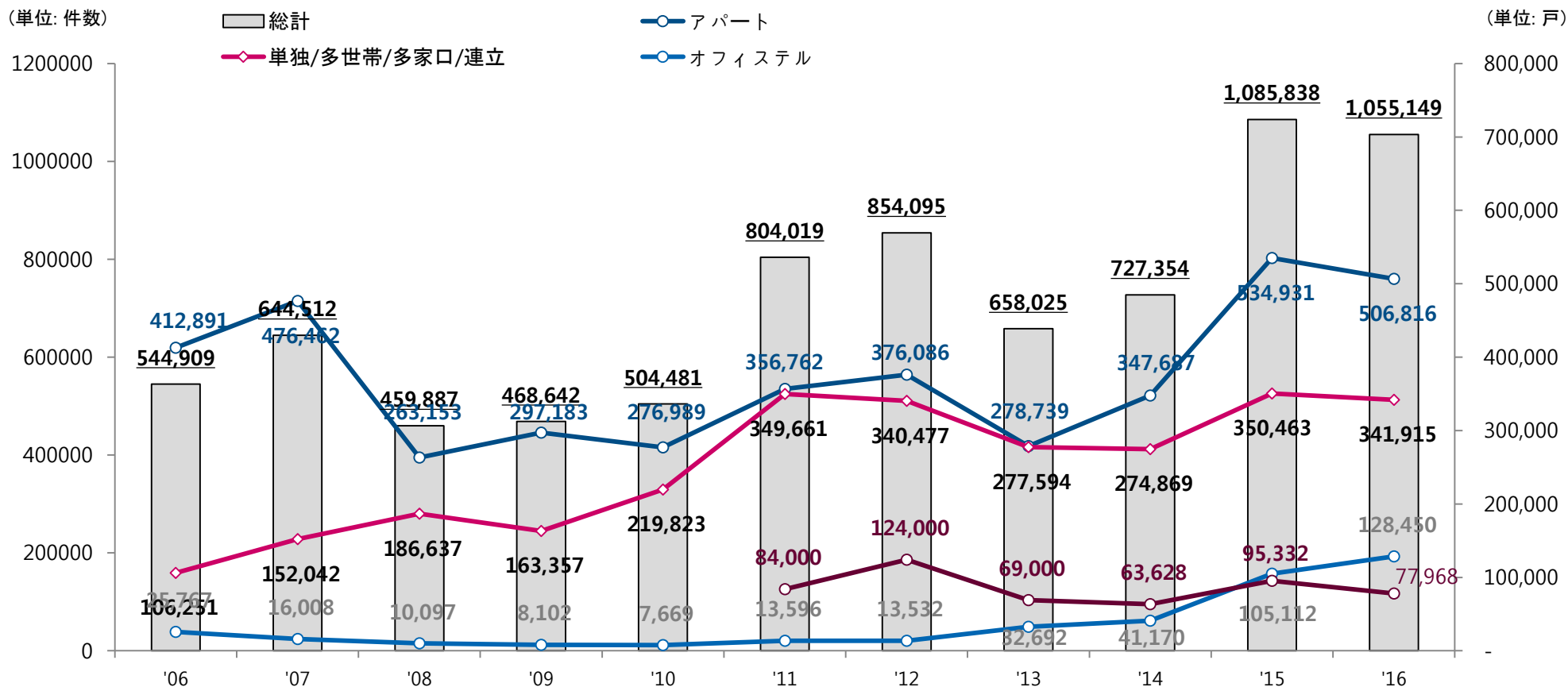
'16年首都圏地域の売買取引量は全国取引量の約54%



出所) オンナラ不動産資料よりNRI作成

# 2013年以後アパートを中心に年間住宅供給量が増加。2016年には約100万戸が新規供給された

## 全国住宅類型別認可可量の推移



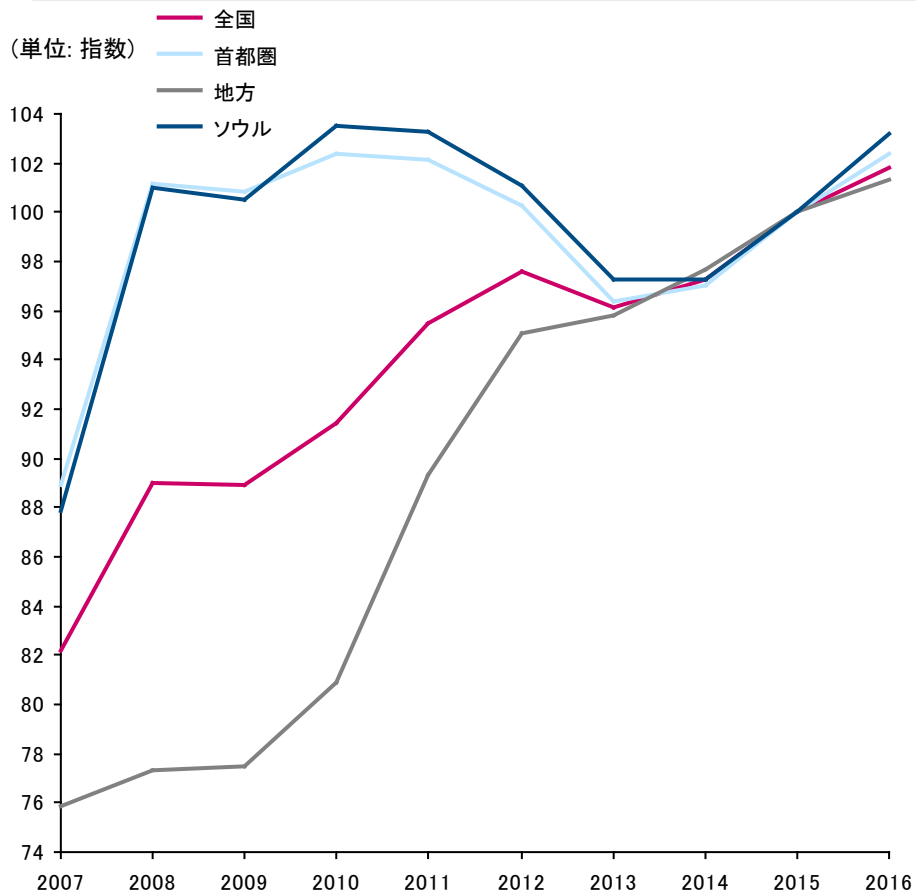
注: 国土交通部の公式統計ではオフィステル及び都市型生活住宅が総住宅供給量に合算されておらず、本報告書の数値とは異なる  
出所) 国土交通部統計資料よりNRI作成



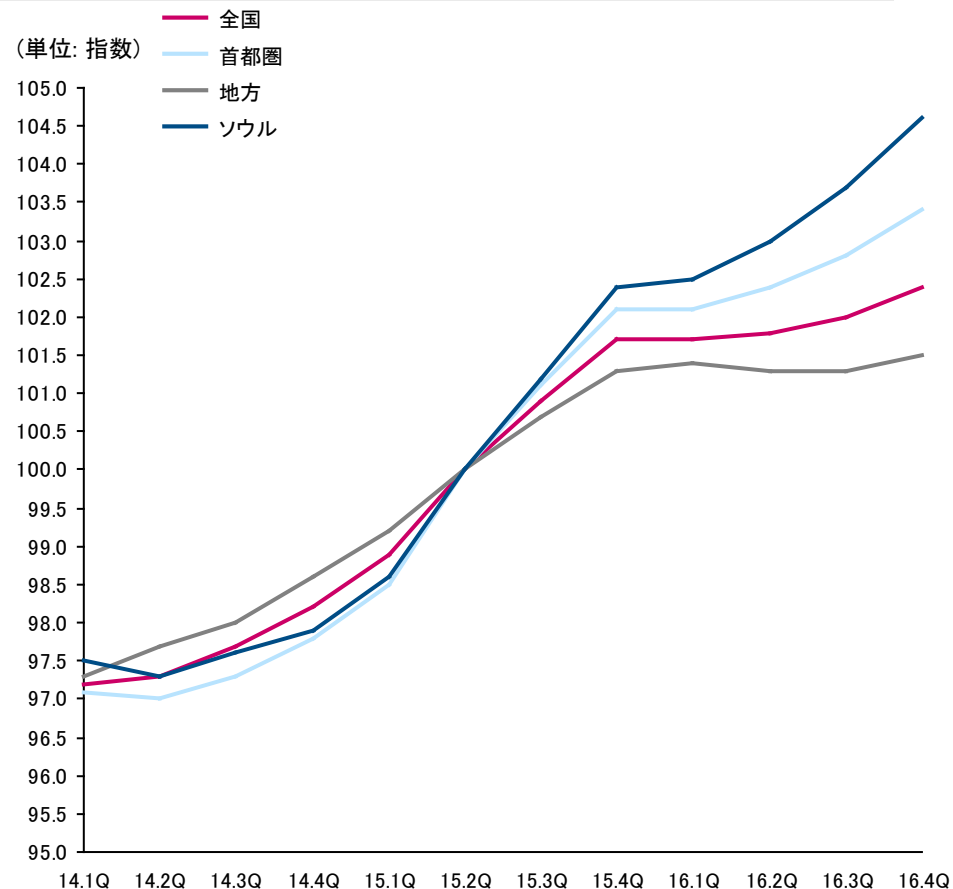
## 住宅市場動向

# 全国平均住宅売買価格指数は 2013年以後回復傾向を見せ、特にソウル及び首都圏中心に上昇している

### 住宅売買指数※の推移（10年）



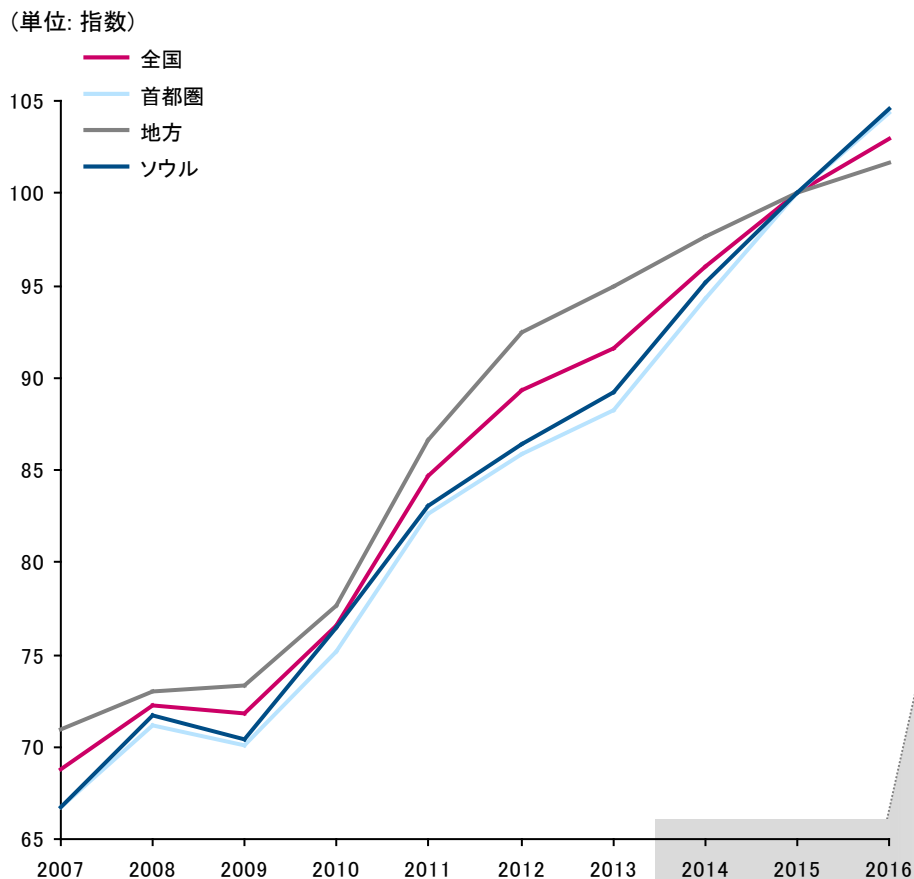
### 住宅売買指数※の推移（3年）



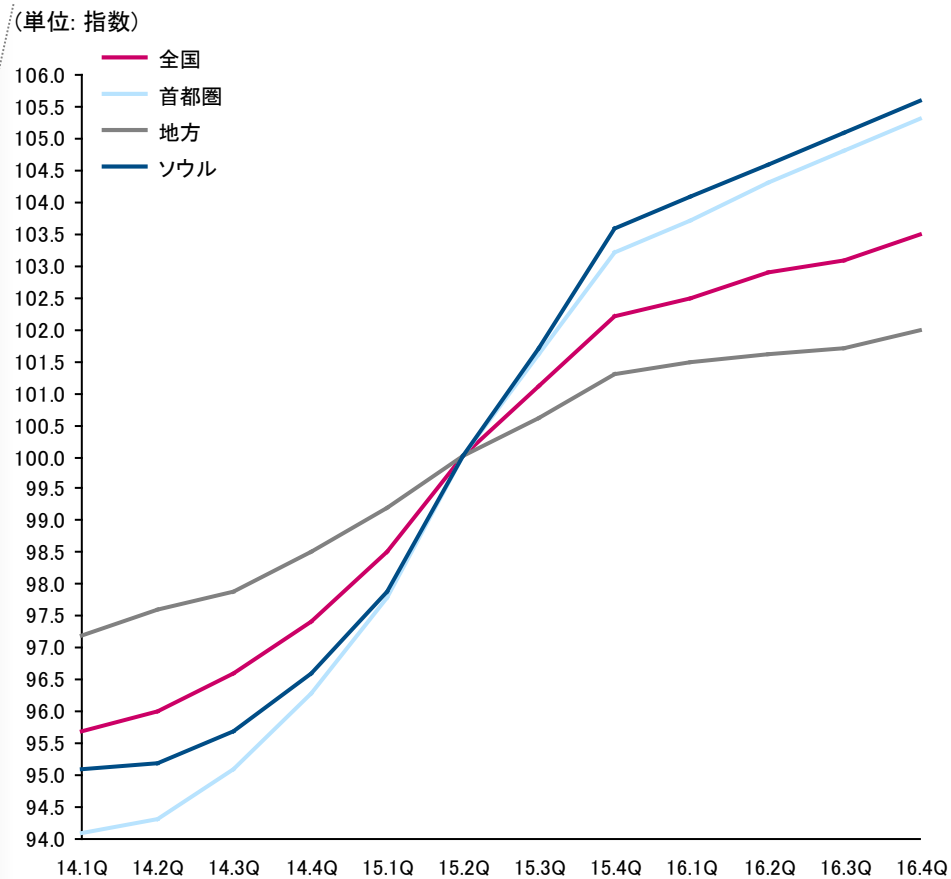
出所) 韓国鑑定院資料よりNRI作成

# チョンセ価格指数は過去10年間上昇傾向にあるが、直近は上昇率が鈍化している

全国/首都圏住宅チョンセ価格指数※の推移（10年）



全国/首都圏住宅売買価額指数※の推移（3年）



注: チョンセ…保証金を任せて賃借した後契約期間が終われば保証金を返してもらおう賃貸借類型

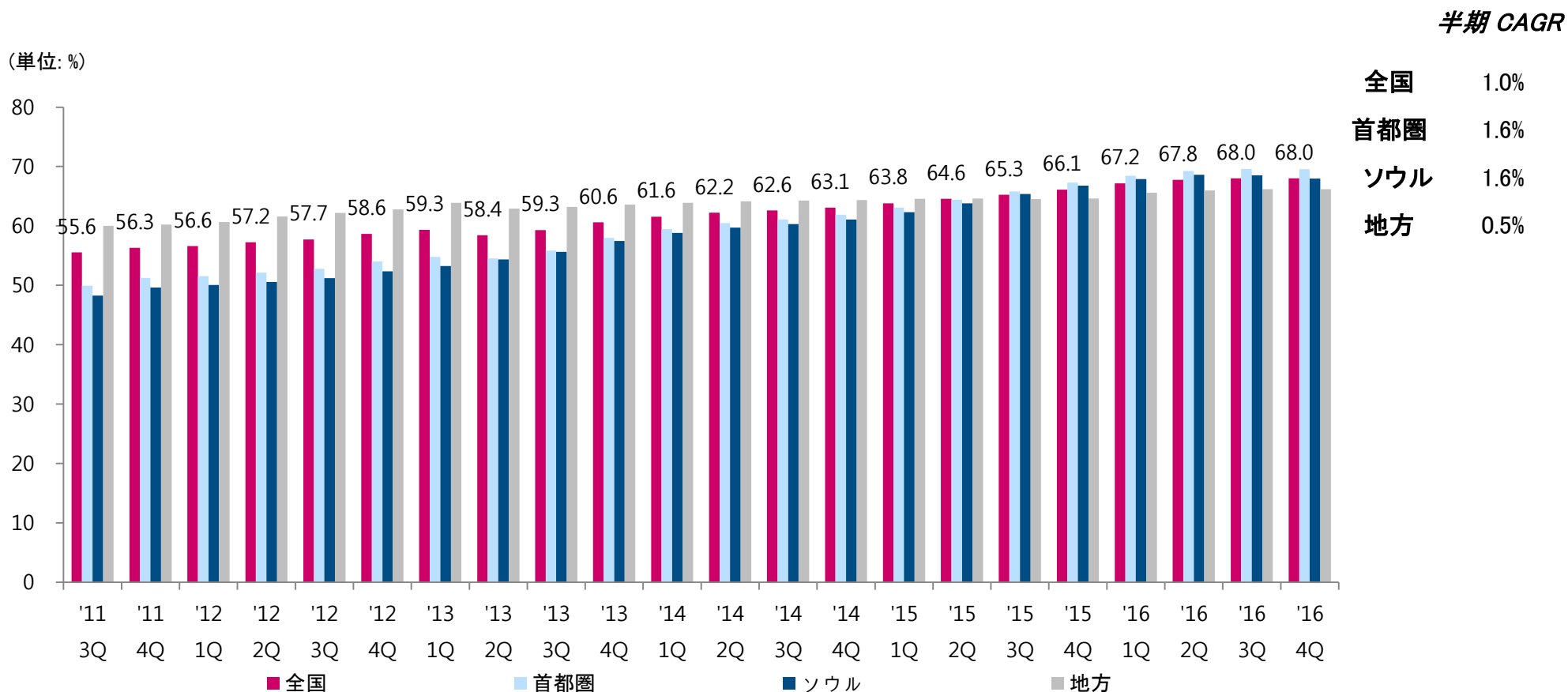
※全国住宅チョンセ価格指数基準: 2015年6月 = 100, 毎年6月基準

出所) 韓国鑑定院資料よりNRI作成

## 住宅市場動向

チョンセ価格は全国住宅売買価格対比約68%、首都圏の場合約70%水準であり、ソウル及び首都圏を中心に上昇している

### 全国住宅出来値対比チョンセ価格の推移



出所) 国民銀行資料よりNRI作成

## 韓国

## 経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィス堅調

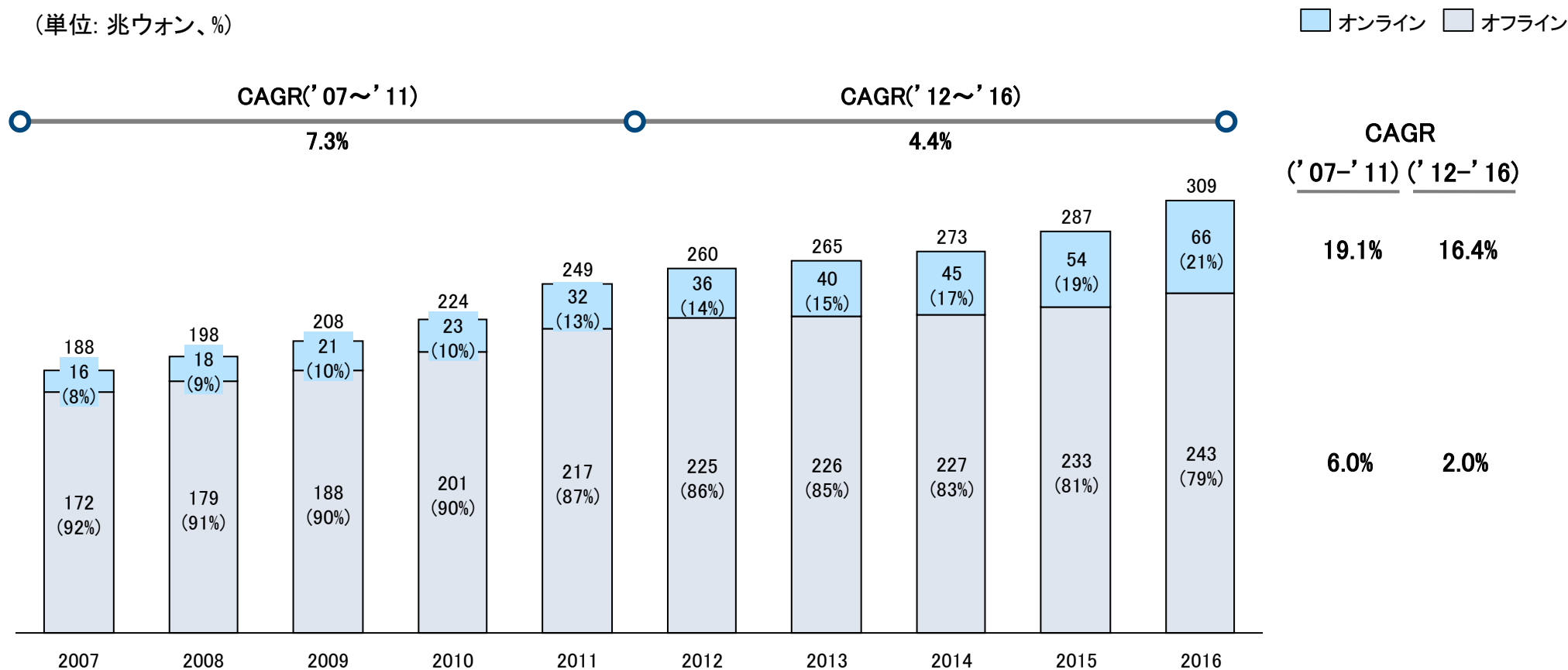
- 1 韓国の人口動態およびマクロ経済環境
- 2 韓国のオフィス市場
- 3 韓国の住宅市場
- 4 韓国の商業施設市場
- 5 韓国の不動産投資市場

## 商業施設市場動向

オンライン、オフラインを合わせた小売市場規模は約300兆ウォンを突破。  
とりわけオンライン分野の伸びが著しい。

### オンライン／オフライン小売市場規模（2006-2016）

（単位：兆ウォン、%）

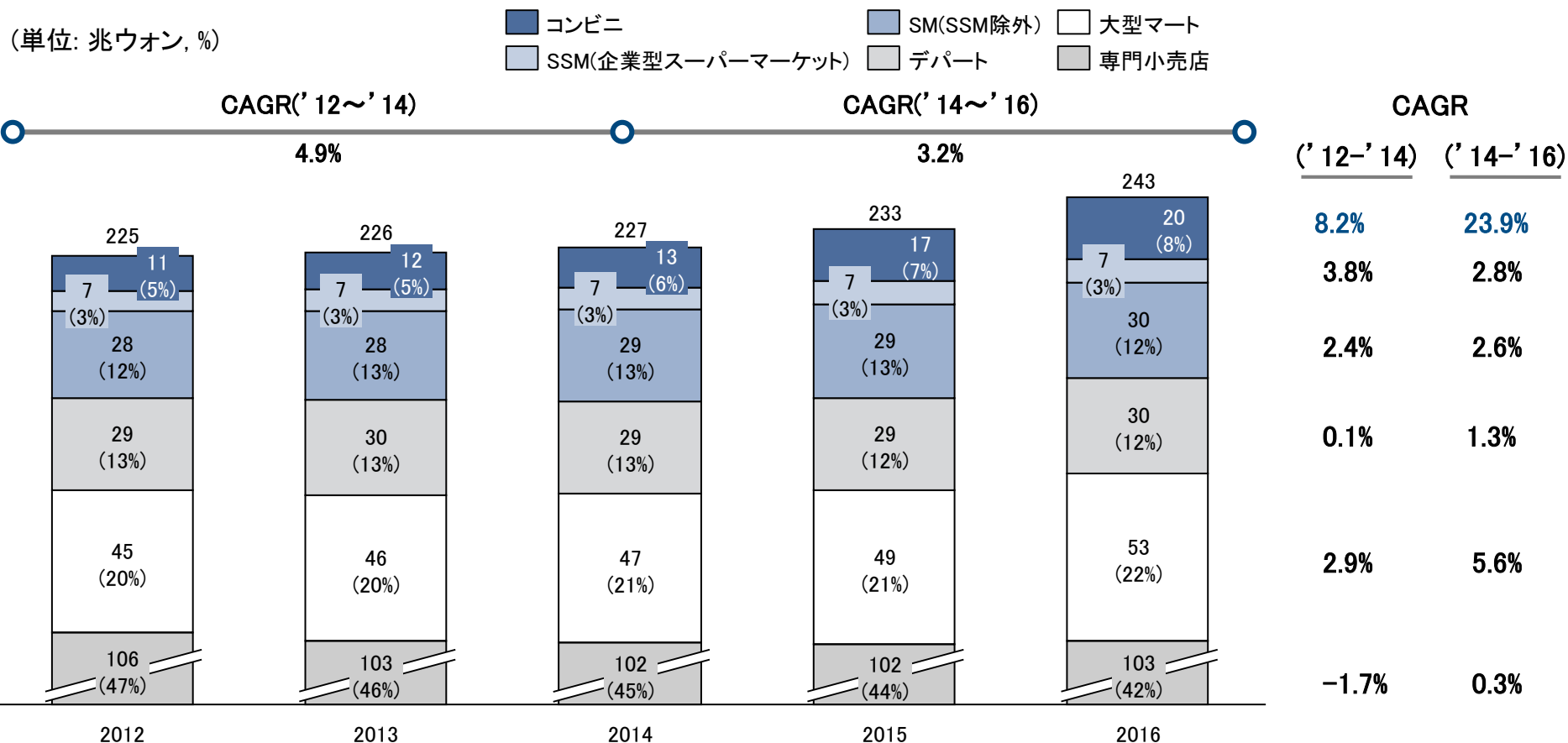


Note: オフライン市場=デパート+大型マート+スーパーマーケット+コンビニ+専門小売店(乗用車及び燃料小売店除外), オンライン市場=PCショッピング+モバイルショッピング(TVホームショッピング+カタログショッピング除外)

大型マート売上げの場合、統計庁の大型マート売上高集計額の中で免税店の部分を除外、複合モール及びアウレット含む、出所)統計庁資料及び韓国オンラインショッピング協会資料よりNRI作成

# オフライン分野のうち、CVSの成長性が突出して高く、ほかの業態は低成長が続いている

## オフライン小売市場規模（2011-2016、業態別）

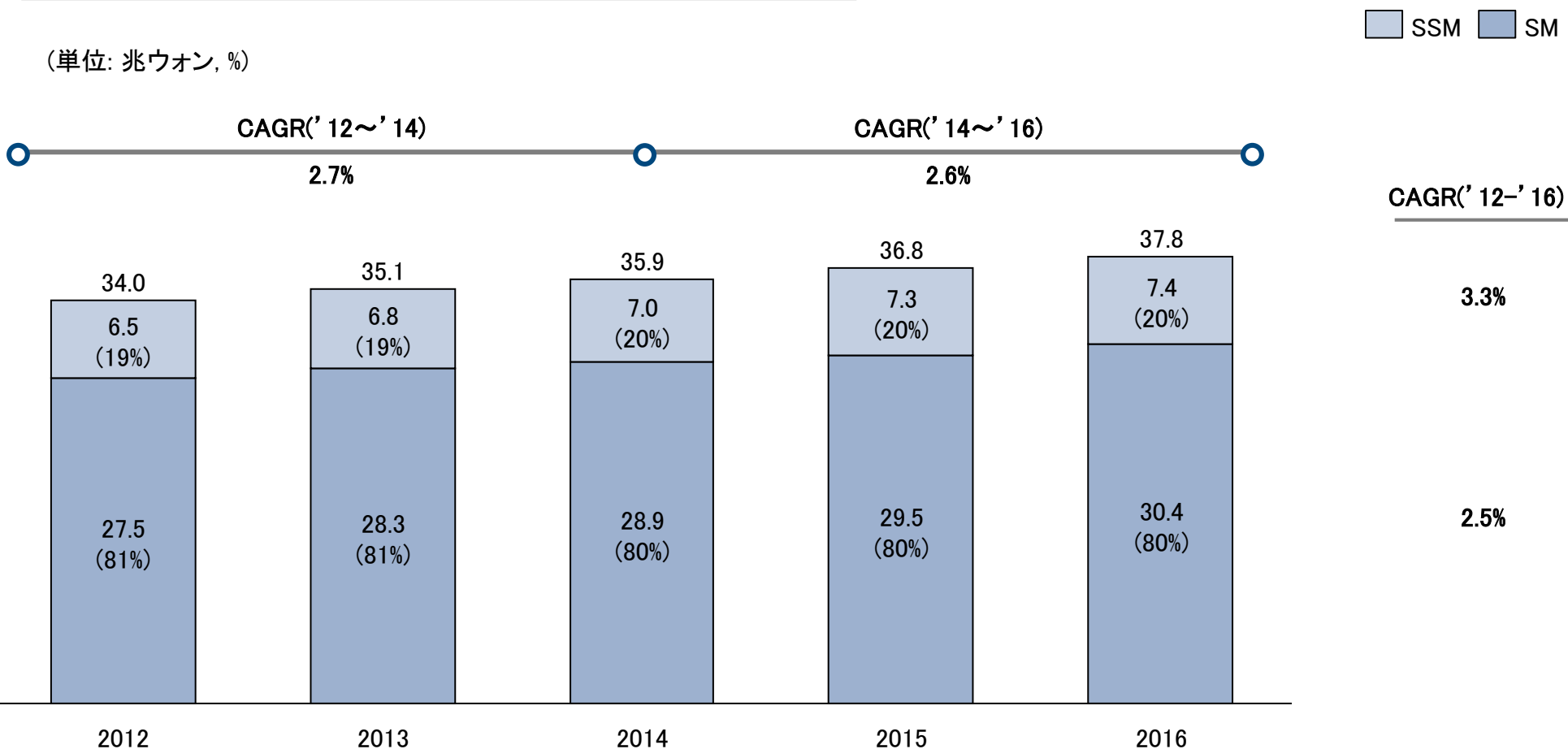


Note: オフライン市場=デパート+大型マート+スーパーマーケット+コンビニ+専門小売店(乗用車及び燃料小売店除外)  
出所)統計庁資料よりNRI作成

# SM市場においては、成長率2%台、SSM比率2割台のまま推移している

## SM市場規模（2012-2016）

（単位：兆ウォン，%）



Note: SSM=ロッテスーパー、GSリテール、ホームプラス、エブリデイリテール、Seowon流通、水産協同組合流通、CS流通基準出所) 統計庁資料及び流通業社年鑑よりNRI作成

## 商業施設市場動向

# オンライン分野は年10%超の急拡大を遂げつつ、その購買チャネルもPCからモバイルへ遷移してきている

### オンライン小売市場規模（2012-2016、購買チャネル別）

（単位：兆ウォン、%）

■ PC  
■ モバイル

CAGR('12~'14)

19.1%

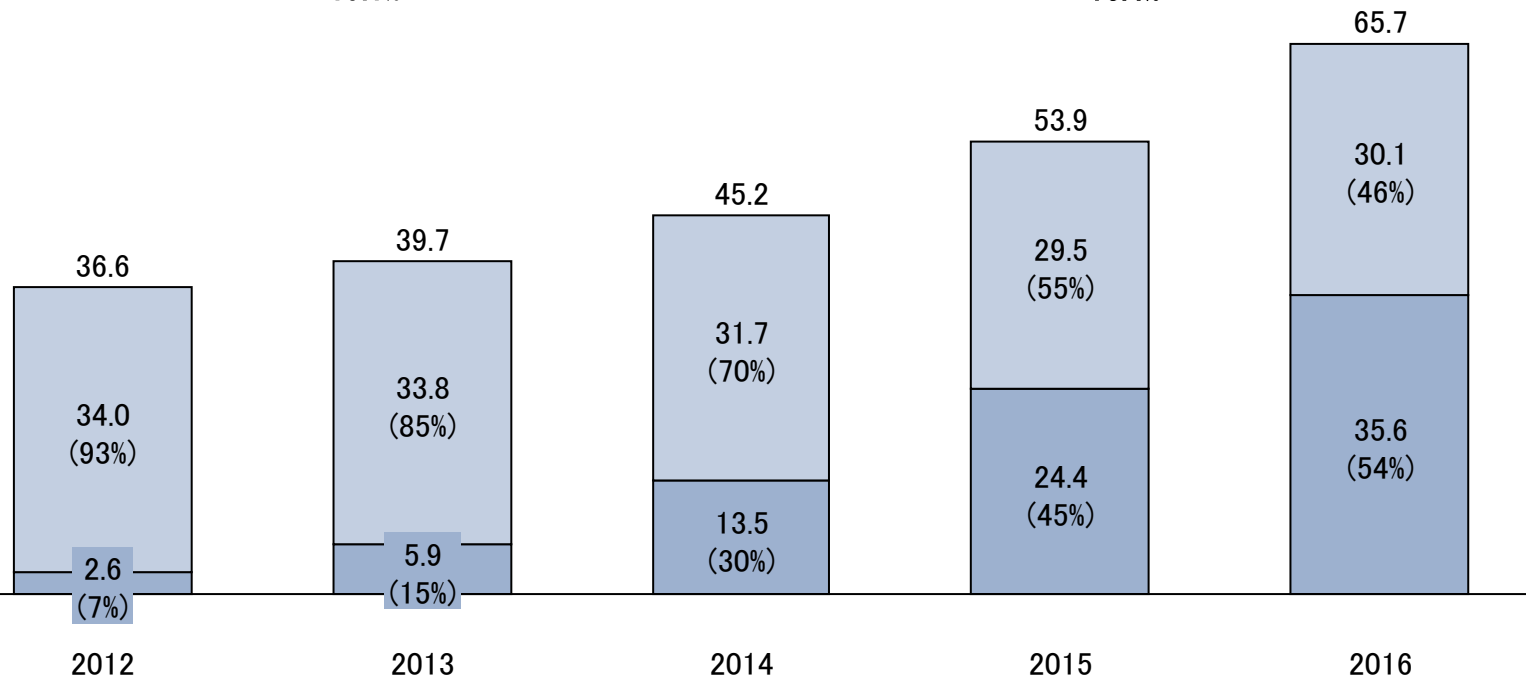
CAGR('14~'16)

16.4%

CAGR('12-'16)

-3.0%

91.9%



出所) 韓国オンラインショッピング協会資料よりNRI作成



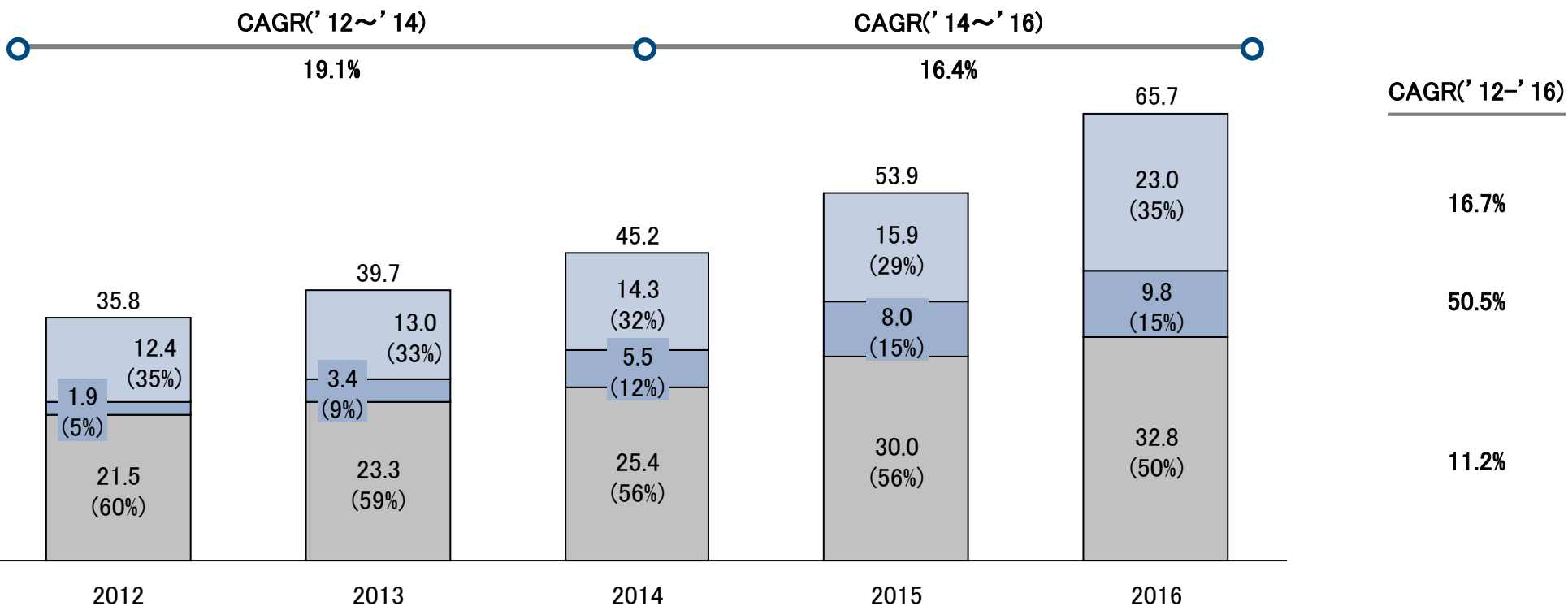
## 商業施設市場動向

# 業態別に見た場合、オンライン分野の成長は、オープンマーケットとソーシャルコマースの拡大に牽引されている

### オンライン小売市場規模（2012-2016、業態別）

（単位：兆ウォン，%）

オープンマーケット
  ソーシャルコマース
  その他



出所) 韓国オンラインショッピング協会資料及び公正委員会資料よりNRI作成

## 韓国

## 経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィス堅調

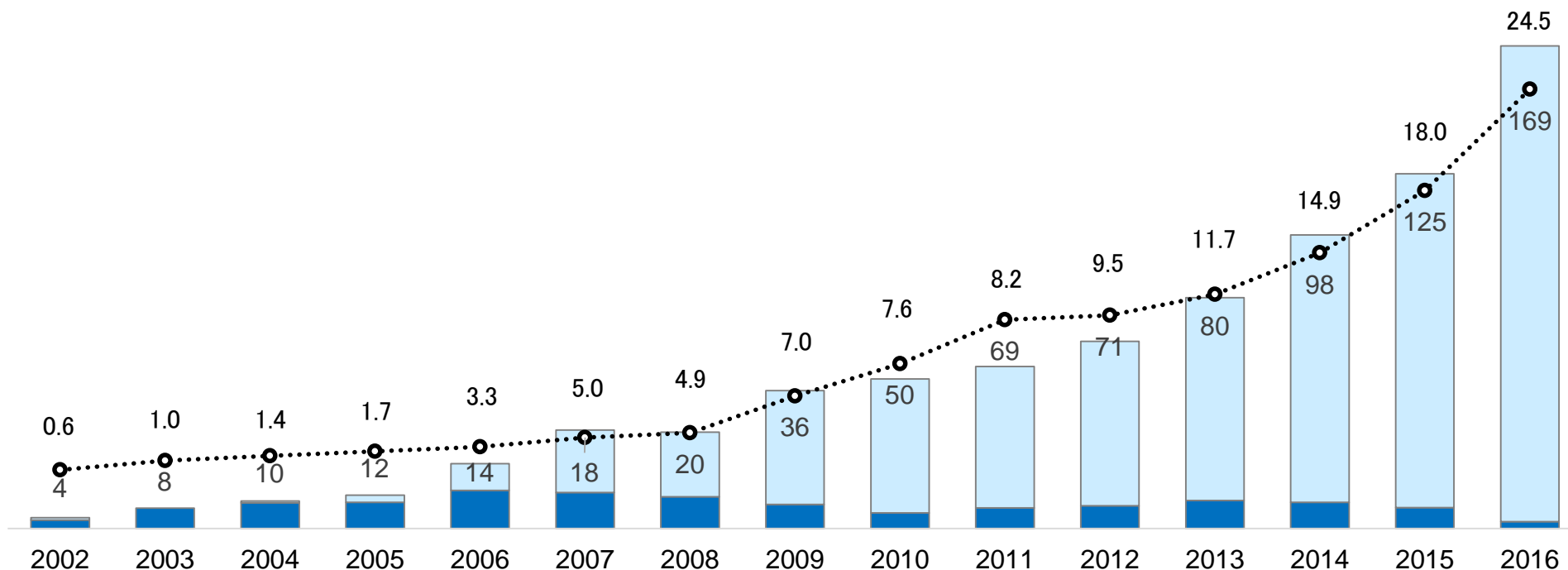
- 1 韓国の人口動態およびマクロ経済環境
- 2 韓国のオフィス市場
- 3 韓国の住宅市場
- 4 韓国の商業施設市場
- 5 韓国の不動産投資市場

# REITs市場は約25兆ウォンに拡大。近年はほぼ全てが私募REITsで占められている

## 国内REITs 市場規模の推移

(AUM 基準, 単位: 兆ウォン, 個)

ファンド数 ●●● REITs数 ■ 公募 □ 私募



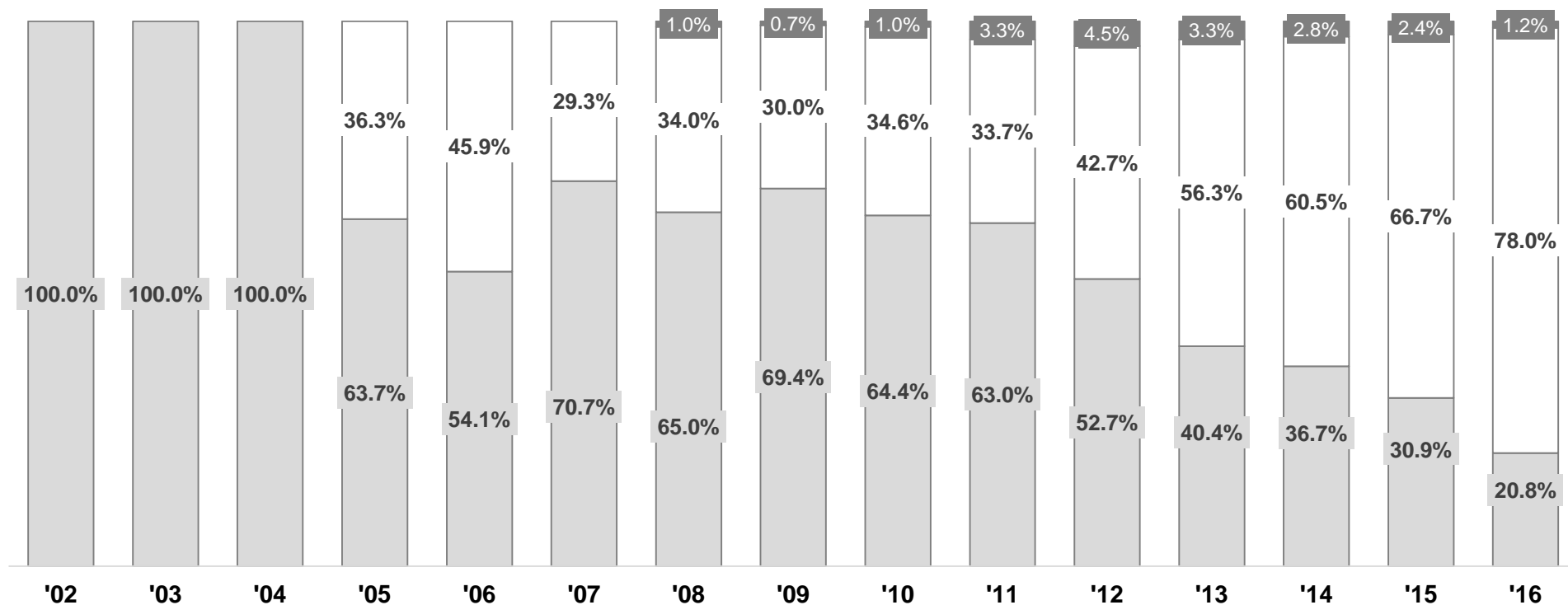
出所)KORAMCO及び金融投資協会資料よりNRI作成

# CR-REITs中心から委託管理REITs中心へと、市場は10年で漸進的に変化してきている

## 国内REITs 類型別構成比の推移

□ 構造調整REITs □ 委託管理REITs ■ 自己管理REITs

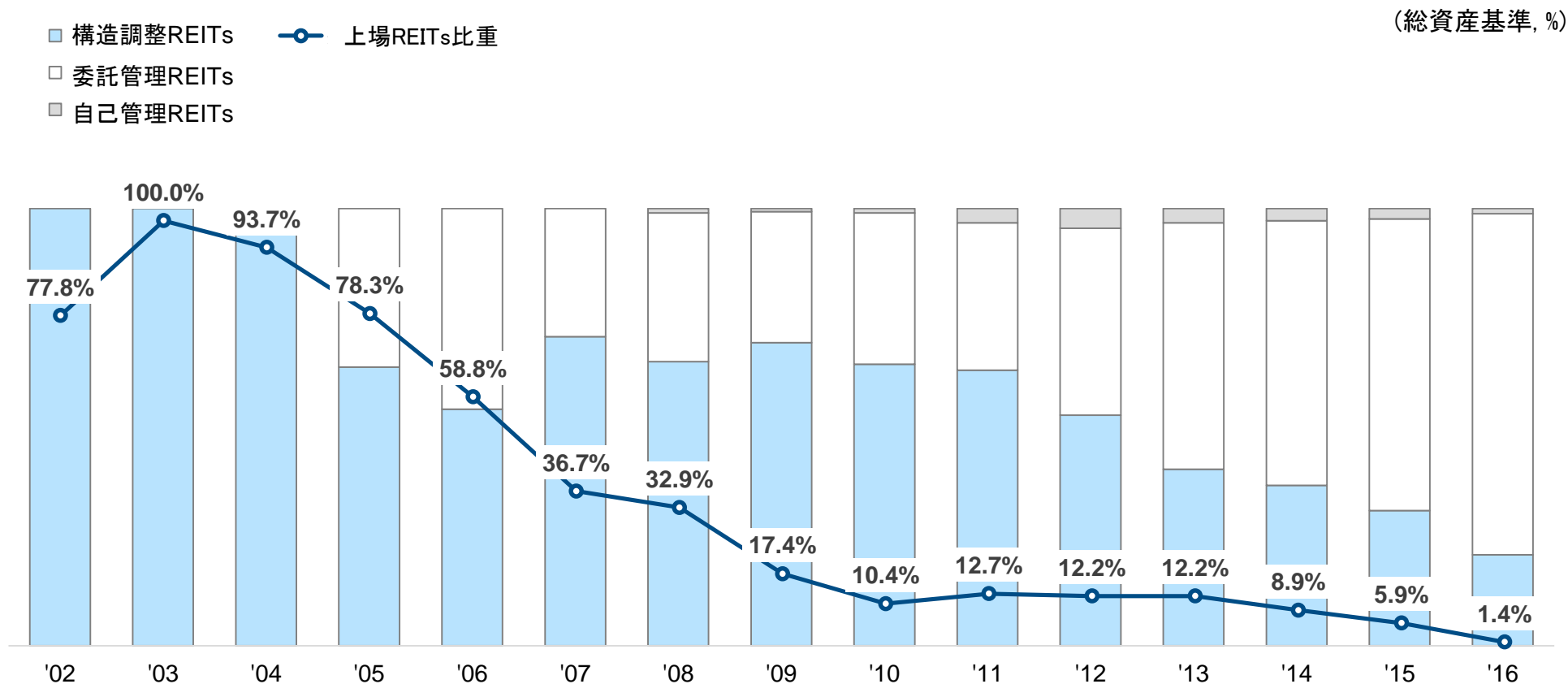
(総資産基準, %)



出所) REITs情報システム資料よりNRI作成

# CR-REITsの構成比の低減にともない、上場REITsの構成比も1.4%まで減少している

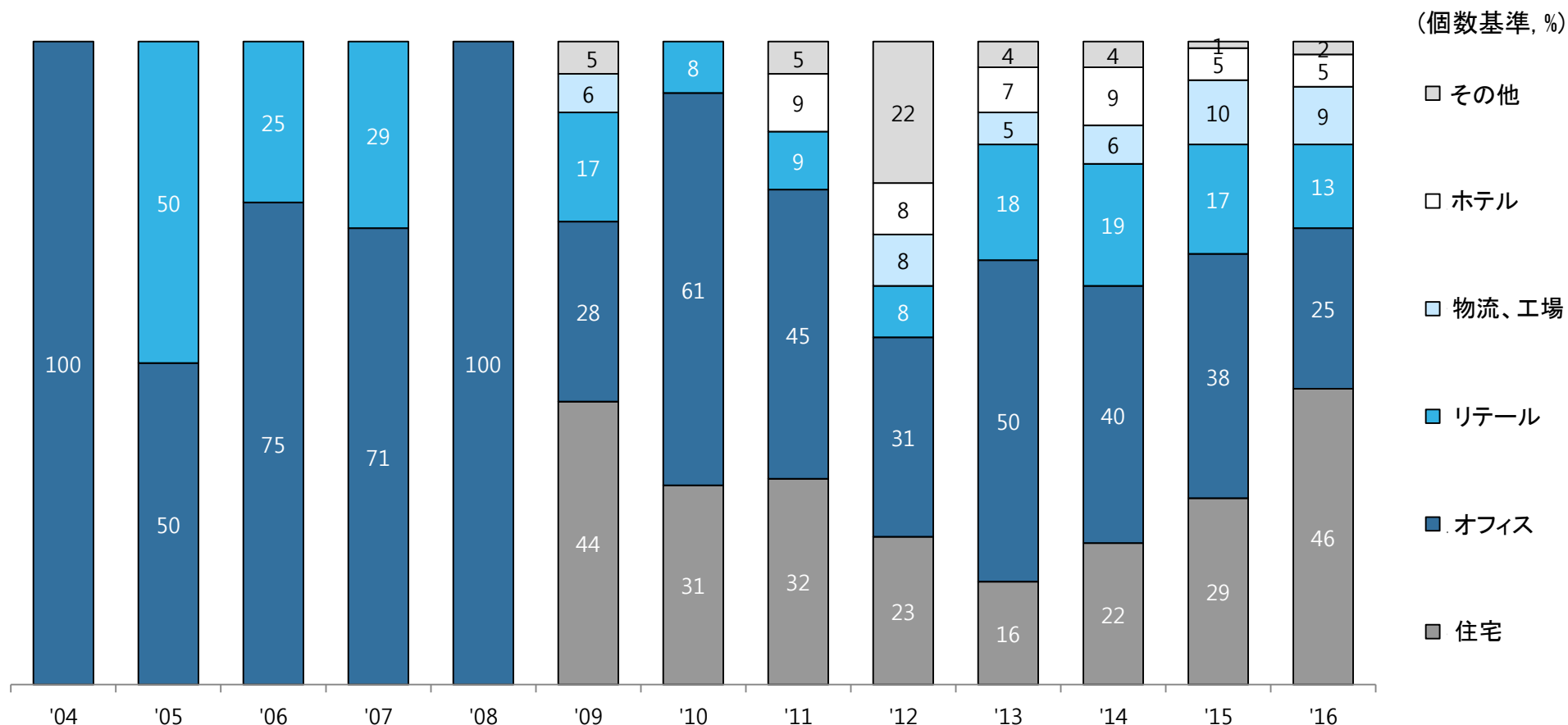
## 国内REITs 上場REITs比率の推移



\*不動産価格は2015年12月時点を100として見た場合の指数, 受益率は住宅価格指数基盤で算定  
出所) Factset, Bloomberg, KB銀行, 韓国投資証券等の資料よりNRI作成

## 個数ベースで見た場合、REITsの資産構成は小売・物流・ホテルを含めた多様化が進展

国内REITs 投資ポートフォリオ構成（REITs数ベース）



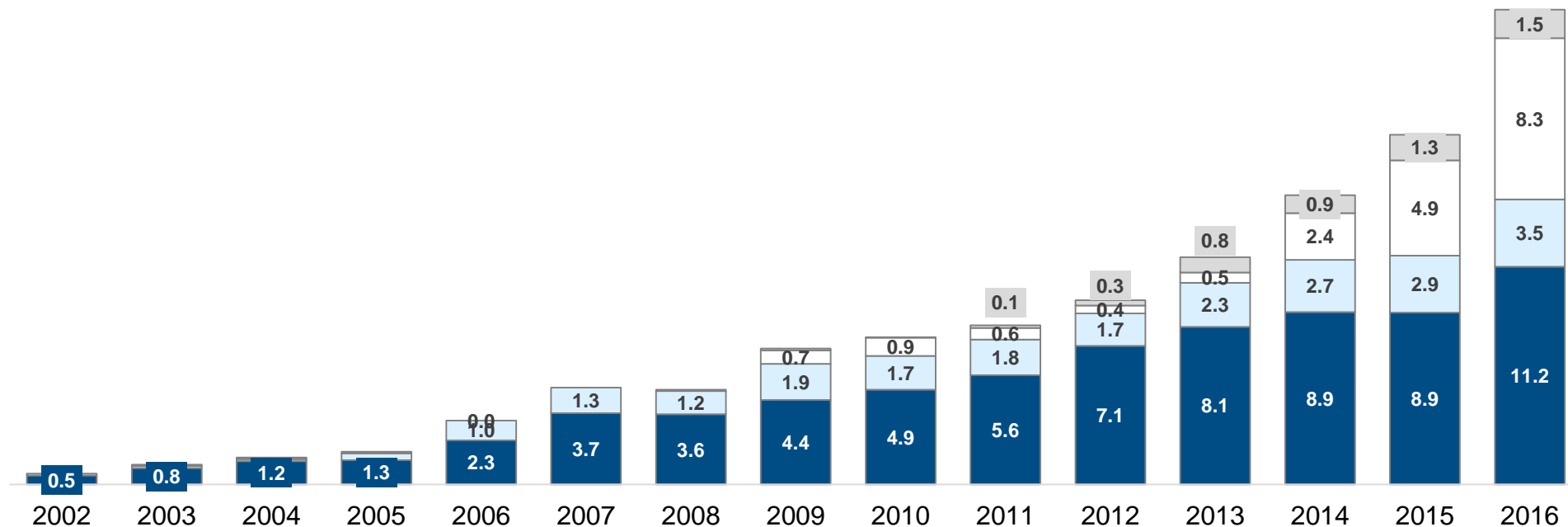
出所)韓国金融投資協会及び韓国REITs協会資料よりNRI作成

# AUMベースで見た場合、REITsの資産構成は未だにオフィスと住宅が大半を占める

## 国内REITs 投資ポートフォリオ構成（AUMベース）

(AUM 基準, %)

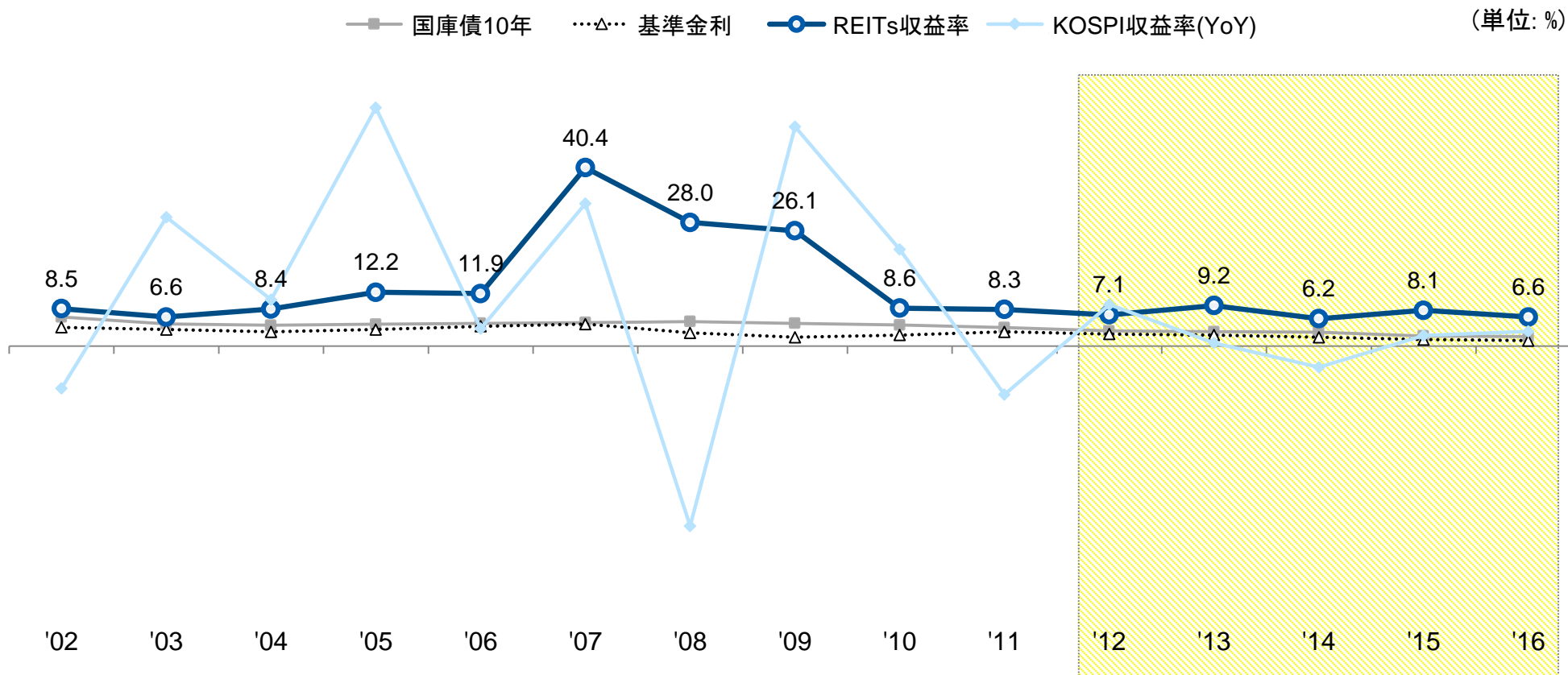
■ オフィス □ リテール □ 住宅 □ その他



出所)韓国金融投資協会及び韓国REITs協会資料よりNRI作成

# REITsの収益率は6%台で、他の金融商品に比べて小幅な変動で推移している

## 国内REITs 受益率の推移



出所) 韓国金融投資協会及び韓国REITs協会資料よりNRI作成



<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## 台湾

北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調

1 台湾のマクロ経済環境

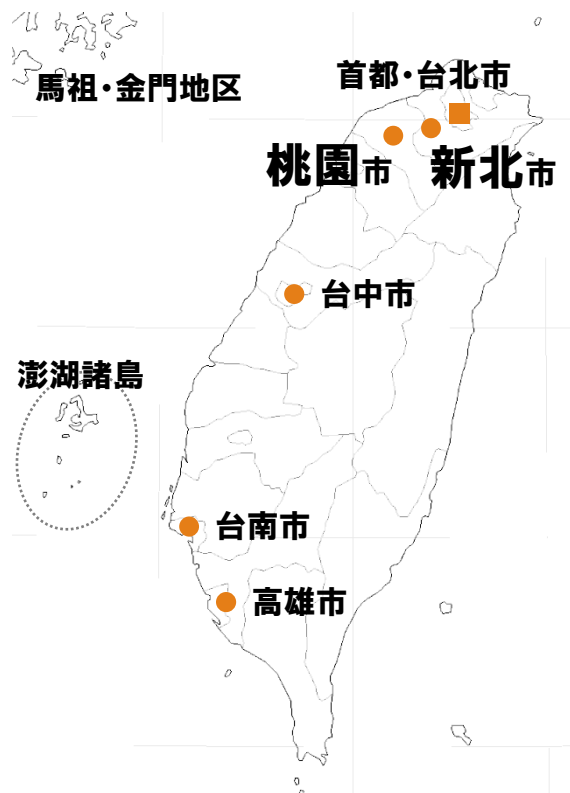
2 台湾のオフィス市場

3 台湾の住宅市場

4 台湾のホテル市場

## 中華民国(台湾)の実効支配領域は九州ほどの面積であり、2,300万以上の人口を擁する

### 台湾の基本情報

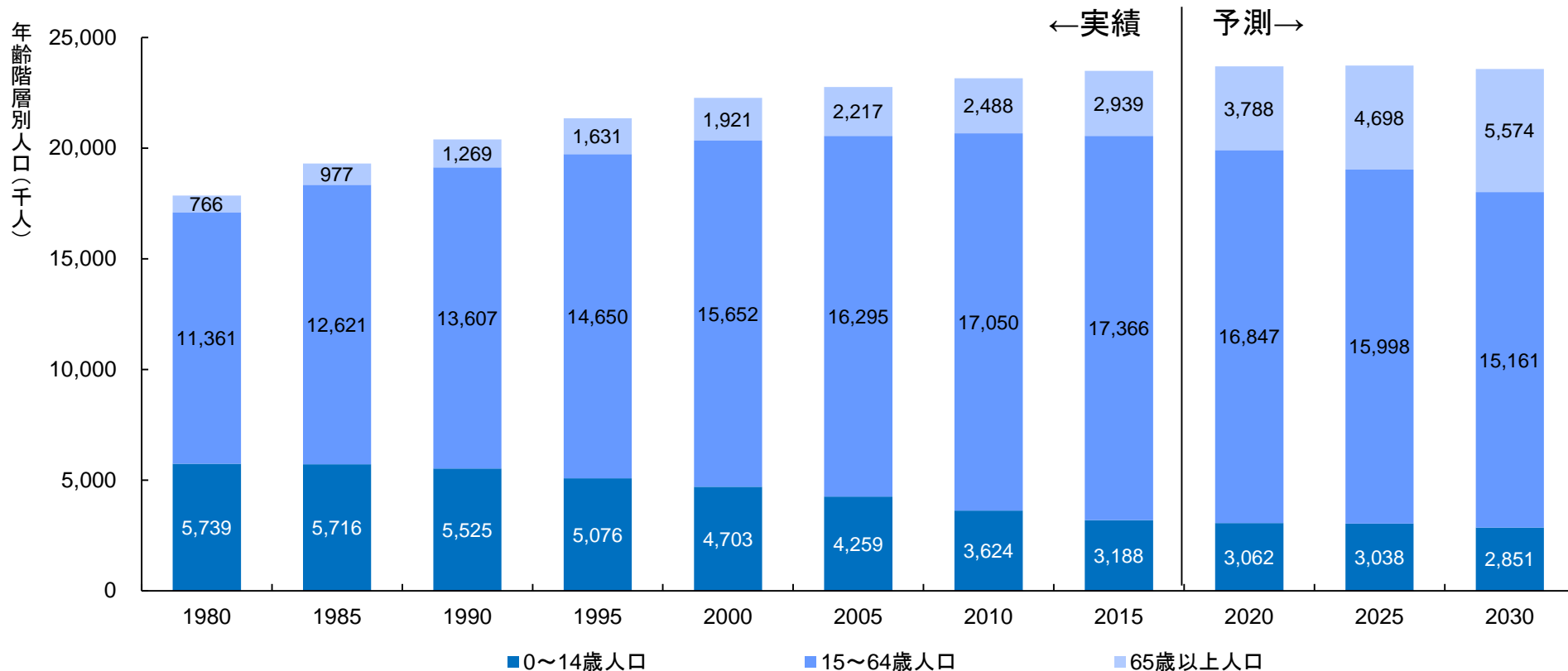


国名	中華民国(1912年10月10日建国) (※但し国民政府遷台は1949年)
元号	「民国」(西暦2017年=民国106年)
首都	台北市(約269万人)
主要都市	新北市(約398万人)、桃園市(約217万人)、高雄市(約278万人)、台中市(約278万人)、台南市(約189万人)
面積	約36,197平方キロメートル(2016年,九州よりやや小さい)
人口	約2,355万人(2017年7月現在)
通貨	ニュー台湾ドル(NTD) 1NTD=約3.66円(2017年7月現在)
名目GDP	5,299億ドル(2016年)
1人当たり名目GDP	22,540ドル(2016年)
在留邦人数	21,887人(2016年10月)
日系企業数	台北市日本工商会会員社 466社(2017年3月)
日本との間の旅客数	日本からの訪台者数 190万人(2016年) 台湾からの日本向け出国者数 430万人(2016年)

## 台湾の人口は増加を続けているが、2020年以後にピークアウトする見込みである

- 生産年齢人口はすでにピークアウトを始めている。
- 総人口についても2020年をピークとして減少に転じる見込みであり、人口減少が目前に迫っている。

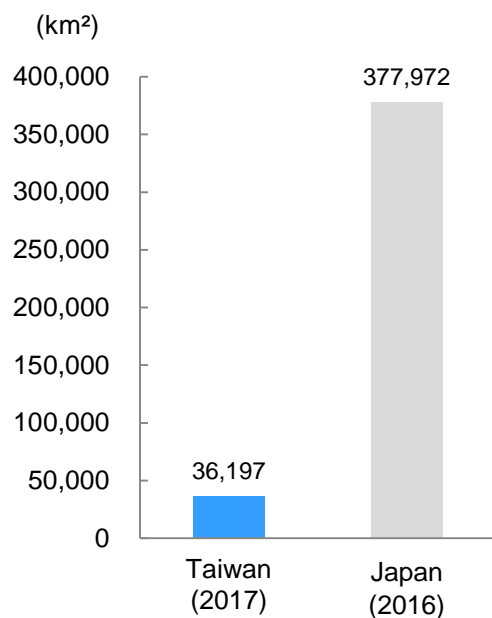
### 年齢層別人口推移



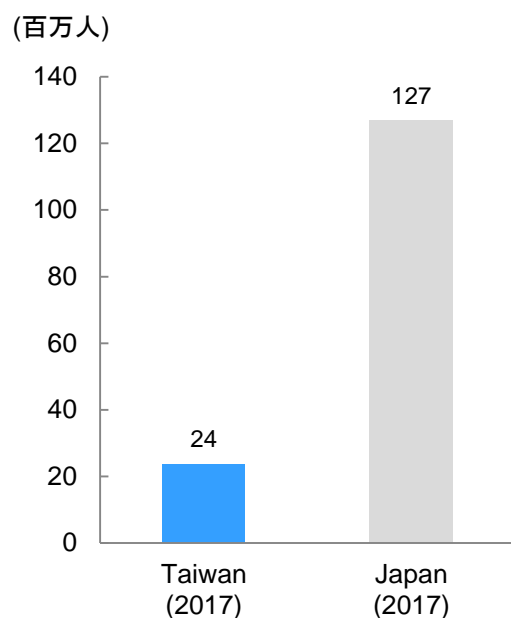
## 人口密度は日本の約2倍と高密度に人口が分布している

### 台湾と日本の人口分布の比較

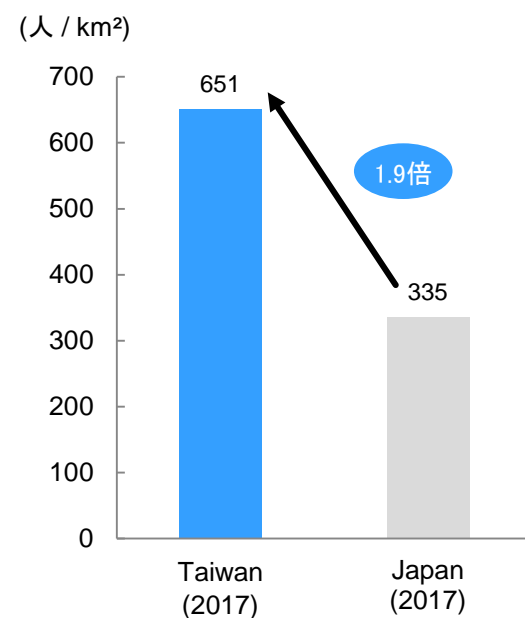
#### 国土面積



#### 総人口



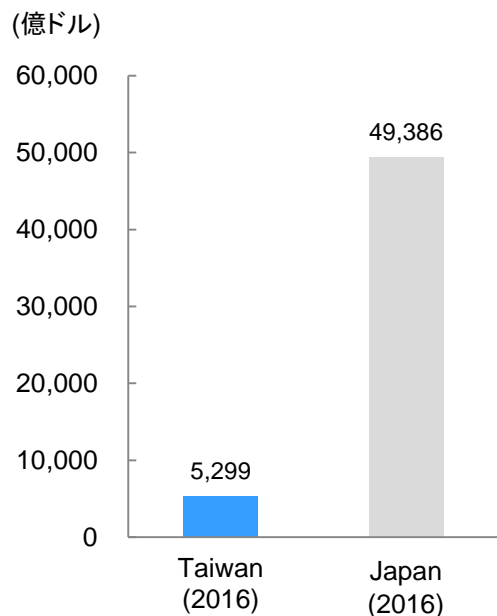
#### 人口密度



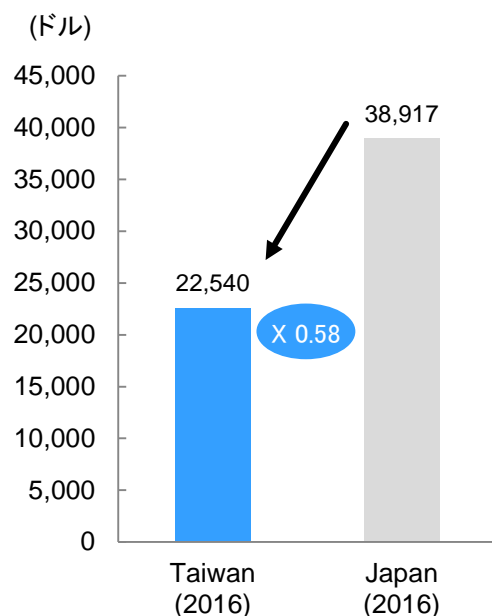
# 一人あたりGDPは日本の58%程度、世帯所得水準は83%程度である

## 台湾と日本の経済規模の比較

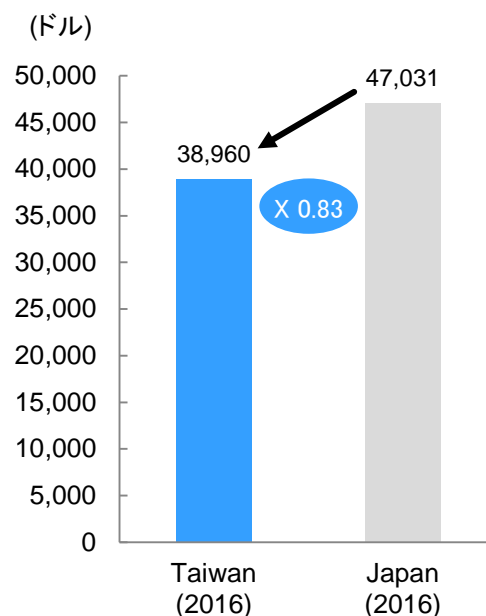
### 名目GDP



### 一人あたりGDP



### 1世帯当たり世帯所得

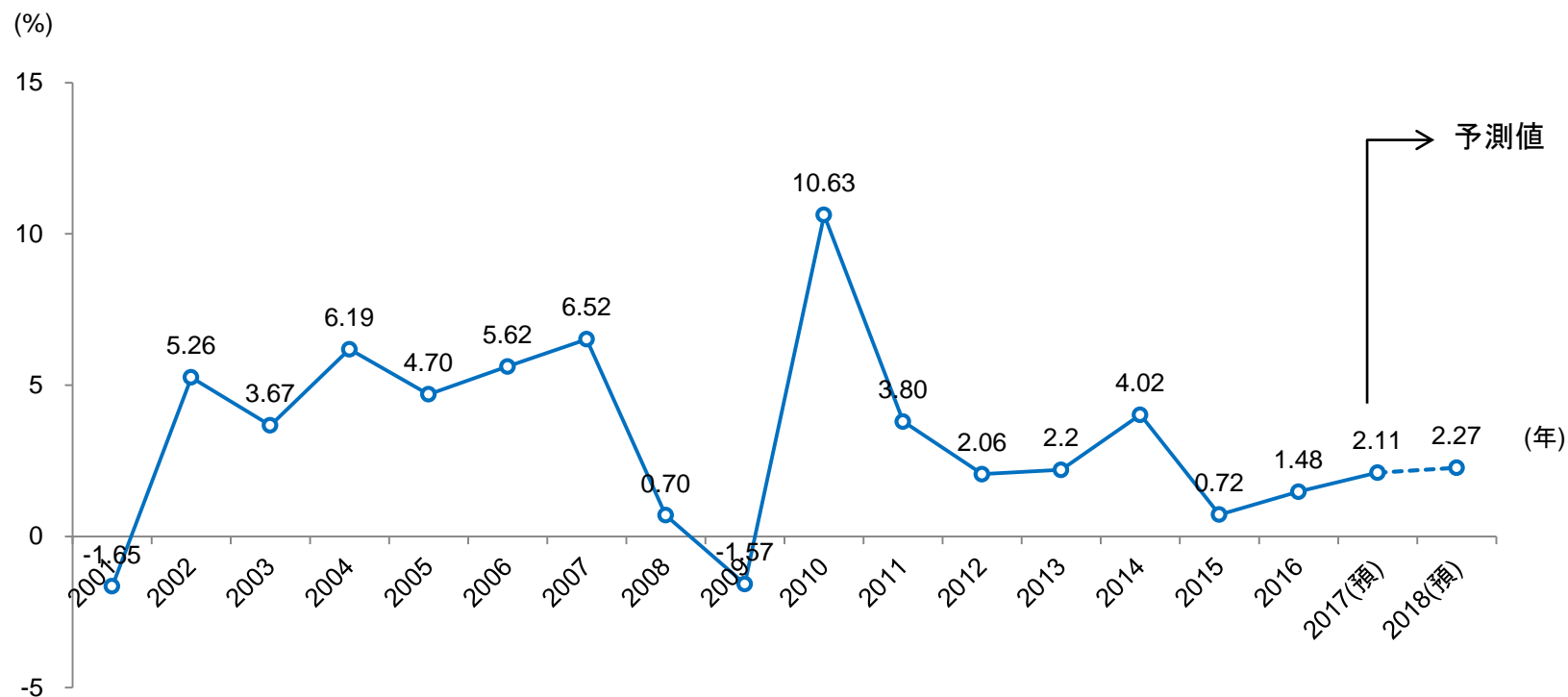


Exchange rate (Date: Dec. 2015)  
1USD = 116.05 YEN  
1USD = 32.171 NTD

# 台湾のGDP成長率は足元で伸び悩んでおり1%程度での成長が見込まれる

- 2001年のITバブル崩壊、2009年のリーマンショックの影響でマイナス成長を記録したが、いずれの局面においても素早く安定成長軌道へと回復している。
- 2010年以下欧州債務問題の深刻化により、経済の需求が低迷し、海外に展開している米国製造業の国内回帰やレッドサプライチェーンに代表される中国勢の台頭などの原因で、台湾の輸出が減少し、GPD成長率が伸び悩んでいる。

## GDP成長率の推移



## 台湾のマクロ経済環境- (5) 台中関係の変化

**2008年に以降、台中間の両岸関係は大きく改善している。  
ただし、2016年の新政権誕生以降、両岸関係が停滞している**

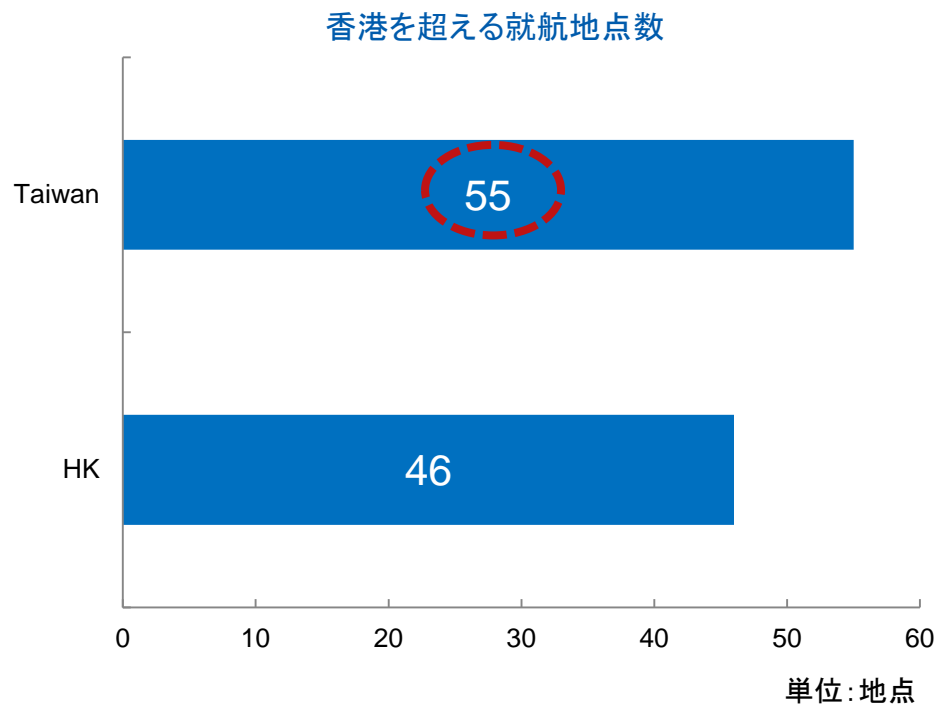
### 馬英九政権下における台、中関係の経緯

- 
- |         |  |
|---------|--|
| 2008年5月 | 国民党の馬英九氏が第12代台湾総統に就任   |
| 7月      | <a href="#">中国人の台湾観光が解禁(団体旅行)</a>  |
| 12月     | <a href="#">大三通(通商、通航、通郵の自由化)の実施</a>   |
| 12月     | 両岸産業架け橋プロジェクト:「両岸漢方薬産業協力交流会議」を台北市で開催   |
| 2009年4月 | 第3次両岸窓口機関トップ会談。両岸の金融協力(銀行・証券・保健)を記した覚書を締結/チャーター便の定期便化、増便                     |
| 7月      | 中国資本による台湾投資を開放(製造業63項目、サービス業24項目、公共事業11項目)                                   |
| 11月     | 両岸金融MOUの締結(2010年1月に発効)   |
| 2010年6月 | 第5次両岸窓口機関トップ会談。 <a href="#">ECFAに署名</a> 。中国側539項目、台湾側267項目の早期関税引き下げリストが発表される |
| 2011年1月 | 物品貿易の関税引き下げ実施(早期引き下げ項目:アーリーハーベスト)  |
| 11月     | 産業協力(LED、無線都市、低温物流、TFT-LCD、EV分野)に関する合意                                       |
| 2012年8月 | 通関、密輸取り締まり、関税の3業務における業務協力に合意署名   |
| 同       | 投資保障メカニズム関連規定の透明化、相互投資の制限緩和等を推進することで合意署名                                     |
| 2013年6月 | WTO枠組みを基礎として双方のサービス貿易に関する制限措置を段階的に緩和することで合意署名                                |
| 2014年3月 | 立法院でサービス貿易協定が採決される。しかし、その翌日にサービス貿易協定を反対する大規模なデモが発生。                          |
| 4月      | デモが拡大したことを受け、王金平立法院長は「両岸協議監督条例」が法制化されるまで、サービス貿易協定の審議を停止することを表明。              |
| 2016年5月 | 蔡英文新政権が発足。   |
-

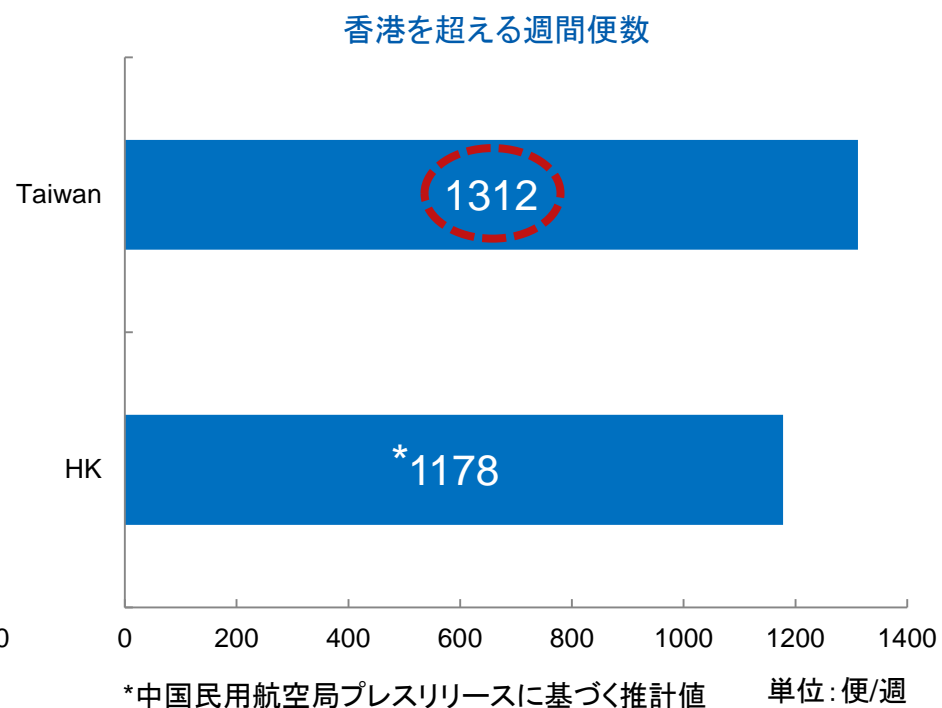


# 新政権発足後中台間の関係が冷え込んでいるものの、依然として台湾は香港を超える密度の航空路線を提供している

中国直行便の就航都市数 (2015年)



中国直行便の週間便数 (2015年)



## 台湾

## 北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調

1 台湾のマクロ経済環境

2 台湾のオフィス市場

3 台湾の住宅市場

4 台湾のホテル市場

## オフィス市場- (1) 主要エリア

# 台北市内の主要オフィスエリアは8つである

### 台北市内の主要オフィスエリア

#### 松江南京

- 市内でオフィス密度が最も高いエリアである。
- このエリアには多くの日本企業のオフィスが立地している他、伝統産業、金融サービス業、旅行業が多く集積している。

#### 中山北

- オフィスとともに商業施設、ホテル等が集積するエリアである。
- 日本企業のオフィスも多く立地している。

#### 台北駅地区

- 台湾国鉄、MRT、高速鉄道の3路線が交差する台北駅を中心とした地区である。
- 市内で最も早くオフィス開発が進められたエリアであり、金融保険業、政府機関が集積している。

#### 復興南京

- 古くからのA級オフィスの集積地であり、商業施設、金融サービス業などの機能を完備したエリアである。
- 2014年MRI松山線の竣工に伴い、交通利便性が向上してきた。

#### 敦南

- 有名企業や外資企業が多く集積しているエリアである。
- 金融業以外、伝統産業も多い
- 交通利便性を背景に、住商混合エリアとして発展。

#### 敦南

#### 信義世貿

#### 信義世貿

- 信義計画として再開発が進められたエリアであり、市内でも最もオフィス賃料が高いエリアである。
- エリア内には行政、金融、貿易展覧、レジャー、住宅等の機能が集積しており利便性の高いエリアである。
- IBMやMicrosoftなどのグローバル企業も多く入居している。

#### 内湖科技園區

- 市政府が科学技術園区としての発展を目指しているエリアであり、IT産業の本部が多く集積している。
- MRTの延伸に伴い、交通利便性が向上したエリアでもある。

#### 敦北民生

- 信義区に次いで多くの高級オフィスが集まるエリアであり、金融サービス業が集積しているエリアである。
- 松山空港の国際化にともない交通利便性が大きく向上したエリアである。

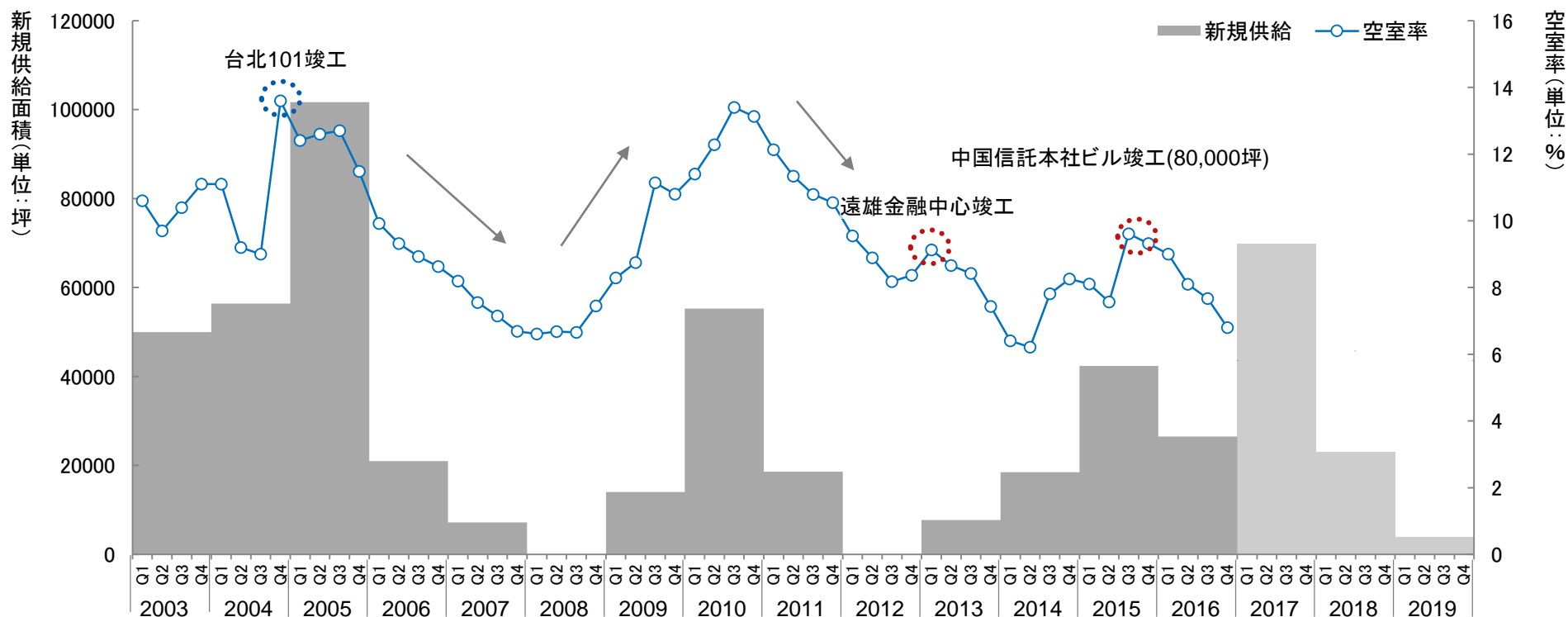


## オフィス市場- (2) 需給動向

# 台北市内のオフィス空室率は2016年に7%台まで低下。今後もオフィス供給が続くため、空室率はさらに向上すると想定される

- 2014年に松山と南港エリアに大型オフィスビルが次々に竣工し、4万坪以上のオフィスが供給したものの、オフィス需要も引き続き高まっているので、オフィス空室率は下降傾向にあり、現在は約7%程度まで低下している。
- 2017年信義世貿における「南山広場(28,400坪)」や復興南京における「合作金庫本社ビル(32,000坪)」といったA級オフィスが竣工予定で、更に7万坪規模の供給が続いて、空室率は高止まりするものと想定される。

## 台北市内のオフィス建設ライセンスの発行件数と延べ床面積の推移



Note: 棒グラフは年間合計の新規供給面積を表す。

主要CBDのA級オフィス賃料は平均2,385元/坪/月(約8,603円/坪/月)程度である

主要オフィスエリアの概況(2017年2Q)

地域	供給フロア面積 (坪)	A級オフィス 空室率 (%)	B級オフィス 空室率 (%)	A級オフィス 平均賃料 (新台幣元/坪/月)	B級オフィス 平均賃料 (新台幣元/坪/月)
台北駅地区	60,310	5.5%	1.5%	2,200	1,706
中山北路地区	32,932	--	4.7%	--	1,747
南京松江地区	260,955	18.2%	8.4%	1,995	1,762
民生敦北地区	262,776	9.0%	5.5%	2,277	1,755
敦化仁愛地区	175,763	7.0%	4.2%	2,450	1,787
信義地区	311,328	10.2%	3.1%	3,001	1,721

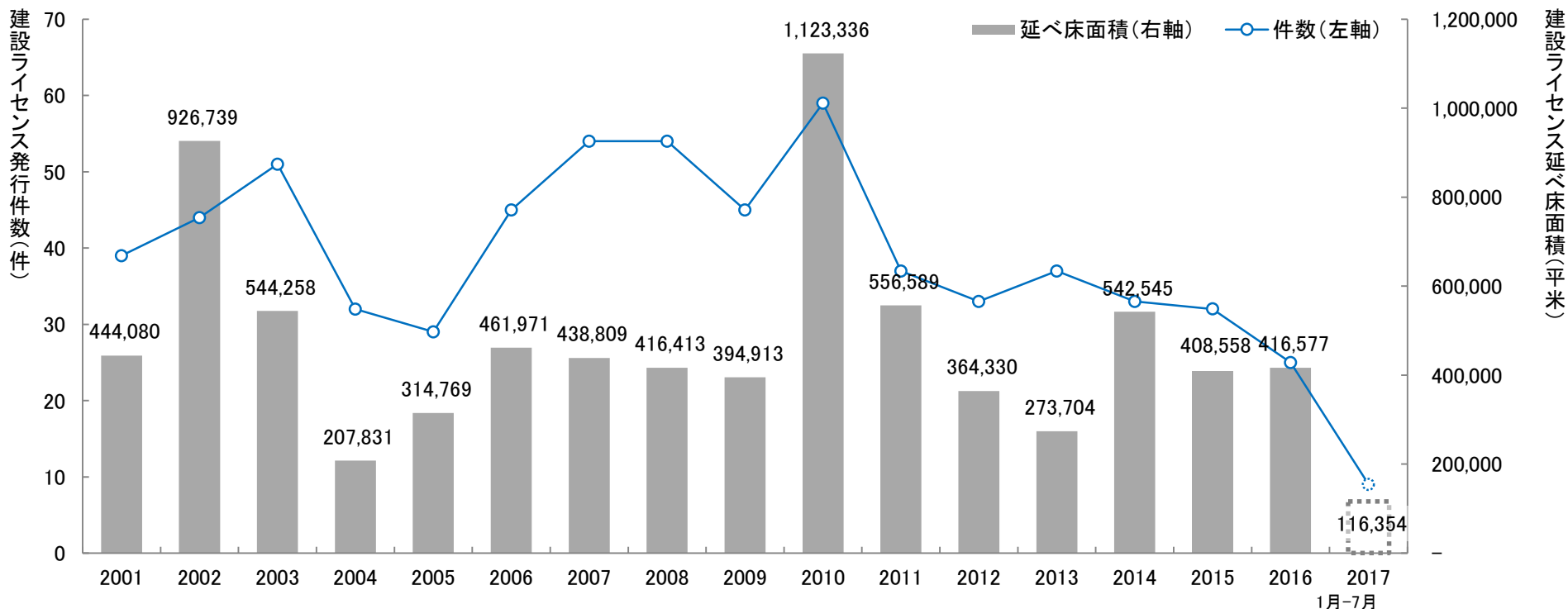
平均:2,385新台幣元/坪/月

## オフィス市場- (4) 今後の供給見通し

# 直近のライセンス発行件数は減少し、オフィス供給量の増加に歯止めがかかりつつある。

- 2017年上半期のライセンス発行件数は大幅に落ち込み、今後のオフィス供給が減少する可能性もある。

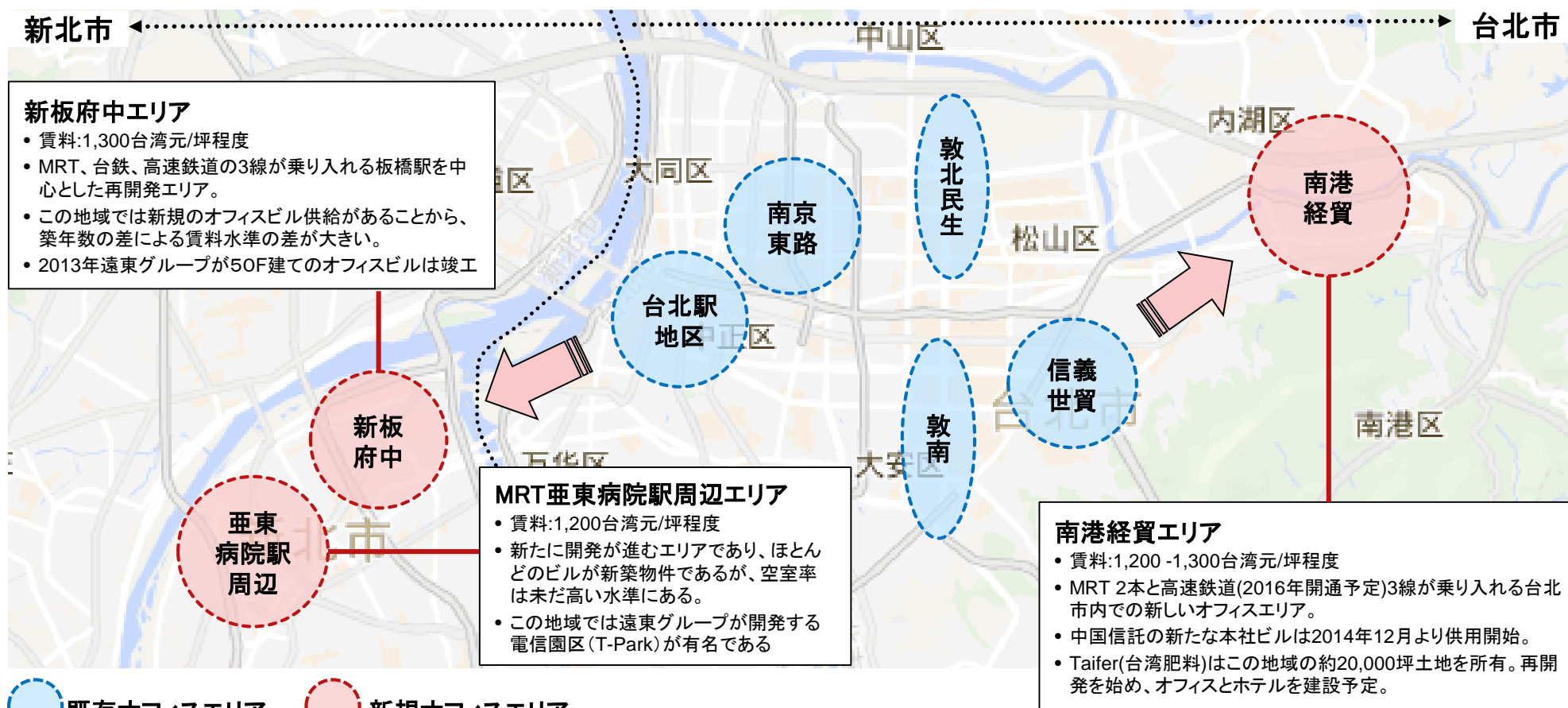
### 台北市内のオフィス建設ライセンスの発行件数と延べ床面積の推移



## オフィス市場- (4) 今後の供給見通し

# 台北市の外縁を取り囲むように立地する新北市でも新たなCBDの開発が進められており、今後もオフィス供給量が増加すると想定される

- 台北都市圏内の既存オフィスエリアはほぼ台北市中心部にある。
- 台北市外部の再開発に伴い、特に西の新北市板橋区と東の南港地域で新たなオフィスエリアが開発されている。



## 台湾

## 北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調

1 台湾のマクロ経済環境

2 台湾のオフィス市場

3 台湾の住宅市場

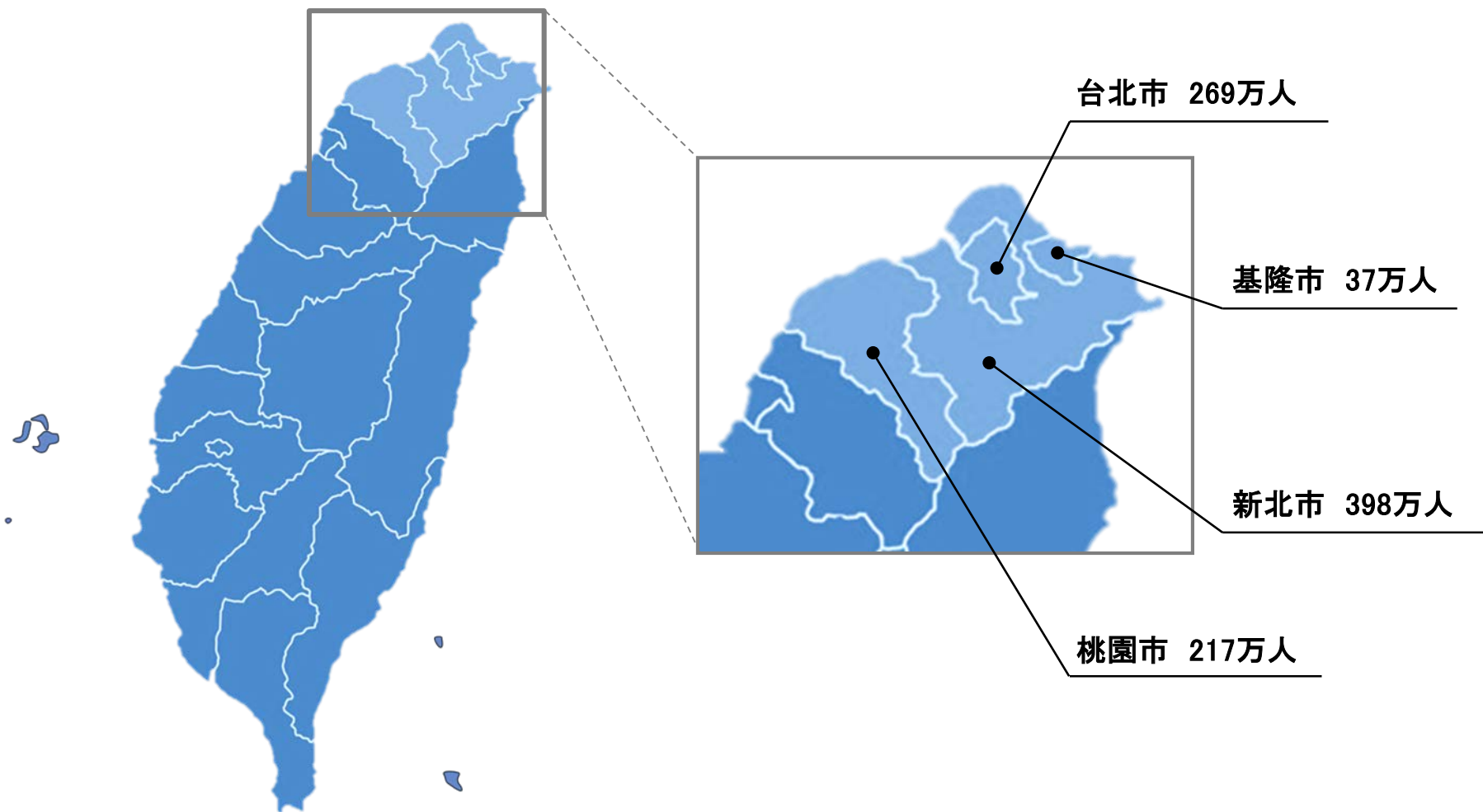
4 台湾のホテル市場



## 住宅市場 - (1) 人口分布

台北市、新北市、基隆市からなる元台北首都圏の約700万人に加え、桃園市の直轄市への昇格により人口が急拡大。総人口の4割弱が四市に集中している

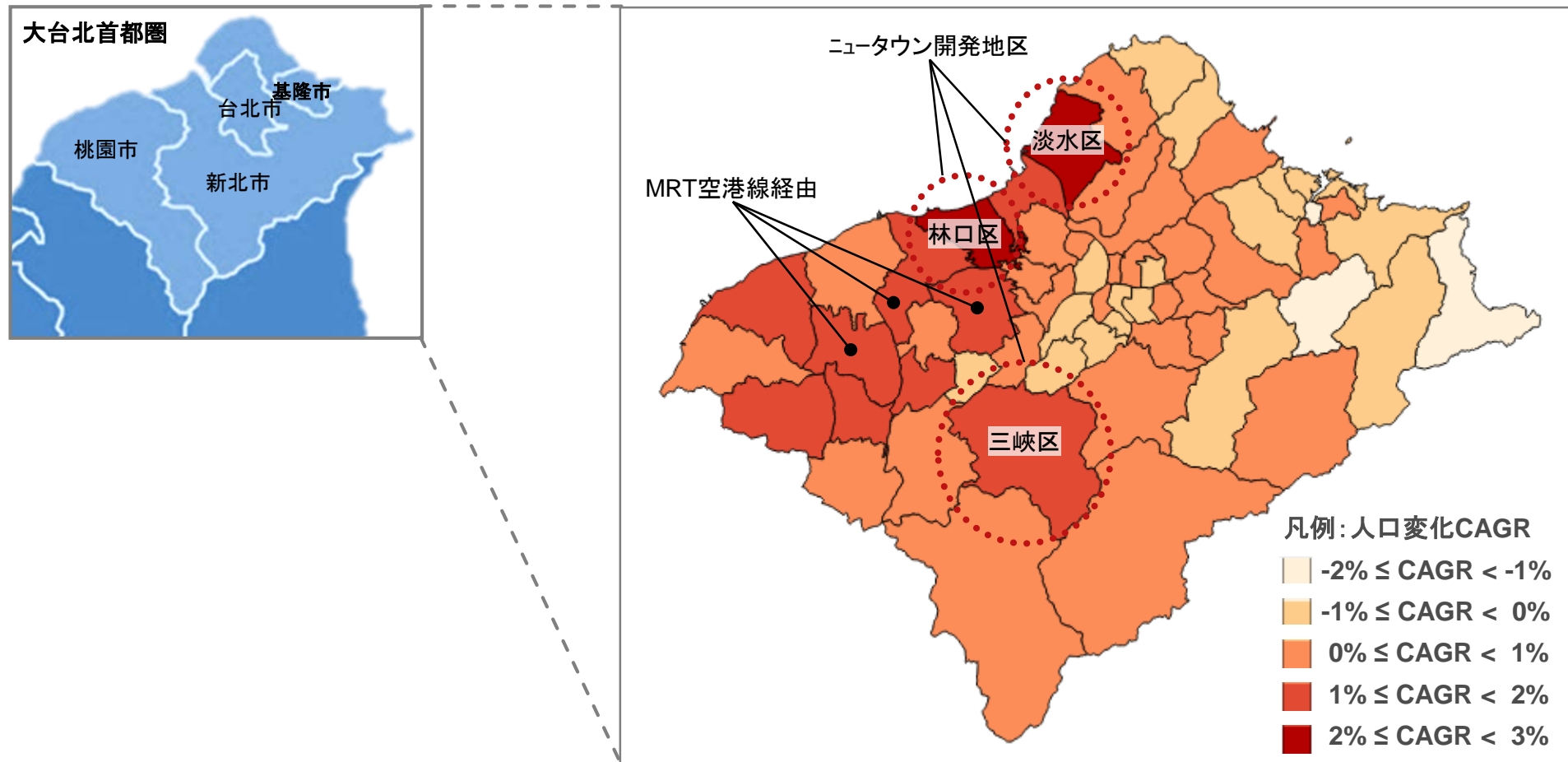
### 台北市、新北市及び基隆市の位置と人口



## 住宅市場- (1) 人口分布

# 台北都市圏の西側で人口増加率が高く、特に新北市西部地域でその変化が顕著である

大台北首都圏(台北市、新北市、基隆市)行政区別人口増減率のCAGR (2011-2016)



## 住宅市場- (1) 人口分布

# 台北市及び新北市でのMRT建設が郊外部での人口増加を加速させる一因となっている

## 台北周辺のMRT整備状況

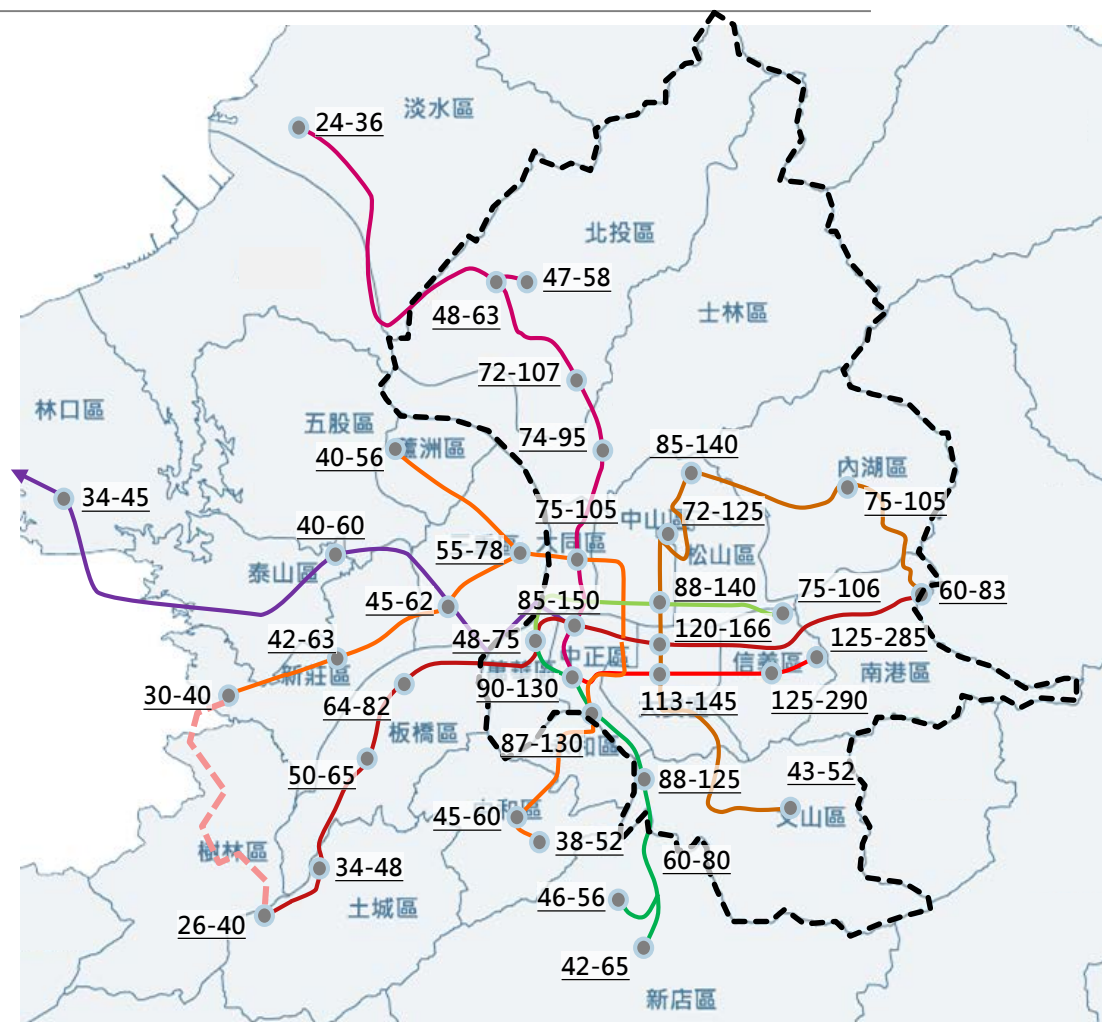


路線	区間	開通年
文湖線	中山國中-動物園	1996年3月
	中山國中-南港展覽館	2009年7月
淡水線	淡水-台北駅	1997年3月
中和線	古亭-南勢角	1998年12月
新店線	台北駅-新店	1999年11月
板南線	龍山寺-市政府	1999年8月
	龍山寺-新埔	2000年8月
	市政府-昆陽	2000年12月
	新埔-永寧	2006年5月
	永寧-頂埔	2014年12月
	昆陽-南港	2008年12月
蘆洲線	南港-南港展覽館	2011年2月
	蘆洲-忠孝新生	2010年11月
新莊線	輔大-大橋頭	2012年1月
	忠孝新生-古亭	2012年9月
	迴龍-輔大	2013年3月
信義線	中正紀念堂-象山	2013年12月
松山線	松山-西門	2014年11月
桃園空港線	台北車站(A1)-中壢(A21)	2017年3月
環状線	新北産業園區-大坪林	2018年6月
萬大線	中正紀念堂-迴龍	2020年12月

## 住宅市場 - (2) 住宅価格

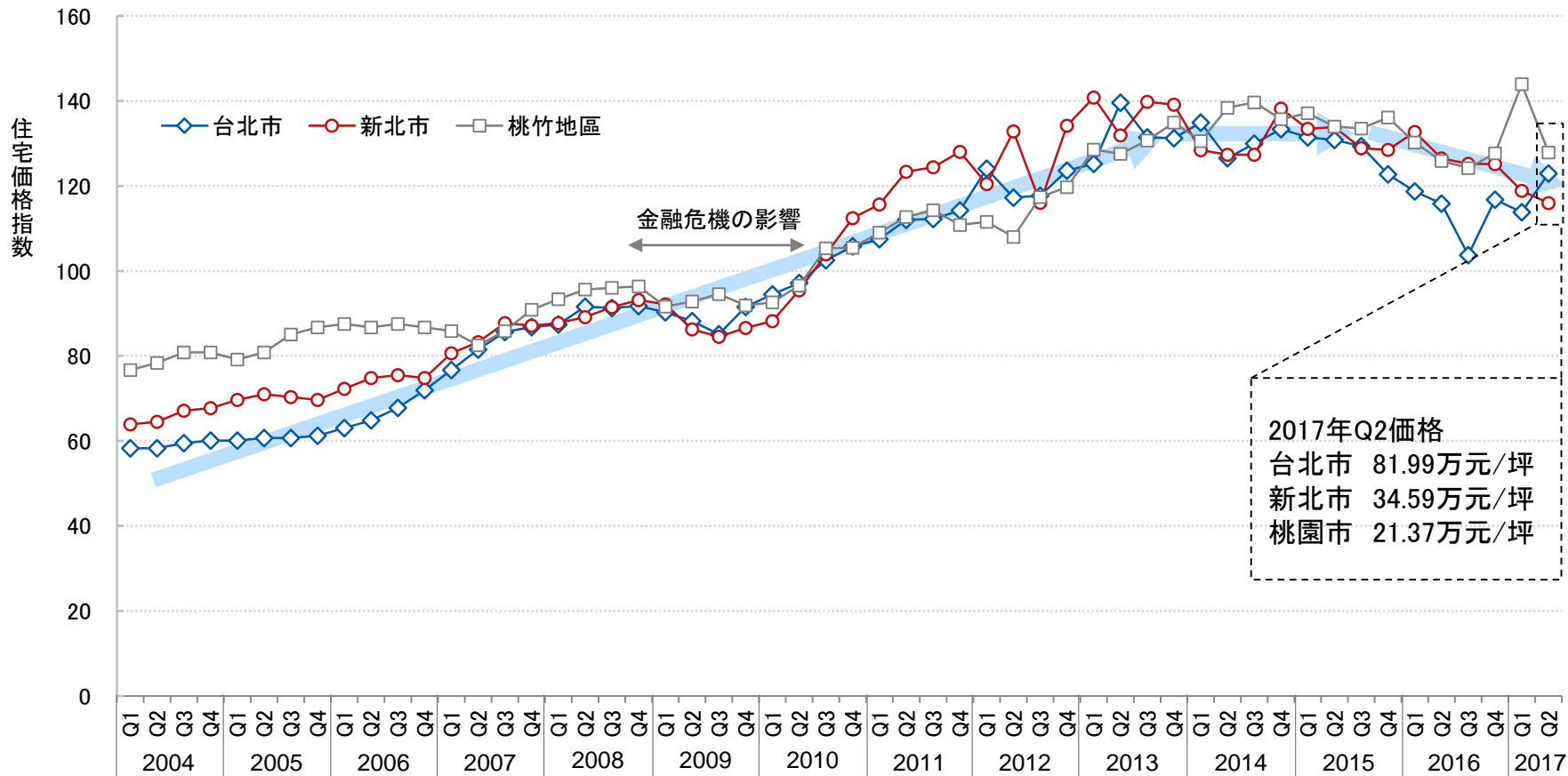
依然として台北市内中心部の新築住宅価格はほぼ100万元/坪を超え、特に信義区で  
の高級物件では300万元/坪を超えるケースもある

台北市・新北市の主要MRT駅周辺における新築住宅単価(単位:万元/坪)



## 2003年以降の住宅価格の上昇トレンドは、2013年をピークに反転しつつある

### 住宅価格の推移

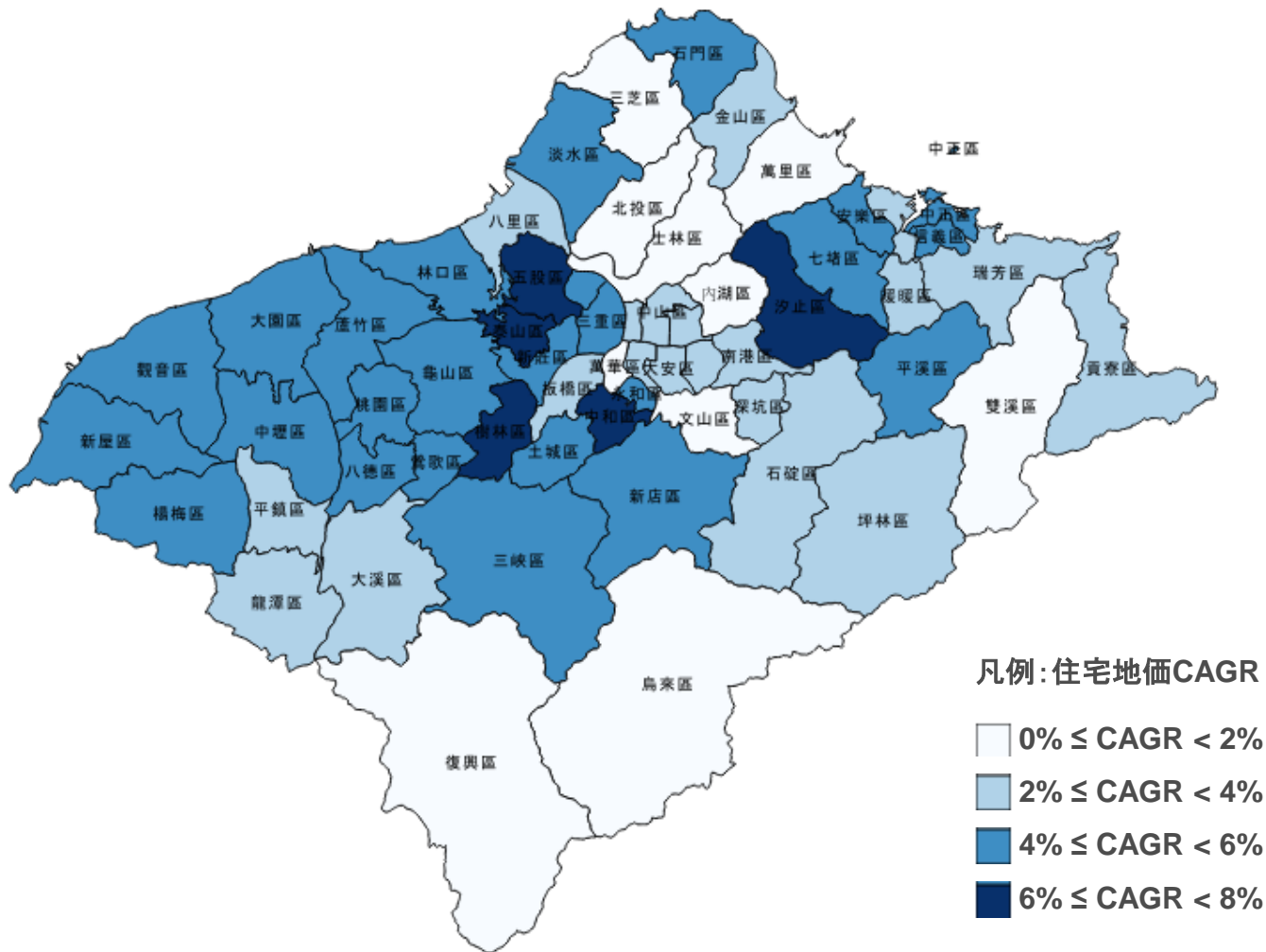


Note: 2010年を100とする指数

出所) 台湾地区房地產年鑑よりNRI作成

# 人口移動に合わせ、新北市東部・西部、桃園市では住宅区地価が大きく上昇している

大台北首都圏(台北市、新北市、基隆市、桃園市)の住宅区行政区別住宅地価CAGR (2013 上半期～2017上半期)



## 住宅市場- (2) 住宅価格

# 賃料の水準は極めて低く、台北市と新北市内ではキャップレートは2.0%～3.5%程度

### 各地物件のキャップレート

所在地	台北市			新北市
	中山区 (MRT雙連駅周辺)	内湖区 (MRT松山駅周辺)	信義区 (MRT台北101世貿站周辺)	板橋区 (MRT板橋駅周辺)
間取り	2LDK	2LDK	2LK	2LDK
面積(坪)	21	28	25	26
築年(年)	17	11	3	8
家賃(万NTD/年)	29	32	87	41
価格(万NTD)	1237	1509	2580	1672
キャップレート(%)	2.34%	2.12%	1.95%	2.45%

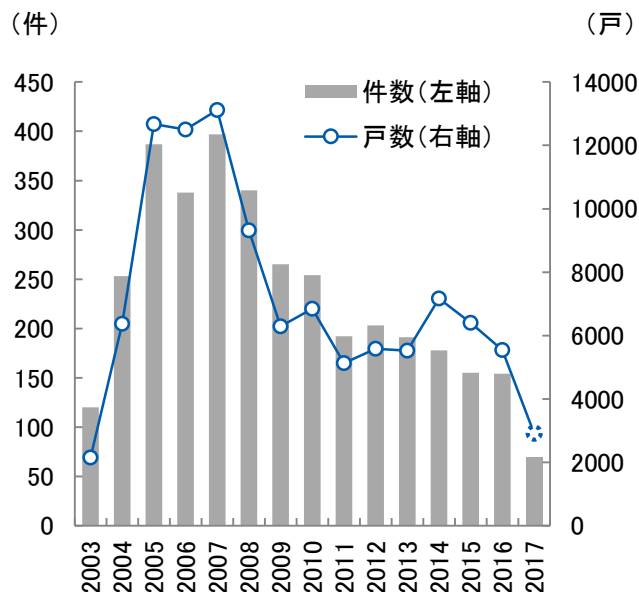
\*住宅ビルとは11階以上且つエレベータを付ける建築種類である

## 北部圏における建設ライセンス発行数は近年下降傾向にある

- 台北市、新北市、桃園市の北部3都市での建築ライセンス発行数は減少傾向にあり、一時のような着エラッシュは収束したものと考えられる。
- ただし、今後も新北市や桃園市ではMRT建設などのインフラ整備計画が予定されているほか、都市更新に関わる法制度の見直し等が進められたことに伴い、住宅建設ライセンスは中長期的には増加に転じることが想定される。

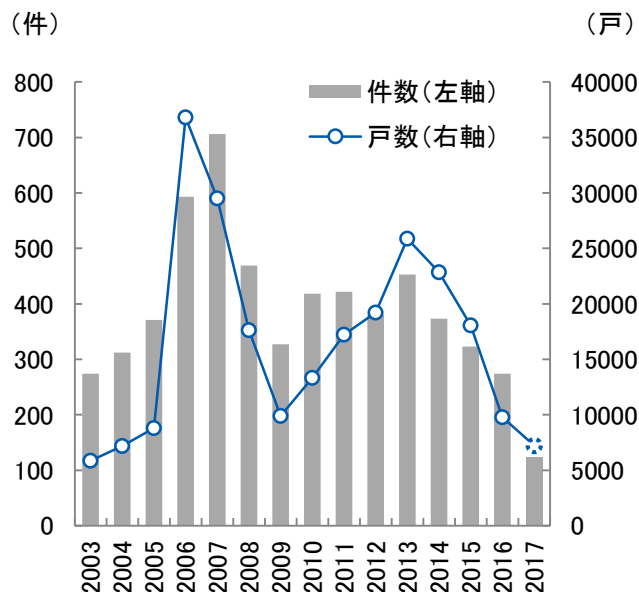
### 住宅建設ライセンスの発行件数(左軸)と発行戸数(右軸)の推移

台北市



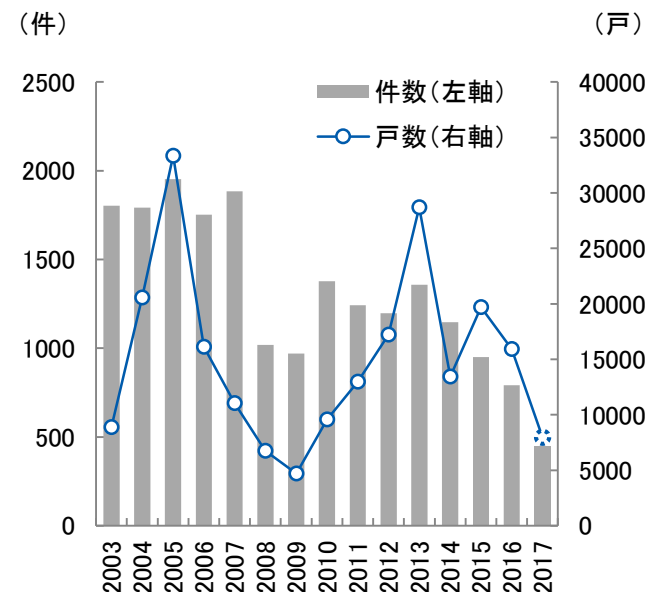
Note: 2017年は7月までの統計数値である

新北市



Note: 2017年は7月までの統計数値である

桃園市



Note: 2017年は7月までの統計数値である



## 台湾

## 北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調

1 台湾のマクロ経済環境

2 台湾のオフィス市場

3 台湾の住宅市場

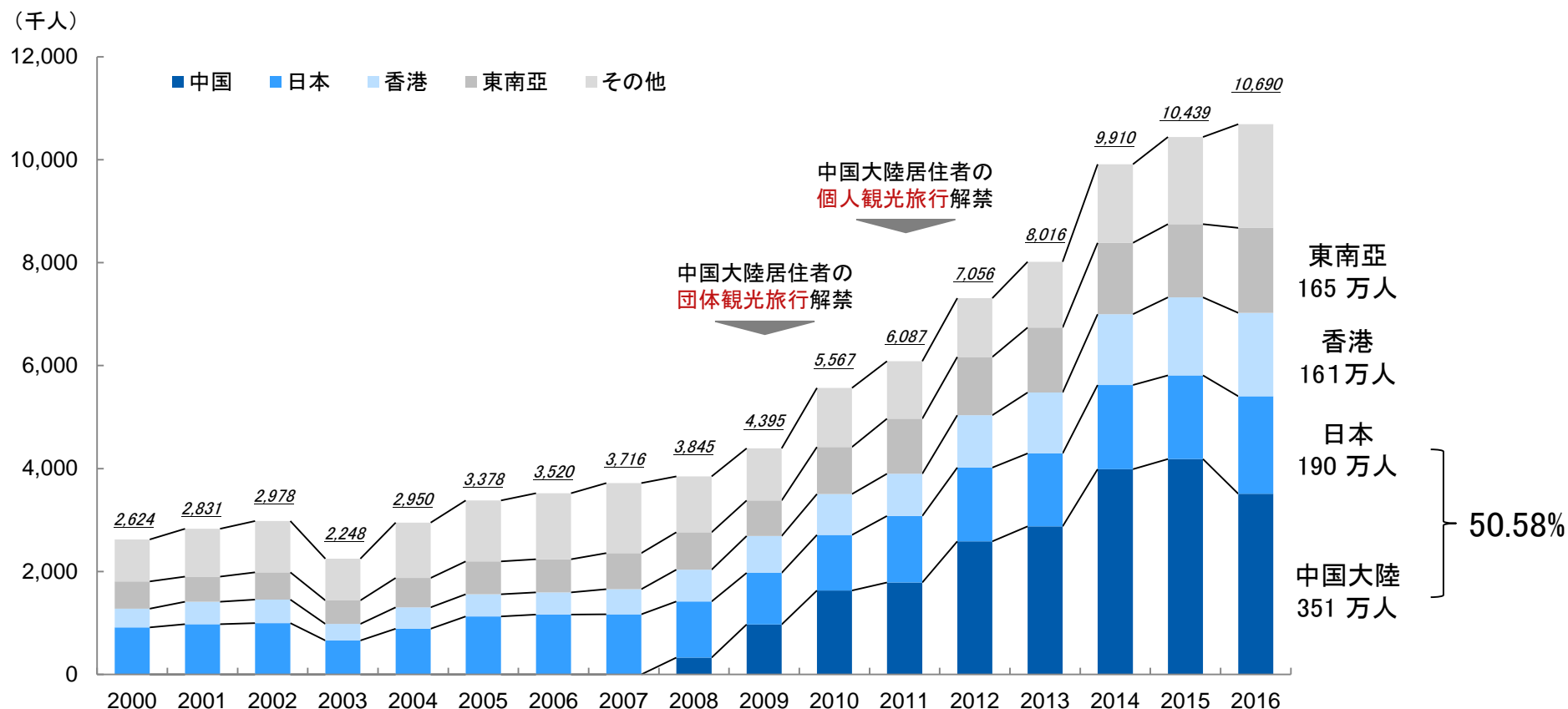
4 台湾のホテル市場

## ホテル市場- (1) 来台外国人旅行者数の推移

**兩岸関係が新政権の誕生により停滞しているため、中国観光旅行者数が減少。  
一方で、政府は東南アジア地域からの誘客に注力しており、今後の成長が見込まれる**

- 台湾へ訪れる旅行者の約半数は中国大陸居住者と日本居住者が占めている。
- 政府は中国大陸、日本に続く市場として東南アジア市場に注目しており、今後市場の開拓が進む見込みである。

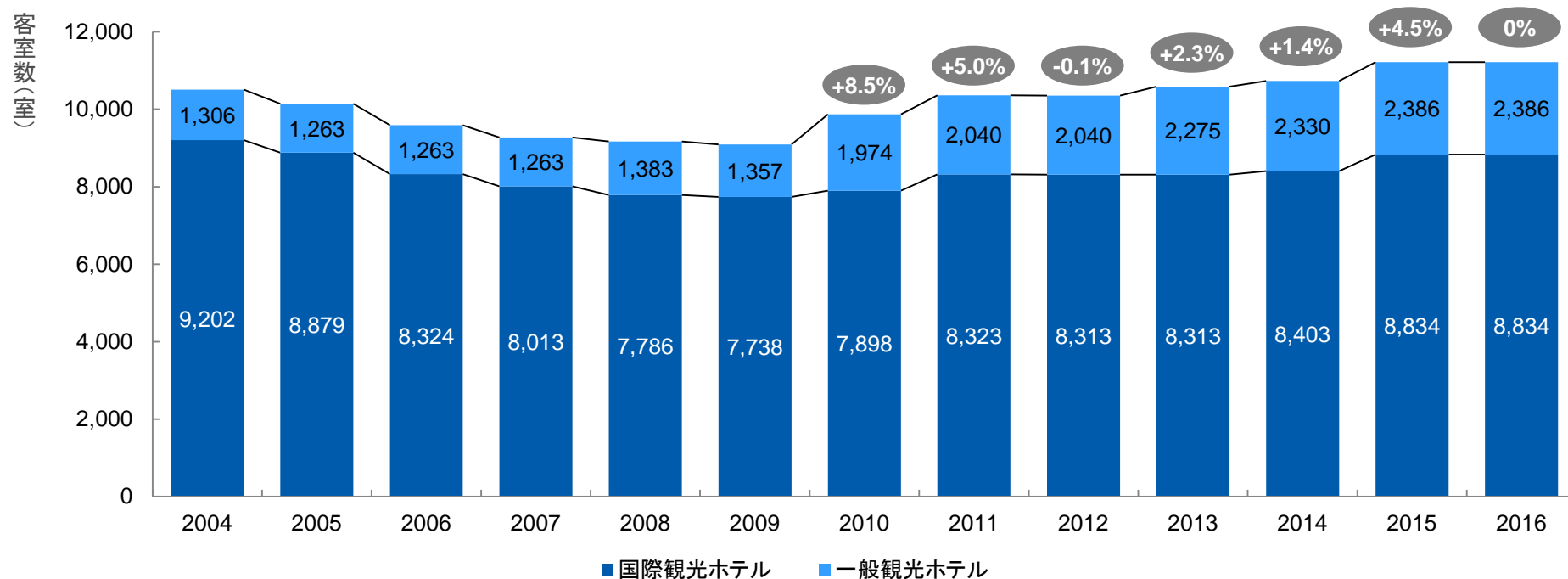
### 訪台湾海外旅行者数の推移(居住地別)



## ホテル市場- (2) 台北市内のホテルの需給

**2010年以降台北市内の観光ホテル客室数は成長を続けている。  
客室数は1.1万室に達しているが、客室の稼働率は7割を超える高水準が続いている**

### 台北市内の観光ホテル客室数と稼働率の推移



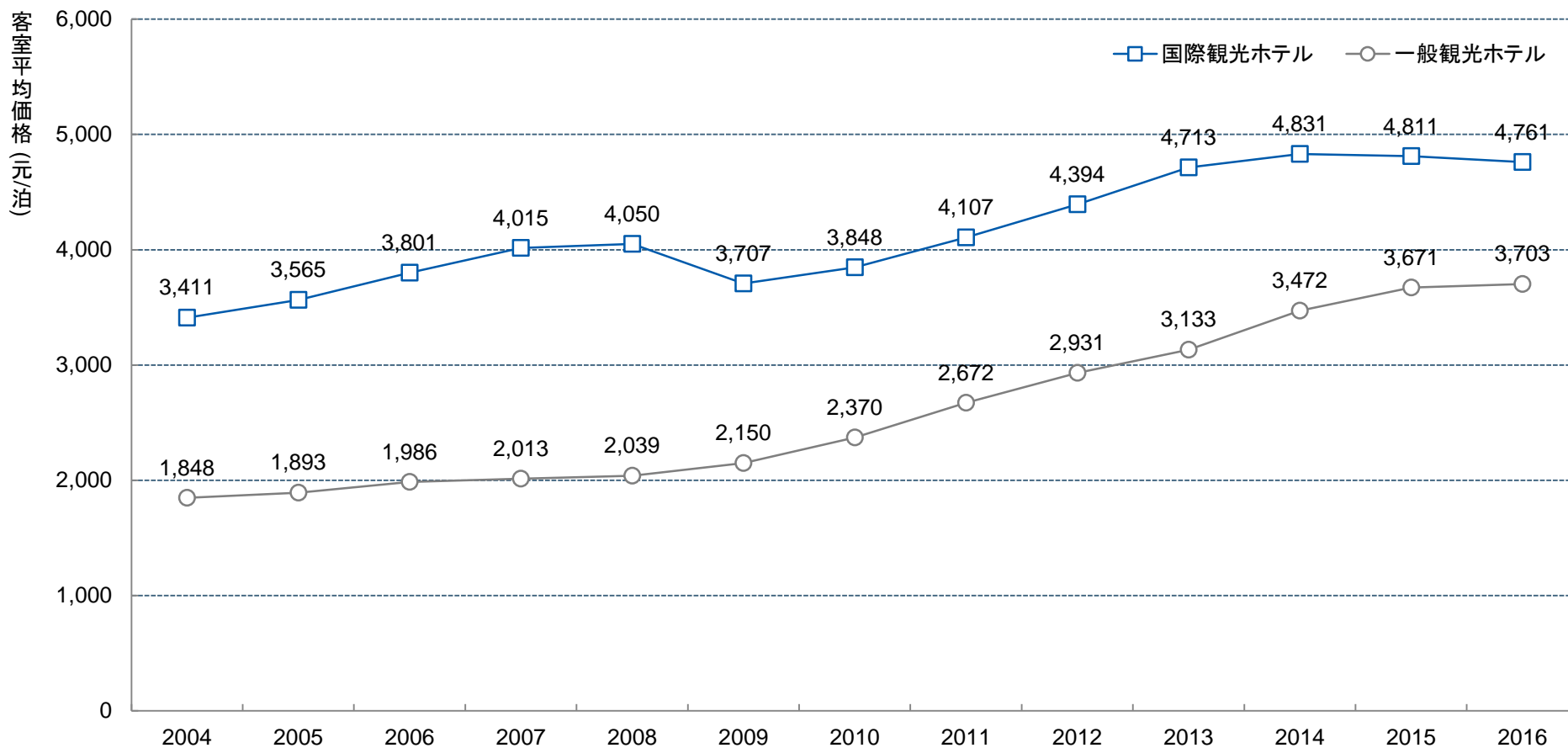
稼働率

稼働率	国際観光旅館	一般観光旅館
国際観光旅館	69.30%	72.02%
一般観光旅館	76.96%	77.22%
	74.95%	76.68%
	75.32%	76.94%
	72.16%	72.39%
	71.14%	69.31%
	75.64%	73.82%
	75.40%	75.66%
	77.72%	79.33%
	75.90%	78.69%
	77.42%	80.43%
	74.95%	78.67%
	71.11%	76.89%

Note: 観光旅館とは交通部観光客の定め得る基準に適合しているホテルを指し、その水準により国際観光旅館と一般観光旅館とに分類される。  
2016年12月末、台北市内の国際観光旅館は27軒で、一般観光旅館は17軒である。

## 観光客数の増加に伴い、台北市内のホテル客室単価も上昇を続けている

台北市国際観光ホテルと一般観光ホテルの客室平均価格の推移



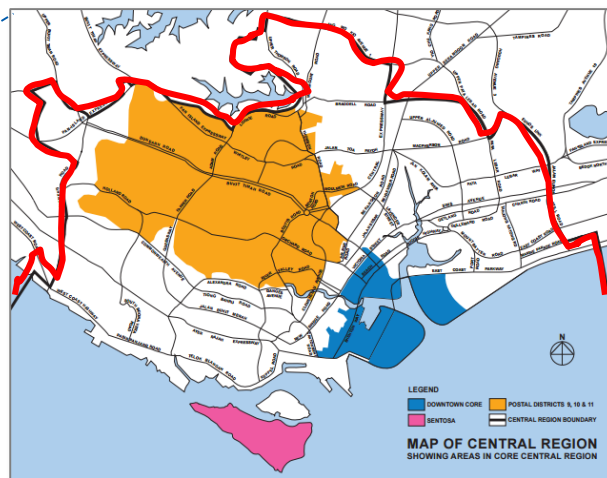
<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>通貨切り下げの影響は大きいですが、住宅は安定推移</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## シンガポールの地域マップ

- …主な商業地域
- …工業団地



中央地域中心エリアと中央地域の残りのエリア



出所) URA資料よりNRI作成

※ 中央地域中心エリアは、郵便区9、10、11の  
ダウンタウン中心計画エリアとセトーサ(青、黄およびピンク)。  
中央地域の残りは、赤線内の中央地域中心エリア以外のエリア。  
中央地域外は、赤線の外側のエリア。

## **シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化**

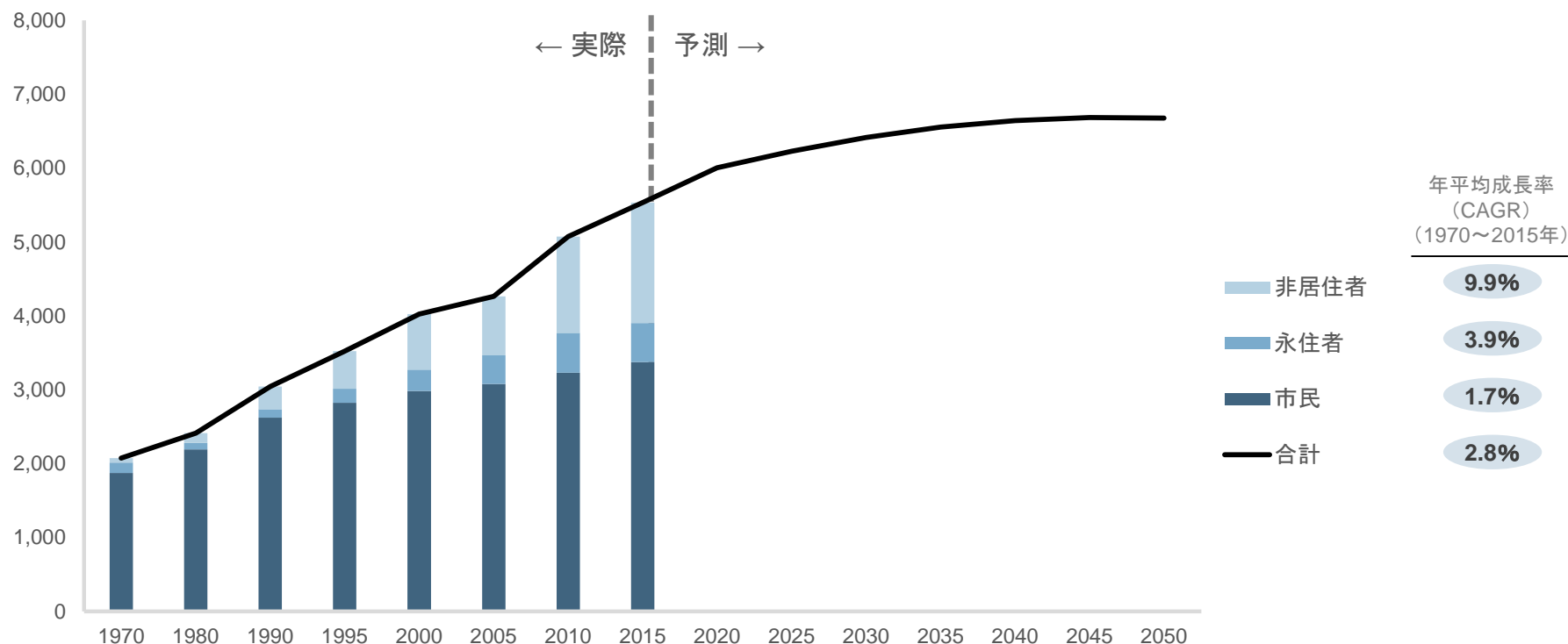
- 1 シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2 シンガポールのオフィス市場**
- 3 シンガポールの住宅市場**
- 4 シンガポールの商業不動産市場**
- 5 シンガポールの物流不動産市場**
- 6 シンガポールのホテル不動産市場**
- 7 シンガポールの不動産投資商品**

## 人口趨勢

シンガポールは開放的な移民政策を採用しており、これまで人口が急成長を遂げてきた。しかし同政策の引き締めに伴って人口増加が減速すると予想される

- 非居住者と永住者の人口は1990年代から急増し始めたが、シンガポール市民の成長はシンガポールで市民権を取得する永住者によるところが大きい。

シンガポールの人口(千人)



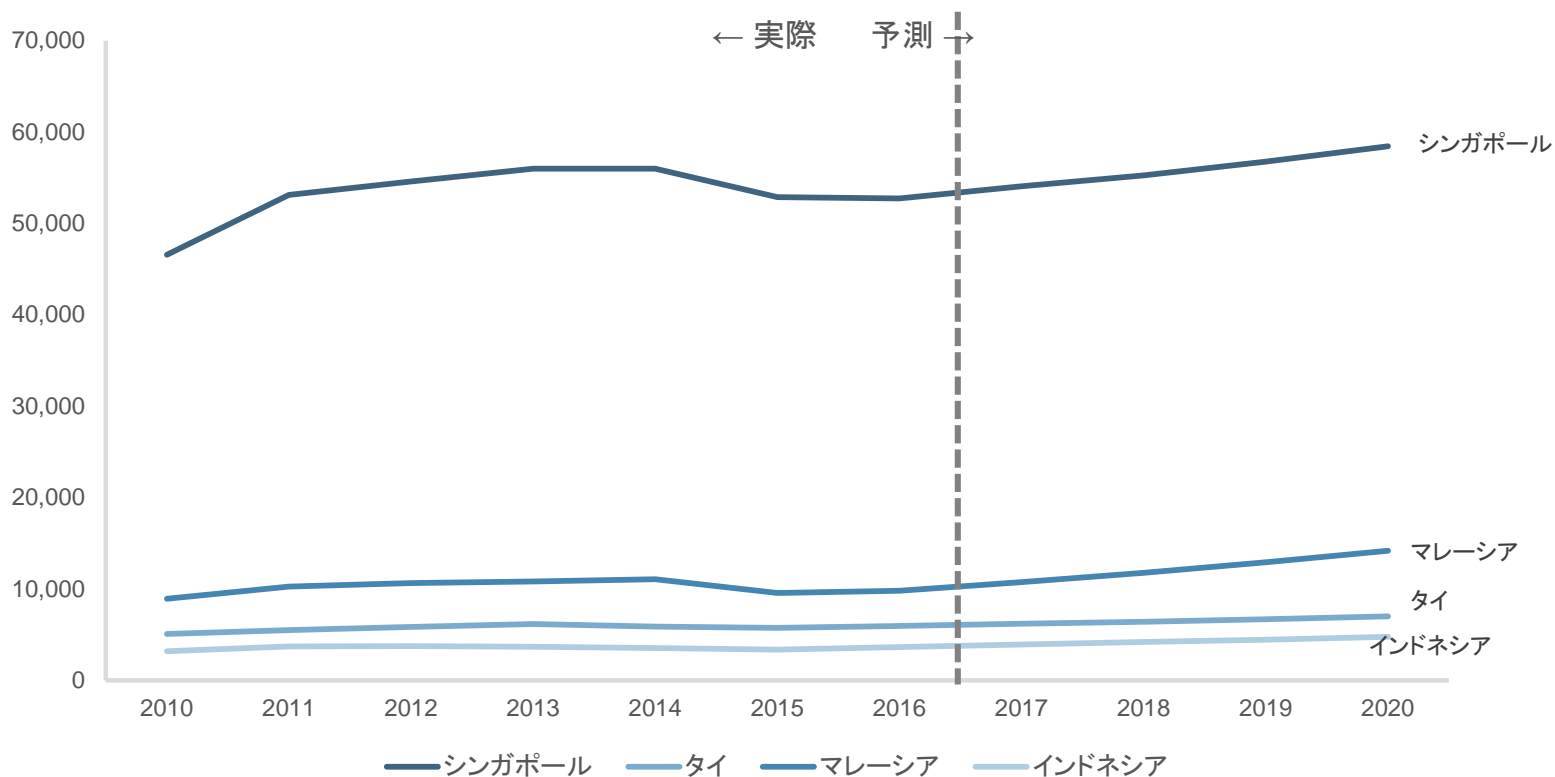
※2016年から2050年までの人口増加の推定にあたっては、バランスの取れた適度の移民政策が採用されると仮定している。  
※非居住者は、長期間シンガポールに居住しているが、永住権や市民権(例えばEPや就労許可証など)を保有していない人を含む。



## シンガポールの1人当たりGDPは世界最高水準にあり、地域の近隣諸国をはるかに凌ぐ

- 1人当たりGDPは2016～2020年も引き続き成長すると予想される。

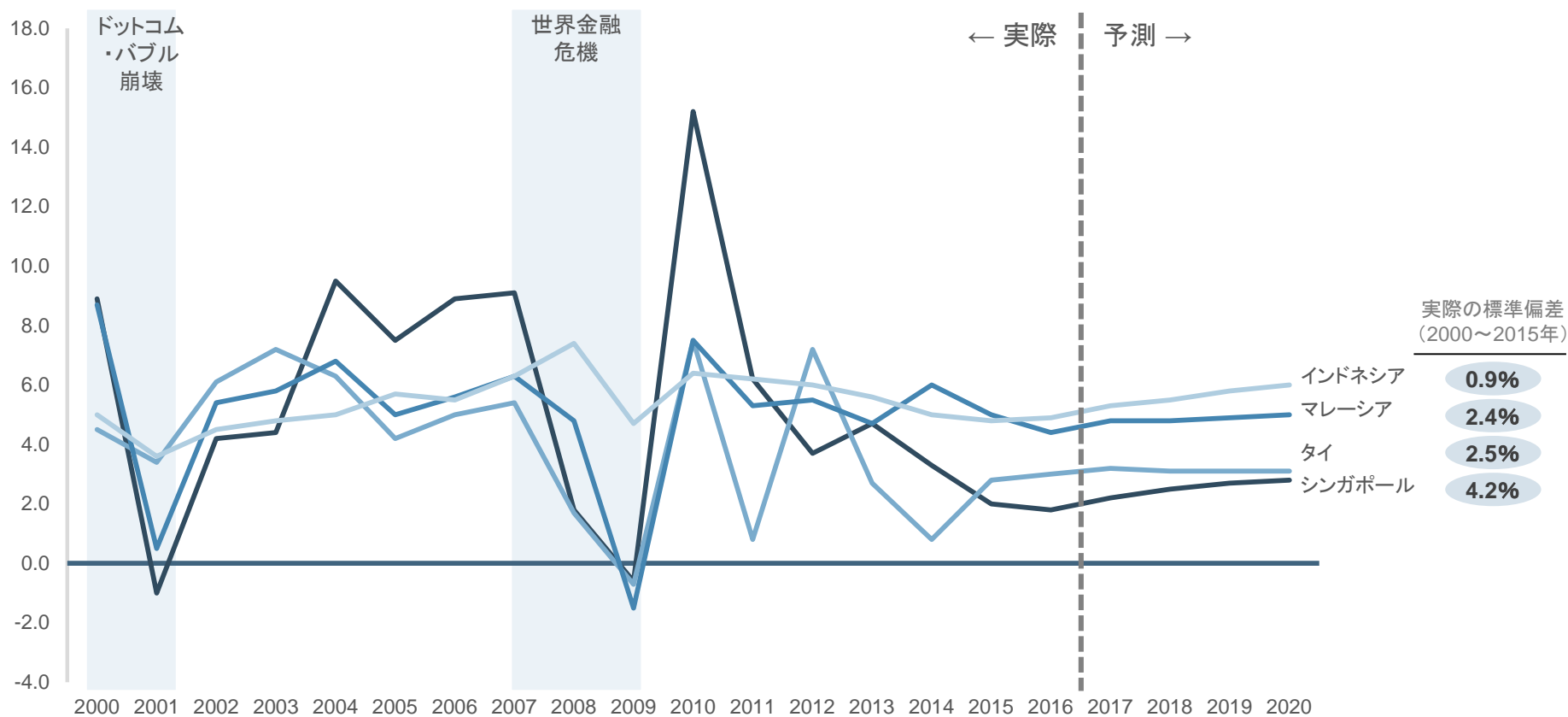
1人当たり名目GDP(米ドル)



# 1人当たりGDPが大きいにもかかわらず、シンガポールの成長率は外需に依存するためグローバルな景気循環に影響を受ける

■ シンガポール経済はグローバルな景気循環と密接に結びついており、景気循環がGDP成長率に与える影響がより顕著。

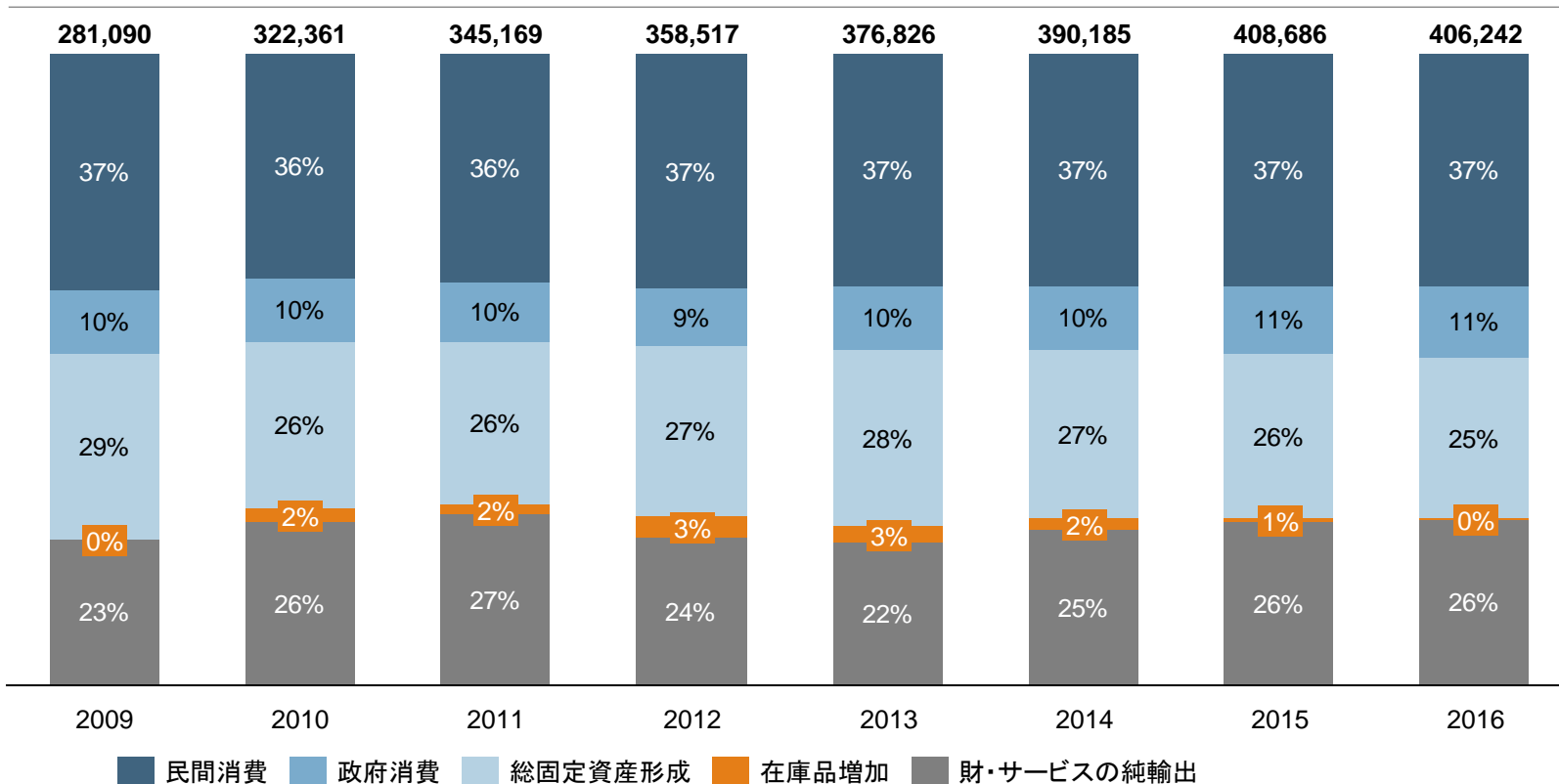
主要国の実質GDP成長率(%)



## 2015年には財・サービス輸出自体がGDP全体の3分の1を占め、不安定なGDPの一因となっている

- 国内消費と国外消費(財・サービスの純輸出)の両方が不安定であり、経済成長期と景気後退期に大きく変動している。

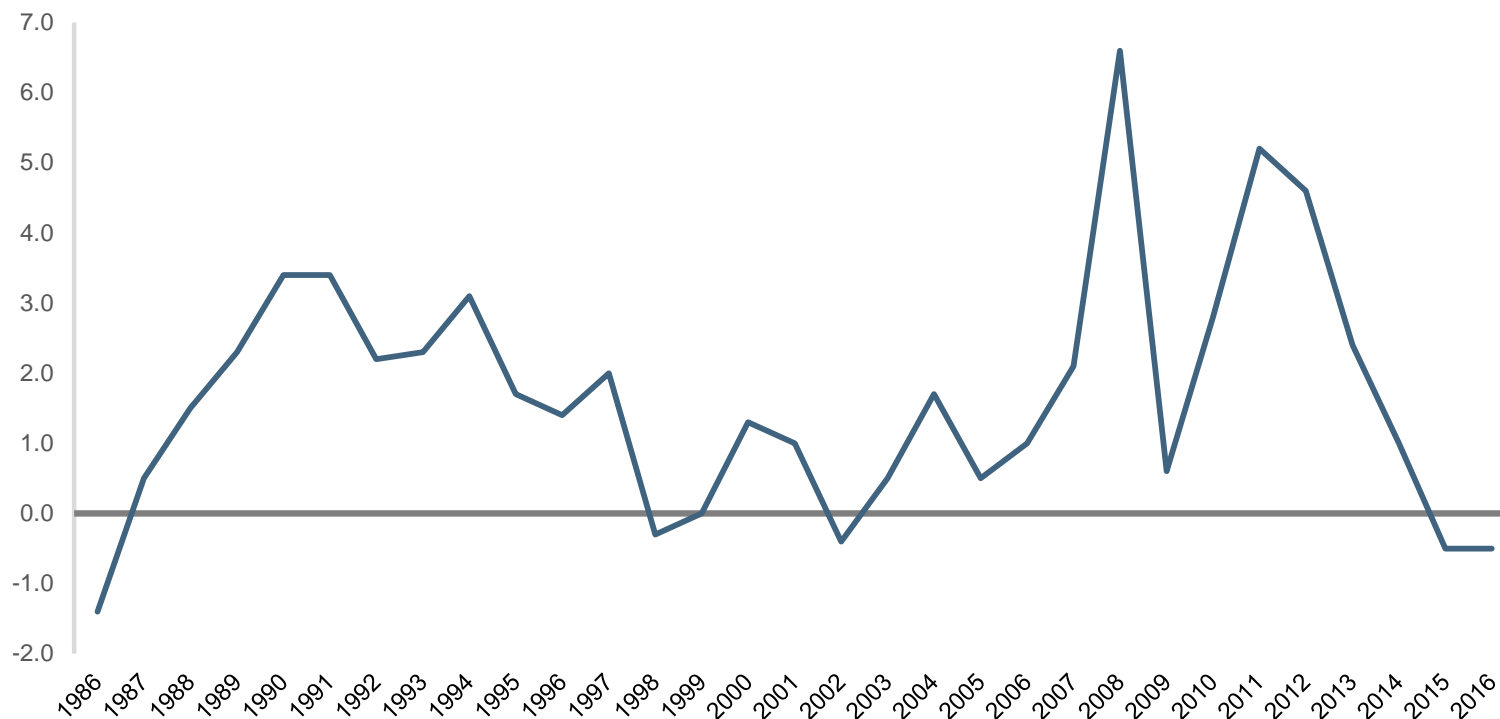
支出別に見た対GDP比(%)



## 2016年の消費者物価指数(CPI)成長率は、油価・住宅費・輸送費が下落した結果、わずかにマイナス圏に沈んだが、2017年には再度上昇する見通し

- 投資銀行等の推計によると、2017年のインフレ率は0.5%-1.5%の水準にとどまると予想される。背景としては燃料コストの高騰や予算措置により一時的なディスインフレが回避するためとしている。

シンガポールのCPIの前年比増減率(%)



## シンガポール・ドルは全般的に上昇傾向にあり、 物価の安定を維持する手段として中央銀行が非常に密接に調整・監視している

- シンガポール・ドルは非公表の通貨バスケットに連動しており、非公表の範囲内で管理フロート制に基づいて機能しており、変動性はさほど高くない。

シンガポール・ドルの名目実効為替レート(S\$NEER)

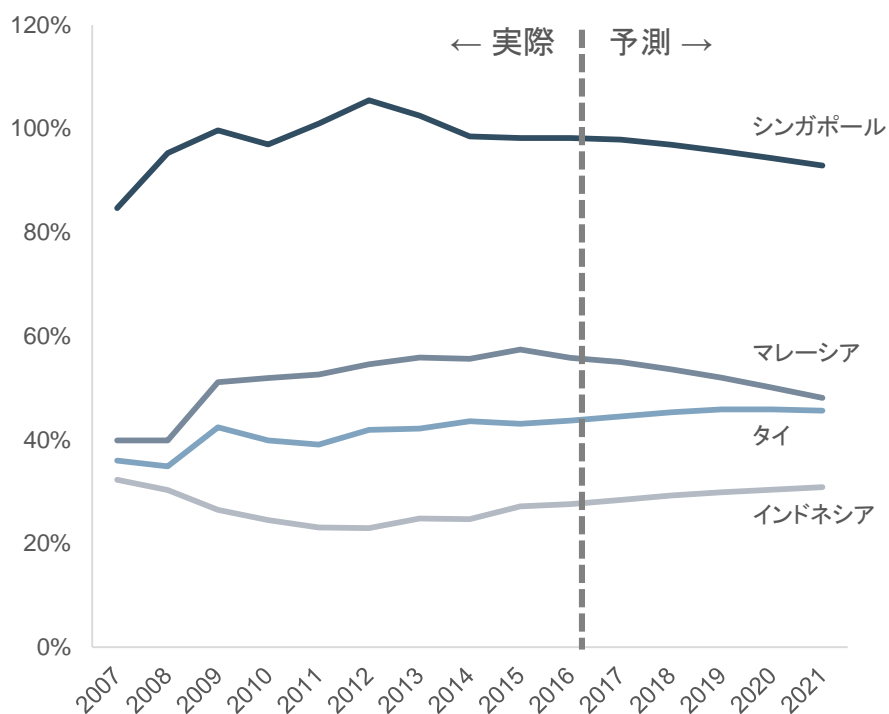


※S\$NEERは単一通貨ではなく通貨バスケットに対する為替レートを反映  
※指数: 1999年1月=100

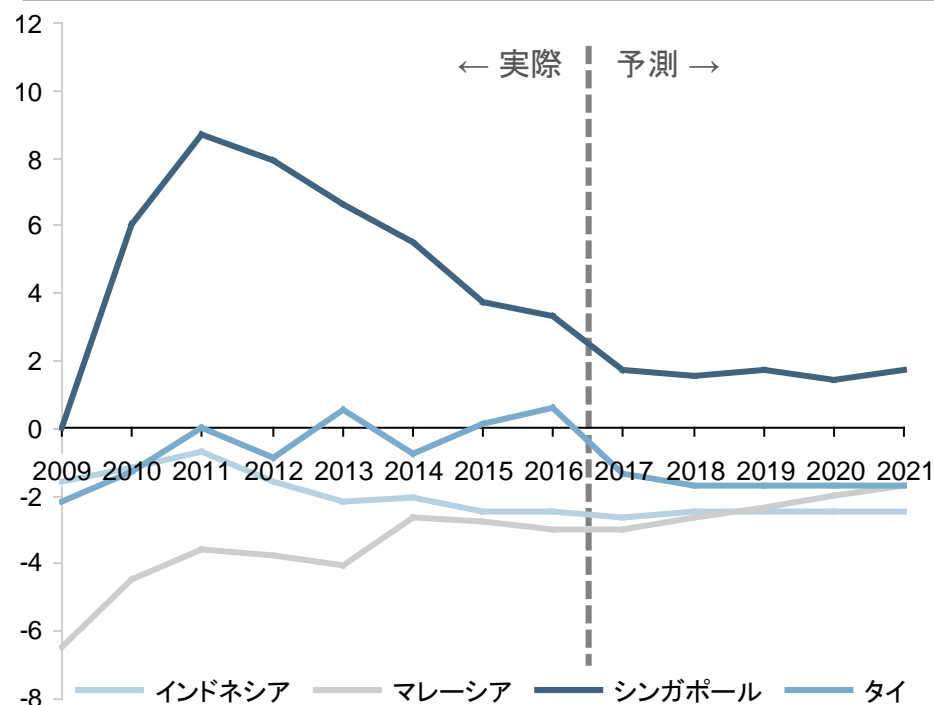
## 財政赤字が比較的多いにもかかわらず、シンガポールは依然として純債権国であり、国際格付機関からAAAの格付けを付与されている

- シンガポールは負債よりも資産のほうが多く、財政も黒字基調にある。
- 財政支出の原資というだけでなく、国内債券市場で他の法人債券に対してリスクフリーの基準を提供するためにシンガポール政府は政府債務を発行している背景もある。

政府債務の対GDP比



基礎的財政収支の対GDP比 (%)

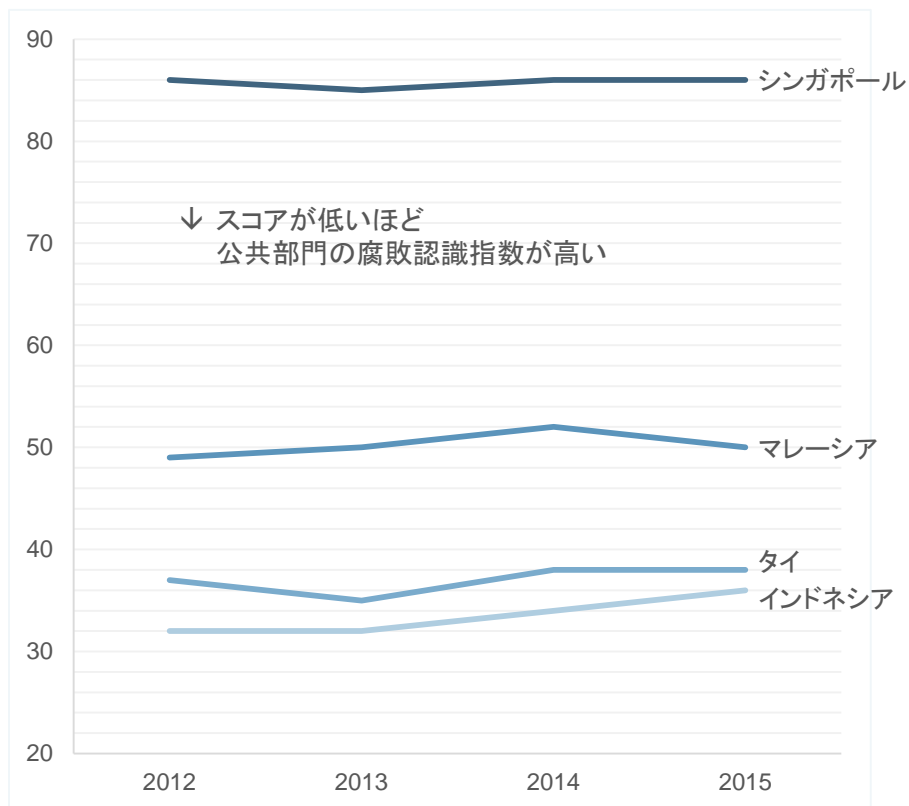


## マクロ・ファンダメンタルズー政治リスク

# シンガポールは一貫して腐敗認識指数が最も低い10カ国に入っており、政治リスクは低水準を維持している

■ 政治リスクの低さは、シンガポールで事業・投資を促す環境作りに貢献している要因の1つである。

主要ASEAN諸国のトランスパレンシー・インターナショナル腐敗認識指数の傾向(2015)



国際腐敗認識指数の上位10カ国  
(順位が高いほどリスクが低い)

順位	2014	2015	2016
1	デンマーク	デンマーク	デンマーク
2	ニュージーランド	フィンランド	ニュージーランド
3	フィンランド	スウェーデン	フィンランド
4	ノルウェー	ニュージーランド	スウェーデン
5	スイス	オランダ	スイス
6	シンガポール	ノルウェー	ノルウェー
7	オランダ	スイス	シンガポール
8	ルクセンブルグ	シンガポール	オランダ
9	カナダ	カナダ	カナダ
10	オーストラリア	ドイツ	ドイツ

## シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化

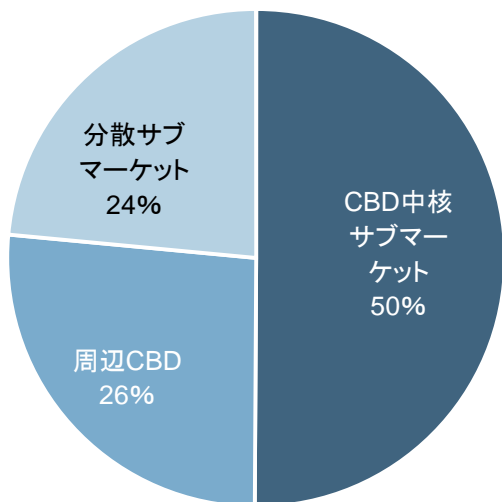
- 1 シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 シンガポールのオフィス市場
- 3 シンガポールの住宅市場
- 4 シンガポールの商業不動産市場
- 5 シンガポールの物流不動産市場
- 6 シンガポールのホテル不動産市場
- 7 シンガポールの不動産投資商品



## オフィス市場—地域

既存のオフィスの76%が中央ビジネス地区(CBD)にある。シンガポール政府は質の高いオフィススペースのニーズに応えるために、CBDをマリーナ・ベイまで広げている

シンガポールのオフィス地域 2015年



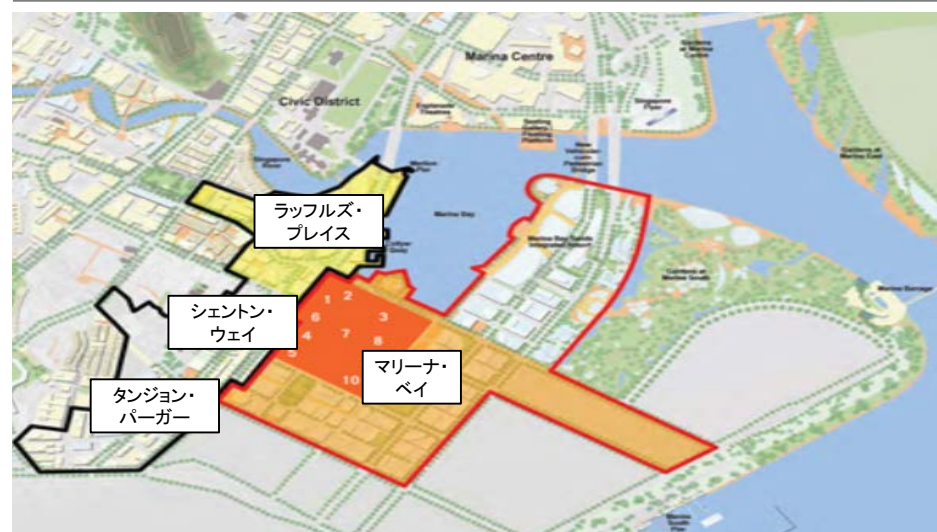
CBD中核サブマーケット:  
ラッフルズ・プレイス、セントン・ウェイ、マリーナ・センター、マリーナ・ベイ

周辺CBD:  
タンジョン・パーガー、ビーチ・ロード/シティ・ホール、オーチャード・ロード

分散サブマーケット:  
アレクサンドラ/ハーバーフロント、トムソン/ノベナ、タンピネス、リバー・バレー

- 既存の中央ビジネス地区はラッフルズ・プレイス、セントン・ウェイ、タンジョン・パーガーにある。
- 政府はシンガポールを有力な金融の中心地にするために、マリーナ・ベイまでの拡張によって金融センターの規模を現在の倍にする計画を立てている。
- 新たな開発が完了すれば、110万m<sup>2</sup>を超えるプレミアム・オフィススペースが追加されると予想される。

シンガポール中央ビジネス地区の主要オフィス地域



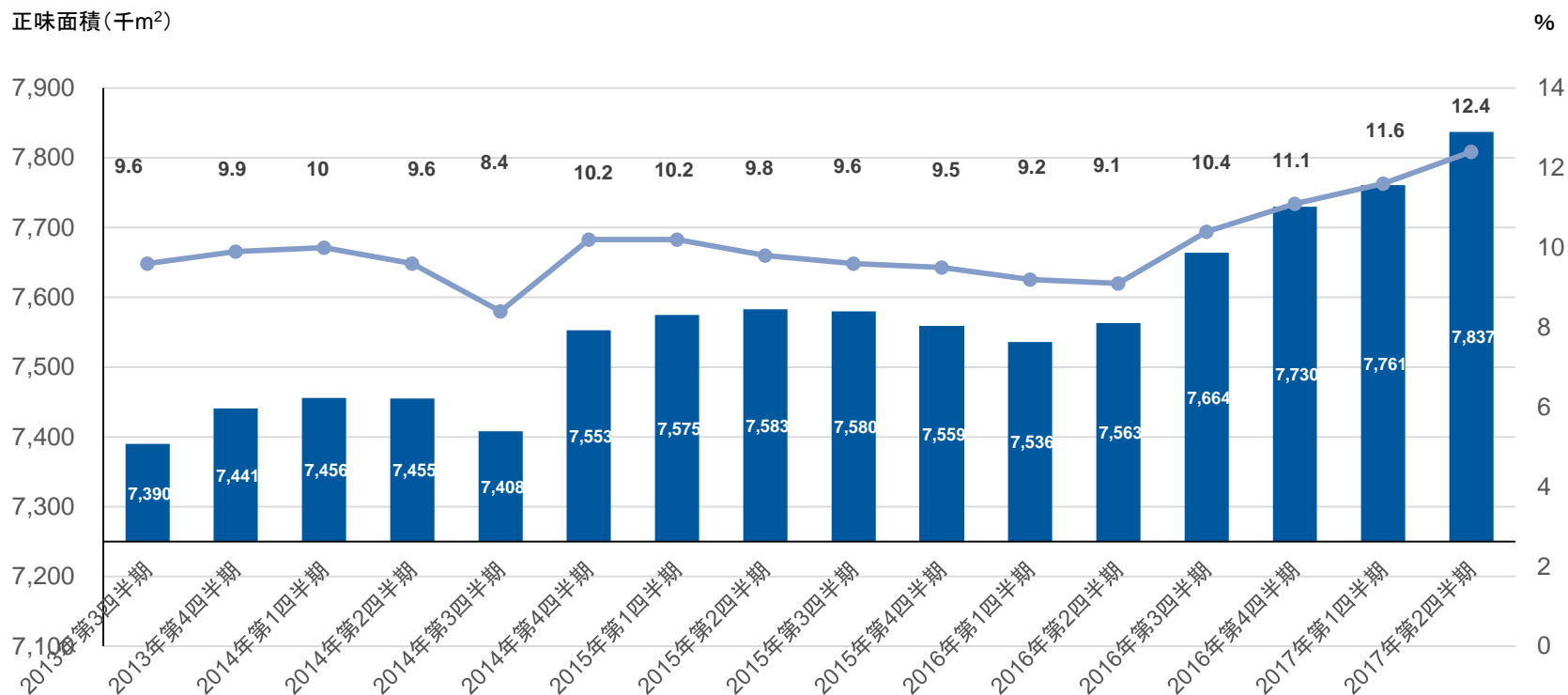
	敷地面積 (ヘクタール)	総開発延べ床面積 (百万m <sup>2</sup> )	総オフィス延べ床面積 (百万m <sup>2</sup> )
ラッフルズ・プレイス	31	1.77	1.1
既存金融地区の拡張	85	4.15	2.82 (推定)
新規開発	24	1.6	1.1 (推定)

出所) 都市再開発庁資料等よりNRI作成

## オフィス市場—ストックと空室

空室率は2015年から2016年前半で徐々に減少していったが、2016年後半以降は主要なオフィス案件開発が完了したため増加している。

### シンガポールにおけるオフィスのストックと空室率

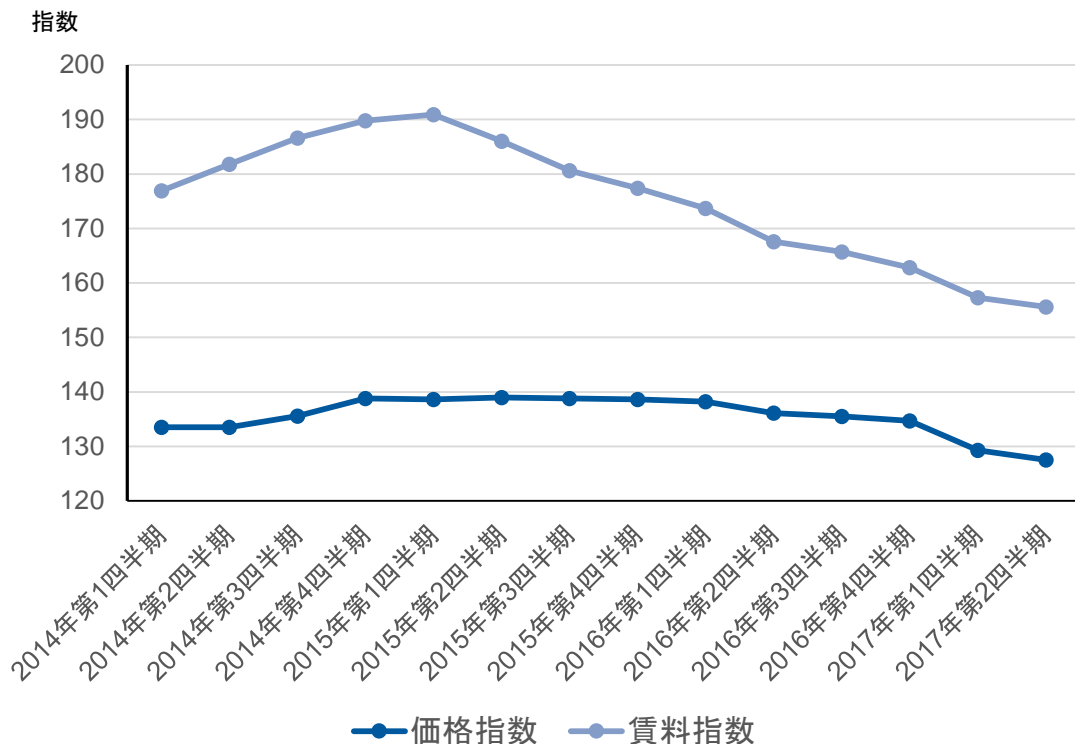


出所) 都市再開発庁資料等よりNRI作成

## オフィス市場—価格指数と賃料指数

前期末に供給が激増したため、オフィス賃料は15年第1四半期から低下傾向にある。  
オフィスの価格は、賃料の下落による下方圧力が原因で伸び悩んでいる

### 中央地域におけるオフィススペースの価格指数と賃料指数



- 2014年のシンガポールのオフィス賃貸市場は需給逼迫のおかげで好調だった。しかし2015年第1四半期以降、オフィス賃料の伸びは鈍化している。
- オフィス・ビルの価格は2015年第1四半期から停滞している

注:

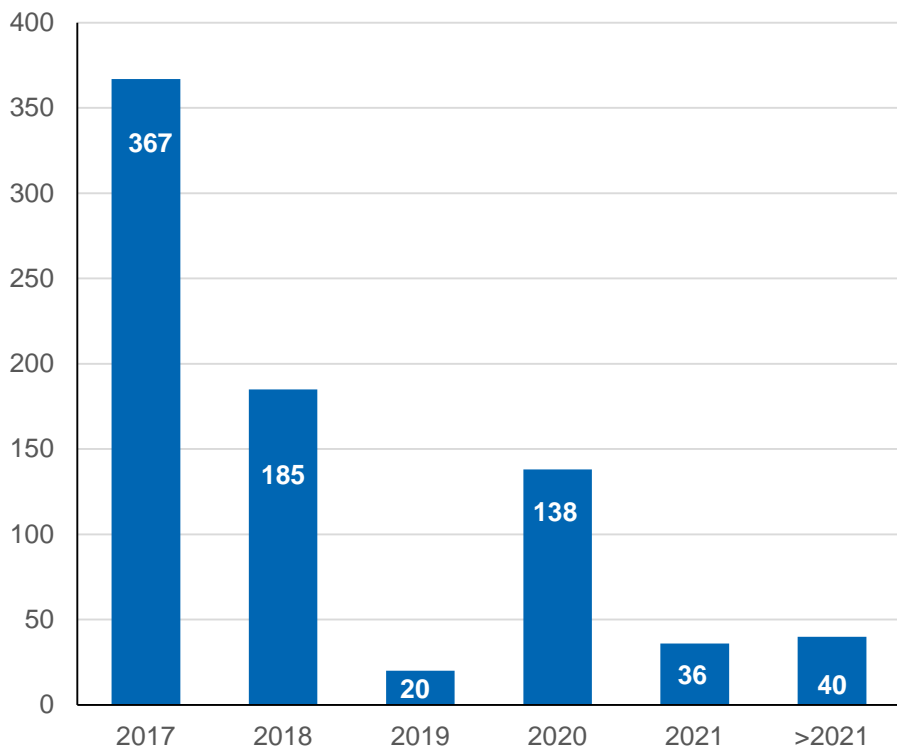
- 1) 価格指数は、オプション行使段階でシンガポール土地登記所に提出された利害関係通告(購入オプション行使後または売買契約締結後に、購入者が自己の利益を保護するために提出する法律文書)の情報をもとに作成。98年第4四半期の価格を指数の基準指標価格として利用している。
- 2) オフィススペースの賃料指数はシンガポール内国歳入庁(IRAS)から入手

出所) 都市再開発庁資料等よりNRI作成

# 今後数年間、オフィススペース供給は需要の増加を上回るペースで伸びると想定され 空室率が高まる見通し

## シンガポールにおけるオフィススペースの供給見通し

総面積(千m<sup>2</sup>)



出所)都市再開発庁資料よりNRI作成

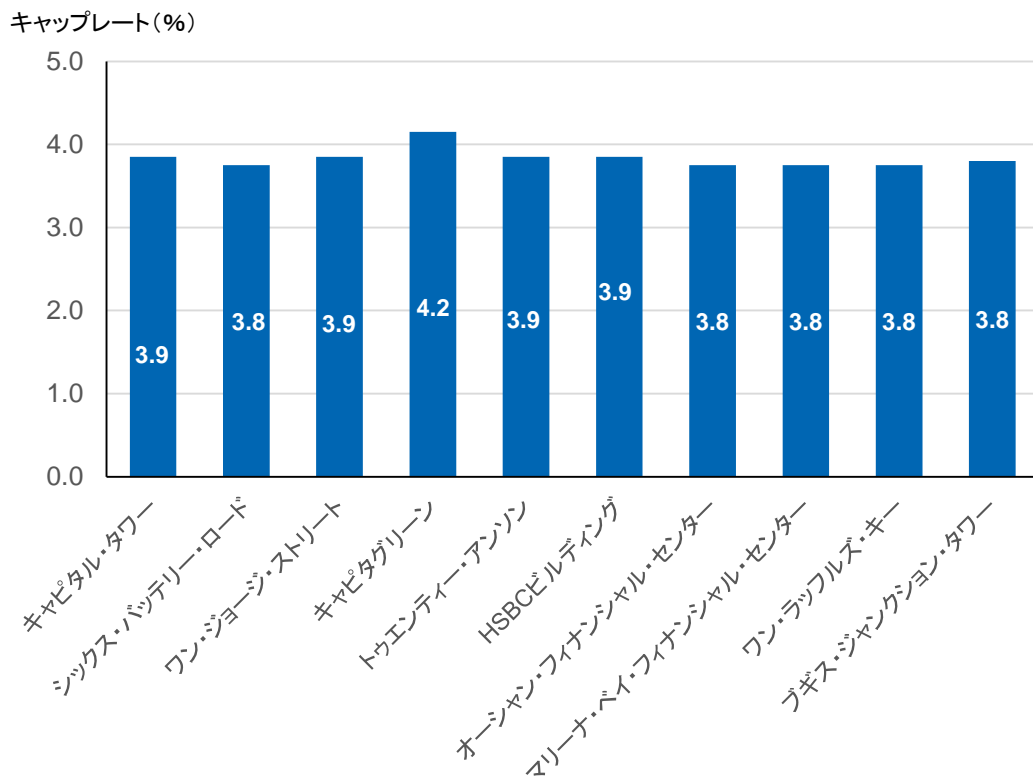
- 2015年第2四半期から2018年第4四半期までに供給されたオフィスの52.8%が中核CBD、31.1%が周辺CBD、残りが分散サブマーケットにある。
- 将来の供給の5分の1前後がstrata-titledで区画販売される予定である。つまり、より手ごろな価格の小規模な個別オフィススペース・ユニットを探している投資家の投資機会が広がる。

不動産	総オフィス延べ床面積(千m <sup>2</sup> )	予想完成年
ビジョンエクステンジ	475	2017年1月
オクスレイ・タワー	130	2017年1月
UIC ビルディング	276	2017年4月
マリーナ・ワン	1,800	2017年4月
フレイザーズ・タワー	690	2018年4月
ロビンソン タワー	195	2018年4月
パヤレバ クォーター	883.5	2018年4月
セントラル ブールバード	1,000	2020年第2四半期
ゴールデン シュー カーパーク	1,000	2021年第1四半期

出所)コーポレートロケーション資料よりNRI作成

## 2016年のCBD地域におけるオフィスのキャップレートは平均約3.8%だった

2016年 CBDにおけるオフィスのキャップレート



出所) キャピタランド・コマーシャル・トラスト資料及びケッペルREIT資料よりNRI作成

シンガポールのオフィスREIT

REIT	不動産の種類	投資不動産
キャピタランド・コマーシャル・トラスト	<ul style="list-style-type: none"> <li>オフィス (70%)</li> <li>商業用不動産 (18%)</li> <li>ホテルおよびコンベンションセンター (12%)</li> </ul> <small>※総賃貸料収入による</small>	<ul style="list-style-type: none"> <li>キャピタル・タワー</li> <li>シックス・バッテリー・ロード</li> <li>ワン・ジョージ・ストリート</li> <li>ラッフルズ・シティ・タワー</li> <li>キャピタグリーン</li> <li>トウエンティー・アンソン</li> <li>HSBCビルディング</li> </ul>
ケッペルREIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>オフィス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーシャン・フィナンシャル・センター</li> <li>マリーナ・ベイ・フィナンシャル・センター</li> <li>ワン・ラッフルズ・キー</li> <li>ブギス・ジャンクション・タワー</li> </ul>

- キャピタランド・コマーシャル・トラスト、ケッペルREIT、プレーザーズ・コマーシャル・トラスト、サンテックREIT、OUEコマーシャルREITが、シンガポールの主要オフィスREITである。

## シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化

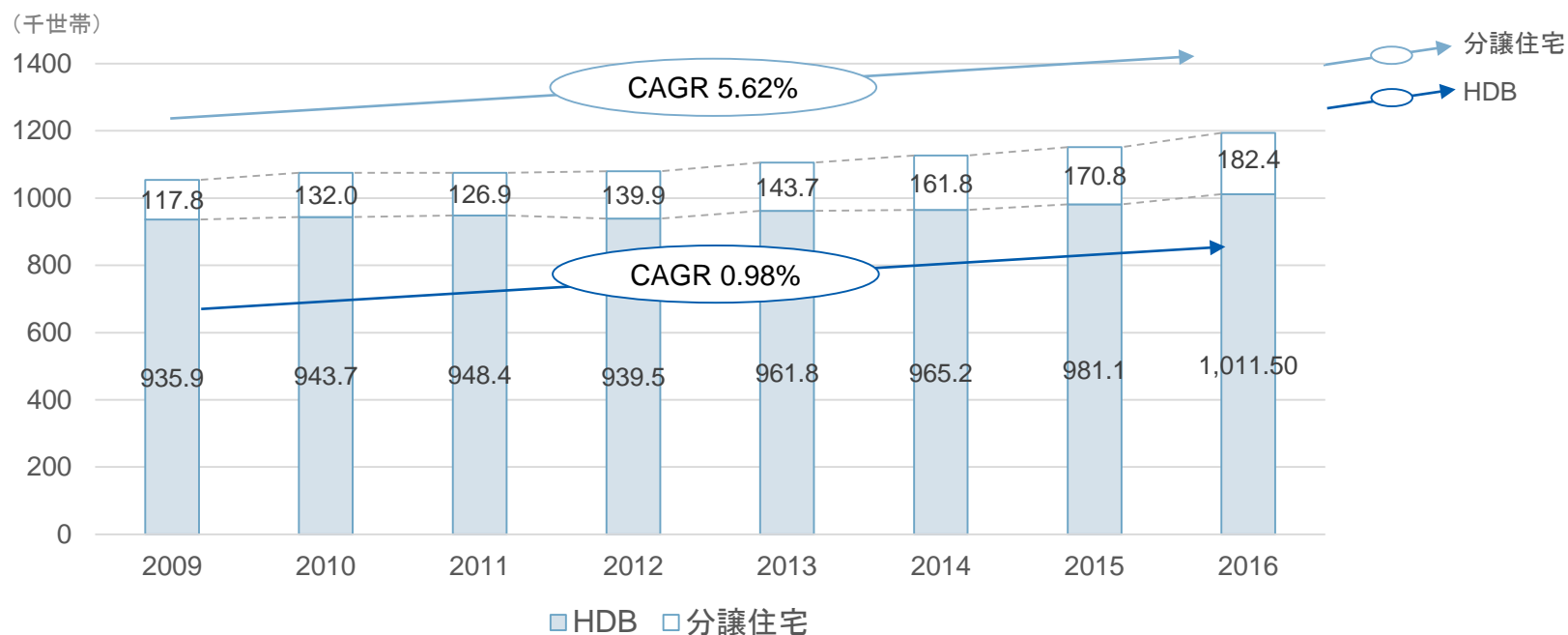
- 1 シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 シンガポールのオフィス市場
- 3 シンガポールの住宅市場
- 4 シンガポールの商業不動産市場
- 5 シンガポールの物流不動産市場
- 6 シンガポールのホテル不動産市場
- 7 シンガポールの不動産投資商品

## 住宅市場—住宅の種類別に見た世帯数

# 分譲住宅その他のアパートに居住する世帯は長年増えているが、HDB住宅に住んでいる世帯の割合は過去5年間に徐々に減少している

- 分譲住宅市場のCAGRはHDBよりはるかに高い。
- 外国人に制限を課す1973年居住用財産法によって、外国人はHDBを購入することができない。

シンガポールにおける住宅の種類別に見た世帯数



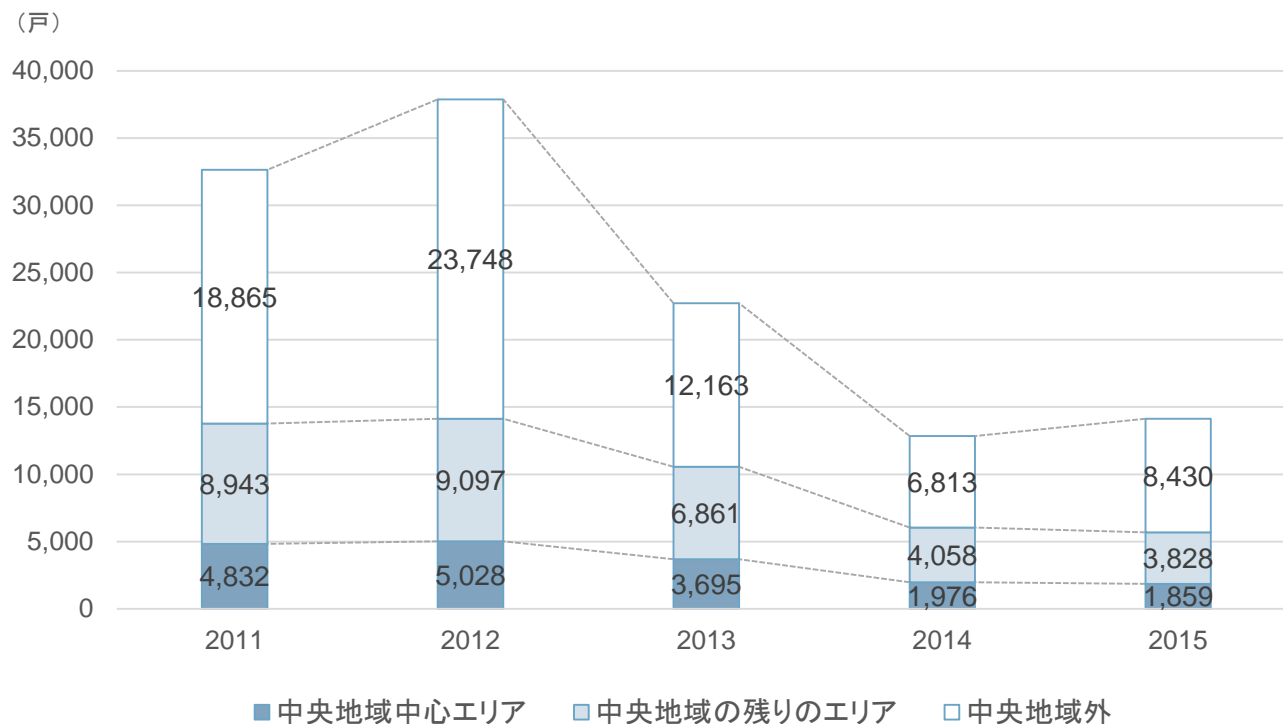
HDB(Housing & Development Board): 住宅開発庁、シンガポールの公営住宅

出所)シンガポール統計局資料よりNRI作成

## 2013年以降、不動産過熱抑制策が原因で民間住宅ユニットへの需要が激減した

- 2012年から2014年にかけて、中央地域外での住宅取引は約50%減少した。
- 2013年に全債務返済比率(Debt Serving Ratio :DSR)の上限を80%から60%へ引き下げ、住宅ローン返済比率(MSR: Mortgage Servicing Ratio)に30%の上限を導入するなど、不動産過熱抑制策がいくつか実施され、売買取引件数に悪影響が及んだ。

地域別に見た民間住宅ユニットの売買取引件数



出所)URA資料よりNRI作成



## 民間住宅取引件数が激減した要因の一つは、DSRとMSRの上限強化に加えて、2013年に民間住宅投資に厳しい制限が導入されたことにある

- 2軒目以降の居住用財産を購入する際の最低頭金は10%から25%に増加された。
- 外国人は住宅販売価格の15%のABSD(追加購入印紙税)を支払う義務を負う。

2013年の民間住宅投資に対する政府制限の変更

	1軒目	2軒目	3軒目
LTV上限※	80%または60%※	60%または40%※ ⇒ 50%または30%※	60%または40%※ ⇒ 40%または20%※
最低頭金	5% (80%のLTV) 10% (60%のLTV)	10% ⇒ 25%	10% ⇒ 25%
BSD	最初の18万ドルは1% 次の18万ドルは2% 残りは3%		
ABSD(シンガポール市民)	適用なし	適用なし ⇒ 7%	3% ⇒ 10%
ABSD(外国人)	10% ⇒ 15%		

LTV: 融資比率

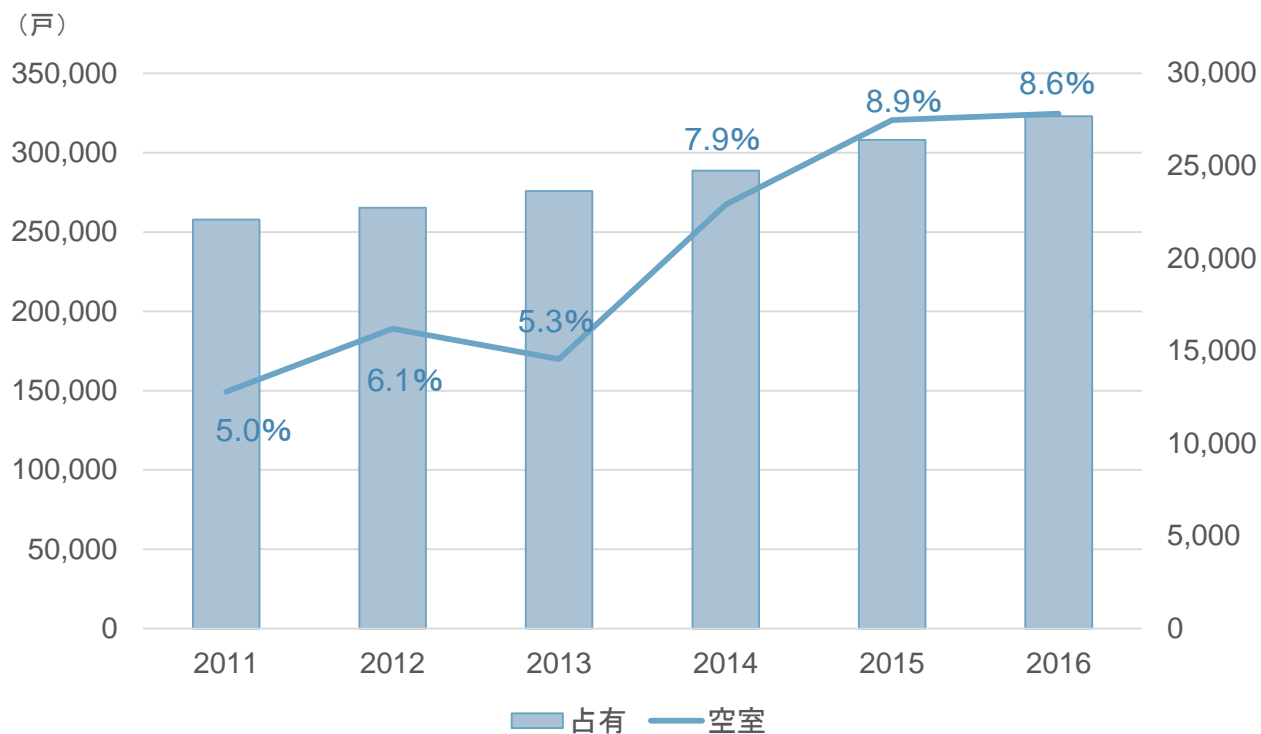
BSD: 購入印紙税

ABSD: 追加購入印紙税

※ローン期間が30年を超える場合または65歳以降も続く場合

## 2013年から2014年にかけて、空室率は2011～2013年に比べて大幅に上昇した

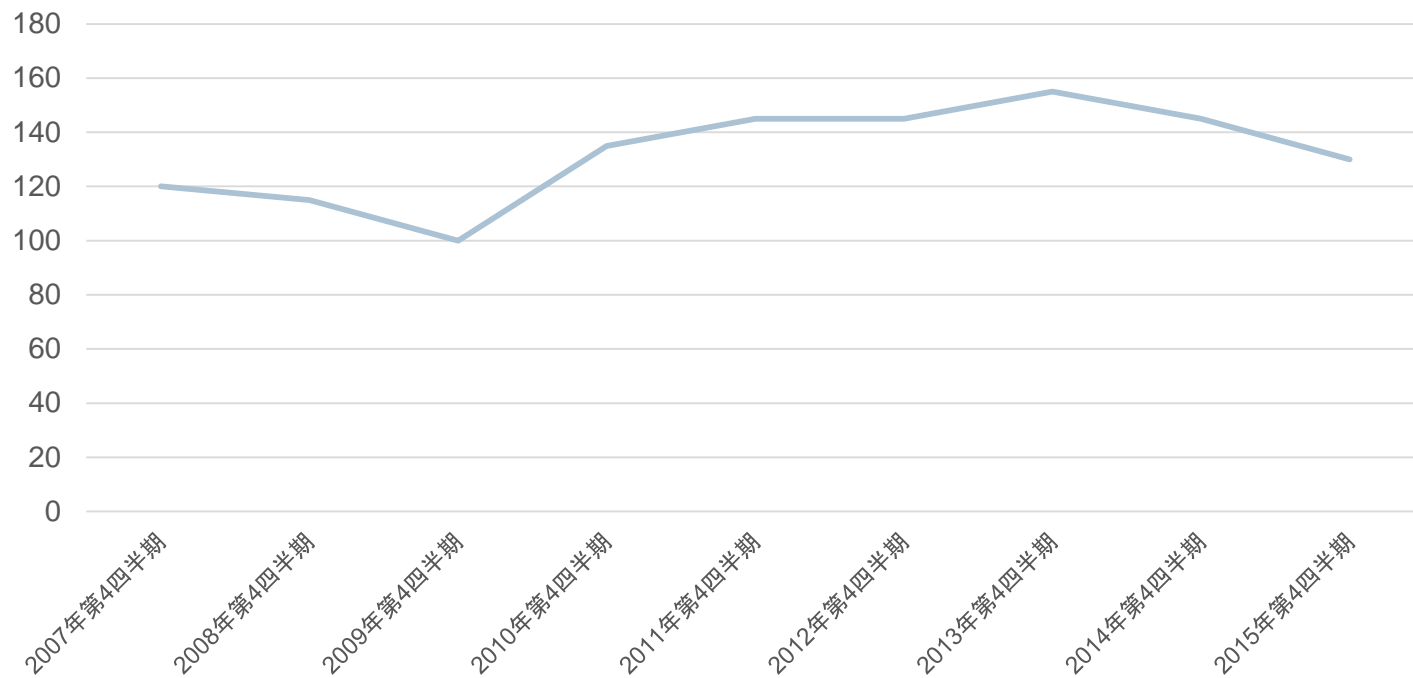
民間住宅ユニットの現在のストックと空室(高級分譲住宅を含む)



出所)URA資料よりNRI作成

## 2013年は過去数年間よりも空室率が高かったため、販売価格指数は徐々に低下した

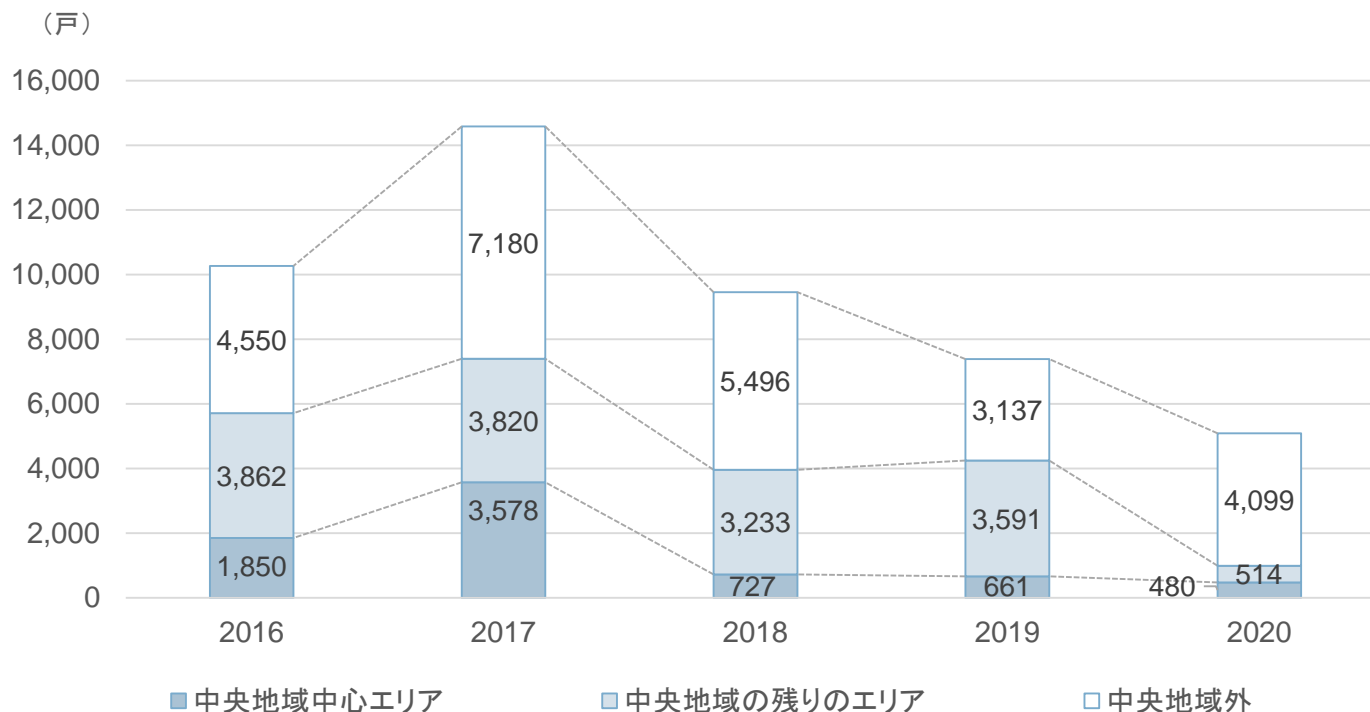
民間住宅の販売指数



## 向こう5年間は中央地域外の供給が最も多くなると予想される

- 民間住宅ユニットは今後数年間に増加する。
- 中央地域中心エリアでは新しい民間住宅ユニットの供給数が減少する見通しである。

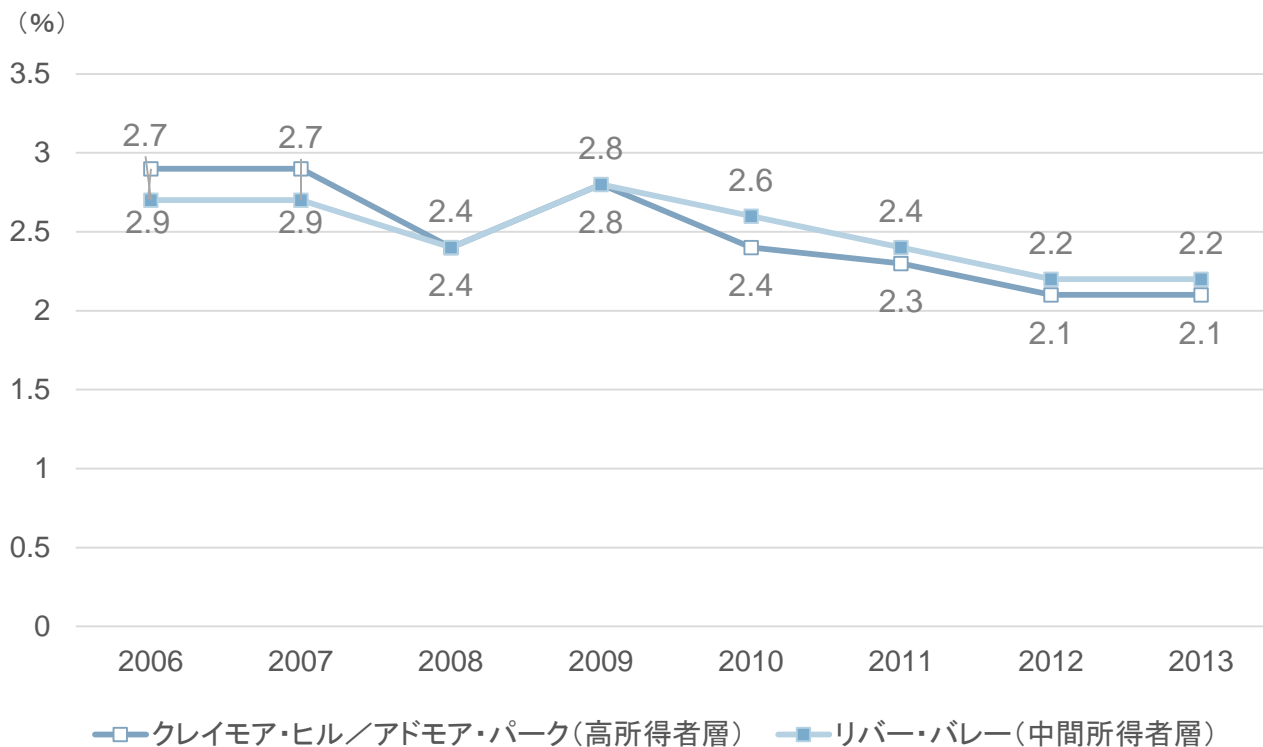
民間住宅ユニットの供給見通し



出所)URA資料よりNRI作成

## キャップレートは空室率の上昇が原因で低下している

高所得者層と中間所得者層向け住宅のキャップレート

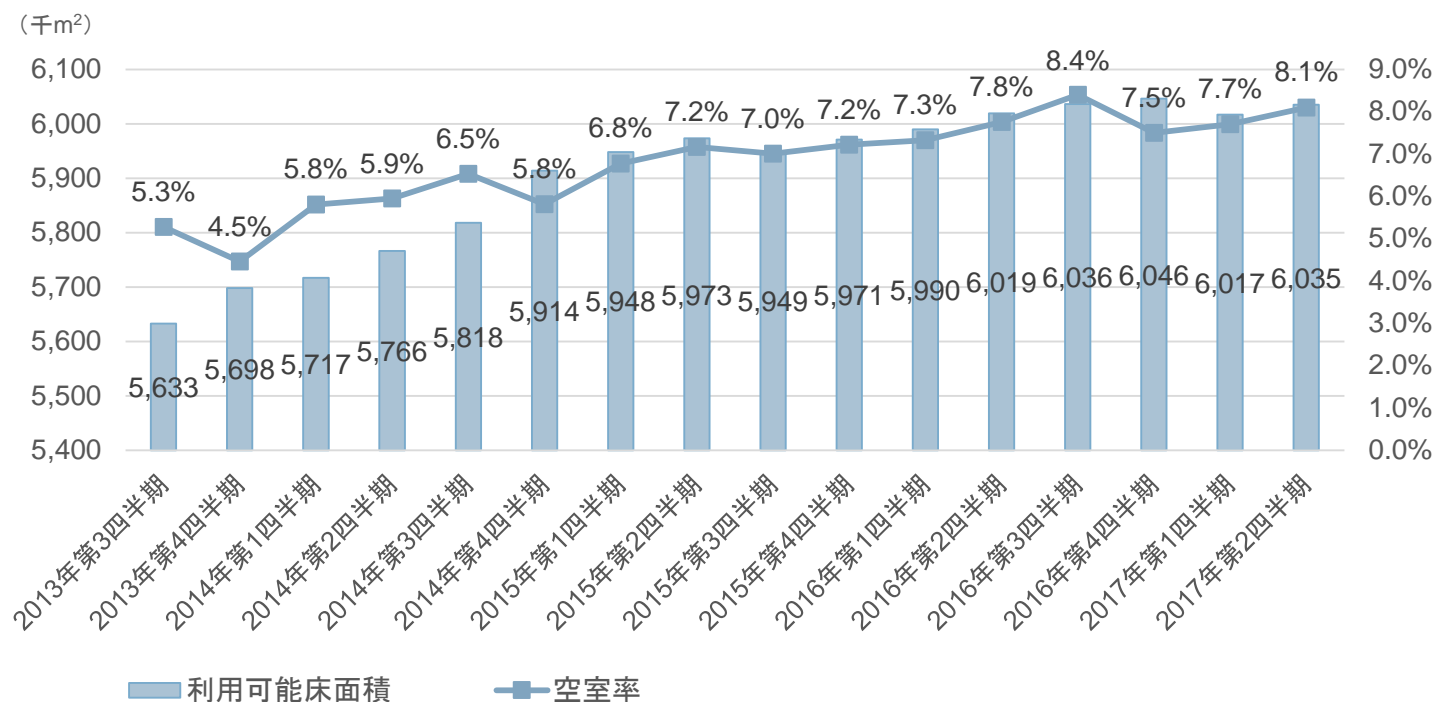


## シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化

- 1 シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 シンガポールのオフィス市場
- 3 シンガポールの住宅市場
- 4 シンガポールの商業不動産市場
- 5 シンガポールの物流不動産市場
- 6 シンガポールのホテル不動産市場
- 7 シンガポールの不動産投資商品

# 空室率の上昇を受け、2015年第1四半期以降、利用可能床面積が徐々に増加している

商業用不動産の利用可能床面積と空室率

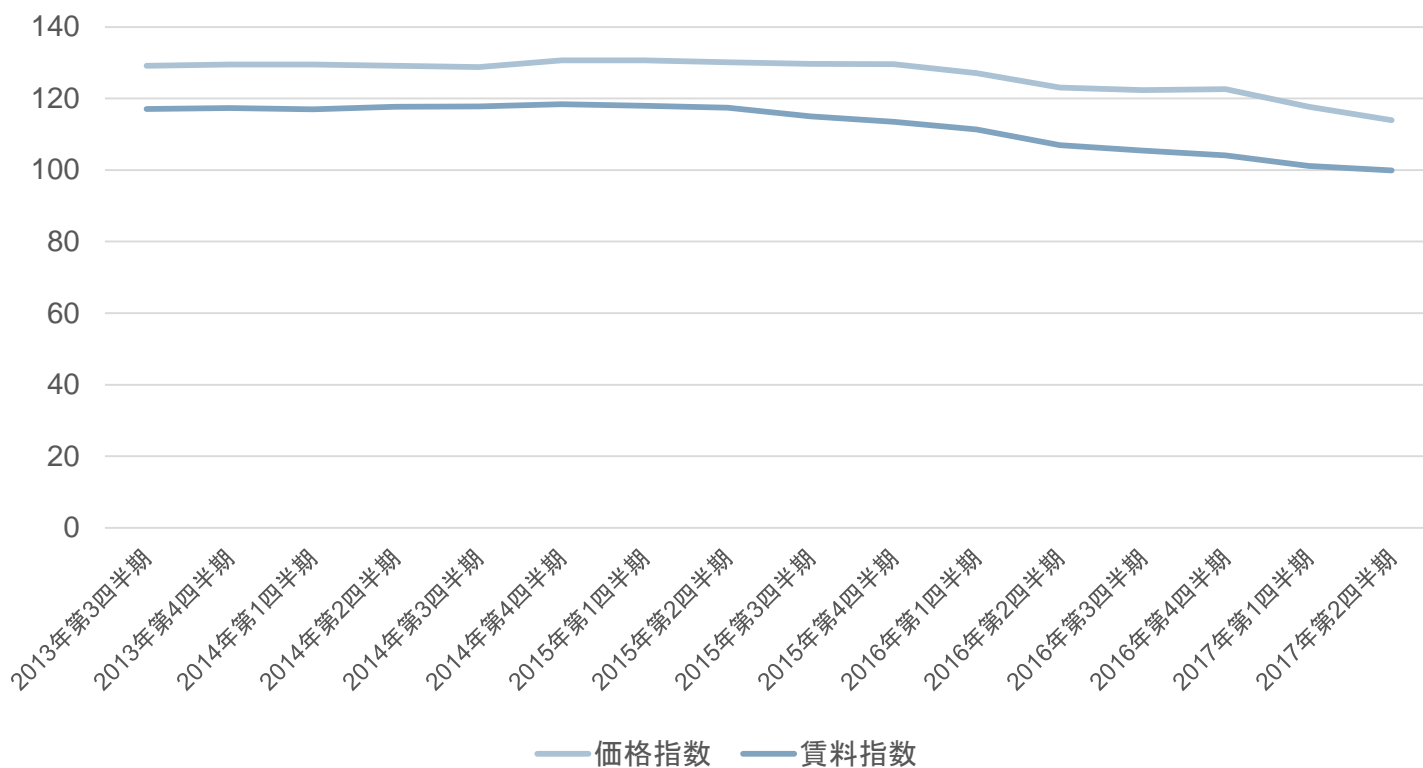


出所)URA資料よりNRI作成

## 商業スペースの価格指数と賃料指数は、 2015年の全四半期に空室率が高かったことから低下している

- 商業スペースの価格は2014年まで安定していたが、需要減速に伴い空室率が上昇しており、両指数に影響を与えている。

中央地域における商業スペースの価格指数と賃料指数



出所)URA資料よりNRI作成

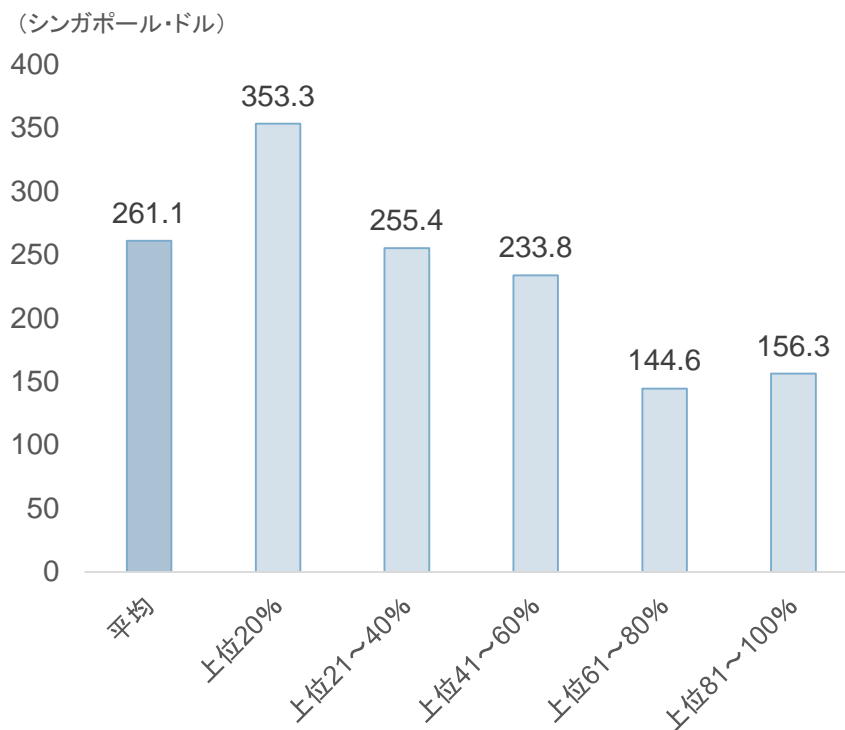


## 以前は店舗で買い物をしていた消費者が、今ではオンラインショッピングへの移行を選ぶ傾向が増えてきたため、実店舗への需要が減少している

- シンガポールでは、インターネットを利用しやすく、モバイル機器が広く普及し、政府がオンライン小売業者を強力に支援しているため、消費者はショッピングセンターまで行かずにオンラインで買い物をするようになってきている

東南アジアのEコマース市場規模と所得階層別に見たシンガポールのオンラインショッピング月平均額

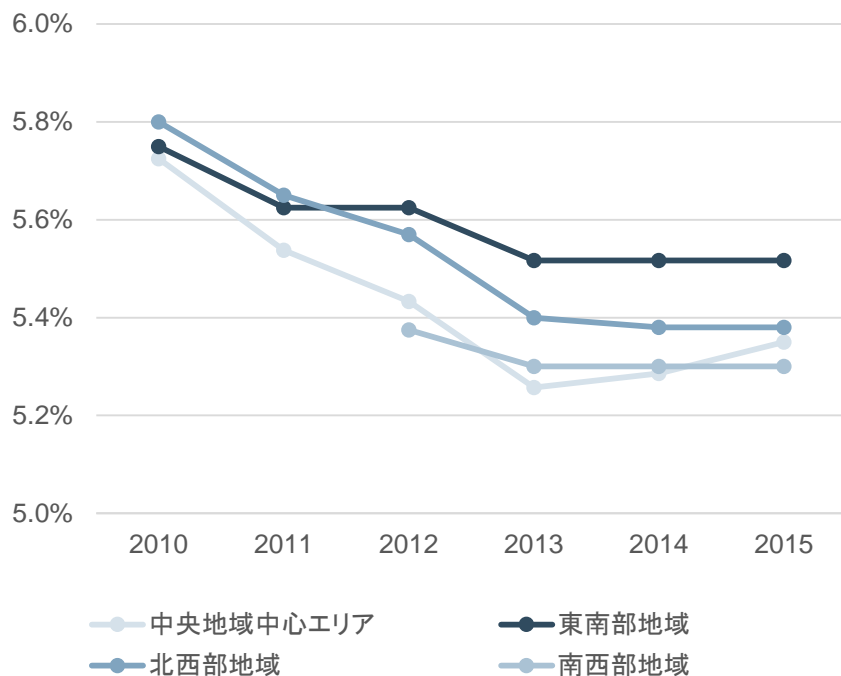
	2015		2025(推定値)	
	小売上高 (十億米ドル)	小売上高に 占める Eコマース 売上高の割合	小売上高 (十億米ドル)	小売上高に 占める Eコマース 売上高の割合
シンガポール	48	2.1%	81	6.7%
マレーシア	91	1.1%	152	5.4%
タイ	113	0.8%	202	5.5%
ベトナム	67	0.6%	160	4.7%
フィリピン	100	0.5%	206	4.7%
インドネシア	238	0.6%	575	8.0%



出所)シンガポール統計局及びテマセク資料よりNRI作成

## シンガポールの主要ショッピングセンターのキャップレートは、東南部地域が最も高い

中央地域中心エリアとその他の地域の商業用不動産キャップレート



キャップレート計算対象のショッピングセンター一覧

**中央地域中心エリア**

ジャンクション8、アトリウム、ブギス+、クラーク・キー、パラゴン、ウスマ・アトリア、ニー・アン・シティー、ブギス・ジャンクション、プラザ・シンガプーラ

**東南部地域**

タンピネス・モール、ベドック・ポイント、チャンギ・シティー・ポイント

**北西部地域**

ブキット・パンジャン・プラザ、コーズウェイ・ポイント、ノースポイント、ロット・ワン・ショッパーズ・モール、ユー・ティー・ポイント

**南西部地域**

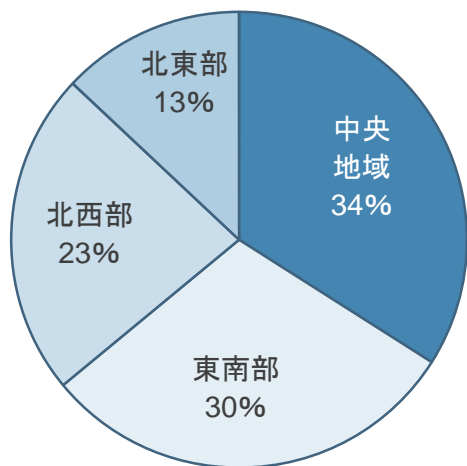
ジェイキューブ、クレメンティ・モール

※ジェイキューブとクレメンティ・モールはそれぞれ2011年、2012年にオープンしたため、2010年と2011年のデータはない。

## 商業用不動産の新規供給は郊外、特に中央地域外が中心となる見通し 中央地域外の商業用不動産の大部分が東部地域に集中する

■ これは労働機能と生活機能を中央地域外に分散させる政府の戦略「Work-Live-Play」ソリューションに沿っている。

2016～2018年における将来の商業用不動産供給の地域別比率とシンガポールの5大新規商業施設開発



(m<sup>2</sup>ベースの割合(%))

プロジェクト名と実施場所	地域	ディベロッパー名	延べ床面積	最終TOP予想年
ホテル／商業用不動産開発、エアポート・ブルバード	南部地域 東部地域	チャンギ空港グループ社	90,000m <sup>2</sup>	n.a.
ノースポイント・シティー、イーシュン・セントラル1	北西部地域	ノース・ジェム・ディベロップメント社／FCノース・ジェム・トラスティー社	39,050m <sup>2</sup>	2018
既存シンガポール・ポスト・センターの追加／変更と拡張、ユーノス・ロード8	東南部地域	シンガポール・ポスト・リミテッド	25,000m <sup>2</sup>	n.a.
ヒリオン・モール、ジェレブ・ロード	北西部地域	シム・リアンJV(BPリテール)社／シム・リアンJV(BP)社	20,490m <sup>2</sup>	n.a.
チャンギ空港ターミナル4のオフィス／商業用不動産開発、エアポート・ブルバード	東南部地域	チャンギ空港グループ(S)社	19,710m <sup>2</sup>	n.a.

**シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化**

1 **シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2 **シンガポールのオフィス市場**

3 **シンガポールの住宅市場**

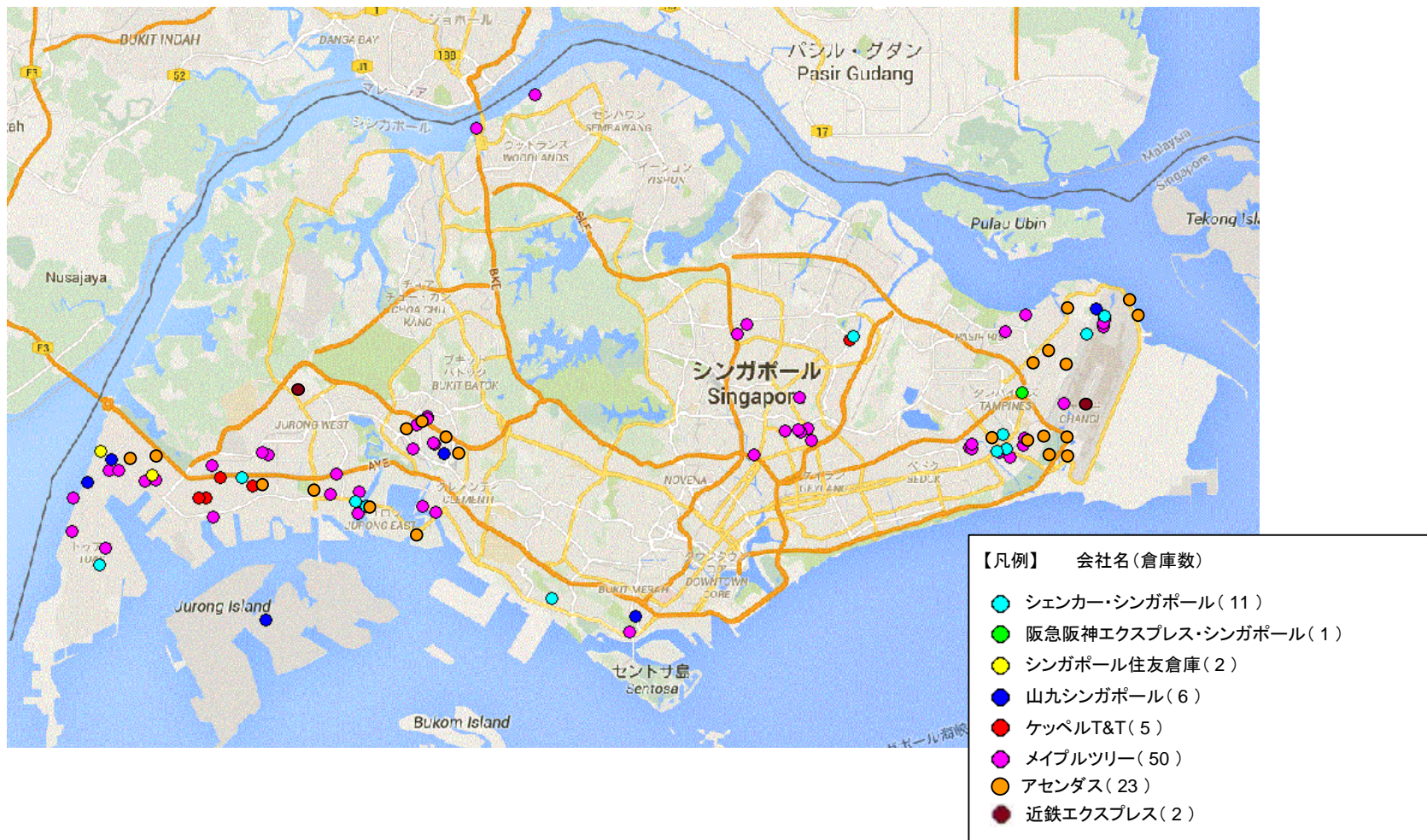
4 **シンガポールの商業不動産市場**

5 **シンガポールの物流不動産市場**

6 **シンガポールのホテル不動産市場**

7 **シンガポールの不動産投資商品**

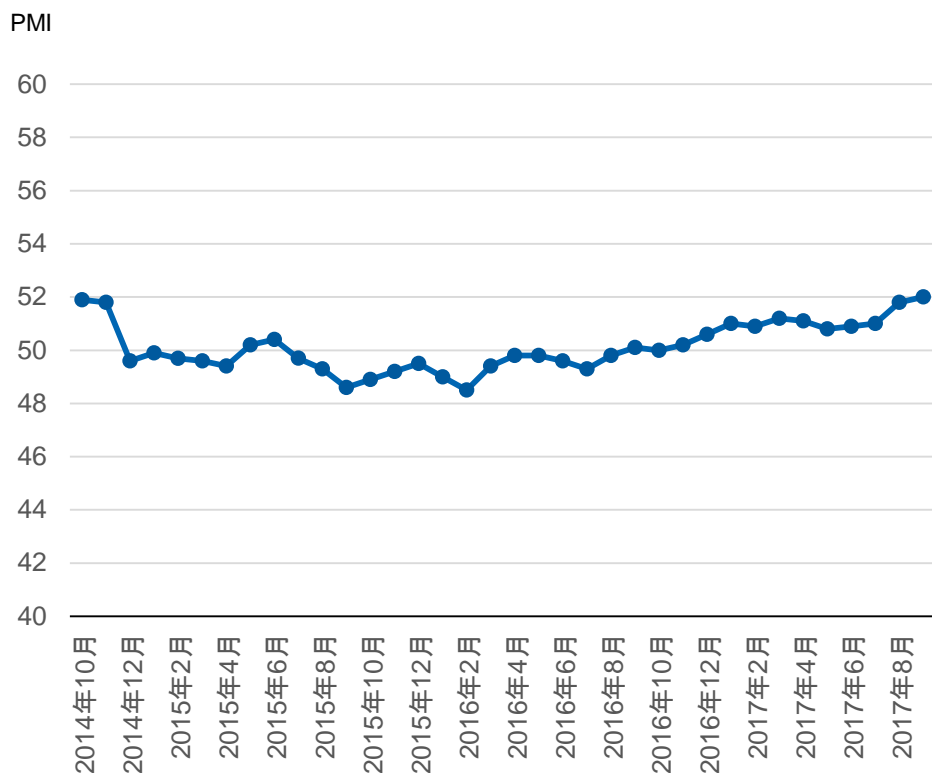
# 倉庫スペースの多くがシンガポールの東部・西部地域にある



## 物流不動産—需要動向

# シンガポールの生産活動は過去13カ月間で拡大している 工業用地市場の状況は改善されることが予想される

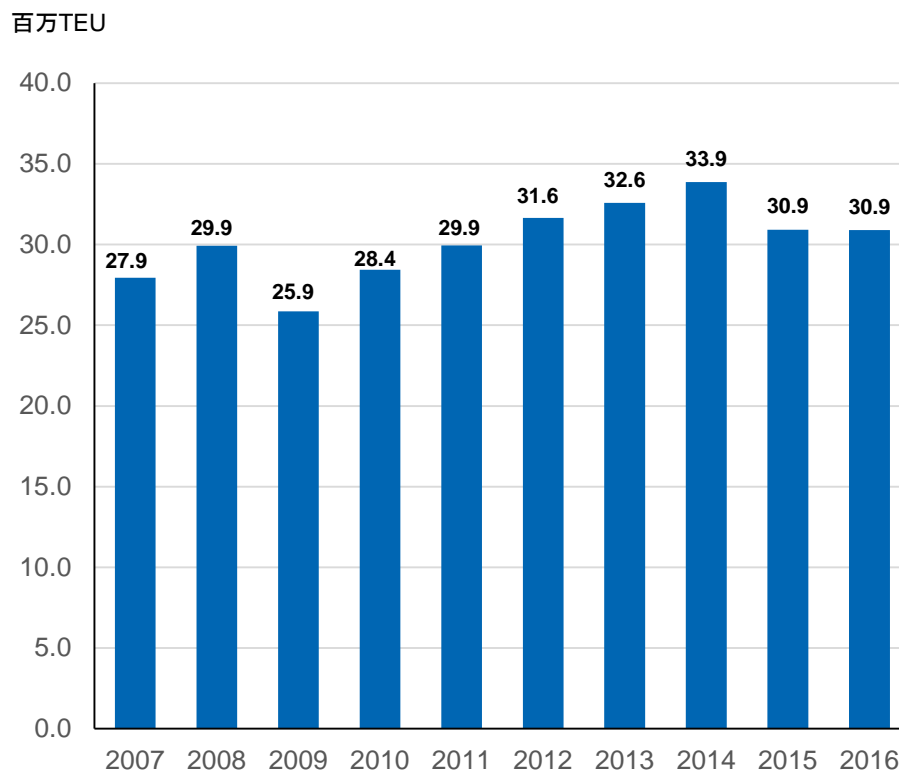
### シンガポール購入担当者指数 (PMI)



注:シンガポールPMIは製造業部門の業績の測定基準であり、製造業400社の調査から得られる。

出所)シンガポール購買原材料管理協会(SIPMM)資料よりNRI作成

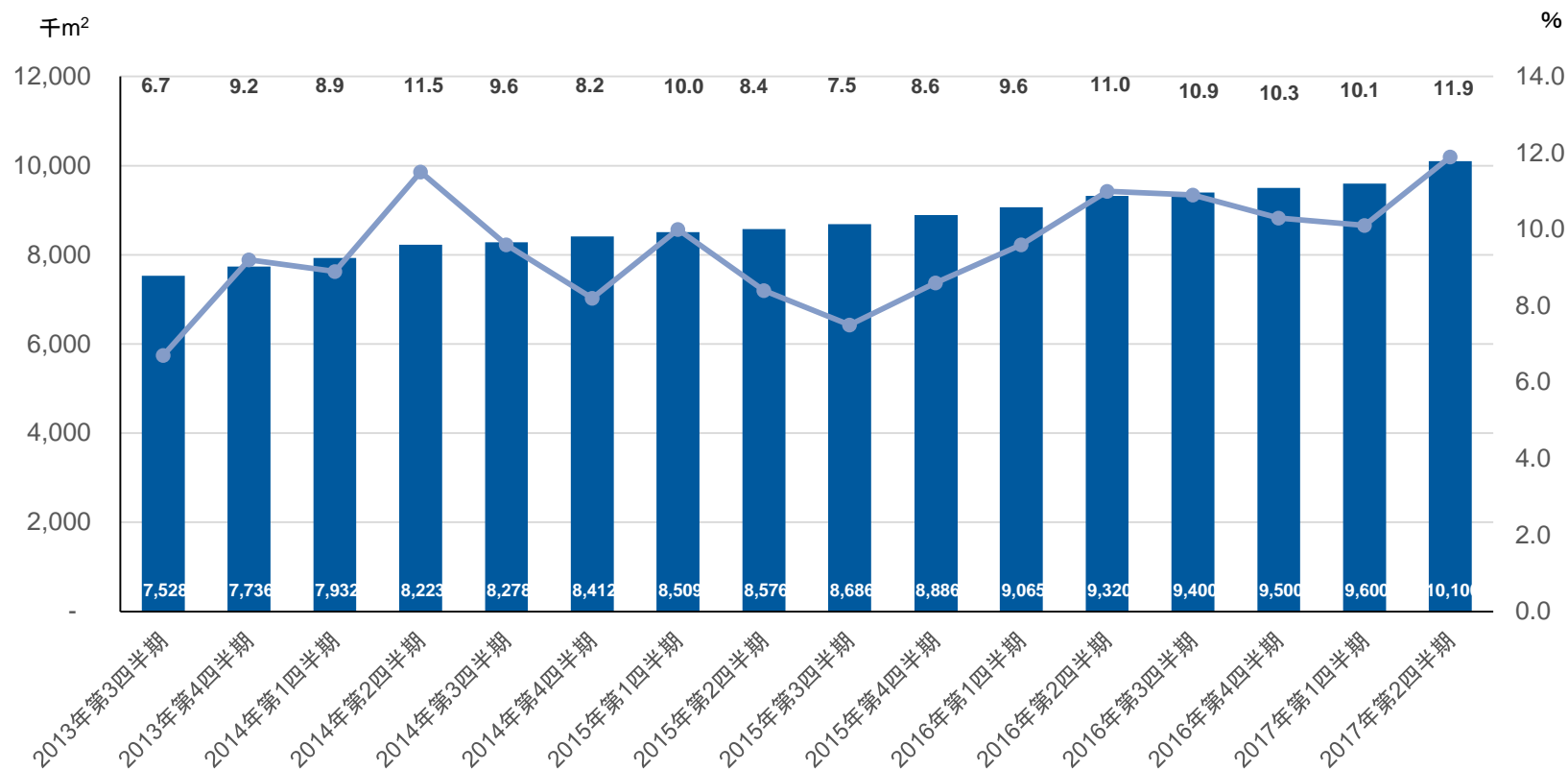
### シンガポール港のコンテナ輸送



出所)シンガポール海事港湾庁資料よりNRI作成

# 倉庫ストックは過去4四半期にわたって着実に伸びている 供給過剰とグローバル経済の減速が原因で、空室率は速いペースで上昇している

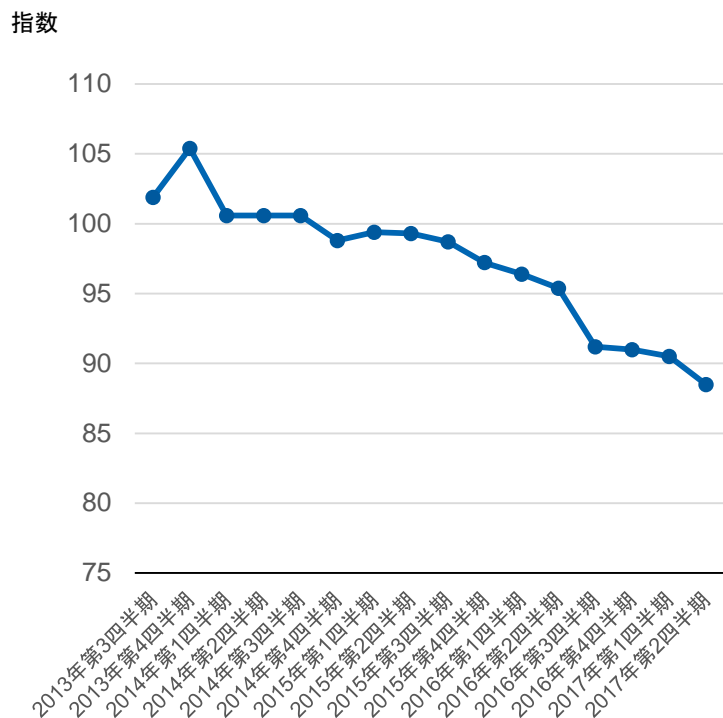
シンガポールの倉庫ストックと空室率



出所)JTCコーポレーション資料よりNRI作成

# 倉庫賃料は近年下落傾向にあるが、西部地域では2016年時点では上昇している

シンガポールの倉庫賃料指数



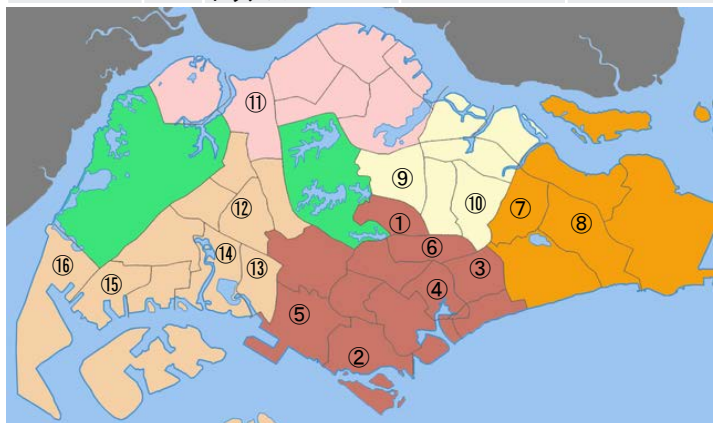
注:

- 2014年第4四半期より前の賃料指数は、中央地域での取引に基づいて計算されている。2014年第4四半期以降、賃料指数の対象範囲が広がり、中央地域外の取引も含まれている。

計画エリア別に見た倉庫賃料

地域	番号	場所	2016年の賃料の中央値 (S\$ psm pm)	CAGR (2014~2016年)
中央地域	1	ビシヤン	18.8	-0.5%
	2	ブキット・メラー	26.7	9.1%
	3	ゲイラン	22.1	-0.3%
	4	カラ	19.8	-4.6%
	5	クイーンズタウン	26.1	16.0%
	6	トア・パヨー	14.0	-13.6%
東部地域	7	パヤ・レバー	20.5	-4.3%
8	タンピネス	19.5	15.1%	
北東部地域	9	アン・モ・キオ	17.9	-5.0%
10	ホーガン	16.9	-1.1%	
北西部地域	11	克蘭ジ	12.5	-4.4%
西部地域	12	ブキット・バトック	12.2	-9.5%
	13	クレメンティ	20.0	10.2%
	14	ジュロン・イースト	20.9	11.1%
	15	パイオニア	31.1	7.5%
	16	トゥアス	15.1	1.7%

- ジュロンを革新地区と工業団地に転換するというシンガポール政府の将来計画に基づき、シンガポール西部地域は今後も投資家の関心を引きつける見通し



注:

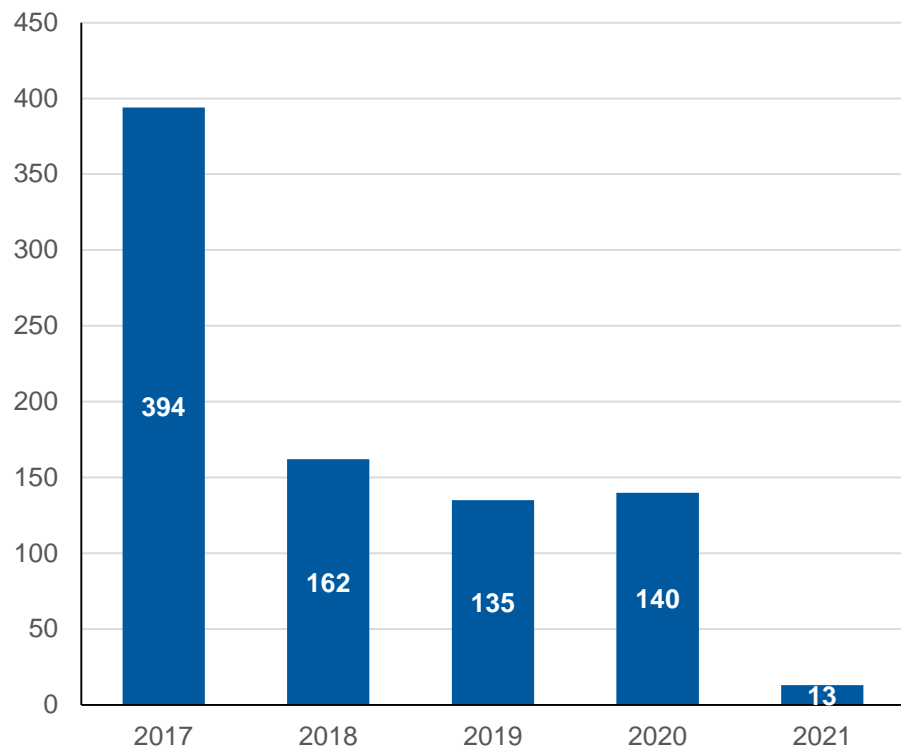
- 各計画エリアにおける賃料の中央値は、そのエリアにある各街路の賃料の中央値の平均である。
- 2016年の賃料は第1四半期と第2四半期の賃料の平均である。



# 2021年までに延べ84万㎡の倉庫スペースが供給されると想定される 2017年は供給が最も多い

## シンガポールにおける倉庫の供給見通し

総面積(千㎡)



出所)都市再開発庁資料よりNRI作成

## 2017 第二四半期 時点での主要倉庫開発見通し

プロジェクトエリア	ディベロッパー名	延べ床面積 (㎡)	予想完成年
ポー・ティオン・チューン・ロジスティックス ハブ@パンダンロード	ポー・ティオン・チューン・ロジスティックス	50,940	2017
ベノイロード	GKE ウェアハウスアンドロジスティックス	39,760	2017
パイオニアロード	HSBC インスティテューショナルトラストサービス	71,680	2017
ジャランアフマドイブラヒム/チュアスアベニュー1	HSBC インスティテューショナルトラストサービス	44,310	2018
JTC ロジスティックスハブ@ガルサークル	JTC コーポレーション	95,310	2019
チュアスサウスアベニュー14	ダイヤモンドランド	65,230	2020

出所)JTCコーポレーション資料よりNRI作成

**シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化**

1 **シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2 **シンガポールのオフィス市場**

3 **シンガポールの住宅市場**

4 **シンガポールの商業不動産市場**

5 **シンガポールの物流不動産市場**

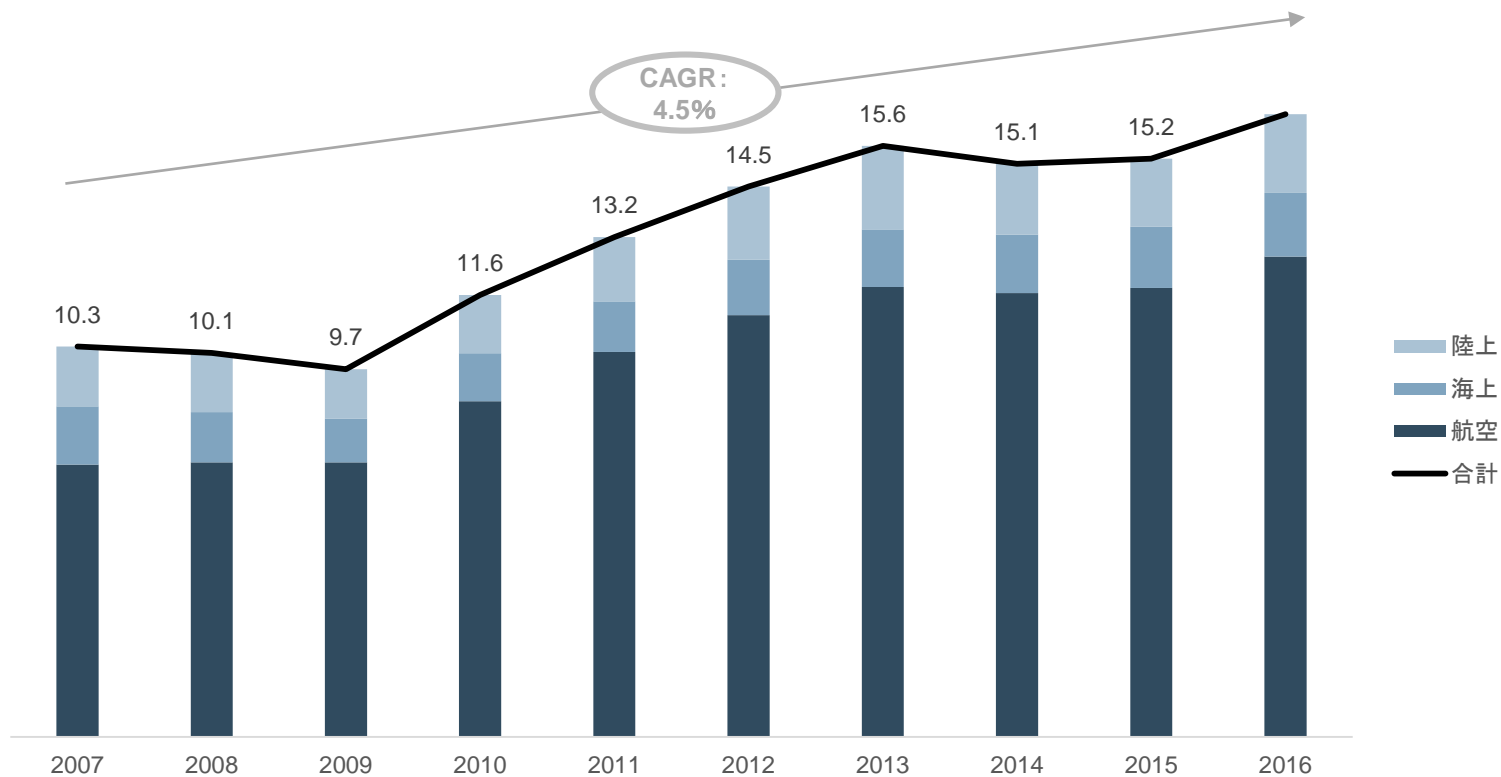
6 **シンガポールのホテル不動産市場**

7 **シンガポールの不動産投資商品**

## 2008年の世界的景気後退以降、シンガポールへの訪問客到着数は着実に増加しており、近年は安定している

- 訪問客増加の主な要因は、シンガポール行き航空便の定員増(特に中国の2級都市への直行便就航)や、東南アジア地域における格安航空会社(LCC)の増加である。

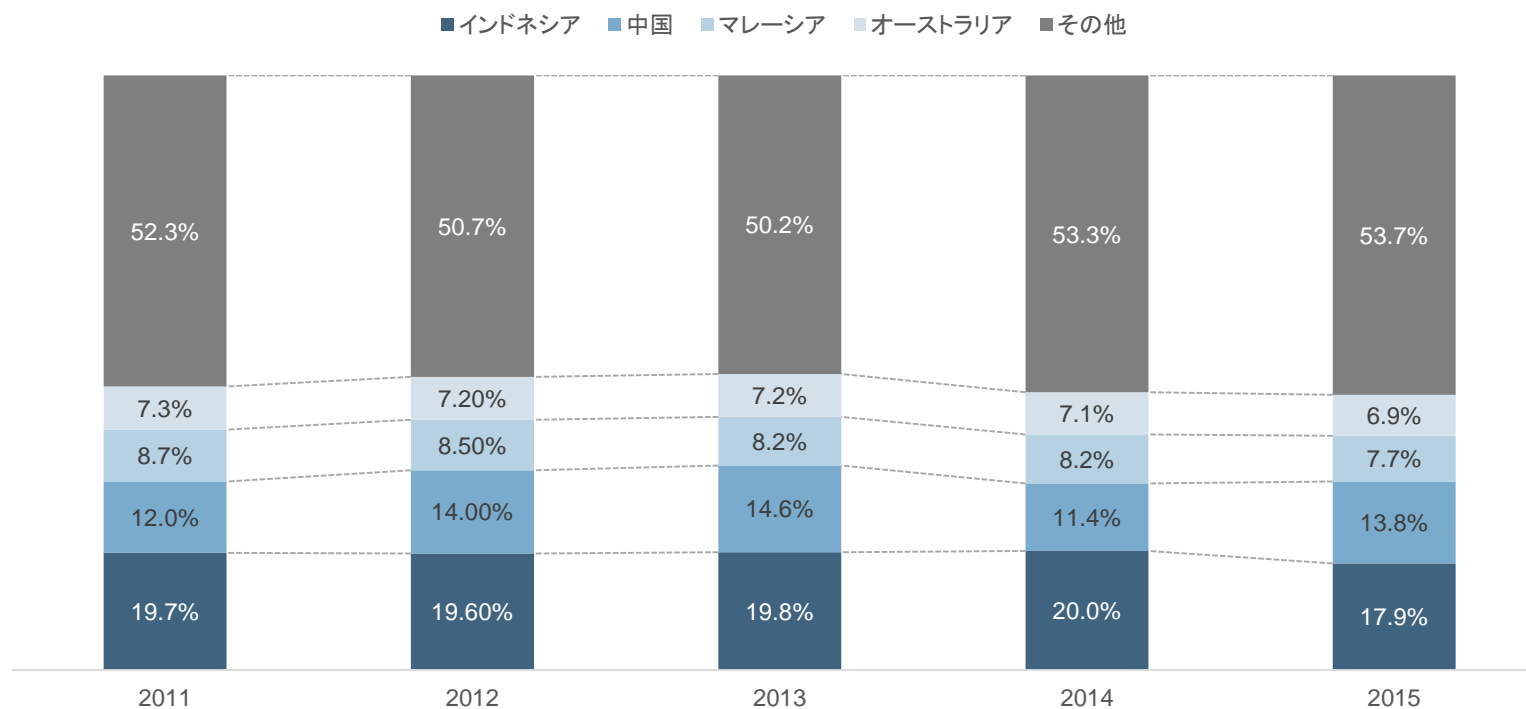
シンガポールへの訪問客数(百万人)(交通手段別) (2007~2015年)



## インドネシア、中国、マレーシア、オーストラリアからのシンガポールへの訪問客数が多い

■ これらの4カ国は常に上位4位を保っており、それぞれの格安航空の運行便拡大が訪問数の増加に貢献している。

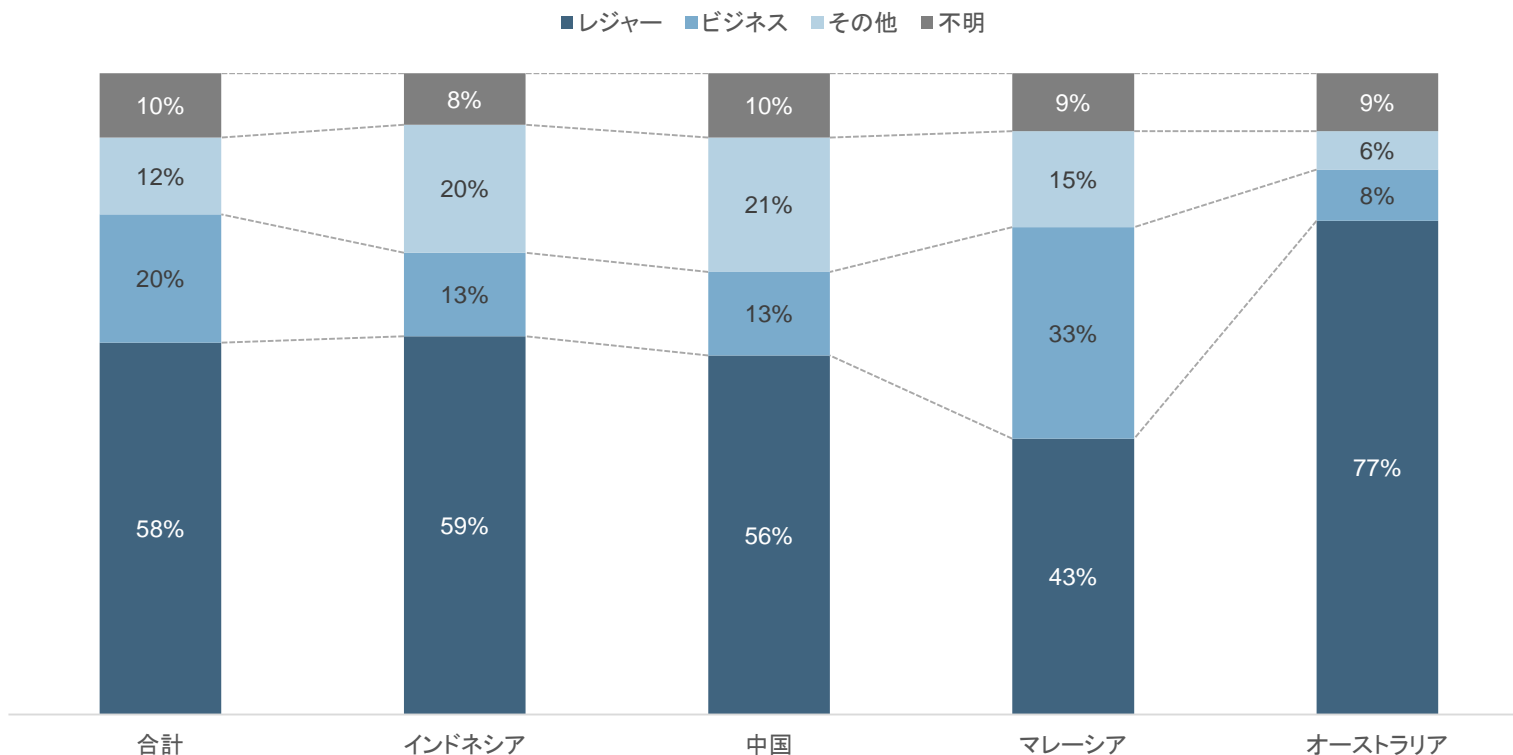
訪問客の多い上位国(%)、2010~2014年



## シンガポール来訪者の半数以上は観光目的であり、20%程度がビジネス目的である

- レジャー目的でシンガポールを訪れる訪問客の割合の高さは、シンガポールの観光振興策が訪問客の呼び込みに奏功していることを示している。

訪問の主な目的(%)、2015年

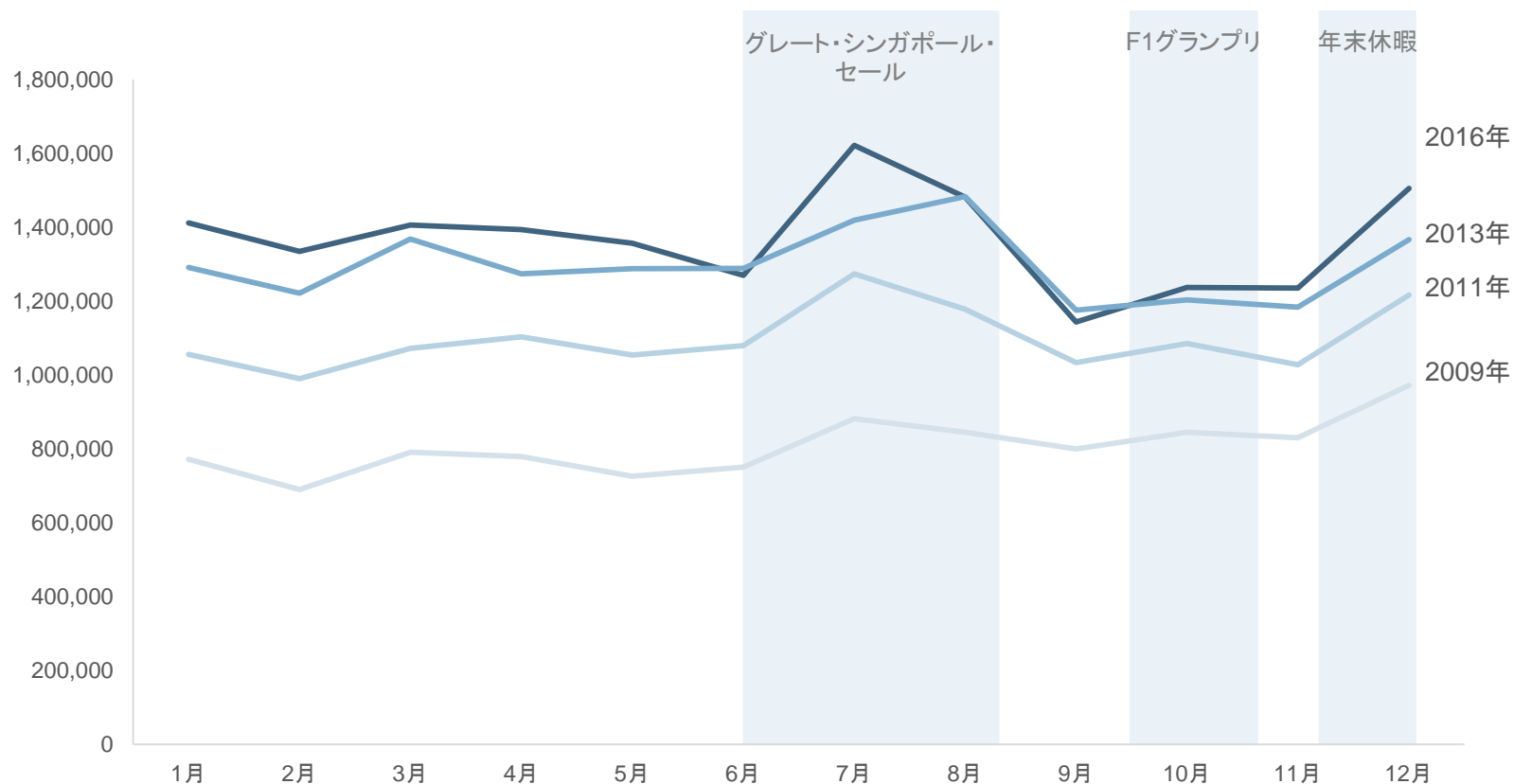


## ホテル不動産市場—訪問客到着数(4)

# 訪問客数は1年を通じて比較的安定しているが、 各種催しの開催期間中にピークに達する傾向がある

- 6月から8月にかけてピークに達するのは、年1回のグレート・シンガポール・セールがあるためである。  
このイベントは、シンガポールでの観光を促進するためにシンガポール観光局とシンガポール小売業協会が催している。

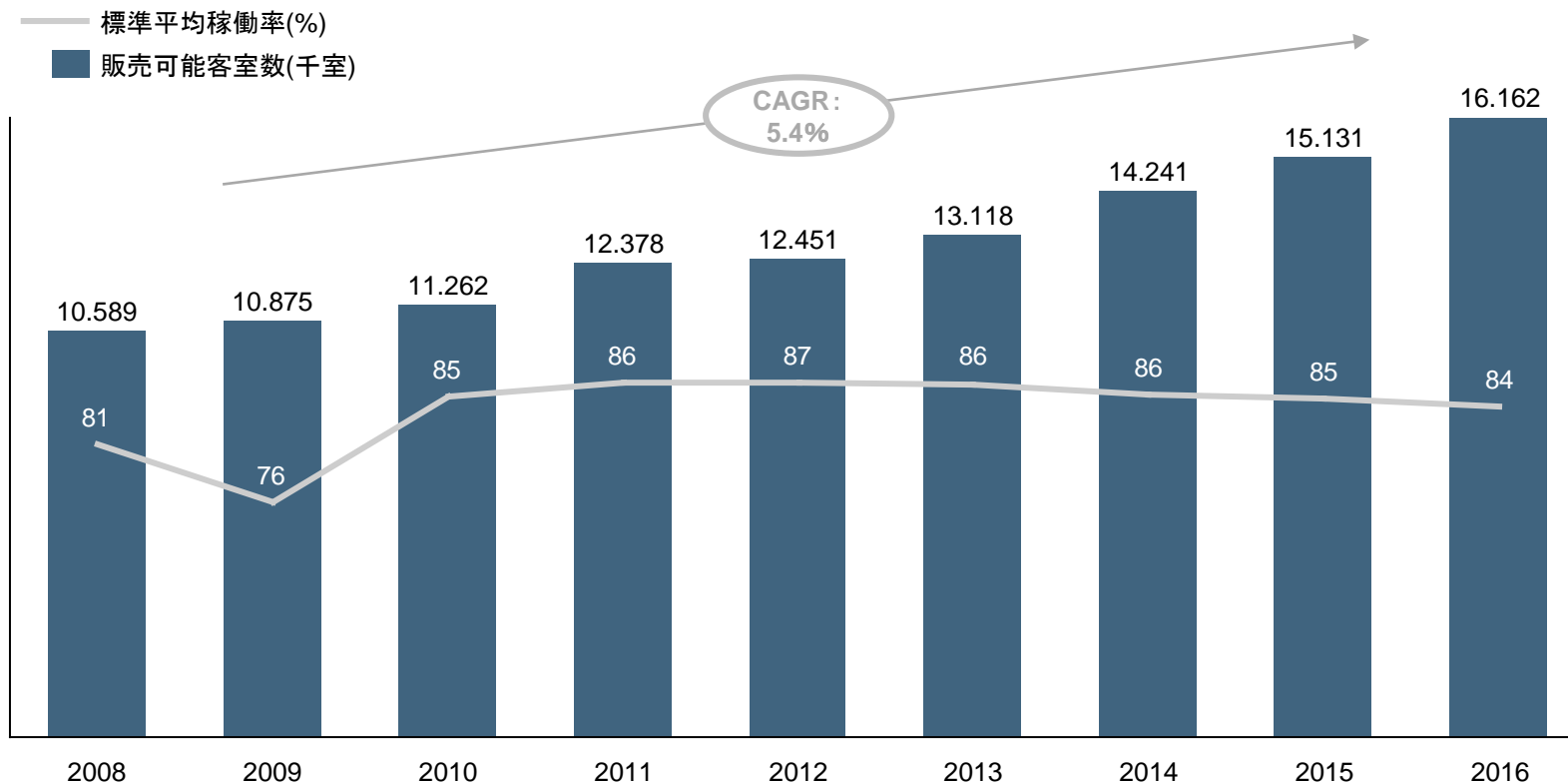
月別のシンガポールへの訪問客数



## ホテル客室供給は毎年増え続けているが、景気後退後も稼働率も安定しており、およそ85%で推移している

- ウェスティン・シンガポール・マリーナ・ベイ(2014年)、ソフィテル・ソー・シンガポール(2014年)、ホリデイ・イン・エクスプレス(2014年)、パティナ・ホテル(2015年)が客室数増に大きく貢献している。

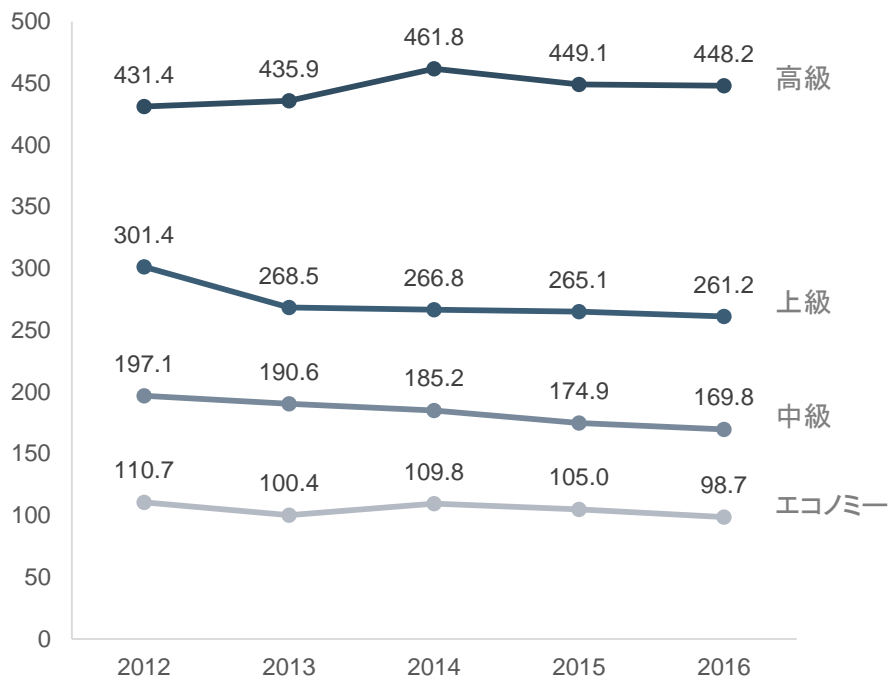
販売可能客室数(Room Nights)と稼働率



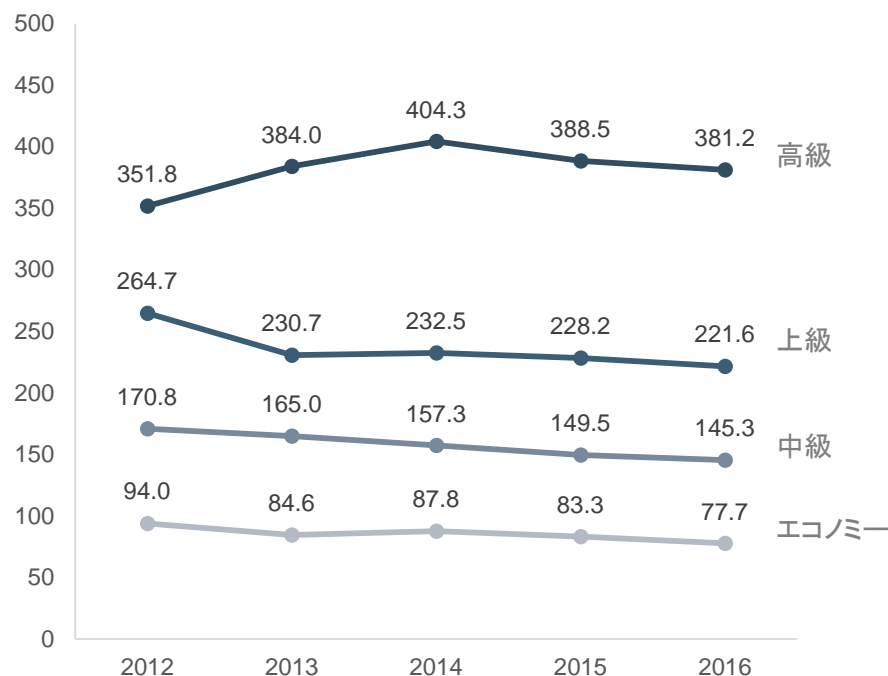
## 高級セグメントを除いて、宿泊料と販売可能客室売上が減少している

■ 今後数年間、引き続き新しい客室が増えるため、宿泊料等に対する下方圧力は今後も続くと予想される。

客室セグメント別に見た平均宿泊料  
(シンガポール・ドル)



客室セグメント別に見た平均販売可能客室売り上げ (RevPar)  
(シンガポール・ドル)



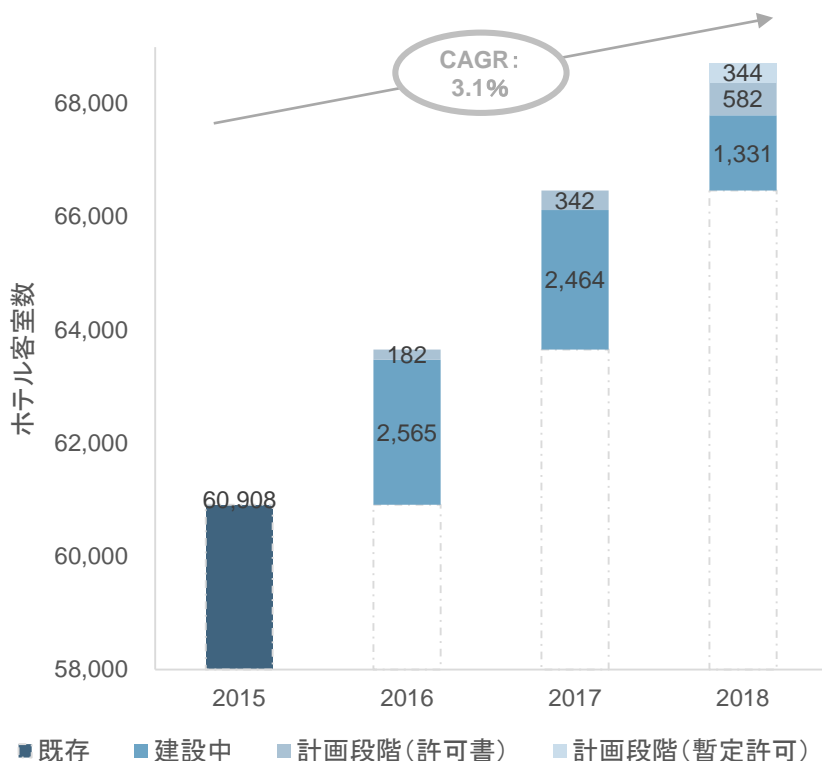
高級: 主に一等地または歴史的建物にある高級セグメントのホテル  
 上級: 一般に一等地にある上級セグメントのホテルや、一等地または独特の立地にあるブティックホテル  
 中級: 主要な商業地かその周辺地域にある中級セグメントのホテル  
 エコノミー: 一般に中心部から離れた地域にある低価格セグメントのホテル



# シンガポールのホテル産業は客室供給が過多になっているがさらに2017年末には2,000客室以上が完成する予定

- マリーナ・ベイ・サンズ(MBS)とリゾート・ワールド・セントーサ(RWS)の2大総合リゾートがそれぞれ2010年、2011年に完成して以降、客室の供給は最高水準に達している。

計画中のホテル客室数



今後の主なホテル開発(2017年)

完成予定年	ホテル名	客室数
2017	JW マリオットホテル シンガポール サウスビーチ	634
2017	ザ ウォーターハウスホテル	37
2017	アスコットオーチャードシンガポール	220
2017	パークホテル ファーラパーク	300
2017	サンタ グランド ホテル ボートキー	41
2017	ソフィテル シンガポール シティ センター	223
2017	アンダス シンガポール	342
2017	コートヤード バイ マリオット シンガポール ノビナ	250
2017	ザ ダクストン クラブ	49
2017	YOTEL シンガポール	600
2017	ノホテル シンガポール シンガポール オン スティーブン	254

出所)都市再開発庁資料よりNRI作成

## **シンガポール 世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化**

- 1 **シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2 **シンガポールのオフィス市場**
- 3 **シンガポールの住宅市場**
- 4 **シンガポールの商業不動産市場**
- 5 **シンガポールの物流不動産市場**
- 6 **シンガポールのホテル不動産市場**
- 7 **シンガポールの不動産投資商品**

# S-REITの時価総額は2009年に回復し、 現在では660億シンガポール・ドルを超える規模に達している

■ 2017年6月末現在、38の上場REITがある。

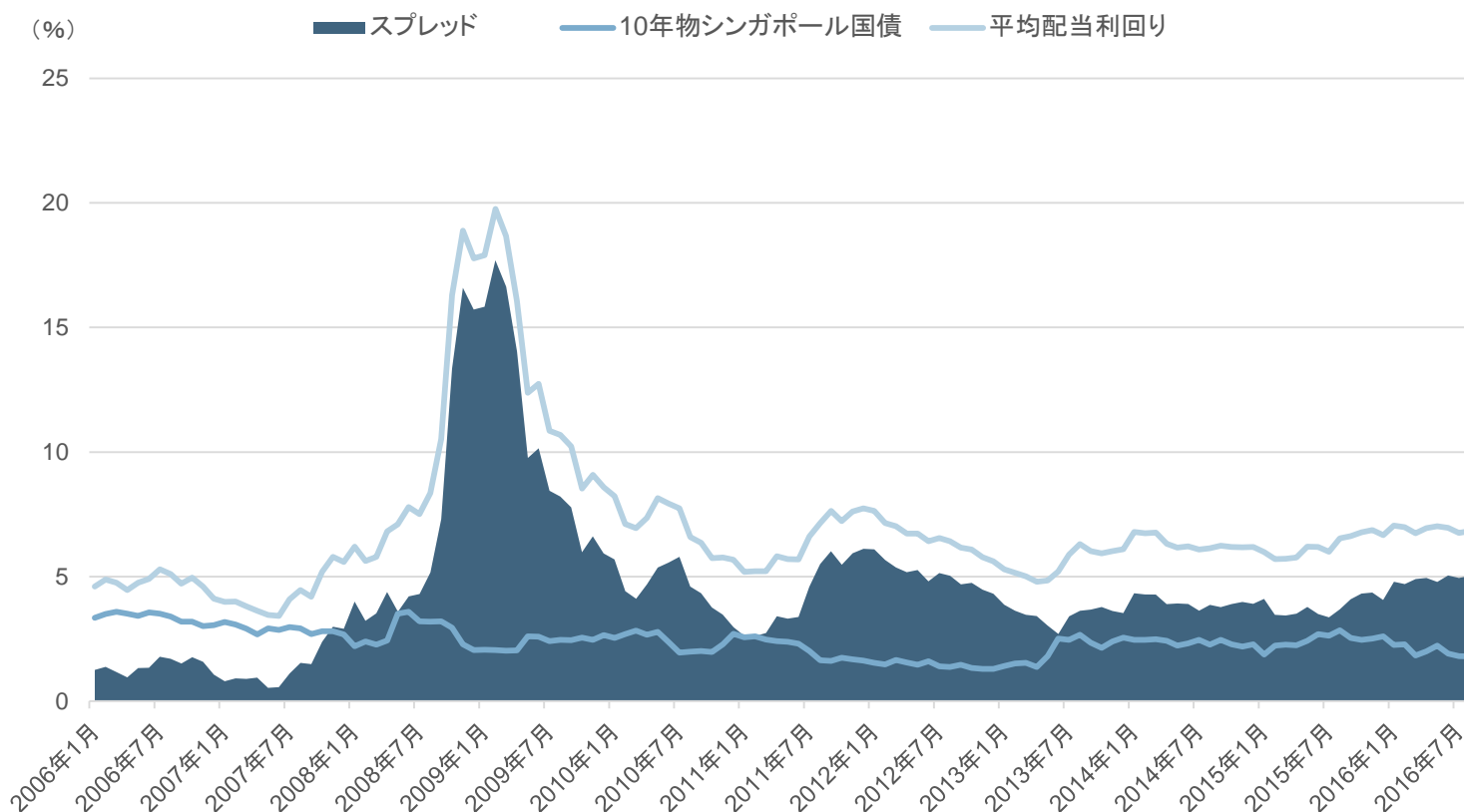
S-REIT時価総額(百万シンガポール・ドル)



## S-REITの配当利回りは2009年、金融危機がシンガポールに広がるという不安から急上昇したが、その後は約7%にとどまっている

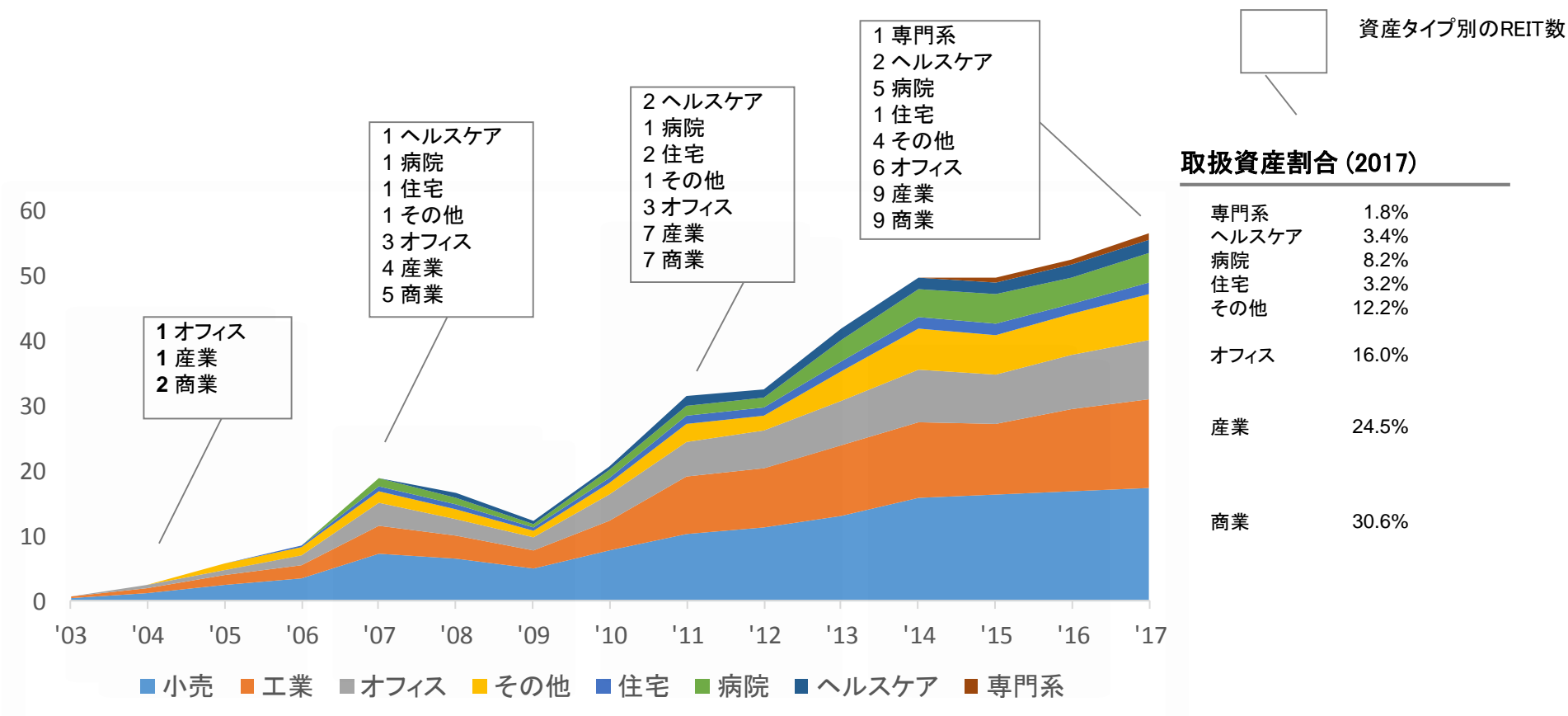
- S-REITの最近のイールドスプレッドも5%近くで推移している。

S-REITの平均配当利回りと10年物シンガポール国債とのスプレッド



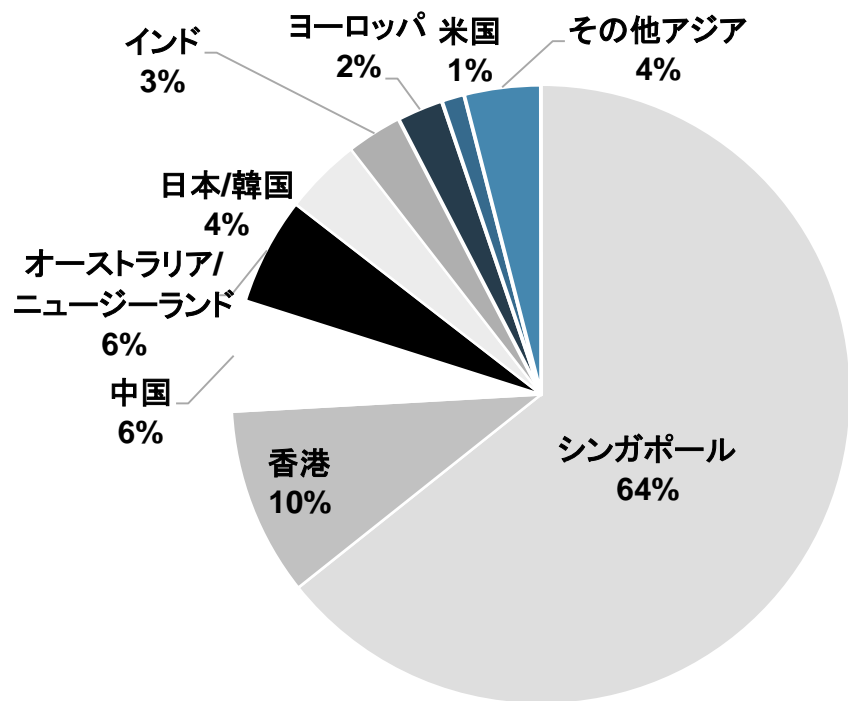
# 商業、産業、オフィスREITがシンガポールで主要なREIT商品となっている S-REITは住宅、ホテル&リゾート、ヘルスケア、データセンターと多様化が進んでいる

資産タイプ別REIT時価総額(10億米ドル)



## S-REITは36%が海外不動産資産で占められている

S-REIT 国別・地域別の資産構成(資産価値ベース、2016年)



- シンガポールREITの36%を海外不動産資産が占める
- 海外不動産は主に香港、中国、オーストラリア、ニュージーランドが中心となっている
- S-REITが海外不動産に投資している要因：
  - シンガポール国内の不動産が限定されており、海外での不動産投資機会を得るため
  - S-REITは海外不動産で生じた利益に対し免税が設けられているため。2015年時点では34REITのうち22のREITが海外の不動産を所有している。

<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## タイ

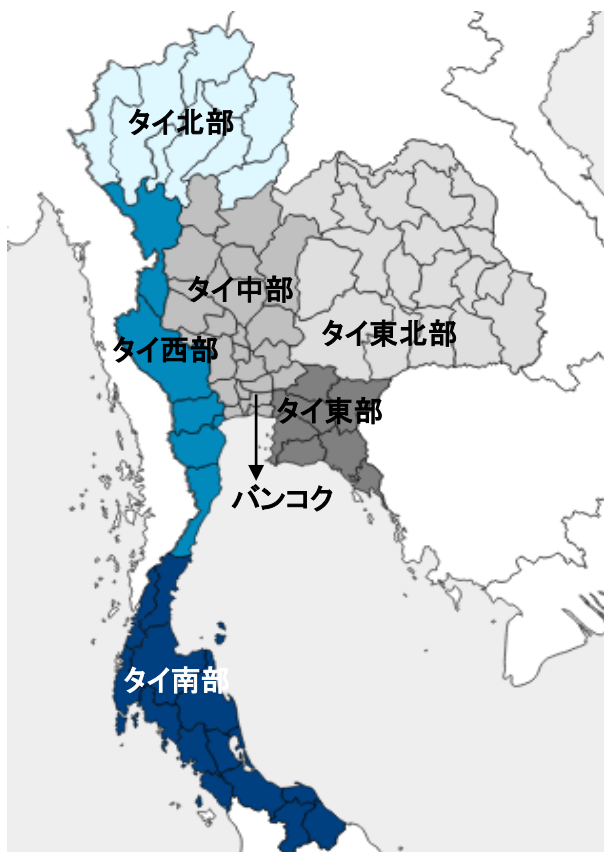
## 景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調

- 1 **タイのマクロ経済環境(ファンダメンタルズ)**
- 2 **タイのオフィス市場**
- 3 **タイの住宅市場**
- 4 **タイのホテル市場**
- 5 **タイの物流不動産市場**



タイの人口は約6,600万人。現在タイは軍事クーデターに直面しており、2016年10月よりラーマ10世が王位に就いている。

タイの地図



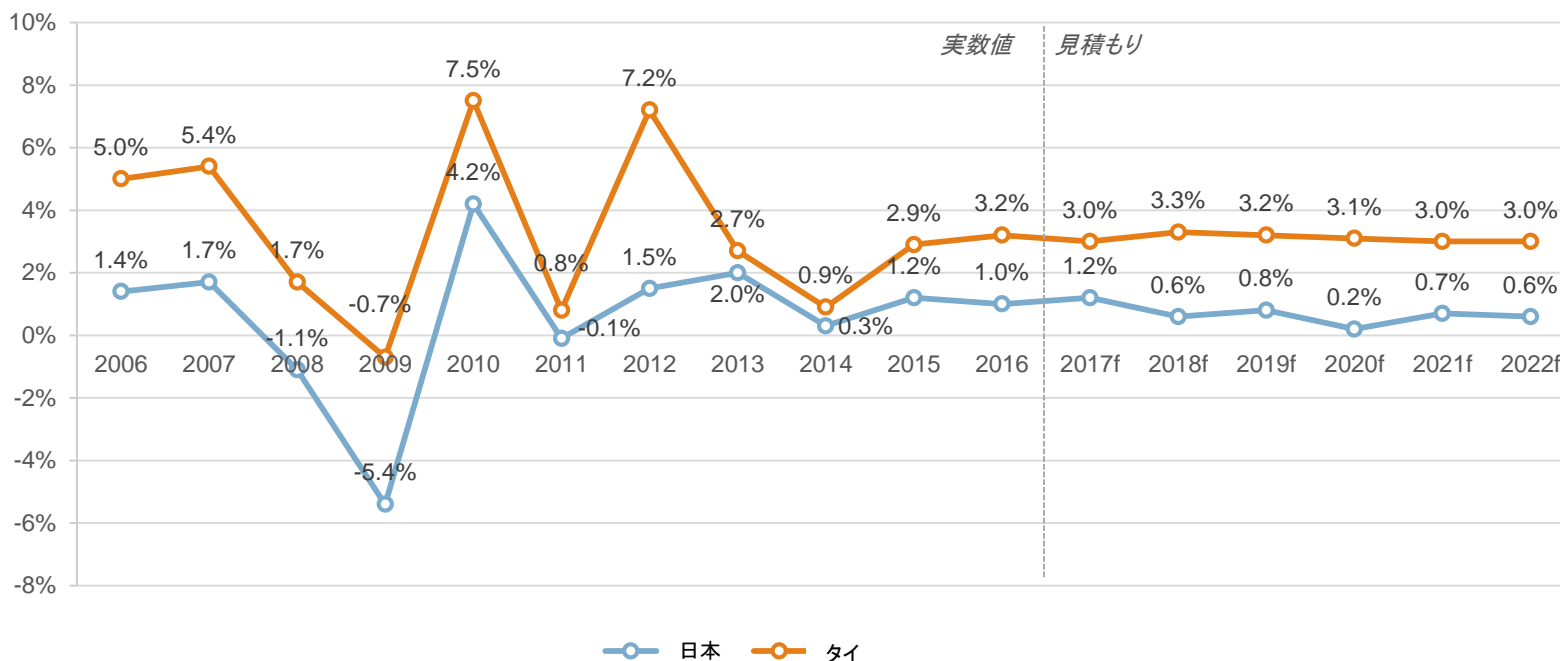
タイの概要

国名		タイ王国
基本情報	人口	65,931,550 人 (2017年現在)
	宗教	仏教 (94.6%)、イスラム教 (4.2%)、キリスト教 (1.1%)、ヒンドゥー教 シク教・その他(0.1%) (2014年現在)
	民族構成	タイ人 (98.7%)、チベット人 (0.8%)、オーストラリア系 (0.3%)、マレーポリネシア系(0.2%) (2012年現在)
政治	政治体制	憲法民主主義
	国家元首	ワチラーロンコーン王 (ラーマ10世)
	国政最高責任者	首相 プラユット・チャンオチャ 陸軍大将
	省庁数	20 省
地理的特性	国土面積	513,208 km <sup>2</sup> (日本 = 377,962 km <sup>2</sup> )
	首都	バンコク: 人口 10,765,226人 (2016年現在)
	タイムゾーン	(UTC+07:00) バンコク、ハノイ、ジャカルタ
Others	通貨	タイTHB (100 日本円 = 30.9084 タイTHB) (2017年4月10日現在)
	言語	タイ語 (公用語)

## タイ経済は景気回復の兆しを見せており、今後も継続的な成長が見込まれる。

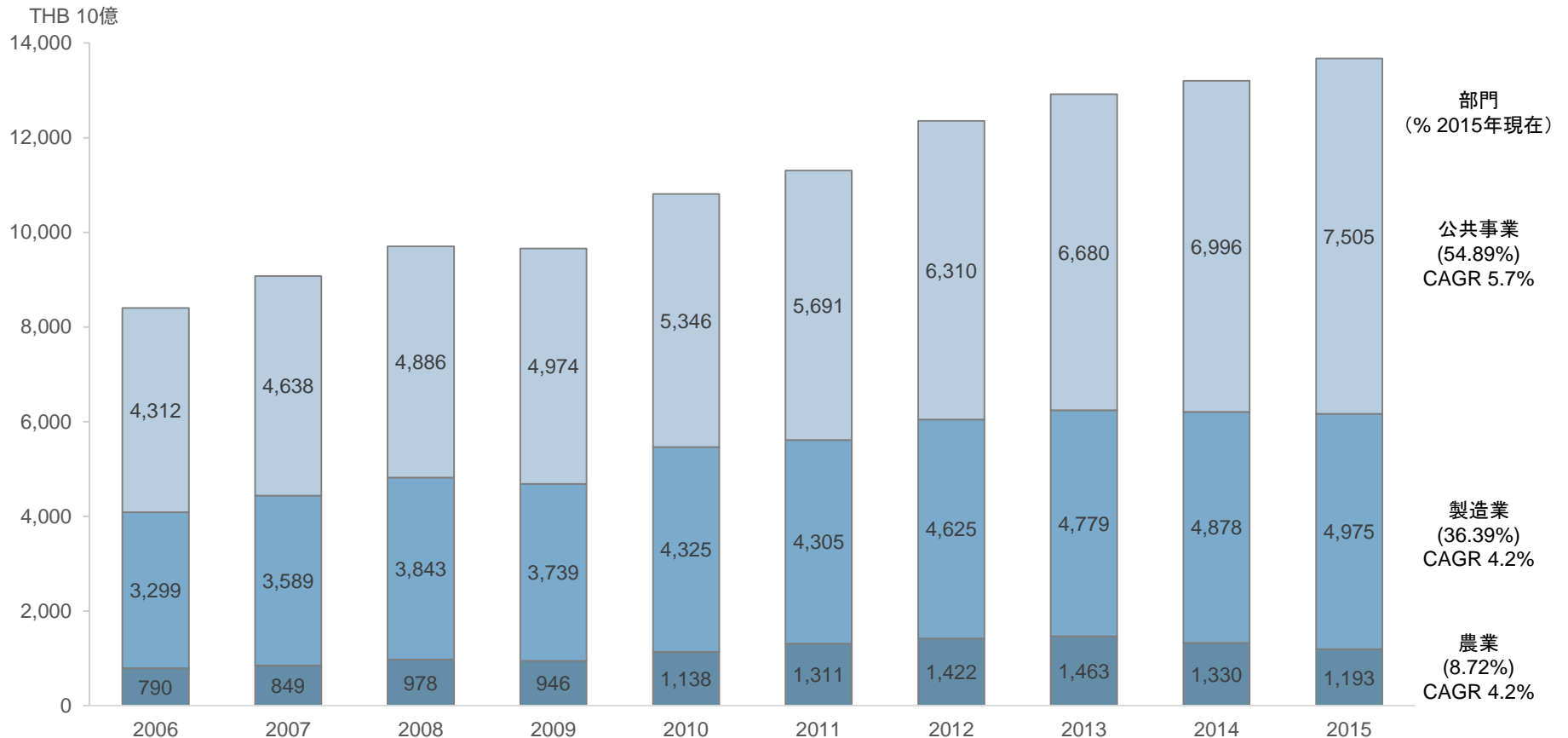
- GDPが伸びている理由として、財政刺激策や観光収入等が挙げられる。インフラへの公共投資、先進的な製造とイノベーション主導のプロジェクト、公共事業の回復と民間消費政策もGDPの更なる成長の起因になる可能性がある。

日本とタイの2006年度～2022年度のGDP年間成長率



## 公共事業はGDP成長の原動力である。

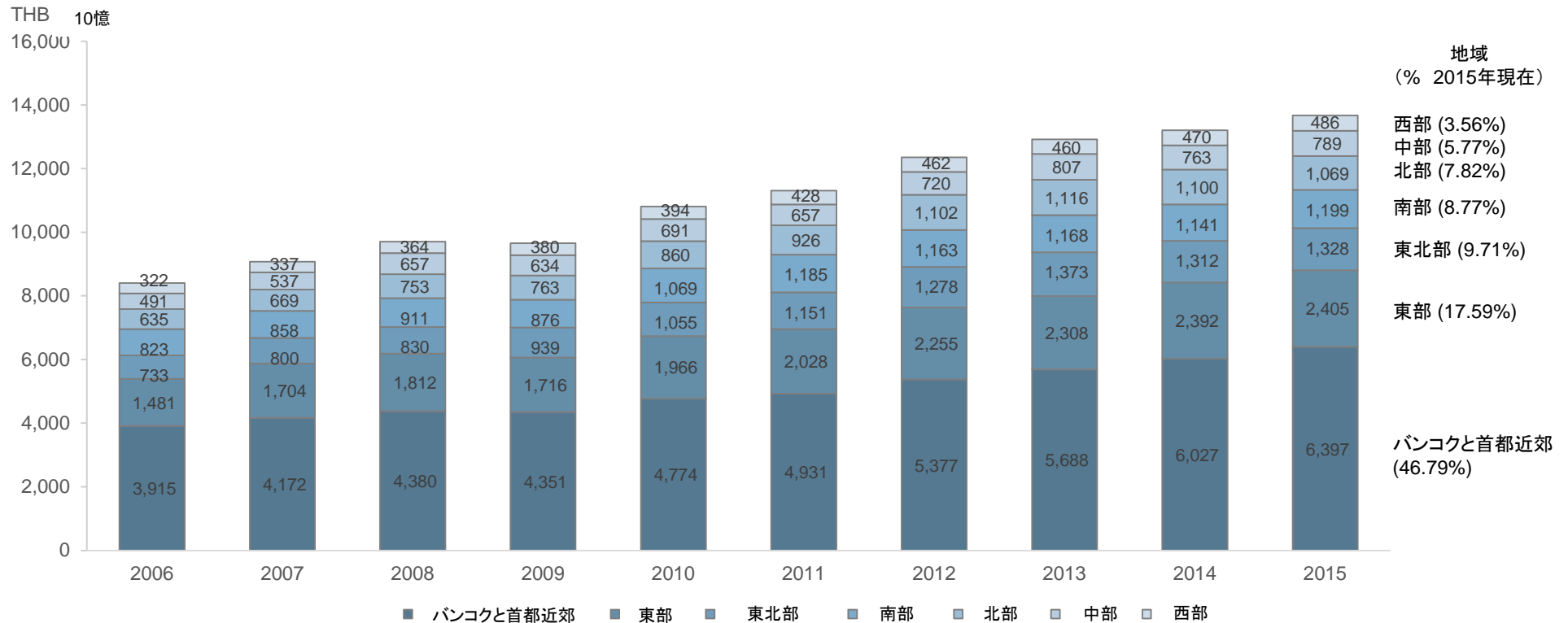
2006年～2015年の部門別GDP（現在値）



## バンコクと首都近郊はビジネスの中心地であり、タイ国内のGDPの約半分を占める。

- タイ国内で二番目のGDP生産高を占める東部は、Eastern SeaboardプロジェクトとEastern Economic Corridorプロジェクトの特別経済区である。

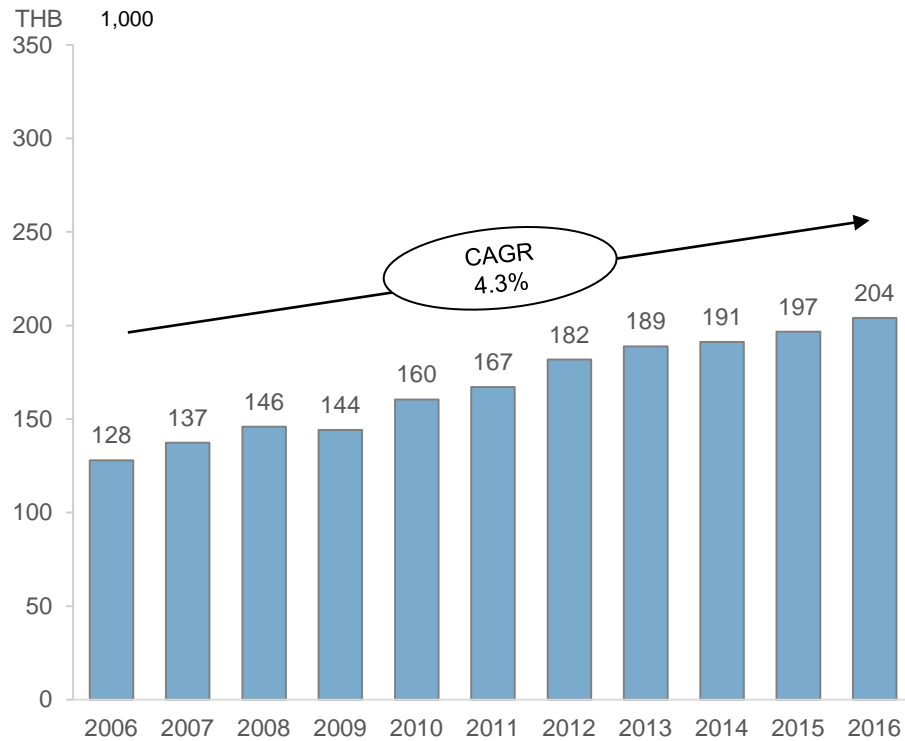
2006年～2015年のタイの総生産量



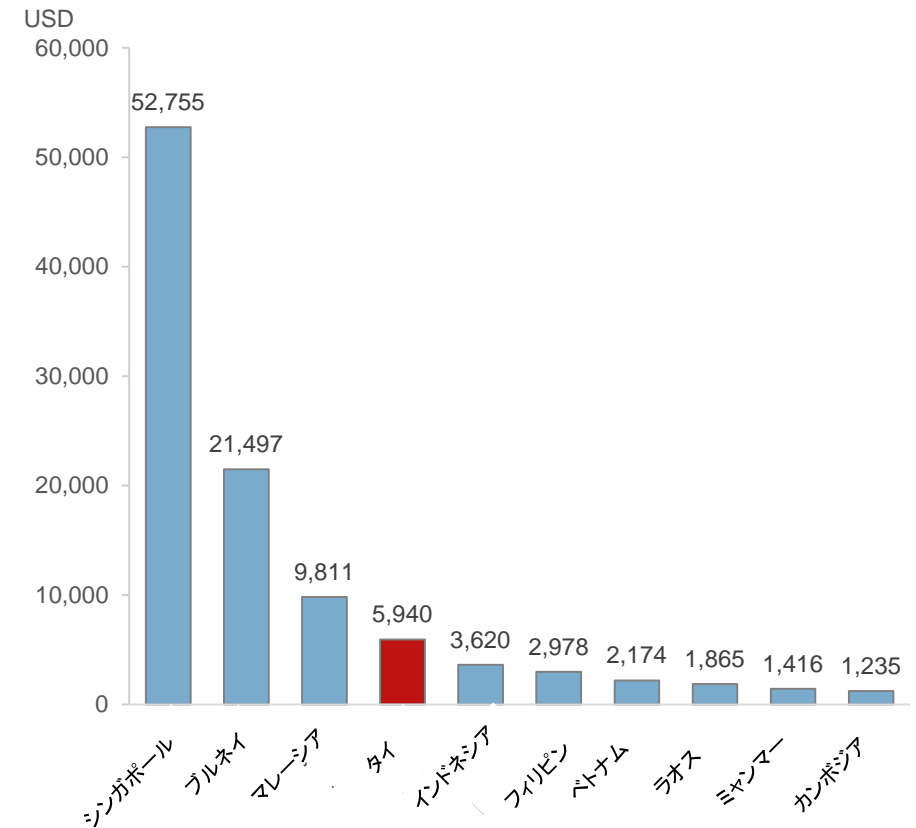
## タイのマクロ経済におけるファンダメンタルズ

タイの一人当たりのGDPは2006年～2016年にかけて増加した。  
ASEAN諸国では、シンガポール、ブルネイ、マレーシアに続き4番目に高い。

タイのGDP(一人当たり) 2005年～2016年



ASEAN諸国のGDP(一人当たり) 2016年

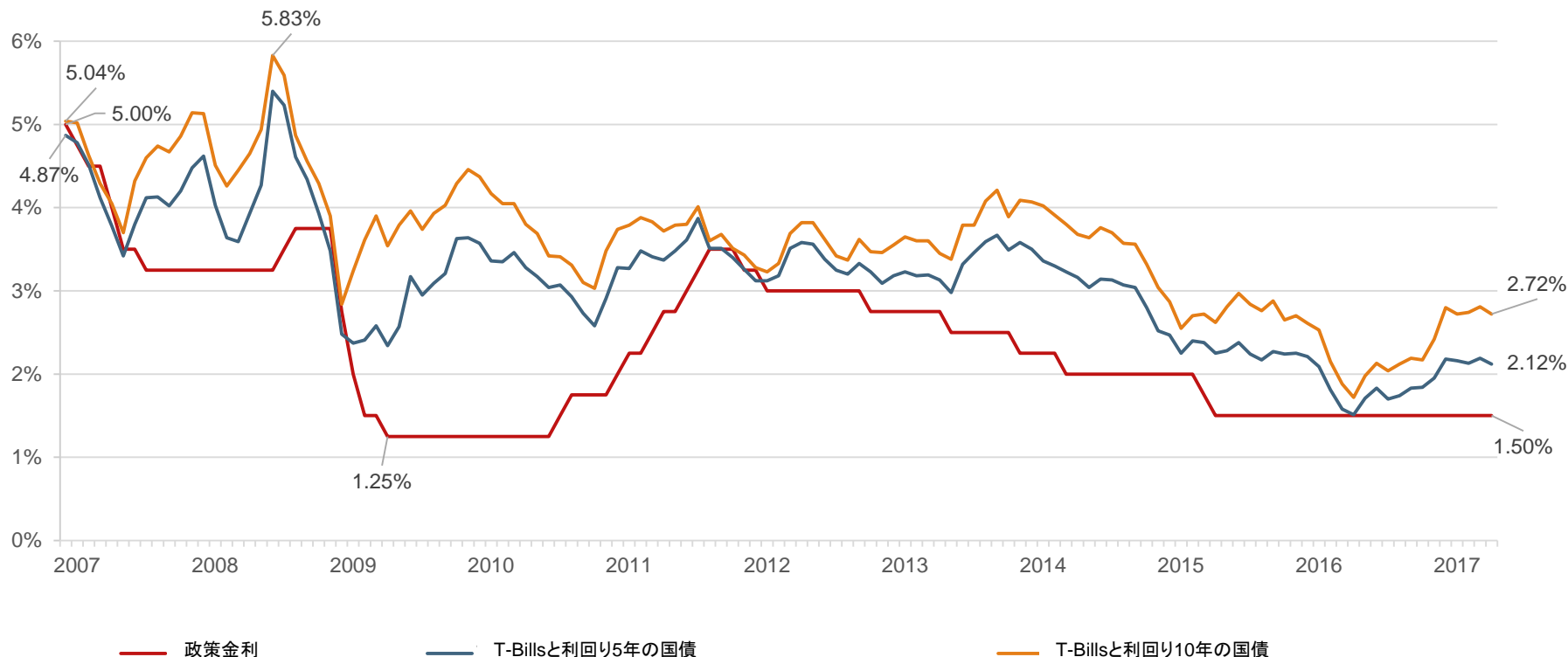


## タイのマクロ経済におけるファンダメンタルズ

**2011年のバンコクの洪水以降、金利は一貫して1.50%まで低下している。  
今後のタイの経済成長を保つため、この水準にとどまることが期待されている。**

- タイ銀行は、タイの経済強化のために、金融緩和政策を継続すると発表した。

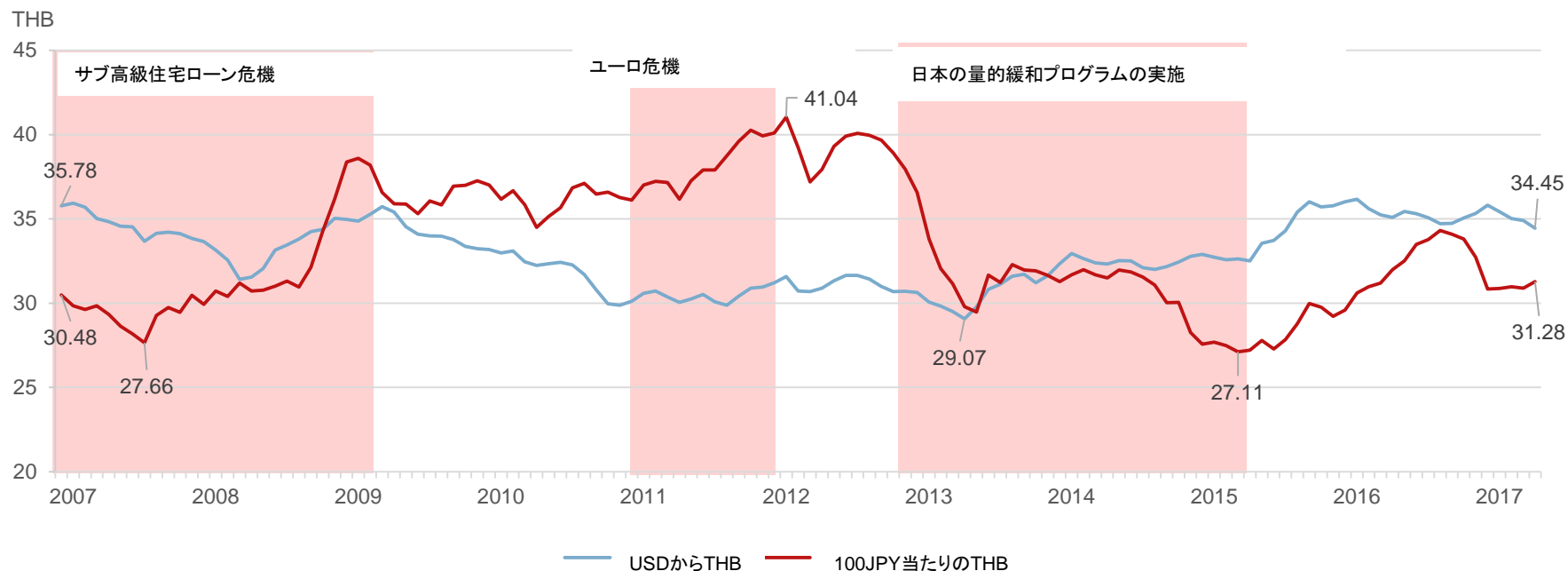
2007年～2017年のタイの金利\*



\*金額は月末時のものとする。

# タイバーツは日本円に対し2015年に最も高くなったが、その後はバーツ安に動いている

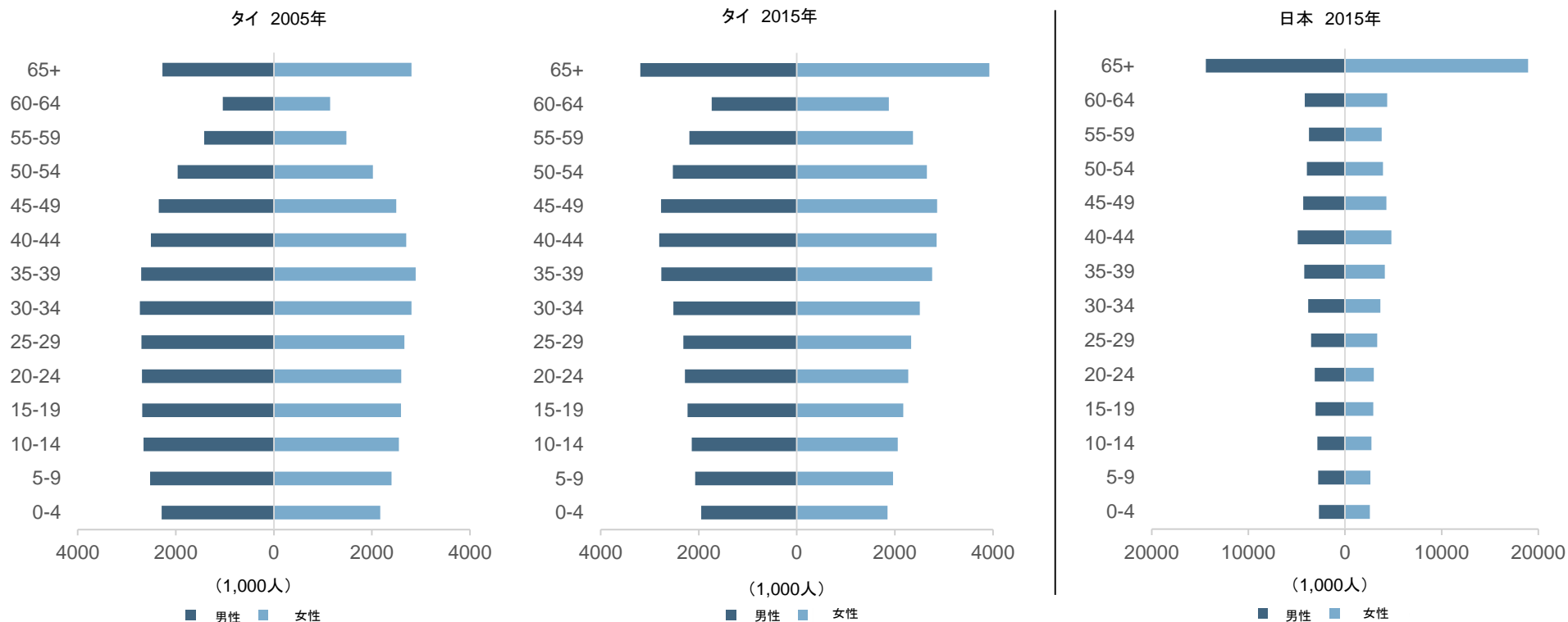
2006年～2017年の100 JPY当たりのTHBとTHBからUSDの為替レート



## タイの人口は年々高齢化しており、2025年には高齢化社会になると予想されている。

- 2015年には、0歳～14歳の年齢層が全人口の18%を占め、65歳以上は10%を占めている。2025年には65歳以上の割合が、高齢社会の基準とされている全人口の16%になると予測されている。

2005年と2015年における性別・年齢層別の人口の推移

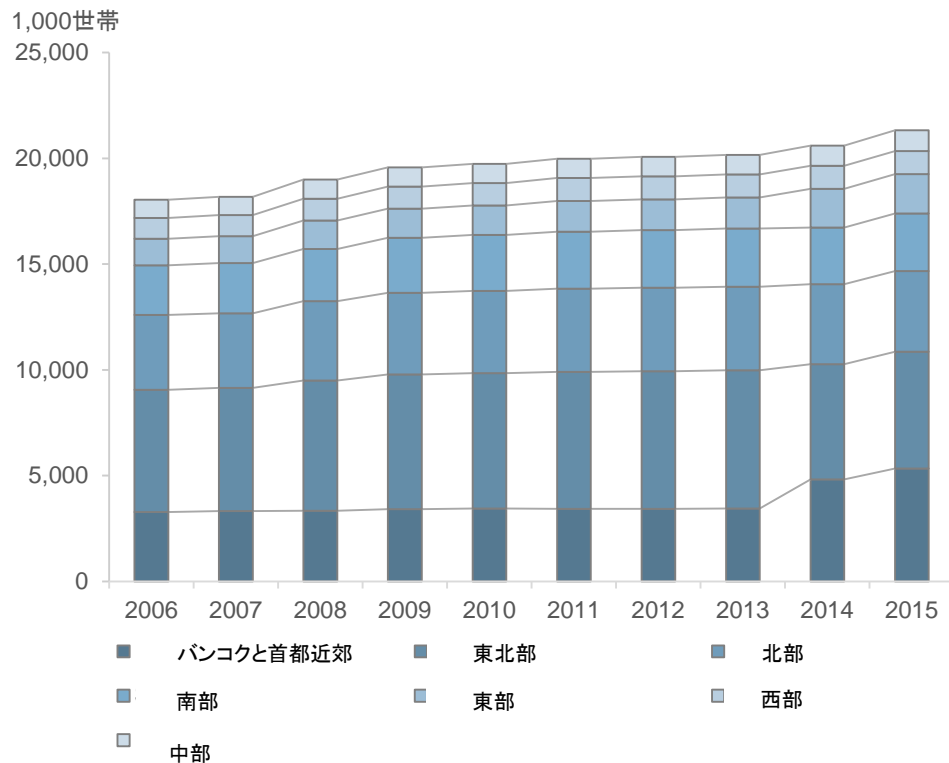




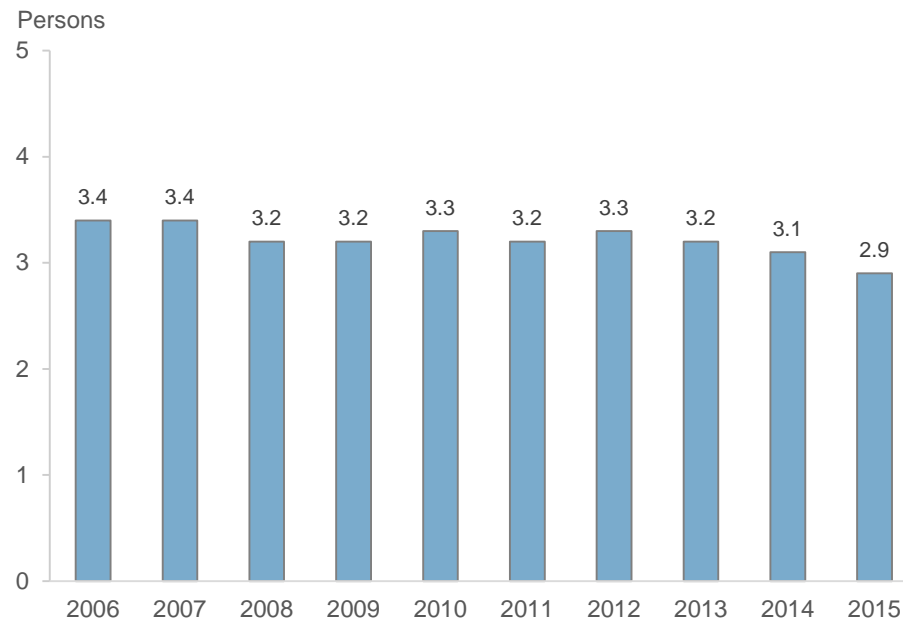
## 世帯数は増加しているが家族規模は縮小傾向にあり、 拡大家族から核家族へ移行している。

■ 2016年のタイの総計は21,326,000世帯である。バンコクや周辺の世界帯数は増加しているが、北東部の世帯数は減少している。

2006年～2015年の地域別世帯数



2006年～2015年のタイの平均世帯規模



## バンコクや首都近郊に住む家庭の所得は最も高い

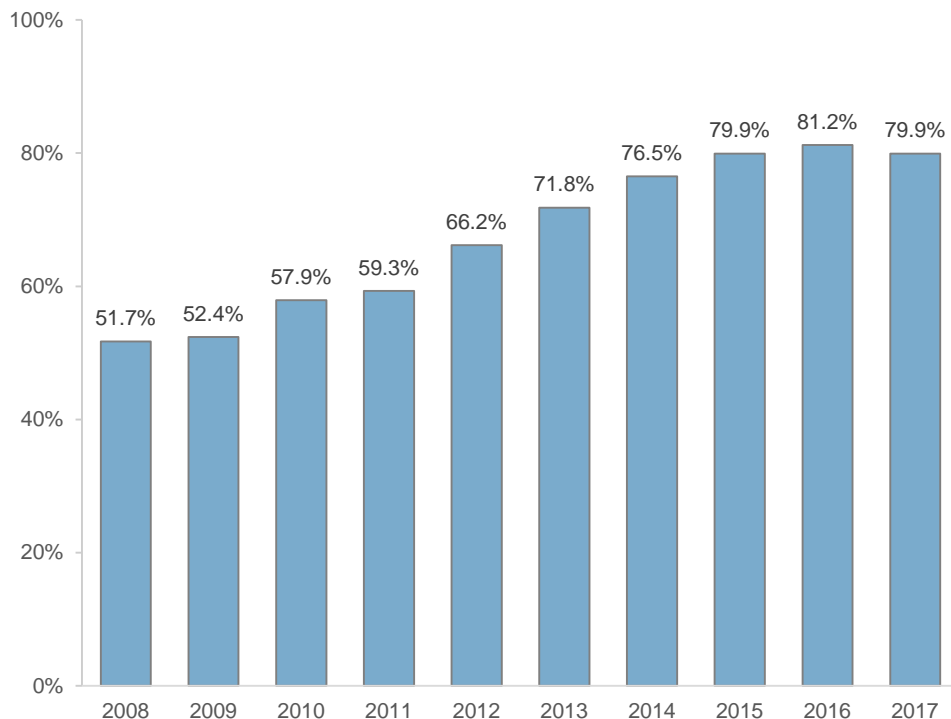
2007年～2015年の地域別の年間平均家計収入

地域	年間平均世帯所得(1,000 THB)				
	2007	2009	2011	2013	2015
バンコク・首都近郊	327	346	347	395	437
東部	227	240	271	317	332
中部	226	280	268	345	305
南部	233	263	314	326	303
東北部	153	178	215	220	248
西部	193	214	205	256	245
北部	157	186	203	232	234
平均	216.57	243.86	260.43	298.71	300.57

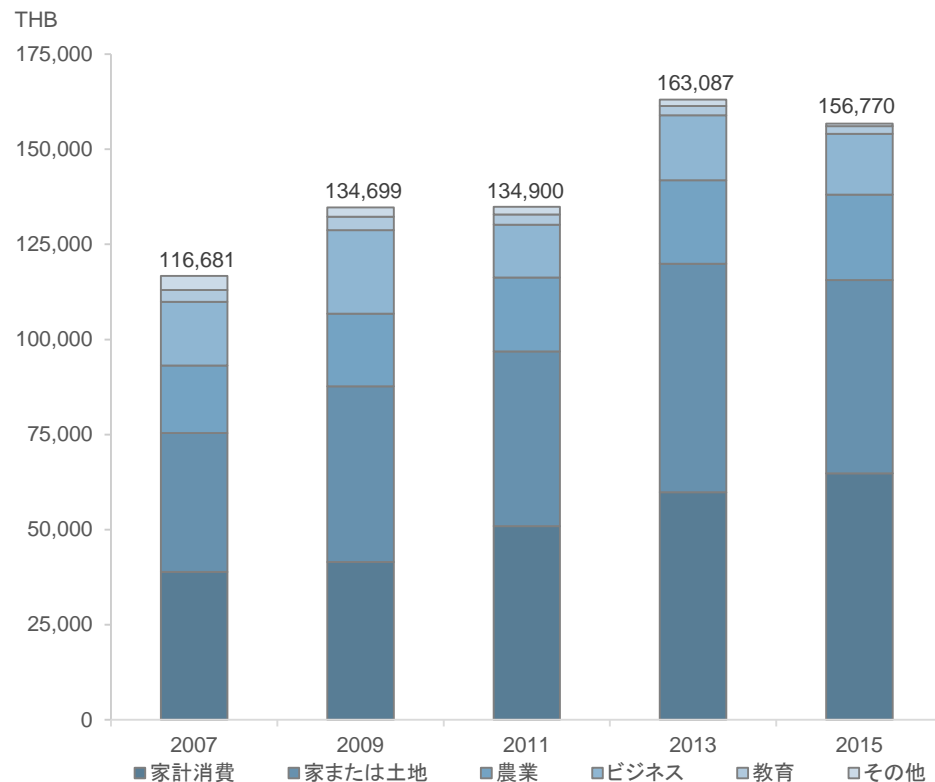
## 対GDP家計負債は2017年に減少したものの依然高水準にある。 負債の多くは、家計消費と住宅への支出に充てられている

- 対タイGDP家計債務は10年ぶりに上昇しており、銀行のより厳しいローン基準による個人ローンの縮小により、GDPは伸び悩んだ。
- 2015年の家計消費と家屋および土地への支出は平均家計負債の約70%を占めた。

2008年～2017年の対GDP平均家計負債

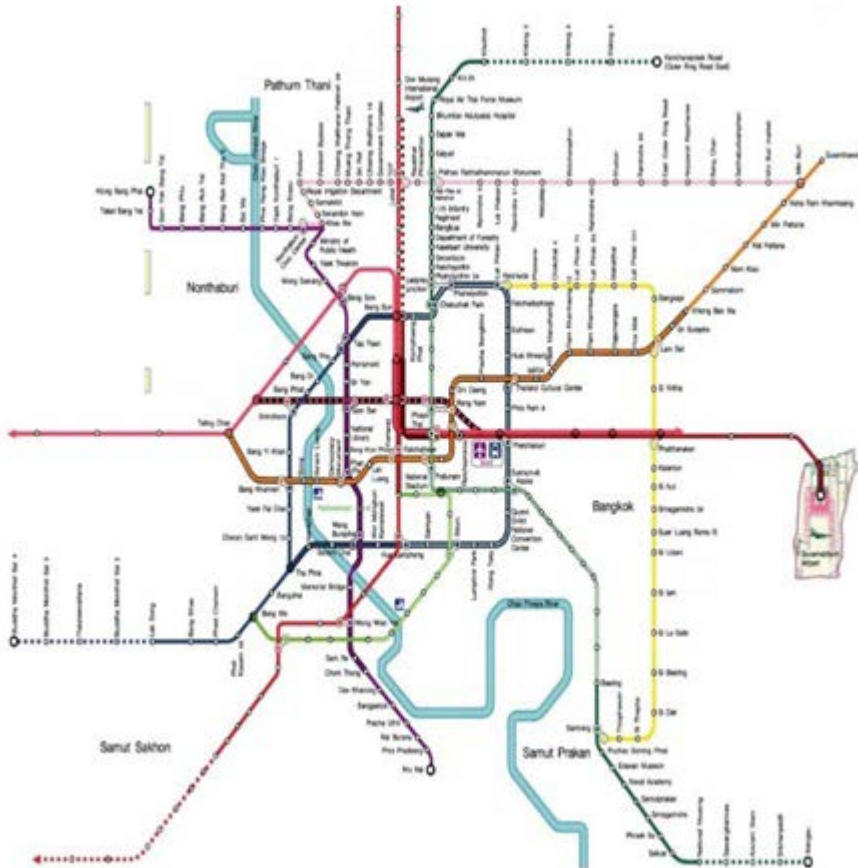


2007年～2015年の目的別世帯当たりの平均負債



# 2022年までにバンコクの大半は電車でアクセス可能になり、3つの国際空港 (Don Mueang、Suvarnabhumi、U-Tapao) はエアポート・レール・リンクにより接続される

大量高速輸送 (MRT)



路線	経路	建設着工	運転開始
<b>現在のMRTネットワーク</b>			
エアポート・レール・リンク	Phaya Thai駅 ~ Suvarnabhumi空港		運行中
グリーン	Mo Chit駅 ~ Bearing駅 National Stadium駅 ~ Bangwa駅		運行中
ブルー	Bang Sue駅 ~ Hualumpung駅		運行中
パープル	Bang Yai駅 ~ Bang Sue駅		運行中
<b>Planned projects</b>			
	Thammasat University駅 ~ Rangsit駅	2015年	2018年
ダークレッド	Rangsit駅 ~ Bang Sue駅 Hua Lampong駅 ~ Maha chai駅	2015年 計画中	2020年 計画中
ライトレッド	Taling Chan駅 ~ Bang Sue駅 Bang Sue駅 ~ Makkasan - Hua Mak駅	2015年 2015年	2018年 2018年
エアポート・レール・リンク	Don駅 ~ Bang Sue駅 ~ Phaya Thai駅	2015年	2019年
ダークグリーン	Mo Chit駅 ~ Khu Khot駅 Bearing駅 ~ Samutprakarn駅 ~ Bangpu駅	2015年 2012年	2020年 2019年
ライトグリーン	Taling Chan駅 ~ Bangwa駅 National Stadium駅 ~ Yod Sae駅	2016年 計画中	2021年 計画中
ブルー	Tha Phra駅 ~ Bang Sue駅 Hua Lumpong駅 ~ Bang Kae駅 Bang Kae駅 ~ Putthanomthon Sai 4駅	2011年 2011年 2017年	2019年 2019年 2021年
パープル	Taopun駅 ~ Ratchburana駅	2012年	2019年
オレンジ	Taling Chan駅 ~ Minburi駅	2017年	2022年
ピンク	Khae Rai駅 ~ Minburi駅	2017年	2022年
イエロー	Lao Phro駅 ~ Samrong駅	2017年	2020年
ゴールド	Krung Thonburi駅 ~ Prachatipok駅	2017年	2020年
グレイ	Vacharaphol駅 ~ Wutthakat駅	-	-
エアポート・レール・リンク	Don Mueang駅 ~ Suvarnabhumi駅 ~ U-Tapao駅	-	-

**タイ**

**景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調**

1

**タイのマクロ経済環境(ファンダメンタルズ)**

2

**タイのオフィス市場**

3

**タイの住宅市場**

4

**タイのホテル市場**

5

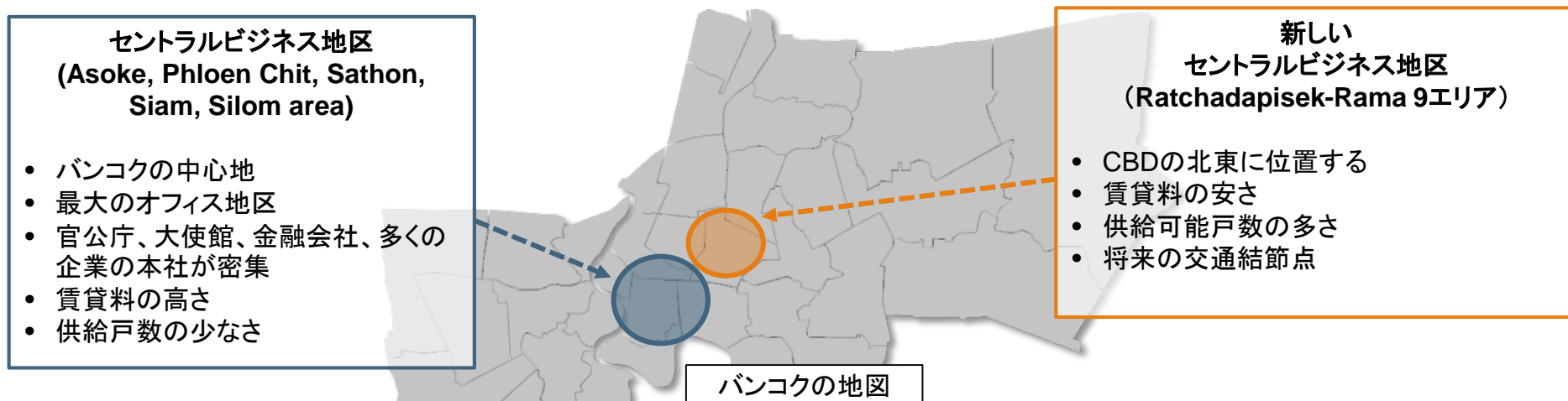
**タイの物流不動産市場**

## タイのオフィス市場

バンコクのオフィス市場はCBD(セントラルビジネス地区)に集中しており、現在は市街地が新しいCBDとして人気を博している。

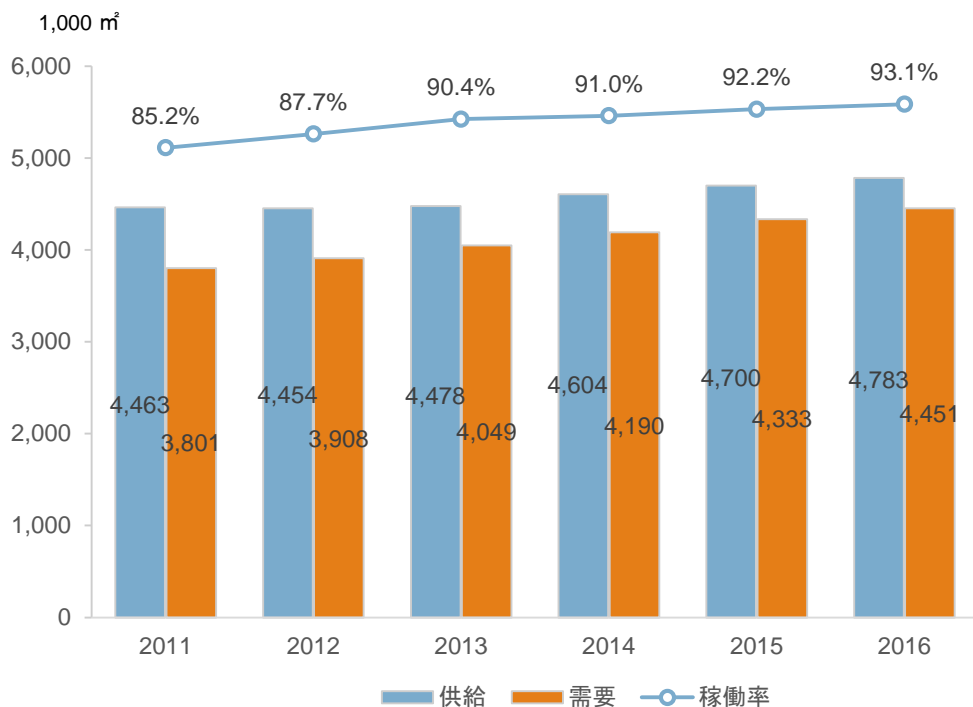
- CBD開発のため土地不足とMRTの路線拡大により、Ratchadapisek-Rama 9のような首都近郊地域は新たなビジネス地区として発展した。

### バンコクのビジネス地区



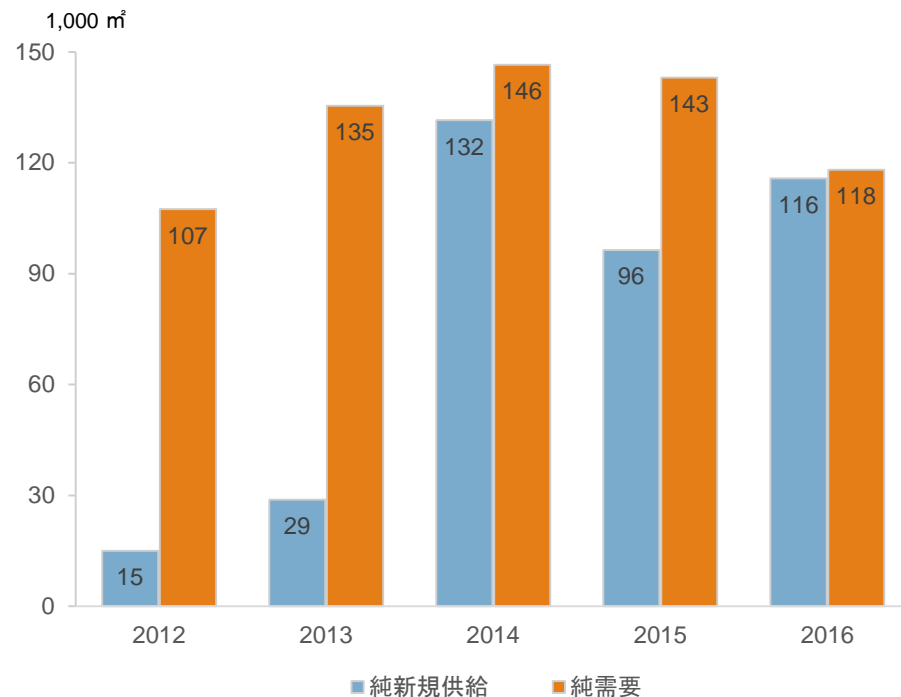
経済成長と政策施行により新たな事業の開発が促進され、需要拡大が予想される。

2011年~2016年のバンコク事務所の累積供給、需要および稼働率



注: この数字は、5,000人以上の別荘とオフィスビルを除く。

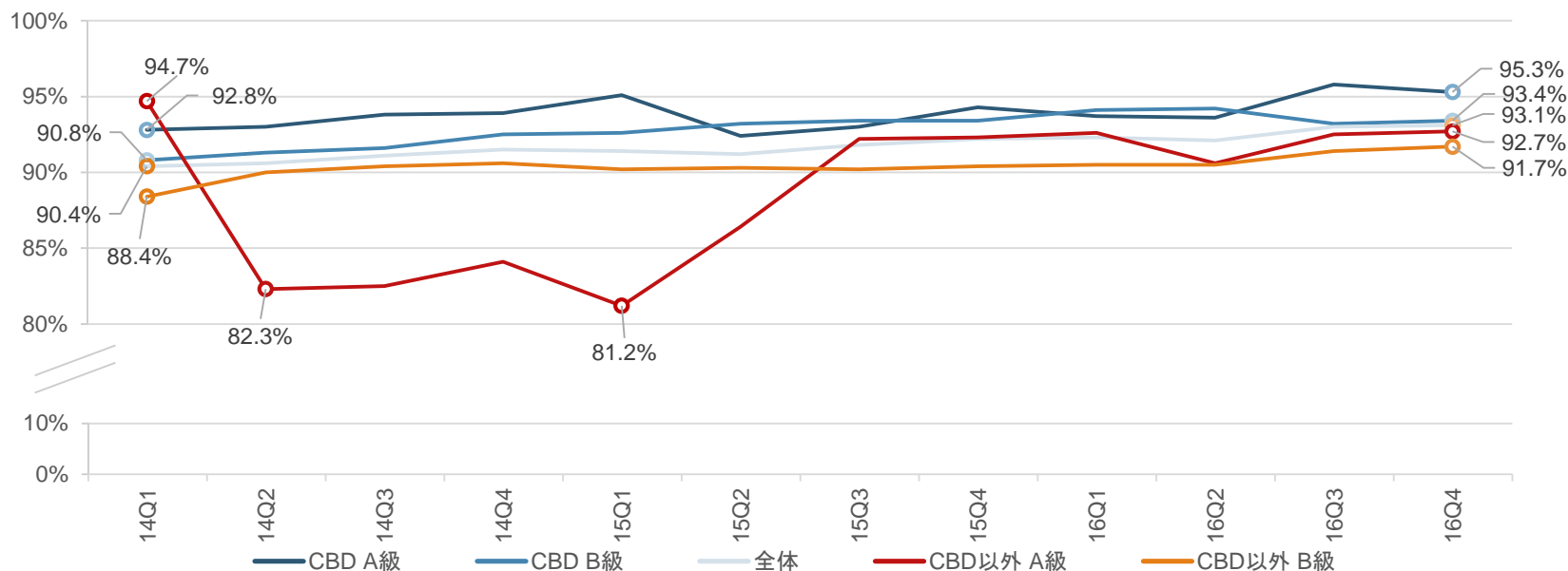
2012年~2016年のバンコク年間純供給量と純需要



## 主にCBD以外のA級のオフィス供給量が増加したにもかかわらず、入居率は全地域で高水準を維持している。

- CBD以外のA級の稼働率の変化は、以下の新しい建物の完成しテナントの移動によるものである。The 9<sup>th</sup> Tower (57,618平方メートル)、AIA Capital Centre (54,000平方メートル) Bhiraj Tower 32,000平方メートル。)、G Tower (66,000平方メートル)。
- CBD内のB級の建物における占有スペースの減少は、CBD以外のB級へのテナント移転による可能性がある。
- 賃貸料、空室状況、MRTによる交通の利便性、サポートアメニティを備えたオフィス供給は、CBD地域以外での賃貸料の増加を支える要因である。

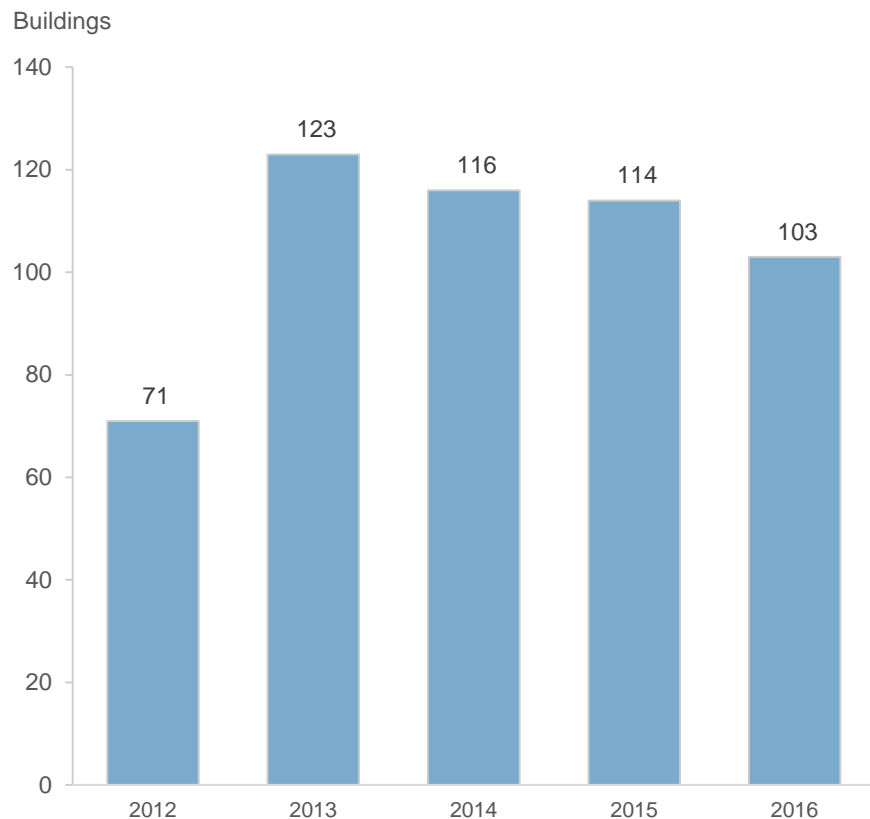
2014年1月～2016年4月の入居率





## 今後3年間の追加供給量の約77%はCBD以外の地域に位置する

CBDとCBD以外でオフィスビル建設許可の数



CBDとCBD以外で予定されているオフィス供給2017年～2019年

地区	建物	広さ (㎡)	竣工
CBD	Gaysorn Office Tower	32,000	2017年
	Samyang Mirttown	7,000	2019年
CBD以外	G Tower (North Tower)	50,000	2017年
	MS Siam Tower	48,000	2018年
	Bhiraj Tower at BITEC	42,531	2017年
	Singha Complex	37,000	2018年
	T1 Office building	34,000	2018年
	Shinnawat 4	31,880	2017年
	Ladprao Hills	25,087	2017年
	Aree Hill	23,340	2018年
Cosmo Office Park	12,000	2017年	

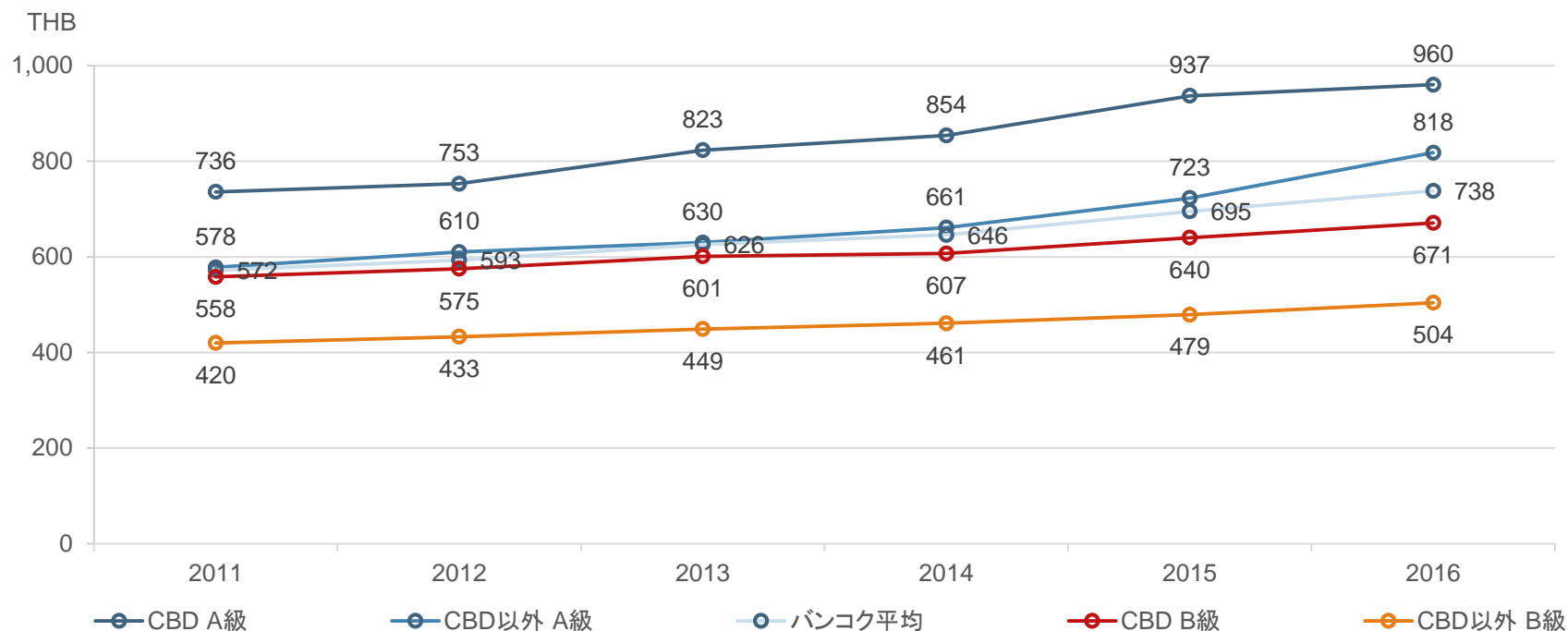
## タイのオフィス市場

賃料は全般的に上昇傾向にある。

特にCBD内は需要増に対して供給が限られており、今後も一層の上昇が予想される。

- 2016年の平均賃貸料の総額は2015年から6.2%増加し、1平方メートル当たり738THBとなった。
- 最も高い賃料上昇率は、CBD以外のA級の建物であり、13.1%増加した。

2011年～2016年にバンコクでの1平方メートルごとのオフィス賃料



\*年末時の価格

**タイ**

**景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調**

1

**タイのマクロ経済環境(ファンダメンタルズ)**

2

**タイのオフィス市場**

3

**タイの住宅市場**

4

**タイのホテル市場**

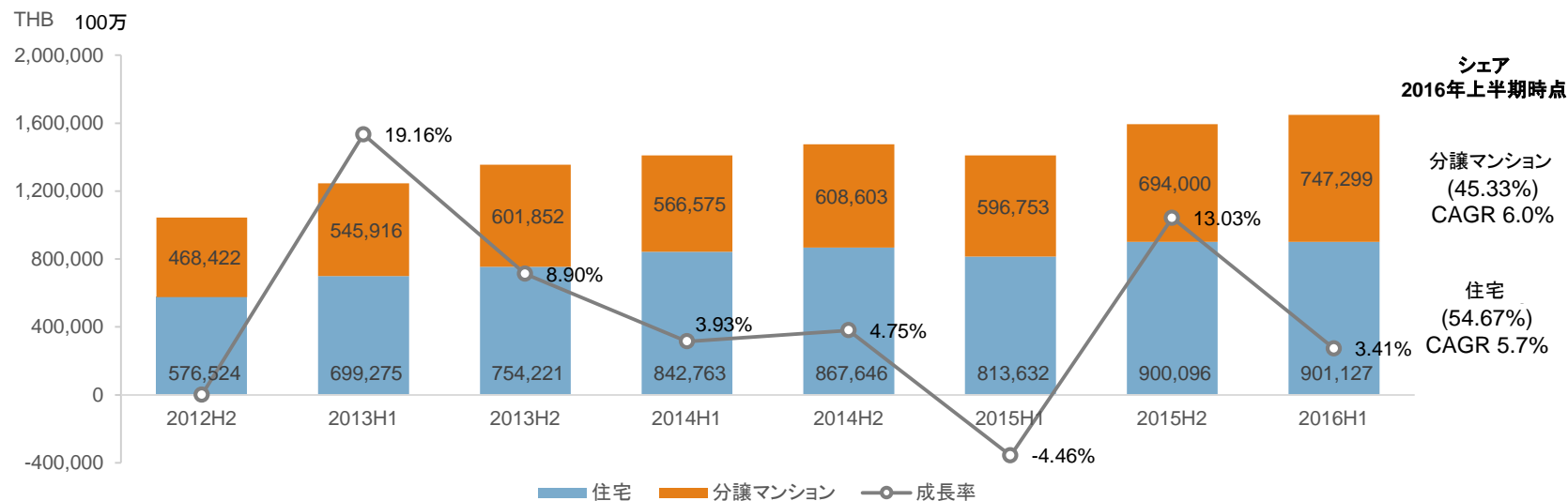
5

**タイの物流不動産市場**

## バンコクと首都近郊の住宅市場は拡大しているが、貸出条件の厳格化にともない市場の成長率は低下している。

- 景気低迷の影響を除き、銀行の厳しい住宅ローン基準は、購入者とデベロッパー（特に中小投資会社や不動産業界の新規企業）に影響を与え、販売と供給のペースが遅くなった。
- 一部のタイのデベロッパーは革新的に建設プロセスを改善し、建築とデザインを行い、プロジェクトに資金を提供するために、外国企業との合弁事業を開始している。
  - 三井不動産とAnanda Development、APと三菱地所、Sena Developmentと阪急不動産、等。
- 2015年10月には、2014年5月のクーデターにより市場が縮小したため、住宅市場を活性化させるために譲渡手数料と住宅ローンを一時的に減少する政策が発表された。

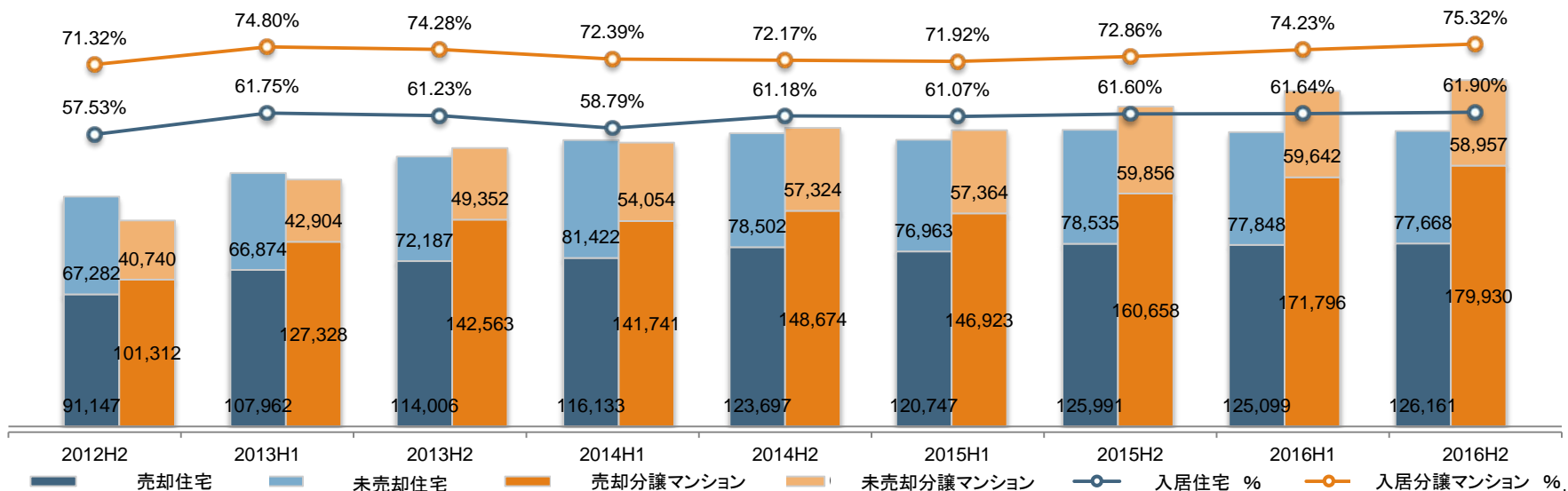
2012年下半期～2016年上半期におけるバンコクと首都近郊の住宅と分譲マンションの市場価値の推移（THB 100万、%）



## 分譲マンション市場の需要拡大は、家族構成の小規模化、ライフスタイルの変化、交通・生活の利便性向上といった変化によって支えられている。

- デベロッパーは、未売却物件を処分するまで新しいプロジェクトを延期するため、新たな供給は低成長の傾向が両市場で見られる。
  - 特にバンコク周辺に分譲マンションにおける過剰供給が問題となっており、建設したが未売却の在庫物件が土地の開発と共に課題として残る。

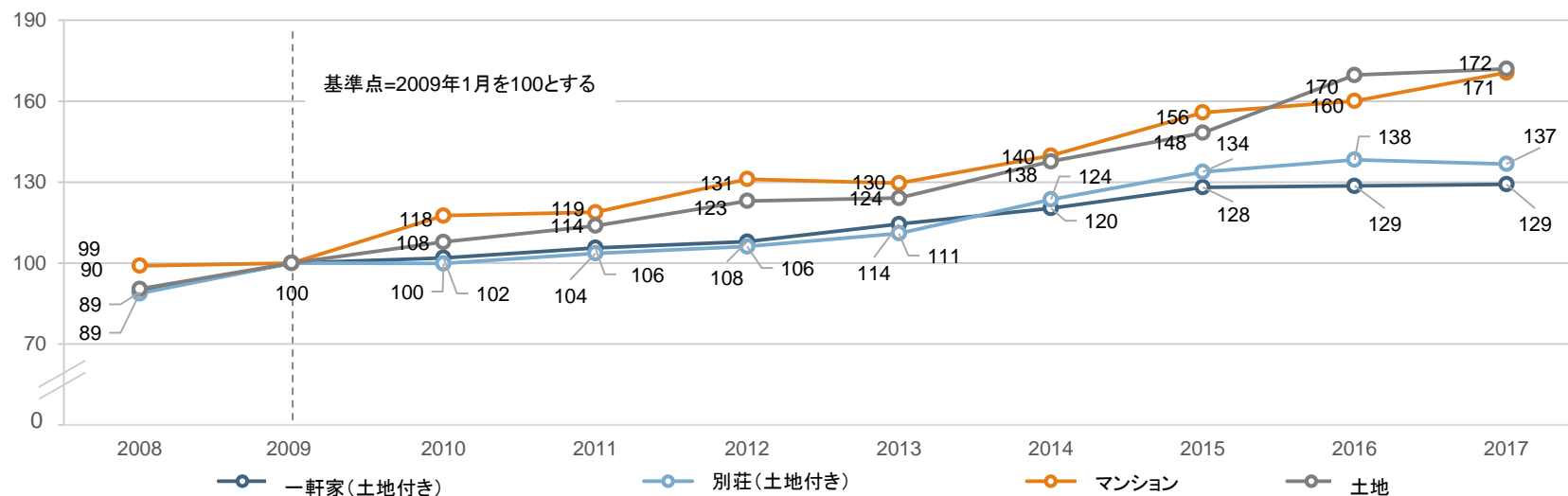
2012年のバンコクと首都近郊における住宅・分譲マンションの総供給数と入居率 2012年下半年～2016年下半年（ユニット別、%）



## 土地および住宅の価格指数はいずれも上昇し、過去10年間でも最も高い水準にある

- 土地価格は、分譲マンションの価格に最も影響を与える要因であり、特に中心地の分譲マンションに影響がある。2016年にバンコクの総土地価格は約4%上昇した。
- MRT沿線地域では、価格が約6.5%~8.9%上昇した。ミッドタウンと郊外では、地価上昇率が2.6%~4.3%であったが、中心地の地価は6.4%上昇した。

2008年～2017年のバンコク周辺の土地価格指数と住宅価格指数



注釈1. 住宅・戸建住宅を含む戸建住宅を含む戸建住宅と土地分譲マンションの価格指数は、ヘドニック回帰法(ローリング・ウィンドウとタイムダミー)。(3ヶ月平均)

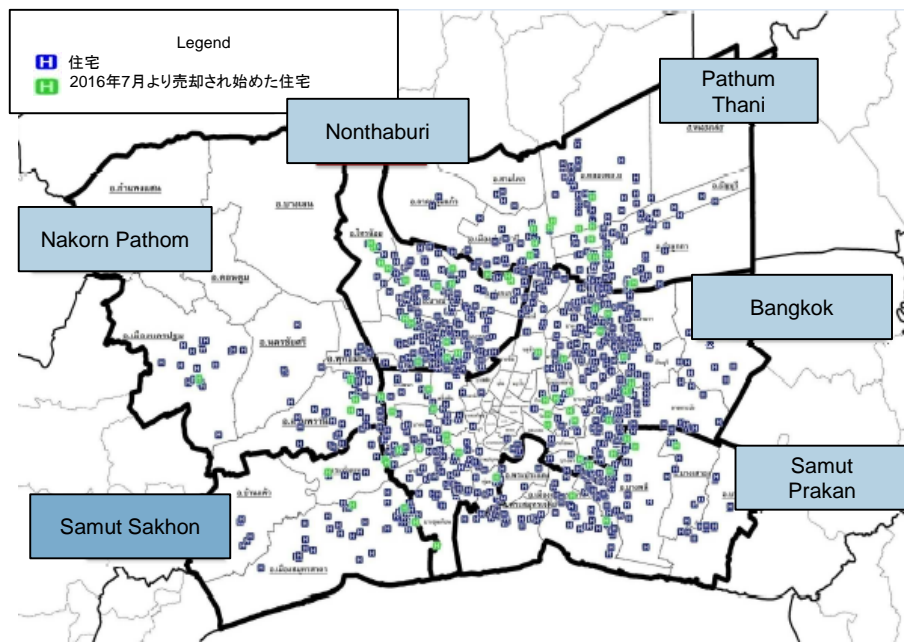
注釈2. 土地価格指数は、毎月の重量を用いた層別法を用いて作成されている。(3ヶ月平均)



# 住宅供給の大半はバンコク郊外に集中している。しかし土地の価格と購入の容易性から首都近郊にも拡散している。

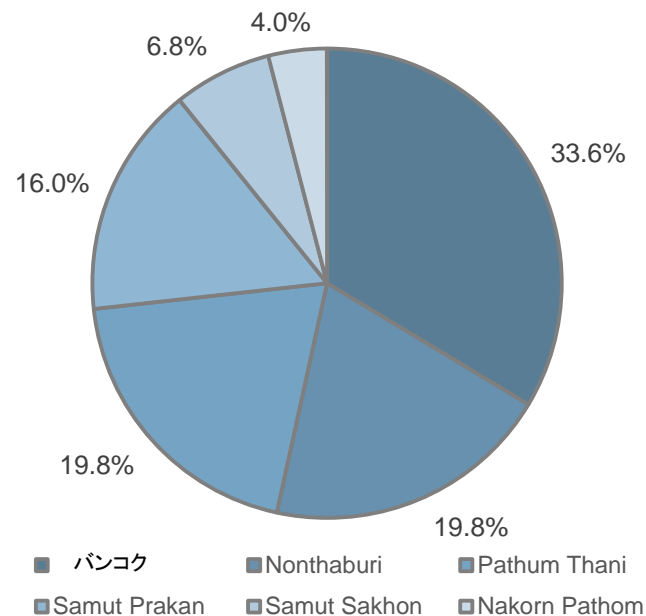
- 良いとされる土地の条件は、交通の利便性と郊外への電車が通っているかである。

2016年2月のバンコクと首都近郊の住宅供給の分散



2016年2月の住宅供給比率(総供給物件に対する割合)

N = 203,255



## タイの住宅市場

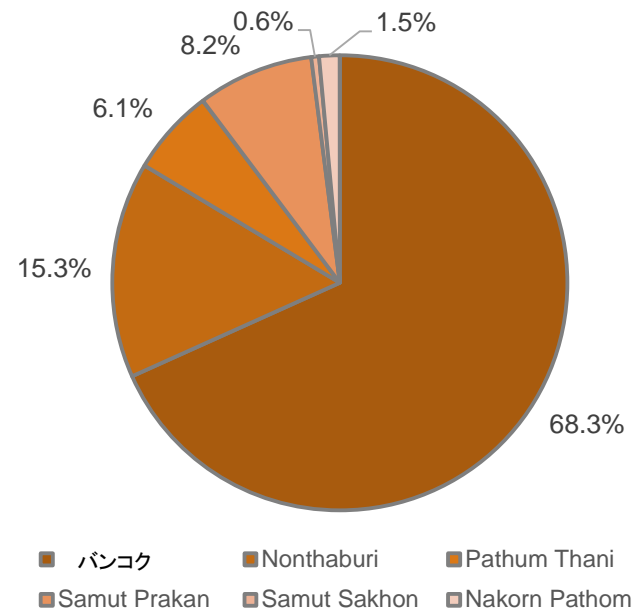
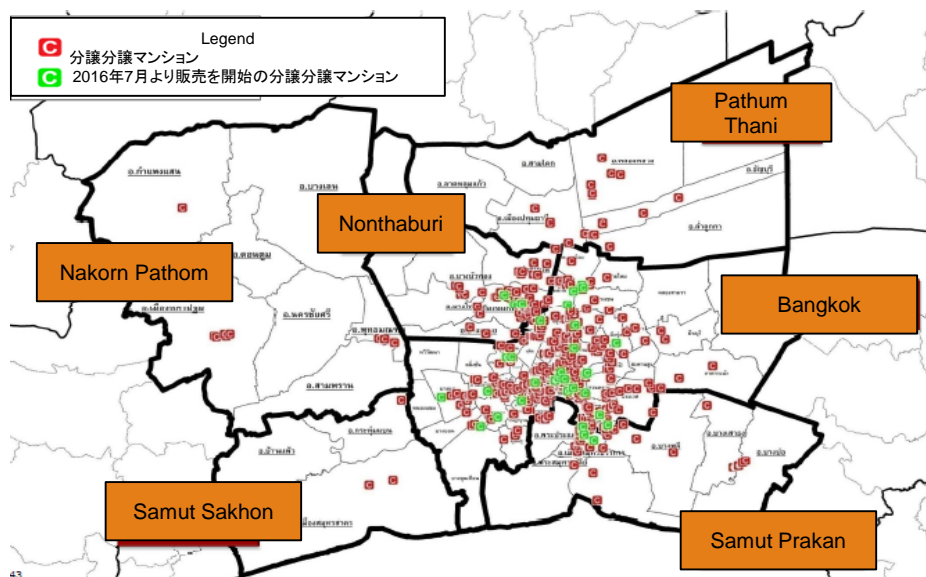
分譲マンション供給の7割はミッドタウンおよびバンコク郊外で占められている。  
一方、高付加価値の物件は中心街にある。

- 電車の路線拡張と公共施設開発により、バンコク郊外とミッドタウンの人気は高いままである。

2016年下半期のバンコクと首都近郊における分譲マンション供給の分布図

2016年下半期の分譲マンション供給エリアの割合(全供給物件%)

N = 238,887



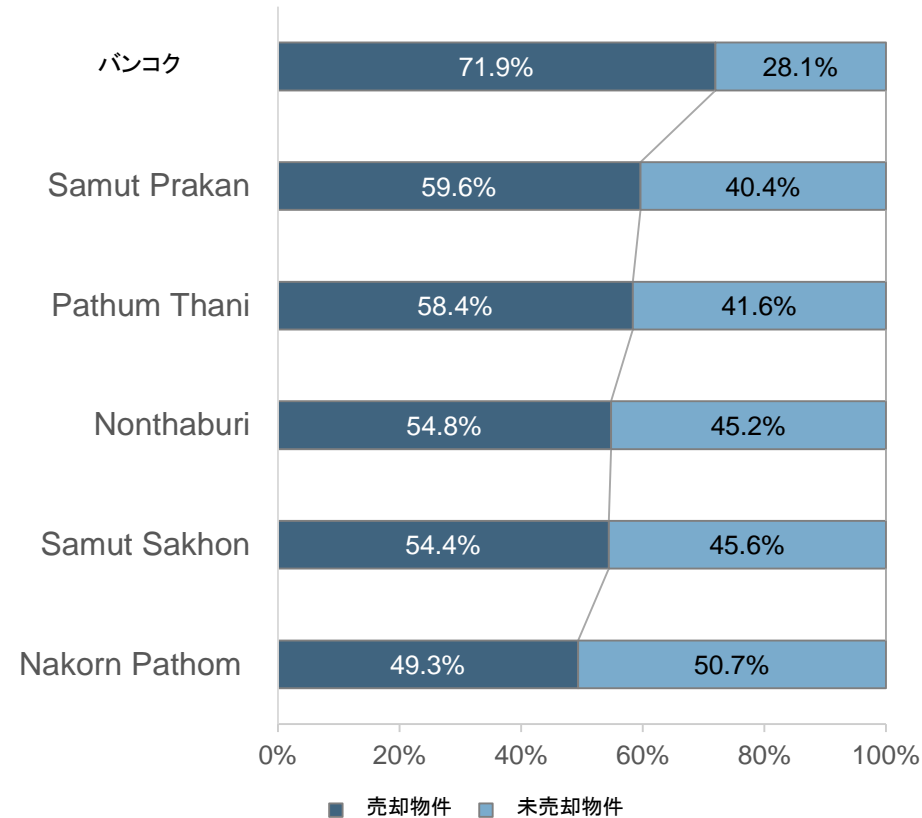




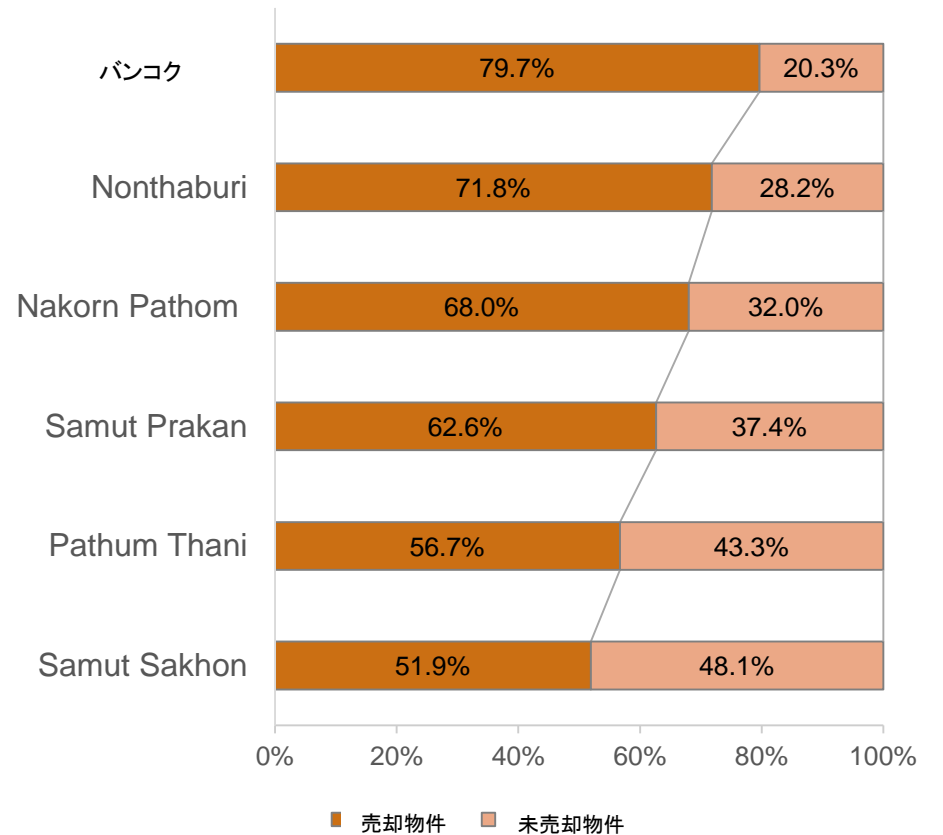
## タイの住宅市場

# バンコクは交通や公共施設の利便性が高く、住宅および分譲マンション市場の販売率が周辺地域に比べて高い。

2016年2月の住宅地域別の販売物件と未販売物件の比較



2016年2月の分譲マンション面積と未売却物件の比較

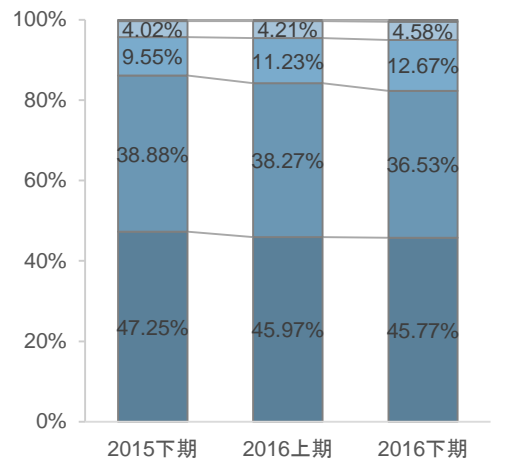


## タイの住宅市場

# 戸建住宅市場の中心は別荘と低価格住宅(100~300万THB)である。 一方、直近では高価格住宅(500万THB以上)の入居率に上昇傾向が見られる。

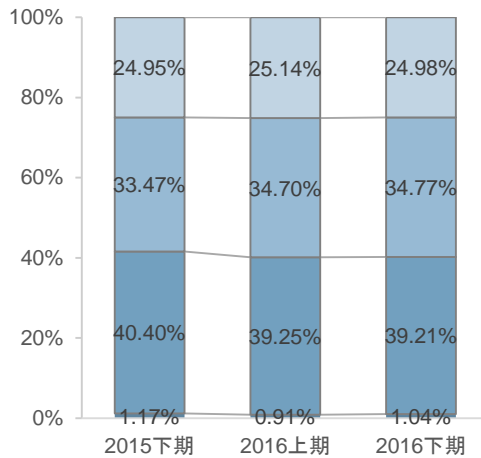
- 別荘と住宅は需要の減少傾向であったが、依然として総販売物件の約85%を占めていた。中心地やミッドタウンの高級別荘は、1平方メートルあたりの価格がミッドタウンの分譲マンションよりも低いため、需要が増えた。
- 銀行からの貸出が厳しくなっていることから、住宅移転の件数は売上高よりはるかに少なかった。(特に200万THB以下の住宅)
  - 特に中低所得者の借入は、銀行の要求基準よりも高い個人借入を行っているため、抵当権拒否率は50%と高い。

2015年下期~2016年下期の種別別住宅の販売物件



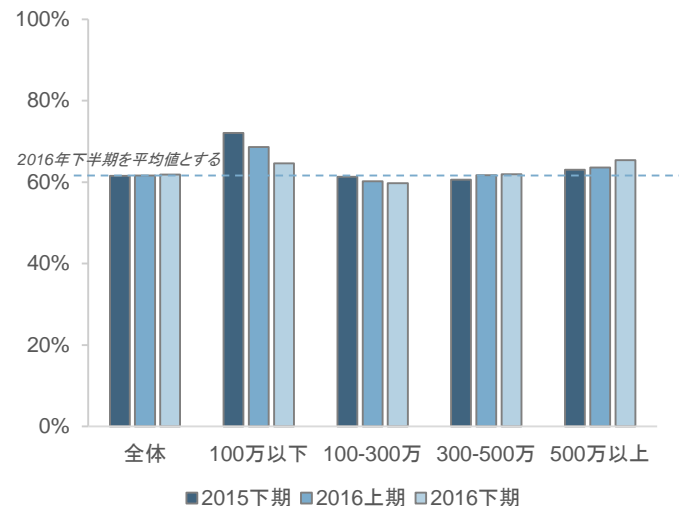
■別荘 ■一軒家 ■重層式アパート ■ショップハウス ■その他

2015年下期~2016年下期の価格帯別の住宅ユニットの販売



■100万以下 ■100-300万  
■300-500万 ■500万以上

2015年下期~2016年下期の住宅価格帯別の入居率



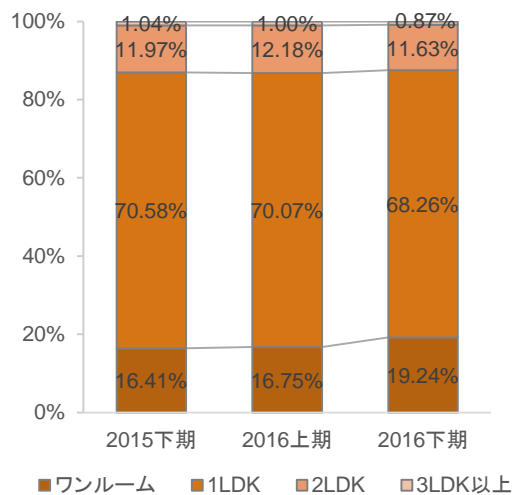
注:累積供給

## タイの住宅市場

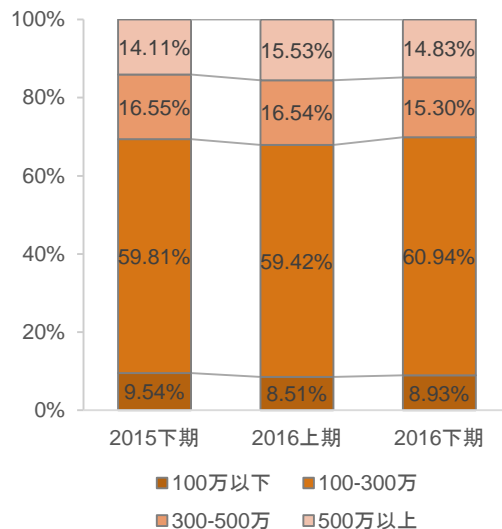
**マンション市場のボリュームゾーンは1LDKまたは低価格帯(100~300万THB)である。また500万THBを上回る物件の入居率が上昇。**

- ミッドタウンとバンコク郊外では、合理的な価格と電車路線の拡大により供給戸数が増加している。
- 中心地では、供給戸数が限られているため、価格の上昇傾向にある。
- 引っ越しの件数は、ローンを確認することができないため、売却物件数と同等程度に高くない。
- デベロッパーは、この市場が高い入居率である上に、厳しい担保の影響を受けにくいいため、上限レベルの市場としている。

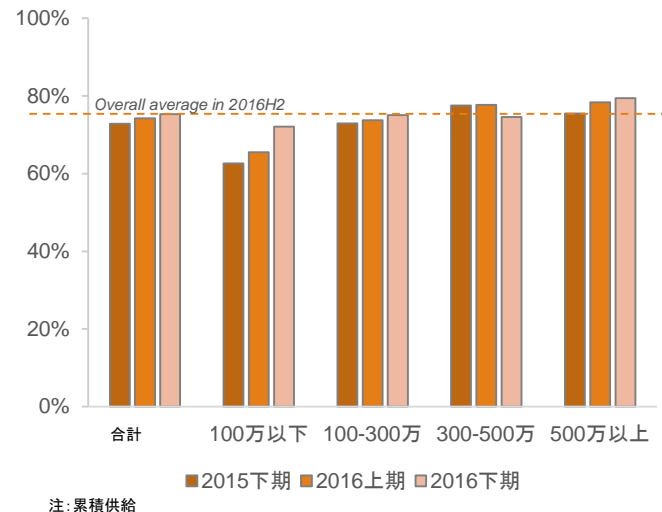
2015年下期～2016年下期の分譲分譲マンション販売



2015年下期～2016年下期の価格帯別分譲マンション販売



2015年下期～2016年下期の価格帯による分譲マンションの引き取り率



## バンコクの中心地 Sukhumvit は新たな高級分譲マンションの開発地域である。

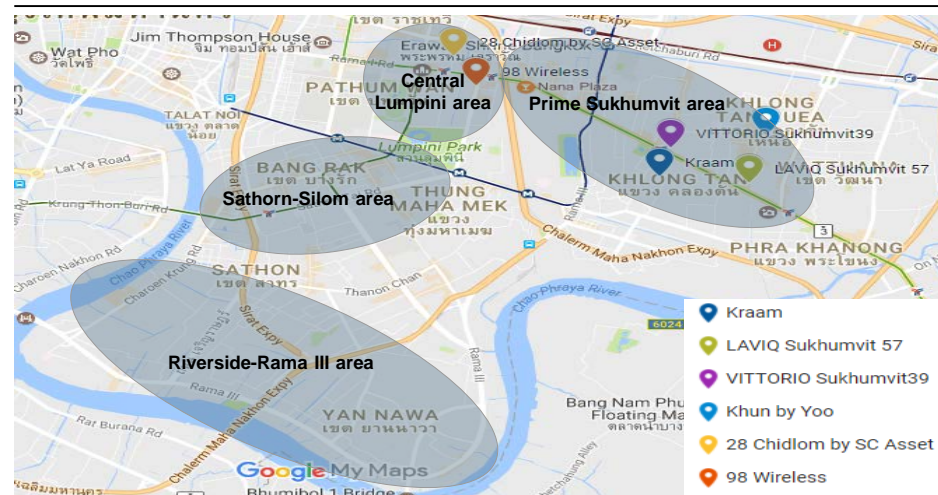
- 高級分譲マンションのエリアは、ビジネス、教育、便利な公共交通機関、ショッピングモール等が充実している。
- Sukhumvitには4つの主要なプロジェクトがあり、2016年には597の新ユニットが発売され、最大のシェアを占める。
- Lumpini地区中心部では、Sukhumvitが8.1%増、Riverside-Rama III and Sathorn-Silom地区で9.9%と最も高く、価格はそれぞれ3.1%と2.8%上昇した。

2016年のバンコクでの高級分譲マンションプロジェクトの新規供給

2016年主要プロジェクト*	場所	平均値段 (THB/Sq.m.)	物件
98 Wireless	Central Lumpini (Wireless)	550,000	77
28 Chidlom	Central Lumpini (Chidlom)	350,000	436
Khun by Yoo	Prime Sukhumvit (Thonglor 12)	300,000	148
Vittorio	Prime Sukhumvit (Sukhumvit 39)	280,000	88
KRAAM	Prime Sukhumvit (Sukhumvit 26)	275,000	126
Laviq	Prime Sukhumvit (Sukhumvit 57)	240,000	235

\* 高級分譲マンション200,000 THB / Sq.m以上マンションを指す。

バンコクの高級分譲マンションのエリアマップ



## デベロッパーは高級分譲マンションにターゲットを移し、国内外から購入者を獲得した。

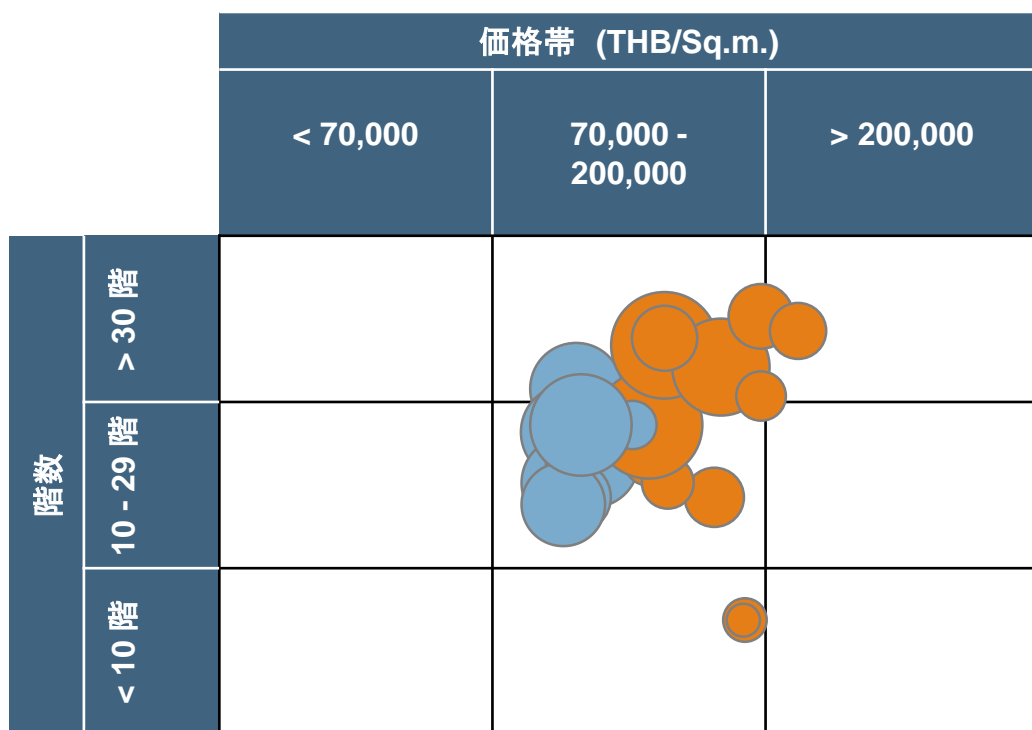
### 高級分譲マンション

<p>供給</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高級分譲マンションはバンコクにおける分譲マンション市場全体で5%未満の割合を占めた。</li> <li>2016年には、Sukhumvit首都圏で24.6%の市場成長が見られた。</li> <li>開発区域は人気があり、中心地の地価は中程度のプロジェクトを開発するには高すぎるため、高級分譲マンションに焦点を当てた。</li> </ul>
<p>需要</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長率の低下に伴い64.5%の入居率が必要であった。</li> <li>このセグメントの購入者は住宅ローンに頼っておらず、十分な経済力があつた。</li> <li>国内外の需要があつた。タイの購入者は約85%を占め、残りは外国人であつた。</li> <li>香港、シンガポール、台湾の外国人がタイで事業をしている。</li> <li>約48%の購入者が自己所有のためであり、36%は長期賃貸収入を得るため、16%は短期投機家であつた。</li> <li>購入者はより選択的になる可能性が高い。</li> </ul>
<p>価格</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>価格は2015年から平均4.7%上昇した。最高価格は、98 Wirelessで720,000 THBを記録した。地価の上昇により価格水準はさらに上昇すると予想される。</li> </ul>
<p>機会</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>外国人分譲マンション所有者の法律では、物件の49%は外国人に貸し出すことができる。</li> </ul>
<p>挑戦</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>開発および高土地取得コストのための土地の供給が限られている。</li> <li>顧客のニーズを予測し、優れた価値を提供する。</li> </ul>
<p>主な成功要因</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>交通の利便性: 車と公共交通機関の両方における交通の利便性。</li> <li>生活要因: ショッピングモール、レクリエーション、教育、ヘルスケア、ビジネスエリアに近い。</li> <li>気分と住みやすい要因: ロケーション属性、ユニークな雰囲気、建築、そして高級な快適性は、顧客ターゲットのライフスタイルと趣向と一致する。ブランドとの提携は、プロジェクトの価値創造として適用された。</li> <li>コスト要因: 高品質で競争力のある価格。</li> </ul>

## 日本企業とタイ企業の合併プロジェクトも、基本的には高級分譲マンションに該当する。

日本とタイの合併事業\*ポジショニング

タイ企業との合併事業を行っている日本企業一覧



大きさは物件数を示す。

色は場所を示す。



\* 2016年～2017年に新しい分譲マンションプロジェクトを開始した。

日本企業	タイ企業	ジョイントベンチャーの数
三井不動産	Ananda Development PLC	12
三菱不動産	AP (Thailand) PLC	8
野村不動産	Origin Property PLC	3
阪急不動産	Sena Development PLC	2
信和不動産	Woraluk Property PLC	1
東急電鉄	Sansiri PLC	1

**タイ**

**景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調**

1

**タイのマクロ経済環境(ファンダメンタルズ)**

2

**タイのオフィス市場**

3

**タイの住宅市場**

4

**タイのホテル市場**

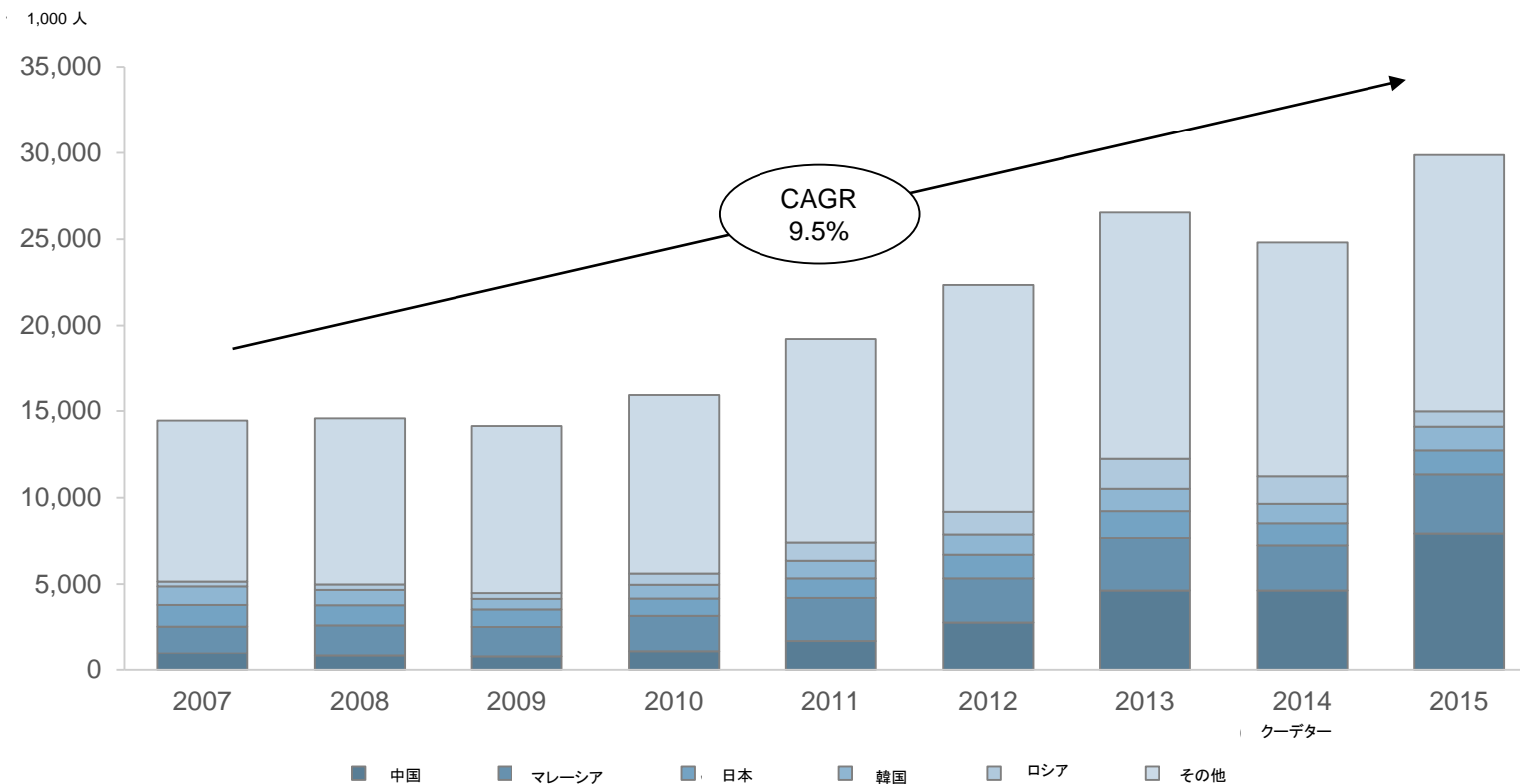
5

**タイの物流不動産市場**

## 外国人観光客の数は、政治問題とクーデターがあった2014年を除き毎年増加している。

■ 2015年は中国人観光客が約26.6%で、10年間で約4倍に増加し、マレーシア人は11.5%、日本人は4.6%であった。

タイを訪れる外国人観光客の数

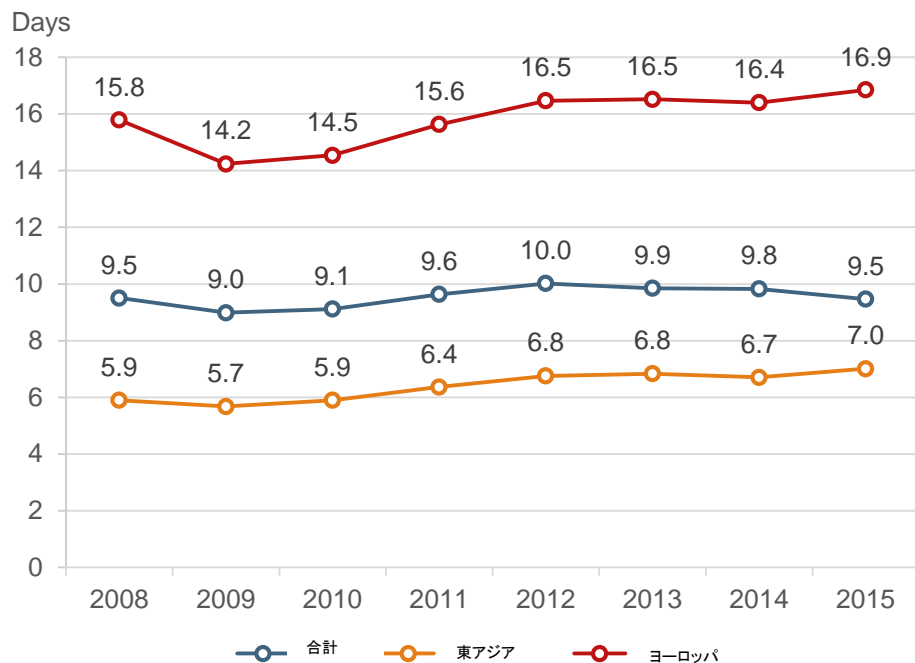




## 2012年以降、東アジアからの観光客の増加によりトータル滞在日数は減少傾向にある。

■ 平均して東アジアの観光客は約7日間滞在し、ヨーロッパの観光客は約17日間滞在する。

海外の観光客の平均滞在日数

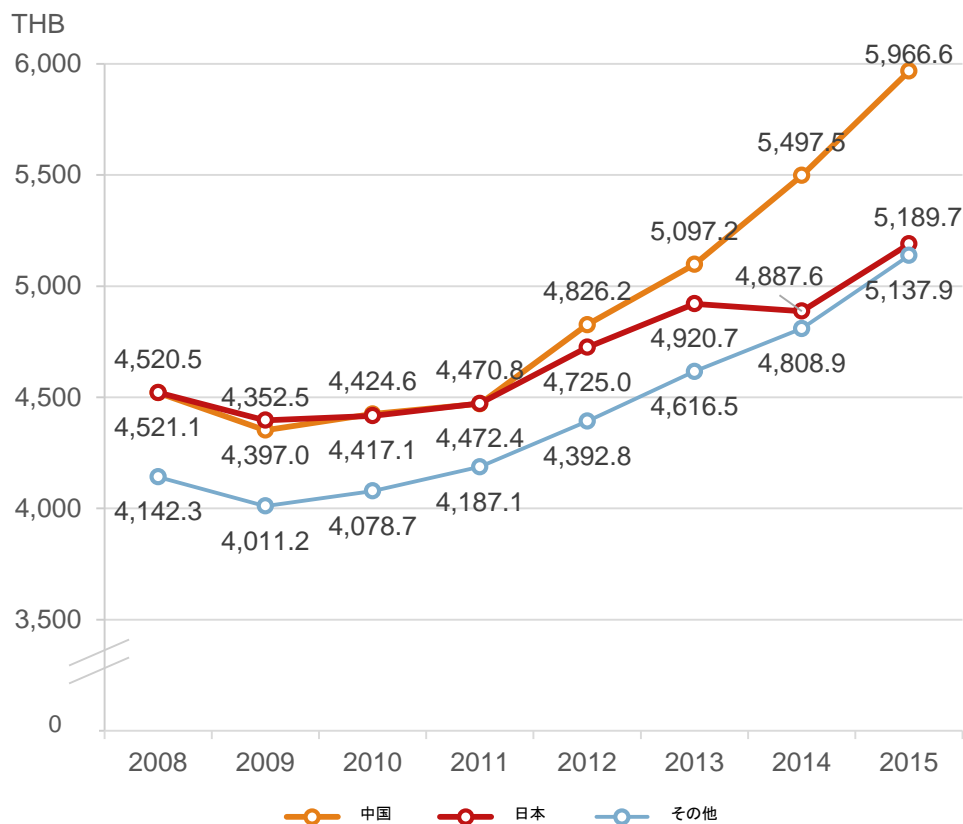


2015年の東アジア観光客の平均滞在日数

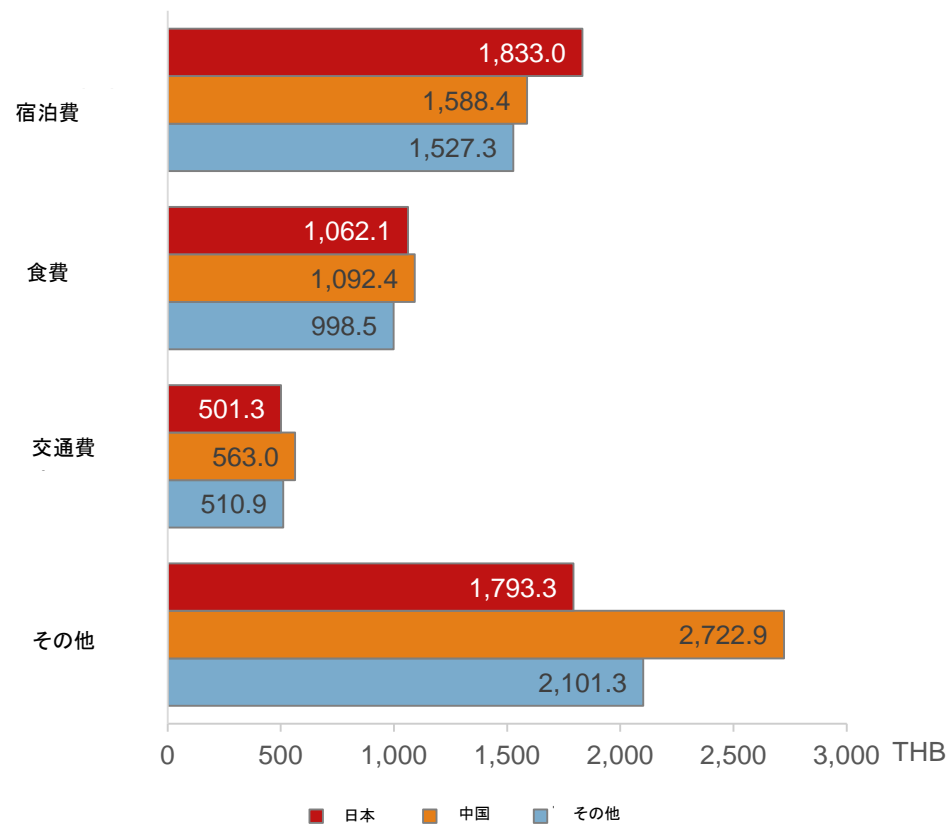
居住国	平均滞在日数
中国	8.1
日本	8.0
韓国	7.7
台湾	7.6
香港	6.5
ASEAN	5.6
その他	7.2

# 日本人観光客は宿泊施設に、中国人観光客はお土産等にお金を使う傾向が見える。

2008年～2015年の1日あたりの外国人観光客の平均支出



2015年の目的別の総計、中国人と日本人観光客の1日平均支出額

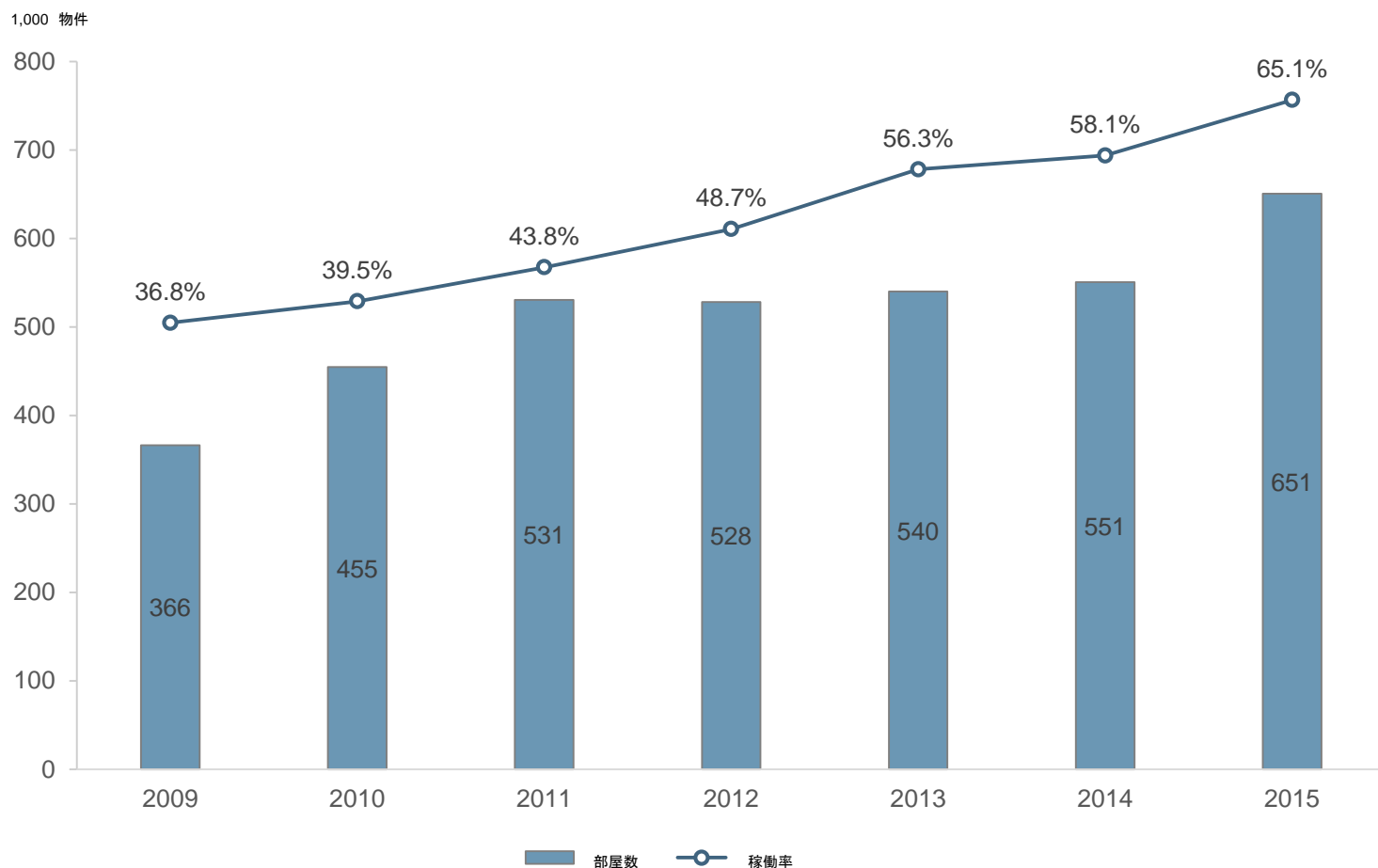


出所) Department of Tourism, Ministry of Tourism & Sports 及び National Statistical Office 資料よりNRI作成

## ホテル市場動向

ホテルの部屋数は増加し、稼働率もCAGR(2009年～2015年)で約9.9%増加した。  
バンコクでは、Sukhumvit Rdを中心に新しい供給があった。

2009年～2015年のタイ全国のホテル客室数と稼働率



**タイ**

**景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調**

1

**タイのマクロ経済環境(ファンダメンタルズ)**

2

**タイのオフィス市場**

3

**タイの住宅市場**

4

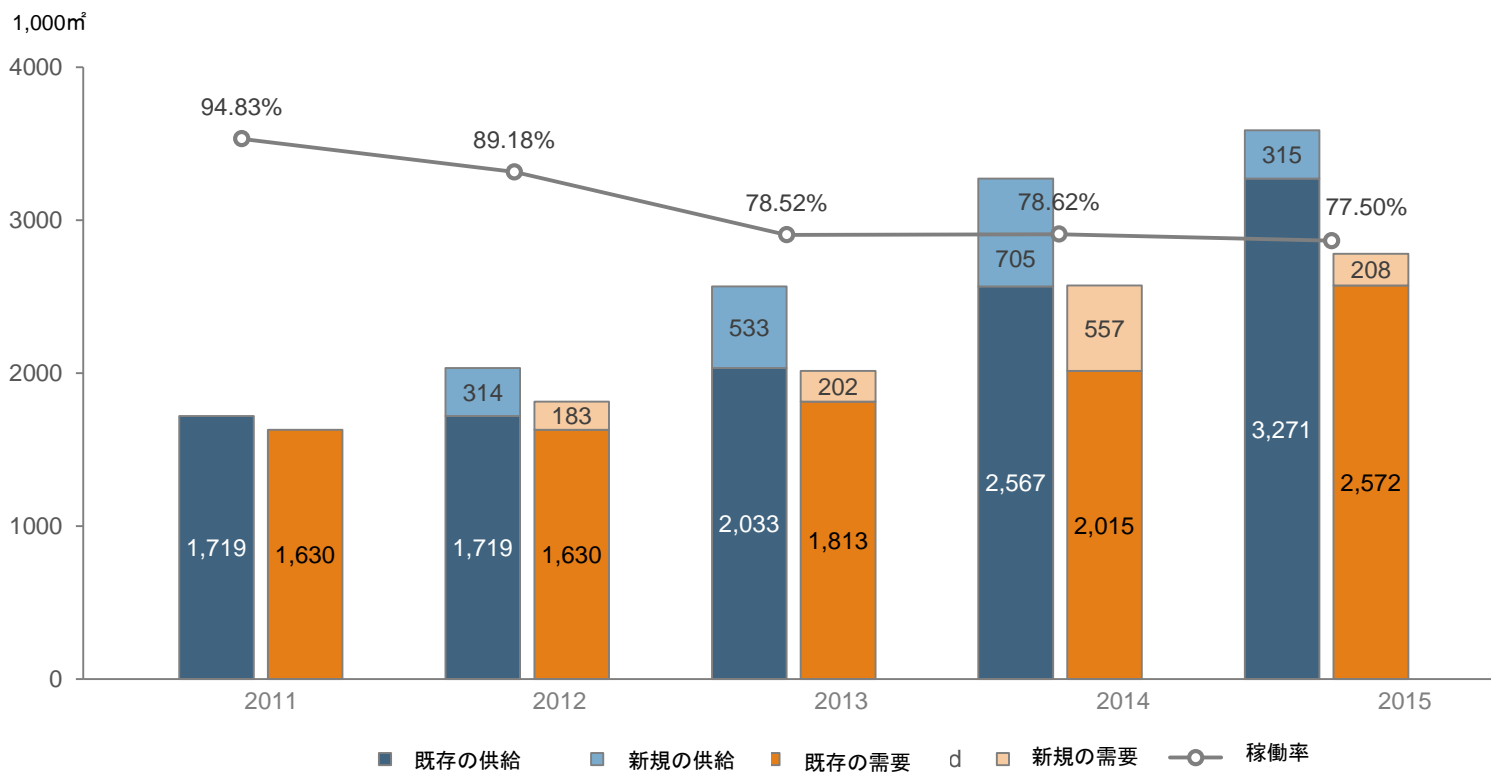
**タイのホテル市場**

5

**タイの物流不動産市場**

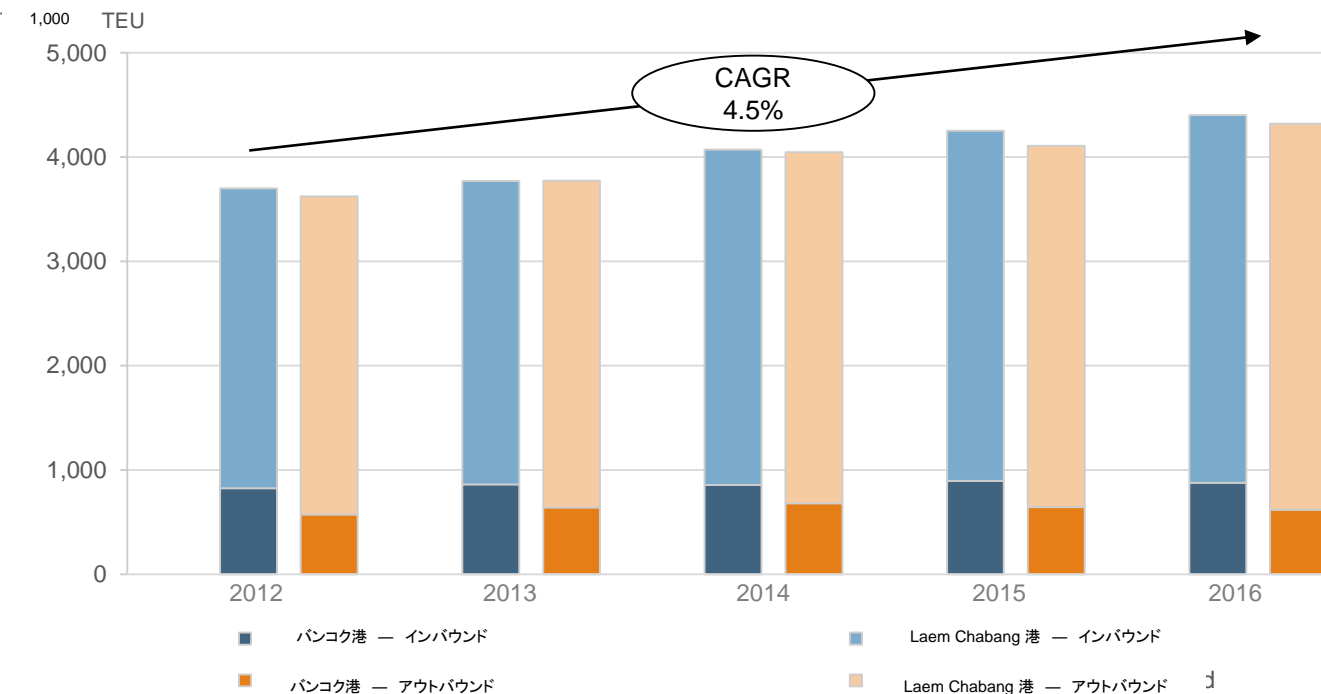
市場規模は2015年に約680億THBまで成長。  
年平均成長率(CAGR)で見た場合に、供給は20.2%、需要は14.3%で拡大している。

2011年～2015年の倉庫供給、需要および稼働率



港湾での荷動きが活発化しており、物流サービスの需要が増加している。

2012年～2016年にバンコクとLaem Chabang港を通過するコンテナの数

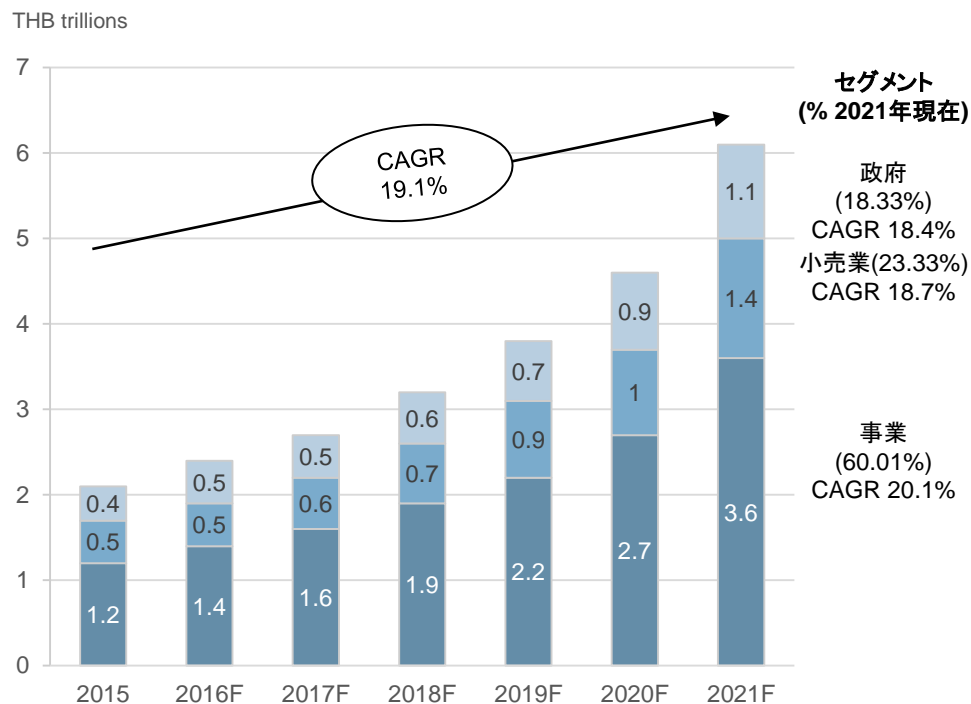


備考: TEUは20フィート相当のコンテナ単位である。

## タイの物流不動産市場

# 今後の倉庫事業の成長要因として、Eコマース市場と政策的支援による物流産業全体の拡大が想定される。

2015年～2021年のEコマースの市場価値



出所) Port Authority of Thailand 資料よりNRI作成

2015年～2022年のインフラ整備事業一覧

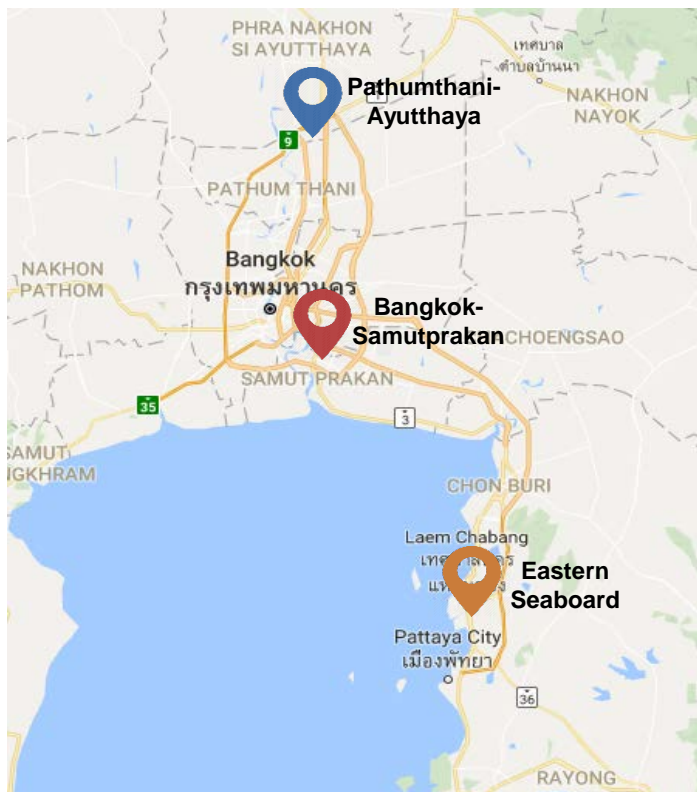
インフラプロジェクト		時期
空港	航空拠点となるU Tapao空港の開発	2017年～2021年
湾口	タイ湾とAndaman海における6つの港の開発	2015年～2022年
電車	鉄道標準規格 タイ・ASEAN・中国	2015年～2022年
	複線鉄道 (Laem Chabang港、Map Ta Phut港)	2017年～2021年
	3つの空港 (Suvannabhumi、Don Muaeng、U Tapao) を結ぶ高速列車	2017年～2021年
道路	12の地域間を結ぶ高速道路	2015年～2022年
	高速道路 (バンコク - Chonburi/Pataya-地図 Ta Phut)	2017年～2021年

出所) Electronic Transactions Development Agency of Thailand 資料よりNRI作成

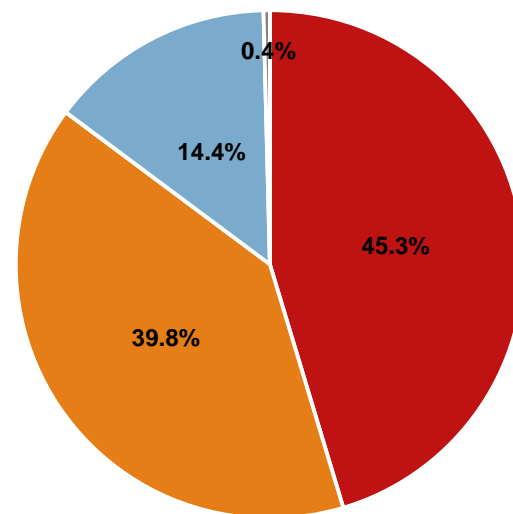
## タイの物流不動産市場

三大物流地域のうち、Bangkok-Samutprakan は空港と工業団地を有する地域であり、バンコクの近くに位置しているため、最も高い供給能力を有する。

タイの主要物流拠点の地図



タイの主要物流拠点の地図



■ Bangkok-Samutprakan ■ 東海岸  
■ Pathumthani-Ayuttaya ■ その他

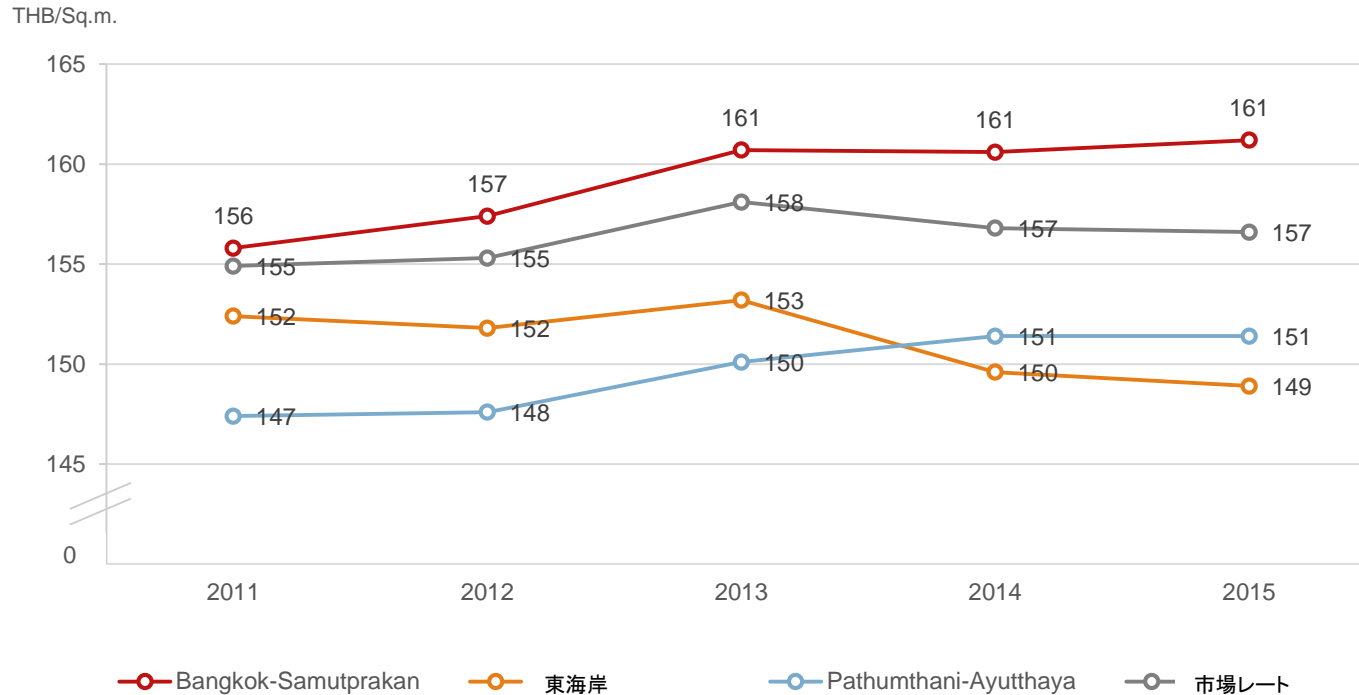




## タイの物流不動産市場

Eastern Economic Corridorプロジェクトの需要予測から供給が増加したため、Eastern Seaboard地域で価格競争が起こった。

2011年～2015年の主要物流拠点別の月間倉庫賃料



<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

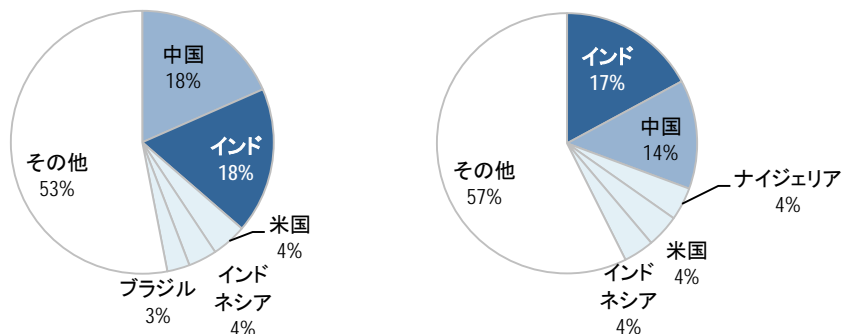
- 1 **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2 **インドの不動産市場の概観**
- 3 **インドのオフィス市場**
- 4 **インドの住宅市場**
- 5 **インドの小売用不動産市場**
- 6 **インドのホテル市場**

# 人口増に加え、若年層・労働年齢人口が多数を占めることによる消費拡大が インド市場の成長に寄与

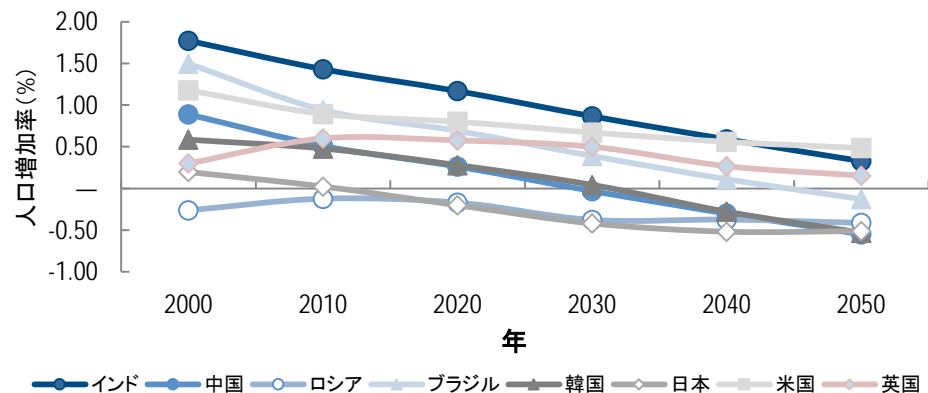
人口増加におけるインドの位置

2017年(8月)

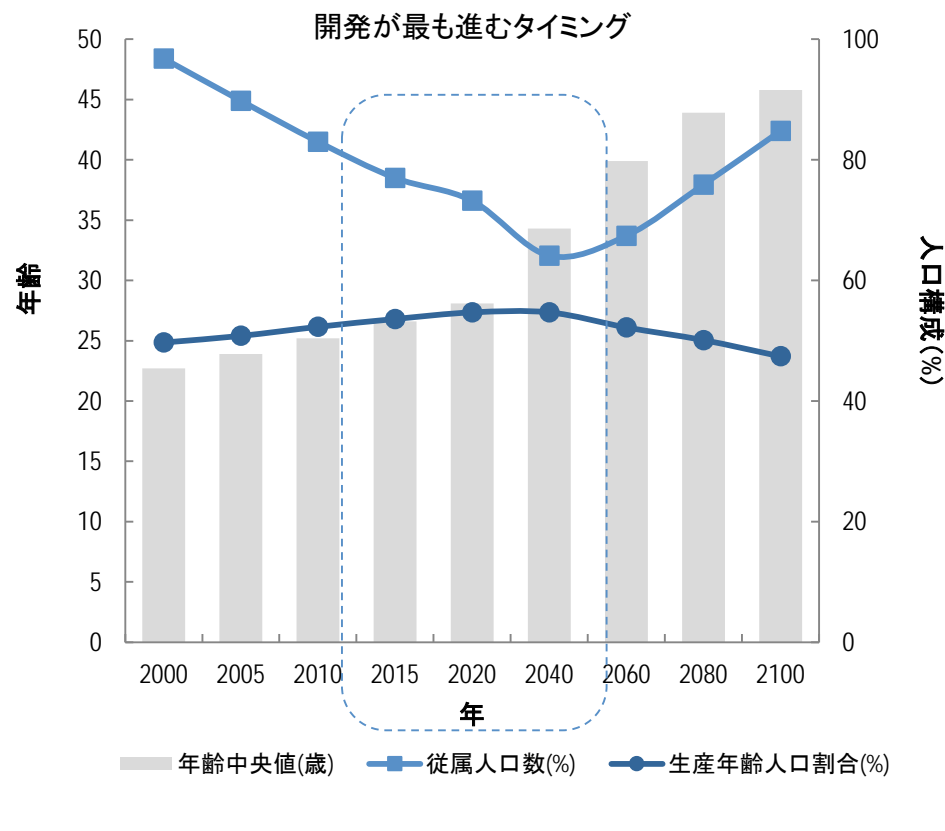
2050年(予想)



世界の人口(2013) : 74億3,700万人    世界の人口(2050予) : 96億8,300万人

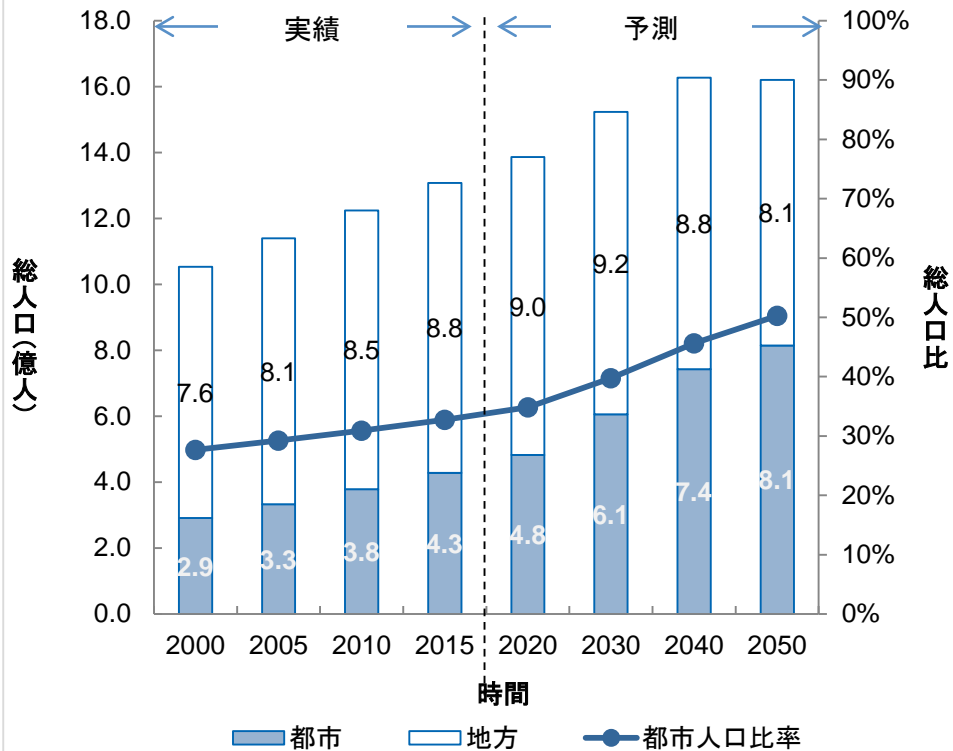


インドの人口構成(年齢別)



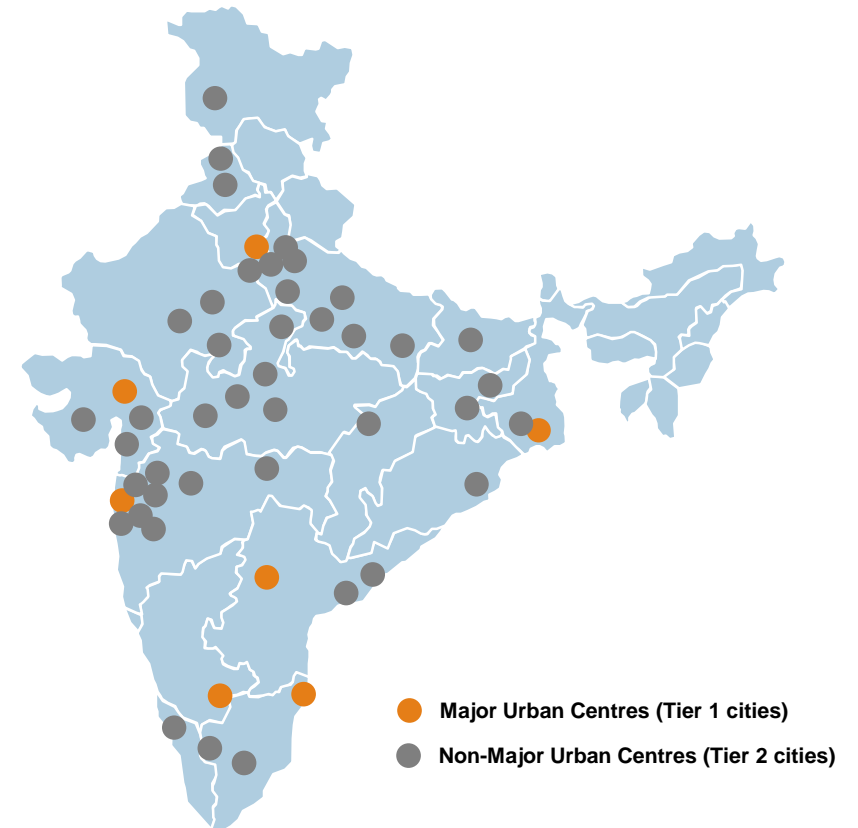
## 急速な都市化により複数都市が発展。国内中間層における需要拡大の大きな要因に

### 都市化の推移



出所) UN "World Urbanization Prospects" よりNRI作成

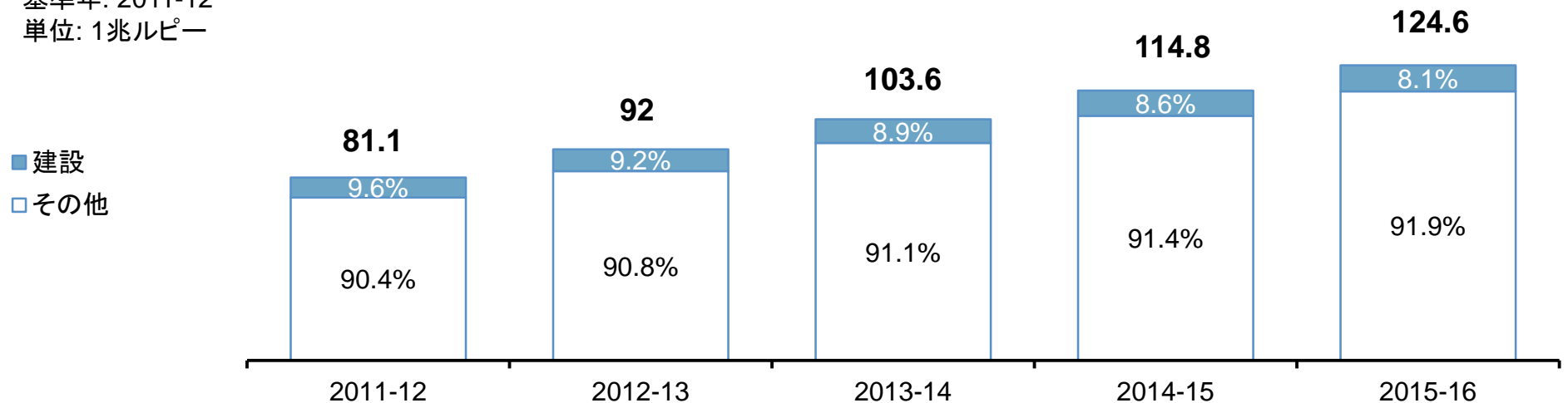
### 主要都市



## 経済は成長しているがGDPに占める建設部門の割合は依然低く、過去数年は漸減

インドのGVA(粗付加価値)における建設部門の構成比(要素費用表示/名目)

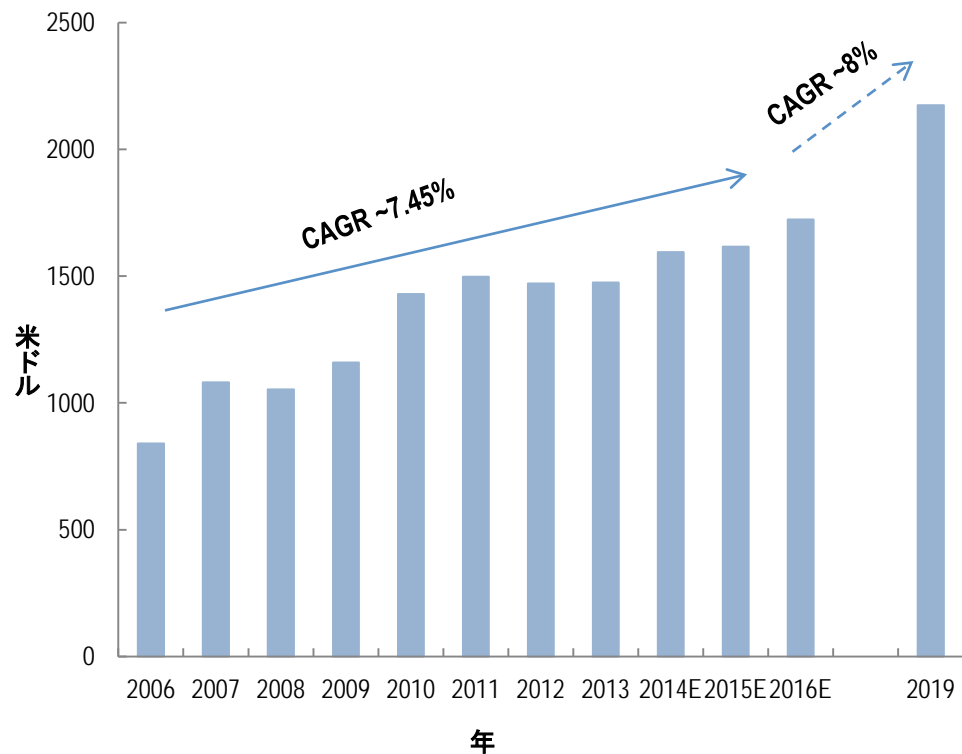
基準年: 2011-12  
単位: 1兆ルピー



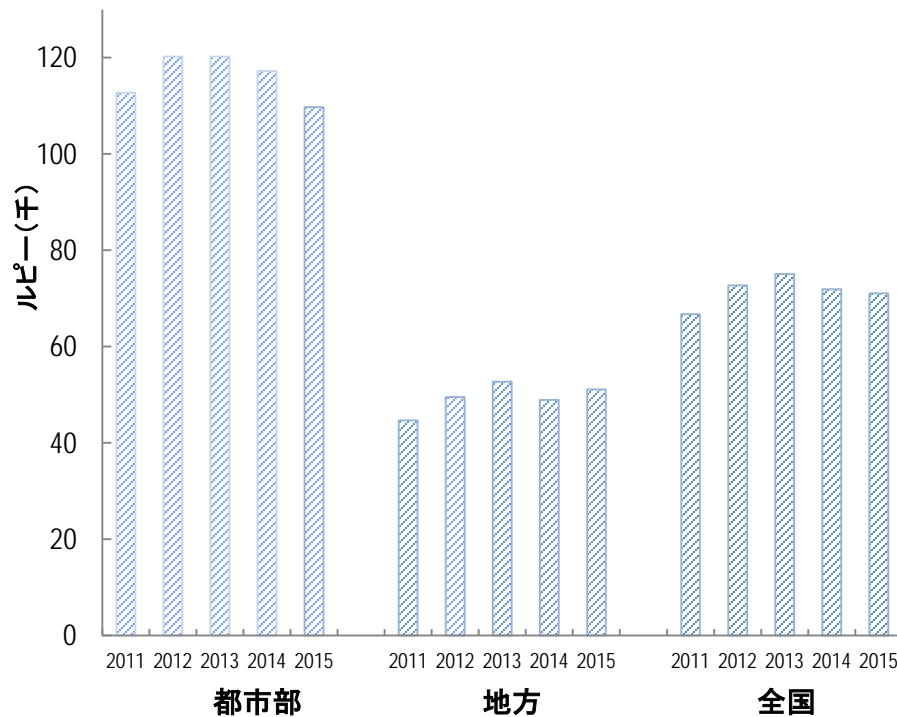
人口圧力の増加にともない、経済成長を維持する必要から建設部門への投資が進んでいく。

## 好景気とインフラ改善の結果、一人あたりGDPと世帯貯蓄額は増加している

一人あたりGDP(名目)



平均世帯貯蓄額(各年)



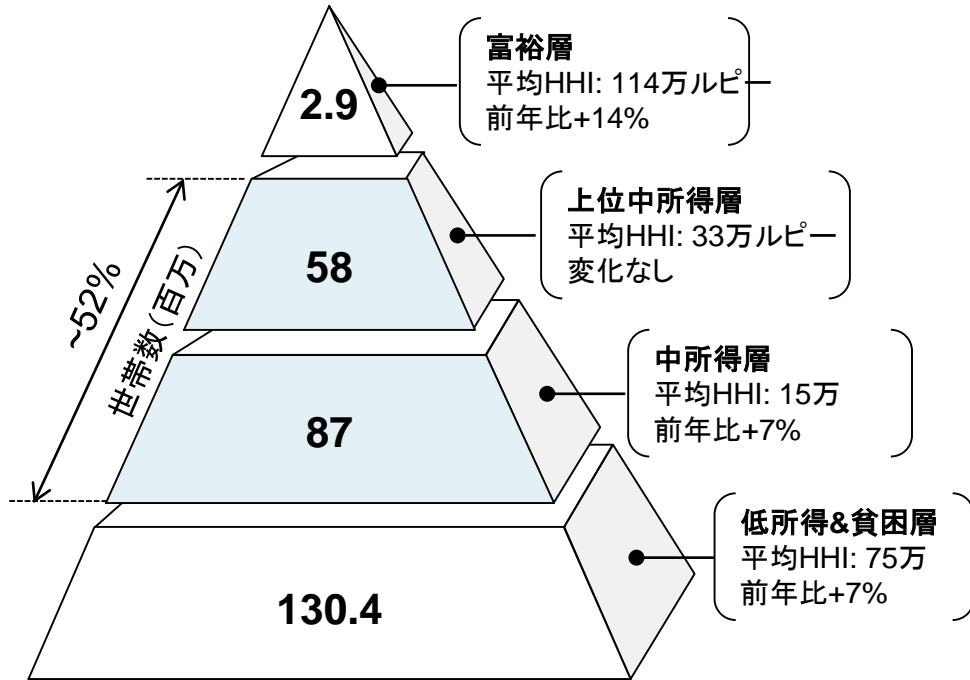
社会的な経済状態の向上により、インフラ、特に住宅の質的向上への需要が高まっていく。

出所) IMF "World Economic Outlook" よりNRI作成

出所) CMIE資料 "Consumer Pyramid" よりNRI作成

## 中間層人口は総人口のほぼ半数。世界の中間層の中でも特に消費水準が高い

所得別人口構成(2015年3月)



中間層消費上位10か国

順位	2009		2020		2030	
	1	米国	4.4	中国	4.5	インド
2	日本	1.8	米国	4.3	中国	10.0
3	ドイツ	1.2	インド	3.7	米国	4.0
4	フランス	0.9	日本	2.2	インドネシア	2.5
5	英国	0.9	ドイツ	1.4	日本	2.3
6	ロシア	0.9	ロシア	1.2	ロシア	1.4
7	中国	0.7	フランス	1.1	ドイツ	1.3
8	イタリア	0.7	インドネシア	1.0	メキシコ	1.2
9	メキシコ	0.7	メキシコ	1.0	ブラジル	1.2
10	ブラジル	0.6	英国	1.0	フランス	1.1
	世界	21	世界	35	世界	55

インドの中間層人口は建設部門の主要な需要拡大要因。

HHI: 年間世帯所得  
 HHI区分: 「富裕層」(73万ルピー超)、「上位中所得層」(73万~20万ルピー)、「中所得層」(20万~10万ルピー)、低所得&貧困層(10万ルピー未満)  
 出所: CMIE Consumer Pyramid Data、2016年9月9日検索。

(注) 中間層は米ドル(2005年の購買力平価(PPP))で一日一人あたり10~100米ドルの世帯。



## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

1                    **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2                    **インドの不動産市場の概観**

3                    **インドのオフィス市場**

4                    **インドの住宅市場**

5                    **インドの小売用不動産市場**

6                    **インドのホテル市場**

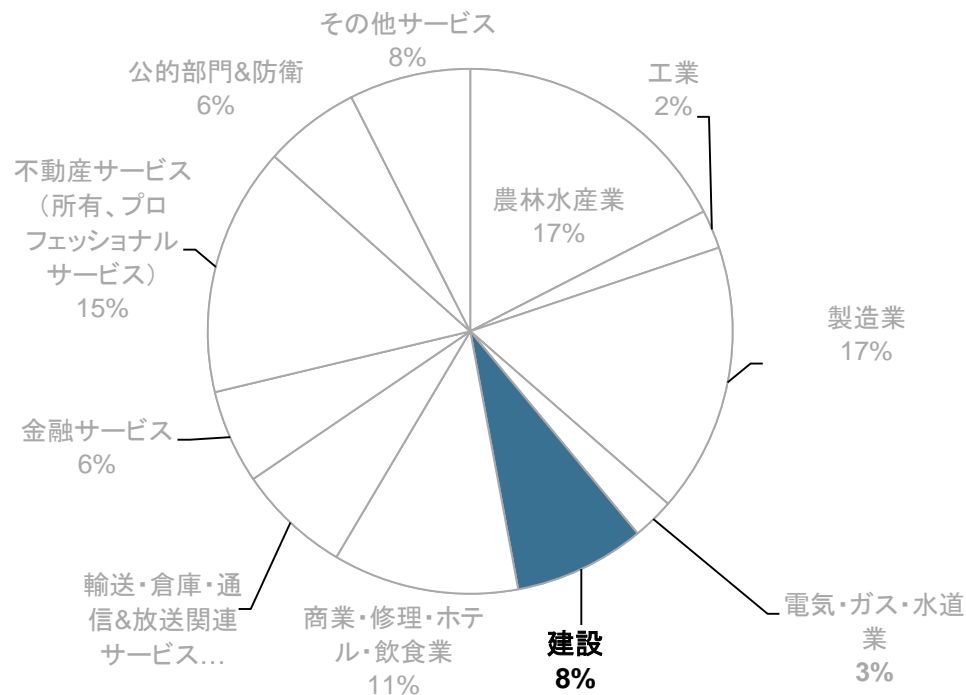
## 不動産市場の概観 – 構成比と成長

**GDPに占める建設部門の構成比は8%。**

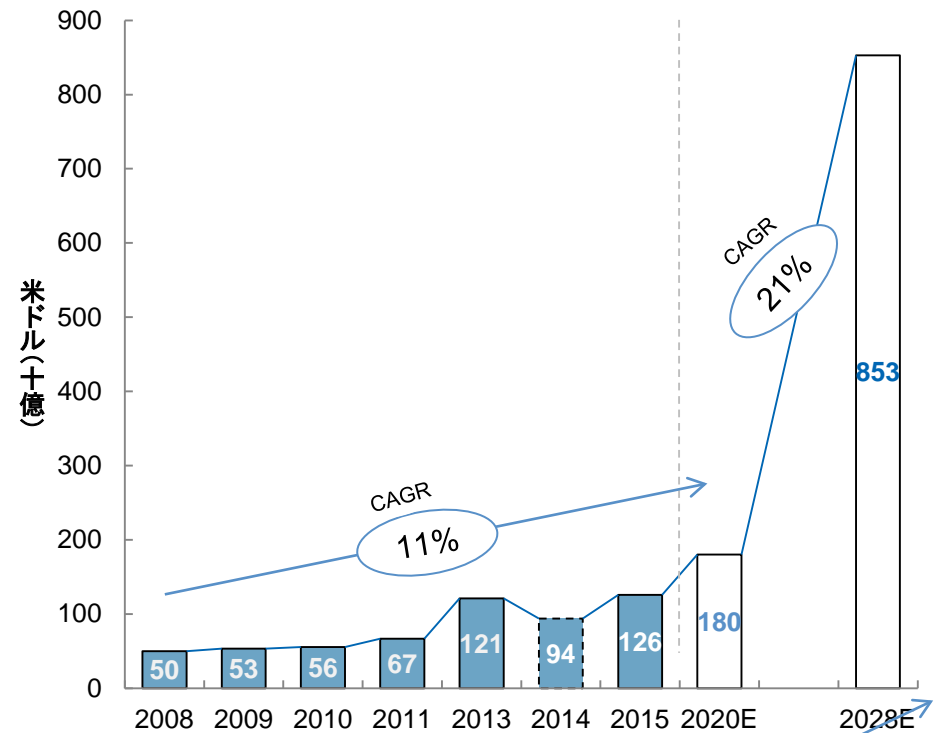
**これまでの堅調な市場の成長は、人口増により今後も継続する見通し**

GVAの業種別構成(2015~2016年)

名目GVA合計(基準年:2011~2012年): 124.6兆ルピー



不動産市場規模・成長率



(注)不動産市場には、住宅、商業、工業建設の所有と関連ビジネス・サービスが含まれる。

出所) Ministry of Statistics & Programme Implementation 資料よりNRI作成

出所) IBEF India 資料よりNRI作成

## インドの不動産業界は細分化が進み、各主要都市の複数の資産クラスで支配的な地域デベロッパーが多数存在する

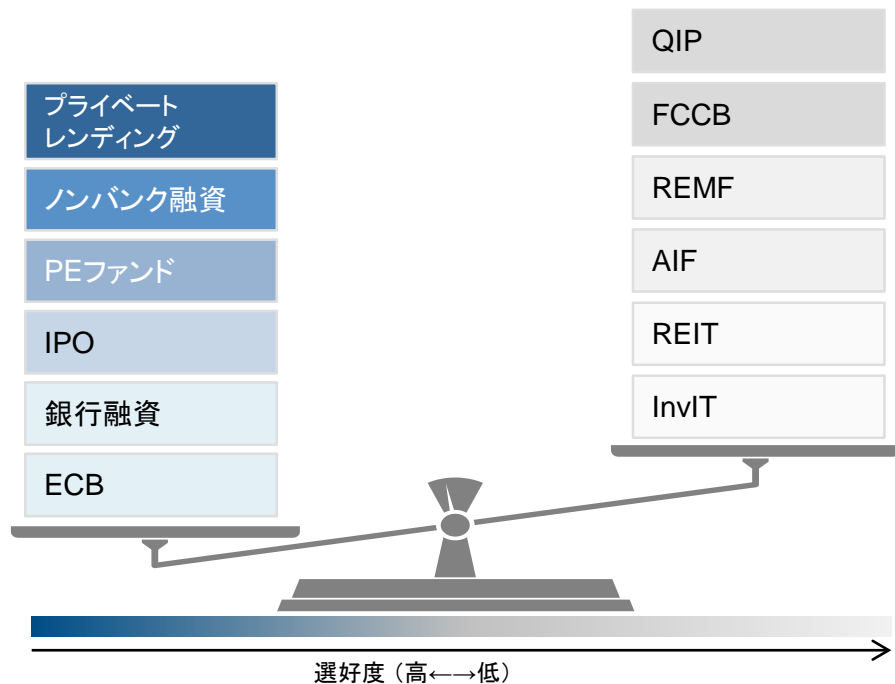
主要不動産デベロッパーの業績一覧(上場企業のみ)

デベロッパー名	収益 100万米ドル (2017年度)	重点市場	資産区分				
			住宅	小売	オフィス	ホテル・宿泊	産業
DLF Ltd.	1,269	北インド	○	○	○	○	
Prestige Estates Projects Ltd.	737	バンガロール	○	○	○	○	
Godrej Properties Ltd.	244	西インド	○		○		
Indiabulls Real Estate Ltd.	358	大都市圏	○	○	○		
Unitech Ltd.	267	北インド	○	○	○	○	
Sobha Ltd.	344	南インド	○	○			
The Phoneix Mills Ltd.	282	西・南インド	○	○		○	
Omaxe Limited	251	北インド	○	○			
Brigade Enterprises Ltd.	312	南インド	○	○	○	○	
Oberoi Realty Ltd.	172	西インド	○	○	○	○	
HDIL	112	ムンバイ	○	○	○		○
Mahindra Lifespace Developers	118	西・南インド	○				○
Ashiana Housing Ltd.	56	北インド	○	○			
Nesco Ltd.	55	ムンバイ			○		
Nirlon Ltd.	37	ムンバイ			○		○

## 開発資金の調達 – プロジェクトファイナンスのオプション

# プライベートレンディング、ノンバンク融資、PEファンドが不動産の主要な資金調達源。 近年、開発者のマインド向上にむけてREITやInvITも解禁

資金調達オプション(デベロッパーの選好度順)



- ノンバンク: 非銀行系金融機関
- PE: プライベート・エクイティ
- IPO: 株式公開
- ECB: 対外商業借入
- QIP: 適格機関募債
- FCCB: 外貨建債券
- REMF: 不動産ミューチャルフアンド
- AIF: オルタナティブ投資ファンド
- REIT: 不動産投資信託
- InvIT: インフラ投資信託

近年導入された資金調達オプション

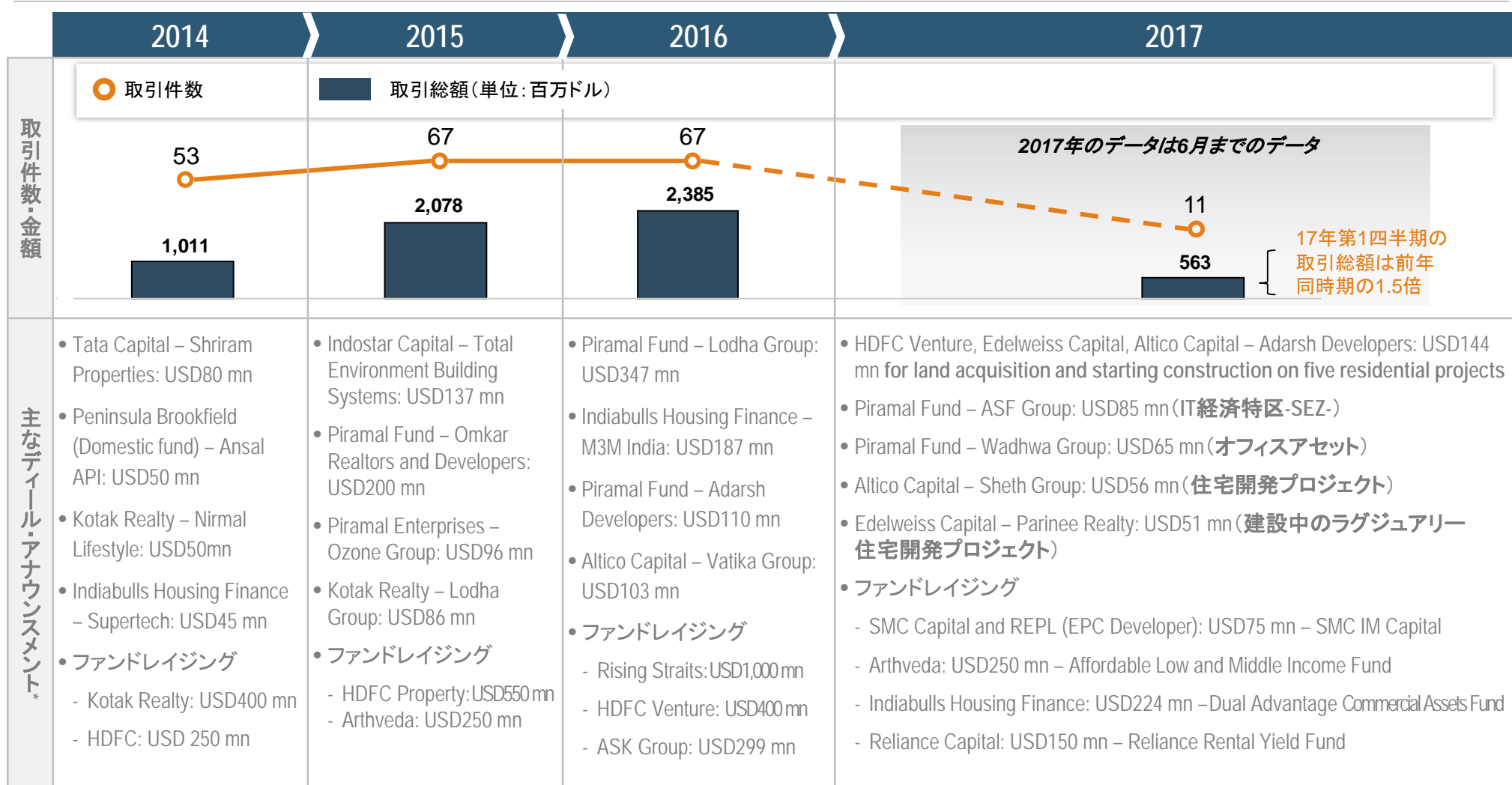
オプション	概要	メリット
AIF	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不動産、インフラ、その他優先分野のプロジェクトへ投資するファンドにポートフォリオを分散。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 非上場企業に長期資金を投資できる。</li> <li>• 外国投資家からの資金調達が容易。</li> </ul>
REIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資家に代わって不動産ポートフォリオを上場／運営する法人。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• デベロッパーと投資家に出口の機会を提供。</li> <li>• 市場に透明性と流動性を提供。</li> </ul>
InvIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 収入を生むインフラ・プロジェクトのポートフォリオを上場／運営する法人。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 民間のインフラ事業者に流動性を提供。</li> <li>• デベロッパーの負債を減らし、固定されていた資本を解放する。</li> </ul>

## 規制緩和と金融業界の理解が進み、インドのREITへの注目が集まってきている

		2014 - 2015	2016	2017	
				第1四半期	第2四半期
規制動向	導入された規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>「2014年REIT規制(‘Real Estate Investment Trusts Regulations, 2014’)」が導入</li> </ul>	<b>ファンド運営面での条件緩和</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>スポンサー数上限が5人に増加</li> <li>建設中プロジェクトへの投資枠が20%まで引き上げ</li> <li>外国人ファンドマネージャーがファンドマネージャーとしてインドに居住することを許可</li> </ul>	<b>ミューチュアル・ファンドによる投資</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>純資産価値 (NAV) の10%までREITに投資可能</li> <li>ただし、一本のREITに対する投資はNAVの5%まで</li> </ul>	<b>銀行による投資</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>印中銀 (RBI) はインドの銀行が保有するネットリスク資産総額の20%を上限にREIT投資を許可</li> <li>20%はREITだけに用意された枠ではなく、株式投資型ミューチュアル・ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンド、株式投資も含まれる</li> </ul>
	税制の緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>REIT配当課税の撤廃</li> </ul>		<b>保険会社による投資</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>保険会社はファンド総額の3%までをREITに投資可能に</li> <li>ただし、一本のREITに対する投資は当該REIT総額の5%まで</li> </ul>	
投資家サイドの動向		<ul style="list-style-type: none"> <li>REIT規制は2014年に導入されたものの、当初2年間で関心を示した不動産デベロッパーや投資家は皆無</li> <li>配当への課税やファンド運営上の数々の制約条件が足かせとなり、投資家サイドにとって印REITは魅力的なものとして注目されず</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GIC、CPPIB、Temasek、ADIAはIndoSpaceと20億ドルの物流REITの立ち上げを議論中</li> <li>BlackstoneはEmbassy Groupと共同で6億ドルのオフィスREITを立ち上げを表明</li> <li>DLFは2018年中頃までにオフィスREITの立ち上げを計画</li> <li>BlackstoneはPanchshil Realtyと共同でオフィスREITを立ち上げを表明</li> <li>Blackstoneは保有する商業アセットのREIT化を検討するとの報道あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>RMZ Corpはカタール投資庁の支援を受け、2017年末までにREIT立ち上げの可能性を検討</li> <li>K. Raheja Corpは自社保有のオフィスアセットのREIT化を検討するとの報道あり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>RBIの承認を受け、ミューチュアル・ファンド数社は傘下のファンドにおいてREIT(とインフラ投資ファンド)への投資が可能になるようスキームを変更                             <ul style="list-style-type: none"> <li>DSP Blackrock MFは2件のスキームを変更</li> <li>Birla Sun Life MFは12件のスキームを変更</li> <li>ICICI Prudential MFは3件のスキームを変更</li> </ul> </li> </ul>

# 国内取引は減少している。

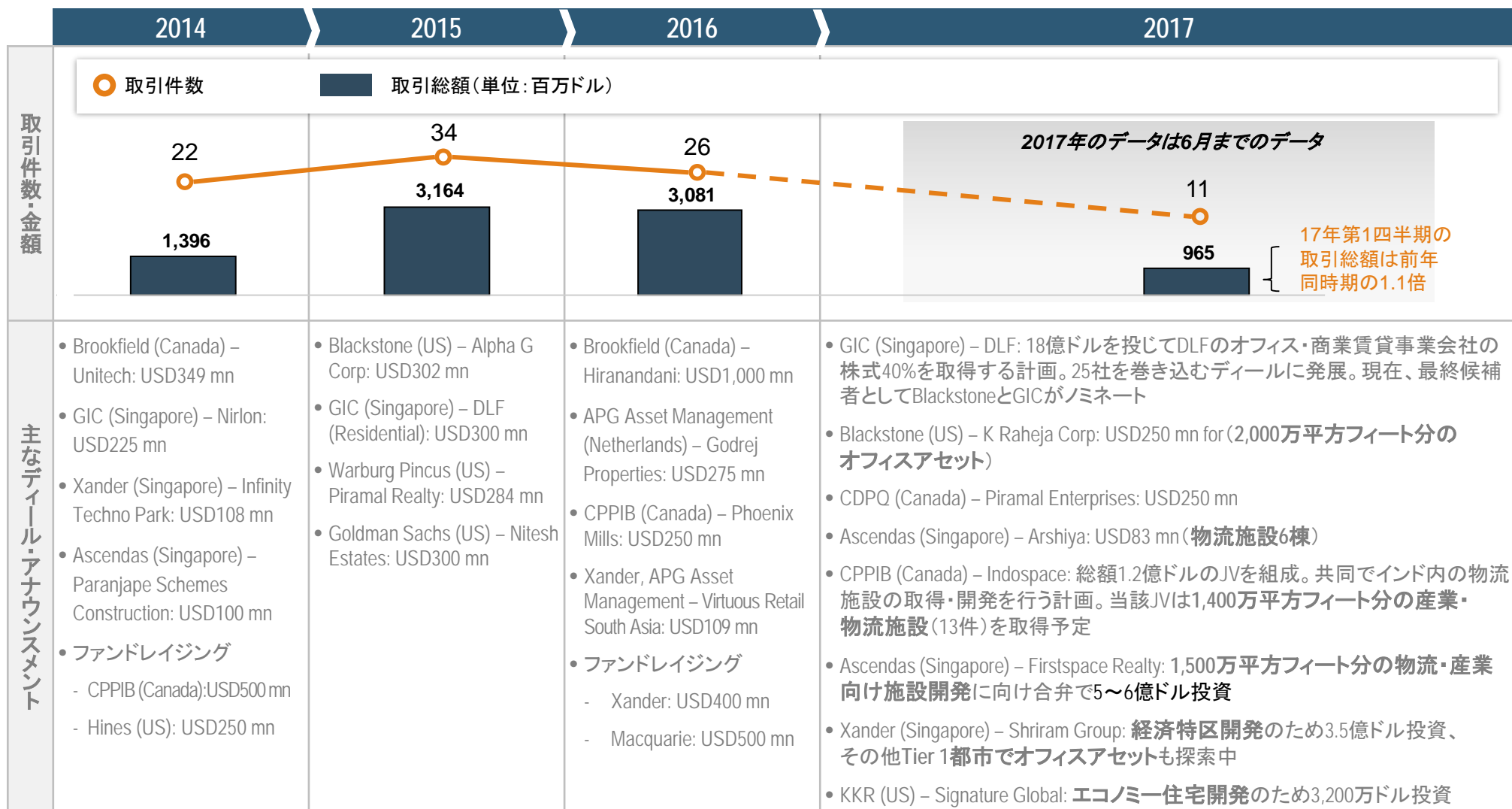
## その中でも注目すべき動きは国内投資家が住宅プロジェクトにフォーカスしていること



\*PEファンドによる投資はインド特化型ファンドによる投資









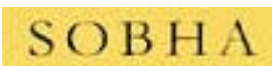

## 2017年の海外投資家による投資も同じく低調である。

GIC、Blackstone、CPPIB、Ascendas等の主要プレーヤーは商業と物流に注目している



主要不動産デベロッパーの負債総額は複数プロジェクトを同時ローンチする等の積極展開を反映して増加。負債総額トップ10のうち4社がデフォルトの可能性あり

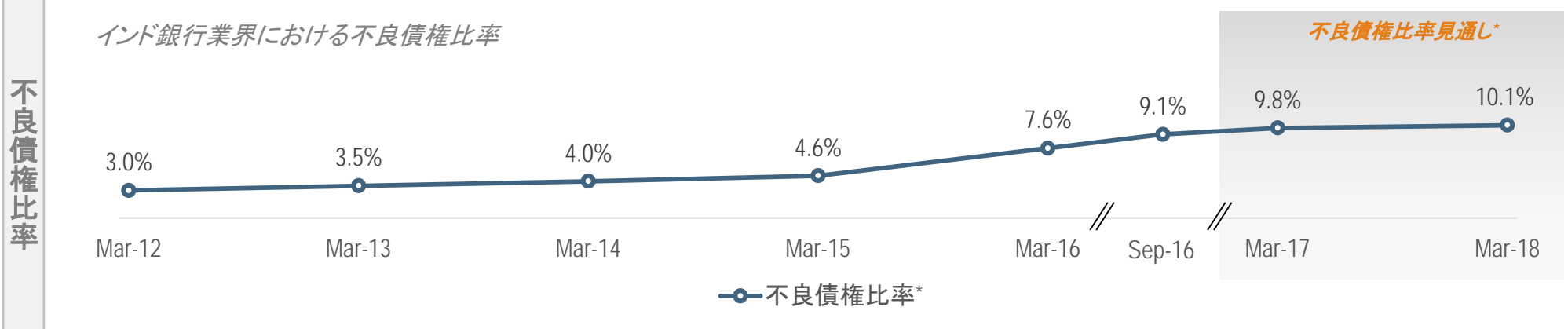
デベロッパー各社の負債

デベロッパー	負債総額 (2016年12月)(百万米ドル)	対2016年同期首比 (%)	対2015年比 (%)	インタレスト・ カバレッジ・レシオ
 <b>DLF</b>	3,548	-13%	4%	1.08
 <b>Indiabulls</b> REAL ESTATE	1,235	35%	-12%	0.91
 <b>Prestige</b> GROUP	799	-11%	38%	2.67
 <b>Godrej</b>   PROPERTIES	614	24%	-12%	2.51
 <b>THE PHOENIX</b> MILLS LIMITED	518	-12%	8%	1.49
 <b>Parsvnath</b> committed to build a better world	493	0%	0%	0.17
 <b>unitech</b>	472	-52%	1%	0.84
 <b>HDIL</b> Creating Value	408	-9%	-13%	1.63
 <b>SOBHA</b>	333	-2%	3%	2.92
 <b>PURAVANKARA</b>	284	-19%	21%	1.46



# デベロッパーのデフォルトにより銀行セクターの不良債権は増加中であり、政府は沈静化施策の展開を加速化。一方で世界のPEファンドは絶好の投資機会と捉えている

	2012 - 2014	2015	2016	2017
主要イベント	<ul style="list-style-type: none"> <li>不動産大手のデフォルトにより不良債権総額が増加</li> <li>銀行側はパフォーマンスをよく見せるために不良債権の認識を先送り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>印中銀(RBI)は銀行各行の不良債権を正確に認識するために2015年8-11月に「資産品質レビュー」を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行に対する不良債権の認識と十分な引き当てを求める指令が発令。結果として不良債権比率が急上昇</li> <li>グローバルPE界の巨人たちがインド不良債権投資のためのJVを設立                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- Brookfield, Apollo Global, Bain Capital, CPPIB, CDPOQ and JC Flower &amp; Co.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1/17: RBIが不良債権の更なる増加を見越していることを発表</li> <li>3/17: 「1949年銀行規制法 (Banking Regulation Act, 1949)」を改正。不良債権問題解決のためにRBIの権限を強化。RBIに、銀行に対し破産プロセスの開始を命令できる権限を付与</li> <li>6/17: RBIは「2016年破産・倒産法 (the Insolvency and Bankruptcy Code, 2016)」に基づき破産手続きを開始させるため、デフォルト状態にある12社を特定(12社で不良債権全体の25%を占める)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 銀行側は6ヶ月以内に再建・返済計画の作成を完了しなければならず、同意に至らなかった場合、破産処理プロセスがスタート</li> </ul> </li> </ul>

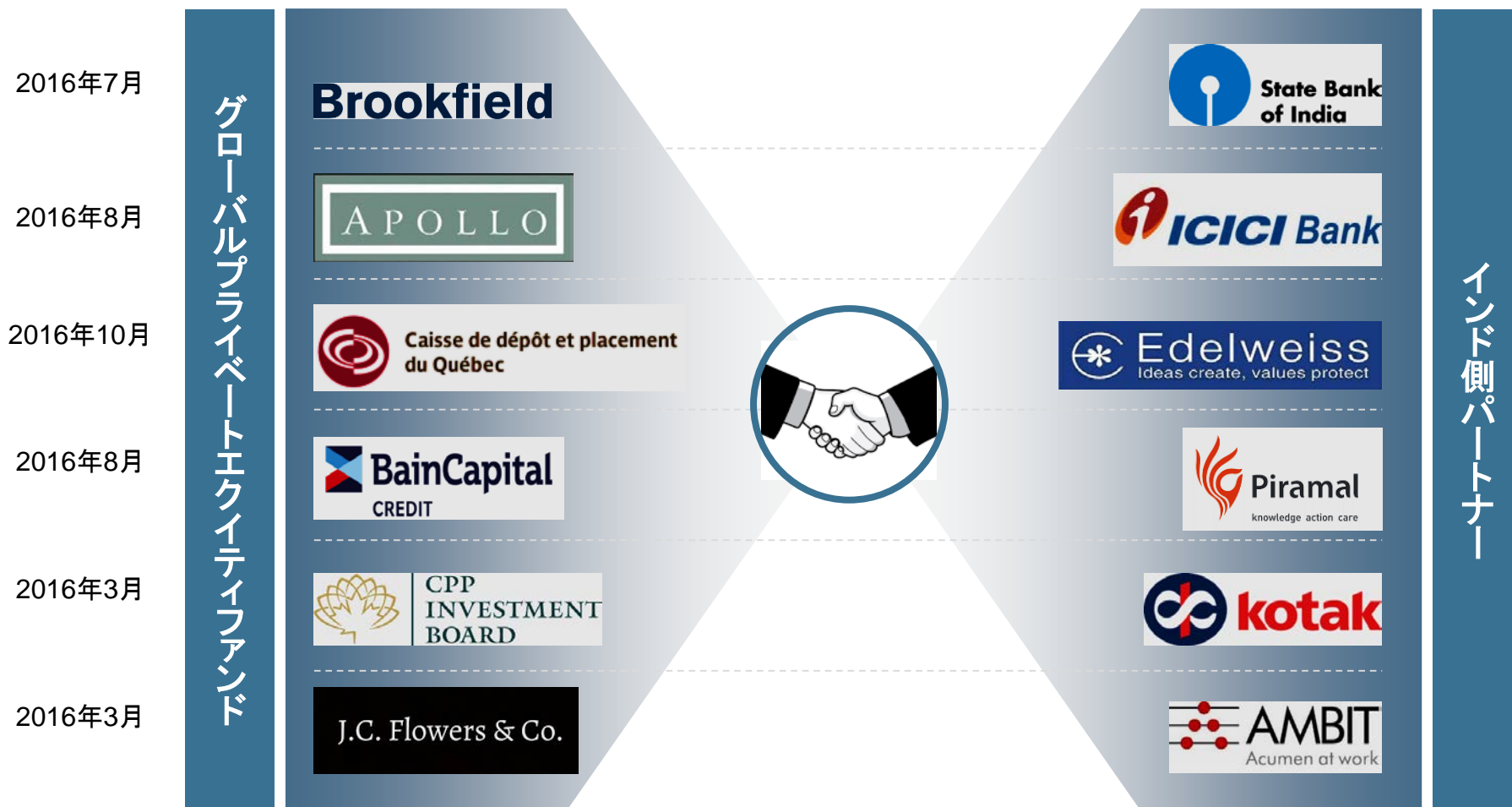


\*将来見通しはRBIの「Financial Stability Report」(2016年12月)に基づく

出所) Reserve Bank of India 資料、Bloomberg 資料および各種新聞記事よりNRI作成

# 世界のPEファンドの巨人たちはインドのディストレスドアセットに対するオポチュニスティック投資に注力すべく、インド企業とJVを構築

インドの不良資産市場に参入するグローバルPEファンド



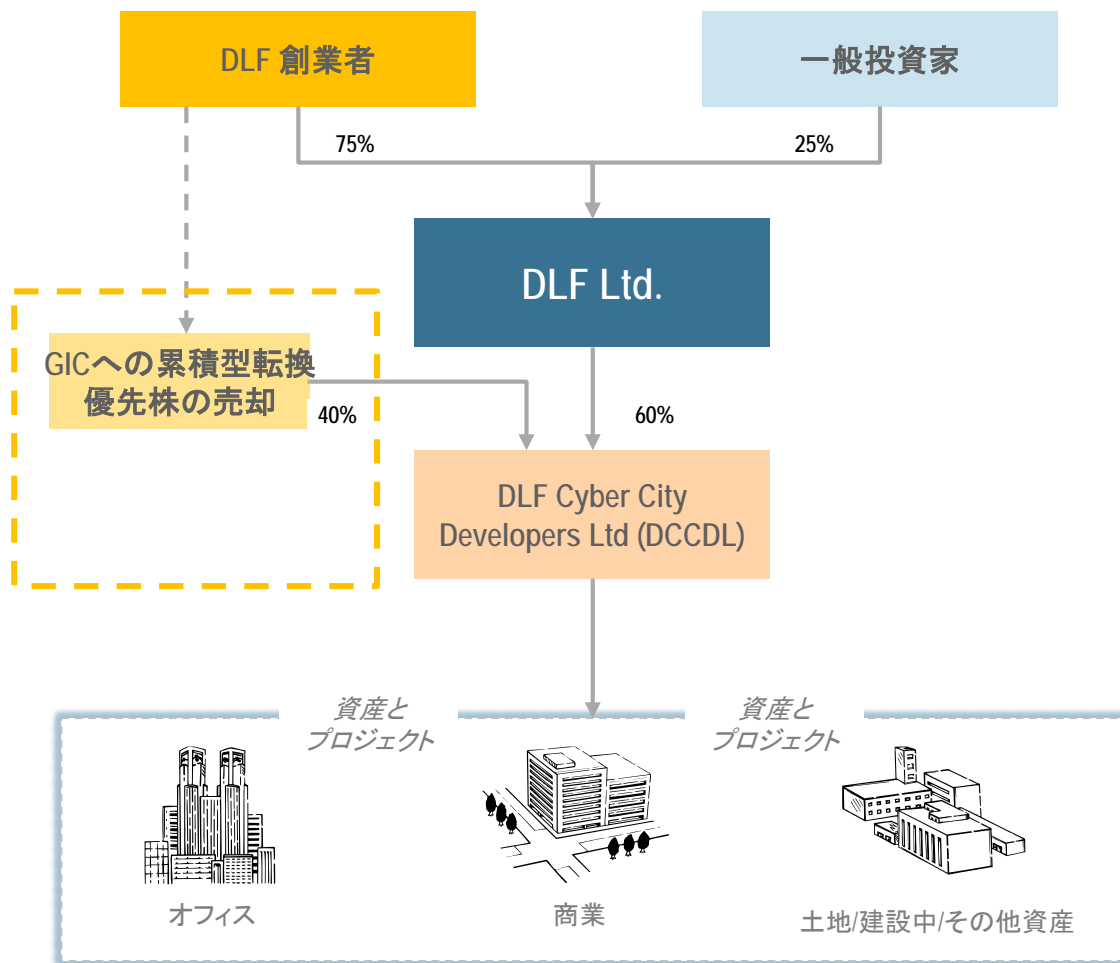
## 主なグローバル投資家はポートフォリオにおけるインド不動産資産のポジションの引き上げを表明

グローバル投資家によるプレスリリース(一例)

投資家	ターゲット/ 売り手/ パートナー	取引額 (推計値) (百万ドル)	アセットタイプ			
			オフィス	レジデンス	リテール	その他
Ascendas	Arshiya Ltd.	83				6ヶ所での倉庫開発 於 ムンバイ近郊 (西部)
CPPIB	IndoSpace	1,200				13の物流アセット買収 (JV) (1,400平方フィート)
GIC	DLF - DCCDL	1,800	DLF賃貸事業であるDCCDL (DLF Cyber City Developers Ltd) の40%の株式取得を表明 (全国)			
KKR	Signature Global	31		手頃な価格の住宅開 発プロジェクト 於グルガオン(北部)		
Xander Group	Adarsh Developers	20		4件のプロジェクト 於 バンガロール (南部)		
	-	-	Tier1都市で買収対象 を探索(全国)			
	Shriram Group	190				SEZ 於 チェンナイ (南部)

# GICシンガポールはDLFの賃貸ビジネス事業子会社の株式40%を、推計約18億ドルで取得する意向を表明

## 事例：DLFとGICのディール



### ディール概要

- 創業者一家が保有するDCCDL社の株式40%の売却
- 推定売却額は18億ドル
- 売却で得た資金はDLFの負債圧縮に活用される予定
- ディール完了は2017年9月頃の見通し

### DCCDL社の事業

- アセットタイプ: オフィス、商業、土地
- 稼働アセット: 2,680万平方フィート
- 開発計画: 670万平方フィート

\*Cumulative Convertible Preference Shares

## 2016年不動産法」、GST導入、銀行セクターの不良債権問題対処などに代表される政府のイニシアティブは、投資家にとってのインド不動産業界の魅力を高める

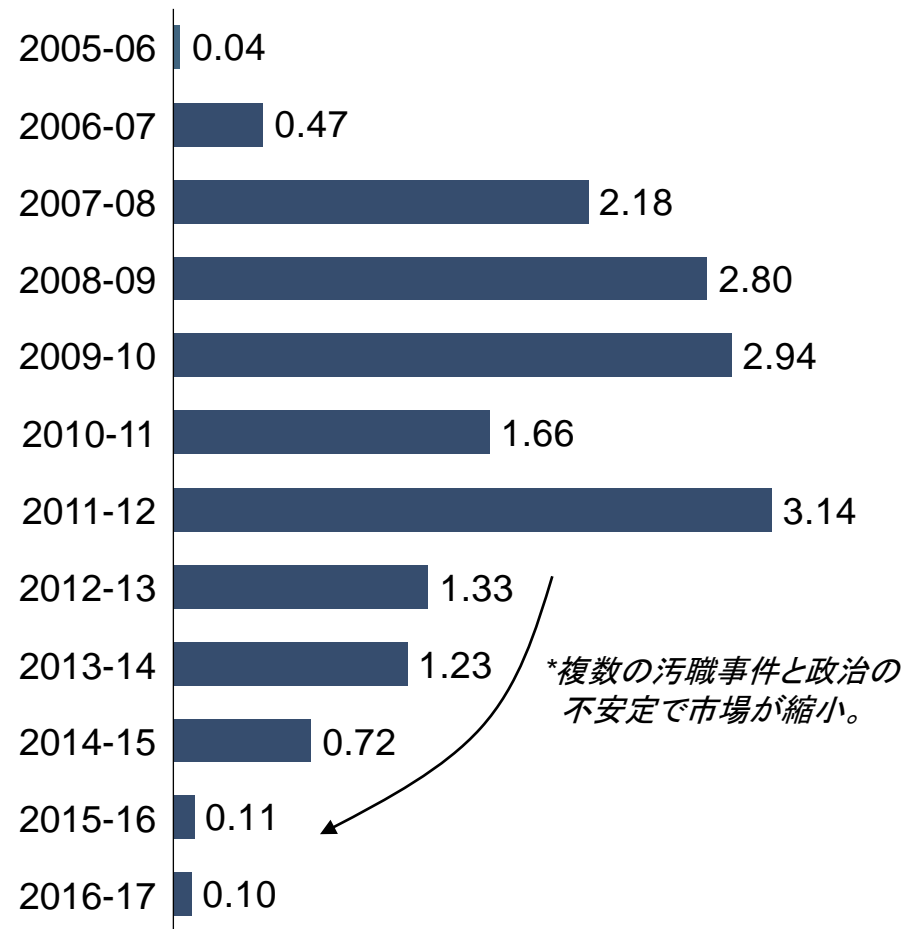
	2014 - 2015	2016		2017	
		1H	2H	1Q	2Q
不動産規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEBIが「2014年不動産投資信託規制(Real Estate Investment Trusts Regulations, 2014)」を導入。説明責任の向上、詐欺・プロジェクト遅延の減少が期待される</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「2016年不動産法(Real Estate Regulation and Development Act 2016)」成立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高額紙幣廃止は現金取引依存の不動産セクターを直撃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多くの州で締め切り(5/1)までに「2016年不動産法」に則した規制草案と最終的な規制を議会通過</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>「2016年不動産法」発効</li> <li>ただし、幾つかの州では同法を骨抜きにしているなど、全国規模での発効には至っていない</li> </ul>
反腐敗・汚職	<ul style="list-style-type: none"> <li>「2015年偽名による取引の禁止法(Benami Transactions (Prohibition) Amendment Bill, 2015)」が議会に提出。不法な不動産取引が禁止を目指す</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>ブラックマネー根絶のため高額紙幣が廃止へ</li> <li>Benami Act 2016が発効</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>所得税局がBenami法の捜査対象となる400件の取引を特定</li> <li>約8,000万ドルに及ぶ不動産取引が捜査対象に</li> </ul>	
銀行システム	<ul style="list-style-type: none"> <li>印中銀(RBI)は銀行セクターが不良債権を適切に認識し引き当てするべく資産品質レビュー(AQR)を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>RBIは銀行セクターに対し、不良債権の認識と十分な引き当てを指導。結果、グロス&amp;ネット不良債権比率が急上昇</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>エコノミー住宅(Affordable housing)促進のため、低・中所得者層向けの住宅ローン利払いへの補助金を導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府は不良債権問題の解決に向け銀行規制を改正しRBIの権限を強化</li> <li>RBIがデフォルト状態にある12社を特定。銀行側に破産プロセスの開始を指示</li> </ul>
経済	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府は不動産へのFDI規制を緩和</li> <li>最小面積・投資額規制の撤廃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月に間接税改革として「物品・サービス税(GST)」草案が公表</li> <li>GST導入を促進するための憲法改正法案が議会通過</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>7月1日よりGST発効</li> <li>インドの間接税制の簡素化が期待される</li> </ul>

# 建設開発部門のFDIは過去数年低下傾向にあったが、近年のガイドライン改定により全般的な投資増が見込まれる

## 不動産業におけるFDI政策の概要

トピック	概要
投資制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>100%出資解禁。</li> <li>自動承認ルート(政府の事前承認不要)。</li> </ul>
主な制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファームハウスの建設、譲渡可能開発権(TDR)の取引、土地または不動産の売買。</li> <li>ロックイン期間3年。</li> </ul>
規制緩和	<ul style="list-style-type: none"> <li>ホテル&amp;リゾート、病院、SEZ、教育施設、老朽住宅はロックイン期間なし。</li> <li>宅地以外から宅地以外への切替は3年のロックイン期間の適用外。</li> <li>完成したプロジェクトにおける街区、ショッピングモール/センター、ビジネスセンターの管理運営に対するFDI解禁。</li> </ul>
主な効果	<ul style="list-style-type: none"> <li>以前は出資が得られなかったプロジェクトの復活に有効。</li> <li>海外投資家の投資手続きの迅速化が可能。</li> <li>海外デベロッパーに魅力的な環境。</li> </ul>

## 不動産業のFDI(単位:十億米ドル)



# 「2016年不動産法」の成立により不動産業界の説明責任向上と、詐欺やプロジェクト遅延の減少が見込まれる

## 背景

住宅ブームで  
新規参入者が  
増加

- 過去20年来、人口増と所得増により住宅は需要超過。
- ブームに乗じて住宅開発事業に飛びつく企業が出現。

顧客獲得競争で  
品質が低下

- 顧客獲得競争により複数のプロジェクトが同時期に立ち上げられ、住宅購入者の資金が新規用地買収に使われた。
- 次第にキャッシュフローに影響が出始め、プロジェクトの数に加え規模も拡大。

購入者の不満

- 建設品質の低下やプロジェクト完成の大幅遅延などが生じ、購入者の不満拡大や訴訟につながった。
- そこで不動産業界の透明性と規律の再確立を目指す「2016年不動産(規制及び開発)法(案)」が提出、可決された(2016年3月)。

## 法案の主な条項

対象

- 住宅用・商業用不動産の両方が対象
- デベロッパーに加えブローカー・仲介業者も対象
- 建設中のプロジェクトすべてが対象になる

制度的枠組

- 全ての州にガイドラインと規制機関の設置を義務付け

登録

- デベロッパーは全てのプロジェクトの立ち上げから3ヶ月以内に登録が必要
- オンラインでのプロジェクト登録が可能

罰則

- 違反の場合、下記の罰則が適用される可能性
  - プロジェクト登録の取り消し
  - デベロッパーのプロモーターへの禁錮刑

資金の使途

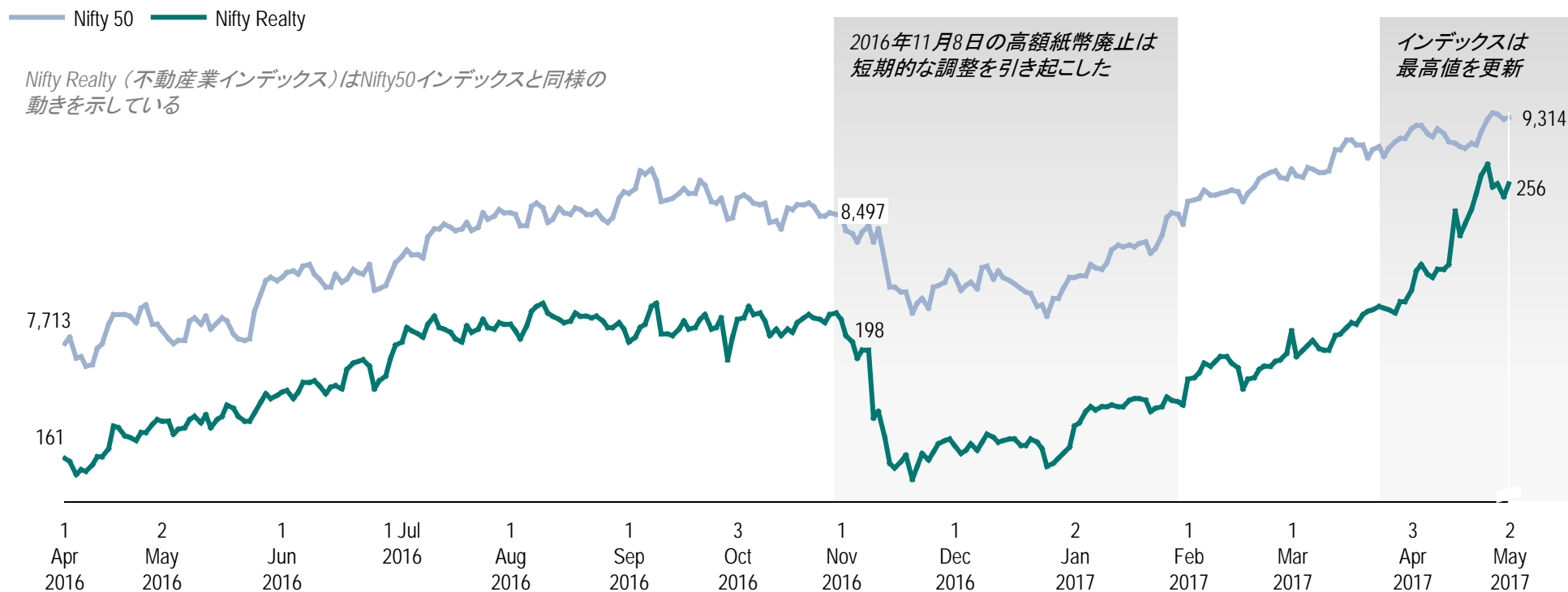
- 購入者から集められた資金の70%は専用エスクロー口座に入金・保全
- 資金の使途は予め告知されたプロジェクトに限定

金利支払い

- 所有権引渡しが遅れた場合、デベロッパーは購入者に対して、購入者がデベロッパーへの支払いが遅れた場合に支払わなければならない金利相当額を支払わなければならない

# 高額紙幣の廃止は短期的には証券市場に調整を引き起こした。 真のインパクトが顕在化するタイミングは、少なくとも2017年末以降と見込まれる

## 不動産インデックスのパフォーマンス



高額紙幣廃止の真のインパクトはデベロッパー各社のパフォーマンス開示がある2017年末に明らかに



## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

1                    **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2                    **インドの不動産市場の概観**

3                    **インドのオフィス市場**

4                    **インドの住宅市場**

5                    **インドの小売用不動産市場**

6                    **インドのホテル市場**

# 2016年度のオフィス需要は安定して推移する見通し。 幾つかの新規プロジェクトのローンチから、近い将来のポジティブな需要が予想される

供給とアブソープション

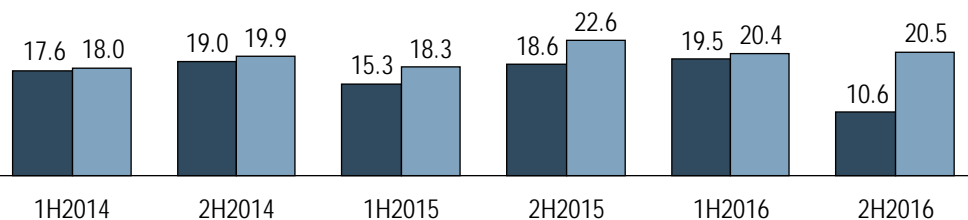
空室率と賃料

2014		2015		2016		2017
1H	2H	1H	2H	1H	2H	

デベロッパーサイドの供給への慎重なアプローチと経済環境の改善により、オフィススペース需要は過去3年にわたって新規供給を上回る状況が続く

(in million sq. ft.)

■ 新規供給\* □ アブソープション



### 新規供給

- 最大の貢献はバンガロールとハイデラバードで2016年比で約30%増

### アブソープション

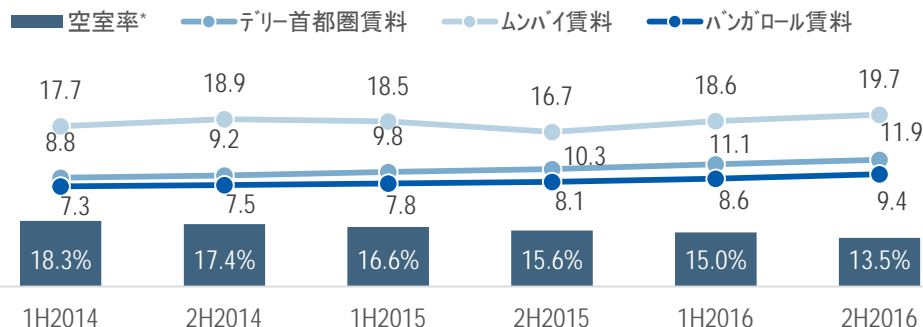
- バンガロールとデリー首都圏において約2%の小幅な上昇

### 主な企業アナウンスメント

- Supertech: デリー首都圏で1.15億ドルを投じ、オフィス・商業施設250万平方フィートを開発する計画
- Lodha Group: オフィス・商業・物流資産の開発に特化した事業を立ち上げ。2021年までに運用資産残高(AUM)10億ドルを目指す

需要超過が続くことにより、全国主要都市の空室率と賃料相場にポジティブな状況が生まれている

(賃料の単位: USD/平米・月)



### 空室率

- デリー首都圏とコルカタを除く主要都市で改善見通し

### 賃料

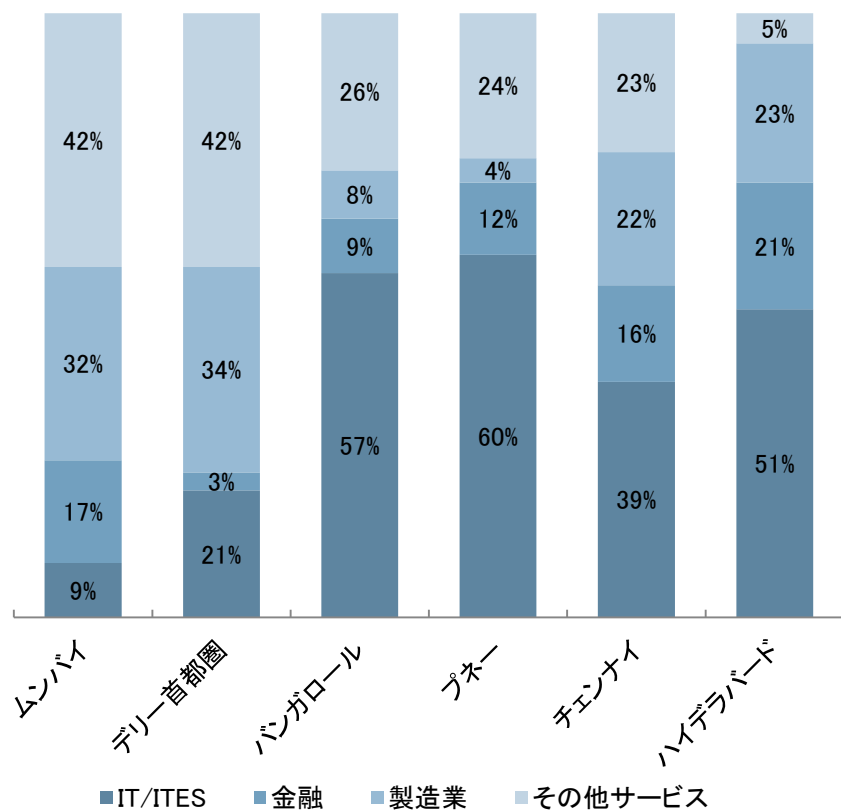
- 全主要都市で上昇見通し。特にハイデラバード、デリー首都圏、コルカタの賃料上昇は市場平均を上回る水準

\*デリー首都圏、ムンバイ、バンガロール、ブネー、チェンナイ、ハイデラバードの6都市データ

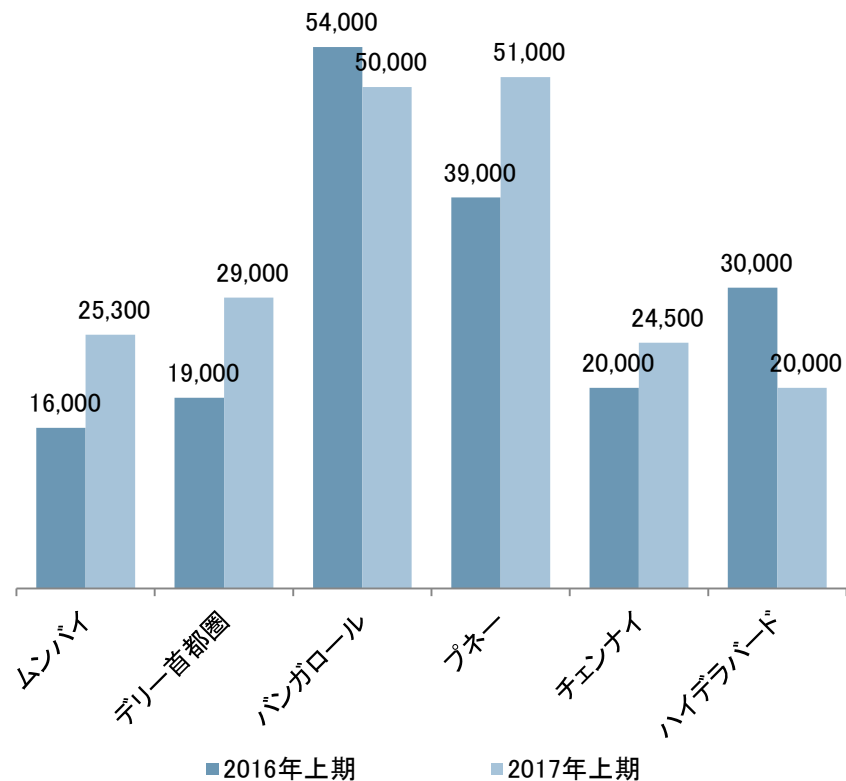
## オフィス - ディール動向

# 2017年上期の取引ではバンガロール、プネー、ハイデラバードのIT関連セクターの貢献が大きい。取引規模はバンガロールとハイデラバードを除き主要都市で拡大

セクター別取引比率(2017年上期)



取引面積(平方フィート)

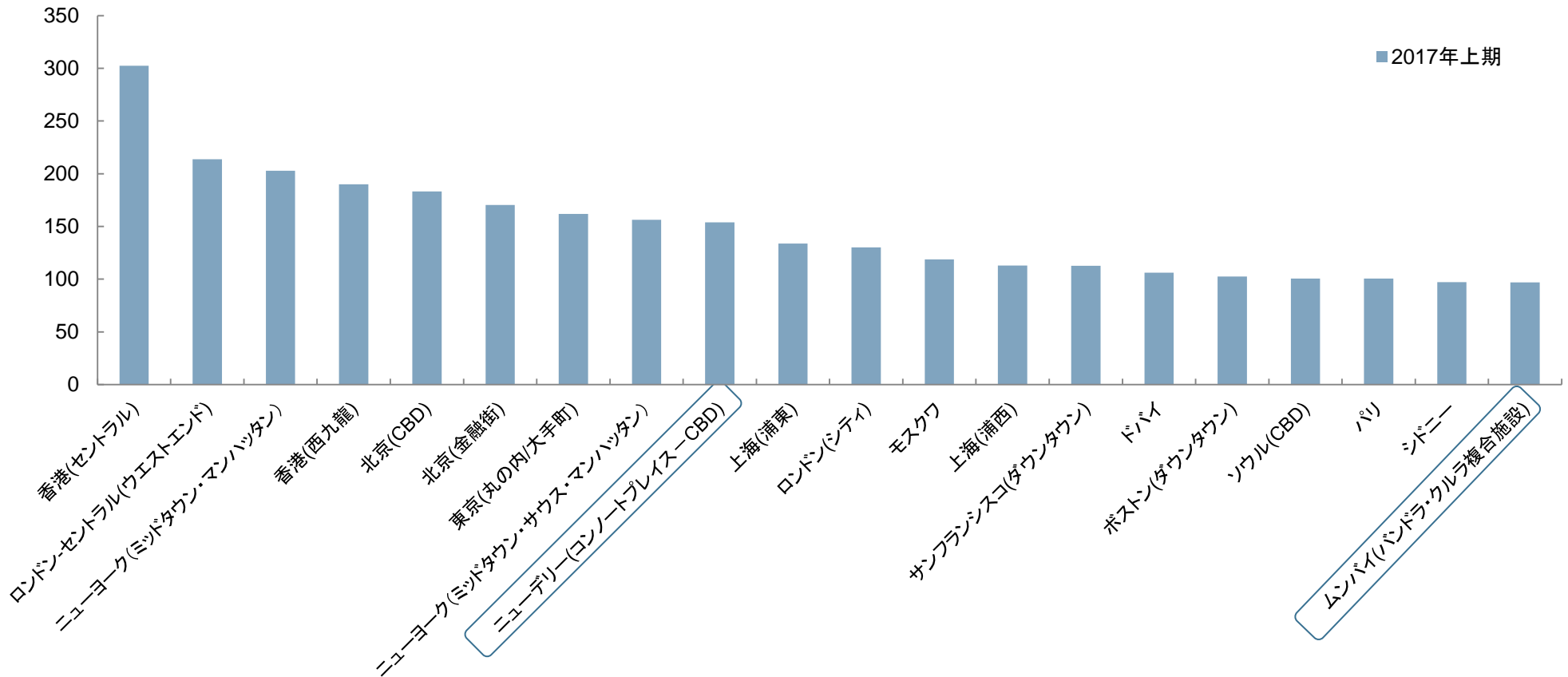




## オフィス – プライムオフィス賃貸コスト

# ニューデリー(コンノートプレイス-CBD)とムンバイ(バンドラ・クルラ複合施設)の2つのプライムエリアが「グローバル・プライムオフィス賃貸コスト調査」上位50市リスト入り

プライムオフィス賃貸コスト(単位: 米ドル/ft<sup>2</sup>、年間)



出所)CBRE資料よりNRI作成

## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

1                    **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2                    **インドの不動産市場の概観**

3                    **インドのオフィス市場**

4                    **インドの住宅市場**

5                    **インドの小売用不動産市場**

6                    **インドのホテル市場**

# 2017年の第1四半期より住宅市場は回復の兆しを見せ始めており、Lodha や Supertech といったデベロッパーが大規模投資計画を相次いで表明

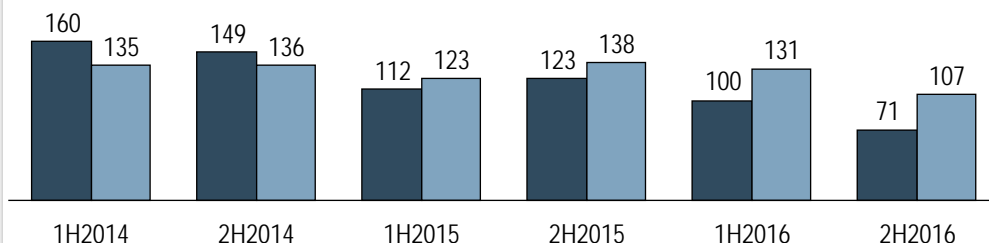
2014		2015		2016		2017
1H	2H	1H	2H	1H	2H	

新規供給と販売

住宅需要の低迷を受け、デベロッパーは新規供給を減少した

(in '000 units)

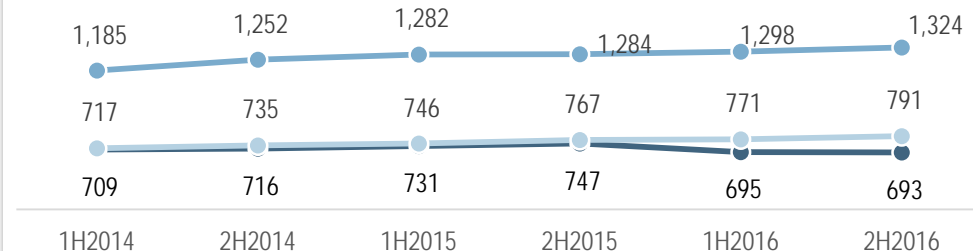
■ 新規供給\* ■ 販売量\*



結果として、未販売在庫水準は減少し、主要マーケットでの価格水準を押し上げた  
(デリー首都圏を除く)

(Price in USD per square metre.)

● デリー首都圏 価格 ● ムンバイ 価格 ● バンガロール 価格



価格

## 1Q 2017 - 販売

- 殆どの主要都市マーケットにおいて販売量は対前年比、対半年前比で減少
- ただし、バンガロールを除く主要都市では対前四半期ベースでは販売量は改善(バンガロールでは更に約8%減少)

## 主要企業の動向

- Lodha Group: 2017~18年の住宅供給を強化すべく総額約6.5億ドルを新規プロジェクト(8-9件程度)に投資する計画
- Supertech: 2017~18年にかけて15,000室の住宅供給を実現すべく約3.8億円を投じる見通し。さらに、総額5.25~6億ドルを投じてエコノミー住宅(Affordable housing) 40,000室を開発する計画
- Shapoorji Pallonji: 2017.4~2018.12の間に計12件の住宅開発プロジェクトをローンチする計画。これはインドでは最大規模の計画

## 1Q 2017 - 価格

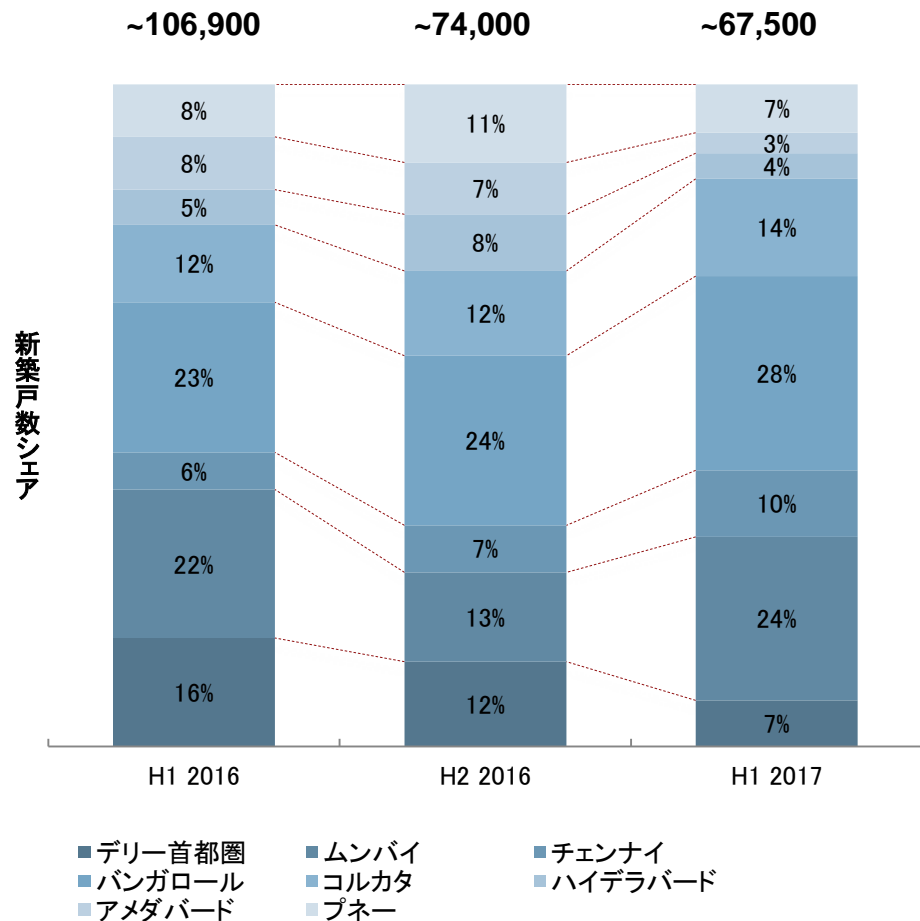
- 主要都市マーケットの殆どで販売価格は3~5%上昇
- 一方、デリー首都圏、コルカタ、プネーでは1~3%程度の小幅調整が発生

\*デリー首都圏、ムンバイ、バンガロール、プネー、チェンナイ、ハイデラバードの6都市データ

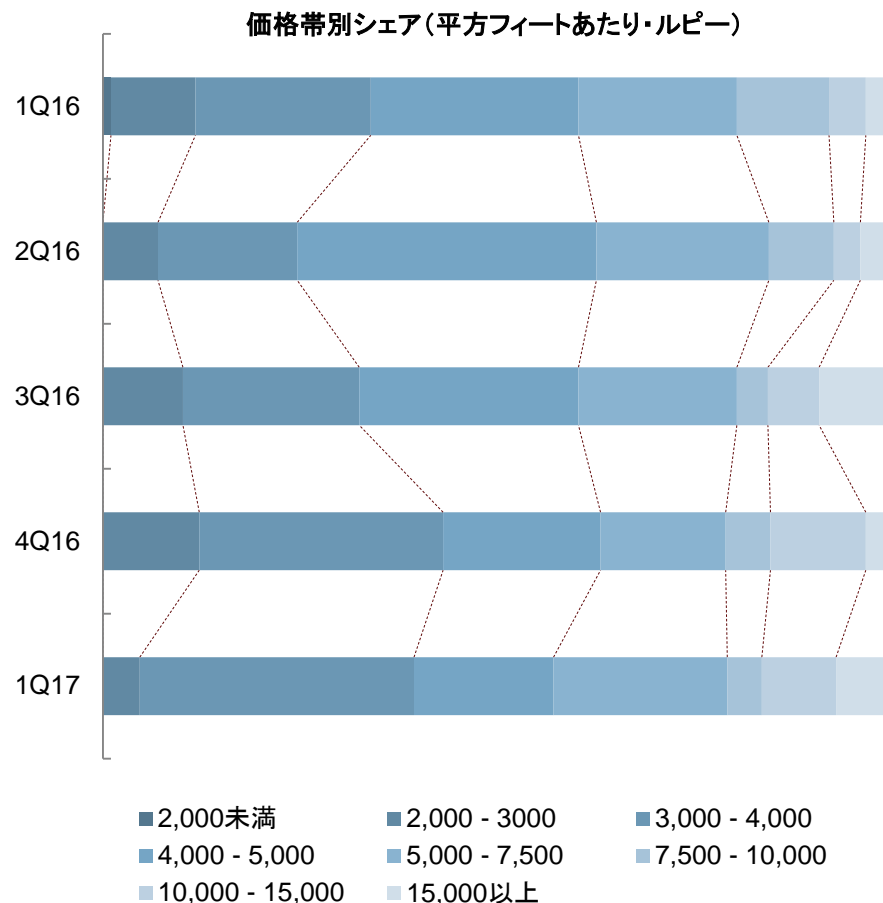
## 住宅 - 供給動向

新築マンション戸数はムンバイとバンガロールが多数を占める。全国での傾向として、エコノミーセグメント(平方フィートあたり2~3,000ルピー)が最大シェアを占めた

新築マンション供給動向



新規供給のセグメント



出所: Knight Frank

出所) Jones Lang LaSalle India 資料よりNRI作成

## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

1                    **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2                    **インドの不動産市場の概観**

3                    **インドのオフィス市場**

4                    **インドの住宅市場**

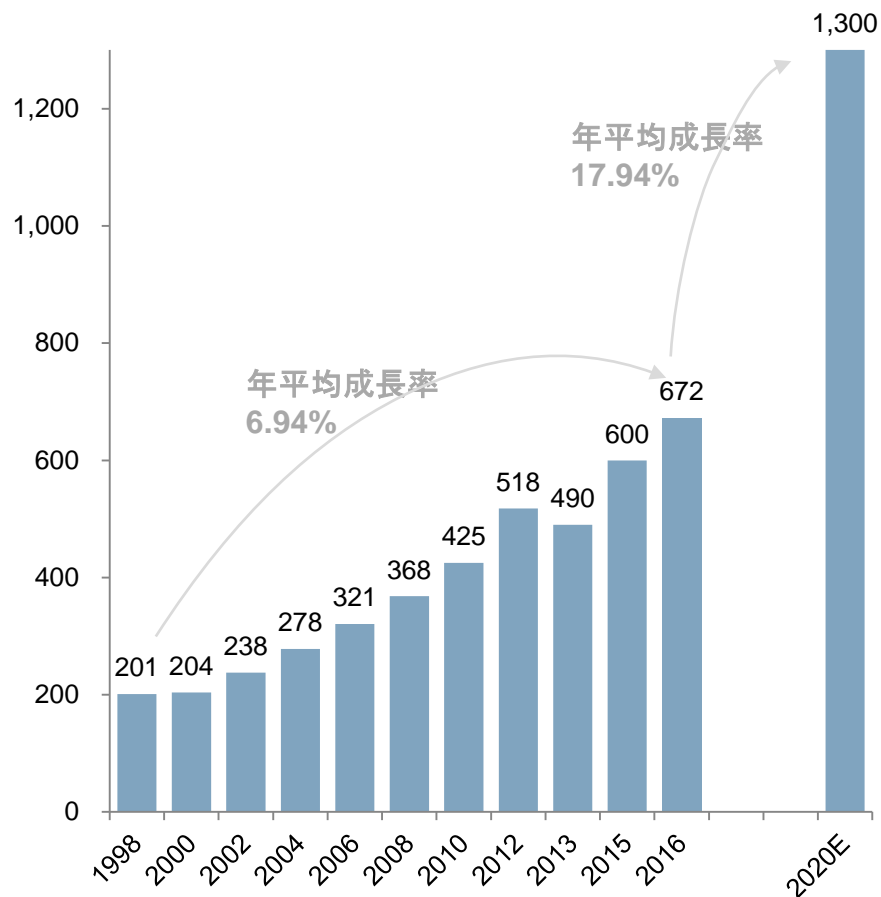
5                    **インドの小売用不動産市場**

6                    **インドのホテル市場**

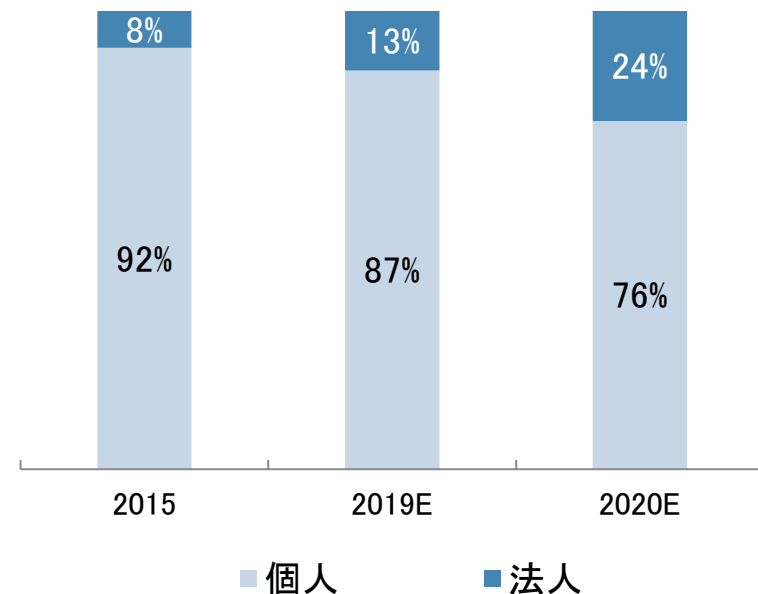


# 急速な都市化と可処分所得の上昇により、小売施設は2020年までに2倍以上の規模に拡大するとともに、法人化も進むと見込まれている

小売業の規模(十億米ドル)



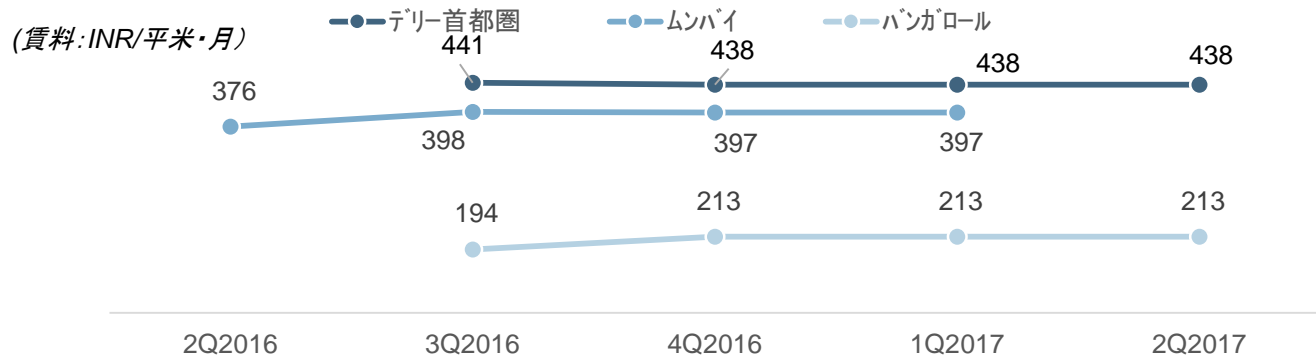
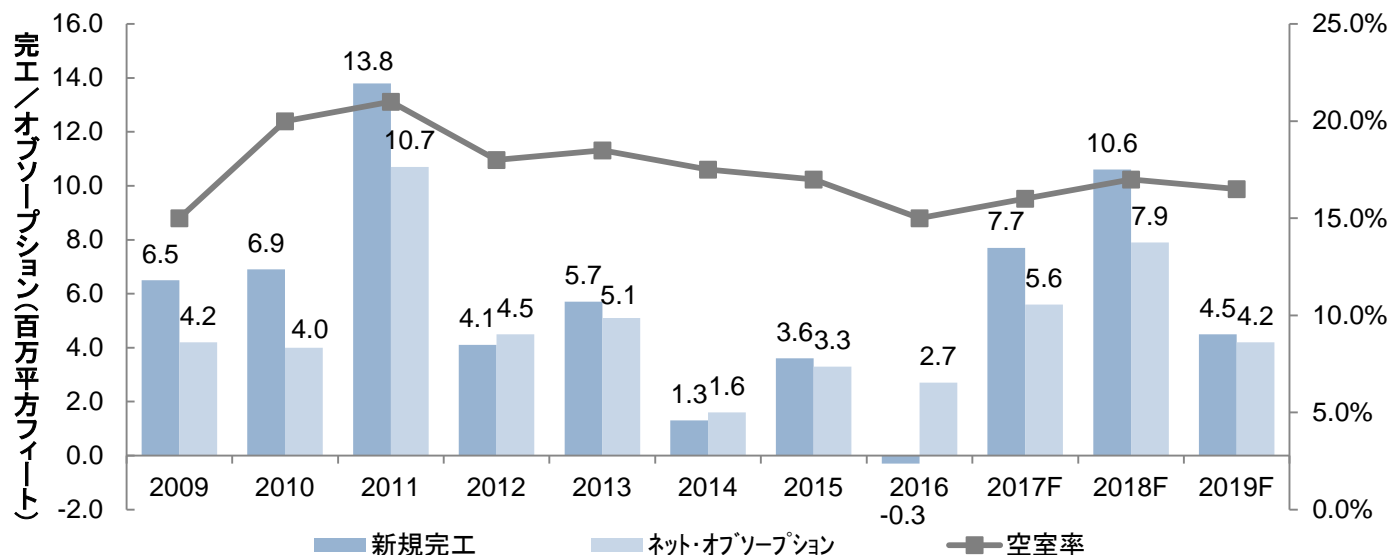
小売業の区分



- 現状は家族経営商店(個人経営)が1,500万店以上。
- 法人経営小売店は年平均成長率19~20%(2009~2013年)

# 高額紙幣廃止による内需衰退により、商業スペースへの需要は停滞気味だったが、2017年からは回復する見通し

商業不動産市場における供給、ネットオブソーption、空室率



## 新規供給

- 2017年は、2011年水準に次ぐ規模で新規モールスペースが稼動を始める見通し
- 2014-16年にわたって長引く市場後退フェーズは遂に終わり、2017年は活発な市場活動が期待される

## アブソーption

- 高額紙幣廃止は2016年11~12月の内需を直撃
- 市場の回復は2017年第2四半期以降となる見通し

## 空室率

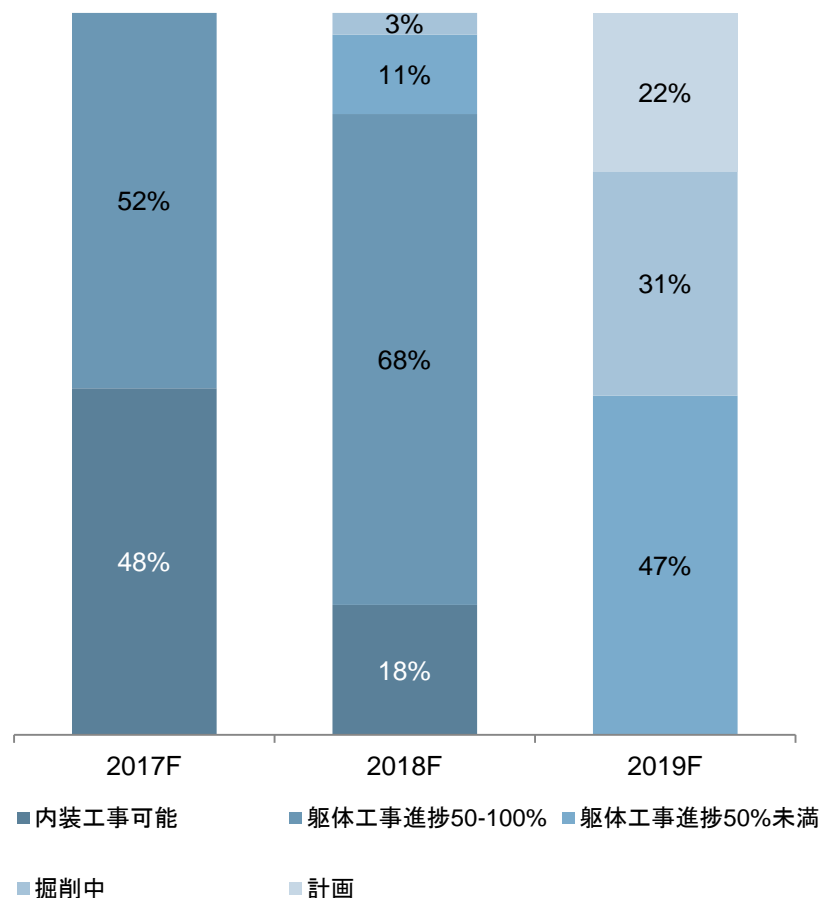
- 2016年の主要都市における空室率は14.8%。優良モールのパフォーマンスが好調

## 賃料

- 主要マーケットにおける商業施設賃料は景気停滞により過去1年にわたってほとんど不変

# プネーを除き空室率は主要都市で増加。 特にデリー首都圏は、2018年までの新規供給の半分を占める最もアクティブなマーケット

商業モールの将来パイプラインの建設ステータス(2017~2019年)



- 2017年の新規供給は例年に比べて多く、770万平方フィートのスペースがネット新規供給として加わる見通し
- 優良モールの賃貸予約契約率は比較的良好で制約率は51~75%に及ぶものの平均的なモールでのそれは厳しく、0~50%程度の水準に留まる
- 2017年に完工予定の代表的な商業施設は、RMZ Mall(バンガロール)、Seawoods Grand Central(ムンバイ)、Palladium Mall(チェンナイ)、ICC Mall(プネー)、DLF Mall(デリー首都圏)、Wave Hub Mall(デリー首都圏)である。
- 2017年新規供給のうち48%が内装段階であり、52%が躯体工事が50~100%完了している状態にある
- 2017年末までにグレードA商業施設のストックはデリー首都圏で2,740万平方フィート、ムンバイで1,910平方フィートに達する

## インド

## 巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引

1      **インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**

2      **インドの不動産市場の概観**

3      **インドのオフィス市場**

4      **インドの住宅市場**

5      **インドの小売用不動産市場**

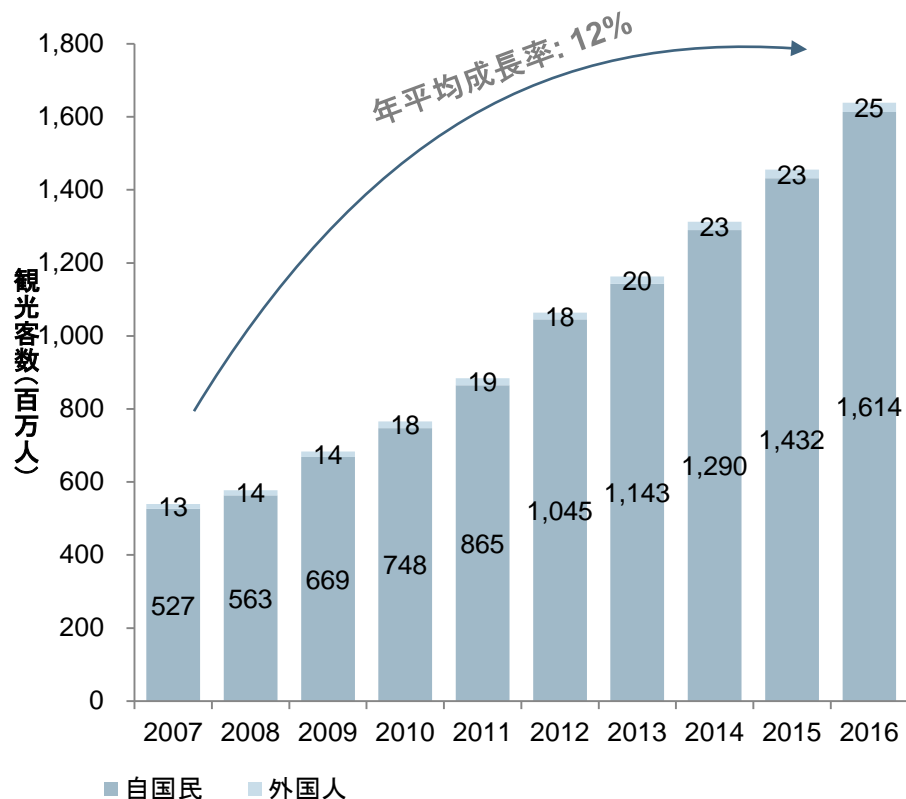
6      **インドのホテル市場**

# 旅行・観光業は着実に成長しているが、国際競争力強化のため質の高いインフラ整備が必要とされている

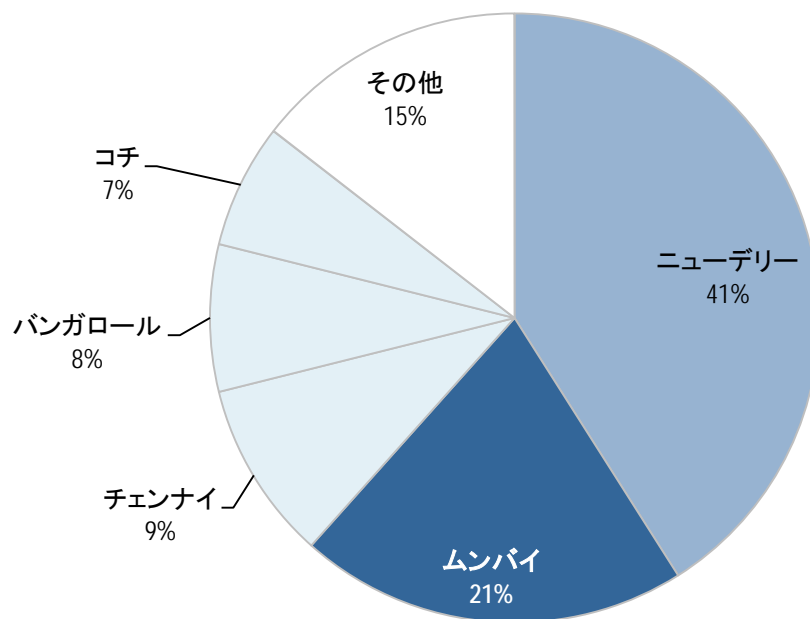
世界におけるインドの位置	業界における競争力	40位	航空輸送インフラ	32位	価格競争力	10位
--------------	-----------	-----	----------	-----	-------	-----

出所: Travel and Tourism Competitiveness Report 2017

自国民と外国人の観光客数



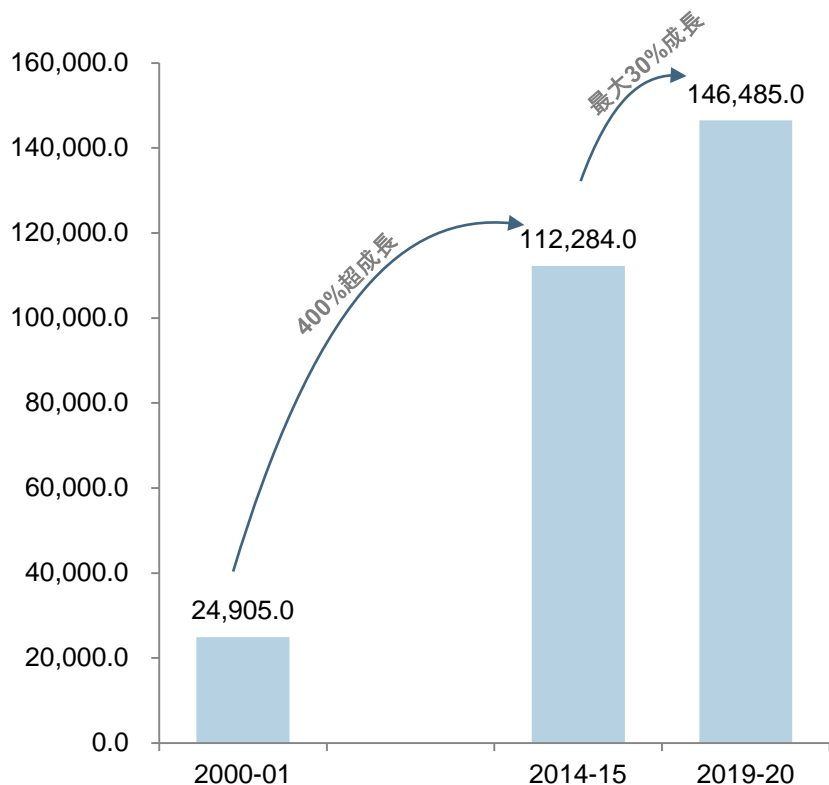
航空機を利用して外国人観光客が訪れる都市



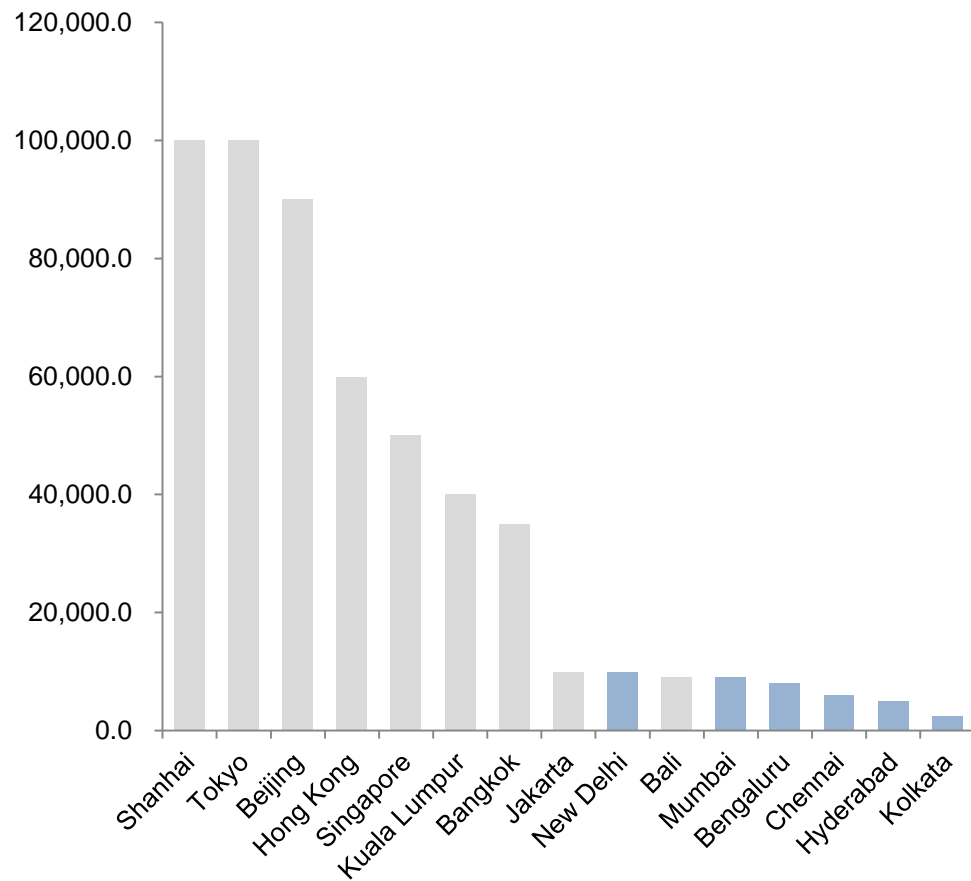
出所) Ministry of Tourism 資料よりNRI作成

# 客室数は過去15年で400%超増加したものの、高級ブランド施設はアジア大洋州の諸都市と比べて極めて少ない

インドの客室供給増加率



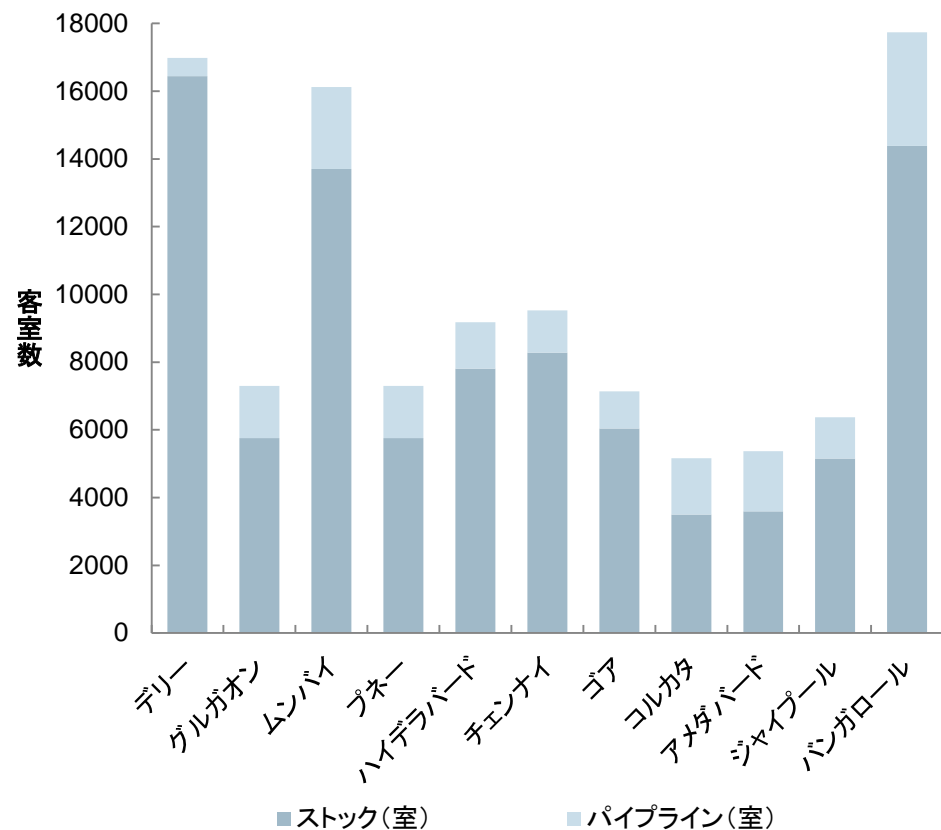
アジア大洋州諸都市のブランド施設



出所)HVS 資料よりNRI作成

# 主要都市でホテルスペースが多いのはデリー、ムンバイ、バンガロール。 全ての主要都市で新規供給により客室数が拡充している

主要都市のホテル客室数(2016年)



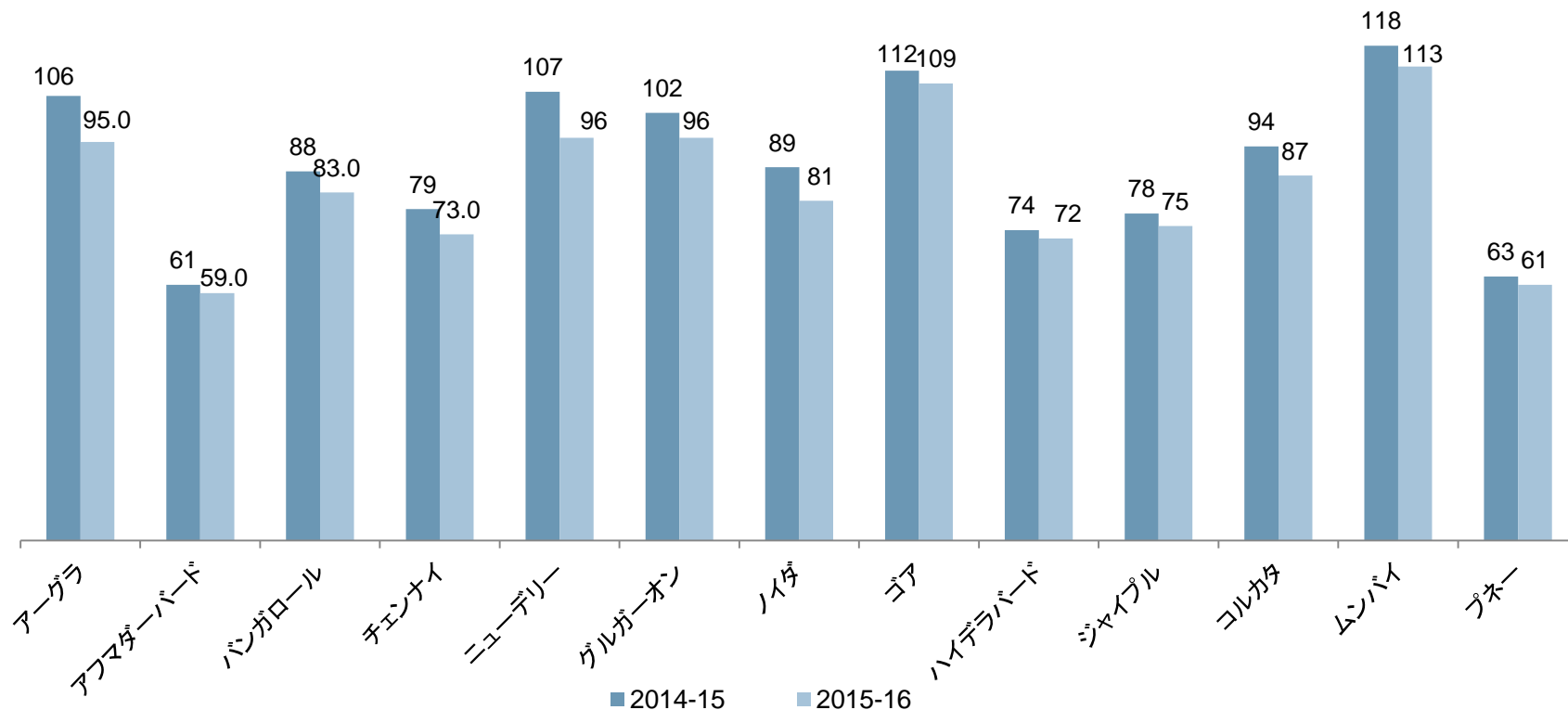
インドにおけるホテルクラスの定義(ホテル業界による定義)

星数	5 Star	5 Star	4-5 Star	3-4 Star	2 Star or less
部屋面積	>=38	>=38	35~38	25~35	<25
レストラン数	>=3	>=3	1~2	1~2	1
バー/ラウンジ	>=2	1-2	1	1	1または0
プール	あり	あり	あり	あり	不要
ジム	あり	あり	あり	あり	不要
スパ	あり	あり	あり	あり	不要
コンシェルジュ	あり	あり	あり	不要	不要
高級洗面用具	あり	あり	なし	なし	なし
高級ベッド	あり	あり	あり	不要	なし
内装品質	あり	あり	あり	不要	なし

出所) Jones Lang LaSalle India 資料よりNRI作成

## 主要都市の平均宿泊料は、供給増と稼働率維持志向により微減または横ばいに推移

主要都市の主な営業指標—平均宿泊料(米ドル)

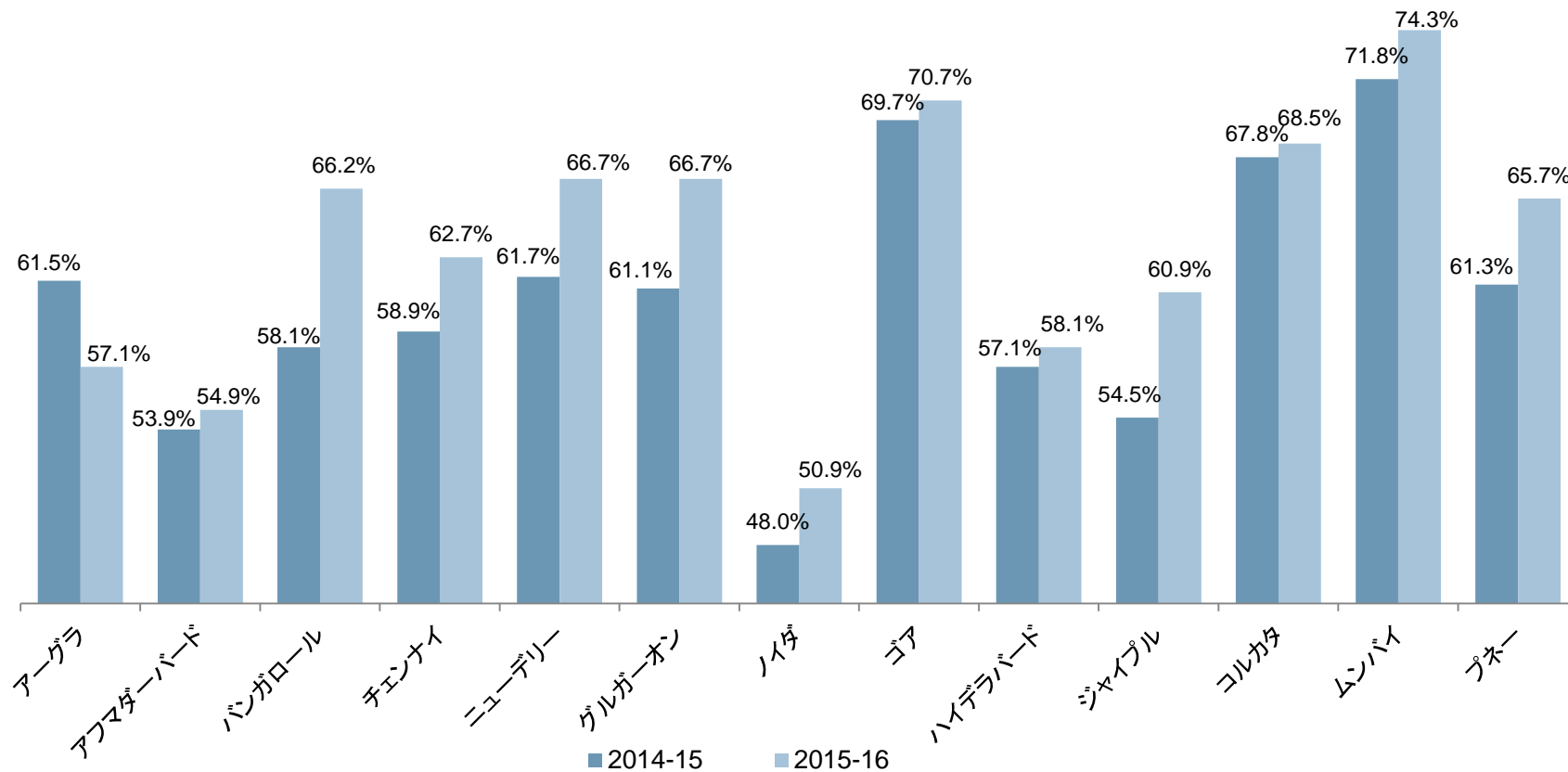


出所)HVS 資料よりNRI作成



## 稼働率はアーグラを除き全主要都市で上昇しており、需要は堅調

主要都市の主な営業指標－稼働率



出所)HVS 資料よりNRI作成

<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## ロシア

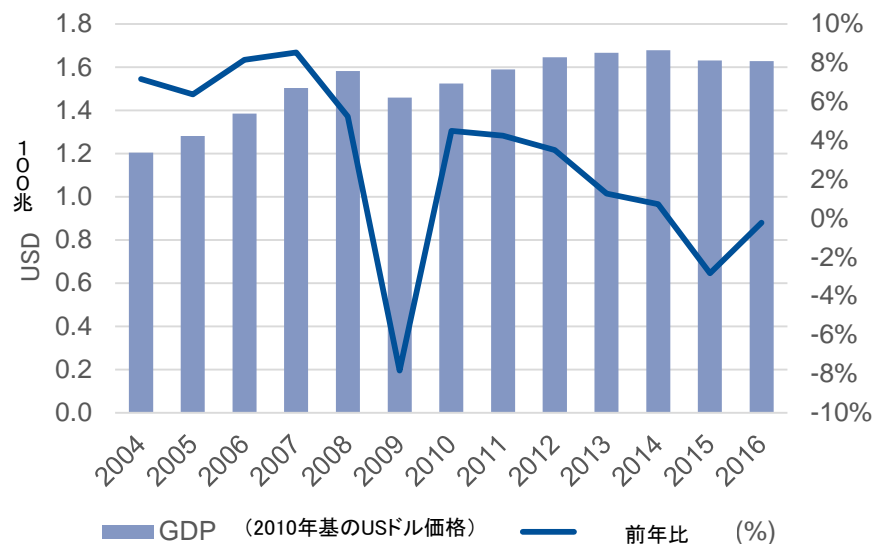
## 長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦

- 1 **ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2 **ロシアの住宅市場**
- 3 **ロシアのオフィス市場**
- 4 **ロシアの小売用不動産市場**
- 5 **ロシアのホテル市場**

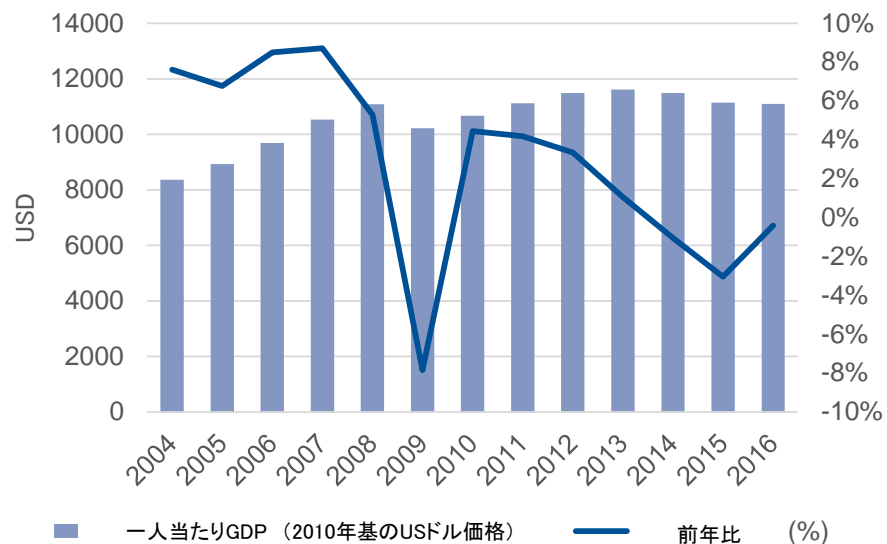
## ロシアの景気は低迷しており、2016年に実質GDP成長率が0%となった。

- 2015年の実質GDP(2010年基準のUSDル価格)は対前年比-3%であり、2016年は0%となる1.6兆ドルであった。
- 2018年及び2019年のGDP成長率は1.7%になると予想されている。(世界銀行)

GDP(2010年基準のUSDル価格)



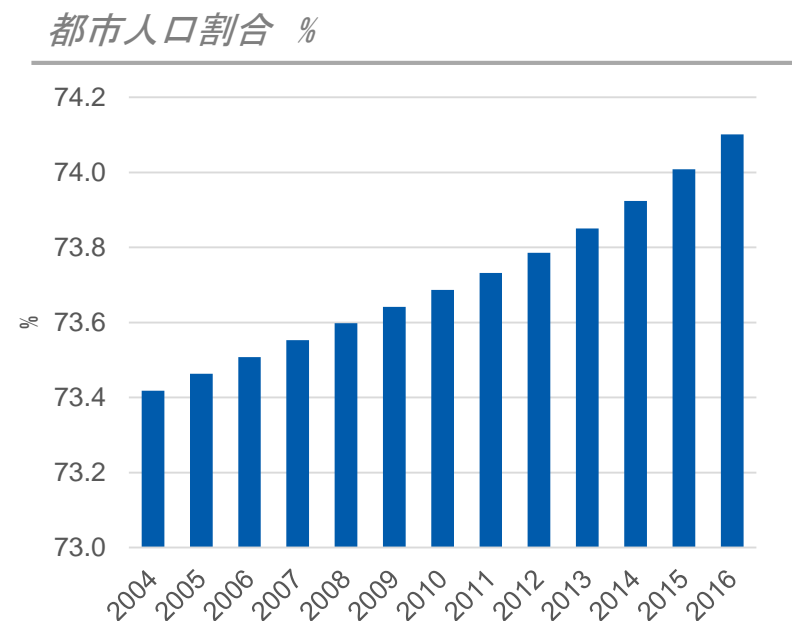
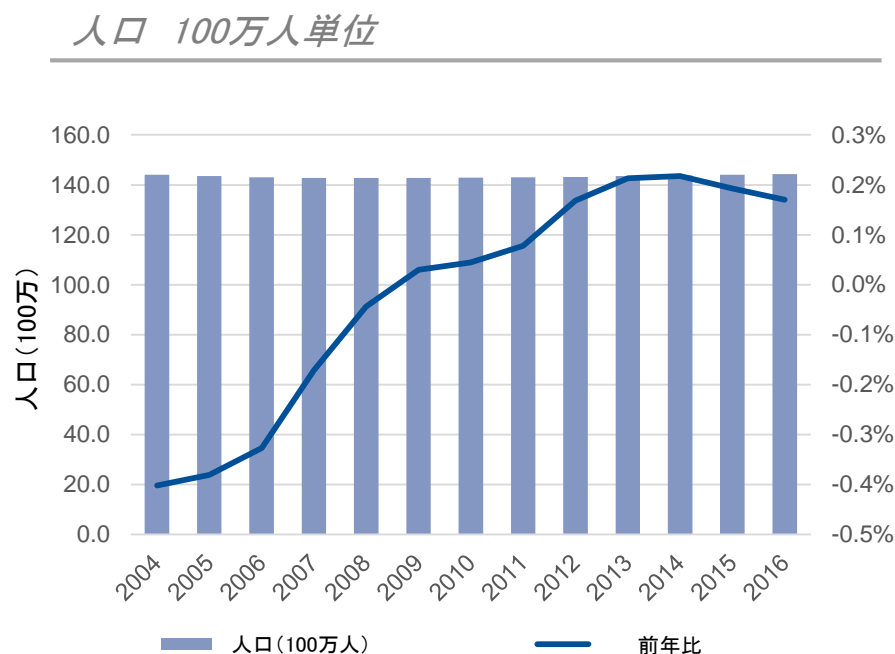
一人当たりGDP(2010年基準のUSDル価格)



出所) World Bank資料よりNRI作成

## 人口の約74%が都市部に居住しており、その割合は少しずつ増加している。

- 2016年のロシアの総人口は1億4,430万人であり、このうち1億70万人が都市部に居住している。
- 過去10年間で都市人口割合は0.6%増加している。

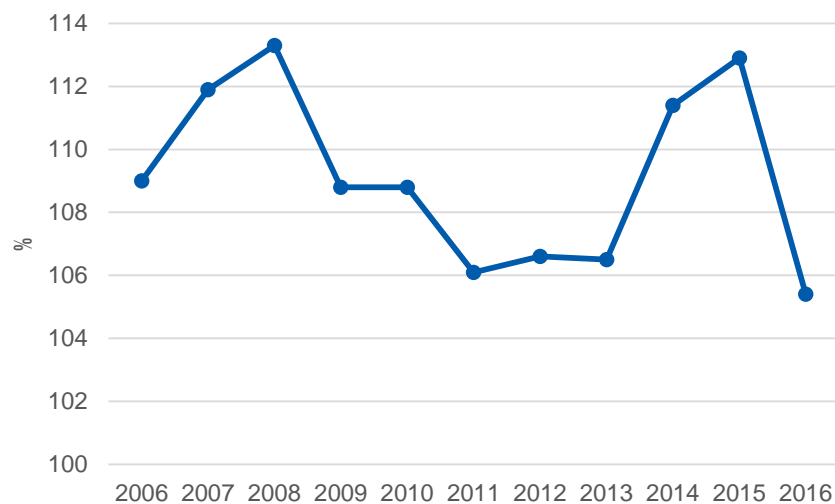


出所) World Bank資料よりNRI作成

## インフレは2015年に急成長した後、2016年に制御可能なレベルに安定した。

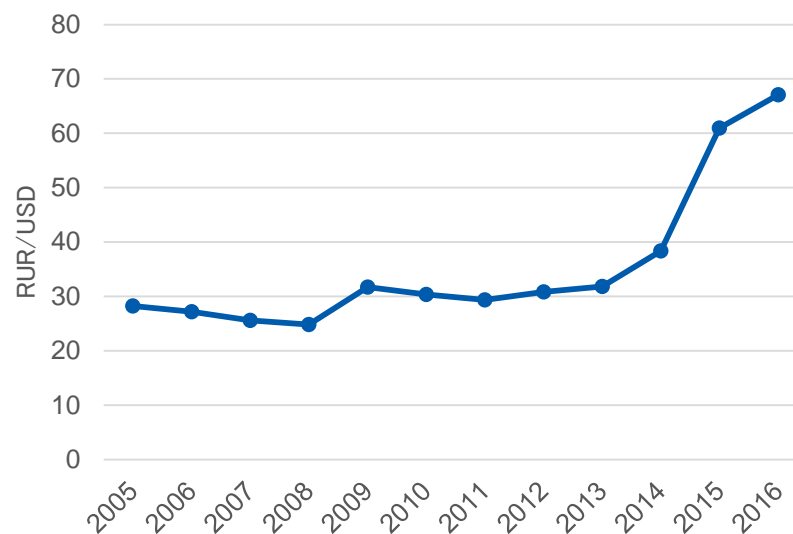
- 2015年の消費者物価指数はRUB安の時期に112.9%を記録した。
- その後RUBの為替レートが安定したため、2016年のインフレ率は5.4%に減速した。

消費者物価指数 %



出所) ロシア統計局資料よりNRI作成

RUR/USD 為替レート

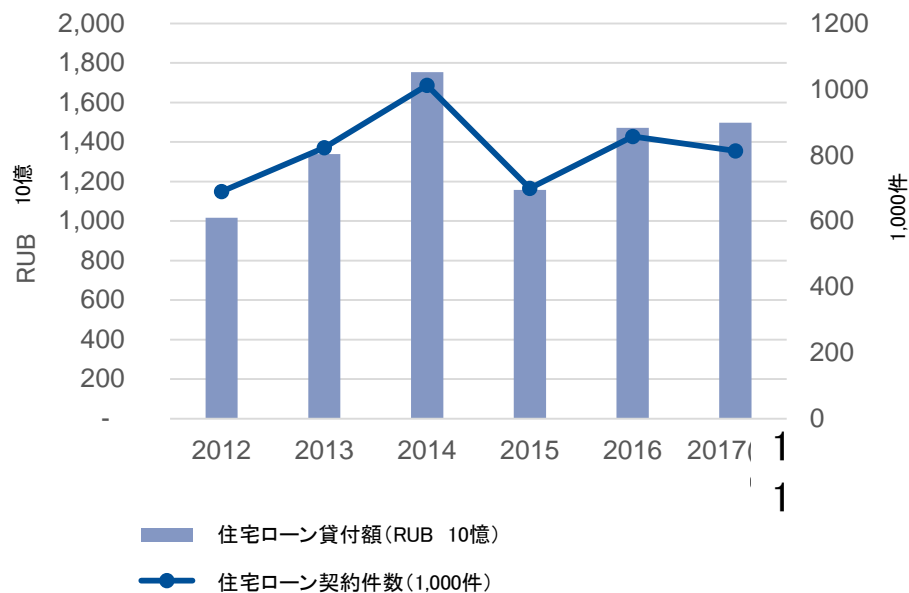


出所) World Bank資料よりNRI作成

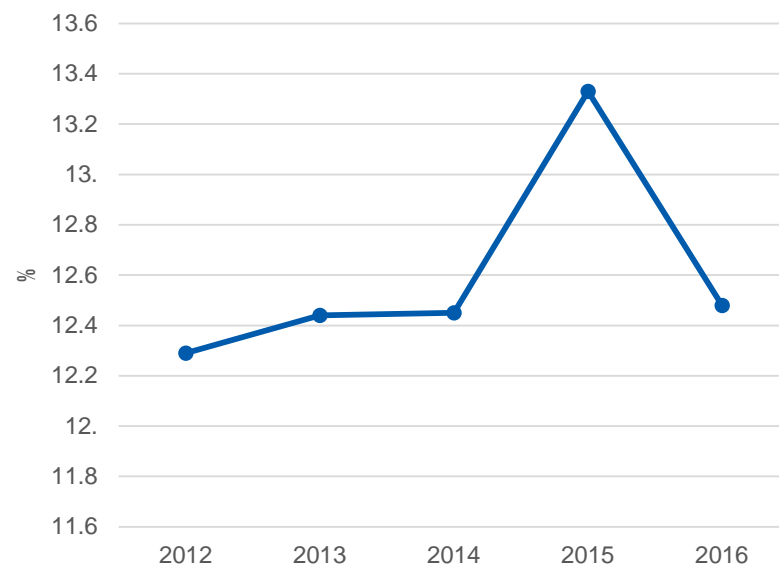
## 住宅ローン市場はインフレ発生時の2015年に縮小したが、その後回復基調にある。

- 2016年の住宅ローンの貸付額は、1,4兆RUB(80万件)まで反発した。
- 政府は、2020年までに住宅ローンの貸付件数を1,200万件まで増加させることを目指している。

住宅ローン契約 (件数及び貸付額)



住宅ローン割合 %



出所) Central Bank of Russia資料よりNRI作成

## ロシア

## 長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦

- 1      **ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2      **ロシアの住宅市場**
- 3      **ロシアのオフィス市場**
- 4      **ロシアの小売用不動産市場**
- 5      **ロシアのホテル市場**



## ロシア政府は国民の生活水準と都市環境の向上に向けた政策を展開している

### モスクワ 住宅リノベーション プログラム

- 「モスクワ住宅リノベーションプログラム」は、1957年から1968年にかけて建設され老朽化した低層住宅ストックへの入居促進及び解体、また解放区における新たな住宅建設を目指す。2017年9月26日にモスクワ市長が提唱した。
  - 期間: 15~20年
  - 総予算: 400兆RUB
  - 600万人の入居を予定
  - 2,500万㎡以上の住宅用不動産が入居、又は解体を予定(5,177戸=モスクワ居住地域の約10%以下)
  - 同様のプログラムがロシアの他の地域でも施行される可能性有り

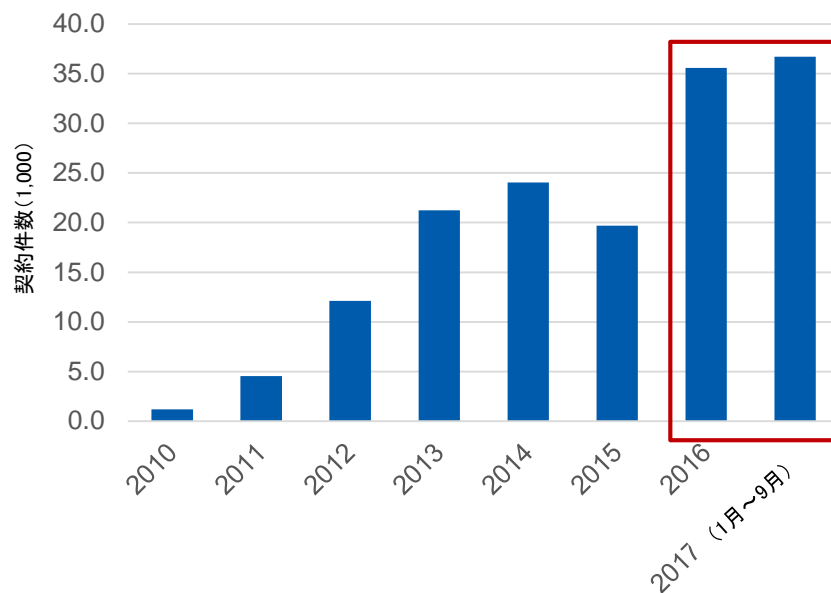
### 「住宅ローンと 賃貸住宅」 優先プロジェクト

- 「住宅ローンと賃貸住宅」優先プロジェクトの主な目的は、以下の方法によるロシア国民の居住環境の改善である。
  - 手数料を一部保証(目標は、2018年に住宅用面積の8,800万㎡で実施、2020年に住宅用面積の1億㎡で実施)
  - 需要を刺激(2018年に100万件の住宅ローン、2020年に120万件の住宅ローンの発行)
- 住宅環境改善のための主な施策は以下の通りである。
  - 連邦、地方、地方自治体で非効率的に使用されている土地を高品質で快適かつ手頃な住宅建設に利用し、統合的な開発プロジェクトの一環としてインフラ建設に融資する。
  - 抵当証券の流動性のある市場の形成、電子債券の導入、情報開示に関する世界のベストプラクティス導入により、住宅ローン利用の可能性を高め金融リスクを軽減する。
  - 集合投資メカニズムを用いた専門賃貸住宅のパイロットプロジェクトの実施と賃貸市場の発展のための提案を作成。

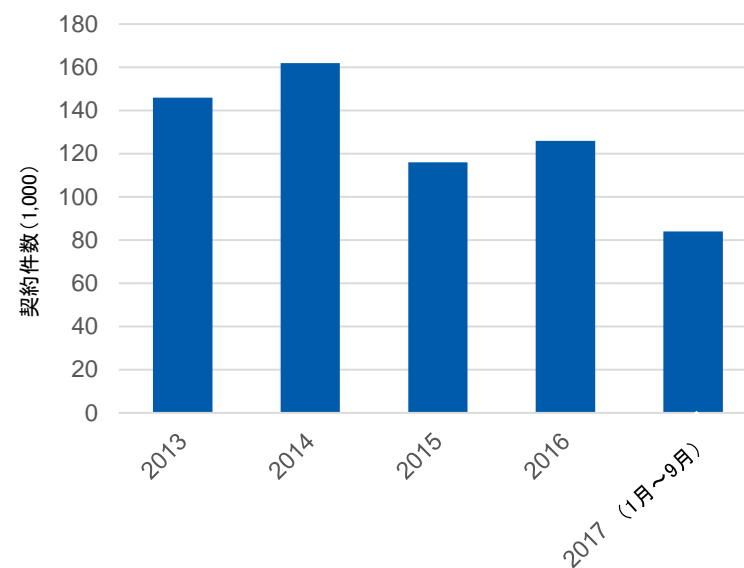
## 新築住宅市場の需要は増加したが、一方で中古住宅市場の成長率は低迷している。

- 2016年の新築住宅の契約件数は、前年比80%増であった。
- 中古住宅市場の成長率は8.6%に留まっている。

### モスクワの新築住宅市場契約件数 (新築)



### モスクワの中古住宅市場契約件数 (既存住宅)

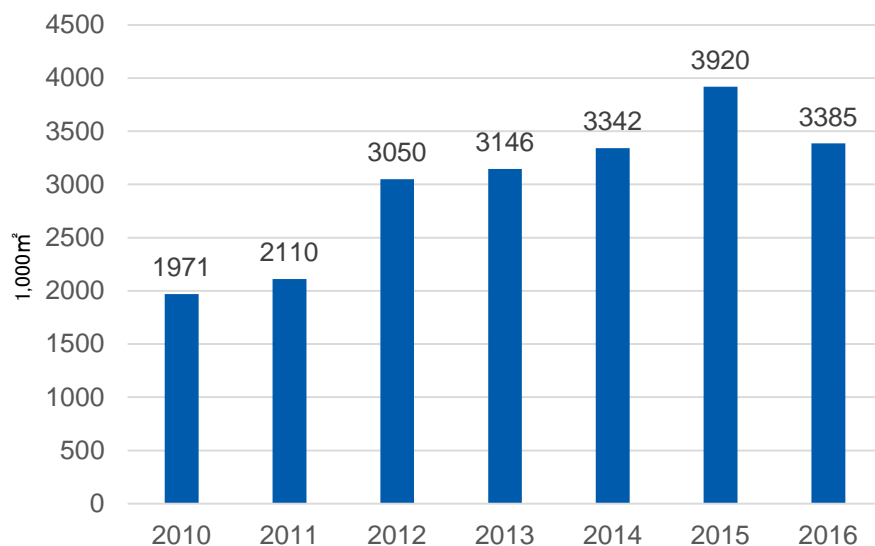


出所) Konti 資料よりNRI作成

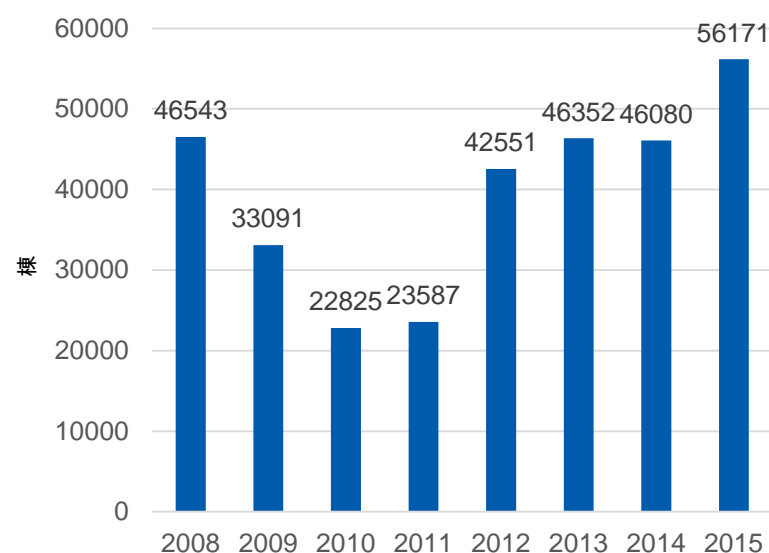
## 2016年のモスクワの新築住宅供給は、前年が超過供給だったために減少している。

- 2016年に竣工した住宅用総延べ床面積は338万5,000㎡であり、2015年より14%低かった。
  - 原因として、2015年の供給が需要を大きく上回ったことが考えられる。

モスクワの委託管理された住宅数



モスクワの委託管理されたアパート数

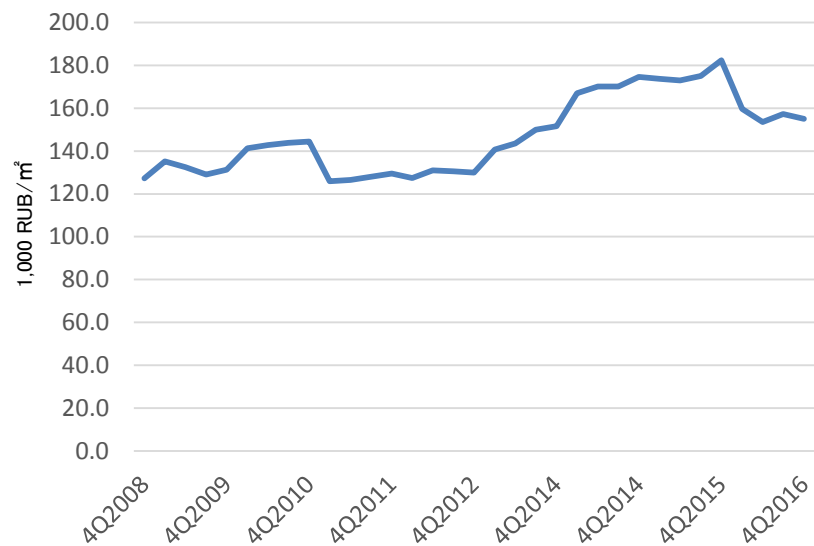


出所) ロシア統計局資料よりNRI作成

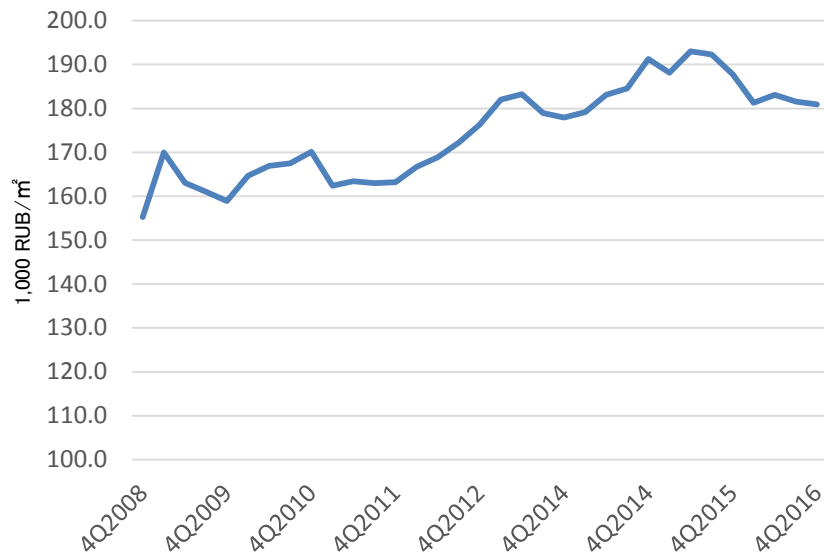
## 平均価格は、モスクワの新築・中古住宅市場ともに下落傾向にある。

- 2016年第四半期の新築住宅の平均価格は15万5,000RUB/m<sup>2</sup>であり、前年同期比で15%低い。
- 中古住宅市場の平均価格は、4%下落した。(18万900RUB/m<sup>2</sup>)

モスクワの新築住宅の平均価格



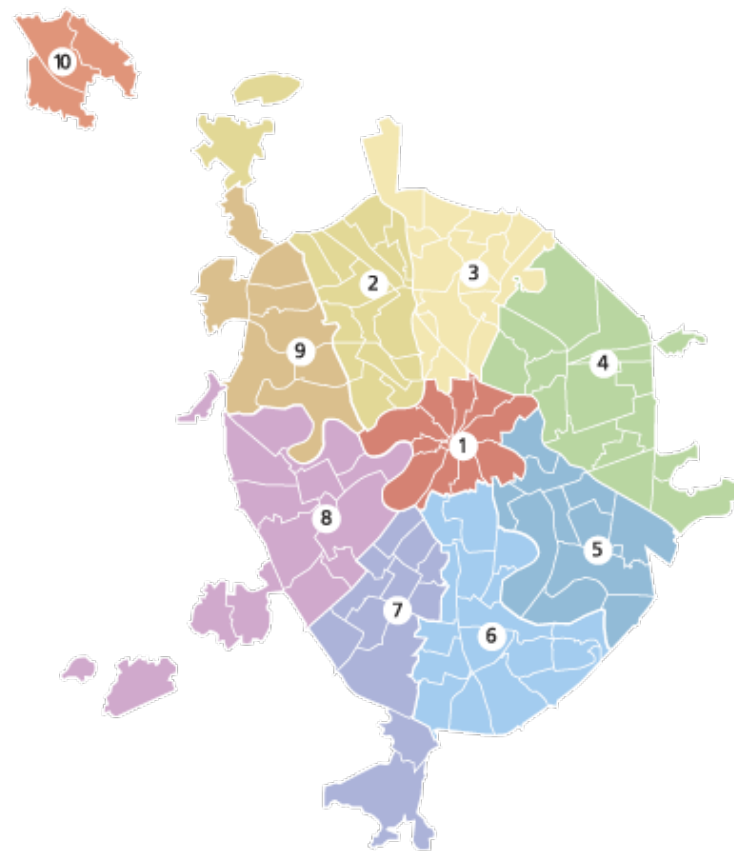
モスクワの中古住宅の平均価格



出所) ロシア統計局資料よりNRI作成

## 行政区によって、モスクワの新築物件の平均価格と供給量に差がある。

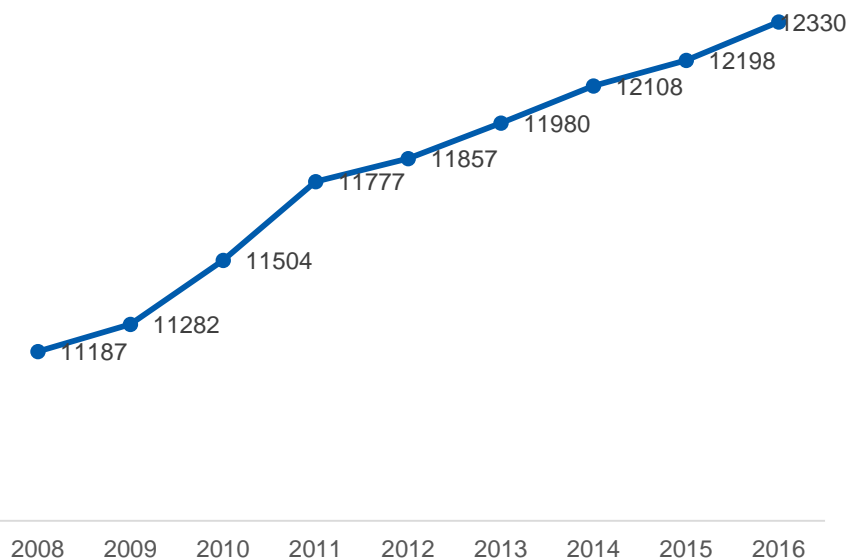
#	地区	平均価格(RUB/㎡), 2016年12月現在	供給シェア, 2016年12月現在
1	Central Administrative District	250,900	12%
2	Northern Administrative District	166,800	13%
3	North-Eastern Administrative District	168,100	12%
4	Eastern Administrative District	200,300	8%
5	South-Eastern Administrative District	145,400	9%
6	Southern Administrative District	179,000	11%
7	South-Western Administrative District	173,400	8%
8	Western Administrative District	212,900	12%
9	North-Western Administrative District	238,900	18%
10	Zelenograd Administrative District	88,100	1%



出所) Blackwood 資料よりNRI作成

## 【参考】モスクワの人口

モスクワの人口 1,000人



出所) ロシア統計局資料よりNRI作成

地区ごとの人口, 2016年現在

#	地区	人口, 人
1	Central Administrative District	768,280
2	Northern Administrative District	1,158,528
3	North-Eastern Administrative District	1,413,739
4	Eastern Administrative District	1,505,801
5	South-Eastern Administrative District	1,380,668
6	Southern Administrative District	1,774,351
7	South-Western Administrative District	1,426,227
8	Western Administrative District	1,362,701
9	North-Western Administrative District	988,423
10	Zelenograd Administrative District	237,897

出所) モスクワ市資料よりNRI作成

## ロシア

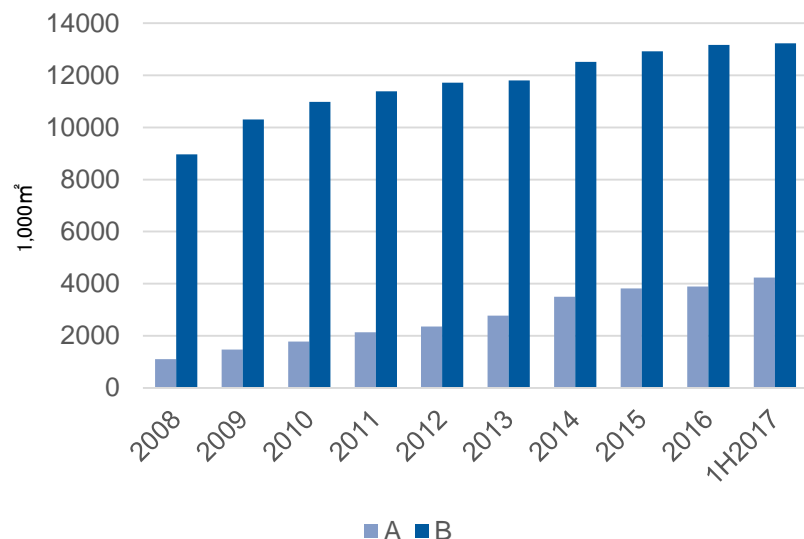
### 長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦

- 1      **ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2      **ロシアの住宅市場**
- 3      **ロシアのオフィス市場**
- 4      **ロシアの小売用不動産市場**
- 5      **ロシアのホテル市場**

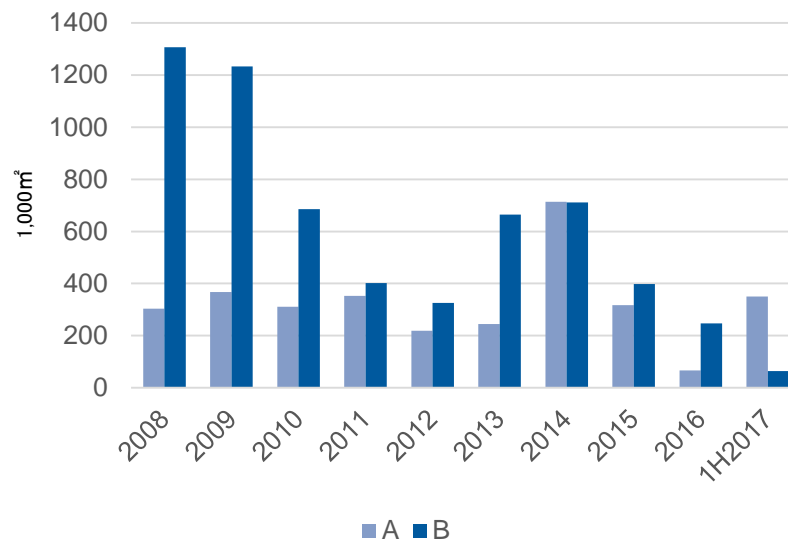
## オフィス建設は、2014年以降右肩下がりが続いている。

- 2016年のオフィス建設は、過去10年間で最低値の31万3,000㎡まで減少した。
- 総オフィスストックは1万7,000㎡に達した。

モスクワの総ストック



モスクワの新規竣工オフィス面積



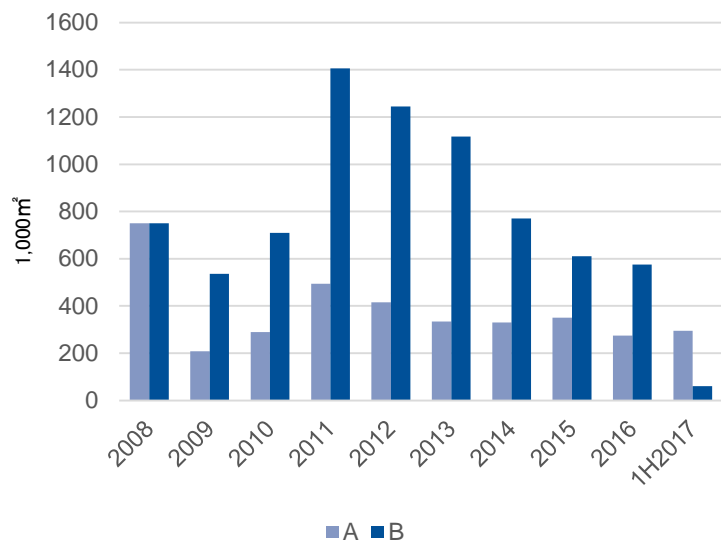
出所) Colliers 資料よりNRI作成



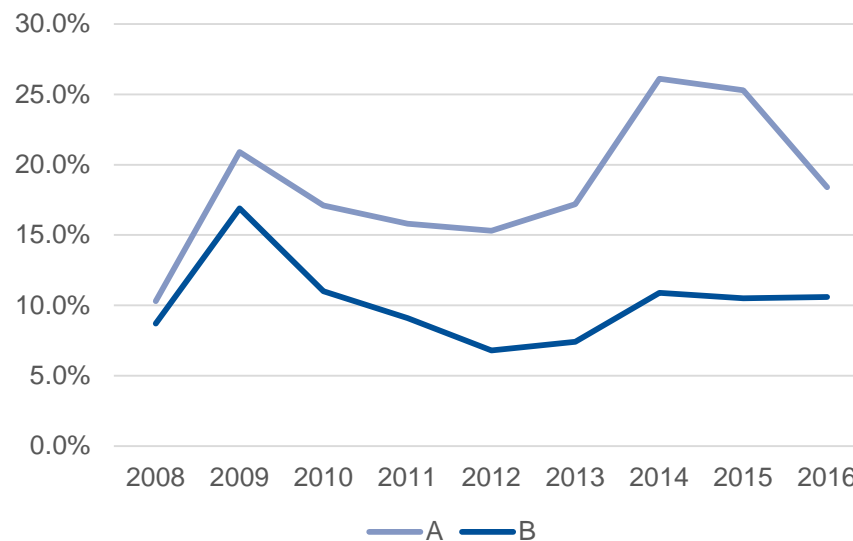
## 2011年以降、モスクワのオフィス市場の需要は低迷している。

- モスクワの年間平均取引量は85万㎡ (11.5%減)である。
- Aクラスオフィスの空室率は7%近く減少したが、Bクラスの空室率に変化はない。

モスクワの総入居数



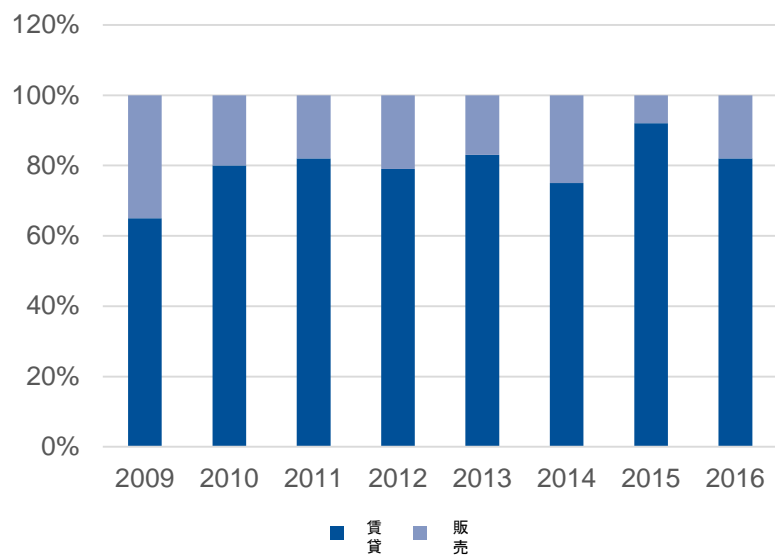
空室率 %



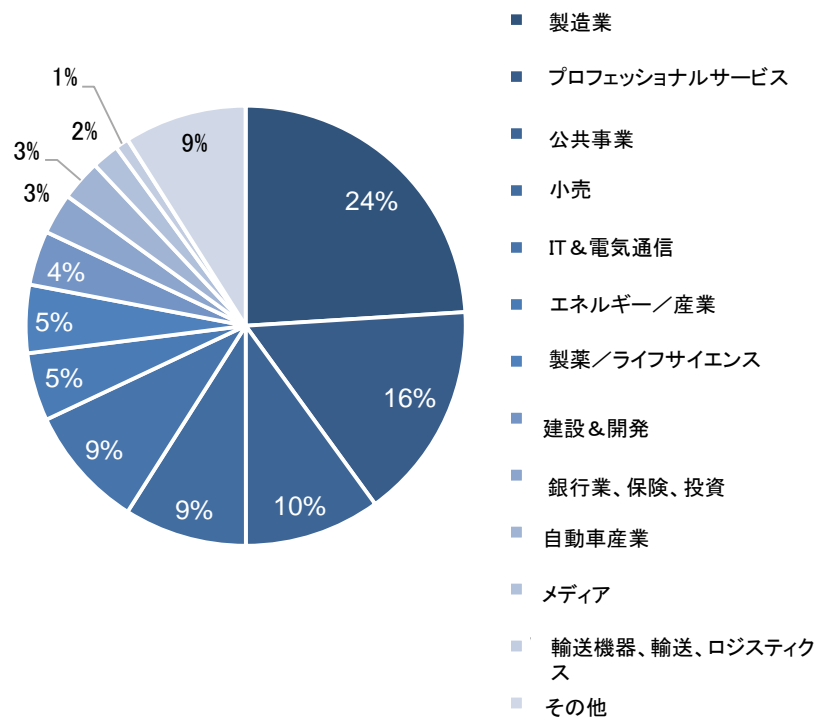
出所) Colliers 資料よりNRI作成

## 【参考】モスクワの入居構成

取引別の入居構成



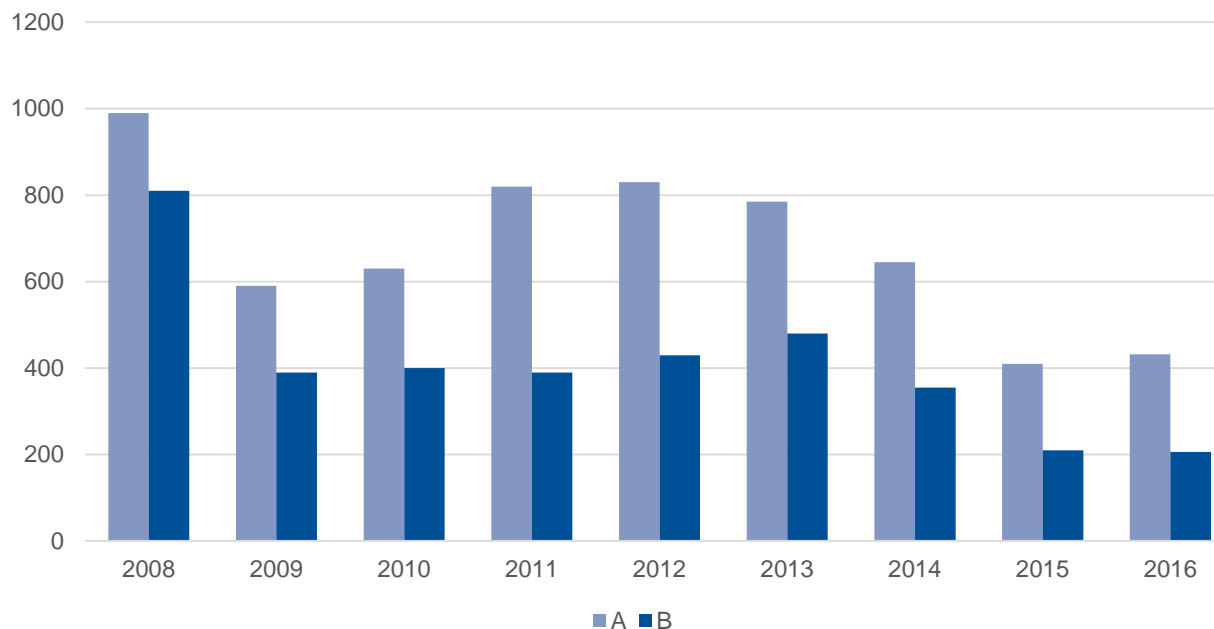
2015年業種別の入居構成



出所) Colliers 資料よりNRI作成

## RUBの切り下げにより、2015年のUSDベースの平均賃料は大幅に減少した。

モスクワの平均賃料, USD/ m<sup>2</sup>・年



出所) Colliers 資料よりNRI作成

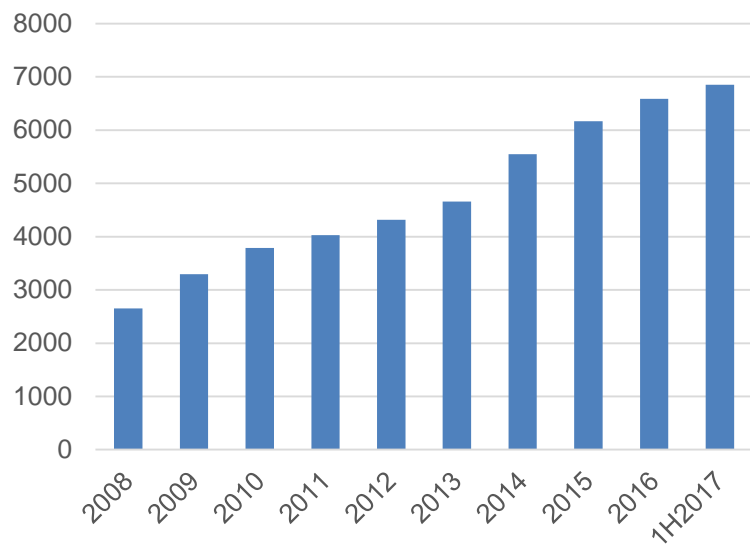
## ロシア

## 長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦

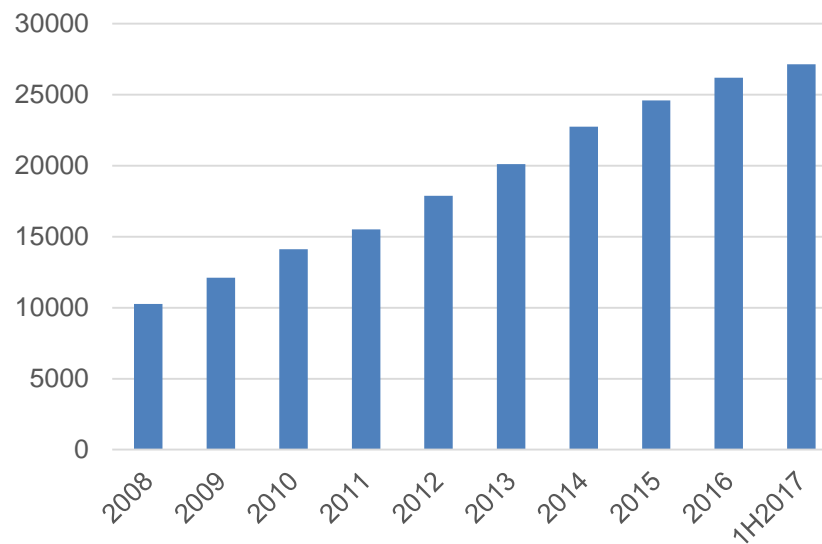
- 1      **ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2      **ロシアの住宅市場**
- 3      **ロシアのオフィス市場**
- 4      **ロシアの小売用不動産市場**
- 5      **ロシアのホテル市場**

## 【参考】モスクワ単体及びロシア全体の総ストック

モスクワの総ストック, 1,000m<sup>2</sup>



ロシア全体の総ストック, 1,000m<sup>2</sup>

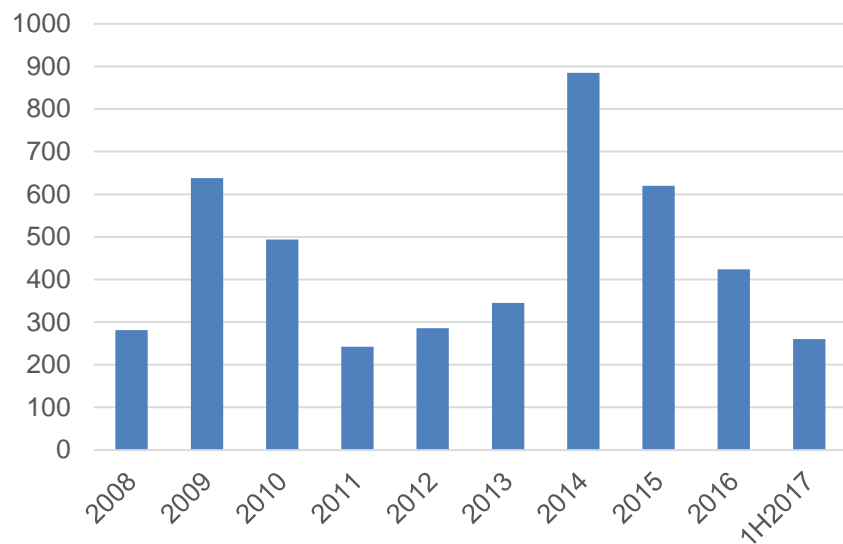


出所) Colliers 資料よりNRI作成

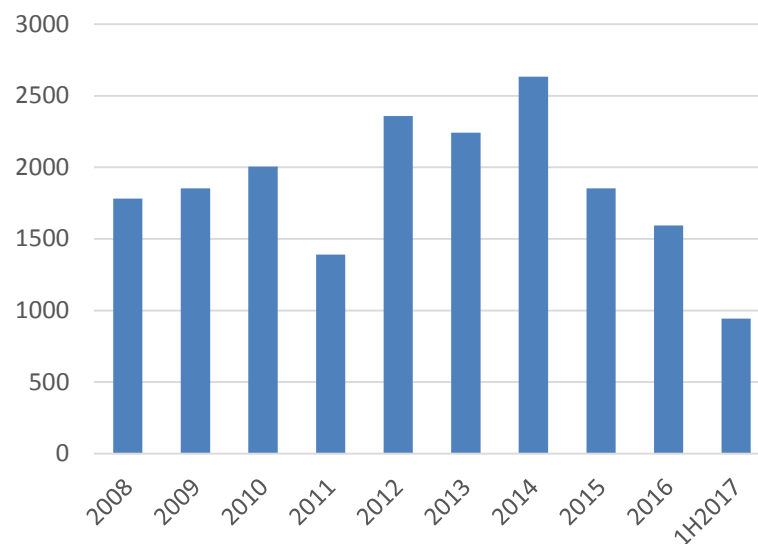
## ショッピングセンターの建設は2014年から減少傾向にある。

- 2016年のモスクワでのショッピングセンターの建設は、32%近く減少し、42万4,000㎡であった。
- ロシア全土では14%減少した。

モスクワの新規延べ床面積 (GLA), 1,000㎡



ロシア全体の新規延べ床面積 (GLA), 1,000㎡



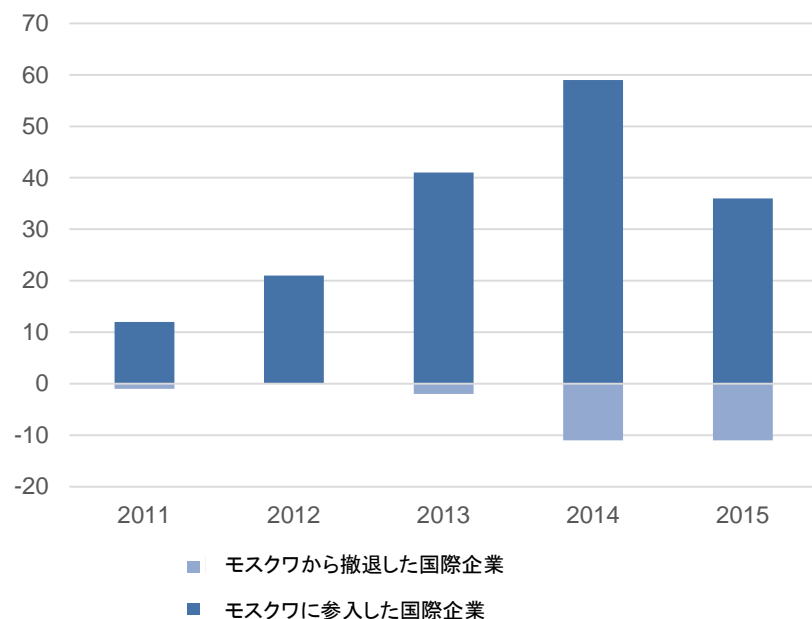
出所) Colliers 資料よりNRI作成

## 小売市場

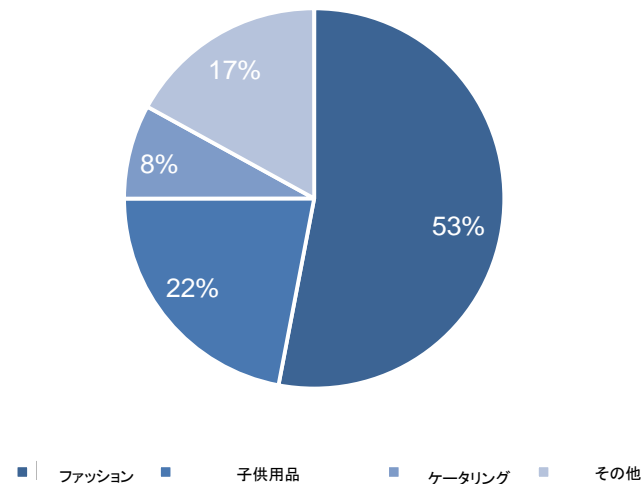
# 2015年に経済状況が悪化したものの、モスクワ市場への参入企業数は撤退企業数を上回っている。

■ 2015年に国際企業36社が新たにモスクワ市場に参入し、11社が撤退した。

### モスクワ市場に参入した国際企業数 各社



### 2015年モスクワ市場参入企業構成 %



出所) Colliers 資料よりNRI作成

## ロシア

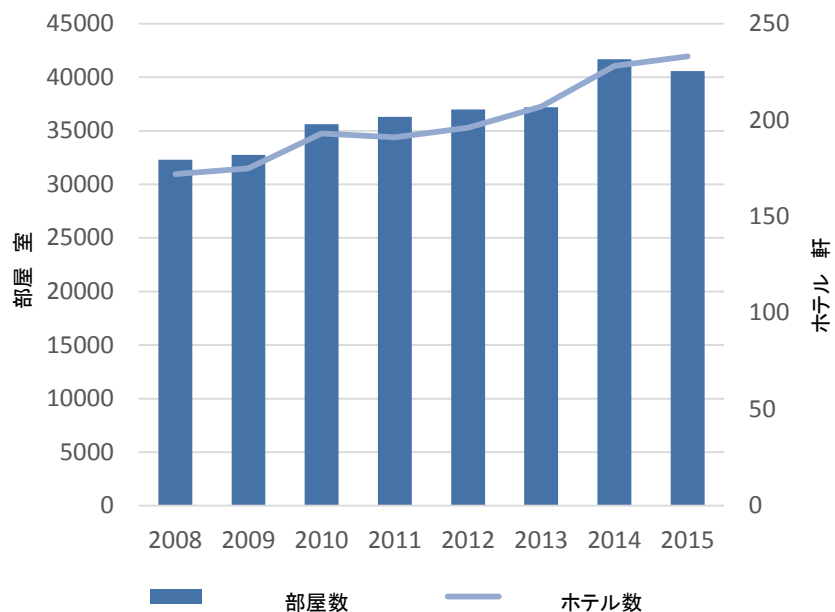
## 長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦

- 1      **ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）**
- 2      **ロシアの住宅市場**
- 3      **ロシアのオフィス市場**
- 4      **ロシアの小売用不動産市場**
- 5      **ロシアのホテル市場**

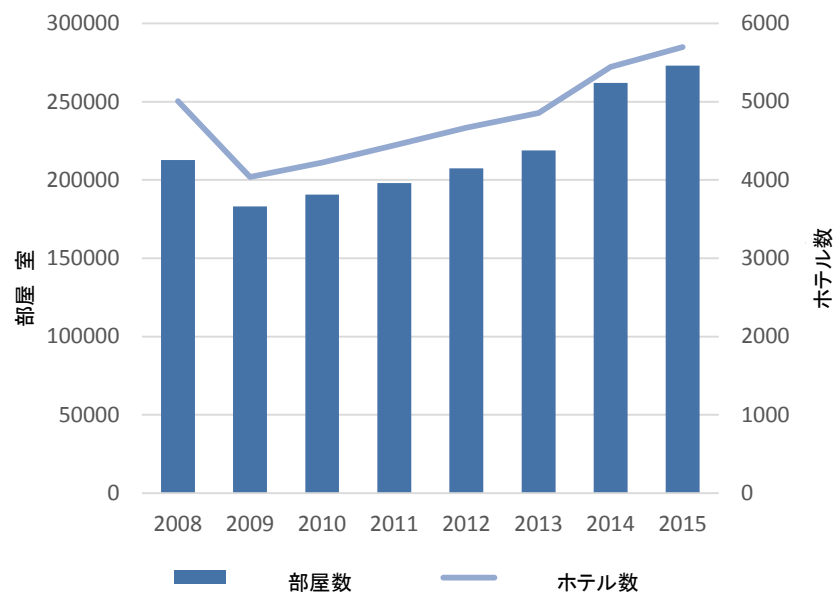


# ホテル供給は、2014年以降ほぼ同じ水準を保っている。

モスクワのホテル供給



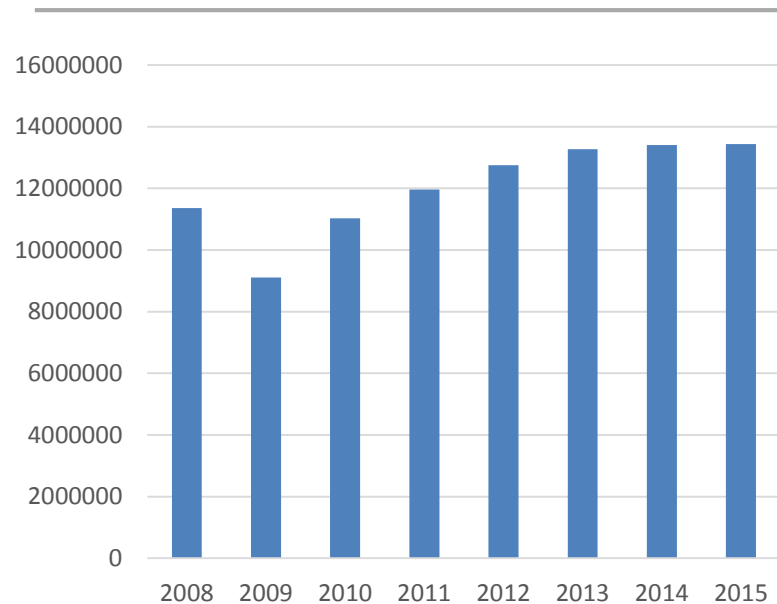
ロシア全体のホテル供給



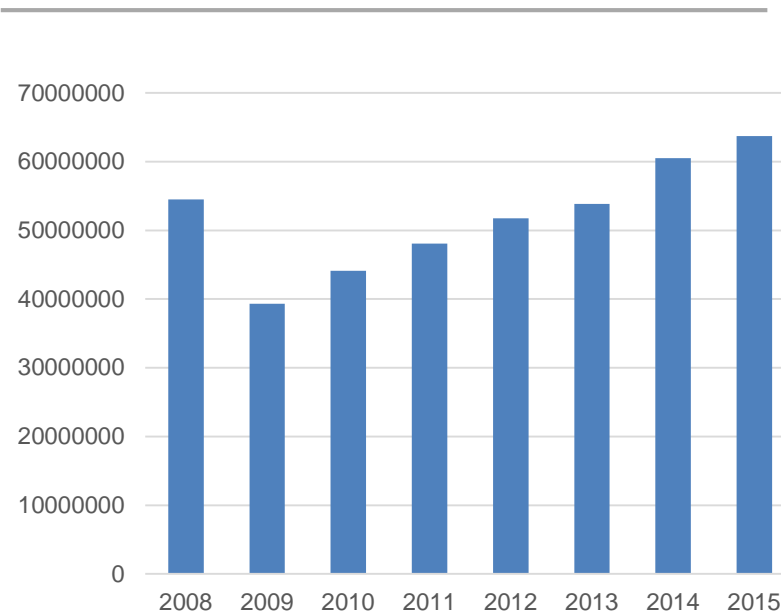
出所)ロシア統計局資料よりNRI作成

## ホテル宿泊数にも大きな変化はない。

モスクワのホテル宿泊数



ロシア全体のホテル宿泊数



出所)ロシア統計局資料よりNRI作成

## ホテル市場

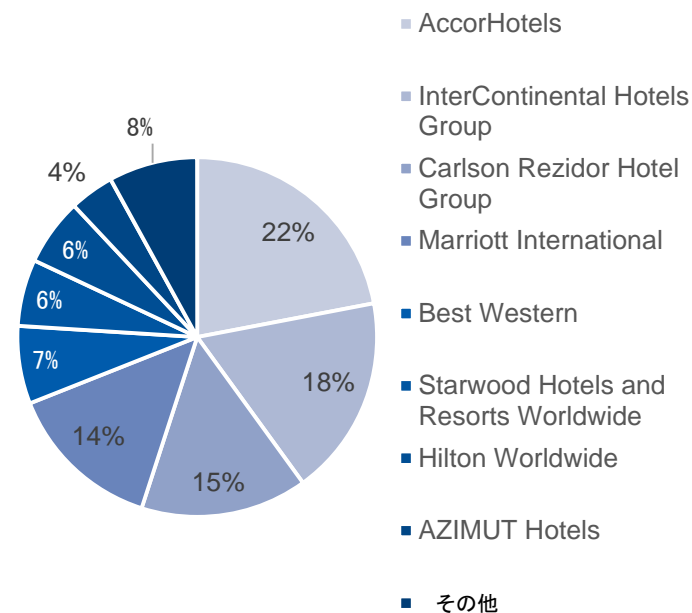
**経済の低迷にも関わらず、ホテル関係者は2015年以降需要が増加したと指摘する等、楽観的な見方が大勢を占めている。**

- 2016年現在、モスクワ市場では海外のホテル事業者が約15,000部屋を管理している。
- 2016年から2017年にかけて、ロシア及び海外のホテルチェーンが賑わったのはFIFA World Cupによるものである。

### モスクワホテル市場の主要指標

指標	2015	2016
海外ホテル事業者が管理する総ホテル数	52	58
海外ホテル事業者が管理する総客室数	13 723	14 942
部屋の平均価格 (ADR), ルーブル/日	7 245	7 815
一部屋当たりの収益 (RevPAR), RUB/日	4 890	5 650
稼働率 %	67.5	72.3
観光客数 100万人	17.1	17.5

### 2016年の主要海外ホテル事業者, 客室数割合 (%)



<b>中国</b>	<b>好景気のピークを超えて沈静化する市場</b>
<b>韓国</b>	<b>経済の沈滞で住宅・小売が低迷するも、オフィスは堅調</b>
<b>台湾</b>	<b>北部都市圏に開発がさらに集中。ホテルは依然好調</b>
<b>シンガポール</b>	<b>世界経済の減速により、各分野の供給過剰感が表面化</b>
<b>タイ</b>	<b>景気回復を受け、バンコク中心にオフィス・住宅が好調</b>
<b>インド</b>	<b>巨大な中間層の消費が幅広い不動産分野の好況を牽引</b>
<b>ロシア</b>	<b>長引く停滞で、モスクワにおいてもオフィス・小売が苦戦</b>
<b>アメリカ</b>	<b>緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移</b>

## アメリカ

## 緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移

- 1 アメリカのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 アメリカの不動産投資環境
- 3 アメリカの住宅市場
- 4 アメリカのオフィス市場
- 5 アメリカのホテル市場

# 1. 米国のマクロ経済環境

## 米国は大きく4つの地域に分けられる。

■ 米国は、北東部・中西部・南部・西部の4つの地域に分けられる。

	北東部		南部		中西部		西部		
	ニューヨーク	ボストン	ダラス	ヒューストン	シカゴ	デトロイト	ロサンゼルス	シアトル	サンフランシスコ
人口 - 人 (2016*)	8,537,673	673,184	1,317,929	2,303,482	2,704,958	672,795	3,976,322	704,352	870,887
GDP - 100万\$ (2016*)	1,657,457	422,660	511,606	478,618	651,222	252,691	1,001,677	330,409	470,529

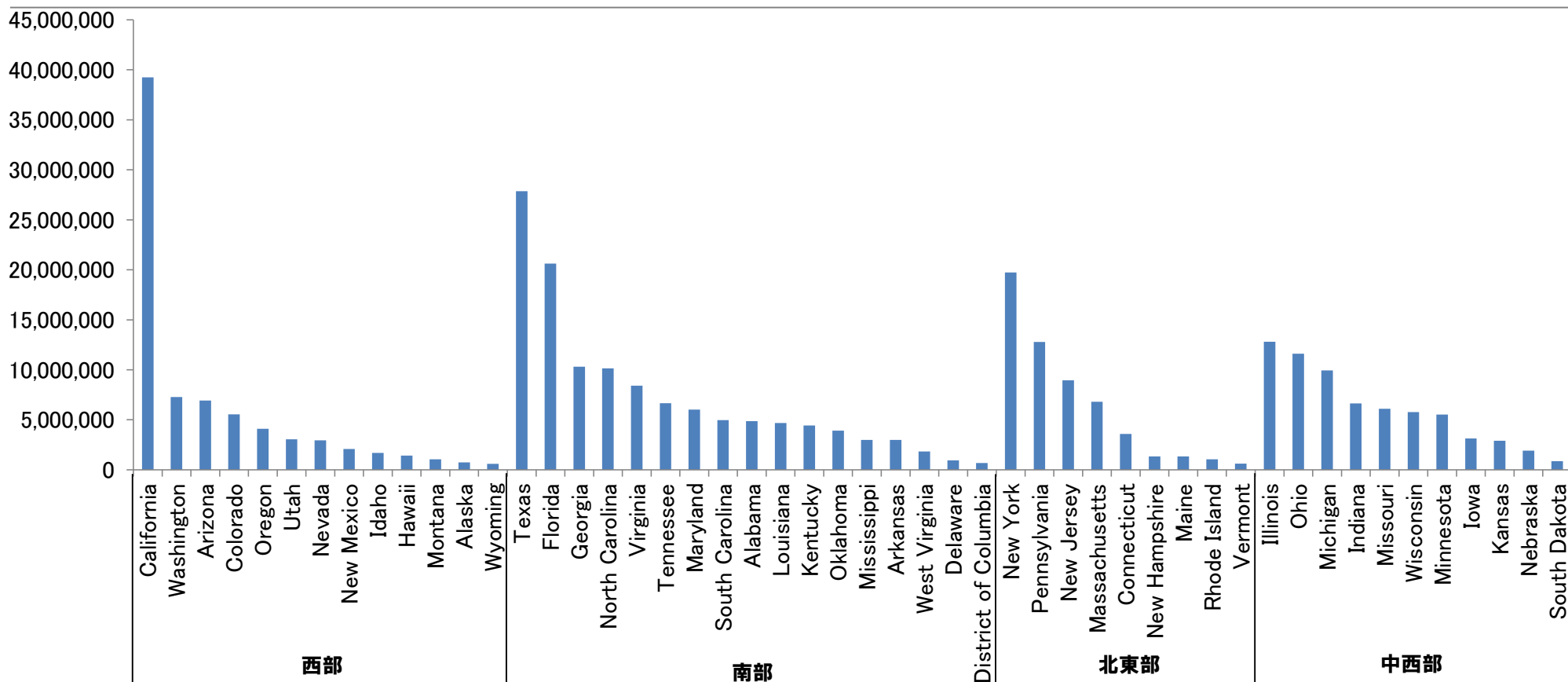
\*予想値

## 1. 米国のマクロ経済環境

州別の人口は、カリフォルニア州が最も多く、テキサス州、フロリダ州、ニューヨーク州、イリノイ州が続く。

■ カリフォルニア州の人口は3,920万人、テキサス州は2,780万人、フロリダ州は2,060万人、ニューヨーク州は1,970万人、イリノイ州は1,280万人である。

州別人口(2016年)

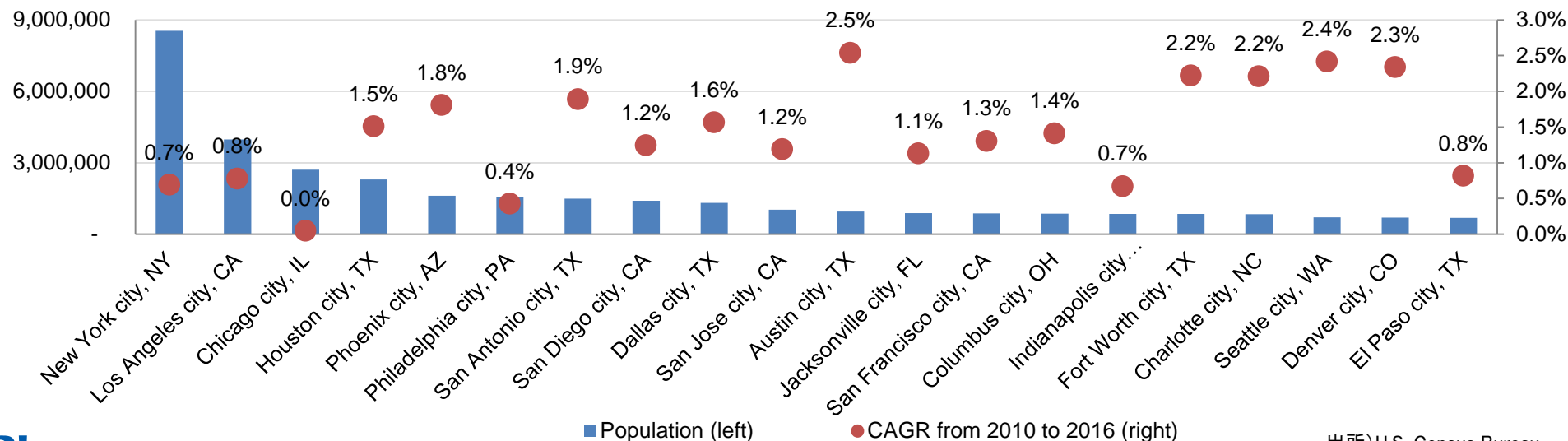


# 1. 米国のマクロ経済環境

**都市圏別では、ニューヨーク、ロサンゼルスが人口3,000万人を超える。  
人口トップ20都市のうち、2010年以降の年平均成長率が2%を超えるのは5都市。**

- 人口トップ20都市のうち、6都市がテキサス州に属する。
- 2010年以降の年平均成長率が2%を超える5都市は以下。
  - テキサス州オースティン 2.54%
  - ワシントン州シアトル 2.41%
  - コロラド州デンバー 2.34%
  - テキサス州フォートワース 2.22%
  - ノースカロライナ州シャーロット 2.21%

人口(上位20都市、2016年)



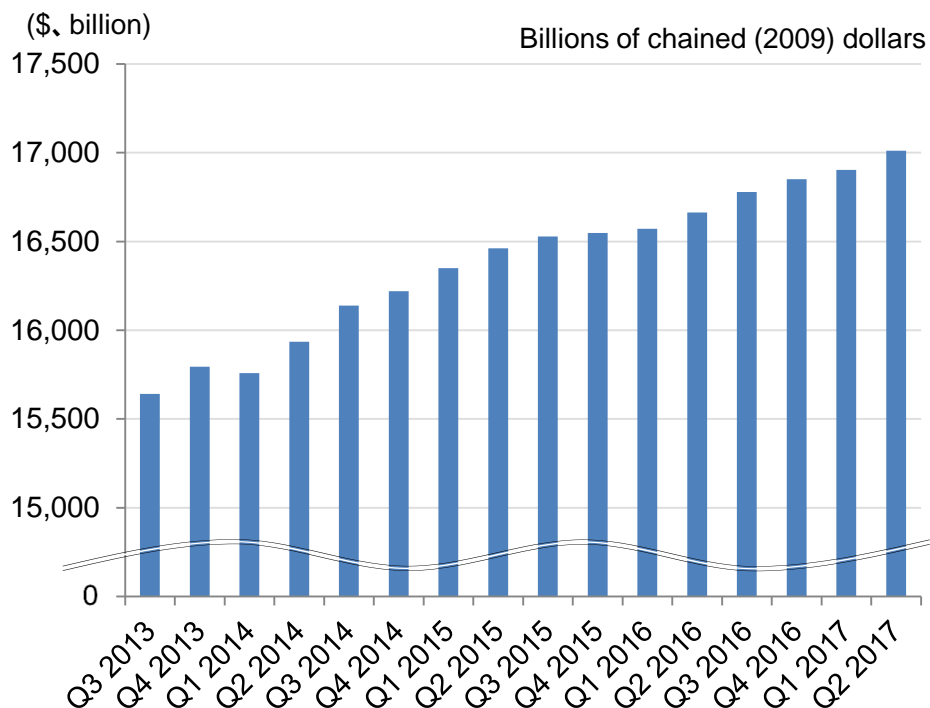


## 1. 米国のマクロ経済環境

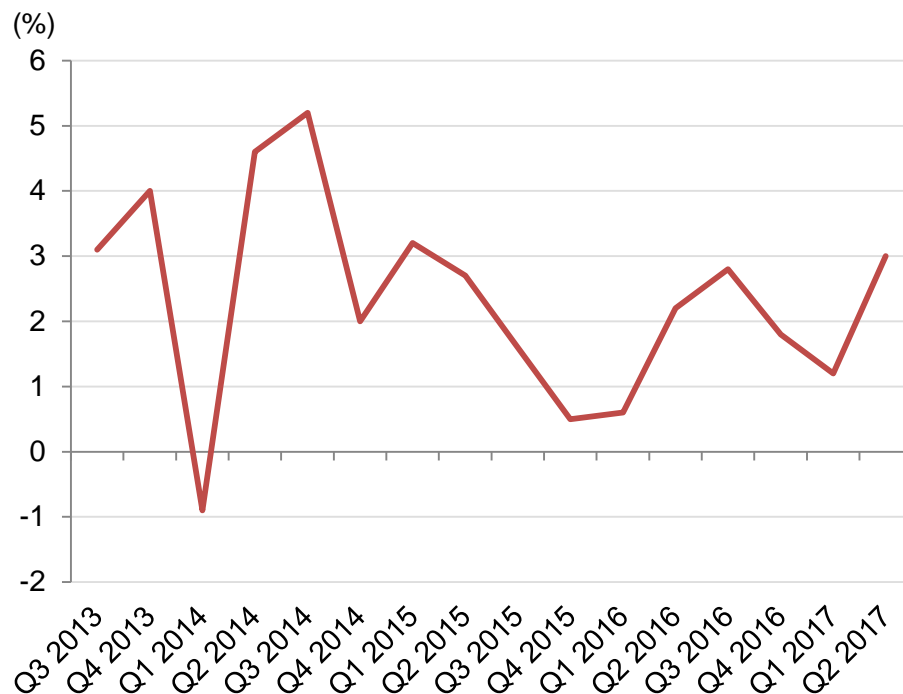
### 過去4年間、米国の実質GDPは2014年第1四半期を除き成長を続けている。

- 実質GDPは、2013年第3四半期の15.6兆ドルから2017年第2四半期には17.0兆ドルへと、8.8%増加した。
- 不動産業は直近の四半期に2.7%成長。経済成長の主要なドライバになっている。

#### 実質GDPの推移



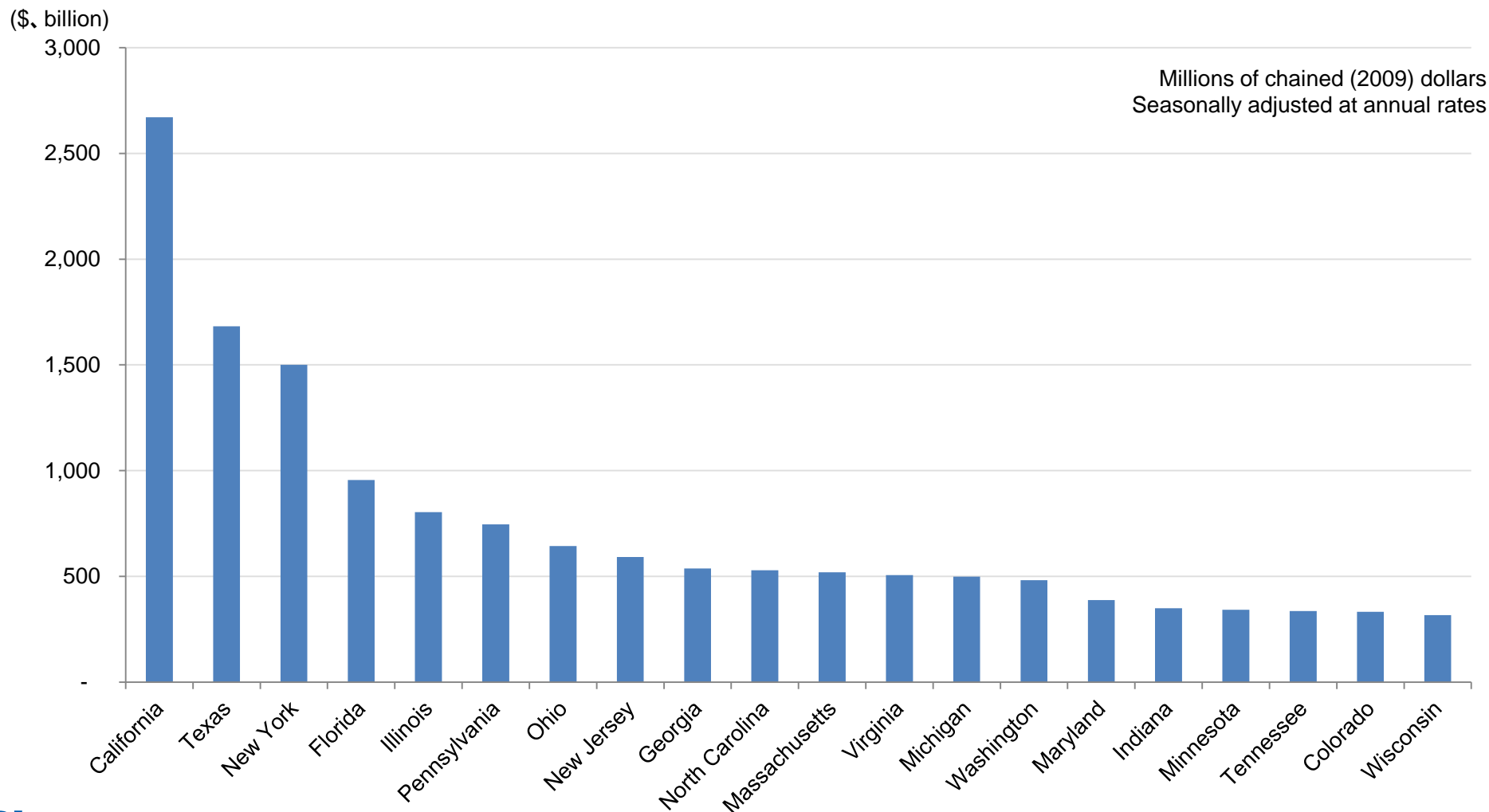
#### GDP成長率の推移



## 1. 米国のマクロ経済環境

州別実質GDPは、カリフォルニア州が約2.5兆ドルと最大。  
テキサス州とニューヨーク州が約1.5兆ドルで続き、それ以下は1兆ドル以下。

州別実質GDP (top 20 states, Q1 2017)

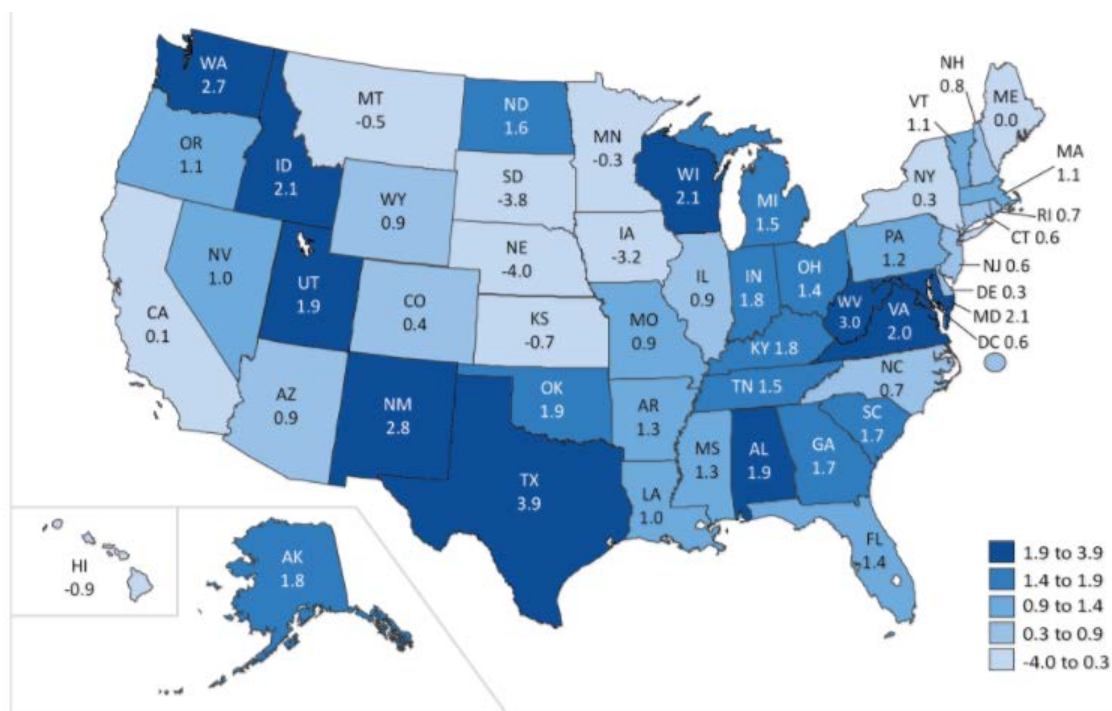


## 1. 米国のマクロ経済環境

2015年から2016年にかけては、43州とコロンビア特別区で実質GDPが成長した。

- 特に、テキサスやニューメキシコ州など南部の成長率が高い。

州ごとの実質GDP成長 (2015 -2016)

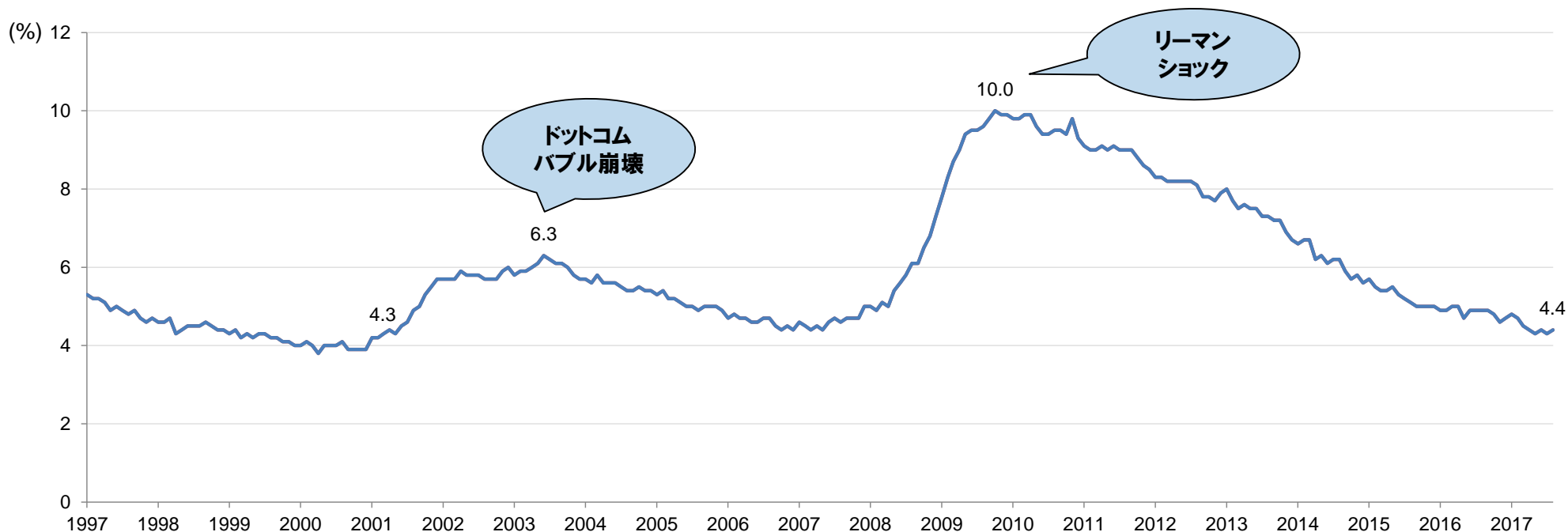


## 1. 米国のマクロ経済環境

### 失業率は2017年6月に4.3%を記録。過去20年間の最小水準に達している。

- 過去、失業率はドットコムバブル崩壊後とリーマンショック後に急上昇した。2009年10月にピークを迎えた後は減少傾向が続いている。
- 2017年8月は失業率4.4%、失業者数は710万人となっている。

失業率（1997 - 2007年）

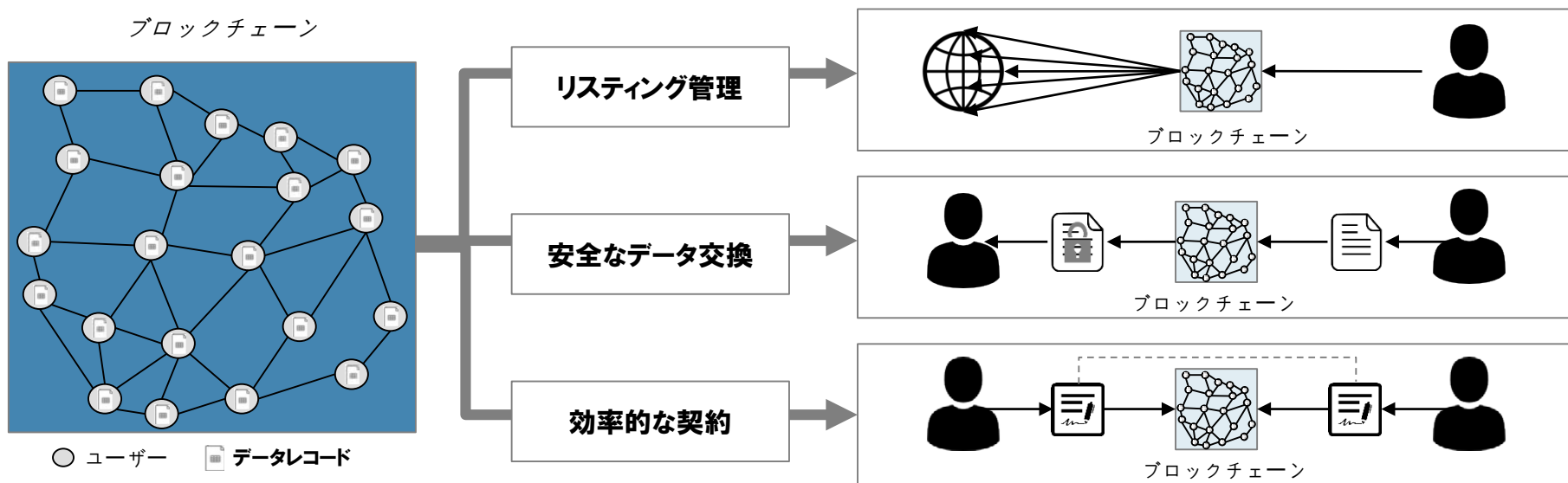


## 1. 米国のマクロ経済環境

# 米国市場は、不動産アプリケーションのためのブロックチェーン技術を模索している。

- ブロックチェーン技術により、全ての関係者はオリジナルデータのコピーを所有するとともに、ほぼリアルタイムで安全に編集・更新できる
- アメリカの不動産業界は、①物件管理(世界中の物件リストを効率管理する)、②安全なデータ交換(テナントやオーナーとの安全なデータ受け渡し)、③効率的な契約(情報や契約の取り交わしを高速化する)の3つの理由から、ブロックチェーン技術に関心を寄せている

## 不動産のブロックチェーン概要



## 1. 米国のマクロ経済環境

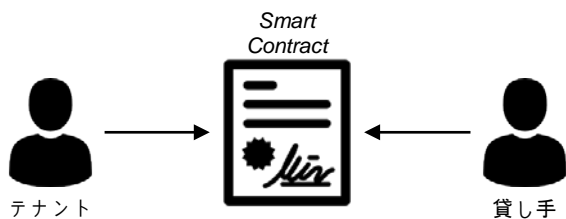
# ブロックチェーン技術は、Smart Contracts により不動産の契約方法に革新をもたらす。

- 「Smart Contracts」は、ブロックチェーン技術を用いて安全な契約ができるアプリケーションである。

### Smart Contracts タイムライン概要

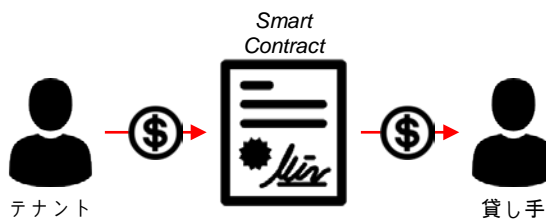


#### 賃貸借契約前



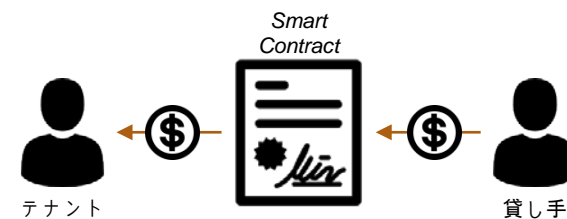
- テナントと貸し手が Smart Contract を通じてリース契約に署名。
- 契約には賃貸料・支払条件等が含まれる。

#### 賃貸借契約中



- Smart Contract は支払条件に基づき、テナントから貸し手へのリース支払を実行する。

#### 賃貸借契約後



- 契約終了時、貸し手は原状回復等の調整後に Smart Contract を介して保証金をテナントに返す。

## アメリカ

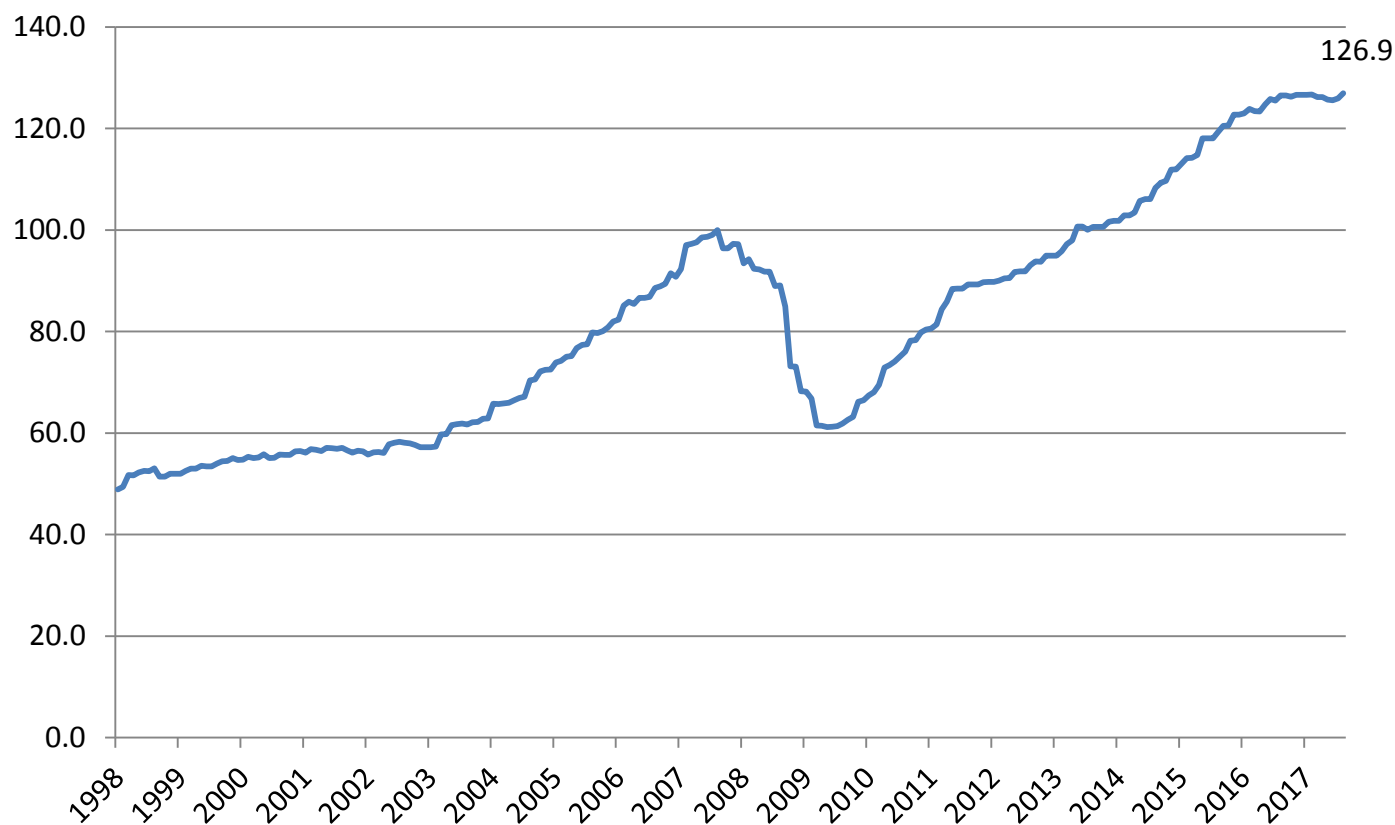
## 緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移

- 1 アメリカのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 アメリカの不動産投資環境
- 3 アメリカの住宅市場
- 4 アメリカのオフィス市場
- 5 アメリカのホテル市場

## 2. 米国の不動産投資環境

足元の商業用不動産価格は、2007年のピーク時を大きく上回る水準。  
リーマンショック以降上昇を続けてきたが、2016年後半に頭打ちとなった。

商業用不動産価格の推移(Commercial Property Price Index ※)



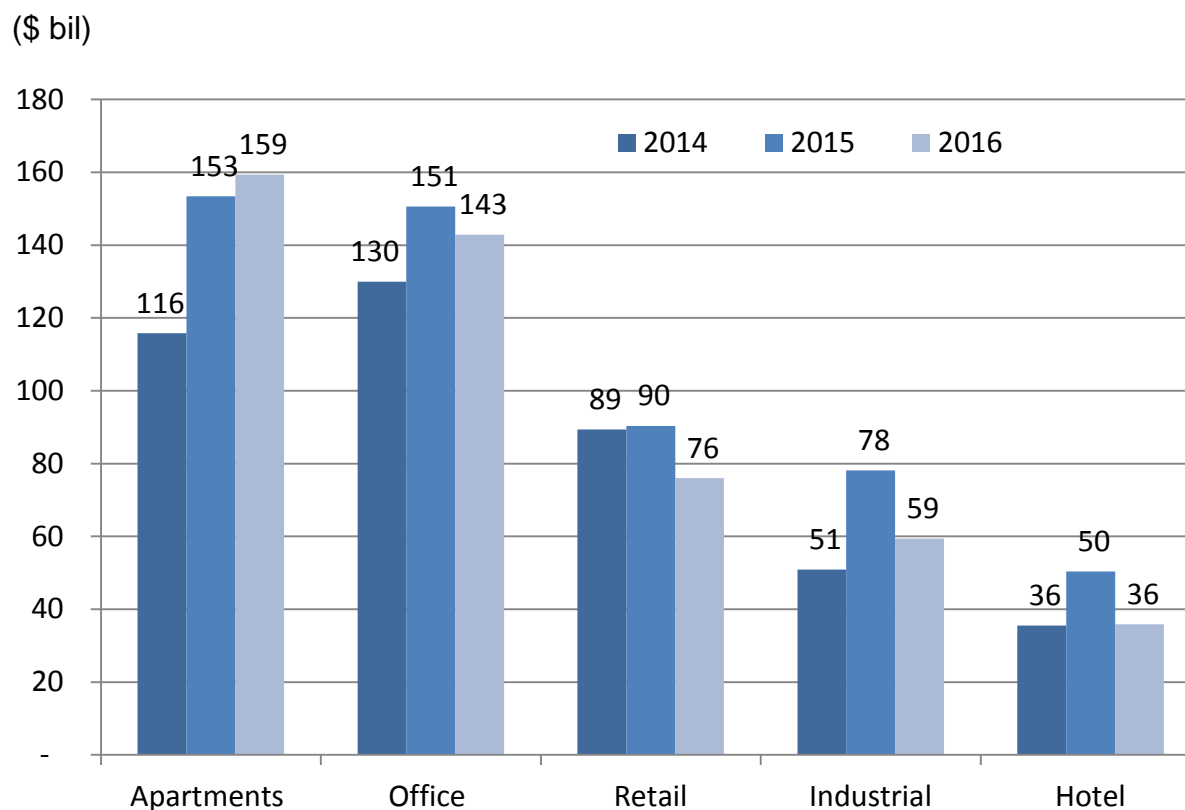
出所) Green Street Advisors 資料よりNRI作成  
※商業用不動産のうち、優良物件を主な対象としている



## 2. 米国の不動産投資環境

取引額は2014年から2015年にかけて全てのセクターで増加。  
2016年はアパートメントのみ増加が続いたものの、その他は減少に転じた。

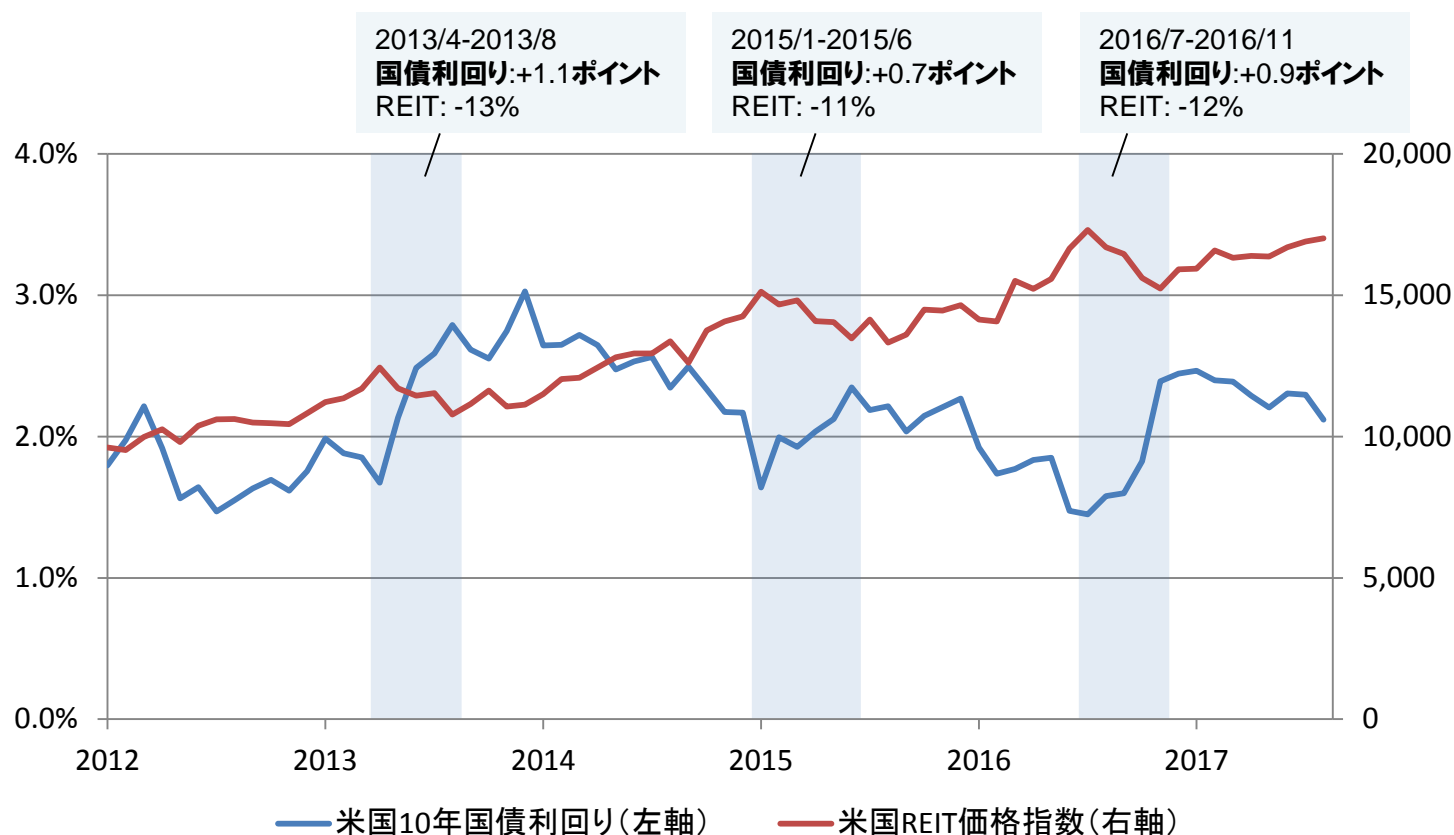
商業用不動産の取引額推移(2.5billion以上の取引を抽出)



## 2. 米国の不動産投資環境

REIT価格は、金利上昇局面では短期的に低下するが、中期的には上昇を続けている。

### 主要セクターのキャップレート推移



※REIT価格指数は、FTSE NAREIT All Equity REITs Total Indexを使用

## アメリカ

## 緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移

- 1 アメリカのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 アメリカの不動産投資環境
- 3 **アメリカの住宅市場**
- 4 アメリカのオフィス市場
- 5 アメリカのホテル市場

### 3. 米国の住宅市場 (1) 概要

**米国の住宅市場は、分譲住宅に相当するものが約50%を占め、注文住宅は約15%。近年増加している賃貸集合住宅は約30%となっている。**

#### 日米における住宅市場構造の比較

Unit: 万戸	日本	Unit: 10,000 houses	米国
新設住宅着工戸数	96.7 (100%)	Starts by Purpose	117.4 (100%)
持家(注文住宅)	29.2 (30%)	Owner built <sup>※2</sup>	4.9 (4%)
		Contractor built <sup>※3</sup>	11.6 (10%)
分譲	25.1 (26%)	Built for sale	60.7 (52%)
うち 一戸建	13.4 (14%)	Single-family Units	57.9 (49%)
うち マンション	11.7 (12%)	Building with 2 units or more	2.8 (2%)
賃貸(給与住宅舎)	42.4 (44%)	Built for rent	40.2 (34%)
中古住宅流通	16.9 (17%)	Used house sales	549 (468%)

※1 中古住宅流通のみ2013年度

※2 地主が施主および現場監督となり、自ら居住するために建築する住宅。建築の方法として、(1) 地主が施工作業を部分的に担い、残部分を地元工務店に発注する、(2) 地主が施工作業を全て地元工務店に委託する、(3) 地主が施工作業を全て実施する、の3タイプがある。(完工の責任は基本的に地主が負う。DIYで家を建てる場合の一部作業を、地元工務店に委託するイメージ)

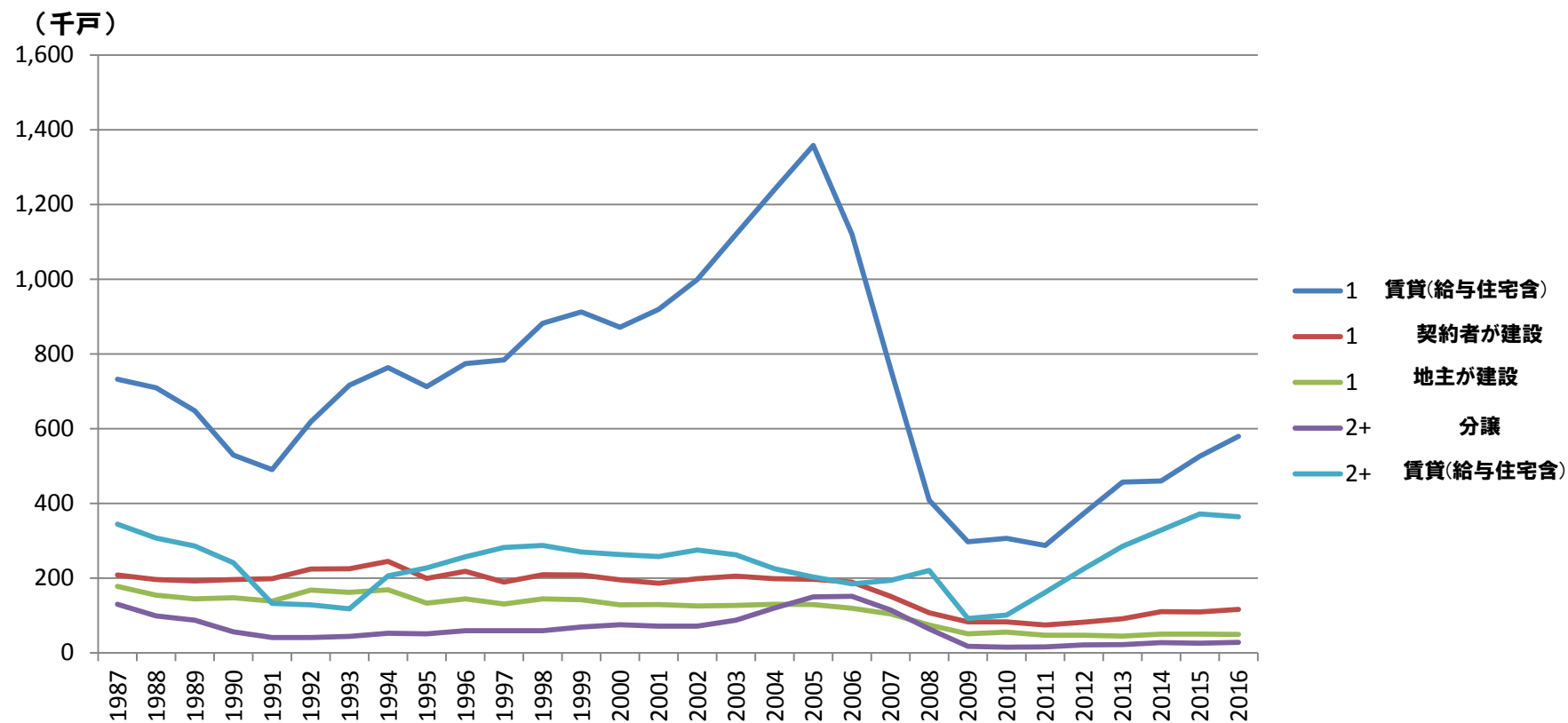
※3 地主が施主となり、自ら居住するために建築する住宅。地元工務店を現場監督として雇い、地主自身は施工作業を一切実施しない。この中には、実態は賃貸住宅として使用される住宅(例: 聖職者の仮宅等)も含まれる。(完工の責任は基本的に地元工務店が負う)

### 3. 米国の住宅市場 (1) 概要

戸建て住宅の着工戸数は2005年をピークに急減したが、2011年を底として回復基調。賃貸住宅も並行して成長している。

■ 2016年に、賃貸住宅の着工戸数は前年度を下回った。

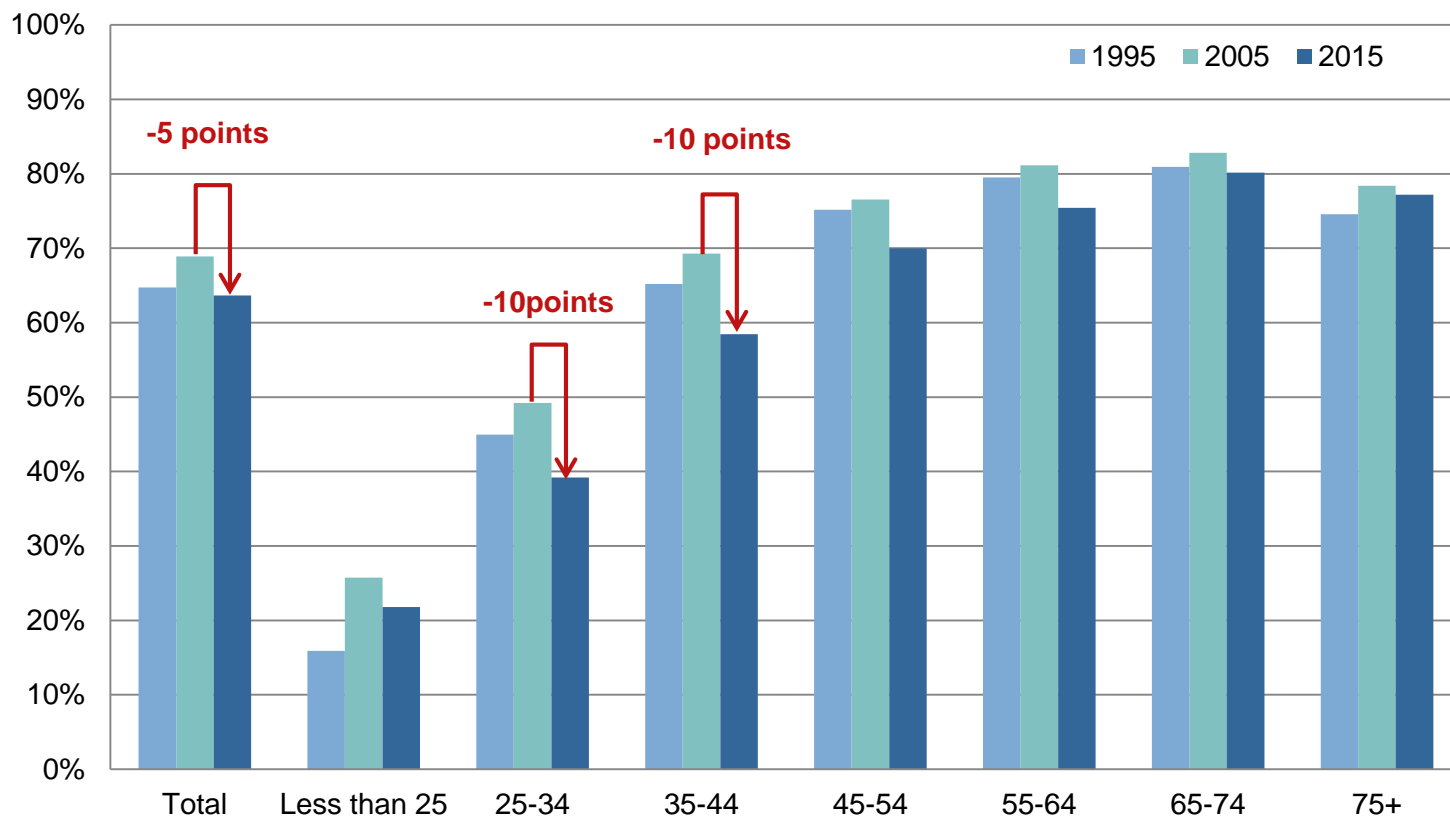
#### 新設住宅着工戸数の推移



### 3. 米国の住宅市場 (1) 概要

2005年からの10年間で、25～44歳の持ち家率が大きく減少。  
若年層の住宅取得率が低下し、賃貸住宅の需要が急増した。

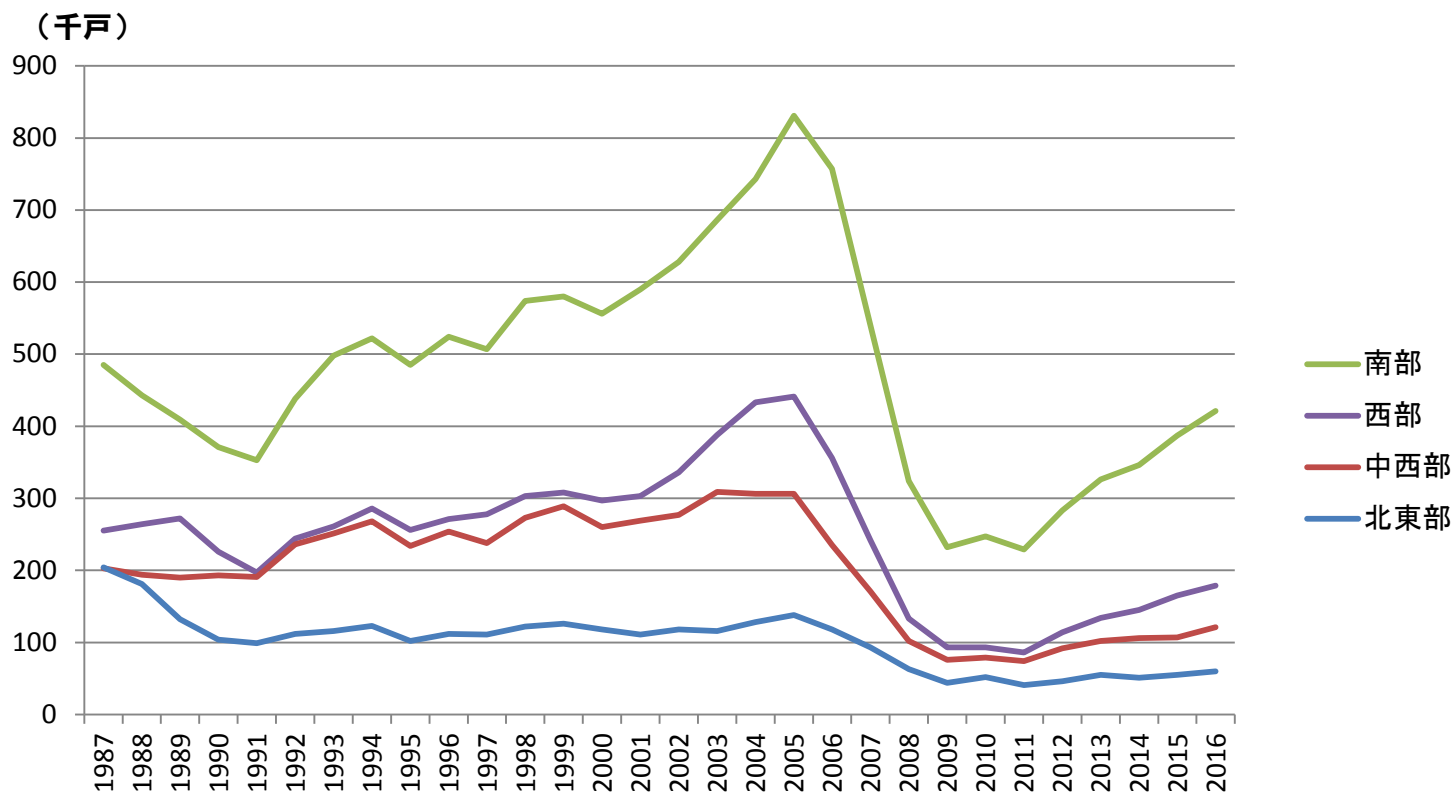
年齢別住宅取得率



### 3. 米国の住宅市場 (2) 戸建て住宅

リーマンショック以降、南部と西部は回復傾向にあり、90年代の水準に戻りつつあるが、中西部・北東部は2009年以降ほぼ横ばい。

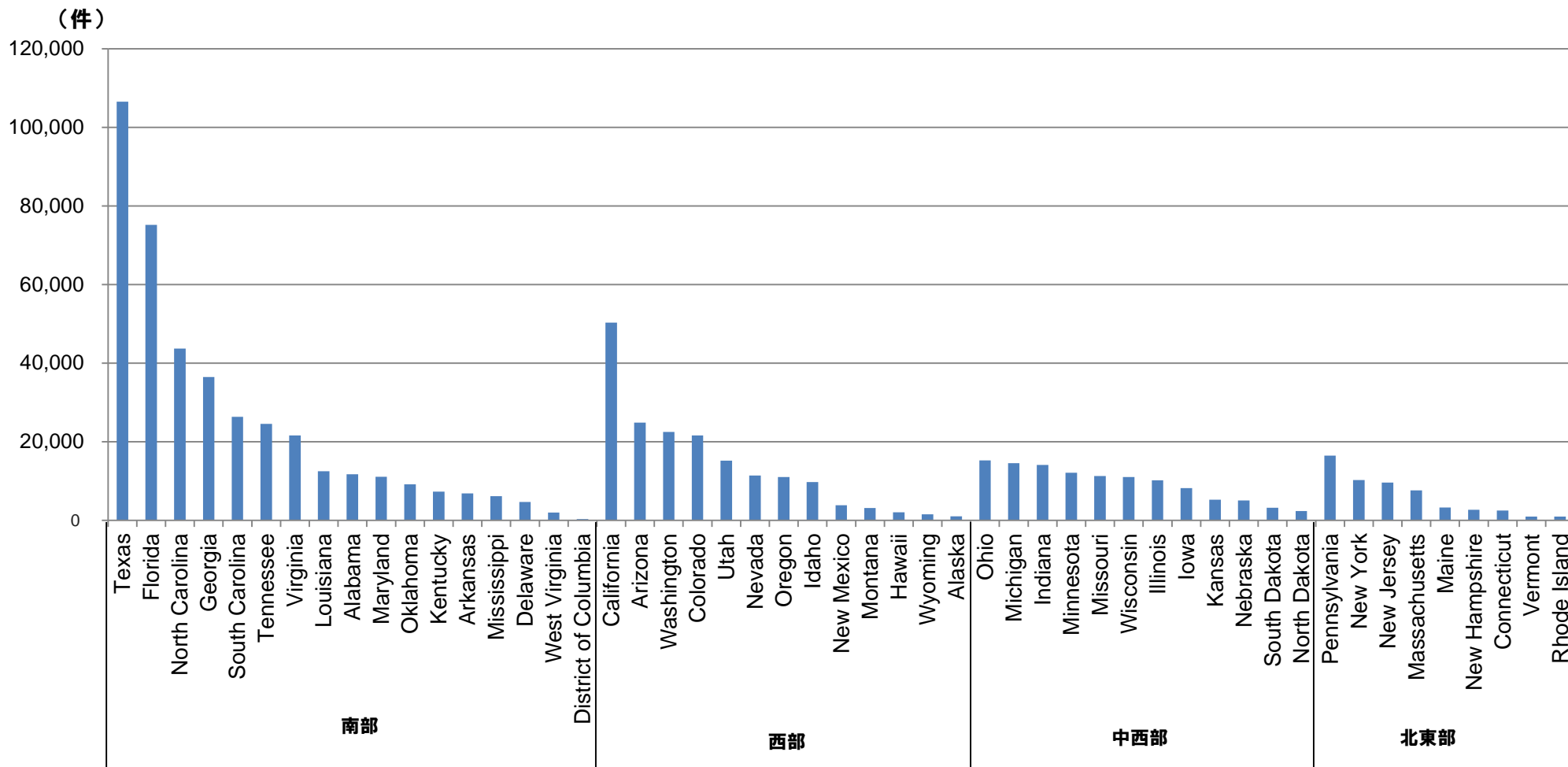
新設住宅着工戸数(戸建て)の推移



### 3. 米国の住宅市場 (2) 戸建て住宅

戸建て住宅の着工許可件数は、南部のテキサス州、フロリダ州が突出して多い。その他の地域では、カリフォルニア州が50,000件を超えるが、その他は3万件以下である。

州別新設住宅着工許可件数(戸建て・2016)

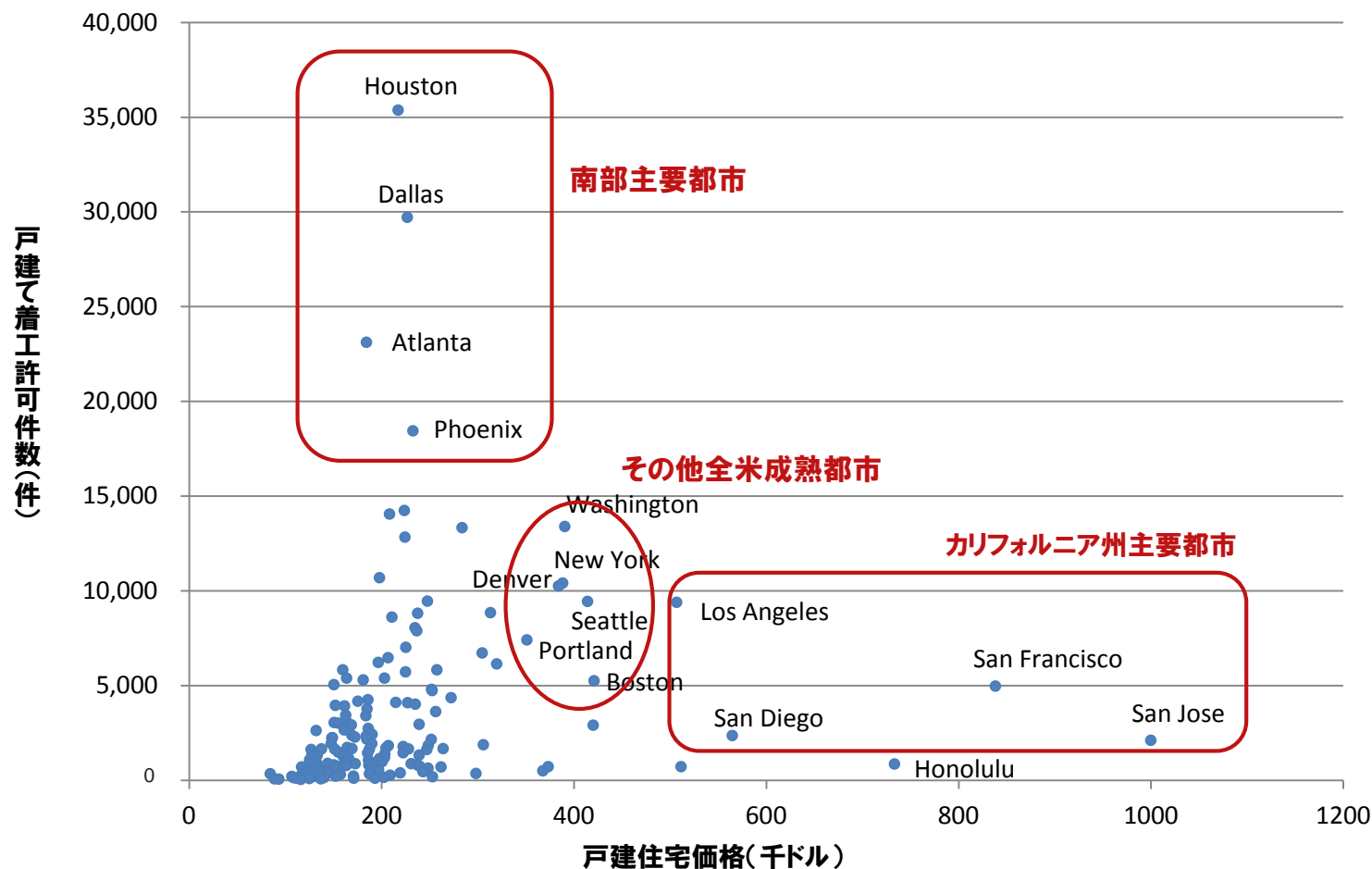




### 3. 米国の住宅市場 (2) 戸建て住宅

都市圏別で見ると、着工戸数が多いのはテキサス州など南部の都市。  
住宅価格が高い都市はカリフォルニア州に集中している。

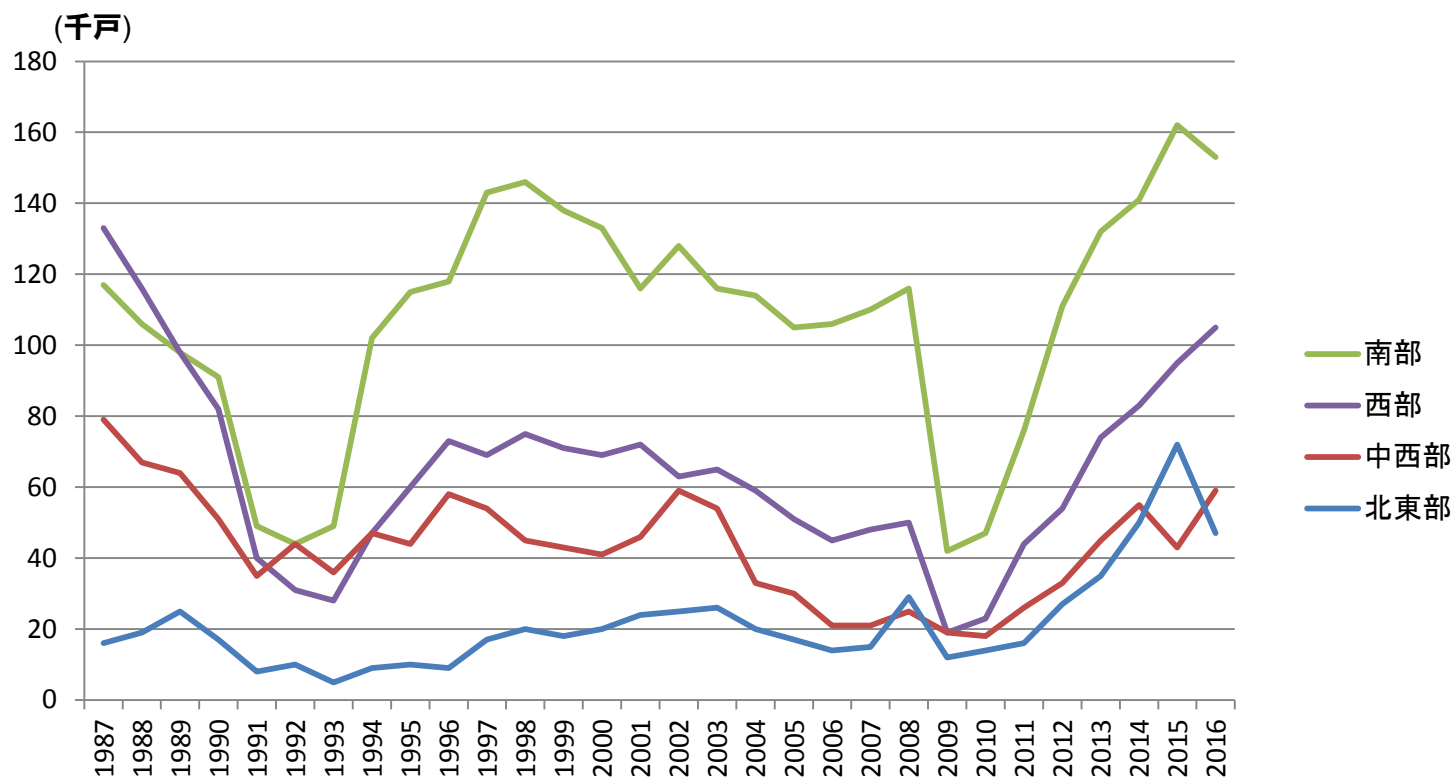
都市別住宅価格・新設住宅着工許可件数(2016年)



### 3. 米国の住宅市場 (2) 戸建て住宅

賃貸住宅の着工戸数は2009年以降急速に増加したが、西部を除き2015年ごろから減少に転じている。

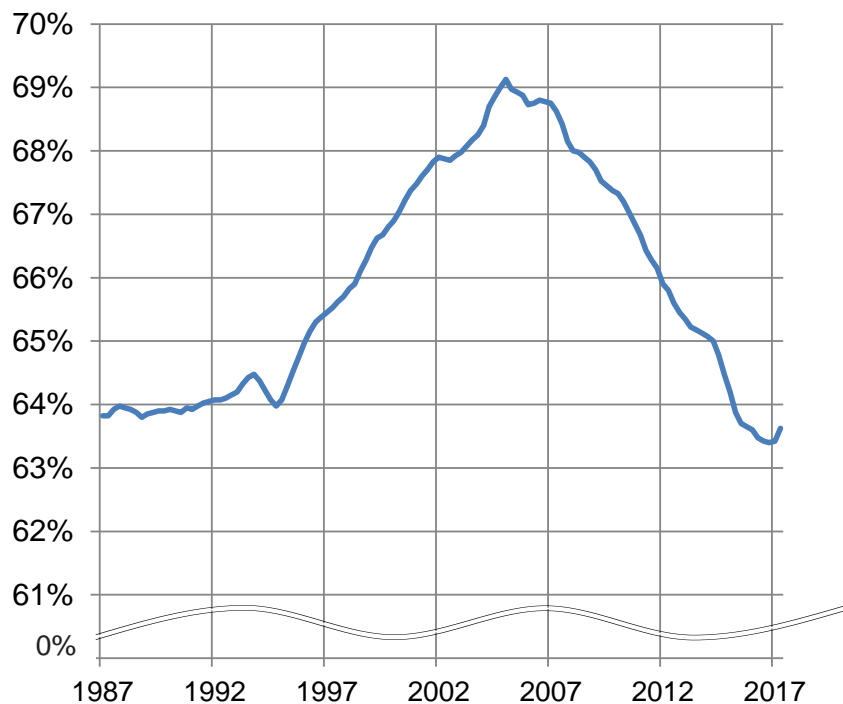
新設住宅着工戸数(賃貸住宅)の推移



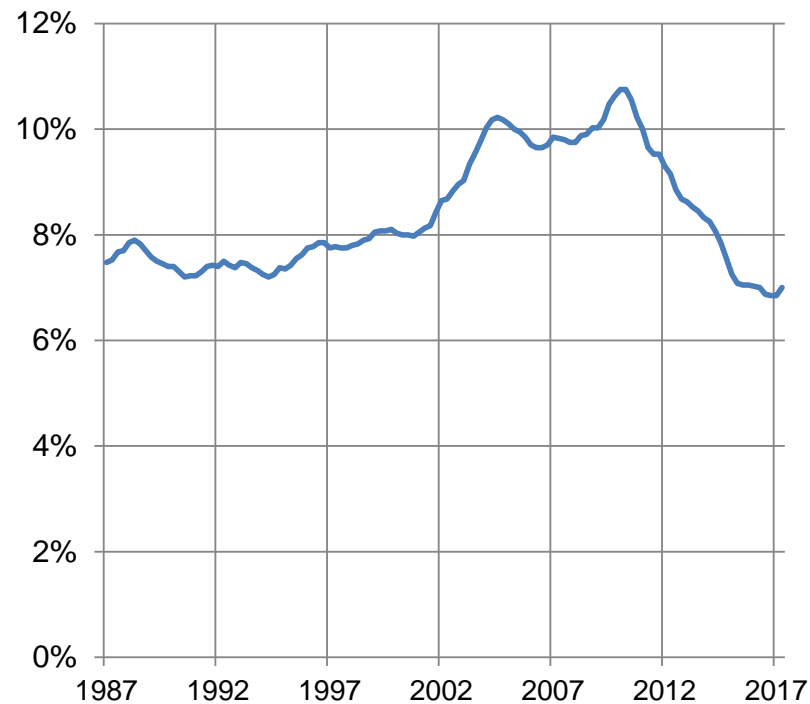
### 3. 米国の住宅市場 (3)賃貸住宅

持ち家率・空室率ともに低下し続けていたが、2016年頃に下げ止まった。

持ち家率の推移



空室率の推移

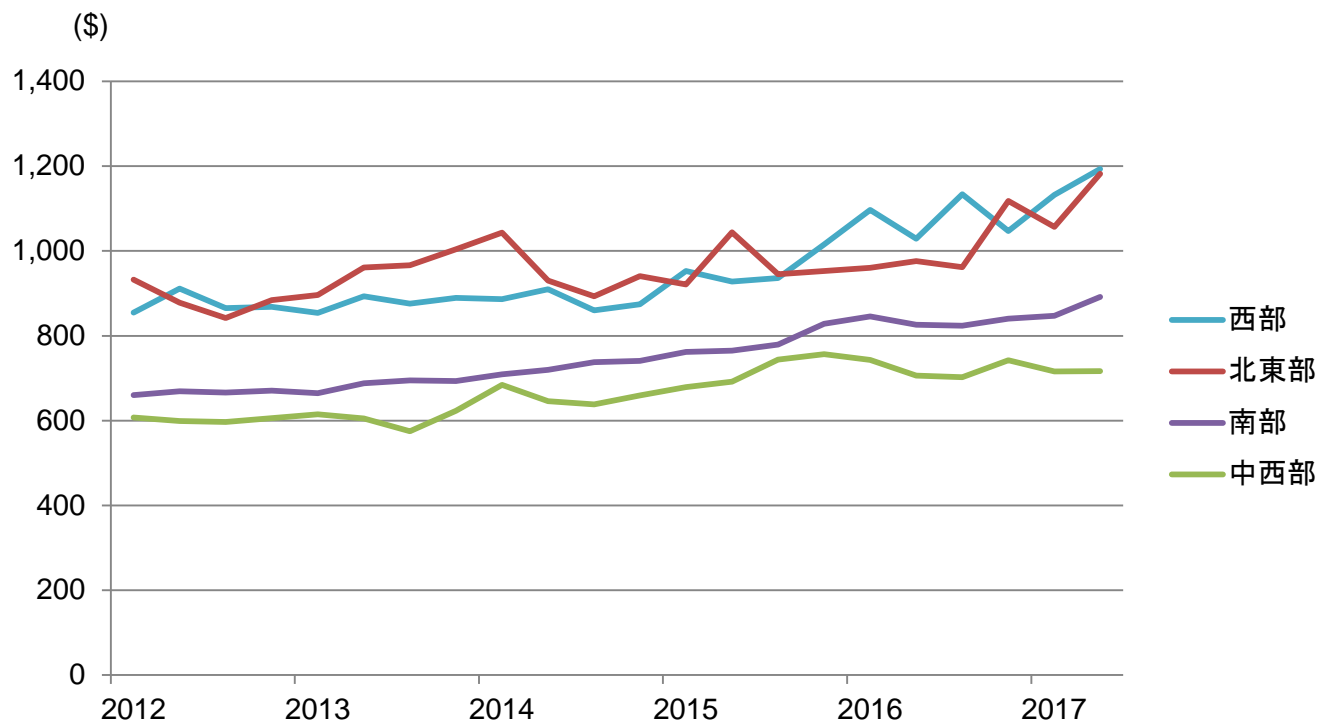


出所) U.S. Census Bureau  
それぞれ4四半期データの移動平均値を使用

### 3. 米国の住宅市場 (3)賃貸住宅

直近の賃料のトレンドに大きな変化はみられない。

地域別の賃料推移(中央値)

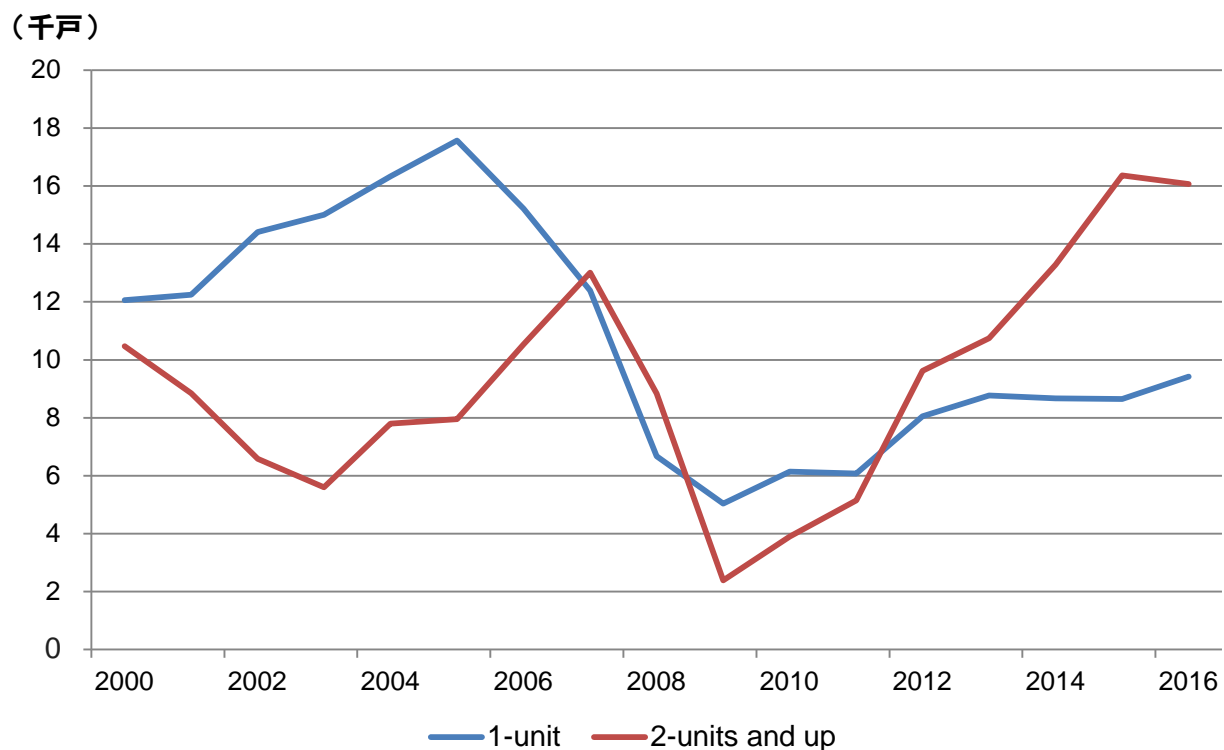


### 3. 米国の住宅市場 (4) シアトルの住宅市場

**シアトル都市圏 (Seattle-Tacoma-Bellevue MSA) では、リーマンショック後に集合住宅の建設が大きく増加した。**

■ シアトル都市圏は、Snohomish、King、Pierceの3つのCounty(郡)からなる地域。

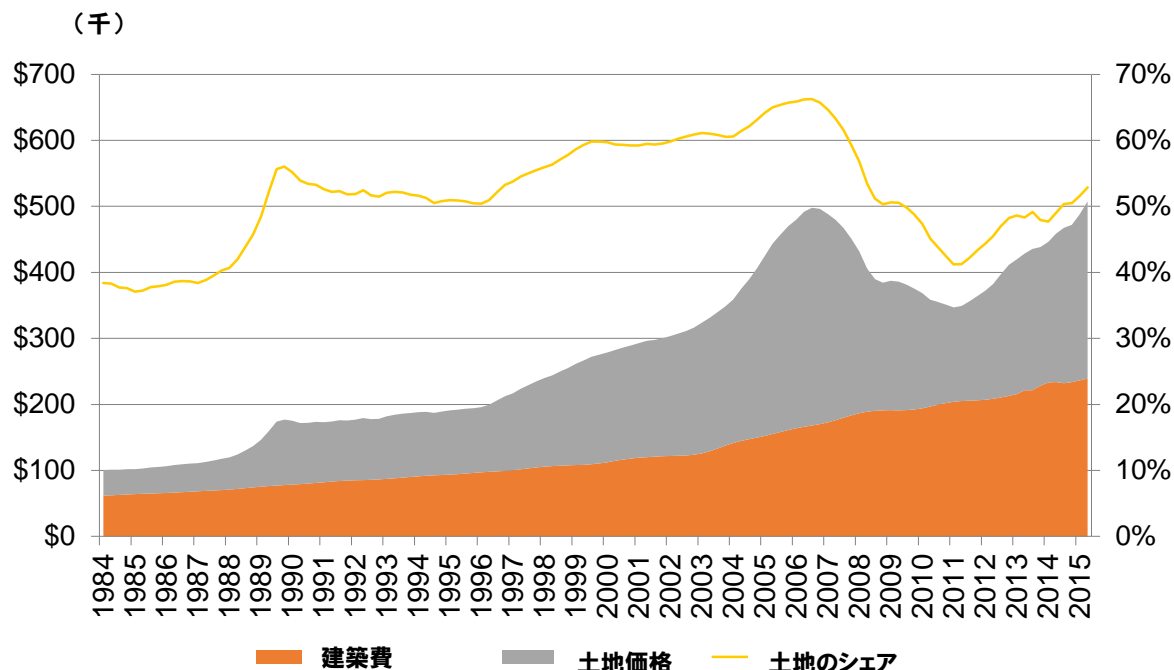
#### 新設住宅着工戸数



### 3. 米国の住宅市場 (4) シアトルの住宅市場

平均戸建て価格は約50万ドルであり、地価の上昇に加え建設費も大きく上昇している。

土地価格及び建築コストの推移



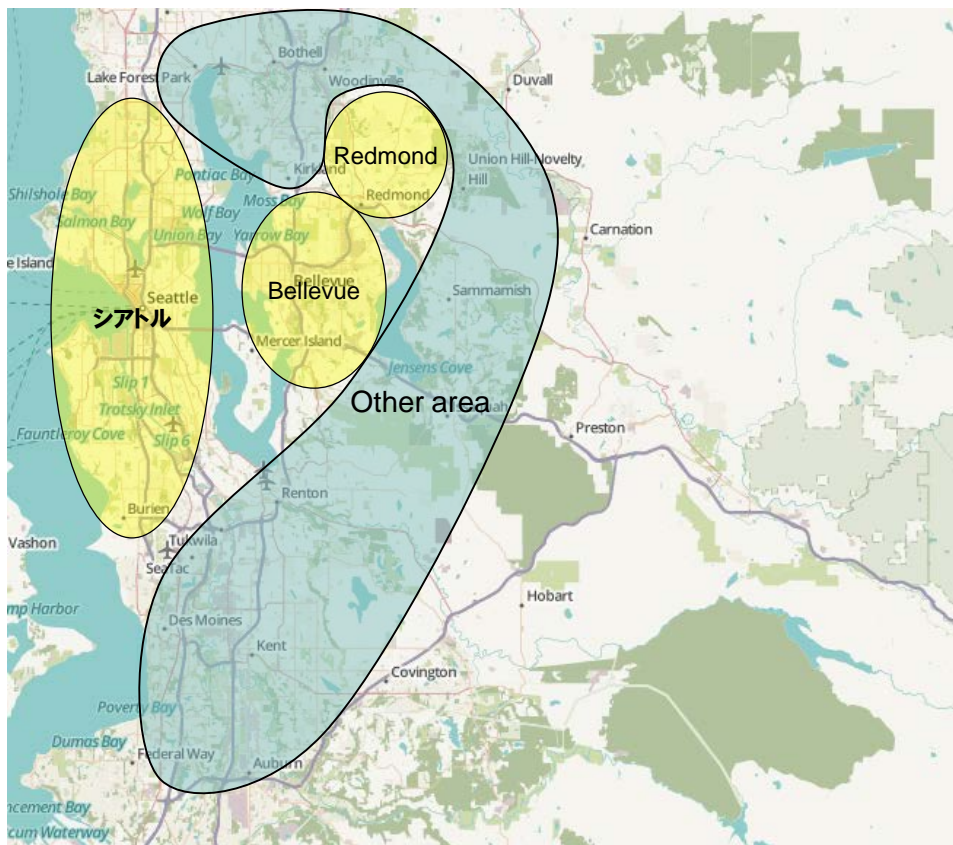
*年	住宅価格	建設費	土地の価格	土地のシェア
2000	\$278,695	\$112,257	\$166,438	59.7%
2001	\$292,826	\$119,354	\$173,471	59.2%
2002	\$303,519	\$121,947	\$181,572	59.8%
2003	\$323,773	\$125,821	\$197,952	61.1%
2004	\$359,056	\$141,585	\$217,471	60.6%
2005	\$424,912	\$152,219	\$272,692	64.2%
2006	\$479,951	\$163,874	\$316,077	65.9%
2007	\$488,499	\$172,756	\$315,744	64.6%
2008	\$431,855	\$186,623	\$245,231	56.8%
2009	\$387,317	\$191,347	\$195,970	50.6%
2010	\$368,625	\$194,053	\$174,572	47.4%
2011	\$346,949	\$204,023	\$142,926	41.2%
2012	\$372,227	\$207,086	\$165,142	44.4%
2013	\$419,730	\$215,593	\$204,137	48.6%
2014	\$446,107	\$233,255	\$212,852	47.7%
2015	\$488,054	\$236,426	\$251,628	51.6%

\*第四四半期データ

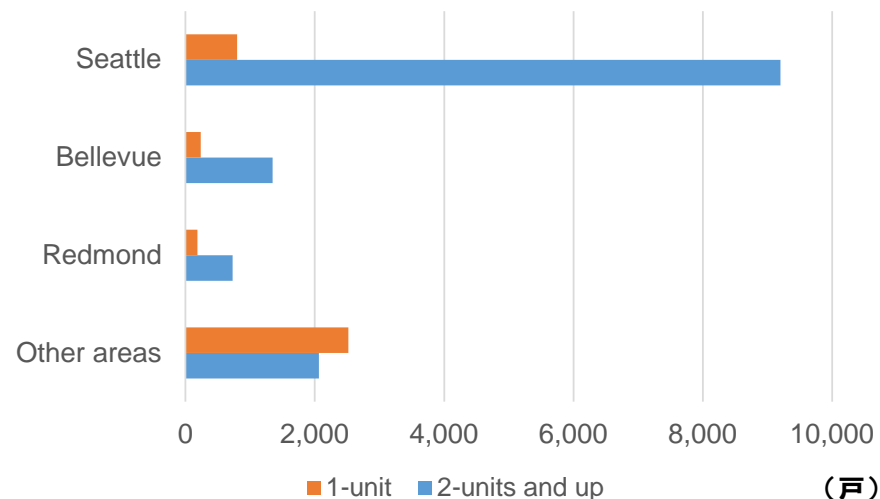
### 3. 米国の住宅市場 (4) シアトルの住宅市場

**集合住宅は、シアトル市内が市場の半分以上を占める。  
郊外では戸建て住宅と集合住宅がほぼ同数となっている。**

シアトル市及び周辺地図



シアトル周辺(King County)の住宅着工許可件数(2016年)

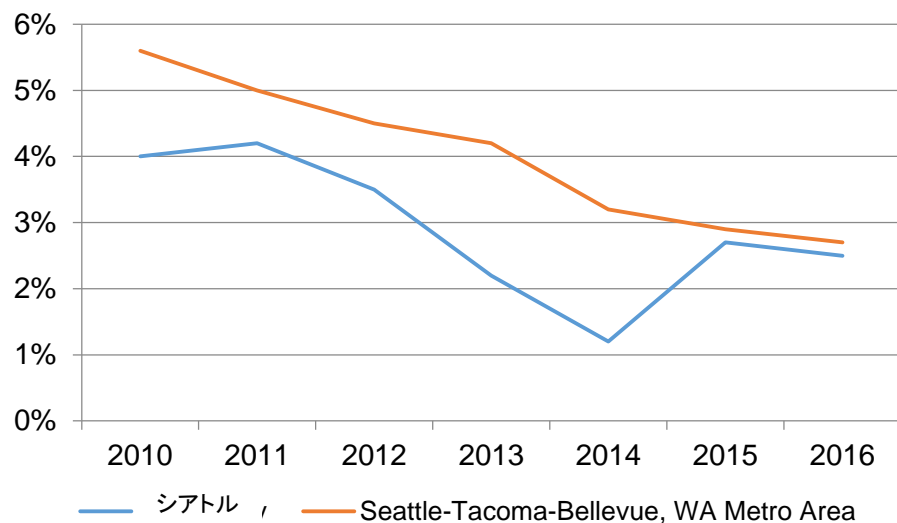


\* Other areas は、King Countyに属するCityの件数を合計した

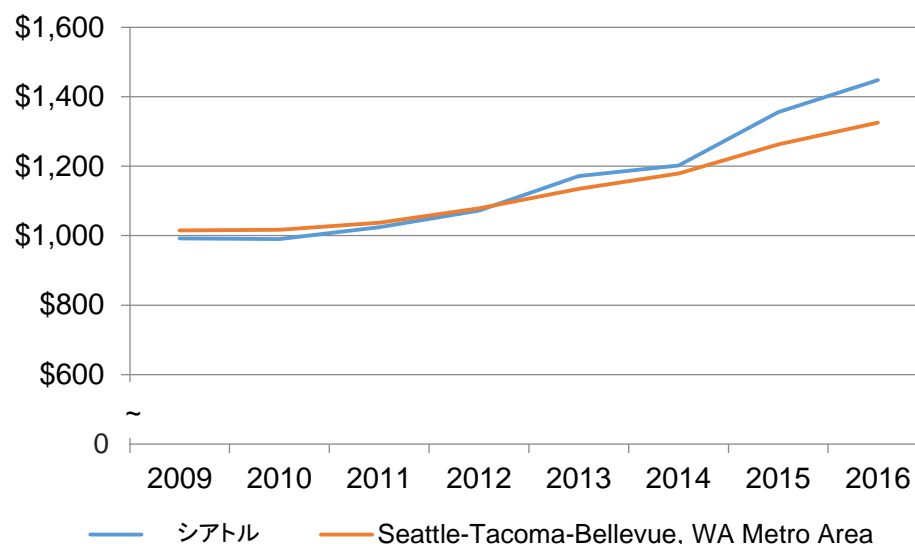
### 3. 米国の住宅市場 (4) シアトルの住宅市場

**賃貸住宅の空室率は急速に低下し、都市圏全体でも3%を下回る。  
賃料水準は、2014年以降シアトル市が都市圏平均を大きく上回っている。**

#### 空室率の推移



#### 賃料(中央値)の推移

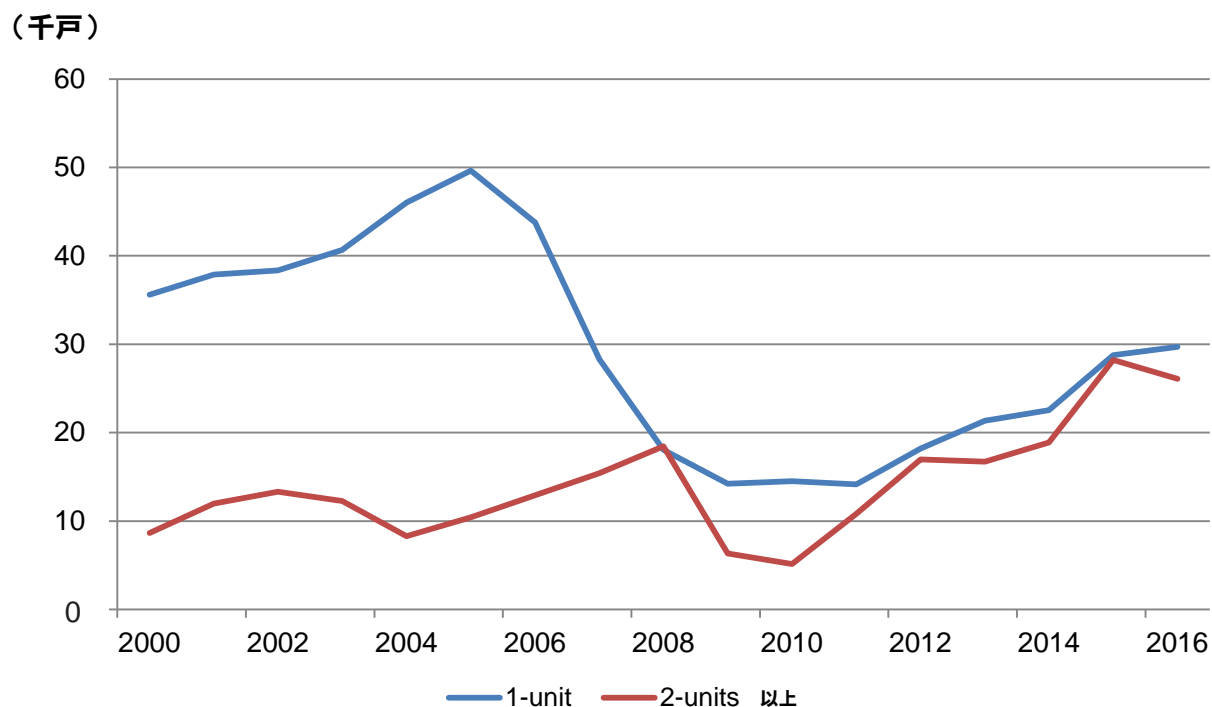




### 3. 米国の住宅市場 (5) ダラスの住宅市場

ダラス都市圏 (Dallas-Fort Worth-Arlington MSA) の新設住宅着工戸数は、戸建て・集合住宅とも2万戸台後半まで回復してきた。

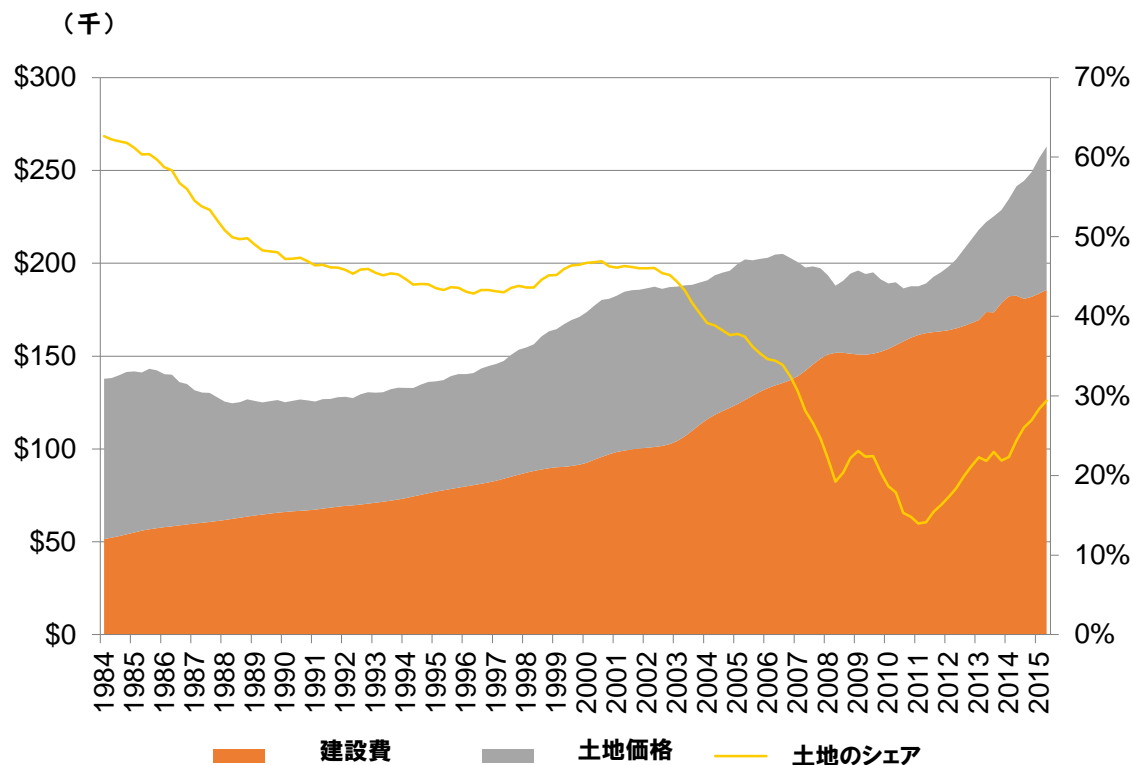
#### 新設住宅着工戸数の推移



### 3. 米国の住宅市場 (5) ダラスの住宅市場

平均戸建て住宅価格は約25万ドル。  
建設費が大きく上昇しており、住宅価格の70%以上を占める。

#### 土地価格及び建築コストの推移



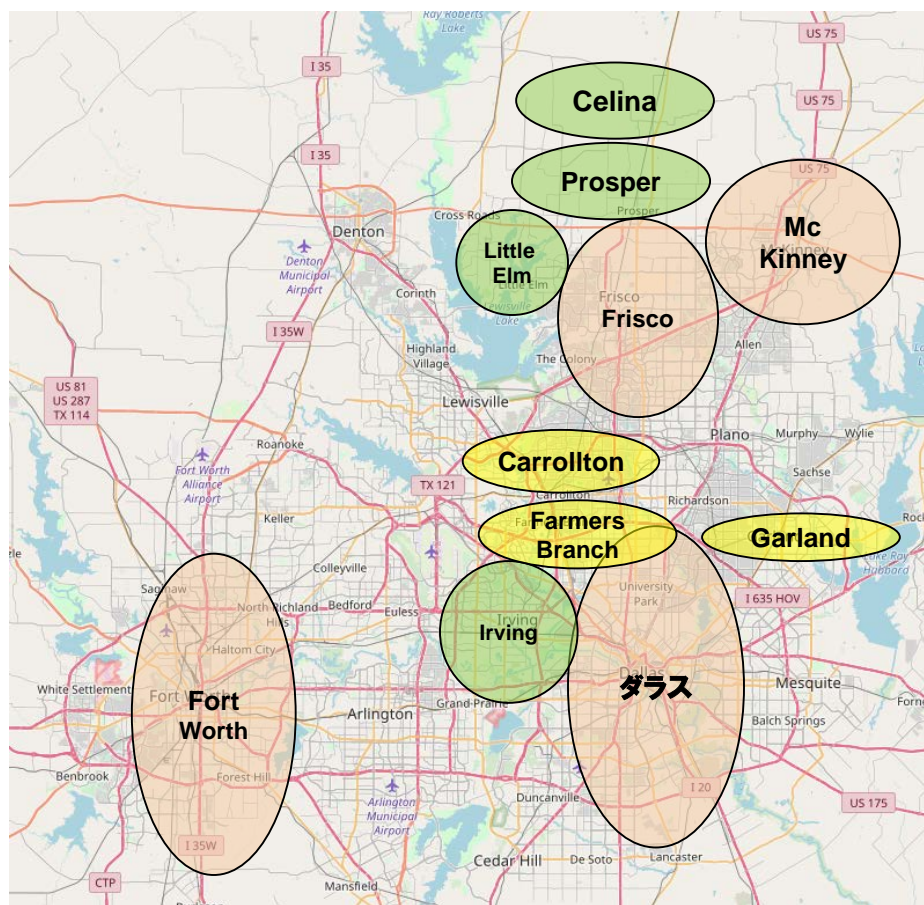
*年	住宅価格	建設費	土地価格	土地のシェア
2000	\$173,678	\$92,517	\$81,161	46.7%
2001	\$182,559	\$98,406	\$84,154	46.1%
2002	\$186,525	\$100,648	\$85,877	46.0%
2003	\$187,431	\$104,288	\$83,143	44.4%
2004	\$190,797	\$116,052	\$74,745	39.2%
2005	\$199,596	\$124,130	\$75,466	37.8%
2006	\$202,951	\$132,730	\$70,221	34.6%
2007	\$200,595	\$139,192	\$61,403	30.6%
2008	\$193,454	\$150,854	\$42,599	22.0%
2009	\$196,089	\$150,857	\$45,232	23.1%
2010	\$189,138	\$153,876	\$35,263	18.6%
2011	\$187,611	\$161,438	\$26,173	14.0%
2012	\$198,238	\$163,952	\$34,286	17.3%
2013	\$218,014	\$169,417	\$48,597	22.3%
2014	\$234,604	\$182,252	\$52,352	22.3%
2015	\$256,583	\$236,426	\$72,860	28.4%

\*第四半期データ

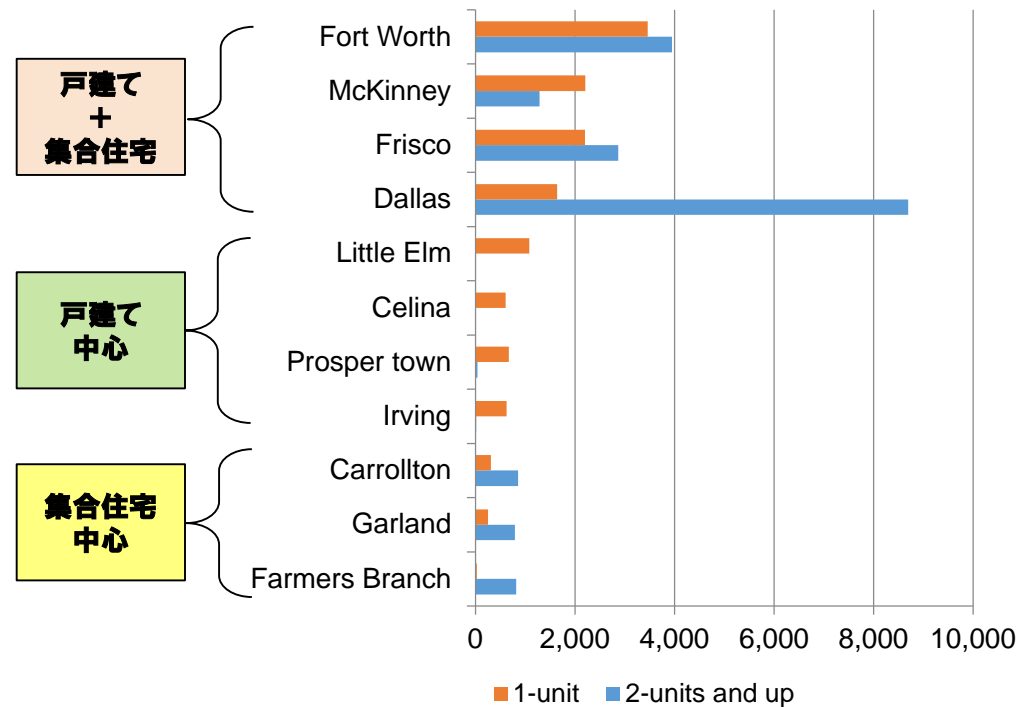
### 3. 米国の住宅市場 (5) ダラスの住宅市場

都市別では、Dallas、Fort Worth、Frisco、McKinneyで戸建て・集合住宅とも多く建設されている。またダラス周辺では集合住宅が、北部では戸建てが主に開発されている。

ダラス近郊の主要なCity



主要Cityの住宅着工許可件数(2016年)



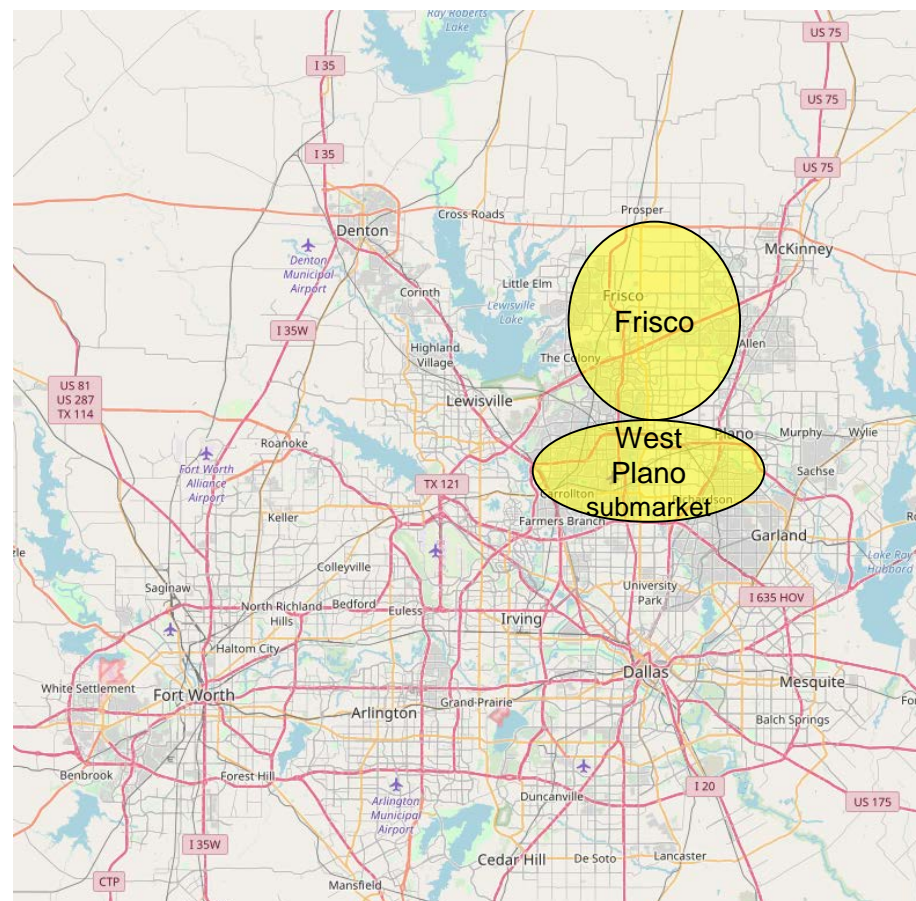
### 3. 米国の住宅市場 (5) ダラスの住宅市場

ダラス北部では大企業のオフィス拡張・移転が相次いでおり、雇用が拡大していることが人口増加に結びついていると考えられる。

#### 近年Fresco市周辺に移転した大規模オフィス

会社名	用途	完成年度	雇用者数
Capital One Finance	Headquarter	2017	5,500
JP Morgan Chase & Co		建設中	6,000
NTT Data	North America HQ	2017	2,250

#### 各都市の位置



## アメリカ

## 緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移

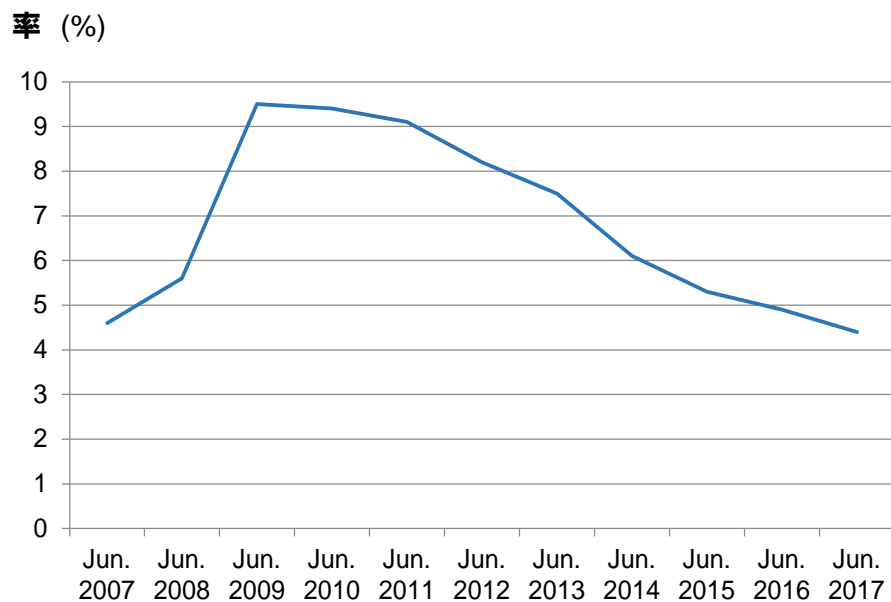
- 1 アメリカのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 アメリカの不動産投資環境
- 3 アメリカの住宅市場
- 4 **アメリカのオフィス市場**
- 5 アメリカのホテル市場

## 4. 米国のオフィス市場

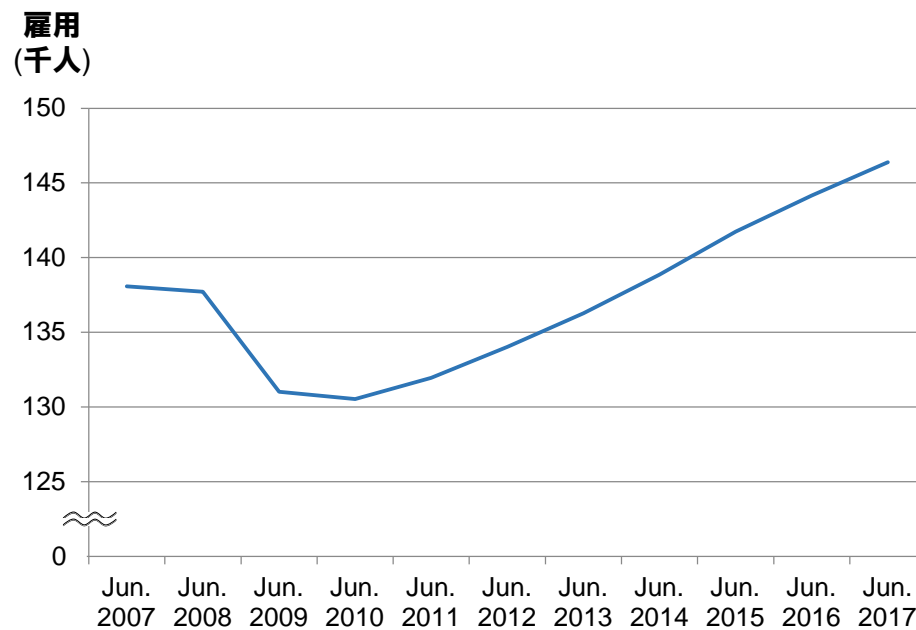
# 2008年の金融危機以降、米国の雇用は急速に回復している。

■ 米国の失業率は金融危機前の過去10年間よりも低く、結果として米国人労働者の雇用拡大に繋がっている。

### 米国の失業率



### 米国の雇用



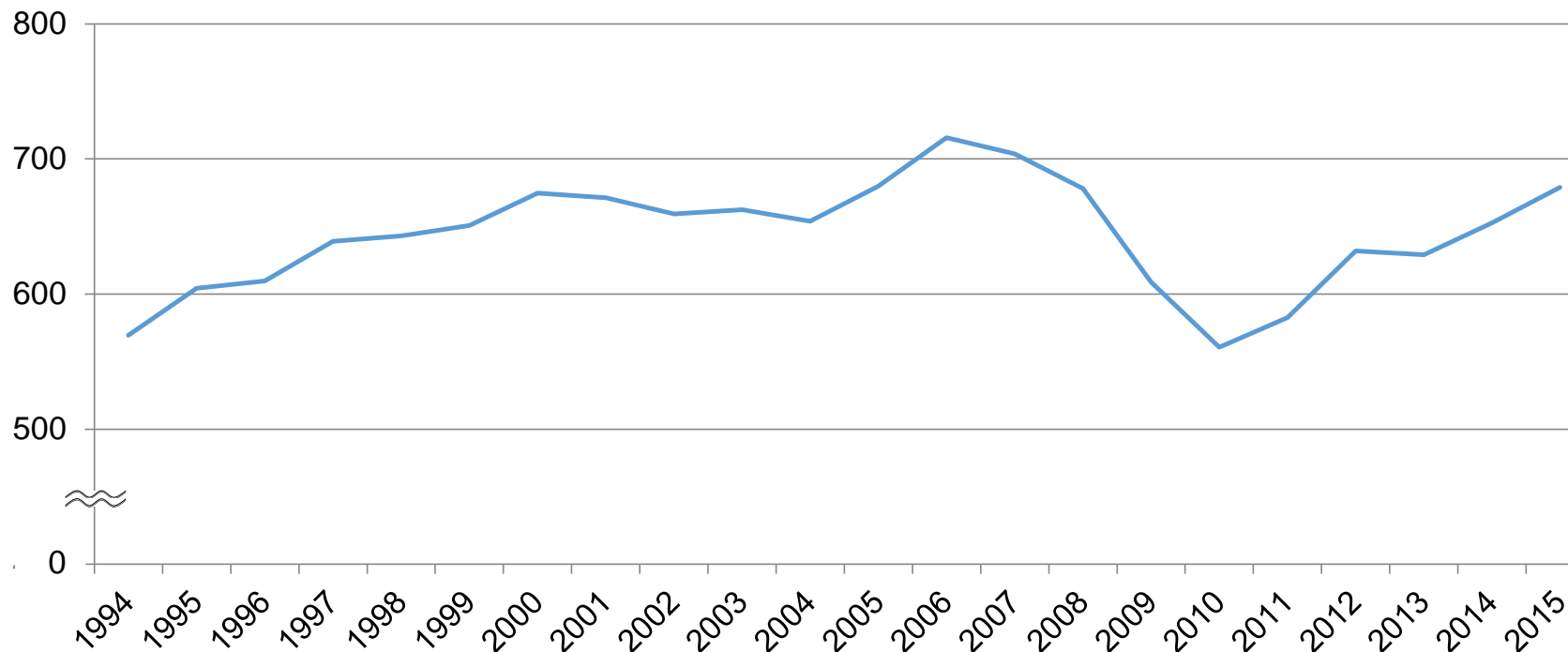
## 4. 米国のオフィス市場

# 企業の新設数増加がオフィス市場に新たな機会を創出している。

- 金融危機以降、米国では新設または設立1年未満の企業数が増加傾向にある。

### 設立1年未満の企業数

設立した企業数.  
(千)

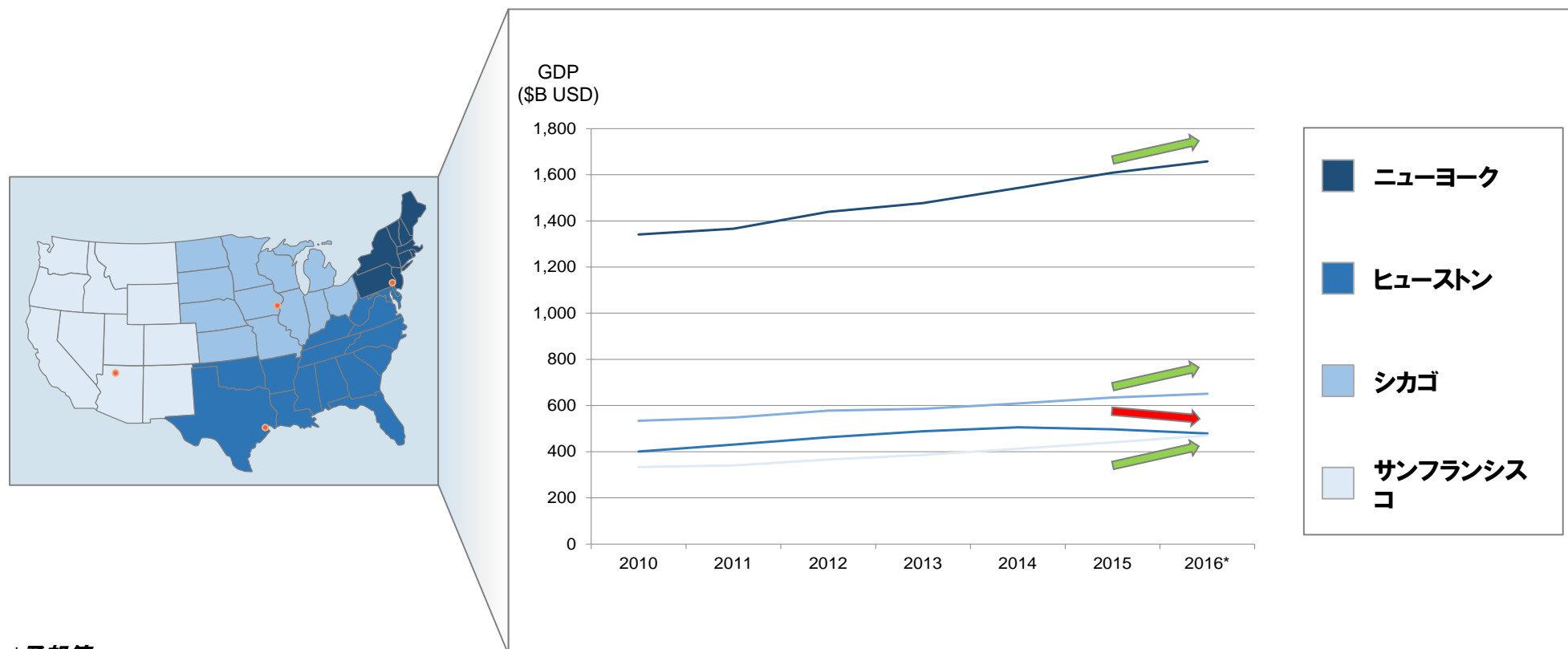


## 4. 米国のオフィス市場

### 米国の一部の都市では、はっきりと市場の特徴がある。

- ニューヨーク、ヒューストン、シカゴ、サンフランシスコに顕著な傾向があり、中でも、ヒューストンは唯一GDPの低迷した都市である。

#### ニューヨーク、ヒューストン、シカゴ、サンフランシスコのGDP



\*予想値



## アメリカ

## 緩やかな景気回復のもと、住宅を中心に堅調に推移

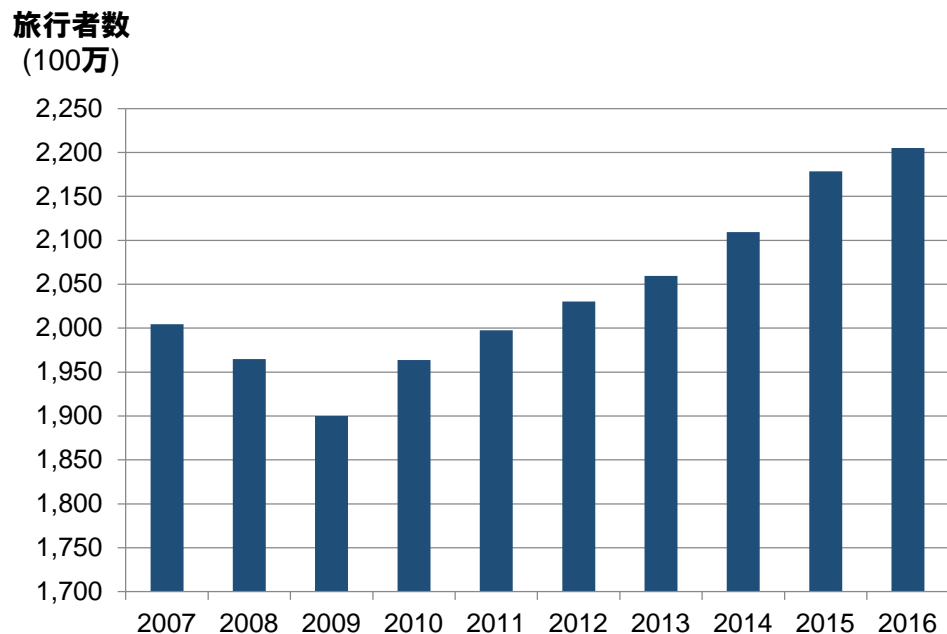
- 1 アメリカのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
- 2 アメリカの不動産投資環境
- 3 アメリカの住宅市場
- 4 アメリカのオフィス市場
- 5 アメリカのホテル市場

## 5. 米国のホテル市場

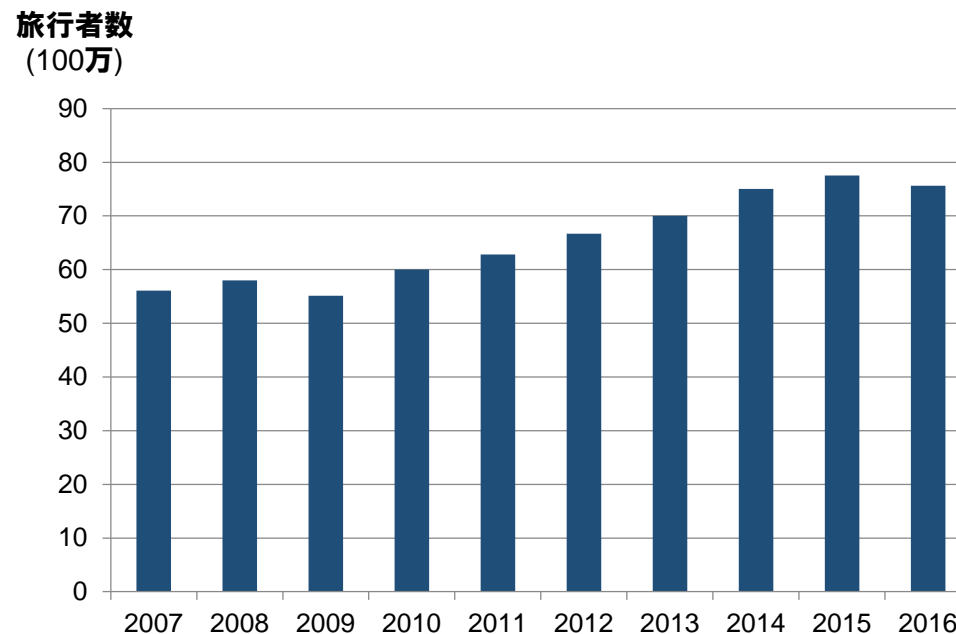
### 旅行者数の増加につれて、米国のホテル業界は宿泊スペースの拡張が求められている。

- 旅行者数が増え、最終的にはより多くの宿泊スペースが必要になる。
- 米国内の国内旅行者数は、海外から米国への海外旅行者数よりはるかに多い。

#### 米国内の旅行（国内旅行）



#### 米国への旅行（海外旅行）

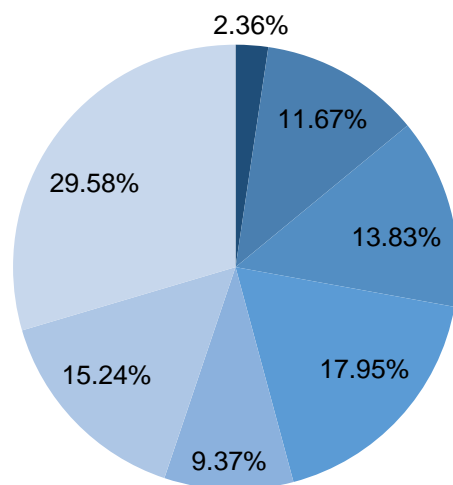


## 5. 米国のホテル市場

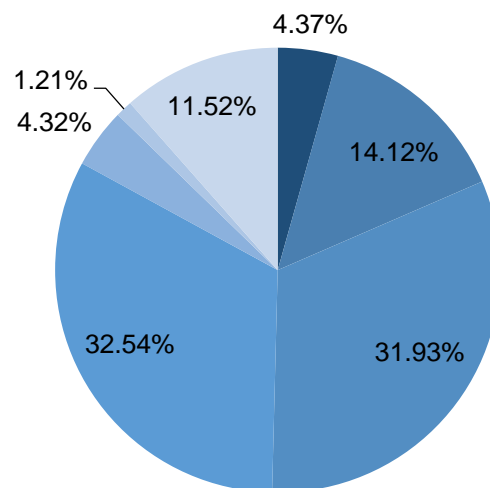
### 需要増を受けて、高級ホテルの建設が進められている。

- 米国のホテルのグレードは、主に平均宿泊料金に基づき分けられる。
  - ラグジュアリー、高級、上級、中上級、中級、下級でホテルのグレードが分けられる。
- 上記グレード外のホテルは、ホテルのサイズ、品質、宿泊料が大きく異なる。

既存のホテル(2017年2月)



建設中案件(2017年2月)



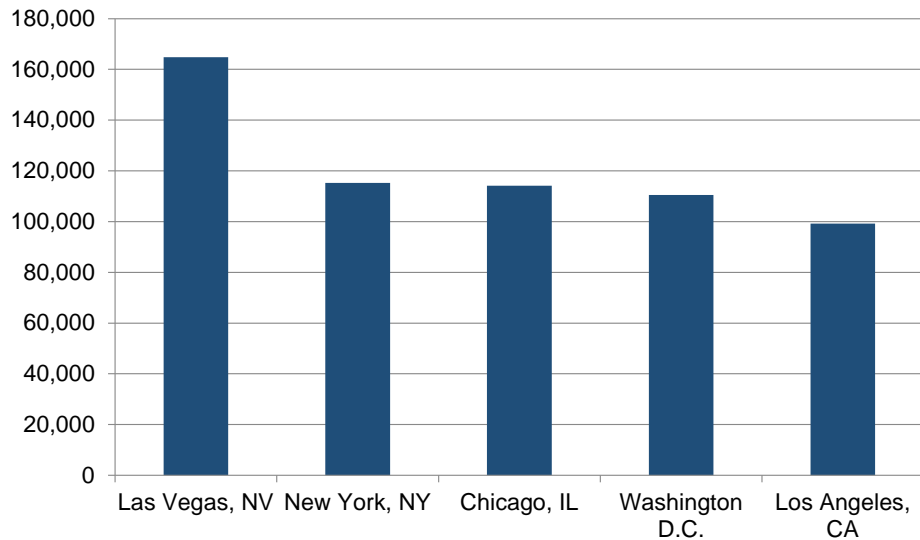
## 5. 米国のホテル市場

ニューヨークでは、他の大都市圏に比べて2～3倍多くのホテルが建設中である。

- ラスベガスは既存のホテル数が多いが、ニューヨークはより多くのホテルが建設されている。

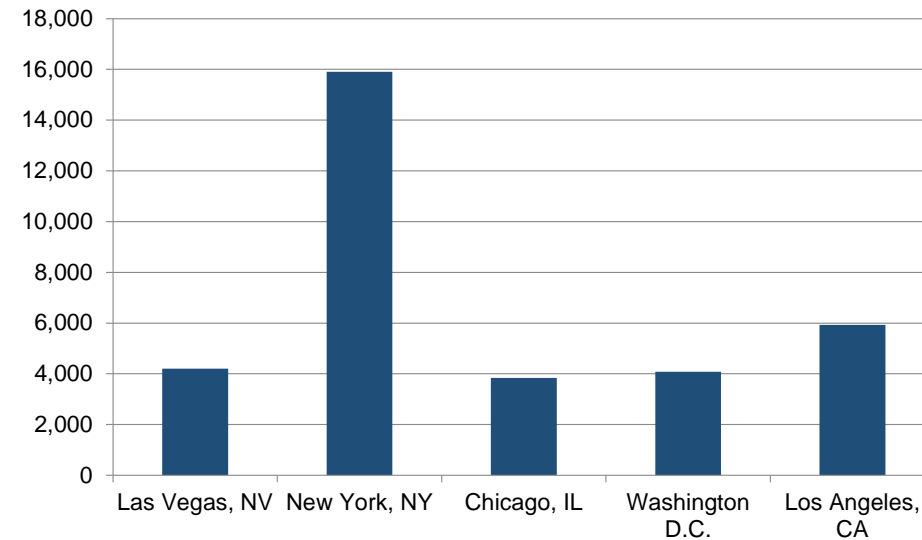
### 既存ホテル数 (2017年3月)

ホテルの部屋数



### 建設中案件(2017年3月)

ホテルの部屋数

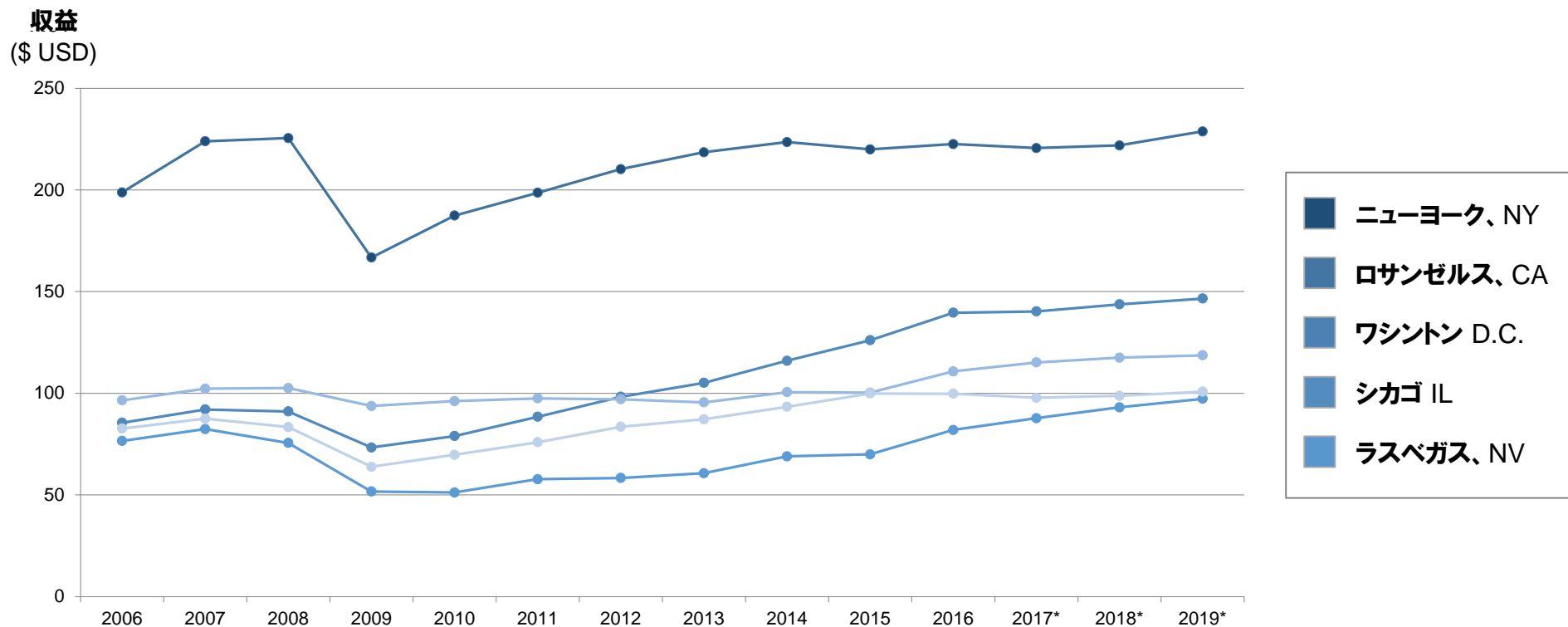


## 5. 米国のホテル市場

### 有名な観光地でさえ、RevPARの増加は予想できる。

- 全国的な傾向と同様に、2008年の世界金融危機以降、各都市部でもRevPARが低迷した。
- ニューヨークは他の大都市と比較してRevPARが高い。

#### 米国のホテル— 都市ごとのRevPAR



\*推定値

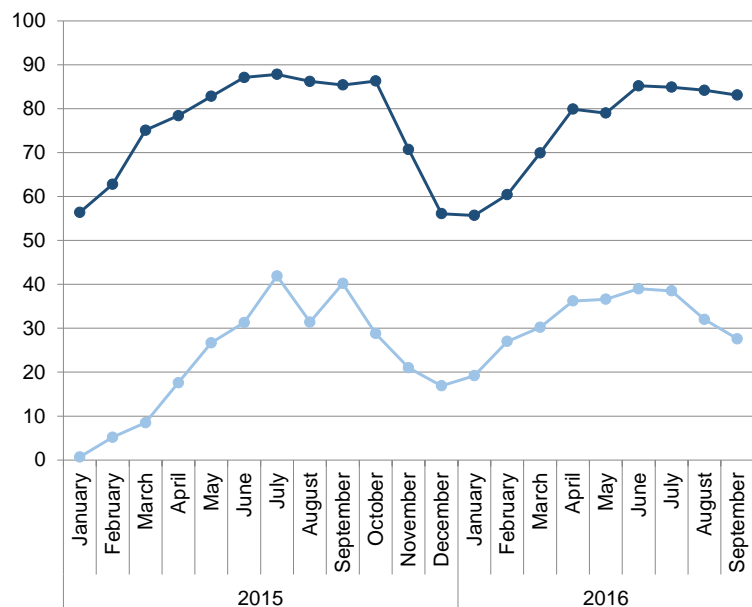
## 5. 米国のホテル市場

# Airbnbはホテル代わりの宿泊施設として人気を博しているが、ホテル市場への影響はない。

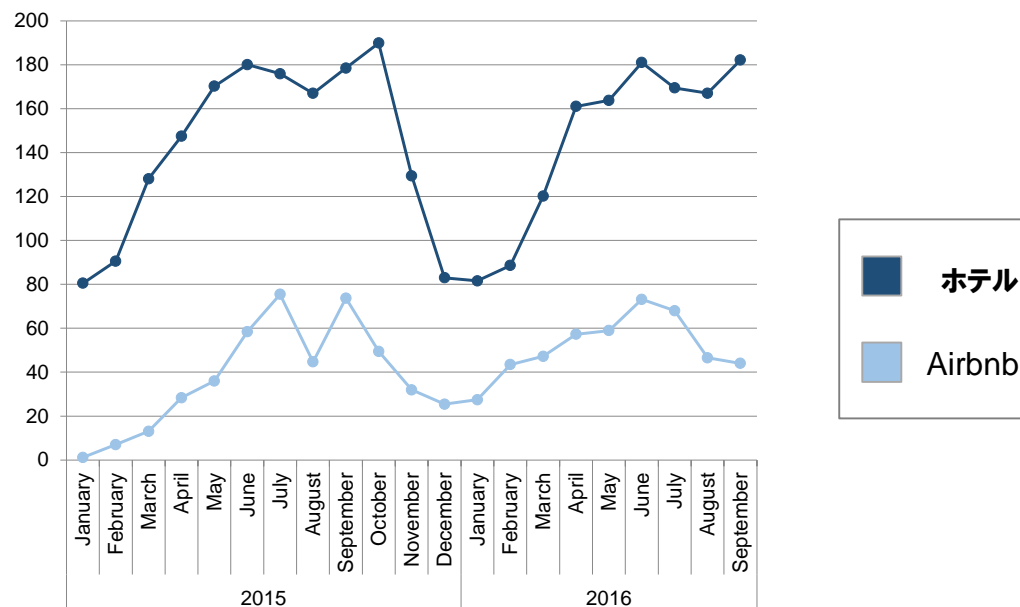
- ボストン大学は、ボストンのAirbnbとホテルの関係について研究を行った。
- Airbnbは稼働率とRevPARが増加したものの、ボストンのホテル市場に影響はなかった。

### ボストン – 稼働率とRevPAR (2015-2016)

稼働率%



利益 (\$ USD)



## 中国

Lead  
Author



**白英華** ハクエイカ  
NRI上海 総監

執筆: 中国の不動産市場(総括)  
専門: 都市計画、地域開発、不動産  
事業戦略



**王文** オウブン  
NRI上海 主任コンサルタント

執筆: 中国の住宅市場、企業の動向  
専門: 地域開発、産業戦略、不動産  
事業戦略



**劉思璋** リュースーウイ  
NRI上海 副主任コンサルタント

執筆: 中国の商業不動産市場  
専門: 不動産事業戦略、日系企業中  
国進出の市場分析



**齊放** サイホウ  
NRI上海 アシスタントコンサルタント

執筆: 中国のマクロ経済状況、不動産  
投資市場の概況  
専門: 地域開発、不動産事業戦略

## 韓国

Lead  
Author



**崔慈玲** チェシヤリョン  
NRIソウル Sr. Exec. Director

執筆: 韓国の不動産市場(総括)  
専門: 不動産事業戦略・投資戦略・  
事業計画立案、実行支援



**朴康兌** パクカンテ  
NRIソウル Consultant

執筆: 韓国の企業経済、オフィス市場  
専門: 流通戦略・事業計画立案、  
実行支援



**朴成祐** パクソンウ  
NRIソウル Consultant

執筆: 韓国の企業経済、オフィス市場  
専門: 流通戦略・事業計画立案、  
実行支援

## 台湾

Lead  
Author



**小長井 教宏**  
NRI台湾 上級コンサルタント

執筆: 台湾の不動産市場(総括)  
専門: インフラ分野における開発計画  
策定、事業戦略立案



**江啟漢** コウチハン  
NRI台湾 シニアコンサルタント

執筆: 台湾の不動産市場  
専門: 土地開発分野の政策立案、  
PPPアドバイザー、開発支援等



**劉人華** リュウジェンファ  
NRI台湾 アシスタントコンサルタント

執筆: 台湾の不動産市場

## シンガポール

Lead Author



竹腰 俊朗

NRIシンガポール Department Head

執筆: シンガポールの不動産市場(総括)  
専門: 不動産事業戦略・投資戦略・  
事業計画立案、実行支援



テオ・イェンフェン

NRIシンガポール Sr. Consultant

執筆: シンガポールの不動産市場



サナ・タムラ

NRIシンガポール Consultant

執筆: シンガポールの不動産市場



セプトラ・サリム

NRIシンガポール Assoc. Consultant

執筆: シンガポールの不動産市場

## タイ

Lead Author



加藤 悠史

NRIタイ Gr. Manager

執筆: タイの不動産市場(総括)  
専門: インフラ分野の事業戦略立案、  
ファイナンスほか



パニター・ティラソラカイ

NRIタイ Consultant

執筆: タイの不動産市場



オラチョン・スパンサリーゲン

NRIタイ Business Analyst

執筆: タイの不動産市場

## インド

Lead Author



アルピット・マトウール

NRIインド Sr. Consultant

執筆: インドの不動産市場  
専門: インフラ分野の事業戦略・提携  
立案、不動産開発支援ほか



プラシャント・アガーウォール

NRIインド Consultant

執筆: インドの不動産市場  
専門: M&A実行支援、事業戦略・  
事業モデル立案ほか



羅俊明

NRIインド Gr. Manager

執筆: インドの不動産市場(監修)  
専門: インフラ分野の事業戦略立案、  
ASEAN戦略・投資検討支援ほか



金惺潤

NRIインド President

執筆: インドの不動産市場(監修)  
専門: 不動産分野の経営戦略立案、  
不動産投資市場分析ほか



磯崎彦次郎

NRIグローバルナレッジセンター Head

執筆: インドの不動産市場(監修)  
専門: 自動車及びインフラ分野の事業  
戦略検討支援ほか



ロシア

Lead  
Author



**アンドレイ・ロジオノフ**

モスクワ支店 Consulting Director

執筆: ロシアの不動産市場(総括)  
専門: 事業戦略、グローバルマーケ  
ティング、M&A



**アレクサンドル・ハリコフ**

モスクワ支店 Consultant

執筆: ロシアの不動産市場  
専門: ロシア市場分析・参入・事業  
戦略、経済的規制

アメリカ

Lead  
Author



**広瀬 圭太郎**

NRI 主任コンサルタント

執筆: アメリカの不動産市場(総括)  
専門: インフラ/不動産の事業戦略



**ジョシュ・チョイ**

NRIアメリカ Sr. Research Analyst

執筆: アメリカのオフィス市場・ホテル  
市場  
専門: ビジネス戦略、新技術活用



**田中真紀子**

NRIアメリカ Research Analyst

執筆: アメリカのマクロ経済環境・小売  
用不動産市場  
専門: ビジネス戦略、Fintech、AI



**シェリー・キタジマ**

NRIアメリカ Research Analyst

執筆: アメリカの住宅市場  
専門: ビジネス戦略、AI

## ■ 本レポートの内容全般 または NRIの不動産分野向けソリューションのお問い合わせ

[連絡先] [real-estate-report@nri.co.jp](mailto:real-estate-report@nri.co.jp)

[言語] 日本語、英語

## ■ 本レポート各章の内容に関するお問合せ

中国	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-CHN@nri.co.jp">real-estate-report-CHN@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、中国語(繁体字)、英語
韓国	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-KOR@nri.co.jp">real-estate-report-KOR@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、韓国語、英語
台湾	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-TWN@nri.co.jp">real-estate-report-TWN@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、中国語(簡体字)、英語
シンガポール	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-SGP@nri.co.jp">real-estate-report-SGP@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、英語
タイ	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-THA@nri.co.jp">real-estate-report-THA@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、英語
インド	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-IND@nri.co.jp">real-estate-report-IND@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、英語
ロシア	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-RUS@nri.co.jp">real-estate-report-RUS@nri.co.jp</a>	[言語] 英語、ロシア語
アメリカ	:	[連絡先] <a href="mailto:real-estate-report-USA@nri.co.jp">real-estate-report-USA@nri.co.jp</a>	[言語] 日本語、英語

## ■ 本レポートの転載・引用に関するお問合せ

[連絡先] [kouhou@nri.co.jp](mailto:kouhou@nri.co.jp)

[言語] 日本語、英

**NRI**

未来創発

**Dream up the future.**