

# Global Capital Flows 2011

## 3rd Quarter

### エグゼクティブ・サマリー

- 2011年第3四半期は、世界の商業用不動産への直接投資額が994億ドルに達し、前年同期比で36%増加した。クロスボーダー取引は全体の43%を占め、その比率は第2四半期の51%から低下している。
- 2011年1-9月の投資額は2,970億ドルで、前年同期の2,080億ドルから43%増加した。本四半期を通じた経済の不透明感の高まりにもかかわらず大型案件やポートフォリオ取引が増加したが、米国での取引は活発化した第2四半期から後退に転じたため、世界全体の取引額は前期比で4%減少した。
- 第3四半期はアメリカ大陸での取引額が第2四半期を下回った一方で、欧州およびアジア・パシフィック地域の取引額は堅調に推移した(それぞれ前期比で15%増、13%増)。第4四半期は欧州の取引がソブリン債務危機による悪影響を受けるとみられるほか、一部のアジア投資家のセンチメントもこの数週間に冷えてきている。
- 第3四半期において最も投資活動(国内、クロスボーダー投資の双方を含む)の活発な資金源は、米国、グローバルファンド、英国であった。クロスボーダー取引ではグローバルファンド、シンガポール、米国が再び最大の投資家となった。
- 第3四半期にネットベースで最大の買い手となったのは上場REITで、非上場ファンドがそれに続いた。不安定な株式市場の動向や厳しい資金調達環境により、今後はこれらのグループによる資産取得が鈍化する可能性があるため、その他の買い手にとって競争が緩和されると見込まれる。
- 取引額の上位10都市のうち、4都市がアジア・パシフィック地域(東京、上海、シドニー、香港)で、4都市が北米(ニューヨーク、ワシントンDC、トロント、シカゴ)、2都市が欧州(ロンドン、パリ)であった。また、第3四半期に投資額が10億ドルを超えた都市は24あった。
- 第3四半期は取引額全体のうち46%をオフィスが占めた。二番手および三番手のオフィス市場における取引が限られていたが、これはリテールおよびインダストリ

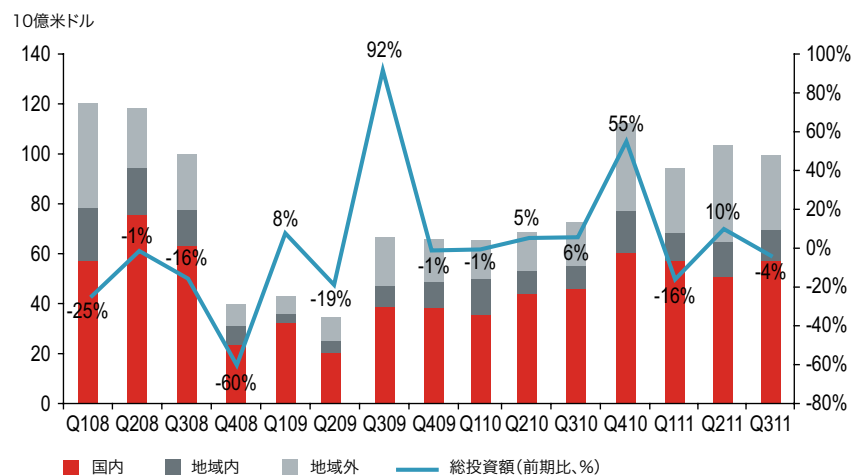
アルセクターにおける取引が急増し、オフィスセクターへのシェアに食い込んだことを意味する。

- 世界的な経済減速や金融不安に対して、不動産市場における投資家センチメントの反応は早かったものの、取引高がその影響を受けるまでには若干タイムラグが生じるであろう。こうした動きは、例年取引が活発化する第4四半期およびそれ以降の不動産取引に影響を及ぼすとみられる。
- ジョーンズ ラング ラサールは、2011年通年の取引額は、従来予想の4,400億ドルを10%下回るリスクがあると考えている。

### 2011年第3四半期 世界の資本フロー概要

10億米ドル	Q3 2011	Q2 2011	変化率(%) Q2 2011 - Q3 2011	Q3 2010	変化率(%) Q3 2010 - Q3 2011
アメリカ大陸	37.2	48.9	-24	23.9	56
EMEA	40.9	35.7	15	29.5	38
アジア・パシフィック	21.3	19.0	13	19.9	7
合計	99.4	103.5	-4	73.2	36

### 2008年-2011年第3四半期 商業用不動産への直接投資額 (四半期別)



出所:ジョーンズ ラング ラサール

# Who?

## 活発な動きを見せる資金源の国籍は？

第3四半期は世界の金融市場におけるボラティリティは高まったが、不動産市場における最大の資金源である米国の投資意欲が損なわれることはなかった。米国の直接投資額は294億ドルに上り、前年同期比で50%増加した。これは、第2位の資金源であるグローバルファンドの90億ドルに比べ3倍以上、第3位となった英国の71億ドルの4倍に匹敵する規模である。こうした米国の投資家による物件取得の増加は、国内市場の厚みを如実に物語っているもので、クロスボーダー取引は前期に比べわずかに減少した。

第3四半期のクロスボーダー取引は283億ドルで、2011年第1四半期や2010年第3四半期の水準を上回っているものの、第2四半期に比べ100億ドル近く減少した。これは第2四半期に過去最高を記録した米国におけるグローバルファンドの投資額が第3四半期に減少したためである。それでもなおグローバルファンドはクロスボーダー取引の最大の資金源となり、シンガポール(33億ドル)、米国(24億ドル)がそれに続いた。ドイツ、オランダ、ノルウェー、カナダの投資家もクロスボーダー取引を活発化させた。第3四半期に5億ドル強の直接不動産投資を行ったのは11ヶ国で、第2四半期の10ヶ国、2010年第3四半期の6ヶ国から増加した。投資資金がリスク回避的な動きで自国近隣へとシフトする中、経済の不透明感やセンチメントの悪化が今後クロスボーダー取引のさらなる減少を招くかどうか注目に値する。

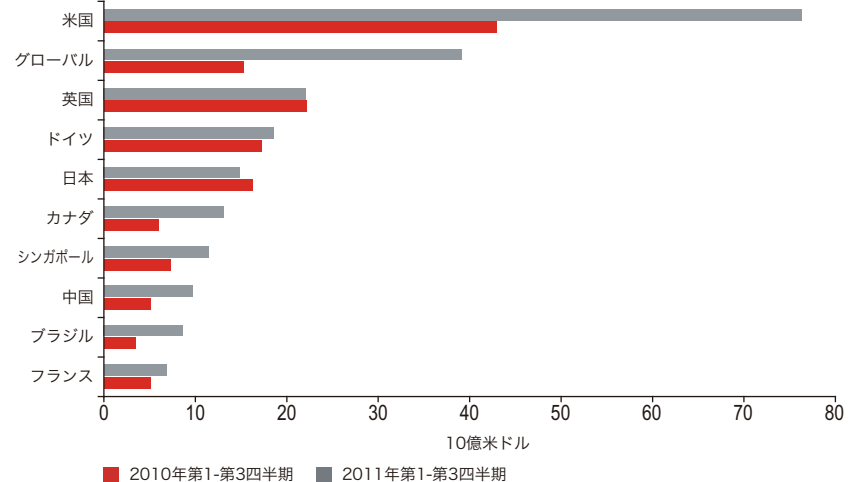
ネットベース(取得額から売却額を差し引いた額)で見れば、最も投資活動が活発だったのはシンガポールで、取得額は30億ドルに達した。ただし、その大半はMaple-tree Investmentsが香港でFestival Walkを24億ドルで取得した案件によるものである。次いでネットベースの取得額が多かったのはカナダの投資家で、取得額は25億ドル、3位はノルウェーの投資家で14億ドルであった。

一方、ネットベースで売却額が最も大きかったのはグローバルファンドと香港の投資家で、それぞれ27億ドルを売却した。ただし、香港の投資家の場合は、Swire PropertiesによるFestival Walkの売却が金額を大きく押し上げたものである。グローバルファンドは特に米国で積極的な売買を行い、46億ドル相当の物件を売却した一方、37億ドル相当の物件を取得した。

## 2011年第3四半期 大規模なクロスボーダー取引

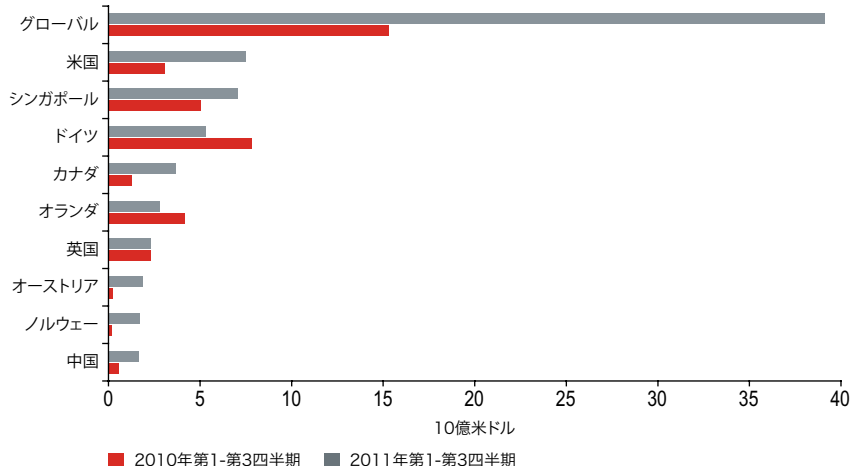
物件名	場所	セクター	売買代金概算	買い手	買い手の資金源
Festival Walk	香港 九龍地区	リテール	24億ドル	メープルツリー・インベストメンツ	シンガポール
Deutsche Post Portfolio	ドイツ	複合	10億ドル	Dundee International Reit	カナダ
Axa Portfolio (50%持分)	フランス・パリ	オフィス	10億ドル	ノルウェー中央銀行	ノルウェー
200 Fifth Avenue	米ニューヨーク	オフィス	7億ドル	J.P. モルガン	グローバル

## 資産取得上位10ヶ国 資金源別



出所: ジョーンズ ラング ラサール

## クロスボーダー取引での資産取得上位10ヶ国 資金源別



出所: ジョーンズ ラング ラサール

# Who?

## 活発なのはどのプレーヤーか？

第3四半期に最も活発な動きを見せた投資家は上場REITで、ネットベースで73億ドルの資産を取得した。次いで取得額が多かったのは第2四半期を牽引した非上場ファンド(47億ドル)であった。一方、ネットベースで最も多くの資産を売却したのはデベロッパーおよび不動産会社で、それらのうち上場企業は45億ドル、非上場企業は71億ドル相当の資産を売却した。こうしたトレンドは、市場が比較的健全でうまく機能していることを示しているが、今後の見通しはそれほど明確になっていない。

最近の株式市場の混乱やリスク回避傾向の高まりは、世界の大半の市場でREITが資産価値を下回って取引されていることに表れている。さらに、プライベートエクイティによる資金調達有一段と厳しさを増しており、Preqinのデータによると、第3四半期の調達額は第2四半期を大幅に下回った。株式市場の低迷は、REITが資産の買い手から売り手に転じる可能性、もしくは少なくとも様子見姿勢に徹する可能性を示唆している。非上場ファンドは既に調達した資金を2012年初頭にかけて投資に充てて行くであろうが、資金調達環境が改善しなければ、中期的にはこうした非上場ファンドのネット取得額も減少すると思われる。そして物件価格の値頃感やデットファイナンスの環境次第では、個人投資家や機関投資家にとって絶好の投資機会が訪れる可能性がある。

上場REITは全地域においてネットで資産の買い手となったが、活発に投資した地域は主にアメリカ大陸と欧州で、アジア・パシフィック地域ではトップの座を機関投資家に明け渡した。また、アジア・パシフィック地域では他の地域とは対照的に、一般事業法人が資産取得の担い手となった。コストの固定化や適切なスペース確保には所有物件への入居がより有利だからである。一方、他の地域では、引き続きセール・アンド・リースバックの魅力が高いものになっている。また、非上場ファンドは欧州ではネットで大きな買い手となったが、アメリカ大陸とアジア・パシフィック地域ではネットで売り手となった。



タワーブリッジハウス・ロンドン(英国)



プラザ フロンテナック・セントルイス(米国)



ギャラリア チエンドウ・成都(中国)

# What?

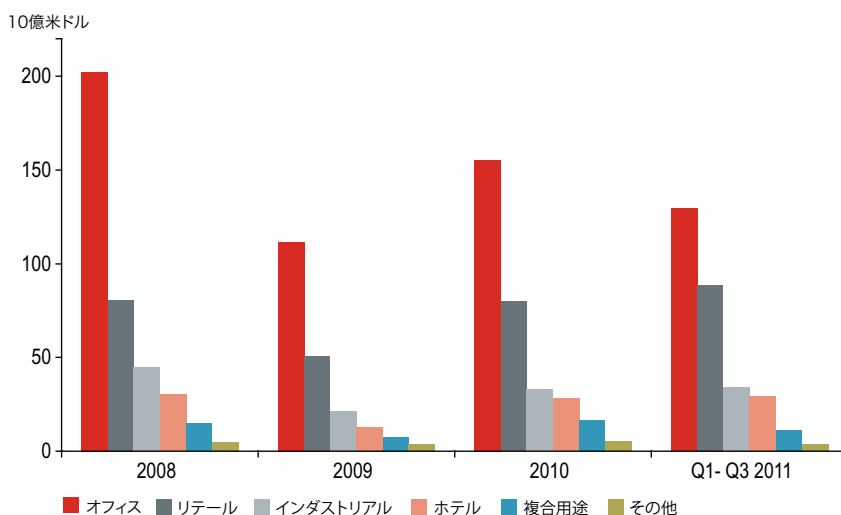
## 活発なセクター、停滞しているセクターはどこか？

第3四半期はオフィスセクターの取引額が全体の46%近くを占め、リテールセクターの28%、インダストリアルセクターの11%と続いた。複合用途資産を除けば、3地域すべてでオフィス、リテール、インダストリアルの順番は同じパターンとなったが、特にEMEA地域では複合用途資産の比率が高く、取引全体において11%を上回った。複合用途資産は敷地面積が広大な上、取引も複雑になりがちなため、2008年終盤から2009年にかけては取引がほとんど成立しなかったが、2010年には回復してきていた。

2011年は年初から第3四半期までのオフィスの取引額は1,300億ドルで、2010年の1,550億ドル、2008年の2,000億ドル強を下回っている。すべてのセクターについて年初来の伸び率が年率換算してみると、オフィスの伸び率がわずか4%と最も小さく、リテールやインダストリアルの30%近くを大幅に下回った。

これらのデータは、欧州や北米の小規模で流動性も低いオフィス市場の回復ペースが鈍いことを反映しており、当社が以前から指摘してきたトレンドである。オフィスとは異なり、リテール及びインダストリアルの多種多様な資産は、経済や金融の不確実性による影響を受けにくいと考えられている。

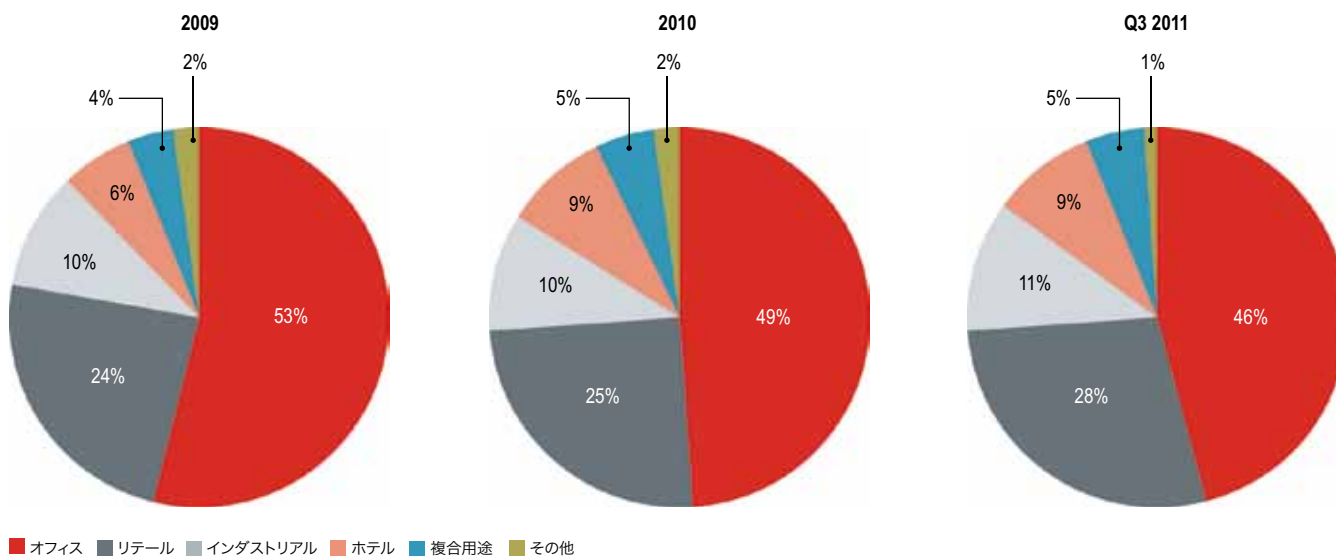
## セクター別取引高



\* 複合用途—特定セクターに分類できる部分が資産全体の70%を下回る物件

出所: ジョーンズ ラング ラサール

## セクター別シェア



出所: ジョーンズ ラング ラサール

# Where?

## 資金はどこに向かっているのか？

当社は第2四半期のレポートにおいて、今年下半期は、多くのパイプライン案件が見込まれること、日本における投資活動の回復、ランドマーク物件の取引やポートフォリオ取引の増加が追い風になると予想していた。しかしながら、実際はソブリン債務危機の広がりや景気減速懸念などにより、前向きなセンチメントが影を潜めている。アジア・パシフィック地域やアメリカ大陸では、第3四半期に投資家が慎重姿勢を一段と強めている。対照的に、西欧の大規模市場（フランスとドイツ）や中・東欧での取引高は引き続き伸長している。実際のところ、中・東欧地域における年初来の取引額は、市場規模が欧州第5位に達したロシアが原動力となり、金融危機以前の水準までほぼ回復した。

ソブリン債務危機に見舞われている中での欧州の明らかなアウトパフォーマンスは、注目に値する。確かに投資家の需要は依然として力強さを保っているが、その需要は供給の限られているプライム資産に戻っている。さらに、銀行が再び資本増強を強いられているため、デットファイナンスの環境は厳しくなっている。したがって、欧州における今年の取引高は2010年の水準を上回るとみられるが、第4四半期や2012年も現在の成長ペースを維持できるとは考えにくい。

都市別には、第3四半期に最も活発に取引が行われたのはロンドン（69億ドル）で、次がニューヨーク（43億ドル）であった<sup>2</sup>。トップテンに入った都市のうち最も変化が大きかったのは東京（36億ドル）で、大震災により落ち込んでいた取引に回復が見られた。シドニー（16億ドル）もトップテン入りした一方、フランクフルト、ソウル、シンガポールはトップテンから脱落した。多額の直接不動産投資を集めた上位10都市のうち、4都市がアジア・パシフィック地域（東京、上海、シドニー、香港）で、4都市が北米（ニューヨーク、ワシントンDC、トロント、シカゴ）、2都市が欧州（ロンドン、パリ）であった。第3四半期における投資額が10億ドルを超えた都市は24都市であった。

ここ数年、BRICs市場の取引は、絶対額ベースでも、世界全体の取引に占める割合で見ても拡大してきたが、第3四半期において一服した。世界の取引高に占めるBRICsの比率は2007年の約2%から2010年には9%まで上昇したが、2011年第3四半期（6.6%）はほぼ3年ぶりの低水準にとどまっている。BRICs市場に含まれるすべての国が同じトレンドを辿っているわけではないため、

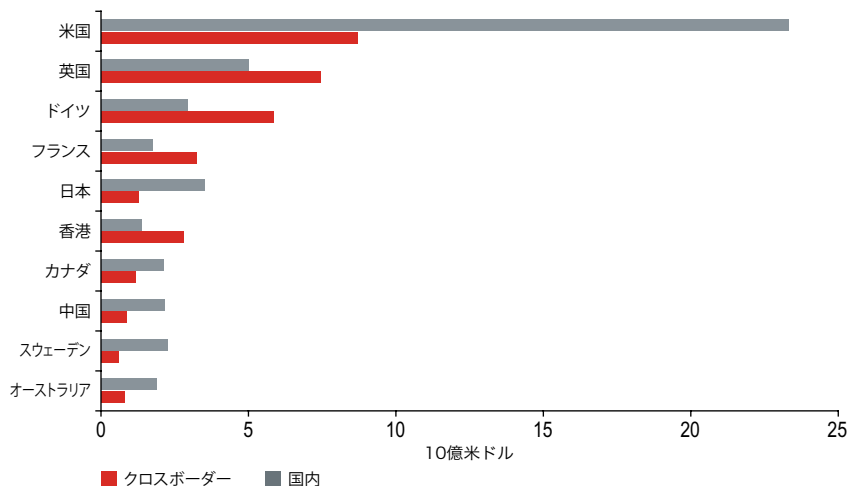
各国市場を個別に見る必要がある。2011年はブラジルとロシアの取引高が過去最高を記録する一方、中国とインドは2010年と同じペースで推移しており、アジアの投資家のセンチメントがやや冷え込んでいることを踏まえると、通年では2010年の水準に届かない可能性がある。それにもかかわらず、今後5年間の経済成長ダイナミクスは、世界の直接不動産投資に占める新興国市場の比率が拡大するという当社の見通しを裏付けるものである。

## 2011年第3四半期 投資活動が最も活発な都市

順位	前期の順位	都市名	Q3 2011 (10億米ドル)	Q2 2011 (10億米ドル)	変化率(%) Q3 2011 - Q2 2011
1	2	ロンドン	6.9	6.0	15
2	1	ニューヨーク	4.3	6.3	-32
3	4	香港	4.2	2.4	74
4	18	東京	3.6	0.9	284
5	8	上海	1.9	1.8	4
6	10	パリ	1.8	1.6	15
7	7	ワシントンDC	1.7	1.8	-10
8	39	シドニー	1.6	0.5	228
9	3	トロント	1.6	2.7	-42
10	15	シカゴ	1.6	1.3	20

米ドルの変化率は現地通貨での変化率とは異なることがある

## 2011年第3四半期 市場規模トップ10



出所: ジョーンズ ラング ラサール

<sup>2</sup> ポートフォリオ取引を除いた都市の取引高。

# Why?

## 投資家はなぜこのような行動を取り、それは将来について何を示唆しているか？

世界の経済見通しは8月以降反転・悪化している。米国債の格付けの引き下げを皮切りに、ギリシャのデフォルト懸念に端を発したユーロ圏全体の債務不安が続いている。この2つのイベントの背景にある問題は日新しいものではないものの、金融セクターの不安定化、そして続いて起きた金融市場における流動性の減少やリスク回避傾向の強まりは、世界経済の成長見通しに強い危機感をもたらしている。

その結果、当社は2011年通年の取引総額見通しを4,000億ドルに引き下げた。これは第1四半期に発表した見通しを10%下回る水準であるが、依然として2010年の水準を25%上回っている。今年初め時点では、米国や欧州の一部における投資活動が自身のコア市場以外にも広がるほか、リスク志向の高まりで投資活動が地域的な広がりを見せ、資金調達環境も引き続き緩和する可能性が非常に高いと考えられていた。しかし、現在ではこれらの予測はいずれも疑問視されている。

市場では再びプライム資産に対する投資家の関心が高まっている気配が見られるほか、より複雑な取引プロセスへの回帰、より厳しい融資条件、小規模で流動性の低い市場での活動停滞の兆しが現れている。今年は市場環境が不安定で、投資家の信頼感が低下している中で、例年、年末に向け多くの投資家が意欲的に取引を行う第4四半期は、通年の取引総額を左右するとりわけ重要な時期となるであろう。

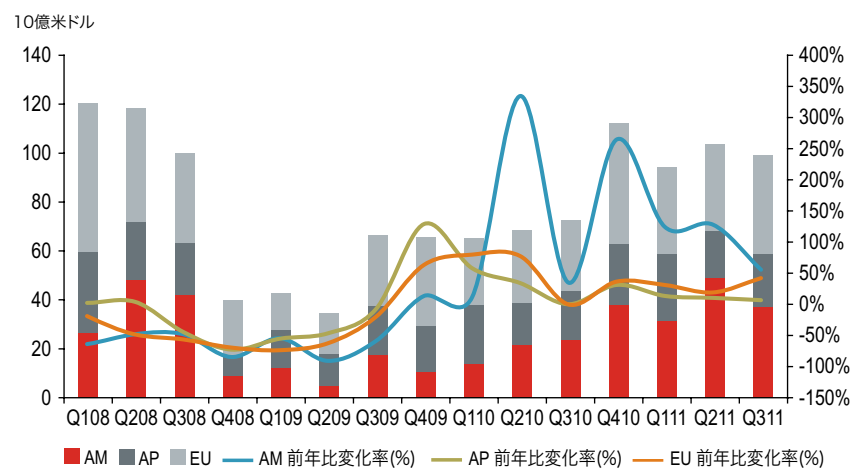
今後の展開は予想が難しい状況となっている。投資家の構成が再び変化することは間違いなく、不安定な株式市場や資金調達環境の悪化は、上場REITと非上場ファンドという2大投資家の活動を制約する要因となる。一方、銀行規制の強化や欧州がさらなる混乱に陥る可能性を背景に銀行のバランスシートに対する圧力が強まり、さらなる資産売却、特にローン債権の売却を促す可能性がある。それは、特に個人投資家や一部の機関投資家をはじめ、豊富な資金を保有する買い手にとって、投資機会を提供することになる。

最後に、満期の近い一部の債券を除き、不良債権が市場に出回ることは考えにくい。むしろ、中央銀行や各国政府が銀行システムに流動性を供給した2009年のよう

な状況が繰り返される可能性が高い。もともと、政府は財政上の制約から、銀行システムを支援する力はなさそうだ。結局のところ、今後半年間において資産取得のチャンスを得るには、相対取引や満期の近い債券への投資といった独創的な戦略を取る必要があると思われる。

このままいくと、リスク回避傾向の高まりでBグレード資産や小規模市場の回復が阻害されるとみられることから、不動産の取引総額はこれまでの着実な拡大が抑制されるのみならず成長軌道から逸れる可能性さえある。だがその度合いは、世界経済の見通し同様、毎週のように変化する要因によって左右されることになろう。

### 商業用不動産への直接投資額 地域別

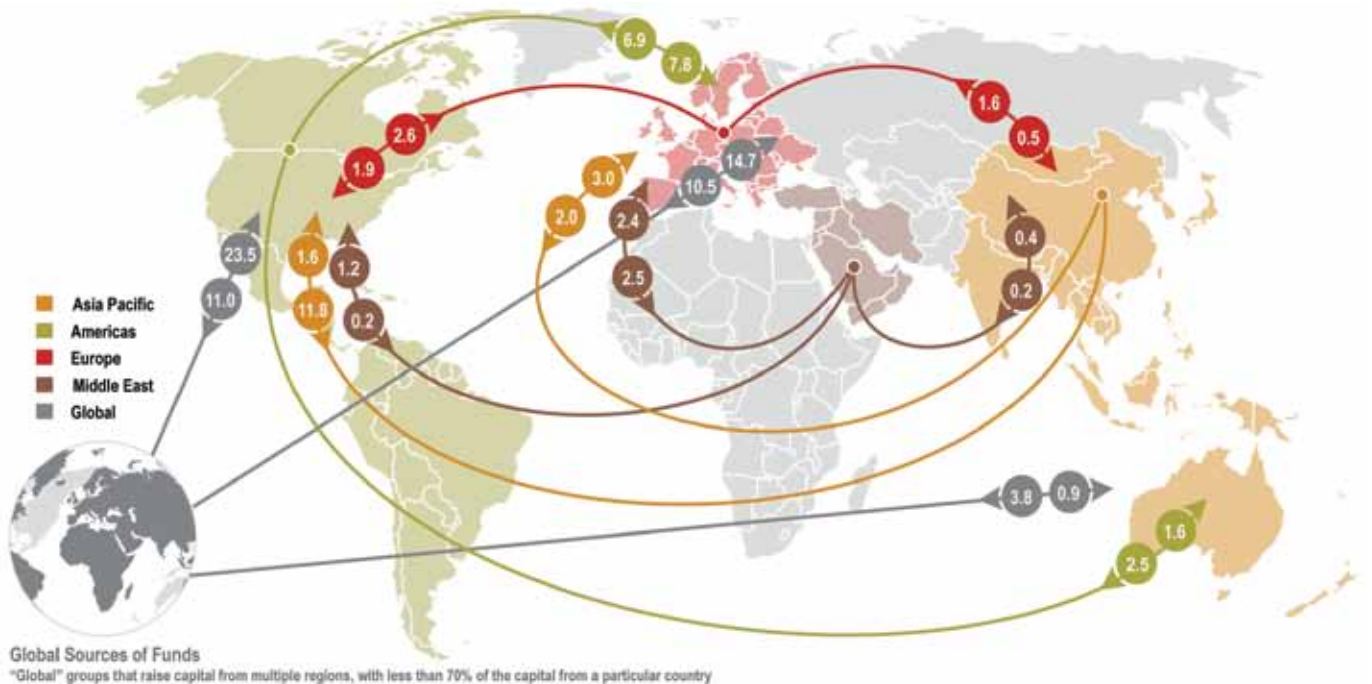


出所: ジョーンズ ラング ラサール

**注記および用語説明**

<b>商業用不動産への直接投資</b>	<p>個別の商業用不動産あるいは資産ポートフォリオ(あるいは資産を保有する特別目的会社の株式)の取得</p> <p>商業用不動産への直接投資に含まれるもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 500万米ドルを超えるすべての取引</li> <li>・ カバーしているセクターは、オフィス、リテール、ホテル(カジノを含む)、インダストリアル、複合用途、その他(介護施設、学生寮を含む)</li> </ul> <p>商業用不動産への直接投資に含まれないもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 法人単位の取引、開発プロジェクト、集合住宅への投資</li> </ul> <p>データにはREIT組成を含む、以下の条件を満たした不動産会社のM&amp;Aが含まれる</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 実質的に不動産取引である</li> <li>・ 不動産資産以外の主要資産(労働力、知的所有権、のれん代など)が譲渡されない</li> <li>・ 収入の70%以上を直接的な賃料収入から得ている</li> <li>・ 取引により、所有権の大幅(30%以上)な変更が生じる</li> <li>・ 取引は「市場価格」で行われる</li> <li>・ IPO価格で新たな投資家に売却した比率のみが含まれる</li> </ul>
<b>法人単位の取引</b>	<p>企業による資産取得で、不動産資産以外の主要資産(労働力、知的所有権、のれん代など)も譲渡される場合のことを指す。例えば、REITの非公開化や、「グループ企業間での取引」-企業が株式の過半数を保有する子会社に不動産を売却する場合など</p>
<b>開発案件</b>	<p>「将来の」開発計画や「土地」取引として分類される取引を指す</p>
<b>アジア・パシフィック</b>	<p>オーストラリア、中国、香港、インド、インドネシア、日本、マカオ、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、韓国、台湾、ベトナム、タイの不動産への直接投資をカバー</p>
<b>欧州</b>	<p>ベルギー、ブルガリア、クロアチア、チェコ、フィンランド、フランス、ドイツ、ハンガリー、アイスランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポーランド、ルーマニア、ロシア、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国の不動産に対する直接投資をカバー</p>
<b>中東およびアフリカ</b>	<p>バーレーン、イスラエル、クウェート、レバノン、カタール、サウジアラビア、UAEの不動産に対する直接投資をカバー。アフリカでは、エジプトと南アフリカをカバー</p>
<b>アメリカ大陸</b>	<p>カナダと米国の不動産に対する直接投資をカバー。アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、コスタリカ、メキシコ、パナマ、ペルーへの直接不動産投資については部分的にカバー</p>
<b>為替レート</b>	<p>取引額を米ドル建てに換算する上では、取引が行われた四半期の平均為替レートを用いている</p>
<b>グロスアップ</b>	<p>市場カバレッジを反映させるため、取引額はグロスアップしている</p>

**2011年第1-第3四半期の地域外投資額は960億ドルに達し、前年より倍増**



出所: ジョーンズ ラング ラサール, Property Data (UK), Real Capital Analytics (USA)

---

For more information, please contact the following:

**Arthur de Haast**  
International Director  
Europe  
tel +44 20 7399 5873  
arthur.de-hasst@eu.jll.com

**Fadi Moussalli**  
Regional Director  
Middle East  
tel +971 4 4266 955  
fadi.moussalli@jll.com

**Shelley Mathews**  
Regional Director  
Global Retail  
tel +44 20 7399 5240  
shelley.mathews@eu.jll.com

**Steve Collins**  
International Director  
Americas  
tel +1 202 719 5626  
steve.collins@am.jll.com

**Rob Gibson**  
Chief Operating Officer  
Europe  
tel +44 20 7399 5870  
robert.gibson@eu.jll.com

**Matthew Richards**  
Regional Director  
Europe  
tel +44 20 7399 5458  
matthew.richards@eu.jll.com

**John Talbot**  
International Director  
Australia  
tel +61 2 9220 8486  
john.talbot@ap.jll.com

**Alistair Meadows**  
Regional Director  
Asia  
tel +65 6494 3878  
alistair.meadows@ap.jll.com