

グローバル不動産への直接投資

不動産のサイクルはピークアウトへ

2019 年 5 月 16 日

Chief Investment Office GWM

Thomas Veraguth, economist; Sandra Wiedmer, Economist; Nena Winkler, CAIA, analyst

- 世界の商業用不動産サイクルは、取引金額にも表れているように、流動性が大量に供給され、資金調達コストが低く維持されたことから長期化している。低金利の環境下、投資家は利回りを追求してきたことで、優良不動産の利回りは記録的な低水準で推移している。低金利の環境を踏まえると、負債比率が低い投資家、または資金調達が容易な投資家にとって、イールド・スプレッド(不動産と国債の利回り格差)は依然魅力的と考える。
- 利回りまたは機会コストは中期的には大きく上昇しないとみている。家主が代替投資先不足から保有する不動産を維持し、投資活動は徐々に抑制されるだろう。
- 不動産価格は既に高水準にあることからキャピタル・ゲインを期待することは難しく、賃貸利回りに着目することが重要と考える。数少ないニッチ市場は依然として魅力的なリターンが期待されるが、一方で負債水準を低く抑えることを勧める。
- 新規供給と不動産ファンダメンタルズの悪化により賃貸料の伸び率は鈍化を続けていることから、入居率に着目することを勧める。市場に今参入する投資家の期待トータル・リターンは低下しており、デフレーション(金利感応度)リスクは高いと考える。
- 米国、英国、欧州、ドイツ、スイス、シンガポール、ブラジルは、リスクに見合ったリターンが期待できるとみている。一方、カナダ、日本、中国、オーストラリア、香港の市場環境は好ましくないと考える。

不動産の期待トータル・リターンは低下

優良不動産への投資競争の激化が、優良物件の想定利回りの収斂のきっかけとなった。不動産価格は高止まりし、景気は減速していることから、サイクルの終焉に向けて家主は賃貸料ならびに不動産価格の上昇率の低下に対応する必要があると考える。

現在市場に参入している投資家の期待リターンは予想外の改修コストにより低下する可能性がある。賃貸料の伸び率が鈍化していることから、取引コストや維持管理費にも注意を向ける必要がある。また家主は借り換えリスクを抑制するために賃貸契約の期間ならびに借入期限の管理をして行く必要がある。

低金利の環境も手伝い不動産価格の下落は回避されており、急激な調整は予想していない。過去のサイクルに照らしてみると、投資家は依然として他の投資機会よりも不動産投資の方がリスクに見合ったリターンを追求することができるものとする。



出所: UBS

リスクとリターンの相対的關係

各市場の過去のデータと比較した現時点の魅力度を評価

	全体の評価	オフィス	店舗	住宅	産業用/物流関連
米国	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
カナダ	■	■■■	■■■	■■■	■■■
英国	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
ユーロ圏	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
ドイツ	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
スイス	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
日本	■	■■■	■■■	■■■	■■■
中国	■	■■■	■■■	■■■	■■■
オーストラリア	■	■■■	■■■	■■■	■■■
香港	■	■■■	■■■	■■■	■■■
シンガポール	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■
ブラジル	■■■	■■■	■■■	■■■	■■■

■ 魅力的ではない ■ 中立(均衡) ■ 魅力的

出所: UBS, 2019年5月現在

「グローバル不動産直接投資」は、不動産直接投資の対象となる世界の主要市場に関する年2回刊のレポートである。資産クラスとしての不動産は流動性が低いという特徴があるため、投資家は投資物件を少なくとも7-10年間は保有することを前提としている。同レポートでは投資機会を各不動産市場単独で評価しており、その他の資産クラスとの相対的な評価は行っていない。そのためCIO(チーフ・インベストメント・オフィス)の資産配分の枠組みの一部を構成するものではない。我々は下に示した3段階で市場を評価している。

魅力的: その市場に今日投資する投資家が7-10年の投資期間で魅力的なリターンを達成可能とみられる。

中立(均衡): 現在の投資を続け、さらなる投資は厳選することを勧める。

魅力的ではない: 現在の市場環境が魅力的でないため、投資比率を引き下げることを勧める。

グローバル不動産への直接投資

リターン格差は拡大が予想される

市場見通し

- 投資家には2つの相反するシグナルが発せられている。長期にわたる低金利は市場へのサポート要因となっているが、一方で賃貸料上昇率の鈍化見通しはマイナス要因となっている。全体のトータル・リターンはプラスを維持すると思われる。スプレッド縮小サイクルがほぼ終わりを迎える中、キャピタル・ゲインではなく賃貸収入がリターンの大半を占めるだろう。
- 2009年に始まった今回の不動産サイクルは、取引金額によると2018年7-9月期にピークをつけ、その後緩やかに低下している。サイクル終盤の現局面において、投資家はロジスティクス(物流用不動産)と賃貸マンションへの投資活動を強めている。オフィスへの投資は横ばい、リテール(小売用不動産)への投資は縮小している。
- 低水準の想定利回りが中期的な正常レベルに向かうためには、不動産価格が下落するか、賃貸料の伸び率が加速する必要がある。後者がみられるためには高い経済成長率が必要となるが、我々は予想していない。
- 不動産特化の投資家は、魅力的な投資機会がないことから、最適化、改修、拡張といったアクティブ・アプローチに注力するか、または投資期間の長期化を図る必要があるだろう。
- イールド・スプレッドを重視し、豊富なキャッシュを保有する機関投資家が依然として市場の中心となっており、一方で外部の資金調達に頼る投資家は締め出されている。しかし、ディストレスト不動産(差し押さえ物件等)が相次いで売りに出される可能性は当面低いとみている。

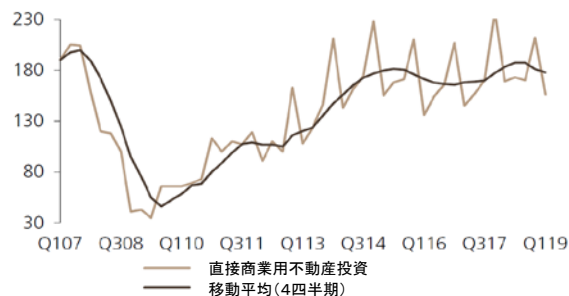
リスク

- 足元の低水準の利回りは、海外投資家が既に割高な地域に投資資金を集中させたことから下落に拍車がかかった。こうした投資資金の突然の流出は、安全投資と見做されてきた主要都市の不動産価格の下落につながる可能性がある。しかし、このリスクは各地の市街化計画により抑制されるとみている。
- 投資家は依然として資金調達を適切に行うことができる。一方で賃貸収入の伸び率は鈍化またはマイナスに転じると予想され、融資基準が厳格化された場合の悪影響を賃貸収入の伸びで相殺することはできないと考える。
- サイクルの終わりに向けて、リスク調整後リターンのかい離が拡大している。また、銀行の融資条件は厳しくなるとみっており、改築・改修が必要な場合は、融資期間が短くなると考える。投資家の一部はトロフィー・アセット(注目度の高い大型物件)の売却を余儀なくされる可能性がある。

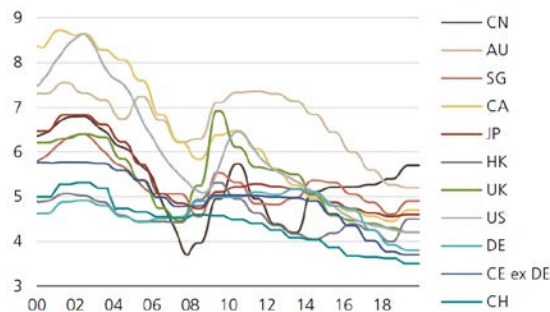
投資見解

- 資金調達コストは低水準ながらもキャピタル・ゲインは縮小すると我々は予想していることから、借入れは予想されるキャピタル・ゲインに合わせて調整し、限定的な利用を勧める。
- オペレーション上のリスクを取り、付加価値の高いオポチュニステック(機会重視)な戦略を取ることは有効と思われるが、ポートフォリオ上はサテライト投資の位置付けに留まるものとする。
- 十分安定的な余裕のある資金をもとに不動産を保有する投資家は、不動産市場は軟化の見通しだが、引き続き落ち着いた投資を続けることができるだろう。

グローバル不動産直接投資の規模 四半期、10億米ドル

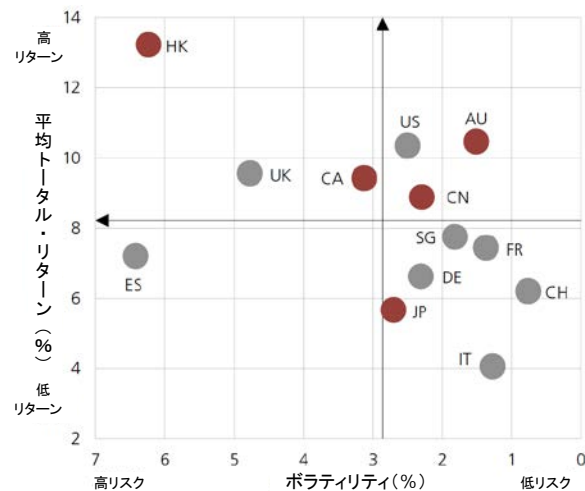


賃貸収入リターンは過去最低水準 %、ベンチマーク・ポートフォリオ、全種類の不動産



リスク・リターン特性

過去のデータに基づく、
全体的な不動産市場評価(赤: 魅力的ではない、灰: 均衡)



グローバル不動産への直接投資

北米: 米国

米ドル高・低利回りのリスク局面

- 良好な不動産ファンダメンタルズ、プライベート・キャピタル投資、流動性が豊富な資本市場が、最近まで商業用不動産価格の上昇を後押ししてきた。全体では、不動産価格の上昇率は 2015 年に降鈍化している。
- イールド・スプレッドは長期平均を下回る水準まで縮小した。取引高は、マルチファミリー(集合住宅)とインダストリアル(産業用不動産)で維持されたが、オフィスとリテール(小売店舗)で低下した。
- 流動性が豊富なことからサイクルが長期化した。金利が上昇すると融資スプレッドが拡大し、不動産投資の相対的魅力度が低下すると考える。

市場見通し

- 世帯形成およびアフォーダビリティ(住宅取得能力)の問題が マルチファミリー(集合住宅) のパフォーマンスに影響を及ぼしている。可動性が重視され、持ち家よりも賃貸が好まれる状態が続くと予想する。新規供給は足元まで吸収されたが、一部の不動産セクターでは需要を上回り、賃貸料の伸び率鈍化につながるとみている。中期的には、開発コストと不動産価格の上昇により建設許可件数の下落に拍車がかかり、市場は均衡化すると予想する。
- オフィス 賃貸料の上昇率はインフレ率を超えているが、建設完了件数が高く維持されると見込む。これは東海岸のオフィス市場にとって脅威となっている。サンフランシスコは今のところファンダメンタルズが良好でプラス材料となっているが、テクノロジー・セクターへの依存度が高まっている。就業スペースの改善に必要な設備投資の拡大に、適応できない敗者と適応できる勝者を分けることになるだろう。
- リテール(小売店舗) のトータル・リターンは、供給過剰の中、不動産価格の下落により、極めて低い水準に達した。リテールの投資活動は上位ショッピング・モールやショッピング街に集中しており、管理が不十分な外観の老朽化が加速するであろう。店舗閉鎖は引き続き大きな問題であり、一方で改装などは多額の設備投資が必要となることで、利益率に対する下方圧力が強まっている。
- インダストリアル(産業用不動産) と ロジスティックス(物流用不動産) は構造的変化により引き続き需要が旺盛で、新規供給、特に多層式倉庫の供給は吸収されている。期待が高いだけに、景気が悪化した場合、一気に失望が広がる可能性がある。

リスク

- 旺盛な需要により市場流動性が拡大し、サイクルが長期化した。米ドルの魅力が低下するようであれば、キャップ・レート(還元利回り)の上昇は加速し、不動産価格の下落により不動産投資の相対的魅力度は低下するであろう。
- 2017 年の税制改革により税金が高い州は人口が減少し、不動産需要が縮小するリスクが高まっている。
- 住宅と商業用不動産の関係は完全には切り離せないことから、アフォーダビリティ(住宅取得能力)の問題、住宅ローン費用の上昇、税制改革による悪影響の下、住宅市場の低迷は懸念材料である。

投資見解

- リテール・セクターのエクスポージャーを削減し、オフィス・セクターの選別を図ることを推奨する。
- 再開発または拡張により高いリスク調整後リターンが期待される。価格上限での売却検討を勧める。

総合評価: 中立(均衡)



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

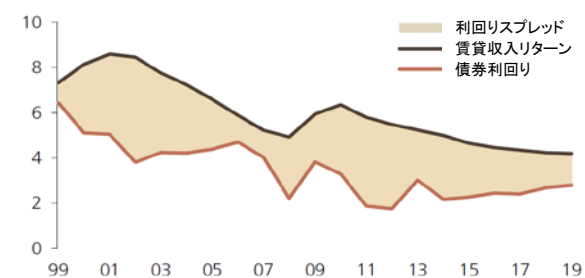
		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	Apartment price per unit (USD)	11.7	7.8	-0.6	7.8
	Housing starts	-9.5	3.5	3.0	10.4
	Vacancy rate (in %)	n.a.	4.8	4.4	4.9
	Capitalization rate (in %)	5.4	5.4	5.5	5.9
Office	Office price per sqft (USD)	7.9	4.5	-4.1	4.8
	Office rent per sqft (USD)	n.a.	2.5	1.7	1.7
	Vacancy rate (in %)	n.a.	16.6	16.4	16.9
	Capitalization rate (in %)	6.5	6.5	6.6	7.0
Retail	Retail price per sqft (USD)	0.9	1.9	-19.2	3.4
	Vacancy rate (in %)	n.a.	10.2	10.1	10.4
	Capitalization rate (in %)	6.5	6.6	6.5	6.9
Industrial	Industrial price per sqft (USD)	6.8	8.9	2.7	4.8
	Capitalization rate (in %)	6.1	6.2	6.4	7.1
	Vacancy rate (in %)	n.a.	7.0	7.4	9.1

¹ 2010 年から 2018 年までの平均、Sqft: 平方フィート

出所: ブルームバーグ、ムーディーズ/RCA、REIS、UBS、2019 年 5 月現在

不動産賃貸収入のリターン

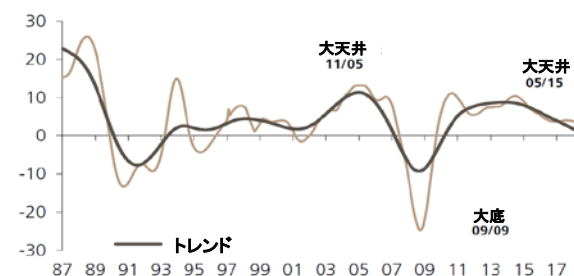
10 年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019 年 5 月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: ブルームバーグ、ムーディーズ/RCA、MSCI、Green Street Advisors、UBS、2019 年 5 月現在

グローバル不動産への直接投資

欧州: 英国

サイクル終盤の局面にあり市場は脆弱

- 世界的な景気減速と政治的な不確実性の高まりにより、経済成長見通しは依然低調である。英国が EU 離脱で合意に達すれば環境は改善するだろう。
- 小売店舗を除く優良物件の利回りは過去最低の水準にある。このため、トータル・リターンは賃料収入が大きく影響するであろう。底堅いもののかなり軟化している需要、若干拡大している供給、既に低下し始めている取引高を考慮すると、不動産価格の上昇余地は限られると考える。
- 不動産サイクルが長期化する中、構造的に成長ポテンシャルを有するセクターで、賃貸借契約が安定している質の高い不動産を推奨する。

市場見通し

- 需給バランスが悪化する中、今後数四半期は不動産価格が 1 桁前半のペースで下落すると予想する。引き続きインダストリアル（産業用不動産）がアウトパフォームし、リテール（小売店舗）がアンダーパフォームすると見込む。
- 英住宅市場は、民間の賃貸住宅で魅力的な利回りが提供されているが、アフォーダビリティ（住宅取得能力）の問題と規制リスクに直面している。
- 優良オフィス・セクターの利回りは依然低いと安定している。過去最高の水準にある賃貸料は、健全な需要と多くが事前賃貸契約となっている新規供給がサポート要因となっている。しかし、同セクターでは賃貸料の伸び鈍化と空室率の若干の上昇がみられると予想する。一方、見通しが不透明であることから、質の低い不動産で若干価格が下落する可能性が高いとみている。
- リテール・セクター（小売店舗）は構造的、景気変動による逆風にさらされている。一等地と二等地の間の乖離は賃貸料、不動産価格双方の点で拡大している。リテールの利回りは小売企業の破綻が主な原因となって上昇し始めている。
- インダストリアル・セクター（産業用不動産）は賃貸料と不動産価格の上昇率が極めて高く、今後も長期トレンドによりサポートされると予想するが、アフォーダビリティの低下により伸び率は鈍化すると見込む。高スキル労働者の確保と電力の安定供給が重要な要素となっている。

リスク

- 不動産サイクルは取引金額からみると、ピークを過ぎた。しかし、銀行融資全体に占める不動産融資残高は 17 年ぶりの低水準にあり、リセッション時の借り換えは困難なものにならないと考える。
- グレーター・ロンドンと他の地区との間の乖離は残っている。英国全体の不動産価格は依然として 2007 年のピークから 19% 低い水準にあるが、ロンドン・ウエストエンド地区のオフィス用不動産は同ピークからさらに 30% 高い水準にある。
- 足元の市場は比較的底堅さを示しているが、英国がどのように EU を離脱するのか依然不透明であり、潜在的にはマイナス要因である。

投資見解

- 安定した賃貸収入を生む質の高い不動産と構造的な成長が期待されるセクターは長期的に魅力度が高いと考える。
- ディストレスト不動産のコンバージョン（用途変更）または再開発を投資機会とみている。中期的にはインダストリアル・セクターがアウトパフォームし、リテール・セクターがアンダーパフォームすると予想する。オフィス・セクターは雇用の伸びに大きく依存している。

総合評価: 魅力的ではない



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、%（別段の表示がない限り）

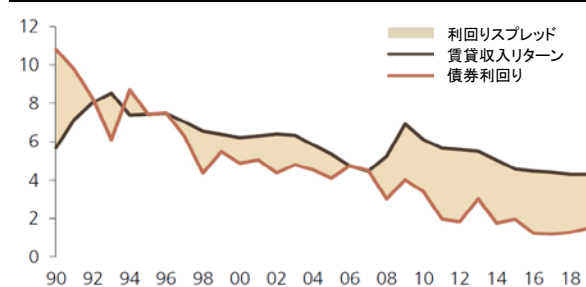
		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	Private housing rental prices UK	1.0	1.0	1.8	1.6
	Private housing rental prices London	0.0	0.0	1.3	2.2
	Housebuilding starts UK	n.a.	0.6	5.8	8.1
	London transaction volume (USD)	46.1	45.0	5.4	38.3
	Total number of households	n.a.	n.a.	0.5	0.5
Office	London price psqf (USD)	-0.4	1.1	-0.9	3.0
	London transaction volume (USD)	4.3	8.7	-25.1	7.5
	London average capitalization rate (in %)	4.6	4.6	4.6	4.7
	BoE Labour market Business Services (Score) ³	0.9	1.1	0.7	0.6
Retail	London price psqf (USD)	27.5	2.9	-0.5	2.1
	London transaction volume (USD)	26.7	1.7	-26.7	12.2
	Retail sales ²	3.9	4.0	4.3	4.5
Industrial	London price psqf (USD)	16.8	-1.1	-29.8	5.5
	London transaction volume (USD)	-34.5	-26.3	-37.5	5.2

¹2010 年から 2018 年までの平均、²英国の小売売上高は燃料を除く。³スコアは-5(急低下)から+5(急上昇)まで。

出所: ブルームバーグ、イングランド銀行、コミュニティ・地方自治省、RCA、国家統計局、UBS、2019 年 4 月現在

不動産賃貸収入のリターン

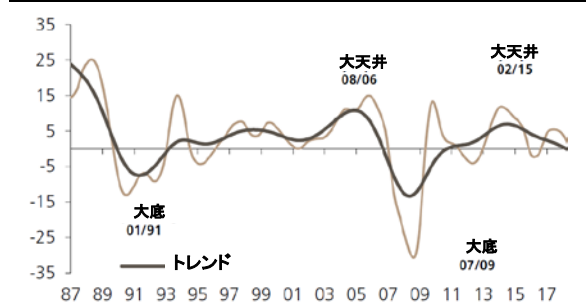
10 年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019 年 5 月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: MSCI、UBS、2019 年 5 月現在

グローバル不動産への直接投資

欧州: スイス

移住者が減少する中、市場ファンダメンタルズは軟調

- 資金調達コストおよび機会コストの直近の低下により不動産投資に対する需要が高まりつつある。不動産投資は利回りが低く、賃貸収入に対する下落圧力が続いているが、投資家はスイス国債の魅力的な代替と見なしている。
- 景気減速と人口流入の減少により需給バランスが悪化する等、市場のファンダメンタルズは悪化している。雇用の伸びは長期平均を再び下回ると見込む。
- 空室率上昇と賃貸料の下落により住宅用不動産価格には下落圧力がかかると予想する。最も高いリスク調整後リターンは大都市の密集地域の一部で期待される。オフィス・セクターは足元まで堅調な雇用の伸びと都心部の上昇モメンタムの恩恵を受けてきた。景気サイクル・リスクが高まりながらも、ロジスティックス(物流用不動産)やインダストリアル(産業用不動産)および複合用途開発で魅力的な投資価値が見いだせると考える。

市場見通し

- 供給が需要を上回る中、空室率の上昇や希望賃貸料の低下等、住宅用不動産セクターに対する下押し圧力が長く続いている。市場価格の調整が一部で見られるが、中期的には金利が極めて低い水準にあることから大幅下落の可能性は低いとみている。
- サイクル上、オフィス・スペースに対する需要は引き続き旺盛で、都心部の賃貸料を押し上げると考える。大都市(ジュネーブは依然遅行)のオフィス市場は、供給が限定的で、需要が安定していることから緩やかに回復するとみている。
- リテール・セクター(小売店舗)は逆風にさらされている。スイス小売企業は小売売上高の伸び率が鈍化する中、競争激化に直面している。そのため、2019年の賃貸料は2~3%下落すると予想する。一方、最新のモダンな小売店舗は既存物件を締め出している。高級ショッピング地区に対する需要は比較的強い。

リスク

- バリュエーション(特に一等地)は、極めて低い想定利回りと機会コストのために低金利と借り換え条件に大きく依存している。金利またはリスクプレミアムの上昇は大きな損失につながる可能性がある。
- 金融規制当局は、住宅用不動産投資向けの銀行融資基準の厳格化を要求している。負債比率の高い投資家は、返済条件の厳格化や追加要件への対応が必要になる可能性がある。
- 高い賃貸料、空室率の上昇、不透明な経済見通しを考慮すると、賃貸料が急落すれば、さらに不動産価格も下落する可能性が高まる。

投資見解

- 空室率の上昇、賃貸料に対する下落圧力の高まりは住宅用不動産のマイナス材料となっている。しかし、金利リスクが低いことを考慮し、空室リスクがほとんどない人口密集地域の住宅用不動産に投資価値があるとみている。
- 小売店舗への投資は魅力が低い。雇用の伸びは一等地のオフィスにとってプラス材料であり、上昇余地は大きい。

総合評価: 中立(均衡)



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

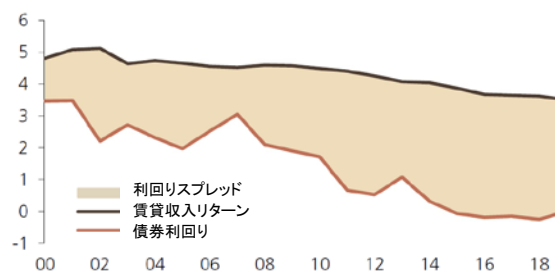
		2019 ²	2018	2017	9 years ¹
Residential	Asking prices for condominiums	-0.5	-1.9	0.2	2.4
	Asking prices for single-family homes	1.0	1.1	2.4	2.8
	Asking rents for rental apartments	-2.5	-2.1	-1.0	1.0
	Building permits on housing stock (in %)	1.0	1.1	1.2	1.3
	Vacancy rate (in %)	1.7	1.6	1.5	1.2
	Net cash flow yield (in %)	3.5	3.5	3.5	3.9
Office	Asking rents for office space	-2.0	-2.2	-1.0	1.1
	Properties available for sale (in %)	6.5	6.8	6.7	6.7
	Net cash flow yield (in %)	4.0	3.7	3.8	4.1
	Retail sales ³	n.a.	-1.3	-0.6	-0.8
Retail	Asking rents for retail space	-2.0	-0.9	0.3	0.3
	Net cash flow yield (in %)	4.0	3.7	3.8	4.1
	Retail sales ³	n.a.	-1.3	-0.6	-0.8

¹2010年から2018年までの平均。²2019年予想。³燃料を除く非食品

出所: ブルームバーグ、Wüest Partner, FSO、MSCI、Docu Media、UBS、2019年5月現在

不動産賃貸収入のリターン

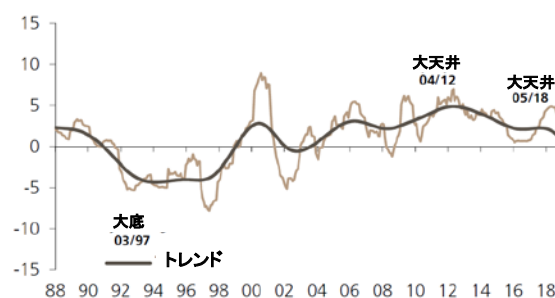
10年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019年5月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: IAZI、MSCI、UBS、2019年5月現在

グローバル不動産への直接投資

アジア太平洋: 日本

異例の金融緩和政策によるサポートは現在弱まる

- アベノミクスが発動された 2013 年以降、日本では異例の財政刺激策および金融緩和政策が打ち出されてきた。その影響で、不動産市場は徐々に過熱し、現在、賃貸料と利回りはすでにピークを過ぎたと思われる。
- 潤沢な資金供給により、急激なキャップ・レート(還元利回り)の縮小と高水準の不動産債務を伴いながら不動産価格は上昇した。
- 投資機会は需給バランスが良好なことから東京、大阪、名古屋に集中している。金融政策の正常化の必要性および中国の景気減速は不動産市場へのマイナス材料と考える。

市場見通し

- 金利が僅かに上昇しても家計は節約に走ることから、住宅のアフターダビリティ(住宅取得能力)は懸念材料である。新築マンションの価格が高水準であることから、低価格帯マンションへの需要シフトがみられた。そのためマンション市場は減速しているが、賃貸マンションは高価格を維持している。東京など大都市の賃貸料上昇率は、人口の伸びが底堅いことから、横ばいを維持するであろう。
- 職場環境が良好で、優秀な人材を引きつける オフィス・スペース に対する需要は依然旺盛である。東京ではさらなる供給が予想され、2020 年以降、過去最低の空室率はやや上昇し、賃貸料の伸びは鈍化すると見込む。大阪と名古屋のオフィス・セクターは底堅い。新規供給が限られ、賃貸料の緩やかな上昇が予想される。
- eコマースおよび小売消費への移行は、リテール(小売店舗)の所有者にとって大きな課題である。大型ショッピング・センターの新規供給は限定的だが、旅行者の消費需要の拡大はプラス材料と考える。キャップ・レート(還元利回り)は過去最低の水準にある。賃貸料の伸びはインフレ率になんとか追従できると予想する。
- インダストリアル(産業用不動産)・ロジスティクス(物流用不動産)に対する需要は、サード・パーティー・ロジスティクス(3PL)および eコマースに支えられるだろう。需給バランスが悪化する可能性は低いと思われるが、東京、大阪、名古屋地区の空室率は比較的高い。

リスク

- 金融機関は、不動産価格の上昇とキャップ・レートの低下により不動産融資に対して慎重な姿勢に転じている。金利が正常化に向かうと、金融環境が急激に引き締まることとなり、不動産価格が調整するとみている。
- 突出した不動産融資残高と日本の銀行の不動産に対するエクスポージャーの大きさは、システミック・リスクと考える。過度な貯蓄と円高の進行余地は緩衝剤として機能するだろう。

投資見解

- 需給バランスが良好な東京、大阪、名古屋地区に限り選別色を強め、投資機会を見つけた。新規不動産が既存不動産を締め出している。
- 割高な物件については利益確定の売りを行い、収益性の高い最新の不動産開発プロジェクトおよび改築・改修プロジェクトに投資先を入れ替えることを勧める。

総合評価: 魅力的ではない



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

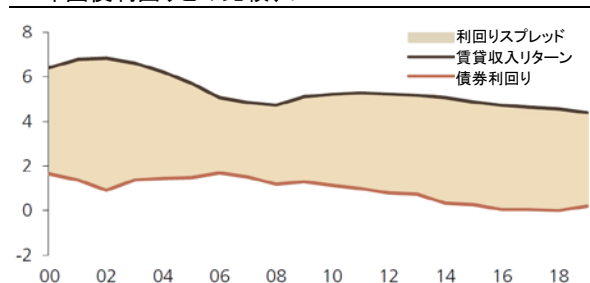
		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	Tokyo detached house prices	n.a.	1.4	1.5	0.5
	Tokyo condominium prices	n.a.	3.2	4.8	4.2
	Average contracts rent (Tokyo 3 wards)	3.3	8.2	2.9	2.5
	Tokyo condominium sales	-2.3	3.6	2.8	2.7
Office	Tokyo new buildings avg. rent	6.8	2.8	-3.4	-0.2
	Tokyo existing buildings avg. rent	7.8	6.6	3.9	0.0
	Vacancy rate (Tokyo 23 wards) (in %)	1.8	2.5	3.3	6.2
Retail	Retail sales	0.7	1.7	1.9	1.0

¹ 2010 年から 2018 年までの平均、Avg: 平均。Sqft: 平方フィート。

出所: ブルームバーグ、三鬼商事(株)、不動産経済研究所、RCA、経済産業省(日本)、ケン不動産投資顧問、UBS、2019 年 5 月現在

不動産賃貸収入のリターン

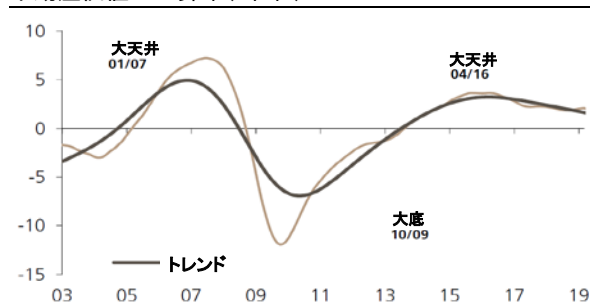
10 年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019 年 5 月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: MSCI、UBS、2019 年 5 月現在

グローバル不動産への直接投資

アジア太平洋: 中国

商業用不動産のキャピタル・ゲインはさらに低下

- 経済成長率が鈍化する中、不動産のファンダメンタルズは悪化しているが、政府は過剰債務圧縮の動きを弱め、金融緩和策を強化している。
- 不動産市場の安定化が依然として最も重要な政策目標となっている。各都市は目標達成に向けて多様な規制措置を取っているが、不動産の過剰供給が続いていることから、市場の安定が実現するか否かはまだわからない。
- 想定利回りが名目経済成長率を下回っているなか、我々は流動性が最も高い市場に着目している。

市場見通し

- 2015~2016年のインフラ投資ブームの間に不動産販売額が急上昇した後、昨年の取引金額は若干低下した。総取引金額に占める1級都市の比率は一段と低下し、投資が地域的に広がりをみせていることが示されている。
- 過去1年、新規住宅不動産価格の上昇率は加速しており、1級都市よりも2、3級都市の上昇率が高い。空室率は20%を上回っているものの、新規着工件数は依然高い水準にある。都市化の動きと政府の後押しを受け、発展途上にある大都市圏の賃貸住宅市場が拡大している。しかし、低リターンと規制の不備が課題として残されている。
- 賃貸料の見通しは、コワーキングとTMT(テクノロジー・メディア・通信)セクターの拡大がプラス材料になったとしても、オフィス・ビルの供給増が悪影響を及ぼすと考えられる。賃貸料は2級都市で大きく下落すると思われるが、1級都市でも調整が予想される。全体の空室率は20%を超えるが、北京の空室率は5~6%で安定している。
- リテール(小売店舗)の賃貸料の伸び率は低いが安定的に推移している。供給過剰の中、質の高い不動産が質の低い不動産を締め出している。景気減速およびeコマース・ブームにより店舗の小売売上高の伸び率が引き続き鈍化している。短期的には財政刺激策が寄与し、長期的には都市化と高賃金がプラス材料となる。
- ロジスティックス(物流用不動産)の空室率は9%まで低下している。限定的な新規供給、既存物流施設の老朽化、土地用途転換により土地供給が縮小した。構造要因により見通しは良好である。

リスク

- 不動産税は、早ければ今年課税される可能性も否定できないが、2~4年後は課税されないだろう。税金は住宅用不動産市場にとってリスクであり、政府は不動産税導入で大幅な価格調整につながる危険を冒す可能性は低いとみているからだ。
- 不動産は家計資産の2/3を構成しており、銀行および地方政府も不動産収入に大きく依存している。そのため、市場の落ち込みは深刻な影響をもたらすと考える。

投資見解

- 流動性の高い市場の満室の賃貸不動産は、資金調達費用よりも低い利回りで行われている。これは、景気低迷の見通しにより不動産価格の上昇余地が限られることから、大きなリスクと考える。投資家は都市固有の政策を認識する必要がある。

総合評価: 魅力的ではない



出所: Dreamstime

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	New building prices (70 Cities)	8.7	7.1	8.5	4.3
	Second-hand residential rents ²	-0.2	0.3	0.1	0.5
	Floor space under construction	8.1	3.7	2.6	11.8
	Second-hand rental yields (in %) ²	1.6	1.6	1.5	2.1
	Housing new starts	12.4	17.2	7.0	8.0
Office	Price ³	9.9	0.1	11.3	8.0
	Floor space under construction	0.6	-0.2	3.6	17.5
	New employees in urban areas	-1.8	0.7	2.8	2.9
Retail	Price per sqft (USD) ⁴	4.3	1.7	-4.5	12.3
	Retail sales	8.4	9.0	10.5	13.0
	Visitor arrivals	n.a.	4.7	3.6	4.0
All	Land sales volume	10.7	24.5	23.9	17.0
	Land price	-3.4	-16.7	19.4	11.1

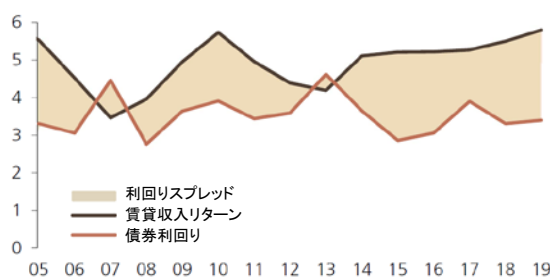
¹2010年から2018年までの平均、²北京、上海、広州、深センの平均。

³北京と上海の平均。

出所: ブルームバーグ、Centaline、中国人力資源社会保障部、CREIS、マクロボンド、中国国家统计局、SouFun-CREIS、UBS、2019年5月現在

不動産賃貸収入のリターン

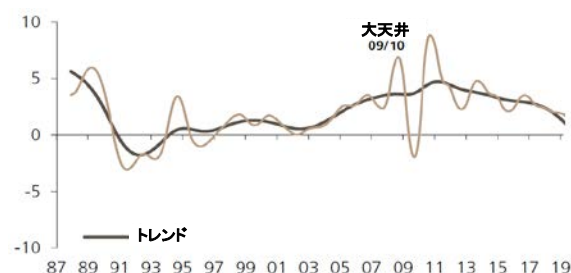
10年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019年5月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: MSCI、UBS、2019年5月現在

グローバル不動産への直接投資

アジア太平洋: オーストラリア

住宅用不動産は調整、オフィスは依然堅調

- 金利低下、通貨安、資金調達コスト低下は、今回の不動産上昇サイクルの長期化をこれまで支えてきた。しかし、住宅市場の足元の価格は2017年のピークから10%下回って下落トレンドにあり、商業用不動産に対して警戒シグナルを発していると考えられる。
- 需要は旺盛ながら、不動産所有者が売却する意向がなく、取引高は減少している。また、キャップ・レート(還元利回り)の一段の縮小の可能性は低いとみている。
- 市場への新規供給、融資基準の強化、グローバル景気の減速、政策変更の可能性はいずれも不動産投資にとって逆風である。

市場見通し

- シドニー、メルボルン(両市とも空前の上昇サイクルを経験)など住宅市場の大半は、価格下落、新規住宅ローン、先行販売の観点から調整過程にある。賃貸住宅セクターは依然規模が小さく、投資上の魅力度を高めるためには税金および土地のコストに関する問題を解決する必要がある。
- オフィスは2019年と2020年に新規供給が拡大することから賃貸料の伸び率が鈍化すると予想する。特にメルボルンの賃貸料は新規建設により打撃を受けると見込む。シドニーは極めてタイトな市場であることから、新規供給によりテナントは移転が可能になるだろう。
- eコマースは現在、従来型小売企業よりも高い成長を達成している。また、小売企業の倒産件数が増加し、リテール(小売店舗)は一等地と二等地の格差が拡大した。賃貸料は横ばいから低下傾向が予想され、キャップ・レート(還元利回り)は若干拡大している。
- インダストリアル(産業用不動産)は需要が旺盛で、賃貸料の伸び率が高い。キャップ・レートは一段と縮小した。シドニーおよびメルボルンでは、地価が急上昇し、利用可能な土地に制約があることから多層式倉庫が検討されている。

リスク

- 労働党は、ネガティブ・ギアリング(住宅投資損失分の課税控除)の適用を新築住宅に制限することやキャピタル・ゲイン税割引率の引下げによる住宅政策の変更を支持しているが、いずれも不動産価格に対し下押し圧力がかかると考える。
- 信用引き締めは引き続き住宅価格に悪影響を及ぼすであろう。また不動産開発企業は商業用不動産プロジェクトの資金調達が難航している。
- オーストラリアの住宅ローンの家計所得に対する比率は約140%と過去最高の水準に達している。貯蓄率および住宅価格が低下する中、負債が引き続き拡大している。このため、金利が上昇するとシステムリスクが高まり、金融ショックが発生するリスクがあるとみている。

投資見解

- 投資家の期待リターンを満たす不動産が現在ほとんどないとしても、シドニー、メルボルン等、流動性の高い市場への投資を勧める。
- 投資サイクルはピークに達している。リスクを抑制し、質が高く、人口の流入が増えている地域に着目し、機会重視のスタンスで投資をすることを推奨する。

総合評価: 魅力的ではない



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

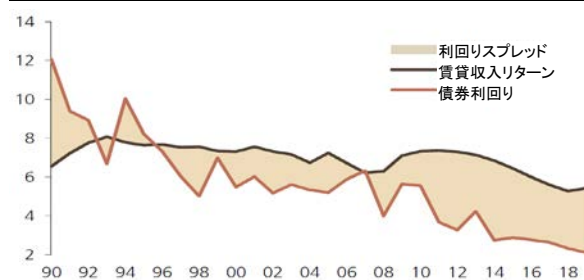
	2019	2018	2017	9 years ¹
Residential				
Houses unit transaction volume	-12.3	-8.3	-6.2	-3.3
House prices	n.a.	-5.5	5.6	3.7
Household housing debt to income (in %)	n.a.	139.4	136.3	124.0
Household saving ratio (level)	n.a.	2.9	4.4	6.8
Commercial				
Commercial real estate prices	n.a.	10.5	15.3	7.1
Office				
Sydney prime office rent	11.7	11.0	18.1	5.9
Melbourne prime office rent	4.2	9.5	13.0	3.2
Prime office vacancy rate Sydney (in %)	4.5	4.6	5.8	7.5
Prime office vacancy rate Melbourne (in %)	3.7	3.9	6.0	6.7
Retail				
High street retail rent Sydney	4.7	8.1	19.4	3.6
High street retail rent Melbourne	1.7	3.2	-5.0	3.7
Hourly wage rates	n.a.	2.2	2.0	2.8
Retail sales	3.2	3.0	2.7	3.5
Industrial				
Capital expenditure Survey (index level)	6.2	11.7	11.0	6.1
Industrial production	n.a.	2.8	1.4	2.3

¹2010年から2018年までの平均

出所: オーストラリア統計局、ブルームバーグ、国際決済銀行、CBRE、コリアーズ、豪州住宅産業協会、ナショナル・オーストラリア銀行、オーストラリア準備銀行、IMF、UBS、2019年5月現在

不動産賃貸収入のリターン

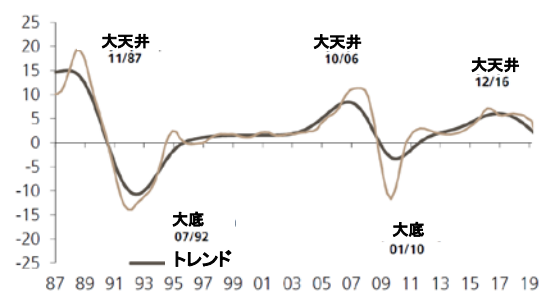
10年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019年5月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価格の上昇率、%



出所: MSCI、UBS、2019年5月現在

グローバル不動産への直接投資

アジア太平洋: 香港

過熱していた商業用不動産が落ち着く

- 商業用不動産の昨年の取引高はオフィス・セクターがけん引し大きく上昇した。しかし、米連邦準備理事会(FRB)のハト派姿勢にもかかわらず、今後投資活動は縮小傾向を辿ると予想する。
- 2015~2016年の中国の財政刺激策がきっかけとなった2017~2018年の予想外の不動産価格上昇により、不動産ファンダメンタルズのピークは過ぎたと考える。
- 引き締め的な金融環境の見通しと中国の景気減速は、依然として空室率、新規供給、キャップ・レート(還元利回り)が低水準で不動産価格が高い香港の不動産に悪影響を及ぼすとみている。

市場見通し

- 住宅 価格は、持続不可能な上昇、アフォーダビリティ(住宅取得能力)問題、中国の景気減速をめぐる不透明感の高まりを受けて2018年中央のピーク以降約10%下落した。緩和的な金融政策が維持されるようであれば、不動産価格は反発する可能性があり、アフォーダビリティはさらに低下するであろう。民間賃貸住宅は供給が不足しており底堅さを維持するとみている。
- オフィス は賃貸料が記録的な高水準を維持する中、分散化が続くと見込む。賃貸料の状況はまちまちで、横ばいまたは若干の下落が予想される。セントラル地区は賃貸需要の約80%を占める金融および中国企業に依存することができなくなっているが、一部オフィス・スペースが再開発によって減少することは一定のサポート要因となるだろう。九龍東部の空室リスクは高まっている。香港島東区はセントラル・湾仔バイパスの恩恵を最も受けるとみている。一方、銅羅湾地区はコワーキング・ハブとして重要性が増すだろう。
- 観光客の消費はパターンがモノの消費から変化しており、小売 売上高への影響力が低下している。国内消費は景気減速により低下が予想される。よって、賃貸は低迷し(中心市街地で僅かに上昇が見込まれ)、価格上昇余地は依然限定的と予想する。
- 取引活動は鈍化しつつも、インダストリアル(産業用不動産)の賃貸は堅調を維持し、eコマース主導の需要は拡大が予想される。産業用ビルオフィスのリテール、ホテル、住宅への改築の計画もプラス材料である。

リスク

- キャップ・レート(還元利回り)は縮小してきたが、既に反転し始めており、金利上昇と流動性の逼迫は不動産価格にとって大きなリスクとなっている。
- 中国本土での需要が縮小する中、景気に対する感応度が高まっている。また、中国への容疑者引き渡しを可能にする条例の改正案は、香港の国際的地位の維持に重要な要素となってきた1992年の米国・香港政策法に抵触する可能性がある。

投資見解

- 各セクターの価格調整と資金調達コストの上昇が予想されることから、投資家は負債を削減することを推奨する。
- エクスポージャーの見直しを行い、長期的視点を持ちながら投資先の厳選を図ることを勧める。

総合評価: 魅力的ではない



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

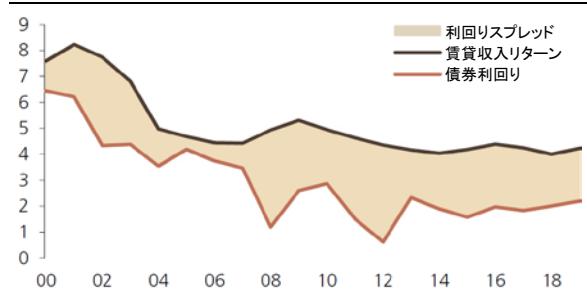
		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	Avg. prices of private domestic units (HKD)	1.1	13.1	16.8	13.9
	Avg. rents of private domestic units (HKD)	2.6	5.7	8.6	7.7
	Yields domestic units (in %)	2.4	2.4	2.6	2.9
	Vacancy rate (in %)	n.a.	4.3	3.7	4.1
Office	Prices of private office units (HKD)	1.9	14.0	14.2	14.1
	Rents of private office units (HKD)	5.2	4.3	4.1	7.2
	Yields office units (in %)	2.5	2.5	2.8	3.0
	Vacancy rate (in %)	n.a.	8.6	9.5	7.6
	Employment growth	-0.2	1.2	0.6	0.9
Retail	Avg. prices of private retail units (HKD)	-1.0	6.0	6.0	14.2
	Avg. rents of private retail units (HKD)	1.2	2.4	2.2	6.1
	Yields of retail units (in %)	2.5	2.4	2.5	2.6
	Vacancy rate (in %)	n.a.	9.4	9.0	8.0
Industrial	Retail sales	-1.1	9.1	2.2	7.2
	Prices of private flatted factories (HKD)	4.5	14.2	12.3	18.0
	Rents of private flatted factories (HKD)	4.5	6.1	5.1	8.2

¹ 2010年から2018年までの平均

出所: ブルームバーグ、香港統計局、香港建物格付評価署、UBS、2019年5月現在

不動産賃貸収入のリターン

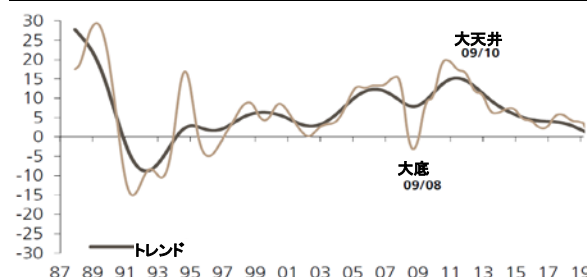
10年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019年5月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: MSCI、UBS、2019年5月現在

グローバル不動産への直接投資

アジア太平洋: シンガポール

長期では魅力的だが、中期的には減速

- シンガポールの経済成長率およびインフレ率の見通しは、中国の景気減速と国際的な貿易摩擦により下方修正されている。このため不動産投資のリターンは、ショックの影響を受けて下落しやすく、セクター間・地区間の乖離が拡大する可能性がある。
- 特に魅力的な利回りを提供する不動産がなく、一方で投資家は様子見の姿勢にあることから、投資額も低下しつつある。
- シンガポールの不動産市場は質が高く、成熟化しており、投資期間が長期で、魅力的な投資タイミングを待つことができる投資家に適していると考えられる。

市場見通し

- 集合住宅などの一括売却で、住宅プロジェクトの売出しが増えていいる。直近の引き締め政策により全体の不動産価格は低下傾向を辿っている。一方、新規売出しが相次ぐ中、買い手は様子見姿勢を取っている。今年の住宅用不動産価格の変動率はレンジ内(±2%)を推移すると見込む。しかし、空室率が低下する中、賃貸料は下支えされるとみている。
- オフィス・賃貸は、空室率低下により2017年に始まった持続的な回復の後、上昇サイクルが続いている。セントラル・ビジネス地区の新規供給は2021年までは緩やかなペースに留まると予想されており、賃貸料上昇の要因になると考える。また、グレードAオフィスのグレードBオフィスに対する賃貸料のプレミアムは若干縮小している。キャップ・レート(還元利回り)は低い水準まで縮小したことから、さらに下落する余地は限られると考える。
- リテール・セクター(小売店舗)の賃貸料は数年にわたり下落した後、徐々に回復し始めている。しかし、構造的な問題により大きく上昇するとは予想していない。来年以降、供給の伸びは徐々に鈍化するだろう。
- インダストリアル・セクター(産業用不動産)は供給が限定的であり、安定化の兆候がみられる。ビジネス・パークは、オフィス・スペースと賃貸料との格差拡大を踏まえると、旺盛な需要の恩恵を受けていると考える。ロジスティクス・セクター(物流用不動産)のファンダメンタルズは健全であり、回復はeコマースとサード・パーティー・ロジスティクス(3PL)がけん引している。

リスク

- キャップ・レート(還元利回り)は依然低いため、景気低迷の見通しと借り換えコスト上昇が主なリスクである。
- 賃貸料は引き続き低迷または下落する一方で、キャップ・レートが拡大すると不動産価格は下落するであろう。リースホールド(定期借地権付物件)の価値も時間経過で目減りし、その影響を受ける可能性がある。

投資見解

- 需給バランスが比較的良好なことから、シンガポール経済の競争力が支えとなり長期不動産投資の底堅さが期待される。
- 利回りが低下し、不動産価格の上昇余地が限られることから、長期投資を行うことを推奨する。投資家は魅力的な投資タイミングを待つことを勧める。

総合評価: 中立(均衡)



出所: iStock

主要データ

前年からの変化率、% (別段の表示がない限り)

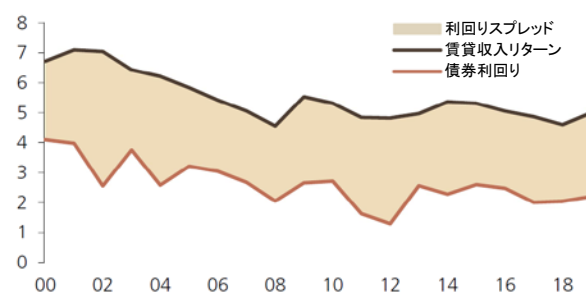
		2019	2018	2017	9 years ¹
Residential	House prices all types ²	+/- 2.0	7.8	-1.1	4.2
	Private residential rents	1.3	0.2	-2.7	1.1
	Vacancy rate (in %)	6.3	6.9	8.1	6.7
	Resale price HDB flats	-0.5	-1.3	-1.1	3.0
Office	Prices for office surfaces	7.5	5.3	-5.2	4.5
	Rents	4.1	8.3	-5.0	1.8
	Vacancy rate (in %)	11.8	12.2	12.5	10.9
Retail	Prices for retail surfaces	-1.3	-2.3	-7.8	0.7
	Rents	-1.3	-1.8	-6.5	-1.6
	Vacancy rate (in %)	9.2	8.2	8.1	6.8
	Retail sales	-1.4	-0.7	2.2	1.0
	Visitor arrivals from China	4.4	6.1	14.5	19.5
Industrial	Prices for industrial surfaces	0.0	-1.7	-7.5	7.4
	Rents	-0.2	-1.1	-3.8	3.0
	Vacancy rate (in %) ³	12.0	12.2	12.3	11.7

¹ 2010年から2018年までの平均。² 2019年は予想。³ 工場、倉庫、ビジネスパークの平均。

出所: ブルームバーグ、JTC コーポレーション、シンガポール都市開発庁、シンガポール統計局、シンガポール政府観光局、UBS、2019年5月現在

不動産賃貸収入のリターン

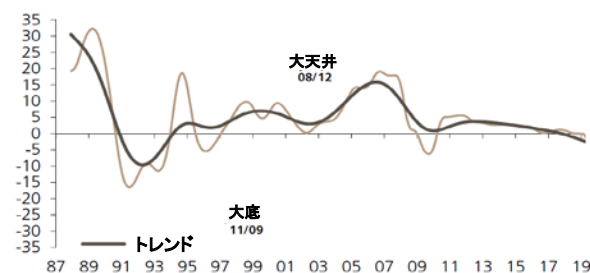
10年国債利回りとの比較、%



出所: ブルームバーグ、MSCI、UBS、2019年5月現在

キャピタルゲインのサイクル

不動産価値の上昇率、年率、%



出所: MSCI、UBS、2019年5月現在

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス(UBS AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社で作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等: ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。