

# 最大の可能性を秘める欧州 不動産市場

直接不動産

他の地域よりも魅力  
の高い欧州オフィス  
市場

7ページ

間接不動産

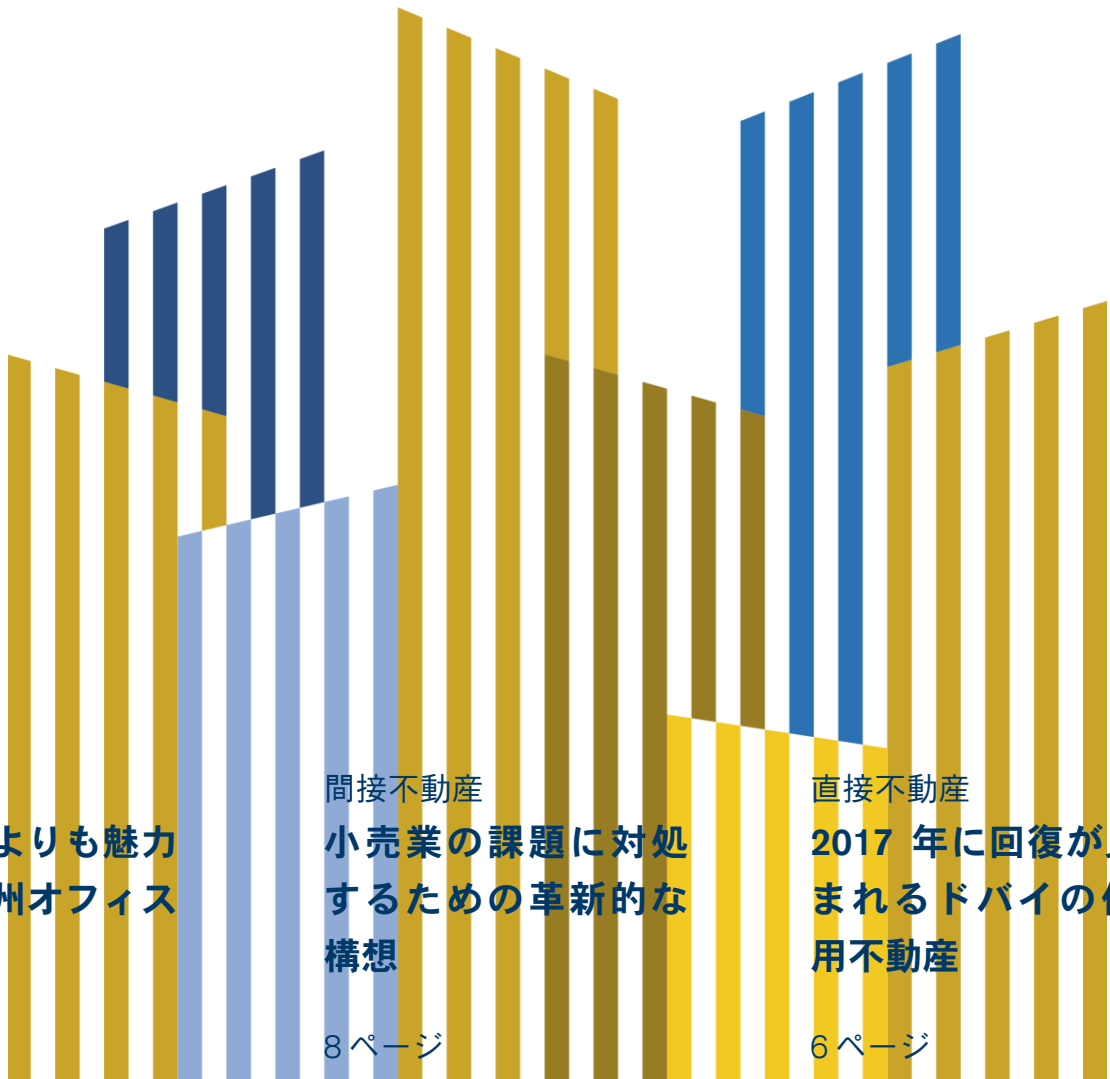
小売業の課題に対処  
するための革新的な  
構想

8ページ

直接不動産

2017年に回復が見込  
まれるドバイの住宅  
用不動産

6ページ



# インプリント

## 発行元

Loris Centola  
Global Head of Research and Head of Business Development  
+41 44 333 57 89  
Eメール : loris.centola@credit-suisse.com

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate & Regional Research  
+41 44 333 89 17  
Eメール : fredy.hasenmaile@credit-suisse.com

## 編集期限

2016年4月5日

## 著作権

本書を引用する場合は、必ず出所を記載してください。  
© 2016 クレディ・スイス・グループ AG およびその関連会社  
無断複写・転載を禁じます。

## 著者

Philippe Kaufmann, Head of Global Real Estate Research  
+41 44 334 32 89  
Eメール : philippe.kaufmann.2@credit-suisse.com

Sarah Leissner, Global Real Estate Research Analyst  
+41 44 334 05 28  
Eメール : sarah.leissner@credit-suisse.com

## 協力

Fahd Iqbal, Head of Middle East Research  
+971 4 362 0068  
Eメール : fahd.iqbal@credit-suisse.com

Stefanie Kluge, Equity Research Analyst Real Estate  
+41 44 332 03 74  
Eメール : stefanie.kluge@credit-suisse.com

Nicolas Voëlin, Strategist Real Estate Investment Management  
+41 44 334 89 11  
Eメール : nicolas.voelin@credit-suisse.com

読者各位

投資家は現在、恵まれた状況にあらず、特に困難な市場環境に直面しています。債券利回りは過去最低水準に近く、それに応じてバリュエーションも誇張されています。もはや株式市場のバリュエーションも良好ではなく、2016年に入ってから弱含む株価を見ると、かなりボラティリティが高くなっていることが分かります。このような状況下、不動産投資は投資の安定化要因として、リターンのかなたの大きな源となっています。一方で、相対的に流動性の低いこの資産クラスへの投資リスクが高まってきています。それでも、他の投資との比較で利回り格差がかなり大きいことを考えると、投資家にとっての疑問は現時点で不動産に投資すべきか否かではなく、むしろどこどの不動産に投資すべきかということになります。現在は現地不動産市場が投資サイクル後期にある場所も多く、この時期に特徴的なキャピタルゲインのリターンとキャッシュフローの利回りとの間のギャップ拡大が見られます。このような状況において投資で成功するには、過去数年よりも高い選択力が必要です。

これは特に米国について言えることです。サイクル後期にあること、そして利上げ期待が高まり続ける中、この先、投資家は米国オフィス物件からのトータル・リターンの目減りに直面する公算が大きくなります。規模の大きい米国オフィス市場の一部では、2018年にかけてキャピタルゲインがマイナス成長になるものと見ており、これが全体的なパフォーマンスの重しになるものと思われ（10ページ参照）。分散投資の観点からリターンの最適化を考えると、米国不動産市場のカウンターパートとしてカナダの不動産市場が良い補完になると考えています。現行サイクルにおける遅れから、カナダの市場は、特に米国市場が低迷期にある局面において市場機会となる可能性があります。現時点でのカナダ市場の後退は、いくつかの良いエントリーポイントとなります。サイクルが成熟するにつれて米国市場の体力が徐々になくなっていくと、カナダの回復がこれにすぐ続くものと予想しています（5ページ参照）。

欧州のオフィス市場は、米国ほどサイクルが進行していないことから、上振れの可能性はより大きくなります。さらに、欧州中央銀行の拡張的金融政策により欧州におけるサイクルが長期化する可能性があります（7ページ）。ドバイの不動産市場でも、価格の上昇が望まれています。ここでは住宅価格がいまだに下落し、取引件数もまだ回復していないものの、先行指数は市場の底入れを示しています。当社では、観光の力強い成長による後押しを受け、2020年に開催されるドバイ国際博覧会までは上昇し、ドバイに新たな機会がもたらされることを期待できると考えています。

また、小売商業物件セグメントに対しては、非常に選択的なアプローチをとることを推奨します。デジタル化が、オンライン・チャンネルへの売上のシフト拡大という形で、停滞気味の小売業にとっての大きな挑戦となっています。このような変化はまた、新たな概念や場所が台頭するという点で、常にチャンスともなります。一等地の小売物件は、小売業者の注目が高まることから、このトレンドにおける勝ち組となります。したがって、当社では一等地の小売物件をポートフォリオの中に持つ不動産会社を愛好します（8ページ参照）。

著者を代表して、本書が読者の皆様にとって示唆に富み、有意義なものとなることを祈念いたします。

フレディ・ハセンメール  
不動産・地域リサーチヘッド

## 目次

<b>直接不動産投資：興味深い組み合わせとなるカナダと米国の不動産</b>	<b>5</b>
北米資産のエクスポージャーを増やしたいと考えている投資家にとって、カナダの不動産市場は米国不動産市場の補完として非常に有望だと考えられます。現行不動産サイクルにおける遅れから、カナダの市場は、特に米国市場が低迷期にある局面において市場機会と分散投資の可能性を提供してくれます。	
<b>直接不動産投資：2017年に回復が見込まれるドバイの住宅用不動産</b>	<b>6</b>
ドバイの不動産については、強気に修正することを検討する段階です。2017年には価格と件数の回復の兆しが見えてくると思われませんが、可能性としては2016年後半にも可能性が見込めます。価格の勢いは2018年から2019年にかけて加速するものと思われませんが、ドバイで国際博覧会が開催される2020年以降も意味ある形で続く可能性は低いと考えています。	
<b>直接不動産投資の概観：他の地域よりも魅力の高い欧州オフィス市場</b>	<b>7</b>
世界の大部分の不動産市場がそれぞれのサイクルを順調に進む中、上振れの可能性が最も大きい市場はいったいどこなのかという疑問が投資家の間から出てきます。米国ほどサイクルが進行していないという理由から、当社では質の高い欧州の都市を嗜好しています。さらに、欧州中央銀行の拡張的金融政策が、欧州におけるサイクル長期化の後押しとなる可能性があります。	
<b>間接不動産投資：小売り業の課題に対処するための革新的な構想</b>	<b>8</b>
インターネットの売上の堅調な伸びや多くのロケーションにおける消費者の慎重な行動が、引き続き小売業を圧迫しています。この領域に積極参入している不動産会社も、同じ圧迫を感じています。この業界は、困難な環境においても自らの物件に対する需要を維持しなければならないという課題に直面しています。	
<b>間接不動産投資の概観：グローバル不動産株にとってはボラティリティの高いタイミング</b>	<b>9</b>
今年の年初における世界株式市場の不透明感は、不動産株にも影響しました。ところが、欧州における金融政策の緩和や、2016年の米国FRBによる利上げが減るとの兆候から、ユーロ圏と米国の不動産株のパフォーマンスは第1四半期が終わる頃には再びプラスに転じました。	
<b>地域特集：北米</b>	<b>10</b>
<b>地域特集：アジア太平洋</b>	<b>11</b>
<b>地域特集：欧州</b>	<b>12</b>
<b>地域特集：スイス</b>	<b>13</b>

## 直接不動産投資

# 興味深い組み合わせとなるカナダと米国の不動産

北米資産のエクスポージャーを増やしたいと考えている投資家にとって、カナダの不動産市場は米国不動産市場の補完として非常に有望だと考えられます。現行不動産サイクルにおける遅れから、カナダの市場は、特に米国市場が低迷期にある局面において市場機会と分散投資の可能性を提供します。

### 世界的な金融危機の間は強いカナダ経済

金融市場が危機に見舞われている間、米国不動産市場は弱含みの時代を体験しました。米国の事業用不動産は2008年から2009年にかけて苦戦し、その累計損失額は30%を超えました。これとは対照的にカナダの経済と不動産市場は、国内のエネルギー・セクターが安定していたことから金融危機の衝撃が緩和され、結果的に不動産の価値もそれほど大きく下落しませんでした。

### 不動産サイクルのより成熟した段階にある米国の不動産市場

低金利や拡張的金融政策の後押しを受けて、米国不動産市場はすでに半年以上にわたり上昇基調にあります。事業用不動産への力強い資本流入は、過去数年間にわたる取引件数にも映し出されている一方で、低利回りと大幅な価格上昇という結果をもたらしており、その傾向は特にゲートウェイ都市（米国へ入国する玄関口となる都市）で顕著になっています。ところが、2016年第1四半期に入り市場は鈍化しました。当社推定では、取引高の減少は前年同期比でおよそ20%となっています。市場の規模と賃料の期待伸び率を考え、当社では様々なセグメントや地域に投資のチャンスがまだ残っていると見ています。ただしこの場合でも、投資で成功するには過去数年よりも高い選択力が必要です。

### コモディティ価格への依存体質が強いカナダ市場

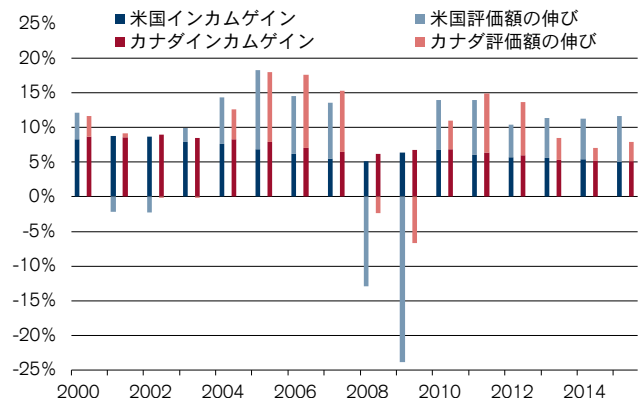
世界的なコモディティ価格の下落は、カナダの事業用不動産市場にも影響を及ぼしています。すでに2014年と2015年に取引高が落ちているのがわかります（右側のチャート参照）。このときはトータル・リターンも、すでに強い米国市場のペースに追いつかなくなっていました。2016年も、経済動向の弱さと各地オフィス市場の空室率上昇を根拠に、この減速は当面続くと考えています。それでも、サイクルが成熟するにつれて米国市場の体力が徐々になくなっていくと、カナダの回復がこれにすぐ続くものと予想しています。

### 二つの市場を組み合わせれば興味深い分散投資の機会になる

投資家は、前述のような米国とカナダの不動産市場におけるサイクルの違いを利用して、柔軟性の高いポートフォリオ配分を実現することが可能です。このとき、それぞれの市場へのエントリーの適切なタイミングを計ることで、リスク管理とリターン最適化の手助けとすることができます。

### 米国とカナダの不動産のリターン

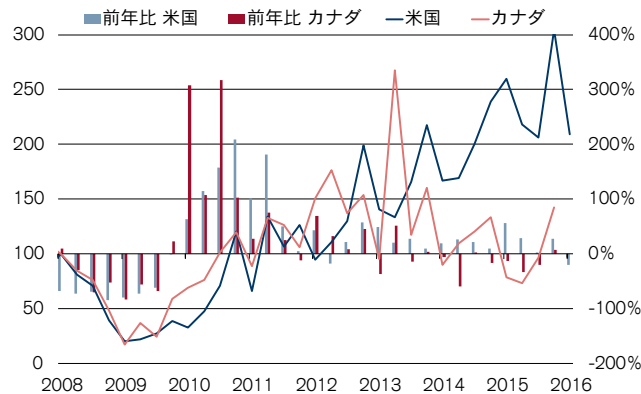
年間トータル・リターンはインカムゲインと評価額の伸びの合計に相当



出所：IPD/MSCI、クレディ・スイス

### 米国とカナダにおける投資家の関心

取引高、指数：2008年第1四半期を100とする。年間変動率（右軸）



出所：RCA、クレディ・スイス

## 直接不動産投資

# 2017年に回復が見込まれるドバイの住宅用不動産

ドバイの不動産については、もう強気に転じようというところまで来ています。2017年には価格と件数の回復の兆しが見えてくると思われそうですが、可能性としては2016年後半にもあり得ます。価格の勢いは2018年から2019年にかけて加速するものと思われそうですが、ドバイで国際博覧会が開催される2020年以降も意味ある形で続く可能性は低いと考えています。

### 価格と取引高を見ると底入れしつつある状況が分かる

ファンダメンタルズは、ドバイの不動産価格が2016年に底を付けることを示しています。取引価格はいまだ下落しているものの（2015年末時点で前年比-14%）、その下落ペースはこの3~6ヵ月で大きく鈍化しています。石油価格の低迷、減速の続く経済、ドル高進行が国内外の需要を抑え、取引高はまだ少ない状態が続いています（前年比-28%）。一方、不動産の希望売却価格はこの6~12ヵ月にわたり横ばいで、一定の価格閾値を下回る価格では売却したくないという心理を強調しています。以上の要因は、事例証拠と合わせて考えてみると、投げ売りが価格決定でまだ比較的大きな役割を担っているということを示しています。このような売り手が市場から退場していけば、2017年には価格動向の改善も見られるのではないかと当社では予想しています。楽観的シナリオでは、この回復は2016年後半にも始まる可能性があります。このようなシナリオでは不動産市場の信頼感が高まり、2018年から2019年にかけて勢いは加速するものと見ています。

### マクロ経済的な回復を強く下支えする観光

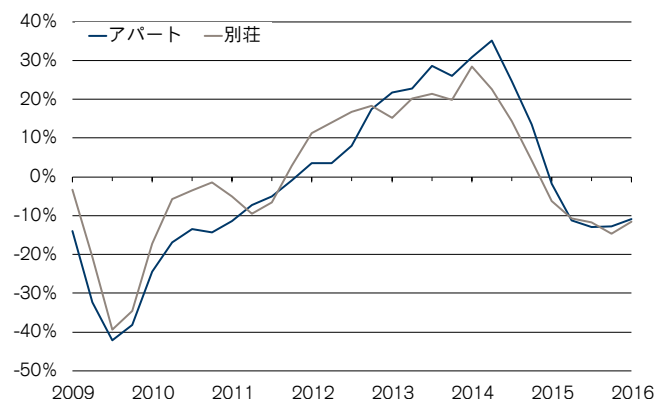
人々の懐具合とマクロ環境の改善も、今後さらなる下支えになると見ています。不動産の値ごろ感は2014年のピークを機に悪化しており、特に2013年後半に中央銀行が頭金の最低要件を引き上げたことがその要因と考えられます。しかし、平均価格がピークを20%下回っている現在、値ごろ感は著しく改善しています。ドバイ経済も地域的な経済の減速から逃れられているわけではありませんが、ビジネスや流通の中心としての役割が、ドバイに比較強い回復力を与えています。先行きを見通すと、2016年から18年にかけて開園する3つのテーマパークが観光業に大きな押し上げ効果をもたらすと予想しています。これはUAEが掲げている2020年までに観光客を2,000万人まで増やすという目標にとって非常に重要であり（2010年の850万人から2015年には1,430万人に増加している）、平均滞在期間を2014年の3.2泊から大幅に伸ばすのに役立つと思われます。この数字は、例えばオランダ（複数のテーマパークが所在する）で海外からの観光客が過ごす平均期間である9泊を大幅に下回っています。ホスピタリティや観光がドバイのGDPのおよそ25%を占めることを考えると、その経済効果は大きくなる可能性が高いです。以上の要因が不動産の需要と価格形成の下支えになると考えられます。

### 市場心理の改善と国際博覧会が価格回復の増幅要因に

さらに、市場心理によっては価格回復が大きく増幅される可能性もあります。2020年の国際博覧会の開催に向けて、数々の新規造成や娯楽施設の建設が期待されており、不動産事業にとって望ましい状況が拡大しています。ただ、2020年以降の環境は供給過多に陥る可能性もあり、よって今後の価格上昇の見通しは限定的です。

#### 価格下落で勢いを失うドバイ不動産市場

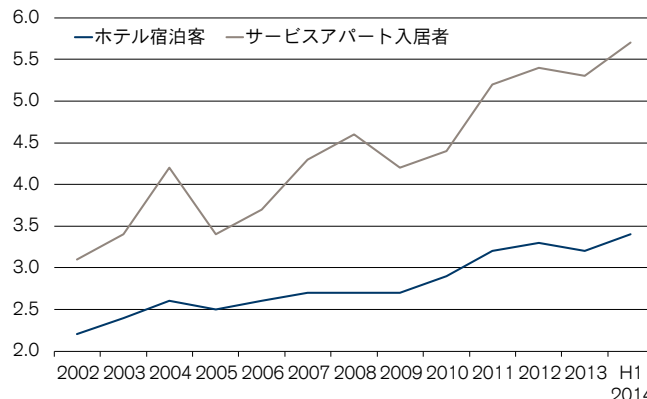
年間価格変動



出所：ドバイ国土省、ファイダー・アドバイザー、クレディ・スイス

#### 重要なマクロドライバーとしての観光業の継続的な伸び

観光客の平均滞在期間 (宿泊日数)



出所：ドバイ観光・商業マーケティング省、デロイト、クレディ・スイス



## 直接不動産投資の概観

# 他の地域よりも魅力の高い欧州オフィス市場

世界の大部分の不動産市場がそれぞれのサイクルを順調に進む中、上振れの可能性が最も大きい市場はいったいどこなのかという疑問が投資家の間から出てきます。米国ほどサイクルが進行していないという理由から、当社では質の高い欧州の都市を愛好しています。さらに、欧州中央銀行の拡張的金融政策が、欧州におけるサイクル長期化の後押しとなる可能性があります。

### 米国の空室率低下が減速

米国のデータを見ると、オフィス市場がいまだに大きく動いている一方で、サイクルの中では比較的行き過ぎの状態にあることが分かります。2014年の加速の後、米国の11大都市の賃料の平均伸び率は、2015年も比較的高い水準である年率6~7%に留まっています。しかし、今年以降は減速していくものと当社では見ています。また空室率も、2015年第4四半期末時点では前年同期と比べてそれほど大きく下落していませんでした。

### 一部で回復が始まったばかりの欧州オフィス市場

欧州オフィス市場については、底入れしたばかりということもあり、「巻き返し」の可能性はまだ多くあります。36の重要市場のうち20市場で賃料が前年比で伸びており、賃料の伸び率も緩やかに加速して年率2.6%となっています。同時に、同36市場のうち27市場では空室率の下落も報じられており、この数字は過去3年間の18市場とは対照的になっています。アジアの場合は、明確な傾向を識別するのがとても困難な状況で、よって市場を慎重に選別することが非常に重要になっています。アジアではオーストラリアの直接不動産市場が当社の愛好市場となっている一方、香港やシンガポールなどに関しては慎重な姿勢を取るようにお勧めします。

### 不動産をまだ魅力的にしている ECB の拡張的金融政策

米国の2015年末時点での表面利回りの平均を見ると、金融危機以前の最低水準をすでに50ベースポイント下回るまで低下していることが分かります。一方、欧州の場合は、平均利回りが2015年第4四半期によく金融危機以前の水準に達したところですが、欧州のオフィス市場にとっては、金融政策も有利に働いています。2016年3月に欧州中央銀行が主要金利を追加で引き下げたことで、国債と比べた場合のイールドスプレッドは魅力的な状況が続いており、よって投資家の関心を繋ぎとめておくのに役立つと考えられます。

### 今後24ヵ月にわたる直接不動産市場の見通し

地域	格付*	サブマーケット	オフィス市場	小売市場	住宅市場**
北米	ポジティブ	米国	ニュートラル	ポジティブ	ポジティブ
欧州 (英国、スイスを除く)	ポジティブ	ドイツ	ポジティブ	ポジティブ	ポジティブ
		フランス	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
		スペイン	ポジティブ	ポジティブ	ポジティブ
		イタリア	ポジティブ	ニュートラル	ニュートラル
英国	ポジティブ		ポジティブ	ポジティブ	ポジティブ
スイス	ネガティブ		ネガティブ	ネガティブ	ニュートラル
アジア太平洋	ニュートラル	日本	ニュートラル	ニュートラル	ニュートラル
		シンガポール	ネガティブ	ネガティブ	ネガティブ
		香港	ニュートラル	ネガティブ	ネガティブ
		オーストラリア	ポジティブ	ポジティブ	ニュートラル
新興国市場	ニュートラル	中国	ニュートラル	ニュートラル	ネガティブ
		インド	ポジティブ	ニュートラル	-
		ブラジル	ネガティブ	ネガティブ	-
		ロシア	ネガティブ	ネガティブ	-
		ポーランド	ニュートラル	ニュートラル	-
		トルコ	ニュートラル	ニュートラル	-

\* 全体的な格付は、事業用不動産市場のみ (住宅は含まれない) : \*\* 持ち家物件  
出所: クレディ・スイス

## 間接不動産投資

# 小売業の課題に対処するための革新的な構想

インターネットの売上の堅調な伸びや多くのロケーションにおける消費者の慎重な行動が、引き続き小売業を圧迫しています。この領域に積極参入している不動産会社も、同じ圧迫を感じています。この業界は、困難な環境においても自らの物件に対する需要を維持しなければならないという課題に直面しています。

### 伝統的な小売業に構造的な変化を導く電子商取引

伝統的な小売業は、あまり振るわない消費マインドと売上の伸びの減速によって、多くの地域で苦戦しています。これに加えて、インターネット販売の強い伸びが小売市場の様相を恒久的に変えつつあります。つまり、オムニ・チャンネル戦略、十分な知識を持った顧客、デパートの集客数減少といった状況があります。消費全体に対する割合としてのインターネット購入のシェアは、地域によってまちまちです。米国の場合はすでに8%ほどになっていますが、南欧ではまだ大きな成長可能性を秘めています。

### 店舗数を増やしていくだけでは十分でない時代

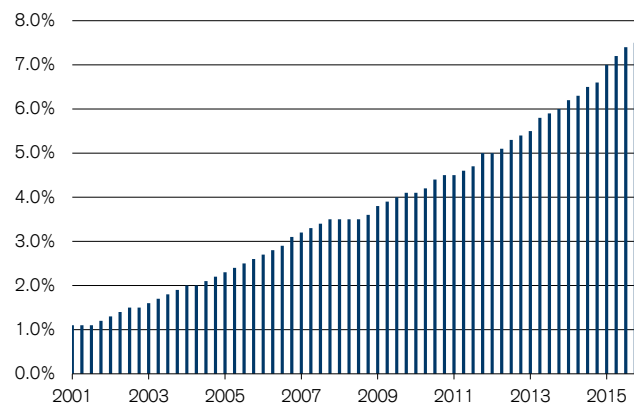
小売事業者にとって、潜在顧客を集め、彼らが店内で過ごす時間を伸ばすことが最も重要なこととなります。よって、今となっては、ショッピングセンターへ次々と出店していくだけでは十分とは言えません。今日の傾向としてはむしろショッピングセンターでのレジャー活動を増やしていく方向にあり、成功している不動産会社は展開しているショッピングセンター内のレストランや映画館の数を増やしています。さらに、ポップアップストア（期間限定の仮店舗）などの新しいショップ構想も実験されています。空間利用の最適化や見込み客絞り込みの精度を上げるために、小売店や顧客からデータを収集し、その分析も進められています。欧州の大手小売不動産会社の他のイノベーションとしては、例えば無料の無線 LAN や携帯電話の充電サービスなど、お客様をショッピングセンター内にできる限り長く引き留めておくための工夫も含まれます。

### 当社は一等地のプレミアム・ポートフォリオを抱える会社を选好

一等地にあるショッピングセンターは飛び込みのお客様の数も多く、新しい需要に応じることができるため、将来にわたりテナントを見つけるのに特に困ることはありません。インターネット・ショッピングが伸びている状況であっても、物理的に実店舗を持っている小売業者のニーズはまだ残っています。傾向としては実店舗の数が減る方向には進んでいますが、それでも一等地のスペースは量的に増加しています。よって、当社は一等地の最高品質のポートフォリオを抱えている不動産会社を选好しています。インターネット・ショッピングの伸びにかかわらずこれらの物件は引き続き重要で、市場における地位を強化できると考えており、これがバリュエーションの上昇、そして表面回りの低下として映し出されるものと思われます。

#### 米国のインターネット販売の市場シェア

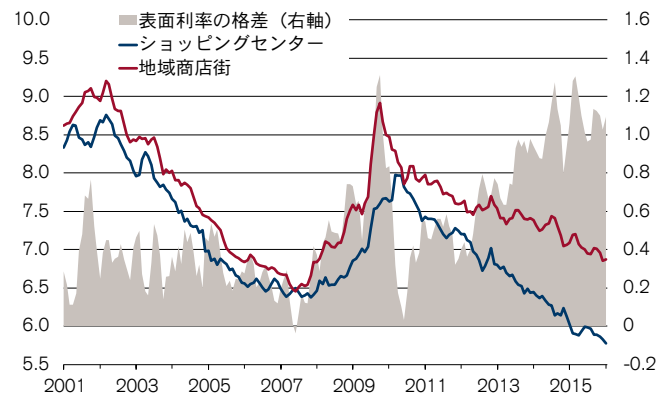
オンライン・プラットフォームまたはその他電子ネットワークを介して実行された購入のシェア（2001年3月31日以来的の四半期毎の全消費に対する割合％）



出所：ブルームバーグ、米国国勢調査局、クレディ・スイス

#### 米国における小売業態の利回り格差の拡大

ショッピングセンター（高級）および地域の商店街（質が下がる）の表面利回りとその格差（2001年1月31日以降の％）



出所：データストリーム、クレディ・スイス



## 間接不動産投資の概観

# グローバル不動産株にとってはボラティリティの高い局面

今年の年初における世界株式市場の不透明感は、不動産株にも影響しました。ところが、欧州における金融政策の緩和や、2016年の米国FRBによる利上げが減るとの兆候から、ユーロ圏と米国の不動産株のパフォーマンスは第1四半期が終わる頃には再びプラスに転じました。

### 市場の不透明感から恩恵を受けることができた2016年第1四半期のスイス株

株式市場全般と同様、世界の不動産株も年初の大きな損失に苦戦しました。その後、3月には全体的な回復が見られました。この変動の大きい市場環境においては、ディフェンシブなスイスの不動産株や投資信託が特に健闘し、2016年第1四半期のトータル・リターンはそれぞれ6.6%と3.8%となりました。その中でも英国株は、欧州連合からの離脱の可能性をめぐるとの不透明感から最大の敗者となりました。英国株は、6月23日の国民投票までは、値動きの激しい状況が続くものと思われます。さらに、特にロンドンのオフィス市場を中心に、不動産サイクルが進んでいることから、多くの投資家が行動を慎重にしているという状況にあります。日本の中央銀行によるマイナス金利の導入は、弱含む同国の経済力をごまかすには力不足であり、日本の不動産株を短期的に急騰させたただけでした。

### 根本的に困難な環境にある香港とシンガポールの不動産株

アジアの先進国（日本を除く）については、今後3~6ヵ月は厳しい環境になると当社では見えています。基本的な市場の見通しは、指数の半数を占める香港の不動産会社にとってはやさしいものではありません。これは特に小売用と住宅用の物件について当てはまります（11ページの「地域特集：アジア太平洋」参照）。バリュエーションが下がっているにもかかわらず住宅価格と小売スペースの賃料がマイナス傾向にあることは、香港のREITがさらに下振れする可能性を示しています。オーストラリア株は、基本的に好調な不動産市場から恩恵を受ける可能性があります。同様に、不動産株のバリュエーションもすでに相対的に高く、当社では特に住宅価格の伸びが今年いっぱい減速していくと予想しています。

世界各地の不動産株指数<sup>1</sup>

	市場データ			主要データ			見通し <sup>2</sup>	
	過去30日間	2016.04.12	年初来%	配当利回り	スプレッド <sup>3</sup>	P/B	12ヵ月後予想PER	相対的観測
世界		2618	0.4	3.9	216	1.4	22.4	ベンチマーク
米国		6339	5.4	4.0	222	2.5	37.3	ニュートラル
ユーロ圏		5043	3.5	4.3	410	1.3	18.6	ニュートラル
英国		3110	-6.0	3.4	199	0.9	25.0	ニュートラル
アジア先進国 (日本を除く)		1808	5.2	4.6	280	0.8	14.7	アンダーパフォーム
日本		3758	-2.7	2.3	237	1.6	26.0	ニュートラル
新興国市場		2403	-2.2	4.5	-25	0.9	10.3	ニュートラル

2016/4/12の大引けデータ。値の上下幅は期間平均からの標準偏差を表します。

1) FTSE EPRA/NAREIT 指数

2) 投資委員会の3~6ヵ月間の全体的な見通し、対世界ベンチマーク

3) 配当利回りと10年国債とのスプレッド、単位はベースポイント。米国、日本を除くアジア、世界は米国債、その他は各国の国債。

過去の実績は将来の成績を示すものではありません。パフォーマンスは手数料その他費用または替相場の変動の影響を受けることがあります。

出所：データストリーム、ブルームバーグ、Immobilienbrief、クレディ・スイス/IDC

## 地域特集：北米

### 事業用不動産：市場の選定が重要性を増す

米国オフィス市場のサイクルが進行した段階にあることは、モメンタムが減速していることから確認することが可能です。10都市の平均空室率の下落が2014年はまだ1.11パーセントだったのに対し、2015年は58ベース・ポイントでした。賃料は2015年に強い伸びを示しましたが、それ以上の加速には失敗しました。よって、地域別にオフィス市場を分析して選定することの重要性が増してきています。2018年末までの平均年間賃料上昇率が7%増となる見込みのボストンがトップで、これに6%をわずかに割り込むニューヨークが続いています。サイクル後期にあること、そして利上げ期待が高まる中、今後数年間にわたり投資家は米国オフィス物件のトータル・リターンが目減りに直面することが見込まれます。

### 住居用不動産：2014年中旬以降の安定した回復

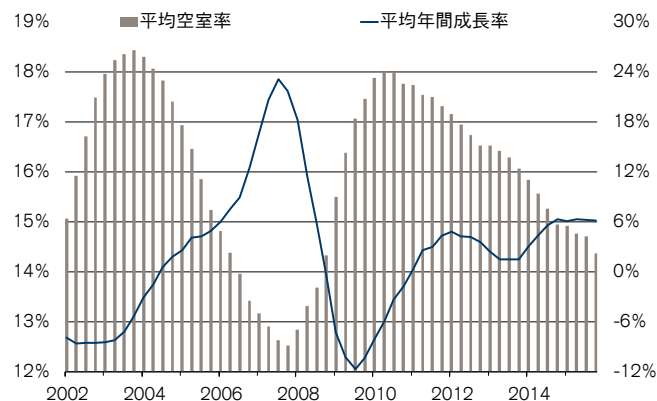
米国の住宅市場では回復が続いています。20都市のS&Pケース・シラー住宅価格指数を見ると、住宅価格の伸びは昨年わずかに拡大し、2015年12月末時点で5.7%となりました。この上昇トレンドは、月間売上高の数値で確認することが可能です。新築住宅については2015年に前年比14%増となり、中古住宅については7%増でした。季節調整済みの建設許可件数および着工件数は、2016年1月では前月の水準を下回りましたが、前年比では上回りました。民間世帯収入の力強い増加と歴史的に低い状態が続く金利も、引き続き住宅市場の下支えになっていくものと思われます。

### 先行きが厳しい米国オフィス市場

2015年末、米国不動産の価値は国内の主要オフィス市場のすべてにおいて、金融危機以前の水準を超えました。サンフランシスコについては、ハイテクを中心として投資家が強気であることから、他の国内都市と一線を画すこととなりました。この都市ではオフィス用物件を1つ手に入れるために、現在では金融危機以前の2倍のお金を出さなければなりません。不動産調査コンサルティング会社のPMAによると、サンフランシスコと、エネルギー依存度の高いヒューストンではいずれも2018年末までに2桁前半の調整があると予想されています。ボストンとニューヨークの不動産価格は現在2007年末の水準をわずかに上回る程度で、巻き返しの可能性が高く、2018年末までの伸び率は10%程度が見込まれています。すべての市場において、不動産価格が変動し表面利回りも上昇することから、遅くとも2018年までにはリターンがマイナスとなることに、投資家は備えておかなければなりません。

### 米国オフィス市場（一等地）の動向

大都市における空室率と賃料の年間上昇率（右軸）



出所：PMA、クレディ・スイス

### 民間世帯収入の増加

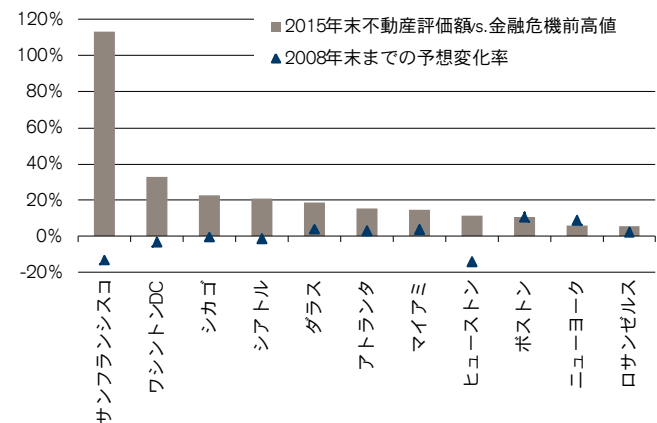
米国：民間世帯収入と住宅価格指数の年間成長



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス

### 米国オフィス市場の実態

プライム・オフィス・スペースの不動産価値の変動に関する実績および予想



出所：PMA、クレディ・スイス

## 地域特集：アジア太平洋

### 事業用不動産：多くの場所でサイクル後期

アジアとオーストラリアの多くの都市のオフィス市場もやはり、サイクルの最終段階にあります。東京では空室率が2012年初頭以降半分以上以下となっているものの、ここ3カ月は4%で滞っています。賃料の伸びも勢いを失っています。短期的な見通しはまだ良好であっても、2.8%という現在の表面利回りでの市場に参入するには、慎重な考察が必要となります。シンガポールでは、新規に追加されるオフィス・スペースの増加と弱含む需要が市場の重しとなっています。転換は、2017年以降にしか期待できません。ブリスベンとパースはまだ底入れしていません。パースでは、オフィス・スペースの所有者が2015年第4四半期に前年比で24%の実効的な賃料の下落に苦戦しました。

### 住居用不動産：まちまちの見通し

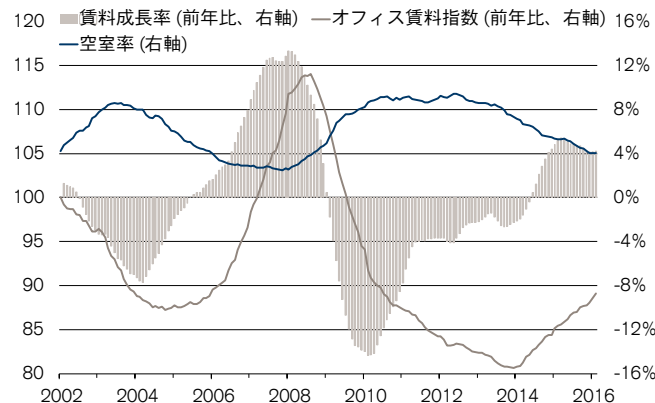
香港の住宅価格の名目成長率は、この1年の間に2桁のプラスからマイナスの値へと変わってしまいました。香港ドルの米ドルペッグ制を背景とした金利リスクと、数年後の完成で予想される住戸の増加も、引き続き見通しを曇らせる要因となります。北京や上海を含む中国のTier 1都市は不況を脱し、現在ではすでに住宅価格が2桁の伸びを再び示しています。これとは対照的にTier 2やTier 3の都市では、供給のだぶつきが引き続き、価格の明確な回復を妨げています。シドニーとメルボルンでは、最近になって住宅価格が再び強含んできています。それでも当社では、今年いっぱいにはモメンタムの低下が見込まれます。売上のデータが若干弱含んでいることと消費マインドの悪化が見られることが、この想定の下押し要因となっています。

### 香港の商業セクター：怪しい雲行き

減速している中国経済が、香港の小売業者にとっての重しとなっています。集客数の減少が結果的に小売売上高のマイナス成長につながっており、これは特に高級セグメントで顕著になっています。小売スペースの実質賃料成長率は2015年末にかけてマイナスに転じており、2016年1月時点で年率-2.7%でした。そして、小売物件の実質不動産価値は昨年秋以降下がりが続いています。オフィス・スペースについては見通しが改善しており、空室率は3%未満、賃料も1年を通して安定した伸びで、2015年第4四半期までの年率で10.7%でした。PMAによると、賃料は2017年末まで上昇し続けるものと思われる。中国の景気減速と、上海と深センの金融センターとしての重要性の拡大は、歴史的に変動が激しくなっている香港のオフィス市場にとって最大のリスクとなっています。

### 東京オフィス市場の動向

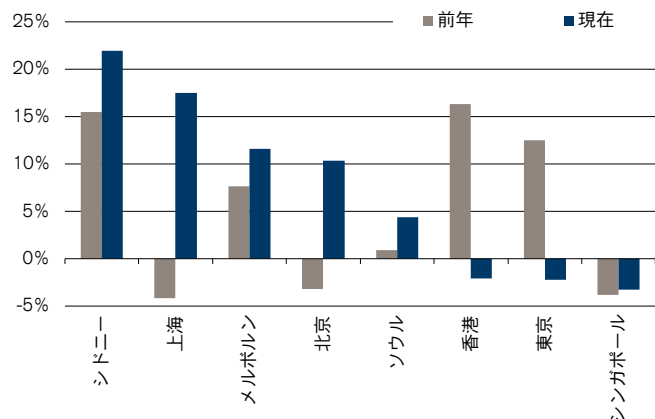
オフィス賃料、指数：2001年1月を100とする、伸び率：前年比3ヵ月移動平均、空室率



出所：ブルームバーグ、データストリーム、クレディ・スイス

### アジアおよびオーストラリアの住宅価格動向

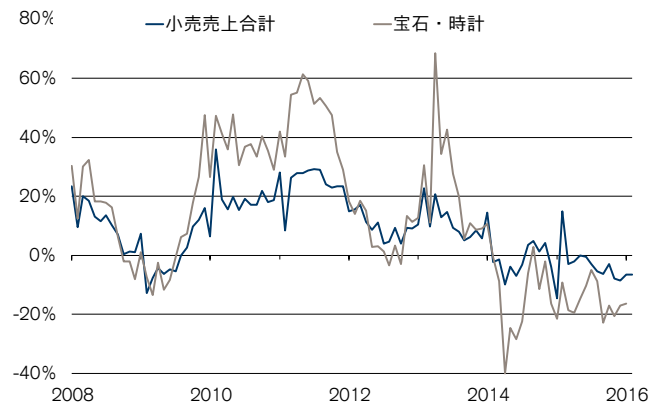
住宅価格の名目年間成長率



出所：ブルームバーグ、データストリーム、クレディ・スイス

### 香港の小売売上高

名目年間成長率



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス

## 地域特集：欧州

### 事業用不動産：継続する緩やかな回復

欧州のオフィス市場は過去数年にわたり需要の強い状況が続き、よって結果的に表面利回りが急降下しました。将来の賃料の伸びに対する強い期待は、ゆっくりと実現しつつあるように見受けられます。2015年第4四半期には、欧州における規模で上位36市場のうち20市場でオフィス賃料が前年比で上昇しました。成長率がマイナスとなったのは4都市だけでした。この結果は、プラス成長を記録していたのがたった9市場であった3年前と比べるとかなり心強い数字です。賃料の伸びで言うと、ダブリン、マドリード、バルセロナで構成される先頭集団にベルリンや、エディンバラやマンチェスターなどの英国の2番手市場が加わります。それでも年率2.5%では、欧州オフィス市場の平均賃料成長率はまだ高くはなく、これは今後の上振れの可能性を示唆しています。

### 住居用不動産：転換を迎えたスペイン

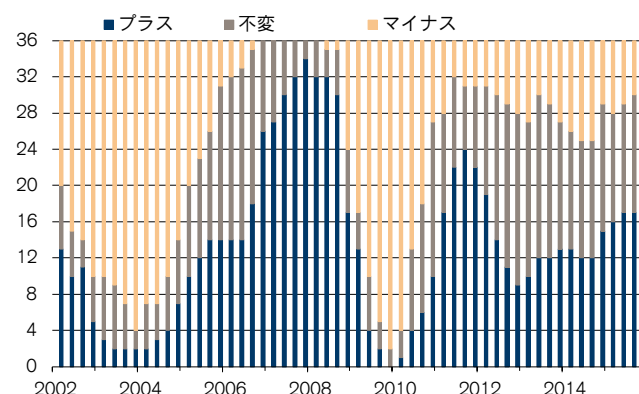
大部分の欧州諸国における住宅価格は、低金利に刺激を受けて上昇トレンドを描いています。スウェーデンでは住宅価格の伸び率が加速し、2015年末時点で年率12.3%となっています。よって、平均住宅価格は10年前をおよそ70%上回っていることとなります。また、スウェーデンの中央銀行による拡張的金融政策が引き続きこの傾向の下支えになると考えられます。スペインの住宅市場は、すでに転換期を迎えた模様です。この市場における年間価格成長率は、三四半期連続でプラスとなっています。フランスとイタリアは、このところ価格調整が減速したとはいえ、今後も欧州の問題事例となります。フランスでは特に、高水準にある失業率や、過去最高レベルで所得の中で大きな割合を占める住宅価格と賃料が持続的な回復の妨げとなっています。

### 英国住宅市場：持続的な上昇トレンド

現在、英国の住宅市場には冷え込みの兆候はほとんどありません。取引ベースの全国指数を見ると、住宅価格の伸びは2015年中旬から再びわずかに加速し、年率で4.8%（2016年2月現在）となっています。平均では、今ロンドンにマイホームを購入する場合には、2007年の急騰局面と比べて名目ベースで半額程度の費用しか掛かりません。2015年に完成した住宅件数は前年比で20%少なかったものの、建設業界は現時点でまだ需要に追いつけていません。2015年秋に英国政府は住宅購入者の支援と供給の増加を狙った追加対策を発表しました。英国が欧州連合から脱退すべきか否かを問う次の国民投票で「賛成」が優勢となれば、将来の価格上昇にとっては負の影響になるものと考えられます。

### 36の欧州最重要市場における賃料の成長

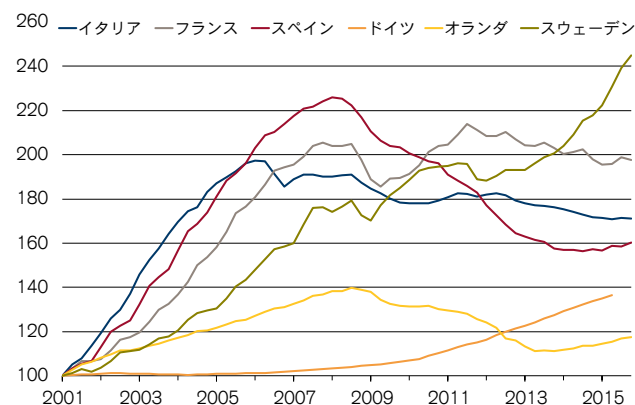
賃料の年間成長率がプラス/不変/マイナスのオフィス市場の数



出所：PMA、クレディ・スイス

### 欧州の住宅価格

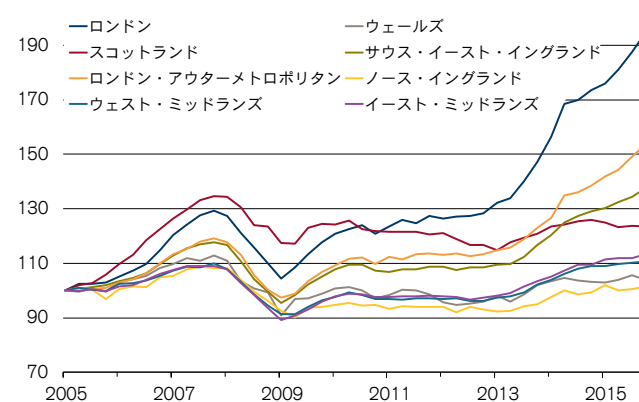
名目住宅価格、指数：1、2001年第1四半期を100とする。



出所：データストリーム、クレディ・スイス

### 英国の地域別住宅価格動向

地域別名目住宅価格、指数：1、2005年第1四半期を100とする。



出所：英国住宅抵当金庫、データストリーム、クレディ・スイス

## 地域特集：スイス

### 賃貸アパート：賃料の伸びを鈍化させる建設ラッシュ

賃貸アパートの建設ラッシュにより、2013年以降、アパートの空室数が著しく増加し、賃料の伸びが鈍化する要因となっています。それでも2015年第4四半期には、スイスの賃料相場はまだ年率0.9%で伸びていました。これとは対照的に、2011年以降の平均年率成長率は2%でした。賃料の伸び悩みの傾向はすべての地域に影響し、地域間の格差は縮まりつつあります。ただし、2つのバーゼル準州（州および市）はその例外となっています。それは2015年に供給不足となり、その結果として賃料の上昇がありました。総じて当社では、2016年の賃料は弱い成長しか見込んでいません。より高い地域や高い建築基準で建てられたアパートについては、むしろわずかなマイナス傾向を予想しています。

### オフィス・スペース：あまり望むことのできない需要

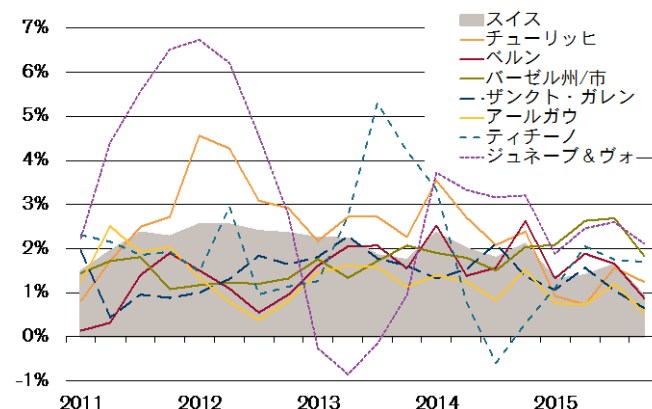
オフィス・スペースの需要は、非常に弱い状態が続くものと思われる。まず、雇用の伸び悩みが原因で、2016年のオフィス・スペースの純需要は11,000 m<sup>2</sup>に留まるものと予想しています。そして、金融サービスの会社など鍵となるプレーヤーが構造の変化に苦戦しています。さらに、デジタル革命のために金融セクター全体が新しい困難に直面しています。デジタル化のお陰で、今は行政サポートの機能を低賃金諸国へ移転させること（オフショア化）は容易になり、スイス・フラン高を考えると、この傾向はこれから中小企業で拡大していくものと思われます。昨年は過剰供給が安定化したと思ったものの、新規スペースの増加がいまだに大きすぎることから、オフィス市場内のアンバランスは2016年にも再び厳しくなる可能性があります。

### 不動産投資：まだ底入れしていない表面利回り

金融危機・ユーロ危機以来の低金利環境に起因する、市場における投資機会不足の深刻化は、2015年のスイス国立銀行の利下げによってさらに悪化しました。これを背景に、不動産投資は特に魅力の高い利回りを提供しています。強い需要にもかかわらず、住宅物件の表面総利回りは2015年に下げ止まりました。最終的には非常にわずかながら上昇し、表面利回りの幅が拡大しています。これは、BクラスおよびCクラスで売買されている物件の数も増えていることを意味しています。平均（30%分位点）以上の質の立地にある物件の利回りは、3.8%から3.4%へと再び大幅に下落しました。それほど頻繁に取引されないオフィス物件であれば若干の減少が検知された可能性はありますが、それでも非常に少ない観察事例しかないものと思われます。

### 賃料相場の動向

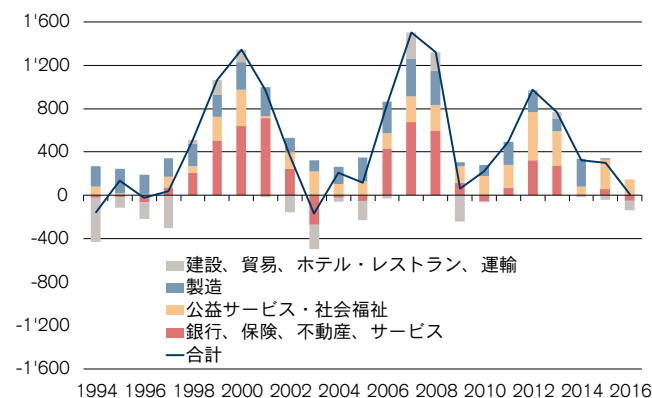
一部の州、年率成長率（名目）、質調整済み



出所：ホームゲート

### オフィス・スペースの追加需要

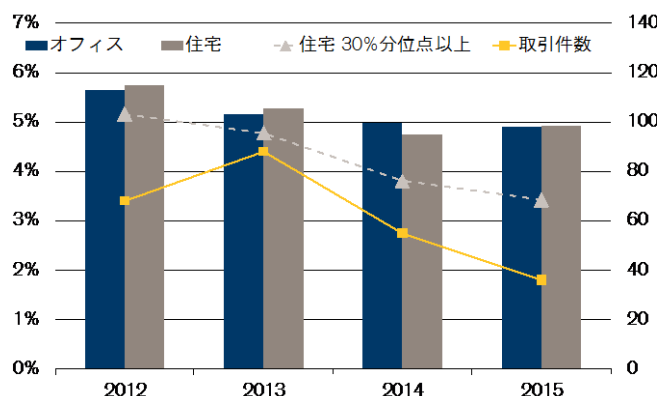
年間追加需要の推定値（単位：1,000m<sup>2</sup>）、2015年および2016年は推定値



出所：スイス連邦統計局、クレディ・スイス

### セグメント別表面総利回り

表面総利回り（質に応じた加重・調整済み）および機関投資家による取引件数（右軸）



出所：REIDA、クレディ・スイス



# リスクに関する注意事項

投資には、特に価値や収益の変動という点でリスクが必ず伴います。投資がご自身の基準通貨以外の通貨建てで表記されている場合、為替レートの変化により価値や価格、収益に不利となる影響が及ぶ可能性があります。

本レポートに記載されている証券への投資に関するリスクについては、次のリンクからご参照ください。

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

本レポートには、特別なリスクを伴う投資に関する情報が含まれている場合があります。本レポートに基づき何らかの投資判断を行う前に、独立したファイナンシャルアドバイザーに助言を求めると、この内容について必要な説明を受けることが当然求められます。詳しい情報は、スイス銀行協会が入手可能な情報冊子『証券取引における特殊リスク』でもご覧いただくことができます。

本レポートに記載のある証券または金融商品のいずれかの価格および価値、ならびにそれから得られる所得は上下する可能性があります。証券および金融商品の価値は現在または将来の金利および為替レート、経済指標、発行体または基準発行機関などの財務状態の影響を受け、その証券または金融商品から得られる所得に対して有利または不利な影響の及ぶ可能性があります。証券または金融商品を購入することにより、お客様には市場価格やその他の財務指標などの変動の結果、損失あるいは元本を超える損失が発生する可能性があります。ADRなどの証券の価値は為替変動の影響を受け、そのような証券に投資する場合はこのリスクをお客様が負います。

仲介業者との取引で発生する手数料率は、クレディ・スイスと投資家の間で合意した料率に基づくものとします。クレディ・スイスと投資家の間の相対で行われた取引の場合、購入価格または売却価格は合計対価となります。本人同士で行われた取引は、店頭取引のデリバティブ取引も含め、呼び値/言い値、売値/買値を提示するものとし、このときに差額またはスプレッドが発生する可能性があります。取引に関する手数料については、適用される法律および規制に従い、取引を行う前に合意するものとします。ご購入いただく前に、ご契約前にお読みいただく書類等で当該証券または金融商品のリスクおよび手数料等に関する説明をよくお読みいただきますようお願いいたします。

仕組証券は複雑な商品であり、一般的に高いリスクが関与します。またこれは関与するリスクの理解および引受が可能で上級投資家に対してのみ販売が意図されているものです。仕組証券の時価は経済、金融、政治の各要因（金利や為替のスポットレートやフォワードレートなどを含みますが、これに限定されません）、償還までの時間、市場環境やボラティリティ、発行体または基準発行体の信用格付の変化による影響を受ける場合があります。仕組商品の購入に関心を持つ投資家は必ず自身で商品の調査および分析を行い、それを購入することに関わるリスクについて各自の専門的アドバイザーに相談しなければなりません。

本レポートに記載されている投資の中には、高い水準のボラティリティが絡むものもあります。ボラティリティの高い投資ではその価値が急激かつ大幅に下落し、その投資を行った場合に損失が発生する可能性があります。その損失は、当初投資した金額に等しくなることもあります。実際に投資の一部では、損失の可能性が当初の投資額を上回る場合もあり、そのような状況ではお客様がその損失を補てんするために追加資金を支払うことが求められる可能性もあります。投資からのインカムゲインは変動する可能性があり、結果的に投資を行うために支払った元本がそのインカムゲインの一部として使用される場合もあります。投資の中にはすぐに投資できないものや、売買が困難なものもあり、同様に投資が抱えている価値やリスクなどについて信頼できる情報を入手することが困難となる場合もあります。質問がありましたら、担当リレーションシップマネージャーまでお問い合わせください。

過去の業績は将来の業績の指針となるものではありません。業績は、手数料、各種料金、その他の費用、為替レートの変動の影響を受けることがあります。

## 金融市場リスク

過去の収益や金融市場の動向は、将来の業績を保証するものではありません。記載されている投資の価格および価値、ならびにこれによって生じる可能性のある収入はいずれも上昇、下落、変動する可能性があります。過去の業績は将来の業績の方向性を示すものではありません。投資がご自身の基準通貨以外の通貨建てで表記されている場合、為替レートの変化により価値や価格、収益に不利となる影響が及ぶ可能性があります。このような決断を下す際に手助けが必要と思われる場合、該当するアドバイザーに相談することが当然求められます。

投資商品には公の市場が存在せず、制約のあるセカンダリー市場だけである場合もあります。セカンダリー市場が存在する場合でも、市場で取引される場合はいくらになるか、あるいはその市場に流動性があるか否かを予測することは不可能です。

## 新興国市場

本レポートに新興国市場に関する部分がある場合、新興国市場における事業を主にしているか、その事業に基づく投資商品ならびに発行体および関連する債務者が発行、関与、関連する各種投資商品の取引に付随して不透明性やリスクが存在することについて認識することが当然求められます。新興国市場に関連する投資商品は投機的と考えられており、その価格は世界のより先進的な国のものと比べて値動きがさらに大きくなると考えられます。新興国市場の投資商品への投資は、該当する市場の知識を自分自身で持っている上級の投資家が経験豊富なプロフェッショナルで、その投資商品に内在する様々なリスクを検討・測定し、その投資商品に投じた資金が著しく失われるリスクに耐え得る必要な財源を持つ人のみを対象とすることが当然求められます。新興国市場の投資商品に投資を行い、ご自身のポートフォリオに資産を配分した結果として生じたリスクの管理はご自身の責任となります。新興国市場の投資商品に投資を行う際に検討すべき各種リスクや要因については、各自のアドバイザーから助言を求めることが当然要求されます。

## 代替投資

ヘッジファンドは、規制下において認可された一般向け投資商品に適用される多くの投資家保護規制の対象ではなく、ヘッジファンドのマネージャーは多くの場合規制を受けません。ヘッジファンドは特定の投資や取引戦略に縛られず、投資の損失リスクを増大させる可能性のあるレバレッジ、デリバティブ、複雑な投機的投資戦略を用いることによりあらゆる種類の市場で利益を追求します。

コモディティ取引には高い水準のリスクが伴い、多くの個人投資家には適さない可能性があります。市場動向に起因する損失規模は大きくなる可能性があり、場合によっては全額を失うこともあります。

不動産へ投資する場合は流動性や外国為替をはじめとするリスクを伴います。これには景気循環のリスク、賃貸市場のリスク、地域的なリスク、環境リスク、法環境の変化も含まれます。

## 金利リスクおよび信用リスク

債券価格の評価は、発行体や保証機関（該当する場合）の信用力とは関係なく行われ、債券の残存期間中に変化する場合もあります。債券の発行体や保証機関が支払い不能となった場合、この債券やこれに起因する所得はいずれも保証されず、当初の投資金額を一切回収できない場合や、その金額を下回る分しか回収できない場合もあります。

## 重要事項（外国株式をご購入されるお客様へ）

外国株式をご購入の際は、発行体情報をご確認ください。



# ディスクロージャー・ア ペンディクス

## アナリストサーティフィケーション

本レポートに表記されている各アナリストは、それぞれが分析する企業、または証券について、本レポートに示されている見解がすべての当該企業および証券に対するそれぞれの個人的見解を正確に反映しています。それぞれの報酬が本レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

本レポートで言及されている Knowledge Process Outsourcing (KPO) のアナリストは、Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited に雇用されています。

## 重要なディスクロージャー

調査レポートに記述されている見解もしくは意見に重大な影響を与える可能性がある対象企業、セクター、市場の動向については、適切と思われる場合に調査レポートを発行することを Credit Suisse の方針としています。また、偏りがなく独立的、明確かつ公正で、誤解を招く恐れのない調査レポートのみを発行することを Credit Suisse の方針としています。

全従業員が準拠しなければならない Credit Suisse 行動規範は [http://www.credit-suisse.com/governance/en/code\\_of\\_conduct.html](http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html) からアクセスできます。

詳細については、次のリンクにある金融調査の独立性についての情報をご参照ください。  
[https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisse の総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益には Credit Suisse の投資銀行業務によって得た収益が含まれています。

## 以下の法域に対する追加のディスクロージャー

**英国:** Credit Suisse (UK) Limited および Credit Suisse Securities (Europe) Limited の顧客に対する債券情報開示に関しては、+41 44 333 33 99.へお電話ください。

その他の発行体に関するディスクロージャーを含む詳細については、Credit Suisse ディスクロージャーをご参照ください  
<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

# グローバル・ディスクレ ーマー/重要情報

本翻訳レポートは、お客様に便宜を図る目的で提供されています。当社は、翻訳の正確性について一切保証および黙示致しません。当社として正式なレポートは、あくまで本レポートの英文原文であり、英文原文と本レポートの翻訳との間に生じた相違は、何ら法的拘束力および法律上の効力がありません。

本レポートに記載されている有価証券への投資に伴うリスクについては、以下のリンクをご参照ください。  
<https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure>

本レポート内のクレディ・スイスへの言及はその子会社と関連会社を含みます。当社の構成に関するさらなる情報は、以下のリンクをご参照ください  
[http://www.credit-suisse.com/who\\_we\\_are/en/](http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/)

本レポートに表明される情報と意見は、クレディ・スイスのプライベート・バンキングおよびウェルス・マネジメント部門のリサーチ部によって、執筆日時点で作成されたもので、通知なく変更されることがあります。本レポート中で特定の有価証券等に関して表明される見解は、評価基準の相違から、投資銀行部門の調査部による観察や見解と異なったり、一貫性を欠く場合があります。本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいはスイスの銀行である Credit Suisse AG、その子会社およびその関連会社("クレディ・スイス")がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は、特別な記載がない限りすべてクレディ・スイスに帰属します。また、事前にクレディ・スイスの許可を書面で得ることなく、本レポートに記載ないし掲載した資料、内容および複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されています。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、クレディ・スイスまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は、情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。クレディ・スイスは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。クレディ・スイスは本レポートのディスクロージャー・アペンディクスの情報や意見が正確かつ完全であると信じております。本レポートのその他のセクションに掲載されている情報や意見は、クレディ・スイスが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。ご要望に応じて追加情報の提供が可能です。本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、クレディ・スイスに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、本レポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。クレディ・スイスは当該証券についてトレーディング・アイデアを発行している、または将来発行する場合があります。トレーディング・アイデアは市場の出来事や材料に基づいた短期的取引機会です。一方、銘柄推奨("Company Recommendation")はディスクロージャー・セクションで定義されているとおり、今後6ヶ月から12ヶ月間の予想トータルリターンに基づいた投資推奨を反映しています。トレーディング・アイデアと銘柄推奨は異なる想定、分析手法を反映しているため、トレーディング・アイデアは銘柄推奨と方向性が異なる可能性があります。また、クレディ・スイスは本レポート中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合もあります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、クレディ・スイスは、本レポートの受取人に対し、そのような他のレポートがあることについて、必ず通知しなければならない義務を負いません。クレディ・スイスは本レポートに言及されている企業に関連する多くの業務に携わっています。これらの業務は専門的取引、リスク裁定取引、マーケット・メイク、およびその他の自己勘定取引を含みます。本レポートに記載された情報、意見および予想は、クレディ・スイスがこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承ください。本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。レポートがクレディ・スイスのウェブサイトと言及している場合を除き、クレディ・スイスは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(クレディ・スイス自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む。)は、お客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。本レポートまたはクレディ・スイスのウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くことはお客様ご自身のリスクで行っていただくこととなります。

## 調査レポートの配布

ここに別途特定されていない限り、本レポートはスイス連邦銀行理事会(the Swiss Financial Market Supervisory Authority)によって認可され規制されているスイス銀行であるCredit Suisse AGによって発行されています。オーストラリア:本レポートは、Corporations Act 2001(s761G)により定義される「ホールセール」顧客のみを対象に、Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) により、オーストラリアで配布されます。CSSBは、本レポートで言及される金融商品の運用成果の確約、あるいは運用成果の履行保証を行いません。パナマ:本レポートは、スイス銀行であるCredit Suisse AGによって発行され、Securities Commission of the Bahamasのブローカーディーラーとして登録されている、スイス銀行の支店であるCredit Suisse AG, Nassau Branchを代表して配布されます。バーレーン:本レポートは、Investment Firm Category 2としてCentral Bank of Bahrain (CBB)に認可され規制されているCredit Suisse AG, Bahrain Branchにより配布されます。ブラジル:本レポートで言及されている情報は、ブラジルでの有価証券の公募を意味するものではありません。本レポートで言及されている有価証券は、Securities Commission of Brazil (CVM)に登録されていない場合があります。ドバイ:本情報は、Dubai Financial Services Authority (DFSA)により、認可され規制されているCredit Suisse AG, Dubai Branchにより配布されます。関連金融商品あるいはサービスは、顧客としての規制基準を満たし、ホールセール管轄区域の金融市場へ参加するための十分な金融経験と理解を有している100万米ドル以上の流動資産を保有するホールセール顧客に対してのみ提供されます。フランス:本レポートは、投資サービス提供者としてAutorité de Contrôle Prudentiel (ACP)に認可されたCredit Suisse (France)により、配布されます。Credit Suisse (France)は、Autorité de Contrôle Prudentiel and the Autorité des Marchés Financiersにより、監督および規制されています。ドイツ: Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)により認可され規制されているCredit Suisse (Deutschland) AGが、クレディ・スイスの関連会社の一つにより作成されたレポートを顧客に配布しています。ジブラルタル:本レポートは、Credit Suisse (Gibraltar) Limitedにより配布されます。Credit Suisse (Gibraltar) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社として独立した法人であり、Gibraltar Financial Services Commissionにより規制されています。ガーンジー:本レポートは、Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernseyに住所が登録され、15197の番号で独立した法人としてガーンジーに登録されているCredit Suisse (Channel Islands) Limitedにより配布されます。Credit Suisse (Channel Islands) Limitedは、クレディ・スイスの完全子会社であり、Guernsey Financial Services Commissionにより規制されています。ご希望の方には最新の監査済み決算書のコピーが入手可能です。香港:本レポートは、香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)により規制されている公認機関であり、またthe Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong)により規制された登録機関である、Credit Suisse AG Hong Kong Branchにより発行されています。インド:本レポートは、Securities and Exchange Board of India (SEBI)に規制されているCredit Suisse Securities (India) Private Limited(CIN U67120MH1996PTC104392)により配布されます。(SEBI登録番号:INB230970637、INF230970637、INB010970631、INF010970631。登録所在地9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, India, Tel. +91-22 6777 3777) イタリア:本レポートは、Banca d'ItaliaおよびCONSOBの監督および規制下にあり、イタリア法に基づき銀行として法人化し登録されたCredit Suisse (Italy) S.p.A.により、イタリアで配布されています。また、イタリアで銀行・金融サービスの提供を認可されたスイス銀行である、Credit Suisse AGによっても配布されます。日本:クレディ・スイス証券株式会社(金融商品取引業者関東財務局長(金商)第66号、日本証券業協会 会員、一般社団法人 金融先物取引業協会 会員、一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員、一般社団法人 第二種金融商品 取引業協会 会員)のみが本レポートの日本国内への配布を担当しております。クレディ・スイス証券株式会社は、本レポートの国外への配布および転送は致しません。ジャージー:本レポートは、Jersey Financial Services Commissionにより規制されたCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchにより配布されます。ジャージーにあるCredit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branchのビジネスの住所は、TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QAです。ルクセンブルク:本レポートは、Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)により認可され規制されているルクセンブルク銀行である、Credit Suisse (Luxembourg) S.A.により配布されます。メキシコ:本レポートで言及されている情報は、メキシコ有価証券法(Mexican Securities Law)で定義されている有価証券の公募を意味するものではありません。本レポートは、メキシコのマスメディアで広告される予定はありません。本レポートは、メキシコやメキシコ市民に対する、銀行や投資助言サービスの提供や媒介に関する広告を含んでいません。カタール:本情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) (QFC No. 00005)により、認可され規制されているCredit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C.により配布されます。すべての関連金融商品やサービスは、100万米ドル超の流動資産を有し、また当該商品やサービスを受けるための十分な金融知識、経験および理解力を有する、ビジネス顧客として分類されることを選んだ個人を含むビジネス顧客、あるいは(Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)で定義された)マーケット・カウンターパーティのみに提供されます。ロシア:本レポートに含まれる調査は、特定の有価証券や関連する金融商品の広告や推進等を意味するものではありません。本リサーチ・レポートは、ロシア連邦の連邦法バリエーション活動(Federal Law On Valuation Activities in the Russian Federation)の意味でのバリエーションを表してはなりません。本リサーチ・レポートは、クレディ・スイスのバリエーションモデルと手法を使用し作成されています。シンガポール:本レポートは、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)および専門投資家(expert investors)(各投資家の定義は“Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)だけを対象としたシンガポールでの配布のために、作成お

よび発行されています。また、海外投資家(overseas investors)(定義は、“Financial Advisers Regulations”の定義を参照して下さい。)には、Credit Suisse AG, Singapore Branchにより配布されます。なお、機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)、専門投資家(expert investors)あるいは海外投資家(overseas investors)としてのお客様のステータスに基づき、Credit Suisse AG, Singapore Branchは、お客様にご提供する金融アドバイザー・サービスに関し、“Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore (the “FAA”)”、“Financial Advisers Regulations”およびそれに従って発行される関連通知・ガイドラインでの一定のコンプライアンス要件を遵守することを免除されています。スペイン:本レポートは、Banco de Españaの番号1460で登録され認可されCredit Suisse AG, Sucursal en Españaにより、スペインで配布されます。タイ:本レポートは、オフィス of the Securities and Exchange Commissionにより規制されたCredit Suisse Securities (Thailand) Limitedにより配布されます。(登録住所:990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok Tel. 0-2614-6000) イギリス:本レポートは、Credit Suisse (UK) LimitedおよびCredit Suisse Securities (Europe) Limitedにより発行されています。Credit Suisse Securities (Europe) LimitedおよびCredit Suisse (UK) Limitedは、両社とも、クレディ・スイスの関連会社(独立した法人)であり、英国健全性規制機構(Prudential Regulation Authority)により認可され、英国金融行動監視機構(Financial Conduct Authority)およびPrudential Regulation Authorityにより規制されています。個人顧客に対しFinancial Conduct Authorityおよび/またはPrudential Regulation Authorityが提供している保護は、イギリス国外の個人により提供される投資やサービスには、適用されません。また、当該投資の発行体がその義務を果たさない場合には、金融サービス補償制度(Financial Services Compensation Scheme)は適用されません。米国:本レポートおよびそのいかなる複写も、米国へ送付したり、米国内での配布および米国居住者(US PERSON)への配布を禁止します。

一部の法域への調査レポートの配布は地域の法律や規則で制限されている場合があります。

Credit Suisseの書面による許可なく、本レポートの全体あるいは一部を複製してはなりません。Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG および/あるいは関連会社不許複製

16C007A-IS-J