

# 不動産 投資 レポート

## 不動産投資の観点からみた中国商業施設 ～住宅価格抑制政策の下で注目される収益不動産～

金融研究部門 不動産投資分析チーム 准主任研究員 増宮 守  
([masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp))

### はじめに

中国はアジア地域の力強い経済成長を牽引しているものの、インフレ抑制と経済の高成長を同時に求められるなか、その経済運営は難しさを増している。大規模な財政支出によりいち早く世界経済危機からの回復を実現したが、政府債務が急増し<sup>1</sup>、国民の貧富の格差も拡大した。巨額の財政資金が向けられたインフラ整備や都市開発は、建設業界関係者などに多額の富をもたらし、資産価格の高騰は不動産所有者など持てる者に有利に働いた。一方、農村部の大多数の国民は富の分配を享受できず、住宅価格の高騰やインフレ圧力から貧富格差への不満を募らせ、その緩和が中国政府にとって最重要課題のひとつとなっている。このため中国政府は、昨年から住宅価格抑制政策を継続的に強化している。本稿では、このような住宅価格抑制政策の下、中国にみられる住宅開発から収益不動産に事業分散する動きを踏まえ、収益不動産のひとつである商業施設への投資について取りあげる。

### 1. 収益不動産への事業分散

中国政府の住宅価格抑制政策は国民の住宅取得支援を目的とするため、特に非自己居住の投資用住宅について規制強化が厳しい。これにより、主に投資対象となる高級マンションや別荘などの販売が一段と抑制され、地域についてみると、高級物件で占められる上海や北京など沿岸部主要都市の中心部で住宅分譲が難しくなっている。

このため、中国の不動産開発会社（以下、デベロッパーという）は、主な住宅開発地域を主要都市の郊外や地方都市にシフトしており、また、住宅開発以外の事業に進出する動きも目立ってきている。そのひとつは、一連の規制強化の直接的な影響を受けていないオフィスや商業施設といった収益不動産への事業分散である<sup>2</sup>。昨年からオフィスや商業施設の賃貸市場で賃料が上昇していることもあり(図表-1)、多くの国内デベロッパーが当該分野に参入している<sup>3</sup>。特に、個人消費の拡大を背景に、多くのデベロッパーや投資家が商業施設に注目している。そこで、以下では商業施設の開

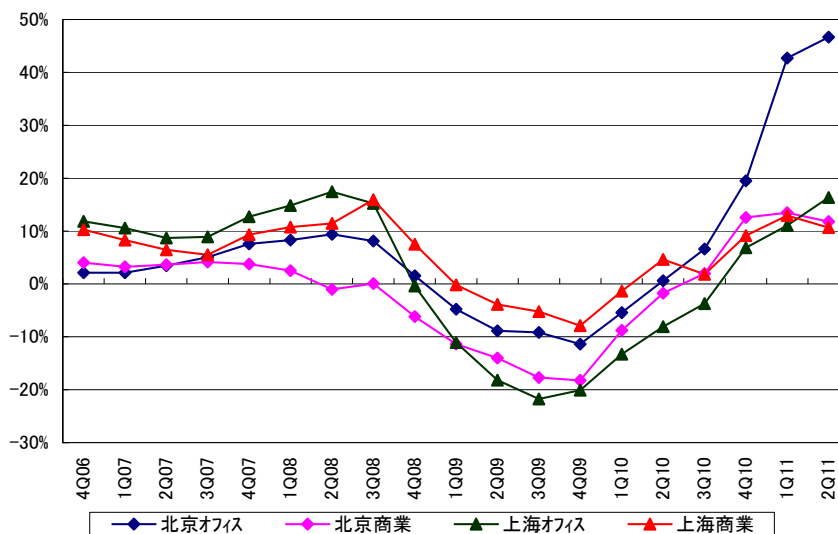
<sup>1</sup> 大規模な財政支出は、地方政府債務残高の急増(2010年末で10兆7175億元)として表れ、GDPに対する政府債務残高の比率は約40%となった。欧米各国や日本の比率(約200%、年金未積み立て債務を含めると360%)より大幅に低いといえるが、証券各社や学者からは政府公表値よりはるかに高い数字が主張されている。

<sup>2</sup> 金利や銀行預金準備率の引き上げなど、金融引き締めの影響は受けているものの、住宅市場における住宅ローン制限のような直接的な規制強化対象にはなっていない。

<sup>3</sup> その他では、不動産事業の枠を超え、資源開発事業への参入も見られている。中国鉱業協会によると15の中国不動産デベロッパーが金、鉛、亜鉛、モリブデンなどの鉱業に投資している(新華社)。

発と投資についてみていく。

図表-1 中国オフィス・商業施設賃料増減(前年同期比)

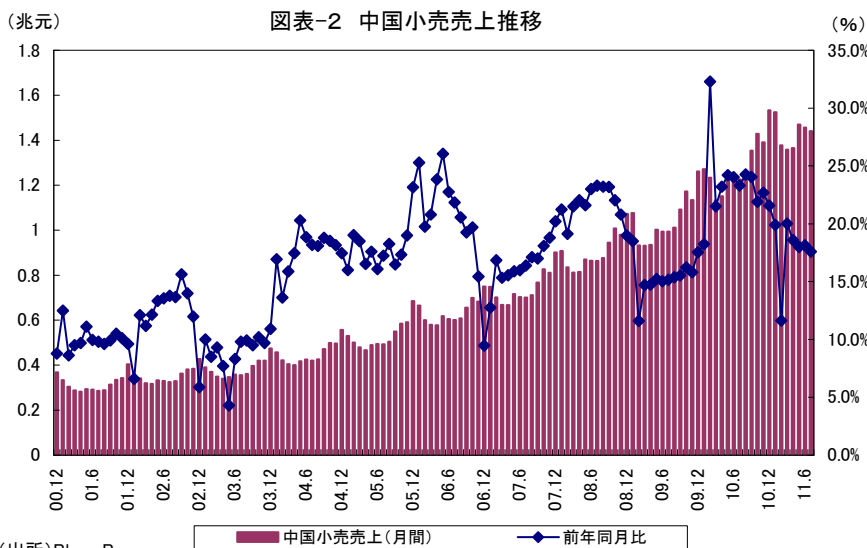


(出所)CBRE

## 2. 中国小売市場の特徴

### (1) 小売市場の成長

中国の小売市場を概観すると、人口の増加や都市化、中産階級の勃興を背景に、15~20%の高い成長率を維持しており、中長期的にみても有望な市場とみられている(図表-2)。



(出所)BloomBerg

中国政府も、第12次五ヵ年計画において、従来の生産主導経済から個人消費主導経済へ誘導する意向を表明している。これまで中国は、海外に比べ安価な労働コストを武器に国際的な生産基地として生産と輸出を拡大してきた。インフラや生産設備など固定資本への投資増加がGDP成長を支えてきたが、賃金の上昇により他の新興国に対する生産コスト競争力を失いつつあり、今後は、国内個人消費を軸としたバランスのとれた経済成長を目指す必要がある。また、GDPにおける個人消費

の占率が主要国の中で最低水準<sup>4</sup>にあることから、個人消費拡大の潜在的余地は大きいと考えられる。

## (2) 小売市場の特徴

中国の小売市場は、個人消費拡大に支えられ成長期待が大きい他、市場の集中が進んでいない点  
が特徴的である。現在のところ、個人商店や地域小売店の占める比率が高く、小売チェーン上位 100  
社の売上高を合計しても、全体の 1 割程度のシェアに過ぎない(図表-3)<sup>5</sup>。ただし、小売市場の成長  
と共に小売チェーンの市場シェア拡大がみられ、2010 年の小売チェーン上位 100 社の売上高成長率  
は前年比 21.2%と、小売売上全体の 18.3%を上回った。

図表-3 中国小売企業グループ上位

順位	企業グループ名	主要事業	地域戦略	2010年売上高
1	蘇寧電気グループ	家電量販店など	全国展開	約1560億元
2	国美電気グループ	家電量販店など	全国展開	約1550億元
3	百連グループ	百貨店、スーパーマーケット、コンビニなど	地域重点	約1040億元
4	大商グループ	百貨店、スーパーマーケットなど	地域重点	約860億元
5	華潤万家グループ(香)	ハイパー、スーパーマーケット、コンビニなど	地域重点	約720億元
6	RT-MART(大潤発)グループ(仏・台)	ハイパー、スーパーマーケット、コンビニなど	全国展開	約500億元
7	カルフルチャイナ(仏)	ハイパーマーケットなど	全国展開	約420億元
8	安徽省徽商グループ	百貨店、スーパーマーケットなど	地域重点	約410億元
9	ウォルマート(米)	ハイパーマーケットなど	全国展開	約400億元
10	重慶商社グループ	百貨店、スーパーマーケット、コンビニなど	地域重点	約380億元

(出所) China Chain Store and Franchise Association

2010年、全国小売売上高 15.5兆元

また、巨大な中国市場での成長機会を求め、市場シェアで見ると小さいものの、グローバル小売  
チェーンの積極的な進出も目立つ。たとえば、ウォルマート(米)とカルフル(仏)は1996年に  
進出しており、現在、それぞれ約 200 店舗を中国全土で展開している。テスコ(英)もこれらに続  
いて2004年に進出し、既に約 100 店舗を展開するなど、グローバル小売チェーン間の競争も激化し  
ている。日本からも、イオンをはじめ大手小売が積極的に進出している。これらのグローバル小売  
チェーンは、中国市場を有望とみて、今後も新規出店の加速により事業を拡大する方針である。

小売市場を地域別にみると、かつては沿岸部主要都市での成長が著しかったが、現在は内陸部地  
方都市での成長が顕著になっている。また、各社の地域戦略についてみると、国内小売チェーンは  
概して地域重点戦略をとっている。巨大チェーンでありながら、大連など東北地域で店舗展開して  
いる大商グループが典型例である。中国では、地域毎に消費趣向や慣習の違いがあるとの見方が根  
強く、国内小売チェーンは他地域への進出に慎重である。積極的に店舗網を拡大する場合でも、地  
域内や周辺地域への出店が中心で、他地域への進出は、現地チェーンの買収が主な手段となってい  
る。

これに対し、グローバル小売チェーンは、当初、北京や上海などに進出し、続いて他の大都市に  
店舗網を拡大したため、結果的に全国展開する傾向が強い。なお、国内小売チェーンの中でも、家

<sup>4</sup> 中国個人消費の GDP 占率は 37%と、他の主要国(米国約 7 割、日本、ブラジル、インドなど約 6 割)よりも大幅に低い。

<sup>5</sup> これに対し、最も集中の進んだ市場といわれる英国のグローサリー(食料品、日用品)市場では、上位4社で約 75%を占める。また日本でも、スーパーマーケット市場は上位 2 社が約 6 割、百貨店市場は上位 5 社が約 7 割、コンビニ市場は上位 3 社が約 7 割を占める。

電量販店には全国展開する大規模チェーンがみられる。これら全国展開する小売チェーンでは、新規の出店戦略として地方都市を主なターゲットとしている。

また、個人消費の中でも富裕層の購買力拡大が著しく、日本を抜いて世界一になる海外高級ブランド市場は、中国でも最も注目される成長市場とみられている。現在、高率の関税と消費税から、国内での海外ブランド商品の価格は海外より割高となっているため、海外旅行で高級ブランド商品を大量購入する富裕層が目立つ。このため、中国政府は価格引き下げに向けた税制改正を検討しており、富裕層の海外高級ブランド消費が国内に留まるようになれば、国内市場がさらに拡大することは確実と考えられる。

このように、個人消費の拡大が顕著な他、現在の中国小売市場では、個人商店や地域小売店の存在感が大きく、近代的な小売チェーンは今後も市場シェアの拡大余地が大きいといえる。不動産投資の観点からも、特に成長著しい地域での立地や高級ブランド需要などの検討も可能であり、中国小売市場は非常に魅力的と考えられる。

### 3. 不動産投資の観点からみた中国商業施設

#### (1) 国内小売チェーンの不動産対応

国内小売チェーンが利用する商業施設は、自社所有が一般的である。典型として百貨店業界についてみると、その事業形態は不動産賃貸業に近く、自社による商品仕入れや在庫管理及び販売といった一般的な小売業としての運営は限定的である。テナント（コンセッショナー）から徴収する売上比例賃料が主たる収益源であるため、テナントの確保が主要業務といえる。これまでは、有利な店舗スペースを確保しようとするテナント間の競争が熾烈であったため、テナントの獲得は容易であり、百貨店はテナントの経営に関与せず、差別化戦略やブランド構築にも無頓着であった。しかし最近では、各社の新規出店の加速で競争が激化しており、各百貨店は、テナント支援の強化や自社での商品販売など、収益向上を目指した様々な取り組みを行うようになっている。

#### (2) グローバル小売チェーンの不動産対応

グローバル小売チェーンは、中国ではリース契約によって出店を進めており、基本的に不動産は所有していない。しかし、テスコは2010年から自社でも店舗開発する方針に転換した。テスコは、本国の英国などで、土地を取得して商業施設を開発し、その後テスコハイパーマーケットを中心に各種店舗のリーシングを行い、キャッシュフローが安定した段階で売却、リースバックするビジネスモデルを実践してきた。現在、中国国内で4件の自社開発物件を所有しているが、2015年までに地方都市中心に50物件にまで拡大する計画である。この背景には、中国不動産市場の不透明性の払拭や市場インフラの整備があるとみられ、今後、他のグローバル小売チェーンがテスコに追随する可能性がある。

#### (3) デベロッパーによる商業施設投資

中国では、香港やシンガポールのデベロッパーが、都市型複合ショッピングモール開発で豊富な実績を有しており、最近では、タイやフィリピンのデベロッパーによる開発もみられる。香港やシンガポールのデベロッパーは、資金的余裕と豊富な運用実績から、開発後も長期的に不動産を保有し運用するのが一般的である。ただし、一部の物件をREIT（不動産投信）に売却して管理業務を受



託するケースもみられ、シンガポール REIT の CRCT<sup>6</sup>が代表的である。また、シンガポールでは、開発事業にも投資する上場投資信託もみられる<sup>7</sup>。

また、前述のように、最近では住宅開発から事業分散を図るため、国内デベロッパーも商業施設開発に積極的である。このような動きは、実績のある大手デベロッパーに止まらず、住宅開発専業であった中小デベロッパーの参入もみられる。大規模な住宅開発プロジェクトでは、ひとつの開発地域の中に複数の高層マンションや商業施設を併設するケースが多く、住宅開発専業のデベロッパーも、このような大規模プロジェクトに参画することで、商業施設開発の実績を積むことができる(図表-4)。

さらに、グローバル小売チェーンなど、新規出店を急ぐ小売チェーンが自社で土地を確保できない場合、デベロッパーが協業して開業後のリース契約を前提に開発に関与するケースも多く、デベロッパーにとっては商業施設開発の好機となっている。

図表-4 大規模住宅複合開発の例



(出所)東京建物、瀋陽明天広場プロジェクト完成予想図

#### (4) グローバル投資家による商業施設投資

世界で不動産投資への投資機会を狙う海外投資家（以下、グローバル投資家という）の間では、アジア新興市場での不動産投資の場合、15%以上の高い収益率（ハイ・リターン）を求めるオポチュニスティックな投資が一般的である。このため、中国においても、私募ファンドなどを通じた短期で高い収益率が期待できる住宅開発への投資が主流となっている。

商業施設のような収益不動産への投資についても、高いリターンが期待できる開発投資などが主なものとなっている。その中で以下のように、先進国で一般的にみられる手法<sup>8</sup>とは異なる特徴的なバリューアップ型投資もみられる。中小デベロッパーの多くは財務面で逼迫しているため、住宅を事前分譲（プリセール）して早期の資金回収を目指す。また、大規模な住宅開発プロジェクトに併設される商業施設についても、運用ノウハウに乏しいこともあり、早期売却を望むことが多い。そ

<sup>6</sup> Capita Retail China Trust、シンガポール上場で中国本土の5都市8商業施設に投資するS-REIT。中国本土に約100物件を有するキャピタランドチャイナから物件を取得する。

<sup>7</sup> Perennial China Retail Trust、シンガポール上場で中国本土の6都市8商業施設に投資する上場投信。投資資産のうち、5物件は稼動中、残り3物件は高速鉄道駅に直結する開発用地である。

<sup>8</sup> 先進国では、一般的なバリューアップ型投資として、老朽化した不動産を購入し、改修を施しグレードアップした後、第三者に売却する手法がみられる。

ここで私募ファンドなどが、商業施設を躯体構造（スケルトン）段階で取得し<sup>9</sup>、その後内外装工事やテナント誘致を進め、テナントが入居してキャッシュフローが安定した段階（3年程度を想定）で第三者に売却するというものである<sup>10</sup>。買い手の候補は、住宅開発から事業分散を図る国内デベロッパーや、不動産投資が昨年解禁された保険会社などである。特に、保険会社は、国内の過剰流動性の下、資金の運用先に苦慮しており、キャッシュフローの安定した稼働中商業施設は、十分魅力的な投資対象に映ると考えられる。

さらに、今後先進国市場のように、中国においてもコアアセットに対する長期投資が重視されるようになれば、オフィスビルや商業施設が重要な長期投資対象になると期待される。投資市場での売買はまだ限られるものの、近年多数の高層オフィスビルや商業施設が建設されており、グローバル投資家の長期投資対象と成り得るハイグレードな収益不動産ストックの増加が顕著である。

#### 4. 長期投資における課題

これまでみてきたように、商業施設を長期保有する主体としては、百貨店をはじめとする国内小売チェーン、香港やシンガポールなどの海外や国内のデベロッパー（開発物件の保有）が挙げられる。また、国内デベロッパーは、住宅開発から事業分散を図るため、既存商業施設の取得にも積極的である。

しかし、商業施設は住宅やオフィスなどに比べ個別性が強く、経営の巧拙が収益を大きく左右するオペレーショナル・アセットである。優良な商業施設においてもその経営は容易ではなく、ノウハウの不足する国内デベロッパーや投資家などにとって、長期保有を前提とした商業施設投資は障壁が高い。さらに中国では、地域市場毎の特徴や都市間の成熟度格差など注意すべき点も多く、経営戦略の誤り<sup>11</sup>、ターゲット市場の悪化<sup>12</sup>、地域ニーズに対する規模やコンセプト、立地の不適合<sup>13</sup>、などの失敗事例も少なくない。

長期保有を前提とした商業施設投資では、各都市の人口増加や成熟度を十分に踏まえ、テナントの事業性や不動産としての立地やスペックを十分に吟味し、将来のメインテナント撤退や施設閉鎖などのリスクを回避しなくてはならない。このため、商業施設専門のコンサルティング・サービスも増加している<sup>14</sup>。これらのサービスはテナント誘致の支援に止まらず、開発時の立地選択から施設コンセプト、デザインの検討、更には投資の出口における売却先の募集にまで及ぶ。最近ではファスト・ファッションといわれるグローバル衣料ブランドが、ショッピングモールの重要な集客要素と

<sup>9</sup> 地域によっては、不動産の早期転売禁止に向けた規制強化から、商業施設のスケルトン売却は認められない。

<sup>10</sup> Ajia Partners のファンドが、この戦略を採用している。バリューアップにおいては、商業施設に強みを持つコンサルティング会社 TCBL(50%子会社、今月、米国不動産会社Taubmanが買収を発表)の貢献が大きい。中国ショッピングモール運営にフォーカスした200名程のプロフェッショナル集団で、国内ネットワークから得られる売却物件情報等もファンドに提供している。

<sup>11</sup> 家電小売チェーンのベストバイ(米)が昨年中国市場からブランド撤退した。体験型店舗など本国で成功した高コストのビジネスモデルで価格競争に敗れ、現地適応の重要性を実証する結果となった。

<sup>12</sup> 内装備品小売チェーンのサンゴバン(仏)、ホームデポ(米)やB&Q(英)なども、撤退あるいは数店の閉鎖に至った。従来スケルトン販売が主流であった新築マンション販売市場において、内装付き販売が人気化し、内装備品小売市場が構造的に難しくなったことが背景にある。

<sup>13</sup> 東莞のサウスチャイナモールは、テーマパーク型高級ショッピングモールで、2005年の開場時、規模世界一を誇った。当初からテナントリーシングや集客が計画を下回り、マクドナルドや食品スーパーなどの数店を残し、99%が空きスペースという状況に陥った。東莞は700万人の人口を有する都市だが、工場労働者がほとんどを占め、高級モールのコンセプトとミスマッチであった。また、多くが工場併設の社宅居住で車を保有せず、アクセスが有料道路に限られる立地も致命的であった。

<sup>14</sup> 欧米系のCB Richard Ellis(米)、Jones Lang LaSalle(米)、DTZ(英)の他、中国国内のTCBL、China Real Estate Information Corporationなど、数百人のチームから個人コンサルタントまで様々な会社が存在する。日本からも、森ビルがヒルズシリーズや上海環球中心の開発、運用経験からコンサルティング業務に参入している。

なっているため、これらを誘致できるコンサルティング会社の評価が高まっている。

## 5. 日本企業の投資機会

### (1) 不動産会社として

中国経済の中長期的な成長に期待し、日本の不動産会社やハウスメーカーの中国住宅開発への進出が増加している<sup>15</sup>。日本企業の中国における事業展開は、森ビルの上海、大連でのオフィスビル投資が先行したものの、その後は基本的に住宅開発が中心となっていた。しかし、最近、商業施設を併設する大型の住宅開発プロジェクトも増加し<sup>16</sup>、さらに、オリックスによる現地本社ビル開発や三井不動産によるアウトレットパーク開発など事業対象が多様化しつつある。今後は、先行する香港などのデベロッパーのように、商業施設の開発機会も増加すると考えられる。

また、グローバル小売チェーンと同様、日本の小売チェーンもリース契約による新規出店に積極的であり、日本の不動産会社が協業し、新規店舗開発に関与する機会の増加も考えられる。国内で豊富な商業施設開発実績を持つ日本の不動産会社は、現地のコンサルティング・サービス等を活用することで、中国においても十分な事業展開が可能と思われる。

### (2) 投資家として

中国の商業施設に投資する場合、開発型やバリューアップ型の私募ファンドへの投資が最初の候補となるだろう。ただし、商業施設の開発プロジェクトは大規模なものが多いため、資金的にファンド内での多数プロジェクト投資は難しく、分散効果はあまり期待できない。このため、各開発プロジェクトの立地、コンセプト、規模などを事前に十分検証することが求められる。また、複数ファンドへの分散投資には相当の資金規模が必要となるが、ファンド・オブ・ファンズ商品を利用することで比較的小額から分散効果を求めることもできる。ファンド・オブ・ファンズ商品は手数料率が高い点に注意が必要だが、ファンド管理の事務負担が軽減されるなどのメリットもある。また前述のように、今後中国においても、開発型やバリューアップ型の短期投資だけでなく、コアアセット型の長期投資機会も増加すると予想される。

また、この他の商業施設投資の手段としては、シンガポールの CRCT や香港の GZI など、不動産証券化先進国における上場 REIT が挙げられる。ただし、市場の流動性が不足していることから、資金規模の大きな投資家には不向きといえる。

この他、個人消費の拡大と不動産価格の上昇が、中長期的に中国企業株価に反映されると考えれば、百貨店やデベロッパー銘柄に投資することで、実質的に収益不動産投資に類似する成果も期待できる。ただし、中国の百貨店は売上比例賃料を採用しているため、賃料収入の変動が激しい。また、百貨店毎に財務内容や成長戦略が異なり、さらに今後は、ブランド育成など様々な面で企業間格差が拡大するとみられることから、個別銘柄の選択が重要なことは言うまでもない。デベロッパーについてみると、利益のほとんどを住宅開発から得ている企業が多いため、それらの株価は住宅政策や個別の住宅販売実績に大きく左右される。ただし、香港デベロッパーも含む多様な銘柄の中には、中国で多数の商業施設を保有し、長期的な収益不動産投資の代替に成り得る銘柄もみられる。

<sup>15</sup> 増宮守「増加する対アジア不動産投資 ～中国住宅開発を中心に～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2011/5/13。

<sup>16</sup> 大和ハウスが常州で開発中の大規模住宅開発プロジェクトは商業施設を併設している。現時点では商業施設も早期売却を目指す見込み。東京建物と京阪電鉄も、現地デベロッパーと3社共同で瀋陽での複合開発を発表。

## おわりに

中国経済の中長期的な成長に期待し、日本の不動産会社やハウスメーカーの中国住宅開発への進出が目立っている。しかし最近、住宅価格抑制政策の下、中国国内の開発業者は住宅開発からの事業分散を図っている。今後中国では、消費拡大に伴う小売市場の成長、経済のサービス化に伴うオフィス市場の成長などが期待できるだけに、不動産会社、投資家ともに不動産市場の多様化を前提に、様々な投資機会を追求していくことが重要である。

以上