

不動産 投資 レポート

拡大続く上海オフィス市場

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)

要 旨

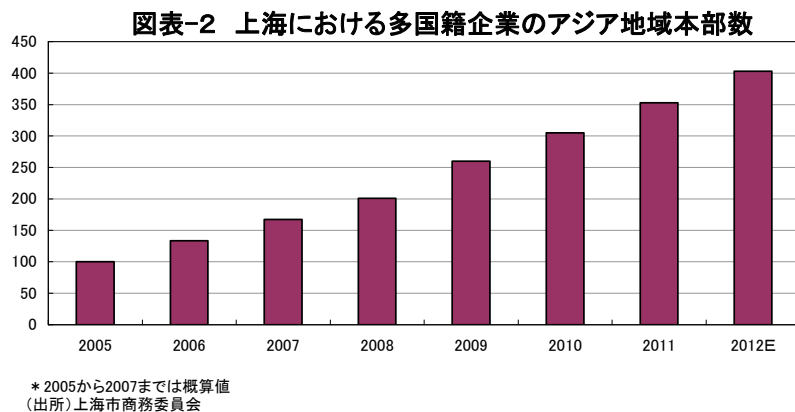
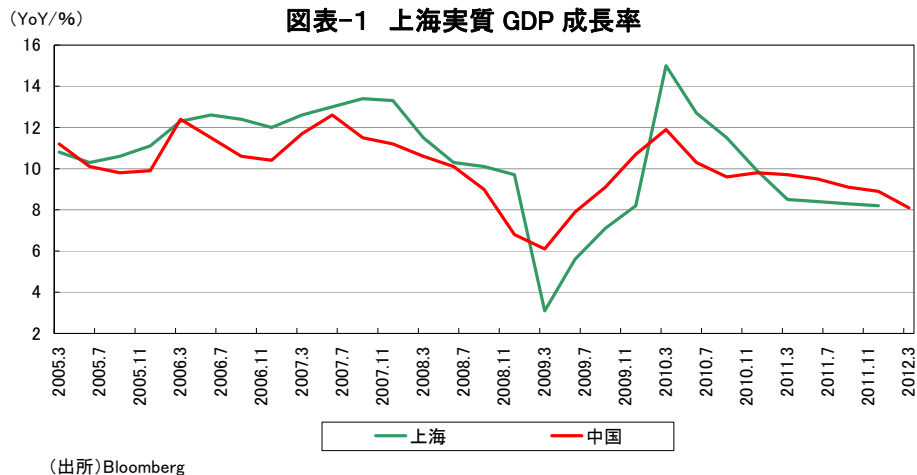
- 欧米経済の低迷から中国経済の成長も減速しているが、中国の経済・金融の中心として発展が目覚しい上海では、依然として多国籍企業の進出が続いている。
- 上海の賃貸オフィス市場は発展途上といえ、東京などと比べ市場規模は小さい。しかし近年、ハイグレードなビルが急増し、グレードAビルでは既に東京や香港等と同等の市場規模に成長している。オフィス賃料水準は東京を大きく下回るが、中国経済の成長に伴い、中期的に同水準にまで上昇するとの予想もある。
- 上海中心部は、浦西と浦東に大きく分けられ、浦東の陸家嘴の超高層ビル群は上海を代表するオフィスエリアである。その他の地域でもオフィスエリアは急速に発達しており、最も賃料が高いのは古くからの商業エリアとして繁華性に富む浦西の静安である。最近では周辺のエリアでもハイグレードなオフィスビルが目立つなど、上海のオフィスエリアは拡大が続いている。
- 中国企業が上海に自社ビルを構える例は多いが、賃貸オフィスビルの所有では、香港などアジアの不動産会社の存在感が大きい。プライムオフィスビルの流動性は低く、海外からの長期投資機会は限られているが、中国REITの国内上場を目指す動きもあり、今後、投資市場としての成長も期待できる。

1. はじめに

2008年の世界金融危機以降、中国は、巨額の財政出動により早期の景気回復を実現し、世界経済を牽引してきた。中国経済の急速な回復は、インフラや住宅開発といった固定資本投資が中心であったため、住宅価格が高騰し、多くの国民が取得困難な住宅環境は深刻な社会問題となった。このため2010年以降、中国政府は住宅価格抑制政策に転じたが、オフィスや商業施設等の不動産は規制対象ではなかった。加えて、多国籍企業の進出増加や中国企業の事業拡大が続き、オフィス市場では賃料の上昇傾向が続いている。また、住宅市場を回避した資金がオフィス投資に向かったこともあり、取引価格の動きは賃料以上に強いものとなっている。以下では、市場拡大が続く上海の不動産市場についてオフィスを中心に概観し、海外からの投資機会について考える。

2. 多国籍企業の進出が続く上海

上海は、最大の商業都市として中国の経済成長を牽引してきた。構造的に、金融業種比率が高く、多国籍企業が最も多く進出する都市であるため、他の都市より世界景気の影響を受け易い。2008年のリーマンショック後は世界金融危機の影響が強く表れ、2011年以降も欧州債務危機や世界景気の減速を受け、上海の経済成長は中国全体を下回っている(図表-1)。しかし、依然中国市場に成長の源泉を求める多国籍企業は多く、上海を中国事業の拠点とみており、多国籍企業の上海進出は継続している(図表-2)¹。

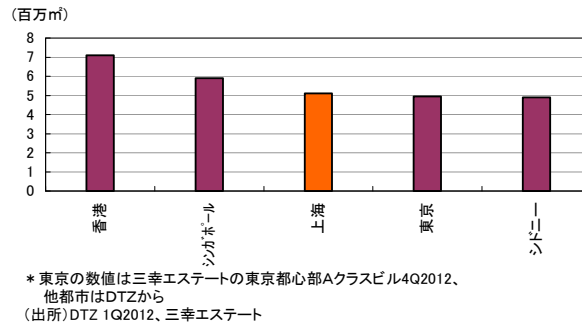


3. オフィス市場の概要

上海では、近代的なビルが急増しているが、住宅中心に進んだ不動産開発や、自社オフィスビルの多さなどから、賃貸オフィス市場は発展途上といえる。世界最大のオフィスストックを有する東京(2,290万㎡、DTZ調べ1Q2012)と比べ、未だその市場規模は小さい。しかし、近年の超高層ビルの増加により、グレードAオフィスストックは既に東京や香港など、他の国際都市と同等の規模に成長している(図表-3)。

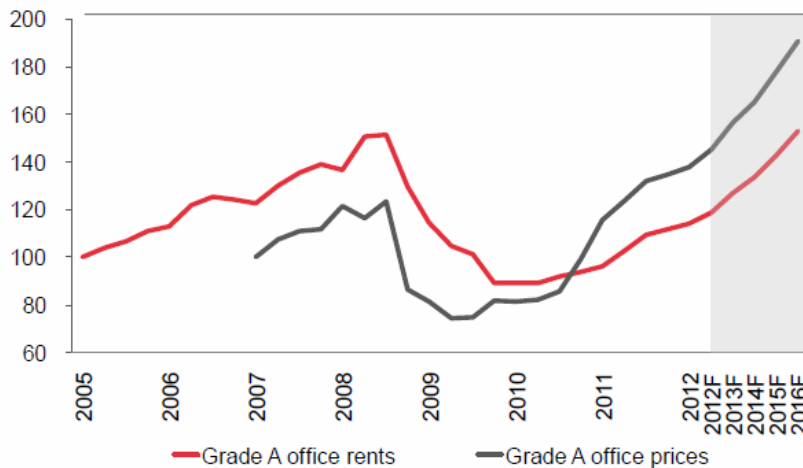
¹ 2012年の主な例として、航空機のボンバルディア、サービス業のモーガンマッキンリー、WPPグループ、金融業ではABNアムロや台湾銀行などの進出があった。

図表-3 アジア主要都市グレードAオフィスストック

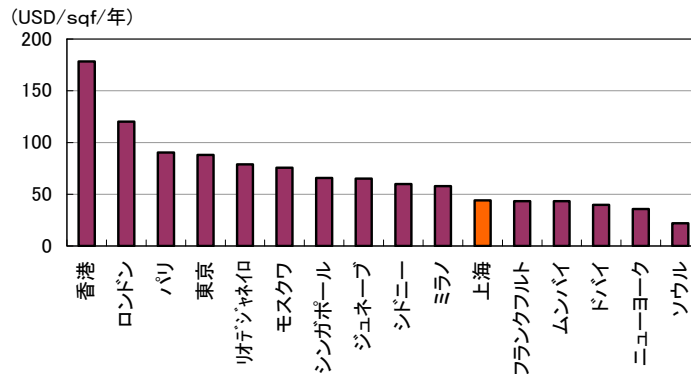


高騰していた住宅価格は2011年から調整局面に移行したが、上海のオフィス賃料と価格は引き続き上昇している(図表-4)。2010年以降の住宅価格抑制政策により、住宅市場を回避した資金がオフィス投資に向かったこともあり、オフィス価格の上昇は賃料の上昇を上回っている。ただし、賃料水準は、東京や他の国際都市を下回っており、上昇余地は大きいともいえる(図表-5)。市場関係者には、中期的に東京と同水準にまで上昇するとの予想もある。

図表-4 上海グレードAオフィス指数 (DTZ、1Q2005=100)



図表-5 世界主要都市CBD、Aクラスオフィス平均ネット賃料



4. オフィスエリアの特徴

上海中心部は、黄浦江を境に浦西と浦東に分かれ、オフィスエリアでは、超高層ビルが林立する浦東の陸家嘴が有名である。陸家嘴では、東方明珠電視塔(テレビ塔、468m)、上海環球金融中心(森ビルの上海ヒルズ、492m)、金茂タワー(420m)、その他も 300m級の超高層ビルが林立し、対岸のバンドからの眺望は上海を代表する景観である(図表-6)。

図表-6 上海中心部マップ

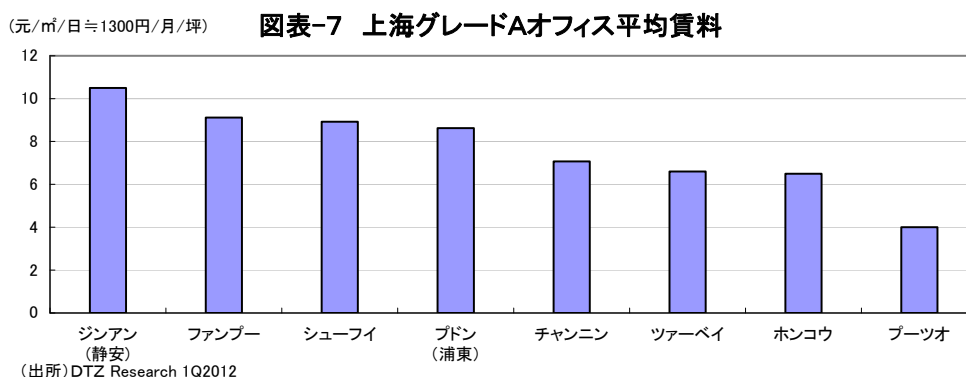


しかし、オフィスエリアはその他の地域でも発達しており、最も賃料の高いエリアは、浦東の陸家嘴ではなく、古くからの商業エリアとして繁華性に富む浦西の静安である。当エリアは、古くからの商業集積に加え、新しい超高層ビルも低層部分に商業施設を展開し、商業エリアとしてのブランドを強化してきた。それらによりアメニティー水準の高いエリアとして、最高のオフィス賃料を実現している(図表-7)。

また、浦西は大規模な消費地であり、近郊の生産拠点や国内線の紅橋空港へのアクセスも良い。中国進出するメーカーや流通業など幅広い業種の多国籍企業にとって、浦西は浦東より立地優位性があるといえる。

これに対し、浦東の陸家嘴は、補助金制度を備えた金融特区として、グローバル金融機関の中国本部や国内銀行の本支店などを集積している。開発当初から金融街としてオフィスビルを優先したため、働く場所としての純然たるオフィス街の様相である。商業集積の乏しさから周辺のアメニテ

イー水準が低く、また、広大な各区画や公園のため駅から距離のあるビルが多い。このため、ハイグレードな超高層ビルが林立するものの、オフィス賃料は浦西の静安などに比べやや低い。ただし、IFC モールなどの商業集積が進みつつあり、2014年には新たなランドマークとなる上海タワー(632m)の竣工も予定されるなど発展が期待できる。



今後のオフィス供給については、浦西の中心部では新規開発の余地がなく、浦東でも既に陸家嘴中心部では限られ、上海タワーの竣工を考慮しても過剰供給懸念は小さい。今後は、グレードAビルがツァーベイやホンコウなど周辺のエリアで増加し、上海オフィスエリアは面的に拡大する見通しである。

5. 上海のビルオーナー

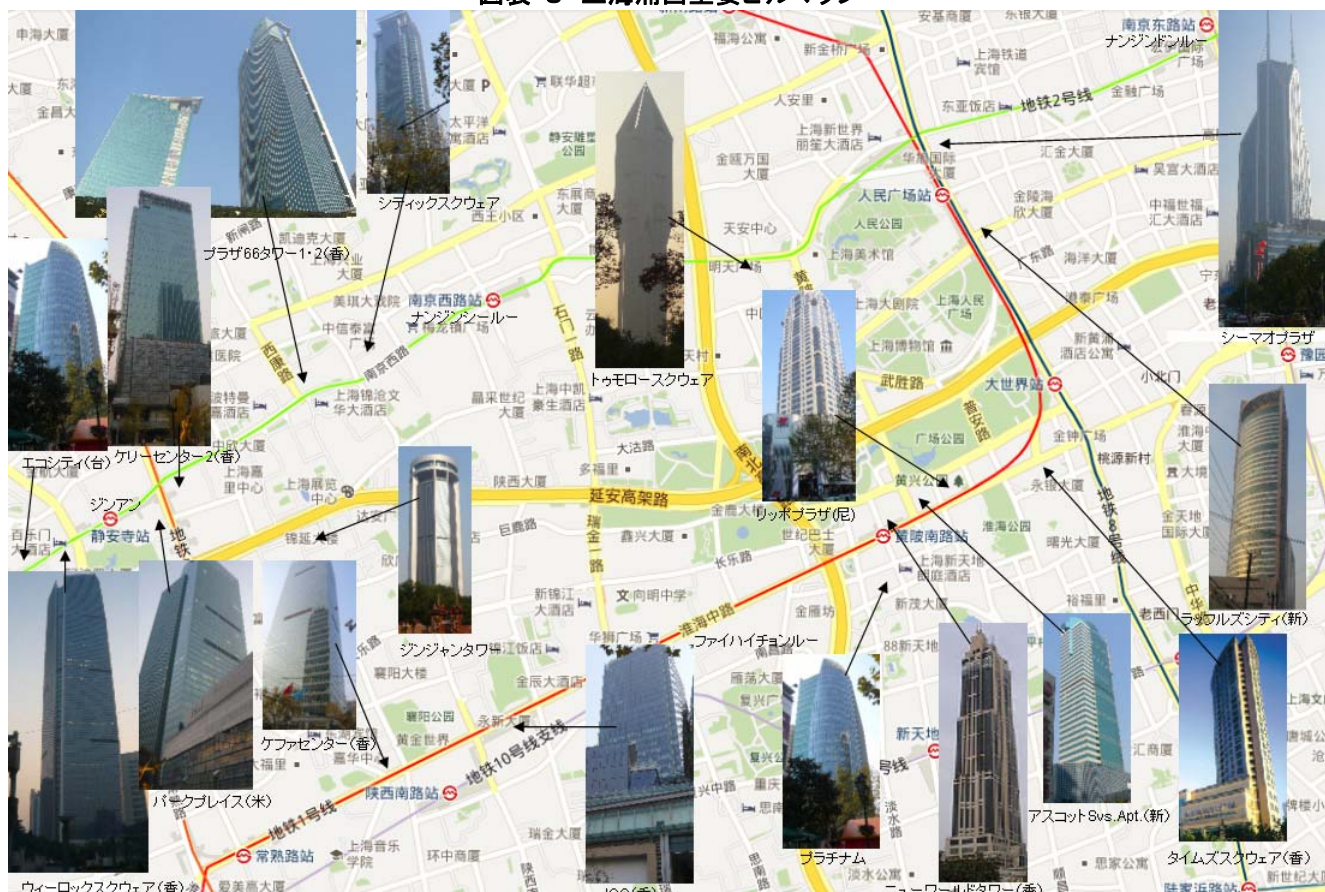
上海オフィス市場では、国内企業が自社ビルを構える例は多いが、住宅開発優先のため、国内不動産会社が大規模な賃貸オフィスビルを開発する例は多くなかった。賃貸ビルオーナーとして存在感が大きいのは香港の不動産会社であり、古くからの中国ネットワークによって認可を取得し、浦西中心部の開発主体となってきた。中心部のグレードAオフィスビルの過半が、香港を中心とするアジアの大手不動産会社の開発物件となっている。香港の他、シンガポール、インドネシア、台湾など華僑の影響が強いアジア各国の不動産会社もプライム物件を保有している(図表-8)。一方、比較的新しく開発されたエリアの浦東では、地方政府系など国内不動産会社の存在感も大きい。

香港などアジアの大手不動産会社が上海プライム物件を長期保有する状況は、香港や東京と類似しており²、これらのビルの流動性は限定的である。しかし、香港や東京と異なり、各社とも、戦略的に特定エリアの複数物件を占める状況ではなく、単体ビルへの純粋な投資といえるため、今後の売却可能性もある。また、リーマンショック以降の売却で件数は減ったが、グローバル投資家の保有物件も存在しており、それら特定のグレードAビルが、売却可能性が高いものとしてグローバル投資家の注目を集めている³。

² 増宮 守、「J-REIT ポートフォリオに期待されるAクラスビルの組み入れ増加」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート 2012/4/11、「香港オフィス市場の特徴」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート 2012/5/28

³ 例えば、新天地の「プラチナム」は、グローバル投資家の MGPA が開発した後、2005、2006、2010 年と投資家の間で取引されている。

図表-8 上海浦西主要ビルマップ



*カッコ内は開発主体企業の所在国
(出所)ニッセイ基礎研究所

グレードB以下も含め、最近の海外投資家のオフィス投資事例は限られ、買い手として国内不動産会社が目立つ。規制強化が進む住宅市場を回避し、資金をオフィス投資に向ける動きもあり、2011年のオフィス取得の8割は国内企業であった⁴。不動産会社の他に、国内企業による自己使用目的の取得も多い。

このように、海外投資家の注目が一部のグレードAビルに集まり、オフィス投資機会が限られるなか、海外投資家の中国不動産投資の対象は、主に住宅開発分譲事業となっている⁵。海外からの外貨持ち込み規制もあり、中国のパートナー企業と共同で地方政府の認可を受け、現地法人を設立、出資するなどの形式が多い。

6. オフィス投資における注意点

上海のオフィス投資においては、対象物件の建築、設備仕様面のチェックが重要である。やや古い物件には、外観の奇抜さを重視するあまり、使い勝手が悪く、窓清掃の困難な物件などが少なく、海外の不動産会社が開発する整形形でフロア面積の大きいグレードAビルとは仕様が大きく異なる。また、最近では環境配慮型のグレードAビルも増加し、グレードBビルとの格差がますます拡大

⁴ 特に、北京を本拠とする不動産会社「SOHO チャイナ」の上海での不動産取得の動きが顕著であった。投資目的を長期保有に限らず、テナント企業などへの区分所有権売却によるキャピタルゲインも狙う戦略であり、既存物件の他、用地や開発中物件も積極的に取得している。

⁵ 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

大している⁶。これらのため、グローバル投資家の注目は一部のグレードAビルに集まることになっている。

さらに、海外の不動産会社が開発したグレードAビルにおいても、品質面への注意は必要である。政府は海外の建設会社を認可しておらず、海外不動産会社の開発案件も全て国内建設会社が施工する。施工現場作業は、農民工(農村出身の出稼ぎ労働者)が担当するため、熟練した作業は必ずしも期待できない。実際、建設現場での事故や、火災の事例が多い。また、これら施工面の問題に加え、省力的なメンテナンス慣習も要因となり、日本と比べ建物の経年劣化速度が早い。オーナー優位の賃貸市場の特徴といえるが、例えば、共益費の設定水準が低く、共有部分の清掃がテナント負担であることも多く、また、エレベーターなど設備のメンテナンス頻度も低いなど、概して支出や追加投資に消極的である⁷。

このように、成長著しい上海オフィス市場であるが、現時点では、グレードAビルの投資機会の少なさやビル品質面のばらつきの大きさなどから、長期投資には慎重にならざるを得ず、海外からの投資は限定的となっている。しかし今後、アジアの不動産会社のグレードAビル売却の可能性や、リート市場の整備などにより⁸、投資市場としても重要性が高まると考えられる。

以上

⁶ 静安の「エコシティ」をはじめ、陸家嘴の「IFC2」などが米国の環境ビル認証、LEED ゴールドを取得した。

⁷ 森ビルでは、日本市場同様の清掃サービスやメンテナンスの実施により、1998年竣工のHSBCタワーが築年数を感じさせないとの評価を得ている。

⁸ 中国政府は、数年前から中国リートの国内上場を検討しており、昨年、香港証券取引所で初の中国人民元建てリートの上場という国内上場に向けた進展がみられた。現在、中国不動産に投資するリートが香港やシンガポールの証券取引所で複数上場されているが、銘柄数は少なく、特にオフィスビルへの投資は限定的である。

(ご注意)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。