

不動産 投資 レポート

中国国内需要の拡大を背景に厚みを増す 上海オフィス市場

～国際分散投資の観点から無視できない市場に～

金融研究部 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

- 上海の中心部は、^{ファンプージャン}黄浦江の西側に広がる古くからの中心地である ^{プーシー}浦西 と、東側に広がる90年代から開発の進んだ ^{ブドゥン}浦東 に分かれる。^{プーシー}浦西 CBDのオフィスビルでは、アメニティー水準の高さから欧米企業の入居が目立ち、一方、^{ブドゥン}浦東 の ^{シャオルージュアージュイ}小陸家嘴 は、中国国内の金融機関が集積する超高層ビル街となっている。
- 最近、^{プーシー}浦西 で需給の悪化からオフィス賃料が下落した一方、^{ブドゥン}浦東 では中国国内企業の需要拡大が続く、その結果、上海のトップ賃料が、^{プーシー}浦西 CBDから ^{ブドゥン}浦東 の ^{シャオルージュアージュイ}小陸家嘴 に移った。
- 上海のオフィス供給は高水準で推移しており、2015、16 年にはさらに増加してピークに達する見込みである。中心部での新規供給は限定的なものの、周辺部では、新たなオフィスエリアが形成されるなど、大量の新規供給が見込まれている。
- 上海は不動産投資市場としても拡大しており、グローバル投資家が国際分散投資の観点から無視できない市場になりつつある。

1. 浦西と浦東

上海の中心部は、大きく黄浦江を境に浦西と浦東に分かれている(図表-1)。浦西は古くからの上海の中心であり、19世紀の租界時代から市街地が発達してきた。現在でも、黄浦江に面する外灘エリアには当時から続く欧米企業の事務所や店舗などが並び、それらの築100年に及ぶ西洋建築物は、観光資源としての重要性も高い。

1949年の中華人民共和国の設立後、海外企業は一旦香港などに逃避したが、1978年の改革開放政策以降、再び上海に進出した。その後、1990年代の経済成長の加速とともに上海への海外企業の進出も積極化し、香港系企業を中心に高層ビルの開発が進んだ。当時の開発の中心であった淮海中路には、築20年ほどの高層ビルが林立している。また、2000年代にはビル開発の中心が南京西路に移り、高さ200~300mに及ぶ超高層ビルが多数開発された。現在、南京西路の静安が浦西CBDの中心となっており、それらの超高層ビルの低層階には高級商業施設が集積し、上海で最もブランド価値の高いオフィス、商業エリアとなっている(図表-2)。

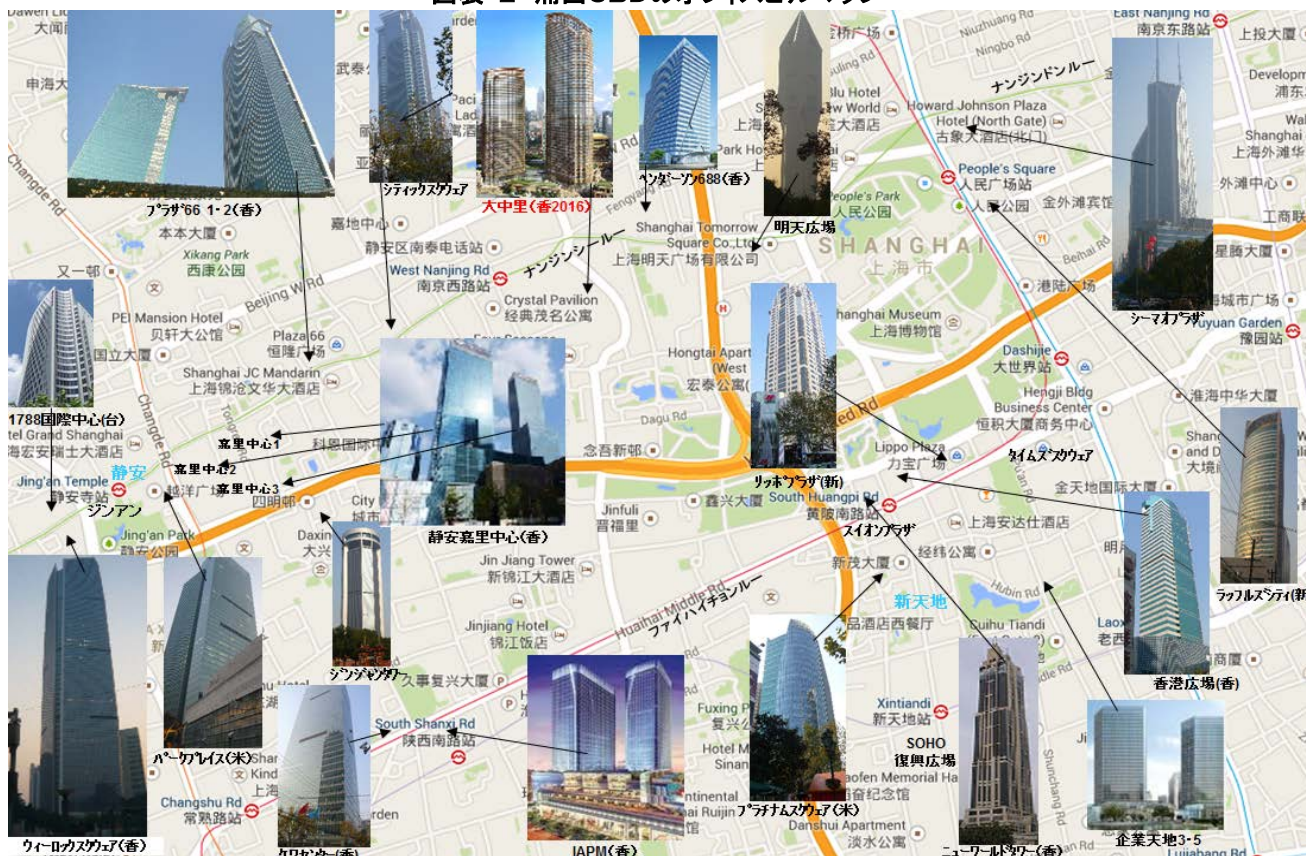
一方、浦東は、都市にはほど遠い工場や住宅が散在する農村であったが、1992年の浦東新区の設置以降、急速に開発が進んだ。特に小陸家嘴と呼ばれる陸家嘴金融貿易区の先端部分には、東方明珠電視塔(テレビ塔、468m)をはじめ300m級の超高層ビルが林立しており、対岸の外灘から見た超高層ビル街は上海を代表する景観となっている(図表-3)。なかでも上海環球金融中心(森ビル、492m)と金茂大廈(420m)は突出した高さの超高層ビルとなっており、さらに2015年に上海中心大廈(632m)が加わり、小陸家嘴の中国のランドマークとしてのステータスはさらに高まりつつある(図表-3)。

図表-1 上海の中心部オフィスエリア



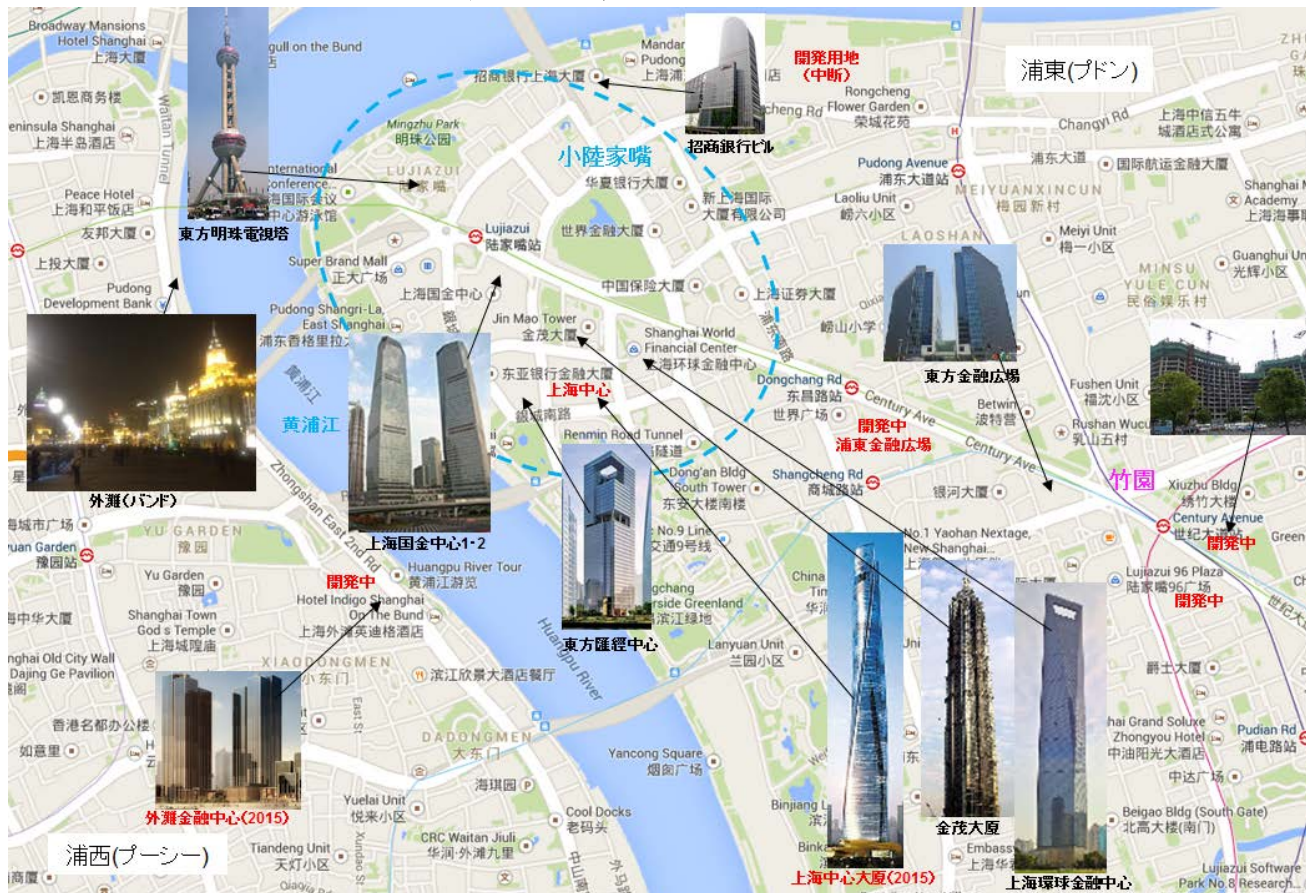
* 赤色は従来のオフィスエリア、黄色は新たに開発が進むオフィスエリア(出所)ニッセイ基礎研究所

プーシー
図表-2 浦西CBDのオフィスビルマップ



* カッコ内は開発主体企業の所在国、赤字は開発中のビル (出所) ニッセイ基礎研究所

図表-3 陸家嘴のオフィスビルマップ



* 赤字は開発中のビル (出所) ニッセイ基礎研究所

2. 賃貸オフィス市場の概要

上海の賃貸オフィス市場を概観すると、小陸家嘴^{シャオルージャーチエイ}の超高層ビル街が象徴的ではあるが、エリアとして最も賃料が高いのは、商業の中心地でもある浦西 CBD の静安^{フーシー}である(図表-4)。

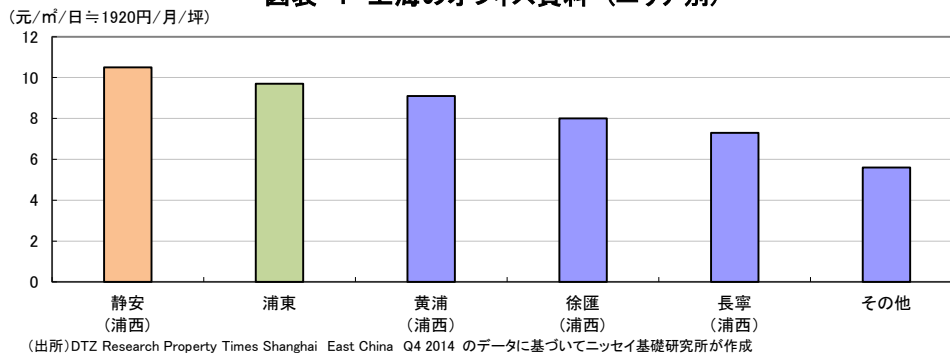
ハイグレードなオフィスビルが豊富な他、食事や買い物の利便性といったアメニティー水準が高く、また、西側の製造業拠点や国内線の虹橋^{ホンチヤオ}空港へのアクセスも良い。

一方、浦東^{ブドン}の小陸家嘴^{シャオルージャーチエイ}は、超高層ビルの景観は立派なものの、純然たるオフィス街に近く、アメニティー水準は浦西 CBD に追いついていない。加えて、超高層ビルの各区画が非常に広いため、各ビルへの徒歩でのアクセスには距離を感じる。

それぞれのテナントの特徴をみると、浦西 CBD では、アメニティー水準の高さや快適な雰囲気を楽しむ欧米企業が目立ち、さらに、製造業拠点や虹橋^{ホンチヤオ}空港へのアクセスの良さから、製造業を含む多種多様な業種のテナントがみられる。

一方、浦東^{ブドン}の小陸家嘴^{シャオルージャーチエイ}では、陸家嘴金融貿易区として金融機関テナントに対する補助金の付与があり、金融機関の集積が著しい。また、欧米金融機関の存在感が大きい香港やシンガポールなどの国際金融センターとは異なり、中国の地方銀行の上海支店など、国内金融機関による積極的な進出が目立つ。

図表-4 上海のオフィス賃料 (エリア別)

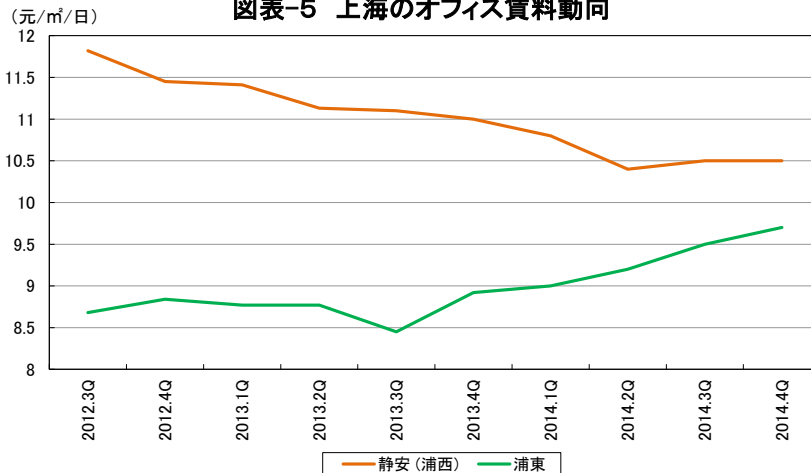


3. 最近の市場動向

このところ、上海の賃貸オフィス市場では、特徴的な動きがみられた。これまで圧倒的な高水準にあった浦西 CBD の賃料が下落する一方、浦東^{ブドン}では、小陸家嘴^{シャオルージャーチエイ}を中心に需給が逼迫し、賃料上昇が続いた(図表-5)。同一都市の東西で、このように逆行する市場動向が表れることは、非常に珍しい現象といえる。

とりわけ、上海のトップオフィス賃料が浦西^{フーシー}から浦東^{ブドン}に移ったことは象徴的である。これまで、浦西 CBD の静安^{フーシー}に立地するウィーロックスクウェアやプラザ66(図表-2)が上海で最も高い賃料を得ていたが、最近では、浦東^{ブドン}の小陸家嘴^{シャオルージャーチエイ}の上海環球金融中心^{SWFC (シャンハイヒルズ)}や上海国金中心2^{Two IFC}(図表-3)の賃料がそれらを上回っている。

図表-5 上海のオフィス賃料動向



(出所)DTZ Research Property Times Shanghai・East China (Q1 2011～Q4 2014) のデータに基づいてニッセイ基礎研究所が作成

このような浦西と浦東における市場動向の相違は、需要と供給の双方に起因している。まず、供給面をみると、浦西では、この3年ほど大規模な新規供給が続いていた。浦西CBDで静安嘉里中心2・3、上海環貿広場(IAPM)、企業天地3・5などが相次いで竣工し(図表-2)、また、周辺部でも、地下鉄網の拡充に伴い、駅の隣接地などで多数のハイグレードビルが竣工した。

一方、浦東の小陸家嘴では、この3年で2棟の自社使用用途の超高層ビルが竣工したに止まり¹、直接的な需給への影響はなかった。浦東新区を広くみると、周辺部でいくつかのハイグレードビルが竣工していたが、中心部のビルとは競合せず、小陸家嘴の需給逼迫が続いた。

需要面については、欧州経済の低迷を受け、浦西の主要テナントである欧州企業のコストカットが続いた。その一環として、周辺部でハイグレードビルの新規供給が増加したこともあり、浦西CBDから賃料の安い周辺部に移転する例が増えた。

また、欧州経済の低迷に加え、浦西CBDのテナントの業種が多様であったことも移転の理由となった。金融サービスなどを除く多くの業種では、突き詰めて見直した場合、必ずしもCBDにオフィスを構える必要がないケースも多いといえる²。

一方、中国国内の金融機関が多くを占める小陸家嘴では、欧州企業のコストカット等の影響は限られ、オフィス需要が衰えることがなかった。既存の金融機関の拡大に加え、資産運用ビジネスの拡大に伴うアセットマネジメントやインターネット金融など、新たな金融サービスのオフィス需要も拡大した。とりわけ、中国企業はステータス志向が強く、小陸家嘴金融貿易区の中でも上海の景観を代表するオフィス街である小陸家嘴への集中が進んだ。そのため、浦西で増加したようなCBDから周辺部に移転する動きは、浦東の小陸家嘴では稀であった。

加えて、2013年10月に開始された上海自由貿易試験区も、徐々にではあるが小陸家嘴のオフィス需要に寄与している。許認可取得目的で試験区のオフィスを一部賃貸するものの、実際の業務は不便な試験区では行わず、別途小陸家嘴にオフィスを構えるケースが少なくないためである。

¹ 招商銀行上海ビルは自社開発、また、東方匯經中心は香港企業が開発した新築ビルを中国交通銀行が取得(図表-3)。

² 例えば、Nikeは上海郊外にキャンパス型オフィスを自社開発し、浦西CBDから移転した。

4. 今後の市場見通し

上海オフィス市場では、政府の大型景気対策による経済成長加速を受け、2011年以降、新規供給が高水準で推移してきた。2015、16年には、新規供給がさらに増加してピークに達すると見込まれており、空室率が上昇する可能性が高い。ただし、中心部の浦西CBDや小陸家嘴での新規供給は限定的であり、また、国内企業を中心に堅調なオフィス需要が続くとみられる。そのため、指標となる中心部が支える形で、オフィス賃料は底堅く推移するものと見込まれる。

小陸家嘴では、引き続き新規供給が限られ、上海中心大厦が2015年唯一の新規供給となる。上海の超高層ビルの多くは、香港企業その他、森ビルやシンガポール系などの外資系企業が開発してきたが、上海中心大厦は国有企業が開発する稀なケースである。海外企業テナントの誘致にも積極的であり、国営ビルが多数の海外企業を確保できるかに注目が集まっている。また、ホテルや商業施設がスペースの過半を埋めるにも拘わらず、賃貸オフィス部分だけで約20万㎡にも及ぶ大規模なものだが、多大な空室が残る場合、国有企業が入居するとみられている。

上海中心大厦は、ランドマークとしての役割も大きく、大胆なダブルスキンファサードや室内庭園の設置など、コストを度外視した高いスペックともいえる。また、低層階の大規模商業施設がアメニティー水準を引き上げる期待も大きく、竣工時には市場空室率を引き上げるものの³、賃料水準を押し上げる要素としても注目度が高い。

浦西でも、今後のCBDでの開発は限られ、大規模なものは香港企業が主体となって開発する大中里に限定される(図表-2)。大中里は、2016年以降に竣工予定のオフィス商業ホテルの複合型ハイグレードビルで、地下鉄の新駅に直結する優位性もあるため、高いテナント需要が期待できる。

このように、浦西、浦東ともに中心部でのオフィス新規供給は限られ、それらのハイグレードビルは賃料を引き上げる要素ともいえる。一方、周辺部では今後の新規供給が多大である。周辺部でハイグレードビルの供給が増加するに伴い、各エリアの総称として周辺業務区域といえるDBD(Decentralized Business District)という言葉が用いられるようになってきている。

浦東新区は広く、小陸家嘴の外側で多数の大規模開発が進んでいる。例えば、陸家嘴金融貿易区内にある竹園(図表-3)では、地下鉄2線が乗り入れる駅の隣接地に複数の大規模開発が進行している。現在、高いステータスが認められるエリアは小陸家嘴に限定されているが、今後の開発⁴でハイグレードビルが竹園まで繋がるため、高賃料エリアが広がる可能性もある。また、広大な浦東新区では、竹園のさらに外側にも複数のエリアでオフィスビル開発が進んでいる。

一方、浦西では、徐家匯や虹橋など、CBD以外にも従来からのオフィスエリアが複数存在している(図表-10)。さらに、オフィス需要の拡大と地下鉄路線網の拡充に伴い、周辺部でも駅隣接地は需要が見込めるとして、新たなDBDが開発されている。

黄浦江沿いの上海万博の跡地など、周辺部での大規模開発は多数に及び、なかでも虹橋空港に隣接する虹橋HUBの開発規模はひととき大きい(図表-10)。国内線の虹橋空港に加え、高速鉄道の発着駅も備えており、上海の新たなオフィスエリアというだけでなく、広く浙江省の交通の要

³ 海外では竣工時満室稼働を目指さず、時間をかけてリーシングするのが一般的。

⁴ 浦東金融広場(図表-3)などが開発中。

衝として大きな役割を担うと期待される。

図表-10 上海のオフィスエリア



* 赤色は従来のオフィスエリア、黄色は新たに開発が進むオフィスエリア
(出所)ニッセイ基礎研究所

5. 拡大する投資市場

現在、上海の賃貸オフィスストックは、グレードAオフィスで 668 万㎡(DTZリサーチ)と、東京のAクラスの約 600 万㎡(三幸エステート)を既に上回っている。さらに、2015、16年にはDBDを中心に約3割拡大すると見込まれ、その後も拡大が続く。東京市場が、新宿、大手町・丸の内以外にも多数のオフィスエリアを抱えているように、上海市場も、DBDの供給拡大とともに厚みのある賃貸オフィス市場に変貌するといえる。

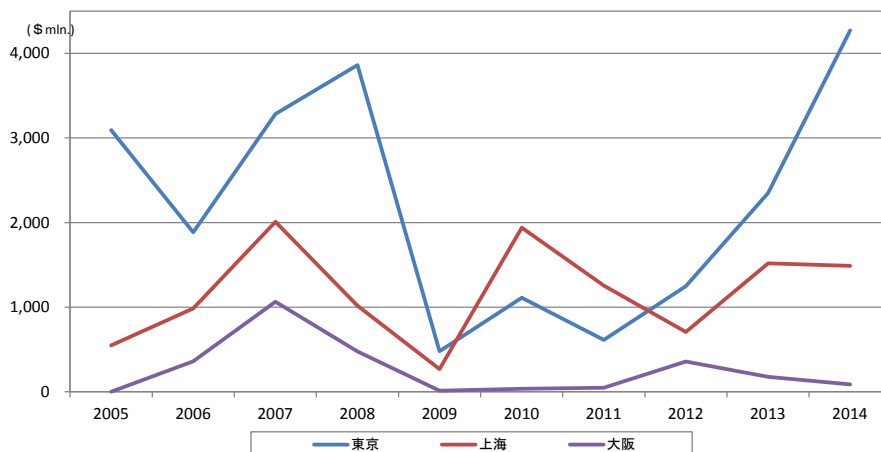
一方、投資市場としての上海オフィス市場は、日本の投資家にとっては馴染みが薄く、未成熟で投資適格物件が不足している印象であった⁵。実際、これまでの日本企業による大規模なオフィス投資事例は、森ビルの上海環球金融中心^{SWFC (シャンハイヒルズ)}と恒生銀行大厦の開発に限られている⁶。

しかし、ハイグレードストックの増加に伴って投資市場も拡大しており、中国国内企業のシェアが圧倒的ではあるものの、海外企業による積極的な物件取得もみられている。実際、海外資金による上海でのオフィス取得額は、大阪での取得額を大きく上回っており(図表-7)、さらに、開発用地への投資も含めた海外資金による不動産取得額合計は、東京をも凌ぐ規模になっている(図表-8)。既に、グローバル投資家の間では、上海市場は今後の拡大が見込まれるだけでなく、無視できない規模の市場として認識されつつあるとみられる。

⁵ 東京の賃貸オフィスストックは全体で3,800万㎡(三幸エステート)と厚みがあり、投資適格といえる中小ビルのオフィスストックが非常に大きい。一方、中国では中小ビルの品質に懸念があるため、投資市場の拡大においてはハイグレードストックの増加がより重要である。

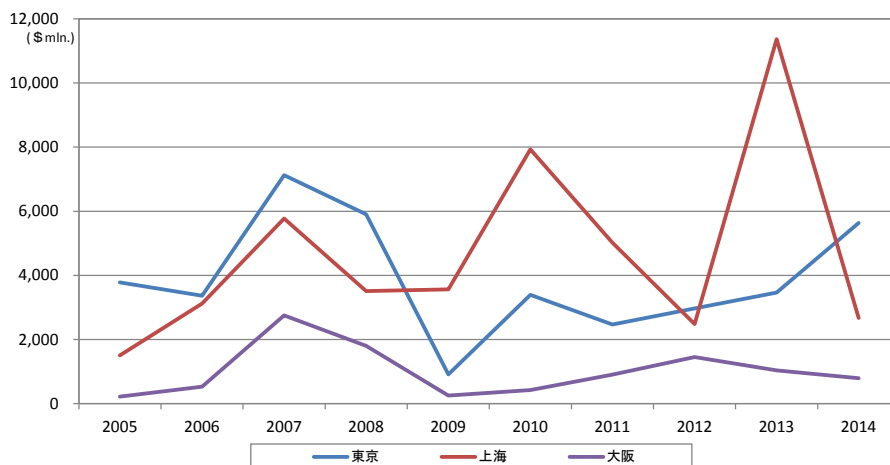
⁶ 日本の投資家による上海の不動産取得事例としては、住宅開発用地や倉庫用地の取得が複数みられる。

図表-7 海外資金によるオフィス取得額（東京、上海、大阪）



* 集計対象は米 \$ 10mil. ≒ 10 億円以上の取引データ
 (出所) Real Capital Analytics www.rcanalytics.com のデータに基づいてニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 海外資金による不動産取得額（開発用地含む）



* 集計対象は米 \$ 10mil. ≒ 10 億円以上の取引データ
 (出所) Real Capital Analytics www.rcanalytics.com のデータに基づいてニッセイ基礎研究所が作成

近年、経済や投資活動のグローバル化により、証券投資市場などでは、国際分散投資効果が薄れつつある。一方、不動産市場でもグローバル化が進展しているものの、浦東の ^{ブドン}小陸家嘴^{シヤオルージャーヂェイ} で需給逼迫がみられたように、依然として地域性は強い。特に、各国の規制や市場慣習などの個性が強いアジア市場では、分散投資効果が大きいと思われる。

これまで、アジアにおける不動産投資は、成長性を追求するハイリスクな投資とされてきた。しかし、上海市場などが無視できない規模へと拡大するなか、国際分散投資の観点から投資資金の一部を配分する対象にもなりつつある。

アジアにおける不動産投資、特に中国での不動産投資は様々なリスクをはらむものではあるが、今後、より現実的な投資対象として検討することが求められるだろう。

以上

(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はありません。