

# 不動産 投資 レポート

## 増加する対アジア不動産投資 ～中国住宅開発を中心に～

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

### はじめに

近年まで、日本からアジアへの積極的な不動産投資の動きは限定的であった。しかし、2008年10月のリーマン・ショック以後、国内市場の急収縮を契機に、成長を続けるアジア経済圏への関心の高まりや、高齢化する日本市場にみられる成長余地の限界などから、日本の不動産会社による中国などアジア成長国への進出が相次いでみられた。今後は、不動産会社の進出だけでなく、機関投資家などもより多くのアジアでの不動産投資機会を得るものと予想される。また、東日本大震災を契機に東京一極集中に対するリスク意識が強まっており<sup>1</sup>、より広範なリスク分散の観点から海外不動産投資が増加する可能性も高まっている。以下では、現在アジア不動産市場で主な進出対象となっている中国住宅市場について課題や投資の留意点を整理する。

### 1. 増加する不動産会社のアジア進出

世界経済はリーマン・ショックからの回復過程にあるものの、欧米を中心に先行きの不透明感は払拭されていない。また、日本でも3月に発生した東日本大震災の影響で景気減速が避けられない中、リーマン・ショック後も高い経済成長を続けるアジア経済圏の存在感は一層強まっている。このような成熟市場と新興市場の二極化（Two Speed Economy）に対応し、日本の製造業では、早くから巨大で成長著しい新興市場を狙い、積極的なアジア進出が見られてきた。内需型産業として海外への関心が薄かった不動産業においても、最近は不動産会社のアジア進出が急増しており、特に中国での住宅開発事業が目立つようになっている(図表-1)。

現地での経験を積んだ日本の不動産会社では、スケルトン売りが一般的な中国住宅市場において内装付き商品を販売する等、差別化戦略もみられる。また、今回の大震災における津波被害は世界に衝撃を与えたが、地震による建物被害の小ささから、かえって日本の耐震技術の高さが証明されたとも思われる。このような点のアピールにより、アジア市場における一層の事業拡大も期待できよう。

また、不動産開発に関連する外装・内装材メーカーも積極的にアジア市場に進出しており、製品の輸出だけでなく、現地生産や現地企業の買収による積極的な事業展開もみられる。さらに、地球

<sup>1</sup> 松村徹、増宮守「[東日本大震災の不動産市場への影響\(緊急アンケート結果\)](#)」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2011年4月19日

温暖化問題を背景に世界中で環境都市の建設が計画されていることから、インフラ開発関連業種においても海外展開の加速が期待できる。壮大なスマート・シティ開発計画を掲げる中国はその筆頭であり<sup>2</sup>、日本企業も浄水システムや省エネシステムなど先端的な環境技術分野で関与できる可能性が高い。

図表-1 日本の不動産会社等による最近の海外進出例

| 進出先   | 事業種別           | 企業名                    | 事業内容   |
|-------|----------------|------------------------|--|
| 中国    | オフィス複合開発       | 森ビル                    | 上海環球金融中心、HSBCタワー(上海)、森茂タワー(大連)の3棟を所有、商業複合施設コンサルティング事業も |
|       |                | オリックス                  | 大連にてオフィス複合ビル開発(中国本社ビル)を計画                              |
|       |                | 新日本建設                  | 瀋陽駅オフィス・高層分譲マンション開発に出資                                 |
|       | 分譲マンション・商業複合開発 | 三井不動産                  | 天津エコシティ分譲マンション開発(大規模環境都市)、寧波アウトレットモール開発等               |
|       |                | 三菱地所                   | 中国瀋陽でのアウトレット開発を予定                                      |
|       |                | 住友商事                   | 上海のマンション複合開発業者に出資、アジア各国で工業団地開発実績有り                     |
|       |                | 大和ハウス                  | 大連や蘇州、無錫での分譲マンション、戸建開発の他、常州で大規模住宅商業複合開発                |
|       | 分譲マンション開発      | 東急不動産                  | 瀋陽でのオフィス・マンション複合開発に出資、上海でサービスアパートメントを経営                |
|       |                | 丸紅                     | 中国事業の先駆者として約30年の分譲マンション開発実績                            |
| 積水ハウス |                | 瀋陽や蘇州での大規模分譲マンション、戸建開発 |  |
| 東南アジア | オフィス複合開発       | ダイビル                   | ベトナムにてオフィスビル開発予定                                       |
|       | 分譲マンション開発      | 三菱地所                   | キャピタランド(SG)と共同でベトナム、シンガポールで分譲マンション開発予定                 |
|       |                | 積水ハウス                  | シンガポールで分譲マンション開発予定                                     |
|       |                | オリックス                  | ベトナム不動産開発ファンドに25%出資                                    |
|       |                | 大和ハウス                  | ベトナムで分譲マンション開発予定、インドも検討                                |
| 欧米その他 | 分譲マンション開発等     | 三菱地所                   | 欧米での住宅開発、米英でのオフィスビル所有など                                |
|       |                | 積水ハウス                  | 米国で大規模住宅開発、豪州でも現地レトリースとの事業提携により積極展開、ロシアも検討             |
|       |                | 東京建物                   | 米国で住宅開発、上海でマンション賃貸サービス                                 |
|       |                | 野村不動産                  | 欧米やアジアの不動産に投資するファンドを開始                                 |

(注)不動産会社の海外進出においては、住宅分譲のように売却益で投下資本を回収する、あるいは開発に関わり各種手数料を得るといった事業的側面、また、出資など資金調達への関与や、開発後も所有リスクを負担するなどの投資的側面が混在するため、不動産開発事業と不動産投資を峻別していない。  
(出所)ニッセイ基礎研究所

アジアの不動産投資市場においては、賃貸不動産市場が成熟している日本や欧米先進国と異なり、賃料収入を見込んだ中長期投資に適う高品質な賃貸用不動産が未だ少ない。たとえば、図表-1をみても分譲を前提とした住宅開発事業が多く、オフィスビルや商業施設を取得や開発後に継続保有するケースは少ない。サービス経済化が進んだ欧米先進国の大都市では、オフィスビルや商業施設など賃貸不動産への需要が十分な規模で存在しているが、アジア成長国では、人口増加と大都市への人口流入が著しく<sup>3</sup>、住宅開発事業が最大の不動産投資対象となっている。

日本の総合不動産会社は、オフィスビルなど賃貸用不動産の保有だけでなく住宅開発事業も営んでいるため、ハウスメーカーと共にアジア進出を積極化することができた。一方、専ら賃貸用不動産への中長期投資が中心であった<sup>4</sup>日本の機関投資家は、ホームカントリー・バイアスによる保守的な投資スタンスに加え、住宅開発事業という投資形態に馴染んでいなかったため、アジアでの不動産投資実績は日本の経済規模に比してあまりにも小さい<sup>5</sup>。

<sup>2</sup> 20年完成予定の「天津エコシティ(中新天津生態城)」を先駆けに、13都市で具体的な計画があり、長期的にはスマート・シティ約100都市を建設する計画である。

<sup>3</sup> 増宮守『[アジア不動産市場の現状 ～期待される高い成長性～](#)』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2010年9月16日

<sup>4</sup> 日本では、オフィスビルが機関投資家やファンドの最大の投資対象となっている。たとえば、J-REIT(不動産投信)のセクター別投資割合をみると、残高の過半がオフィスセクターで占められている。第2位は住宅だが、住宅開発事業ではなく、長期安定的な賃料収入を目指す賃貸マンション投資である。そもそもJ-REITには開発事業への投資が認められていない。

<sup>5</sup> 小夫孝一郎他『[ジャパンクォーターリー2010年第4四半期\(不動産業界レポート・日本語版\)](#)』ドイツ証券 RREEF、2011年11月によれば、2010年第1～第3四半期のクロスボーダー取引のうち日本から海外への不動産投資額(アウトバウンド)は、欧米先進国はもちろん、香港や韓国、中国など他のアジア各国と比べても非常に小さい。

対してグローバル投資家は、以前からモルガンスタンレーのファンドが積極展開する等、アジア市場に進出し存在感を示していた。リーマン・ショック後、欧米の資金は一旦アジア市場から逃避したが、最近では、TPG やカーライルなど欧米系ファンドの資金が少しずつ戻りつつある。日本の不動産会社同様、欧米系の不動産ファンドも中国等では住宅開発事業への投資を中心としており、中国の国内デベロッパーなどが手掛ける住宅開発プロジェクトに対し、部分的に出資するケースが多いとみられる<sup>6</sup>。また、中国では、以前から香港の不動産会社による住宅開発が活発な他、シンガポールの不動産会社も積極展開している。加えて、香港を拠点とする投資ファンドやシンガポールの政府系資金などの投資資金も活発な投資活動を見せており、アジア域内の投資活動が年々存在感を増してきている。これまでアジアでの積極的な動きのなかった日本の投資家についても、日本の不動産会社による開発事例の増加や、今後は中国等でも賃貸不動産市場の成長が期待されることから<sup>7</sup>、投資機会が増加すると予想される。

## 2. 対アジア不動産投資における留意点

一般的に、海外不動産投資を行う際の課題として、現地調査にかかる費用が大きく、場合によっては現地事務所開設やその維持も必要になること、さらに、不動産取引慣習や必要とされるリーシング・ノウハウ、建築物の標準仕様などが日本と異なることが挙げられる。さらに、アジア成長国ではカントリーリスクや政策・法規制・税制面のリスクも大きく、特に外国送金規制の強化や税制変更などの制度変更について、政府の動向などに常に注意を払う必要がある。

たとえば、中国では土地の所有権が認められず、その使用权と建物を対象とする不動産市場である点に特徴がある<sup>8</sup>。所有権そのものは国有とされており、契約満期時の更新条件が不透明な点などが独特のリスクといえる<sup>9</sup>。加えて、文化大革命の記憶を有する国民には、政府による土地接収可能性もリスクとして意識されているようだ。また、海外からの直接不動産投資は禁止されており、海外投資家は外商投資企業という現地法人を介して投資することになる。現地法人の設立それ自体は困難ではないが、相当の時間と労力がかかる上、不動産開発投資の場合は、現地法人設立要件として事前の用地確保が求められ、現地企業の協力なく開発投資を進めることは実質的に困難である。

このため、中国では、日本の不動産会社などによる住宅開発は増加しているが、機関投資家などがグローバルな分散投資の一環として直接的に開発事業に投資する例は少なく、不動産ファンドを通じた間接投資が現実的な投資形態となっている。また、アジア市場に限らず、機関投資家の海外不動産投資は間接投資にすべきとの見方もある。たとえば、オランダの年金基金 PGGM<sup>10</sup>の投資指針では、海外不動産投資については資金規模に関わらず間接投資が適切とされており、また、資金

<sup>6</sup> 典型的なファンドの例は、5年や10年といった期間の投資ファンドを設定し、中国国内デベロッパーの住宅開発事業に対し部分出資するものといえるが、多くの場合、各ファンドがひとつの開発プロジェクトだけでなく、複数を投資対象としており、それぞれのプロジェクトのタイミングが異なっている。住宅販売形式としてプリセールが主流の中国では、頭金の支払いに続きプロジェクトの進捗に従って購入代金が分割払いされるため、資金回収は投資後早期から見込める。回収される資金は次のプロジェクトに向けられる形となり、ひとつのファンドの中で複数の短期プロジェクトに対し投資と回収を繰り返す形態となる。

<sup>7</sup> REIT市場をみると、中国のC-REITは当面海外投資家には開放されない見込みだが、既に香港やシンガポール証券取引所で中国REITが上場されており、最近も香港で初の人民元建てREITが上場された。

<sup>8</sup> 土地使用权は住宅地では70年、商業用地では40年。

<sup>9</sup> 香港やシンガポールでも土地については使用权を売買する不動産市場となっているが、権利期間が100年程度と長く、また、一定の手数料をもって更新されるため、特別なリスクとして認識されるものではない。

<sup>10</sup> オランダ医療社会福祉事業年金基金、オランダ第2位の規模を誇る年金基金(AUM約11兆円)、アジアを含め海外不動産投資の経験は豊富である。

規模が十分でない場合はファンドオブファンズによる更なる分散投資が勧められている(図表-2)。

図表-2 適切な投資形態の目安

| 資金規模(不動産ポートフォリオ) | 1,100億円以下 | 1,100億円以上 |
|------------------|-----------|-----------|
| 直接投資             | -         | 国内市場のみ○   |
| 間接投資             |           |           |
| -JV・共同投資         | -         | ○         |
| -不動産投資ファンド       | ○         | ○         |
| -ファンドオブファンズ      | ○         | -         |

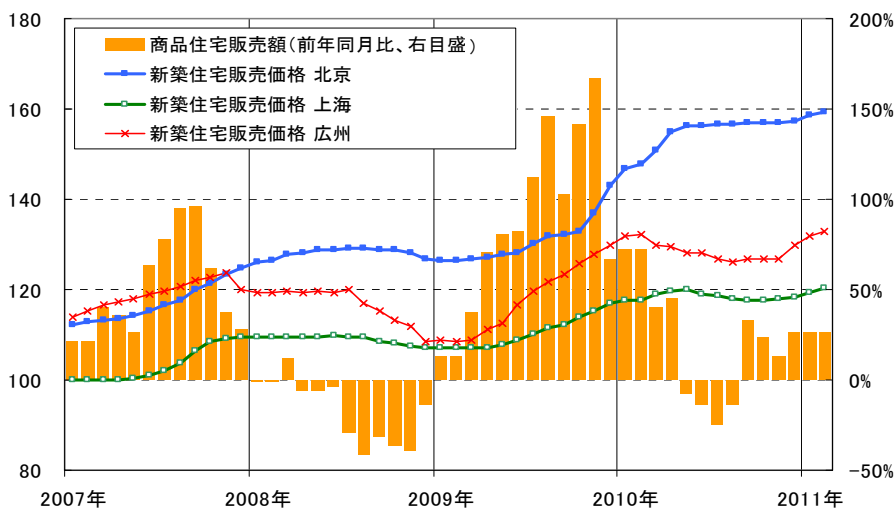
(出所)PGGM「野村不動産投資コンファランス」2011/3/11

また、不動産ファンドを通じた投資では、ケイマン島などの租税回避地(タックスヘブン)にファンド籍を置くことで、税制面でのメリットも期待できる。中国では、不動産売却時の実現益にキャピタルゲイン税が課せられるが、投資の出口として、物件でなくファンドそのものを本籍地で売却することで中国国内での売買を発生させず、キャピタルゲイン課税を回避する例もみられる。

### 3. 中国住宅市場への投資ポイント

アジア成長国の住宅市場の中でも、中国市場はその規模、件数ともに際立って大きい。リーマン・ショック以降、中国住宅市場は構造的に強い需要と財政支援によって急回復し、住宅価格はバブル懸念を招くまでに上昇してきた。昨年4月には、新たな規制により価格高騰抑制の政策方針が明確化されたが、直後に住宅販売件数が急減し、市場で高まったリスク意識が表面化したとみられた。しかし、その後販売件数の急減は短期で収束し、販売回復に伴い再び価格は上昇したため、住宅価格バブルへの懸念が再燃している(図表-3)<sup>11</sup>。

図表-3 中国住宅販売価格の推移



(出所)CEIC、新築住宅販売価格はデータを基にニッセイ基礎研究所が推定、2005年12月=100とした指数で、昨年12月迄は旧方式、その後は新方式を用いて計算

住宅価格バブルという見方についてはさまざまな反論もあり評価は難しいが(図表-4)、仮に調整が見られた場合も、以下の理由から住宅価格の長期に亘る下落の可能性は低いと考えられる。

<sup>11</sup> 三尾幸吉郎『中国経済の見通し:2011年は8.5%、2012年は9.3%』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミストレター、2011年3月25日

図表-4 中国の住宅価格バブル論に対する反論

| 視点      | 内容  |
|---------|---|
| 収入面     | 中国人の収入が年率2桁のスピードで伸び続けているため、高過ぎるといわれる住宅も長期での支払いは可能と考えられる。共働きが一般的で女性の収入が男性に大きく劣ることがないため、世帯収入は年収の倍ということができる。公務員は非公表の手当てや私用可能な経費なども多いため、実質収入は名目年収を大きく上回っているとみられる。 |
| 住宅需給    | 依然として増加する人口と、都市への人口流入から都市での住宅不足は解消されていない。価格が高過ぎて現在は手が届かないものの、将来的に住宅購入を希望する潜在的購入者層は厚い。毎年、潜在的購入者層の一部(といっても多大な人数)が、収入の増加に伴い購入者層に加わってきている。                        |
| 文化的背景   | 社会慣習として、持ち家購入は一人前として認知されるために必須、或いは人生の目標と考えられている。公的支給されている住宅の品質が低いため、商品として開発された住宅の人気の高い。都市では農村出身者への差別的扱いも見られ、住宅購入により実質的な市民権が認められる側面から、地方出身者の購入意欲が強い。           |
| 価格評価    | 過去の右肩上がりの価格推移から、投資対象として不動産への信頼が極めて厚い。食料品価格の上昇などからインフレ懸念が強く、インフレ対策として不動産は最も有効な資産と考えられている。上海についても、国際都市として香港や東京と比べれば未だ単価水準は高くないといえる。                             |
| 政府の対応   | 地方政府にとって土地使用権の売却収入は最大の歳入源であり、不動産市場を支持する意向が強いとみられる。不動産税が導入されたものの、既存の不動産所有者が課税対象外など、市場を抑制する本格的な固定資産税導入とはいえない。過去の推移から、市場が停滞する場合、再び緩和策が打ち出される可能性が高い。              |
| 金融機関の状況 | 銀行貸付残高における住宅ローンの比率は高くなく、欧米金融機関と比べるとその点の健全性は高い。金融機関の不動産所有が限られる等、不動産価格調整が金融機関の信用収縮を引き起こすリスクは小さい。  |

(出所)ニッセイ基礎研究所

中国では、GDP 成長に占める固定資本投資の割合の高さや、地方財政の開発用地売却収入への依存などから、安定した住宅価格が経済成長にとって重要な要素として注目されている。しかし、固定資本投資においては公共インフラ建設の比率が高く、また、住宅開発は価格動向に関わらず政策的に強化されている面もあり<sup>12</sup>、必ずしも住宅価格の調整が開発を停滞させ、経済成長の減速に直結するとはいえない<sup>13</sup>。また、中国では金融機関など機関投資家による不動産投資は限定的で<sup>14</sup>、銀行貸付残高に占める住宅ローン比率も比較的小さいため<sup>15</sup>、住宅価格の調整が金融システムの混乱に直接結びつく可能性も低い。よって、サブプライム問題が深刻化した米国や、土地バブル崩壊が長期の経済低迷をもたらした日本とは異なり、価格調整が連鎖的に悪循環を引き起こし、長期に亘り住宅価格が下落する可能性は低いとみられる。

住宅価格の調整局面では、自己資本に乏しい一部の不動産会社が破たんする可能性がある。ただし、価格調整局面は土地を安価に仕入れる機会ともいえ、その後の回復局面では収益拡大も期待できる。すなわち、自己資本が充実し持続的な事業展開が可能な企業において収益悪化は一時的といえ、住宅開発事業は長期的に十分なリターンを見込めるものと考えられる。

このような住宅開発事業は、当初、上海や北京など沿岸部主要都市における国内富裕層や外国駐在員向けの高級住宅が主流だったが、近年、勃興する中産階級向け住宅が増加し、立地・品質ともに様々な住宅が供給されている。デベロッパーも、政府系大手不動産会社から地域中小不動産会社、事業会社の副業など多様であり、香港、上海、シンガポールの各証券取引所への上場企業だけでも

<sup>12</sup> 中国政府は保障性住宅(低所得者、中間所得者向け公共賃貸住宅)の建設を推進しており、11、12年は各1,000万戸を目標としている。

<sup>13</sup> 住宅価格の調整に際し、逆資産効果による国内消費の減速など間接的影響は懸念される。

<sup>14</sup> 昨年、中国政府は国内保険会社大手に対し住宅を除く不動産投資を解禁しており、総資産の10%までが投資可能となったが、現在のところ目立った投資実績はみられない。

<sup>15</sup> 一般の住宅ローンにおけるLTVの低さに加え、富裕層による現金購入が多いことも影響しているとみられる。ただし、事業会社向け一般ローンが住宅投資資金に使用されているとの指摘もある。

約 50 社にのぼり、最大手でもその市場シェアは小さい。各社は地場の強みを活かす戦略や高級物件へのカテゴリ戦略などで激しく競争している。

また、最近では住宅開発市場が沿岸部主要都市に止まらず、地方都市にまで拡大しており、海外の投資資金が地方都市に向かうケースも増加している。上海などの中心部では、土地権利価格が高くなり過ぎたため、十分な開発利益を上乗せした販売価格設定が難しくなったのが一因とみられる<sup>16</sup>。高額な販売価格を正当化するには、プロジェクトの付加価値や差別化が必要とされるが、日本の不動産会社が力を発揮できる機会は多いと思われる。

中国では地方都市であっても、人口規模で見れば日本や世界の主要都市よりも大きな都市が多い。たとえば、河南省は省内人口が 1 億人を超えており、省都の鄭州は既に人口 1 千万人を超えている。また、最近では、地方都市でも労働賃金がかなり上昇してきたため、農民工の出稼ぎ先として、高い住居費など生活費負担が重荷である沿岸部主要都市より、故郷に近い地方都市が選ばれる傾向がみられる。このように、中国での不動産投資においては、中国の都市化が首都に一極集中する日本や韓国、台湾とは異なる点に留意が必要であり、投資対象に適した地方都市の選別が重要である。

## おわりに

今後、アジアの不動産市場では、世界景気の回復に伴い欧米系の投資資金の回帰が期待できるだけでなく、域内の投資資金も融合したダイナミックな投資市場が形成されると予想される。アジア市場を敬遠してきた日本の機関投資家についても、今後は、日本の不動産会社の事業拡大と共に投資機会の増加が期待され、また、東日本大震災で顕在化した東京一極集中リスクのグローバル分散という観点からも、中国等アジアの不動産市場を考えざるをえなくなったことに間違いはないだろう。

以上

<sup>16</sup> 上海では平坦な地形により住宅開発地区は中心部から郊外へ広がっている。