

不動産 投資 レポート

香港オフィス市場の特徴

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

- 国際金融センターである香港は、近年、中国経済成長の恩恵を受け、中国事業拠点としてその重要性をさらに高めてきた。
- 香港のオフィス市場は、オフィス賃料が世界一高く、セントラル地区を中心にエリア毎の賃料格差が明確である。セントラルの突出して高い賃料水準には、大手不動産会社とグローバル企業という、ビルオーナーとテナントの特徴も大きく影響している。大手不動産会社がセントラルの主要ビルを寡占する状況は東京と類似しているが、東京と異なり、香港では、新規のビル開発余地が限られ、供給過剰懸念が小さいという特徴もある。
- 香港のリート市場(H-REIT)では、商業施設に特化した「リンクリート」がアジア最大の銘柄である。一方、オフィス系リートは概して小規模で、プライムオフィス市場におけるH-REITの存在感は小さく、シンガポールとは対照的である。
- 近年の中国経済成長に伴い、香港の不動産価格は著しく上昇してきたが、現在は調整局面を迎えている。2012年は、さらに価格調整が進むとの見方が強いが、2013年以降を見据えた魅力的な投資機会になるとも考えられる。中期的に、香港の中国事業拠点としての重要性は変わらないとみられ、また、香港からマカオへの橋梁開通などによる新たな成長も期待できる。
- 海外からの投資手段としては、グレードBオフィスへの直接投資の他、リートや不動産会社株式への投資による間接的なプライムオフィス投資も可能である。

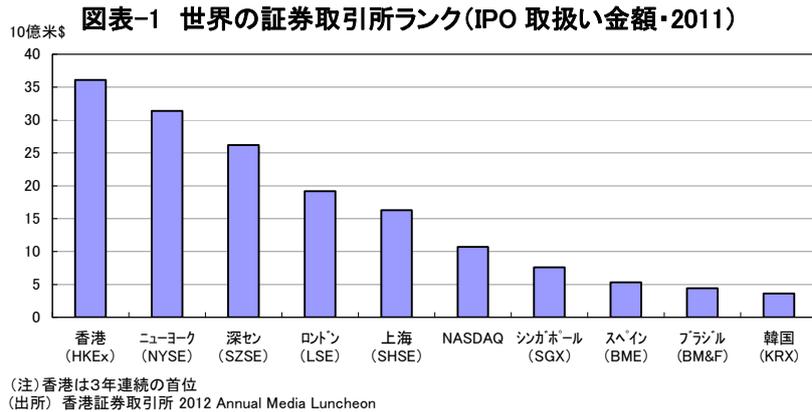
1. はじめに

2008年の世界金融危機以降、アジア経済は世界経済回復の牽引役を担い、その存在感は飛躍的に拡大した。財政危機の混乱から低迷する欧州経済や、景気回復に不透明感が漂う米国経済に対し、今後もアジアが世界経済を牽引すると考えられる。2012年に入り、中国経済の急減速が懸念されるが、政権交代をふまえた政策対応により、穏やかな安定成長への移行も期待できる。アジア不動産市場では、近年の力強い経済成長に伴い、多くの市場で価格上昇が顕著であった。昨年後半から価格調整局面に入った市場もみられ、今後も調整が進む場合、来年以降を見据えた魅力的な投資機会になるとも考えられる。特に、ロンドンと並び、世界で最も先行的な市場サイクルを持つ香港市場では、早期の投資機会検討が有効となる。以下では、中国経済成長の恩恵を受け、国際金融センタ

ーとしての地位をさらに高めてきた香港の不動産市場を概観し、投資のポイントを整理する。

2. 国際金融センターとしての香港

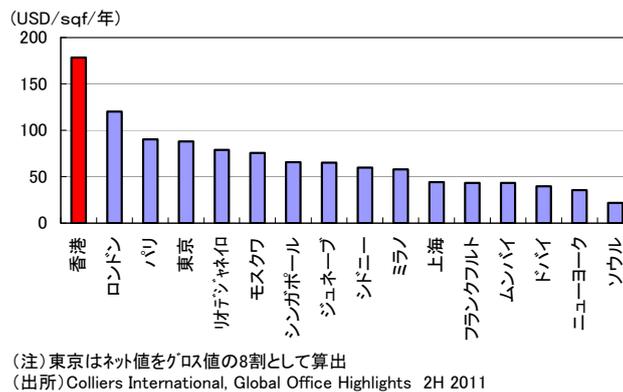
香港は古くから交通の要衝であったが、英国植民地下で法制度と金融インフラ整備が進み、多くのグローバル企業がアジア事業本部を構える金融と交易の中心として発展してきた。1997年の中国返還以降は特別行政区となり、中国事業拠点としてさらにその重要性が高まっている。現在、ニューヨーク、ロンドンと共に世界3大金融センターのひとつとされている（図表-1）。



3. 香港オフィス市場の特徴

代表的な国際金融センターとして、香港の不動産市場は、取引価格、賃料とも極めて高水準にあり、例えば、プライムオフィスの賃料は世界最高水準である(図表-2)。

図表-2 世界主要都市の CBD ネットプライムオフィス賃料(2H, 2011)



香港の不動産価格が高水準にあるのは、国際金融センターとしての重要性に加え、その特殊な地形によるところも大きい。香港の人口密度(6479人/k²)はシンガポール(7,545人/k²)に比べ小さいが、平面的なシンガポールに対し、全体的に丘陵地形である。1割ほどの平地に都市が形成されている香港では、土地や不動産の希少性が高い。

また、香港オフィス市場では、香港島のセントラルを頂点に、シャンワン、ワンチャイ/コーズウェイベイ、ノースポイント/クオリーベイ、カオルーン半島のチムサーチョイ、カオルーンベイ/カオルーンイーストの順で賃料ピラミッドが形成されている(図表-3、4)。エリアによる賃料格差が明確で、同じ通りに面する異なるエリアの賃料格差が大きいことも珍しくない。香港のオフィス市場

とテナントの特徴も大きく影響している。香港では、不動産は富裕層の投資対象として馴染みが深く、マンションは勿論、オフィスビルも一般的な投資対象である。多くのオフィスビルが、階層毎あるいはさらに細かく分かれた所有権(Strata Title)の形で複数のオーナーに区分所有されている。法人名義の場合も、個人が資産運用目的で設立した法人であることが多い。これらの区分所有ビルは、小規模のオフィス需要に適するものの、大規模テナントの誘致には適していない。大規模テナントの多くは、複数オーナーとの複雑な契約を避け、単独所有の大型ビルを選好する。特に、収益力が高く、コスト削減よりもオフィスの設備や効率性を重視するグローバル企業にその傾向が強い。セントラルでは、古くから単独所有の大型ビルが集積していたため、グローバル企業が集まり、突出した賃料水準が形成されてきた。特に中心部の主要ビルは、「香港ランド」などの大手不動産会社による寡占状態となっている(図表-5)。この状況は、大手不動産会社が多くの A クラスビルを所有する東京のプライムオフィス市場と類似している¹。

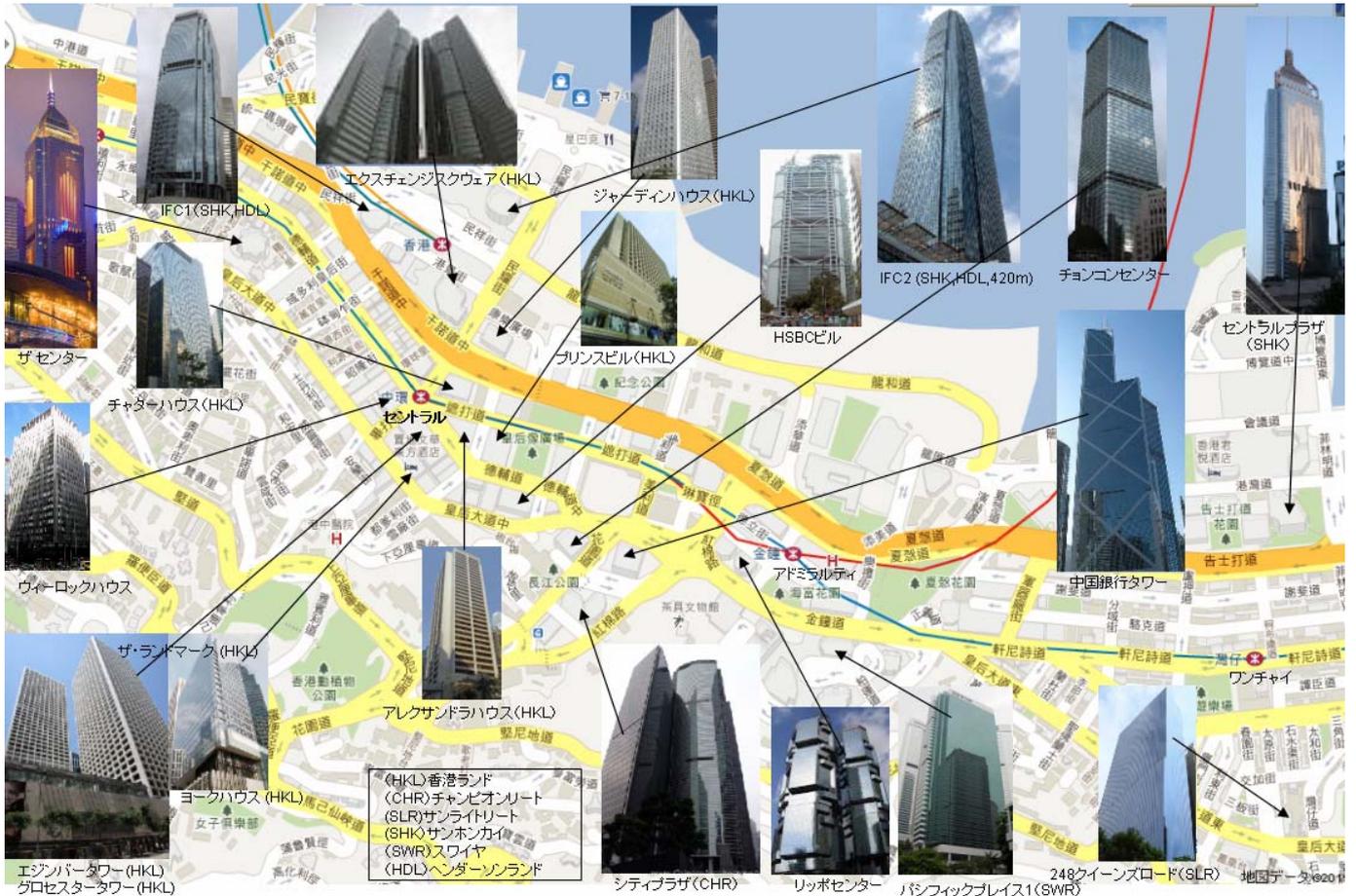
また、香港オフィス市場では、東京など他のアジア主要都市と異なる特徴もみられる。古くから狭い平地に都市が発達してきたため、都市部はほぼ開発済みで新規供給が少ない。特にセントラルの開発余地はほぼ皆無であり、官庁移転などによる用地供給の可能性はあるが、その規模は限定的である。セントラルでは築年数の古い大型ビルも少なくないが、ほぼ満室稼働のため、テナントを追い出しての建替えは難しい。また、地震がないため、防災上の観点からビルを建て替えるインセンティブも強くない。

このため、新しい大規模オフィスは主に周辺地域にあり(図表-4)、開発計画も対岸のカオルーニーストやカオルーンベイなどに多い。なお、欧州財政危機が深刻化した昨年以降、グローバル企業の間でもコストカット意識が強まり、セントラルから周辺地域への移転が増加している。このため、セントラルの空室率はやや上昇しているが²、世界的にみれば依然低い水準といえる。周辺地域での大型開発は、利便性に劣ることから、直接的にセントラルの優位性を脅かす存在とはならないだろう。セントラルの市場動向についての懸念は、基本的に需要面に限定されるといえ、その意味では、常に新規供給による需給悪化懸念が絶えない他のアジア主要都市、東京、上海、シンガポールなどとは大きく異なっている。

¹ 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

² セントラルの空室率は、この数年非常に低い水準であったが、直近ではグレード A で 6.17% (セントラル/ジョンワン/アドミラルティエリア、Q1 2012 DTZ Research) と周辺エリアの 4% 弱を上回っている。

図表-5 香港 CBD ビルマップ



4. 香港 REIT 市場

香港の REIT 市場(H-REIT)についてみると、時価総額は J-REIT の 3 割程度、S-REIT の半分程度であるが、その内実は、アジア最大の時価総額を持つ「リンクリート」が突出して大きく、その他の銘柄は、十分に機関投資家の投資対象となる規模とはいえない(図表-6、7)。

香港を代表する「リンクリート」は、香港全土の多数のショッピングモールに投資する商業リートである。一般に、商業施設への不動産投資は、競合施設の開業による収益悪化など、投資採算の見極めが難しく、また、テナント誘致戦略や各テナントの収益状況などによる個別性が強く表れる。「リンクリート」への投資は、香港消費市場全体に加え、各物件の個別性に特に注意を要する。

図表-6 アジアの大型 REIT 上位 (2012/5/25)

銘柄名	時価総額 (US\$M)
リンクリート(香港)	8,714
日本ビルファンド(日本)	5,308
キャピタモールドトラスト(シンガポール)	4,603
ジャパンリアルエステイト(日本)	4,595
アセンドスリート(シンガポール)	3,509
フィシェンリート(中国、香港上場)	2,931
日本リーテイルファンド(日本)	2,883
キャピタコマーシャルトラスト(シンガポール)	2,748
ユナイテッドアーバン(日本)	2,374
サンテックリート(シンガポール)	2,262

(出所) ニッセイ基礎研究所

図表-7 H-REIT 一覧(2012/5/25)

銘柄名	時価総額(US\$M)	ポートフォリオ概要
リンクリート	8,714	香港全土に多数のショッピングセンター、市場、駐車場、フードコート
フィエンリート	2,931	中国の2物件(北京の大型複合施設と瀋陽のホテル)
チャンピオンリート	2,018	香港の大型オフィス2物件
フォーチュンリート	955	香港のショッピングセンター16物件
リーガルリート	722	香港のホテル6物件
GZI(イエシュア)リート	544	中国の4物件(広州のオフィス商業複合施設)
サンライトリート	504	香港のオフィス12物件、商業8物件
プロスパリティリート	245	香港のオフィス(郊外型含む)7物件

(出所)ニッセイ基礎研究所

オフィス系リートについてみると、セントラルに立地する大型オフィスビルは、「チャンピオンリート」の投資するシティプラザのみである(図表-5)。香港のプライムオフィス市場における H-REIT の存在感は小さく、シンガポールの S-REIT とは対照的である³。

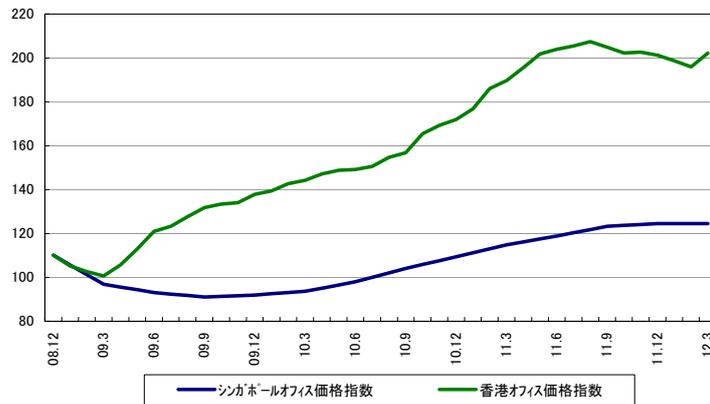
「チャンピオンリート」は、2物件のみで分散効果は期待し難いが、グレード A 物件のシティプラザとランガムプレイスに投資している。小規模オフィスリートの「サンライトリート」と「プロスパリティリート」は、中規模オフィスビルからなるポートフォリオを有し、クオリーベイやチムサーチョイなど周辺地域の物件、あるいは郊外の工業地帯に付随する物件に投資している。

その他の H-REIT では、中国本土の物件に投資するリートや、香港のホテルに投資するリートが上場されている(図表-7)。

5. 香港不動産市場の見通し

中国景気の影響を強く受ける香港の不動産市場では、力強い中国経済成長に伴い価格高騰が続いていた。例えば、アジアの国際金融都市として競合するシンガポールと比較しても、近年の価格上昇率は著しい(図表-8)。

図表-8 香港、シンガポールオフィス価格指数



(出所)シンガポール都市再開発庁、香港SAR

欧州経済の混乱や中国経済の急減速懸念から、香港市場は昨年後半から価格調整局面に入り、2012年は、賃料、価格とも大きく値下がりするとの見方が強い。しかし、中国経済は、政権交代をふまえた政策対応により、急減速を回避し、穏やかに安定的成長に移行するとの見方もできる。中期的に、都市化の継続を背景に、ペースは鈍化するが中国経済は高成長を維持すると考えられよう。その中で、中国事業拠点としての需要は継続し、香港の重要性に変化はないとみられる。また、将来的には、香港とマカオの橋梁連結計画もある。中国のマカオ対岸での新規開発計画等もあり、珠江

³ 増宮 守、「海外からの投資対象としてみたS-REIT(シンガポール・リート)の特徴～プライムオフィス市場におけるビルオーナーとしての圧倒的な存在感～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート2012/4/6。

デルタ地域の発展が加速する場合、香港へのさらなる恩恵も期待できる⁴。

6. 香港オフィス市場への不動産投資について

香港で不動産市場サイクルが明確に表れるのは、セントラルのプライムオフィス市場である。価格調整局面でそれらの物件に投資できれば、有意義な長期投資となる可能性が高い。

しかし、上記のように、セントラルを中心とするプライムオフィスビルは大手不動産会社が寡占しており、投資機会はほとんど期待できない⁵。ただし、流動性の制約から投資規模は限定されるが、「チャンピオンリート」への投資によりこのニーズを満たすことができる。

また、不動産会社株式に長期投資することで、間接的にプライムオフィス投資と同等の効果を求めることもできる。なかでも「香港ランド」は、会社資産のうち香港セントラルプライムオフィスの占める割合が高く、最も適した投資対象といえる⁶。セントラルに次いで、シンガポール CBD のプライムオフィスを所有し⁷、加えて、北京やハノイ、ジャカルタなど、アジア高成長都市のプライムエリア開発案件に投資している。日本の一般的な不動産会社と異なり、住宅分譲事業の比率が小さく⁸、収益不動産ポートフォリオとして長期不動産投資対象と考えることができる⁹。

このように、香港では、代表的なプライムオフィスビルへの直接投資機会を得ることは難しいが、リートや不動産会社株式への投資によって間接的手段を検討することが可能である。

これに対し、周辺地域のグレード B オフィスビルは、オーナーが多様で投資家の直接投資機会も多く、私募ファンドや「サンライトリート」、「プロスパリティリート」を通じた間接投資も可能である。ただし、各投資案件規模の小さいグレード B 物件については、セントラルのプライムオフィスほど価格サイクルが明確でなく、より物件の品質や他のオーナー、テナントとの関係など、個別条件の吟味が重要となる。個人事業者などのテナントは、特に海外投資家にとって管理が難しく、テナント募集に際しても、個人オーナーなどとの競争で、きめ細かい対応が必要となる。さらに、区分所有物件では、リニューアル投資などに際し、オーナー間の利害調整が難しい。また、要求利回りの低い個人投資家も少なくない中¹⁰、機関投資家や海外投資家が有利に物件を取得することが難しい市場でもあり、これらの点に注意が必要である。

以上

⁴ 香港とマカオの橋梁連結により、香港、深セン、広州、珠海、マカオなど珠江デルタ地域の陸路周遊が可能となる。

⁵ 最近ではスワイヤ等、一部の大手不動産会社が、中国など成長市場への投資資金確保のため、香港資産を売却する動きもみられる。

⁶ 公表の面積ベースで香港セントラル部分が過半を占め、各社推計の価額ベースではセントラル資産の比率は会社資産の 7 割程度となっている。

⁷ シンガポール CBD の超高層オフィスビルであるマリーナベイファイナンシャルセンターとワンラッフルズキーの 33%、およびワンラッフルズリンクの 100%を所有。

⁸ シンガポールの住宅開発会社 MCL ランドを所有する他、中国でも重慶などで住宅開発案件に投資しているが、会社資産における比率は小さい。

⁹ 他にも、ハンルンやケリーなど長期資産保有型の不動産会社がみられるが、中国事業の比率が高いなどそれぞれ個性が強い。サンホンカイやヘンダーソンランドといった大手不動産会社には、日本の不動産会社と同様に住宅分譲事業の比率が大きい企業もみられる。

¹⁰ 純投資以外目的の投資もあり、中国本土富裕層や台湾企業家による中国資産の海外移管などが挙げられる。

(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。