



避けられないリスク、期待できるチャンス—中国の不動産市場の 分析と展望

はじめに

中国経済において重要な役割を果たす不動産業界は、2022年、投資、建設、販売の指標が軒並み低下、未曾有の困難に直面しました。本レポートは、現在、大きな変革期にある同業界を住宅用不動産、商業用不動産、また中国国内REITsの動きという3領域から分析、リスクとチャンスが併存する市場の今後の動向を考察します。

目次

中国不動産市場の現況、2022年は低迷の一方、政策は緩和サイクルに

1. 住宅用不動産市場

- 転換点を迎える住宅用不動産市場
- 不動産企業の高回転型開発モデルを支える予約販売住宅の比率が上昇、信頼回復が要点
- 2022年以降は住宅価格が反落、三～五線都市での売上高が急減
- 三～五線都市の売上高の減少幅は一線都市より大、在庫処分に高圧力
- 成長機会1：必需住宅・改善性住宅の需要がストック型市場を支え、一部地域が回復をリード
- 成長機会2：「改善性住宅購入」の割合が上昇の予想
- 成長機会3：より質の高い住宅への需要がスマートホーム製品も後押し
- 成長機会4：まだ発展途上段階の住宅不動産管理サービス

2. 商業用不動産市場

- 初期は商業用ビジネス施設が主流、産業の高度化により産業用不動産が急成長
- 成長機会1：都市再生と新エネルギー施設の応用シーンの増加
- 成長機会2：倉庫・物流用不動産、高規格倉庫や冷蔵倉庫の需要が旺盛
- 成長機会3：アセットライト型ショッピングモール運営モデル

3. 不動産市場における投資家の機会、REITs

- 中国REITs市場の発展現状

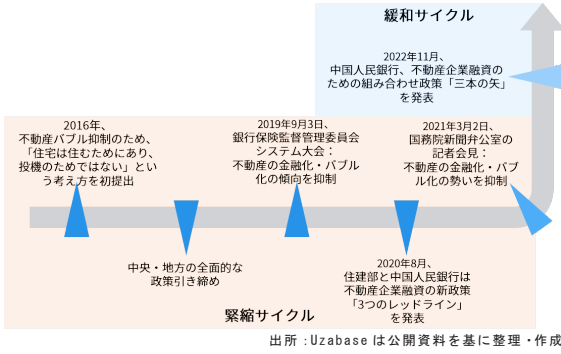
まとめ

中国不動産市場の現況、2022年は低迷の一方、 政策は緩和サイクルに

中国不動産業界は2016年以來、5年にわたる規制強化段階にありました。不動産開発企業における資金調達チャンネルは厳格化、個人の住宅購入時の資格審査も厳格化されています。

政策の影響下、不動産市場が長期にわたり低迷するなか、中国政府は2022年、初回住宅購入時における個人向け住宅ローンの最低金利引き下げ、「マンションを引き渡すことを保証する（保証交付楼房）」という特別融資制度の開始など、複数の緩和政策を発表しました。同年11月、中国人民銀行は不動産企業に対するクレジット、債券、エクイティの3大資金調達チャンネルを公開し、「三本の矢」と呼ばれる組み合わせ政策を開始、これらは、不動産市場を安定させる強力な政策支援となるだけでなく、不動産業界の緩和サイクルの開始を意味するものとなっています。

2016年以降の主な不動産管理政策



しかしながら不動産業界がかつての高成長に戻る可能性は極めて低くなっています。中国の都市化のプロセスの減少、総人口がマイナス成長に転換、という2要因を考慮すれば、業界は変革期にあり、これまでの単純なフロー（増量）型開発を捨て、より品質を重視した開発戦略を模索する必要があります。

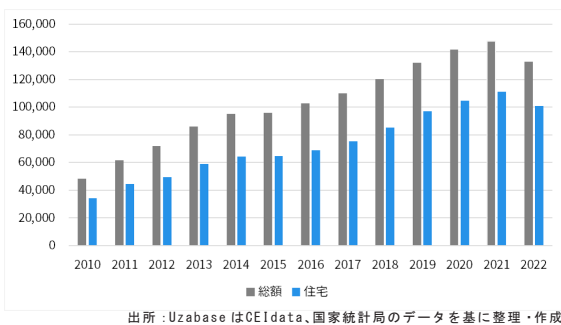
以下、住宅用不動産、商業用不動産における現状と今後の成長機会を考察します。

2. 住宅用不動産市場

● 転換点を迎える住宅用不動産市場

全国不動産開発投資達成額は2010年から2021年にかけて10.7%の年平均成長率を記録した後、2022年には前年比減少に転じました。うち、住宅用不動産は、投資全体の約70%を占め、同期間の年平均成長率は11.4%、年間投資額が2010年の3.4兆元から2021年には11.1兆元へと急増しています。

不動産開発投資総額と住宅用不動産投資額（億元）

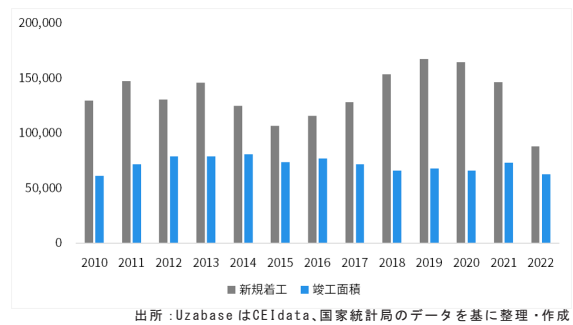


しかしながら2022年には住宅用不動産市場は転換点を迎え、投資額が前年比9.5%減となっただけでなく、住宅購入者の慎重姿勢も殊の外強く、住宅販売面積は26.8%減と大幅に縮小、この現象については、過去数年間の中国住宅用不動産市場の動向における①竣工面積の減少による予約販売率の上昇②住宅価格の反落、特に三～五線都市での売上急減が要因となっています。

● 不動産企業の高回転型開発モデルを支える予約販売住宅の比率が上昇、信頼回復が要点

住宅販売面積における予約販売住宅（期房）の割合は2020年には90%近くまで上昇、これまでは住宅が予定通りに完成し引き渡されることを住民が確信、ローンを組み購入、それにより不動産開発企業は「土地取得→新規着工→物件先行販売→資金回収→土地取得継続」という高回転型開発モデルを維持していましたが、納期遅延プロジェクトの多発による不動産開発企業への信頼が揺らぐ現在、これまで不動産業界で見られた新規着工面積と竣工面積との明らかな乖離も、今後は持続しない可能性が存在します。

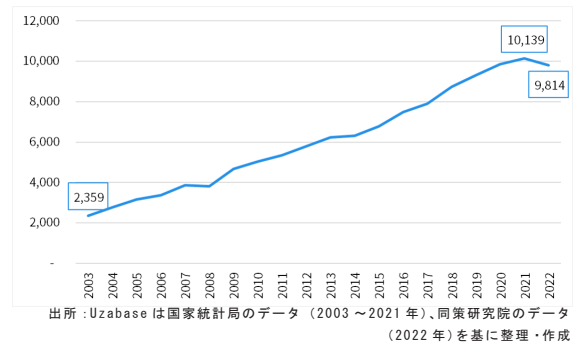
住宅用不動産の新規着工面積と竣工面積の比較
（万平方米）



● 2022年以降は住宅価格が反落、三～五線都市での売上高が急減

住民の住宅購入意欲、特に予約販売住宅購入意欲の多くは、住宅価格が将来も上昇し続けるという期待に基づいています。しかしながら2022年には住宅価格が反落、それに伴い住宅購入計画を保留する住民が増加し、不動産企業の収入が大幅に減少しています。

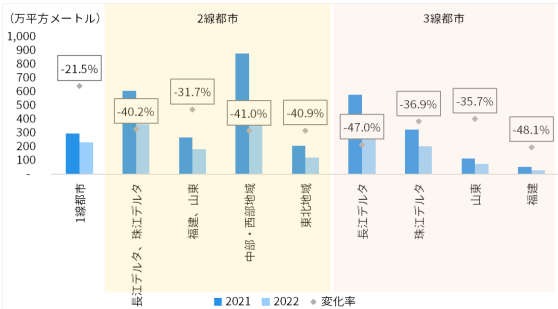
全国の販売用普通住宅の平均販売価格（元/平方メートル）



●三～五線都市の売上高の減少幅は1線都市より大、在庫処分に高圧力

全国不動産市場は総じて低調に推移し、地域差はより顕著になっています。沿岸地域の都市ではある程度の住宅購入意欲が見られるも、内陸部の二線都市、三・四線都市では総じて低調で、高い在庫圧力が存在します。

2022年の都市階層別・都市別の販売用普通住宅取引面積の推移

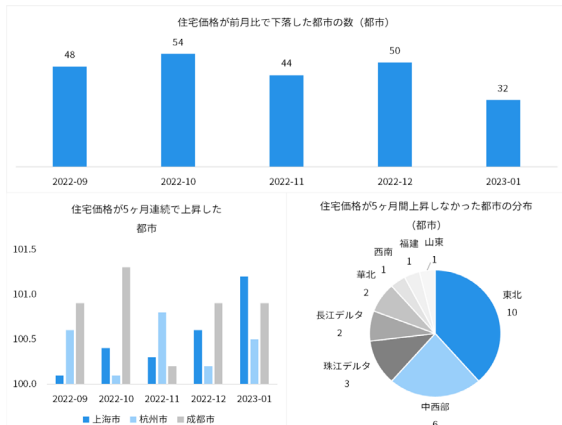


出所: Uzabase は基于同業研究院のレポート「2023年国内需戦略2023における住宅消費の新パターン」を基に整理・作成

●成長機会1：必需住宅・改善性住宅の需要がストック型市場を支え、一部地域が回復をリード

2022年9月～2023年1月の住宅販売価格指数を分析すると、上海市、杭州市、成都市の3都市は住宅価格の前月比成長率を一貫して維持しています。一方、統計対象の70の大・中都市のうち同期間に住宅価格が上昇しなかったのは26都市で、うち10都市は東北地域、6都市は中部・西部地域となっています。三～五線都市では高い在庫圧力が存在するも、一線都市と一部の優良な二線都市では住宅販売の急速な回復が予想されます。

一部都市の住宅販売価格指数の推移
(2022年9月～2023年1月)



出所: Uzabase はCEIdata、国家統計局のデータを基に整理・作成
注: 70の大・中都市の住宅販売価格指数 (90平方メートル以下の新築販売用普通住宅) の前月比に基づく統計で、先月=100、今月>100は価格上昇を表す

●成長機会2：「改善性住宅購入」の割合が上昇の予想

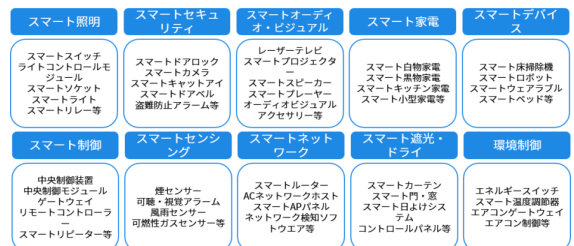
中国人民大学商学院と貝殼研究院が2023年2月に発表した住宅需要レポートでは、主要都市における改善性住宅購入の割合は2020年の26%から2022年には30%に上昇すると予測しています。経済状況などが比較的安定している35～45歳が改善性住宅購入の中核層であり、その層は2022年には2.28億人に増加します。住宅購入政策の緩和により、特に「都心部における老朽化した住宅」の割合が高い一・二線都市では、改善性住宅の需要が促進されるでしょう。

●成長機会3：より質の高い住宅への需要がスマートホーム製品も後押し

可処分所得の増加に伴い、今後、人々がより質の高い生活を求めていくことは間違いないでしょう。2021年、中国の著名経済学者・林毅夫氏は、2035年に中国の中間所得層の規模が8億人に達すると予測、これは居住環境の最適化に膨大な潜在的消費力があることを意味しています。スマートホームは成長が期待できる分野の一つです。林毅夫氏が予測する中間所得層は主に1980～2000年代生まれで構成され、成長過程で電子製品の急速な変化を体験しているため、スマートで多機能、さらに娯楽性の高い新興製品を好むことが予測されます。

スマートホーム分野の総合サービスプロバイダー「北京奥維雲網大数据科技股份有限公司 (Beijing All View Cloud Data Technology Co., Ltd.)」は、2023年にスマートホームは新たな成長機会を迎え、住宅のスマートホーム化 (全屋智能) が今後重要なニッチ分野となる可能性があると予測します。2022年、政府はスマートホーム開発を支援することを示す多くの政策を発表、これは、デジタル経済の成長を後押しする一つの方法であるだけでなく、中国で注目高まる養老産業の設備基盤を構築するものでもあります。

スマートホームの分類



出所: Uzabase は前掲産業研究院のレポートを基に整理・作成

●成長機会4：まだ発展途上段階の住宅不動産管理サービス

住宅用不動産管理サービス業はまだ発展途上段階にあります。同業界は参入障壁が低く、複雑なサービス内容や数多くの従業員が関わり、多くの不動産管理サービス企業が存在するため、サービスの品質もバラバラとなっています。

中国物業管理協会が発表した「2021年住宅不動産管理発展報告」によると、2020年に調査した上位500社のうち、上位100社は住宅用不動産管理プロジェクト全体の68.2%となっています。20管理規模にはまだ改善の余地があり、集中度を高め続けることで、サービスの品質規範化に加え、従来の不動産管理サービスの提供範囲を拡大する上で、コミュニティ小売、コミュニティ養老等の付加価値の高い生活サービスを提供し、それは新しい成長分野となると同協会は予測しています。

不動産管理サービス企業が提供できるコミュニティ生活サービスの例

サービスの主要種類	詳細	優位性
コミュニティ小売	集団購入、農村・農業支援の農産物、家庭日用品、穀物・食用油・果物、水産物	コミュニティの「最後の100メートル」の立地的優位性を活用する
コミュニティ養老	食事介助、入浴介助、シニア向け大学、高齢者に優しいコミュニティ改造、コミュニティ・街道における医療・養老・介護の一体化	不動産管理企業は住民の近くにあり、対応が速い
不動産仲介	オーナー・入居者に不動産再販・賃貸取引サービスを提供	オーナーは管理中の不動産管理ブランドに対する信頼度が高いため、仲介サービスを求める傾向がある

出所：Uzabaseは嘉和家業不動産管理サービス研究院のレポートを基に整理・作成

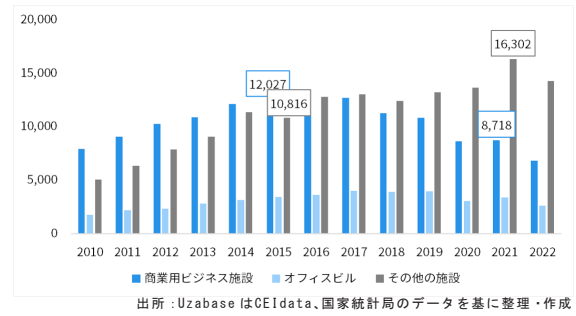
2. 商業用不動産市場

●初期は商業用ビジネス施設が主流、産業の高度化により産業用不動産が急成長

国家統計局は商業用不動産を①ショッピングセンターなど商業用ビジネス施設②オフィスビル③その他の施設の3つに分類しており、その他の施設には倉庫・物流施設、工業団地等が含まれます。

2016年以前、3種のうち、商業用ビジネス施設は最も大きな年間竣工面積を占めましたが、その他の商業用不動産の竣工面積は2016年以降年々増加し、2021年には1.6億平方メートルに達し、対して、同年、商業用ビジネス施設の竣工面積はその半分程度にとどまっています。

各種の商業用不動産の竣工面積（万平方メートル）



この商業用ビジネス施設の変化には①ショッピングセンターの多くは住宅と併設され、その竣工面積の推移は住宅用不動産とほぼ一致するが、近年は住宅の建設が遅れから同様に減速②コロナ対策の封鎖措置の影響③中国政府が行動要領「中国製造2025」に基づき、製造業の変革と高度化を支援するために様々な産業パークを急速に整備中、が挙げられます。

単一の開発モデルを持つ住宅用不動産に比べ、商業用不動産はより多様な開発形態が存在します。以下、その今後の成長機会を考察します。

●成長機会1：都市再生の拡大と新エネルギー施設の応用シーンの増加

比較的成熟した一・二線都市では、産業構造や人口構造の変化に合わせ、都市施設や配置を改善するための継続的な投資が依然として必要とされます。中国では、建設プロジェクトにおいて都市再生が重要視されつつあり、2021年には「第14次5カ年計画と2035年の長期目標綱要」に都市再生が盛り込まれました。CSCI Pengyuan（中証鵬元資信評価公司）は都市再生が約10兆元の巨大市場になる可能性があるとして予測、中国の多くの都市は政府と市場資本による都市再生ファンドを設立し、より効率的にプロジェクトを進めています。

上海市を例にとると、Savillsの統計によれば、現地のホテルの14%、映画館の45%が1980年代以前に建てられており、向上・改修が急務となっています。上海市は2021年6月に800億円の都市再生ファンドを設立、同年12月には100億円の都市再生指導ファンドを追加し、主に旧市街地の改修や歴史的特徴の保存等のプロジェクトに充てています。

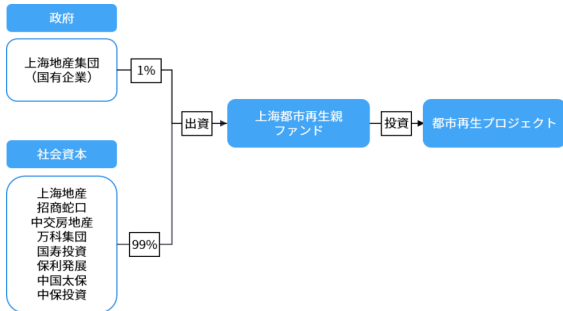
都市再生プロジェクトは完全な解体・再建プロジェクトに加え、ファサードの太陽光発電システムの追加建設など既存建物のグリーン・環境保全へに变革にも焦点を当てます。都市再生プロジェクトが不動産開発企業に継続的なビジネスチャンスを提供するだけでなく、より多くの新しいエネルギーの応用シーンを創出する可能性が考察されます。

2021～2022年の都市再生ファンドの設立（不完全な統計）

発表年月	都市	ファンド規模（億円）
2021-04	西安	80
2021-05	北京	300
2021-06	上海（再生ファンド）	800
2021-07	無錫	300
2021-08	天津	600
2021-10	成都	10
2021-11	石家荘	100
2021-12	上海（再生指導ファンド）	100
2022-05	紹興	50
2022-09	瀋陽	100
2022-11	南寧	5

出所：Uzabaseは浙商証券のレポート、Savillsのレポートを基に整理・作成

都市再生ファンドの運営モデル
（上海市の800億円の再生ファンドを例に）

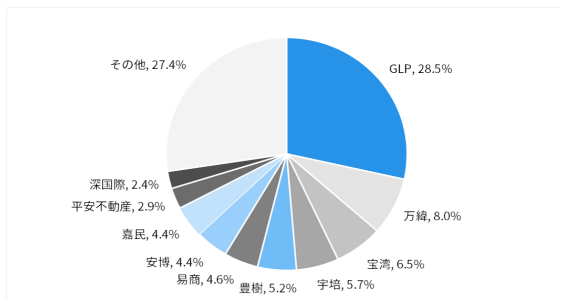


出所：Uzabaseは公開資料を基に整理・作成

●成長機会2：倉庫・物流用不動産、高規格倉庫や冷蔵倉庫の需要が旺盛

中国の電子商取引産業の急成長や、産業プロセスによるバルク品や原材料の輸送需要の安定的な増加に伴い、物流業界は着実に拡大しています。

中国市場における倉庫・物流用不動産企業の上位10社



出所：Uzabaseは平安証券研究所のレポートを基に整理・作成
注：図中の青が外資系企業、グレーが国内企業

現在、中国の一人当たりの倉庫・物流施設面積は米国や日本等の先進国に比べて著しく低く、2021年の一人当たり0.7平方メートルは米国の18.4%、日本の17.5%に相当、特に、高規格倉庫や冷蔵倉庫に代表される中・高規格物流施設が不足しています。

高規格倉庫はスマート物流の成長傾向により対応し、また、中国倉儲配送協会の調査によると、高規格倉庫を利用した場合の投入コストは従来の倉庫を利用した場合よりも20%低いため、高規格の倉庫は現在不足しており、その成長の可能性を示しています。

高規格倉庫の特徴

所在地	一般的に都心や交通ハブ（空港、港、道路）に近い
構造	単層：高品質な鉄骨造、多層：スロープ・エレベーターを備えたコンクリート・鉄骨造
建物面積	一棟の建物は概ね1万平方メートル以上、パークは概ね5万平方メートル以上
耐荷重	1階：3トン以上/平方メートル、2階：2トン以上/平方メートル
屋根の高さ	≥9メートル
柱間距離	≥12メートル
荷卸し台	一般的に1.3メートル
消防レベル	自動火災用放水栓、消火栓、火災検知器、消火器、丙二類以上
キャンピ	カンテラ幅6メートルまたは8メートル、高さ4.5メートル以上
バンウェイ	40'コレクタートラックによる積載

出所：招商銀行研究院のレポートを基に整理・作成

また2021年12月、国務院は「第14次5カ年計画・コールドチェーン物流発展計画」を発表し、コールドチェーン物流は政策的な支援を受けて急速に成長しています。またコロナ禍の影響により、コールドチェーンの生鮮食品、冷凍食品、医薬品の需要が大幅に増加、コールドチェーン物流業界の市場規模は2025年には2020年比で2倍になるため、冷蔵倉庫の開発を促進すると予想されます。

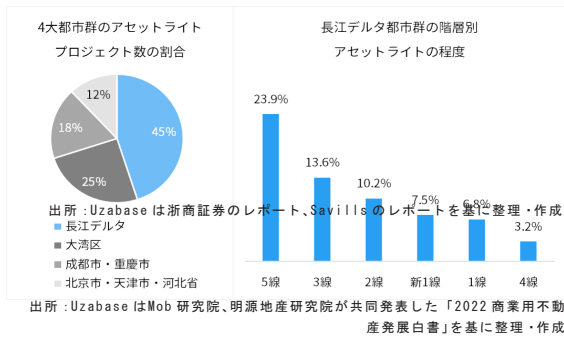
●成長機会3：アセットライト型ショッピングモール運営モデル

不動産業界が調整期を迎える中、不動産開発企業の間でアセットライトモデルの人気の高まっています。

アセットライトモデルとは、プロジェクト建設者は設計・施工を担当し、不動産開発企業は自社ブランドの優位性を活かしてその後の商業計画や企業・投資誘致、運営を担当するも、土地使用権の取得や建設に必要な資本を負担しないことを指します。万達集团股份有限公司（China Wanda Group）傘下の万達広場（Wanda Plaza）はアセットライトモデルを採用して大規模な商業用不動産を運営する代表的な企業の一つです。万達集団（China Wanda Group）を例にとると、Wanda Plazaの運営を専門とする珠海万達商業管理股份有限公司（Zhuhai Wanda Commercial Management Group Co., Ltd.）は2022年8月の時点で、100以上の万達広場をアセットライトモデルで運営しており、拡大を続けています。

Mob研究院、明源地産研究院が共同発表した「2022商業用不動産発展白書」によると、2022年7月の時点で、長江デルタ都市群はアセットライトプロジェクト（プロジェクト建設者や運営者が所有権を持たないプロジェクト）の数が最も多く、国内4大都市群の45%を占めています。

アセットライトプロジェクト数の分布図(2022年7月時点)



3. 不動産市場における投資家の機会、REITs

●中国 REITs 市場の発展現状

不動産投資信託 (REITs) は持続可能で安定した収益をもたらす不動産資産や権益を証券化し、証券取引所に上場して取引される標準的な金融商品です。投資家は不動産プロジェクトの投資と建設を支援するために株主的な立場で出資し、その後のプロジェクトの営業収入 (賃料等) から収益を得ます。REITs は証券市場で公開されている商品であるため、流動性が高く、透明性が高いという優位性があり、REITs への投資は通常のA株への投資と同様のチャネルがあります。海外機関投資家はQFII (適格外国機関投資家の認定) を通じて、証券口座開設を申請して投資することができます。

2020年4月に始まった国内REITsの試験運用は、当初はインフラプロジェクトのみを対象としましたが、政府が対象拡大の文書を発表し続けたことで、REITs市場は急速に発展を遂げています。

銀河証券が2023年2月に発表したREITs特別レポートによると、倉庫・物流3銘柄、保障性賃貸住宅4銘柄、工業団地8銘柄のREITsが上場しています。

不動産分野における上場REITsプロジェクトの概要

種類	ファンド略称	ファンドコード	プロジェクトがある都市	稼働率
倉庫物流	中金普洛斯 REIT	508056.SH	北京、広州、佛山、蘇州、昆山	94.2%
	紅土創新強田港 REIT	180301.SZ	深セン	99.0%
	嘉实京東倉儲基礎設施 REIT	508098.SH	重慶、廊坊、武漢	100%
	華夏基金華潤有業 REIT	508077.SH	上海	92%-95%
保障性賃貸住宅	華夏北京保障房 REIT	508068.SH	北京	94.0%
	紅土深セン安居 REIT	180501.SZ	深セン	98%-100%
	中金廈門安居 REIT	508058.SH	廈門	99.0%
	華夏杭州和達高科産園 REIT	180103.SZ	杭州	89.5%-99.5%
産業パーク	國泰君安臨港創新産業園 REIT	508021.SH	上海	99%-100%
	華夏合肥高新 REIT	180102.SZ	合肥	100%
	建信中國村産業園 REIT	508099.SH	北京	97.0%
	博時招商高橋口産業園 REIT	180101.SZ	深セン	84%-94%
	華安張江光大園 REIT	508000.SH	上海	99.5%
	東興蘇園産業 REIT	508027.SH	蘇州	68%-88%
		出所: Uzabaseは銀河証券のレポートおよびその他の公開資料を基に整理・作成		

注: 倉庫・物流分野の3プロジェクトの稼働率は2022年末時点、その他の稼働率は各プロジェクトの目論見書発表時点のものである

不動産市場に関心のある投資家にとっては、REITs市場が徐々に活性化し、現在、優良プロジェクトが募集額を拡大する可能性が比較的高く、また、政府による保障性住宅賃貸市場の奨励を背景に、不動産分野のファンドが徐々に市場に出ることが予想されます。そのため、この市場に対しては2023年、特別な注意を払う必要があるでしょう。

まとめ

2023年2月19日、中国人民政治協商会議経済委員会第13回全国委員会の劉世錦副主任は「2023 K50 - 21世紀ビジネスヘラルド上海春サミット」で、中国の投資主導型経済の3要素は製造業、インフラ、不動産から製造業、インフラ、サービス業への投資に移行したと指摘、業界はいま大きな変革期を迎えています。

今後は、①市場全体の80%以上を占める住宅売り上げの回復状況による業界への影響②おおむね見通し好調な商業用不動産におけるプロジェクト詳細の価値判断③不動産REITsの急速な発展などに引き続き注意が必要とされます。

「思必达 SPEEDA」で、中国市場の最新動向や政策の変化を素早く取得

SPEEDA とは



SPEEDA は、中国における企業、業界、トレンド、最新動向、統計、M&A など、中国事業拡大に必要な経済情報が一目でわかるクラウド型経済情報プラットフォームです。
無料トライアルもご用意しています。

詳しく見る

製品・サービスプロシユア



経済情報プラットフォーム「思必 SPEEDA」の機能や個別調査サービスについての概要、SPEEDA 利用メリット、他社企業様の活用事例、導入後の成果をお読みいただけます。

資料請求

中国ビジネスセミナー



セミナーを見る

中国ビジネスにおけるホットピックを解説する中国ビジネスセミナーを毎月開催。

各分野におけるエキスパートや業界レポートを執筆する

アナリストをゲストに迎え、中国市場での成功を共に創り上げる場として、様々なセミナー・イベントを開催しています。

お問い合わせ先

Uzabase China Limited
上海优则倍思信息科技有限公司
上海市静安区南京西路 688 号恒基 688 广场 16F

Web: <https://ub-speeda.cn/jp/>
Mail: info.china@uzabase.com
Phone: (86) 021-52004489

