

# アジア不動産 マーケットの概観と 中国賃貸 オフィスマーケット

シービーアールイー コンサルティング部  
エグゼクティブディレクター 部長 藤本 隆博

今回のレポートは、アジアの過去からの市場トレンドを賃料推移で確認しながら、市況を把握するための考え方を整理してみた。日本の「市場感覚」のみを持って市況を追うのではなく、「相対的」、「継続的」かつ「現場感覚」を踏まえた市場把握が今こそ必要であろうと考えている。また、市場は各国、各都市そして各セクターで異なることは言うまでもない。第1章は、「賃料サイクル」をテーマに各都市のグループ化の考えを整理し、第2章ではこうした考え方に基づき、中国の各都市の市場動向についてまとめてみる。

本稿は、一般社団法人不動産証券化協会発行の「ARES不動産証券化ジャーナル Vol.05、Vol.06」に掲載された記事を編集し再掲したものです。

ASIA  
Real Estate Market  
CHINA  
Office Market

## 第1章 アジア不動産 マーケットの概観

### 1.はじめに

私は昨年8月までの一年間、香港にあるシービーアールイーのアジアリサーチチームに席を置き、この地域全体のマーケット情報の把握と発信を行ってきた。この間、不動産事業者のアジア進出が加速度的に進展していることを実感した。多くの方々が私どもの香港オフィスを訪ねてくださり、市況やマーケット情報の収集に努めておられた。毎週のように、多い時には週に三組も来港されることもあり、日本企業の情報収集の熱心さに香港の同僚たちも感心しきりであった。

さらに、香港をはじめとするアジア諸地域に出先事務所を置かれるケースが増えてきた。その設置目的は様々だが、一度撤退された企業も再度オフィスを設置されるなど、活動を活性化させる「勢い」を現地で強く感じていた。

こうした駐在事務所など現地拠点を構えられる企業や、もともとグローバルに事業展開をされている企業は現場の「ナマ」の情報や動きに接し、今後の海外ビジネスに役立てられることだろう。しかし、このような拠点を持たない多くの日本企業は限られた情報の中で海外での事業展開を検討しなければならない。当地にいて、このような現地の「ナマ」の情報を提供する役割が非常に重要なことを改めて認識した次第である。

ところで不動産市況を読み込む場合に重要な要素は二つあると考える。まず、第一には「相対的」で「継続的」な比較が必要であること。「相対的」とは、仮に「東京のオフィス市況は安定しており、投資に値する」と主張するに際しても、重要なのは「どこ(例えば香港)」と比べて安定しているのか、との視点である。ポートフォリオの概念を持つ多くの海外プレイヤーと対峙するためにもこの観点は不可欠である。また加えて、この

際に定性的な「現場感覚」をどのように市況判断に取り入れるかが大きなカギであろう。「百聞は一見に如かず」は市況判断の原則である。

第二には日本の市場「感覚」から離れることである。例えば契約の多くが定期借家である香港のオフィス賃貸市場では、日本と比べ水準が市況の動きに連動しやすく、賃料のボラティリティが大きくなる。ビルによっては低迷期と好調期の賃料水準に十倍の差が生じるなど、日本の市場感覚では理解できない現象が起きる。しかしそれは香港が特異なマーケットということではなく、日本のマーケットが海外とは異なっている可能性があることを意味していると私は感じる。

### 2.アジア全体の市場動向

#### 1)賃料トレンドに見るアジアマーケット

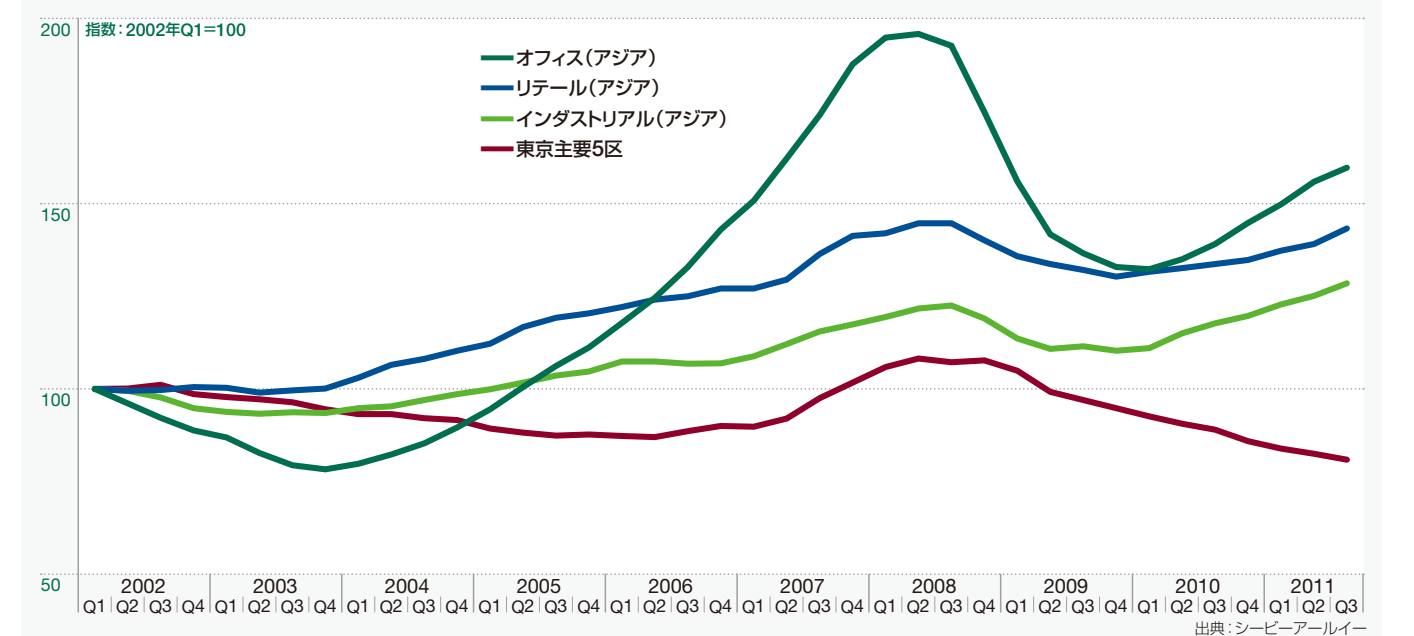
近年アジア市場は、SARS問題やリーマンショックに端を発した世界的な金融危機の影響を受けた。しかし日本に比べその影響からいち早く脱出、成長に転じていることが不動産関連の指標からも読み取ることができる。いくつかの指標を追いながらここ数年のアジアの市場動向を確認してみたい。

図表1はアジア全体のオフィス、インダストリアル(倉庫と工場)、リテール(商業施設)の各セクターの賃料水準に関して、2002年第1四半期を100とする指数で表示した。また、東京主要5区(千代田、中央、港、渋谷、新宿区)の賃料水準も同様に示している。

この中でオフィスセクターに注目すると、その推移でアジアが経てきた経済環境を語る事ができる。指数でトレンドを追うと、この10年間でアジアでは二度、2003年と2009年に「底」を経験している。2003年はSARS問題により、そして2009年は金融危機である。日本はその影響(だけではないが)を長く引きずっているかに見えるが、アジア全体では二つの危機から日本に比べて早く回復基調に転じている。

この図で、オフィスセクターに顕著に見られるのは「上昇局面」と「下降局面」が明確であること。市場には「サイクル」があり、その波を読みなが

図表1 賃料水準の推移





らビジネスを進めていくのは事業者にとって当然であり、その変化自体がビジネスチャンスになる。しかし、東京の賃料水準に見られるように長期にわたって停滞・下落のみを経験した日本での市場感覚が、このサイクルの理解を妨げているかに思える。また、バブル経済の後の急激な下落とそれに続く長期的な低迷が経験値として深く刻み込まれていることから、ピークからの下落局面をすべからず「崩壊」と捉えてしまう意識にも違和感を持っている。日本での市場感覚から離れなければならない、と考えたのはこのような点が大きい。バブル期以降培われた日本の視点のみで、アジア市況を捉えてはならないように思う。

待ち受けるアジアでの「人口問題」などを考えると、日本が歩んできた道が先行指標となり、今後アジアは同じトレンドを辿るのではないかと考えられる。一方で、依然人口が増え続けているのもアジアである。様々な観点から、とりわけ市場の下落サイクルでは「崩壊」を意味するのか、あるいは「調整」局面なのか、冷静な視点による判断が必要であろう。

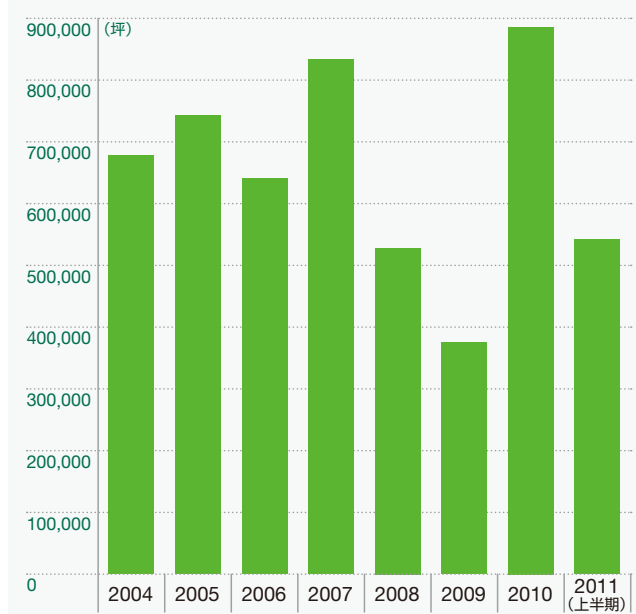
加えてリテールやインダストリアル賃料トレンドに目を移すと、近年はすべてのセクターで上昇基調にあったことが分かる。消費意欲の高まりと、賃料負担力の高いブランドショップが各国に進出していることなどが商業施設の賃料上昇につながった。また、インダストリアル賃料上昇も同様に経済成長を要因としている。一方で、東京主要5区の募集賃料水準がなかなか上昇に転じない状況から見ても、アジアの「勢い」は顕著であった。

## 2) 拡大するオフィス市場規模

図表2はアジア全体でのオフィス新規需要量(Net Absorption)の推移を示している。シービーアールイーが把握したところによると、アジア全体のオフィス床面積は2007年から2010年の4年間でおよそ262万坪増加している。東京の千代田区や港区のオフィスビルの貸室総面積がいずれもおよそ260万坪前後であることから、それを上回るオフィス床面積が新たに発生したことになる。

金融危機の影響下にあった2008年から2009年にかけてもプラスの成長を続けており、近時では2010年にはおよそ88万坪、2011年には上

図表2 アジアにおける新規需要量の推移



期だけで54万坪強とその成長スピードを速めている。アジア各地での企業のオフィス床拡張や旺盛な進出意欲がうかがえる。ちなみに、上海では直近の4四半期間でおよそ23万坪強、稼働オフィス床面積が増加していることが特筆できる。アジアの不動産市場は成長し続けていたのである。

## 3. 各都市のポジショニングと市況

### 1) アジアの都市グループ

ここまでアジア全体の市況について述べてきた。しかしもちろん、マーケットの動きは様ではない。

アジアの主要都市は、大きく三つのグループに分類できると考えている。まずはアジアの地域統括拠点(RHQ:Regional Head Quarter)の設置や、アジアを代表する金融センターとして位置付けられる都市群。香港、シンガポール、上海がこれにあたる。これを第一グループとする。東京もこのグループに属する。次に、成長著しい新興国の代表的CBDとして位置付けられる各国の首都等のグループ。クアラルンプール(マレーシア)、ジャカルタ(インドネシア)、台北(台湾)、マニラ(フィリピン)、ハノイ、ホーチミンシティ(ベトナム)があたる。さらに、第三グループとして、その国家の市場が巨大であるため、より都市毎に分析を進めなければならないマーケットとして、中国、インドの諸都市が挙げられる。

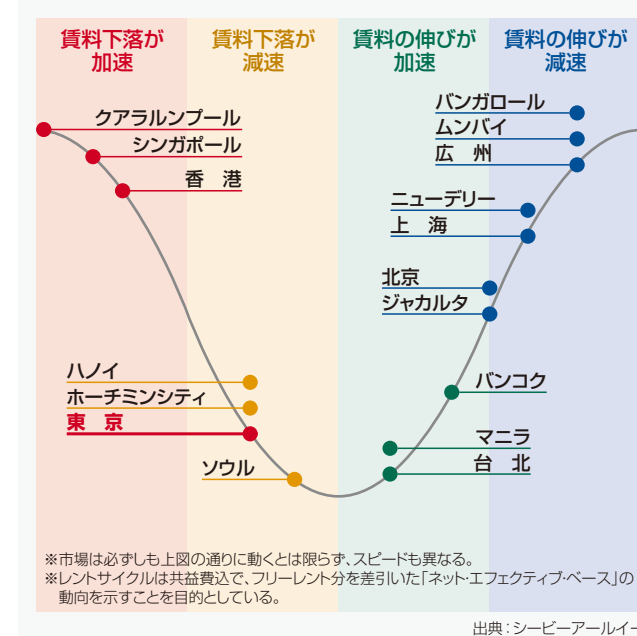
### 2) 賃料サイクル

図表3はシービーアールイーが作成した2012年第1四半期の「賃料サイクル」である。これは諸都市の高グレードビルの賃料水準が、どの市場サイクルに位置しているのかを示している。

この時点で、シンガポール、香港はピークアウトしており賃料は下落局面に入っている。一方で、インドのバンガロール、ムンバイ、ニューデリーや、中国の広州、上海が賃料のピークに向かって上昇し続けているのは興味深い。東京はベトナムのハノイ、ホーチミンシティと同様に、依然、底を打つには至っていない。

もちろん、不動産市況は需給バランスによって決定される。需要が僅少であっても供給が抑制されていれば市況は安定する。賃貸オフィス市

図表3 アジアのオフィス賃料サイクル (2012年第1四半期)



場を見た場合、需要は企業収益、つまり経済動向に左右される。とりわけ第一グループの都市には国際都市化の進展に従って金融関連などの業種が多く集積するため、最も早く世界経済の影響を受けると考えられる。したがって、アジアのオフィスマーケットを展望する際の先行指標であり、その後、運行して他都市が影響を受ける市場構造になっているのではないだろうか。アジアの市況を把握するためには継続的に香港、シンガポールのオフィス市場を定点観測していくべきだと考えている。

### 3) 供給予定と市場規模

2011年第3四半期時点の空室率および今後2年間のオフィス新規供給予定面積の貸室総面積(ストック)に対する比率(新規供給比率)をまとめたのが図表4である。要するに、今後2年間に建築される予定のすべてのオフィスビルが稼働率ゼロで竣工してしまった場合、どの程度ストックに影響を与えるのかを示している、と考えていただきたい。

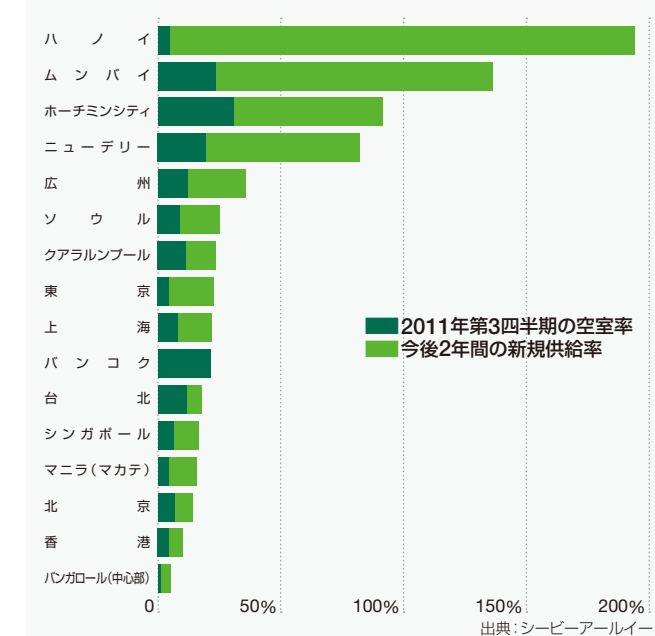
実際には急激な経済成長に市場規模の拡大が追い付いておらず、新規供給比率が過大に見えてしまう都市がある。ベトナムやインドの都市が、新規供給比率が高いのはこうした要因によるものと考えられる。しかし、今後の需要の伸びが期待通りでないとなれば、需給バランスが崩れる可能性もはらんでいる。

## 第2章 中国の不動産市場 — 賃貸オフィスマーケットの概観 —

### 1. 中国の商業用不動産市場

最近、週刊経済誌で立て続けに中国特集が組まれている。どの特集も中国経済の行方、つまり「バブル経済の崩壊」をキーワードに、さらに加えて知財に関するリスクなど中国が抱える課題が書き連ねられている。様々な紙誌がこのタイミングで頻りに「中国特集」を繰り返すのは、取りも直さず「売れる」特集だからであろう。つまり、これは日本人にとって大きな

図表4 主要都市の空室率(2011年第3四半期)と今後2年間の新規供給率



関心事であり、さらに、我が国の経済に大きな影響を及ぼす話題である。中国の不動産市場はそうしたレポートの中で住宅売買市場がその象徴として取り上げられている。住宅の価格が実需の一般人が手の出ない水準にまで上昇している一方で、富裕層が投機目的に不動産を購入する状況は我が国でも過去に見られた、まさにバブル経済の崩壊という「いつか来た道」であるかもしれない。

しかし当然ながら中国には事業用不動産マーケットも存在する。オフィス、商業施設、そして、インダストリアル(倉庫と工場)市場。これらのマーケット動向は世間の耳目を引く住宅市場と比べて情報が乏しいかもしれない。そこで本章は、まず私なりの中国のマーケットの見方を整理した上で、中国の賃貸オフィスマーケットに焦点を当てたレポートを試みる。

## 2. 中国市場を見る上で

中国の市場を説明する際に、必ずしもって申し上げる視点がある。まず、第一の視点として、「中国」の不動産マーケットは国単位での括りでは把握できないことをお伝えしなければならない。これは前章でとりわけインドと中国を取り上げて指摘したところであるが、およそ960万km<sup>2</sup>と日本の26倍の国土を持ち、13億3,972万人(いずれもJETRO調べ)の人口を擁する中国には、その都市毎に特徴や置かれている状況が異なる。日本にも東京、大阪、名古屋などの諸都市がありそれぞれが個性を持つと同様であることはご理解いただけると思う。

ところで私の香港駐在時に寄せられた中で、回答が難しい質問の一つが「中国はバブルですか?」であった。この場合、改めてご関心のある都市とセクターを確認してからお答えすることを心がけなければならない。

現在の中国各地の住宅売買市場においては、前述の通り、その価格が投機的な水準になっている例が多く見られるが、しかしその沸騰感も都市毎に異なるであろう。一方で賃貸オフィス市場では引き続き好調なマーケットが多く存在する。

図表5に中国主要都市の概要を列挙した。2,000万人を超える(常住人口を擁する上海と重慶(いずれも直轄市)、1,000万人超の北京、天津(いずれも直轄市)、および広州(広東省)、成都(四川省)の規模が大きい。また、実質GDPの対前年比での成長率では、いずれも高い値を示しているが、とりわけ重慶、天津の成長ぶりが注目される。

恥を忍んで告白すれば、香港への赴任当初、同僚から興味を持っているテーマを問われ、「中国の不動産マーケット」と答えて苦笑されたことがある。中国は広い。我々シービーアールイーが、オフィスと商業施設マーケットを念頭にデータを定期的に集計している市場だけでも15都市あり、それらを北京、上海、広州、深圳を「Tier1」、成都、瀋陽、天津、西安、重慶、武漢、南京、青島、杭州、大連、寧波を「Tier2」として取り上げている。それぞれに市況は異なっており、「中国」という括りではなく、それぞれの「都市」、さらに都市を構成する「サブマーケット」の視点でマーケットを捉えないと市況は分からない。

二つ目の視点。空室率が非常に高水準な都市があるが、この点だけを捉えて市場を判断できない、という点である。急成長している都市ではそもそも市場規模(=オフィス床面積)が僅少であるところに、オフィス供給が

図表5 中国主要都市の概観

都市名		省	人口 (常住人口)	面積	GDP	実質GDP成長率
日本語表記	英語表記					
上海	Shanghai	直轄市*	2,302万人(2011年)	6,340km <sup>2</sup>	1兆7,166億元(2010年)	10.3%(2010年)
北京	Beijing	直轄市*	1,755万人(2009年)	16,410km <sup>2</sup>	11,865億元(2009年)	10.1%(2009年)
広州	Guangzhou	広東省	1,033万人(2010年)	7,434km <sup>2</sup>	10,604.5億元(2010年)	13.0%(2010年)
深圳	Shenzhen	広東省	891万人(2009年)	1,952km <sup>2</sup>	8,201.23億元(2009年)	10.7%(2009年)
成都	Chengdu	四川省	1,140万人(2009年)	12,390km <sup>2</sup>	4,503億元(2009年)	14.7%(2009年)
青島	Qingdao	山東省	763万人(2010年)*	10,654km <sup>2</sup>	5,666.2億元(2010年)	12.9%(2010年)
寧波	Ningbo	浙江省	571万人(2009年)*	9,365km <sup>2</sup>	4,214.6億元(2009年)	0.09%(2009年)
天津	Tianjin	直轄市*	1,228万人(2009年)	11,917km <sup>2</sup>	7,500.8億元(2009年)	16.5%(2009年)
大連	Dalian	遼寧省	669万人(2010年)	12,573km <sup>2</sup>	5,158.1億元(2010年)	15.2%(2010年)
南京	Nanjing	江蘇省	771万人(2009年)	6,597km <sup>2</sup>	4,230.26億元(2009年)	11.5%(2009年)
武漢	Wuhan	湖北省	910万人(2009年)	8,494km <sup>2</sup>	4,560.62億元(2009年)	13.7%(2009年)
瀋陽	Shenyang	遼寧省	786万人(2010年)	12,881km <sup>2</sup>	5,017億元(2010年)	14.1%(2010年)
重慶	Chongqing	直轄市*	2,884万人(2010年)	82,400km <sup>2</sup>	7,925.58億元(2010年)	17.1%(2010年)
西安	Xian	陝西省	834万人(2009年)	10,108km <sup>2</sup>	2,719.1億元(2009年)	14.5%(2009年)
杭州	hangzhou	浙江省	810万人(2009年)	16,596km <sup>2</sup>	5,098.66億元(2009年)	10.0%(2009年)

\*直轄市:省レベルの権限を持つ特別市、一般行政区 \*:戸籍人口

JETROなどのデータを基にシービーアールイー作成

短期間になされることがある。中国の「Tier2」やベトナムのハノイやホーチミン等の都市にもこの現象が見られるが、その際、数棟の大型ビルのテナント誘致が進まない、全体の空室率を大きく引き上げることになる。

また、賃料水準が低いマーケットではビル間の賃料格差が小さく、テナントは移転によるコストメリットを享受し難いことから、経済低迷期や先行きが不透明な際には現入居ビルに留まる傾向にあり、新築ビルはテナント誘致に苦戦する。その後徐々に空室率が一定の水準に収斂する例が、アジアの他都市でも見られている。

高い空室率の水準が一部のビルの特性により引き起こされているのか、あるいはオフィス市場の構造的な問題に拠っているのかは、そのマーケットをさらに分析して結論を出す必要がある。実際に、市場の空室率は高いものの、グローバル企業(MNCs:Mulch-National Companies)が入居を検討できるビルは僅少である、という都市も少なからずある。

蛇足ながら、私はアジアのマーケットでは空室率よりも賃料水準を重視してウォッチすることが市場把握につながるのではないかと考えている。

### 3.中国各地のオフィスマーケット

それでは、中国各都市の賃貸オフィス市場を概観したい。

中国のオフィスマーケット、とりわけ「Tier1」の市場を支えているのはMNCsのテナント需要と成長著しい国内企業群である。

欧米系MNCs企業の中には、アジア拠点機能を上海に設置し、東京には小規模の拠点のみを設置するケースが見られる。経済成長は停滞に向かっている可能性があるものの、人口を基盤とした中国の市場規模に魅力を感じていることや、判断の成否は別に、先行きの見えない欧州経済よりも、中国市場への進出を選択せざるを得ないとの判断による。中国の位置付けを「工場」から「市場」へと転換している証左であろう。さらに東京より賃料が割安であり、しかも人材が東京よりも安価で獲得可能であることから、上海にアジア拠点を設置する選択をしていると思われる。東京、香港へいすれも飛行機で2時間台での移動が可能であるアクセスの良さも、実は上海の利点である。

また、従来であればグレードの高いビルへの入居が難しかった国内企業も賃料負担力を高めており、こうした企業も積極的にオフィス床面積を確保しようと現在、活動している。2012年第4四半期には大連で、中国銀行と中国建設銀行が新築の大型ビルでそれぞれおよそ650坪の床面積を確保したことが確認されている。こうした需要があいまってオフィス市場を押し上げている。

MNCsや自国内企業による旺盛なオフィス需要は、残念ながらいすれも東京では近年、お目にかかれない光景である。

図表6は、中国主要都市の2011年第4四半期の空室率の一覧である。

図表6 主要都市の空室率(2011年第4四半期)

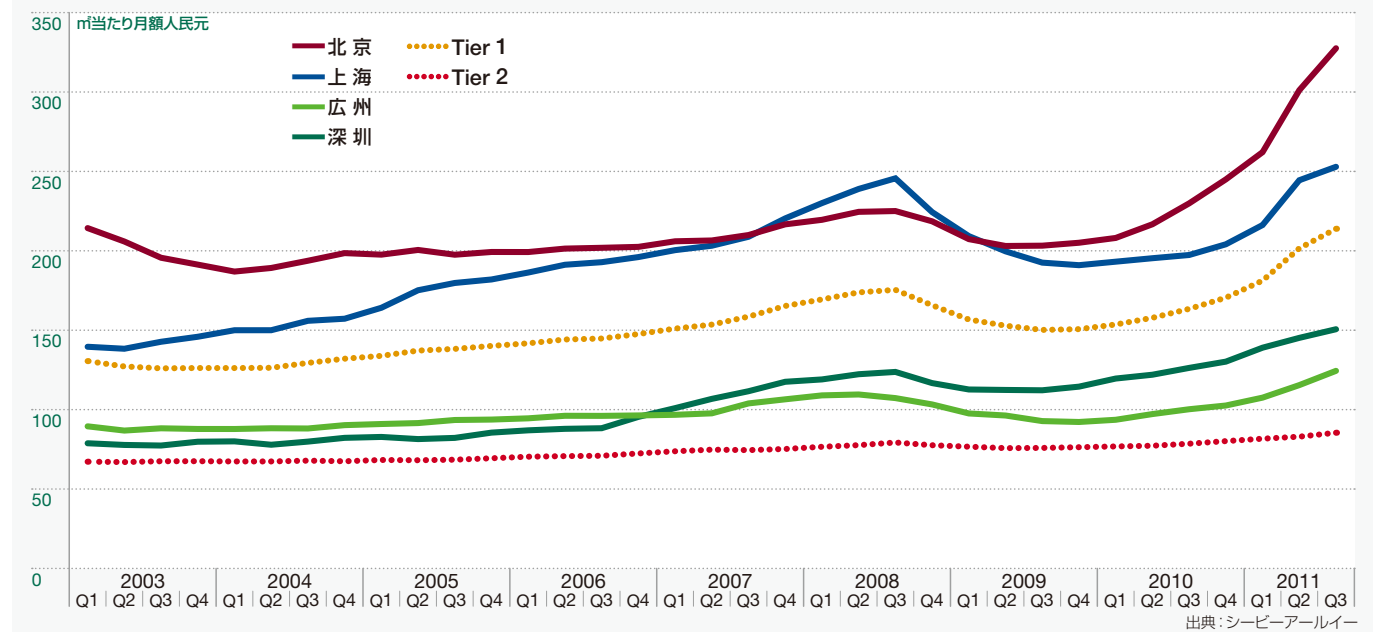
地域	都市	空室率	地域	都市	空室率
North	北京	6.3%	East	上海	7.1%
	天津	20.3%		南京	15.6%
	大連	10.5%		杭州	20.9%
	瀋陽	10.1%		寧波	19.9%
	青島	10.6%		成都	25.4%
South	広州	13.4%	West	重慶	29.9%
	深圳	9.0%		西安	2.9%

出典:シービーアールイー

シービーアールイーが「Tier1」に位置付けている上海(7.1%)、北京(6.3%)、広州(13.4%)、深圳(9.0%)と、広州は2ケタとなっているが、その他は安定している。前述したMNCsと中国国内企業の増床や新規出店の需要が旺盛なのに対して、上海や北京では目先の大型ビルの供給計画が限定的であることなどから、ここところ、需給バランスは市場ではタイトに感じられている。

「Tier2」では重慶の29.9%を筆頭に全体的に空室率が高くなっている。重慶では2011年第4四半期には新しいオフィスビルの竣工がなく、また空室が徐々に消化されており、前期比で空室率が4.8%改善された結果の29.9%である。重慶の他、成都や杭州、天津も20%を超える空室率を記録している。前期比で空室率は天津、成都で改善、杭州は上昇とその市況は多様である。一方で、西安では2.9%と空室率が低水準であった。ここでは供給不足が市場の課題になっており、2012年には数棟の新

図表7 賃料水準の推移



規供給があるものの引き続き賃料は上昇していくのではないかと見られている。こうした例から見ても、市場を市場別に詳細に検証すべきであることが分かる。

旺盛な需要を反映して、賃料水準は「Tier1」で2010年以降上昇を続けている【図表7】。北京、上海の急騰ぶりは明らかであり、また、その2都市に牽引されるように深圳、広州も上昇している。しかし「Tier1」に比して「Tier2」都市はさほど大きな上昇を見せていない。都市によっては賃料負担力の高いMNCsの参入が、「Tier1」ほど急激ではなかったことが要因の一つであり、また、賃料を大幅に引き上げる高グレードビルも最近になってから登場してきたことが影響している。

また、図表8は主要都市の賃料水準を示している。

中国のオフィス市場では賃料はm²当たりの月額もしくは日額賃料で表

図表8 主要都市のプライムオフィス賃料(2011年第4四半期)

地域	都市	人民元/m <sup>2</sup>	円/坪	地域	都市	人民元/m <sup>2</sup>	円/坪
North	北京	349.8	15,000	East	上海	256.1	10,100
	天津	119.8	5,100		南京	94.2	4,000
	大連	86.5	3,700		杭州	111.2	4,700
	瀋陽	76.2	3,200		寧波	72.2	3,100
	青島	77.2	3,300		成都	98.6	4,200
South	広州	132.0	5,600	West	重慶	75.7	3,200
	深圳	145.2	6,200		西安	79.7	3,400

出典:シービーアールイー

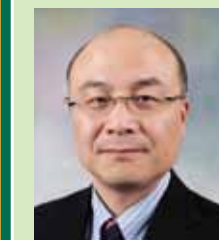
示されるが、ここでは月額表示に統一して示している。

各都市の賃料を日本と比較しやすくするために月額、坪当たり円で換算した場合、m²当たり人民元(RMB)230~240が概ね坪当たり月額1万円の水準となる。日本の基準で考えると北京が概ね坪当たり1万5,000円の水準、そして上海が1万円の水準である。その他、天津、広州、深圳の賃料が比較的高水準であるが、それでも坪当たり5,000から6,000円の水準である。東京グレードAの賃料水準が29,050円(想定成約賃料:2011年第4四半期)であることを考えると、急騰しているとは言え北京、上海の方が低廉であることが分かる。

北京、上海では、引き続きオフィス賃料は上昇するとの見通しが中心である。しかし「Tier1」では最近の賃料の急騰に、企業がオフィス展開を再考する動きも見られはじめ、またMNCsを中心に経済の先行きの不透明感から、そのオフィス移転や拡張を控える動きも報告されている。MNCs、中国国内企業ともに中国経済の行方により関心を高めているのは言うまでもなく、賃料上昇のピークが近い可能性もある。

このレポートは、決して中国での不動産ビジネスを手放して推奨する目的ではないことを最後に申し添えておきたい。しかし一方で、その経済規模から見ても中国各都市は今後もビジネス展開を検討すべき市場であることは確かである。日本の市場感覚を離れ、適切な視点でマーケットを個別に捉え、リスクを理解した上でビジネスの判断を行うことが、中国のみならず、海外の不動産市場に向き合う正しいスタンスであろうと考える。

#### お問い合わせは



## CBRE Consulting

シービーアールイー コンサルティング部  
エグゼクティブディレクター 部長 藤本 隆博  
Takahiro Fujimoto Executive Director

東京都港区浜松町2-2-12 JEI浜松町ビル TEL 03-5470-8116  
takahiro.fujimoto@cbre.co.jp

日本国内の不動産に加えて、成長するアジアマーケットなどグローバルでのマーケット調査に対応いたします。日本で不動産市場を見つけてきた視点をベースに、各国のシービーアールイーのメンバーと連携して、分かりやすく各国の市場や特性をご説明いたします。ぜひお問い合わせください。