特集 中国の不動産開発： 日本の不動産開発・法制度・技術輸出の可能性【論説】

中国不動産市場の概要と中国大手デベロッパーの 経営方針・投資戦略

Overview of China real estate market and
Management policies of the China major developers

Toru OTAYA : Japan Real Estate Institute (China)/Managing Director

御旅屋 徹*

1. はじめに

不動産市場といっても、住宅からオフィス、商業、物流と資産内容により状況は様々である。本稿では、中国での関心の高さ、デベロッパーの主力商品等を考慮し、住宅市場に的を絞って記載する。まず、中国の住宅市場の大枠を説明するとともに、最近の市場動向と先行きに対する若干の考察を紹介する。さらに、当該フィールドにおけるメインプレイヤーであるデベロッパーについて、特徴的な経営方針・投資戦略を有する2社を比較する形で整理したい。

2. 中国の住宅市場概況

中国では、住宅に対する関心が極めて強い。まず国民にとっては、生活の基本となる「住み処」であると同時に資産運用の一環としての位置づけも有している。また、地方政府にとっては、不動産投資が地域経済の発展に与える影響のみならず、土地の払下げ収入という財源としての重要性も有している。おのずと、地方政府の債務問題、共産党の一党独裁をも揺るがしかねない国民感情の変動に神経質な中央政府にとって、住宅政策は極めて重要なものとなる。

(1) 販売用不動産の約90%は住宅

中国では販売用不動産の約90%が住宅である(図表1)、販売用住宅価格はほぼ一貫して右肩上がりのトレンドを崩していないが、全国ベースでみた住宅価格は15年前の3.2倍の水準であり、同6.7倍のGDP、同5.0倍の可処分所得の上昇と比べるとその傾きは緩やかである(図表2)。

図表1 商品房（商品建物+商品住宅）の売買面積

図表2 商品住宅価格・GDP・可処分所得の推移
(1998年：100)

出典：中国国家统计局公表データより筆者作成

中国の住宅需要者は、自己居住、投資等の動機を問わず、基本的にはこの「右肩上がりの信任」を失っておらず、チャンスがあれば新規に住宅を購入したい、より大きな（または質の高い）住宅に住み替えたいという欲求が強い。

(2) 現代住宅市場の歴史は約15年

中国の商品住宅市場は、1998年に公布された通知¹をきっかけに現在の姿を形成した。即ち、その歴史は意外に短く15年程度といえるが、当時の政府が、不動産業をアジア金融危機（1997年）で減速した経済立直しのための成長の柱に据えたこともあり、住宅市場は急速に発展した。一方で、一線級都市²と呼ばれる大都市では住宅価格の高騰が社会問題化するなどの状況も生じた。

(3) 政策によるコントロール・マーケット

商品住宅市場の成長とともに、住宅市場が社会全体に与える影響も急激に拡大したが、前述のとおり、国民生活への影響は社会不安をも惹起しかねないことから、政府は住宅価格の動向に非常に神経質に対応している。

北京・上海における価格の推移をみると（図表3）、同じ一線級都市でさえ2006年頃まではかなり異なる動きを示しているが、以下のとおり、政府はほぼ全国一律的な市場コントロールを行ってきた。政策関与の強い中国の住宅市場は、コントロール・マーケットとも呼ばれている。

・1998年～2001年

民間住宅開発業を発展させるための推進政策期

・2002年～2007年

大都市を中心とした住宅価格の高騰を受けた引締政策期

・2008年～2009年

世界的な金融経済危機による景気の減速懸念を受けた緩和政策期

図表3 北京・上海の価格推移³

出典：中国国家统计局公表データより筆者作成

2009年12月以降、中央政府はそれまでの全国的な価格の上昇を受けて再び引締姿勢に転じ、前政権（胡錦濤国家主席、温家宝首相）は事ある毎に「合理的な住宅価格への回帰」を謳い、厳格な規制を次々に打ち出した⁴。しかし、結果として（大都市を中心とした）価格の引下げには至らず、他方では全国一律的な規制が引き起こす弊害も指摘された。

2012年以降は景気減速懸念が広がる。各地方政府が打ち出した「政策の微調整」（引締政策の部分的緩和）に対し、中央政府は「引締政策の堅持」を掲げながらもこれを黙認する形で「柔らかく」政策の緩和が実施された。こうして、政策的には引締局面のさなかにながら、2012年の春先か

¹ 「都市・鎮住宅制度改革を一層深化させ住宅建設を早める通知」

² 北京、上海、広州、深圳の4都市を指すことが一般的。

³ 前掲図表2の住宅価格指数はデベロッパーの販売単価を単純に指数化して並べたもの。図表3は、詳細は不明ながら中国国家统计局が何らかの調整を加えた指数値であり、算出方法が異なる。また、図表3の2010年以前と2011年以降ではベースとなる統計が異なることにも注意が必要。

⁴ 2009年末以降現在に至る主な引締策には、以下のようなものがある（「3つの限」とも呼ばれる）。

- ・限貸令：頭金比率をはじめとする住宅ローンの引締め（デベロッパーに対する貸出抑制を含めて呼称する場合もある）
- ・限購令：投機排除のための2軒目以降の住宅購入制限
- ・限価令：各地方政府に公言させた価格上限目標

らは取引量の増大都市が全国的に広がり、その後紆余曲折を経ながらも、2013年には再び全国的・本格的な価格上昇局面に突入することとなったのである。

3. 最近の市況

(1) 2013年の活況と2014年の調整

中国国家统计局が発表している「70大中都市新築商品住宅価格指数」によれば、2012年に入って価格上昇都市が一気に増加し、2013年は年間を通してほぼ全ての都市で毎月価格が上昇した（図表4）。特に、大都市での価格上昇率は大きく、一線級4都市では年間の上昇率が軒並み20%を上回ることとなった（図表5）。

図表4 70大中都市新築商品住宅の価格変化動向推移

図表5 一線級4都市の2013年1年間の価格上昇率

北京	上海	広州	深圳
+20.6%	+21.9%	+20.4%	+20.3%

出典：中国国家统计局公表データより筆者作成

実は、2013年は2月に「市場最も厳格な引締策」と称された「新国五条」が発表されている（各地方政府の細則を受けた施行は3月）。かかる状況にもかかわらず価格が上昇し続けた背景には、①不動産価格の下落を本心では望まない地方政府が、地方細則において「新国五条」の内容を実質的に緩めたこと、②政権交代による不動産政策変更期待（景気が弱含んでいたため「更なる引締めはないだろう」という読みを含む）、③新政権の目玉政策「新型都市化」が想起させる不動産価格

上昇期待、④前年にデベロッパーの販売促進キャンペーン（要は値下げ）が一巡していたこと等の状況が存在する。あるいは、「最も厳格な引締策」施行前に生じた購入の駆け込みが、「2010年から抑制されてきた需要を市場に放出するきっかけになってしまった」という皮肉な見方もできるかもしれない。

一方、2014年入り後は前年の活況から一転、成約量の減少（図表6）と価格下落（図表7）が同時並行で進んでいる。

図表6 開発業者による商品住宅販売面積

図表7 開発業者による商品住宅販売単価

出典：中国国家统计局公表データより筆者作成

これといった引締策の発表なしに住宅市場が踊り場を迎えた背景として、以下のような要因が挙げられる。

- ・マネーサプライの絞り込みに起因して、各金融機関が相対的に収益性・効率性の劣る住宅ローンの供与に消極的になった。
- ・シャドーバンキングへの監督強化、銀行の不動

産融資規制等により、資金繰りに窮した一部の中小デベロッパーが年末頃より在庫処分（値下げ）に動き、需要者が「住宅価格の下落局面に入った」と認識してしまった。

- ・全国的な景気の減速感に加え、「不動産デベロッパーの破綻発生」が、上記の価格下落観測に拍車をかけた。

なお、現在は、従来のような全国一律の「分かり易い」政策から、コントロール政策「細分化」への過渡期ともいえる。昨年末から今年初にかけて、「三中全会」、「中央経済工作会议」、「全人代」と、現政権の今後の経済運営を示す重要会議が続き、そもそも需要者が様子見姿勢に入り易い環境にあったうえ、これらの会議の結論が住宅市況の先行きを明示的に示すものではなかった点も背景に加えることができるかもしれない。

(2) 今後の住宅市況に対する若干の考察

中央政府としては、地方政府の主要な財源を担っている不動産市場をハードランディングさせる策は取り得ないとする。とはいえ投機資金をあてにする訳にもいかず、現在実施されている種々の引締策を全国一律的に緩和することも考えにくい。よって、各都市の状況に応じた引締策の部分的緩和（2012年頃にもみられた「微調整」⁵⁾によって時間を稼ぎながら、個人資産把握のためのインフラ整備、房产税の導入といった、将来に向けた本格的な「細分化コントロール」の仕組み作りを進めていくと思われる。

なお、「投機資金」を叩きながらも、保障性住宅の建設や住宅ローン支援など、実需を支える政策を推進していく方向感については、前政権の方

針から基本的に変化ないと考えられる。2020年まで増え続ける住宅購入適齢期（20歳代後半から30歳代前半）の人口動態をみても、実需層の購入意欲は引き続き底堅い。一定の価格調整が続く可能性はあるものの、市場規模の大きな都市、需給バランスに問題ない都市の実需向け物件については比較的早い段階で成約量・販売価格とも回復に向かい、大型・高級物件や一部供給過多に陥っている都市の物件等については調整がやや長期化するという二極化が進むことになるのではないかと。

4. 中国大手デベロッパーの経営方針・投資戦略

こうした市場環境のなかで、当地のデベロッパーはどのような経営方針・投資戦略を採用しているのだろうか。売上高で万年首位、王道をひた走る「万科企業」、一・二線級都市を中心とした全国展開を図る大手デベロッパーが多いなか、三・四線級都市まで広い範囲で活動するなど独自色の強い「恒大地産」の2社について概要を整理したい。

なお、両者ともに2013年年報の冒頭で「穏健な発展」を謳っている点は興味深い。従来のような拡大一辺倒を追求するステージからの市場の変化を窺わせるものとなっている。

(1) 万科企業

① 企業概要

万科は1984年に商社として設立され、改革開放政策に乗って組織を拡大、この間ソニーを始めとする多くの日本メーカーとの取引の中でその姿勢に大きな感銘を受けたとされる⁶⁾。1988年に深圳の別荘開発で不動産業に参入、1991年に深圳証券

⁵⁾ 今春頃より全国各都市で市場引締策の緩和が取り沙汰されるようになり、特に引締策の代名詞ともいえる「限購令」の解除に注目が集まっている（現在は30近い都市で解除・緩和が実施されている模様）。本文記載のとおり、現在の局面が主に金融的な側面に端を発していると考えられることから、この根本的な要因が解決されない限り、限購令解除のみをもって本格的な市況の回復に繋がるとは考えにくい。不動産市場の下支えに対する政府のコミット（7月23日には人民日報も「緩和を支持する」記事を掲載）が確認できることの意味は小さくないであろう。

⁶⁾ 万科会長・王石氏の自叙伝より。

取引所に上場後は不動産を核心事業と位置付け、2002年に不動産以外の全業務を売却している。

2013年の売上高は1,354億元（約2.2兆円）⁷、粗利益率22.3%、純利益率12.0%、自己資本比率は22.0%。2013年の新增プロジェクト数は104（開発面積は万科の權益ベースで2,148万m²）。取得素地の平均原価は3,516元/m²である。

② 経営方針

2013年年報には、「質の維持を最優先しつつ経営効率を上げ、伝統業務での競争力を基礎としつつ教育の継続を通じて新業務開拓能力を引き上げ、次の10年の健全な基礎を造る」と謳われている。

「コストパフォーマンス」を競争力の最大の源泉に掲げる万科の経営方針を、キーワード式にまとめれば以下のとおりである。

- ・製造業にも似た企業理念「質へのこだわり」
「自動車を作るように住宅を建てる」の言葉にも表されるように、技術向上と工業化を追求している。R&D投資にも積極的であり、戦略とイメージの合致度の高さは「戦略の実現性が高い」ことの裏返しでもある。
- ・「内装付き販売」の先駆者
スケルトン販売が一般的な中国で、他社に先駆けて内装付き販売を実施した。現在、同社の内装付き販売比率は約9割に達している。
- ・「ターゲット顧客の細分化」に基づくプロジェクトの推進
商品体系を整理し、より幅広い顧客層を取り込むプロジェクト・ポートフォリオの構築を目指すとともに、顧客のライフスタイルの変化に応じて終身利用を可能にする商品ラインナップを揃えることで、一度つかんだ顧客の「生涯の囲い込み」を図っている。
- ・建物管理にとどまらない「対顧客コミュニケーション」

高級自動車メーカーが実施しているような居住者向け会員サービス（万科クラブ）、ホットラインの創設などを行っている。

- ・「居住者間コミュニティ」の創造
プロジェクトへの併設を進めている「第五食堂」⁸など、居住者コミュニティの創造が顧客満足度に繋がるとの認識に立っている。
- ・「生活上の付加価値」の創造
昨年より「幸福地域計画」を始動し、プロジェクト内の商業施設併設とともに、生活とインターネットの融合に注力している。韵達（宅配会社）、天猫（ネットモール）といった別業態との協働を通じて居住者の利便性向上を図り、単なるハード管理にとどまらない建物管理の一層の拡充を進めている。
- ・環境への配慮
全国の「緑色3星住宅」⁹の3分の1は同社の住宅である。

③ 投資戦略

- ・実需向け物件への集中
景気や政策への耐性を高めるため、住宅の小型化（144m²以下の比率が91.5%）、開発素地の郊外化等を進め、実需向けを中心としたプロジェクト・ポートフォリオの構築を重視している。また、単身者・DINKS向けの超小型住宅（20m²以下）にも着目している。
- ・都市経済圏集中戦略
全国展開を行いながらも、14都市を重点エリアに掲げている（北京、上海、深圳、広州、天津、瀋陽、杭州、南京、成都、武漢、東莞、佛山、無錫、蘇州）。また、1都市当たりのプロジェクト数を多く取る傾向にあり、バーゲニングパワーの発揮を図る戦略と考えられる。
- ・PIE評価の実施
都市に応じた市場の良否が益々分化するとの予

⁷ 1元=16.5円として計算、以下同様。

⁸ 学食、社食、一般飲食店、家庭の食事に続く「5つ目の食堂」の意。

⁹ 中国では、6つの基準に基づく「緑色住宅」(環境配慮住宅)認定制度があり、高い順に3星・2星・1星となる。

想の下、PIE(人口、インフラ、就業)に基づく厳格な投資リスク評価によって開発素地の取得を判定。一部都市で土地取得競争が激化した昨年は、「判断を誤るならむしろ取得するな」、「地王¹⁰になるな」の方針で臨んだとのことである。

・協働・コンソーシアム方式の採用

2013年の104の新プロジェクト中、3分の2は他社との協働案件である。マイナー出資による「管理能力とブランド供与」を通じて、経営資源の効率化と利益率の向上を指向しており、さらに最近ではプロジェクト請負のみの受託も行なうなど、一段の資金効率向上策に踏み込んでいる。

・プロジェクト回転周期の短縮

「5986モデル」(土地取得から5ヶ月で着工、9ヶ月で販売開始、1ヶ月で8割の販売を完了、商品の6割を住宅とすること)を基準としている。

・「現金は王」の財務戦略

経営効率とのバランスを考慮しつつも流動性に細心の注意を払っている。

・海外進出

昨年は著名海外企業との協働という形で、香港、米国、シンガポール等への進出を実現、今年6月には香港市場にも上場を果たした。まずは「成熟市場の理解や知識収受」が目的としているが、海外における資金調達ルートの確保も動機の一つと考えられる。長期発展方針における重要策と位置づけられており、リスクに留意しつつ今後も機会創出を模索するとしている。

(2) 恒大地産

① 企業概要

恒大は1997年設立、2009年に香港証券取引所に上場。大手デベロッパーとしてはいち早く三・四線級都市への進出に注力、コスト管理の徹底と利

益率へのこだわりが同社のユニークさといえる。

2013年の売上高は937億元(約1.5兆円)、粗利益率29.5%、純利益率14.6%、自己資本比率は22.8%。2013年の新增プロジェクト数は66(開発面積2,685万m²)。取得素地の平均原価は2,633元/m²である。

② 経営方針・投資戦略

恒大の経営方針・投資戦略を、万科との共通点・類似点、相違点という形で整理すると以下のようになる。

〔共通点・類似点〕

- ・同社が示す基本方針「一二三計画」(一つの優化、一つの低下、二つの向上)とは、①住宅プロジェクトの所在を向上させ、②低負債率を維持し、③現金総額と営業純利益を向上させるというものであり、大枠の方向感は万科とほぼ一致している。
- ・その他、①ここ数年の新規開発プロジェクトでは「内装付き販売」を原則としていること、②他社との協働を推進し、長期的な戦略関係を構築できる外部企業との連携強化により、コスト削減と資金効率の向上を図っていること、③プロジェクト回転周期の短縮に注力していること、④財務の効率化を図りつつも「現金は王」の思想で財務政策を進めていること等が、万科との共通点として挙げられる。

〔相違点〕

- ・万科が「高品質の割に低価格」を謳うのに対し、恒大は「低価格の割に高品質」を掲げる。似て非なる表現であるが、顧客ターゲットの相違を示すものと捉えることもできよう。
- ・「建築工程の工業化・標準化」も万科と同じ方向感であるが、同社はコスト管理と利益率向上に力点があり、「結果としてコストパフォーマンスの向上に資する」という思想。万科の思想とは若干の相違がある。

¹⁰ エリア内における史上最高値を更新する土地の落札。

- ・「実需向け物件への集中」も方向感は同様ながら、実現手段はやや異なる。同社では「二・三線級都市」の144m²以下の小型住宅開発（2013年現在の比率は78.2%）に注力し、「一般需要層の購入可能な範囲」で高品質な住宅を供給する戦略を採用している。
- ・三・四線級都市投資比率の高さは同社の最大の特徴といえよう（図表8）。最近は一・二線級都市比率を引き上げ、一・二線級都市と三・四線級都市をバランスさせる方針を打ち出しているが、大手デベロッパーの中では圧倒的に地方案件比率が高い。全省の147都市に開発実績があり、主要ターゲットは大規模都市の周辺に存する500万都市の20～75km圏内である。但し、これまでは進出エリアの「面的拡大」に注力してきたが、最近では進出済都市での「深度開発」（進出済都市内でのプロジェクト数増大により、質を落とさずに利益率の向上を図ること）を推進している。
- ・管理業務を中心に多角化を進めていく方向感を打ち出しており、結果としては、万科同様、建物管理業に注力する方向感であるが、管理のソフト面がもたらす居住者満足度の向上に対する意識の点では、万科との差は大きいと考えられる。
- ・特に海外プロジェクトへの進出に関する公表はない。

図表8 万科・恒大の2013年新增プロジェクトの比較

	PJ 新增数	一線級 都市比率	二線級 都市比率	三線級以下 都市比率
万科	104	19.2%	43.3%	37.5%
恒大	66	8.2%	32.6%	59.2%

	都市数	開発面積 (万㎡)	開発面積 /PJ (万㎡)	土地取得 単価 (元/㎡)
万科	41	2,148	20.7	3,516
恒大	49	2,685	40.7	2,633

出典：万科・恒大の2013年年報より筆者作成

5. おわりに

これまでの中国住宅市場は政府による管理の色が強かったが、ここにて中央政府は、低所得者向けの保証性住宅と中高所得者向けの商品住宅を明確に分離したうえで、商品住宅については「市場化」の方向を打ち出している。また、商品住宅ストックが一定量確保されつつある今後は、これまでのように「造れば売れる」（あとはその時の政策次第）といった時代からの大きな転換を迎えることになるであろう。中国のデベロッパーが真の実力を試されるのは、正にこれからであると考え