

アジアの不動産市場 2015

日本・中国・韓国・台湾・シンガポール・インドの不動産市場

2015年8月

株式会社野村総合研究所

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

アジアの不動産投資市場の透明性向上を目指して 不動産関連企業の事業活性化を期して

本資料は情報提供を唯一の目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。本資料は、信頼できる情報に基づいて作成されていますが、野村総合研究所は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料に記載された意見およびデータは、作成時点における判断・情報であり、予告なく変わる場合があります。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

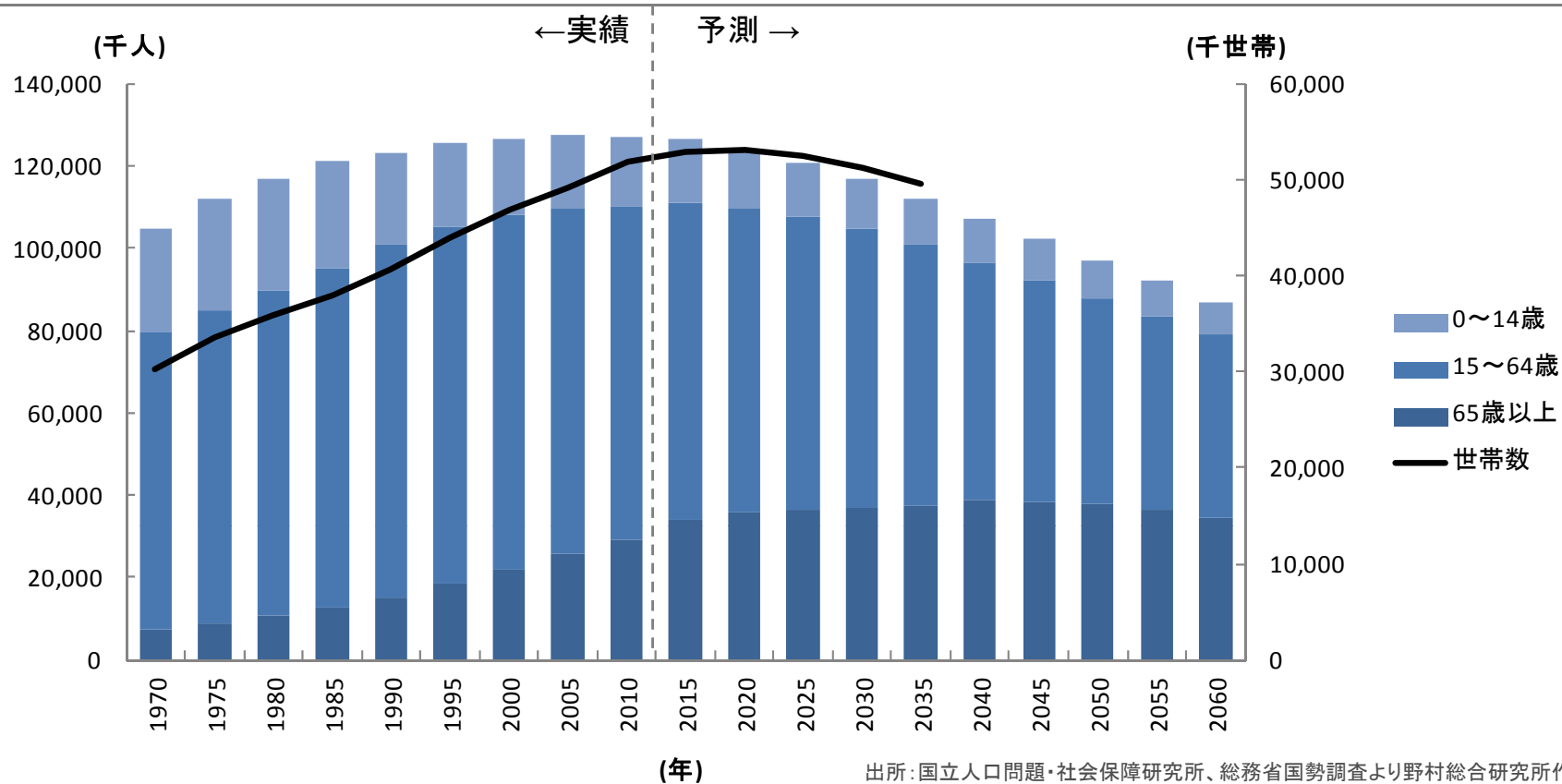
日本 日本不動産投資市場

- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

日本の人口は少子高齢化に伴い減少しており、世帯数も今後減少に転じる

- 人口は2010年を境にピークアウトした。世帯数は2019年まで増加するが、その後減少に転じる見通しである。
- 65歳以上人口も2025年以降横ばいに推移し、2040年以降減少に転じる見通しである。

日本の人口と世帯数の推移

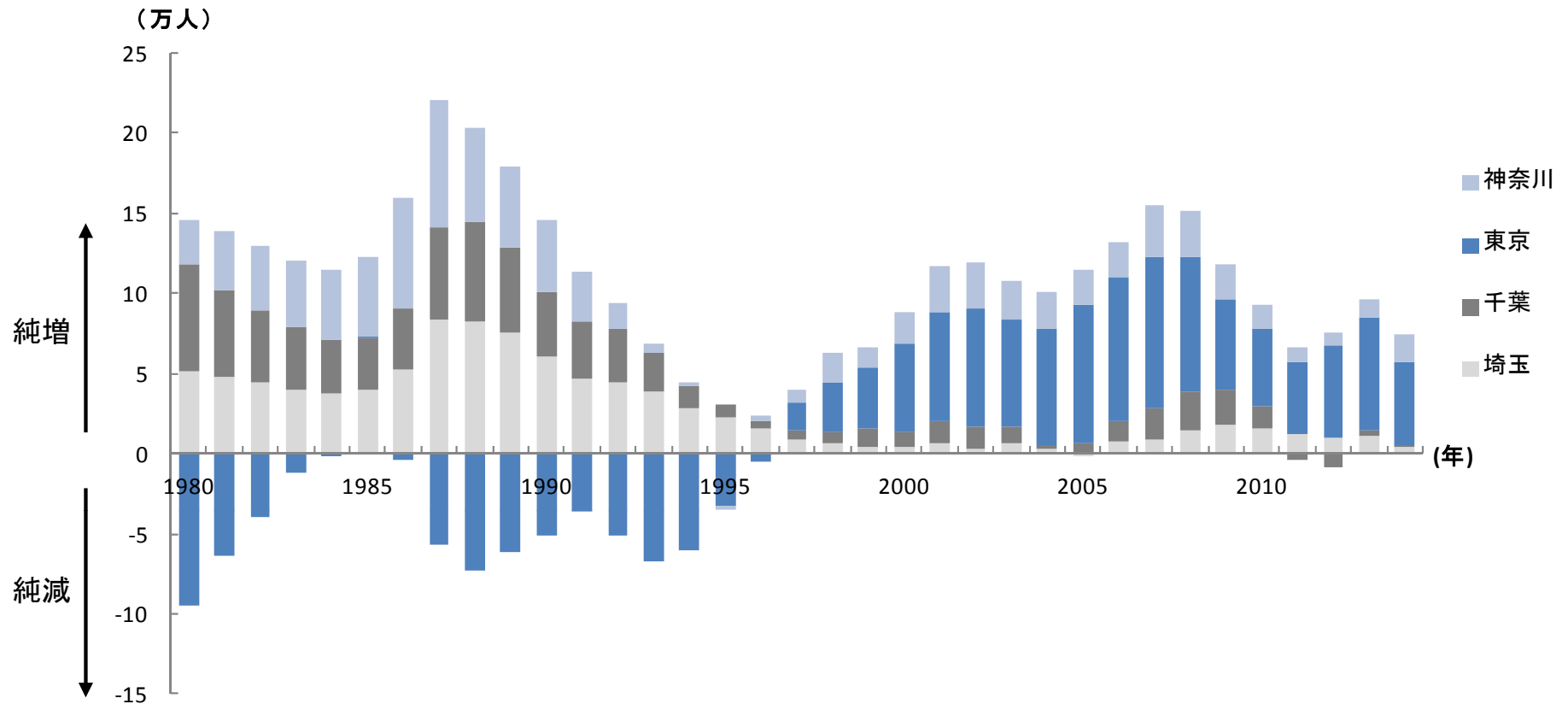


出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成
 ※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京圏には人口が流入し続けている

- 今後も東京圏への人口流入は続くと考えられる。

東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県への人口純流入数の推移

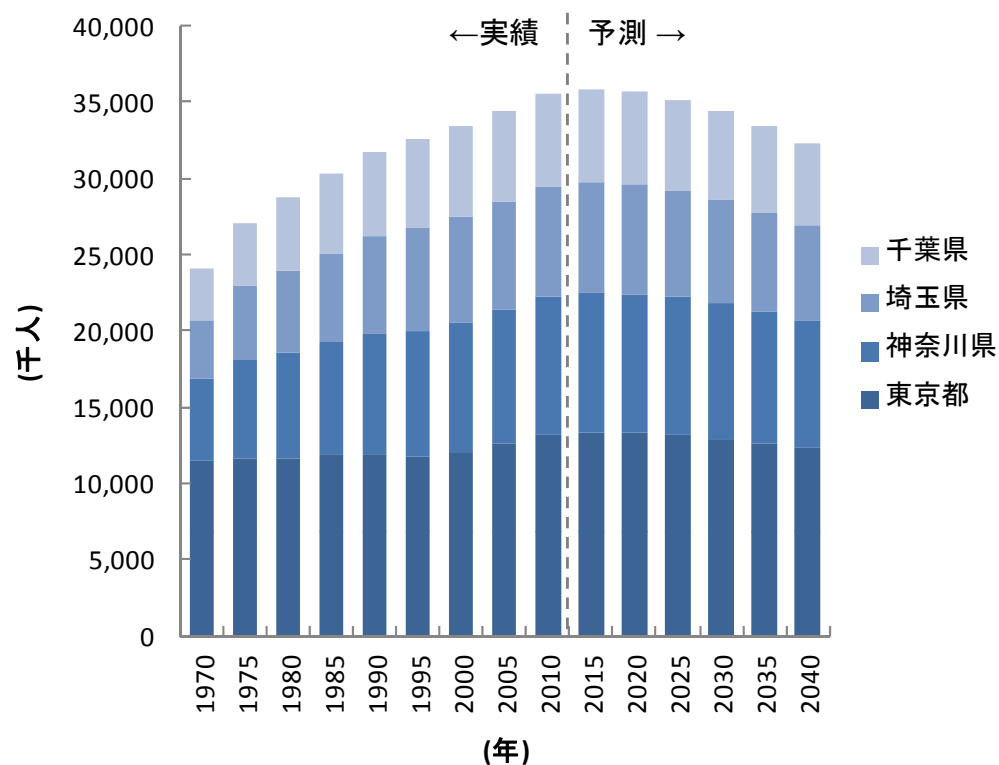


出所:総務省 住民基本台帳人口移動報告より野村総合研究所作成

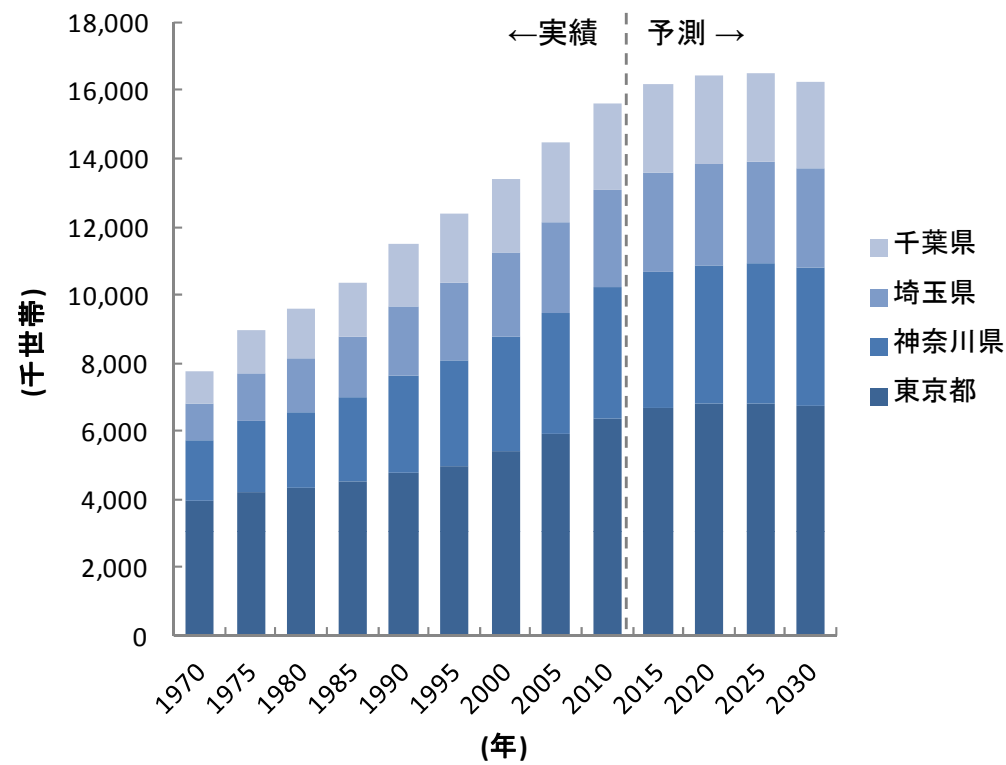
中長期的には東京圏でも人口減少・世帯減少が始まる見込み

■ 東京圏の人口は2015年に、世帯数は2025年にピークアウトする見通しである。

東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県的人口



東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県的人口

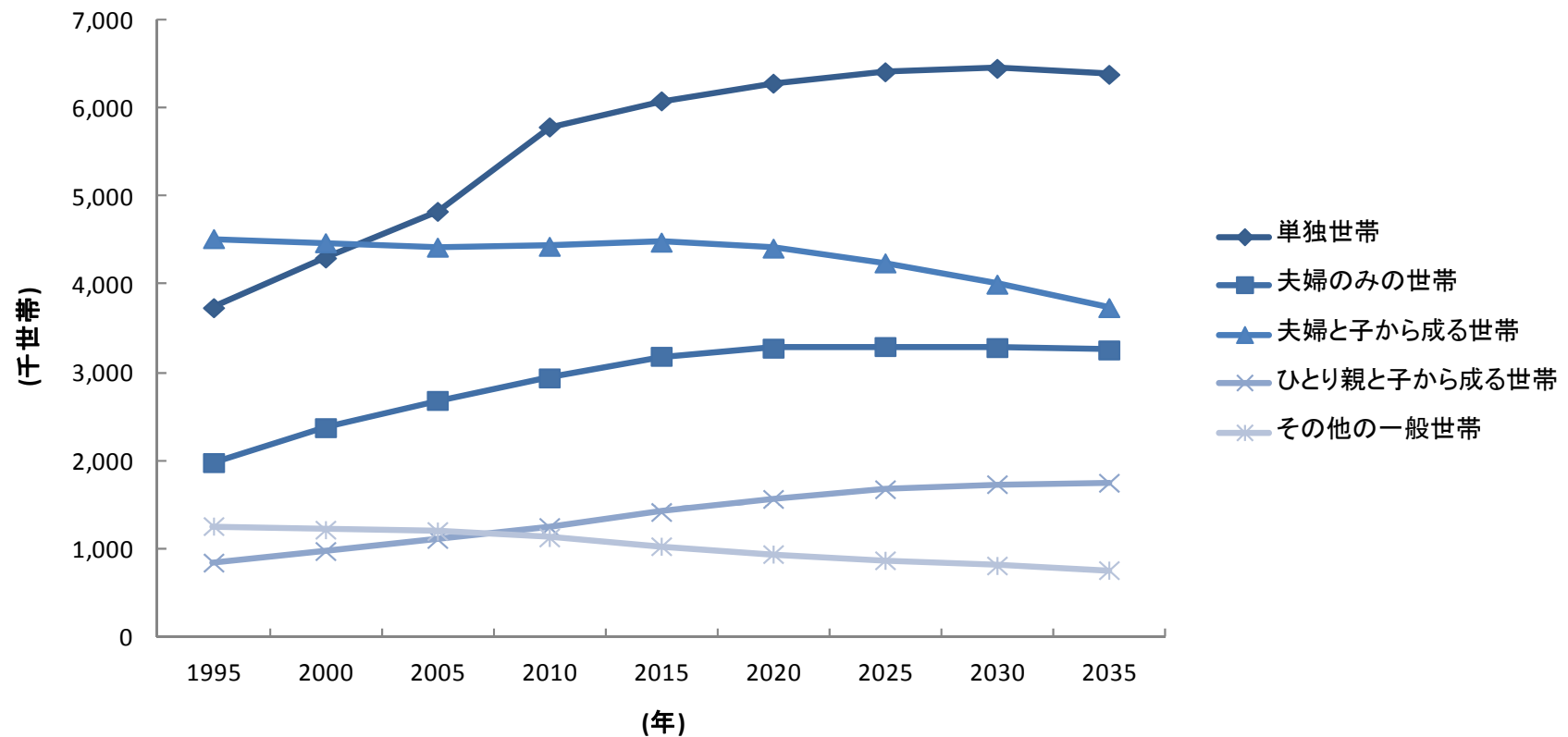


出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成
 ※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京圏の当面の世帯増を牽引するのは単独世帯である

■ ただし、単独世帯数も2030年にピークを迎え、その後は減少に転じる見通しである。

東京圏の世帯の種類別世帯数の推移



出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成
※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京23区内で中長期的に人口が増加するのは湾岸3区に限られる

- 中央区、江東区、港区の3区は人口増加が見込まれる。
- 23区のうち7区は2040年に2010年比で10%以上の人口減少が見込まれている。

自治体名称	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年
中央区	100.0	112.9	115.3	116.6	116.8	116.1	114.4
江東区	100.0	102.7	104.4	106.8	108.2	108.8	108.5
港区	100.0	105.0	107.0	107.9	107.8	107.0	105.2
新宿区	100.0	103.3	104.4	104.8	104.4	103.4	101.6
練馬区	100.0	103.8	105.1	105.3	104.5	102.9	100.6
墨田区	100.0	100.8	101.7	102.6	102.7	102.0	100.6
荒川区	100.0	102.4	103.0	102.8	102.2	101.2	99.7
千代田区	100.0	106.9	106.9	106.1	104.6	102.2	99.3
世田谷区	100.0	102.1	102.7	102.4	101.5	100.0	97.9
品川区	100.0	102.4	102.9	102.7	101.7	100.0	97.8
江戸川区	100.0	101.5	101.7	101.1	99.8	98.2	96.2
文京区	100.0	101.8	101.9	101.3	100.1	98.2	95.7
豊島区	100.0	107.3	106.1	104.5	102.2	99.2	95.3
大田区	100.0	101.6	101.6	100.8	99.4	97.5	95.1
板橋区	100.0	100.9	100.5	99.1	97.2	94.7	91.8
目黒区	100.0	100.8	100.2	98.8	96.8	94.1	91.1
台東区	100.0	100.6	99.5	97.7	95.4	92.6	89.4
渋谷区	100.0	100.3	98.8	96.6	93.9	90.9	87.4
中野区	100.0	99.4	97.7	95.5	92.9	89.8	86.2
北区	100.0	99.4	97.6	95.1	92.2	89.0	85.5
杉並区	100.0	99.4	97.6	95.1	92.0	88.5	84.5
葛飾区	100.0	98.2	95.7	92.4	88.7	84.8	80.8
足立区	100.0	98.0	95.2	91.6	87.5	83.1	78.7

出所: 国立人口問題・社会保障研究所より野村総合研究所作成

※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

日本 日本不動産投資市場

1 日本人口動態

2 日本マクロ経済環境

3 日本不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

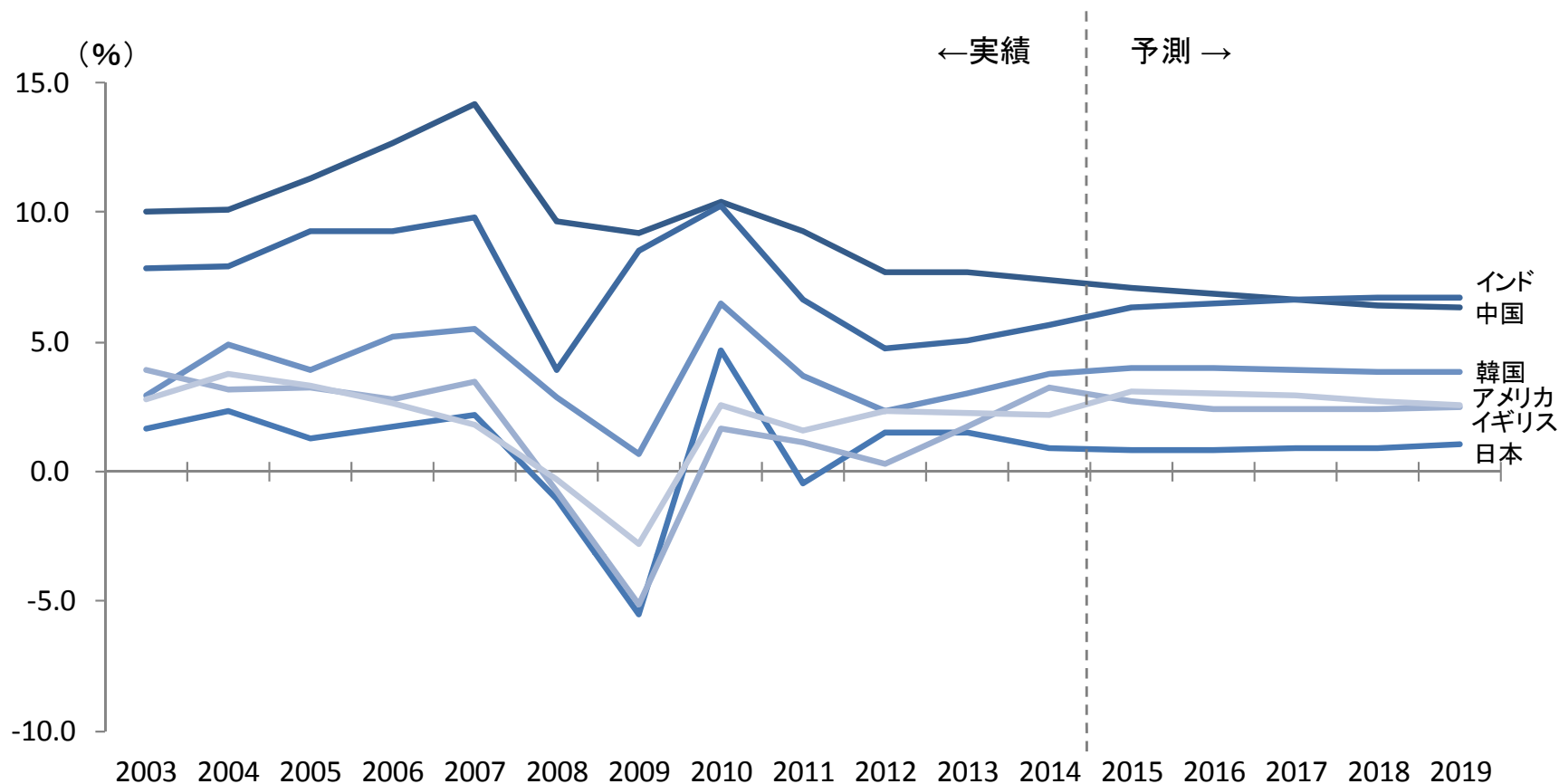
7 物流施設市場

8 不動産投資商品市場

日本の経済成長率は主要国に比べ低く、今後の大幅な経済成長は見込み難い

- IMFによると、2015年の日本のGDP成長率は1%弱、その後も1%前後で推移すると予測されている。

主要国の実質GDP成長率の推移

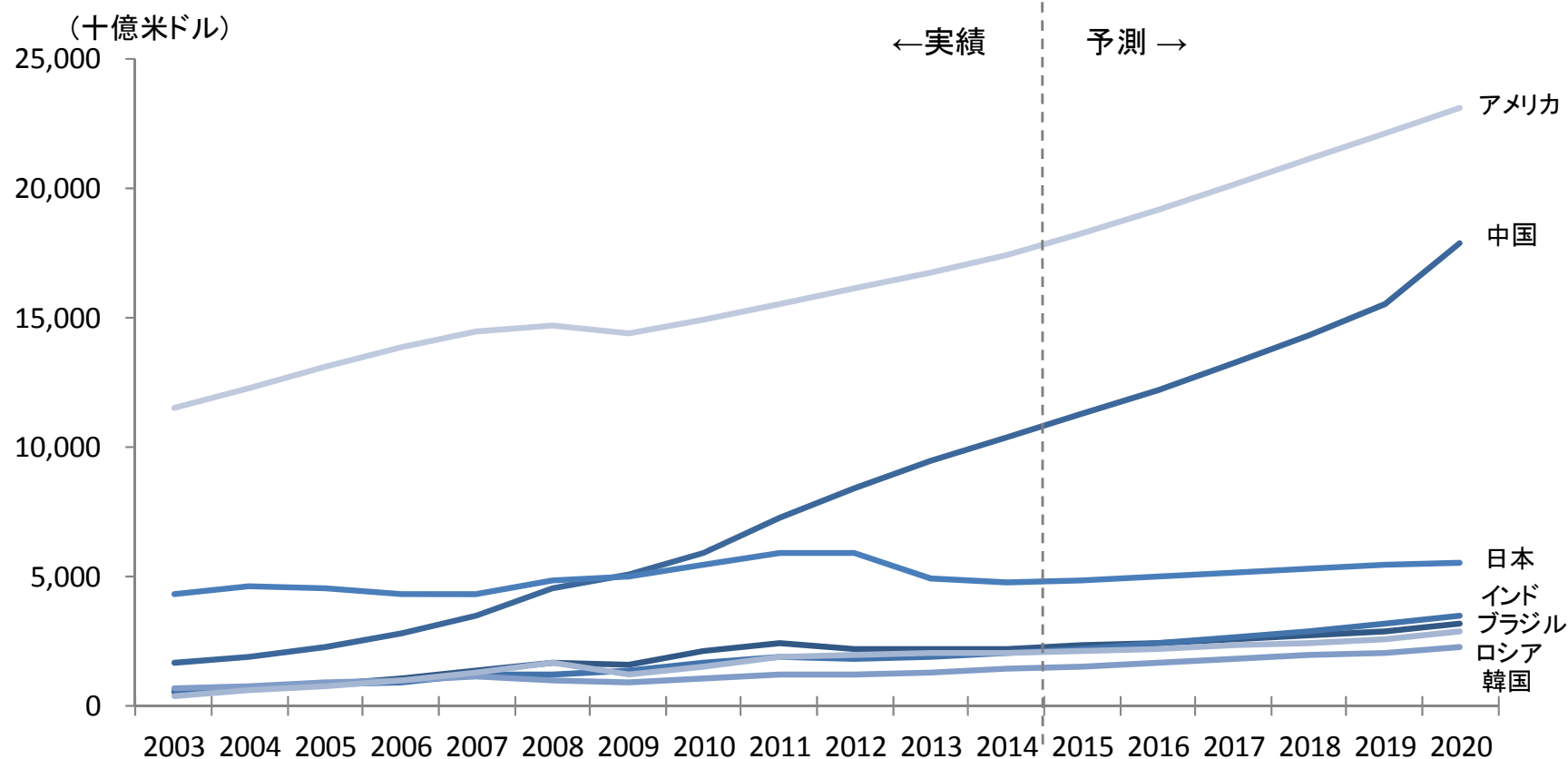


出所:IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

それでも、日本の経済規模は依然として大きく、投資対象として無視し得ない市場である

- 現在の成長率が今後も続く場合、2020年時点でも名目GDPはインドやブラジル、ロシアには追い付かれることはなく、世界第3位であり続ける見通しである。

主要国の名目GDPの推移



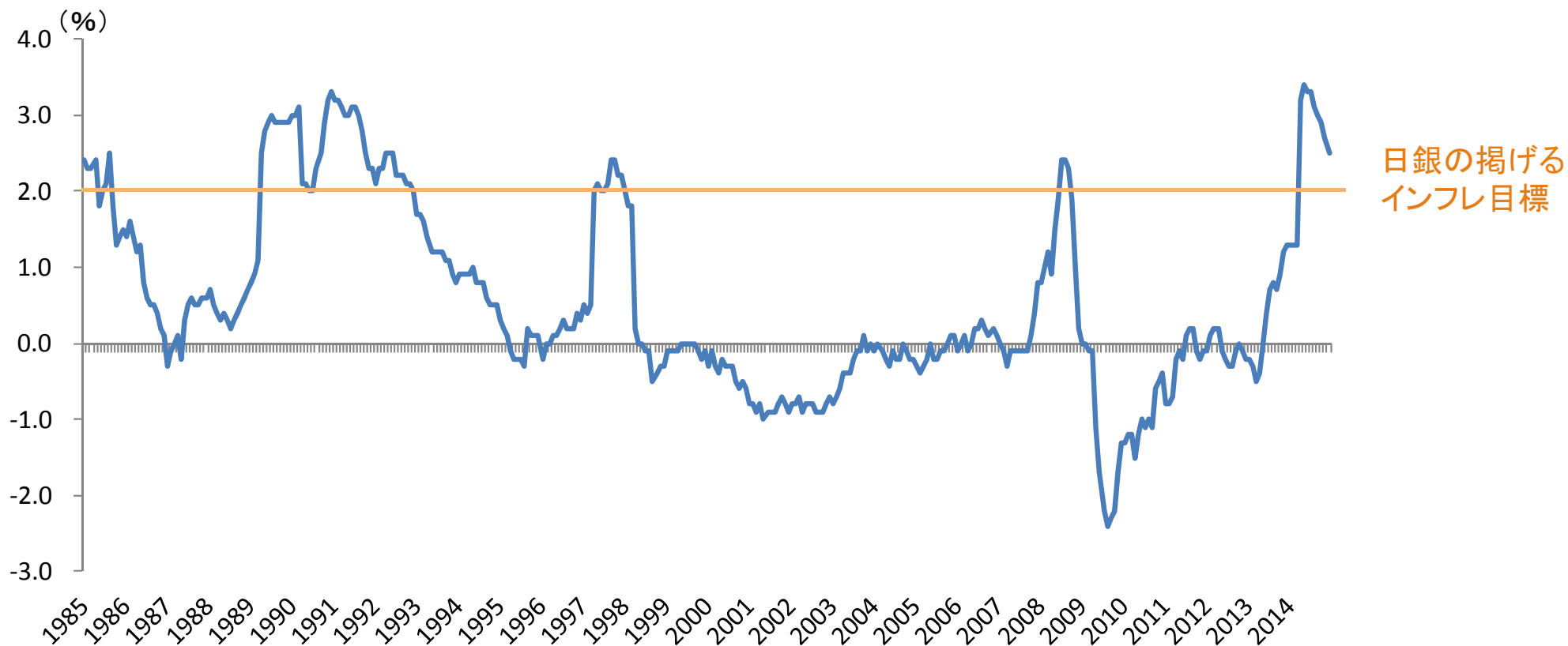
出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

※ 2019年まではIMF予測、2020年までは2014年～2019年の成長率(CAGR)が続くと仮定し試算

消費税増税による値上げが物価上昇に反映されたが、その後は鈍化している

- 増税による消費マインドの落ち込みが一因となり、物価上昇は鈍化しつつある。

日本の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の前年同月比の推移

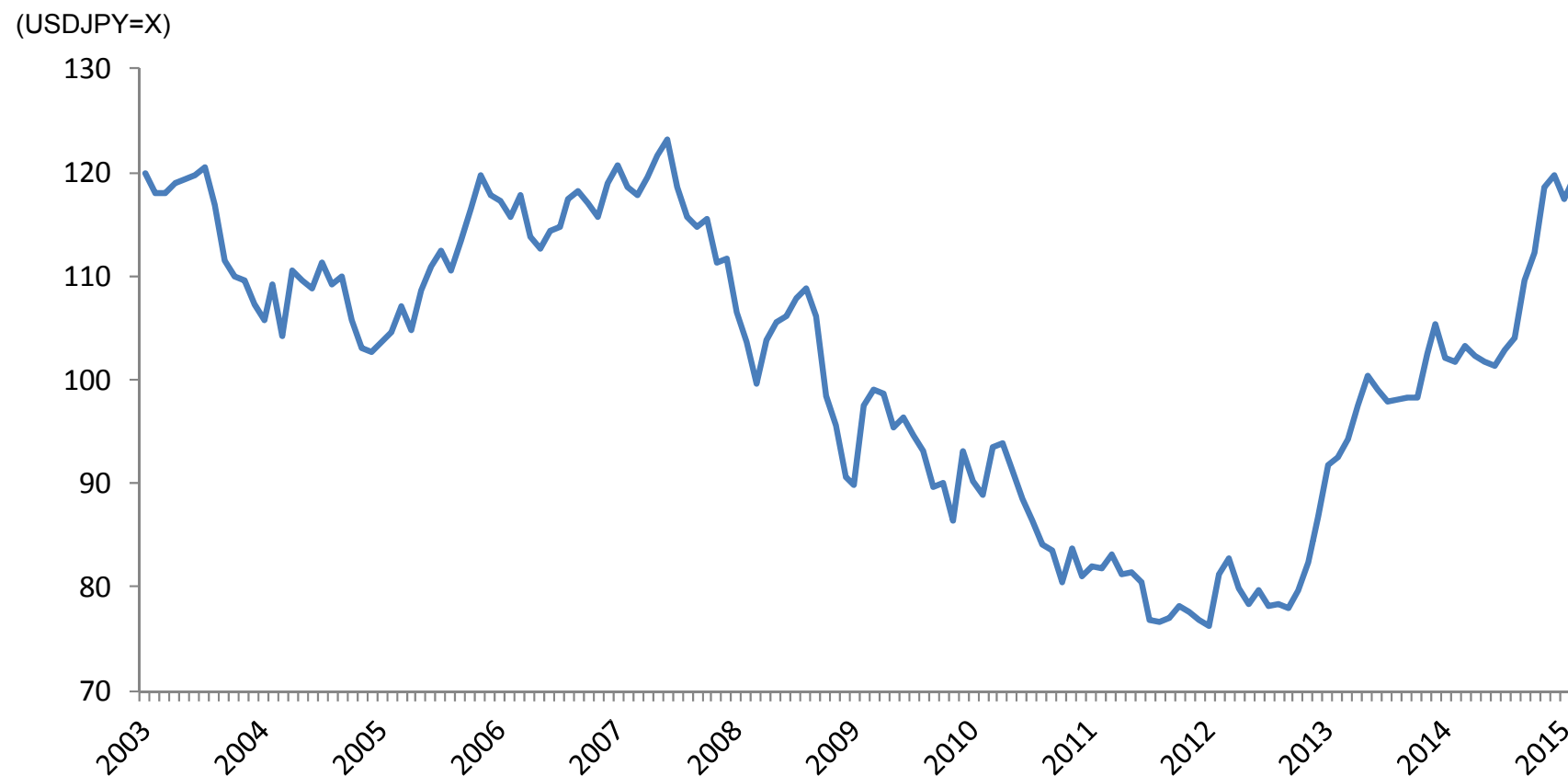


出所: 総務省より野村総合研究所作成

急速に進んだ円安の動きは一服したものの、依然として円安傾向にある

- アベノミクスによる異次元の金融緩和などにより、2012年末から現在までに大幅に円安が進んだ。
- 日本の貿易収支の悪化や米国の金融緩和縮小などが、円安要因となっている。

ドル円為替相場(各月末)の推移

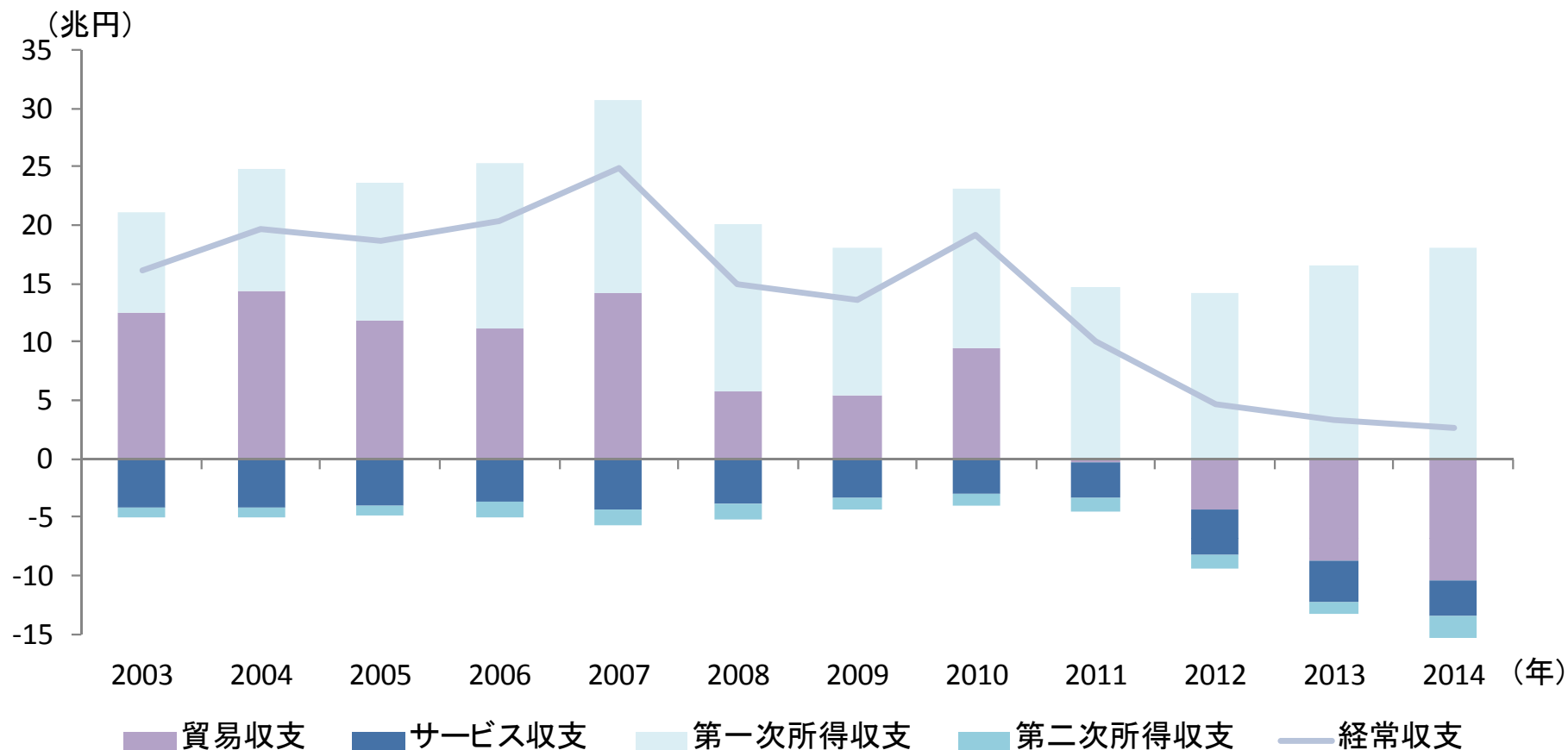


出所: Bloombergより野村総合研究所作成

貿易赤字は大幅に拡大しており、経常収支は黒字であるものの減少し続けている

- 貿易収支は2011年以降4年連続で赤字となり、2014年の経常黒字額は過去最低となった。

日本の経常収支の推移



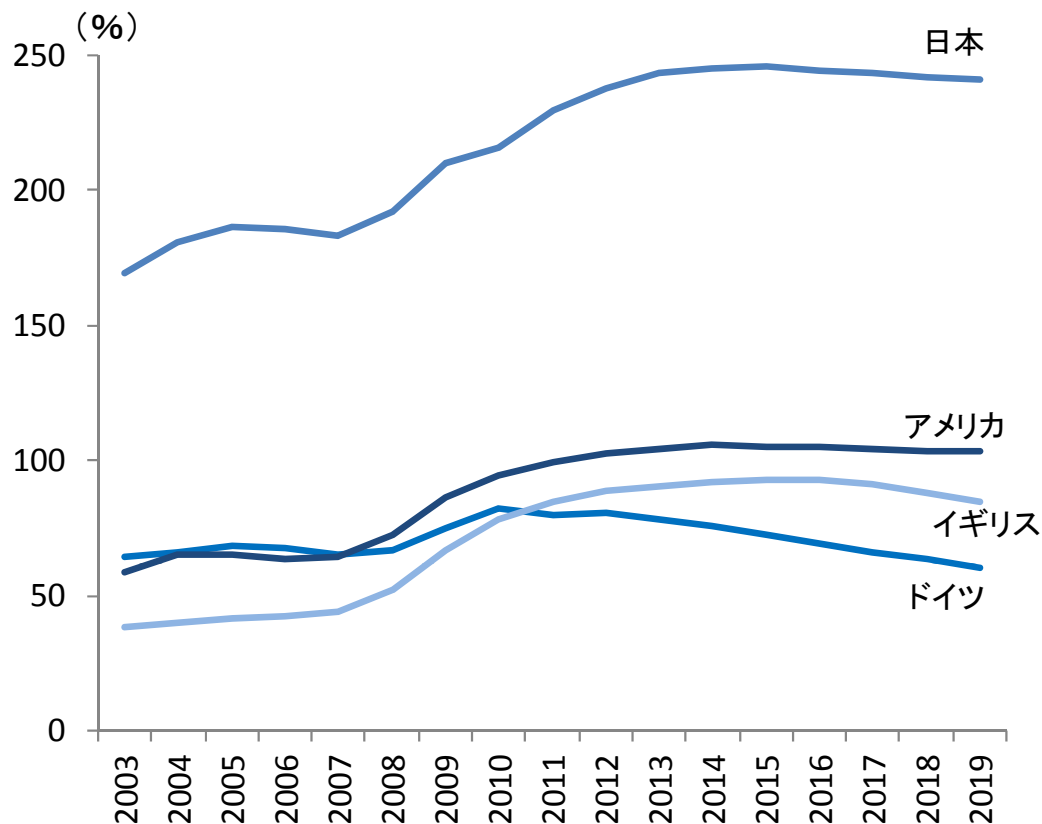
出所:財務省より野村総合研究所作成

2014年度より「所得収支」は「第一次所得収支」、「経常移転収支」は「第二次所得収支」に変更された

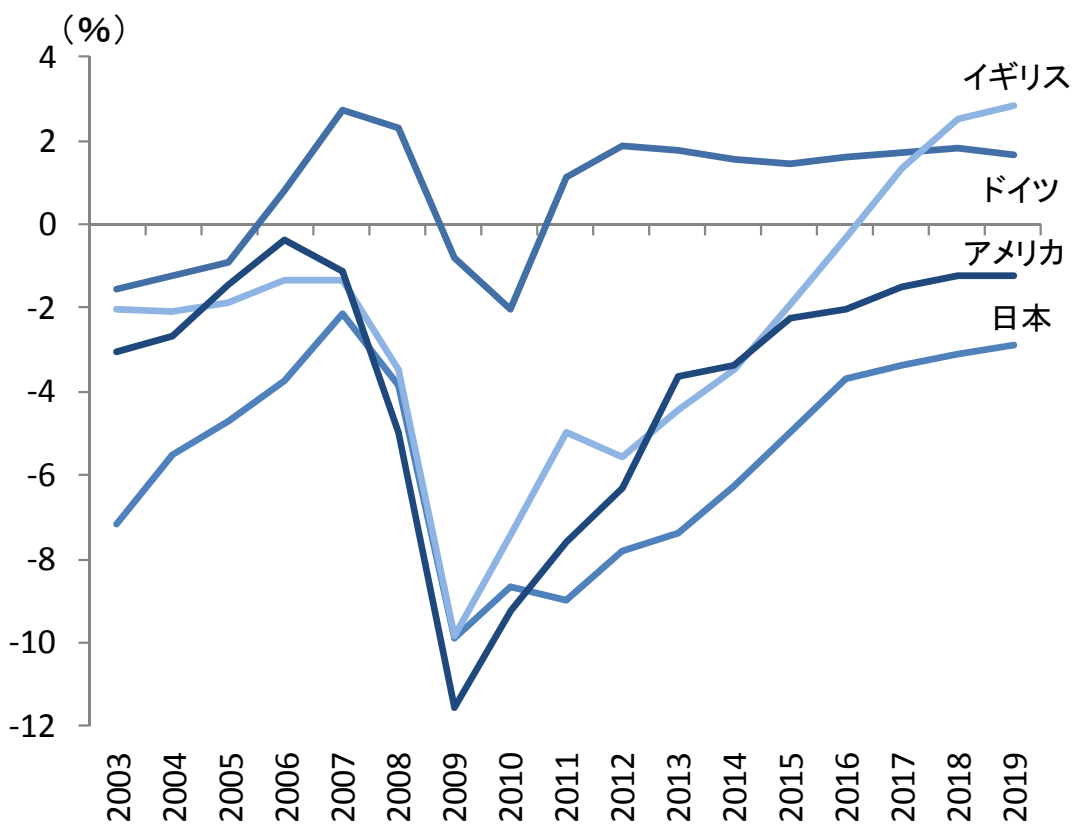
公的債務は積み上がる一方であり、財政破綻が懸念されている

- IMFによる直近の見通しでは、政府債務残高比率は上昇傾向に歯止めがかかるとの予測になっているものの、依然として高い水準である。
- 財政維持の一条件となる基礎的財政収支の黒字化は、達成が難しいと見込まれている。

主要先進国の政府債務残高GDP比の推移



主要先進国の基礎的財政収支GDP比の推移



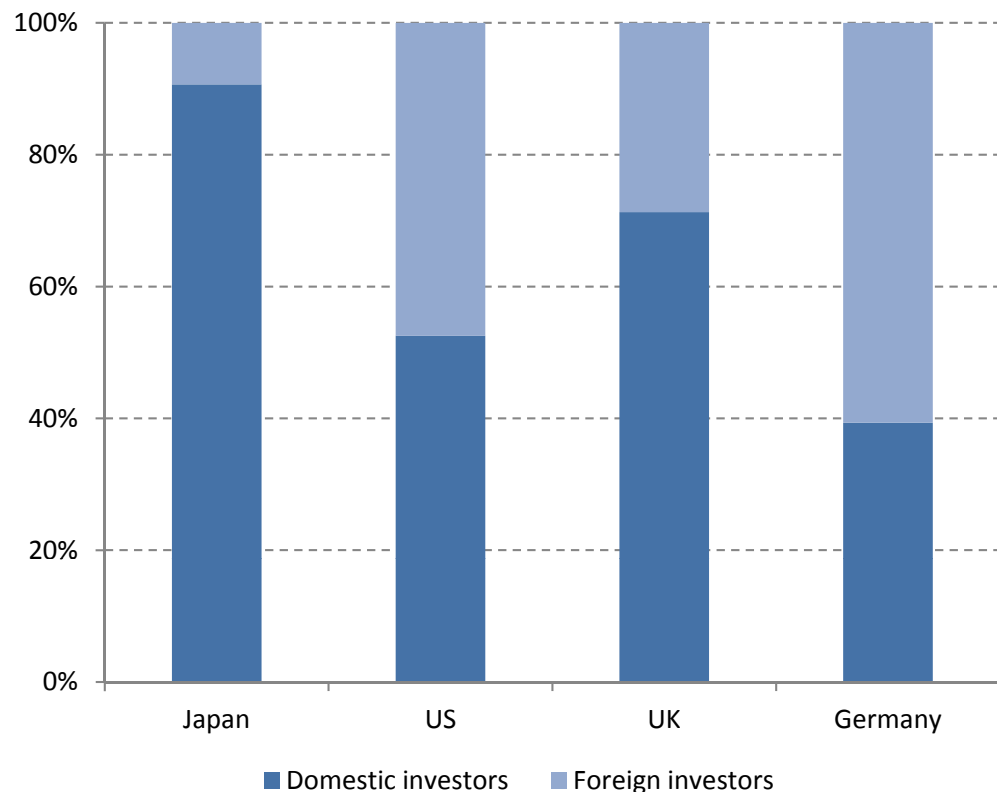
出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

但し国内に資金がとどまり循環し続ける限り、財政破綻の可能性は低いとの見方が強い

- 日本国債は9割以上が国内投資家によって保有されているため、直ちに国債価格が暴落する可能性は低いとの見方が強い。
- 国債消化の原資となる個人金融資産は、近年では株価上昇などにより増加している。

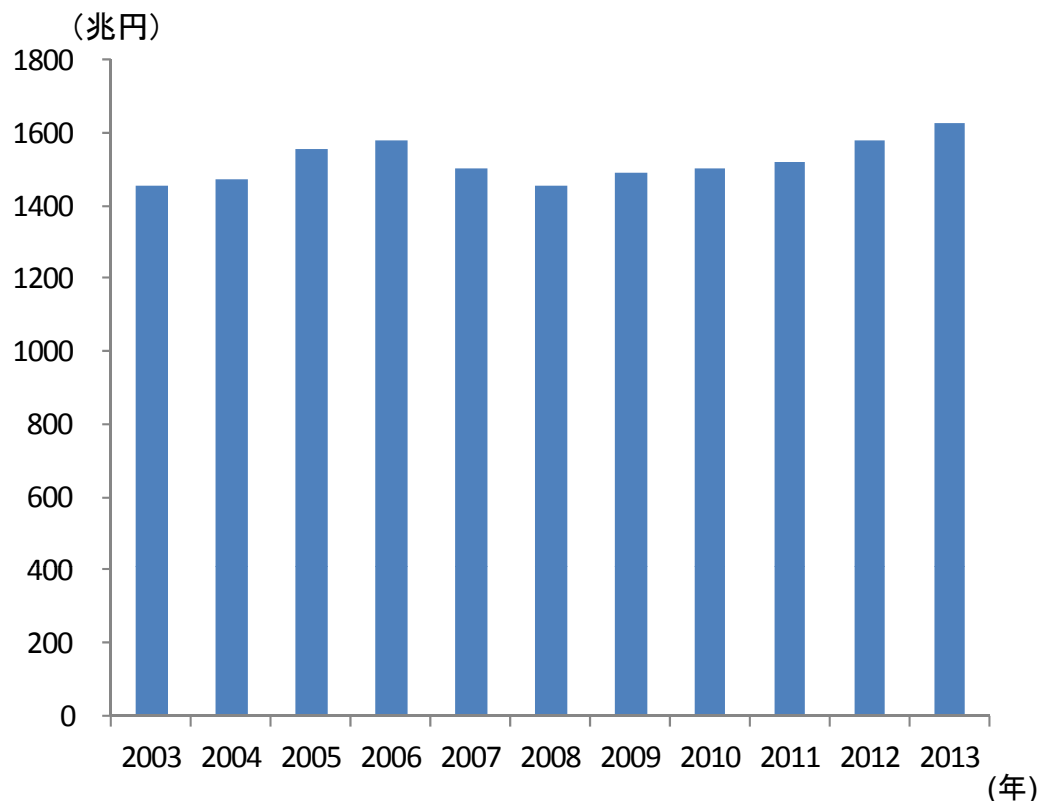
各国の国債の保有者内訳



出所：日本銀行、FRB、ONS、Bundesbank,より野村総合研究所作成

※日・米は2014年12月末、英・独は2013年第3四半期時点

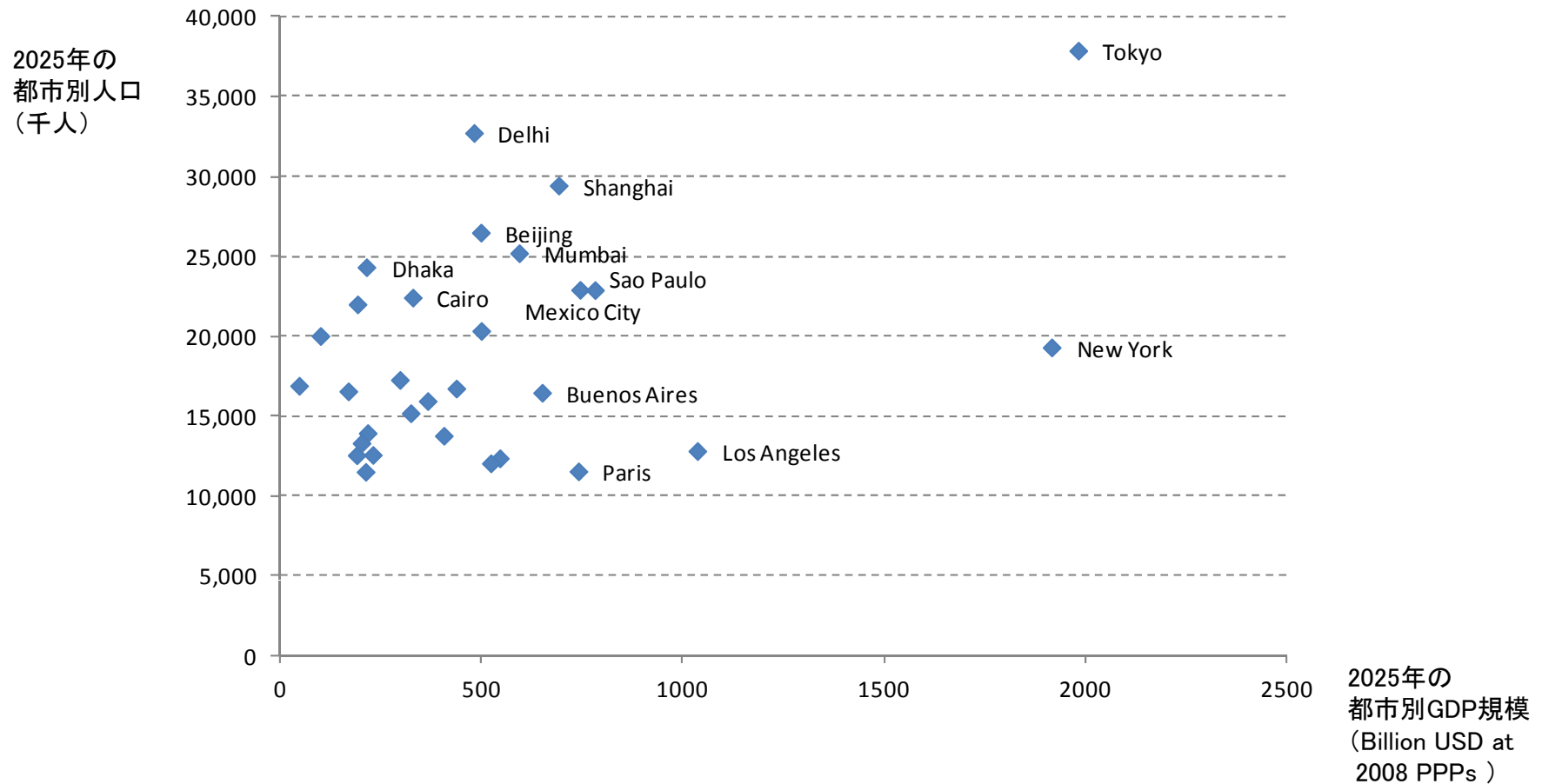
日本の個人金融資産の推移



出所：日本銀行より野村総合研究所作成

都市別にみると、東京は人口とGDPの点で世界最大の都市であり続ける

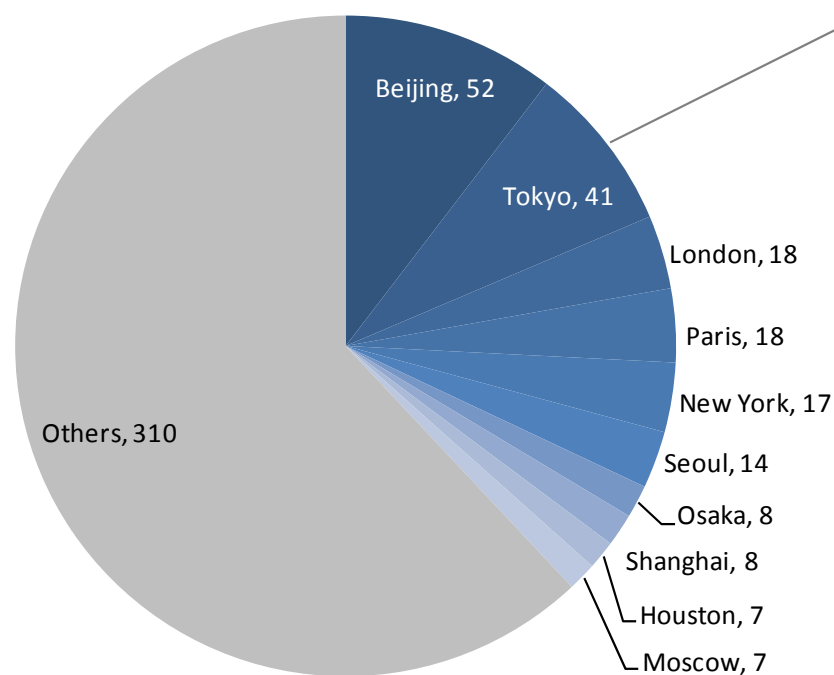
2025年の都市別GDP・人口予測（人口上位30都市）



出所: PricewaterhouseCoopers、UNより野村総合研究所作成

東京は、世界的な大手企業が2番目に多く集積している都市である

都市別のFortune Global 500(2014)の企業数



東京圏(1都3県)にあるFortune Global 500企業(上位200位以内)

順位	社名	売上(百万ドル)
23	日本郵政株式会社	152,125
45	本田技研工業株式会社	118,210
51	JXホールディングス株式会社	111,014
53	日本電信電話株式会社	109,054
61	日産自動車株式会社	104,635
78	株式会社日立製作所	95,988
105	ソニー株式会社	77,532
108	三菱商事株式会社	75,755
124	丸紅株式会社	70,429
135	ソフトバンク株式会社	66,546
139	東京電力株式会社	66,194
145	株式会社東芝	64,907
148	イオン株式会社	64,240
164	第一生命保険株式会社	60,340
173	三井物産株式会社	57,302
176	株式会社セブン&アイ・ホールディングス	56,572
184	新日鐵住金株式会社	55,062
199	株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	51,667

日本 日本不動産投資市場

1 日本人口動態

2 日本のマクロ経済環境

3 日本不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

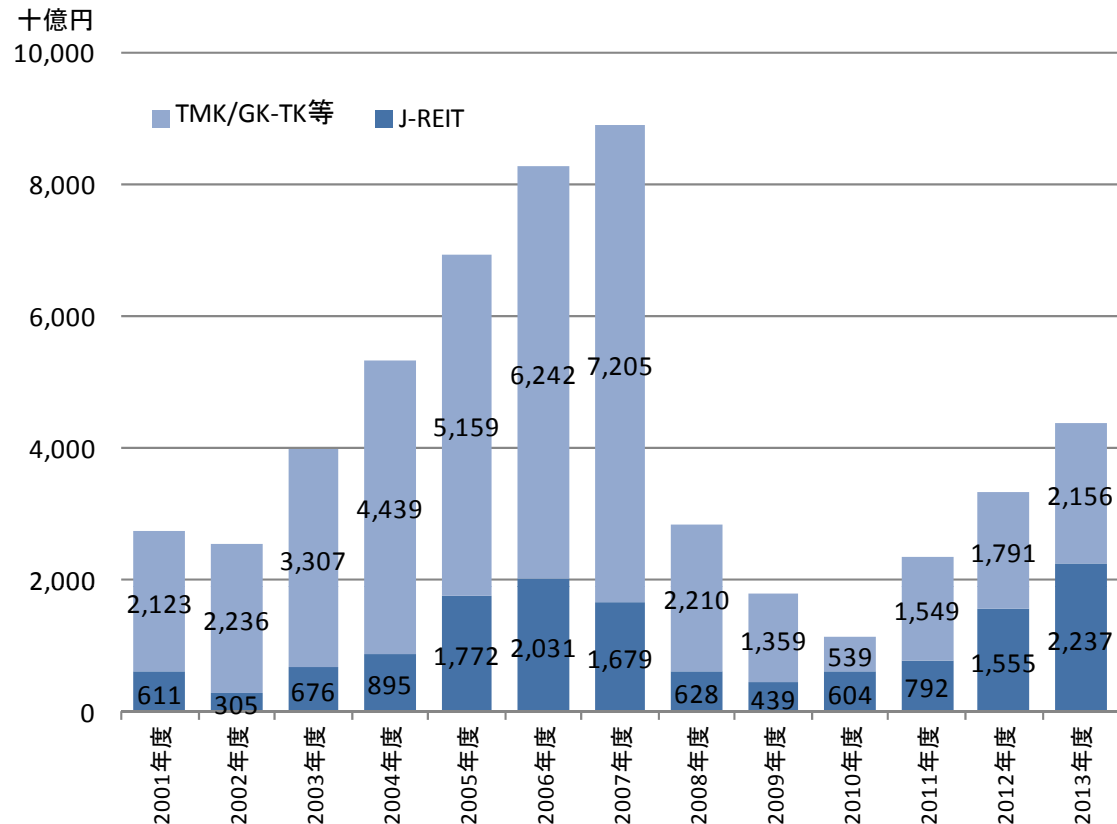
7 物流施設市場

8 不動産投資商品市場

プロ投資家の活動レベルは確実に回復し、2005～2006年の状況に近づいている

- 2013年度、J-REITは2兆円以上の資産を取得し、買い手として圧倒的な強さを見せた。データは発表されていないものの、2014年度にはJ-REITは最有力購入者の座から転落した。代わって台頭したのは、私募REIT、国内外の個人富裕層、国内外の事業会社などであり、東京においては、プロ投資家でさえ資産取得が難しい状況が続いている。

証券化対象不動産の取得実績の推移

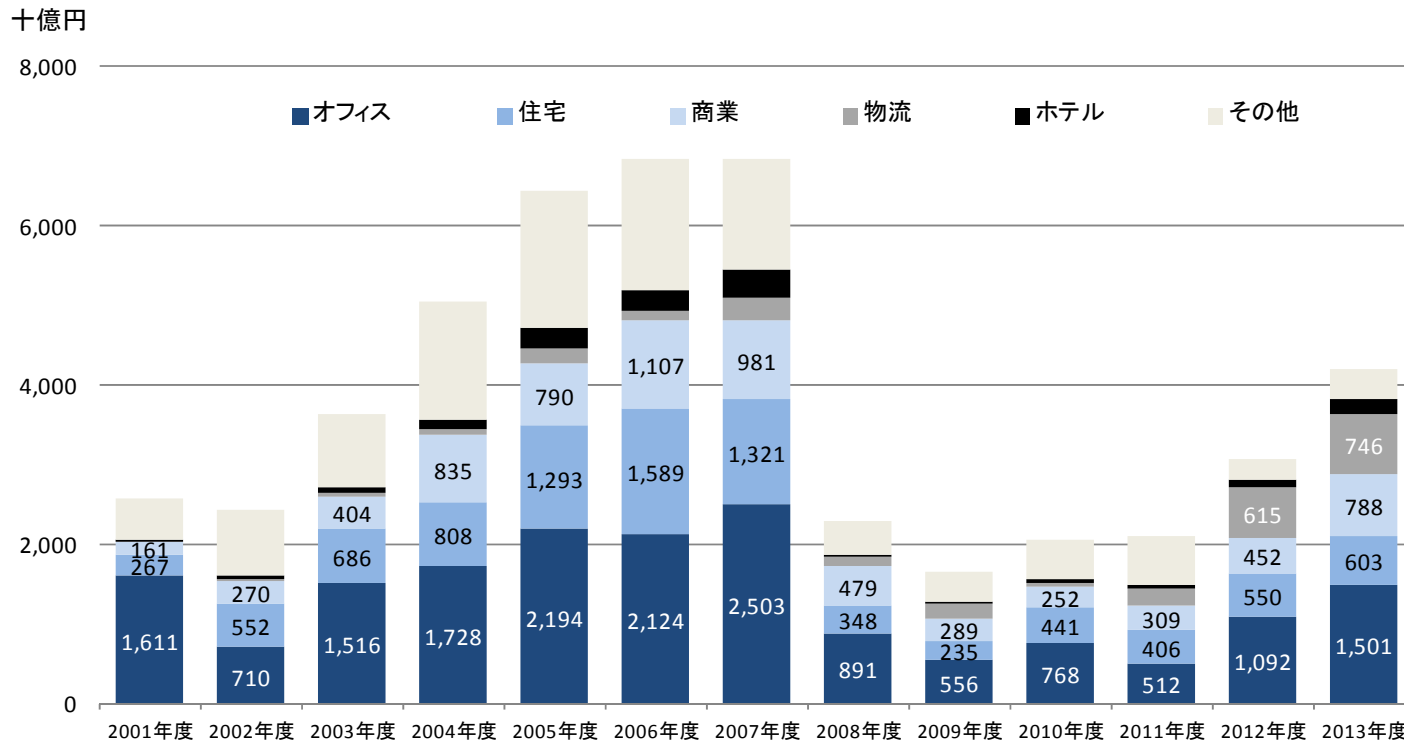


日本の不動産投資市場の概況

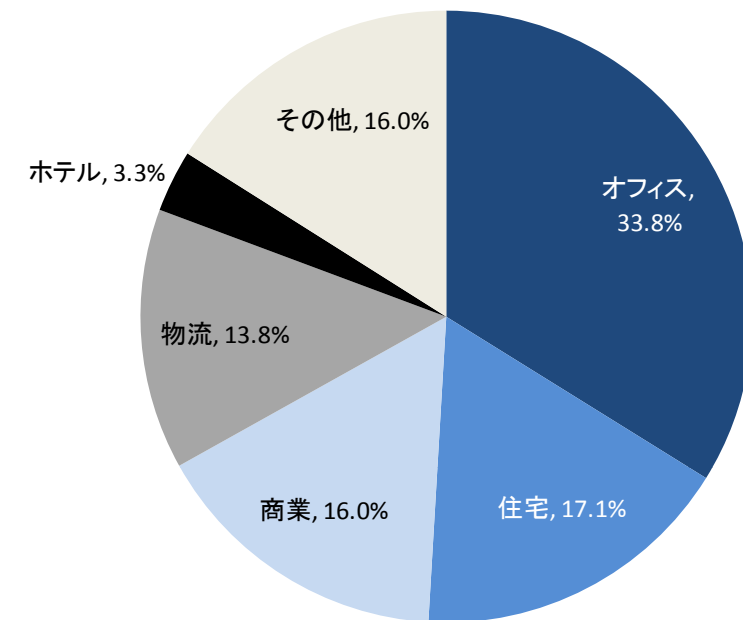
オフィス・住宅・商業・物流が取引額の80%を占めているが、ホテル売買も活発化している

- 2020年のオリンピック決定や、円安、マクロ経済環境の好転などによって国内外からの旅行者が増えつつあり、ホテル投資は活況を呈している。

用途別に見た証券化対象不動産の取得実績の推移



過去5年の用途別の証券化対象不動産の取得実績



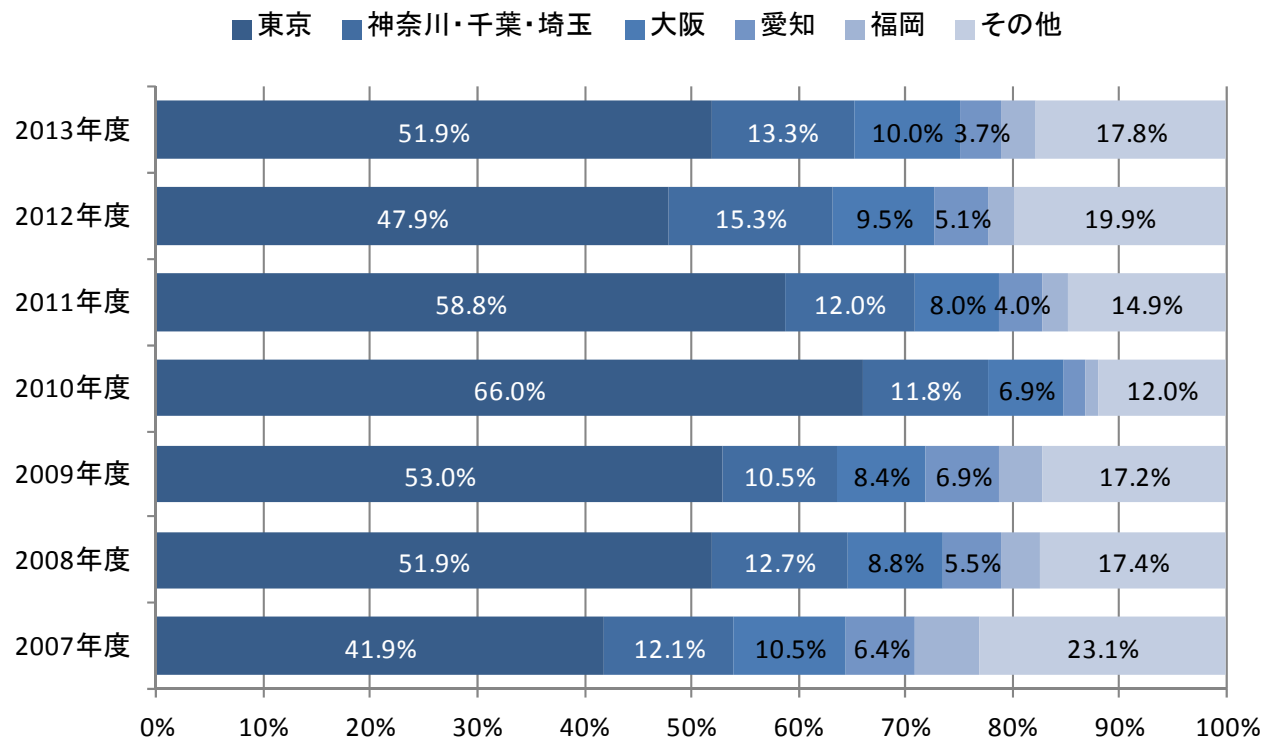
出所:国土交通省「不動産証券化の実態調査」より野村総合研究所作成

※2001年以降は、TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。そのため、各年度の取得総額や累計額は前掲の資料と一致しない。

モノ不足を反映する形で、投資マネーは再び地方へ回り始めている

- 都市部における投資機会が不足している結果、2012年度以降、東京都の取引量は全国の50%程度にある。2014年度、2015年度はさらに地方投資に拍車がかかることが予見され、この観点からも市場は前回の不動産サイクルの軌道をたどっていると言える。

証券化対象不動産の都道府県別の実績推移(件数)



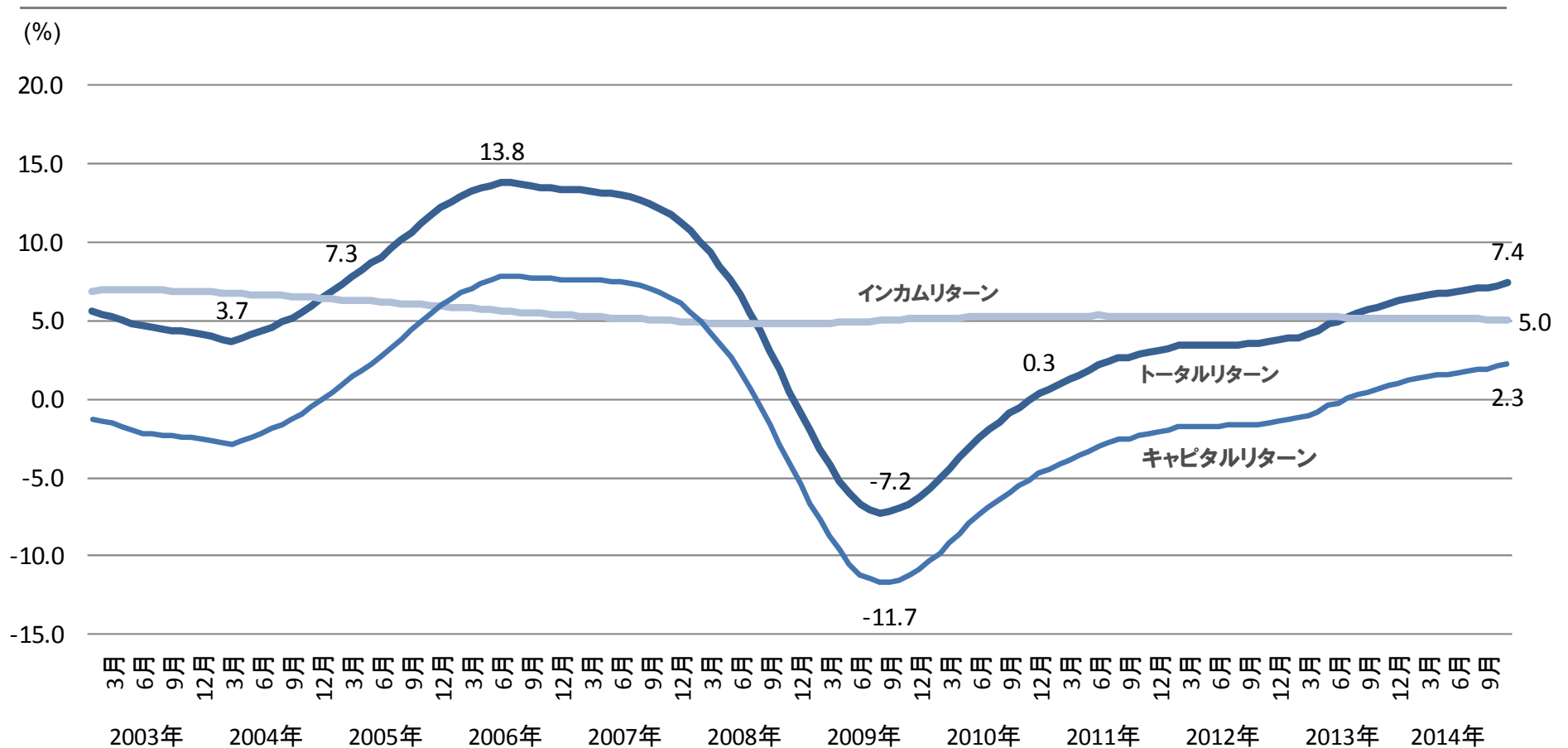
出所:国土交通省「不動産証券化の実態調査」より野村総合研究所作成
 ※TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。

日本の不動産投資市場の概況

トータルリターンは7%超まで回復し、2005年第1四半期のレベルに達した

- リーマンショック以前のサイクルにおいては、2005年第1四半期に7%超のトータルリターンを達成した後、2006年の第2四半期まではリターンが上昇し、その後2007年第1四半期までは10%程度のリターンを維持した。

日本におけるキャピタル／インカム／トータルリターンの推移

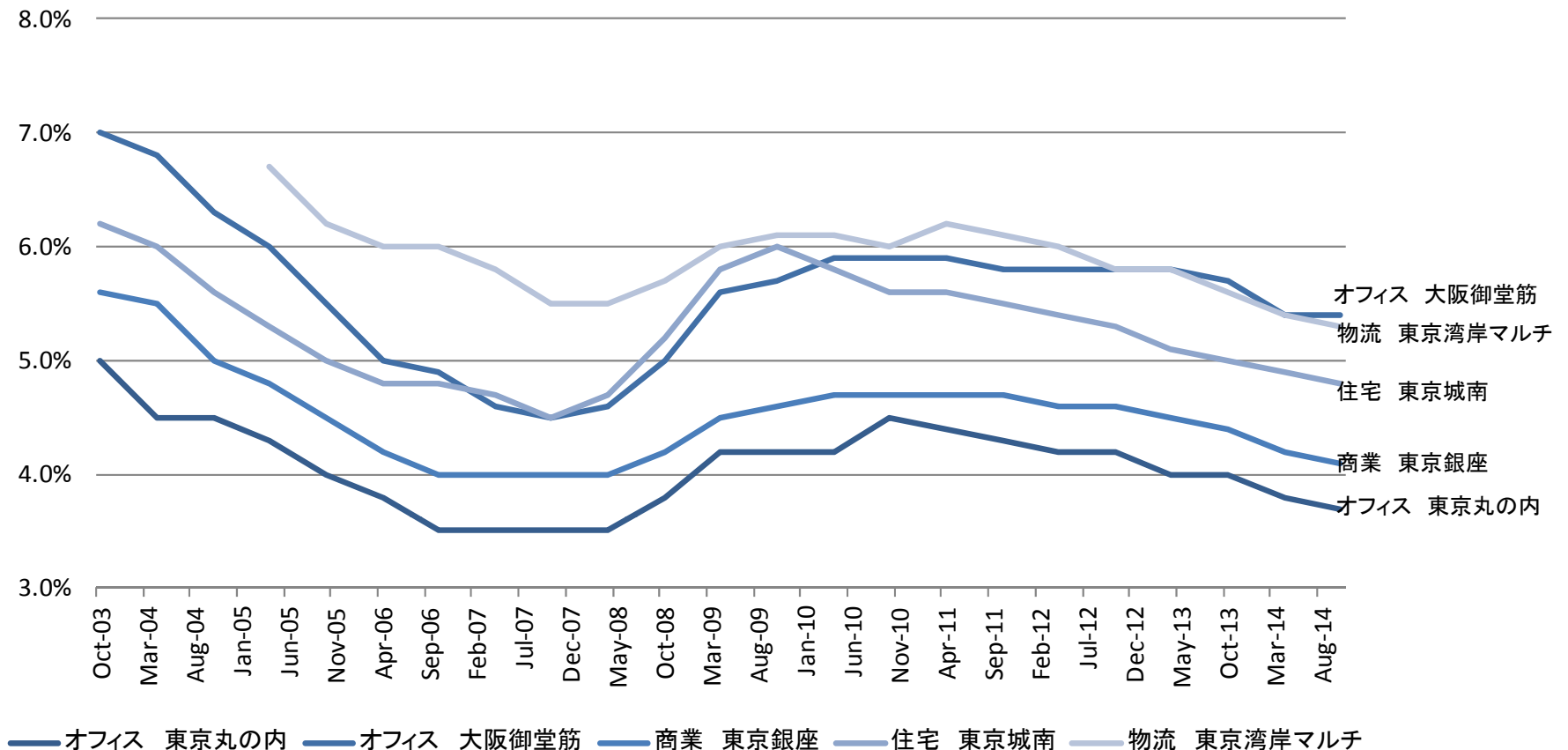


出所: 株式会社IPDジャパン

キャップレートは急速に圧縮され、足元は2007年水準に達したともいわれる

- 3%台のキャップレートで取引される資産は決して珍しくない。市場関係者の一部は、もはやキャップレートの多寡は論点ではないという見解を示している。賃料上昇が見込まれる環境では、取得時点のキャップレートを論じるよりも、賃料上昇の及ぶ範囲、スピード、タイミングが重要であるという指摘もある。

日本の主要投資領域におけるキャップレートの推移



日本の不動産投資市場の概況

1,000億円を超えるメガディールが複数成立している

- Equity、Debt共に調達しやすい環境において、高額物件の流動性が高まっている。

取引時期	2013年12月	2014年3月	2014年8月	2014年10月	2014年11月
物件名	浜松町駅西口	大手町タワー(持分)	目黒雅叙園	Pacific Century Place東京 (オフィス部分)	GE住宅ポートフォリオ (約200棟)
プロパティタイプ	更地	オフィス	オフィス・ホテルなど	オフィス	住宅
所在エリア	港区浜松町	千代田区大手町	目黒区目黒	千代田区丸の内	全国
売り手	国際興業	東京建物などのSPC	ローンスター	Secured Capital Japan (現PAG)	GE Real Estate Japan
買い手	日本生命/大林組	みずほ銀行	森トラスト	GIC	Blackstone
売買金額	約800億円	1,782億円	約1,300億円	約1,700億円	約2,000億円
延べ床面積	7,205㎡	34,200㎡ (取引対象面積)	155,820㎡	38,840㎡ (取引対象面積)	NA

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

日本の不動産投資市場の概況

目線が異なる投資家の資金が、市場価格を吊り上げ、投資マネーを分散させている

- 国内プレーヤーが警戒・懸念する地域・資産であっても、海外投資家や個人投資家は投資機会の獲得を優先し、資金投下のスピードを高めている。当然、都心部優良物件がほとんど見当たらないことが最大の要因となっている。様々な投資目線をもったプレーヤーが市場に共存することで、多様な領域で流動性が高まりつつある。

取引時期	2014年6月	2014年9月	2014年10月	2014年11月	2014年11月
物件名	新橋パークプレイス	日本橋富久第二ビル	パレロワイヤル松濤	銀座グランディアビルII	成晃ビル
プロパティタイプ	オフィスビル	オフィス	住宅	店舗ビル	オフィス・店舗ビル
所在エリア	港区新橋	中央区日本橋本町	渋谷区松濤	中央区銀座	大阪市北区(北新地)
売り手	NA	アスコット	NA	ヒューリック	NA
買い手	大手企業の創業者一族	台湾人個人投資家	個人投資家	個人	大手企業の創業者一族
売買金額	NA	NA	NA	NA	NA
延べ床面積	2,646㎡	1,310㎡	2,873㎡	1,340㎡	3,342㎡

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

日本の不動産投資市場の概況

東京都心における投資機会は乏しく、エクイティは郊外や地方に流出せざるを得ない

- 東京で資金投下できないプレイヤーは東京郊外や地方都市への展開を急いでおり、さらにその先へと投資機会を求めている。2004年頃から始まり、2008年以降に途絶えた投資戦略が再び脚光を浴びている。多くの投資家が地方での投資機会を見つけるために、地銀や地場不動産企業との関係構築を急いでいる。

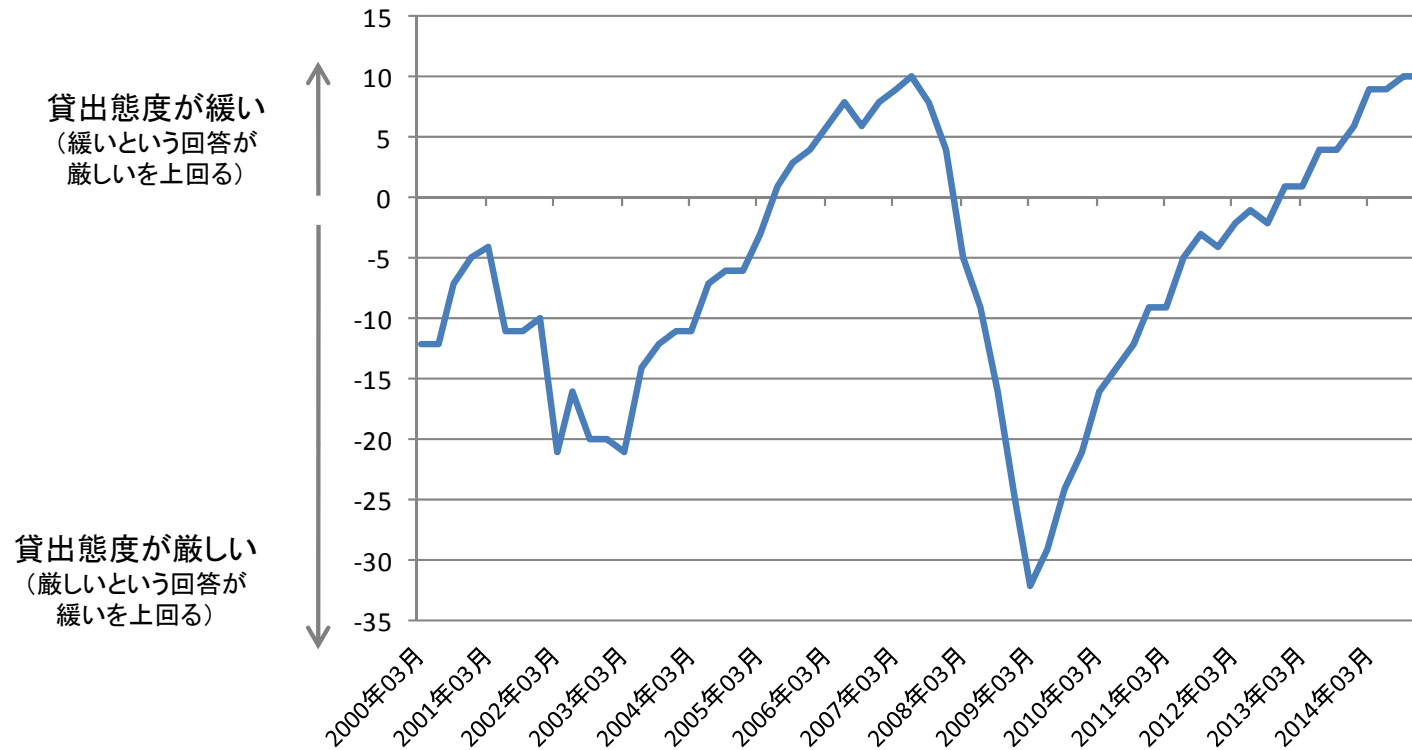
取引時期	2014年7月	2014年10月	2014年10月	2014年10月	2015年1月
物件名	ルネッサンス リゾート オキナワ	品川シーサイド3棟	住友生命仙台ビル	別府亀の井ホテル	前橋第一生命ビルディング、 小山第一生命ビルディング
プロパティタイプ	リゾートホテル	オフィスなど	オフィス	ホテル	オフィスビルなど
所在エリア	沖縄県	品川区東品川	宮城県仙台市	大分県別府市	群馬県前橋市、 栃木県小山市ほか
売り手	イシン・ホテルズ・グループ	日本たばこ	住友生命保険	アメイズ	第一生命
買い手	Green Oak Real Estate	イデラ キャピタルマネジメン ト ローンスター エリオット・マネジメン	ゴールドマンサックス	Fortress Investment Group	KAISER ASSET (カイザーアセット)
売買金額	130億円超	約600億円(3棟合計)	NA	40億円	8億5000万円
延べ床面積	40,195㎡	約14万㎡	20,411㎡	19,422㎡	約12,000㎡

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

引き続き、レンダー間の熾烈な貸出競争も不動産価格上昇の一因となっている

- 金融機関の貸し出し態度は2000年以降で最も緩和された状態に近く、2007年のリーマンショック前のピーク時の水準に等しい。「オーバーバンキング状態」は市場関係者に広く認識され、スプレッドは削られ、コベナンツは緩くなる状態が続いている。メガバンクを中心とした競争に、地方銀行も参入しており、当面この状態は解消されないと考えられている。
- 前回ピーク時との違いを挙げるとすれば、外資レンダーが皆無という点であろう。CMBSビジネスが凍結状態にあることから投資銀行系は参入意向が低く、他の外資プレイヤーもデット市場で国内レンダーで競争できるとは考えていない。

金融機関の不動産業向け貸出態度DIの推移



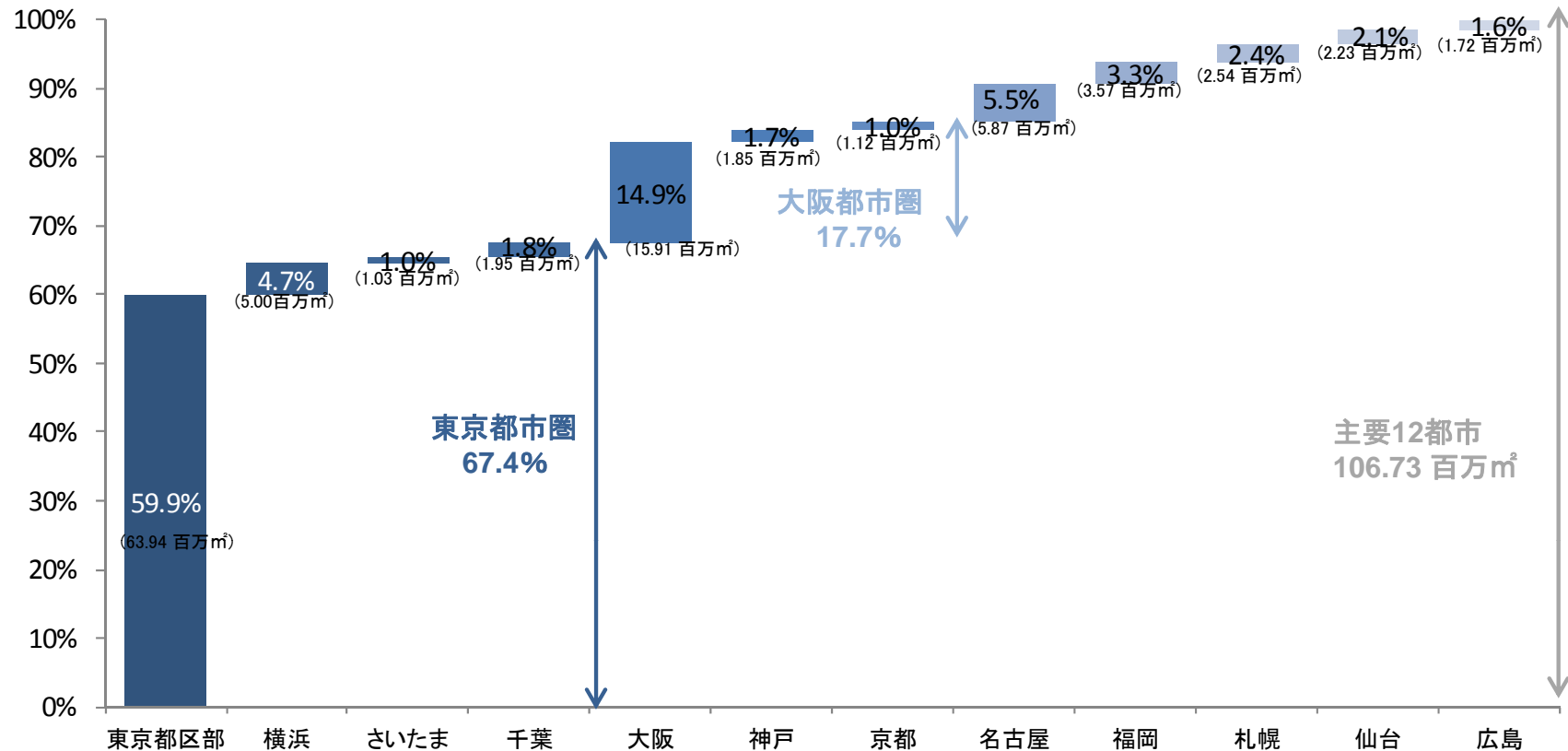
日本 日本不動産投資市場

- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 **オフィス市場**
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

日本の賃貸オフィス市場において、東京都区部が延べ床ベースで60%のシェアを持つ

- 日本の賃貸可能なオフィスはおよそ10,600万㎡のストックを有する。東京都区部はそのうち59.9% (6,394万㎡) を占め、圧倒的な市場規模を持つ。

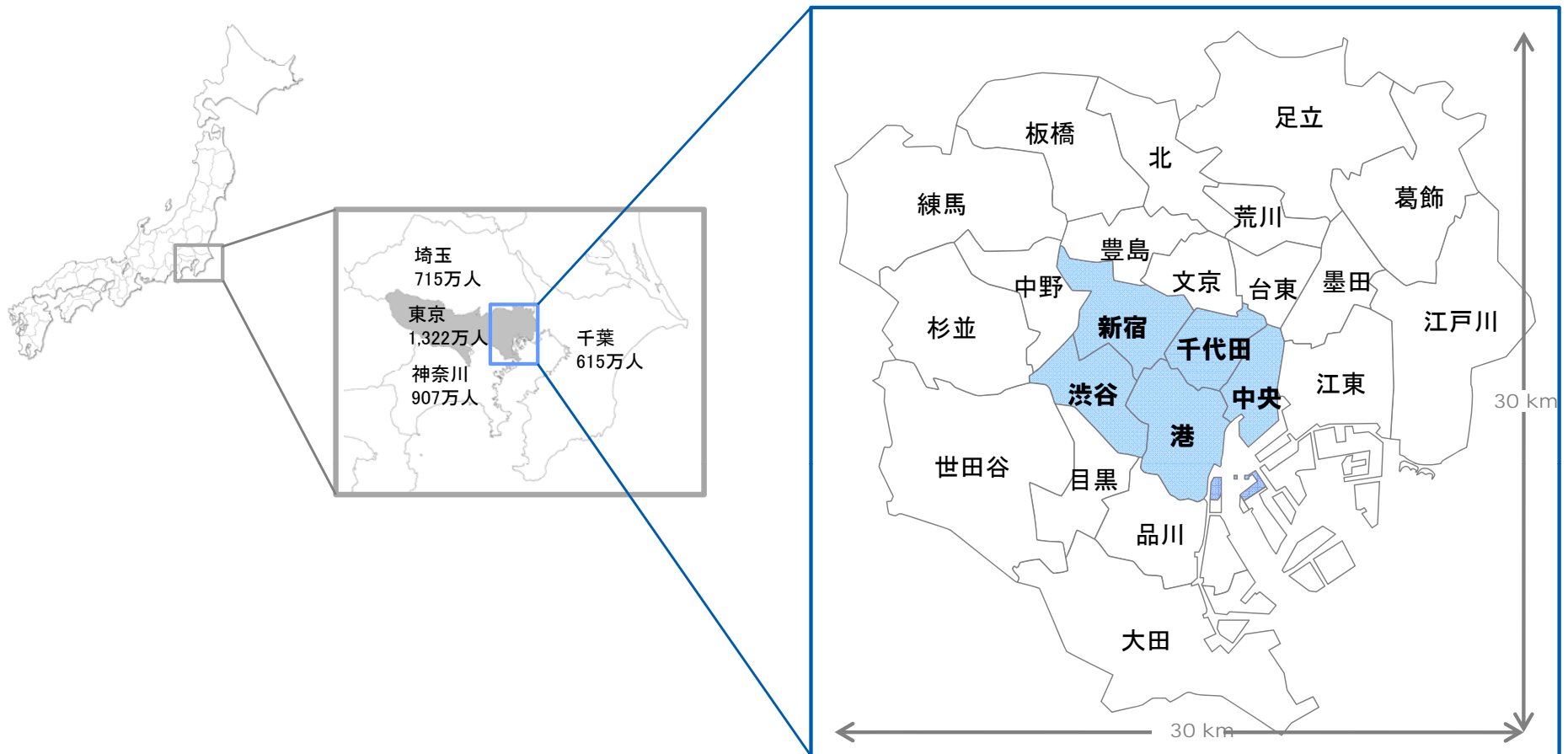
賃貸オフィスビルの地域別シェア



出所：日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」より野村総合研究所作成
 ※調査時点は2014年1月現在
 ※各都市の調査地域は主要オフィスエリアに限定される
 ※延床面積は3,000㎡以上が調査対象

東京のCBDエリアは都心の5区に集中している

- 東京のCBDはおよそ5km四方に集中しており、多数のオフィスが千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区に集積している。

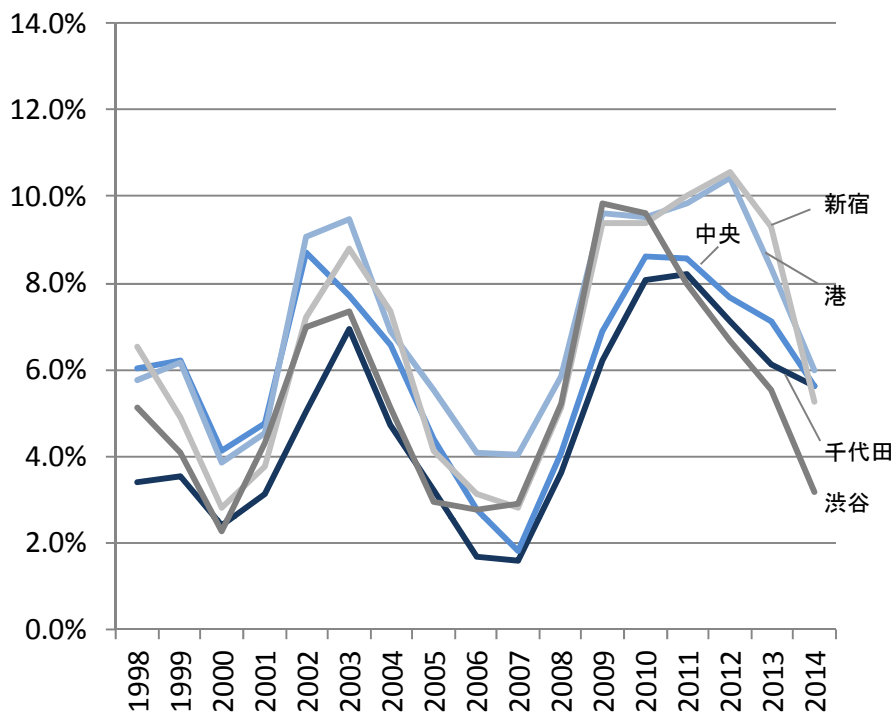


東京オフィス市場の空室率は、2.5年に渡り改善し続けている

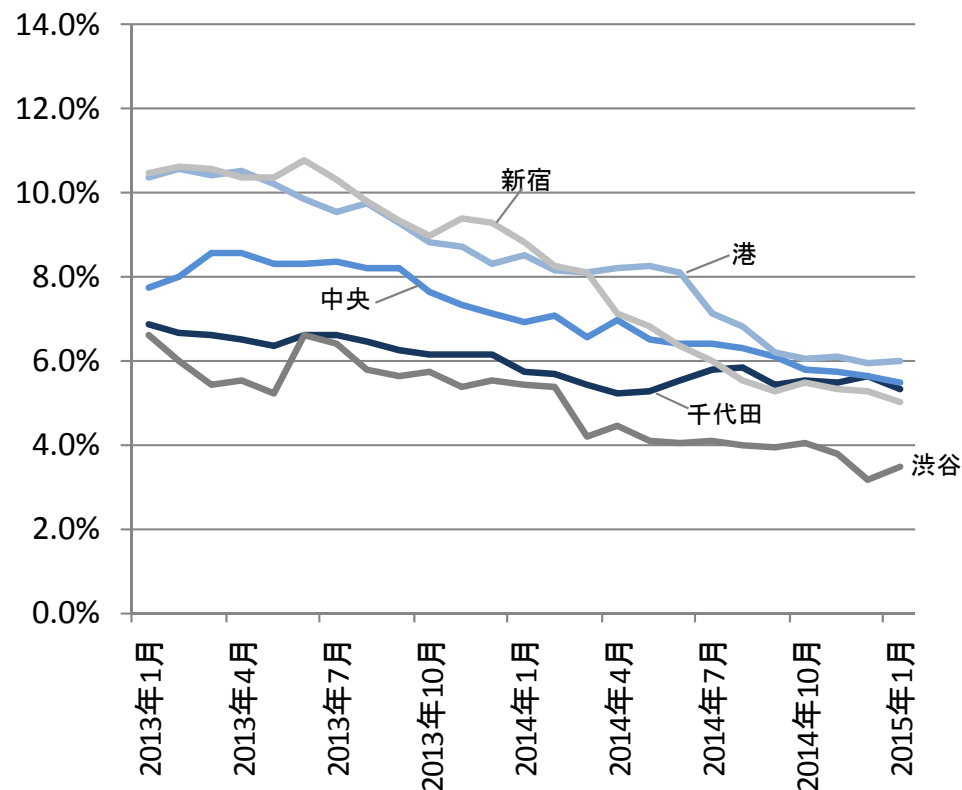
■ 過去15年程度の歴史で見れば、空室率は2年以上安定しない傾向があり、上下動を繰り返している。

東京都心5区のオフィス空室率推移

年次(1998年12月～2014年12月)



月次(2013年1月～2014年12月)



出所: 三鬼商事より野村総合研究所作成

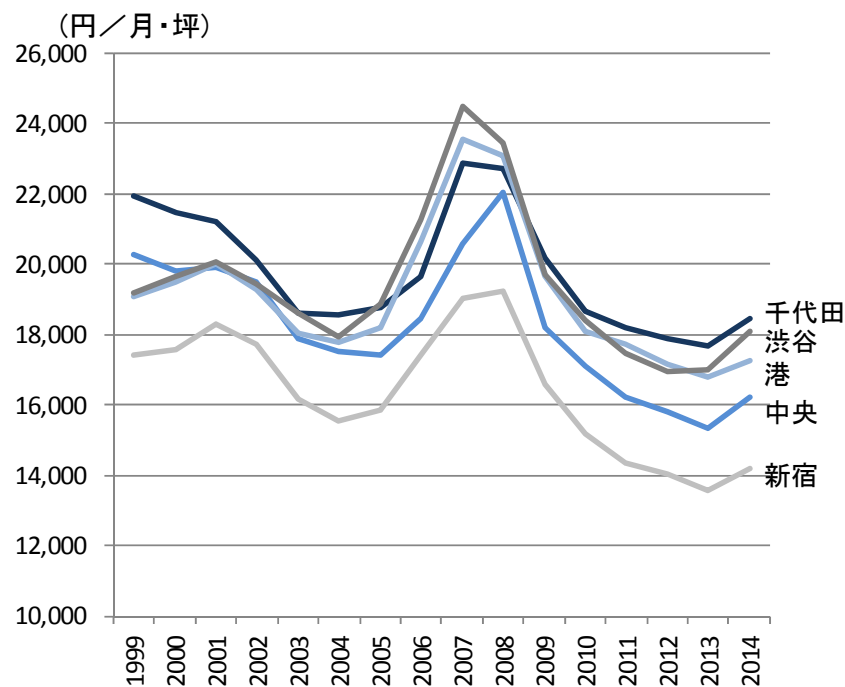
オフィス市場

賃料の伸びは緩やかであるが、長期目線に立てば完全に反転したとみることができる

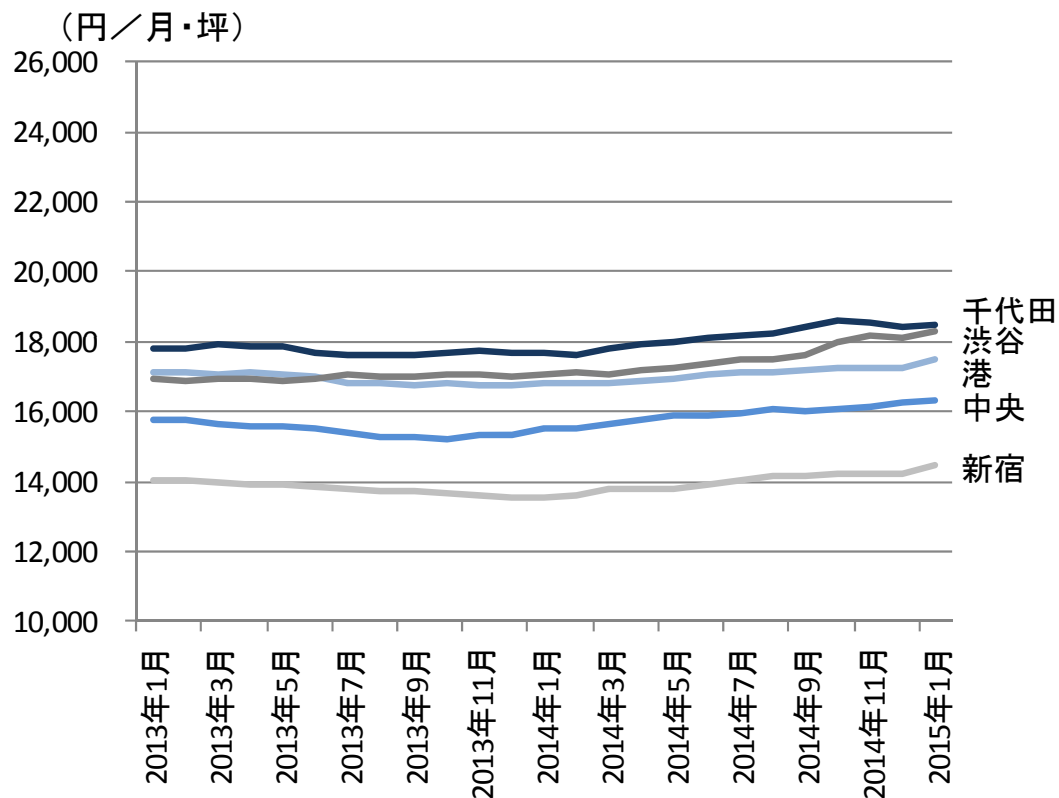
- 過去15年程度の歴史を見れば、賃料が高かった時期はごく一部。弱い状態、すなわちオーナーの交渉力が弱い状態が相対的に長い。

東京都心5区のオフィス賃料推移

年次 (1999年12月～2014年12月)



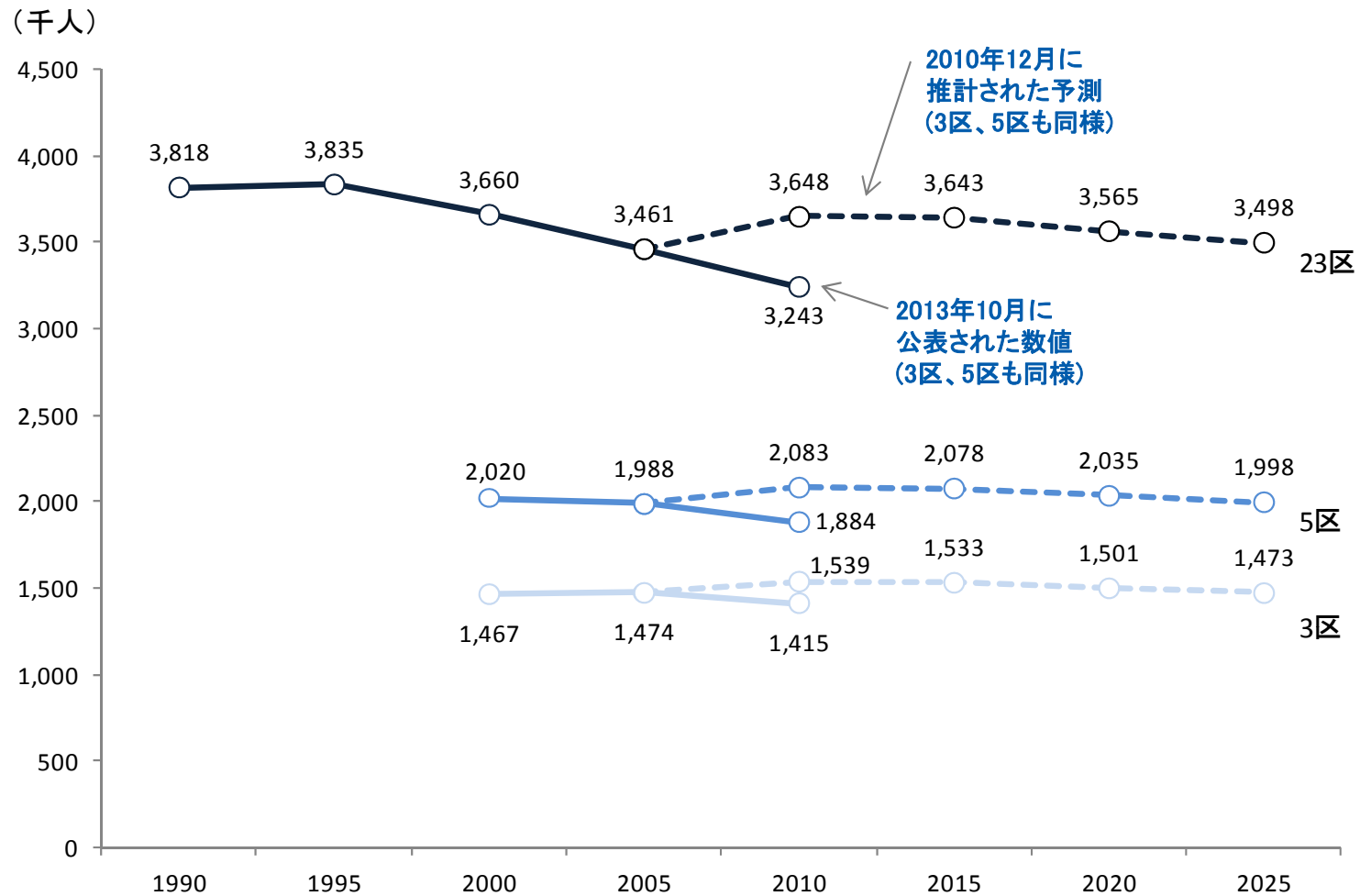
月次 (2013年1月～2014年12月)



出所：三鬼商事より野村総合研究所作成

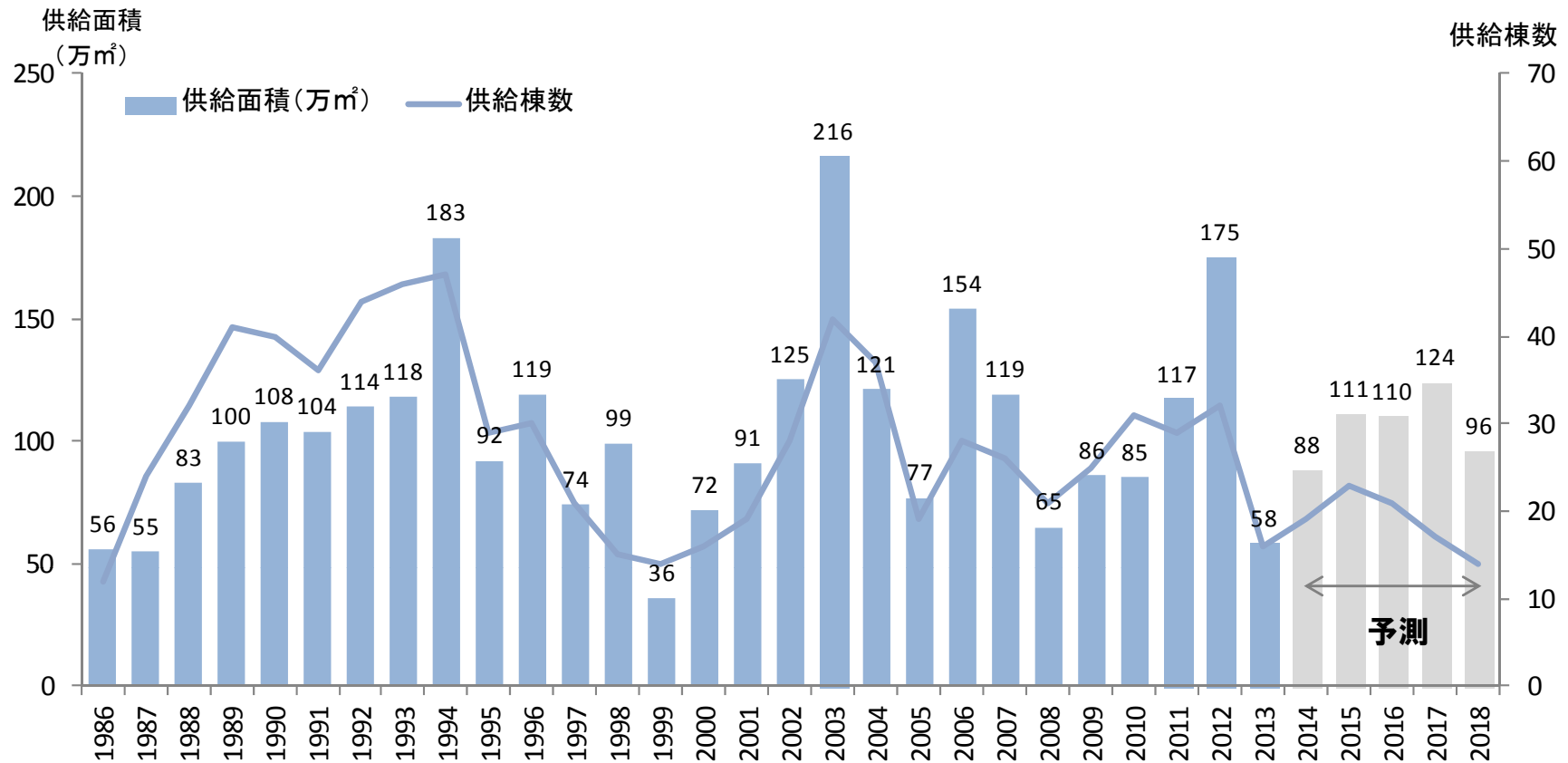
オフィスワーカ数は、東京都の予測を上回るペースで減少している

東京におけるオフィスワーカ数の推移



オフィスワークが減る一方、今後も一定規模以上のオフィス供給は続く公算が高い

東京23区におけるオフィスビル供給面積・棟数の推移

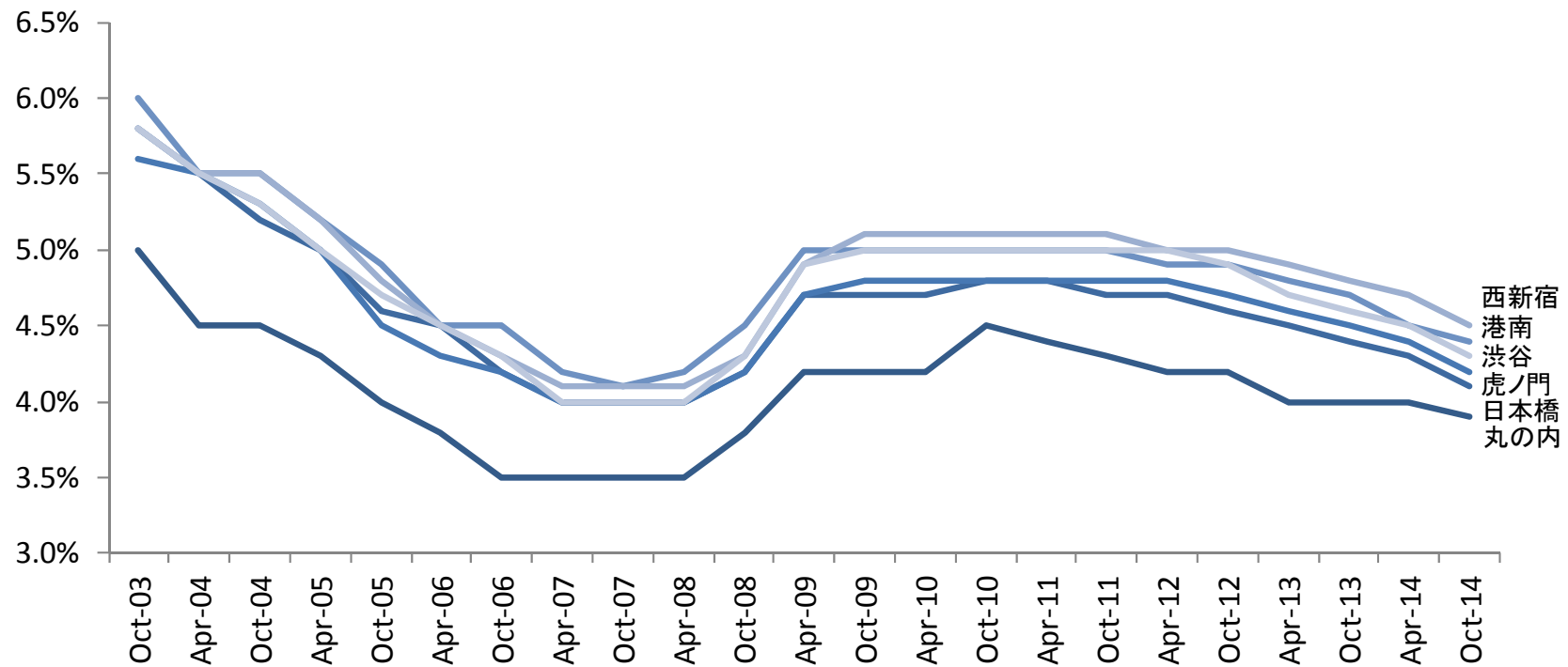


出所: 森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」2014年10月22日発表

2012年から3年近くキャップレートは低下傾向が続いている

- 2015年3月現在、東京都心部ではキャップレート3%台の取引も珍しくはない。賃料とNOI上昇への強い期待から、取得時点のキャップレートの高低は重要でないという市場関係者も増えている。

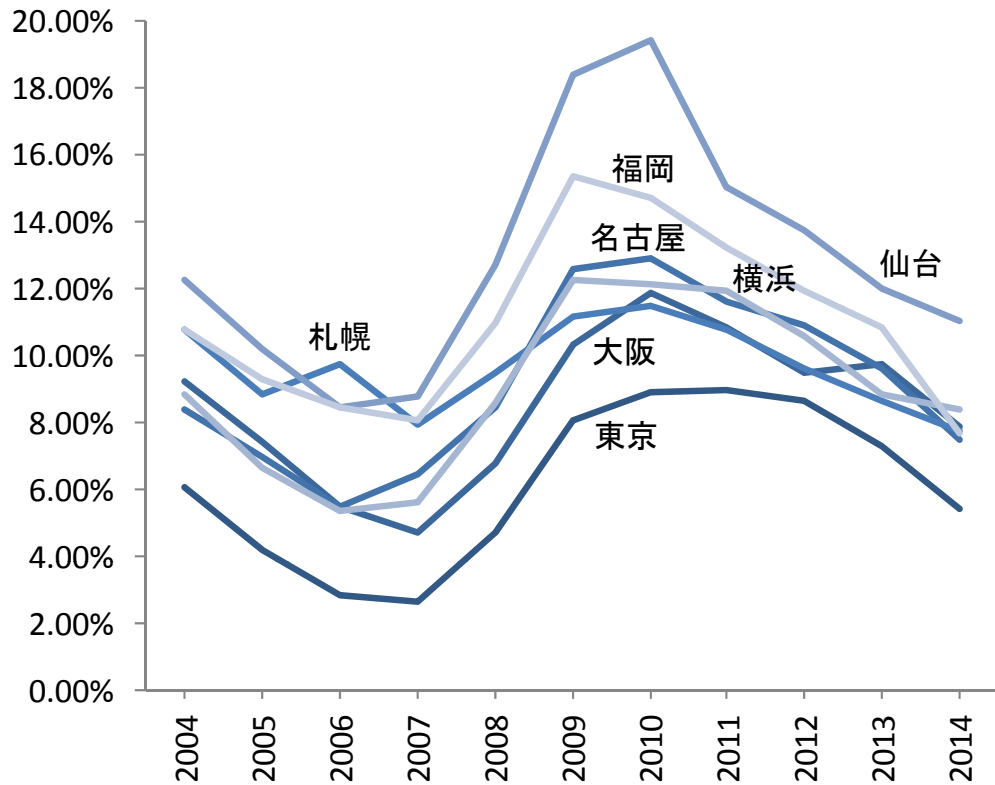
東京オフィス市場のキャップレート推移



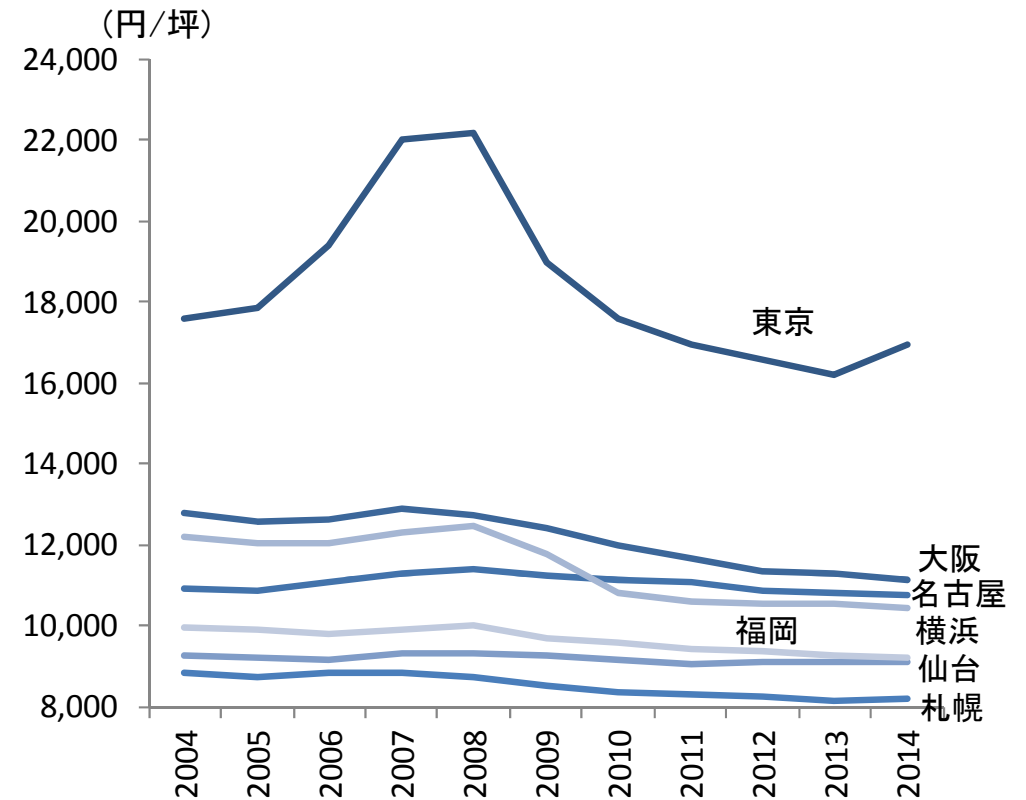
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

地方オフィス市場においても空室率は回復傾向にあるが、賃料反転の兆しはない

地方オフィス市場の空室率推移



地方オフィス市場の賃料推移

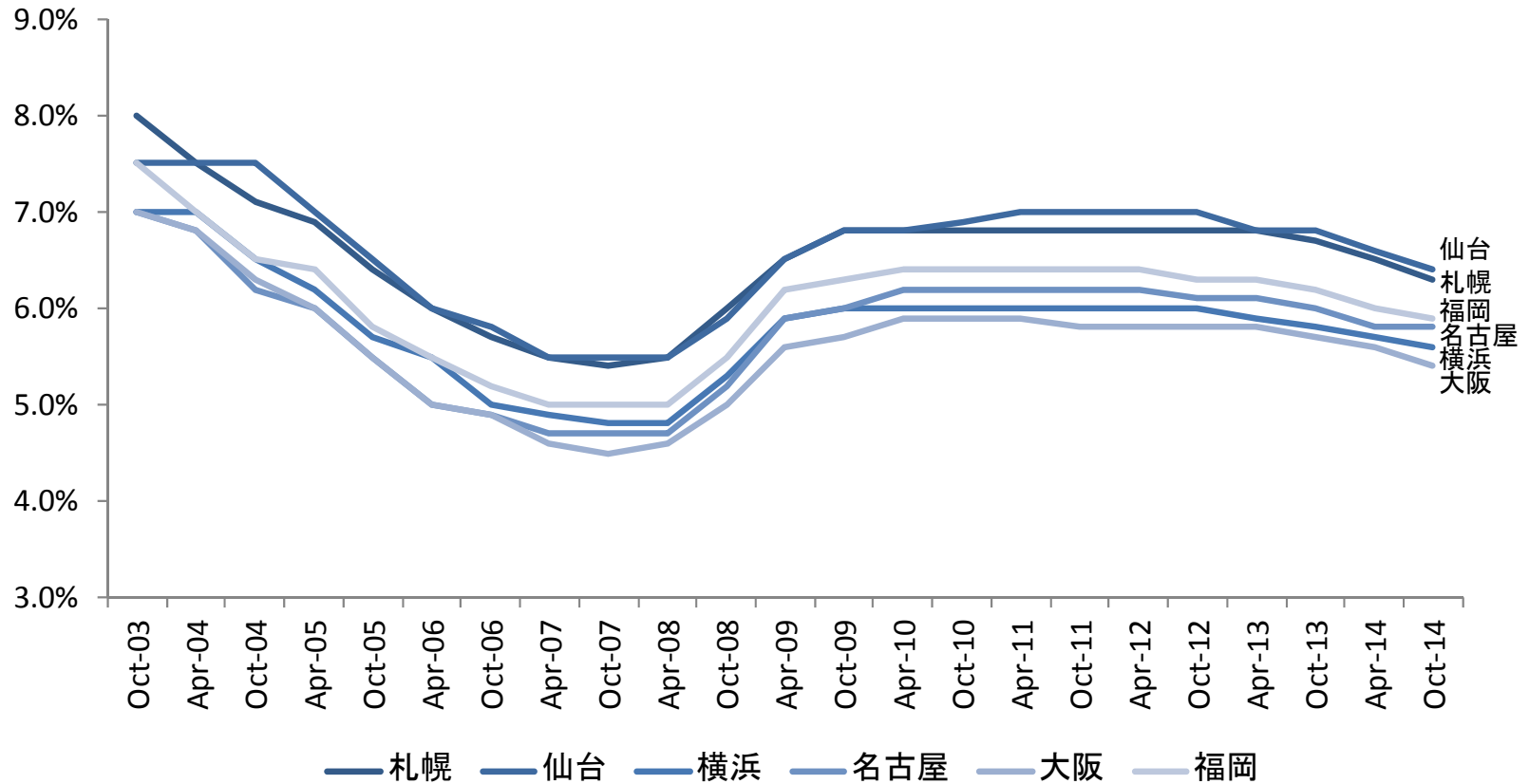


出所：三鬼商事より野村総合研究所作成

不動産投資市場の浮上・過熱により、地方においても流動性が高まっている

- 東京における不動産取得は困難になる一方であり、投資マネーは地方に向かわざるを得ない傾向にある。

地方オフィス市場のキャップレート推移



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

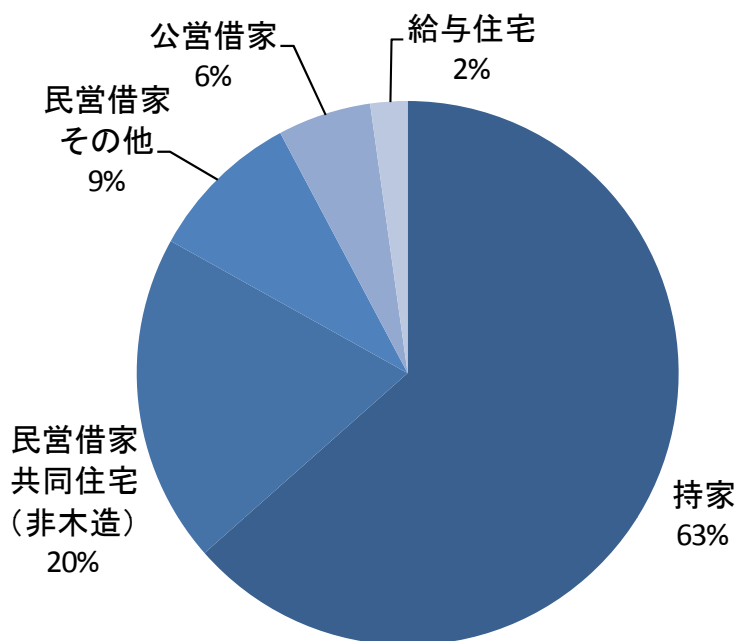
日本 日本不動産投資市場

- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

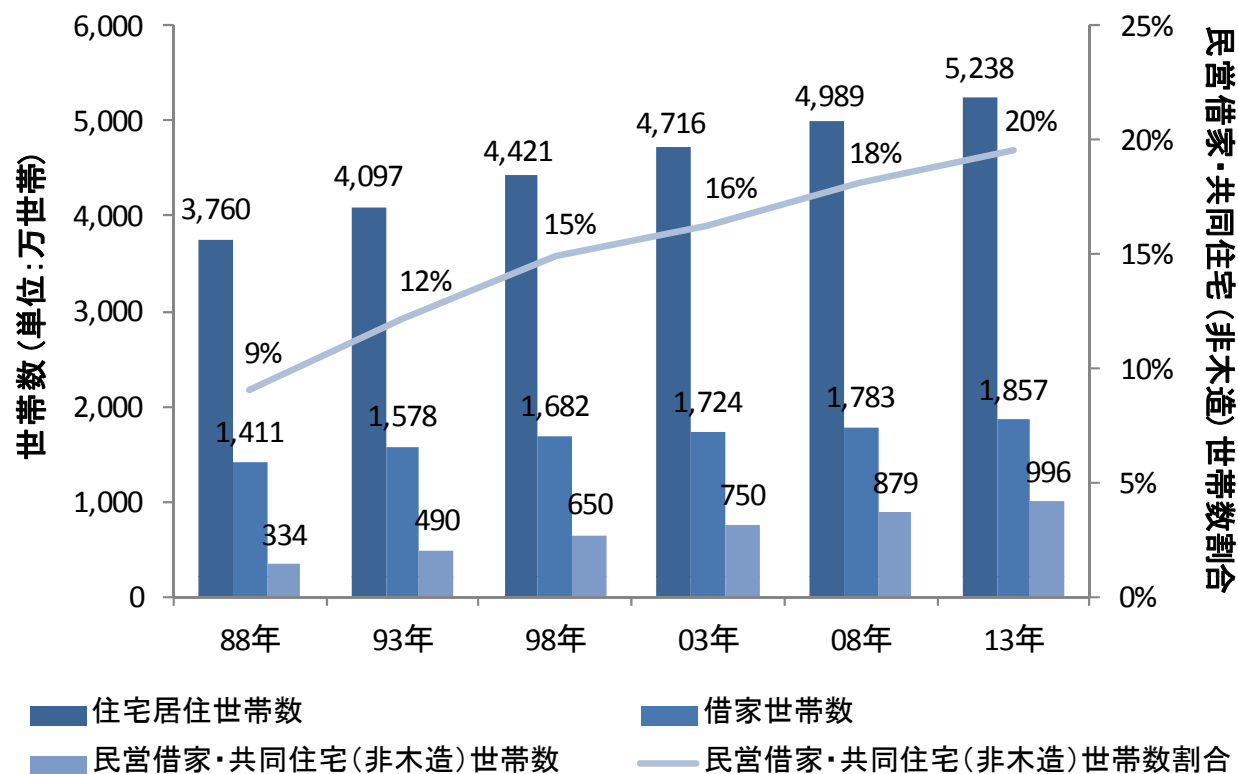
全世帯のうち約2割が賃貸マンションに居住しており、その割合は増加傾向にある

- 賃貸マンション(民営借家・共同住宅(非木造))に居住する世帯は、1988年は334万世帯(全世帯の約9%)であったが、2013年には約3.3倍の996万世帯(全世帯の約20%)まで増加している。

全世帯の居住形態別世帯数割合(2013年)



1988～2013年における居住形態別世帯数の変化

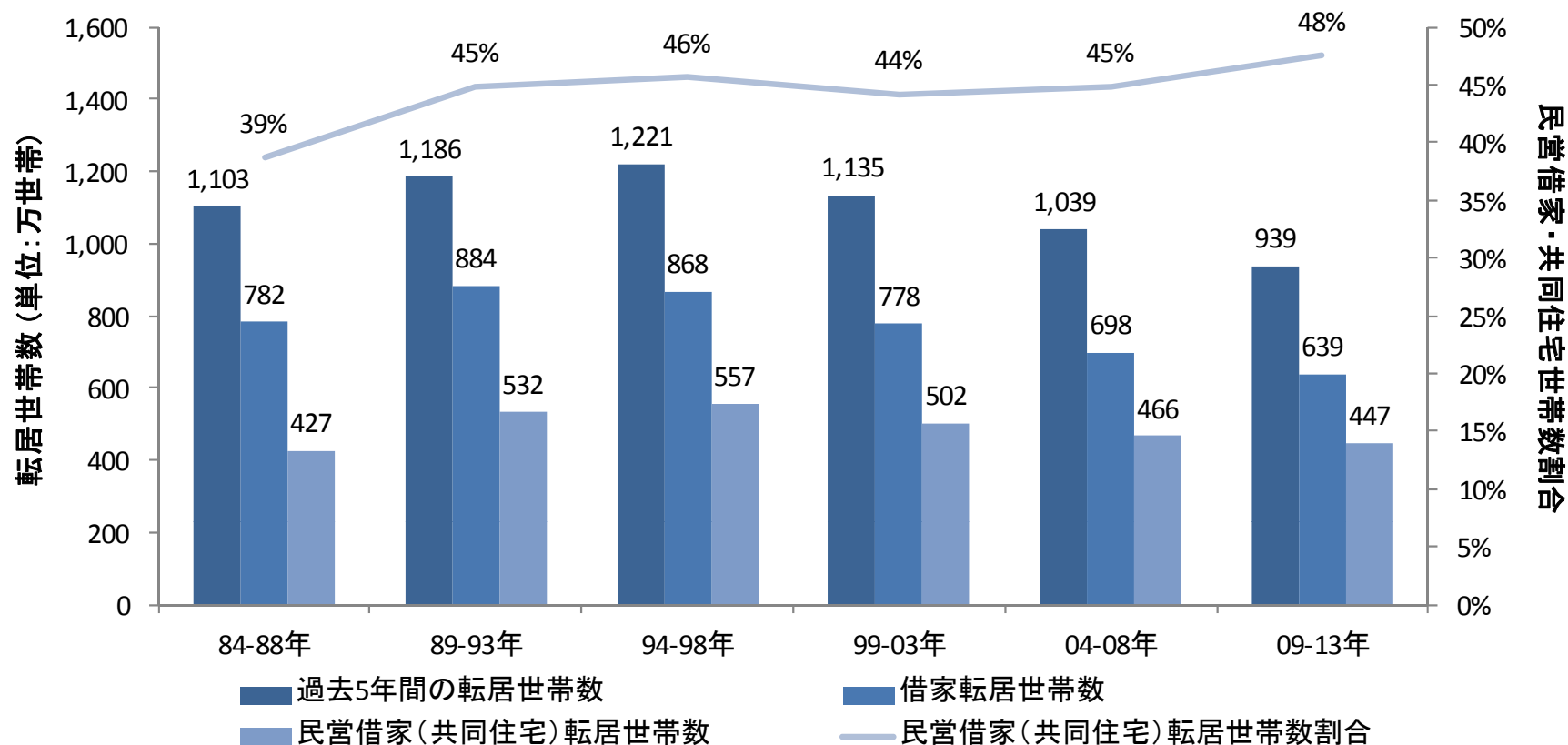


出所: 総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

転居世帯は減少傾向にあるが、賃貸マンションに転居する世帯の割合は増加している

- 転居世帯は、94-98年をピークに減少傾向に転じており、09-13年にはピーク時の約77%の水準まで減少している。
- 賃貸マンション(民営借家(共同住宅))の転居世帯数も減少傾向にはあるが、転居世帯に占める割合は高まっている。

1984～2013年における転居世帯の居住形態の変化

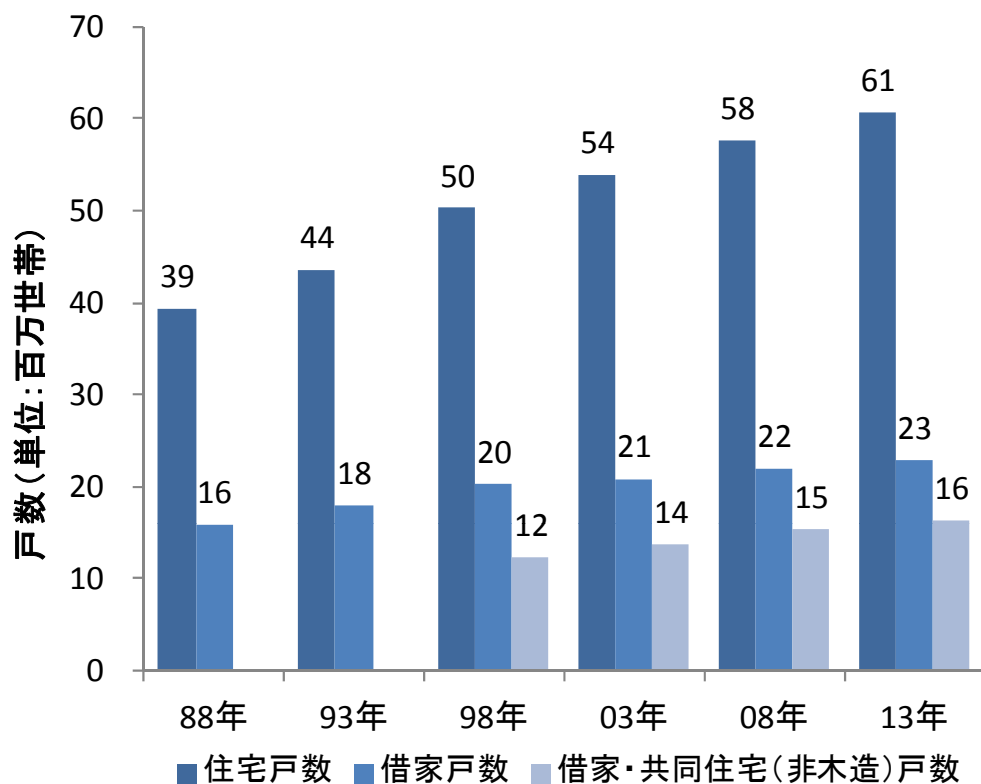


出所：総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

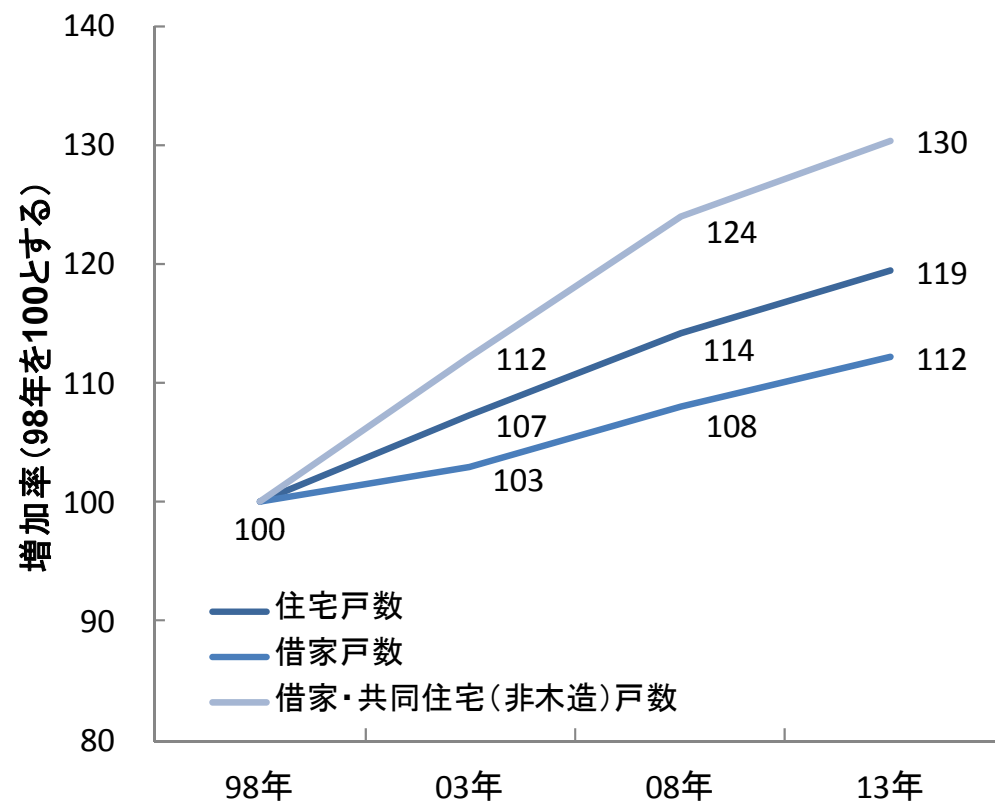
賃貸マンションの供給戸数は全住宅戸数の増加率を上回る水準で推移している

- 住宅戸数の推移をみると、借家全体は大きく増加していないが、賃貸マンション(公営含む)は全住宅戸数の増加率を上回っている。
- そのため、借家のうち賃貸マンション(公営含む)が占める割合も約6割から約7割にまで増加している。

1988～2013年における住宅戸数の推移



居住形態別住宅戸数の増加率

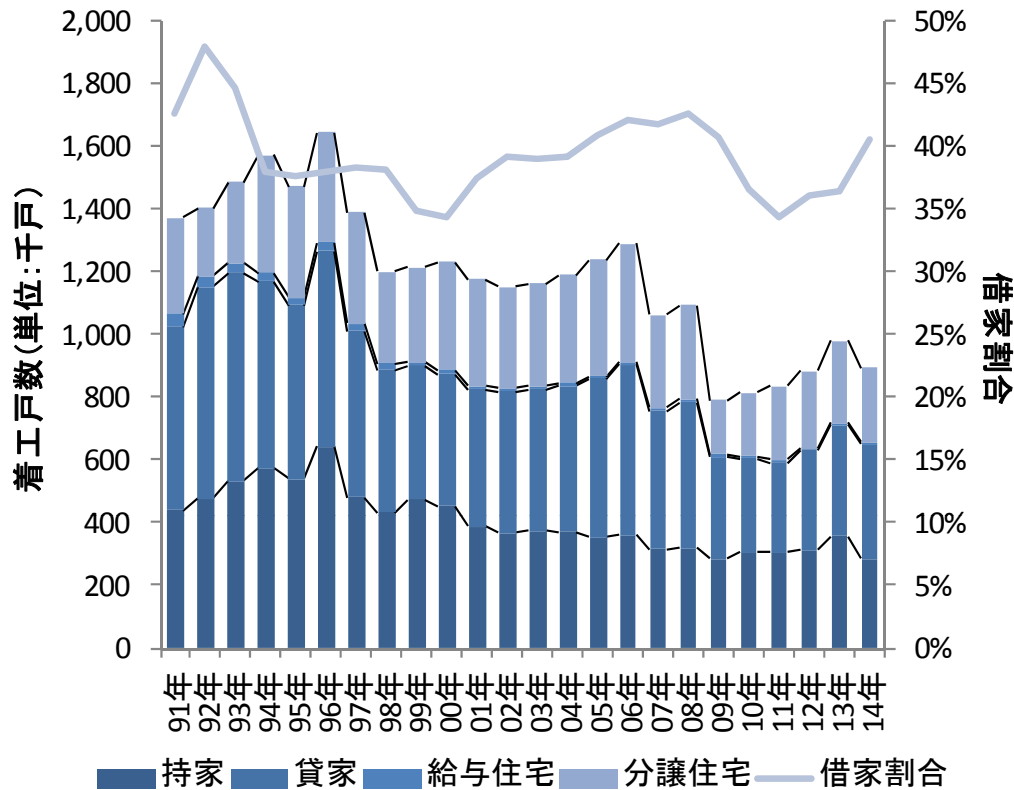


出所:総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

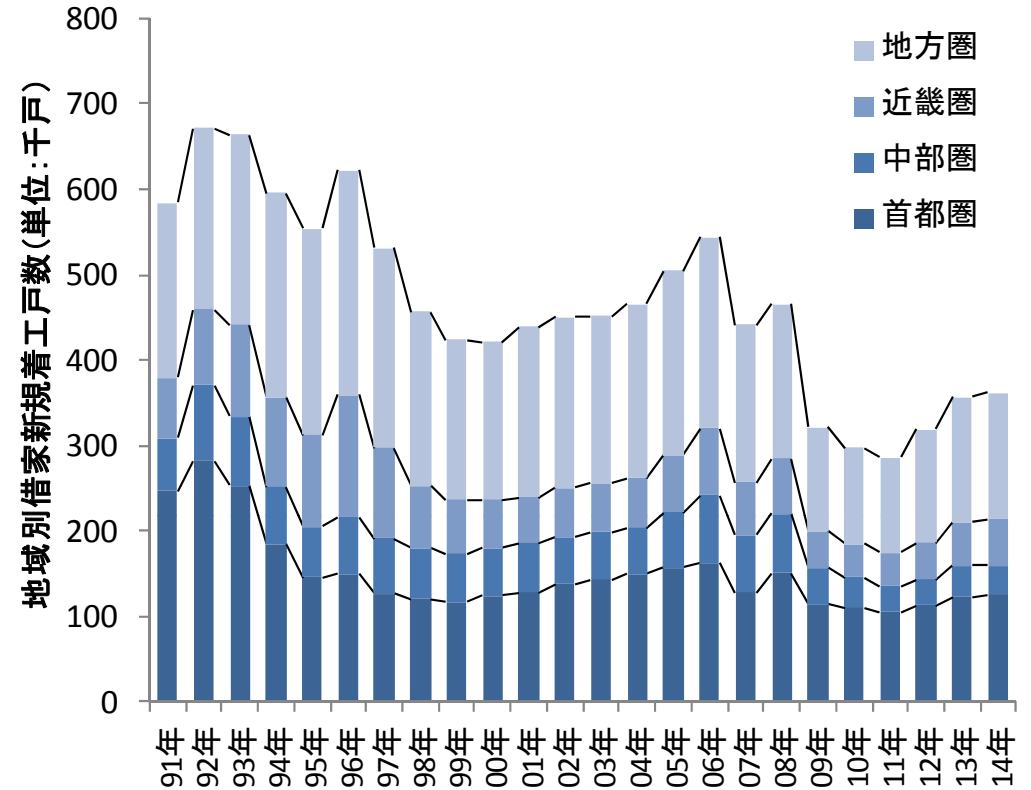
借家全体の新規着工戸数は2009年に大幅に減少し、現在は回復の途上にある

- 2014年の新設住宅着工戸数は、消費増税前駆け込み需要の反動減により落ち込んだ。
- 新設住宅着工全体が落ち込んだ一方で、借家の新設住宅着工は昨年比横ばいで推移したため、結果として新設住宅着工戸数に占める借家の比率が上昇した。

1991～2014年における新設住宅着工戸数の変化



地域別借家新設着工戸数の変化

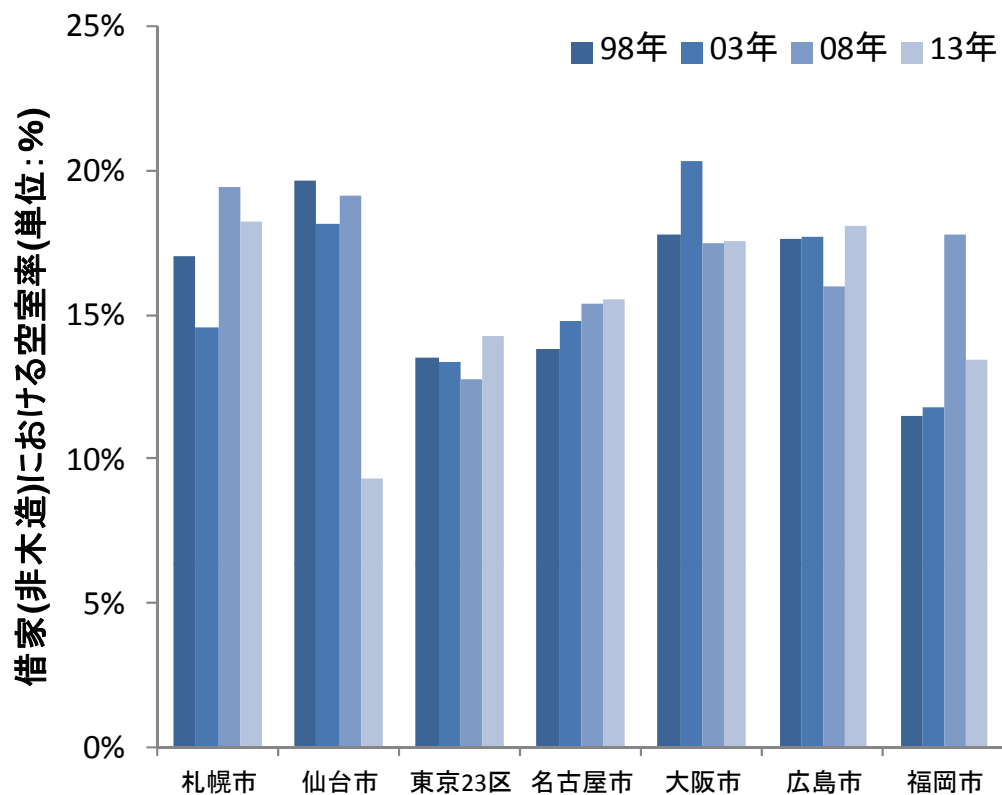


出所：国土交通省「建築着工統計調査」より野村総合研究所作成

東京23区では空室率が上昇しつつある

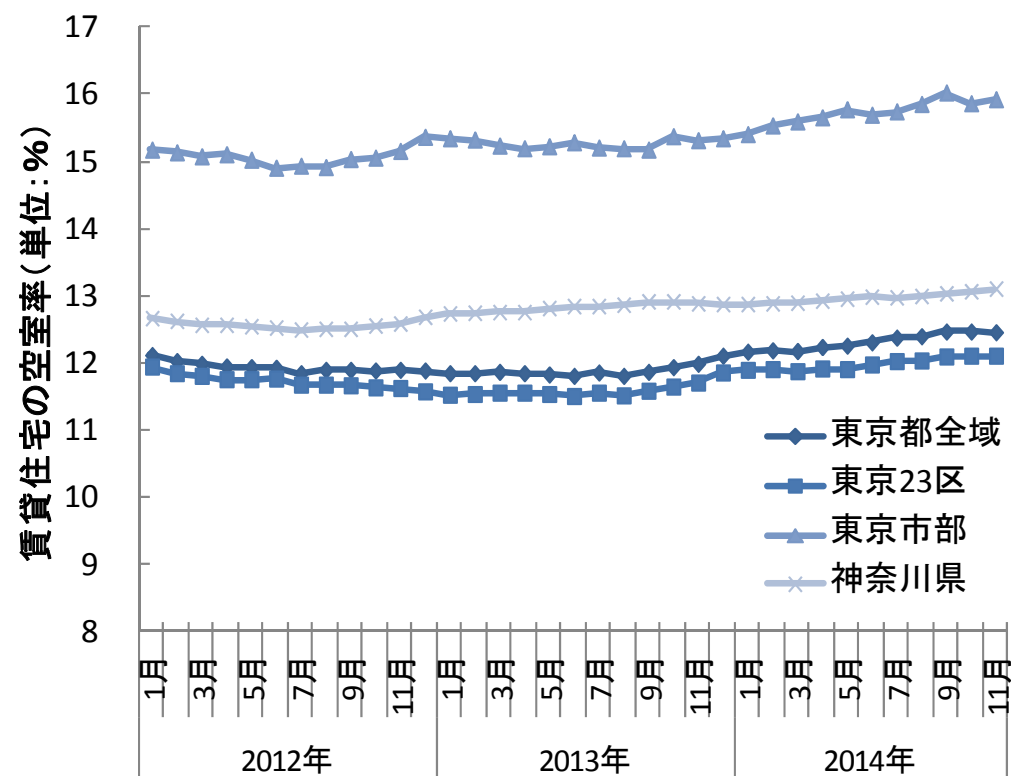
- 主要都市における長期的な借家の空室率をみると、長らく低下傾向にあった東京23区の空室率が上昇に転じた。
- 仙台市は東日本大震災の影響により空室率が著しく低下した。

主要都市における借家(非木造)の空室率の変化



出所: 総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

首都圏における賃貸住宅の空室率の推移

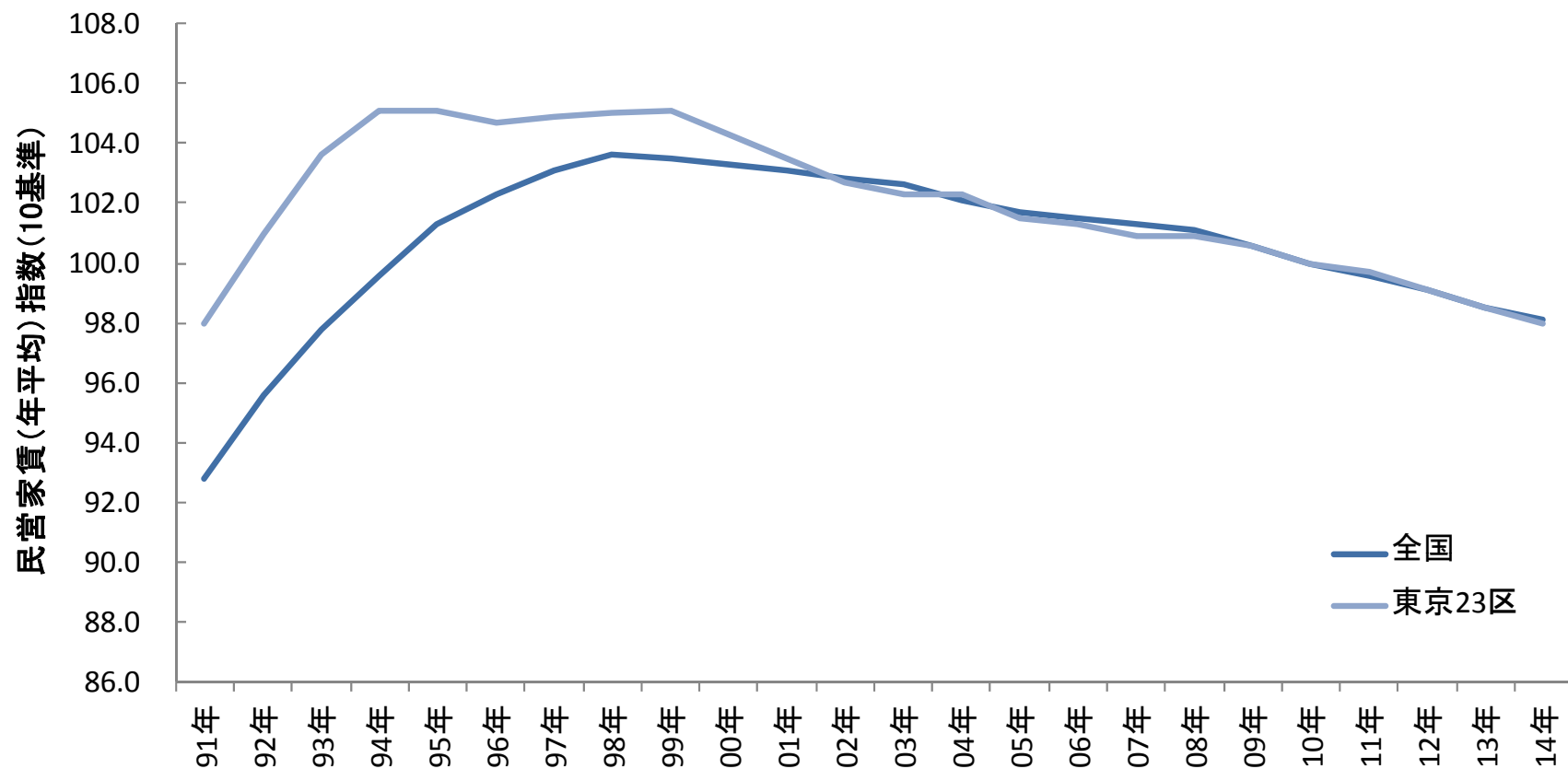


出所: ㈱タス「賃貸住宅市場レポート(分析: ㈱タス、データ提供: アットホーム㈱)」より野村総合研究所作成

民営借家の賃料水準は依然として微減傾向にある

- 1990年以降、民営借家の家賃水準は上昇傾向にあったが、2000年以降は減少に転じており、2014年においてもその傾向は変わらない。

全国及び東京23区における民営家賃(年平均)の推移



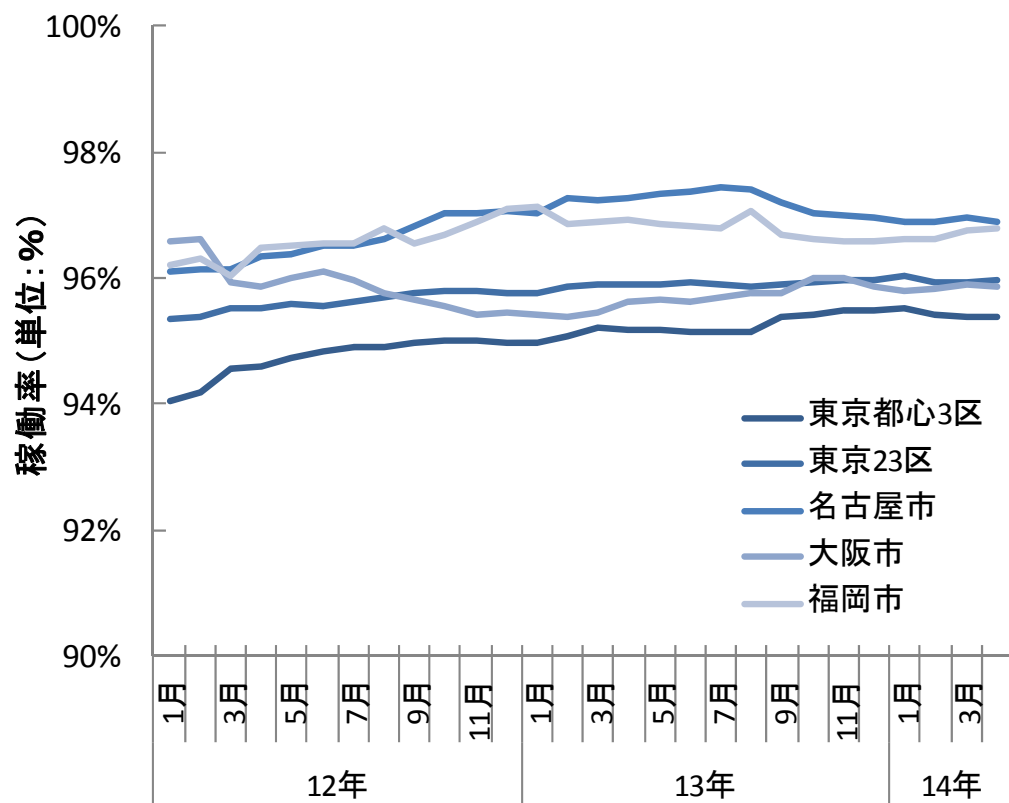
出所:総務省「消費者物価指数」より野村総合研究所作成

住宅市場

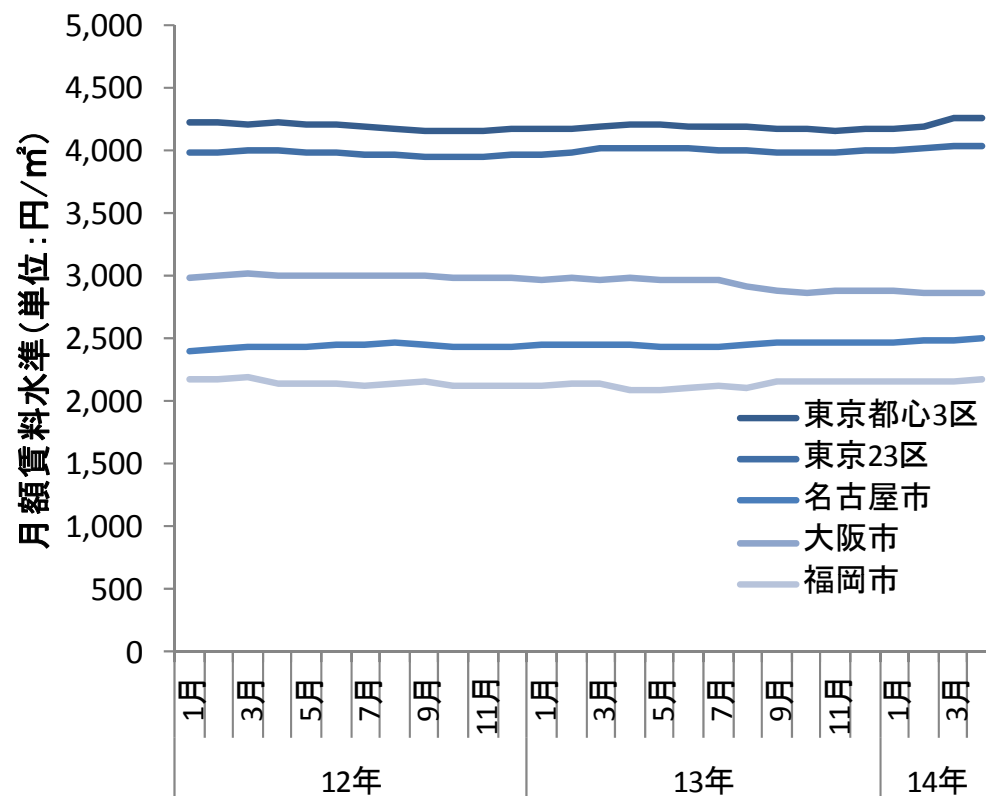
REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率は上昇傾向にあるが、賃料水準が上昇するには至っていない

- REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率及び月額賃料水準の変化をみると、東京都心3区、23区の稼働率は2012年以降上昇傾向にあるものの、月額賃料水準は横ばいで推移。

REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率の変化



REIT組入物件・私募ファンド物件の月額賃料水準の変化



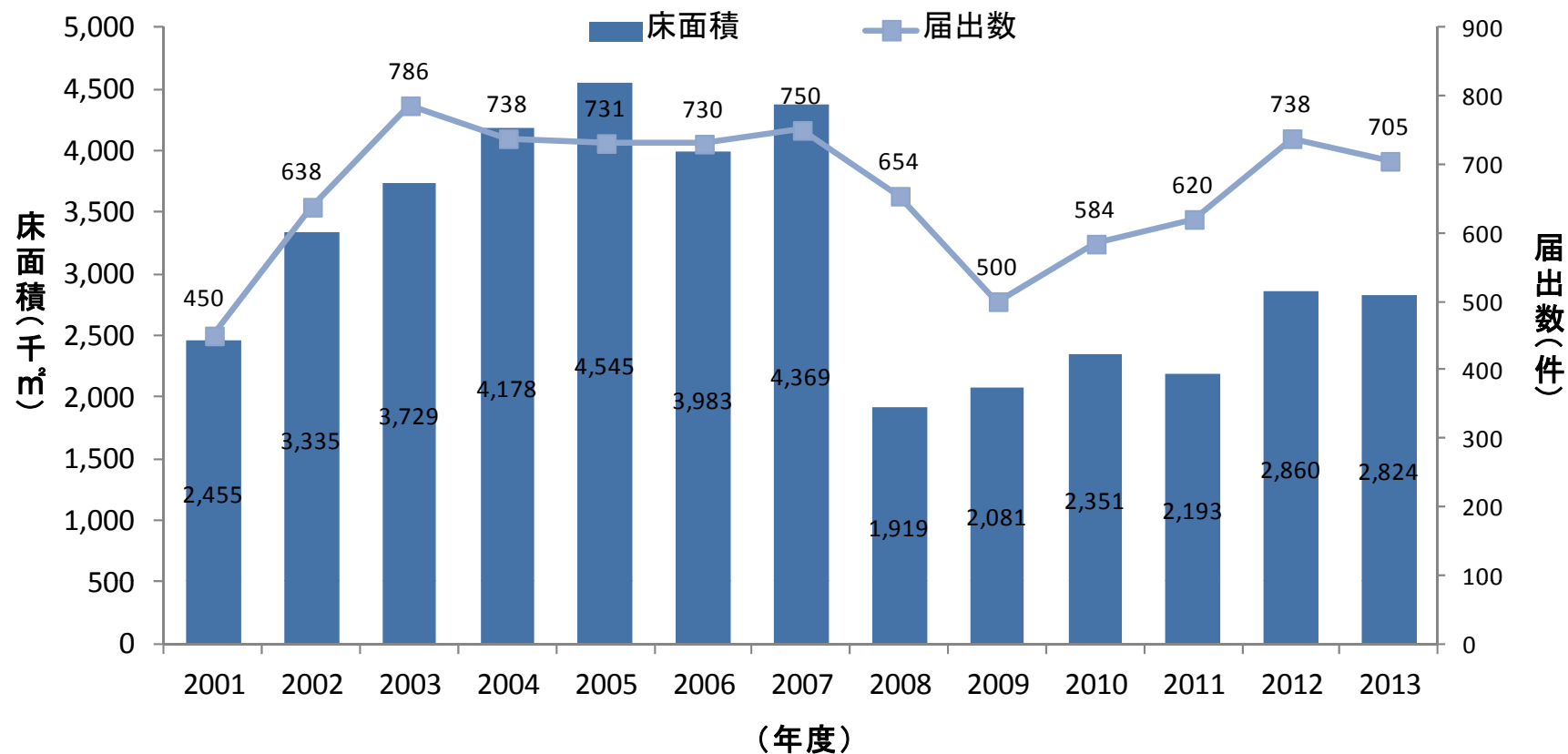
出所:不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」より野村総合研究所作成

日本 日本不動産投資市場

- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

大型店の新規立地件数は、2009年度以降回復基調にある

国内の大規模小売店の新規届出件数、床面積の推移

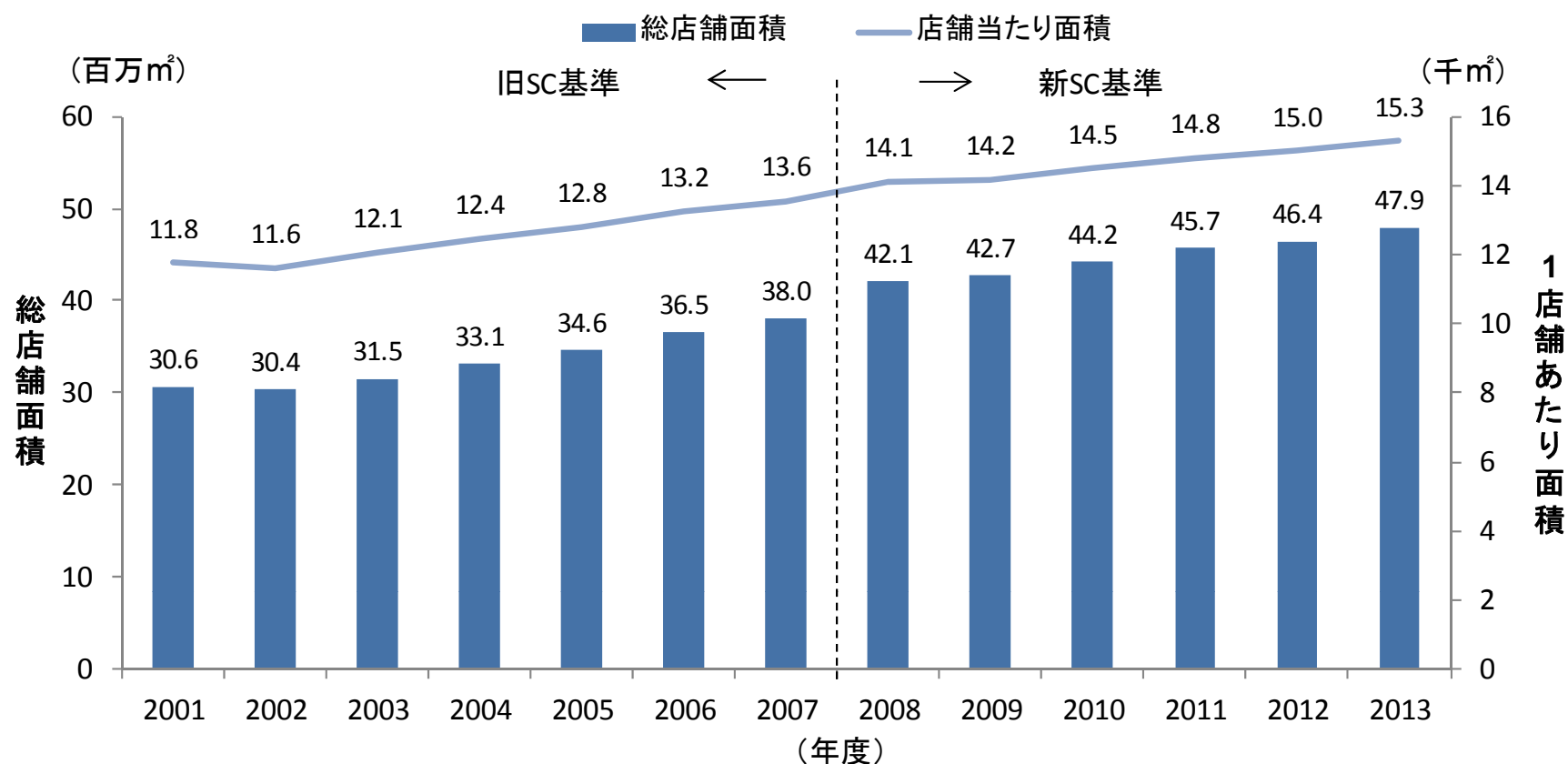


注)2002年度、2008年度の届出件数については、面積の記載のないものも含まれる

出所：経済産業省「大店舗立地届出の概要表」より野村総合研究所作成

ショッピングセンターの総店舗面積、1店舗あたり面積は共に増加している

ショッピングセンターの総店舗面積、1店舗あたり面積の推移



注)旧SC基準では、SCは物販のテナント数を10以上持つことが条件。

新SC基準では、SCは飲食業、サービス業を含むテナント数が10以上もつことが条件。

ただし、小売業の店舗面積は1,500㎡以上であること

既存ショッピングセンターの売上高の減少傾向は緩和されつつある

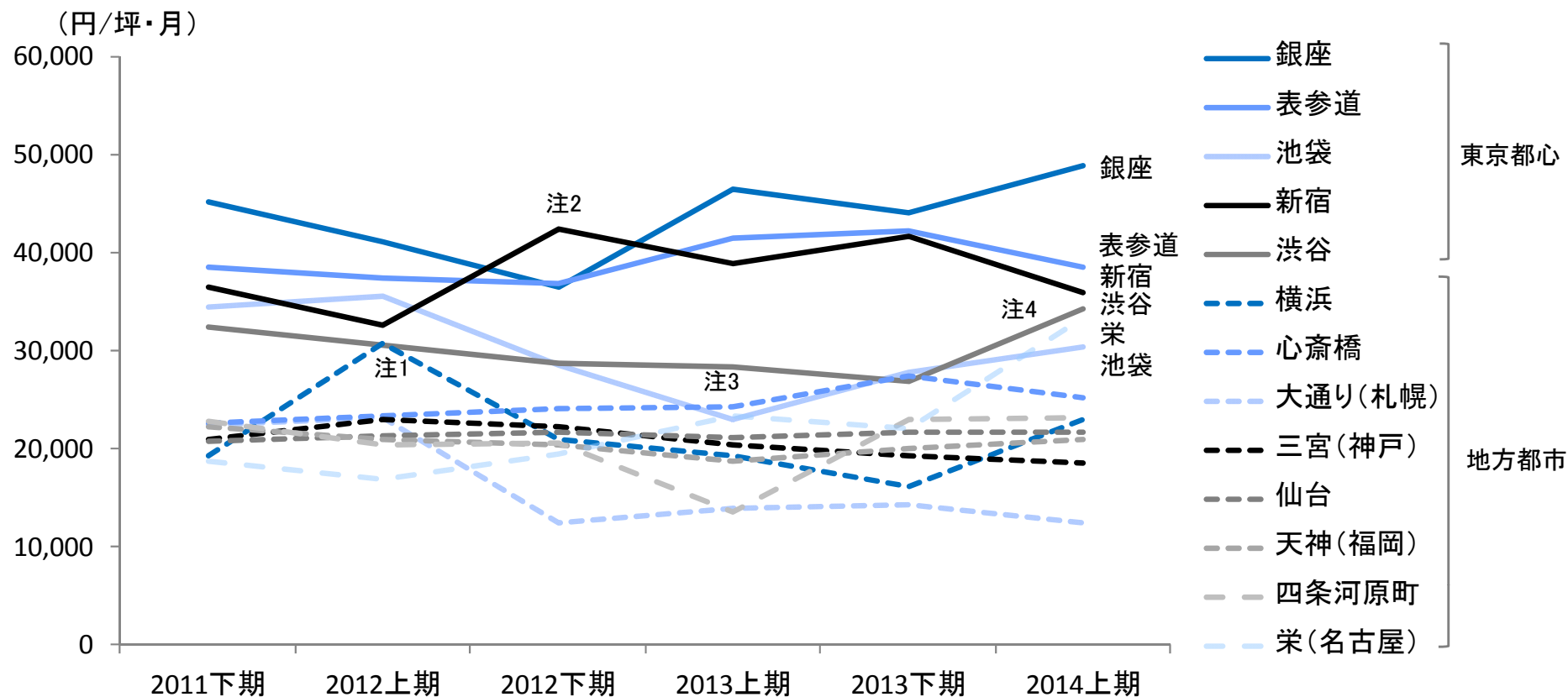
既存ショッピングセンターの年間売上高 対前年比



出所: 日本ショッピングセンター協会「SC販売統計調査報告」より野村総合研究所作成

他地域と比べ、銀座、表参道、新宿の賃料水準は依然として高い

主要繁華街13エリアの1F賃料ランキング(円/坪・月)



注1)2012年上期に横浜の賃料が大きく上昇しているが、これはサンプル数が極めて少ないために一部の高額事例が大きく影響したためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

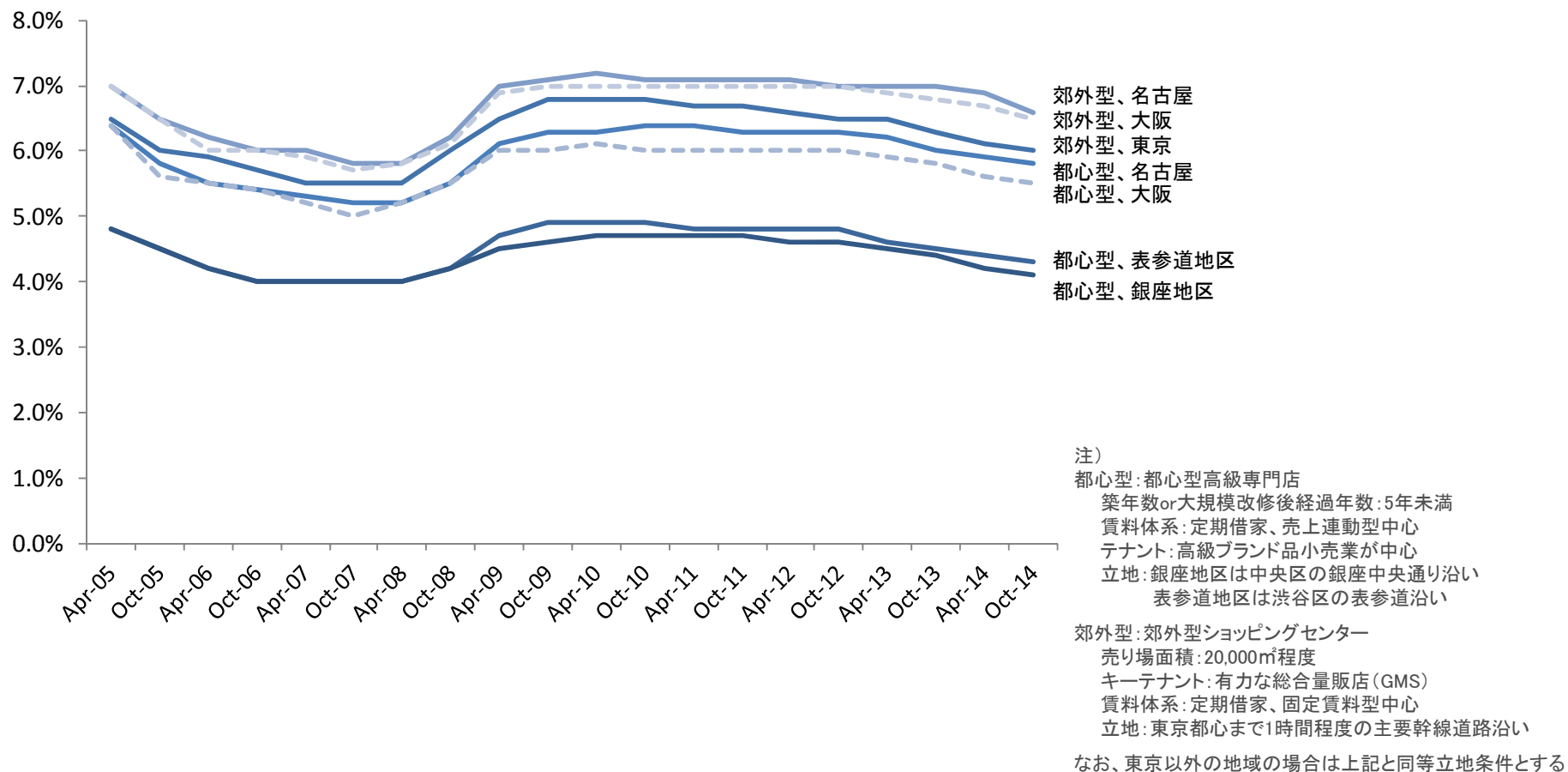
注2)2012年下期に新宿の賃料が大きく上昇しているが、これは一部の小規模かつ高水準エリアの募集事例が増加したためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

注3)2013年上期に池袋の賃料が大きく下落しているが、これは立地条件の劣る募集事例が多く含まれたためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

注4)2014年上期に渋谷・栄・池袋の賃料が大きく上昇しているが、これは一時的に賃料が高額な募集事例が多く現れたためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

キャップレートは2011年ごろから下がっており、東京都心では過去最低値に近づいている

商業施設のキャップレート(期待利回り)の推移

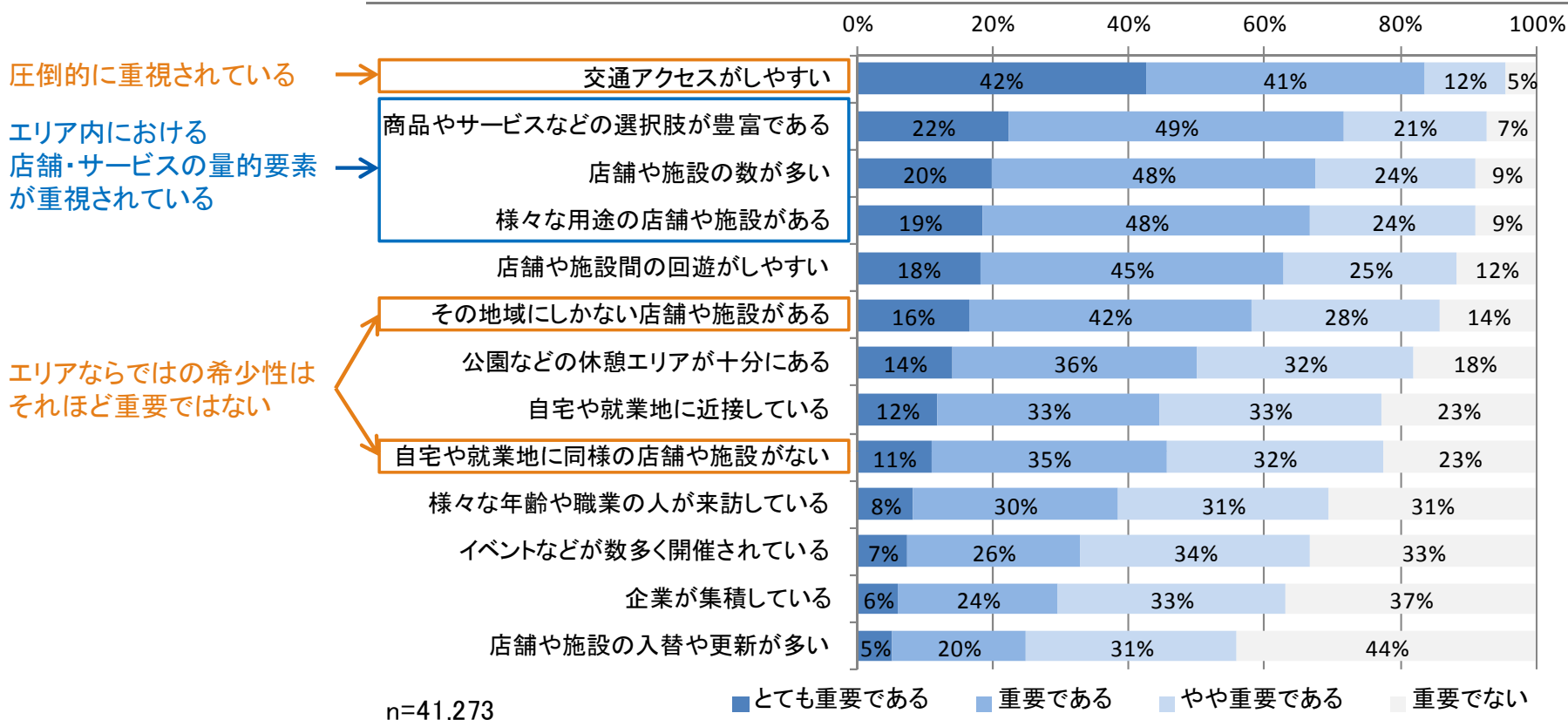


出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

交通アクセスとエリア内の商業集積が、訪問先選定の重要要素となっている

- 商業集積地を評価するにあたっては、「交通アクセスがしやすい」というエリア間連携の要素が最重要視され、「商品やサービスなどの選択肢が豊富である」「店舗や施設の数が多い」「様々な用途の店舗や施設がある」といったエリア内の量的要素も重要視されている。
- また、「店舗や施設間の回遊がしやすい」というエリア内連携の要素も量的要素に次いで重要である。一方で、「その地域にしかない店舗や施設がある」「自宅や就業地に同様の店舗や施設がない」などの希少性要素はあまり重要視されていないことが分かる。

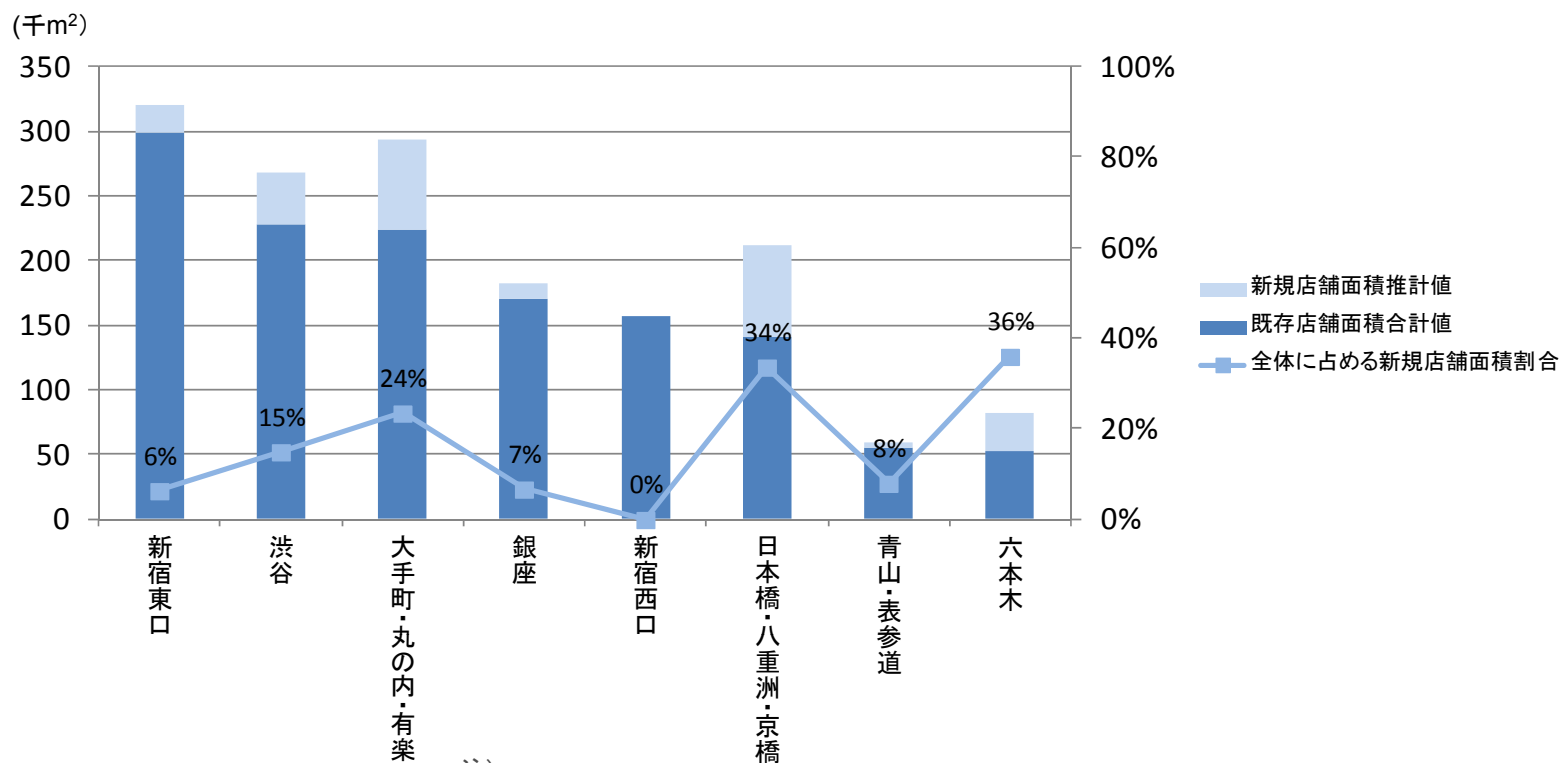
商業集積地(都心部)に求める要素



アンケート調査名: 特定エリア集積調査
 実施主体: NRI
 実施時期: 2014年7月~2014年8月

商業施設の大規模開発は今後東京駅を中心に進む

都内主要エリアにおける小売業店舗面積



注)

既存店舗面積は百貨店、専門店を含み、2014年5月時点の値を使用。

新規店舗面積推計値は、公表されている敷地面積に対し、容積率、商業施設割合、店舗面積割合をそれぞれ700%、20%、60%として、

新規店舗面積推計値=敷地面積×容積率×商業施設割合×店舗面積割合より算出。

出所：産業タイムズ社「商業施設計画総覧」、東洋経済新報社「全国大型小売店総覧2015年版」より野村総合研究所作成

日本 日本不動産投資市場

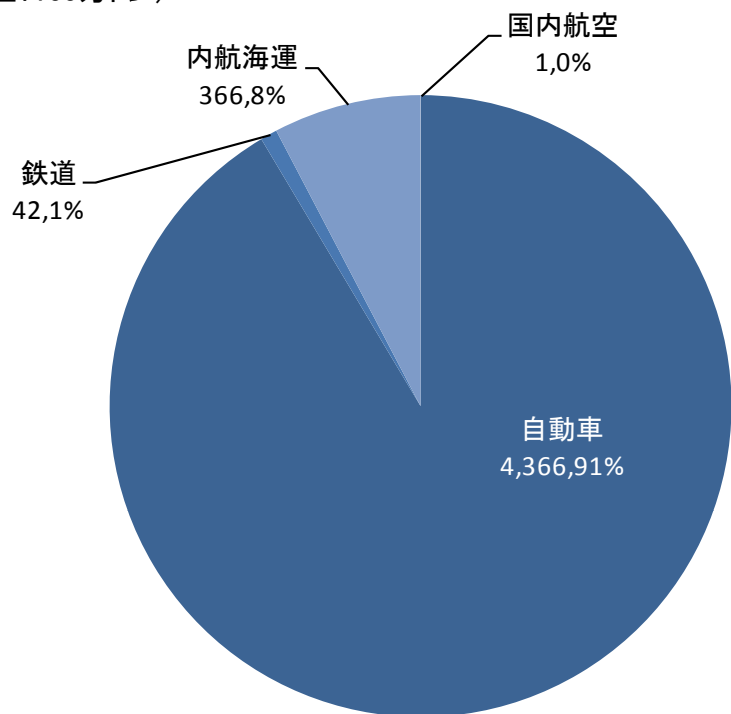
- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

日本の貨物輸送の中心であるトラック輸送貨物量(トンベース)は近年減少し続けている

- トラック(自動車)輸送は日本の貨物輸送の大半を占める基幹輸送機関である。
- 近年、自動車輸送貨物量は、自家用トラックの取扱量の減少により減少傾向にある。

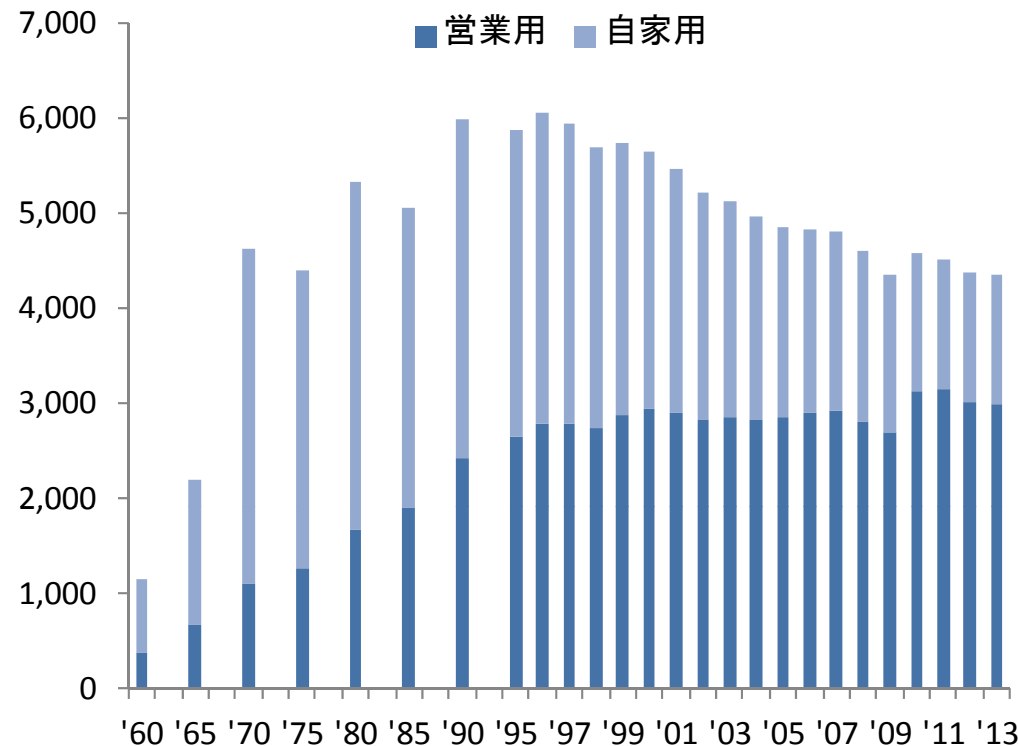
輸送機関別輸送貨物量の推移(2012年度)

(単位:100万トン)



自動車輸送貨物の推移

(100万トン)

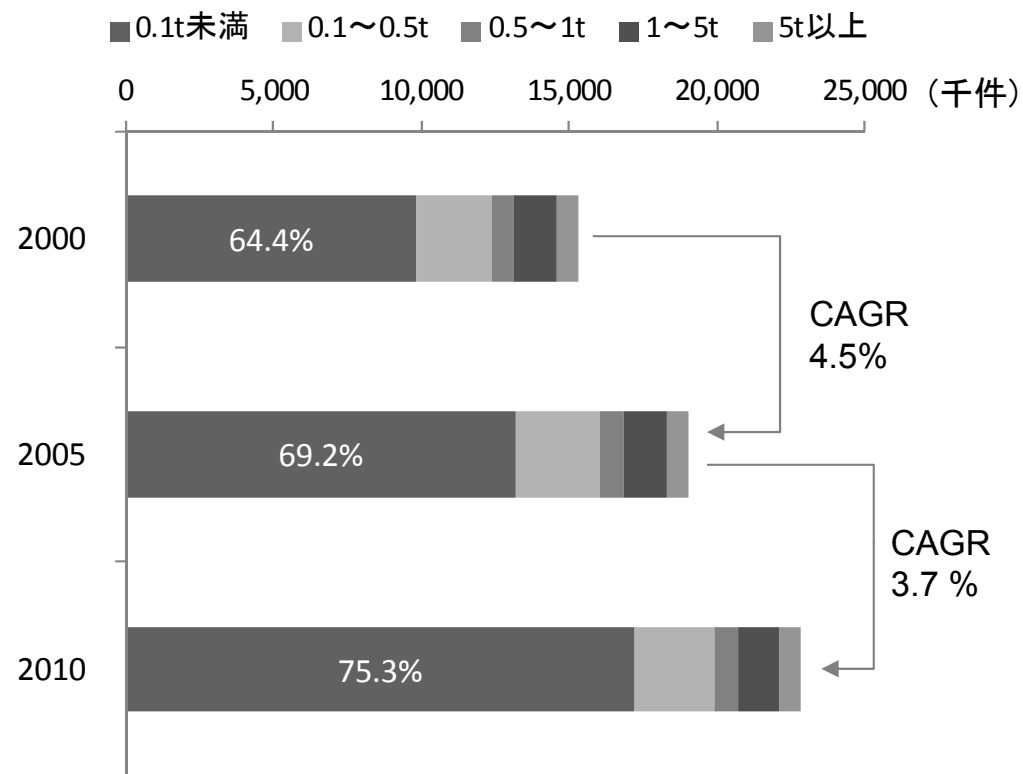


注: 2010年度データは期中より集計方法を変更したため、2009年度以前のデータと 時系列上の連続性が担保されていない
 出所: 総務省「輸送機関別輸送量」、国土交通省「自動車輸送統計調査 年報」より野村総合研究所作成

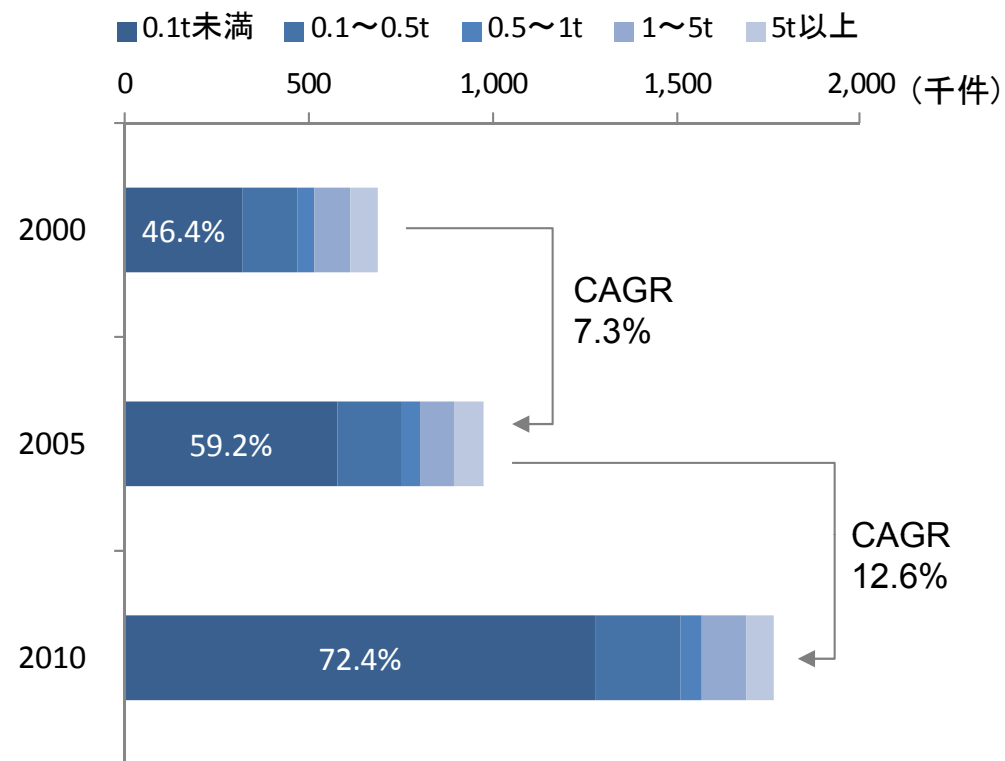
物流の小ロット化が進み、件数ベースでは物流量は増加傾向にある

- 全産業で物流の小ロット化が進展し、件数ベースでは年率4.0%前後のペースで物流量が増加している。
- なかでも、倉庫業における物流量の増加は顕著に高く、0.1t未満の小ロットの貨物の物流量の増加がこれを牽引している。

全産業(除. 倉庫業)のロット階層別物流量



倉庫業のロット階層別物流量

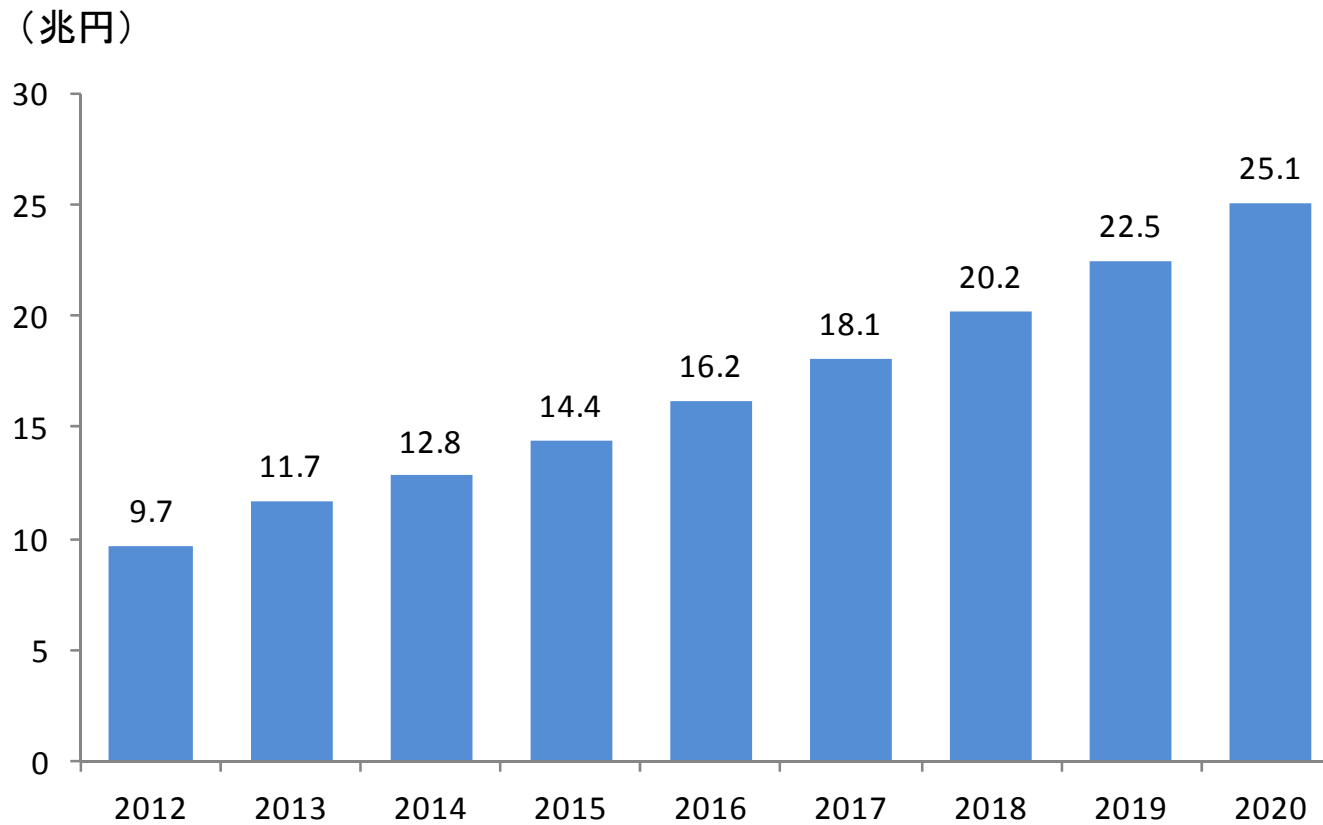


出所:国土交通省「物流センサス」より野村総合研究所作成

小ロット化の背景の一つとしてECの隆盛があげられ、今後もEC市場は拡大する見通し

■ BtoC EC市場規模は、2018年度に20兆円を超える見通し

BtoC EC 市場規模予測

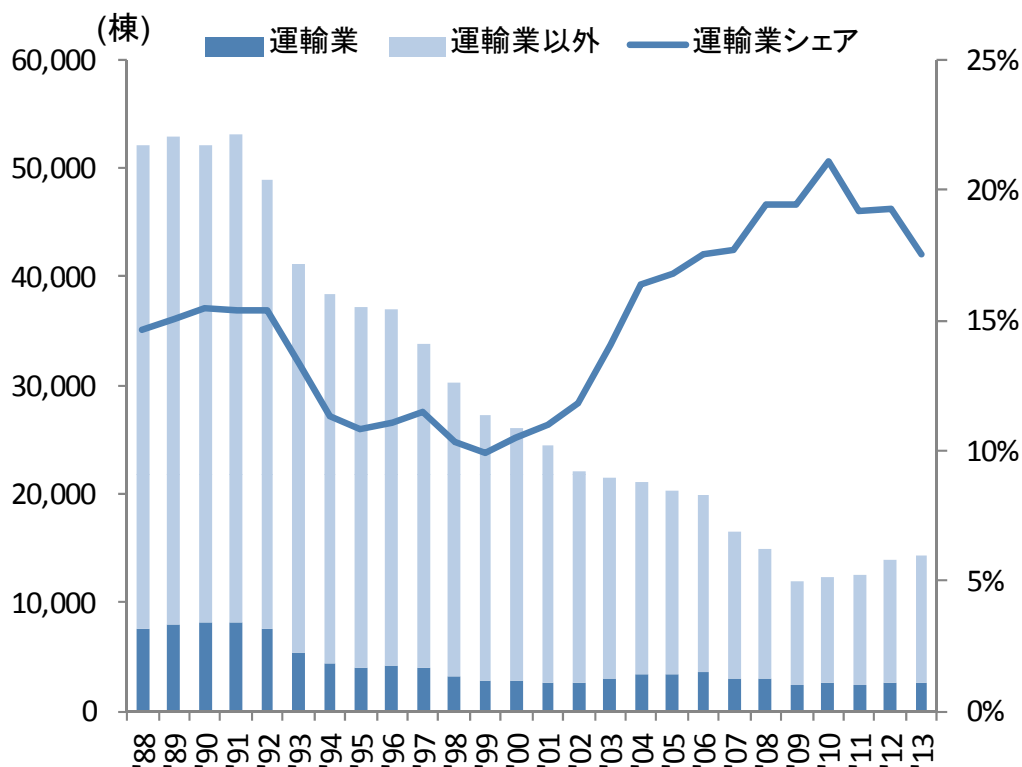


注)BtoC EC 市場:インターネットを経由した、一般消費者向けの商品・サービスの市場
出所:野村総合研究所

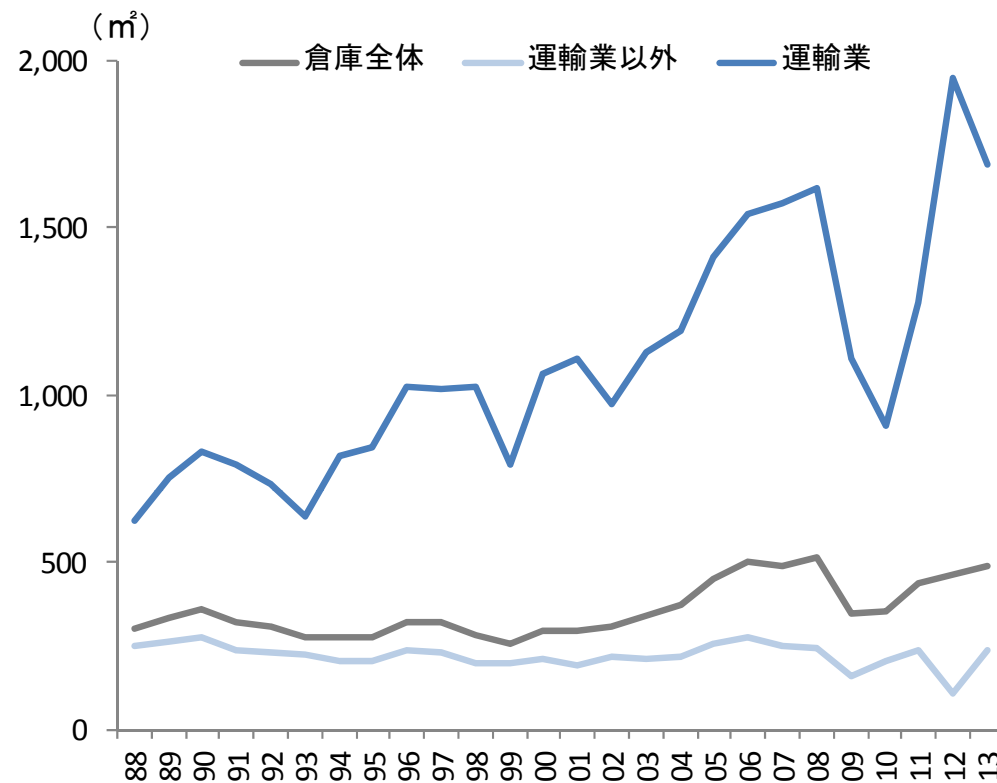
新規供給が下げ止まった一方、企業の物流機能集約による施設の大型化が進んでいる

- 倉庫の供給棟数は、ピーク時であった1991年の約23%の水準(1万2千棟/年)にまで減少し、近年は横ばいで推移している。
- 運輸業用倉庫の供給棟数は、全体よりも緩いペースで減少(左図)しており、一棟当たりの床面積は増加傾向(右図)にある。
- この背景には、一般企業側のSCM対応や物流拠点集約化のための新型・大型物流施設に対するニーズの高まりがある。

全国倉庫供給棟数と運輸業用倉庫が占めるシェアの推移

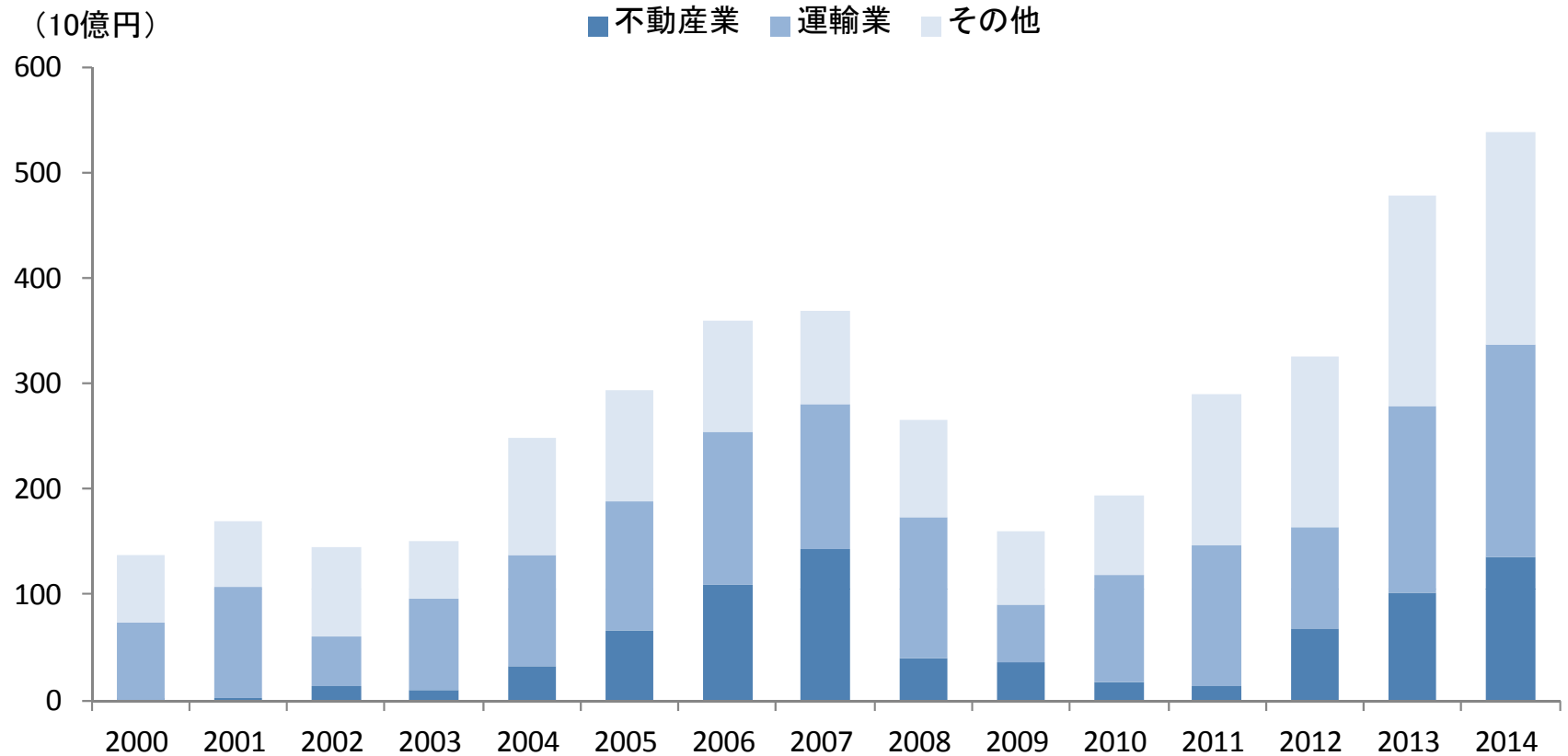


新規倉庫一棟あたりの床面積の推移



リーマンショック以降縮小していた物流不動産開発が再び活発になってきている

発注者別の倉庫・流通施設建設工事受注額の推移

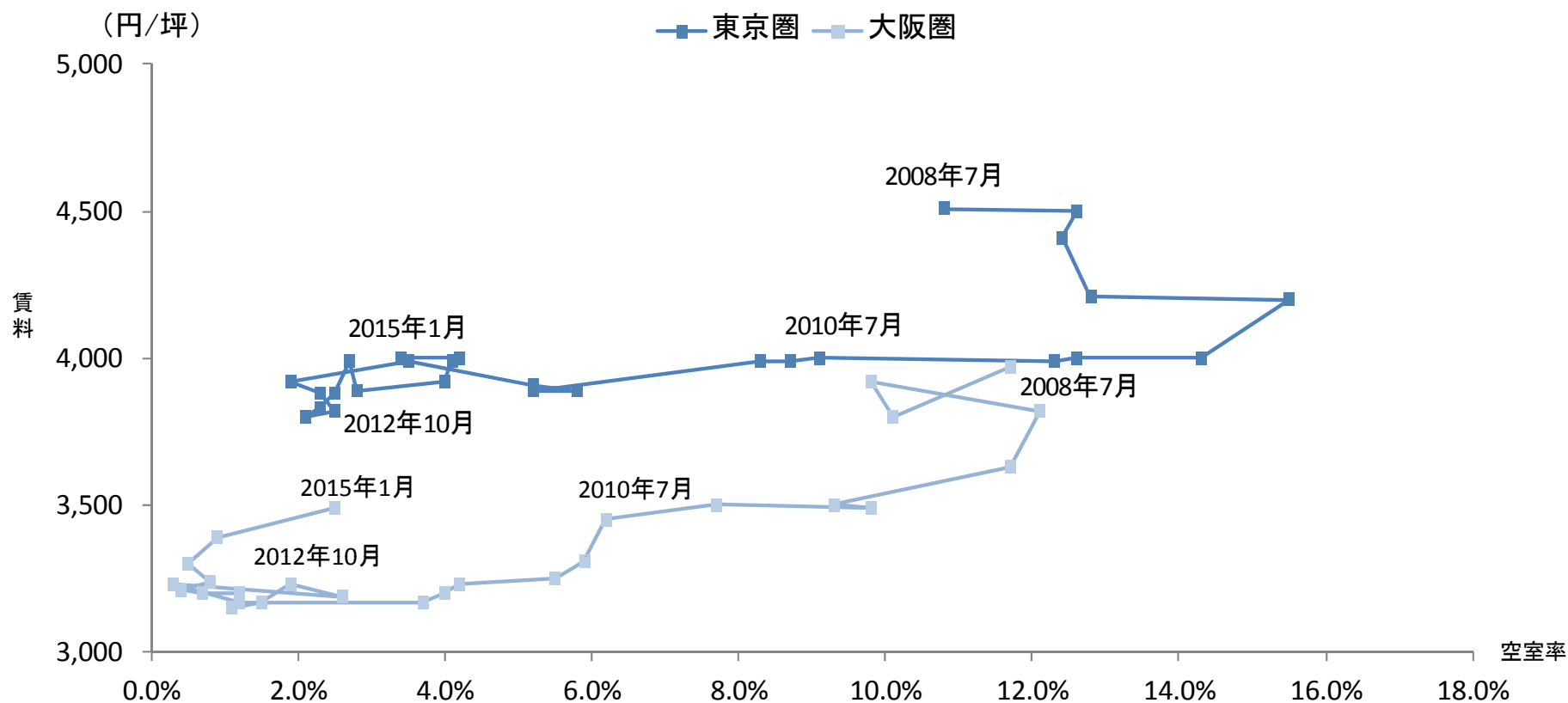


注:1件の請負契約が5億円以上の工事を対象としている

出所:国土交通省「建設工事受注動態統計調査」より野村総合研究所作成

東京圏において、上昇しつつあった空室率が減少に転じた

物流不動産の月額募集賃料と空室率の推移

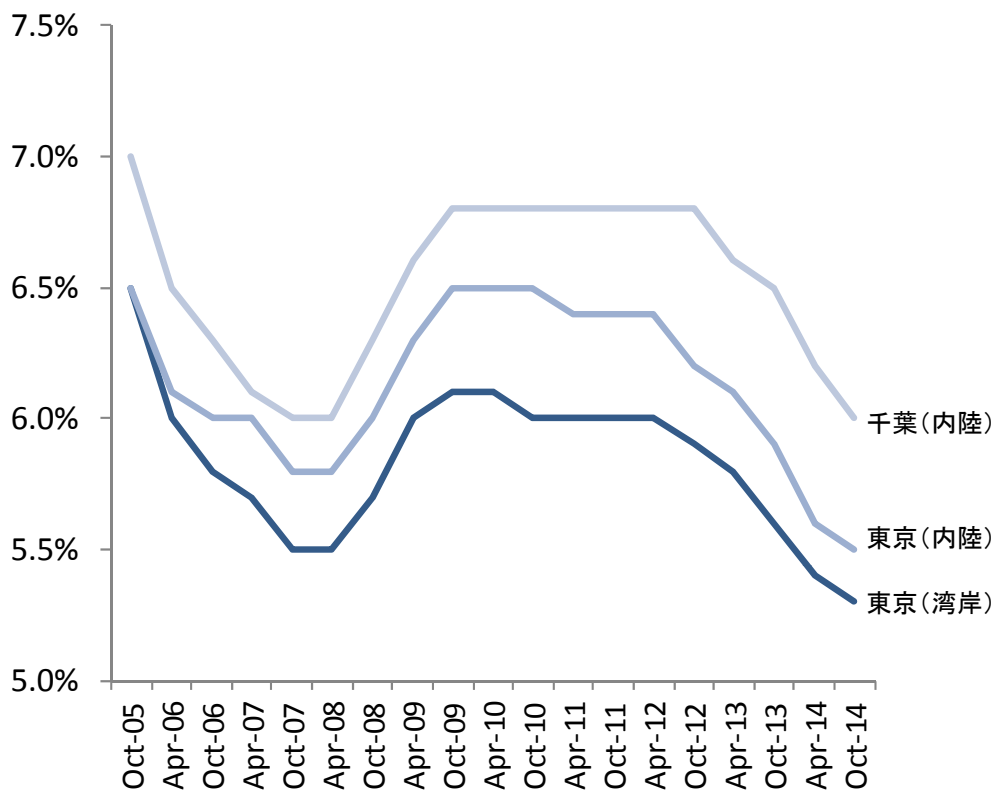


注: 敷地面積、または延床面積が10,000㎡以上の賃貸物流施設
 出所: 一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」のデータより野村総合研究所作成

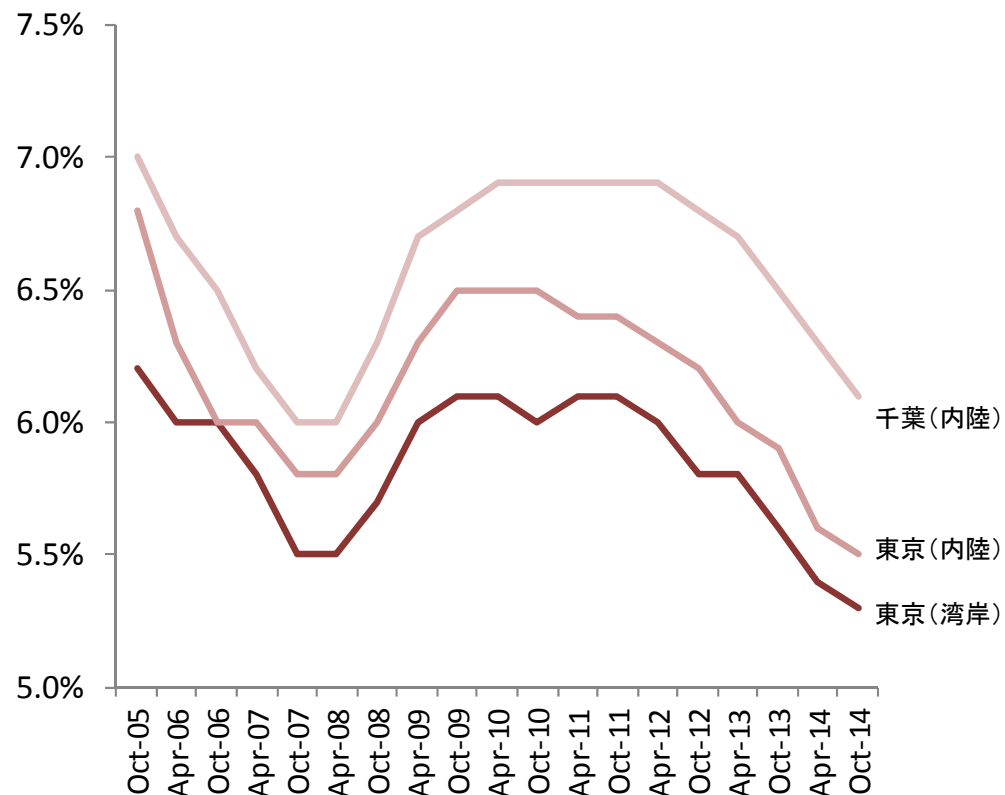
2012年からキャップレートは下落傾向にあり、東京では過去最低値となった

物流不動産のキャップレート(期待利回り)の推移

シングルテナント



マルチテナント



注: シングルテナント: 階層2~3階、延床面積10000㎡程度
 マルチテナント: 階層3~4階、延床面積50000㎡程度
 出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

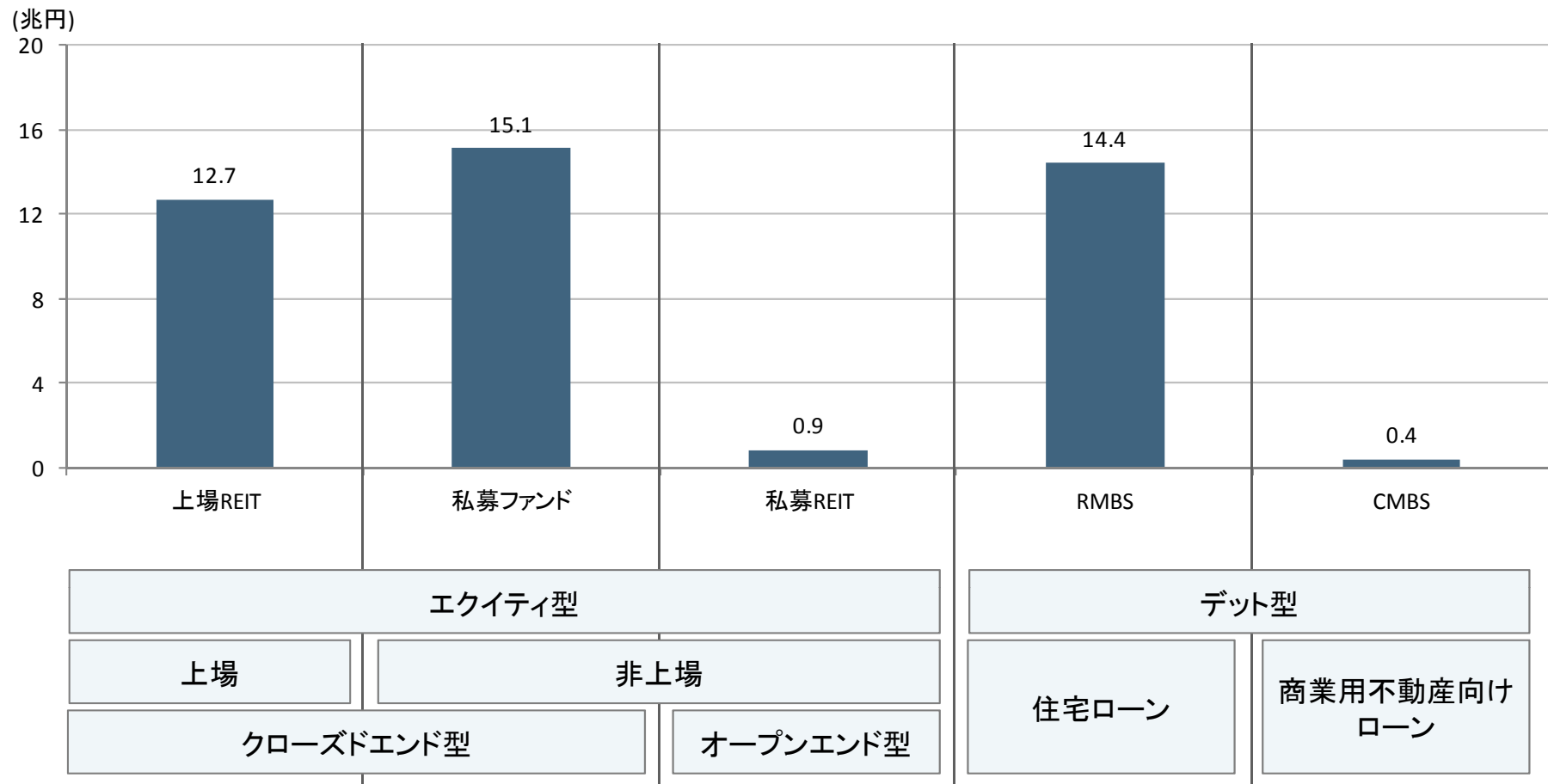
日本 日本不動産投資市場

- 1 日本人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流施設市場
- 8 不動産投資商品市場

日本の不動産投資商品の全体像

- 2010年から始まった私募REIT市場は、運用資産額を拡大し続けており、約1兆円に迫りつつある。

日本における不動産投資商品の全体像と運用資産額



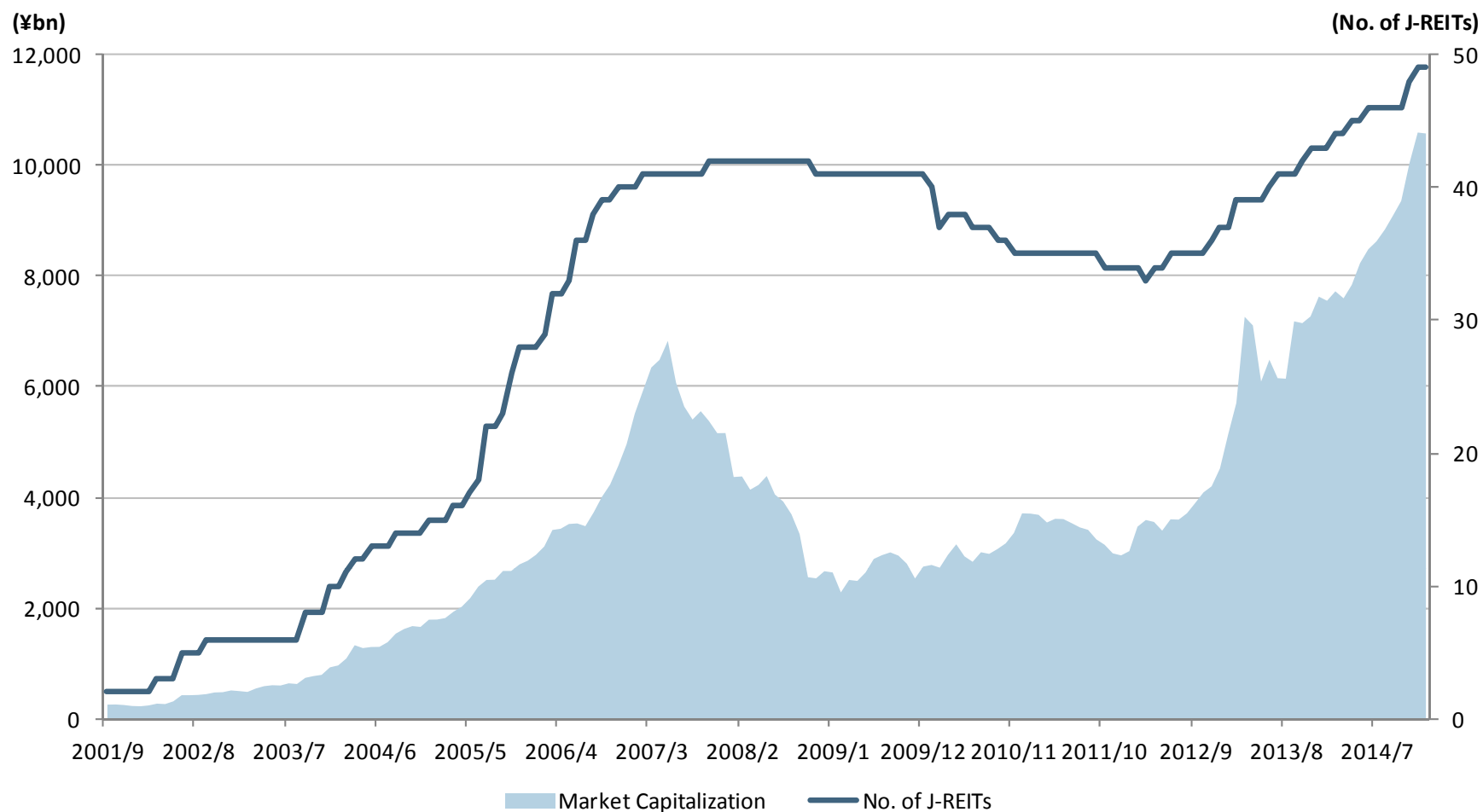
注: 上場REITは2015年1月末、私募ファンドは2014年12月末、非上場REITは2014年10月末の推定値、RMBS/CMBSは2014年9月末の値
 出所: 不動産証券化協会、三井住友トラスト基礎研究所、日本証券業協会等より野村総合研究所作成

不動産投資商品市場

2001年9月にスタートしたJ-REIT市場の時価総額は、10兆円を超えるまで拡大した

- J-REIT市場は、2001年9月に2銘柄が上場し、時価総額2,500億円でスタートした。
- 2015年1月末では、49銘柄、約10兆円規模になっている。

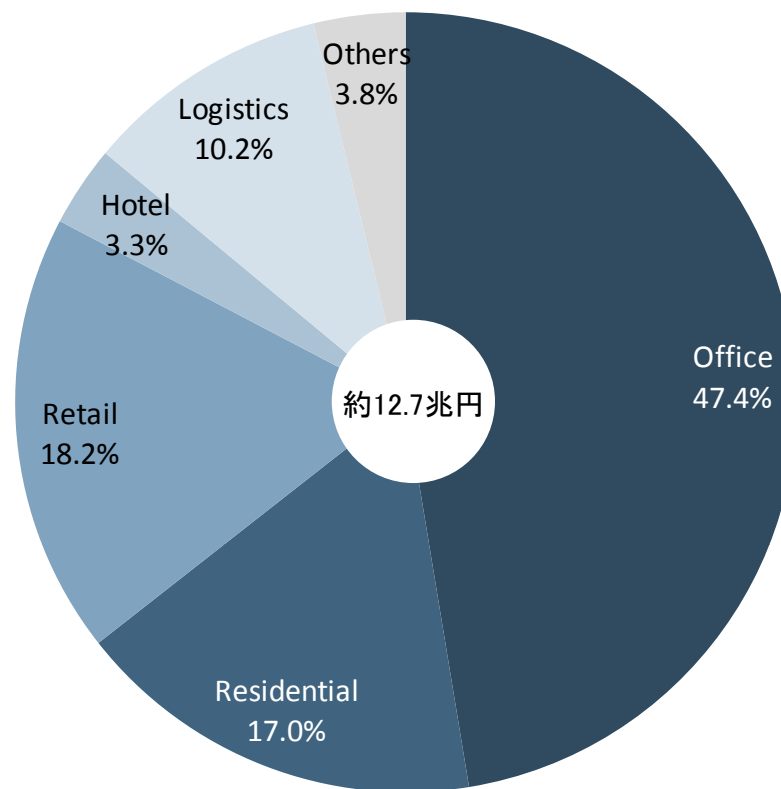
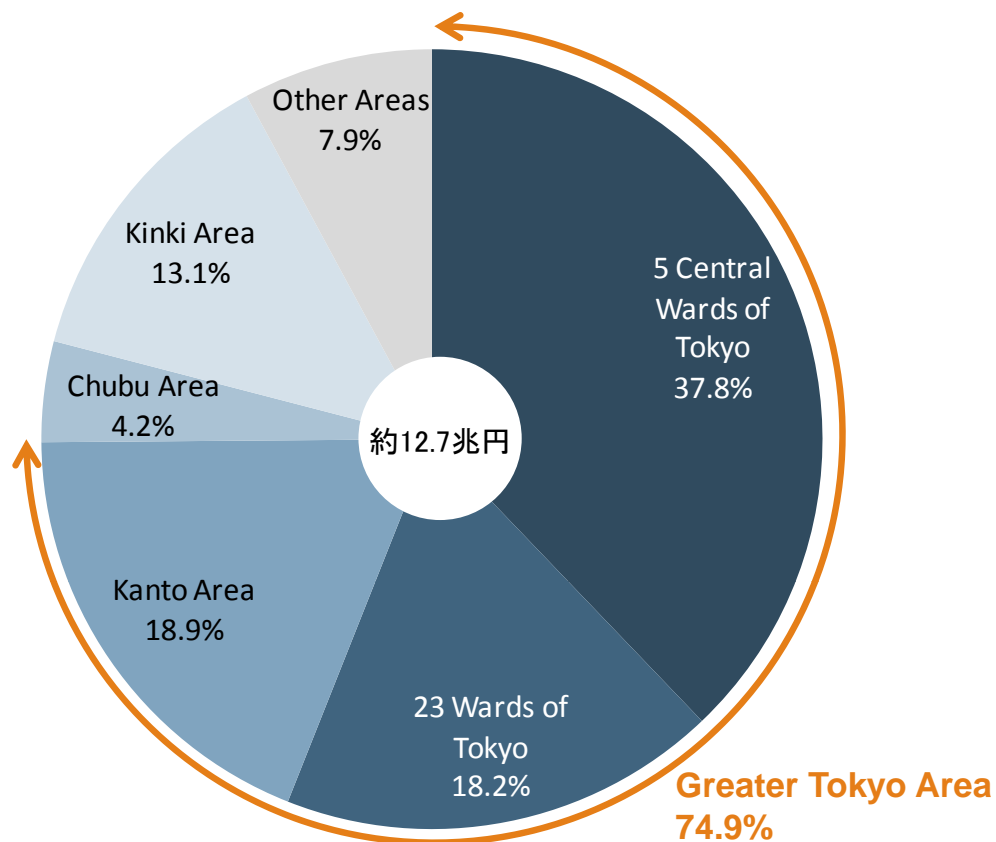
J-REIT市場の時価総額と上場銘柄数の推移



J-REIT保有不動産は、首都圏が約75%を占め、用途ではオフィスが約50%を占める

- J-REITが保有している不動産は、首都圏が約75%を占める。
- 近年、用途は、オフィス以外へと多様化しており、2014年11月からはヘルスケアREITも登場した。

J-REIT保有不動産の地域別・用途別割合

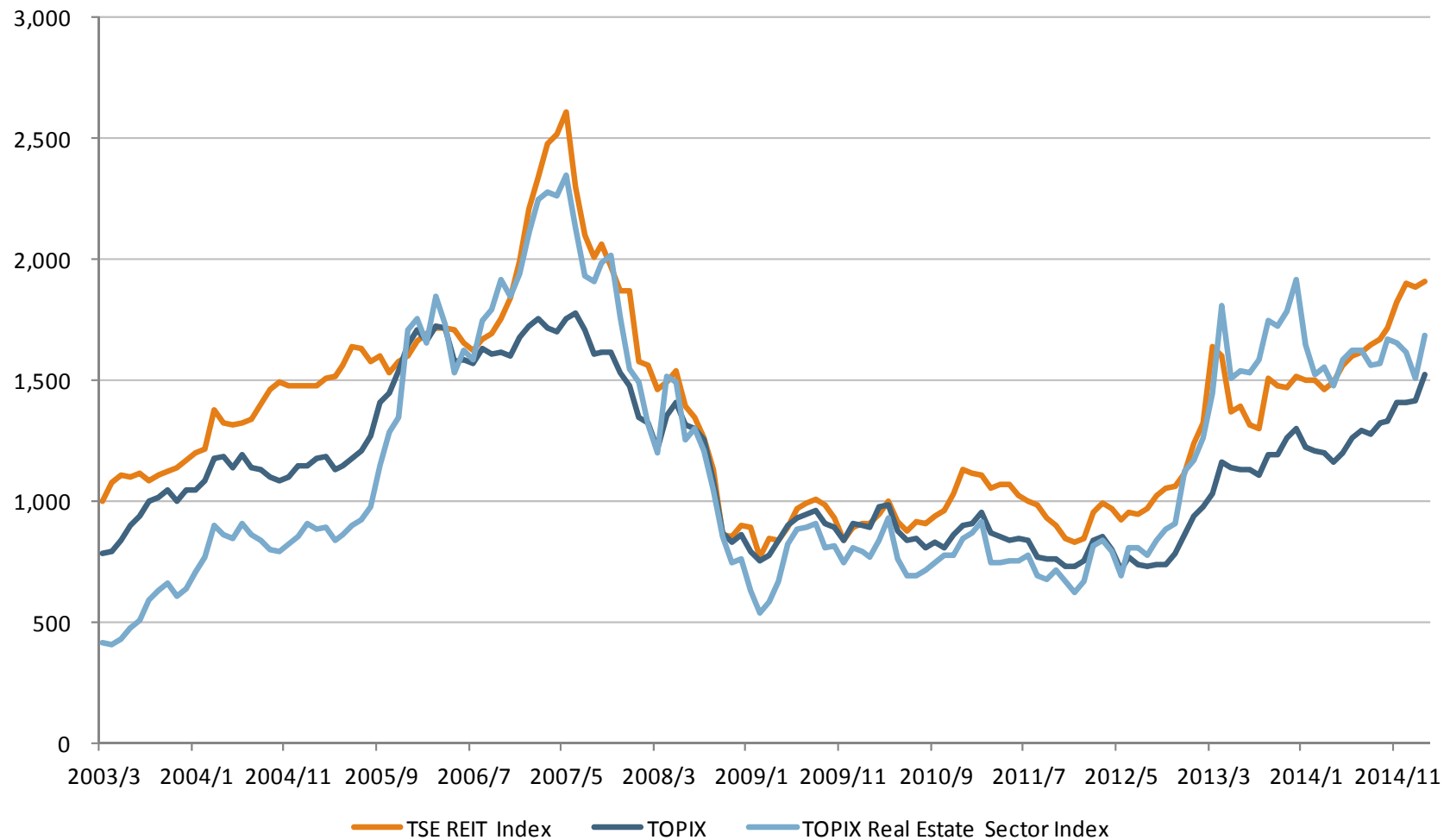


注: 2015年1月末の値
出所: 不動産証券化協会資料より野村総合研究所作成

東証REIT指数は、2012年後半に急上昇し、その後も堅調に推移している

- 東証REIT指数は、2007年5月の最高値からは大きく落ち込んでいたが、2012年後半から上昇した。

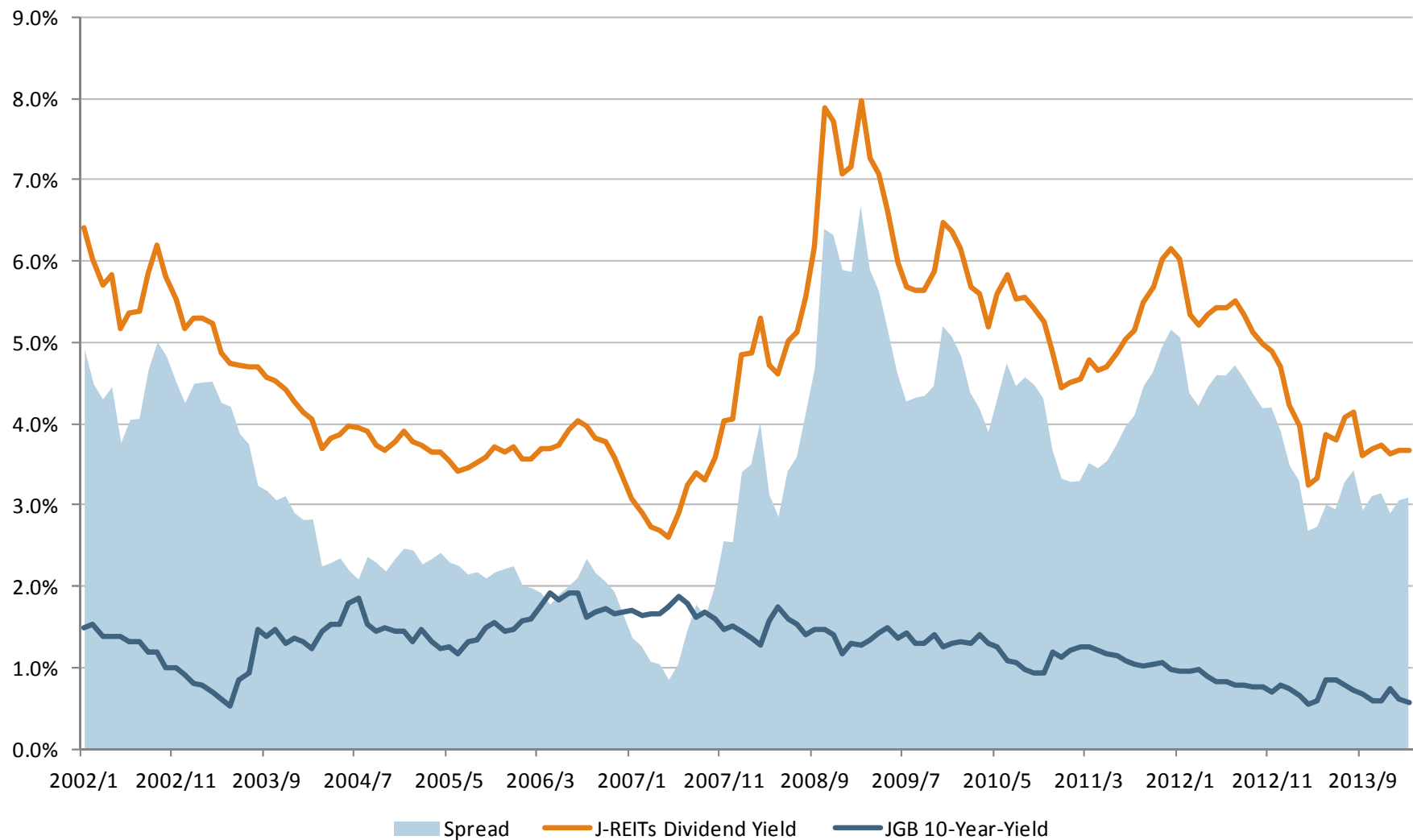
東証REIT指数、TOPIXと東証不動産業指数の推移



J-REITの配当利回りは、約8%まで急上昇したが、現在は約3%まで下落している

■ イールドスプレッドは、約3%弱の水準にある。

J-REIT配当利回りと日本国債10年物利回りの推移

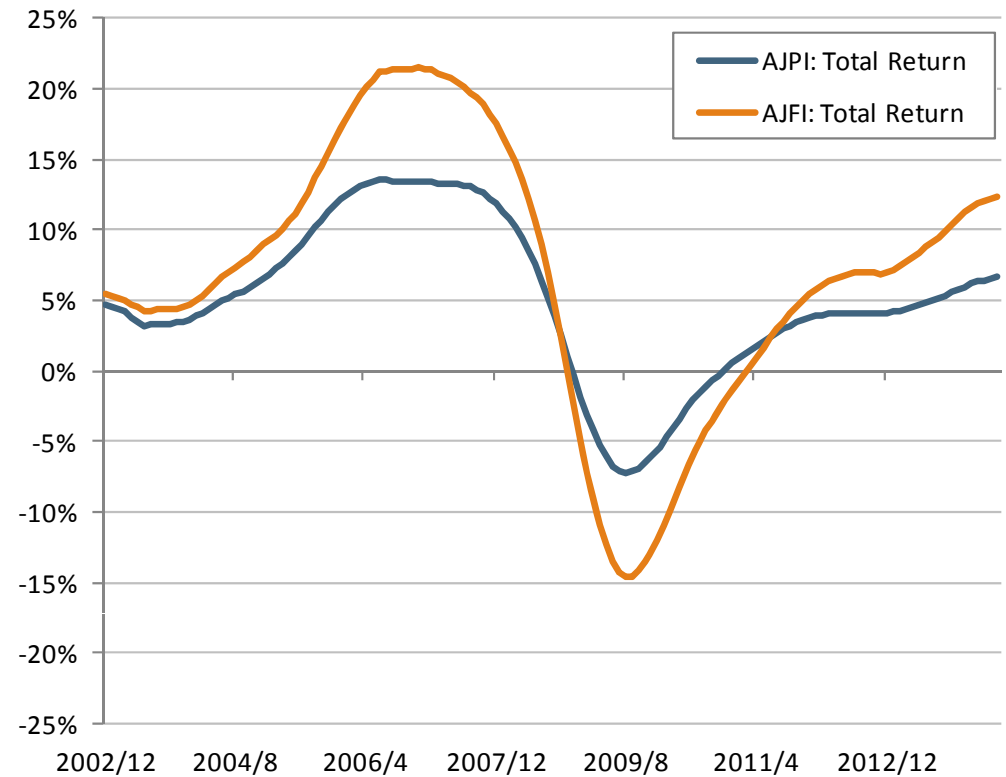
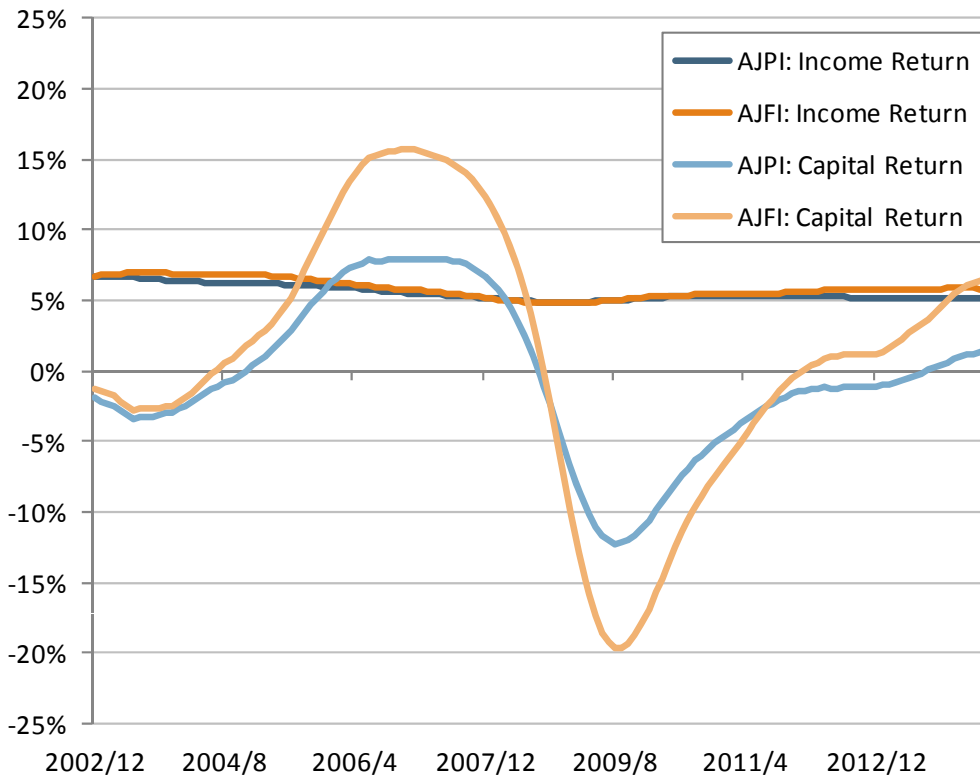


不動産投資商品市場

キャピタル・リターンは、プラスの水準まで回復している

- 国内不動産に投資を行うコア・ファンドの運用実績に基づいたインデックスによると、キャピタル・リターンがプラスの水準まで回復している。

ARES Japan Property Index (AJPI) と ARES Japan Fund Index (AJFI) の推移



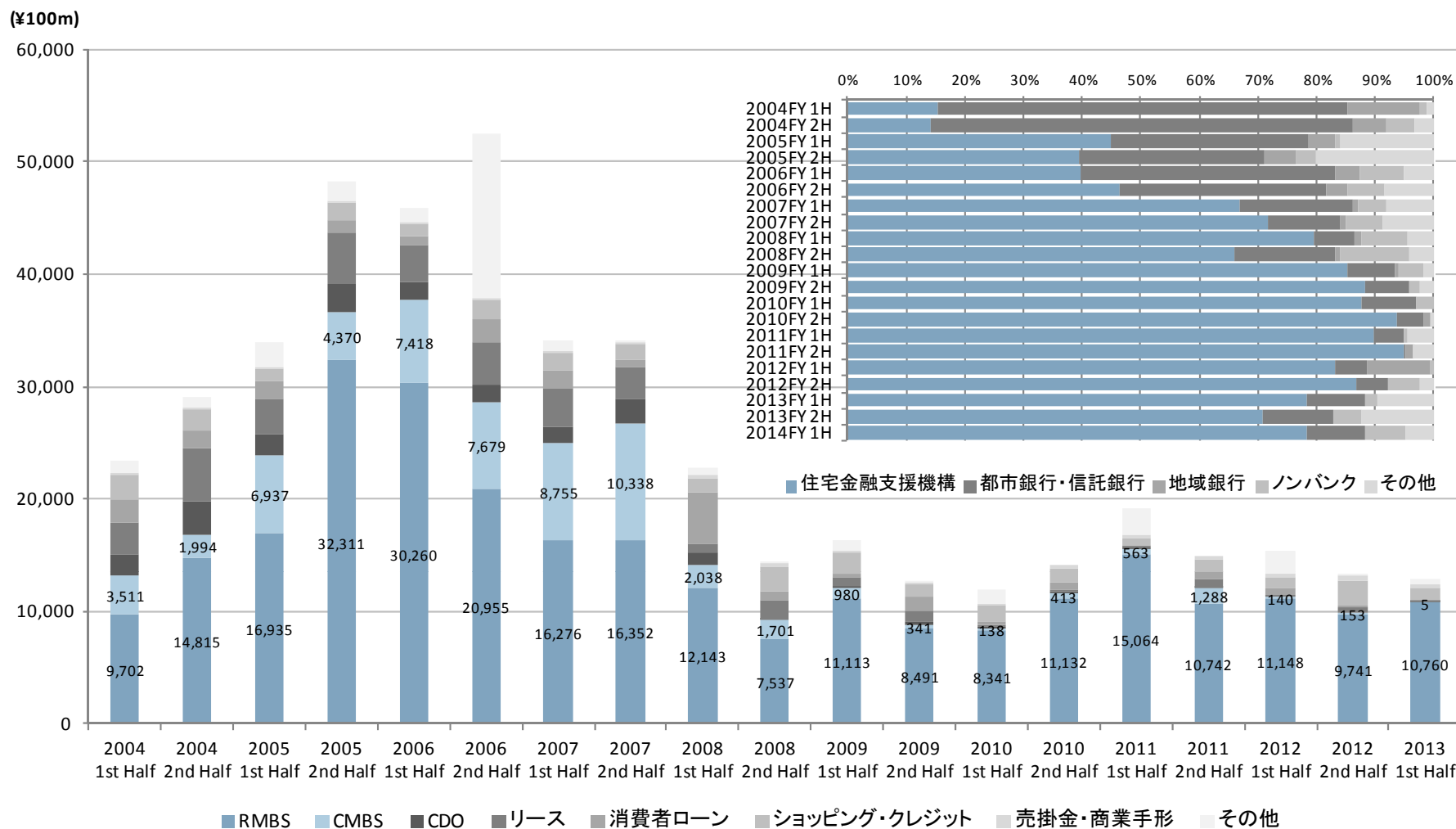
出所: 不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」及び「ARES Japan Fund Index」より野村総合研究所作成

不動産投資商品市場

2008年以降CMBSは急減し、現在はRMBSのみが継続的に発行されている状況にある

■ 直近では、RMBSのオリジネーターの約80%は住宅金融支援機構となっている。

証券化商品の裏付資産別発行金額とRMBSのオリジネーター別発行金額の推移



日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

1 **中国のマクロ経済環境**

2 **中国の不動産投資市場の概況**

3 **中国の住宅市場**

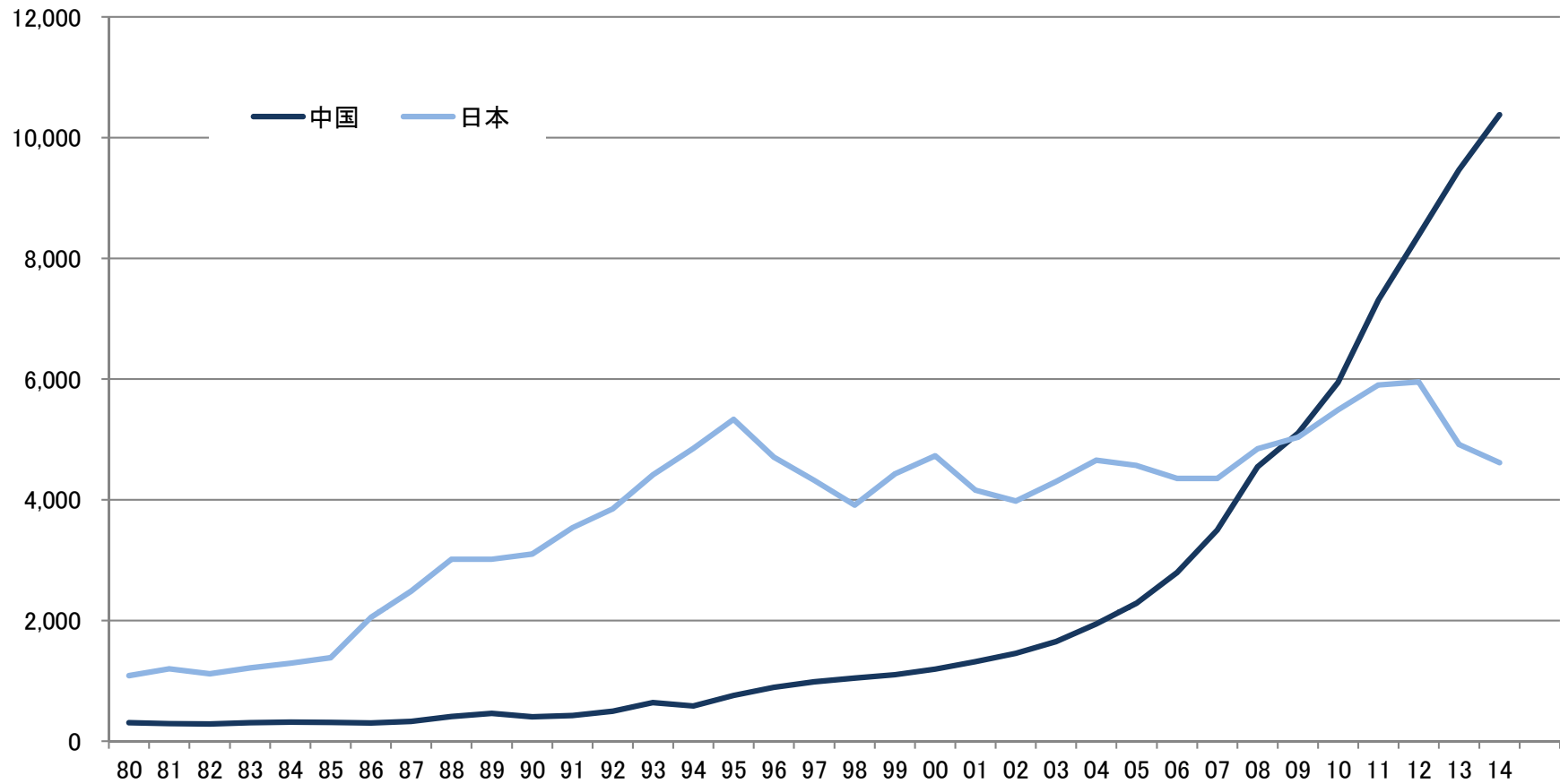
4 **中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場**

5 **中国不動産企業の動向**

2010年、日本と中国のGDPは大きく逆転した

日本と中国の名目GDPの推移

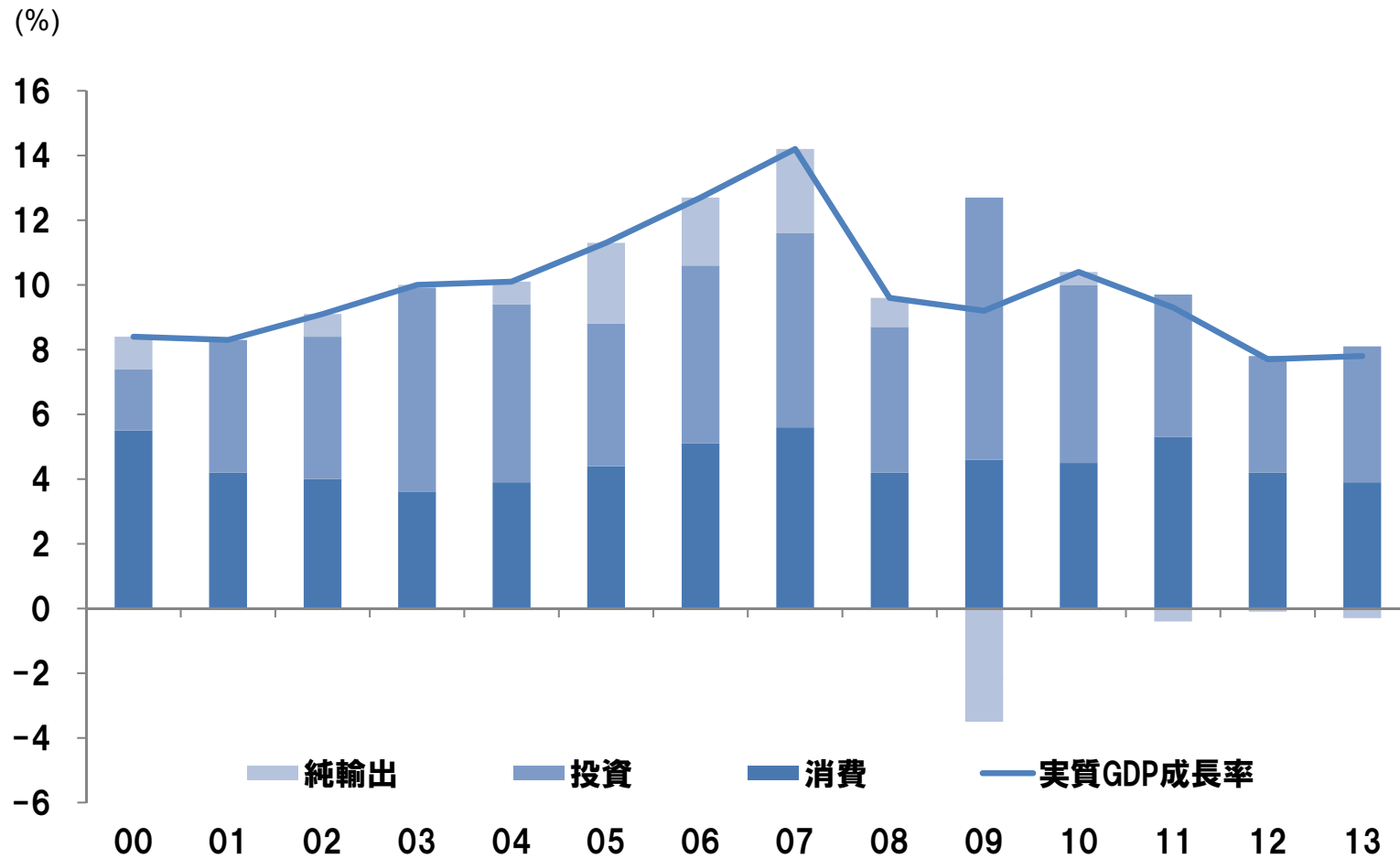
(十億米ドル)



出所) IMF

実質GDP成長率が2007年を境に増加傾向から減少傾向に転じ、2012年には初めて7%台まで下がっている

中国の実質GDP成長率および分野別貢献度の推移

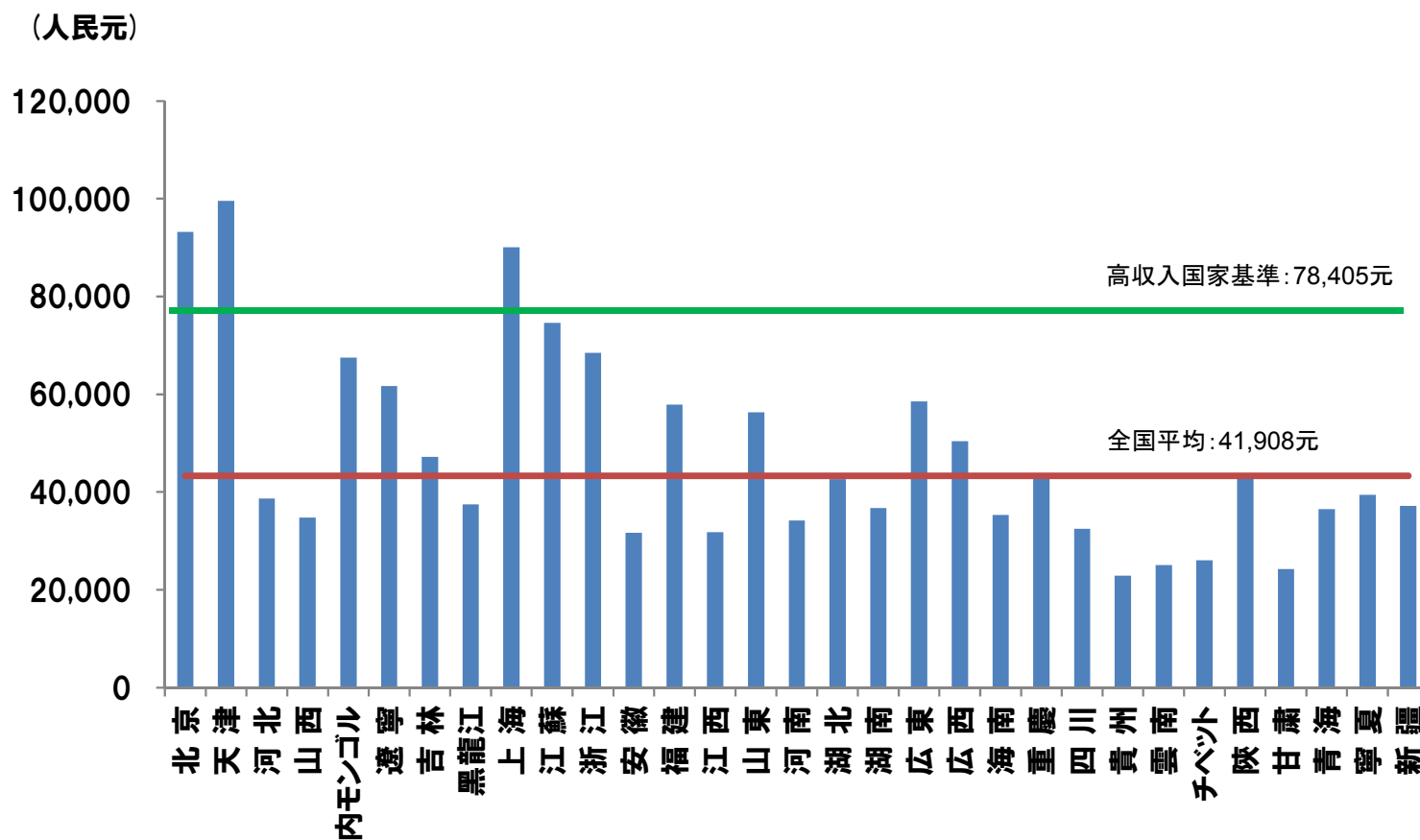


出所) 中国国家统计局

中国のマクロ経済環境：経済成長

3大都市(天津、北京、上海)の一人当たりGDPは、既に12,616米ドルの高収入国家基準に達している

省・直轄市別の一人当たりGDP金額(2013年)

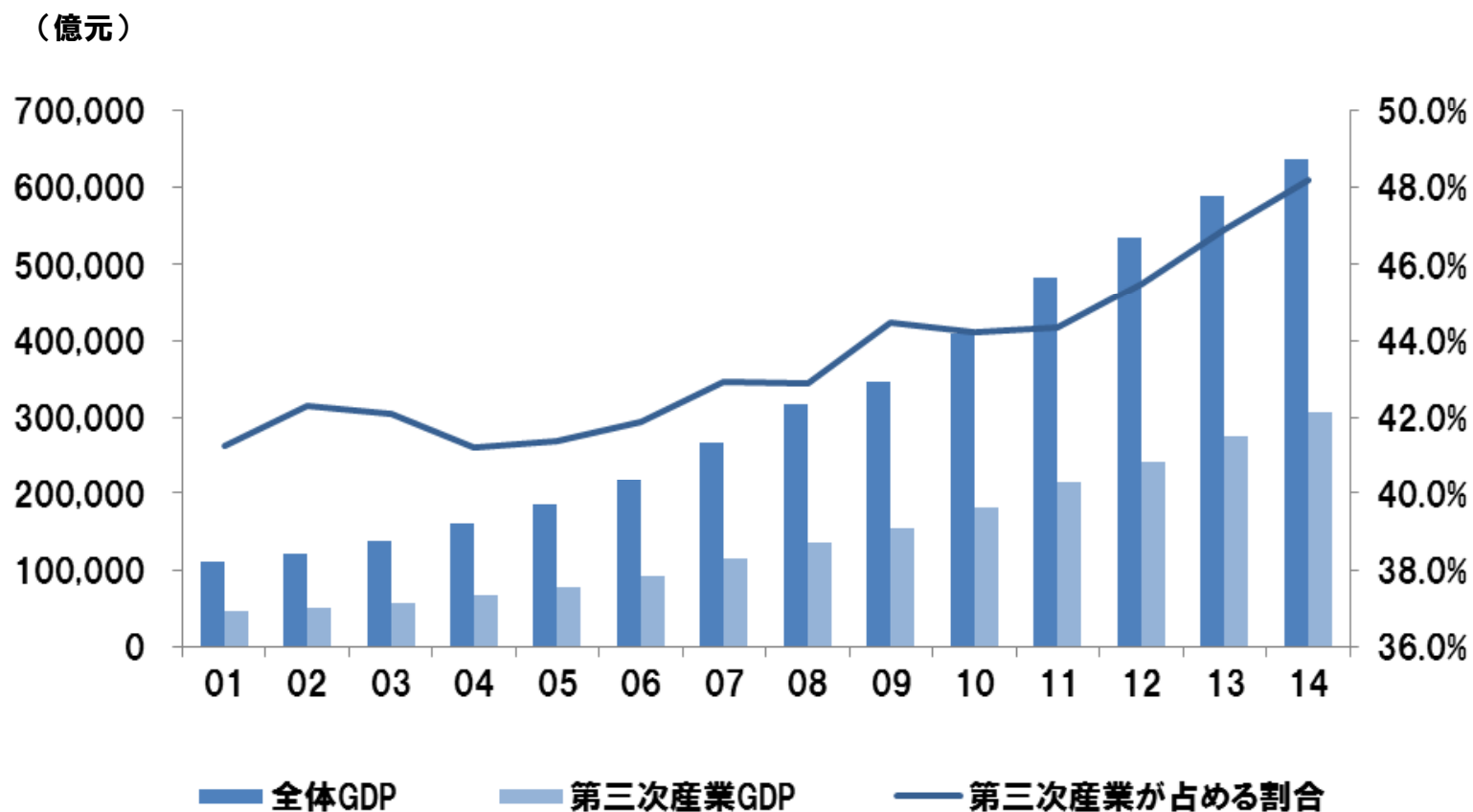


注) IMFの高収入国家と認定する基準：一人当たりGDP≥12,616米ドル (2015年5月1日レートでの換算：約78,405人民元相当)

出所) 中国国家統計局

第三次産業は拡大傾向が続いており、2014年には50%近くまで達成するなど、都市部の不動産投資を牽引する大きな要因にもなった

第三次産業が全体GDPに占める割合の推移

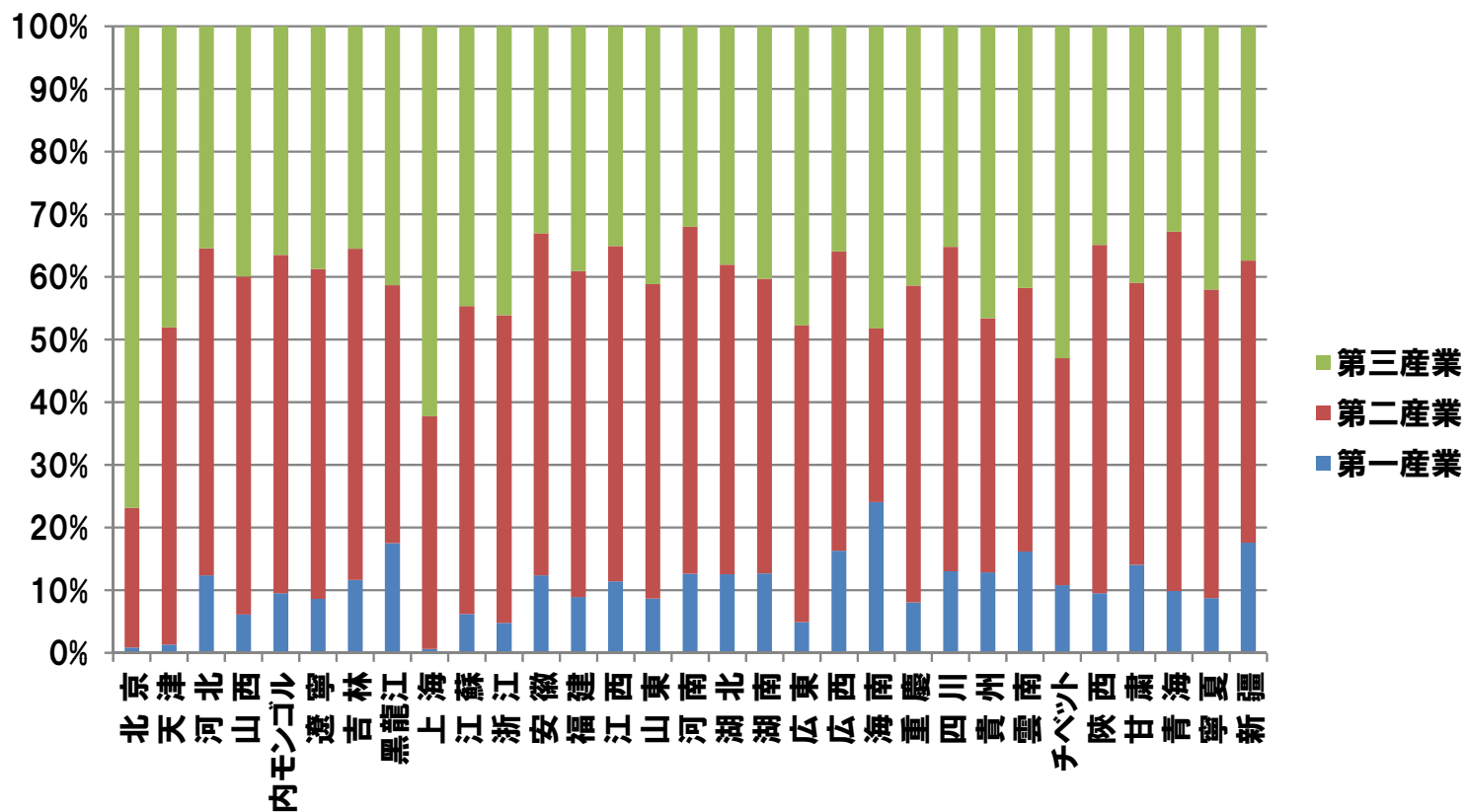


出所) 中国国家统计局

中国のマクロ経済環境：経済動向

第三次産業の比率が最も高いのは北京であり、次いで上海、チベット、海南、天津、広東、貴州、浙江の順となっており、いずれも全国平均を超えた水準にある

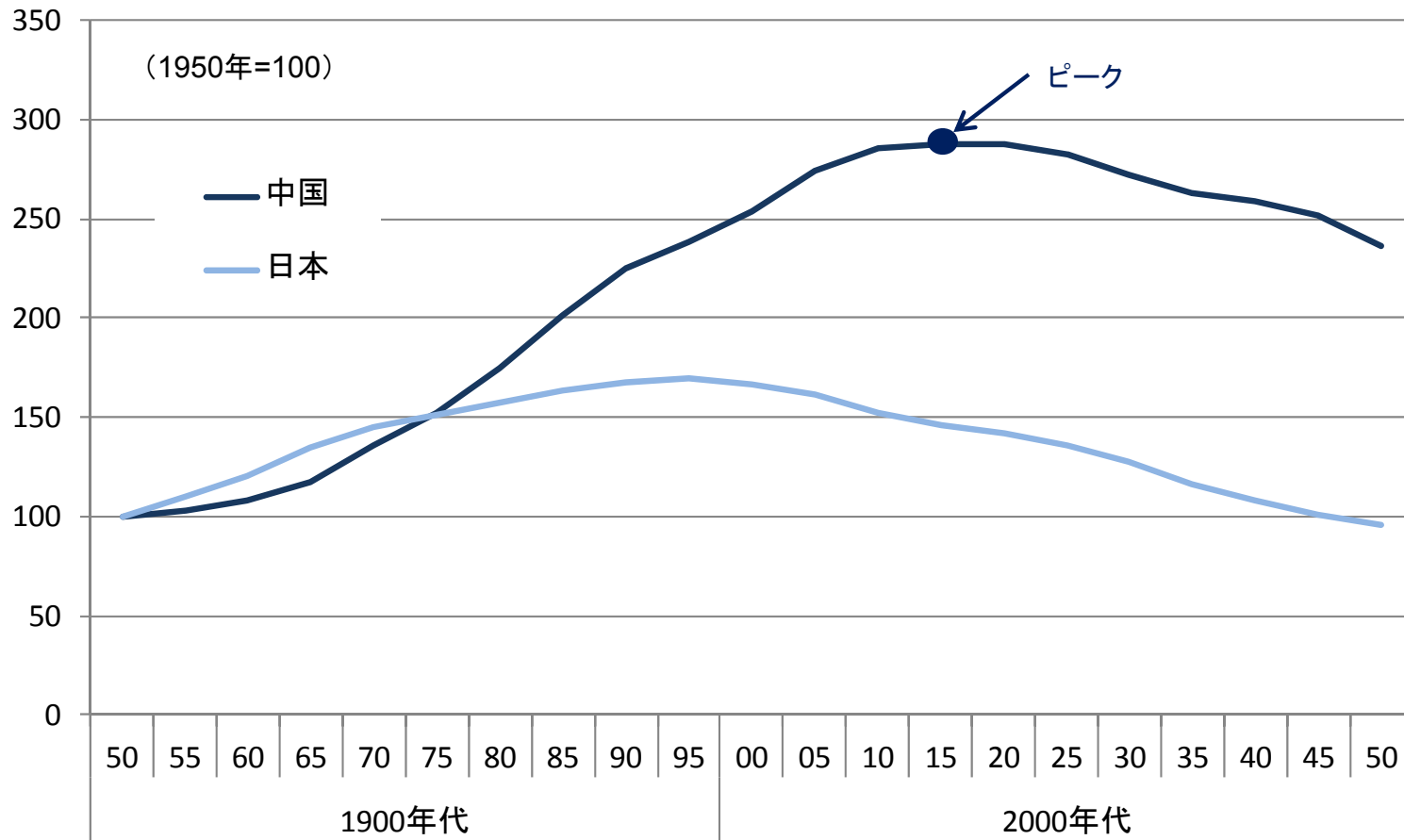
省・直轄市別、産業別のGDP構成(2013年)



出所) 中国国家统计局

2015年には生産年齢人口がピークアウトする見込み

生産年齢人口の推移

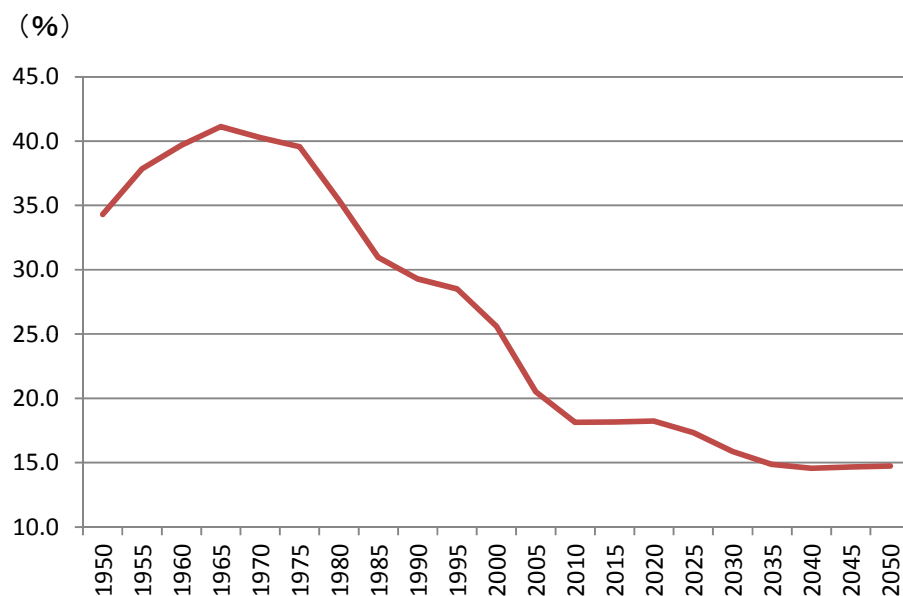


出所)国際連合

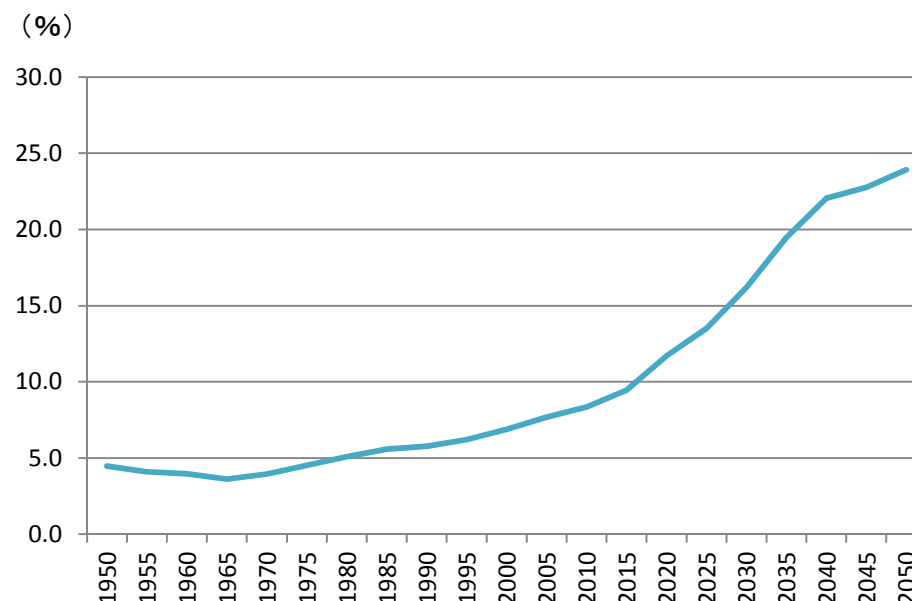
人口ボーナスが終わる見込みの2015年以降、年少人口比率の低下と高齢者人口比率の上昇による財政負担の増加、労働力減少、消費不振などが懸念される

- 人口ボーナスが終わる見込みの2015年以降、少子化と高齢化がもたらす財政負担の増加、労働力の減少、消費不振などは課題となる。
- その対応策として、政府は2013年12月末に「一人っ子政策」を緩和する方針を発表した。
 - 中国では1979年から「一人っ子政策」が実施されたが、深刻した高齢化、労働力減少等の問題を解決するために、2013年末頃政府は、「夫婦のどちらかが一人っ子の場合は2人目の出産を認める」方針を公布し、「二人っ子緩和政策」の正式的实施を発表した。
 - 政策発表直後の2014年、北京市や上海市、広東省などの地域では、「夫婦のどちらかが一人っ子の場合は2人目の子供の出産を認める」という細則が公布され、第2子の子産認可申請が開始した。
 - 今後、「二人っ子」政策は全国範囲で実施される見込みである。

15歳未満年少人口比率の変化



65歳以上の人口比率の変化

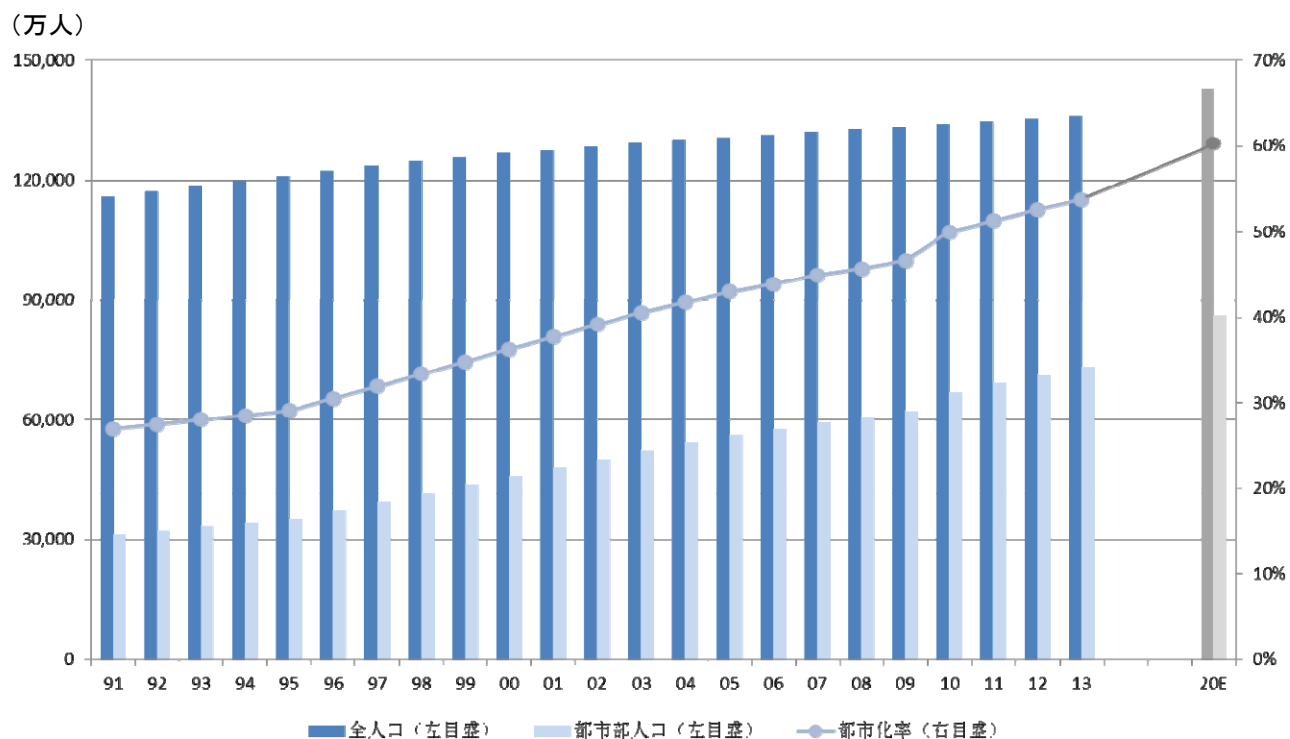


中国のマクロ経済環境:人口動態

都市化の進行によって、2013年の都市化率が50%を超えている。国の政策目標では、2020年には都市化率を60%まで引き上げる

- 1991年から2013年まで、都市化率は26.8ポイント以上上昇している。
- 2014年3月16日、中国国務院は「国家新型都市化計画(2014-2020年)」を発表し、「中国の特色ある新型都市化の道、都市化のクオリティの全面的な向上」などを明確にするとともに、「2020年までに常住人口の都市化率を約63%、都市部戸籍を持つ人の割合を約45%までそれぞれ引き上げ、農業を辞めた人など1億人を都市部に移転させる」という目標を掲げている。

中国の人口と都市化率の推移



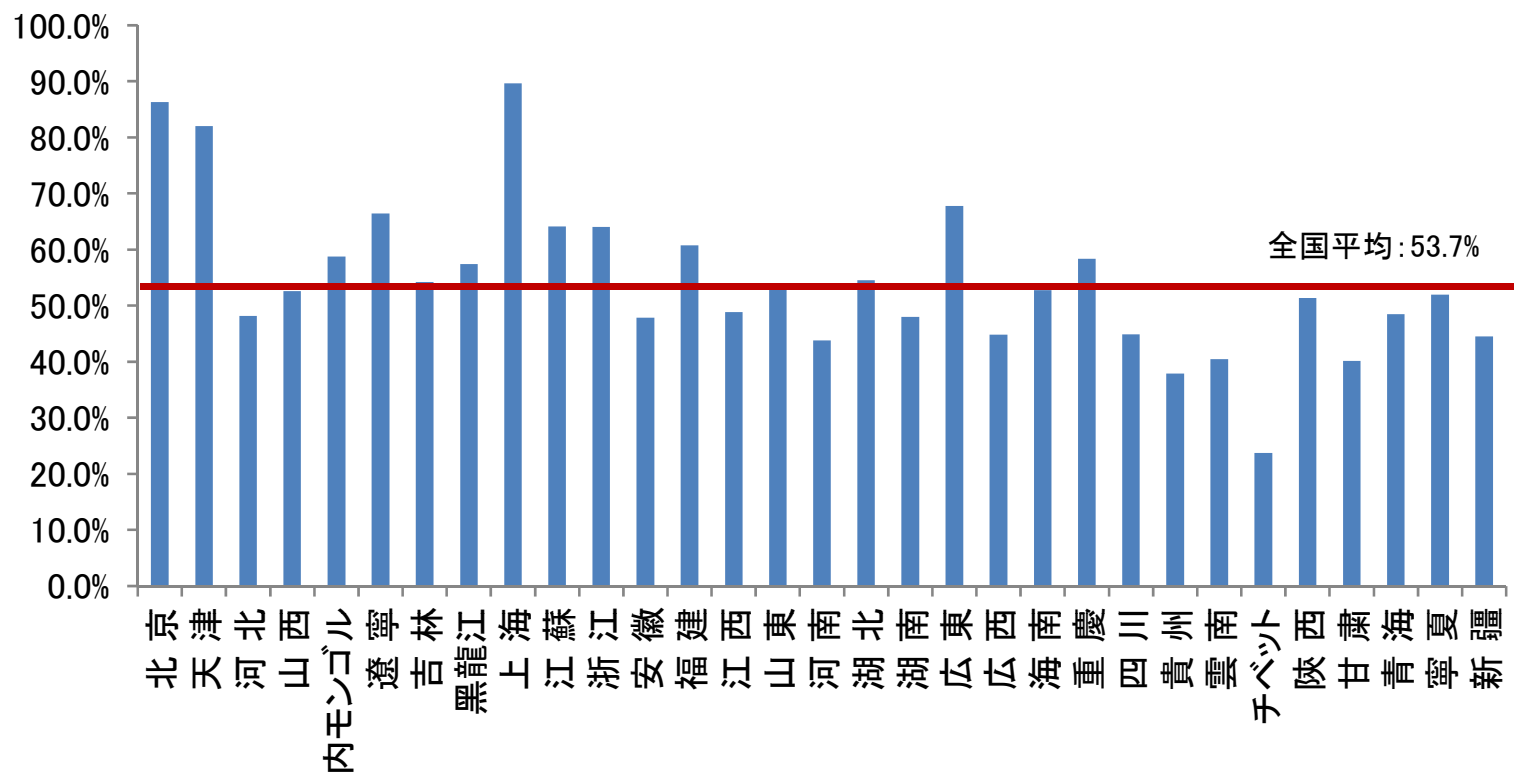
注) 2020年は政策目標値である。

出所) 中国国家统计局

中国のマクロ経済環境:人口動態

沿岸地域を中心に進んできた都市化は、内モンゴル、湖北、重慶などの内陸地域や、東北地域でも進行が著しい

中国の地域別都市化率(2013年)



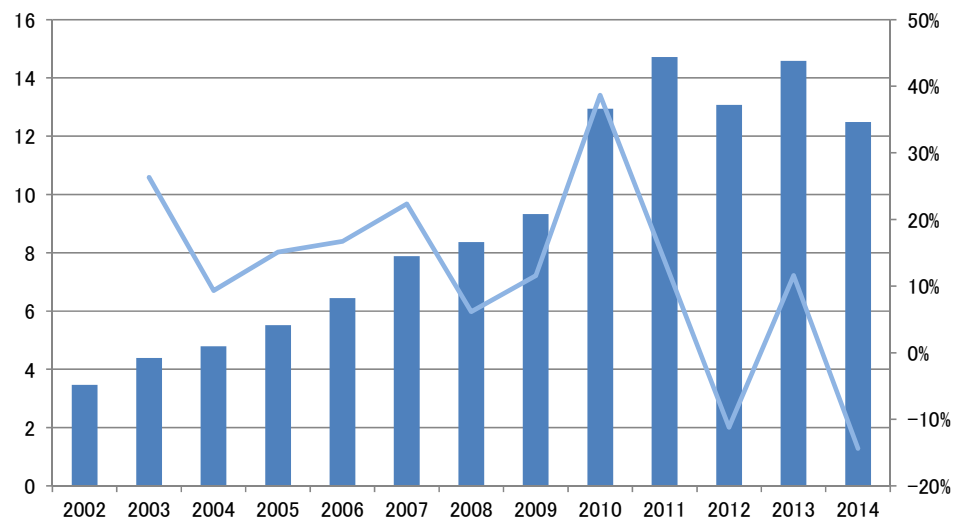
出所) 中国国家统计局

中国のマクロ経済環境:居住水準

2002-11年までの10年間で、都市部における新築住宅の着工面積は平均18%の伸び率と大きく増加したが、不動産抑制策が実施された2011年以降は増減が繰り返された

都市部における新築住宅着工面積の推移

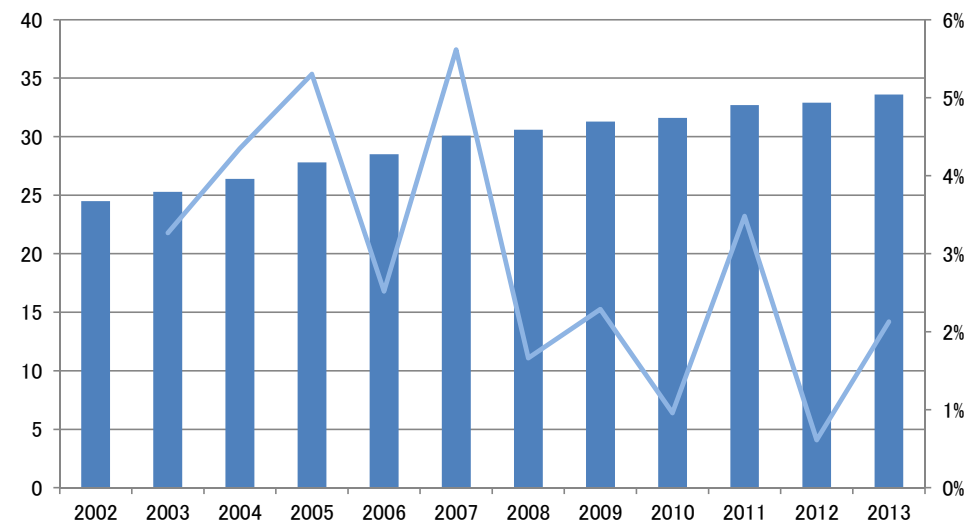
(億平米)



■ 不動産企業による新築住宅の着工面積(左目盛) — 伸び率(右目盛)

都市部における1人あたり居住面積の推移

(㎡/人)

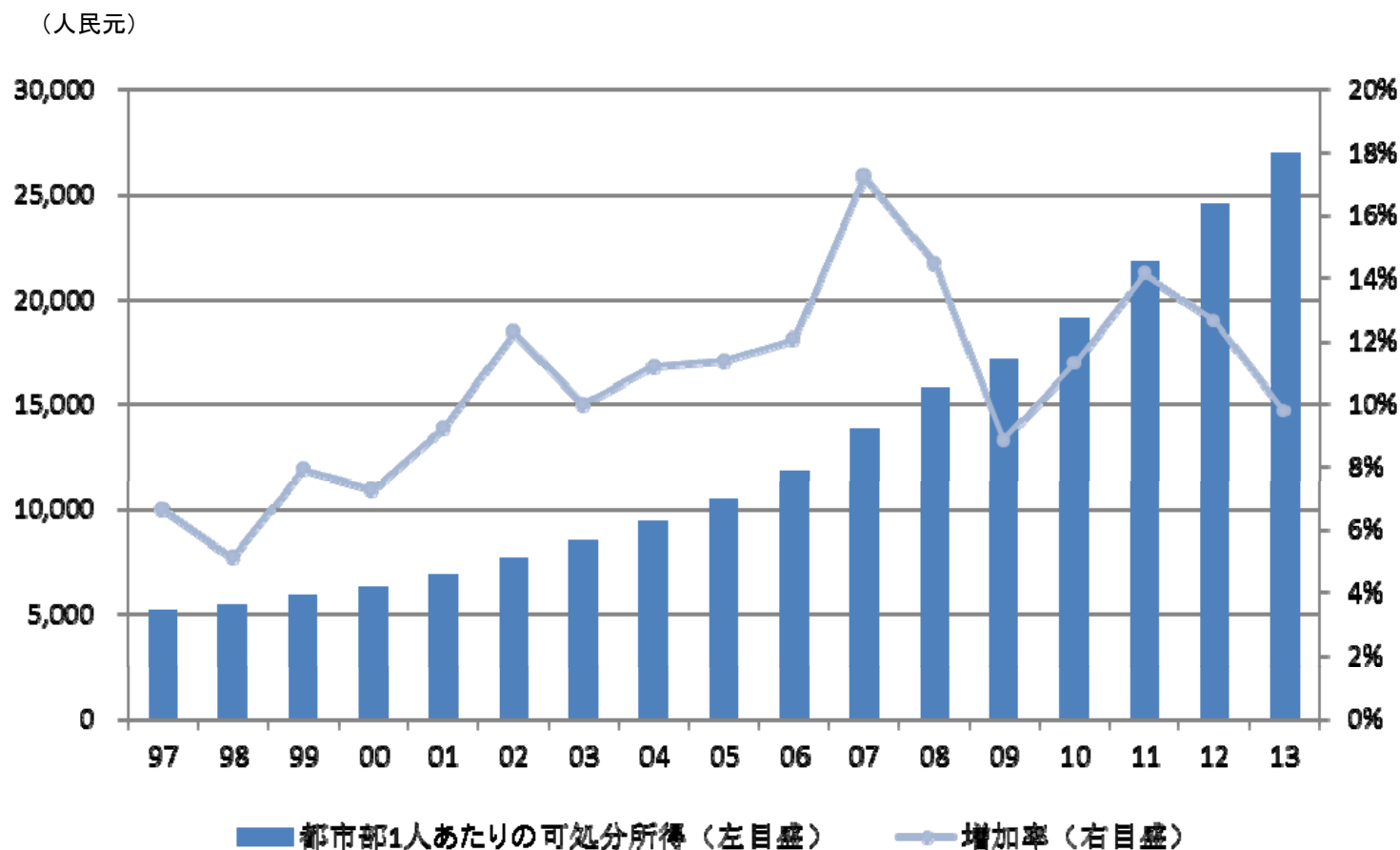


■ 都市部の1人あたり居住面積(左目盛) — 伸び率(右目盛)

出所) 中国国家统计局

過去17年間、都市部の1人当たり可処分所得の増加率は平均11%であり、堅調な個人消費力の伸びを示している

都市部の1人当たり可処分所得と増加率



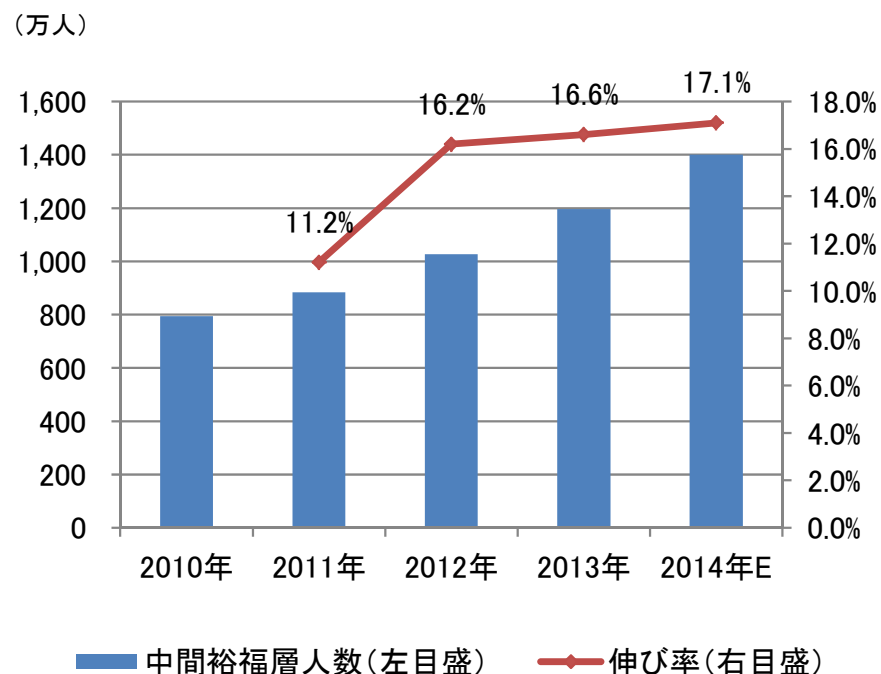
出所) 中国国家统计局

中国のマクロ経済環境:消費動向

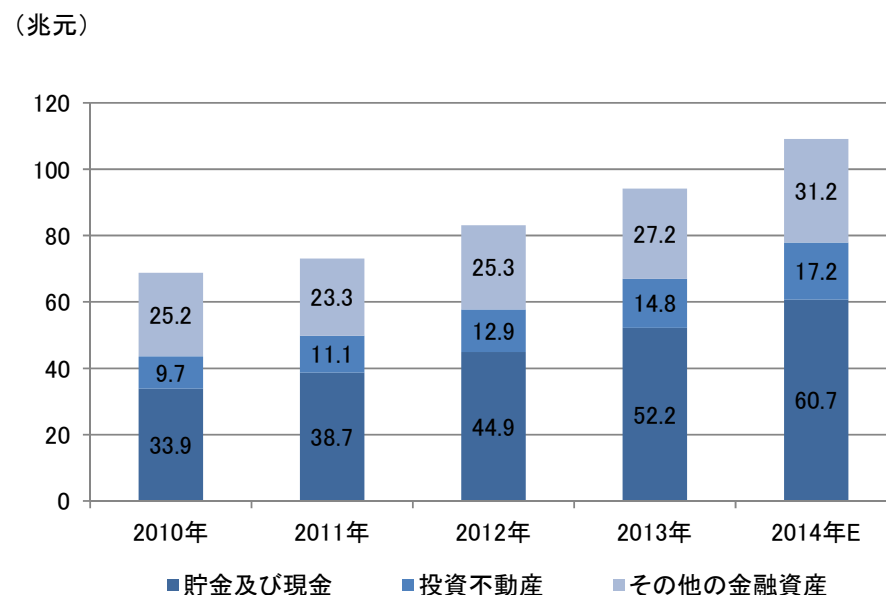
中間層人口は増加傾向が続き、その資産の約15%が不動産投資によるもの

- 2013年時点、中国における中間富裕層(個人可処分資産額が60~600万元)の人数はおおよそ1,197万人で、全国人口の約1%を占めている。
- 中間富裕層の資産構成では、不動産投資によるものが約15%で、資産全般とともに今後も大きく伸びていく傾向にある。

中国における中間層人口の変化



中国における中間富裕層の資産構成変化

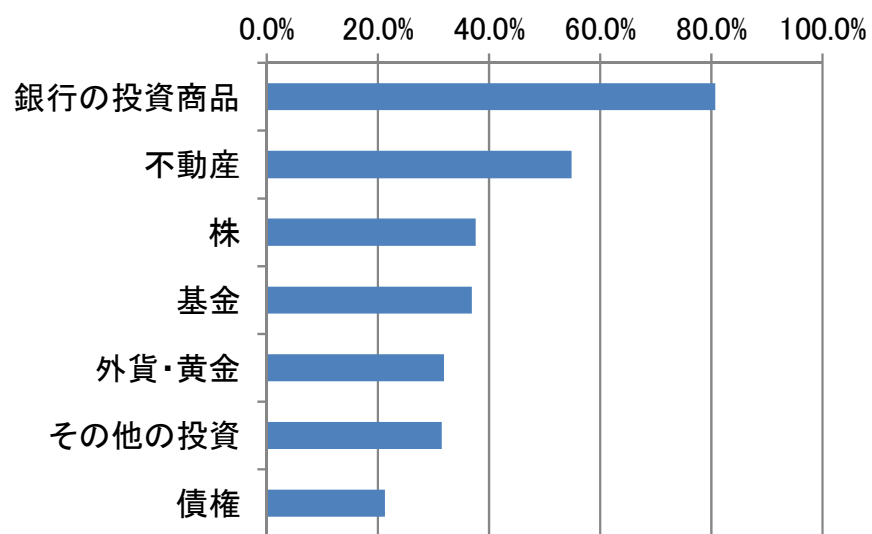


注) ここでいう「中間富裕層」とは、個人可処分資産額が60万元~600万元(2015年5月1日付けレートで換算:1,177万円~11,774万円に相当)の人と定義する。

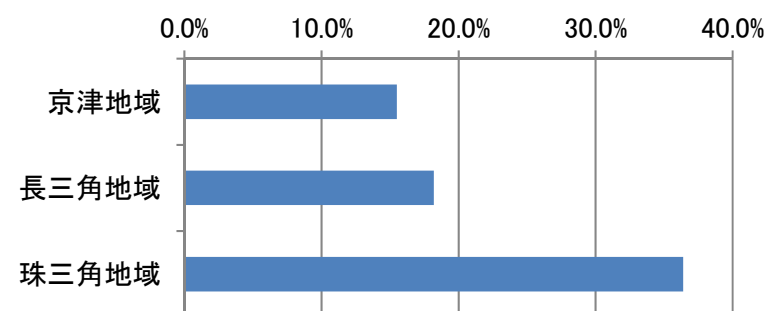
出所)『2014年中国大衆富裕層財産白書』(胡潤研究院)

半数以上の中間層人口は今後も継続的に不動産に投資をする見込みで、広東省中心の珠三角地域の中間層人口は特に投資意欲が強いとみられる

中国の中間富裕層に人気のある投資先



地域別中間富裕層の不動産投資意欲



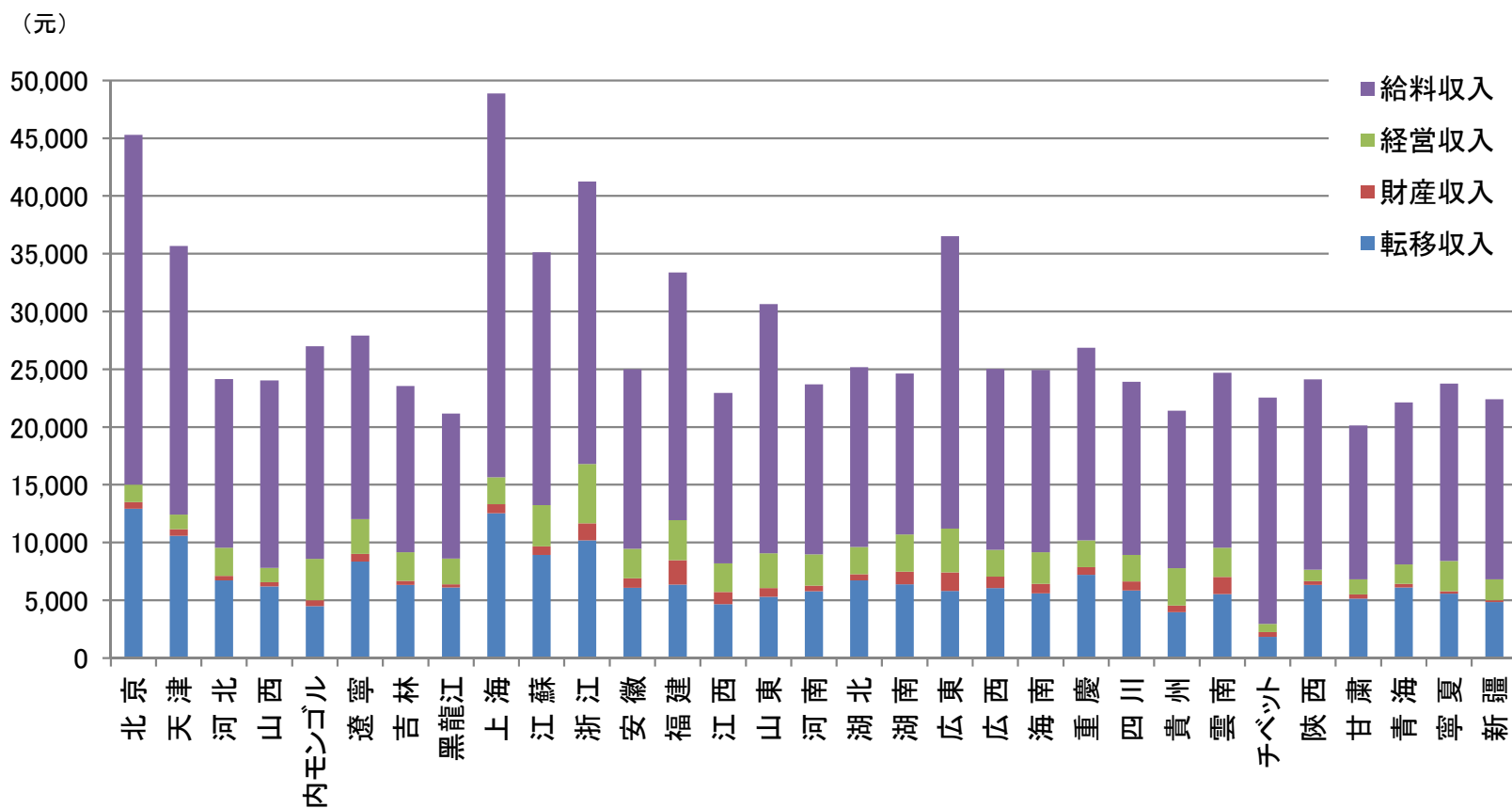
注) 京津地域:北京・天津の2都市のことを指す
長三角地域:上海市・江蘇省・浙江省のことを指す
珠三角地域:広東省のことを指す。

出所)『2014年中国大衆富裕層財産白書』(胡潤研究院)

中国のマクロ経済環境：消費動向

1人あたり家計収入の全国的平均64%は給料収入によるもので、24%は移転収入による。不動産収入が含まれる財産収入が比較的多いのは福建省

地域別都市部住民1人あたり年間家計収入の源泉別金額(2013年)



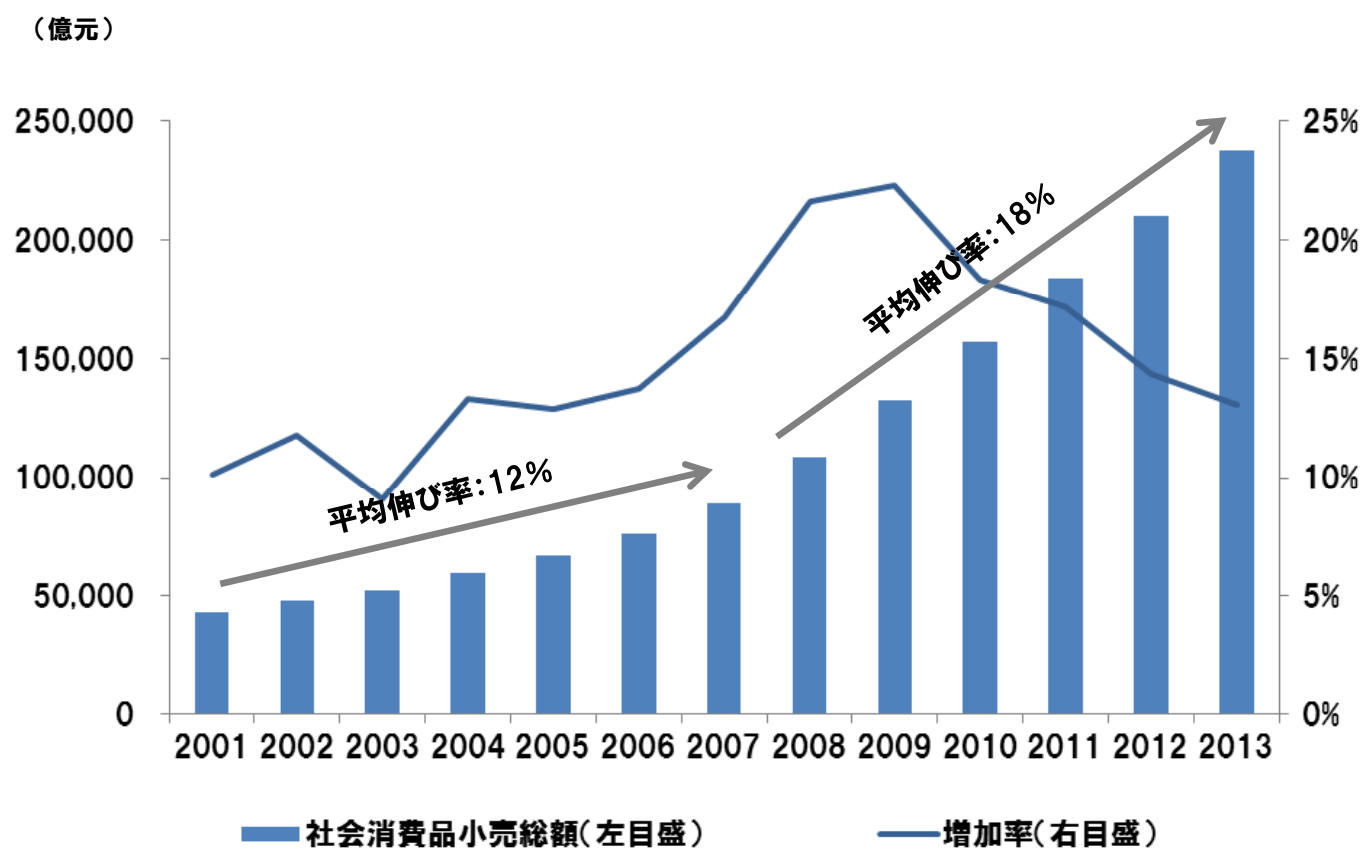
注) 給料収入:賃金収入。経営収入:商業売買等による収入。
 財産収入:動産、不動産による収入。転移収入:退職金、養老金等による収入

出所)中国国家统计局

中国のマクロ経済環境:消費動向

2013年の社会消費品小売総額は2001年の5.5倍以上の規模を記録した。
2008年以後に年平均18%の成長率で増加し、商業施設の建設需要を促した

社会消費品小売総額と増加率



出所) 中国国家统计局

中国

調整期に入る中国の不動産市場

1

中国のマクロ経済環境

2

中国の不動産投資市場の概況

3

中国の住宅市場

4

中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場

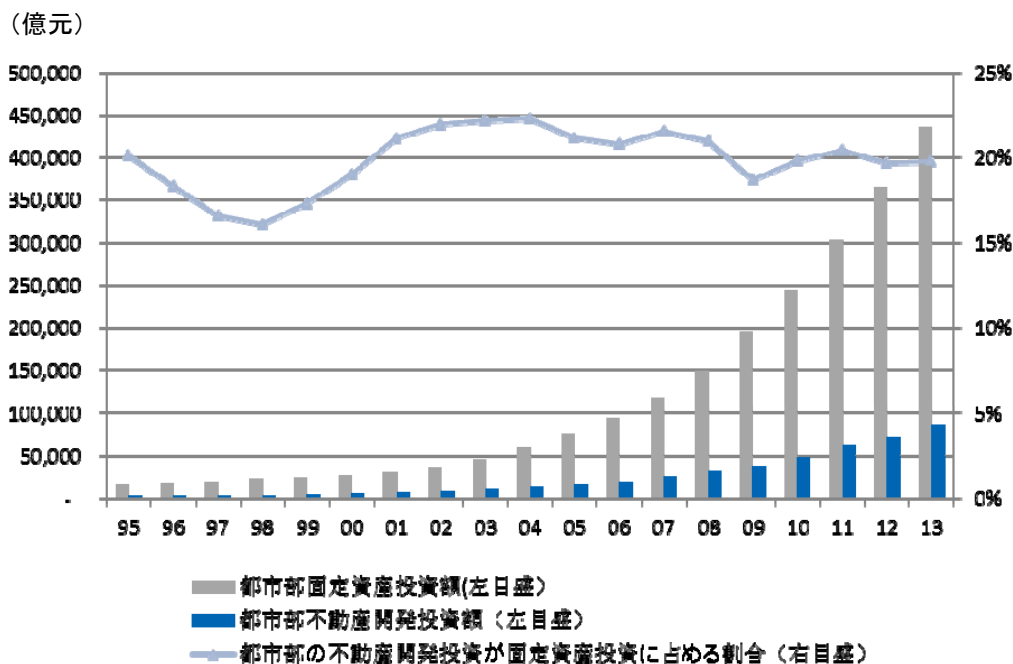
5

中国不動産企業の動向

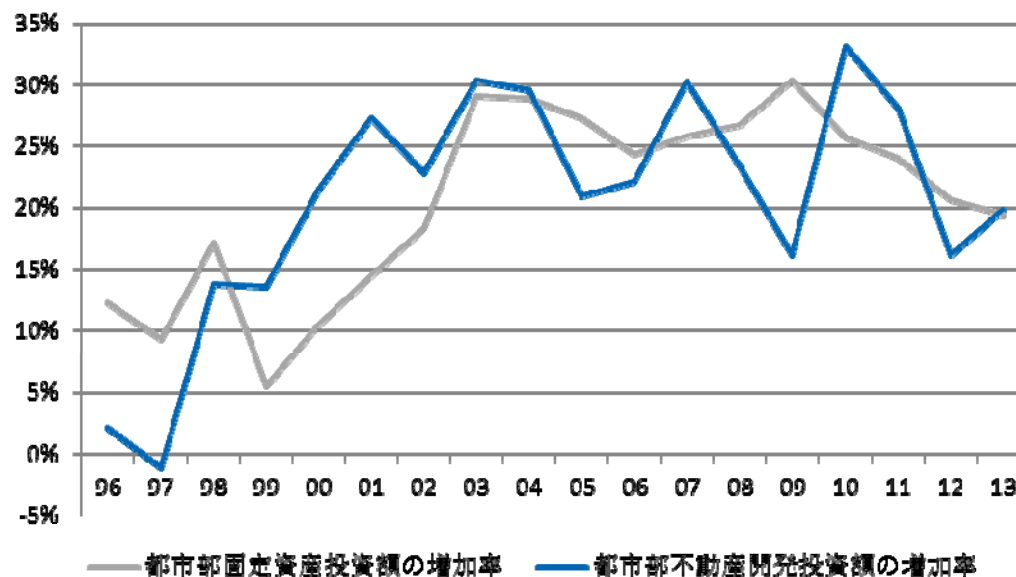
中国の不動産投資状況

都市部固定資産投資の約2割が不動産投資である。2000年以降、平均20%以上の成長率で拡大している

都市部における固定資産投資と不動産投資



都市部における固定資産投資と不動産投資の増加率比較

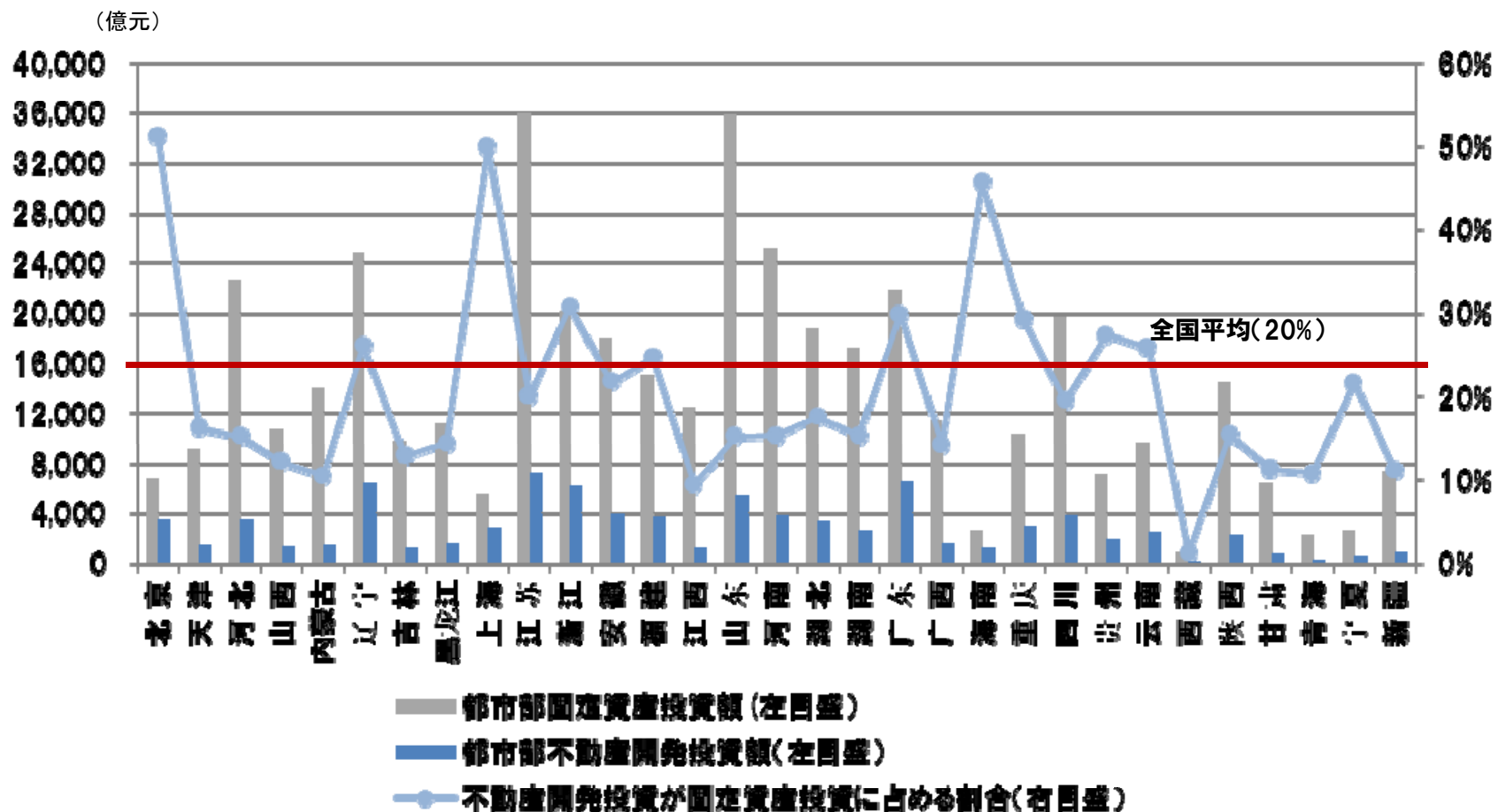


出所) 中国国家统计局

中国の不動産投資状況

都市部固定資産投資における不動産投資の割合は、北京と上海で50%以上である。
海南、浙江、広東でも、全国平均20%を大きく上回る

2013年の地域別に見た都市部固定資産投資における不動産投資の割合

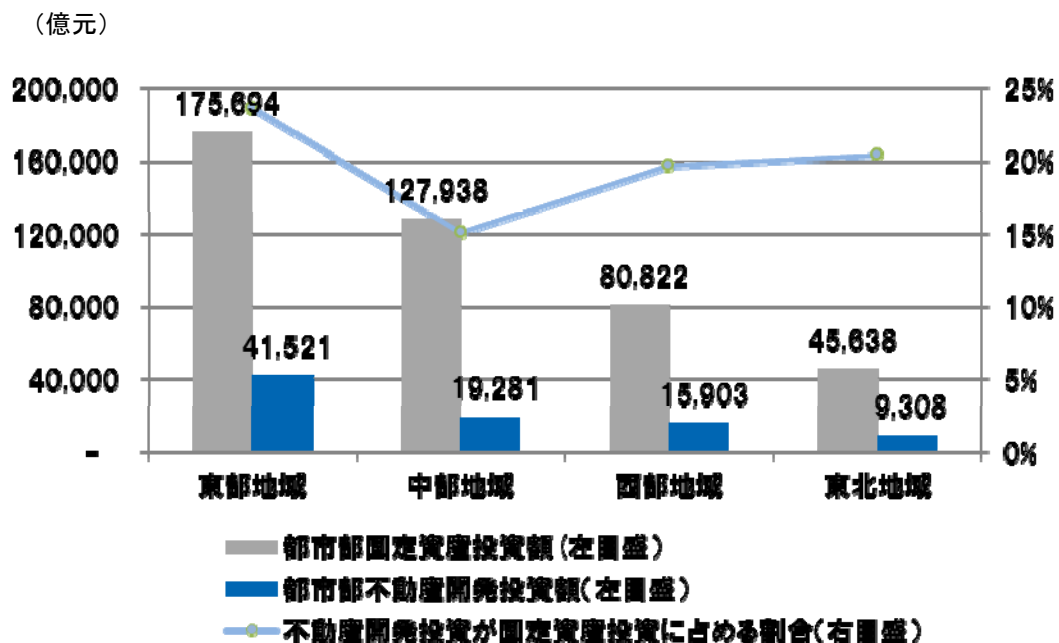


出所) 中国国家统计局

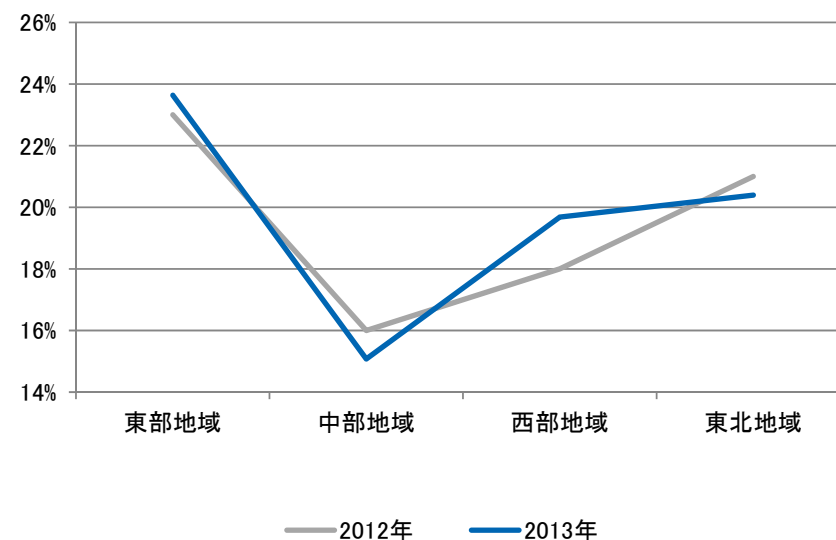
中国の不動産投資状況

東部地域における不動産投資額が全国合計の約半数を占めている。 近年は、西部地域における不動産投資活動が活発化している

地域別固定資産投資と不動産投資の比較
(2013年)



固定資産投資に不動産投資が占める割合の経年比較
(2012年と2013年)



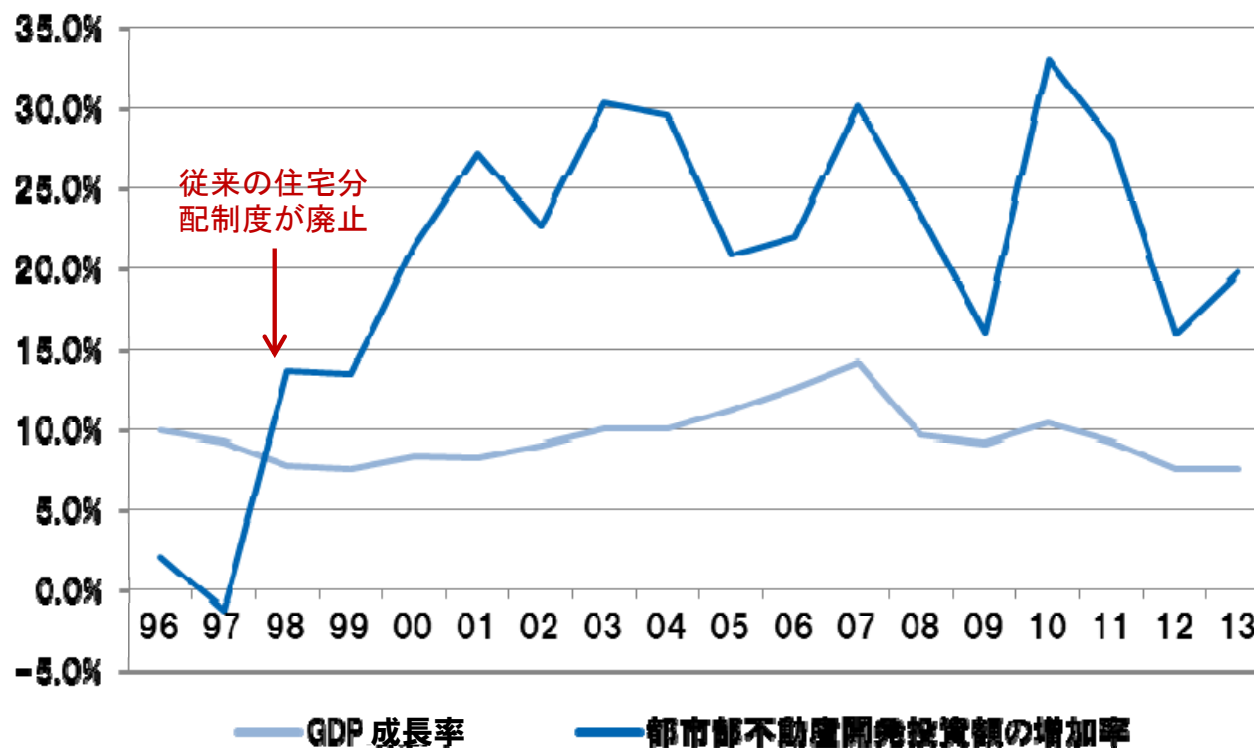
※ 東部地域：北京市、天津市、上海市、河北、江蘇、浙江、福建、山東、広東、海南
 中部地域：山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南
 西部地域：四川、貴州、雲南、陝西、甘肅、青海、内モンゴル、広西、チベット、寧夏、新疆、重慶市
 東北地域：黒龍江、吉林、遼寧

出所) 中国国家统计局

中国の不動産投資状況

1998年以降、住宅分配制度が廃止され、
都市部の不動産投資額が増加し、GDPの成長を大きく牽引した

GDP増加率と不動産投資増加率の推移

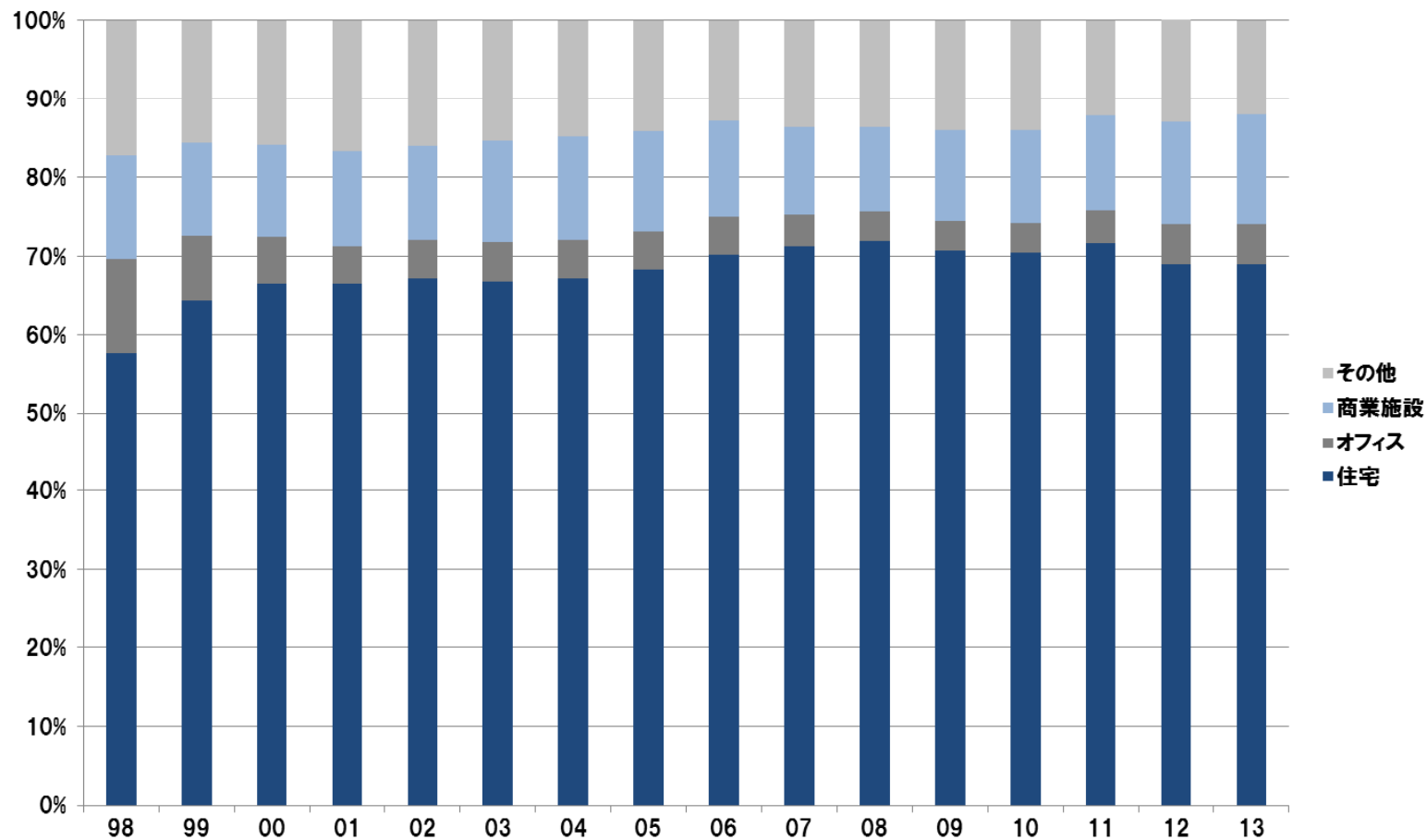


出所) 中国国家统计局

中国の不動産投資状況

不動産投資の約7割が住宅投資である。商業施設への投資は拡大傾向にある

不動産投資における住宅・商業・オフィスの占める割合(2013年)



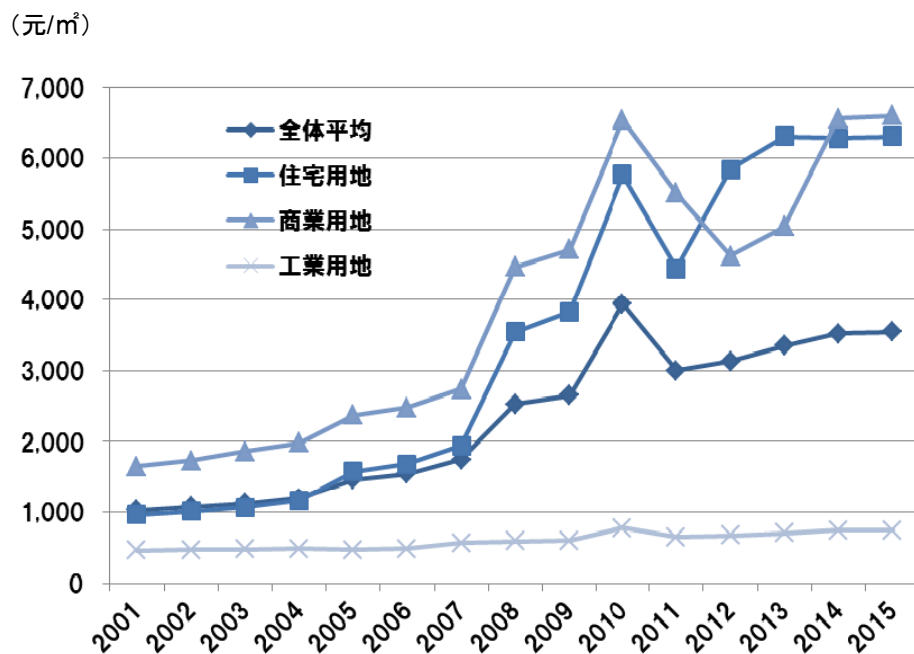
出所) 中国国家统计局

中国の土地市場

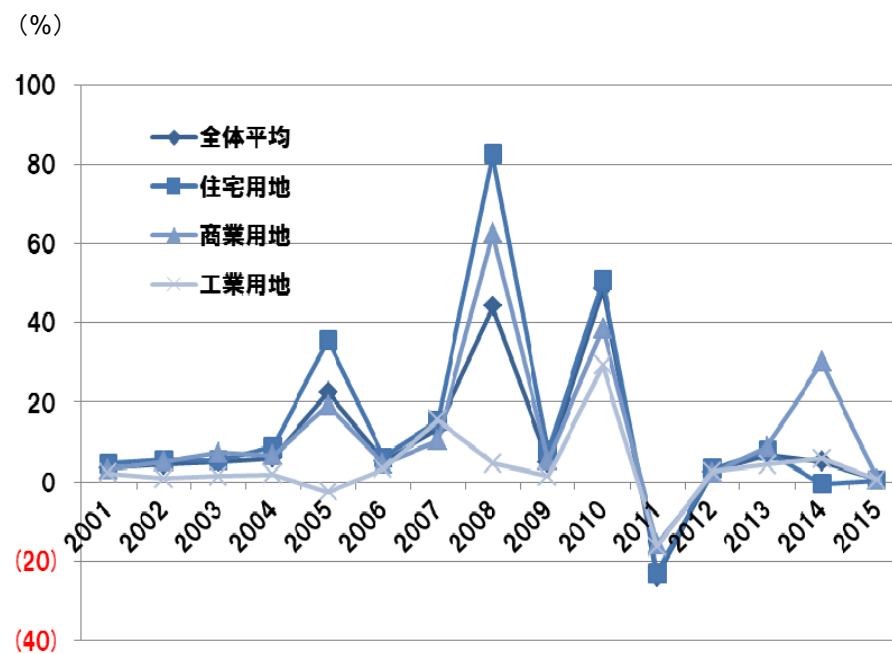
不動産抑制策の影響を受け、土地価格は2011年に低下したが、その後は上昇傾向に転じた

- 中国の土地所有権は国にあり、その管理が各地方政府によって行われている。土地の権利などについては期限付きで所有権を認める措置が取られているため、地方政府から土地使用权を買い取れば、最長70年間建物の所有権を保有することができる。
- 住宅用地と商業用地の価格は全体平均を大きく上回るペースで上昇し、不動産抑制策直後の2012年と2013年を除けば、商業用地が住宅用地より高くなる傾向が続いた。

中国都市部における土地価格の推移



中国都市部における土地価格の上昇率の推移

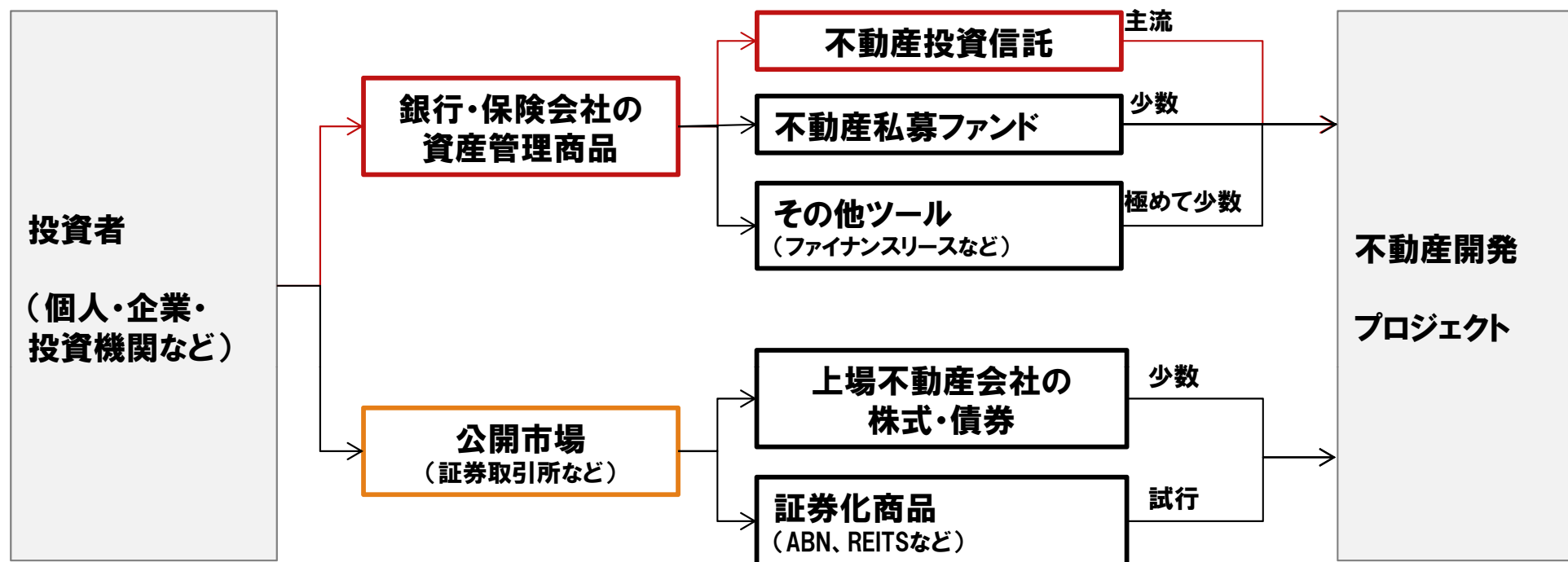


出所) 中国都市地価観測データ

中国では不動産プロジェクトへの投資は、銀行を通じた不動産投資信託の利用が主流

- 中国の不動産金融市場の全体構造では、住宅貸付の一次市場が非常に大きな規模を占めているのに対し、それを支える二次市場として、抵当貸付の証券化市場はまだ模索段階で規模も非常に小さいことが現状である。
- 現時点では不動産開発企業は既に200社近く上場しているが、不動産私募ファンドやREITなどを利用するケースがごく限定的で少数である。
- 2010年以降、中央政府は不動産市場に対して政策見直しを実施し、銀行からの直接融資を規制し始めた。その結果、不動産投資信託などのツールは不動産プロジェクト投資の主要ルートとして大なる利用されるようになった。

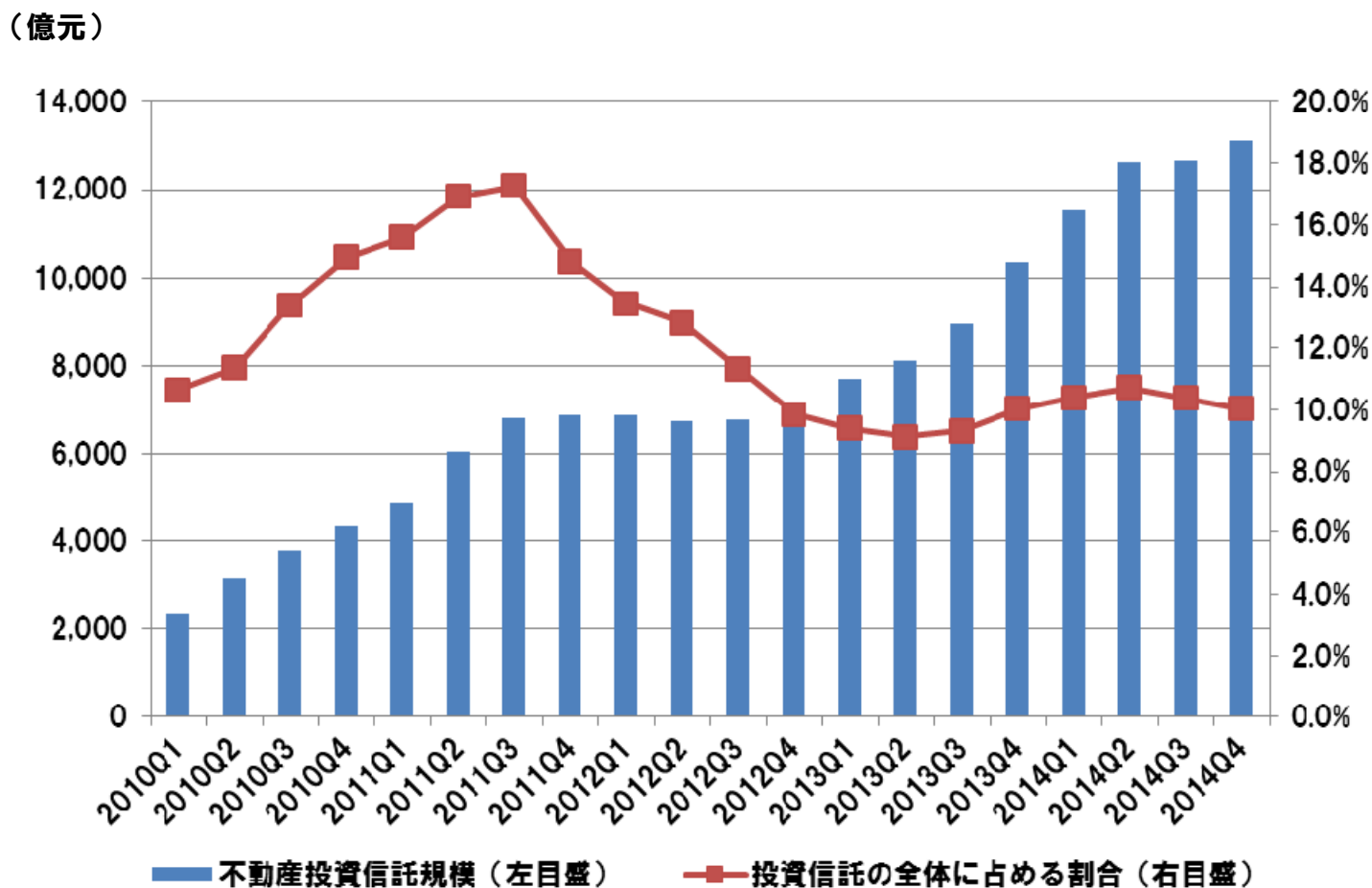
中国の不動産金融の投資構造



2014年末時点で、不動産投資信託の規模は1.3兆元強

■ 中国では投資信託全体に占める不動産の割合が2011年中頃にピークを迎えたが、2013年以降は大体1割前後で横ばいで推移している

中国の不動産投資信託規模の推移(2010～2014年)

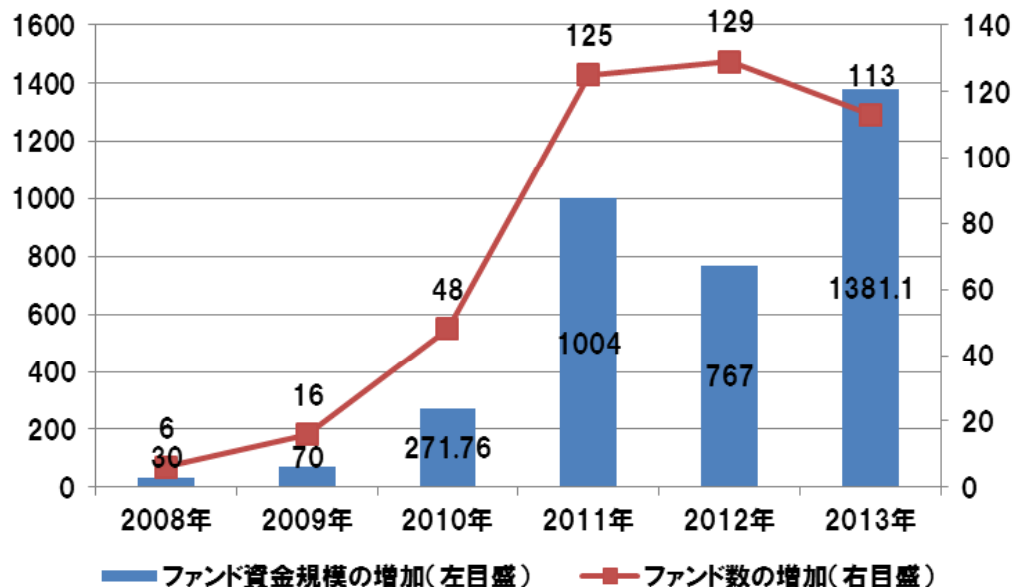


中国の不動産金融

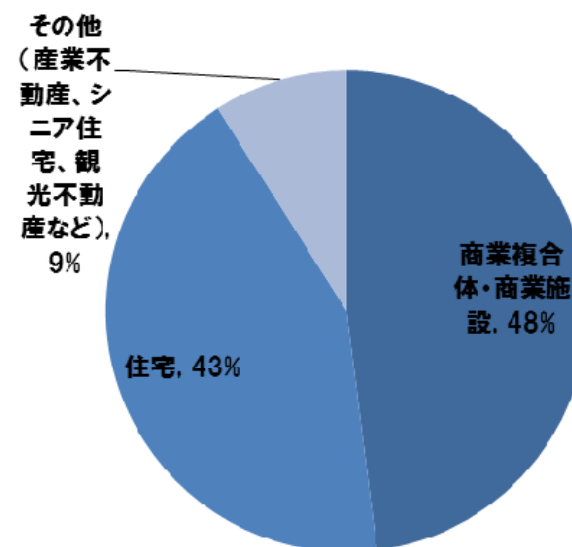
2013年末時点における中国の不動産私募ファンドの基金規模は2,500-3,000億元と推定され、その投資分野も住宅から商業複合開発まで拡大しつつある

- 海外の不動産私募ファンドはエクイティ投資が中心であるのに対し、中国の不動産私募ファンドは不動産会社のデット投資がほとんどである。
- 中国の不動産私募ファンドはまだスタートアップ段階にあり、投資ターゲットとなるプロジェクトを特定してから、潜在的なLPに向けて資金募集を行うようなケースが多い。
- 仕組みとしては、まず土地取得の段階から不動産私募ファンドが介入し、不動産開発会社とともにSPC(プロジェクト開発会社)を設立するものとなる。それに開発済みプロジェクトの不動産商品の8割以上を販売されたら、不動産開発会社が株式を買い戻すことでファンドの撤退を完成させる、という中国特有のファンド運営となっている。

人民元不動産私募ファンドの基金規模および数の推移



人民元不動産私募集ファンドの主要投資分野



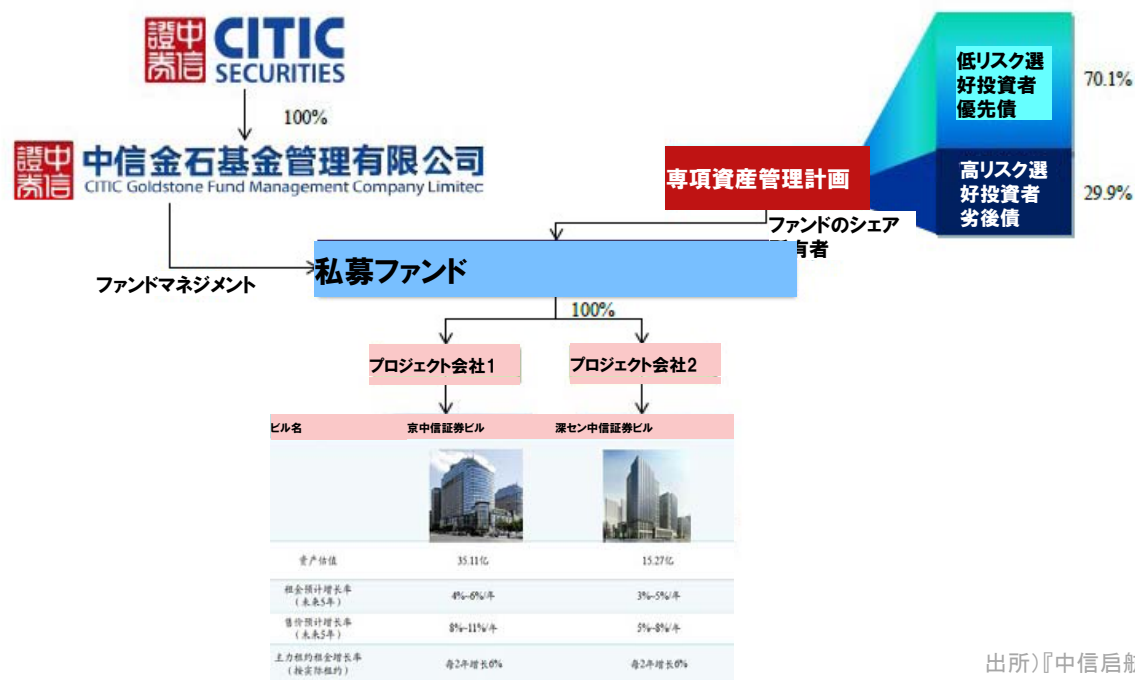
出所) 投中集団「2013人民元不動産ファンド年度報告書」より作成

中国の不動産金融

2014年5月、中国初のエクイティ型REITsが上場したが、一部の機関投資家に限定されたため、流動性、公平性、公開性などの面で未だ多くの問題を抱えている

- 2014年5月、中国証券監督管理委員会 (CSRC) は、証券会社中国国内最大手の中信証券 (CITICS) に対し、REIT商品52億元相当の販売を認めた。販売ターゲットは適格機関投資家で、主に深セン証券取引所でのブロック取引向けに上場される。投資家は中信証券が北京と深センで保有するビル2物件の賃料収入から分配金を得る仕組みである。これで実質上中国初のエクイティ型REITsが誕生することとなる。
- 2014年9月30日、中央銀行と銀監会は「住宅金融サービスをより一層高まる通知」を発表し、不動産投資信託基金 (REITs) の試行を着実に推進することを表明した。具体的には市場化融資ツールの拡大や、条件を満たす不動産企業による債権融資商品の発行を支持するものである。
- 2015年現在、中国においてREITsに類似する商品がいくつか出てきたが、流動性、公平性、公開性などの面でまだ多くの問題を抱えているため、実質的にまだ進んでいない状況である。

中国初エクイティ型REITsの構造



出所)『中信启航専門管理計画の計画書』よりNRI作成

中国

調整期に入る中国の不動産市場

1

中国のマクロ経済環境

2

中国の不動産投資市場の概況

3

中国の住宅市場

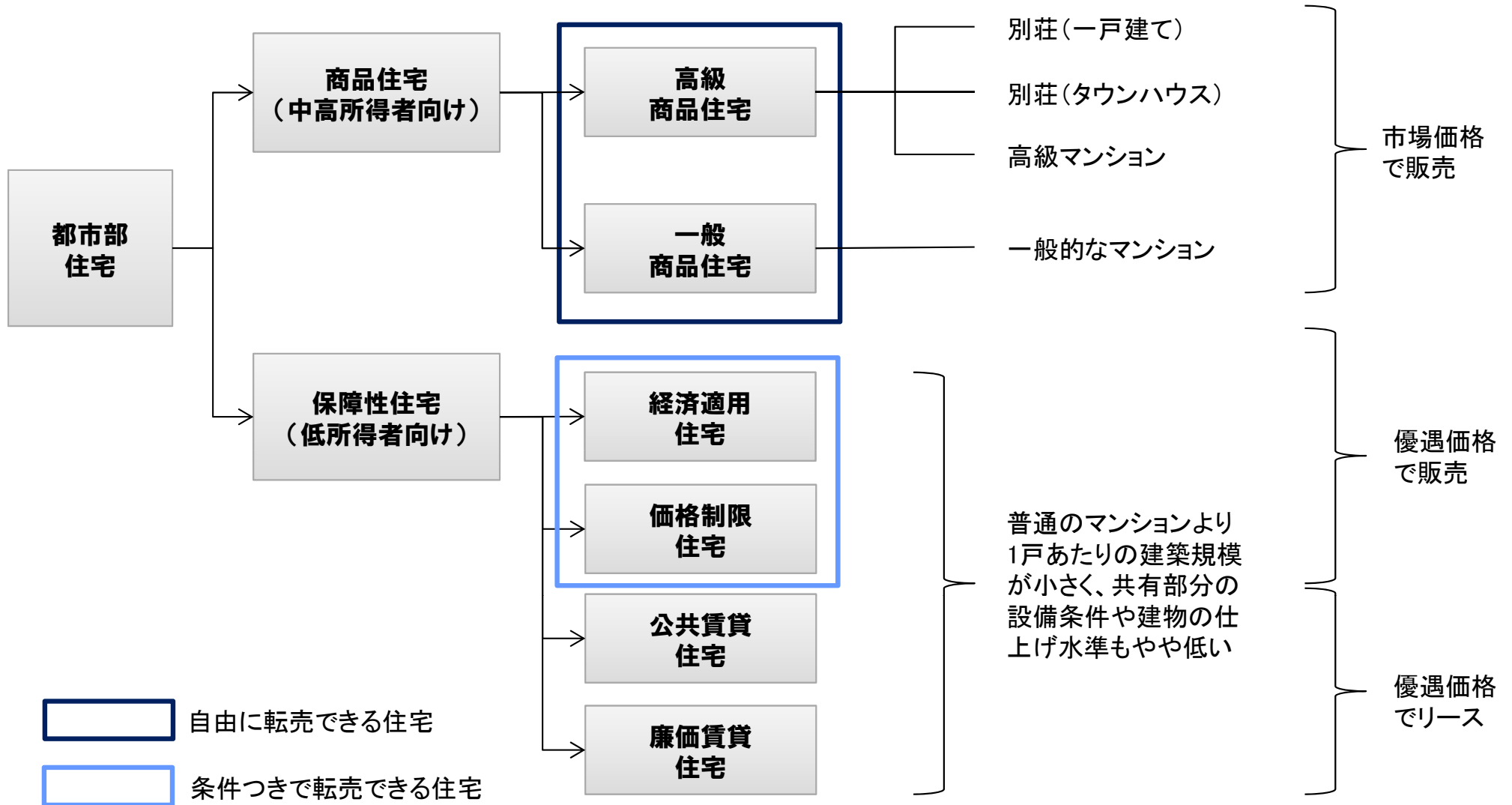
4

中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場

5

中国不動産企業の動向

中国都市部の住宅は中高所得者向けの商品住宅と、低所得者向けの保障性住宅の2種類に大分される。前者の供給が約9割を占める



中国の住宅市場

保障性住宅には条件つきで転売可能な「経済適用住宅」と「価格制限住宅」、 転売不可の「公共賃貸住宅」と「廉価賃貸住宅」に分類される

保障性住宅の概要

分類	内容	転売の可否
経済適用住宅	<ul style="list-style-type: none"> • 政府がデベロッパーに対して、地価の優遇、都市基盤整備費・行政事業費・税金等の軽減等の優遇措置を与え、低価格(政府指導)住宅を低所得者向けに提供 • 経済適用住宅の面積は厳格にコントロールされており、中型の面積は80㎡前後、小型の面積は約60㎡ • 世帯の年収が6万元以下で、現地の戸籍を持つ家庭が購入する資格を有する 	<ul style="list-style-type: none"> • 住宅購入者は有限所有権(一部の所有権)を保有する • 原則、購入後5年を満たない場合は転売することが出来ない
価格制限住宅	<ul style="list-style-type: none"> • 政府が一定期間、不動産開発市場をコントロールし、住宅の供給バランスを調節するための手段として使用 • 中国政府が出資した国有企業が建設を担当。販売価格は国が決めるが、通常販売価格は商品住宅に比べ20%~25%低い 	
公共賃貸住宅	<ul style="list-style-type: none"> • 政府または政府が委託した機関が、市場価格で中低所得の家庭向けにリース形式で提供する住宅 • 政府は住宅をリースしている家庭に対し毎月一定金額の住宅手当を支給 	<ul style="list-style-type: none"> • 住宅は販売されず、リースのみ • 住宅使用者は所有権を持たない
廉価賃貸住宅	<ul style="list-style-type: none"> • 政府が定めた最低リース価格で低所得世帯に対して貸し出す住宅 • 住宅の面積は1LDKの場合35㎡、2LDKは45㎡、3LDKは55㎡ 	

経済適用住宅の販売単価は、ほぼ原価ベースで構成されるため、標準的な商品住宅より安く提供されている

- 経済適用住宅の特徴は、土地の払い下げ代金を政府に支払う必要がない「割り当て式土地権利」を活用した分譲住宅であるという点と、開発者が取得する当該開発事業からの利潤を政策的に3%以内に抑えることとなっている点である

標準的な商品住宅と経済適用住宅の価格構成比較

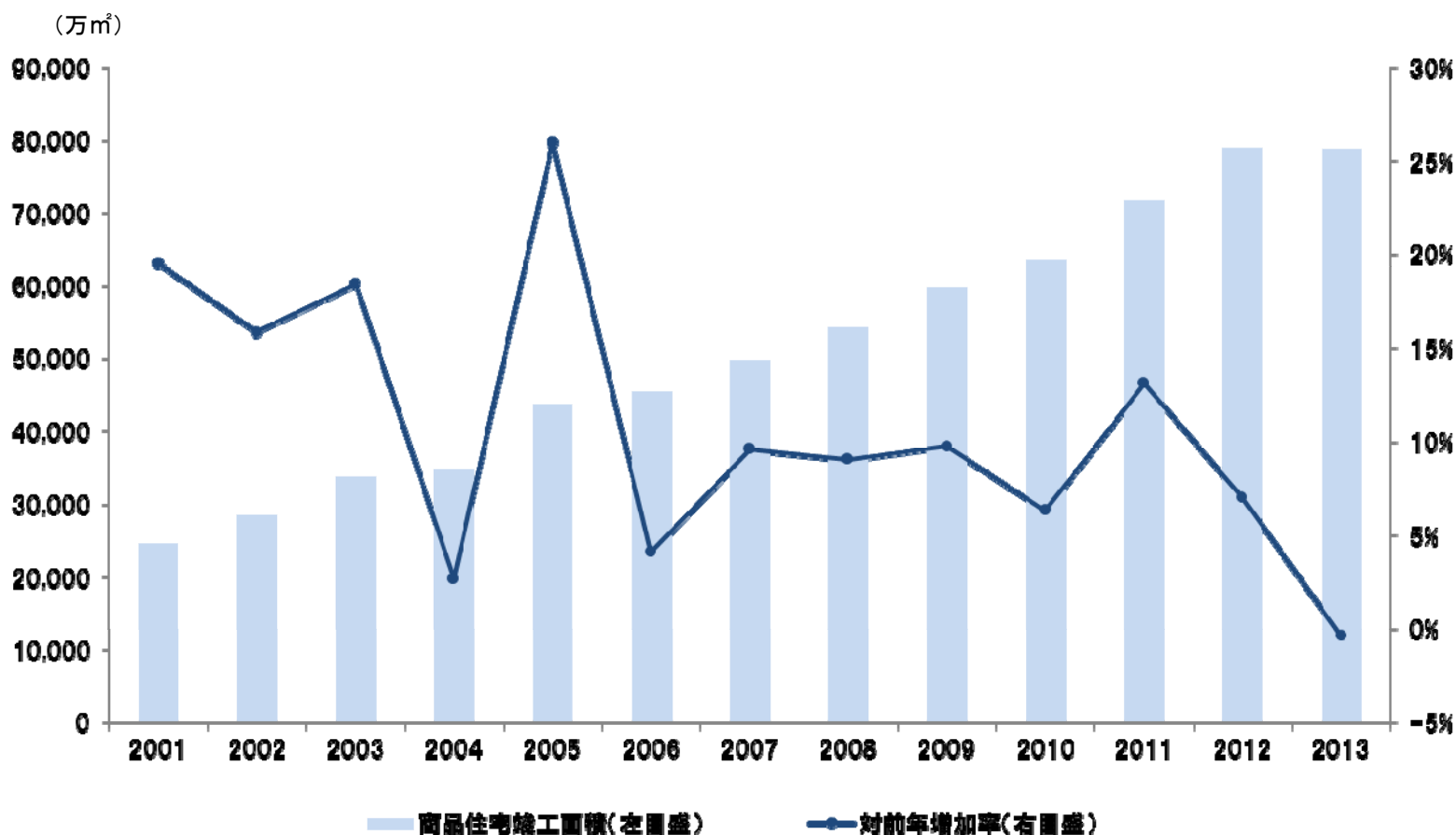
構成項目	標準的な商品住宅	経済適用住宅
土地の立退・補償費	○	○
計画・設計費	○	○
住宅地内のインフラ敷設費	○	○
建物・設備の建築工事費	○	○
一般管理費	○	○
税金	○	○
利潤	無制限	3%以下
土地払い下げ代金	○	×
土地の権利種類	払い下げ 土地権利	割り当て 土地権利

中国の住宅市場

都市部の住宅需要が高まっていることから、商品住宅供給量が増加傾向にある

- 2012年までの12年間、政策の調整と引き締めなどによって商品住宅の供給スピードが緩くなる時期もあったが、住宅需要は拡大し、住宅竣工面積は増加した

中国における商品住宅竣工面積の推移

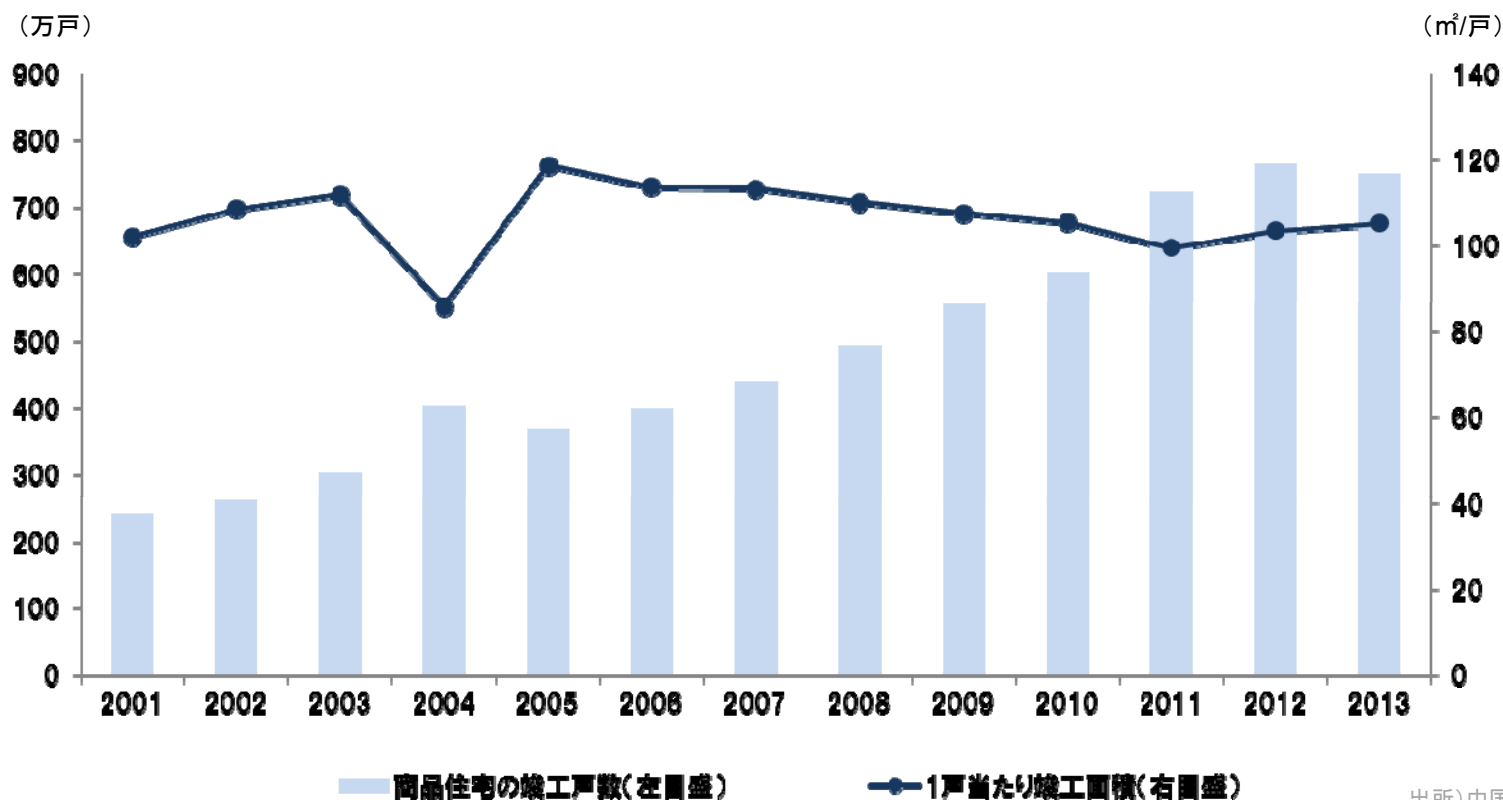


中国の住宅市場

中国の都市部における商品住宅供給量は年間764万戸で、日本の分譲住宅供給量の30倍以上の規模

- 2013年に中国の商品住宅の新築竣工戸数は749万戸で、2000年(214万戸)に比べて約3倍以上増加したとは言え、2012年より15万戸の減少となる。
 - 2013年の日本の新築分譲住宅着工戸数24.7万戸と比べると、30.9倍にもなる。
- 1戸あたり商品住宅の竣工面積は110㎡前後で、核家族化に伴う2LDKや3LDKの供給が主流である

商品住宅の竣工戸数と平均面積の推移

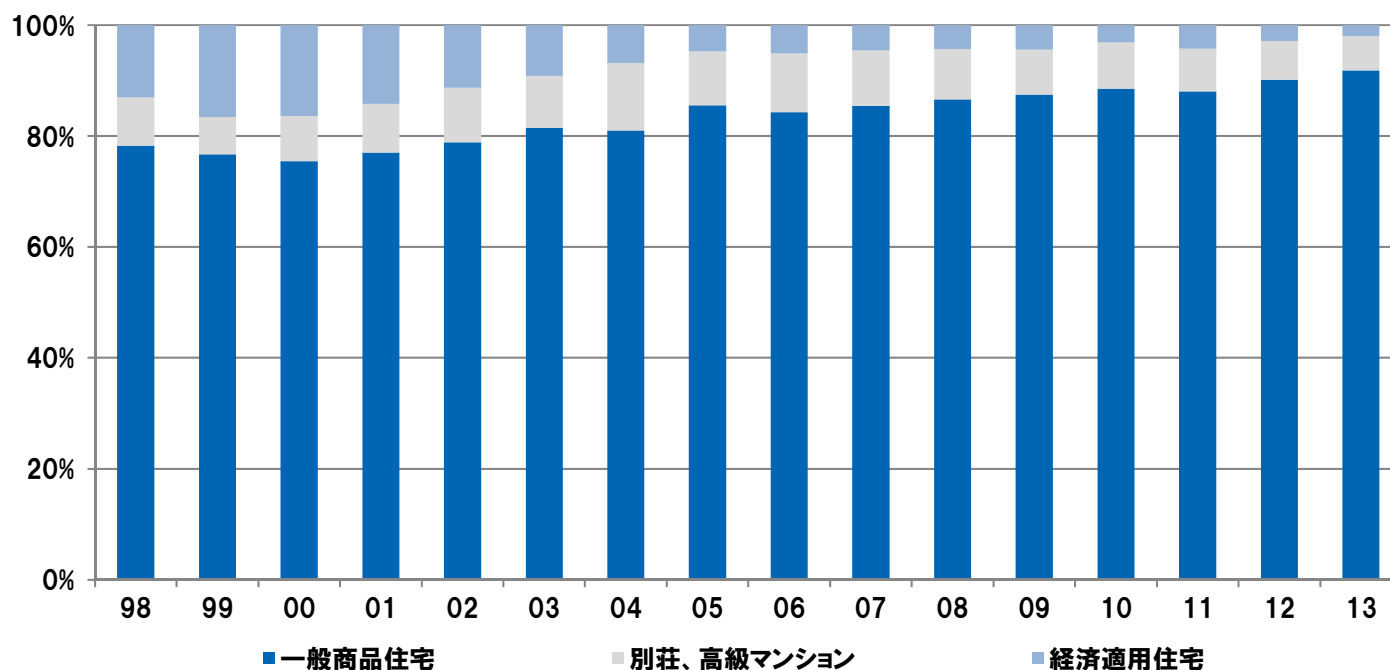


出所) 中国国家统计局

中国の住宅市場

**商品住宅に対する投資額のうち、約9割が一般商品住宅。
中低所得者向けの経済適用住宅に対する投資額が5%未満と、不足している**

区分別住宅投資額の割合比較



注) 経済適用住宅に関する政府の公表統計は2010年までのものしかなく、2011年以降のデータは実際着工する「保障性住宅」の戸数情報とその投資単価で逆算している。

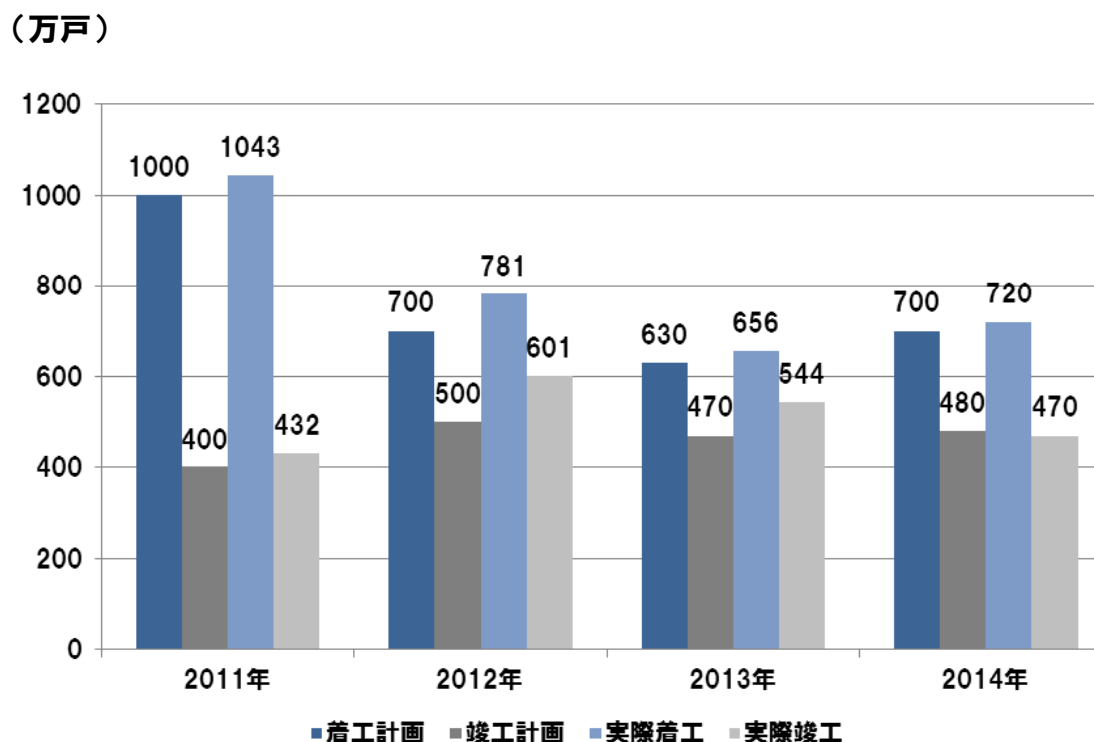
出所) 中国国家统计局

中国の住宅市場

中低収入層向けの住宅を増やすべく、2011年から政府が保障性住宅の供給を加速した

- 中国政府は「第十二五ヵ年計画(2011-2015年)期間中、各種保障性住宅の建設を加速させ、3,600万戸を新築する計画」を公表している。具体的には公共住宅の発展加速を重点とし、政府が提供する低所得者向けの低賃料公共住宅「廉価賃貸住宅」や低所得者向けの低価格住宅「経済適用住宅」の建設を引き続き進め、低価格に抑えた分譲住宅の供給を増やすものである。
- 中国指数研究院の公表データでは、2014年9月時点まで、すでに3,200万戸の保障性住宅の着工を開始し、うち2,047万戸を完工し、完工率が64%に達しているなど、保障性住宅の建設には短期間で一定の成果が挙げられた。

保障性住宅の建設計画および竣工状況(2011-2014年)



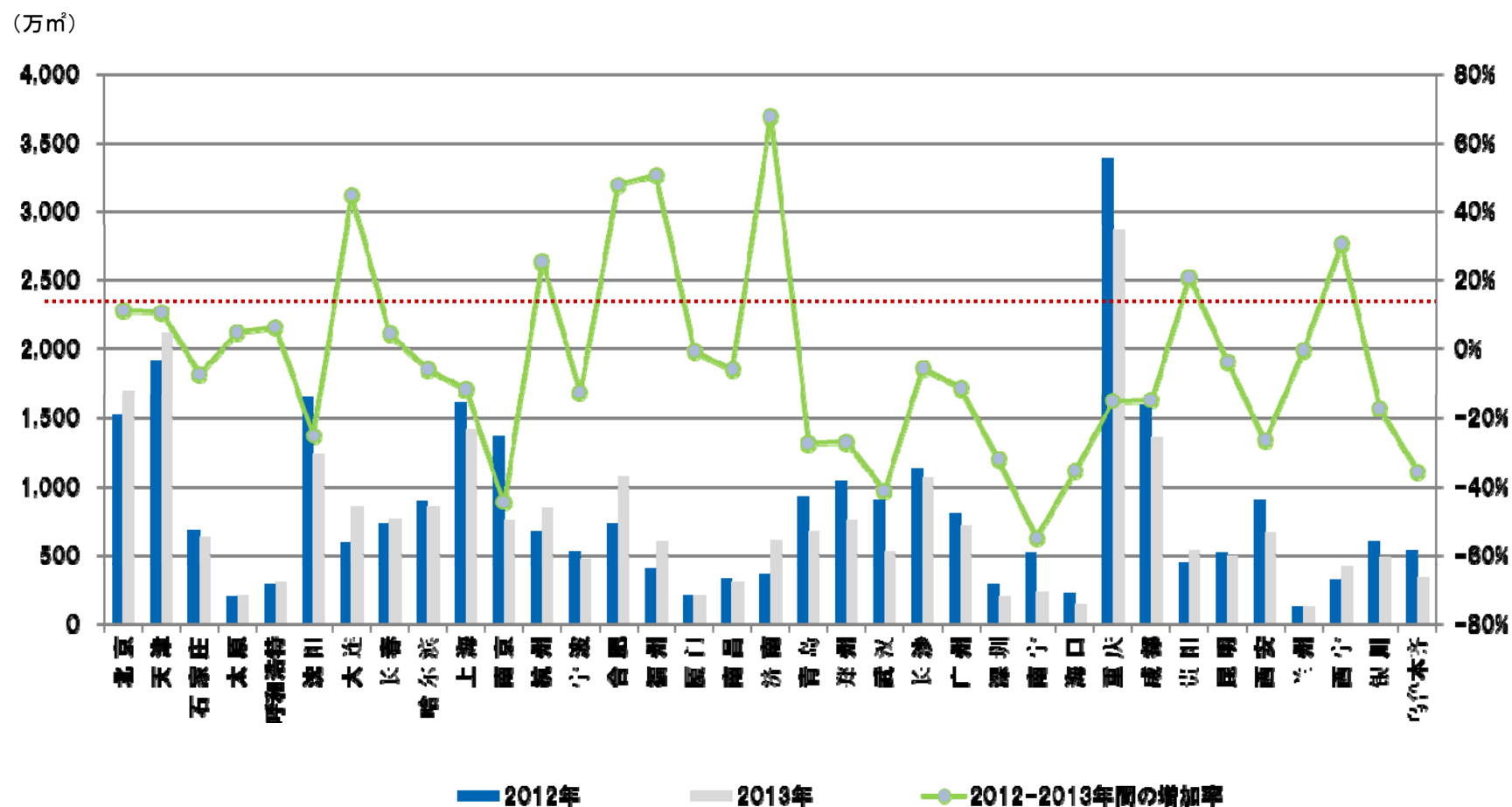
出所)中国指数研究院データ

中国の住宅市場

住宅施工面積の約3割が重慶、天津、瀋陽、上海、成都、北京に集中している。 西安、南京、青島などの二級都市の成長も注目されている

- 2012年、内陸都市重慶での住宅供給量が圧倒的に多く、次いで天津・北京・上海・成都・瀋陽の順となる。

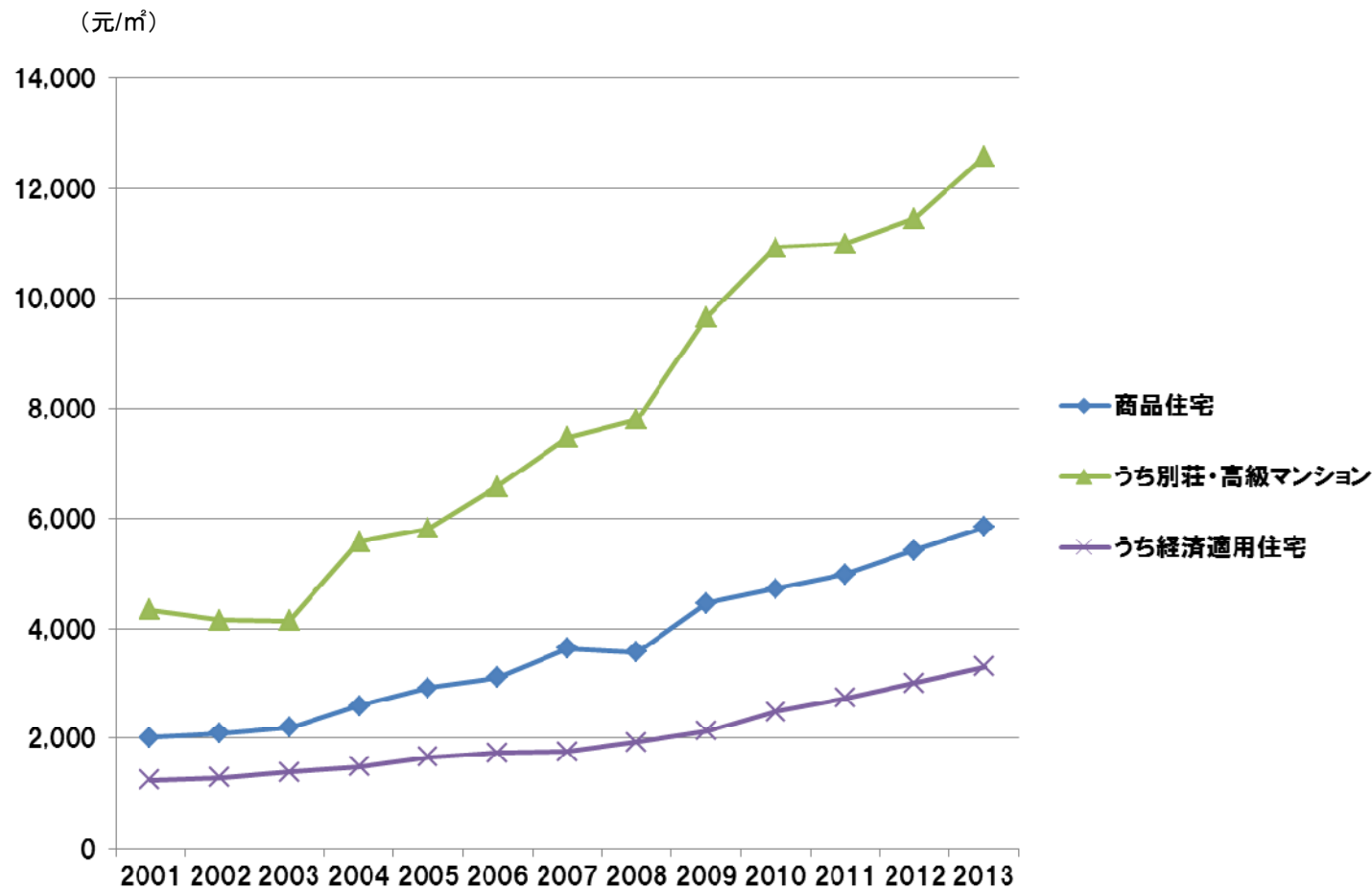
主要都市における住宅竣工面積の比較



出所) 中国國家統計局

商品住宅販売単価は、高級物件が牽引し、直近12年間で2.9倍に上昇した

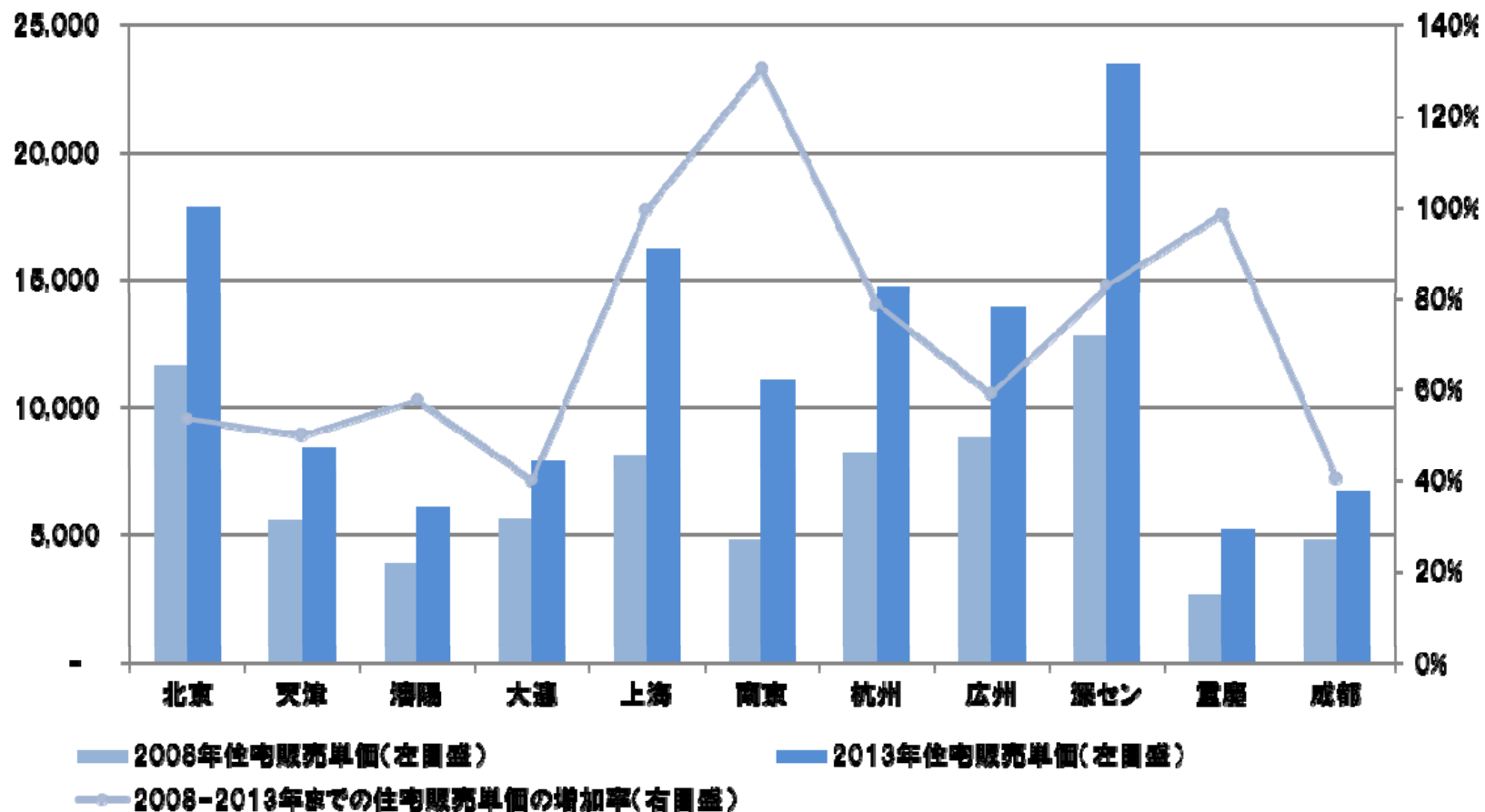
中国における商品住宅販売単価の推移



※ 2011年、2012年の経済適用住宅の販売価格が公表されていないため、
該当データは2010年データを元に110%の増加率で推計した

直近5年間の住宅販売単価の平均上昇率は70%以上

主要都市における商品住宅販売価格(2008年と2013年の比較)



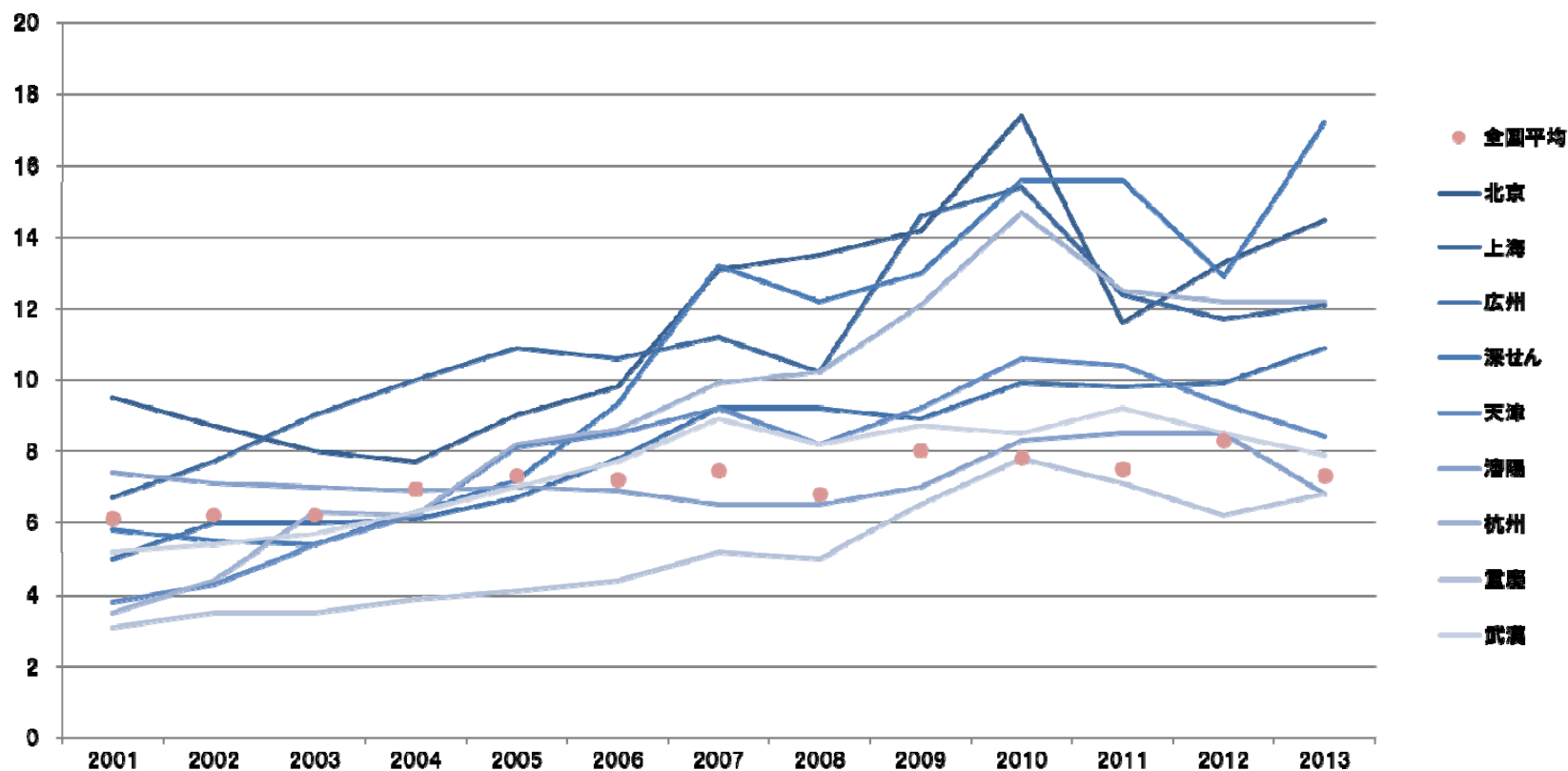
出所) 中国国家统计局

中国の住宅市場

住宅価格の年収倍率は、深セン・杭州・上海などの沿海大都市では12倍以上で、全国平均を大きく上回る

- 中国における住宅価格の年収倍率は、11年間で約6～8倍に上昇した。
- 大都市は特に変動が激しく、深センは11年間で5.8倍から12.9倍まで上昇した。

中国の住宅販売価格に対する世帯収入の倍率



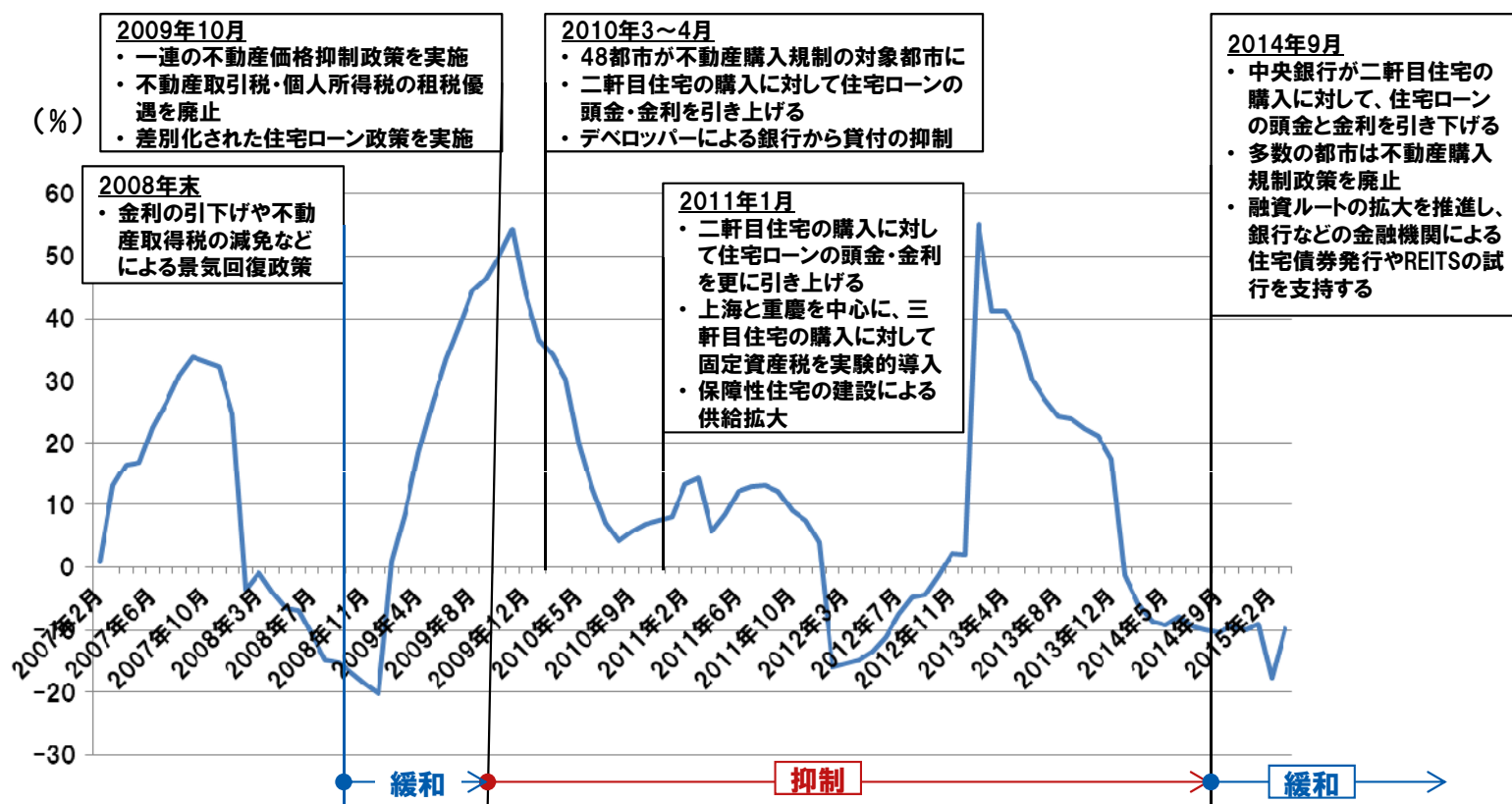
出所) 国土資源部と国家統計局などの統計資料より作成

中国の住宅供給政策

2009年末から実施してきた不動産価格抑制政策は一定の効果があったものの、住宅在庫量の増加や市況全体の悪化をもたらしたため、2014年に政府は緩和政策を発表した

- リーマン・ショック以降の金融緩和を受け、中国では北京や上海などの大都市を中心に住宅価格が急騰した。それを抑制するため、2009年10月以降、中国政府は一連の対策を実施し、住宅取得の難易度を高めた。
- しかし、住宅購入制限による住宅在庫量の増加や市場全体の悪化を受け、2014年9月、政府は住宅購入制限策を実施した48都市のなかから、北京、上海、商品住宅の販売面積の前年同月比変動(2007年以降)
- 制限の解消を表明し、市場の回復を期待していた。

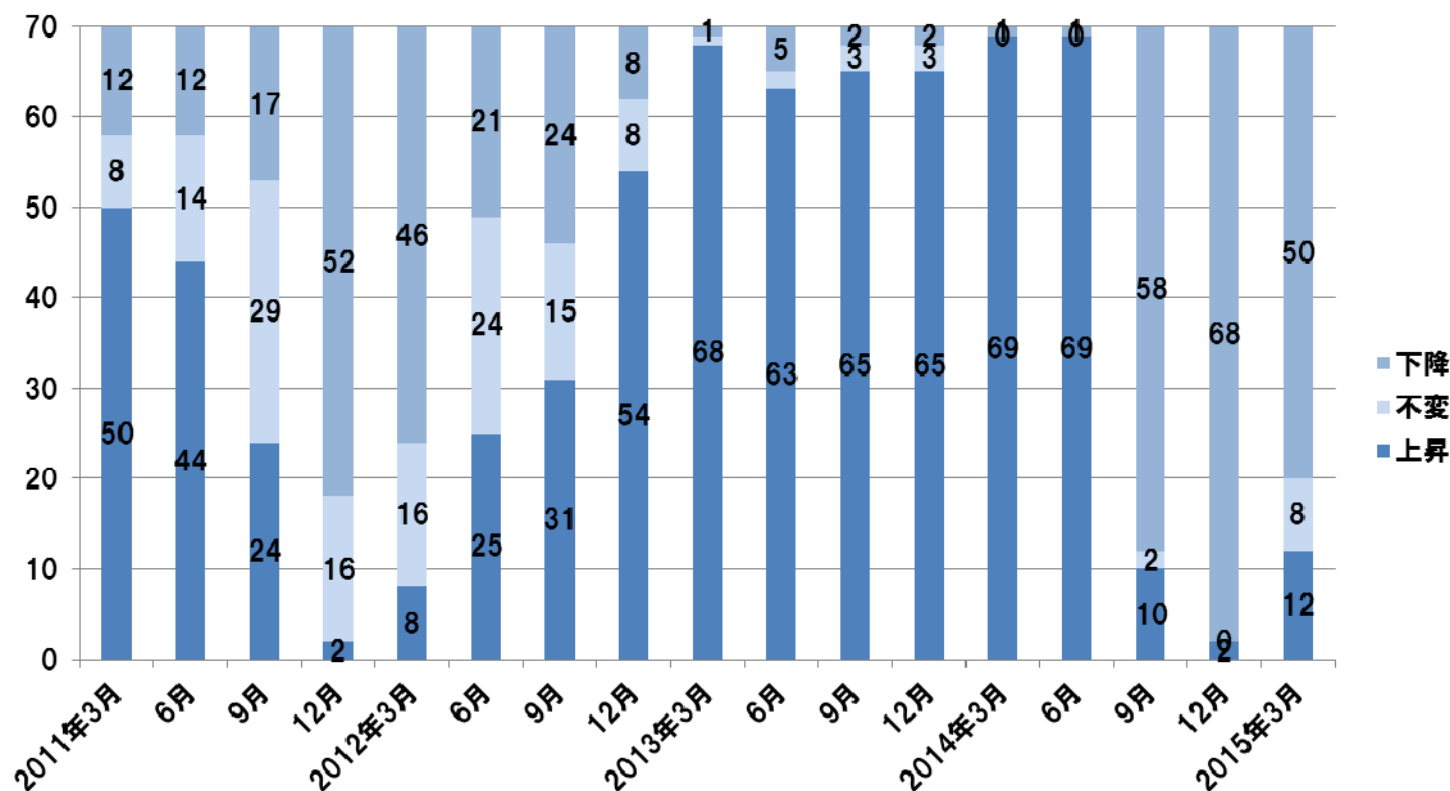
中国の住宅販売価格に対する世帯収入の倍率



不動産抑制政策の影響で、住宅の在庫問題が顕著となった。 2014年9月の不動産緩和政策の発表後、多くの都市で一気に住宅価格が下落した

- 政府の不動産抑制政策が発表された後、販売不振に陥った不動産業者の物件値下がり戦が広がり、2011年9月以降新築住宅販売価格が下落する都市が急増し、政府の抑制政策の効果が現れ始めた。
- しかし2013年入ると、9割以上の主要都市は上昇傾向に戻され、そのうち北京市、上海市、広州市、深セン市の4大都市の上昇率はいずれ20%を上回るなど過去最高水準を達し、不動産バブルのリスクが高まっている。
- 2014年9月以降、住宅購入制限の緩和政策の発表によって、価格が下落する都市が再び急増し、在庫住宅の消化が課題になりそうである。

中国主要70都市における新築住宅販売価格の前月比変化を記録した都市数の推移(2011-2015年)



出所)中国統計局データ作成

2015年中国の住宅市場は、デベロッパー主導より、むしろ消費者主導に転換される。
消費者ニーズに合わせて細分化された「実需型」住宅の供給が主流となる

2015年中国住宅市場の方向変化

1
投資目的より実需目的による
住宅取得の確実な増加

品質重視でかつ経済性・居住性の高い
住宅供給が求められる

2
ライフステージに合わせた改善目的
の住宅需要の台頭

高齢化の進行や二人子政策の実施など
によって、住宅供給市場の細分化と多様化が
一層進行される

3
一二線都市の住宅購入制限の解消、
三四線都市の住宅供給の過剰化

一線都市の土地供給制限の強化や三四線
都市の在庫住宅の消化とは異なり、二線都
市は今後住宅市場取合いの主戦場となる

中国

調整期に入る中国の不動産市場

1

中国のマクロ経済環境

2

中国の不動産投資市場の概況

3

中国の住宅市場

4

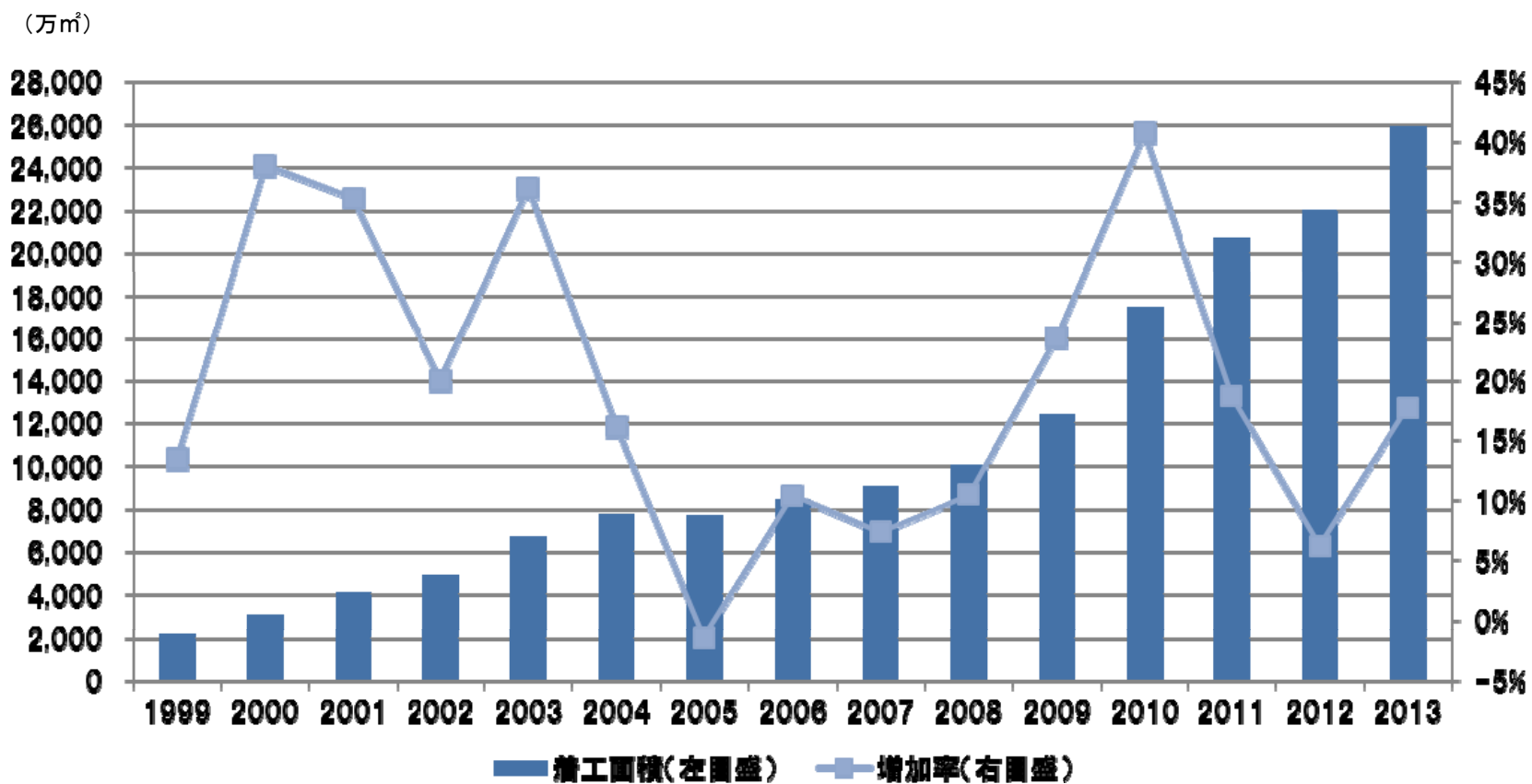
中国の商業不動産市場(商業施設・オフィス)

5

中国不動産企業の動向

2008年以降、大都市を中心に商業施設の開発ブームが始まり、供給量が急速に増えた

全国商業施設供給量の推移

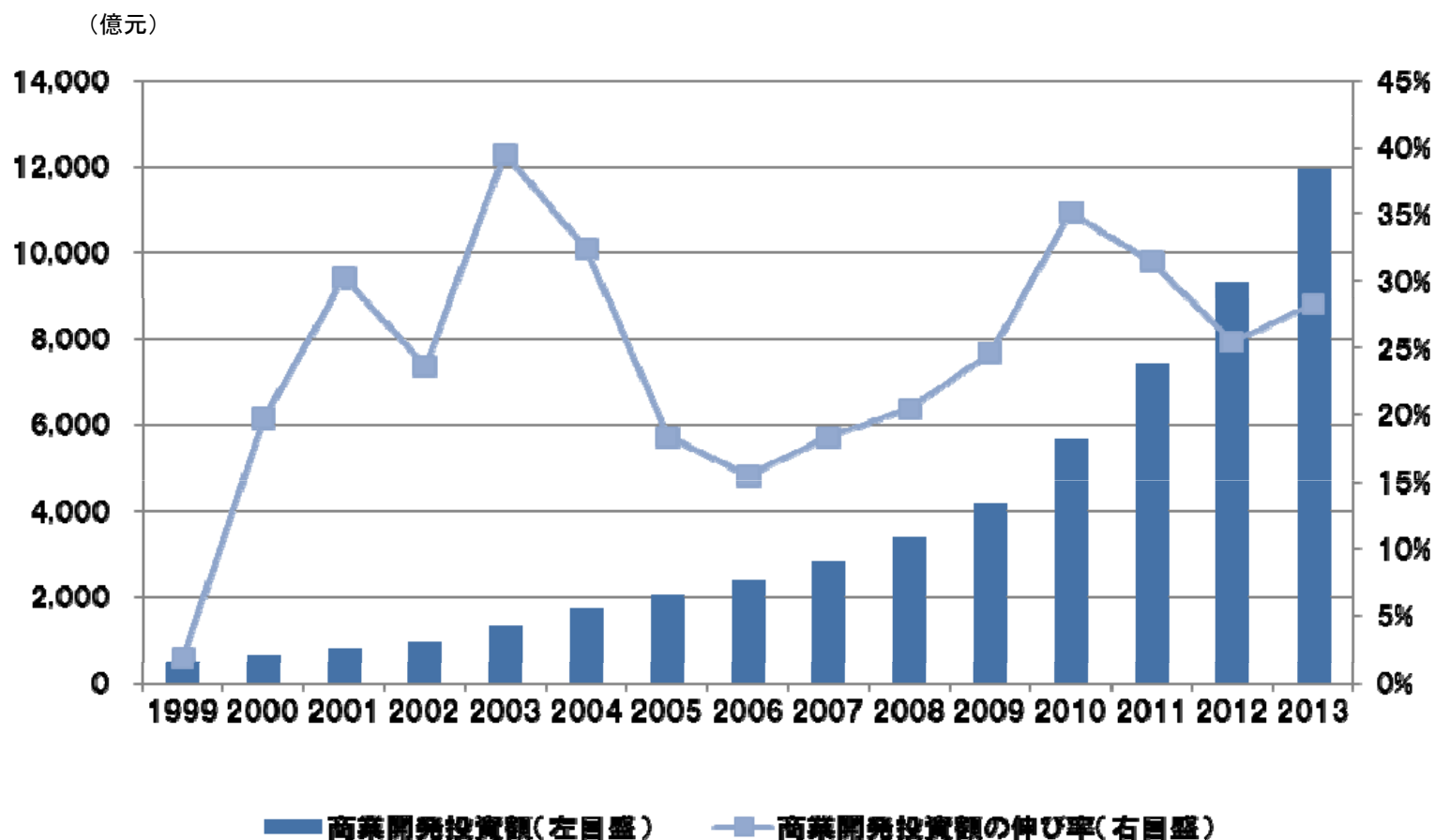


出所)中国統計年鑑より作成

中国の商業不動産市場:商業施設

2000年以降、商業施設開発の投資額は年間平均26%の伸び率で大きく増加し、2013年の投資額は2000年の20倍以上に達した

商業施設開発投資額および伸び率の推移

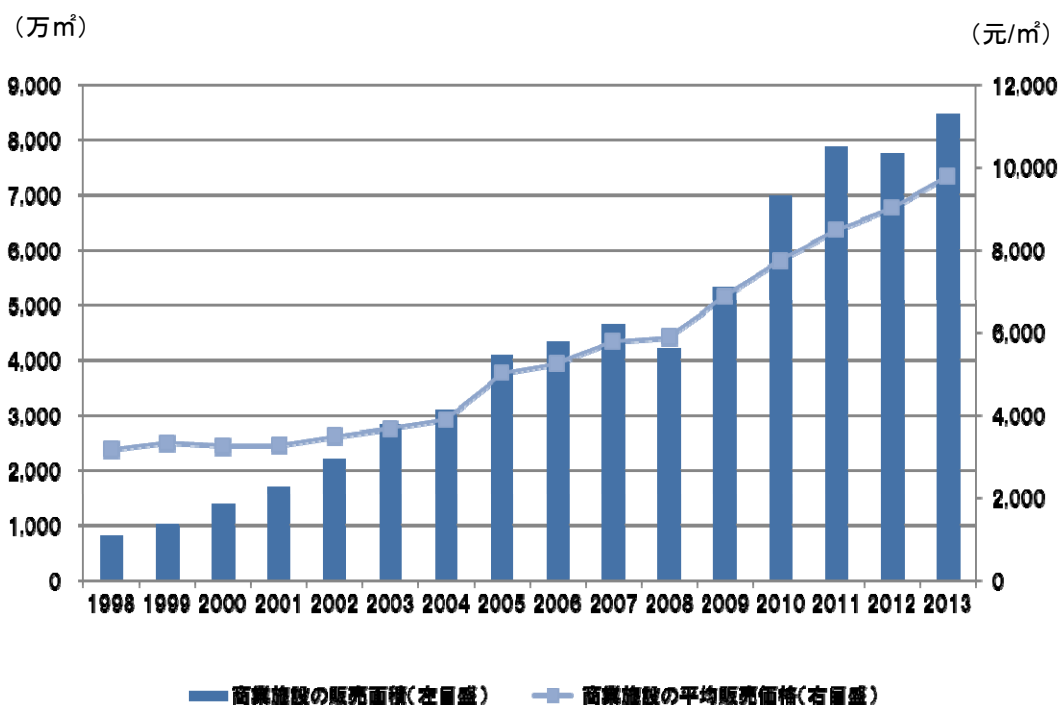


出所)中国統計年鑑より作成

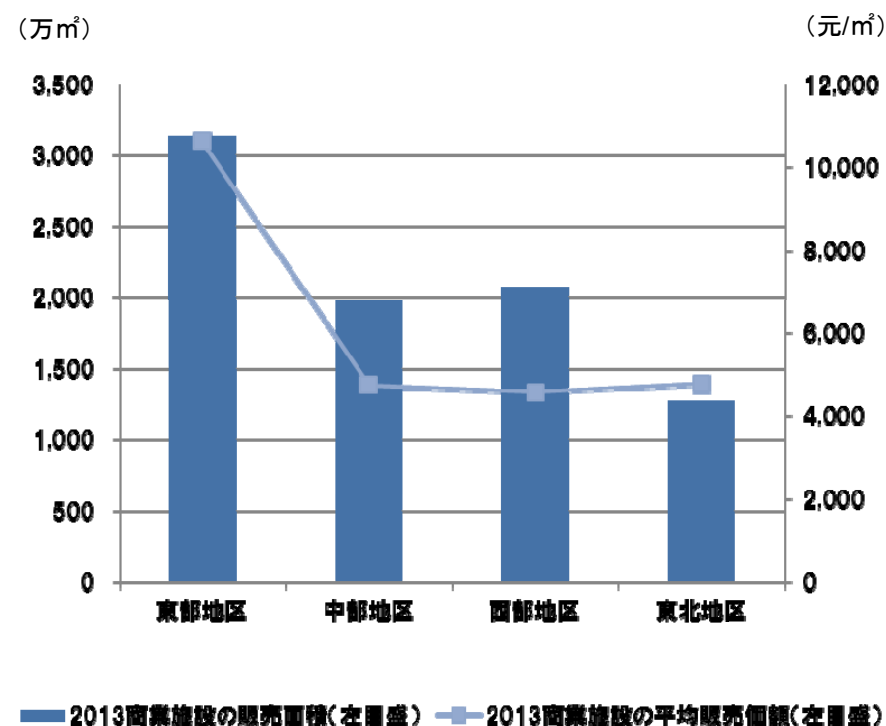
中国の商業不動産市場：商業施設

2013年の商業施設の平均分譲単価は1998年の3倍以上まで上昇している。
販売量の約4割は経済発展が目立つ東部地域に集中している

中国の商業施設の販売(分譲)面積と販売単価の推移



2013年地域別商業施設の販売面積と販売単価の推移



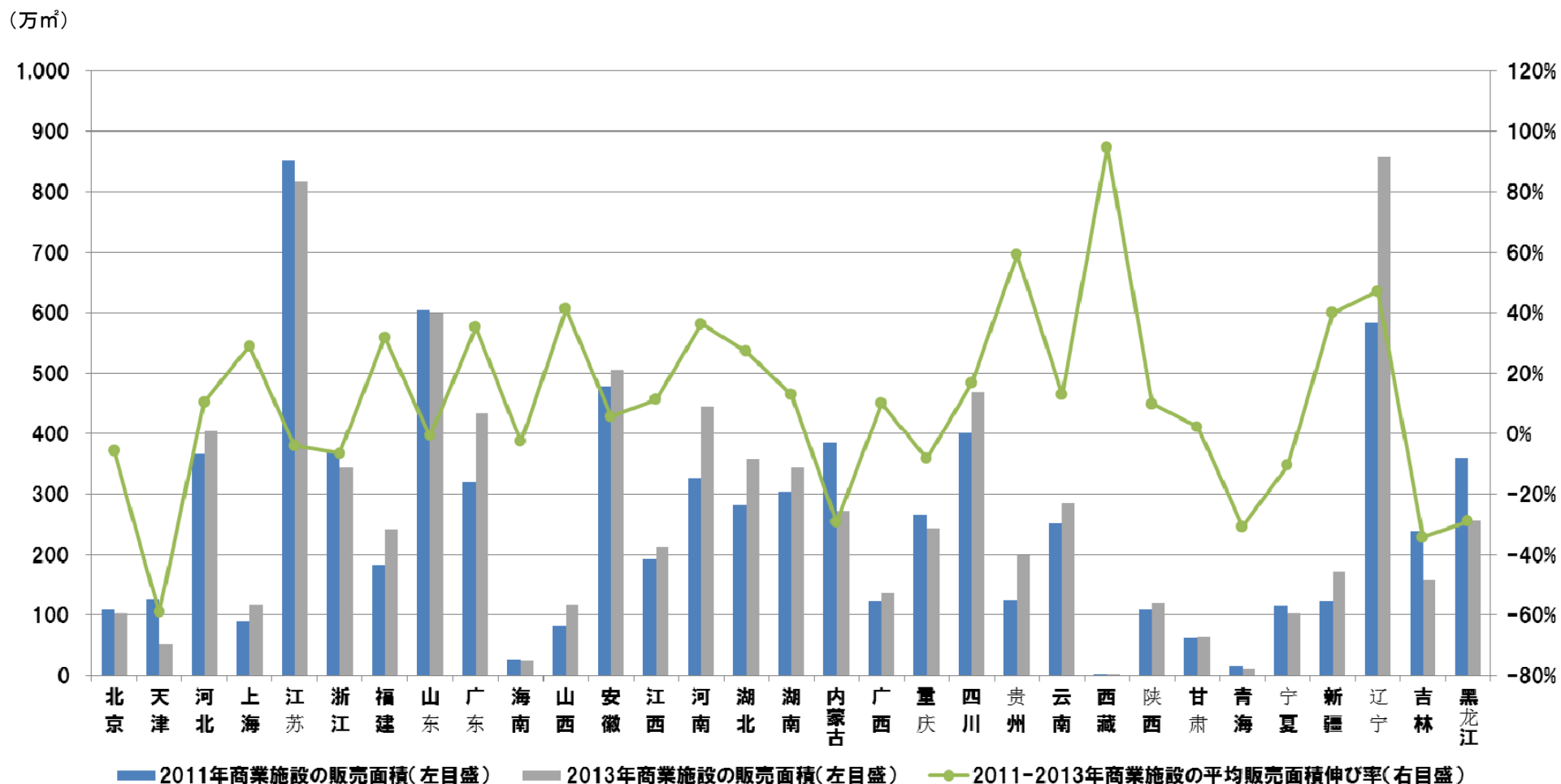
注) 東部地域：北京市、天津市、上海市、河北、江蘇、浙江、福建、山東、広東、海南
中部地域：山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南
西部地域：四川、貴州、雲南、陝西、甘肅、青海、内モンゴル、広西、チベット、
寧夏、新疆、重慶市
東北地域：黒龍江、吉林、遼寧

出所)中国統計年鑑より作成

中国の商業不動産市場：商業施設

ここ3年間、上海、広東などの沿岸地域以外、河南、貴州、チベット、新疆、遼寧など、中西部地域での商業施設開発が特に盛んである

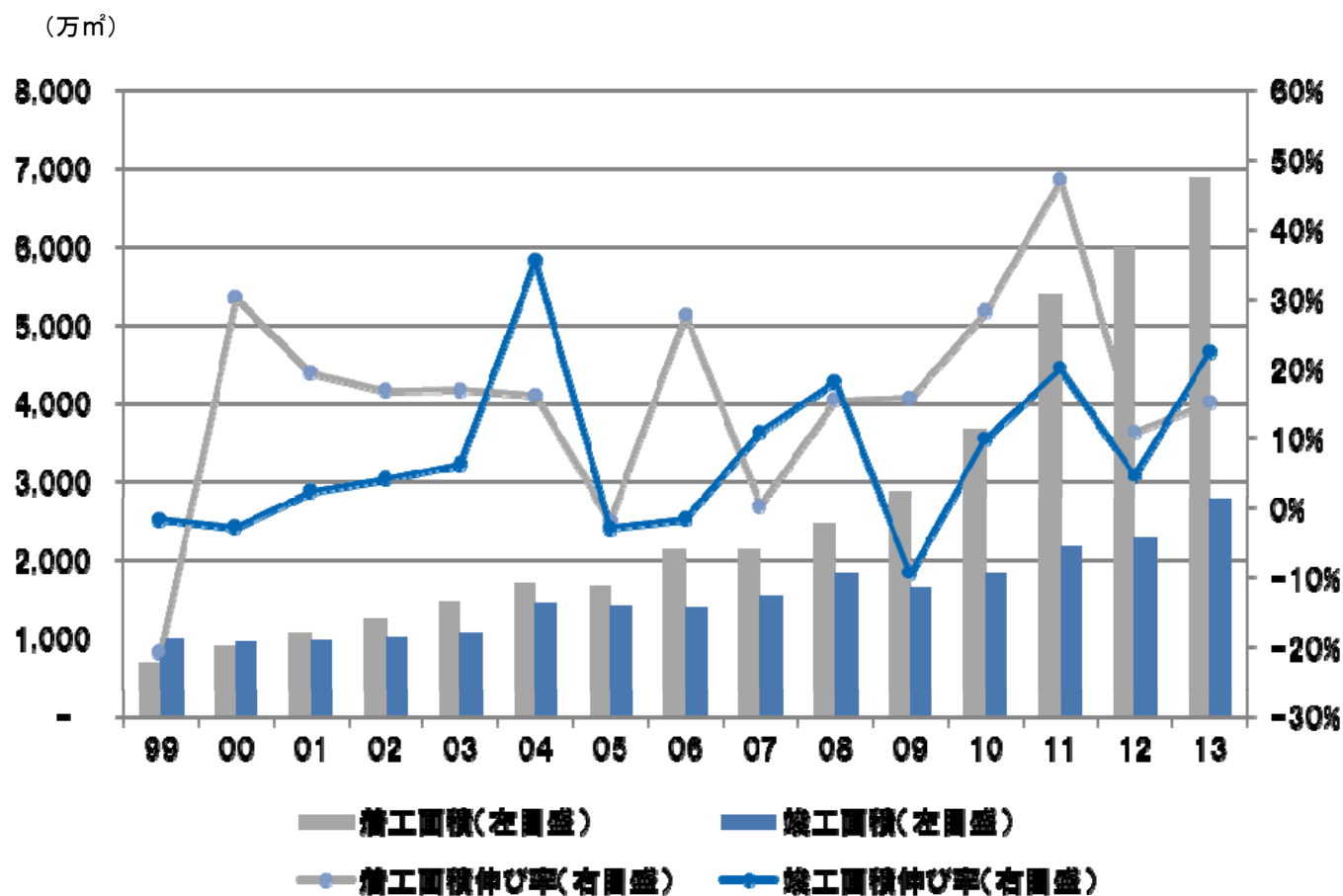
地域別商業施設販売面積(分譲面積)の比較



出所)中国統計年鑑より作成

中国都市部のオフィス供給は、2008年のリーマンショック直後に一時冷え込んだものの、長期的には増加傾向が続いている

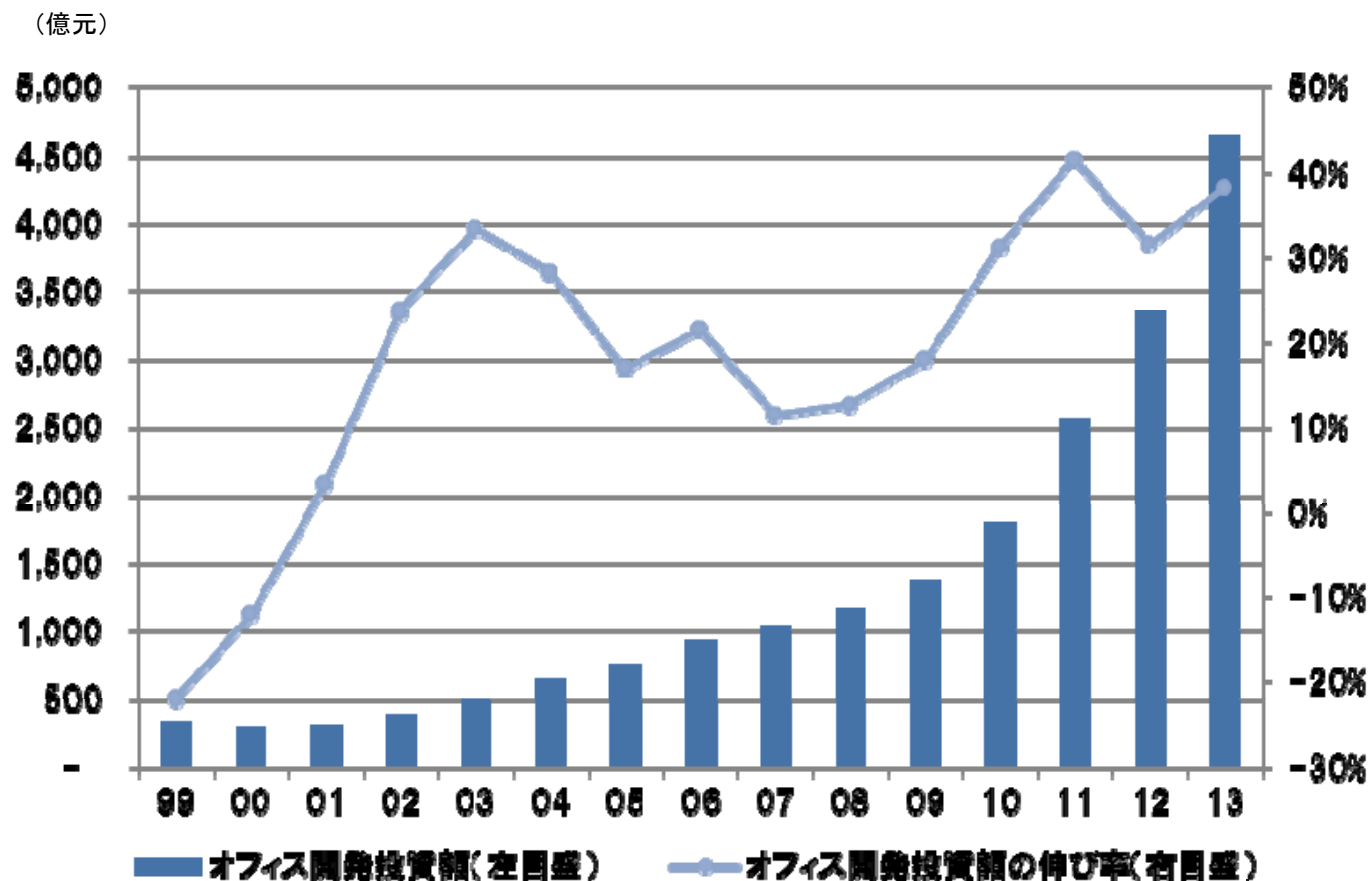
全国オフィス供給量の推移



出所)中国統計年鑑より作成

直近14年間、オフィス開発投資額は年間18%以上の成長率で大きく増加している

オフィス開発投資額および成長率の推移

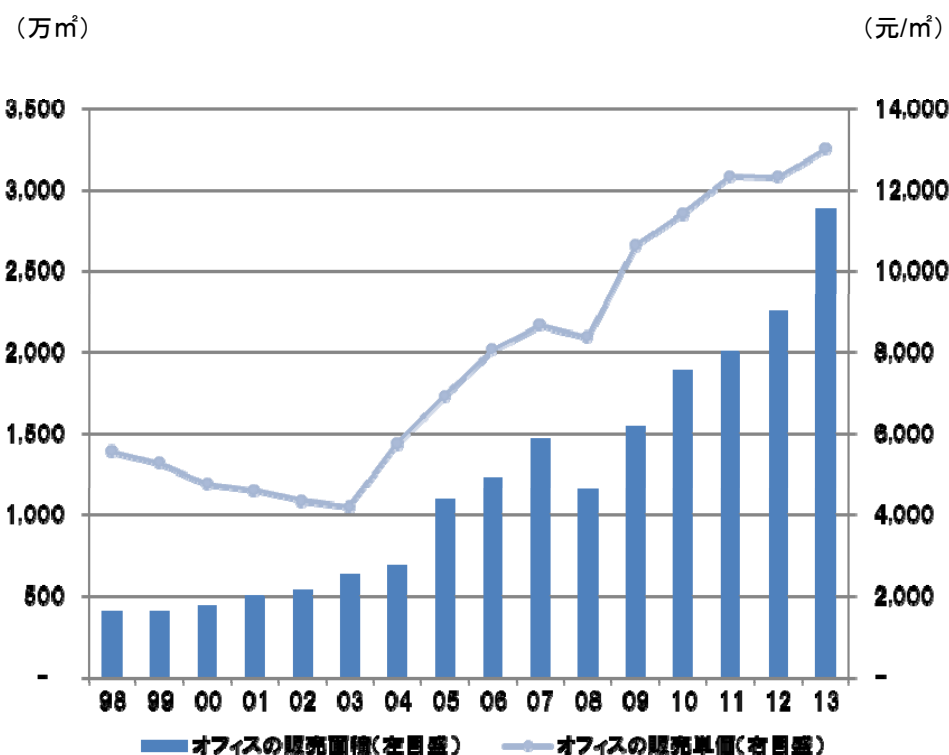


出所)中国統計年鑑より作成

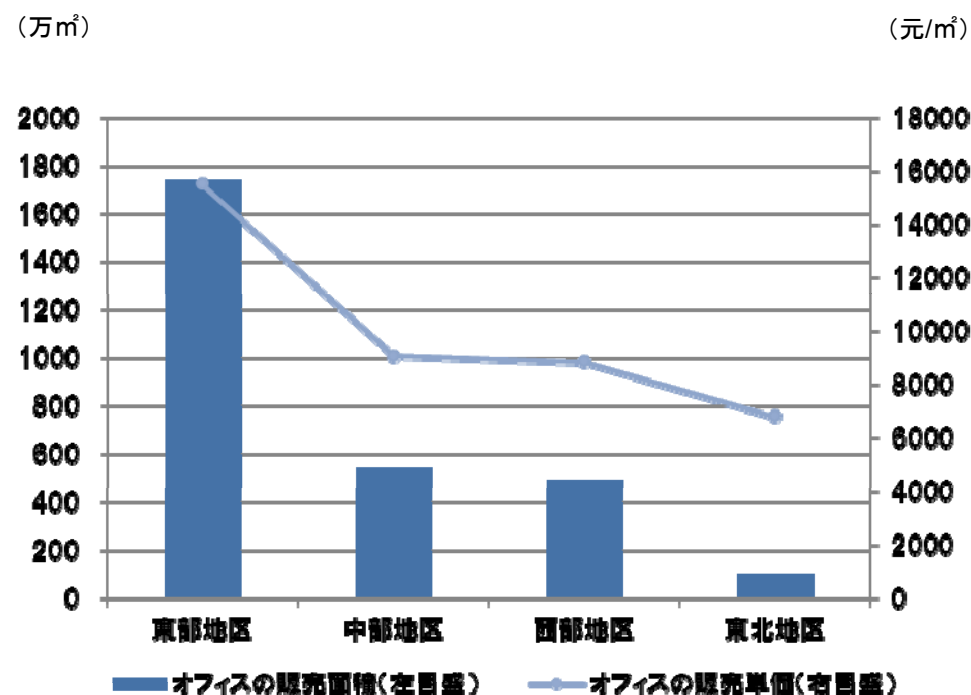
中国の商業不動産市場:オフィス

2013年のオフィス平均販売単価(分譲単価)は1998年の2倍以上に上昇しており、その販売量の6割以上は経済発展が著しい東部地域に集中している

中国のオフィス販売(分譲)面積と販売単価の推移



2013年地域別オフィス販売(分譲)面積と販売単価



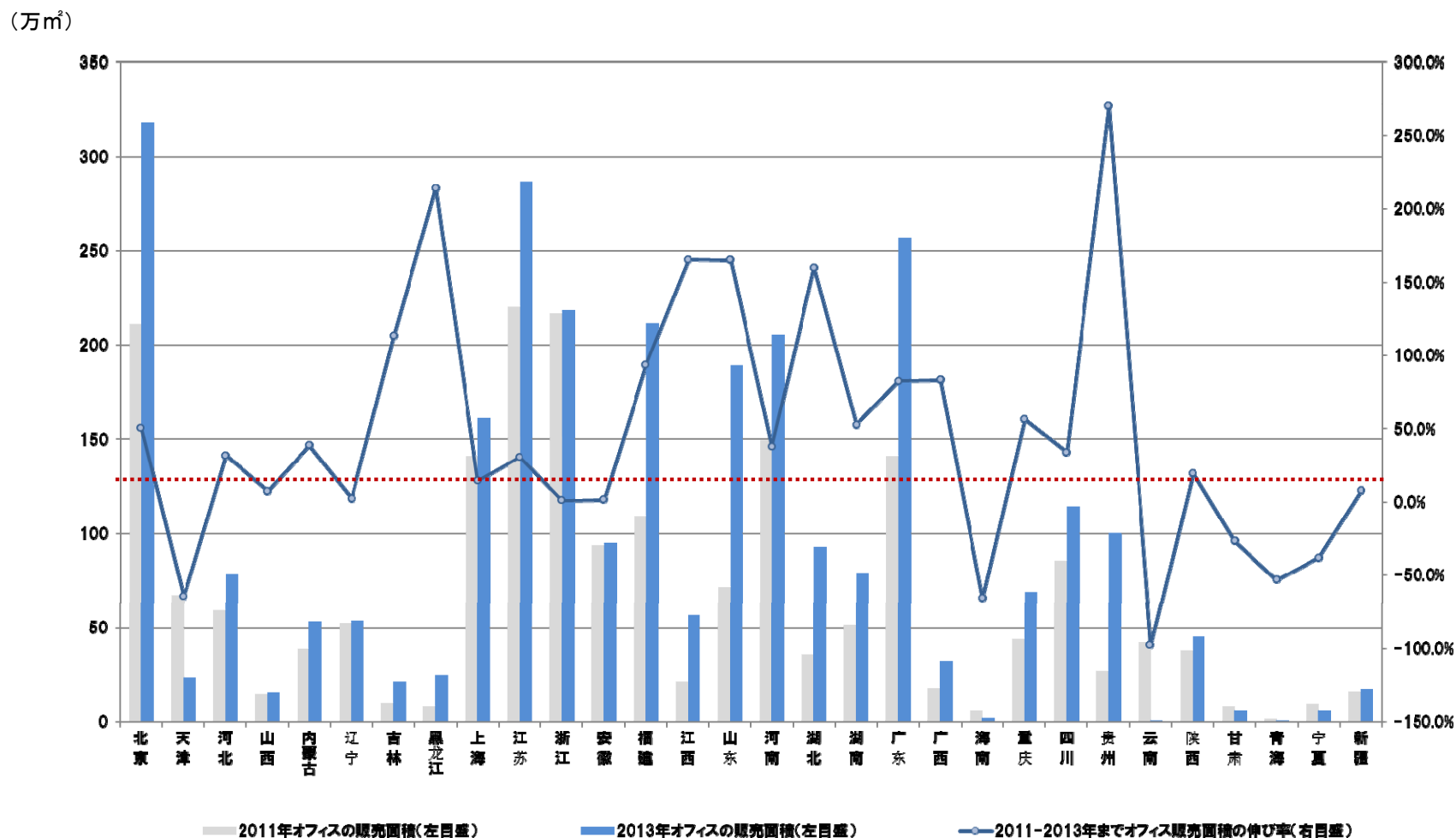
※ 東部地域：北京市、天津市、上海市、河北、江蘇、浙江、福建、山東、広東、海南
 中部地域：山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南
 西部地域：四川、貴州、雲南、陝西、甘肅、青海、内モンゴル、広西、チベット、寧夏、新疆、重慶市
 東北地域：黒龍江、吉林、遼寧

出所)中国統計年鑑より作成

中国の商業不動産市場:オフィス

2013年のオフィス販売面積の約3割が長三角地域(上海、江蘇、浙江)に集中している。
 黒龍江・貴州などの地方地域では販売量の伸びが著しい

地域別オフィス販売(分譲)面積の比較



出所)中国統計年鑑より作成

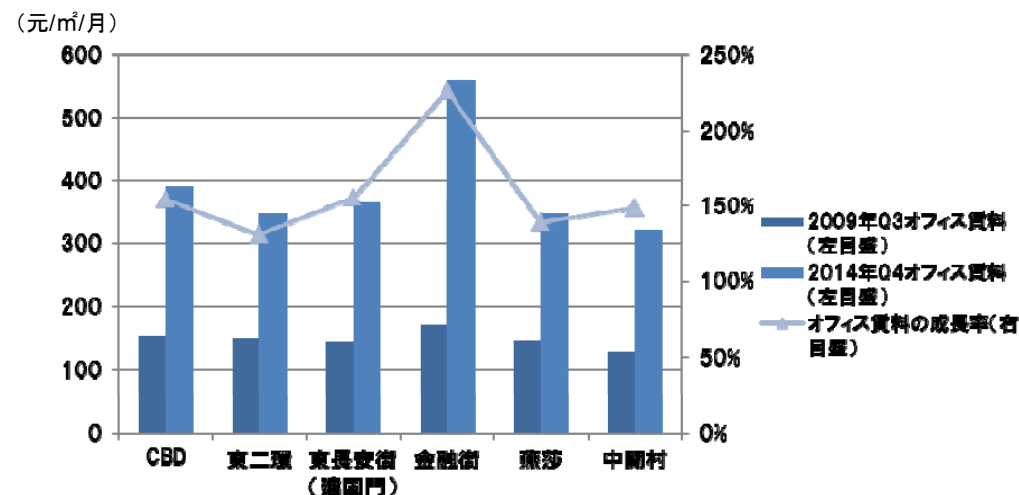
中国の商業不動産市場: オフィス

直近2年間、北京中心部のオフィス需要が大きいいため、空室率は常に低い状態にあり、賃料は大きく上昇している

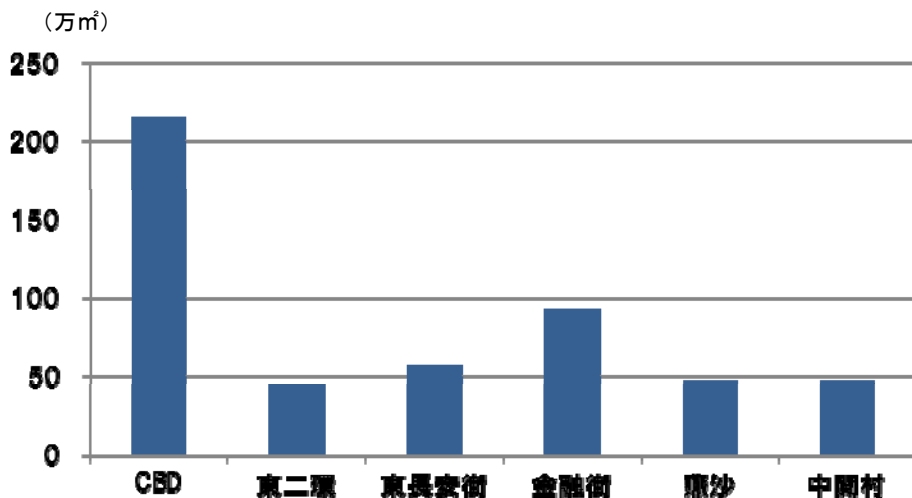
北京市中心部地図



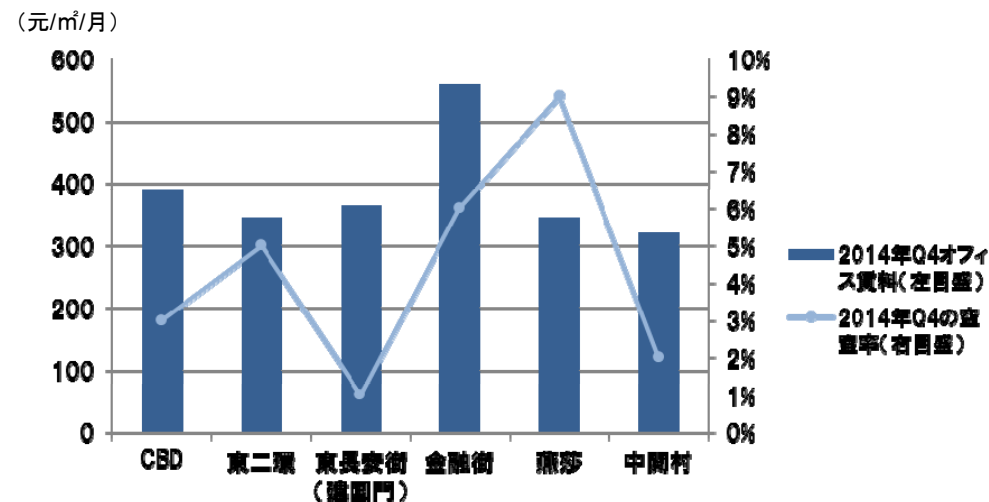
北京中心部のオフィス賃料の推移



2014年12月時点における北京中心部のオフィスストック



2014年9-12月北京中心部各区のオフィス賃料と空室率



中国の商業不動産市場: オフィス

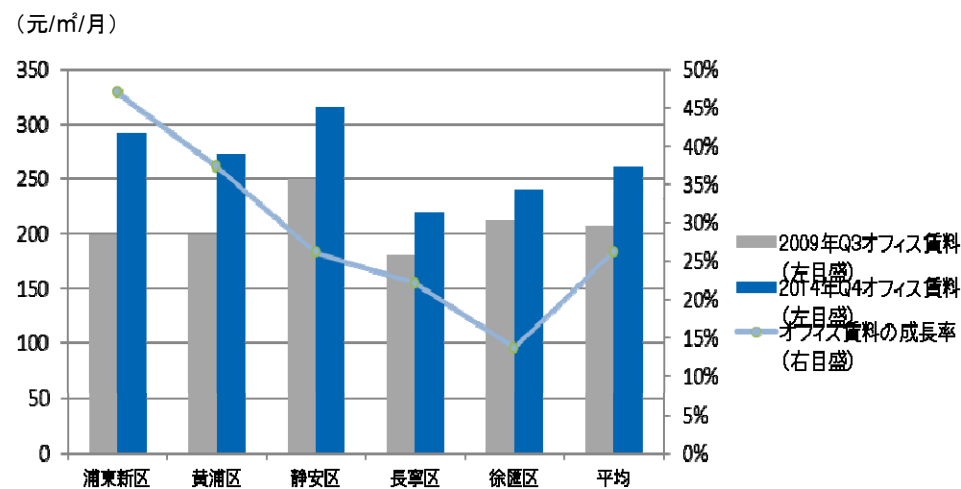
上海の高層オフィスビルが集中する静安、黄浦、浦東の3区では、空室率は低く、賃料は高い状態となっている

上海中心部各区のオフィス賃料の推移

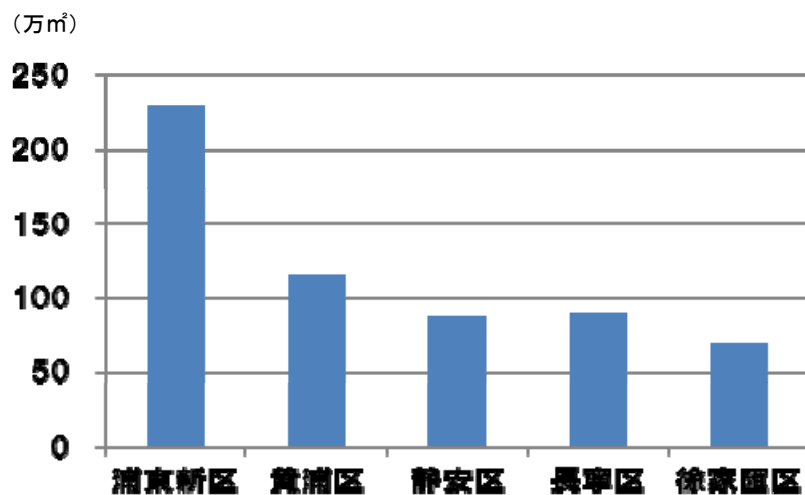
上海市中心部地図



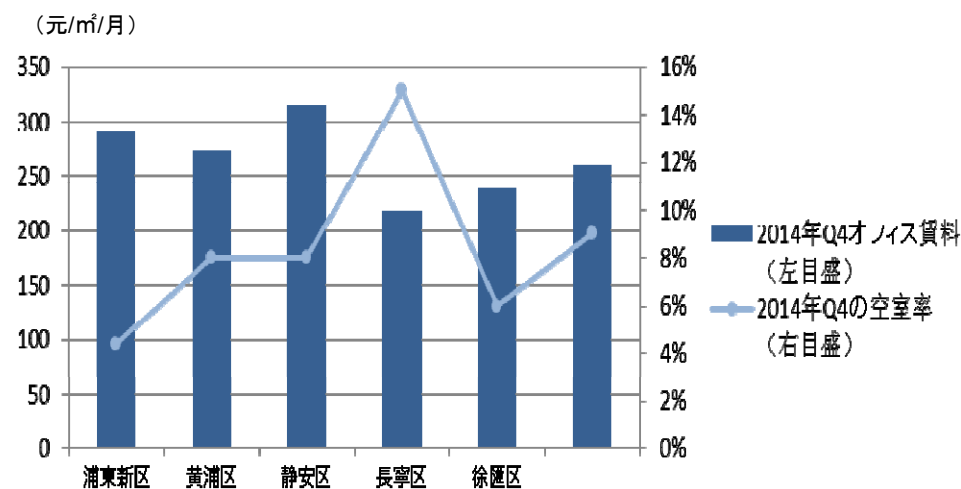
上海中心部各区のオフィス賃料の推移



2014年12月時点における上海中心部のオフィスストック



2014年9-12月上海中心部各区のオフィス賃料と空室率



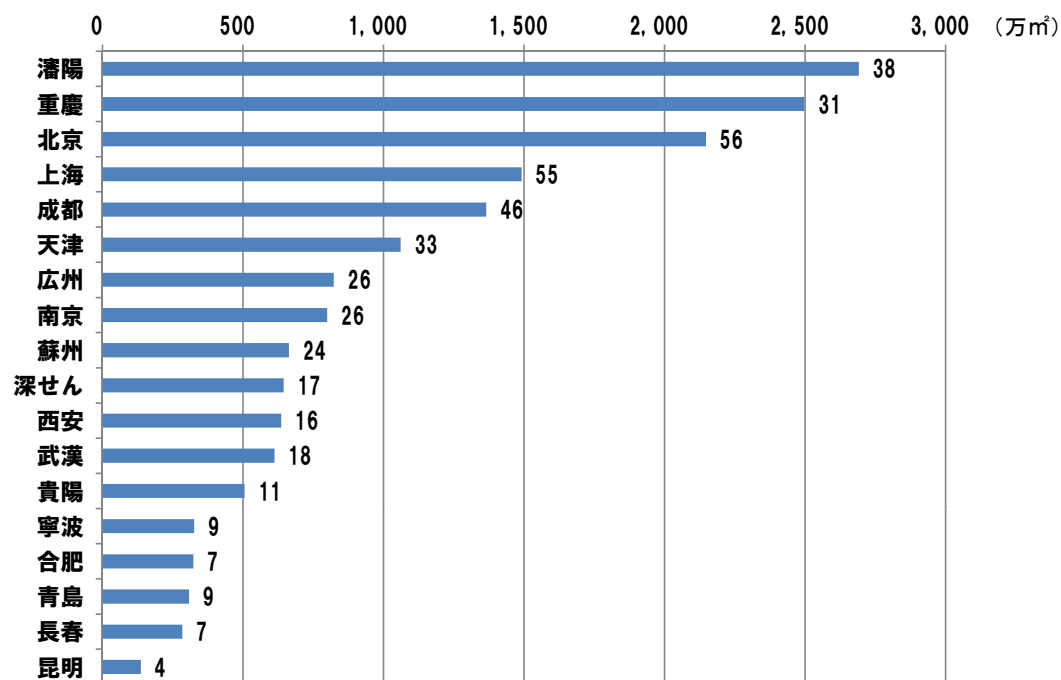
出所)DTZ公表データよりNRI作成

中国の商業不動産市場：大規模複合開発の動向

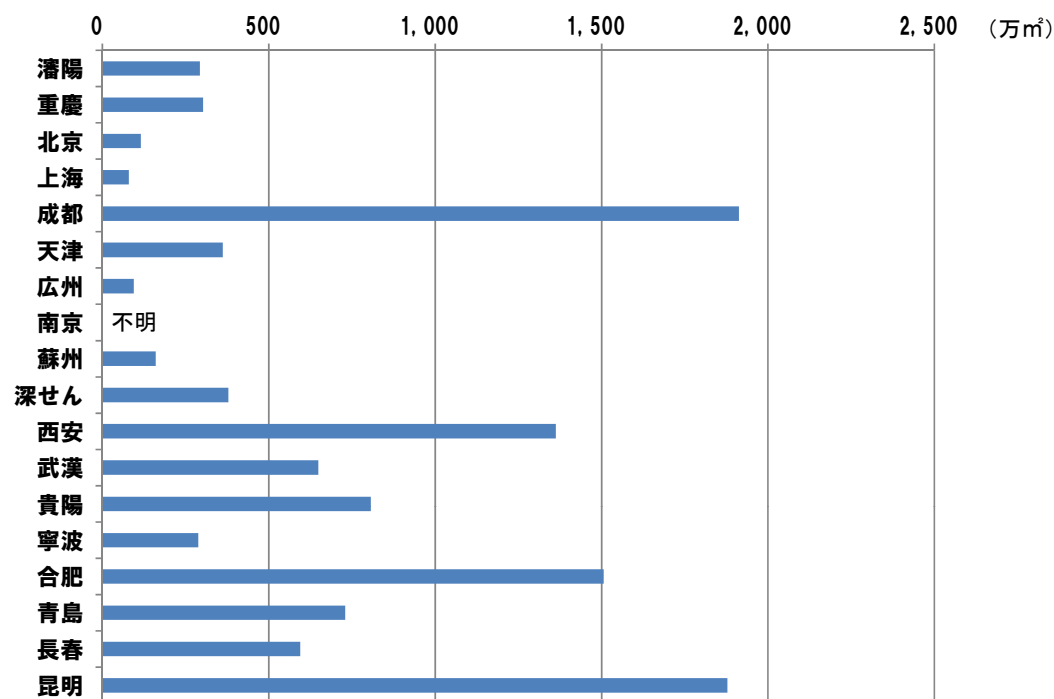
近年中国の都市部では大規模な複合商業開発が急速に進んでいる。 二線都市や内陸都市で開発が活発化しており、建設過剰による投資リスクが懸念される

- 近年中国の都市部では、住宅、店舗、オフィス、ホテル、娯楽施設などが一体化した「都市综合体」と呼ばれる大規模複合商業施設の開発が急速に進行されている。今後の開発量予測も含めて、成都、瀋陽、重慶の3都市は特に開発量が多いのが挙げられる。

中国主要都市における「都市综合体」の開発状況 (2013年末までの開発量)



中国主要都市における「都市综合体」の開発予測 (2014年～2016年までの予測量)



注) 上記のラベル数字は各都市の複合開発施設の数量を表している。

2015年中国の商業不動産市場は、機能の複合化や規模の超大型化を乗り越えて、E-ビジネスを取り込んだ効率性と品質性の高い商業施設の建設ニーズが高くなる

2015年中国商業不動産市場の方向変化

1

都市化の進行や第三次産業の発展促進による都市部サービス機能の強化ニーズ

伝統的な商業施設を代替して、効率性の良い高品質商業施設の建設需要の堅調

2

消費者生活に浸透されるE-ビジネス影響の顕著化

ネットショッピングの普及に伴う商業施設内の業態構造見直しやE-ビジネスを取り込んだ施設経営の必要性の高まり

3

高空室率やテナント誘致難などで大規模商業複合施設の開発リスクの拡大

大型化された商業複合施設より中規模の街区型商業施設の建設ニーズの上昇

中国 調整期に入る中国の不動産市場

1 中国のマクロ経済環境

2 中国の不動産投資市場の概況

3 中国の住宅市場

4 中国の商業不動産(商業施設・オフィス)市場

5 中国不動産企業の動向

中国不動産開発企業の動向

直近三四線都市まで積極的に住宅事業を展開していたTOP10企業は、不動産抑制策の影響を大きく受けずに事業を成長させた上、市場シェアも大きく拡大させている

不動産企業TOP10社の比較 (2010～2014年)

順位	2010年TOP10企業		2011年TOP10企業		2012年TOP10企業		2013年TOP10企業		2014年TOP10企業	
	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)	企業名	販売額 (億元)
1	万科集团	1,026	万科集团	1,215	万科集团	1,452	万科集团	1,776	万科集团	2,120
2	保利地産	660	大連万達	953	保利地産	1,020	上海緑地	1,625	上海緑地	2,080
3	上海緑地	650	恒大地産	804	上海緑地	1,013	保利地産	1,251	大連万達	1,501
4	中国海外発展	578	上海緑地	770	中国海外発展	945	碧桂園	1,103	恒大地産	1,376
5	恒大地産	527	保利地産	732	大連万達	938	恒大地産	1,073	保利地産	1,362
6	緑城集团	522	中国海外発展	708	恒大地産	925	碧桂園	1,068	碧桂園	1,250
7	万達集团	369	碧桂園	432	緑城集团	547	大連万達	844	中国海外発展	1,152
8	龍湖集团	336	龍湖集团	383	華潤置地	505	華潤置地	688	世茂房地產	708
9	碧桂園	330	緑城集团	353	碧桂園	491	世茂房地產	683	華潤置地	700
10	富力地産	321	華潤置地	330	世茂房地產	461	緑城集团	660	融創中国	658
TOP10企業 販売額合計	5,319		6,680		8,297		10,771		12,907	
TOP10企業が全国販売額に占める割合	10.1%		11.3%		12.9%		13.3%		16.9%	
企業の進出都市数 (TOP10社平均)	30.6都市		40.5都市		53.1都市		67.2都市		73.7都市	

中国の大手不動産企業は、住宅開発から商業複合開発へ、そしてシニア、文化、観光などの他産業への事業転換を図ることで、多角化経営に乗り出す企業が多く見られる

万科 (第1位)

- ・ 2011年 商業開発とシニア不動産開発に参入
- ・ 2013年 「8割住宅+2割所有型商業」戦略を提出。アメリカ、香港、シンガポールなどの海外不動産市場に進出
- ・ 2014年 情報サービス系企業との事業提携によって、「不動産×ネット」ビジネスを開始。不動産事業者より、「都市サービス事業者」を目標とし、「軽資産化」発展戦略を打ち出す

緑地 (第2位)

- ・ 2012年 海外不動産市場に進出開始
- ・ 2013年 商業不動産事業を拡大し、「2015年までに全体事業の5割以上を商業不動産とする」目標
- ・ 2014年 地下鉄事業に進出
- ・ 2015年 日本を含む海外不動産市場への進出を加速

万達 (第3位)

- ・ 2007年 「万達百貨」を設立、「2015年に110箇所の開店によって中国最大チェーン百貨店企業まで成長」という目標
- ・ 2009年 文化観光産業を会社の新しい重要発展領域と位置づけ
- ・ 2011年 傘下に映画制作会社を設立、映画産業に進出
- ・ 2014年 商業施設の管理運営にEビジネスを導入開始
- ・ 2015年 「2020年までに不動産事業を全体の35%以下まで縮小、サービス事業を65%以上まで拡大」という戦略方針を発表。また、2020年までに海外事業は全体の20%以上まで引き上げる

恒大 (第4位)

- ・ 2010年 商業不動産事業を開始
- ・ 2013年 ミネラルウォーター、食用オイル、乳製品などの消費財事業に参入
- ・ 2014年 百貨店・スーパーなどの小売事業に進出
- ・ 2015年 金融事業に参入開始

保利 (第5位)

- ・ 2011年 リゾート開発とシニア不動産開発に参入
- ・ 2012年 「7割住宅+3割商業」戦略
- ・ 2014年 海外不動産投資を拡大するとともに、シニア・観光・商業不動産事業の推進も重点となる

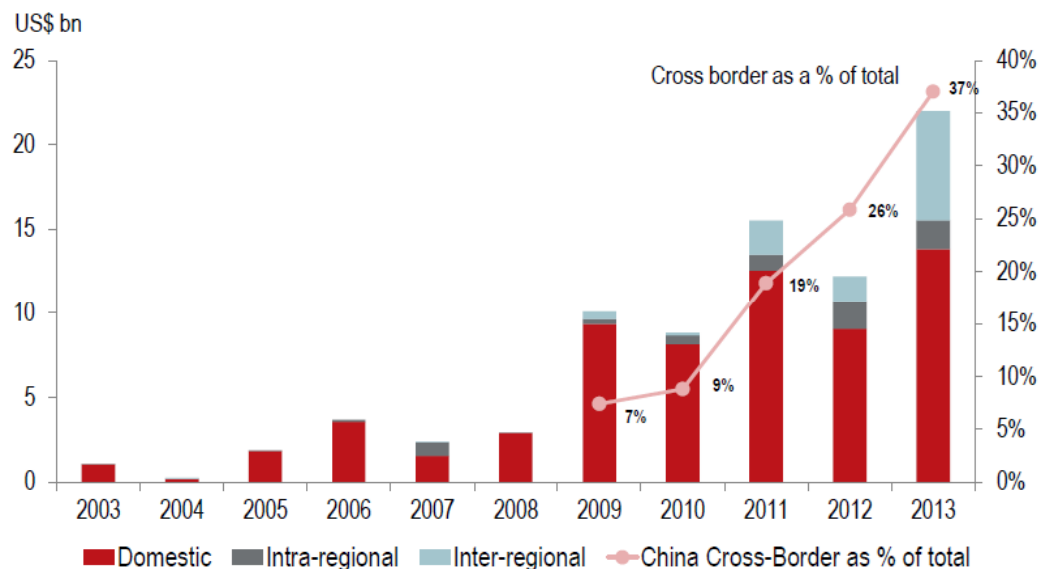
注) 上記()内には2014年不動産企業売上ランキング

中国不動産開発企業の動向：海外投資

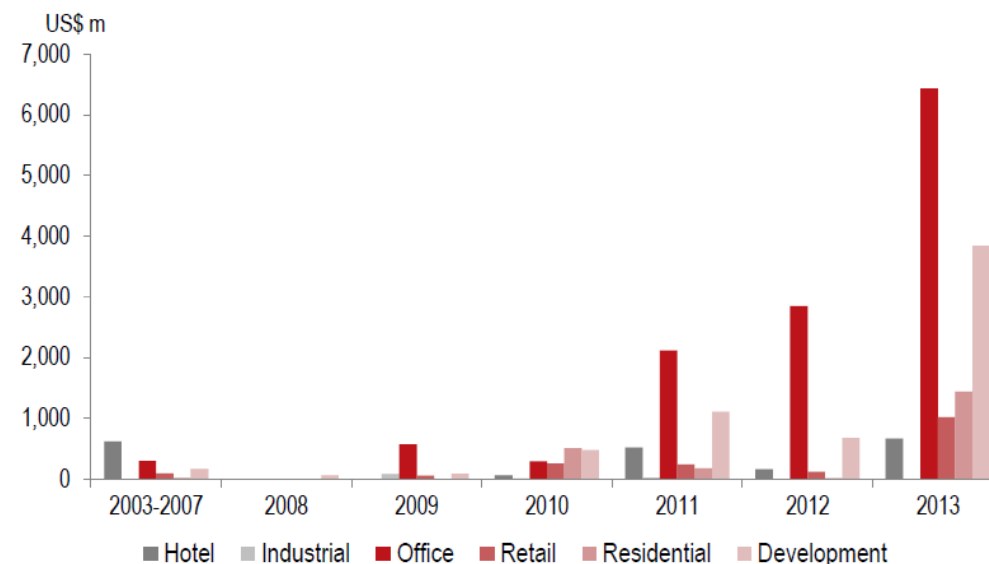
中国企業の海外投資においては、エネルギーと鉱山に次いで、不動産への注目が高い

- 2005年から2013年までの中国企業の海外投資プロジェクトをみると、1億米ドル以上の545件大型案件のうち、不動産関連プロジェクトは67件（12.3%）で、エネルギー（30.1%）、鉱山（22.8%）の次になる有力な分野と取り上げられる。
- 海外の不動産投資を行う企業について、不動産企業のほか、保険会社や商業銀行、投資ファンドなども多いが、海外不動産投資の主力は依然として中国国内の大手不動産企業である。
- 海外投資の対象物件については、住宅よりオフィス中心の商業系物件が多いのが特徴である。

2003-2013年の中国企業の海外不動産投資状況



2003-2013年の中国不動産企業の海外投資状況



中国不動産開発企業の動向：海外投資

2012年以降、中国の大手不動産会社が海外向け投資を開始した。 市場成熟度が高く、法的環境が完備されている北米とヨーロッパは特に人気が高い

- 2012年以降、万科、緑地、万達、保利などが代表とする中国の大手不動産会社が相次ぎ海外の不動産投資を開始した。
- 投資先については、市場成熟度が高く、かつ法的環境が完備されている北米とヨーロッパは人気が高い。アジア地域では台湾、シンガポール、韓国などが比較的人気で、最近になって、日本向けの不動産投資を検討する企業も増えた。

2014年時点における中国の大手不動産会社の海外進出状況(一部)



	海外投資エリア	中国の不動産会社
北米	アメリカ・ニューヨーク	SOHO、鑫苑置業、万通、万達
	アメリカ・サンフランシスコ	万科、緑地
	アメリカ・ロサンゼルス	万科、保利、万通、緑地、中坤
	カナダ・トロント	緑地
欧州	フランス	首创置業、緑地
	ドイツ・フランクフルト	緑地
	アイスランド	中坤
	イギリス・ロンドン	万達、中海外
アジア	台湾	万科、万通
	シンガポール	万科、華彬
	マレーシア	碧桂園
	韓国・济州島	緑地、光耀
	日本・東京	復興
	スリランカ	中航
	その他	スペイン・バルセロナ
	スペイン・マドリッド	緑地
	北コーカサス	万達、泛海聯合
	北アフリカ	保利
	オーストラリア・シドニー	緑地、頤和

中国不動産企業の将来展望

1

不動産事業における利益率の縮小や
投資リスク増大の深刻化

不動産分野での急速な事業拡大より、
専門性強化などによる事業見直しの開始

2

非不動産領域への事業拡大による
多角化発展へのモデルチェンジ

業界をまたがる事業提携や企業間買収
の更なる進行

3

既存事業の資金回収の圧力の増加

新しい収益方法や新しい事業モデル
（「軽資産化」）の模索

日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

韓国

低成長下における不動産市場改善の兆し

1 企業経済及びオフィス市場の動向

1-1 企業経済の動向

1-2 オフィス市場の動向

2 家計経済及び住宅市場の動向

2-1 家計経済の動向

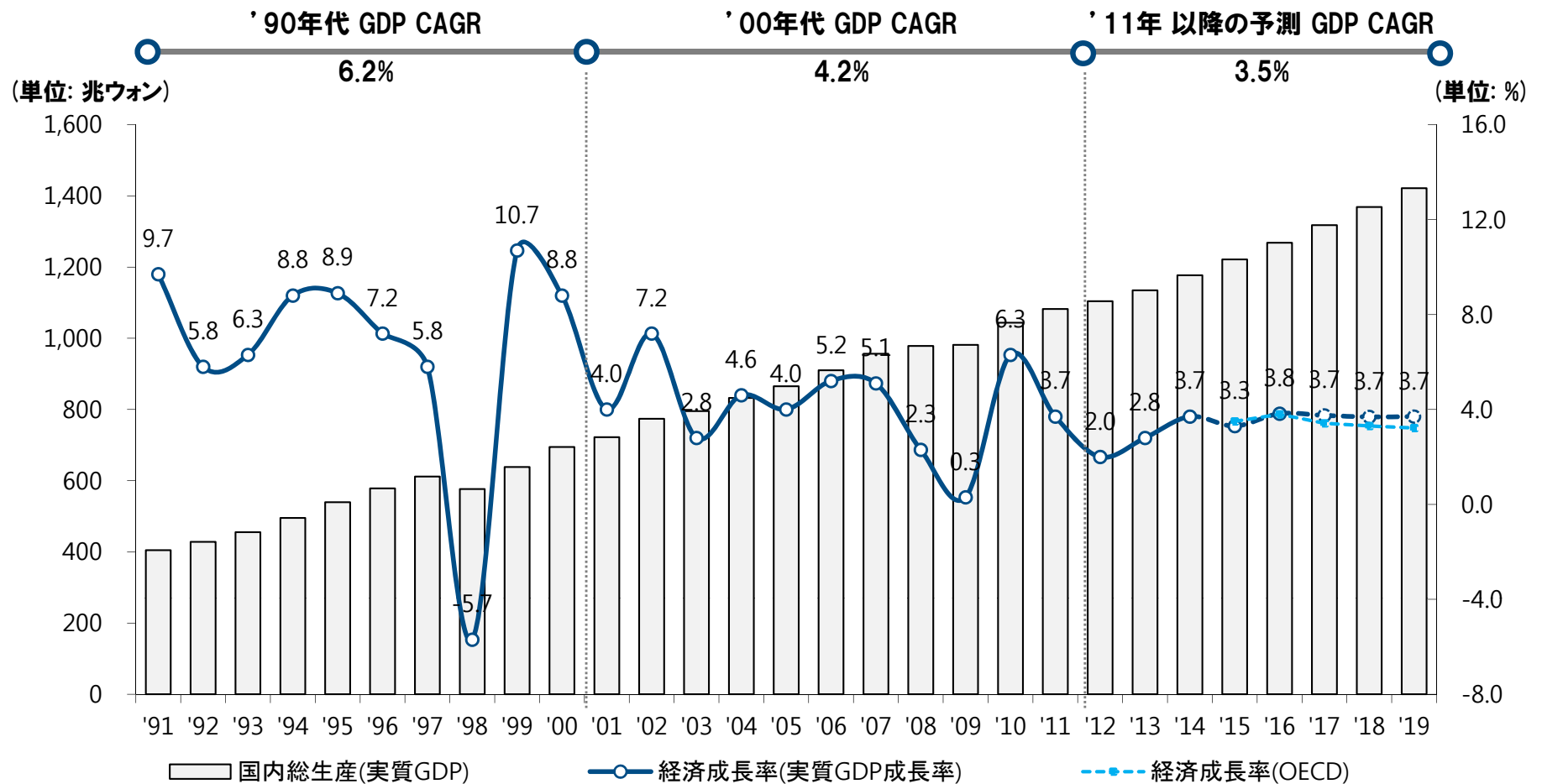
2-2 住宅市場の動向

3 ホテル市場の動向

4 間接投資市場の動向

韓国経済は、今後3%台の経済成長率で推移し、低成長時代が持続する見通し

韓国 GDP 及び 経済成長率の推移及び予測



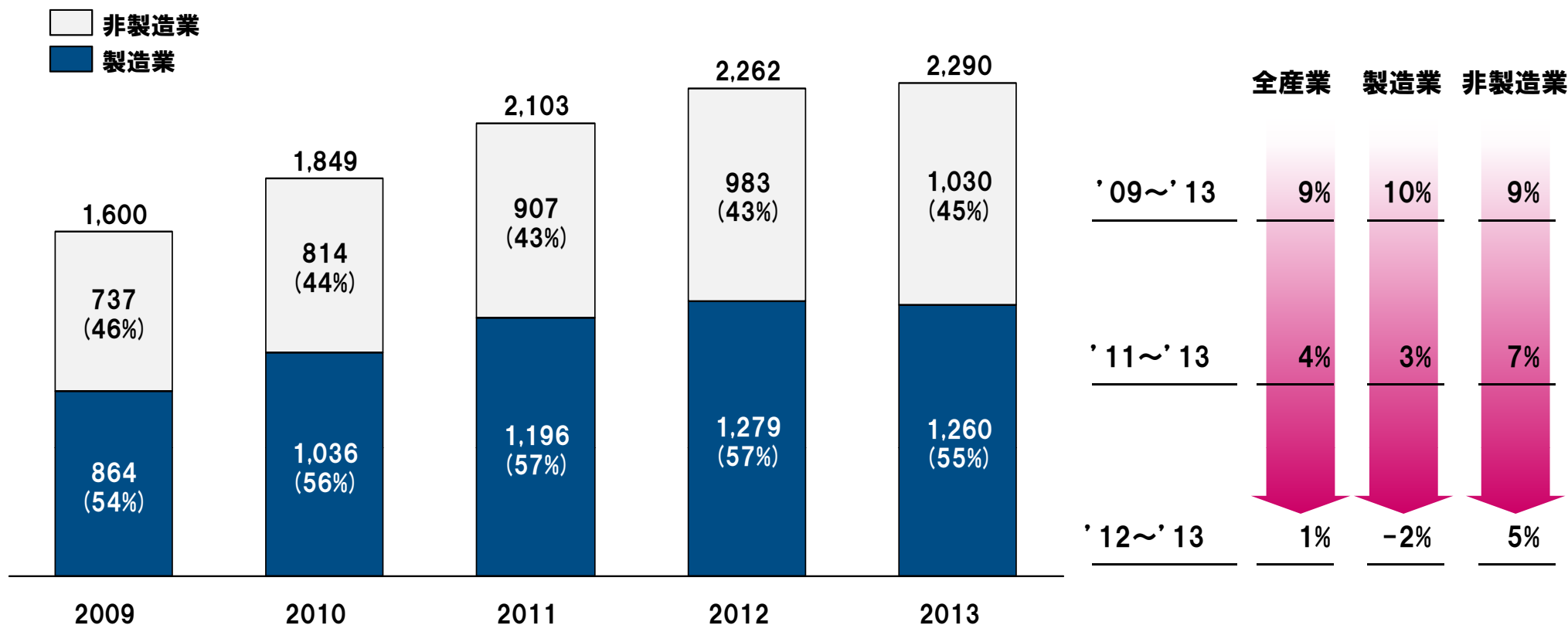
出所)NRI based on IMF, OECD, 韓国銀行, Media Research

企業経済の動向

国内上場企業の総売上額は2,290兆ウォンに達する。
そのうち、製造業の比率が55%と、前年と比較して成長率が鈍化している

国内の全産業の企業売上及びCAGR 推移 ('11-'13)

(単位: 兆ウォン, %)



出所)NRI based on 統計庁

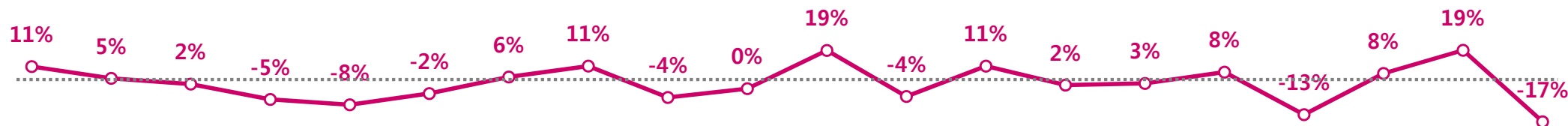
企業経済の動向

製造業のうち、電子部品・通信設備が全体の26%を占めており、近年増加傾向にある

国内製造業の産業別企業売上高の推移 ('11-'13)

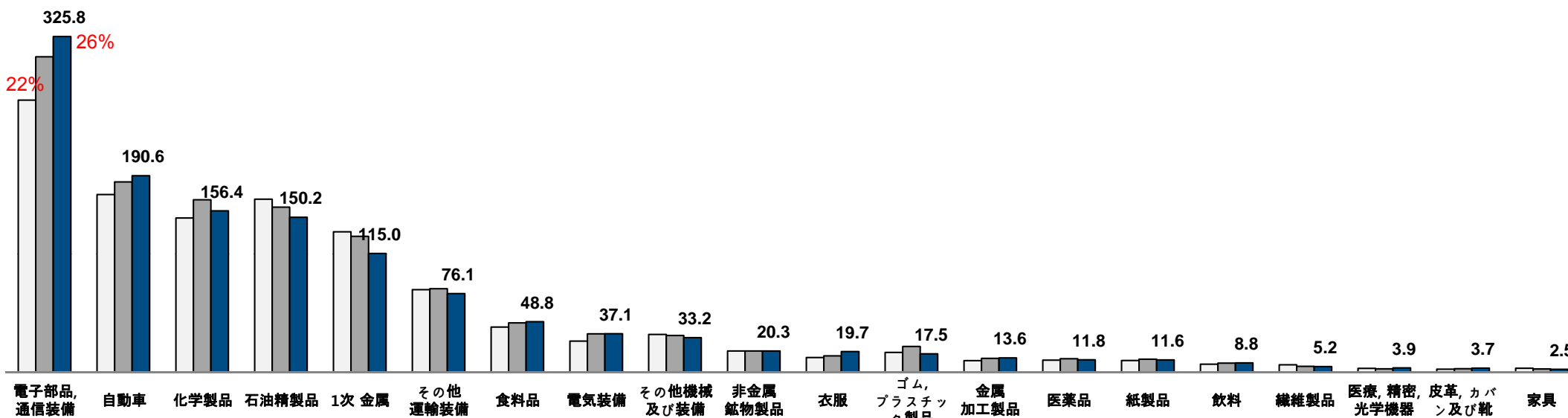
(単位: 兆ウォン, %)

CAGR('11-'13)



□2011 ■2012 ■2013

**製造業企業の合算売上
平均 CAGR('11-'13): +3%**



出所)NRI based on 統計庁

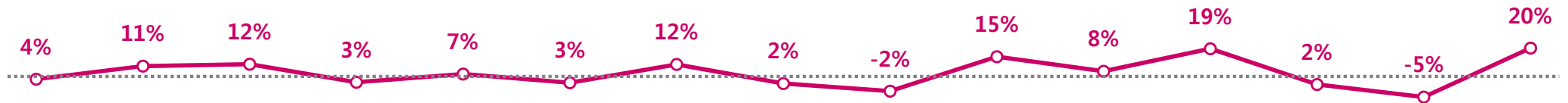
企業経済の動向

非製造業のうち、流通業の売上高は約317兆ウォンで、全体の約30%を占めている

国内非製造業の産業別企業売上高の推移 ('11-'13)

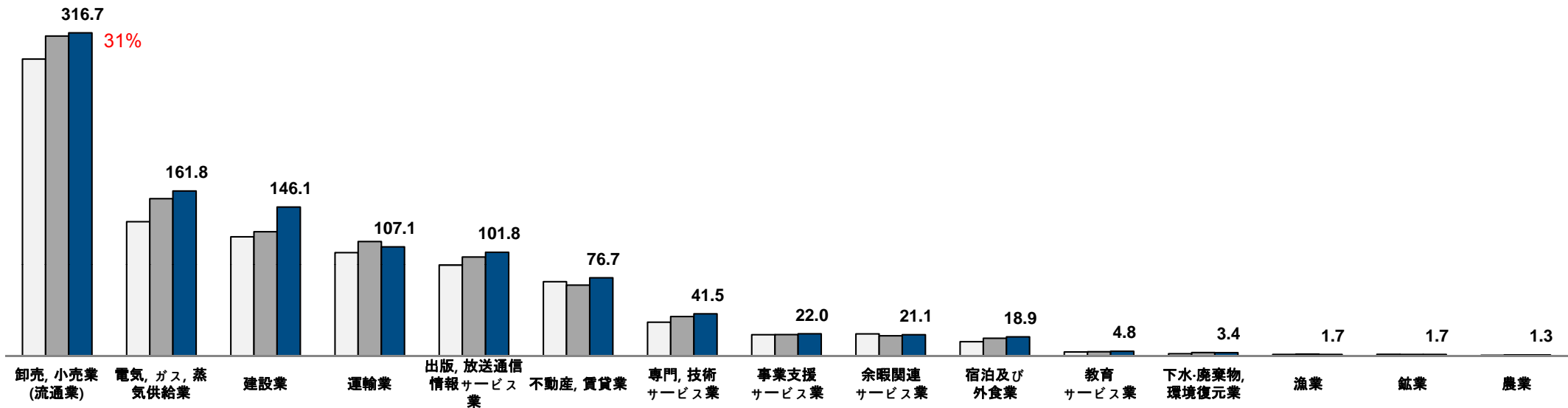
(単位: 兆ウォン, %)

CAGR('11-'13)



□2011 ■2012 ■2013

非製造業の合算売上
平均 CAGR('11-'13): +6.5%



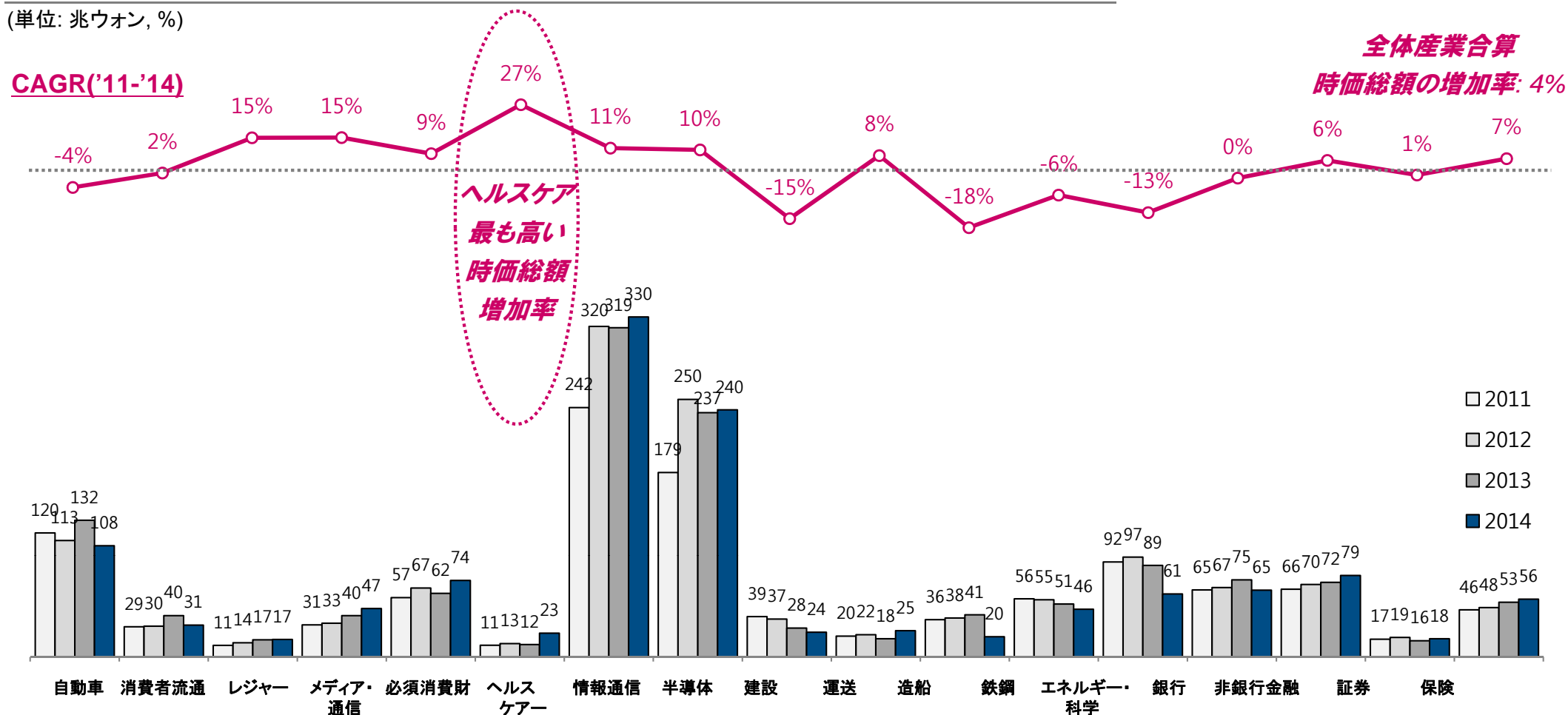
出所) NRI based on 통계청

企業経済の動向

上場企業の時価総額規模を比較すると、情報通信・半導体が最も大きい。
過去3年間の時価総額増加率を見ると、ヘルスケアが27%と最も高い増加率を誇る

産業別 時価総額(KRX系列対象, '11-'14)

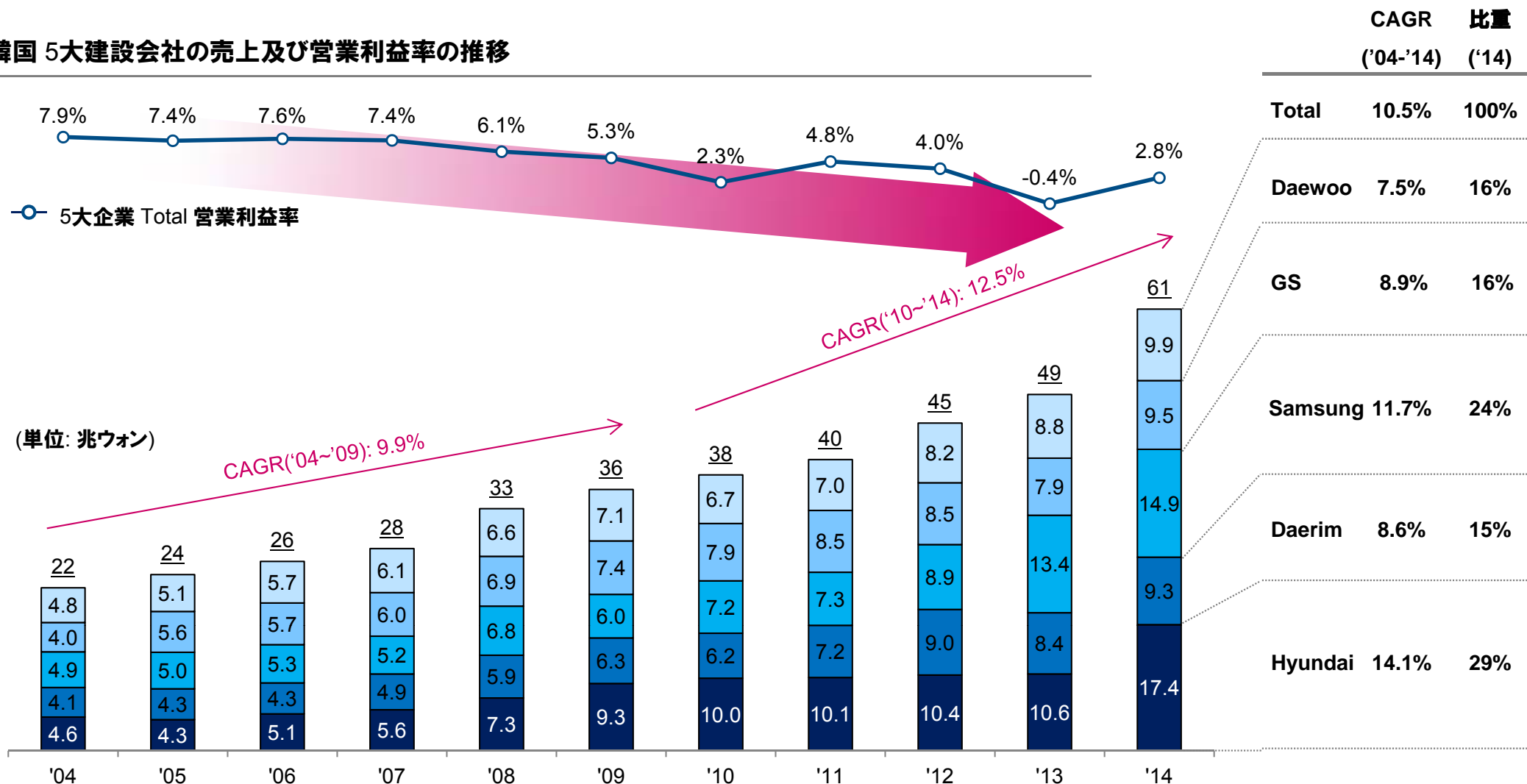
(単位: 兆ウォン, %)



企業経済の動向

国内5大建設会社の売上及び営業利益率は一部改善されたが、前年と同水準の成長は期待できない

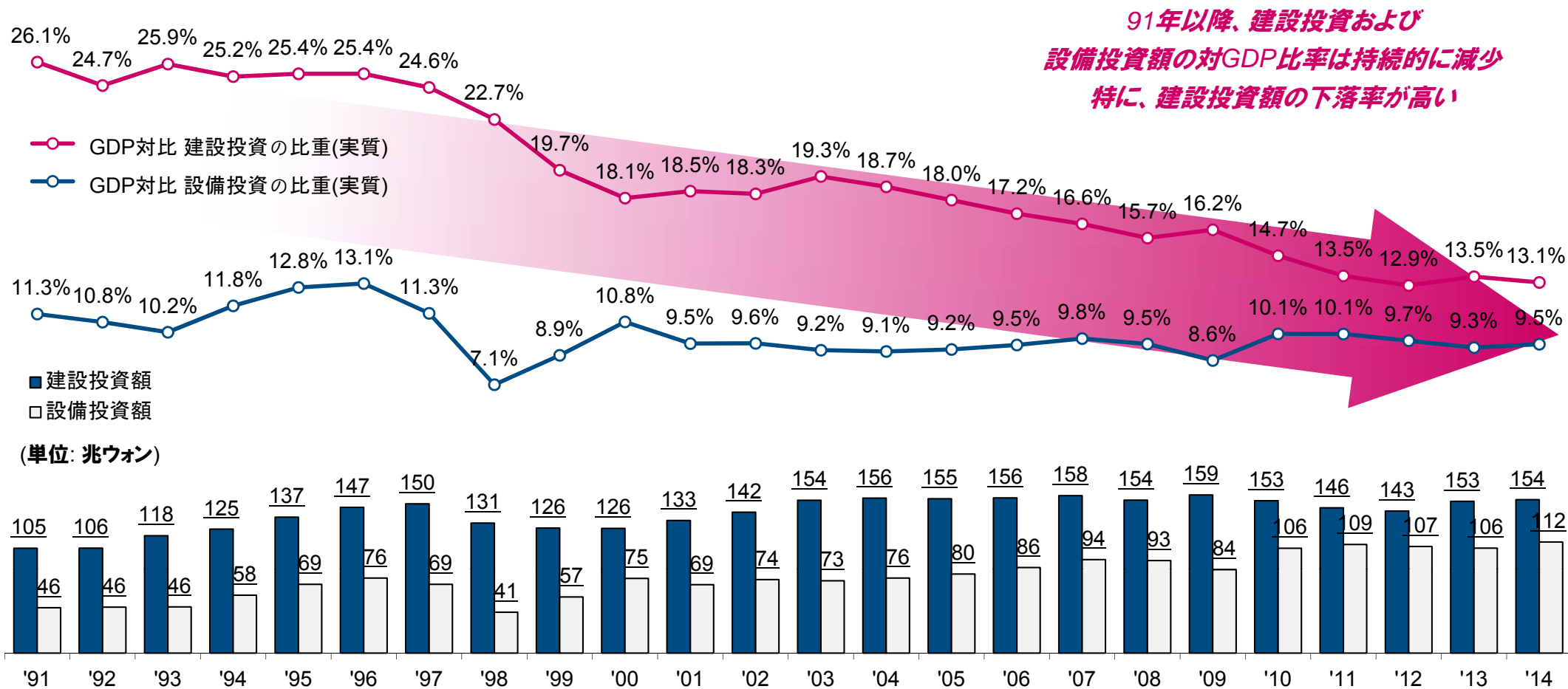
韓国 5大建設会社の売上及び営業利益率の推移



企業経済の動向

建設投資額および設備投資額の対GDP比率は、2011年以降低迷している

建設投資および設備投資及びGDP比の推移



出所)NRI based on 韓国銀行、統計庁

企業経済の動向

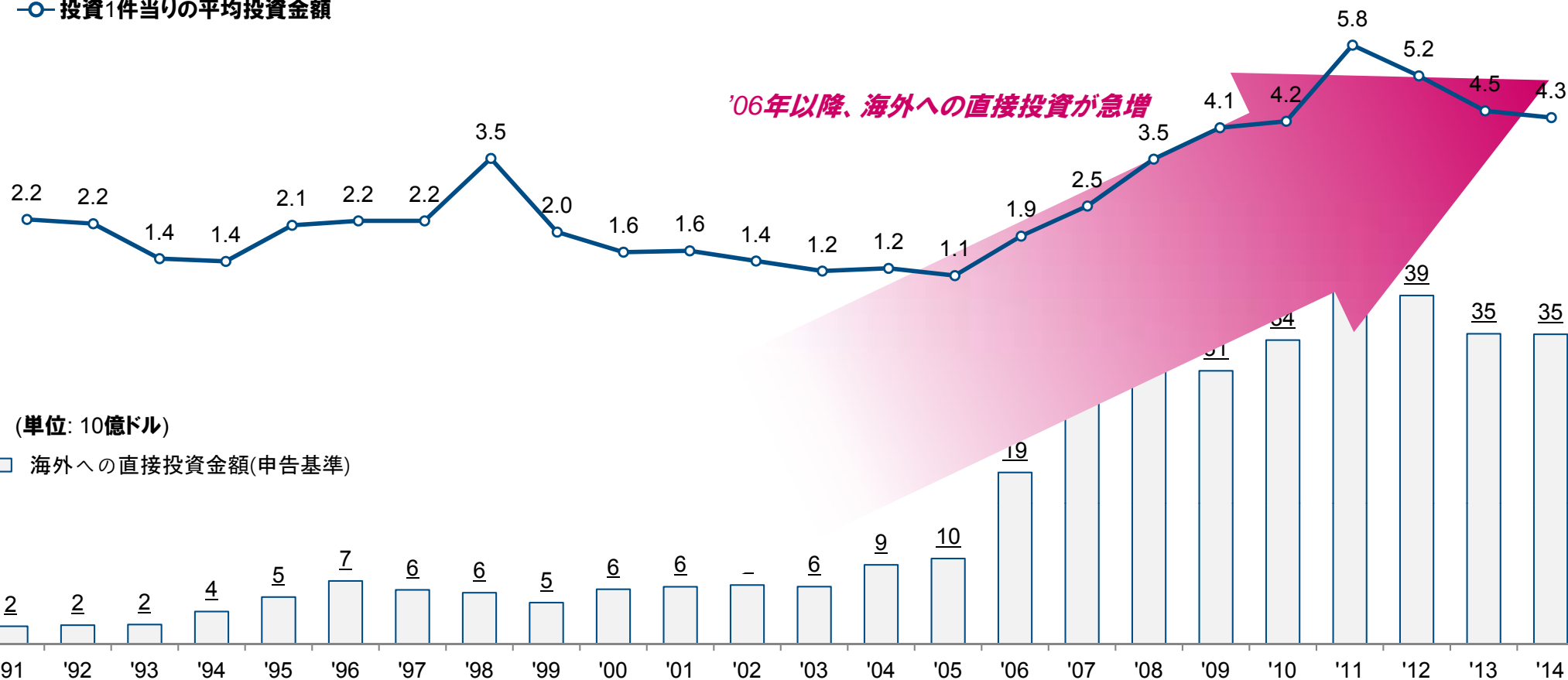
06年以降、国内企業による海外への直接投資が急増した。

11年以降は、全体の投資規模及び1件当たり投資規模が縮小傾向にある

海外への直接投資の推移

(単位: 百万ドル)

○ 投資1件当たりの平均投資金額



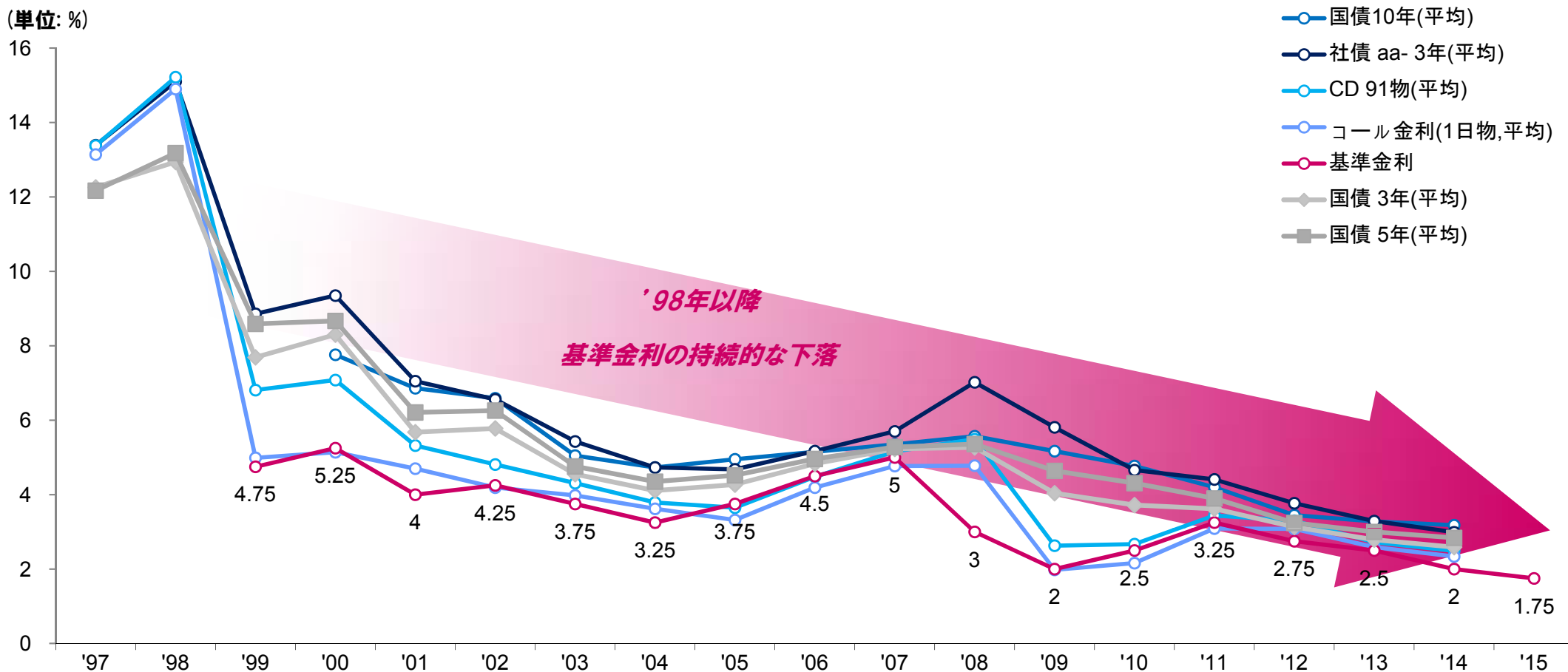
(単位: 10億ドル)

□ 海外への直接投資金額(申告基準)

企業経済の動向

金利は08年のリーマンショック以降下落が続き、15年には1%台に突入した。
 今後は、低金利による流動性の拡大が予想される

韓国の金利推移（'97-'14）

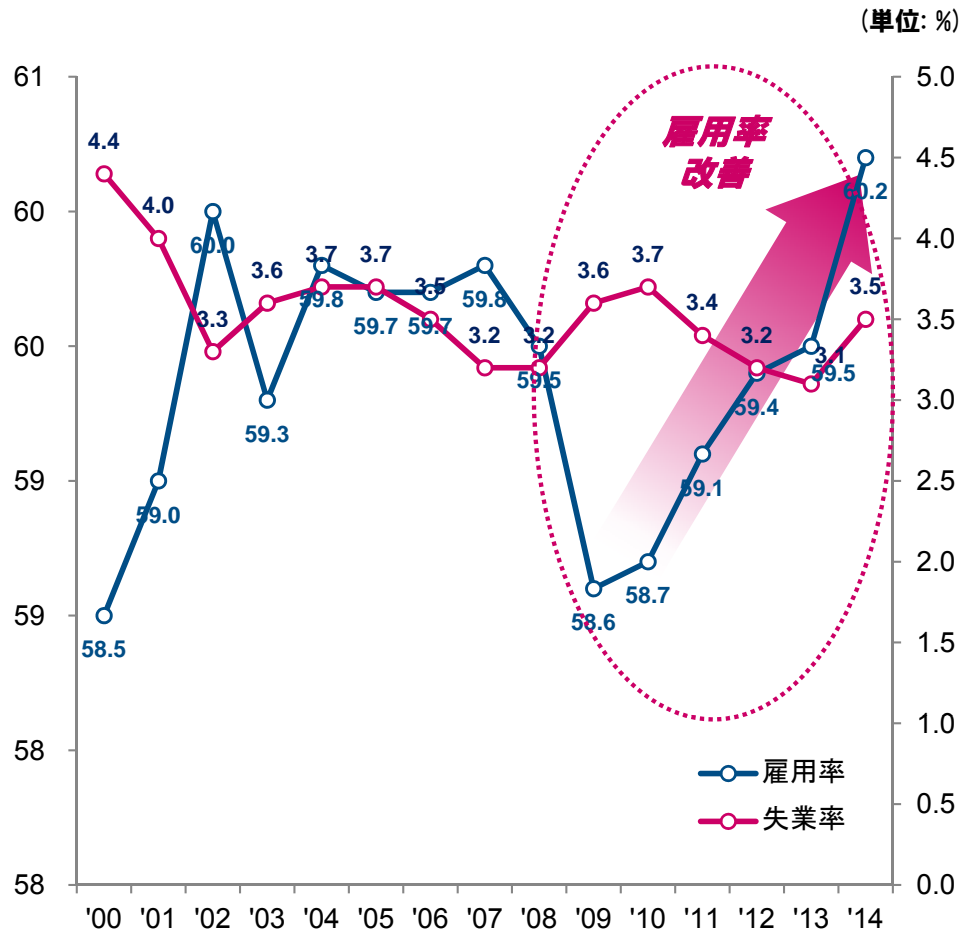


出所)NRI based on 韓国銀行

企業経済の動向

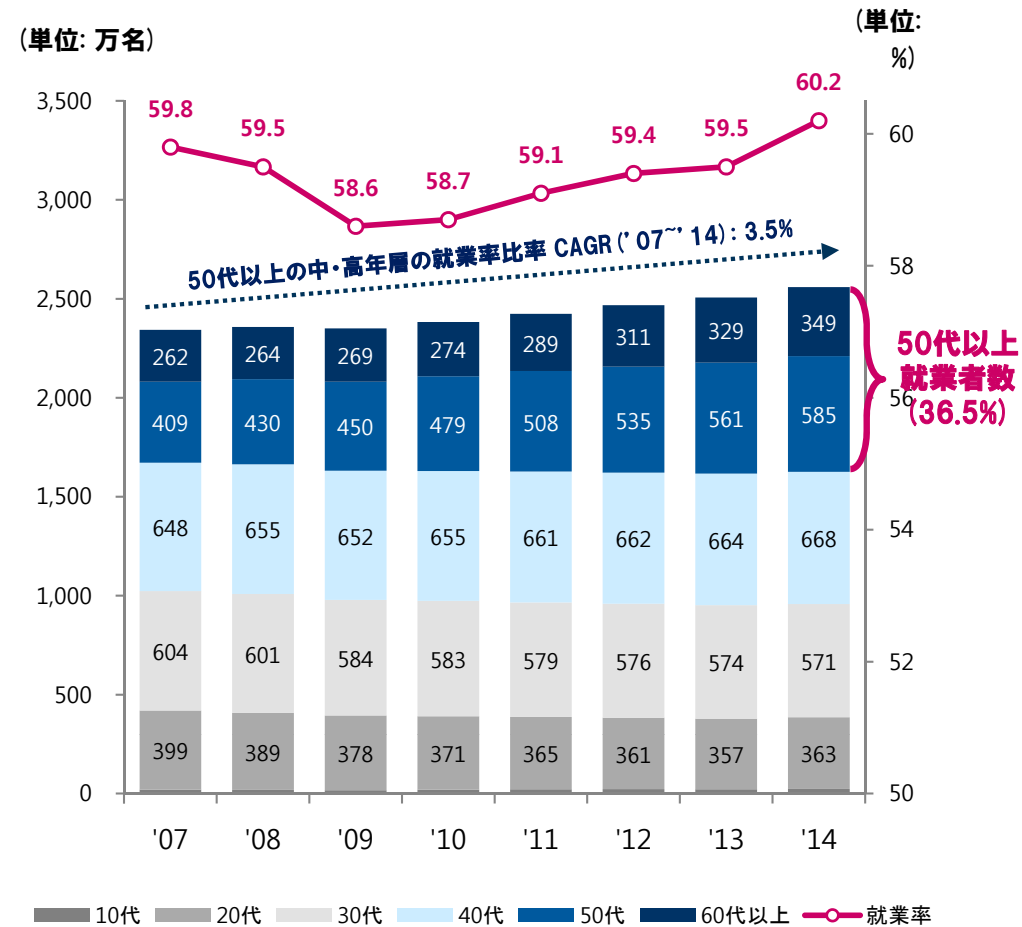
2009年以後、失業率及び雇用率は改善されている。
雇用率拡大の背景には、中・高年層の雇用拡大がある

韓国の失業率及び雇用率



注) 雇用率=(就業者/満 15歳以上の人口)x100, 失業率=(失業者/経済活動人口)x100

年齢別 就業率の増減推移



出所)NRI based on 統計庁

韓国

低成長下における不動産市場改善の兆し

1 企業経済及びオフィス市場の動向

1-1 企業経済の動向

1-2 オフィス市場の動向

2 家計経済及び住宅市場の動向

2-1 家計経済の動向

2-2 住宅市場の動向

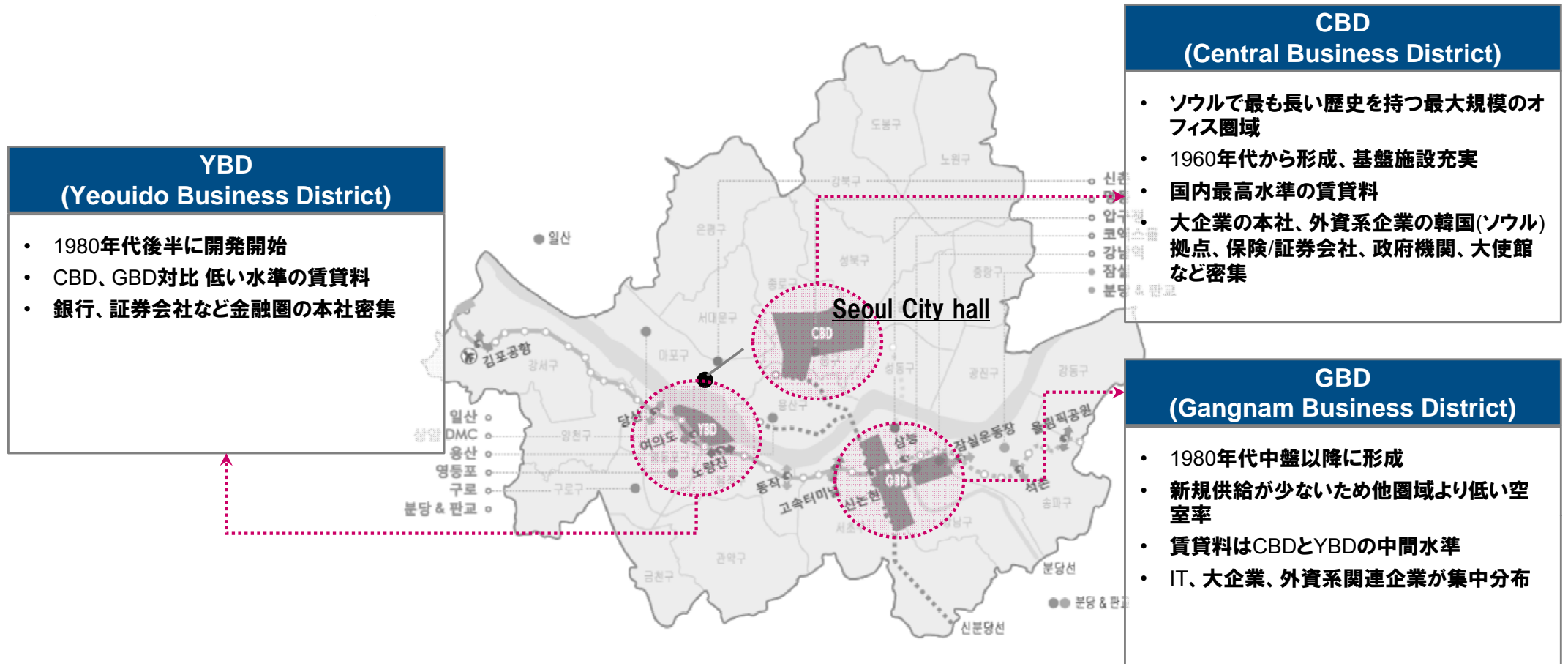
3 ホテル市場の動向

4 間接投資市場の動向

オフィス市場の動向

ソウルのオフィス市場は、政府機関及び大企業の本社が立地しているCBD、金融中心地域のYBD、IT関連中心地域であるGBD圏に区分できる

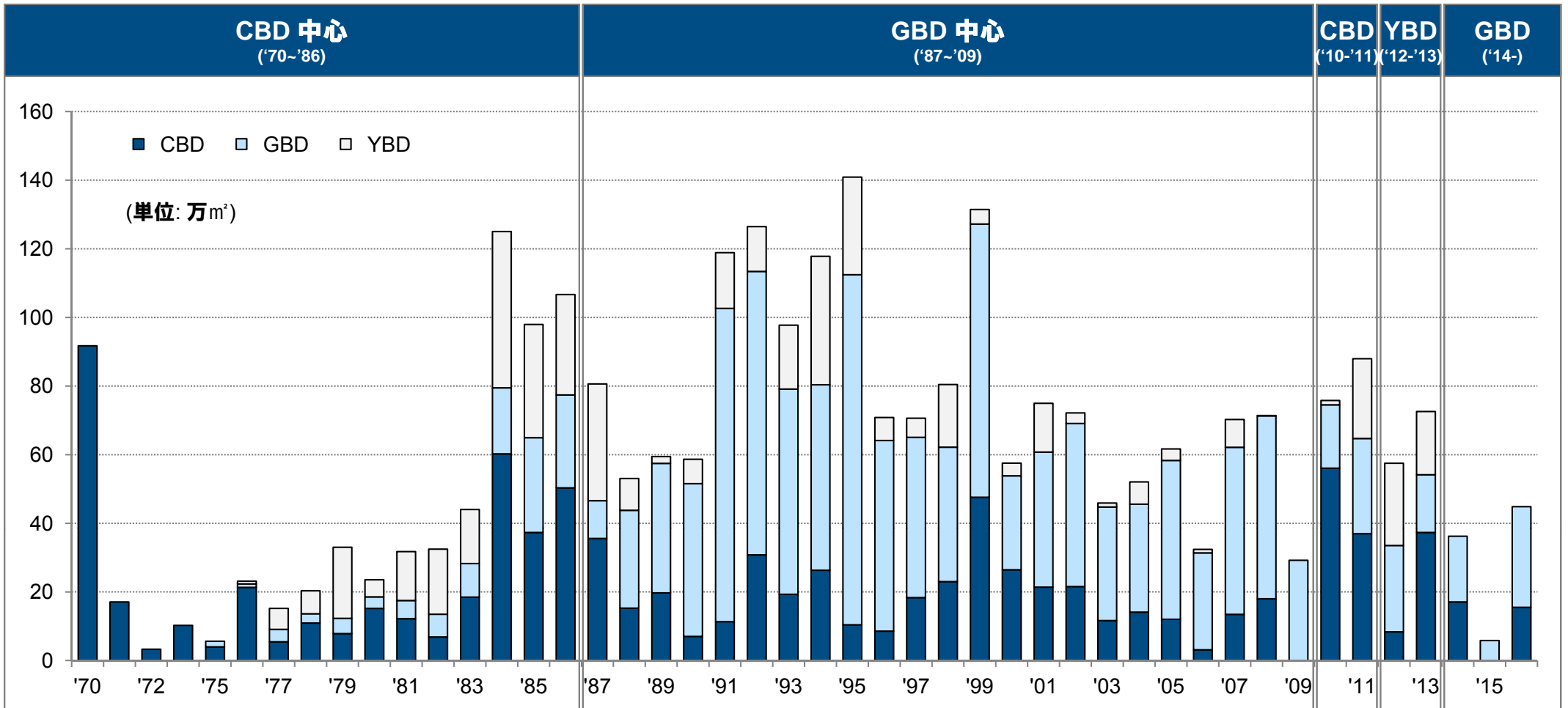
ソウルの圏域別オフィス市場



オフィス市場の動向

**国内オフィス市場は2010年以降CBD、YBDを中心に新規供給を拡大。
2015年以降の新規供給は、GBDを中心に拡大する見込み**

ソウルオフィスの新規供給推移

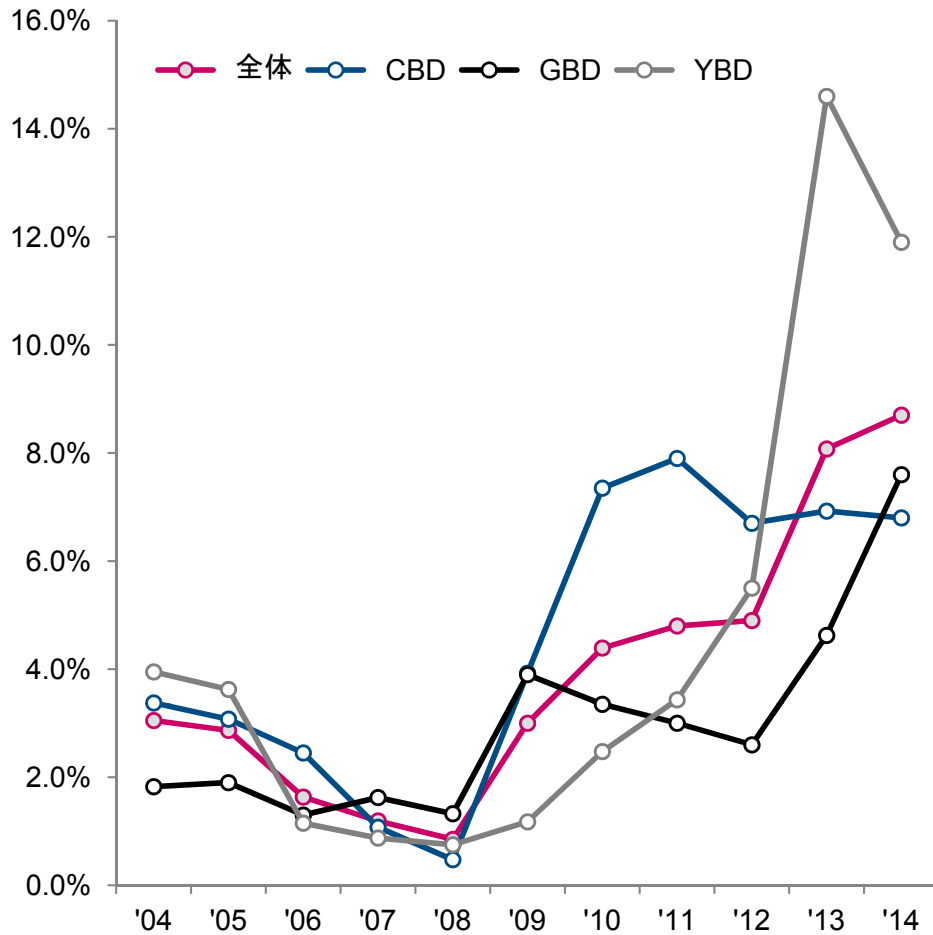


オフィス市場の動向

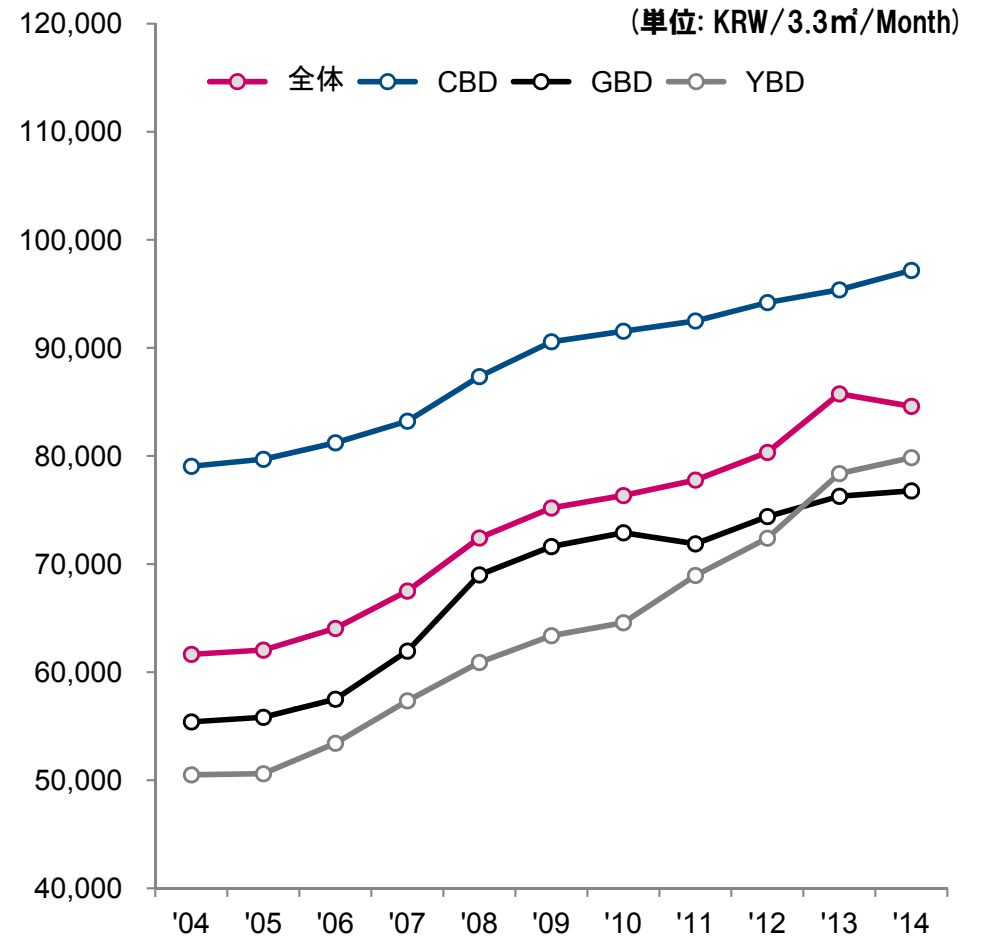
ソウルのプライム級オフィスの空室率は約9%。

プライム級の新規オフィスの大量供給により、募集賃料は約8.5万ウォン/坪程度にある

ソウル地域のプライム級オフィスの空室率



ソウル地域のプライム級オフィスの賃賃料



オフィス市場の動向

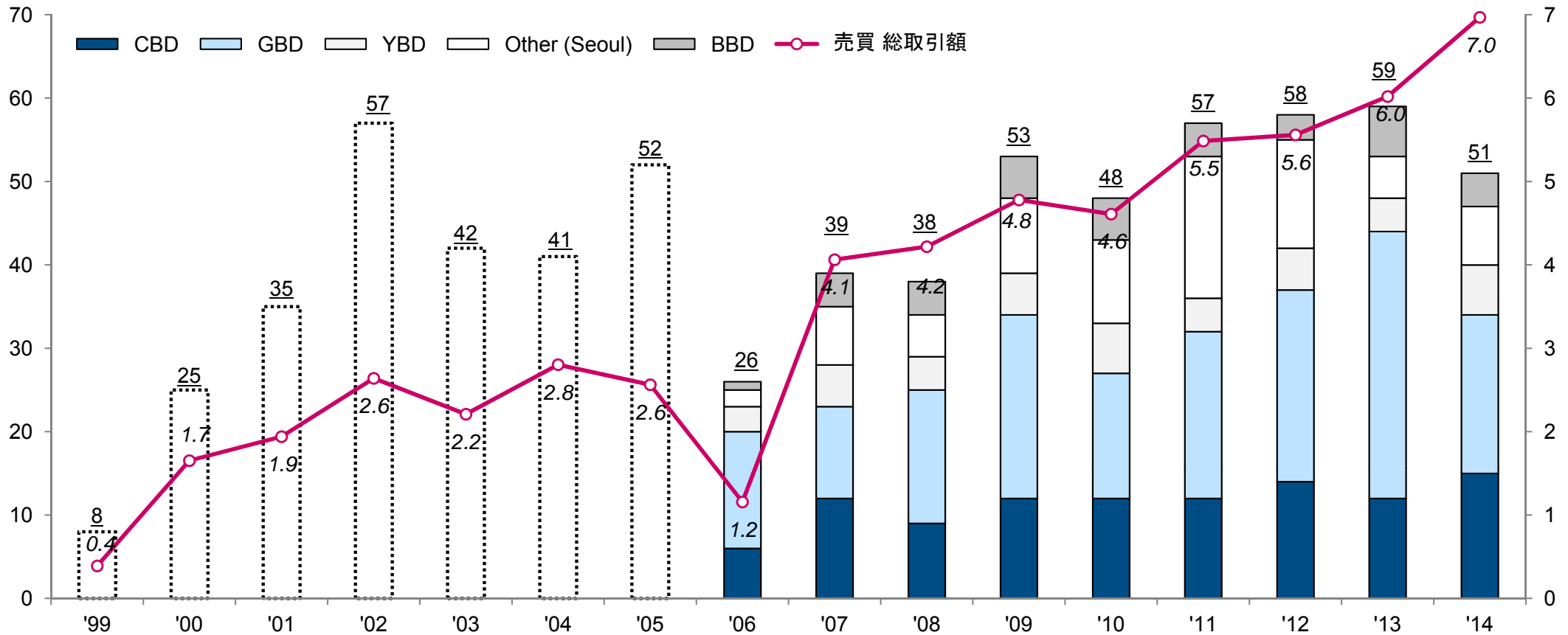
ソウル市内の主要オフィス売買取引件数は51件。

総取引額は大型オフィスの取引が牽引し、7兆ウォン規模に達した

ソウルのオフィス売買取引件数及び総取引額

(単位: 件)

(単位: 兆ウォン)

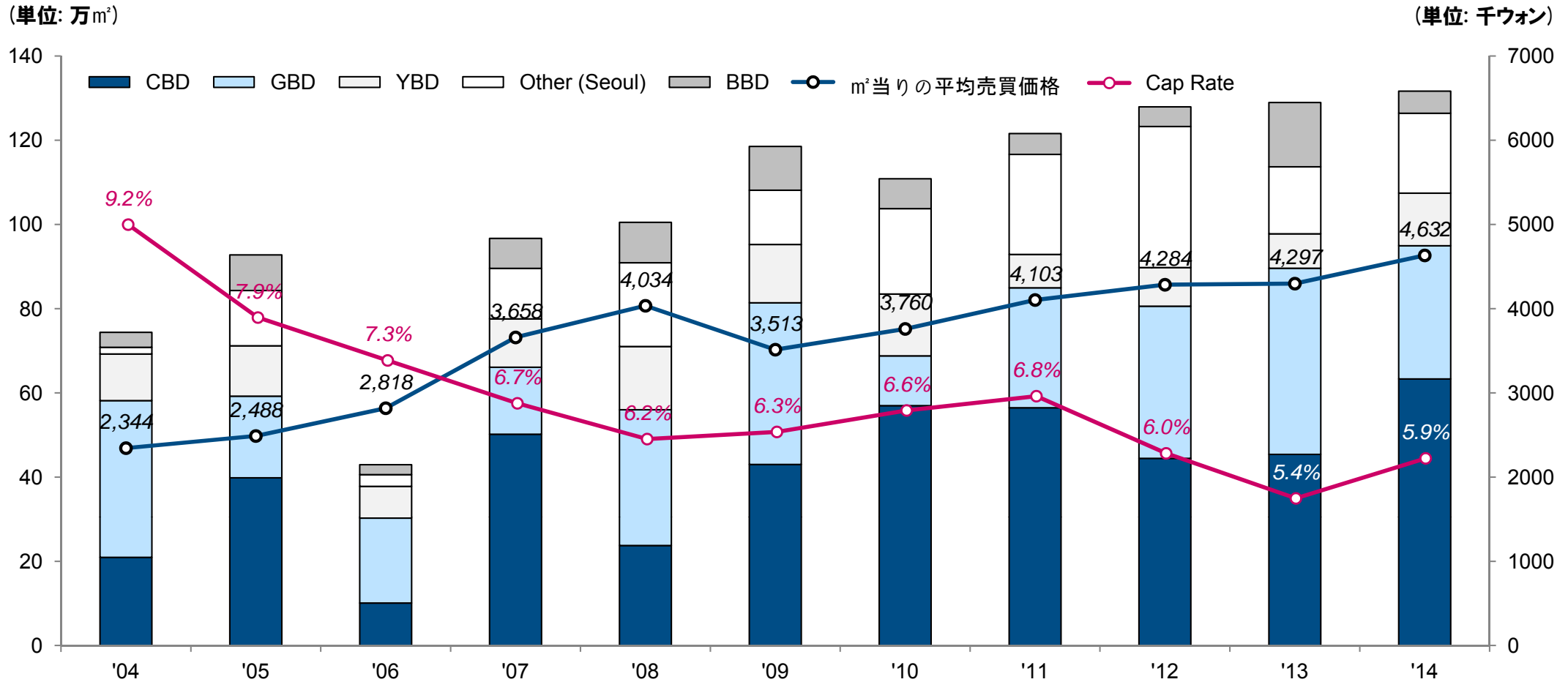


出所) NRI based on Analyst Report

オフィス市場の動向

オフィスの売買価格は約460万ウォン/m²で、前年と比べて上昇している。
Cap Rateは11年以降は圧縮傾向にあったが、14年には5.9%と持ち直した

ソウルのオフィス圏域別の売買取引面積及びm²あたりの売買価格



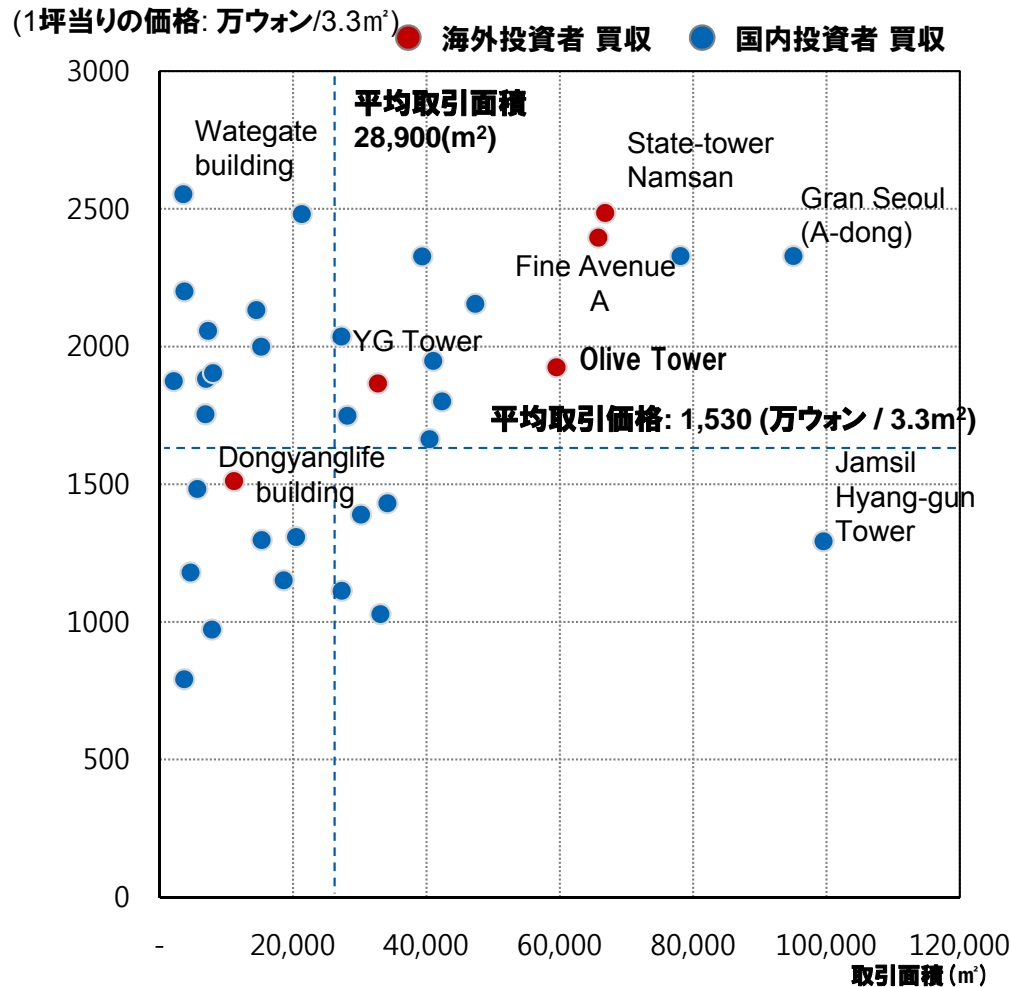
出所) NRI based on Analyst Report

オフィス市場の動向

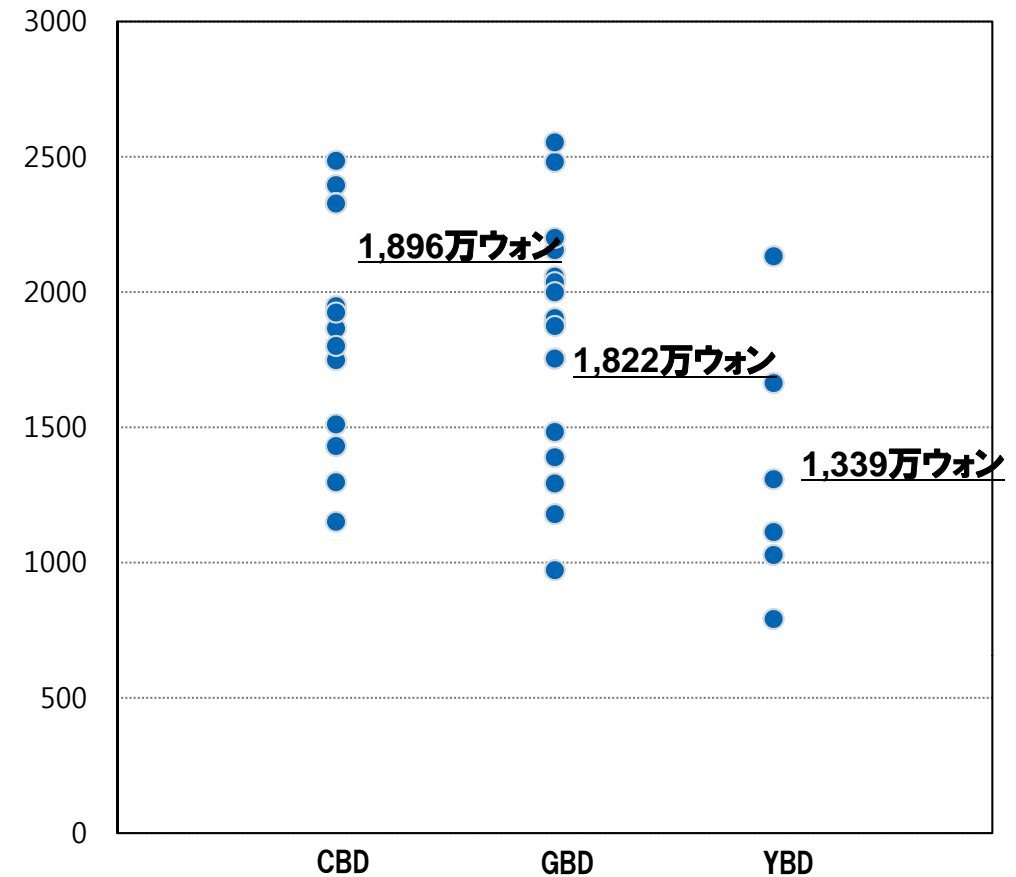
オフィス平均売買価格は1坪あたり1,530万ウォン。

海外機関投資家の影響を受け、前年と比較して上昇傾向にある

ソウルのオフィス圏域別 売買取引面積当たりの売買価格(2014年の取引物件対象)



(単位: 万ウォン/3.3m²)



注) 2014年 CBD、GBD、YBDを中心に取引が行われた37個のオフィスを対象に分析 / 総消費指数=民間消費支出+政府消費支出 / **予想地はIMF発表数値
出所) NRI based on Analyst Report

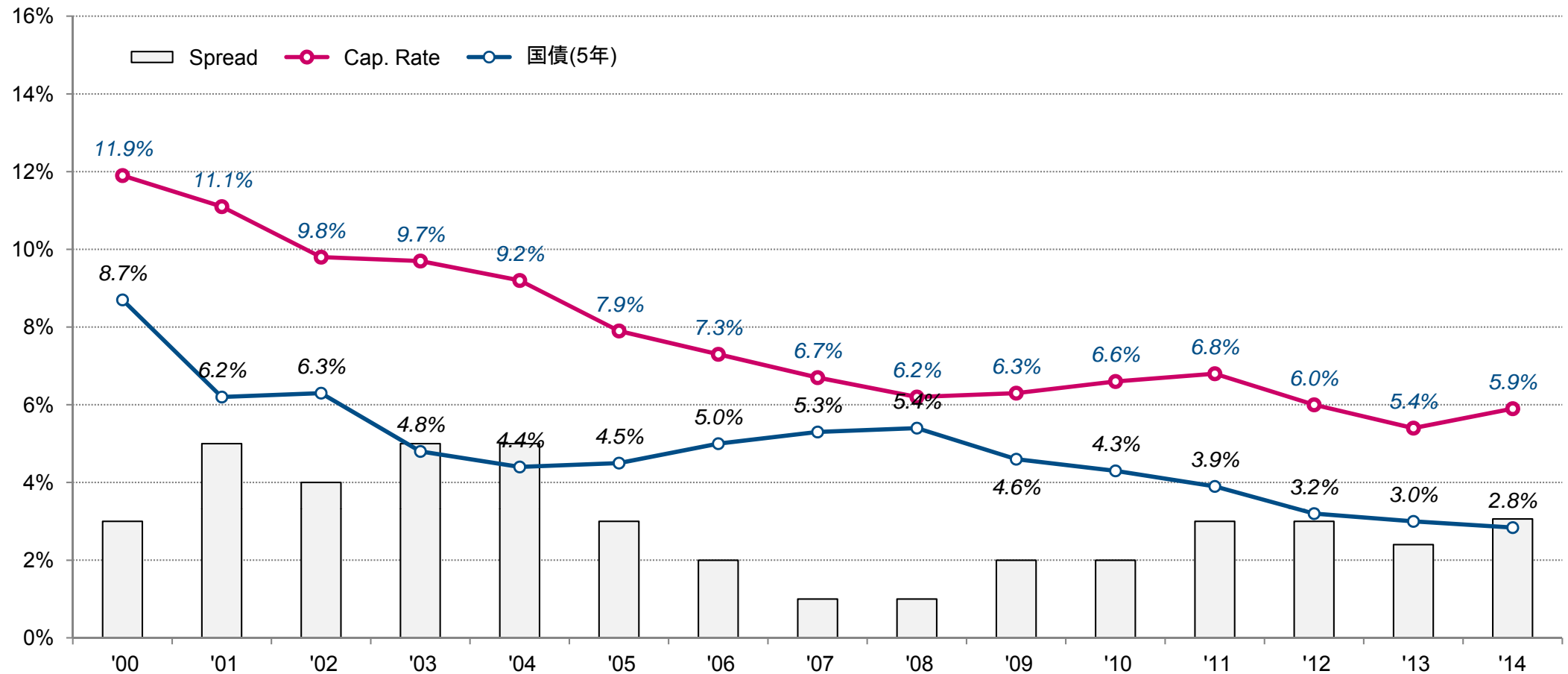
オフィス市場の動向

2014年オフィス市場のCap Rateは5.9%台。

国債との格差は約3%pで、投資魅力度は依然低く留まる

ソウルのオフィスCap Rateと国債の推移

(単位: %)



出所)NRI based on Media Research

韓国

低成長下における不動産市場改善の兆し

1 企業経済及びオフィス市場の動向

1-1 企業経済の動向

1-2 オフィス市場の動向

2 家計経済及び住宅市場の動向

2-1 家計経済の動向

2-2 住宅市場の動向

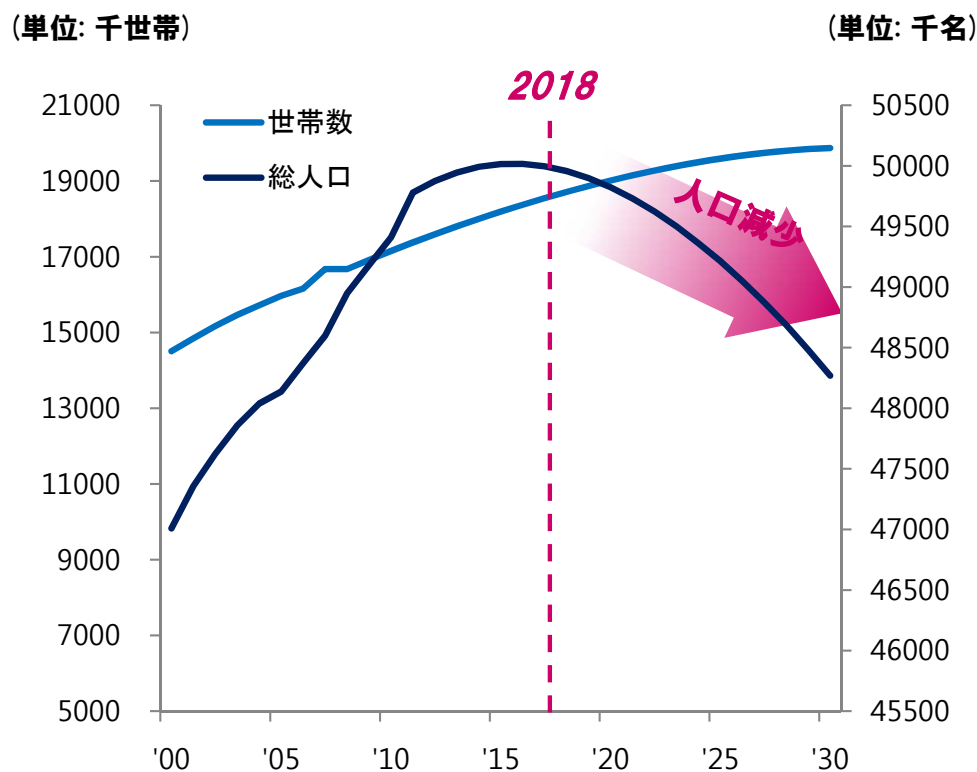
3 ホテル市場の動向

4 間接投資市場の動向

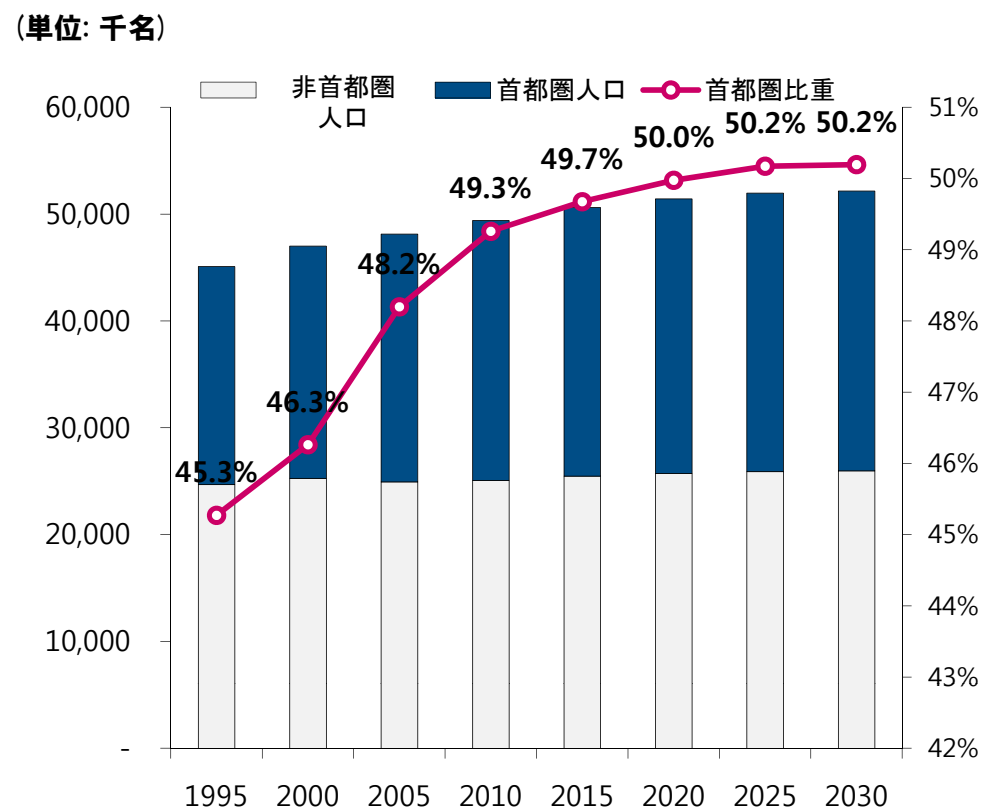
家計経済の動向

2018年を基点として、全国及び首都圏の人口は減少が始まると推計されている

全国の人口推移



首都圏の人口比重

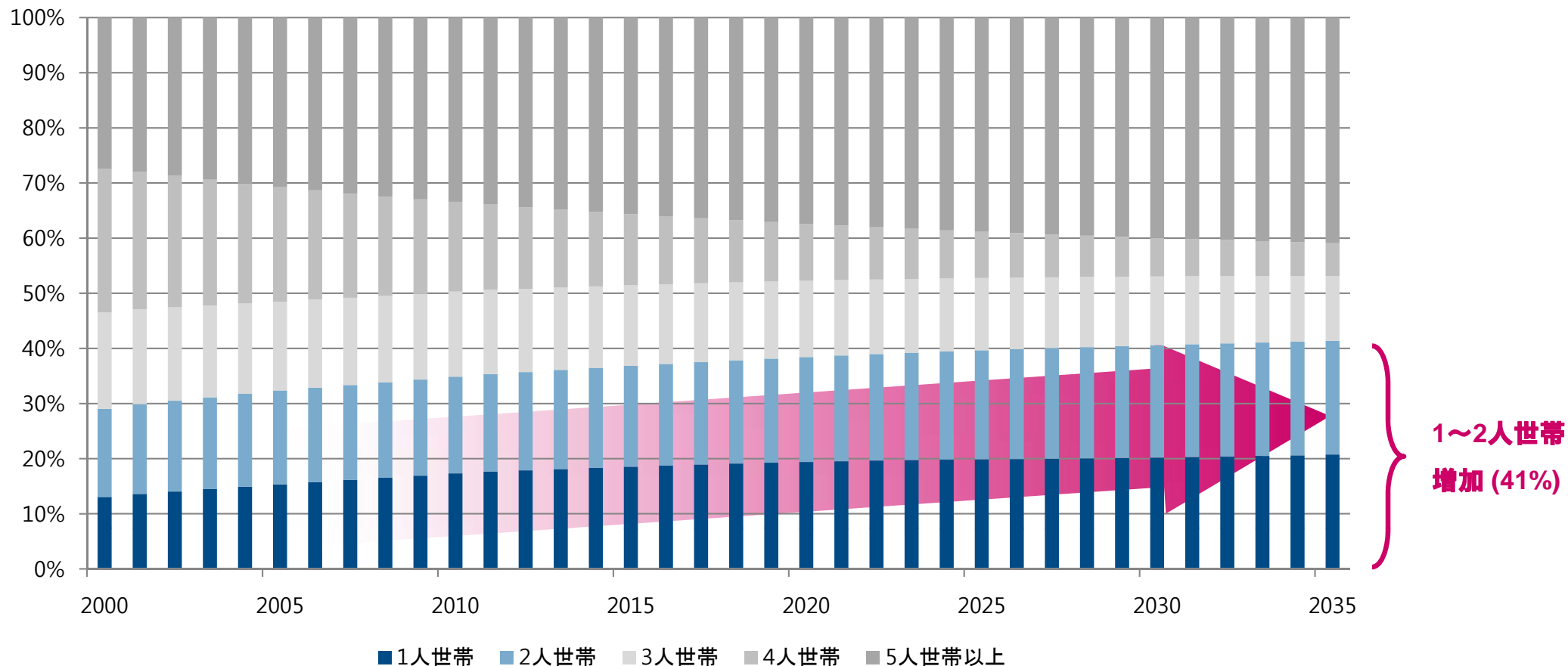


注) 予測データは2005年の人口統計に基づいた推計値 / 就業者は求職活動4週基準

家計経済の動向

持続的な増加が見込まれる1~2人世帯のうち、経済力を持つ高齢層世帯が、今後の不動産市場において主要需要層として位置づけられる見通し

構成員数別の世帯比重推移



注) 予測データは 2005年の人口統計に基づいた推計値

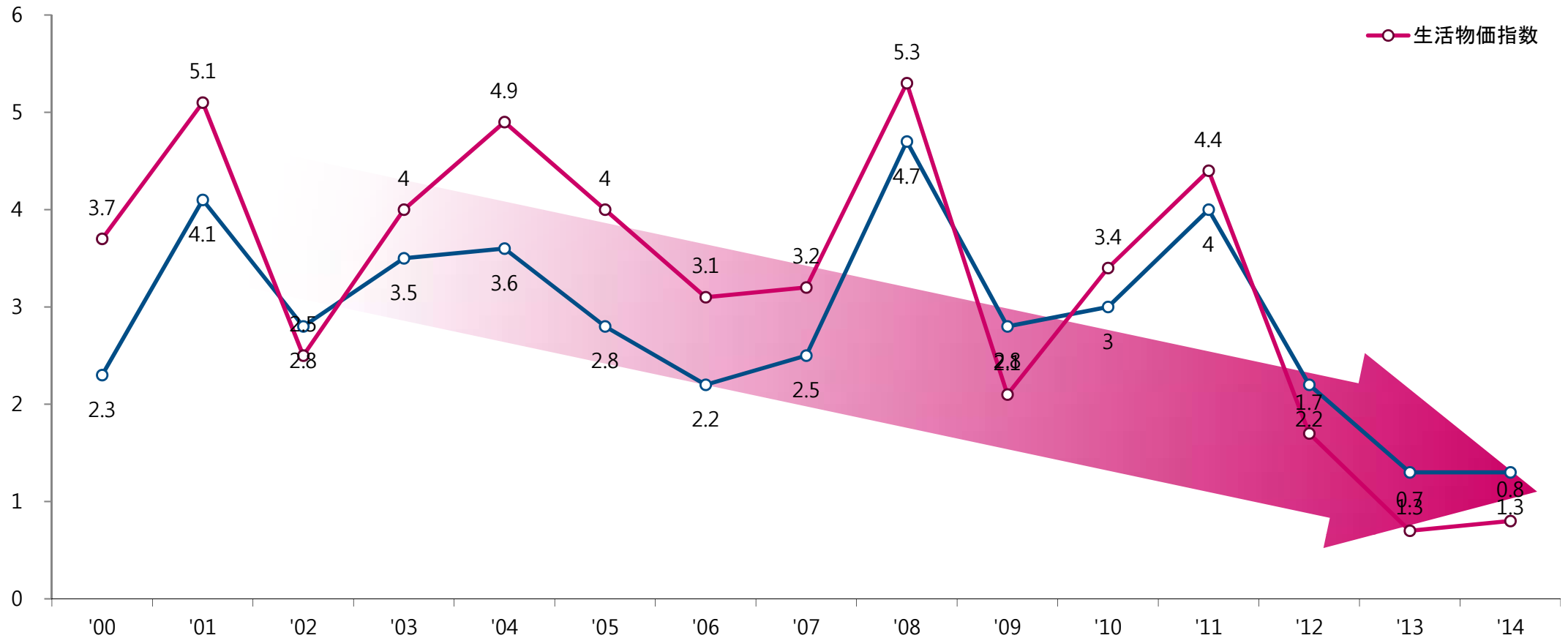
出所) NRI based on 統計庁

家計経済の動向

消費者物価指数は、政府の物価安定化政策により、1%程度を維持している

年度別 消費者物価指数の騰落率

(単位: 前年比, %)



注) 総指数は2010年を100とし、481個の調査項目を加重平均し毎月の指数を算出、発表
生活物価指数は全体消費者物価の481個の品目中、消費者が頻繁に購入する品目と基本生活必需品など142個の品目を別途に集計

出所)NRI based on 韓国銀行, Media Reserch

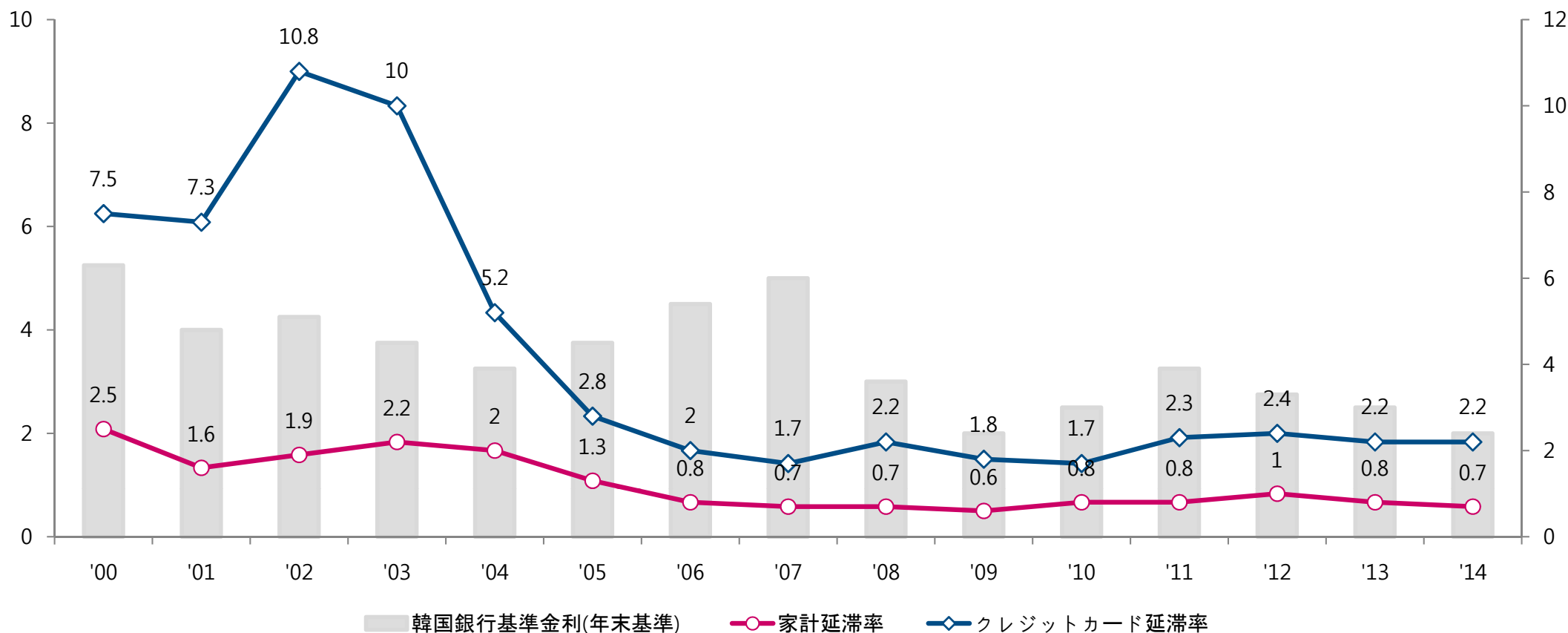
家計経済の動向

基準金利・家計延滞率・クレジットカードの延滞率は、微々たる騰落を繰り返しながら、下落を続けている

韓国の家計負債 延滞率の推移

(基準金利、単位：%)

(延滞率単位：%)



注) 基準金利は韓国銀行 / 家計延滞率及びクレジットカード延滞率は金融監督院(季節変動調整、年末基準)及び IMF 出所)NRI based on 韓国銀行、金融監督院、IMF

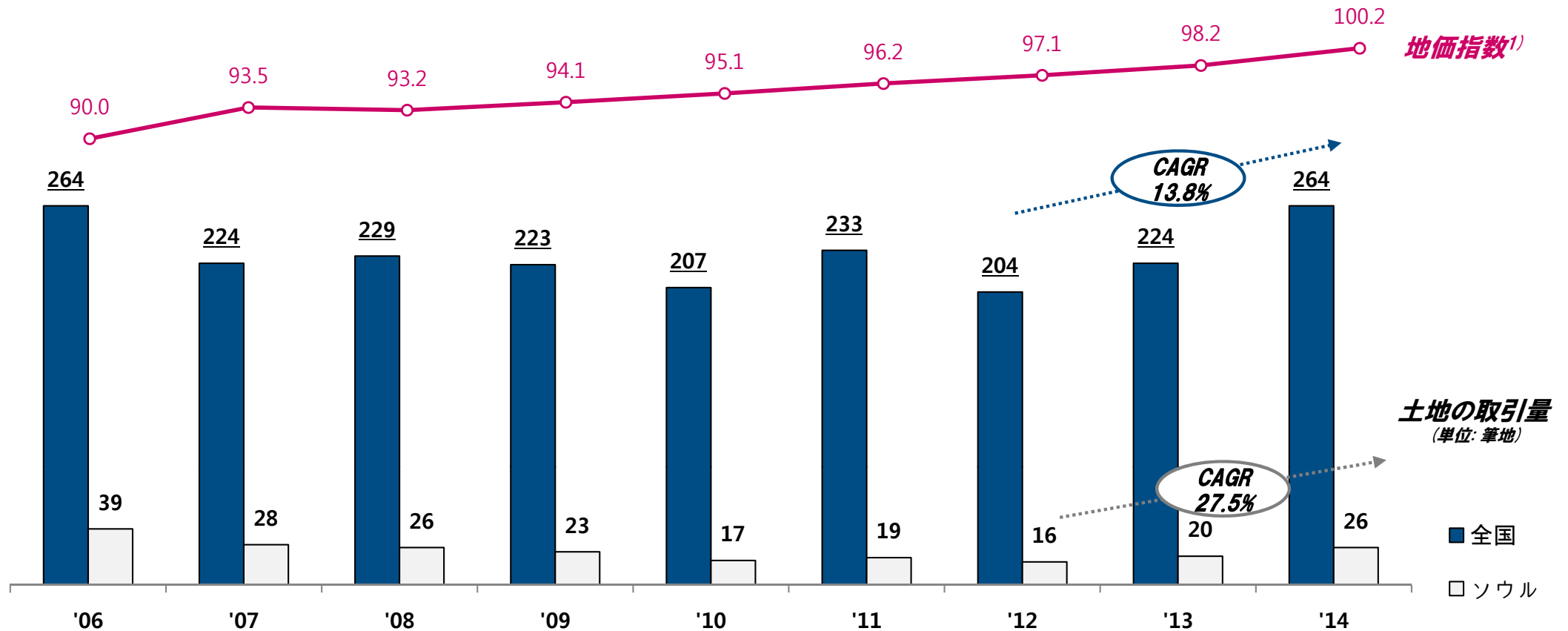
住宅市場の動向

土地地価指数は上昇傾向にある

土地の取引量は長期的には減少傾向にあったが、直近では回復が見られる

土地の取引量及び地価指数¹⁾ 推移

(筆地単位: 万件)



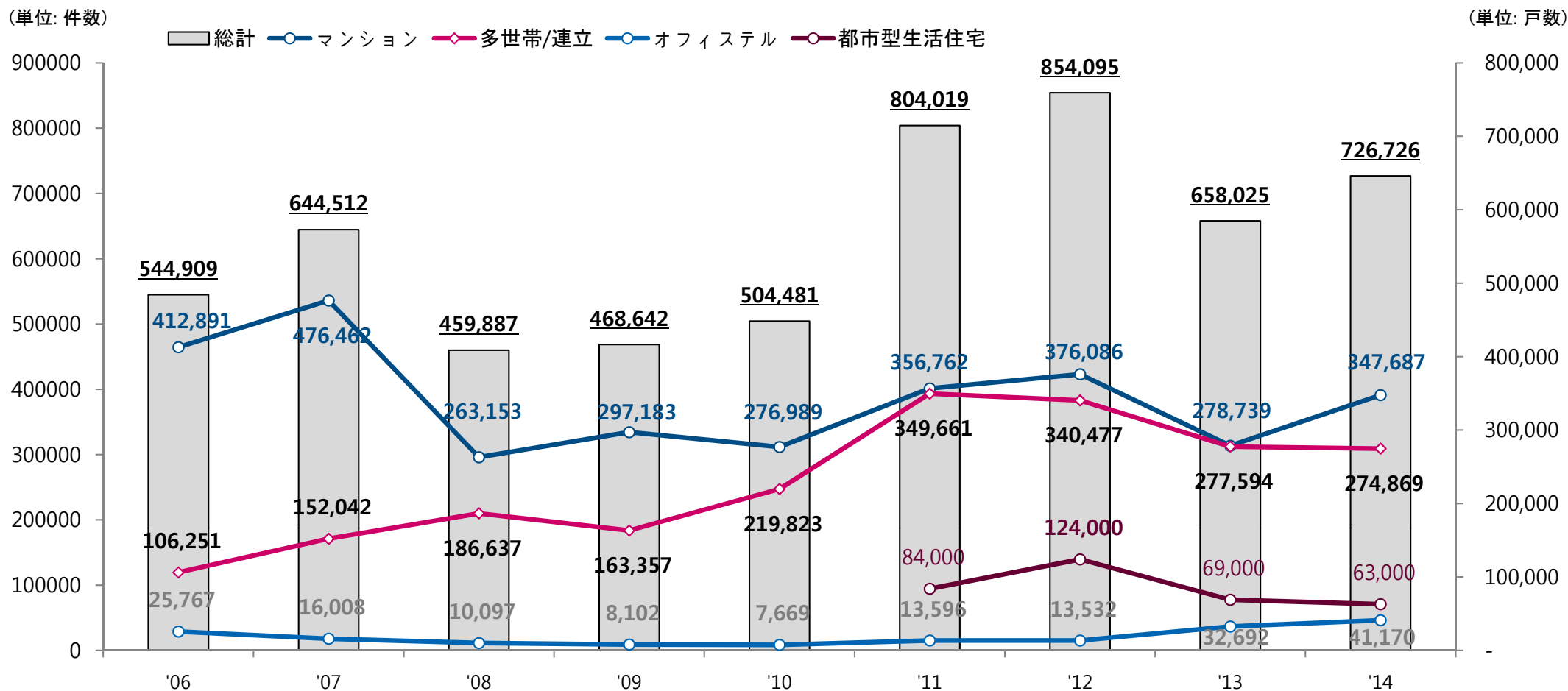
注) 地価指数基準: 2014.12.1 = 100
出所) NRI based on 不動産統計情報システム(<http://www.r-one.co.kr>)

住宅市場の動向

2014年の住宅供給量は73万戸

マンション及びオフィステルの供給量が増加し、多世帯住宅の供給量は減少に転じた

全国の住宅類型別 認許可量の推移

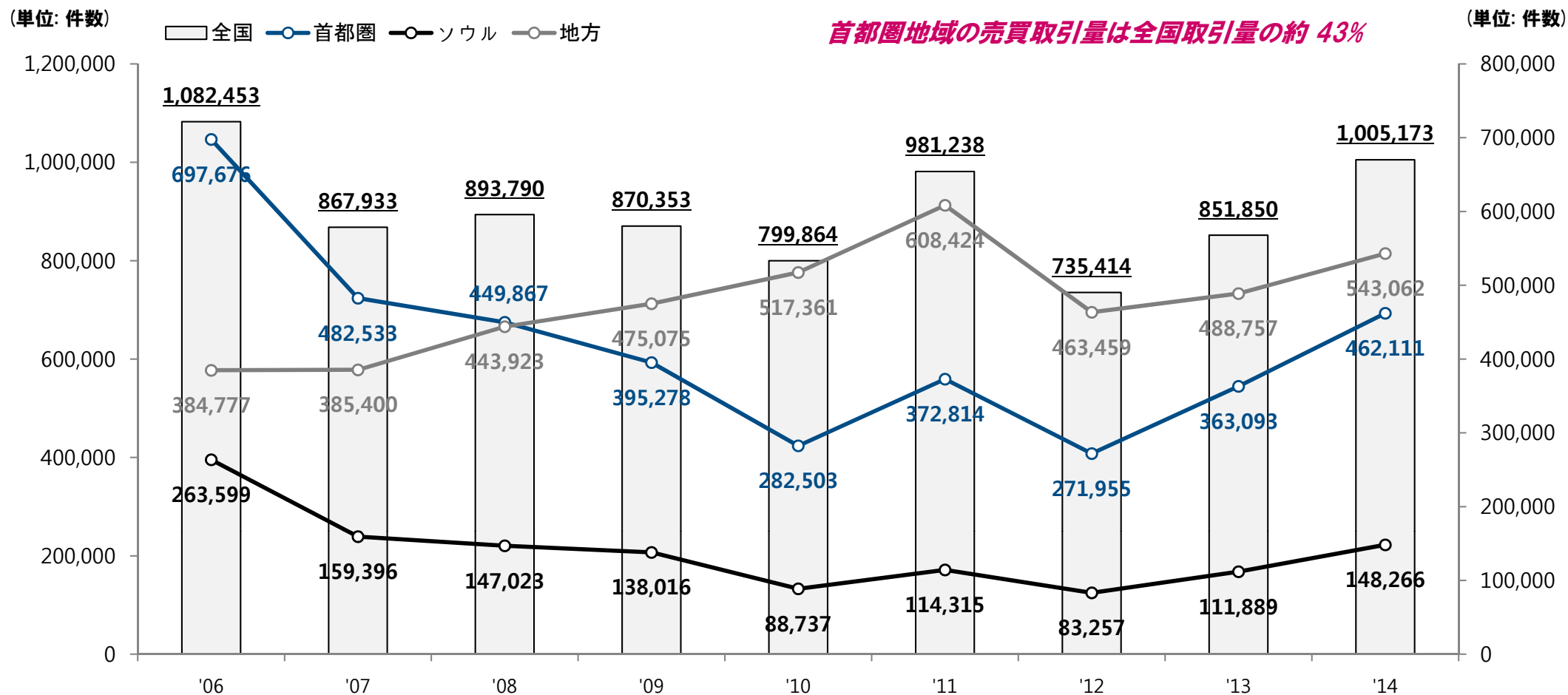


出所)NRI based on オンナラ不動産(<http://www.onnara.go.kr>)

住宅市場の動向

住宅の売買取引量は2006年にピークを記録した後、
2007年から全般的に下がりつつあったが、直近では回復傾向にある

全国の住宅売買取引量の推移



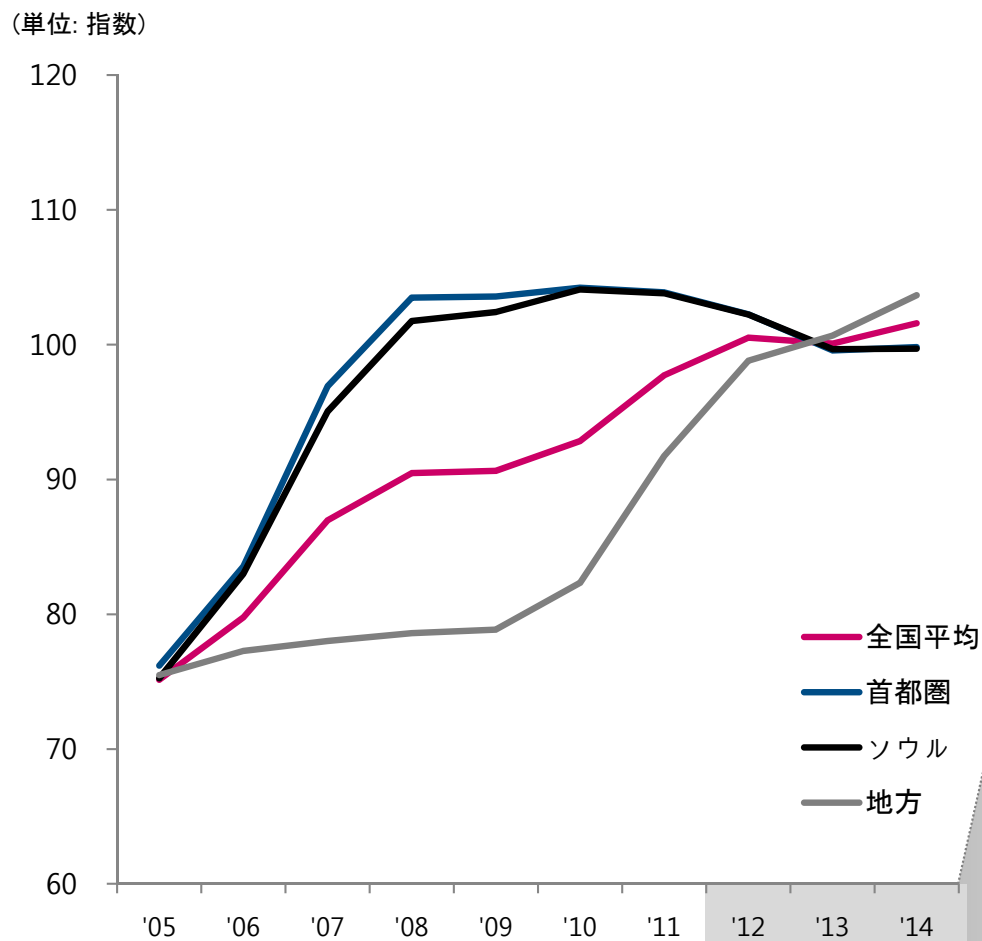
Source: NRI based on オンナラ不動産 (<http://www.onnara.go.kr>)

住宅市場の動向

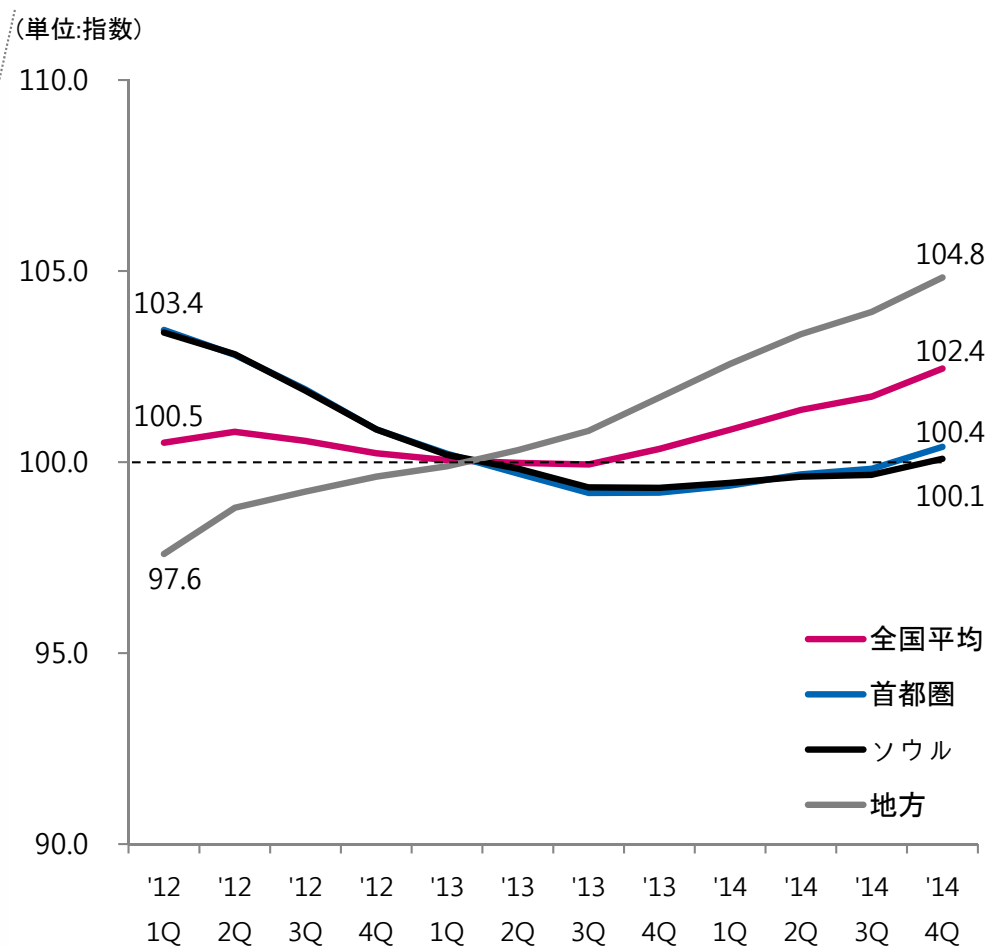
全国の平均住宅売買価格指数は上昇傾向が続いている

首都圏は全国平均を下回る一方、地方は2013年に全国平均を上回った

住宅売買価格指数¹⁾ 推移 (10年間)



住宅売買価格指数¹⁾ 推移 (3年)



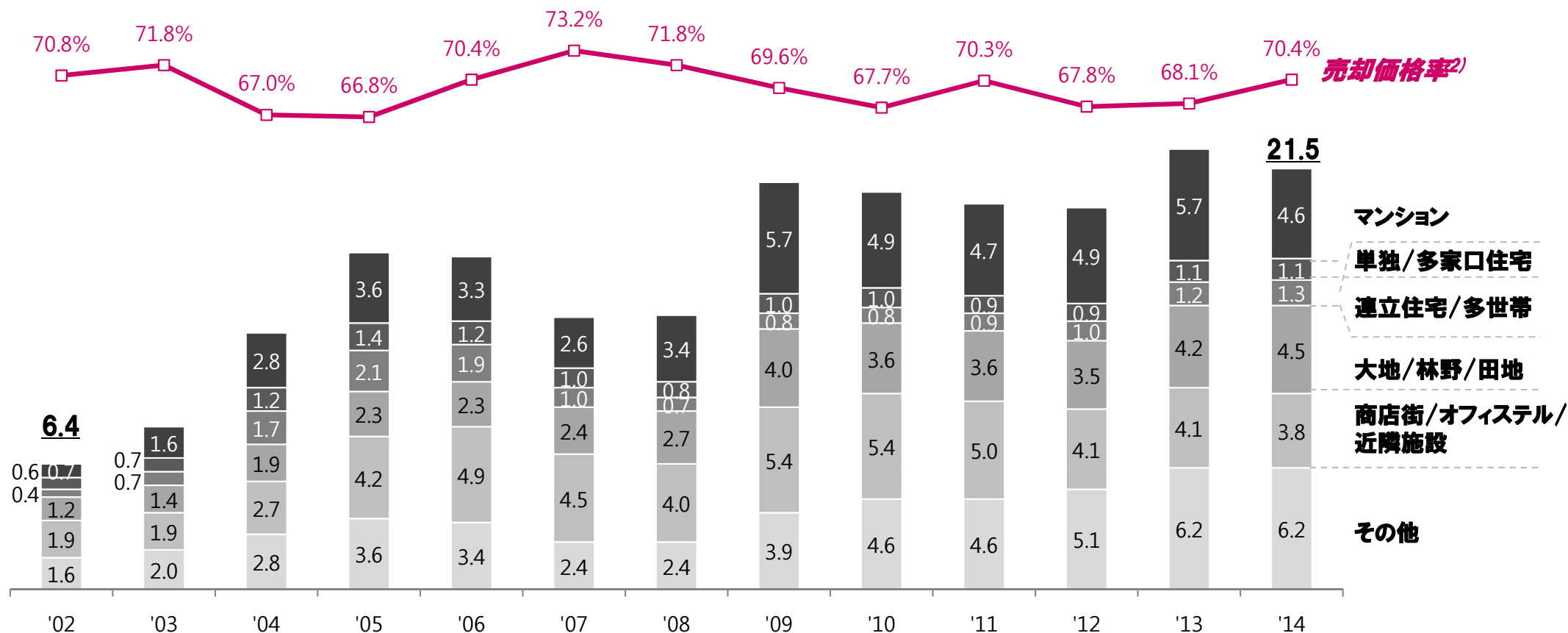
注) 全国住宅売買価格指数基準: 2013年 3月 = 100
出所) NRI based on KB国民銀行

住宅市場の動向

競売により売却された資産規模は、過去10年間で約3.5倍に拡大した 2014年の売却価格率は、70%台まで回復した

全国の競売規模¹⁾ 及び売却価格率²⁾

(単位: 兆ウォン)

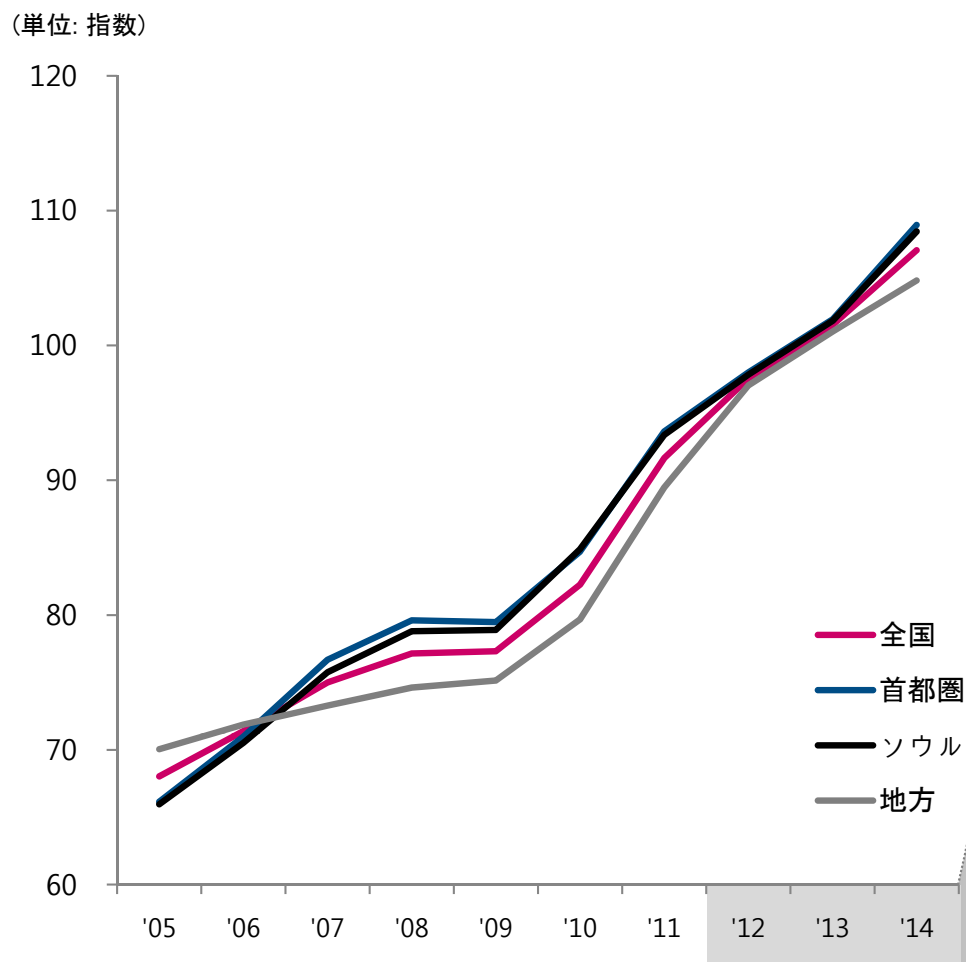


注) 1) 競売規模は鑑定価格基準, 2) 売却価格率 = (売却価格 / 鑑定価格) * 100
出所) NRI based on 最高裁判所 裁判所競売情報 統計資料

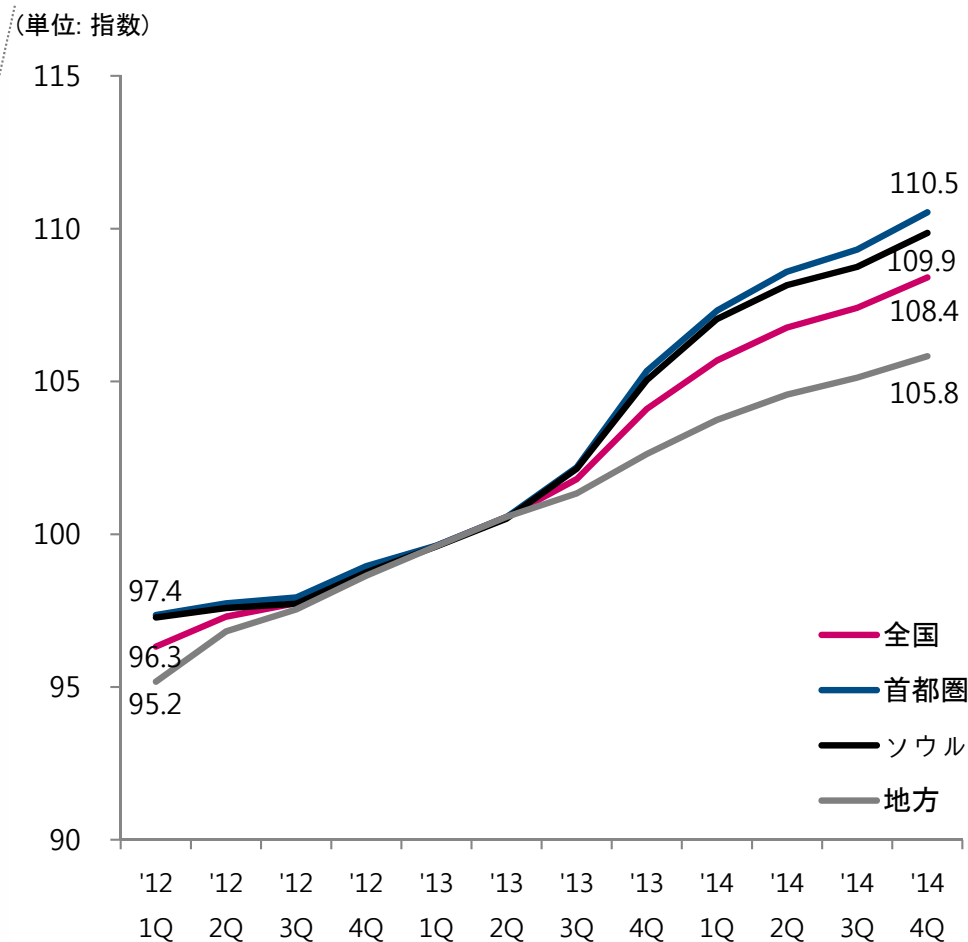
住宅市場の動向

**傳賃(ジョンセ)価格指数は、過去10年間持続的に上昇している。
特に、首都圏の上昇率は全国平均より高い水準にある**

全国/首都圏の住宅傳賃価格指数¹⁾ 推移 (10年)



全国/首都圏の住宅傳賃価格指数¹⁾ 推移 (3年)



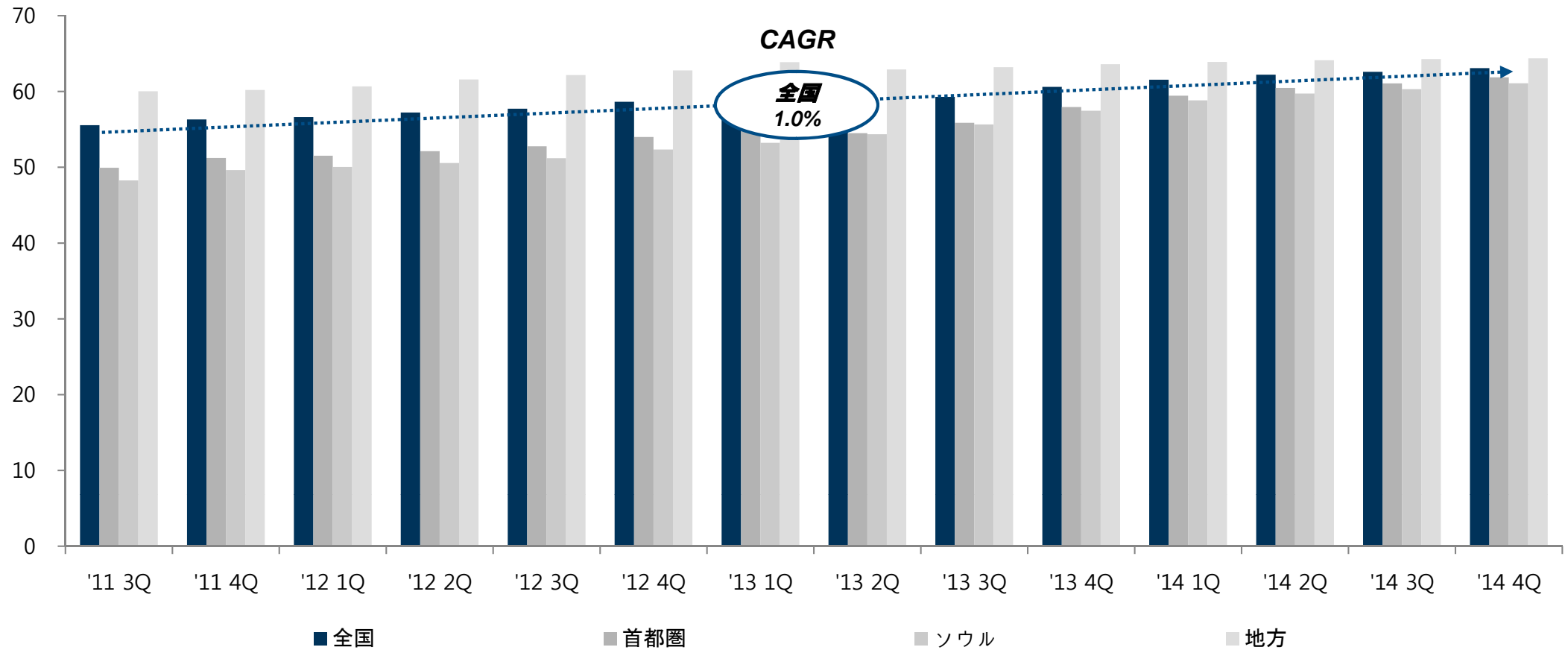
注) 傳賃(ジョンセ): 不動産の持ち主に一定の金額を預けて、その不動産を一定期間に借りて使う形態 / 全国の伝賃価格指数基準: 2012年10月 = 100
出所) NRI based on 韓国鑑定院

住宅市場の動向

傳賃価格は、全国の住宅売買価格と比べて62%程度。
首都圏の場合、傳賃価格は60%水準に設定されている

対住宅価格の傳賃価格比率の推移

(単位: %)



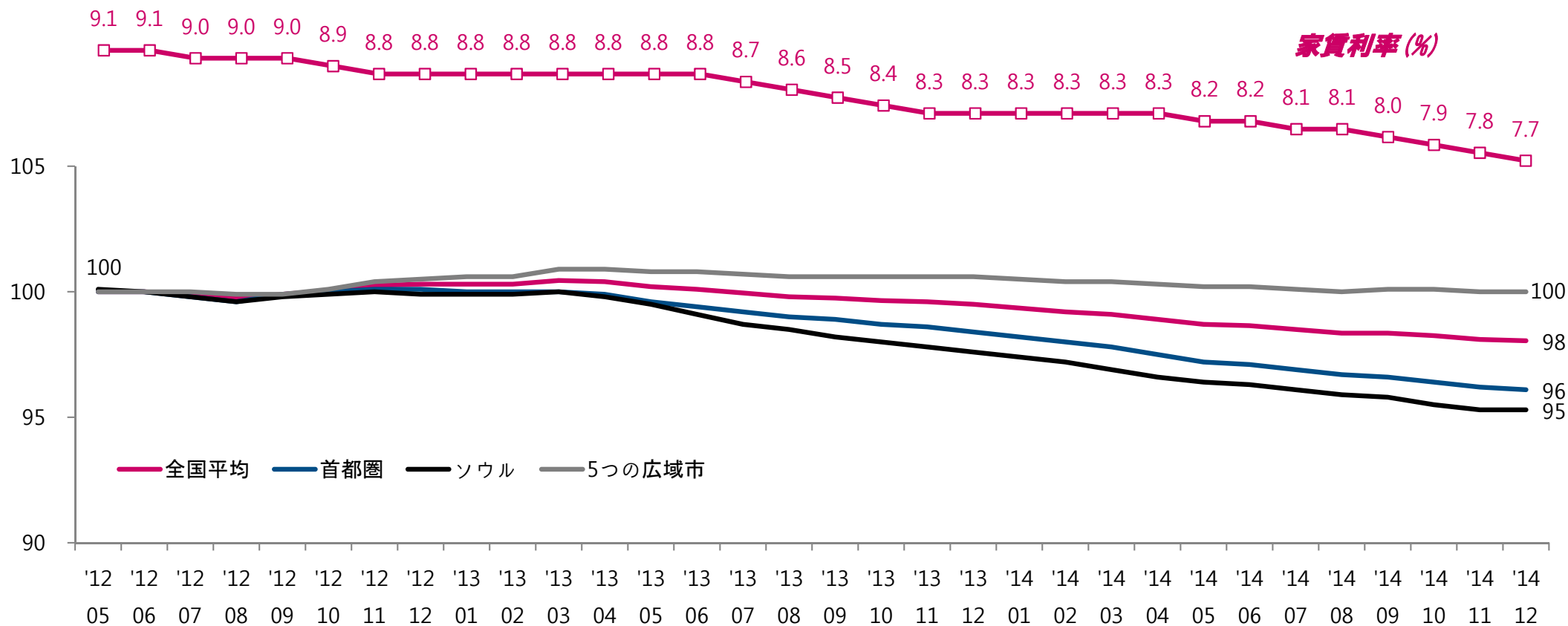
出所)NRI based on 韓国銀行 經濟統計局, IMF(Global Financial Stability Report, 2013) 資料

住宅市場の動向

家賃価格指数は、2013年から首都圏を中心に下落している 家賃利率も持続的に減少しており、オーナーの収益性は下落している

家賃価格指数及び家賃利率の推移

(単位: 指数)



出所)NRI based on 韓国鑑定院

住宅市場の動向

2015年の住宅に関する政策では、住宅売買活性化及び賃貸市場の安定化に向けた支援が持続すると考えられる

過去2年(朴槿恵 政府以降) 住宅政策の方向

	2013	2014	2015
市場状況の要約	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 首都圏の沈滞、非首都圏の右肩上がり ▪ 伝賃難の深刻化、家賃化への急な進行 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 首都圏の沈滞多少緩和、非首都圏の成長鈍化 ▪ 伝賃難及び家賃化傾向の持続 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 取引量多少回復、全般的な沈滞傾向持続の見通し ▪ 伝賃難及び家賃化傾向持続の見通し
売買市場 活性化	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 多住宅者の譲渡税の重課廃止 ▪ 取得税の引下げ ▪ 共有型モーゲージ導入 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 最建築の規制緩和(年限短縮、小型坪型義務比率の廃止など) ▪ リモデリング垂直増築の許容 ▪ 請約制度の改善により分譲市場への侵入障壁緩和 ▪ 生涯最初の住宅資金金利の引下げ ▪ 分譲価格の上制限の弾力適用など 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 共有型モーゲージ拡大施行(1.27) <p>売買市場の活性化 政策持続の見通し</p>
賃貸市場 安定化	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ‘まとまったお金が必要ない伝賃’商品販売 ▪ 民間賃貸事業者の住宅購入資金の支援拡大 ▪ 準公共賃貸住宅に対する国民住宅基金の融資支援 ▪ 住宅バウチャー導入 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 賃貸住宅REITs 活性化支援 ▪ 賃貸料 所得控除から税額控除に転換 ▪ 購入賃貸/準公共賃貸住宅の税制支援強化及び規制緩和 ▪ 企業型 賃貸事業者の育成支援 ▪ 家賃資金の融資制度導入 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 企業型 住宅賃貸事業の育成(1.13) <p>賃借市場の安定化 政策持続の見通し</p>

出所)NRI based on 国土交通部 政策資料

韓国

低成長下における不動産市場改善の兆し

1 企業経済及びオフィス市場の動向

1-1 企業経済の動向

1-2 オフィス市場の動向

2 家計経済及び住宅市場の動向

2-1 家計経済の動向

2-2 住宅市場の動向

3 ホテル市場の動向

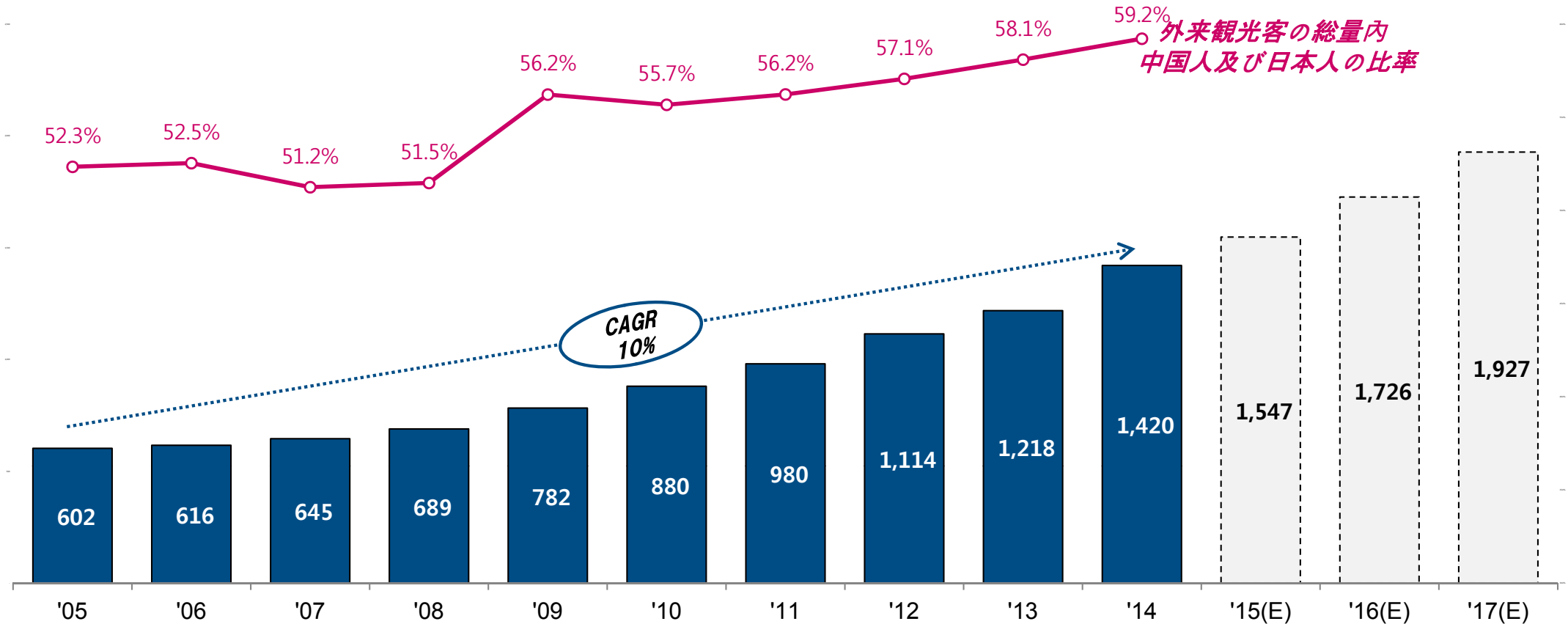
4 間接投資市場の動向

ホテル市場の動向

韓国を訪れる外国人観光客の数は約1,400万人で、毎年約10%の成長を記録している その中心は日本人と中国人

訪韓した外来観光客の総量推移及び展望

(単位: 万名、%)



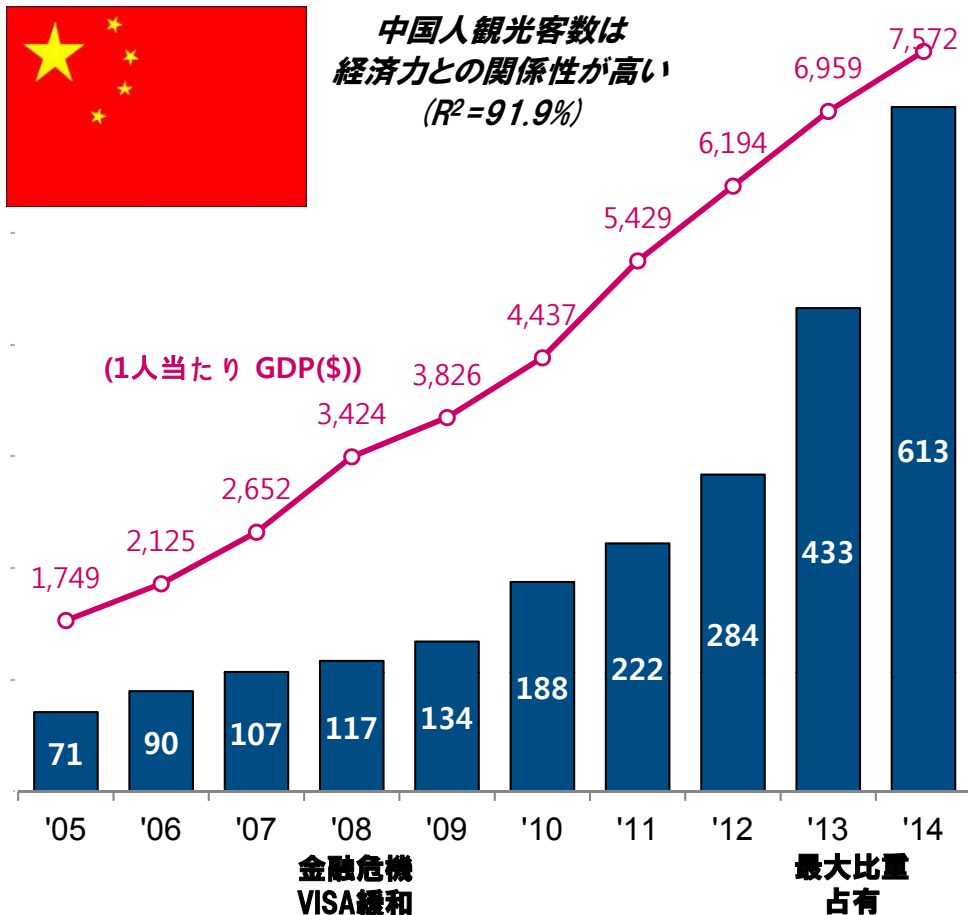
出所)NRI based on 観光知識情報システム、Media Research

ホテル市場の動向

中国人観光客数は、経済成長の恩恵を受け、13年以降は最大比重を占めている
日本人観光客は、日韓の政治問題や為替の影響で、12年以降は減少傾向にある

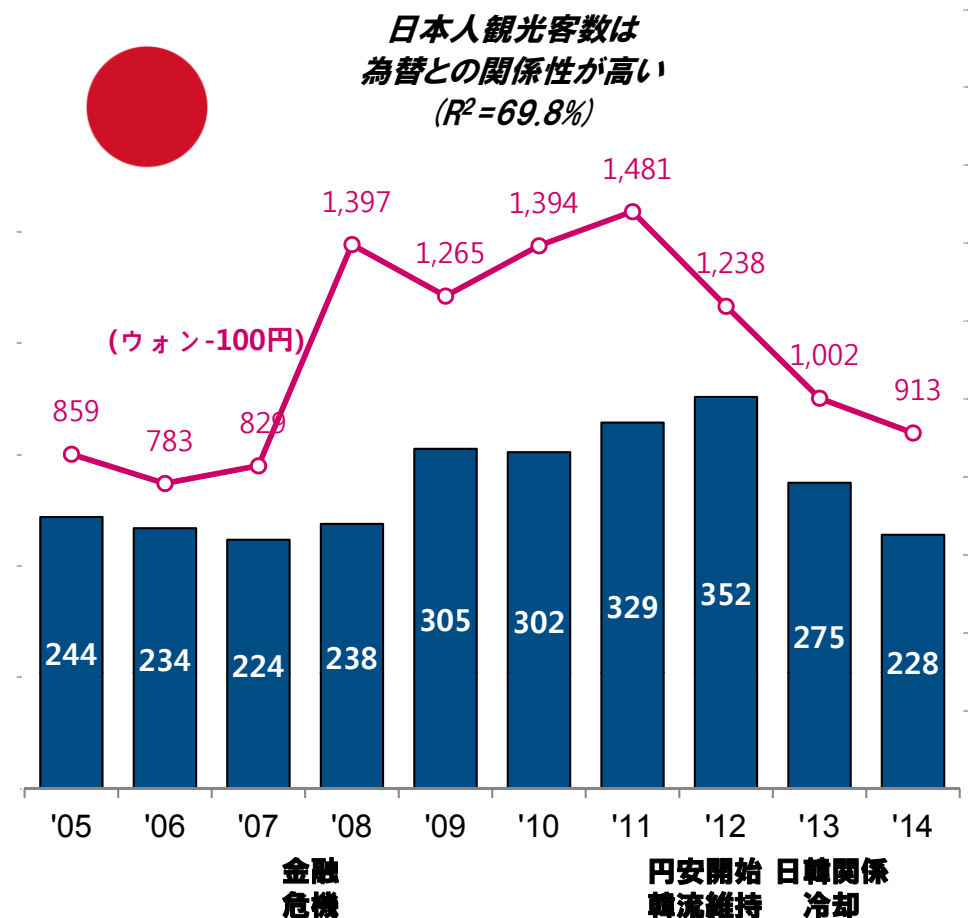
訪韓した中国人観光客の推移

(単位: 万名)



訪韓した日本人観光客の推移

(単位: 万名)



出所)NRI based on 観光知識情報システム、統計庁 ナラ指標、World Bank(World Economic Outlook)

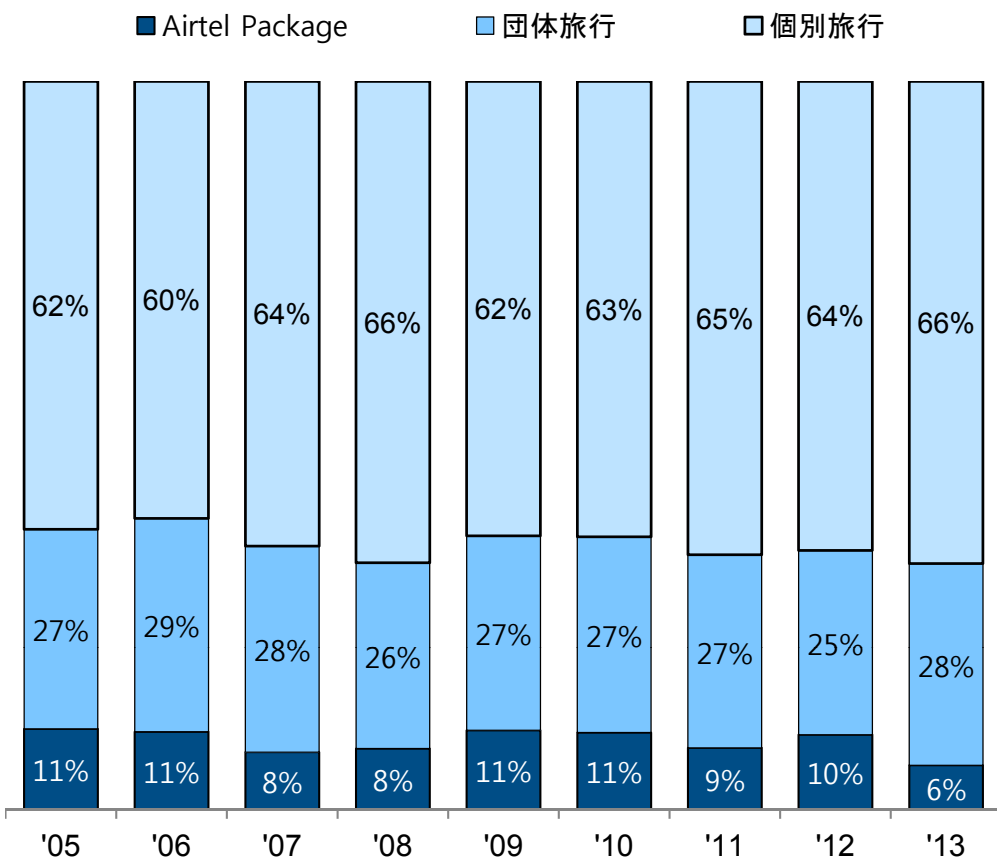
ホテル市場の動向

外国人観光客の6割程度は個人旅行者

全体の平均滞在日数は約7.4日、中国人観光客の平均滞在日数は減少傾向にある

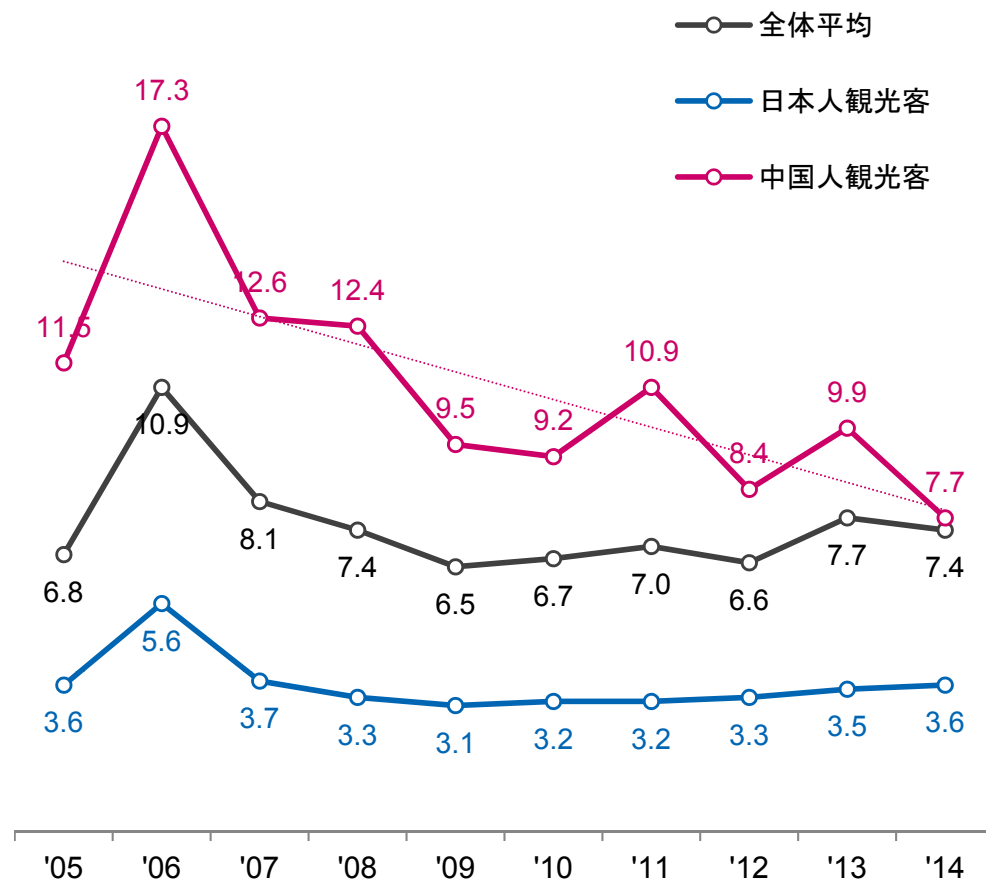
外来観光客の旅行形態の推移

(単位: %)



外来観光客の平均滞在日数の推移

(単位: 日)

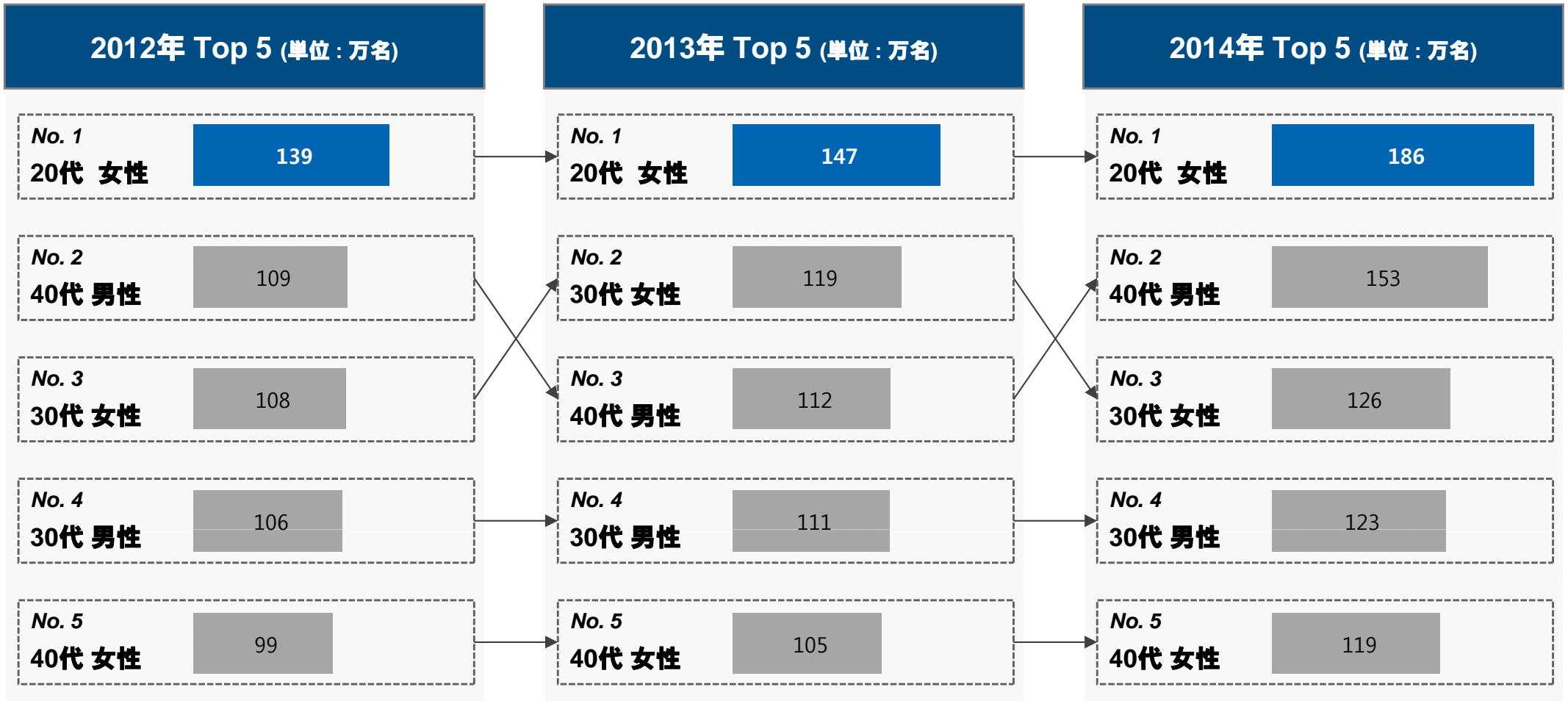


出所)NRI based on 文化体育観光部、外来観光客の実態調査、観光知識情報システム

ホテル市場の動向

韓国を訪れる外国人観光客の中で最も高い比率を占めるのは、20代女性、40代男性、30代女性である

性・年齢別の外来観光客比率の推移



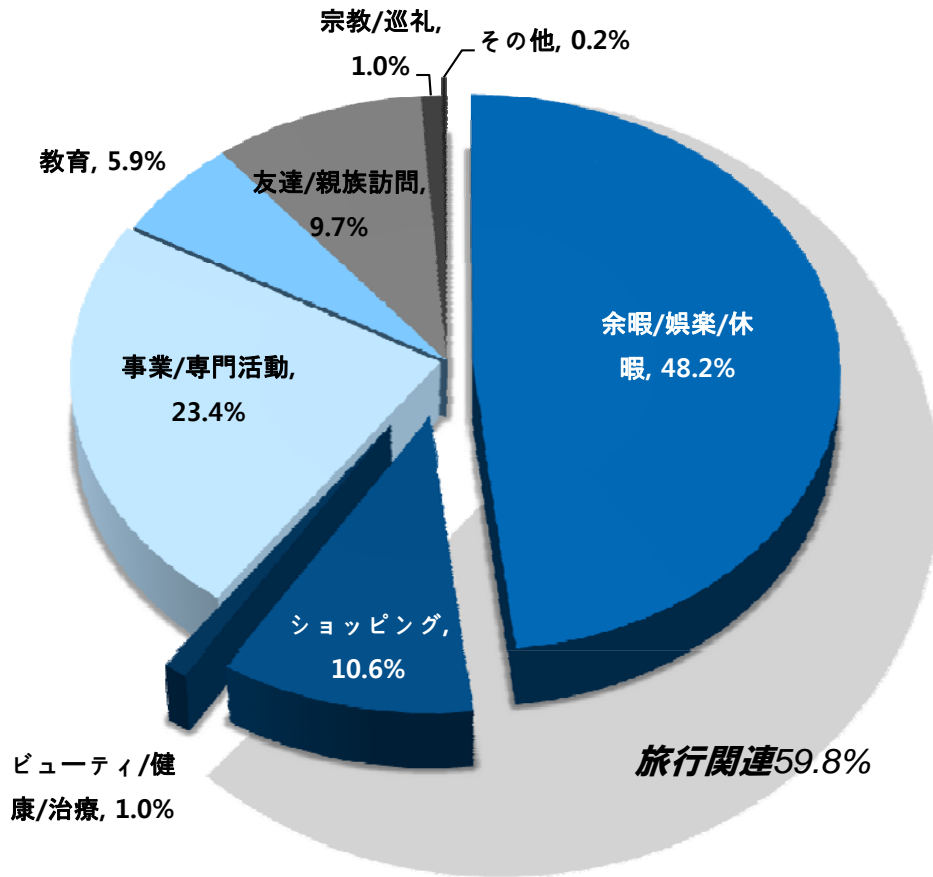
出所)NRI based on 文化体育観光部、外来観光客の実態調査、統計庁

ホテル市場の動向

約60%の外国人観光客が訪韓目的として観光を挙げている

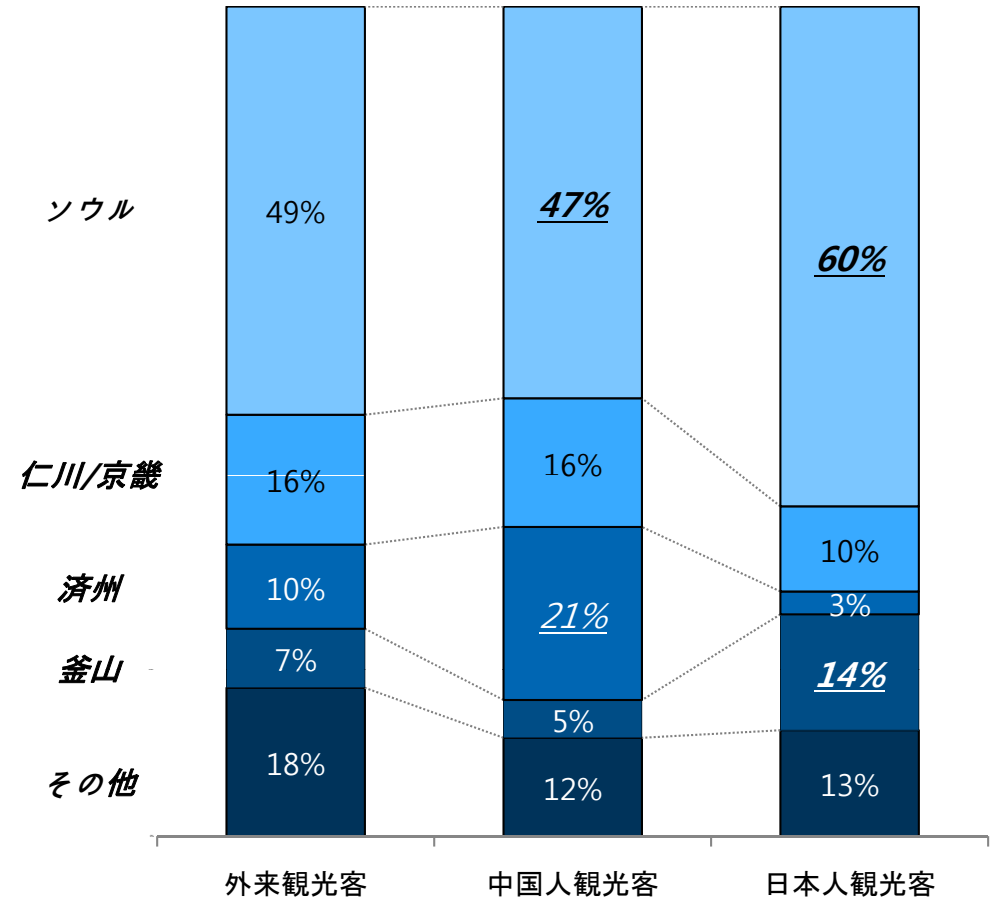
訪問地域は、中国人観光客はソウル・済州島、日本人韓国客はソウル・釜山が主である

外来観光客の訪韓目的(2013年)



訪韓した外来観光客の韓国訪問地域*(2013年)

(単位：%、複数回答を含む値を調整)

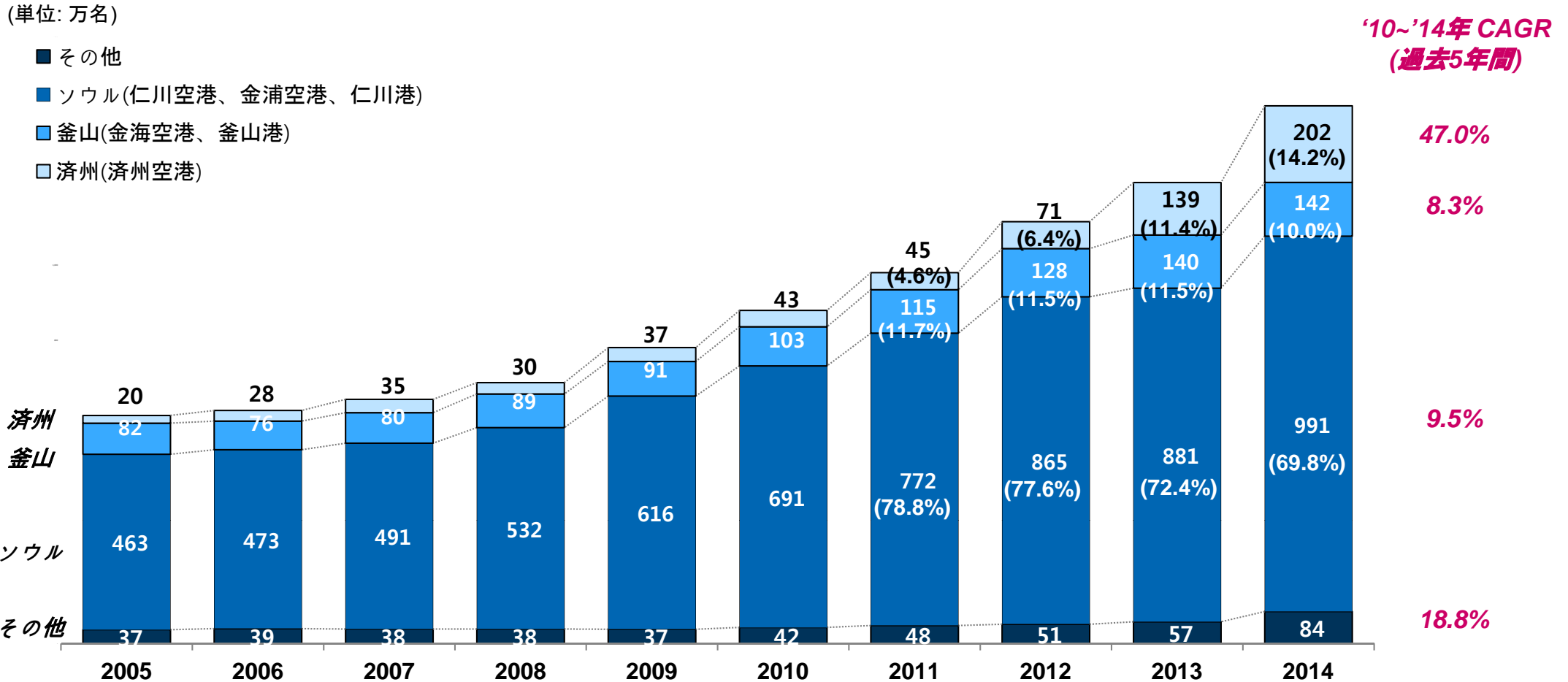


出所)NRI based on 観光知識情報システム

ホテル市場の動向

外国人観光客の約70%がソウル(仁川空港、金浦空港、仁川港)経由で入国した
 中国人観光客が増加傾向にあるため、済州(済州空港)からの入国者が急増している

外来観光客の入国地域



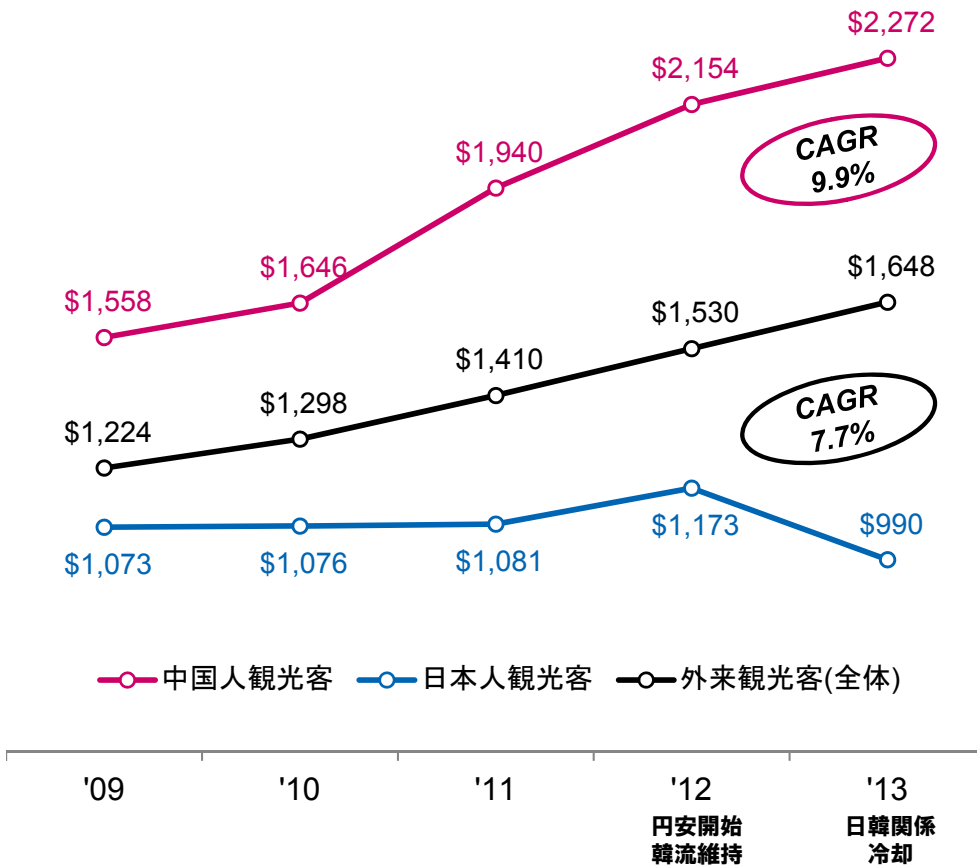
出所)NRI based on 観光知識情報システム

ホテル市場の動向

外国人観光客の支出は、中国人の場合、約2,300\$/人で急増しているが、日本人の場合は、1,000\$以下の支出が全体の約66%を占めている

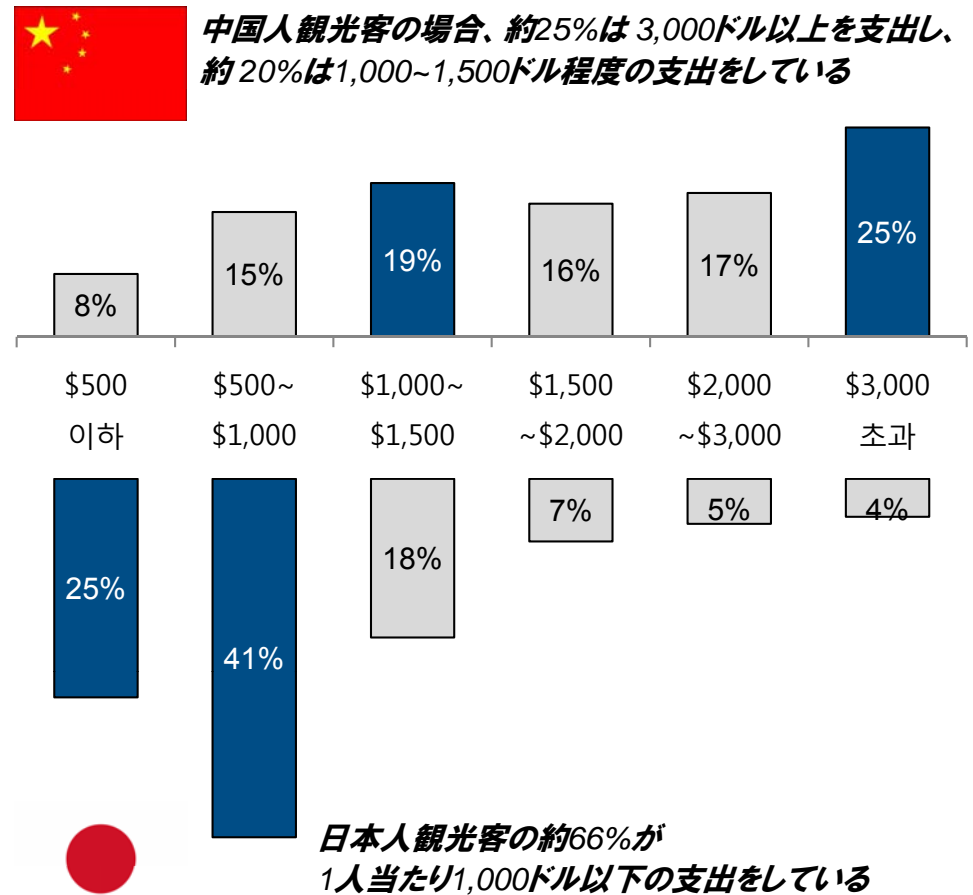
外来観光客 1人当たりの平均支出経費の推移

(単位: \$)



中国/日本人観光客 1人当たりの支出経費の分布(2013年)

(単位: %)



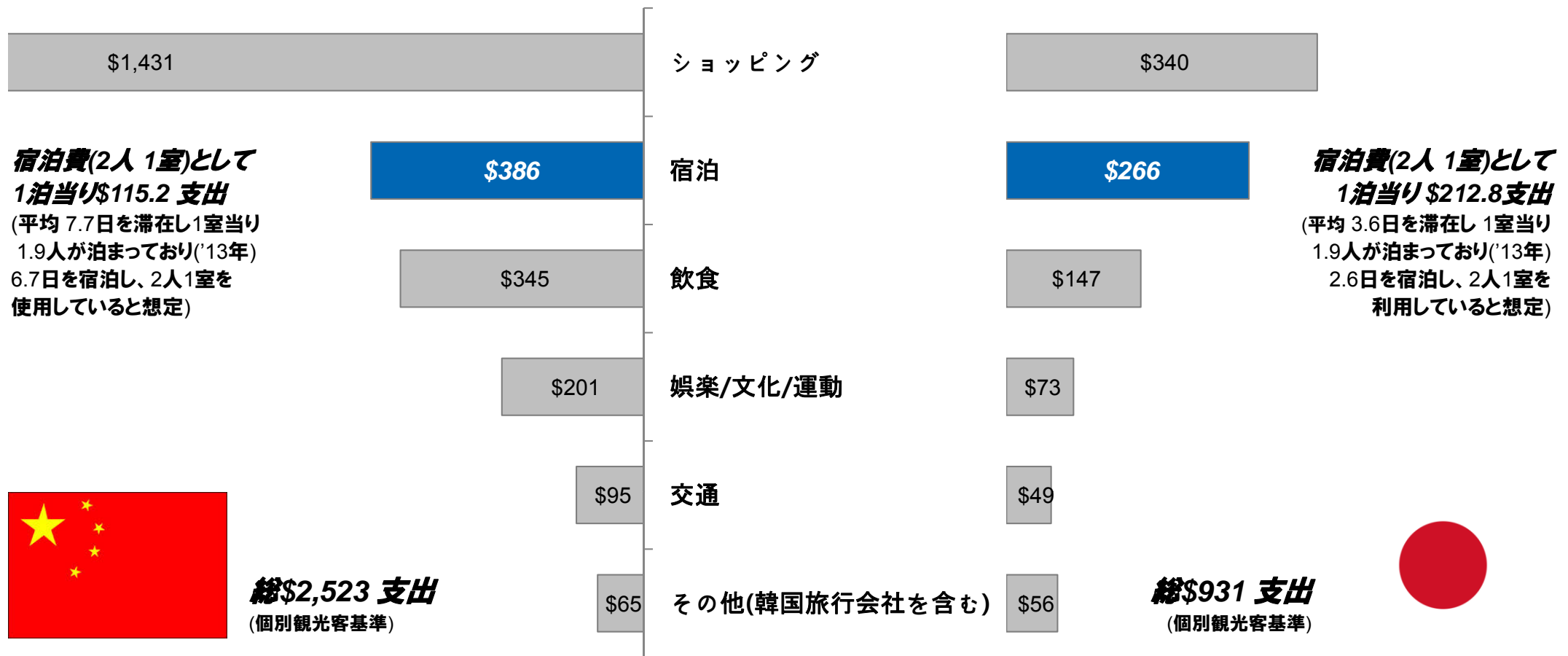
出所)NRI based on 外来観光客の実態調査、文化体育観光部

ホテル市場の動向

日本人観光客の宿泊費は2人1室基準で1泊約213\$(約23.4万ウォン)と、中国人観光客の宿泊費より高く、宿泊費の上昇に影響を及ぼしている

中国及び日本の個別観光客の項目別支出経費(2013年)

(単位: \$)



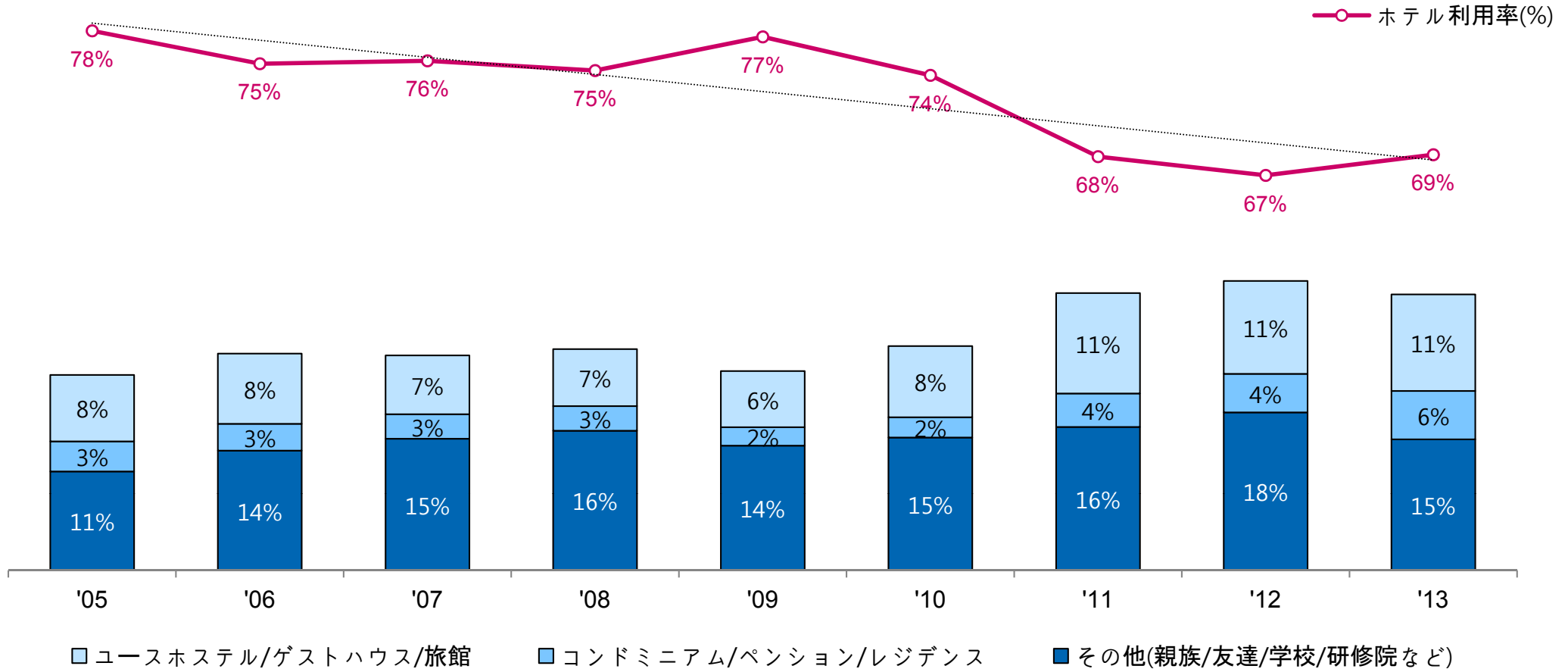
注)* 団体旅行客の場合、'居住国支払'項目に宿泊費が含まれており、個別旅行客基準に宿泊費水準を検討した出所)NRI based on 外来観光客の実態調査、文化体育観光部

ホテル市場の動向

外国人観光客が利用する宿泊施設の約69%はホテルが占める。
一方、ゲストハウスなど、非ホテル宿泊施設の比率は増加基調にある

年度別 外国人観光客の利用宿泊施設の比率

(単位: %)



注) 2010年までは単一応答であったが、2011年からは複数応答に変更され応答数を全体比率に再調整した
出所)NRI based on 外来観光客の実態調査報告書、文化体育観光部

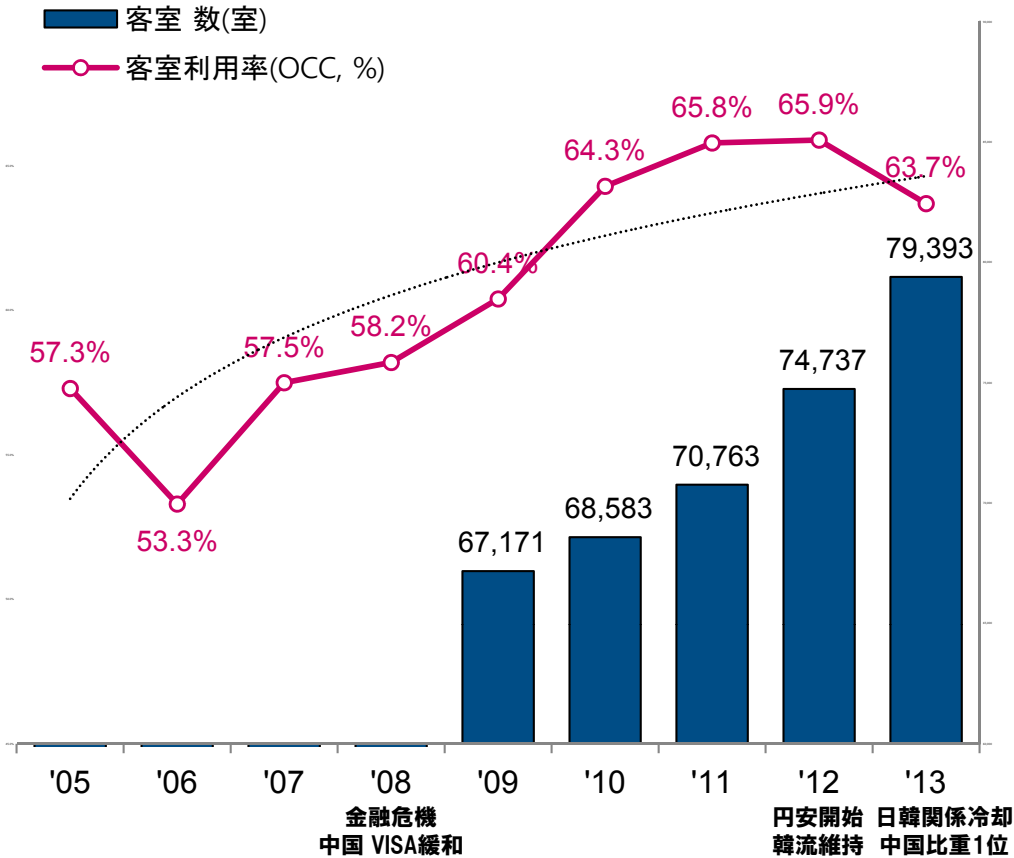
ホテル市場の動向

外国人観光客が増加しているにもかかわらず、客室の供給過多により客室利用率は下落。同時に、日本人観光客の減少が影響し、平均宿泊費は減少に転じた

全国のホテル客室数と客室利用率¹⁾ 推移

(単位: 万人、%)

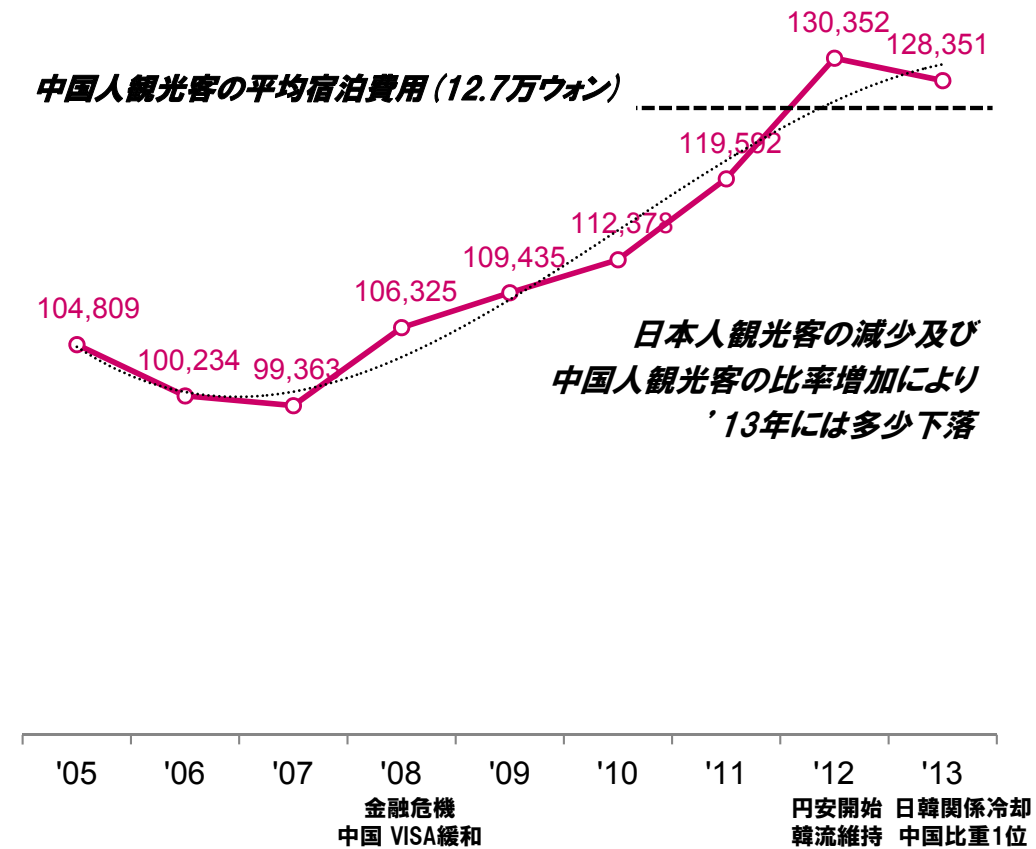
1) 客室利用率(OCC: Occupancy)=販売客室数/販売可能客室数×100



全国のホテルにおける平均宿泊費¹⁾ 推移

(単位: ウォン)

2) 客室販売平均料金(ADR: Average Daily Rate)=客室売上額/販売客室数



出所)NRI based on 観光宿泊業 運営実績報告統計、観光知識情報システム、韓国観光ホテル業協会

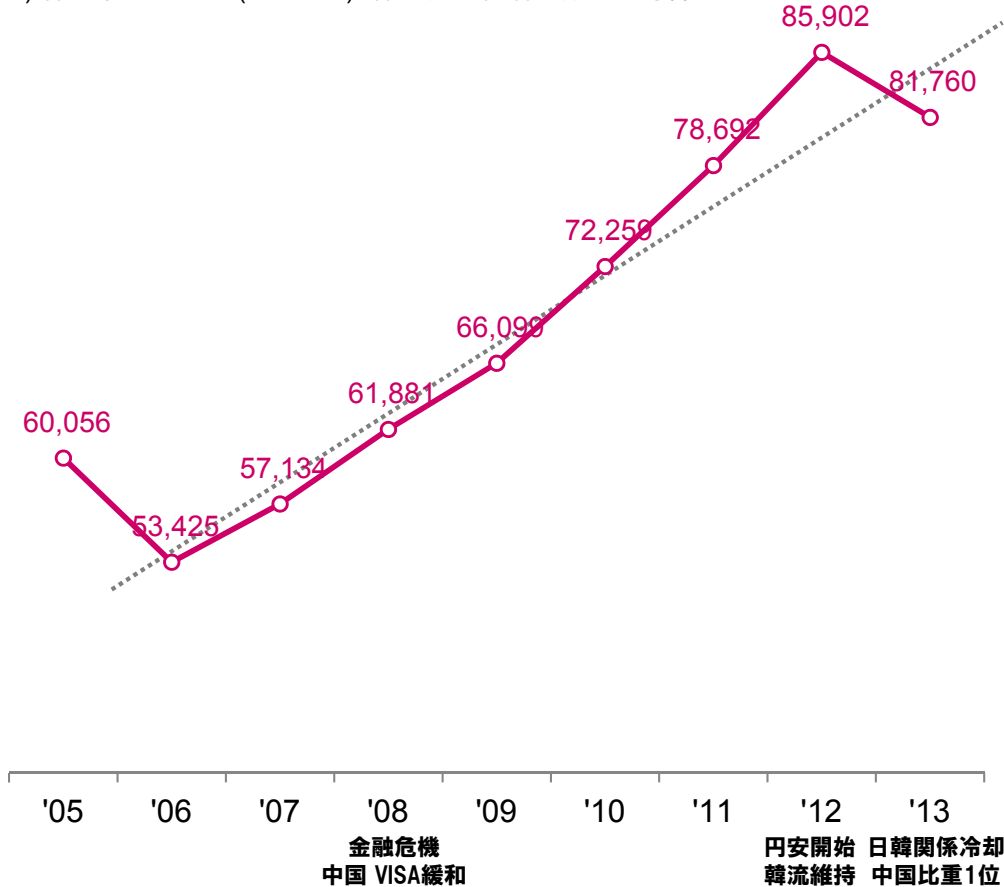
ホテル市場の動向

ホテルの一室あたりの収益は13年には減少に転じ、 付帯施設の売上を含む一室あたりの年間売上高も13年以降は急降下した

全国のホテル客室あたりの収益¹⁾ 推移

(単位: ウォン)

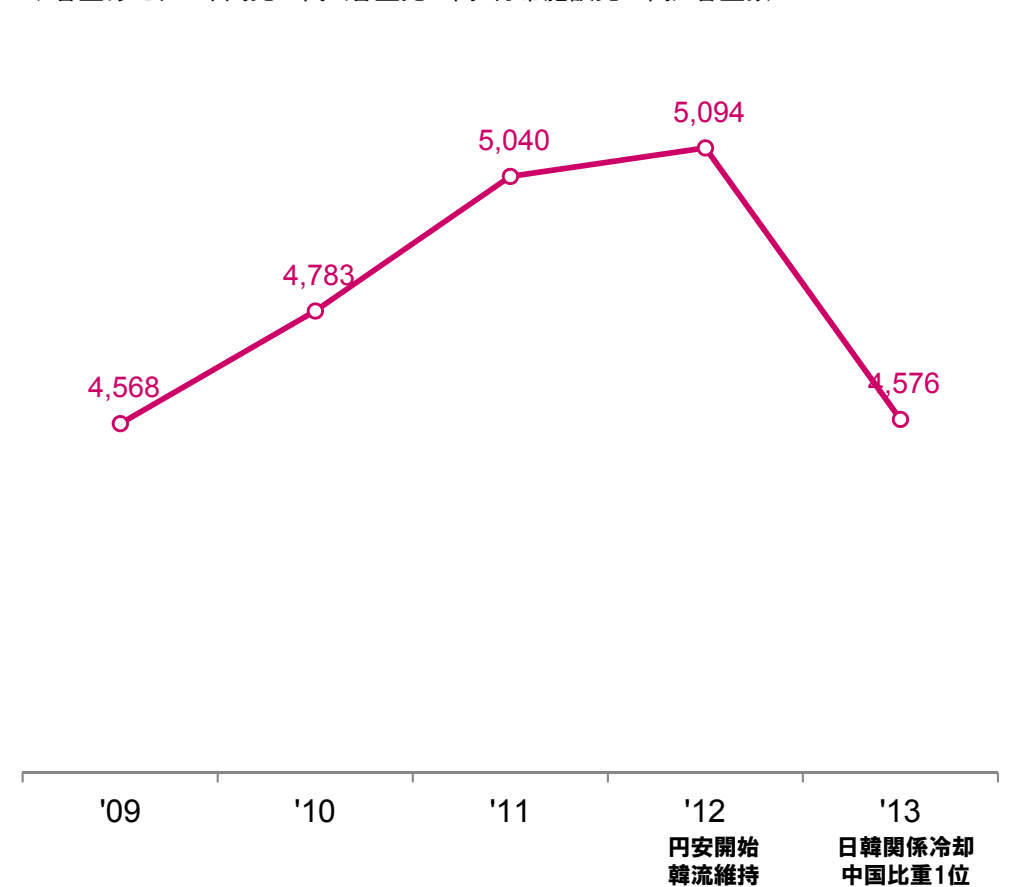
1) 客室あたりの収益(RevPAR)=客室利用率*客室販売平均料金



全国のホテル客室あたりの年間売上高²⁾ 推移

(単位: 万ウォン)

2) 客室あたりの年間売上高=(客室売上高+付帯施設売上高)/客室数

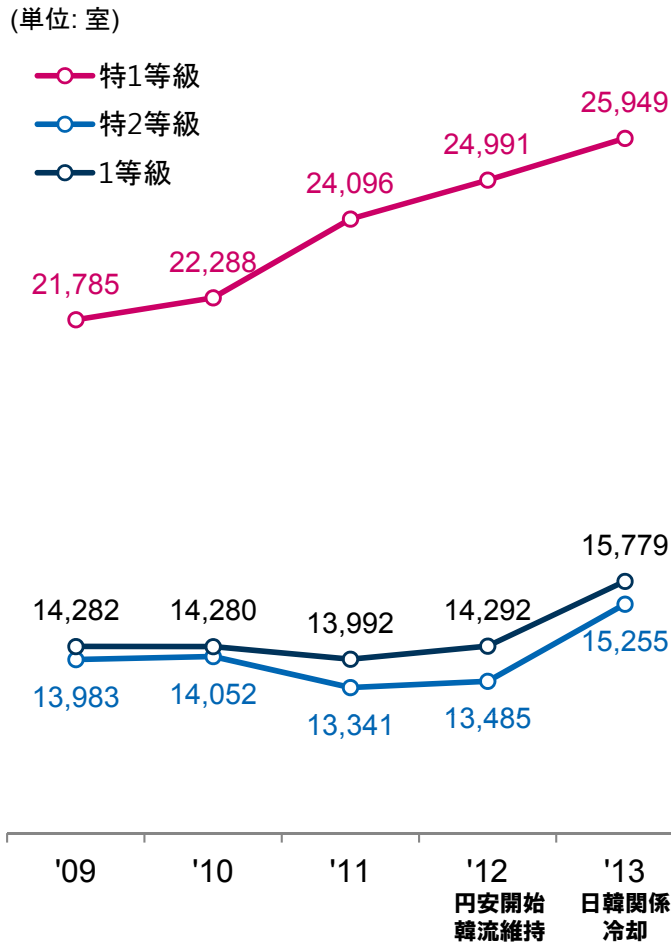


出所)NRI based on 観光宿泊業 運営実績報告統計、観光知識情報システム、韓国観光ホテル業協会

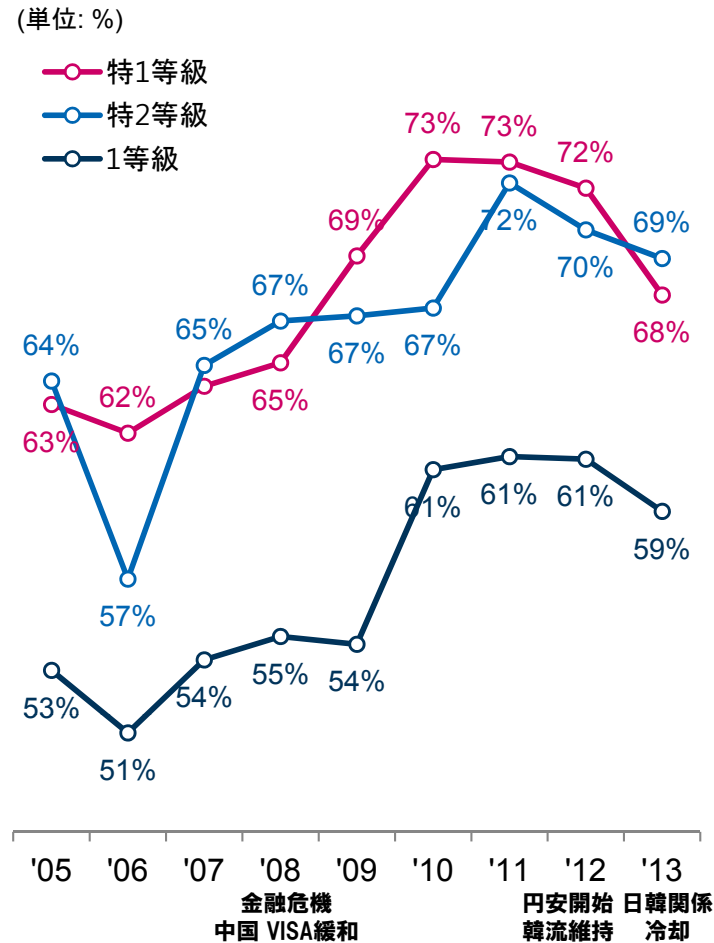
ホテル市場の動向

最高級ホテル(特1等級)の客室数増加が著しい中、 12年以降は全体の客室利用率が減少しており、宿泊費も13年に減少に転じた

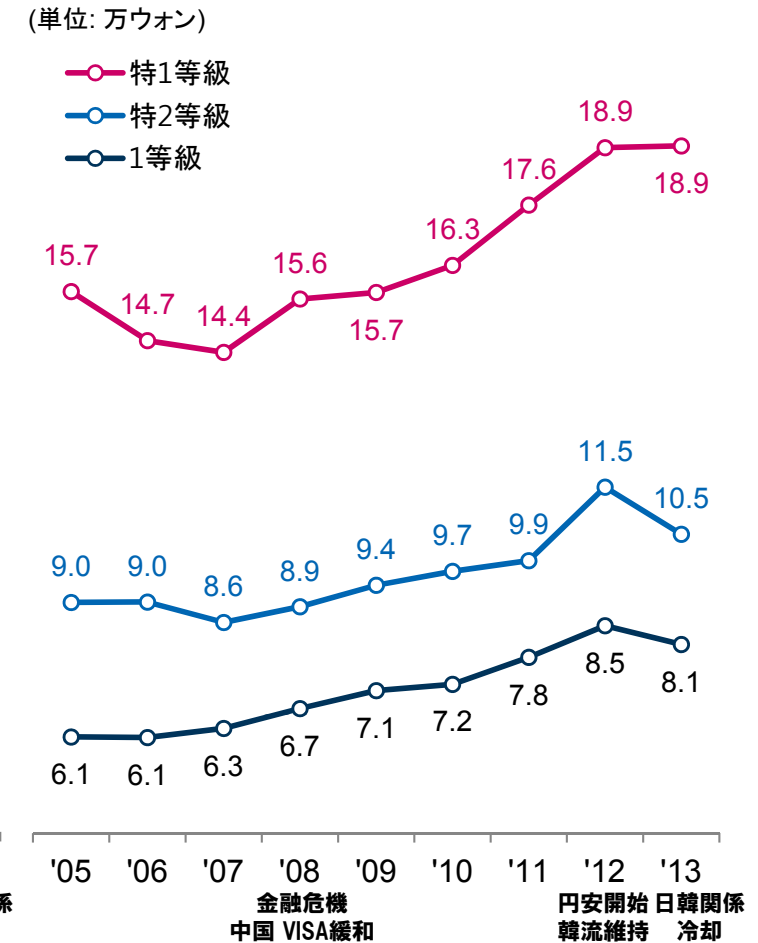
等級別ホテルの客室数推移



等級別ホテルの客室利用率推移



等級別ホテルの平均客室単価推移



出所)NRI based on 観光知識情報システム

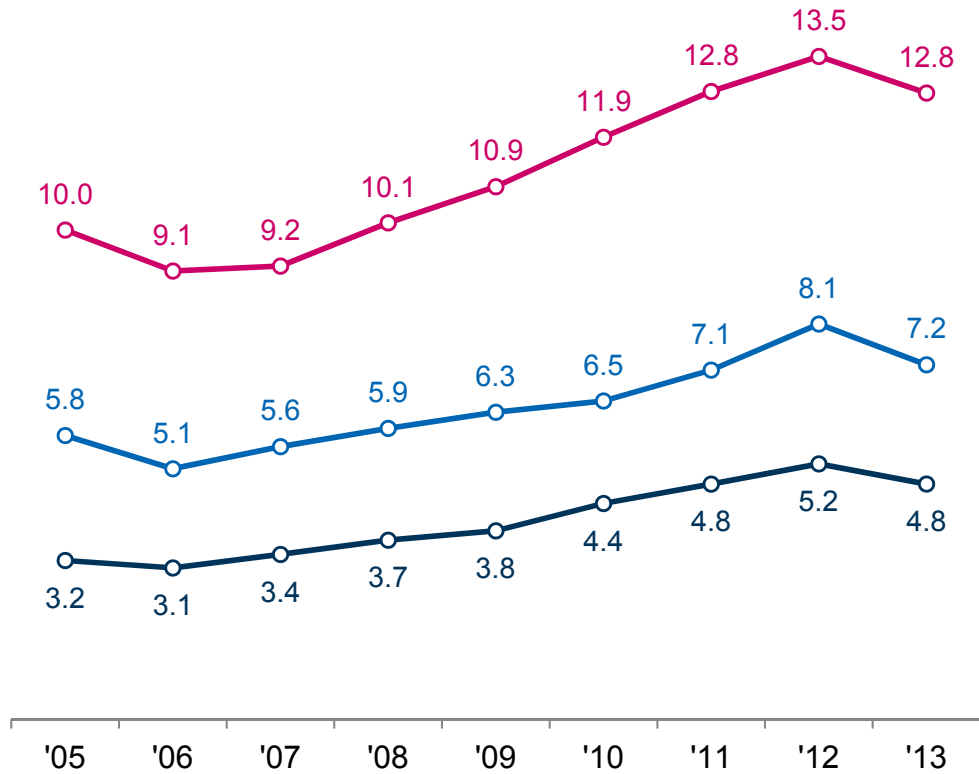
ホテル市場の動向

2013年には、全ての等級で一貫して、
一室当たりの収益・年間売上高が減少に転じている

等級別ホテルの客室あたり収益の推移

(単位: 万ウォン)

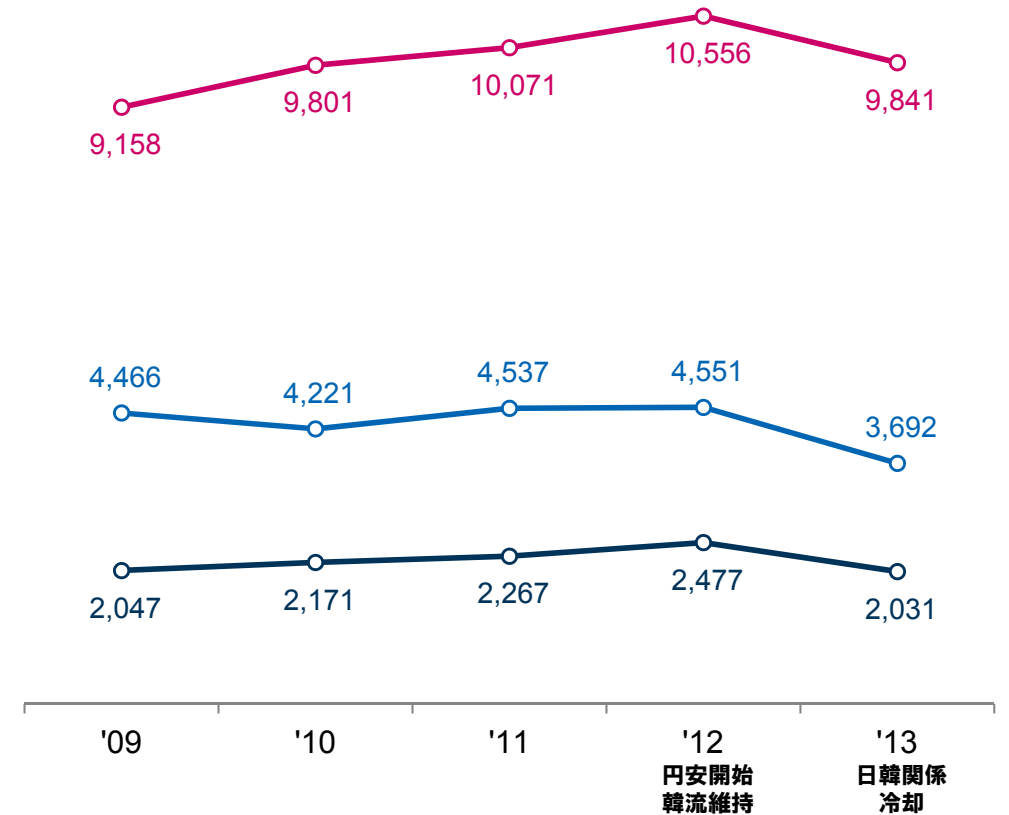
● 特1等級 ● 特2等級 ● 1等級



等級別ホテルの客室あたり年間売上高の推移

(単位: 万ウォン)

● 特1等級 ● 特2等級 ● 1等級

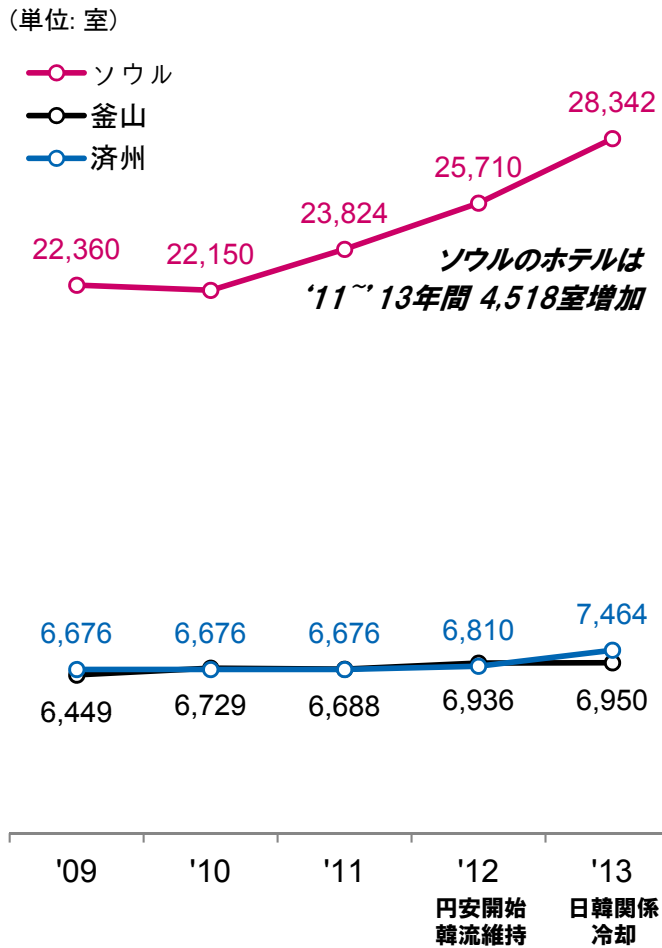


出所)NRI based on 観光知識情報システム

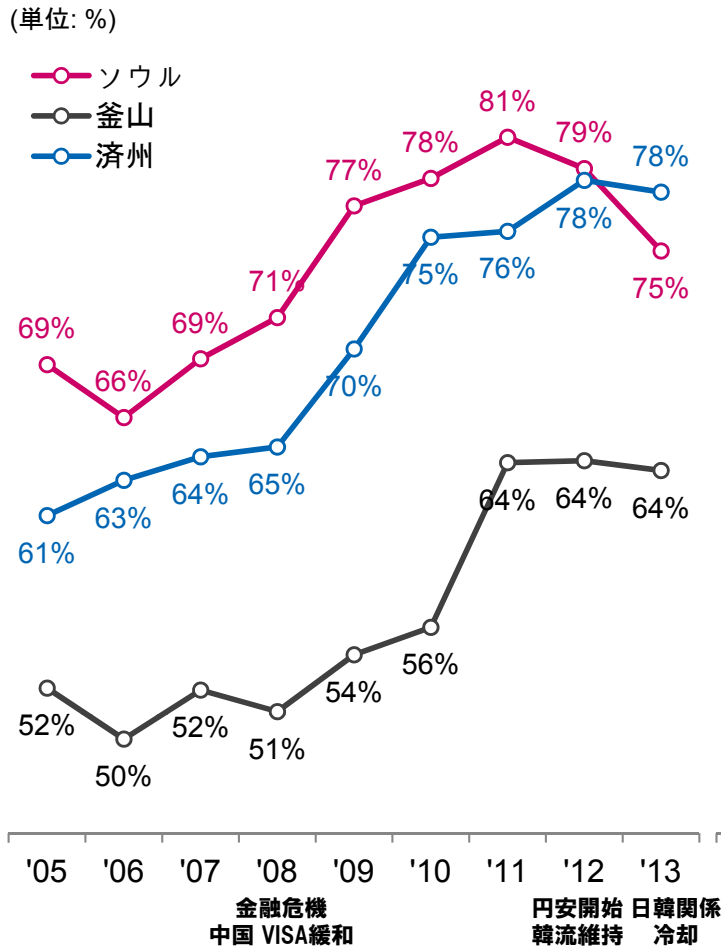
ホテル市場の動向

ソウルでは、客室の供給過多により客室利用率の減少が目立ち、これにより平均宿泊費も大幅に下落した

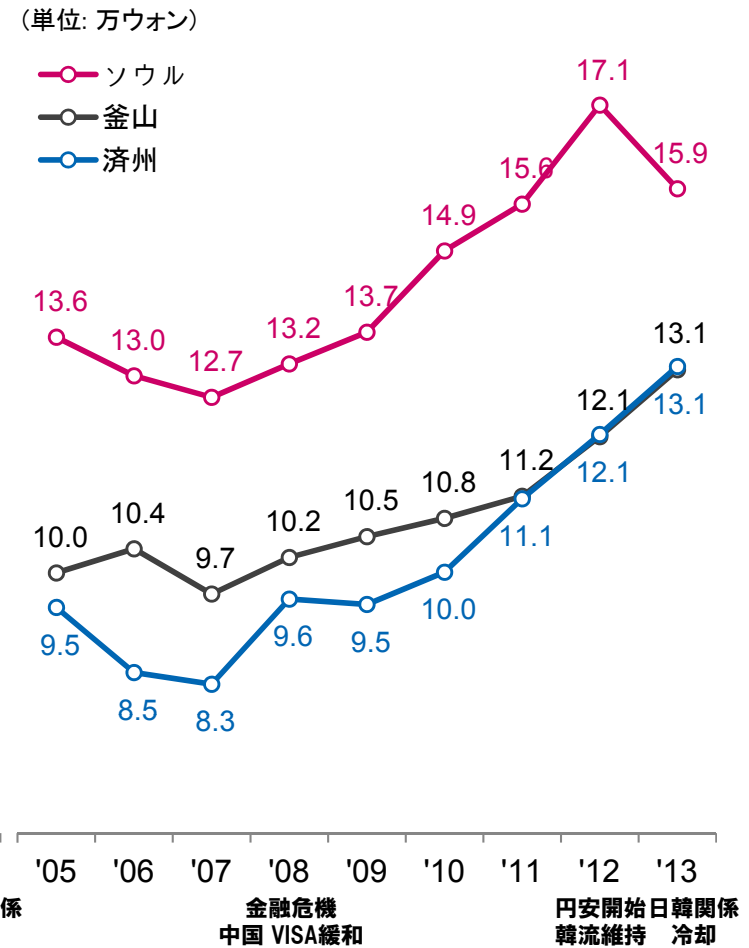
地域別のホテル客室数の推移



地域別のホテル客室利用率の推移



地域別のホテル平均客室単価の推移



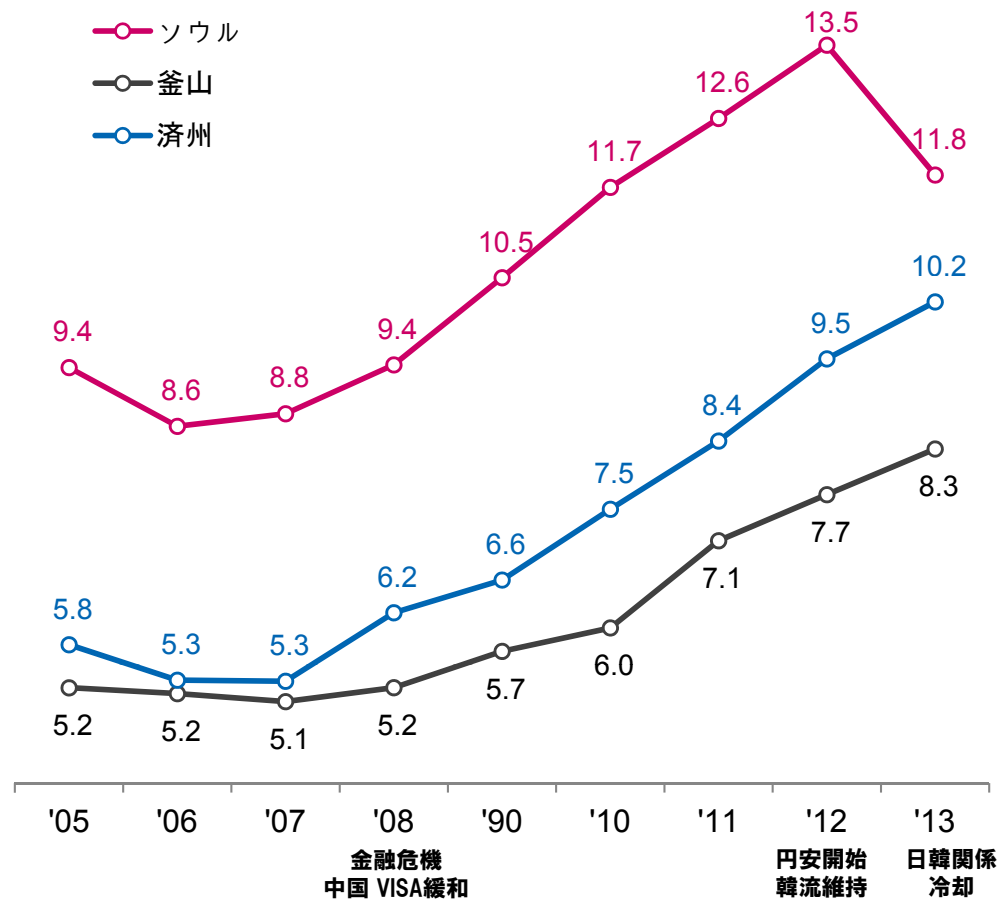
出所)NRI based on 観光宿泊業 運営実績報告統計、観光知識情報システム、韓国観光ホテル業協会

ホテル市場の動向

ソウルでは一室あたりの収益・年間売上高が2013年に急降下した 一方、済州と釜山では一室当たりの収益が増加している

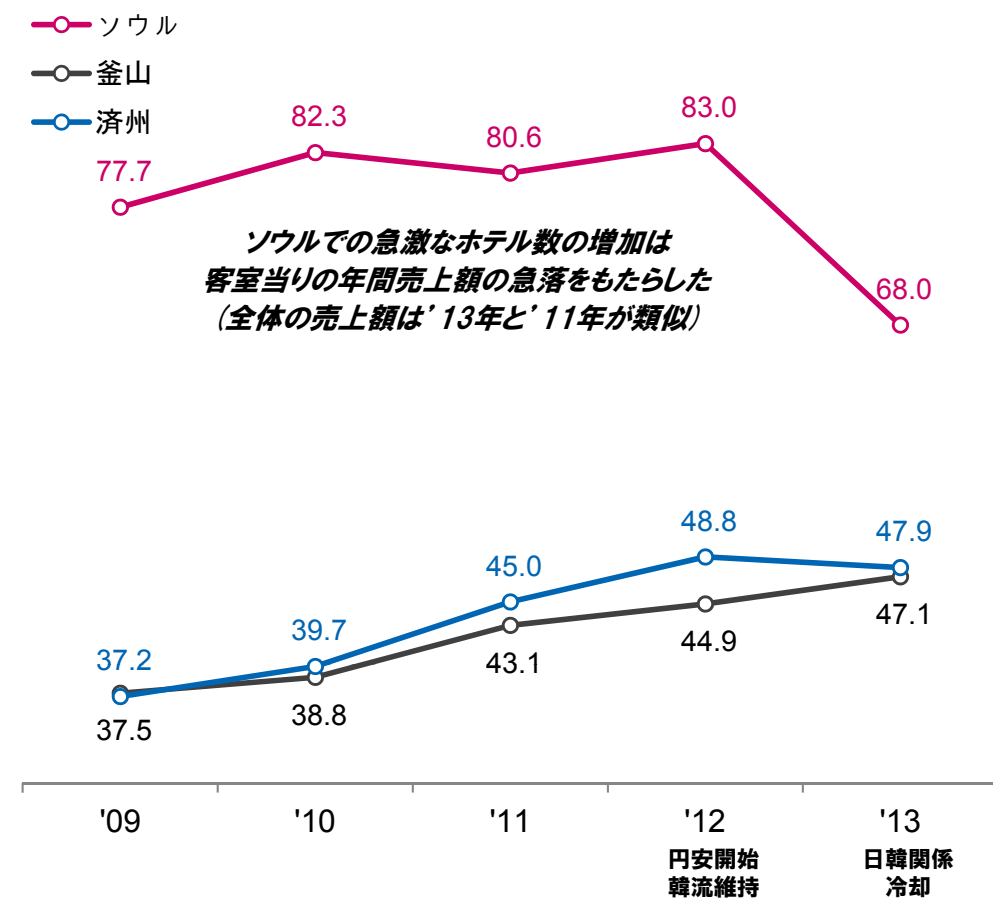
地域別ホテルの客室あたりの収益推移

(単位: 万ウォン)



地域別ホテルの客室あたりの年間売上高推移

(単位: 万ウォン)



出所)NRI based on 観光宿泊業 運営実績報告統計、観光知識情報システム、韓国観光ホテル業協会

韓国

低成長下における不動産市場改善の兆し

1 企業経済及びオフィス市場の動向

1-1 企業経済の動向

1-2 オフィス市場の動向

2 家計経済及び住宅市場の動向

2-1 家計経済の動向

2-2 住宅市場の動向

3 ホテル市場の動向

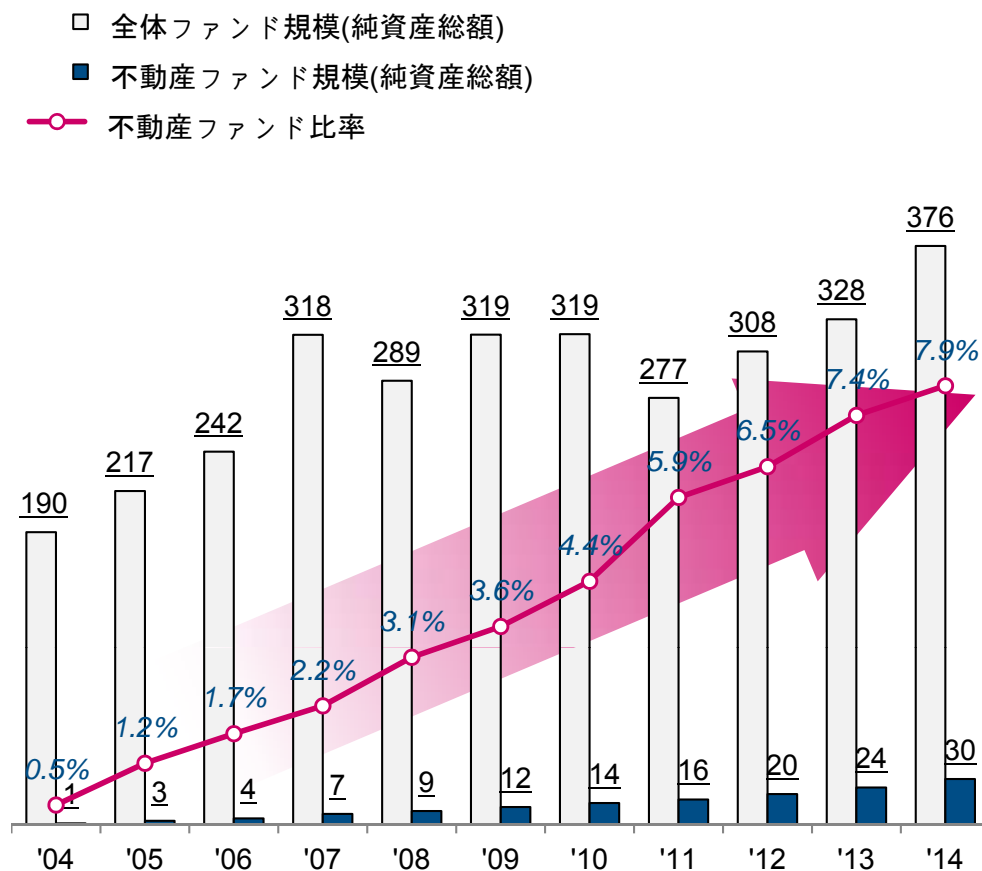
4 間接投資市場の動向

間接投資市場の動向

2015年の不動産ファンドの規模は30兆ウォンと安定成長しており、海外不動産ファンドも30%程度まで拡大した

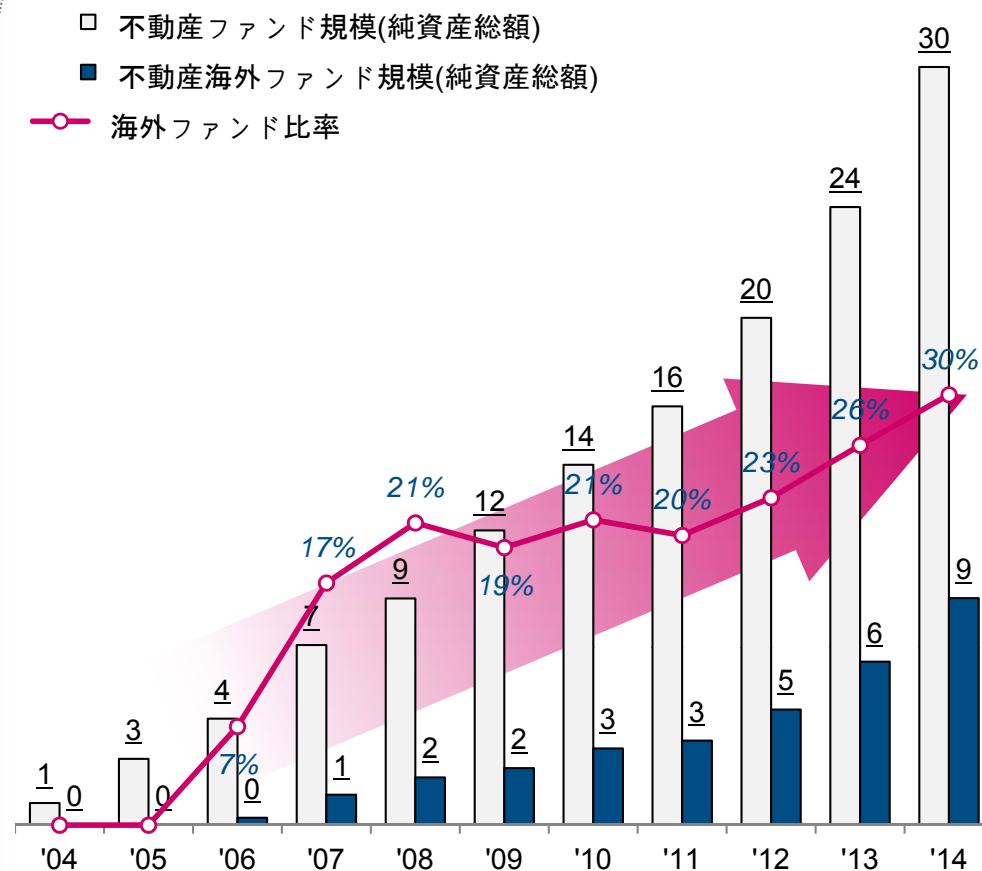
全体ファンド及び不動産ファンド規模の推移

(単位: 兆ウォン)



不動産ファンド及び海外ファンド規模の推移

(単位: 兆ウォン)

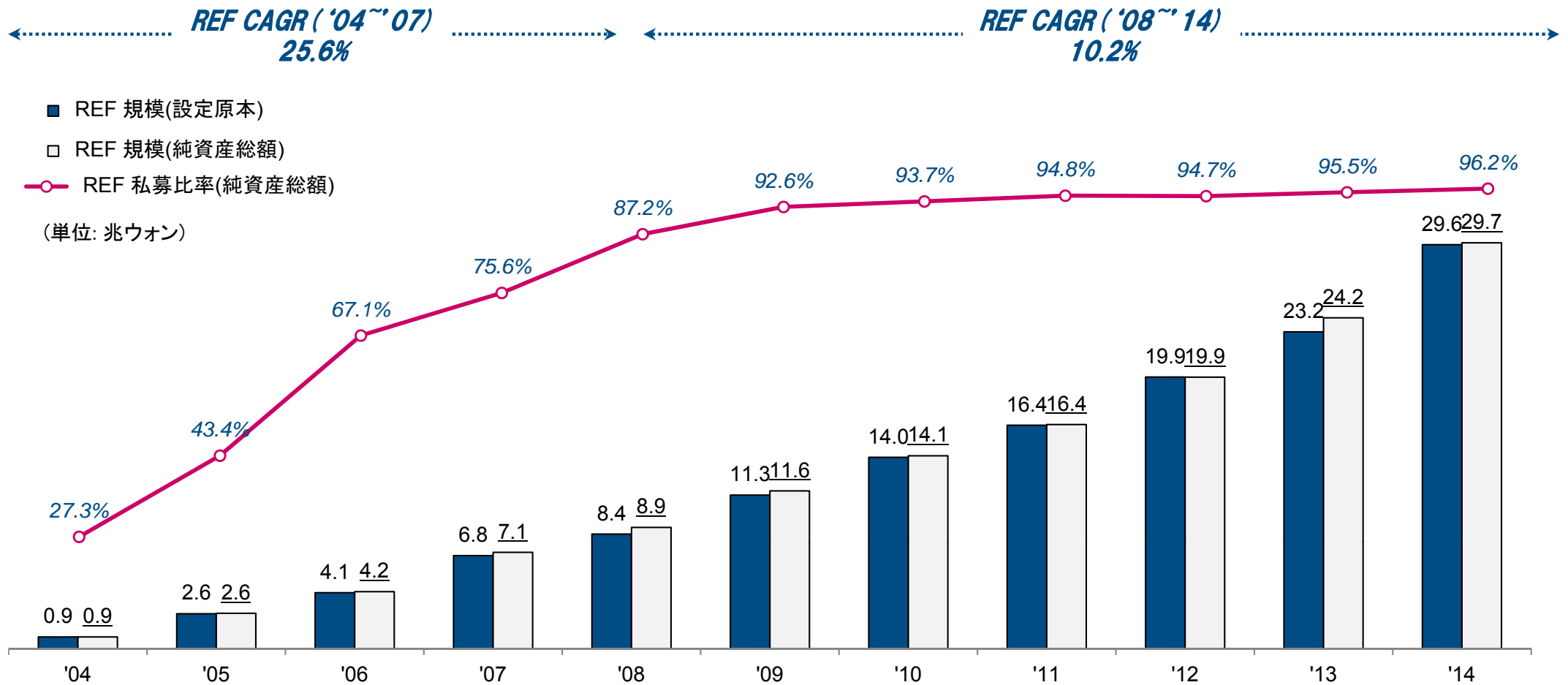


出所)NRI based on 金融投資協会

間接投資市場の動向

不動産ファンドのうち、私募が占める比率は約96%である

年度別 REF 累積投資金額の推移

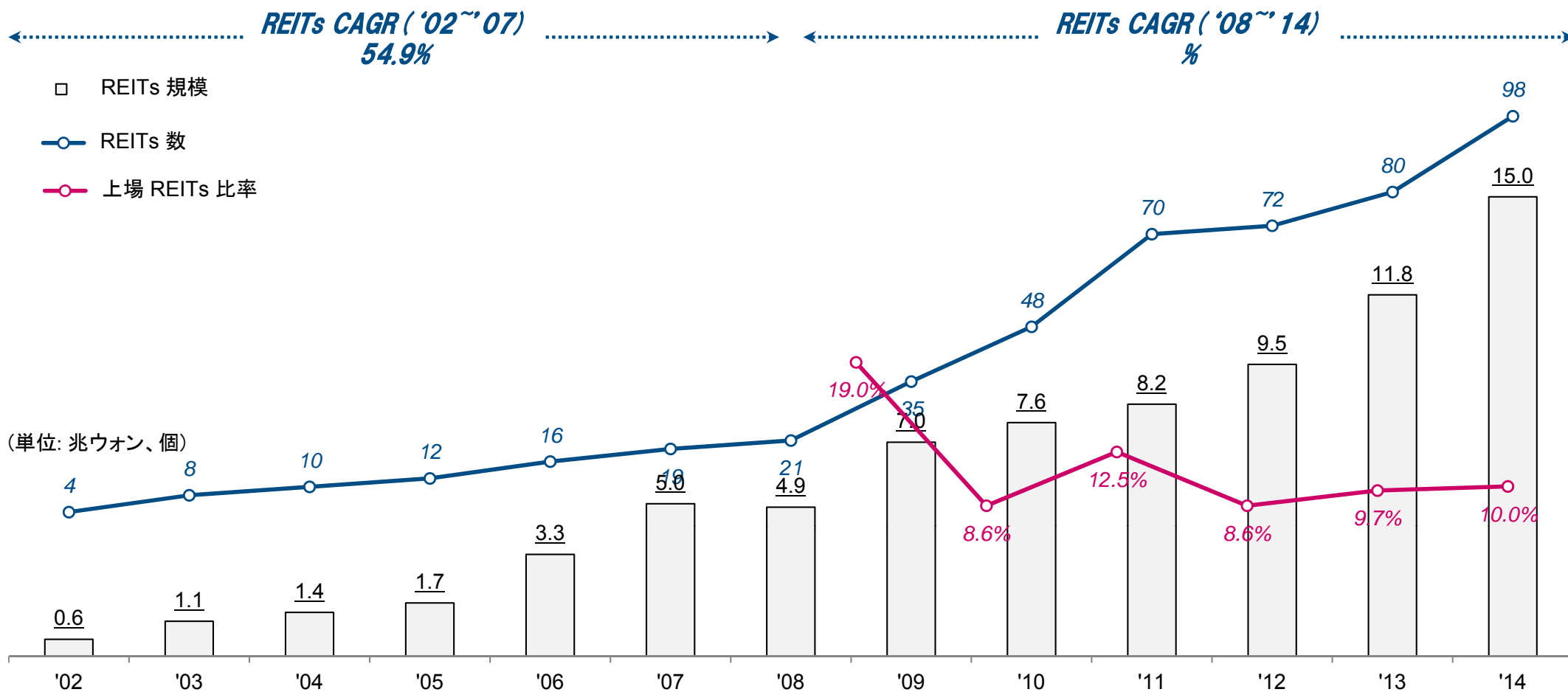


出所)NRI based on 金融投資協会

間接投資市場の動向

REITsの規模は15兆ウォン規模に拡大しているが、上場REITsの比率は全体の約10%に過ぎない

年度別 REITs 累積投資金額の推移



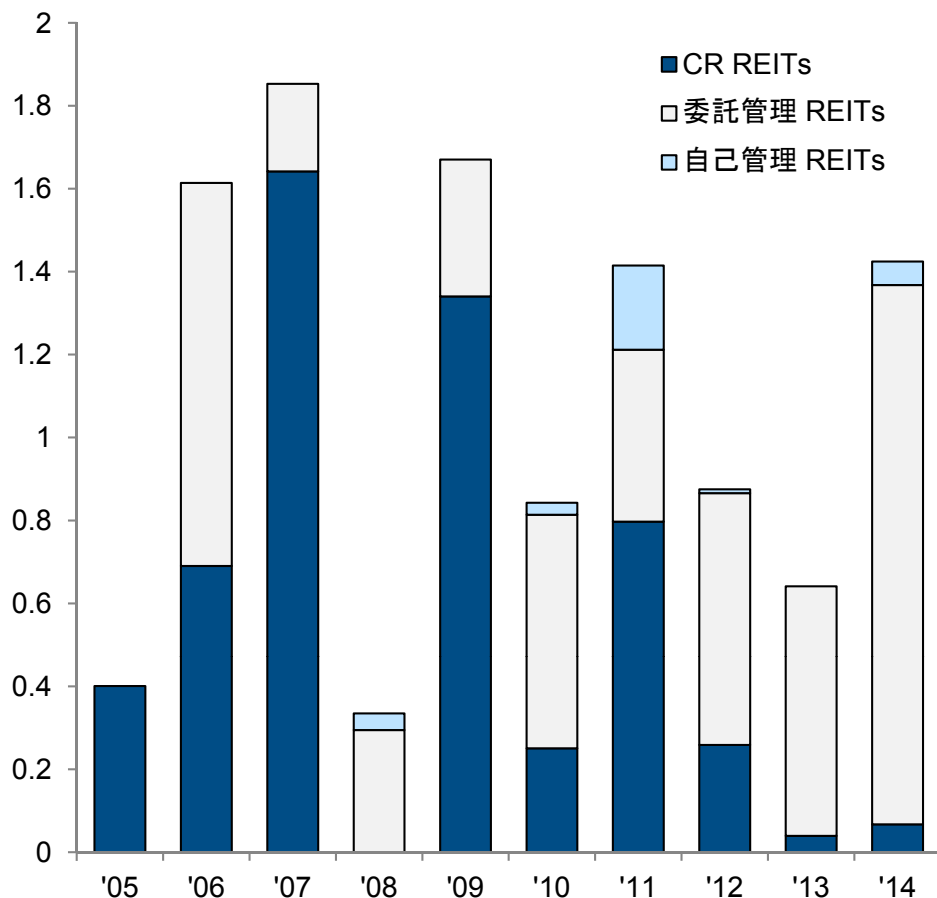
出所)NRI based on 金融投資協会, 韓国REITs協会

間接投資市場の動向

韓国のREITsは不良債権資産の編入によるCR REITs、及び委託管理REITsが中心となっている

形態別 REITs編入資産規模

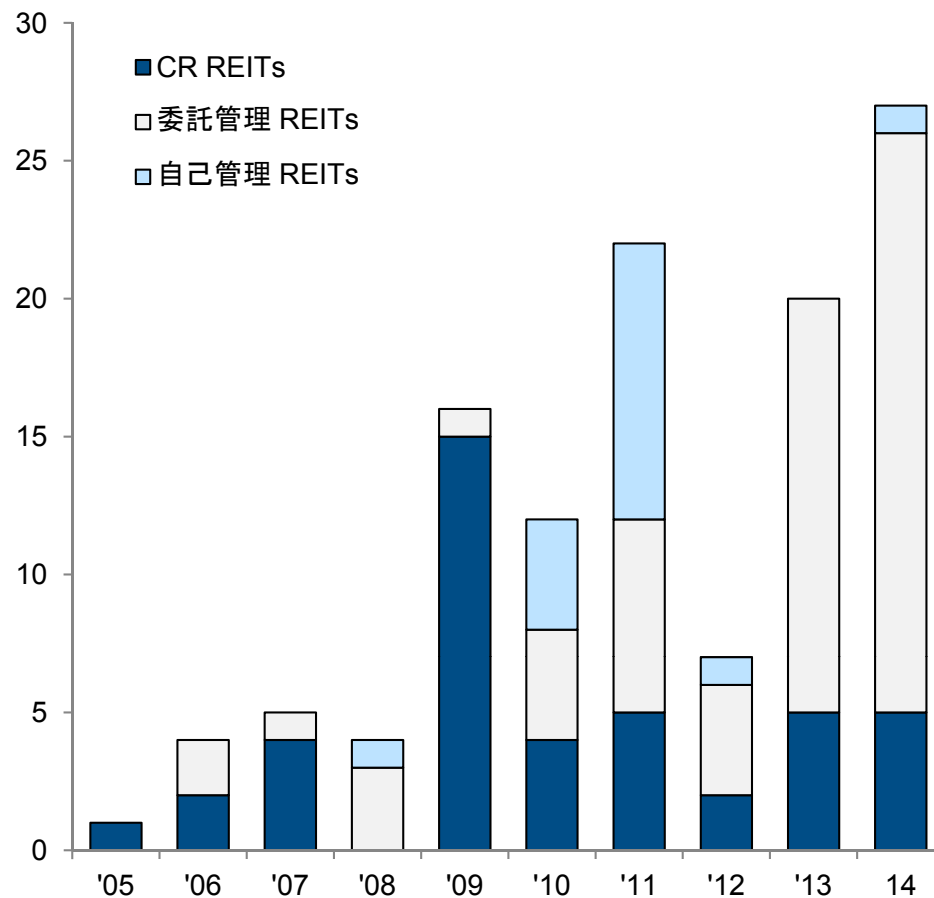
(単位: 兆ウォン)



出所)NRI based on韓国REITs協会

形態別 REITs 設定数

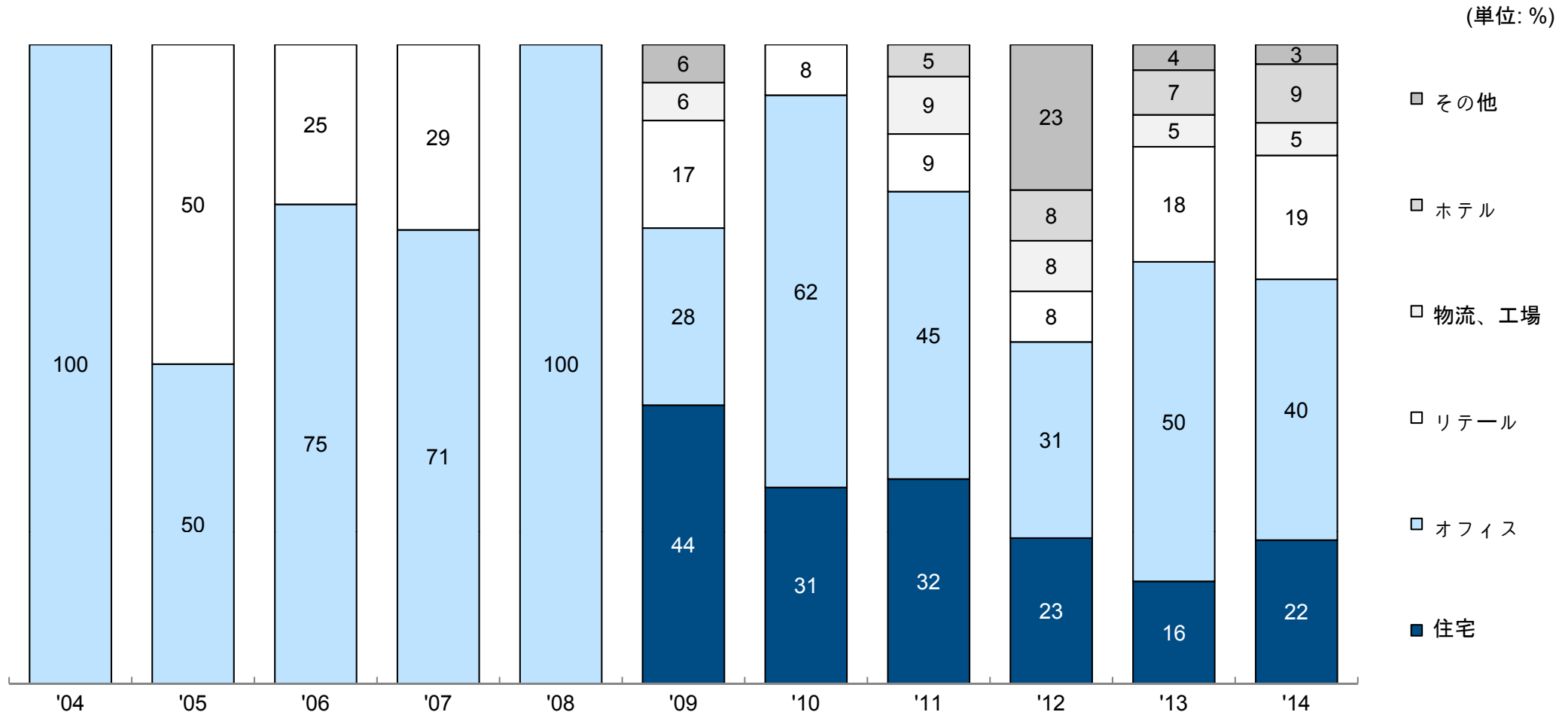
(単位: 件)



間接投資市場の動向

REITsは主にオフィスまたは住宅に対し投資していたが、近年はリテール、ホテル、物流など、投資対象先が多様化している

年度別 REITs 投資ポートフォリオ構成 (REITs数)

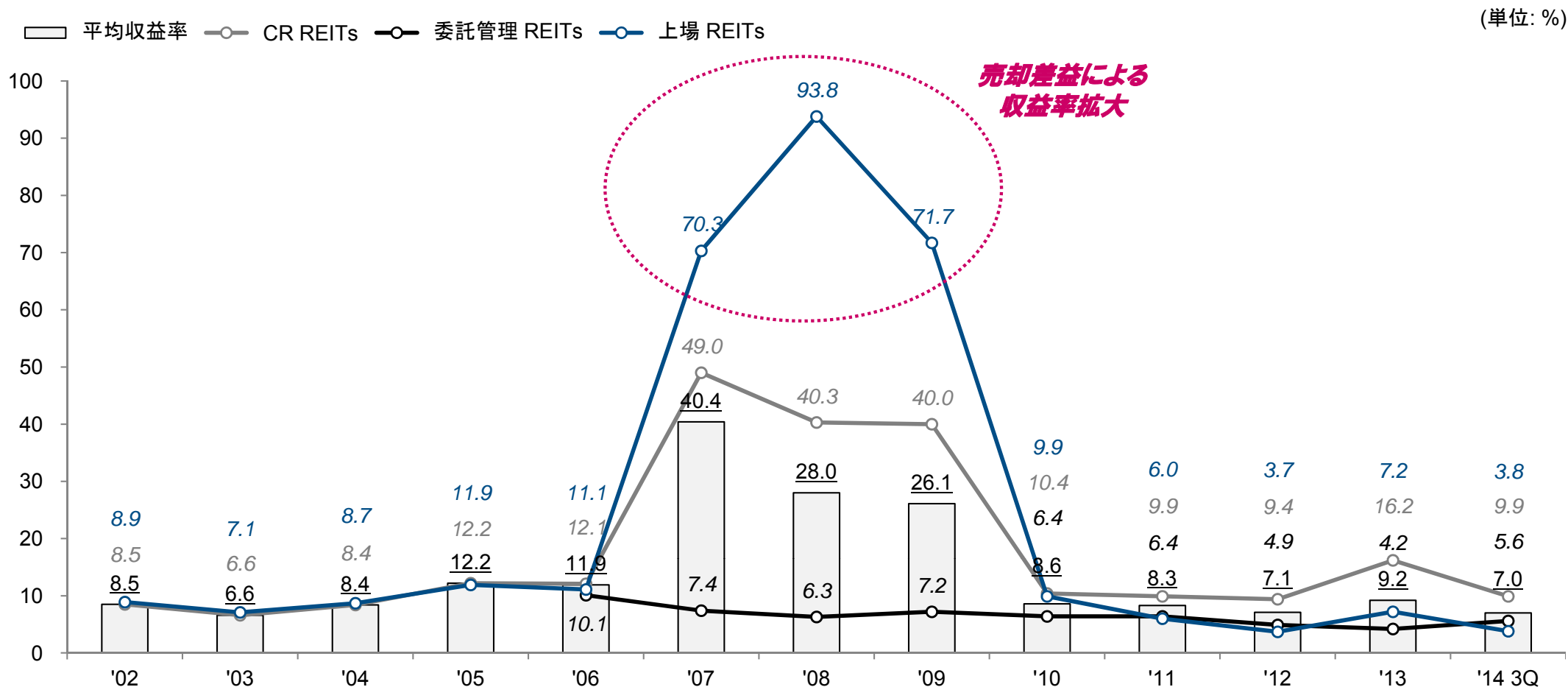


出所)NRI based on 金融投資協会, 国土海洋部及び韓国REITs協会, KORAMCO

間接投資市場の動向

REITsの配当収益率は平均7%と、安定的に推移している

REITs 配当収益率



出所)NRI based on 金融投資協会, 国土海洋部及び韓国REITs協会, KORAMCO

日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

台湾

台湾のオフィス・住宅・ホテル市場

1

台湾のマクロ経済環境

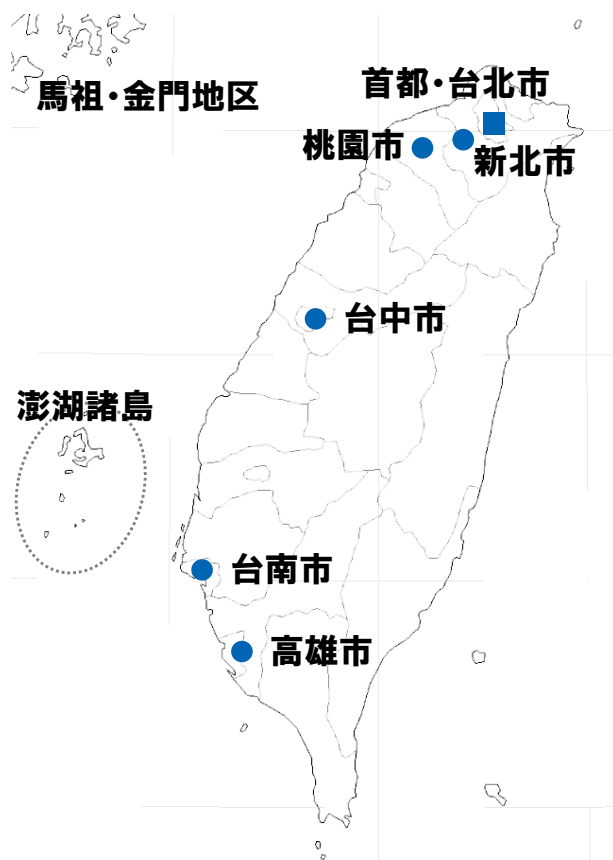
2

台湾の不動産市場の現況(オフィス、住宅、ホテル)

台湾のマクロ経済環境:概要

中華民国(台湾)の実効支配領域は九州ほどの面積であり、2,300万以上の人口を擁する

台湾の基本情報

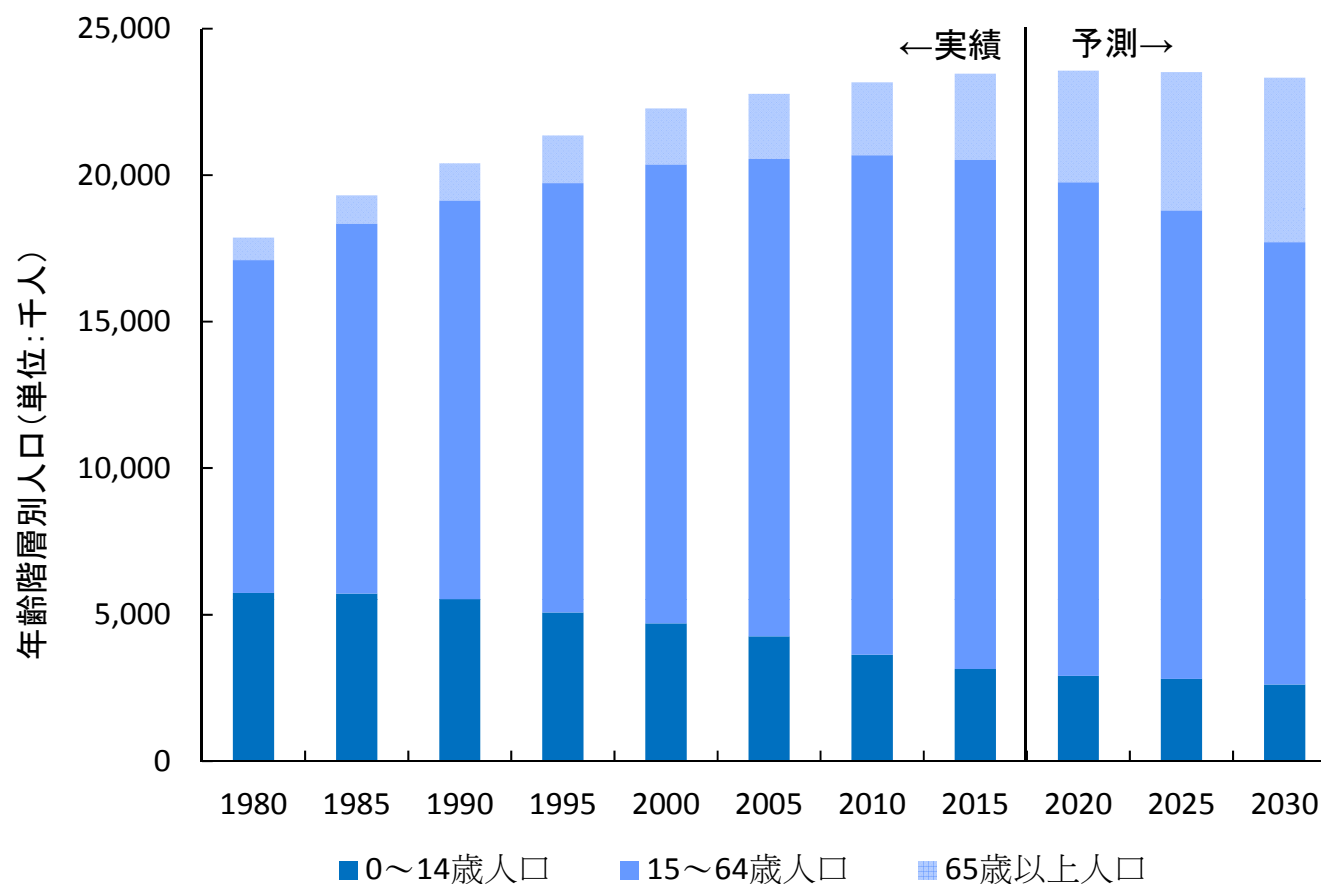


国名	中華民国(1912年10月10日建国)(※但し国民政府遷台は1949年)
元号	「民国」(西暦2015年=民国104年)
首都	台北市(人口約266万人)
主要都市	新北市(人口:約397万人)、桃園市、高雄市、台中市、台南市
面積	約36,200平方キロメートル(九州よりやや小さい)
人口	約2,345万人(2015年3月現在)
通貨	ニュー台湾ドル(NTD) 1NTD=約3.85円(2015年4月現在)
名目GDP	5,295億ドル(2014年)
1人当たり名目GDP	22,632ドル(2014年)
在留邦人数	16,797人(2013年12月)
日系企業数	台北市日本工商会会員社 457社(2015年3月) 台湾日本人会 法人会員数 293社(2014年12月)
日本との間の旅客数	日本からの訪台者数163.5万人(2014年) 台湾からの日本向け出国者数 297万人(2014年)

台湾の人口は増加を続けているが、5年以後にピークアウトする見込みである

- 生産年齢人口はすでにピークアウトを始めている。
- 総人口についても2020年をピークとして減少に転じる見込みであり、人口減少が目前に迫っている。

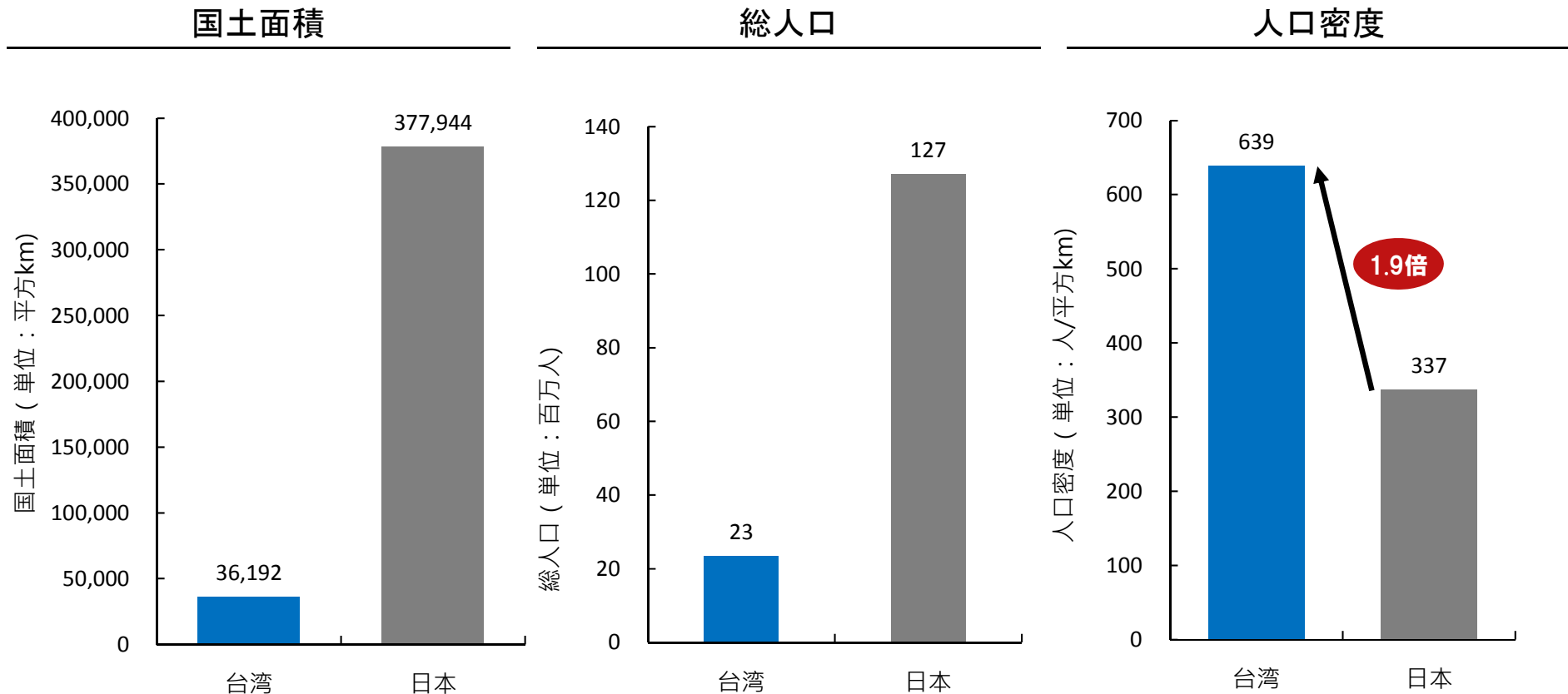
年齢層別人口推移



出所) 中華民国国家發展委員会資料よりNRI作成

人口密度は日本の約2倍と高密度に人口が分布している

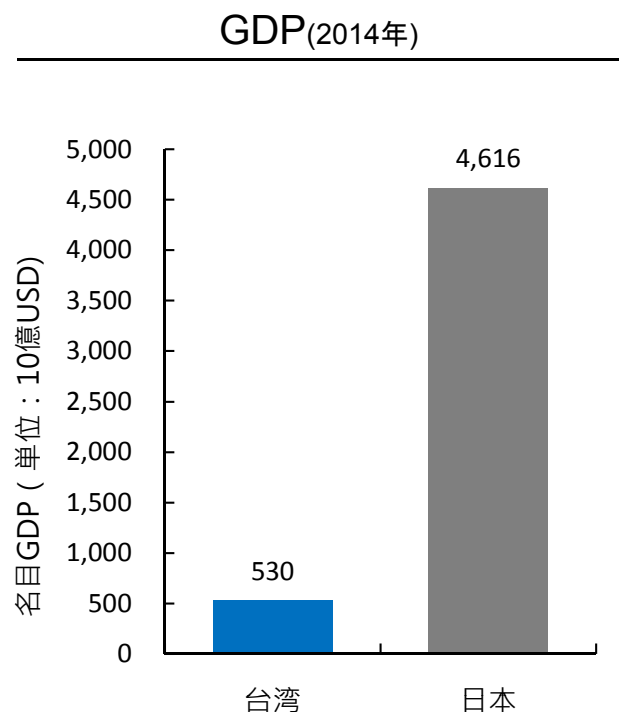
台湾と日本の人口分布の比較



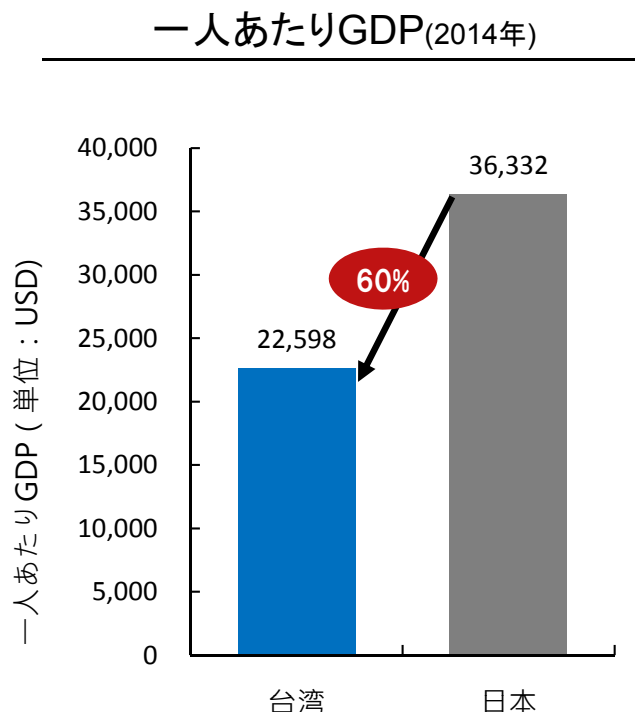
台湾のマクロ経済環境：経済規模

一人あたりGDPは日本の60%程度、世帯所得水準は90%程度である

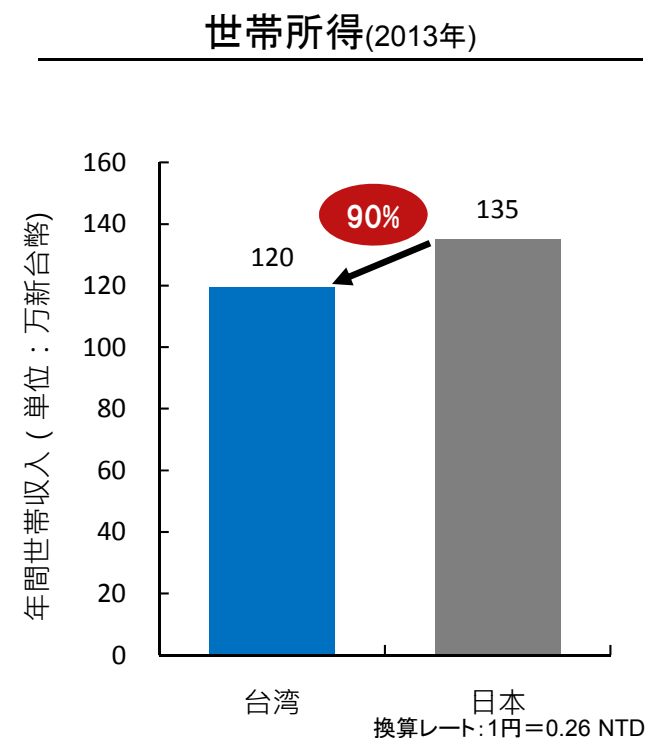
台湾と日本の経済規模の比較



出所) IMF資料よりNRI作成



出所) IMF資料よりNRI作成



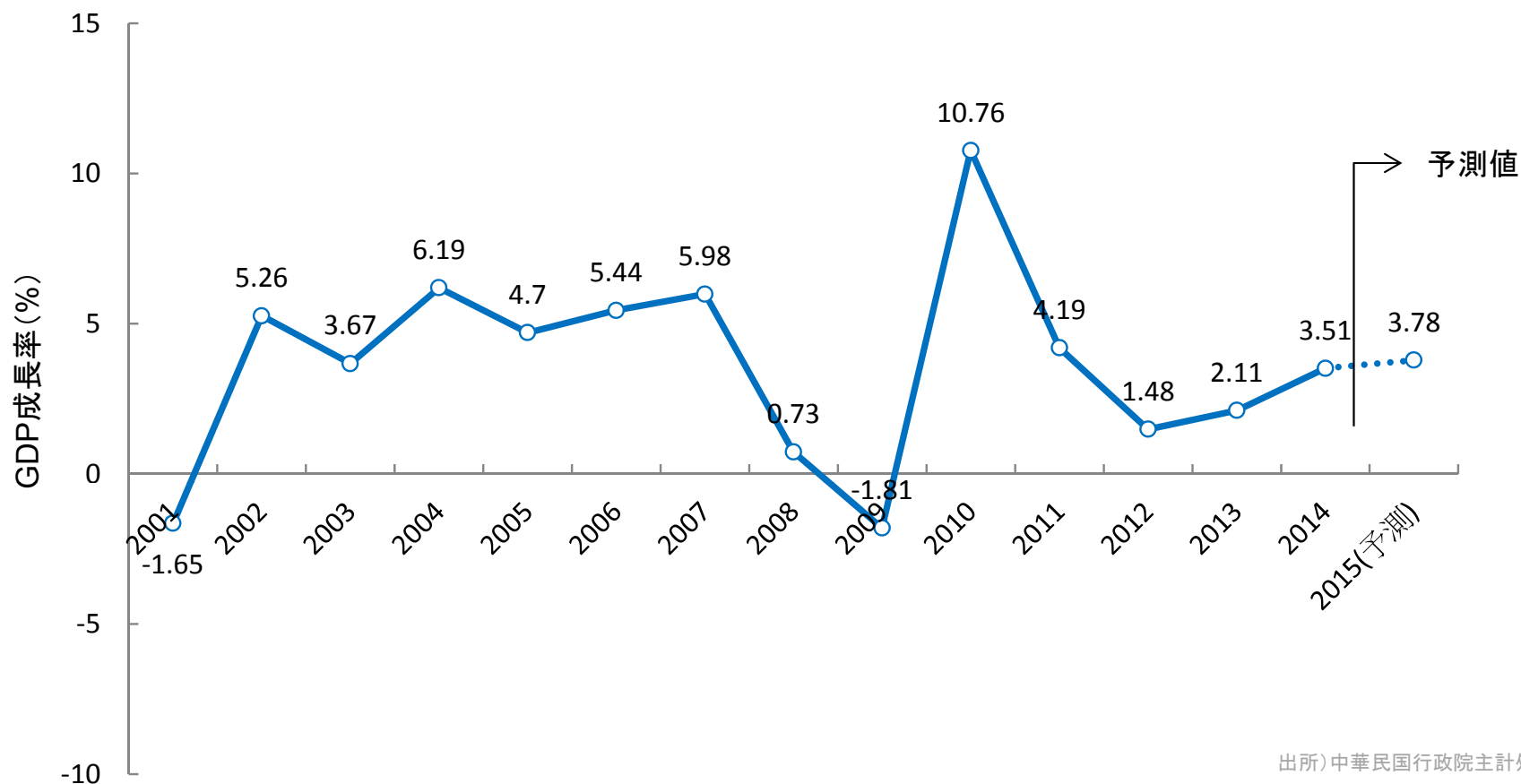
出所) 中華民国行政院主計処、総務省統計局資料よりNRI作成

台湾のマクロ経済環境: 経済成長率

台湾のGDP成長率は3.5%程度の安定的な成長を続けている

- 2001年のITバブル崩壊、2009年のリーマンショックの影響でマイナス成長を記録したが、いずれの局面においても素早く安定成長軌道へと回復している。
- 安定的な経済成長を達成している要因は、中国経済の成長を上手く取り込んできている点にある。今後も台中間の両岸関係の改善が進むことで更なる経済成長が期待される。

GDP成長率の推移



出所) 中華民国行政院主計処よりNRI作成

2008年に馬英九政権が誕生した後、台中間の兩岸関係は大きく改善している一方で、馬政権の対中政策に対する警戒感の高まりを写し出す事象も発生している

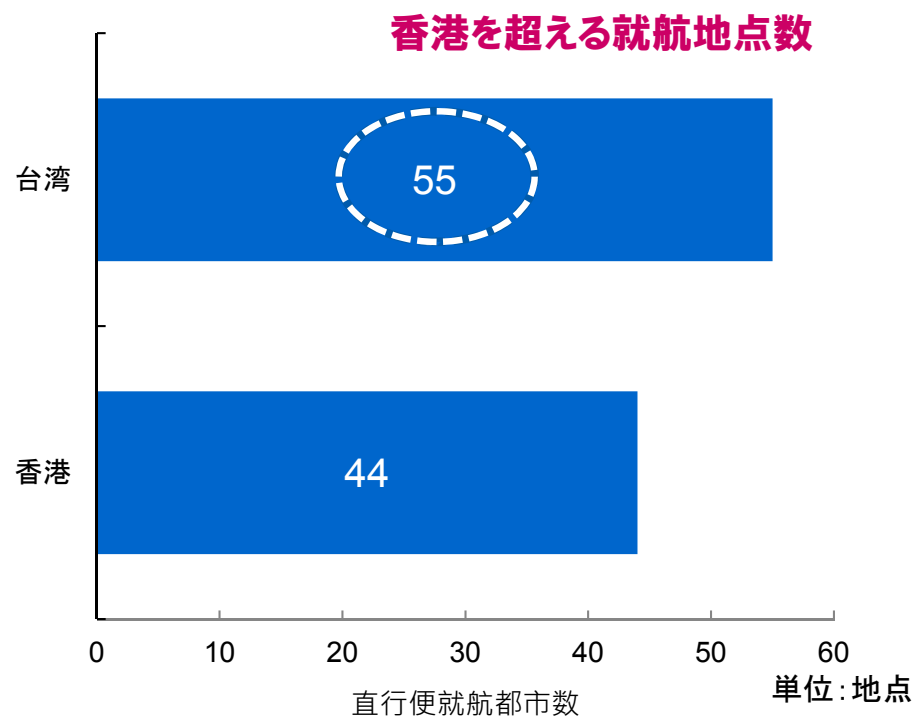
馬英九政権下における台、中関係の経緯

- 2008年5月 国民党の馬英九氏が第12代台湾総統に就任
- 7月 [中国人の台湾観光が解禁\(団体旅行\)](#)
- 12月 [大三通\(通商、通航、通郵の自由化\)の実施](#)
- 12月 兩岸産業架け橋プロジェクト:「兩岸漢方薬産業協力交流会議」を台北市で開催
- 2009年4月 第3次兩岸窓口機関トップ会談。兩岸の金融協力(銀行・証券・保健)を記した覚書を締結/チャーター便の定期便化、増便
- 7月 中国資本による台湾投資を開放(製造業63項目、サービス業24項目、公共事業11項目)
- 11月 兩岸金融MOUの締結(2010年1月に発効)
- 2010年6月 第5次兩岸窓口機関トップ会談。[ECFAに署名](#)。中国側539項目、台湾側267項目の早期関税引き下げリストが発表される
- 2011年1月 物品貿易の関税引き下げ実施(早期引き下げ項目:アーリーハーベスト)
- 11月 産業協力(LED、無線都市、低温物流、TFT-LCD、EV分野)に関する合意
- 2012年8月 通関、密輸取り締まり、関税の3業務における業務協力に合意署名
- 同 投資保障メカニズム関連規定の透明化、相互投資の制限緩和等を推進することで合意署名
- 2013年6月 WTO枠組みを基礎として双方のサービス貿易に関する制限措置を段階的に緩和することで合意署名
- 2014年3月 立法院でサービス貿易協定が採決される。しかし、その翌日にサービス貿易協定を反対する大規模なデモが発生。
- 4月 デモが拡大したことを受け、王金平立法院長は「兩岸協議監督条例」が法制化されるまで、サービス貿易協定の審議を停止することを表明。

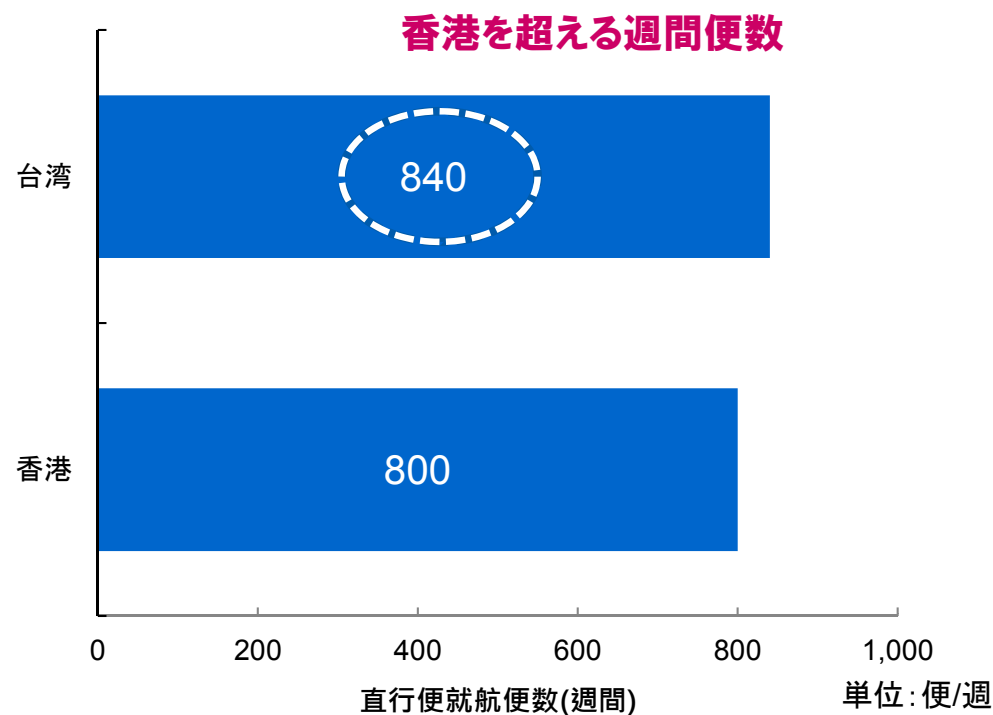
中台間の関係は交通面でも緊密さを増している

台湾は中国大陸への空のゲートウェイとして香港を超える密度の航空路線を提供している

中国直行便の就航都市数



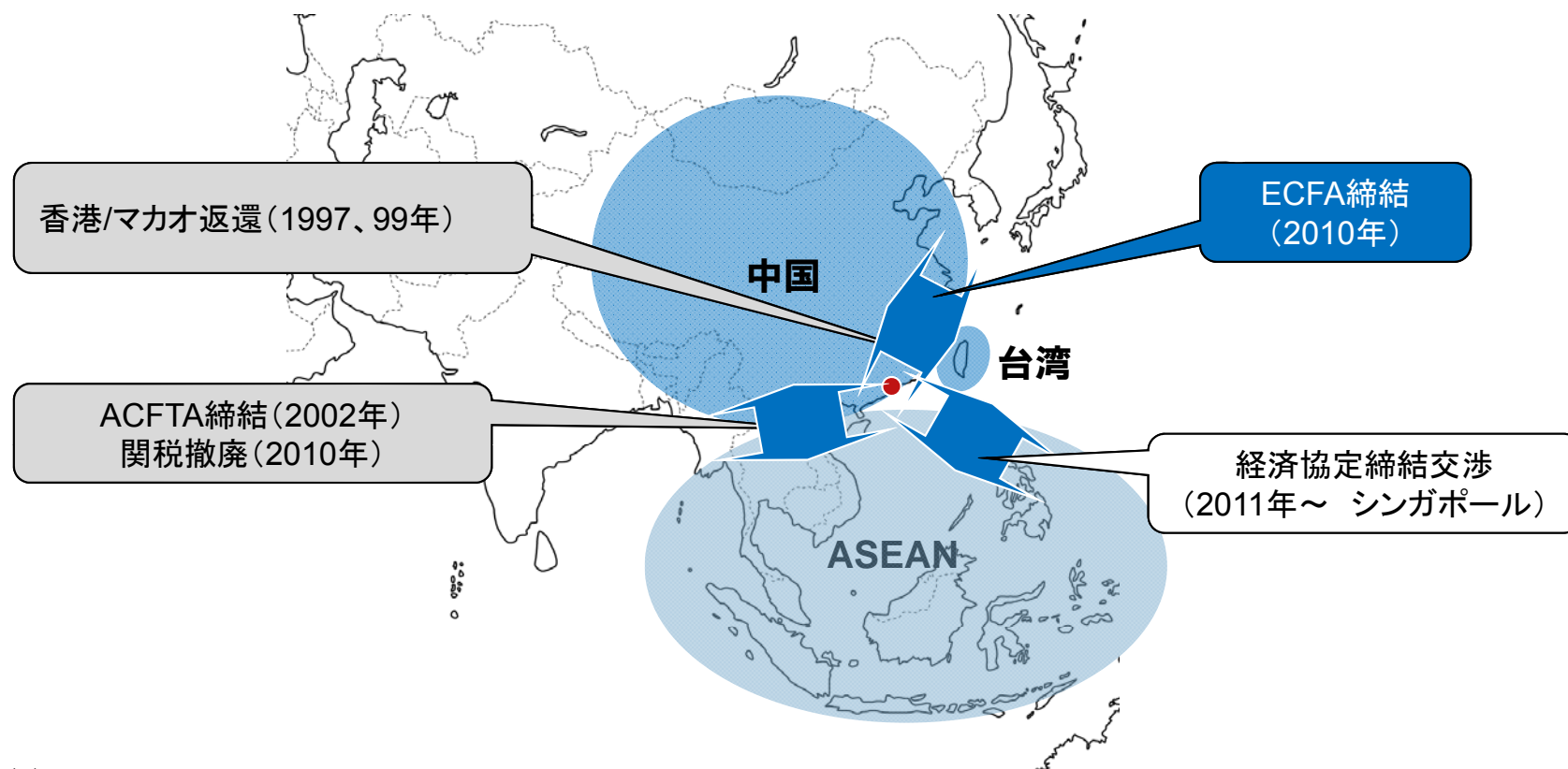
中国直行便の週間便数



大中華圏での経済の一体化が進み、RCEP、TPPを通じたアジア・オセアニア・北米地域との経済統合への地ならしが完了しつつある

- 中国を中心とする大中華圏では、1997年の香港、99年のマカオ返還、2002年のASEANとのACFTA締結、2010年の台湾とのECFA締結を経て、経済の一体化が加速してきた。
- 中華圏での経済関係が正常化しつつあることで、今後はアジア経済圏、オセアニア経済圏、北米経済圏を繋ぐ広域での自由経済への参画を目指した動きが加速されていくものと想定される。

大中華圏経済の一体化



台湾

台湾のオフィス・住宅・ホテル市場

1

台湾のマクロ経済環境

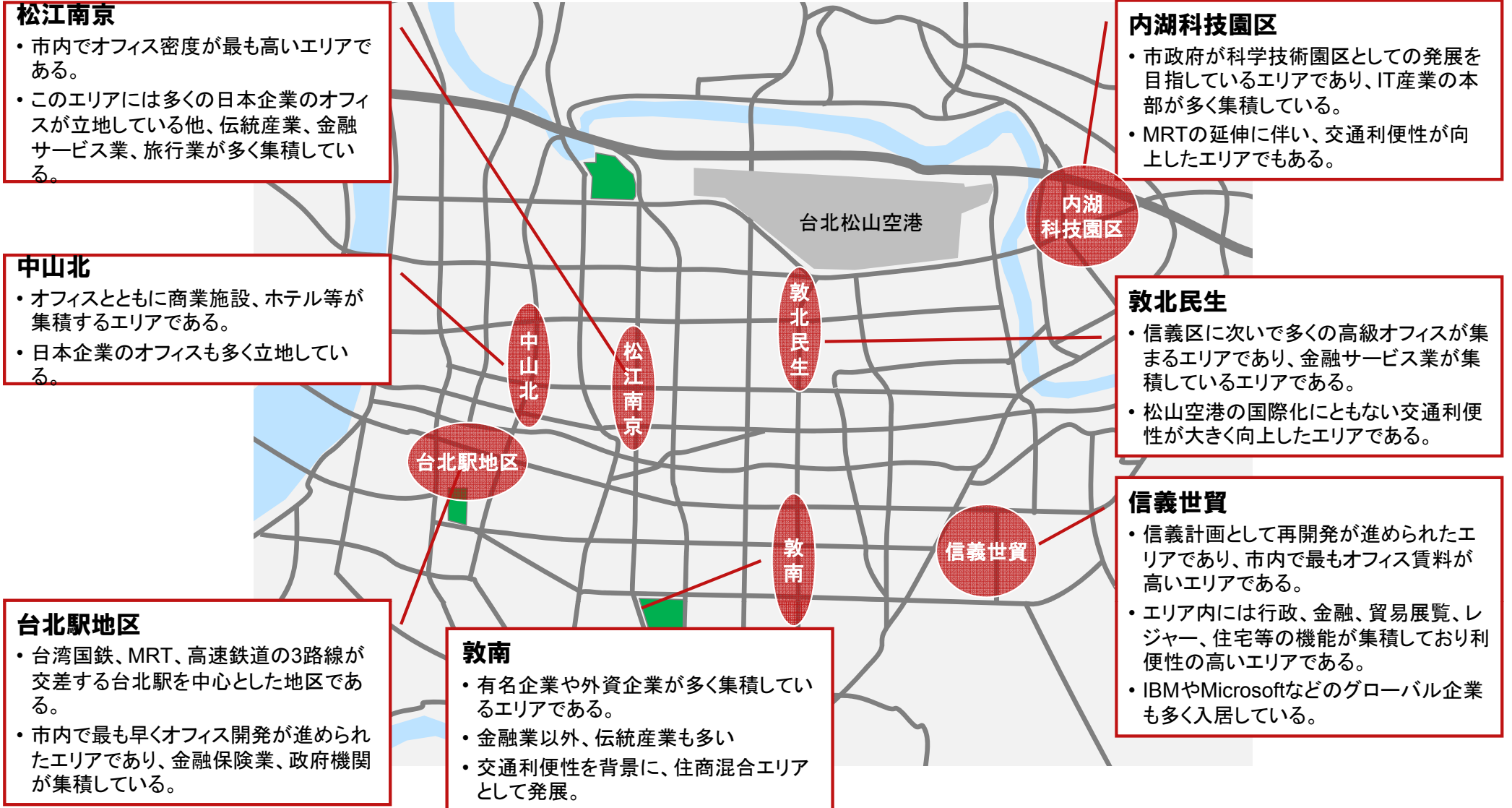
2

台湾の不動産市場の現況(オフィス、住宅、ホテル)

オフィス市場:主要エリア

台北市内の主要オフィスエリアは7つである

台北市内の主要オフィスエリア



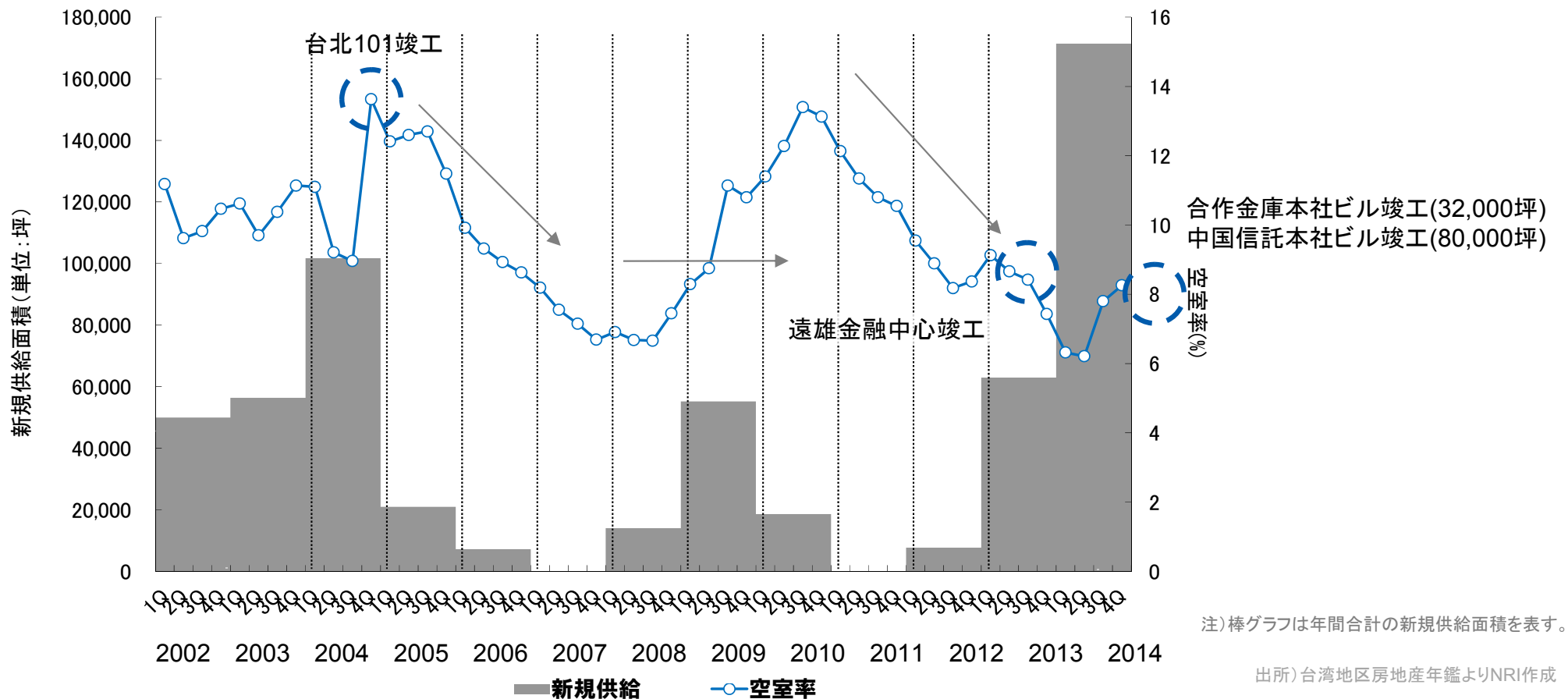
出所) 台地区房地產年鑑等資料よりNRI作成

オフィス市場:需給動向

台北市内のオフィス空室率は2010年から2013年末まで低下を続けてきた しかし、2014年後半に大型の供給が続いたことから、空室率は8%台まで上昇している

- 近年では台北市内のオフィス空室率は下降傾向にあり、2013年末には約6%程度まで低下した。
- しかし、2014年Q3、Q4に松山エリアと南港エリアに大型オフィスビルが次々に竣工し、新に11万坪以上のオフィスが供給された。
- そのため2014年の年末に空室率は8%まで上昇している。

台北市内の新規オフィス供給量と空室率の推移



オフィス市場:賃料水準

主要CBDのA級オフィス賃料は平均2,400元/坪(約9,200円/坪)程度である

主要オフィスエリアの概況(2014年)

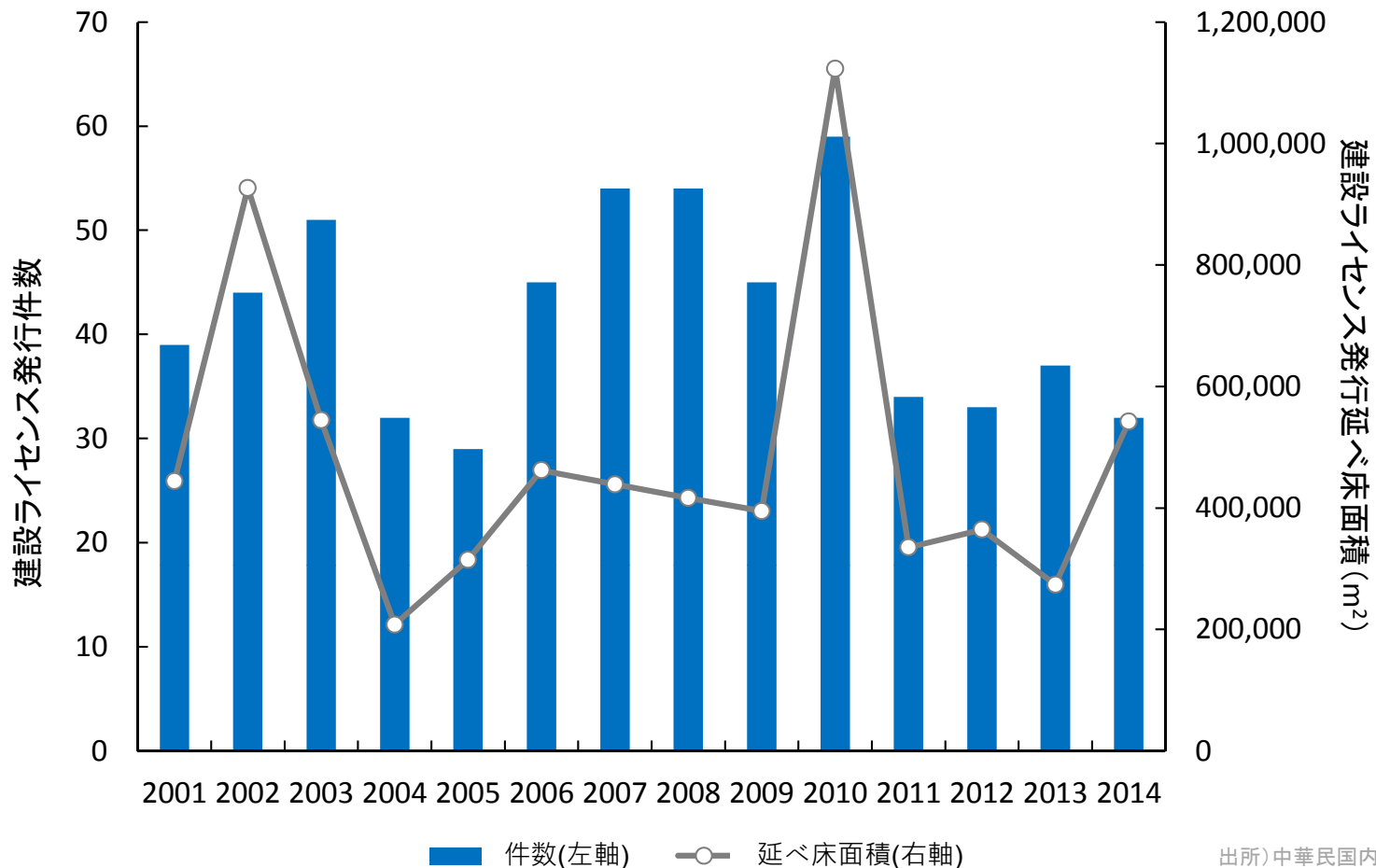
地域	供給フロア面積 (坪)	A級オフィス 空室率 (%)	B級オフィス 空室率 (%)	A級オフィス 平均賃料 (新台幣/坪/月)	B級オフィス 平均賃料 (新台幣/坪/月)
台北駅地区	62,139	7.76%	3.69%	2,200	1,691
中山北路地区	32,932	--	4.35%	--	1,746
南京松江地区	261,293	27.36%	7.38%	1,936	1,720
民生敦北地区	265,576	11.20%	6.85%	2,281	1,743
敦化仁愛地区	171,115	5.23%	4.77%	2,452	1,777
信義地区	282,612	10.45%	3.09%	2,927	1,696

平均:2,400元/坪/月

台北市内では建設ライセンス数に大きな変化はないものの、申請面積が大きく増加していることから、2016年以降もオフィス供給量が増加することが想定される

- 2010年後建設ライセンスの発行件数、延べ床面積は通常の水準に戻ったが、2014年には再び延べ床面積が大きく増加している。
- 2016年以降、大量の新規オフィスが不動産マーケットに供給される可能性が高い。

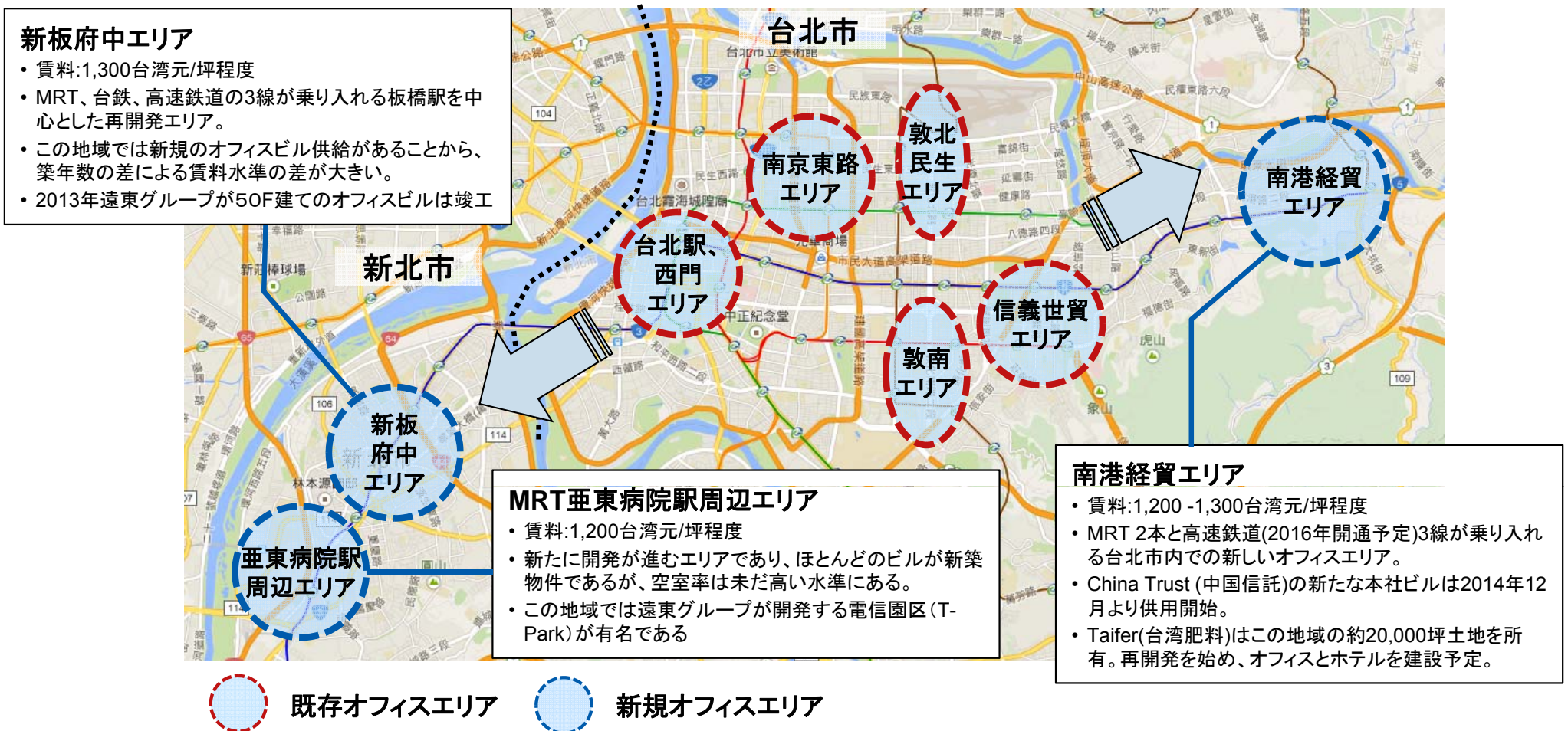
台北市内のオフィス建設ライセンスの発行件数と延べ床面積の推移



オフィス市場:今後の供給見通し

台北市の外縁を取り囲むように立地する新北市でも新たなCBDの開発が進められており、今後もオフィス供給量が増加すると想定される

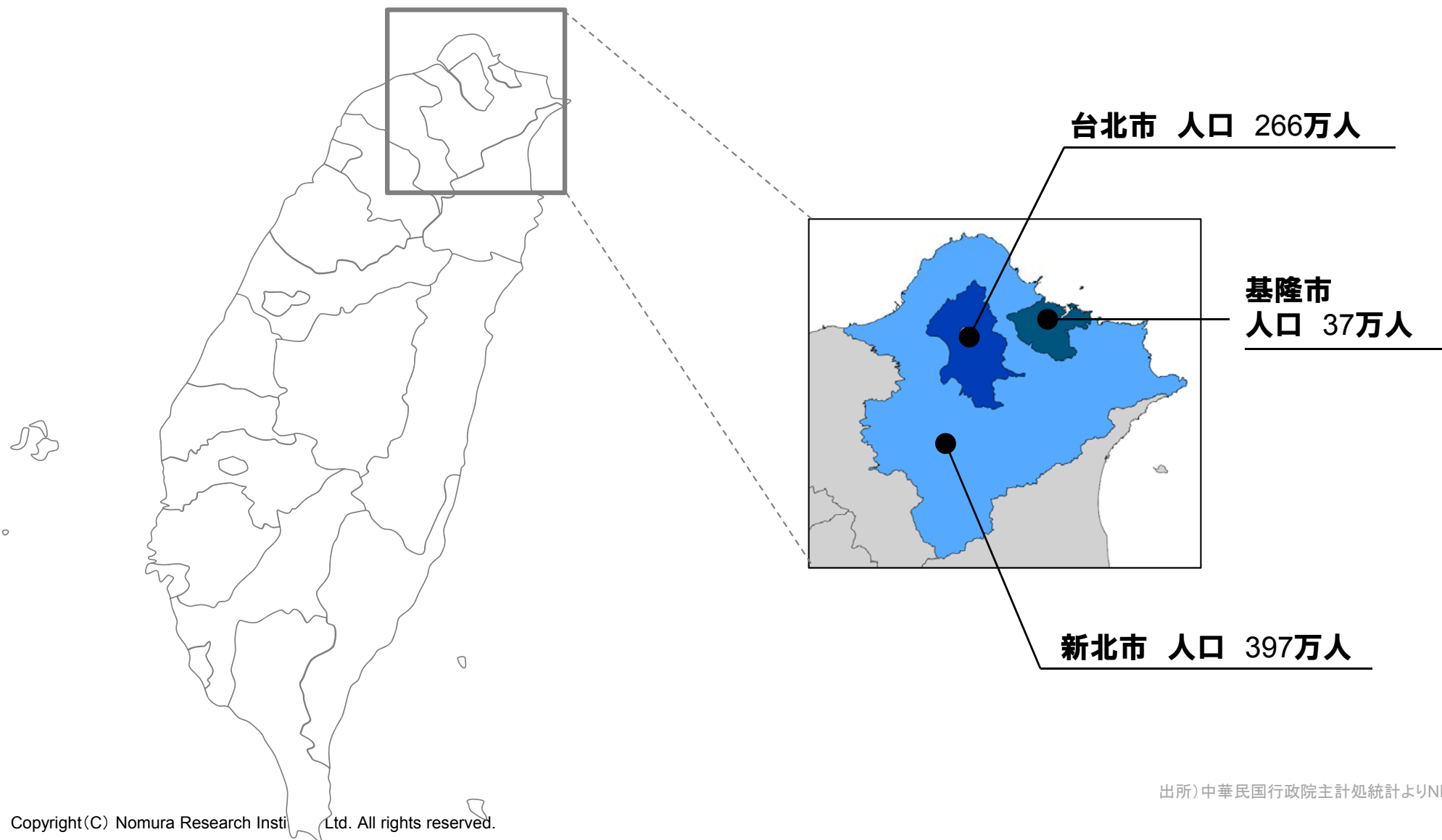
- 台北都市圏内の既存オフィスエリアはほぼ台北市中心部にある。
- 近年台北市外部の再開発に伴い、特に西の新北市板橋区と東の南港地域で新たなオフィスエリアが開発されている。



住宅市場:人口分布

北北基(台北市、新北市及び基隆市)の人口は約700万人、総人口の3割弱がこの3市に集積している

台北市、新北市及び基隆市の位置と人口



住宅市場：人口分布

台北市及び新北市でのMRT建設が郊外部での人口増加を加速させる一因となっている

台北周辺のMRT整備状況

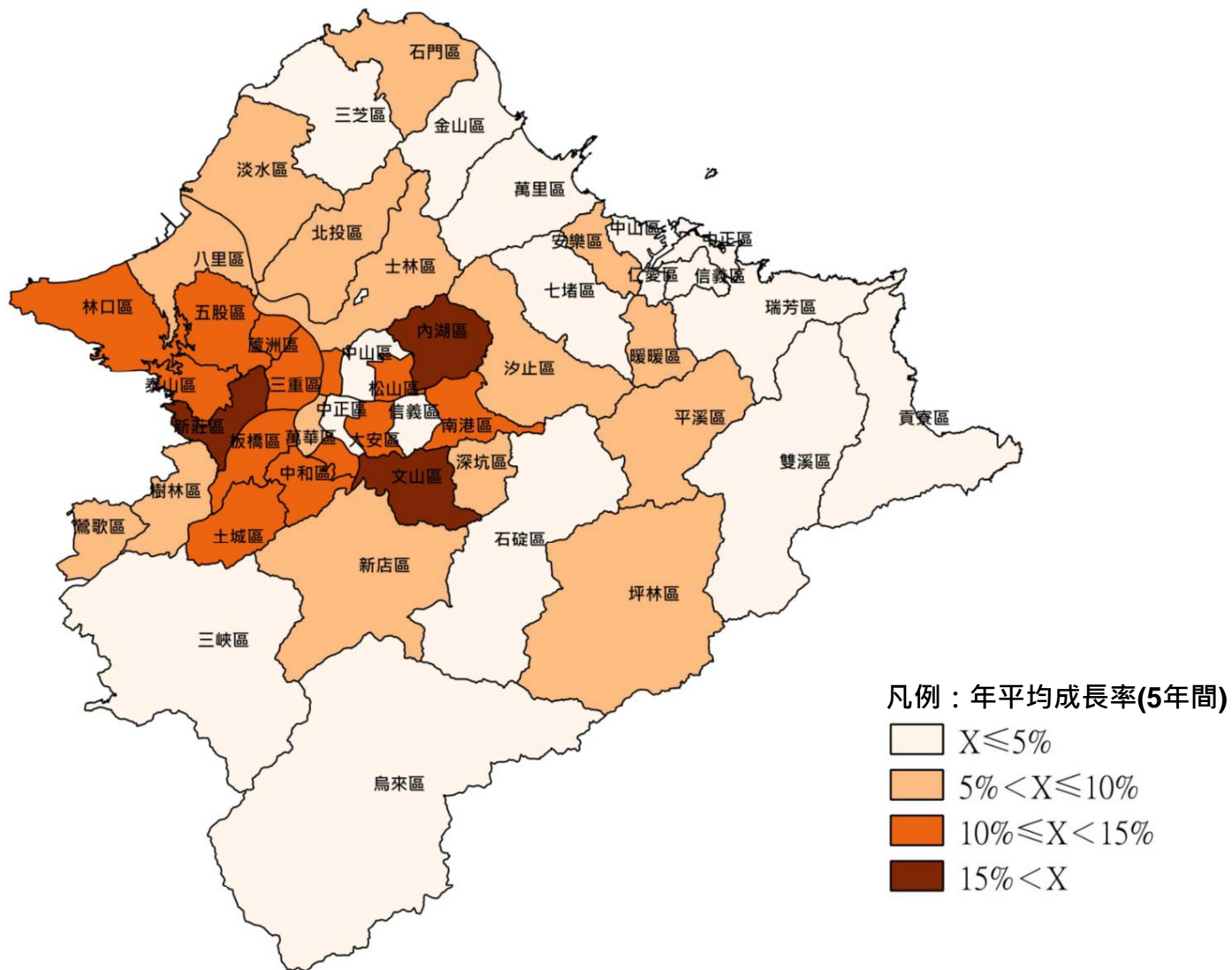


路線	区間	開通年
文湖線	中山國中-動物園	1996年3月
	中山國中-南港展覽館	2009年7月
淡水線	淡水-台北駅	1997年3月
中和線	古亭-南勢角	1998年12月
新店線	台北駅-新店	1999年11月
板南線	龍山寺-市政府	1999年8月
	龍山寺-新埔	2000年8月
	市政府-昆陽	2000年12月
	新埔-永寧	2006年5月
	永寧-頂埔	2014年12月
	昆陽-南港	2008年12月
蘆洲線	蘆洲-忠孝新生	2010年11月
	輔大-大橋頭	2012年1月
新莊線	忠孝新生-古亭	2012年9月
	迴龍-輔大	2013年3月
信義線	中正紀念堂-象山	2013年12月
松山線	松山-西門	2014年11月
環状線	新北産業園區-大坪林	2016年12月
桃園空港線	台北車站(A1)-中壢(A21)	2016年6月
萬大線	中正紀念堂-迴龍	2021年

出所) 台北市政府捷運工程局資料よりNRI作成

人口移動の特徴と同様に住宅区地価も新北市西部を中心に大きく成長している

最近5年間の台北都市圏(台北市、新北市、基隆市)の住宅区行政区別住宅地価成長率

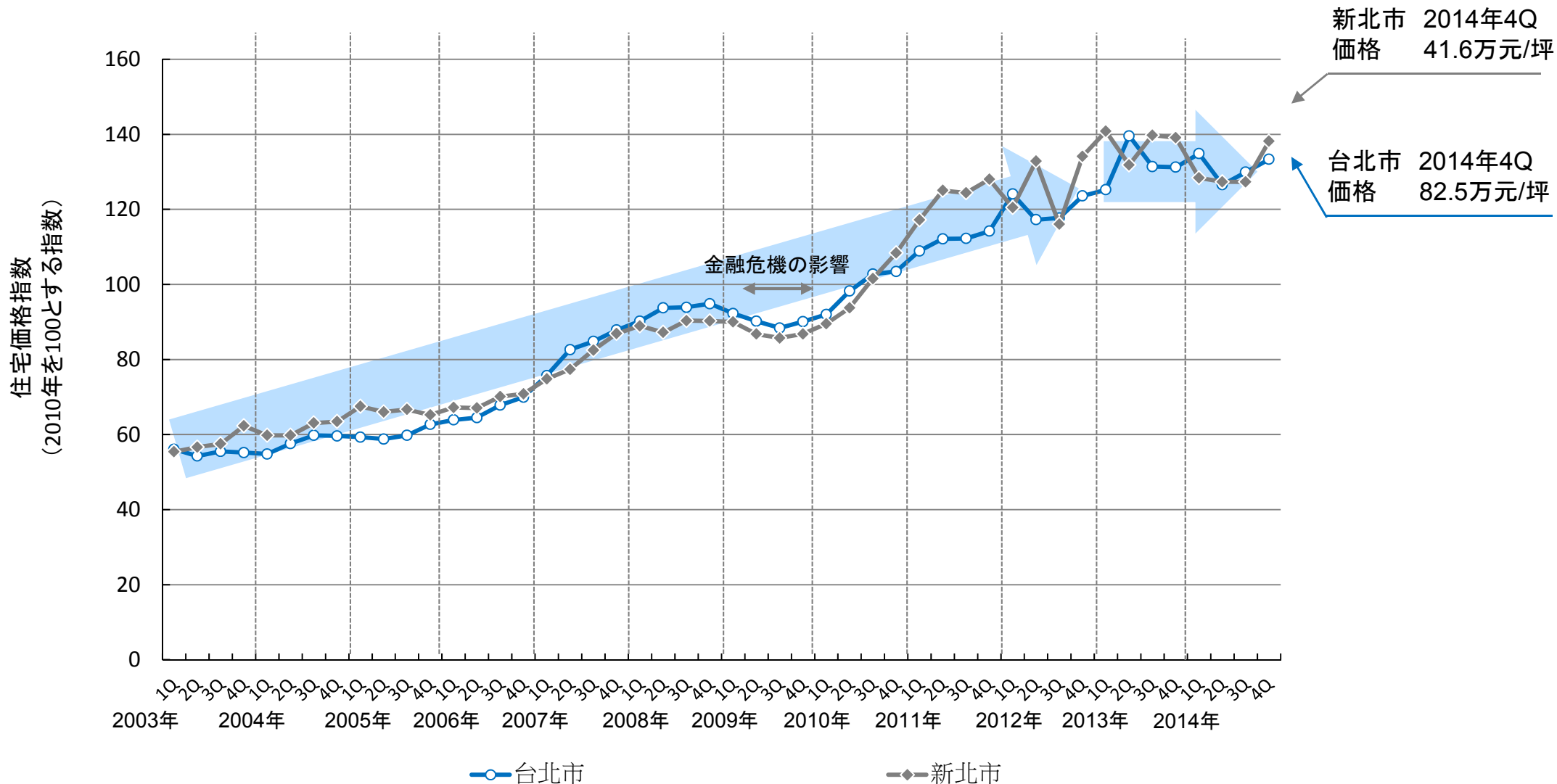


出所)内政部地政司「都市地價指數報告」よりNRI作成

住宅市場：住宅価格

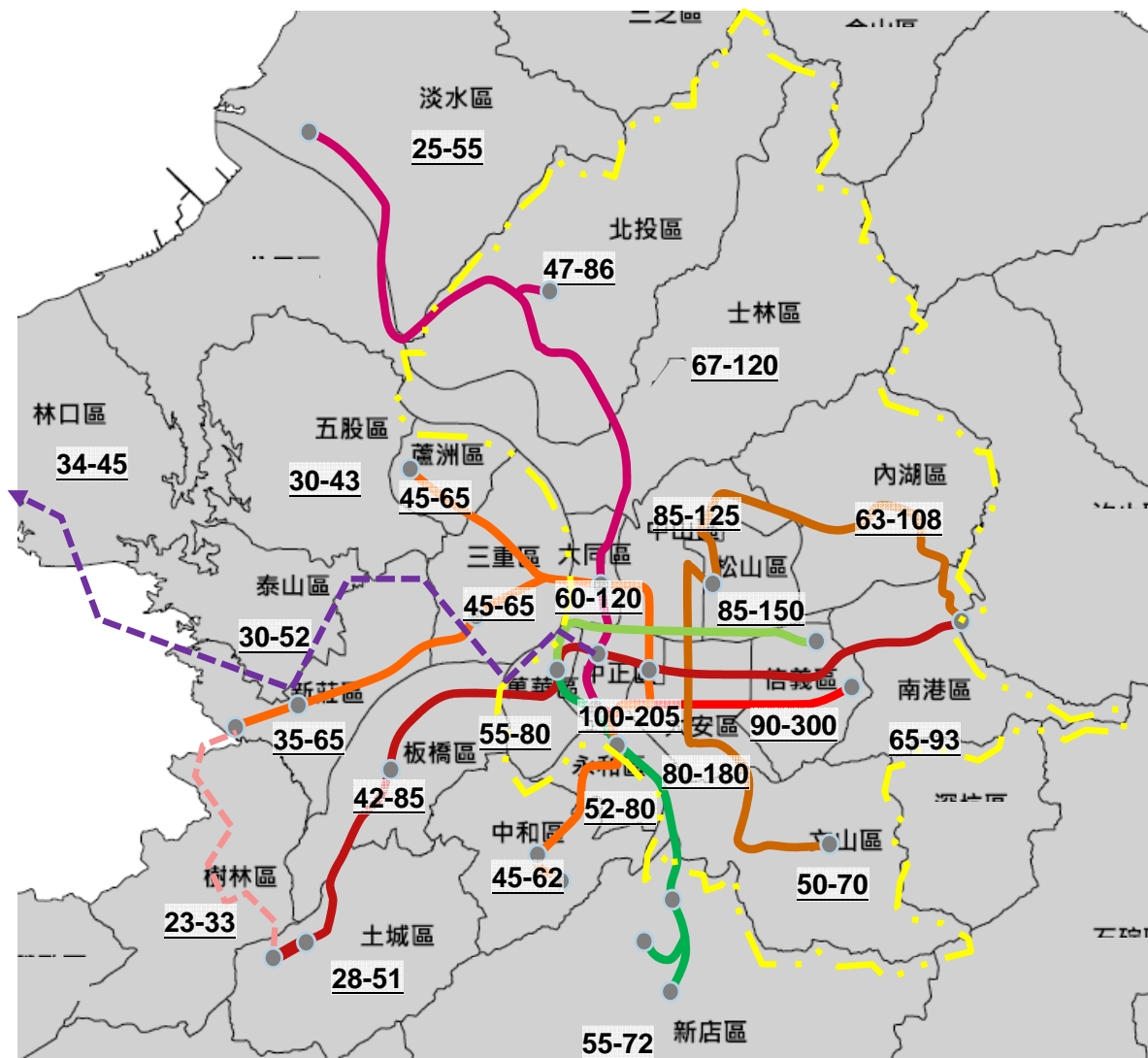
約10年継続した台北市、新北市の住宅価格の上昇トレンドは横ばいに転じ始めている

住宅価格の推移



依然として台北市内中心部の新築住宅価格はほぼ100万元/坪を超え、特に信義区での高級物件では300万元/坪を超えるケースもある

台北市・新北市の主要MRT駅周辺における新築住宅単価(単位:万元/坪)



注)各地点の価格は主要MRT駅周辺の価格相場を示している。

出所)住展房屋網よりNRI作成

住宅市場：住宅価格

賃料の水準は極めて低く、台北市内ではキャップレートは2%程度である

各地物件のキャップレート

台北市

所在地	台北市中山区 (MRT中山國小駅周辺)	台北市内湖区 (MRT内湖駅周辺)	台北市文山区 (MRT辛亥駅周辺)
間取り	2LDK	2LDK	3LDK
面積	30坪	41坪	26坪
築年数	5年	2年	18年
価格	1,800万元	2,888万元	2,388万元
家賃	2.9万元	5.0万元	2.7万元

新北市

所在地	新北市板橋区 (MRT板橋駅周辺)
間取り	3LDK
面積	33坪
築年数	8年
価格	4,124万元
家賃	6.5万元

Cap Rate

1.9%

2.0%

1.4%

Cap Rate

1.9%

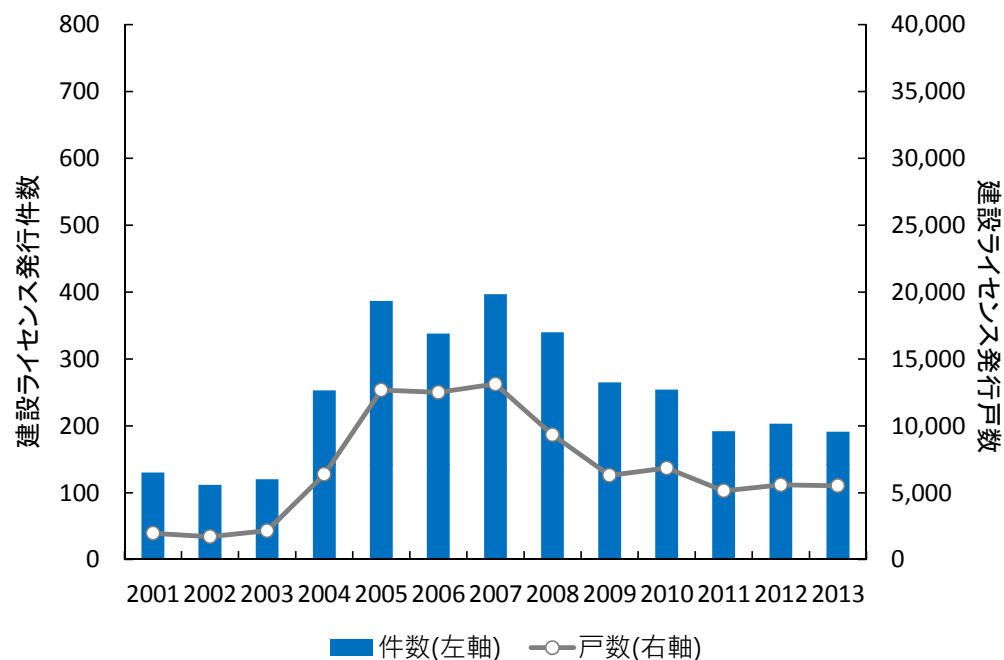
住宅市場：今後の供給見通し

台北市では毎年約5,000戸の建設ライセンスが発行されている 新北市でのライセンス発行数は2万戸を超えており、今後も供給が増加すると想定される

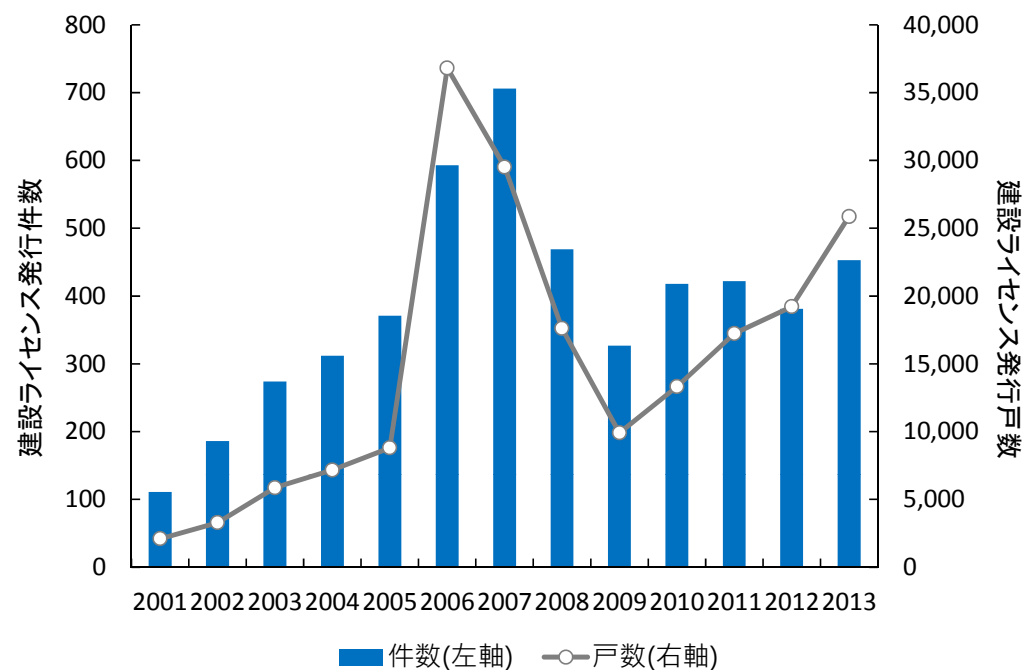
- 建物の建設に必要な建設ライセンスの発行件数・建設戸数ともにピーク時に比べてボリュームは小さくなっている。
- しかし、新北市のライセンスの発行件数は2万軒を超えており今後も住宅供給量が増加するものと考えられる。

住宅建設ライセンスの発行件数推移

台北市



新北市



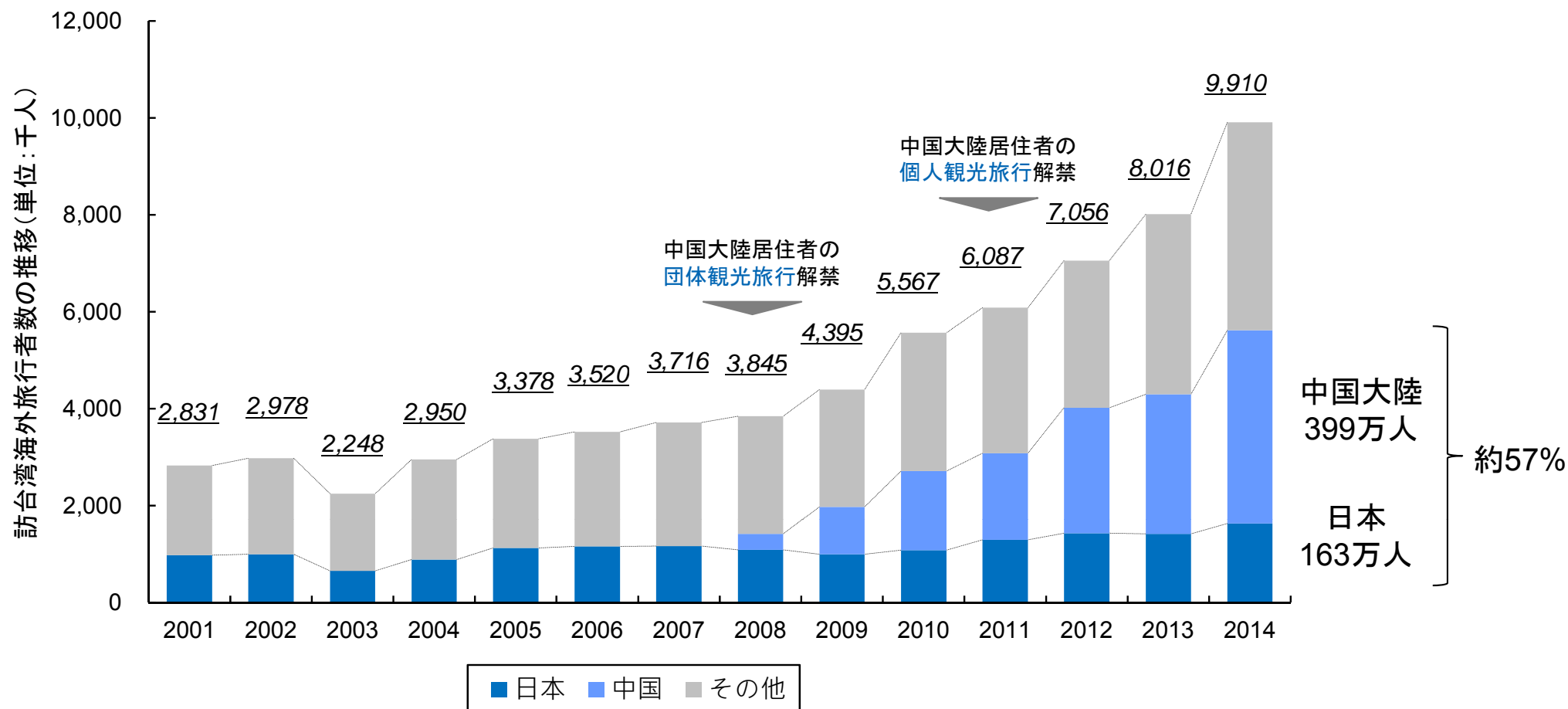
出所) 中華民国内政部営建署統計よりNRI作成

ホテル市場:来台外国人旅行者数の推移

中国大陸居住者の観光旅行解禁により台湾を訪問する旅行者が大幅に増加している

- 台湾へ訪れる旅行者の6割弱は中国大陸居住者と日本居住者が占めている。
- 中国大陸居住者に対する個人観光旅行制限の更なる緩和が予定されており、今後も訪台旅行者は増加が見込まれる。

訪台湾海外旅行者数の推移(居住地別)



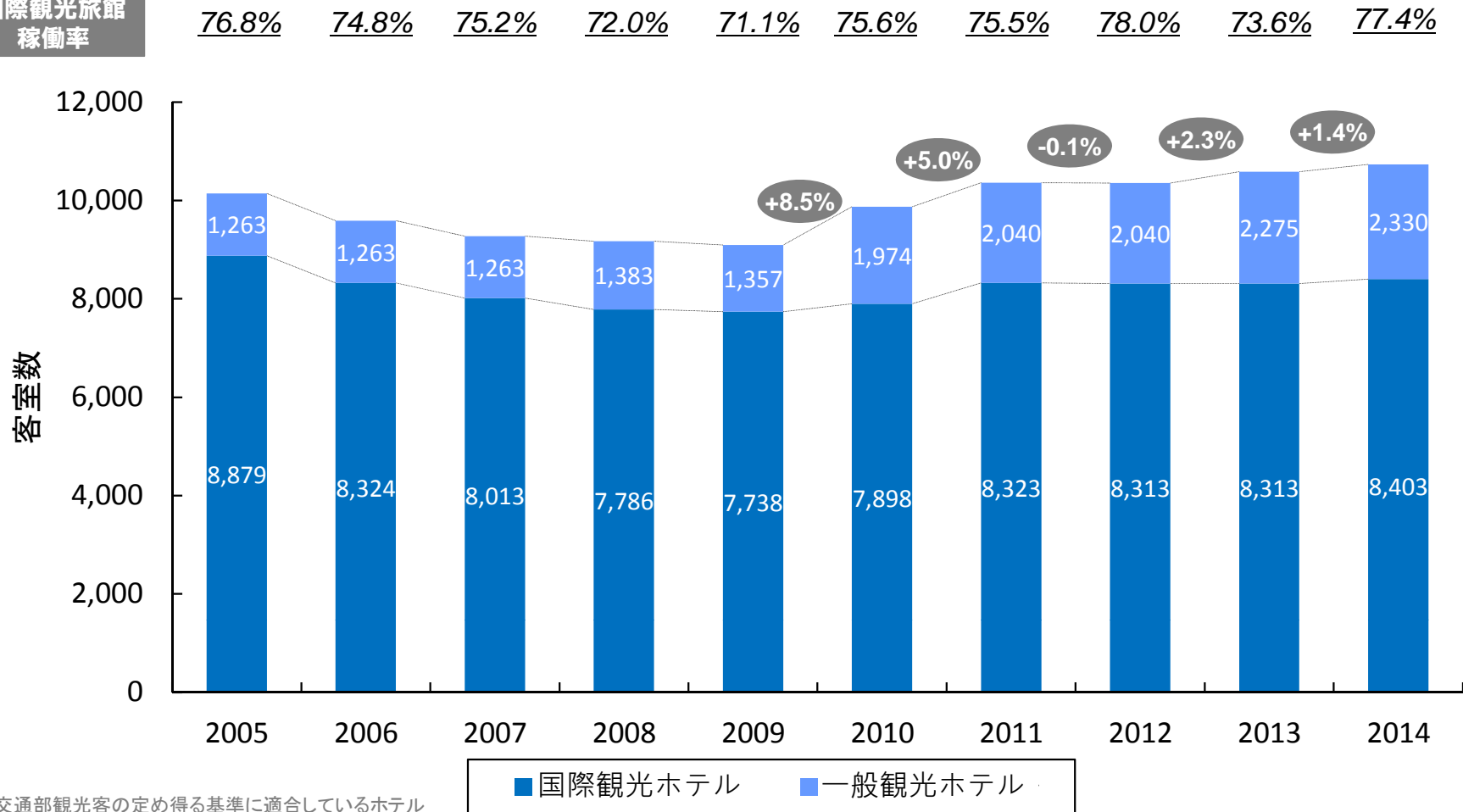
出所)交通部観光局統計年報よりNRI作成

ホテル市場:台北市内のホテルの需給

台北市内の観光ホテル客室稼働率は7割を超える高い水準を維持している

台北市内の観光ホテル客室数と稼働率の推移

国際観光旅館
稼働率

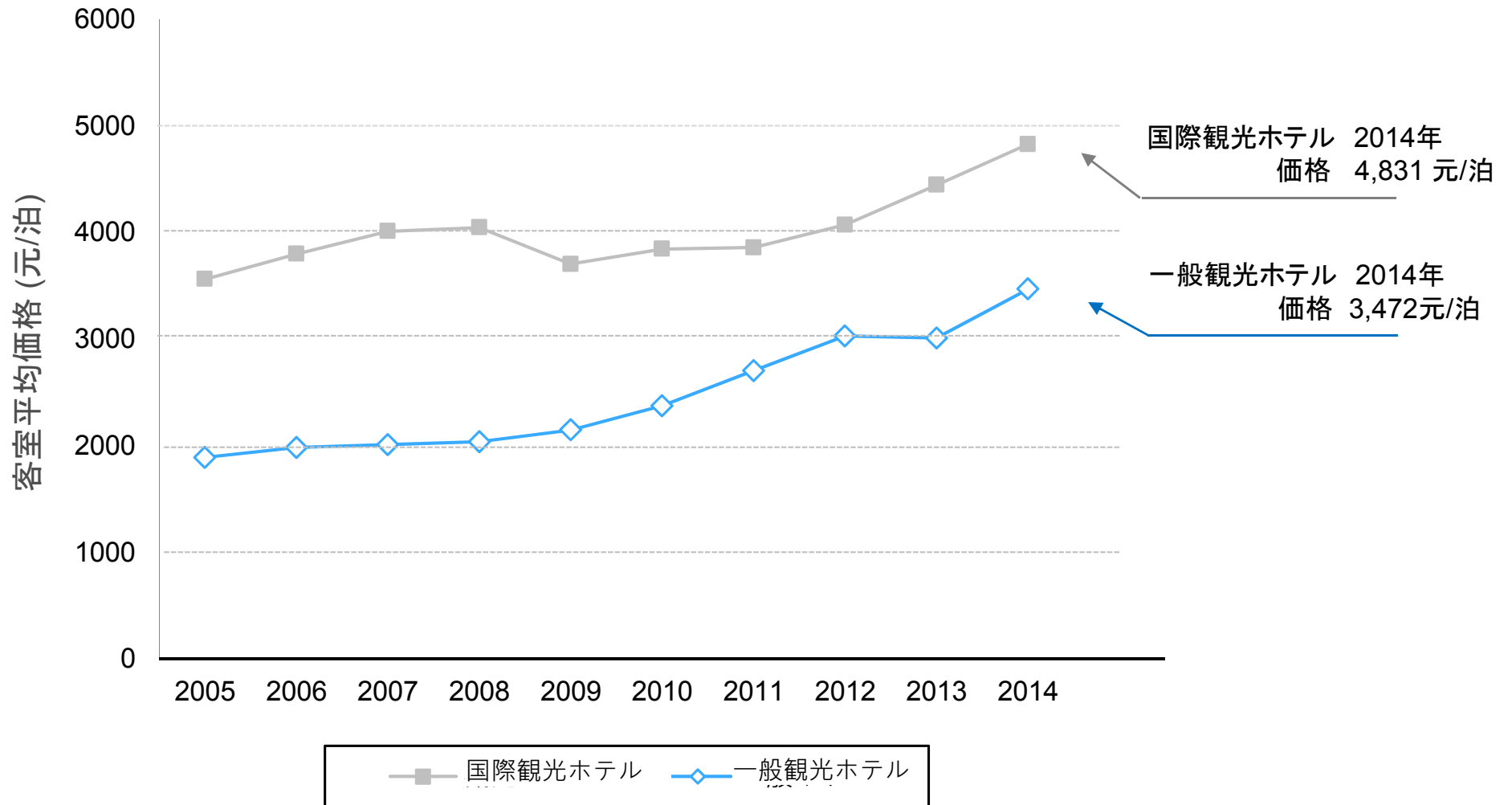


注)観光旅館とは交通部観光客の定め得る基準に適合しているホテルを指し、その水準により国際観光旅館と一般観光旅館とに分類される。2014年12月末現在、台北市内の国際観光旅館は25軒である。

出所)交通部観光局統計よりNRI作成

観光客数の増加に伴い、台北市内のホテル客室単価も上昇を続けている

台北市国際観光ホテルと一般観光ホテルの客室平均価格の推移



日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

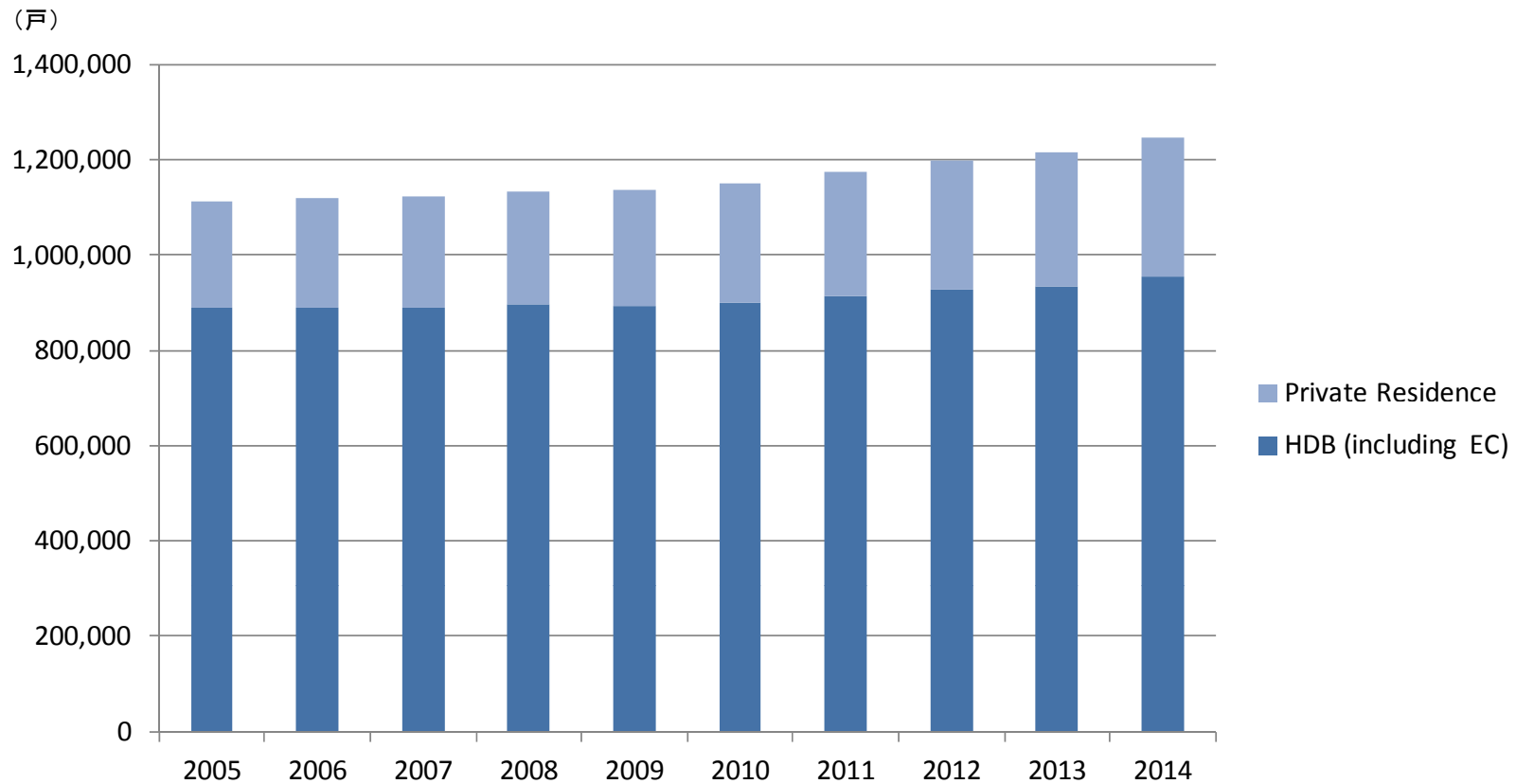
インド **インドの不動産市場**

住宅市場

シンガポールの住宅の大半はHDBが占めるが、売買の中心は民間住宅

- HDB (Housing and Development Board) フラットは政府が供給する公団住宅で、新築物件はシンガポール国民しか購入が認められていない。
- 民間住宅は、外国人を含め自由に売買できる。

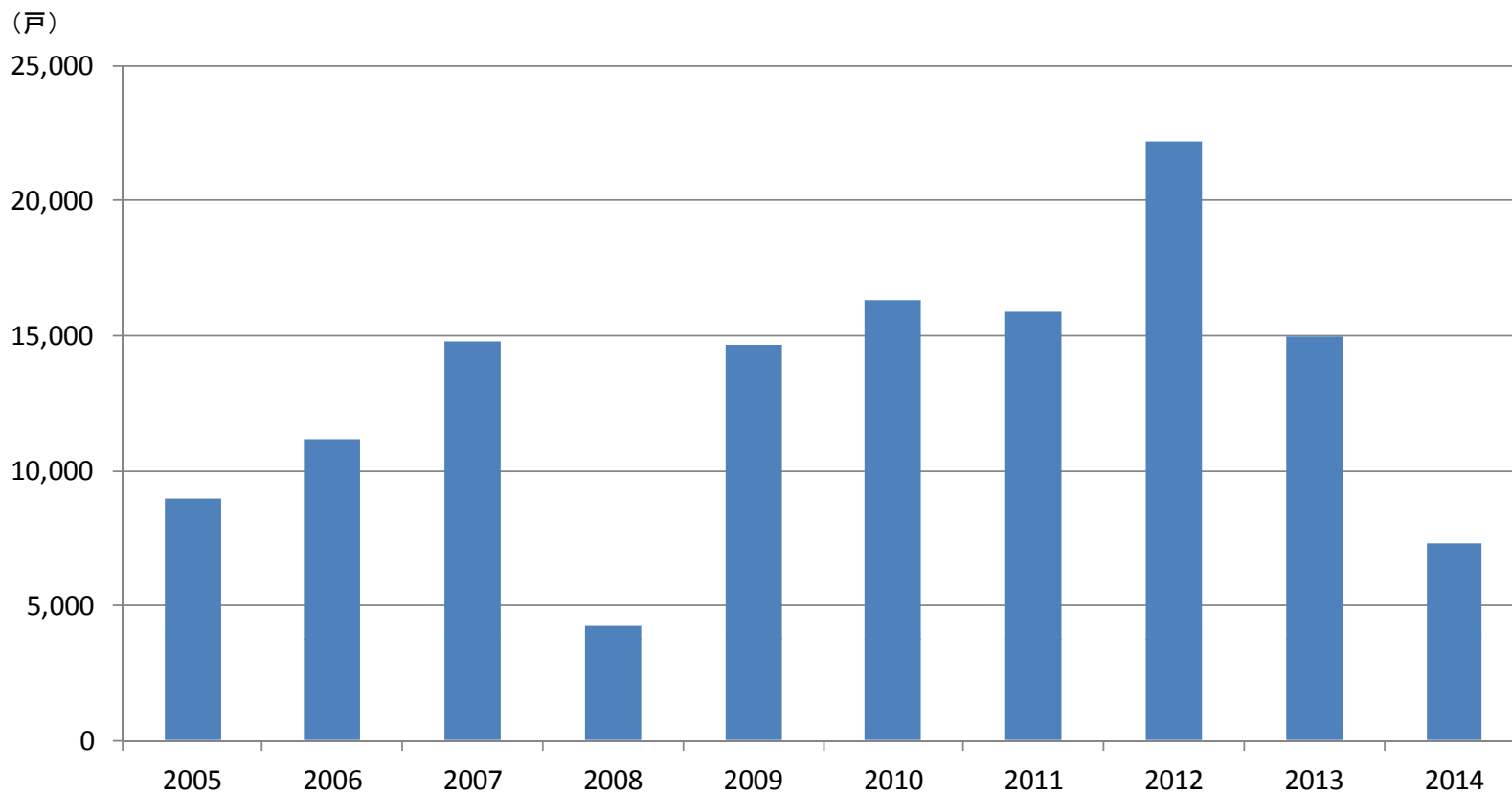
シンガポールにおける住宅戸数(ストック)



販売戸数は2012年をピークに減少に転じ、2014年は前年の約半分にまで落ち込んだ

- 2013年の民間住宅の販売戸数は約15,000戸だったのに対し、2014年は約7,300戸に減少した。

シンガポールにおける民間住宅の販売戸数(フロー)

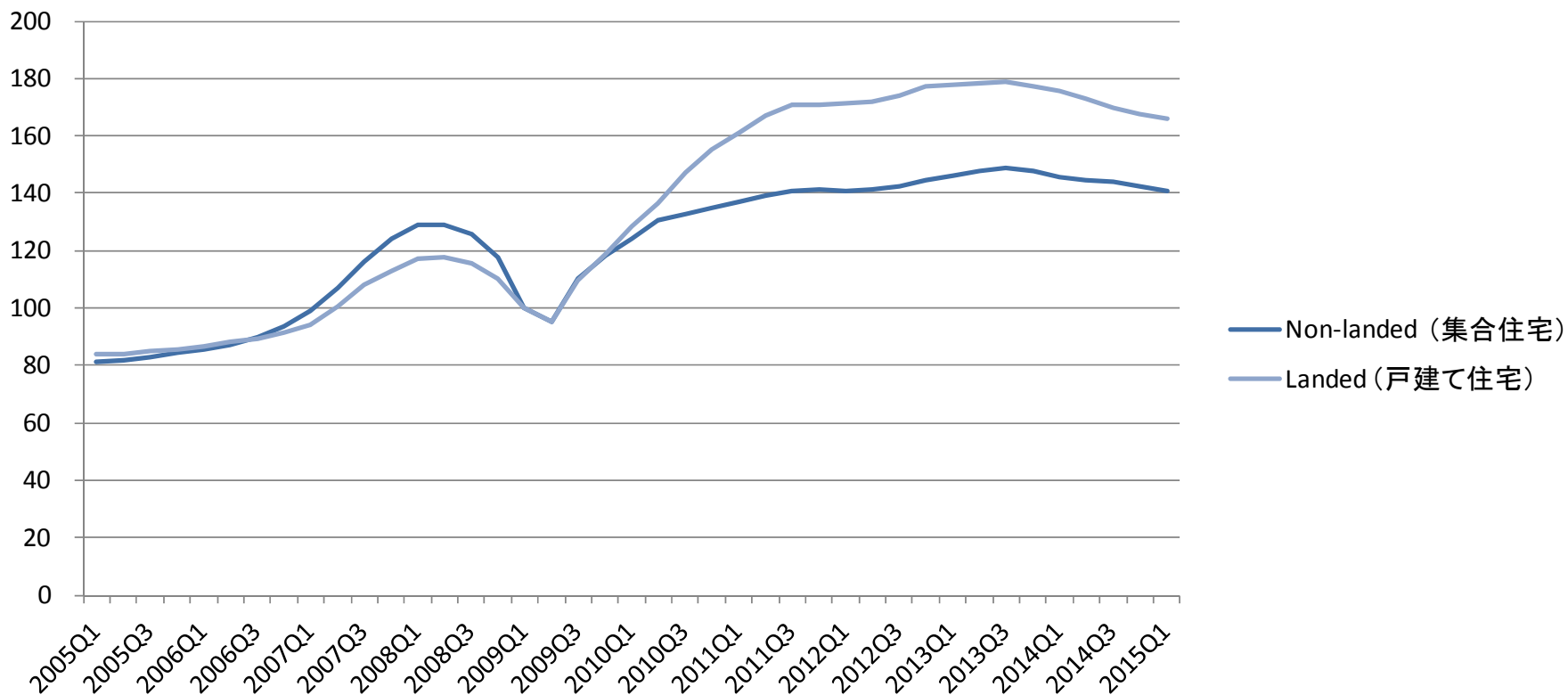


上昇し続けていた販売価格も、2013年後半以降は低下の一途を辿っている

■ 民間集合住宅の販売価格は、2014年の1年間で約4%低下した。

シンガポールにおける民間住宅の販売価格指数

(2009Q1=100)



段階的に強化されてきた抑制策が、住宅価格低下の主因である

- 2011年の総選挙では、住宅価格の上昇が争点の一つであり、与党が勝利したものの野党が躍進した。
- 次回総選挙は2017年1月までに実施される予定であり、当面は抑制策は継続すると見られている。

シンガポールにおける住宅市場に対する主な過熱抑制策

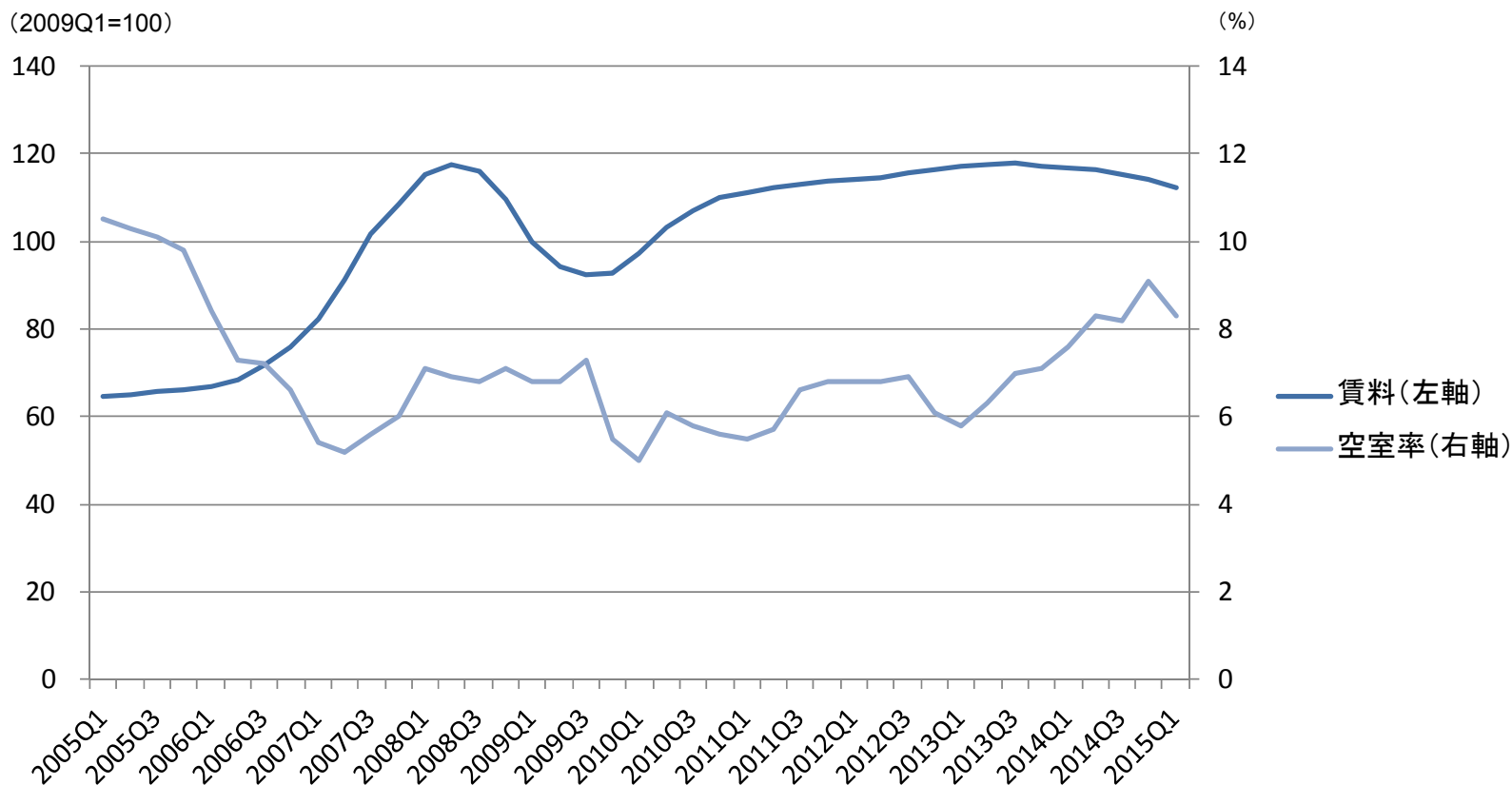


住宅市場

2013年から集合住宅の空室率が上昇し始め、同年後半には賃料も減少し始めた

- 空室率は直近では減少に転じたものの、上昇傾向にある。
- 賃料は減少し続けており、2014年で約2.6%の減少となった。

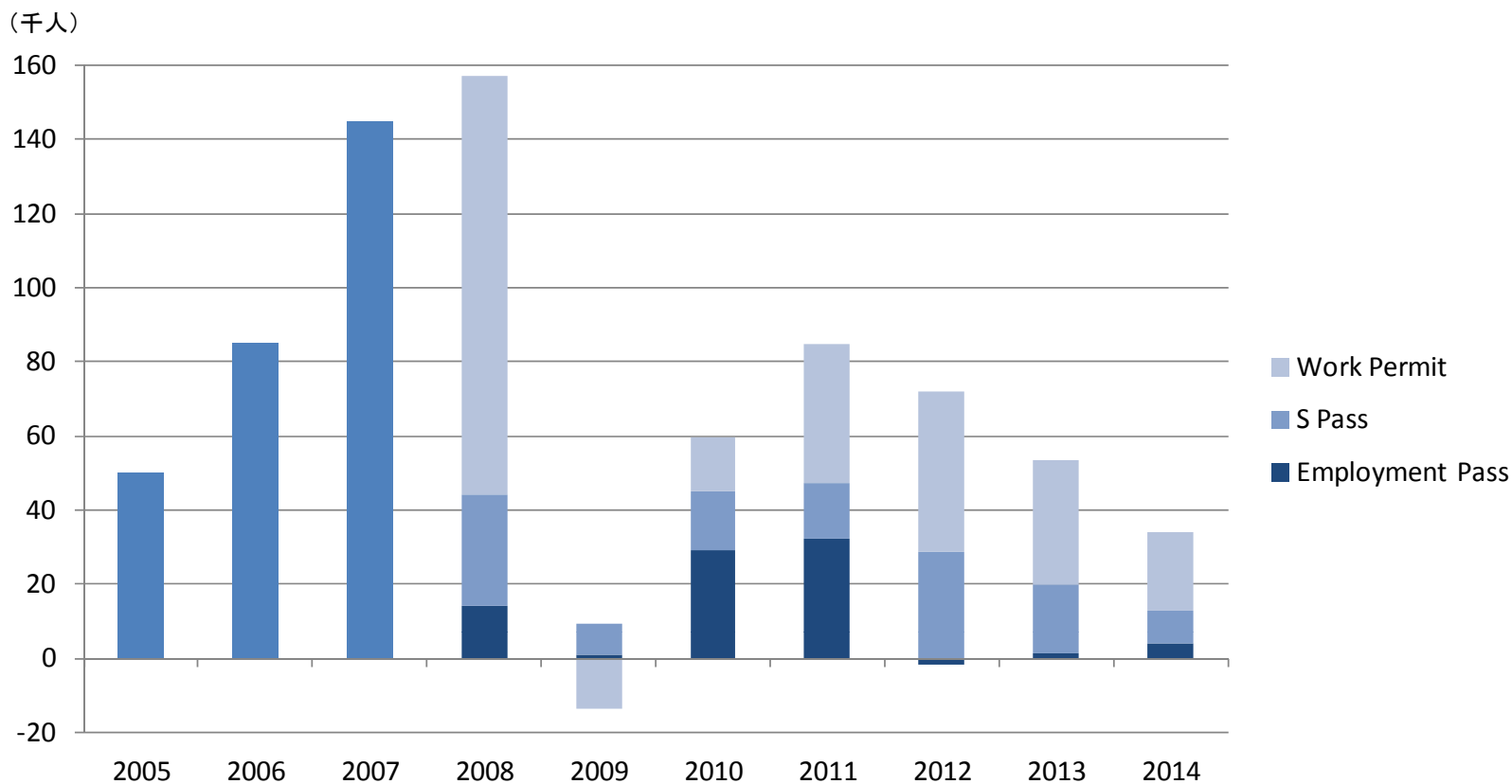
シンガポールにおける民間・集合住宅の賃料指数と空室率



外国人労働者の流入抑制策により、借り手となる外国人労働者の減少が続いている

■ 特に、収入条件が高いEmployment Passの取得者がほとんど増えていないことから、賃料負担力のある層が限られてきていると言える。

シンガポールにおける外国人労働者(就労ビザ保有者)の増減数



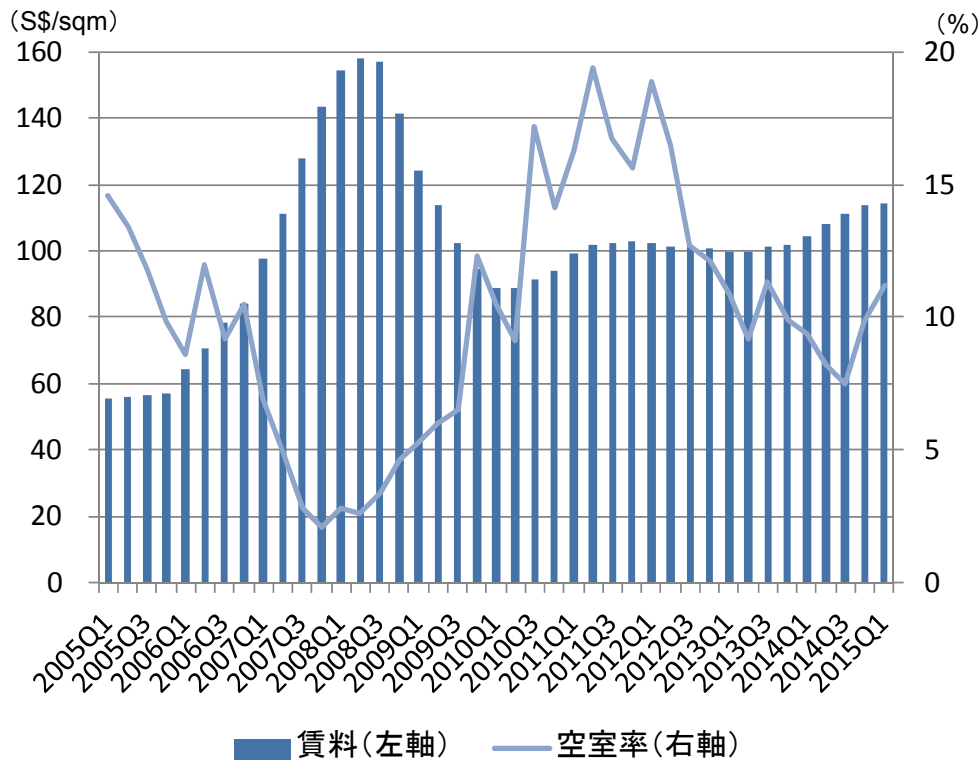
オフィス市場

オフィスの賃料は上昇傾向が続いているが、直近の空室率は上昇に転じている

- 直近の月額賃料は、Category 1のオフィスで約114Sドル/m²、Category 2のオフィスで約68Sドル/m²。

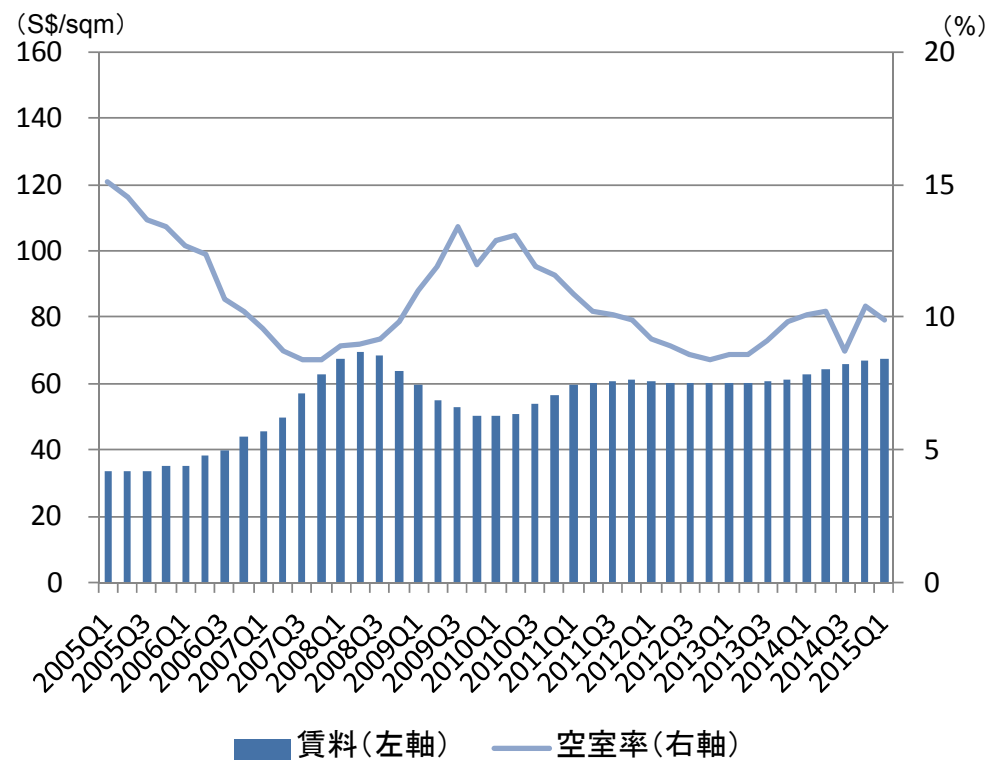
シンガポールにおけるオフィスの月額賃料と空室率

Category 1（中心部）



Category 1: Office buildings located in core business areas in Downtown Core and Orchard Planning Area which are relatively modern or recently refurbished, command relatively high rentals and have large floor plate size and gross floor area.

Category 2（その他エリア）



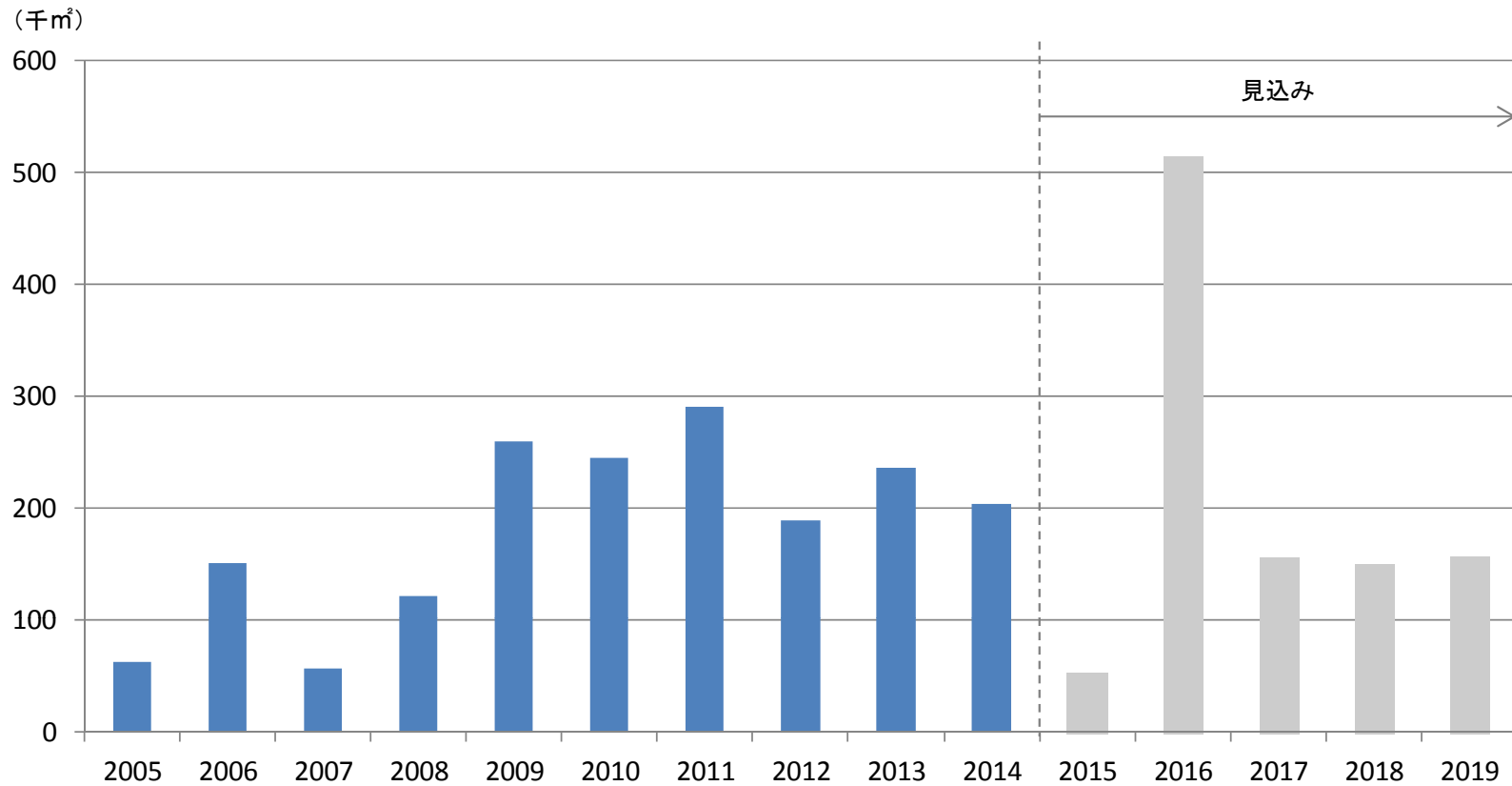
Category 2: The remaining office buildings which are not included in Category 1 office buildings.

オフィス市場

直近では新規供給は限定的であったものの、今後大量供給が見込まれている

- 大量供給により全体の賃料上昇は落ち着く可能性がある一方、移転により新規オフィスの賃料に対する影響は限定的との見方もある。

シンガポールにおけるオフィスの竣工面積

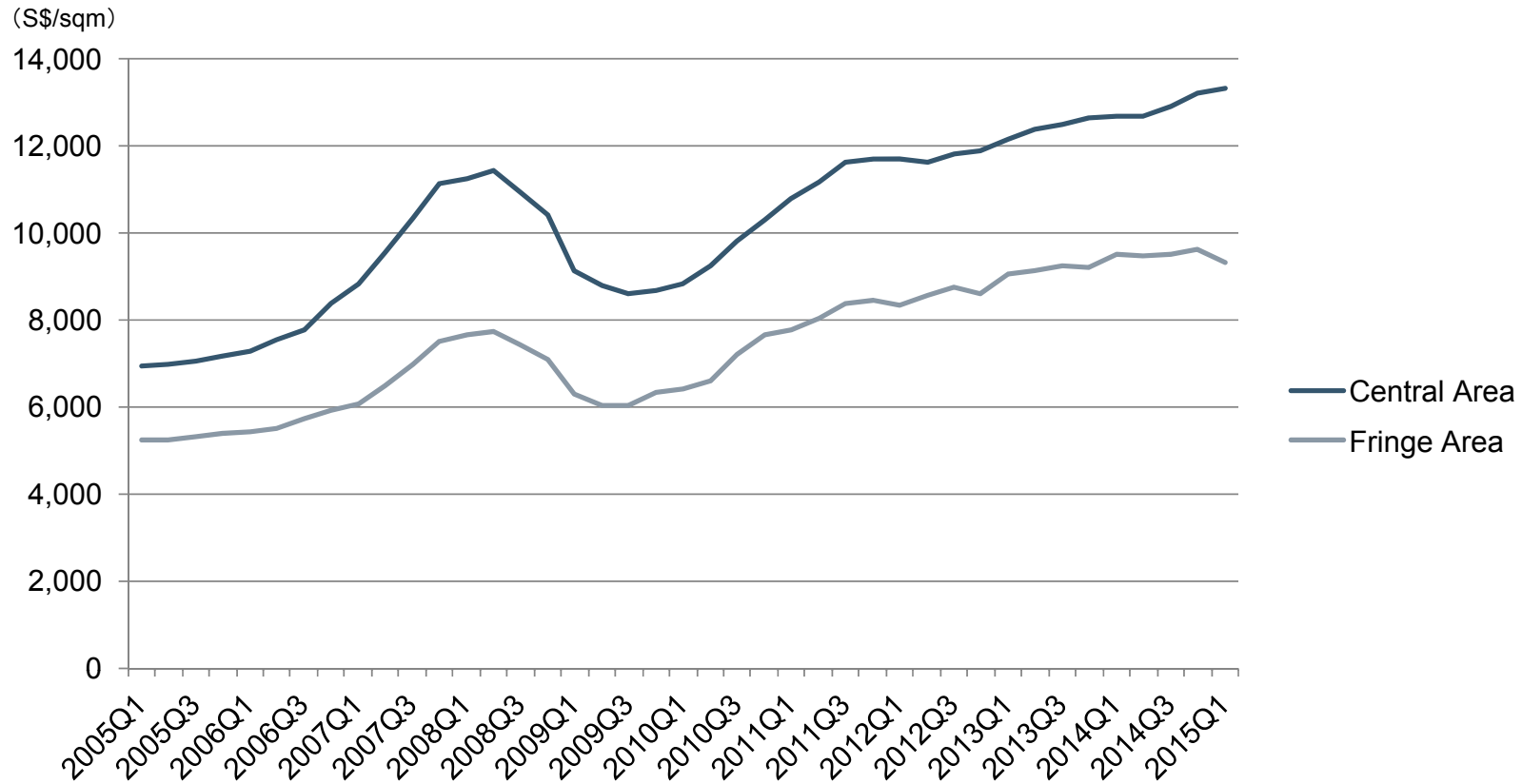


オフィス市場

オフィスの売買価格は、5年以上上昇傾向が続いている

- 直近の売買価格は、Central Areaのオフィスで約13,300ドル/㎡、Fringe Areaのオフィスで約9,300ドル/㎡。

シンガポールにおけるオフィスの売買価格(中央値)



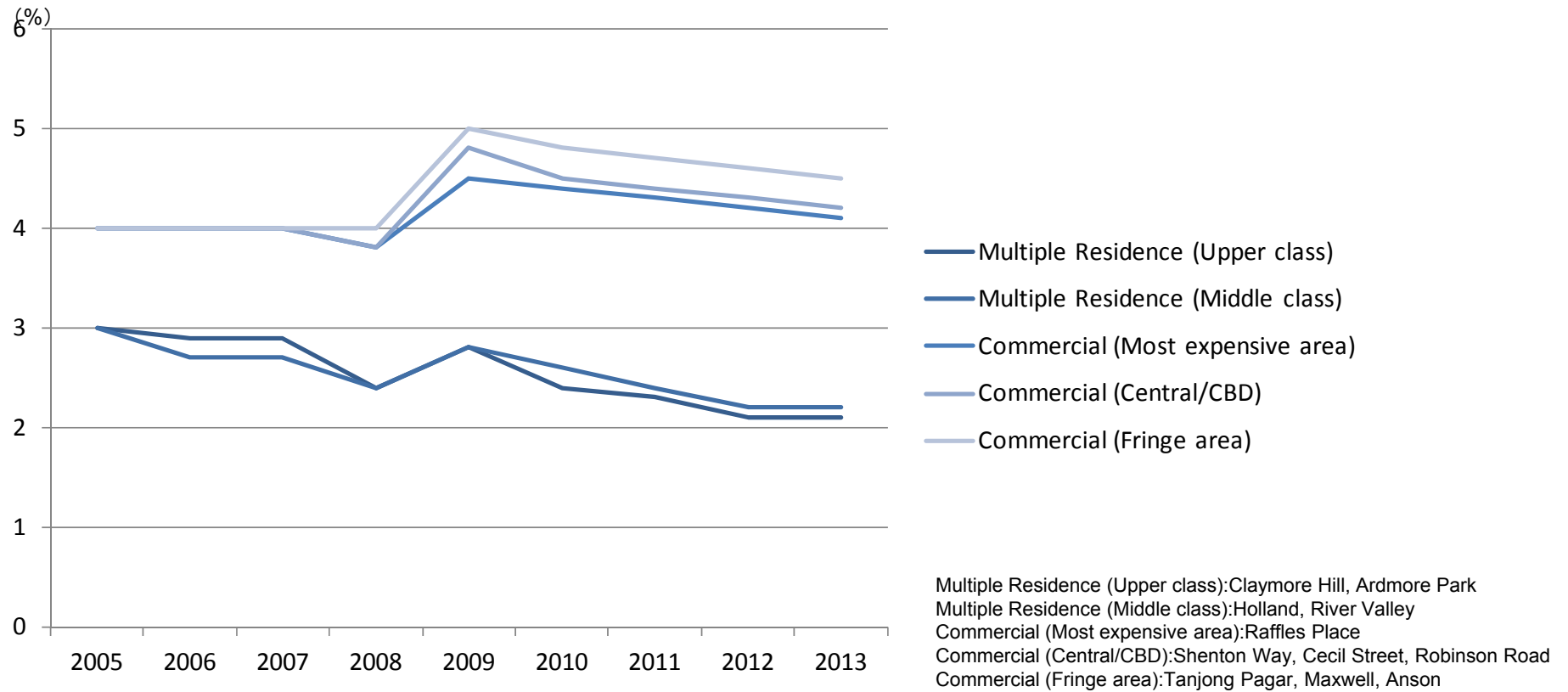
Central Area: Outram, Museum, Newton, River Valley, Singapore River, Marina South, Marina East, Straits View, Rochor, Orchard and Downtown Core.
Fringe Area: Bukit Merah, Bukit Timah, Queenstown, Kallang, Bishan, Marine Parade, Geylang, Toa Payoh, Tanglin, Novena and Southern Islands.

売買動向

キャップレートは、2009年以降低下傾向にある

- 集合住宅のキャップレートは2%台前半、商用不動産のキャップレートは4%台前半～半ばである。

シンガポールにおけるキャップレート

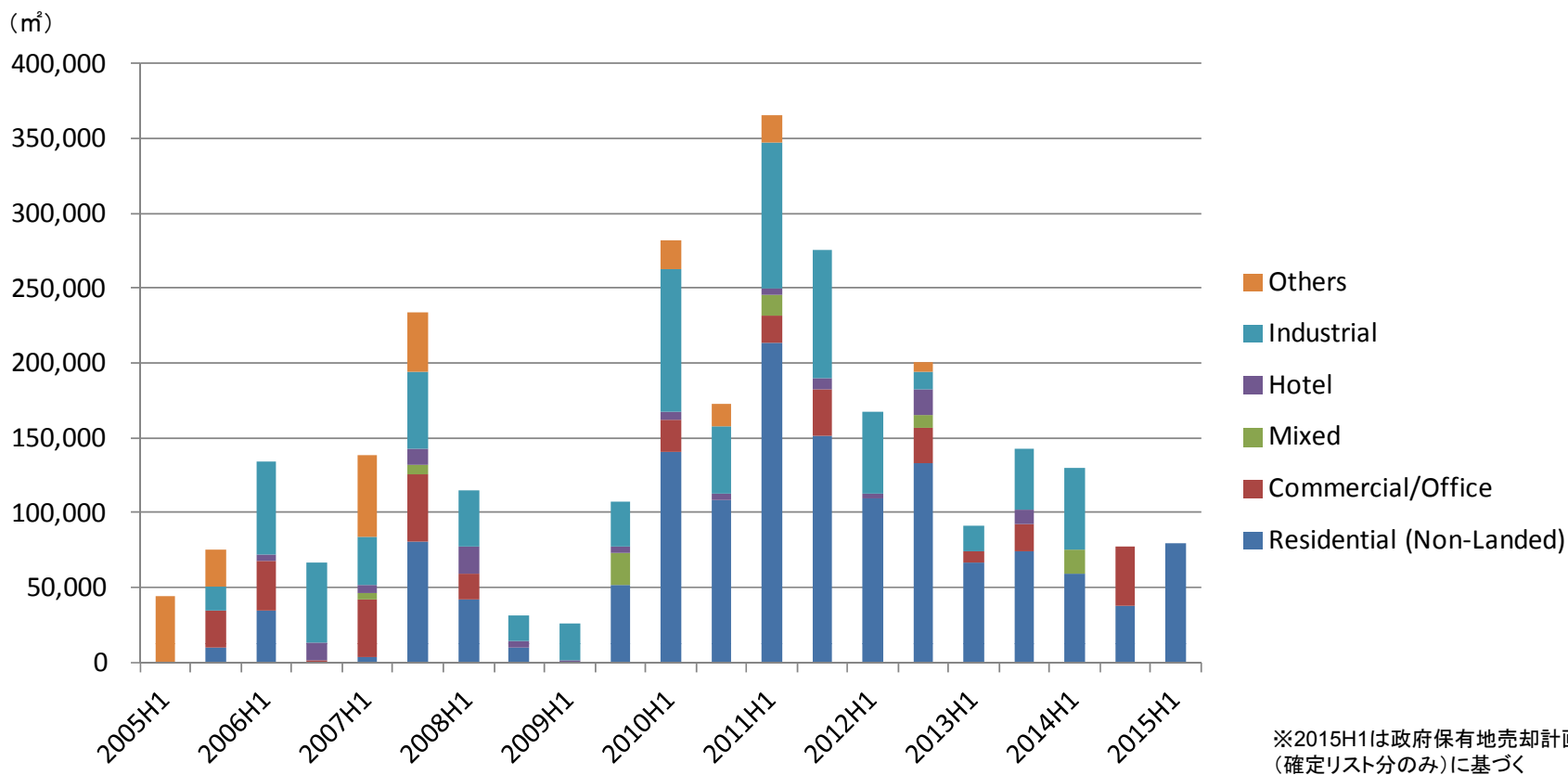


開発動向

開発用地の供給は縮小しており、国内での新たな開発機会は限られてきている

- 国土の約8割は政府保有地であり、政府が開発用地の供給量をコントロールしているが、その売却面積は2011年以降減少傾向にある。

シンガポールにおける政府保有地の売却面積



開発動向

国内市場の低迷や開発余地の減少を受け、シンガポールデベの海外展開が加速している

- ASEANやインド、中国、欧米での事業が増えている。

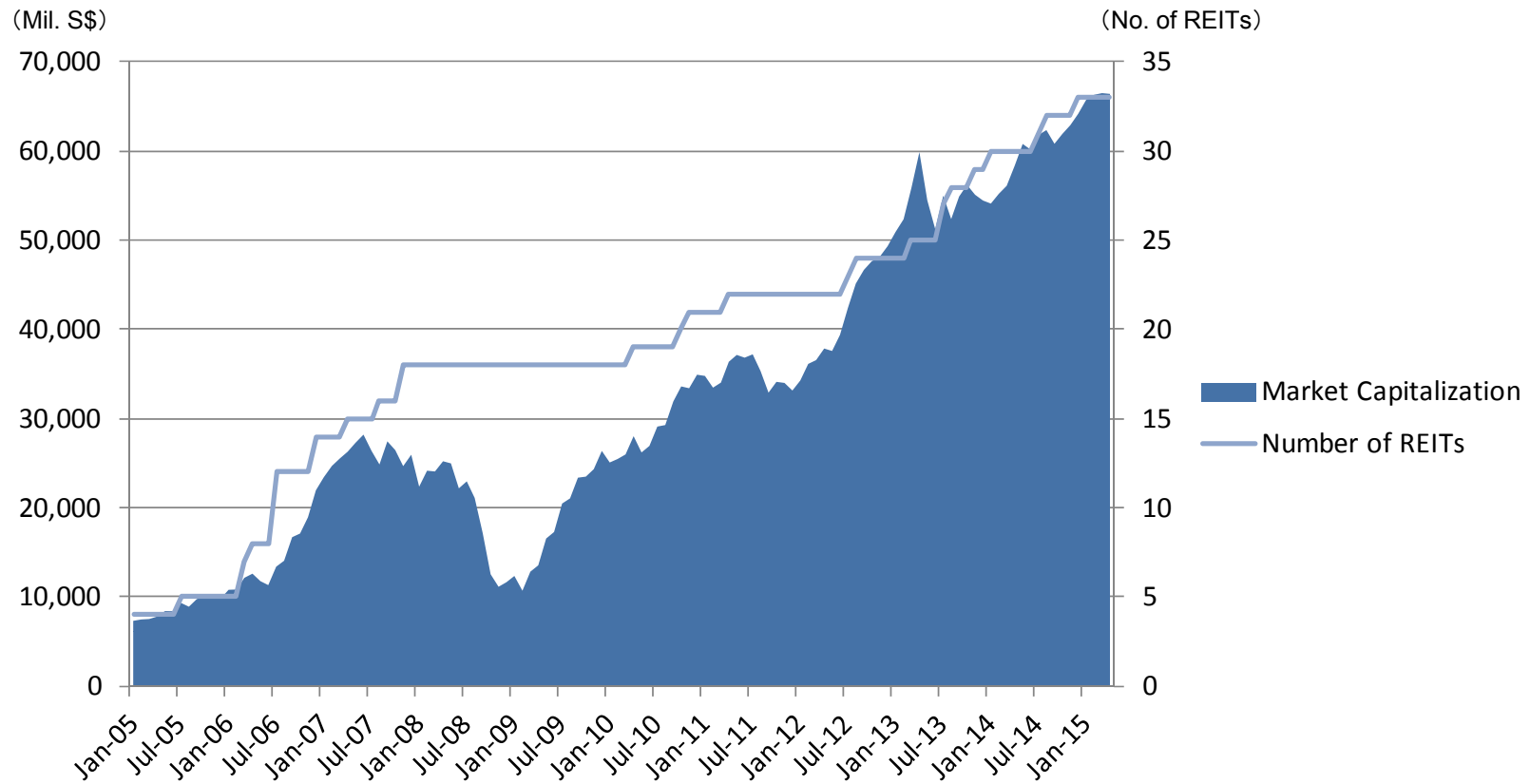
シンガポールの主要デベロッパーの直近の主な海外開発事例・計画



S-REITの時価総額は、2009年以降回復し、約660億ドルの規模にまで拡大している

■ S-REITの銘柄数は、現在では33銘柄に達している。

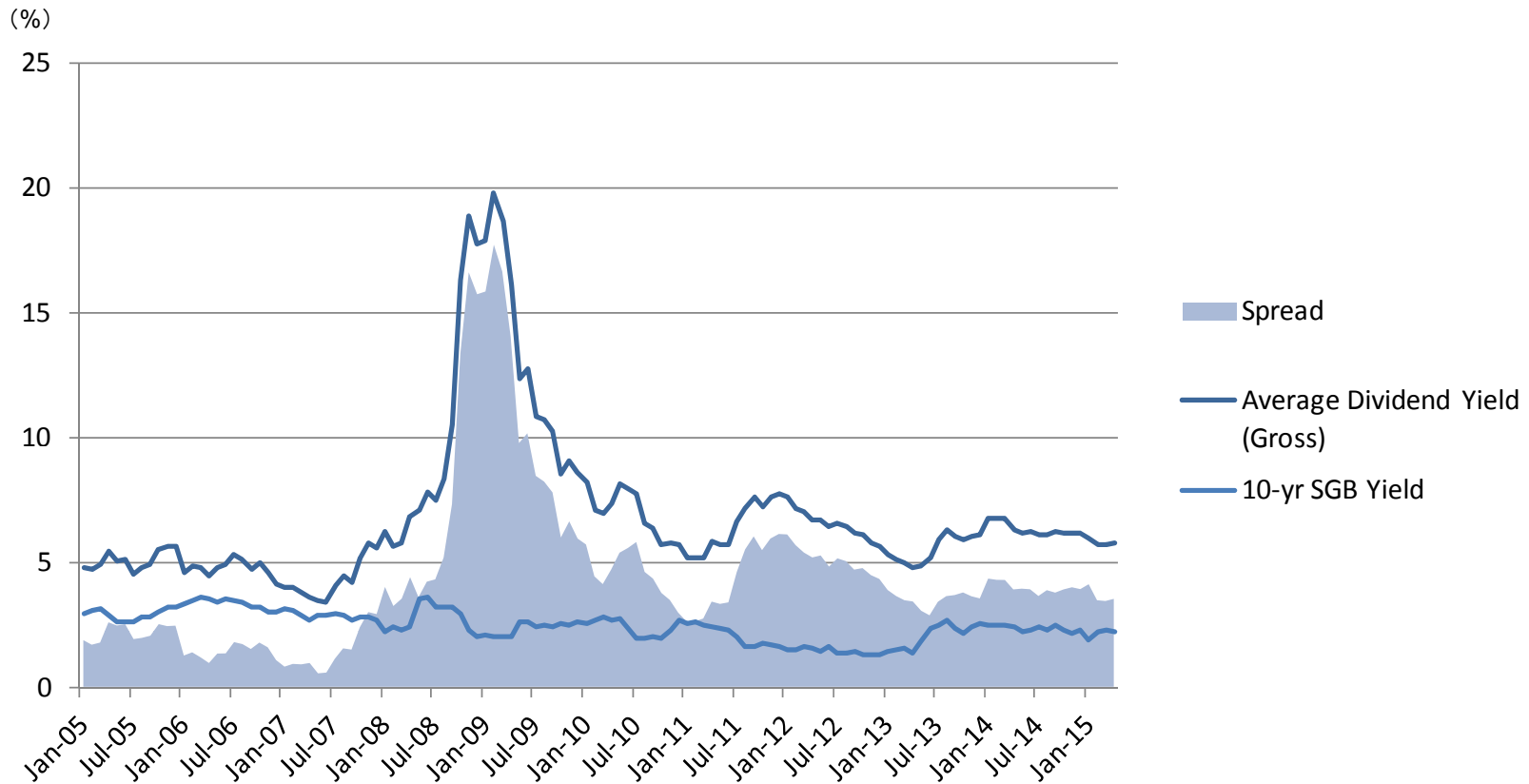
S-REITの時価総額と銘柄数



S-REITの配当利回りは、2009年に急上昇したが、その後6%前後で推移している

- 直近のイールドギャップは、約3~4%である。

S-REITの配当利回りとイールドギャップ



日本 **日本の不動産投資市場**

中国 **調整期に入る中国の不動産市場**

韓国 **低成長下における不動産市場改善の兆し**

台湾 **台湾のオフィス・住宅・ホテル市場**

シンガポール **頭打ち感の強まるシンガポールの不動産市場**

インド **インドの不動産市場**

インド

インドの不動産市場

1

マクロ経済概況

2

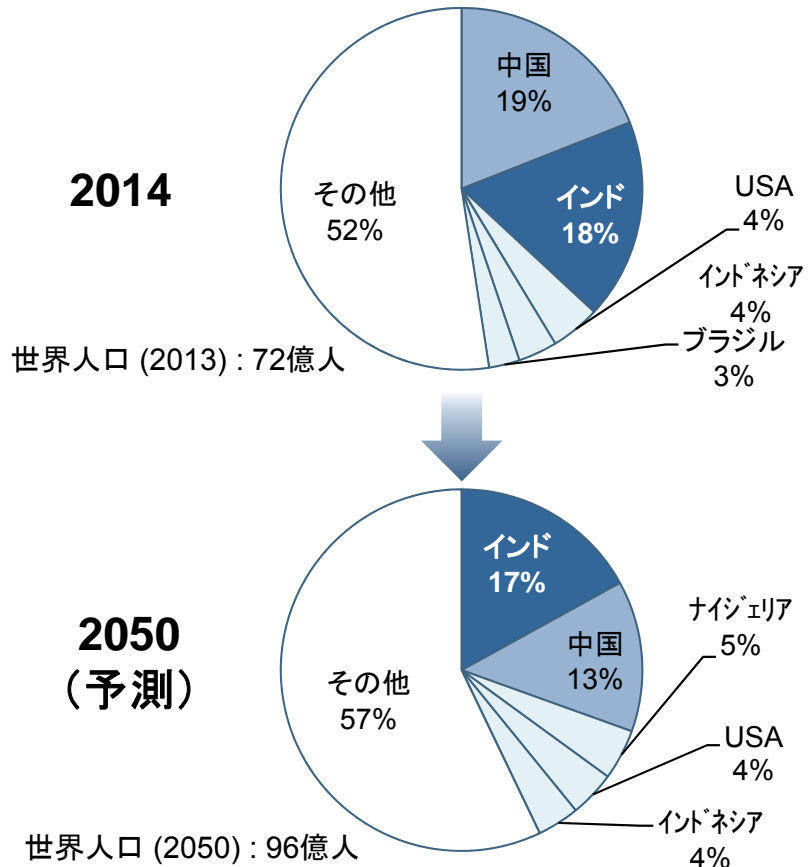
不動産市場概況

3

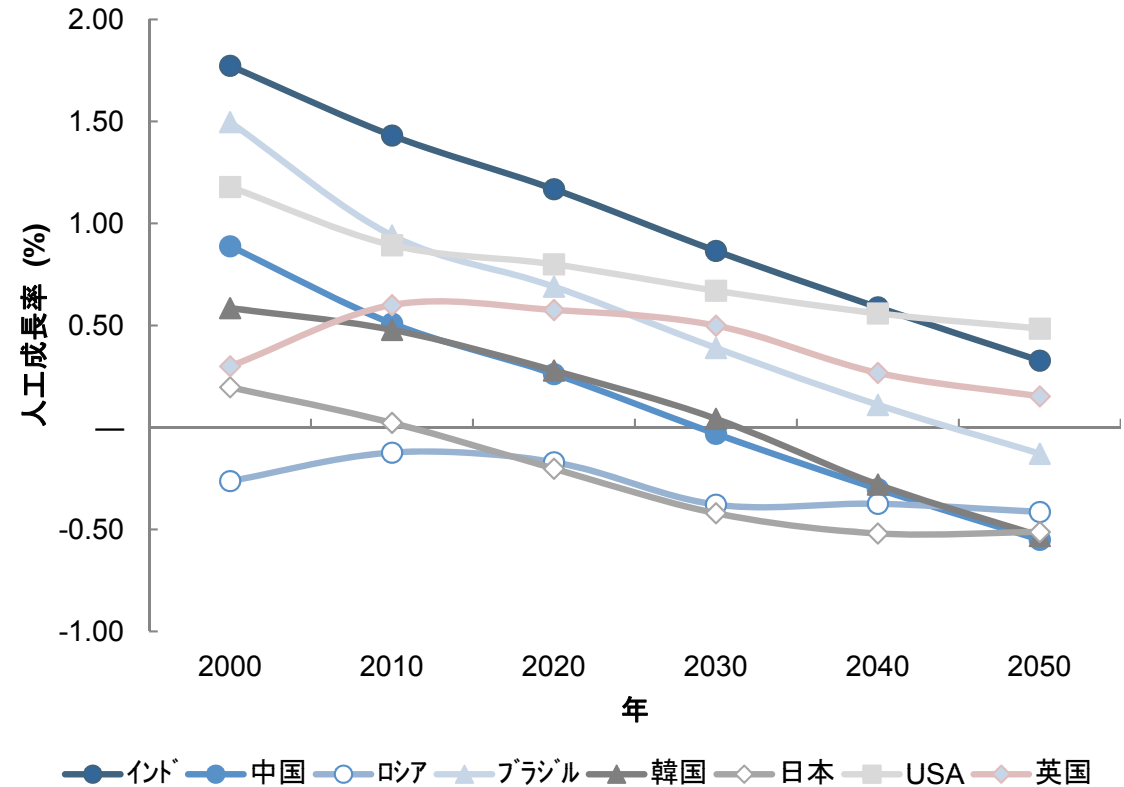
主要セグメントの動向（住宅、オフィス、店舗、物流、ホスピタリティ）

膨大な人口規模を擁するインドは、世界で最大規模市場として有望視されている

世界人口の構成予測



人口成長率の予測

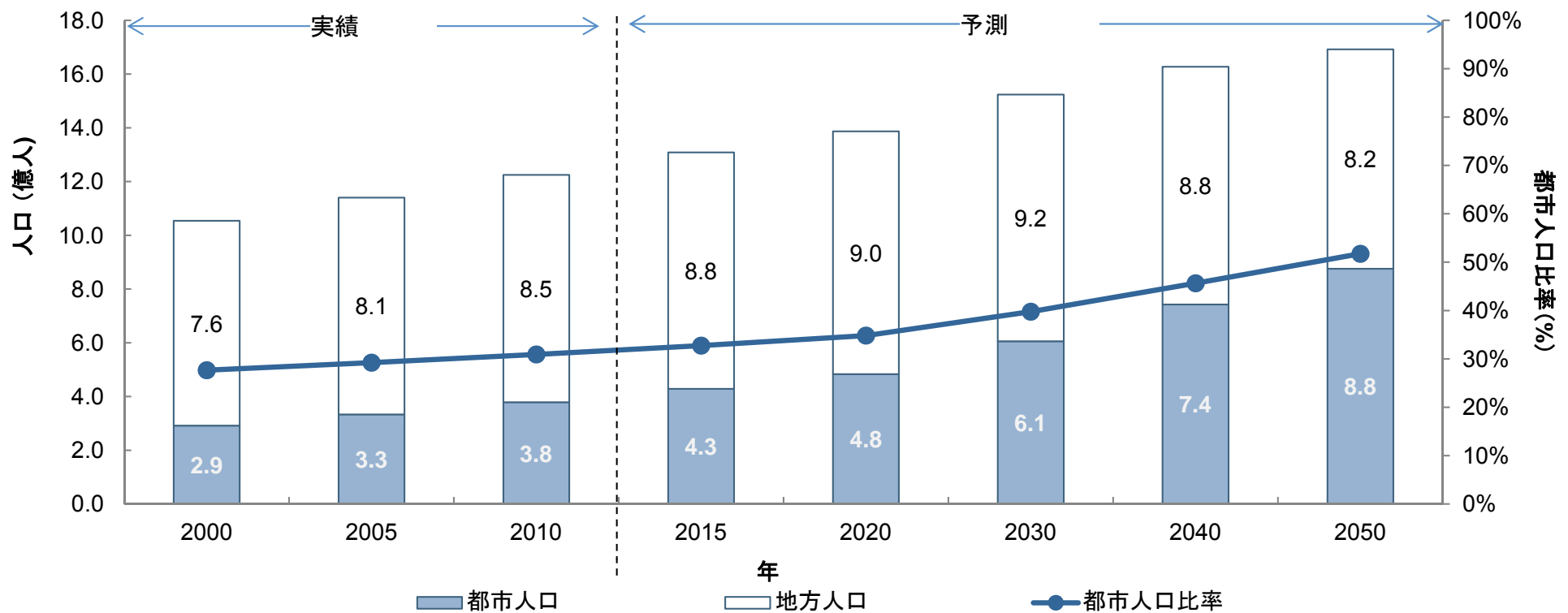


世界でもっとも高い人口成長率は、インドのあらゆる需要を拡大させていく

インドでは急速な都市化が進んでおり、この傾向は着実に進展するものと予測される

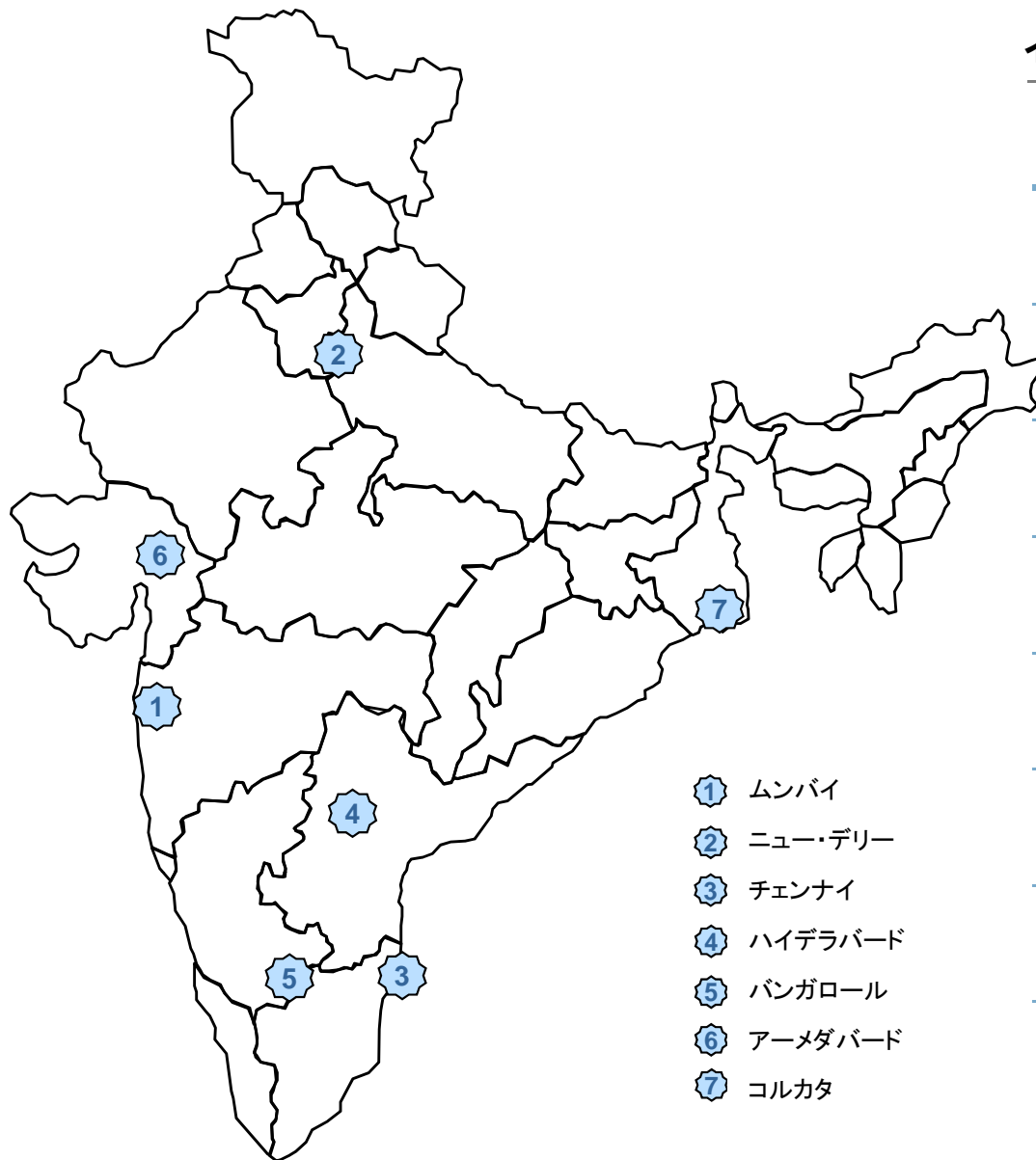
- T都市部における賃金および労働環境の向上、そして就労機会の増加により、小規模な町や村から労働力が都市部に流出し、その結果、急速な都市化が進んでいる。

都市部、農村部の人口増加動向と予測



都市化の進展により、都市インフラの整備需要は今後も高まる

都市化は7大都市を中心に進んでおり、これら都市の人口はいずれも400万人を超える



インドの7大都市

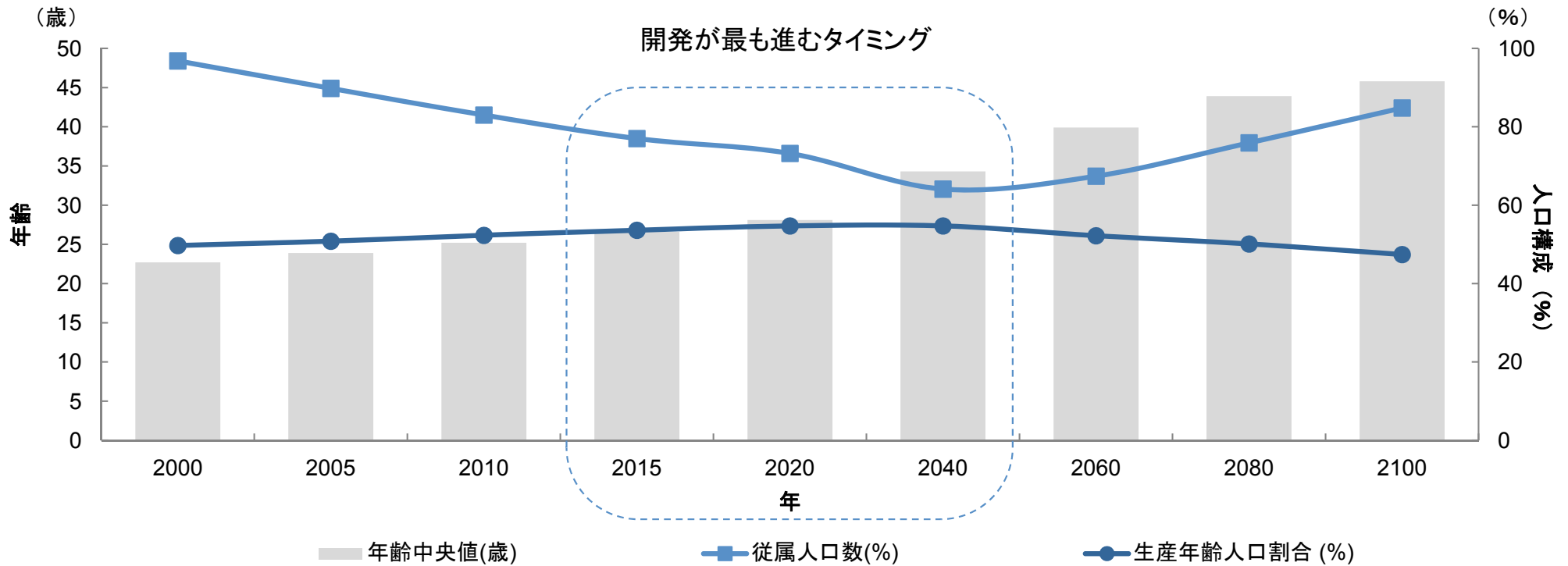
市	州	面積	人口 (万人)	年間平均 世帯収入
ムンバイ	マハラシュトラ	1176 km ²	1247	INR 334,812
ニュー・デリー	デリー	1483 km ²	1100	INR 360,893
チェンナイ	タミル・ナドゥ	1189 km ²	842	INR 324,844
ハイデラバード	アンドラ・プラデッシュ	650 km ²	680	INR 180,406
バンガロール	カルナタカ	741 km ²	557	INR 269, 537
アーメダバード	グジャラート	464 km ²	468	INR 192,163
コルカタ	西ベンガル	1026 km ²	448	INR 185,840

大都市圏エリア、都市集積、世帯所得によるトップ7
 面積は大都市圏の面積
 “INR”: インドルピー

若年層が多いため引き続き増加が見込まれる生産年齢人口は、経済成長を牽引する

■ 2012年のインドにおける人口12億人の57%が30歳以下であり、インドは世界で最も若い国の一つであると言える。

年齢構成の推移



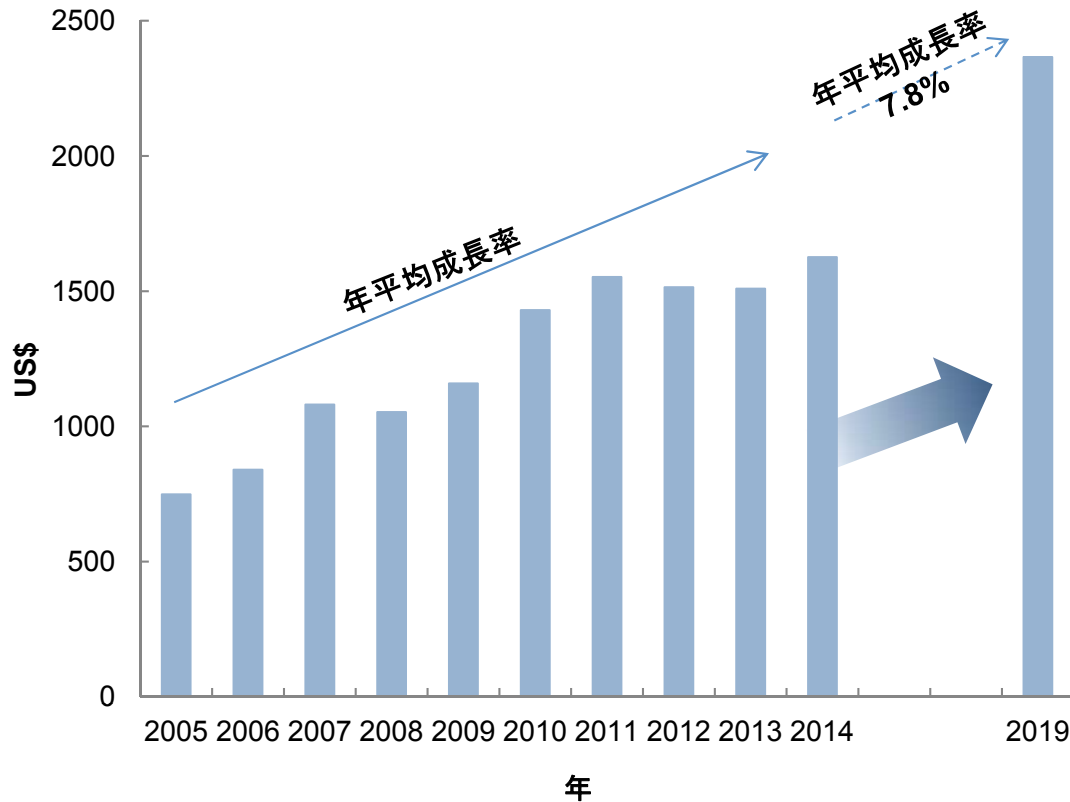
非生産人口の生産人口への依存率の低下は、都市インフラ、特に住宅整備の需要を高める。

注) 生産年齢人口は、20から65歳の人口の割合(%)を表している。
従属人口指数は、被扶養人口(非生産年齢人口)を生産年齢人口で割った値である。

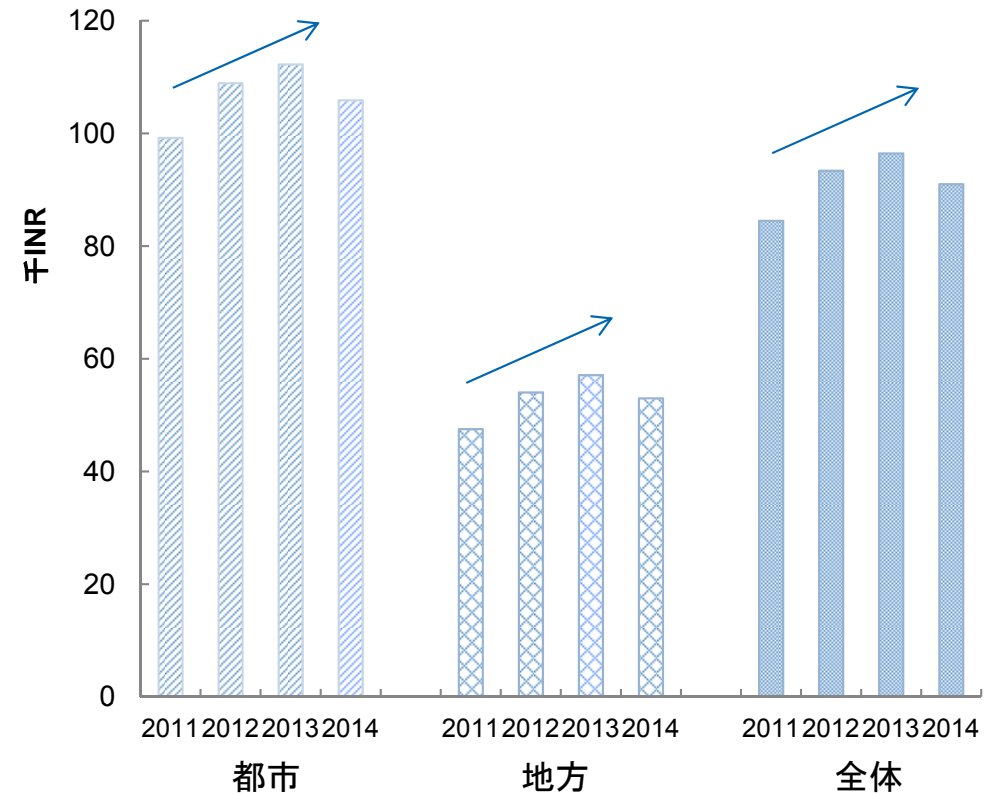
国民一人あたりGDPと貯蓄額は着実に増加している

■ 2012～2013年は経済成長が減速したが、2014年以降再び高い成長を継続することが見通されている。

国民一人あたりの名目GDP



家計の平均年間貯蓄額



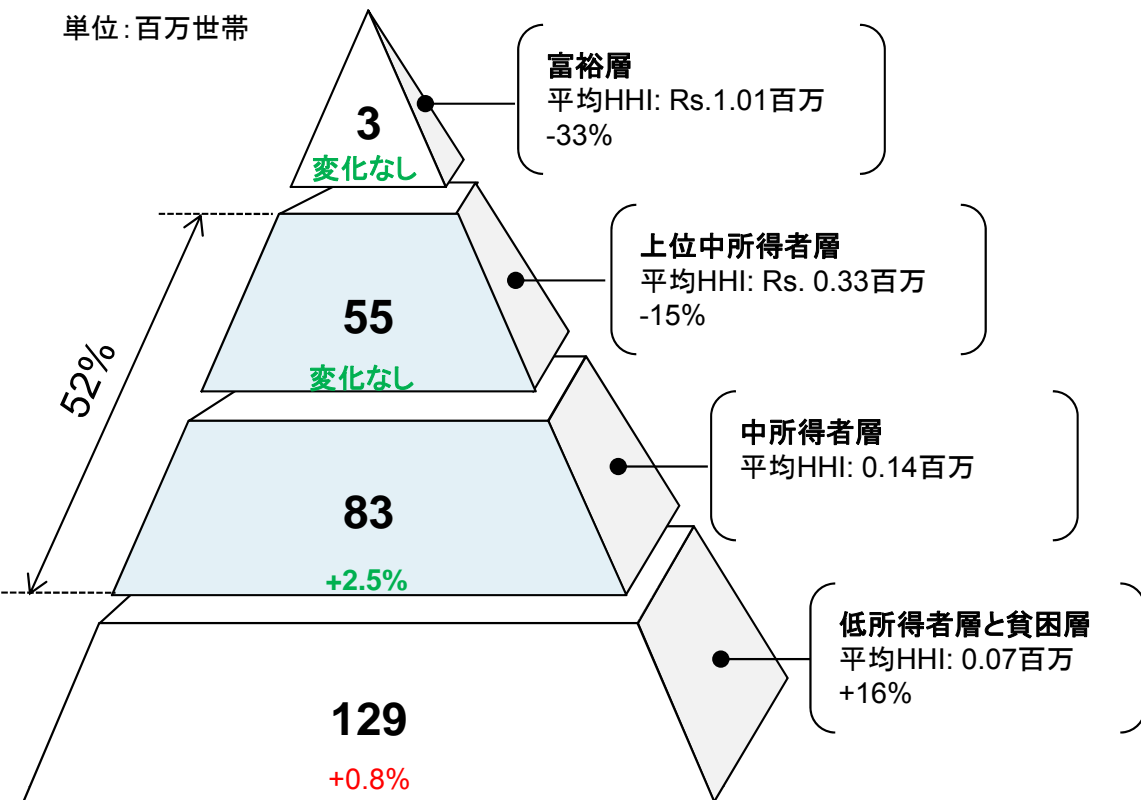
国民の生活水準の向上により、より良い社会インフラ、特に住宅への需要が高まる。

マクロ経済指標：経済動向

インドは人口の約半分がミドルクラス。 2030年には世界最大のミドルクラス消費が生まれると見込まれる

所得階層別世帯数

単位：百万世帯



ミドルクラス消費額の上位10カ国

単位：兆ドル(2005年PPP)

順位	2009	2020	2030
1	米国 (4.4)	中国 (4.5)	インド (12.8)
2	日本 (1.8)	米国 (4.3)	中国 (10.0)
3	ドイツ (1.2)	インド (3.7)	米国 (4.0)
4	フランス (0.9)	日本 (2.2)	インドネシア (2.5)
5	英国 (0.9)	ドイツ (1.4)	日本 (2.3)
6	ロシア (0.9)	ロシア (1.2)	ロシア (1.4)
7	中国 (0.7)	フランス (1.1)	ドイツ (1.3)
8	イタリア (0.7)	インドネシア (1.0)	メキシコ (1.2)
9	メキシコ (0.7)	メキシコ (1.0)	ブラジル (1.2)
10	ブラジル (0.6)	英国 (1.0)	フランス (1.1)
	世界 (21)	世界 (35)	世界 (55)

インドの中間所得層の成長は、建設市場の成長を牽引する。

注) HHI：年間世帯所得
HHI 区分：富裕層 (72ルピー以上)、高中所得層 (18-72万ルピー)、
中所得層 (9-18万ルピー)、低所得層と貧困層 (9万ルピー以下)
%は、2013年の成長率

注)：ミドルクラスは、2005年の米ドルの購買力平価 (PPP) において一日一人あたり、10から100米ドルの間とする。

インド

インドの不動産市場

1

マクロ経済概況

2

不動産市場概況

3

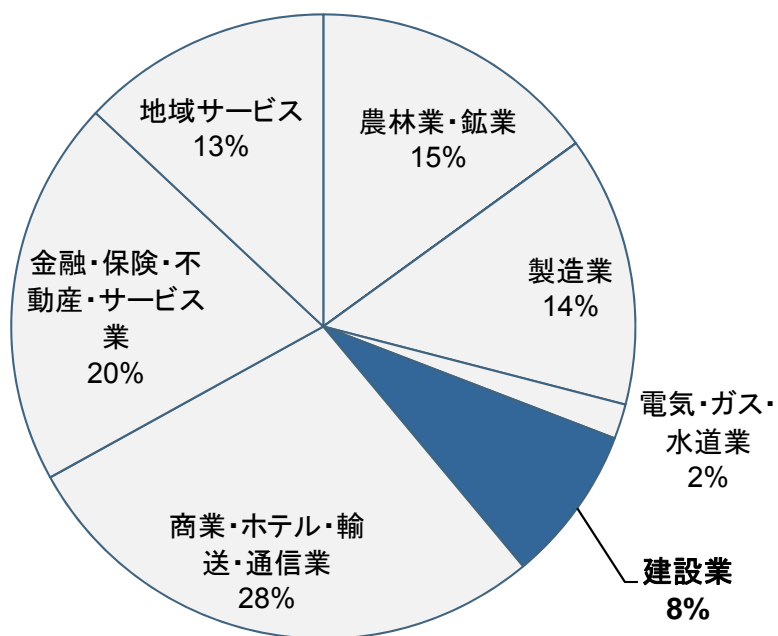
主要セグメントの動向（住宅、オフィス、店舗、物流、ホスピタリティ）

不動産市場の概観

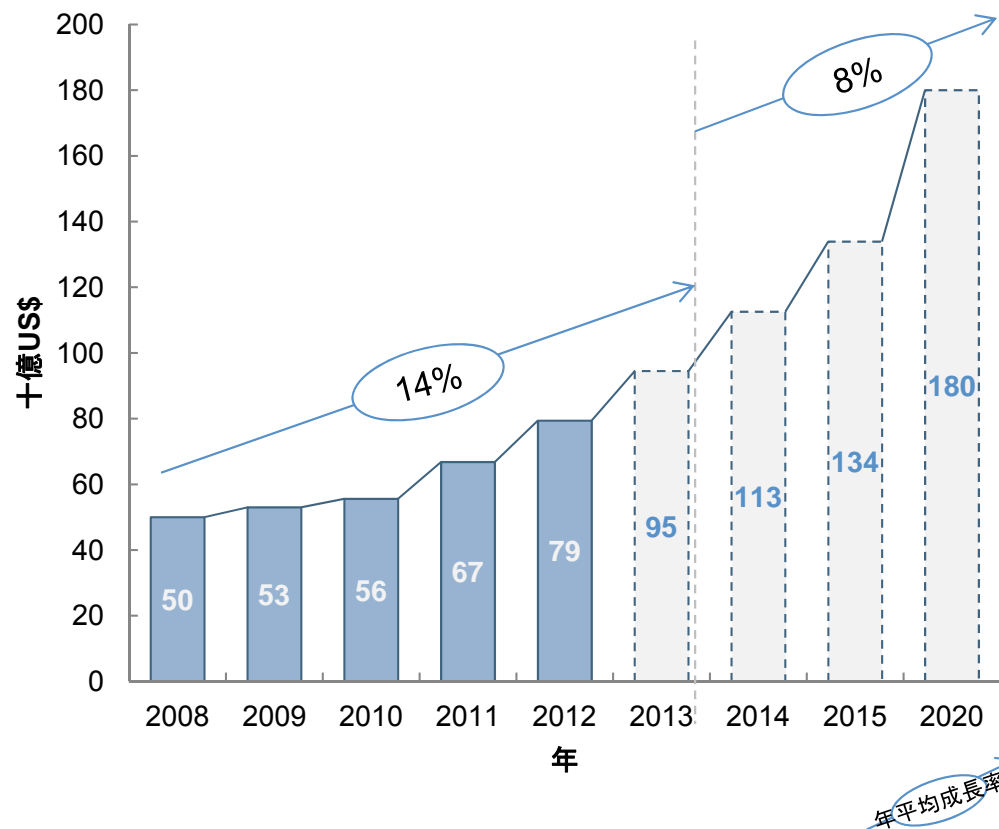
急速な都市化が、不動産・建設業の成長を牽引している

GDPの業種別構成

名目GDP合計(2013-14年) : 104.8 兆インドルピー



不動産市場規模・成長率



出所) インド中央統計局(CSO) 2014年

注) 不動産市場には、住居、商業、工業施設の所有と関連ビジネス・サービスが含まれる。

出所) 1. Corporate Catalyst India、2012年不動産レポート
2. IBEF India Nov'13 <http://www.ibef.org/industry/real-estate.aspx>

不動産市場の概観

2012～13年の景気後退により、大手デベロッパーの業績に影響が生じている

時価総額上位のインド不動産デベロッパー

単位: 百万ルピー

デベロッパー名	時価総額 (BSE)	純売上高 (2013-14)	純売上高前年比 (2013-14)	純利益 (2013-14)	純利益前年比 (2013-14)
DLF Ltd.	2,88,405	23,859	11%	5,268	5%
Prestige Estates Projects Ltd.	1,04,306	20,052	169%	3,400	163%
Oberoi Realty Ltd.	99,949	6,226	5%	2,951	-10%
HDIL	56,000	7,708	-21%	2,449	68%
Godrej Properties Ltd.	54,684	6,640	56%	977	-20%
Sobha Developers Ltd.	40,491	21,129	17%	2,065	5%
Indiabulls Real Estate Ltd.	30,577	849	-76%	1,446	-46%
Omaxe Ltd.	24,646	11,847	-12%	603	-30%
Brigade Enterprises Ltd.	17,678	8,952	15%	898	40%
Sunteck Realty Ltd.	17,634	387	21%	1,373	1893%
Kolte Patil	17,542	1,872	3%	464	-29%
DB Realty Ltd.	17,271	452.6	-2%	-411	-13807%
Purvankara Projects Ltd.	17,051	9,227	13%	1,060	-6%
Anant Raj Ltd.	12,881	4,384	39%	883	-19%
Parsvnath Developers Ltd.	8,769	4,283	-7%	234	-68%

出所) BSE Company data fetched 08th Apr 2015 | All figures in INR Million | BSE- Bombay Stock Exchange
BSE- ボンベイ証券取引所

不動産投資市場の動向

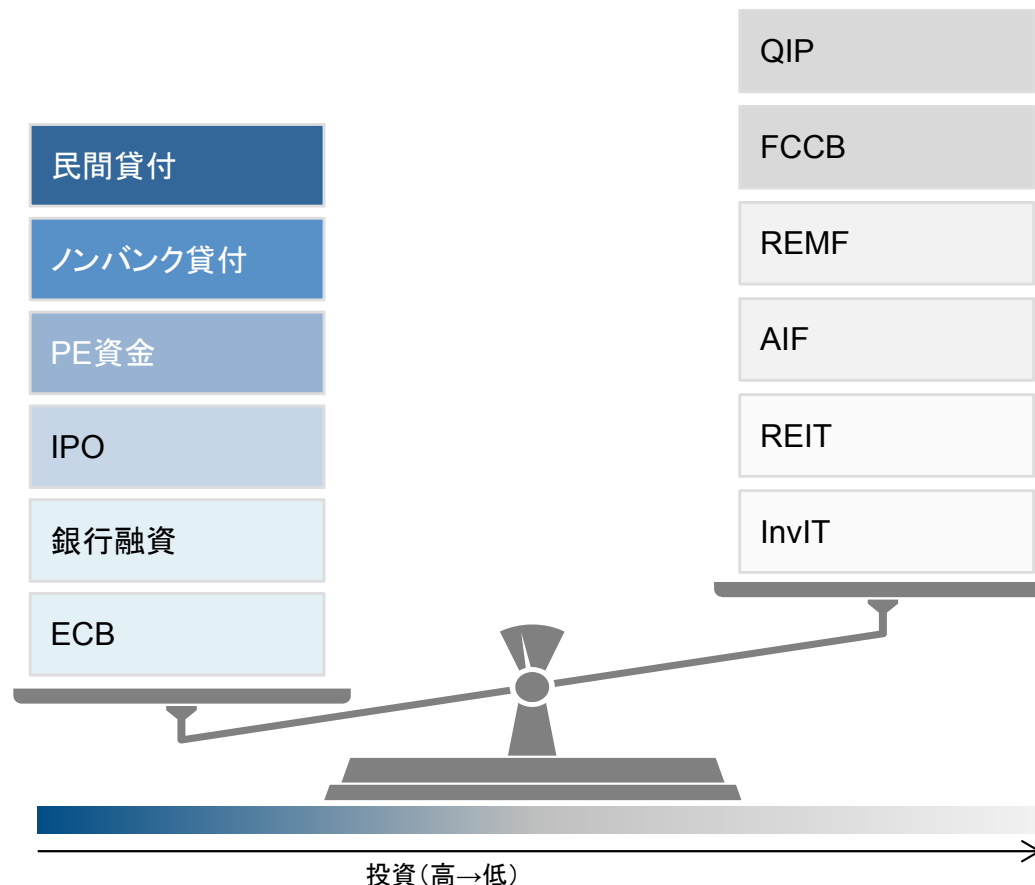
金融機関・ノンバンクのローンに加え、PE資金が不動産プロジェクトの主な資金源

プロジェクト資金調達のオプション一覧

インドで利用可能な資金調達方法

- 銀行融資
- ノンバンク貸付
- 民間貸付
- 株式公開 (IPO)
- 対外商業借入 (ECB)
- 未公開株式 (PE)
- 海外直接投資 (FDI)
- 適格機関募債 (QIP)
- 外貨建債権 (FCCB)
- 不動産ミューチュアル・ファンド(REMF)
- 代替投資ファンド (AIF)
- 不動産投資信託 (REIT)
- インフラ投資信託 (InvIT)

デベロッパーが重視する資金調達オプション



ノンバンク: 非銀行系金融機関
PE: 未公開株式
IPO: 株式公開
ECB: 対外商業借入

QIP: 適格機関募債
FCCB: 外貨建債権
REMF: 不動産ミューチュアル・ファンド
AIF: 代替投資ファンド
REIT: 不動産投資信託
InvIT: インフラ投資信託

出所) Jones Lang LaSalle India

不動産投資市場の動向

政策面でも不動産開発を促進する資金調達・提供手段が拡大している

不動産の投資・融資オプション

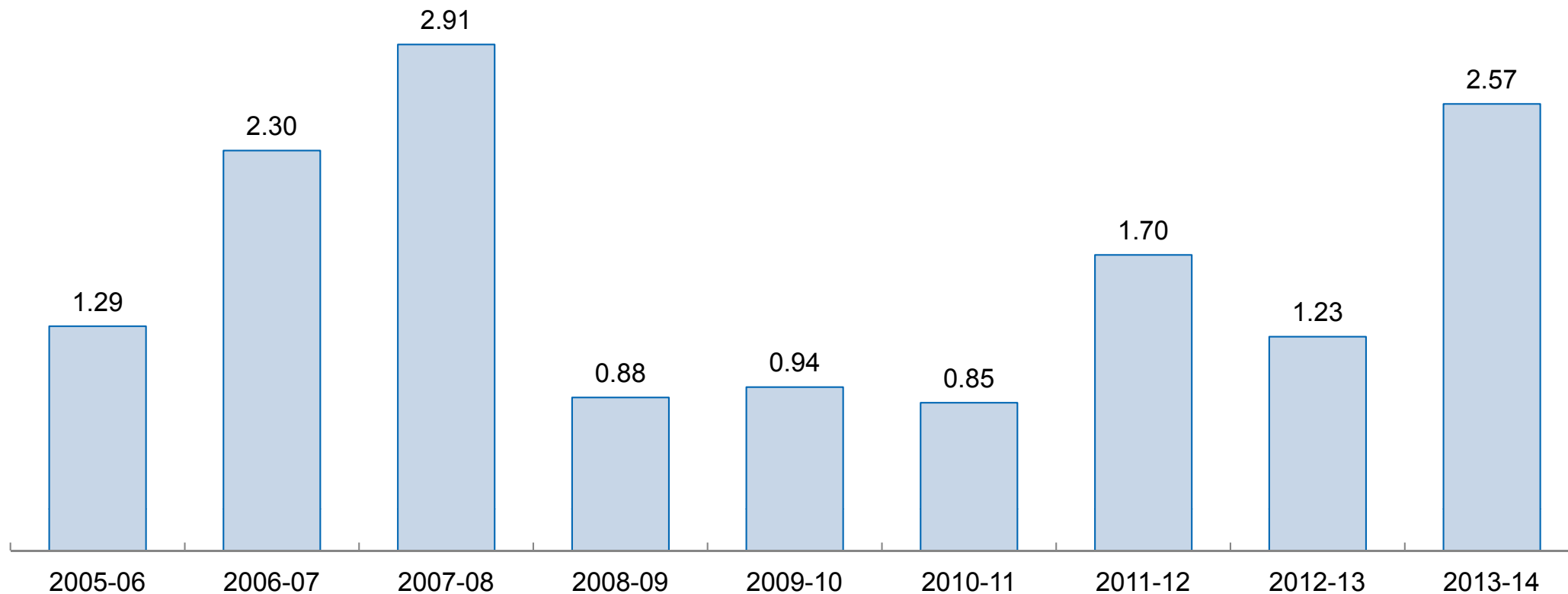
オプション名	概略	現状
不動産ミューチュアル・ファンド (REMFs)	REMFsは、トラスト形態で開設されるミューチュアル・ファンド制度であり、直接的、または間接的に不動産資産または、その他投資対象資産へ投資される。	<ul style="list-style-type: none">インド証券取引委員会（インド証券取引協会）は、1996年規定の改訂版において、REMF立ち上げを認める2008年4月16日通知で、信託会社の不動産ファンド立ち上げを認可した。しかしながら、土地価格に対する透明性と規制が欠けているために、REMFは投資家の興味を十分に喚起していないREMFに関わる主要企業<ul style="list-style-type: none">ICICI PrudentialKotak Mutual FundHDFC Mutual Fund
不動産投資信託 (REITs)	REITは、不動産資産の購入、開発、管理を行う株式公開された企業形態であり、専門的に管理される不動産ポートフォリオに対し、大小様々な参加者による投資を可能にしている。	<ul style="list-style-type: none">2014年9月にインド証券取引委員会はREITsの規定を認可した。不動産投資の資金源が金融機関のローンに偏重しないよう、長期資金の誘致手段としてREITを採用デベロッパーのバランスシート負担も緩和されることが期待されている。
インフラ投資信託 (InvITs)	追加的なインフラ投資のフレームワークを提供し、インフラ計画の資金を提供するとともに、資産を保有・経営して収益を管理する。	<ul style="list-style-type: none">2014年9月にインド証券取引委員会が認可。インフラ投資信託はインフラ計画に直接あるいはSPCを通して投資をすることが可能
銀行によるインフラ資金調達のための長期債	インフラ計画における長期の資金調達を目的として推進	<ul style="list-style-type: none">インド中央銀行は官民を介して銀行にインフラ債を発行することを認可した。また2014年7月に銀行の長期債の優先セクターの基準を緩和した。

不動産投資市場の動向

キャピタルゲイン期待の拡大により、住宅とオフィスに対するPE投資は反転した

不動産業におけるPE投資の推移

単位:10億US\$



出所) Cushman & Wakefield

不動産関連規制・政策の動向

さらなる投資を喚起するため、建設セクターにおける海外直接投資の基準は緩和された

FDIの政策基準

- 過去数年の建設分野と不動産分野におけるFDIの推移を受けて、インド人民党は国民民主同盟主導の政府に建設分野のFDI規定を緩和させた。
- この提案は2014年10月に政府によって承認され、2014年12月に商工省産業政策促進局によって通知された。

FDI 規制緩和

- 床占有面積の最低規模条件を5万平方メートルから2万平方メートルへ引き下げ。
- 最低必要な資本金を1000万ドルから500万ドルへ引き下げ。
- 商業開発における10ヘクタール以上の開発を求める規制を緩和。

潜在的影響

- 規模が小さい計画にもFDIの適用が許可される。
- 大規模でない住宅の開発が促進されることが期待される。

- 計画の30%を低所得者向け住宅開発にすることで、デベロッパーは最低資本金規制を免除される。
- 低所得者向け住宅の定義を60㎡未満から140㎡未満に変更(ただし、戸数全体の25%以上は60㎡未満の住宅でなくてはならない)

- 低所得者向け住宅の供給が増加することが期待される
- より大きな住宅が手ごろな価格の住宅建設計画においてより多くの消費者を惹きつける。

- 道路、水供給、街灯、排水、下水などのインフラ分野において、最終投資から3年経過後、あるいは完工後に外国人投資家はExitが可能になった。

- これまでよりも撤退障壁が小さくなるため、住宅建設分野においてさらなるFDIによる投資を呼ぶと予想される。

インド

インドの不動産市場

1

マクロ経済概況

2

不動産市場概況

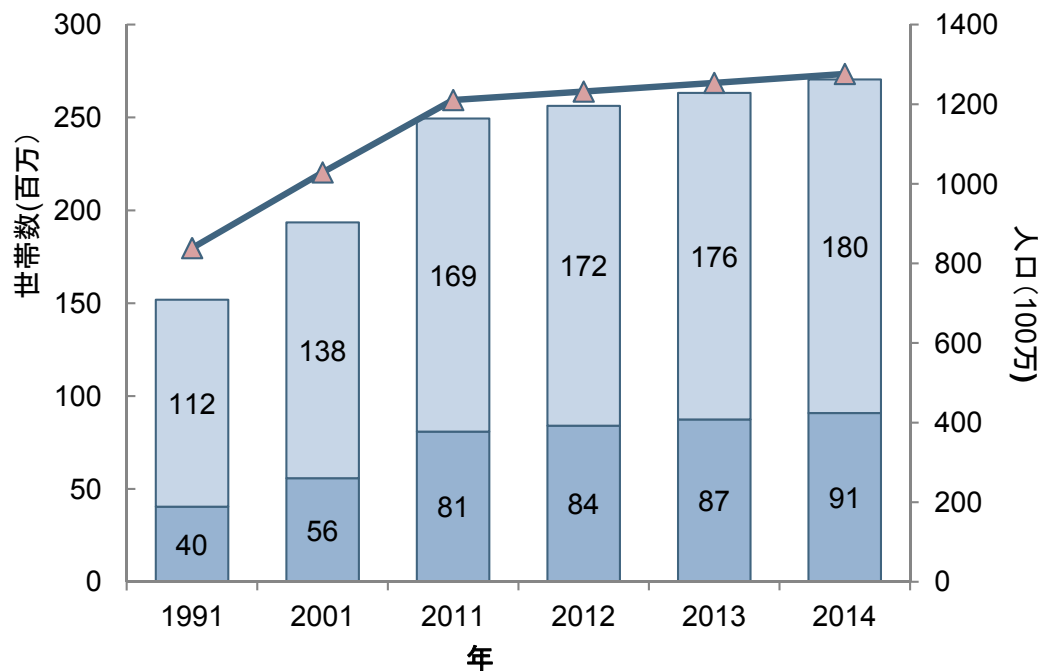
3

主要セグメントの動向（住宅、オフィス、店舗、物流、ホスピタリティ）

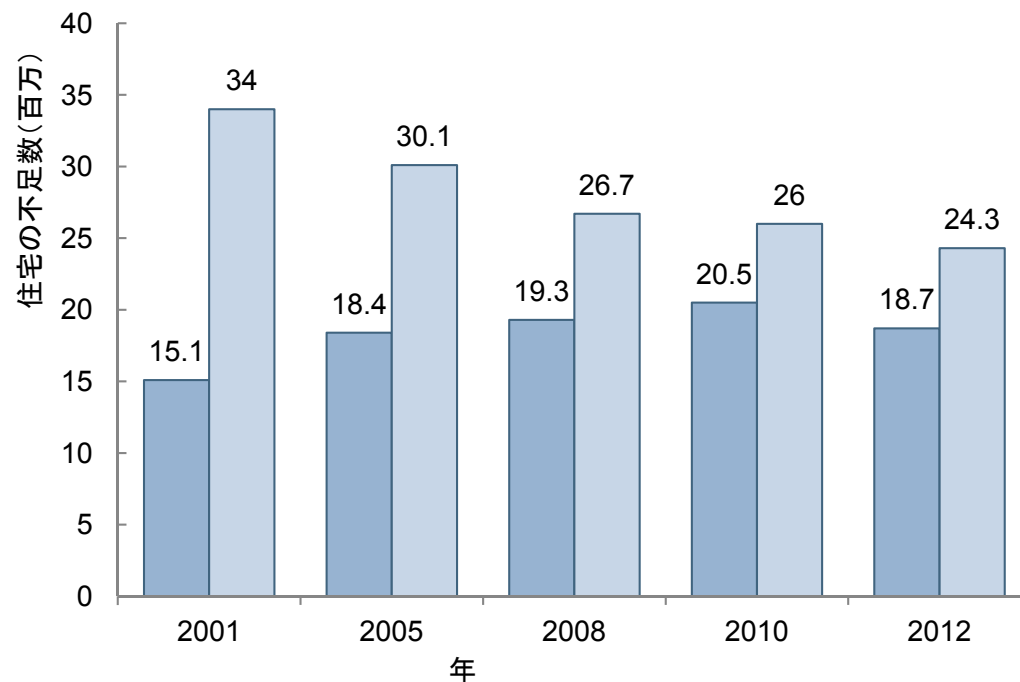
住宅

世帯規模の縮小と人口増加が、都市部および農村部の住宅需要の増加をもたらしている

世帯数の変化



都市-地方の住宅不足数



平均世帯サイズ (世帯あたりの家族数)

1991	2001	2011	2012	2013	2014
5.5	5.3	4.9	4.8	4.8	4.7

■ 都市 ■ 地方 ▲ 人口(合計)

人口増加と世帯サイズの縮小により、住宅需要は高まっている。

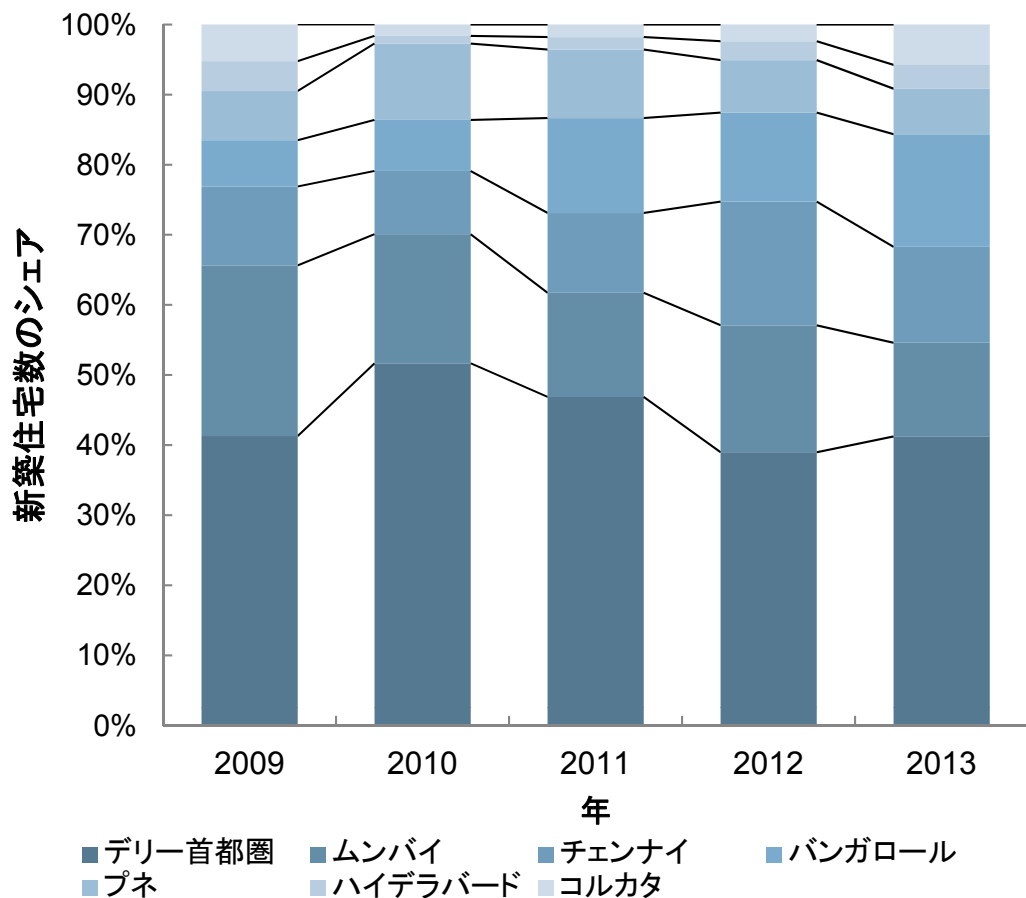
出所) CMIE Consumer Pyramid Data Retrieved 26h March, 2014

出所) 1. Ministry of Housing and Urban Poverty Alleviation
2. Planning Commission working group on rural housing

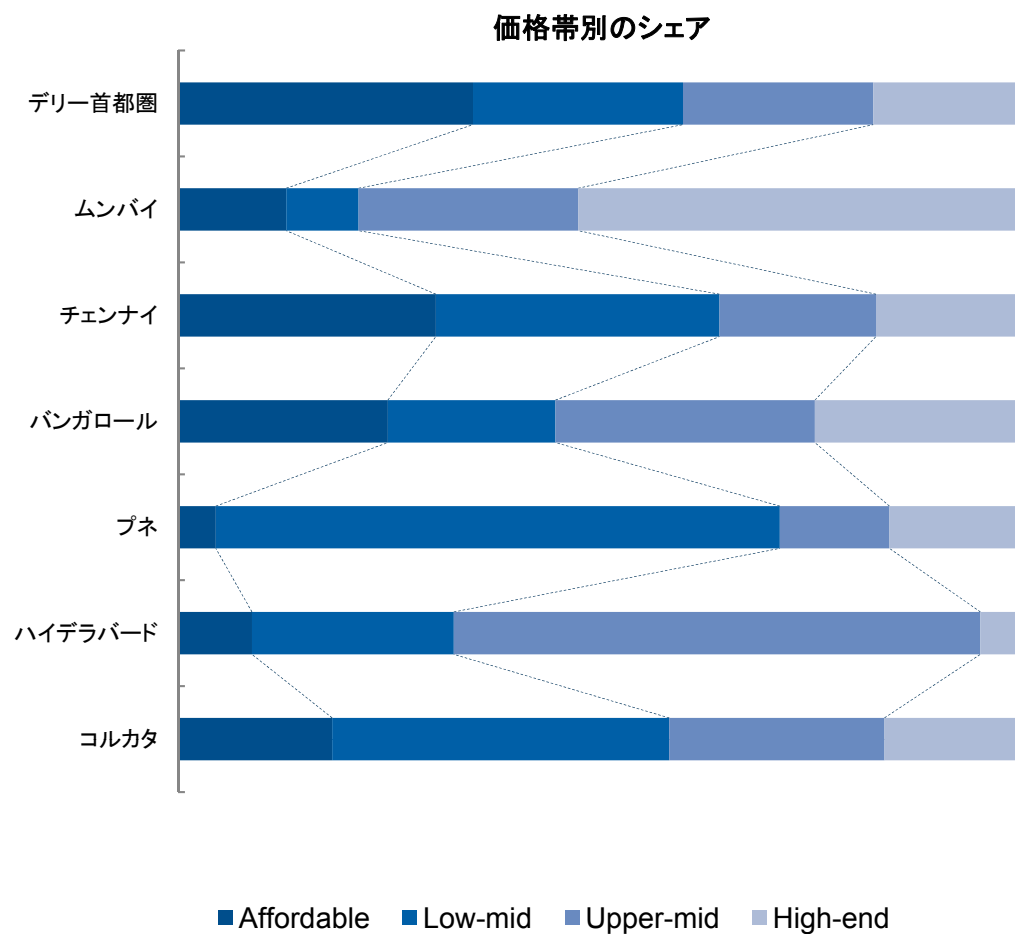
住宅

都市中心部の新規供給は中価格帯が中心、戸数で見るとデリーとムンバイが一番多い

7大都市における新築住宅数のシェア



7大都市における住宅の価格シェア

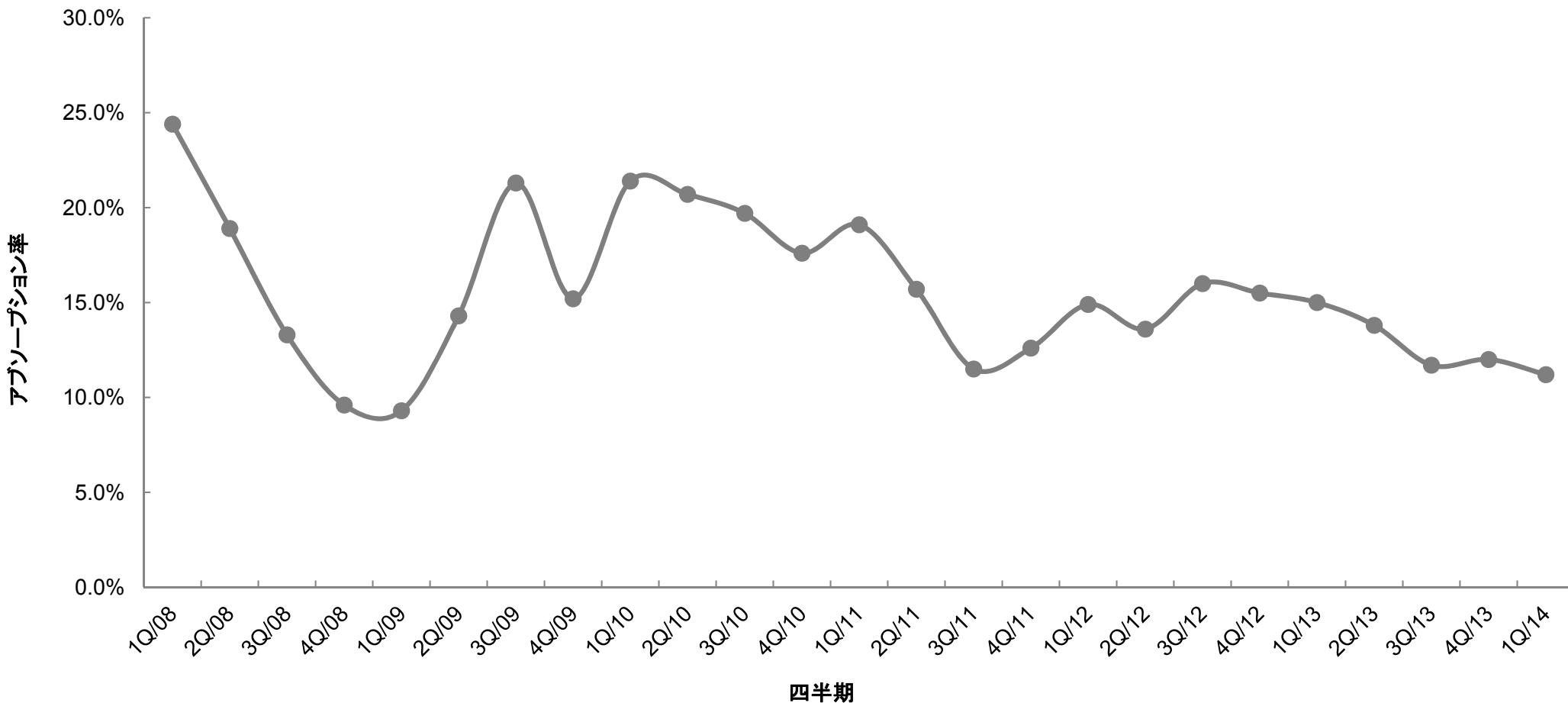


注) 住居の中間価格帯は、一平方フィート当たり Rs. 2000 から Rs.5000

住宅

(注) 在庫過多によりアブソープションは減少傾向にあるが、将来的には改善が期待される

上位7都市のアブソープション傾向



注) アブソープションとは貸出し可能な総面積のうち、実際に借り手が発生した面積

Figures represent Top 7 cities by urban population: Mumbai, Delhi-NCR, Kolkata, Chennai, Bengaluru, Hyderabad, Pune

住宅

デリー首都圏の住宅価格は供給過剰により停滞、バンガロールは価格上昇が著しい

主要都市における平均住宅価格

都市名	平均賃貸価格 (月、1000 sqft.あたり)	賃貸価格上昇率 (FY13-14)	購入価格 (sqft.あたり)	購入価格上昇率 (FY13-14)
デリー首都圏	INR 14,500 - 20,000	0-5%	INR 6,300 - 8,200	0-5%
ムンバイ	INR 32,000 - 52,000	0-5%	INR 12,100 - 19,500	5-10%
コルカタ	INR 12,000 - 19,000	5-10%	INR 4,000 - 8,000	5-10%
チェンナイ	INR 10,500 - 17,000	0-5%	INR 6,500 - 10,000	10-15%
バンガロール	INR 12,000 - 18,000	20-25%	INR 4,500 - 8,500	10-15%
ハイデラバード	INR 10,000 - 16,000	5-10%	INR 4,000 - 6,000	5-10%
プネ	INR 10,000 - 13,500	0-5%	INR 4,500 - 6,000	15-20%

注)上記の価格は平均値でありあくまで目安である。実際の価格は、タイミング、地域、物件等の状況に応じて変動する。

経済回復に伴い中価格帯需要が拡大、新規の住宅供給は在庫の影響で伸び悩む



市場ファクター

2014-15年度の成長率

理由

需要



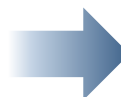
- 住宅市場は高所得者層、中間所得者層、低所得者層に分類されるが、中間所得者層と低所得者層の需要は経済回復と利子率の引き下げによって増加した、

供給



- 2014-15年度の第一四半期から第三四半期にかけては前年度より少ない、約12200戸が上位8都市に建設された。
- バンガロール、ムンバイ、デリー首都圏が上位8都市の新規住宅建設の71%を占めている。

価格



- 価格は供給過剰の影響で下落したデリー首都圏を除き2014-15年度は殆どの都市で安定している。
- デベロッパーは在庫の影響で新規計画の発表を控えている。

注目すべきトレンド

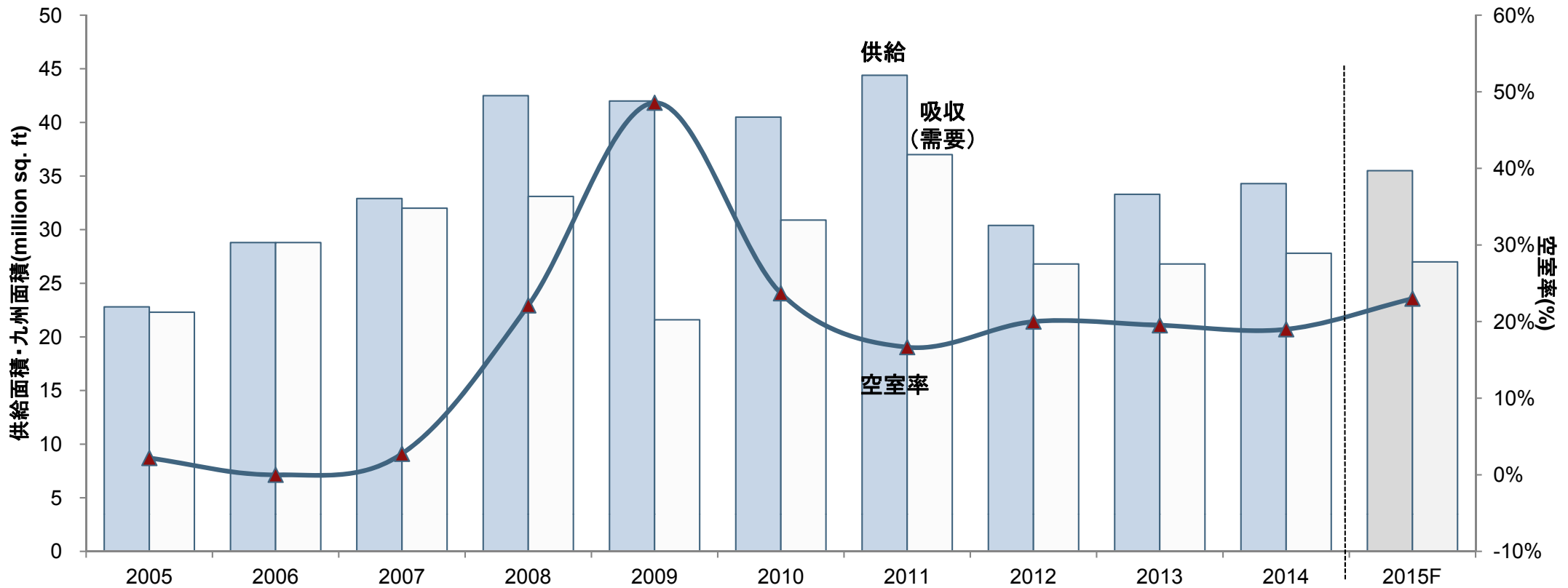
- デベロッパーは中間層の住宅建設に注力している。

- デベロッパーは主に投資家が関心を寄せている中間所得者層に注力している
- 2014年度の第三四半期までに中間所得者層向け住宅の約68%が建設され、2013年度を56%上回った。

オフィス

2015年は空室率がやや上昇すると見込まれている

7大都市におけるオフィススペースの需給状況



注) 数字は、都市人口のトップ7都市、ムンバイ、デリー首都圏、コルカタ、チェンナイ、バンガロール、ハイデラバード、プネーの値。

オフィス

オフィス賃料の増減は都市ごとに異なり、購入価格は多くの都市で上昇している

主要都市における平均オフィス価格

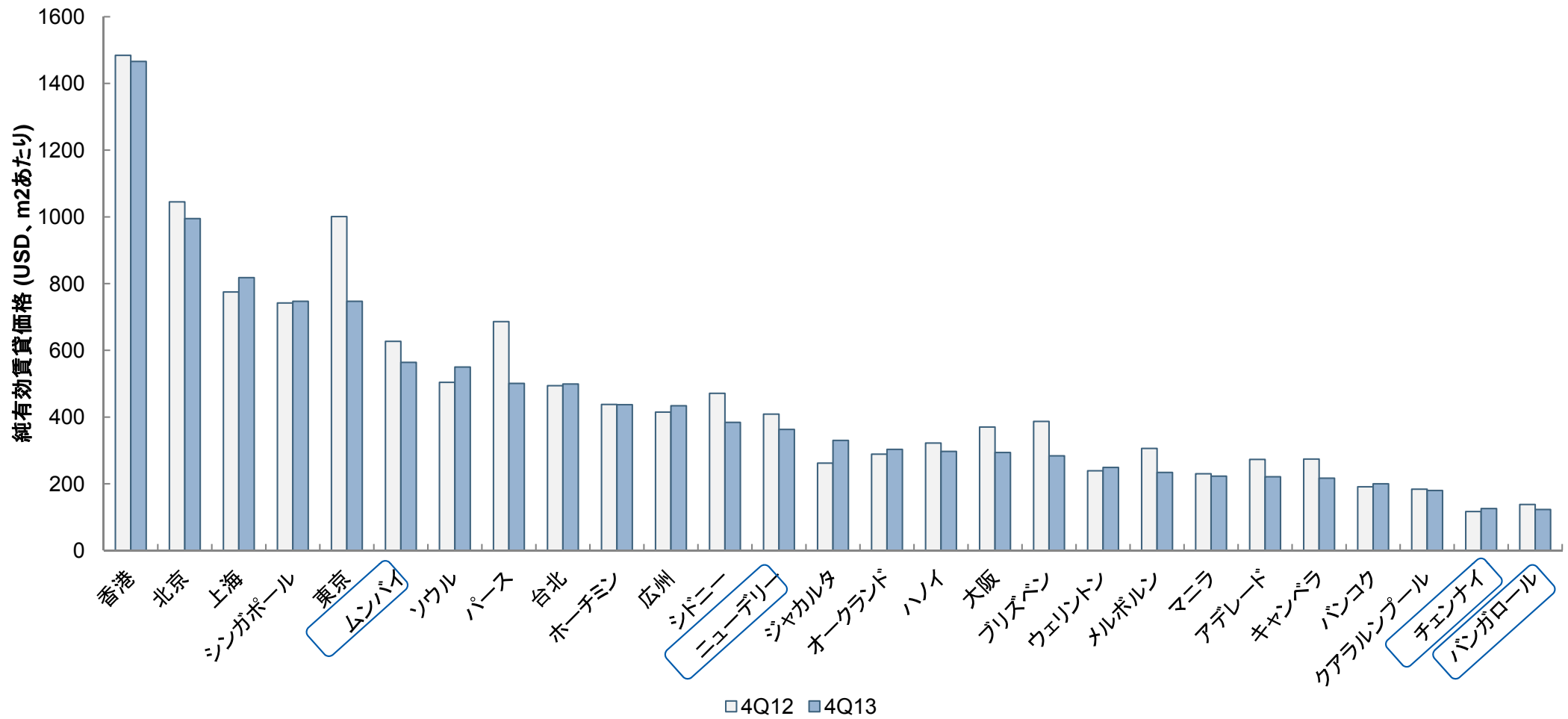
都市名	平均賃貸価格 (月、1000sqft.あたり)	賃貸価格上昇率 (FY13-14)	購入価格 (sqft.あたり)	購入価格上昇率 (FY13-14)
デリー首都圏	INR 114 – 182	0-5%	INR 19,000 – 23,000	0-5%
ムンバイ	INR 130 – 166	▲0-5%	INR 13,000 – 18,000	0-5%
コルカタ	INR 65 – 79	▲0-5%	INR 7,000 – 10,000	▲0-5%
チェンナイ	INR 47 – 68	0-5%	INR 7,000 – 10,000	0-5%
バンガロール	INR 52 – 72	▲0-5%	INR 6,000 – 10,000	5-10%
ハイデラバード	INR 38 – 48	0-5%	INR 4,000 – 6,000	5-10%
プネ	INR 50 – 68	5-10%	INR 6,000 – 8,000	10-15%

注) Values represented above are average for FY12-13 and for indicative purposes only. Actual values may vary by time, specific locality area, property specifications and other factors

オフィス

ムンバイ、ニューデリーは、アジアの中でも賃料水準が高い都市に分類される

アジア主要都市におけるオフィス賃貸価格



オフィス

賃料の変動は都市ごとに異なるものの、不動産価格は全体的に緩やかに上昇する傾向

主要都市における平均オフィス価格

都市名	平均賃貸価格 (月、1000sqft.あたり)	賃貸価格増減率	購入価格 (sqft.あたり).	購入価格変動率
デリー首都圏	INR 17,000 - 19,000	5-10%	INR 6,300 - 8,200	▲5-10%
ムンバイ	INR 30,000 - 51,000	▲5-10%	INR 12,100 - 19,500	0-5%
コルカタ	INR 12,000 - 19,000	5-10%	INR 4,000 - 8,000	0-5%
チェンナイ	INR 10,500 - 17,000	0-5%	INR 6,500 - 10,000	0-5%
バンガロール	INR 12,000 - 18,000	0-5%	INR 4,500 - 8,500	5-10%
ハイデラバード	INR 10,000 - 16,000	15-20%	INR 4,000 - 6,000	0-5%
プネ	INR 10,000 - 13,500	0-5%	INR 4,500 - 6,000	5-10%

注) Values represented above are average for FY12-13 and for indicative purposes only. Actual values may vary by time, specific locality area, property specifications and other factors

市場は需要増・供給増により成長中、特に新規参入の外資の需要が大きなファクター



市場ファクター

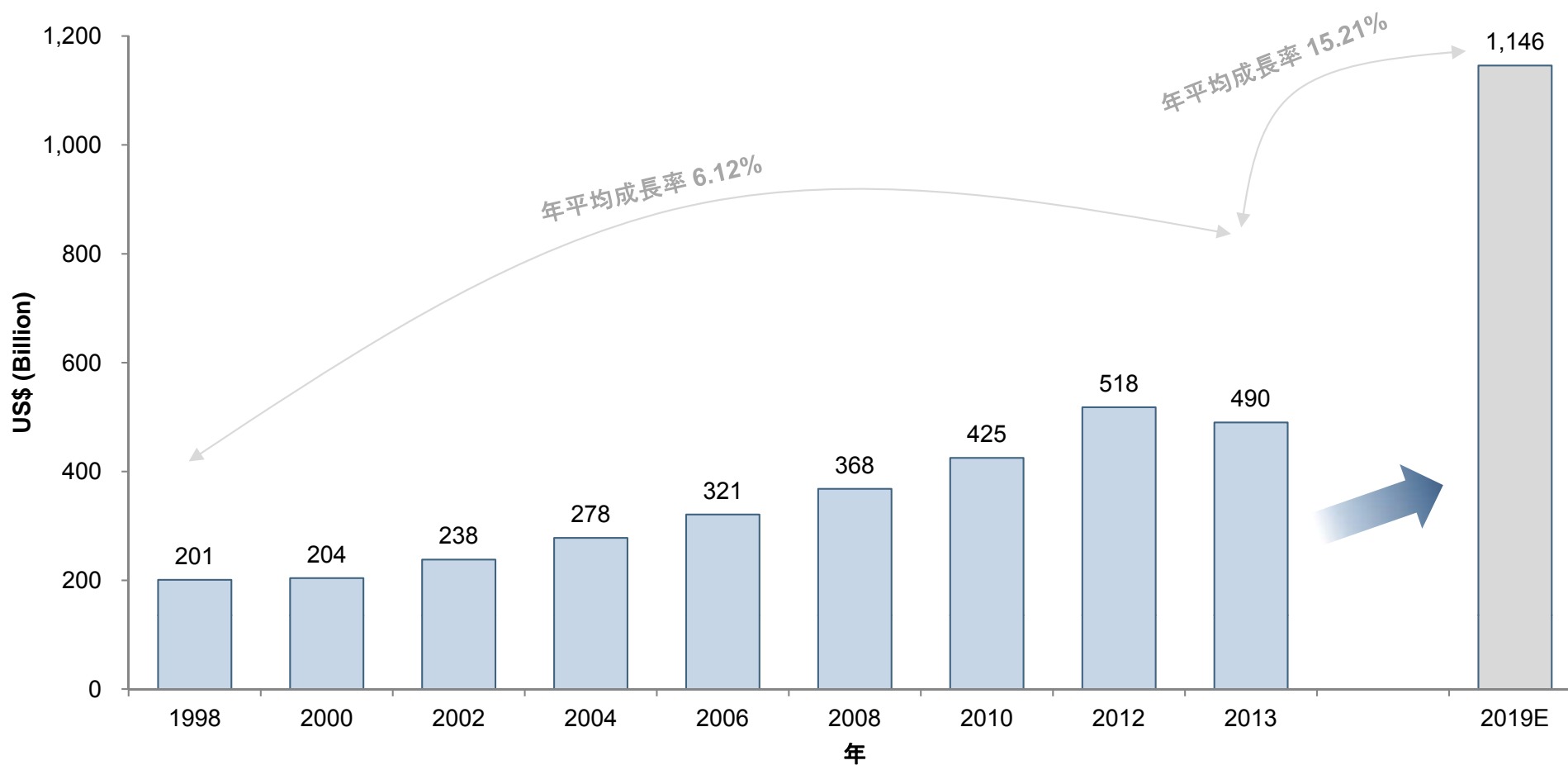
2014-2015年度の成長率

理由

<p>需要</p>		<ul style="list-style-type: none"> • 殆どの都市でオフィススペースの需要は持ち直し、2014年度のアブソープションは前年度比で34%増加した。 • オフィス拡大計画を延期した企業は賃料や購入価格における優位性を得るために新しいオフィススペースを購入した。
<p>供給</p>		<ul style="list-style-type: none"> • 前年度より9%高い約2040万平方フィートのオフィススペースが2014年度には供給され、デリー、ムンバイ、バンガロールが主要な受益都市である。 • 遅延した多くの計画は2014年度には完了した。アブソープション率の向上に伴いデベロッパーは早く計画を遂行することが可能となり供給は増加した。
<p>賃料</p>		<ul style="list-style-type: none"> • 賃料のトレンドは混在しており、8都市のうち4都市で供給過剰により下落している • 他の都市では全体として緩やかに賃料は上昇傾向（高稼働領域では賃料上昇率は高い）
<p>注目すべきトレンド</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 多国籍企業のインド投資は拡大している。 	<ul style="list-style-type: none"> • 新政権への高い期待が継続しており、外資企業の事業活動拡大とオフィス利用スペース拡大は継続する傾向 • このトレンドは多国籍企業においてIT、銀行、金融サービス・保険、コンサルティングで顕著である。

急速な都市化により小売市場は成長著しく、商業施設の需給は増え続けると見込まれる

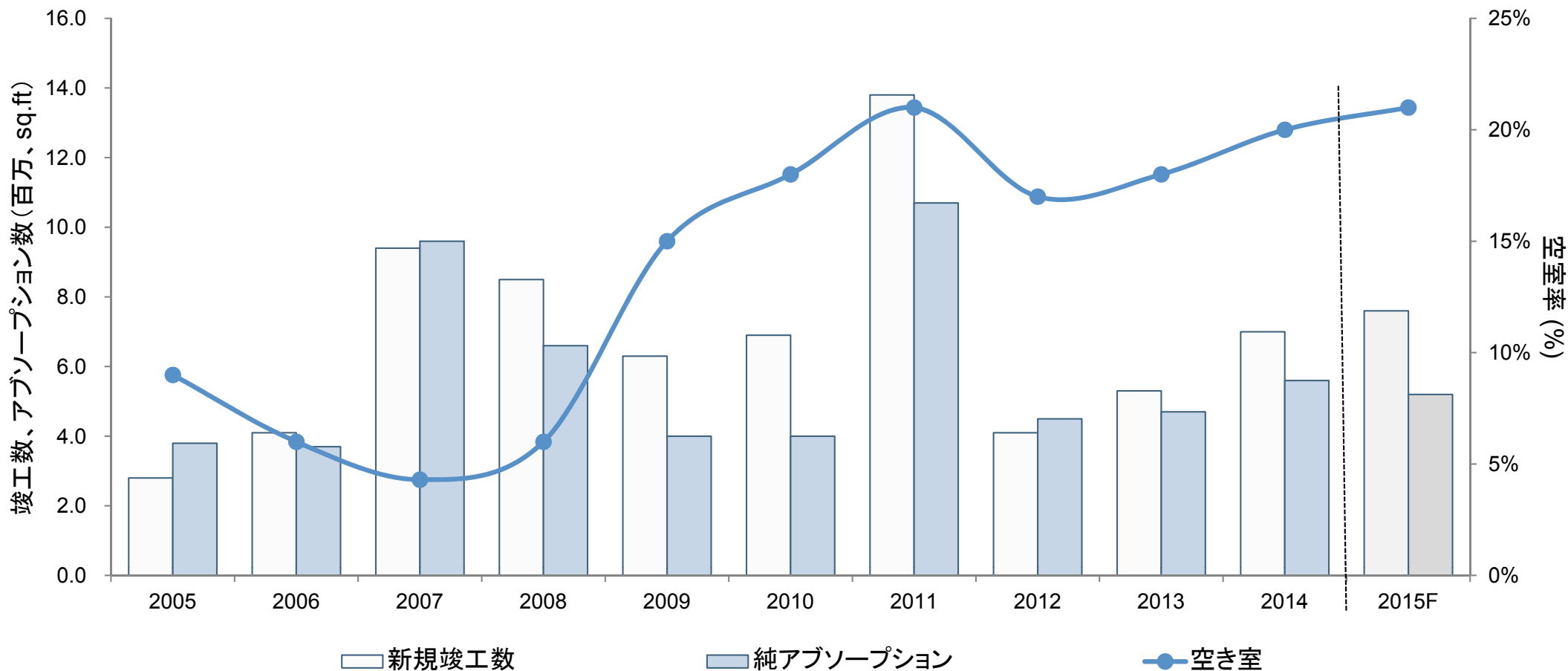
小売市場規模の推移



商業施設

空室は低価格帯の商業モールで増える傾向にある

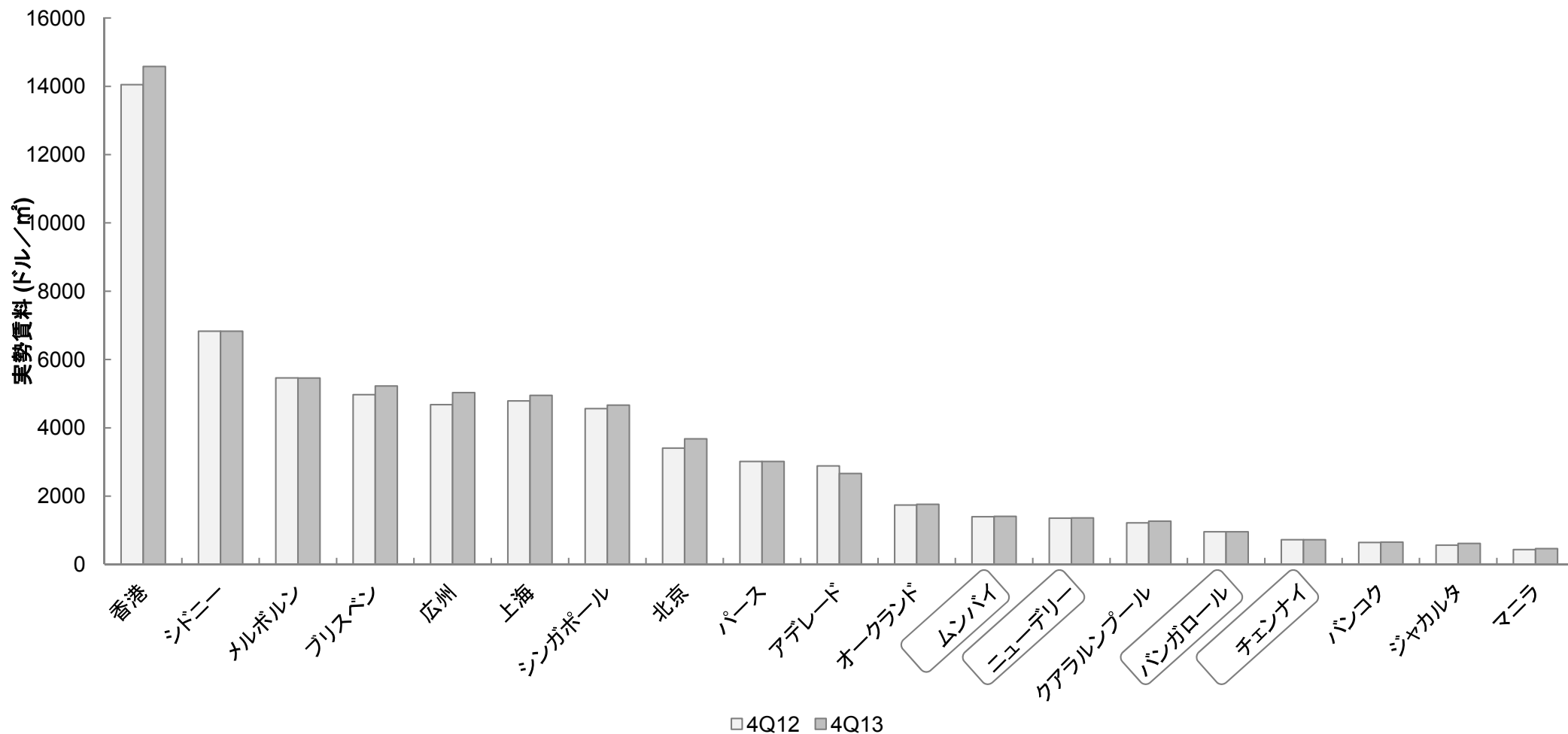
7大都市における近代的店舗スペースに対する需要トレンド



注) Figures represent Top 7 cities by urban population: Mumbai, Delhi-NCR, Kolkata, Chennai, Bengaluru, Hyderabad, Pune

インドの主要都市の店舗賃料は、他のアジアの主要都市と比べて依然として低い

アジアの主要都市における店舗スペース賃貸料



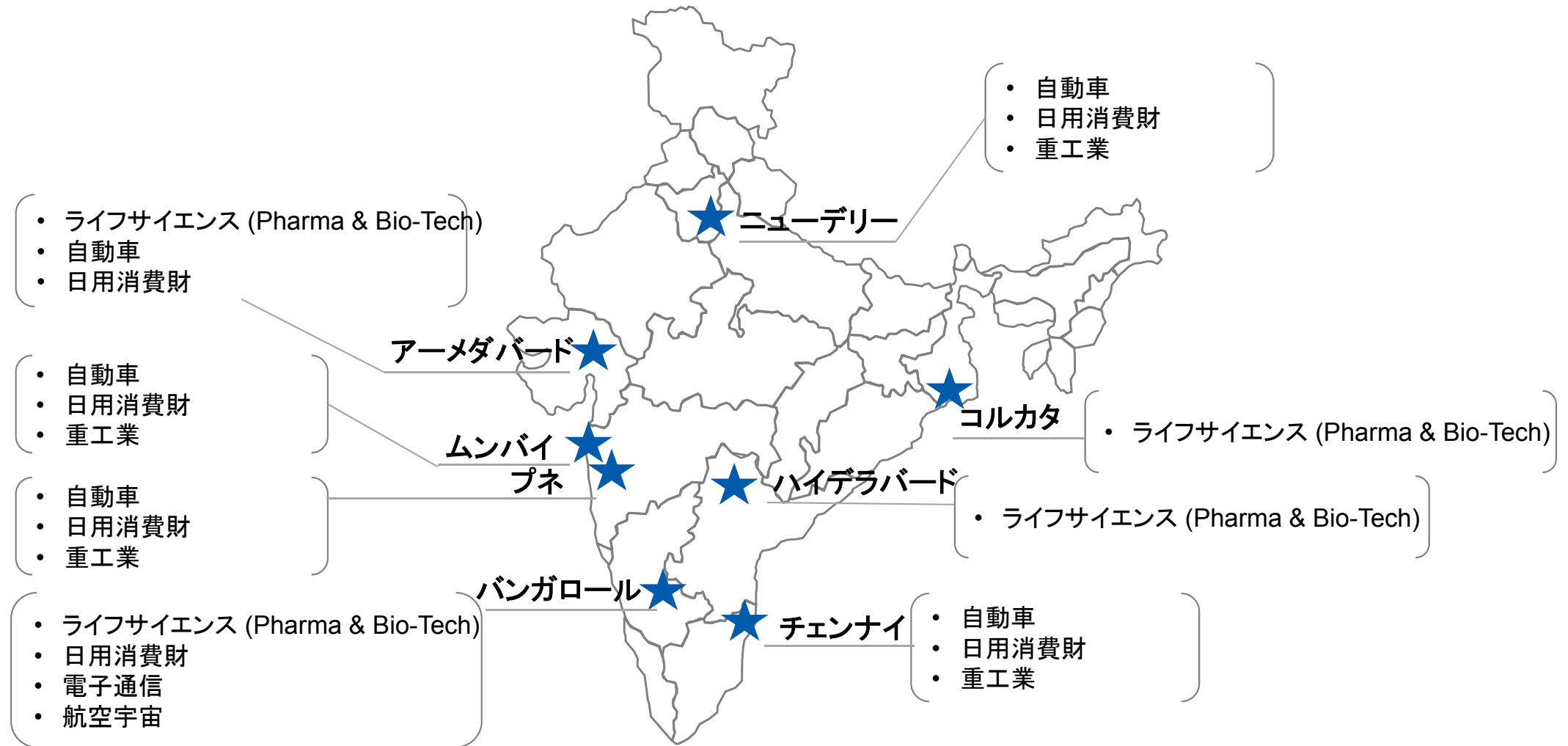
消費意欲拡大に伴い小売業のモール需要は拡大、 一方で計画遅延による供給抑制により賃料は上昇傾向にある

 市場ファクター	2014-15年度の成長率	理由
需要		<ul style="list-style-type: none"> 消費者主義の高まり、旺盛な若年人口、中間所得者層のブランド意識向上、一人当たりの国民所得の向上が新しい小売スペースの需要を引き続き左右している。 Tier2とTier3の都市における高級モールの需要は急速に高まっている。
供給		<ul style="list-style-type: none"> 2014年度の第三四半期までに合計153万平方フィートの新規小売スペースがバンガロール、デリー首都圏、ハイデラバード、コルカタ、プネに追加された。 しかしながら、今後供給される1430万平方フィートはデベロッパーの資金逼迫や計画の遅れ、リテーラーや投資家からのレスポンスの遅さといった問題で延期されている。
賃料		<ul style="list-style-type: none"> モールの賃貸はインドの上位8都市でわずかに増加した。 プネの賃貸のみ著しく増加しており、リテーラーはますます空きスペースを占有している。
注目すべきトレンド	<ul style="list-style-type: none"> オフラインの小売スペースにイーコマンスが与える影響 	<ul style="list-style-type: none"> 家で買い物をすることの利便性は小売店を訪れることに勝っていることからイーコマンスの影響を無視することはできない。 しかしながら、小売店はオンラインとオフラインの両チャネルを利用している

物流

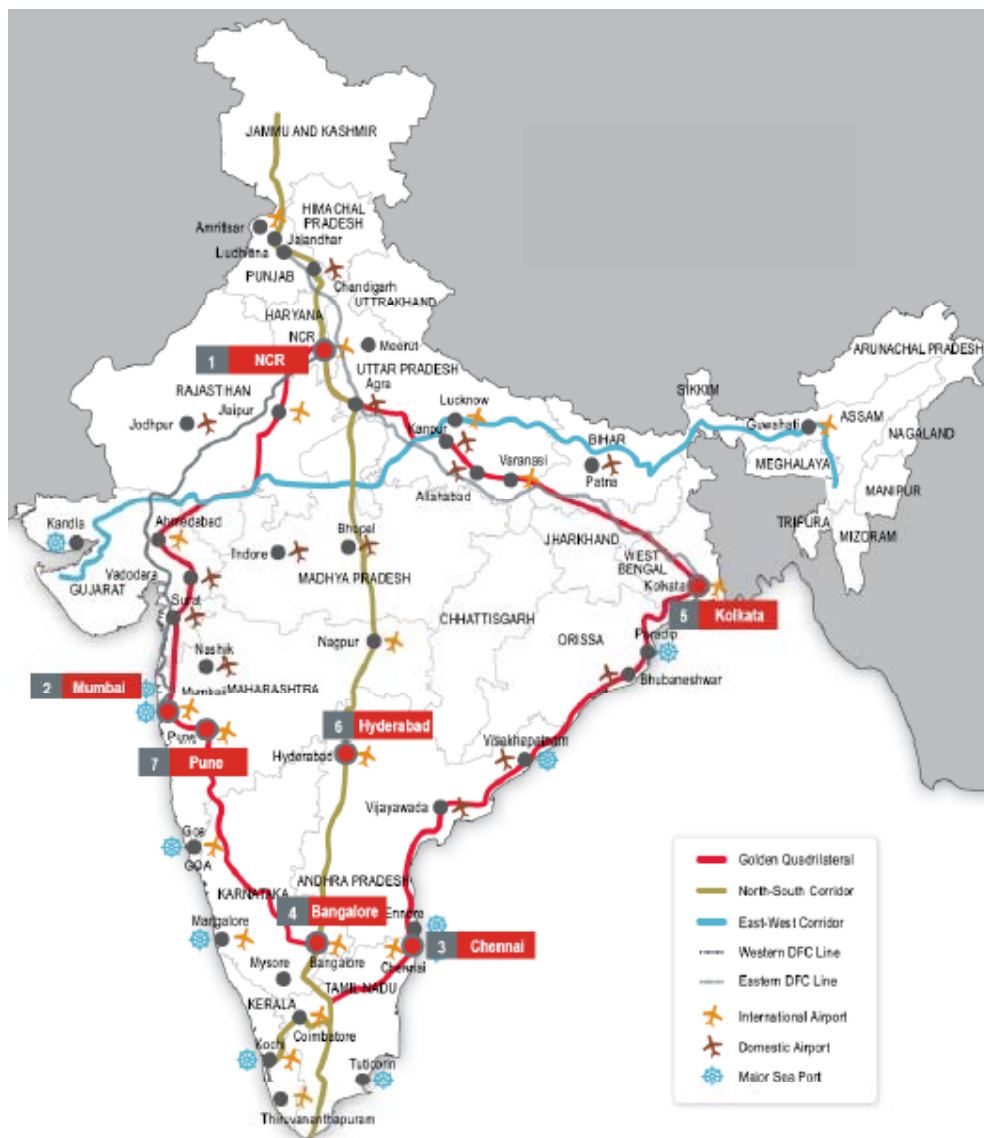
生産活動と消費市場は全国で拡大、貿易回廊と物流ハブのニーズは高まっている

インドの製造業の拠点と主要な市場



物流

国内の商業回廊地帯と主要な物流ハブ



主要工業回廊

デリーーコルカタ	1,452 kms
チェンナイームンバイ	1,290 kms
コルカターチェンナイ	1,684 kms
ムンバイーデリー	1,419 kms

既存(上段)と拡大中(下段)の物流ハブ

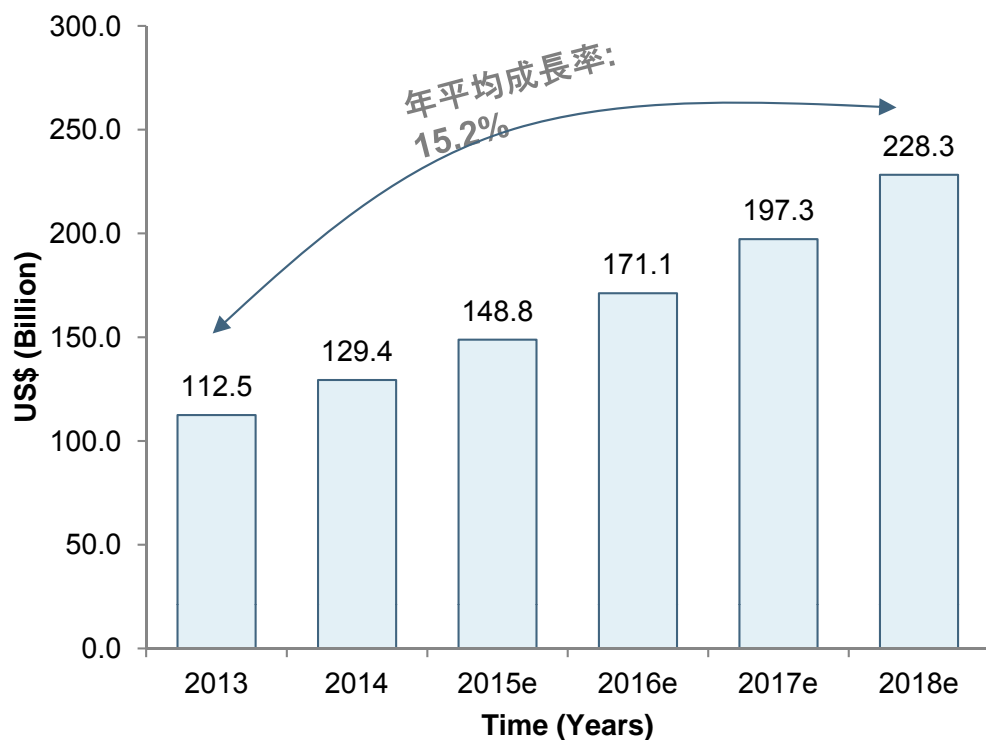
デリー首都圏	コルカタ
ムンバイ	ハイデラバード
チェンナイ	プネー
バンガロール	
アフマダーバード	ティルヴィナンタプラム
スーラト	ジャイプル
ゴア	ヴァドーダラー
チャンディーガル	ナーシク
コーチ	インドール
ヴィシャーカパトナム	マンガロール
ナーグプル	ルディヤーナー
コーヤンブットール	グワーハーティー

物流

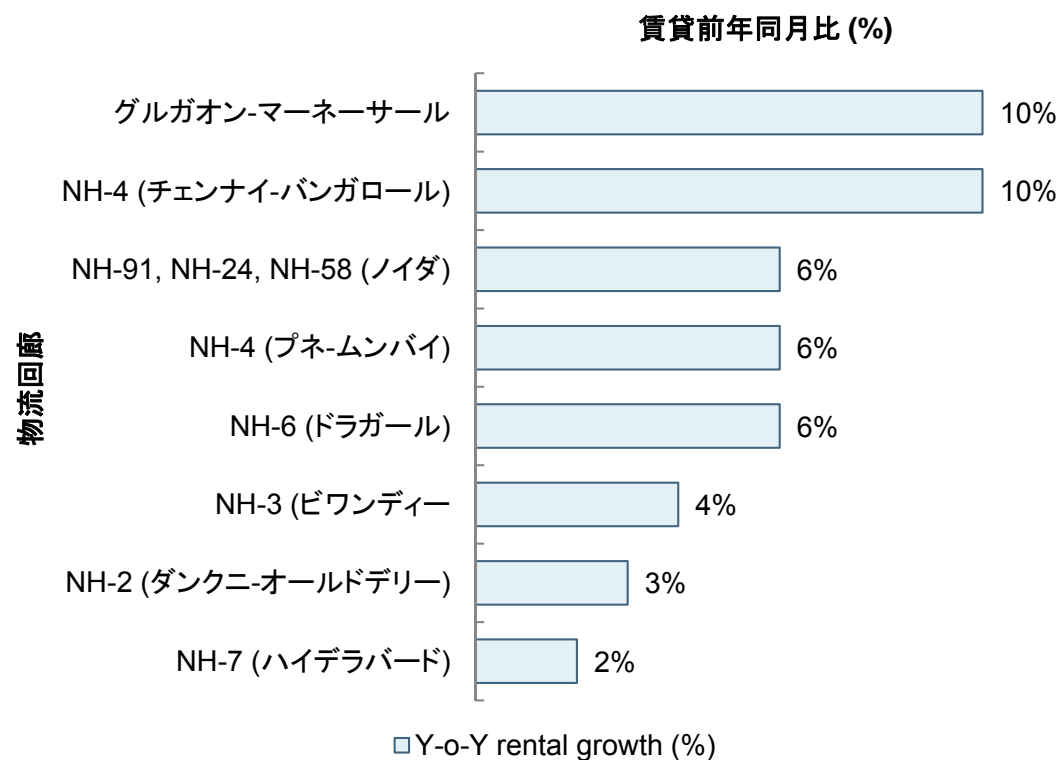
高品質の物流不動産の不足により、新たな物流不動産への需要は強い

- 主要工業回廊における倉庫賃貸は、年平均5%伸びている。
- グルガオン-マーネーサルとチェンナイ-バンガロールルートでは、二桁の価格上昇がみられる。

倉庫市場規模



倉庫スペース賃貸の成長トレンド



注) 2013年時点のデータ

出所) Netscribes 報告書2012

出所) Jones Lang LaSalle India

物流不動産市場は継続的に成長、物品サービス税導入に際して先行きは不透明



市場ファクター

2014-15年度の成長率

理由

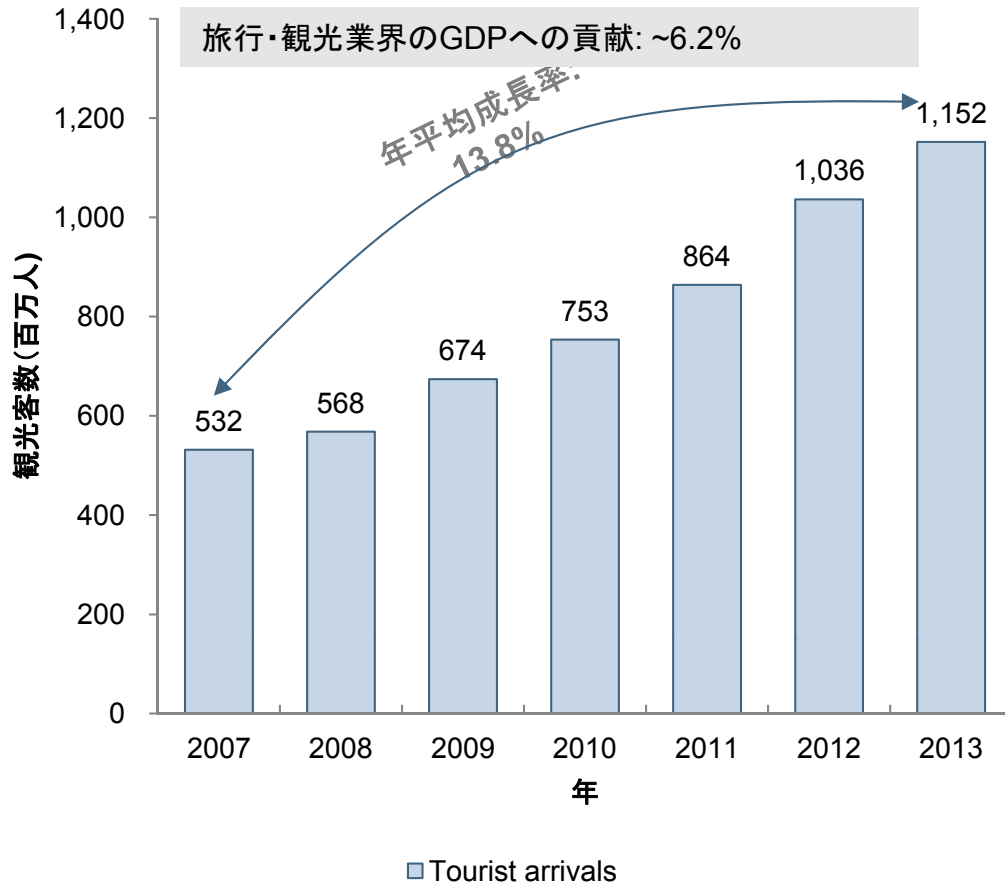
<p>需要</p>		<ul style="list-style-type: none"> ・ イーコマンスのブームに伴い、現地の大きなマーケットが近くにある倉庫スペースの需要は著しく増加した。 ・ 国内消費の高まりも倉庫スペースの需要をもたらした。
<p>供給</p>		<ul style="list-style-type: none"> ・ 土地取得の問題や投資家や消費者にとって魅力的なインフラ(電気・水道・道路)の未整備等の問題で供給は引き続き減少している。 ・ 物品サービス税導入の遅れは倉庫スペースの供給に影響を与えている。
<p>賃料/価格</p>		<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要な産業回廊に広がる倉庫スペースの賃料と価格は土地価格の上昇と供給の減少のプラスのトレンドになっている。
<p>注目すべきトレンド</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内経済特区の成長スピード ・ 倉庫の温度管理への需要 ・ DMICにおける需要増 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 輸出特化型SEZ(経済特区)は制約により開発が難しく、内需型SEZ が成長 ・ 化学、製薬・バイオテクノロジー分野の貯蔵必要条件に特化した倉庫の温度管理の需要は増加している。 ・ DMIC(デリー・ムンバイ産業回廊)においては13の工業地域開発が進み、物流需要も伸びることが想定される

インドの旅行・観光業界は着実に成長しているが、さらなるインフラ整備が必要である

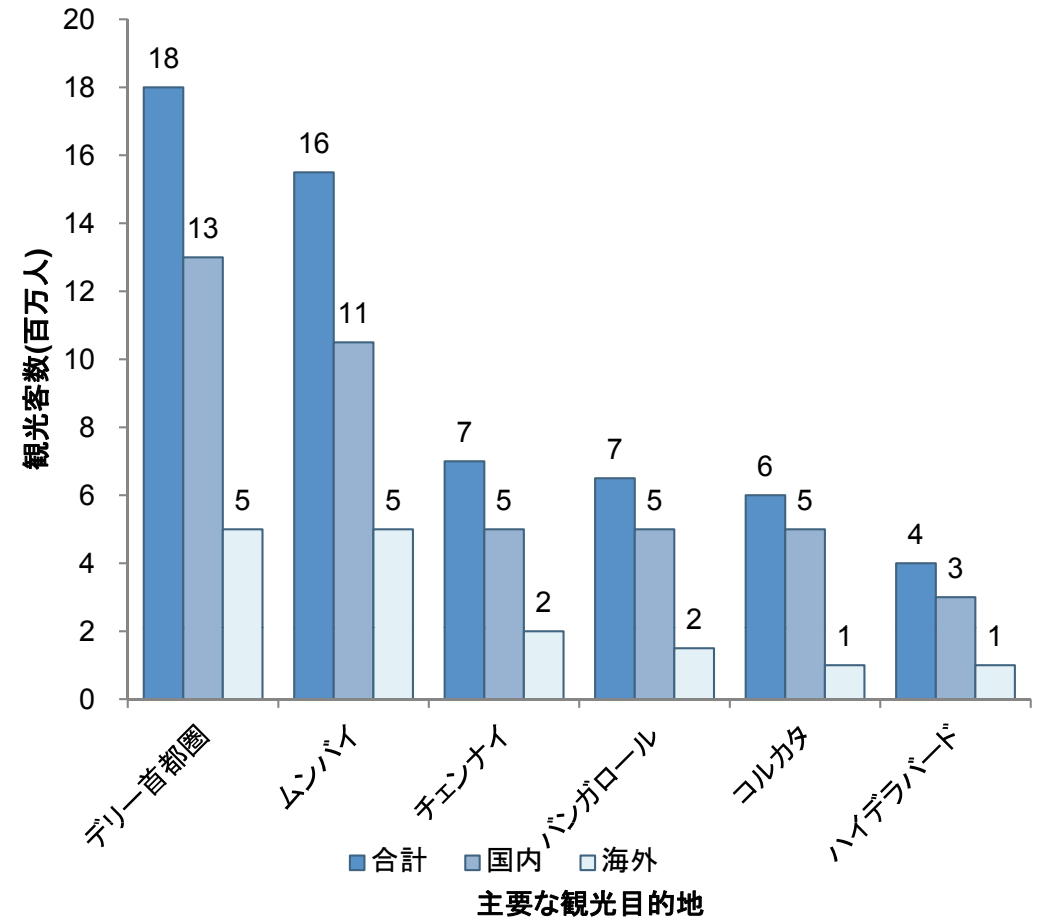
世界の中でのインドの順位	業界における競争力	65位	ホテルのインフラストラクチャー	67位	外国人観光客数	38位
--------------	-----------	-----	-----------------	-----	---------	-----

出所) Travel and Tourism Competitiveness Report 2013

インド人と外国人の観光客数

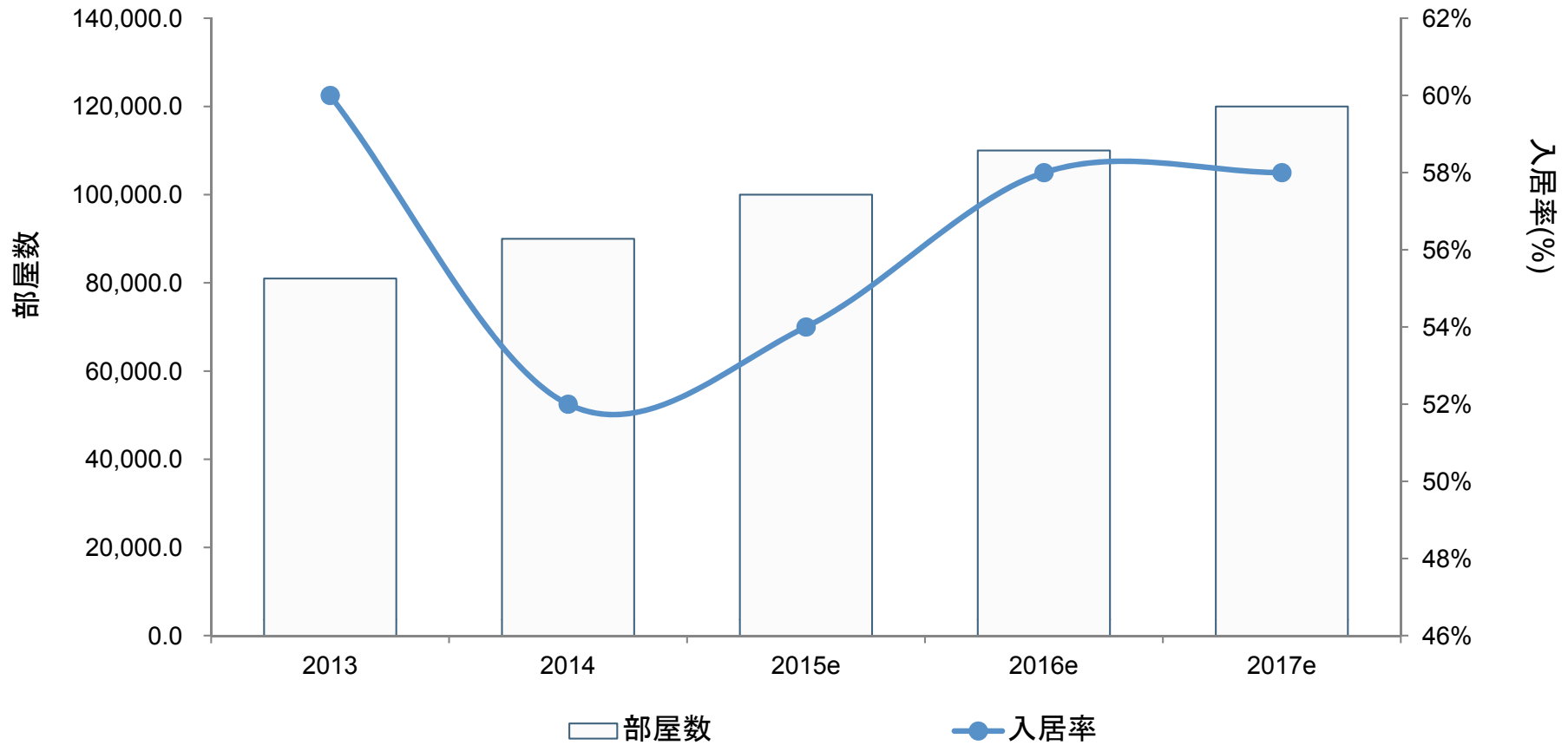


航空機を利用して観光客が訪れる上位6都市



ホテル・宿泊施設は着実に増加しており、入居率も安定しつつある

ホテル・宿泊施設の需要・給トレンド(8大都市の合計)



需要・供給ともに伸びているが、競争により宿泊料は安定傾向にある



市場ファクター

2014年-15年度の成長率

理由

<p>需要</p>		<ul style="list-style-type: none"> 国内観光は10%、海外観光は5.9%前年度を上回った。 上位8都市の空き室率の平均は改善されており、ホスピタリティースペースの需要が増加している。
<p>供給</p>		<ul style="list-style-type: none"> 2018年の後半までに上位8都市において44,000戸以上が建設され、うちデリーとムンバイが新規供給の51%を占めている。 全体として在庫はすべての主要都市で増加しており、デリーは前年比で16.5%と最も高い。
<p>宿泊料</p>		<ul style="list-style-type: none"> 競争激化により、昨年はほとんどのメトロシティで宿泊料は上昇しなかった。 全体の入居率はおよそ54-60%の幅だった。
<p>注目すべきトレンド</p>	<p>国内旅行は主にホスピタリティースペースの需要を左右している。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ルピー安は海外旅行の費用を上げるが、国内旅行をさらに後押しする。 中高級ホテルスペースの需要はすぐに増加すると予想される。

執筆者一覧



谷山 智彦 Tomohiko TANIYAMA
上級コンサルタント

【執筆担当】不動産投資商品市場
【専門領域】不動産等のオルタナティブ投資市場に関する調査研究、経済モデル開発、金融商品開発



大道 亮 Akira DAIDO
主任コンサルタント

【執筆担当】日本の人口動態、住宅市場
【専門領域】住宅・不動産・エネルギー分野における事業戦略立案・調査研究



佐尾 宏和 Hirokazu SAO
副主任コンサルタント

【執筆担当】商業施設市場
【専門領域】住宅・不動産・インフラ分野に関する調査・研究、事業戦略立案



亀井 敬太 Keita KAMEI
副主任コンサルタント

【執筆担当】編集、物流施設市場
【専門領域】不動産・住宅・住宅ローン・インフラ分野に関する調査・研究、事業戦略立案



波利摩 星也 Seiya HARIMA
コンサルタント

【執筆担当】日本のマクロ経済環境
【専門領域】不動産・インフラ・都市政策分野に関する事業戦略立案・調査研究



白 英華 Yinghua BAI
総監

【執筆担当】中国の不動産市場
【専門領域】都市・地域開発、不動産事業戦略



亢 越 Yue KANG
コンサルタント

【執筆担当】中国の不動産市場
【専門領域】都市・地域開発、不動産事業戦略



崔 慈玲 JaRyoung CHOI
Executive Director,
Real Estate・Retail・Service Division
【執筆担当】韓国の不動産市場、総括責任
【専門領域】不動産事業戦略及び投資戦略立案、事業計画立案、実行支援



JunWon SEO
Senior Consultant,
Infra・Business develop Division
【執筆担当】ホテル市場
【専門領域】不動産事業戦略及び開発、都市計画



YoonJi BAE
Consultant,
Real Estate・Retail・Service Division
【執筆担当】韓国家計経済及び住宅市場の動向、間接投資市場
【専門領域】住宅・不動産事業戦略、事業計画立案



KangTae PARK
Consultant,
Real Estate・Retail・Service Division
【執筆担当】韓国企業経済及びオフィス市場の動向
【専門領域】流通戦略、事業計画・実行支援



DongHyun LEE
Consultant,
Real Estate・Retail・Service Division
【執筆担当】企業経済、マクロ経済
【専門領域】流通・消費者市場分析及びマーケティング

執筆者一覧



小長井 教宏 Michihiro KONAGAI
上級コンサルタント

【執筆担当】台湾の不動産市場
【専門領域】インフラ分野における開発計画策定、事業戦略立案



荒木 康行 Yasuyuki ARAKI
主任コンサルタント

【執筆担当】シンガポールの不動産市場
【専門領域】不動産・インフラ分野における投資環境分析・事業戦略・海外展開戦略立案



金 惺潤 SungYun KIM
NRI India パートナー

【執筆担当】全体監修、不動産投資市場の概況、オフィス市場
【専門領域】不動産業の経営戦略、機関投資家のオルタナティブ投資、不動産投資市場分析、投資ビヘイビア分析、金融危機



アミット・クマール Amit KUMAR
Division Head, Business Strategy
Consulting Division

【執筆担当】インドの不動産投資市場
【専門領域】インフラ関連企業の事業戦略、新興国でのインフラ案件組成、M&A・提携支援、営業・チャネル戦略策定



門林 渉 Kadobayashi WATARU
Group Manager, Business Strategy
Consulting Division

【執筆担当】インドの不動産投資市場
【専門領域】インフラ関連企業の事業戦略、新興国でのインフラ案件組成、M&A・提携支援、営業・チャネル戦略策定



アルピット・マトウール
Arpit MARTHUR
Consultant, Business Strategy
Consulting Division

【執筆担当】インドの不動産投資市場
【専門領域】インフラ関連企業の事業戦略、建設・不動産市場の政策



アヌープ・クツバ Anoop KUBBA
Business Analyst, Business Strategy
Consulting Division

【執筆担当】インドの不動産投資市場
【専門領域】インフラ関連企業の事業戦略、建設・不動産市場の政策



竹腰 俊朗 Toshiro TAKEKOSHI
Manager, Consulting division

【専門領域】不動産、エネルギー等インフラ関連分野における経営戦略、事業戦略策定、海外展開支援、アライアンス・M&A支援



水野 兼悟 Kengo MIZUNO
Managing Director
NRI Thailand

【専門領域】タイの不動産市場・業界



今井 絢 Aya IMAI
コンサルタント

【執筆担当】編集
【専門領域】住宅・不動産・インフラ分野に関する調査研究、海外進出戦略立案



斉藤 和也 Kazuya SAITO
コンサルタント

【執筆担当】編集補佐
【専門領域】建設業界に関する市場予測、被災地のまちづくり支援

問い合わせ先: 株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部
real-estate-report@nri.co.jp

NRI

未来創発

Dream up the future.