アジアの不動産市場　2016

中国・韓国・台湾・シンガポール・インド・ロシアの不動産市場

2016年10月

株式会社野村総合研究所

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2　大手町ﾌｨﾅﾝｼｬﾙｼﾃｨ ｸﾞﾗﾝｷｭｰﾌﾞ

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

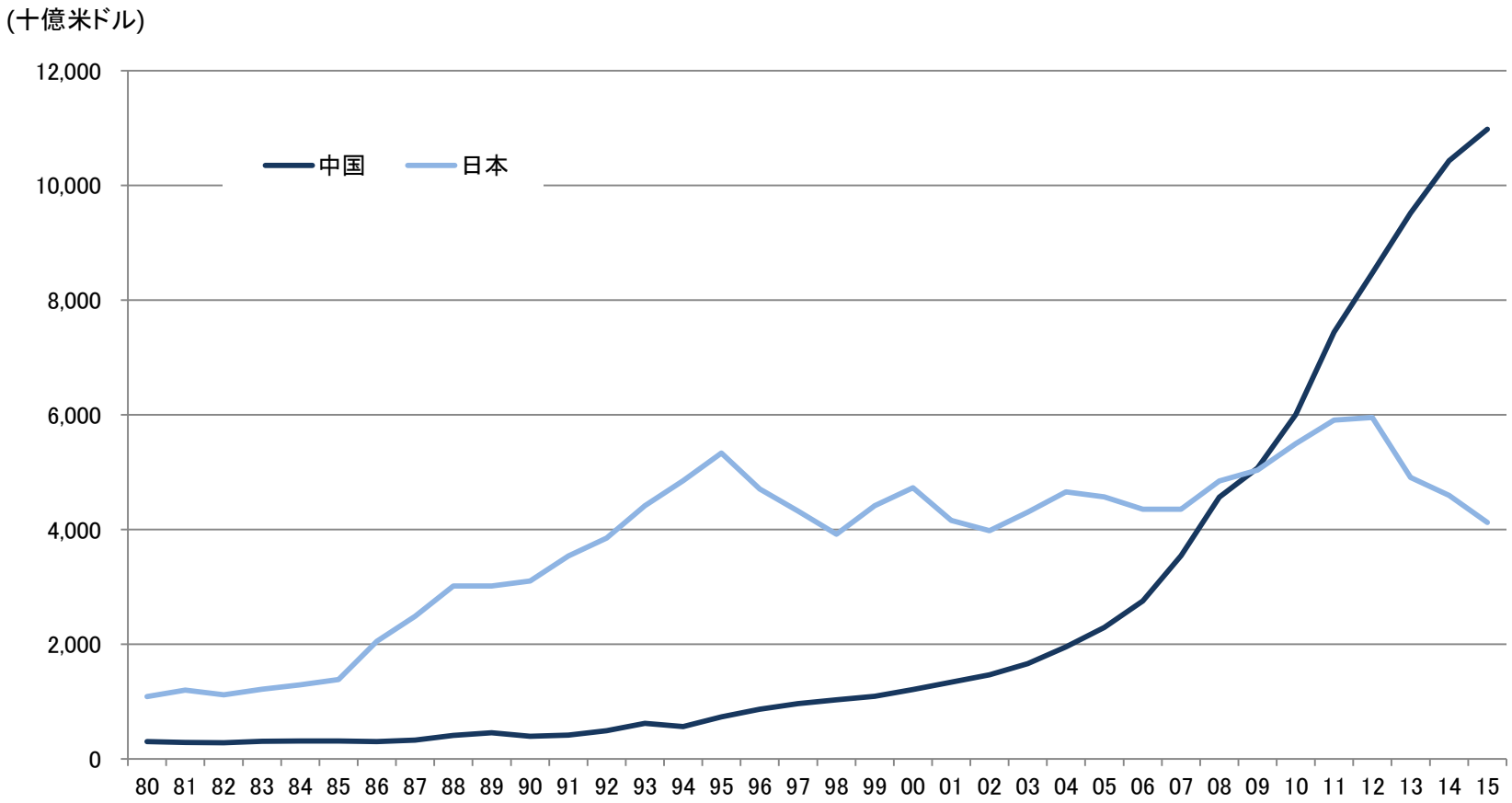
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
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

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2010年、日本と中国のGDPは大きく逆転し、2012年以降はその開きが更に拡大傾向

日本と中国の名目GDPの推移

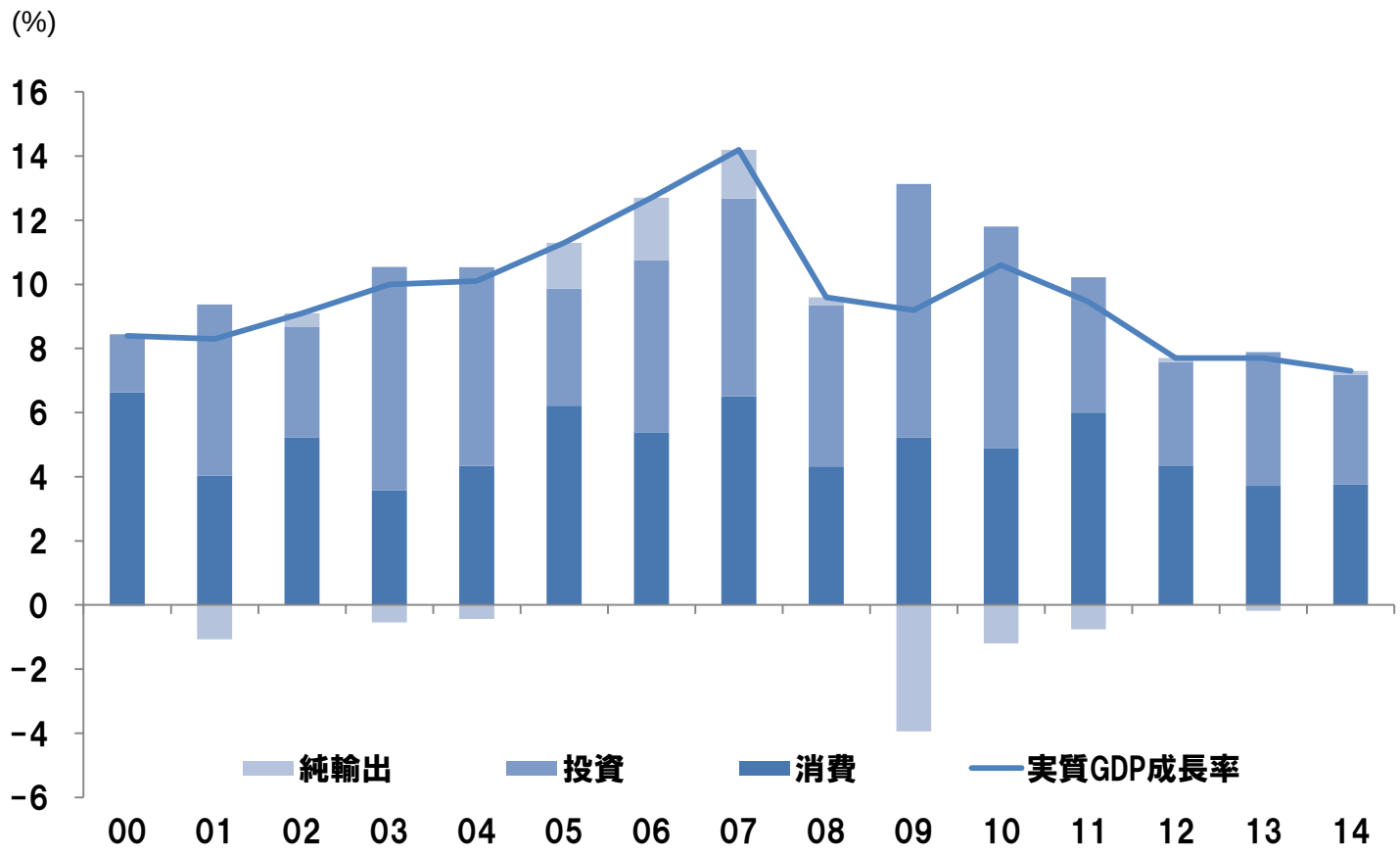


出所：IMF

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

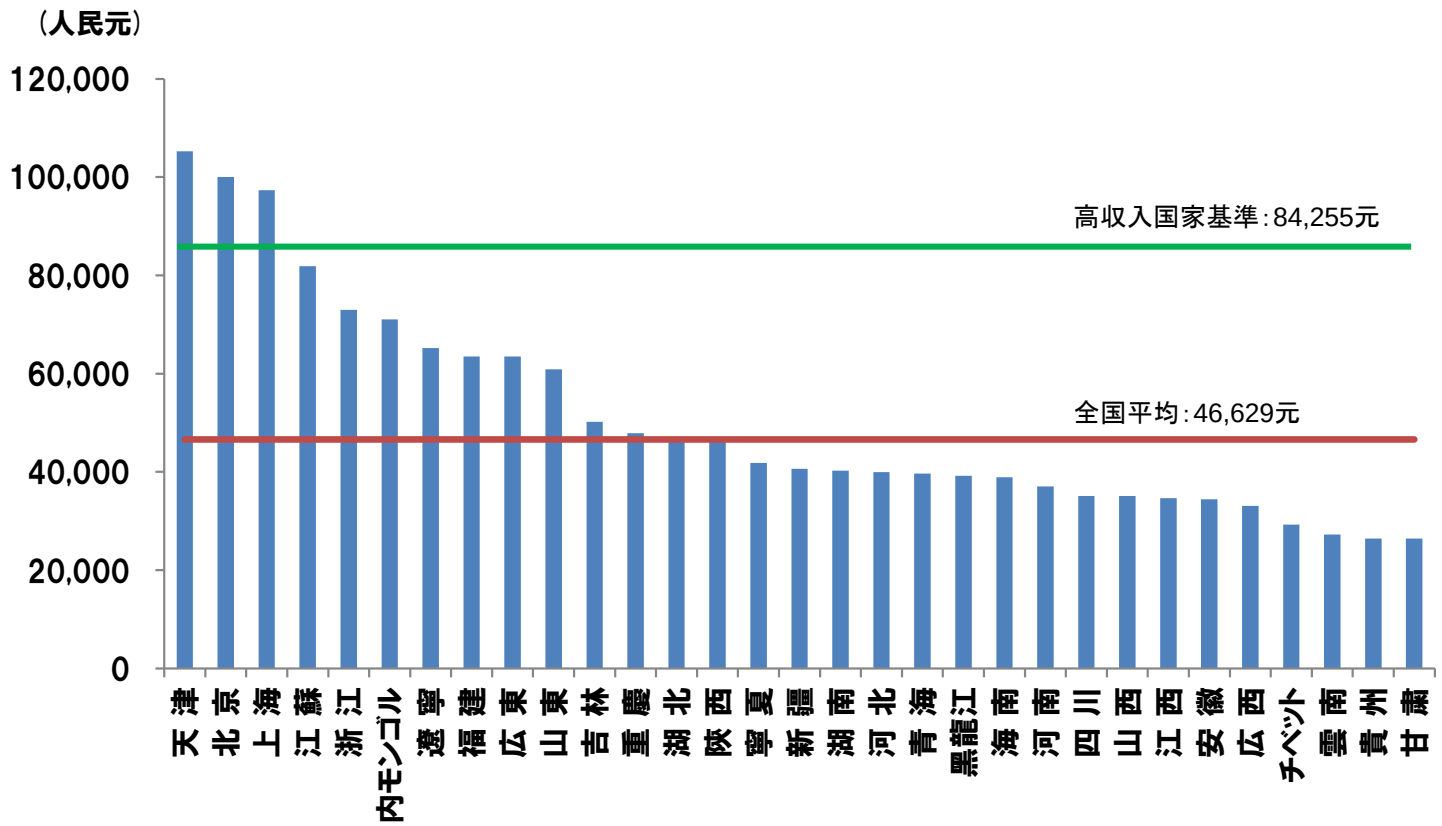


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

天津、北京、上海の三大都市の一人当たり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（2014年）



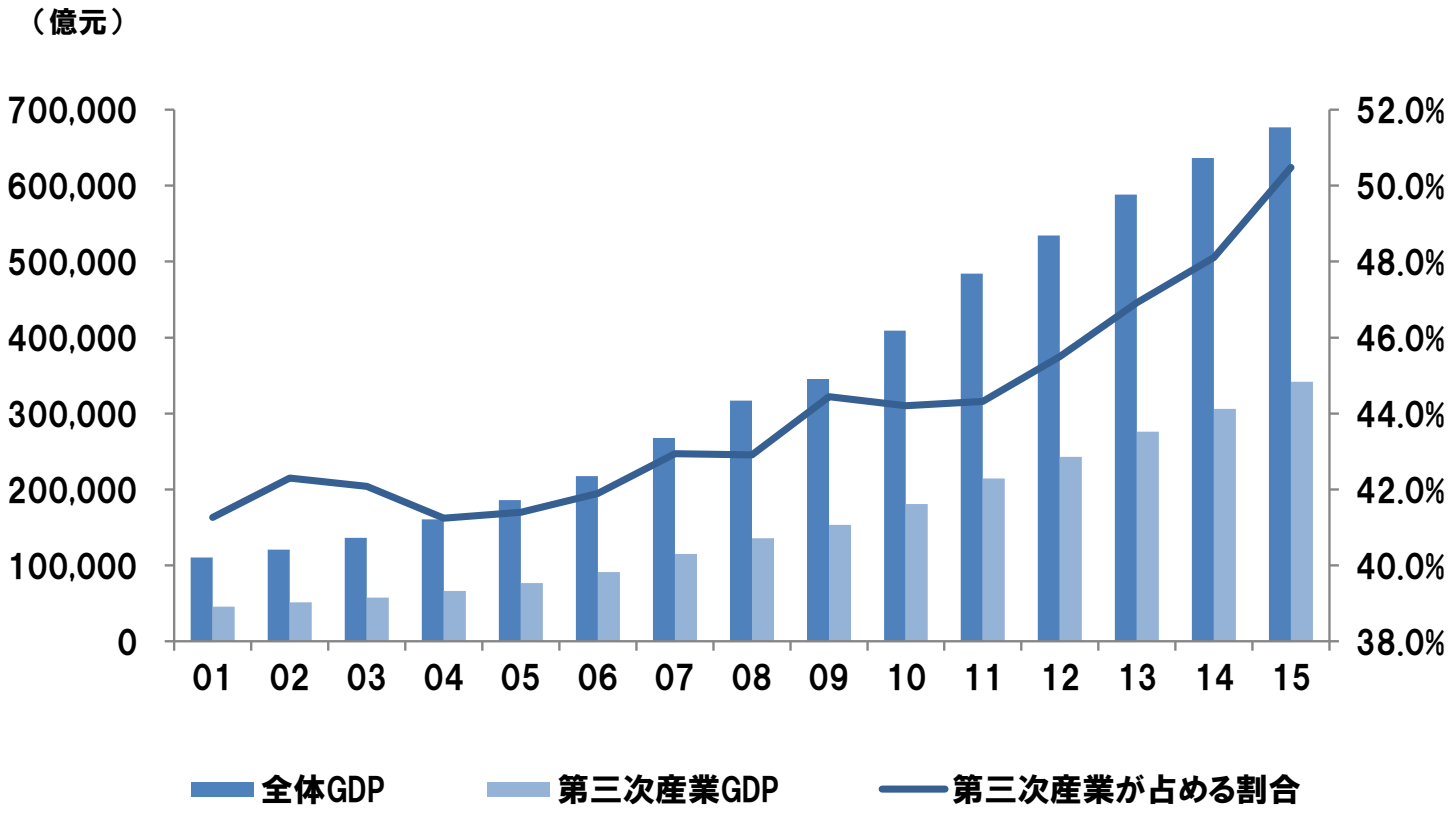
注：世界銀行の高収入国家と認定する基準：一人当たりGDP≥12,616米ドル（2016年9月1日レートでの換算：約84,255人民元相当）

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

第三次産業は拡大傾向が続いており、2015年には50％を超えるなど、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

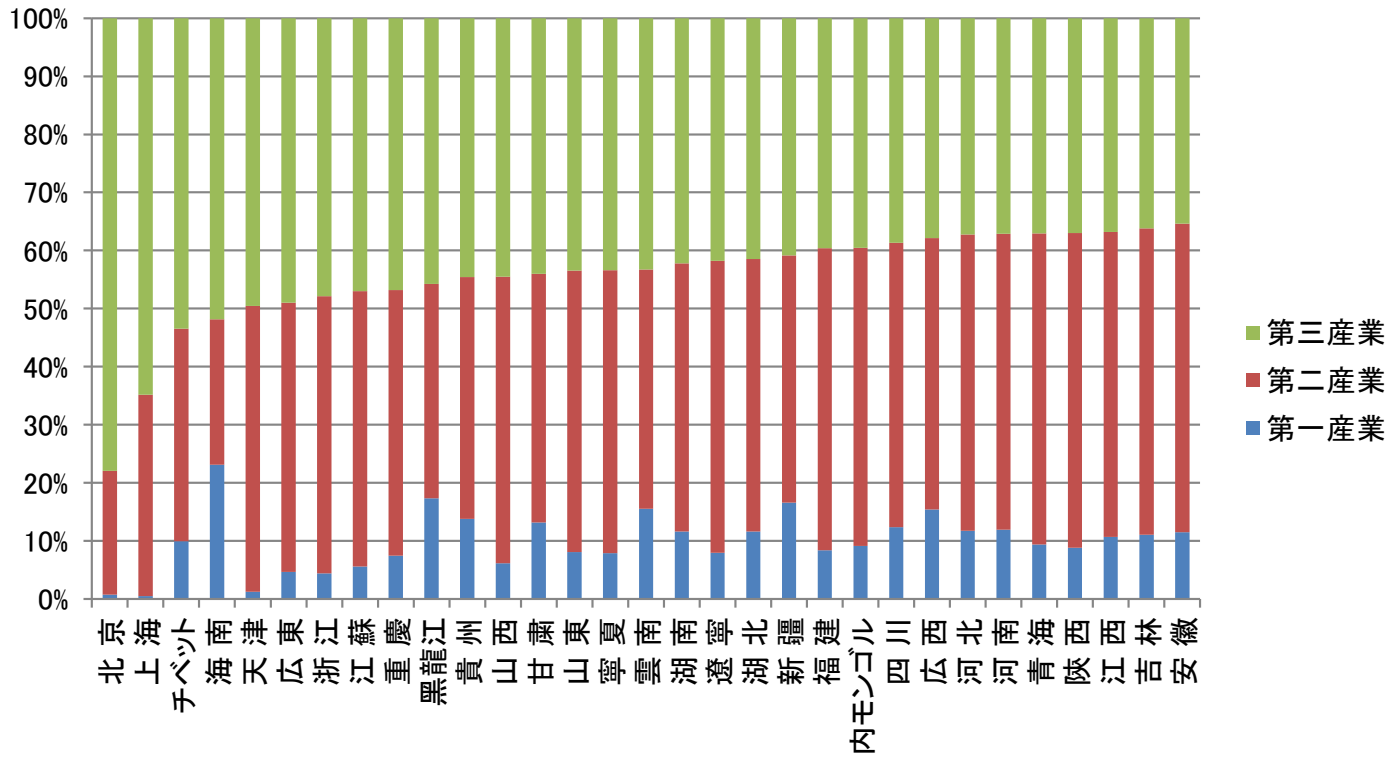


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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（2014年）



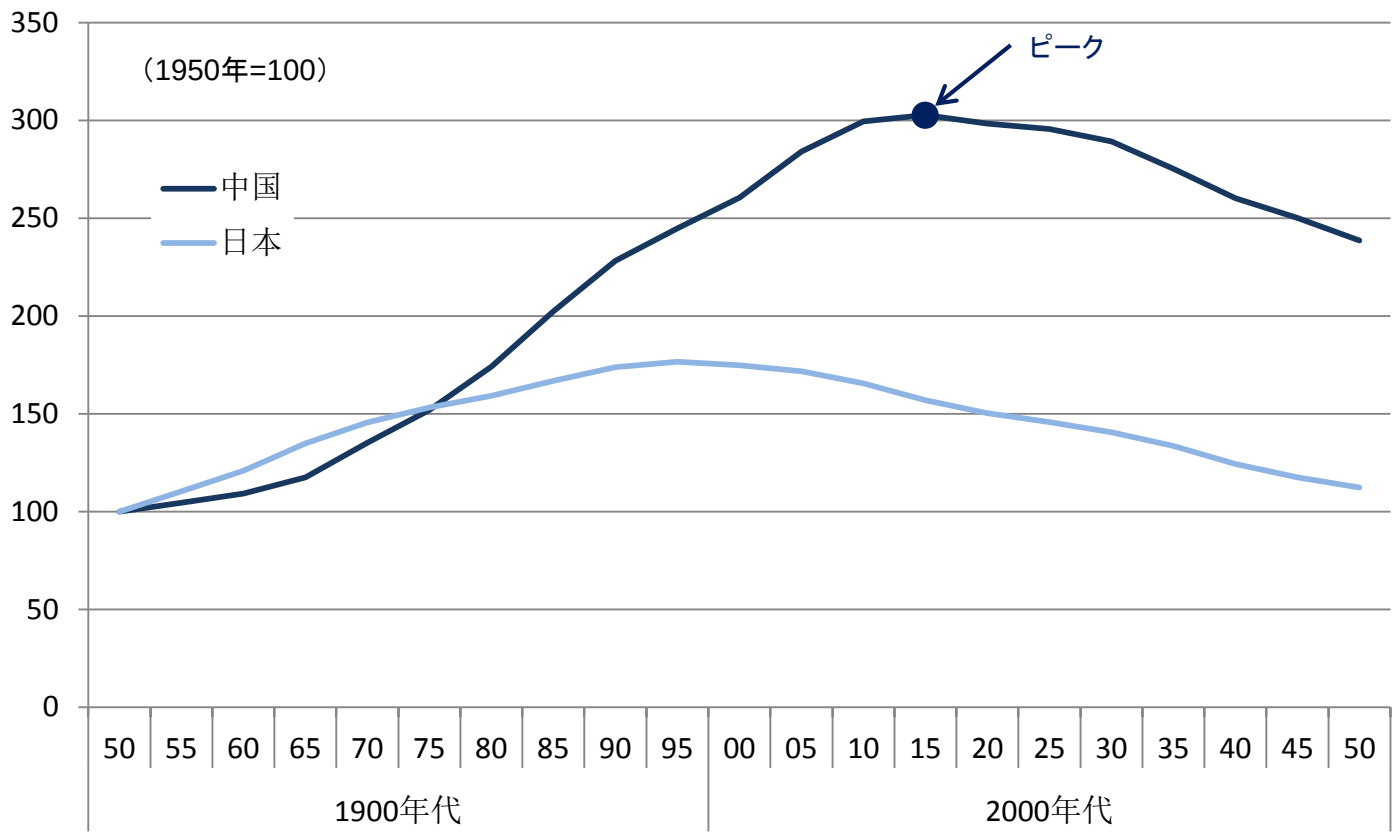
第三次産業比率全国平均：48.1%

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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



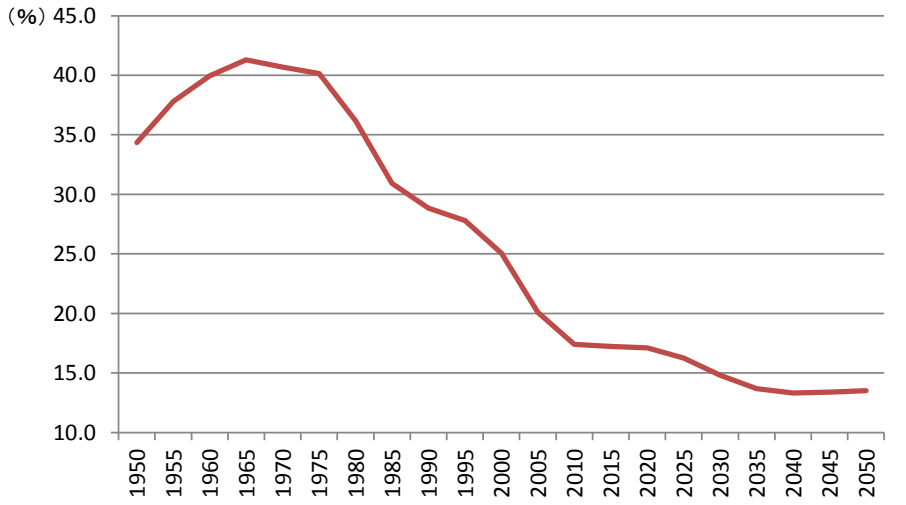
出所：国際連合「World Population Prospects: 2015 Revision」よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

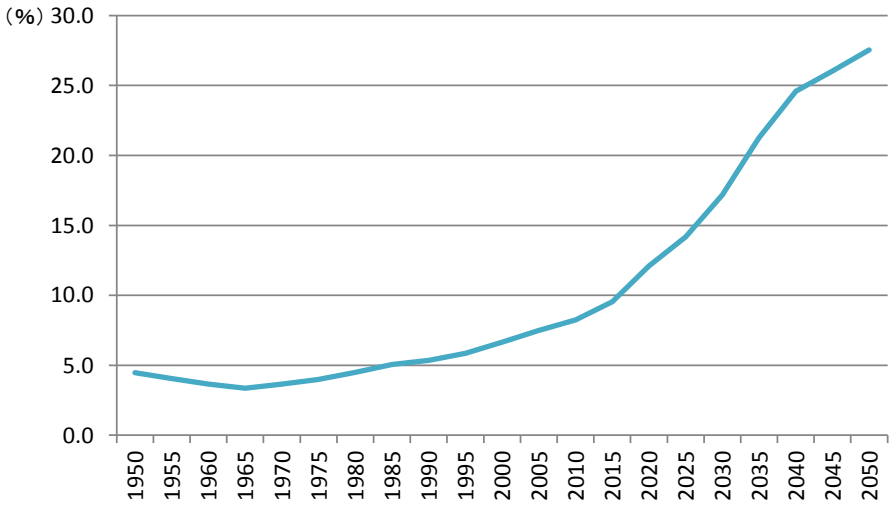
少子高齢化による財政負担の増加や労働力減少などが懸念されなか、2016年から「二人っ子政策」が正式に導入され、継続的な経済成長への貢献が大きく期待される

- 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2016年1月から「一人っ子政策」を廃止し、「二人っ子政策」を正式導入。
  - 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」の正式的実施を発表した。
  - 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子の出産認可申請が開始した。
  - 更に、2015年年末に全国人民代表大会の常務委員会は全ての夫婦に適用する「二人っ子政策」を採択 、2016年1月から正式導入。

15歳未満少年人口比率の変化



65歳以上の人口比率の変化



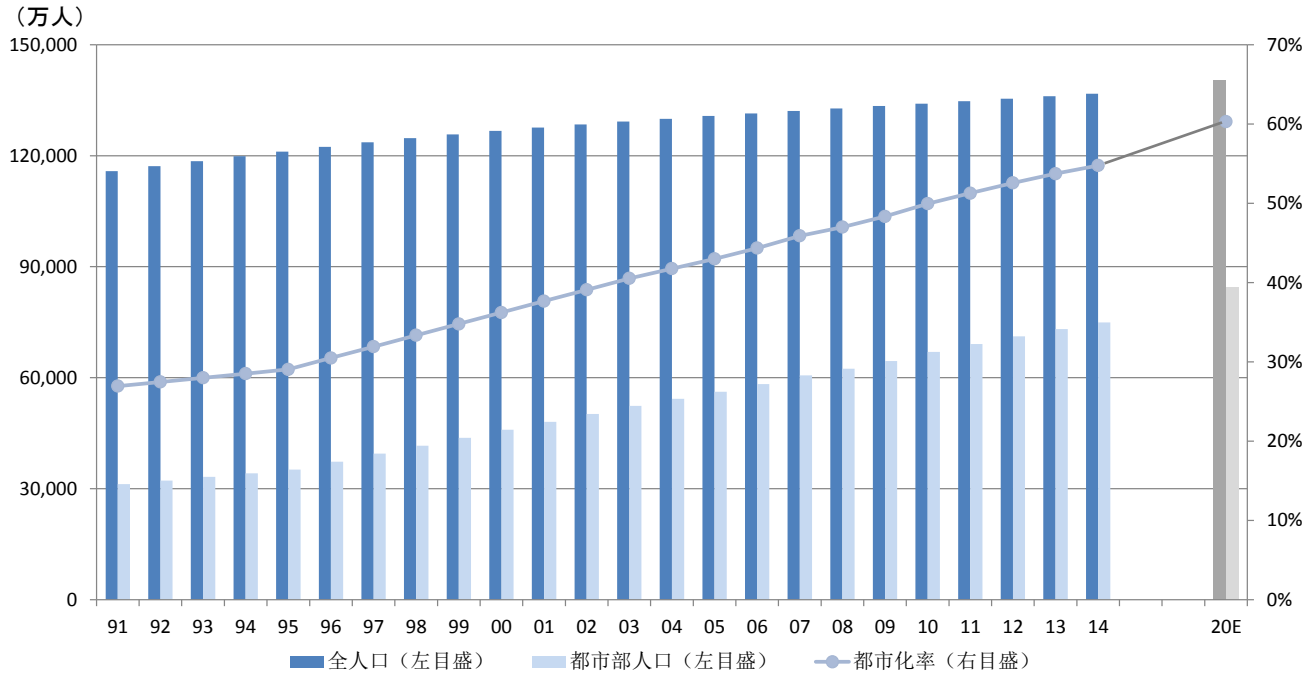
出所：国連World Population Prospects: 2015 Revision

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

都市化の進行によって、2014年の都市化率が55％に近い。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2014年まで、都市化率は27.8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60%、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」という目標を掲げる。

中国の人口と都市化率の推移



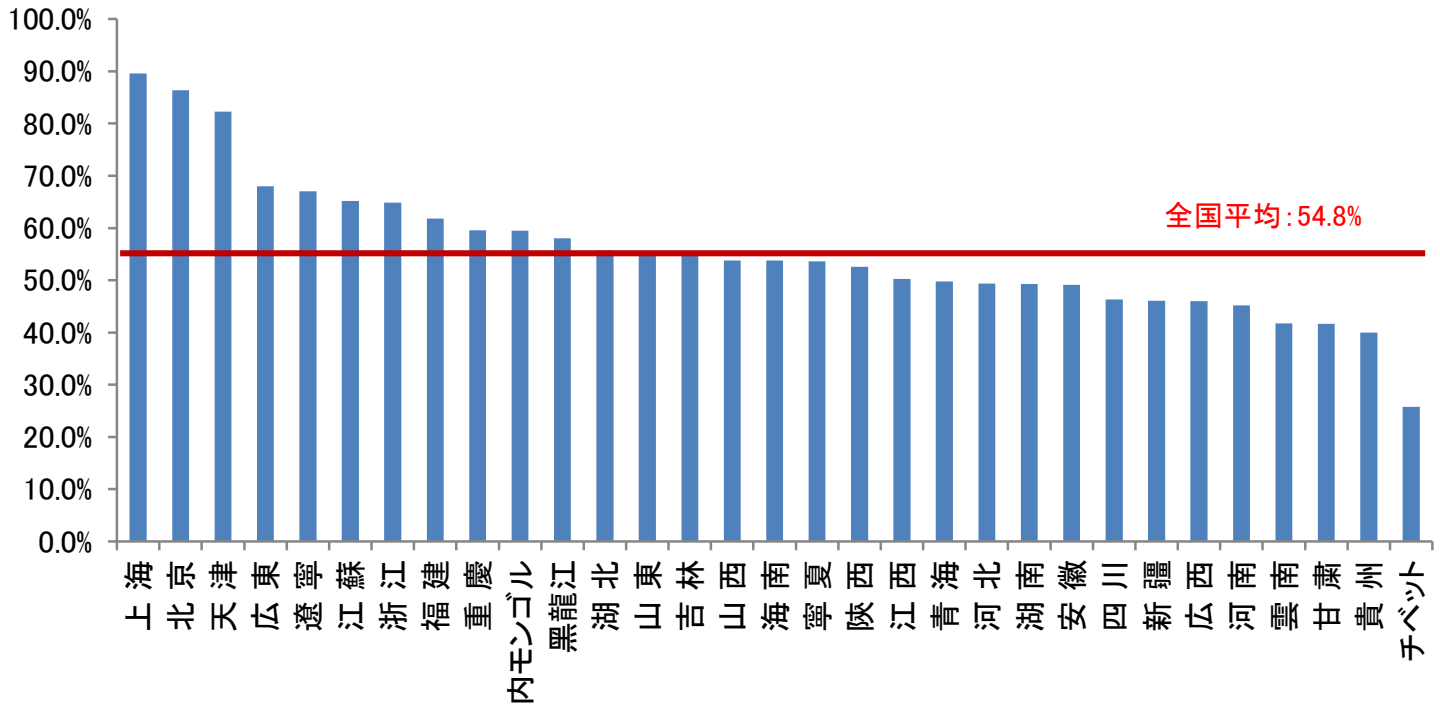
注：2020年の総人口数は国連の予測値であり、都市化率はは政策目標値である。

出所：中国国家統計局、国連World Population Prospects: 2015 Revision

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

中国の地域別都市化率（2014年）

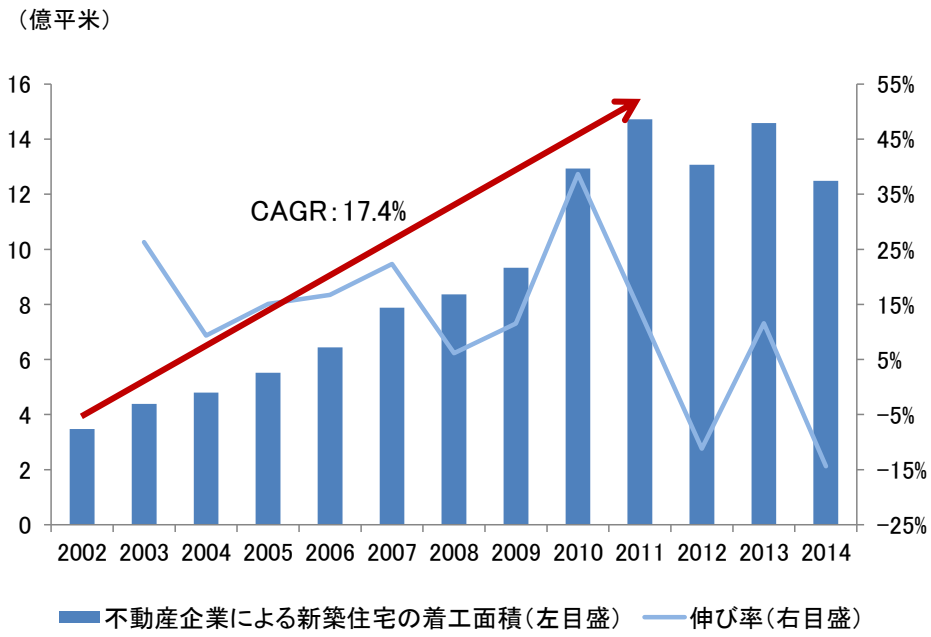


出所：中国国家統計局

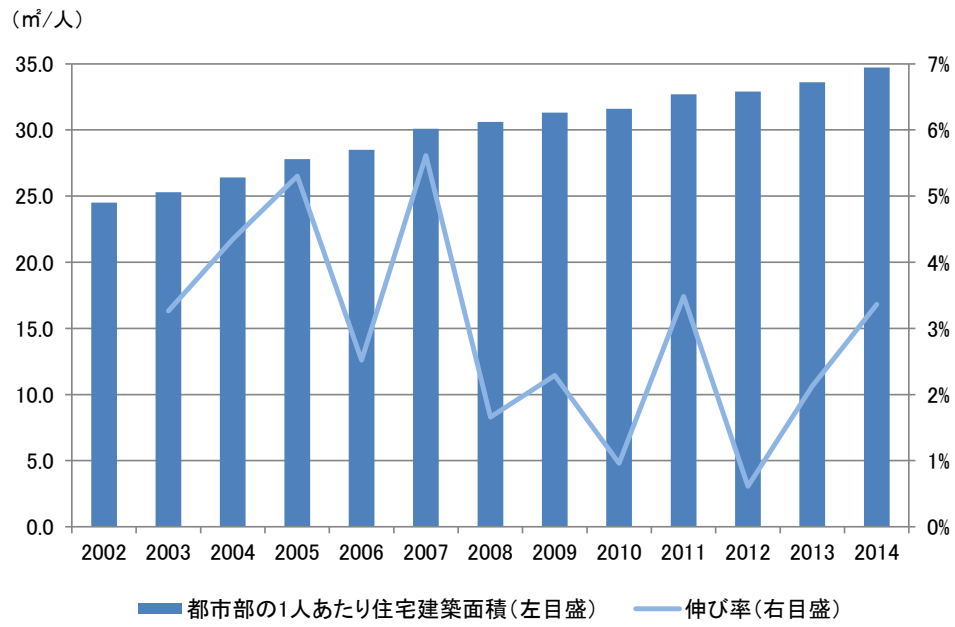
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2002-2011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17%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



都市部における1人あたり居住面積の推移



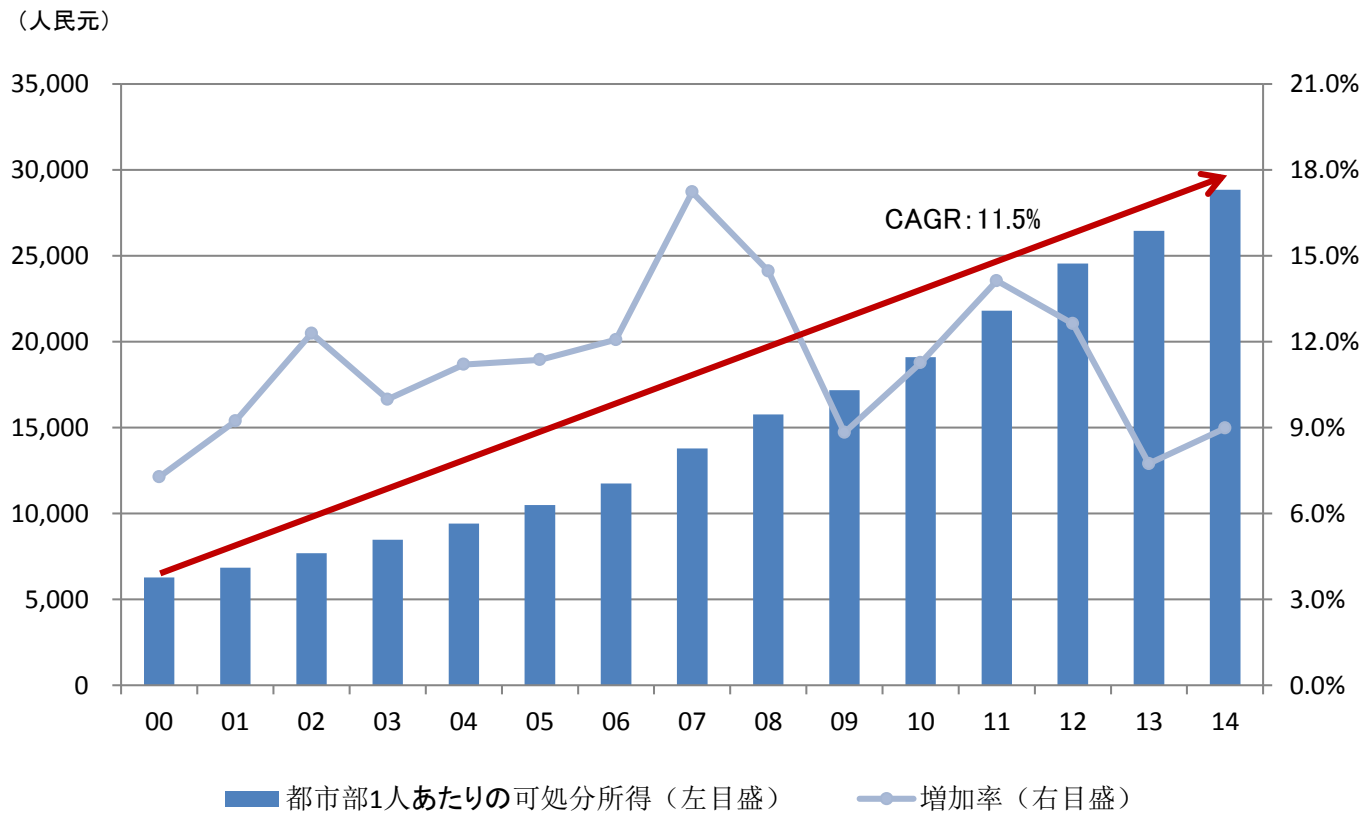
注： 上記2012年までのデータは中国統計年鑑で公表されるもので、2013年と2014年のデータは、中国住宅と城郷建設部の公開情報により整理している。

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

過去15年間、都市部の1人当たり可処分所得の増加率は平均12％近くであり、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



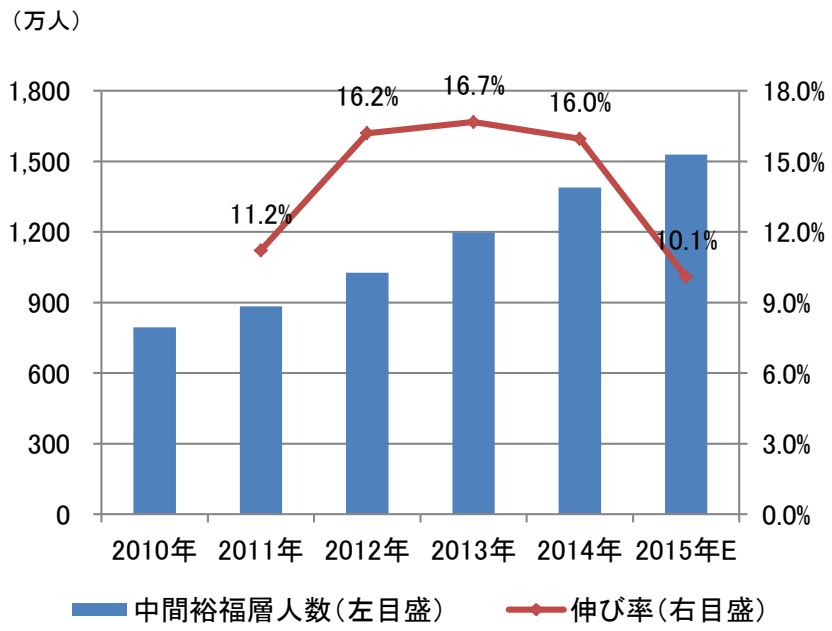
出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

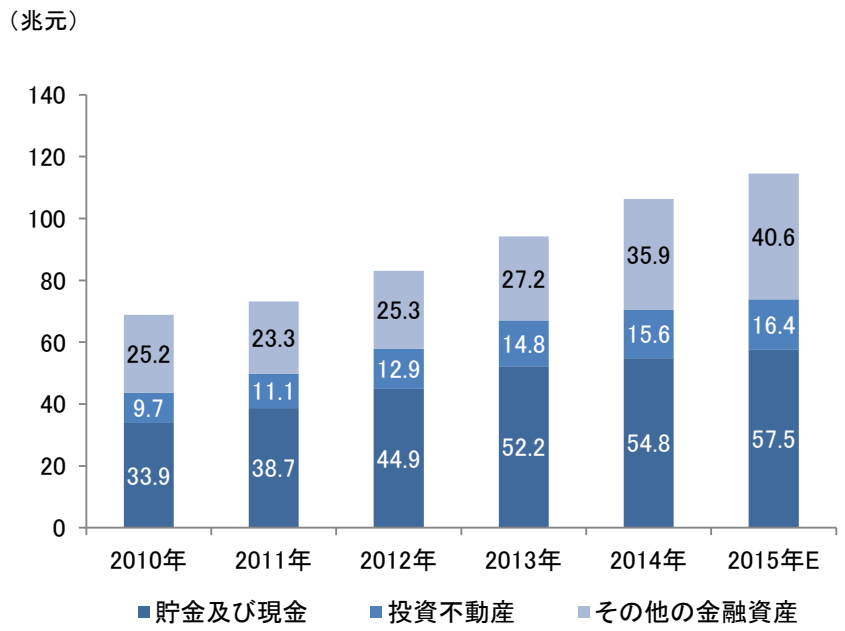
中間層人口は増加傾向が続き、その資産の約15％が不動産投資によるもの

- 2014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1,388万人で、全人口の約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（2016年6月1日付けレートで換算：1,011万円～1億円に相当）の人と定義する。

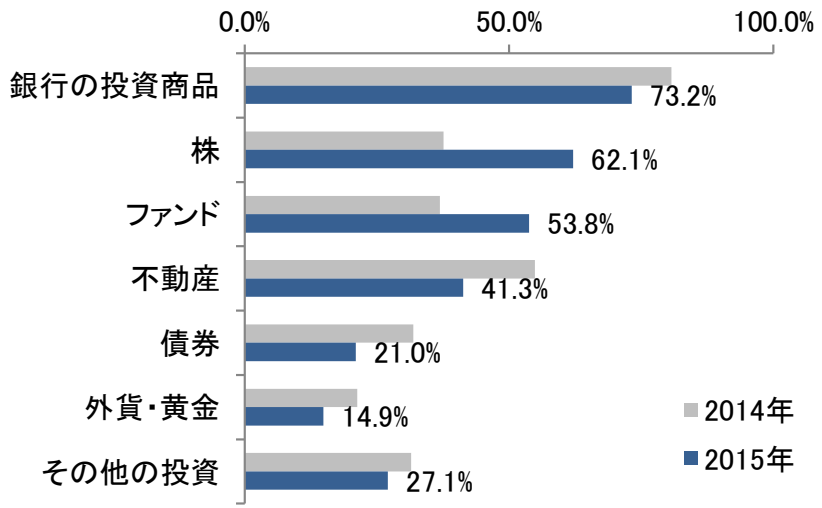
出所：『2015年中国大衆裕福層財産白書』（Forbes&CreditEase）

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

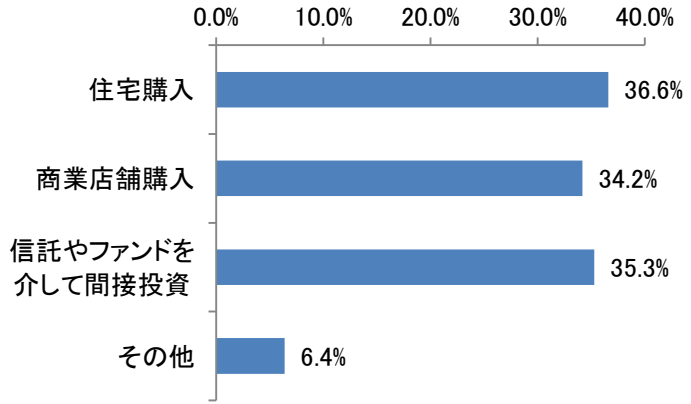
2014年後半の中国株急騰の影響で、2015年は富裕層の株やファンドに対する投資意欲が前年より高まっており、不動産に対する投資意欲は第2位から第4位まで下がってきた

- 2014年中間富裕層に人気のある投資先は、銀行投資商品（MMF等）、株、ファンド及び不動産の順となっている。
- 将来の不動産の投資形式として、住宅購入、商業店舗購入のような直接投資と、リスク回避や節税のための信託やファンドを介した間接投資の双方に投資意欲が見られる。

中国の中間富裕層に人気のある投資先（2014年と2015年の比較）



地域別中間富裕層の不動産投資形態

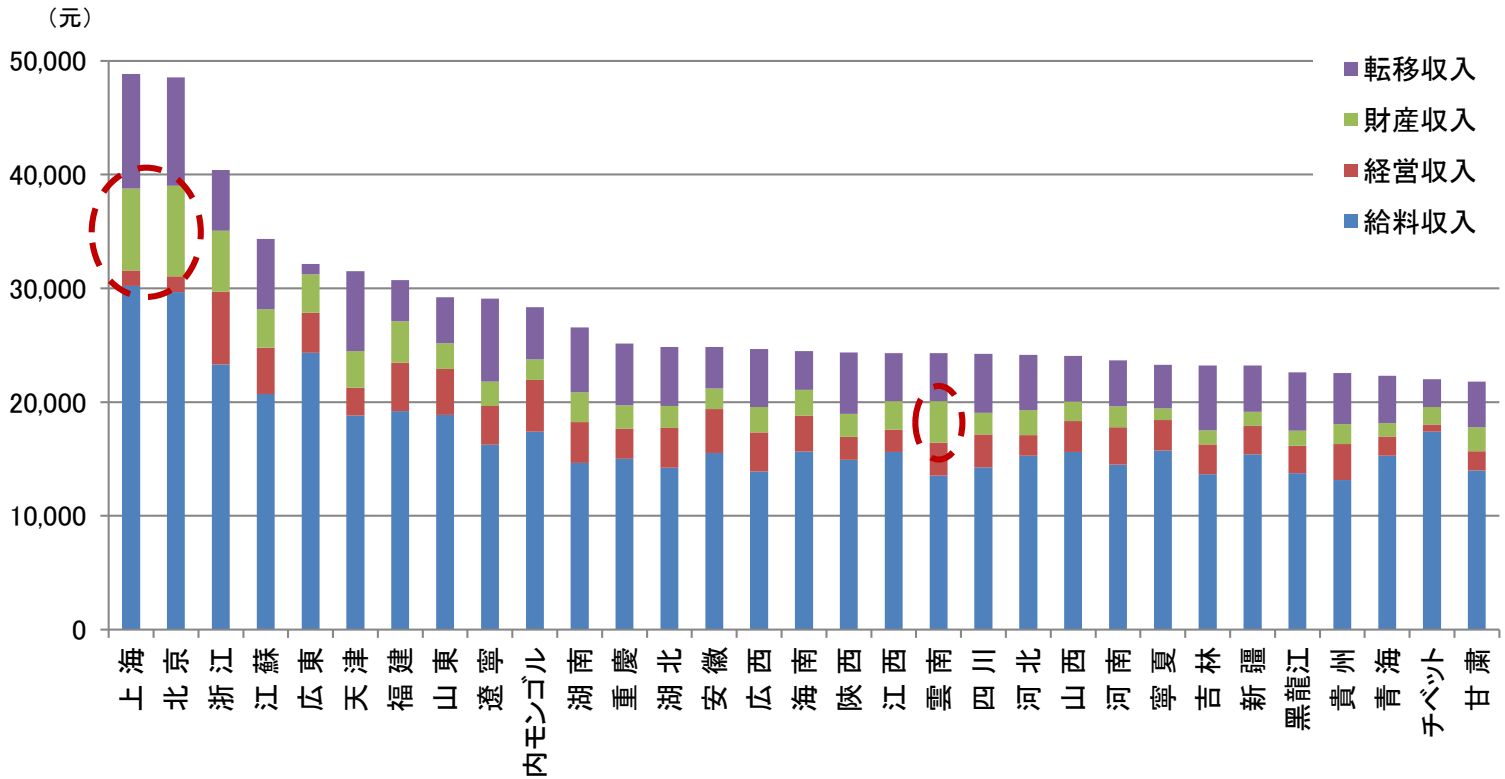


出所：『2015年中国大衆裕福層財産白書』（Forbes&CreditEase）

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

1人あたり家計収入の全国的平均62%は給料収入によるもので、17%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北京(16%)、上海(15%)と雲南(15%)

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（2014年）



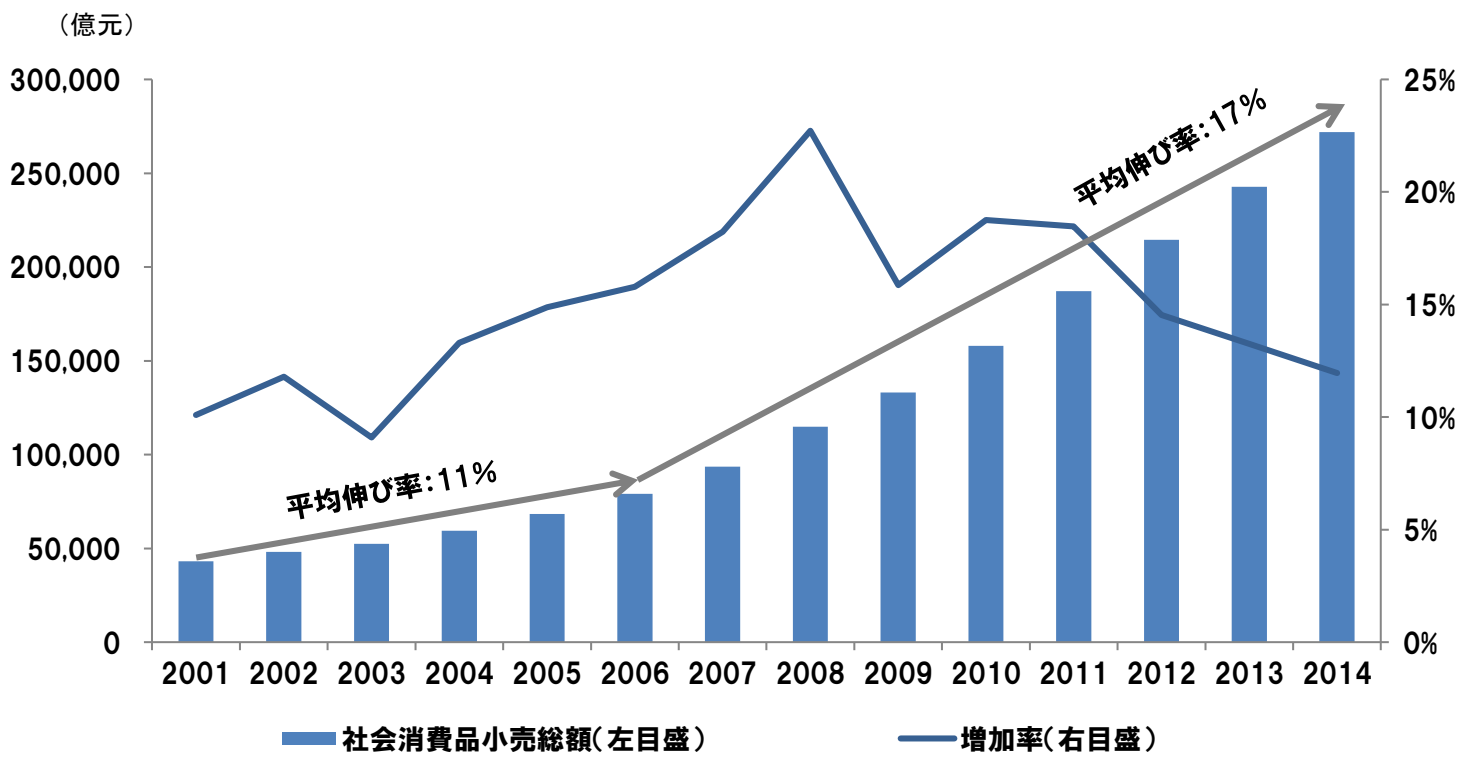
注：　給料収入：賃金収入。
　　経営収入：商業売買等による収入。
　　財産収入：動産、不動産による収入。
　　転移収入：退職金、養老金等による収入

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2014年の社会消費品小売総額は2001年の6.3倍以上の規模を記録した。特に2007年以後は年平均17％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：中国国家統計局

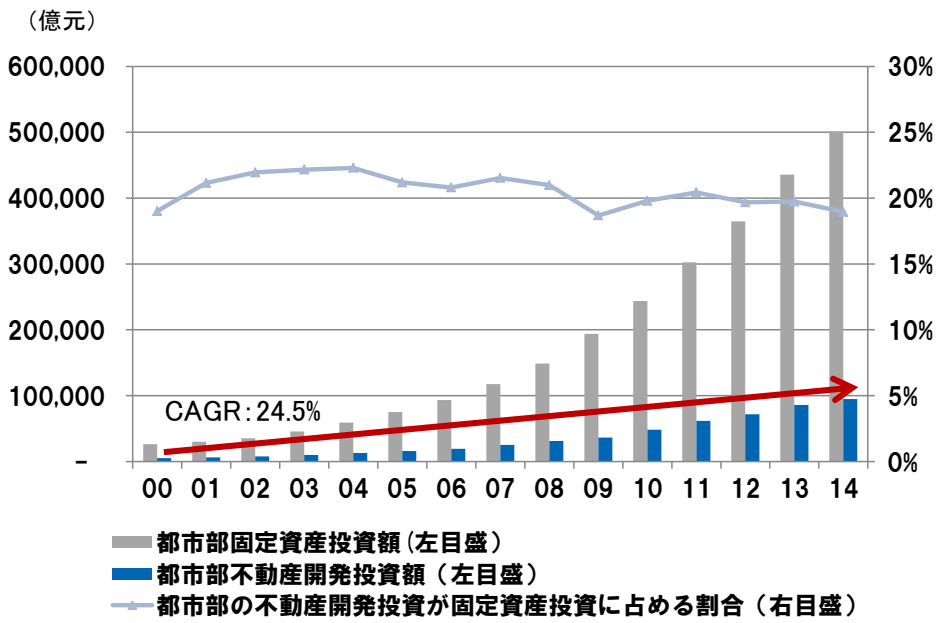
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	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

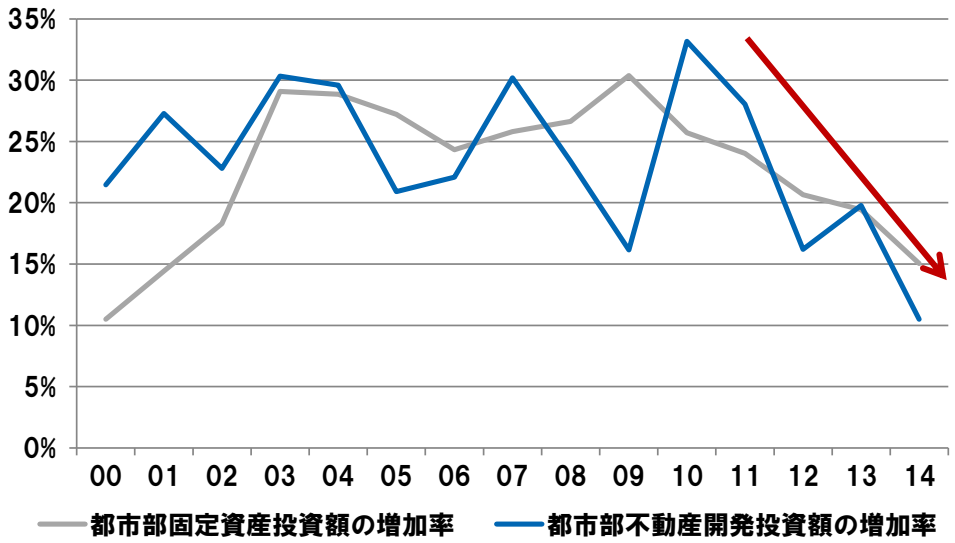
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

都市部固定資産投資の約2割が不動産投資。2000年以降、平均約25%の成長率で不動産投資が拡大してきたが、近年固定資産全体の伸び悩みでその成長率も鈍化している

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

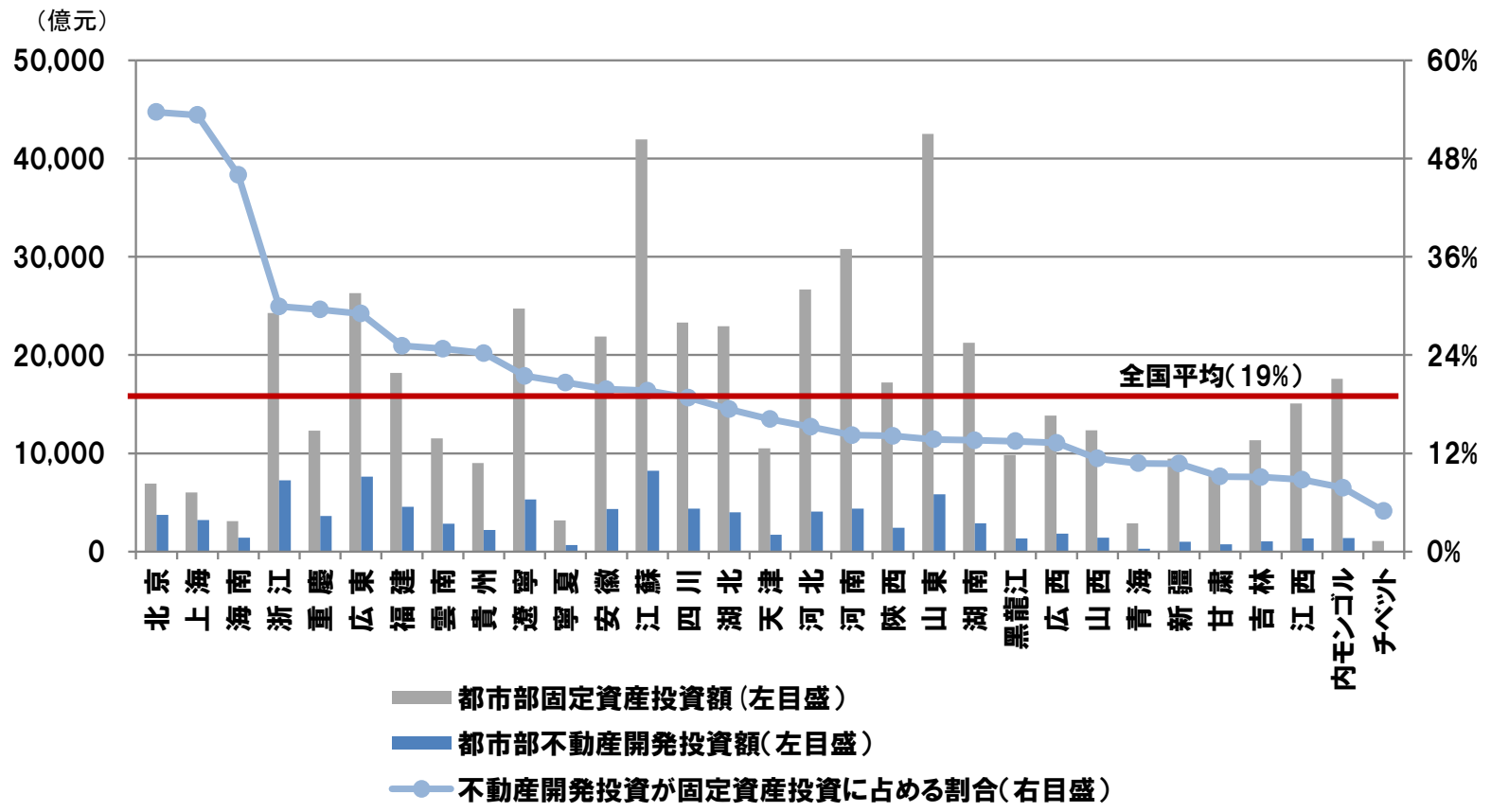


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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、重慶、広東でも、全国平均19％を大きく上回る

2014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

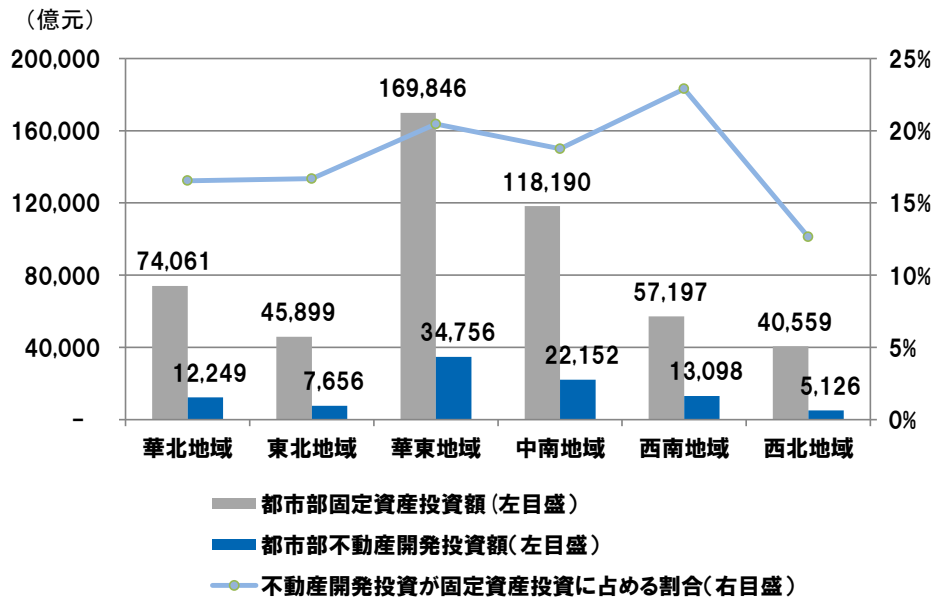


出所：中国国家統計局

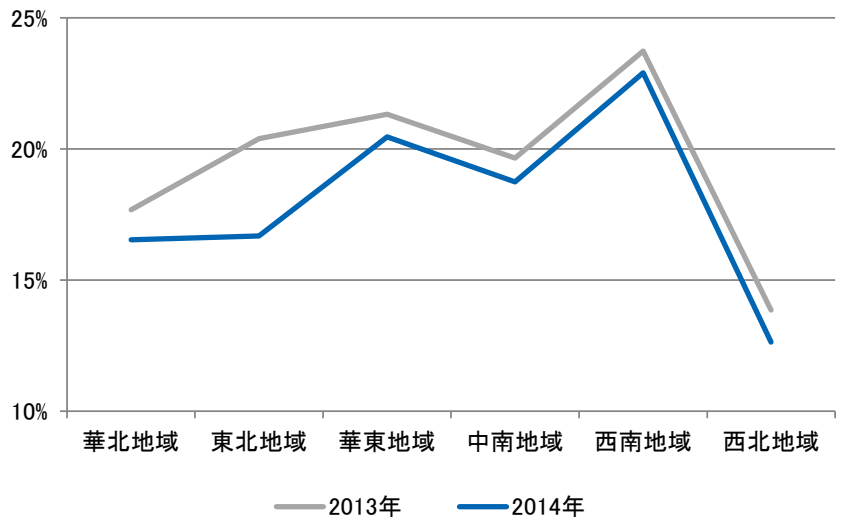
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

華東地域における不動産投資額は、全国合計の約1/3を占めている。近年は、西南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（2014年）



固定資産投資に不動産投資が占める割合の経年比較（2013-2014年）



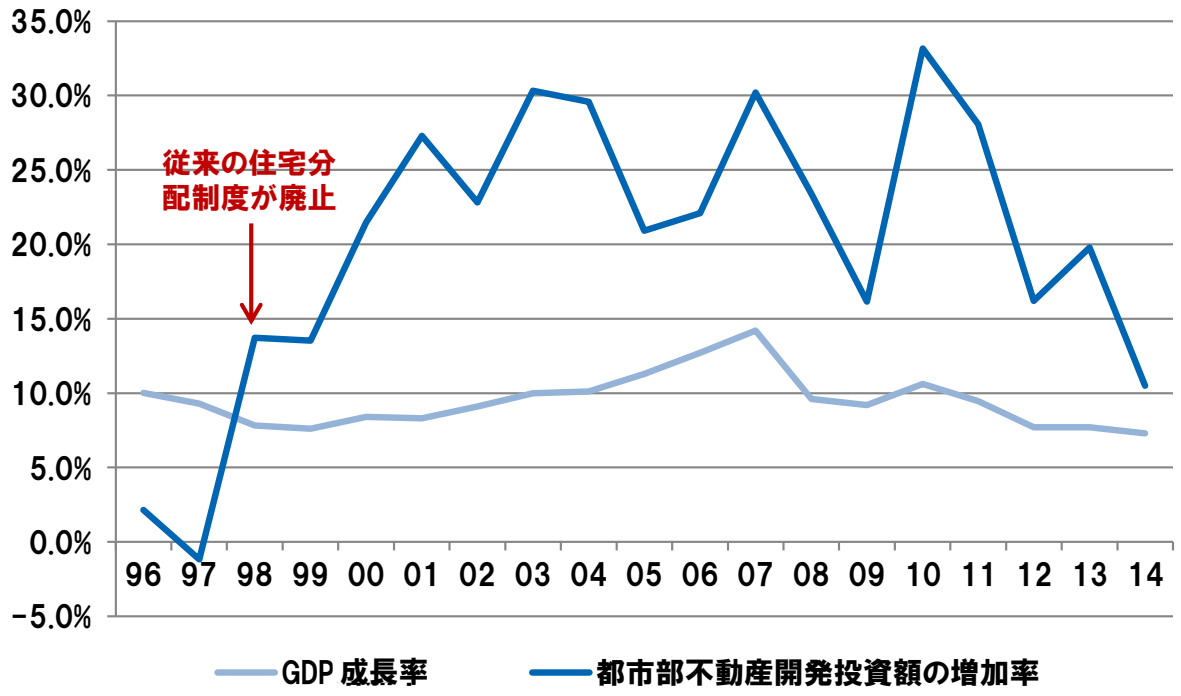
注： 華北地域 ： 北京、天津、河北、山西、内モンゴル
東北地域 ： 黒龍江、吉林、遼寧
華東地域 ： 上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東
中南地域 ： 河南、湖北、湖南、広東、広西、海南
西南地域 ： 四川、貴州、雲南、チベット、重慶
西北地域 ： 陝西、甘粛、青海、寧夏、新疆

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

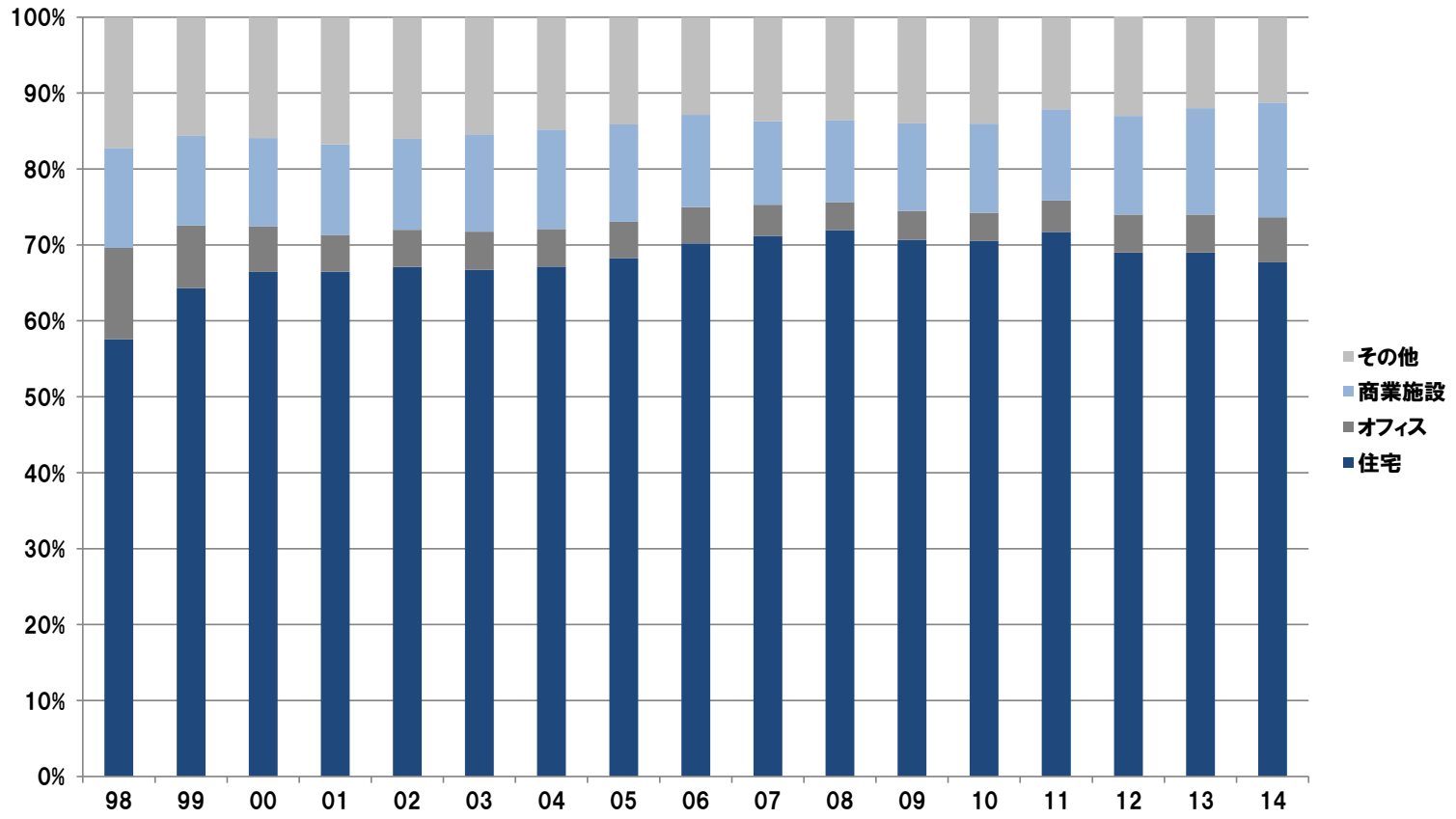


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

不動産投資の約7割が住宅投資である一方、商業施設への投資が拡大傾向にある

不動産投資における住宅・商業・オフィスの占める割合（2014年）



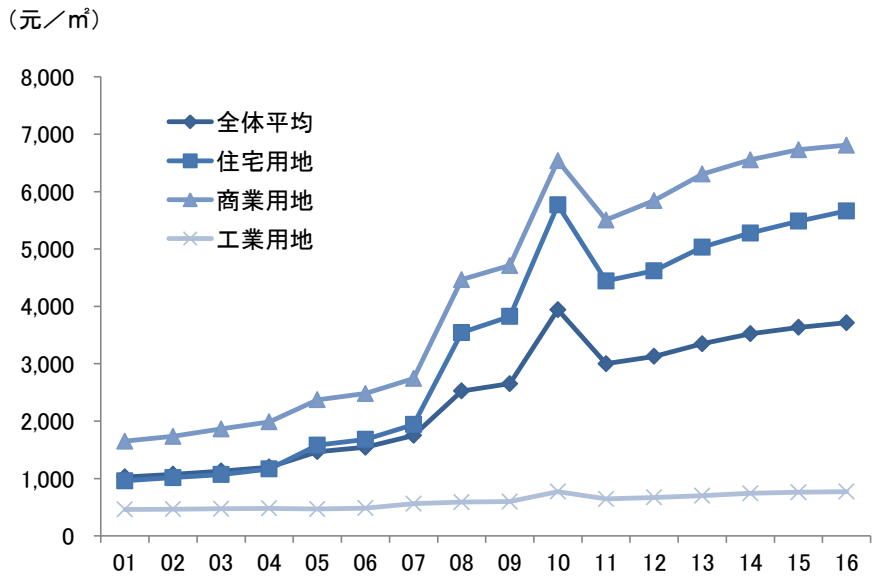
出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

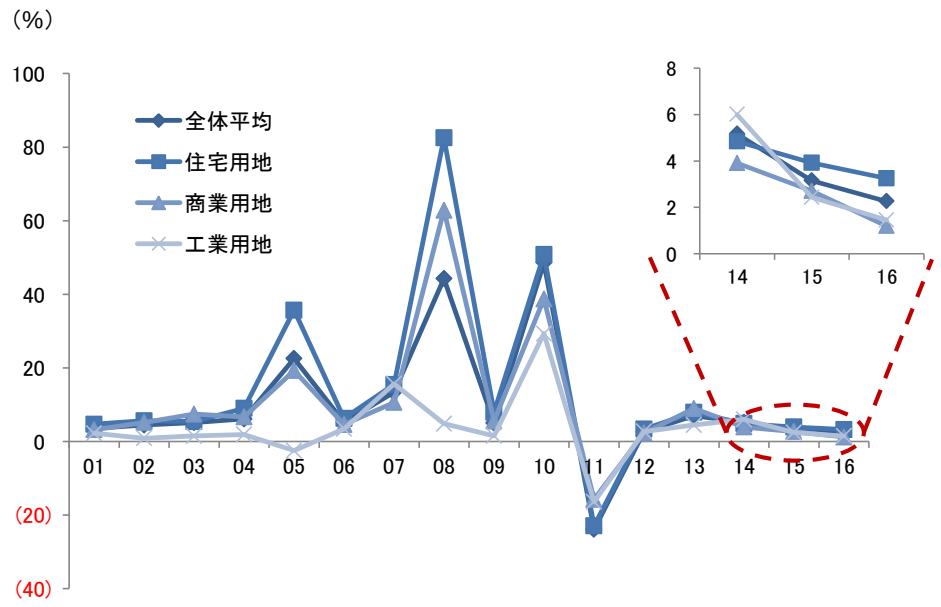
不動産抑制策の影響を受け、土地価格は2011年に低下したが、その後は上昇傾向に転じ、近年の景気後退期でも、住宅用地の価格上昇が続いている点が注目される

- 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権を買い取れば、最長70年間建物の所有権を保有することができる。
- 不動産抑制策が実施された2011年以降、商業用地が住宅用地より高くなる傾向が続き、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たが、直近3年間の景気後退期では、主に住宅用地を中心に不動産全体の成長を牽引している。

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



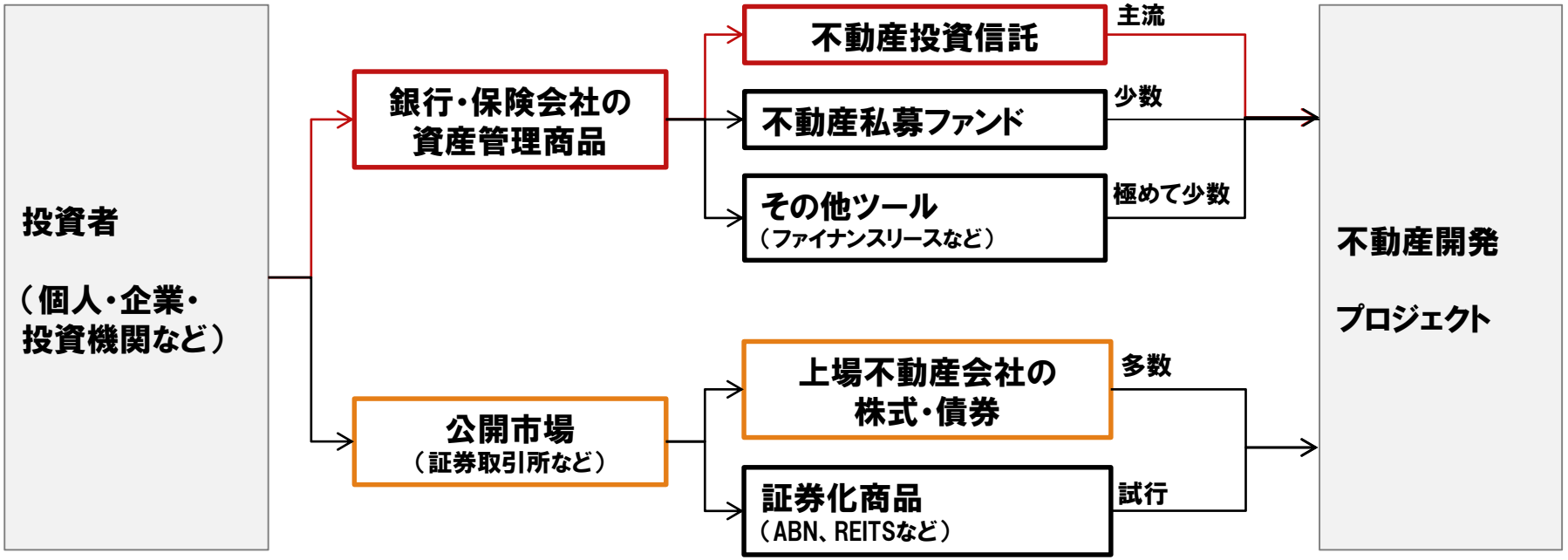
出所：中国都市地価観測データ

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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依然として主流

- 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、規模も非常小さい。
- 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はまだ限定的である。
- 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、社債、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利用されるようになった。

中国の不動産金融の投資構造

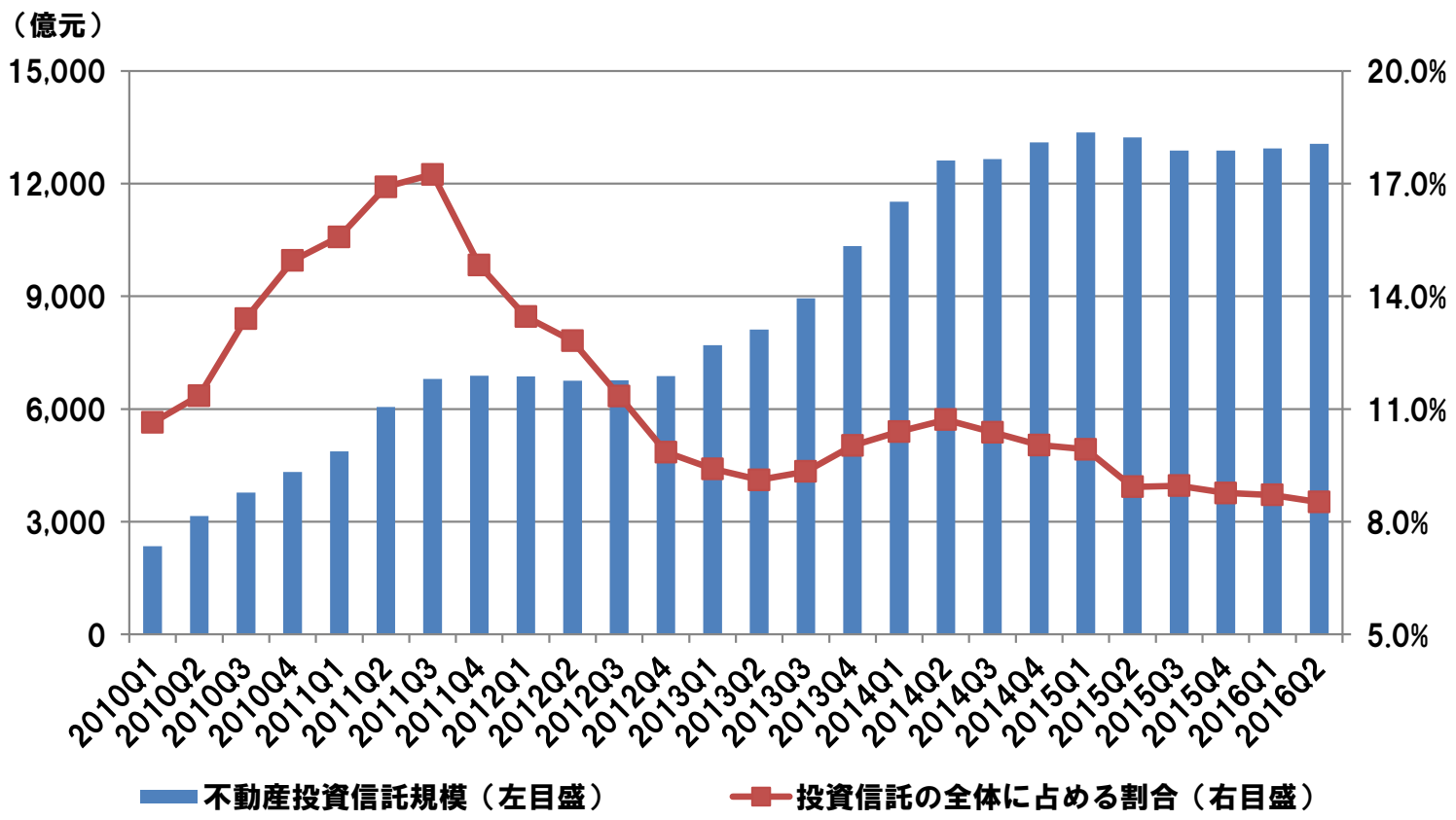


NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2016年6月末時点で、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、2014年以降は10%以下に落ち、減少傾向である。

中国の不動産投資信託規模の推移（2010～2014年）



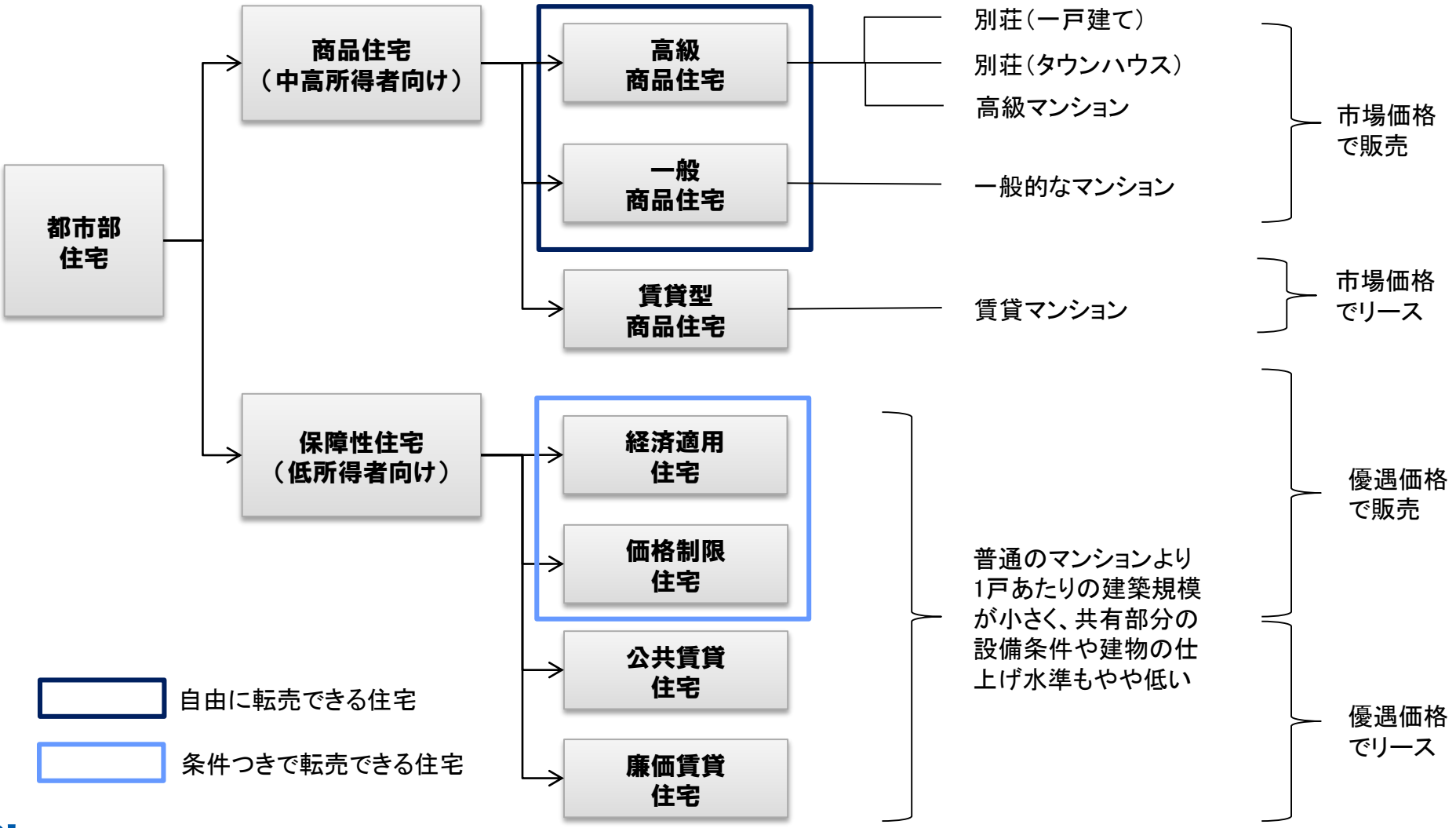
出所：中国信託業協会・CEIC Database

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
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

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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に大分され、分譲型が主流であったが、今後賃貸型商品住宅が拡大される見通しである



NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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	• 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	• 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	• 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	• 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てを支給	• 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	• 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㎡	

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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「割り当て式土地使用権」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

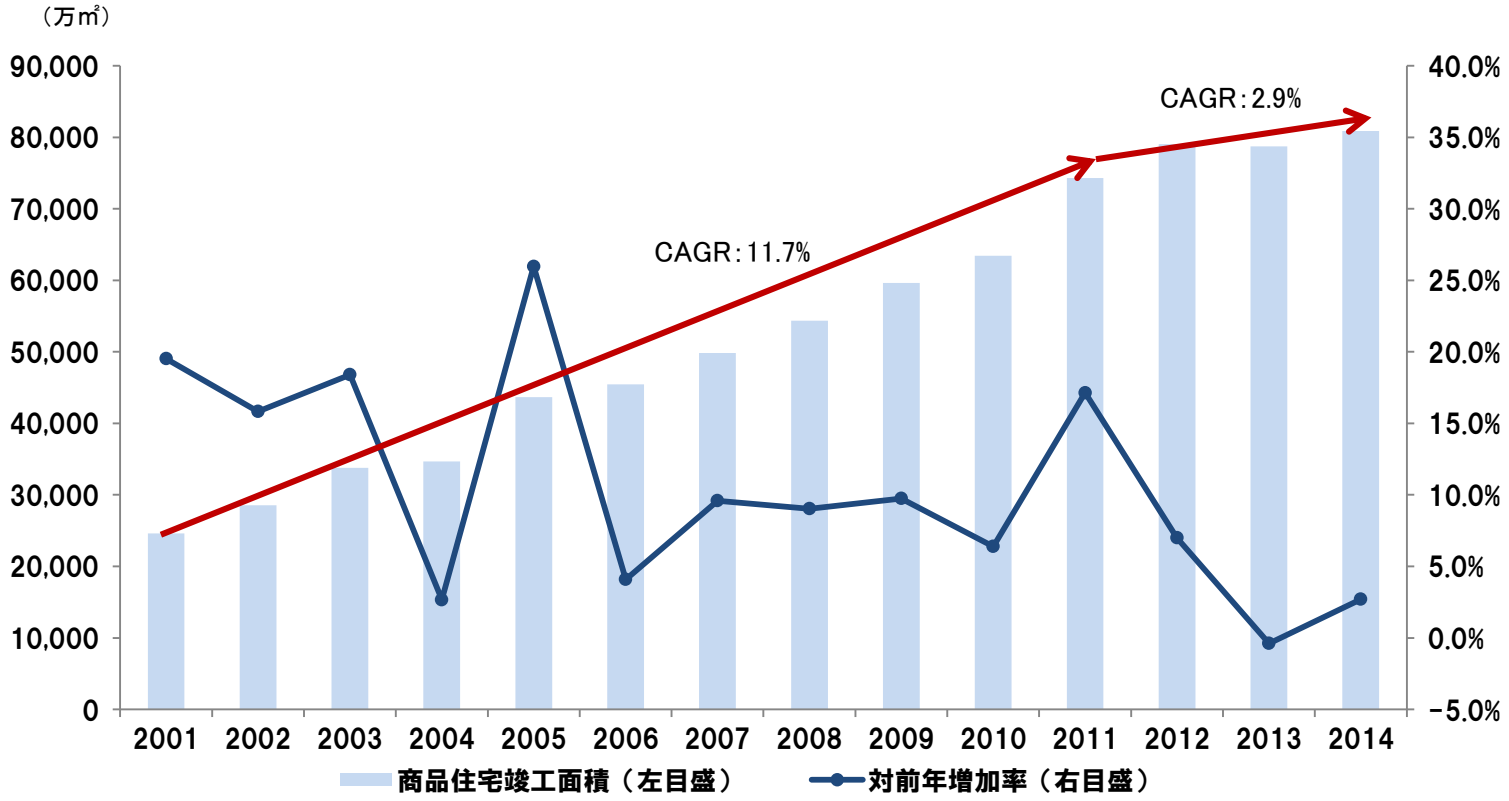
構成項目	標準的な商品住宅	経済適用住宅
土地の立退・補償費	○	○
計画・設計費	○	○
住宅地内のインフラ敷設費	○	○
建物・設備の建築工事費	○	○
一般管理費	○	○
税金	○	○
利潤	無制限	3%以下
土地払い下げ代金	○	×
土地の権利種類	払い下げ 土地使用権	割り当て 土地使用権

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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。2011年以降の不動産抑制策の影響で平均年間成長率が11.7％から2.9％まで下落

- 2011年までの10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11.7%という高い平均成長率で増加したが、2011年以降相次ぐ不動産抑制策の影響で成長率が2.9%に落ちた。

中国における商品住宅竣工面積の推移



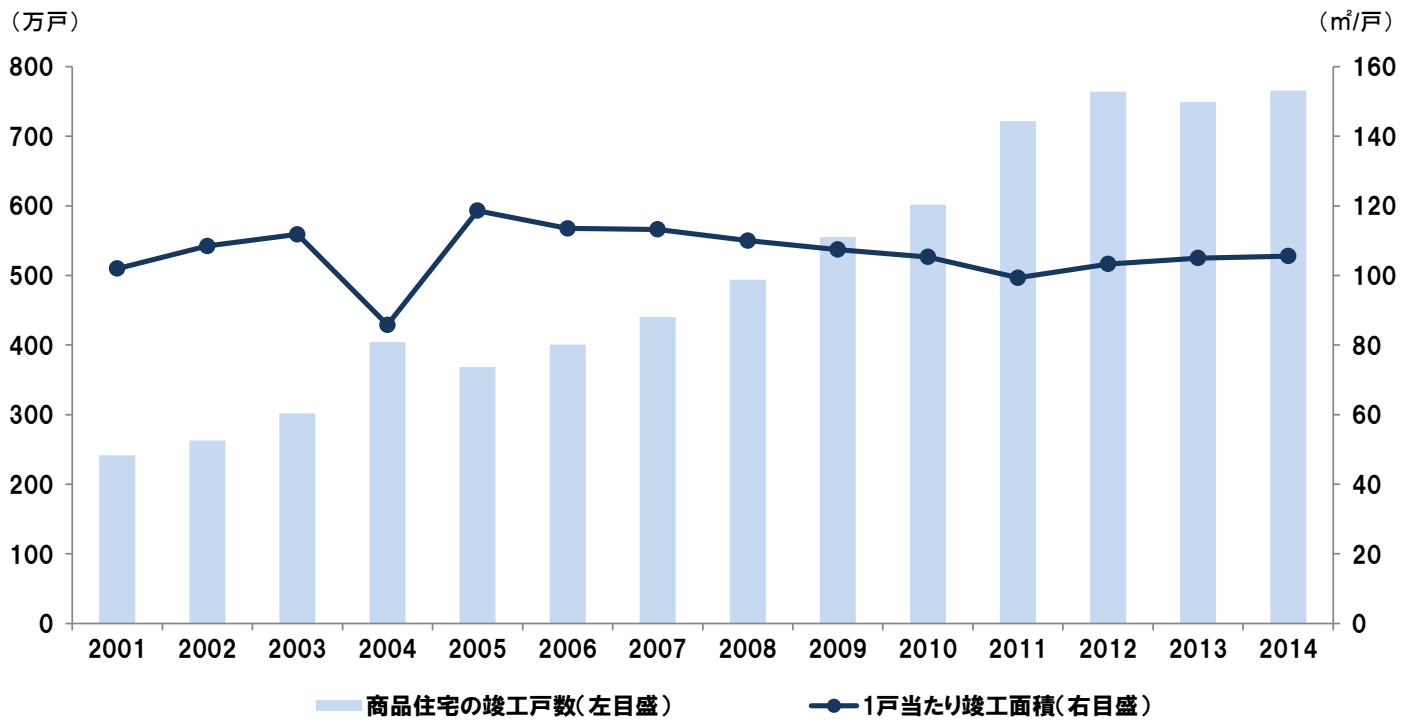
出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国の都市部における商品住宅供給量は年間766万戸で、日本の分譲住宅供給量の30倍以上の規模

- 2014年に中国の商品住宅の新築竣工戸数は766万戸で、2000年（214万戸）に比べで約3倍以上増加したとは言え、2012年の水準へ回復。
  - 2014年の日本の新築分譲住宅着工戸数23.6万戸と比べると、32.5倍にもなる。
- 1戸あたり商品住宅の竣工面積は105㎡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

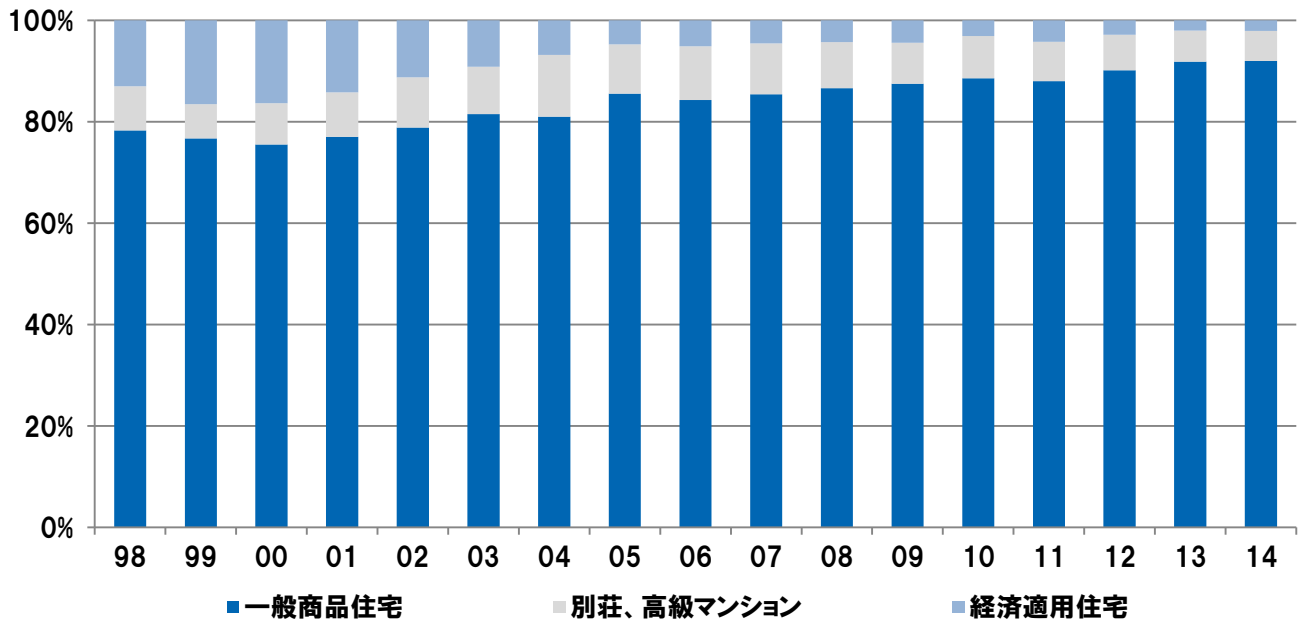


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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。

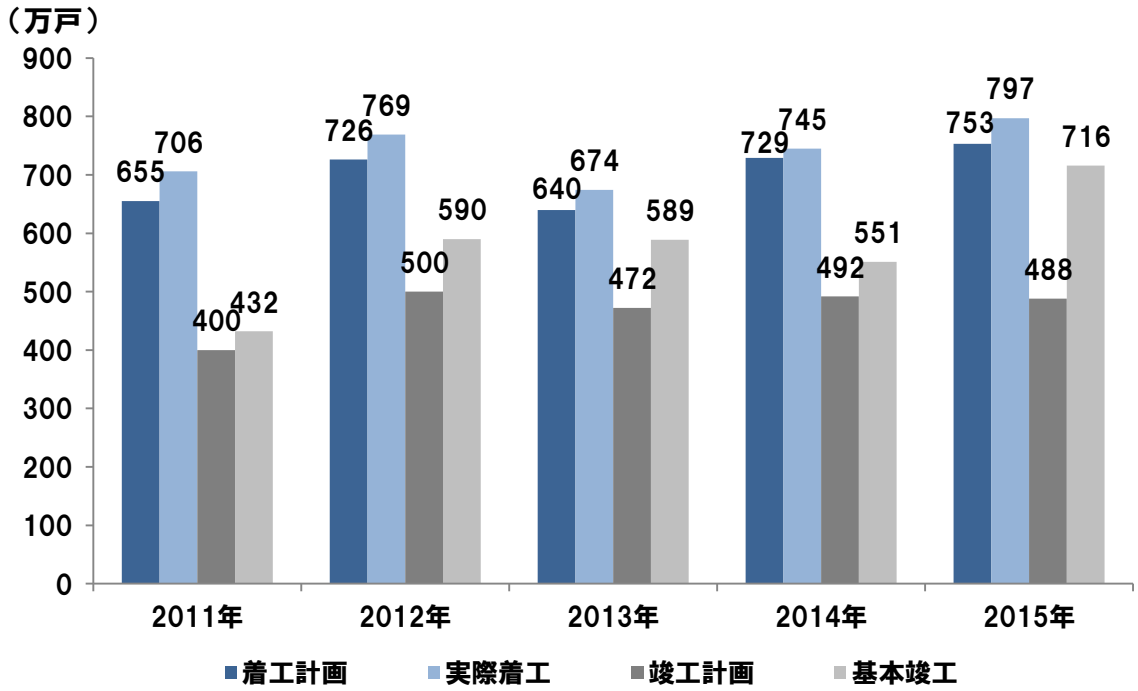
出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中低収入層向けの住宅を増やすため、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。
- 中国審計署の公表データより、2015年12月末まで、すでに合計3,700万戸に近くの保障性住宅の着工を開始し、うち2,900万戸に近くを基本完工し、基本竣工率が78%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、当初の目標を基本達成できた。

保障性住宅の建設計画および実施状況（2011－2015年）



2011-2015年合計データ	
着工（万戸）	3,691
基本竣工（万戸）	2,878
基本竣工率	78%

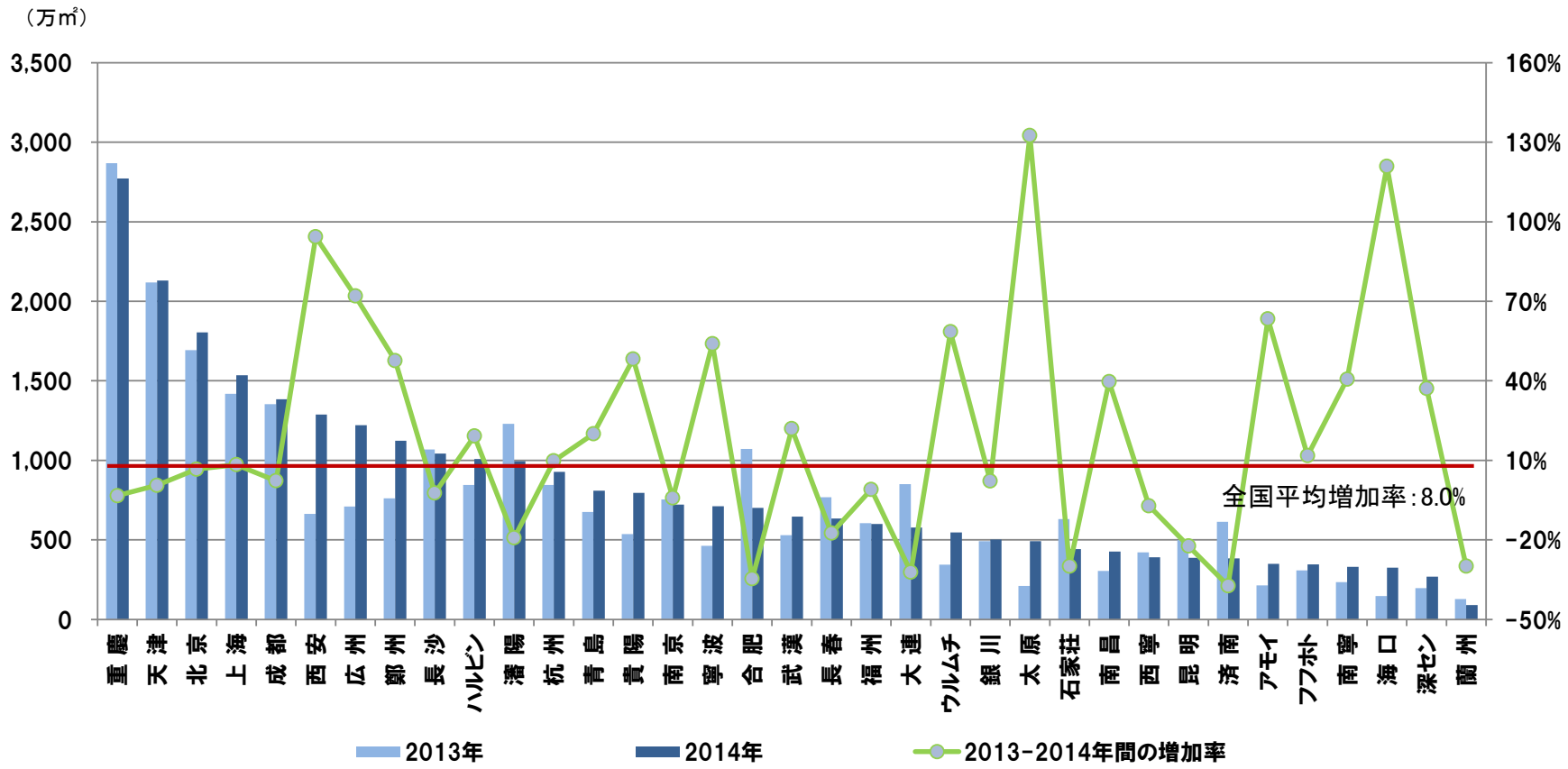
出所：中国審計署

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅施工面積の約1/3(33.5%)が重慶、天津、北京、上海、成都に集中している。西安、太原、海口などの二級都市の成長も注目されている

■ 2014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

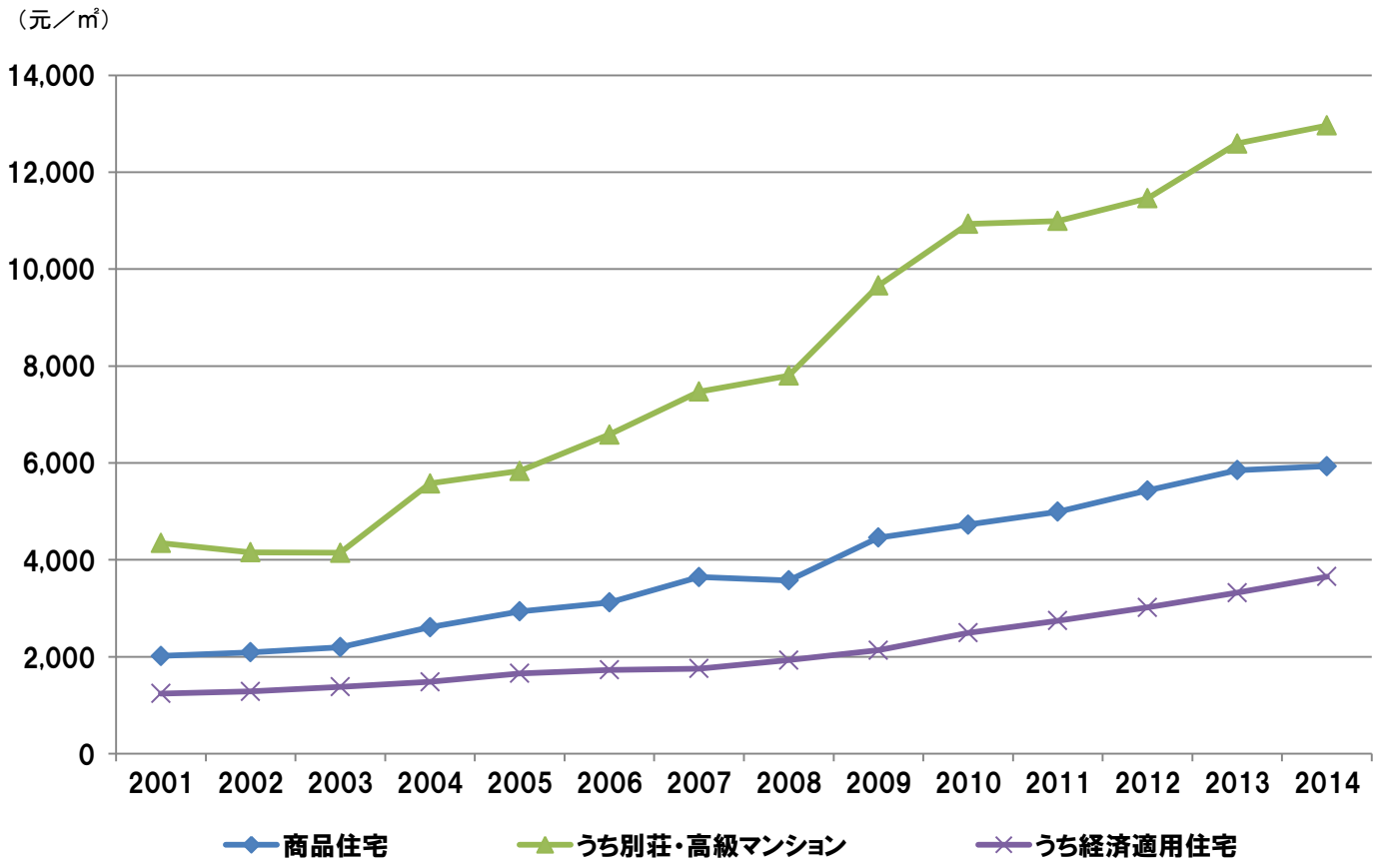


出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

商品住宅の販売単価は、高級物件が牽引し、直近13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



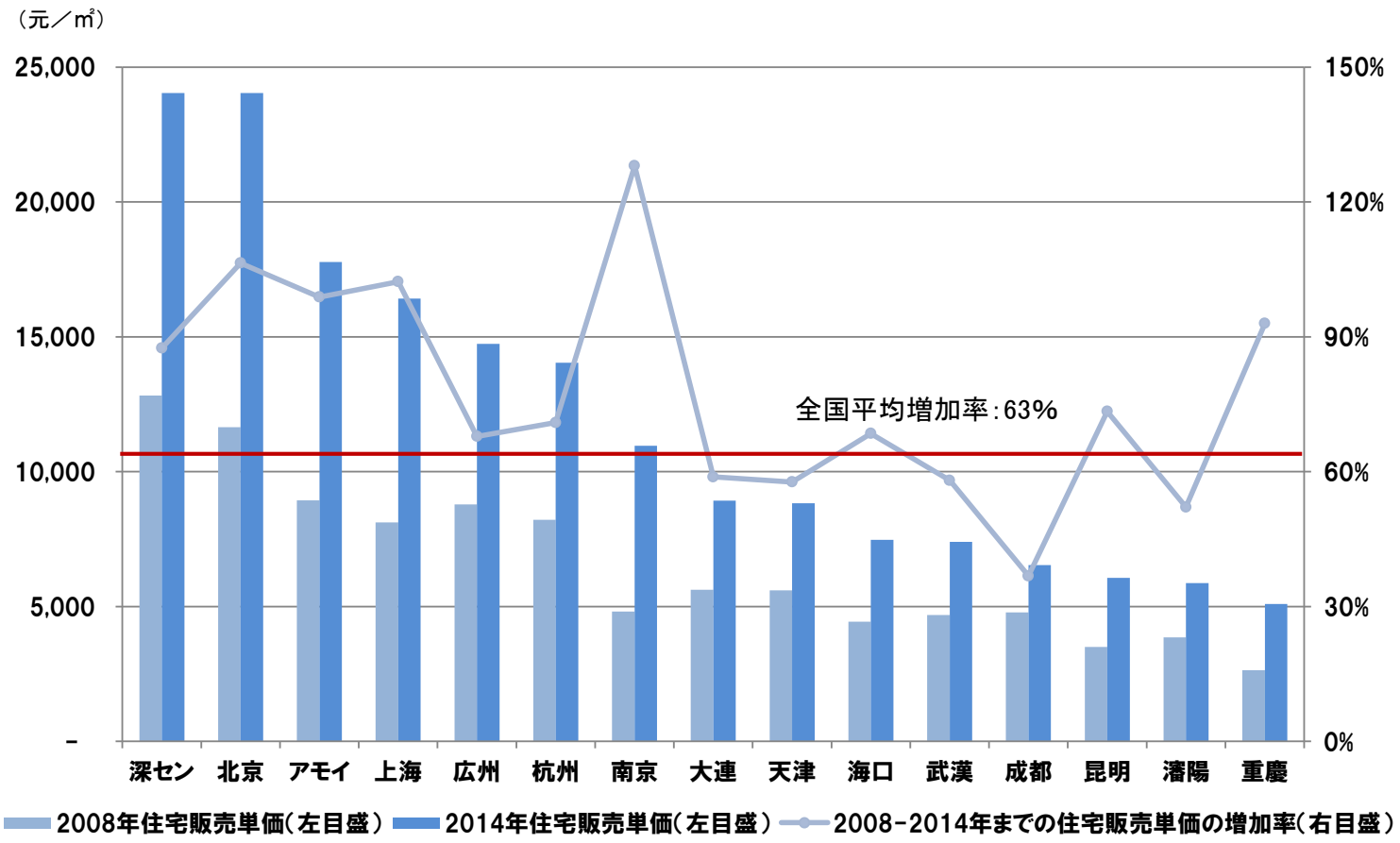
注：2010年以降の経済適用住宅の販売価格が公表されていないため、該当データは2010年データを元に110%のCAGRで推計した

出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

直近6年間の住宅販売単価の平均上昇率は60％以上

主要都市における商品住宅販売価格（2008年と2014年の比較）



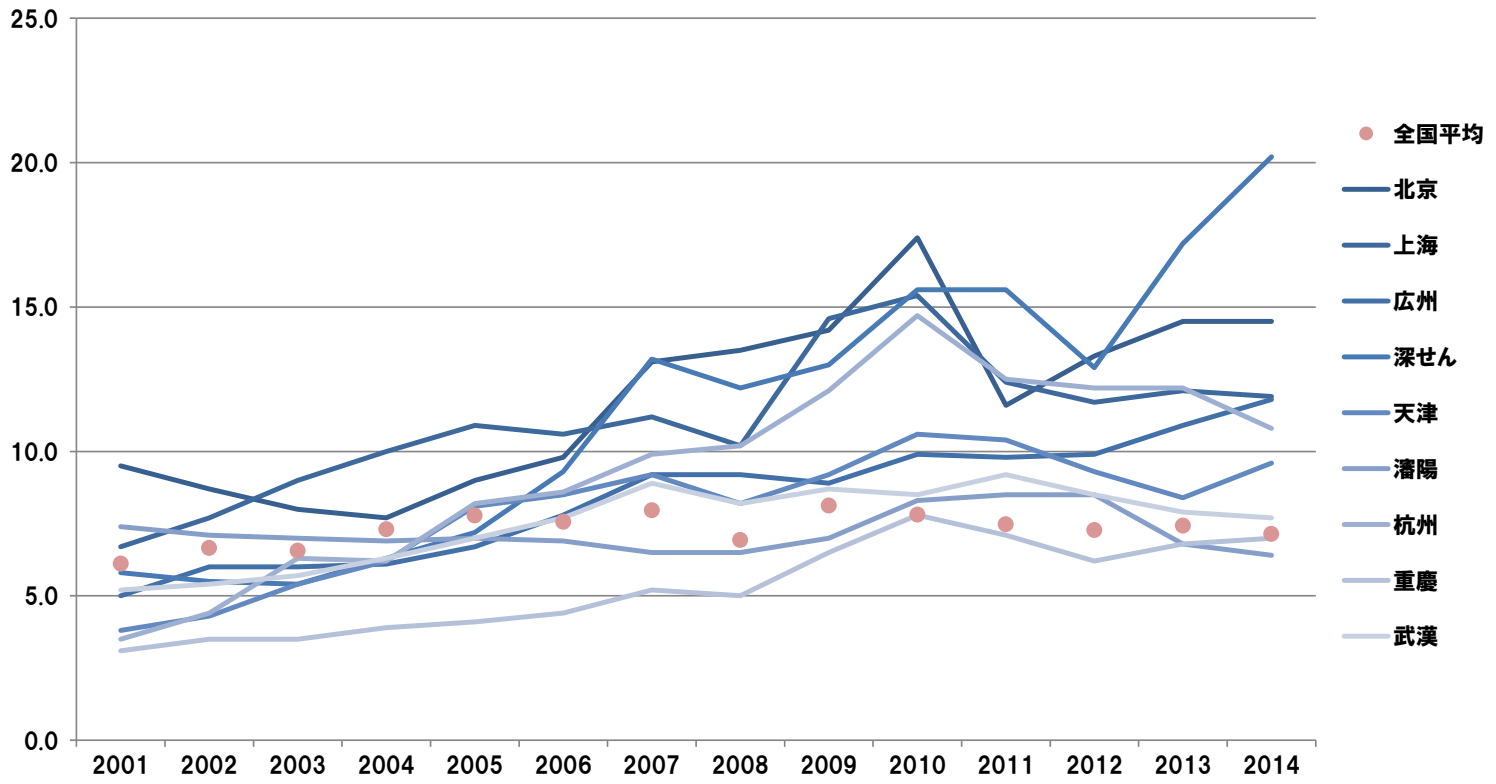
出所：中国国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅価格の年収倍率は、深セン・上海・広州・杭州などの沿海大都市、加えて首都北京では10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、13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13年間で5.8倍から20.2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



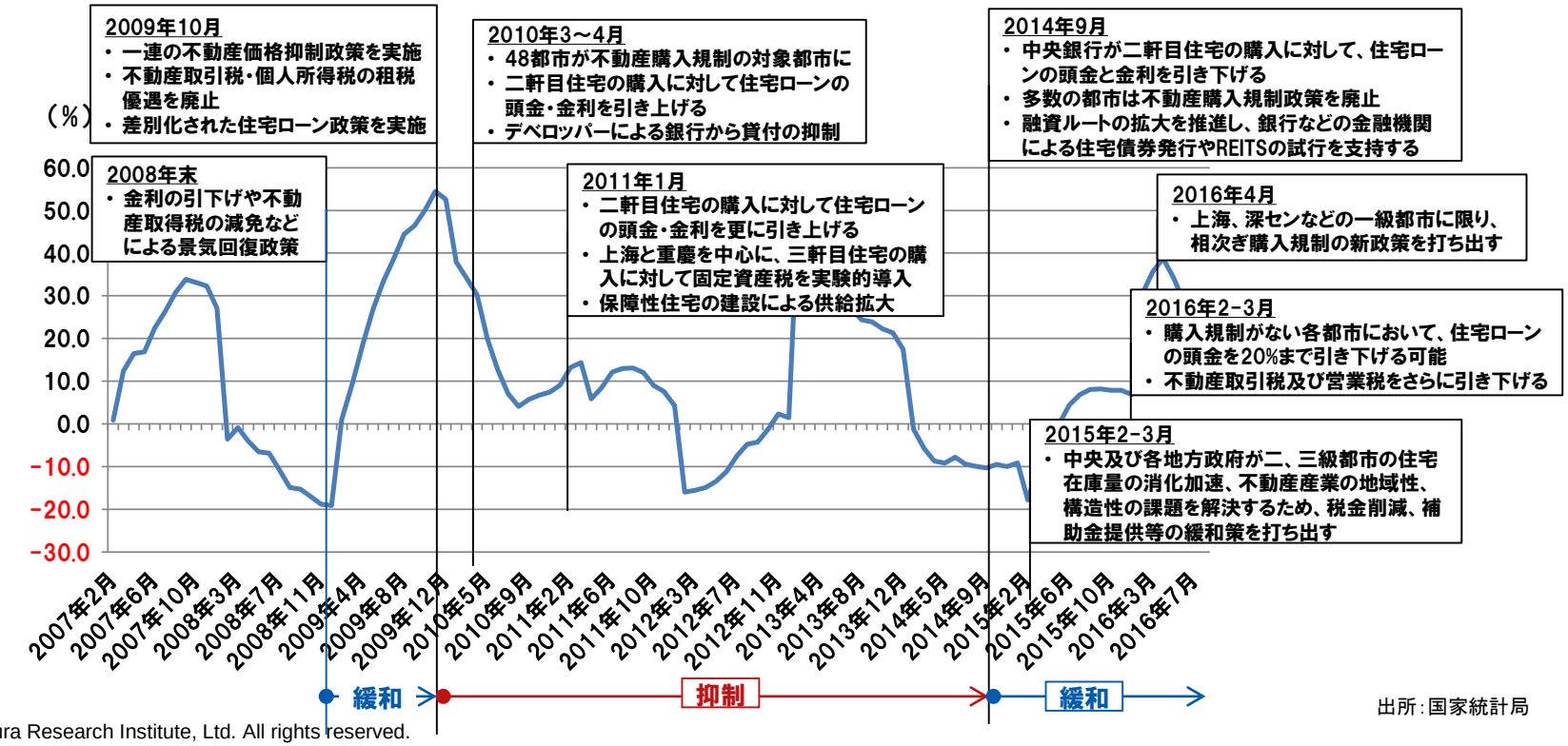
出所：国土資源部と国家統計局などの統計資料より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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年以降政府は一連の緩和策を発表した

- 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年以降政府は一連の住宅緩和政策を発表し、在庫住宅の消化に確実な効果をもたらした。
- 2016年現在、一級都市（上海、北京、広州、深セン）を中心に抑制策が維持されるほか、殆どの二級以下の都市に対して抑制策が解禁され、住宅取得ブームの到来による住宅価格の再び上昇が予想される。

中国の住宅販売価格の前年同月比変化率



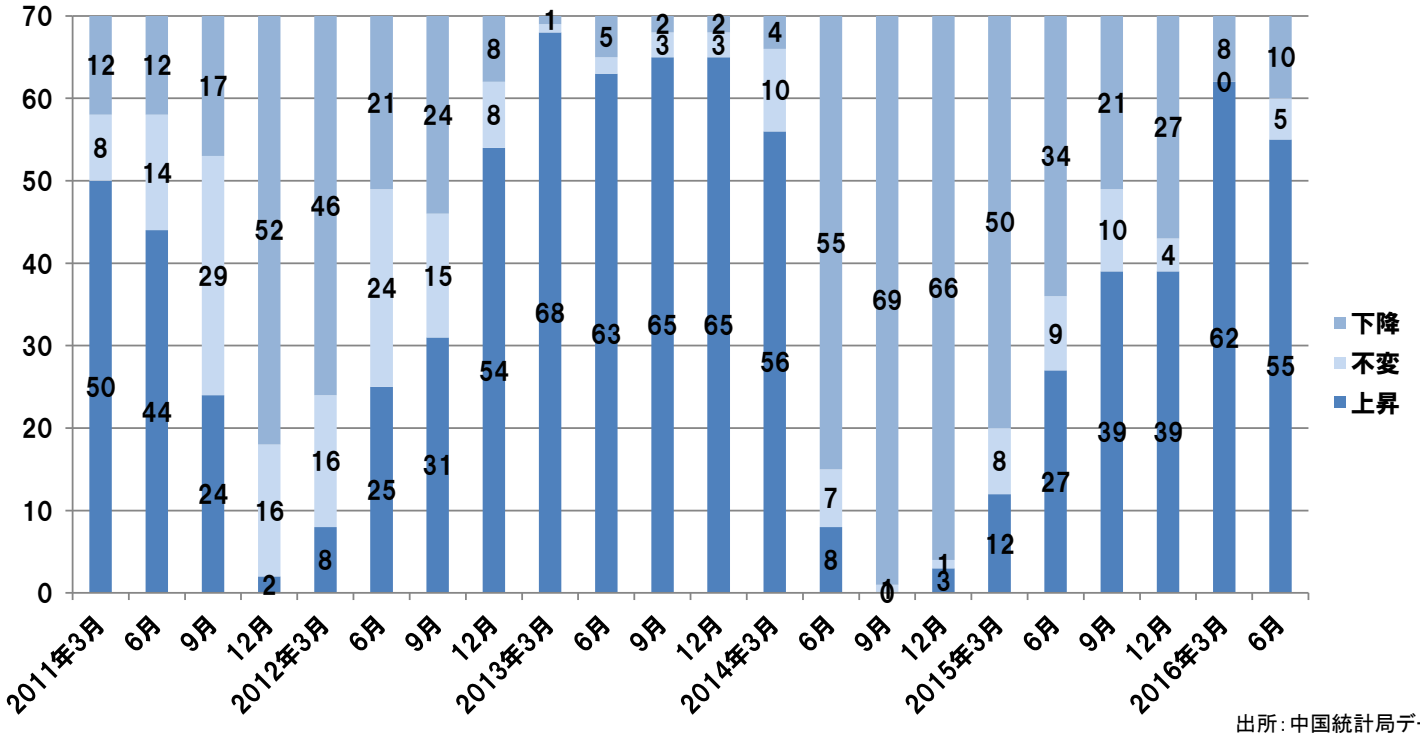
出所：国家統計局

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅在庫問題を解決するための不動産緩和政策は一時的住宅価格の下落をもたらしたが、住宅取得ブームの到来による住宅価格の再び上昇を決して止めることができなかった

- 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、在庫住宅の消化を解決するため、二、三級都市向けての一連の緩和政策が発表され、価格が下落する都市が一時的急増してきたが、2015年後半から、住宅取得ブームの到来による住宅価格の上昇が再び多くの都市で現れた。

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（2011-2016年）



出所：中国統計局データ作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅価格の高騰による住宅取得難を緩和するため、2016年に政府は賃貸住宅事業を許可する政策を発表し、それを受け、今後賃貸住宅の拡大成長が予想される

国務院「住宅賃貸市場の育成と発展を速める意見」の一部抜粋（2016年6月3日付き公表）

- 商業用建物の土地用途を住宅用途に変更することを許可する。
- 商業用建物を賃貸用住宅に建て替えた場合、土地使用年限や容積率は不変とし、土地用途を商業から住宅に変更し、変更後の水道、ガス、電気の料金は住宅の使用基準を準ずる。
- 防火機能を変更しなければ、既存の住宅を賃貸用に改装することが可能とする。
- 住宅賃貸事業を展開する不動産開発企業、および住宅賃貸サービス企業を励まる。

賃貸住宅事業に関する代表企業の動き

分　類	代表企業	各社の賃貸住宅事業について
不動産開発企業	万科	• 2016年5月に「泊寓」という賃貸住宅ブランドを立ち上げ、全国十数都市で賃貸住宅事業を開始した。2017年には15万軒の賃貸住宅を事業目標とする。
	招商	• 2016年時点すでに3種の賃貸住宅ブランドを立ち上げ、計60万平米の賃貸住宅を管理している。2017-2018の二年間には1線と1.5線都市の事業配置を完成させ、100万平米以上の住宅供給を目指す。
不動産仲介企業	世聯	• 2016年7月、「おおよそ20億元の資金を募集し、賃貸住宅事業に投入する」方針を発表。1線と2線都市に13万軒の賃貸住宅を建設する予定である。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2016年中国の住宅市場は、都市居住者の住み替え要求や賃貸ニーズの高まりに合わせて、改善目的の住宅供給が主流となる

2016年中国住宅市場の方向変化

1	一線都市の住宅価格の更なる高騰化、二線都市の住宅市場の細分化、三四線都市の在庫住宅の消化難	今後二線都市は一線都市の回流人口と三四線都市の流出人口の受け皿として、都市部住宅供給の主戦場になりそう
2	「二人っ子政策」の普及がもたらした新たな住宅需要と間取り改善要求	都市部の住宅保有率と住み替えニーズの高まりによって、今後移住改善目的の住宅開発や商品ライナップが求められる
3	住宅価格の高騰化による大都市での住宅取得のますますの困難化、若者中心の住宅賃貸ニーズの高まり	今後一、二線都市を中心に小規模な賃貸住宅供給の拡大成長が見込まれる

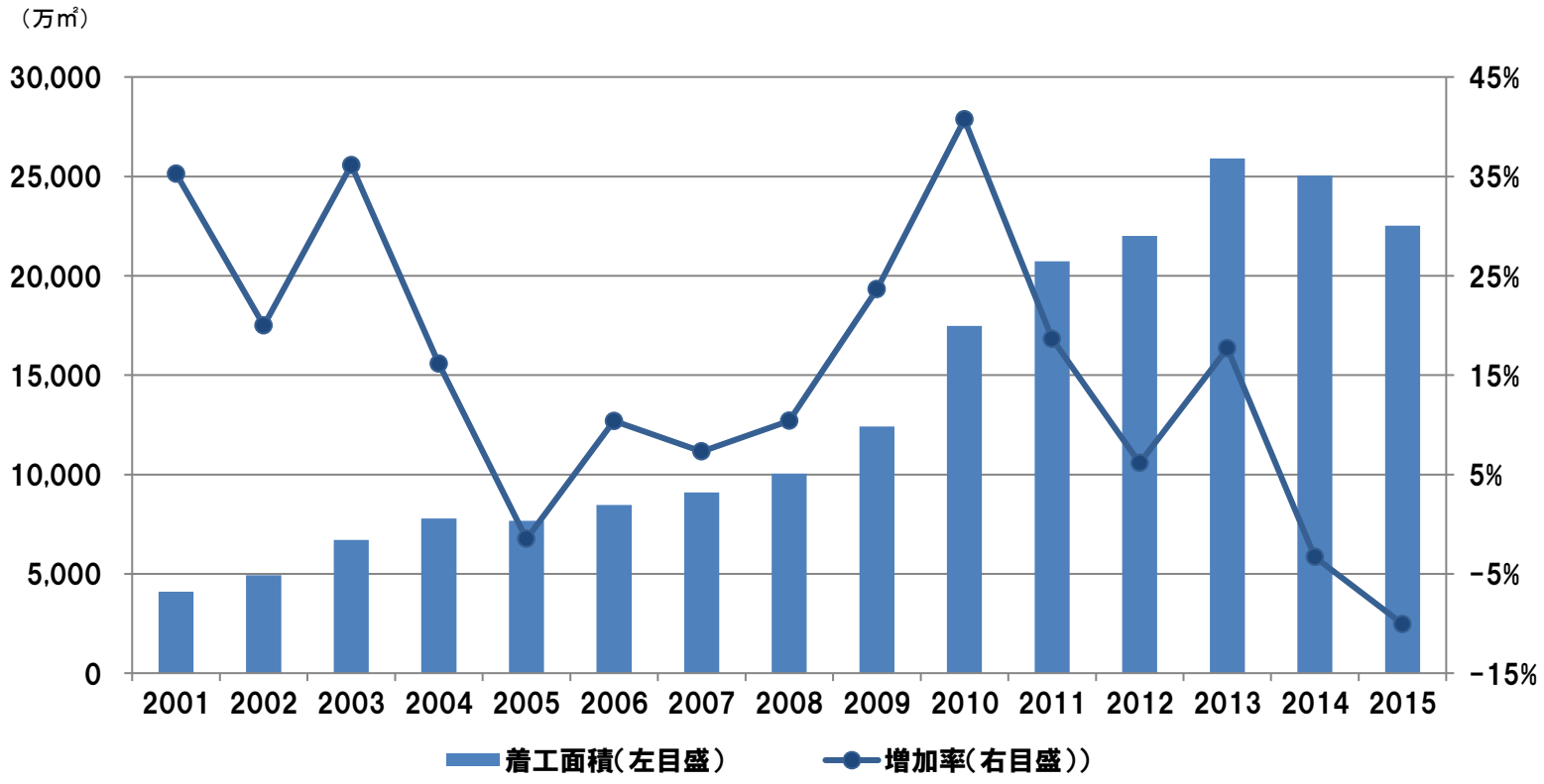
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
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

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2008年以降、大都市を中心に商業開発ブームが始まり、供給量が急速に増えたが、2013年から景気減速による消費伸びの鈍化やEC攻勢などの影響で供給量が減少傾向に転落

全国商業施設供給量の推移

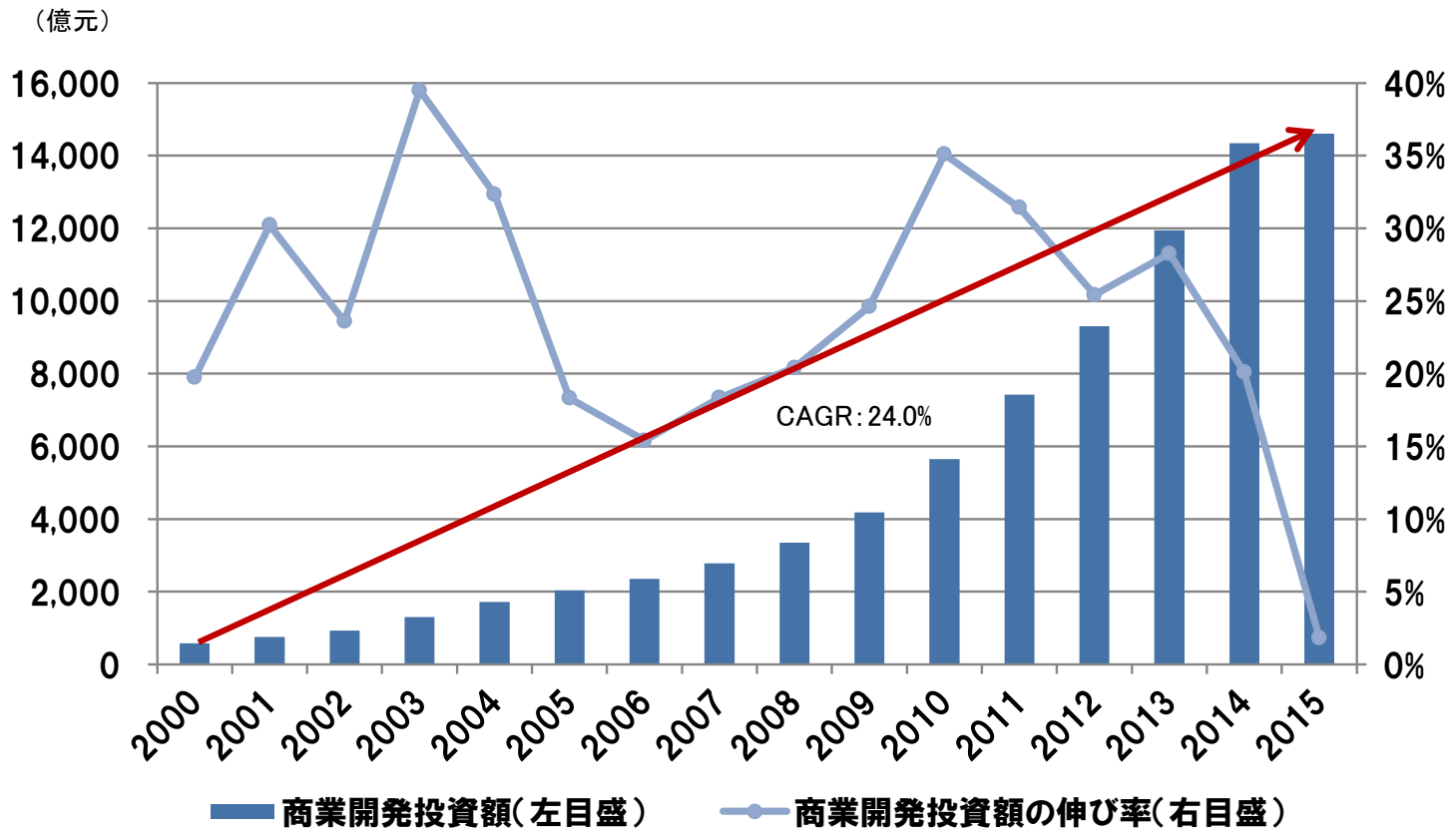


出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2000年以降、商業施設開発の投資額は年間平均24％の伸び率で大きく増加し、2015年の投資額は2000年の25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

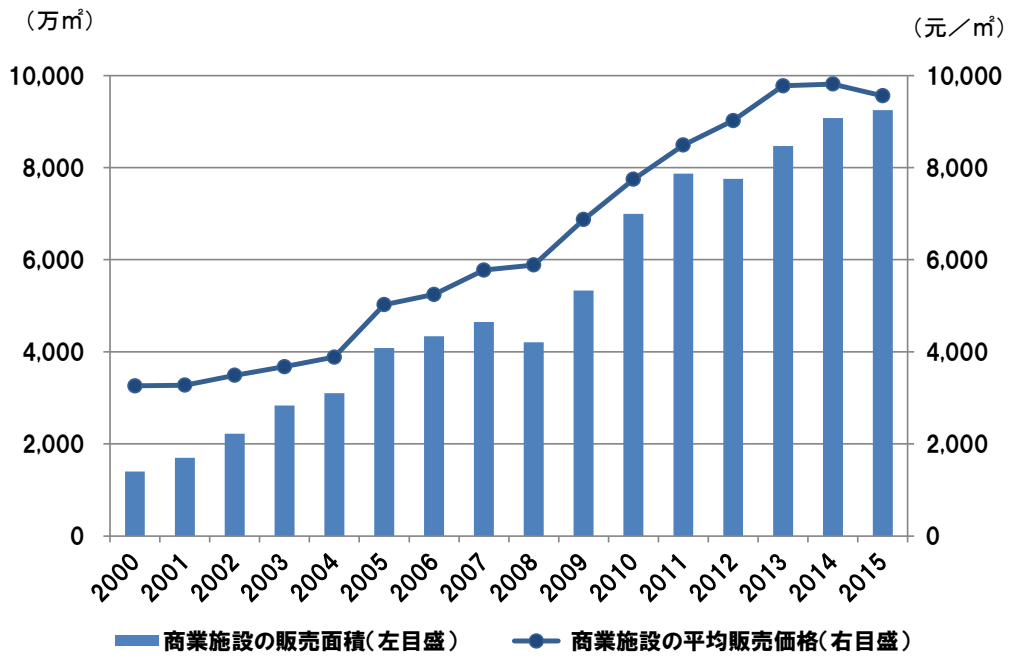


出所：中国統計年鑑より作成

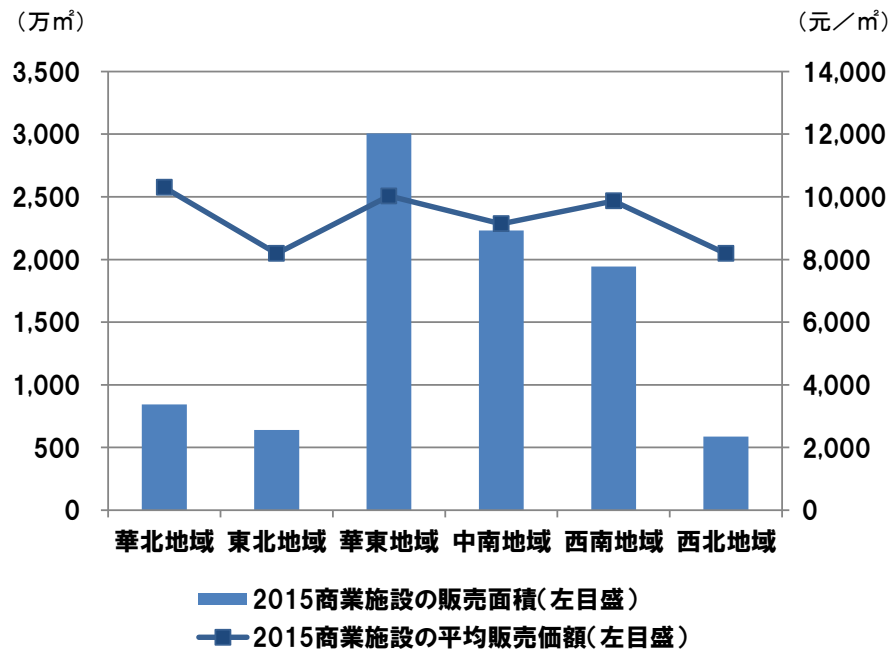
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年の商業施設の平均分譲単価は2000年の約3倍まで上昇している。販売量の3割強は経済発展が目立つ華東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



2015年地域別商業施設の分譲面積と分譲単価の推移



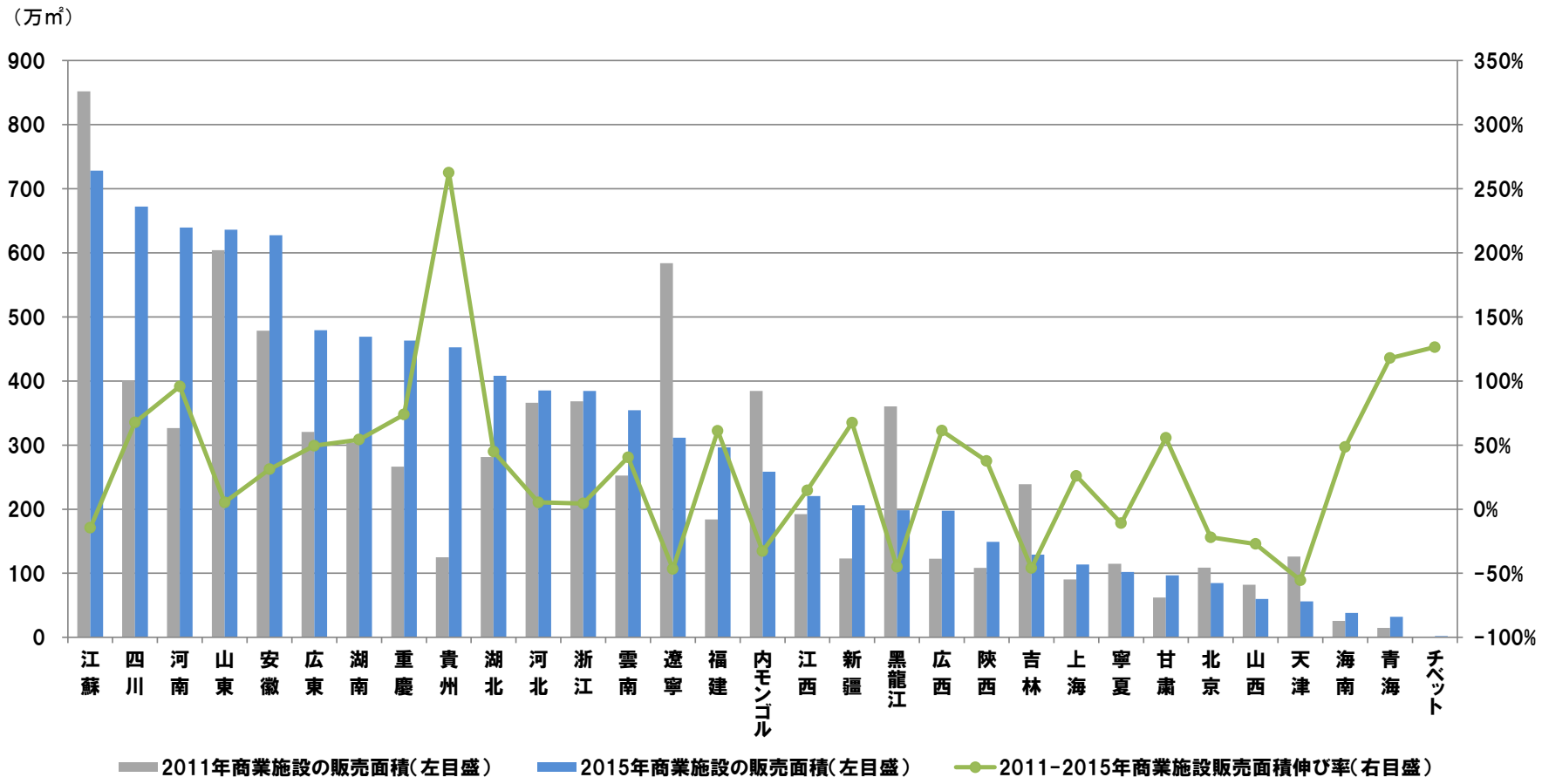
注：華北地域：北京、天津、河北、山西、内モンゴル
東北地域：黒龍江、吉林、遼寧
華東地域：上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東
中南地域：河南、湖北、湖南、広東、広西、海南
西南地域：四川、貴州、雲南、チベット、重慶
西北地域：陝西、甘粛、青海、寧夏、新疆

出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ここ5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、青海など、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

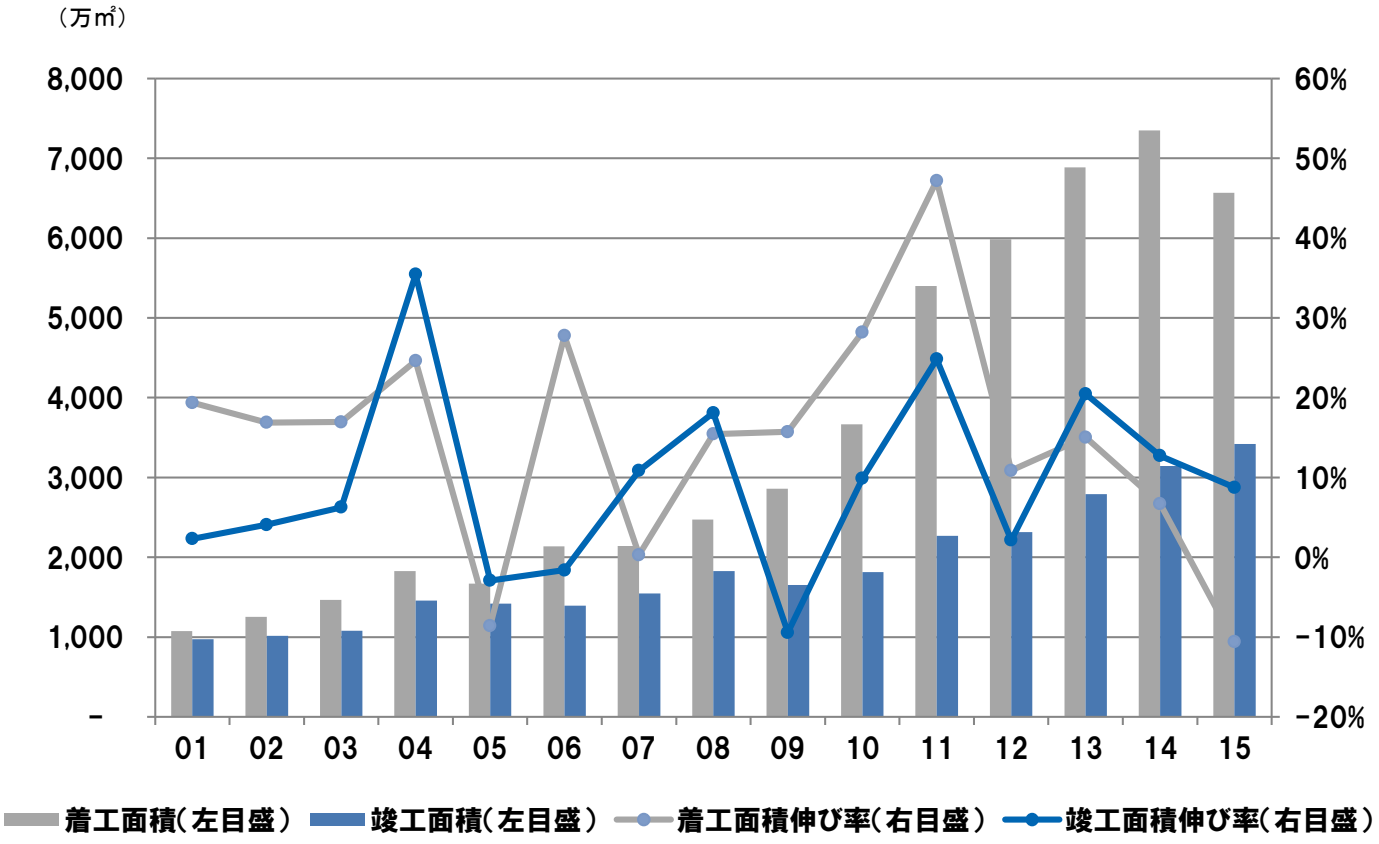


出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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、長期的には竣工率が低いまま増加傾向が続いている

全国オフィス供給量の推移

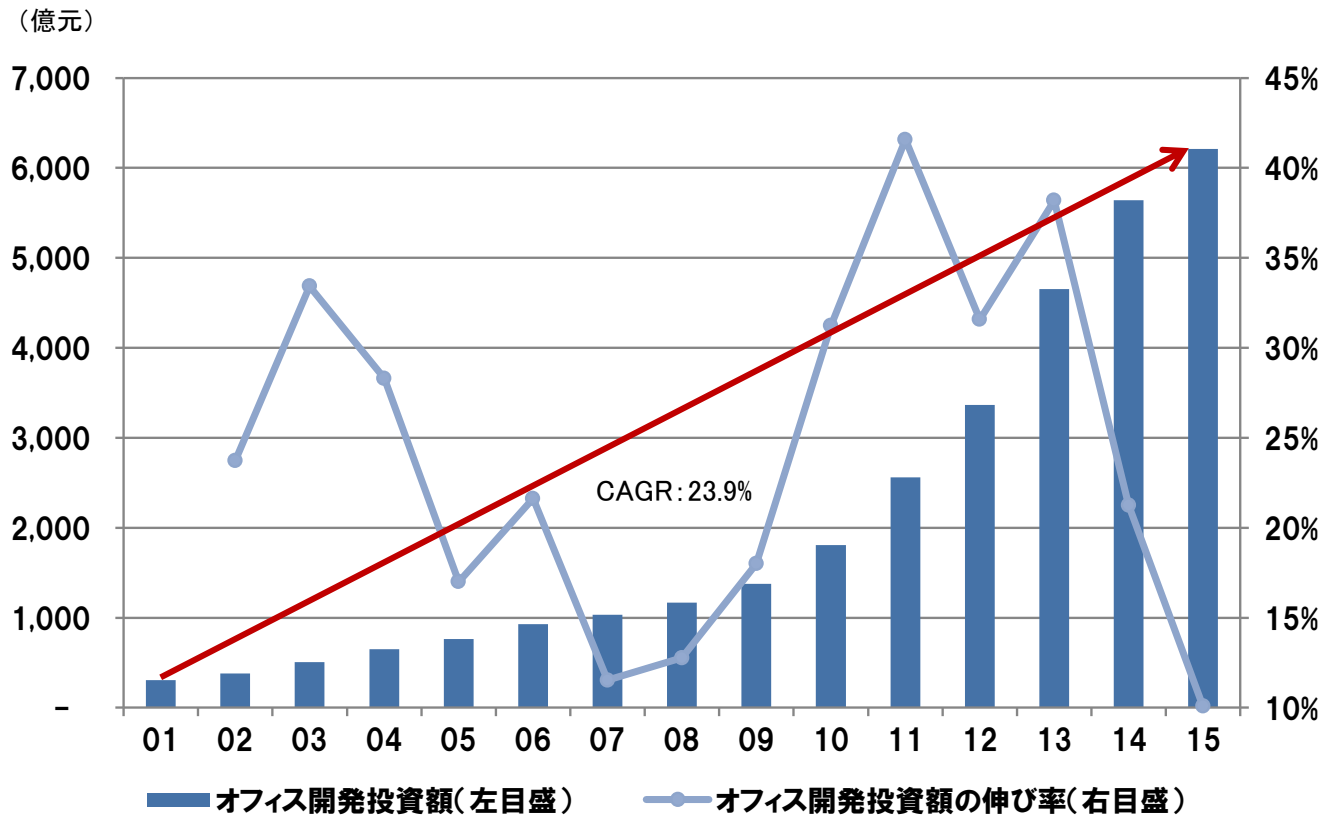


出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

直近14年間、オフィス開発投資額は年間約24％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

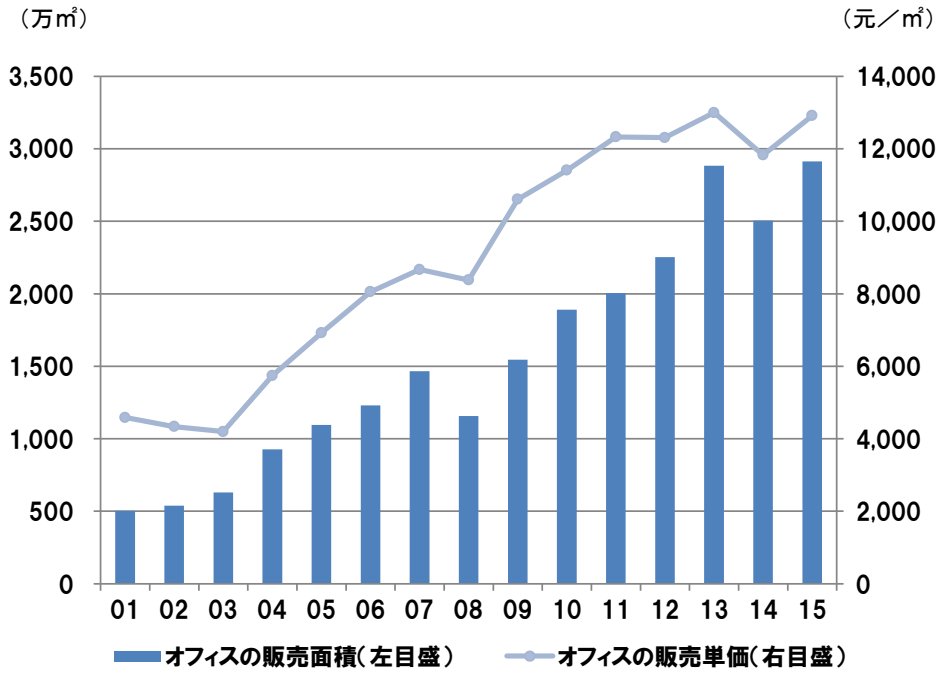


出所：中国統計年鑑より作成

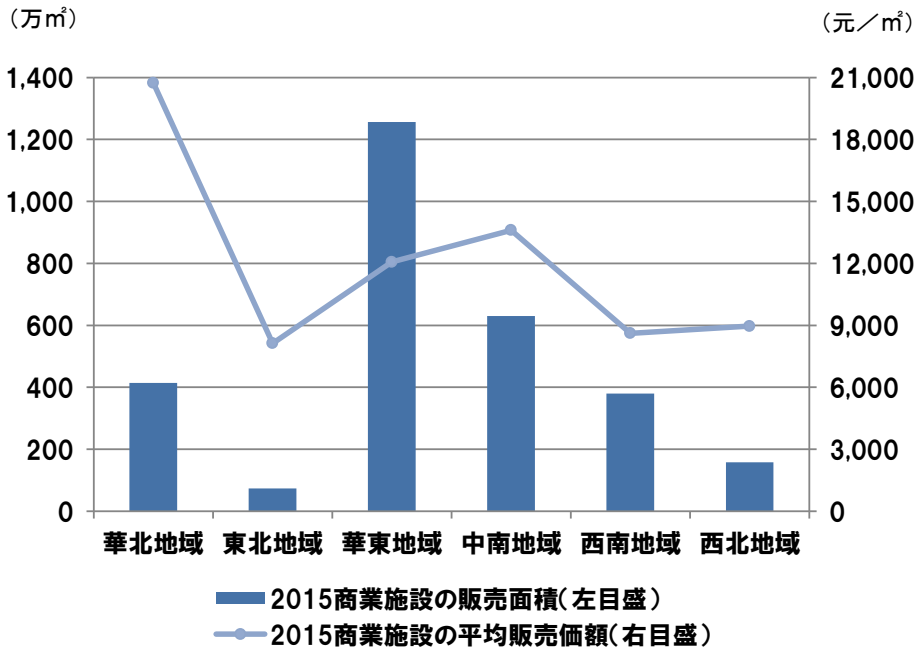
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2014年のオフィス平均販売単価（分譲単価）は2001年の2.8倍まで上昇しており、その販売量の4割以上は経済発展が著しい華東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



2014年地域別オフィス販売（分譲）面積と販売単価



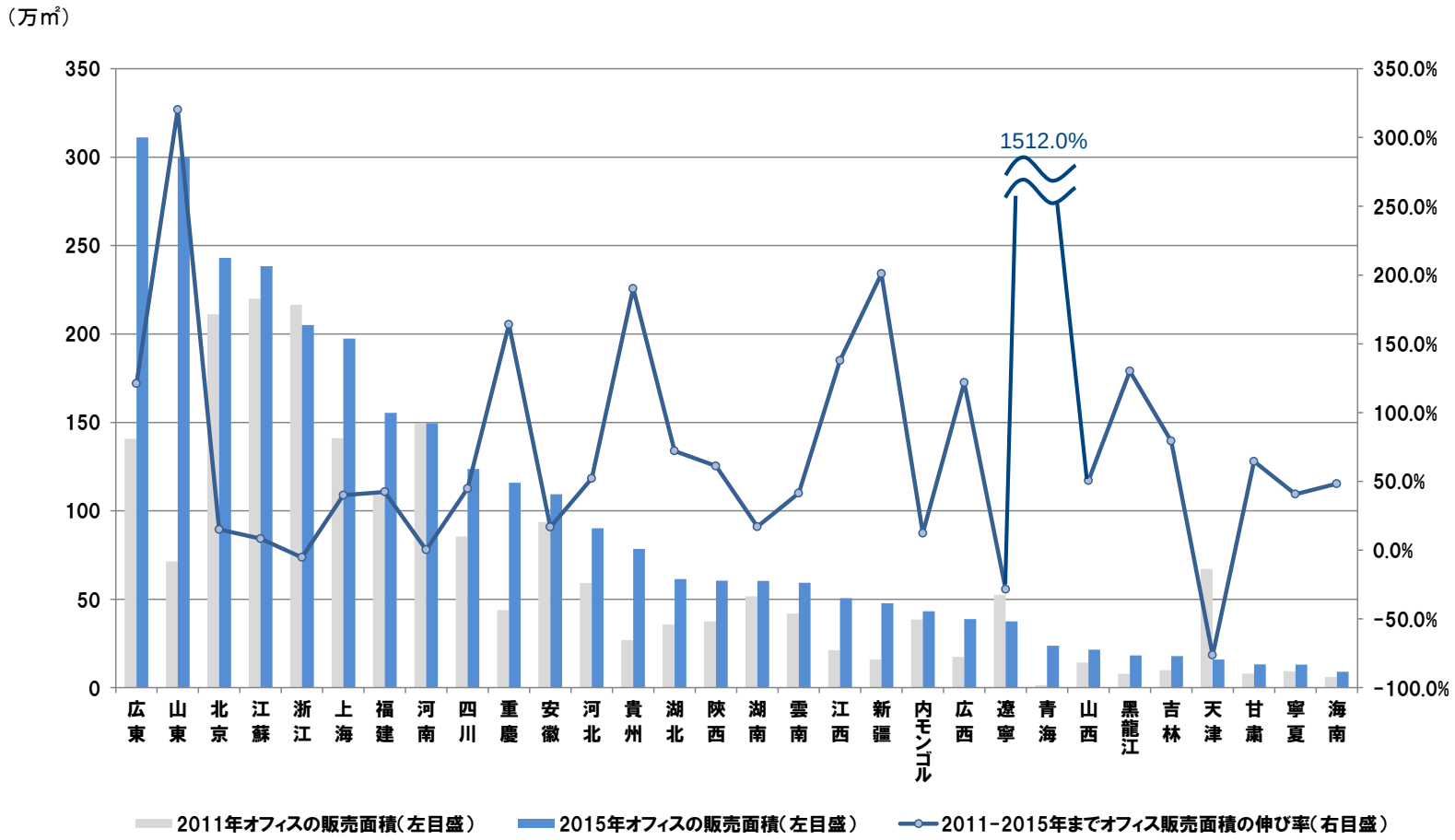
注： 華北地域 ： 北京、天津、河北、山西、内モンゴル
東北地域 ： 黒龍江、吉林、遼寧
華東地域 ： 上海、江蘇、浙江、安徽、福建、江西、山東
中南地域 ： 河南、湖北、湖南、広東、広西、海南
西南地域 ： 四川、貴州、雲南、チベット、重慶
西北地域 ： 陝西、甘粛、青海、寧夏、新疆

出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015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。青海・山東・新疆・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



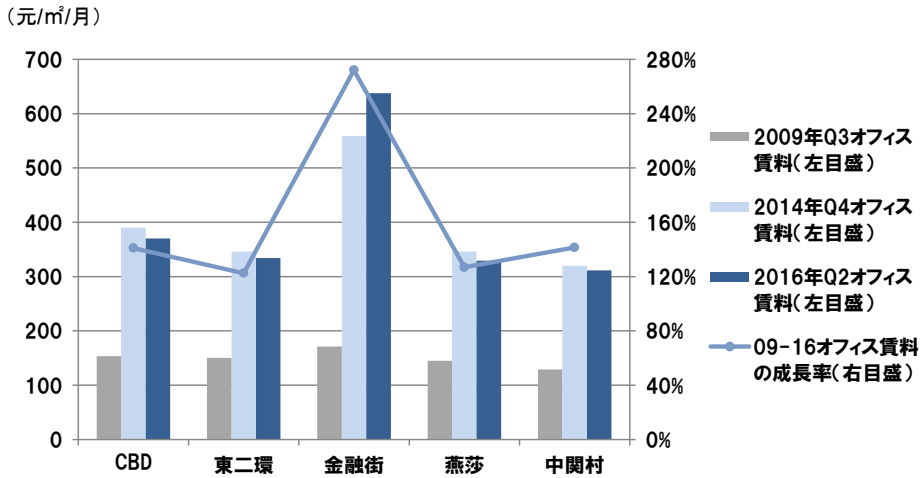
出所：中国統計年鑑より作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

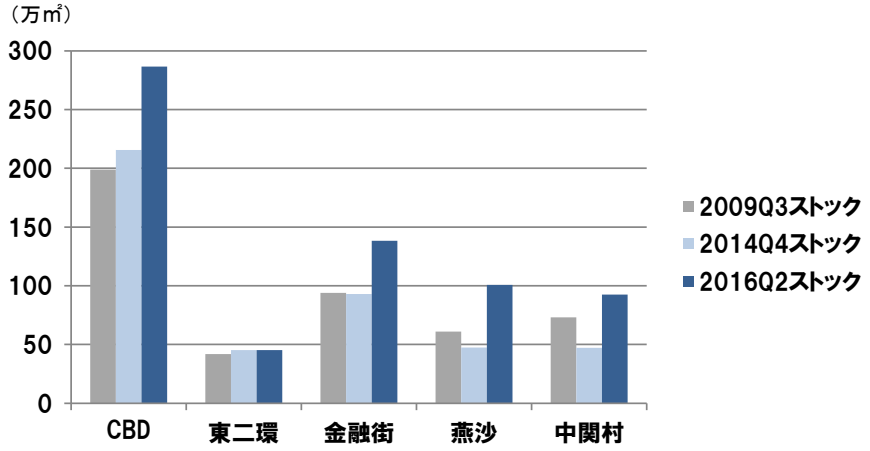
北京中心部のオフィス需要が旺盛で、燕莎以外には空室率は常に低い状態にあり、賃料も2014年まで上昇してきたが、近年オフィス供給増により賃料が伸びない地域も数多く現れた

北京市中心部地図

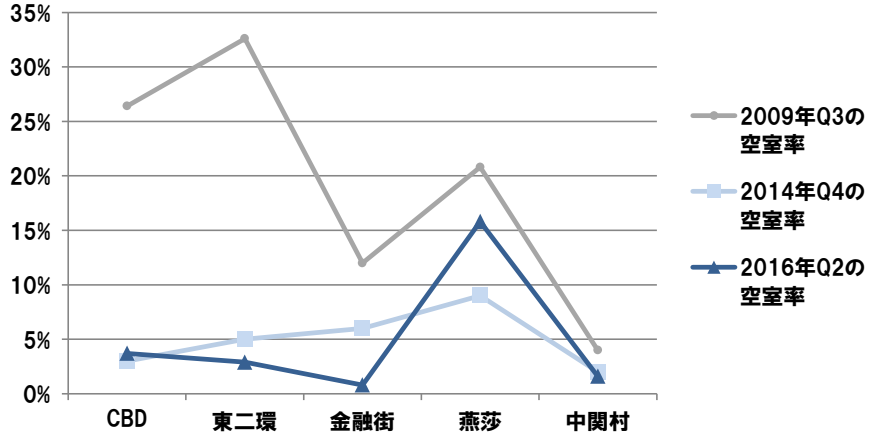
北京中心部のオフィス賃料の推移



北京中心部のオフィスストックの推移



北京中心部各区空室率の推移



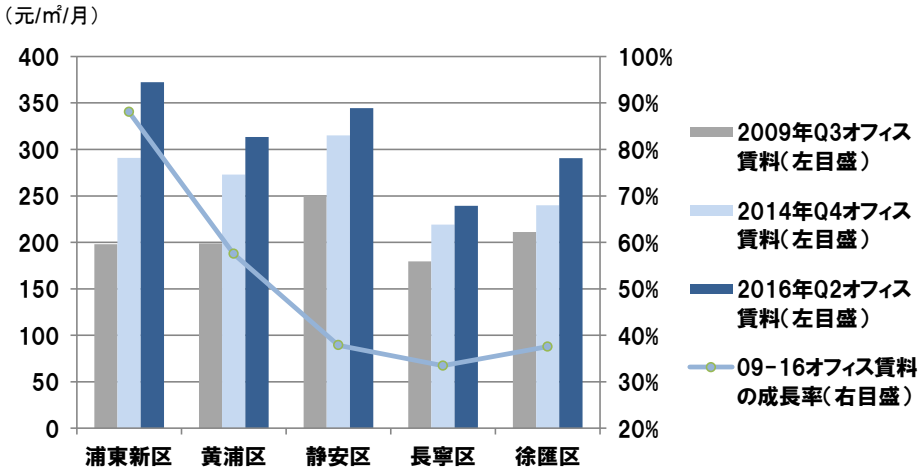
出所：DTZ（Debenham, Tewson & Chinnocks）公表データよりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

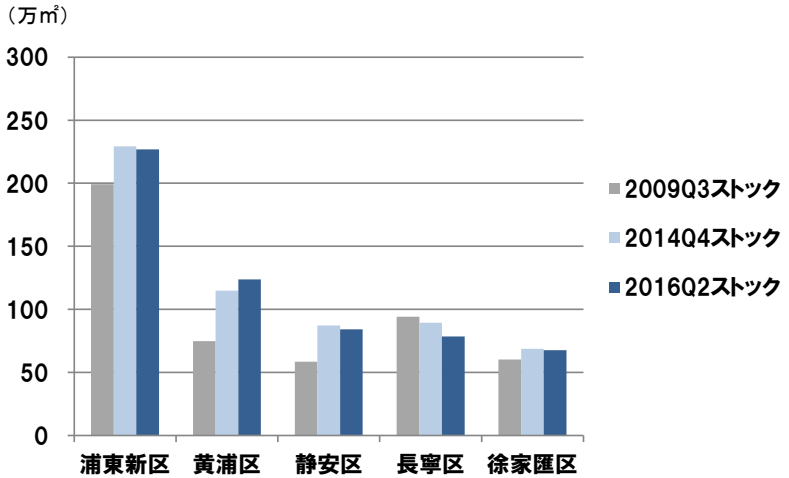
上海都心部のオフィスは近年新規供給量が少ないこともあり、空室率は低く、賃料も高い水準にあった。そのうち浦東新区の賃料伸びが著しく、最高水準となっているのが特徴

上海市中心部地図

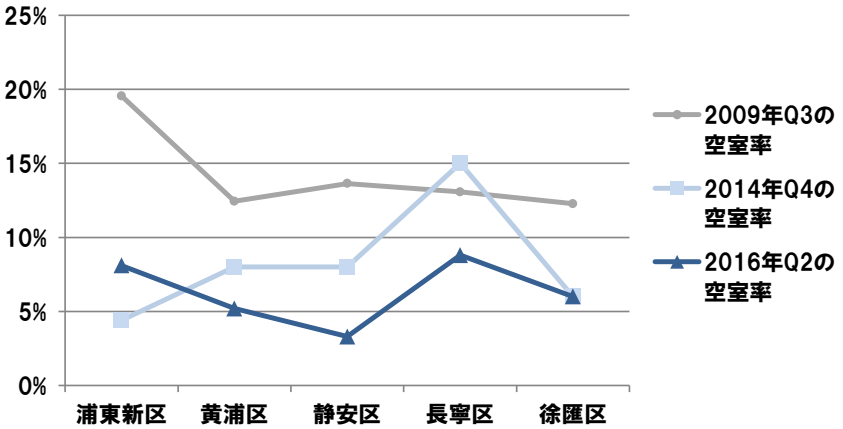
上海中心部各区のオフィス賃料の推移



上海中心部のオフィスストックの推移



上海中心部各区の空室率の推移



＊ 2016年浦東新区のデータは主要ビジネス街である陸家嘴と竹園のデータの合計である

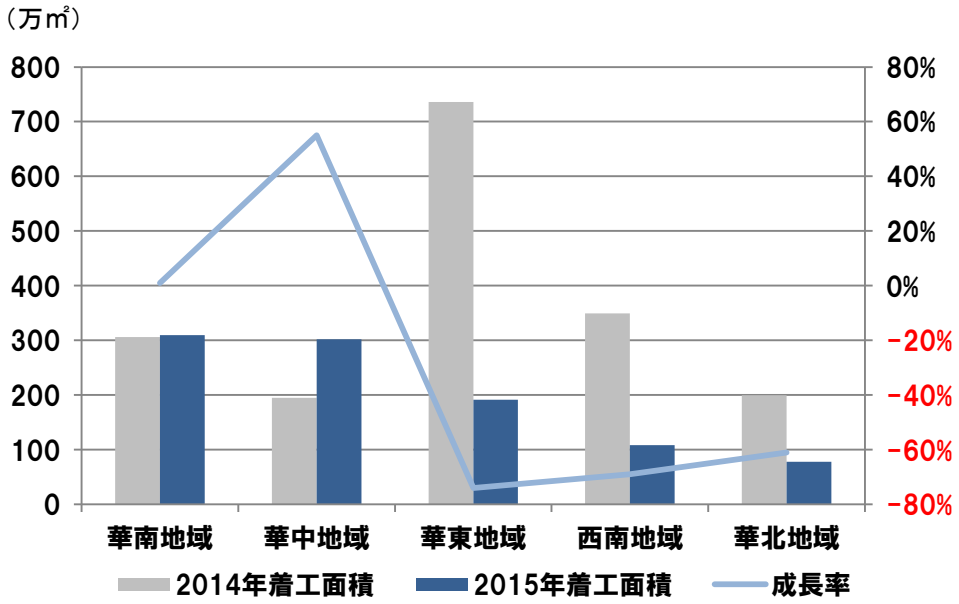
出所：DTZ公表データよりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

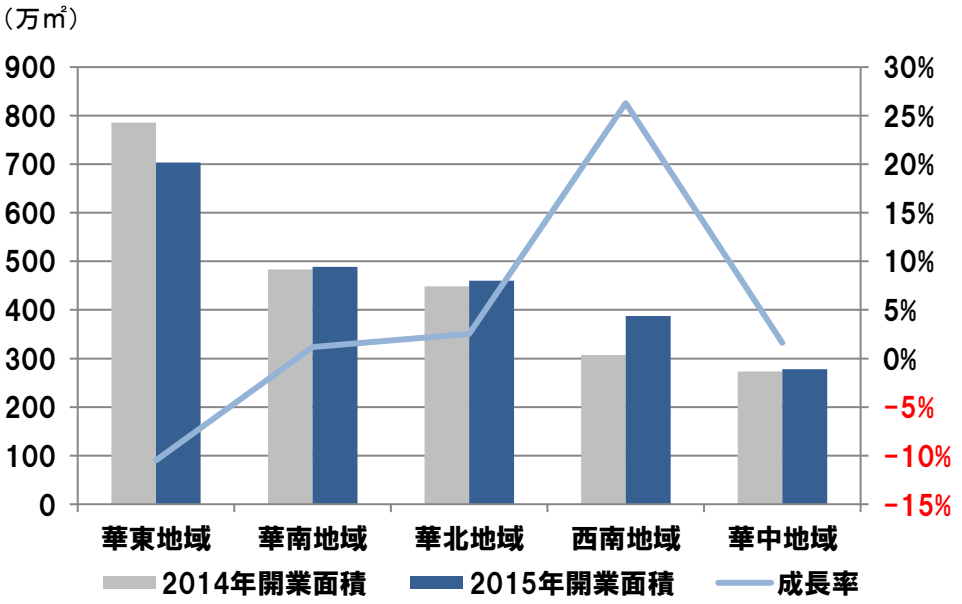
近年、華東地域が開業面積の首位を維持しているが、減速傾向が見られる。一方、二線都市や内陸都市が多い華中地域における開発が活発化している。

- 2013-2016年中国全国ショッピングセンターの開発総面積は約12,010万㎡、うち着工した約5400万平米は3年以内開業予定。
- 2015年着工面積首位は華南地域。成長率（55%）が著しい華中地域が注目されている。
- 近年の開発ブームで、華東地域が開業面積の首位を維持しているが、減速傾向が見られる。西南地域の成長率が26%で一番高い。

2014-2015年全国ショッピングセンター着工面積



2014-2015年全国ショッピングセンター開業面積



注：ここでのショッピングセンターは大型テーマ商業施設、アウトレット、地域ショッピングモールなどを指す。

出所：商業地産雲智庫の公布資料よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2016年中国の商業不動産市場は、多様化した消費者ニーズを満足するより、Lifestyleを軸とした消費行動をリードする、もしくは新しい消費需要を喚起・開発するのが重要となる

2016年中国商業不動産市場の方向変化

1	百貨店・GMS・量販店といった伝統的業態の衰退、商業複合開発に新たな生活系・スポーツ系・健康系・文化系機能の興起	体験・交流・シェア・個性などを重視するLifestyle提案型の新商業業態への転換
2	実店舗経営の低迷やE-ビジネス競争の過熱化がもたらしたOnline-Offlineの提携	Online To Offline ビジネスモデルの形成がもたらした商業施設提供価値の見直し
3	Lifestyleをめぐる新しい業界参入者の乱入、業界を跨る商品開発とサービス開拓の進行	多様な業界参与者を融合させることで、新しい施設経営と消費形態への模索

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
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

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年、三年連続TOP10入りの世茂房地産の代わりに、産業ニュータウン開発を主事業とする大手民営企業の華夏幸福が新たに不動産企業ランキングのTOP10入りを果たした

中国不動産企業TOP10社の比較（2010～2015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		2015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)	企業名	販売額(億元)
1	万科集団	1,026	万科集団	1,215	万科集団	1,452	万科集団	1,776	万科集団	2,120	万科集団	2,627
2	保利地産	660	万達集団	953	保利地産	1,020	緑地集団	1,625	緑地集団	2,080	恒大地産	2,050
3	緑地集団	650	恒大地産	804	緑地集団	1,013	保利地産	1,251	万達集団	1,501	緑地集団	2,015
4	中海地産	578	緑地集団	770	中海地産	945	碧桂園	1,103	恒大地産	1,376	万達集団	1,513
5	恒大地産	527	保利地産	732	万達集団	938	恒大地産	1,073	保利地産	1,362	中海地産	1,492
6	緑城集団	522	中海地産	708	恒大地産	925	碧桂園	1,068	碧桂園	1,250	保利地産	1,471
7	万達集団	369	碧桂園	432	緑城集団	547	万達集団	844	中海地産	1,152	碧桂園	1,402
8	龍湖集団	336	龍湖集団	383	華潤置地	505	華潤置地	688	世茂房地産	708	華潤置地	851
9	碧桂園	330	緑城集団	353	碧桂園	491	世茂房地産	683	華潤置地	700	融創中国	731
10	富力地産	321	華潤置地	330	世茂房地産	461	緑城集団	660	融創中国	658	華夏幸福	725
TOP10企業販売額合計		5,319		6,680		8,297		10,771		12,907		14,877
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%		17.0%
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		75.1都市

出所：公開情報や各社HPよりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国の大手不動産企業は、いずれも不動産以外の新規事業に力を入れ、「軽資産化」による多角化発展を目指している

中国不動産企業TOP4社の事業戦略動向		2016年販売目標
万科（第1位）	・2011年　商業開発とシニア不動産開発事業に参入 ・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で「不動産×ネット」ビジネスを開始。「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。教育事業にも参入 ・2015年　物件管理業の市場化、物流不動産への参入、住宅賃貸事業の開始、海外投資の拡大化。10年後には10.000億元の売上達成を目標とし、住宅事業とそれ以外の新規事業は半々とする	3,000億元
恒大（第2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 ・2016年　不動産事業のほか、「金融、観光、インターネットビジネス、ネットサービス、健康、農業、スポーツ、文化」といった新規事業を確実に強化していく方針	3,000億元
緑地（第3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 ・2016年　「規模重視から収益重視へ、開発重視から運営も重視するように、国内市場からグローバル市場へと事業転換。不動産事業以外に「金融、インフラ、消費財」の3本柱による多角化発展方針	3,200億元
万達（第4位）	・2007年　「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」する目標 ・2009年　文化観光産業を会社の新規重要発展領域と位置づけ ・2011年　傘下には映画制作会社を設立、映画産業に正式に進出 ・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年までに海外事業を全体の20％以上まで引き上げる方針。 ・2016年　2016年末に不動産企業から複合型企業に転身、「軽資産化」戦略を推進	2,543億元

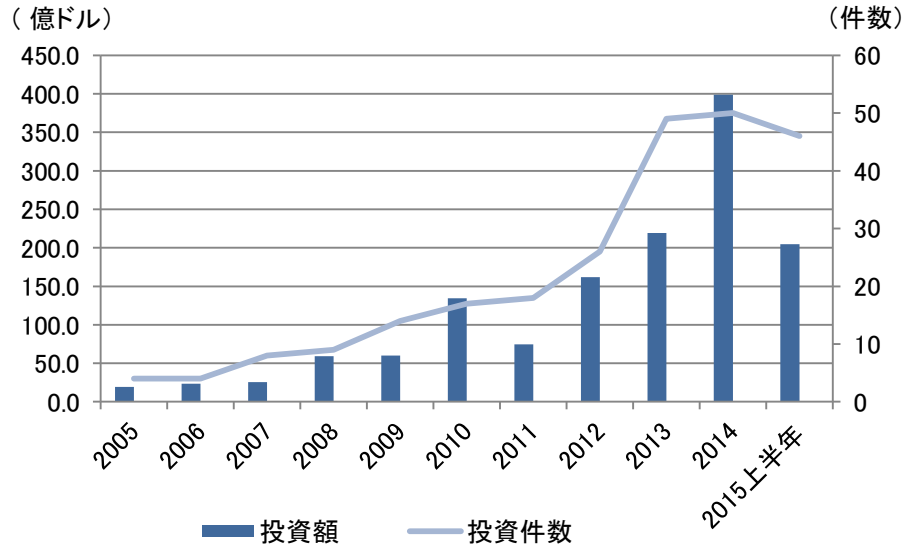
注：上記（ ）内には2014年不動産企業売上ランキング

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ここ10年、中国企業による海外不動産への投資が大幅に増え、リスクの分散化や投資収益率の向上を図るためのものと推定される

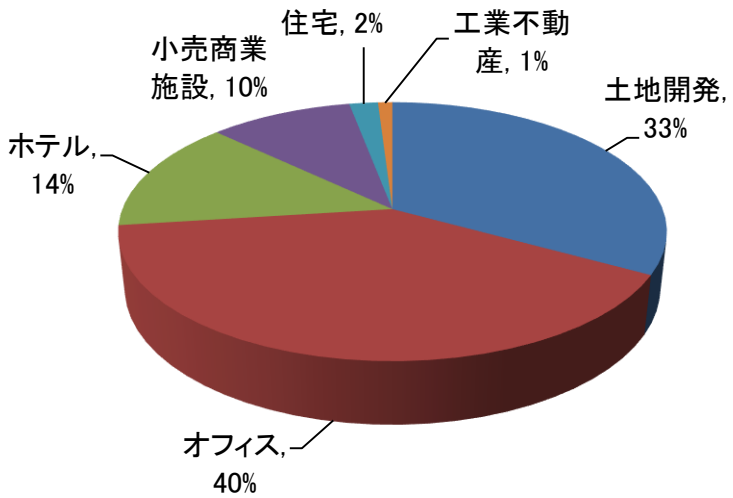
- 中国国内では政府が価格高騰を抑えるための不動産取引抑制策を続け、市場の成長が鈍化している。リスクの分散化や投資収益率の向上を図るため、近年不動産分野において、中国企業による欧米やアジアでの大型不動産買収が相次いた。
- 2014年の海外不動産への投資状況をみると、投資額はすでに2005年の20倍以上、投資件数も史上最高の50件を達している。
- なお、2015年の分野別投資額の分布状況をみると、オフィスへの投資が40%と最も高く、その次は土地開発の33%となる。
- 海外の不動産投資を行う企業について、保険会社や商業銀行、投資ファンドなども多いが、その主力は依然として中国国内の大手不動産企業である。

2005-2015年上半期まで中国企業による海外不動産への投資状況



出所：「中国企業グローバル報告2015」よりNRI整理

2015年における中国企業の分野別海外投資額の分布状況



出所：DTZ「中国対外投資市場報告2015」よりNRI整理

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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、豪州と欧州各国は特に人気が高い

- 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、オーストラリアとヨーロッパは人気が高い。アジア地域ではマレーシア、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。

2016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、万通、万達、緑地、万科、首開、復興
	アメリカ・サンフランシスコ	万科、緑地
	アメリカ・シカゴ	中信達
	アメリカ・ロサンゼルス	万科、保利、万通、緑地、中坤
	アメリカ・ハワイ	中泛
	カナダ・トロント	緑地、万達、泛海聯合
欧州	フランス	首創、緑地
	ドイツ	緑地
	ロシア	万達、泛海聯合、緑地、上実
	スペイン	万達、緑地
	イギリス・ロンドン	万達、中海外、緑地、万科、国鋭、上置、総部基地
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、新華聯、雅居樂、緑地、富力、光耀
	タイ	緑地
	韓国・済州島	緑地、光耀、新華聯
	日本・東京	復興、緑地
その他	北アフリカ	保利
	オーストラリア・シドニー	緑地、頤和、万達、碧桂園、首創、保利

出所：公開情報よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国不動産開発企業の将来展望

中国不動産開発企業の将来展望

1	企業の競争力は土地経営と不動産開発事業から、産業集積とサービス差別化へ移行	従来の事業投資型からサービス運営型へのモデルチェンジ
2	業界をまだがる資本提携や事業進出により不動産業に新しい価値を付加させる	「不動産＋α」の事業体系の確立による多角化・差別化発展の更なる進行
3	「win-win」関係狙いの大手不動産企業と大手金融系企業との提携が加速化している	金融を重要でかつ不可欠な事業領域として参入する不動産企業の増加

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

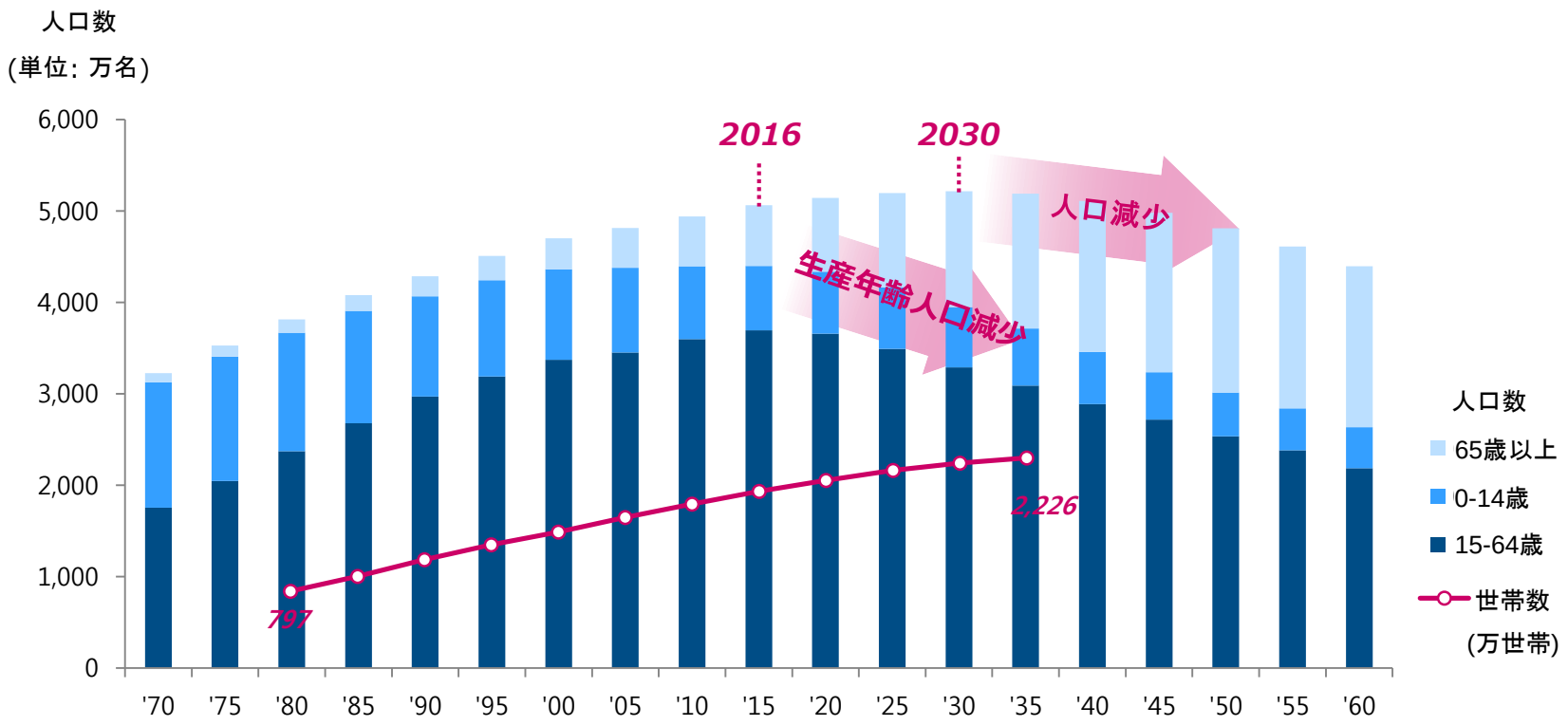
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
1	韓国の人口動態およびマクロ経済環境
2	韓国のオフィス市場
3	韓国の住宅市場
4	韓国のホテル市場
5	韓国の不動産投資市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国の人口は2016年から生産年齢人口減少、2030年5,200万人まで成長後減少傾向に転換し、世帯数は2035年まで継続的に増加すると推定される

全国人口及び世帯推移（2010年基準推計）



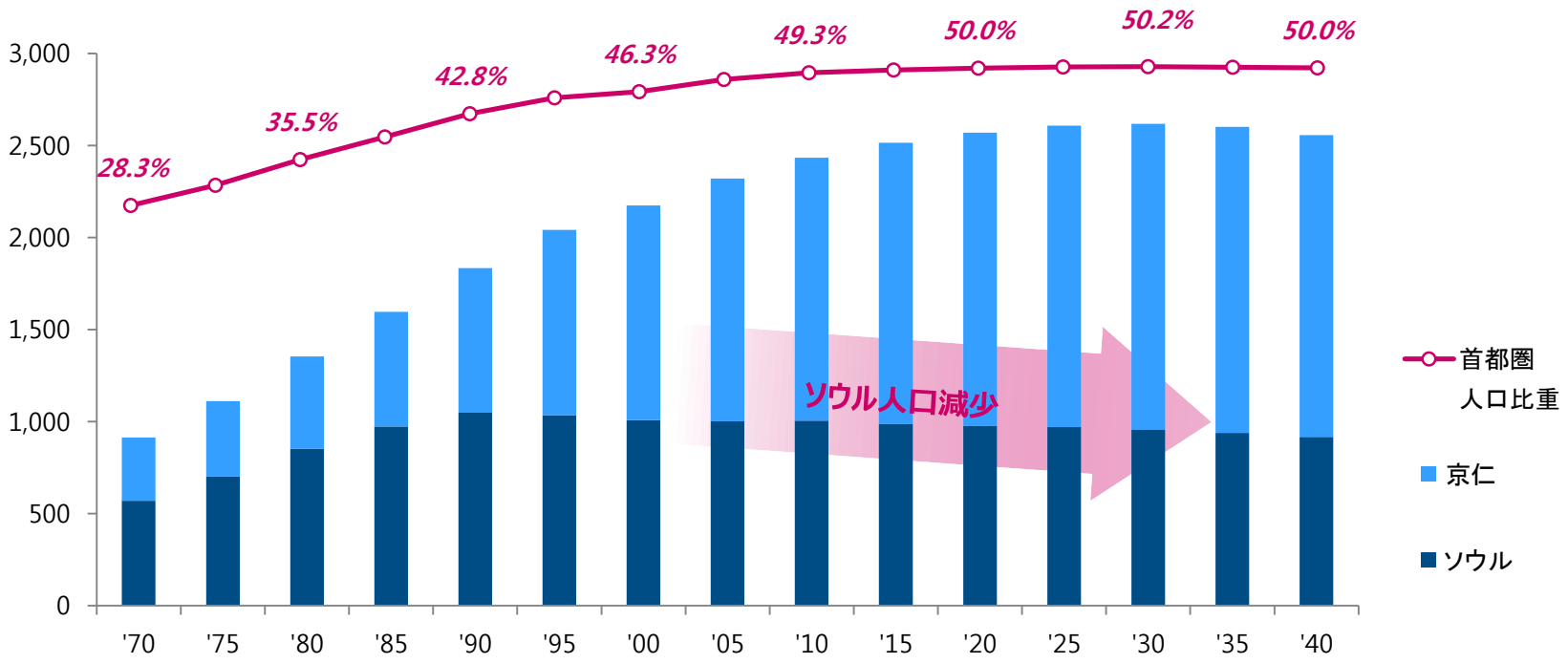
出所：NRI based on 統計庁人口推計

注：Medium-fertility (medium-mortality) projection

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

首都圏人口は 2033年まで増加、全体人口対比約50％水準を維持すると予想されており、ソウル人口は2000年以後、継続的に減少している

首都圏人口推移

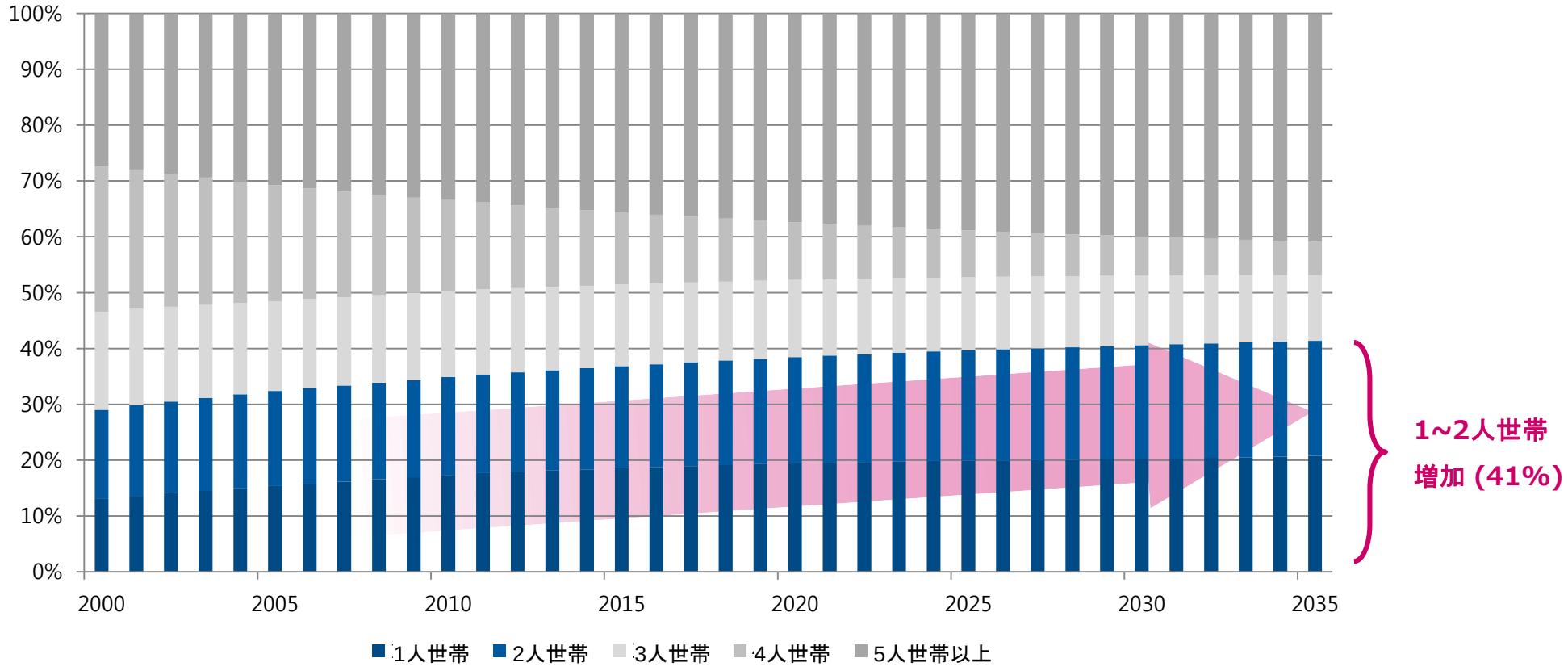


出所：NRI based on Basic Resident Register Population Migration Report

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国の1～2人世帯は2035年まで持続的に拡大すると予想される

構成人数別の世帯比重推移

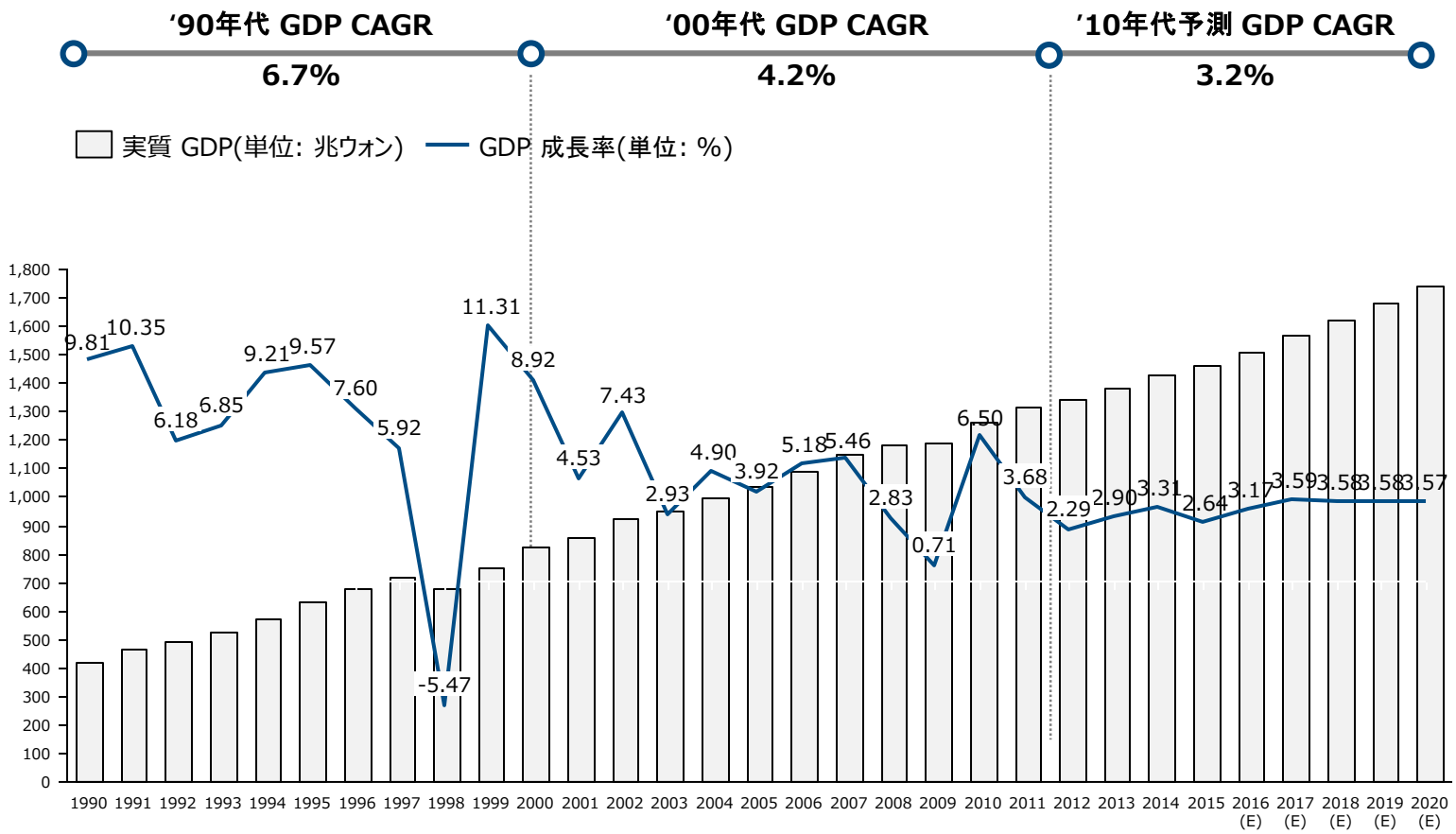


注：予測データは 2005年人口統計に根拠した推計
出所：NRI based on 統計庁

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国経済は今後３％程度の経済成長率で低成長状況が持続することと展望される

韓国GDP/経済成長率推移及び予測



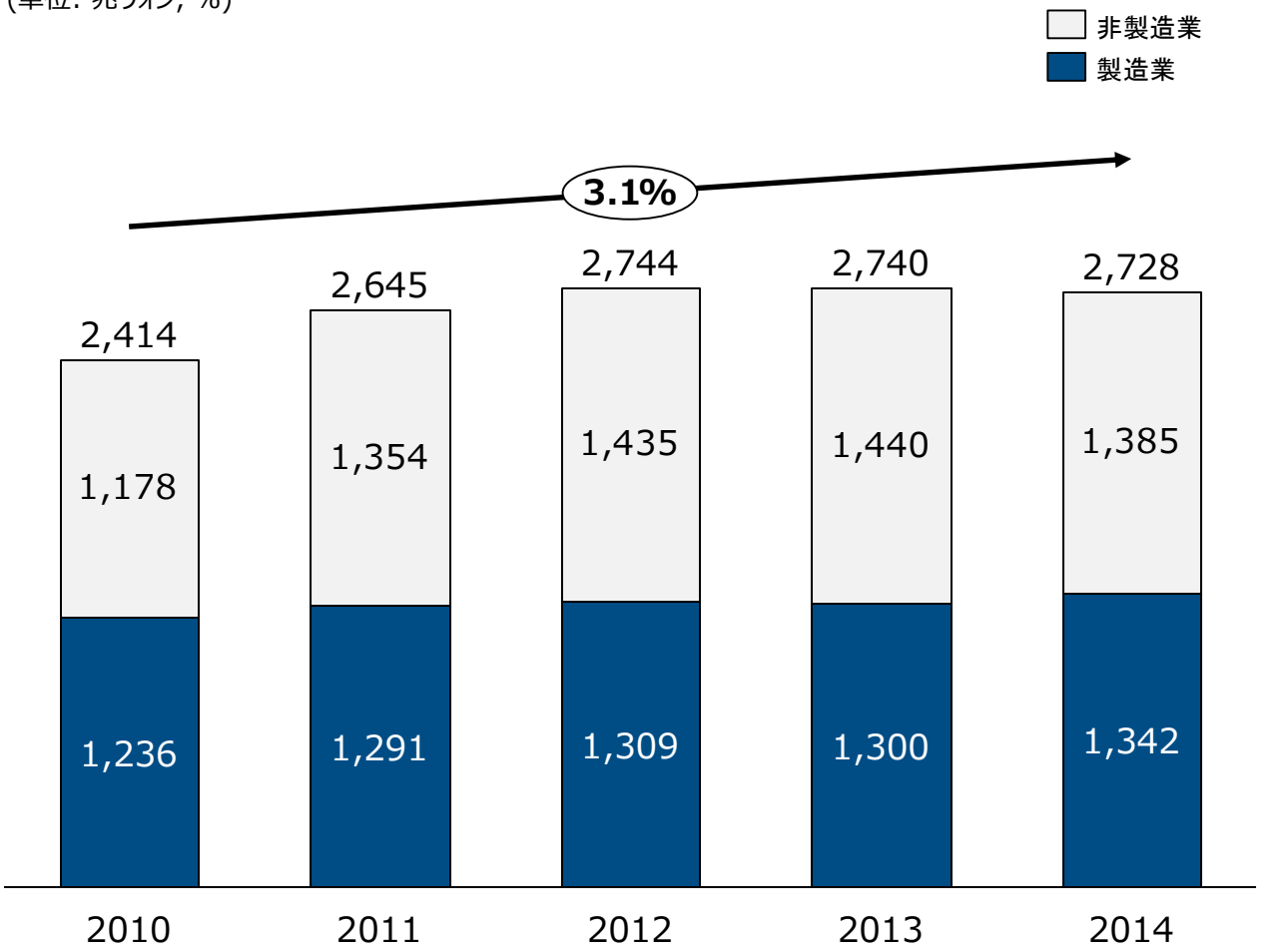
出所：NRI based on IMF(2015.09)

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国の製造/非製造関連企業の総売上は 2,728兆ウォン規模であり、産業全般的に成長率が鈍化している

国内全体産業企業売上（2010-2014）（金融保険業除外）

(単位: 兆ウォン, %)



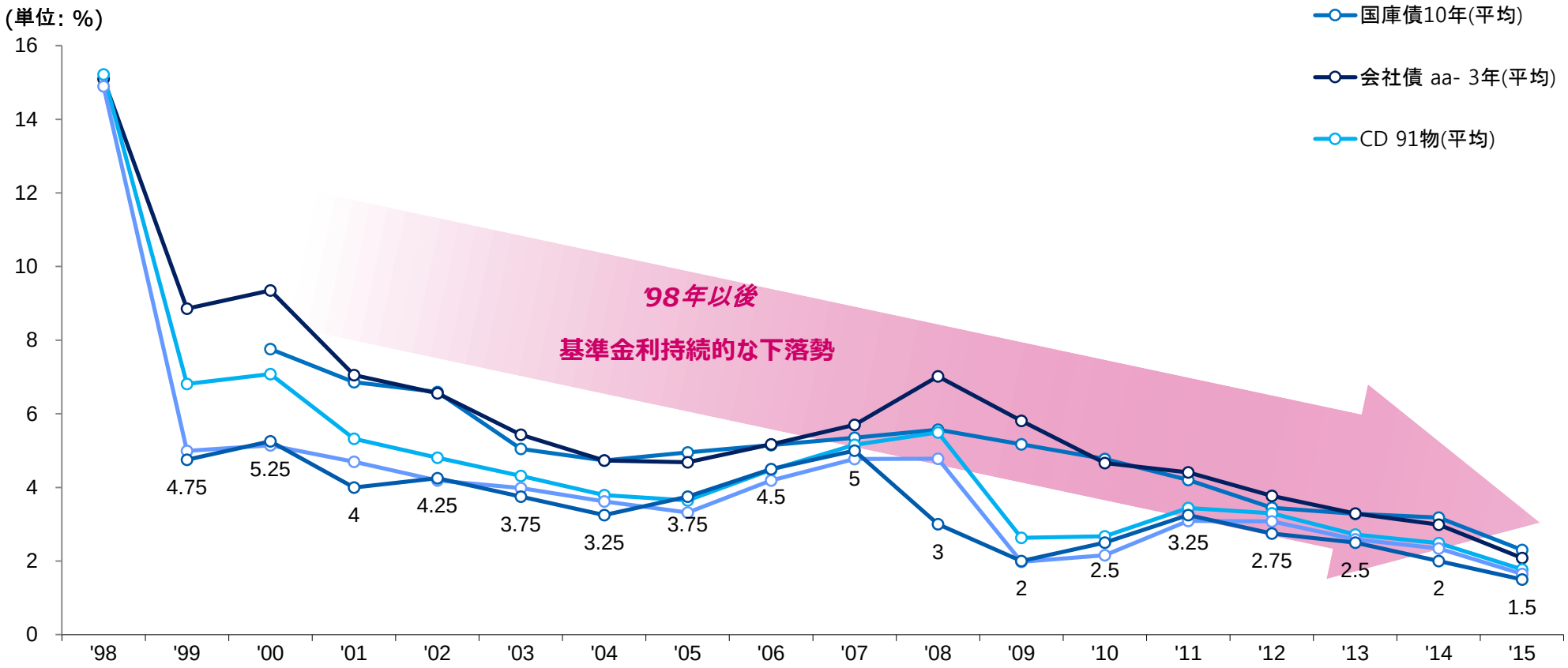
	Total	製造業	非製造業
’10～’14	3.1%	4.1%	2.1%
’12～’14	-0.3%	-1.8%	1.3%
’13～’14	-0.5%	-3.8%	3.3%

出所：NRI based on 統計庁

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

金利は2008年のリーマンショック以後持続的に下落して1％台に突入。低金利による流動性拡大が予想される

韓国金利推移（1997-2014）

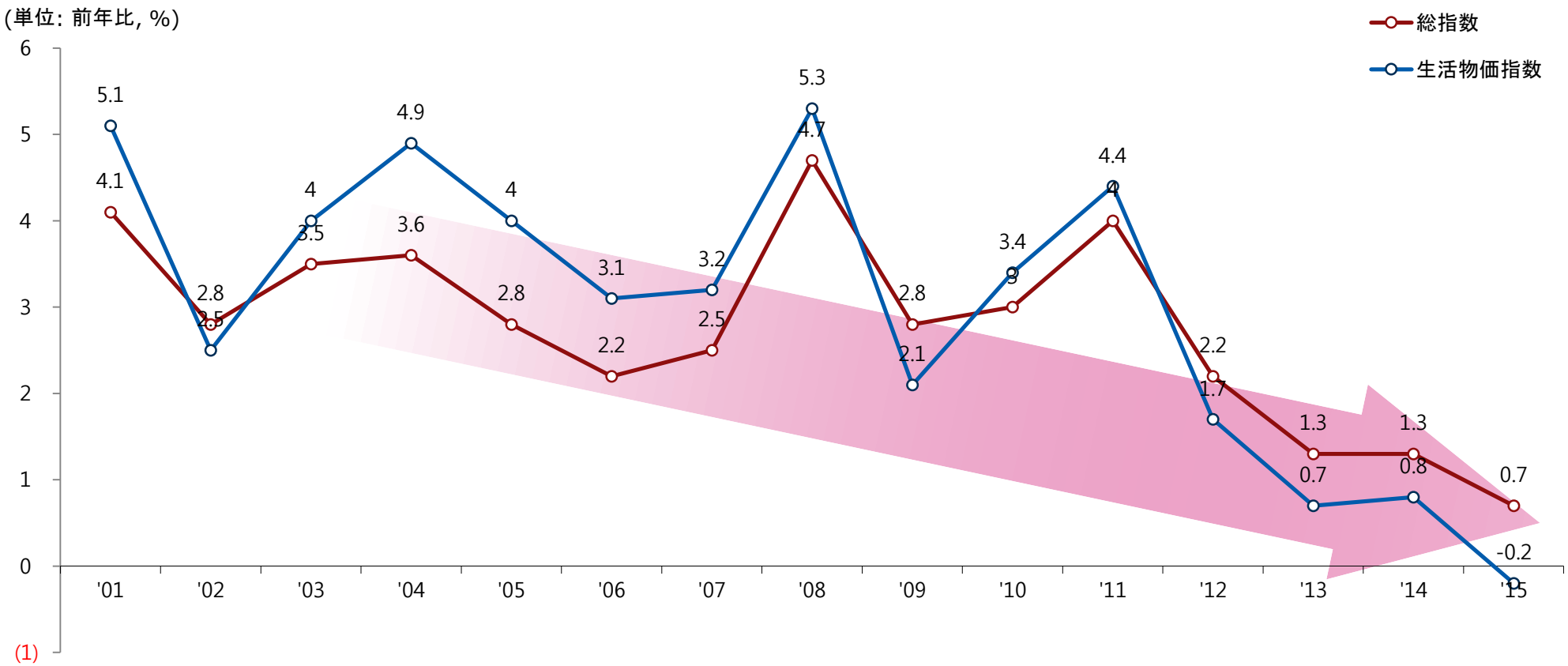


出所: NRI based on 韓国銀行

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

消費者物価指数は2011年以後持続的に下落し、１％以下の水準を見せている

年度別消費者物価の騰落率

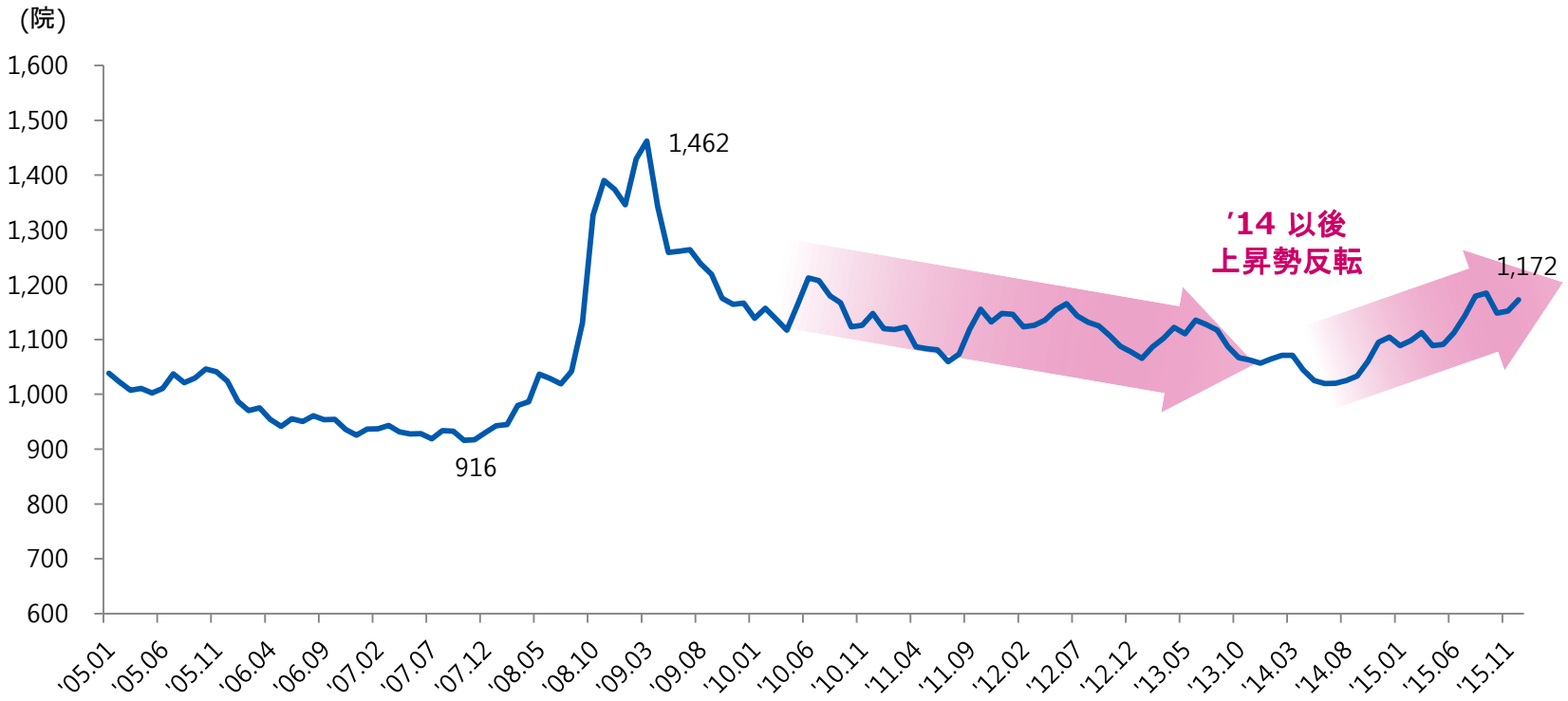


注: 総指数は 2010年を 100で 481個の調査項目を加重平均して毎月指数を算出発表
生活物価指数は全体消費者物価の 481個品目の中で消費者がよく購入する品目と基本生活必需品など142個品目を別に集計
出所:NRI based on 韓国銀行, Media Reserch

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

リーマンショック以後ウォン/ドル為替は下落傾向が続いたが、2014年以後上昇に転換

ウォン/ドル為替推移

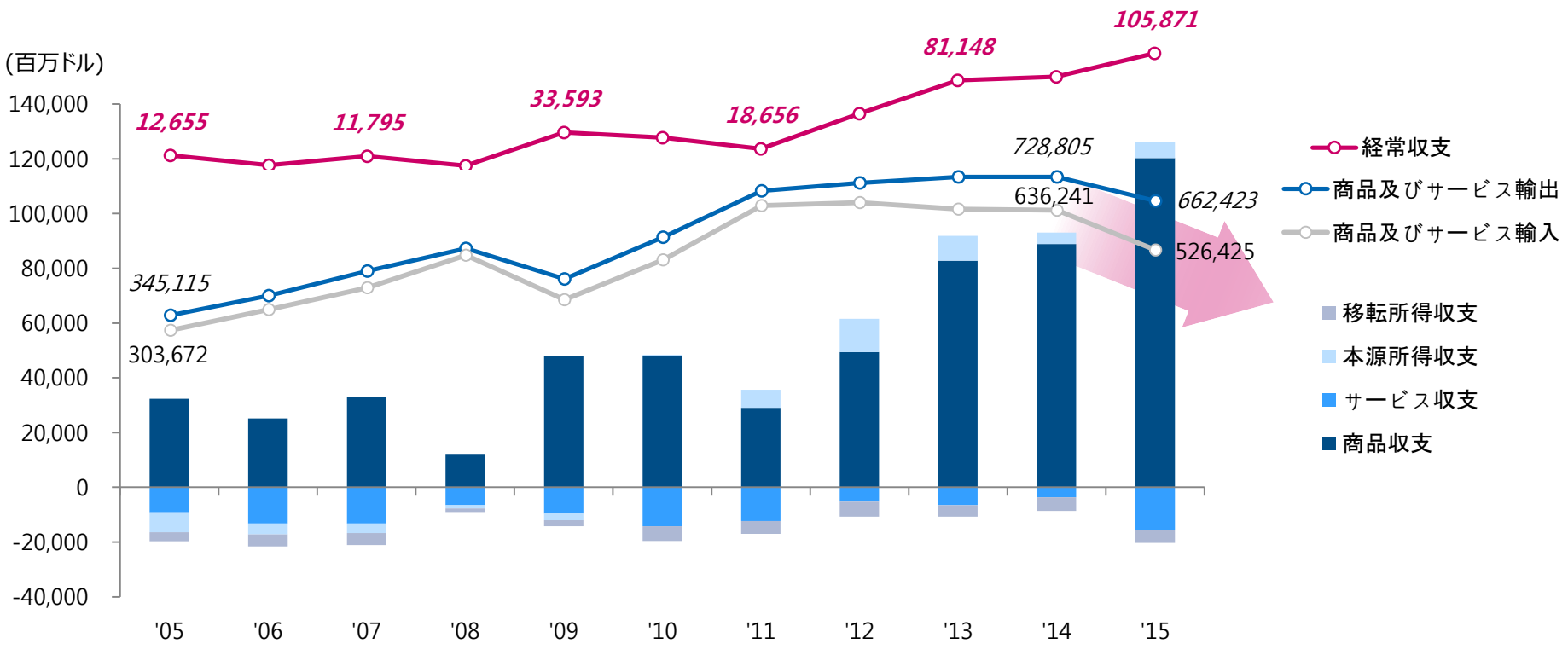


出所：NRI based on 韓国銀行

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

経常収支黒字は2015年1,000億ドルを超えて歴史上最高を記録し、黒字拡大は内需不振による輸入の減少幅が大きかったことに起因する

経常収支推移

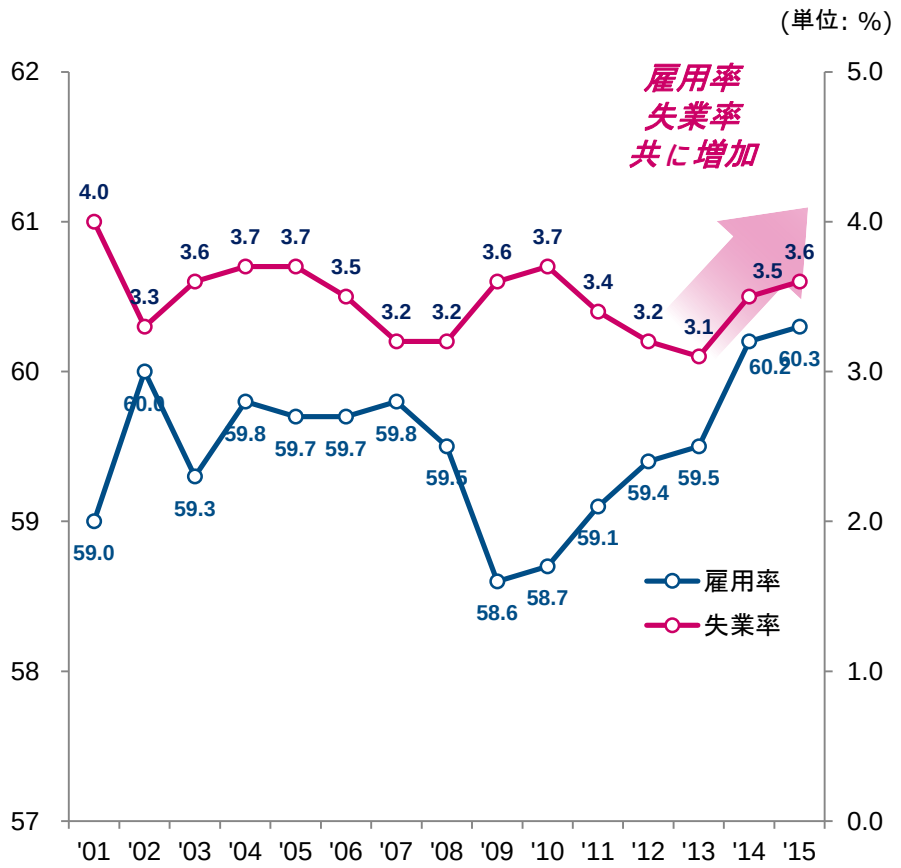


出所：NRI based on 韓国銀行

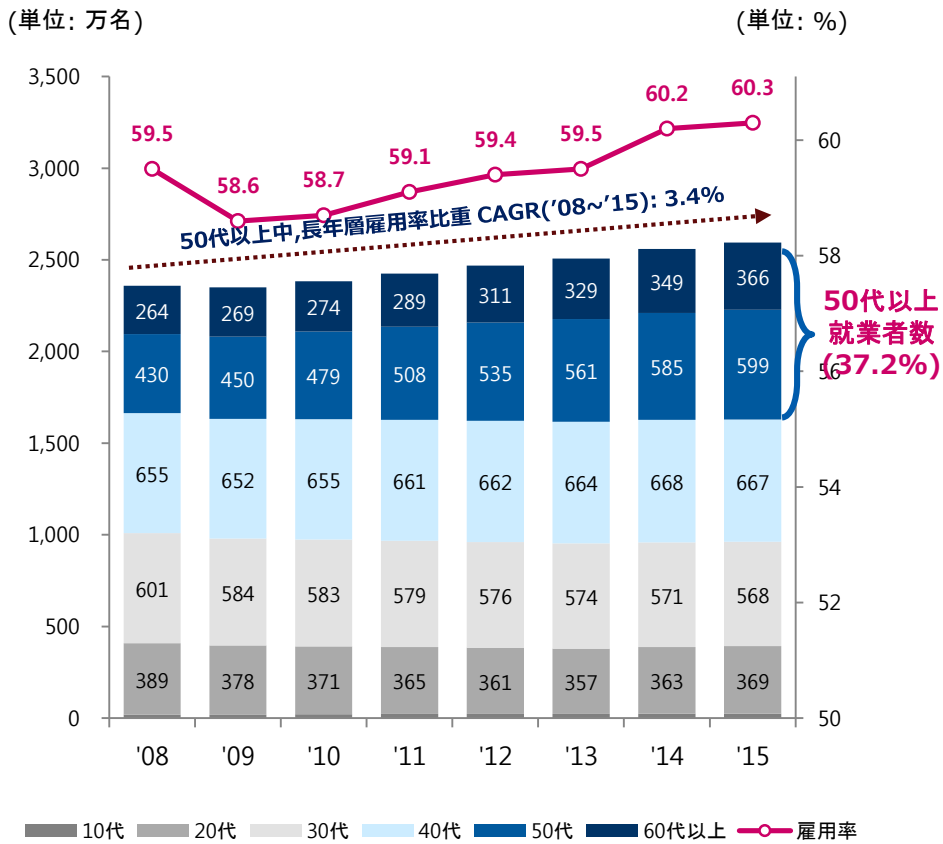
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

失業率が連続して上昇しているものの、雇用率は変わらず上昇基調にある。雇用率上昇は 50代以上の中・高年層雇用の拡大によって支えられている

韓国失業率及び雇用率



年令別就業者数増減推移/雇用率



注: 雇用率=(就業者/満 15才以上人口)x100, 失業率=(失業者/経済活動人口)x100

出所: NRI based on 統計庁

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
1	韓国の人口動態およびマクロ経済環境
2	韓国のオフィス市場
3	韓国の住宅市場
4	韓国のホテル市場
5	韓国の不動産投資市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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圏に仕分けされている

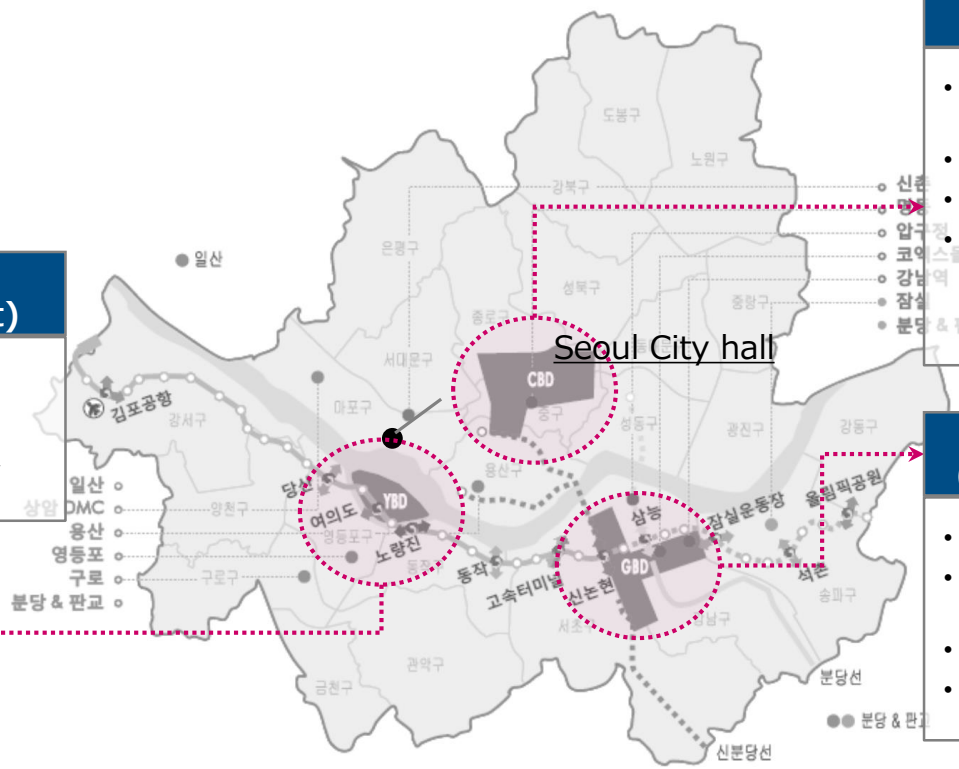
ソウルの圏域別オフィス市場

CBD (Central Business District)

- ソウルで一番長年の歴史を持った最大規模のオフィス圏域
- 1960年代から形成, 基盤施設充実
- 国内最高水準の貸し賃
- 大企業本社, 外国人係企業の韓国 (ソウル) 拠点, 保険/証券会社, 政府機関, 大使館など密集

YBD (Yeouido Business District)

- 1980年代後半開発手開始
- CBD, GBD 対比低い水準の貸し賃
- 銀行, 証券会社など金融圏の本社密集



GBD (Gangnam Business District)

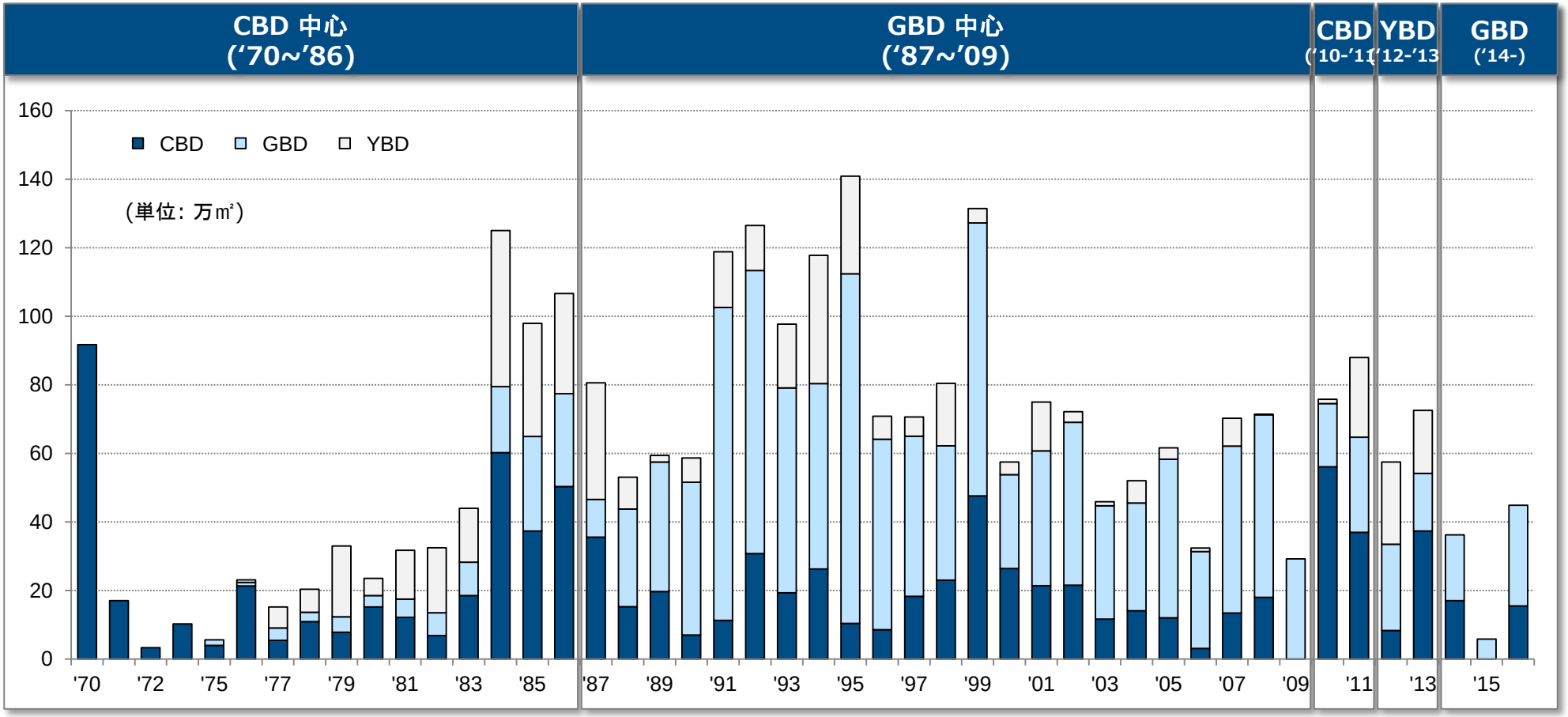
- 1980年代中盤以後形成
- 新規供給が適期のため他圏域より低い空室率
- 貸し賃は CBDと YBD 中間水準
- IT, 大企業, 外資係関連企業集中分布

出所：NRI Analysis

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

国内オフィス市場は 2010年以後CBD、YBDを中心に新規供給拡大。2015年以後、新規供給は GBDを中心に拡がる予定である

ソウルオフィス新規供給推移

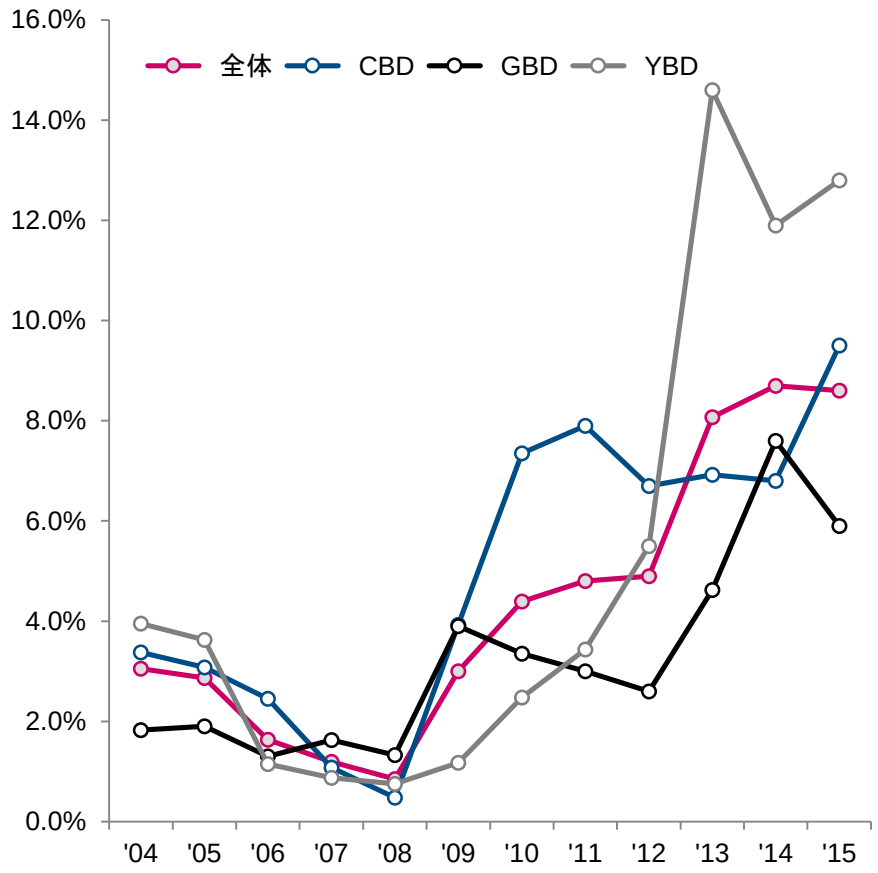


出所:NRI based on Analyst Report

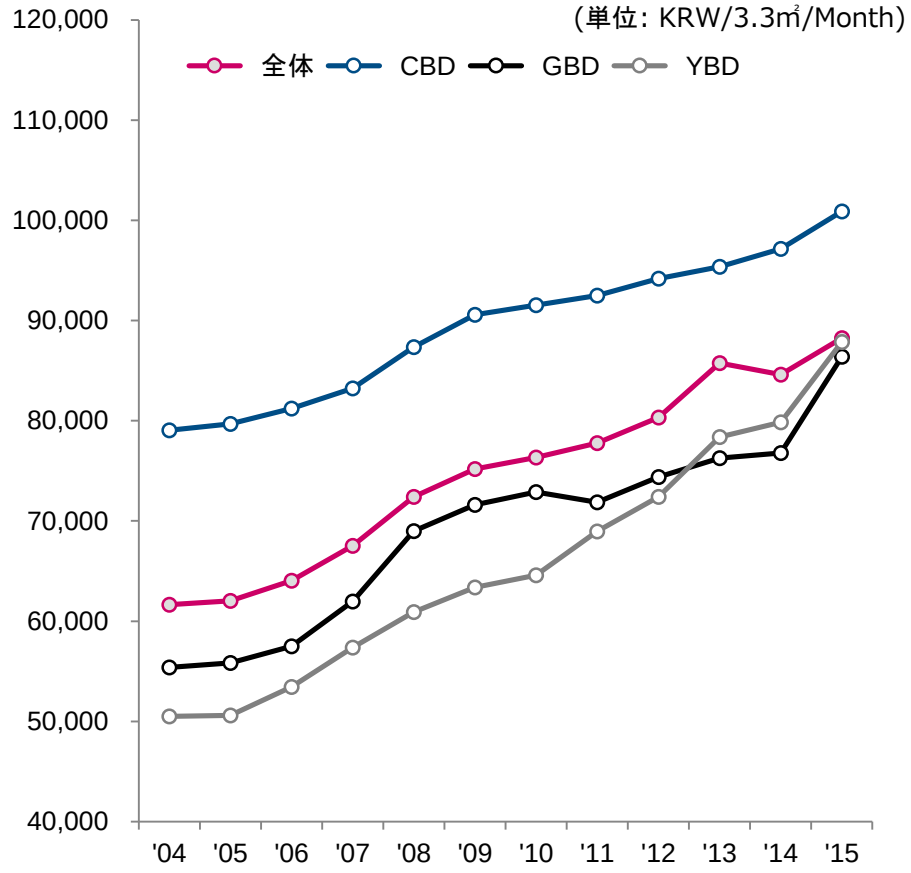
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ソウルのプライム級新規オフィス大量供給でオフィス空室率は約9%、賃貸料は約8.5万ウォン/坪水準である

ソウル地域プライムオフィス空室率



ソウル地域プライムオフィス賃貸料

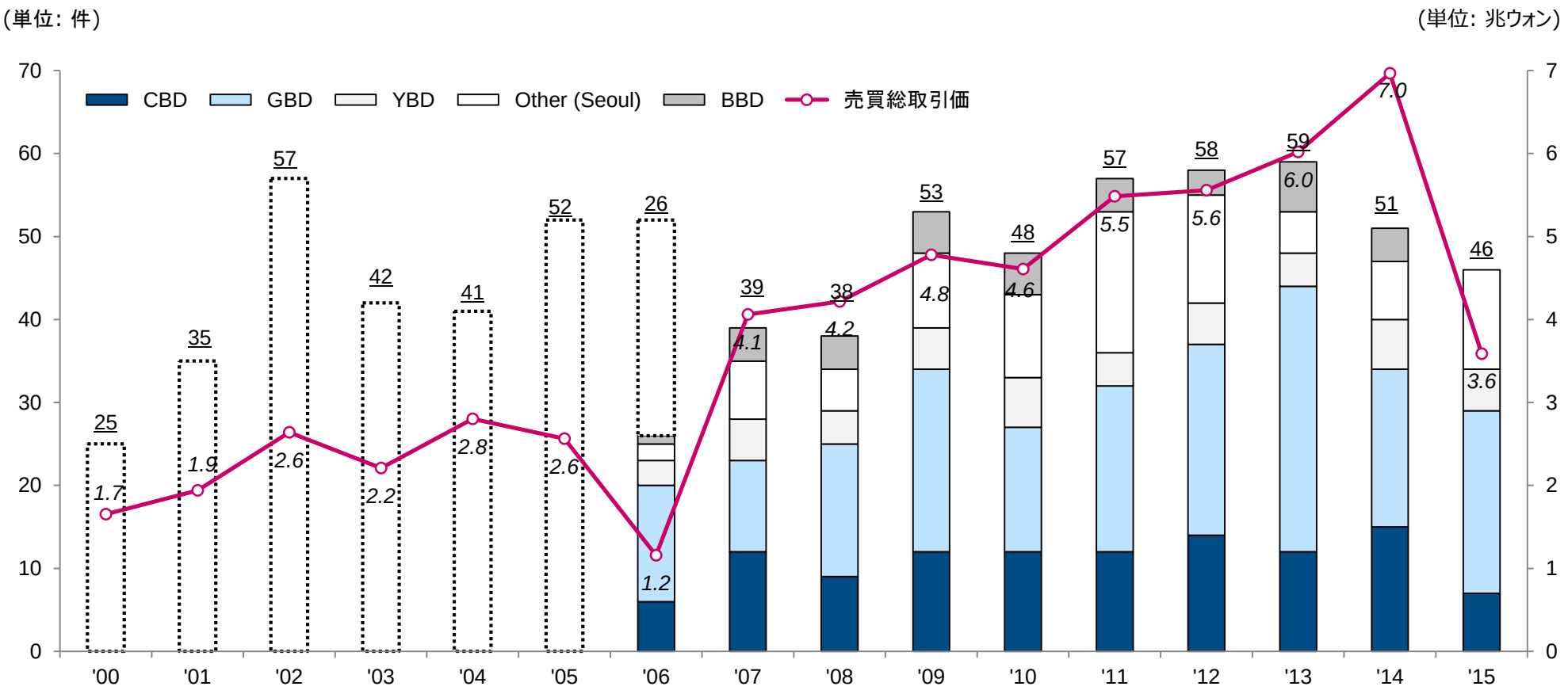


出所:NRI based on Analyst Report

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ソウル市内主要オフィス売買取引件数は46件で去年対比減少しており、総取引価額も減少している

ソウルオフィス売買取引件数及び総取引価額

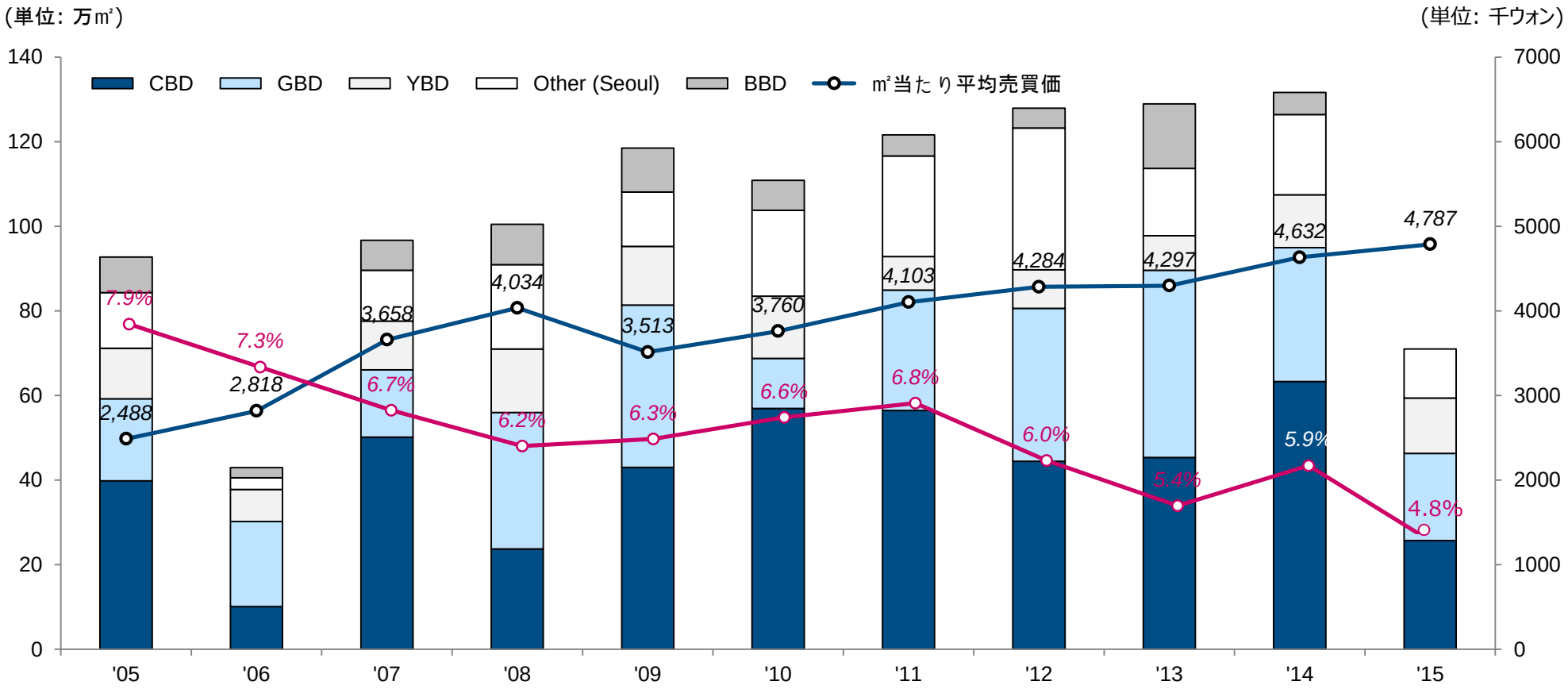


出所：NRI based on Analyst Report

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

オフィス売価は約480万ウォン/㎡で、キャップレートは 4.8%である

ソウルオフィス圏域別売買取引面積及び1㎡ 当たり売価

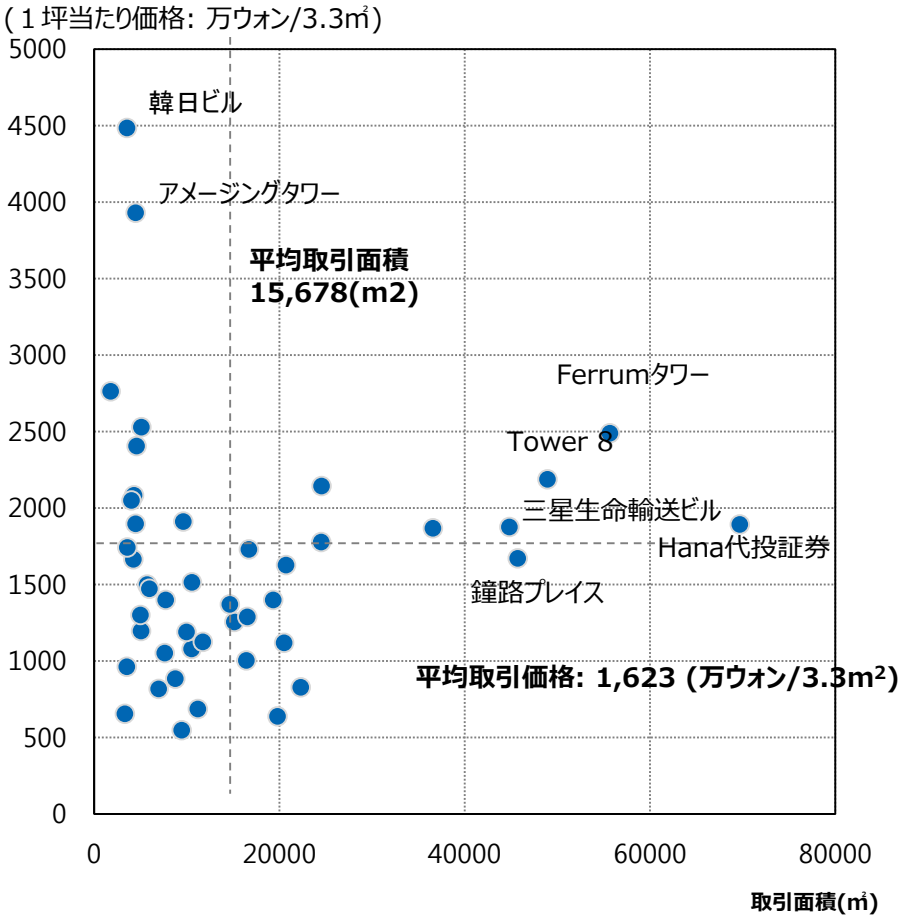


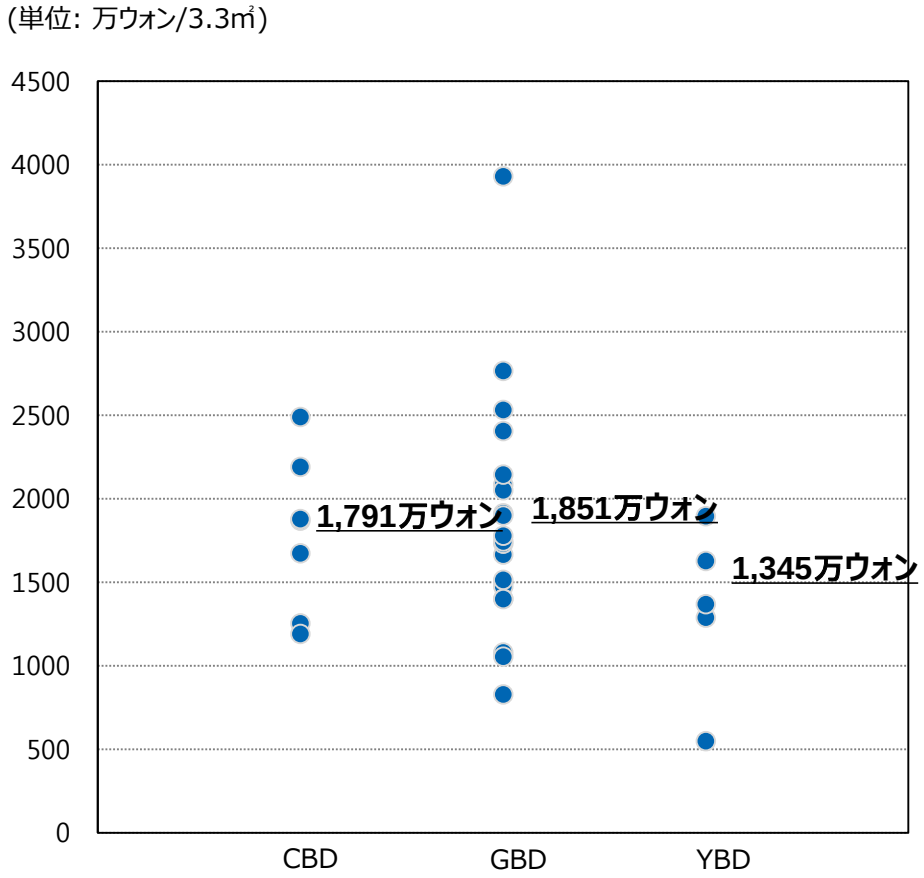
出所:NRI based on Analyst Report

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年オフィス平均取引面積は約 1.5万㎡、平均坪当たり売買価格は約1600万ウォン水準で形成された

ソウルオフィス圏域別売買取引面積当たり売価（2015年取引物件対象）





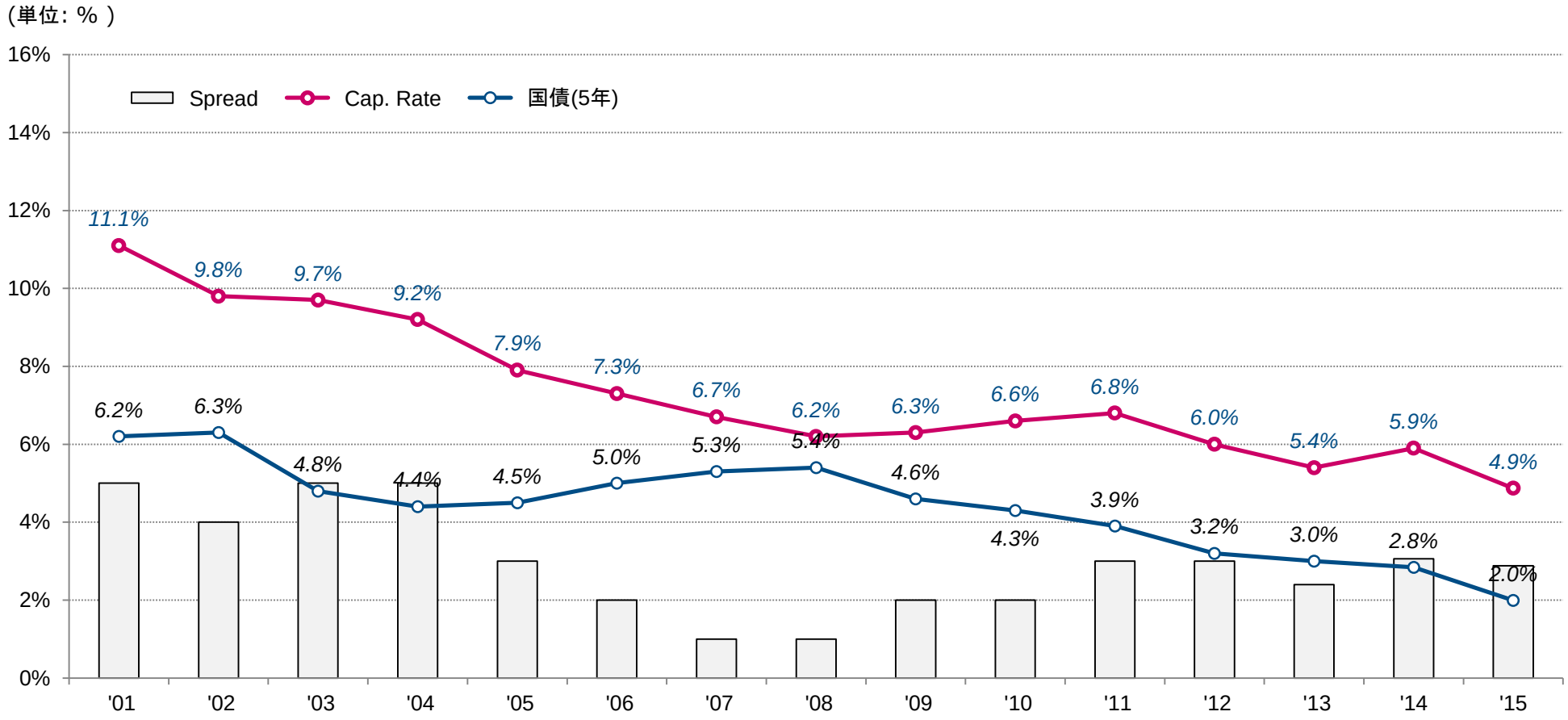
注：2014年 CBD, GBD, YBDを中心に取り引きが成り立った 37個のオフィスを対象で分析 / 総消費支出=民間消費支出+政府消費支出 / **予想値は IMF 発表数値

出所：NRI based on Analyst Report

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年オフィス市場のキャップレートは約5％で、国債対比スプレッドは約3％である

ソウルオフィス Cap Rateと国債推移



出所：NRI based on Media Research

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

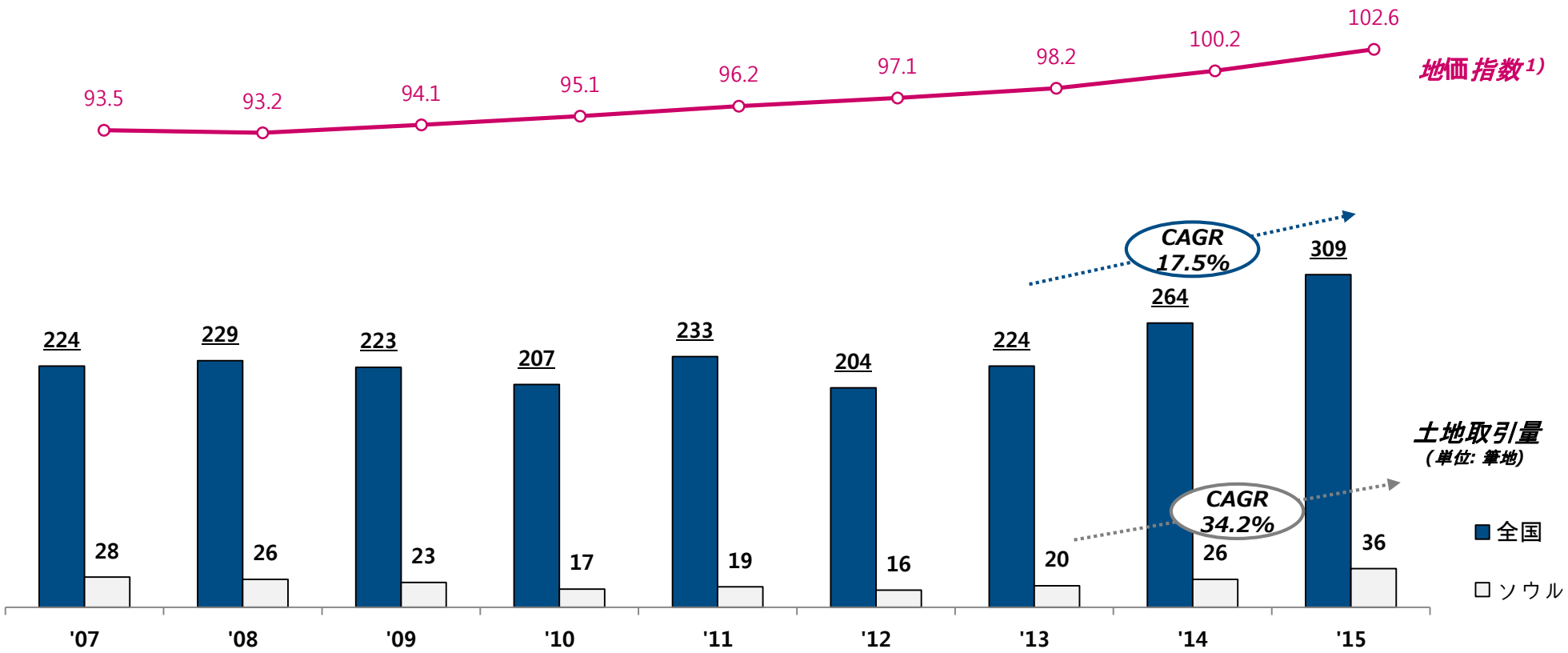
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
1	韓国の人口動態およびマクロ経済環境
2	韓国のオフィス市場
3	韓国の住宅市場
4	韓国のホテル市場
5	韓国の不動産投資市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

土地地価指数及び土地取引量は緩やかな上昇傾向を見せている

土地取引量及び地価指数※推移

(筆地単位: 万件)



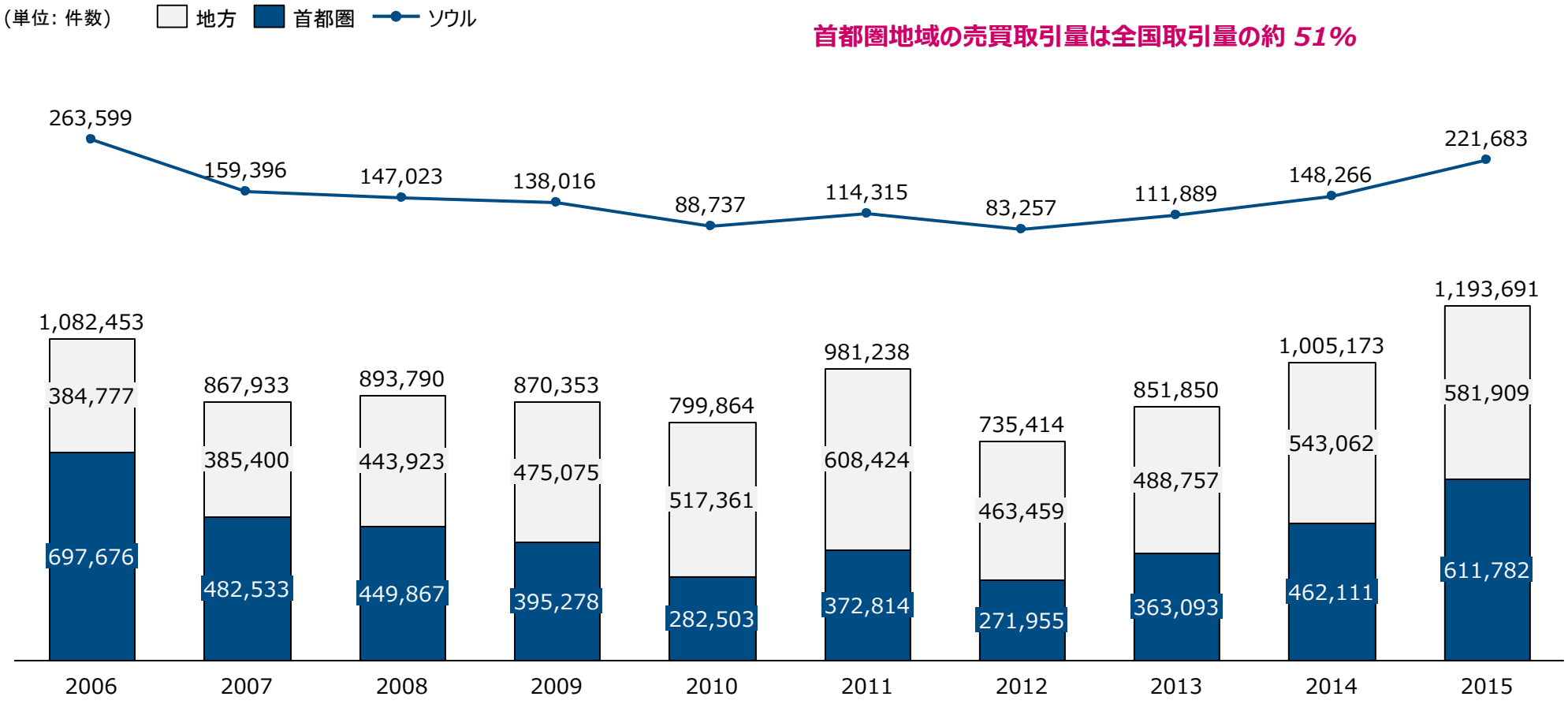
※地代指数基準: 2014.12.1 = 100

出所:NRI based on 不動産統計情報システム(http://www.r-one.co.kr)

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅売買取引量は 2006年のピーク以後、2007年から全般的な下落傾向を見せ、2012年以後、回復傾向に転じている

全国住宅売買取引量推移

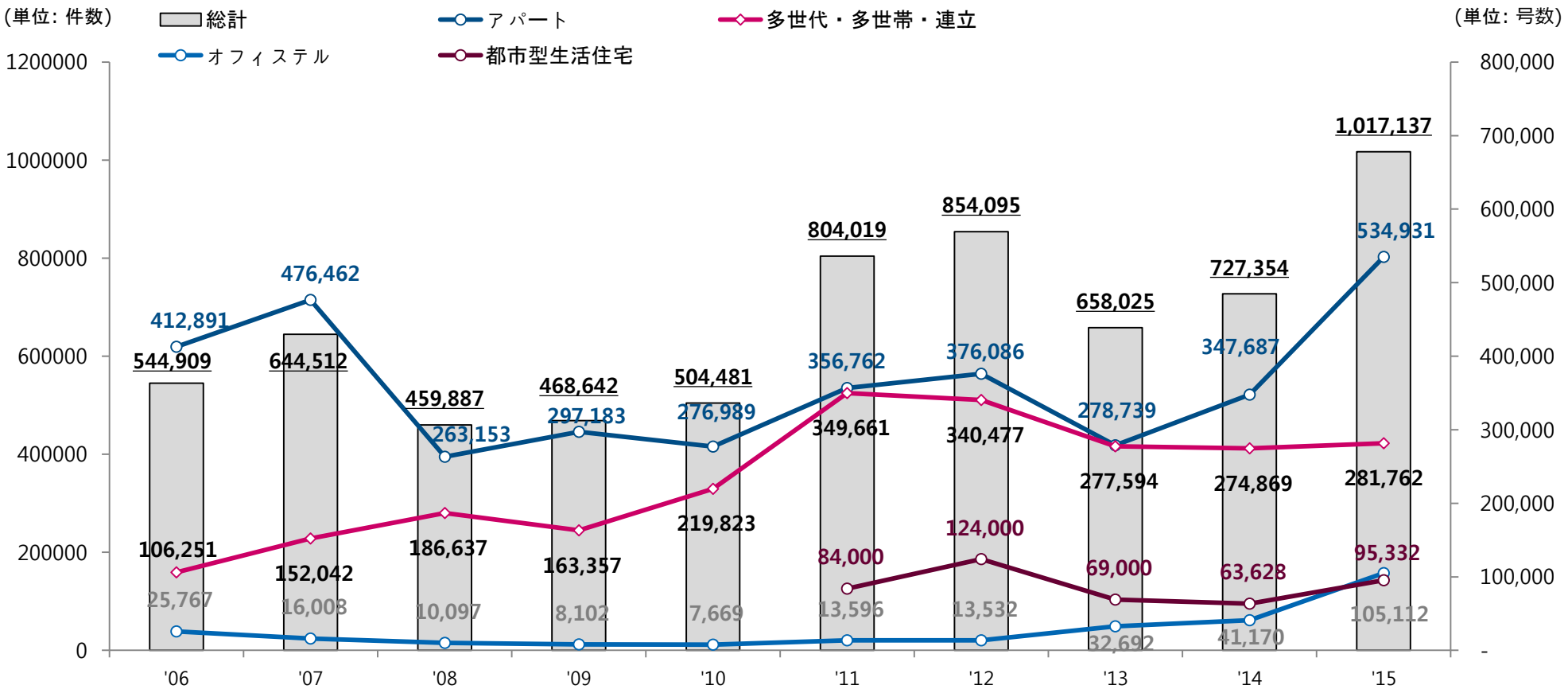


出所：NRI based on 全国不動産(http://www.onnara.go.kr)

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2013年以後アパートを中心に年間住宅供給量が増加。2015年には約100万戸が新規供給された

全国住宅類型別認許可量推移



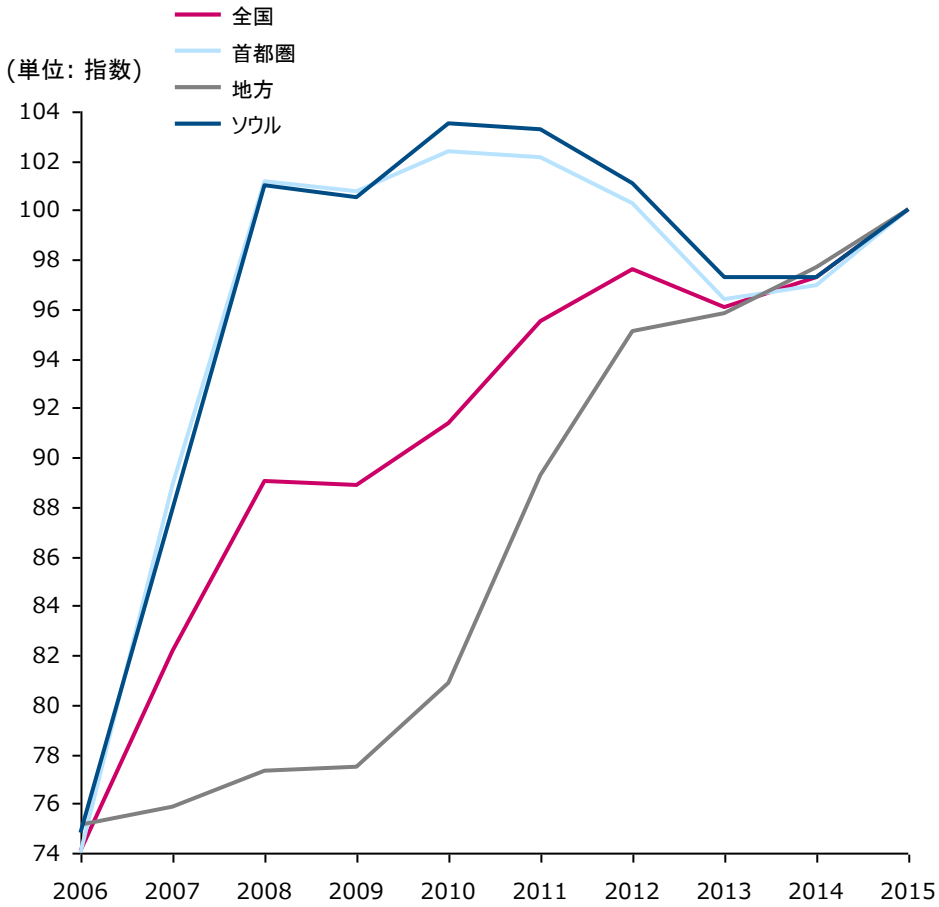
注: 国土交通部公式統計にはオフィステル及び都市型生活住宅がすべて住宅供給量に合算されていなくて, 見た報告書の全国総計とは異同

出所:NRI based on 国土交通部統計

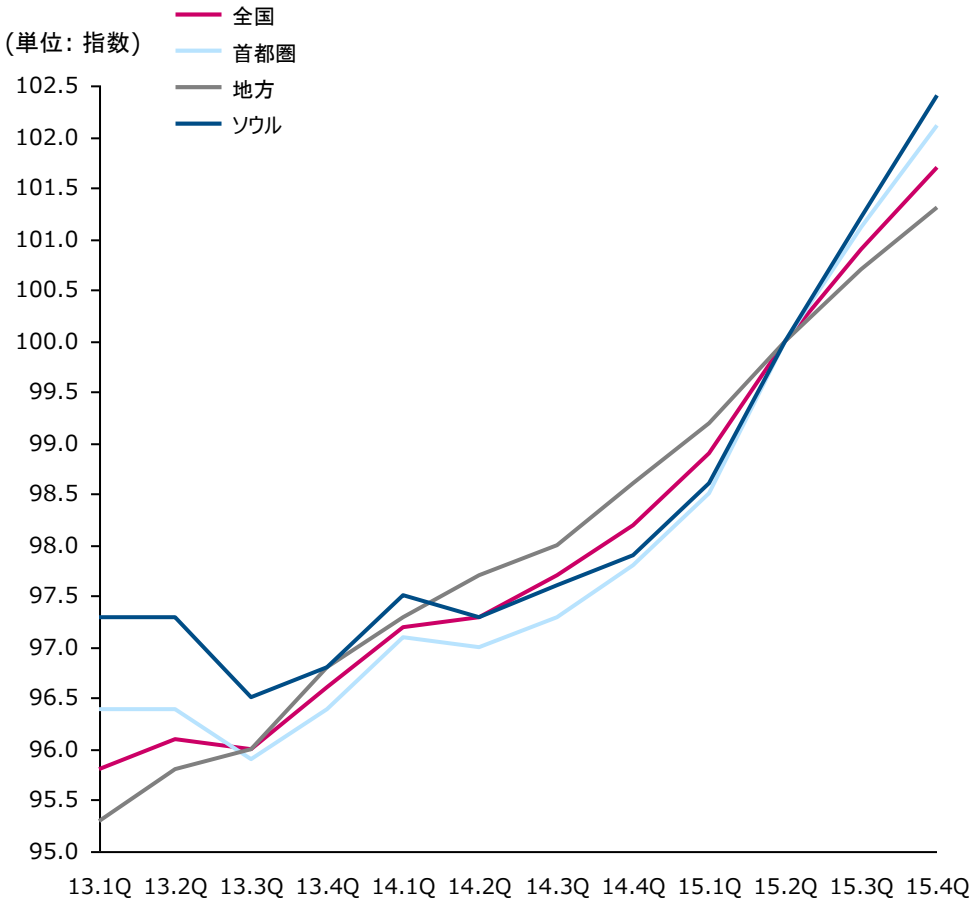
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

全国平均住宅売買価格指数は 2013年以後回復傾向を見せ、特にソウル及び首都圏中心に上昇勢が著しい

住宅売買指数※推移（10年）



住宅売買指数※推移（3年）



※ 全国住宅出来値指数基準: 2015年 6月 = 100

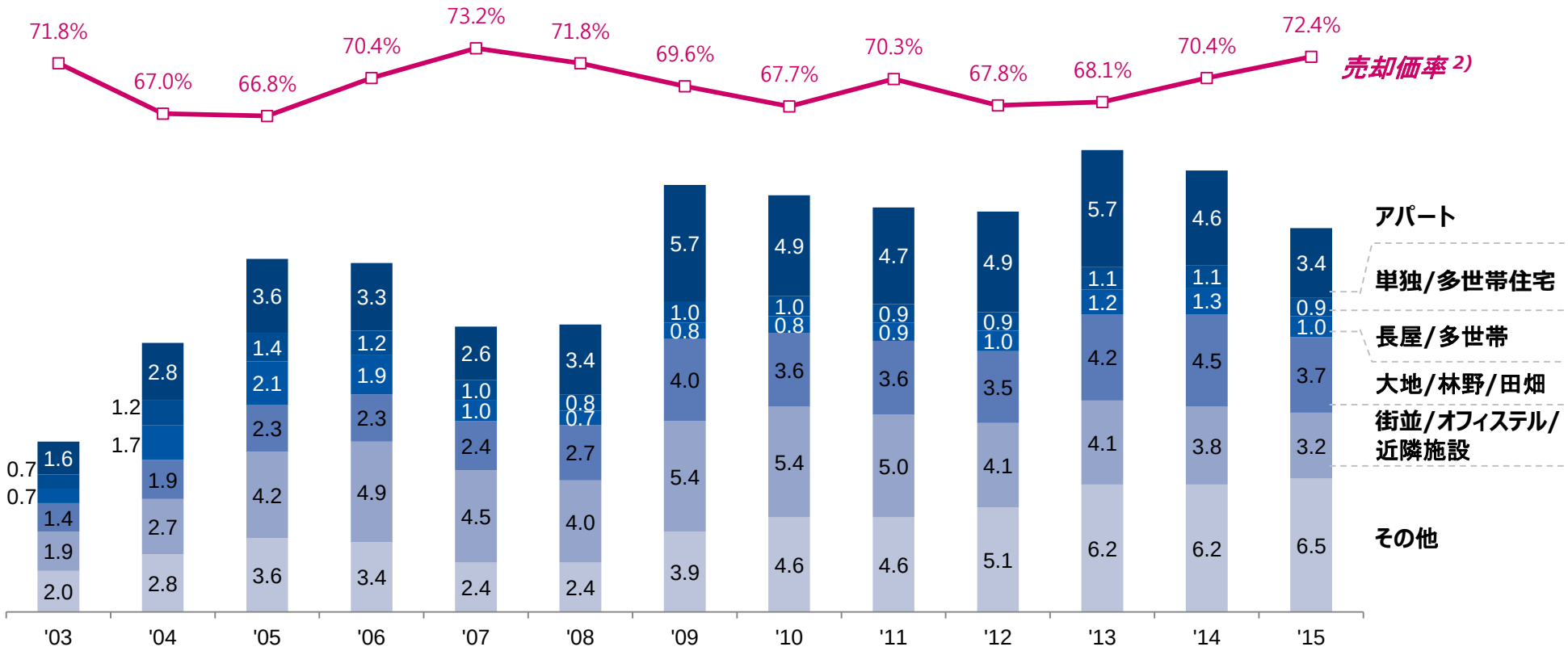
出所：統計庁

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2013年以後全国競売規模は縮小する一方、売却価格率は上昇している

全国競売規模※1) 及び売却価率※2)

(単位: 兆ウォン)



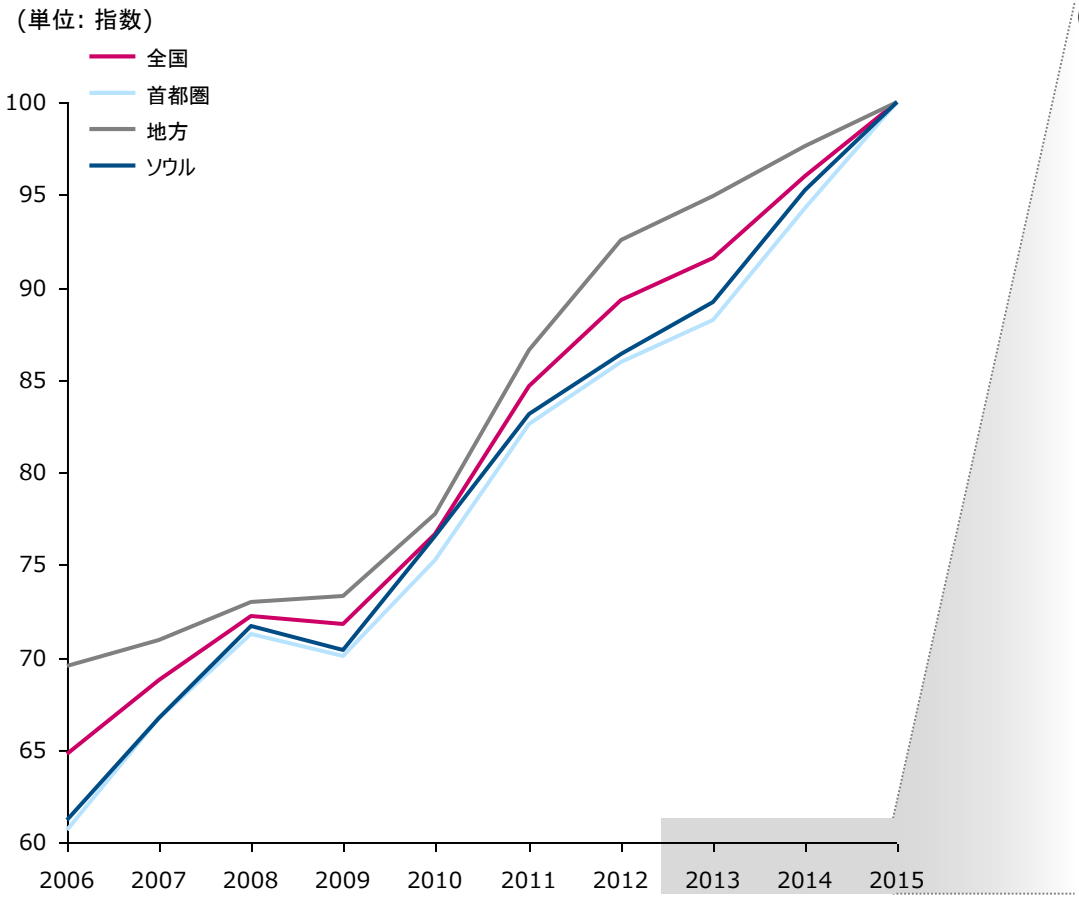
※1: 競売規模は目利き基準、※2: 売却価率 = (売却価 / 目利き) * 100

出所:NRI based on 最高裁判所法院競売情報統計資料

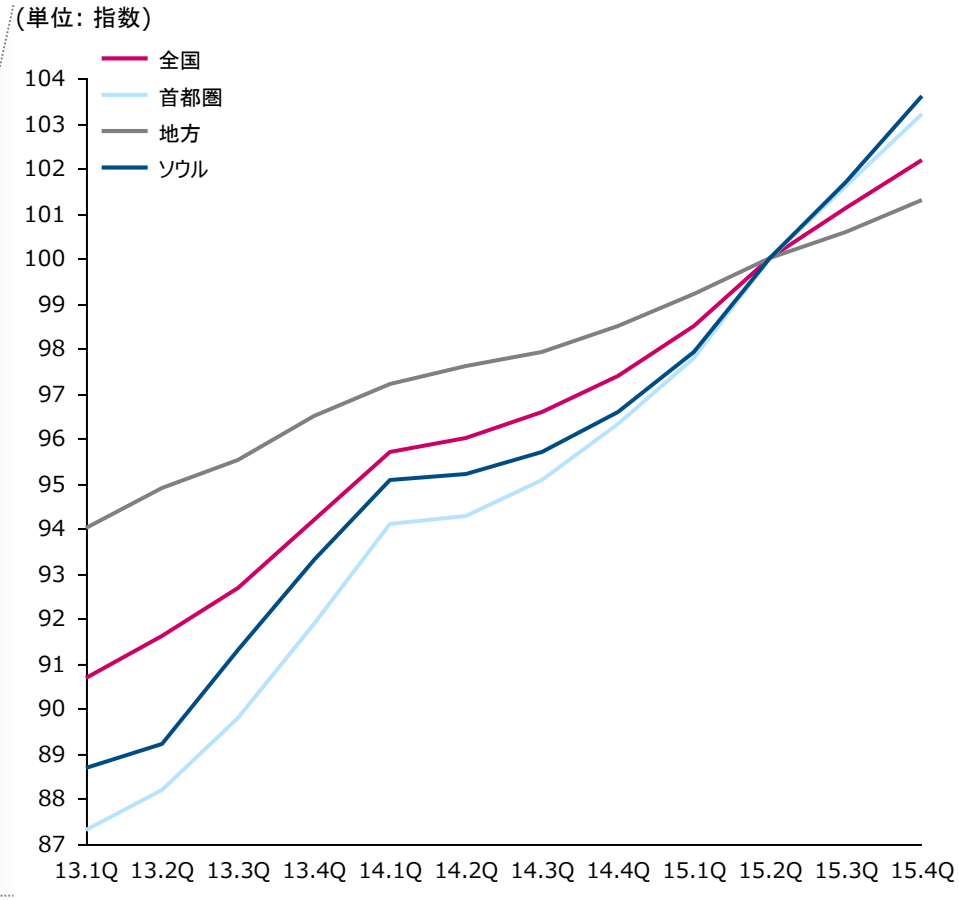
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

チョンセ価格指数は最近10年間持続的に上昇、特にソウル及び首都圏チョンセ価格は急激に上昇している

全国/首都圏住宅チョンセ価格指数※推移（10年）



全国/首都圏住宅売買価額指数※推移（3年）



注: チョンセ…保証金を任せて賃借した後契約期間が終われば保証金を返してもらう賃貸借類型

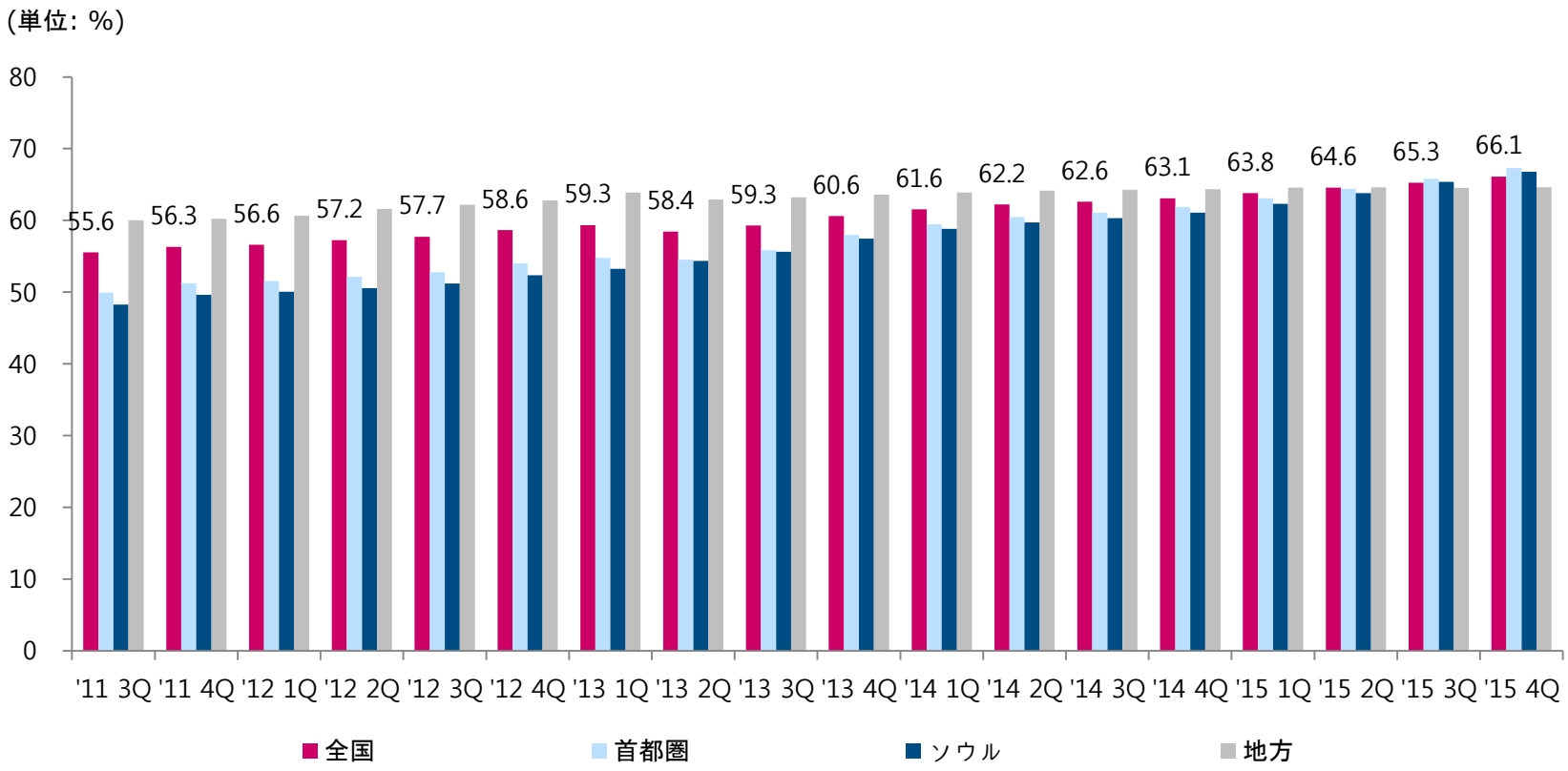
※全国住宅チョンセ価格指数基準: 2015年 6月 = 100

出所:NRI based on 韓国鑑定院

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

チョンセ価格は全国住宅売買価格対比約66%、首都圏の場合約67％水準であり、ソウル及び首都圏を中心に上昇している

全国住宅出来値対比チョンセ価格推移



	CAGR
全国	1.0%
首都圏	1.8%
ソウル	1.9%
地方	0.4%

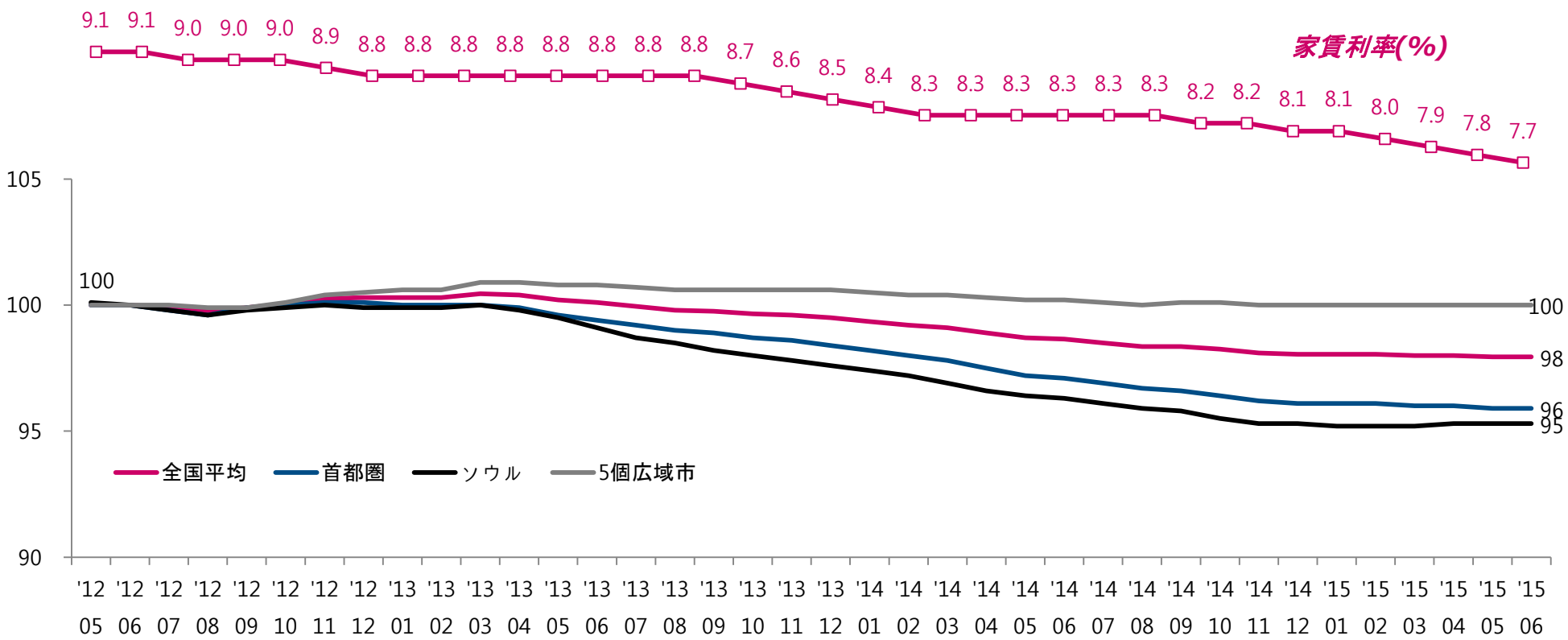
出所：NRI based on 国民銀行

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

家賃価格指数は2013年からソウル及び首都圏中心に下落しており、家賃利率も低下が続いている

家賃価格指数及び家賃利率推移

(単位: 指数)



注:家賃利率･･･チョンセ金で保証金を除いた残りの金額を家賃に変える時に適用する利子率((家賃x12)/(チョンセ保証金-家賃保証金))
家賃だけではなく、チョンセ価額の登落の影響を受けるため、家賃収益率とは別途の概念

出所:NRI based on 韓国鑑定院

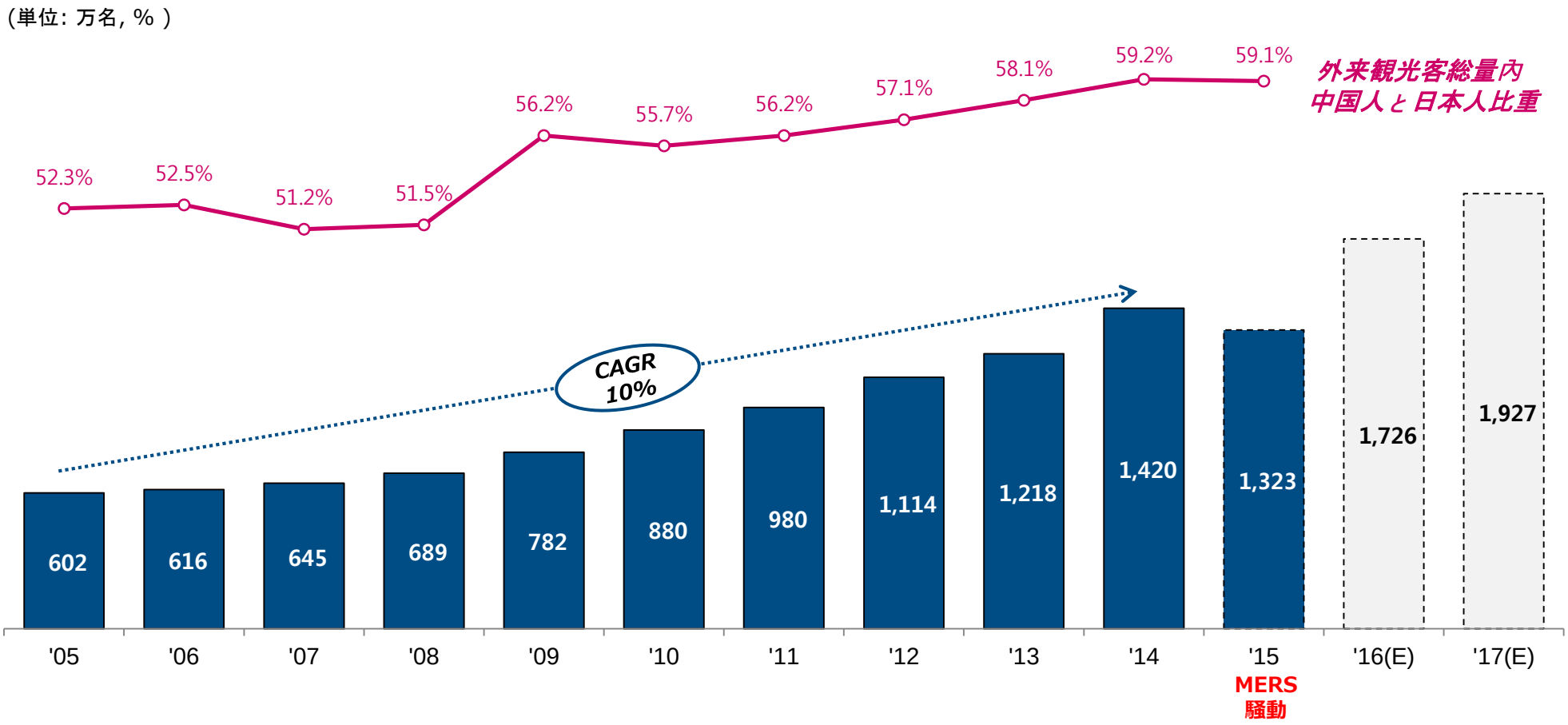
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
1	韓国の人口動態およびマクロ経済環境
2	韓国のオフィス市場
3	韓国の住宅市場
4	韓国のホテル市場
5	韓国の不動産投資市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国を訪問した外国人観光客数は最近10年間年平均10％成長している。2014年には1,400万人を超えたが、2015年のMERS騒動によって多少減少した

訪韓外国人観光客総量推移及び見込み

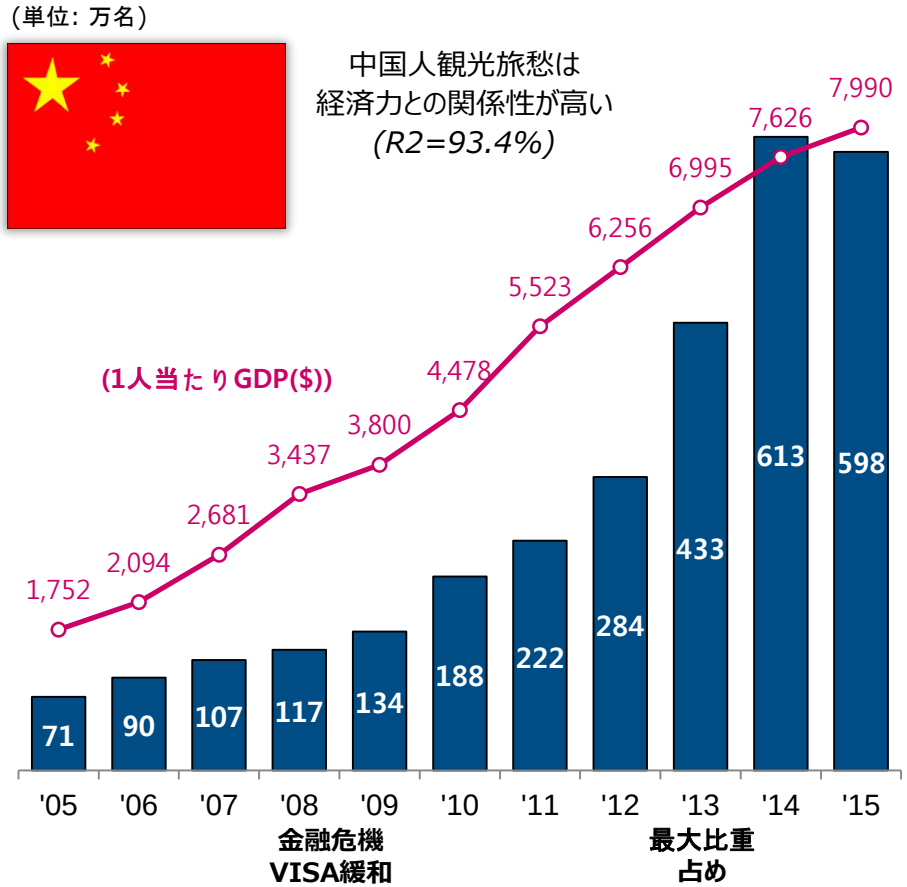


出所：NRI based on 観光知識情報システム, Media Research

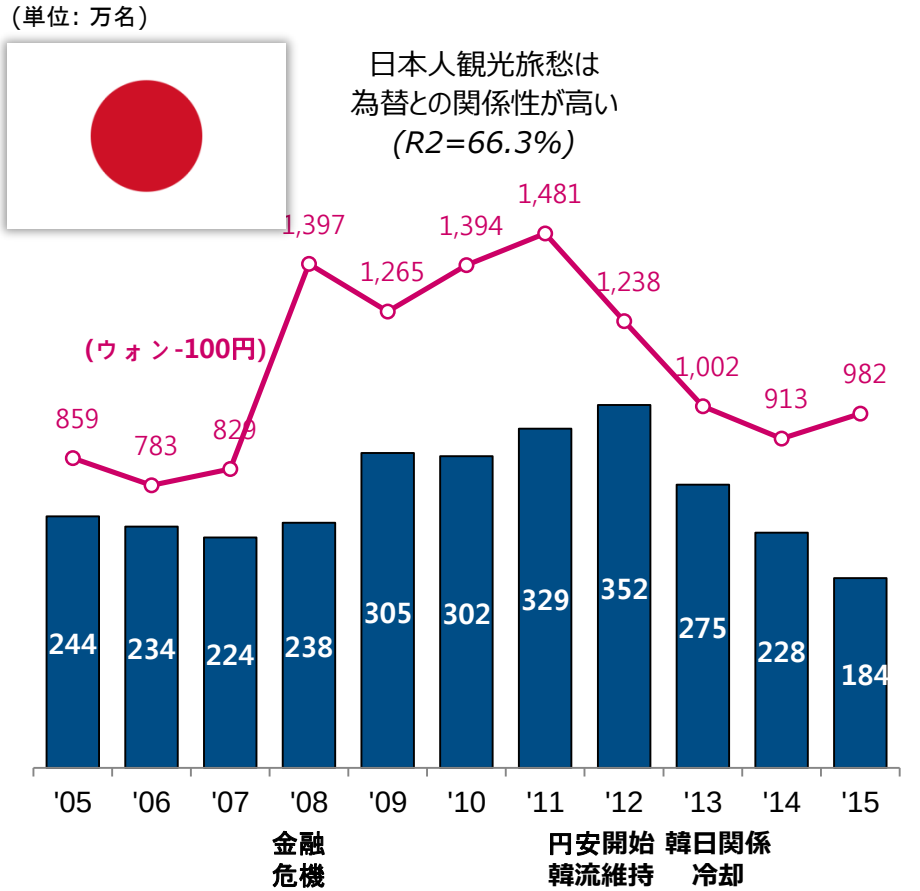
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国人観光客数は経済成長によって継続的に増加して2013年以後最大比重を占めており、日本人観光客は為替などによって 2012年以後減少傾向にある

訪韓中国観光客推移



訪韓日本観光客推移

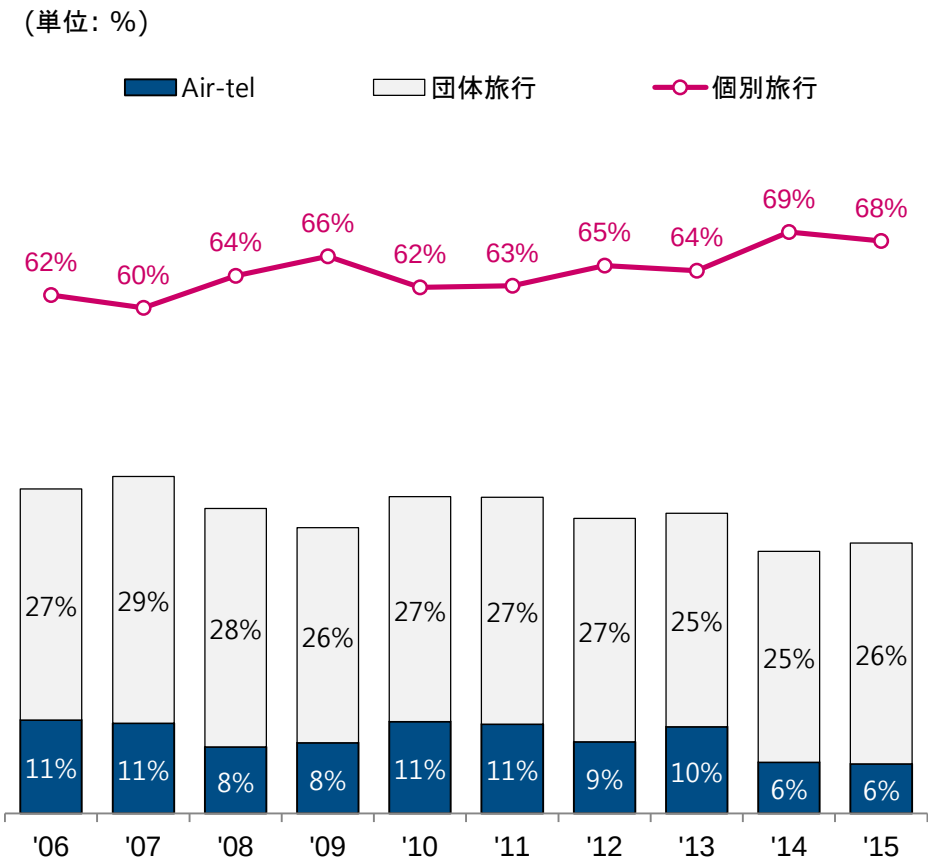


出所：NRI based on 観光知識情報システム，統計庁国指標，World Bank(World Economic Outlook)

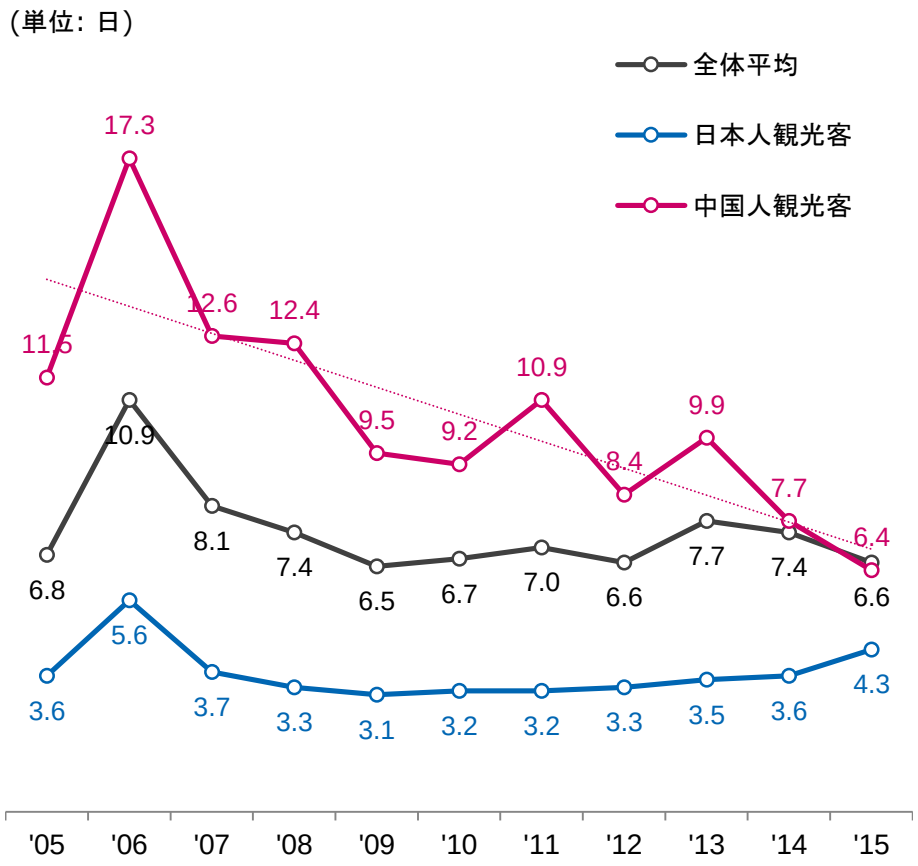
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

外国人観光客は個別旅行の割合が高く、平均滞留日数は 2013年以後減少傾向。これは中国人観光客の平均滞留日数の持続的な減少に起因する

外国人観光客旅行形態推移



外国人観光客平均滞留日数推移

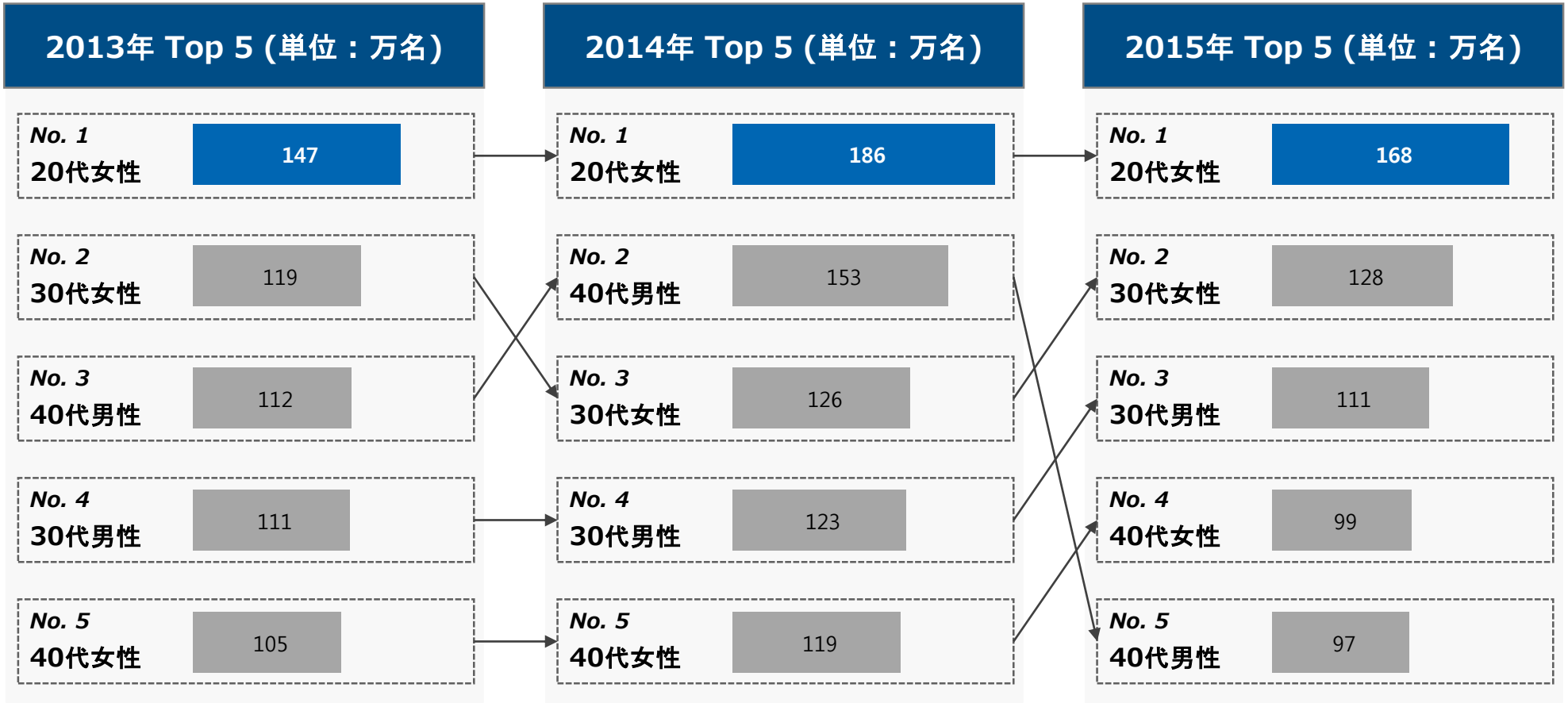


出所:NRI based on 文化体育館鉱夫, 外国人観光客実態調査, 観光知識情報システム

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国を訪問する外国人観光客の中で最も高い比重を占めるのは20代女性であり、その次は30代女性、30代男性となっており、若年層の訪問比重が高くなっている

性・年令別外国人観光客比重推移

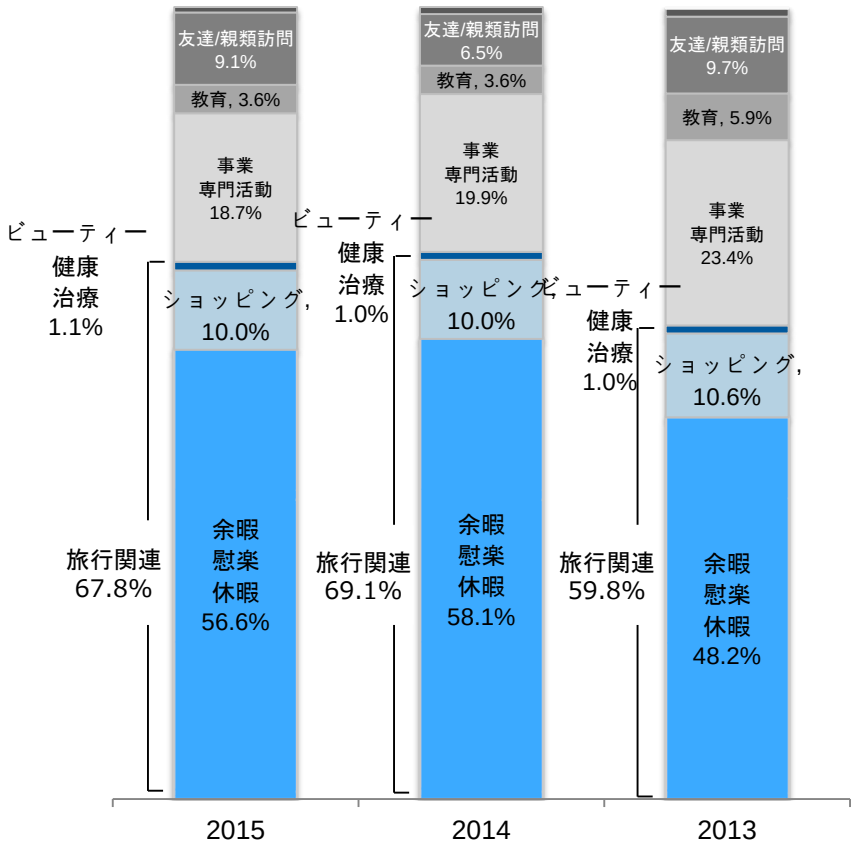


出所：NRI based on 文化体育館鉱夫, 外国人観光客実態調査, 統計庁

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

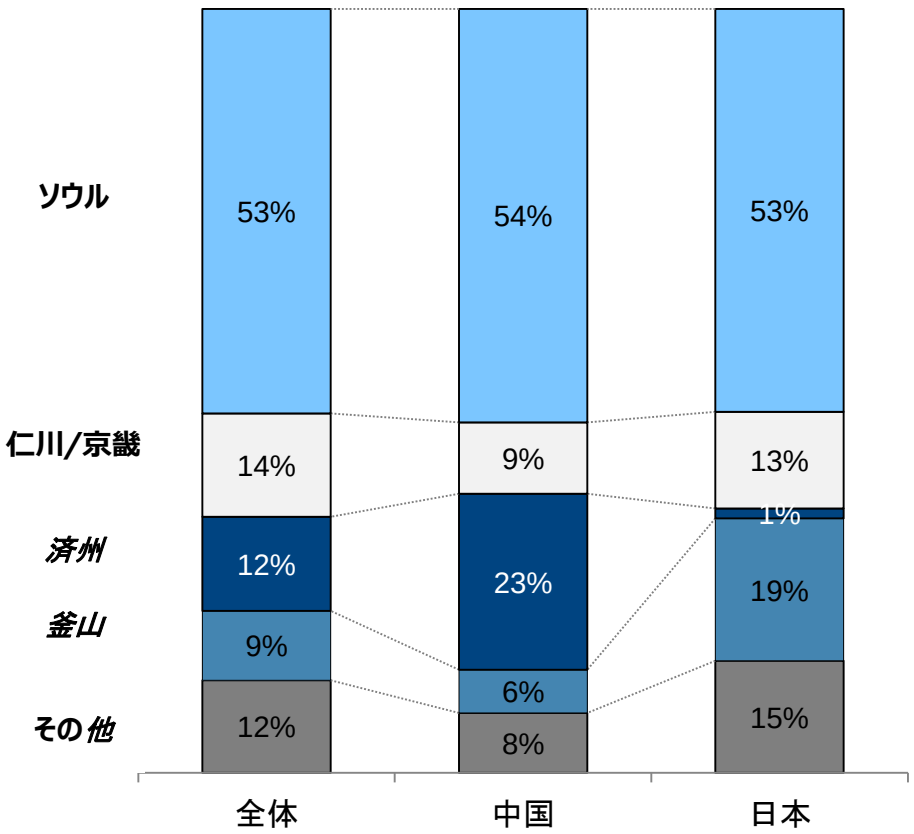
外国人観光客の訪韓目的は観光が約70%であり、訪問地域は中国人観光客の場合、主にソウルと済州島、日本人観光客の場合はソウルと釜山となっている

外国人観光客の訪韓目的（2013-2015年）



訪韓外国人観光客の韓国訪問地域*（2014年）

(単位：%, 重複回答含んだ値段を調整)

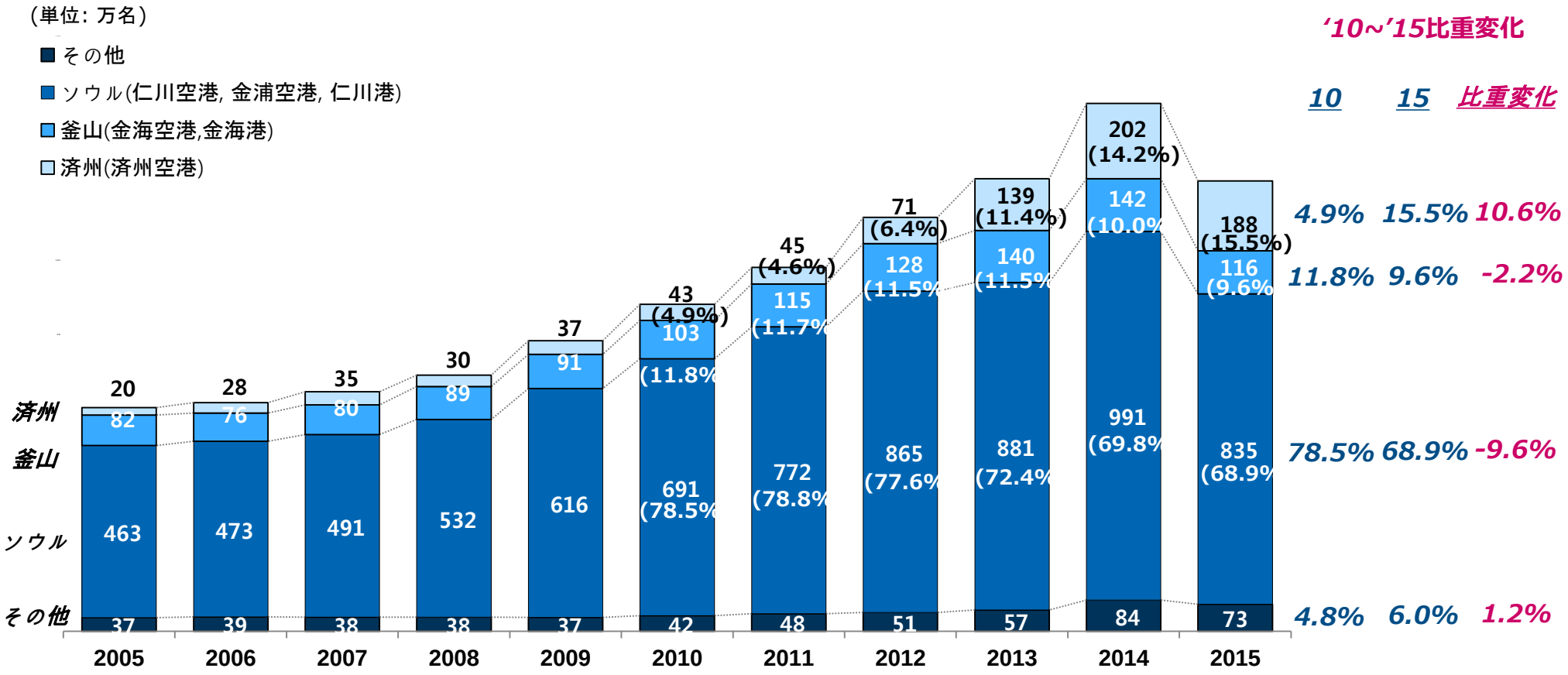


出所：NRI based on 観光知識情報システム

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

外国人観光客の入国地域はソウル（仁川空港、金浦空港、仁川港）が全体の約70%を占める中、中国観光客の影響で済州（済州空港）利用客の比重が増加している

外国人観光客入国地域

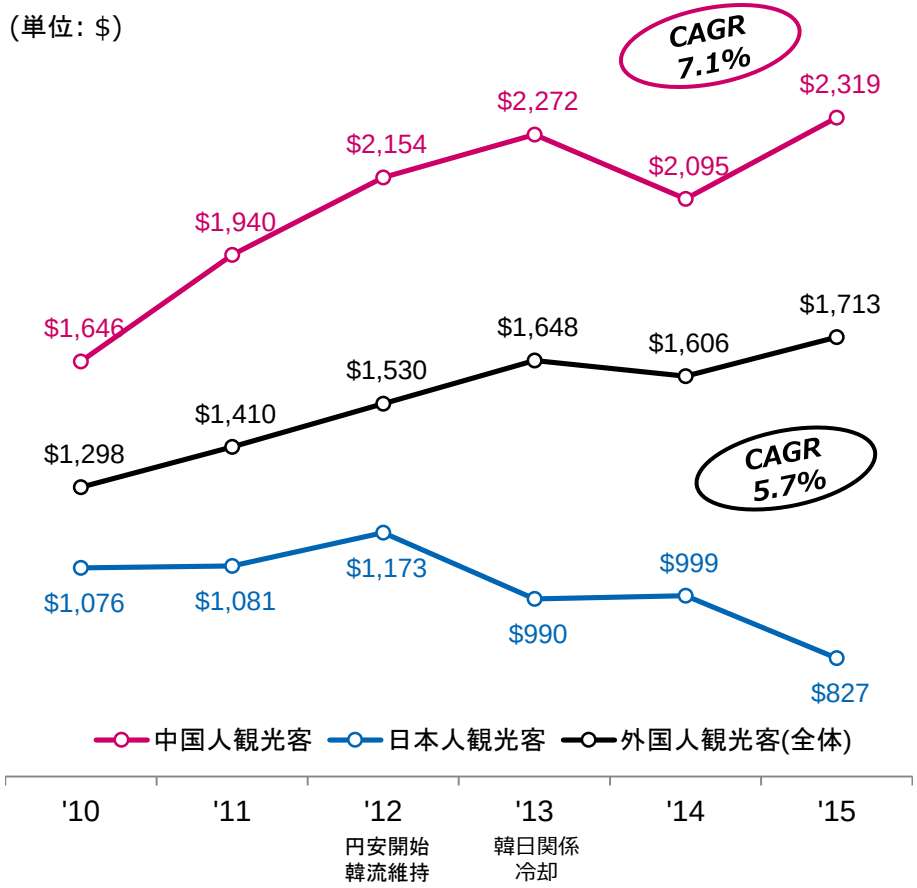


出所：NRI based on 観光知識情報システム

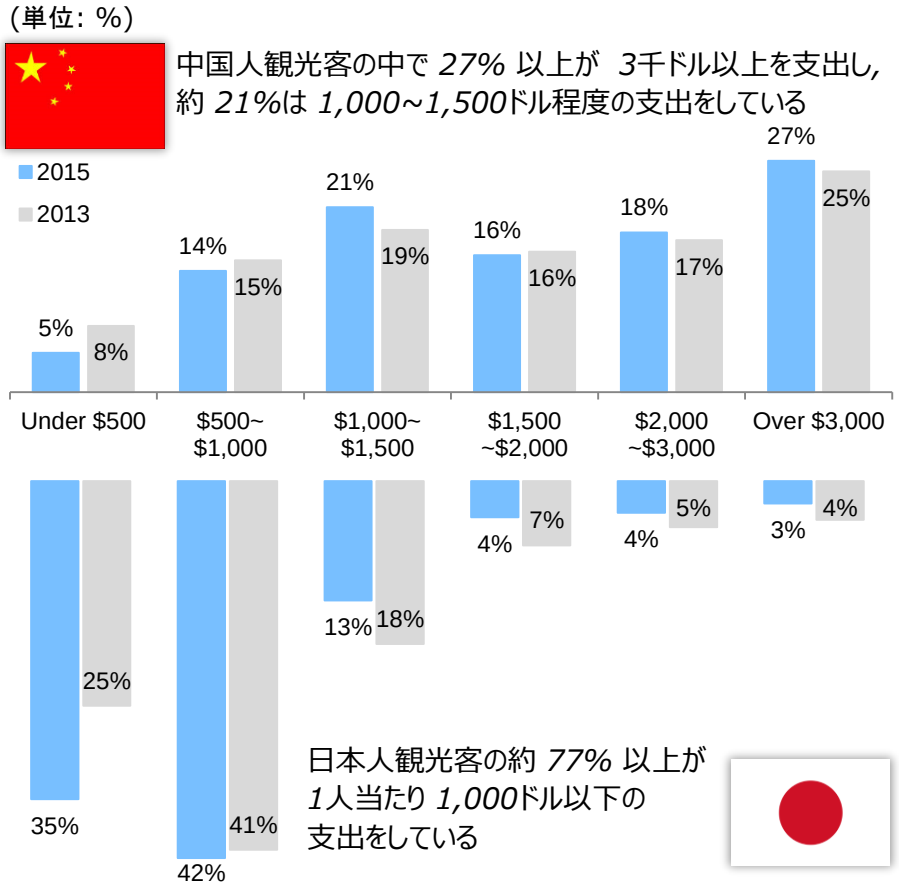
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

支出経費は中国観光客の場合、増加傾向で2015年約$2,300を記録し、$3,000以上支出の比重が増加する一方、日本人観光客の支出は徐々に縮小している

外国人観光客 1人当たり平均支出経費推移



中国/日本人観光客 1人当たり支出経費分布 (2014年)



Source:

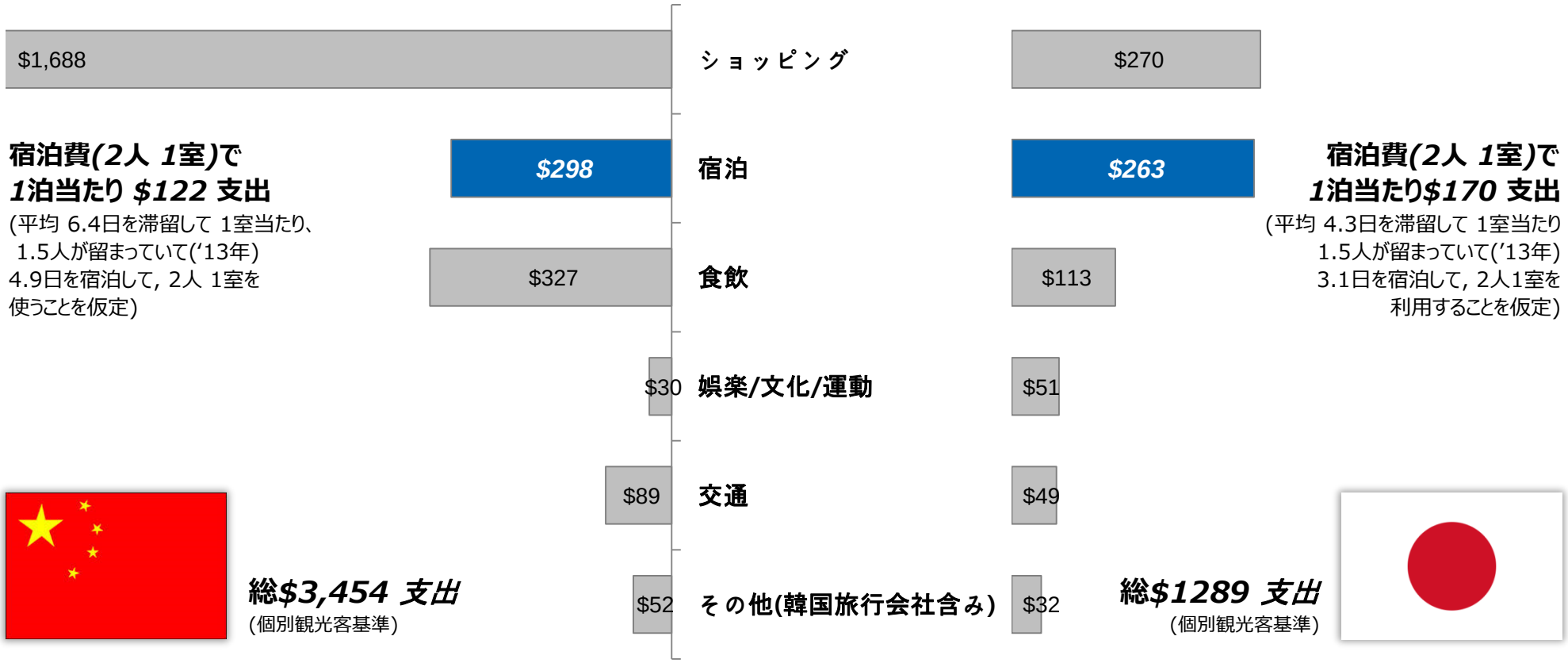
出所:NRI based on 外国人観光客実態調査, 文化体育館鉱夫

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

日本人観光客の宿泊費は2人室1泊当たり約170ドルで、他支出及び中国人観光客の2人室1人当たり宿泊費である122ドルに比べて高くなっている

中国及び日本個別観光客の項目別支出経費（2014年）

（単位：$）



注：団体旅行客の場合，'居住局地ドル' 項目に宿泊費が含まれていて個別旅行客基準で宿泊費水準を検討した

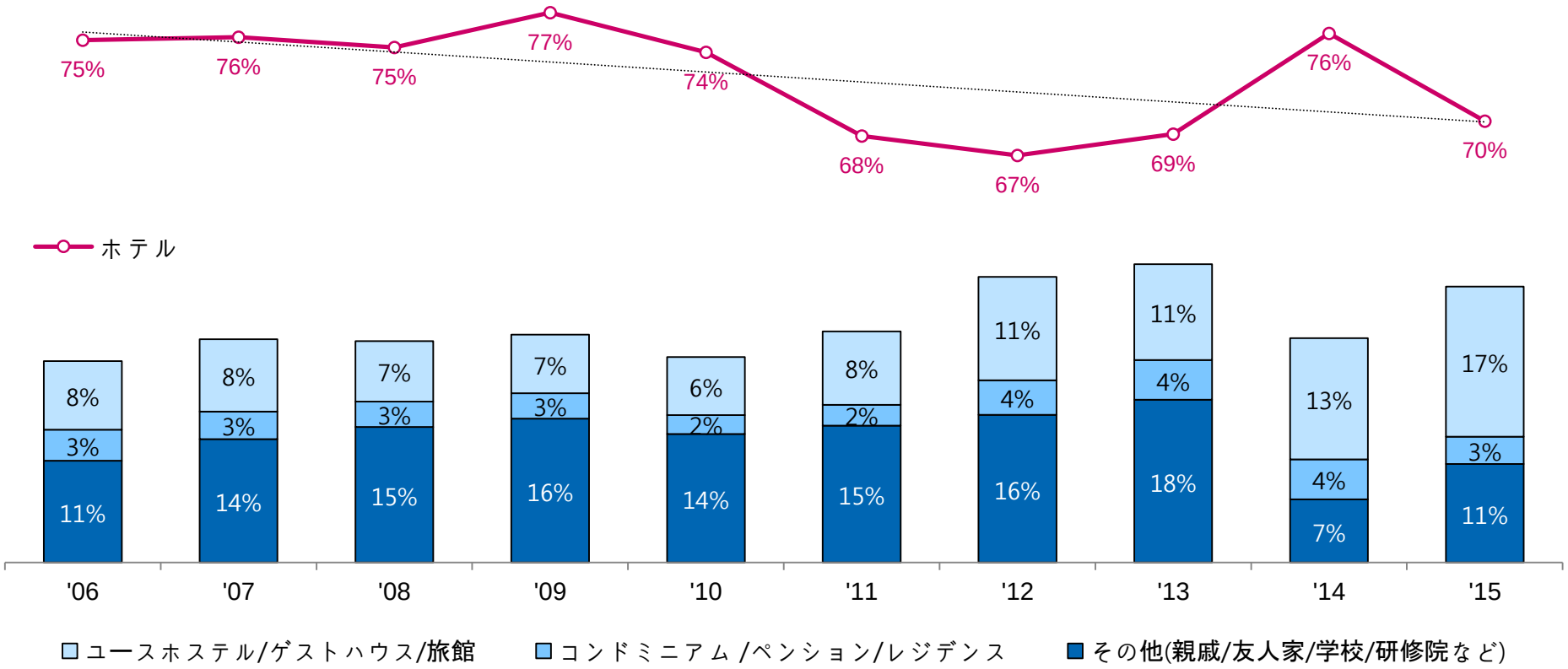
出所：NRI based on 外国人観光客実態調査，文化体育館鉱夫

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年外国人観光客利用宿泊施設はホテルが約70%と最大を占めているが、ホテルの比率は減少傾向にある

年度別外国人観光客利用宿泊施設比率

(単位: %)



注:2010年までは単一回答や 2011年からは重複回答に変更されて, 回答数を全体比重に再調整した

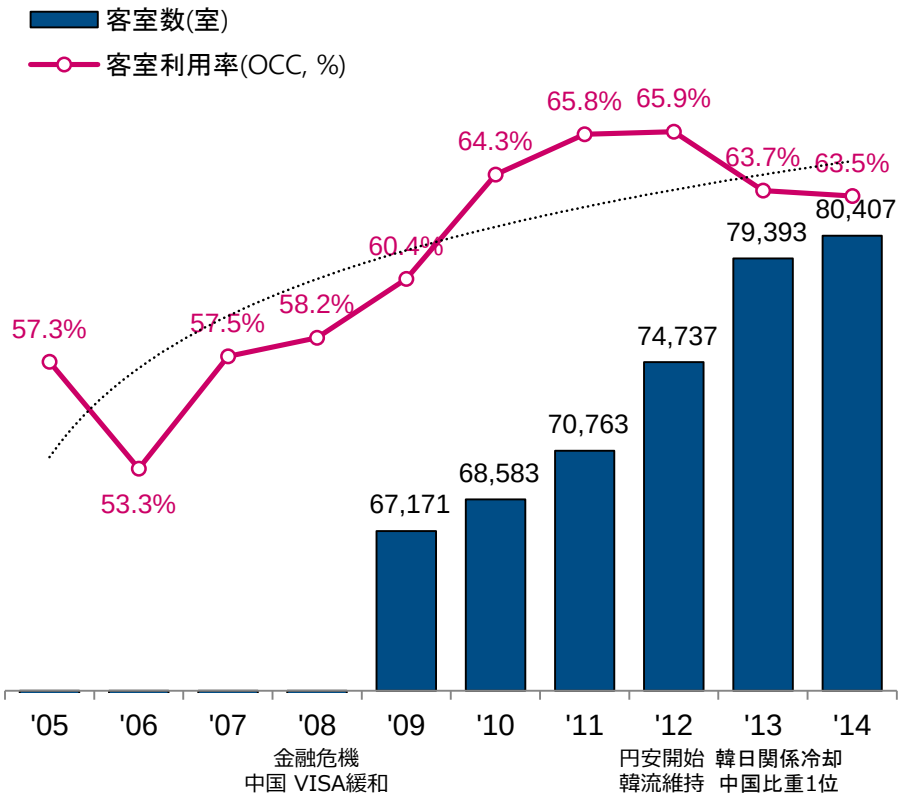
出所: NRI based on 外国人観光客実態調査報告で, 文化体育館鉱夫

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

外国人観光客の増加にも関わらず、客室供給の増加で2014年客室利用率は小幅下落し、客室販売平均料金も若干下落している

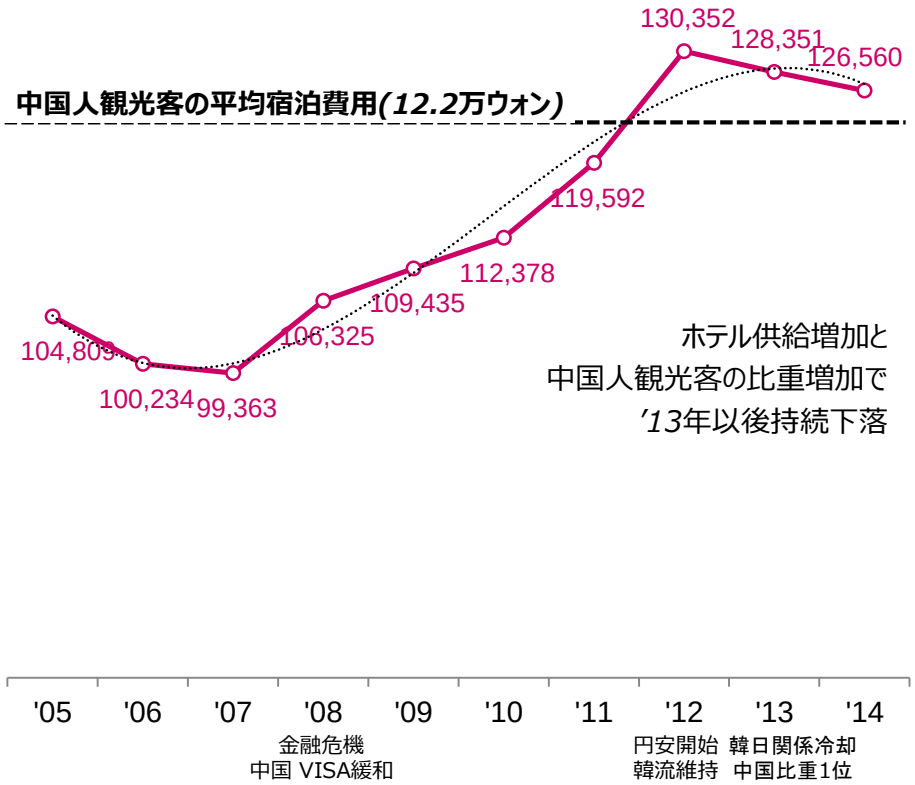
全国ホテル客室数と客室利用率注1) 推移

(単位: 万人, %)
注1：客室利用率(OCC: Occupancy)=販売客室数/販売可能客室数×100



全国ホテル客室販売平均料金注2) 推移

(単位: ウォン)
注2： 客室販売平均料金(ADR: Average Daily Rate)=客室売上高/販売客室数



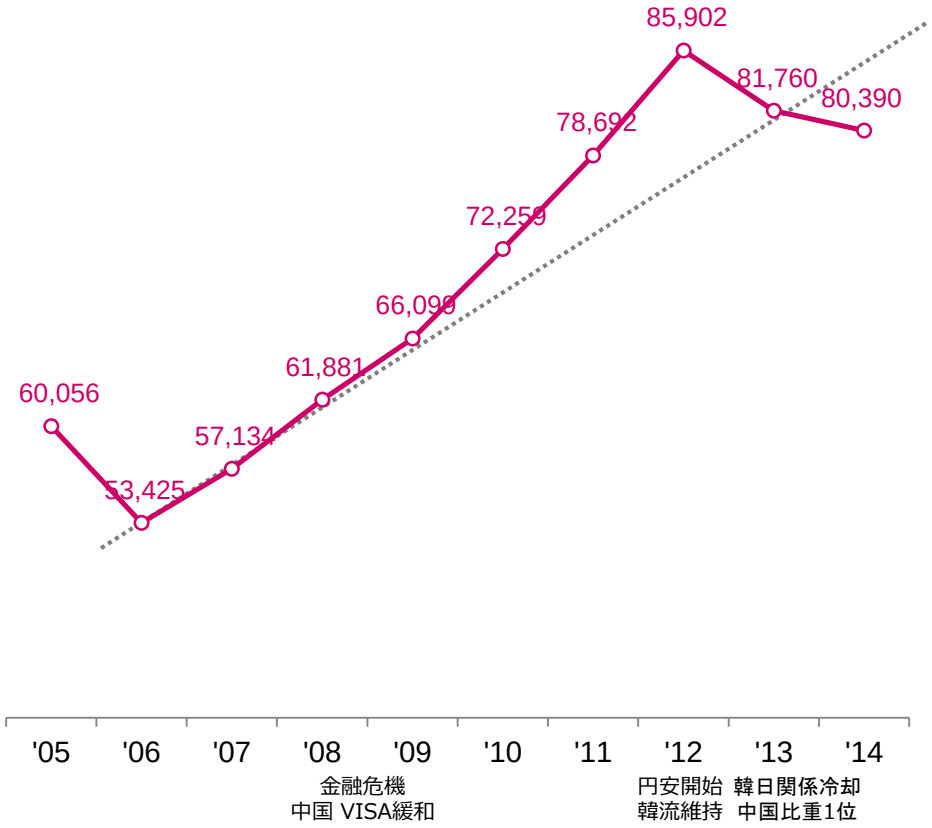
出所：NRI based on 観光宿泊業運営実績報告統計, 観光知識情報システム, 韓国観光ホテル業協会(2015年データは 2016年年末公示)

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ホテルの客室当たり収益は2013年以後下落傾向となっており、附帯施設売上を含んだ客室当たり年間売上額も2013年以後急激に減少している

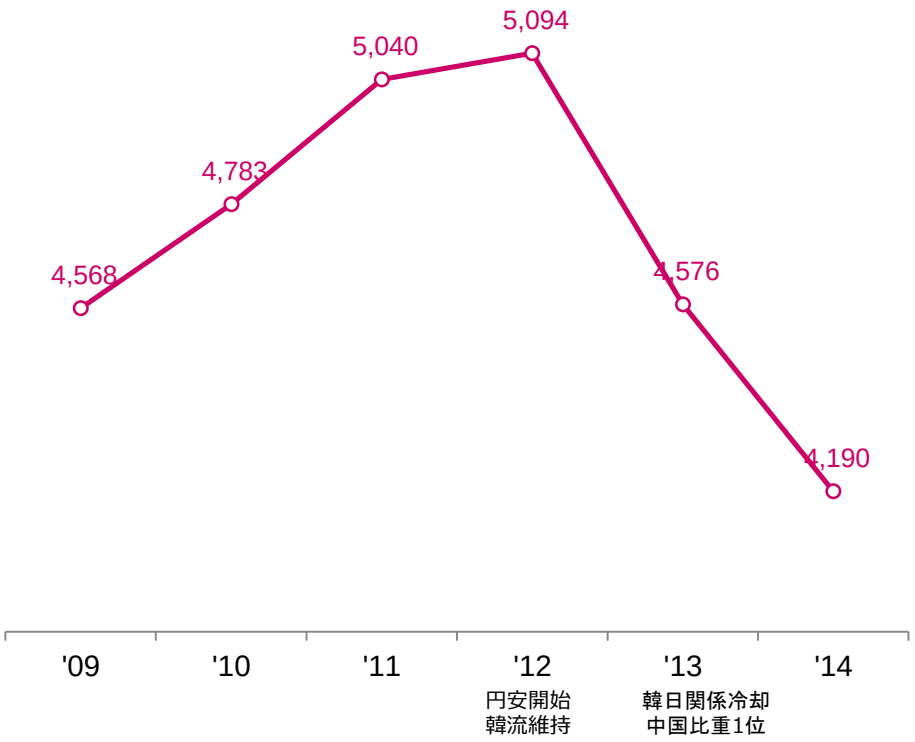
全国ホテル客室当たり収益推移注1)

(単位: ウォン)
注1: 客室当たり収益 (RevPAR)=客室利用率*客室販売平均料金



全国ホテル客室当たり年間売上額注2) 推移

(単位: 万ウォン)
注2) 客室当たり年間売上額=(客室売上高+付帯施設売上高)/客室数

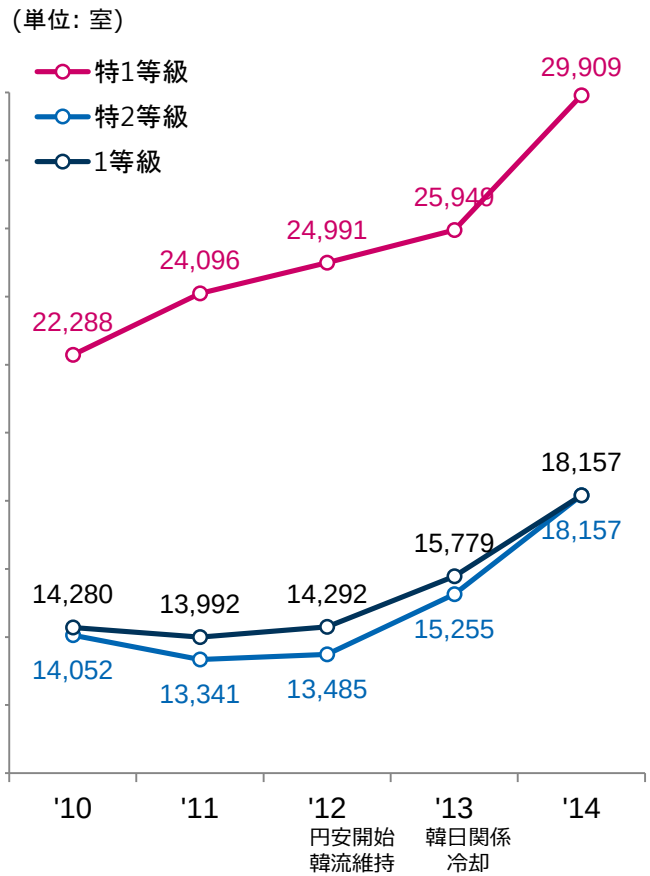


出所: NRI based on 観光宿泊業運営実績報告統計, 観光知識情報システム, 韓国観光ホテル業協会

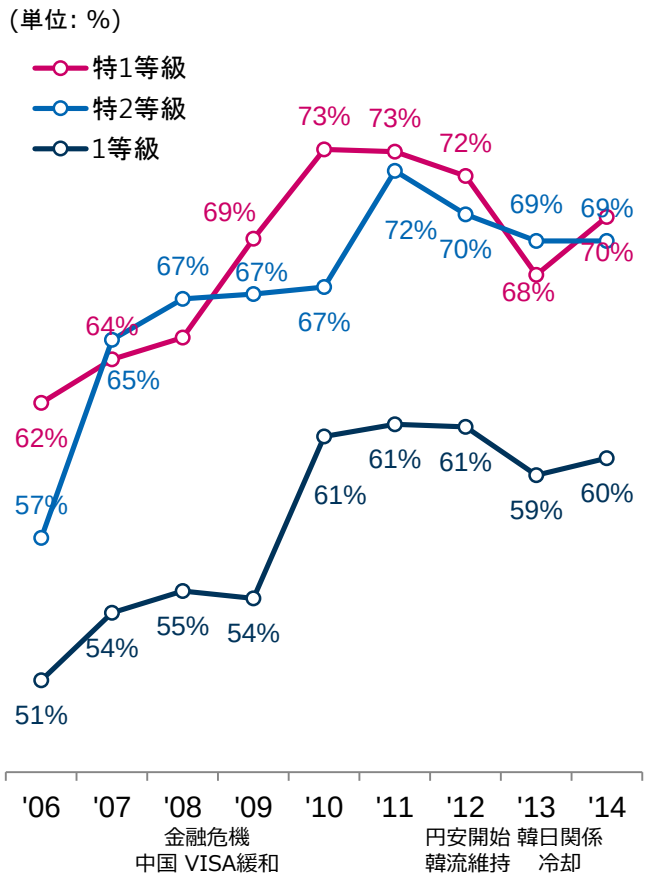
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ラグジュアリーホテル（特1等級）の客室数増加が目立っている中、全体客室利用率の成長は2012年以後鈍化しており、客室販売平均料金も2013年以後小幅下落している

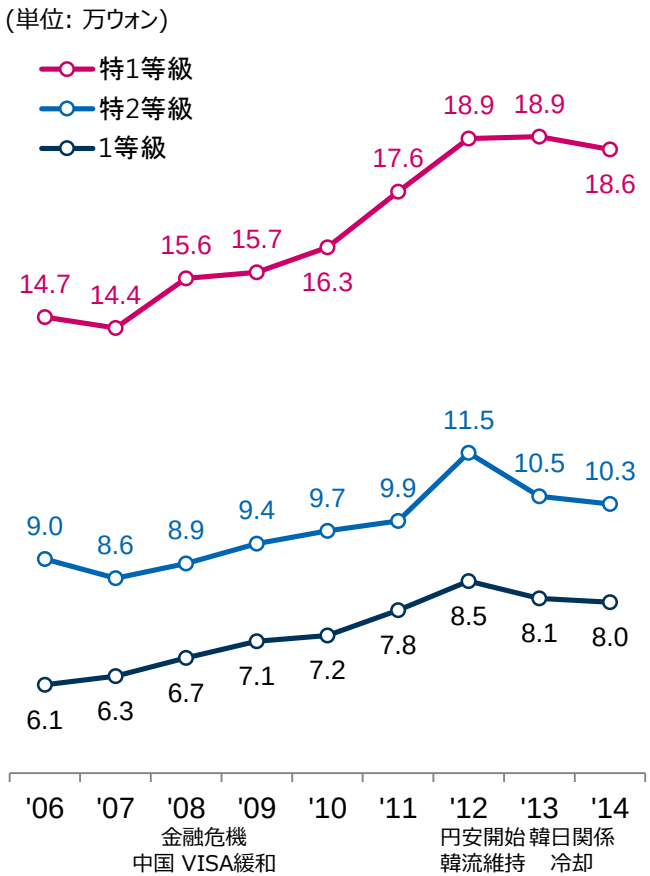
等級別ホテル客室数推移



等級別ホテル客室利用率推移



等級別ホテル客室販売平均料金推移



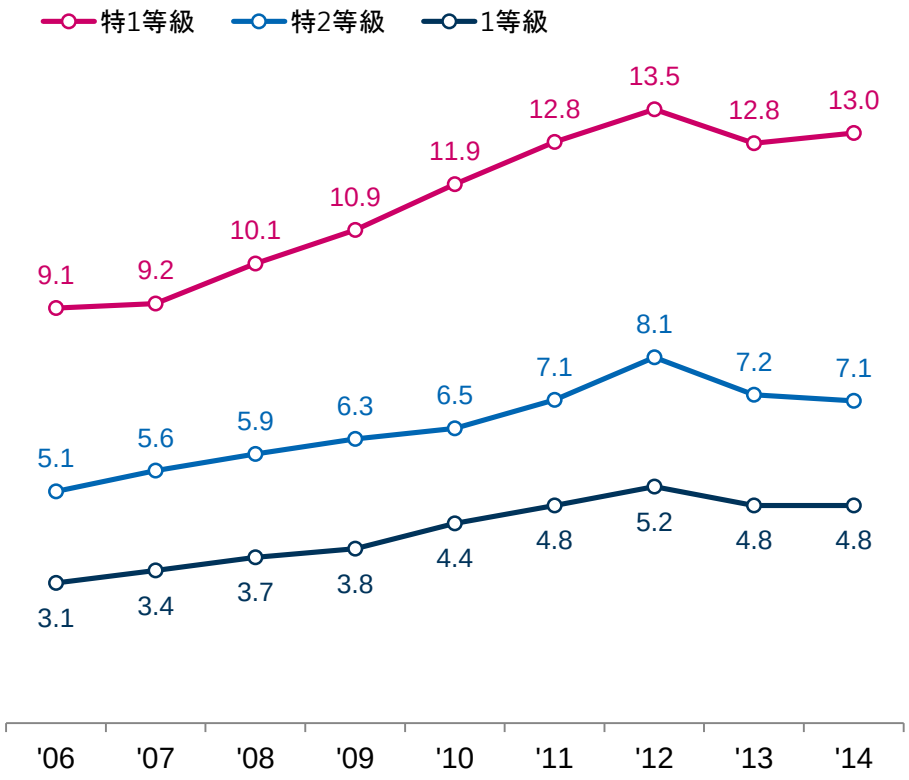
出所: NRI based on 観光知識情報システム

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

全体等級での客室当たり収益は2012年をピークに成長が鈍化しており、附帯施設の売上を含んだ客室当たり年間売上は2013年から下落傾向を見せている

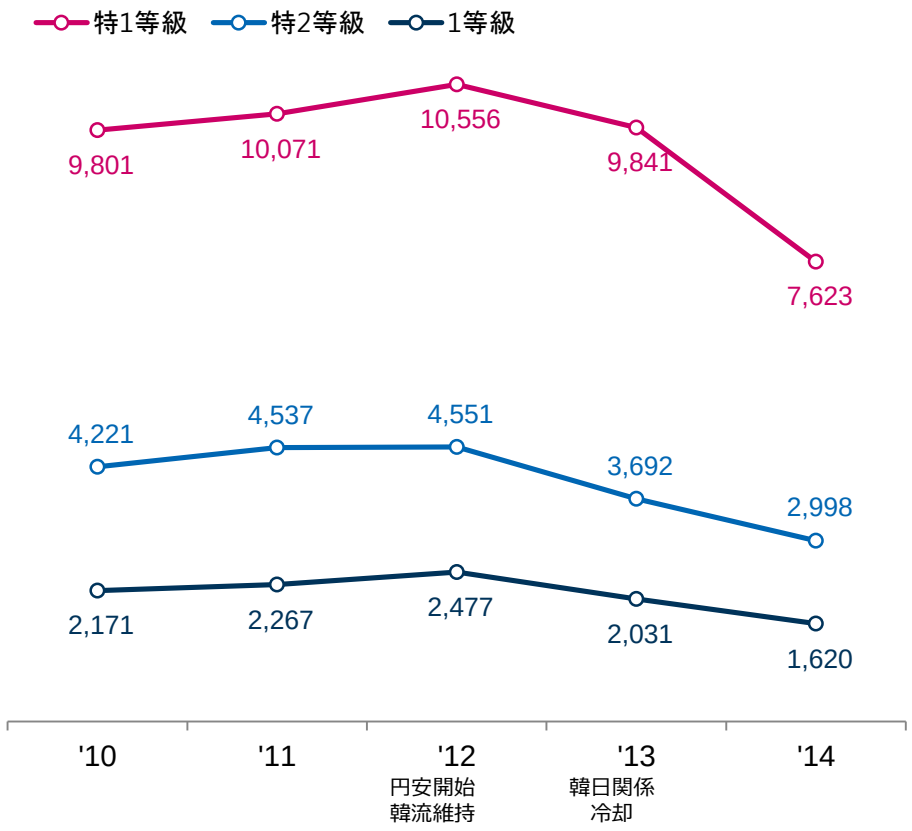
等級別ホテル客室当たり収益推移

(単位: 万ウォン)



等級別ホテル当たり年間売上額推移

(単位: 万ウォン)

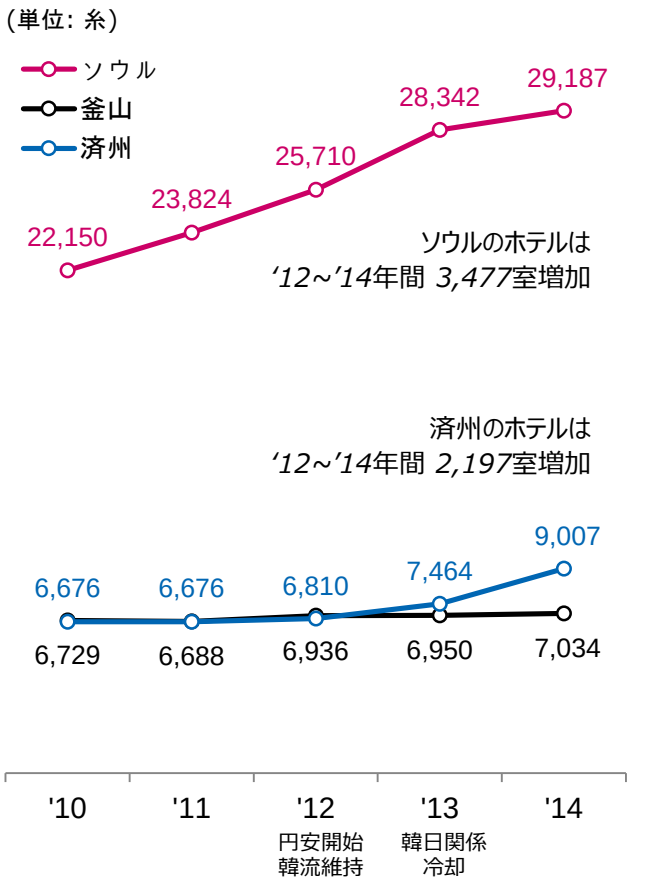


出所: NRI based on 観光知識情報システム

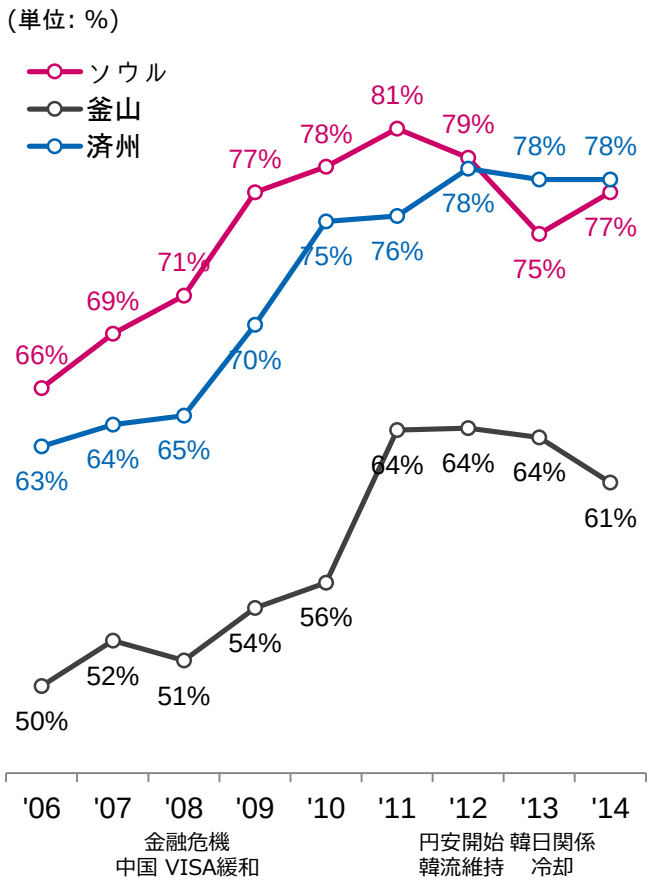
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ソウルと済州でのホテル供給増加が目立ち、客室利用率の成長が鈍化している。客室販売平均料金はソウルの下落傾向とは違い、済州では依然として上昇傾向にある

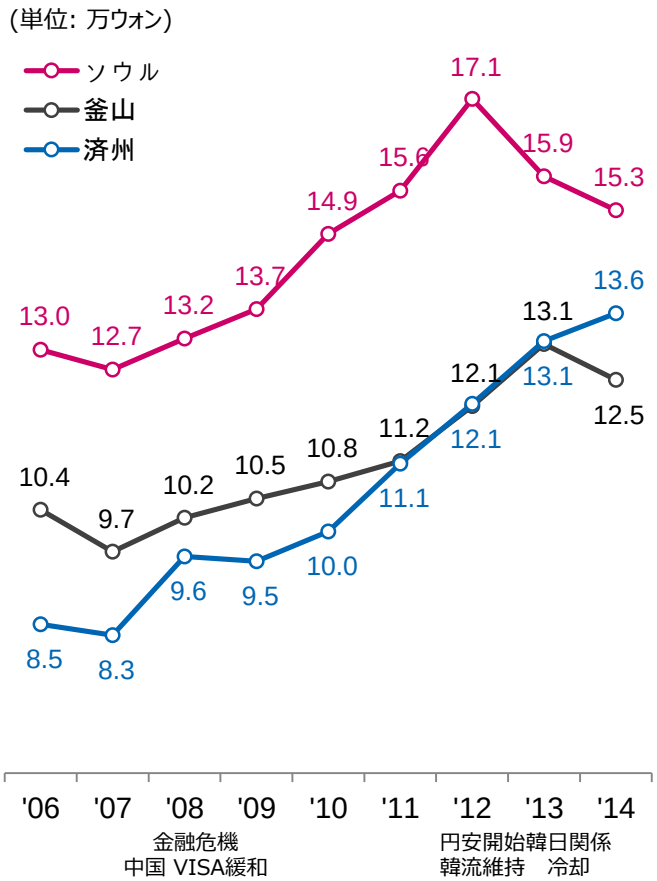
地域別ホテル客室数推移



地域別ホテル客室利用率推移



地域別ホテル客室販売平均料金推移



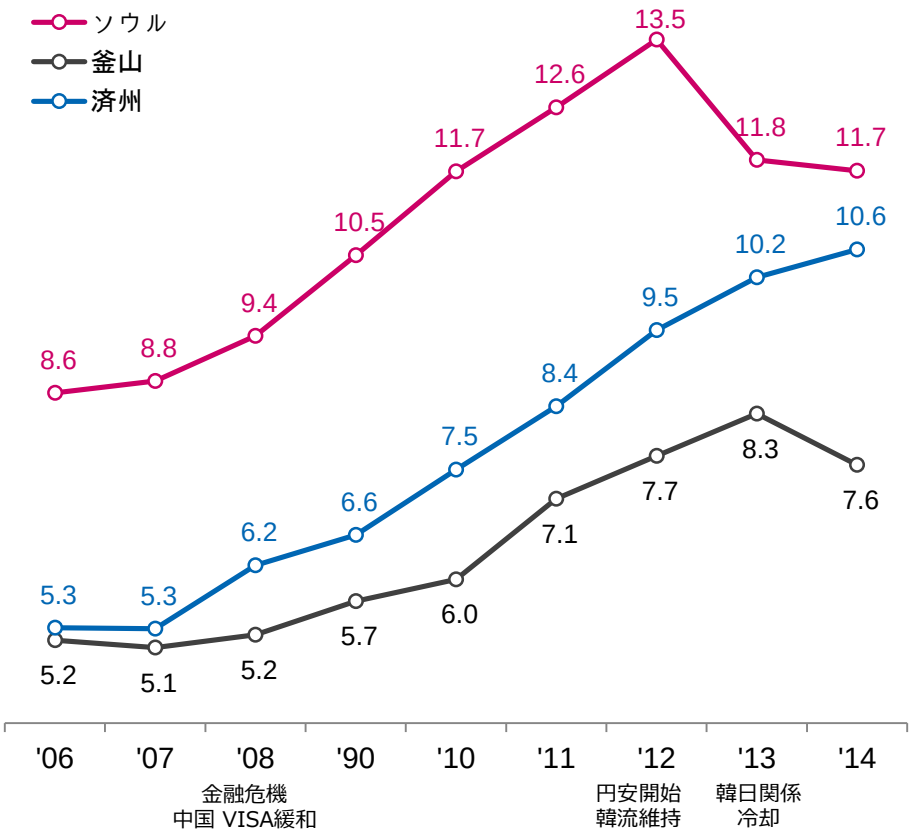
出所: NRI based on 観光宿泊業運営実績報告統計, 観光知識情報システム, 韓国観光ホテル業協会

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

済州を除いたソウルと釜山の客室当たり収益は減少し、客室当たり全体年間売上額は2012年を頂点に減少傾向を見せていて、収益減少に備えなければならない

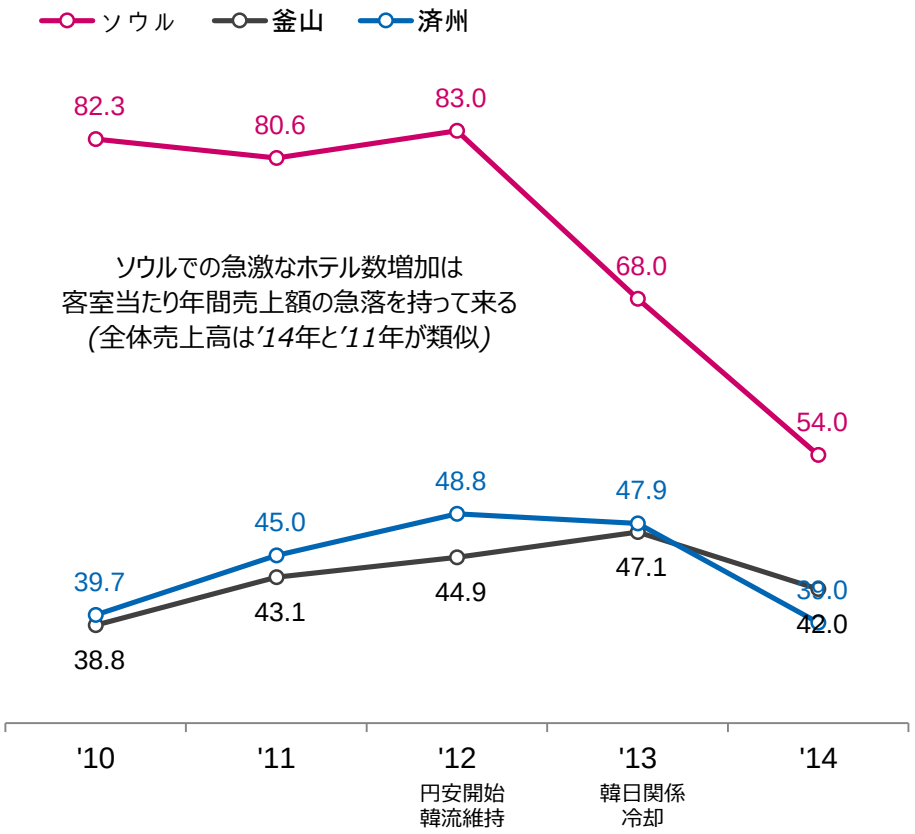
地域別ホテル客室当たり収益推移

(単位: 万ウォン)



地域別ホテル客室当たり年間売上額推移

(単位: 百万ウォン)



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

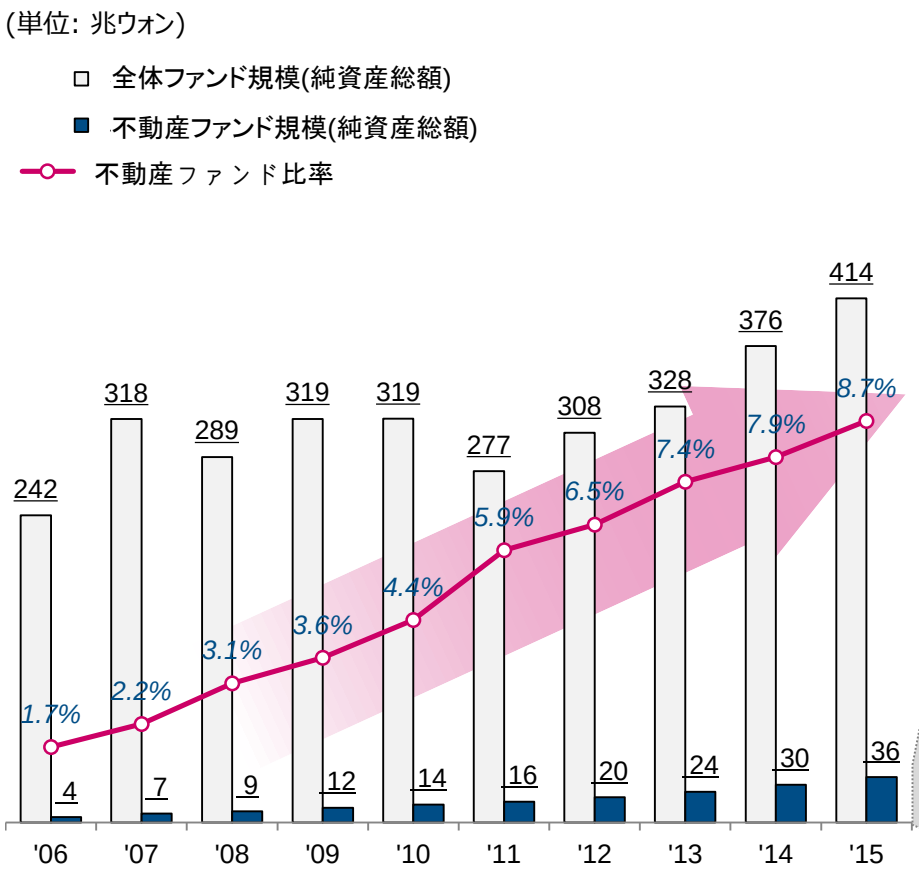
NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
1	韓国の人口動態およびマクロ経済環境
2	韓国のオフィス市場
3	韓国の住宅市場
4	韓国のホテル市場
5	韓国の不動産投資市場

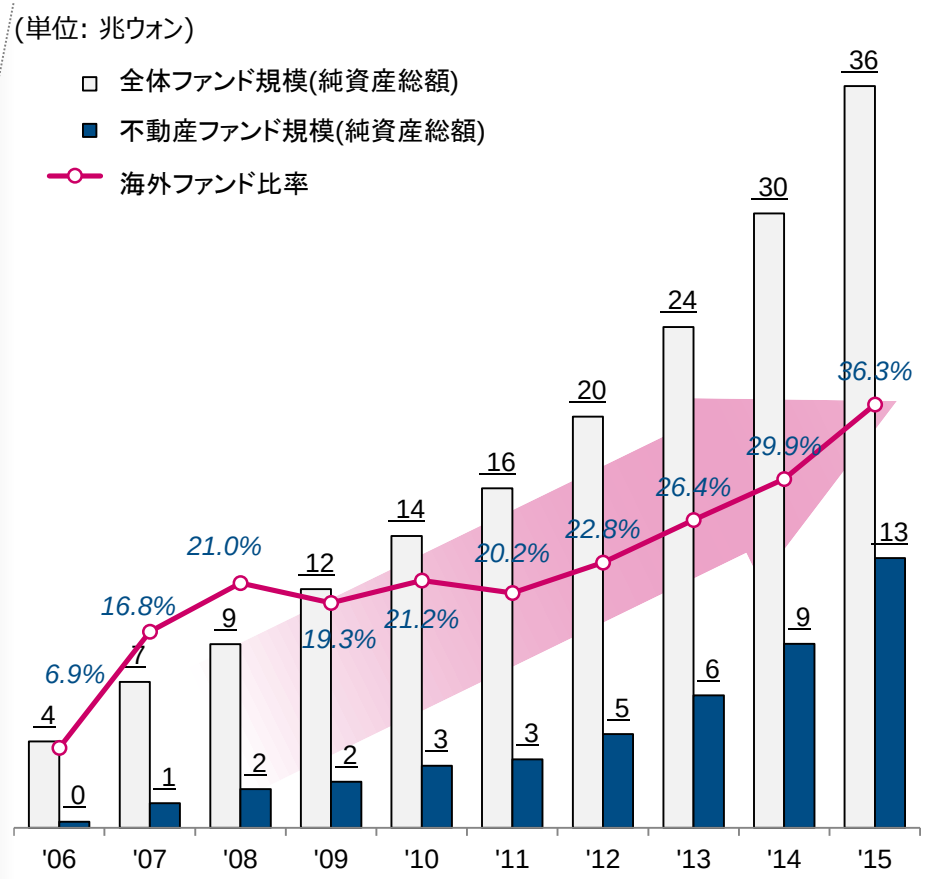
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

不動産ファンドの規模は約40兆ウォン規模で持続的に成長しており、海外不動産ファンドも全体不動産ファンドの中で約40％規模まで拡大した

全体ファンド及び不動産ファンド規模推移



不動産ファンド及び海外ファンド規模推移

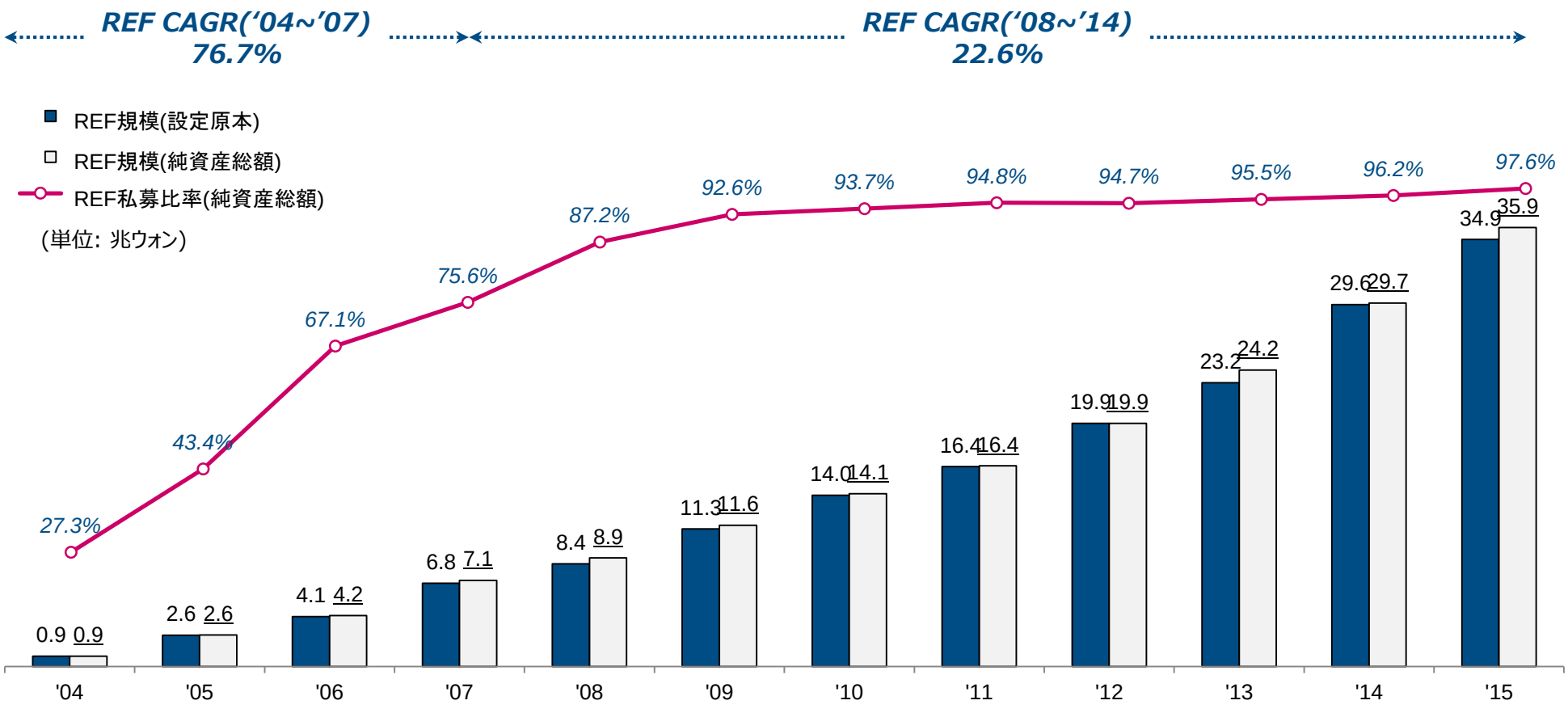


出所: NRI based on 金融投資協会

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

不動産ファンドの中で私募の占める割合は約98％水準である

年度別 REF 累積投資金額推移

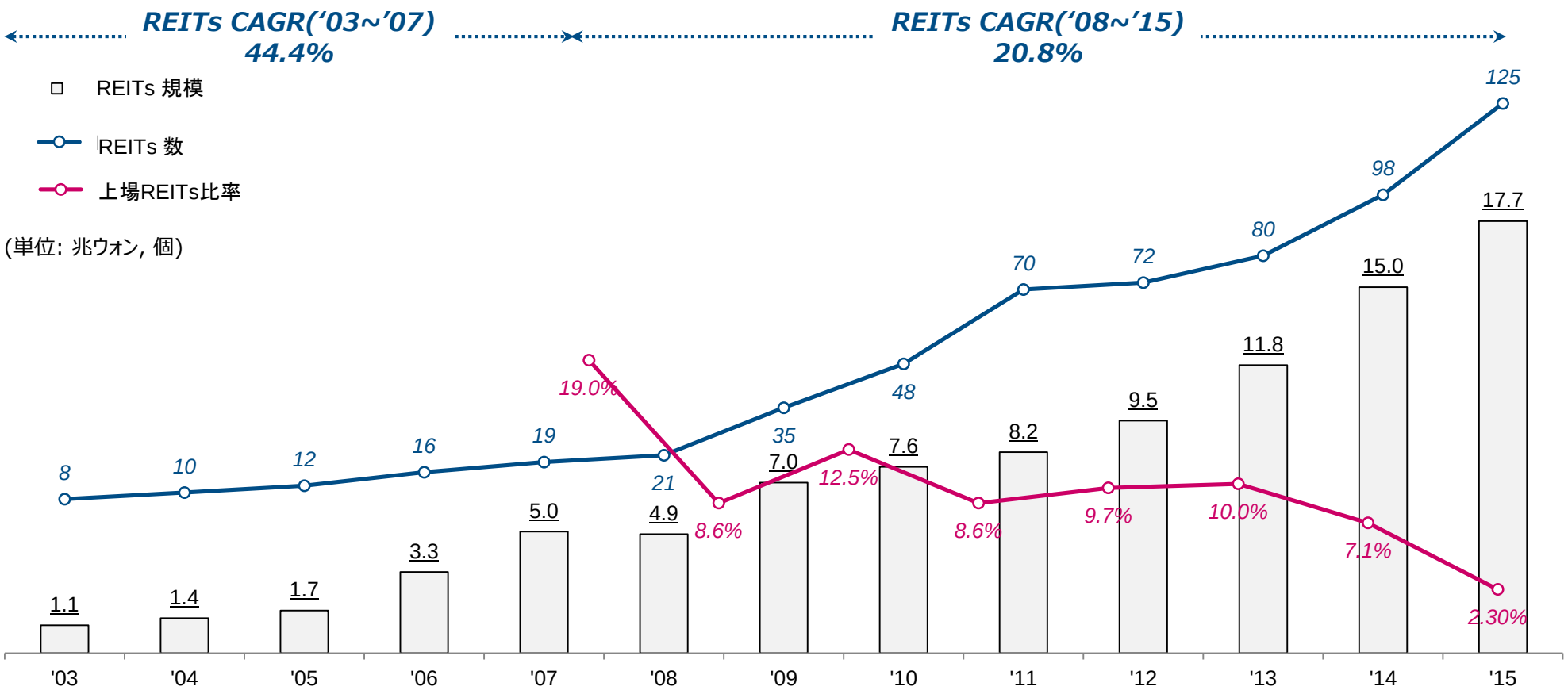


出所: NRI based on 金融投資協会

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

REITsの規模は約18兆ウォン規模で増加しているが、上場されたREITsの割合は全体の約2%水準に止まる

年度別 REITs 累積投資金額推移



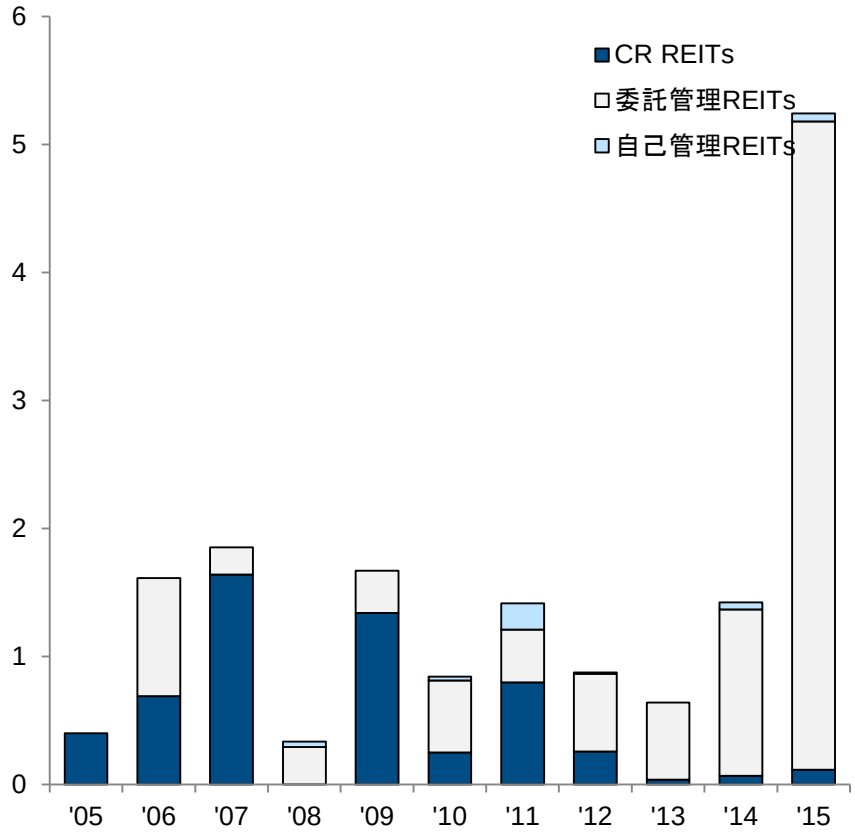
出所: NRI based on 金融投資協会, 韓国REITs協会

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

韓国のREITsは委託管理REITsが中心になっている

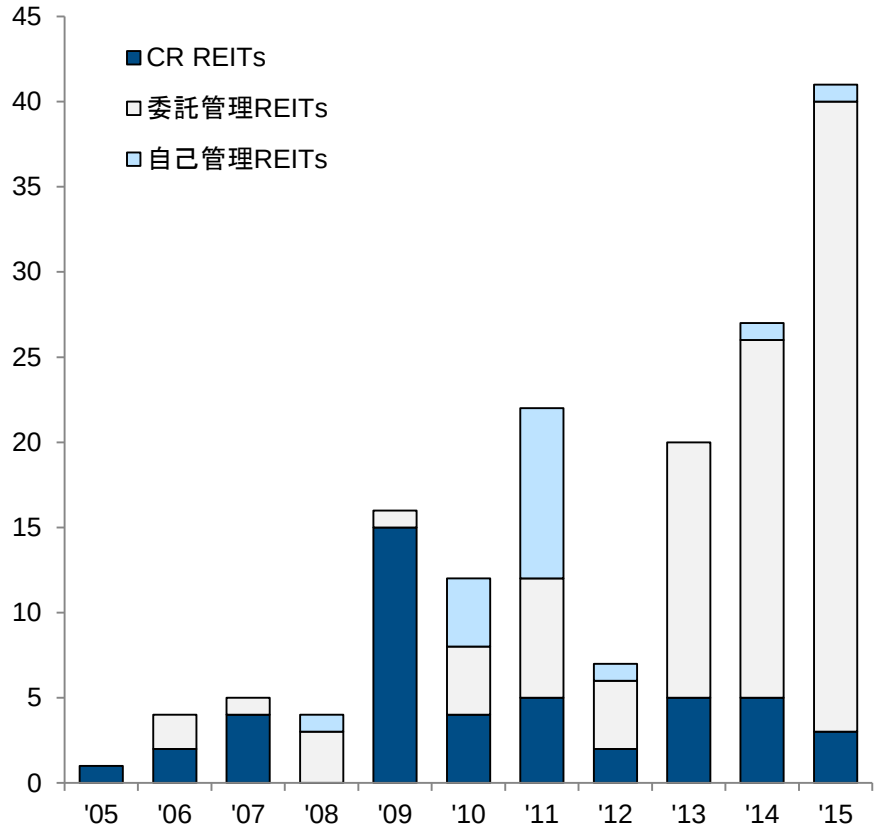
形態別 REITs 編入資産規模

(単位: 兆ウォン)



形態別 REITs 設定数(新規認可数)

(単位: 件)

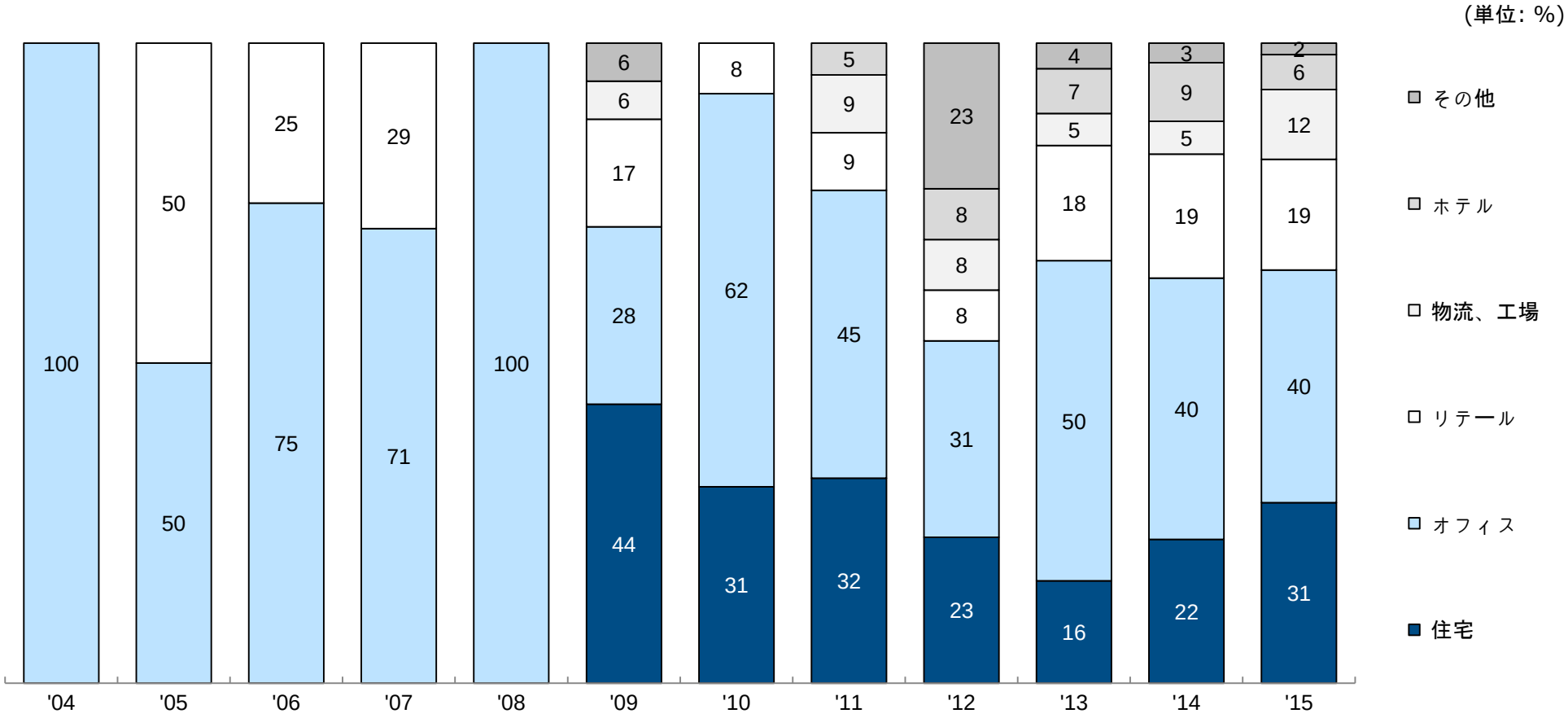


出所: NRI based on 韓国REITs協会

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

REITsは、主にオフィスや住宅への投資が行われたが、最近はリテール、ホテル、物流などに多様化している

年度別 REITs 投資ポートフォリオ構成（REITs数）

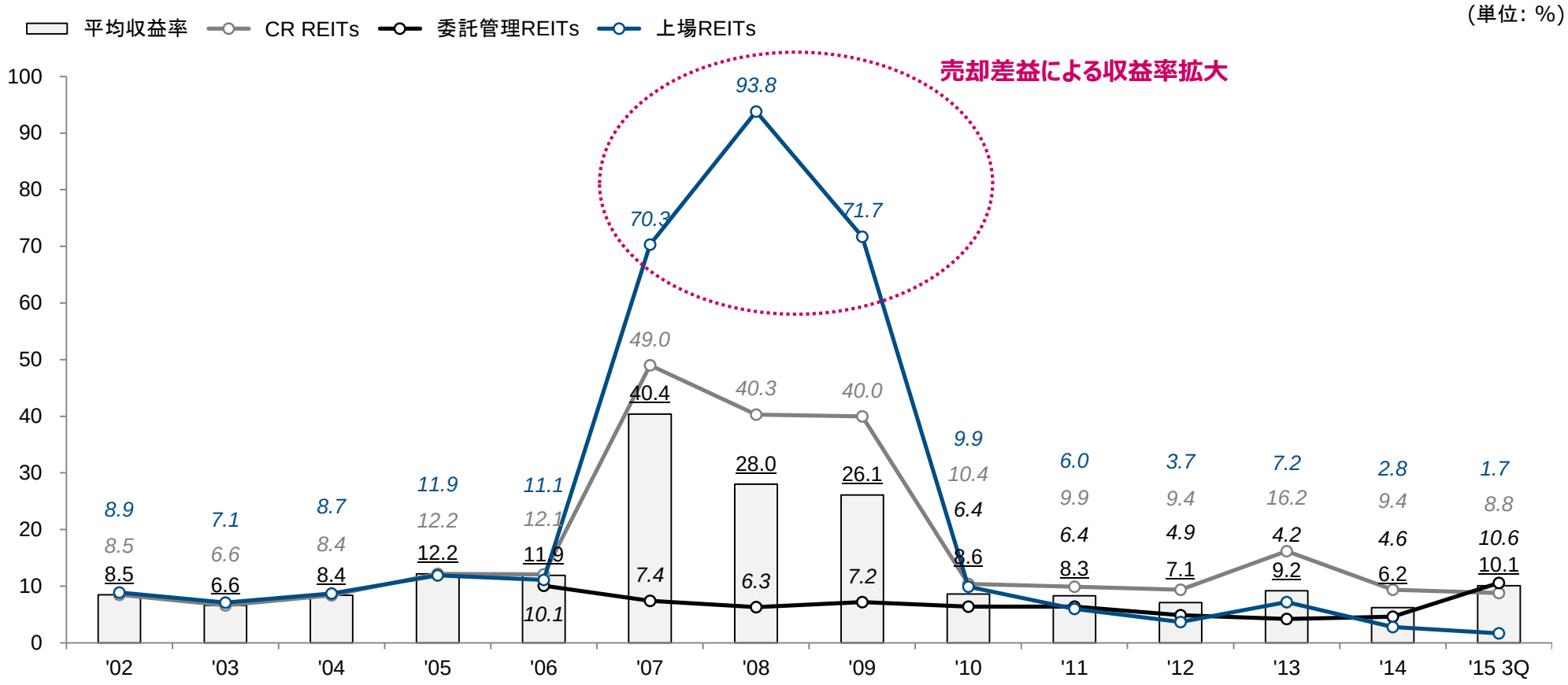


出所：NRI based on 金融投資協会，国土海洋部及び韓国REITs協会，KORAMCO

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

REITsの配当受益率は最近5年平均8％で安定的な推移となっている

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

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

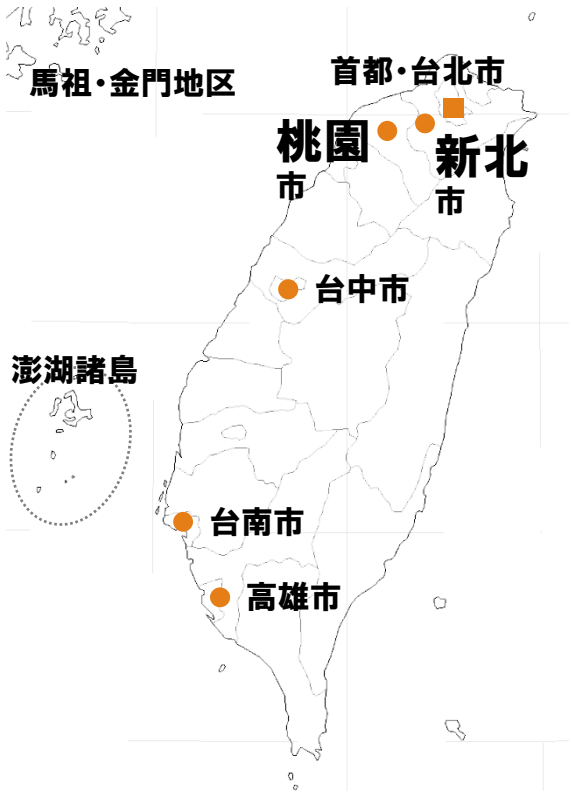
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
1	台湾のマクロ経済環境
2	台湾のオフィス市場
3	台湾の住宅市場
4	台湾のホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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



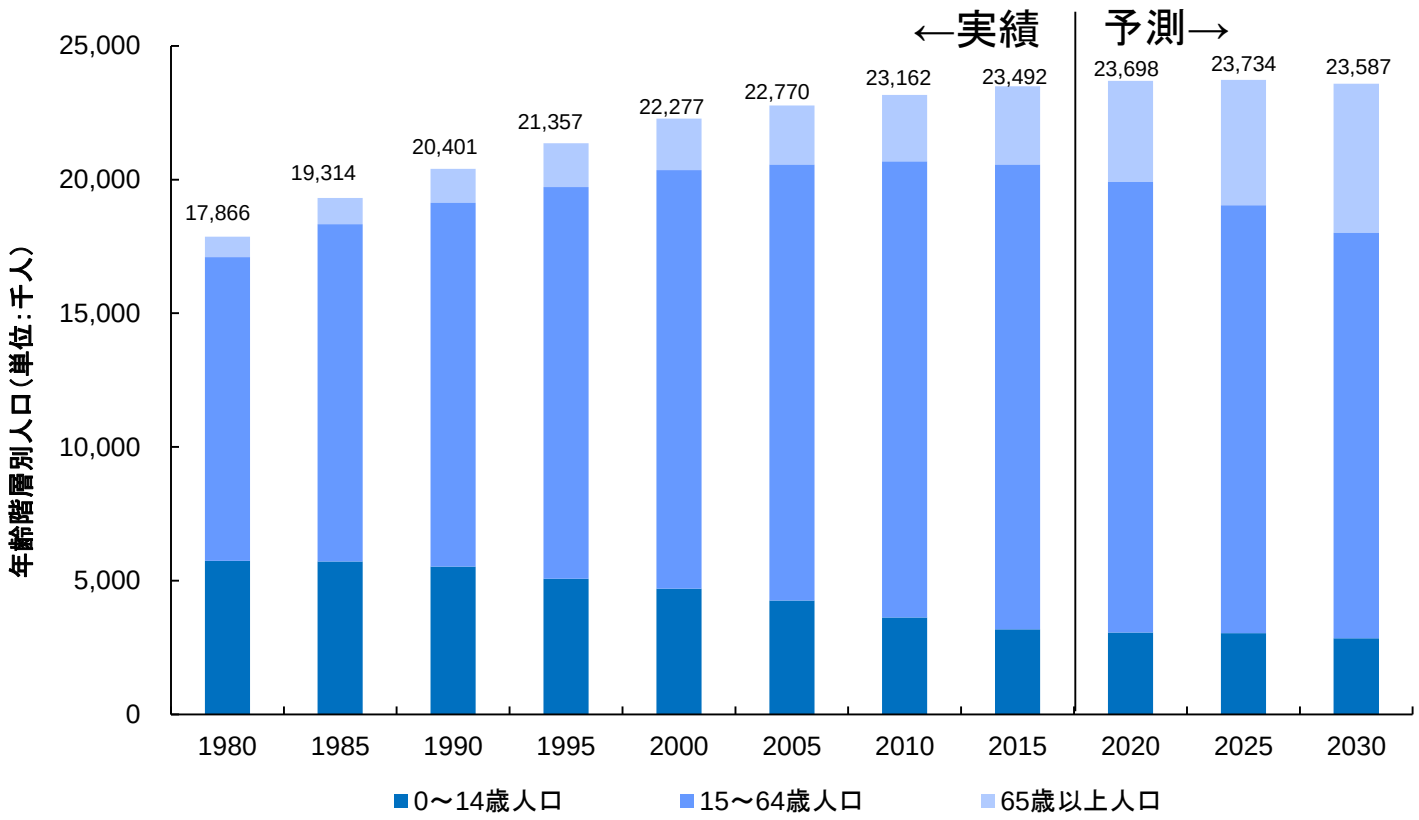
国名	中華民国（1912年10月10日建国）（※但し国民政府遷台は1949年）
元号	「民国」（西暦2016年＝民国105年）
首都	台北市（人口約270万人）
主要都市	新北市（人口：約397万人）、桃園市、高雄市、台中市、台南市
面積	約36,200平方キロメートル（九州よりやや小さい）
人口	約2,510万人（2016年7月現在）
通貨	ニュー台湾ドル（NTD） 1NTD＝約3.22円（2016年7月現在）
名目GDP	5,230億ドル（2015年）
1人当たり名目GDP	22,294ドル（2015年）
在留邦人数	17,396人（2016年7月）
日系企業数	台北市日本工商会会員社 499社（2016年7月） 台湾日本人会 法人会員数 297社（2014年12月）
日本との間の旅客数	日本からの訪台者数 163万人（2015年） 台湾からの日本向け出国者数 380万人（2015年）

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾の人口は増加を続けているが、2020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



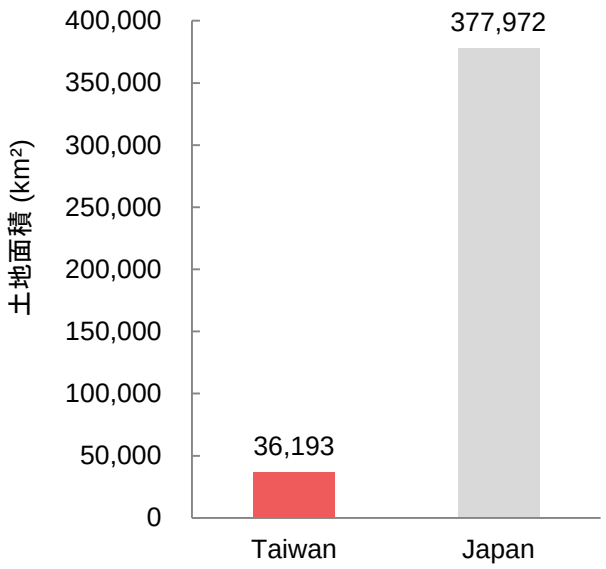
出所：中華民国国家発展委員会資料よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

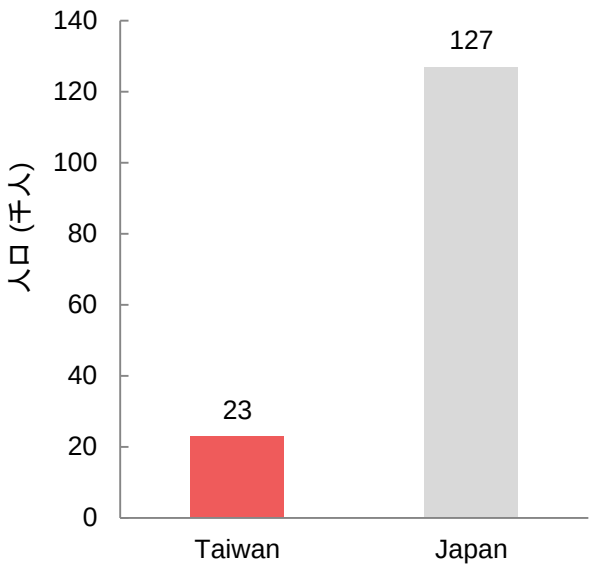
人口密度は日本の約2倍と高密度に人口が分布している

台湾と日本の人口分布の比較

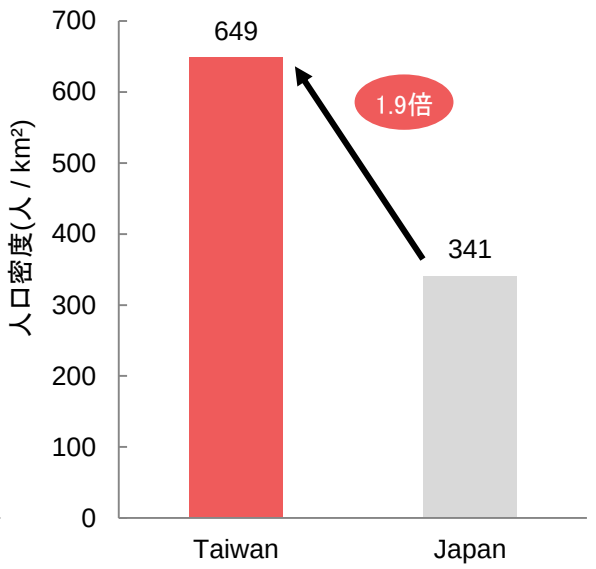
国土面積



総人口



人口密度



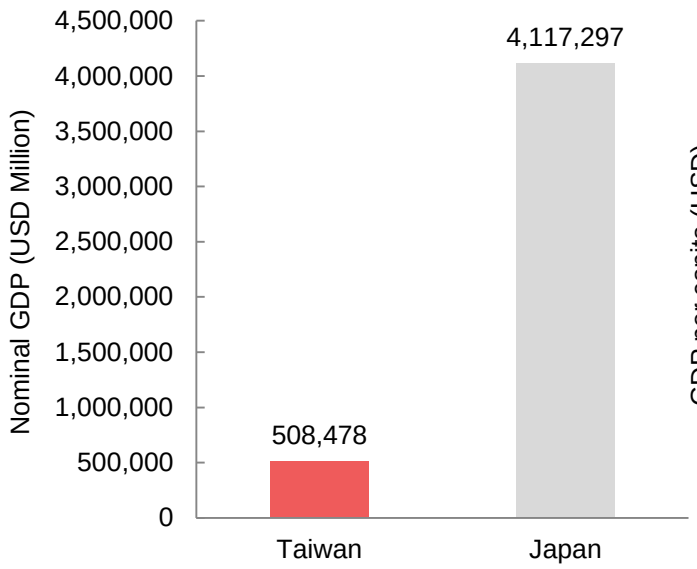
出所：中華民国内政部、総務省統計資料よりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

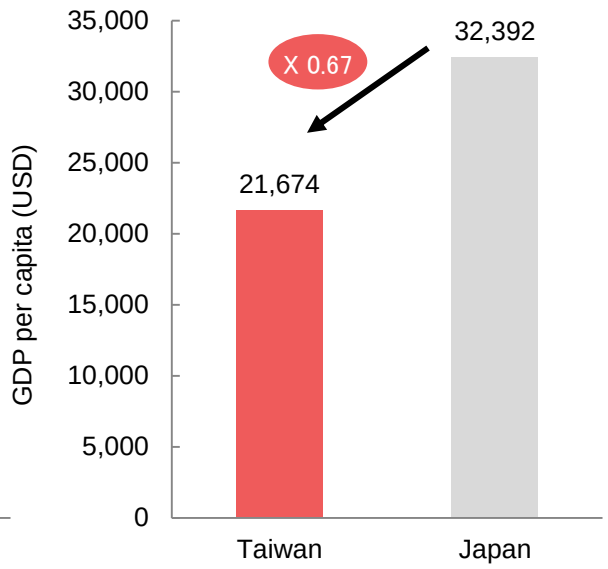
一人あたりGDPは日本の70％程度、世帯所得水準は90％程度である

台湾と日本の経済規模の比較

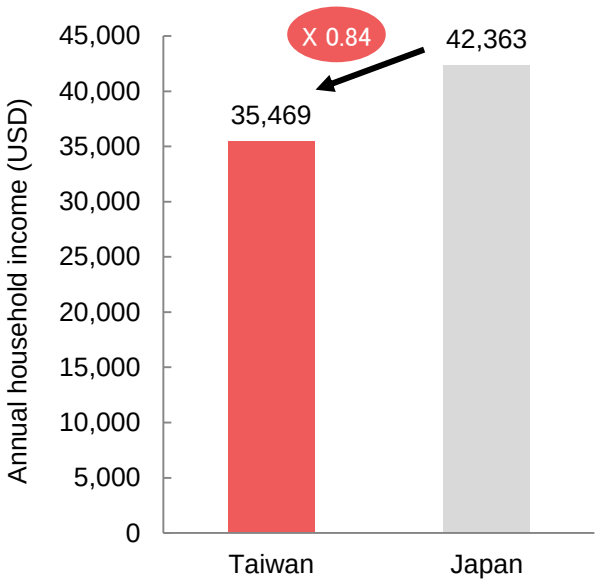
GDP (2015年)



一人あたりGDP (2015年)



世帯所得 (2015年)



注：Exchange rate：121.5687 yen = 1USD
32.8192 NTD = 1USD
(Date: Dec. 2015)

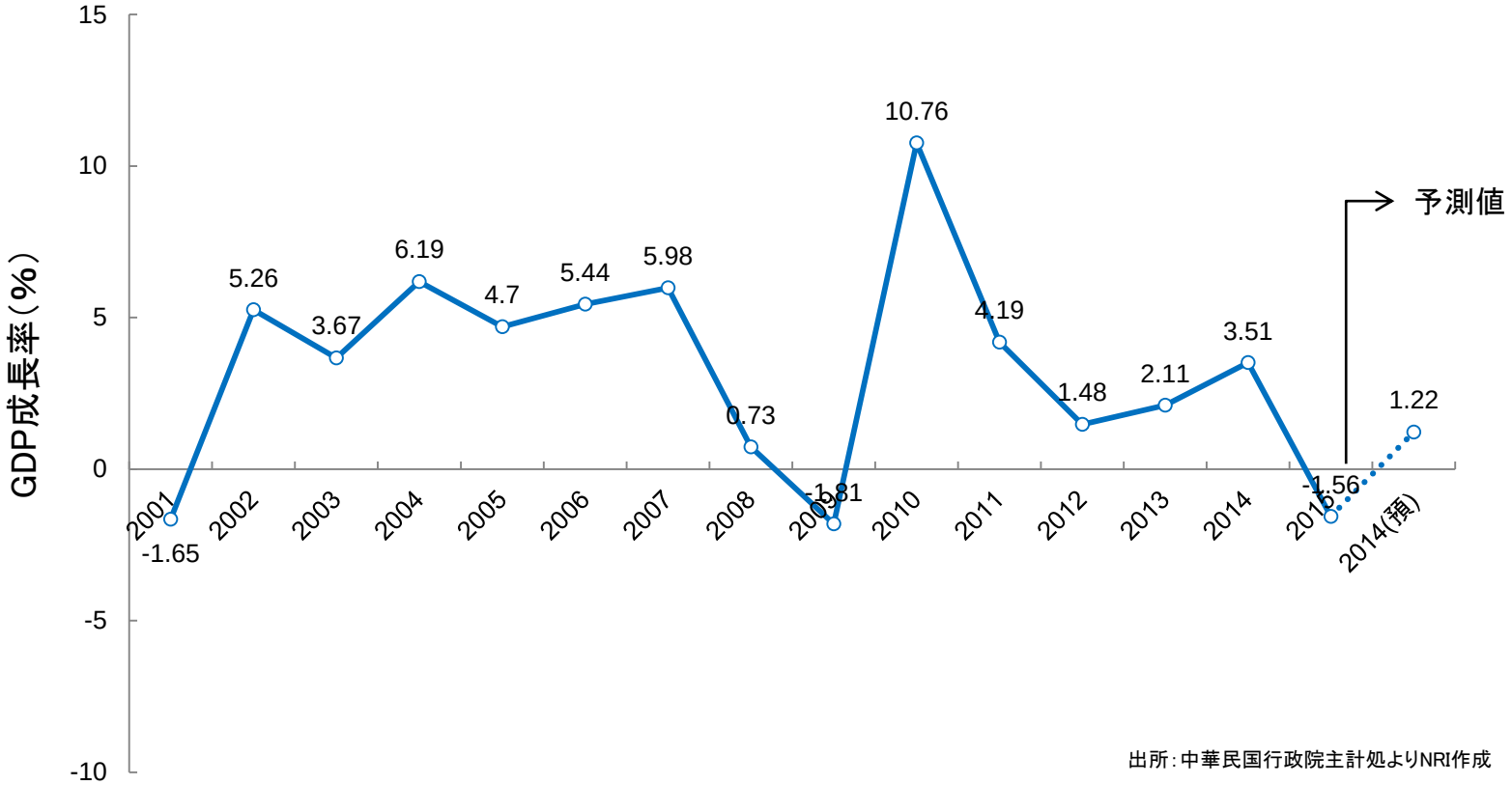
出所：中華民国行政院主計処、総務省統計局、内閣府資料よりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾のGDP成長率は足元で伸び悩んでおり1％程度での成長が見込まれる

■ 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。

GDP成長率の推移



出所：中華民国行政院主計処よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2008年に以降、台中間の両岸関係は大きく改善している。ただし、2016年の新政権誕生以降、両岸関係が停滞している

馬英九政権下における台、中関係の経緯

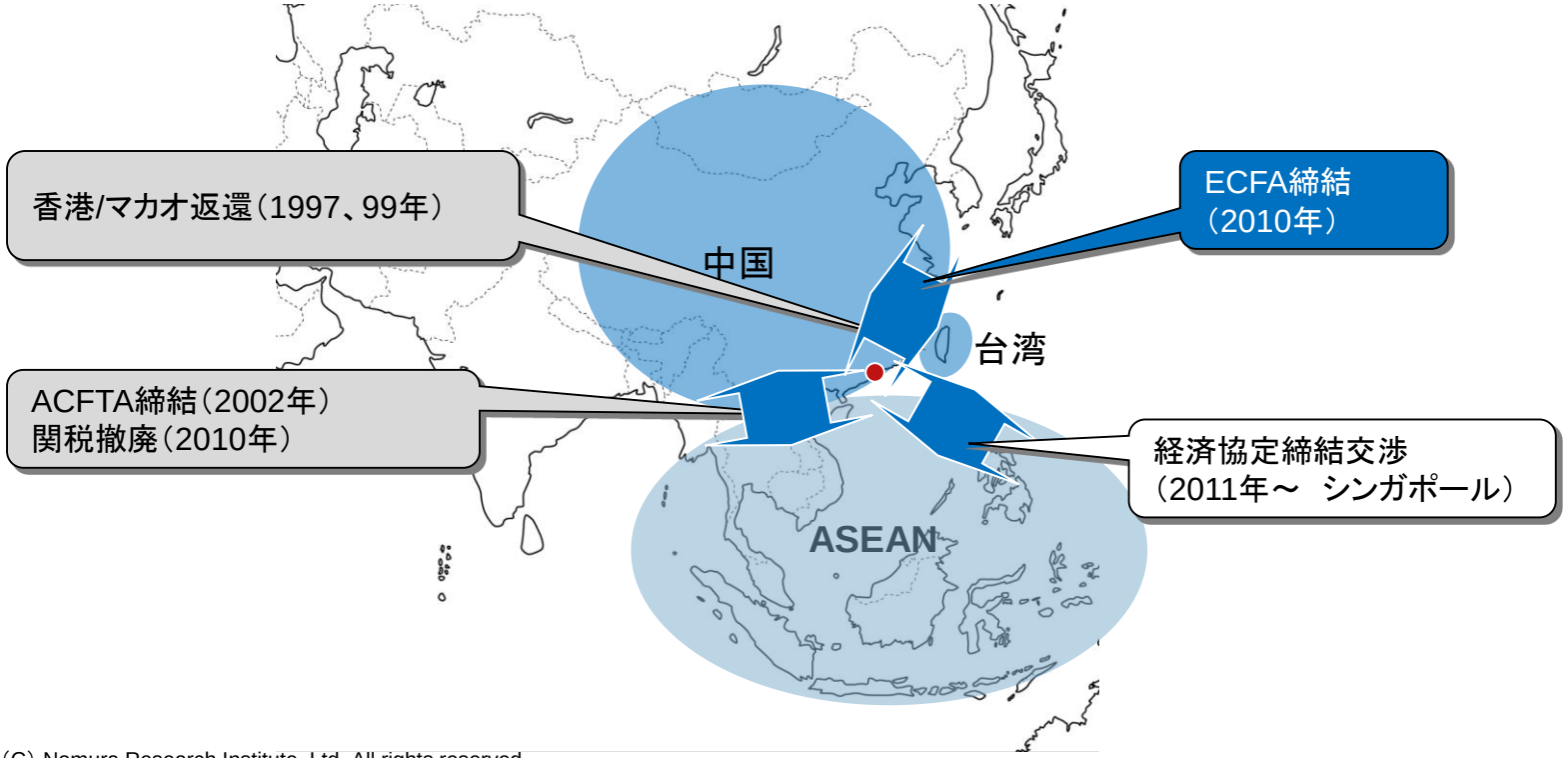
2008年5月	国民党の馬英九氏が第12代台湾総統に就任
7月	中国人の台湾観光が解禁（団体旅行）
12月	大三通（通商、通航、通郵の自由化）の実施
12月	両岸産業架け橋プロジェクト：「両岸漢方薬産業協力交流会議」を台北市で開催
2009年4月	第3次両岸窓口機関トップ会談。両岸の金融協力（銀行・証券・保健）を記した覚書を締結／チャーター便の定期便化、増便
7月	中国資本による台湾投資を開放（製造業63項目、サービス業24項目、公共事業11項目）
11月	両岸金融MOUの締結（2010年1月に発効）
2010年6月	第5次両岸窓口機関トップ会談。ECFAに署名。中国側539項目、台湾側267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「両岸協議監督条例」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。
2016年5月	蔡英文新政権が発足。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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。

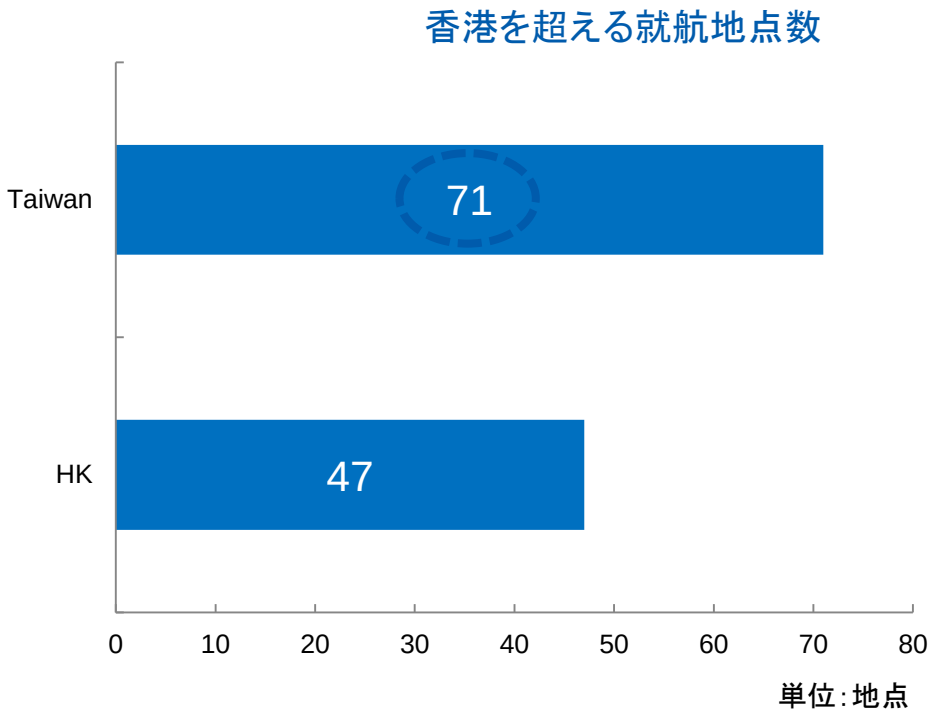
大中華圏経済の一体化



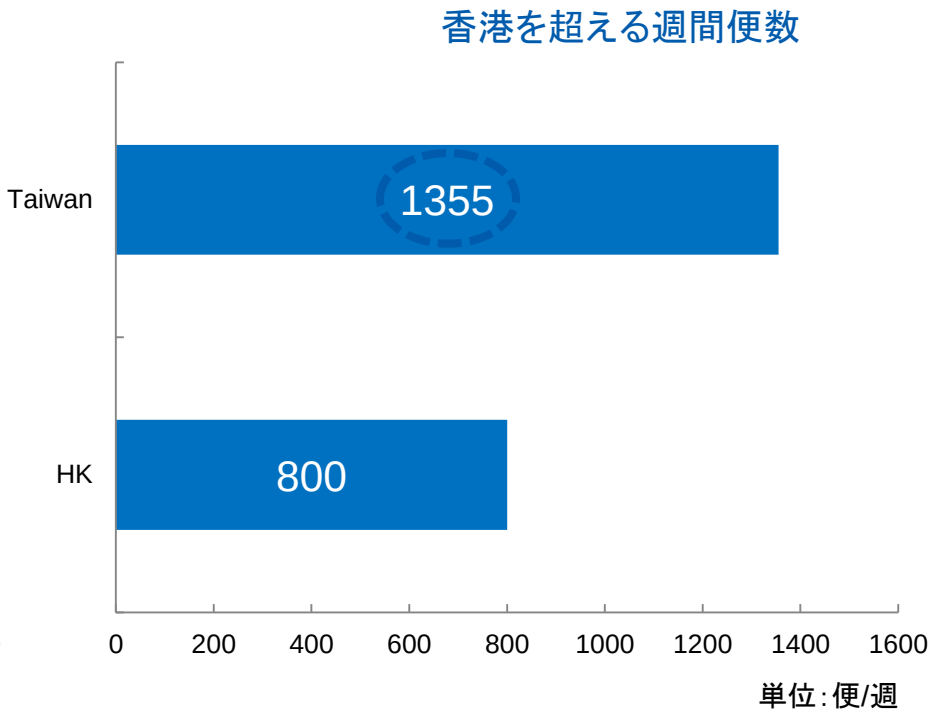
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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（2015年）



中国直行便の週間便数（2015年）



出所：中華民国交通部民航局統計資料他よりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
1	台湾のマクロ経済環境
2	台湾のオフィス市場
3	台湾の住宅市場
4	台湾のホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

松江南京
- 市内でオフィス密度が最も高いエリアである。
- このエリアには多くの日本企業のオフィスが立地している他、伝統産業、金融サービス業、旅行業が多く集積している。

中山北
- オフィスとともに商業施設、ホテル等が集積するエリアである。
- 日本企業のオフィスも多く立地している。

台北駅地区
- 台湾国鉄、MRT、高速鉄道の3路線が交差する台北駅を中心とした地区である。
- 市内で最も早くオフィス開発が進められたエリアであり、金融保険業、政府機関が集積している。

敦南
- 有名企業や外資企業が多く集積しているエリアである。
- 金融業以外、伝統産業も多い
- 交通利便性を背景に、住商混合エリアとして発展。

内湖科技園区
- 市政府が科学技術園区としての発展を目指しているエリアであり、IT産業の本部が多く集積している。
- MRTの延伸に伴い、交通利便性が向上したエリアでもある。

敦北民生
- 信義区に次いで多くの高級オフィスが集まるエリアであり、金融サービス業が集積しているエリアである。
- 松山空港の国際化にともない交通利便性が大きく向上したエリアである。

信義世貿
- 信義計画として再開発が進められたエリアであり、市内で最もオフィス賃料が高いエリアである。
- エリア内には行政、金融、貿易展覧、レジャー、住宅等の機能が集積しており利便性の高いエリアである。
- IBMやMicrosoftなどのグローバル企業も多く入居している。

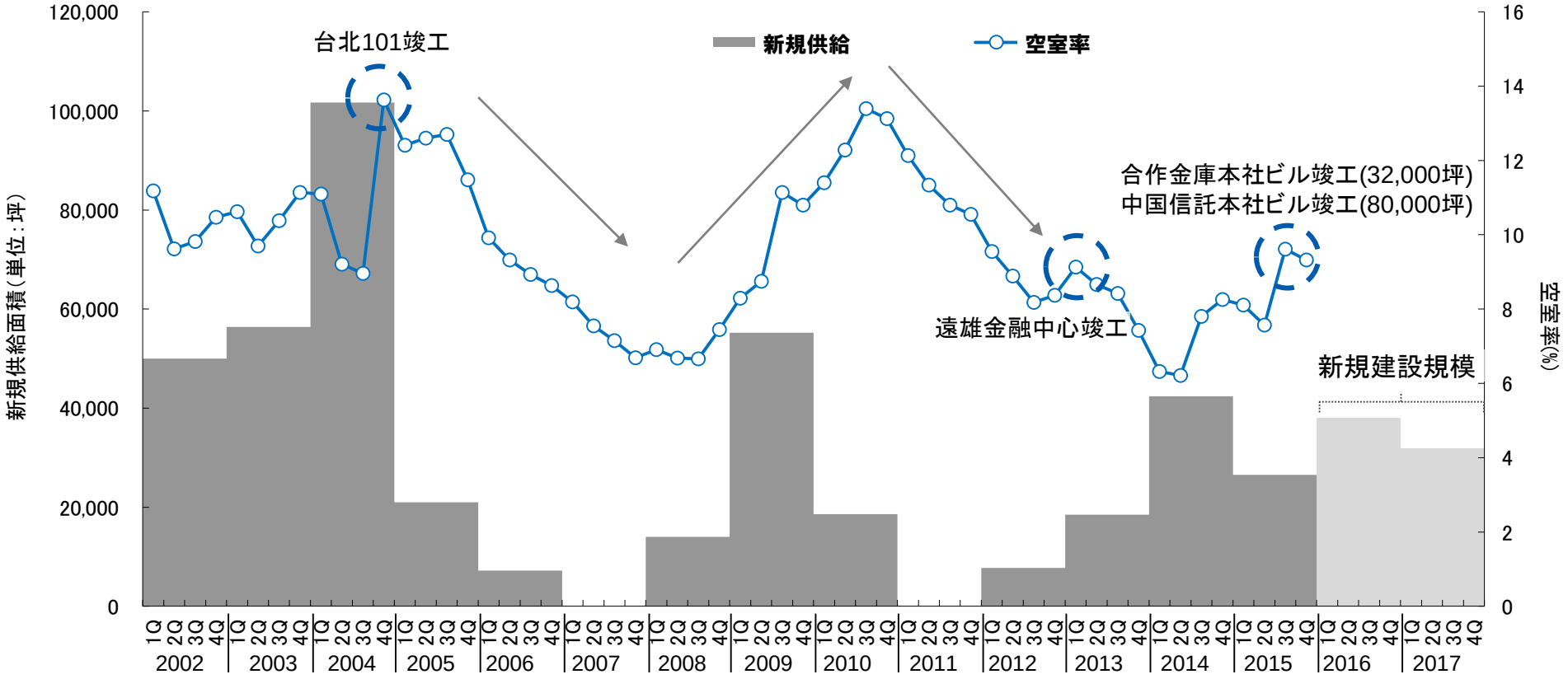
出所：台地区房地産年鑑等資料よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台北市内のオフィス空室率は2015年に9％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、現在は約9%程度まで低下している。
- 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。
- 今後2年間も引き続きオフィス供給が続くことから空室率は高止まりするものと想定される。

台北市内の新規オフィス供給量と空室率の推移



注：棒グラフは年間合計の新規供給面積を表す。　出所：台湾地区房地産年鑑よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

主要CBDのA級オフィス賃料は平均2,369元/坪（約7,628円/坪）程度である

主要オフィスエリアの概況（2015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	60,310	2,200	1,690	18.3%	3.8%
中山北路地区	32,932	--	1,749	--	5.1%
南京松江地区	260,920	1,937	1,728	25.0%	8.2%
民生敦北地区	262,776	2,289	1,747	10.3%	5.4%
敦化仁愛地区	175,763	2,456	1,772	8.3%	4.8%
信義地区	311,328	2,961	1,709	15.2%	2.0%

平均：2,369元/坪/月

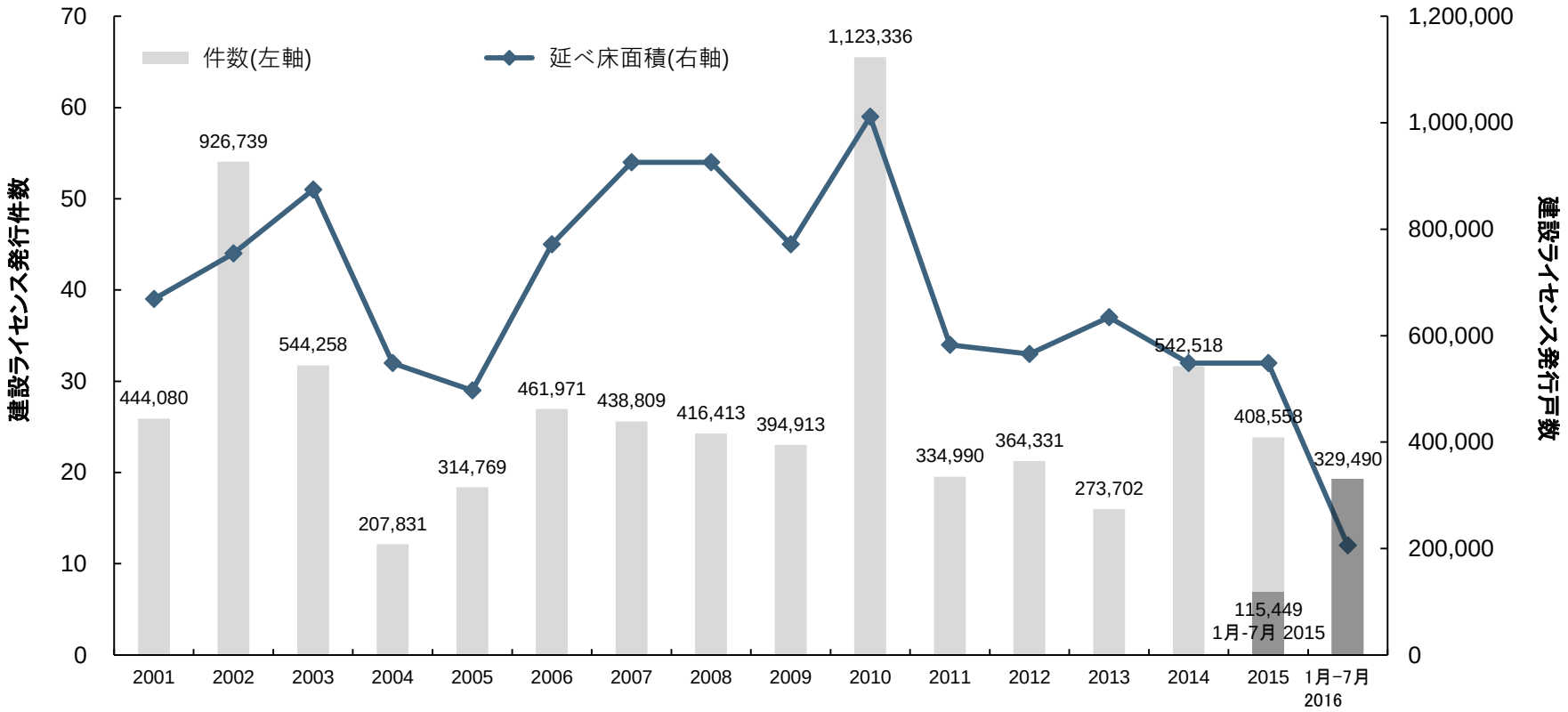
出所：CBREデータよりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

■ 2016年上半期のライセンス発行件数は大幅に増加しており、今後もオフィス供給が継続的に増加するものと想定される。

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



出所：中華民国内政部営建署統計よりNRI作成

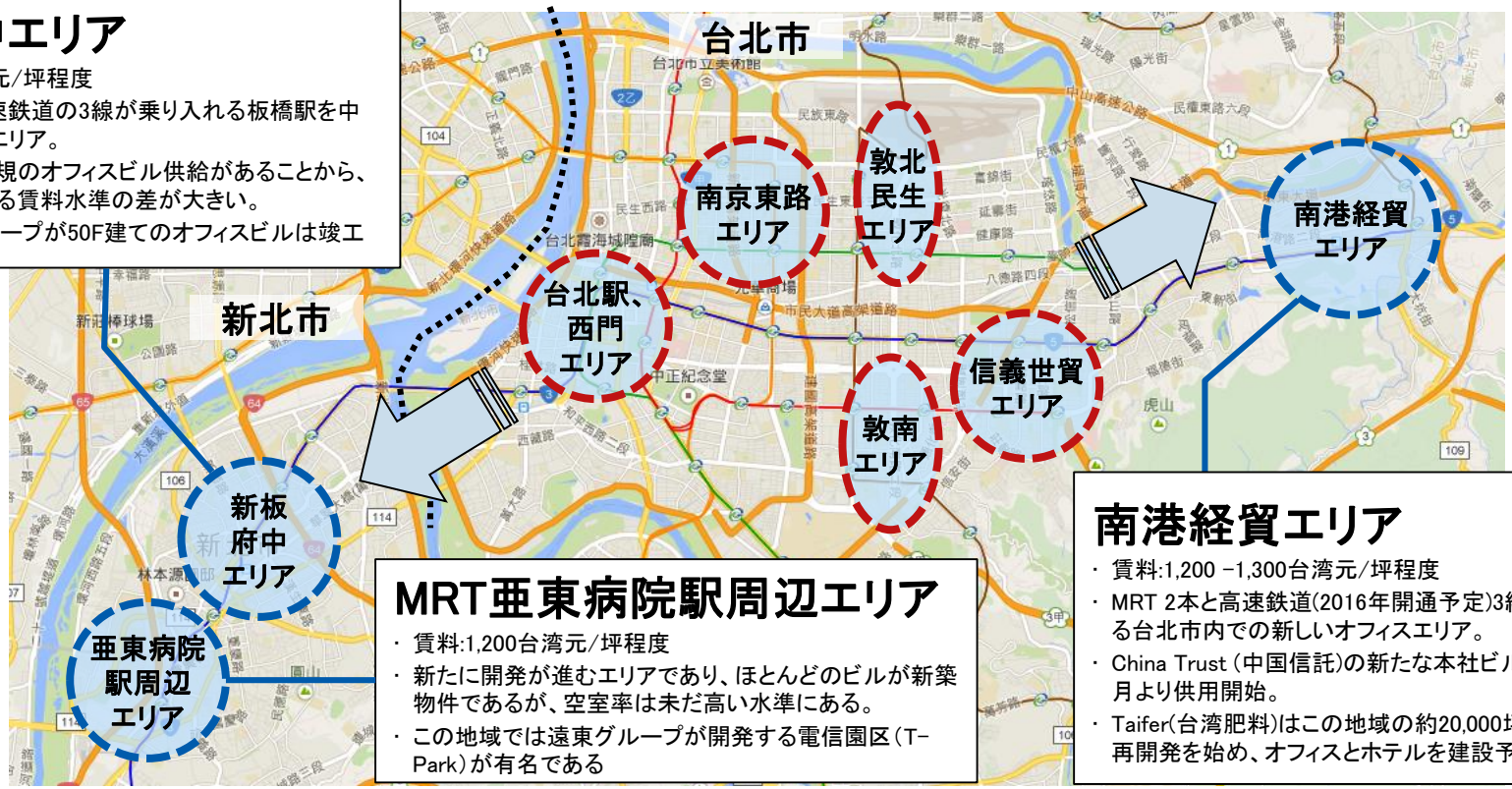
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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。
- 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。

新板府中エリア

- 賃料:1,300台湾元/坪程度
- MRT、台鉄、高速鉄道の3線が乗り入れる板橋駅を中心とした再開発エリア。
- この地域では新規のオフィスビル供給があることから、築年数の差による賃料水準の差が大きい。
- 2013年遠東グループが50F建てのオフィスビルは竣工



MRT亜東病院駅周辺エリア

- 賃料:1,200台湾元/坪程度
- 新たに開発が進むエリアであり、ほとんどのビルが新築物件であるが、空室率は未だ高い水準にある。
- この地域では遠東グループが開発する電信園区（T-Park）が有名である

南港経貿エリア

- 賃料:1,200 –1,300台湾元/坪程度
- MRT 2本と高速鉄道(2016年開通予定)3線が乗り入れる台北市内での新しいオフィスエリア。
- China Trust（中国信託)の新たな本社ビルは2014年12月より供用開始。
- Taifer(台湾肥料)はこの地域の約20,000坪土地を所有。再開発を始め、オフィスとホテルを建設予定。

既存オフィスエリア　新規オフィスエリア

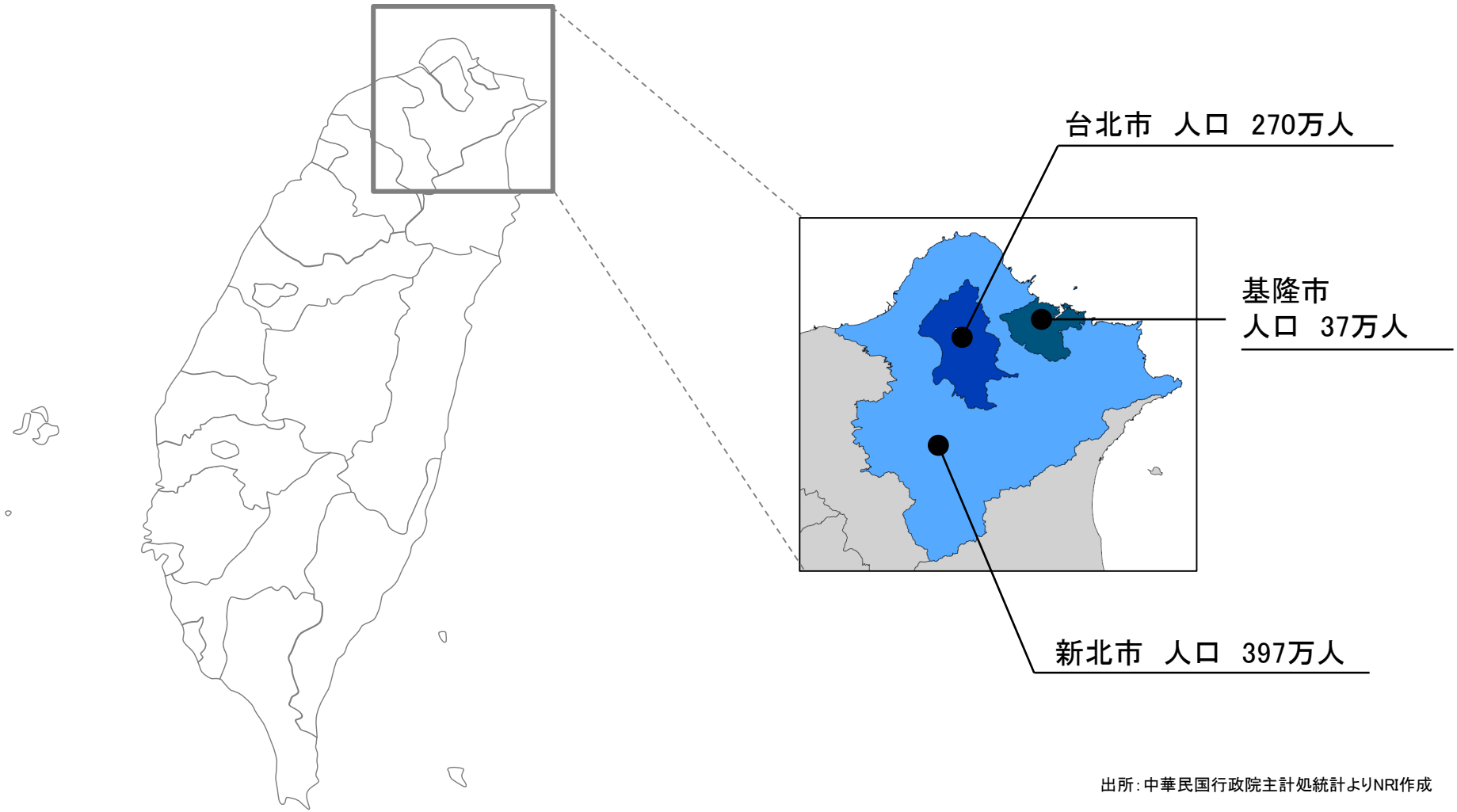
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
1	台湾のマクロ経済環境
2	台湾のオフィス市場
3	台湾の住宅市場
4	台湾のホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

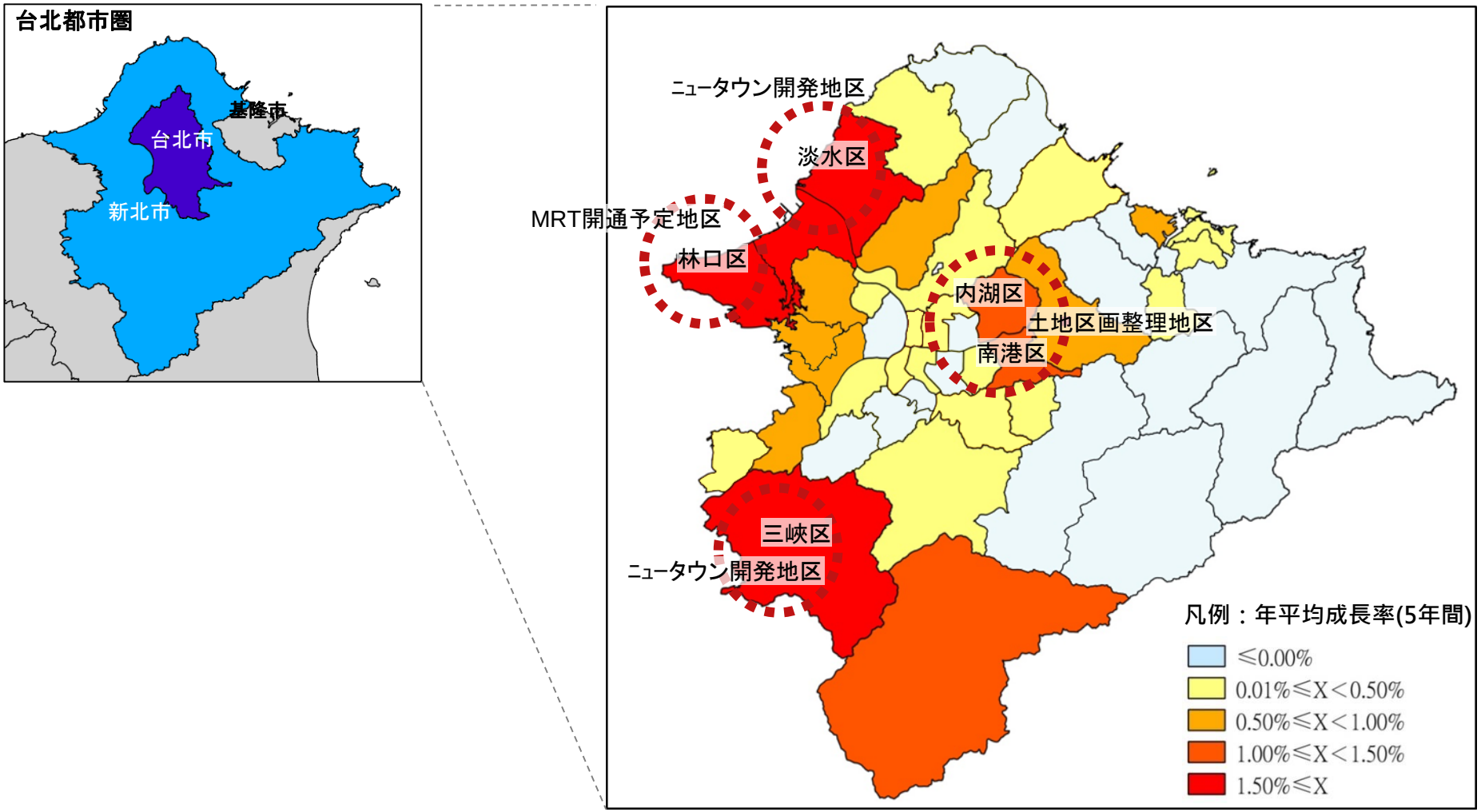


出所：中華民国行政院主計処統計よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台北都市圏の西側で人口増加率が高く、特に新北市西部地域でその変化が顕著である

最近5年間の台北都市圏(台北市、新北市、基隆市)の行政区別人口増減率 (2011-2015)



出所：各地方政府の民政局データよりNRI作成

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

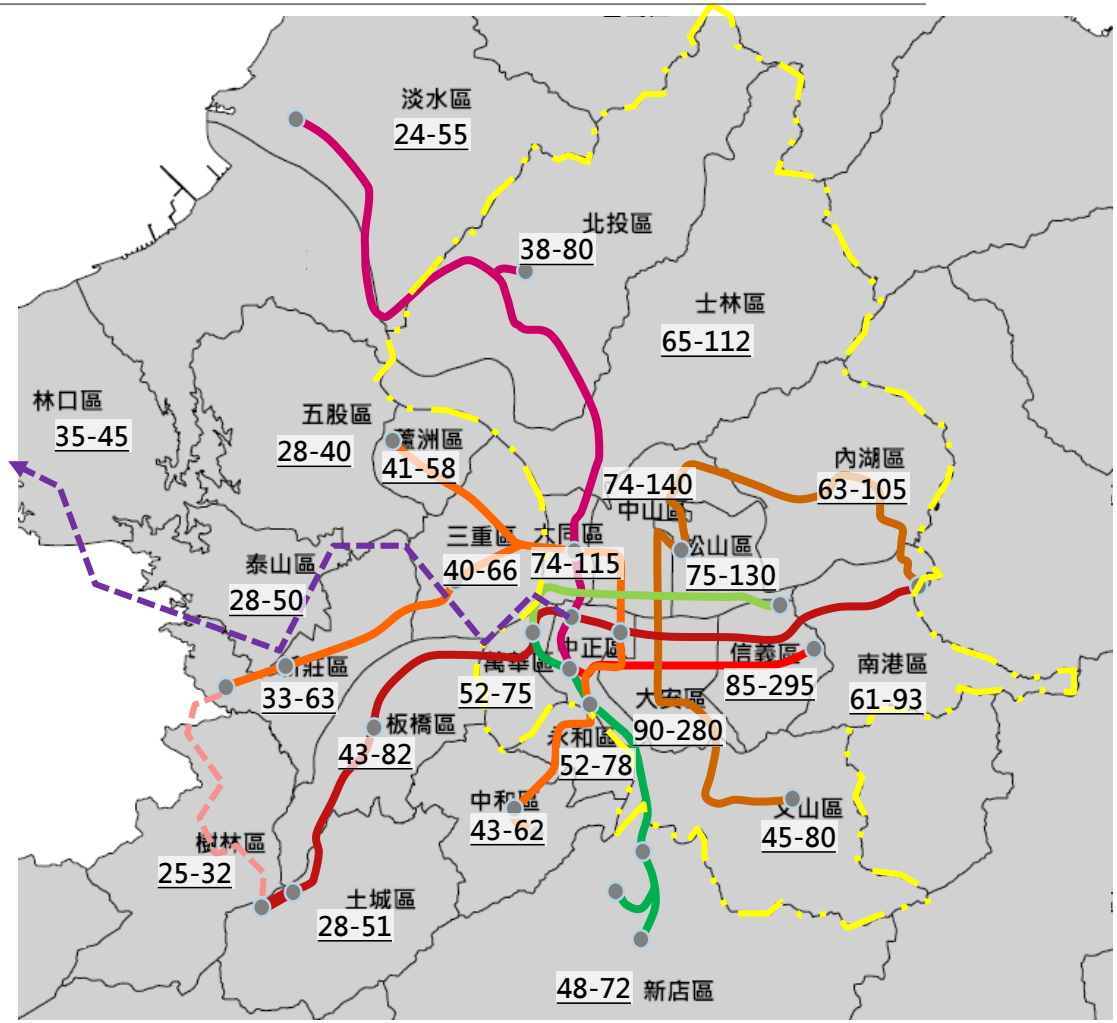
路線	区間	開通年
文湖線	中山国中-動物園	1996年3月
	中山国中-南港展覧館	2009年7月
淡水線	淡水-台北駅	1997年3月
中和線	古亭-南勢角	1998年12月
新店線	台北駅-新店	1999年11月
板南線	龍山寺-市政府	1999年8月
	龍山寺-新埔	2000年8月
	市政府-昆陽	2000年12月
	新埔-永寧	2006年5月
	永寧-頂埔	2014年12月
	昆陽-南港	2008年12月
	南港-南港展覧館	2011年2月
蘆洲線	蘆洲-忠孝新生	2010年11月
新莊線	輔大-大橋頭	2012年1月
	忠孝新生-古亭	2012年9月
	迴龍-輔大	2013年3月
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	*2018年6月*
桃園空港線	台北車站(A1)-中壢(A21)	*2016年11月*
萬大線	中正紀念堂-迴龍	*2020年12月*

出所：台北市政府捷運工程局資料よりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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)

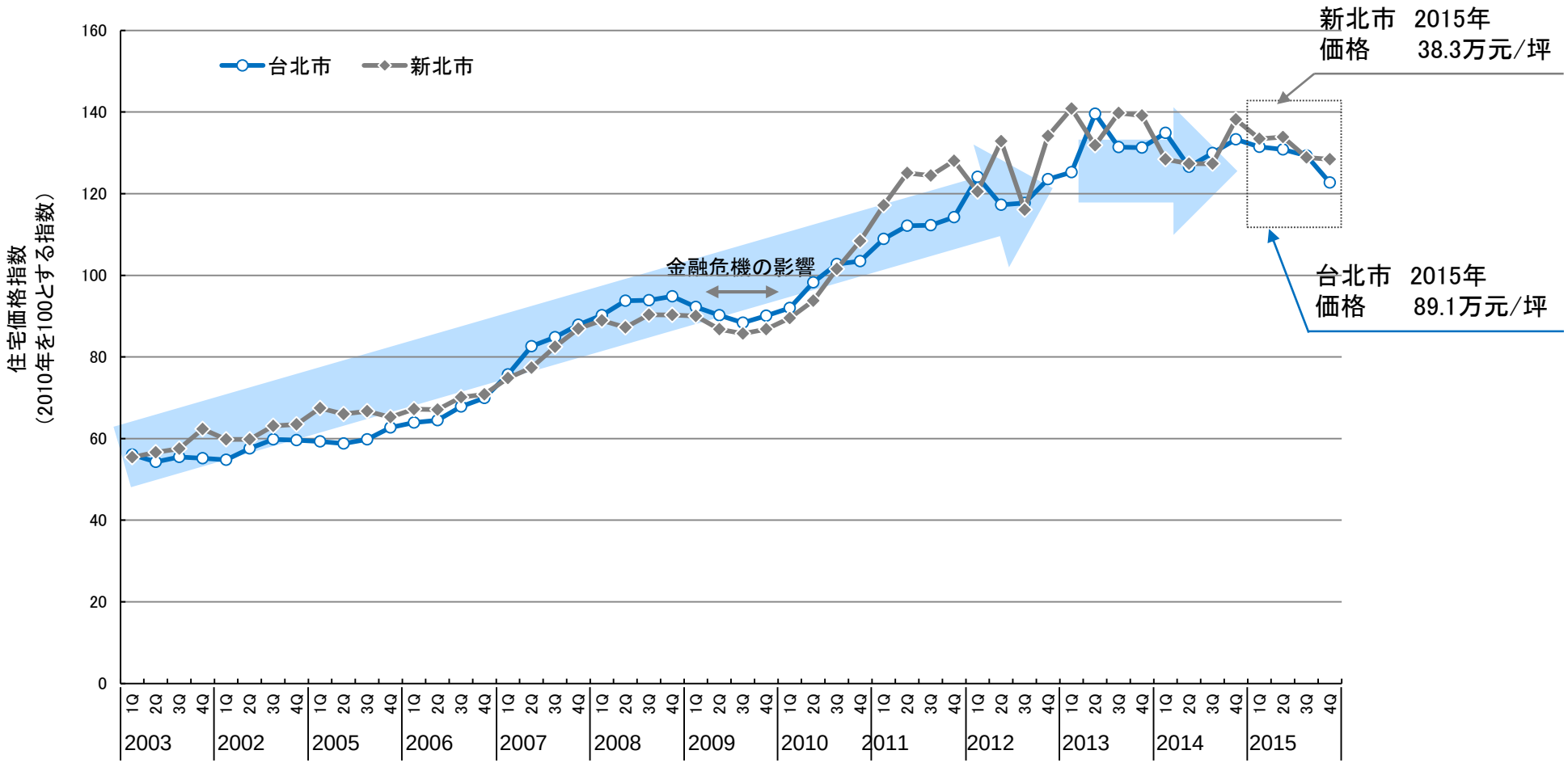


Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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

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



出所：國泰建設「國泰房地産指數季報」よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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）	台北市信義区 （MRT台北101/世貿駅周辺）
間取り	2LDK	3LDK	2LDK
面積	20 Tsubo	30 Tsubo	29 Tsubo
築年数	1 year	17 years	6 years
価格	22.80 million NTD	24.00 million NTD	38.00 million NTD
家賃	33,000 NTD	32,000 NTD	53,000 NTD
Cap Rate	1.7%	1.6%	1.7%

新北市

所在地	新北市板橋区 （MRT板橋駅周辺）
間取り	2LDK
面積	27 Tsubo
築年数	8 years
価格	19.00 million NTD
家賃	28,000 NTD
Cap Rate	1.8%

出所：NRI based on 591.com, etc.

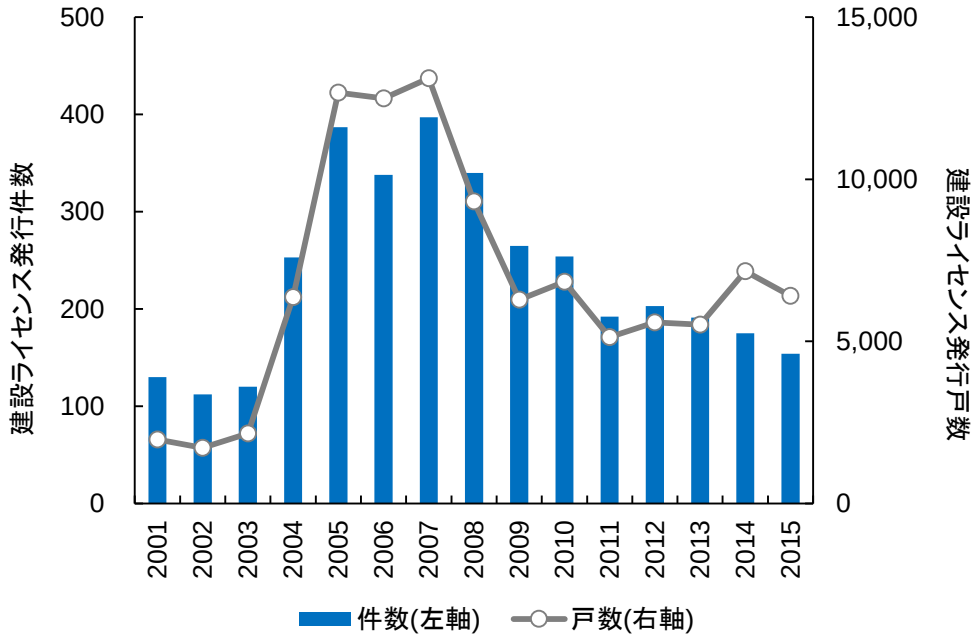
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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、一方で新北市では2万戸を超えるライセンスが発行されており今後も供給が増加することが想定される

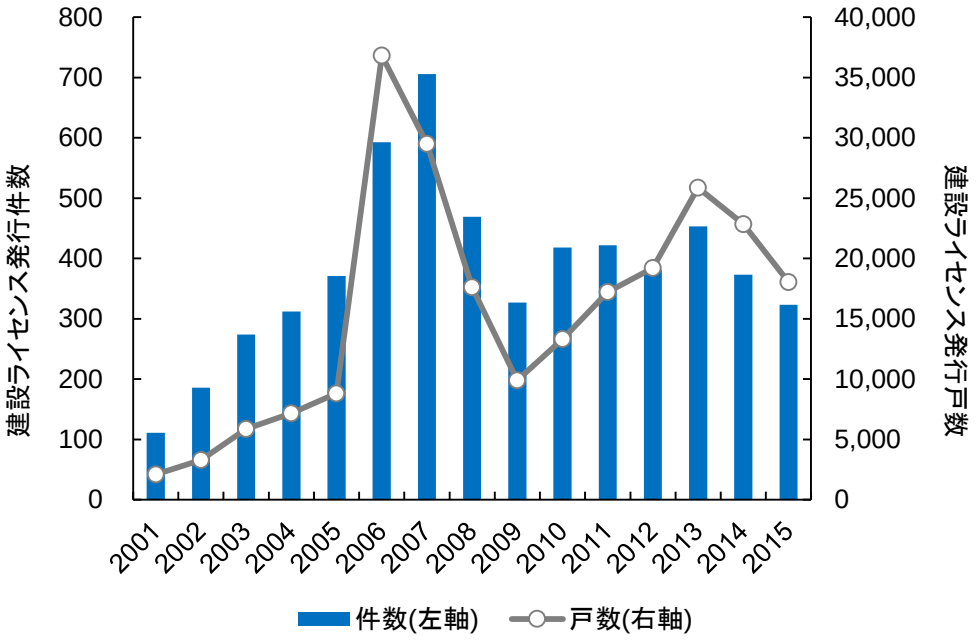
- 建物の建設に必要となる建設ライセンスの発行件数・建設戸数ともにピーク時に比べてボリュームは小さくなっている。
- しかし、新北市のライセンスの発行件数は2万軒を超えており今後も住宅供給量が増加するものと考えられる。

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

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
1	台湾のマクロ経済環境
2	台湾のオフィス市場
3	台湾の住宅市場
4	台湾のホテル市場

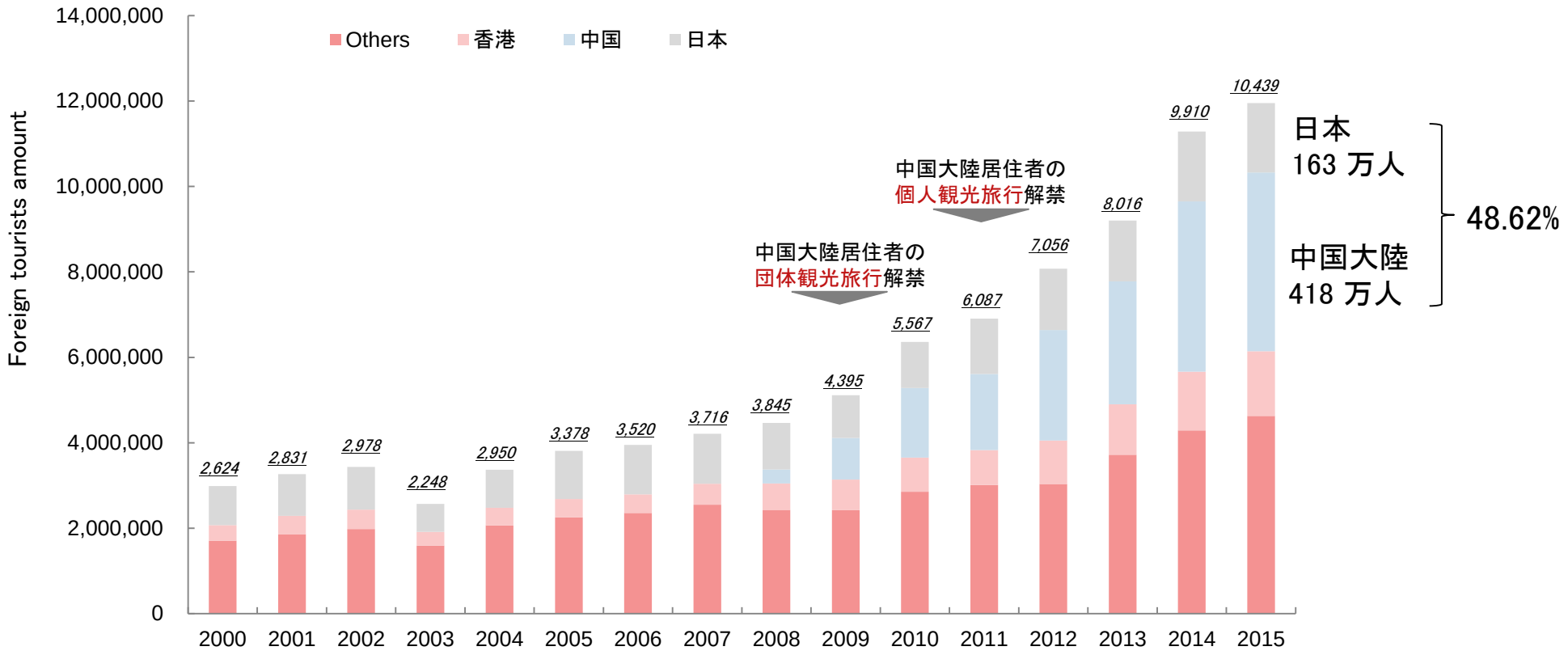
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ホテル市場－（1）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。政府は新たに東南アジア地域からの誘客にも注力しており今後の成長が見込まれる

- 台湾へ訪れる旅行者の約半数は中国大陸居住者と日本居住者が占めている。
- 政府は中国大陸、日本に続く市場として東南アジア市場に注目しており、今後市場の開拓が進む見込みである。

訪台湾海外旅行者数の推移（居住地別）

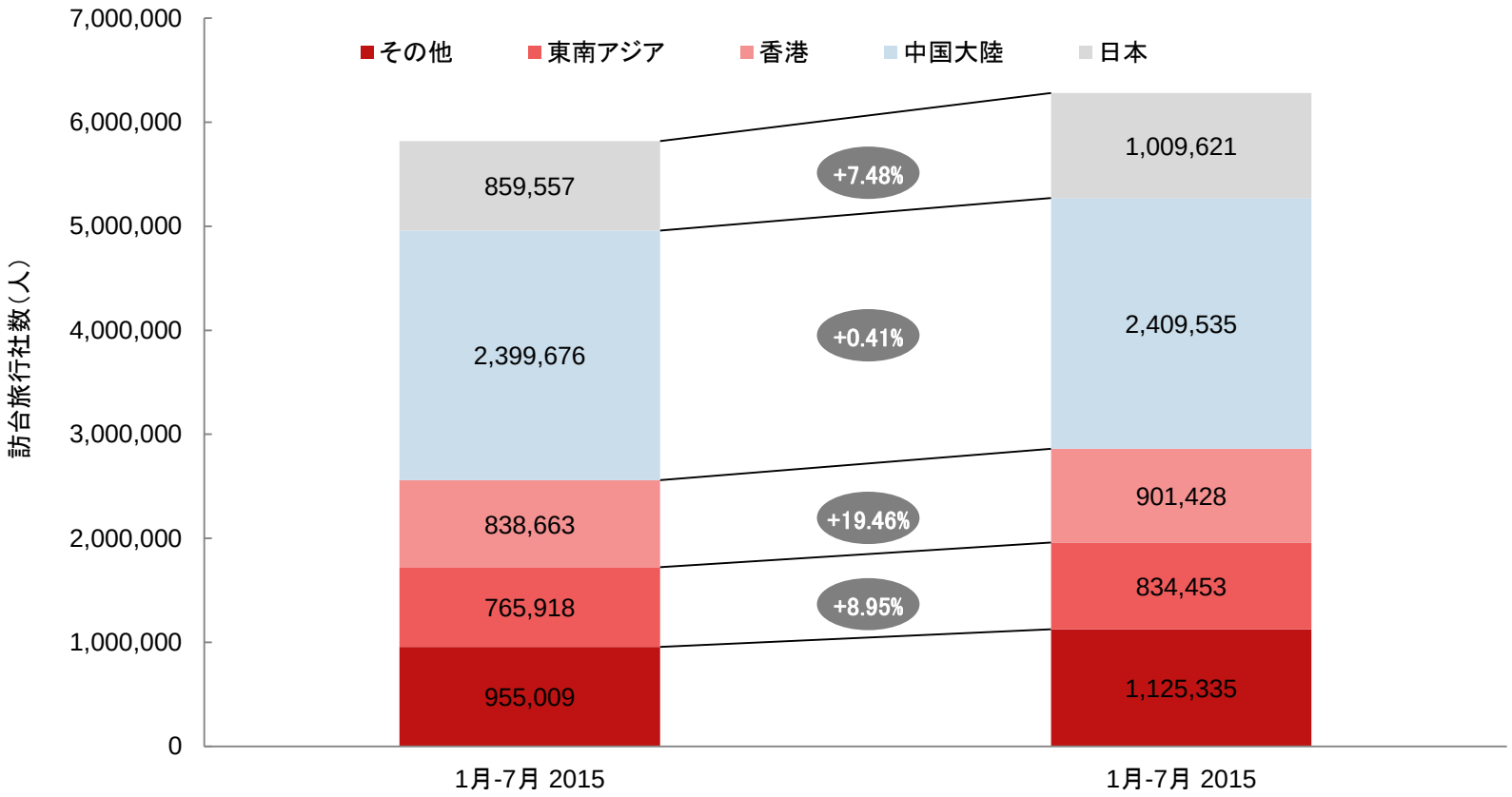


出所：交通部観光局統計年報よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

東南アジアからの訪台旅行者数は、前年に比べて9％増加している

訪台湾旅行者数の比較（2015年1-7月 vs 2016年1-7月）

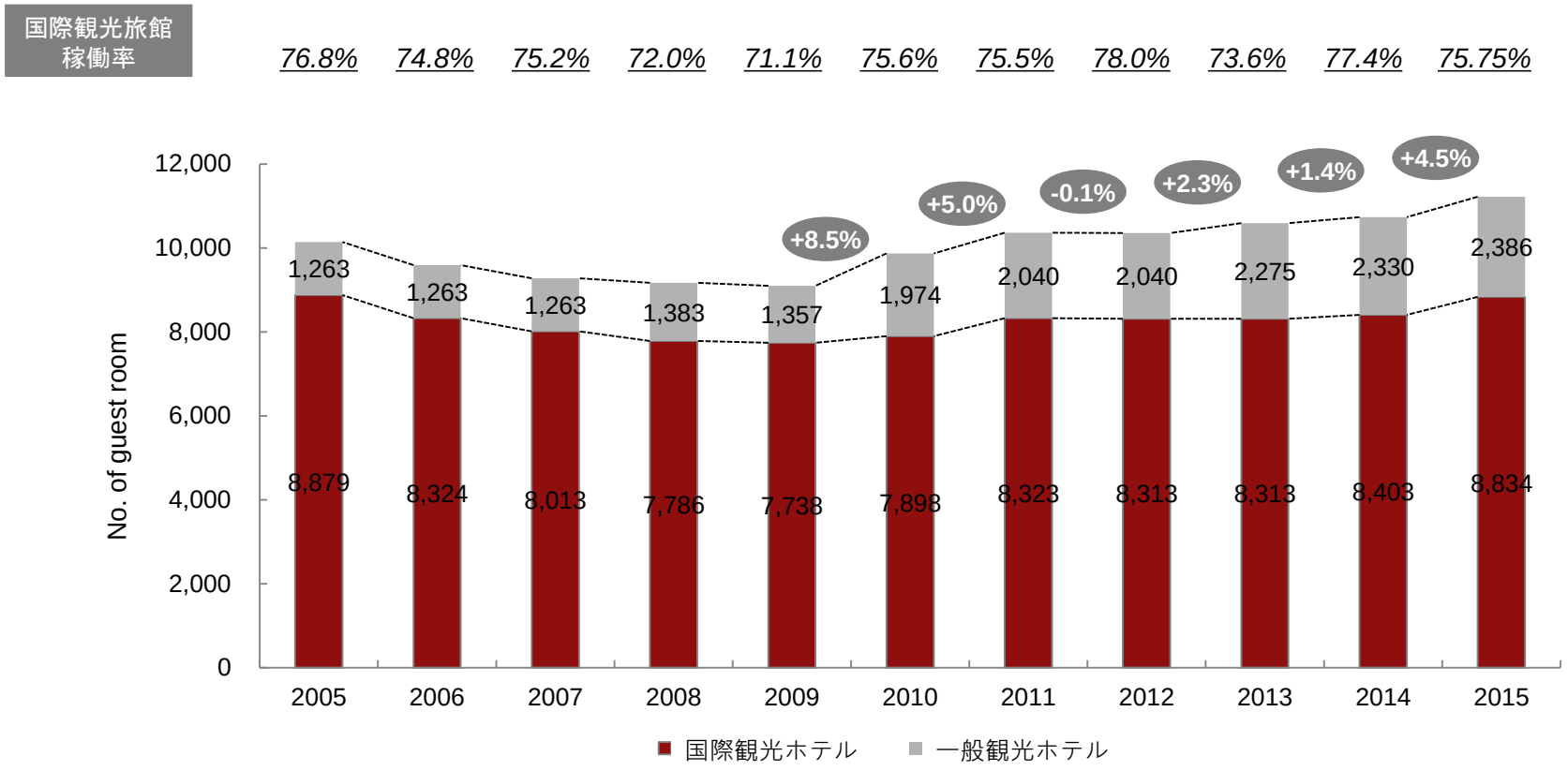


出所：NRI based on statistics by the Tourism Bureau of the MOTC,R.O.C.(Taiwan)

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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



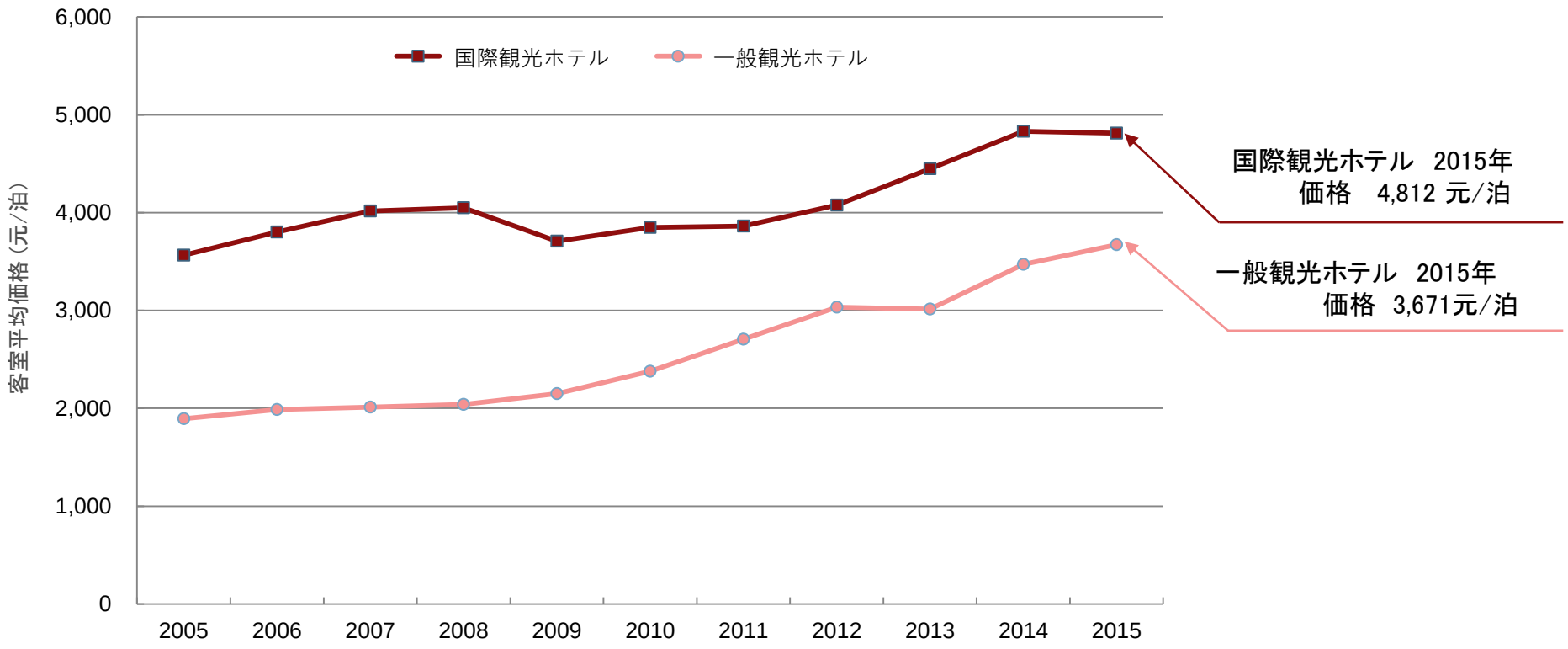
注：観光旅館とは交通部観光客の定め得る基準に適合しているホテルを指し、その水準により国際観光旅館と一般観光旅館とに分類される。2014年12月末現在、台北市内の国際観光旅館は25軒である。

出所：交通部観光局統計よりNRI作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

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



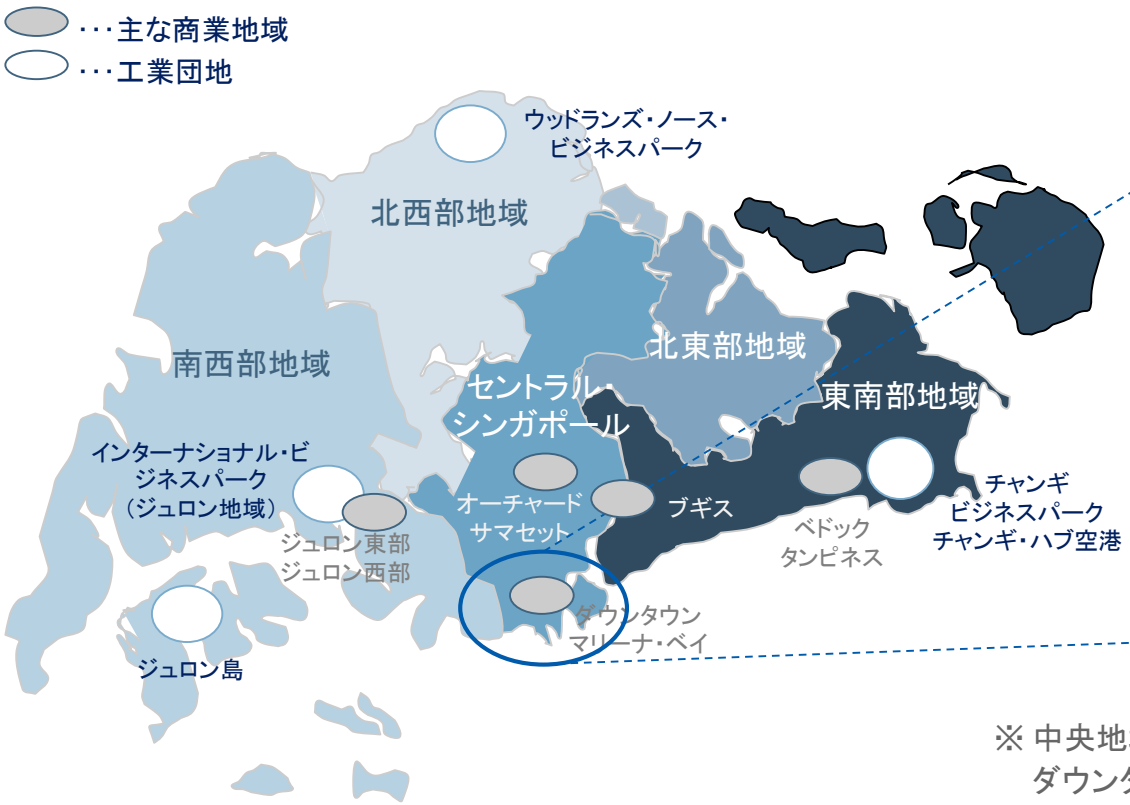
出所：交通部観光局統計よりNRI作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

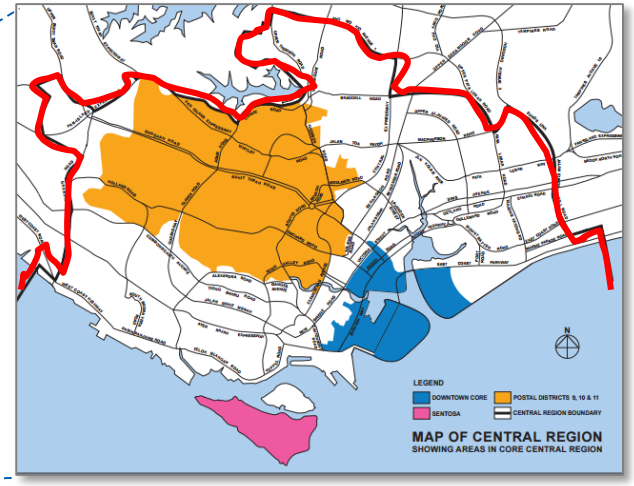
中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シンガポールの地域マップ



中央地域中心エリアと中央地域の残りのエリア



出所：URA

※ 中央地域中心エリアは、郵便区9、10、11の
ダウンタウン中心計画エリアとセントーサ（青、黄およびピンク）。
中央地域の残りは、赤線内の中央地域中心エリア以外のエリア。
中央地域外は、赤線の外側のエリア。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

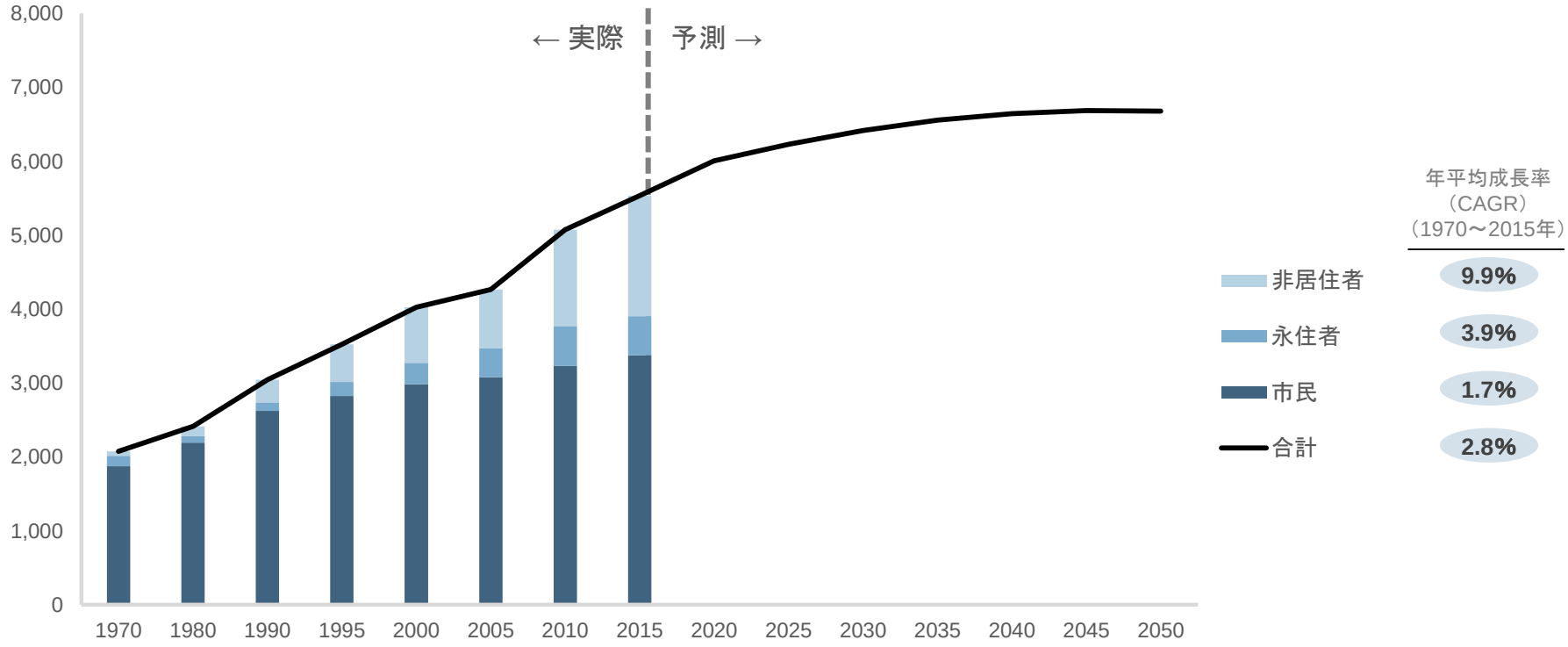
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シンガポールは開放的な移民政策を採用しており、これまで人口が急成長を遂げてきた。しかし同政策の引き締めに伴って人口増加が減速すると予想される

■ 非居住者と永住者の人口は1990年代から急増し始めたが、市民ベースの成長はシンガポールで市民権を取得する永住者によるところが大きい。

シンガポールの人口（千人）



※2016年から2050年までの人口増加の推定にあたっては、バランスの取れた適度の移民政策が採用されると仮定している。
※非居住者は、長期間シンガポールに居住しているが、永住権や市民権（例えばEPや就労許可証など）を保有していない人を含む。

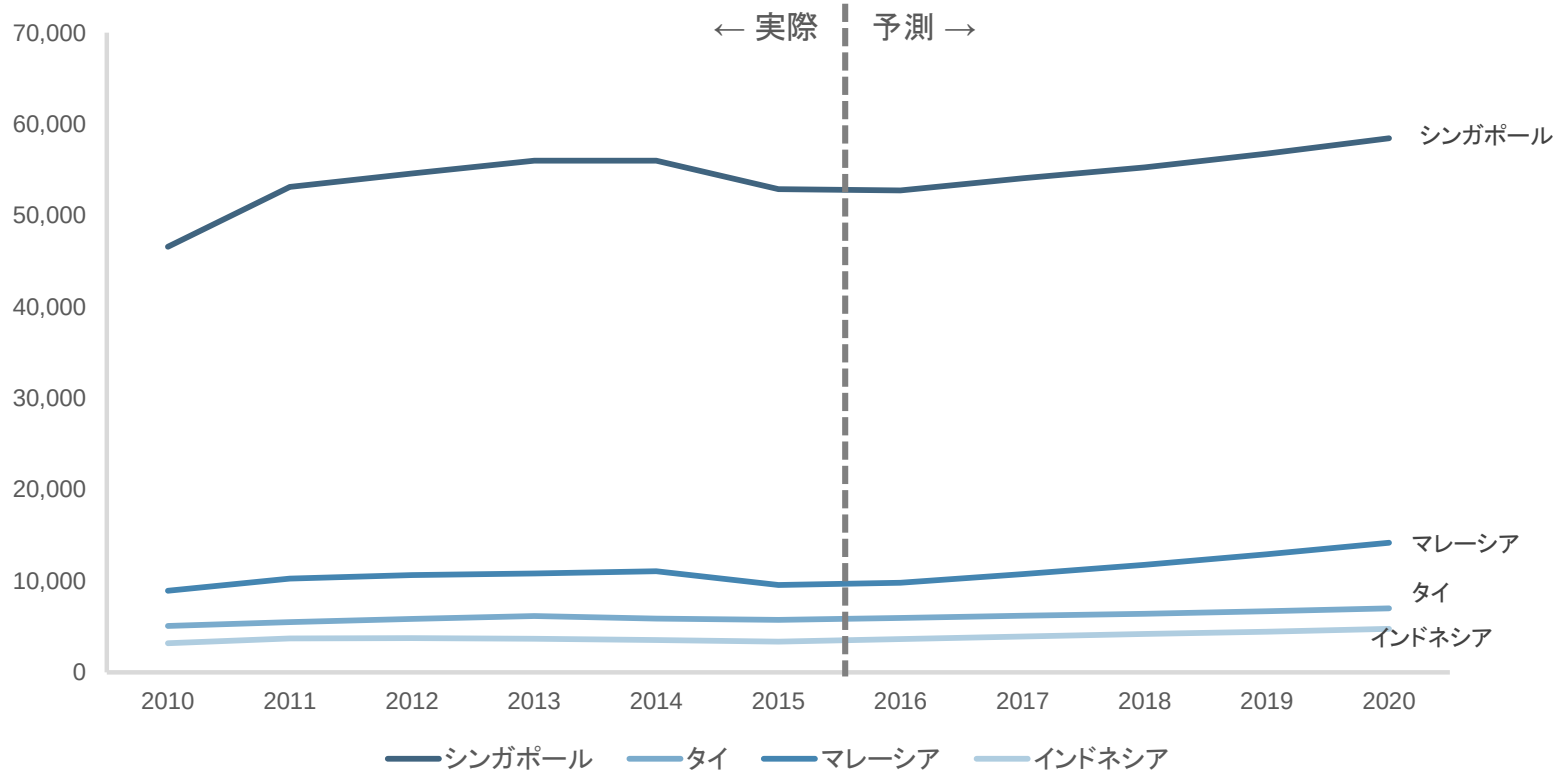
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール統計局および国連人口データに基づいてNRIが作成

シンガポールの１人当たりGDPは世界最高水準にあり、地域の近隣諸国をはるかに凌ぐ

■ 1人当たりGDPは2016～2020年も引き続き成長すると予想される。

1人当たり名目GDP（米ドル）



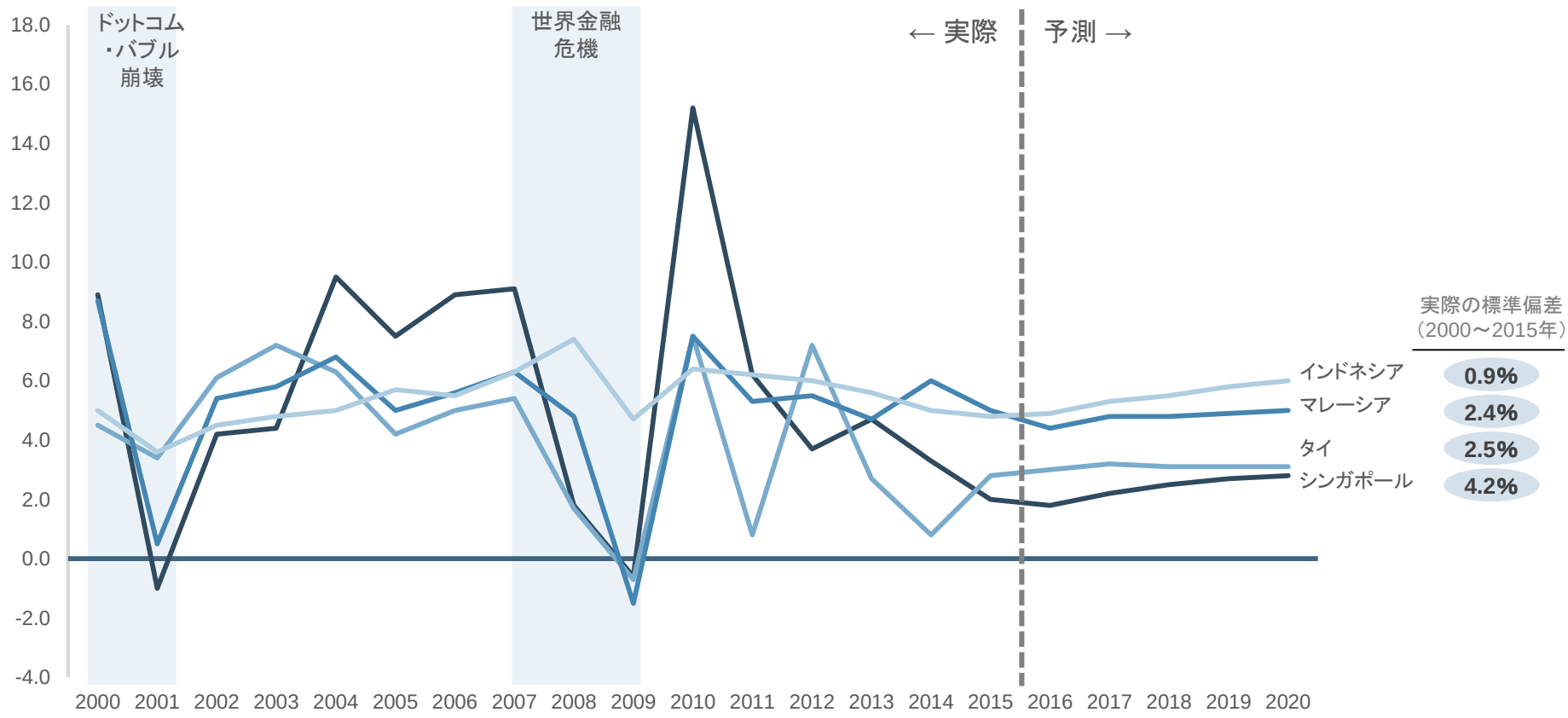
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：IMFに基づいてNRIが作成

１人当たりGDPが大きいにもかかわらず、シンガポールの成長率は経済の開放性が原因で不安定なままである

■ シンガポール経済はグローバルな景気循環と密接に結びついており、景気循環がGDP成長率に与える影響がより顕著。

主要国の実質GDP成長率（%）



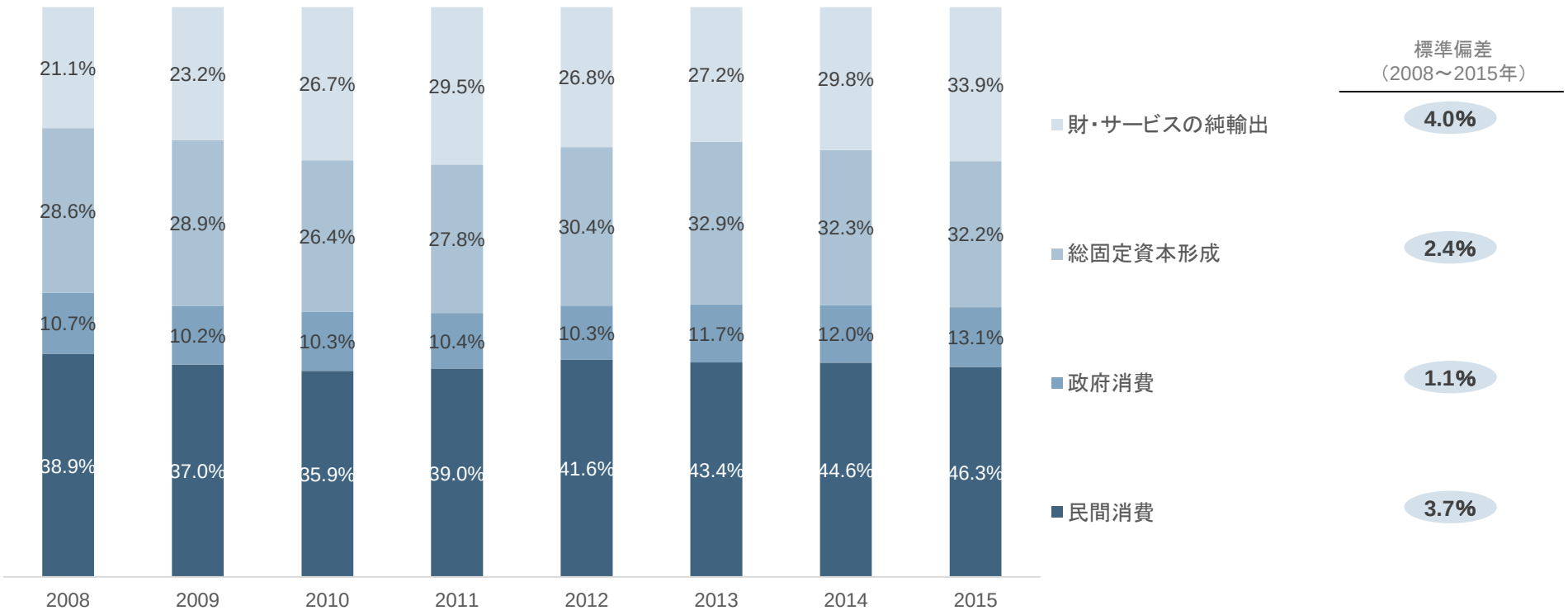
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：IMFのデータに基づいてNRIが作成

2015年には財・サービス輸出自体がGDP全体の3分の1を占め、GDPの最も不安定な構成要素となっていることを考えれば、これは意外なことではない

■ 国内消費と国外消費（財・サービスの純輸出）の両方が不安定であり、経済成長期と景気後退期に大きく変動している。

支出別に見た対GDP比（%）



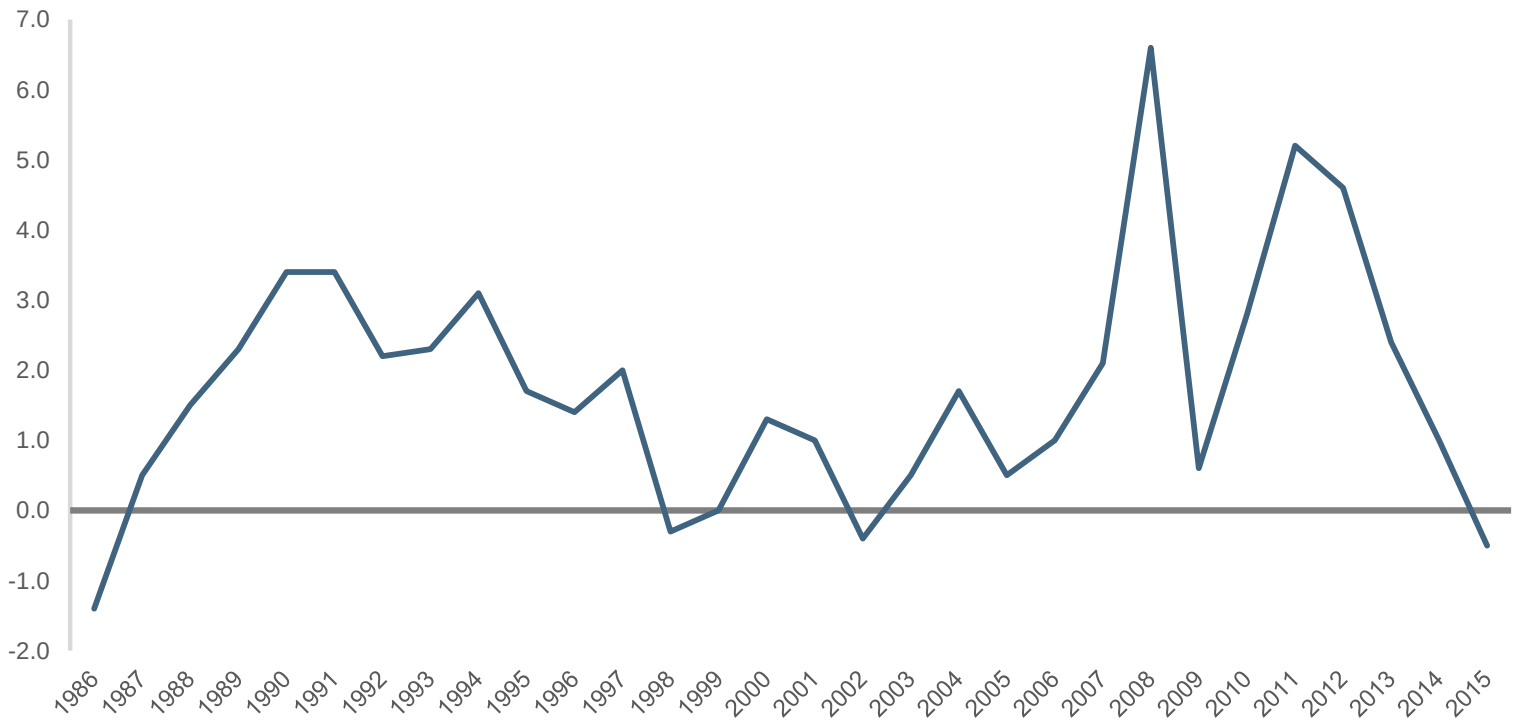
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール統計局に基づいてNRIが作成

2015年の消費者物価指数(CPI)成長率は、油価・住宅費・輸送費が下落した結果、わずかにマイナス圏に沈んだ

- 公営住宅(HDB)の新規供給と受給権証明書(自動車の所有に必要)のおかげで住宅費・輸送費が抑えられているため、インフレ率は2016年も低水準にとどまると予想される。

シンガポールのCPIの前年比増減率(%)



Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所:IMFのデータに基づいてNRIが作成

シンガポール・ドルは全般的に上昇傾向にあり、物価の安定を維持する手段として中央銀行が非常に密接に調整・監視している

■ シンガポール・ドルは非公表の通貨バスケットに連動しており、非公表の範囲内で管理フロート制に基づいて機能しており、変動性はさほど高くない。

シンガポール・ドルの名目実効為替レート（S$NEER）

※S$NEERは単一通貨ではなく通貨バスケットに対する為替レートを反映
※指数：1999年1月＝100

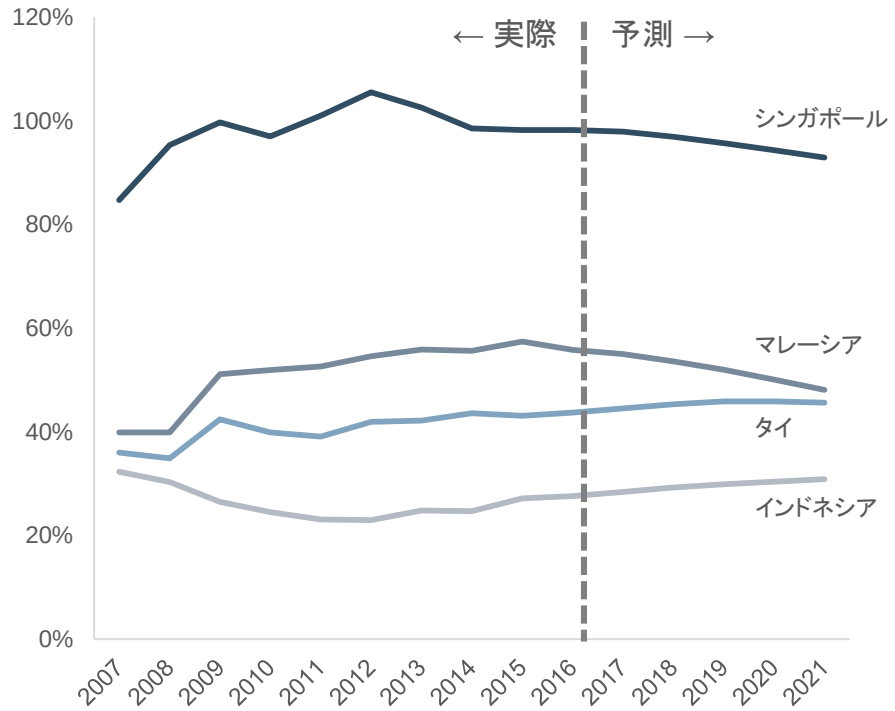
Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール金融管理庁に基づいてNRIが作成

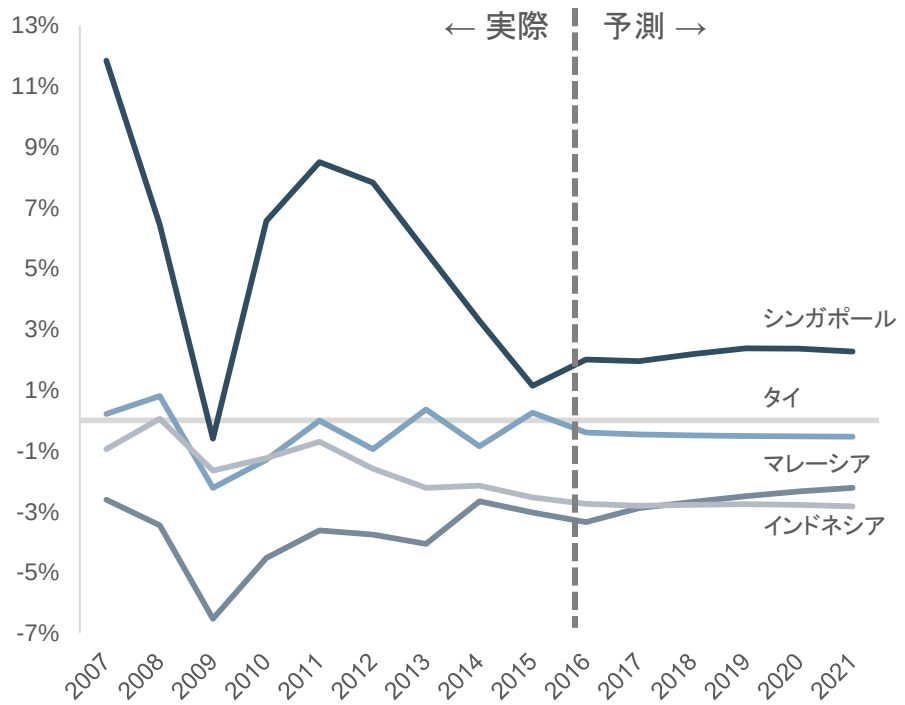
財政赤字が比較的多いにもかかわらず、シンガポールは依然として純債権国であり、国際格付機関からAAAの格付けを付与されている

- シンガポールは借金よりも資産のほうが多く、財政赤字ではない。
- そうではなく、政府は債務証券を発行するために借り入れている。これは国内債券市場で、他の法人債券に対してリスクフリーの基準を提供するために必要である。

財政赤字の対GDP比



基礎的財政収支の対GDP比（%）



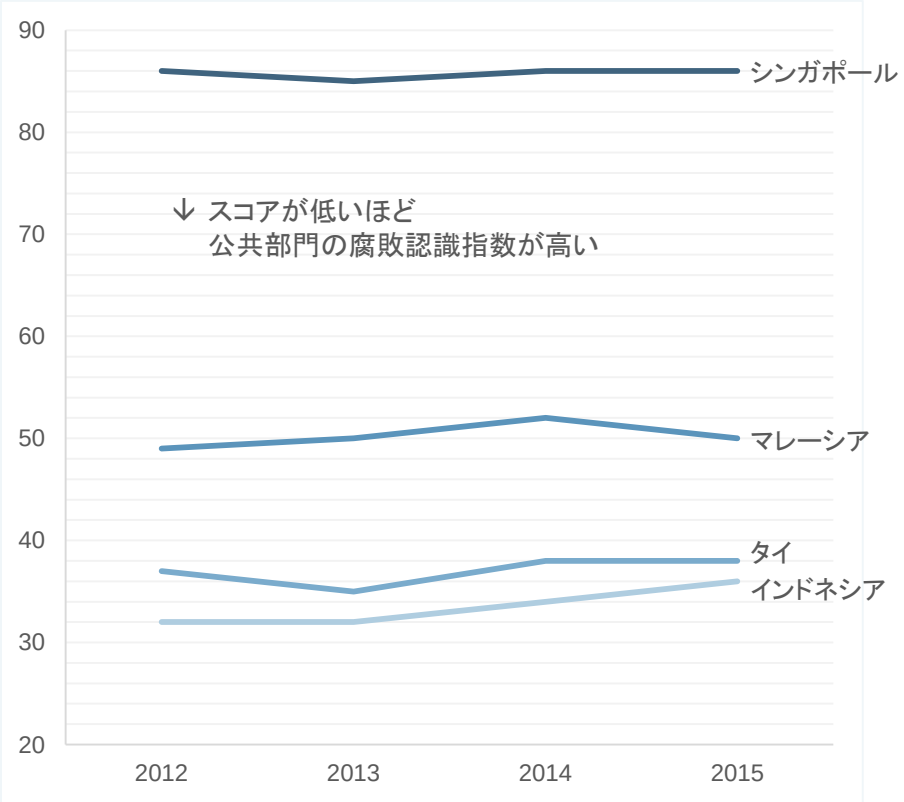
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：IMFのデータに基づいてNRIが作成

シンガポールは一貫して腐敗認識指数が最も低い10カ国に入っており、政治リスクは低水準を維持している

■ 政治リスクの低さは、シンガポールで事業・投資を促す環境作りに貢献している要因の1つである。

主要ASEAN諸国のトランスペアレンシー・インターナショナル腐敗認識指数の傾向（2015）



国際腐敗認識指数の上位10カ国
（順位が高いほどリスクが低い）

ランク	2013	2014	2015
1	デンマーク	デンマーク	デンマーク
2	ニュージーランド	ニュージーランド	フィンランド
3	フィンランド	フィンランド	スウェーデン
4	スウェーデン	ノルウェー	ニュージーランド
5	ノルウェー	スイス	オランダ
6	**シンガポール**	**シンガポール**	ノルウェー
7	スイス	オランダ	スイス
8	オランダ	インドネシア	**シンガポール**
9	オーストラリア	ルクセンブルク	カナダ
10	カナダ	カナダ	ドイツ

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

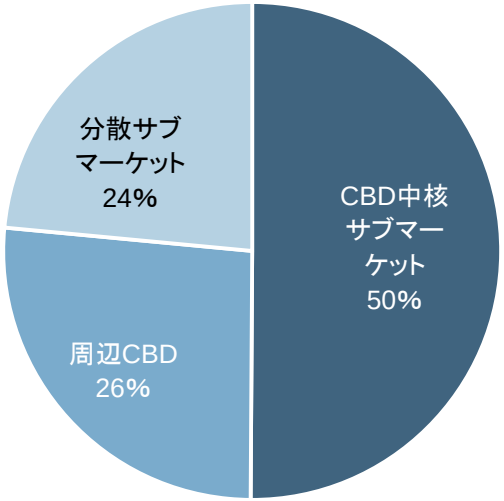
出所：トランスペアレンシー・インターナショナルのデータに基づいてNRIが作成

シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

既存のオフィスの76％が中央ビジネス地区（CBD）にある。シンガポール政府は質の高いオフィススペースのニーズに応えるために、CBDをマリーナ・ベイまで広げている

シンガポールのオフィス地域　2015年



CBD中核サブマーケット：
ラッフルズ・プレイス、シェントン・ウェイ、マリーナ・センター、マリーナ・ベイ

周辺CBD：
タンジョン・パーガー、ビーチ・ロード／シティー・ホール、オーチャード・ロード

分散サブマーケット：
アレクサンドラ／ハーバーフロント、トムソン／ノベナ、タンピネス、リバー・バレー

シンガポール中央ビジネス地区の主要オフィス地域

	敷地面積（ヘクタール）	総開発延べ床面積（百万m²）	総オフィス延べ床面積（百万m²）
ラッフルズ・プレイス	31	1.77	1.1
既存金融地区の拡張	85	4.15	2.82（推定）
新規開発	24	1.6	1.1（推定）

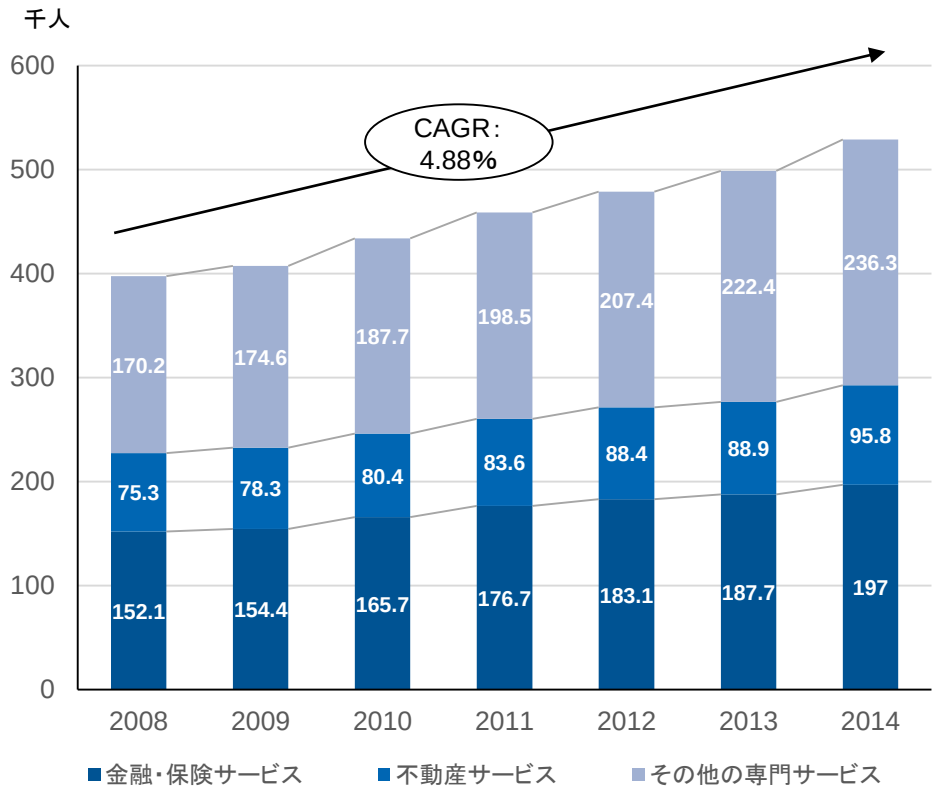
- 既存の中央ビジネス地区はラッフルズ・プレイス、シェントン・ウェイ、タンジョン・パーガーにある。
- 政府はシンガポールを有力な金融の中心地にするために、マリーナ・ベイまでの拡張によって金融センターの規模を現在の倍にする計画を立てている。
- 新たな開発が完了すれば、110万m²を超えるプレミアム・オフィススペースが生まれると予想される。

出所：都市再開発庁、基本計画、メイプルツリー・コマーシャル・トラスト

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

専門機関がオフィススペースの67％を占めている。専門サービス雇用は従前から着実に伸びており、オフィス市場の中長期的見通しは明るい

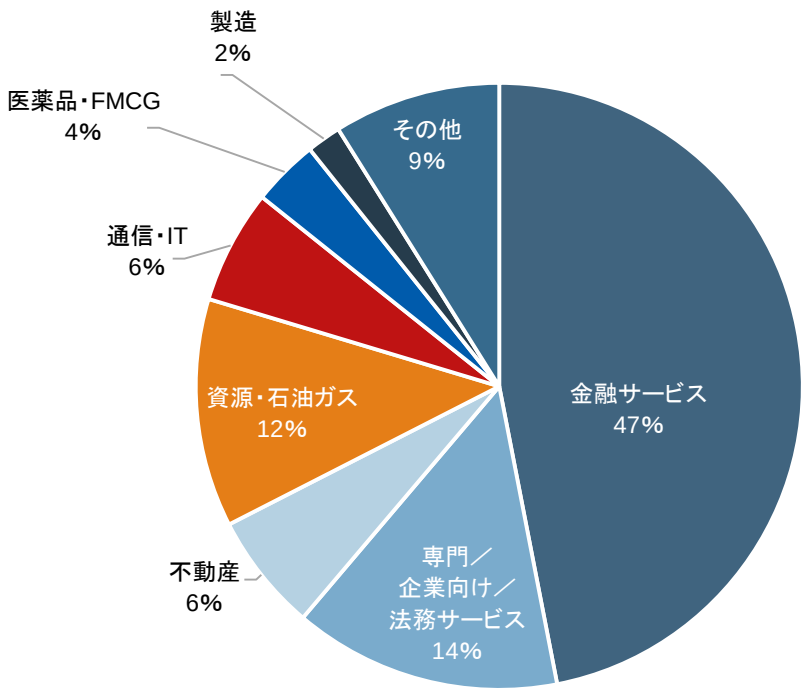
専門サービス産業による雇用



出所：労働省

シンガポールにおけるオフィスのテナントの概要

2006～2012年：純増

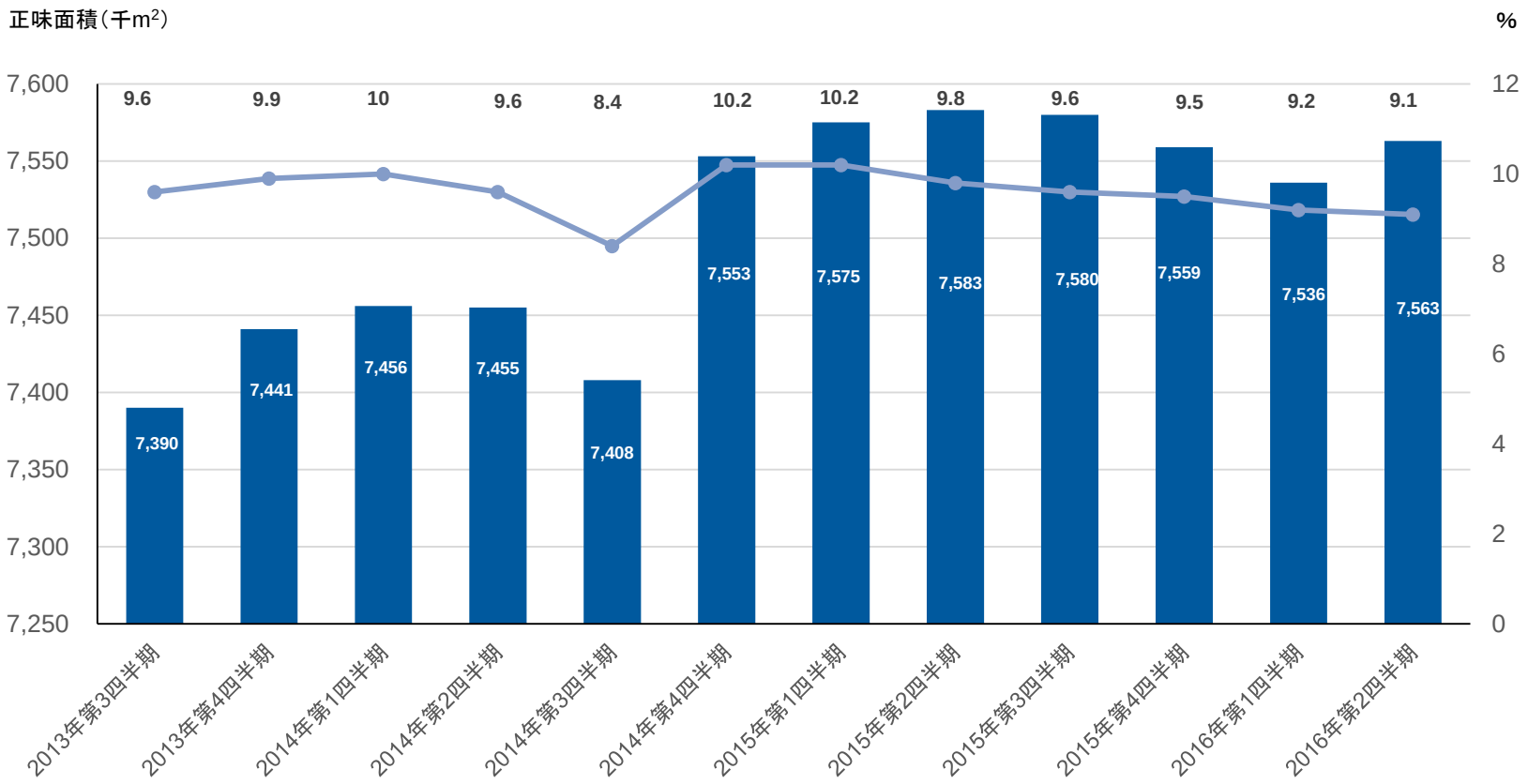


出所：ジョーンズ・ラング・ラサール

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

主要なオフィス開発が完了し、空室率は2014年第4四半期に約2％上昇した。その後は頭打ちとなり、2016年前半まで徐々に低下した

シンガポールにおけるオフィスのストックと空室率

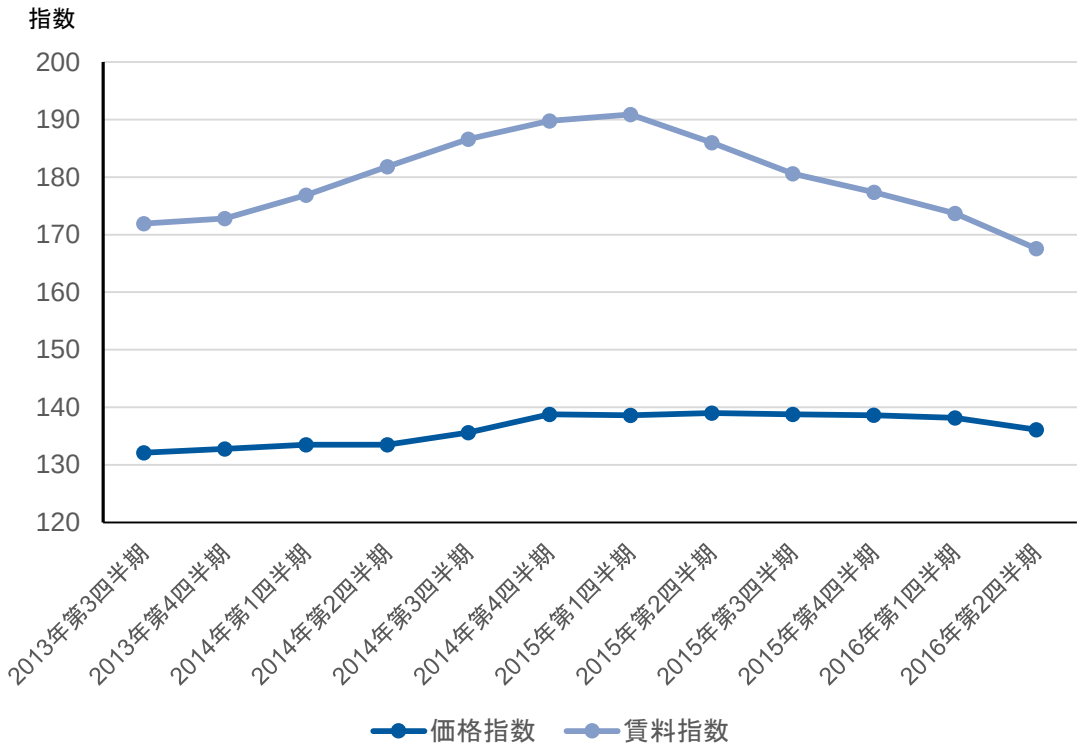


出所：都市再開発庁

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

前期末に供給が激増したため、オフィス賃料は15年第1四半期から低下傾向にある。オフィススペースの資本価値は、賃料の下落による下方圧力が原因で伸び悩んでいる

中央地域におけるオフィススペースの価格指数と賃料指数



- 2014年のシンガポールのオフィス賃貸市場は需給逼迫のおかげで好調だった。しかし2015年第1四半期以降、オフィス賃料の伸びは鈍化している。
- オフィス・ビルの価格は2015年第1四半期から停滞していたが、結局、賃貸市場の不振と供給の増加が原因で下落に転じている。

注:

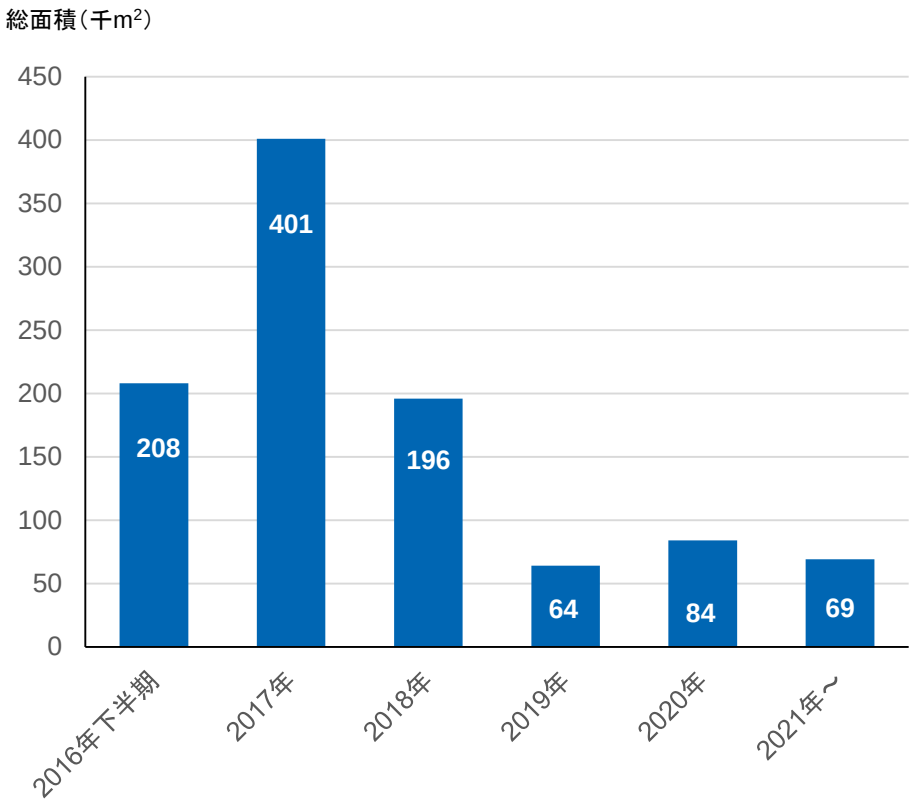
1) 価格指数は、オプション行使段階でシンガポール土地登記所に提出された利害関係通告（購入オプション行使後または売買契約締結後に、購入者が自己の利益を保護するために提出する法律文書）の情報をもとに作成。98年第4四半期の価格を指数の基準指標価格として利用している。
2) オフィススペースの賃料指数はシンガポール内国歳入庁（IRAS）から入手

出所：都市再開発庁

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

今後数年間、オフィススペース供給は需要の増加を上回るペースで伸びると予想される。空室率に対する圧力が強まると予想される

シンガポールにおけるオフィススペースのパイプライン供給



出所：都市再開発庁

- 2015年第2四半期から2018年第4四半期までに供給されたオフィスの52.8%が中核CBD、31.1%が周辺CBD、残りが分散サブマーケットにある。
- 将来の供給の5分の1前後が空間所有権の登記に基づいて販売されている。つまり、より手ごろな価格の小規模な個別オフィススペース・ユニットを探している投資家の投資機会が広がるということである。

不動産	総オフィス延べ床面積（千m²）	予想完成年
マリーナ・ワン	1,880	2016
グオコ・タワー	850	2016
デュオ	570	2016
5シェントン・ウェイ	280	2016
ロビンソン・タワー	220	2017
ビジョン・エクスチェンジ	500	2017
オックスリー・タワー	110	2017
アーク380	100	2017
フレーザーズ・タワー	650	2018

出所：メイプルツリー・コマーシャル・トラスト

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

オフィス投資市場は、中・長期的利益を求める投資家を引きつけ続けている

オフィス市場における最近の大型投資

不動産	取引金額（シンガポール・ドル）	買主	売主	取引年
アジア・スクエア・タワー1	33億8,000万	カタール投資庁	ブラックロック	2016
キャピタグリーン（利権の60%）	9億6,030万	キャピタランド・コマーシャル・トラスト		2016
ストレイツ・トレーディング・ビルディング	5億6,000万	マヤパダ・グループ	サン・ベンチャー・グループ	2016
78シェントン・ウェイ	3億150万	アルファ・インベストメント・パートナーズ	コマーシャル・リアル	2016
AXAタワー	11億8,000万	ペレニアル・リアル・エステート	ブラックロック	2015
CPFビルディング	5億5,000万	アセンダス・ランド		2015
セントラル・モール（オフィス・タワー） 7&9タンピネス・グランデ・ マニュライフ・センター	2億1,800万 3億6,600万 4億8,750万	アルファ・インベストメント・パートナーズ シティー・デベロップメンツ・リミテッド		2015

出所：コリアーズ・インターナショナル、ジョーンズ・ラング・ラサール、公開情報

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

オフィス投資市場は、中・長期的利益を求める投資家を引きつけ続けている

オフィス市場における最近の大型投資

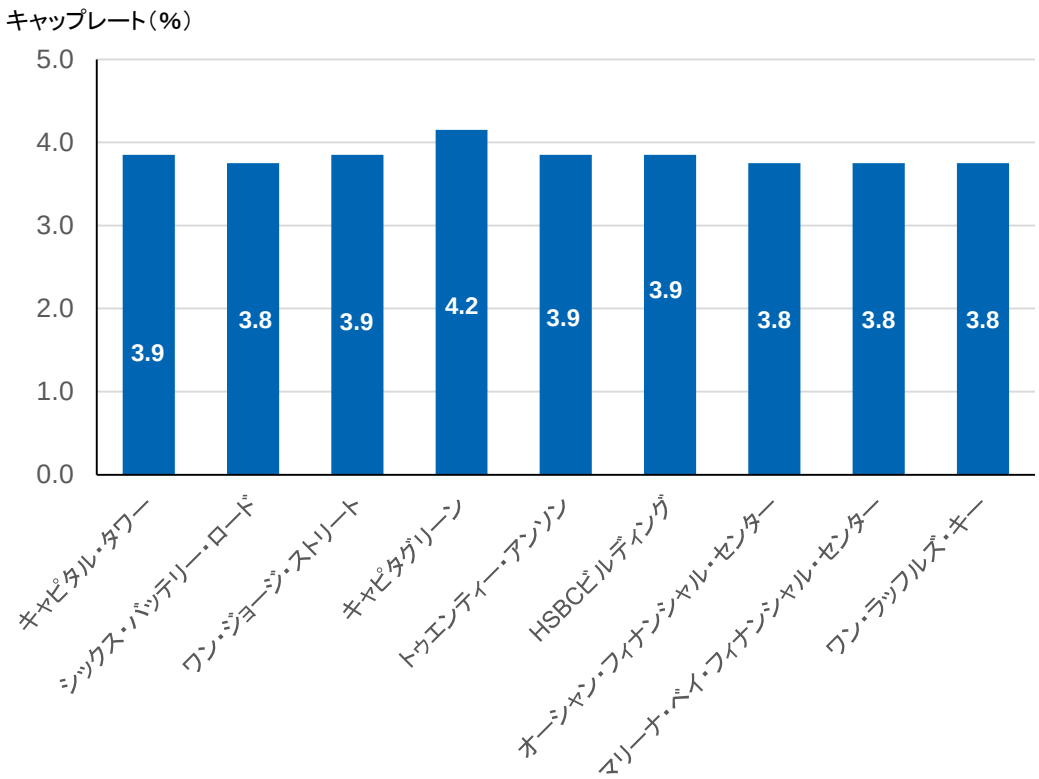
不動産	延べ床面積（m²）	取引金額（シンガポール・ドル）	買主	売主	取引年
アジア・スクエア・タワー1	246,476	33億8,000万	カタール投資庁	ブラックロック	2016
キャピタグリーン（利権の60%）	82,003	9億6,030万	キャピタランド・コマーシャル・トラスト		2016
ストレイツ・トレーディング・ビルディング	18,565	5億6,000万	マヤパダ・グループ	サン・ベンチャー・グループ	2016
78シェントン・ウェイ	33,000	3億150万	アルファ・インベストメント・パートナーズ	コマーシャル・リアル	2016
AXAタワー	95,690	11億8,000万	ペレニアル・リアル・エステート	ブラックロック	2015
CPFビルディング	55,742	5億5,000万	アセンダス・ランド		2015
セントラル・モール（オフィス・タワー） 7&9タンピネス・グランデ・ マニュライフ・センター	12,206 26,687 22,441	2億1,800万 3億6,600万 4億8,750万	アルファ・インベストメント・パートナーズ シティー・デベロップメンツ・リミテッド		2015

出所：コリアーズ・インターナショナル、ジョーンズ・ラング・ラサール、公開情報

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年のCBD地域におけるオフィスのキャップレートは平均約3.8％だった

CBDにおけるオフィスのキャップレート



出所：キャピタランド・コマーシャル・トラスト2015年アニュアル・レポート、ケッペルREIT2015年アニュアル・レポート

シンガポールのオフィスREIT

REIT	資産の種類	投資不動産
キャピタランド・コマーシャル・トラスト	• オフィス（68%） • 小売用不動産（19%） • ホテルおよびコンベンションセンター（13%） ※総賃貸料収入による	• キャピタル・タワー • シックス・バッテリー・ロード • ワン・ジョージ・ストリート • ラッフルズ・シティー・タワー • キャピタグリーン • トゥエンティー・アンソン • HSBCビルディング
ケッペルREIT	• オフィス	• オーシャン・フィナンシャル・センター • マリーナ・ベイ・フィナンシャル・センター • ワン・ラッフルズ・キー • ブギス・ジャンクション・タワーズ

- キャピタランド・コマーシャル・トラスト、ケッペルREIT、フレーザーズ・コマーシャル・トラスト、サンテックREIT、OUEコマーシャルREITが、シンガポールの主要オフィスREITである。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

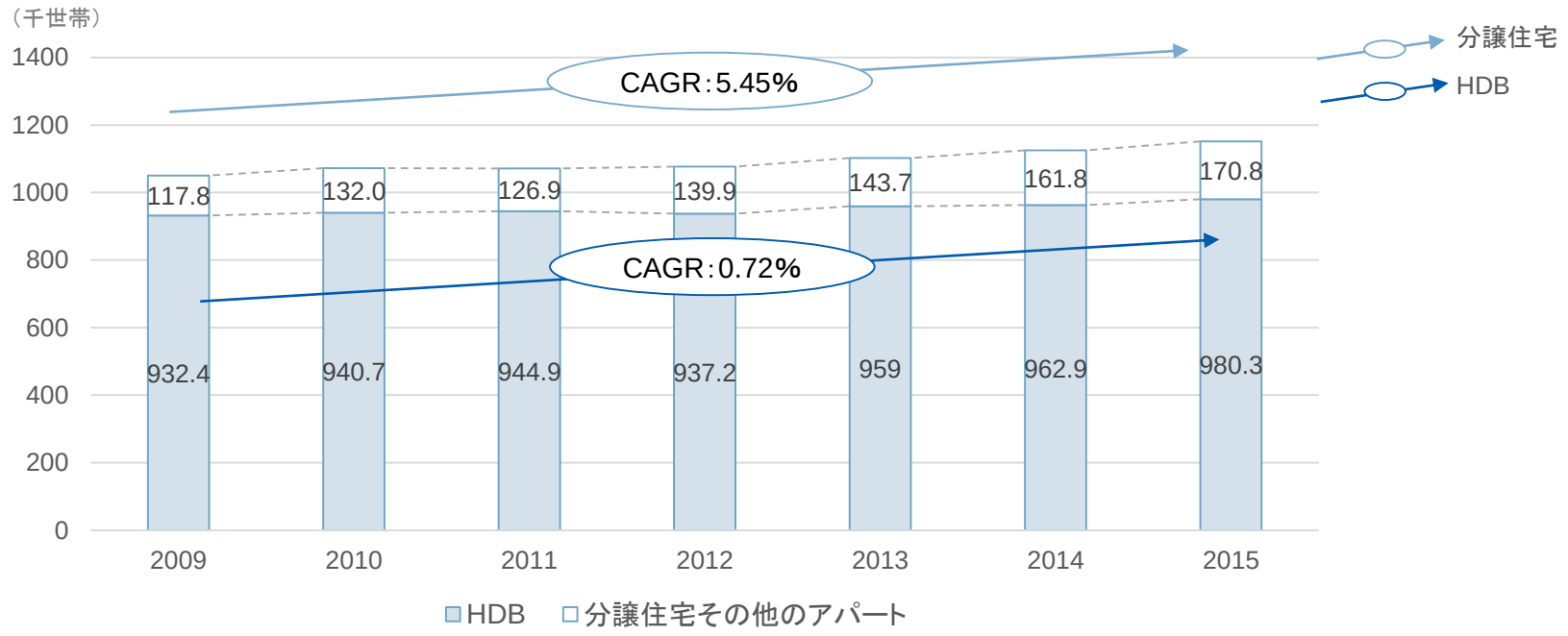
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

分譲住宅その他のアパートに居住する世帯は長年の間に増えているが、HDB住宅に住んでいる世帯の割合は過去5年間に徐々に減少している

- 分譲住宅市場のCAGRはHDBよりはるかに高い。
- 外国人に制限を課す1973年居住用財産法によって、外国人はHDBを購入することができない。

シンガポールにおける住宅の種類別に見た世帯数



HDB：住宅開発庁、シンガポールの公営住宅

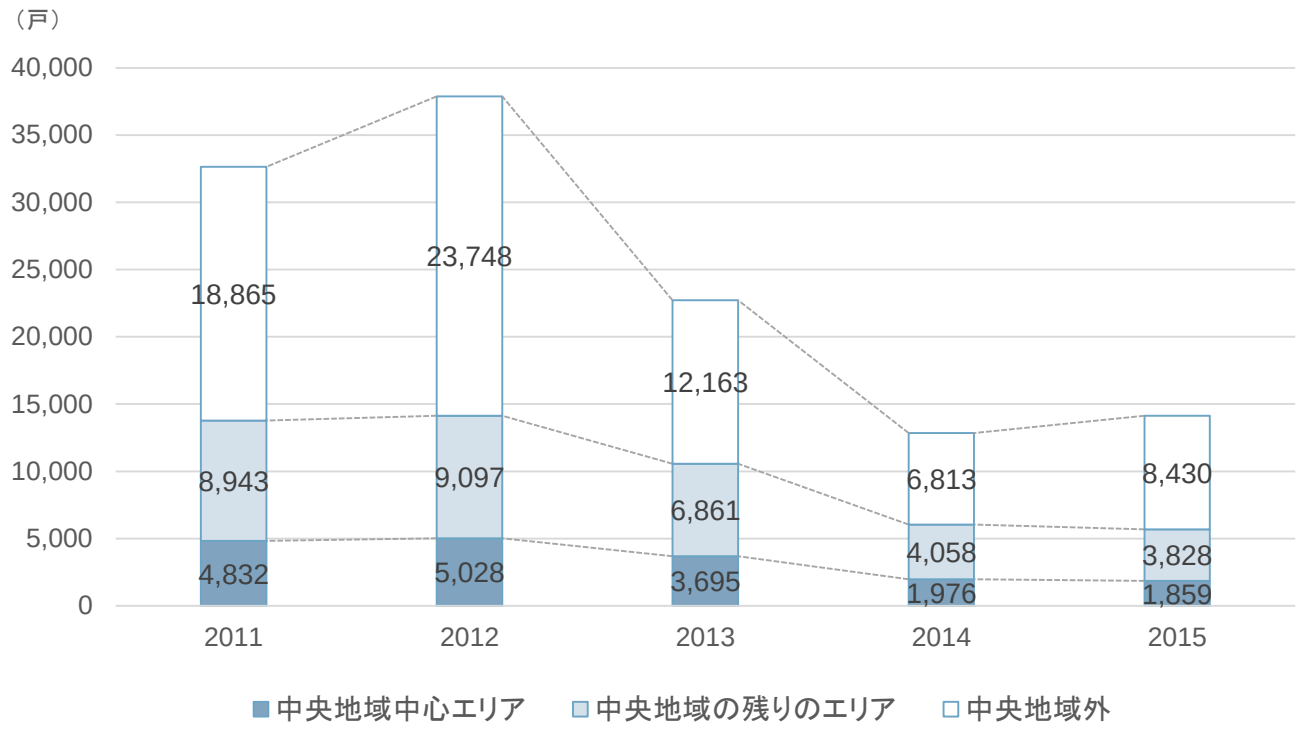
出所：シンガポール統計局に基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2013年以降、不動産過熱抑制策が原因で民間住宅ユニットへの需要が激減した

- 2012年から2014年にかけて、中央地域外での住宅取引は約50%減少した。
- 2013年に全債務返済比率（DSR）の上限を80%から60%へ引き下げ、住宅ローン返済比率（MSR）に30%の上限を導入するなど、不動産過熱抑制策がいくつか実施され、売買取引件数に悪影響が及んだ。

地域別に見た民間住宅ユニットの売買取引件数



出所：URAに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

民間住宅取引件数が激減した原因は、DSRとMSRの上限強化に加えて、2013年に民間住宅投資に厳しい制限が導入されたことである

- 2軒目以降の居住用財産を購入する際の最低頭金は10%から25%に増加している。
- 外国人は住宅販売価格の15%のABSDを支払う義務を負う。

2013年の民間住宅投資に対する政府制限の変更

	1軒目	2軒目	3軒目
LTV上限※	80%または60%※	60%または40%※ ⇒ 50%または30%※	60%または40%※ ⇒ 40%または20%※
最低頭金	5%（80%のLTV） 10%（60%のLTV）	10% ⇒ 25%	10% ⇒ 25%
BSD	最初の18万ドルは1% 次の18万ドルは2% 残りは3%		
ABSD（シンガポール市民）	適用なし	適用なし ⇒ 7%	3% ⇒ 10%
ABSD（外国人）	10% ⇒ 15%		

LTV：融資比率
BSD：購入印紙税
ABSD：追加購入印紙税
※ローン期間が30年を超える場合または65歳以降も続く場合

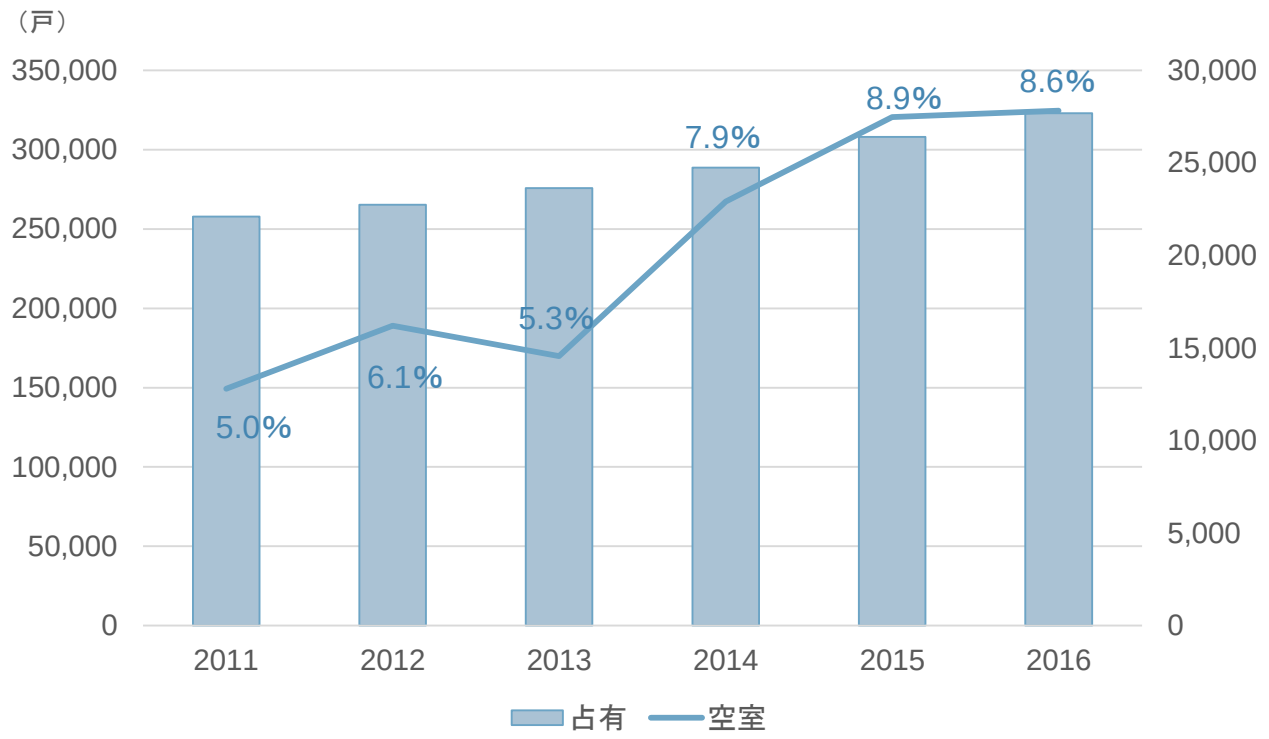
出所：IRASおよびMASに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2013年から2014年にかけて、空室率は2011～2013年に比べて大幅に上昇した

■ 2013年から2014年にかけて、空室率は2011～2013年に比べて大幅に上昇した。

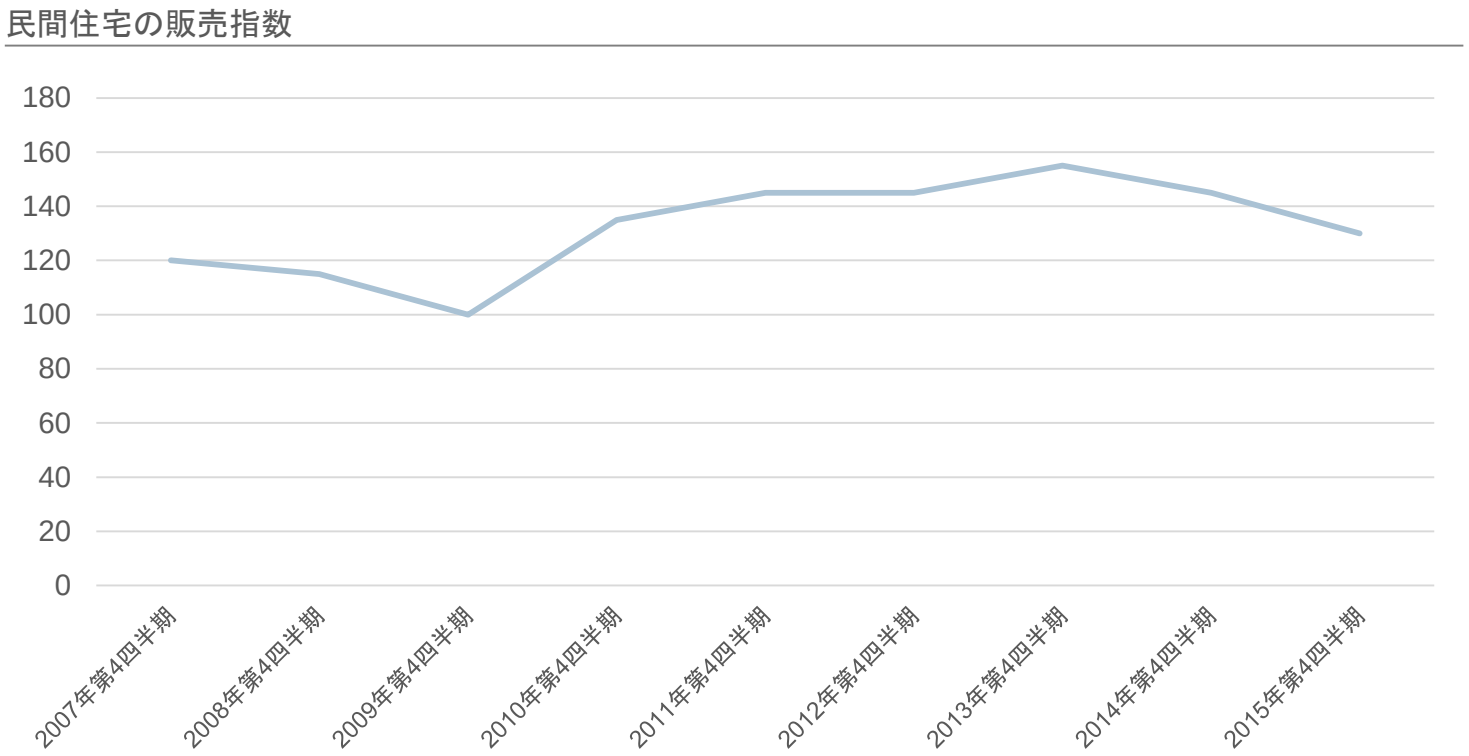
民間住宅ユニットの現在のストックと空室（高級分譲住宅を含む）



出所：URAに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2013年は過去数年間よりも空室率が高かったため、販売価格指数は徐々に低下した



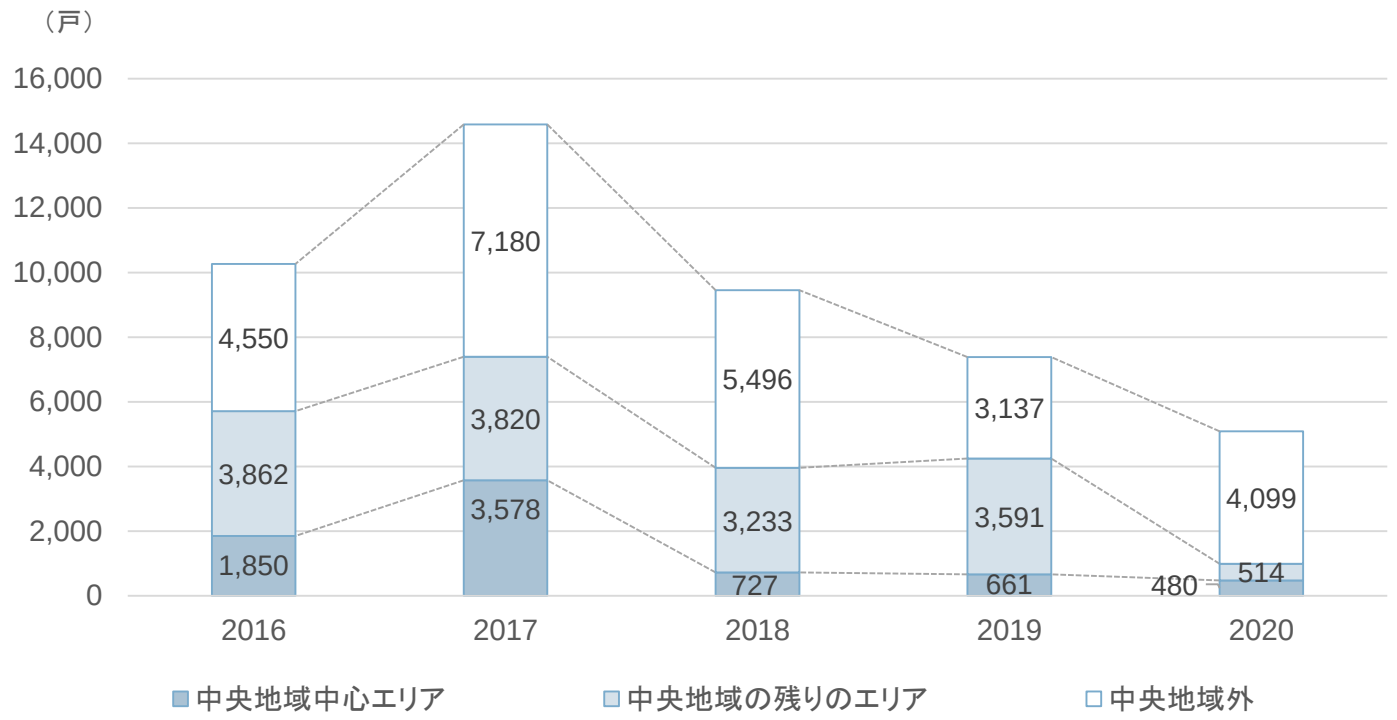
出所：URAに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

向こう5年間は中央地域外の供給が最も多くなると予想される

- 民間住宅ユニットは今後数年間に増加すると見てよい。
- 中央地域中心エリアでは新しい民間住宅ユニット数が減少しているようである。

民間住宅ユニットのパイプラインにおける供給

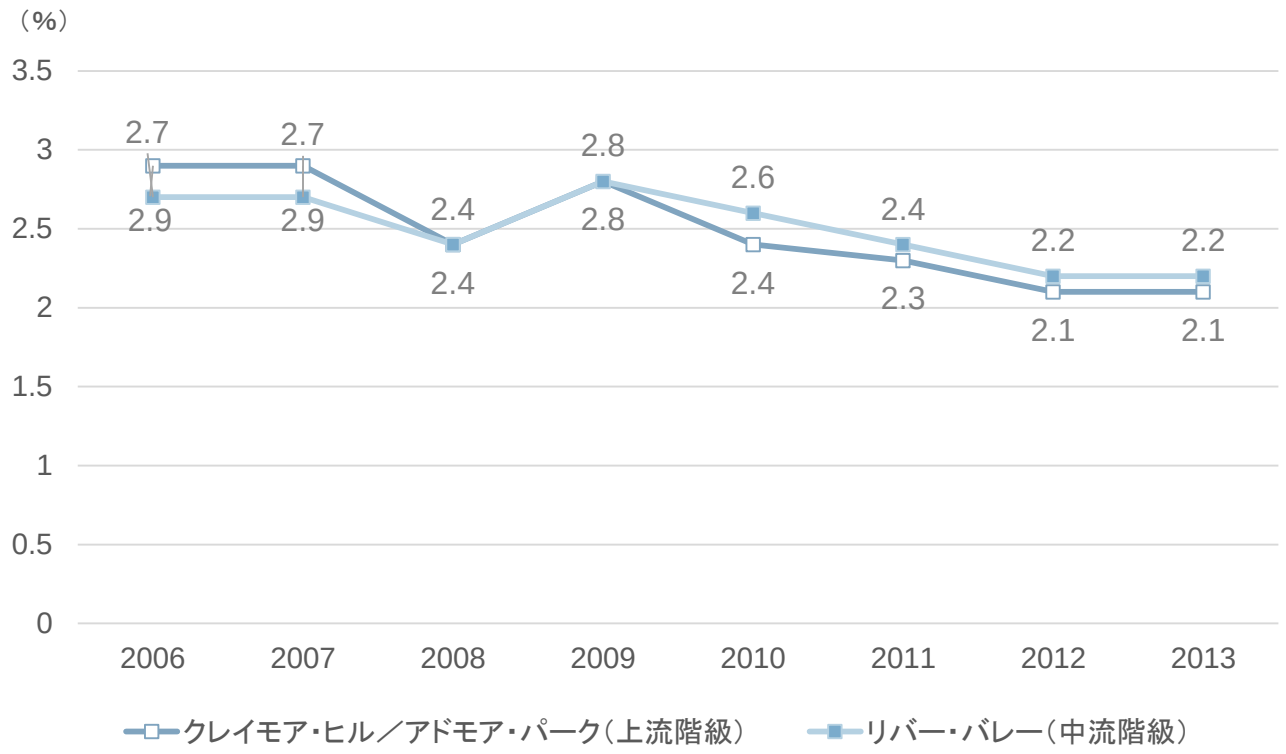


出所：URAに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

キャップレートは空室率の上昇が原因で低下している

上流階級と中流階級のキャップレート



出所：日本不動産鑑定士協会連合会に基づいてNRIが作成

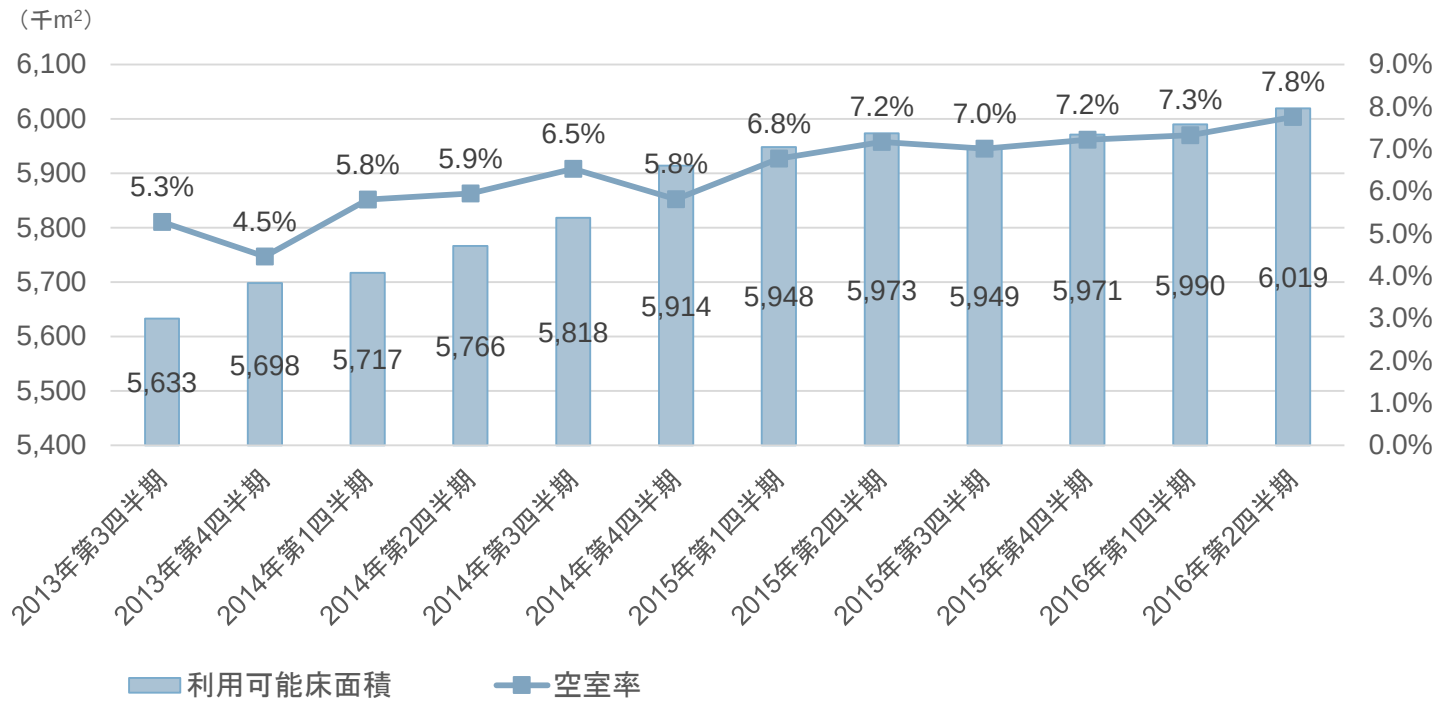
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

空室率の上昇を受け、2015年第1四半期以降、利用可能床面積が徐々に増加している

小売用不動産の利用可能床面積と空室率



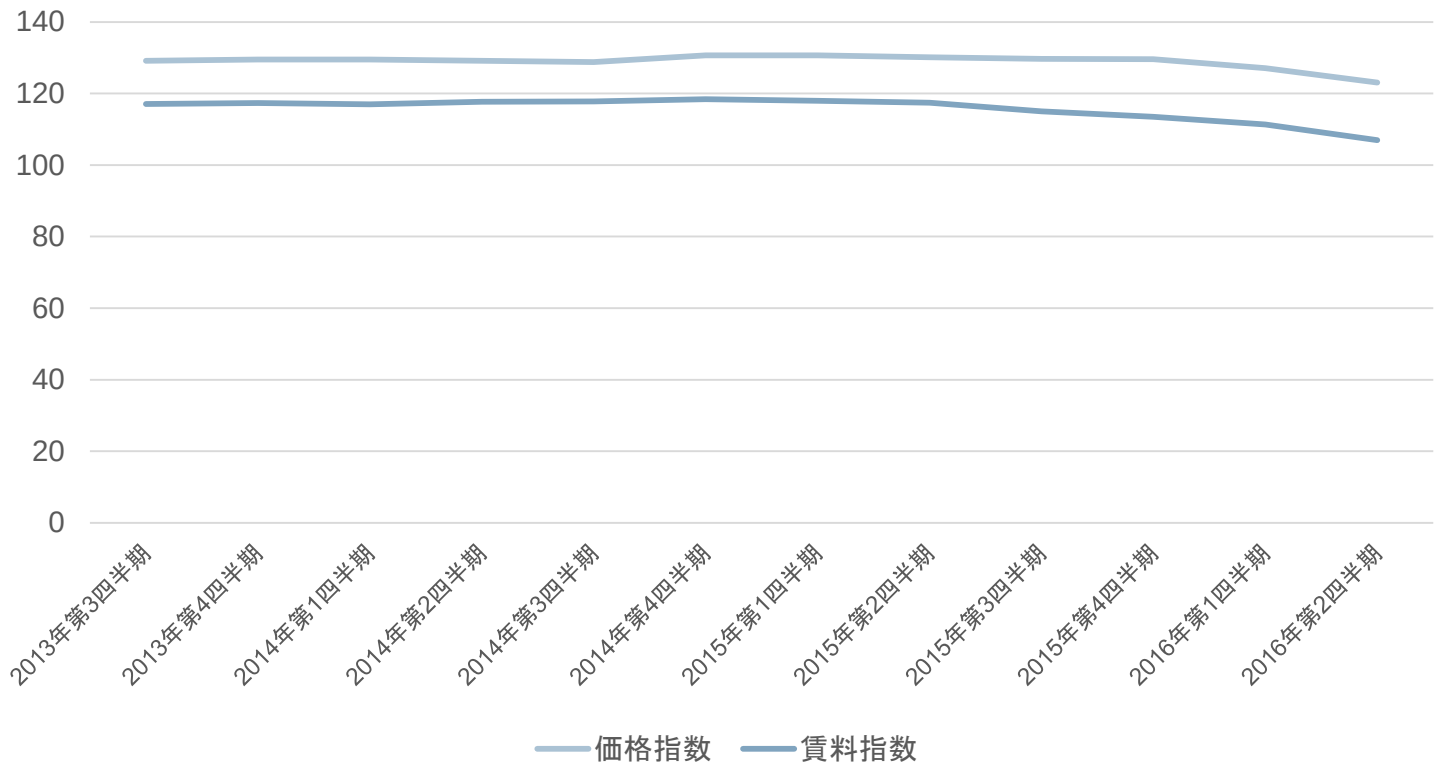
出所：URAに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

小売スペースの価格指数と賃料指数は、2015年の全四半期に空室率が高かったことから低下している

■ 小売スペースの価格は2014年まで安定していたが、需要減速に伴い空室率が上昇しており、両指数に影響を与えている。

中央地域における小売スペースの価格指数と賃料指数



出所：URAに基づいてNRIが作成

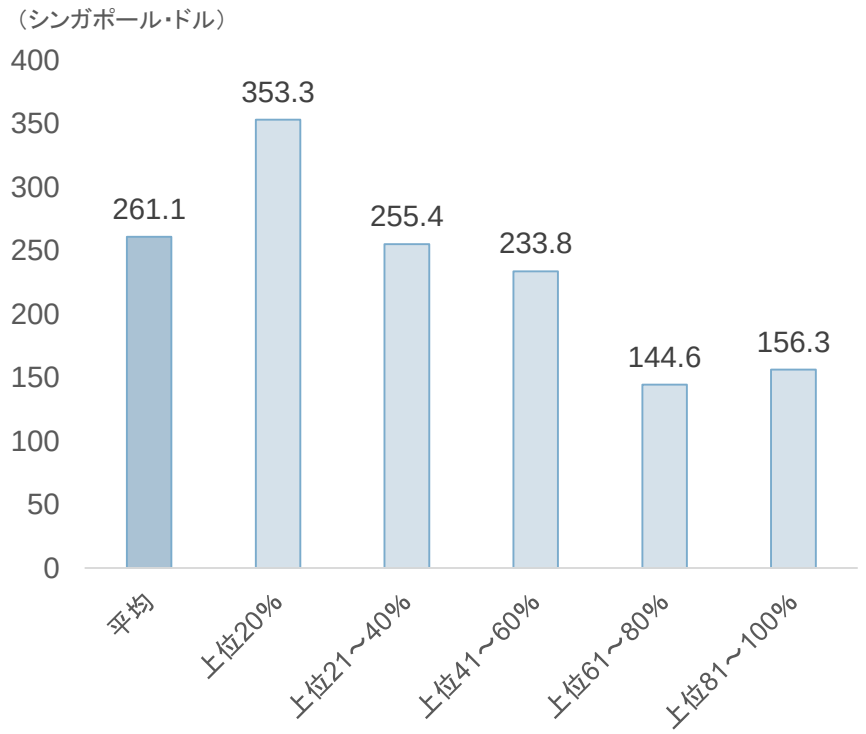
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

以前は店舗で買い物をしていた消費者が、今ではオンラインショッピングへの移行を選ぶようになったため、実店舗への需要が減少している

■ シンガポールでは、インターネットを利用しやすく、モバイル機器が広く普及し、政府がオンライン小売業者を強力に支援しているおかげで、消費者はわざわざショッピングセンターまで行かずにオンラインで買い物をするようになっている。

東南アジアのEコマース市場規模と所得階層別に見たシンガポールのオンラインショッピング月平均額

	2015		2025（推定値）	
	小売り売上高（十億米ドル）	小売り売上高に占めるEコマース売上高の割合	小売り売上高（十億米ドル）	小売り売上高に占めるEコマース売上高の割合
シンガポール	48	2.1%	81	6.7%
マレーシア	91	1.1%	152	5.4%
タイ	113	0.8%	202	5.5%
ベトナム	67	0.6%	160	4.7%
フィリピン	100	0.5%	206	4.7%
インドネシア	238	0.6%	575	8.0%

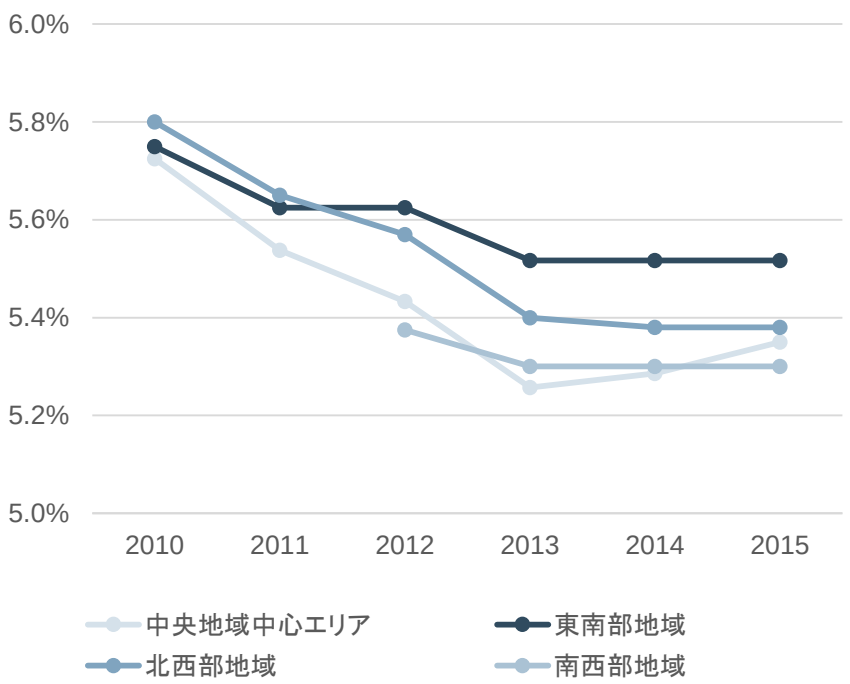


出所：グーグル、テマセクおよびシンガポール統計局に基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シンガポールの主要ショッピングセンターのキャップレートによると、東南部地域のキャップレートが最も高い

中央地域中心エリアとその他の地域の小売用不動産キャップレート



キャップレート計算対象のショッピングセンター一覧

中央地域中心エリア
ジャンクション8、アトリウム、ブギス＋、クラーク・キー、パラゴン、ウィスマ・アトリア、ニー・アン・シティー、ブギス・ジャンクション、プラザ・シンガプーラ

東南部地域
タンピネス・モール、ベドック・ポイント、チャンギ・シティー・ポイント

北西部地域
ブキット・パンジャン・プラザ、コーズウェイ・ポイント、ノースポイント、ロット・ワン・ショッパーズ・モール、ユー・ティー・ポイント

南西部地域
ジェイキューブ、クレメンティ・モール

※ジェイキューブとクレメンティ・モールはそれぞれ2011年、2012年にオープンしたため、2010年と2011年のデータはない。

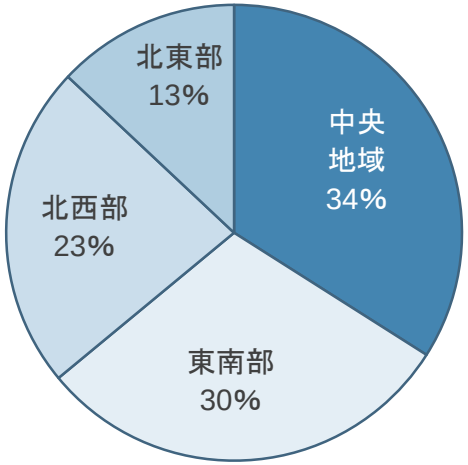
出所：キャピタル・ランド・フレーザーズ・センターポイントおよびSPH REITに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

小売用不動産の新規供給は郊外、特に中央地域外で発生し、中央地域外の小売用不動産の大部分が東部地域に集中する

■ これは労働機能と生活機能を中央地域外に分散させる政府の戦略「Work-Live-Play」ソリューションに沿っている。

2016～2018年における将来の小売用不動産供給の地域別比率とシンガポールの5大パイプライン



（m²ベースの割合（%））

プロジェクト名と実施場所	地域	ディベロッパー名	延べ床面積	最終TOP予想年
ホテル／小売用不動産開発、エアポート・ブルバード	南部地域 東部地域	チャンギ空港グループ社	90,000m²	n.a.
ノースポイント・シティー、イーシュン・セントラル1	北西部地域	ノース・ジェム・ディベロップメント社／FCノース・ジェム・トラスティー社	39,050m²	2018
既存シンガポール・ポスト・センターの追加／変更と拡張、ユーノス・ロード8	東南部地域	シンガポール・ポスト・リミテッド	25,000m²	n.a.
ヒリオン・モール、ジェレブ・ロード	北西部地域	シム・リアンJV（BPリテール）社／シム・リアンJV（BP）社	20,490m²	n.a.
チャンギ空港ターミナル4のオフィス／小売用不動産開発、エアポート・ブルバード	東南部地域	チャンギ空港グループ（S）社	19,710m²	n.a

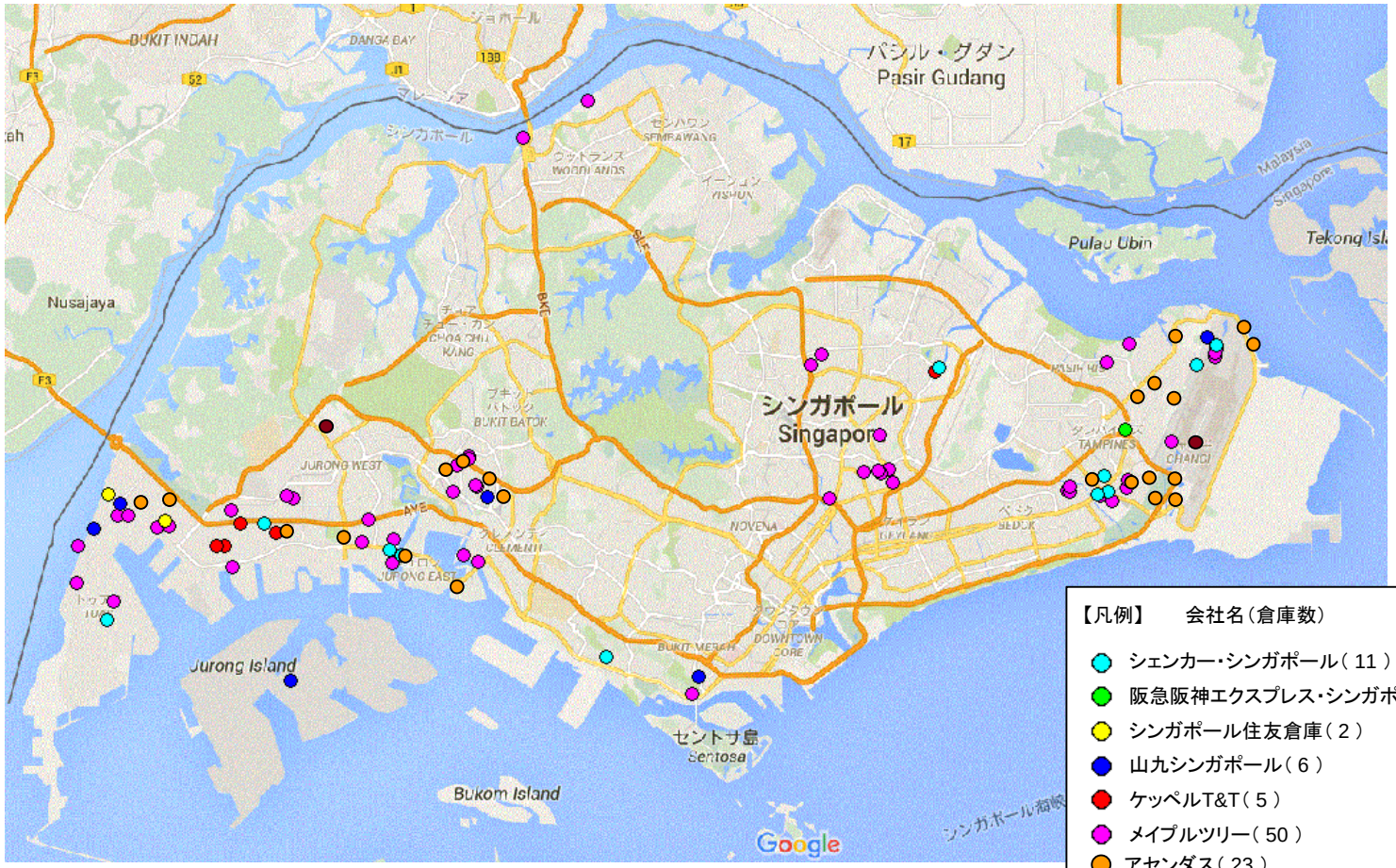
出所：URA、IEシンガポール、DBSに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

倉庫スペースのほとんどがシンガポールの東部・西部地域にある



【凡例】　会社名（倉庫数）

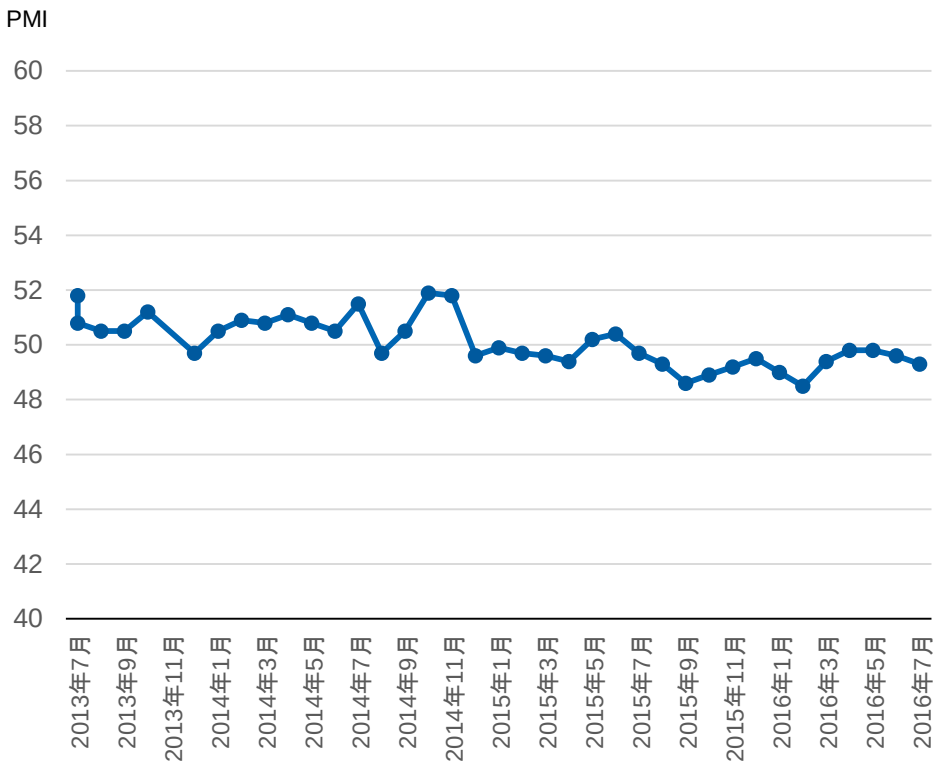
- シェンカー・シンガポール（11）
- 阪急阪神エクスプレス・シンガポール（1）
- シンガポール住友倉庫（2）
- 山九シンガポール（6）
- ケッペルT&T（5）
- メイプルツリー（50）
- アセンダス（23）
- 近鉄エクスプレス（2）

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：グーグル・マップ、公開情報に基づいてNRIが作成

2015年6月から13カ月間、製造活動が縮小している工業用地市場の状況は今後も厳しいと予想される

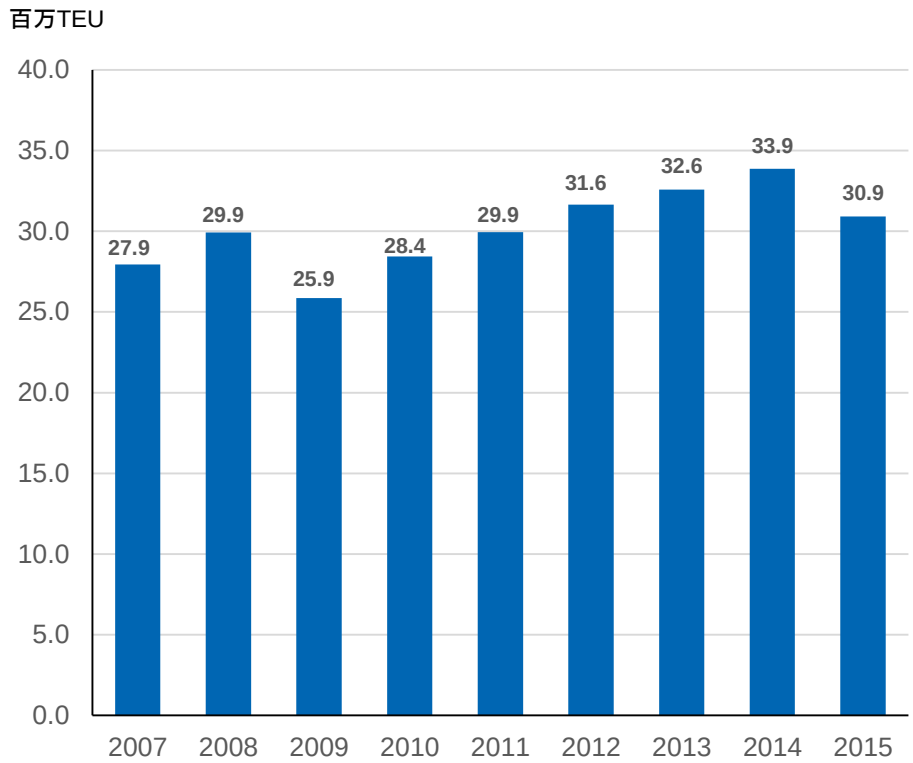
シンガポール購入担当者指数（PMI）



注：シンガポールPMIは製造業部門の業績の測定基準であり、生産会社400社の調査から得られる。

出所：シンガポール購買原材料管理協会（SIPMM）

シンガポール港のコンテナ輸送

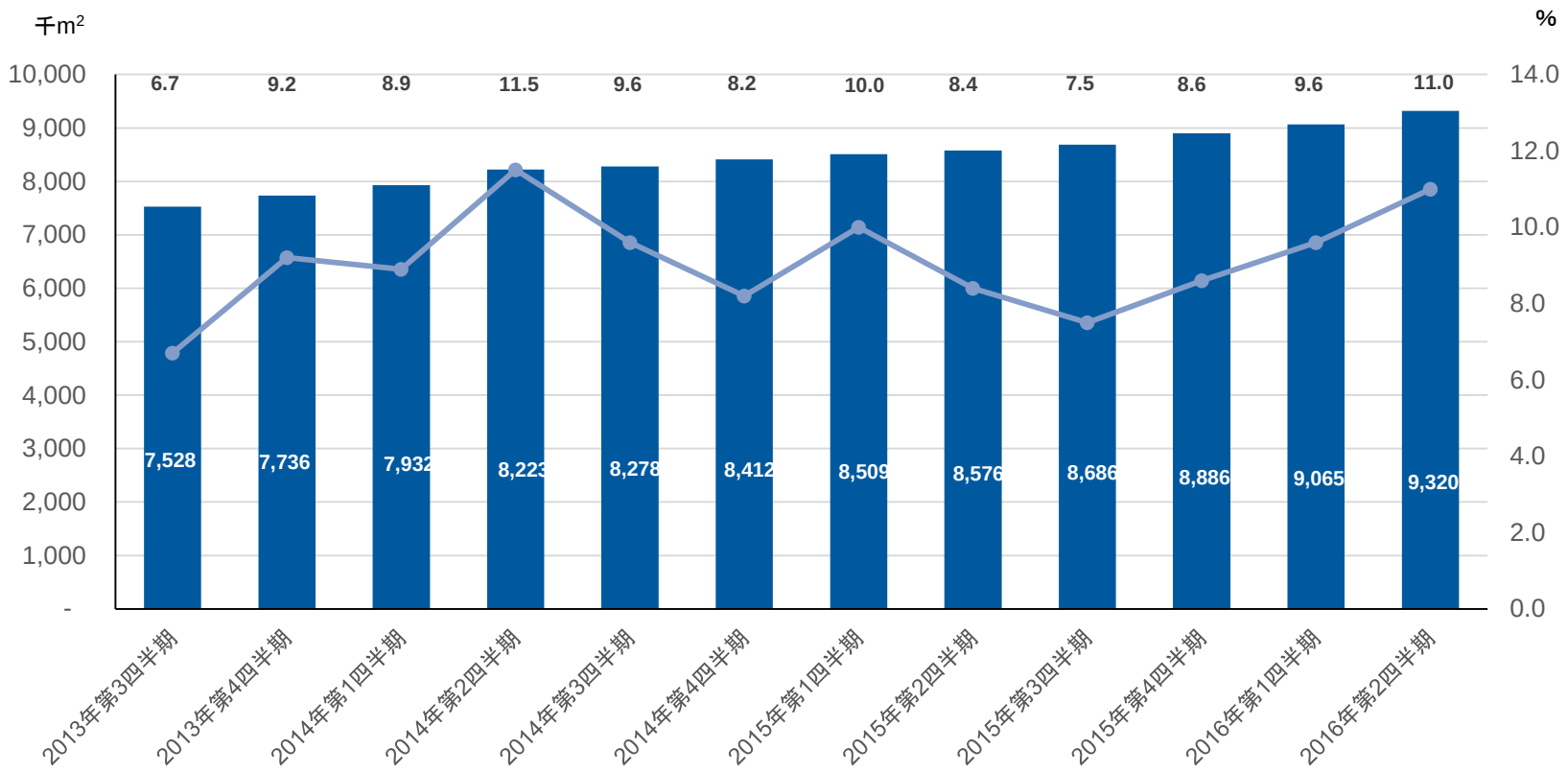


出所：シンガポール海事港湾庁

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

倉庫ストックは過去4四半期にわたって着実に伸びている
供給過剰とグローバル経済の減速が原因で、空室率はもっと速いペースで上昇している

シンガポールの倉庫ストックと空室率

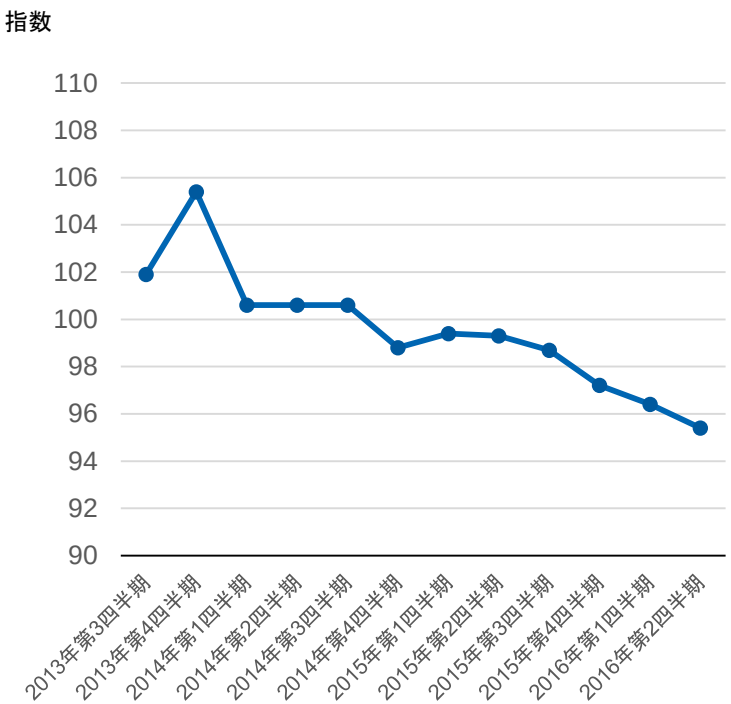


出所：JTCコーポレーション

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

倉庫賃料は近年下落傾向にあるが、西部地域では今なお上昇している

シンガポールの倉庫賃料指数

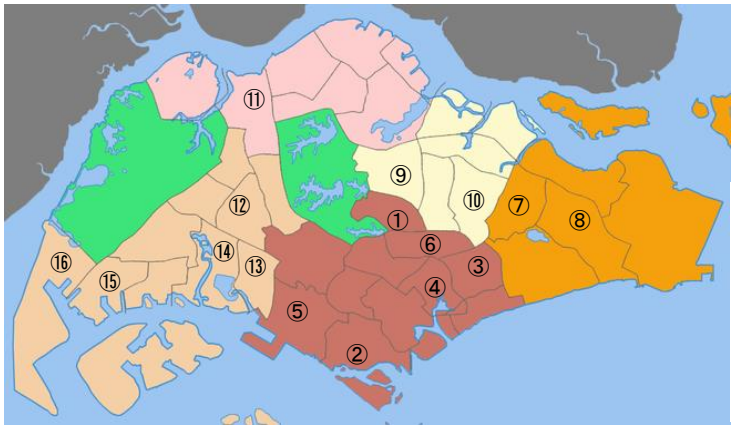


注:

1) 2014年第4四半期より前の賃料指数は、中央地域での取引に基づいて計算されている。2014年第4四半期以降、賃料指数の対象範囲が広がり、中央地域外の取引も含まれるようになった。2014年第4四半期以降と2016年第1四半期以降については、それぞれ2012年、2015年の取引額をもとに決定したウエートを用いている。

計画エリア別に見た倉庫賃料

地域	番号	場所	2016年の賃料の中央値 (S$ psm pm)	CAGR (2014～2016年)
中央地域	1	ビシャン	18.8	-0.5%
	2	ブキット・メラー	26.7	9.1%
	3	ゲイラン	22.1	-0.3%
	4	カラン	19.8	-4.6%
	5	クイーンズタウン	26.1	16.0%
	6	トア・パヨー	14.0	-13.6%
東部地域	7	パヤ・レバー	20.5	-4.3%
	8	タンピネス	19.5	15.1%
北東部地域	9	アン・モ・キオ	17.9	-5.0%
	10	ホーガン	16.9	-1.1%
北西部地域	11	クランジ	12.5	-4.4%
西部地域	12	ブキット・バトック	12.2	-9.5%
	13	クレメンティ	20.0	10.2%
	14	ジュロン・イースト	20.9	11.1%
	15	パイオニア	31.1	7.5%
	16	トゥアス	15.1	1.7%



- ジュロンを革新地区と工業団地に転換するというシンガポール政府の将来計画に基づき、シンガポール西部地域は今後も投資家の関心を引きつけるだろう。

注:

1) ある計画エリアにおける賃料の中央値は、そのエリアにある各街路の賃料の中央値の平均である。

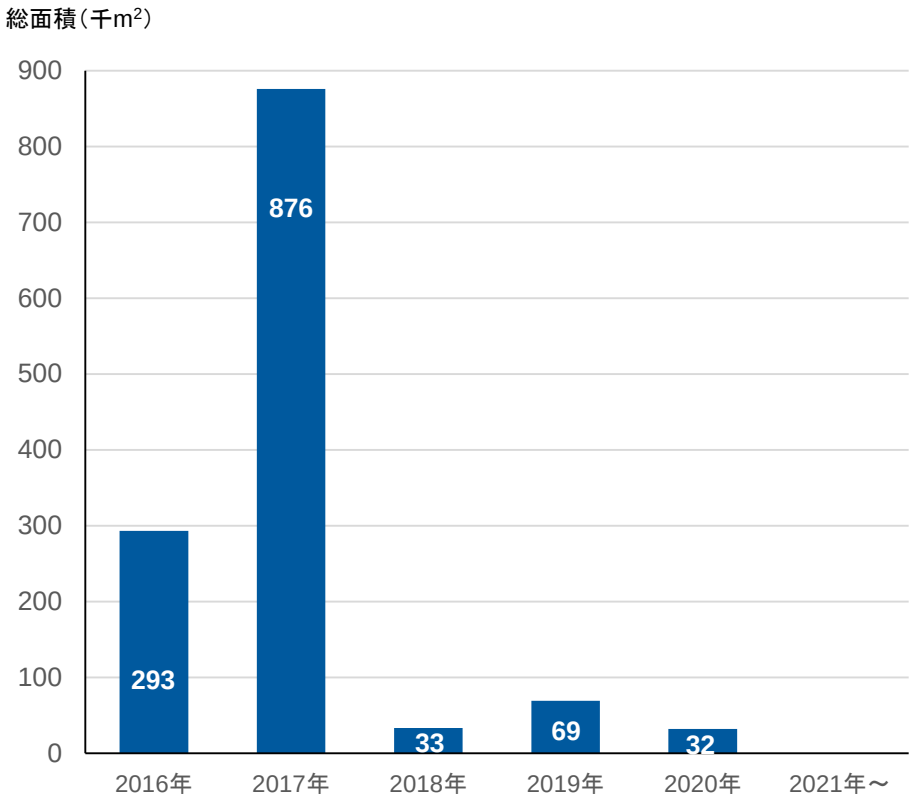
2) 2016年の賃料は第1四半期と第2四半期の賃料の平均である。

出所:JTCコーポレーション、プロパティー・グルに基づいてNRIが作成

NRI Copyright(C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2020年までに合計延べ床面積130万m²の倉庫スペースが完成し、2017年には供給が急増すると予想される

シンガポールにおける倉庫のパイプライン供給



出所：都市再開発庁

- 主要な倉庫開発のほとんどをディベロッパーや産業REITではなくエンドユーザーが実施しているため、この新しい倉庫スペースに対する占有圧力は弱まるだろう。

プロジェクト説明	ディベロッパー名	延べ床面積（m²）	予想完成年
ブリム・アベニューの倉庫開発	サプライ・チェーン・シティー	50,050	2016
カロス・センター	クランジ・ディベロップメント	108,360	2017
ベノイ・ロードの倉庫開発	GKEウェアハウジング＆ロジスティクス	39,760	2017
パンダン・ロードの倉庫開発	ポー・ティオン・チューン・ロジスティクス	50,940	2017
パイオニア・ロードの倉庫開発	HSBCインスティテューショナル・トラスト・サービス	71,680	2017
パイオニア・ロードの倉庫開発	トール・ロジスティクス	100,930	2017
トゥアス・アベニュー4の倉庫開発	AWANデータ・センター	32,610	2017

出所：JTCコーポレーション

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

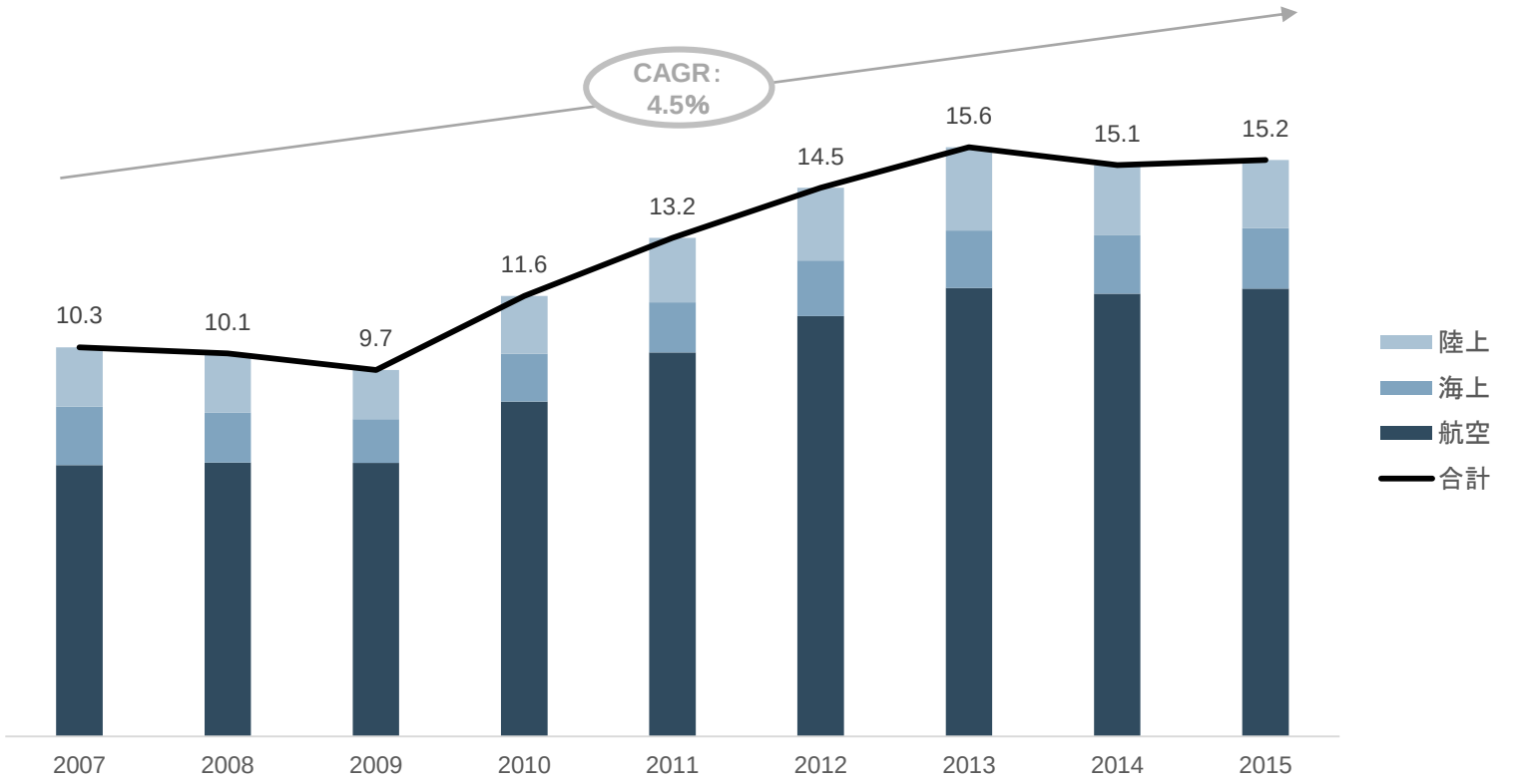
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2008年の世界的景気後退以降、シンガポールへの訪問客到着数は着実に増加しており、近年は安定した水準に達している

■ 訪問客増加の原因は、シンガポール行き航空便の定員増（特に中国の2級都市への直行便就航）や、東南アジア地域における格安航空会社（LCC）の増加である。

シンガポールへの訪問客到着数（百万人）（交通手段別）（2007～2015年）



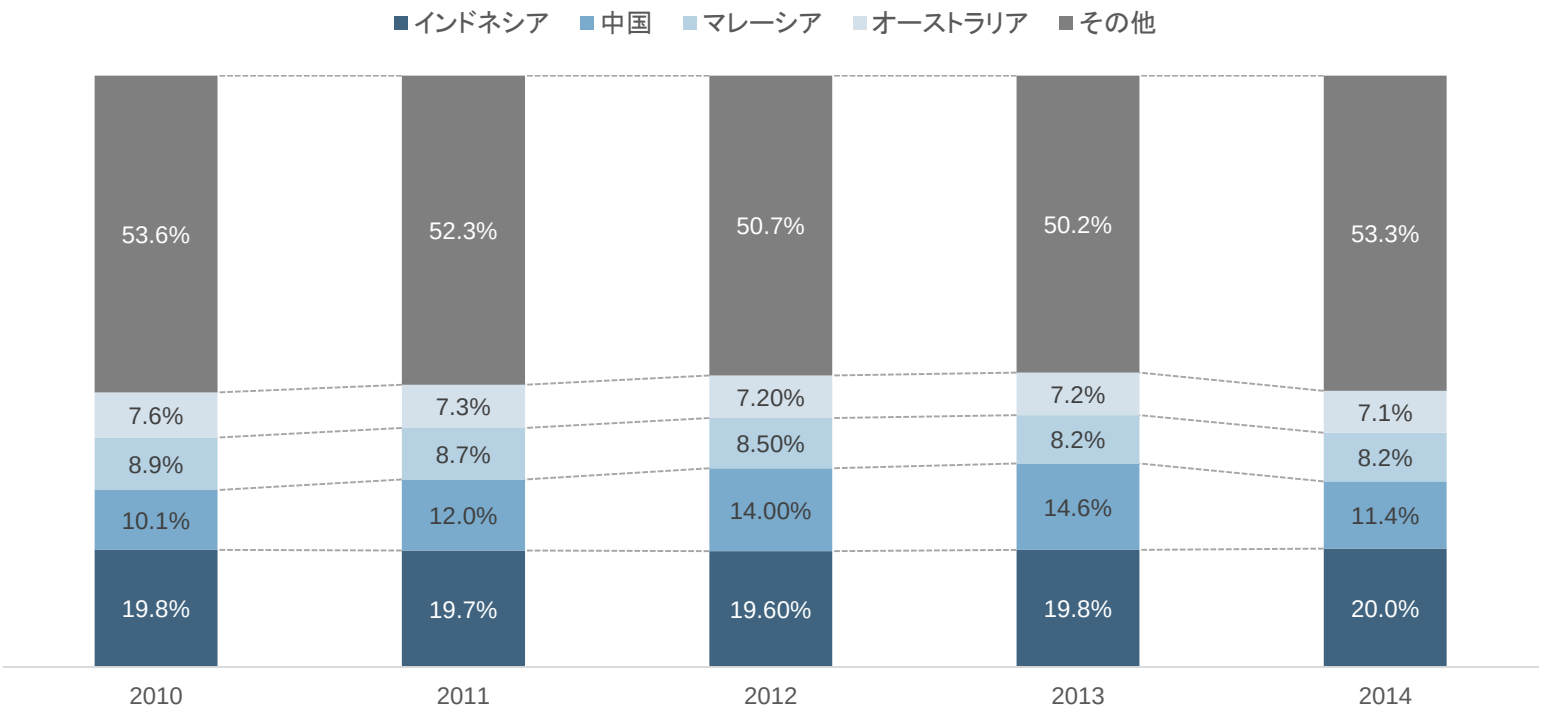
Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

インドネシア、中国、マレーシア、オーストラリアが、シンガポールへの訪問客数が多い上位4カ国である

- マレーシア航空370便墜落事故後に東南アジアの空の旅に関する懸念が広がり、中国からの訪問客は2014年にやや減少。

訪問客の多い上位国（%）、2010～2014年



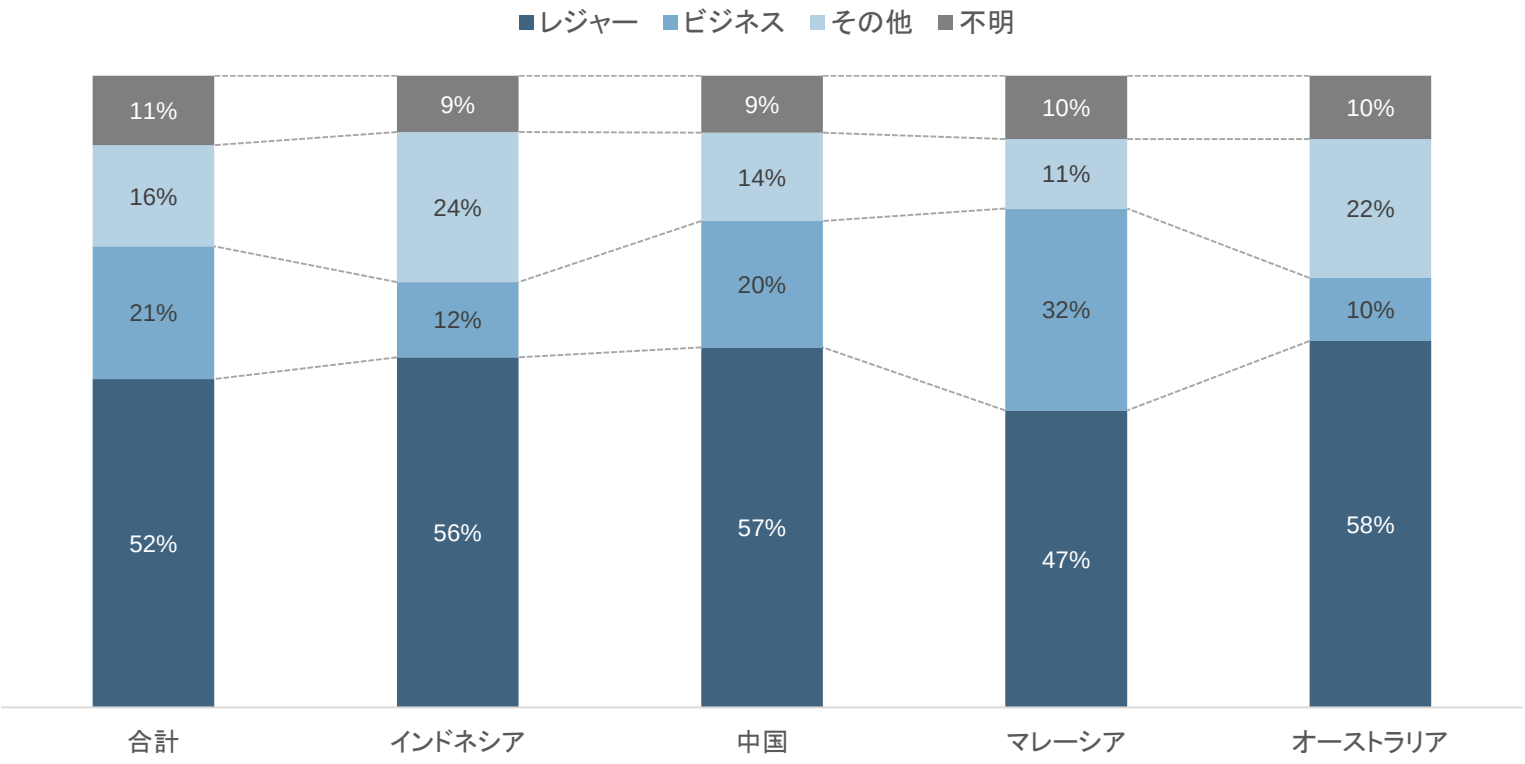
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

上位4カ国からの訪問客も含めて、シンガポール訪問客の約半分がレジャー目的で訪れている

■ レジャー目的でシンガポールを訪れる訪問客の割合の高さは、シンガポールの観光振興策が訪問客の呼び込みにかなり奏功していることを示している。

訪問の主な目的（%）、2014年



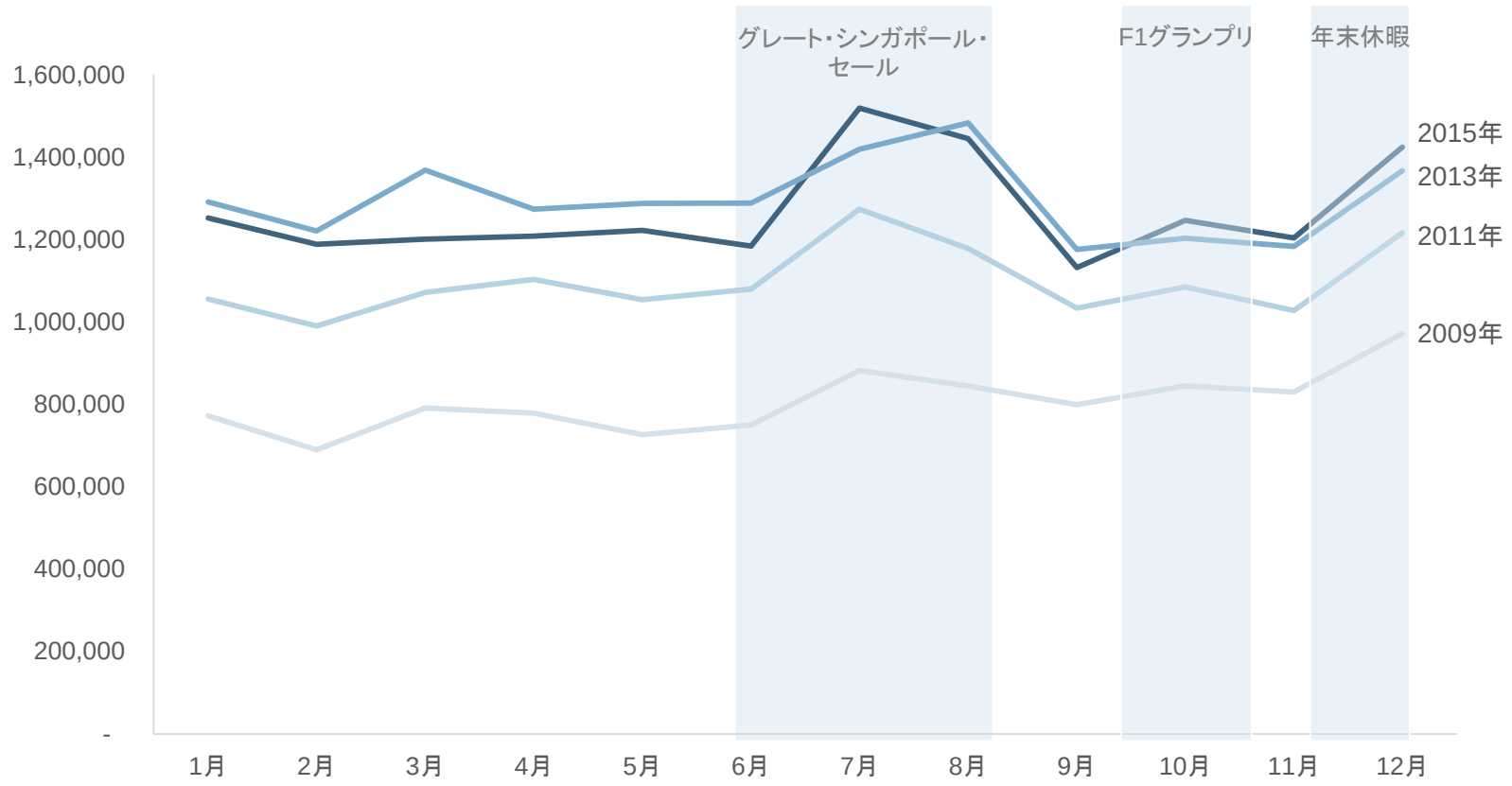
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

実際には、訪問客数は1年を通じて比較的安定しているが、祭りの開催期間中やプロモーション期間中にピークに達する傾向がある

■ 6月から8月にかけてピークに達するのは、年1回のグレート・シンガポール・セールがあるからである。
このイベントは、シンガポールでの観光を促進するためにシンガポール観光局とシンガポール小売業協会が催している。

シンガポールへの訪問客到着数



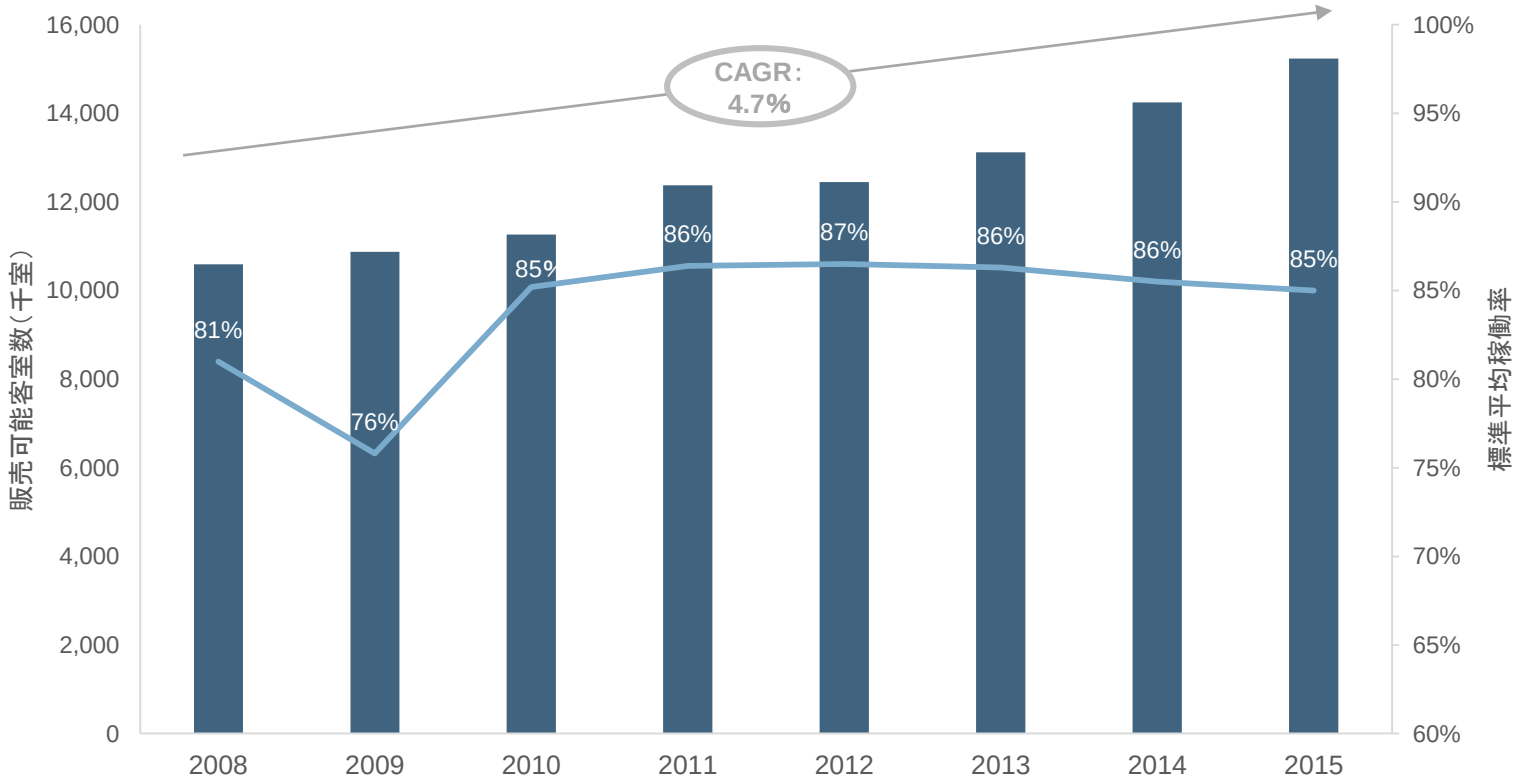
Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

ホテル客室供給は毎年増え続けているが、景気後退後の稼働率も安定しており、およそ85％で推移している

■ 客室供給が最近大幅に増えたホテルは、ウェスティン・シンガポール・マリーナ・ベイ（2014年）、ソフィテル・ソー・シンガポール（2014年）、ホリデイ・イン・エクスプレス（2014年）、パティナ・ホテル（2015年）などである。

販売可能客室数と稼働率



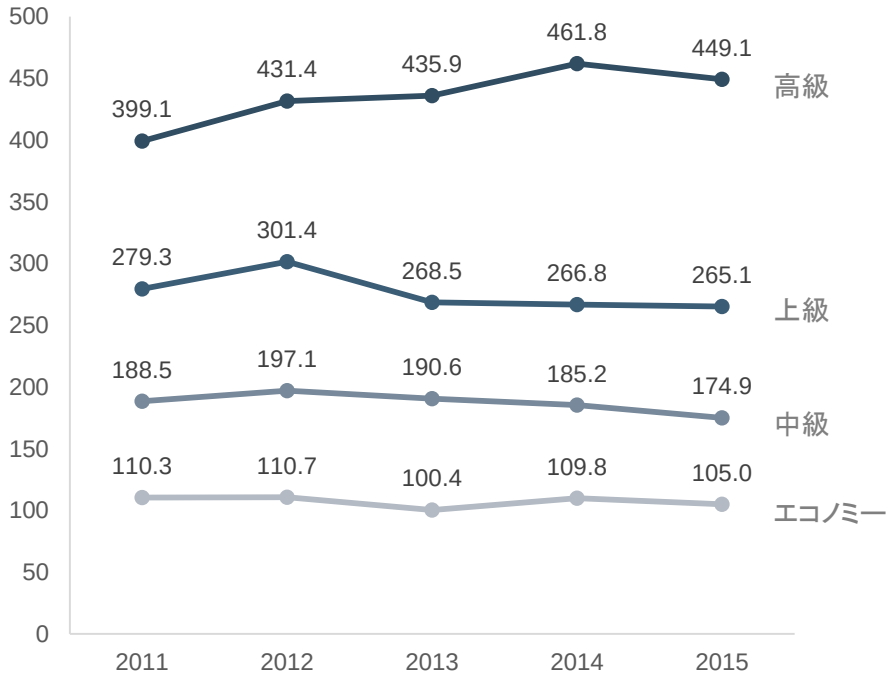
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

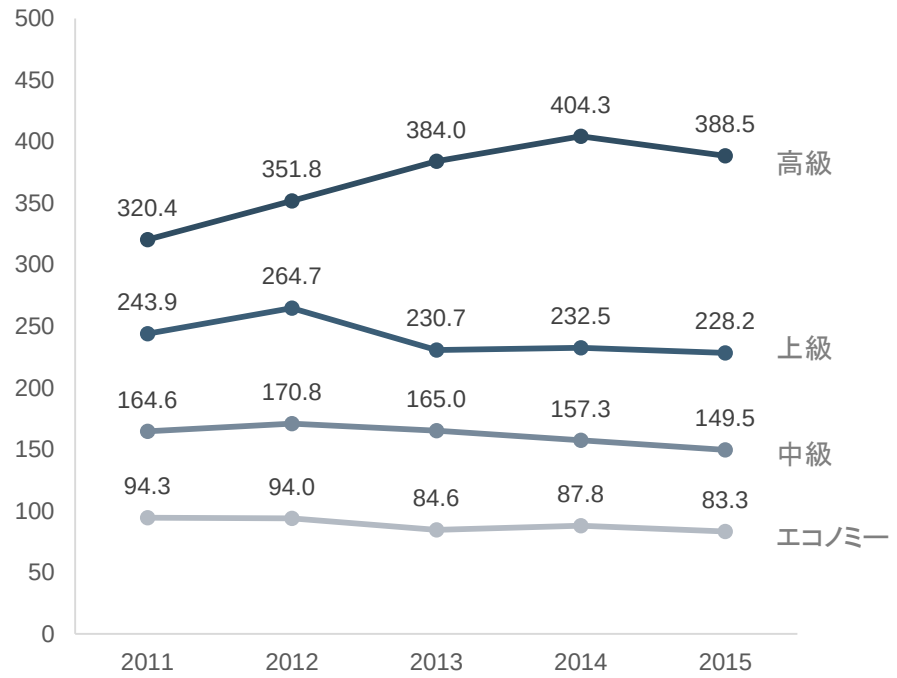
高級セグメントを除いて、その他すべての客室セグメントは宿泊料と販売可能客室売上が減少している

■ 今後数年間、引き続き新しい客室が増えるので、宿泊料と収益に対するこの下方圧力は今後も続くと予想される。

客室セグメント別に見た平均宿泊料
（シンガポール・ドル）



客室セグメント別に見た平均販売可能客室売り上げ（RevPar）
（シンガポール・ドル）



高級：　主に一等地または歴史的建物にある高級セグメントのホテル
上級：　一般に一等地にある上級セグメントのホテルや、一等地または独特の立地にあるブティックホテル
中級：　主要な商業地かその周辺地域にある中級セグメントのホテル
エコノミー：　一般に中心部から離れた地域にある低価格セグメントのホテル

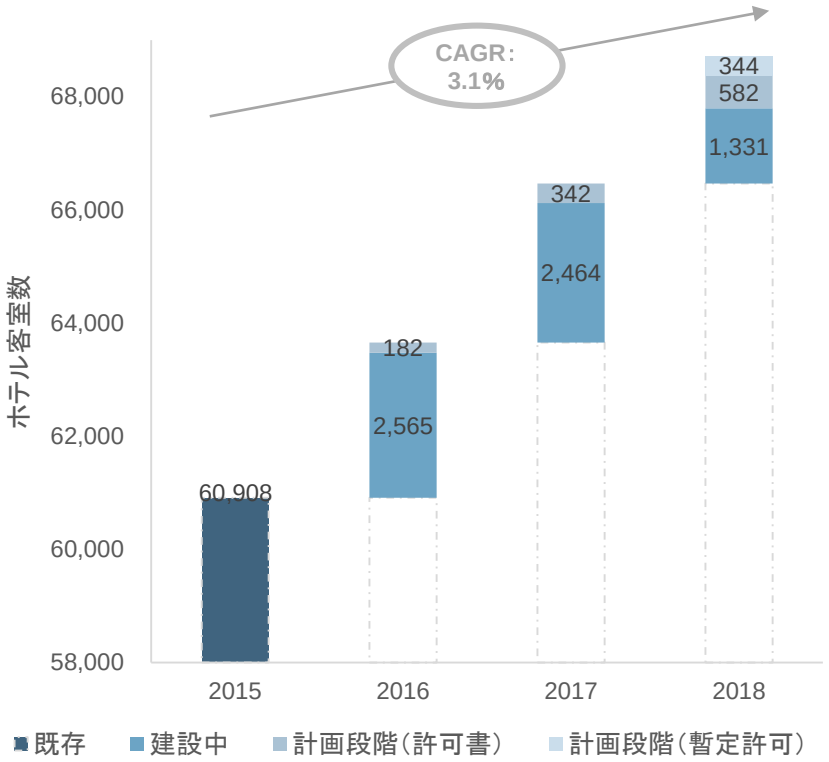
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：シンガポール観光局に基づいてNRIが作成

シンガポールのホテル産業では新しい客室が大量に供給される予定で、2018年末までに7,000を超える客室が完成することになっている

■ マリーナ・ベイ・サンズ（MBS）とリゾーツ・ワールド・セントーサ（RWS）の2大総合リゾートがそれぞれ2010年、2011年に完成してから、客室の供給は最高水準に達している。

計画中のホテル客室数



出所：都市再開発庁に基づいてNRIが作成

抜粋した今後の主なホテル開発（2016～2018年）

完成予定年	ホテル名	客室数
2016	パーク・ホテル・ファラー・パーク	300
2016	オアシア・ダウンタウン	314
2016	ホリデイ・イン・エクスプレス・カトン	451
2016	インターコンチネンタル・シンガポール・ロバートソン・キー	225
2017	コートヤード・バイ・マリオット・ノベナ	250
2017	アンダーズ・ホテル（デュオ・ディベロップメント）	340
2017	YOTEL	600
2018	アウトポスト（セントーサ）	700

出所：各種情報源に基づいてNRIが作成、ストレーツ・タイムズ、トゥデイなど

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

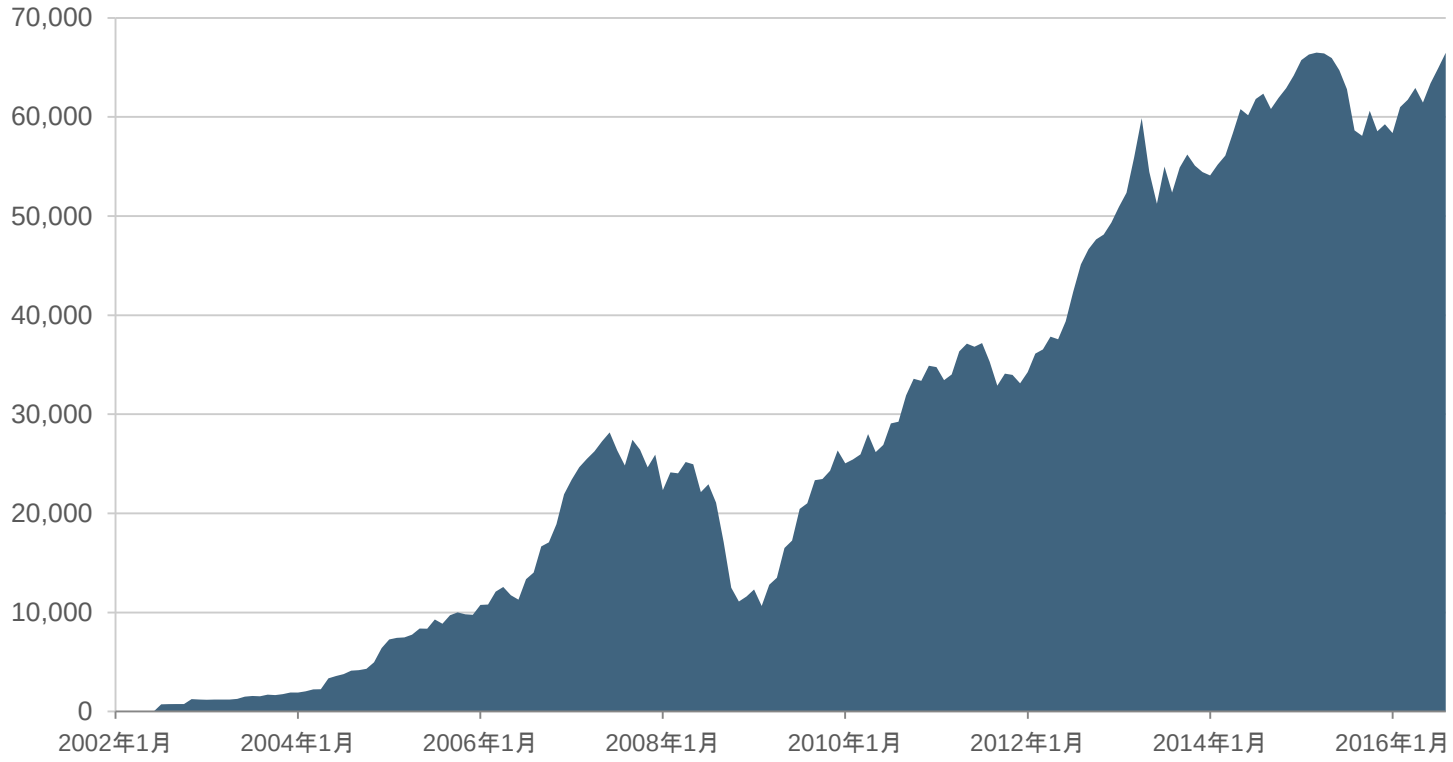
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
1	シンガポールのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	シンガポールのオフィス市場
3	シンガポールの住宅市場
4	シンガポールの小売用不動産市場
5	シンガポールの物流不動産市場
6	シンガポールのホテル市場
7	シンガポールの不動産投資商品

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

S-REITの時価総額は2009年に回復し、現在では660億シンガポール・ドルを超える規模に達している

■ 2016年3月末現在、33の上場REITがある。

S-REIT時価総額（百万シンガポール・ドル）



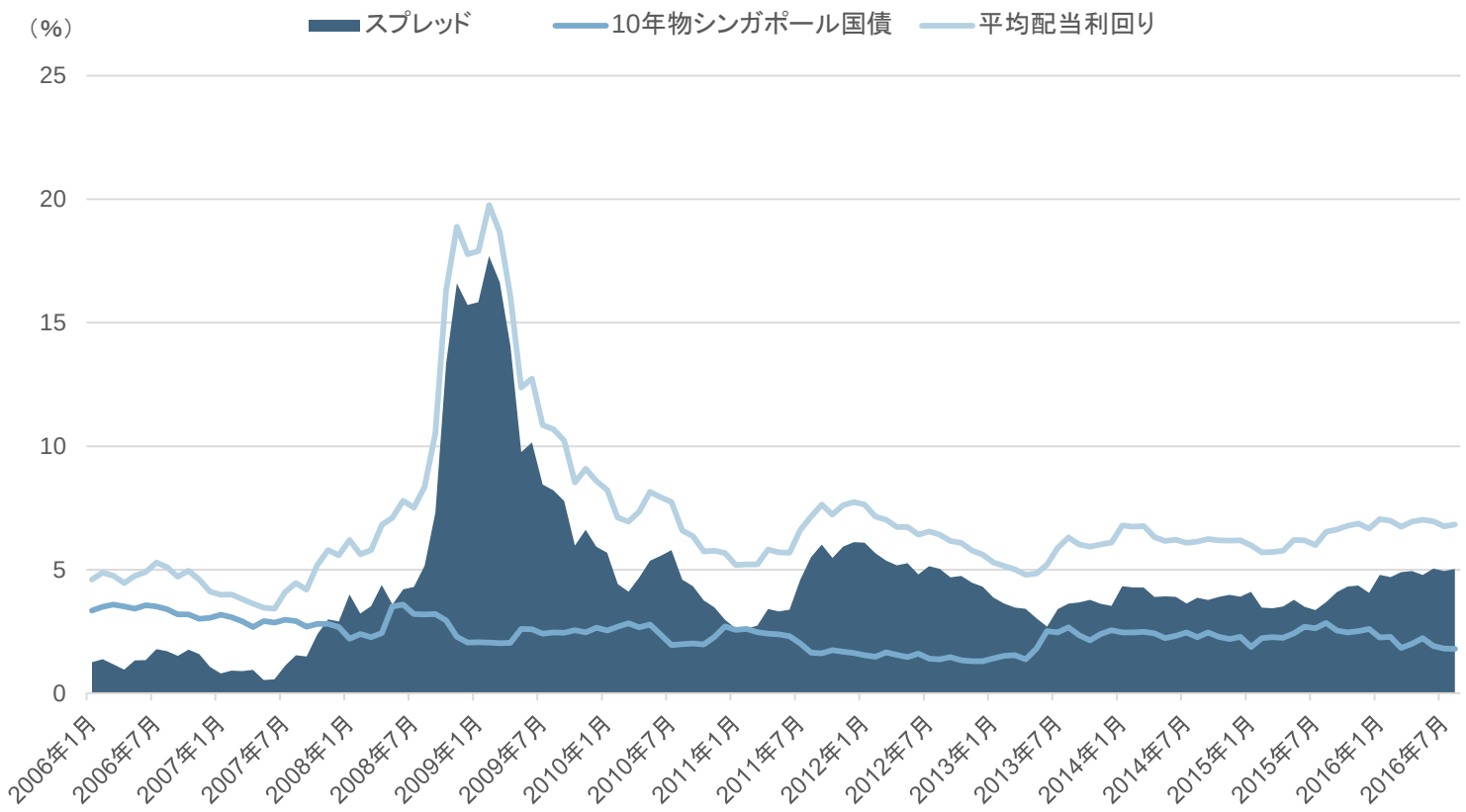
出所：ブルームバーグに基づいてNRIが作成

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

S-REITの配当利回りは2009年、抵当危機がシンガポールに広がるという不安から急上昇したが、その後は約7％にとどまっている

■ S-REITとの最近のイールドスプレッドも5%近くで推移している。

S-REITの平均配当利回りと10年物シンガポール国債とのスプレッド



NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所：ブルームバーグに基づいてNRIが作成

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

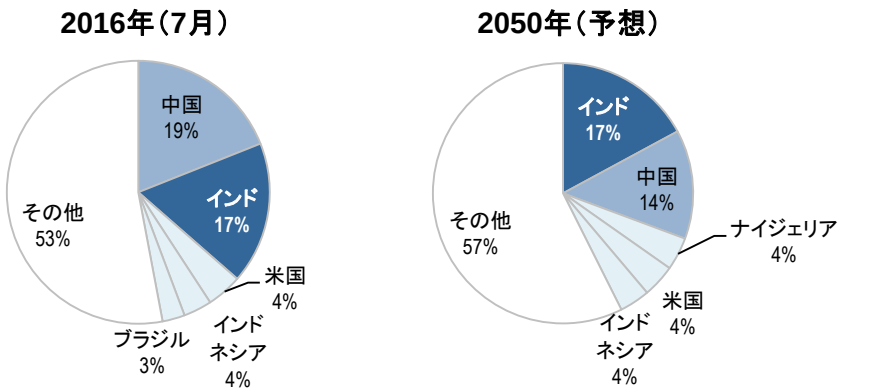
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

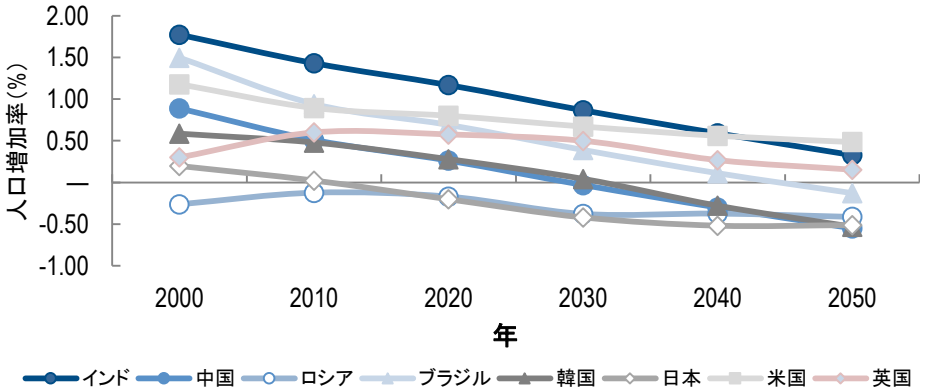
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

インド市場の成長は人口増に加え、若年層・労働年齢人口が多数を占めることによる消費拡大が寄与

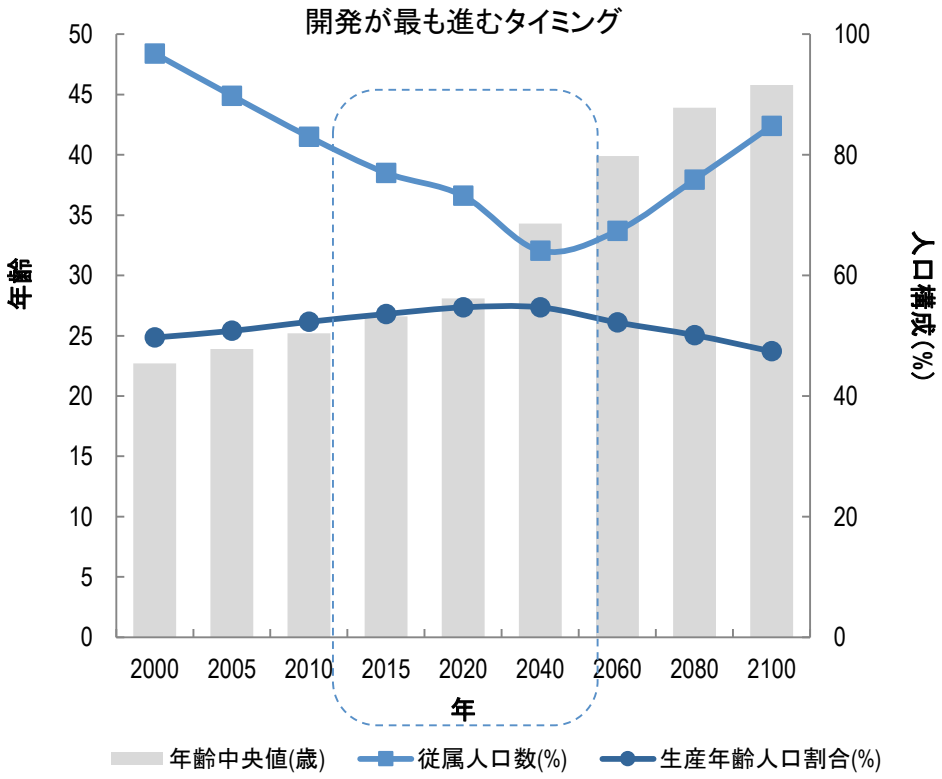
人口増加におけるインドの位置



世界の人口（2013）：74億3,700万人　世界の人口（2050予）：96億8,300万人



インドの人口構成（年齢別）

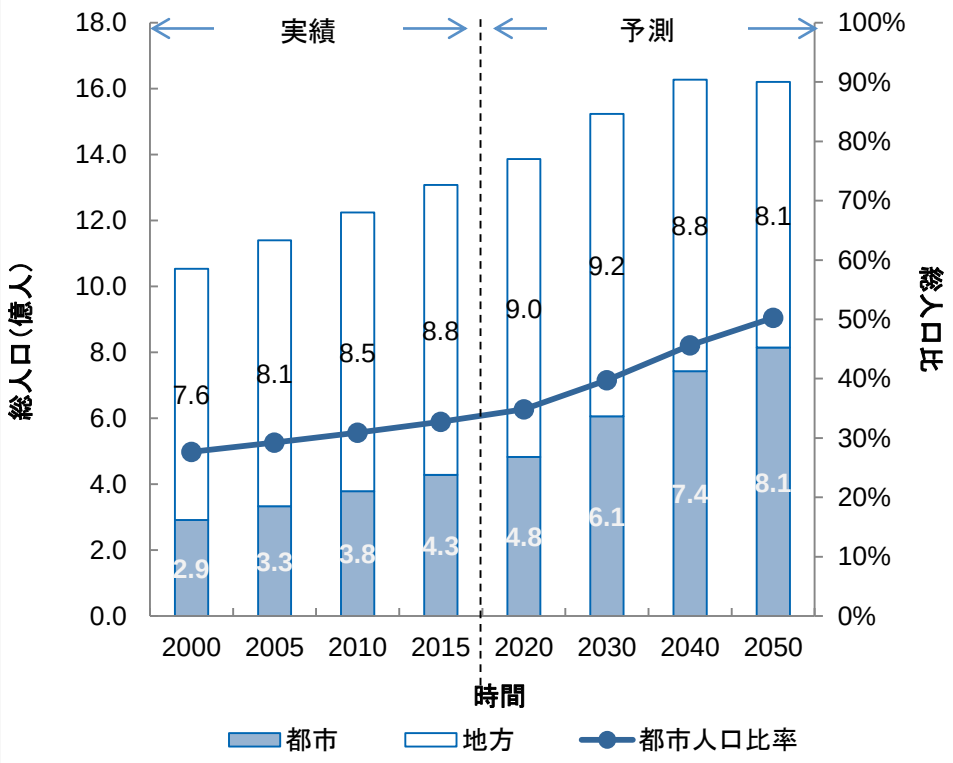


NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Population Reference Bureau, 2014 Datasheet USA

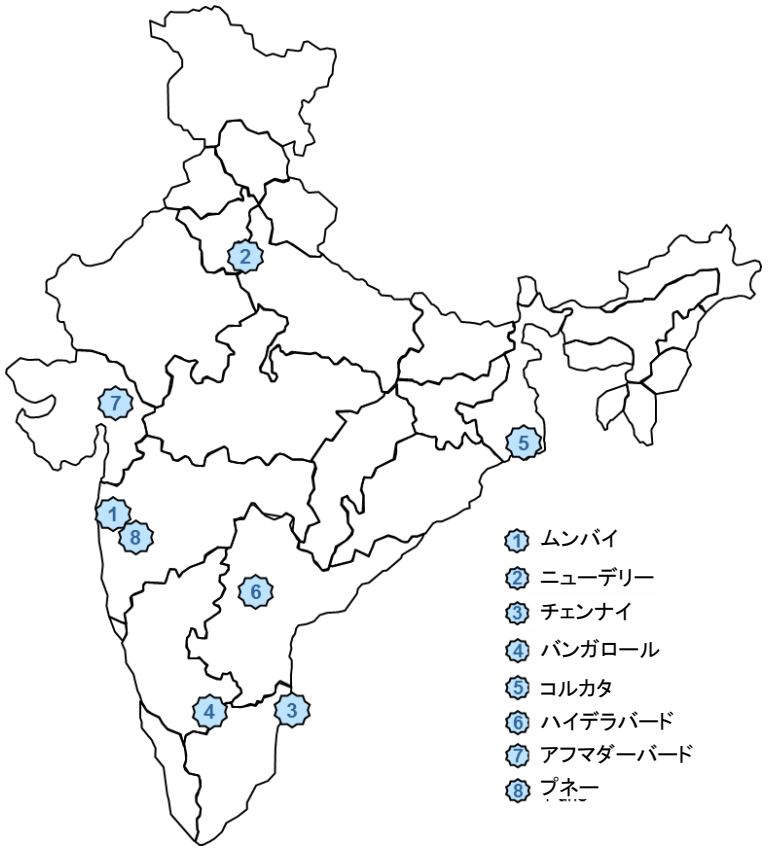
急速な都市化により複数都市が発展。国内中間層における需要拡大の大きな要因に

都市化の推移



出所: 1. World Urbanization Prospects: The 2014 Revision, UN Population Division;

主要都市



NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

人口100万人以上の都市は46箇所。急速な都市化により2030年までに68都市に増加

新興都市圏とその位置付け

都市	州	人口（2011）	成長率（2001-11）	位置付け
スーラト	グジャラート	4,462,002	83.3%	ダイヤ産業の首都
プネー	マハーラーシュトラ	3,115,431	22.7%	IT&自動車産業の確固たる中心地
ジャイプル	ラージャスターン	3,073,350	32.3%	人気観光地
ナーグプル	マハーラーシュトラ	2,405,421	17.2%	教育の中心地
インドール	マディヤ・プラデーシュ	1,960,631	32.9%	商工業の中心地
ヴィシャーカパトナム	アーンドラ・プラデーシュ	17,30,320	76.0%	IT&物流の新興中心地
パトナ	ビハール	16,83,200	23.2%	教育&農業の新興中心地
ルディヤーナー	パンジャーブ	16,13,878	15.4%	工業の中心地
ナーシク	マハーラーシュトラ	14,86,973	38.0%	工業の新興中心地&インドのワインヤード
コーヤンブットゥール	タミル・ナードゥ	10,61,447	14.0%	インドのマンチェスター
グワーハーティー	アッサム	9,63,429	19.0%	教育の中心地
チャンディーガル	パンジャーブ	9,60,787	18.8%	IT産業の新興中心地
グルガーオン	ハリヤーナー	8,76,824	405.3%	IT&工業の確固たる中心地
ブバネーシュワル	オリッサ	8,37,737	29.3%	IT産業の新興中心地
ノイダ	ウッタル・プラデーシュ	6,42,381	110.6%	IT産業の確固たる中心地
ジャムシェードプル	ジャールカンド	6,29,659	9.9%	工業の中心地
コーチ	ケーララ	6,01,574	0.9%	IT産業の新興中心地

出所: 1. Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より　2. The Registrar General & Census Commissioner, India. 2011年11月検索

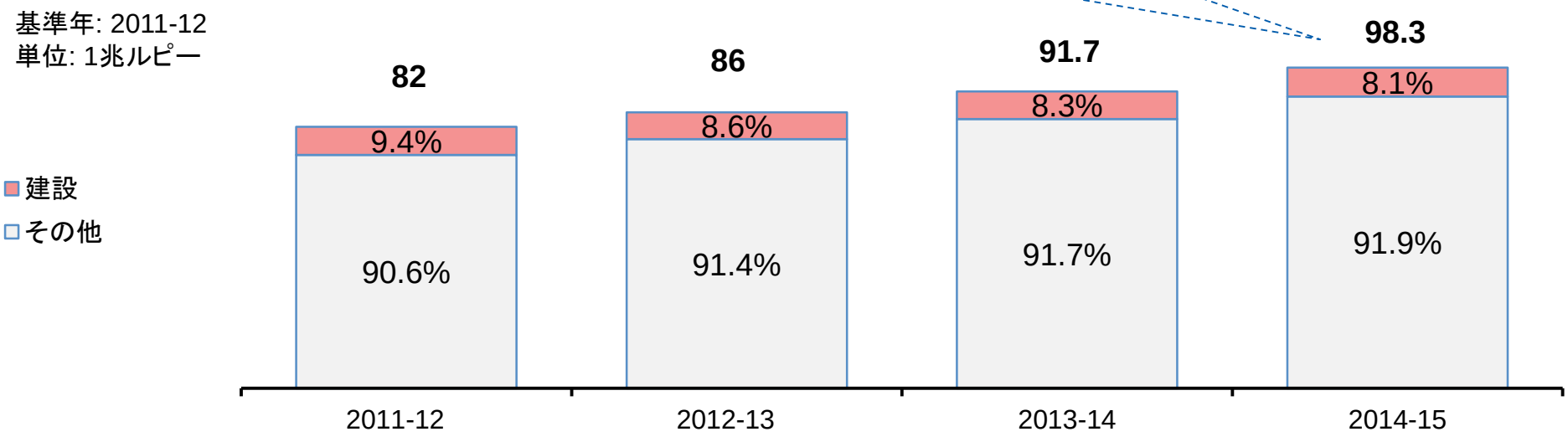
NRI
Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

経済は成長しているがGDPにおける建設部門の構成比は依然低く、過去数年は漸減

インドのGDPにおける建設部門の構成比（要素費用表示／名目）

建設部門への海外直接投資（FDI）は一定の条件を満たせば出資100%まで
自動承認ルートによる届出に。これにより建設部門の構成比の拡大が進むと期待される
（2014年12月）。

基準年: 2011-12
単位: 1兆ルピー



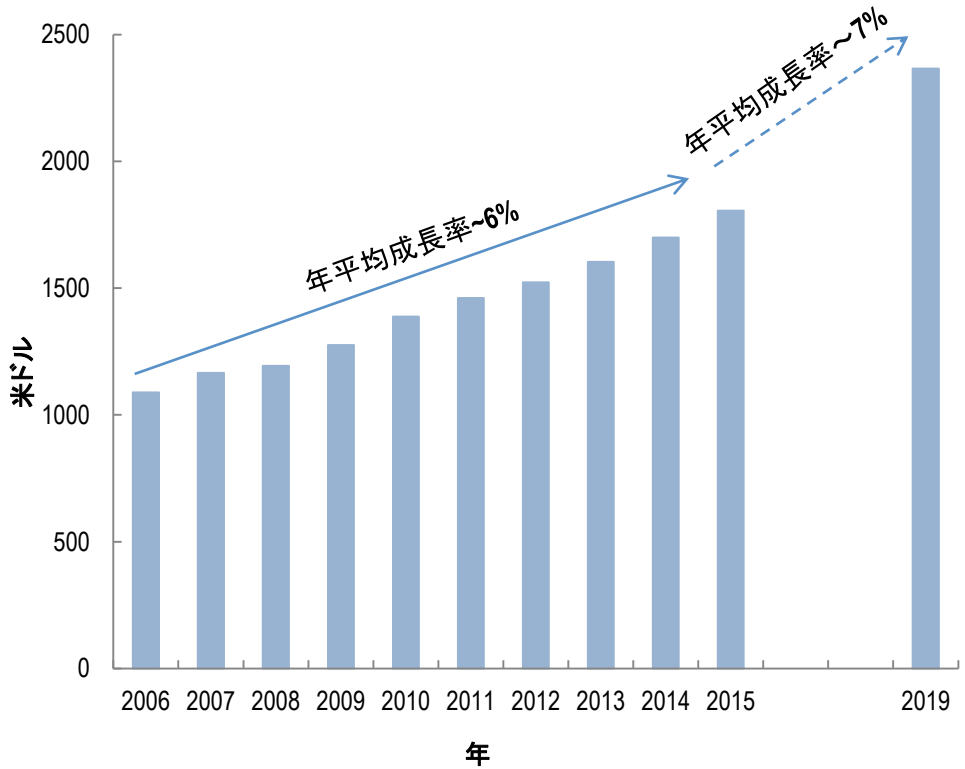
人口圧力の増加にともない、経済成長を維持する必要から建設部門への投資が進んでいく。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

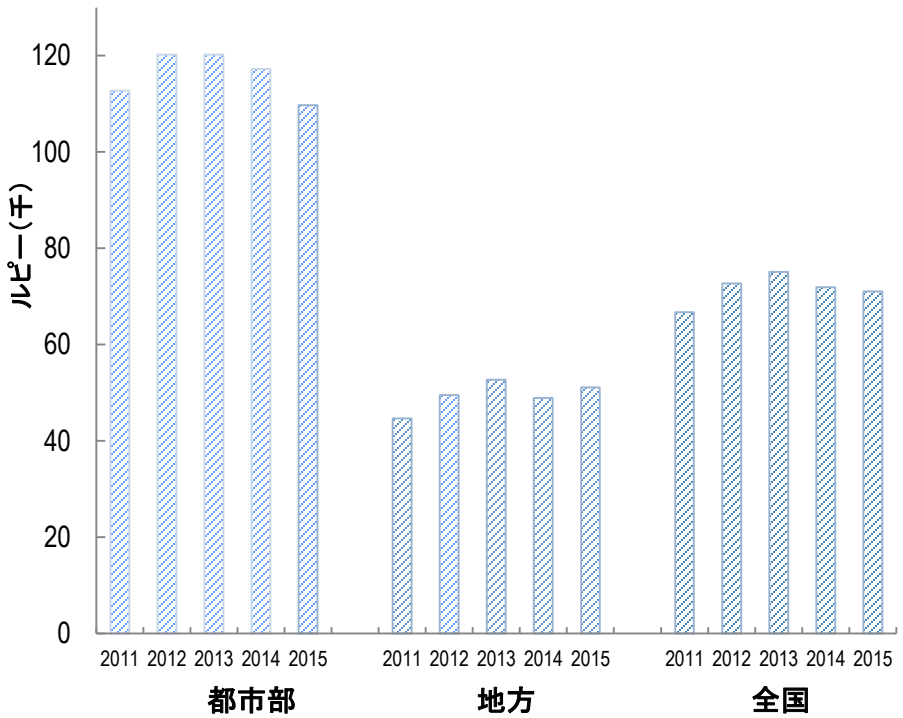
出所: Central Statistics Office

好景気とインフラ改善の結果、１人あたりGDPと世帯貯蓄額は増加している

一人あたりGDP（名目）



平均世帯貯蓄額（各年）



社会的な経済状態の向上により、インフラ、特に住宅の質的向上への需要が高まっていく。

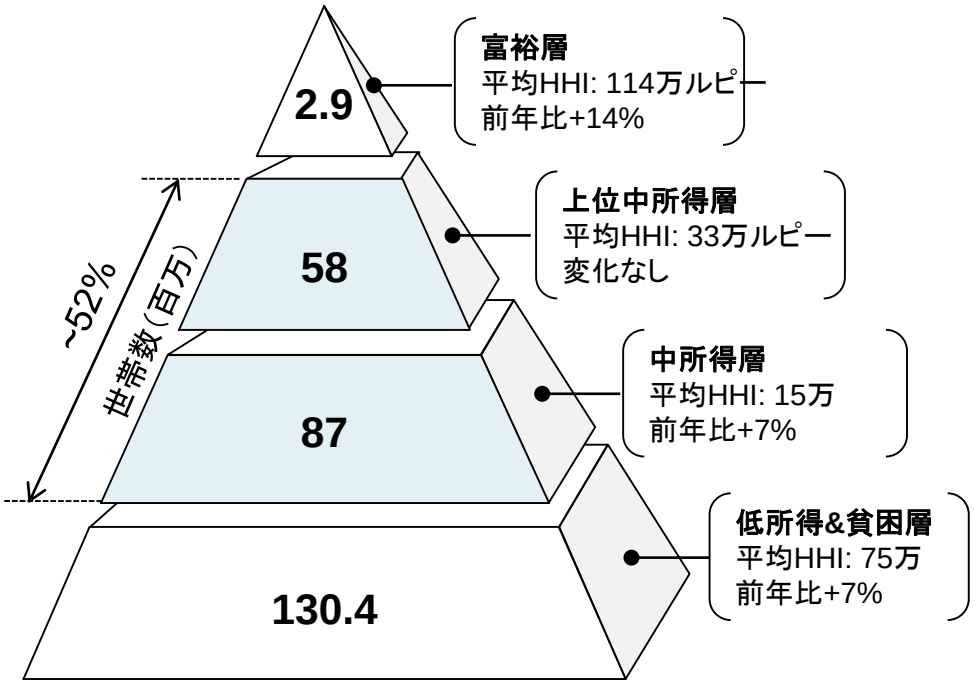
出所: IMF World Economic Outlook Oct'14

出所: CMIE Consumer Pyramid 2016年8月25日検索

NRI
Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中間層人口は総人口のほぼ半数。世界の中間層の中でも特に消費水準が高い

所得別人口構成（2015年3月）



中間層消費上位10か国

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**

インドの中間層人口は建設部門の主要な需要拡大要因。

HHI: 年間世帯所得
HHI区分:「富裕層」（73万ルピー超）、「上位中所得層」（73万～20万ルピー）、「中所得層」（20万～10万ルピー）、低所得&貧困層（10万ルピー未満）
出所: CMIE Consumer Pyramid Data、2016年9月9日検索。

（注）中間層は米ドル（2005年の購買力平価（PPP））で一日一人あたり10～100米ドルの世帯。

出所: Brookings Institution, OECD Working Paper no-285, 2010

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

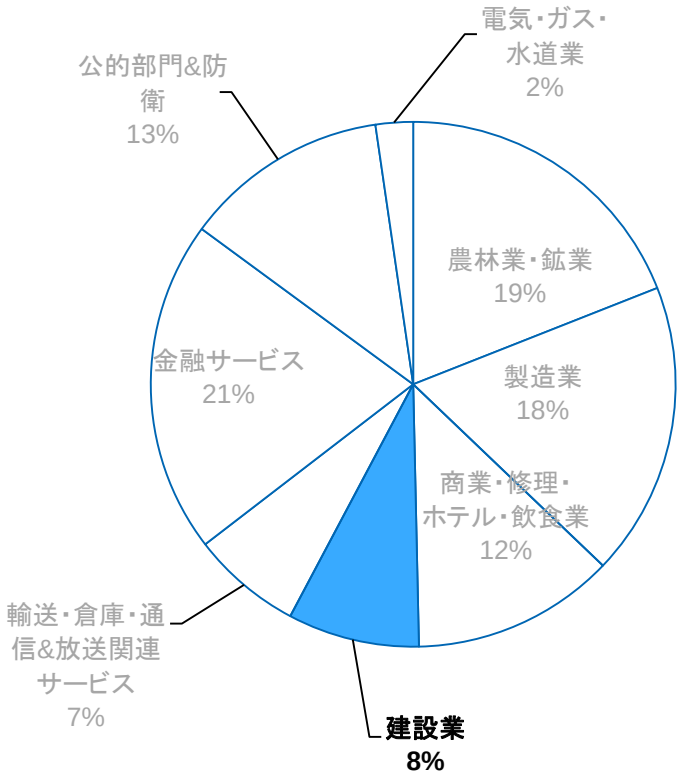
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

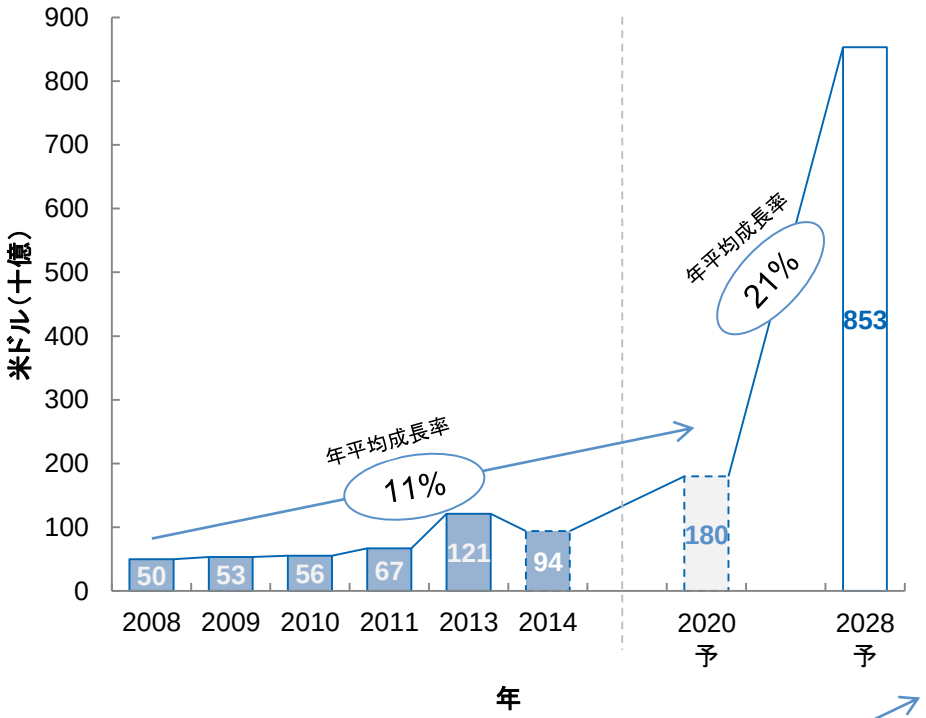
2014～2015年のGDPにおける建設部門の構成比は8%。これまでの堅調な市場の成長は人口増により今後も継続する見通し

GDPの業種別構成（基準年: 2011～2012年）

名目GDP合計（2014～2015年）: 98.3兆ルピー



不動産市場規模・成長率



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

出所: Central Statistics Office（CSO）, India 2015

出所: 1. Corporate Catalyst India, Real Estate Report 2012
2. IBEF India、2013年11月。http://www.ibef.org/industry/real-estate.aspx

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

インドの不動産業界は細分化が進み、各主要都市の複数の資産クラスで支配的な地位を占める地域デベロッパーが多数存在する

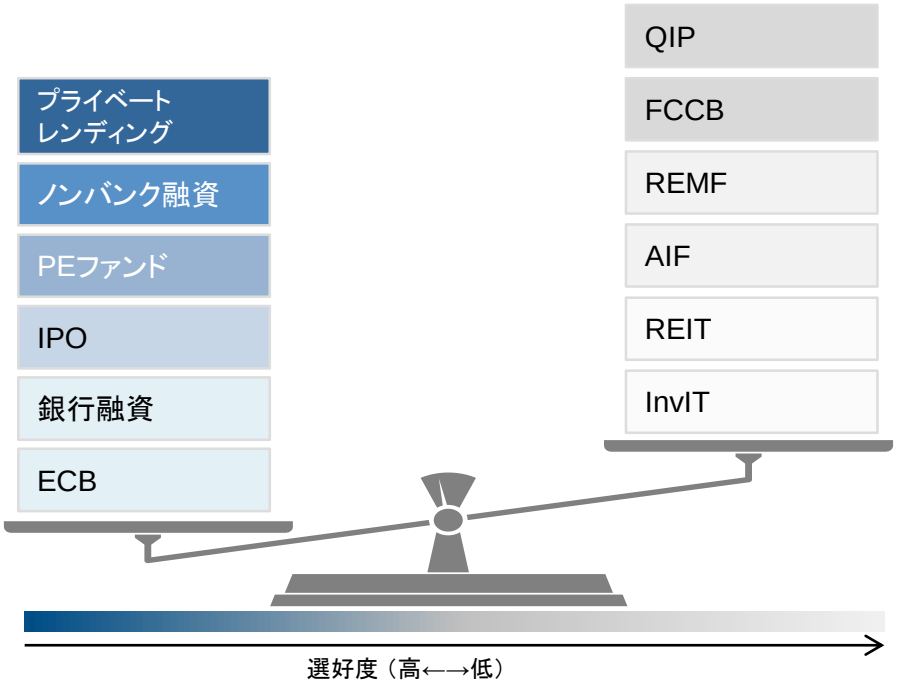
主要不動産デベロッパーの業績一覧（上場企業のみ）

デベロッパー名	収益 100万米ドル（2016年度）	重点市場	資産区分				
			住宅	小売	オフィス	ホテル・宿泊	産業
DLF Ltd.	1,397	北インド	○	○	○	○	
Prestige Estates Projects Ltd.	690	バンガロール	○	○	○	○	
Godrej Properties Ltd.	397	西インド	○		○		
Indiabulls Real Estate Ltd.	395	大都市圏	○	○	○		
Unitech Ltd.	303	北インド	○	○	○	○	
Sobha Ltd.	281	南インド	○	○			
The Phoneix Mills Ltd.	268	西・南インド	○	○		○	
Omaxe Limited	250	北インド	○	○			
Brigade Enterprises Ltd.	245	南インド	○	○	○	○	
Oberoi Realty Ltd.	211	西インド	○	○	○	○	
HDIL	174	ムンバイ	○	○	○		○
Mahindra Lifespace Developers	125	西・南インド	○				○
Ashiana Housing Ltd.	73	北インド	○	○			
Nesco Ltd.	39	ムンバイ			○		
Nirlon Ltd.	38	ムンバイ			○		○

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

プライベートレンディング、ノンバンク融資、PEファンドが不動産の主要な資金調達源。近年、開発者のマインド向上にむけてREITやInvITも解禁

資金調達オプション（デベロッパーの選好度順）



- ノンバンク: 非銀行系金融機関
- PE: プライベート・エクイティ
- IPO: 株式公開
- ECB: 対外商業借入
- QIP: 適格機関募債
- FCCB: 外貨建債券
- REMF: 不動産ミューチャルファンド
- AIF: オルタナティブ投資ファンド
- REIT : 不動産投資信託
- InvIT: インフラ投資信託

近年導入された資金調達オプション

オプション	概要	メリット
AIF	• 不動産、インフラ、その他優先分野のプロジェクトへ投資するファンドにポートフォリオを分散。	• 非上場企業に長期資金を投資できる。 • 外国投資家からの資金調達が容易。
REIT	• 投資家に代わって不動産ポートフォリオを上場／運営する法人。	• デベロッパーと投資家に出口の機会を提供。 • 市場に透明性と流動性を提供。
InvIT	• 収入を生むインフラ・プロジェクトのポートフォリオを上場／運営する法人。	• 民間のインフラ事業者に流動性を提供。 • デベロッパーの負債を減らし、固定されていた資本を解放する。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

キャピタルゲインの急増予想から投資家の住宅と賃貸オフィスへ関心が回復し、PE投資は反転

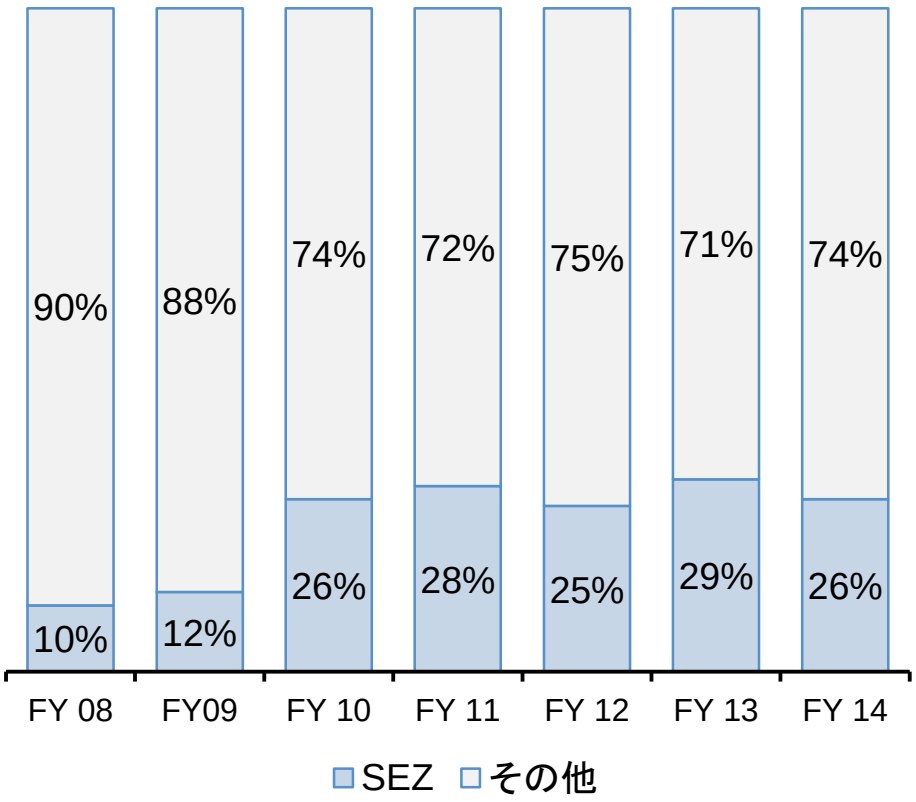
不動産業におけるPE投資の推移

出所: Cushman & Wakefield、2016年6月。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

過去10年で経済特区（SEZ）が不動産開発の有効な手法として台頭

総輸出におけるSEZの割合



- 経済特区（SEZ）内では不動産プロジェクトに100% FDIが認めらた。
- 宅地、マーケット、遊技場、クラブ、レクリエーションセンター等のあるSEZ内では街区開発に100% FDIが認められた。
- 2014年7月時点の総輸出におけるSEZの割合は26.1%。
- 不動産業者や不動産アナリスト等の事業者はSEZと同様の「住宅特区」（Special Residential Zone: SRZ）を模索している。
- 最低面積条件は多品目SEZの場合1,000 haから500 haに、業種指定SEZの場合50 haに低減。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

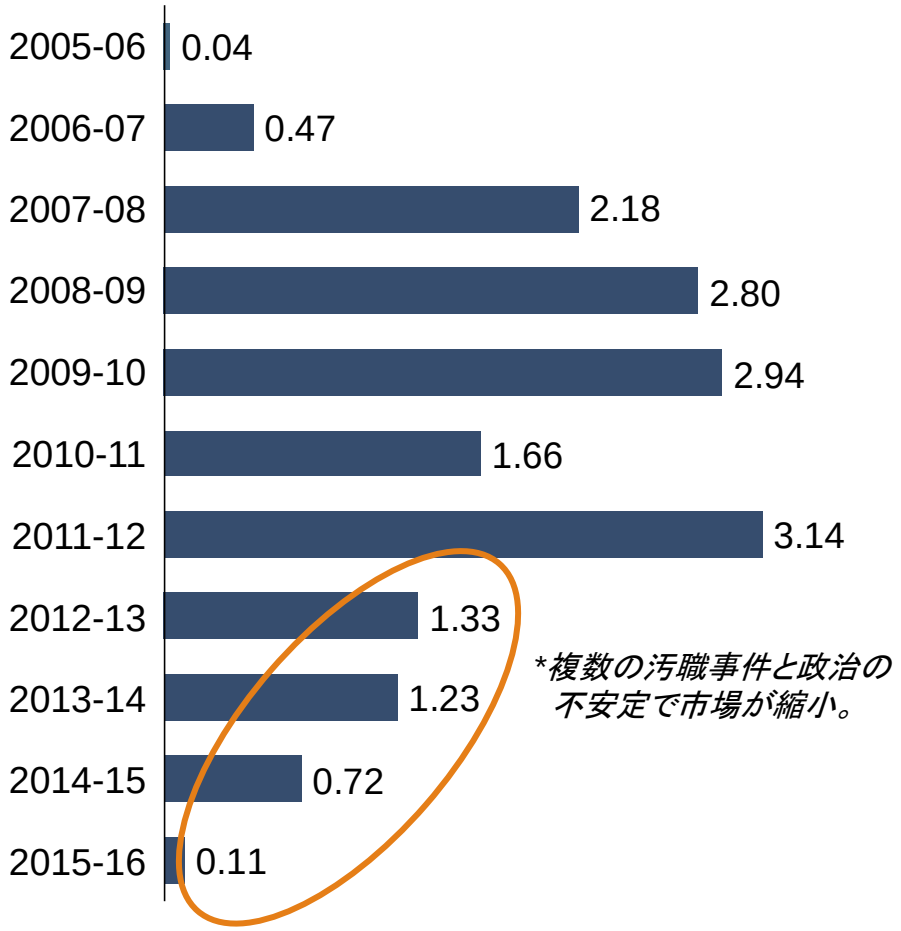
出所: Real Estate, **IBEF、2015年8月。**

建設開発部門のFDIは過去数年低下傾向にあったが、近年のガイドライン改定により全般的な投資増が見込まれる

不動産業におけるFDI政策の概要

トピック	概要
投資制限	• 100%出資解禁。 • 自動承認ルート（政府の事前承認不要）。
主な制限	• ファームハウスの建設、譲渡可能開発権（TDR）の取引、土地または不動産の売買。 • ロックイン期間3年。
規制緩和	• ホテル&リゾート、病院、SEZ、教育施設、老朽住宅はロックイン期間なし。 • 宅地以外から宅地以外への切替は3年のロックイン期間の適用外。 • 完成したプロジェクトにおける街区、ショッピングモール／センター、ビジネスセンターの管理運営に対するFDI解禁。
主な効果	• 以前は出資が得られなかったプロジェクトの復活に有効。 • 海外投資家の投資手続きの迅速化が可能。 • 海外デベロッパーに魅力的な環境。

不動産業のFDI（単位：十億米ドル）



NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Department of Industrial Policy and Promotion（DIPP）, Government of India, March 2016

「2016年不動産法（案）」（先ごろ上院を通過）により不動産業界の説明責任向上と、詐欺やプロジェクト遅延の減少が見込まれる

背景

住宅ブームで新規参入者が増加

- 過去20年来、人口増と所得増により住宅は需要超過。
- ブームに乗じて住宅開発事業に飛びつく企業が出現。

顧客獲得競争で品質が低下

- 顧客獲得競争により複数のプロジェクトが同時期に立ち上げられ、住宅購入者の資金が新規用地買収に使われた。
- 次第にキャッシュフローに影響が出始め、プロジェクトの数に加え規模も拡大。

購入者の不満

- 建設品質の低下やプロジェクト完成の大幅遅延などが生じ、購入者の不満拡大や訴訟につながった。
- そこで不動産業界の透明性と規律の再確立を目指す「2016年不動産（規制及び開発）法（案）」が提出、可決された（2016年3月）。

法案の主な条項

トッピク	概要
対象	• 住宅用・商業用不動産の両方が対象。 • デベロッパーに加えブローカー・仲介業者も対象。 • 建設中のプロジェクトすべてが対象になる。
制度的枠組	• すべての州に2017年3月までに規制機関の設置を義務付け。 • 加えて当該機関設置から1年以内にネットによる登録制度の立ち上げ。
ポイント	• デベロッパーはすべてのプロジェクトで立ち上げから3か月以内に登録が必要。 • 当該プロジェクトに違反があった場合、規制当局は登録の取消しが可能。 • 違反があった場合、開発業者のプロモーターは3年以下、不動産仲介業者は1年以下の禁錮とする規定。 • デベロッパーはプロジェクトの購入者の3分の2の同意を得た設計を変更できない。 • デベロッパーは購入者から集めた資金の70%を専用のエスクロー勘定に維持する。 • 所有権引渡しが遅れた場合デベロッパーは購入者に対して、購入者からの支払いが遅れた場合に支払われたであろう金利相当額を支払わなければならない。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: 報道記事

「土地取得法」には反対が強いうえ与党BJPが上院で少数派であるため、近い将来（1～2年）の成立は見込みにくい

不動産業界関連の最近の政策（続）

動向	目的	主な内容
「2015年土地取得、復旧、再定住における公正な補償及び透明性法（案）」	• インフラ部門への投資拡大に向けて現行法を改正。	• 近年、土地取得手続きが複雑なために企業がインフラ投資計画を中止する事例があった。2014年1月に成立した「土地取得法」はこの問題に必ずしも対処できていない。このため現政権で現行法の改正が図られた。 主な改正点 • PPP形式による「社会インフラ・プロジェクト」の適用除外廃止。 • 産業回廊の土地取得をハイウェイ・鉄道の片側1 km以内に制限。 • 土地を売却する各農家から1名の雇用を義務化。 • 土地を失う者を対象とした使いやすい苦情申立て制度（Grievance Redressal）の導入。 • 農家に地区レベルでの土地取得意見聴取や苦情申立てについて上訴／申立てを行う権利を認める。 • 産業回廊の土地取得に上限。 • 部族所有地の取得には村行政当局の同意を義務付けることができる。 • 政府は政府機関や公社のために土地を取得することができる。 • 「民間事業体」（private entity）の語を「民間企業（private enterprise）」に差し替え。 **法案の現状:** 現在のBJP政権は「土地取得令」を3回更新したが、2015年8月に失効させた。これは上院で国民会議派（主要野党）等の強硬な反対にあい、法案を通過させることができなかったためである。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: 報道記事

政府は不動産業界の透明性と効率性の向上を目指して、業界関連のさまざまな政策改革に取り組んでいる

不動産業界関連の最近の政策（続）

動向	目的	主な内容
「2012年財政法」改正案	• 取引の透明性向上。 • 不正な資金の抑制。 • 信頼性のあるデータの取得。 • 低価格住宅供給制度の支援。	• 関係者間の国内取引で移転価格条項を認める。 • 低価格住宅供給プロジェクトを実施するデベロッパーの設備投資を所得税控除の対象に。 • 中央・州政府の低価格住宅供給制度にもとづくプロジェクトのガイドラインを厳格化。 • 低価格住宅供給プロジェクトの対外商業借入（ECB）について10億米ドルを上限に認める。 • 当該プロジェクトに出資する非居住インド国民（NRI）への金利に5%の軽減税率。
都市部の床面積率（FSI）引き上げを求める計画委員会の勧告。	• 都市部の高層化を促進。 • 能力構築。 • インフラ整備。	• 区域／最低基準地価の50%以上の追加印紙税を条件に規定FSIを超える追加FSIを不動産プロジェクトに与える。
不動産デベロッパーの収益認識に関する「指針」を改定。	• 不動産デベロッパーの会計慣行の明確化。	• すべての取引形態を捕捉するため不動産プロジェクトの定義を改訂・拡大。 • 収益認識の厳格な条件をリストアップ。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: 報道記事

政府の規制は不動産業界の組織的枠組の構築に重点

不動産業界関連の最近の政策（続）

動向	目的	主な内容
中央政府による「サルダール・パテール住宅事業」の開始。	• 全国の都市でスラム撲滅を目指す。	• 2022年までに住宅3,000万戸を建設。 • 上記住宅はPPP、金利補助金、住宅部門への資源投入増により大部分を経済弱者（EWS）と低所得層に提供。
ケーララ州政府による建築許可取得の緩和	• 腐敗と贈収賄の抑制のため手続きの標準化を導入。	• ケーララ州では自治体からの住宅建築許可取得を州政府が手続きすることに決定。このために新たなソフトウェア（Sanketham）を立ち上げ、オンラインで手続きが行えるようにする。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Report on Real Estate sector in India by ASA & Associates

政府予算は低価格住宅への投資促進、デベロッパーへの有利な資金調達手段の提供、建設コストの低減を目指している

インフラ部門の政府予算と不動産業界で考えられる影響ー2016～2017年度

主な内容	不動産業界で考えられる影響
• 低価格住宅プロジェクト（4大都市圏は床面積30m^2、その他は60m^2。2016年6月～2019年3月までに承認を受け3年以内に竣工したもの）の開発・建設に供された資産から得た利益の全額控除。	• 小規模住宅開発の促進。2022年までに全国民に住宅を提供する政府方針の一環。
• 所得税法80GG条にもとづく支払家賃控除の限度額を2万4,000ルピーから6万ルピーに引上げ。	• 賃貸住宅居住者の負担軽減と賃貸市場の活性化。
• 初回住宅購入者の住宅ローンの金利に50万ルピーの追加控除（ローン額350万ルピー以下で住宅価格が500万ルピーを超えないもの）。	• 住宅コストの低い小規模都市で住宅購入意欲が向上。
• SPVが不動産投資信託（REIT & INVIT）に支払う配当金に対する配当課税の免除。	• 不動産デベロッパーが資産を現金化したり投資家から資金を調達するとともに、不動産業の債務を軽減する上でREITが効果的な手段になる。
• 現状は現場練りの建築用コンクリートを対象とした消費税免税を生コンに拡大。	• 建築費の低減。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

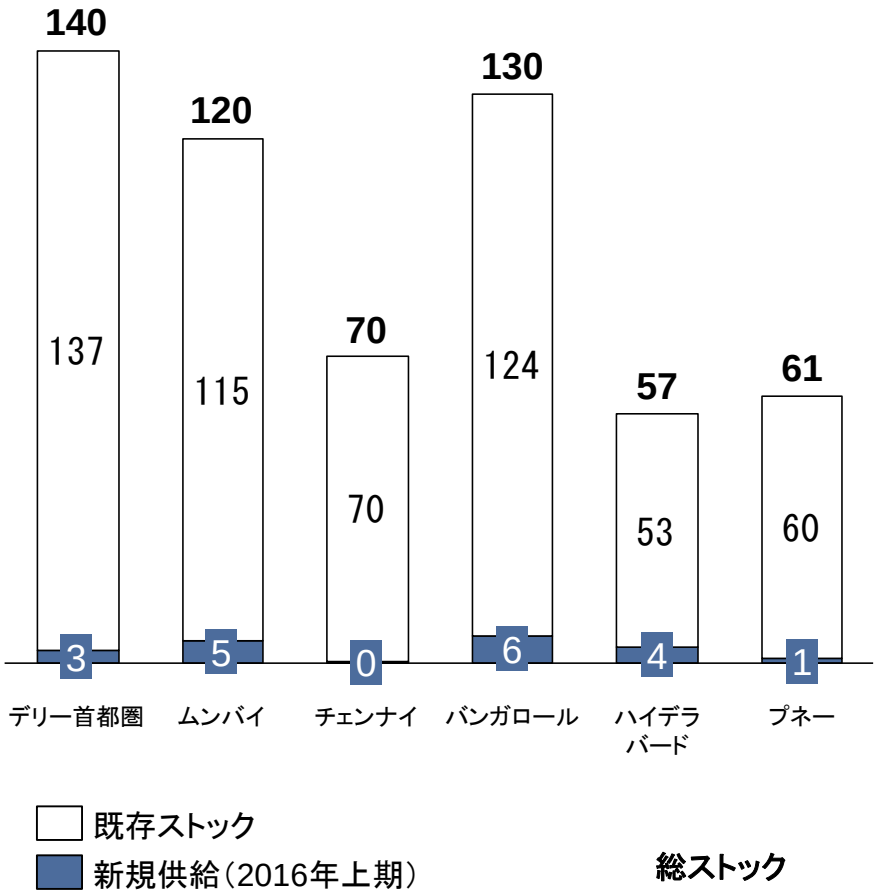
出所: Union Budget 2016-17, Cushman & Wakefield

インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ストック、供給ともデリー首都圏、バンガロール、ムンバイが中心。需要はバンガロールのアブソープションが最大

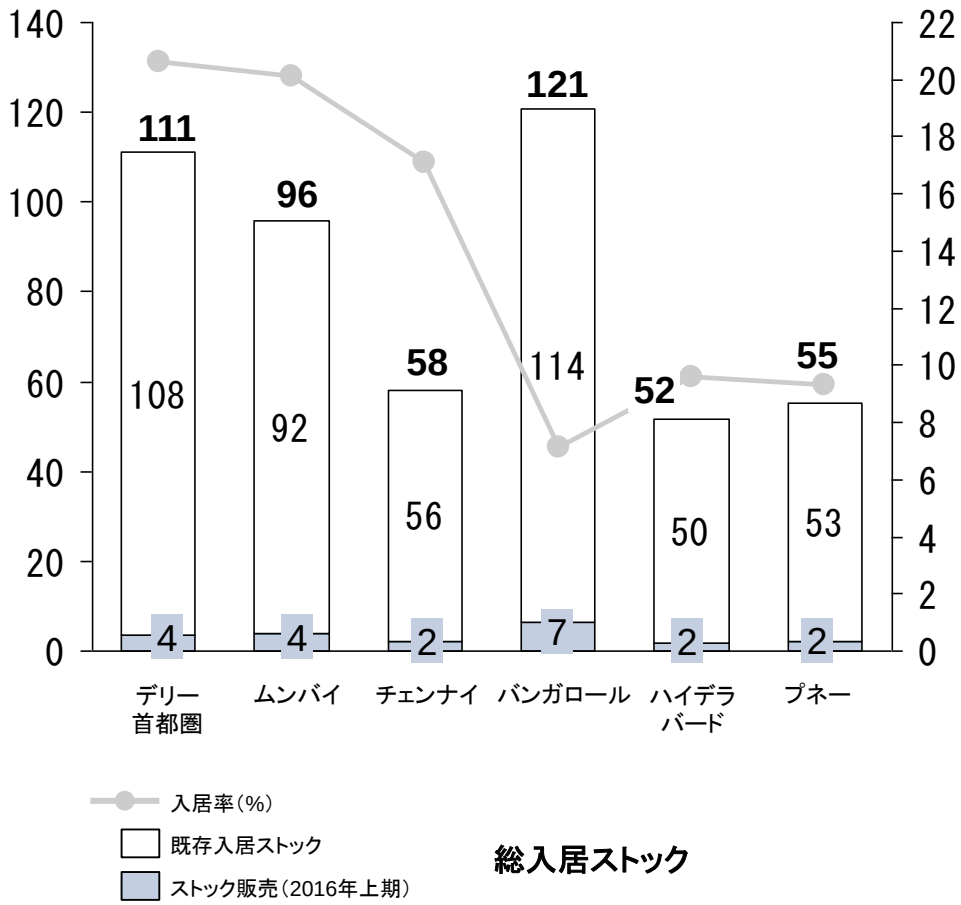
オフィス・ストック & 供給動向（百万ft²）



総ストック

出所: Knight Frank

オフィス・アブソープション動向（百万ft²）



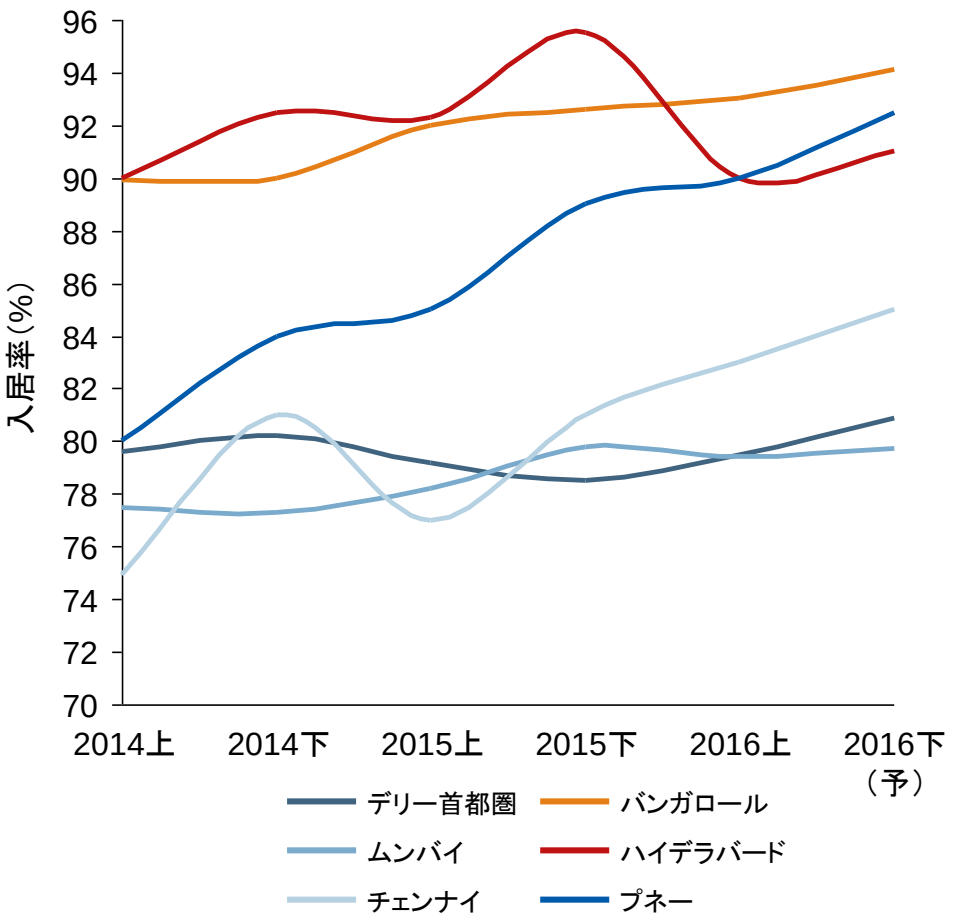
総入居ストック

出所: Knight Frank.

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

占有率はバンガロールとハイデラバード等の都市が比較的堅調なのに対して、賃料はデリーCBDが最高

入居率の動向



出所: Knight Frank：戸数（%）

CBDの賃料動向

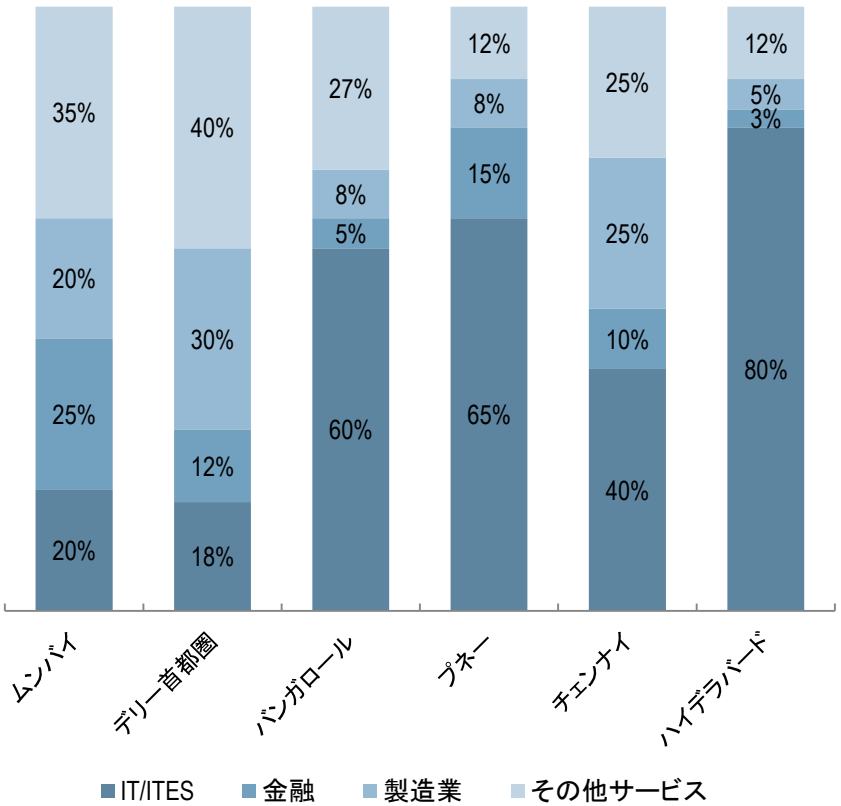
市場	賃料（ルピー／ft²／月）	前年比
デリー首都圏	214-350	+12%
ムンバイ	160-250	-4%
チェンナイ	60-100	+4%
バンガロール	75-98	+4%
ハイデラバード	42-48	+3%
プネー	70-100	+6%

出所: Knight Frank：12か月価格推移（2015年上期～2016下期）

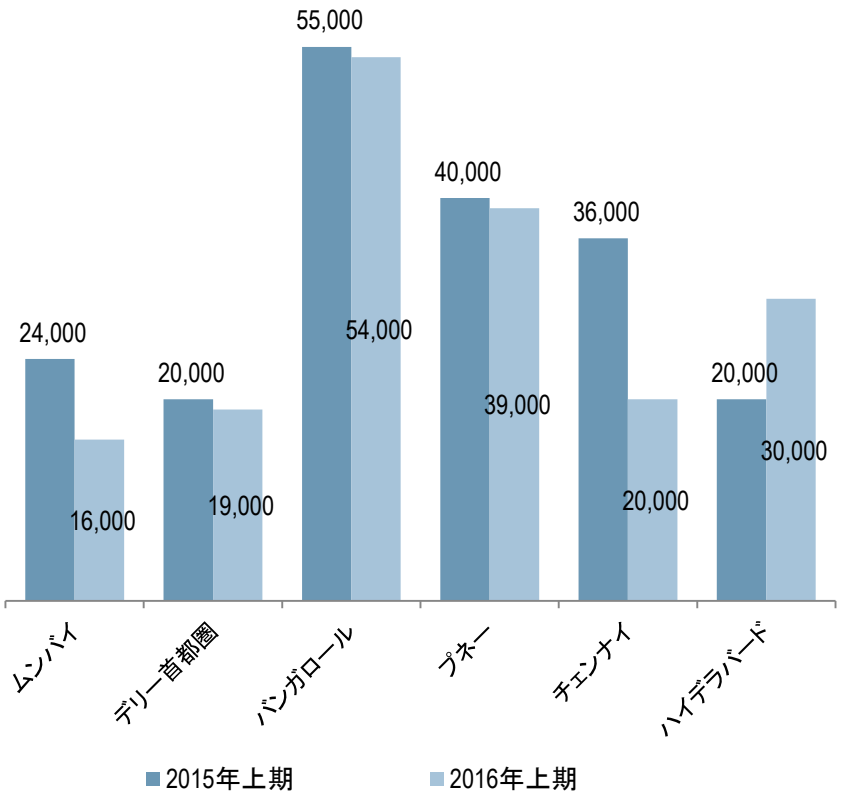
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2016年上期はバンガロール、プネー、ハイデラバードはIT、IT活用サービスの比率が高い。2016年上期の取引規模はハイデラバードを除き全市で前年比減

部門別取引割合（2016年上期）



取引面積分析（ft²）

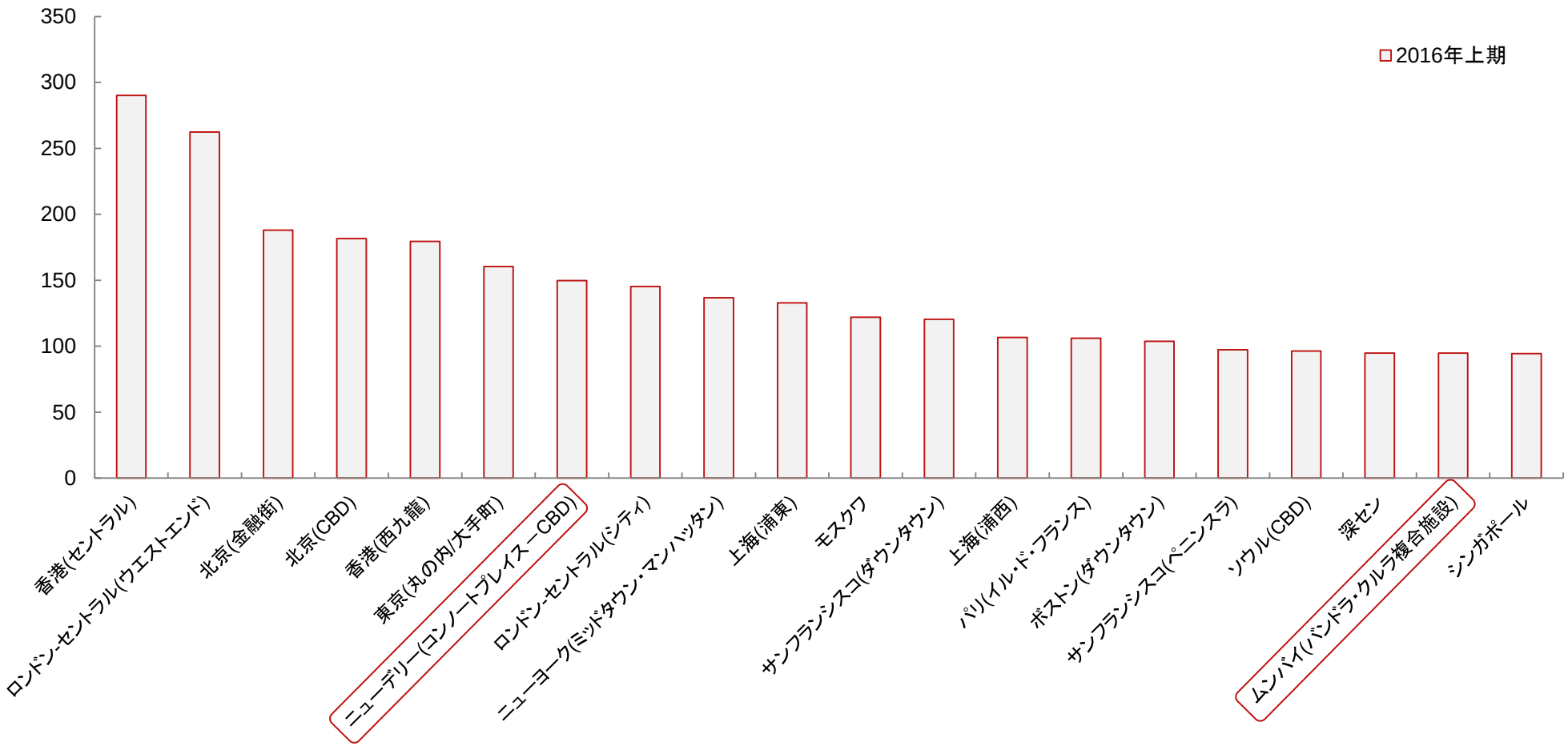


NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: India real estate, residential and office January - June 2016, Knight frank

ニューデリー（コンノートプレイス－CBD）とムンバイ（バンドラ・クルラ複合施設）の2つのプライムエリアが「グローバル・プライムオフィス賃貸コスト調査」上位50市リスト入り

プライムオフィス賃貸コスト（単位: 米ドル／ft²、年間）



NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: June 2016 Global Prime Office Occupancy Costs, CBRE

オフィスは需給とも増加し市況は改善。
多国籍企業の間でインド事業への関心が回復し、オフィスの拡張が見込まれる

市場ファクター	2016年上期の成長動向	理由
需要	↗	• ほとんどの都市でオフィス需要が増加し上位6都市では取引量が12%増加。
供給	↗	• 2016年上期の新規竣工は1,900万ft²以上と好調。 • ムンバイ、プネー、チェンナイ等の都市で複数のプロジェクトが実施され供給増。
賃料	↗	• 賃料はムンバイの下落を除き全都市で上昇。
注目すべきトレンド	• 多国籍企業がインドへの投資を拡大。	• 新たに安定した連立政権の成立により外国人投資家のマインドも改善、多国籍企業がインド事業を拡大し主要都市でオフィスを拡張。 • この傾向が特に顕著なのがIT、金融、コンサルティング関連の多国籍企業。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ムンバイ、プネー、チェンナイで複数プロジェクトが実施されるため、新規竣工は微増

下期オフィス市場の見通し

項目	2015年下期	2016年下期（予）	成長率
新規竣工（百万ft²）	18.7	19.2	3%
取引（百万ft²）	23.2	22.7	-2%
空室率	15%	14%	-

- 下期のオフィス市場は新規竣工の増加が予想される。
- 新規竣工増はムンバイ、プネー、チェンマイ等が中心。
- 取引面積については2015年下期の2,320万ft²から2016年下期の2,270万ft²へ微減と予想。
- オフィス需要の全般的増加により2016年下期の空室率は低下が見込まれる。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

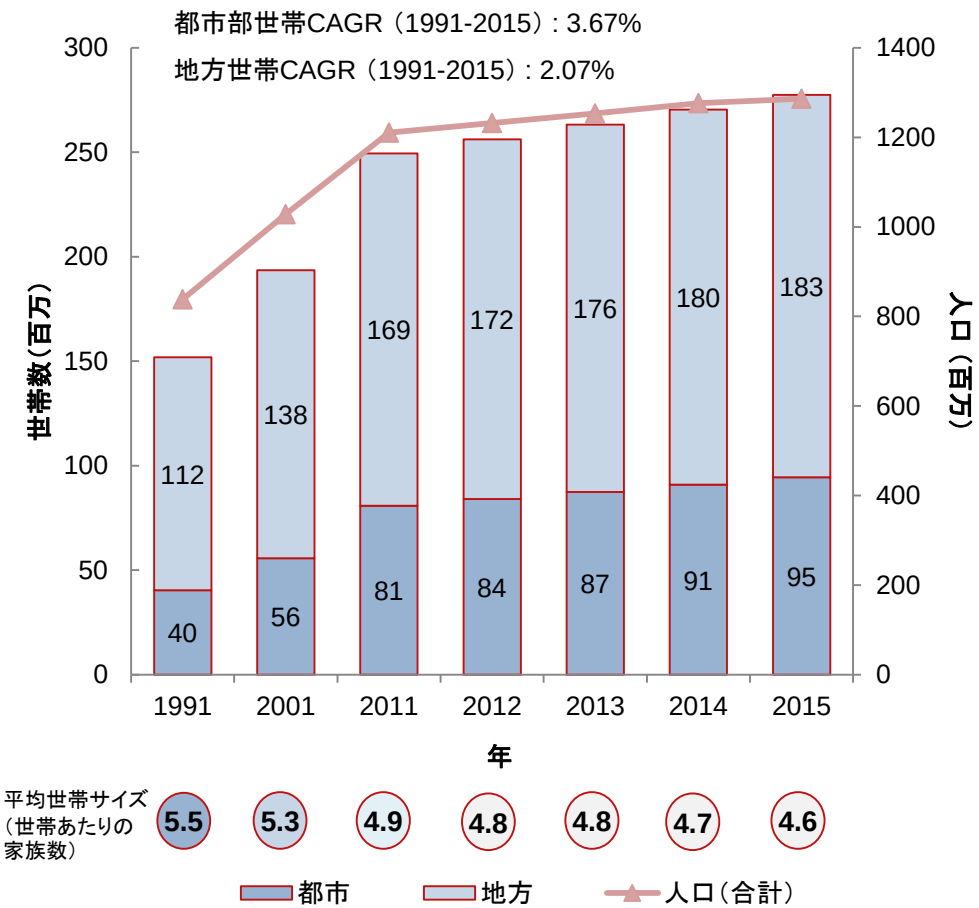
出所: India Real Estate, Residential and Office, January - June 2016, Knight frank

インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

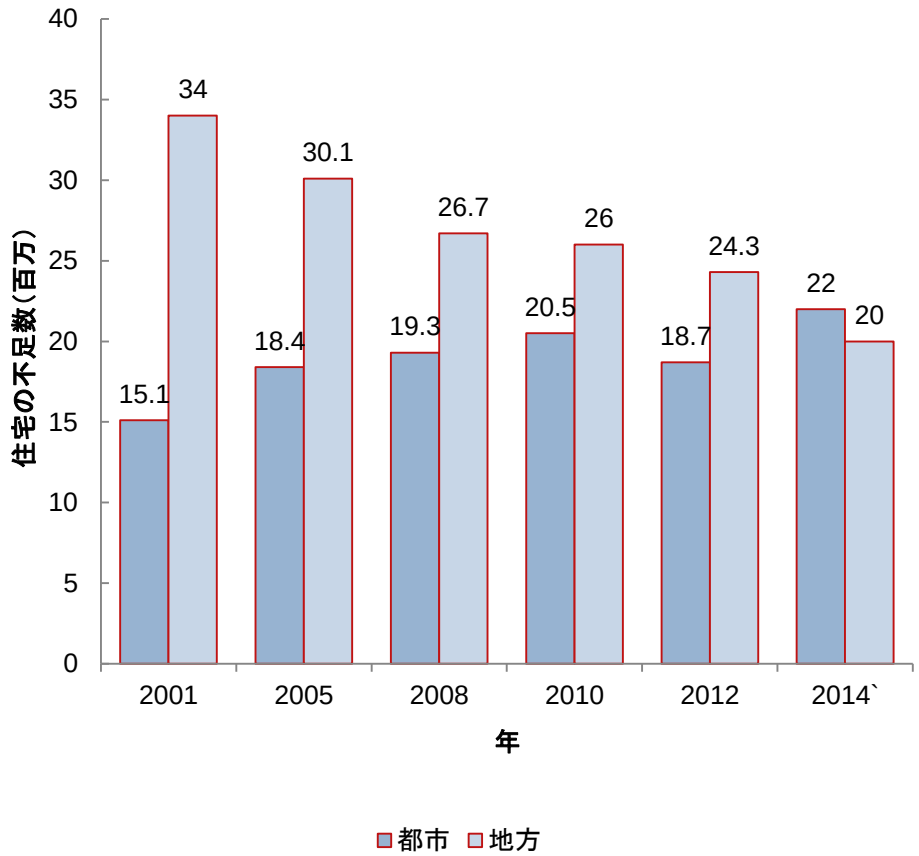
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

人口増と核家族化で住宅需要が上昇、住宅不足に

世帯数の変化



都市ー地方の住宅不足数



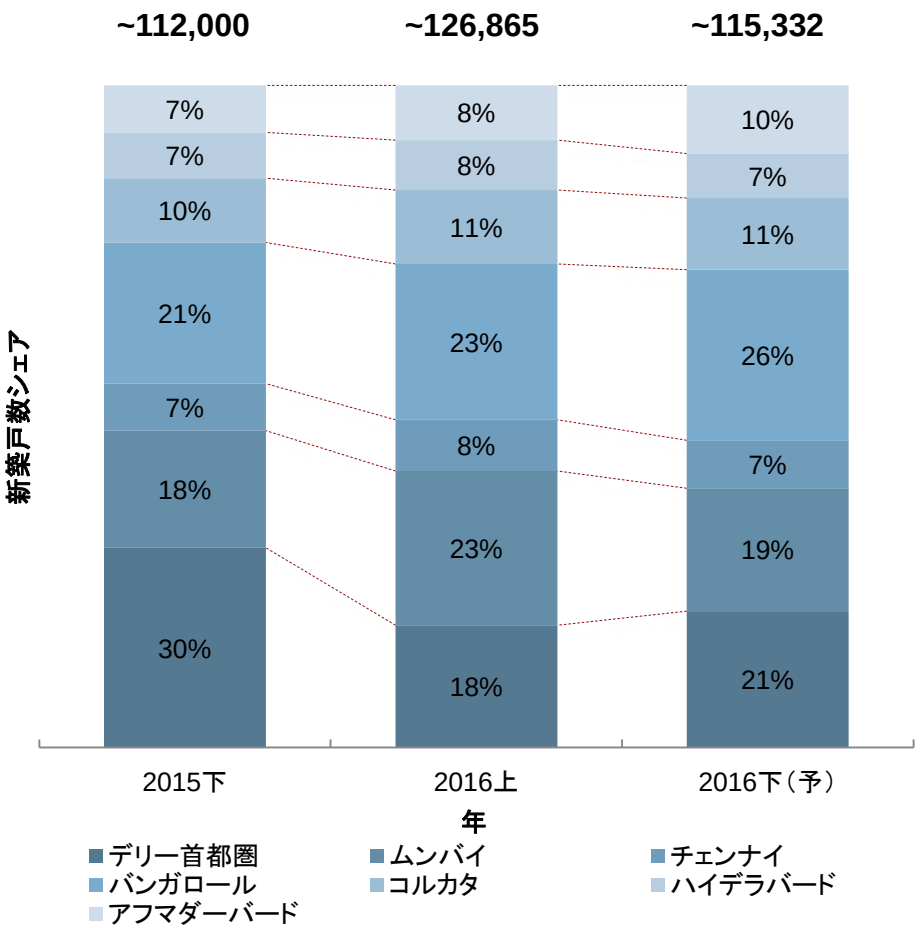
出所: CMIE Consumer Pyramid Data、2016年9月13日検索。

出所: 1. 住宅・都市貧困緩和省
2. 計画委員会都市住宅作業部会

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

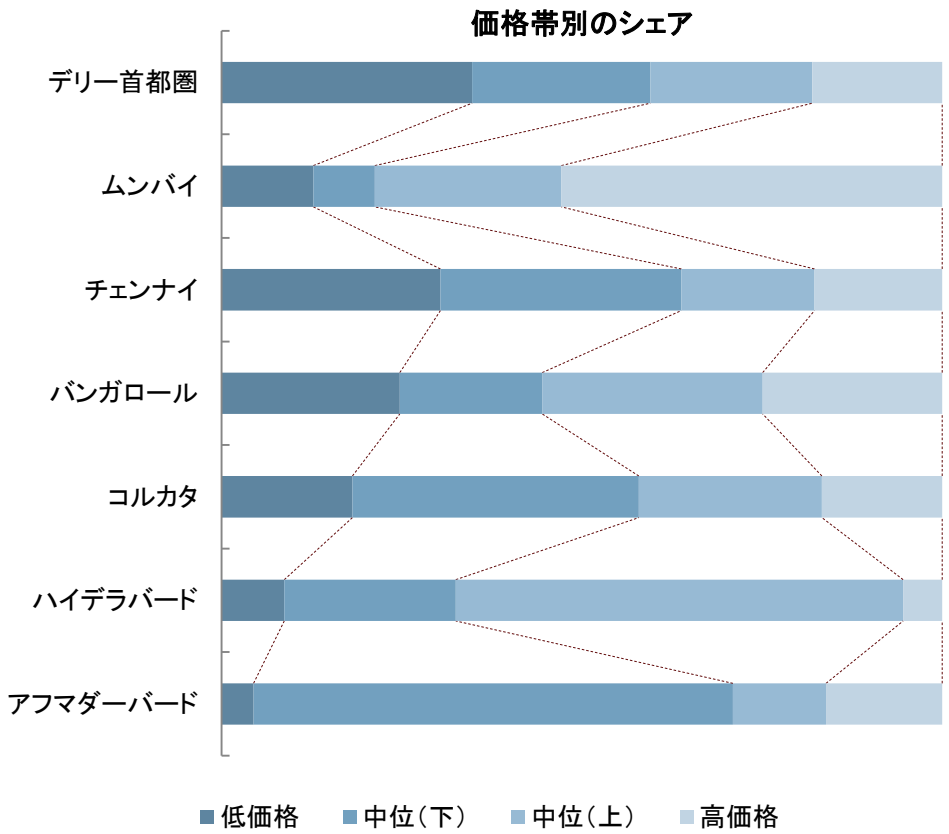
新築マンション戸数はデリーとバンガロールが多数を占めるが、高層高級マンションはムンバイが多い

新築マンション供給動向



出所: Knight Frank

新規供給の構成

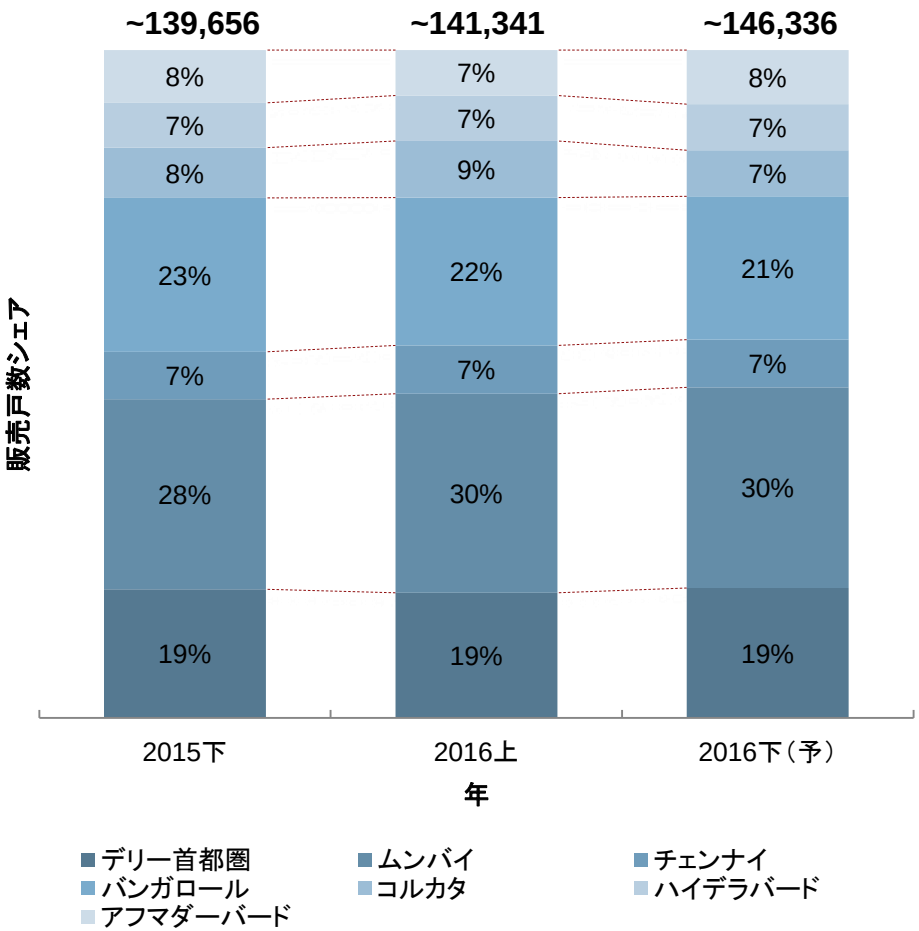


出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅のアブソープションはムンバイとバンガロールが高い。デリー首都圏は供給過剰により住宅価格が低下

マンション販売動向



出所: Knight Frank

販売価格動向

市場	全住宅	プレミアム帯
デリー首都圏	-4%	-5%
ムンバイ	+1.2%	+1.7%
チェンナイ	+2.9%	+8%
バンガロール	+3%	-1%
コルカタ	+2%	+3%
ハイデラバード	+3%	+3%
アフマダーバード	+5%	+9%

出所: Knight Frank: 12か月の価格推移（2015年上期～2016年下期）

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

景気回復のきざしを受けて中位&低価格帯で需要増。ただし在庫が残ることから新規供給は依然低迷

市場ファクター	2015～16年度の成長動向	理由
需要	↗	• 上位8都市の販売が2015年上期の126,615戸から2016年上期の135,015 に増加し7%のプラス成長。 • 2016年上期はムンバイ&バンガロールでプラス成長だが、デリー首都圏、チェンナイ、コルカタはマイナス。
供給	↘	• 2016年上期は2013年から積み上がった膨大な在庫でデベロッパーが慎重になったことから、上位8都市の新築戸数が過去3年間で最低に。 • 半期新築数は2015年上期の117,200戸から2016年上期の107,120戸に9%減。
価格	→	• 2015-16年度の住宅価格は大半の都市で横ばいとなったが、デリー首都圏は供給過剰から下落。 • 在庫が多いことからデベロッパーは新規プロジェクトの発表を控えている。
注目すべきトレンド	• デベロッパーは中価格帯住宅に注力。 • 「不動産法（案）」が上院通過。	• デベロッパーは中価格帯に注力しており、2014年1Q～3Qの建設戸数の68%が中価格帯。 • 新「不動産規制法（案）」によりプロジェクト竣工、賃貸料等の透明性向上が期待される。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

住宅市場は既存在庫により新規供給は減少の見込み。ただし低下価格帯の需要増により販売は全体で微増の予想

下期住宅市場の見通し

項目	2015年下期	2016年下期（予）	成長率
新築	126,865	115,332	-9%
販売	141,341	146,336	4%

- 2016年下期の新築戸数は前年同期比9%減の予想。
- 主にデリー首都圏で減少の見込み。
- デリー首都圏の2016年下期新築戸数は前年同期比42%減の予想。
- 販売は2016年下期も前年同期比4%増を維持見込み。
- ムンバイ、アフマダーバード等では2桁増を記録。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

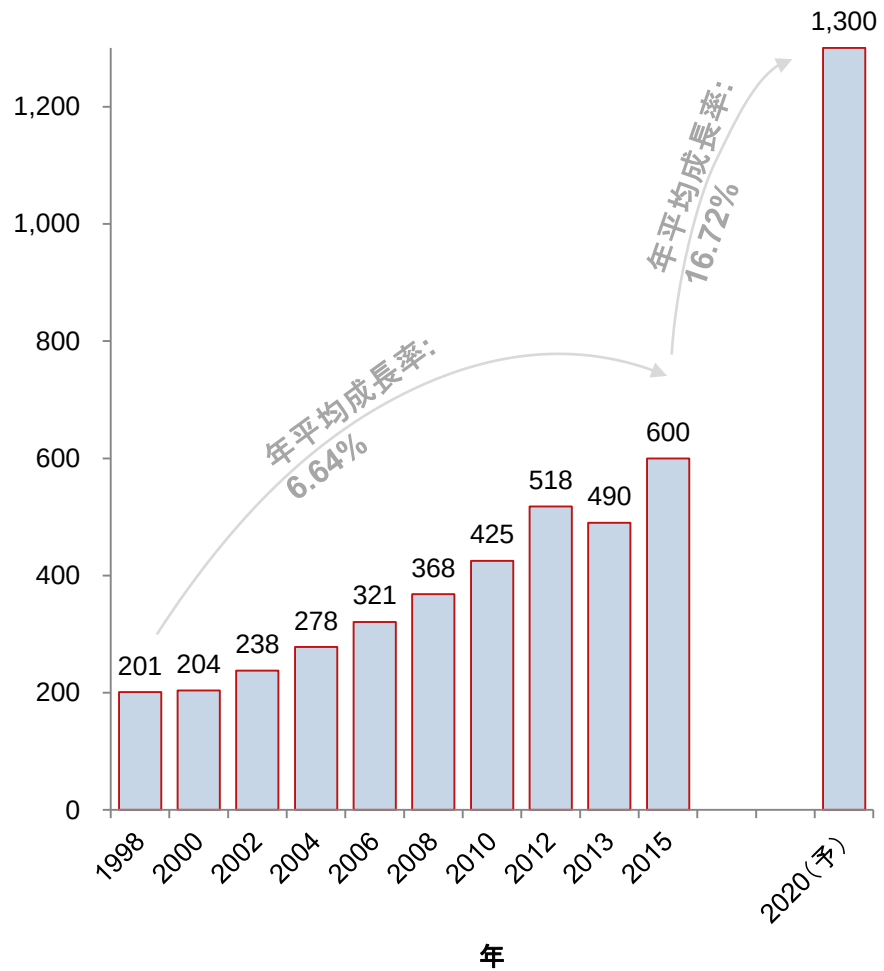
出所: India Real Estate, Residential and Office, January - June 2016, Knight frank

インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

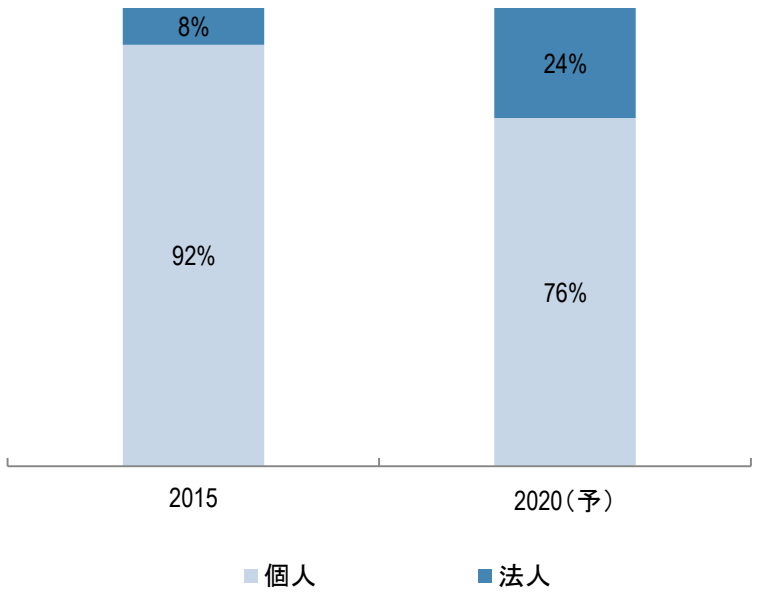
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

急速な都市化と可処分所得の上昇により、小売施設は2020年までに規模が2倍以上に拡大し、法人化が進むと見込まれる

小売業の規模（十億米ドル）



小売業の区分



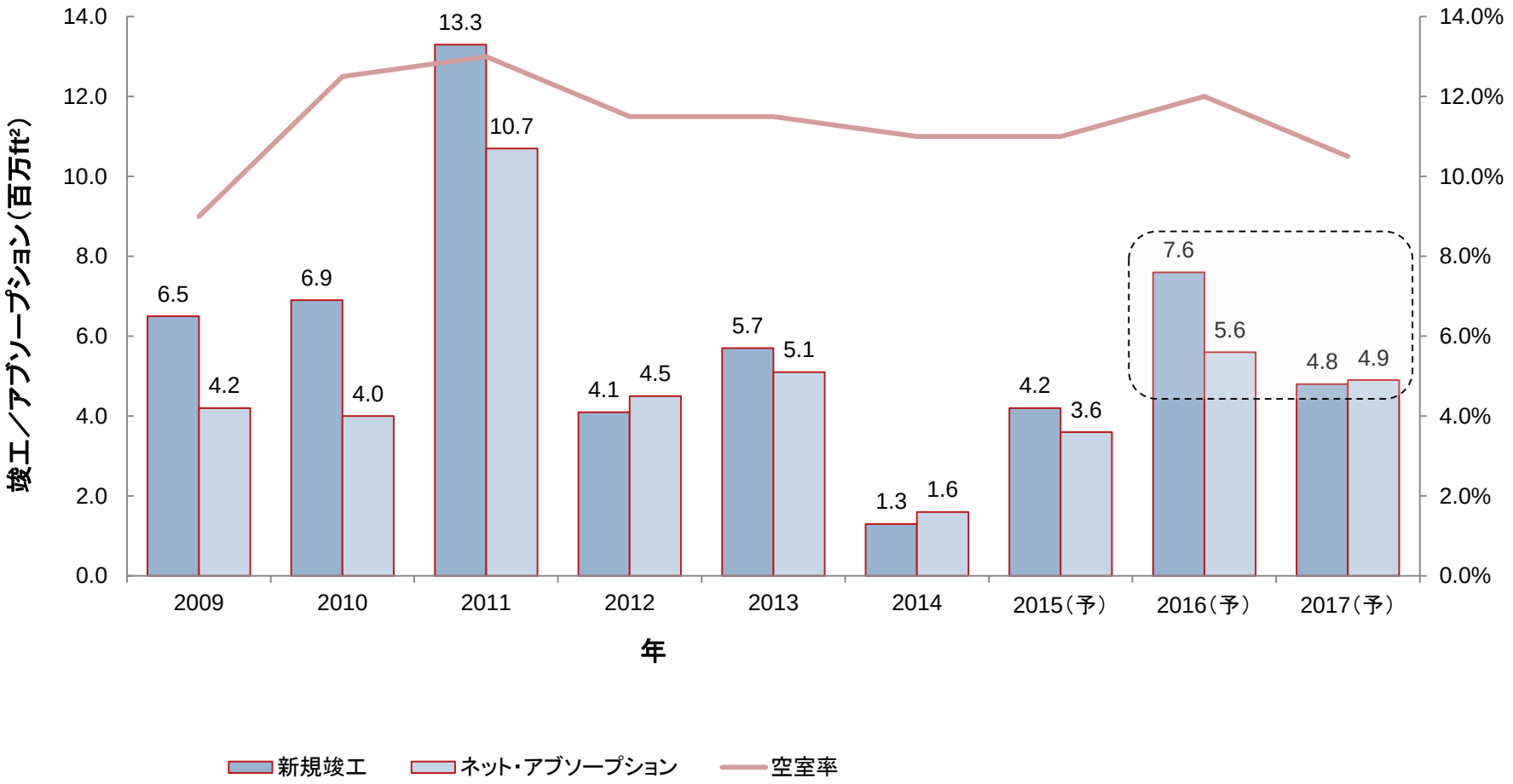
- 現状は家族経営商店（個人経営）が1,500万店以上。
- 法人経営小売店は年平均成長率（2009～2013年）19～20%。

出所: Indian Brand Equity Foundation、2016年7月。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

調達義務の緩和により2016～2017年度の小売施設は回復が見込まれる。旺盛な需要により空室率も2016年以降低下の見込み

小売 ー 需給動向



Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Indian Real Estate: An Analysis Of 2015 And Gazing Into 2016 - JLL

小売施設賃料はムンバイとプネーの微増を除き全都市でおおむね横ばい

主要都市平均賃料（CBD、2016年第2四半期）

都市	平均賃料（ft²あたり月額）（ルピー）	年間賃料上昇率（前期比）	年間賃料上昇率（前年同期比）
デリー首都圏	850	0%	0%
ムンバイ	760	0%	1.3%
コルカタ	500	0%	0%
チェンナイ	150	0%	0%
バンガロール	240	0%	0%
ハイデラバード	130	0%	0%
プネー	320	0%	3.2%

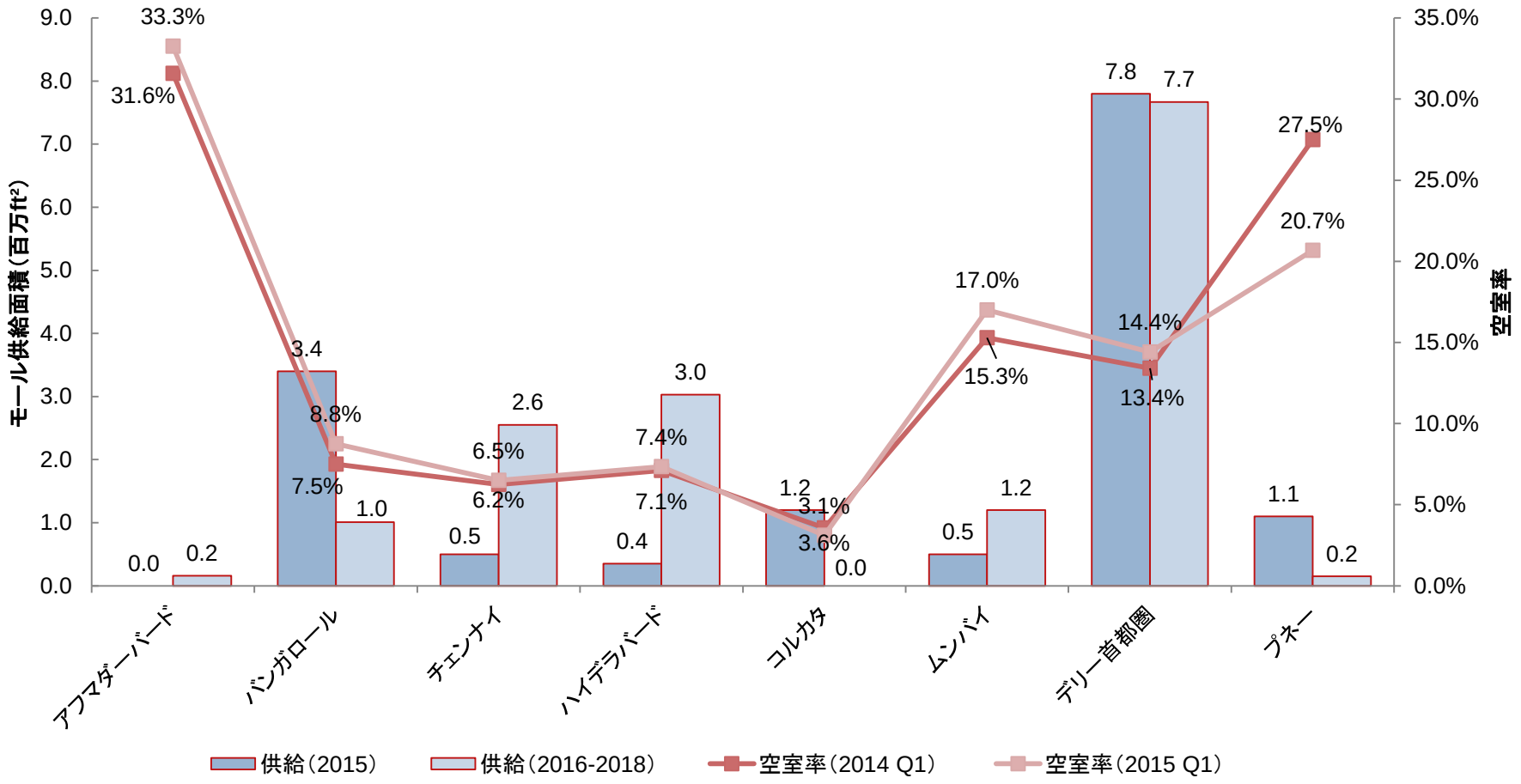
注: Cushman & Wakefield社Local Reportの各市の数値（2016年第2四半期）を平均したもの。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Content sourced from proprietary information of Cushman & Wakefield

モールの空室率はプネーを除き上昇。デリー首都圏が最も勢いの強いマーケットで、2018年までの供給面積のほぼ半分を占めると予想

上位8都市の今後のモール供給面積と現在の空室率



NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Cushman & Wakefield Q1 2015

消費意欲拡大により小売業のモールの需要は拡大。賃料は微増

市場ファクター	2015~16年度の成長動向	理由
需要	↗	• 消費主義の高まり、旺盛な若年人口、中間所得者層のブランド意識向上、一人あたり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後押しする。 • 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	→	• 今後3年間のモール供給については以前に延期されたプロジェクトの竣工が見込めることから、微増と見込まれる。また今後3年間で供給されるモール面積の半分以上はデリー首都圏。
賃料	↗	• 上位8都市のモールの賃料は微増。 • 賃料の大幅な上昇が見られたのは空きスペースへの小売業者の入居が進んでいるプネーのみ。
注目すべきトレンド	• eコマースが従来の小売施設に与える影響。 • オフィスと小売施設の統合。	• eコマースが中期的にTier 1都市の小売施設に不利な影響を与える可能性。 • オフィス・小売複合施設（ORC）が消費者の需要増にともない拡大しつつあるが、このトレンドは今のところムンバイ、デリー首都圏、バンガロールのTier 1都市に限られる。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

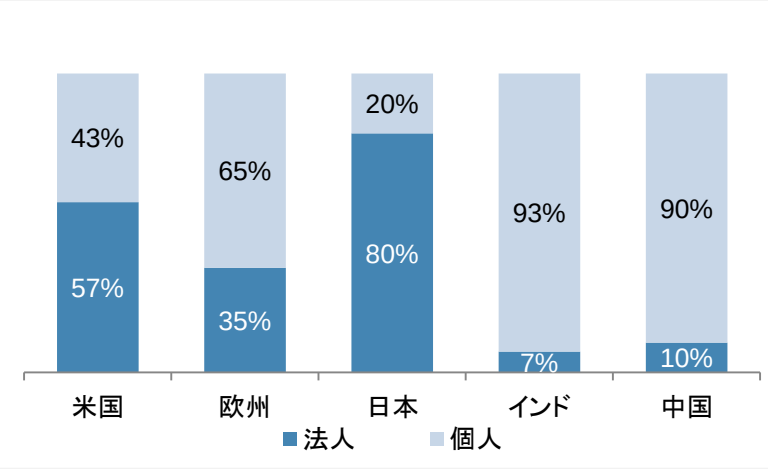
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

物流市場は個人業者の割合が高く、現状の物流費は他国より著しく高い

物流市場と主な事業者

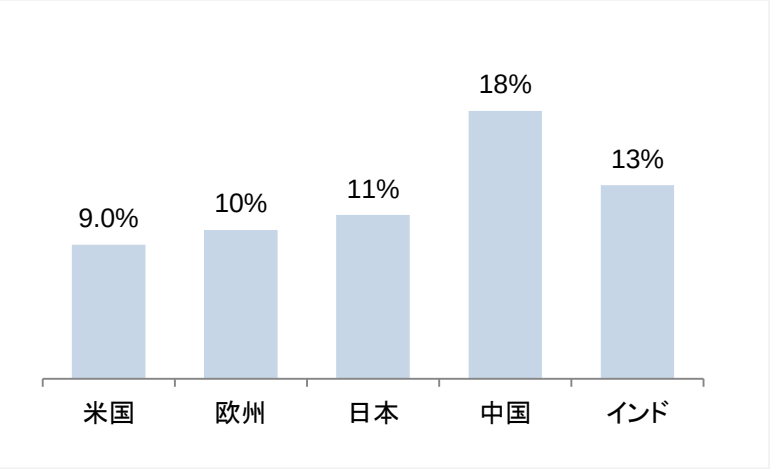
物流市場の区分



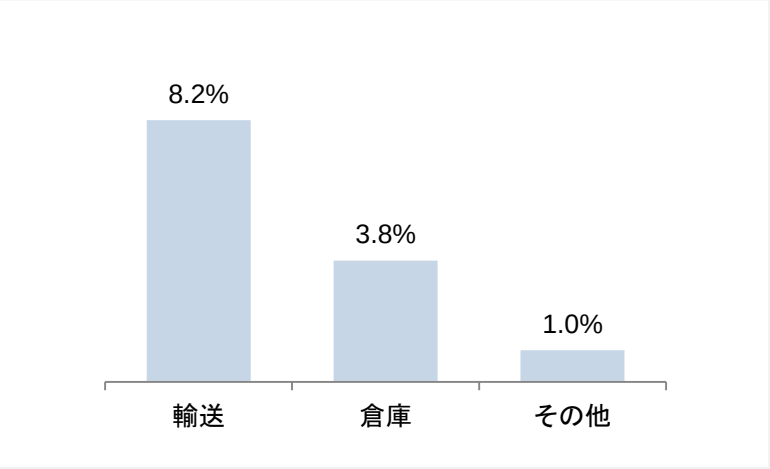
物流市場&主要事業者

物流コスト

物流費（GDP比、%）



インドの物流費の内訳（GDP比、%）

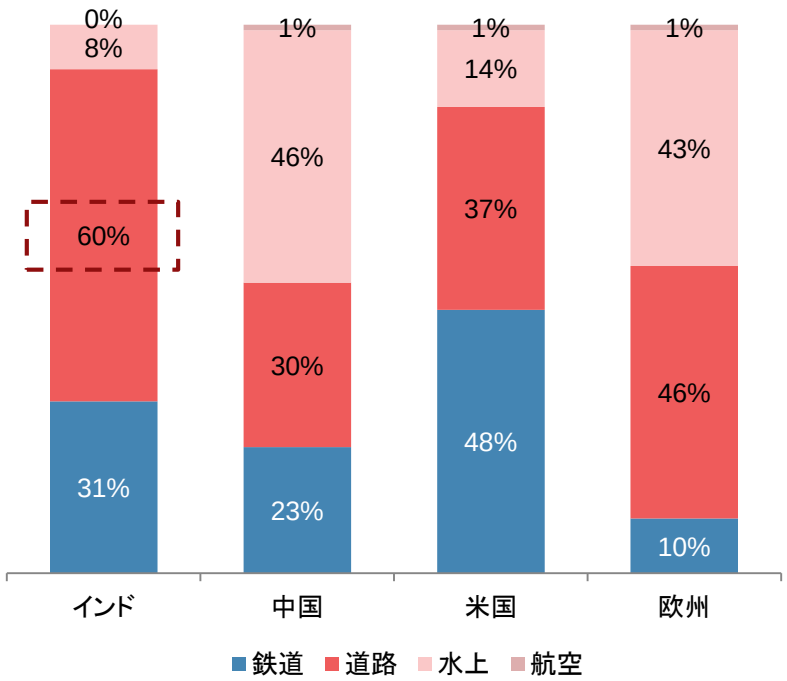


出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

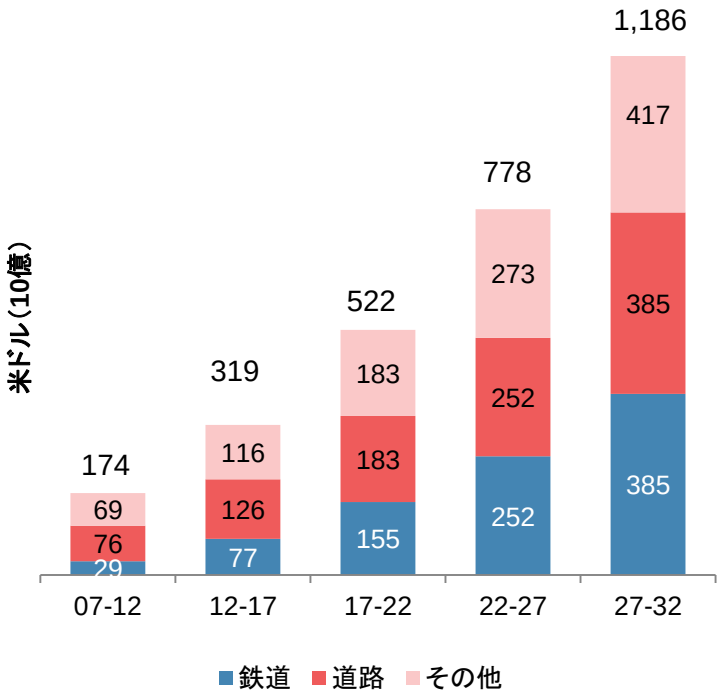
インドの物流は道路への依存が大きく他国のように負荷が分散されていない。さらに今後15年で大規模な輸送インフラ投資を計画中

輸送形態別シェア



- 過去20年間鉄道への投資が不十分であったため道路（輸送効率が相対的に低い）のシェアが60%に拡大（他国では30～46%）。

輸送インフラの設備投資予測



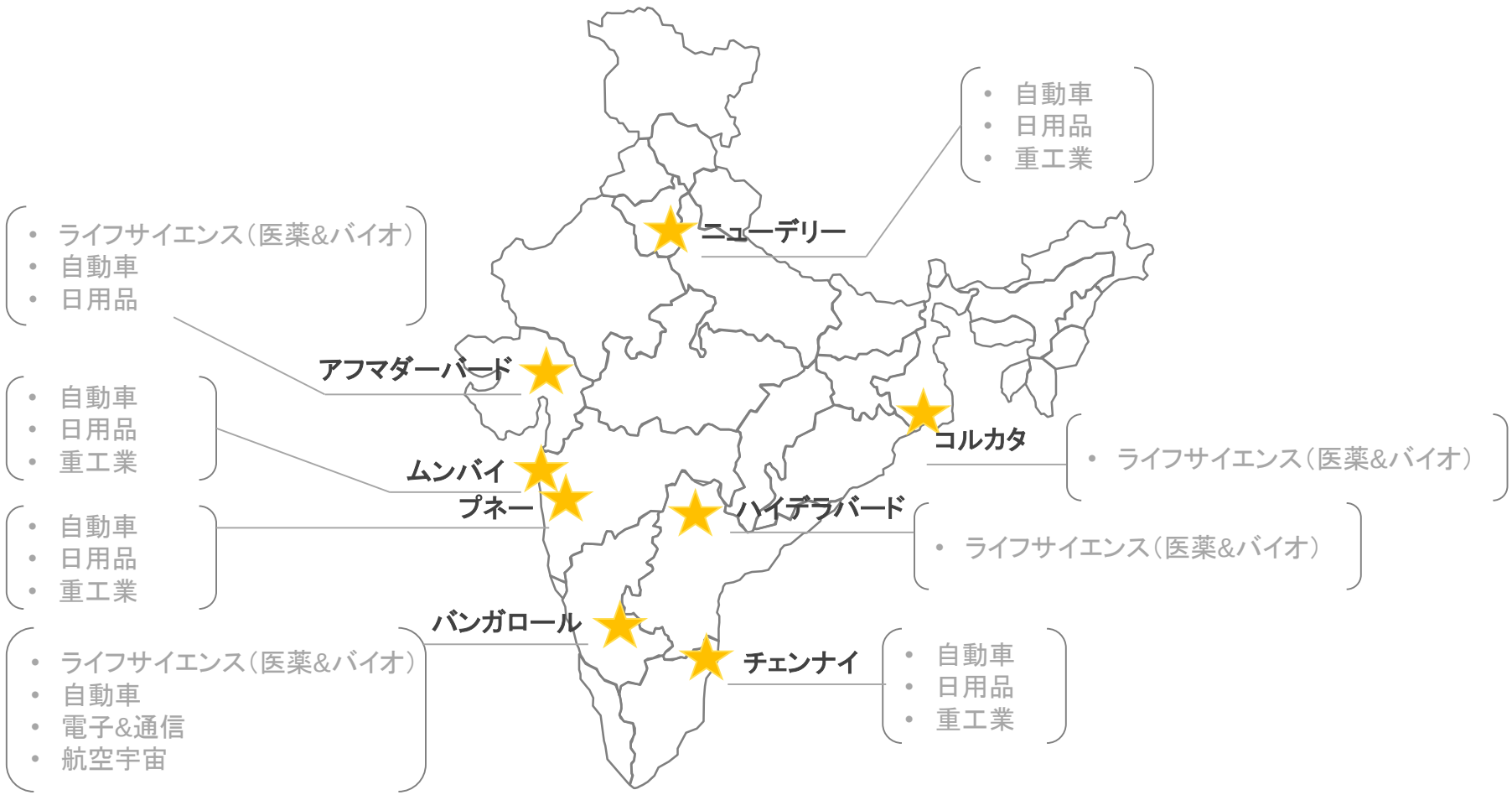
- 今後10年間（2017～2027年度）で1兆3,000億ドル以上の輸送インフラ投資が見込まれる。
  - この内鉄道部門のシェアは最大33%と見込まれる。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: MOSL

生産拠点と消費市場は全国に広がり、国内の商業回廊と物流ハブのニーズが高まっている

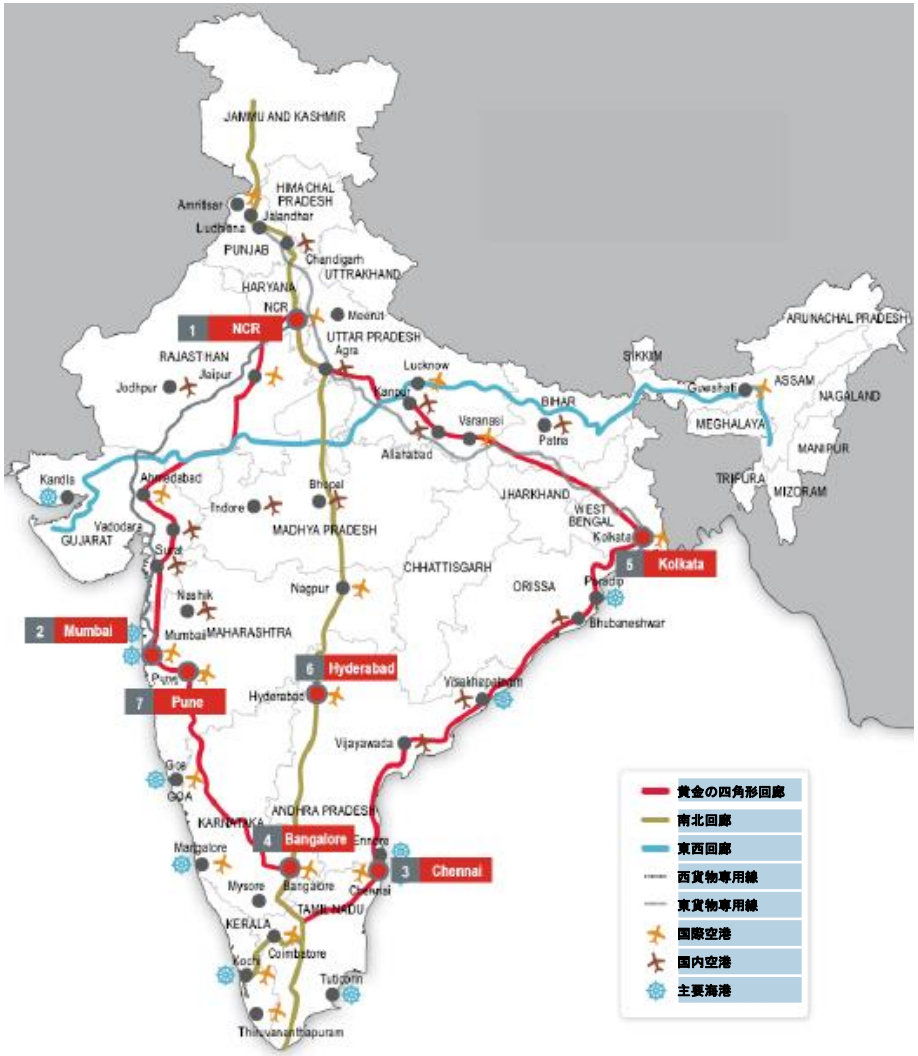
インドの製造業の拠点と主な市場



NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

主な国内通常回廊と物流ハブ



主な商業回廊	
デリー - コルカタ	1,452 km
チェンナイ - ムンバイ	1290 km
コルカタ - チェンナイ	1,684 km
ムンバイ - デリー	1,419 km

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	ティルヴァナンタプラム
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
コーヤンブットゥール	グワーハーティー

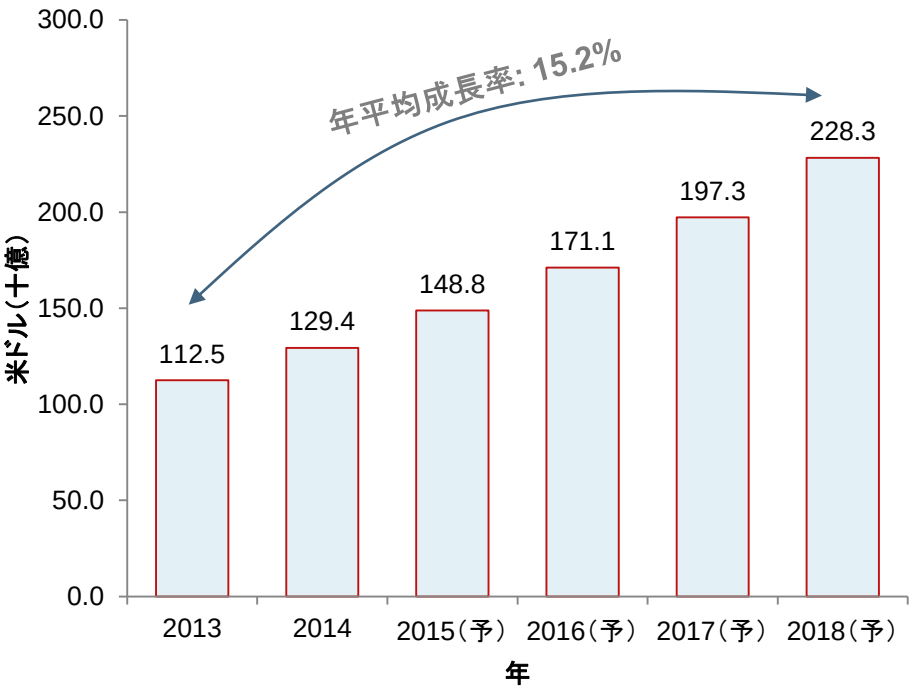
出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

インドでは質の高い貯蔵インフラが不足しているが、倉庫業界は物品サービス税法案の議会通過が大きな後押しに

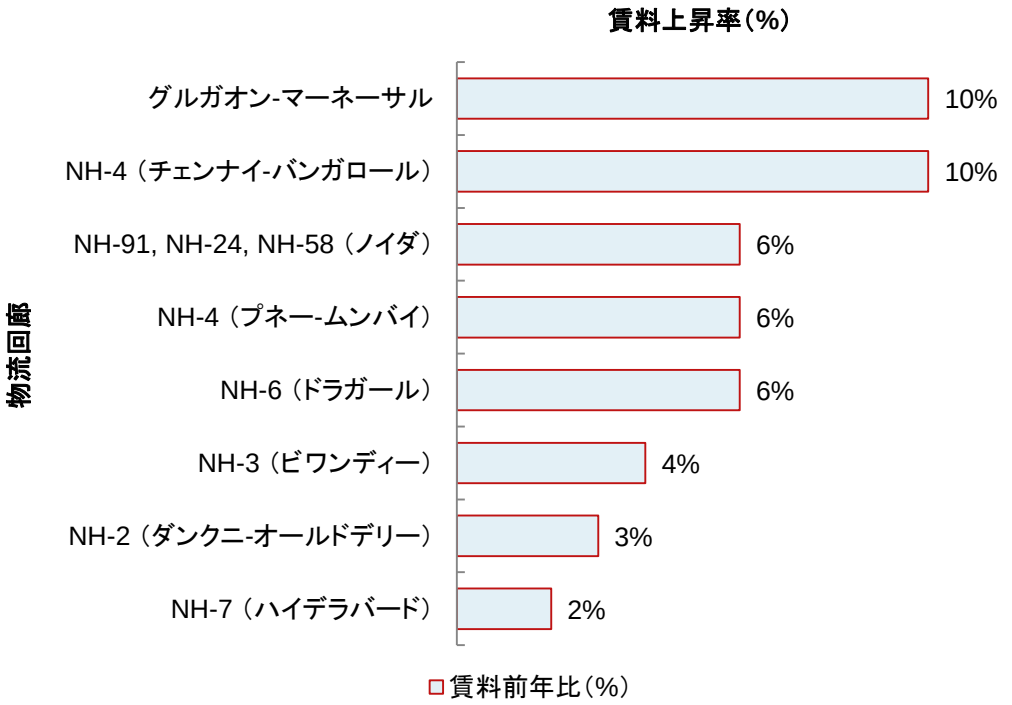
- 主要産業回廊における倉庫賃料は、年平均5%で伸びている。
- グルガーオン - マーネーサルとチェンナイ - バンガロール・ルートでは、2桁の上昇がみられる。
- 物品サービス税は法案が最近議会を通過し半数以上の州で批准されたことで2017年度から適用の予定。物品サービス税法案の通過で地域の倉庫ハブが出現し、質の高い倉庫が増加する見通し。

倉庫市場規模



出所: Netscribes Report 2012： 1米ドル = 60ルピー

倉庫スペース賃料の成長動向



出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

物流施設の賃料と地価は全国の主要産業回廊で緩やかに上昇

主要産業回廊の平均物流施設価格

主要物流ハブ	主要産業回廊	主要産業クラスター	平均賃料（ft²あたり月額）	平均地価（ft²あたり）	価格動向
アフマダーバード	アフマダーバード ーヴァドーダラー・ハイウェイ	日用品	INR 10 – 15	INR 300 – 550	微増
バンガロール	トゥムクル道路（ピーンヤ回廊）	医薬、エンジニアリング	INR 25 – 30	INR 1600 – 2100	上昇
	ホスコート道路	エンジニアリング、自動車、医薬、電子	INR 14 – 16	INR 400 - 500	微増
チェンナイ	GT 道路	自動車、繊維、日用品	INR 18 – 22	INR 800 – 1500	上昇
	スリパーアンバッドア	自動車、日用品、エンジニアリング、ハードウエア	INR 20 – 26	INR 450 – 550	微増
デリー首都圏	ナショナルハイウェイ1号線	日用品、金属、食品加工	INR 14 – 20	INR 450 – 1150	微増
	ナショナルハイウェイ2号線	自動車、重機、金属	INR 20 – 40	INR 1100 - 4500	微増
ハイデラバード	ナーグプル・ハイウェイ	医薬、バイオ	INR 10 – 16	INR 350 – 450	微増
コルカタ	ナショナルハイウェイ6号線	日用品、合金鉄	INR 14 – 18	INR 350 – 500	微増
ムンバイ	マハプ	化学、医薬、電子	INR 40 – 50	INR 2000 – 2700	微増
プネー	チャカン	自動車、重エンジニアリング	INR 25 – 30	INR 450 – 800	上昇

注: 数値は2014年7月現在の参考値。実際の価格は時期、個別の所在地、資産の仕様等により変動する場合がある。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

出所: Jones Lang LaSalle Indiaの占有情報より

eコマースブームによる需要増と国内消費の一般的増加に加え物品サービス税法案の上院通過が大きな後押しに

市場ファクター	2015～16年度の成長動向	理由
需要	↗	• eコマースのブームにより現地大市場近辺で倉庫需要が大幅に増加。 • 国内消費の拡大も倉庫施設の需要増につながった。
供給	↗	• 物品サービス税法案が最近国会を通過したことも物流部門の供給側にとって新たな希望に。より望ましい倉庫構造と地域倉庫ハブの台頭につながると考えられる。
賃料／資産価格	↗	• 主要産業回廊では地価の上昇と供給減少により倉庫施設の賃料／資産価格が上昇傾向にある。
注目すべきトレンド	• 内需型SEZの加速。 • 温度管理倉庫の需要。 • DMICの倉庫供給増加。 • Tier 2 & 3 都市の技術ベース・サプライチェーン。	• 輸出特化型経済特区の施設は立地等の規制により設置が難しいため内需型SEZ施設への需要が拡大。 • 化学、医薬・バイオ分野には特殊な貯蔵要件があるため温度管理倉庫の需要が増加。 • DMIC（注）には工業地域が13か所あり、倉庫供給を後押ししている。 • 大都市で利用できるようになった技術ベース・ソリューションがTier 2やTier 3の都市にも浸透していく。

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

DMIC: デリー/ムンバイ産業回廊。

インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
1	インドのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	インドの不動産市場の概観
3	インドのオフィス市場
4	インドの住宅市場
5	インドの小売用不動産市場
6	インドの物流不動産市場
7	インドのホテル市場

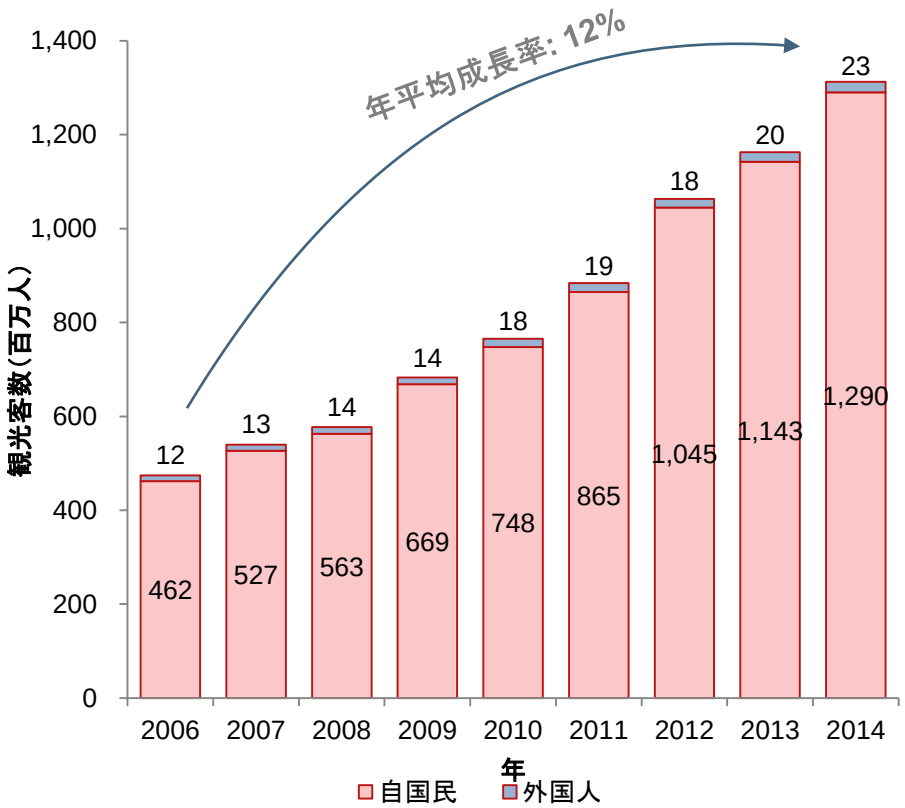
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

旅行・観光業は着実に成長しているが、国際競争には質の高いインフラ整備が必要

世界におけるインドの位置	業界における競争力	65位	ホテル・インフラ	67位	外国人観光客数	42位

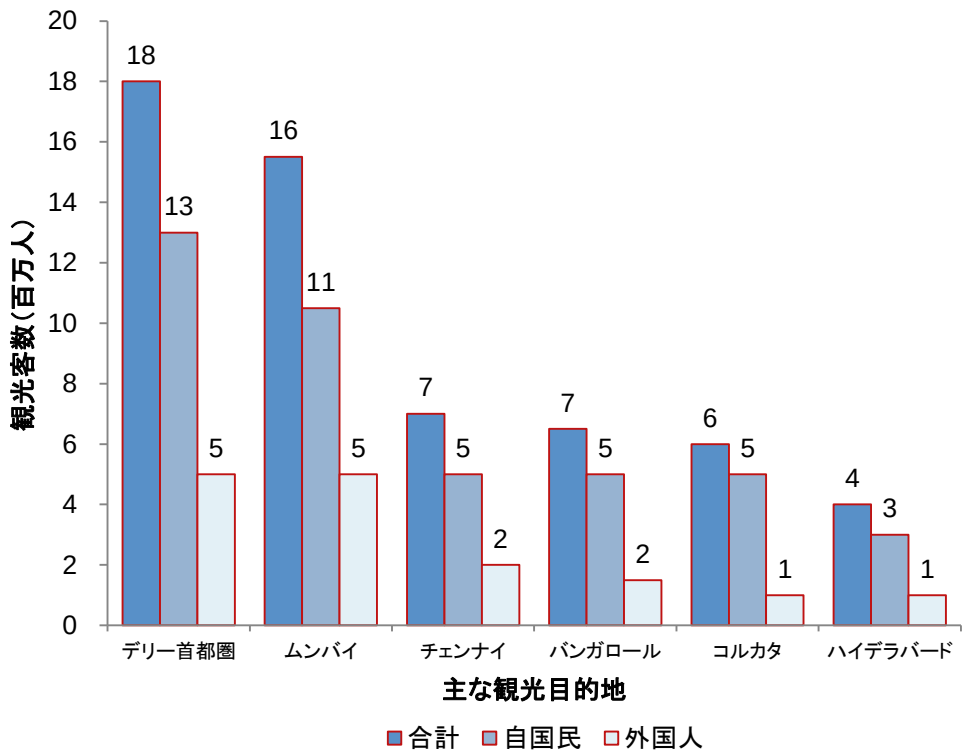
出所: Travel and Tourism Competitiveness Report 2013

自国民と外国人の観光客数



出所: Ministry of Tourism

航空機を利用して観光客が訪れる上位6都市

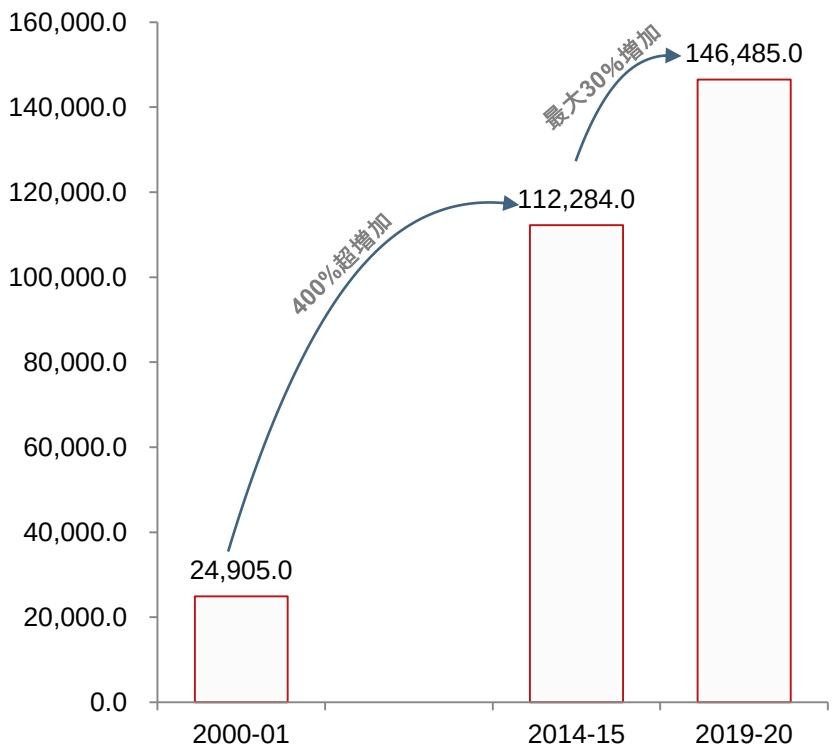


出所: Airports Authority of India

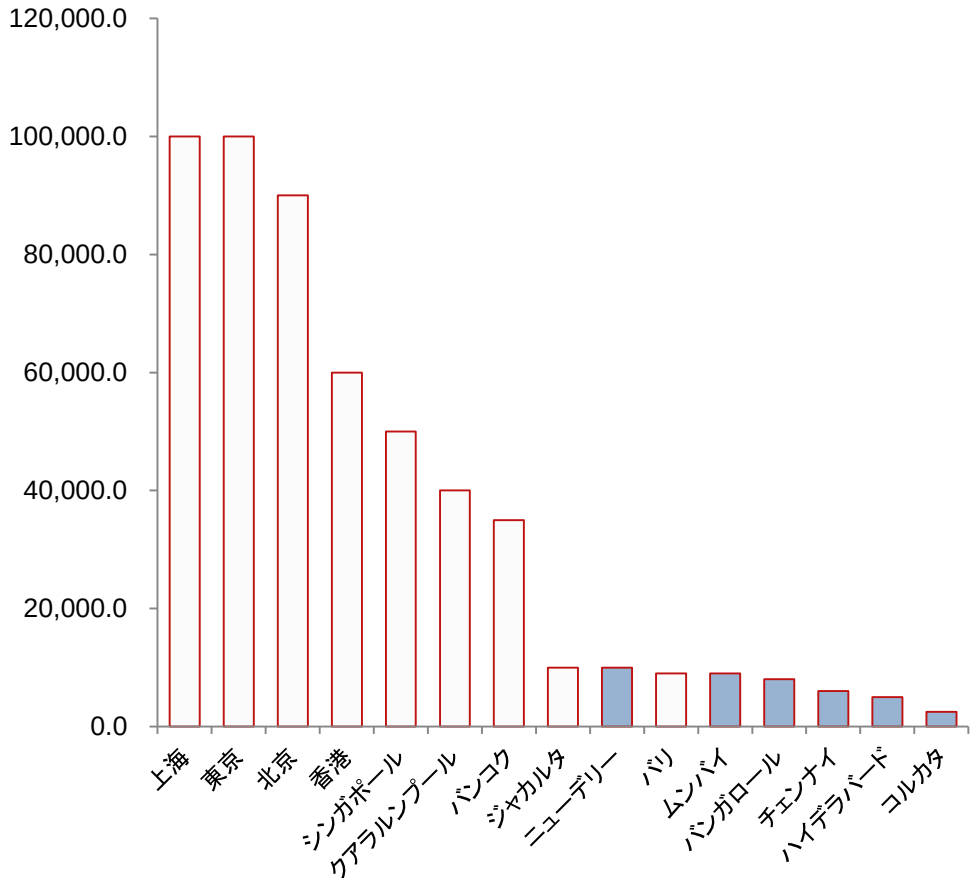
Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

客室数は過去15年で400%超増加したが、高級施設はアジア太平洋地域の諸都市と比べて極めて少ない

室数供給増加率（インド）



アジア太平洋諸都市のブランド施設

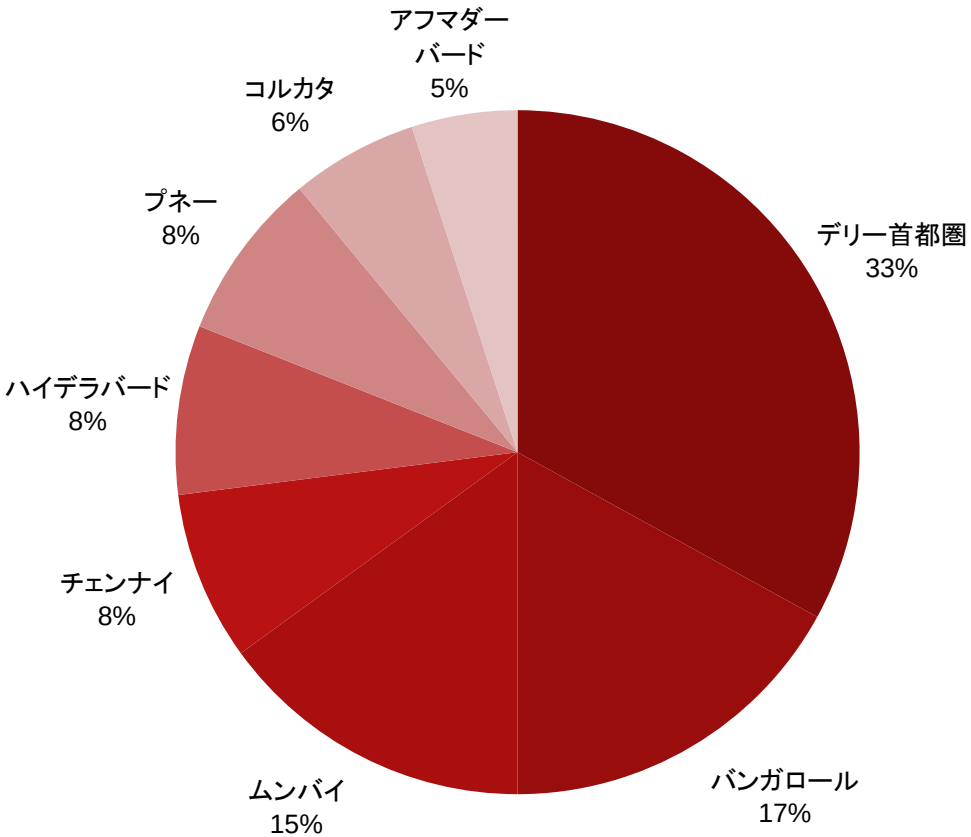


出所: Hotels in India, Trends & Opportunities, HVS, 2015

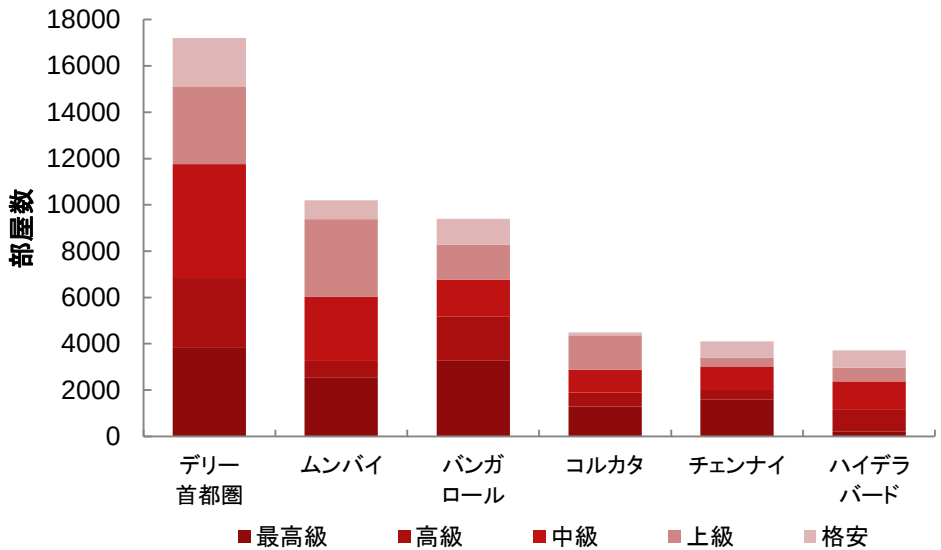
NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

主要都市で施設数が多いのは現在・将来ともデリー、ムンバイ、バンガロール

主要都市法人ホテル客室数（2014年）



主要都市ホテル客室数（2013～2017年）



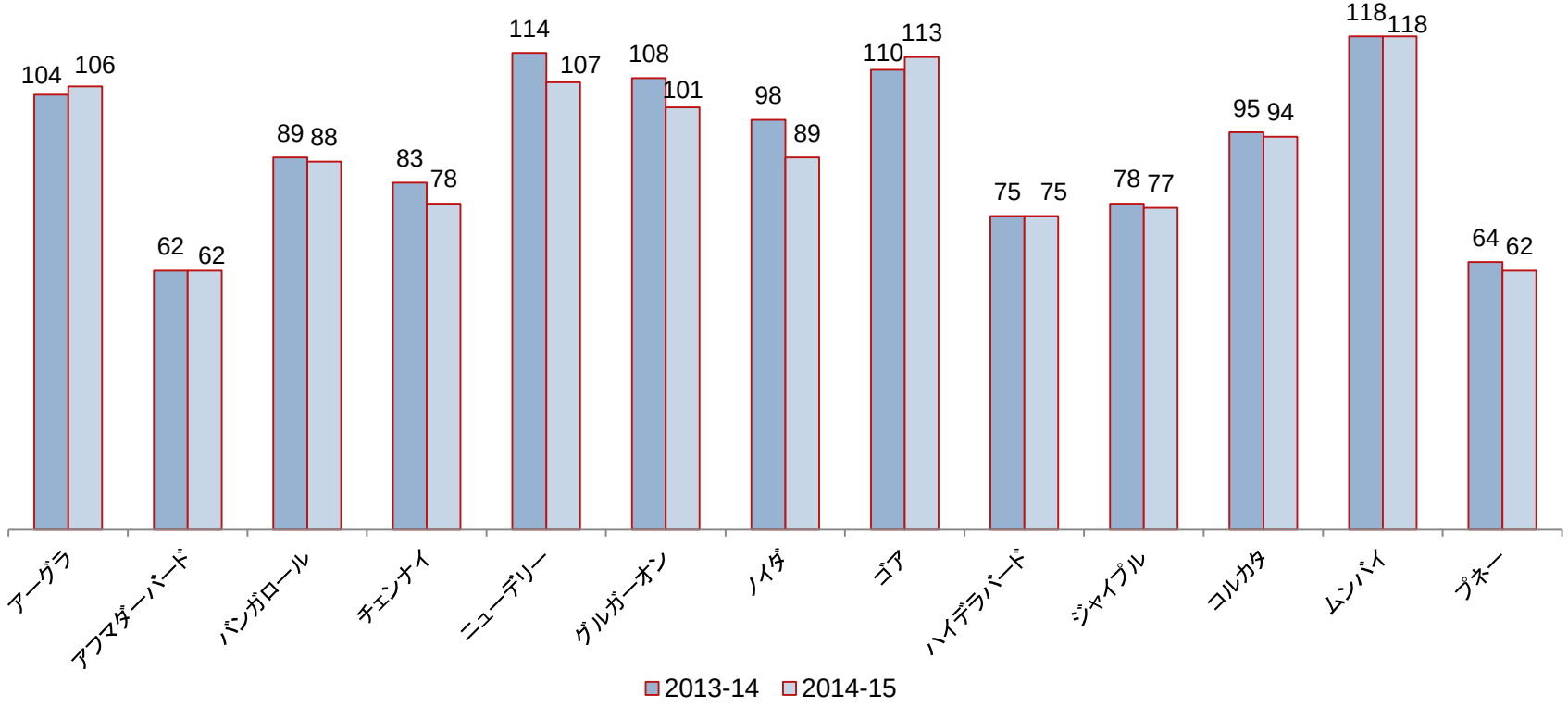
星数	5	5	4～5	3～4	2以下
部屋面積	≧38	≧38	35-38	25-35	＜25
レストラン数	≧3	≧3	1～2	1～2	1
バー/ラウンジ	≧2	1～2	1	1	1または0
プール	あり	あり	あり	あり	不要
ジム	あり	あり	あり	あり	不要
スパ	あり	あり	あり	あり	不要
コンシェルジュ	あり	あり	あり	不要	不要
高級洗面用具	あり	あり	なし	なし	なし
高級ベッド	あり	あり	あり	不要	なし
内装品質	あり	あり	あり	不要	なし

出所: Cushman & Wakefield

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

供給増と稼働率維持指向により、主要都市の平均宿泊料は過去1年微減または横ばい

主要都市の主な営業指標ー平均宿泊料（米ドル）

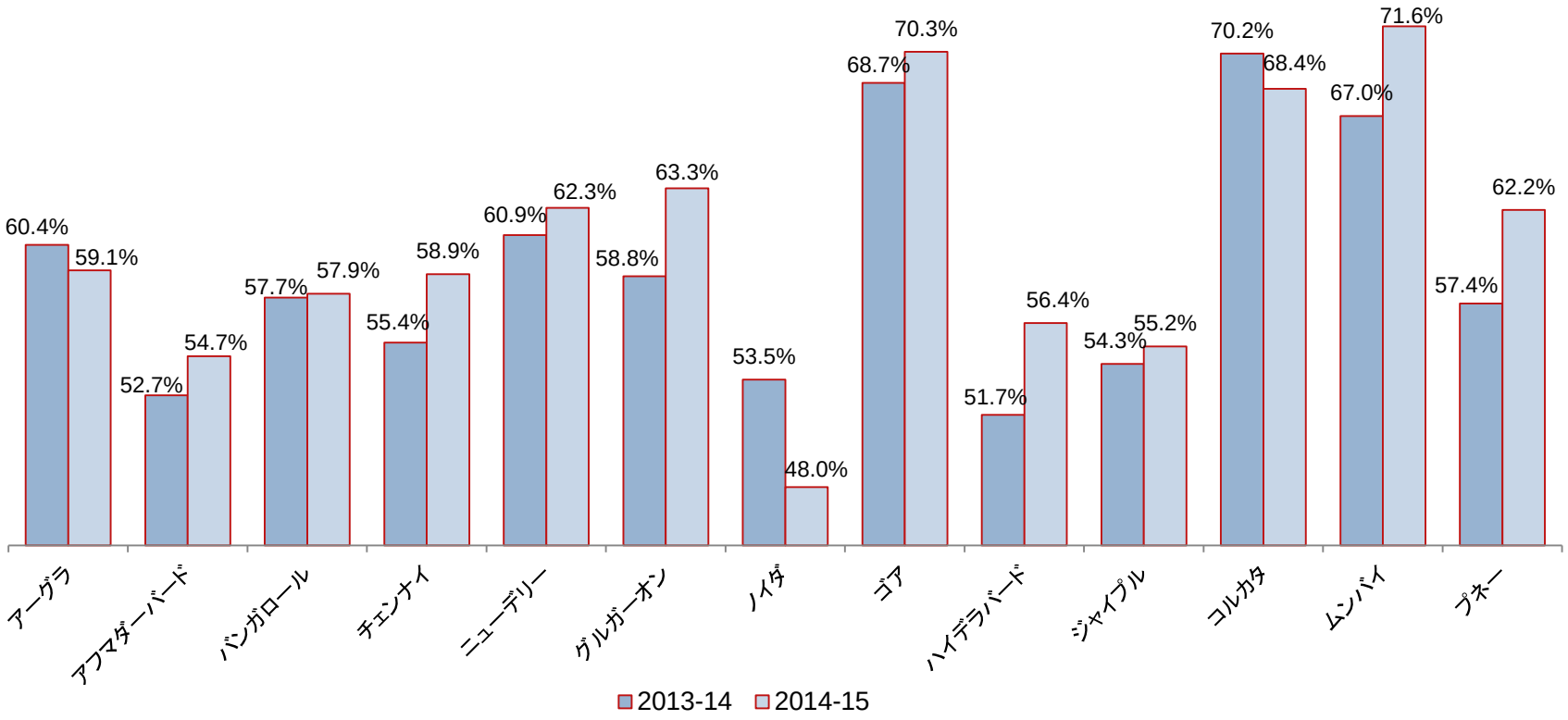


出所: Hotels in India, Trends & Opportunities, HVS, 2015

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

稼働率はノイダ、コルカタ、アーグラを除き全主要都市で上昇

主要都市の主な営業指標ー稼働率



出所: Hotels in India, Trends & Opportunities, HVS, 2015

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

宿泊施設需要は引き続き拡大、供給も増加。結果的に各地で競争が激しくなり宿泊料はおおむね横ばい

市場ファクター	2015～16年度の成長動向	理由
需要	↗	• 2015～2019年の旅行者増加率は国内が9.7%、インバウンドが8.4%と予想。 • 上位8都市では平均稼働率が改善しており、宿泊施設への需要増がみられる。
供給	↗	• 上位8都市では2018年までに4万4,000室以上の増加が見込まれ、新規供給の51%をデリーとムンバイが占める。 • 主要都市すべてで部屋数が増加し、増加率の最も高いデリーでは前年比16.5%。
平均宿泊料	→	• 昨年は大都市圏の大半で供給増にともなう競争激化と稼働率維持指向により平均宿泊料は横ばいまたは微減となった。 • 全部門の平均稼働率は60.3%と、2010～11年度以降最高の水準となった。
注目すべきトレンド	国内旅行がホテル需要の主な拡大要因に。	• ルピー安により海外旅行が割高となることから国内旅行が上向く見込み。 • それにより当面は中～上級ホテルの需要が増えると考えられる。

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

中国	新たな転換期を迎え、不確実性が増す市況
韓国	経済停滞にあえぐも、住宅と不動産投資は堅調
台湾	大中華圏の経済の一体化のなか、ホテル分野で好調
シンガポール	底堅い好調を続けるも、住宅や商業施設は軟化か
インド	経済成長に支えられ、幅広い分野で好況を見込む
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移

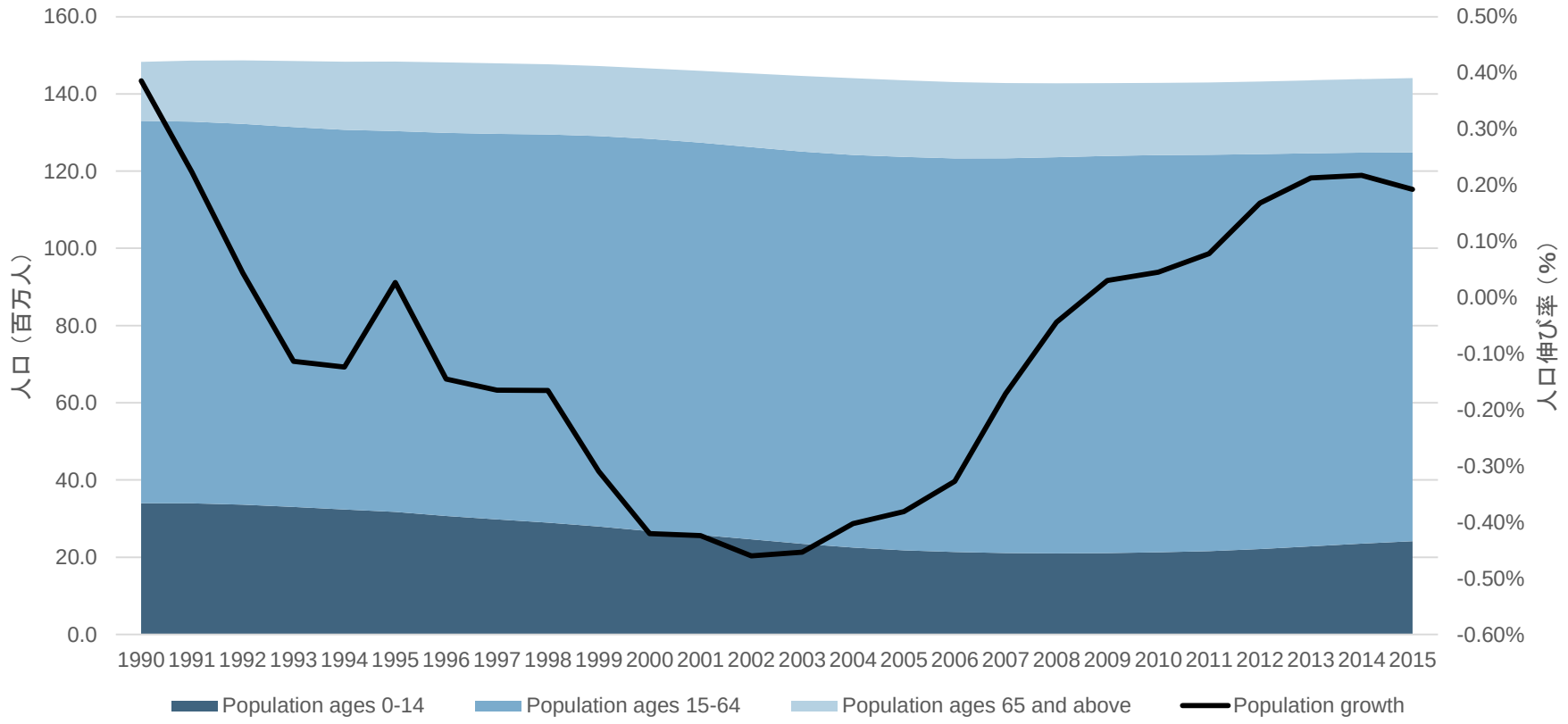
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移
1	ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	ロシアのオフィス市場
3	ロシアの住宅市場
4	ロシアの小売用不動産市場
5	ロシアのホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ロシアの人口成長は停滞している

- ロシアの人口は過去25年間以上、約1億4,000万人超の水準で停滞推移している。成長率ベースで見ると、1993年～2008年の間はマイナス成長に落ち込んでいた。



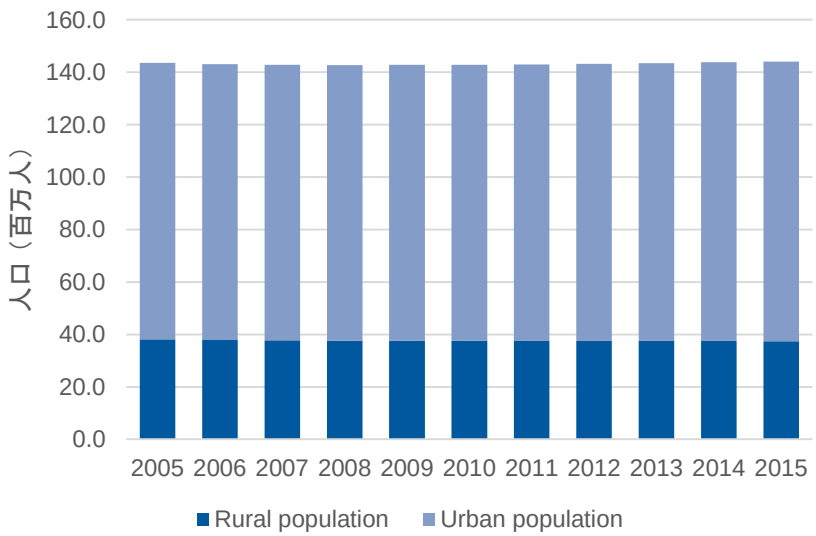
Source: World bank

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

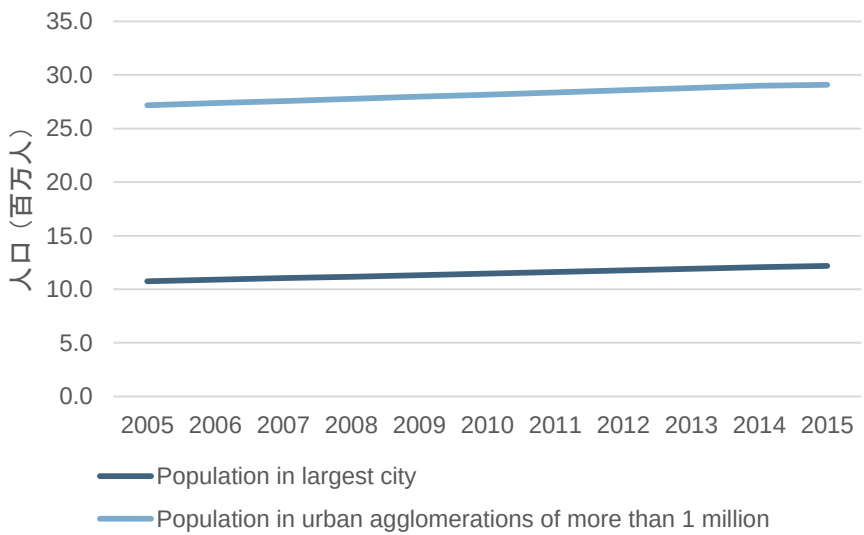
都心と地方を比べた場合の人口動態は安定している

- ロシアの人口の約75%が都市部に居住し、徐々に増加傾向にある。特に約30%の人口は密集地域に住んでいる。
- およそ12%の人口は最大都市のモスクワに住んでおり、その比率もゆっくりではあるが増加を続けている。

人口（地方・都市部別）



人口（大都市及び密集地域）



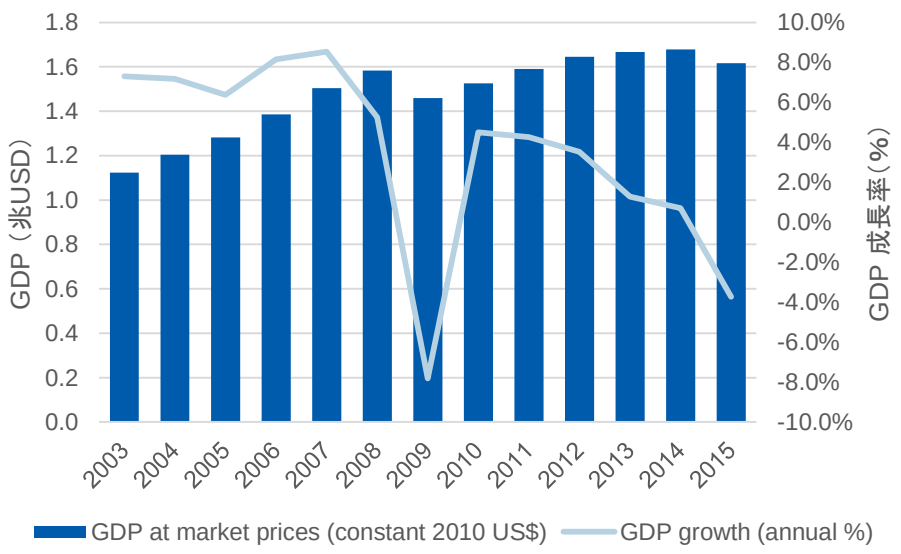
Source: World bank

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

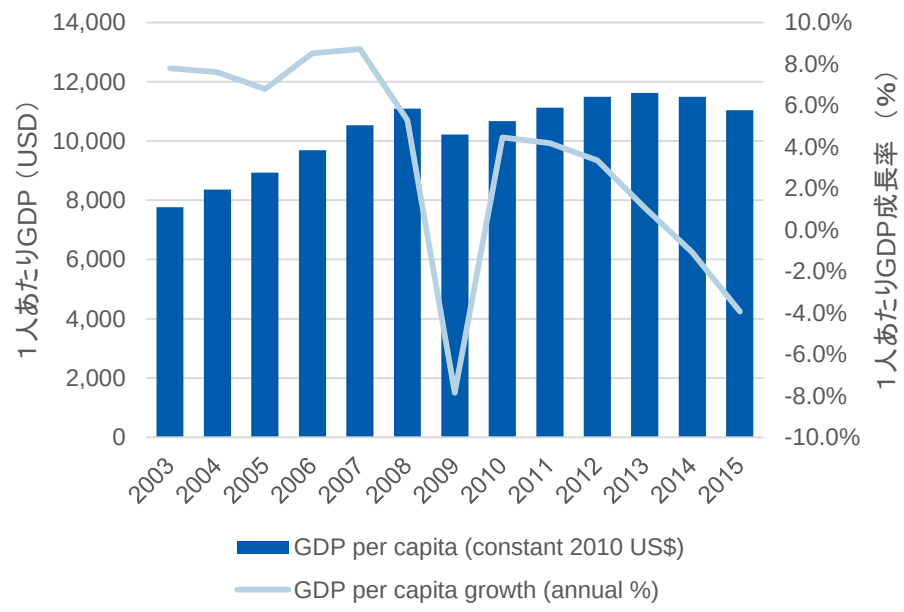
ロシア経済は2015年にGDPの4％減を経験し、いまだ回復に至っていない

- ロシアの経済成長は2012年以降停滞しており、過去2年間は不景気に陥っている。
- 経済予測もさほど楽観的でなく、例えば IMF は2021年までの成長を 1.5%以上になることはないと見ている。

GDPの推移



1人あたりGDPの推移



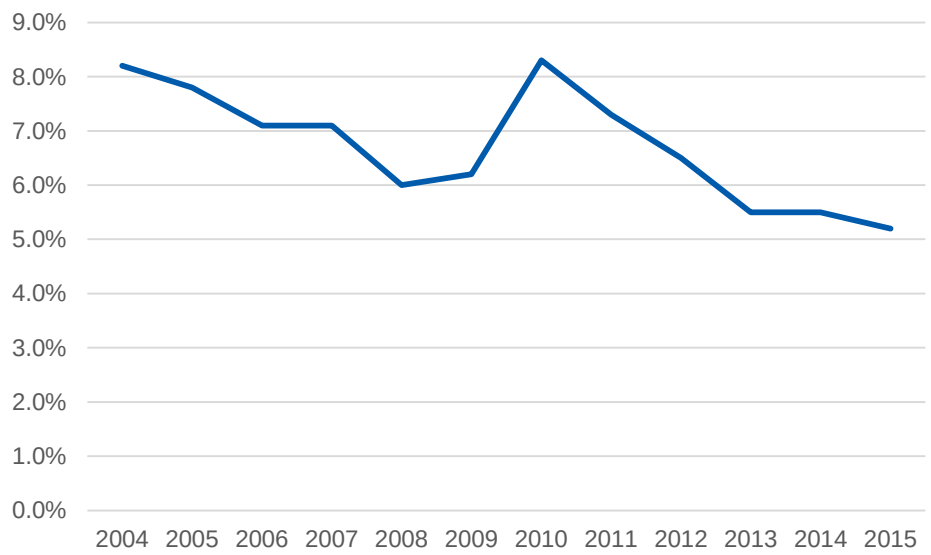
Source: World bank

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

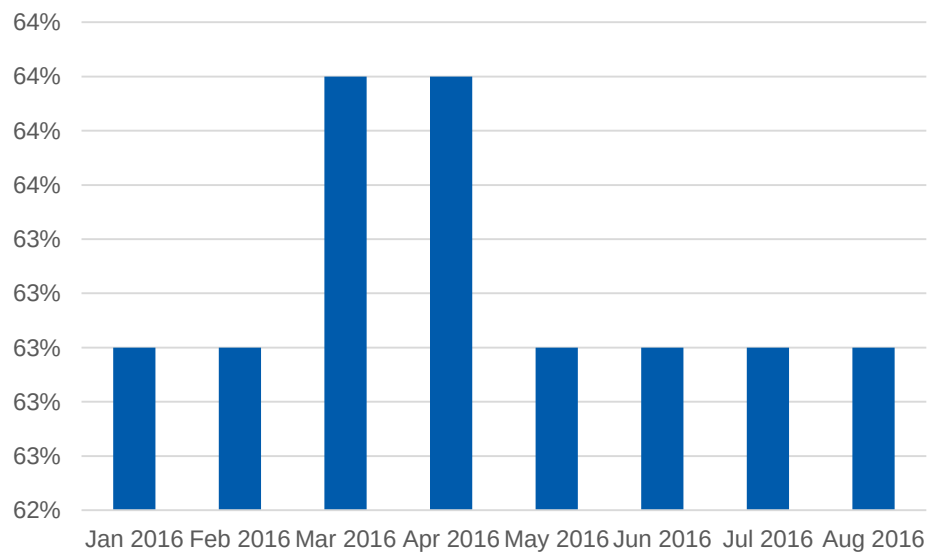
失業率や操業率は、今のところ甚大な悪影響の兆候を見せていない

- 失業率はかなりの低水準であり、操業率も高い水準を維持していることから、昨今の経済停滞は主に政府機関の非効率性によって生じていると考えられる。

失業率



操業率



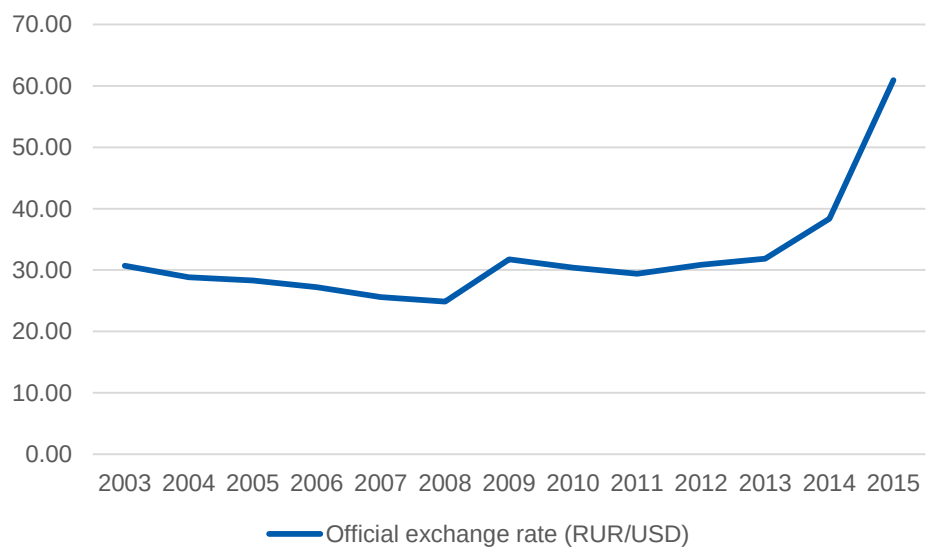
Source: World bank, http://www.tradingeconomics.com/

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

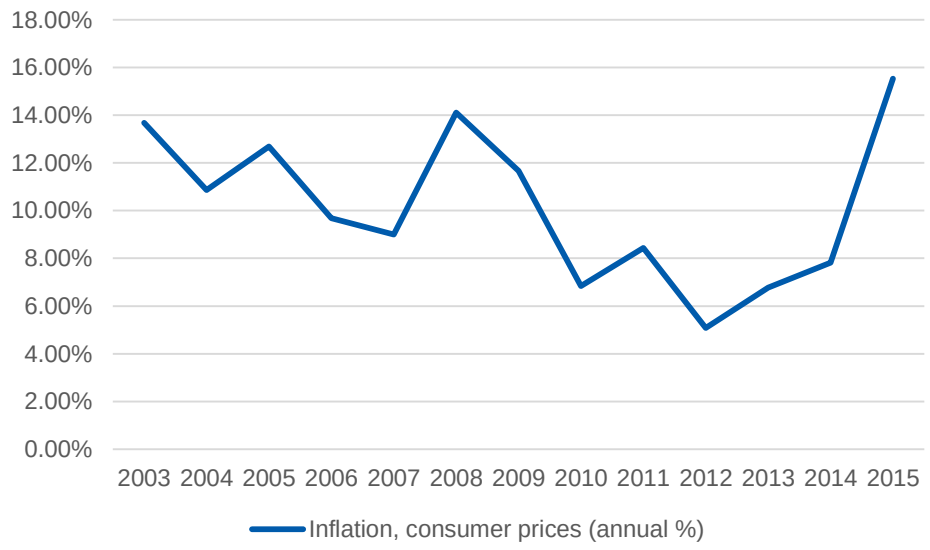
インフレ率はルーブルの切り下げによって急激に上昇している

- 2014年から2015年にかけての大規模な通貨切り下げは、年15%超となるインフレ率の急上昇を招いた。
- 為替安定化と中央銀行による有効な施策が奏功し、2016年のインフレ率は1桁台の上昇に抑えられている。
- 一般的には、今後も中央銀行はインフレ率を制御する働きかけを継続すると見られており、IMFは2019年以降には4%程度に抑制されると予想している。

為替レートの推移



インフレ率の推移



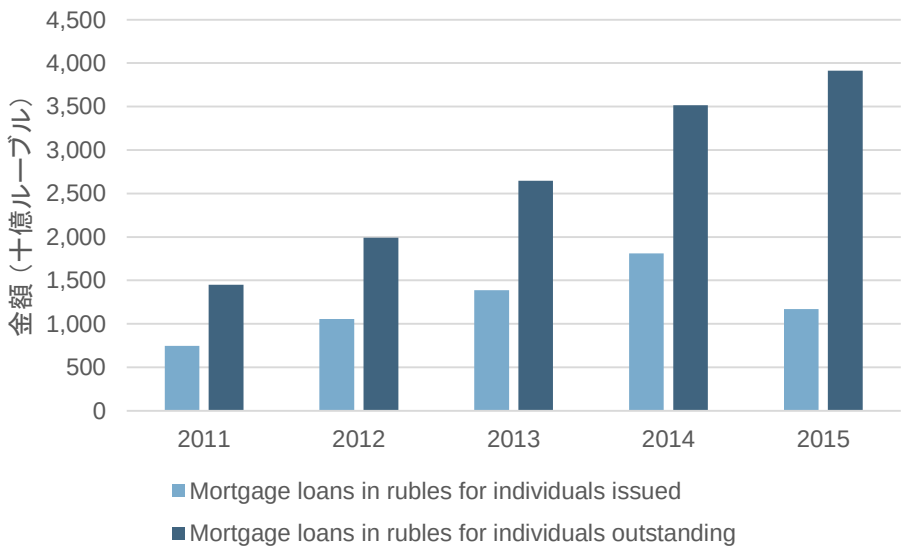
Source: World bank

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

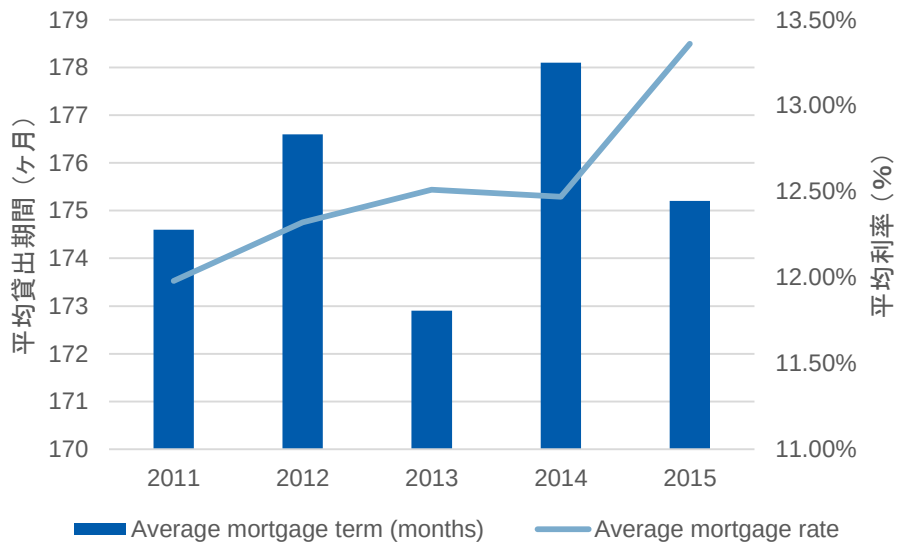
個人向け不動産金融については、正常に機能している

- 景気後退のあった2011年から2015年の間にも、発行された不動産担保ローンの額は成長を続けている。
- ロシアにおける住宅ローンの割合は、高インフレ・高リスクにともない大幅に増大している。
- 政府の支援が限定的にもかかわらず、不動産金融市場は好調を続けている。

不動産担保ローンの発行額と残高の推移



不動産担保ローンの平均期間及び利率の推移



Source: Bank of Russia

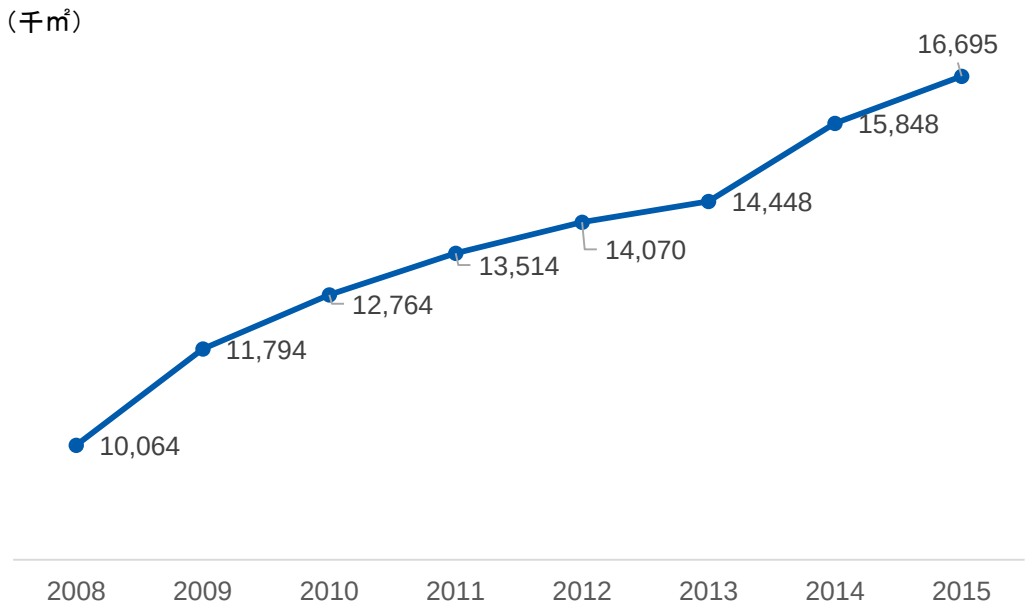
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移
1	ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	ロシアのオフィス市場
3	ロシアの住宅市場
4	ロシアの小売用不動産市場
5	ロシアのホテル市場

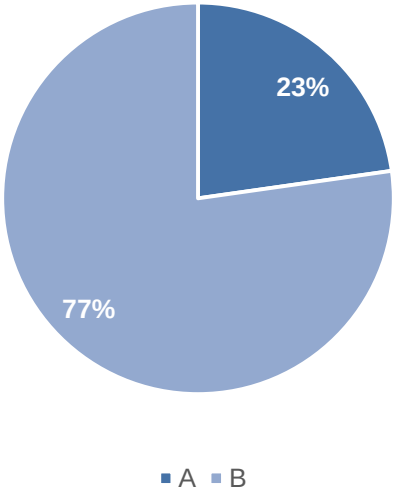
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

モスクワのクラスA・Bのオフィスの延床面積は16.7百万㎡と見込まれる

オフィス供給量の推移（延床面積、モスクワ）



クラス別オフィス構成（モスクワ）



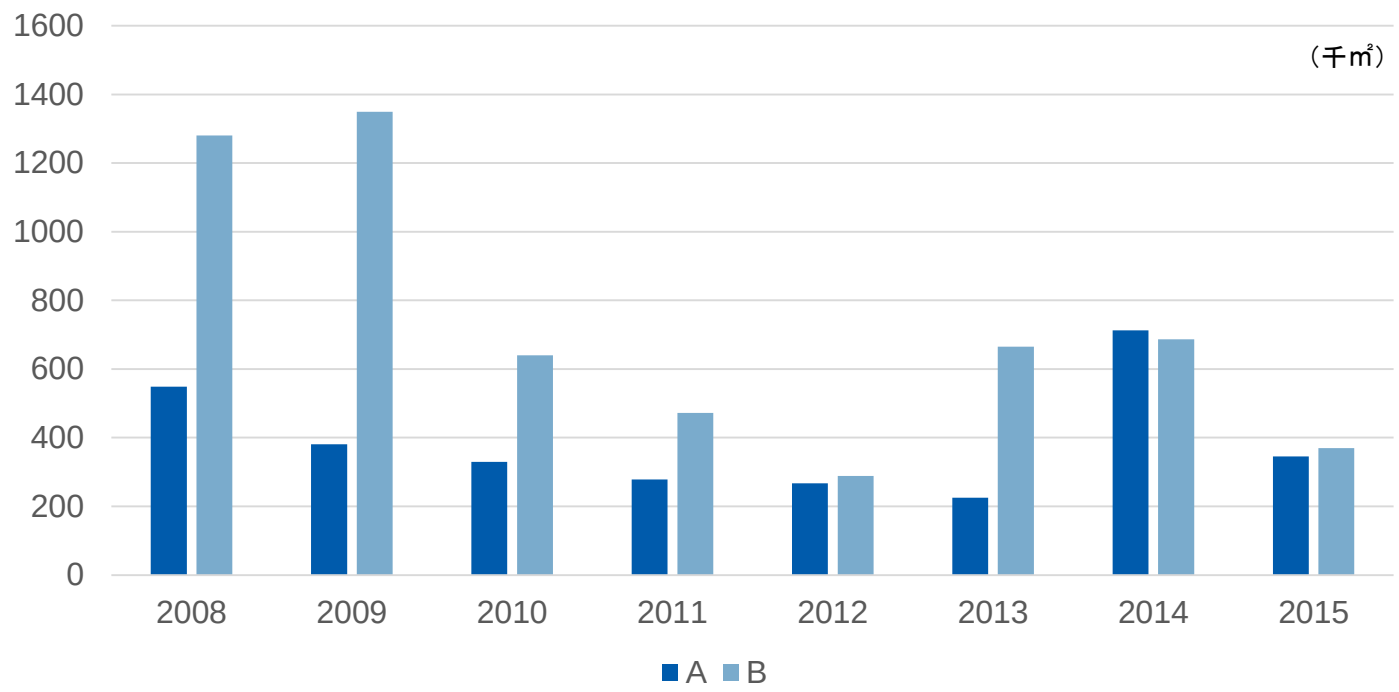
Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

モスクワ全域のオフィス完工件数は、前年に比べて半分に減少した

■ 2015年のモスクワ全域でのオフィス完工件数は715千㎡であり、2014年の1,400千㎡のほぼ半分となった。

オフィス完工件数の推移（モスクワ）



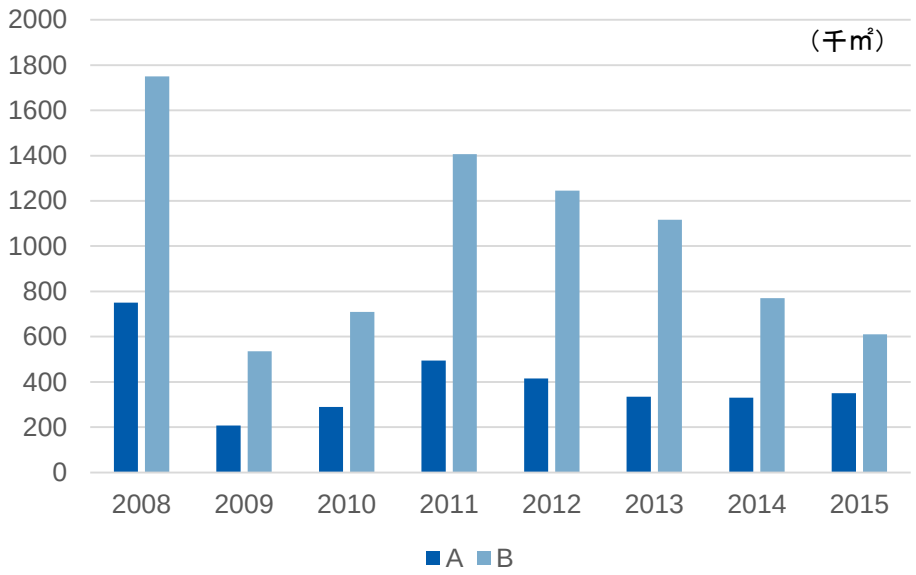
Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

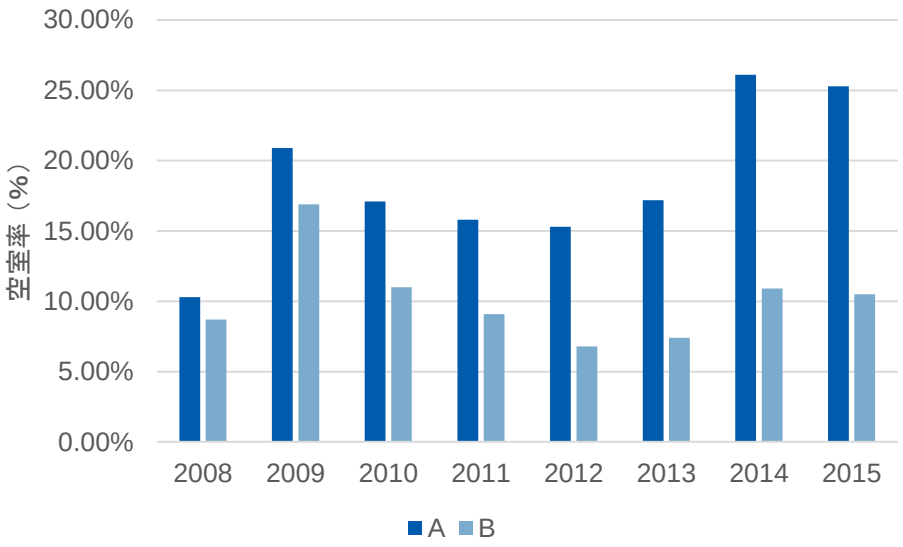
モスクワのオフィス需要は2011年から縮小を続けている

- モスクワの2015年の年間取引量は96万㎡であり、前年に比べて12%減少した。
- 年間の総供給量が240万㎡と想定すれば、空室率は13.9%と見積もられる。

オフィスの取引量の推移（モスクワ）



オフィスの空室率の推移（モスクワ）

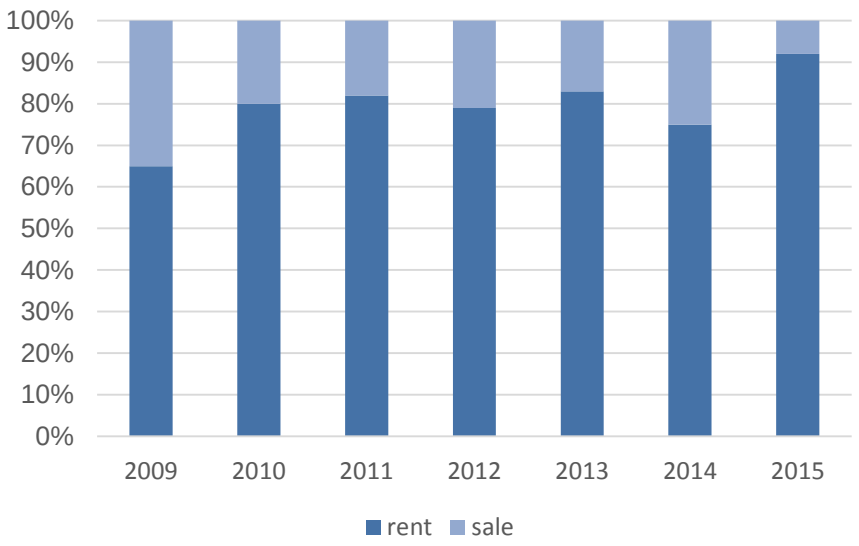


Source: Colliers

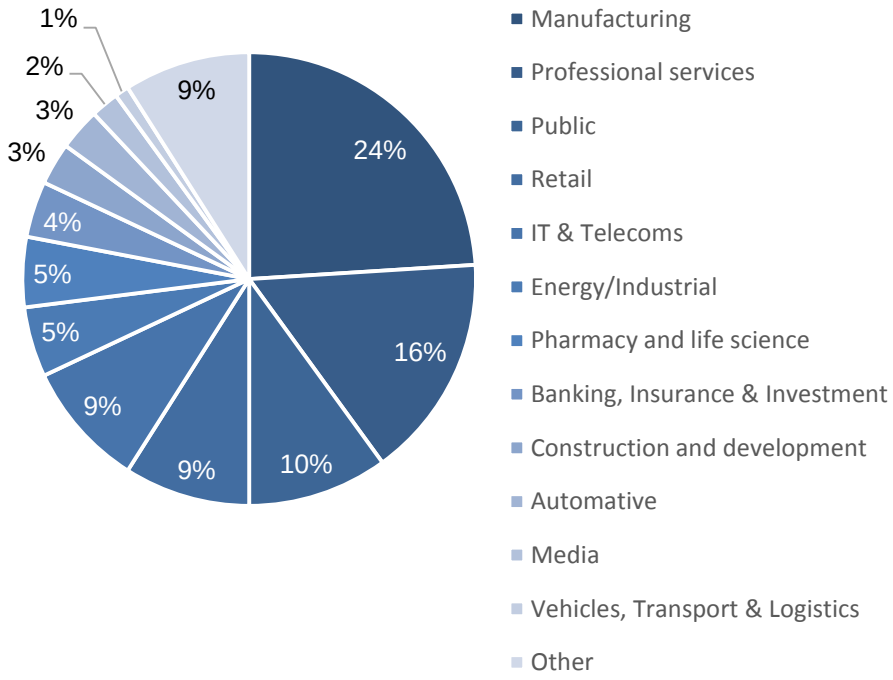
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

【参考】取引の構成

取引種類別の取引構成の推移



業種別の取引構成（2015）

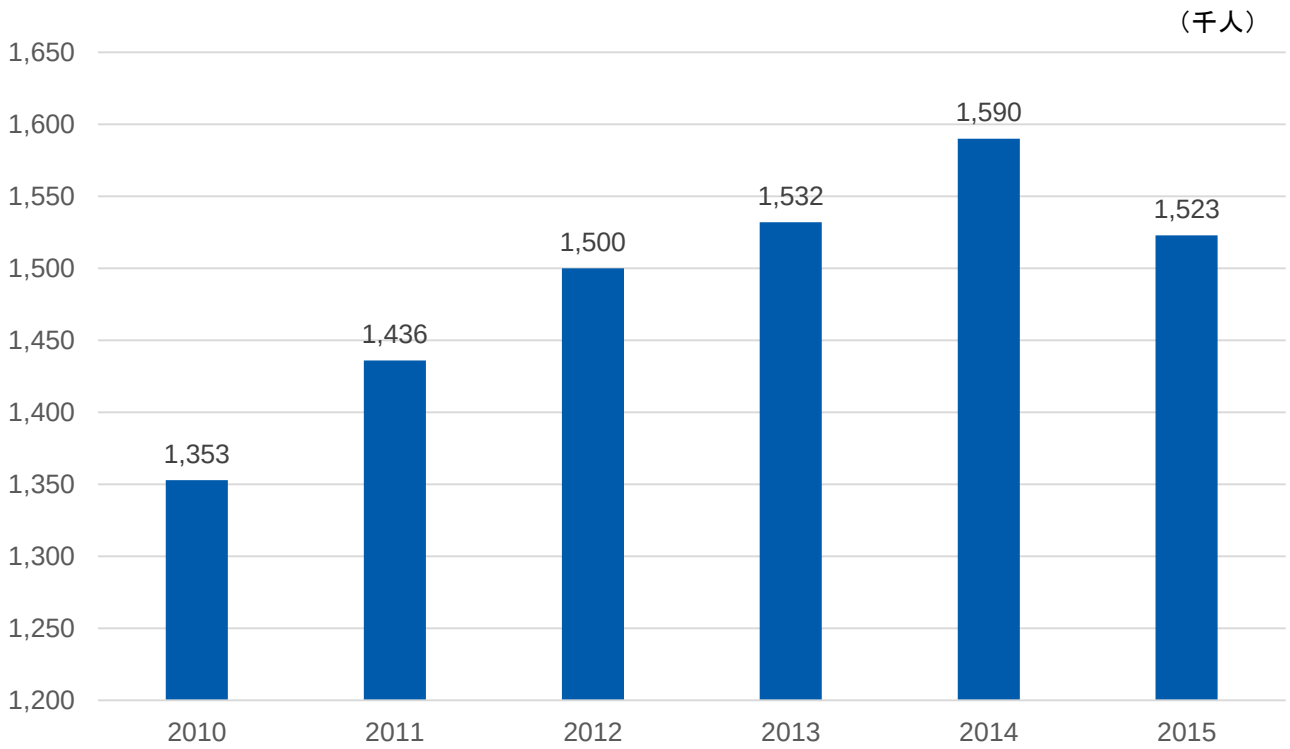


Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

【参考】オフィスワーカー数

オフィスワーカー数の推移（モスクワ）

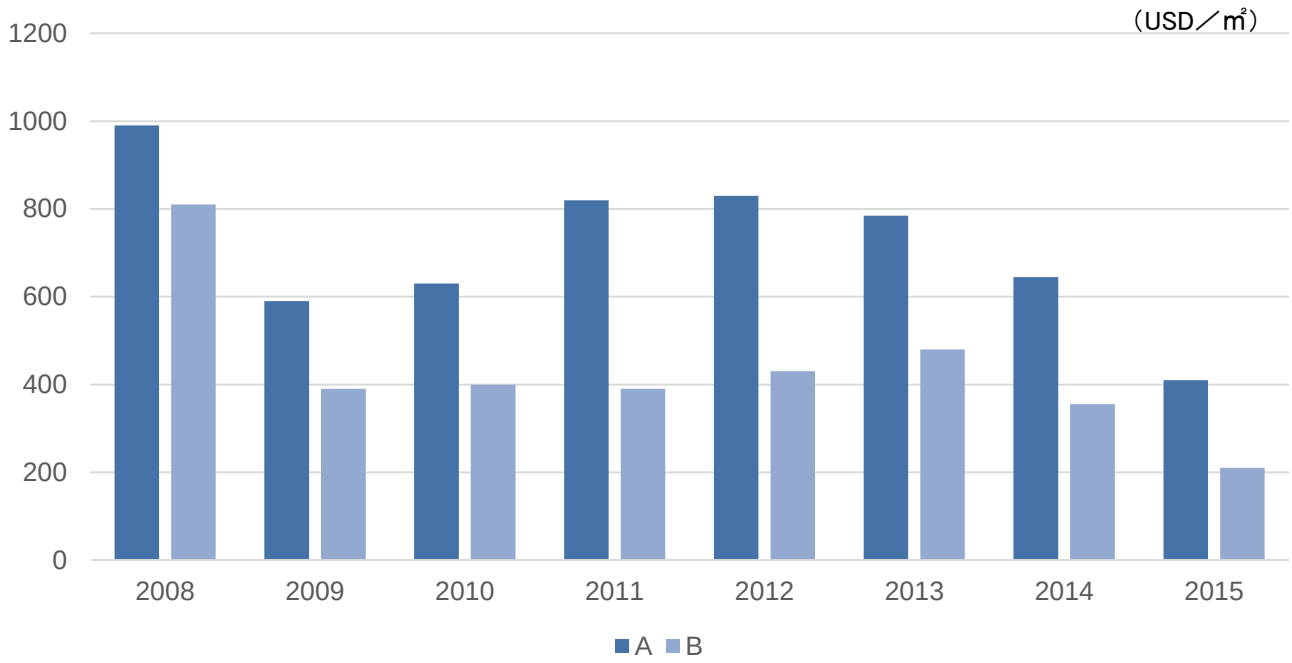


Source: Pioner

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ドルベースの平均賃料は、通貨切り下げもあり大幅に低下している

オフィスの平均賃料㎡単価の推移（モスクワ）



Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

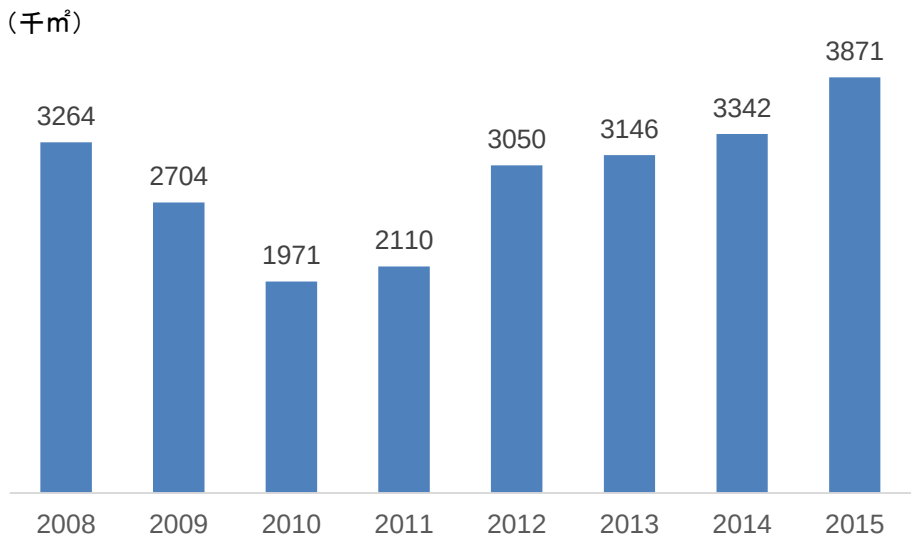
ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移
1	ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	ロシアのオフィス市場
3	ロシアの住宅市場
4	ロシアの小売用不動産市場
5	ロシアのホテル市場

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

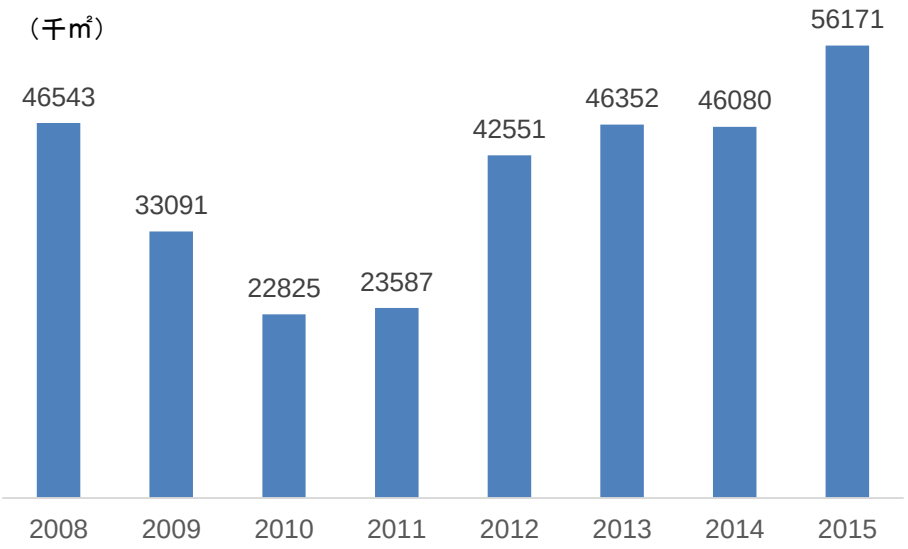
2010年以降、モスクワの新設住宅供給は安定的に成長している

- 2015年の住宅の面積で前年から15%、件数で前年から21%それぞれ増加している。
- これらの前向きな動きは、景気後退が顕在化する前の住宅工事の動態からも読み取れる。

住宅の延床面積の推移（モスクワ）



住宅の件数の推移（モスクワ）

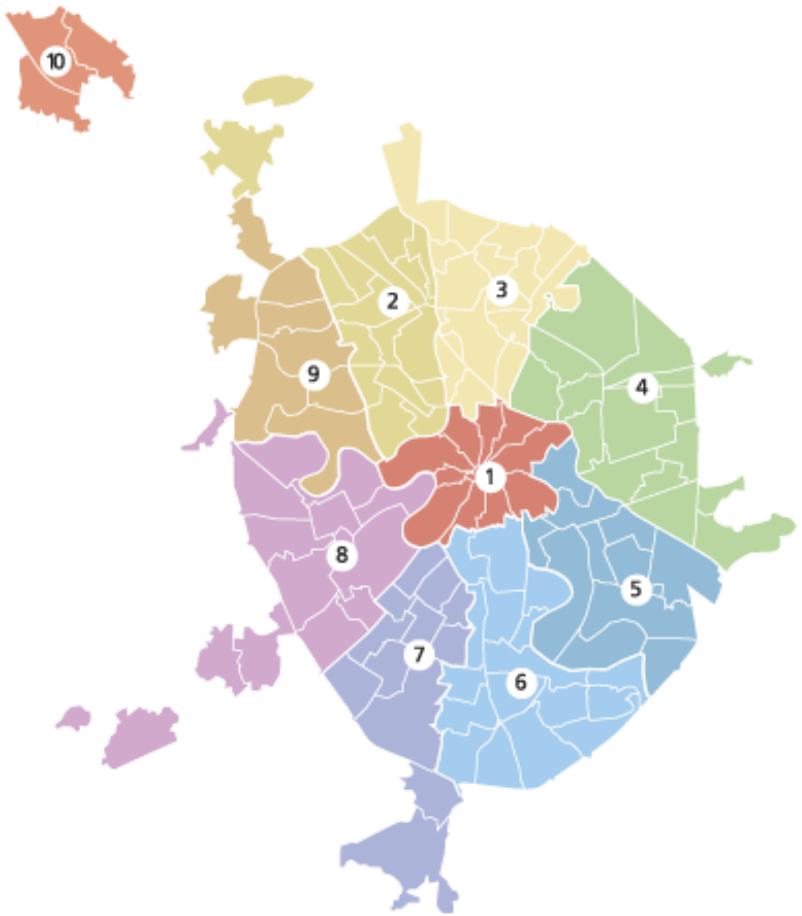


Source: Rosstat

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

モスクワの2015年における新設住宅の平均価格は、行政区によって大きく異なっている

#	District	Average price(RUB per sq. m.), as of Dec. 2015	Supply share, as of Dec. 2015
1	Central Administrative District	344,205	10.2%
2	Northern Administrative District	184,960	11.5%
3	North-Eastern Administrative District	163,209	6.9%
4	Eastern Administrative District	179,173	5.7%
5	South-Eastern Administrative District	142,549	11.8%
6	Southern Administrative District	165,238	13.9%
7	South-Western Administrative District	191,240	11.3%
8	Western Administrative District	219,768	11.0%
9	North-Western Administrative District	188,965	14.6%
10	Zelenograd Administrative District	81,518	3.1%



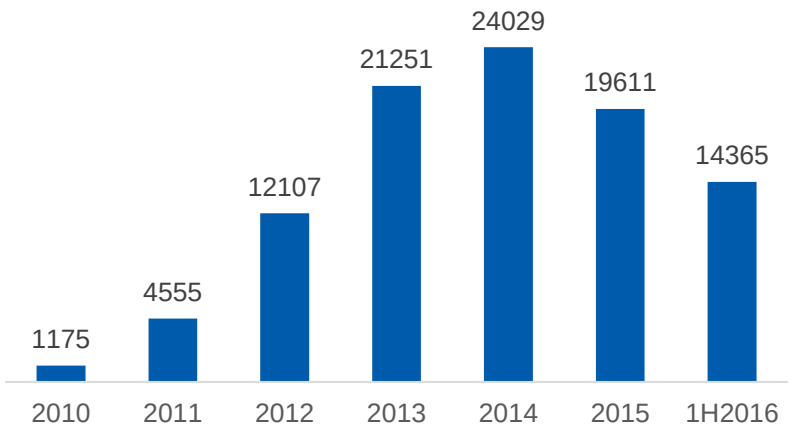
Source: Blackwood

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

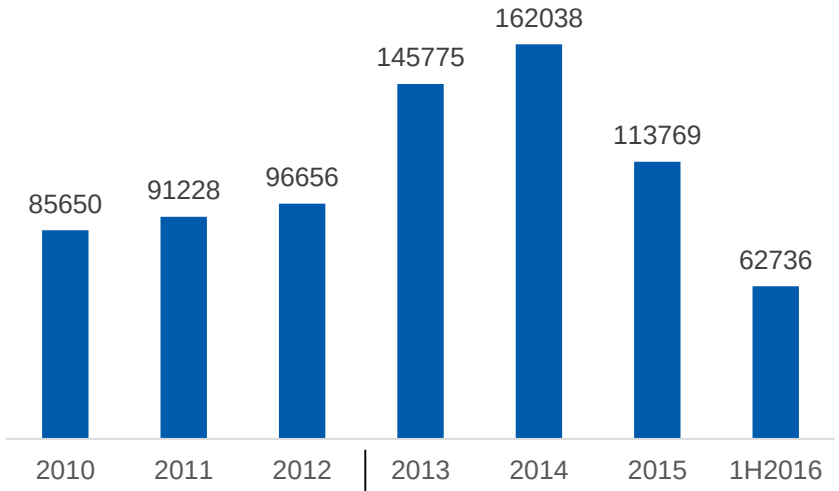
モスクワの住宅需要は2010年から成長を続けてきたが、厳しい経済状況を受けて2015年に減少した

- 2015年の住宅市場における契約件数は、前年に比べて中古で30%、新築で18%それぞれ減少した。
- 新築が中古に比べて減少が緩やかになった理由は、低価格化と優遇ローンにあると考えられる。

新築住宅の契約件数の推移（モスクワ）



中古住宅の契約件数の推移（モスクワ）



In 2013 statistical methodology changed: figures since 2013 along with sales include also barter of housing

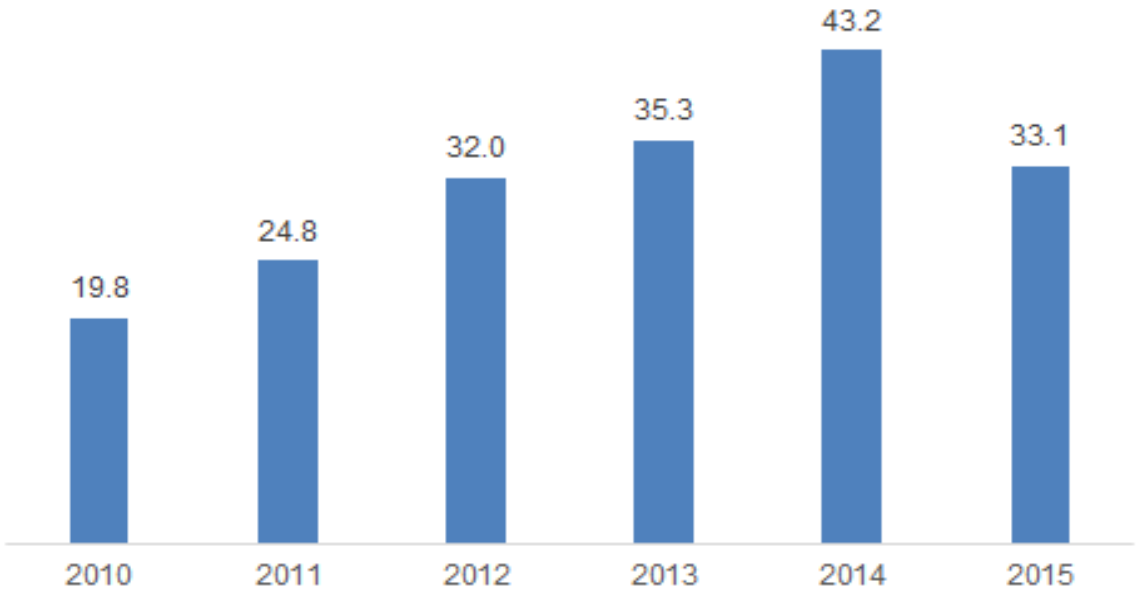
Source: Konti, Vedomosti

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

モスクワでの2015年の不動産担保付契約件数は、前年に比べて23.5％減少した

- モスクワの不動産担保契約件数は、2014年に4万3,200件と過去5年間の最大に達したが、2015年には3万3,100件に減少。

不動産担保付契約の推移（モスクワ、千件）

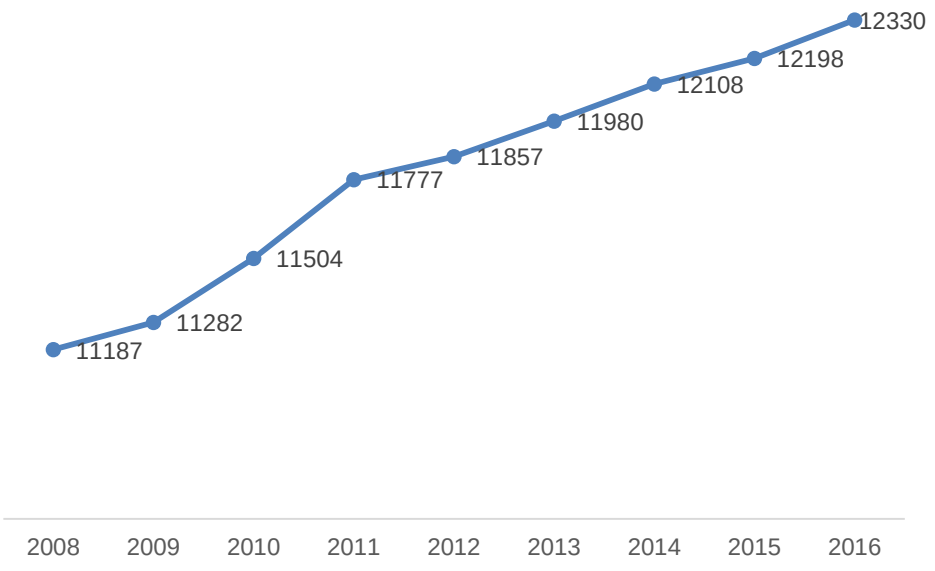


Source: Rosreestr, open sources

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

【参考】モスクワの人口動態

モスクワの人口の推移



Source: Rosstat

Population by district, as of 2016

#	District	Population, people
1	Central Administrative District	768,280
2	Northern Administrative District	1,158,528
3	North-Eastern Administrative District	1,413,739
4	Eastern Administrative District	1,505,801
5	South-Eastern Administrative District	1,380,668
6	Southern Administrative District	1,774,351
7	South-Western Administrative District	1,426,227
8	Western Administrative District	1,362,701
9	North-Western Administrative District	988,423
10	Zelenograd Administrative District	237,897

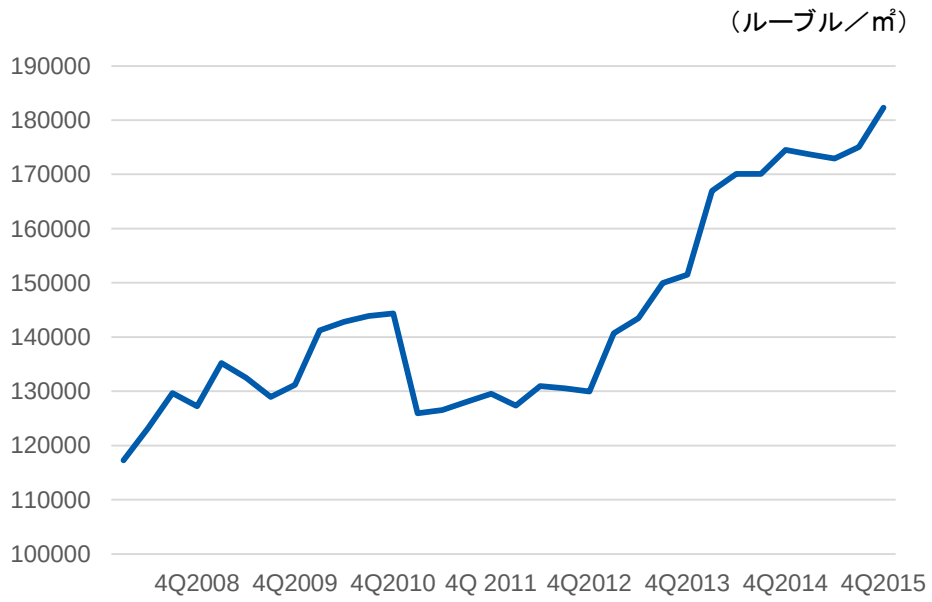
Source: City Population

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

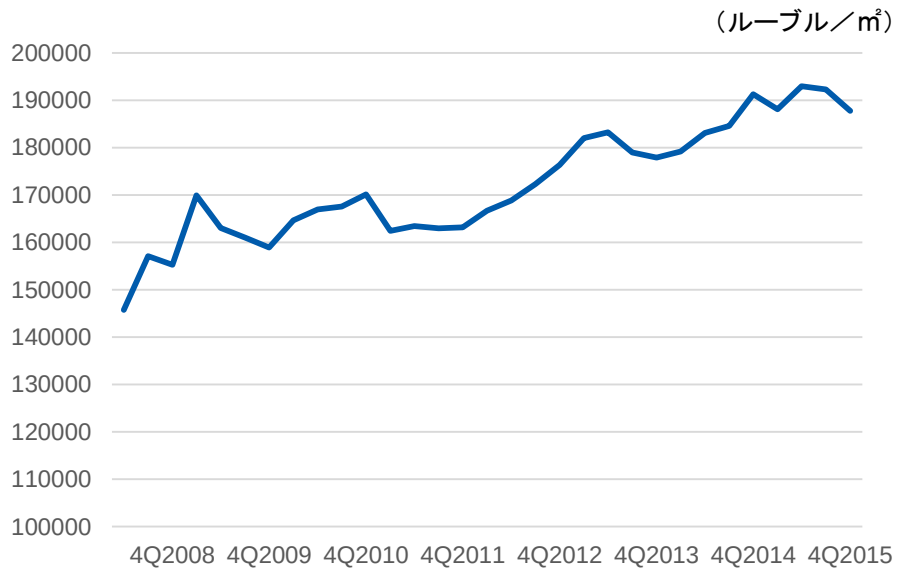
モスクワの住宅の平均価格は新築において着実な上昇を続けている一方、中古において下落に転じている

- 新築の平均価格は約4%程度で上昇している。
- 中古の平均価格は2015年第4四半期に2%の下落（同年期首との比較で）を記録した。

新築住宅の平均㎡単価の推移（モスクワ）



中古住宅の平均㎡単価の推移（モスクワ）



Source: Rosstat

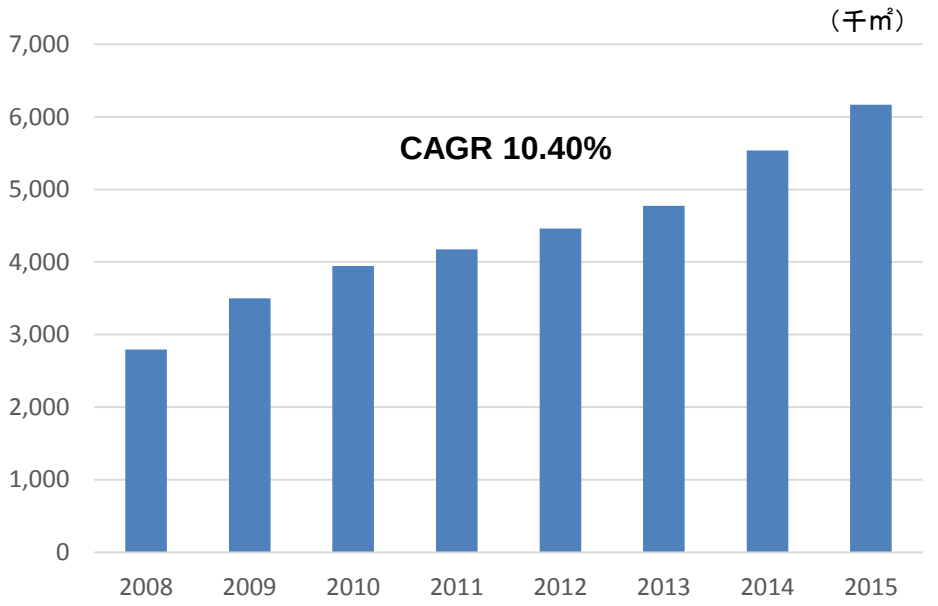
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移
1	ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	ロシアのオフィス市場
3	ロシアの住宅市場
4	ロシアの小売用不動産市場
5	ロシアのホテル市場

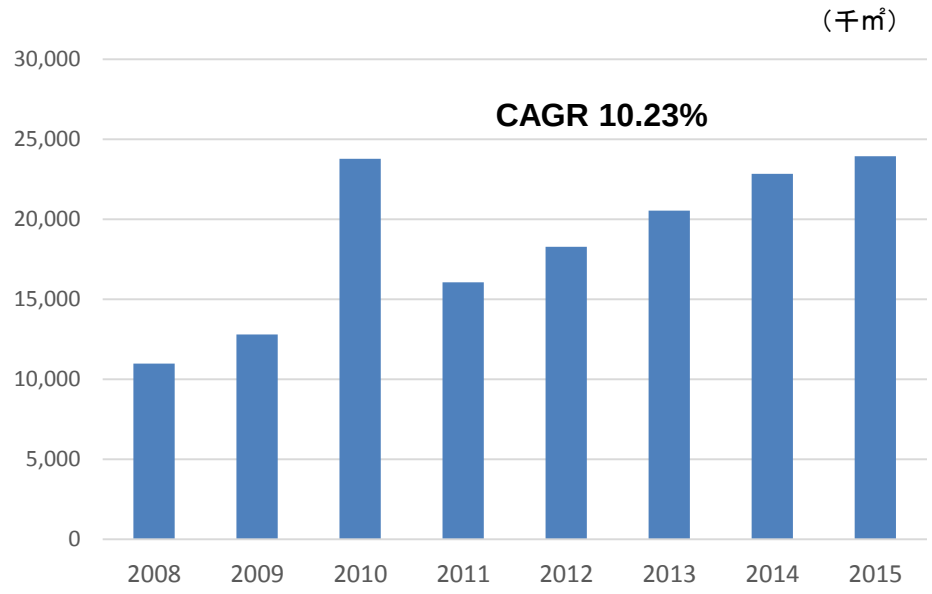
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2008年以降、モスクワのショッピングセンターの延床面積はCAGR10%で拡大している

ショッピングセンター総供給量（モスクワ）



ショッピングセンター総供給量（ロシア）

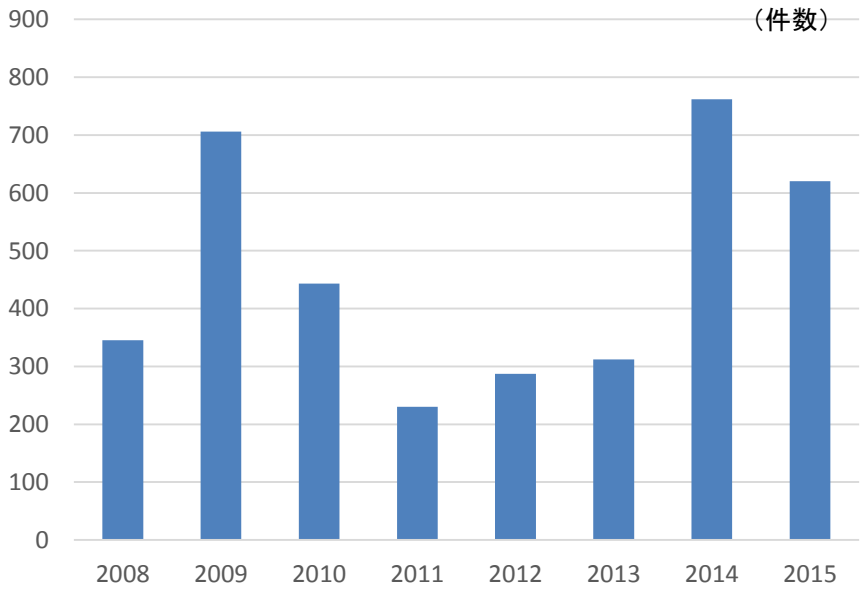


Source: Colliers

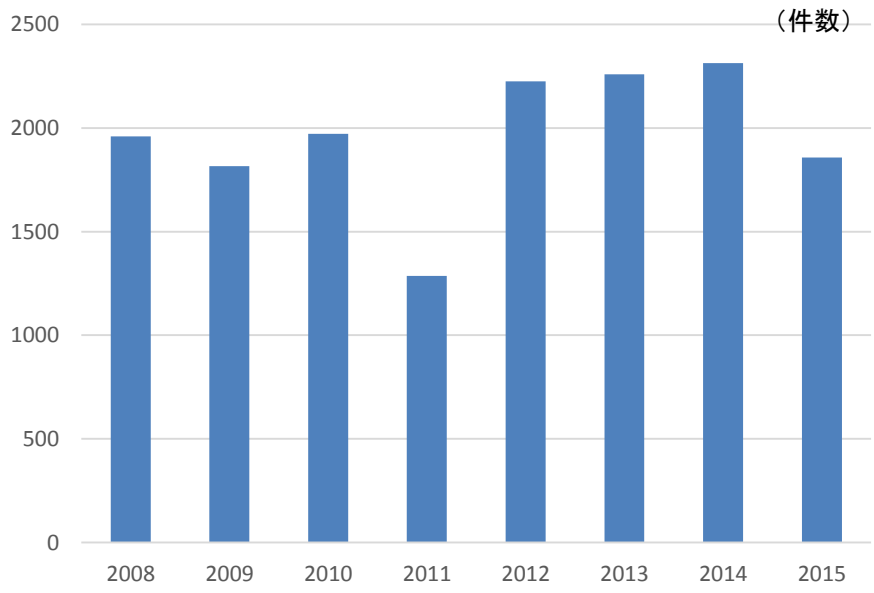
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2015年のショッピングセンター完工件数は、モスクワ、ロシア全体の両方で約20％減少

ショッピングセンター完工件数（モスクワ）



ショッピングセンター完工件数（ロシア）



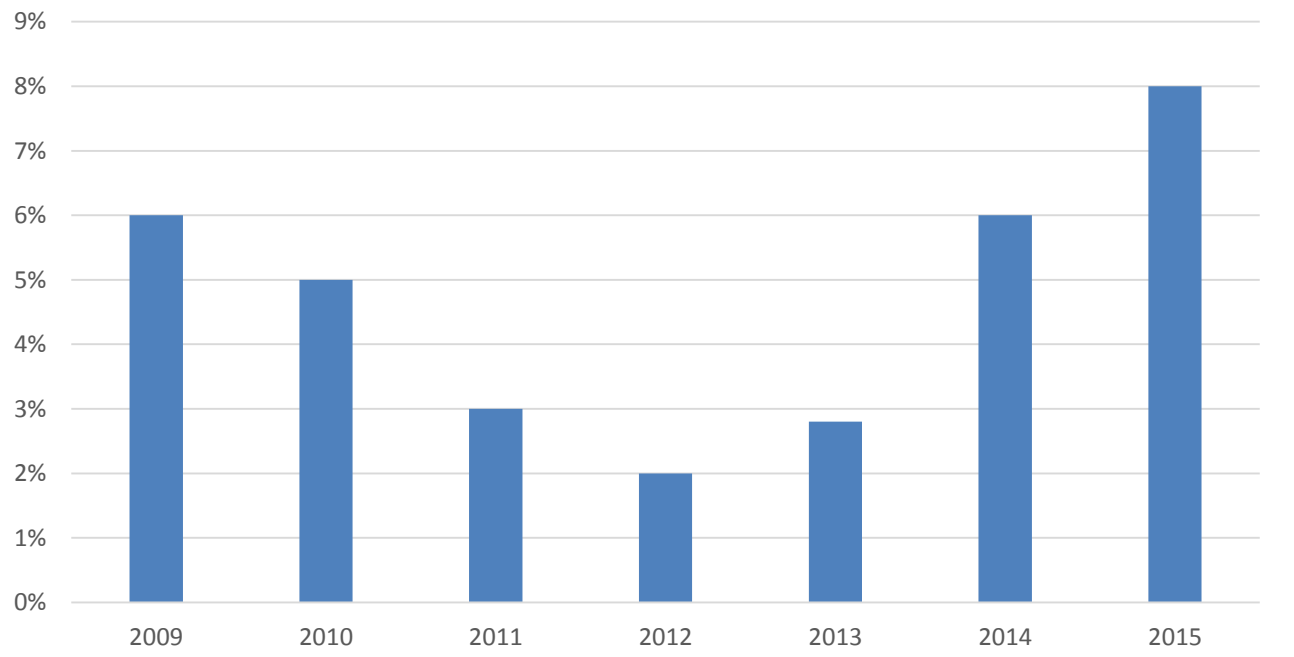
Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

空室率は2012年以降上昇を続け、2015年には8％に到達している

- 複数の巨大プロジェクトの完了後に供給量は著しく増加。一方で小売事業者の開発計画は縮小しており、結果として空室率が上昇している。

小売店舗の空室率の推移（モスクワ）



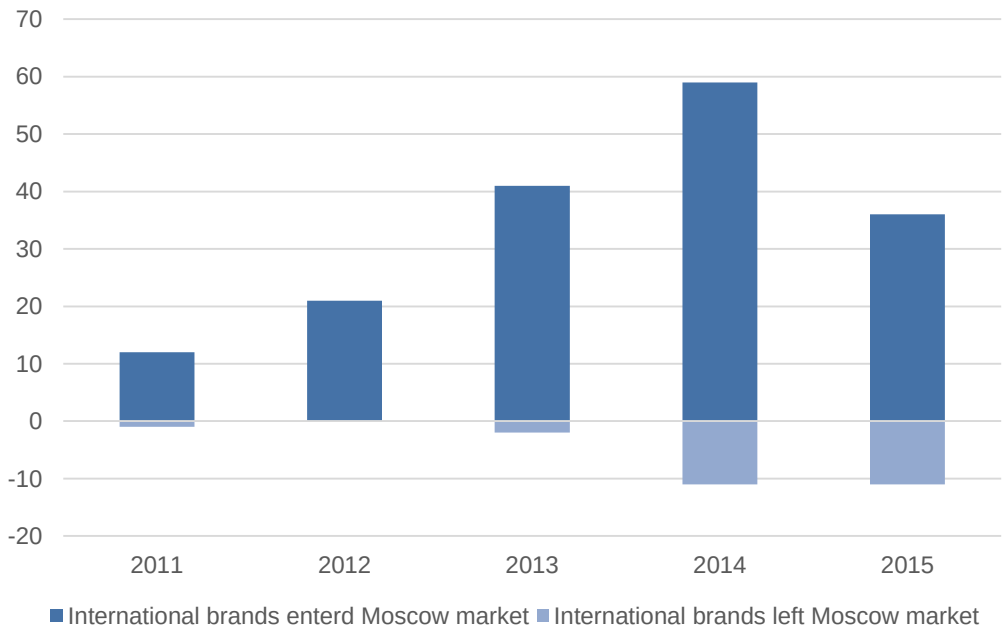
Source: Colliers

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

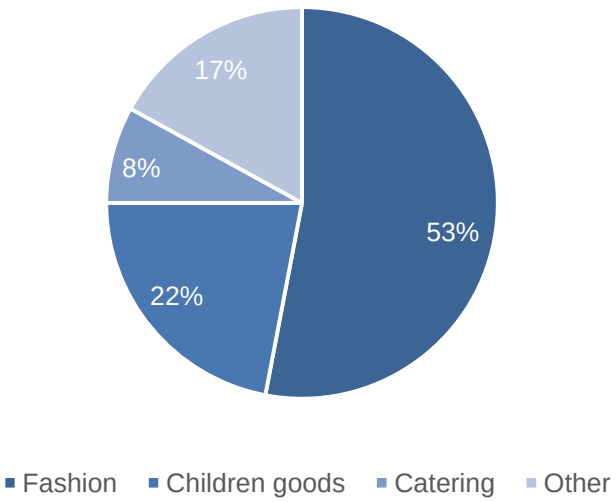
直近の経済状況にもかかわらず、各種ブランドのモスクワへの参入数は撤退数を上回る

■ 2015年、国際的なブランドのうちは36件がモスクワに参入し、11件がモスクワから撤退している。

国際的ブランドのモスクワ参入・撤退件数の推移



モスクワへの参入ブランドの構成（2015年）



Source: Colliers

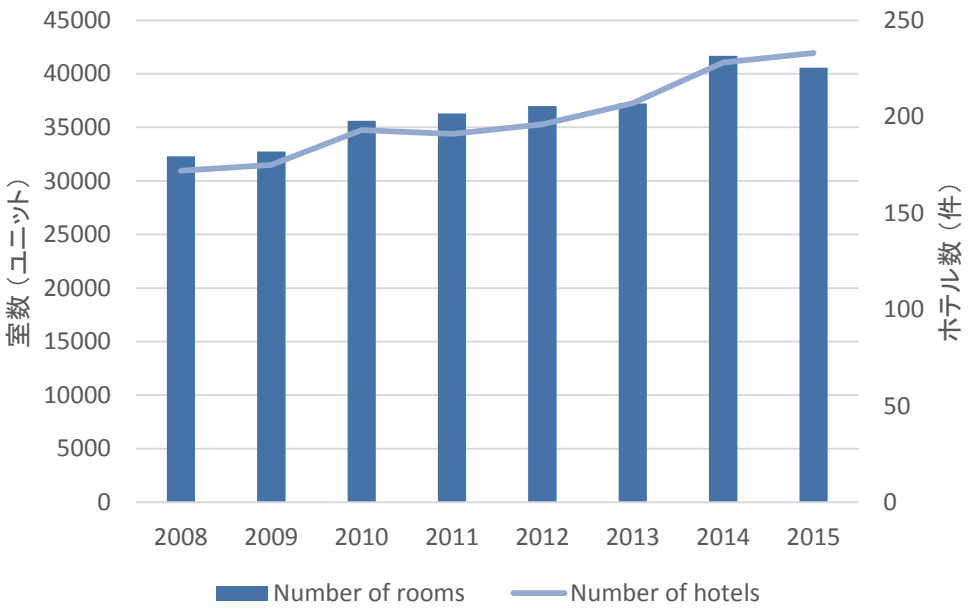
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ロシア	通貨切り下げの影響は大きいが、住宅は安定推移
1	ロシアのマクロ経済環境（ファンダメンタルズ）
2	ロシアのオフィス市場
3	ロシアの住宅市場
4	ロシアの小売用不動産市場
5	ロシアのホテル市場

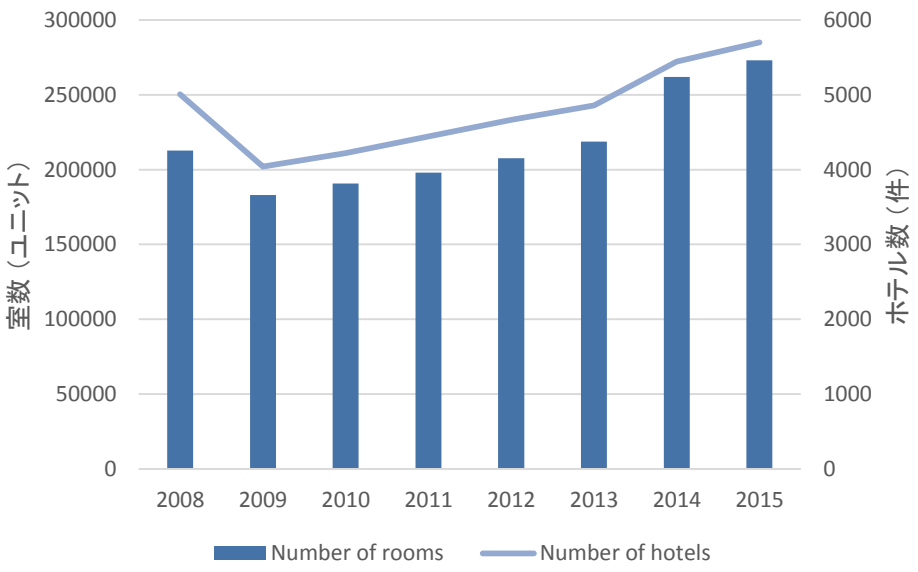
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

2014年以降、ホテル供給量はほぼ同じ水準で推移している

モスクワのホテル総供給量



ロシアのホテル総供給量

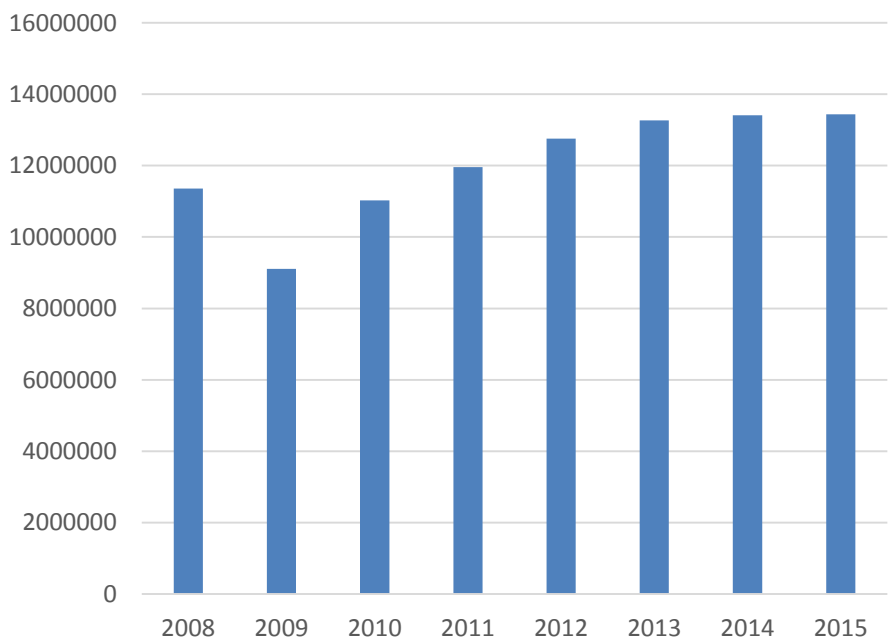


Source: Rosstat

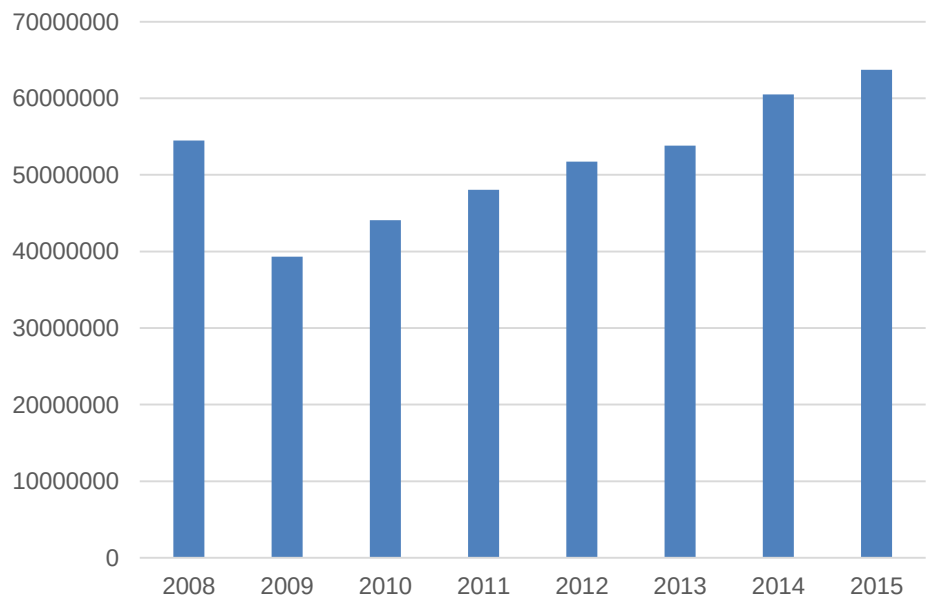
NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

ホテルの宿泊客件数も、特に大きな変化は見られない

ホテル宿泊者数（モスクワ）



ホテル宿泊者数（ロシア）



Source: Rosstat

NRI Copyright（C）Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

執筆者

中国	Lead Author **白英華** ハク エイカ NRI上海 総監 執筆：中国の不動産市場（総括） 専門：都市・地域開発、不動産事業戦略	**王文** オウ ブン NRI上海 主任コンサルタント 執筆：中国の不動産市場 専門：都市・地域開発、不動産事業戦略	**陳琛** チン チェン NRI上海 コンサルタント 執筆：中国の不動産市場 専門：都市・地域開発、不動産事業戦略		
韓国	Lead Author **崔慈玲** チェジャリョン NRIソウル Sr. Exec. Director 執筆：韓国の不動産市場（総括） 専門：不動産事業戦略・投資戦略・事業計画立案、実行支援	**徐浚源** ソジュンウォン NRIソウル Sr. Consultant 執筆：韓国のホテル市場 専門：不動産事業戦略、不動産開発、都市計画立案	**裵允智** ベ ユンジ NRIソウル Sr. Consultant 執筆：韓国の家計経済、住宅市場 専門：住宅・不動産事業戦略・事業計画立案	**朴康兌** パクカンテ NRIソウル Consultant 執筆：韓国の企業経済、オフィス市場 専門：流通戦略・事業計画立案、実行支援	
台湾	Lead Author **小長井 教宏** NRI台湾 上級コンサルタント 執筆：台湾の不動産市場（総括） 専門：インフラ分野における開発計画策定、事業戦略立案	**江啟漢** コウ チハン NRI台湾 シニアコンサルタント 執筆：台湾の不動産市場 専門：土地開発分野の政策立案、PPPアドバイザリー、開発支援等	**許齡方** キョリンファン NRI台湾 アシスタントコンサルタント 執筆：台湾の不動産市場		

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

執筆者

シンガポール	Lead Author **竹腰 俊朗** NRIｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ Department Head 執筆：ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙの不動産市場（総括） 専門：不動産事業戦略・投資戦略・事業計画立案、実行支援	 **テオ・イェンフェン** NRIｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ Sr. Consultant 執筆：ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙの不動産市場	 **サナ・タムラ** NRIｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ Consultant 執筆：ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙの不動産市場	 **セプトラ・サリム** NRIｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ Business Analyst 執筆：ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙの不動産市場	 **ルーシー・カン** NRIｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ Business Analyst 執筆：ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙの不動産市場
インド	Lead Author **アミット・クマール** NRIｲﾝﾄﾞ Division Head 執筆：インドの不動産市場（総括） 専門：インフラ分野の事業戦略立案、案件組成、提携支援ほか	 **アルピット・マトゥール** NRIｲﾝﾄﾞ Sr. Consultant 執筆：インドの不動産市場 専門：インフラ分野の事業戦略立案、建設・不動産市場の政策立案	 **アヌープ・クッバ** NRIｲﾝﾄﾞ Sr. Assoc. Consultant 執筆：インドの不動産市場 専門：インフラ分野の事業戦略立案、建設・不動産市場の政策立案	 **金惺潤** NRIｲﾝﾄﾞ President 執筆：インドの不動産市場（監修） 専門：不動産分野の経営戦略立案、不動産投資市場分析ほか	
ロシア	Lead Author **アンドレイ・ロジオノフ** ﾓｽｸﾜ支店 Consulting Director 執筆：ロシアの不動産市場（総括） 専門：事業戦略、グローバルマーケティング、M&A	 **ドミトリー・サヴィン** ﾓｽｸﾜ支店 Sr. Prj. Manager 執筆：ロシアの不動産市場 専門：ファイナンス、経済政策・規制	 **アレクサンドル・ハリコフ** ﾓｽｸﾜ支店 Consultant 執筆：ロシアの不動産市場 専門：不動産事業戦略ほか		

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

		連絡先（メールアドレス）	対応言語					
			日本語	中国語（繁体字）	中国語（簡体字）	韓国語	英語	露語
本レポートの内容全般、またはNRIの不動産分野におけるソリューションへのお問い合わせ		real-estate-report@nri.co.jp	○				○	
本レポート各章の内容に関するお問い合わせ	中国	real-estate-report-CHN @nri.co.jp	○	○			○	
	韓国	real-estate-report-KOR @nri.co.jp	○			○	○	
	台湾	real-estate-report-TWN @nri.co.jp	○		○		○	
	シンガポール	real-estate-report-SGP @nri.co.jp	○				○	
	インド	real-estate-report-IND @nri.co.jp	○				○	
	ロシア	real-estate-report-RUS @nri.co.jp					○	○

NRI Copyright（C） Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

NRI

未来創発

Dream up the future.