

中国セクター分析: 不動産

執筆者:

ディロン・ジャドリン

日付: 2021年9月16日

トピック: 国際情勢



中国の不動産は、成長力のあるセクターであり、経済成長の決定的な要因であると同時に潜在的なシステムリスクの原因と見られてきました。土地と住宅の民間所有は、1980年代の鄧小平による改革と開放以前の中国の政治的価値観と相容れないものであったため、不動産は特に歴史が浅いセクターです。今日、住宅の所有は中国では富の創造の重要な手段であり一種のステータスであると見られており、2019年時点では家計消費の23%を占めると見積もられています。1地方政府もまた予算の調達のため土地の売却に大きく依存しています。概して、不動産セクターは中国のGDPに大きく寄与しています。しかし、高いレバレッジと規制強化の懸念から、このセクターは世界で最低水準のバリュエーションで取引され続けています。中国は「3つのレッドライン」を設けることで不動産開発業者のレバレッジに影響力を及ぼそうと模索し、また不動産税の導入も検討しているため、広範な中国経済に関する議論を理解するためには、不動産を理解することが重要です。

11の中国主要経済セクターシリーズから、本記事は不動産セクターについて検証します。



基本統計

MSCI中国不動産10/50指数(MSCI China Real Estate 10/50 Index)のバリュエーションは、特に米国の不動産セクターのものと比較すると極めて割安です。MSCI中国不動産10/50指数の予想株価収益率は4.4である一方、米国の不動産セクター指標では24.5となっています。

中国と米国の不動産セクターの比較

出所:ブルームバーグ、ETFリサーチセンター、2021年9月7日時点

	MSCI 中国不動産 10/50 指数	不動産セレクト・セクター指数
時価総額(百万米ドル)	479,455	1,041,090
PER(株価収益率)	4.8	27.5
予想 PER(株価収益率)	4.4	24.5
PBR(株価純資産倍率)	0.7	4.3
予想 PBR(株価純資産倍率)	0.7	4.0
PSR(株価売上高倍率)	0.5	9.2
予想 PSR(株価売上高倍率)	0.4	8.3
1年の成長率	32.6	3.6
増益率	2.9	2.00
企業価値(EV)売上高倍率	1.6	12.1
配当利回り	7.9%	2.5%

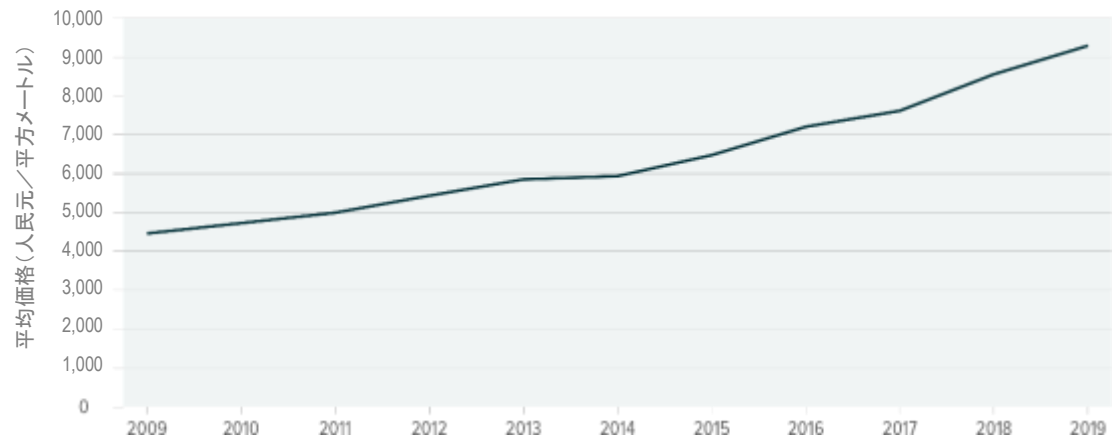
中国不動産の背景

1978年に始まった市場改革により、不動産セクターは、「danwei」²として知られている労働単位を通じて住宅が配給されていた中央計画経済から、徐々に移行しました。1988年の法改正により土地流通の法的枠組みが作成されました。³1990年代までに、現在の主要プレイヤーの多くが市場に台頭し始めましたが、Longfor Group、China Resources Land、China Country Gardenはすべて1990年代に設立されました。1998年の改革により、福祉政策としての住宅モデルは終止符を打ち、最終的には民間の都市住宅市場の開始を許しました。⁴この初期段階に不動産を購入した世帯は、不動産価格の上昇から大きな利益を得ました。



平均不動産販売価格(人民元/平方メートル)

出所: 中国国家统计局



民間不動産セクターは急速に拡大していますが、中国の土地はすべて政府所有です。法律上、中国で土地が購入または販売された場合、実際に取引されているのは土地を使用する権利であり、実際の土地の所有権ではありません。土地は宅地、工業用地、商業用地に分類され、土地の使用権はそれぞれ70年、30年、40年です。地方政府は財源の調達手段として土地の販売による収益に大きく依存しています。近年の規制当局にとっての大きな任務は、地方政府の財源調達手段(LGFV)に影響力を及ぼすことでしたが、これにより地方政府は土地を担保として簿外の負債を累積させました。

不動産は中国経済の奇跡に大きく貢献してきました。2019年時点で、商業不動産からの売却益は15兆9千億人民元に達し、これは中国のGDPのおよそ10%を占めます。しかしながら、今後政府は成長のための不動産への過度な依存を警戒しています。投資家はリスクと規制の動向を念頭に置く必要があります。これについては本記事で後ほど扱います。

不動産業界の下位区分

多角的不動産取引: この下位区分の企業は開発、運営、管理など、多岐にわたるサービスを提供しています。

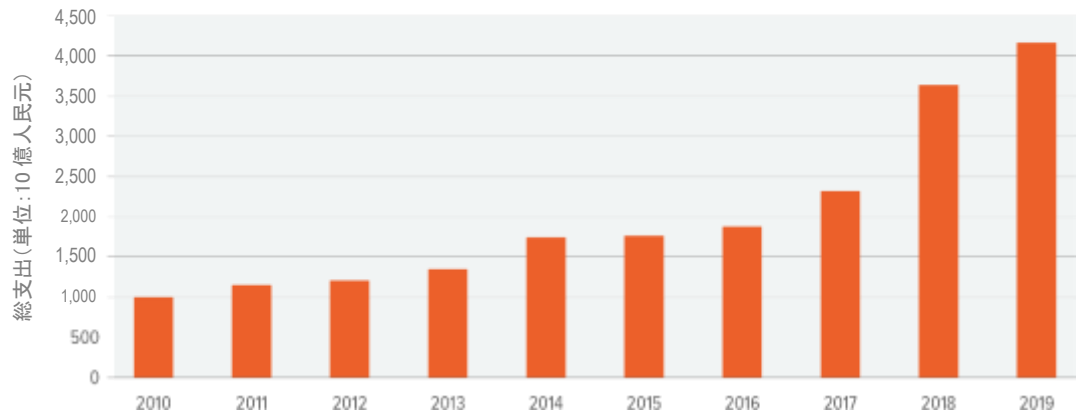
業界のリーダー: Wharf Holdings、Shanghai Lujiazui、Shenzhen Investment

不動産開発: 中国の不動産開発業者は、同時に押し寄せる都市化と貧困軽減の波に乗り巨大化しました。都市化が急激に進行したことで「ゴーストシティ」現象が生じました。開発業者は、その大半が長期間空き家となる住宅地区全体を先制的に建設しました。2010年代は好ましくない注目を集めました。後にこうした「ゴーストシティ」の多くは入居者で埋まりました。都市化を進めるために必要な土地取得費用は、不動産開発業者のレバレッジの積み増しの一因となりました。このレバレッジの縮小は、その後大きなトレンドとなります。開発業者は3つの主要なバランスシート指標(資産負債比率、純負債資本倍率、短期債務倍率)を、2020年に起草された3つのレッドライン政策に準拠した一定の水準以下へと引き下げるべく取り組んでいるからです。



不動産開発業者の土地区画購入に対する支出

出所: 中国国家统计局



土地取得費用は不動産開発業者のレバレッジ積み増しの一因となった。

業界のリーダー: China Resources Land、China Overseas、Longfor Group

不動産運営業者: 不動産運営業者は物件の賃貸および管理に特化した企業です。

業界のリーダー: Shimao Services、Poly Property Services、China Resources MIXc

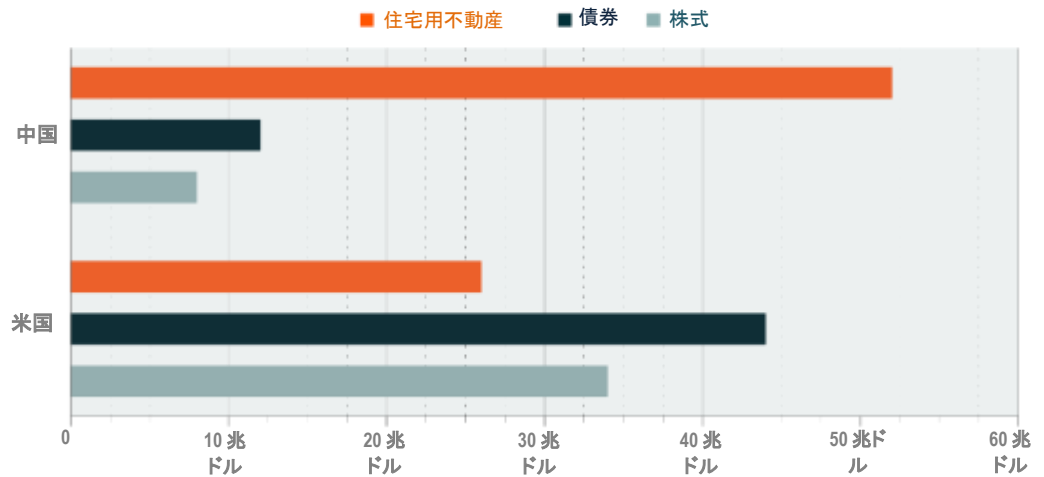
中国不動産の成長を支える追い風

都市化と経済成長: 中国の急速な経済発展とともに、農村部人口の多くが成長著しい都市中心部へと移住しました。1980年から2020年までの間に、都市部の人口は19.4%から63.9%へと上昇し、都市部の住宅需要が増大しました。¹⁴中国住宅市場に固有の事情の1つには戸口(hukou)という戸籍制度の影響があります。1950年代以降、中国国民は戸口(Hukou)と呼ばれる住民登録書類を付与されており、これは農村戸籍と都市戸籍のいずれかに分類されています。戸口(Hukou)制度は都市部への移住を希望する農村部の住人の前に立ちはだかる障壁となっていました。この制度は中国の経済と社会の実情が変化するにつれ、徐々に自由化されていきました。2021年の全国人民代表大会で、政府は都市部住民の居住要件を緩和する計画を発表しました。¹⁵これらの再編は都市化を維持するための政府の取り組みの一環です。

代替資産の不足: 中国の金融市場は現在も発展途上にあり、資本規制は海外投資を制限しています。魅力的な代替資産がないため、中国の投資家は当然ながら不動産に殺到します。中国の株式市場の変動性が大きいことで、その傾向が強まります。結果として、中国の住宅市場のバリュエーションは、2017年に株式の約8倍に達しました。¹⁶もちろん、中国金融市場の成熟とともに、この追い風は徐々に弱まることが予想されています。

資産クラスの市場価格(単位:1兆)、2019年

出所:ゴールドマン・サックス

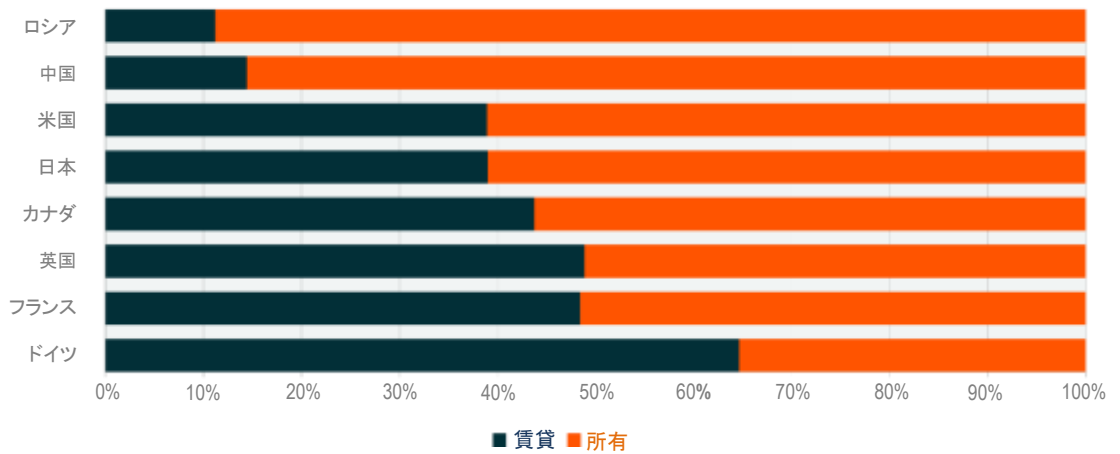


文化的要因: 住宅所有は多くの国で家族の生活を築く重要な要素ですが、これは中国に特に当てはまります。米国の若者は結婚後に住宅の購入を検討しますが、中国の若い男性は結婚前に家と車を持つプレッシャーに直面します。興味深いことに、この傾向は新しい世代の台頭とともに消え去ることはないようです。それどころか結婚前に住宅所有が必要であるとする傾向が若者の間で一層強まるものと考えられています。2021年の調査では中国人の21~25歳の40%が住宅を購入せずに結婚してもよいと考えている一方で、36歳から40歳で同じように考える中国人は65%となっています。¹⁷幅広い層の中国人が圧倒的に賃貸よりも住宅の所有を好み、中国の住宅所有率は83%に達する一方、米国では58%、日本では61%、カナダでは54%となっています。



国別の住宅の賃貸または所有

出所: Statista Global Consumer Survey



中国不動産市場における逆風と課題

システミックリスク: 不動産は経済成長に貢献したものの、規制当局は不動産セクターを潜在的なリスクの原因とみなしています。住宅価格は、2002年から2020年の間驚くべき勢いで上昇し、Tier 1都市で6倍になりました。¹⁸一方で、深セン、北京、上海、広州における住宅価格対所得比率はすべて、少なくともニューヨークの3倍となっています。¹⁹不動産セクターが発展するにつれ、家計が投機的に複数の住宅を購入することが一般的になり、最終的に習近平総書記が、第19回の党大会で「住宅は生活するためのものであり、投機を目的としたものではない」と言明することになりました。

住宅価格上昇の抑制の取り組みは、家計の投機的な行動により複雑化しました。いくつかの例では、地方政府は1世帯が購入できる不動産の数に対し一時的な制限を課そうとすると、急場をしのぐ手段として偽装離婚をする人たちが現れました。²⁰また、不動産価格の下落に対し住宅所有者が猛烈に抗議する傾向があり、これは不動産開発業者に対するさらなる圧力となり市場原理をねじ曲げています。こうした態度の背景にあるのは、政府が住宅価格を下落させないという暗黙の保証が存在するという想定です。

規制の強化: 規制当局は経済に対して与える可能性がある打撃について明確に認識しており、対策を講じています。不動産開発業者のバランスシートのレバレッジ解消のため、2020年に3つのレッドライン政策が立案されました。²¹不動産会社は、2023年中旬までにこれらの要件を必ず遵守する必要があるため、次の2年間には徐々に政策の効果が始まるでしょう。

政策当局者は不動産税の導入を検討していますが、これは、過剰反応を引き起こさないように実施できるかどうかにより大きく左右されます。

結論

中国の不動産セクターは、前例のない成長と急速に変化する社会的ニーズを経験している国の特殊な商品です。中国不動産の主要テーマは、システミックリスクを食い止めたい当局と、より高い成長率を望む地方政府または企業の間的主导権争いです。あえて言うなら、これらの規制がシステミックリスクの抑制に成功したならば、短期的な逆風は長期的な安定で相殺されるでしょう。



定義

MSCI中国不動産10/50指数(MSCI China Real Estate 10/50 Index)は、MSCI中国指数のうち世界産業分類基準(GICS)の不動産セクターに分類される大型株から中型株を捕捉するよう設計されています。

1. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang、「Peak China Housing」2020年8月。
2. Lincoln Institute of Land Policy、「China's Housing Reform and Outcomes」2011年。
3. Chang Liu & Wei Xiong、「China's Real Estate Market」、2020年11月17日。
4. 同上
5. Chang Liu & Wei Xiong、「China's Real Estate Market」、2020年11月17日。
6. ウォールストリートジャーナル、「Think Local When It Comes to China's Debt」、2018年12月31日。
7. Statista、中国国家统计局。
8. ブルームバーグ、2021年8月27日時点。
9. ブルームバーグ、2021年9月7日時点。
10. Longfor Groupウェブサイト、2021年8月27日時点。
11. フォーチュン、「フォーチュン・グローバル500」2021年6月7日。
12. South China Morning Post、「Mainland developer Country Garden bets on robots as it looks to become world's largest intelligent catering group」、2021年4月21日。
13. ブルームバーグ、2021年9月13日時点。
14. 中国国家统计局、2021年6月9日時点。
15. South China Morning Post、「China to roll out urban hukou welcome mat for rural residents in push for economic growth」、2021年5月7日。
16. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang、「Peak China Housing」2020年8月。
17. Beike Research Institute、「Survey Report on Home Purchasing for Marriage 2021」2021年3月。
18. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang、「Peak China Housing」2020年8月。
19. ブルームバーグ、「Can China step off its property treadmill? Not likely」、2021年8月19日。
20. South China Morning Post、「Sham marriages and divorces are common in China to beat limits on home vehicle ownership – no wonder Shanghai has cracked down」2021年1月23日。
21. UBS、「China's Three Red lines (中国の“スリーレッドライン”)」、2021年1月11日。



投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。国際投資には通貨価値の不利な変動、一般に公正妥当と認められる会計原則の相違または他国の社会的、経済的もしくは政治的不安定性を原因とする元本毀損リスクが伴う場合があります。新興国市場については上記と同一の要因に加え、高い変動性および低い流動性に起因する他市場より高いリスクが伴います。単一の国に特化した証券および対象を限定した投資は変動性が高くなる可能性があります。不動産は経済情勢および経済発展の影響を非常に受けやすく、競争の激しさと断続的な供給過剰を特徴としています。

