

不動産業界 ~中国経済の重要セクター、市況低迷も都市部では改善の動き~

◆市場動向 ~14年の不動産市場は調整局面に入るも、15年はやや持ち直す~ 14年の業界規模（前年値修正済み）：

商品不動産販売額：7兆6292億元（前年比6.3%減）、販売面積：12億649万m²（同7.6%減）、不動産投資額：9兆5036億元（同10.5%増）

世界最大の人口を抱え、都市化が進む中国の不動産業界は世界有数の規模。住宅実需も膨大だ。一方で近年の急ピッチな開発が仇となり、供給が過剰。さらに景気低迷や政府の不動産引き締めなども加わり、14年は不動産販売額、販売面積ともにリーマンショック以来のマイナス成長。住宅価格も下落基調が続いた。市況悪化を受け、これまで高水準を維持してきた不動産投資額の伸びも10%台まで鈍化。15年に入ると、市民の住宅買い控えもさらに増え、投機マナーの不動産から株式へのシフトも加速。さらに政府の構造改革も影響し、1~9月の不動産投資額は前年同期比で2.6%成長まで鈍化した。もっとも、住宅価格は春頃を境とし、大都市を中心に持ち直す傾向に。政府の相次ぐ金融緩和や購入支援策が手がかりとなり、1~9月期の不動産販売額は同15.3%増、販売面積は同7.5%増まで回復してきた。この中でデベロッパー間の格差は拡大。全体的に厳しい業績の中、一部の大手は販売拡大、増益を維持した。なお、香港も不動産が中核産業で、歴史も古い。14年の香港の不動産市場は前年の反動からやや調整したが、世界的な金融緩和を支えに堅調。14年下期以降、価格は再び上昇トレンドを辿っている。

◆業界の特徴 ~政策と景気サイクルなどに大きく連動する重要産業~

主力事業面：

住宅・金融政策や景気サイクルに大きく左右されるセクター。不動産市場は鉄鋼などの素材産業や消費への波及効果を考慮すると、経済全体への影響力はかなり大きい。中長期的には人口の増加と、都市化の進展が市場拡大をもたらす要因。参入障壁は低く、多くの企業が競争を繰り広げる。開発から販売、資金回収までの期間が長いため、資金調達力、財務基盤が重要。ここ数年は供給過剰が深刻で、15年9月末時点の在庫面積は14年通年の販売面積の5割強という規模。さらに1~9月の完工・新規着工分の累計は14年販売面積の7倍弱にも上る。とりわけ地方都市での在庫調整が大きな課題。

国際面：

基本的にドメスティックな産業。不動産は投資・投機の対象となりやすく、海外投機筋の標的になる場合も。香港の不動産市場は国際的に開かれており、香港を通じた投資マナーの流出入が盛ん。一方で香港ドルと米ドルの金利水準は連動するため、米国の金融政策の影響がかなり大きい。

政策面：

土地はすべて国有・集団所有で、使用権が売買される制度。政府は使用権の払い下げ、開発認可、税金、住宅の購入規制・緩和など様々な手段を講じているが、バブルの抑制と安定成長の両立は至難の業。

◆主要企業、主な取扱銘柄 ~集約度は依然低い、逆風下でも大手は黒字確保~

中国では全国展開する開発業者は大手に限られるが、上位50社の販売額全体に占めるシェアは3割程度に過ぎず、集約度は依然として低い。14年は不動産市況が悪化。15年に入り大都市で回復の兆しが出てきたが、全般的に厳しい経営環境が続き、上場企業は業績が鈍化した。それでも上場企業の大半は大手に属し、優勝劣敗が進む業界では相対的に“勝ち組”。14.12期や15.6期（中間）で黒字を確保した。住宅開発は民営大手、政府系企業が優位。最大手は万科企業(02202)で、最新の販売額ランキングでも首位をキープ。これを複数の政府系、民営企業が追う。国務院系では全国展開している保利房地産(600048)、中国海外発展(00688)、華潤置地(01109)、招商局地産控股(200024)などが有名。地

方政府系では上海市の緑地集団が販売額で業界第2位に位置し、傘下に緑地香港（00337）を抱える。北京市の北京首創置業（02868）、北京首都開発（600376）、広東省の越秀地産（00123）、深セン控股（00604）なども有名だ。民営企業の活躍も目立ち、遼寧省の商業不動産最大手である万達商業地産（03699）、天津市の融創中国（01918）、上海市の世茂房地産（00813）、重慶市の龍湖地産（00960）などが代表格。河北省の華夏幸福基業（600340）は産業都市開発の分野が強い。また、広東省には民営大手が多く、恒大地産集団（03333）と碧桂園控股（02007）は地方都市での開発が得意。さらに広州富力地産（02777）は中間層、雅居樂地産（03383）は富裕層を主なターゲットとし、金地グループ（600383）はREITでも存在感を発揮するなど、各社特徴が異なる。さらに長江地産（01113）、新鴻基地產（00016）、新世界發展（00017）など香港財閥系企業も一定の存在感を発揮。14年に入り中国事業の収益化が進んだ。一方でこれら財閥系各社の主力市場は引き続き香港。香港の不動産価格は再び上昇基調になっており、各社堅調な業績内容が目立った。

主な取扱銘柄：

コード	社名	通貨	売上高 増収率(%)	純利益 増益率(%)	時価総額	コメント
00016	新鴻基地產	HK\$	75,100 +39.6	33,520 ▲16.9	306,371	不動産事業を中心とする香港財閥系の多角経営企業。不動産事業とホテル経営を両輪としている。香港西九龍の「環球貿易広場」（ICC）や上海市浦東地区の上海国金中心（上海IFC）を含む優良資産を香港や中国各地で保有しており、安定した賃貸収入が強み。
00017	新世界發展	HK\$	56,501 +20.8	9,725 ▲31.3	76,205	不動産事業を主力とする香港財閥系コングロマリット。香港の中心地に多くの商業・オフィスビルを保有し、住宅・商業施設を開発。中国本土は傘下の新世界中国（00917）が担当する。海外展開を加速しており、ロンドンで進行中の大規模再開発の動向が注目される。
00688	中国海外發展	HK\$	119,997 +45.5	27,680 20.1	250,952	國務院直轄の建設最大手「中国建築」（601668）の傘下で、主に国内の不動産事業を担当。大都市部で高い競争力を持つ。海外担当の中国建築国際（03310）とは兄弟会社の関係。傘下に置く中国海外宏洋（00081）は主に地方都市での開発を担う。
00813	世茂房地產	元	56,081 +35.1	8,104 9.7	47,435	上海市に本拠を置く民営の不動産大手。同市西部のランドマークである超高層ビル「上海世茂国際広場」を保有・賃貸するなど、同市デベロッパーの代表格。大都市での大規模分譲マンション、商業ビルの開発に強みを持つ。上海世茂（600823）を傘下に置く。
01109	華潤置地	HK\$	88,381 +23.8	14,708 0.1	144,510	国有大型コングロマリット「華潤集団」に属する大手デベロッパー。国内各地で住宅・商業物件を開発。複合型開発のノウハウが豊富で、商業不動産からの賃貸料収入は地場系トップクラス。安定的な収益基盤が強みといえる。収益未計上の契約販売額も多額に上る点も注目。
01113	長江地産	HK\$	24,038 +41.3	17,068 20.6	216,335	香港最大の財閥「長江グループ」の再編を経て15年6月に発足。同グループの不動産事業を一手に引き継ぎ、香港を中心に中国本土、シンガポール、英国など世界各地で不動産事業を展開している。香港と本土で相当程度の開発用地を保有する。
01918	融創中国	元	25,072 ▲18.7	3,222 1.4	15,941	天津市を本拠に全国展開する民営の開発業者。大都市での大型複合施設の開発を主力とし、販売する住宅物件は高価格帯が中心。買収・提携に積極的な点が特徴。一方で14年は綠城中国（03900）への出資、15年も佳兆業集団（01638）の買収計画がいずれも頓挫した。
02007	碧桂園控股	元	84,549 +34.8	10,229 20.1	68,216	広東省の大手住宅デベロッパー。新興の民営企業で、地方都市近郊での住宅開発を中心に事業規模を拡大してきた。15.1-9月期の不動産販売面積は国内4位。一方で地方都市の比重の高さがリスク要因ともいえ、足元では大都市部への進出や商業不動産の展開などを図る。
02202	万科企業	元	146,388 +8.1	15,745 4.1	186,033	中国不動産業界のリーディング企業で、住宅販売の最大手。不動産販売額は14年、15年1-9月期でも国内1位。広東省に本拠を置き、全国各地で中小型住宅を中心に開発・販売している。近年は物流不動産業務や中国初の公募REITを立ち上げるなど、新規事業にも注力。

コード	社名	通貨	売上高 増収率(%)	純利益 増益率(%)	時価総額	コメント
02777	広州富力地産	元	34,705 ▲4.3	5,221 ▲31.6	25,102	広東省を本拠とする民営の大手デベロッパー。同省以外でも全国各地で事業を展開している。主に中間層向けの住宅を開発・販売。15年1-9月期の不動産販売額・面積はいずれも国内16位だった。債務改善に努めており、15年6月に発表したA株IPO計画の動向に注目。
03333	恒大地産集団	元	111,398 +18.9	12,604 ▲0.1	81,695	広東省に本拠を置く民営の不動産大手。中小都市での住宅開発・販売が主力で、中低価格帯の物件が中心。15.1-9月期の販売面積は業界首位だった。土地備蓄の面積・評価額も業界1位。近年は多角化を進め、医療・医薬、スポーツ、飲料、ネット、娯楽など多岐にわたる。
03383	雅居樂地産	元	38,318 +8.1	4,287 ▲11.2	16,882	広東省を地盤に中高級住宅、リゾート施設などを開発する民営企業。高級物件を中心に「雅居樂花園」シリーズの住宅などを販売し、広州市と海南省が主要な収益源。高級物件を中心とするため、引き締めの影響を比較的受けやすい。
03699	万達商業地産	元	107,871 +24.3	24,839 1.0	238,818	民営の大型デベロッパーで、14年の不動産販売額は国内3位。特に大型商業施設が強く、国内各地で「万達広場」を開発・運営。商業物件では首位に立つ。創業者の王健林氏は国内有数の富豪として有名。ライバルの万科企業(02202)との提携効果が注目される。
600048	保利房地産	元	109,056 +18.1	12,200 13.5	111,123	国務院系コングロマリット「保利集団」の傘下にあり、保利置業(00119)とは兄弟会社の関係。14年の販売額で国内5位、販売面積で6位に位置する老舗デベロッパー。全国各地で中低価格帯の住宅を中心に開発・販売。実需が旺盛な大都市部の比率が高い点が特徴。
600340	華夏幸福基業	元	26,886 +27.7	3,538 30.3	78,420	北京市周辺、特に河北省を中心に事業展開する民営の大手デベロッパー。主力事業はPPP(官民連携)方式の産業都市開発。地方政府を顧客に、土地整備、公共インフラ・産業施設の建設・開発などを手がける。PPPや京津冀地区関連の代表的テーマ株といえる。
600376	北京首都開発	元	20,851 +54.4	1,648 28.2	31,182	北京市政府系の大手デベロッパー。北京市を中心に全国各地で住宅・商業開発を展開。15.6期(中間)の売上比率は北京市が6割強を占め、北京市に限れば販売額・面積の両方で上位に入る。北京市郊外に潤沢な土地備蓄、販売物件を保有している点が有利。
600383	金地グループ	元	45,636 +31.0	3,997 10.8	60,367	広東省に本拠を置く不動産大手。15年1-9月期の販売額・面積はいずれも国内13位。全国各地で住宅開発・販売を手がける。商業物件は傘下の金地商置(00535)が担当。業界でいち早く私募REITに取り組み、穏健投資を運営している。

※売上高・純利益は新鴻基地產(00016)と新世界発展(00017)が15年6月本決算、それ以外はすべて14年12月本決算。単位は百万。

※時価総額は15年10月28日終値に基づきブルームバーグから算出、単位は百万HK\$。換算レートは1元=1.2HK\$。

◆注目されるトピックス～政策動向や業界再編に注目～

不動産の引き締め、或いは緩和、政策の先行きは不透明：

中国・香港の両当局はバブル抑制に向けて引き締め策を続けてきたが、14年に入り中国で住宅不況が深刻化すると、中国当局は徐々に引き締めを緩和へと転換。15年には支援策に舵を切り、足元では1軒目の住宅購入にかかる頭金比率の引き下げに踏み切った。もっとも、緩和・支援策にはバブル誘発のリスクが燻り、構造改革と矛盾する可能性も。また、香港当局も金融政策では米国に追随せざるを得ず、自由度は低い。不動産業界に多大な影響を与える政策動向は、引き続き不透明とみられる。

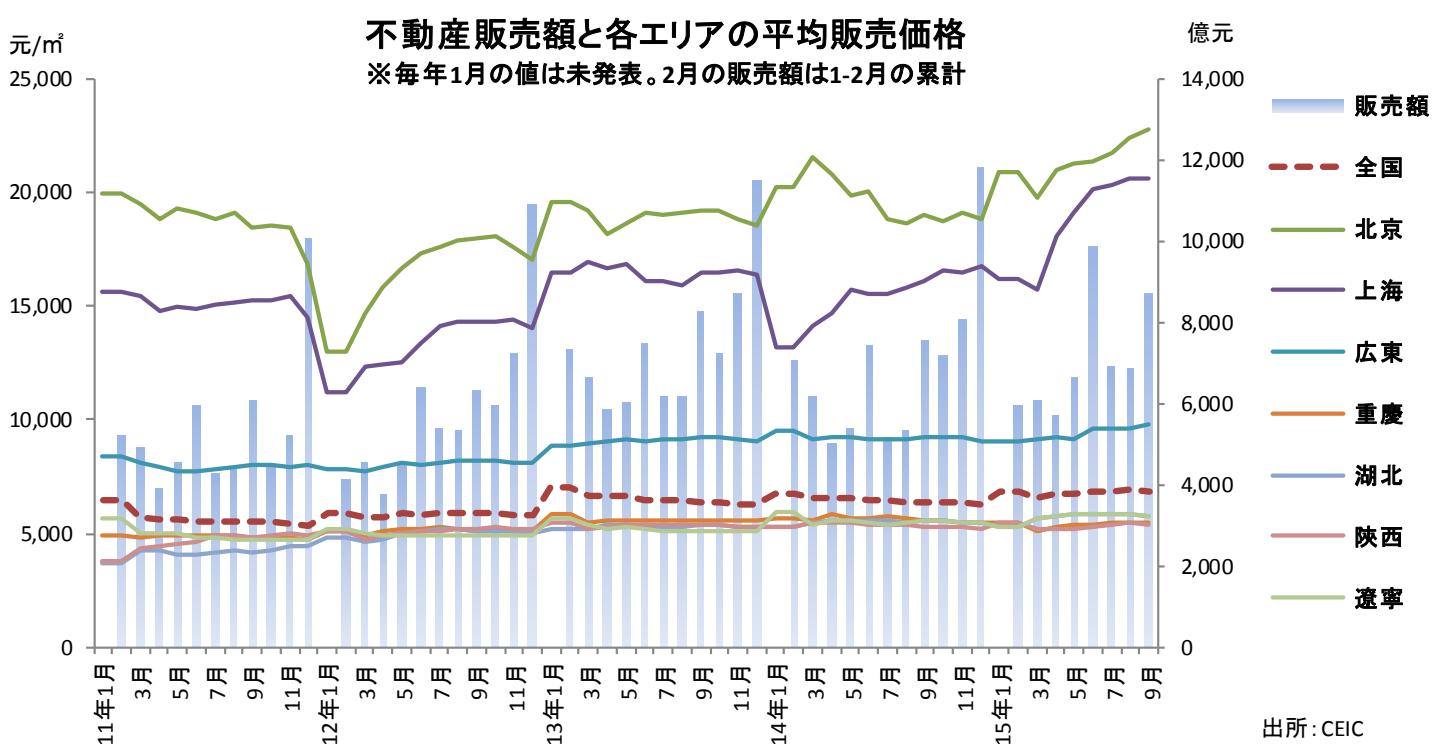
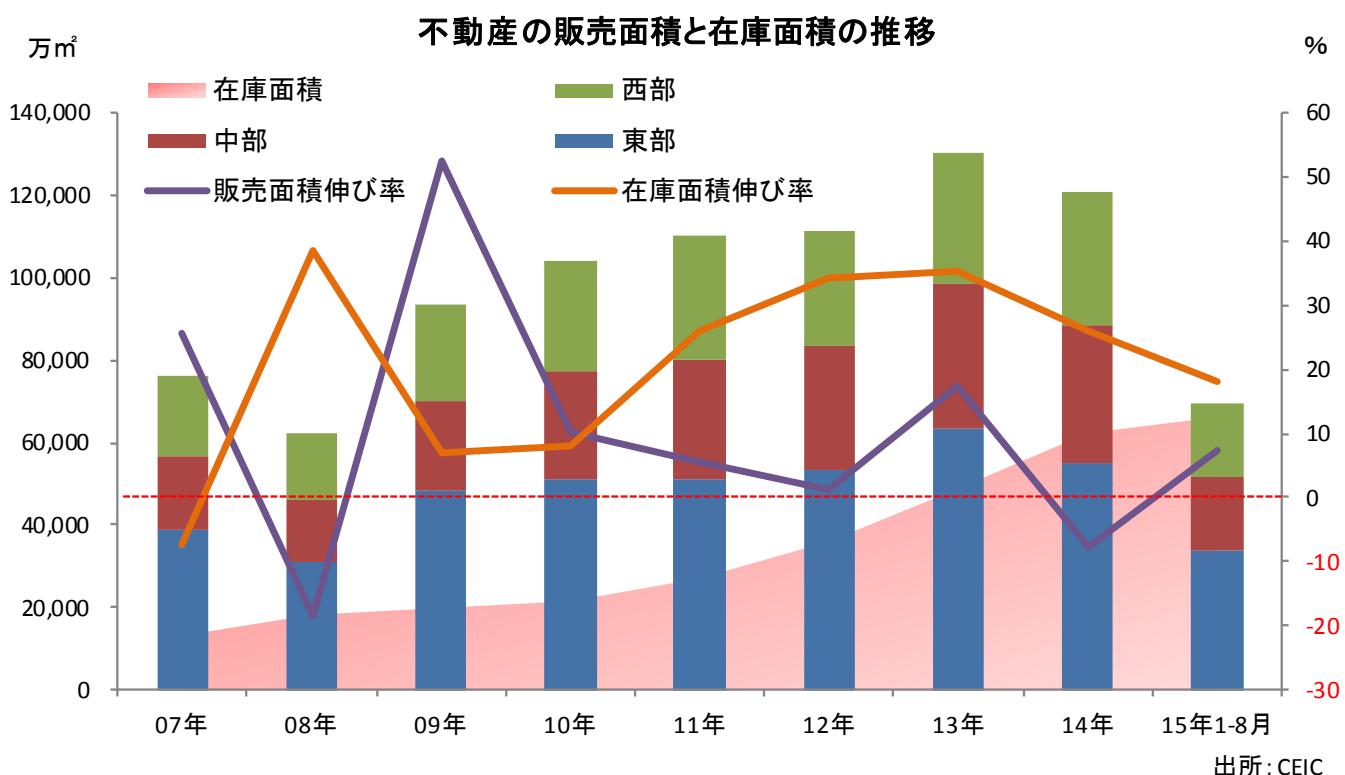
経営体力の強化が急務、業界再編が加速へ：

当面は地方都市を中心に、供給過剰、市況低迷という逆風が続こう。業界の優勝劣敗は益々進むとみられ、大手といえども油断はできない。実際、佳兆業集団(01638)の債務不履行は内外に大きな衝撃を与えた。経営体力の強化に向け、大手を中心に業界再編は加速していこう。すでに万科企業と万達商業地産による“強者連合”など、各方面で活発な動きも。再編が主要な投資テーマとなろう。

中長期的にみれば、住宅の“実需”が追い風に：

一方で中国の都市化、それに連れた住宅実需の増加も着実に進むとみられる。世界最大の人口を抱える中国の都市化率はまだまだ低く、市場の成長余地は非常に大きい。この中で実需を喚起する支援策の動向が注目される。具体的には京津冀地区（北京、天津、河北省）の一体的発展や中部六省の振興策、長江経済ベルトなどが挙げられ、北京周辺や長江中・上流域の地場系デベロッパーには追い風へ。

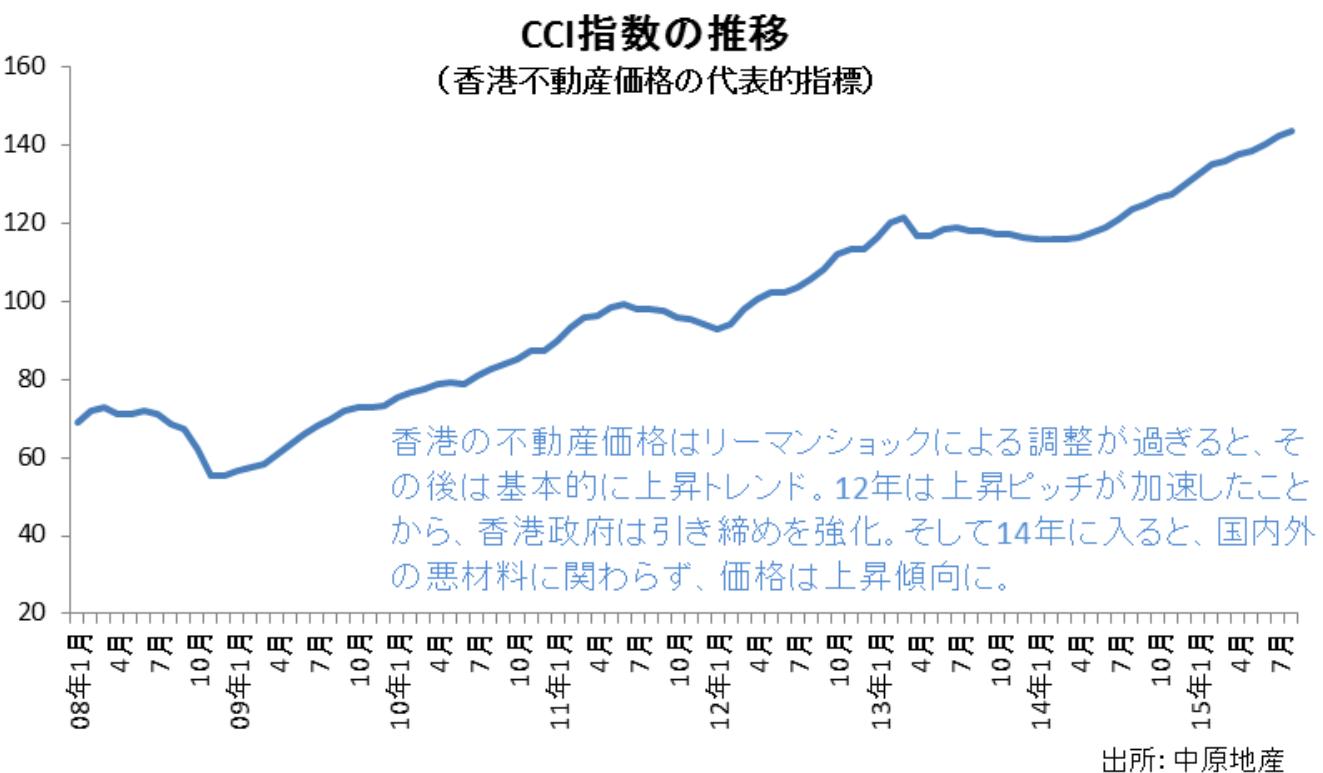
（中国部・畠田）



不動産販売額上位50社(中国本土)

14年順位	企業名	14年販売額(億元)	増減率(%)	(15.1-9月順位)	(15.1-9月販売額)
1	万科企業(02202)	2,120	22	1	1,791
2	綠地集團(綠地香港(00337)で裏口上場)	2,080	28	2	1,348
3	万達商業地產(03699)	1,501	15	6	939
4	恒大地產集團(03333)	1,376	27	3	1,302
5	保利地產(600048)	1,362	9	4	1,094
6	碧桂園控股(02007)	1,250	14	7	829
7	中国海外發展(00688)	1,152	-2	5	980
8	世茂房地產(00813)	708	6	9	466
9	華潤置地(01109)	700	3	8	632
10	融創中國(01918)	658	29	12	440
11	廣州富力地產(02777)	550	30	16	340
12	綠城中國(03900)	525	-5	11	451
13	華夏幸福基業(600340)	520	38	10	455
14	龍湖地產(00960)	510	4	14	351
15	招商局地產控股(200024)	510	19	15	350
16	金地グループ(600383)	487	7	13	391
17	雅居樂地產(03383)	430	15	17	299
18	遠洋地產(03377)	360	-2	19	235
19	九龍倉集團(00004)	297	39	21	221
20	金科地產集團(000656)	288	21	30	183
21	榮盛發展(002146)	283	5	28	186
22	佳兆業集團(01638)	282	18	-	-
23	中国鉄建(01186)	272	-5	23	212
24	中国中鉄(00390)	252	-23	26	190
25	新城發展(01030)	251	13	22	218
26	北京首創置業(02868)	249	54	32	181
27	保利置業(00119)	245	-9	18	235
28	北京金隅(02009)	234	-	-	-
29	陽光城(000671)	231	5	25	192
30	旭輝控股(00884)	223	23	33	173
31	越秀地產(00123)	221	44	34	172
32	中信地產	215	-52	40	145.8
33	中国金茂(00817)	215	-	31	182
34	藍光實業	210	2	43	138
35	合景泰富地產(01813)	209	26	42	140
36	中南建設(000961)	207	-	45	134
37	復星國際(00656)	206	-2	39	149
38	北京首都開発(600376)	205	-11	20	230
39	泰禾集團(000732)	201	-	29	183.2
40	華僑城(000069)	187	15	49	123

出所:CRIC



重要な注意事項

当社の概要

商号等 内藤証券株式会社 金融商品取引業者 近畿財務局長(金商)第24号
 本店所在地 〒541-0043 大阪市中央区高麗橋1丁目5番9号 主な事業 金融商品取引業
 資本金 30億248万円(平成27年3月末現在) 設立年月 昭和18年4月
 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会
 指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
 連絡先 ご質問がございましたら、下記部支店までご連絡ください。

リスク等重要事項のご説明

リスクについて

〈株式〉株価および為替相場(特に外国株式の場合)の変動等により損失が生じるおそれがあります。
 〈債券〉債券は市場金利の動向や発行者の信用状況等によって価格が変動するため、損失を生じるおそれがあります。さらに外国債券は為替相場の変動などにより損失が生じる場合もあります。
 〈投資信託〉組み入れた株式や債券など、有価証券の価格変動および為替相場の動向(特に外国通貨建て有価証券等を投資対象としている場合)等により投資元本を割り込むおそれがあります。
 〈株価指数先物・同オプション〉対象とする株価指数の動きにより損失が生じるおそれがあります。加えて、建て玉代金に比べ少額の委託証拠金での取引が可能であり、株価指数の変動によっては損失額が委託証拠金を上回る(元本超過損)おそれがあります(オプション買方の場合は買付代金とコストの合計額に限定されます)。

手数料について

〈株式〉①対面取引の場合、i)国内株式は約定代金に対して最大1.15%(税抜き以下同じ、但し最低2,500円)。ii)現地委託取引による外国株式は売買金額に対し最大0.80%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。加えて、現地手数料として米国株式で外貨約定代金の最大0.50%、香港株式で同0.25%(最低50香港ドル)、上海・深セン株式で同0.50%必要となるほか、各証券市場によってSEC Fee、印紙税や取引所税等の費用が掛かる場合があります。また、為替に関しては内藤証券が決定したレートを用います。iii)国内店頭(相対)取引による外国株式は当社提示の取引価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。また為替は上記同様、当社が為替レートを用います。②コールセンター取引の場合、i)国内株式は約定代金に応じて最大31,000円(最低2,500円)。ただ、月間取引回数等による割引きあり。ii)外国株式は対面取引と同様です。③インターネット取引の場合、i)国内株式は手数料プランが複数に分かれしており、この欄に表示するのが難しいため、詳細は当社HP(<http://www.naito-sec.co.jp/>)にてご確認ください。ii)現地委託取引による外国株式は売買金額に対して最大0.40%(但し買付け時のみ最低500円)の国内手数料をいただきます。また現地手数料並びに為替レート等は対面取引と同様です。なお、インターネット取引では米国株式及び国内店頭取引による外国株式の取り扱いを行っていません。
 〈債券〉国内債券については売買委託手数料表をご確認ください。また、相対取引による外貨建て債券の売買に関しては当社が提示する価格の中に手数料等(諸費用を含む)をあらかじめ加味しております。円貨と外貨を交換する際には、外為市場等の動向をふまえて当社が決定した為替レートを用います。
 〈投資信託〉商品により異なりますので、詳細は「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧下さい。
 〈株価指数先物・同オプション〉i)株価指数先物は約定代金に対して最大0.08%。ii)株価指数オプションは約定代金の最大4.0%(但し最低2,500円)

◆本資料は、公表されたデータ等信頼できると考えられる情報に基づいて内藤証券が作成し、また記載された見解等の内容は全て作成時点のもので時間の経過とともに不正確となる場合があり、過去から将来にわたって、その正確性・完全性を保証するものではありません。内容は今後予告なく変更することができます。◆本資料に基づいた投資によって発生する損益は全てお客様に帰属します。内藤証券は、故意または重過失が無い限り、責任を負いません。◆本資料に提供される情報著作権等の知的財産権は、引用部分を除き、全て内藤証券に帰属します。お客様は、事前に内藤証券の同意なく、本資料の内容及び情報を複製・譲渡・修正・変更または転送等の行為をすることができません。

本社 大阪市中央区高麗橋1-5-9 06-6229-6511

東日本地区

東京第一営業部	TEL03-3666-5541	三鷹支店	TEL0422-71-1251	伊勢崎支店	TEL0270-25-3780
東京第二営業部	TEL03-3666-7137	金沢文庫支店	TEL045-780-5021	伊勢崎駅前サテライト	TEL0270-25-3780
神田支店	TEL03-6361-9191	足利支店	TEL0284-22-1234	焼津支店	TEL054-621-1311

西日本地区

本店営業部	TEL06-6229-6904	檜原支店	TEL0744-28-4711	新宮支店	TEL0735-22-8151
住道支店	TEL072-889-5236	和歌山支店	TEL073-423-6211	高松支店	TEL087-822-0105
寝屋川支店	TEL072-822-6333	有田支店	TEL0737-52-7110		
金剛支店	TEL072-365-1901	田辺支店	TEL0739-22-4678		

インターネット

succe-s@naito-sec.co.jp

コールセンター

0120-20-9680

2015/10/28 広告審査済