

中国：海外不動産投資に求められるルールの創出

2017年4月5日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

海外市場調査部 副主任研究員 安田 明宏

＜概要＞

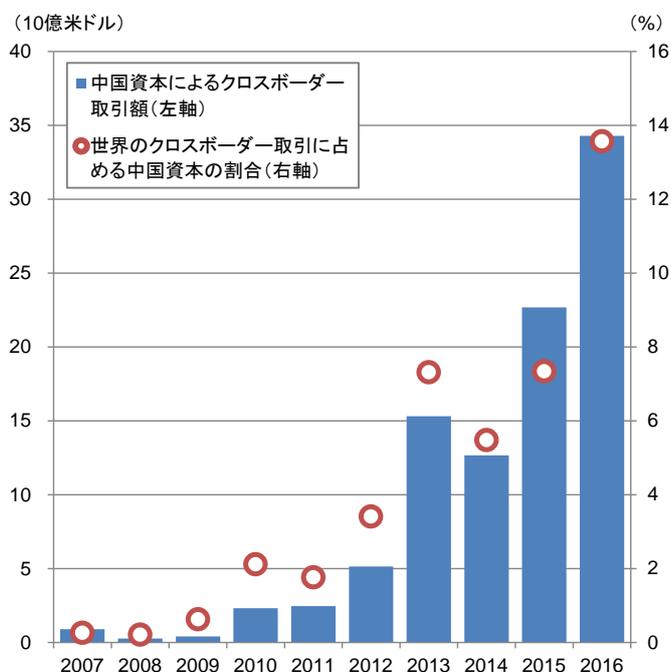
- 2016年の中国資本による海外不動産への投資額は、2010年比で14.8倍となった。海外のランドマーク不動産の取得も見られる。2005年以降の人民元切り上げは、対外資産に対する割安感を生んだ一方、2014年中頃以降に生じた人民元の先安感は、海外不動産の取得を促す要因となっている。
- 2016年11月以降、矢継ぎ早に資本流出規制が発表された。当局は、外貨準備を利用して人民元レートを支えてきたが、資本流出のさらなる拡大を防ぐため、資本移動の管理を強化した形だ。資本流出規制は、個人投資家にも及んでいる。
- かつて、海外資本による中国不動産への投資においてルールづくりが進められたように、中国資本による海外不動産への投資でも包括的なルールが求められる。

1. 中国資本による海外不動産の取引

中国資本による海外不動産への投資が本格化したのは2010年頃からである(図表1)。中国からのクロスボーダー投資額は年々増加し、2016年は2010年の14.8倍となった。世界のクロスボーダー取引の中に占める中国資本の割合も上昇し、2010年は2.1%であったが、2016年は13.6%となった。中国資本による国・地域別の不動産投資額の割合を見ると、米国と英国で半数を占めており、豪州、韓国、マレーシアを加えた5カ国では4分の3を占める(図表2)。

中国資本による海外不動産への投資額が増大するにつれ、世界のランドマーク不動産の取得や大規模開発プロジェクトへの参入といった事例が見られるようになった(図表3)。世界の主要都市では、不動産価格の上昇から、買手と売手の価格目線に差が広がっているが、この中においても、中国資本は海外不動産の取得に積極的である。著名な不動産の取得はニュース性があり、中国資本の動向は注目の的となっている。不動産開発プロジェクトにおける分譲販

【図表1】中国からのクロスボーダー投資額



出所) Real Capital Analytics (www.rcanalytics.com) のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 主要 17 カ国・地域(世界のクロスボーダー投資に占める割合は 80% 強)をもとに集計。投資対象はオフィス、商業施設、物流・産業施設、賃貸住宅、ホテル、開発用地の 6 タイプ。

売を除き、取得した不動産を売却する動きはまだ限定的である。

中国の機関投資家(政府系ファンドや保険会社、私募ファンドなど)や不動産デベロッパーといった中国資本が、海外不動産への投資を積極化させた背景は、中国政府が推進してきた「走出去」政策(中国企業の海外進出)の浸透や中国国内における将来的な不動産需要の縮小、安定した運用のニーズの高まりや投資先の多様化、中国国内の不動産価格の上昇や景気減速に対する懸念など、多岐に渡る。

2005年以降、人民元の切り上げにより、海外資産に対する割安感が生じたことも、中国資本が海外に目を向ける重要な背景であった。しかし、2014年中頃には人民元の上昇圧力は薄らぎ、逆に、人民元に対して下落圧力がかかるようになった。先安感は人民元建て資産の保有意欲を削がせ、海外資産への投資を促す。「強くなった人民元を利用した海外不動産への投資」は、2014年頃を境に、「人民元の先安感による海外不動産への投資」に変化した。

2. 資本流出規制

中国当局は、2014年中頃以降、人民元レートの急落を防ぐため、外貨準備を利用して米ドル売り人民元買いの為替介入を進めてきた(図表4)。そして、2016年11月以降は、資本流出が人民元安を加速させる悪循環を避けるために、資本移動の管理を厳格化している。

2016年11月28日、国家発展改革委員会、商務部、人民銀行および外貨管理局は、国営新華社通信を通じて、「関連の規定に基づき、一部の企業が行っている対外投資プロジェクトに対して事実確認を行う」とのコメントを発表した。続いて12月6日にも、同4部門は、同様の手段で「不動産、ホテル、映画館、娯楽施設、スポーツクラブなどの分野において、『非理性的』な対外投資を行う傾向があることに注視している。主力事業とは関係のない分野への大型投資や、小規模企業による大型投資、短期間での資金の移動などはリスクであり、慎重な行動を求める」とのコメントを発表した。中国資本の対外投資は多分野に渡るが、この中でも当局は、海外不動産への投資に照準を合わせた。2017年1月26日には、外貨管理局が外為取引管理における新たなガイドラインを発表した。これによると、中国本土以外で投資を計画している企業は、より詳細な資金源や資金用途・計画に関する情報の提供が求められる。

【図表2】中国資本による国・地域別の不動産投資額の割合

国・地域	割合
米国	31.7%
英国	17.9%
豪州	10.7%
韓国	8.7%
マレーシア	6.2%
北朝鮮	2.8%
アンゴラ	2.7%
ロシア	2.3%
ドイツ	2.2%
ラオス	2.1%
日本	1.7%
フランス	1.6%
シンガポール	1.4%
カナダ	1.3%
モーリシャス	1.0%
オランダ	0.8%
タイ	0.7%
その他国・地域	4.3%

出所)アメリカン・エンタープライズ公共政策研究所(AEI)およびヘリテージ財団のデータより三井住友トラスト基礎研究所作成

注)割合は2005年から2016年までの不動産に対する累積投資額をベースにした。

【図表3】中国資本による世界のランドマーク不動産の取得事例

国/地域	物件名	プロパティタイプ	買主	売主(国/地域)	投資額	取得時期	備考
米国	ニューヨーク	1 New York Plaza	中国投資 有限責任公司(CIC)	Brookfield(カナダ)	7億USD	2016年5月	1 New York Plazaはマンハッタン南端の超高層ビル。投資額は権益49%分。
米国	ニューヨーク	1285 Sixth Ave	中国人寿保険	AXA Financial(フランス) JPMorgan Chase(米国)	17億USD	2016年5月	RXR Realty(米国)と共同投資。17億ドルは総投資額。
米国	ニューヨーク	The Waldorf-Astoria	中国安邦保険	Hilton Worldwide(米国)	19.5億USD	2014年10月	The Waldorf-Astoriaは、ヒルトン系の最高級ホテル。
英国	ロンドン	Leadenhall Building	中渝置地	British Land(英国) Oxford Properties(英国)	11.5億GBP	2017年3月	Leadenhall Buildingは、Cheesegrater(チーズおろし器)の愛称で知られる。
英国	ロンドン	Lloyd's Building	中国平安保険	Commerzbank(ドイツ)	2.6億GBP	2013年7月	Lloyd's Buildingは、ロイズ・オブ・ロンドンの本社ビル。
スペイン	マドリッド	Edificio Espana	大連万達	Banco Santander(スペイン)	2.65億EUR	2014年6月	Edificio Espanaは1953年竣工、マドリッドでランドマーク的な建築物。改修計画に失敗し、2016年12月に売却。
豪州	シドニー	Gold Fields House	大連万達	Blackstone(米国)	4.15億AUD	2015年1月	Gold Fields Houseは、オペラハウスに隣む、Circular Quayの一等地に立地。再開発目的で取得。
マレーシア	ジョホール州	Forest City	都市開発	碧桂園	9億MYR	2012年12月	シンガポールとの国境近くに人工島の都市を開発する巨大プロジェクト。人口規模は70万人。投資額は土地取得費用。

出所)各種報道より三井住友トラスト基礎研究所作成

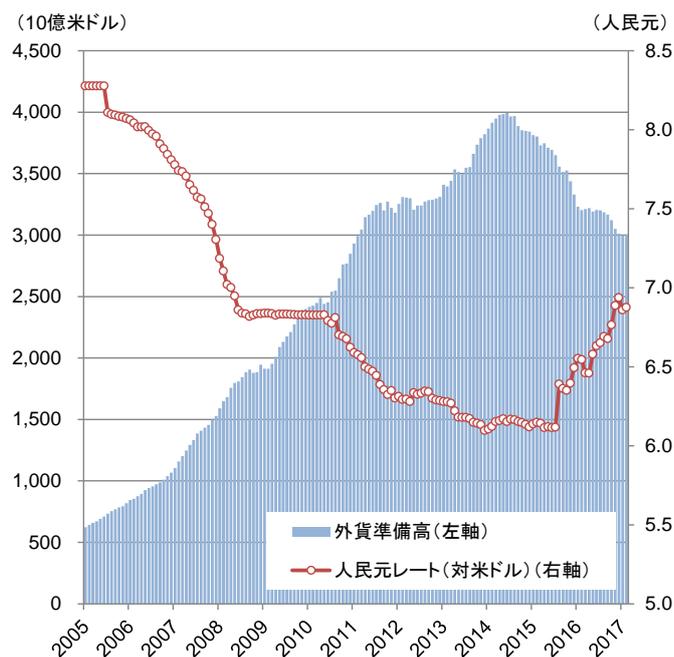
資本移動の管理の厳格化は、法人だけでなく、個人にも向けられている。2016年12月31日、外貨管理局は、中国人個人の外貨購入に関する新しい規定を発表した。両替した外貨を海外で不動産や証券、生命保険や投資型保険などの購入に使用しない旨の誓約書や、外貨購入の目的や時期などを詳細に記載した申請書の提出が求められるほか、違反者については、監視対象としてリストアップされる。なお、年間5万米ドル相当の外貨両替枠は変更されていない。2017年1月に入り、中国本土から香港への送金業務に対する管理も強化されている模様で、3月には、香港の銀行が、香港の住宅の購入に際し、中国本土で発行された銀聯カードの利用を受理しないよう求められたようだ¹。

矢継ぎ早に発表された資本流出規制を受けて、世界の不動産市場では、中国資本による取引に減速感が出るのではないかとの見方が広がった。取得交渉が進められていた案件のキャンセルや中国国内に構えていた海外不動産の販売オフィスの閉鎖に加え、人民元の保有を避けるため、中国国内で保有する不動産の売却をキャンセルする動きも見られた²。一方、資本流出規制が敷かれても、海外不動産への投資に大きなインパクトを与えないとの見方や、海外での資金調達が増速するとの意見も聞かれた³。資本流出規制に対する反応は様々である。

資本流出規制は、人民元の国際化、金融自由化、「走出去」政策、「一帯一路」構想、アジアインフラ投資銀行(AIIB)の設立、人民元の国際通貨基金(IMF)の特別引き出し権(SDR)構成通貨への組み入れ、「滬港通」「深港通」(上海および深圳と香港の株式市場の相互乗り入れ制度)など、これまで様々な形で中国が推進してきた国際化の流れに逆行している。資本流出規制の継続には無理が生じ、今後、為替介入の継続期間や変動相場制への移行に関する議論が活発化すると予測される。

一方、対外投資に関する包括的なルールづくりがなされてこなかったことも問題であろう。逆に言うと、ルールの不在が中国資本による海外不動産への投資を促した、ということである。

【図表 4】 中国の外貨準備高と人民元レート(対米ドル)



出所) 中国人民銀行のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

¹ Bloomberg, “Hong Kong property agents won't accept China UnionPay cards”, 24th Mar 2017。なお、中国国外の保険商品の購入に関しても、中国本土で発行された銀聯カードによる支払いが禁止された模様。

² 関連記事は多い。例えば、Reuters, “China's overseas property purchases, investments slump as capital controls bite”, 16th Feb 2017、21世紀経済報道「中国跨境地産投資顕着放緩 今年迄今規模同比縮小近20倍」(2017年3月15日)、ブルームバーグ「NYホテル買収の大型案件が頓挫—中国の資本規制、不動産市場に影響」(2017年1月26日)、Bloomberg, “China's army of global homebuyers is suddenly short on cash”, 27th Jan 2017、South China Morning Post (SCMP), “Country Garden halts Malaysian housing sales amid capital flight crackdown”, 9th Mar 2017、SCMP, “Soho drops plan to sell Hongkou property, snared by China's capital control rules”, 23rd May 2017 など。

³ 同様に、Forbes, “Chinese Now The Largest Group Of Foreign Investors In U.S. Commercial Real Estate”, 13th Mar 2017、The Financial Times, “Fosun builds global network for Chinese investment”, 21st Mar 2017、SCMP, “Chinese property investors still getting overseas deals done despite tighter capital controls, says ING”, 28th Feb 2017、Reuters, “Capital curbs push Chinese firms to risky, costly dollar bonds”, 17th Jan 2017 など。

3. 急がれるルールづくり

中国資本による海外不動産への投資が本格化する前の 2000 年代前半から半ばは、海外資本が中国不動産に積極的に投資していた時期であった。

この背景としては、当時、中国は高い経済成長率を維持し、不動産価格の上昇が見込まれていたことや人民元の切り上げによる為替差益への期待が高まっていたこと、100%外資によるオフショアからの直接保有が認められていたことなどがあげられる。タックスヘイブンに設立されたビークルから中国の不動産を直接取得、保有し、売却に際しては、ビークルの株式を処分する形をとるのが一般的であった。海外資本同士で主要都市の一等地にある優良不動産の転売が繰り返され、海外資本に中国の不動産市場が荒らされているとの認識が広まった。そこで、海外からのホットマネーの流入を抑制するルールづくりが急務となった。

2006 年 7 月、中国政府は、オフショアからの直接投資を禁止する規制を発表した。外国法人については、中国国内に設立したビークルからのみ不動産に投資できるようにし、外国人個人は、中国在留 1 年以上で自己使用目的の不動産を 1 件のみ購入できるようにした。これにより、海外資本による中国不動産への投資は転換期を迎えた。オポチュニスティックな資金の流入は減少し、長期的に保有しようとするコア投資家が主流となった。この外資規制は、数回の微調整(厳格化と緩和化)を経て、現在でも有効である。

海外資本に対してルールをつくって中国の不動産市場が整備されたように、中国資本に対しても同様の措置が必要である。2017 年 3 月 21 日付の『経済参考報』によると、中国資本の対外投資を管理する包括的な規制が 2017 年内に公布される見通しである。新たな規制は、国家発展改革委員会と商務部の主導で策定が進んでいる模様だ。具体的な内容はまだ明らかになっていないが、個別に発表された規制が整理され、審査方法・手順、資金管理、利益分配、税制のルールが明確になるという⁴。

外資規制の発表から定着まで、一定の時間を要したことを考えると、中国資本による海外不動産への投資についても、新しく発表される予定のルールに「なじむ」まで一定の時間が必要となろう。今後、海外不動産への投資が減速したとしても、それは、世界の不動産市場において、中国資本がより広く受容されるための一過性のワンステップとして位置づけられるべきである。中国資本による「非理性的」な投資を抑制し、長期的な視野で海外不動産へ投資する投資家を下支えするような包括的なルールの創出に期待が寄せられる。

⁴ 経済参考報「首部境外投資条例有望年内出台:将对审批程序、资金融通、利润分配、税收政策等作明确规定」(2017 年 3 月 21 日)

【お問い合わせ】

海外市場調査部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment.html>**三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3F

TEL 03-6430-1300 FAX 03-6430-1301

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産及び金融商品を含む商品、サービス又は権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、又はこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点又は調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部又は一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者又は金融商品取引業者として、投資対象商品の価値又は価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。