

愛知工業大学大学院経営情報科学研究科

博士論文

中国不動産業に関する研究

Study on the Real Estate industry in China

2017年3月

学籍番号：B14801

氏名：魏 興福

指導教員：田村 隆善 教授

目 次

第1章 序 論	1
1.1 研究の背景と研究の目的	1
1.2 本論文の構成	3
参考文献(第1章)	5
第2章 中国不動産業の発展と課題	7
2.1 緒 言	7
2.2 不動産とは	7
2.2.1 不動産の定義	7
2.2.2 借地権	9
2.2.3 不動産の特徴	9
2.3 不動産業とは	11
2.3.1 不動産業の概要	11
2.3.2 不動産業の特色	11
2.3.3 不動産業における業態	13
2.4 中国における不動産業の定義と先行研究	15
2.4.1 中国不動産業に関する先行研究	15
2.4.2 中国における不動産業の定義	15
2.4.3 中国における不動産業は国の重要な産業	16
2.5 中国における不動産業の歴史	17
2.5.1 第1期(1949年～1978年)	17
2.5.2 第2期(1978年～1991年)	17
2.5.3 第3期(1991年～2001年)	18
2.5.4 第4期(2001年～2008年)	18
2.5.5 第5期(2008年～現在まで)	18
2.5.6 まとめ	18
2.6 中国不動産業の現状	22
2.6.1 中国における不動産開発・分譲型企業の現状	22
2.6.2 中国不動産企業の資金構成と特徴	26

2.6.3	中国の GDP、住宅投資額、不動産投資額の推移	27
2.6.4	北京、上海、深圳、武漢における不動産投資の現状	31
2.7	中国における 1 人当たり住宅面積と住宅価格	35
2.8	中国における不動産開発の現状と特徴	36
2.9	中国の不動産企業トップ 30 社の概要	38
2.10	中国における不動産賃貸事業と流通(仲介)事業	40
2.10.1	中国における不動産賃貸業	40
2.10.2	中国における不動産仲介事業と管理事業	40
2.11	住宅売買の商習慣	41
2.12	結 言	42
2.12.1	研究結果	42
2.12.2	中国不動産業の課題	43
	参考文献(第 2 章)	43
第 3 章	中国不動産バブルに関する一考察	45
3.1	緒 言	45
3.2	不動産バブルと中国不動産バブルの状況	46
3.2.1	不動産バブルとは	46
3.2.2	不動産価格の変動を決める要素と不動産バブルの原因	47
3.2.3	中国固有の事情	47
3.3	日本の地価高騰との類似性	48
3.3.1	日本の不動産価格の推移	48
3.3.2	日中の高度成長期の比較	50
3.4	井出・倉橋のモデルによる中国不動産バブルの検討	52
3.4.1	井出・倉橋のモデルの概要	52
3.4.2	中国不動産価格への井出・倉橋モデルの適用	53
3.5	結 言	58
	参考文献(第 3 章)	58
第 4 章	日中不動産業主要企業間の経営財務比較	60
4.1	緒 言	60

4.2	日中不動産業トップ企業の概要	61
4.2.1	日本の不動産業トップ5社の創業と海外展開	61
4.2.2	中国の不動産業トップ5社の創業と海外展開	61
4.3	日中の不動産業トップ3社の事業比較	63
4.3.1	日本の不動産業トップ3社の事業概要	63
4.3.2	中国の不動産業トップ3社の事業概要	63
4.3.3	日中不動産業トップ3社の事業分析のまとめ	66
4.4	日中不動産業トップ3社の財務分析	66
4.4.1	日中不動産業トップ3社の収益性の比較	67
4.4.2	日中不動産業トップ3社の成長性の比較	70
4.4.3	日中不動産業トップ3社の安全性の比較	71
4.4.4	日中不動産業トップ3社の効率性の比較	76
4.5	2013年度データを使った日中不動産業トップ企業の総合比較	79
4.5.1	レーダー・チャートによる総合的比較	79
4.5.2	安全性に関する総合的比較	79
4.6	結 言	83
	参考文献(第4章)	84
第5章	中国不動産業中堅企業の経営財務分析	86
5.1	緒 言	86
5.2	中国不動産業中堅企業の事業内容	88
5.3	中国不動産業中堅企業とトップ4社の財務比較	94
5.3.1	総資本営業利益率の比較	94
5.3.2	収益性の比較	97
5.3.3	効率性の比較	100
5.3.4	安全性の比較	101
5.3.5	成長性の比較	104
5.4	レーダー・チャートによる財務指標の総合的比較	106
5.5	中国不動産業中堅企業13社とトップ企業4の財務データを使った主成分分析	109
5.5.1	相関行列からの知見	109
5.5.2	主成分分析の要約	110

5.5.3 主成分の解釈	110
5.6 結 言	113
参考文献(第5章)	115
第6章 中国における不動産取引の現状と課題	117
6.1 結 言	117
6.2 不動産取引業の定義と分類	117
6.2.1 日本における不動産取引業の定義	117
6.2.2 中国における不動産取引業の定義	118
6.3 中国における不動産取引の現状	119
6.3.1 中国における土地取引の現状と課題	119
6.3.2 中国における新築住宅の取引	121
6.3.3 中国における中古住宅取引の現状	126
6.4 中国における土地取引のプロセス	128
6.5 中国における新築住宅取引のプロセス	130
6.6 中国における中古住宅売買の取引プロセス	131
6.7 中国における住宅購入時の税金と費用	133
6.7.1 日中における不動産取得でかかる税金と費用の概要	133
6.7.2 中国における住宅購入時の税金と費用の計算例	133
6.7.3 中国における中古マンション売買時の税金と費用	135
6.7.4 日本におけるマンション購入時の税金と費用ならびに資産評価法	136
6.8 結 言	137
参考文献(第6章)	138
第7章 結 論	140
7.1 研究結果の要約(各章の要約)	140
7.2 全体のまとめ	143
7.3 今後の研究課題	144
参考文献(第7章)	146
本論文と関係する発表または投稿論文リスト	147
謝 辞	148

第1章 序 論

1.1 研究の背景と研究の目的

世界の古代文明を生んだ国の一つである中国は、長い歴史をもつと同時に、中国近代の歴史は、中国国内戦争、日中戦争を含めた長い戦争の後、中国共産党の下で国づくりが行われてきた。しかし、1978年に中国は、共産主義の体制を維持したまま、経済の改革開放政策が取り入れられ、それ以後、中国経済は大きく発展することになり、中国のGDPは急速に拡大し、国民の生活水準は大きく改善した。これは、13億人の「温飽き」問題、すなわち衣食住が解決されたのである[1]。それら経済的発展の結果として、現在の中国は経済規模とその成長力は、世界の景気を大きく左右するまでに拡大した。

中国は、世界で最も人口が多い国であり、商品の市場規模と製品の供給能力が極めて大きい。しかし、国民1人当たりのGDPは、日本の約4分の1程度であり、中国はいまなお、経済発展途上の国である。しかし、その教育水準の高さと治安を考えると、共産主義国家という制約はあるものの、大きな経済的潜在力を有する国であると判断される。

中国の経済的発展は、国民に対しても一定水準の経済的豊かさを与えることとなった。例えば、国民1人当たりのGDPは、1991年にUS\$358.8であった（IMFによる2016年10月推計値 [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/download.aspx>] のGDPと人口を使って計算）ものが、2013年にはUS\$7081.0と、22年間に約19.7倍になった。国民が経済的に豊かになると当然、住宅への国民の支出が増え、中国において不動産が発展することとなる[2]。と同時に、経済成長にともなって出現した富裕層は、彼らのもつ資産を重要な投資先の一つとして不動産に投資し、その過熱が不動産バブルとなっている状況は、日本をはじめとした古今東西の常である[3, 4]。中国政府は、不動産バブルの抑制と景気刺激の綱引きの中で、不動産所有と不動産業に関する法規の整備や金融政策等を進めてきた[5]。

経済的に豊になることによって不動産業が発展することによる他の産業への波及効果は大きい。住宅建設に必要な鉄鋼やセメントだけでなく、家具や電化製品の需要、金融業も拡大する。このため、中国政府は、中国不動産業を国民経済の柱の一つとして位置づけ、中国不動産業の発展を促進させてきた[6]。中国では不動産業の発展にともなって、国民の住環境は大きく改善し、都市部での1人当たり住宅面積は、1978年当時6.7m²/人であったものが、2011年には32.0 m²/人となり、中国13億人の住宅問題は、一定水準解決されたといえよう[5]。

中国における経済発展と不動産業の発展は、上述のように不動産価格を高騰させ、不動産バブルを発生させている。一方、中国での土地の所有権は政府に所属し、中国での土地の売買は使用权の売買に限られる。土地の使用权は70年とされているが、最近では、その自動延長が進みつつある（中国の「物権法」第149条）。また、中国における住宅の開発・分譲は大規模で、それに必要な土地は、地方政府から購入し不動産開発を行うことになる[7]。このため、地方政府とパイプを有していて資金力をもつ企業が不動産の開発・

分譲を行うことになる。このため、第2章で議論するように、中国の大手不動産企業には国有企業が多い。なお、中国政府は、不動産業の健全な発展を図るために、不動産業以外の業界に属する国有企業が地方政府と強い関係を保持して不動産業に参入するのを制限している[8]。

不動産の所有は富の所有であり、中国の不動産に関しても文献は多い。不動産の売買・賃貸・所有権に関連した法整備[9]、不動産バブル[3, 4, 10]、不動産の証券化[11]、不動産税制[12]等々である。都市化と環境問題も不動産が深く関わっている問題である[13: pp. 202-205]。これらからも推察できるように、不動産と不動産業に関わる研究は非常に広い分野にまたがる。中国における不動産の売買と不動産業は歴史が浅く、そのため、中国における不動産の売買取引と不動産業に関する研究は十分に進んでいるとはいえない。とくに、不動産業に関しては研究が余り進んでいない。そこで、本博士論文では、中国不動産業に関して論究することとする。

日本の不動産業は以下のように定義される[14: p. 3]。

「不動産とは、民法86条で、『土地及びその定着物』とされており、不動産以外のものはすべて動産とされている。(中略)不動産業とは、日本標準産業分類によれば、『不動産の売買、交換、賃貸、管理または不動産の売買、賃貸、交換の代理もしくは仲介を行うこと』をいう。」

また、不動産業の主な業態には販売業(開発・分譲)、賃貸業、流通業(代理、仲介)、流動化・証券化の4つをあげることができる[14: pp. 9-16]。これらの中で、流動化・証券化は比較的新しい事業であり、銀行や証券会社、投資会社など金融業に属する企業が多く手がけており、それ以外の事業が伝統的な不動産事業といえる。

本博士論文の研究目的は、中国の不動産業について歴史と現状を整理し、特徴と課題を論究することである。しかし、不動産業は広い事業領域をもつ。博士課程3年間という時間的制約もある。このため、本博士論文では、多くの研究課題の中から、以下の課題に絞って論究することとする。

- (1) 中国の不動産業について研究するに当たり、まず、中国における不動産業の歴史を整理する。
- (2) 中国における不動産バブルが喧伝される中で、中国不動産企業の財務の健全性を評価する。また、併せて中国不動産バブルについて評価する。
- (3) 中国不動産取引業(主に流通業)の状況と特徴を明らかにする。

これらの課題について論究することが本研究の目的である。また本研究では、日本と中国の比較の上において中国の不動産業について議論する。それによって中国不動産業の歴史と現状、特徴、課題等がある程度示すことができると考えるからである。また、本博士論文執筆の延長線上に、中国不動産業全体をまとめ論じた学術書籍の出版の道が開けると確信している。

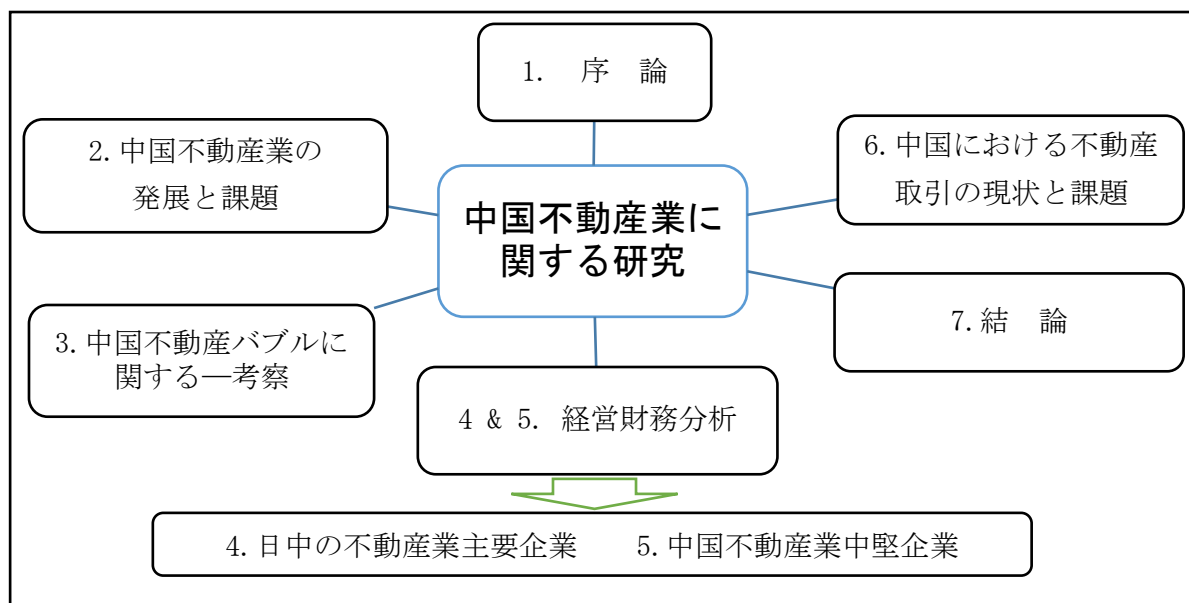


図 1.1 本論文の構成

1.2 論文の構成

本論文は7章から構成される（図 1.1 参照）。第1章は序論であり、第2章以下は、次のような構成と内容になっている。

第2章は「中国不動産業の発展と課題」である。第2章では、中国不動産業の歴史と課題について議論する。まず、不動産ならびに不動産業の定義を与えた後、中国不動産業の歴史を5つの発展段階に分け、それぞれの段階で政府が実施した不動産の所有権等に関する法整備や政策、金融政策などを整理する。次に、中国不動産業の販売規模や投資規模、従業員数、中国不動産企業の事業の特徴等を、中国国家统计局のデータを用いて議論する。この中で、中国では不動産業の発展とともに、都市部で国民（住民）1人当たりの住宅面積が大きく改善したこと、不動産価格が高騰したことなどをデータによって示す。とくに不動産価格の高騰の議論は、次章の不動産バブルへと繋がる議論である。最後に、中国における不動産開発・分譲事業と不動産仲介事業を紹介し、それら事業の特徴とともに中国不動産業の課題を明らかにする。

第3章は「中国不動産バブルに関する一考察」である。第3章では、中国における不動産投資と不動産価格の高騰を概観し、日本の高度成長期における不動産価格の高騰と比較しつつ、現在の中国における「不動産バブル」について、井出・倉橋のモデル[15]を併用しつつ議論する。

中国における不動産価格のバブル化とその崩壊に関して、多くの議論がある[3, 4, 10]。また、中国の不動産バブルと日本の不動産バブルの類似性を議論した文献も存在する[16]。不動産バブルに関する文献が多いのは、中国の不動産バブルとその崩壊が、中国だけでな

く世界の経済関係者にとって重要な関心事であるためであろう。何れにせよ、中国における不動産投資や不動産業を研究する上で、中国における不動産バブルについて概観し評価しておくことは重要である。そこで本章では、中国不動産バブルに関して、日本での高度成長期から列島改造ブームに続く不動産高騰と、中国の不動産高騰が類似していることを示し、文献[4]等で喧伝されている中国における不動産バブルとその崩壊が少なくとも2012年時点まで認められ難いことを井出・倉橋のモデル[15]も併用しつつ議論する。

第4章は「日中不動産業主要企業間の経営財務比較」である。中国の不動産企業は、中国における不動産業の発展にともなって経営規模を急拡大させてきた[18]。例えば、中国不動産業トップ企業である万科企業の2013年度の売上高は、日本の不動産業トップ2社である三井不動産と三菱地所の売上高合計に迫る規模となっている。中国の不動産企業は、規模を急拡大させる中で、過大な負債など経営財務に大きな歪が生じているのではないかという疑問を生じさせる。また、不動産バブルの崩壊が喧伝される今日、それら企業の財務の健全性も気になるところである。しかし、中国不動産企業について経営財務分析を行った研究はほとんど見当たらない[18, 19, 21]。このため第4章では、日中の不動産業におけるトップ企業（2013年度売上高順）をそれぞれ3社取り上げ、それら不動産トップ企業における事業比較と財務比較を行い、中国不動産業におけるトップ企業の経営財務の特徴を明らかにする。具体的には、(1)事業構造の日中間での違いを明らかにし、(2)財務指標（収益性、効率性、安全性）を日中間で比較し中国企業の特徴を明らかにする。とくに財務の安全性に関しては、2012年度の財務データを用いて、安全性に関連する10の財務指標を算出し、日本における列島改造ブーム当時の不動産業トップ企業の財務指標[20]と比較しつつ、日中不動産業トップ3社の財務上の特徴を詳細に議論する。

第5章は「中国不動産中堅企業の経営財務分析」である。第4章で議論するように、中国の不動産業トップ企業の棚卸資産回転率は日本企業と比較して極めて低い値となっている[21]。大きな棚卸資産の保有は、不況期において、資金の回転を阻害するだけでなく、不動産の値下がりに伴う保有不動産の含み損を拡大させ、企業の経営をときとして危うくするリスクがある。最近の中国経済は減速傾向にある。中国経済の減速の中で、中国の不動産企業、とくに中堅不動産企業ないしはそれより規模の小さい企業の経営財務は大きな影響を受けることが予想され、経済減速下での財務状況に興味がもたれる。

中国の不動産企業の財務分析に関する文献は、前述のようにほとんど見当たらない[18, 19, 21]。そこで第5章では、中国における中堅不動産企業を取り上げ、それら企業の事業内容と財務状況について、中国の不動産トップ企業と比較しつつ、不動産中堅企業の事業構成と経営財務の特徴を明らかにする。また、財務指標の総合的評価法として、主成分分析利用の有効性についても議論する。本章で使用するデータは、トップ企業4社と中堅企業13社について、主に2012年～2014年の3年間の財務データであり、それらを利用して中国の不動産中堅企業の経営財務の特徴を明らかにする。

第6章は、「中国における不動産取引の現状と課題」である。中国での不動産業の中心は、都市への人口移動にともなう巨大な住宅需要を背景に、住宅の開発・分譲事業が主力となっている[22]。新築住宅が大量に建設されると新築住宅の売買だけでなく住宅の買い替えと中古住宅売買の市場が拡大し、不動産取引を仲介する不動産流通業の規模も拡大する。

日本の不動産企業における事業には、「不動産の売買、交換、賃貸、管理または不動産の売買、賃貸、交換の代理もしくは仲介」[14]が含まれる、不動産の流通業は、「不動産の売買、賃貸、交換の代理もしくは仲介」を業とする。本章で議論する「不動産取引」は、不動産流通業者が業とする不動産の取引に関する代理もしくは仲介全般を指すが、主に、中国における土地使用権の売買、新築住宅の売買、中古住宅の売買プロセスに限定して、その特徴を議論の対象とする。研究を進めるに当たっては、日本の不動産取引のプロセスと対比しつつ中国における不動産取引の特徴を明らかにする。また、中国における不動産取引で発生する税金、ならびに不動産取引に関わる諸問題の整理も行う。

第7章は「結論」である。本博士論文で得られた一連の成果を要約するとともに、残された中国の不動産と不動産業に関する研究課題を示し、博士論文の結論とする。

参考文献

- [1]方衛星「人民民主主義から全面建設小康社会に渡す」中国集体経済、pp. 191-192、2008年。
- [2]張紅『房地產経済学』清華大学出版社、2013年。
- [3]宮崎正弘『中国バブル崩壊が始まった』海竜社、2013年。
- [4]藤村幸義、美土代研究会『シリーズ◆企業・経営の現場から 中国バブル経済のからくり』勁草書房、2012年。
- [5]魏興福、田村隆善「中国不動産業の発展と課題について」日本経営診断学会論集、No. 14、pp. 124-129、2015年 J-Stage 掲載。
- [6]任大川「中国の住宅価格と政府政策」国際金融、1214号、pp. 48-53、2010年。
- [7]田風山「国有土地使用権規定」中国房地產、pp. 2-6、2002年。
- [8]周陽敏編「国有企業は房地産業から退出するのが房地產問題解決の根本の道」上海財經論壇、2010年11月号、2010年。
- [9]江涛「中国における不動産の所有と利用に係る法制度について」資産評価政策学、第15号、pp. 1-8、2007年。
- [10]Chi-Man Hu, E., Liang, C. Wang, Z., Song, B. and Gu, Q., "Real estate bubbles in China: A tale of two cities", *Construction Management and Economics*, Vol.30, pp.951-961, 2012年。
- [11]高橋海媛「中国の不動産市場の現状と REIT 市場創設に向けた課題」大和総研 No. 3、pp. 1-3、2007年。
- [12]楊華、張忠任「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」島根県立大学総合政策学会総合政策論叢、第24号、pp. 17-32、2012年。
- [13]日本不動産学会編『不動産学事典』住宅新報社、2002年。
- [14]新日本有限会社責任監査法人編『業種別会計シリーズ 不動産業』第一法規株式会社、2010年。

- [15]井出多加子、倉橋透『不動産バブルと景気』日本評論社、2011年。
- [16]張承恵、陳道富「中国不動産市場のハードランディングは回避できる」中国資本市場研究、2012春号、pp.15-29、2012年。
- [18] Fung, H.G. et al., "The development of the real estate industry in China", Chinese Economy, Vol.39, No.1, pp.84-102, 2006年。
- [19]邱強『房地產投資分析』清華出版社、p.38、2014年。
- [20]教育社編『会社全資料23 不動産業界上位10社の経営比較』教育社、1980年。
- [21]魏興福、田村隆善、吉成亮「日中不動産業主要企業間の経営財務比較」日本経営診断学会論集、Vol.15、pp.80-86、2016年J-Stage掲載。
- [22]Tao, P., Yuan, F. and Ju, Y., "Empirical research on financial risk recognition and coping strategies for real estate listed companies", Proceedings of ICCREM 2014, pp.1379-1386, 2014年。

第2章 中国不動産業の発展と課題

2.1 緒言

本研究で対象とする不動産業は広い研究領域をもつ。不動産業の扱う「商品」である「不動産」は、経済学（マクロの意味での不動産価格）、民法（所有権や借地権等）、税法（売買に伴う所得税や不動産税や相続税）、不動産投資や証券化（経済性分析、金融工学）、経営・管理（アパート経営など）から占術に至るまで、商品自体が多様な研究対象となる[1]。これほど多様な側面を有する商品は類をみないであろう。

そういった多様な側面を有する「商品」を扱う不動産業は、また、多様な業容を有することになる。住宅団地の開発・分譲、都市の再開発、オフィスや住宅の賃貸、ビルや住宅の売買、ビルの管理、不動産仲介などである[2]。不動産業の研究は、それら一つひとつが研究の対象となり得る。例えば、住宅団地の開発・分譲に限っての研究テーマをみても、それら事業を行う企業の経営・財務分析、開発・分譲のプロセスと管理、不動産価格の評価など幾つかの研究課題が存在しそうである。しかし、不動産業が産業全体に占める重要性に比して、日本では、不動産を扱う学部・学科が非常に少ないこともあってか、不動産と不動産業に関する研究は少ないように思える。とくに、筆者らの知る限り、日本の不動産業に関する研究は、不動産業に属する大手企業の経営・財務分析が若干存在するだけである[3-5]。

本章の目的は、中国不動産業の発展と課題について議論することである。中国不動産業は、中国における新たな産業として、1978年以降、約35年間に大きく発展してきた。中国における不動産の供給側の主な担い手は、不動産開発・分譲企業であり、都市部への人口流入にともなう都市部での旺盛な住宅需要と、豊富な投資資金の流入を背景に、不動産企業は住宅開発を中心に急拡大してきた。この章では、中国不動産業研究の第一歩として、中国不動産業の発展の歴史を政府の土地政策や金融政策などの視点から整理し、中国不動産業の特徴と課題を議論する。このためにまず、不動産と不動産業についての定義から始めることにする。そのあと、中国における不動産業の発展の歴史を整理し、中国不動産業の特徴を議論する。

2.2 不動産とは

2.2.1 不動産の定義

森島による「不動産学」[1]の目次の構成を拾ってみると、「不動産とは何か」、「不動産に懸かる権利」、「歴史」、「不動産物件の調査」、「不動産価格の評価」、「不動産の賃貸借」、「不動産の売買」、「不動産仲介」、「不動産開発」、「不動産金融」、「不動産の有効利用」、「不動産管理」、「不動産証券化」、「不動産投資」、「不動産

リスク」、「不動産経営戦略」、「不動産の贈与・相続」、「不動産占術」、「不動産税制」などが載せられている。これらの幾つか、例えば、「不動産仲介」や「不動産開発」、「不動産管理」などは、不動産業の事業分野でもある。「不動産管理」を例にとると、個人が所有するアパートなどの不動産をどのように管理して行くかの問題と、それを請負って事業とする場合の問題が存在する。両社は、事業対象と事業の関係であり、不動産と不動産業の関係にも同じことがいえると同時に、両者の境界は曖昧でもある。

日本における不動産とは、「土地およびその定着物をいう」（民法第 86 条）と定義され、売買の対象となるものとされる。以下、森島[1: pp. 2-16]にしたがって不動産に関する主な用語を定義しておく。

(1) 「土地」

「土地とは、地表を境界点と境界線で区分されたその部分」[1: p. 2]と考えられ、地表は水に覆われていない部分であり、したがって、不動産である土地として重要なことは、境界点と境界線が明確であることとされる。なお、土地の種別としての更地は、概ね、「その上に建物、構築物、工作物などが建っておらず、地下埋設物もなく、借地権や地役権などの使用収益を制約する権利の付いていない土地」のことをいう。

「土地」は、唯一無二のものであり、同じものは二つとないこと、また、「土地」は周囲の土地と一緒にあって一定の地域を構成し、それに属することによって独自の価値を形成していくという特徴を有する[1: p. 3]。

(2) 土地所有権

土地所有権に関しては、「所有者は法令の制限内によって自由に其の所有物の使用、収益及び処分を為す権利を有する」（民法第 206 条）こととされ、「土地の所有権は法令の制限内に於いて其の土地の上下に及ぶ」（民法第 207 条）とされている[1: p. 3]。土地の所有権は、地下に関しては、実質的に 40m までとされる。

(3) 相隣関係

土地の所有権に関連して、隣接する別の土地との関係における「調整」をはかるものとして、民法で定められている法規定である[1: p. 4]。

(4) 定着物

民法上の定着物とは、「土地の上に定着しているものであり、具体的には、建物、樹木、未分離の果実、移動困難な庭石や擁壁などである」と説明されることが多い[1: p. 5]。

(5) 建物

建物とは、①屋根および周壁などの外気を分断するものを有すること、②土地に定着したものであること、③その目的とする用途に供し得る状態にあること、④不動産として独

立して取引の対象になり得るものであること、といった要件が必要である（不動産登記事務取扱手続準則）[1: p. 5]。

(6) 土地、建物の対抗要件

対抗とは、あるものを自分のものだと主張することであり、その主張をして法的に保護されるために必要な手続きや手段を対抗要件という。日本における土地・建物の対抗要件は登記である[1: p. 6]。

(7) 立木（りゅうぼく）

雑木ではなく、建築材などに用いられることを目的として植林などがなされ、伐採後にそれなりの価値が出て取引の対象になるものを指す[1: p. 7]。

2.2.2 借地権

借地権とは、「建物の所有を目的とする地上権または土地の賃借権」（借地借家法第 2 条）をいう。建物の所有を目的とするのであるから、青空駐車場など建物の所有を目的にしない土地の賃借権等には借地権は発生しないことになる。借地権には、旧法に基づく借地権と、新法に基づく定期借地権がある[1: p. 8]。

(1) 地上権

地上権とは、「他人の土地において工作物（建物等）または竹木を所有することを目的としてその土地を利用する権利のことをいう」（民法第 265 条）。

財産権の「物権」の一つであり、原則として契約によって設定され、設定されると登記簿に記載される。地上権はその権利者が地主の承諾を要することなく自由に第三者に譲渡・転貸できる点で土地の賃借権と異なっており、所有権に近い強い権利である[1: p. 8]。

(2) 賃借権

賃借権とは、当事者の一方が、相手方より「賃貸借契約」に基づき、あるものを借りて使用・収益する借主の権利のことをいい、借主はその対価として貸主に賃料を支払う。民法上は「債権」とされており権利としての力が弱い、不動産の賃借権については借地法等により保護を強化されている[1: p. 9]。

2.2.3 不動産の特徴

不動産は、工業製品などと比べて次のような特徴を有する。

(1) 高額な資産

売買の対象となる不動産は、土地と建物であって、他の商品に比べて非常に高額である。

高価な資産の取引であるが故に、仲介業が存在し、また、不動産管理のための管理業など関連サービス事業が成立するといえる。また、高額であるがために、多くの国民は長期の住宅ローンを設定し、長期にわたってローンの支払いを負うことになる。

(2) 長期の使用期間

不動産は、主に土地と建物で構成される。不動産の上に建つ建物は建築法によって長期の耐用性を有しており、一度、住宅を取得すれば、購入者は長期にわたって住宅を使用することになる。

(3) 不動産の所有にともなう税負担

政府や地方自治体にとって、不動産は安定税収確保の上からも重要であり、固定資産税だけでなく、不動産取引に関連して取得・保有・賃貸・売却益への課税がなされている[2: pp. 5]。相続税の中で不動産の占める割合も大きい。

(4) 不動産のもつ多面性

不動産は、棚卸資産（流動資産）にも、固定資産にも、有価証券にもなり得る多面性をもつ。製造業や製品の売買業を営む企業にとっての不動産は、通常、工場や倉庫、店、会社の事務所などとして固定資産に分類される。これに対して不動産売買業を営む企業では不動産は売り物であり、棚卸資産としての性質を有する。このため、総合不動産業においては、不動産はその保有目的に応じて棚卸資産にも、固定資産にもなり得る資産である。また、不動産信託することで、不動産を信託受益権として保有することも可能である[2: pp. 7]。さらに、近年の不動産の証券化技術と制度の発展に伴い、現物不動産への投資だけではなく、証券化された不動産への投資も活発になっており、不動産を証券として保有する形態も多くなってきている。

(5) 中国不動産の特徴

中国の不動産は、日本と比べたとき、以下の特徴を有する。

- ① 土地は政府に所属し、土地の売買は所有権の売買ではなく使用権の売買である。使用権は、現在は70年とされており、売買は残余期間の売買が原則となる。
- ② 日本では、土地とその上に立つ建物は独立のものとされ、それぞれが独立に売買の対象となるが、中国では、土地と建物は一体のものとして売買される。
- ③ 建物には耐用年数が存在する。土地の使用権の有効期間と建物の耐用年数が一致しておれば問題は少ないであろうが、一致していない場合、とくに建物の耐用年数の方が土地の使用期間より長い場合、将来に問題が発生する可能性がある。土地使用期間の延長に関して、2.5節で触れるように法改正が一部で進んでいる。

2.3 不動産とは

2.3.1 不動産の概要

新日本有限会社責任監査法人[2: p.3]によると、日本での不動産は以下のように定義される。

「不動産とは、民法 86 条で、「土地及びその定着物」とされており、不動産以外のものはすべて動産とされている。土地の定着物とは、「土地に永続的に固着し、撤去の困難なものを意味し、樹木等の自然物のほか、人工の定着物である各種の構築物も含むと解されている。さらに、不動産登記法では、建物の定義として『屋根や壁で遮断されて、建物としての用途に供しうること、土地に定着していること』とされている。不動産とは、日本標準産業分類によれば、『不動産の売買、交換、賃貸、管理または不動産の売買、賃貸、交換の代理もしくは仲介を行うこと』をいう」

一方、森島[1: pp. 168-169]によると、不動産は、狭い意味では「宅地建物取引業法」で免許が必要とされる業種のこととされ、新日本有限会社責任監査法人[2]と同様「①不動産の売買、交換、賃貸、管理または②不動産の売買、賃貸、交換の代理もしくは仲介」を業とするものとされる。①には戸建住宅を建築・分譲する建売業者や都市開発をするような大手開発業者が上げられる。また、②は街中で不動産屋と呼ばれる不動産仲介業者が代表的で、全国展開を行って、開発も手掛ける大手不動産業者も含まれる。

なお、日本における不動産の位置づけは、財務省「財政金融統計月報」（法人企業統計年報）によれば、平成 26 年度での不動産の法人数は 310,413 社であり、資本金が 1 億円未満の小規模企業数の割合が圧倒的に多い。また、不動産の就業者数は、平成 26 年度は 1,299,561 人であり、全産業の就業者数 47,220,699 人に占める割合は 2.75%となっている。平成 26 年度における日本の不動産の GDP は 57.27 兆円で、日本の GDP 総額（名目）489.56 兆円の 11.7%を占めている（内閣府の国民経済計算：GDP 統計より）。

2.3.2 不動産の特色

不動産の特色は、前節に述べた不動産の特徴を反映するもので、以下が挙げられる[2: pp. 4-8]。

(1) 取扱対象商品が高価な資産

不動産販売事業や不動産賃貸事業など、不動産に資本を投下して行う事業の場合には多額の資金が必要となる。このため、販売不振で資金が回収できず、資金繰りに行き詰まって黒字倒産する不動産業者も存在する。また、高価な資産の取引であるため、仲介業や管理業、鑑定評価など周辺ビジネスが成立することにもなる[2: pp. 4]。

(2) 長期にわたって使用可能

消費財や器具備品などは、消費されてなくなったり、使用されることで劣化したりするが、土地は災害に見舞われない限り、永続的に存在する。建物についても建築基準法などで定められた耐久性を満たしていれば長期間にわたり使用することができる。このため、一度取得すると長期にわたって使用可能であり、そのため資産の維持管理が必要となる[2: pp. 4]。

(3) 反復・継続しない取引

不動産には1つとして同じものがなく、一つひとつに個性があり、金額も高額である。また、不動産業者でない限り、個人も法人もたびたび購入するものではない。多くの場合、不動産業者は継続して同じ相手と取引するわけではなく、不動産の買い手とは一度限りの取引ということになる。このため、不動産の売買では、与信を行って掛売する（売掛債権の発生）ということは通常考えられず、遅くとも不動産を提供するまでに代金を回収する傾向がある[2: pp. 5]。

(4) 取引に関連するさまざまな規制の存在

不動産は高価な資産であることから、取引の健全性あるいは開発計画の実行可能性を担保するため、不動産登記法、国土利用計画法、都市計画法、宅地建物取引業法、建築基準法など多くの法規制がなされている[2: pp. 5]。当然、不動産業は、これら規制の対象となり、事業の展開において、それら規制を遵守することが求められる。

(5) 土地価格（地価）制度の存在

土地の価格は「一物四価」などと言われるように、公的な地価指標だけでも、一般の土地取引の指標とするための公示価格、公示価格を補うものとしての都道府県基準地価、相続税評価の基準となる相続税評価額（路線価）、固定資産課税の基準となる固定資産税評価額といった複数の基準が存在する。このほか、不動産の価格には、実際に取引された価格を示す実勢価格や販売可能見込額、収益還元法価格などの試算価格もある。なお、公示価格は毎年、国土交通省が2人以上の不動産鑑定士の鑑定を求め、土地鑑定委員会がその結果を審査し、必要な調査を行って公表される[2: pp. 5-6]。

(6) 低い参入障壁

不動産販売業において、用地の仕入れから建物を建築し、販売するまでのプロセスのかなりの部分を外部委託できる。例えば、マンションの建築・販売において、建築は建設会社に外注することが多く、販売業務についても自前の販売網を持たず外注している事業者も多い。宅地建物取引業免許、用地情報、資金調達手段を確保できれば、誰でも手掛けられるという[2: pp. 6-7]。

(7) 所有と経営の分離

不動産は高価な資産であり、従来から余資運用の手段とされてきた。不動産業が本業でないオーナーについては、不動産のメンテナンスや賃貸管理などを専門の業者に任せて、不動産からの収益のみを享受することが行われてきた。さらに、近年は、信託や証券化の技術の発達により、運用はプロに任せ、資金さえあれば不動産に投資できるようにもなっている。とくに証券化によって、従来はまとまった資金の投資が必要であったものが、小口でも投資できるようになった。不動産業界においては、こうした不動産の所有と経営の分離が進展してきている[2: pp. 7]。

(8) 政府の経済政策に利用されることが多い

不動産の売買と不動産価格は、周辺への経済波及効果が大きい。このため例えば、景気が悪化したときに、住宅ローン減税や金利引き下げなど住宅・不動産投資促進策が実施されるなど、景気回復やインフレ抑制の政策が政府によって実施されることが多い[2: pp. 7-8]。

一方、中国の不動産業に関しては、上記「(4)取引に関連するさまざまな規制」の未整備が見られるものの、上記の特色はほぼ同様に有しているといえよう。

2.3.3 不動産業における業態

不動産業の主な業態である販売業（開発・分譲）、賃貸業、流通業（代理・仲介）、証券化・流動化の4つの業態について文献[2: p. 9-16]を借りて以下に整理しておきたい。

(1) 不動産販売業

不動産販売業とは、社団法人不動産協会によれば、「住宅地の造成や建物の建設を行い、それを分譲して土地に付けた付加価値から収益を得る事業」とされている[2: p. 10]。それは、「大きくマンション分譲と戸建分譲に分けられる」。さらに、不動産販売業は「他社が企画した物件を販売する会社と自社で企画した物件を販売する会社」に分けられる。また、「他社が開発した物件を仕入れて、販売する形態」もあるという。

不動産販売業の中で、宅地を造成し、建物を建設し、それらを販売することで収益を得ている企業は「不動産分譲業」と呼ばれることがあり、その特徴として以下があげられる[2: pp. 35-40]。

- ① 同一の土地は存在しない。
- ② さまざまな法規制を受ける。
- ③ 開発期間が長期にわたる。
- ④ 開発には多額の資金が必要となる。
- ⑤ 購買の世帯数、世帯あたり人数により需要が変動する。
- ⑥ 市場金利や税制などの政策の影響を受ける。

⑦ 引き渡しは年末に集中する。

中国の不動産開発企業の財務においても、上記③と④と⑥が大きな影響を受けることになる。

(2) 不動産賃貸業

不動産賃貸業とは、所有不動産を賃貸して賃貸料などを得る事業を言う。賃貸不動産の種類としては、オフィスビル、商業施設、マンション、アパート、倉庫など幅広い。また、不動産賃貸業にとって関心の高い指標は空室率と平均賃料とされる。

不動産賃貸業の特徴として以下があげられる[2: pp. 140-143]

- ① 多額の投資資金が必要である。
- ② 定期的取引で長期にわたって投資資金を回収する。
- ③ 需給動向に左右される。
- ④ 立地条件が重要である。
- ⑤ 物件の個別性が高い。
- ⑥ 賃借人の業績に左右される。
- ⑦ 財務内容が他の業種と大きく異なる傾向をもつ。
- ⑧ 取引に関してはさまざまな法的規制がある。
- ⑨ 参入が比較的容易である。

(3) 不動産流通業

不動産流通業は、大きくは販売代理業と仲介業に分類できる[2: pp. 13-14]。販売代理業は、総合不動産会社などのデベロッパーが開発・分譲する住宅やマンションを受託・販売する業である。不動産の仲介業は、宅地建物取引業法において、宅地や建物の売買・交換・賃貸の仲介業務を業とするものであり、これらを大別すると、売買の仲介と賃貸の仲介とに分けられる。

不動産流通業の特徴として以下があげられる[2: pp. 112-113]。

- ① 宅地建物取引業法の規制をうける。
- ② 不動産を保有しないビジネスである。
- ③ 参入障壁が低い。
- ④ 顧客からの信頼が重要である。
- ⑤ 情報が重要なビジネスである。

(4) 不動産の証券化・流動化

資産の証券化とは、金融機関や事業会社などの資産所有者が、所有する特定の資産を自身のバランスシートから切り離し、債務者との関係など対外的な関係を一部継続しながら倒産隔離や信用補完の措置を行うことで当該資産にかかるリスクを目的に合った形に加

工し、有価証券などの流動性の高い投資商品として発行する過程である[2: pp. 221-225]。

一方、資産の流動化とは、流動性の低い資産をより流動性の高い資産に転換することを意味し、「資産を保有する者が、特定の資産保有を目的とする別の主体を設立して、そこに当該資産を移転してその資産が生み出す将来のキャッシュ・フローを原資に資金調達を行う過程」とされる[2: p. 15]。

不動産の証券化・流動化の特徴として、①資産金融（アセット・ファイナンス）、②倒産隔離、③税務上の導管性、④金融商品取引法（金商法）の影響、⑤信託の利用、⑥業務の分岐があるとされる[2: pp. 221-225]。

2.4 中国における不動産業の定義と先行研究

2.4.1 中国不動産業に関する先行研究

不動産業は、日本に限らず中国においても国の経済成長を支える重要な産業である[1]。とくに、現代中国においては、不動産の開発と分譲は、建築、鉄鋼、セメント、家具、家電など多くの産業に影響を及ぼすことから、住宅開発を中心とした不動産業を、中国政府は新たな産業として重視してきた[5, 6]。しかし近年、とくに 2009 年以降、中国では不動産への投資が急拡大し、不動産バブルとその崩壊のリスクが議論されている[7-9]。

中国不動産バブルに関連した研究は、不動産市場価格の評価や金融政策を含め、内外ですでに多くの研究報告がみられる（例えば[7-10]）。不動産バブルに関する研究のほか、中国不動産業に関連した先行研究には、中国不動産市場と投資に関する研究（例えば[4]）、不動産の売買と所有権に関する法的研究（例えば[11]）、不動産税に関する研究（例えば[12]）などがある。

一方、中国不動産業の歴史と現状に関しては、文献[13-16]などが見られるものの、十分詳細で体系的であるとはいえない。そこで以下では、中国不動産業に関する研究の基礎として、中国不動産業の歴史と特徴、および中国不動産業に関わる課題について議論する。

2.4.2 中国における不動産業の定義

中国語で不動産業は「房地産業」と書く。中国での不動産業の定義は、2.3.1 節で述べた日本の不動産業の定義とほぼ同じであり、不動産への投資、開発、経営、サービス（主に仲介）、および管理を業とする業界とされる[17]。中国での不動産業（房地産業）は、産業分類の中で、第三次産業に属し、国民の生産と生活を支える重要な部門とされる。

近年発展の著しい不動産の証券化・流動化を除いた伝統的な不動産業は、図 2.1 に示すように開発・分譲、賃貸、売買と賃貸の仲介、管理が主な事業分野となる。また、不動産物件の調査と価格評価や不動産金融が不動産業の周辺事業として存在し発展してきているのも、日本の場合と同様である。

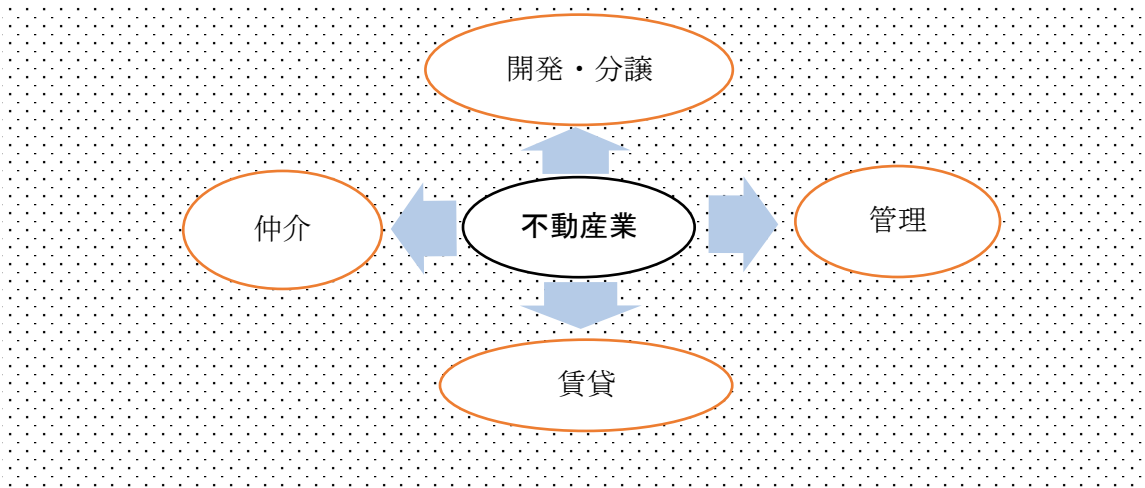


図 2.1 不動産業の主要事業分野

2.4.3 中国における不動産業は国の重要な産業

中国不動産業は、中国経済の中で重要な地位をもつとされ、以下が指摘されている [18, 19]。

(1) 中国不動産業は国民の生活と暮らしを改善する

中国不動産業は、中国国内における国民ないし市民（原著からすると「人民」とすべきであるかも知れないが、本章において住宅取得の主体は都市部に住む市民であり、本研究では「人民」の用法は使用しない）の住宅問題を改善し、国民の生活水準を向上させるものである。実際、不動産業の発展とともに中国における中国国民（実際は都市に住む市民）一人当たり住宅面積は大幅に向上した（後述の 2.6.3 節参照）。中国における都市化が中国不動産業の発展に大きく寄与しており、中国不動産業の健全な発展は、国民経済の発展と国民の生活水準の向上に貢献すると考えられている。

(2) 不動産業の発展は他の業界の発展を促進する

中国不動産業の発展は、他の産業（農業、製造業、建築業、金融保険業、飲食業など）の発展に寄与するものであり、このため中国では、不動産業は国の主要な産業と位置づけられている。実際、不動産への投資額が増えれば、建築業、製造業、金融保険業、採鉱業、交通物流業、電信通信業が増えることが報告されている [18]。なお、不動産業の国民経済への貢献度は、1998 年には 4.4%であったが、2007 年には 4.8%へと拡大した [19] とされる。なお、ここでいう貢献度とは、産出量を投入量で除した生産性の一種であり、仮に不動産業に 1 億元を投資しことで GDP が 0.2 億元増加する場合、不動産投資の GDP に対する貢献度、すなわち波及効果は 20%（ $=0.2 \div 1$ ）と計算される。

2.5 中国における不動産業の歴史

社会主義をとる中国においては現在なお、土地所有は国家に属する。しかし、土地使用権は、その売買が1978年に認められ、さらに、1991年には住宅の自由売買が認められ、不動産業が大きく発展することとなった。現在までの中国不動産業は、住宅（主に分譲マンションを指す、以下同様）の開発・分譲が中心であり、これら住宅開発・分譲は、不動産企業がリスクを負って行う開発投資であって、日本と大きく異なる点である。住宅開発・分譲の結果として、中国13億人の住宅問題は、大きく改善した[6]。しかしそれにもなあって、不動産価格は高騰した。

中国不動産の歴史は、土地使用権売買の市場化、住宅売買の自由化などの視点から、政府政策を中心に以下のように5期に分けて見ることができる。すなわち、第1期は1978年以前の不動産国有の時期、第2期は土地使用権の売買（不動産私有化）が開始された時期、第3期は住宅の売買が自由化され、不動産業に関する法整備が進められた時期、第4期は不動産業が急成長した時期、第5期はサブプライム問題に対する景気刺激策によって不動産投資が過熱化し、その收拾が政治的課題となってから現在に至るまでの時期である。

これら5つの時期における中国不動産業に関連した政府政策（土地政策、金融政策、法整備等）の歴史と重要な事件を表2.1に示す[13-16]。

2.5.1 第1期（1949年～1978年）

中華人民共和国が成立した1949年以降、不動産が国有化された時期である。土地の国有化が進められ、国有土地使用制度が制定された。この制度のもとで、国は、土地の私的使用権を無償で使用者に提供するものの、土地使用権は、国有企業を除いてだれにも譲渡できない「単一的分配制度」であった[16]。この時期は、当然ながら、不動産売買に関わる政府の経済政策は存在しなかった。

2.5.2 第2期（1978年～1991年）

1978年に改革開放政策が始まる。これは、「社会主義市場経済」とよばれ、その中で、不動産の私有化が「土地使用権」の名目で開始された。実際に最初の法整備が行われるのは1979年である。その後、不動産売買に関わる法整備が徐々に進められた。中国における株式市場は1987年に深圳において開設され、不動産会社の資金調達も可能となった。1988年には現在の中国で最大手の不動産企業である万科企業が有限会社として設立され、早くも1991年に株式が上場された。この時期における不動産業の事業は、土地使用権の自由売買を主とするものであった[14]。

2.5.3 第3期（1991年～2001年）

住宅の売買が自由化されるとともに、不動産業に関する法整備が急速に進められた時期である。中国の海南省で早くも不動産バブルが発生し、それを契機として、中国政府は、不動産に関わるさまざまな金融政策、住宅品質政策、住宅売買管理政策などに関する法律を制定した[14]。1999年には住宅ローンの利用が可能となる。それによって、市民の住宅取得は容易となり、住宅売買は活発となったが、同時に、不動産への投機が始まる契機となったといえよう。

2.5.4 第4期（2001年～2008年）

この時期、中国のGDPは大きく拡大し、それにとまって中国不動産業が急速に成長した時期である。北京オリンピックや上海万博の誘致もあって、民間の不動産企業が大きく成長した。例えば、万科企業の年間売上高は、2001年の45億元から2008年には410億元と7年間に9.1倍にも拡大した。

2.5.5 第5期（2008年～現在まで）

中国において不動産バブルが深刻化してきた時期である。サブプライム問題による景気後退に対応するため、中国政府は2008年後半から4兆元（日本円にして約64兆円）ともいわれる空前の景気刺激策を実施し、それに土地所有権の譲渡で得た地方政府の資金や海外資金が不動産市場に流入し、不動産バブルを深刻化させた[7, 8]。不動産開発に伴う環境問題や地方政府の財政悪化など中国不動産に関わる諸問題も顕在化した。

2.5.6 まとめ

以上、中国不動産業の発展の歴史は、表2.1を含めて整理した。上記第2期で述べたように、現在でも中国では土地の私有は認められておらず、土地所有権の売買が認められているだけである。住宅用土地の所有権は70年に設定され、所有権の売買は、原則、残余期間が売買の対象となる。なお、2007年制定の中国の「物件法」第149条によると、「70年の契約期間満了後も土地所有権は自動的に継続」されることとなった。

表 2.1 中国不動産業に関連した政府の諸政策の歴史

第 1 期：中国不動産国有化の時代（1949～1978）	
政府政策（土地政策、金融政策等）	歴史的出来事
<p>◇1949 年：中国は、土地の社会主義公有制を確立し、土地の国所有制度を確立した。このため、土地の売買、賃貸及び譲渡はできないものとされた。当時、この土地使用制度の下で、中国の土地使用権に関しては、「単一的分配」が行われ、国は土地の使用権を無償で使用者に供給しなければならないとされた。</p>	<p>◇1949 年：毛沢東が中華人民共和国を建国。 ◇1950 年～1953 年：朝鮮戦争。当時の中国は、経済発展をもっとも重視していたが、戦争の勃発により、その方針は転換された。朝鮮戦争後、中国の経済状況は非常に厳しくなった。</p>
第 2 期：中国において不動産の私有化が始まった時代（1978～1991）	
政府政策（土地政策、金融政策等）	歴史的出来事
<p>◆1978 年：鄧小平が最高指導者となり、改革開放政策を推進する、社会主義市場経済が開始され、不動産私有化が打ち出される。</p> <p>◆1979 年：「中華人民共和国中外合資企業経営法」が中国全国人民代表大会に提出され、「土地使用権」の概念が明示された。</p> <p>◆1980 年：「土地使用権」のための本格的な法制度が制定された。住宅は個人の消費財であり、土地は商品の一つとされ、個人で住宅購入することと社会主義公有制は矛盾しないと認められ、住宅の商品化が進み始めた。その後、住宅属性と家賃などが検討された。</p> <p>◆1980 年：「中外合弁企業建設用地的暫定規定」が中国国務院より公布され、経済特区と沿海開放都市に関する地方政府による法規が制定され、外資系企業の用地に関して土地使用費が義務付けられ、深圳特区で初めて土地使用費の納付が始まった。</p> <p>◆1985 年：「土地管理法」が公布され、中国全国賃貸改革組織が設立された。</p> <p>◆1985 年：「中華人民共和国土地管理法」が公布され、土地管理は土地管理法に基づいてなされることとなった。しかし、土地管理法には計画経済のなごりがみられた。</p> <p>◆1987 年：「土地管理法」が実施に移され、中規模都市での住宅制度改革が一部で始まった。</p> <p>◆1987 年：「商品的（売買可能）住宅建設経過管理の強化に関する暫定規定」が公布され、この中で、全国の売買可能住宅建設は国の経済計画に含まれることとなった。</p> <p>◆1988 年：中国全国の住宅改革が始まる。「中国全国住宅制度改革実施会議」が開催され、住宅改革は中央と地方の両政府にとって重要な改革案件となる。土地使用権は使用期間が 3 年未満と 3 年以上の場合に区別されて譲渡の法律が作られ、ここに、土地使用権の商品化が成立した。</p> <p>◆1990 年：中国国務院は「中小都市での土地使用権の譲渡と賃借に関する暫定条例」を制定し、中国不動産業が立ち上がった。</p>	<p>◆1978 年：日中平和条約が調印される。</p> <p>◆1980 年：中国が IMF において代表権を回復する。</p> <p>◆1987 年：この年の 12 月、中国で土地競売が初めて深圳で行われた。土地使用権の有償による譲渡が初めて行われたことになる。</p> <p>◆1988 年：銀行ローンを利用した商品的住宅の開発が深センの東曉花園で竣工した、当時の売買価格は 1600 元/m²であった。</p> <p>◆1990 年：中国における第一次不動産バブルが海南など地方都市で発生した。中国政府は、初めてマクロ調整的緊縮政策を行い、不動産バブルは抑えられたが、多額の銀行不良債権が発生した。</p>

第3期：中国不動産に関する法整備が行われた時期（1991～2001）

政府政策（土地政策、金融政策等）	歴史的出来事
<p>◇1991年：「中国住宅制度改革」により、マンションの自由売買ができるようになり、不動産業は新発展段階に入る。「中国全国第二回住宅制度改革工作会议」が開催され、中小都市における住宅制度改革が強力に進められることとなった。</p> <p>◇1994年：国務院は「中小都市住宅制度改革の進展」を決定し、住宅制度改革が進められた。「房改＝住宅制度改革」の基本テーマは「三改四建」とされた。ここに、「三改」は、計画的経済体制の下で、福利を目的とした旧制度を変更すること、「四建」は、新住宅制度を社会主義市場経済のもとで進化させることである。この「決定」は、住宅ローンに対する公的支援制度の推進、積極的な賃金改革の推進、国有住宅の販売、民営住宅の開発建設の促進を求めている。</p> <p>◇1998年：当時、世界の不動産業は低迷局面にあった。アジア通貨危機を救い、新しい経済成長を維持することが求められた。そのため、中国では、新しい住宅改革制度が実施された。これは、低所得者層に対する政府保障の安い住宅を建設・供給することで不動産業を発展させ、中国経済の低迷を脱するとするもので、在庫資産の大規模活用も含まれた。</p> <p>◇1998年：「個人住宅ローン管理方法」が中国人民銀行より公布され、銀行ローンでマンションを買うことが奨励された。</p> <p>◇1999年：銀行ローンでマンションを購入できる制度が中国全土で実施される。また、ローンなど様々な新概念が中国全土で登場しはじめた。</p> <p>◇1999年：「地方都市での低廉な賃貸住宅管理方法」が誕生・施行される。</p> <p>◇1999年：購入した国有住宅は、売買できることとなる。</p> <p>◇2000年：国務院によって「建設工程品質管理条例」が公布され、また、「個人住宅の売買に関わる個人所得税の納税」が、国家財務部や建設部などの連合によって公布された。</p>	<p>◇1991年：万科企業は深セン証券市場に上場した。</p> <p>◇1995年：中国海南省において不動産バブルが崩壊した。それに起因して海南省の省級商業銀行が1998年に倒産する。中国における初めての銀行倒産の例となった。</p> <p>◇1997年～1998年：アジア通貨危機が発生する。</p> <p>◇1997年：香港が英国から中国へ返還される。</p> <p>◇1999年：北京の国家貿易中心において「中国住宅展覧会」が開催され、個人が大勢出かけた。</p> <p>◇1999年：中国の各地方で低廉住宅の供給が行われ、結婚率が著しく増加した。</p> <p>◇2000年：北京の経済適合住宅（自由売買可能住宅）において、住宅管理費の標準額が0.5元/月/m²と決められた。</p>

第4期：中国不動産業の急成長期（2001～2008）

政府政策（土地政策、金融政策等）	歴史的出来事
<ul style="list-style-type: none"> ◆2002年：北京市は、住宅建設促進のため、建設に関わる税の一部を免除した。 ◆2002年：「国有土地をオークションや譲渡することに関する規定」が中国国有土地資源部によって制定された。これは、公開、公平、公正な土地私有権の制度化を行った点に重要な意義がある。 ◆2003年：国務院は「不動産市場の健全で持続的発展に関する通知」を配布し、不動産業は産業の柱であると明記する。これにより、経済適用住宅が多量に建設・供給され、開発を担う不動産企業が大きく成長した。市民はより広い住宅を購入できるようになった。 ◆2003年：中国中央銀行は、「不動産住宅ローンの業務管理の強化についての通知」を出し、不動産開発企業の銀行からの借入金は、その企業の自己資金が開発総投資額の30%以上であるとき、残りを銀行から借りることができるとした。また、商業銀行は、完成した住宅の購入についてのみ購入者はローンできるとした。 ◆2004年：すべての土地は公開で土地譲渡を行うこと、すなわち公開入札方式で土地を譲渡することとなった。一方、競売により土地の価格は上昇した。 ◆2005年：住宅価格の抑制策が始まり、全国で住宅価格は国家のコントロール下に入る。 ◆2005年：中央銀行による「2004年中国不動産金融報告」において、経営が健全な不動産企業は、未完成住宅の予約販売制度を廃止し、完成住宅だけ販売できる制度に移行しても、経営継続が可能であると述べる。 ◆2006年：「90/70政策」が發布され、一戸当たり住宅面積が90㎡以下の戸数比率が開発面積の70%を占めること、また90㎡以下の住宅ローンの金利は低く抑えられることになった。 ◆2006年：「住宅供給システムを調整し、住宅価格を安定化する意見」が公布され、各都市は9月末に普通商品住宅、経済適用住宅及び廉価住宅に関する建設目標が決められた。 ◆2006年：「不動産市場への外資導入と管理に関する意見」が發布された。これは、「外資炒め房（投機売買）」を規制するもので、外資系投資企業の不動産開発、経営、国外組織、および外国人の住宅個人購入を管理する法律である。 ◆2006年：中古住宅の売買で得た利益に対する個人の所得税納税が義務づけられた。 ◆2007年：国務院は「都市の低収入層の住宅取得の困難性を解決する意見」を發布した。 ◆2007年：「中国物件法」が正式に施行された。しかし、農民の土地所有権の問題は未解決のまま残された。 ◆2007年：政府7部門は連合して「経済適用住宅管理方法」を發布する。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆2001年：中国浙江省に「炒め房団（住宅投機団）」が出現した。彼らは、浙江省温州から北京へ進出し、1億中国元の売買を行った。 ◆2001年：北京オリンピックの誘致に成功する。 ◆2001年：中国はWTOの正式メンバーになる。 ◆2002年：万科企業は全国で住宅の開発・販売を行い、販売面積は世界第一位となる。 ◆2003年：別荘用土地の取得が難しくなる。 ◆2003年：北京土地管理中心が土地のオークションを行い、ある物件は予定価格の2倍以上の高価格で落札された。これをきっかけに、北京土地市場価格の標準が変わることとなった。 ◆2005年：中国統計局は、全国の住宅価格は平均19.1%の上昇、北京は20%以上になったと報告した。一方、2000～2004年間の北京の住宅価格の上昇率は年平均0.78%であった。 ◆2006年：温家宝は、政府工作報告で、「都市不動産投資規模が大きくなり過ぎ、住宅価格は過度に上昇をした。中国政府は、住宅市場のマクロコントロールを重要政策とする」と述べる。 ◆2006年：中国中央銀行は、貸出金利を上げる。 ◆2006年：WTOより中国金融業の全面的自由化が求められ、外資系銀行が個人住宅ローンに参入可能となる。 ◆2007年：中国中央銀行は、続けて3回の住宅ローン利上げを行った。 ◆2007年：中央銀行と銀行監督会は、2戸目の住宅取得の頭金比率を上げることを通達した。

第5期： 中国で不動産バブルが深刻化した時期（2008～現在）	
政府政策（土地政策、金融政策等）	歴史的出来事
◇2008年：総理温家宝は、「住宅保障システムを急いで構築するよう」指示する。 ◇2008年：中国証券会は、優良な不動産企業が株式公開で支援されるべきとされた。 ◇2008年：国家税務総局は「不動産開発企業は、所得税の予定納税に関する問題について」の通知を行った。 ◇2010年：中国国務院は「一部都市における住宅価格の上昇が急すぎることから、抑制すべき」とする通達を出した。	◇2008年：サブプライム問題が顕在化し、中国は4兆元にのぼる景気刺激策を実施すると発表する。 ◇2008年：中国中央銀行は、貸金基準利率と住宅積立金貸出利率を下げる。 ◇2008年：中国建設銀行は、景気刺激策として、商業的個人住宅ローン利率をローン基準利率の70%、頭金額最低額は総額の20%に変更した。 ◇2013年：全国の総販売額は86000億元と前年比19%余の伸びとなる。

(参考文献[13-16]より筆者ら作成)

2.6 中国不動産業の現状

2.6.1 中国における不動産開発・分譲企業の現状

(1) 中国における不動産開発・分譲企業の概要

図2.2は、中国不動産業における不動産開発・分譲企業数の推移を2000年～2014年にわたって描いた図である。中国国内の不動産開発・分譲企業は、所有の形態によっておおむね4種類に分けることができる。民営企業、国有企業、外資系企業、および香港／台湾系企業である。中国不動産業は、2001年～2008年（上記の第4期）にわたって高度成長を遂げたが、この時期に他の業界から不動産業に事業転換した企業が多く、それも中国不動産業の特徴といえる。とくに中国の国有企業は、地方政府や金融機関と緊密な関係をもつことから不動産業への参入は容易であった。

2000年当時、中国の不動産開発・分譲企業の中で、国有不動産開発・分譲企業は全体の24.3%を占めていた。しかし、中国政府は、不動産業の健全な発展を図るために、不動産業以外の業界に属する国有企業が地方政府と強い関係を保持して不動産業に参入するのは市場の正常な競争を阻害するとして、そういった企業が不動産業に参入するのを制限した[20]。このため、中国の国有不動産企業が中国不動産企業全体に占める割合は徐々に減少し、2014年には約1.57%（1,476社）となった。しかし、後述するように、大手企業の多くは依然として国有企業である。

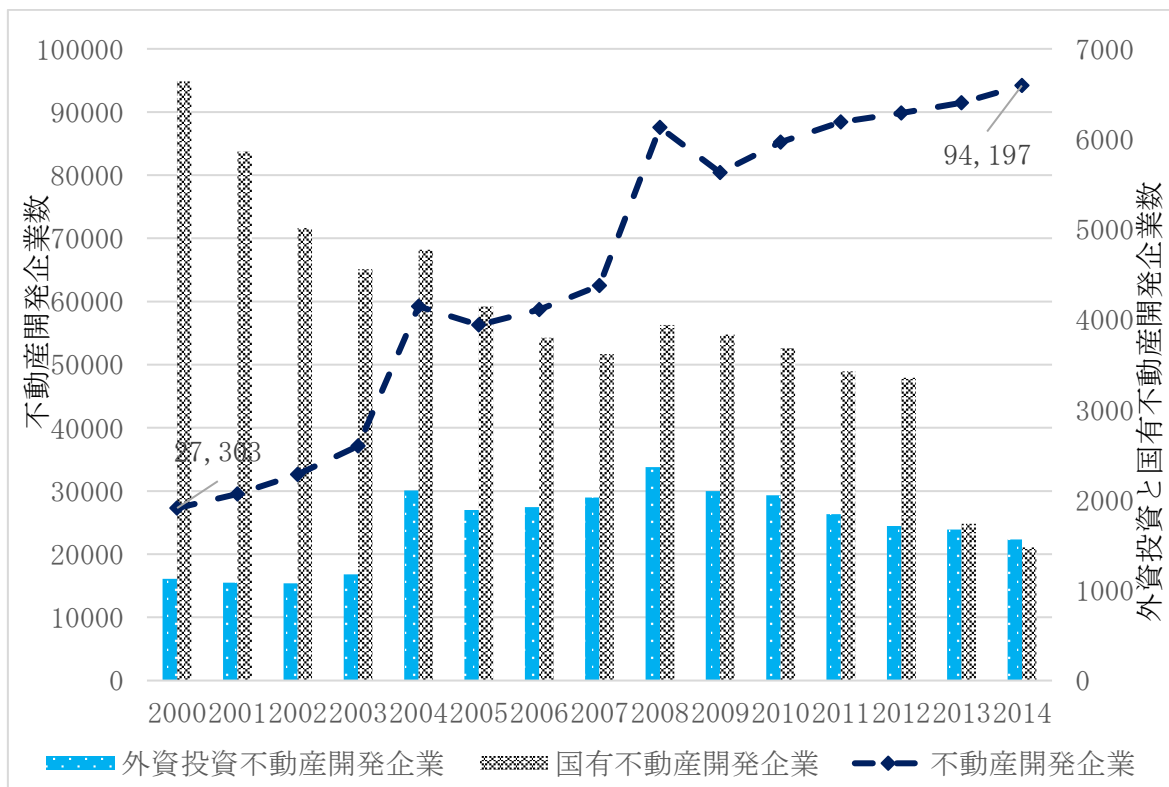
一方、最近の15年間に、中国国内不動産企業の数急速に増大した。2000年当時の中国不動産企業数は27,300社であったものが、2014年には94,100社と約3.5倍に増えている。この間、外資系企業数は、余り変化していない。図2.2をみると、中国における全国不動産企業数は、2004年と2008年に急増しており、その原因の一つとして、他の業

界の中国企業が不動産業に参入し、不動産企業の数が増加したことが推察される。

2003年初めにおける中国不動産企業上位100社の中に占める国有企業の割合は42%、民営企業は40%、外資系企業との合弁企業が残り18%となっていた[21]。このように大手企業の中に国有企業が多く占めることも、中国不動産業の特徴といえる。しかし、不動産開発・分譲の分野は、激しい市場競争の時代を迎えた現在、企業の生存と発展が困難になりつつある。CRIC(中国不動産情報集団)研究中心[22]によると、現在、不動産開発・分譲に携わる中国不動産企業数は約5万社とされ、3年後には、これら不動産企業のうち約30%が淘汰され、企業数は3.5万社に減ると予測している。また同時に、上位100社の市場占有率は、高まるとも予測している。

表2.2は、中国不動産業における上位10社[23]について、2013年の営業収入と販売面積を各社の決算から拾って表にまとめたものである。第一位の万科企業の営業収入は1,354億元(約21,664億円)で、日本の三井不動産と三菱地所の2013年3月期連結売上高合計(約23,700億円)に迫る売上高となっている。

中国不動産業のトップ企業である万科企業は、1984年5月に創立され、現在は中国全国46都市で不動産開発・分譲を行っている。表2.3は、万科企業の2001年から2013年までの営業収入と営業利益の推移を示したもので、表より、高い営業利益率がみて取れる。また、日中の不動産トップ企業の間には、事業構造に関して顕著な違いが見られる。例えば、2013年3月期決算書に記されている三井不動産の事業は(平成24年度決算書より)、住宅開発・分譲13.6%、オフィスビルの賃貸61.6%、不動産管理24.5%と賃貸事業の比率が高い。一方、中国の大手不動産企業は、住宅開発・分譲の比率が90%以上となっている。賃貸事業は、急激な成長を見せてはいるものの、まだ売上比率は小さい[24]。



(「中国統計年鑑」の各年のデータに基づいて筆者ら作成)

図 2.2 中国における不動産開発・分譲企業数の推移

(2) 中国における不動産開発・分譲企業の従業員数

図 2.3 は、中国の不動産開発・分譲企業に働く従業員の総数を示したものである。中国国内の不動産開発・分譲企業の従業員総数は、中国の不動産開発・分譲企業の企業数が密接な関係をもつことが図 2.2 との比較から分かる。

2014 年における中国不動産開発・分譲企業の総従業員数は、約 276 万人であった。この人数は、2000 年の 79.2 万人に対して約 3.5 倍と増えている。また、不動産企業には、不動産の開発・分譲を行う企業だけでなく、不動産仲介業や管理業を主とする企業も含まれる。それら仲介業や管理業の従業員数は、資料を見付けることができていない。しかし、開発・分譲の分野での事業が拡大し、従業員数が増えていることから、仲介業や管理業の従業員数も 2000 年から大幅に増加しているものと推察される。

表 2.2 2013 年度の販売額上位 10 社の営業収入（売上高）と販売面積

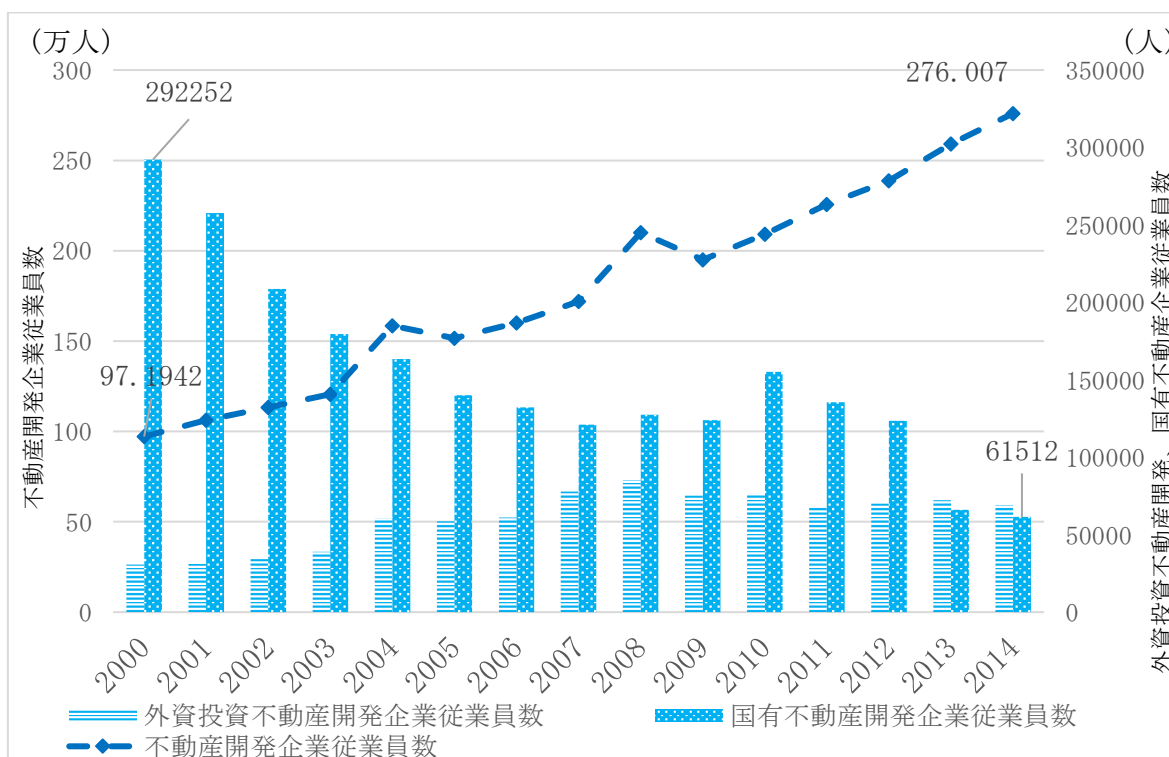
順位	会 社 名	営業収入(億元)	販売面積(万 m ²)
1 位	万科企業	1,354	1,532
2 位	宝利房地產（集団）	924	1,085
3 位	恒大地産集団	937	947
4 位	中国上海海外発展	896	931
5 位	上海緑地（集団）	866	963
6 位	碧桂園	798	855
7 位	大連万達商業地産	844	801
8 位	華潤置地	688	594
9 位	世茂房地產控股	683	536
10 位	緑城集団	660	603

（各社決算書より筆者ら作成）

表 2.3 万科企業の営業収入と営業利益の推移

n 年	営業収入(億元)	伸び率 (%)	営業利益(億元)	伸び率 (%)
2001	45	-	3	-
2002	46	3	5	78
2003	64	39	8	56
2004	77	20	13	54
2005	106	38	20	61
2006	178	69	35	69
2007	355	99	77	122
2008	410	15	64	-17
2009	489	19	87	36
2010	507	4	119	37
2011	718	42	158	33
2012	1,031	44	210	33
2013	1,354	31	243	15

（万科企業の決算書より著者ら作成）



(中国国家統計局(2015)のデータに基づいて筆者ら作成)

図 2.3 中国における不動産開発・分譲企業の従業員数の推移

2.6.2 中国不動産企業の資金構成と特徴

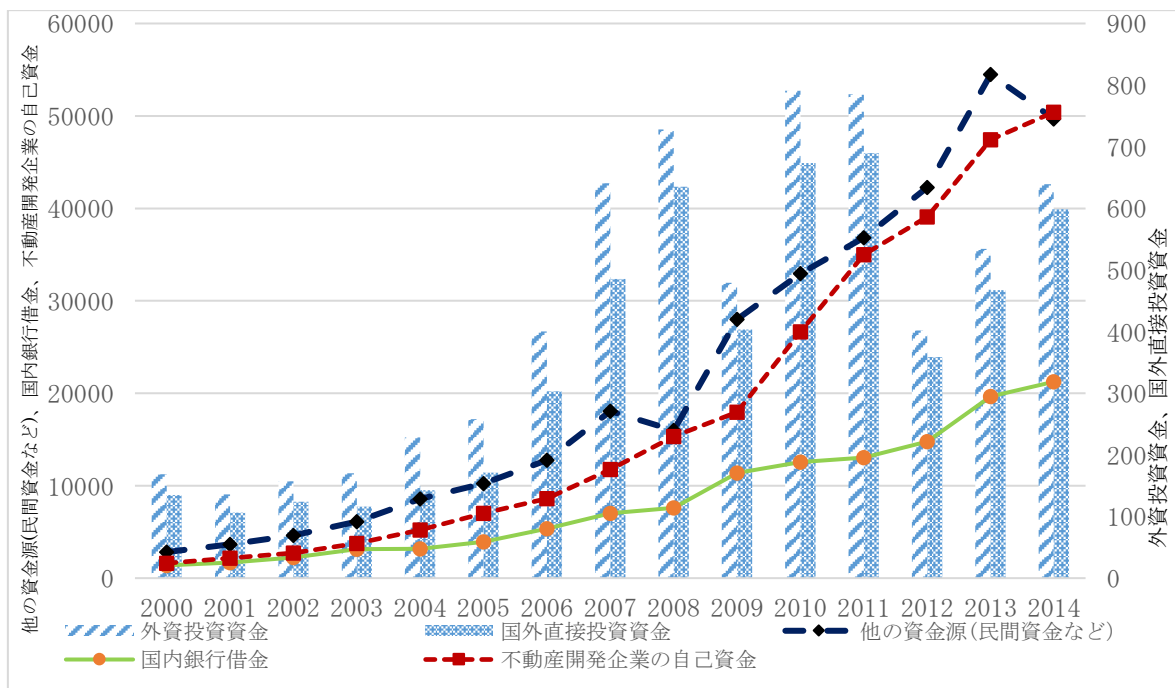
(1) 中国不動産企業が調達した投資資金の構成

中国不動産開発・分譲企業の資金調達先は、国内銀行からの借入金、外資投資資金、国外直接投資資金、不動産企業自身の自己資金、およびその他資金となっている。「その他資金」の調達先は、銀行以外の民間の融資や住宅購入の頭金などであり、中国不動産企業の資金調達先を特徴付けるものの一つといえる。

2000年以降における中国不動産企業が調達した資金（自己資金を含む）の構成を図2.4に示す。2000年の資金総額は5,997億元であったものが、2014年には12,991億元となり、概ね2.17倍に拡大した。図2.4より、国内銀行からの借入資金は年々増加しているものの、資金の構成比率は、他の資金や不動産企業の自己資金より低い。とくに留意すべき点は、2011年以降、民間金融などから調達する「他の資金」の構成比率が他の投資資金に比べて一番多いことであり、不動産企業自身の自己資金や銀行借入れ資金を上回っている点である。これら「他の資金」には、短期で高金利の借入れ資金が含まれると推測されるが、その分析はできていない。

(2) 中国不動産の証券化

日本や欧米などの先進国では早くから不動産の証券化が進んできた。一方、中国における不動産の私有化と売買は、30年余の歴史しかもたないものの、法整備ならびに金融政策の整備が急速に行われ、不動産業の健全な発展が図られてきた。しかしなお、中国不動産に対する投資政策、とくに不動産の証券化に関する市場と法整備はまだ十分でない[25, 26]。不動産の証券化は、不動産開発業者の資金調達先を広げる狙いがある。不動産証券化を進めるためには、法制度や税制度の整備とともに、土地所有権及び外資導入の規制緩和も必要であり、また、中国の実情に合った REIT 商品の設計も重要である。中国の不動産市場の規模は非常に大きく、不動産証券化の普及によって不動産市場の健全な発展と不動産企業の資金調達の容易化が進むと期待される[25]。



(中国国家統計局(2015)のデータに基づいて筆者ら作成、単位: 億元)

図 2.4 中国における不動産投資資金の構成

2.6.3 中国の GDP、住宅投資額、不動産投資額の推移

表 2.4 は、1990 年～2015 年にわたる中国の GDP、住宅投資額、および不動産投資額の推移を示したものである。ただし、不動産投資額には住宅投資額が含まれ、それ以外にオフィスビル、商業用等の建物(工場、商業ビル、物流倉庫など)などへの投資額が含まれる[16, 27]。

表 2.4 中国の GDP、不動産住宅投資額、全国不動産投資額、1人当たり住宅面積の推移

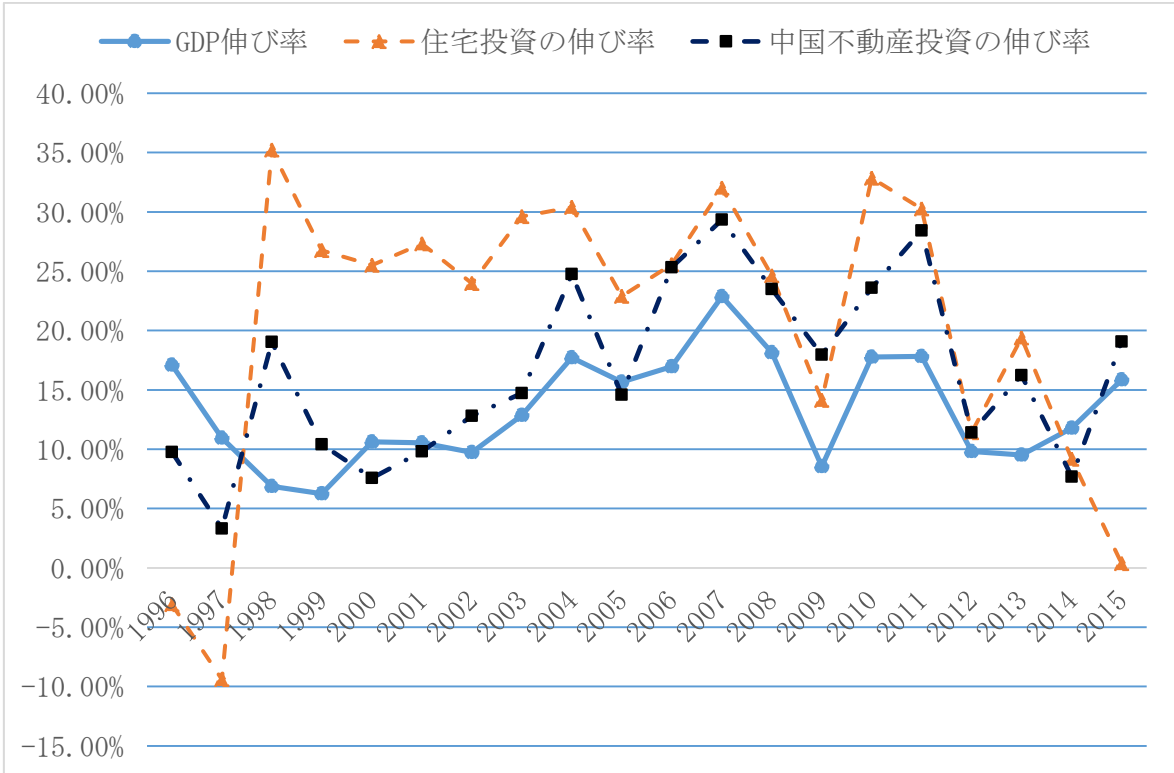
年	GDP (×10 億元)	不動産住宅投 資額(億元)	全国不動産投資 額(億元)	住宅面積 (m ² /人)
1990	1,867	—	—	—
1991	2,178	—	—	7.0
1992	2,692	—	—	—
1993	3,533	—	—	—
1994	4,820	—	—	—
1995	6,079	1,753.10	4,736.69	—
1996	7,118	1,699.17	5,198.54	—
1997	7,897	1,539.38	5,370.68	—
1998	8,440	2,081.56	6,393.81	—
1999	8,968	2,638.48	7,058.78	—
2000	9,921	3,311.98	7,594.14	—
2001	10,966	4,216.68	8,339.10	—
2002	12,033	5,227.76	9,407.10	—
2003	13,582	6,776.69	10,792.30	—
2004	15,988	8,836.95	13,464.08	—
2005	18,494	10,860.93	15,427.23	26.1
2006	21,631	13,638.41	19,333.05	—
2007	26,581	18,005.42	25,005.01	—
2008	31,405	22,440.90	30,881.20	—
2009	34,090	25,613.69	36,428.23	—
2010	40,151	34,026.23	45,027.01	30.0
2011	47,310	44,319.50	57,824.43	32.0
2012	51,947	49,374.21	64,412.79	—
2013	56,885	58,950.76	74,870.67	—
2014	63,591	64,352.15	80,615.14	—
2015	73,671	64,595.00	95,979.00	—

(中国国家統計局(2015)のデータに基づいて筆者ら作成)

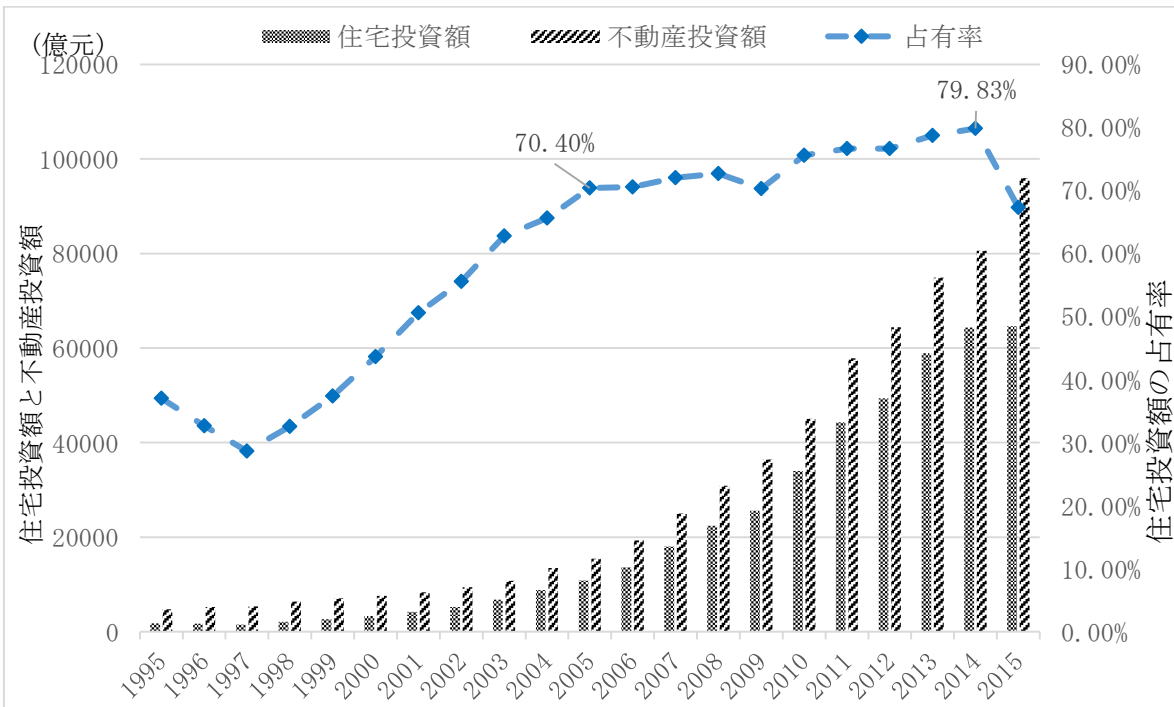
表 2.4 から、1995 年～2015 年の 20 年間に、GDP は 12.1 倍（年率 13.3%）、住宅投資額は 36.8 倍（年率 19.8%）、中国全国の不動産投資額は 20.3 倍（年率 16.2%）に拡大したことになる。中国全国の不動産投資額の伸び率 16.2%は、GDP の伸び率 13.3%に比較して大きい。

表 2.4 のデータから GDP、不動産投資額、および住宅投資額の年当たり伸び率を計算し、それらを図に描いたものが図 2.5 である。この図から以下が見て取れる。

- ① 図 2.5 に描いた 20 年間に、中国の GDP は平均 13.3%の成長をみたが、とくに 2008 年のリーマンショック直前の成長率は 22.9%に達した。
- ② その間、中国全国の不動産投資額と住宅投資額の年成長率は、それぞれ平均 16.2%と 19.8%であった。これらの成長率は、GDP の伸び率より高い。とくに、2010 年の中国における住宅投資額の伸び率は、32.8%にもなっている。一方、2012 年以降、中国の GDP 成長率は減速傾向を示し、中国の住宅投資額と不動産投資額の伸び率も減少している。しかし、ここでは示していないが、中国国内の住宅価格の上昇は続き、中国政府は、不動産業の健全な発展を促すため、住宅取得のための政策や関連した金融政策などを行って住宅価格を制御してきた（表 2.1 参照）。
- ③ 中国における不動産投資額、住宅投資額、および不動産投資額のなかに占める住宅投資額の比率の推移を図 2.6 に示す。中国における不動産投資額のなかに占める住宅投資額の比率は、1995～2015 年の平均でみると 61.0%となっているが、2005 年～2014 年における比率は 72%を超え非常に高い値となっている。不動産投資額と住宅投資額は、1996 年以降、大きく拡大してきたことが分かる。また、住宅投資額の比率のピークは、2014 年であり、80%近い値となっている。このことは、投資額（売上高）でみた現代中国の不動産業は住宅の開発・分譲が中心であり、オフィスビルの開発など住宅以外の不動産開発の割合の小さいことが分かる。



(「中国統計年鑑」の各年のデータに基づいて筆者ら作成)
 図 2.5 1996～2015 年間の中国の GDP、住宅投資額、不動産投資額の伸び率の推移



(「中国統計年鑑」の各年のデータに基づいて筆者ら作成)
 図 2.6 1995 年～2015 年間の不動産投資額に占める住宅投資額の比率

2.6.4 北京、上海、深圳、武漢における不動産投資の現状

中国の大都市である北京、上海、深圳、武漢の住宅投資額、中国全国でみた不動産投資額、および不動産投資額に占める住宅投資額の比率を表 2.5 と図 2.7～図 2.10 に示す。

中国全国でみた不動産投資額に占める住宅投資額の比率は、前節で議論したように 2005 年～2015 年は 72%以上であった。一方、図 2.7 に示すように、北京での 2000 年～2014 年間の不動産投資額に占める住宅投資額の平均比率は 52.0%であり、2000 年～2014 年の期間にわたって比較的安定した数値を示している。北京の住宅投資額の比率 52.0%の値は全国の水準をかなり下回っている。

同期間における上海での不動産投資額に占める住宅投資額の平均比率は 66.3%である（図 2.8 参照）。上海におけるこの比率は、減少傾向を示しており、2014 年の比率は 53.8%と北京の平均値に近い値にまで低下している。

深圳における不動産投資額に占める住宅投資額の平均比率は 66.4%で上海の値に近い（図 2.9 参照）。しかし、上海のような減少傾向は認められず、安定した値を示している。

武漢における不動産投資額に占める住宅投資額の平均比率は 68.2%であり、上海や深圳と似た値である（図 2.10 参照）。武漢におけるこの比率は、2010 年ごろまで減少傾向にあったが、その後若干の増加傾向を示したが、2014 年は約 66.3%となっている。

以上、4つの大都市について、不動産投資額と住宅投資額、ならびに不動産投資額に占める住宅投資額の比率の推移を示した。不動産投資額に占める住宅投資額の比率に関して、以下の結果が得られる。

- (1) 何れの大都市も全国平均を下回っている。
- (2) 北京と上海の現状は 52%～54%程度である。
- (3) 深圳と武漢の現状は 60%後半であり、北京や上海に比べて住宅投資額の割合がやや高い。

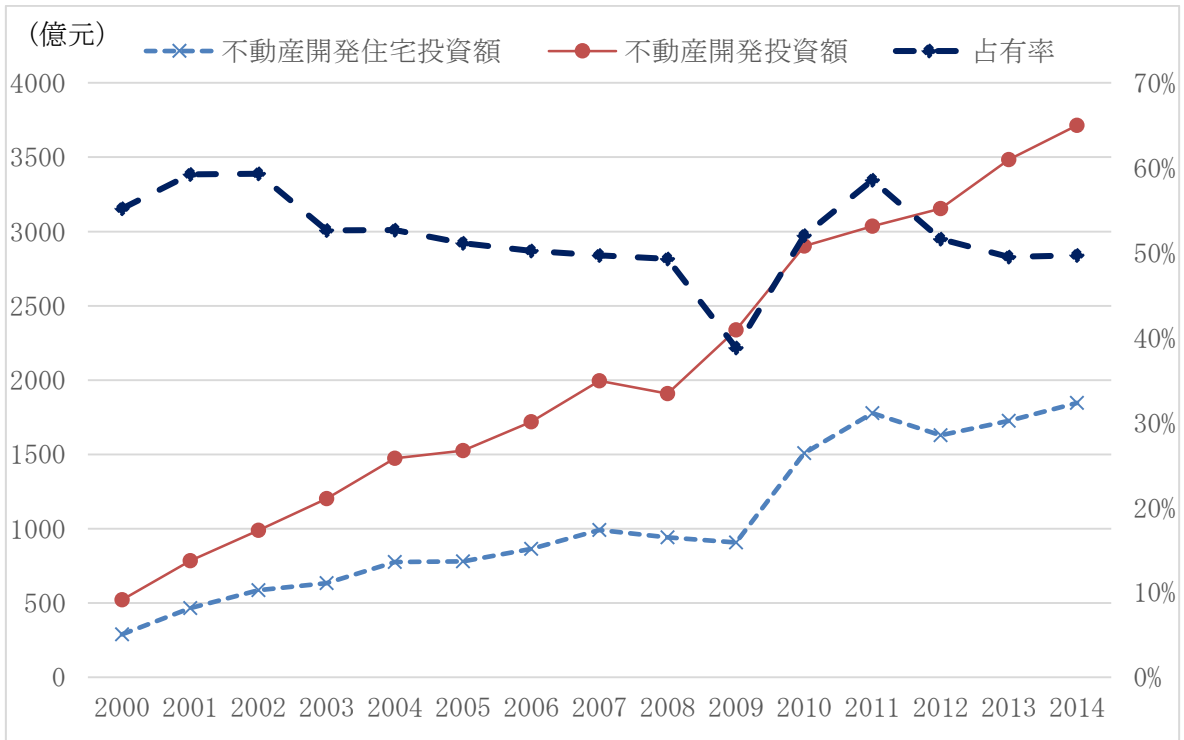
これらの事実から、以下が推察される。

- (1) 北京や上海への人口流入速度は、深圳や武漢への人口流入速度より小さくなっており、北京や上海での住宅需要は深圳や武漢における住宅需要より小さい。
- (2) 北京や上海では、深圳や武漢よりオフィスの需要が大きく、住宅投資以外の不動産投資が大きい。

表 2.5 北京、上海、深圳、武漢における住宅投資額、不動産投資額、住宅投資比率の推移

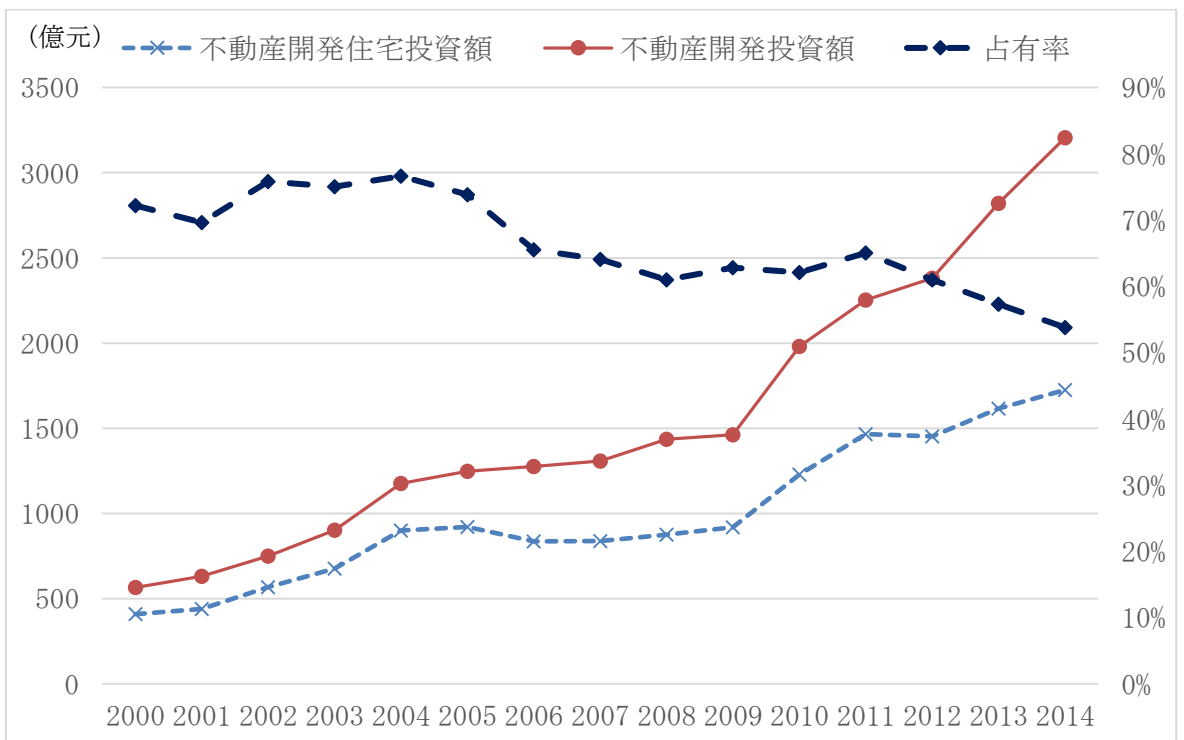
年	北京			上海			深圳			武漢		
	不動産 開発投 資額 (億元)	住宅投 資額 (億元)	占有 率 (%)	不動産 開発投 資額 (億元)	住宅投 資額 (億元)	占有 率 (%)	不動産 開発投 資額 (億元)	住宅投 資額 (億元)	占有 率 (%)	不動産 開発投 資額 (億元)	住宅投 資額 (億元)	占有 率 (%)
2000	522.1	288.3	55.2	566.2	408.8	72.2						
2001	783.8	464.2	59.2	630.7	439.2	69.6						
2002	989.4	586.7	59.3	748.9	567.8	75.8	355.4	237.9	66.9	132.5	99.4	75.0
2003	1202.5	633.0	52.6	901.2	676.3	75.0	412.7	250.2	60.6	169.6	124.8	73.6
2004	1473.3	776.0	52.7	1175.5	900.7	76.6	431.8	248.4	57.5	233.3	161.4	69.2
2005	1525.0	779.5	51.1	1246.9	920.8	73.9	423.7	265.5	62.7	298.0	216.9	72.8
2006	1719.9	863.6	50.2	1275.6	835.6	65.5	462.1	325.1	70.3	366.2	271.8	74.2
2007	1995.8	991.7	49.7	1307.5	837.5	64.1	461.0	331.8	72.0	459.8	331.2	72.0
2008	1908.7	940.6	49.3	1435.7	875.5	61.0	440.5	312.6	71.0	560.4	415.0	74.1
2009	2337.7	906.6	38.8	1462.1	918.7	62.8	437.5	289.8	66.2	778.6	498.0	64.0
2010	2901.1	1509.0	52.0	1980.7	1229.8	62.1	458.5	304.9	66.5	1017.4	595.3	58.5
2011	3036.3	1778.3	58.6	2253.8	1465.5	65.0	514.7	353.2	68.6	1282.3	747.4	58.3
2012	3153.4	1628.0	51.6	2381.4	1451.9	61.0	736.8	474.6	64.4	1574.9	991.4	63.0
2013	3483.4	1724.6	49.5	2819.6	1615.5	57.3	876.9	590.5	67.3	1905.6	1250.8	65.6
2014	3715.3	1846.1	49.7	3206.5	1724.7	53.8	1069.5	730.3	68.3	2353.6	1560.6	66.3

(中国統計年鑑のデータより筆者ら作成)



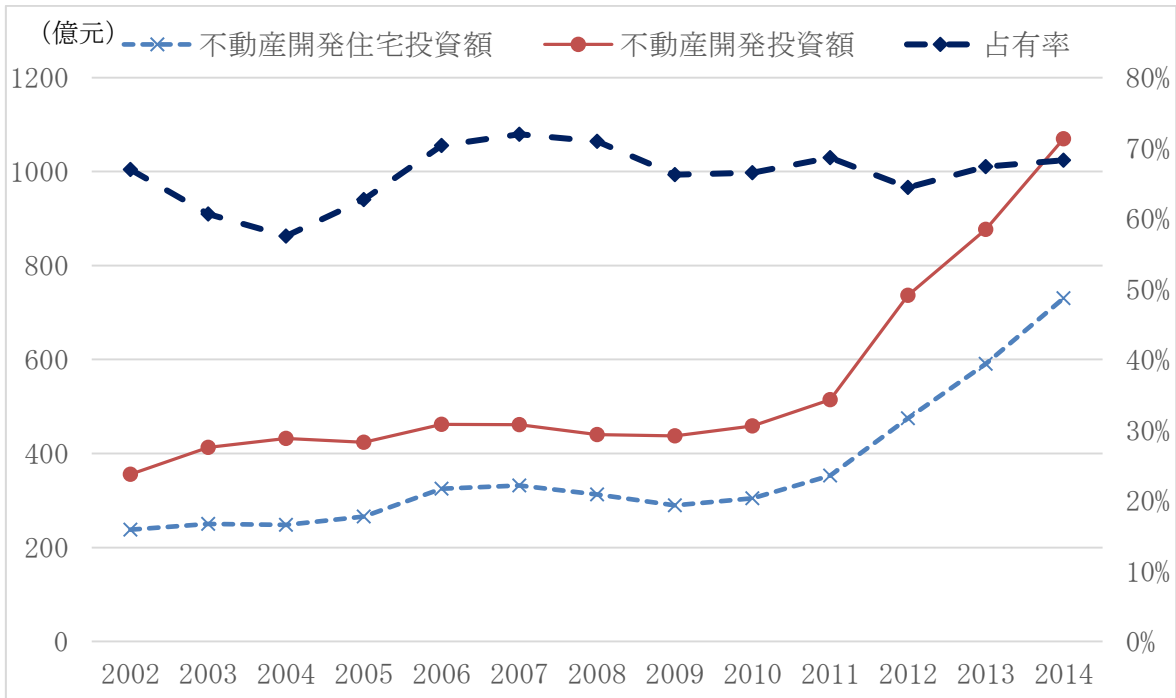
(表 2.5 より筆者ら作成)

図 2.7 北京における住宅投資額、不動産開発投資額、住宅投資比率の推移



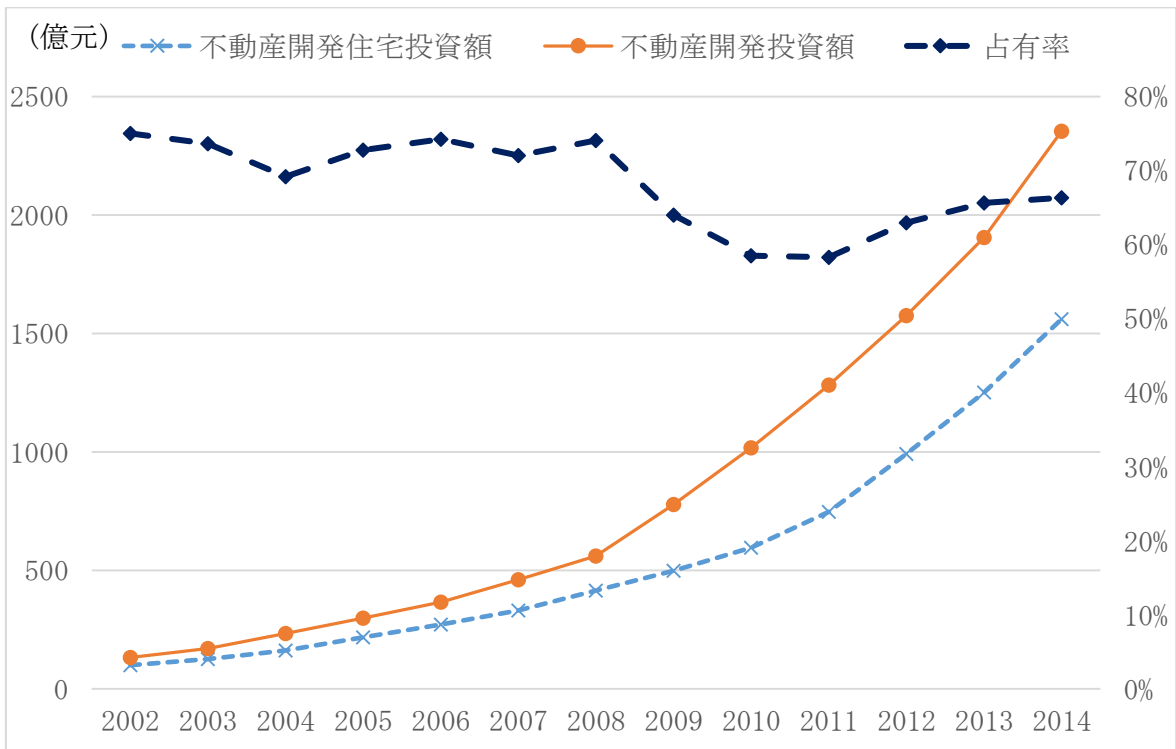
(表 2.5 より筆者ら作成)

図 2.8 上海における住宅投資額、不動産開発投資額、住宅投資比率の推移



(表 2.5 より筆者ら作成)

図 2.9 深圳における住宅投資額、不動産投資総額、住宅投資比率の推移



(表 2.5 より筆者ら作成)

図 2.10 武漢における住宅投資額、不動産開発投資額、住宅投資比率の推移

2.7 中国における1人当たり住宅面積と住宅価格

中国における1人当たり住宅の面積と住宅価格の推移は以下のとおりである。

(1) 1人当たり住宅面積

中国の不動産業は、1978年の土地所有権売買の市場化と1991年における住宅売買の自由化、ならびにGDPの高度成長にともなって急速に拡大してきたのは上述の通りである。表2.4には、1990年～2015年にわたる中国における1人当たり住宅面積も載せてある。ただし、1人当たり住宅面積に関して入手できたデータは、1991年、2005年、2010年、2011年のデータのみであった。

中国における1人当たり住宅面積に関して、1978年当時、都市部での1人当たり住宅面積[5]は6.7m²/人であったものが、2011年には32.0m²/人となり、中国13億人の住宅問題は、一定水準解決されたといえよう。

表 2.6 中国 35 都市における平均住宅価格の推移（単位：元/m²）

年	北京	上海	厦門	深圳	広州	杭州	成都	35 都市 平均
2002	4,764	4,134	3,072	5,802	4,200	3,526	1,975	2,483
2003	4,737	5,118	3,371	6,256	4,211	3,939	2,096	2,653
2004	5,053	5,855	4,146	6,756	4,537	4,248	2,452	2,914
2005	6,788	6,842	5,503	7,582	5,366	5,619	3,224	3,480
2006	8,280	7,196	6,340	9,385	6,548	6,218	3,646	3,909
2007	11,553	8,361	8,250	14,050	8,673	7,616	4,276	4,762
2008	12,418	8,195	5,256	12,665	9,123	8,409	4,857	4,967
2009	13,799	12,840	7,951	14,615	9,351	10,555	4,925	5,867
2010	17,782	14,464	8,883	19,170	11,921	14,132	5,937	7,205
2011	16,852	14,603	10,556	21,350	12,104	13,286	6,717	7,767
2012	17,022	14,061	12,280	19,590	13,163	13,447	7,288	8,088
2013	18,553	16,420	13,625	24,402	15,330	15,022	7,197	8,770
2014	18,833	16,787	15,378	24,723	15,719	13,896	7,032	8,962
増倍率	4.0	4.1	5.1	4.3	3.7	3.9	3.6	3.6

(中国国家統計局「中国統計年鑑(2015)」より筆者ら作成)

(2) 住宅価格

表 2.6 は、中国の主要 35 都市における平均住宅価格と、主要 6 都市での平均住宅価格の推移を示したものである。中国の主要 35 都市における平均住宅価格は、2002 年～2014 年の 13 年間に 3.6 倍以上の上昇をみた。一方、その間の都市住民の年収増加は 2.8 倍（中

国統計局のデータより著者ら計算) であり、住宅価格の上昇が所得の伸びを若干上回る。ただし、両者の差は都市間で大きく異なる[28]。

ここで、年収と住宅価格の関係を北京と東京で比較してみよう。いま、現在の北京における平均年収を 80 万円、日本での年収を 450 万円、東京都内でのマンション単価を 100 万円/m² とすると、年収で買うことができる住宅(マンション)の広さは、2014 年の北京で $800,000 \div (18,833 \text{ 元/m}^2 \times 16 \text{ 円/元}) = 2.65 \text{ m}^2$ 、東京で $4,500,000 \div 1,000,000 = 4.5 \text{ m}^2$ と計算でき、北京の方がかなり割高といえる。ただし、中国では夫婦共働き世帯が多く、夫婦での支払を考えると、住宅価格は東京と北京でほぼ同程度と考えることができる。

2.8 中国における不動産開発の現状と特徴

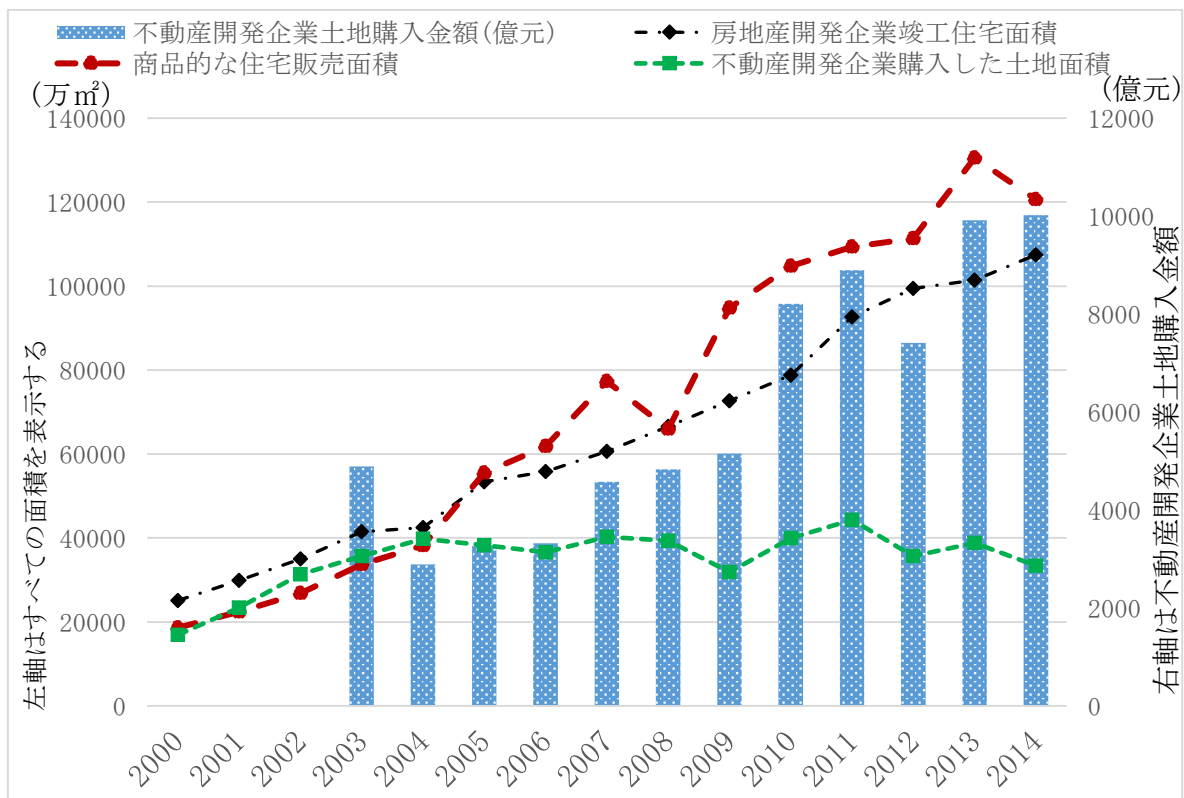
中国における不動産開発・分譲の現状と特徴はいかのとおりである。

(1) 中国における不動産(住宅)開発の状況

中国における不動産開発・分譲企業の住宅竣工面積と住宅販売面積、およびそれら企業が購入した土地面積とその金額を図 2.10 に示す。ただし、土地購入金額に関しては、2003 年以前のデータは取得できておらず、土地購入金額は 2003 年以後のデータのみを示した。図より、2000 年～2014 年の間に、中国の不動産開発・分譲企業が手がけた住宅の竣工面積と売買の対象となる(商品的な)住宅販売面積は、サブプライム問題が発生した 2008 年を除いて、毎年大きく拡大した。なお、竣工面積と販売面積との間に大きな差がみられるが、これは販売面積に投機的短期売買や中古物件売買の面積が含まれるためと推察される。

中国の不動産開発・分譲企業が購入した土地の面積は年ごとに変動している。購入面積のピークは 2011 年であり、44,327 万 m² であり、それら企業の土地購入面積は、徐々に減少傾向している。

一方、中国の不動産開発・分譲企業による土地購入額は、2012 年を除いて、2004 年以降上昇傾向がみられ、とくに 2010 年には大幅に上昇している。土地価格の高騰のためと考えられる。中国の不動産開発・分譲企業にとって、土地を取得し、土地を棚卸資産として保有することは、住宅開発を主な業として事業を継続・拡大する上でとくに重要である。また、図 2.11 に示す土地の購入面積と購入額を対比させると、購入面積の増加が見られないのに購入額が大幅に増加していることに気づく。これは、土地の購入単価が高騰していることを意味し、近年における中国の住宅価格高騰の一因が土地の値上がりによるものであることが分かる。



(資料：中国国家统计局「中国統計年鑑 (2015)」より筆者ら作成)

図 2.11 2000 年～2014 年における中国での住宅竣工面積と販売面積、土地の購入面積、購入金額の推移

(2) 中国全国でみた不動産開発の特徴

中国における不動産開発は中国東部地区が中心であり、西部地区での開発は遅れている。2013 年 1～4 月における中国の地区別不動産販売面積と販売額は、東部地区に関しては 15,414 万 m² (前年同期比 47.0%増)、12,759 億元 (同 69.9%増) であり、中部地区に関しては 7,103 万 m² (同 37.7%増)、3,479 億元 (同 55.6%増)、西部地区に関しては 7,244 万 m² (同 22.3%増)、3,609 億元 (同 34.8%増) となっている[29]。このように西部地区での成長率が低い。なお、中国における上記三地区は、下記のとおりである。

- 1) 東部地区：北京、天津、河北、遼寧、上海、江蘇、浙江、山東、広東、海南省
- 2) 中部地区：山西、吉林、黒竜江、安徽、江西、河南、湖北、湖南
- 3) 西部地区：内蒙古、広西、重慶、四川、貴州、雲南、西藏、陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆

最近では、不動産開発の中心は北京や上海などの東部・沿海部の大都市から中西部の都市へと移りつつある。これは、中国不動産トップ企業の利益率等からも推察できる。表 2.7 は不動産トップ企業である万科企業の 2006 年～2013 年における 4 つの都市区 (広深、上海、北京、成都) での売上高と純利益率を示したものである。中国の中・西部地区に關す

る不動産開発の最近の動向を表 2.7 から、以下のとおり伺うことができる。

(1)最近の中国不動産開発は、中部と西部が重視される傾向がある。中国東部の大都市(北京、上海、深圳など)での不動産開発は競争が厳しくなり、大手不動産企業は、開発の中心を中国の中部や西部へ移す傾向がみられる。

(2)中国政府は、2009 年から不動産開発政策の重点を、中国西部に移す政策を公表している(表 2.1 参照)。中国不動産開発企業にとって、中国東部での開発・分譲のコスト(土地の取得費、人件費、建設費など)が上昇し、利益率が低くなる傾向にある。

表 2.7 2006 年～2013 年における万科企業の都市部での売上高と純利益

年	広深		上海		北京		成都	
	売上高	純利益	売上高	純利益	売上高	純利益	売上高	純利益
2006	50.9	9.4	68.7	7.7	42.3	3.5		0.0
2007	15.8	3.4	17.9	1.1	10.9	0.4	0.0	0.0
2008	17.6	0.0	16.6	0.0	9.8	0.0	3.9	0.0
2009	164.4	19.2	151.2	20.2	120.3	13.2	47.3	6.5
2010	164.6	29.2	191.9	28.7	102.7	13.2	41.1	6.6
2011	252.8	42.2	206.1	34.3	169.6	22.2	77.9	7.4
2012	289.0	44.6	217.4	23.0	334.5	41.8	174.9	22.4
2013	445.5	66.4	279.5	30.3	340.4	27.1	262.5	35.7

(万科企業の決算書に基づいて筆者ら作成)

2.9 中国の不動産企業トップ 30 社の概要

中房网(www.fangchan.com)は、中国房地産業協会(中国の不動産業協会)の権威ある Web サイトである。このサイトは、中国不動産業の評価と研究を行い、2015 年の中国不動産トップ 100 社を公表しているが、ここでは 2015 年の売上高で順序づけたトップ 30 社[中国中房网(www.fangchan.com)]について概要を述べる。30 社のデータを表 2.8 に示す。

中国の経済発展は、中国東部・沿海部を中心に始まった。このため、表 2.8 から分かるように、不動産企業トップ 30 社の中で、中国東部・沿海部の都市に本社をおく企業が多い。とくに「中国経済発展の最前線」と呼ばれる中国広東省は、中国における改革開放政策が一番早く実施された深圳や香港に近く、広東省の広州に多くの大手不動産企業が集まっていることがわかる。表 2.8 において、次に本社が多い都市は、上海と北京であり、これらの都市は中国の金融経済と政治の中心都市であり、そこに本社を構える大手不動産企業は多い。

表 2.8 2015 年度売上高でみた不動産企業トップ 30 社

順位	企業名	売上高(億元)	企業名の総称	本社所在地
1	万科企業	2,627.0	万科企業株式会社	広州 (広東)
2	恒大地産	2,050.4	恒大地産集团有限公司	広州 (広東)
3	緑地集団	2,015.1	緑地株式集团有限公司	上海
4	万達集団	1,512.6	大連万達商業地産有限公司	大連(遼寧)
5	中海地産	1,492.3	中外發展株式有限公司	上海
6	保利企業	1,471.1	保利房地產(集団)株式有限公司	広州 (広東)
7	碧桂園	1,401.8	碧桂園控股有限公司	広州 (広東)
8	華潤置地	851.1	華潤置地有限公司	香港
9	融創中国	731.2	融創中国控股有限公司	天津
10	緑城中国	723.8	緑城中国控股有限公司	杭州(浙江)
11	世茂房地產	670.5	世茂房地產控股有限公司	香港
12	金地集団	621.2	金地(集団)株式会社有限公司	広州 (広東)
13	招商蛇口	570.1	招商局地産控股有限公司	広州 (広東)
14	龍湖地産	542.8	龍湖地産有限公司	重慶
15	富力地産	535.7	広州富力地産株式有限公司	広州 (広東)
16	雅居樂	429.3	雅居樂地産控股有限公司	広州 (広東)
17	遠洋地産	421.2	遠洋地産控股有限公司	広州 (広東)
18	中国鉄建	372.5	中国鉄建株式会社有限公司	北京
19	榮盛發展	358.0	榮盛房地產發展株式有限公司	河北
20	新城控股	323.8	新城控股有限公司	上海
21	泰禾集団	323.3	泰禾集団株式有限公司	福州(福建)
22	首創置業	323.2	首創置業株式有限公司	北京
23	保利置業	313.1	保利置業集団株式有限公司	上海
24	旭輝集団	312.5	旭輝控股(集団)有限公司	上海
25	正榮集団	306.3	正榮集団有限公司	福州(福建)
26	中国金茂	303.0	中国金茂(集団)株式有限公司	上海
27	陽光城	300.1	陽光城集団株式有限公司	福州(福建)
28	融信集団	295.3	融信(福建)投資集団有限公司	福州(福建)
29	首開株式	295.1	北京首都開發控股(集団)有限公司	北京
30	金科集団	293.0	金科地産集団株式有限公司	重慶

(中国中房網[<http://www.fangchan.com>]に基づいて筆者ら作成)

2.10 中国における不動産賃貸事業と流通(仲介)事業

2.10.1 中国における不動産賃貸業

不動産賃貸業は、安定した収益が得られ経営の安定に寄与することから、日本の不動産トップ企業はとくにオフィスビルの開発・賃貸事業を主要な事業としている。しかし、中国不動産業における大手不動産企業は、主として住宅開発・分譲事業を中心としており、日中の不動産事業の違いの一つとなっている[24]。理由の一つとして、中国では、住宅の開発・分譲の収益性が不動産賃貸事業の収益性より高いことが考えられる。この点は、本論文の第5章でも取り上げる。なお不動産の賃貸には、土地の賃貸、住宅の賃貸、ビルの賃貸、オフィスの賃貸、工場の賃貸、倉庫の賃貸などがある。中国における賃貸事業は、賃貸に関する法整備を含め、課題が残っているといえる。

2.10.2 中国における不動産仲介事業と管理事業

第6章では、不動産取引に関連する仲介業について議論しているため、ここでは、中国不動産業について、資料[31]と[32]を使って状況を簡単に概観する。

(1) 不動産仲介業の経営規模は小さい

住宅の開発・分譲を手掛ける中国の不動産開発・分譲企業の経営規模は大きい。表2.8の上位企業の多くは開発・分譲を主な事業としている。その理由は、中国における住宅の開発・分譲が大規模で多額の資金を必要とすること、土地の販売から得られる収入に財政を頼る地方政府と太い関係(パイプ)が必要であること、などから必然的に不動産開発・分譲は大手企業が有利となる。

一方、不動産仲介業は2.3.2節で述べたのと同様に、参入障壁が低く、小さな資本でも起業できる。中国でも実際、「不動産仲介業者は地方の大小都市に多く散在し、それら仲介業者の経営規模は大きくない。例えば、中国の銀川市(寧夏省)にある不動産仲介企業は、その70%以上が個人経営の店で、1つの机、1つの電話で会社が運営されている」という[31]。街の至る所で営業している小さな不動産屋が存在する状況は、日本も同じである。

(2) 仲介業者に対する信用は高くない

現在、中国では不動産仲介業に関する法規制は厳しくない。このため、ほとんどの不動産仲介業者は、法人登記が行われておらず、小規模零細で資金力が弱い。また、個人経営の店が金儲けのために、様々な手段を使って客を騙す場合もあるという。中国の監督部門の報告によると、不動産に関する事件は、仲介業者に関連した事件が90%を占めるとされる[31]。このため、日本における「宅地建物取引業免許」のような不動産仲介業者を規制

し管理する法律の整備が緊要と考えられてきたが、2011年に中国政府は不動産取引管理弁法を定め[32]、対応を強化している。

(3) 不動産仲介業に働く従業員は専門知識が乏しい

中国の不動産仲介業で働く従業員の専門知識は乏しいとされる[33]。中国政府は、仲介業に働く人材の育成をこれまで行ってこなかったためであるが、2011年に日本の「不動産取引主任者」に相当する取引従業者、すなわち、「不動産取引主任者」と「不動産取引主任補助者」を取引業者は配置するよう不動産取引管理弁法で定められた。不動産取引管理弁法ではこれら取引従業者の資格試験制度についても規定している。

(4) 中国の不動産仲介業者は経営基盤が弱い

2011年には10ヶ月間で北京市内の中古住宅仲介業者800社が倒産したという[32]。中国政府による住宅価格抑制策が浸透するのに伴い、北京市や上海市など大都市を中心に、住宅物件が売れなかったためである。また、北京市内の中古住宅仲介業者上位7社が、すでに市場全体の50%を占め、寡占化が進みつつある[32]。

2.11 住宅売買の商習慣

中国における住宅の売買は主にマンションの売買であり、新築住宅の売買と中古住宅の売買に分けることができる。詳しくは、第6章で述べるが、中国における住宅取得の手続きは概ね以下の手順で行われる。

- ① 購入者は、物件の購入を決定すると、頭金を不動産会社に支払い売買契約を結ぶ。
例えば、頭金が30%、価格が1,000万円の住宅の場合、頭金300万円を不動産会社に支払う。
- ② 次に、購入者と不動産会社は、金融機関に出向き、残り700万円についてローン契約を結ぶ。
- ③ 住宅が完成すると、住宅の受け渡しが行われる。
- ④ 購入者はその後、内装工事を内装設備業者に依頼する。

上記手続き①と②は、一見、日本での手続きと似ているが、販売時点での会計処理に以下のような相違が生じる（ただし、上記の例を使用する）。

- ① 不動産会社の販売額は1,000万円である。
- ② 不動産会社に支払われた頭金300万円は、売買契約が終了するまで負債となる。
- ③ ローン契約が完了するのは、頭金を支払って売買契約したあと（場合によっては）数カ月から半年後となる。

要するに、買い手にとって重い頭金の支払いがまずあること、不動産会社にとって残金徴収が大幅に遅れるため販売額と営業収入（売上高）の二本立てで統計がとられること、頭金は物件の完了前（ときには工事計画時）に支払われ負債となること、残金徴収の遅れは不動産開発企業の資金繰りに影響を及ぼしていると推察されること、などが日本と異なる点である。

2.12 結 言

本研究では、中国不動産業の発展過程と現状について議論した。その結果と課題は以下のとおりである。

2.12.1 研究結果

本章の結果は以下のとおりである。

- (1) 中国不動産業の発展過程を、それに影響を与えた政府政策（土地政策や金融政策など）を中心に5つの期に分け、体系的に整理した。中国においては、1990年代からすでに一部地域で不動産バブルが発生し、政府は、不動産バブルの防止と景気の間でマクロ経済的調整を行ってきた。
- (2) 中国の不動産業の現状について議論した。中国不動産業の特徴は以下のとおりである。
 - ① 中国の不動産業における大手企業は、不動産開発・分譲企業である。大手不動産開発・分譲企業の42%は今なお国有企業である。国有企業が多いのは、地方政府による不動産開発企業への土地使用権の払い下げが存在すること、ほかの分野の国有企業が収益性の高い不動産業に業種替えしたことなどが理由としてあげられる。
 - ② 中国の不動産業は、都市部における旺盛な住宅需要に支えられて急速に発展してきたといえる。そのため、中国不動産投資は、主に住宅投資であり、不動産開発・分譲企業は、住宅開発・分譲を主な事業としている。
 - ③ 中国の不動産開発の現状は、地区間で不均衡となっている、中国東部地区での開発は成熟化しており、逆に、開発の遅れている中国西部での住宅需要は大きい。中国での不動産開発は今後、中国西部に移ると推察される。
 - ④ 中国の不動産業は、過去30年間に、急速に成長してきたが、中国政府の不動産政策は、不動産価格の高騰と景気の間でしばしば変更されてきた。
 - ⑤ 不動産仲介業に対する法的規制は始まったばかりで、また、従業員の教育もまだ十分でなく、買い手との間のトラブルの原因にもなっている。

2.12.2 中国不動産業の課題

中国不動産業にはいくつかの課題が存在する。ここでは、とくに以下の3つの課題を指摘しておきたい。

(1) 不動産価格の抑制と不動産バブルの軟着陸

中国における不動産価格の高騰を抑制し、不動産バブルの崩壊を避けることが緊要であろう。中国のGDPは、かなり高い水準で拡大していることから、軟着陸は可能であると考ええる。

(2) 中国不動産企業の健全な発展

民営化の推進、住宅開発中心の事業から商業ビルの開発・賃貸事業の拡大など事業の多角化の推進、などが中国不動産業の課題としてある。

(3) 不動産仲介業者の育成

今後中国では、中古住宅の売買が多くなると考えられる。中古住宅の価値を適切に評価するためのデータベースの整備、日本の宅地建物取引業法に類する不動産仲介業者を規制する法整備とその遵守、不動産仲介業に携わる人材の育成システムが求められる。

参考文献

- [1] 森島義博「不動産学教学書」東洋経済新報社、2012年。
- [2] 新日本有限会社責任監査法人編「業種別会計シリーズ 不動産業」第一法規株式会社、pp. 4-8、2010年。
- [3] 日本不動産学会編「不動産学事典」住宅新報社、2002年。
- [4] He, C., Wang, J. and Cheng, S., “What attracts foreign direct investment in China’s real estate development?” *Annual Reg. Science*, Vol.46, pp.267-293, 2011年。
- [5] 任大川「中国の住宅価格と政府政策」国際金融、1214号、pp. 48-53、2010年。
- [6] 朱中一「中国不動産市場の現状及び調整政策」中国不動産金融フォーラム資料（不動産証券化協会）、2012年。
- [7] 副島隆彦「中国バブル経済はアメリカに勝つ」ビジネス社、p. 84、2010年。
- [8] 美土代研究会、藤村幸義「中国バブル経済のからくり」勁草書房、pp. 42-43、2012年。
- [9] 穆堯芋「中国における不動産バブルの発生要因：地域発展戦略の視点から」北東アジア地域研究、第18号、pp. 73-86、2012年。
- [10] Hui, E.C. *et al.*, “Real estate bubbles in China: a tale of two cities”, *Construction Management and Economics*, Vol.30, pp.951-961, 2012年。
- [11] 江涛「中国における不動産の所有と利用に係る法制度について」資産評価政策学、第15号、pp. 1-8、2007年。
- [12] Pheny, M. and Wong, P.W.Y., “Recent Development of Real Estate Tax on Residential Properties in China”, *International Tax Journal*, Jan.-Feb. 2011, pp.51-59, 2011年。
- [13] Fung, H.G. *et al.*, “The Development of the Real Estate Industry in China”, *Chinese Economy*,

Vol.39, No.1, pp.84-102, 2006 年。

- [14]「中国不動産 20 年発展歷程環球企業網」(<http://www.huaxia.com/zt/zbgz/08-032/1152392.html>: 2014 年 4 月アクセス)。
- [15]世界の金融の歴史辞典「中国の金融の歴史」(<http://history.nobisiro.com/country/china.html>: 2013 年 12 月アクセス)。
- [16]武力、肖翔「1949 年～2010 年中国城市不動産変革発展」河北学刊、2010 No. 5、2010 年。
- [17]代春泉、徐青編「不動産開発」清華大学出版社、pp. 1-2、2014 年。
- [18]李玉傑編「不動産業と国民経済関係分析及び協調発展と経済の対応策」博士論文(東北財経大学)、2011 年 6 月。
- [19]劉琳「房地産業はもう我が国重要な支柱産業になる」中国投資、pp. 101-103、2010 年。
- [20]周陽敏編「国有企業は房地産業から退出するのが房地産問題解決の根本の道」上海財經論壇、2010 年 11 月、2010 年。
- [21]「中国不動産 TOP10」(<http://industry.soufun.com/industry>): 2013 年 3 月)。
- [22]中国不動産業界協会「3 年後中国不動産会社数約 30%淘汰」(<http://house.sina.com.cn>: 2013 年 5 月アクセス)。
- [23]中国指数研究院「2013 年中国房地產販売額百億企業」(<http://fdc.soufun.com/news>: 2014 年 3 月アクセス)。
- [24]魏興福、田村 隆善、吉成 亮「日中不動産業重要企業間の経営財務分析」日本経営診断学会論集、No. 15、pp. 80-86、2016 年。
- [25]張磊「中国における不動産証券化の現状と課題」東京工業大学国際開発工学専攻、pp. 13-20、平成 21 年 8 月。
- [26]高橋海媛「中国の不動産市場の現状と REIT 市場創設に向けた課題」大和総研、No. 3、2007 年。
- [27]李启明編「中国固定资产投资統計数典(1950-2000)」中国統計出版社、p. 108、2002 年。
- [28]任大川「中国の住宅価格と政府政策」国際金融、1214 号、pp. 48-53、2010 年。
- [29]魏興福、田村隆善「マンション取引に関する中国と日本の比較研究」日本全国経営診断学会第 46 回講演論文集、pp. 203-206、2013 年。
- [30]国房地產測評中心(CRIC 研究中) (<http://bj.house.sina.com.cn/>)。
- [31]中商情報網「2012 年中国房地產中介服務行業發展現狀分析」(<http://www.askci.com>: 2014 年 1 月アクセス)。
- [32]福島直樹「中国の不動産仲介制度の概要」RETI0、NO. 82、pp. 64-72、2011 年。
- [33]新聞中心「北京不動産仲介倒産再現」中国網(<http://new.china.cn/2011/11/9>: 2013 年 2 月アクセス)。

第3章 中国不動産バブルに関する一考察

3.1 緒言

中国不動産価格のバブル化とその崩壊に関して、多くの文献が論じているところである[1-6]。中国の不動産バブルと日本の不動産バブルの類似性を議論した文献も若干存在する。これらは、中国の不動産バブルとその崩壊が、リーマンショックを経験した中国や世界の経済関係者にとって重要な関心事であるためであろう。不動産バブルに関しては、不動産の価格評価の議論を含め、マクロ経済学の重要な研究対象[7, 8]ではあるが、不動産バブルの発生とその影響の予測は難しいという議論もある[7]。何れにせよ、中国における不動産投資や不動産業を研究する上で、中国における不動産バブルについて概観し評価しておくことは必要となる。本章では、中国不動産バブルに関して、日本での高度成長期から列島改造ブームに続く不動産高騰と、中国の不動産高騰が類似していることを示し、少なくとも中国における不動産バブルとその崩壊が 2012 年時点まで認められなかったことを井出・倉橋のモデル[7]を併用しつつ結論付ける。

中国経済のバブル崩壊が囁かれるようになって 10 年以上が経つ[1]。その後も、「厭中」とも思える記事や投資家にありがちな強気の論調を含め、多くの著作が中国バブルとその崩壊について著されてきた[2-5]。それらの中で、中国において不動産バブルの崩壊が起きるかどう、仮に起きたときの影響について、日本の過去のバブルと比較した著名人 10 名の意見を集めた著作[5]は興味深い。

一方、中国不動産バブルとその崩壊への関心が高まりつつあった最中に、欧米で不動産バブルが崩壊したのは記憶に新しい。不動産バブルの崩壊とその影響は、バブルの大きさ、不動産の実需要、その国の経済が成長期にあるかどうかなどに大きく依存すると考えられる[6-8]。日本は戦後、3 回の不動産バブルを経験したと考えることができる[5, 9]。1 回目は 1956 年に始まる高度成長期であり、日本の地価は長期にわたって上昇した。このときの上昇率は、3 回目のバブルである 1980 年代後半の所謂不動産バブルの時期よりはるかに高い上昇率であった。しかしこのときは、バブル崩壊といえる大きな経済的影響は与えなかった[5, 9, 10]。経済復興から高度成長へと経済が大きく拡大していた時期であったからであろう。中国は、経済成長率が大きく鈍化したとはいえ、2016 年前半でもなお 7% の経済成長率を維持しており、最近まで経済の高度成長期にあったといえる。この点が、中国の不動産バブルは、日本のようにはならないとする論調の拠り所でもある[5, 10, 11]。

不動産バブルに関しては、現在が不動産バブルかどうか、またバブル期だとするとその崩壊時期は何時で、その影響はどの程度かが興味のもたれるところである。しかし、不動産バブルの崩壊時期を予測する試みはいろいろとなされてはきたものの、実際は難しいとされる[7, 8]。また、中国固有の事情もあり、時期の予測のみならず、影響についても諸説[1, 2]があるように、予測は難しいと考えるべきであろう。

中国不動産とそのバブルに関する研究は多い。参考文献にリストした文献[1-19]は、[9]

を除き、すべて中国不動産バブルを何らかの形で取り上げている。それら文献は、使用している言語によって日本語、中国語、英語などがあるが、大半は中国人研究者によって執筆されたものである。データの取得を含め中国語の壁があるからと思われる。またそれらの中には、不動産価格に対する政府の金融政策の影響分析や提案もいくつか見られる[13-15]。

以上の先行研究を基に、本研究では、中国不動産バブルと日本の過去の地価高騰との類似性を示すとともに、井出・倉橋[7, 8]のモデルを併用して、中国不動産バブルとその崩壊時期について議論する。それらの結論として、2012年の段階では、中国は、不動産バブルが特段に危険な段階にあったとは言えないことを示す。

3.2 不動産バブルと中国不動産バブルの状況

3.2.1 不動産バブルとは

不動産バブルの定義にはいくつかあるが、本研究では、二つの定義を示すにとどめる。井出・倉橋[7: p. 2, pp. 135-137]の定義によると、不動産バブルとは「不動産取引量（ファンダメンタルズ）の上昇をともなわない価格上昇であると判断される」としている。また、IMF（2009）は、バブルを「信用/GDP」の伸び、「経常収支赤字/GDP」の伸び、「住宅投資/GDP」の伸びがトレンドから大きく乖離する」する場合とし、「1～3年以内に資産バブルの崩壊が発生する確率が高くなる」としている[7: p. 137]。

不動産価格の評価法については、従来から多くの研究が行われてきた（例えば[9, 11]）。不動産バブルは、それら不動産価格の評価法に乗らない地価の高騰といえるかもしれない。不動産バブルに関しては、経済学では以下のような関心もたれている[7: pp. 135-146]という。

- ・現在の状態がバブルかどうか
- ・不動産はいくらまで上昇するか
- ・バブルはいつ崩壊するか
- ・バブルの崩壊は防げるか、どうすれば防げるか
- ・崩壊の影響はどうか

また、バブルの認識に関して、FRB ビューや BIS ビューの見解がある[7: pp. 135-137]。これは、

- ・資産価格の上昇がバブルであるかどうかは事後的にしかわからない。
 - ・中央銀行が市場参加者より優れた判断能力があるとは限らない。
- というものである。

3.2.2 不動産価格の変動を決める要素と不動産バブルの原因

マクロレベルで住宅価格変動に影響を与える要素に関して、3要素モデルがある[9:pp. 140-146]。ここでいう3要素は以下の要素である。

- ① 経済の「ファンダメンタルズ」の変化：所得、短期金利、信用貸出、株価、人口など
- ② 短期的な「モメンタム」効果：過去の住宅価格の変化率
- ③ 「ファンダメンタルズ」への長期的な回帰：住宅価格に対する年収の倍率など

とくにファンダメンタルズに関しての実証的分析を井出・倉橋[7:pp. 147-149]は議論しており、実証的分析から「長期的に住宅価格を決めるものは経済のファンダメンタルズである」と結論付けている。しかし、不動産バブルが上述のように「ファンダメンタルズからの乖離」[9: p. 26]であるとしても、乖離を生み出す原因は多様である。2000年代に入ってから経験された各国の不動産バブルについて、その要因を国別に示した研究がある[7:pp. 11-28]。例えば、英国と米国に関しては、以下のような要因が抽出されているが、要因が複雑に絡んでいることが推察される。

(1) 英国の不動産バブル

- ・所得の上昇（若い世代が自家所有を希望）
- ・低い金利
- ・単身世代の増加と移民の増加
- ・投資用住宅市場の活発化
- ・家主の買い換え需要
- ・住宅ローンの証券化の進展
- ・供給不足の可能性

(2) 米国の不動産バブル

- ・頭金支援
- ・供給拡大のための税控除
- ・住宅購入プロセスの簡素化と住教育の推進
- ・よりよい金融機会の提供
- ・マイノリティ向け住宅ローンの二次市場でのGSEの金融コミットメント
- ・ITバブル崩壊後のFRBによる利下げ
- ・無謀な融資
- ・金融の実体と金融規制との乖離

3.2.3 中国固有の事情

中国の不動産バブルに関して、3.2.2節で取り上げた英国や米国での不動産バブルと違った事情が存在するという認識があり、バブル崩壊とその影響予測において、それら事情

を勘案しなければならないというものである。中国の不動産バブルに関する事情として以下があげられる[6][13][14]。

- ① 潜在成長力
- ② 金融リスクへの対応能力
- ③ 金融市場への流動性供給余地
- ④ 潤沢な財政資金
- ⑤ 不動産取引資金に対する銀行依存度の相対的低さ

とくに、①に関して、「中国はまだ高い成長率を維持できる潜在成長力をもっている」と考えるなら、日本の高度成長期に不動産価格が高騰したにも関わらず、バブル崩壊に至らなかった状況に似ているという説の根拠になる。②～④は、中国における 20 年間の高度経済成長によって生み出された豊富な資金力、および一党独裁からくる強制的対応能力が関係しているといえよう。

3.3 日本の地価高騰との類似性

3.3.1 日本の不動産価格の推移

中国の不動産バブルの研究に関して、日本の不動産バブルと関連づけた研究がいくつか見られる[11, 12]。これらの研究は、日本において、不動産バブルの崩壊が深刻で長期の不況をもたらしたのは、1980 年代後半の日本はすでに発展した国であり、バブル崩壊後の経済的発展を促す新しい産業分野が開花しなかったためである一方、中国はまだ発展途上の国であり、日本のような不動産バブルの崩壊とその後の停滞は、それらの記事が執筆された時期の中国において生じないであろうと結論付けている。

本研究では、1990 年～2010 頃までの中国不動産価格の高騰は、1980 年代後半における日本の不動産バブルと比較するよりはむしろ、日本の高度成長期における不動産の高騰と比較すべきであると考え。この議論の一部にはある（例えば[5]）。しかし、データを使った分析が十分なされている訳ではない。そこでまず、日本における GDP の上昇率と不動産価格の上昇率の関係を見てみることにする。図 3.1 は、1956 年～2013 年の間の GDP と六大都市の地価の上昇率を示したものである。ただし、年成長率は、例えば、1956 年度の GDP 上昇率は

$$(1956 \text{ 年度の GDP} - 1955 \text{ 年度の GDP}) \div 1955 \text{ 年度の GDP}$$

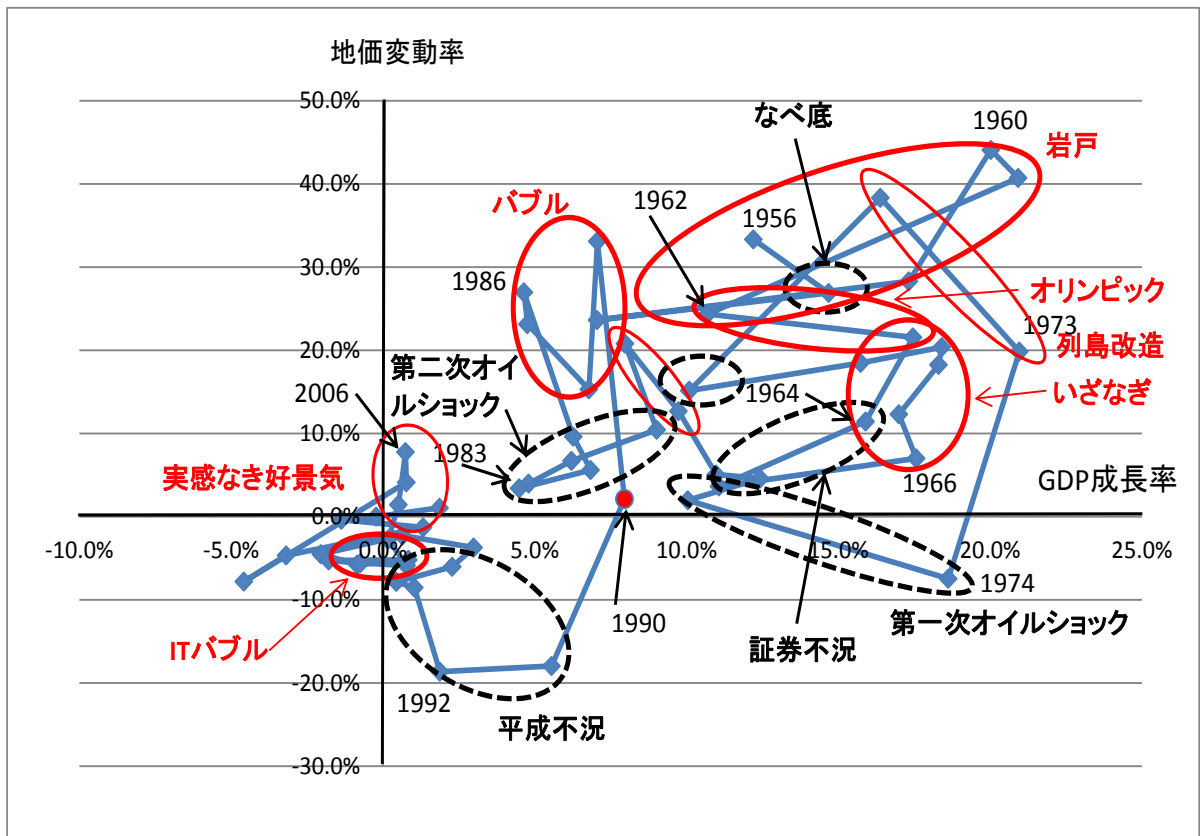
で計算した値を使用した。他の年度の成長率も同様に、前年度に対する上昇率である。

図 3.1 には、景気の名前も付けておいた。図は、第二次大戦後に日本の高度経済成長が始まった 1956 年[10, 19]から描いてあり、以下が読み取れる。

- ① 岩戸景気、東京オリンピック、いざなぎ景気の際には、GDP の伸びとともに地価の高騰が見られる。また、このころは、不景気時においてさえ、GDP の上昇率は高い。
- ② 1980 年代後半のバブル期は、地価の高騰は見られるものの、GDP の上昇率は 4%~8% と余り大きくない。
- ③ バブル崩壊後、「実感なき好景気」や「IT バブル」といった好況時期があったとされるが、GDP と地価の上昇はほとんどみられない。

図 3.1 から得られる結論として、日本における高度成長期とそれに続く列島改造ブームまでは、GDP と地価の大幅な上昇がみられた。この点は、2012 年までの中国における GDP と住宅価格の大幅な上昇と類似している。

そこで次に、日中両国における高度成長期における GDP と不動産価格の上昇を見てみることにしよう。



地価：六大都市市街地価（日本不動産研究所、市街地価格指数、2014 年）

GDP：内閣府「国民経済計算、GDP 統計、2014 年」より筆者ら作成

図 3.1 日本の GDP 成長率と六大都市市街地地価の変動率（1956~2012）

3.3.2 日中の高度成長期の比較

表 3.1 は、日本における全国市街地の商業地価 (J_商業地価) と住宅地価 (J_住宅地価)、GDP (J_GDP)、ならびに中国における全国平均住宅単価 (C_住宅価格) と GDP (C_GDP) の推移を一つの表で示したものである。ただし、日本のデータは 1955 年の値を 1 とし 1955 年から 1976 年までの 22 年間の、中国のデータは 1991 年の値を 1 とし、1991 年から 2012 年までの 22 年間をもちいた。

図 3.2 は、表 3.1 の値を図示したもので、この図より、日中の比較が容易にできる。GDP の成長率は中国の方が日本より若干大きい。一方、日本の商業地価と住宅地価の伸びは何れも中国の住宅単価の伸びよりかなり高く、日本における地価の高騰が中国より著しいことが分かる。注目されるのは、中国の住宅単価の 21 年間の上昇率 (7.37 倍) が GDP の伸び (23.85 倍) よりかなり小さいことである (倍率は 2012 年のデータを 1991 年のデータで除したことから、21 年間の上昇率となる)。一方、日本の全国市街地の商業地価は、21 年間に 23.60 倍 (住宅地価は 30.20 倍) である。これに対して GDP は 19.92 倍と地価の高騰が GDP の伸びを大きく上回っている。

中国における不動産価格の高騰は、北京や上海といった大都市部での問題と考えることもできる。そこで筆者らは、手に入れることができた 1999 年以降のデータを用いて分析した。2012 年の住宅単価を 1999 年の値で割った倍率は、全国住宅単価が 2.82 倍、北京が 3.01 倍、上海が 4.11 倍となり、上海が若干高いものの、北京と全国平均の倍率の差は小さい。なお、北京と上海における 2013 年の不動産価格の上昇率は非常に大きく、2012 年から 2013 年の 1 年間の上昇率は、北京で 67%、上海で 87% を記録した。

以上の分析から、日本における高度成長期以降 21 年間 (1955 年～1976 年) の地価の上昇率は、中国における 1991 年から 2012 年までの 21 年間の住宅価格の上昇率より高い上昇率であった。それにもかかわらず、日本の高度成長期において「バブル」の言葉は使われておらず [10]、1974 年に第一次オイルショックによって地価が下がる (図 3.1 と図 3.2 参照) もの、経済の停滞は小さかったといえる。その理由の一つとして、当時日本はまだ「経済が成長中の国」であり、経済成長により都市への人口集中が進んで不動産需要が増えており、結果として地価の維持・上昇を支えたといえる。そしてその後も「土地神話」は生き続け、不動産高騰の第三の山 [10] (文献 [19] では第 4 の山) へと続くことになる。

以上の結論として、中国において第二、第三の山が訪れるかどうかは分からないが、少なくとも 1991 年から 2012 年にかけての中国不動産の高騰は、日本の高度成長期から列島改造ブームの時期における不動産高騰と似ており、しかも、バブルの程度は、日本の高度成長期より高いとはいえない。

表 3.1 日本の地価と中国の住宅価格と GDP の上昇率

図横軸 記号	日 本				中 国		
	年	J_商業地価	J_住宅地価	J_GDP	年	C_住宅価格	C_GDP
55/91	1955	1.000	1.000	1.000	1991	1.000	1.000
56/92	1956	1.140	1.145	1.122	1992	1.265	1.236
57/93	1957	1.460	1.441	1.287	1993	1.643	1.622
58/94	1958	1.748	1.776	1.378	1994	1.792	2.213
59/95	1959	2.158	2.197	1.616	1995	2.024	2.791
60/96	1960	2.817	2.697	1.940	1996	2.298	3.268
61/97	1961	3.851	3.717	2.346	1997	2.540	3.626
62/98	1962	4.783	4.704	2.597	1998	2.624	3.875
63/99	1963	5.621	5.434	3.051	1999	2.611	4.117
64/00	1964	6.273	6.184	3.536	2000	2.686	4.555
65/01	1965	7.112	7.105	3.927	2001	2.760	5.034
66/02	1966	7.578	7.500	4.617	2002	2.862	5.525
67/03	1967	8.385	8.289	5.402	2003	3.001	6.236
68/04	1968	9.534	9.671	6.391	2004	3.533	7.340
69/05	1969	11.149	11.579	7.567	2005	4.029	8.491
70/06	1970	13.323	14.145	8.758	2006	4.282	9.931
71/07	1971	15.217	16.645	9.642	2007	4.915	12.203
72/08	1972	16.894	19.079	11.222	2008	4.833	14.418
73/09	1973	20.466	24.605	13.575	2009	5.954	15.651
74/10	1974	24.410	30.987	16.103	2010	6.400	18.434
75/11	1975	23.447	29.737	17.721	2011	6.814	21.720
76/12	1976	23.602	30.197	19.923	2012	7.366	23.849

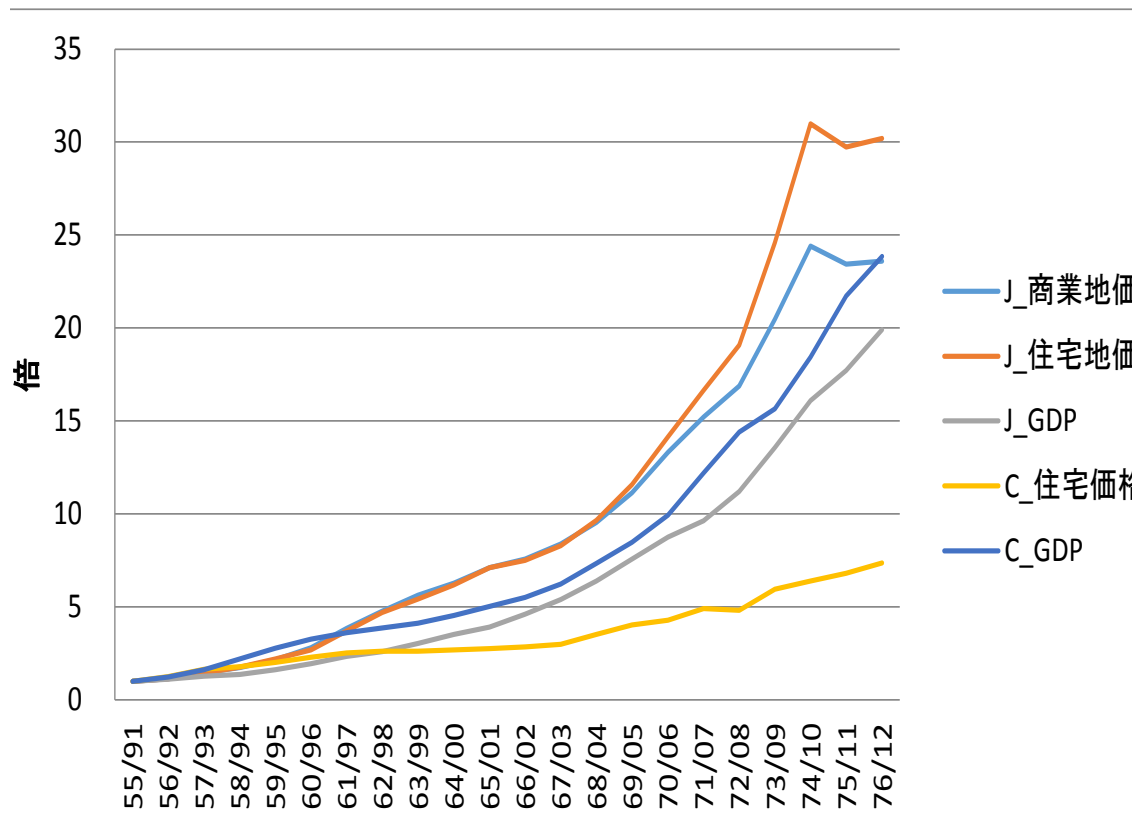
(下記の資料より筆者ら作成)

日本の地価：六大都市市街地価（日本不動産研究所、市街地価格指数、2014年）

日本のGDP：内閣府「国民経済計算（GDP統計）」

中国の住宅単価とGDP：中国統計局「中国統計年鑑、2013年」

<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2013/indexch.htm>



(表 3.1 より筆者ら作成)

図 3.2 不動産価格と GDP の上昇の日中比較

3.4 井出・倉橋[7, 8]のモデルによる中国不動産バブルの検討

3.4.1 井出・倉橋のモデルの概要

バブル期からその崩壊に至るプロセスを、比較的単純で分かりやすく表現するモデルが井出・倉橋[7, 8]によって提案されており、このモデルを用いて、1980年代後半における日本の不動産バブルや2000年代の米国での不動産バブルの生成と崩壊の時期について議論がなされている[7: pp. 39-50]。このモデルは、「不動産の分析では、価格情報が重視されるが、価格は需要と供給のバランスで決まる」との視点に立ち、不動産取引量の増加率と価格の上昇率を同時に観察するモデルとなっている。すなわち、不動産取引量の増加率を横軸に、不動産価格（地価）の上昇率を縦軸にとり、これら2つの軸で区切られた4つの象限を以下のように解釈する（図 3.3 参照）。

- (1) 第1象限：景気の好況にともなって取引量が活発になり（取引業が増加し）、価格も上昇する時期

- (2) 第2象限：不動産価格は上昇しているものの取引量が減少している時期（バブル期）
- (3) 第3象限：不動産価格も取引量も減少している時期
- (4) 第4象限：不動産価格は減少傾向にあるが、取引量に上昇傾向が見られる時期

このモデルにおいては、図3.3の第2象限がバブル期であり、第2象限から第3象限へ移る時期がバブルの崩壊時期とされ、好況期（第1象限）→バブル期（第2象限）→バブル崩壊→バブル崩壊後（第3象限）→値頃感からの取引量増加期（第4象限）の順で、「反時計回り」の動きが不動産価格と不動産取引量の間で観察されるとする。実際は、この座標の上に時系列データの散布図を描き、バブルの時期を議論する。日本と米国の不動産バブル期のデータを使った検証結果ではよい結果が得られている[7: p. 40-47]。

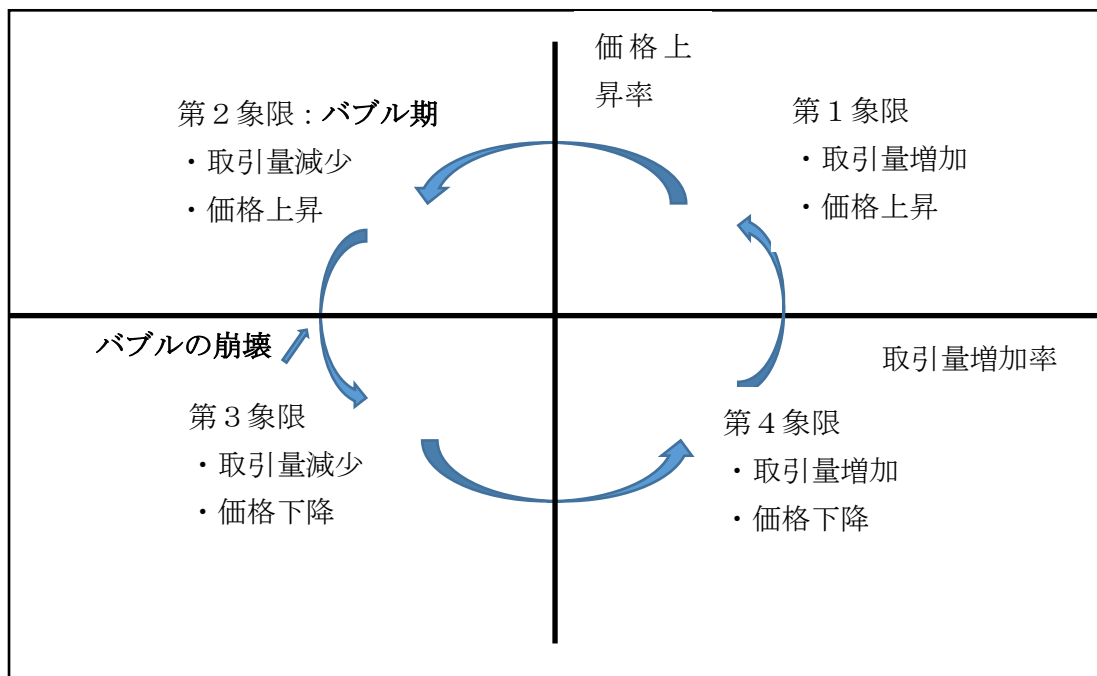


図 3.3 井出・倉橋のモデル[7]の概念図

3.4.2 中国不動産価格への井出・倉橋モデルの適用

井出・倉橋のモデルに中国不動産市場のデータを適用し、中国不動産価格の上昇率と販売量増加率の関係を図に描いてみることにする。表3.2は、中国全国における住宅竣工面積増加率と住宅販売単価上昇率、および北京、上海、深圳における住宅販売面積増加率と住宅販売単価上昇率である。これらのデータは、何れも中国国家統計局のホームページ（2013年）より取得した原データを用いて計算した。また、中国全国のデータに関しては、

1995年のデータが欠落していたことから、この年の不動産竣工面積増加率については1990年～1995年の平均増加率を、住宅販売単価上昇率については1991年～1995年の平均上昇率を1995年の変化率として図表を描いた。

結果を図3.4～3.7に示す。ただし、図3.4は全国、図3.5是北京、図3.6は上海、図3.7は深圳についてそれぞれ描いたものである。これらの図から以下が推察される。

(1) 全国

図3.4に全国の住宅販売単価上昇率と竣工面積増加率の関係を示す（注：販売面積のデータは得られていないため、竣工面積を使用した）。ここでの住宅価格は、全国の市街地住宅販売単価と考えてよい。この図より、2012年末まで第1象限に留まり、中国全国でみたととき、2012年までの不動産価格はバブル化していないと判断される。また、価格上昇率の変動が大きく、政府による金融の引き締めと緩和が繰り返し行われている様子が見て取れる。

(2) 北京

図3.5は、北京での住宅販売面積増加率と住宅単価上昇率の関係を図示したものである。この図より、北京では、2006年からバブル期に入ったと推測されるが、その直後、サブプライム問題の影響で販売単価の上昇が大きく抑えられた（2008年）。しかし、サブプライム問題に対する政府の大規模金融政策によって、不動産取引が大幅に増加し、この後、価格上昇がおきてバブル化している（2010年）。しかし、ここで政府の金融政策によって価格上昇が抑制され、2012年現在までバブル崩壊には至っていないといえる。

(3) 上海

図3.6は上海に関して描いた図である。この図より、上海においても2008年にサブプライム問題による景気後退によって、不動産の価格と取引量が同時にマイナス（第三象限）となったものの、政府の大規模景気刺激策によって不動産取引が大幅に増加した。その後の経過は、北京の場合と似ている。

北京と上海を比べたときの一番の違いは、上海での2009年の不動産価格上昇率が北京に比べてはるかに大きい点である。これは、上海万博の前年という個別要因が少なからず効いているものと推察される。

なお、井出・倉橋のモデルにおいて、2008年のサブプライム問題による急激な景気後退によって、第一象限から一足飛びに第三象限へ移った場合、それをバブル崩壊と呼ぶべきかどうか、疑問のもたれるところである。筆者は、バブル崩壊と見ない方がよいように感じている。

(4) 深圳

図3.7は深圳に関して描いた図である。深圳は、中国で最初のバブル崩壊のあった都市

であり、それは1990年にまでさかのぼる。2005年に大幅な販売面積の増加（約200%の増加）が見られたが、筆者らはその理由を解明できていない。もともと深圳の開発規模は、北京などに比べて小さいこと、2000年まで不動産バブル崩壊の影響が存在したことなどの要因も考えられる。

表 3.2 中国における竣工面積／販売面積の増加率と住宅単価の上昇率

都市 年	全国		北京		上海		深圳	
	竣工面積	住宅単価	販売面積	住宅単価	販売面積	住宅単価	販売面積	住宅単価
2000	9.2%	2.9%	75.8%	-12.9%	17.3%	4.2%	-	-
2001	21.0%	2.7%	25.9%	2.9%	15.3%	8.4%	-	-
2002	12.8%	3.7%	41.8%	-5.9%	9.7%	6.9%	-	-
2003	11.4%	4.8%	11.0%	-0.6%	20.5%	23.8%	8.0%	7.8%
2004	20.0%	17.8%	30.4%	6.7%	38.9%	14.4%	-7.3%	8.0%
2005	8.2%	14.0%	26.4%	34.3%	-4.3%	16.9%	194.2%	12.2%
2006	12.7%	6.3%	-16.5%	22.0%	-4.2%	5.2%	-33.3%	23.8%
2007	13.5%	14.8%	-16.5%	39.5%	22.1%	16.2%	-25.9%	49.7%
2008	9.6%	-1.7%	-38.6%	7.5%	-36.7%	-2.0%	-15.9%	-9.9%
2009	9.8%	23.2%	76.9%	11.1%	44.2%	56.7%	63.3%	15.4%
2010	13.1%	7.5%	-30.6%	28.9%	-38.9%	12.6%	-38.9%	31.2%
2011	14.0%	6.5%	-12.2%	-5.2%	-13.1%	1.0%	6.7%	11.4%
2012	13.4%	8.1%	35.1%	1.0%	6.0%	-3.7%	5.8%	-11.0%

（中国統計年鑑より著者らが計算し作成）

中国統計局「中国統計年鑑(2013)」：

<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2013/indexch.htm>

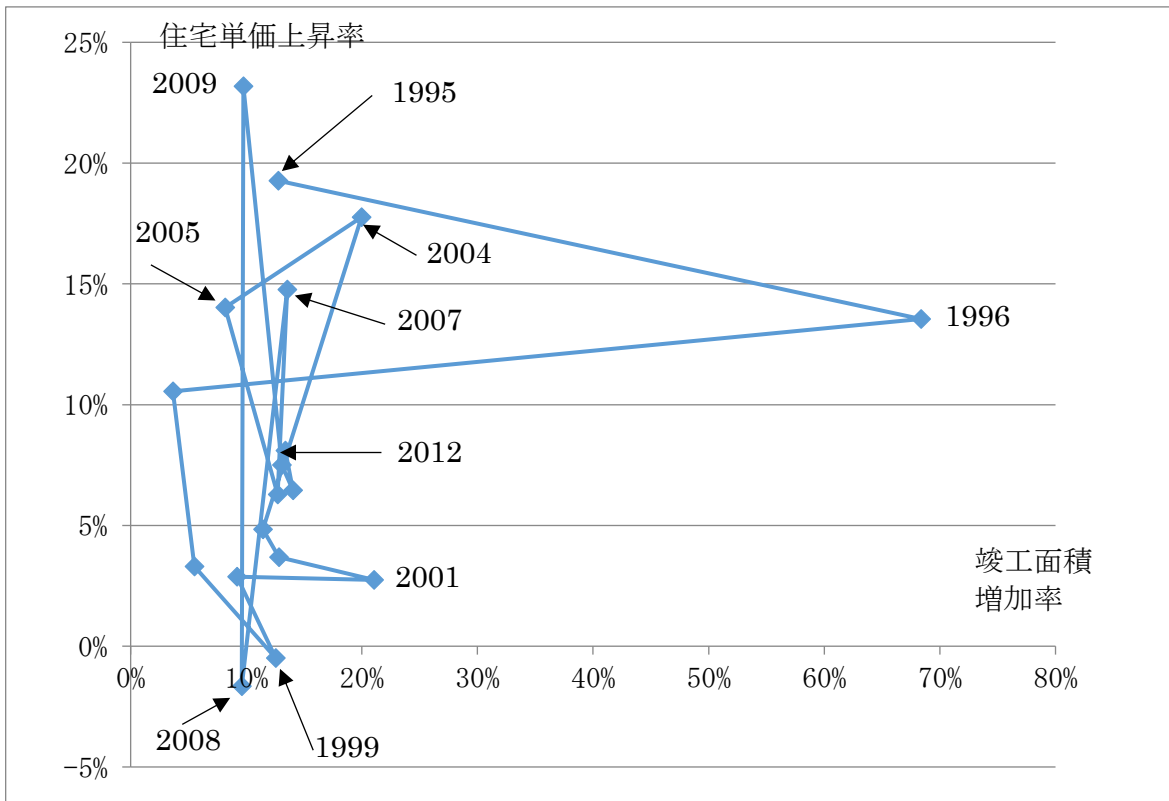


図 3.4 全国の住宅竣工面積増加率と住宅販売単価上昇率

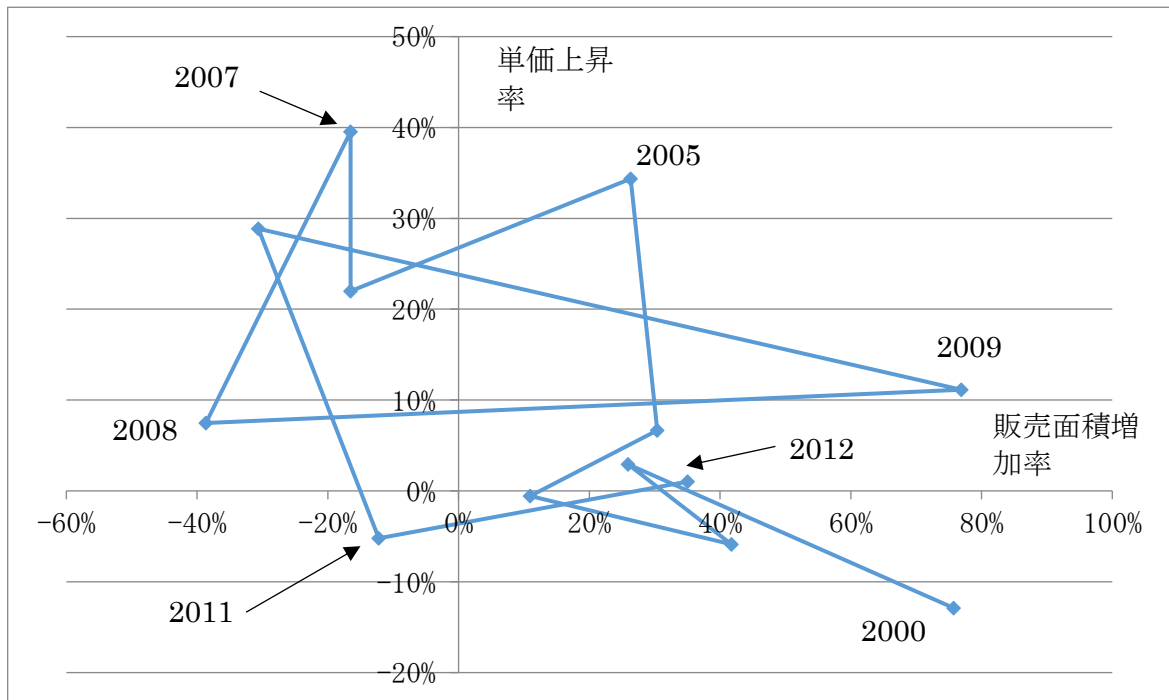


図 3.5 北京の住宅販売面積増加率と住宅販売単価上昇率

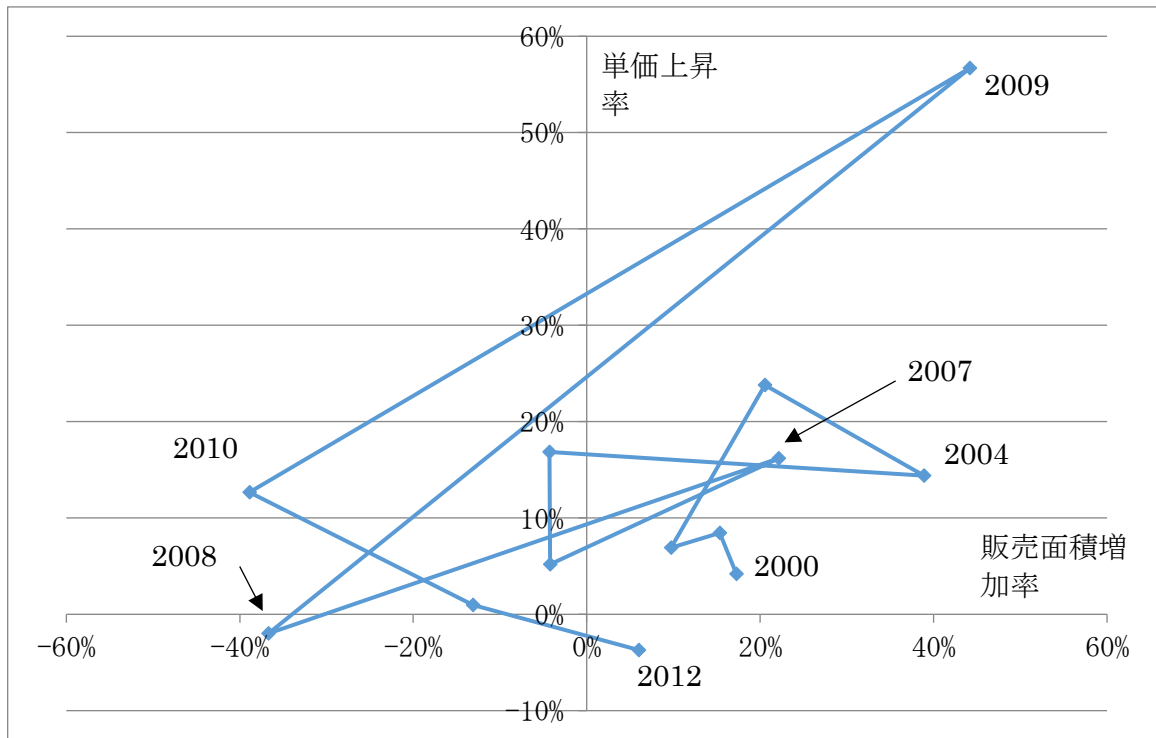


図 3.6 上海の住宅販売面積増加率と住宅販売単価上昇率

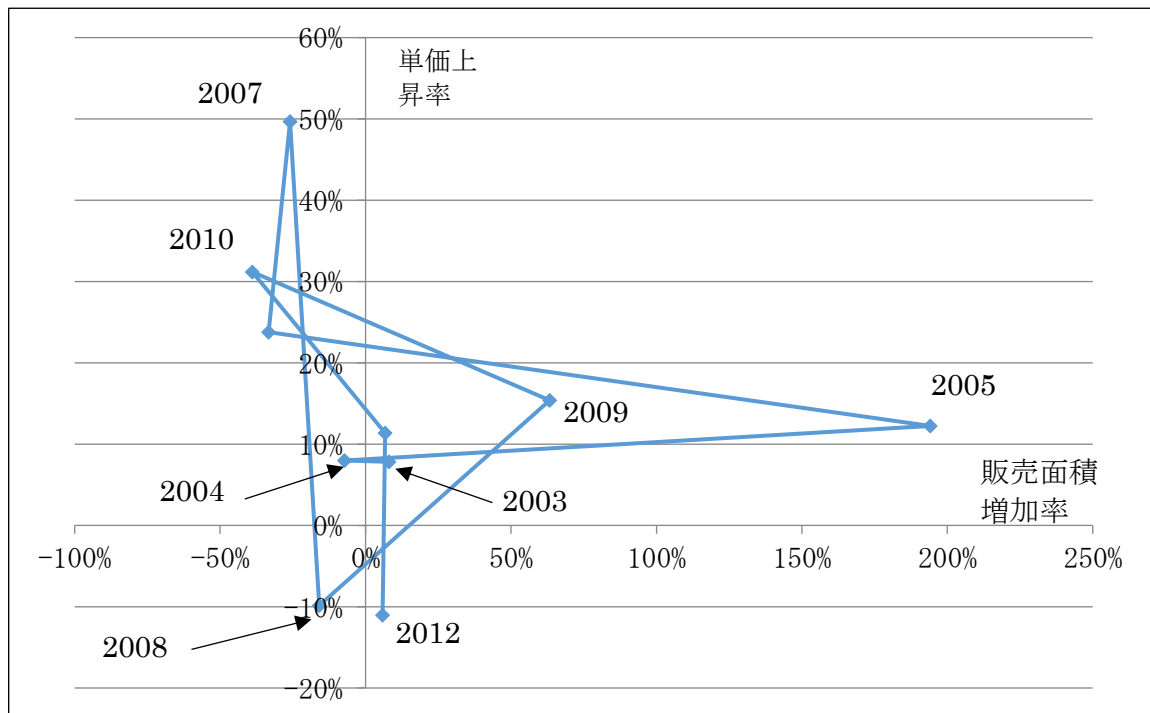


図 3.7 深圳の住宅販売面積増加率と住宅販売単価上昇率

3.5 結 言

本研究では、中国の不動産バブルに関する正反対の二つの評価（不動産バブルとその崩壊に関する二つの評価）への関心から、中国不動産バブルについての文献研究、日本の高度成長期と最近の中国不動産価格の高騰との類似性の検証、および井出・倉橋のモデルを使った中国不動産バブルとその崩壊時期に関する分析を行った。井出・倉橋のモデルでは、中国全国と主要3都市（北京、上海、深圳）について分析した。これらの分析結果から、以下の考察が可能である。

- (1) 2000年以前から中国の不動産バブルが喧伝されていたにもかかわらず、中国全土では2012年まで、不動産バブルの状況に至っていない。不動産価格と取引量が継続して増えているためであり、その理由の一つとして、中国の都市部（とくに地方都市）ではまだ底堅い住宅需要があるためと考えられる。
- (2) 北京や上海など、大都市部ではバブルとその崩壊の可能性が見て取れる。しかし、価格が下落してもその後すぐに取引量が増えている。この背景の一つは、それら大都市部において、まだ不動産需要が旺盛であることを意味する。人口の都市部への集中が続いていることも一つの要因であろう。
- (3) 2012年までの中国の不動産高騰は、日本の高度成長期から列島改造ブームに続く日本での不動産高騰時期に似ている。また、当時の日本の地価上昇率の方が中国に比べて大きく、逆に、GDPの上昇率は中国の方が大きい。
- (4) 中国の不動産価格上昇率と販売面積増加率は、大きく変動している。これは、中国政府の金融政策等による価格の制御機能が（多分、強制的なためでもあろう）、日本や欧米よりかなり機能しているためと考えられる。

不動産バブル崩壊の影響予測はもっと難しい。日本の失われた10年（最近では20年）とサブプライム問題後の米国の不動産価格を比較すると面白いが、その議論は今後の課題としたい。

参考文献

- [1] 山崎養世『チャイナ・クラッシュ - 中国バブル崩壊後、日本と世界はどうなるのか』ビジネス社、2005年。
- [2] 副島隆彦『中国バブル経済はアメリカに勝つ—アジア人どうし戦わず』ビジネス社、2011年。
- [3] 藤村幸義、美土代研究会『シリーズ◆企業・経営の現場から 中国バブル経済のから

- くり』勁草書房、2012年。
- [4]宮崎正弘『中国バブル崩壊が始まった』海竜社、2013年。
- [5]王国培編著、永井麻生子訳『中国も日本のようになってしまうのか？—日中バブル経済比較論』ディスカヴァー・トゥエンティワン、2013年。
- [6]王瑞麗「我国房地產泡沫的測度研究」商場現代化、No. 652、pp. 83-85、2011年。
- [7]井出多加子、倉橋透『不動産バブルと景気』日本評論社、2011年。
- [8]井出多加子、倉橋透「不動産バブルとマクロ経済」土地総合研究、2010年夏号、pp. 19-42、2010年。
- [9]川口有一郎『不動産エコノミックス：不動産価格の7つの謎と住宅価格指数』清文社、2013年。
- [10]都留重人『地価を考える』岩波新書、1990年。
- [11]代春泉、徐青編著『房地產開発』精華大学出版社、pp. 64-99、2011年。
- [12]張承恵、陳道富「中国不動産市場のハードランディングは回避できる」中国資本市場研究、2012春号、pp. 15-29、2012年。
- [13]徐紅芬「我国貨幣政策对房地產價格影響的実証分析」金融理論与实践、No. 387、pp. 112-115、2011年。
- [14]任大川「中国の住宅価格と政府政策」国際金融、No. 1214、2010、pp. 48-53、2010年。
- [15]楊華、張忠任「中国におけるバブル抑制のための不動産税制改革について」総合政策論叢（島根県立大学総合政策学会）、第24号、pp. 17-32、2012年。
- [16]関志雄「調整局面に入った中国の不動産市場」中国資本市場研究、2010年秋号、pp. 42-44、2010年。
- [17]Chi-Man Hu, E., Liang, C. Wang, Z., Song, B. and Gu, Q., “Real estate bubbles in China: a tale of two cities”, *Construction Management and Economics*, 30, pp.951-961, 2012年。
- [18] Lam, L.. “Changes in real estate investment in China after the financial tsunami”, *The Chinese Economy*, 44- 3, pp.59-70, 2011年。
- [19]春山昇華「日本と中国の不動産価格を占う」月刊資本市場、2012年8月号、pp. 54-63、2012年。

第4章 日中不動産業主要企業間の経営財務比較

4.1 緒言

中国政府は、1990年以降、急速に国民経済を発展させ、国民生活の向上を図るため、不動産業を国の主要産業と位置付けた。2013年には住宅販売総額は、全国で86,013億元となり、2001年の住宅販売総額と比べてほぼ13.5倍に増えた。このため、中国の経済発展とともに不動産業は飛躍に拡大した[1]。不動産業の発展にもなって、中国不動産企業の規模も大きく拡大し、2013年には、中国不動産業トップ企業である万科企業の売上高規模[2]は、日本の不動産業トップ2社である三井不動産と三菱地所の売上高合計に迫る規模となっている。急激に成長してきた中国大手不動産企業の特徴、ならびに財務状況は興味のもたれるところである。とくに中国不動産価格のバブル化とその崩壊が懸念される今日[3,4]、中国不動産企業の財務上の安全性について議論することは重要であろう。

不動産企業の財務分析に関しては、日本企業に関していくつかの文献がみられる[5,6,7]。文献[5]は、日本不動産企業10社の経営分析を総合的に行ったもので、主だった財務指標について、主に1973年から1978年までの分析がなされている。この間は、列島改造ブームによる狂乱物価（1973年）から不動産不況を経て回復に向かう期間である。文献[6]は、財務分析の各指標を説明したもので、各産業の2007年～2008年の代表的財務指標の値が載せられている。文献[7]は、本稿でも取り上げる日本の不動産業大手3社のバブル崩壊後の経営立て直しを財務分析と絡めて議論している。文献[5]や[7]からは、棚卸資産の評価など、不動産企業独特の財務分析の難しさを知ることができる。これらのほか、不動産の証券化に関する研究が近年多くみられる[8]。

中国不動産業に関しては、バブル[4]、不動産取引にかかる税等の法整備[9]、会計制度や投資[10]などに関して、幾つかの研究がある。しかし、経営規模の急拡大による企業財務には歪が生じていると推察されるが、中国不動産企業について財務分析を行った研究はほとんど見当たらない。また、日中企業の経営比較に関しては、経営組織や戦略、人事などの視点からの経営比較[11]、黎明期の中国不動産業を対象に土地所有制度や土地税制の視点からの経営比較[12]、自動車分野での戦略等の比較研究[13]などが見られる程度であり、不動産企業を個別に取り上げて経営分析を行った研究は筆者の知る限り見当たらない。

そこで本章では、日中の不動産業トップ企業（2013年度売上高順）をそれぞれ3社取り上げ、それら不動産企業における事業の特徴と財務上の特徴を比較し明らかにする。とくに中国企業は、急速に発展してきた歪として、①負債が大きい、②結果として財務体質は

不健全、という疑念を抱かせる。このため、本稿での財務分析では安全性を重視した財務分析を行い、中国不動産企業の財務状況を明らかにする。

4.2 日中不動産業トップ企業の概要

4.2.1 日本の不動産業トップ5社の創業と海外展開

日本の不動産業トップ5社は、2013年度の売上高ランキングによると三井不動産、三菱地所、住友不動産、東急不動産、野村不動産の順である[14]。表4.1は、それらトップ5社の創業時期、株式上場時期、海外進出時期及び売上高を示したもので、この表から、これらトップ5社の創業時期と海外展開は以下のように要約される。

- 1) 三菱地所の創業時期は、他の4社に比べて最も古く1893年の創業であり、約120年の歴史を持つ。三菱地所の前身は三菱財閥であり、三菱財閥は俗に三井、住友とともに三大財閥と言われ、これら企業グループの発展は、政府との関係が深い[15]。トップの三井不動産の創業は1914年、東急不動産は1922年と古く、住友不動産（1949年）と野村不動産（1957年）は戦後になってからの創業である。
- 2) 海外展開は、三井不動産、三菱地所、野村不動産が早く、1972年～1973年であり、住友不動産（1984年）と東急不動産（2007年）の海外展開は遅い。
- 3) トップ5社の株式上場時期は何れも戦後で、一番早い三井不動産が1949年、一番遅い野村不動産は2003年の上場である。後述するように、海外展開は事業多角化の一つであり、三菱地所グループは、1972年のMitsubishi Estate New York社設立以来培ってきた実績とネットワークを活用して、欧米とアジアに不動産開発を推進している[16]。

4.2.2 中国の不動産業トップ5社の創業と海外展開

中国の不動産業トップ5社は、年度によって若干入れ替わりがある。中国不動産指数研究院の2013年度データ[17]によると、売上高でみた中国の不動産業トップ5社は、万科企業、保利地産、恒大地産、中国海外発展、緑城中国の5社であり、創業時期、海外進出時期等を表4.2に示す。この表より、これらの不動産業トップ5社に関して以下が概観できる。

表 4.1 日本の不動産業トップ 5 社の創業時期等の概要

日本	企業名	創業時期	株式上場時期	海外進出時期	売上高(億円)
1 位	三井不動産	1914	1949 (東京)	1973 年米国三井不動産を設立	15, 152
2 位	三菱地所	1893	1953(東京と大阪)	1972 三菱地所ニューヨーク社を設立	10, 753
3 位	住友不動産	1949	1970(東京と大阪)	1984 年ニューヨークを進出	7, 803
4 位	東急不動産	1922	1956(東京)	2007 年中国上海に諮詢会社を設立	7, 141
5 位	野村不動産	1957	2003(東京)	1972 年海外事業に進出	5, 320

(2014 年の各社の HP より筆者らが作成)

表 4.2 中国の不動産業トップ 5 社の概要

順位	企業名	事業開始時期	株式上場時期と場所	海外進出時期	売上高 (億元)
1 位	万科企業	1984	1991 (深圳)	2011	1, 412
2 位	保利地産	1992	2006 (上海)	-	1, 017
3 位	恒大地産	1996	2009 (香港)	-	923
4 位	中国海外発展	1979	1992 (香港)	-	896
5 位	緑城中国	1995	2006 (香港)	-	547

(2013 年の各社 HP のデータにより筆者らが作成、2015 年)

- 1) 中国不動産トップ企業の創立時期は 1979 年～1996 年と歴史は短い。しかし、2013 年度の売上高をみると、中国不動産企業の売上規模は日本企業に比べて大きく、急速に成長したことが見て取れる。とくに、万科企業の売上高は、既に三井不動産の売上高を上回り、三井不動産と三菱地所の売上高を加えた 2 社合計額とほぼ等しい額となっている。
- 2) 表 4.2 の第 4 列目は各社の株式上場時期であり、1991 年～2009 年に上場がなされている。一番上場が早かった万科企業は、株式上場から 20 年余の歴史をもっている。

ることになる。トップ5社の中では、万全企業だけが2011年に米国不動産市場へ進出している。

- 3) トップの万全企業を除いた4社は、株式の過半が政府によって保有されており、国有企業と見ることができる。

4.3 日中の不動産業トップ3社の事業比較

当初、日中不動産業トップ5社の比較を試みたが、中国企業に関して十分なデータの取得が困難であったことなどから、本節を含む以下の節では、売上高トップ3社を取り上げて議論する。また、財務データは2001年～2013年のものを使用する。

4.3.1 日本の不動産業トップ3社の事業概要

表4.3は、日本の不動産業トップ3社の2012年度の事業内容と各事業の売上高と営業利益を示したものである。表4.3より、これら3社に関しては、賃貸事業と分譲事業が経営の柱となっており、とくにビル賃貸事業が売上高に占める割合が一番大きい。これは、営業利益でみても同様の結果となる。

表4.3より、日本の不動産業トップ3社の事業は以下のように要約される。

- 1) 不動産賃貸事業はトップ3社すべてで重要な事業である。すなわち、これら三菱地所、三井不動産、住友不動産ではオフィスの賃貸事業が売上高、営業利益とも一番大きい。また、本節では示さなかった東急不動産と野村不動産においては、賃貸事業は第二位の事業となっている。
- 2) 売上高でみた住宅分譲事業の事業比率は、トップ3社どれも賃貸事業に次いで大きな事業であり、分譲事業と賃貸事業がこれらトップ3社の2大事業といえる。なお、東急不動産と野村不動産は、分譲事業（住宅事業）が最も重要な事業となっている。
- 3) トップ3社の不動産事業は多角化している。それらには、賃貸事業と分譲事業に加え、管理受託、海外事業、仲介事業、不動産サービス事業、投資マネジメント事業などが含まれる。

4.3.2 中国の不動産業トップ3社の事業概要

表4.4は、中国の不動産業トップ3社の2003年と2012年の事業内容および各事業の売上高と営業利益を示したものである。表4.4より、これら中国トップ3社に関しては、2012年度でみた主要事業は住宅分譲事業であることが分かる。

表4.4から中国トップ企業の事業に関して以下の特徴が読み取れる。

- 1) トップ3社の売上高は、2003年から2012年の間に大きく拡大した。とくに、保利地産の販売額の伸び率が大きく、売上高はこの間に約60倍となっている。一方、トップ企業である万科企業の売上高は、約16倍（成長率は年13.2%）拡大した。なお、この間の中国のGDP成長率は年7.8%（9年間で約2倍）である。

表 4.3 2012年に日本不動産業トップ企業3社の事業別売上高

内訳・会社	三井不動産			三菱地所			住友不動産		
	売上高(百万円)	営業利益	営業利益率(%)	売上高	営業利益	営業利益率(%)	売上高	営業利益	営業利益率(%)
分譲	393,534	23,059	5.9	315,351	11,180	3.5	232,149	38,923	16.8
賃貸事業	458,356	104,352	22.8	442,748	2,317	5.2	278,316	94,186	33.8
マネジメント	348,596	41,579	11.9	7,108	2,129	29.9	-	-	-
三井ホーム	218,387	566	0.3	-	-	-	-	-	-
都市開発事業	-	-	-	50,278	11,180	22.2	171,081	15,358	8.9
ホテル事業	-	-	-	28,299	474	1.7	-	-	-
不動産サービス事業	-	-	-	27,209	1,058	3.9	50,957	14,494	28.4
海外事業	-	-	-	60,892	8,371	13.7	-	-	-
設計監理事業	-	-	-	19,568	1,234	6.3	-	-	-
その他事業	107,245	△85	-	4,480	△10	-	15,790	1,666	10.6
売上高	1,445,644	148,184	10.3	955,865	134,423	14.1	748,295	165,029	22.1

(2013年の各社HPのデータにより筆者らが作成)

表 4.4 2003 年と 2012 年の中国不動産業トップ 3 社の売上高と事業構成

2003 年売上高構成	万科		保利(百万元)		恒大(百万元)	
	売上高(百万元)	構成比	売上高	構成比	売上高	構成比
建設	-	-	-	-	-	-
不動産開発	6,219	97.5	-	-	229	98.2
不動産賃貸・管理	161	2.5	-	-	3	1.3
不動産投資	-	-	96	20.2	-	-
電力・ガス	-	-	190	40.2	-	-
海運	-	-	59	12.5	-	-
その他	-	0	128	27.1	1	0.5
合計	6,380	100	473	100	233	100
2012 年売上高構成	万科(百万元)		保利(百万元)		恒大(百万元)	
	売上高	構成比	売上高	構成比	売上高	構成比
建設	-	-	-	-	-	-
不動産開発	101,580	98.5	19,676	94.5	63,507	97.3
不動産賃貸・管理	859	0.8	-	-	507	0.8
不動産投資・管理	-	-	687	3.3	99	0.2
ホテル経営	-	-	202	1	-	-
電力・ガス	-	-	-	-	-	-
その他	677	0.7	130	1.2	1147	1.7
合計	103,116	100	20,695	100	65,260	100

(2013 年の各社 HP のデータにより筆者らが作成、2015 年)

- 2) 中国不動産企業の事業の中心は住宅開発・分譲事業であり、トップ 3 社の売上高に占める住宅開発の割合は 94.5%~98.5% (2012 年) と日本企業に比べて非常に高い。とくに万科企業は比率が高く、98.5%にもおよんでいる。このことは、これら中国のトップ企業が、都市部でのビル賃貸事業をほとんど行っていない、もしくは規模が小さいことを意味しており、事業の多角化が進んでいないことを意味する。

なお、万科企業の2012年度の実績は、住宅販売面積が1,295.6万㎡、販売金額が103,116百万元であり、中小面積の住宅(144㎡以下のマンション)の売上高が90%以上を占めている。住宅の平均単価は11,295元/㎡であった。また、2012年の時点での中国不動産トップ100社の市場占有率はおおよそ20%であり[17]、寡占化は進んでいないといえる。

4.3.3 日中不動産業トップ3社の事業分析のまとめ

日本の不動産業トップ3社(三井不動産、三菱地所、住友不動産)と中国不動産業トップ3社(万科企業、保利地産、恒大地産)の事業分析の結果は以下の通りである。

日中不動産業トップ企業の間には、事業構造に関して顕著な違いが見られる。例えば、2012年度財務諸表でみる三井不動産の事業は、住宅開発・分譲39.5%、オフィスビル賃貸31.4%、不動産管理29.1%であり、賃貸事業の比率が高い。このように、日本の不動産業トップ3社の事業は多角化しており、分譲、賃貸、管理受託、海外事業、仲介事業、不動産サービス事業、投資マネジメント事業などを行っている[18]。

一方、中国トップ3社は、住宅開発・分譲の比率が94%以上を占めている。中国における賃貸事業は、急激な成長を見せてはいるものの、まだ売上高に占める比率は小さい。その理由は、賃貸事業の収益性(とくに売上高営業利益率)が住宅の開発・分譲事業より低いためと考えられる。しかしそれでもなお、ビルの賃貸事業は中国の不動産業における重要な事業であり、誰がそれを担っているか興味のもたれるところである。この点は、次節ならびに第5章において議論したい。

また、中国不動産業大手企業の前身は、異業種からの参入が多い。例えば、第2位の保利地産の事業を2003年と2012年で比較すると、2003年には電力・ガス事業が40.2%と最重要事業であったが、2012年には不動産開発・分譲事業が売上高の94.5%を占めている。ここからも間接的ながら、中国において不動産開発・分譲事業の収益率の高いことが推察できる。

4.4 日中不動産業トップ3社の財務分析

中国と日本とで企業財務データの統計の取り方および財務の用語に関して、若干の相違があることを前提として、日中の不動産業トップ3社の間で財務比較を行う。日中間での主な財務データの違いには、決算時期、経常利益などがある。経常利益は中国企業の決算書には記載されていない。

財務分析は、収益性、成長性、安全性、効率性の分析が基本とされる[6]。日中企業間の比較において、成長性は、売上高や営業利益などの増加率として概観するにとどめる。分析の期間は、2001年～2013年の13年間とする。

4.4.1 日中不動産業トップ3社の収益性の比較

収益性は、売上高、営業利益および売上高営業利益率で測ることとする。日中不動産業トップ3社の売上高、営業利益、売上高営業利益率をそれぞれ図4.1～図4.3に示す。ただし、1元を16円として日本円に換算した値を使用した（以下、同様とする）。

(1) 売上高・営業利益

図4.1と図4.2に日中不動産業におけるトップ3社の売上高と営業利益を示す。これらの図から、中国のトップ不動産企業の売上高と営業利益は、2001年以降の13年間に、中国の経済発展とともに大きく拡大したことが分かる。一方、日本のトップ3社の売上高や営業利益は、2007年まで緩やかに成長してきたが、それ以降成長が止まっている。売上高は、2012年前後に中国企業3社が日本企業3社を追い越し、営業利益も中国企業が日本企業を上回った。

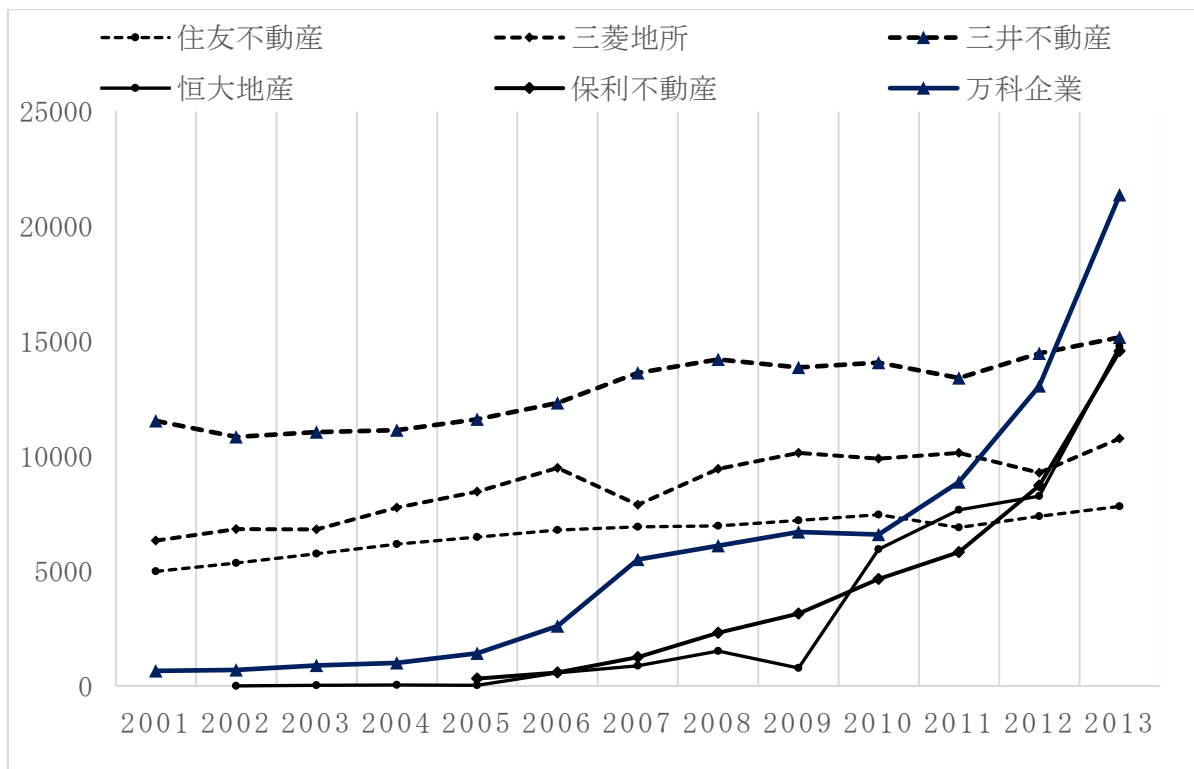
(2) 売上高営業利益率

売上高営業利益率は、営業利益額を売上高で除して求められる。売上高営業利益率の推移を図4.3に示す。この図より以下が見て取れる。

- 1) 中国の3社の営業利益率は、日本3社よりおおむね高い。とくに、恒大地産は高い営業利益率を維持しており、変動は大きいものの、2006年以降、20%～30%の高い営業利益率を維持している。一方、保利地産は、営業利益率が減少傾向にある。
- 2) 日本の3社の中で、住友不動産の営業利益率は20%程度で他社より高く、2013年度には万科企業や保利地産より高くなっている。三井不動産の営業利益率は10%程度と一番低い。それでもなお、営業利益率は自動車など他の産業より高い。
- 3) 中国企業は利益率の変動が大きい。理由として、中国政府の不動産政策及び金融政策が、近年、頻繁に変更された[19]ことによると推察される。
- 4) 日中の中で営業利益率に違いが生じている理由として以下が推測される。
 - ① 中国では土地取得コストが、日本企業3社が基盤とする日本の都市部での土地取得コストに比べて安い。
 - ② 住宅分譲事業の営業利益率が賃貸事業より高い。この点は、住宅分譲事業の比率が高い住友不動産が高い営業利益率を実現していることから推測できる。

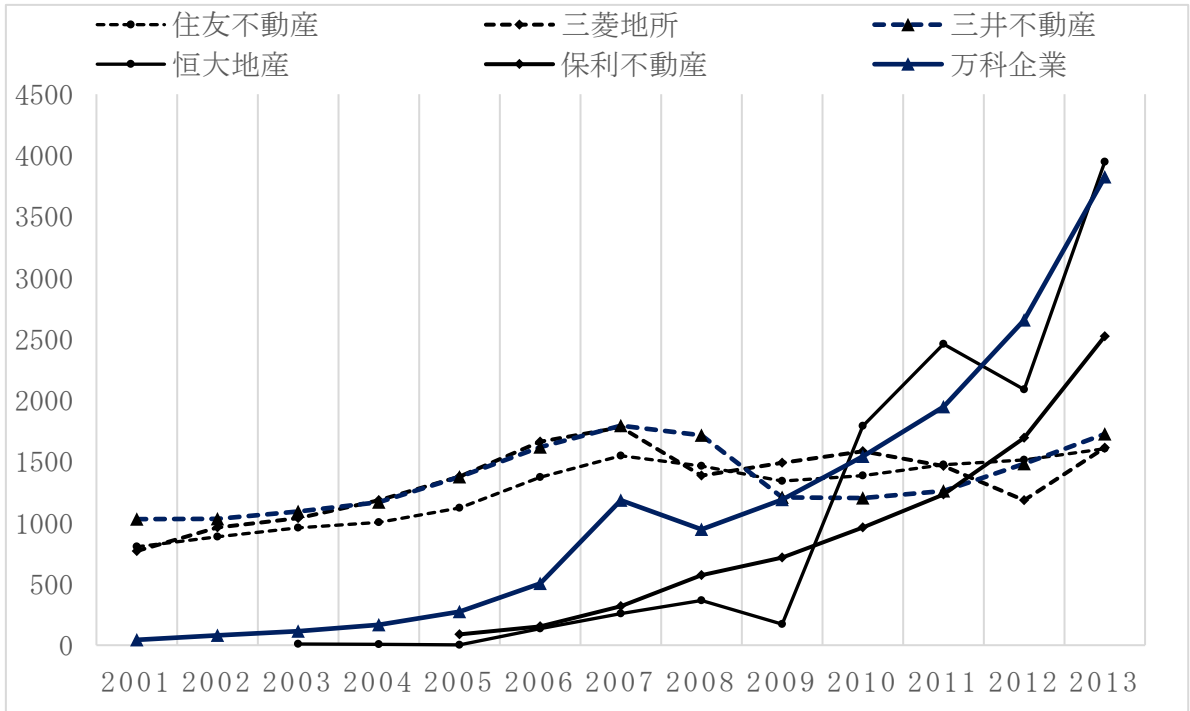
2001年～2007年の時期に、飲料など他の産業分野に属していた多くの中国企業が不動産業に参入した。その理由の一つとして、不動産の開発・分譲事業の収益性のよさを含め、以下があげられる。

- 1) 中国政府は、不動産業に関して様々な政策を発令し、とくに住宅の質の向上を促した。また、リーマンショックでの景気減速に対する対策として、中国政府は、4兆元の景気刺激策を実施した[7]。
- 2) 中国の不動産企業は、多くの土地を安く手に入れることができ。これら開発用土地の大量保有によって、不動産開発・分譲の事業拡大が可能になった。これは、図 4.4 の販売面積の伸びからも推測できる。
- 3) 2000 年以降、中国の各都市において、住宅に対する潜在需要が拡大し、中国不動産市場、とくに全国の住宅販売面積（中心はマンションの販売面積）が大きく伸長した（図 4.4 参照）。一方、日本の不動産業は、1990 年のバブル崩壊以降、成長率は大きく鈍化し、その後の長期不況によってオフィスビルの需要も低迷した[20]。

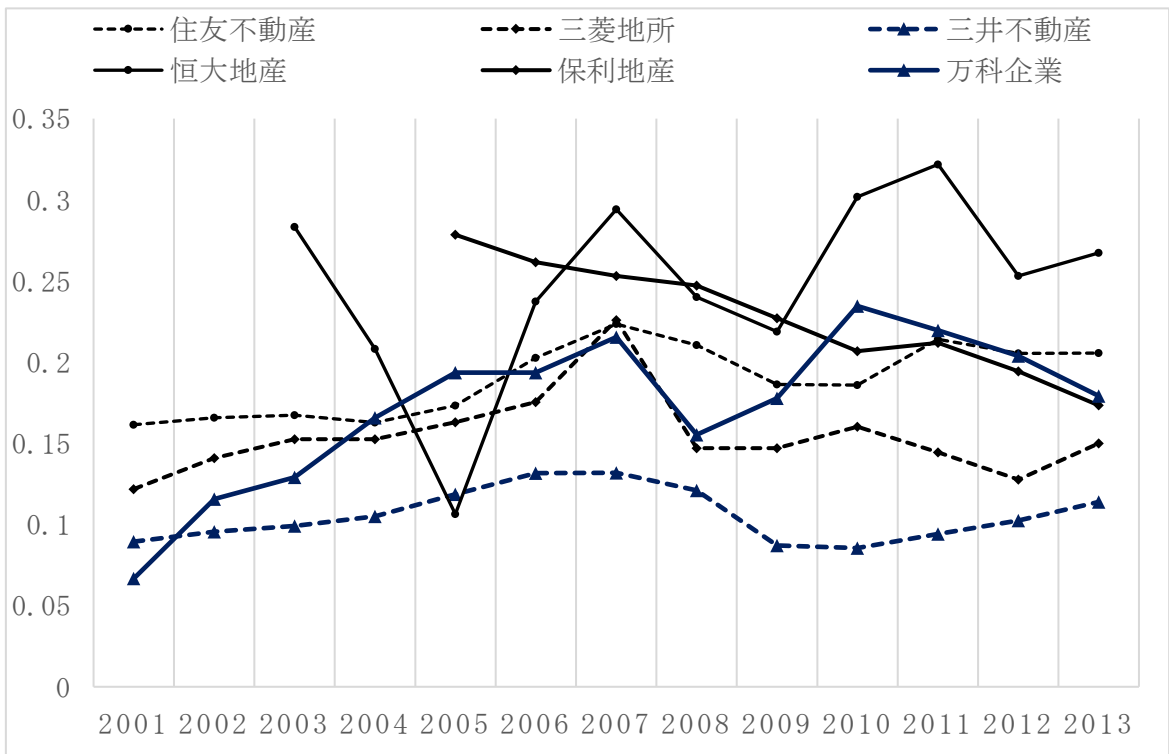


(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)

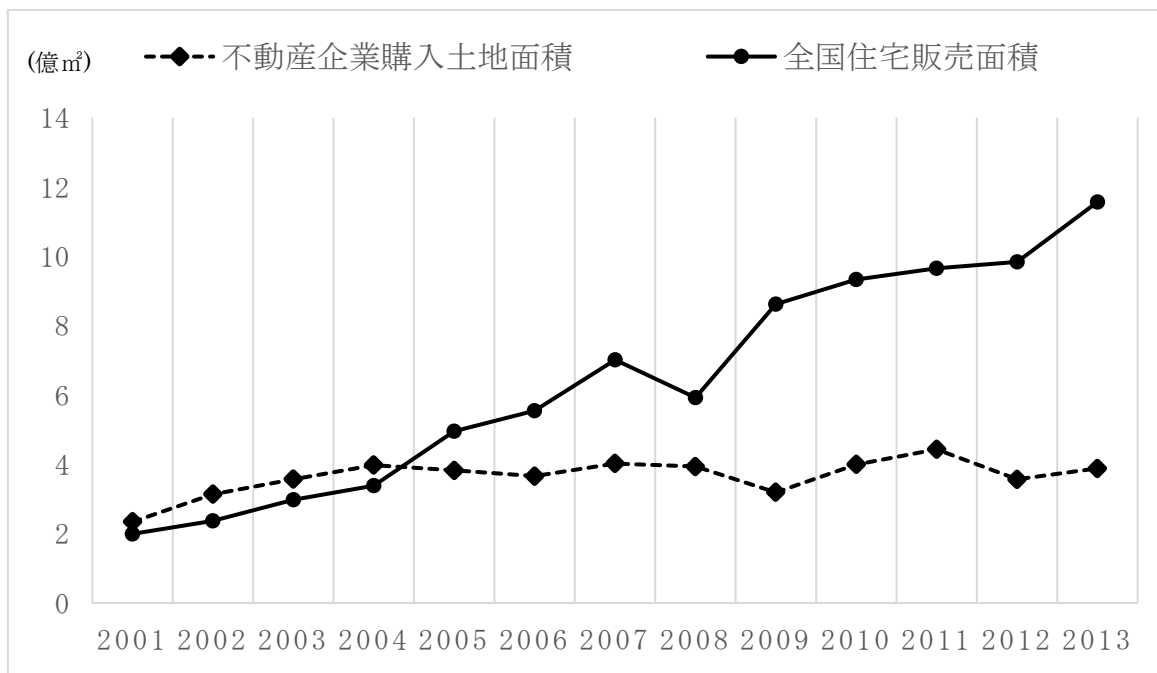
図 4.1 日中不動産業トップ 3 社の売上高の推移



(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)
 図 4.2 日中不動産業トップ3社の営業利益の推移



(各社の決算書より筆者ら作成)
 図 4.3 日中不動産業トップ3社の売上高営業利益率の推移



(中国統計局のデータより筆者ら作成、単位：億㎡)

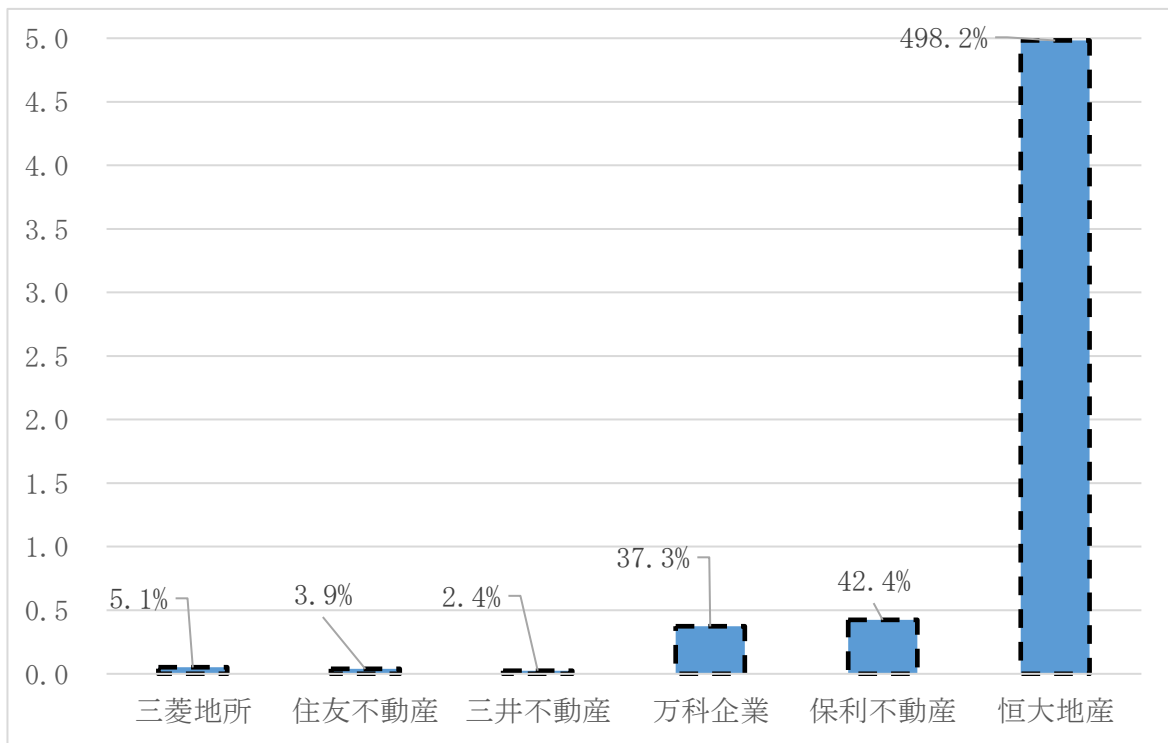
図 4.4 中国の住宅販売面積と購入土地面積の推移

4.4.2 日中不動産業トップ3社の成長性の比較

図 4.1 と図 4.2 とから、売上高と営業利益に関して中国の不動産業トップ3社が高い成長率を示していることは明らかであり、その理由についても 4.4.1 節の後半で述べた。このため、若干冗長ではあるが、簡単に日中不動産業トップ企業の成長性について簡単にふれておこう。

図 4.5 は、2001 年～2013 年の 13 年間の平均売上高伸び率を示したものである。日本企業は、2.4%～5.1%、中国企業は 37.3%～498.2%と日本企業に比べて 10 倍以上の伸び率を示している。平均伸び率以外では、図 4.1 と図 4.2 から以下のことが観察できる。

- 1) 中国の不動産企業の売上高伸び率は年ごとの変動が大きい。これは、中国の経済発展に伴う不動産需要の拡大、リーマンショックに対する中国政府の景気刺激策の実施、住宅価格高騰に対する中国政府の引き締め策の実施[21]といった綱引きが原因となって、売上高伸び率が年ごとに大きく変動したと考えられる。
- 2) 恒大地産は、売上高の平均伸び率が非常に高い。恒大地産は、2003 年以前は他の業界に属していたが、その後、不動産業に参入し、また、2009 年には香港市場に上場して得た資金で大規模な不動産開発・分譲を行って事業規模を急拡大させた。



(各社の決算書より筆者ら作成)

図 4.5 日中不動産業トップ 3 社の平均売上高増加率

4.4.3 日中不動産業トップ 3 社の安全性の比較

売上高や営業利益率が高くても企業は倒産することがあることから、安全性が評価される。とくに不動産バブルの崩壊が喧伝される中国不動産企業にあっては、安全性の分析に興味をもたれる。安全性の指標には、流動比率をはじめ、多くの指標がある[5, 6]。

(1) 流動資産・流動負債・流動比率

短期に支払期日が到来する流動負債を賄う能力として流動比率が伝統的に利用されている。流動比率は、流動資産を流動負債で除して求められる。不動産開発企業は、「長期にわたって仕込まれた販売用不動産が長期資金で賄われることが多いので、公式どおりでない」[5, p. 207]とされる。一方、中国不動産企業は(金利の高い)短期資金を借り入れ、事業規模を急拡大させ、このため流動負債(図 4.6 を参照)が急増してきたことが推察される。

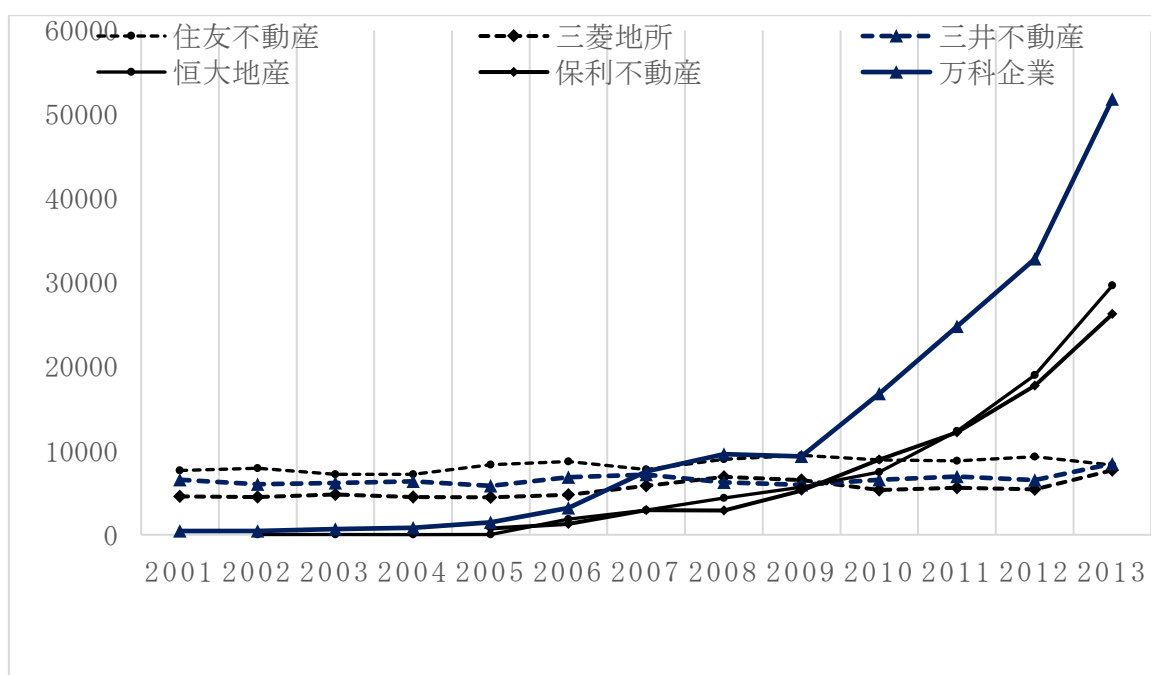
各社の流動資産と流動比率の推移をそれぞれ図 4.7 と図 4.8 に示す。

中国企業は、流動負債の増加と流動資産の増加が平行して進んでおり、結果として流動比率は、大略 150%以上を維持している。この水準は、住友不動産を除いた日本企業とほ

ほぼ同じ値もしくは大きな値となっている。住友不動産の流動比率は、他の企業に比べて低く、100%前後と低い値である。

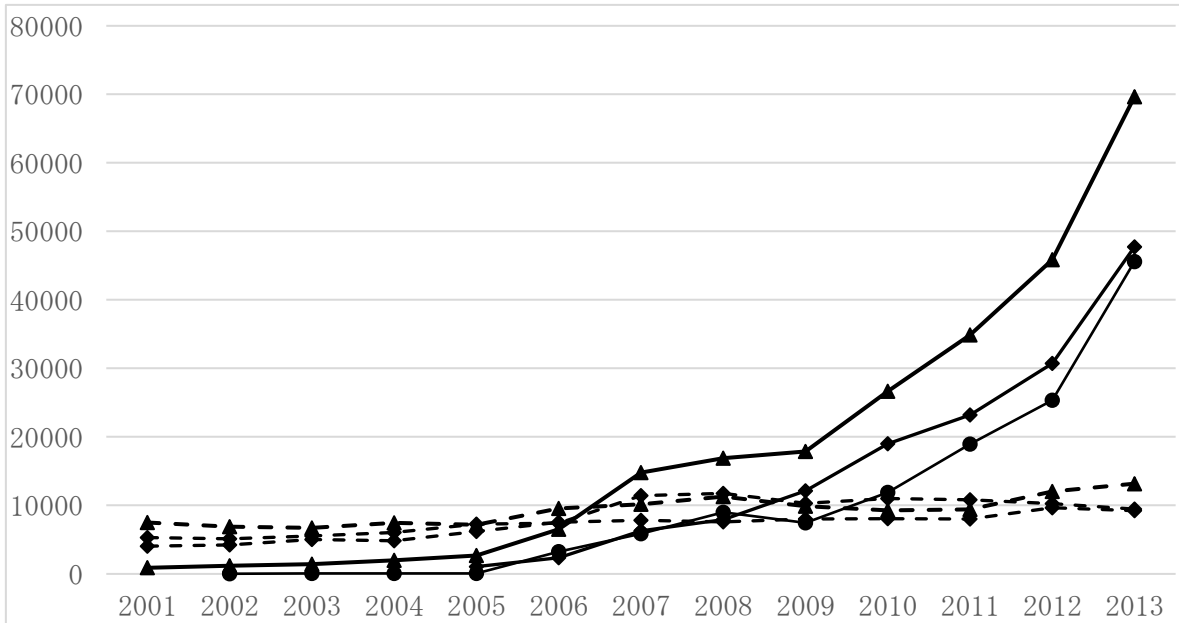
中国の不動産企業は、図 4.6 と図 4.7 から、流動負債の増加にともなって流動資産の増加が図られており（というより、借り入れた負債でもって土地を購入し、流動資産が増えたのが実態であろう）、流動比率は日本企業と同程度、ないしは高い値となっている。しかし、不動産業の特徴を考慮するとき、中国企業は、流動比率が高いことで短期的な財務安全性が日本企業より高いとはいえない。何故なら、流動資産の中には、現預金及び売上債権とともに棚卸資産が多く含まれるためである。とくに中国企業は棚卸資産を多く保有していると推察され、景気の急激な減退がある場合、「不動産が売れない」もしくは「不動産価格が下がる」といった影響を受けやすいと思われる。この場合、短期的支払い能力を測る尺度として流動比率だけでは不十分と考えられる。

短期支払いに能力を測る尺度として、流動資産から棚卸資産を除いた当座資産を用いた当座比率も有効な尺度として利用される。4.5.2 節では、2013 年度のデータを使って当座比率を計算し、再度、短期支払い能力の面から見た安全性について議論する。



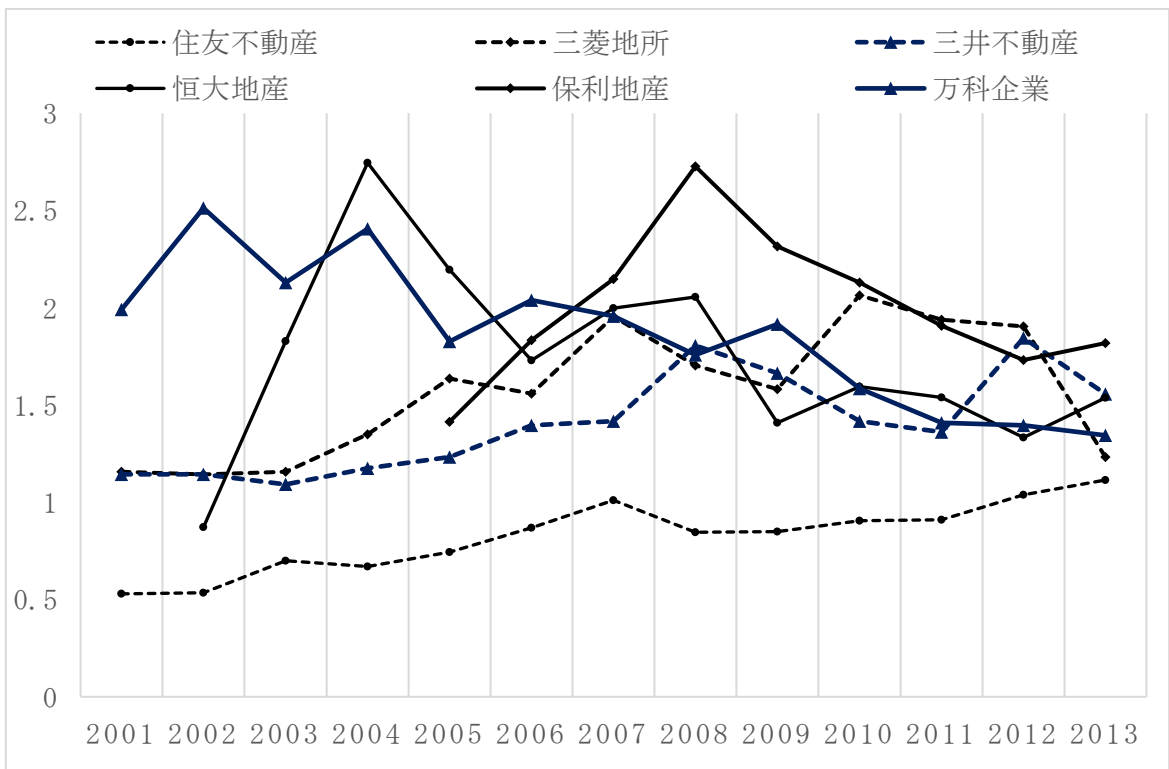
(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)

図 4.6 日中不動産業トップ 3 社の流動負債の推移



(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)

図 4.7 日中不動産トップ 3 社の流動資産の推移



(各社の決算書より筆者ら作成)

図 4.8 日中不動産トップ 3 社の流動比率の推移

(2) 固定資産・固定負債・固定長期適合率

長期的安全性を測る指標の一つとして固定長期適合率がある。これは、固定資産を自己資本と固定負債の和で除した値である。固定長期適合率を述べる前に、固定資産と固定負債の日中比較をしよう。図 4.9 と図 4.10 はそれぞれ、2001～2013 年における日中各企業の固定資産と固定負債の推移を示したものである。

固定負債は、中国企業のもつ負債額が日本企業に比べて非常に小さい。その理由として以下が影響していると考えられる。

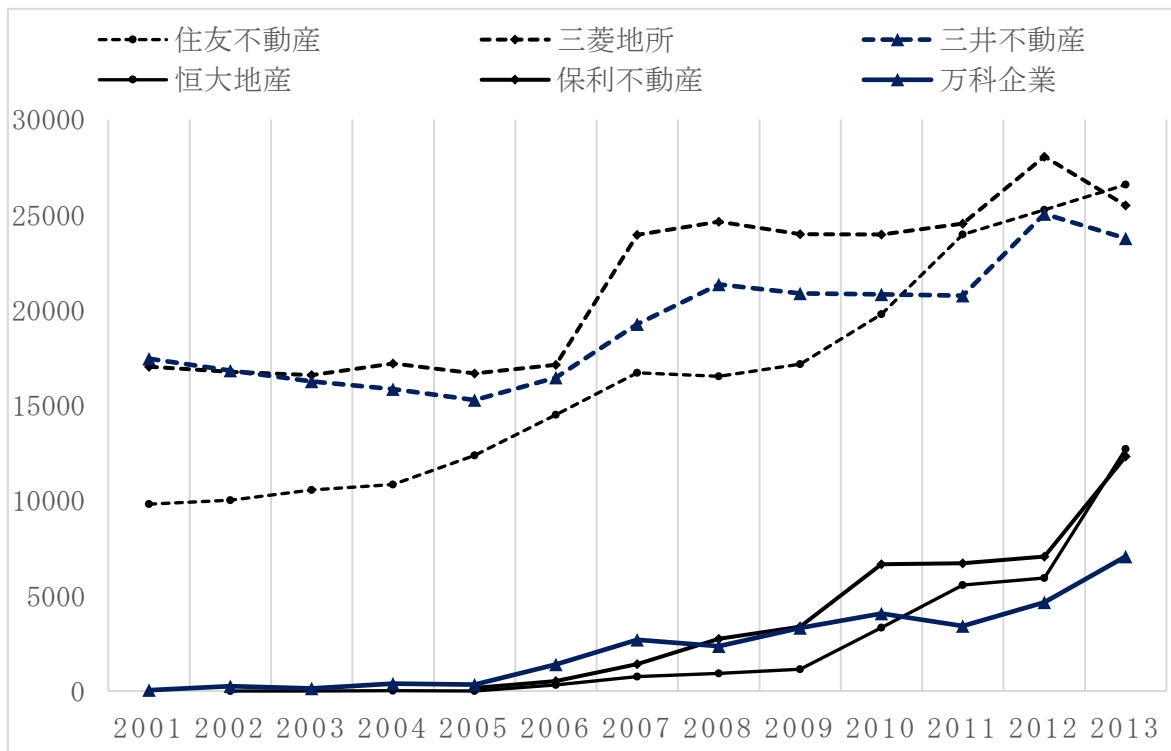
- 1) 中国不動産企業は、短期借入金に依存し、流動負債が大きい。
- 2) 本節で取り上げた中国トップ企業は、住宅の開発・分譲事業を主としており、賃貸事業に比べて開発・分譲事業は資金の回収期間が短い。
- 3) 現金取引が中国の商慣習にある。

日中不動産トップ 3 社の固定資産については、固定負債と似た傾向をもち、図 4.10 より中国企業の固定資産は、日本企業に比べて非常に小さい。日本の 3 社は、都市部における賃貸用不動産を固定資産として保有するためであり、中国トップ企業はそのような賃貸用資産の保有が非常に少ないためである。

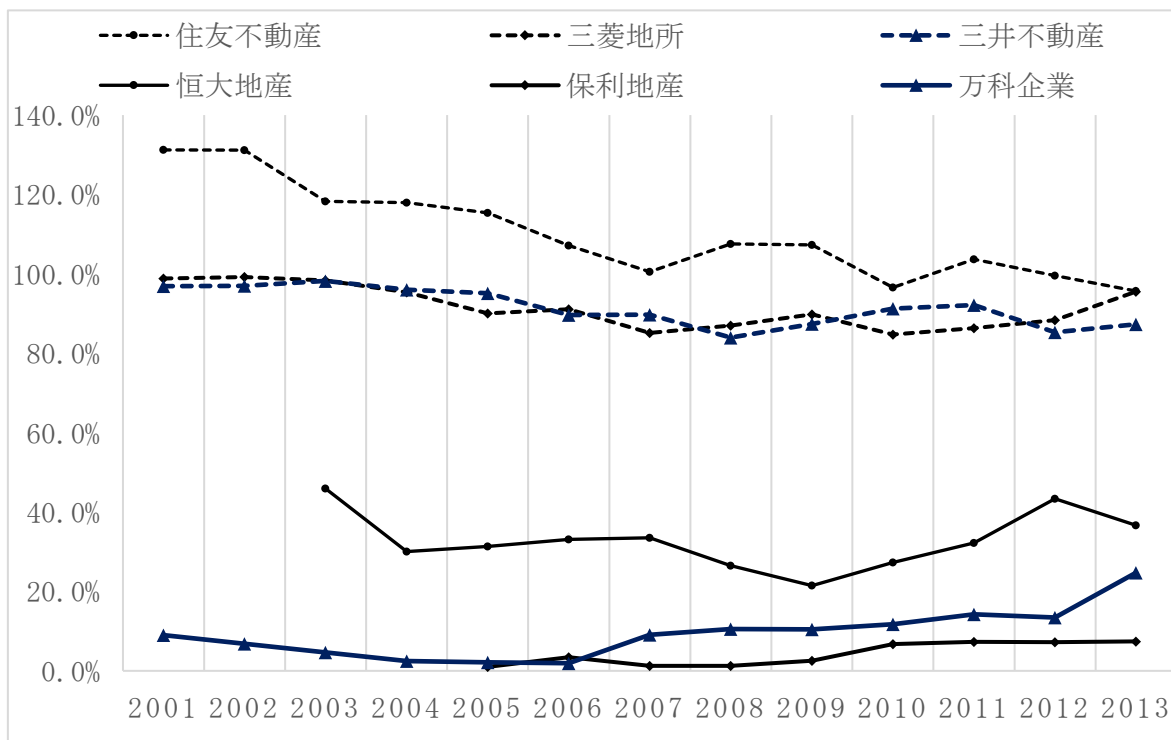


(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)

図 4.9 日中不動産業トップ 3 社の固定資産の推移



(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)
 図 4.10 日中不動産業トップ3社の固定負債の推移



(各社の決算書より筆者ら作成)
 図 4.11 日中不動産業トップ3社の固定長期適合率

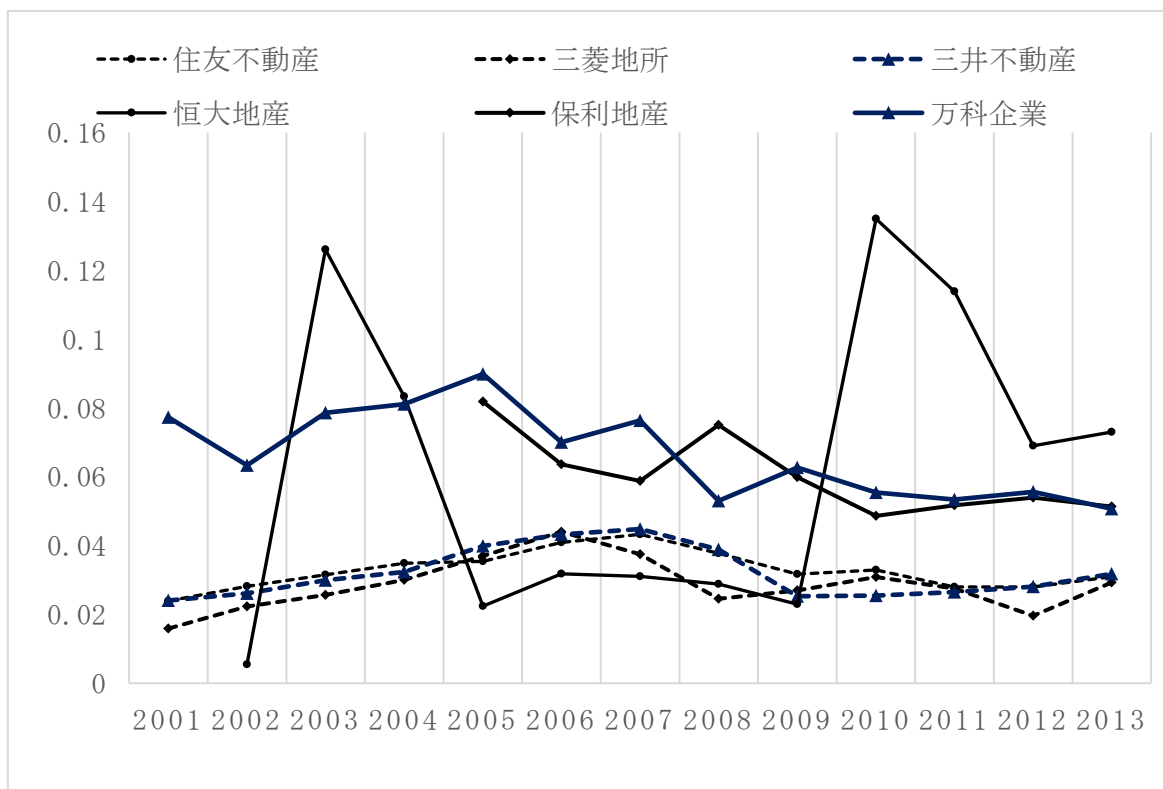
長期間現金化しない固定資産は、長期間返済義務が発生しない資金で賄っておくのが理想[6]とされ、固定長期適合率の値は100%以下が健全とされる。各企業の固定長期適合率の推移を図4.11に示す。どの企業も100%以下で推移しており、とくに中国企業の比率が非常に小さい。理由は、先ほど述べたように、中国企業は賃貸用の固定資産をほとんど保有していないためである。しかし、不動産企業において、賃貸用固定資産を保有していないことが、将来とも経営の安定に寄与するかどうかは疑問である[5: p.209]。

4.4.4 日中不動産トップ3社の効率性の比較

本節では、総資産営業利益率と棚卸資産回転率によって効率性を評価する。

(1) 総資産営業利益率

総資産営業利益率は営業利益を総資産で除して求める。各社の総資産営業利益率の推移を図4.12に示す。図より、2001～2013年までの13年間の日本企業3社の総資産営業利益率は2.5%～5.3%で推移しているのに対し、中国企業は、恒大地産を除いて、3.8%～9.3%と日本企業より高い。恒大地産は、2005年に不動産業へと事業転換を図り、2009年に株式上場を行って得た資金を住宅開発事業に投資した。それによって総資産営業利益率が大きく変動したと推察される。



(各社の決算書より筆者ら作成)

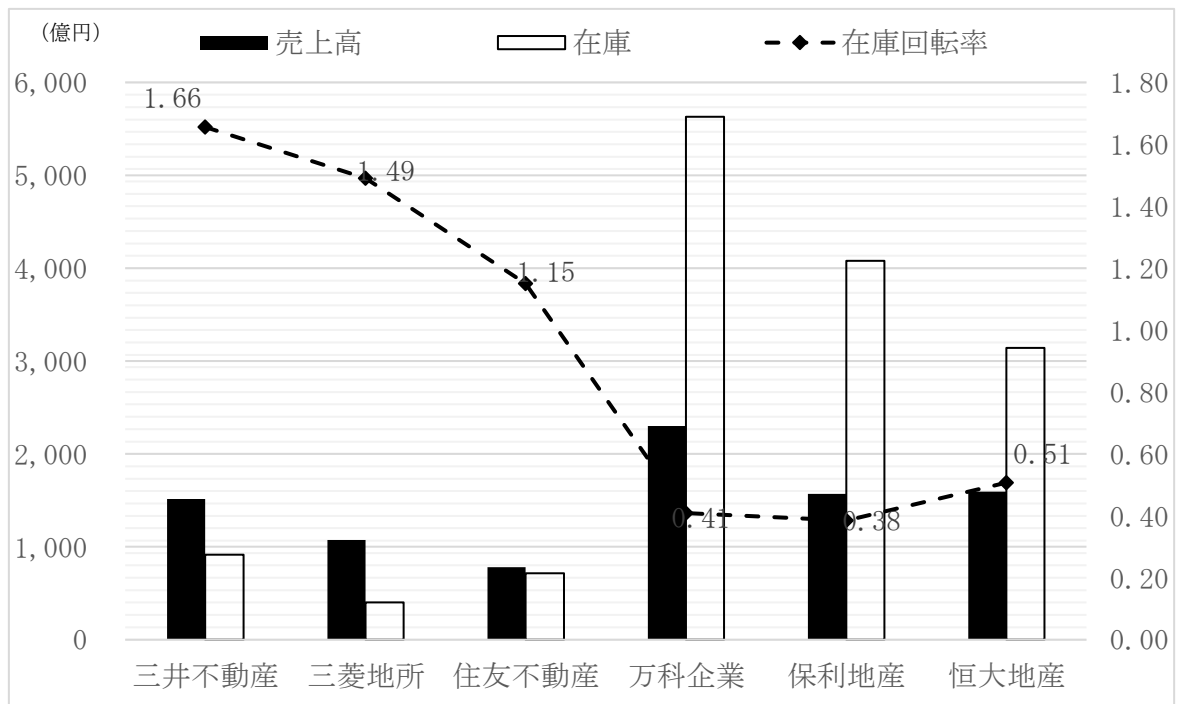
図 4.12 日中不動産業トップ 3 社の総資産営業利益率

(2) 棚卸資産回転率

棚卸資産回転率は、売上高を棚卸資産で除して求められる。棚卸資産回転率の推移を図 4.13 に示す。図 4.13 より、中国企業は、売上高に比べて多額の棚卸資産を有しており、棚卸資産回転率は、日本企業に比べてかなり低い。ここからも、売上高に比べて大量の販売用不動産を保有している様子が見て取れる。

中国企業 3 社の主な事業が住宅の開発・分譲であり、開発中のものを含め、土地と住宅の在庫が大きいことを意味する。この章で取り上げた日本企業 3 社は、分譲事業の比率が中国企業と比べて小さく、棚卸資産は小さい。中国企業は、棚卸資産が大きいため、経済不況によって住宅価格の値下がりが発生すると、資金繰りを含め、財務上の問題を発生させる可能性が高いといえる。

表 4.5 は、2013 年度決算でみた各社の流動資産と棚卸資産を示したもので、この表には 2013 年度の日中不動産業トップ 3 社の流動資産に占める棚卸資産の比率も示してある。表より、三菱地所を除いて日中間で流動資産に占める棚卸資産の割合に大きな違いは見られない。三菱地所は、分譲事業の比率が少なく、棚卸資産の保有が少ないためと考えられる。また、中国企業は、当座資産も棚卸資産も大きいといえる。



(各社の決算書より筆者ら作成、単位：億円)

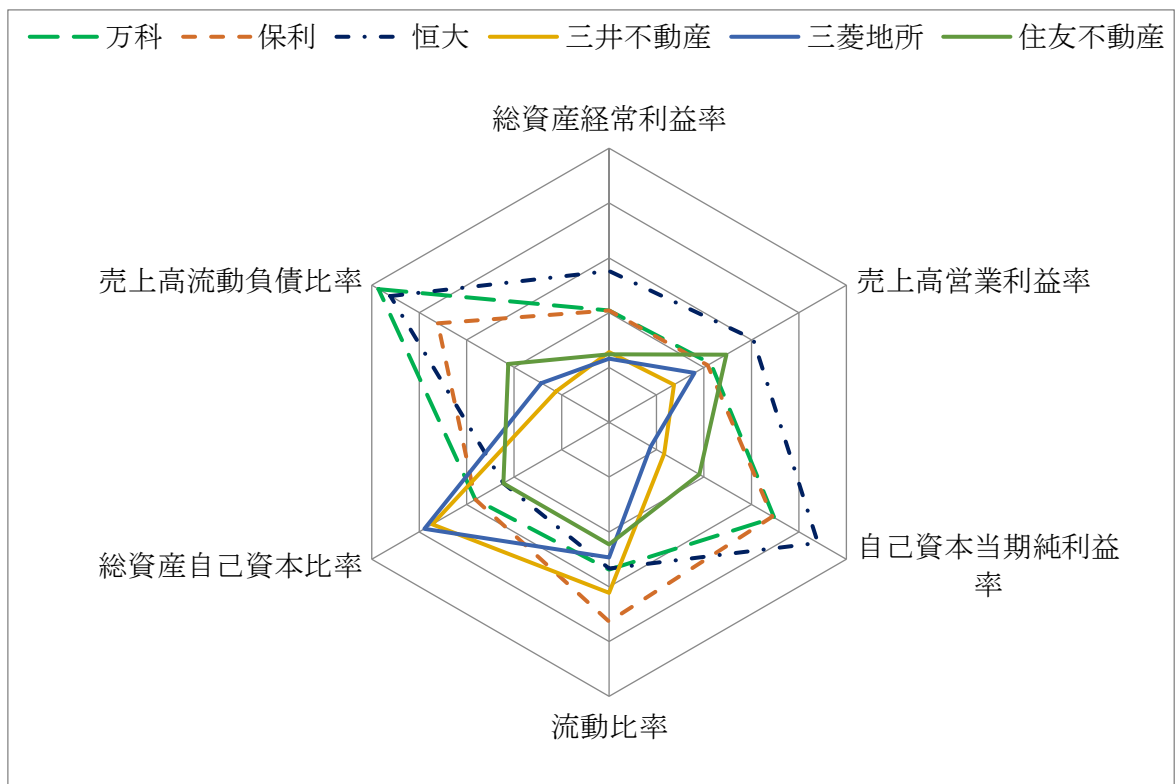
図 4.13 日中不動産企業の売上高と棚卸回転率(2013年)

表 4.5 2013年における日中不動産トップ3社の流動資産と棚卸資産

日本トップ3社	棚卸資産	流動資産	比率(%)
三井不動産	915,222	1,317,170	69.48
三菱地所	402,655	946,522	42.54
住友不動産	715,778	924,451	77.43
中国トップ3社	存貨	流動資産	比率
万科企業	5,298,128	7,514,799	70.5
保利地産	3,838,512	5,151,136	74.52
恒大地産	2,957,296	4,919,426	60.12

注：中国財務諸表での棚卸は存貨。これには、販売用不動産、仕掛販売用不動産、開発用不動産が含まれる。表の比率は「棚卸資産÷流動資産」。資産の単位は百万円。

(各社の決算書より筆者ら作成)



(筆者ら作成)

図 4.14 日中不動産企業トップ 3 社の収益性と安全性に関する総合比較

4.5 2013 年度データを使った日中不動産業トップ企業の総合比較

4.5.1 レーダー・チャートによる総合的比較

2013 年度の財務データを用いて、日中不動産企業トップ 3 社の収益性と安全性に関する総合比較を行うため、レーダー・チャートを描いて「見える化」した。レーダー・チャートを図 4.14 に示す。図は、収益性の指標として売上高営業利益率を、効率性の指標として総資産営業利益率と自己資本利益率を、安全性の指標として売上高流動負債比率、流動比率、(総資産)自己資本比率の 3 つを取り上げて描いた。売上高流動負債比率は、流動負債を売上高で除した値である。収益性と効率性に関しては中国企業が日本企業より概ね高い値を示し、安全性に関しては日中の優劣を付けがたい。

4.5.2 安全性に関する総合的比較

4.4.3 節では、安全性の指標として流動比率と固定長期適合率を取り上げ、流動比率に関しては日中間で大差がないこと、固定長期適合率は中国企業が大幅に低いことを示し

た。安全性に関する財務上の指標は多い[5, 6]。そこで本節では、表 4.6 に示す 2013 年度の財務データを用いて、より多くの安全性指標を日中不動産企業について計算し、日中不動産企業の財務上の違いを議論するとともに、1973 年当時の日本企業の財務指標とも比較しつつ 6 社の財務安全性について議論する。取り上げた財務指標と計算結果を表 4.7 に示す。

(1) 流動比率

流動比率に関して、追加的考察をしておこう。不動産企業の流動資産には販売用不動産（棚卸資産）が含まれる。中国企業は大量の棚卸資産を保有していることから、流動資産が大きく、流動負債が大きいものにも関わらず流動比率は大きい値を示している。なお、1973 年の三井不動産の流動比率は 162.3% [5, p. 207] であり、現在の中国 3 社と同程度である。

(2) 当座比率

表 4.7 より、棚卸資産を差し引いて計算した当座比率でも、中国企業が若干高いといえる。なお、一般製造業では 100% を超えれば支払い能力が良好とされるが、負債が巨額な不動産企業は、短期借入を利用するため流動負債が大きく、当座比率は 100% を割るといわれ [5, p. 208]、表 4.7 の値はどの企業も 100% をかなり下回っている。

(3) 固定比率と固定長期適合率

表 4.7 において、固定長期適合率は何れの企業も 100% 以下であるが、固定比率は、日本企業で 100% を大きく超えている。通常、100% 以下が理想とされるものの、日本の不動産企業は、巨額の賃貸用不動産を保有し、それが固定比率を高くしている要因であり、賃貸用不動産が不動産企業の経営の安定に寄与している点に留意する必要がある [5, p. 209]。例えば、1973 年当時、大和団地（後に大和ハウスに吸収）の固定比率は 5.8% と極めて小さく、三菱地所のそれは 210.2% と対照的に高かったものの、三菱地所は保有する賃貸用不動産によって経営は長期的に安定していたようである。

(4) 自己資本比率

中国企業の自己資本比率は、住友不動産より高く、三井不動産や三菱地所より低い。日中間で大差はないと考えてよい。中国企業の自己資本比率は、1973 年当時の三菱地所 20.7% や住友不動産 6.1% [5, p. 211] よりかなり高いといえる。

(5) 有利子負債比率と借入金比率

有利子負債比率は、有利子負債を売上高で除した値であり、借入金比率は、負債合計を売上高で除して求めた値である。これらは負債の支払い能力を表す指標である。表 4.7

より、借入金比率は中国企業が若干低い値を示している。有利子負債比率も中国企業が小さく、研究当初の予想とは逆の結果となった。

中国企業の有利子負債比率が小さい理由の一つとして、中国企業では、完成前住宅の販売が行われ（所謂青田買い、現在の日本では原則禁止）、（2015年時で）契約時に価格の30%程度の頭金が不動産企業に支払われ、これらは利息のかからない流動負債となるため、中国企業は研究当初の予想に反して有利子負債が少ない結果となった。

(6) 手元流動性比率

当座比率は、日中間で大きな差は見られないが、当座資産を売上高で除した手元流動性比率は、日本企業が売上高の2.5カ月～3.8カ月分、中国企業が8.2カ月～13.4カ月分と中国企業が非常に大きい。

中国の実態は不明であるが、かつての日本の不動産企業の場合、拘束性預金などのために借入金の大きい会社ほど、手元流動性が高いとされた[5, pp. 200-201]。表4.6の流動負債を説明変数、当座資産を従属変数として相関係数を求めると、決定係数 $R^2=0.866$ （流動負債と手元流動性比率の間の決定係数は $R^2=0.607$ ）、相関係数 $R=0.931$ （同 $R=0.779$ ）となり、中国企業においても負債が大きいほど当座資産が大きいことが分かる。

(7) インタレスト・カバレッジ・レシオ (ICR)

ICR (interest coverage ratio) は、営業利益と金融収支の和を支払利息で除した値[6, p. 300]であり、「金融支払能力度」と呼ぶこともある[5, p. 206]。営業利益は、中国企業が日本企業より大きいものの、支払利息が大きいため、ICRは日本企業より中国企業が小さい。なお、保利地産は、決算書に支払利息と受取利息の記述がされておらず（差引結果のみが記載）、計算はできていない。

(8) DE レシオ

DE レシオは、有利子負債 (debt) を純資産 (equity) で除した値[6, p. 300]であり、有利子負債比率が分母に売上高を使用するのに対し、DE レシオは分母に自己資本を使用する。有利子負債の多い企業における負債額の妥当性を評価するための指標の一つである。比較的近い経営指標に自己資本比率があるが、これは「似て非なる指標」[6, pp. 274-275]とされる。DE レシオは、表4.7でみるように中国企業が優れている。その理由は、中国企業が多額の現・預金を保有し、かつ前受金として利息のかからない負債を保有しているためである。

(9) 安全性に関する分析のまとめ

表4.7の最後の列は、安全性に関する経営指標について、日本企業に対する中国企業

の優劣を示すものであり、○は中国企業が優れている、△は中国企業がやや優れている、～は同程度、▲はやや劣っている、×は劣っていることを示す。

この列を一瞥すると、財務指標の妥当水準がビジネスモデルや規模によって異なることを無視した比較ではあるが、ICR と手元流動性比率を除いて中国企業が日本企業と同程度か優れていることが分かる。すなわち、表 4.6 に示した財務指標の値を見る限り、中国企業の財務内容は安全性に関して危惧すべき状況にあるとはいいがたい。とはいえ、中国企業は営業利益に対する支払利息が多額であること、さらに大量の棚卸資産を保有していることから、不動産不況の到来による販売不振と住宅価格の下落が起きれば、資金繰りなど財務上の問題が生じる可能性が高いと予想される。しかし、この点の客観的な影響度は今後の研究課題である。

表 4.6 分析に使用する各社の 2013 年度財務データ

資産等項目	三井不動産	三菱地所	住友不動産	万科企業	保利地産	恒大地産
流動資産	1,317,170	946,522	924,451	6,965,644	4,774,709	4,559,932
棚卸資産	915,222	719,357	679,494	5,218,656	3,780,934	2,912,937
当座資産	401,948	227,164	244,957	1,746,988	993,775	1,646,995
固定資産	3,232,651	3,818,846	3,220,428	585,540	172,263	926,080
資本合計	4,549,821	4,765,368	4,144,879	7,551,184	4,946,972	5,486,012
流動負債	846,312	767,747	829,517	5,183,054	2,625,784	2,965,568
固定負債	2,377,089	2,550,527	2,658,379	706,638	1,231,496	1,270,197
負債合計	3,223,401	3,318,274	3,487,896	5,889,692	3,857,280	4,235,765
有利子負債	3,091,336	3,213,003	3,291,930	2,197,754	1,874,073	2,046,780
自己資本	1,233,081	1,447,093	707,947	1,661,719	1,089,851	1,255,914
売上高	1,515,252	1,075,285	780,273	2,134,203	1,455,515	1,476,271
営業利益	172,567	139,638	160,471	382,353	252,270	394,693
当期純利益	76,845	45,507	59,825	288,376	186,977	213,580
受取利息	3,712	4,023	4,089	11,659	—	5,557
支払利息	30,864	24,540	31,831	103,619	—	127,892

表 4.7 安全性に関連した各社の財務指標 (2013 年度)

財務指標	三井不動 産	三菱地 所	住友不 動産	万科企 業	保利地 産	恒大地 産	日本<中 国?
流動比率	155.6%	123.3%	111.4%	134.4%	181.8%	153.8%	△
当座比率	47.5%	29.6%	29.5%	33.7%	37.8%	55.5%	△
固定比率	262.2%	263.9%	454.9%	35.2%	15.8%	73.7%	○
固定長期適合率	89.5%	95.5%	95.7%	24.7%	7.4%	36.7%	○
自己資本比率	27.1%	30.4%	17.1%	22.0%	22.0%	22.9%	～
有利子負債比率	204.0%	298.8%	421.9%	103.0%	128.8%	138.6%	○
手元流動性比率 (月平均)	318.3%	253.5%	376.7%	982.3%	819.3%	1338.8%	?
ICR	571.1%	585.4%	517.0%	380.3%	—	313.0%	×
借入金比率	212.7%	308.6%	447.0%	276.0%	265.0%	286.9%	△
DE レシオ	250.7%	222.0%	465.0%	132.3%	172.0%	163.0%	○

(最終列の記号：日本企業より中国が ○：優れている、△：やや優れている、～：同程度、
▲：やや劣っている、×：劣っている)

4.6 結 言

本章では、日中不動産業トップ3社の事業内容を比較し、それら企業について財務比較を行った。財務比較では、とくに安全性指標について詳しく議論した。得られた主な結果は以下のとおりである。

(1)中国不動産業トップ3社は、住宅の開発・分譲事業を主としている。日本のトップ企業3社が得意とするオフィスビル賃貸事業の規模は非常に小さい。

(2)2001年～2013年の13年間について、日中不動産業トップ3社について、財務比較を行った。取り上げた指標は、収益性、成長性、安全性、効率性である。成長性は、売上高等の推移からある程度推察される。分析の結果は以下のとおりである。

- ・営業利益率は、概ね中国企業が高い。
- ・流動比率は、比率の高い方が望ましいとされ、中国企業は日本企業より高い。中国企業は当座資産と棚卸資産（販売用不動産）を大量に保有しているためである。
- ・中国3社は、固定資産が小さく、固定長期適合率は日本3社に比べて非常に低い。これは、中国企業は賃貸用固定資産をほとんど保有していないためである。
- ・中国企業の総資産営業利益率は高く、逆に、棚卸回転率は非常に低い。これら指標にも、中国企業が多量の棚卸資産を保有していること、および、賃貸用固定資産を余り保有していないことが影響している。

(3) 2013年度の財務データを用いて、安全性に関連した10の財務指標を算出し、日中不動産業トップ3社の財務安全性について比較を行った。その結果、ビジネスモデルの違いがあるとはいえ、少なくとも財務報告書の上では、中国企業の安全性に関して危惧すべき状況にあるとはいえないことが分かった。列島改造ブームで地価が高騰した1973年当時の日本企業と比較しても、中国企業の方が概ねよい値を示しているといえる。

以上、中国の不動産企業は、過去10数年の間に事業が急速に拡大し、多額の債務を抱えて財務上問題をもっていると研究当初に推測したが、それに反して、トップ3社の財務状況は日本大手企業と比較して遜色のない状況にあることが示された。しかし、営業利益に対する支払利息が大きいこと、大量の棚卸資産を有していることは危惧される。それらが不動産不況の到来時にそれら企業の財務にどう影響するかについては、今後さらに議論する必要がある。

参考文献

- [1] 邱強『房地產投資分析』清華出版社、p. 38、2014年。
- [2] 中国指数研究院「2013年中国房地产販売額百億企業」
(<http://fdc.soufun.com/news/zt/201401/bybqyb.html>) (2015年12月アクセス)。
- [3] 美土代研究会、藤村幸義『中国バブル経済のからくり』勁草書房、pp. 52-46、2012年。

- [4]張承恵、陳道富「中国不動産市場のハードランディングは回避できる」中国資本市場研究、2012 春号、pp. 15-29、2012 年。
- [5]教育社編『会社全資料 23 不動産業界上位 10 社の経営比較』教育社、1980 年。
- [6]大津広一『経営分析入門』ダイヤモンド社、2013 年。
- [7]大槻啓子「不動産大手三社の財務徹底分析」エコノミスト、1998 年 3 月号、pp. 50-53、1998 年。
- [8]高橋海媛「中国の不動産市場の現状と REIT 市場創設に向けた課題」大和総研、No. 3、pp. 1-3、2007 年。
- [9] Zhang, Q. and Xu, J.G. “The modernization of real estate taxation in China,” *J. of Property Tax Assessment & Administration*, Vol.3 (4), pp.5-12, 2006 年。
- [10] Liua, Y.S. and Su, C.W., “The relationship between the real estate and stock markets of China: Evidence from a nonlinear model,” *Applied Financial Economics*, Vol.20, pp.1741-1749, 2010 年。
- [11]清家彰敏、馬淑萍『中国企業と経営』角川学芸出版、2005 年。
- [12]原口俊道「日中不動産経営比較」鹿兒島経大論集、第 37 卷 3 号、pp. 21-32、1996 年。
- [13]李玲「中国自動車製造企業の経営分析：上場乗用車メーカーを中心に」関西学院商学研究、Vol. 63、pp. 1-30、2010 年。
- [14] Ullet 「上場企業の業績ランキング（不動産業）」
<http://www.ullet.com/search/group/30.html>（2014 年 12 月アクセス）。
- [15]橘川武郎、粕谷誠編『日本不動産業史——産業形成からポストバブル期まで』名古屋大学出版社、2007 年。
- [16]三菱地所「三菱地所の沿革」三菱地所ホームページ
<http://www.mec.co.jp>（2015 年 12 月アクセス）。
- [17]中国指数研究院「2013 年中国不動産販売額百億企業」
<http://fdc.soufun.com/>（2014 年 3 月アクセス）。
- [18]磯村幸一郎『不動産業界』秀和システム、pp. 54-63、2013 年。
- [19]Fung, H.G. *et al.*, “The Development of the Real Estate Industry in China,” *Chinese Economy*, Vol.39, No.1, pp.84-102, 2006 年。
- [20]ニッセイ基礎研究所「東京オフィス市場の[2010 年の問題]—オフィスビル大競争時代の幕開け」*NLI Research Institute*、2002 年 6 月、pp. 1-9、2002 年。
www.nli-research.co.jp/files/topics/35946_ext_18_0.pdf（2016 年 12 月アクセス）
- [21]魏興福、田村 隆善「中国不動産業の発展と課題について」日本経営診断学会論集、No. 14、pp. 124-129、2015 年に J-Stage 掲載。

第5章 中国不動産業中堅企業の経営財務分析

5.1 緒言

中国政府は、国民生活の向上を図るため、不動産業を国の主要産業と位置付け支援してきた。このため、国の経済発展とともに不動産業は飛躍に拡大し、多くの不動産企業が創立され、規模を拡大させてきた[1-3]のは前述のとおりである。一方、中国不動産企業は、規模を急拡大させるなかで、販売用土地を含めた棚卸資産が巨大化し、第4章で議論したように、大手企業の棚卸資産回転率は日本企業と比較して低い値となっている[4]。大きな棚卸資産の保有は、不況期において、資金の回転を阻害するだけでなく、不動産の値下がりに伴う保有不動産の含み損を拡大させ、企業の経営をときとして危うくさせる。最近の中国経済は減速傾向にある。図 5.1 は、2010 年～2015 年における中国の GDP 成長率と住宅投資の伸び率を示したものであるが、図が示すように GDP と住宅投資の成長率は減少傾向にある。そのような中国経済の減速は、中国不動産企業、とくに中堅不動産企業ないしはそれより規模の小さい企業の経営財務に大きな影響を与えていることが推察される。

中国における中小不動産企業の経営に関する問題点に関してはいくつかの文献がみられる[6, 7]。しかしそれらは、定性的議論がされているだけで、データに基づくものではなく、したがって財務分析を行っているものでもない。

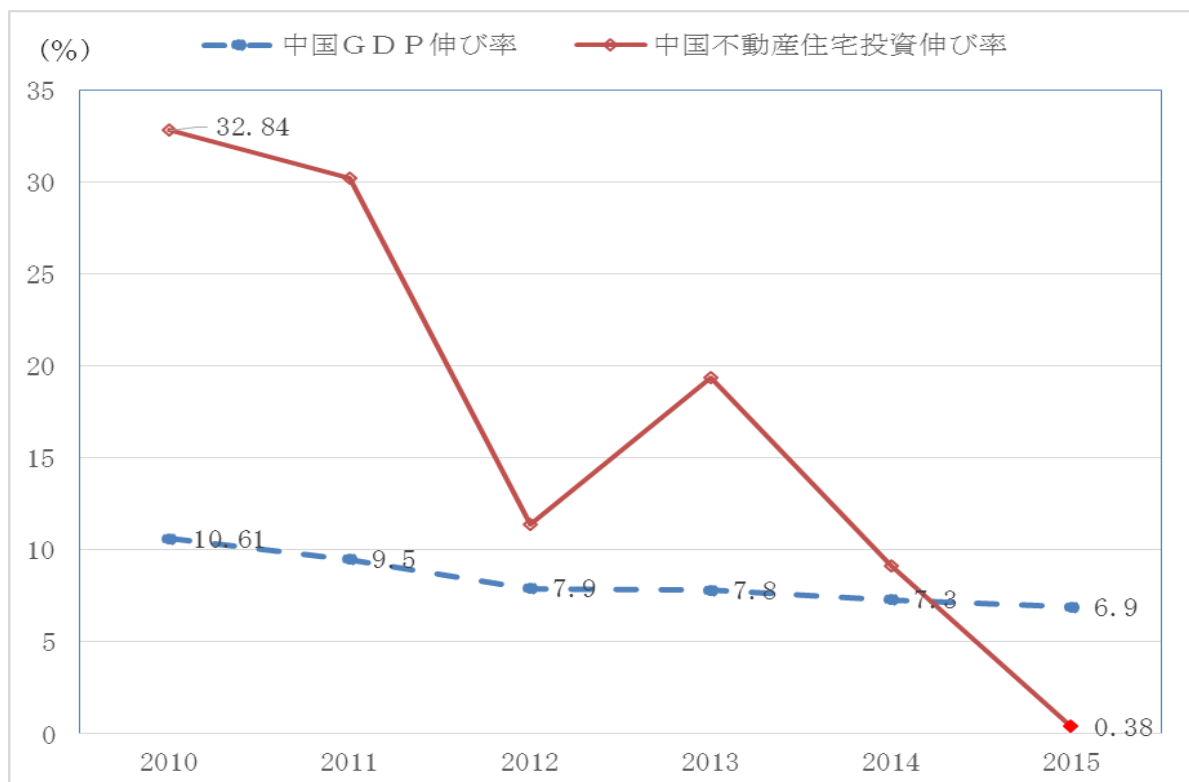
不動産企業の財務分析に関する文献には、日本の主要不動産企業に関していくつかの文献[8-10]がみられ、それらは中国不動産企業の分析にも役立つ文献である。文献[8]は、日本の不動産企業 10 社の経営分析を総合的に行ったもので、多くの財務指標について、主に 1973 年から 1978 年までが分析されている。文献[10]は、日本の不動産業トップ 3 社のバブル崩壊後の経営立て直しを財務分析と絡めて議論している。さらに、文献[8]や文献[10, 11]からは、不動産企業における棚卸資産の評価など、不動産企業の財務分析の難しさを知ることができる。

中国においては、中小零細企業の経営財務に関する統計データはまだほとんど整備されてない。このため、本研究では、2016 年 4 月 1 日時点において中国株式市場（香港、上海、深圳）に上場している中堅企業を取り上げ、それら企業の事業構成、ならびに経営財務について分析を行う。不動産中堅企業として、株式上場企業の中から、売上高（2014 年度）が 60 億中国元程度以下の不動産企業 17 社を選び、それら企業の中から、不動産事業の比率が極端に少ない企業や財務データが欠落している企業を除いた 13 社を取り上げて分析する。また、それら企業との比較のため、中国不動産トップ 4 社についても同じ分析を行い、中堅企業と比較する。

財務分析では、総合性、収益性、安全性、効率性および成長性を取り上げる。また、それら財務分析の結果を総合的に評価するため、レーダーチャートを使って総合評価を行ったあと、主成分分析法を用いた分析・評価を試みる。

主成分分析法の利用は、財務分析で得られた諸指標を総合的に評価する技法を獲得したいとの目的をもって分析手法の適用を試みるものである。不動産企業の財務指標にこの種の分析法を適用した研究には Tao らの研究[5]がある。そこでは、財務が健全な企業とそうでない企業を分け、いくつかの財務データを使って因子分析を行い、財務が健全な企業とそうでない企業の違いを特徴付ける因子を見つけ出そうとしている。しかし、この研究[5]においては、財務データが文献の中に示されておらず検証が難しい。さらに、より問題なのは、そもそも赤字企業に転落したあとでの財務と健全企業の財務を比較してどれだけ有益な知見が得られるのか疑問である。

以上、本章では中国における中堅不動産企業の事業内容と財務状況について論究する。その際、中国のトップ不動企業と比較することで、それら中堅企業の特徴を明らかにする。また、財務指標の総合的評価法の開発も試みる。分析に使用するデータは、主に2012年～2014年の3年間のデータとする。



(中国国家統計局「統計年鑑」より筆者ら作成)

図 5.1 2010年～2015年間の中国のGDPと不動産住宅投資の伸び率の推移

5.2 中国不動産中堅企業の事業内容

取り上げた不動産中堅企業 13 社の企業名と 2012 年～2014 年のデータ名を表 5.1 に示す。これら中堅不動産企業には、①地方の主要都市に本社を置く不動産企業が多く含まれ、②これら中堅不動産企業の 2012 年～2014 年の年間の売上高は 10 億元～60 億元程度である。また、比較のために取り上げたトップ企業 4 社は、2014 年度の売上高が最上位となった 4 社である。表 5.1 には、中堅企業 13 社とともにトップ 4 社の企業名とデータ名も示してある。データ名は年度も併記したものとなっており、表の第 1 行目の「成都高新」が企業名、記号 aA12 は「成都高新」の 2012 年度のデータを意味する。同様に記号 aA13 は成都高新の 2013 年度のデータであり、以下同様である。トップ企業は、万科企業、中海外発展、保利地産、恒大地産の 4 社であり、記号 A～D で表す。

取り上げた中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の概要を表 5.2 に示す。表には、各社の創業時期、上場時期と上場市場、本社所在地、民営か国営かの別、2014 年度の売上高（単位：億元）、および従業員数を示した。表 5.1 で取り上げた企業に関して、創業時期が一番早い企業は万科企業（1984 年）と北京華業地産（1985）であり、株式上場時期は万科企業が早く 1991 年である。また、上場市場は、この表にリストされた企業の中では、上海株式市場が一番多く、民営企業の半数以上が上海市場に上場している。さらに、これらの不動産企業は、中国各都市に分布しており、とくに深圳、上海、北京、広州といった大都市に本社を構える企業が多い。また、トップ 4 社の平均売上高は、中堅企業の平均売上高の約 25 倍にのぼる。

不動産事業には不動産開発・分譲事業、不動産投資、不動産賃貸、不動産管理、ほかの事業が含まれる。表 5.3 には、2012 年～2015 年の中堅企業 13 社の事業構成を示す。表 5.4 は、不動産業トップ 4 社の売上高に対する各事業の構成比率を示したものである。表 5.4 より、トップ 4 社の事業の中で、住宅の開発・分譲の比率が 95%以上と高く、ほぼ開発・分譲単一事業を特徴としているといえる。とくに、トップ企業の万科企業は、開発・分譲の事業構成比率が 98%を越える。これに対して、表 5.3 に示した中堅企業は、開発・分譲の比率が 90%を越える企業はあるものの、分譲、賃貸、投資など事業の多角化が図られていて、日本の大手総合不動産企業と似た事業構造を有しているといえる[4]。

表 5.1 中堅企業 13 社とトップ 4 社の企業名とデータ名

企業名	データ名	年 度	企業名	データ名	年 度
成都高新	aA12	2012	広州東華実業	aJ12	2012
	aA13	2013		aJ13	2013
	aA14	2014		aJ14	2014
天地源株式	aB12	2012	美都控股	aK12	2012
	aB13	2013		aK13	2013
	aB14	2014		aK14	2014
東莞宏遠	aC12	2012	北京万通地産	aM12	2012
	aC13	2013		aM13	2013
	aC14	2014		aM14	2014
沿海地産	aE12	2012	重慶渝開発	aP12	2012
	aE13	2013		aP13	2013
	aE14	2014		aP14	2014
天津津濱発展	aF12	2012	上海万業	aQ12	2012
	aF13	2013		aQ13	2013
	aF14	2014		aQ14	2014
北京北辰地産	aG12	012	蘇州新区 高新技术	aR12	2012
	aG13	2013		aR13	2013
	aG14	2014		aR14	2014
北京華業地産	aH12	2012			
	aH13	2013			
	aH14	2014			
万科企業	A12	2012	保利地産	D12	2012
	A13	2013		D13	2013
	A14	2014		D14	2014
中海外発展	C12	2012	恒大地産	E12	2012
	C13	2013		E13	2013
	C14	2014		E14	2014

表 5.2 中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の概要

記号	企業名	創業時期	上場時期 (場所)	本社所在地 (国営/民営)	2014 年の 売上高 (億元)	従業員数 (人)
aA	成都高新	1992	—(不明)	成都(民営)	19.52	1,389
aB	天地源株式	2003	2003(上海)	西安(民営)	32.17	1,790
aC	東莞宏遠	1992	1994(深圳)	東莞(民営)	8.7	318
aE	沿海地産	1997	—(香港)	深圳(民営)	27.8	1,000 超
aF	天津津濱発展	1998	—(深圳)	天津(国営)	18.19	770
aG	北京北辰地産	1997	2006(上海)	北京(国営)	62.34	4,987
aH	北京華業地産	1985	2000(上海)	北京(民営)	27.51	253
aJ	広州東華実業	1994	—(上海)	広州(民営)	8.91	340
aK	美都控股	1993	1999(上海)	杭州(民営)	42.11	638
aM	北京万通地産	1993	2000(上海)	北京(民営)	19.47	不明
aP	重慶渝開発	1992	—(深圳)	重慶(民営)	15.62	1,238
aQ	上海万業	(不明)	—(上海)	上海(民営)	18.25	431
aR	蘇州新区高新	1994	1996(上海)	蘇州(民営)	35.75	1,076
A	万科企業	1984	1991(深圳)	深圳(民営)	1,379.94	40,629
C	中海外発展	1979	1992(香港)	広州(国営)	1,385.05	不明
D	保利地産	1992	2006(上海)	珠海(国営)	1090.56	31,490
E	恒大地産	1996	2009(香港)	広州(民営)	1,113.98	47,330

(各会社の財務データにより、筆者ら作成)

中堅企業は、開発・分譲を主な事業とする企業群とそうでない事業群に分けることができる。開発・分譲を主な事業とする企業群には天地源株式 (aB)、北京華業地産 (aH)、広東東華実業 (aJ)、上海万業 (aQ) の 4 社が含まれ、これら 4 社は地方都市で不動産の開発・分譲を行っている企業である。これら企業の開発・分譲事業が売上高に占める構成比率は 3 年間にわたって 90%以上を占めている。開発・分譲事業の構成比率が 2012 年から 2014 年の間に低下している中堅企業もある。例えば、北京万通地産 (aM) は(96.79%→80.82%)、沿海地産 (aE) は(99.8%→85.42%)へと開発・分譲事業の構成比率が低下している。

表 5.3 と表 5.4 のデータは 2012 年～2014 年の 3 年間のデータである。この 3 年間の事業比率の平均値を各社について計算した値を表 5.5 に載せた。表 5.5 より中堅企業の幾つかは、不動産業とは違った他の事業分野を有しているが、これら企業の中には、他の産業分野から不動産業へ事業変換してきた企業が多い。天津津濱発展 (aF) や重慶渝開発 (aP) は、変換前の事業の名残りを強く有している。

表 5.3～表 5.5 より、ここで取り上げた企業に関して以下の知見が得られる。

(1) 中国不動産業トップ 4 社の売上高に占める住宅の開発・分譲事業の割合は高く、4 社とも 95%を超えている。とくに万科企業はその比率が高く、98.5%にもなっている。これは、後述するように、住宅の開発・分譲事業の収益性が他の事業より高かったためである。また、トップの万科企業を除いた 3 社は、株式の過半が政府によって保有されているいわゆる国有企業である。

(2) 中堅不動産企業の半数は、住宅の開発・分譲を主な事業としている。それら企業は、地方都市での住宅開発を主としており、地方都市においても旺盛な住宅需要が存在しているためと考えられる。

(3) 中国トップ 4 社がほぼ住宅開発・分譲の単一事業であるのに対して、中堅企業の一部ではビルの賃貸事業、管理事業、および海外事業など不動産事業の多角化が進んでいる。日本では三井不動産、三菱地所、住友不動産といったトップ企業が賃貸事業を主要事業の柱の一つとしているのに対して、中国トップ企業はほとんど賃貸事業を行っていない。中国では誰が賃貸事業を担っているのかという疑問が本章の研究動機の一つであったが、その回答がここに存在しているといえる。

なぜ、中堅企業が開発・分譲だけでなく、ほかの事業分野に進出しているのか？その理由として以下が推察される。

- ① 住宅の開発・分譲には地方政府との強い関係を有していることが必須であり、必ずしも、すべての中堅企業が地方政府と強い関係を構築できているとは限らない。また、重慶渝開発(aP)などのようにもともと他の業界に属していた企業も多い。
- ② 住宅の開発・分譲には資金力が必要である。すべての中堅企業が豊富な資金を有している、もしくは銀行から調達できるとは限らない。
- ③ トップ企業は、これまで住宅の開発・分譲を事業の中心としてきた。この事業の収益性が都心部でのオフィスビルの開発・賃貸事業に比べて高いためであった。結果として、オフィスビルの開発・賃貸事業は、大手が手を付けない事業分野として残され、中堅企業が事業分野とすることができた。

表 5.3 中国不動産業における中堅企業 13 社の事業構成比率

データ番号	不動産開発・分譲	不動産投資	不動産賃貸	不動産管理	その他事業
aA12	68.74%	-	12.53%	11.47%	7.27%
aA13	70.26%	-	14.59%	6.19%	8.96%
aA14	86.73%	-	4.73%	6.38%	2.16%
aB12	95.17%	-	3.53%	-	1.30%
aB13	100.00%	-	-	-	-
aB14	100.00%	-	-	-	-
aC12	6.95%	-	81.98%	-	11.07%
aC13	4.54%	-	85.79%	-	9.67%
aC14	4.28%	-	89.06%	-	6.65%
aE12	99.80%	-	0.12%	0.08%	0.00%
aE13	89.67%	-	0.07%	0.19%	10.07%
aE14	85.42%	-	0.07%	0.28%	14.23%
aF12	49.20%	-	2.07%	6.40%	42.33%
aF13	64.60%	-	0.09%	4.39%	30.92%
aF14	66.39%	-	0.31%	5.77%	27.53%
aG12	-	37.19%	47.86%	5.60%	9.35%
aG13	-	37.87%	53.73%	6.33%	2.08%
aG14	-	33.89%	59.51%	4.63%	1.98%
aH12	98.14%	-	1.86%	-	-
aH13	98.93%	-	1.07%	-	-
aH14	98.86%	-	1.14%	-	-
aJ12	90.73%	-	2.21%	-	7.05%
aJ13	94.93%	-	-	-	5.07%
aJ14	98.56%	-	-	-	1.44%
aK12	7.88%	89.72%	-	2.40%	-
aK13	34.20%	63.24%	-	1.38%	1.18%
aK14	28.00%	0.96%	-	1.60%	69.45%
aM12	96.79%	3.21%	-	-	-
aM13	86.91%	4.55%	-	8.54%	-
aM14	80.82%	8.50%	-	10.68%	-
aP12	32.46%	-	2.80%	2.40%	62.35%
aP13	47.28%	-	1.91%	2.09%	48.71%
aP14	66.88%	-	1.52%	1.27%	30.34%
aQ12	96.88%	-	0.20%	0.66%	2.25%
aQ13	97.57%	-	0.08%	0.63%	1.71%
aQ14	98.85%	-	0.07%	1.08%	0.00%
aR12	81.59%	-	4.10%	10.62%	3.68%
aR13	83.42%	-	3.35%	9.84%	3.39%
aR14	84.34%	-	3.03%	9.25%	3.38%

(各社の年度財務計算書により、筆者ら作成)

表 5.4 中国不動産業におけるトップ企業 4 社の事業構成比率

記号・年	不動産開発・分譲	不動産賃貸	不動産管理	その他事業
万科企業				
A12 2012	98.51%	-	0.83%	0.66%
A13 2013	98.06%	-	1.09%	0.86%
A14 2014	96.93%	-	2.48%	0.59%
保利地産				
D12 2012	96.24%	3.71%	-	0.05%
D13 2013	96.68%	3.30%	-	0.02%
D14 2014	96.82%	3.16%	-	0.02%
恒大地産				
E12 2012	97.31%	0.15%	0.78%	1.76%
E13 2013	98.47%	0.13%	0.79%	0.61%
E14 2014	96.46%	0.13%	1.13%	2.28%
中海外発展				
C12 2012	95.09%	0.91%	2.05%	1.96%
C13 2013	95.33%	1.04%	2.14%	1.49%
C14 2014	96.76%	1.19%	1.52%	0.53%

(各社の年度財務計算書により、筆者ら作成)

表 5.5 中国不動産企業の事業構成比率(3年の平均値)

企業名	記号	開発・分譲	不動産投資	不動産賃貸	不動産管理	その他事業
成都高新	aA	75.24%	-	10.62%	8.01%	6.13%
天地源株式	aB	98.39%	-	1.18%	-	0.43%
東莞宏遠	aC	5.26%	-	85.61%	-	9.13%
沿海地産	aE	91.63%	-	0.09%	0.19%	8.10%
天津津濱発展	aF	60.07%	-	0.82%	5.52%	33.59%
北京北辰地産	aG	-	36.32%	53.70%	5.52%	4.47%
北京華業地産	aH	98.64%	-	1.36%	-	-
広州東華実業	aJ	93.27%	-	2.21%	-	4.52%
美都控股	aK	23.36%	51.31%	-	1.79%	23.54%
北京万通地産	aM	88.17%	5.42%	-	6.41%	-
重慶渝開発	aP	48.87%	-	2.08%	1.92%	47.13%
上海万業	aQ	97.77%	-	0.12%	0.79%	1.32%
蘇州新区高新	aR	83.12%	-	3.50%	9.90%	3.49%
万科企業	A	97.83%	-	-	1.47%	0.70%
中海外発展	C	95.73%	-	1.05%	1.90%	1.33%
保利地産	D	96.58%	-	3.39%	-	0.03%
恒大地産	E	97.41%	-	0.14%	0.90%	1.55%

(表 5.2 と表 5.3 のデータより計算)

5.3 中国不動産中堅企業とトップ4社の財務比較

この節では、中国における中堅不動産企業13社の財務指標とトップ4社の財務指標を比較し、中堅企業とトップ企業の財務上の違いと類似点を考察する。財務分析は通常、総合性、収益性、効率性、安全性、成長性の分析が基本とされる[9]。本研究では、これら財務指標について、表5.6に示す2012年～2014年の3年間のデータを用いて分析する。また、総合評価をレーダー・チャートならびに主成分分析法を用いて行う。

5.3.1 総資本営業利益率の比較

総合的指標として総資本利益率や自己資本利益率が計算される。表5.7は、表5.6のデータを使って計算した総資本営業利益率を示す。この指標は、次式で定義される。

$$\text{総資本経常利益率} = (\text{営業利益} \div \text{総資本}) \times 100(\%)$$

表5.7の下から1行目は、トップ企業の平均値、下から7行目は中堅企業の平均値を年度ごとに示したものである。トップ企業の総資本営業利益率の3年間の平均値は7.61%、中堅企業の3年間の平均値は2.42%であり、総資本営業利益率はトップ企業と中堅企業との間に約3倍の差があることになる。これら平均値の差についてt検定を行った結果、少なくとも1%有意水準で平均値に2%以上の差がみられる。

中国の中堅企業13社とトップ企業4社の間で3年間の総資本営業利益率の平均値に大きな差がみられる原因として、以下が推察される。

- ① 2012年～2014年の3年間に、中国の経済成長は鈍化し、不動産投資も減少した(図5.1参照)。この間、財務体質の弱い中堅企業の総資本営業利益率の低下は、トップ企業の減少より大きかった。
- ② 中堅企業の中で、総資本営業利益率の高い企業は、天地源株式(aB)、沿海地産(aE)、北京華業地産(aH)、広州東華実業(aJ)、北京万通地産(aM)、上海万業(aQ)である。この6社は事業構成比率の中で開発・分譲事業の比率が高い。トップ企業4社において開発・分譲事業の比率が非常に高いことと併せると、不動産事業の中で開発・分譲事業が他の事業に比べて営業利益率が高く、かつ大きな固定資産を要しないことから、トップ企業4社の総資本営業利益率の平均値は、不動産賃貸事業などを含む中堅企業の平均値より高い値となったと考えられる。

日本の不動産企業の平成26年度の総資本営業利益率の平均値は3.0%である(財務総合政策研究所の法人企業統計年鑑 平成26年度版より:資本金、出資金又は基金1,000万円以上の営利法人等を調査対象)。この値に比べると、中国のトップ企業の総資本営業利益率は高く、中堅企業は日本の不動産企業の平均値程度といえる。

表 5.6 中国不動産業の中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の財務データ (1)

データ名	流動資産	棚卸資産	当座資産	固定資産	資本合計	流動負債	固定負債	負債合計
aA12	2,401.4	525.2	1,876.2	457.1	2,858.6	2,533.7	126.5	2,660.2
aA13	2,881.1	624.4	2,256.7	464.2	3,345.3	3,025.7	122.0	3,147.7
aA14	3,167.0	671.7	2,495.3	514.7	3,681.7	3,302.8	229.2	3,531.9
aB12	8,321.5	5,632.2	2,689.3	622.9	8,944.4	5,102.8	1,564.8	6,667.6
aB13	11,063.2	7,258.5	3,804.7	502.2	11,565.4	5,022.4	4,154.8	9,177.2
aB14	13,570.9	8,584.5	4,986.4	447.4	14,018.3	7,022.1	4,381.0	11,403.2
aC12	1,436.5	1,145.1	291.4	1,163.8	2,600.2	945.2	155.4	1,100.6
aC13	1,738.6	1,511.0	227.6	1,186.8	2,925.4	1,064.4	252.6	1,317.0
aC14	2,113.9	1,561.0	553.0	1,208.2	3,322.1	1,303.7	403.8	1,707.4
aE12	13.0	8.7	4.3	3.1	16.2	9.7	2.1	11.8
aE13	14.6	8.2	6.4	1.4	16.0	6.4	5.2	11.5
aE14	16.6	8.2	8.4	1.3	17.9	7.2	5.8	13.0
aF12	10,091.8	5,411.8	4,679.9	496.4	10,588.2	6,132.4	1,689.7	7,822.1
aF13	7,977.5	5,728.9	2,248.6	215.4	8,192.9	5,032.2	921.2	5,953.4
aF14	6,496.8	5,006.9	1,489.9	404.5	6,901.3	4,655.6	364.1	5,019.7
aG12	22,310.3	18,898.0	3,412.3	7,173.5	29,483.8	12,024.5	7,263.2	19,287.7
aG13	25,116.9	20,566.2	4,550.7	6,986.4	32,103.3	11,941.6	9,511.4	21,452.9
aG14	29,204.9	23,955.0	5,249.9	8,478.7	37,683.6	12,853.7	13,656.4	26,610.1
aH12	9,797.7	8,141.1	1,656.6	1,459.2	11,257.0	3,032.4	3,938.1	7,970.6
aH13	12,141.2	9,015.8	3,125.4	1,593.5	13,734.7	4,509.9	4,696.7	10,286.6
aH14	12,209.8	8,286.4	3,923.4	4,678.2	16,888.0	6,400.0	6,636.4	13,036.4
aJ12	3,250.3	2,537.7	712.6	285.2	3,535.6	2,029.4	468.1	2,497.5
aJ13	2,960.3	2,071.5	888.9	384.9	3,345.3	1,781.7	491.9	2,273.6
aJ14	2,920.3	1,967.9	952.4	488.3	3,408.6	1,479.6	829.7	2,309.3
aK12	4,158.3	2,785.8	1,372.5	1,145.7	5,304.0	2,791.9	363.5	3,155.4
aK13	5,814.0	3,477.0	2,337.0	4,535.4	10,349.4	4,406.1	3,667.8	8,073.9
aK14	7,661.3	3,156.9	4,504.4	6,777.6	14,438.9	5,746.1	3,896.4	9,642.5
aM12	7,347.9	4,539.9	2,808.0	3,398.1	10,746.0	4,137.8	2,582.9	6,720.7
aM13	9,305.3	6,027.9	3,277.3	2,620.7	11,925.9	5,010.0	2,709.6	7,719.7
aM14	12,729.6	10,130.0	2,599.7	1,501.2	14,230.8	7,485.6	2,932.8	10,418.4
aP12	4,705.1	2,917.1	1,788.0	2,061.3	6,766.4	2,036.5	1,694.7	3,731.3
aP13	5,177.7	3,654.9	1,522.8	2,439.6	7,617.3	3,155.6	1,350.5	4,506.2
aP14	5,407.3	3,538.2	1,869.1	2,381.7	7,789.0	2,728.3	1,677.4	4,405.7
aQ12	6,785.1	6,038.1	746.9	367.8	7,152.9	1,988.9	2,498.5	4,487.4
aQ13	7,593.0	6,633.9	959.1	428.6	8,021.7	3,515.5	1,728.4	5,243.9
aQ14	6,965.5	6,166.4	799.1	235.2	7,200.7	2,456.5	949.0	3,405.4
aR12	13,847.4	11,737.6	2,109.9	4,320.0	18,167.4	10,185.4	3,998.4	14,183.7
aR13	15,443.1	12,867.5	2,575.6	4,635.2	20,078.3	10,637.8	5,253.9	15,891.7
aR14	17,544.2	14,724.3	2,819.9	3,710.7	21,254.9	11,431.5	5,384.2	16,815.6

(単位：百万元)

表 5.6 中国不動産業の中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の財務データ (2)

データ名	流動資産	棚卸資産	当座資産	固定資産	資本合計	流動負債	固定負債	負債合計
A12	362,774.0	255,164.1	107,609.9	16,028.0	378,802.0	259,834.0	36,829.9	296,663.9
A13	442,047.0	331,133.2	110,913.8	37,159.0	479,205.0	328,922.0	44,844.1	373,766.1
A14	465,036.9	314,930.2	150,106.6	43,603.1	508,639.9	345,654.0	47,092.3	392,746.3
C12	180,267.5	108,504.1	71,763.4	49,557.2	180,267.5	83,975.5	58,292.3	142,267.7
C13	241,215.6	160,981.0	80,234.6	55,306.8	241,215.6	110,927.8	74,544.2	185,472.1
C14	331,657.5	230,564.7	101,092.9	78,505.6	331,657.5	189,083.6	82,522.8	271,606.3
D12	243,128.0	189,643.8	53,484.2	8,040.6	251,168.6	140,471.1	55,918.0	196,389.1
D13	303,008.1	239,907.3	63,100.8	10,931.8	313,939.9	166,634.6	78,152.1	244,786.7
D14	350,858.0	267,192.1	83,665.9	14,907.6	365,765.6	187,313.5	97,579.9	284,893.4
E12	200,543.6	148,452.5	52,091.2	38,446.9	238,990.6	150,377.8	46,921.4	197,299.2
E13	289,378.4	184,832.5	104,545.9	58,769.8	348,148.2	188,197.5	80,608.1	268,805.6
E14	383,650.0	247,053.0	136,597.0	90,812.0	474,462.0	268,237.0	93,847.0	362,084.0

(単位：百万元)

表 5.7 中国不動産業の中堅企業 13 社とトップ 4 社の総資本営業利益率

企業名	記号	総資本営業利益率		
		2012	2013	2014
成都高新	aA	0.54%	0.84%	-0.84%
天地源株式	aB	3.80%	3.09%	2.67%
東莞宏遠	aC	3.79%	5.38%	0.67%
沿海地産	aE	9.56%	2.52%	0.19%
天津津濱発展	aF	0.43%	-3.57%	3.93%
北京北辰地産	aG	2.80%	2.91%	2.12%
北京華業地産	aH	3.13%	4.99%	3.46%
広州東華実業	aJ	0.45%	0.86%	0.59%
美都控股	aK	2.02%	2.33%	1.72%
北京万通地産	aM	6.42%	5.77%	0.97%
重慶渝開発	aP	0.10%	1.51%	1.75%
上海万業	aQ	2.12%	3.54%	8.24%
蘇州新区高新	aR	1.63%	0.17%	1.66%
平均値		2.83%	2.33%	2.09%
万科企業	A	5.55%	5.06%	5.80%
中海外発展	C	15.02%	11.75%	13.15%
保利地産	D	5.33%	5.10%	5.19%
恒大地産	E	6.91%	7.19%	6.02%
平均値		8.02%	7.28%	7.54%

(表 5.6 のデータより計算)

5.3.2 収益性の比較

収益性の指標として売上高に対する利益率（粗利率、営業利益率、経常利益率など）が代表的である[9]。収益性は、売上高や営業利益額で評価することも多いが、本章の議論のように、企業規模に差がある企業間の比較には適さない。このため、本節では、売上高営業利益率を使って中堅企業とトップ企業の比較を行う。

売上高営業利益率は次式で定義される。

$$\text{売上高営業利益率} = (\text{営業利益} \div \text{売上高}) \times 100 (\%)$$

表 5.8 は、中国不動産業の中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の 2012 年～2014 年の 3 年間にわたる売上高営業利益率を示したものである。また、表 5.8 の下から 1 行目は、トップ企業の平均値、下から 7 行目は中堅企業の平均値を年度ごとに示したものである。トップ企業の 3 年間の平均値は 24.94%、中堅企業の 3 年間の平均値は 10.14%であり、売上高営業利益率はトップ企業と中堅企業との間に約 2.5 倍の差がみられる。これら平均値の差について t 検定を行った結果、少なくとも 1%有意水準で平均値に 5%以上の差がみられることになる。

売上高営業利益率に関する中堅企業とトップ企業との比較から、以下の結果が得られる。

- ① 2012年～2014年の3年間の平均値でみた売上高営業利益率に関して、トップ企業4社の平均値は、中堅企業13社の約2.5倍あり、両者の差は有意である。
- ② トップ企業4社は、中海外発展を除いて、3年間の売上高営業利益率は安定している。また、中海外発展についても、3年間の減少は比較的緩やかである。
- ③ 一方、中堅企業13社の数社は、3年間の間に売上高営業利益率を大きく減少させている。とくに、東莞宏遠（12.35%→2.57%）と沿海地産（21.54%→1.22%）、北京万通地産（16.94%→7.20%）の落ち込みが大きい。これら企業は何れも、3年間に不動産の開発・分譲事業の比率を減らしている。東莞宏遠は、開発・分譲事業を（6.95%→4.28%）へと減らす一方、賃貸事業を（81.98%→89.06%）と増やしている。沿海地産は（99.80%→85.42%）へと開発・分譲事業を減らす一方、不動産以外の事業を拡大している。北京万通地産は（96.79%→80.82%）へと開発・分譲事業を減らす一方、不動産投資と不動産管理事業を増加させている。
- ④ 3年間に売上高営業利益率を大きく伸ばした企業も同数見られる。それらは天津津濱発展（1.82%→14.91%）、重慶渝開発（1.12%→7.01%）、上海万業（12.59%→32.50%）である。天津津濱発展は、開発・分譲事業を49.20%→66.39%へ、重慶渝開発は、開発・分譲事業を（32.46%→66.88%）へ増加させる一方、不動産以外の事業を大幅に減らしている。天津津濱発展は、もともと開発・分譲事業の比率が非常に高く、この3年間に事業構成はほとんど変化をさせていないが、2013年度は赤字を計上している。

日本の不動産企業の平成26年度の売上高営業利益率の平均値が12.6%である（財務総合政策研究所の法人企業統計年鑑 平成26年度版より）。これに比べると、中国のトップ企業の売上高営業利益率はかなり高く、中国中堅企業の売上高営業利益率は日本の不動産業の平均値程度といえる。

表 5.8 中国不動産中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の売上高営業利益率

記号	企業名	2012	2013	2014
aA	成都高新	1.09%	1.35%	-1.59%
aB	天地源株式	15.00%	13.28%	11.63%
aC	東莞宏遠	12.35%	15.32%	2.57%
aE	沿海地産	21.54%	10.87%	1.22%
aF	天津津滨发展	1.82%	-11.49%	14.91%
aG	北京北辰实业	14.40%	16.99%	12.79%
aH	北京华业地产	22.51%	24.54%	21.22%
aJ	广州东华实业	2.96%	5.85%	2.25%
aK	美都控股	3.61%	4.70%	5.89%
aM	北京万通地产	16.94%	20.86%	7.20%
aP	重庆渝开发	1.12%	12.49%	7.01%
aQ	上海万业股份	12.59%	15.55%	32.50%
aR	苏州新区高新	10.68%	1.02%	9.86%
中堅企業の平均値		10.51%	10.10%	9.80%
記号	企業名	2012	2013	2014
A	万科企業	20.38%	17.92%	21.37%
C	中海外發展	41.92%	34.37%	31.48%
D	保利地産	19.44%	17.33%	17.40%
E	恒大地産	25.32%	26.74%	25.63%
トップ企業の平均値		26.76%	24.09%	23.97%

(表 5.6 のデータより計算)

5.3.3 効率性の比較

企業が負債を含む資産をいかに効率的に活用し、収益を得たかの分析であり、主な指標として、総資本回転率、棚卸資産回転率などがある[9]。本節では、総資本回転率と棚卸資産回転率を取り上げて分析する。それらは次式で定義される。

$$\text{総資本回転率} = \text{売上高} \div \text{総資本}$$

$$\text{棚卸資産回転率} = \text{売上高} \div \text{棚卸資産}$$

表 5.9 に総資本回転率と棚卸資産回転率の計算値を示す。トップ企業 4 社の平均値と中堅企業 13 社の平均値に関して、二つの回転率は何れも非常に低い値となっている。

総資本回転率の 3 年間の平均値は、中堅企業が 0.263、トップ企業が 0.299 と差は小さく、統計的に有意でない。一方、棚卸資産回転率の 3 年間の平均値は、中堅企業が 0.653、トップ企業が 0.459 であり、この差は、t 検定の結果、有意となった (5%有意で 0.1 回転以上の差がみられる)。

表 5.9 より、総資本回転率と棚卸資産回転率に関して、以下の知見が得られる。

- ① 総資本回転率と棚卸資産回転率の何れも、トップ企業 4 社の平均値と中堅企業 13 社の平均値は非常に低い回転率となっている。
- ② 総資本回転率は、トップ企業 4 社の平均値が中堅企業 13 社の平均値より若干高い。これは、中堅企業の中に賃貸用不動産を保有し総資産が大きい企業が存在するためと考えられる。ただし、企業間の差が大きいため、有意とはならなかった。
- ③ 棚卸資産回転率は、トップ企業 4 社の平均値が中堅企業 13 社の平均値より大きい。これは、トップ企業 4 社が住宅の開発・分譲を専門とする企業であり、棚卸資産として大量の販売用不動産を保有しているためである。

財務総合政策研究所の法人企業統計年鑑（平成 26 年度版）によると、日本の不動産企業の平成 26 年度の総資本回転率は 0.24、棚卸資産回転率は 3.4 回転である。これらの数値と比べると、中国企業の総資本回転率は日本の不動産企業の平均と同程度、また、中国企業の棚卸資産回転率は日本の 5 分の 1 以下の低い値となっている。

表 5.9 中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の総資本回転率と棚卸資産回転率

記号	総資本回転率			棚卸資産回転率		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
aA	0.492	0.621	0.530	2.678	3.329	2.907
aB	0.254	0.233	0.230	0.403	0.371	0.375
aC	0.307	0.351	0.262	0.696	0.680	0.558
aE	0.444	0.232	0.155	0.822	0.451	0.340
aF	0.236	0.310	0.264	0.462	0.444	0.363
aG	0.195	0.171	0.165	0.304	0.268	0.260
aH	0.139	0.203	0.163	0.192	0.310	0.332
aJ	0.151	0.146	0.261	0.211	0.236	0.453
aK	0.559	0.497	0.292	1.065	1.478	1.334
aM	0.379	0.277	0.134	0.897	0.547	0.189
aP	0.090	0.121	0.250	0.209	0.253	0.550
aQ	0.168	0.228	0.254	0.199	0.275	0.296
aR	0.153	0.169	0.168	0.236	0.264	0.243
中堅企業の 平均値	0.274	0.274	0.241	0.644	0.685	0.631
A	0.272	0.283	0.271	0.404	0.409	0.438
C	0.358	0.342	0.418	0.595	0.512	0.601
D	0.274	0.294	0.298	0.363	0.385	0.408
E	0.273	0.269	0.235	0.440	0.507	0.451
トップ企業の 平均値	0.294	0.297	0.305	0.451	0.453	0.474

(表 5.6 のデータより計算)

5.3.4 安全性の比較

長期の負債と短期の負債に対する長短期の支払能力を評価し、企業の安全性を判断するため、流動比率や自己資本比率など幾つかの指標が用いられる[9]。本節では、安全性に関する4つの指標（流動比率、当座比率、固定長期適合率、自己資本比率）を計算し、中国の不動産中堅企業と不動産トップ企業と間で安全性について比較する。

(1) 短期的な負債支払い能力の比較

短期的な負債支払い能力の指標として流動比率と当座比率を取り上げる。流動比率と当座比率はそれぞれ次式で定義される。

$$\text{流動比率} = (\text{流動資産} \div \text{流動負債}) \times 100 (\%)$$

$$\text{当座比率} = (\text{当座資産} \div \text{流動負債}) \times 100 (\%)$$

流動比率は一般に、100%以上であれば、1年以内に支払いが不能になる可能性は小さいとされ、さらに200%以上が望ましいとされる。

流動比率と当座比率の計算結果を表5.10に示す。この表より、以下が読み取れる。

- ① 中堅企業13社の平均流動比率は183.17%、トップ企業4社の平均流動比率は165.70%で、中堅企業13社の平均値がトップ企業4社の平均値より大きい(5%有意)。中国の中堅企業の平均値とトップ企業の平均値はともに日本の不動産企業の平均値(法人企業統計年鑑によると平成26年度が113.6%)よりかなり高い値である。また、流動比率は、何れの企業群とも3年間にわたって安定した値となっている。
- ② 中堅企業13社の平均当座比率は53.72%、トップ企業4社の平均当座比率は49.29%で、中堅企業がトップ企業より若干高い。ただし、両者の差は有意でない。日本の不動産企業の平均値は、平成26年度が55.9%(法人企業統計年鑑より)であり、ほぼ日本の不動産企業の平均値と同程度といえる。また、中堅企業の当座比率の平均値には若干増加傾向がみられる。
- ③ 流動比率と当座比率を平均値で見ると限りにおいて、中堅企業とトップ企業で大きな差はない。ただし、中堅企業は企業間の差が大きい。
- ④ 中国不動産企業において、流動比率と当座比率の差が日本企業より大きい理由には、中国不動産企業が大量の販売用不動産を棚卸資産として保有しているためである。

(2) 長期的な安全性の比較

長期的な支払い能力として固定長期適合率と自己資本比率を計算する。固定長期適合率は、固定資産を長期負債と返済期限のない株主資本(自己資本)でどれだけカバーできているかを示す安全性の指標である。固定長期適合率と自己資本比率は、それぞれ次式で定義される[9]。

$$\text{固定長期適合率} = (\text{固定資産} \div (\text{固定負債} + \text{自己資本})) \times 100 (\%)$$

$$\text{自己資本比率} = (\text{自己資本} \div \text{総資本}) \times 100 (\%)$$

固定長期適合率の値は、製造業では100%以下であることが望ましいとされる。計算結果を表5.11に示す。この表より、トップ企業の固定長期適合率の平均値は25.95%、中堅企業の平均は42.04%とトップ企業が低い(1%有意水準で5%以上の差がある)。しかし、中堅企業とトップ企業の何れも、中国不動産企業は、固定長期適合率が日本企業より低く、一見安全性が高いように見える。これは、長期的に安定して収益が得られやすい賃

貸用オフィスビルなどを、中国企業は固定資産として保有し運用していないためであり、この点から、中国企業は、固定長期適合率が低いことをもって安全性が高いと判断してよいかどうか疑問が残るところである[4]。

自己資本比率は、トップ企業の平均値が 27.73%、中堅企業の平均が 30.73%とトップ企業が若干小さいが、有意な差ではない。なお、これらの水準は、日本の不動産業トップ企業の三井不動産、三菱地所、住友不動産の自己資本比率とも余り差がない。財務総合政策研究所の法人企業統計年鑑（平成 26 年度版）によると、日本の不動産企業の平成 26 年度の自己資本比率の平均値は 35.7%で、中国中堅企業の方が若干低い値となっている。

表 5.10 中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の流動比率と当座比率

記号	流動比率			当座比率		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
aA	94.78%	95.22%	95.89%	74.05%	74.59%	75.55%
aB	163.08%	220.28%	193.26%	52.70%	75.75%	71.01%
aC	151.98%	163.34%	162.15%	30.83%	21.39%	42.41%
aE	134.79%	229.88%	230.38%	44.60%	100.12%	116.96%
aF	164.56%	158.53%	139.55%	76.31%	44.68%	32.00%
aG	185.54%	210.33%	227.21%	28.38%	38.11%	40.84%
aH	323.10%	269.21%	190.78%	54.63%	69.30%	61.30%
aJ	160.16%	166.15%	197.37%	35.11%	49.89%	64.37%
aK	148.94%	131.95%	133.33%	49.16%	53.04%	78.39%
aM	177.58%	185.73%	170.06%	67.86%	65.41%	34.73%
aP	231.04%	164.08%	198.19%	87.80%	48.26%	68.51%
aQ	341.15%	215.99%	283.56%	37.56%	27.28%	32.53%
aR	135.95%	145.17%	153.47%	20.71%	24.21%	24.67%
平均値	185.59%	181.22%	182.71%	50.75%	53.23%	57.17%
中堅企業 総平均	183.17%			53.72%		
A	139.62%	134.39%	134.54%	41.41%	33.72%	43.43%
C	214.67%	217.45%	175.40%	85.46%	72.33%	53.46%
D	173.08%	181.84%	187.31%	38.07%	37.87%	44.67%
E	133.36%	153.76%	143.03%	34.64%	55.55%	50.92%
平均値	165.18%	171.86%	160.07%	49.90%	49.87%	48.12%
トップ企業 総平均	165.70%			49.29%		

(表 5.6 のデータより計算)

表 5.11 トップ企業 4 社と中堅企業 13 社の固定長期適合率と自己資本比率

記号	固定長期適合率			自己資本比率		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
aA	140.72%	145.23%	135.83%	6.94%	5.91%	4.07%
aB	16.21%	7.67%	6.40%	25.46%	20.65%	18.66%
aC	70.31%	63.77%	59.86%	57.67%	54.98%	48.60%
aE	48.18%	14.59%	12.31%	27.20%	28.14%	27.64%
aF	11.14%	6.82%	18.01%	26.12%	27.33%	27.26%
aG	41.09%	34.65%	34.29%	34.58%	33.18%	29.39%
aH	20.20%	19.56%	44.61%	29.19%	25.11%	22.81%
aJ	18.94%	24.62%	25.32%	29.36%	32.04%	32.25%
aK	45.61%	76.31%	77.97%	40.51%	21.99%	33.22%
aM	51.42%	37.89%	22.26%	37.46%	35.27%	26.79%
aP	43.58%	54.68%	47.06%	44.86%	40.84%	43.44%
aQ	7.12%	9.51%	4.96%	37.27%	34.63%	52.71%
aR	54.12%	49.10%	37.77%	21.93%	20.85%	20.89%
平均	43.74%	41.88%	40.51%	32.20%	29.30%	29.83%
中堅企業 総平均	42.04%			30.44%		
A	13.47%	24.73%	26.75%	21.68%	22.00%	22.79%
C	33.98%	29.80%	35.51%	48.57%	46.04%	41.78%
D	7.26%	7.42%	8.35%	21.81%	22.03%	22.11%
E	43.39%	36.74%	44.04%	17.44%	22.79%	23.69%
平均	24.53%	24.67%	28.66%	27.38%	28.22%	27.59%
トップ企業 総平均	25.95%			27.73%		

(表 5.6 のデータより計算)

5.3.5 成長性の比較

売上高や営業利益率などを対前年比でみることで企業の成長性を評価することができる。営業利益の伸び率は、年度ごとの変動が大きいことから、本節では、売上高の対前年度比で成長性を評価することにする。売上高でみた成長率は次式の増収率で定義することにする。

$$\text{増収率} = (\text{売上高} - \text{前年度売上高}) \div \text{前年度売上高} \times 100 (\%)$$

中堅企業 13 社とトップ企業 4 社の売上高と増収率を表 5.12 に示す。2013 年度と 2014 年度について、トップ企業の総平均値は 30.43%、中堅企業の総平均値は 14.97%と大手企業の増収率が高く、両者の間に 2 倍ほどの差がみられる。しかし、中堅企業 13 社についての増収率は、企業間でばらつきが大きく（分散が大きく）、平均値の差に有意性はみられなかった。

統計的有意性はみられないが、それでもトップ企業の総平均値と中堅企業の総平均値の間にはかなりの差が存在しており、その差が生まれている原因は、下記に示すようにある程度推察できる。

- ① 中堅企業の増収率の平均値は、2013 年度の値が 22.72%であるのに対して、2014 年度は 7.23%へと大幅に低下している。これは、中国景気の減速によるものと考えられる。また、景気の影響による売上高の増収率の低下は、トップ企業より中堅企業の方が大きいといえる。
- ② 中国での都市化はまだ進展中であり、都市部での住宅需要は旺盛である。このことが、住宅価格の上昇と相まって、住宅の開発・分譲事業の高い増収率を維持させている。
- ③ 都市部でのオフィスビルの開発・賃貸は、中国においてはまだ利益率が低く、開発・分譲事業を主としたトップ企業にとって賃貸事業は魅力的な事業分野とはなっておらず、規模もまだ小さい。このことが、トップ企業にとって高い利益率と増収率を維持できている重要な原因となっている。
- ④ 資金力や地方政府との関係が弱い後発の中堅企業にとって、オフィスビルの開発・賃貸事業は、ニッチな事業分野として参入が可能であった。しかしこの分野での増収率は、開発・分譲での増収率より高いとはいえない。

表 5.12 中国不動産業中堅企業 13 社とトップ企業 3 社の増収率

記号	売上高 (単位: 億元)			年増収率	
	2012	2013	2014	2013	2014
aA	14.07	20.78	19.53	47.69%	-6.02%
aB	22.67	26.93	32.17	18.79%	19.46%
aC	7.97	10.27	8.7	28.86%	-15.29%
aE	71.78	37.17	27.81	-48.22%	-25.18%
aF	25.03	25.42	18.19	1.56%	-28.44%
aG	57.36	55.05	62.34	-4.03%	13.24%
aH	15.65	27.93	27.51	78.47%	-1.50%
aJ	5.35	4.9	8.91	-8.41%	81.84%
aK	29.67	51.4	42.11	73.24%	-18.07%
aM	40.71	32.99	19.12	-18.96%	-42.04%
aP	6.08	9.24	19.47	51.97%	110.71%
aQ	12.03	18.28	18.26	51.95%	-0.11%
aR	27.71	33.93	35.75	22.45%	5.36%
平均				22.72%	7.23%
中堅企業総平均				14.97%	
A	1031.2	1354.2	1379.9	31.32%	1.90%
C	645.8	824.7	1385.1	27.70%	67.95%
D	689.1	923.6	1090.6	34.03%	18.08%
E	652.6	936.7	1114	43.53%	18.93%
平均				34.15%	26.71%
トップ企業総平均				30.43%	

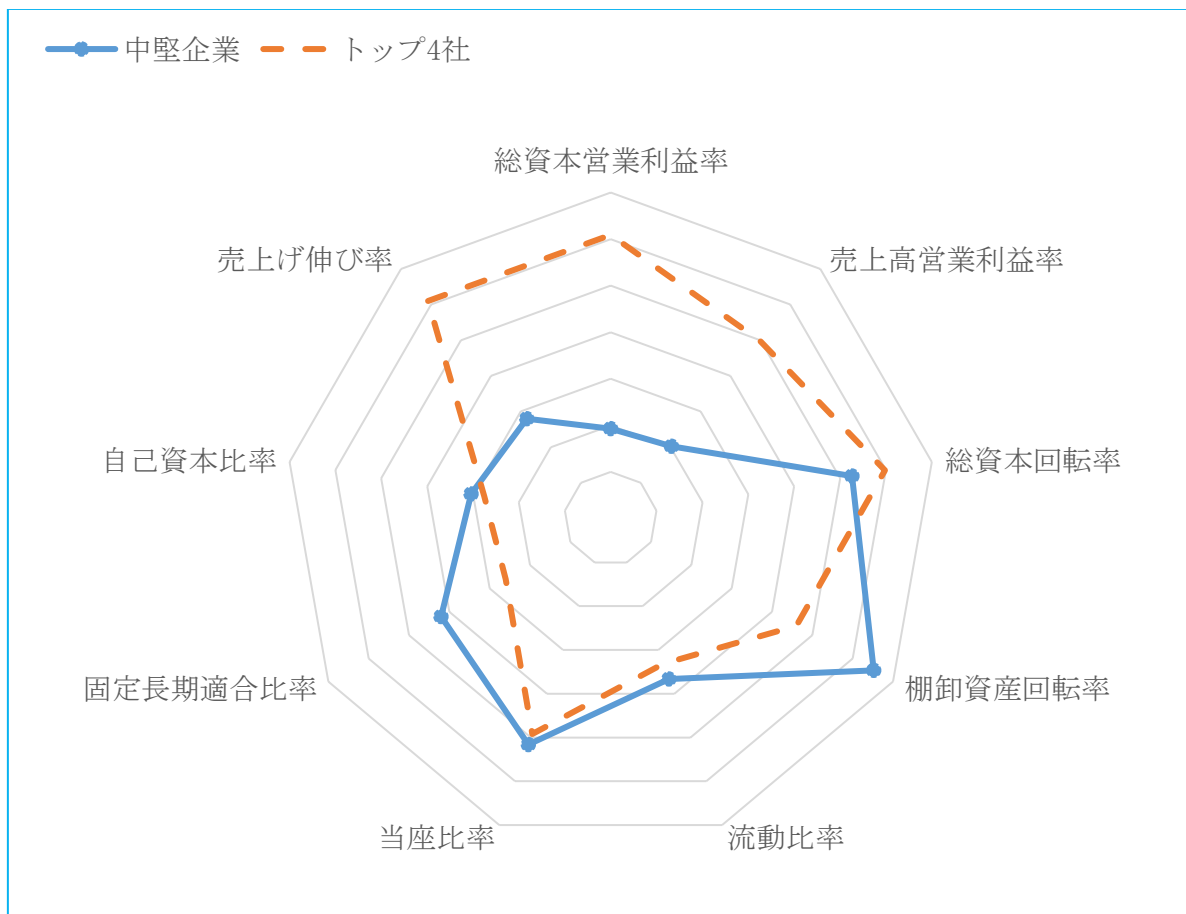
(各会社の財務諸表により、筆者ら作成)

5.4 レーダー・チャートによる財務指標の総合的比較

中国不動産業中堅企業 13 社とトップ 4 社の財務指標を総合的に比較・評価するため、2014 年度の中堅企業 13 社の平均値と、トップ企業 4 社の平均値を求め、レーダー・チャートを描いた。この図を図 5.2 に示す。図 5.2 から以下のことがみてとれる。

- ① 中堅企業は、棚卸資産回転率、固定長期適合比率についてトップ企業より高い指標を示している。中堅企業は棚卸資産が小さく、当座資産を多く保有していることが影響していると考えられる。
- ② トップ企業は、総資本営業利益率、売上高営業利益率、総資本回転率、売上高伸び率に関して中堅企業より高い指標を示している。とくに、総資本営業利益率、売上高営業利益率、売上高伸び率については差がみられる。売上高伸び率が大きいと、通常、営業利益率が高くなるのが大きく反映していると思われる。

③ 流動比率、当座比率、自己資本比率については、中堅企業とトップ企業との間で差はみられなかった。



(表 5.6 より作成)

図 5.2 レーダー・チャートによる中堅企業とトップ企業の財務の総合比較

表 5.16 中国不動産中堅企業とトップ企業の財務指標

企業&年	売上高	総資本営業利益率	売上高営業利益	総資本回転率	棚卸資産回転率	流動比率	当座比率	固定長期適合率	自己資本比率	増収率
A12	1.000	5.55%	20.38%	27.22%	40.41%	139.62%	41.41%	13.47%	21.68%	
A13	1.313	5.06%	17.92%	28.26%	40.90%	134.39%	33.72%	24.73%	22.00%	31.33%
A14	1.338	5.80%	21.37%	27.13%	43.82%	134.54%	43.43%	26.75%	22.79%	1.90%
C12	0.626	15.02%	41.92%	35.82%	59.52%	214.67%	85.46%	33.98%	48.57%	
C13	0.800	11.75%	34.37%	34.19%	51.23%	217.45%	72.33%	29.80%	46.04%	27.70%
C14	1.343	13.15%	31.48%	41.76%	60.07%	175.40%	53.46%	35.51%	41.78%	67.95%
D12	0.668	5.33%	19.44%	27.43%	36.33%	173.08%	38.07%	7.26%	21.81%	
D13	0.896	5.10%	17.33%	29.42%	38.50%	181.84%	37.87%	7.42%	22.03%	34.03%
D14	1.058	5.19%	17.40%	29.82%	40.82%	187.31%	44.67%	8.35%	22.11%	18.08%
E12	0.633	6.91%	25.32%	27.31%	43.96%	133.36%	34.64%	43.39%	17.44%	
E13	0.908	7.19%	26.74%	26.91%	50.68%	153.76%	55.55%	36.74%	22.79%	43.53%
E14	1.080	6.02%	25.63%	23.48%	45.09%	143.03%	50.92%	44.04%	23.69%	18.92%
aA12	0.014	0.54%	1.09%	307.72%	267.82%	94.78%	74.05%	140.72%	6.94%	
aA13	0.020	0.84%	1.35%	447.70%	332.87%	95.22%	74.59%	145.23%	5.91%	47.75%
aA14	0.019	-0.84%	-1.59%	379.37%	290.71%	95.89%	75.55%	135.83%	4.07%	-6.04%
aB12	0.022	3.80%	15.00%	364.02%	40.26%	163.08%	52.70%	16.21%	25.46%	
aB13	0.026	3.09%	13.28%	536.25%	37.10%	220.28%	75.75%	7.67%	20.65%	18.76%
aB14	0.031	2.67%	11.63%	719.07%	37.48%	193.26%	71.01%	6.40%	18.66%	19.48%
aC12	0.008	3.79%	12.35%	68.52%	69.64%	151.98%	30.83%	70.31%	57.67%	
aC13	0.010	5.38%	15.32%	86.52%	67.96%	163.34%	21.39%	63.77%	54.98%	28.76%
aC14	0.008	0.67%	2.57%	72.04%	55.76%	162.15%	42.41%	59.86%	48.60%	-15.24%
aE12	0.070	9.56%	21.54%	229.31%	0.08%	134.79%	44.60%	48.18%	27.20%	
aE13	0.036	2.52%	10.87%	263.77%	0.05%	229.88%	100.12%	14.59%	28.14%	-48.21%
aE14	0.027	0.19%	1.22%	210.81%	0.03%	230.38%	116.96%	12.31%	27.64%	-25.20%
aF12	0.024	0.43%	1.82%	504.17%	46.24%	164.56%	76.31%	11.14%	26.12%	
aF13	0.025	-3.57%	-11.49%	1180.23%	44.38%	158.53%	44.68%	6.82%	27.33%	1.59%
aF14	0.018	3.93%	14.91%	449.83%	36.34%	139.55%	32.00%	18.01%	27.26%	-28.44%
aG12	0.056	2.80%	14.40%	79.96%	30.35%	185.54%	28.38%	41.09%	34.58%	
aG13	0.053	2.91%	16.99%	78.80%	26.77%	210.33%	38.11%	34.65%	33.18%	-4.03%
aG14	0.060	2.12%	12.79%	73.52%	26.02%	227.21%	40.84%	34.29%	29.39%	13.24%
aH12	0.015	3.13%	22.51%	107.26%	19.23%	323.10%	54.63%	20.20%	29.19%	
aH13	0.027	4.99%	24.54%	175.27%	30.98%	269.21%	69.30%	19.56%	25.11%	78.44%
aH14	0.027	3.46%	21.22%	58.80%	33.20%	190.78%	61.30%	44.61%	22.81%	-1.50%
aJ12	0.005	0.45%	2.96%	187.65%	21.09%	160.16%	35.11%	18.94%	29.36%	
aJ13	0.005	0.86%	5.85%	127.18%	23.63%	166.15%	49.89%	24.62%	32.04%	-8.53%
aJ14	0.009	0.59%	2.25%	182.51%	45.29%	197.37%	64.37%	25.32%	32.25%	82.06%
aK12	0.029	2.02%	3.61%	258.94%	106.49%	148.94%	49.16%	45.61%	40.51%	
aK13	0.050	2.33%	4.70%	113.34%	147.84%	131.95%	53.04%	76.31%	21.99%	73.26%
aK14	0.041	1.72%	5.89%	62.14%	133.40%	133.33%	78.39%	77.97%	33.22%	-18.07%
aM12	0.039	6.42%	16.94%	119.79%	89.66%	177.58%	67.86%	51.42%	37.46%	
aM13	0.032	5.77%	20.86%	125.89%	54.73%	185.73%	65.41%	37.89%	35.27%	-18.95%
aM14	0.019	0.97%	7.20%	127.34%	18.87%	170.06%	34.73%	22.26%	26.79%	-42.06%
aP12	0.006	0.10%	1.12%	29.51%	20.85%	231.04%	87.80%	43.58%	44.86%	
aP13	0.009	1.51%	12.49%	37.86%	25.27%	164.08%	48.26%	54.68%	40.84%	51.86%
aP14	0.019	1.75%	7.01%	81.75%	55.03%	198.19%	68.51%	47.06%	43.44%	110.79%
aQ12	0.012	2.12%	12.59%	326.98%	19.92%	341.15%	37.56%	7.12%	37.27%	
aQ13	0.018	3.54%	15.55%	426.40%	27.55%	215.99%	27.28%	9.51%	34.63%	51.95%
aQ14	0.018	8.24%	32.50%	776.17%	29.61%	283.56%	32.53%	4.96%	52.71%	-0.09%
aR12	0.027	1.63%	10.68%	64.15%	23.61%	135.95%	20.71%	54.12%	21.93%	
aR13	0.033	0.17%	1.02%	73.21%	26.37%	145.17%	24.21%	49.10%	20.85%	22.45%
aR14	0.035	1.66%	9.86%	96.33%	24.28%	153.47%	24.67%	37.77%	20.89%	5.34%
大手平均	0.972	7.67%	24.94%	29.90%	45.94%	165.70%	49.29%	25.95%	27.73%	30.43%
中堅平均	0.026	2.42%	10.14%	246.41%	61.20%	183.17%	53.72%	42.04%	30.44%	14.98%
差の検定	—	1%有意	1%有意	*	1%有意	1%有意	*	1%有意	*	*

(表 5.6 より作成)

5.5 中国不動産業中堅企業 13 社とトップ企業 4 の財務データを使った主成分分析

表 5.13 は、5.3 節で計算した各社の財務指標より作成したテーブルである。表には、万科企業の 2012 年の売上高を 1.0 としたときの各社各年度の売上高も載せてある。この表や図 5.2 のレーダー・チャートが示すように財務指標は種類が多く、それらを総合的に比較・評価するには熟練が必要であり、経験に頼ることになる。一方、統計解析手法の一つである主成分分析は、多変量（ここでは各財務指標）間の相関ならびに多変量のもつ情報を要約するために使用されることから、表 5.13 にあるような多種類の財務指標を要約し、中堅企業の特徴を明らかにする上で役立つかも知れないという期待をもって主成分分析を試みた。

分析には JMP V9 (JMP®は SAS Institute Inc. の登録商標) を使用した[12]。主成分分析に使用したデータは、表 5.13 のデータである。ただし、表 5.13 のデータは 3 年間のデータであり、企業数 (データ数) が 17 社と少ない (データ数は 100 以上が望ましいとされる[12, p.101])。このため、分析では、年度を一つの変数 (変量) に加え、3 年間のデータを使って 3×17 組のデータとして分析した。

結果は以下のとおりである。変量間の (偏) 相関行列を表 5.14 に、分析結果の要約を図 5.3 に、各主成分を表す線形式の係数を与える固有ベクトルを表 5.15 に、各主成分と各変量との相関係数を与える因子負荷量を表 5.16 に示す。

5.5.1 相関行列からの知見

変量間の相関行列を表 5.14 に示す。この表から以下の知見が得られる。

(1) 売上高と総資本営業利益率、売上高と売上高営業利益率の間に正の相関がある。これは、売上高の大きい企業ほど営業利益率が高いことを意味する。ここで取り上げた大手企業は、住宅の開発・分譲を主要事業としているが、これら企業の営業利益率が高いことは、住宅の開発・分譲事業の利益率が高いことを意味する。

(2) 総資本営業利益率と売上高営業利益率の間に非常に高い正の相関がある。総資本が大きいほど、企業規模が大きく、売上高が大きく、上記(1)で述べたように、中国不動産企業では売上高営業利益率が高くなるためである。

また、大手企業は、開発用不動産を多く所有しているものの、それら大手開発・分譲企業は総資本に対して利益率は相対的に高い。

(3) 棚卸回転率と流動比率は負の相関をもつ。販売用不動産を多く保有している企業は、棚卸回転率が低くなる。一方、棚卸資産は流動資産であるから流動比率が高くなる。ただし、棚卸回転率と当座比率の間には相関がみられない。

(4) 棚卸回転率と固定長期適合率は高い正の相関をもち、流動比率と固定長期適合率は負の相関をもつ。大手不動産企業は、賃貸用不動産が少なく固定資産が小さい。このような開発・分譲型の企業は、開発用不動産を多く保有して棚卸回転率が低いため、棚卸回転率と固定長期適合率は正の相関となる。また、開発・分譲型の企業は、棚卸資産が多く、流動資産が大きいため、流動比率と固定長期適合率の間に負の相関が生まれる。

5.5.2 主成分分析の要約

主成分分析の要約を図 5.3 に、主成分の寄与率と累積寄与率を図 5.4 に示す。主成分の累積寄与率は、主成分 1 が 32.214%、主成分 2 までの累積寄与率が 53.053%、主成分 3 までの累積寄与率が 64.822%、主成分 4 までの累積寄与率が 76.252%である。

5.5.3 主成分の解釈

表 5.16 に示す各主成分の固有値ベクトルの値をつかって、主成分の解釈が与えられる。以下、主成分 1~4 までについて、解釈を試みる。

(1) 主成分 1

主成分 1 の寄与率は図 5.4 より 32.214%である。表 5.16 の因子負荷量より、主成分 1 と高い正の相関をもつ変量（経営指標）は総資本営業利益率（0.75332）と売上高営業利益率（0.82860）であり、主成分 1 には、各社（個体）の営業利益の高さが表われているといえる。売上高と総資本営業利益率や売上高営業利益率の間に正の相関が見られることから、売上高と主成分 1 との間にも正の相関が表れている。

この他、主成分 1 と相関の高い変量には、棚卸資産回転率（-0.72510）と固定長期適合率（-0.69010）があり、これらの変量に対する固有ベクトルの値も比較的高い。棚卸資産回転率と固定長期適合率の間には高い正の相関があり（表 5.14 参照）、これらの変量と主成分 1 の間にみられる負の相関から、主成分 1 は、棚卸資産の大きさが表われているといえる。

これらより、主成分 1 は、営業利益(率)と棚卸資産（回転率）の総合指標と見なすことができる。

(2) 主成分 2

主成分 2 の寄与率は図 5.4 より 20.839%である。表 5.16 の因子負荷量より、主成分 2 と相関の高い変量には、売上高（0.64562）、総資本営業利益率（0.50018）、総資本回転率（-0.54640）、棚卸資産回転率（0.50002）、流動比率（-0.61559）、固定長期適合率（0.53137）がある。これらの中で、主成分 1 の因子負荷量との差が大きい変量は、売上

高 (0.49941→0.64562)、総資本営業利益率 (0.75332→0.50018)、総資本回転率 (-0.35089→-0.54640)、棚卸資本回転率 (-0.72510→0.50002)、流動比率 (0.53032→-0.61559)、固定長期適合率 (-0.69010→0.53137) である。これらの分析から、主成分 2 は、売上高が高く、流動比率が小さく、固定長期適合率が高い企業、すなわち、中堅企業で不動産の賃貸事業の比率が高く、賃貸事業のために多くの固定資産（逆に小さい棚卸資産）を保有している企業特性を表しているといえる。

(3) 主成分 3

主成分 3 の寄与率は図 5.4 より 11.769%と余り高くない。表 5.16 の因子負荷量より、主成分 3 は当座比率と高い正の相関 (0.86109) をもち、当座比率の高さを表すものといえる。

(4) 主成分 4

主成分 4 の寄与率は図 5.4 より 11.430%と余り高くない。表 5.16 の因子負荷量より、主成分 4 は「年」と高い正の相関 (0.77069) がみられる。売上高営業利益率（表 5.8 参照）など年度による財務指標の変化が変量「年」を主成分 4 としたものと考えられる。

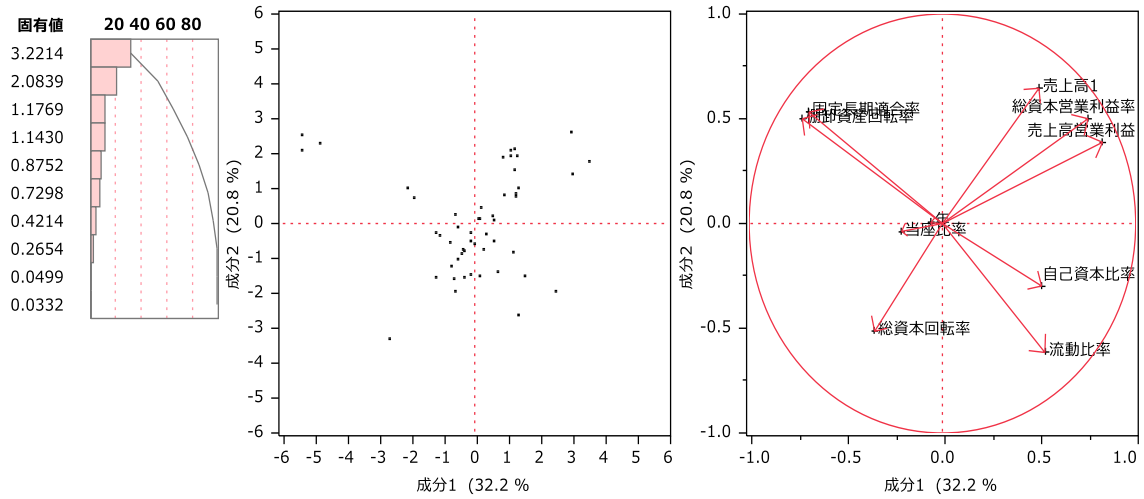
因子負荷量が小さい変量を除いて再分析を行うことで、主成分 1～3 の累積寄与率を高めることができるが、その意義について十分な議論ができていないことから、ここではその議論を省略する。

表 5.14 変量間の偏相関係数

相関	売上高1	年	総資本営業利益率	売上高営業利益	総資本回転率	棚卸資産回転率	流動比率	当座比率	固定長期適合率	自己資本比率
売上高1	1.0000	0.1083	0.5912	0.5488	-0.3860	-0.0957	-0.1771	-0.1160	-0.2036	-0.1170
年	0.1083	1.0000	-0.0850	-0.0469	0.0678	0.0146	-0.0275	0.0869	-0.0191	-0.0619
総資本営業利益率	0.5912	-0.0850	1.0000	0.9250	-0.3191	-0.1781	0.1314	-0.0262	-0.1887	0.3117
売上高営業利益	0.5488	-0.0469	0.9250	1.0000	-0.3424	-0.3050	0.3019	-0.1072	-0.3010	0.2634
総資本回転率	-0.3860	0.0678	-0.3191	-0.3424	1.0000	0.1413	0.0897	0.1065	-0.1297	-0.1376
棚卸資産回転率	-0.0957	0.0146	-0.1781	-0.3050	0.1413	1.0000	-0.5125	0.2549	0.8665	-0.3938
流動比率	-0.1771	-0.0275	0.1314	0.3019	0.0897	-0.5125	1.0000	0.1509	-0.5719	0.4144
当座比率	-0.1160	0.0869	-0.0262	-0.1072	0.1065	0.2549	0.1509	1.0000	0.1472	-0.1028
固定長期適合率	-0.2036	-0.0191	-0.1887	-0.3010	-0.1297	0.8665	-0.5719	0.1472	1.0000	-0.2413
自己資本比率	-0.1170	-0.0619	0.3117	0.2634	-0.1376	-0.3938	0.4144	-0.1028	-0.2413	1.0000

(JMP V9 での分析結果を掲載)

要約プロット



(JMP V9 での分析結果を掲載)

図 5.3 主成分分析の結果の要約

固有値

番号	固有値	寄与率	20 40 60 80	累積寄与率	カイ2乗	自由度	p値(Prob>ChiSq)
1	3.2214	32.214		32.214	342.155	54.000	<.0001 *
2	2.0839	20.839		53.053	273.092	44.000	<.0001 *
3	1.1769	11.769		64.822	224.156	35.000	<.0001 *
4	1.1430	11.430		76.252	204.678	27.000	<.0001 *
5	0.8752	8.752		85.003	174.134	20.000	<.0001 *
6	0.7298	7.298		92.302	144.467	14.000	<.0001 *
7	0.4214	4.214		96.516	100.198	9.000	<.0001 *
8	0.2654	2.654		99.170	63.622	5.000	<.0001 *
9	0.0499	0.499		99.668	2.062	2.000	0.3567
10	0.0332	0.332		100.000	0.000	0.000	.

(JMP V9 での分析結果を掲載)

図 5.4 各主成分の固有値と寄与率

表 5.15 各主成分の固有ベクトルの値

固有ベクトル										
	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4	主成分5	主成分6	主成分7	主成分8	主成分9	主成分10
売上高1	0.27825	0.44724	-0.11393	0.34929	-0.16019	-0.10569	0.32394	0.61671	0.25583	0.00418
年	-0.03375	0.00232	0.10648	0.72087	0.63627	0.18516	-0.13162	-0.09231	-0.04062	0.03521
総資本営業利益率	0.41972	0.34649	0.24218	-0.06850	-0.10733	0.29145	0.04057	-0.26491	-0.23099	0.64714
売上高営業利益	0.46166	0.26860	0.18700	-0.01502	-0.11030	0.21698	-0.32620	-0.24788	0.17386	-0.64977
総資本回転率	-0.19550	-0.35651	0.12797	0.23787	-0.43825	0.68324	0.19375	0.03196	0.25346	0.00597
棚卸資産回転率	-0.40400	0.34638	0.27324	-0.10116	-0.03253	0.27010	-0.15469	0.39957	-0.57926	-0.19693
流動比率	0.29547	-0.42644	0.33777	-0.03897	-0.01670	-0.09571	-0.55460	0.49653	0.07959	0.21293
当座比率	-0.11744	-0.02598	0.79375	0.12789	-0.10538	-0.41881	0.34211	-0.15675	0.05912	-0.08680
固定長期適合率	-0.38449	0.36810	0.16573	-0.30093	0.24831	0.12336	-0.20139	0.02259	0.66307	0.20259
自己資本比率	0.28598	-0.20659	0.13941	-0.42211	0.52881	0.28805	0.49298	0.21731	-0.00688	-0.15814

(JMP V9 での分析結果を掲載)

表 5.16 因子負荷量行列

負荷量行列										
	主成分1	主成分2	主成分3	主成分4	主成分5	主成分6	主成分7	主成分8	主成分9	主成分10
売上高1	0.49941	0.64562	-0.12359	0.37343	-0.14986	-0.09029	0.21029	0.31771	0.05712	0.00076
年	-0.06057	0.00334	0.11552	0.77069	0.59524	0.15818	-0.08544	-0.04755	-0.00907	0.00641
総資本営業利益率	0.75332	0.50018	0.26273	-0.07323	-0.10041	0.24898	0.02634	-0.13648	-0.05158	0.11786
売上高営業利益	0.82860	0.38775	0.20286	-0.01605	-0.10318	0.18536	-0.21176	-0.12770	0.03882	-0.11834
総資本回転率	-0.35089	-0.51464	0.13883	0.25431	-0.40999	0.58369	0.12578	0.01646	0.05659	0.00109
棚卸資産回転率	-0.72510	0.50002	0.29643	-0.10815	-0.03043	0.23074	-0.10042	0.20585	-0.12934	-0.03587
流動比率	0.53032	-0.61559	0.36643	-0.04166	-0.01562	-0.08177	-0.36003	0.25580	0.01777	0.03878
当座比率	-0.21079	-0.03751	0.86109	0.13672	-0.09859	-0.35778	0.22209	-0.08076	0.01320	-0.01581
固定長期適合率	-0.69010	0.53137	0.17979	-0.32173	0.23230	0.10538	-0.13074	0.01164	0.14805	0.03690
自己資本比率	0.51329	-0.29822	0.15123	-0.45128	0.49471	0.24608	0.32003	0.11195	-0.00154	-0.02880

(JMP V9 での分析結果を掲載)

5.6 結 言

本章では、中国不動産業の中堅企業 13 社とトップ 4 社の間で各企業の概要、事業内容、および財務比較を行った。得られた主な結果は以下のとおりである。

(1) 中国不動産企業の中でトップ4社は、住宅の開発・分譲事業を主としている（売上高の94%以上）。一方、中堅企業は、住宅の開発・分譲事業を主としている企業があるものの、不動産賃貸や不動産投資などを重要な事業としている企業も多く、トップ企業に比べて多角化が進んでいる。

(2) 2012年～2014の3年間について、中国不動産業中堅企業13社とトップ4社の財務分析を行った。取り上げた指標は、収益性、効率性、安全性、成長性であり、結果は以下の通りである。

(3) 総合指標として総資本営業利益率を比較した。2012年～2014の3年間の平均で、トップ企業4社の平均は7.61%、中堅企業の平均は2.42%であり、両者の間に少なくとも1%有意水準で2%以上の差がみられる。

(4) 収益性の指標として、売上高営業利益率を使って大手企業と中堅企業の比較を行った。トップ企業の3年間の平均値は24.94%、中堅企業の平均値は10.14%であり、両者の間には少なくとも1%有意水準で平均値に5%以上の差がみられる。なお、日本の不動産企業の2014年度の売上高営業利益率の平均値は12.6%であった。また、中国トップ4社の平均売上高（2014年）は、中堅企業の平均の約25倍であった。

(5) 効率性の指標として総資本回転率と棚卸資産回転率を取り上げた。総資本回転率の3年間の平均値に関しては、トップ企業は0.299、中堅企業は0.263と差は小さく、差は統計的に有意でない。一方、棚卸資産回転率の3年間の平均値に関しては、トップ企業は0.459、中堅企業は0.653であり、5%有意で0.1回転以上の差がみられる。なお、日本の不動産企業の2014年度の総資本回転率は0.24、棚卸資産回転率は3.4回転である。

(6) 安全性に関して、流動比率、当座比率、固定長期適合率、自己資本比率の4指標を計算し、中堅企業とトップ企業の間で比較し、以下の結果を得た。

- ・流動比率は、中堅企業の平均が183.17%、トップ企業の平均が165.70%（5%有意）で、日本の不動産企業の2014年度平均値113.6%よりかなり高い。
- ・当座比率は、中堅企業の平均が53.72%、トップ企業の平均が49.29%（有意差なし）で、日本の不動産企業の平均値55.9%と若干高い。
- ・固定長期適合率は、中堅企業の平均が42.04%、トップ企業の平均値が25.95%（1%有意水準で5%以上の差）である。
- ・自己資本比率は、中堅企業の平均が30.73%、トップ企業の平均値が27.73%、2014年度の日本の不動産企業の平均値は35.7%で日本企業が若干高い。

(7)成長率として年当たり平均増収率を取り上げた。トップ企業の平均が 30.43%、中堅企業の平均が 17.34%と両方で差が見られたが、統計的有意差は確認できなかった。

(8)多様な財務指標を少数の指標にまとめる統計的手法である主成分分析の適用を試みた。結果は以下の通りである。

- ① 財務指標間の相関係数を見ることで、財務指標に影響を与える要因を推測することができる。例えば、「売上高の大きい企業ほど営業利益率が高い」という相関係数から、トップ企業が住宅の開発・分譲を主事業としており、開発・分譲事業の営業利益率が高いことが推察できる。このような知見は、財務分析において非常に有益と考えられる。
- ② 主成分は、幾つかの変量を集約して構成した新しい指標である。このため、多様な財務指標を集約し、そこから企業間の違いを特徴付ける指標を見つけるのに有効と思われる。例えば、5.5 節での分析結果から、主成分 1 と高い正の相関をもつ変量（経営指標）から、企業間の違いを特徴づけている変量が営業利益率と棚卸回転率であることが推察できたなどである。

(9)以上の分析を通して、中国不動産業において、中堅企業とトップ企業の経営・財務を特徴づける主な要素として、①事業の違い、②棚卸資産の多寡、③現金の多寡、④賃貸用不動産（固定資産）の保有、が上げられる。

参考文献

- [1] 邱強『房地產投資分析』清華出版社、p. 38、2014 年。
- [2] 中国指数研究院「2013 年中国房地產販売額百億企業」
(<http://fdc.soufun.com/news/zt/201401/bybqyb.html>) (2015 年 12 月アクセス)
- [3] Fung, H.G. *et al.*, "The Development of the Real Estate Industry in China", *Chinese Economy*, Vol.39, No.1, pp.84–102, 2006 年。
- [4] 魏興福、田村隆善、吉成亮「日中不動産業主要企業間の経営・財務分析」日本経営診断学会論集、No. 15、pp. 80–86、2016 年に J-Stage 掲載。
- [5] Tao, P., Yuan, F. and Ju, Y., "Empirical Research on Financial Risk Recognition and Coping Strategies for Real Estate Listed Companies", *Proceedings of ICCREM 2014*, pp. 1379-1386, 2014 年。
- [6] 王紅霞編「中小房地產企業財務管理中存在の問題と対応分析」中国外資、Vol. 245、pp. 1004–8146、2011 年。
- [7] 馮志艷、魯光輝編[我国中小房地產企業財務管理中存在問題及び対応政策] 中国集体經濟・財務管理、vol. 2、pp. 166–167、2010 年。

- [8]教育社編『会社全資料 23 不動産業界上位 10 社の経営比較』教育社、1980 年。
- [9]大津広一『経営分析入門』ダイヤモンド社、2013 年。
- [10]大槻啓子「不動産大手三社の財務徹底分析」エコノミスト、1998 年 3 月号、pp. 50-53、1998 年。
- [11]原口俊道「日中不動産経営比較」鹿児島経大論集、37(3)、pp. 21-32、1996 年。
- [12]廣野元久、林俊克『JMP による多変量データ活用術』海文堂出版（2 訂 2 版）、2011。

第6章 中国における不動産取引の現状と課題

6.1 緒言

中国では、1978年に始まった改革開放政策以後、土地所有権の売買と住宅の開発、ならびに住宅の売買が自由にできるようになり、不動産業が大きく発展した。この間、新築住宅の売買だけでなく住宅の買い替えとそれともなう中古住宅売買の市場規模が拡大し、不動産取引業の規模も拡大していった。

不動産取引業は、不動産業の中で主要な一角を占め、新築住宅の売買と賃貸、オフィスの賃貸、仲介などを主な事業としている[1-2]。中国における不動産取引業は、中国経済の発展とともに、急速に成長してきたが、課題も多い[3]。さらに、中国と日本との間で不動産取引のプロセスにも相違が見られる。また、中国における不動産取引に関わるトラブルは、仲介業者との間でのトラブルが大半だとされる[4]。

不動産取引に関わる先行研究には、法律に関する研究[5-7]、土地の売買と管理に関する研究[8, 9]、不動産取引とそこでのトラブル[4, 10]などが見られる。しかし、日中の不動産取引のプロセスを対比し、両者の違いや中国における不動産取引の問題点を論究した研究はほとんどみられない[1: pp. 606-611]。そこで本章では、中国不動産業に関する研究の一環として、中国における住宅売買の取引に関する現状を概観し、日中の不動産取引のプロセス、とくに中国での土地、新築住宅、中古住宅の売買プロセスを調査し、日本における不動産取引との相違点を明らかにする。加えて、中国における不動産取引に関わる税金を日中で比較し、さらに中国における不動産取引に関わる問題点を整理する。

6.2 不動産取引業の定義と分類

6.2.1 日本における不動産取引業の定義

不動産業と呼ばれる業種は、狭い意味では「宅地建物取引業法」により免許が必要とされている業種で、以下のものが含まれる[11: pp. 168-169]。

- (1) 宅地や建物の売買、交換又は貸借の代理もしくは媒介（仲介）
- (2) 宅地や建物の売買または交換を「業」として行うもの

前者は不動産仲介業や不動産流通業と呼ばれる。また、広い意味で「不動産業」という場合には、「不動産に関わる仕事をする業種全般」とされ、「宅地建物取引業法」に規定されていないアパートやビルなどの不動産賃貸業やビル・マンションの管

理会社、さらには不動産鑑定士や測量士などが含まれる場合もある[11 : pp. 168-169]。

6.2.2 中国における不動産取引業の定義

中国における不動産と不動産業についての定義を以下に与えておく。

(1) 不動産とは

不動産とは、中国語では「房地產」と呼ばれる[1-3]。房地產は土地を意味する「地産」と建物を指す「房産」の総称であるが、中国でも日本の不動産の定義と同様、「土地、建物、立木などの地上定着物」と定義されている。

(2) 中国における不動産業とは

不動産業は「房地産業」と呼ばれ、中国では不動産の開発、経営、管理およびサービス提供に従事する産業と定義され、第三次産業の一部に分類される[1-2]。この点は、不動産を商品としてお金を稼ぐ生業（日本標準産業分類）である日本での定義と同じである。不動産取引業には不動産代理・仲介業、建物売買業などの事業が含まれ、中国において不動産取引業を営むには免許が必要となっている。

なお、中国における土地取引は、地方政府と不動産開発・分譲企業が中心である。中国における土地は、国家の所有であり、土地の売買や交換などは地方政府が重要な決定権を持つためである。そのため一般に、地方政府とパイプのある国有企業や大手企業のみが大規模な土地取引に関与できると考えてよい。

(3) 不動産取引業の分類

日本における不動産取引業は、土地・新築住宅・中古住宅の売買と賃貸、仲介、管理等に分けられる[1]。この関係を図1に示す。中国における不動産取引業についても、土地の売買を除いて、日本と大略同じである。ただし、中国における仲介や賃貸、管理に関する十分な資料が得られていないことから、本章では、不動産取引業の中でもとくに、土地売買、新築住宅の売買、中古住宅の売買を中心に議論する。

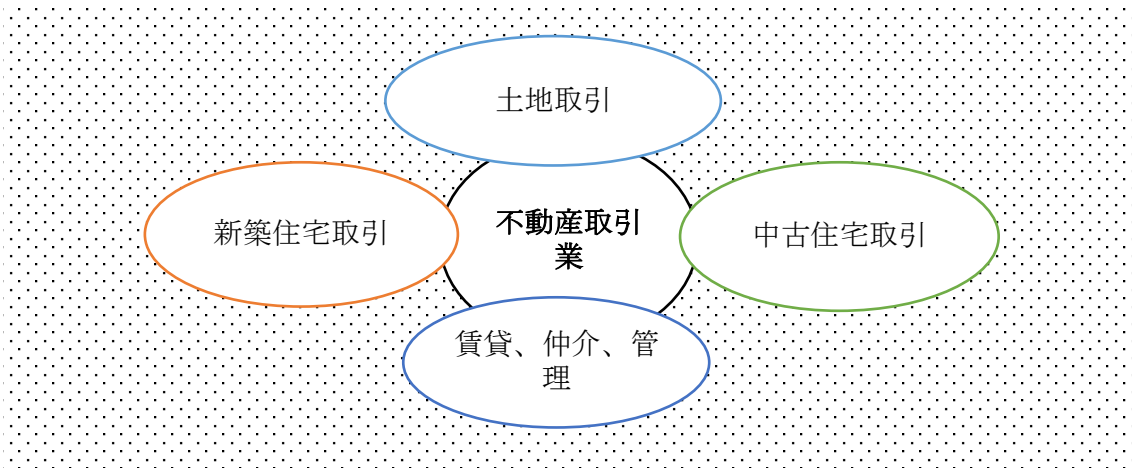
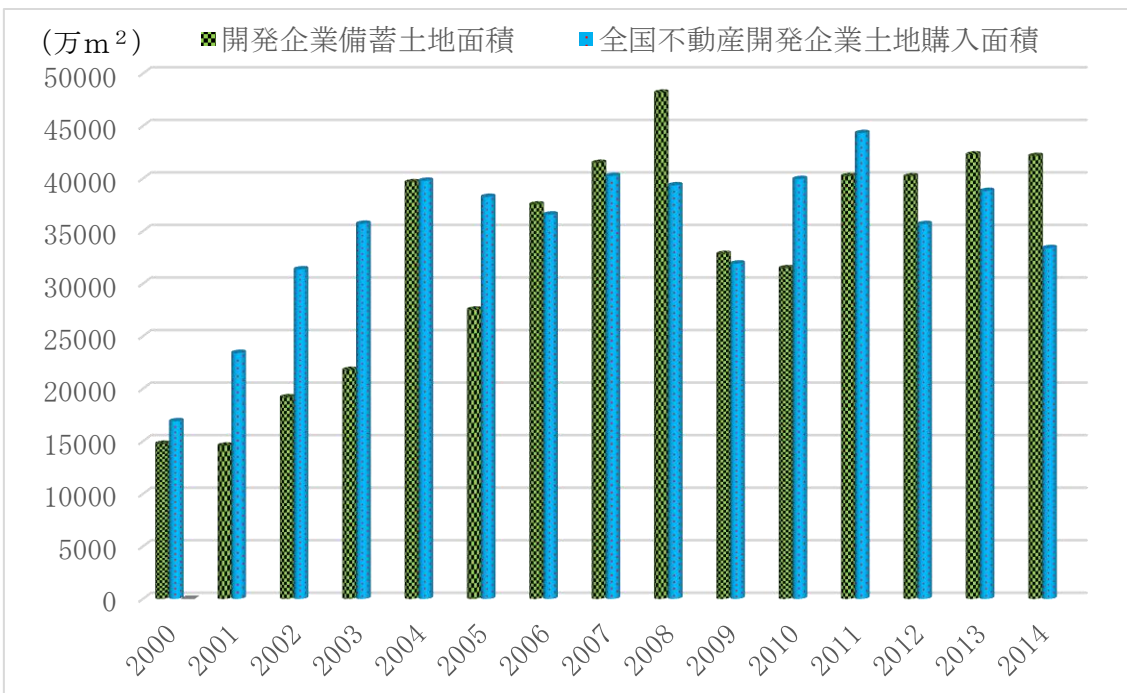


図 6.1 不動産取引業の分類



(中国統計局のデータに基づいて筆者ら作成)

図 6.2 中国不動産開発・分譲企業の土地備蓄面積と土地購入面積の推移

6.3 中国における不動産取引の現状

6.3.1 中国における土地取引の現状と課題

図 6.2 は、2000 年～2014 年の間における中国不動産開発企業が取得した土地の面積と土地の保有（備蓄）面積を表したものである。中国における旺盛な住宅需要とい

う背景の下で、不動産開発・分譲企業は、大量の土地を取得し、それらを流動資産として保有し（備蓄し）、それらを使って住宅を開発（建設）してきたことがこの図から分かる。図より、2003年までは、中国不動産開発・分譲企業の土地購入面積は土地備蓄面積より多く、2006年ごろから、備蓄土地面積と購入土地面積がほぼ等しい値になっている。このことは、前年度の備蓄土地面積が開発に供され、購入土地がほぼ備蓄土地となっている状況がみてとれる。

2008年にはリーマンショックの影響を受け、中国不動産市場は不景気になり、住宅売買市場は低迷した。この時期に、中国不動産企業は、開発を手控えたのか、備蓄土地面積が増えている。リーマンショックの直後、中国政府は大規模な景気刺激策を実施し、その後、景気刺激策と高騰する住宅価格の抑制という難しい経済政策を強いられることになる[12]。

これらの土地を、不動産開発・分譲企業は地方政府から購入する。すなわち、中国における都市部での土地取引は、地方政府と不動産開発・分譲企業との間での取引が中心である。中国における土地は、政府の所有であり、土地の売買や交換は、「土地使用権」の売買や交換を意味する。また、地方政府が所有する土地使用権の譲渡は、地方政府が決定権をもっており、地方政府は、売買の報告を上位の政府へ（県政府は市政府へ、市政府は省政府へ）報告する義務が課せられている[13]。

中国における土地取引の特徴と課題は以下のように要約される。

(1) 土地取引の公開性と公平性

中国において政府の所有する土地を購入するためには、オークションに参加して落札することが義務付けられている[13, 14]。しかし、オークションに参加するための情報は広く公開されているわけではない。すなわち、国有企業には情報は流されるが、民間企業には十分な情報が公開されておらず、国有企業は民間企業に比べて土地の取得が容易となっている[13]。このことは、中国不動産企業トップ100社の中で、国有企業は75%を占めているものの、国有企業の土地取引量の占める割合は取引量全体の約90%を占めていることから推察される。

(2) 地方政府の財政は土地売却収益に依存

土地の売手の主体は地方政府である。地方政府と地方の不動産企業は深い依存関係を持ち、とくに地方政府の財政は、かれらが保有する土地の売却収入に大きく依存している[13, 15]。このことは、上記(1)と関連し、土地取引に関する公平性を妨げる原因にもなっていると考えられる。

(3) 土地取引は大手企業に集中

中国の不動産業は、大規模開発が中心である。このため、土地取得から開発・販売

までを含む資金力と技術力といった総合力が求められる[16]。大手不動産企業は、資金力および地方政府との緊密な関係から中国全国で土地取引に強い力を持つ一方、中小不動産企業は、資金の面から土地取引で弱い立場にあるといえる。

(4) 土地取得競争と不動産価格の上昇

第5章でも指摘してきたように、これまでの中国不動産業（とくに不動産の開発・分譲）は高収益性を有する産業分野であった。このため、他の産業分野に属する企業が不動産業に参入し、過度の開発や土地取得競争が行われるようになった。それにもなって土地価格が上昇し、結果として住宅価格高騰の一因となった。

6.3.2 中国における新築住宅の取引

中国における新築住宅の開発と分譲は、土地の取得から市民への住宅販売までを開発・分譲企業自らが行うことが多い。このため、中国での新築住宅の販売は、主として開発・分譲企業が担っていることになる。日本では、新築住宅の開発はデベロッパーと呼ばれる開発企業が行い、その分譲は別の不動産取引業者に委託することも多く、日中で違いの見られる点である。

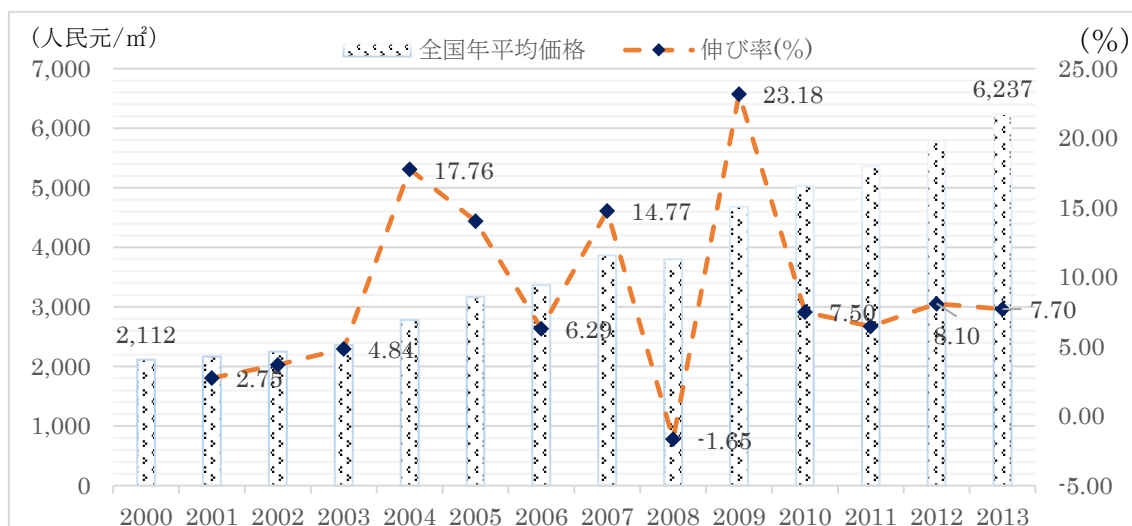
中国における新築住宅の取引の現状、および取引プロセスとその特徴は以下のとおりである。

(1) 中国における新築住宅取引の現状

中国における新築住宅の取引件数ならびに取引価格は、年々大きく上昇してきた。価格で見ると、例えば、2013年末における中国全国の新築住宅平均価格は、2000年時の価格の約3倍になっている。図6.3は、全国平均新築住宅価格（単価）とその伸び率を示したもので、伸び率は年によって大きく変動しているが、平均住宅単価は一貫して上昇している。なお、中国においても、リーマンショック時の落ち込みは大きかった。しかしその後、住宅単価の伸び率は急速に回復しているが、これは、中国政府の不動産政策と金融政策が一因である[第2章の表2.1を参照]。

中国における不動産取引額は、2000年～2013年の間に、大きく拡大した。中国国家統計局による新築住宅やオフィスビルの不動産販売額の推移を図6.4に示す。図6.4には、住宅とオフィスビルの販売比率のグラフも載せておいた。図6.4より、中国における不動産取引額は、2000年～2013年の間に大きく拡大したものの、不動産販売額に占める住宅の割合は85%前後と安定して大きな比率を占めてきた。一方、オフィスビルの販売額は、伸び（図6.5を参照）そのものは大きい、不動産販売額に占める割合はまだ小さい。図6.4において、2008年に不動産販売額が大きく落ち込んでいるが、これはリーマンショックの影響によるものである。このとき中国政府は、金融政策等をおし

て不動産を支え、その後、住宅市場は 2013 年に至るまで大きく拡大を続けた。この間、中国の住宅価格は高騰し、「房奴」^{注1} 問題が懸念されるようになった。



(中国統計局「統計年鑑」のデータより筆者ら作成)

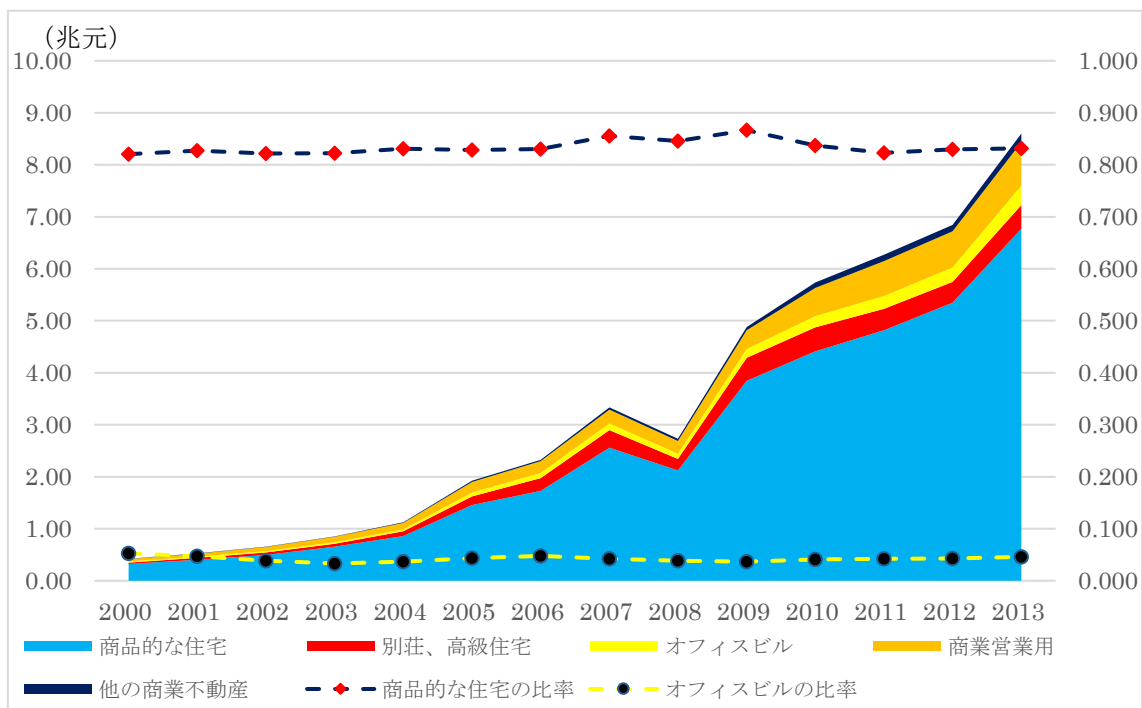
図 6.3 中国における新築住宅の全国平均価格と価格の上昇率

中国における北京、上海、深圳の 3 大都市部での不動産新築住宅取引の成約件数と単価を図 6.6 に示す。図は、2009 年～2014 年間のデータを使って描いたもので、上海と北京における新築住宅取引件数は年ごとに大きく変動しており、とくに北京での変動が大きい。

一方、これら 3 大都市における新築住宅の単価には継続して上昇傾向が見られ、中国全国平均住宅価格の上昇と似た傾向を有している。とくに北京の 2014 年新築住宅価格は、中国不動産のバブル崩壊が囁かれる中であっても、2009 年の価格から約 2 倍の上昇となり、平均 30,000 元/m²にもなっている。

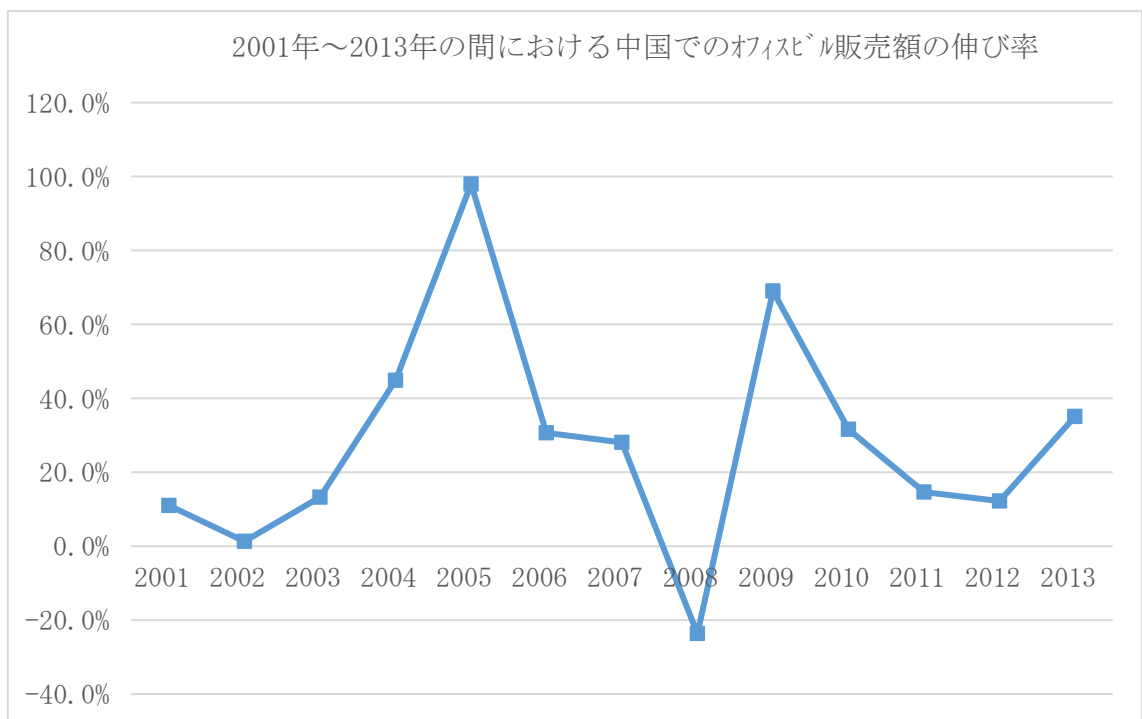
なお、これら中国における住宅は主にマンションであり、中国における住宅取引の特徴の一つといえる。これに対して、日本の新築住宅は、55%程度が持家であり、また、図 6.7 に示すように、新築住宅全体の 55%程度が木造一戸建住宅である。日本の木造一戸建の比率は、ここ数年、変化していない。

(注 1) 住宅を買った人は、頭金と銀行ローンを払わなければならない。そのため、住宅購入者は、自分の住宅の頭金と銀行ローンを返済するため、一生懸命に働かなければならない。このようにローン返済のために苦勞している人のことを中国では「房奴」と呼んでいる。



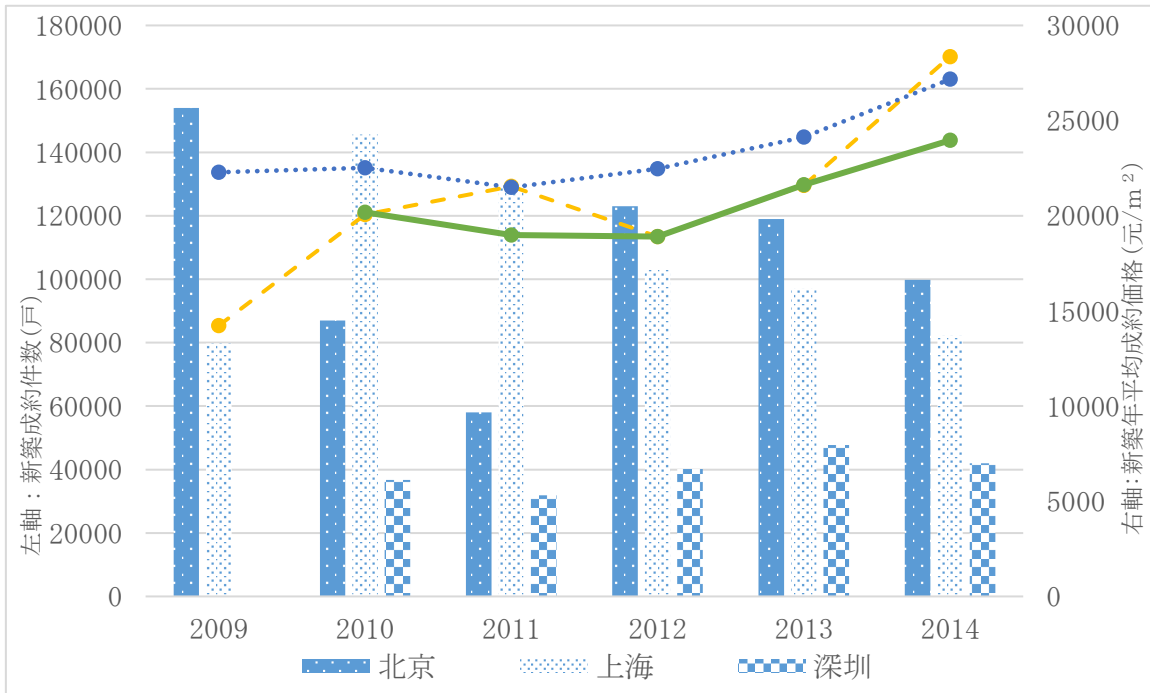
(中国統計局の統計年鑑より筆者ら作成 (左縦軸の単位：兆元。右縦軸はパーセントを示す))

図 6.4 2000年～2013年における中国の不動産別販売額の推移

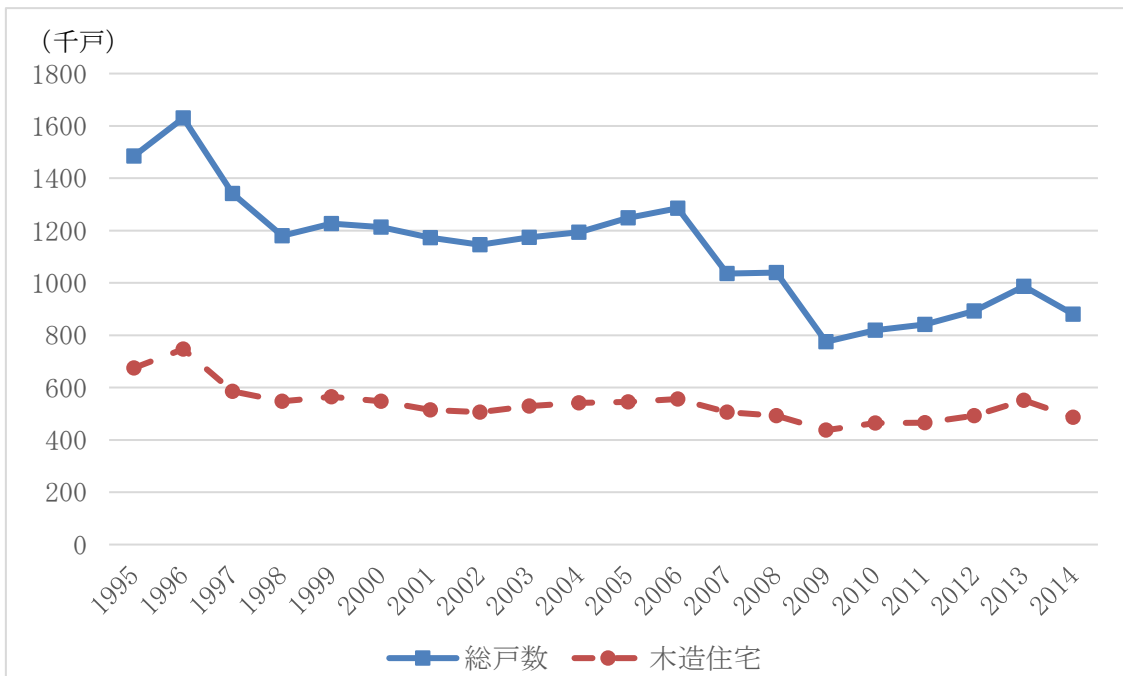


(中国統計局「統計年鑑」より筆者ら作成)

図 6.5 中国におけるオフィスビル販売額伸び率の推移



(中国数据網、中国統計局、深圳房天下網、中国行業研究網のデータから筆者作成)
 図 6.6 北京、上海、深圳の3地区での新築住宅成約件数と平均価格の推移



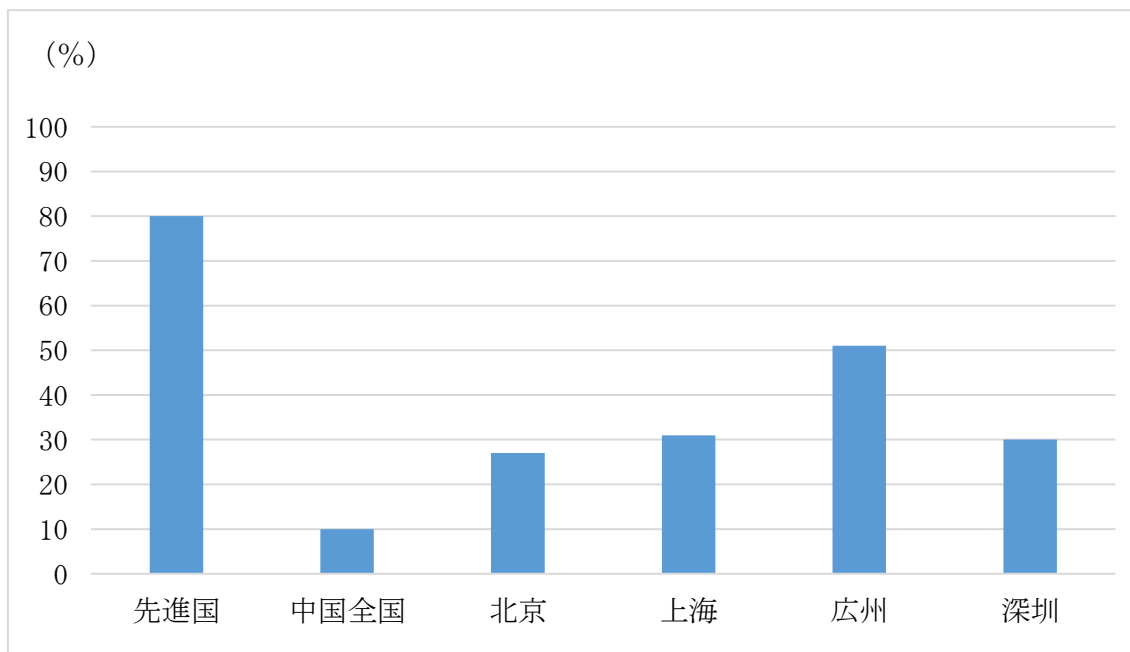
(日本国土交通省の木造住宅建設戸数の推移のデータより、筆者ら作成)

図 6.7 日本の不動産住宅取引の新築総戸数（賃貸と持ち家合計）と木造住宅の比率

(2)内装済み新築住宅への変化

2003年以降、中国政府は過熱化した住宅市場に対するコントロールを強化してきた。中国における新築住宅の販売に関しては、内装済み住宅（中国語で「成品房」と呼ぶ）と未内装住宅（同「毛胚房」と呼ぶ）がある。未内装住宅は、住宅資金が乏しい住宅購入者にとってその取得を容易にしている。

一方、内装が入居後に行われるため、その品質（とくに健康に悪い資材の使用）、内装にともなう近隣への騒音、違法な改築、近隣とのトラブル、マンション管理など、問題が多い[17]。このため 政府は近年、内装付き住宅を政策として推進している。とくに、都市部における新築住宅に対して、統一した内装をもつ内装付き住宅が推進されており、中高級な新築住宅では普及が進んでいる。図 6.8 は、2012 年における内装済み新築住宅の売買面積比率を示したもので、全国平均はまだ約 10%と低い水準にある[17]。これを先進国の 80%と比べるとその比率の低さがよく分かる。また、新築住宅総販売面積に占める内装済み新築住宅の販売面積は不動産開発・分譲企業間でも大きな差が見られる。例えば、最大手の万科企業は内装済み新築住宅の販売比率が 2012 年で約 90%であるのに対して、図 6.8 から推察できるように、地方を基盤とする企業はその比率が低い。



(中国統計局「統計年鑑」のデータより筆者ら作成)
図 6.8 2012 年における内装済み新築住宅の比率

6.3.3 中国における中古住宅取引の現状

中国では、改革開放政策が実施されて以降、中国沿海部地域では経済が飛躍的に発展し、それにもなって、中国沿海部において中古住宅取引は大きく拡大した。しかしまだ、新築住宅の売買規模と比較して中古住宅の売買規模は小規模ではある。それでも、中国における中古住宅の取引は、中国における不動産住宅取引市場の発展に重要な役割を果たしてきている。

中国における中古住宅取引業の特徴として以下があげられる。

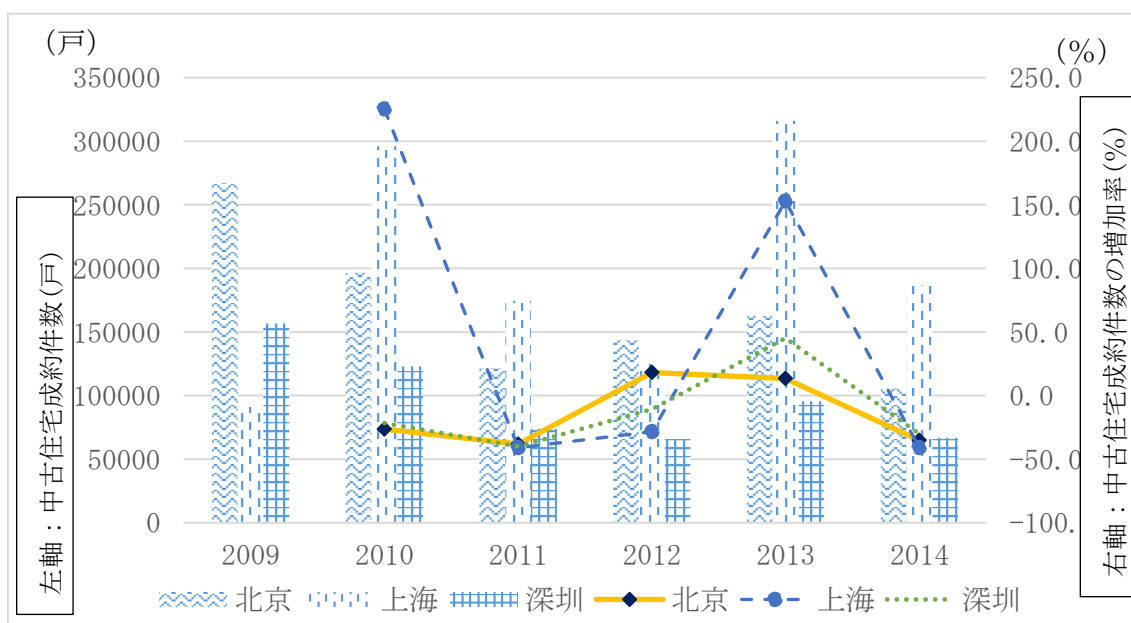
(1) 中国における中古住宅取引業は中国沿海地域の大都市部で発展

中国の中古住宅取引業は、上海、深圳、広州、杭州など中国沿海地域に位置する大都市部に集中し、そこでは早くから発展してきた。2015 年末には、上海で 4500 社の仲介業者[18]が中古住宅取引業務を行っており、北京では概ね 2000 社が営業している。一方、中国中部地域及び西部地域での中古住宅取引は発展が遅れている。これは、大量に建設され販売された新築住宅が、買い替えなどにもなって、中古市場で売買されることが多くなり、上海などの沿海部大都市において中古住宅市場の規模が大きく拡大したためである。

中古住宅は、日本と同様、仲介業者によって取引が行われている。仲介企業は、その設立が資金の面などで容易であるため、規模の小さい企業が多いのは日本と同じである。そういった小規模企業は、専門性や信用力が低く、それらを高めることが重要な課題である。

図 6.9 は、中国を代表する大都市の北京、上海、深圳における中古住宅の成約件数とその増加率を 2009 年～2014 年にわたって図示したものである。これら中国の 3 大都市の中で、上海の増加率が大きい、変動も非常に大きい。これは、景気対策と不動産バブルの抑制の間で、不動産市場の供給と需要が調整されてきたためと推察されるが、新築住宅の成約件数に比べて変動が大きい。

一方、北京と深圳の中古住宅の成約件数は最近の 5 年間では減少傾向にあるといえる。なお、大都市部での不動産仲介業は、2000 年初頭から寡占化とチェーン店化が進んでいる。



(中国データ網、深圳房天下網、中国行業研究網のデータから筆者ら作成)

図 6.9 北京、上海、深圳 3 地の中古住宅の成約件数と増加率

(2) 仲介業者の事業の多角化

中国でも仲介業者の事業は多角化が進んでおり、大手仲介業者は、新築住宅の売買、住宅の内装工事、中古住宅の評価、不動産の賃貸、住宅の管理など事業を多角化している（表 6.1 を参照）。しかし、仲介業者の経営規模は、上述したようにまだ、不動産開発・分譲企業の規模に比べると小さい。

(3) 中国不動産仲介業トップ企業の事業概要

表 6.1 は、中国不動産仲介企業トップ 10 社の概要である。表には、各社の会社名、創業時期と創業地、事業内容と事業規模を示した。仲介企業トップ 10 社には、中国国有企業、外資企業、民営企業がある。これらの中で創業時期が一番早かったのは中原集団であり、1978 年の創業となっている。また、中原集団は、仲介事業に関連した多様な事業を展開している。800 軒の店舗（中国語で「連鎖店」）を中国全国に構える私愛私家は民営企業であり、賃貸、仲介、銀行ローンなど事業が多角化している。

ここで注意すべきは、これらの仲介業トップ 10 社の中に、中国不動産開発・分譲企業のトップ 10 社が入っていない。これは、現時点での中国不動産業において、開発・分譲業と不動産仲介業の棲み分けが存在することを意味する。一方、日本の不動産業のトップ企業では、すでに事業の多角化が進んでおり、各社が仲介業と開発業を重要な事業としている。

なお中国では、投資目的で買われた住宅が中古住宅として市場に出回り始め、それらが中古住宅売買の対象になってきていることから、仲介業の規模は今後ますます大

きくなって行くと推察される。また、中国における中小都市の郊外に建設された新築住宅は、投機目的で投資家に買われた物件が多く、入居率は低い状況にあるといわれる。これらの売買が今後仲介業者の事業対象物件となる可能性が高い。

表 6.1 中国の不動産仲介企業トップ 10 社の概要

順位	企業名	創立時期と創業地	業務と規模
1	中原集団	1978 年、北京、国有企業集団	不動産仲介、自営不動産經紀、特許経営、金融ローン、新築住宅分譲、管理業務
2	21 世紀不動産	2000 年、アメリカ	不動産仲介業、自営不動産經紀、特許経営、金融ローン、新築住宅分譲、管理業務
3	上海房屋置換換株式有限公司	1997 年、上海	不動産經紀業務、担保、銀行ローン。4 つの子会社、120 軒の連鎖店、1100 人
4	私愛私家	2000 年、民間企業	賃貸、仲介、銀行ローン、8 子会社、800 軒の連鎖店、15000 人
5	信義企業集団	1981 年、台湾、上場企業	中国に 300 軒の直営店
6	鏈家 homelink	創立不詳、中国華北、華東、西南の地区	900 軒の連鎖店、18000 人
7	滿堂紅地産網	2001 年、民間企業	仲介、連鎖店 400 軒、7000 人
8	順弛（中国）不動産ネットワーク集団	1994 年、国有企業集団	400 軒、7000 人
9	広東合富房地産置業有限公司	1997 年、香港	不動産賃貸、不動産仲介、全国展開
10	上海漢宇房地産有限公司	2004 年、香港	不動産仲介、ビル賃貸、不動産管理、19 都市に 100 軒店

(中国産業信息网：[<http://www.chyxx.com/top/201404/238122.html>]により作成)

6.4 中国における土地取引のプロセス

中国における不動産売買は、土地所有権の売買、新築住宅の売買、中古住宅の売買に分けて議論した方が分かりやすい。中国の土地は国有と「集体所有」（国有企業や村等が所有する土地）に分けることができる。本節では、開発・分譲企業が中国において土地を手に入れるときの取引プロセスについて議論する。

1990 年 5 月、中国国務院より「中華人民共和国城鎮国有土地所有権譲渡と譲渡臨時条例」が公布された[5, 13]。これによると、国有土地の所有権譲渡は協議か競売（オークション）により行うこととされ、競売の具体的なプロセスが規定された。

中国不動産開発・分譲企業は、中国政府（実際は地方政府）から土地（所有権）を購入し、建物を建設し、住宅（マンション）を販売する。そのためにまず、土地の所有権を政府等から不動産開発・分譲企業に移すことになる。その後、住宅と土地所有権は一体で住宅購入者の所有となる。なお、中国では土地の所有権は 70 年に制限され

ており、中古マンション購入者の土地所有権の年限は、70年から建築後の経過年数を差し引いた残り年数となる。このため、古いマンションの建て替えでは、所有権の延長が問題となる。

中国政府は、土地所有権の売買に関して最終的な決定権を有することから、開発企業は土地を取得するために、地方政府と良好な関係を維持することが重要である。地方政府との良好な関係の上で、開発企業はオークションによって土地を取得することになる。中国においてオークションで土地所有権を取得する手順は概略、以下のとおりである[5, 13]。

オークションの手順

- 1) オークションに参加する企業は申請人資料を提出する。
- 2) 審査部門は申請人が提出した資料が土地のオークション参加の条件を満たすかどうかを確認する。
- 3) 地方土地局(主に省、市、県の地方政府)は、売買する土地の情報とオークションの手順を公表する。
- 4) 地価の評価報告書にしたがって、最低価格が設定される。
- 5) 企業は、競売契約書を確認する。
- 6) 現場でオークションを行い、落札した業者と契約書を作成する。
- 7) 競売の結果が公布される。
- 8) 企業と政府が土地売買契約を締結する。
- 9) 政府による土地認定書の交付および建設批准用地書の発行と引き換えに、業者は土地譲渡金を支払う。

なお、中国における土地取引の特徴と問題点は、6.3.1節で触れた。ここでは、オークションの公平性を中心に問題点を追加して述べておきたい。

上記のオークションプロセスを見る限り、その実態は別として、3)では譲渡する土地の情報とオークション手順の公開、4)では地価の評価、6)ではオークションによる公平性、7)では結果の公開、9)では住宅建設等の使用目的の確保、といったことを実現することが指向されたシステムとなっている。なお、9)にあるように、政府から開発企業への土地の譲渡は、土地単体での売買でなく、開発がセットになったものである。この点は、土地単体の売買が可能な日本の制度と大きく異なる点である。

土地の売買プロセスは、オークションの情報が広く公平に流され、かつ、オークション自体が公正に実施されるのであれば問題はないが、実際には情報の公平性、オークションの公正性、オークションの専門家育成、不明確な政府の責任などに課題があるとされる[13]。オークションにおける公平・公正の欠如は、地方政府と開発企業との癒着による不適切な土地の譲渡を発生させる。また、開発がセットであるため、土

地を購入し開発を実行できる資金力もつ大手企業だけがオークションに参加できることにもなる。

購入側	ステップ	販売側（ディベロパー）
1) 購入意思	ステップ1： 購入決定前	1) 開発計画, 実施
2) 情報収集		2) 販売活動・広告
3) 物件の調査、購入相談		3) 相談受付
4) 購入の決定	ステップ2： 仮契約～契約成立 ～物件引渡し	4) 購入者仮決定
5) 仮契約、手付金支払		5) 仮契約
6) 契約、頭金支払		6) 売買契約
7) ローン設定、残金支払い		7) 残金回収
8) 不具合確認、物件受領、登記	ステップ3： 契約後	8) 修理、物件引渡し
9) リーフォム		
10) 入居		9) 不具合への保証

(筆者ら作成)

図 6.10 中国における新築住宅の取引プロセス

6.5 中国における新築住宅の取引プロセス

中国における新築未内装住宅に関する取引プロセスの概要を図 6.10 に示す。住宅取引プロセスは、図に示すように、購入決定まで、仮契約から契約成立まで、及び成約後の三段階に分けることができる。これらのプロセスと日本における新築マンションの購入プロセス[20, 21]との間には、頭金の支払いとその時期やローン設定時期などに若干の違いが見られる。また、図には示していないが、中国では、頭金支払いによって信用を得る（頭金支払いの重要性）、ローン設定時に保証人が必要でない（最近、日本では保証人に代わってローン保証協会などを利用することが多くなっている）といった点にも日本との相違がみられる。また、高額の頭金は、住宅開発企業にとっては、資金運用の面で大きな利益になるとともに、ローンを貸す銀行にとっても、住宅を担保物件として設定することでローン貸付のリスクが大幅に軽減されることになる。

中国における新築住宅取引の特徴と問題点は以下に要約される。

(1) 新築住宅購入前（図 6.10 のステップ1）の特徴と問題点

中国における新築住宅販売の主な業者は不動産開発・分譲企業であり、購入者は居住目的か投機目的でそれらを購入する。投機目的での購入が、住宅価格高騰の一因となっている。また、中国での新築住宅はマンションが主であるが、日本では一戸建てが主で

あり、日本では土地記録調査に対して厳しく注意が払われる。また、中国では日本に比べて情報の透明性や誇大広告に問題がある。誇大広告や広告に記載すべき情報に関しての法整備が遅れているためである。

(2) 仮契約～物件引き渡し時（図 6.10 のステップ 2）の特徴と問題点

このステップでの特徴として、①新築住宅は通常、建設中の物件であること。②住宅完成前に契約を行うこと。③新築住宅の面積計算方法は日本でいう専有面積と比べて15%程度小さく、例えば、100 m²の住宅の実際専有面積は83 m²となるなどである。住宅の面積には廊下など共用面積が含まれるためである。

ステップ 2 での問題点には、①頭金を支払った後、会社が倒産した場合、住宅が手に入らないだけでなく頭金も失う購入者リスクが存在することや、逆に②販売企業にとって、購入者の情報、例えば、購入者の年収（日本では所得証明などが利用可能）が不明で売り手側のリスクが存在することである。問題①に関しては、建設を行っている不動産開発企業の情報、例えば、信用度、土地所有権、財務状況などを調べればよいかも知れないが、一般消費者には難しい。今後は、不動産企業の信用度を調査し、消費者に信用度等の情報を提供するビジネスが生まれるかも知れない。

(3) 契約後（図 6.10 のステップ 3）の問題点

中国での新築住宅の多くは内装がなされていない。内装工事が行われていない住宅の購入に関して、以下の課題や特徴が存在する。

- ① 購入者は、住宅購入後に多額のリフォーム費用を用意しなければならない（住宅販売総額の10%程度）。その資金は、住宅購入時に設定する銀行ローンとは別に銀行ローンを設定するか自己資金を用意しなければならない。
- ② 内装工事会社との間に設計費用や内装材料のトラブルが発生しやすい。内装工事のときの騒音や塵埃で近隣住民との間にトラブルが生じることもある。
- ③ 住宅購入後、緑地や設備などに関して広告との違いが見つかり、開発企業との間でトラブルが生じることになる。
- ④ 建物や設備の保全、清掃などマンションの維持管理、ならびに管理費の保全に関して住宅管理会社とマンション住民との間でトラブルがある。

6.6 中国における中古住宅売買の取引プロセス

中国における中古住宅売買の取引プロセスの概要を図 6.11 に示す。この図は、文献[21]を参考に筆者らが作成したものである。中古住宅の取引プロセスもまた、契約前、契約中および契約後の三段階に分けることができよう。ここでのプロセスと日本における中古住宅の購入プロセス[19, 20]との違いには、新築住宅売買のときに見られた頭金

の支払い時期、ローン設定時期などの違いに加え、以下の相違点が見られる。

(1) 中古住宅の品質維持

中国における中古住宅の物件に関して、品質や瑕疵の有無などを確認することが難しい。さらに中国では新築住宅の購入に際して「維持金」（一括払いの住宅保全費用）が政府部門に納入されることになっているが、維持金の保全管理に問題があり、維持金の一部が紛失することがある。また維持金を使って住宅の保全工事を行うことが難しいこともある[21]。日本の中古住宅（マンション）では、住民が建物の維持費を月々納め、管理組合がその資金を管理し、その資金でもって住宅の保全を計画的に実施することで、日本の中古住宅は良好な品質を長期間維持できているといえる。

(2) 仲介業者に対する信用

中国における中古住宅の取引において、中古住宅の品質保証と仲介業者の信用に関して問題がみられる。実際、住宅取引において生じるトラブルの多くが仲介業者との間のトラブルであるという[4]。中古住宅の販売のための広告の信頼性、仲介業者との契約の信頼性、仲介業者の法律遵守、仲介業者の義務と権利の明確化など、仲介業者の信用を確立することが中国において求められ、その解決のために、取引業者の認可制度と取引従業員の資格制度が2011年に「不動産取引管理弁法」[22]として制定された。

購入側	ステップ	販売側[仲介業者(売主)]
1) 購入意思、物件情報収集	ステップ1： 契約前	1) 仲介業者(売主)は情報提供
2) 物件見学・選定		2) 仲介業者(売主)手続き協力
3) 物件の調査、確認、購入相談		3) 売り物件確認
4) 購入の決定、重要事項説明	ステップ2： 契約中	4) 売主と買主の仲介、相談
5) 売買契約の確認		5) 仲介業者の仲介
6) 契約締結と頭金支払		6) 契約締結
7) ローン設定、残金支払い		7) 残金回収
8) 不具合確認、物件受領、登記	ステップ3： 契約後	8) 修理, 物件引渡し
9) リーフォム、入居		9) 不具合への保証

(文献[21]を参考に筆者ら作成)

図 6.11 中国における中古住宅売買の取引プロセス

(3) 仲介業者の人材育成

中国の不動産仲介業は歴史が浅く、仲介企業では人材不足が続いている。理由は、仲介企業において勤務時間に対する給与が低く、従業員の流動性が高いこと、および不動産取引に関する専門家育成制度が十分に確立していないためとされる[23]。日本におけるような「宅地建物取引主任者」のような資格制度の導入が望まれていたが、2011年に制定された「不動産取引管理弁法」[22]の中で、取引従業者の専門資格試験制度が制定された。

6.7 中国における住宅購入時の税金と費用

6.7.1 日中における不動産取得でかかる税金と費用の概要

日本と中国における住宅取得でかかる税金を表 6.2 に示す[5]。取得時にかかる税の科目は日中でほぼ同じであるが、取得後の固定資産税に関して、中国では大都市での課税が試行され始めたばかりであり、地方での実施は決定されていない。

これら税金以外に、住宅登記のための手数料や銀行ローンの設定にかかる費用等は中国でも存在する。また、中古住宅の売買では、売り手と買い手がそれぞれ仲介業者に仲介手数料を支払うが、これも日中間で同じである。日本は売り手と買い手それぞれが 3%程度、中国では 1%~2%程度である。

6.7.2 中国における住宅購入時の税金と費用の計算例

中国における住宅購入時に発生する税金等を表 6.3 に示す。ただし、住宅の価格は 2000 万円、専有面積は 90m² として計算した。ほぼ、日本と同じ税金が必要で、総額は約 41.5 万円となっている。ただし、中国では固定資産税と都市計画税が原則としてかからない。表 6.2 の税金等を住宅本体の支払い以外に支払う必要がある。

表 6.3 に示した税金以外にも住宅購入時に支払いが発生する。以下では、それらを計算してみよう。

(1) マンションの維持費

マンションの購入者は、マンション維持費として、不動産会社に住宅価格の 2~3% を支払う。2000 万円の住宅だと 40 万円~60 万円となる。日本では、入居時の維持管理費はこれほど高くはないが、毎月の支払いが発生する。

(2) 仲介手数料

中古マンションの売買では仲介手数料が発生する。これは、住宅価格の1%~1.5%であり、2000万円の住宅で20万円~30万円となる。日本での仲介手数料は、3%前後で、中国より高い。

(3) 固定資産税

中国では現在、固定資産税は徴収されない。ただし、大都市部での徴収が試行されつつあり^{注2}、政府は、不動産に対して固定資産税を徴収するかどうかについて最終的な決定を迫られている。

表 6.2 不動産取得にかかる税金の日中比較

日本	中国
①印紙税 (国税) 契約金額による (1万円~10万円)	① 印紙税 住宅取得額の 0.05%
②不動産取得税 不動産価額額の 4%	② 不動産取得税 不動産取得額の 1.5%
③登録免許税 (国税) 1. 所有権保存 不動産の価額評価額の 0.6% 2. 所有権移転 (相続) 評価額の 0.6% (購入) 評価額の 5.0% (贈与、遺贈) 2.5% 3. 抵当権設定債権金額の 0.4%	③不動産所有権登記費 1m ² 当たり 50 中国元
④固定資産税 固定資産税評価額の 1.4%~2.1%	
⑤都市計画税 固定資産税評価額の 1.3%	

(文献[2][20]より筆者ら作成)

(注2) 「住宅の面積が 90m²以上」と「2 軒目の住宅購入」の場合など、条件で課税が異なる。

表 6.3 中国における住宅購入時の税金と費用の計算例

税金と諸費用項目	税率	計算方法	金額(万円)
1) 不動産取得税	1%	$A \times 1.5\%$	30
2) 印紙税	0.05%	$A \times 0.05\%$	1
3) 取引税	—	50 円 \times B	0.45
4) 不動産所有権登記費	—	1200	0.12
5) 評価費	0.05%	$A \times 0.05\%$	1
6) 公証費	—	—	0.3
7) 証明書など手数料	—	—	0.6
8) 財産保険費	—	注：銀行ローンを借りるとき、保険に入る必要がある。	—
合 計			33.47 万円
注：A=アパート価格 B=占有面積			

(住宅の総額 A=2000 万円、占有面積 B=90m²)

6.7.3 中国における中古マンション売買時の税金と費用

中国において新築住宅購入後 5 年未満で売却した場合の費用について検討しよう。ただし、計算の条件は、面積が 90m²、購入価格が 2000 万円、販売価格が 2500 万円とする。販売価格が購入価格より高くなり、値上がり益が出た場合の例である。

(1) 購入側で発生する費用

不動産を購入する側において、住宅本体への支出以外に以下の費用が発生する。

- ① 不動産取得税： $2500 \text{ 万円} \times 1.5\% = 37.5 \text{ 万円}$
- ② 印紙税： $2500 \text{ 万円} \times 0.05\% = 1.25 \text{ 万円}$
- ③ 住宅の取引税： $50 \text{ 円} \times 90 = 0.45 \text{ 万円}$
- ④ 証明書など手数料： 0.3 万円
- ⑤ マンション評価費： $2500 \text{ 万円} \times 0.05\% = 1.25 \text{ 万円}$
- ⑥ マンション公証費など： 0.9 万円

以上の費用合計は、41.65 万円となる。中古住宅を購入する場合は、上記のほかに下記の仲介手数料が発生する。

- ⑦ 仲介手数料： $2500 \text{ 万円} \times 1.5\% = 37.5 \text{ 万円}$

仲介手数料を加えた総計は 79.15 万円となる。

(2) 売手側で発生する費用

中古不動産を売却するときに、以下の費用が発生する。

- ① 印紙税：2500万円×0.05%=1.25万円
- ② 取引税：50円/m²×90m²=0.45万円
- ③ 営業税：2500万円×5%=125万円
- ④ 個人所得税：

必要経費は、上記①～③を合計した費用126.7万円となる。値上がり益からこの必要経費を差し引いた額に20%の所得税が課せられる。すなわち、個人の所得税は、

$$(2500 \text{ 万円} - 2000 \text{ 万円} - 126.7 \text{ 万円}) \times 20\% = 74.66 \text{ 万円}$$

となる。

以上、①～④を合計すると201.36万となる。小規模な住宅の売却であっても、中国では高額な税金の支払いが課せられることが分かる。とくに、営業税が大きい。

表 6.4 日本におけるマンション購入時の税金と費用

<p>①印紙税 (国税) 契約金額による 1万円(500万円超～1000万円) 2万円(5000万円以下) 6万円(1億以下) 10万円(5億以下)</p>	<p>③登録免許税 (国税) 1. 所有権保存 不動産の価額評価額の0.6%(新築など) 2. 所有権移転 (相続)評価額の0.6% (購入) 5.0% (贈与、遺贈) 2.5% 3. 抵当権設定 債権金額の0.4%</p>
<p>②不動産取得税 不動産の価額 (評価額) の4%</p>	<p>④固定資産税 固定資産税評価額の1.4%(標準税率) 2.1%(制限税率)</p>
<p>⑤都市計画税 (市町村税) 固定資産税評価額の1.3%(制限税率)</p>	

(文献[20]を参考に筆者ら作成)

6.7.4 日本におけるマンション購入時の税金と費用ならびに資産評価法

日本における住宅購入時に課せられる税金等は、大別すると5種類の費目に分けることができる。それらを表6.4に示す。日本における住宅購入時の税金の中で、現在の中国と異なるものは、固定資産税である。また、住宅の売買における住宅の資産評価の方法として、比較法、原価法、ならびにDCF法(Discounted Cash Flow法)が存在する[24]。これら3つの方法の中で、日本における住宅売買では、比較法と並んでDCF法が

使用される。一方、中国での住宅売買では、比較法が通常使用され、DCF法はまだ余り使用されていない。

日本における不動産取引に関連した主要な資格制度[26]には土地家屋調査士、宅地建物取引主任者、及び不動産鑑定士があるが、それらを中国における不動産取引に対応させると

6.8 結 言

本章では、中国不動産取引とそれを生業とする不動産取引業の特徴と課題について議論した。中国における不動産の取引は、土地、新築住宅、中古住宅、商業ビルの売買と賃貸の取引に分類できるが、本稿ではとくに土地、新築住宅、および中古住宅の売買について、取引プロセスの概要、特徴、および問題点について議論した。

結果は以下のとおりである。

(1)中国における土地の商取引では、不動産開発・分譲企業が地方政府から土地の使用権を購入することが主である。取引の公平性を保つため、オークションによる取引が基本とされるが、公平性は不十分で、国有企業が有利などの問題点が存在する。

(2)中国においては、土地単体での売買はできず、住宅開発等の土地使用計画と一体での売買となる。このため、政府からの土地取得は、開発力を有する大手不動産企業が有利となる。

(3)中国での新築住宅の売買は、開発企業と個人との取引となる。それでも、新築住宅では、物件の過大広告、住宅の品質（建築資材の品質を含む）、住宅土地の汚染の有無など、住環境と建物の品質保証に課題がある。また、不動産購入のために支払った頭金の保全に関しても法整備の促進が求められる。なお、住宅の購入は、土地と建物を一体で購入することになる。すなわち、日本におけるような土地と建物を分離して売買することは認められていない。

(4)不動産取引業者は、中古住宅等の売買の代理と仲介を主な事業としている。新築住宅の個人への販売は、開発企業自らが行うことが多いためである。中国での中古住宅の取引規模はまだ、新築住宅の取引規模に比べて小さい。しかし、個人が投機目的で購入した住宅が徐々に市場に出回りつつあることを考慮すると、今後も急速に市場規模は拡大して行くと考えられる。

(5)不動産取引の健全化を図るため、不動産取引業者の認可制度の導入、不動産取引主任者の資格制度の導入とその配置の義務化に関する法整備が進められてきた。現在、それらを規定する法律は「不動産取引管理弁法」であり、2011年に制定された。また、取引された中古住宅の市場価格は、地方政府の中で適正か否かが評価されるシステムになっているが、政府から独立して評価を行う第三者機関の設立が望まれる。

(6)マンションの維持管理に関する法整備は不十分で、清掃や不法改築、維持金の保全など多くの課題が残っている。

(7)住宅ローンの返済において、中国では保証人が必要とされることはないが、多額の頭金が要求される。多額の頭金によって、住宅購入者の負担は大きい。開発企業は運転資金が豊富になり、銀行は住宅ローンの貸し倒れリスクが軽減する。

なお本章では、中国不動産取引とその業界について、多くの課題が議論できていない。それらには、(1)中国の不動産賃貸（業）と賃貸仲介（業）に関する研究、(2)中国の中小不動産取引業者の現状と生存戦略、(3)近年広がりを見せるインターネットによる中国不動産取引に関する研究、(4)中国大手不動産取引企業の経営・財務分析、等々の課題が含まれる。また、上記(3)項で「新築住宅の売買は、開発企業と個人との取引」と述べたが、開発企業は多くの子会社をもっていて、実際は販売子会社が各地方で個人と売買取引を行っていると思われる。この点の論究もできていない。

参考文献

- [1] 日本不動産学会編『不動産学事典』住宅新報社、2002年。
- [2] 張紅『房地產経済学』清華大学出版社、pp. 15-16、2013年。
- [3] 董潘、ほか2名『不動産経済学』清華大学出版社、pp. 183-188、2012年。
- [4] 陳哲「前期物業管理のトラブルと解決方法」文化商業、Vol. 86、pp. 86-87、2011年。
- [5] 楊永庄「中国不動産法制度と不動産取引」日本不動産学会誌、Vol. 12、pp. 63-67、1998年。
- [6] 石静「房地產評価と経営」中国科学教創新導刊、Vol. (16)、pp. 180-182、2008年。
- [7] 謝輝「商品的住宅売買の法律責任問題」法制園地、2014年3月号、pp. 18-20、2014年。
- [8] 任亜「住宅土地管理制度創新経路の分析」中国国土資源経済、Vol. 2、pp. 48-51、2016年。
- [9] 馮広京、朱道林「2015年土地科学研究重点進展と2016展望」中国土地科学、Vol. 30、pp. 6-9、2016年。

- [10]張偉忠「業主と房地產開發企業の矛盾の原因と対策」行業総述、Vol. 10、pp. 100-104、2011年。
- [11]森島義博『不動産学教科書』東洋経済新聞社、2011年。
- [12]魏興福、田村 隆善「中国不動産業の発展と課題について」日本経営診断学会論集 Vol. 14、pp. 124-129、2014年。
- [13]李国慶「我国国有土地使用権オークションで譲渡の問題と対策」統計と管理、2016年11月号、pp. 108-109、2016年。
- [14]田風山「国有土地使用権規定」中国房地產、pp. 2-6、2002年。
- [15]戴双興「地方財政対房地產業の過度依頼」經濟地理、Vol. 29、No. 11、pp. 1880-1883、2009。
- [16]劉琳「房地產業は我国の主要な支柱産業」中国不動投資、2010年1月号、pp. 102-103、2010年。
- [17]中国産業信息「未来何年我国住房精装修比例将顯著提昇；中国産業信息（行業頻道/建築建材/裝飾裝修）、2013年9月、(<http://www.chyxx.com/industry/201309/220050.html>：2016年12月アクセス)、2013年。
- [18]上海統計局「上海市第三次会經濟普查主要数据公布」(<http://www.stats-sh.gov.cn/sjfb/201502/277319.html>：2016年12月アクセス)、2015年。
- [19]千葉喬監修、不動産総合研究会編『不動産取引の実務』週刊住宅新聞社、pp. 2-21、2014年。
- [20]国武久幸『知っておきたい不動産取引の基礎』大蔵財務協会、pp. 1-15、2003年。
- [21]秦カン傑「如何に中古住宅売買の情報の非対称性を解決する」中南財經政法大学学報、Vol. 2、pp. 1-2、2007年。
- [22]福島直樹「中国の不動産仲介制度の概要」RETI0、No. 82、pp. 64-72、2011年。
- [23]余桂平「房地產經營と評価人員の教育問題」当代教育実践と教学研究、Vol. 1、pp. 189-190、2016年。
- [24]塚本勲『図とケースでわかる不動産DCF法』東洋経済新報社、pp. 36-39、2003年。

第7章 結論

7.1 研究結果の要約（各章の要約）

1978年に中国では、共産主義の体制を維持したまま、経済の改革開放政策が取り入れられ、それ以降、中国経済は大きく発展し、それにともなって国民の経済的豊かさは大きく改善され、不動産業が大きく発展すると同時に不動産価格は高騰した。その中で、中国政府は、不動産の所有権と不動産業に関する法整備を進めるとともに、不動産バブルの抑制と景気刺激の綱引きの中で金融政策等を進めてきた。中国における不動産業の発展は、都市部に流入した市民の住宅の質を向上させると同時に、海外を含む富裕層の余剰資金による不動産投資が不動産価格を高騰させ不動産バブルを発生させてきた。

本論文では、不動産[1]と不動産業[2]についての定義を第2章で与えた。そこでの定義から分かるように、不動産と不動産業に関する研究対象は広範囲に及ぶ。大学院博士課程という時間的制約もあり、本博士論文では、中国不動産業に関する成書執筆を将来の最終目標に、中国不動産業の特徴と課題を明らかにすることを研究目的として、以下のテーマを設定して研究を進めた。

- (1) 中国における不動産業の歴史と課題
- (2) 中国の不動産バブルと日本の高度成長期の不動産価格高騰との比較評価
- (3) 日中の不動産業トップ企業の経営財務比較
- (4) 中国の不動産業トップ企業と中堅企業の経営財務比較
- (5) 中国における不動産取引と不動産取引業の現状と課題

これら一連の研究を通して、中国不動産業の歴史と現状、不動産企業の事業と財務の特徴、財務分析の方法論等について、ある程度明らかにすることができたと考えている。

各章で得られた結果は、以下のとおりに要約できる。

(1) 第2章の結果

第2章で得られた主な結果は以下のとおりである。

- 1) 中国不動産業の発展過程を、それに影響を与えた政府政策（不動産政策や金融政策など）を中心に5つの時期に分け、体系的に整理した。中国政府は、不動産バブルの抑制と景気刺激の間でマクロ経済的調整を幾度も行ってきた。
- 2) 中国の不動産業は、都市部における旺盛な住宅需要に支えられて急速に発展してきた。そのため、中国不動産投資は、主に住宅投資であり、不動産大手企業は、住宅

の開発・分譲を主な事業としてきた。また、それら大手不動産企業は今なお国有企業が多いが、その理由も示した。

- 3) 中国の不動産開発の現状は、地区間で不均衡であり、不動産開発は東部の大都市で進んでおり、今後、中国西部に移ると推察される。
- 4) 不動産仲介業に対する法的規制が十分でなく、また、従業員の教育も不十分であり、買い手とのトラブルは、主に仲介業者との間で発生している。
- 5) 中国不動産業における主な課題として以下の2つがあげられる。
 - ① 不動産価格の抑制と不動産バブルの軟着陸
 - ② 不動産仲介業者の規制と育成

(2) 第3章の結果

第3章では、中国不動産バブルに関する文献研究、日本の高度成長期における不動産価格の高騰と中国の不動産価格の高騰との類似性の検証、および井出・倉橋のモデルを使った中国不動産バブルとその崩壊時期に関する評価を行った。井出・倉橋のモデルでは、中国全国と主要3都市（北京、上海、深圳）について分析した。これらの分析から以下の結果が得られた。

- 1) 2000年になる前から中国不動産バブルが喧伝されていたにもかかわらず、井出・倉橋のモデルを使った分析では、中国全土でみたとき、2012年まで不動産バブルの状況に至っていない。不動産取引量が継続して増えていたためである。北京や上海などの大都市部ではバブルとその崩壊の可能性が見て取れる。しかし、それら大都市部においてもまだ不動産需要が旺盛であり、2012年時点で見ると、バブル崩壊前夜とは言い難い。
- 2) 2012年までの中国での不動産高騰は、日本の高度成長期から列島改造ブームに続く日本での不動産の高騰と類似している。当時の日本の地価上昇率の方が中国に比べて大きく、逆に、GDPの上昇率は中国の方が大きい。
- 3) 中国の不動産価格上昇率と販売面積増加率は大きく変動している。これは、中国政府の金融政策等による価格の制御機能が、強制的なためもあってか、かなり機能しているためと考えられる。

(3) 第4章の結果

第4章では、日中の不動産業トップ3社の事業内容を比較し、それら企業について財務比較を行い、さらに2013年度については、安全性について詳しく分析した。得られた主な結果は以下のとおりである。

- 1) 中国不動産業トップ3社は、住宅の開発・分譲事業を主としている。日本のトップ企業3社は都心におけるオフィスビルの開発・賃貸の事業比率が大きい。

- 2) 2001年～2013年の13年間について、日中不動産業トップ3社について、財務比較を行った。主な分析結果は以下のとおりである。
 - ①営業利益率など収益性は、概ね中国企業が高い。
 - ②中国企業は、販売用不動産を大量に保有していて棚卸回転率が低い。また、総資本営業利益率は高い。
 - ③流動比率は中国企業が日本企業より高い。
 - ④固定資産が小さく、固定長期適合率は日本3社に比べて非常に低い。
- 3) 2013年度の財務データを用いて、安全性に関する10の財務指標を算出し、日中の不動産業トップ3社の財務比較を行った。その結果、少なくとも2013年度の財務指標の上では、中国企業の安全性に関して危惧すべき状況にあるとはいえないことが分かった。なお、列島改造ブームで地価が高騰した1973年当時の日本企業と比較しても、2013年度の中国企業の方が概ねよい財務状況といえる。
- 4) 中国企業において、営業利益に対する支払利息が大きいこと、大量の棚卸資産を保有していることが不動産不況の到来時に企業財務にどう影響するかについての議論が今後の課題として残された。

(4)第5章の結果

第5章では、中国不動産業における中堅企業とトップ企業の経営・財務の違いを明らかにすることを目的に、中堅企業13社とトップ企業4社の事業比較、および財務比較を行った。得られた主な結果は以下のとおりである。

- 1) トップ企業4社は、住宅の開発・分譲事業を主としている（売上高の94%以上）。一方、中堅企業は、住宅の開発・分譲事業を主としている企業が半数程度あるものの、不動産の賃貸や投資などを主要な事業としている企業も多く、トップ企業に比べて多角化が進んでいる。
- 2) 2012年～2014年の3年間について、中国不動産業中堅企業13社とトップ企業4社の財務分析を行い比較した。得られた主な結果は以下のとおりである。
 - ① 営業利益率は、トップ企業4社の平均値が中堅企業の平均値より高い。住宅の開発・分譲事業の利益率が高いためである。
 - ② 棚卸資産回転率は、中堅企業の平均値がトップ企業の平均値に比べて高い。ただし、中堅企業の平均値も日本企業の総平均より大幅に低い。
 - ③ 安全性の指標である流動比率、当座比率、固定長期適合率、自己資本比率について、トップ企業と中堅企業との間で統計的に有意な差がみられた指標には、流動比率と固定長期適合率があった。流動比率は、中堅企業（2014年度182.7%）がトップ企業より高く、日本企業の総平均（2014年度113.6%）よりも高い。
- 3) 財務分析で得られたすべての指標を使って主成分分析を行った。その目的は、多種類の財務指標をまとめ、総合的な知見を簡潔に表現する方法を開発することにあつ

た。主成分分析によって、複数の指標を総合化した新しい指標（主成分）が得られ、同時に、企業間の特徴を明らかにする上でも役立つことが示された。

(5) 第6章の結果

第6章では中国における不動産取引および不動産取引業の現状と特徴、および問題点について、日本の現状と比較しつつ議論した。ただし、中国の不動産取引では、土地、新築住宅、および中古住宅の売買のみを取り上げた。主な結果は以下のとおりである。

- 1) 中国での住宅売買は、新築住宅の取引がほとんどである。ただし、新築住宅の売買では、建設計画段階で売買（青田買い）がなされるため、物件の広告内容、住宅の品質（建設資材の品質を含む）、住宅土地に関するデータの信頼性、支払った頭金の保全などに課題がある。
- 2) 中国での中古住宅の取引規模はまだ、新築住宅の取引規模に比べて小さい。しかし、個人が購入した住宅（とくに投機目的で購入した物件）が徐々に市場に出回りつつあることを考慮すると、今後とも急速に市場規模は拡大して行くと考えられる。中古住宅の売買に関しては、市場価格を評価し公表する第三者機関の設立、中古住宅の売買を健全化するための仲介業者の規制と従業員の専門家教育が（2011年には不動産取引管理弁法が制定されたものの）課題としてあげられる。
- 3) 中国での土地の売買は使用权の売買であり、住宅用土地の使用权は70年に決められている。ただし、土地使用权の期間延長が試行され始めている。
- 4) 住宅ローンの返済において、中国では保証人が必要とされることはない。しかし、不動産購入者は、多額の頭金を用意しなければならない。このため、住宅ローンを借りやすくするため、中国においても、保証協会のようなシステムを政府の下で設立することが望ましい。また、中国では購入者の所得調査は困難であり、銀行側にリスクが残る。

7.2 全体のまとめ

第2章で述べたように、不動産と不動産業の研究領域は非常に広い。その中で、本研究では、中国不動産業の歴史、中国における不動産バブル、中国の不動産開発・分譲企業の事業と財務の特徴、中堅不動産企業の事業と財務の特徴、および中国における不動産取引の現状と課題について論究し、それらを通して中国不動産業全体について（不十分ながら）特徴と課題を明らかにした。7.1節と重複するが、中国不動産業の主な特徴を以下に要約しておこう。

- 1) 中国政府は、1978年に始まった不動産売買の自由化にともなって、共産主義体制の下で遅れていた不動産の所有権と売買に関する法整備と住宅ローンの金融政策を進めた。

- 2) 中国では経済の発展にともなう所得の増加と都市部への人口流入が住宅投資を促し、その結果として、1人当たり住宅面積は大きく改善する一方、住宅価格は高騰した。
- 3) 中国政府は、不動産価格高騰の抑制と景気刺激、および不動産取得促進の間で、金融政策等を繰り返し行って制御しようとした。
- 4) 中国における大手不動産企業は、住宅の開発・分譲を主な事業としている。これまでの中国では、住宅需要が旺盛であったこと、ならびに開発・分譲事業の利益率が賃貸などに比べて高かったためである。このため、他の産業分野からも多くの企業が不動産業に参入してきた。
- 5) 不動産の開発は、土地（の使用権）を主として地方政府から購入して進められた。一方、地方政府の財政は、土地を不動産企業へ売却した収益に依存する傾向が強まった。このため、不動産企業が不動産開発を行うためには、地方政府と緊密な関係を結ぶ必要があり、土地の売買に関して、競売制度が義務づけられているものの、不透明感は拭えず、また、不動産開発大手企業の多くは国有企業のままである。
- 6) 国有か民有かに関わらず、中国の不動産開発企業の財務に影響を与えている重要な要素は、以下の3点であり、それらが日中の財務比較においても大きな影響を及ぼした。
 - ・ 販売用不動産を棚卸資産として大量に保有している。
 - ・ 利息のかからない頭金という「負債」を大量にかかえている。
 - ・ 固定資産が小さい。
- 7) 日本の不動産業トップ企業では、大都市部でのオフィスビルの開発・賃貸が重要な事業であるが、中国でオフィスビルの開発・賃貸を手がけているのは、中堅企業が中心である。賃貸事業の利益率が分譲事業の利益率より低く、長期間にわたって投資資金を回収しなければならないためと考えるとよい。
- 8) 中国の不動産業ではまだ、仲介業は十分に成長していないし、不動産売買とその仲介に関するデータを手に入れるのは難しい。日本では、宅地建物取引業協会や宅地建物取引業保証協会といった協会が不動産売買とその仲介に関するデータを提供している。また、中国における不動産売買のトラブルの大半は仲介業者との間で発生しているという。仲介業者の多くが中小零細企業であることが大きく影響していると考えられる。
- 9) 中国での土地の売買は70年間の使用権の売買である。使用権の売買が、上述の結果にどのような影響を及ぼしているかは不明である。なお、使用権の自動延長は試行が進みつつある。

7.3 今後の研究課題

7.1 節の最初に述べたように、5つの研究テーマを掲げて一連の研究を行い、中国不動産業の歴史と現状、不動産企業の事業と財務の特徴、財務分析の方法論等がある程度示すことができたと考えている。ただし、時間の制約もあって、上記5つのテーマそれぞれに関しても多くの課題が残されている。以下は、残された主な研究課題である。

(1) 中国の不動産と不動産業の歴史に関する研究課題

不動産と不動産業に関する歴史には、①不動産の所有権の変遷、②不動産の移転と所有権を保証する法整備、③不動産の賃貸借、④不動産ローン、⑤地方政府の財政と不動産企業への土地の売却益との関係、など歴史を交えた議論が課題として残された。

(2) 中国不動産バブルの評価に関する研究課題

日本の高度成長期と中国における不動産価格とGDPの伸びについて議論し、類似性を示すことはできたが、統計的分析を含め、議論は十分精緻であったとはいえない。

(3) 中国不動産企業の事業と財務に関する研究課題

不動産企業の事業は、第2章で述べたように開発・分譲事業、賃貸事業、仲介事業などが含まれる。第4章と第5章で取り上げた企業は、開発・分譲事業を主とする企業が多く、それらと賃貸事業を主とする企業や仲介事業を主とする企業の間での財務の特徴比較が今後必要である。また、本研究で分析した企業のサンプル数は小さい。より多くのサンプル数での分析も望まれる。

(4) 第6章では、新築住宅の売買は、開発企業と個人との取引であると述べたが、開発企業は多くの子会社をもっていて、実際は販売子会社が各地方で個人と売買取引を行っている」と推察される。開発企業の組織構造や販売チャネルなどについても論究が必要である。

(5) 賃貸事業の経営財務の安定性への寄与に関する研究課題

日本の不動産業において、オフィスビル賃貸事業は、利益率は低いものの不動産事業の安定に寄与するとされる[3]。本当に事業の安定に寄与するのかどうかを、日本企業の賃貸事業モデルを整理し、それら企業の過去の財務データを利用して検証するのは経営学的に興味深い。

(6) 中国における不動産取引と不動産取引業に関する実態調査

中国不動産業における重要な事業分野に不動産流通業と呼ばれる仲介業がある。不動産仲介業は、机一つで仕事ができることもあって、日本におけると同様、小規模零細な企業が多く[4, 5]、その実態を中国で掴むことは難しい。このため、研究者が中国の現地へ赴き調査する必要がある。

(7) 中古住宅売買における物件の価値の評価等に関する研究課題

今後中国では、中古住宅の売買が多くなると考えられる。中古住宅の価値を適切に評価するためのデータベースの整備、不動産仲介業に携わる従業員の育成システムの開発などが課題として存在する。

(8) 財務分析と主成分分析を併用した分析手法の開発とその有効性の検証

第5章で議論したように、多様な財務指標を総合評価するための方法として主成分分析法が利用可能である。従来の財務分析の方法と主成分分析法を併用してより総合的に財務評価を行う手順の開発とその有効性の検証が研究課題としてあげられる。

本論文を終えるに当たって、しばしば指摘される点、すなわち、「中国の不動産取引が土地使用権の取引をベースとしており、制度が異なる日中間で比較が可能か」という指摘に対しても簡単に触れておきたい。この点に関して、(1)日本においても、借地権の売買や借地上に建設したマンションの売買が存在すること、また、(2)オーストラリアにおいても土地使用権に類する制度が存在することなどをヒントとすれば、不動産業に関する日中比較研究が、土地の所有権と使用権の相違によって制限される場面は、ごく狭い領域に限られると著者は考えている。

参考文献

- [1] 森島義博『不動産学教学書』東洋経済新報社、2012年。
- [2] 新日本有限会社責任監査法人編『業種別会計シリーズ 不動産業』第一法規株式会社、2010年。
- [3] 教育社編『会社全資料 23 不動産業界上位10社の経営比較』教育社、1980年。
- [4] 中商情報網「2012年中国房地產仲介服務行業發展現狀分析」(<http://www.askci.com>: 2014年1月にアクセス)、2013年。
- [5] 新聞中心「北京不動産仲介倒産再現」中国網 (<http://new.china.cn/2011/11/9>: 2013年2月アクセス)、2011年。

謝 辞

私は、中国の大学を卒業した後、「なんとかチャンスがあれば留学をしたい」と考えていました。その後、中国で約8年間にわたって企業で働きましたが、留学の夢を叶えるべく仕事を辞め、日本に留学しました。2010年10月に愛知工業大学経営学部の研究生となれたのです。研究生として1年半の間、日本語や専門教科を学んだ後、2012年4月に愛知工業大学大学院博士前期課程・経営情報科学研究科に入学することができました。修了後、そのまま博士後期課程に進学し、研究テーマである中国不動産と不動産業について先達の書物や論文を読み、論文の執筆に励みましたが、時間の経つのは早いもので、いま、博士課程の3年間が終わろうとしています。

愛知工業大学の教育理念は、「創造と人間性」ですが、この理念は、深く私の心に染みわたり響きました。愛知工業大学経営学部の先生方は、研究面ではもちろん素晴らしい教授の方々ですが、同時に優しい方ばかりで、またときには厳しく私を叱咤激励してくれました。それらは私の心に深く刻まれました。

愛知工業大学大学院の5年間は、学会論文を作成し、全国大会でそれを発表し、発表した論文を投稿する毎日でした。これはとても苦しいことでしたが、論文が学会誌に掲載され、また、その論文が他の研究者によって引用されているのを知ったときの喜びは忘れることが出来ません。これらは、指導教授である田村隆善先生の寛大かつ懇切丁寧なご指導がいただけたお陰です。深甚の謝意を申し上げます。先生は、本当に本博士論文執筆のために、最初から最後まで、誠実に指導し励ましてくれました。重ねて心から感謝を申し上げます。

本博士論文の審査では、愛知工業大学大学院経営情報科学科の鈴木達夫教授、近藤高司教授、石井成美教授からご指導とご鞭撻をいただきました。これらの先生方は、5年間にわたって授業などでも大変お世話になりました。心から感謝を申し上げます。また、共同研究を通じて貴重なご指導とご助言をいただきました吉成亮先生と老平崇了先生、ならびに日々励ましのお言葉をかけて下さった山本勝先生にも深甚の謝意を申し上げます。

大学院生としての生活ならびに博士論文の作成に当たって、愛知工業大学図書館の職員の方々と国際交流センターの方々に大変なご支援をいただきました。心から感謝申し上げます。また、本論文で使用した資料の収集に関して中国福建信息職業技術学院の陳忠先生のご支援をいただきました。深甚の謝意を申し上げます。私が愛知工業大学で学ぶ機会が得られたきっかけは、故大野勝久教授のお陰です。ここに、「大野先生、有り難うございました」と感謝の気持ちを申し上げます。

学資の乏しい私が博士課程の3年間の学びを続けることができたのは、文部科学省外国人留学生学習奨励金（留学生受入れ促進プログラム）、愛知工業大学 TA 制度、なら

びに愛知工業大学グローバル人材育成支援事業での研究助成がいただけたおかげです。それによって、経済面での困難を克服し博士論文作成に全力を注ぐことができました。この場を借りて深甚の謝意を申し上げます。

最後に、筆者の我が儘を理解し、精神と生活の両面にわたる支えとなってくれた妻の林欽と家族、ならびに友人の方々に深く感謝の気持ちを表したいと思います。本当に有り難うございました。

愛知工業大学自由ヶ丘キャンパス

田村研究室にて

魏興福

平成 29 年 1 月 28 日