

香港・シンガポール不動産価格の下落をどうみるか

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

03-3591-1385

- 上昇傾向が続いていた香港の不動産価格は、2015年10月～12月期から総じて下落に転じ、シンガポールの不動産価格も住宅では緩やかな下落、事業用不動産では頭打ち感がみられる
- 2015年末の米国の利上げが両国・地域の不動産価格に対する下押し圧力となっているが、香港では株価下落や中国人来港者の減少、シンガポールでは想定以上の景気悪化なども影響している
- 香港では総じて割高感が解消されつつあり、今後の市況は需給動向や景気を主因に変動する見通し。シンガポールではまだ割高感が残存しており、事業用不動産を中心に価格下落が続く見込み

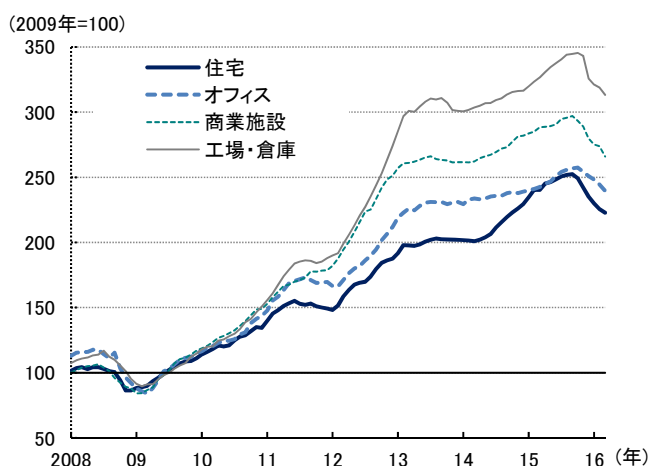
1. はじめに

香港・シンガポールの不動産価格は、2008年のリーマン・ショックの影響から脱した後、2009年から2011年頃にかけて急上昇したことから、バブル状態にあるのではないかとの見方が広まった。そこで稲垣・玉井（2014）では、現地でのヒアリング情報などを踏まえながら、両市場の現状と当面の展望について分析し、①香港では不動産価格が総じて割高であり、米国の利上げなどを背景に今後調整が本格化する可能性がある、②シンガポールでの割高感は強くない、今後の不動産価格の下落は限定的である、との見方を提示した。

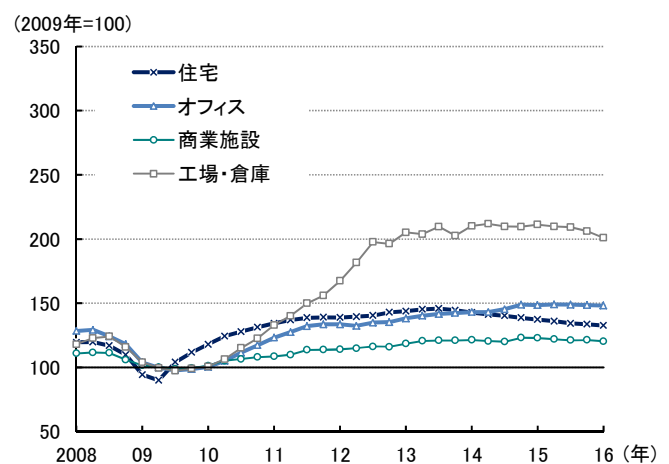
その後の推移をみると、香港の不動産価格は2015年10～12月期から総じて下落に転じ、シンガポ-

図表1 不動産販売価格の推移

【 香港 】



【 シンガポール 】



(資料) 香港差餉物業估價署、シンガポール都市再開発庁より、みずほ総合研究所作成

ルは住宅では緩やかな下落、事業用不動産では頭打ち感がみられる（前頁、図表1）。前回レポートで示した展望に概ね沿った動きと言えよう。ただし、前回レポートでは十分に想定できていなかった情勢変化が起こり、両国・地域の不動産市況に影響を与えていることも事実だ。2015年には、原油価格の下落、中国金融市場の変動、新興国経済減速やドル高の影響を受けた米国経済の減速などがみられ、その結果、米国の利上げ開始時期が当初想定していた2015年半ばから2015年末にずれ込んだ。また、香港では中国本土との関係悪化、シンガポールでは米国や中国の減速を受けた想定以上の景気減速などの変化も生じている。

そこで本稿では、両国・地域の不動産市場およびそれを取り巻く情勢変化を踏まえながら、両市場の先行きについて再考したい。

2. 足元までの両不動産市場の動向

（1）香港

香港の不動産価格は、リーマン・ショック後に約20%程度下落した後、2009年からは概ね上昇傾向を維持してきた。2011年や2013年には、不動産投資規制導入などを受けて価格上昇が頭打ちとなる局面も見られたが、本格的な調整には至らなかった¹。その後、不動産税制の変更²などを背景に2014年から再び上昇局面に入り、2015年半ば頃に実施されるとみられていた米国の利上げが先送りになったことなどをを受けて2015年も加速が続いていたが、2015年10～12月期以降、下落傾向が鮮明になった。今回の価格下落には、①2015年半ば以降の中国・香港株の大幅下落、②2015年末の米国利上げや2016年初頭の中国金融市場の変動、③香港域内の景気減速、といった複数の要因が影響している。

①の株価下落は逆資産効果の発生による不動産需要の押し下げを通じて、不動産価格の下落につながったとみられる。2015年は、中国株が政府の株価下支え策や投資家の過度な政策期待を背景に急上昇した後、夏場以降、急速に下落した。それに伴い、中国本土企業が多く上場する香港株式市場も大きく下落した（図表2）。

②に関しては、香港では香港ドルを米ドルに連動させる為替政策が採用されているため、基本的に金利も米国に連動し、米国が利上げを実施すれば香港の域内金利も上昇する（図表3）。住宅ローン金

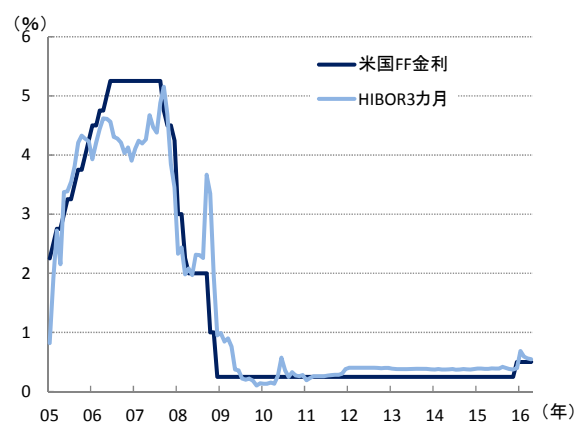
図表2 株価（中国・香港）



（注）直近は5月31日。

（資料）Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表3 米国の政策金利と香港の短期金利



（注）米国FFレートはレンジの上限。

（資料）香港金融管理局、FRB より、みずほ総合研究所作成

利にもその影響が及ぶため、2015年末の米国利上げを契機に不動産価格に対する慎重な見方が強まった³。それに加えて、2016年初頭に人民元安や中国株安を契機として中国金融市場に対する懸念が高まり、中国と密接な関係を持つ香港からの資金流出が起こったことも、金利上昇圧力を強めた。

③の香港の景気については、2015年以降、減速基調が続いており、2016年1～3月期には実質GDP成長率が前期比年率▲1.8%とマイナスに転じた。2016年2～4月の失業率は3.4%と完全雇用に近い水準で推移しており、雇用・所得環境が大きく悪化している状況ではないものの、消費者マインドが弱含み、それが人々の不動産購入意欲を減退させ、価格を押し下げている可能性がある。

以上が、最近の香港の不動産市況の概観とその背景にある要因だが、足元では不動産類型別の違いも鮮明となっている。以下、住宅、オフィス、商業施設、工場についてそれぞれの状況を確認する。

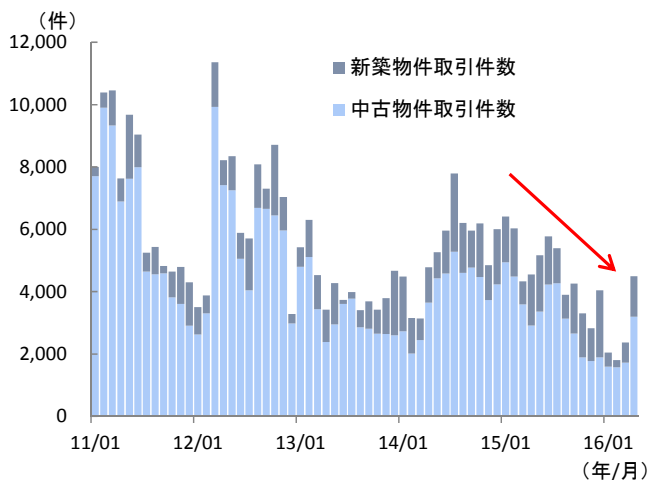
a. 住宅

住宅価格は、2016年3月時点で、直近のピーク（2015年9月）対比約12%下落した。この住宅価格は主に中古市場の取引に基づいて算出されており、また住宅取引の大半を占める中古住宅の取引も落ち込みを示したことから（図表4）、住宅は中古市場を中心に調整が起こったとみられる。

その要因の一つとして、2015年以降、政府が今後3～4年の新規住宅供給を拡大する方針を示し、中古住宅の購入意欲を減退させたことがある。香港政府が毎四半期発表している今後3～4年間の新規住宅供給量の予測値によると、2013～2014年にかけては70,000戸前後の供給が予測されていたが、2015年6月以降に発表された予測は80,000戸を超え、2016年3月末時点の予測は92,000戸と高水準になっている⁴。また、政府統計によると、2015年住宅竣工実績の11,280戸に対し、2016年の竣工見通しは18,200戸、2017年は17,930戸となっており、増加が見込まれている（図表5）。住宅供給増加が計画されている背景には、慢性的な住宅不足問題を解決し、住民の不満を和らげようとする政治的な意図があるとみられる。

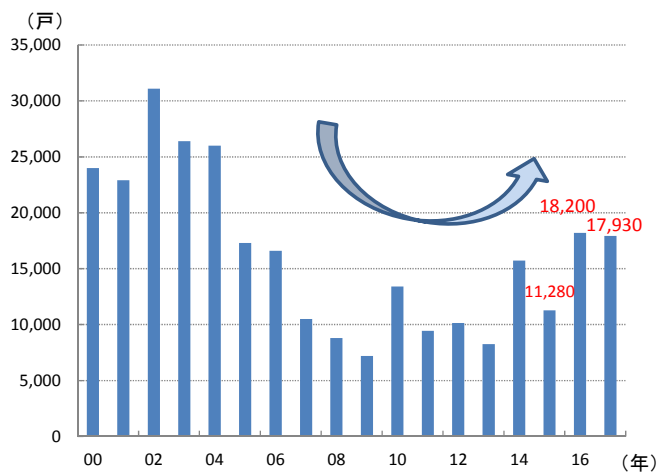
さらに、2014年後半以降の価格上昇抑制を目的として、2015年2月に発表された住宅ローン融資比率（以下LTV）引き下げなどの政策⁵も、一定の効果を発揮しているようだ。政策の具体的な内

図表4 新築・中古物件取引



(資料) 香港政府差餉物業估價署より、みずほ総合研究所作成

図表5 新築住宅竣工数



(資料) 香港政府差餉物業估價署 (2016) より、みずほ総合研究所作成

容は、①700万香港ドル以下の居住用住宅について、LTV上限を住宅価格の60～70%から一律60%に引き下げ、②2軒目の住宅および投資用不動産（工業用、商業用含む）の購入について、債務返済比率（収入に対する返済額比率）を50%から40%に引き下げ、である。

b. オフィス

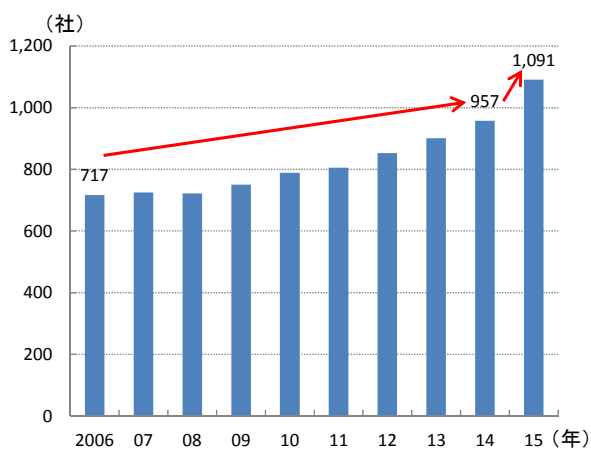
2016年3月のオフィス価格は、直近ピーク（2015年10月）から約7%下落と、他の不動産タイプに比べて下落幅が小幅にとどまっている。その背景には、中国本土企業の旺盛なオフィス需要がある。

香港にオフィスを構える中国本土企業数は、2015年時点で1,091社と、10年前の2006年と比べて約52%も増加しており、特に2015年の伸びが高くなっている（図表6）。これは、2014年11月に香港・上海間で株式相互取引が開始されたことに伴い、銀行、証券会社、資産運用会社などの金融機関を中心に、中国本土企業の香港進出が増加したためとみられる。実際、最近では中国本土企業によるオフィスの購入が増えている。また、こうした中国本土企業との取引機会を狙って、香港に拠点を構える中国本土のデベロッパーも徐々に増加している。

このような需要要因に加えて、供給側の要因もオフィス価格に影響を与えている。JLL（2016）、Colliers International（2016）など不動産調査会社のレポートによると、最も質の良いグレードAのオフィス市場の空室率は2016年3月末時点で3%程度とかなり低水準にある。香港政府は、これよりさらに広い範囲のオフィスを含む香港全体のオフィス空室率を発表しているが、それを見ても2015年末の値は過去と比較して低水準にある。近年では、九龍半島東部（Kowloon East）でのオフィス供給量を増やし、新たなビジネス中心地区とする構想も立ち上がっているが、交通網が十分に発展しておらず不便なことやオフィス移転のコストなどが阻害要因となっているようだ。その結果、香港島中心部（Central、Admiraltyなど）や九龍半島西部（TsimShaTsuiなど）でのオフィス需給がタイトな状況が続いている。

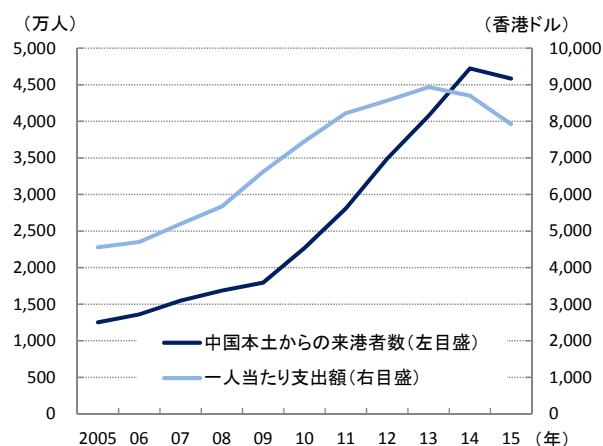
c. 商業施設

図表6 香港における中国本土企業数



（資料）香港政府統計処より、みずほ総合研究所作成

図表7 中国人来港者数と一人当たり支出額



（資料）香港政府観光局より、みずほ総合研究所作成

2016年3月の商業施設価格は、直近ピーク（2015年10月）から約11%下落している。また、Colliers Internationalの統計によると、主要繁華街（CausewayBay、Central、Mongkok、TsimShaTsui）における商業施設の賃料（2016年2月時点）は、ピーク時（2013年第4四半期）から比べて約▲25～37%と大幅に下落している。こうした商業施設価格・賃料の下落には、主に中国人来港者の減少および来港者一人当たり消費支出の減少が影響しているとみられる（前頁、図表7）。香港の小売売上高に占める中国人来港者による消費額の割合は約3分の1と大きいいため、中国本土からの観光客の消費動向は、香港の小売業や商業施設価格に大きな影響を与える。

2013年以降、中国で儉約令が導入されたことを受け、中国人来港者の主要な消費品であった宝飾品や時計など高級品の消費が落ち込み、一人当たり消費支出も頭打ちとなった。さらに、中国本土からの来港者数も2015年に減少に転じた。2014年秋以降、香港行政長官選挙をめぐる民主化運動が活発となったことを受け、香港と中国本土との関係が悪化したことや、2015年4月以降、中国深圳市住民に対する香港への数次査証（マルチビザ）に週1回との入境回数制限が設けられたことなどが影響したとみられる⁶。

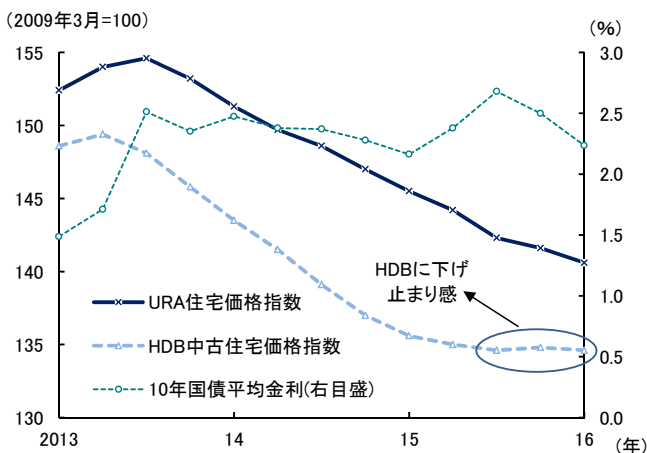
d. 工場・倉庫

工場・倉庫価格は、需給のひっ迫により価格が高騰していたが、2015年10月をピークに約9%下落している。オフィスや商業施設と同様、工場・倉庫市況も中国の影響を受けやすい。2015年、中国本土と香港との輸出入総額の伸びは前年比▲1.2%と、リーマン・ショックの影響を受けて貿易活動が縮小した2009年以来の減少となった。引き続き世界経済が力強さを欠いているため、2016年1～3月期の中国本土との輸出入総額も前年比▲8.5%と減少が続いている。

(2) シンガポール

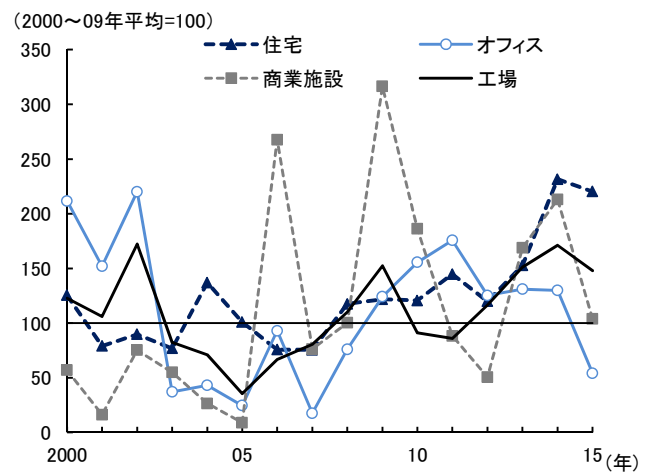
シンガポールの不動産価格は、2008年のリーマンショック以降に下落した後、2009年後半以降に上昇基調となり、2013年（住宅）から2015年（オフィス）の間に最高値をつけた。その後は、緩やかな下落傾向となっている。香港同様、シンガポールの金利も総じて米国と連動しており、米国の金

図表8 住宅価格と長期金利



(資料) シンガポール都市再開発庁、シンガポール住宅開発局、CEIC Dataにより、みずほ総合研究所作成

図表9 建築物の供給量



(注) 住宅は民間住宅のみ。

(資料) シンガポール都市再開発庁により、みずほ総合研究所作成

融政策が引き締め方向となる中で不動産価格への下押し圧力が強まったとみられる。

a. 住宅

2013年の終盤以降、住宅価格は緩やかな下落傾向にある。直接のきっかけは、同年8月の、低・中所得者向け公共住宅であるHDB住宅への購入規制強化であった。もっとも直後に、高所得者向け民間住宅の価格推移を示すURA中古住宅価格指数も下落に転じた（前頁、図表8）。この背景には、長期金利上昇により投資家の購入意欲がそがれたことや、同年から民間住宅の供給が増えたことがあるとみられる（前頁、図表9）。足元、ようやくHDB住宅価格には下げ止まりの兆しがみられるが、大量供給が続いたURA住宅価格は、依然下落している。

b. オフィス

住宅と比べると相対的に供給が不足していたオフィスは、2015年前半までは価格が緩やかに上昇したが、同年後半以降は頭打ちとなっている。2015年の実質GDP成長率が2010年以降で最低となるなど、景気が低迷していることが主因とみている。

c. 商業施設

商業施設の価格は、住宅やオフィスと比べると、2009年後半以降の上昇力が弱かった。これは、同年以降の供給が比較的高水準で推移したためであろう。そして、やや上下に振れた時期もあったものの、基本的に2013年以降はほぼ横ばいでの推移となっている。この背景には、小売業界が人手不足に直面し収益環境が厳しいこと、さらに2014・2015年における外国からの旅行者が低迷したことがある。

d. 工場・倉庫

一時激しく上昇した工場・倉庫の価格は、2014年以降は頭打ちとなり、足元では下落に転じている。中国経済の減速で財貨の輸出環境が年々悪化していることが原因とみられる。

3. 今後の不動産市場の展望

今後の両地域の不動産価格の先行きを展望するために、まず現在の不動産価格がどの程度割高であるかを簡便な方法で確認する。2011～2012年平均のイールドギャップ（不動産投資利回り⁷－10年国債利回り）に各期の10年国債利回りを足したものを各期の適正な投資利回りとし、それと実際の投資利回りとのかい離幅を算出し、値が大きいほど割高、小さいほど割安とする⁸（次頁、図表10）。これによると、香港では足元で全体的に割高度が低下しており、その中では工場が最も割高で、次いで小型住宅、商業施設、オフィス、大型住宅の順となっている。シンガポールでは割高感が薄れつつあるが、過去の値からみれば比較的高いレベルにあり、割高感が高い順に工場、商業施設、オフィス、住宅となっている。

この指標でみると、割高感が明らかに低下している香港では不動産価格が下げ止まりやすく、香港に比べればまだ割高感の残っているシンガポールの不動産価格の方が下落余地がある、という結論になるが、実際の不動産価格はこのような均衡水準への回帰のみによって説明されるものではなく、景気や金利、需給バランスなどの影響を大きく受ける。以下、こうした要素を考慮しながら、両国・地域における不動産タイプ別の価格の先行きについて考察する。

考察を進める前に、両国・地域の金利に大きな影響を与える米国の金融政策についての見方を示しておく。米国は2015年末に政策金利を1回引き上げた後、追加利上げを見送っていたが、足元では原油価格の持ち直しや米国経済指標の改善などを受けて、利上げに対して前向きな姿勢を示しつつある。FRBのイエレン議長も5月27日の講演で、経済指標の改善が続けば数カ月以内に追加利上げを行う可能性があると言っている。今後、2017年にかけて再び利上げが開始されるとみられるが、急激な米ドル高や国際金融市場の混乱を回避するためにも、そのペースは緩慢なものにとどまるだろう。

(1) 香港

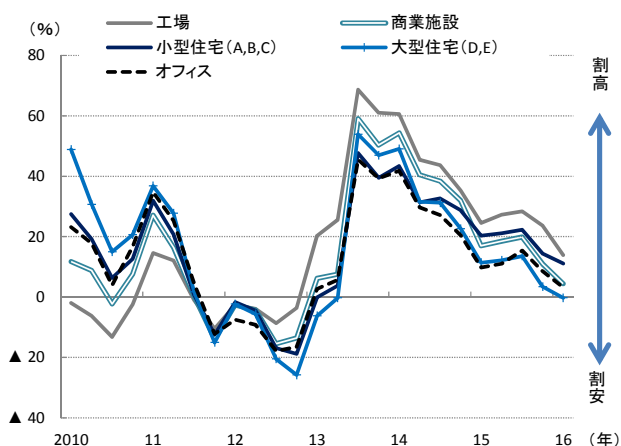
まず住宅については、小型住宅と大型住宅で状況が異なる。先ほどの割高度の指標でみれば、小型住宅が大型住宅よりも割高感が強い。さらに、2(1)aで言及したとおり、住宅供給を拡大する計画が示されており、そのほとんどが実需用の小型住宅とみられるため、このことも価格を押し下げる要因となるだろう。一方、大型住宅は割高感が剥落し、供給についても小型住宅ほどの増加は見込まれないため、いったん下げ止まる可能性がありそうだ。

オフィスについては、価格下落余地は限定的だろう。割高度の指標をみると足元で適正水準とのかい離が解消されつつある。さらに、中国本土のクロスボーダー資本取引の自由化が進むにつれて香港市場との取引も引き続き増えるとみられ、中国企業のオフィス需要はしばらく堅調さを保つと予想されること、それに対して空室率が低く需給がタイトであることなどが、相場を下支えすると考えられる。

一方、商業施設については今後も価格が下落する可能性がある。商業施設の価格はすでに割安気味となっているが、①中国人を中心とした来港者数の減少傾向が続くとみられること、②香港域内の雇用環境にやや陰りがみられ消費者マインドが悪化していること、などが価格下落圧力となる。①に関しては、現段階では、ビザによる香港入境回数規制が緩和されるという観測はなく、中国本土からの来港者数の減少傾向を反転させるような要素がない状態だ。さらに、2016年9月の香港立法会（議

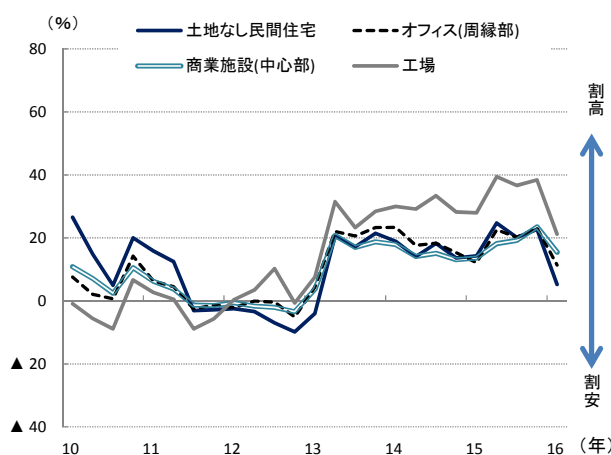
図表 10 不動産価格の割高度

【 香港 】



(注) オフィスはグレード A と B の平均。小型住宅は 100 ㎡未満 (グレード A~C の平均)、大型住宅は 100 ㎡以上 (グレード D、E の平均)。
 (資料) 香港差餉物業估價署、香港金融管理局より、みずほ総合研究所作成

【 シンガポール 】



(注) 統計上の制約から、オフィスは周辺部、商業施設は中心部とした。
 (資料) シンガポール都市再開発庁、MAS より、みずほ総合研究所作成

会) 選挙、2017年3月の香港行政長官選挙といった政治イベントの前後で、再び中国本土と香港民主派との政治的緊張が高まる可能性もあり、そうした場合には中国本土からの来港者数がさらに減少するだろう。

工場・倉庫は、他の不動産タイプに比べて割高感が残存しているため、今後も価格が下落する可能性はある。世界経済にまだ回復の兆しが見えず、香港の最大の貿易相手国である中国も緩やかな減速基調をたどるとみられることから、香港の貿易活動は引き続き停滞する見込みで、工場・倉庫市況に下落圧力がかかるだろう。Hong Kong Trade and Development Council(2015)も2016年の輸出額は昨年対比0%、つまり横ばいと予想を発表している。ただし、①供給が限定されており空室率も低水準であること、②Eコマース用の倉庫需要が高まっていること、などが下支え要因となるだろう。

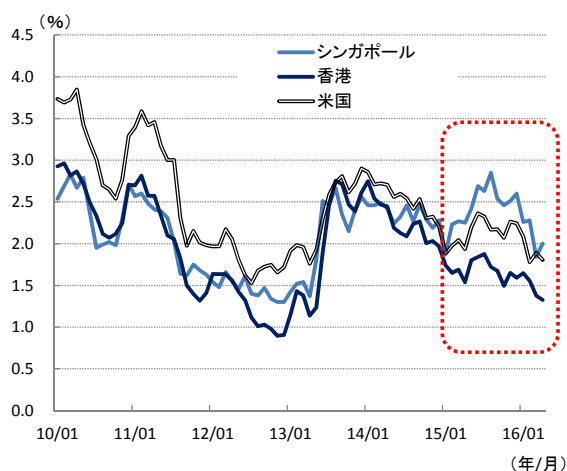
なお、香港の金利は米国金利と基本的に連動するため、米国が再び利上げを実施するタイミングで香港の不動産価格には全体的に下落圧力がかかるとみられる。なかでも、上述のようにそれ以外に価格下落要因を抱えている小型住宅、商業施設、工場・倉庫に比較的強い下押し圧力がかかるだろう。

(2) シンガポール

図表10でみた通り、シンガポールの不動産価格の割高度合いは、香港をやや上回っている。このところ、香港ほど長期金利が低下しなかったことが要因だ(図表11)。インフレ抑制のために実施している自国通貨高め誘導のペースを2015年以降低下させたことで、シンガポールドルの先高感が薄れ、シンガポールドル建て債券への投資意欲が低下した可能性がある。

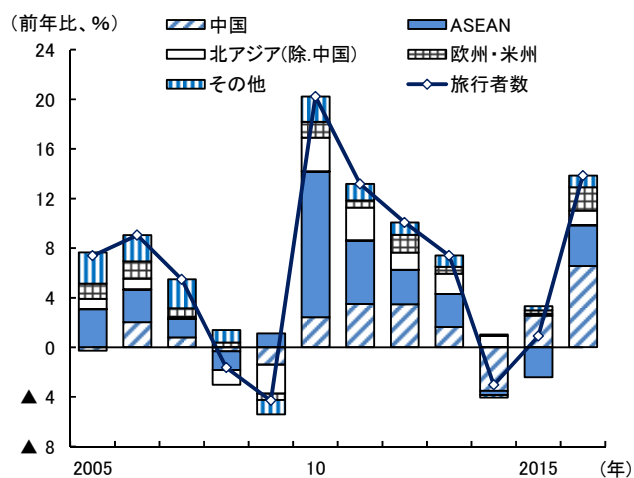
個別にみると、まず住宅は、下げ止まりの時期が近づいている可能性がある。前述の通り、HDB住宅には既に下げ止まりの兆しが出ているが、民間住宅についても今後の価格下落は限定されるのではないか。理由としては、空室率の上昇が2015年以降ほぼ止まっていること(次頁、図表13)、建設中の物件が減少していること、景気低迷下ではあるものの労働力不足の長期化から雇用・所得環境の悪化が限定的であること、などが挙げられる。米国の利上げが本格化しても、住宅は底堅く推移するとみている。

図表11 長期金利



(資料) MAS、HKMA、FRB より、みずほ総合研究所作成

図表12 シンガポールを訪れた旅行者数



(注) 2016年は1~3月期。

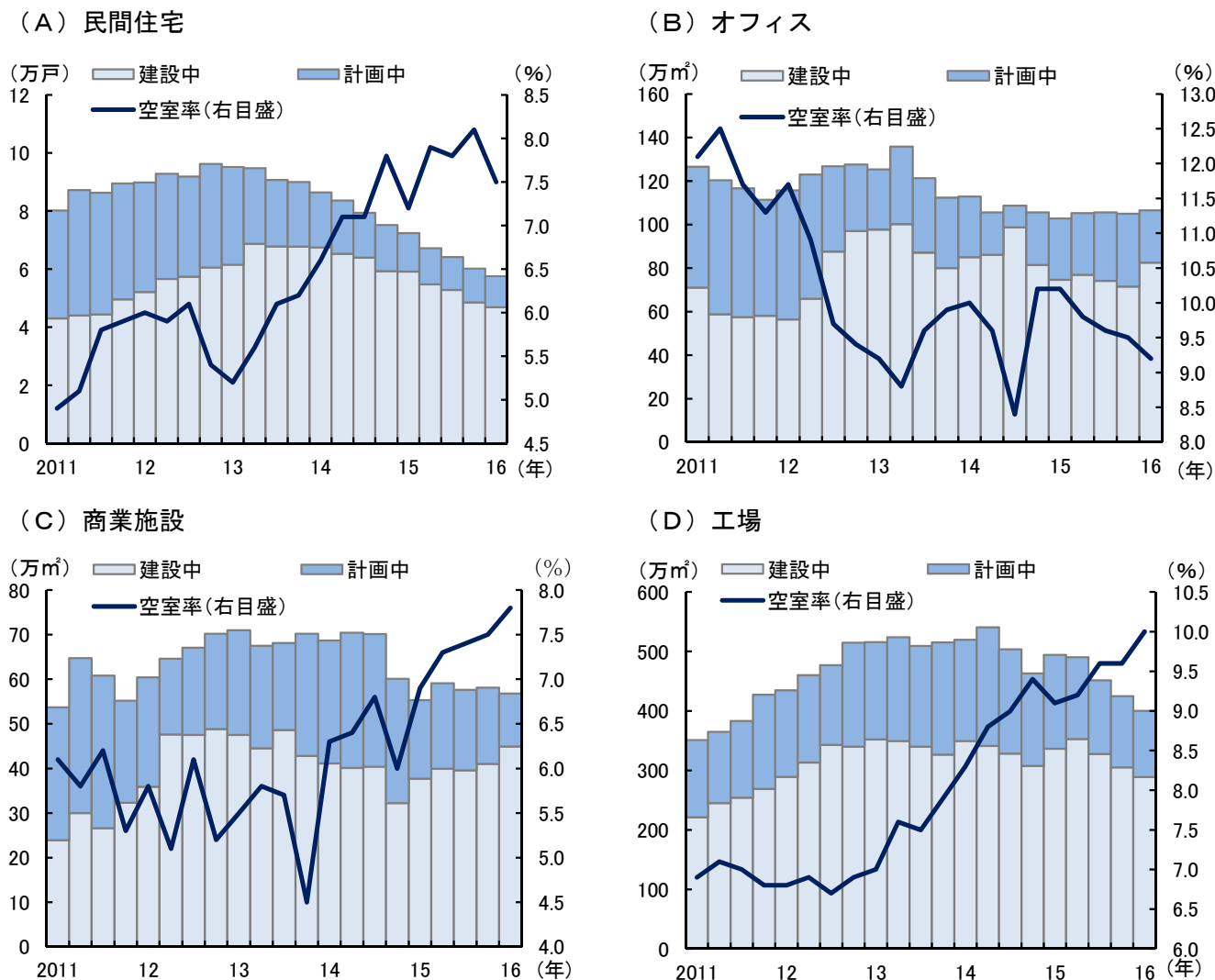
(資料) シンガポール政府観光局より、みずほ総合研究所作成

一方、事業用不動産については、価格下落が続くだろう。要因をみると、①オフィスは、景気が低迷する中、2016年に供給が増えると報じられている、②商業施設は、足元で外国からの観光客が戻り始めているものの（前頁、図表12）、建設中の物件がやや増加基調にあるうえ、空室率が上昇傾向にある、③工場は、建設中の物件は減少しつつあるが、製造業不振が長引く中で空室率が上昇している、といったところである。特に商業施設は空室率上昇のペースが速いことから、価格下落圧力も相対的に大きいとみている。米国の利上げが本格化すれば、下落ペースは速まるだろう。

（3）米国の利上げペース加速等をきっかけに、価格が大きく下落するリスクも

以上が、香港・シンガポールの不動産市場の先行きについての本稿の見方であるが、最後にリスクシナリオとして、米国の利上げペースが市場の想定よりも加速した場合には、両国・地域の不動産価格の下落ペースが速まる恐れがある。また、米国利上げ等をきっかけとして、2016年初頭のように再び中国金融市場で大きな変動が起こった場合には、特に香港の金利に上昇圧力がかかりやすくなり、香港の不動産価格が大きく下落する可能性があることには注意が必要だ。

図表 13 シンガポールにおける不動産の潜在供給量と空室率



(資料) シンガポール都市再開発庁より、みずほ総合研究所作成

【 参考文献 】

- 稲垣博史・玉井芳野（2014）「香港・シンガポール不動産市場動向～米国利上げ後の展開を予想する～」
（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年12月3日）
- 香港政府差餉物業估價署（2016）『香港物業報告2016』
- Colliers International(2016) *Hong Kong Office Market Q1 2016*
- Hong Kong Trade and Development Council（2015）*Hong Kong Export Outlook 2016: Continued Challenges amid the Sluggish World Recovery*, December 16
- Hong Kong Monetary Authority（2015）*Prudential Measures for Property Mortgage Loans*, February 27
- JLL（2016）*Hong Kong Property Market Monitor*, April
- Transport and Housing Bureau(2016) *Private Housing Supply in Primary Market (As at 31 March 2016)*, April 29

- ¹ 両国・地域の過去の不動産投資規制については、稲垣・玉井（2014）を参照。
- ² 住宅を買い替えて購入する際の、最大8.5%の印紙税免除の条件が、従来は買い替え物件の売買契約締結時から6カ月以内に現有物件を売却することであったが、引き渡し契約時から6カ月以内となった。香港では一般に、新築住宅の予約販売が完工の30カ月前から始まるため、予約販売と同時に売買契約を締結する場合、6カ月後に買い替え物件がまだ建設中である可能性が高く、移り住むことが実質的に難しいことから、免税の恩恵が広く享受されていなかった。この改正によって、予約販売開始と同時に売買契約を結ぶ場合は、現有物件を36カ月以内に売却すれば免税を受けられることとなった。
- ³ 実際には、2015年末の米国利上げ実施直後には香港のインターバンク金利はほとんど変化しなかった。香港ドルの流動性が潤沢だったため、金利上昇が抑えられていたとみられる。
- ⁴ Transport and Housing Bureau(2016)によると、2016年3月末時点の予測値92,000戸のうち、6,000戸が完成住宅在庫、65,000戸が建設中住宅、21,000戸が近く着工される住宅である。
- ⁵ 政策の詳細は、Hong Kong Monetary Authority(2015)を参照。
- ⁶ 深圳市住民に対する数次査証の入境制限は、香港政府による提案を受けて、深圳市が発表した。背景には、香港と深圳の国境付近で、粉ミルクや菓などの日用品を香港で大量に購入し中国本土で転売する「運び屋」が急増し、香港住民との間で度々衝突が発生していたことがある。
- ⁷ 香港の投資利回りは、香港政府差餉物業估價署発表の統計を使用。シンガポールの投資利回りは、年間賃料÷不動産価格によって算出。
- ⁸ なお、基準を2011～2012年としたのは、両地域ともに2011年に入って一旦不動産価格の上昇が頭打ちとなったこと、香港では2012年も不動産価格の上昇は続いたが超過収益率（不動産投資利回り－長期金利）からみると不動産の割高度合いが低下していたこと、シンガポールでは2012年も不動産価格が落ち着いていたこと、などを考慮した結果である。

[共同執筆者]

アジア調査部主任研究員	稲垣博史	hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
アジア調査部中国室エコノミスト	玉井芳野	yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。