

住宅過剰在庫の解消と不動産対策の断片化 ～需給ミスマッチの問題が依然として存在

リサーチ&アドバイザー一部
中国調査室

メイントピックス..... 2

住宅過剰在庫の解消と不動産対策の断片化～需給ミスマッチの問題が依然として存在..... 2

- ▶ 2014年から2015年にかけて、不動産価格の急上昇は「炒房(住宅投機売買)」を引き起こし、中央政府は、2016年末の中央経済工作会議で「住房不炒(住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない)」という不動産市場の政策方針を掲げ、「住宅投機」に対する取り締まりを明確にした。
- ▶ 2016年～2019年の3年間で、「住房不炒」という方針に基づいて、各地方政府が各自の不動産対策を小まめに打ち出しており、不動産市場は安定的に推移してきた。これらの小まめな不動産対策はいずれも強制的な行政政策で需要・供給を短期的にコントロールするためのものであり、構造的な問題の解決に繋がらなかった。中央政府は住宅投機活動を抑制すると同時に、「不動産市場の健全発展の長期体制の構築」「住宅賃貸市場の発展」「不動産政策の持続性」といった構造改革も提起しているが、これらの分野に成果を達成するために時間が必要である。この状況下で、新型コロナ・ショックが実体経済を直撃し、経済成長率の急落と可処分所得の減少、景気刺激のための流動性の提供など、今まで未解決であった構造的な問題は逆に深刻化している。
- ▶ 中国の不動産価格のかつての何回かの上下変動は大規模な住宅投機行動を招いたが、その根幹にある原因は不動産市場における需給のミスマッチにある。但し、今までの不動産政策は需給両面からの調整にもかかわらず、不動産市場の構造改善効果が薄かった。2016年から2019年末まで安定そうに見えた不動産市場は、新型コロナ・ショックの影響で新たな不安要因に直面している。本稿は需給両面から中国の不動産政策の効果を分析し、不動産市場の構造的な問題を検討した上で、新型コロナ後の不動産市場の変動状況を解明する。

CDI コラム..... 9

CDI コラム: 中国企業「解体新書」(16) 完美日記..... 9

- ▶ 中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受けて、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えました。そこで取り上げられる企業も、アリババやテンセントに留まらず、様々な企業が紹介されています。しかし、以前の批判的な風潮からの反動からか、手放しで礼賛するような報道も散見され、かえって実態が見えづらくなっているように見受けられます。そこで、本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思います。
- ▶ 第16回の今回はコロナ禍後の中国の化粧品市場で、急成長をつづける「完美日記」(Perfect Diary)の広州逸仙電子商務有限公司をとりあげます。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年7月)..... 13

メインピックス

住宅過剰在庫の解消と不動産対策の断片化～需給ミスマッチの問題が依然として存在

2014年から2015年にかけて、不動産価格の急上昇は「炒房(住宅投機売買)」を引き起こし、中央政府は、2016年末の中央経済工作会議で「住房不炒(住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない)」という不動産市場の政策方針を掲げ、「住宅投機」に対する取り締まりを明確にした。これを以て中国の不動産政策は転換点を迎えたと言える。但し、「投機需要」の裏には、「投機したい」という人々の思惑だけでなく、経済成長率の低迷、可処分所得の減少と将来への不安、過剰流動性、実体経済における投資標的の欠如、不動産価格の見通しといった諸要因も見逃せない。

2016年～2019年の3年間で、「住房不炒」という方針に基づいて、各地方政府が各自の不動産対策を小まめに打ち出しており、不動産市場は安定的に推移してきた。これら的小まめな不動産対策はいずれも強制的な行政政策で需要・供給を短期的にコントロールするためのものであり、構造的問題の解決に繋がらなかった。中央政府は住宅投機活動を抑制すると同時に、「不動産市場の健全発展の長期体制の構築」「住宅賃貸市場の発展」「不動産政策の持続性」といった構造改革も提起しているが、これらの分野に成果を達成するために時間が必要である。この状況下で、新型コロナ・ショックが実体経済を直撃し、経済成長率の急落と可処分所得の減少、景気刺激のための流動性の提供など、今まで未解決であった構造的問題は逆に深刻化している。

中国の不動産価格のかつての何度かの上下変動は大規模な住宅投機行動を招いたが、その根幹にある原因は不動産市場における需給のミスマッチにある。但し、今までの不動産政策は需給両面からの調整にもかかわらず、不動産市場の構造改善効果が薄かった。2016年から2019年末まで安定的に見えた不動産市場は、新型コロナ・ショックの影響で新たな不安要因に直面している。本稿は需給両面から中国の不動産政策の効果を分析し、不動産市場の構造的な問題を検討した上で、新型コロナ後の不動産市場の変動状況を解明する。

I. 中国における不動産政策の変化と転換点の到来

1998年は住宅分配の市場化が開始された時期から2020年まで、中国不動産市場の発展は22年間を経たが、欧米などに比べて歴史は比較的浅かった。2005年以降、不動産業は中国経済発展を支える主要産業の1つとなっており、不動産業の成長がGDP成長に対する寄与率は1998年の4%から2020年の7%まで上昇した。不動産業は地方政府の財政収入、商業銀行の資産内容、固定資産投資、人々の生活・消費行為といった経済活動の様々な分野に深く影響を及ぼしているため、中央政府は常にその動向に注意し、必要に応じてコントロール政策を打ち出してきた。

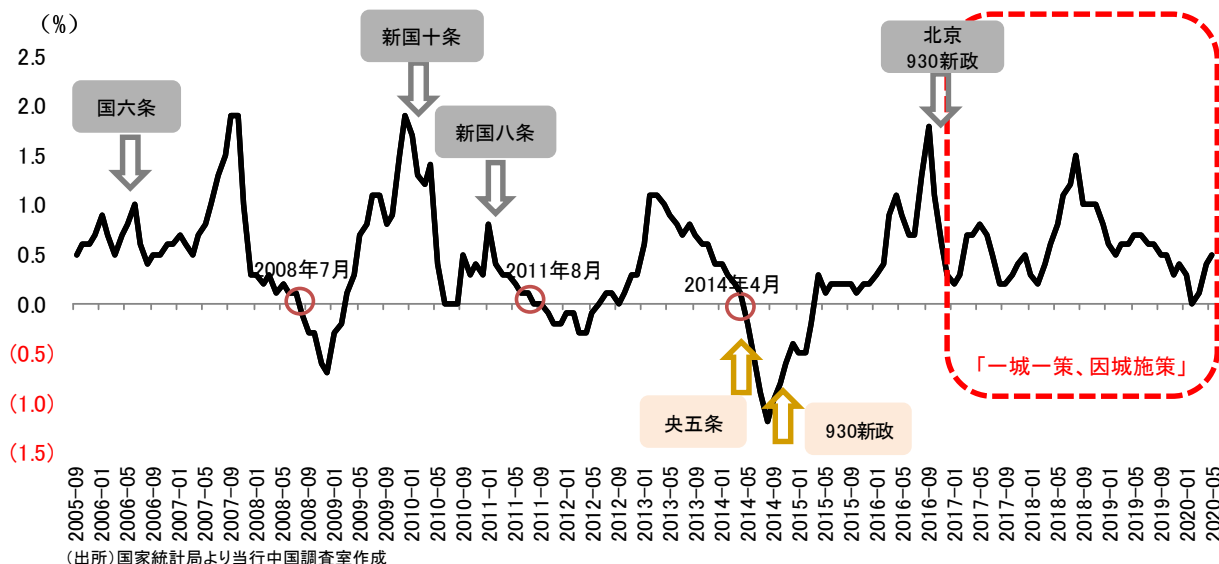
図表1のように、住宅平均価格を参考指標とする場合、中国の住宅市場には周期的変動が見られる。2006年から2015年までの9年間で、2005年～2008年、2008年～2011年、2011年～2014年と3年間前後の循環で推移しており、各循環において住宅価格の伸び率はマイナスに落ち込むことがあった。

2005年3月に、住宅価格の上昇ペースが速かったことに対し、国務院弁公室は住宅価格の安定化を図って「住宅価格安定化の確実な維持に関する通知」を打ち出したが、国家級の政策であるため、「国八条」とも略称されている。それ以降、住宅価格の上昇が激しくなるたびに、国務院は指導政策を打ち出した。「国六条(2006年5月)」「新国十条(2010年4月)」「新国八条(2011年1月)」など、いずれも住宅価格の上昇を抑制するための政策である。これらの政策が打ち出された直後で住宅平均価格の上昇は減速に転じたことから、国家級の政策の効果は顕著であったことが分かる。

2014年4月に住宅価格の前月比がマイナス成長に転じて以降、9月に最大の下落幅を記録した。2014年5

月に中国人民銀行は15社の大型商業銀行を招いて座談会を開催し、不動産関連の5か条の意見を提起した。この会議に関連する内容について公文はなかったが、中央銀行による直接的な「窓口指導」に相当することから、この5か条の意見は「央五条」と略称されるようになった。結果から見て、「央五条」の効果は即時に現れなかった。2014年9月30日、中国人民銀行は「住宅金融サービスの更なる推進に関する通知」を正式に公開し、不動産企業向けの融資、個人住宅ローンの増加を加速するよう金融機関に要求した。この政策は「930新政」とも呼ばれている。それに加え、2014年11月から2015年10月までに、中国人民銀行は貸出基準金利を6回引き下げて潤沢な流動性を提供し、不動産市場への資金流入の増加に拍車をかけた。

【図表1】中国新築住宅平均価格前月比の推移



2014年までの国家級の不動産対策は住宅価格の上昇を抑制するための政策であった。但し、2014年からの中国人民銀行が主導した金融機関向けの政策はどちらも刺激政策であった。金融緩和を中心とした刺激政策は不動産市場の過熱を引き起こし、特に1級都市の住宅価格は高騰した。2016年4月、1級都市の住宅価格の前年比増加率は33.9%に達し、最高の成長率を記録した(図表3)。そのうち、深センの住宅平均価格は2014年5月の30,890元/㎡から2016年5月の51,361元/㎡まで跳ね上がった。

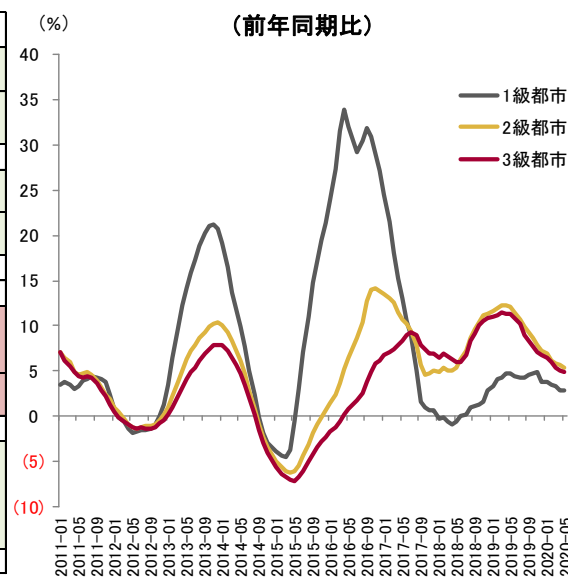
【図表2】中国不動産政策の変化

公開期日	略称	政府部門	具体名称・内容	目的
2005年3月26日	国八条	国务院办公厅	「住宅価格安定化の確実な維持に関する通知」	抑制
2006年5月24日	国六条	国务院9部門*	「住宅供給構造の調整と住宅価格の安定化に関する意見」	抑制
2008年～2009年 世界金融危機 利下げ、投資促進				
2010年4月17日	新国十条	国务院办公室	「一部都市における住宅価格の急速上昇に対する断固な抑制に関する通知」	抑制
2011年1月26日	新国八条	国务院办公厅	「不動産市場のコントロール関連の政府工作のさらなる推進に関する通知」	抑制
2012年 新常态 利下げ				
2013年 景気減速続く				
2014年5月12日	央五条	中国人民銀行	中国人民銀行は15社の大型商業銀行を招いて座談会を開催し、不動産関連の5か条の意見を提起した。	刺激
2014年9月30日	930新政	中国人民銀行、銀監会	「住宅金融サービスの更なる推進に関する通知」	刺激
不動産価格が急速上昇、「地王」現象、住宅投機が活発				
2016年9月30日	北京930新政	北京市政府	北京市は1軒目の住宅購入の住宅ローン頭金比率の下限を35%まで引き上げる。住宅ローンの記録を問わず、2軒目向けの住宅ローン頭金比率の下限を50%とする。	抑制
2016年12月～現在 「住房不炒」、「一城一策、因城施策」				

(*) 建設部、発展改革委員会、監察部、財政部、国土資源部、人民銀行、税務総局、統計局、銀監会

(出所) 公開情報より当行中国調査室作成

【図表3】都市規模別の住宅価格指数の推移



2016年9月の「北京930新政」が打ち出されてから、1級都市は住宅購入制限といった厳格な行政指導を実

施し、住宅価格を抑え込んだ。2・3 級都市は類似した購入制限政策を次々と実施し、時間差はあったが、住宅価格は最高点に達成した後で低下に転じていた。但し、今回の価格変動は以前と違い、都市規模別によって変化傾向が異なっていた。1 級都市の住宅価格は 2018 年初頭でマイナスになったが、2・3 級都市の住宅価格は 6%前後の成長率で底打ちした後、2017 年上半期より再び上昇に転じており、1 級都市以上の増加率で推移している。このように、2・3 級都市の価格の下げ止まりの影響で、今までの住宅市場の 3 年間の周期的変動が終わり、2015 年 4 月から 2020 年 6 月までの 63 か月間で以前のような激しい上下変動は見られなくなり、平穏かつ小幅な上昇幅を保っている。

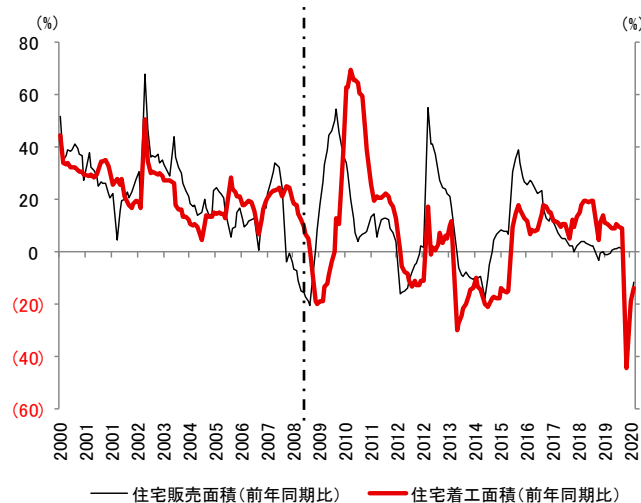
中国における住宅市場の動向は政策によって左右されるように見えたが、実際には、不動産政策も住宅市場の需給状況に影響される側面がある。不動産政策の変化から住宅市場の変貌を分析することができる。2016 年 9 月 30 日の「北京 930 新政」を皮切りに、中国の不動産コントロール政策は国家級コントロールから「一城一策、因城施策」という地方政府中心へ転換したと見られる。その原因は、都市間の住宅市場の需給状況に差が大きくなっており、今までのような国家級の全盤的な行政指導が限界に近づいていたことにある。「一城一策、因城施策」の目的は「都市それぞれの状況に基づいて政策を実施する」ことである。さらに、2017 年 4 月に、国家住宅建設部と国土資源部が住宅用地の供給管理について新政策を打ち出し、在庫消化期間によって土地供給計画を決めるという土地供給の枠組みを構築した。この政策は「在庫消化期間」を「一城一策、因城施策」の実行基準となっている。在庫消化期間が短い大都市は土地の供給を増加し、在庫消化期間の長い 3・4 級都市においては土地の供給を減少することが義務付けられる。都市間に差別化された不動産対策は、都市別に住宅市場の需給状況は大きく変貌した。

II. 住宅市場の需給関係の変化に追われた不動産政策の実体

中国住宅市場は「全体的な供給不足」から「構造的な需給ミスマッチ」へ変化

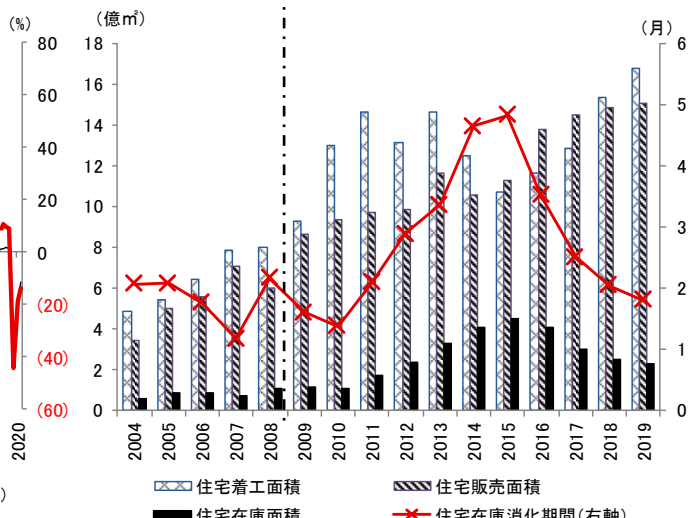
需給の逼迫は中国住宅価格を押し上げる主な原因とされる。但し、中国の住宅市場の需給状況は 2008 年金融危機の前と後で変化があった。図表 4 を見ると、2007 年までに、住宅着工面積と住宅販売の動向はほぼ似た傾向で推移してきた。2008 年の金融危機以降、不動産開発投資は 2009 年～2012 年の急速な拡大を経て低下に転じており、2013 年～2015 年のマイナス成長を経て 20%以下の増加率で安定推移している。それに比べ、住宅販売面積の推移は上下変動が激しく、2013 年、2015 年で 2 度の高値を記録した。供給面(住宅着工面積)と需要面(住宅販売面積)の乖離から中国住宅市場の需給関係に変化があったことが分かる。

【図表 4】住宅市場における需給関係の推移



(出所) 国家统计局より当行中国調査室作成

【図表 5】都市規模別の住宅平均価格の推移

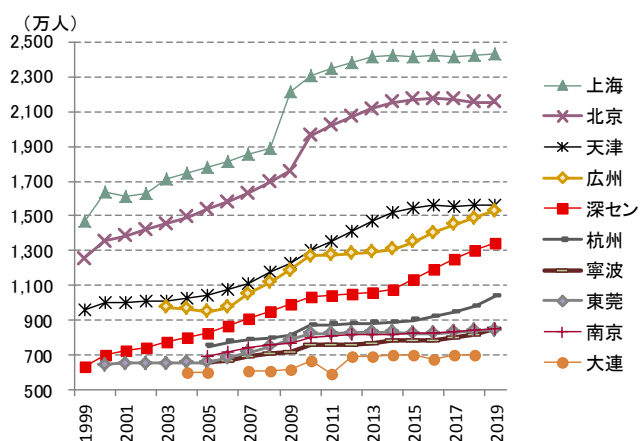


(出所) 国家统计局より当行中国調査室作成

2007 年までに、中国住宅価格の上昇は全国範囲での供給不足によるものであり、都市間では需給関係に差異それほど大きくなかった。2008 年の世界金融危機以降、中国は大規模な投資刺激政策の影響で不動産開発ブームは都市規模を問わずに全国範囲に広がって最終的に住宅の過剰在庫を招いた。2010 年～2013

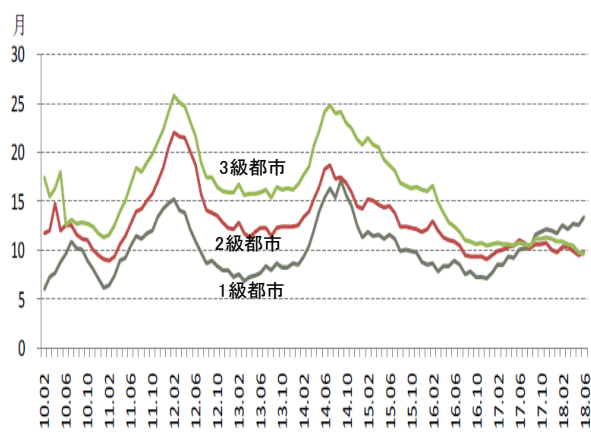
年に、住宅着工面積は住宅販売面積を大幅に上回っている(図表5)。2009年までに、住宅在庫消化期間は2か月前後で安定的に推移していたが、2010年～2015年まで、住宅在庫消化期間は2か月から5か月まで急速に上昇し、従来の需給バランスが崩れたことが分かる。この時期の在庫消化期間の上昇は需給ミスマッチによるところが大きかった。図表6のように、都市化の進行に伴い、北京や上海などの超1級都市は人口流入による都市規模が拡大し、住宅市場における供給不足が常態化している。それに対し、一部の中小都市では人口流出と不動産開発ブームが同時に発生したため、住宅の過剰在庫問題が顕在化した。図表7を見ると、2010年から2017年まで、2・3級都市の住宅在庫消化期間を持続的に1級都市を上回ったことから、2・3級都市の住宅在庫の過剰化を示唆した。このように、1級都市は需要超過対供給不足、2・3級都市は需要不足対供給超過というねじれた現象が生じており、金融危機後の景気刺激による全国範囲の不動産開発ブームを経て、中国の不動産市場は「全体的な供給不足」から「構造的な需給ミスマッチ」へと変貌した。

【図表6】常住人口の推移



(出所) 国家統計局より当行中国調査室作成

【図表7】中国100都市住宅在庫対販売比率

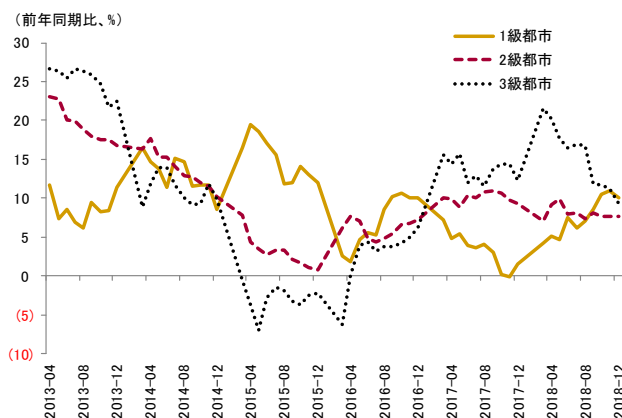


(出所) 易居研究院より当行中国調査室作成

「構造的な需給ミスマッチ」が存在したまま、中央政府は2015年から供給側改革の一環として「住宅在庫の解消」を掲げて全国範囲で購入規制緩和を中心とした住宅販売を刺激する措置を取った。その結果、2015年～2017年に、住宅販売面積は住宅着工面積を逆転している(図表5)。そもそも供給不足の状態にある1級都市は、販売促進政策に刺激され、住宅価格は激しく上昇した。2016年9月の「北京930新策」はこの背景で生まれたものであり、「住宅在庫の解消」の行き過ぎた大都市は北京に学んで価格抑制の行政政策を打ち出すようになった。一方、中小都市では住宅在庫を解消するための販売促進を続けていた。

全面的な利下げによる流動性供給に加え、1級都市と2,3線都市に対する差別化された不動産対策の共同作用で、流動性が中小都市へ流れ込むようになった。「過剰在庫解消」という政策方針に基づき、7年間で積み増してきた住宅在庫はわずか2年間で解消され、2017年6月前後で、2・3級都市の在庫水準は1級都市を下回った。その副作用は、中小都市における住宅価格の高騰と住宅販売市場の過熱であった。また、販売の好調は不動産開発投資を刺激し、2017年から2018年8月まで、2・3級都市の不動産開発の伸び率は1級都市を超えており、2・3級都市で再び過剰在庫を招きかねない(図表8)。一方、1級都市は土地供給の増加を受けて不動産開発投資は2017年上半期から上昇に転じている。

【図表8】都市規模別不動産開発投資の推移



(出所) 国家統計局より当行中国調査室作成

在庫過剰の解消が完成するも、断片化する不動産政策が続く

2015年からの在庫解消促進策によって住宅在庫過剰が改善されたが、同時に投機的な住宅取引が刺激された。2016年12月末の中央経済会議では、住宅投機取引を抑制するために、「住房不炒(住宅は住むため

のものであり、投機の対象ではない)」を明言し、それ以降不動産対策の基調方針として定着して現在に至る。不動産基調政策の安定化により住宅価格は以前のような激しい上下変動が見られなくなった。言い換えると、価格の異動があるたびに、各地方政府はそれを抑える方向に動き出していた。住宅過剰問題は表面的に解決されたが、需給ミスマッチの問題を解決するための良好な市場環境は整ったとは言えない。

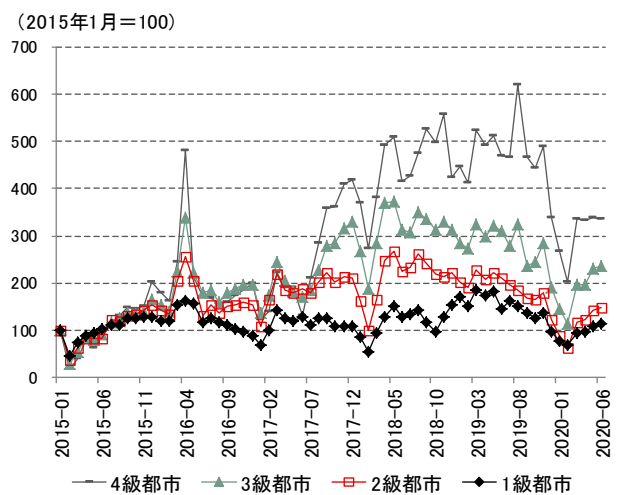
具体的にみると、地方政府の行政政策は2016年当初の「北京 930 新政」と似たものであり、戸籍の有無や住宅ローン記録の有無などの条件による住宅購入制限や、販売価格を決めた上での土地使用権の競争入札など、いずれも市場取引に政府の手で直接に介入することを狙っている。その目的は需給バランスを保つよりも、住宅購入需要を抑え、供給側の価格水準を強制的にコントロールすることにある。しかも、不動産調整策の主導権は地方政府にあるが、中央政府は依然として監督管理者で最終的な裁量権を持っている。すなわち、地方政府の不動産対策(特に販売促進政策)が「住房不炒」の方針から外れたと判断された場合、中央当局から政策の是正が要求される。中原地产の統計によると、2019年に各地で発表された不動産調整政策は575回に達し、2018年の450回を超えた。断片化された行政政策は透明性に欠けていることに加え、政策の変更も頻繁であり、住宅市場の動向に対して不安感が高まっている。特に中小都市では、住宅価格の上昇予測が強い上に、将来への不安もあり、住宅購入需要が大きく刺激された。図表10のように、2016年下半期から、3・4級都市における中古住宅販売指数が急上昇しており、1級都市との差が拡大し続けている。都市規模別で住宅取引市場の温度差は、断片化された不動産政策によるところが大きい。

【図表9】中国不動産政策の主要な手段

属性	分野	詳細
短期的措置の実施	金融	①不動産開発への融資
		②不動産会社向け融資
		③住宅ローンの金利と頭金比率
	税制	住宅取引の増値税(2016年以前は営業税)
	土地供給	①小型住宅建設用地の比例
		②住宅在庫消化期間によって供給規模
③住宅価格を制限、土地価格の競争入札を行う		
長期的体制の構築	保障性住宅	公共住宅(経済適用房)、価格制限住宅(「兩限」房)、自営住宅(自住房)、公私共有財産権住宅(共有産権房)、公営賃貸住宅(公租房)、廉価賃貸住宅(廉租房)
	住宅賃貸体制	賃貸住宅経営の規範化、法律・制度の整備、賃貸住宅用地の供給
	不動産税	2011年から上海、重慶にパイロットを実施したが、2020年現在、パイロットの拡大計画が停滞
	情報の透明化	土地の供給計画の開示、不動産登録システムの構築

(出所)公開情報より当行中国調査室作成

【図表10】都市規模別の中古住宅販売指数



(出所)WINDより当行中国調査室作成

中央政府は2005年の「国八条」の時期から、すでに不動産市場の長期的体制と持続性のある不動産政策の制定を意識していた。その後の不動産調整政策の中で、常に長期的体制の構築を強調している。たとえば、長期的体制の構築には保障性住宅、住宅賃貸体制、不動産税、情報の透明化といった制度上の改革が不可欠と強調されてきた。但し、保障性住宅制度の経緯を見ればわかるように、2007年以来、様々な形式の保障性住宅制度が試行されてきたが、いずれも持続的な長期体制まで発展していなかった。不動産税制度の構築も上海、重慶のパイロットにとどまり、立法までは道が遠い。このように、短期的な措置よりも、長期的体制の構築は制度の設計面も実行面も難易度が高い。現在の制度環境では、効果が出やすい短期的措置(行政政策)が中心とされている。

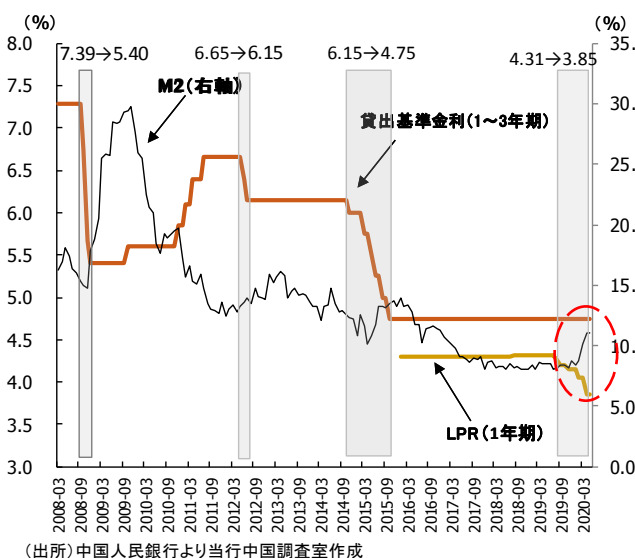
Ⅲ. 新型コロナ・ショック後の不動産市場

経済再建の背景で住宅市場の過熱化への警戒感が高まる

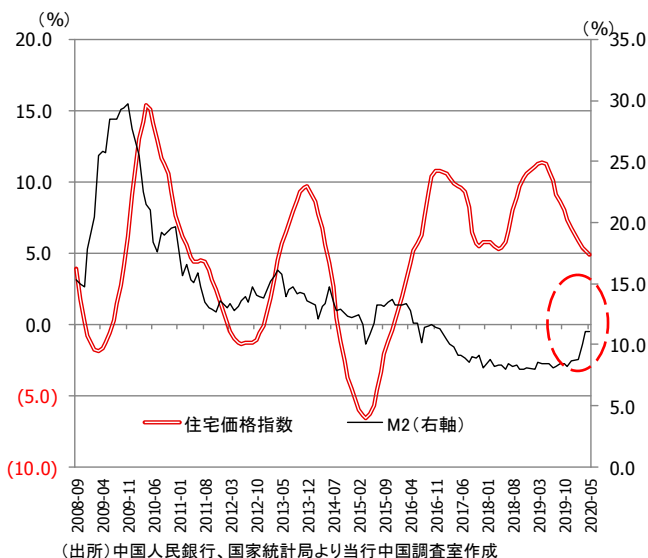
2020年上半期に、全国各地地方政府が打ち出した不動産対策は合計304件あり、そのほとんどは緩和政策であった。新型コロナ・ショックの影響で、1~3月に不動産市場はほぼ停滞していたが、4月から経済活動の正常化に伴い、金融政策の緩和と地方政府による住宅購入制限の緩和の効果が相乗して、深センや杭州を代

表とした都市の住宅市場は再燃した。さらに、5～6月で、住宅価格が大幅に上昇した都市は多数現れた。中央政府は「住房不炒」という不動産政策の原則を貫く姿勢を崩していないため、そのプレッシャーを受け、住宅価格上昇のペースが速すぎたと判断された都市(杭州、東莞、南京)の地方政府は7月から住宅取引政策を引き締め出した新型コロナ・ショックで中国経済成長はマイナスに陥った状況下で、中央政府は景気刺激のために適度な金融緩和を実施し、重要なインフラ投資と重要都市建設の投資促進を支援している。2020年1～6月に、不動産開発投資は1.9%成長し、固定資産投資全体をけん引した。政府による投資促進と豊富な流動性が同時に現れた状況下で、資金が不動産市場へ流入する傾向が強まっている(図表11、12)。

【図表11】金融危機後の中国の金融緩和



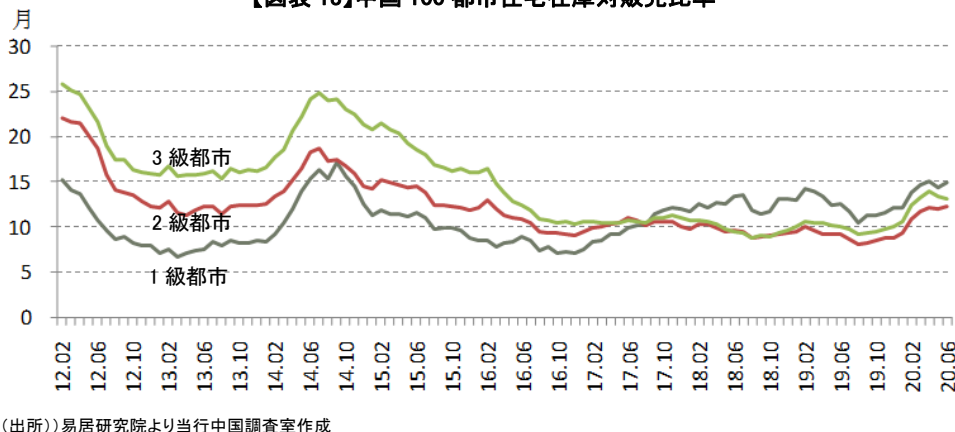
【図表12】金融緩和と不動産市場



今回の不動産市場の過熱化は従来と同じく、その原因は構造的問題にある。具体的にいうと、それは豊富な流動性、供給不足、住宅価格の上昇観測と住宅購入制限政策の相互作用によるものである。深センや杭州といった人口流入超過の都市では、住宅供給の不足は常態化しており、住宅価格の上昇予測はもともと強い。新型コロナ後の金融緩和政策による潤沢な流動性は住宅購入を刺激し、住宅価格をさらに押し上げている。

新型コロナによる移動制限の影響で住宅販売市場が停滞となっていたため、一部中小都市では住宅在庫規模が顕著に増加した。2020年上半期の100都市の中で、1・2・3級都市の新築住宅の在庫対販売比率は15.0か月、12.4か月、13.2か月となっており、ともに12か月を超えた。但し、1級都市の在庫増加は主に供給の増加によるものであるが、2級以下の都市では販売不振による在庫増加となっている。2020年の下半期では、中小都市が住宅在庫解消を掲げて再び住宅販売を刺激するのに伴い、住宅価格の上昇圧力も高まる可能性は高い。

【図表13】中国100都市住宅在庫対販売比率



経済成長の維持とリスティック・リスクの防止のジレンマと不動産市場の関係

中国は1998年の市場化改革が開始されてから、不動産業の成長と都市化の深化、金融システムの発展など経済近代化の様々な分野に複雑に絡まっている。過去にある不動産価格の上昇は、景気刺激のための金融緩和との関連性が強かった。最近の例を挙げれば、2015年からの「住宅在庫解消」は在庫の解消によって不動産業へ資金を提供して不動産開発を促すための側面も考えられる。現在では、住宅在庫水準は合理的な範囲まで低下したため、中央政府は施策の重点を景気刺激からリスク防止へ転換している。一方、中国では不動産業は地方政府の財務状況に深く関わっている¹。国有土地使用権譲渡収入は地方政府歳入の25%前後を占めているため、不動産業の繁栄と地価の上昇は地方政府にとっては望ましいことである。中央政府と地方政府が不動産市場を巡って緊張感が高まっていることも、景気成長の維持とリスク防止に対する重要度への認識が違っているからである。

都市化の深化に伴う不動産市場の繁栄と不動産の資産属性の強まりは他の国においても同じである。但し、中国の場合、既存の商業銀行による間接金融を中心とする金融体系は、急速に拡大しているファイナンス需要に追いついていない。株式市場、債券市場といった直接金融市場が発達していない中、不動産を担保として資金調達する企業が多くなる。商業銀行の保有資産の価格は住宅などの資産価格に密接に関連するようになり、不動産価格の下落は商業銀行の保有資産価格の下落を引き起こしかねない。

中国の土地制度、財政制度と金融システムの構造により、不動産市場は地方財政と商業銀行との関連性が深まりつつある。景気下押し圧力が高まる今では、不動産価格の激しい上下変動は経済全体を揺るがすリスクがあるため、中央政府は不動産政策の実施に対する慎重性を増している。2019年7月の政治局会議は「不動産業を短期的な景気刺激対策の手段としない」と明言した。新型コロナ・ショックの中、2020年5月の全人代において、不動産に関する記述は「『住房不炒』という位置づけを堅持し、各都市の実情に即した施策をとり、不動産市場の安定した健全な発展を促進する」と従来の慎重な態度が一貫した。目下、不動産対策の手段は金融、税収、土地供給制限といった短期的な対策に集中しており、行政的手段によって需給関係を小幅に調整し、不動産価格を緩やかな上昇を図っている。

中国の現段階の不動産政策の制度設計は「不動産価格の下落による資産価格の低下を防止したいが、過度な上昇も避けたい」という穏便的な傾向が見て取れる。短期的な措置で不動産市場の激しい変動を防止し、長期的体制の構築が実現されるまでの時間稼ぎでもある。長期的な体制の構築は経済全体の構造改革につながるが、新型コロナ・ショックからの経済再建が急務である今では、政策上のリスクが伴う構造改革を進める余裕は限られている。但し、2020年3月に発表された「生産要素市場のより完全な配置体制とメカニズムの構築に関する意見」には「土地要素の市場化配置の推進」が盛り込まれている。新型コロナ・ショックによる非常事態が続いている中、中国は危機対策を行いながらも、長期的な構造改革を着実に推進する意向が読み取れる。長期的に見れば、中国の新型都市化における中心都市と都市群の発展、人口年齢構造の変化、人口流動の動向、土地制度改革の進展などの要素に注目する必要がある。

MUFG バンク(中国) リサーチ&アドバイザー一部
中国調査室 于瑛琪

¹ 中国の税収制度「分税制」であり、すなわち、すべての税収は一定比例によって中央政府と地方政府に分配される。そのうち、一般予算収入の55%は地方政府に分配されるが、一般予算支出の85%は地方政府が担うから、地方政府は財源不足を直面するケースが多い。地方政府の財源として財政体系に組み入れられるのは政府性基金予算があり、国有使用権譲渡収入はその80%を占めている。政府性基金は中国財政管理不十分の産物であるが、現段階の地方政府にとっては重要な財源となっている。



CDI コラム: 中国企業「解体新書」(16) 完美日記

中国経済の持続的な成長やインバウンド需要等を受けて、日本国内でも中国経済に関する報道が随分と増えました。そこで取り上げられる企業も、アリババやテンセントに留まらず、様々な企業が紹介されています。しかし、以前の批判的な風潮からの反動からか、手放しで礼賛するような報道も散見され、かえって実態が見えづらくなっているように見受けられます。そこで、本コーナーでは、日本で紹介され始めている著名中国企業を取り上げ、その実態と将来の展望、日本企業に対する示唆等を述べていきたいと思ひます。

第16回の今回はコロナ禍後の中国の化粧品市場で、急成長をつづける「完美日記」(Perfect Diary)の広州逸仙電子商務有限公司をとりあげます。

I. 化粧品分野で快進撃をつづける「完美日記」Perfect Diary

今年の「618」と呼ばれる中国 EC 商戦日のビューティースキンケアとパーソナルケア分野の総売上高は、434 億元。ビューティー部門が、82 億元、パーソナルケア部門が、352 億元となっています。パーソナルケア部門は、L'Oreal Paris、Lancome、Olay などトップは、外資に牛耳られているわけですが、ビューティー部門のトップに輝いたのがこの「完美日記」です。

「完美日記」ブランドを有しているのは、「広州逸仙電子商務有限公司」です。設立されてわずか4年ですが、ゴールドマンサックスグループと、モルガンスタンレーをアドバイザーに指名し、IPOを目指しています。



出所: Original 董莹洁 化妆品观察

2020年4月にも、1億ドルの戦略融資を獲得し、評価額は20億ドルともいわれます。2019年に融資を受けた時の倍額の評価額になっています。

出資者には、真格基金(Zhenfund)、弘毅資本(Hony Capital)、高榕資本(Gaorong Capital)、高瓴資本(Hillhouse Capital)などの知名な投資ファンドが名を連ねています。

II. オンラインからオフラインへ

「完美日記」は、中国ドリームを絵にかいたような企業ともいえます。

2016年に、逸仙電商が設立されました。創始者の一人は、黄錦峰。もともとP&Gに在籍していましたが、その後、2013年に御泥坊(UNIFON)という化粧品ブランドの副総裁を辞したのち、中山大学の学友3人で、この逸仙電商をつくりました。これが、完美日記の親会社となります。

わずか3年あまりで、急速な成長をとげた「完美日記」は、2017年8月にTmallに出店し、初めての「完美日記」ブランド商品を売り出したのですが、当初は、あまり売れませんでした。次に、Redbook(小紅書)にも店を出すと、消費者への認知度が向上し、ブランドと消費者とのコミュニケーションも増え、消費者はブランドにより親しみを感じるようになったようです。その結果、Tmallの売上は、急増し、2017年の年末までには、明らかに好転したといえるほどに達しました。2019年末までに、Redbookに173万アカウントのファンを抱えるに至って

います。これ以外にも、微博、抖音などのプラットフォームでも多くの若者からの注目を浴びるようになってきました。

2019年の1111 独身の日のセールでは、「ブラックダイヤモンドリップ」などの人気商品の売上が貢献し、初めて1億元を突破するメイクブランドとなりました。

2017年にTmall 旗艦店を開設し、RedBook、微博、抖音などで好評を博したオンラインから始めたこのブランドは、2019年になって初めてのショールーム型店舗をオープンしました。現在までに、オフラインの実店舗は、200か所に上ります。オンラインとオフラインを一体としてとらえ、今後3年間で、100都市をカバーし、600店舗を増やす計画です。

総裁の陳宇文氏は「我々は、オンラインからスタートしたわけですが、改めてオフラインにもどることで、いわゆるニューリテールの閉じた環を完成させることができたのです。」といます。さらに、「現在、オフラインで単独で独立店舗を運営しているのは、ほとんどが海外ブランドの化粧品です。ローカルブランドの店舗は非常に少ない。オフラインは、相対的に重いビジネスです、立地選定から店舗デザインや内装、ユーザー体験の提供、製品ラインの適切な配置など、考えなければならないことが非常に多い。しかし、中国では、オフラインマーケットは成長が非常に活発な市場でもあります、オンラインとオフライン比でいうと、概ね3対7くらいの比率になります。オフラインで消費者に提供する体験の価値は、オンラインでは取って帰ることができないほど貴重なものです。」

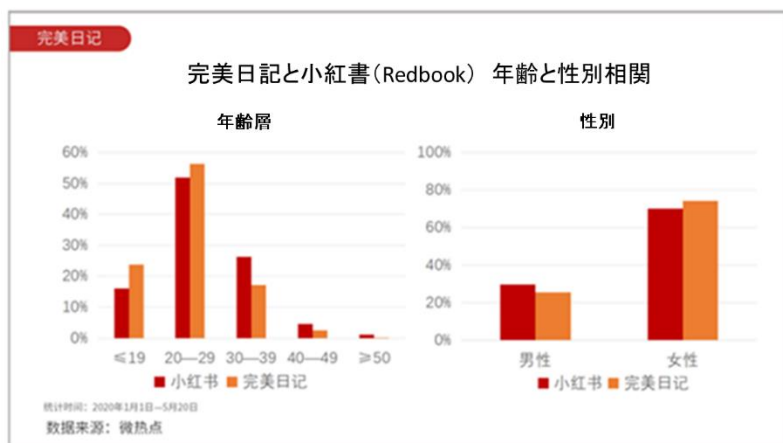
オンラインでスタートした「完美日記」も、さらなる成功のためには実店舗との相乗効果が必要だというのは、これからの新しい市場参入を考える上では、示唆に富んだ経験だと思います。

Ⅲ. 完美日記のデジタルマーケティング戦略

ターゲットは、95後、00後、いわゆるジェネレーションZといわれるセグメントです。18歳から28歳くらいの女性で、この个性的におしゃれを楽しみたいという若者層の出現により、化粧品ブランドに新たな成長点が生まれました。ちょうど大学か、職場へ入ったばかりの化粧のニューカマーたちの興味や特徴は、必ずしも一つに集まっているわけではなく、いくつものグループが関心事ごとに点在しています。あえて共通項といえるのは、彼らの多くは必ずオンライン上にいるということです。

完美日記のブランディングにおいて最もそれをけん引したのは、小紅書(RedBook)です。そのSNSにある完美日記のオフィシャルアカウントには、194万アカウント以上のファンが登録しています。書き込み数は、15万件をこえ、露出量は、億を超えます。これはほかのいかなる化粧品ブランドも成し遂げられなかったボリュームです。

彼らがKOLを募集する際も、そのKOLがRedbookをどれほど良く理解しているか、さらに、Redbookにどれほどのリソースを持っているかを重視しました。Redbookと完美日記の利用者の年齢層や性別は極めて高い相関を示しています。



業界を超えたブランドコラボも、彼らの特徴の一つです。KOLや、有名人を投入する以外に、ジェネレーションZたちの興味をひく新しい何かを投入する必要がありました。そんななかで生まれたのが異業種コラボです。Discovery Channelや、中国国家地理とのコラボでは、美しい自然の景色、その醸し出す色合いを化粧品に重ねました。ビスケットのオリオとのコラボは、美味しいビスケットクリームの色合いを、コンパクトに映しました。

こうした試み自体が、遊び心のあるブランドといったイメージを持たせることに成功したと同時に、これまで興味

を持たなかったグループへの接触点を切り開くという意味では効果的なものではなかったかと思われます。



また、彼らのオンラインマーケットで特徴的なのは、集客を Redbook など、KOL などへの投資をし、Tmall などのメガプラットフォームで、実際の売買をやり収益を得るわけですが、Tmall で買った顧客に Wechat へ登録させることによって、ブランドと、顧客間にダイレクトなコミュニケーションチャンネルを開きます。登録者たちは、リピーターとして極めて濃厚なマーケットの資産となります。このサイクルをうまく運営できたのが成功の鍵ともいえます。



総裁の陳宇文氏は、「我々のこの数年の経験は、まだまだ成功というには程遠い。ただ、やってきたなかで気を付けてきたことは、2 つあります。1つは、顧客にとっての価値にこだわりながら、顧客価値を作り続けてきました。ですから、我々の会社の組織構造は、すべて顧客を中心に形成されてきました。全体のモデルを一言で表現するならば、それは、D2C (Direct to Consumer) モデルです。直接消費者に向かい合います。ネット販売から始めて、ニューリテールの直営店まで我々には、中間のレイヤーがありません。加盟店も代理店も、ディストリビューターもありません。すべて直接消費者に面しているのです。

2つめは、完美日記の社員の平均年齢は、25 歳以下で、彼らは同じ会社の同僚でもあり、まだ同時に消費者でもあり、この新世代消費者層のカルチャー、嗜好、ニーズ、それに国産化粧品への要求などを非常に良く理解していて、ですからそれらを我々の製品やブランドのいろんなところに反映させることができるのです。」と話しています。

完美日記の逸仙電商は、新たな挑戦として、新ブランド「完子新選」(AbbyssChoice)をスタートします。「完美日記」と異なり始まりからオンライン、オフライン双方を連動させるモデルでオペレーションするようにつくりました。2018 年から開発をはじめたわけですが、その初期のモデルは、C2B に近いものです。広く消費者の意見やニーズをききながら、特に、95 後、00 後と言われる消費者をターゲットにスイートポイントを探ってきました。

何度もトライアルを繰り返し、満を持してようやく上市したものです。陳総裁は、「我々の目指すオンラインオフライン連動モデルの目標とするのは、我々の顧客がオンラインであっても、オフラインであっても、またどのような時間や場所であっても、どのような角度や、切り口からでも製品に関するサービスを受け取ることができる状態を作るということです。」「完子新選」の提供しようとするワンストップでのビューティーケアサービスが、完美日記のような神話を生み出すかどうかは、これからのマーケットの評価が待たれるところです。

オンラインから始まって、実店舗も展開する「完美日記」は、オンラインスタートブランドの成功モデルとして注目されることになると思います。自社の戦略に重ねて、さらなる研究を進めてみるのも良いのではないのでしょうか。

参考文献：Growthbox/微热点 WRD /趣哥趣生活/广告日志/《中国企业家》等

(筆者 仁田脇)

コーポレートディレクション 上海オフィス

コーポレートディレクション(CDI)は、1986年に米系大手コンサルティングファームであるBCG東京オフィスから10名が独立して設立した、日本初の独立系戦略コンサルティングファーム。2008年の上海オフィス設立を皮切りに、現在ではアジア5箇所に現地拠点を有する。

上海オフィスでは、主に日本企業の中国参入戦略立案、戦略再構築、及び実行に伴う組織業務改革、中国企業との提携支援等を提供。一方で、中国企業をクライアントとした日系企業との提携支援も提供している。

三菱 UFJ 銀行の中国調査レポート(2020年7月)

- MUFG BK CHINA WEEKLY 2020/7/15
- 1-6月の貨物列車『中欧班列』の運行本数
<https://www.bk.mufg.jp/report/inschiweek/420071501.pdf>
 - 国際業務部
- MUFG BK 中国月報 第173号(2020年7月)
- 国家安全法と香港～現状把握と今後
<https://www.bk.mufg.jp/report/inschimonth/120070101.pdf>
 - 国際業務部
- ニュースフォーカス No.10
- 広東省 COVID-19 感染拡大対策～健康コードの導入
https://rmb.bk.mufg.jp/files/topics/1218_ext_02_0.pdf
 - アジア法人営業統括部 アドバイザリー室

本報告書は、情報提供のみを目的として、MUFG バンク(中国) 有限公司(以下「当行」)が作成したものであり、その使用又は配布が法律や法規への違反に該当するあらゆる管轄又は国における個人又は組織への使用又は配布を意図したものではありません。本報告書をお客様に公表する前に、当行及び/又は当行関係者/組織は、本報告書に含まれる情報を利用、又はそれに基づいて行動することができます。

本報告書に記載されている情報及び意見のいずれも、預金、証券、先物、オプション、又はその他の金融商品若しくは投資商品の購入若しくは売却の申出、勧誘、アドバイス若しくは推奨をするものではなく、またそのように解釈されるものでもありません。

本報告書は、情報提供のみを目的として作成されており、特定の受領者の具体的な需要、財務状況、又は投資目的への対応を意図するものではありません。

本報告書は、信頼しうるとみなされる情報源から入手した情報に基づいて作成したのですが、正確性を保証するものではなく、受領者自身の判断に代わるものとみなされるべきではありません。受領者においては、適切に、独立した専門的、法律、財務、税務、投資、又はその他のアドバイスを別途取得する必要があります。

本報告書は、アナリスト自身の見解に基づいているため、当行の公式な見解を示すものではありません。本報告書に含まれる全ての見解(あらゆる声明及び予測を含む)は、通知なしに変更される可能性があり、その正確性は保証いたしかねます。本報告書は、不完全又は要約の場合もあり、本報告書に言及される組織に関する重要な情報を全て網羅していない可能性もあります。当行(含む本店、支店)及び関連会社のいずれも、本報告書を更新する義務を負いません。

過去の実績は将来の業績を保証するものではありません。本報告書において言及されるいかなる商品の業績予測も、必ずしも将来実現する又は実現しうる業績を示すものではありません。

当行及び/又はその取締役、役員並びに従業員は、当該取引への関与に当たり、随時、本報告書に言及された関連証券又は関連金融商品において、利益を有すること及び/又は引受を承諾すること、及び/又は当該証券若しくは関連金融商品を保留若しくは保有することがあります。さらに、当行は、本報告書に言及されたいずれかの会社と関係を有する(例えば関連会社、戦略パートナー等)こと、若しくは有していたこと、又はコーポレート・ファイナンス若しくはその他のサービスを提供すること、若しくは提供していたことの可能性がります。

本報告書に含まれる情報は当行が信頼しうると判断した情報源から入手したものでありますが、当行は、その適切性、適時性、適合性、完全性又は正確性について、いかなる表明又は保証をするものではなく、一切の責任又は義務も負いません。したがって、本報告書に記載されている評価、意見、見積り、予測、格付け若しくはリスク評価は、当行による表明及び/又は保証に依拠するものではありません。当行(含む本店、支店)及び関連会社並びに情報提供者は、本報告書の全部又は一部の使用に起因するいかなる直接的、間接的及び/又は結果的な損失若しくは損害について、いかなる責任も負いません。

当行は、本報告書の著作権を保有しており、当行の書面による同意なしに本報告書の一部又は全部を複製又は再配布することは禁止されています。当行(含む本店、支店)又は関連会社は、当該複製又は再配布によって生じる、いかなる第三者に対する責任も一切負いません。

MUFG バンク(中国) 有限公司 中国投資銀行部 中国調査室

北京市朝陽区東三環北路5号北京發展大厦4階 照会先:石洪 TEL 010-6590-8888ext. 214