

## 中国REIT市場の現状と見通し

2019年は公募REIT元年になるか



社会研究部 研究員 胡 笳

ko-ka@nli-research.co.jp



こか  
18年早稲田大学アジア太平洋研究科博士(学術)  
19年ニッセイ基礎研究所入社

世界の不動産投資信託(REIT)市場の資産規模をみると、米国は約9,071億ドル(約98兆円)、日本は1,340億ドル(約15兆円)、その他市場の合計で約4,701億ドル(約51兆円)という状況にあるが、最近注目されているのは、約12兆円(約188兆円)とも言われる潜在的な市場規模を有する中国REIT市場である。特に、新たな法制度を整備し、現在の私募ベースではなく、公募によるREITを創設しようという動きは特筆に値するもので、2019年は「中国公募REIT元年」となる可能性が高まっている。本稿では、このような中国のREIT市場の現状及び公募REIT創設の動きについて報告する。

## 1——中国REITの特徴

## 1 | 「類REIT」の現状と標準REIT商品との比較

REITとはReal Estate Investment Trustの略語であり、中国では「房地产投資信託基金(不動産投資信託基金)」と訳されている。しかし、不動産に係る信託制度や導管体に対する税制優遇などにおいて、米豪日各国のような国際投資家の投資基準を満たしたREIT(中国では「標準REIT」と呼ばれている。)は未だ整備されていない。現在の中国REITとは、「証券法」、「証券投資基金法」等によって中国証券監督管理委員会

(証監会)の「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」(以下「管理規定」)等、基金業協会及び上海・深圳証券取引所の資産証券化業務に関する一連のガイドラインに基づく不動産関連資産を対象とした私募ベースの証券化金融商品であり、総じて「類REIT」と呼ばれている。

「類REIT」は、「REITに類似する」を意味し、「標準REIT」に要求される基準を満たしているわけではなく、募集の仕方や流動性、商品属性など、いくつかの点で異なる。現在、中国の類REIT商品の約96.2%は私募商品で公募商品が少ないため、個人投資家の参入は難しい。現時点における類REIT商品の大きな特徴は、投資期間が短期に固定されていること及び販売時に分配率が確定されているものが多い点である。

## 2 | 仕組み

現在、中国のほとんどの類REIT商品は、2階層SPVの仕組みを導入している。中国証監会の「管理規定」により、資産証券化業務を展開できるのは「資産支持専門計画(資産証券化計画)」に基づく発行体(SPV)に限定され、私募投資基金(中間SPV)を通じて間接的に不動産投資を行い、実物不動産を金融資産化して取引することによって、契税などの取引税の節税をはかっている\*。

## 3 | 税制の課題

中国の類REITにはSPVに対する税制優遇がないため、「企業所得税」として25%の税率が課せられる。オリジネーターが不動産開発企業の場合、税率30~60%の土地増値税も払う必要がある。

## [図表1]「標準REIT」と中国「類REIT」の比較

資料:中国証監会(2014)「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」、大公債信(2019)「類REIT信用評価方法」及びその他の公開資料を基に作成。

項目	「標準REIT」(日本の場合)	「類REIT」
根拠法令	ある (投資信託及び投資法人に関する法律)	不十分(信託法はあるが、不動産を「信託財産」とする場合の「信託による登記」の手続き等については明白な記述がない(注1)。証券化商品としての「類REIT」の根拠法令は「証券法」、「証券投資基金法」等である。)
税制優遇	あり	なし
募集ベース	公募がメイン+私募	私募がメイン
流動性	高い(証券市場で売買)	低い(未上場)
商品属性	現状はエクイティ型のREITしかないが、モーゲージ型やハイブリッド型も組成可能。	確定分配率型REIT商品がメイン。
発行主体	投資法人	資産支持専門計画(資産証券化計画)に基づくSPV(注2)
信用格付	R&「AA」, S&P「A+」、ムーディーズ「A1」など、国内外の民間格付機関によって、長期や短期の発行体格付けが公開されている。	優先級(A/B/C)、次級(注3) (中国証監会が認定した「証券市場資信評価業務資格」を取得した格付機関より、債務補償率、融資比率及び資産の質等の要因を評価。)
投資家制限	特になし	「私募投資基金監督管理暫行弁法」が定めた要件に従い、適格投資家(注4)向け(機関投資家、200人以下、最低投資金額は100万元(約1,580万円))
収益分配	導管体要件を満たすため、収益の90%超を分配している。	優先級:家賃や利子収入等による確定分配率型がメイン。 次級:資産価値増加部分(キャピタルゲイン)がメイン、分配率は変動。
取得物件	期間中の新規投資や物件売却も可能。	期間中、投資先の変更はない。
投資期間	長期	短期(3年単位)(注5)
資産所有	実物不動産を直接所有できる。	実物不動産は、中間事業体の持分権・株式を通じて間接所有する。
投資範囲	実物不動産、不動産関連株式や債券、ローン等。その他の匿名組合の持ち分等。	運用資産のキャッシュ・フローに限定。(注6)
資金調達手法	公募・私募、金融機関借入れ、債券発行等。	金融機関からの借入れはない(注7)。

注1:中国現行の「不動産登記暫行条例」は不動産の所有権を明確にするものであるが、信託受益権に関する記述はない。

注2:SPV(Special Purpose Vehicle)とは、特別目的事業体のごとく、原資産と投資家をつなぐ導管体としての役割を担う。

注3:中国の類REIT商品を優先級・次級に区分する理由は、元本を保全するためと考えられる(証券化の優先劣後方式を参照)。通常、対象物件の純賃料収入が期間中の利息をカバーし、売却価格が元本価値を上回ることを保証するなどの信用補完措置が確保されている。つまり、対象物件の価格が下落した場合でも、「優先級」部分に出資した投資家に優先的に元本と利息が償還される。中国の類REIT商品において、オリジネーターは対象物件の優先買取権を持ち、対象物件を売却できる財力も保障されている。優先買取権を行使すれば、「次級」部分に出資した投資家の元本と利息も償還され、優先買取権を行使しなければ、対象物件を売却する必要がある。

注4:適格投資家とは、純資産1,000万元(約1.5億円)以上の法人、あるいは預金、株式、債券等の金融資産が300万元(約4,500万円)または直近3年間の平均年収が50万元(約750万円)以上の個人のごとくである。しかし、中国現行の類REIT商品は基本私募ベースであるため、個人投資家の参入は事実上不可能である。

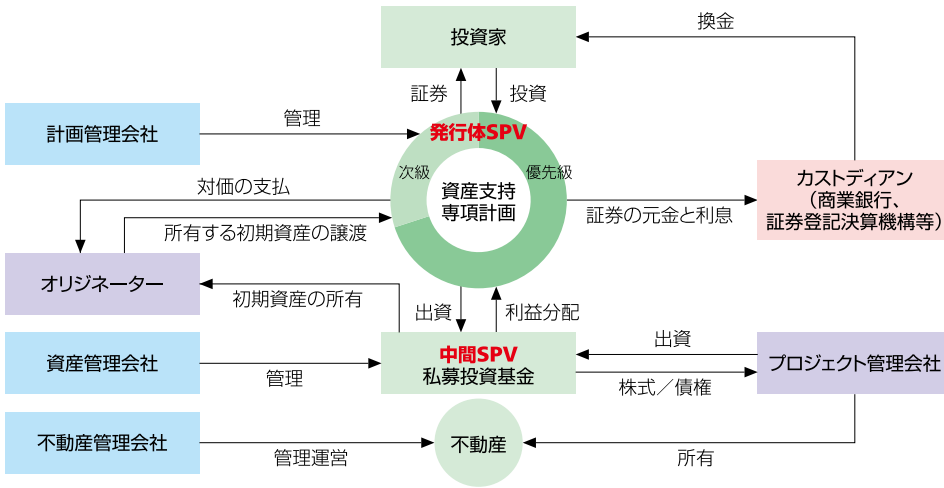
注5:類REIT商品が発行された際、固定期間(4年あるいは5年)を設定した場合、期限(3年間)満了後、オリジネーターによる優先買取権を行使する期間(1年あるいは2年)がある。長期(12~24年)を設定した場合、3年ごとに事前申告すれば投資家は退出することができ、その分が再販されることとなる。

注6:運用資産のキャッシュ・フローとは、不動産関係株式や債券、不動産受益権など監督管理部門の規定に準ずるものである。

注7:2011年、中国銀行監督管理委員会(銀監会)は「不動産開発企業への融資を緊縮する」と指示を出した結果、金融機関等による不動産関連融資の審査基準や条件が厳しくなった。これも類REIT商品が目ざされた理由の1つである。「管理規定」では、商業銀行等は資産支持専門計画に関連する資産等を保管し、運営を監督するなど、カस्टディアンとして位置付けられている。

[図表2] 中国「類REIT」の仕組み

資料: 中国証監会(2014)「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」などを基に作成。



## 2 中国REIT市場の動向

### 1 | 市場規模

中国初の類REIT商品「中信啓航」が2014年4月に発行されて以来2018年12月までに中国の類REIT商品の銘柄数は合計44件となり、発行済み総額は915.31億元(約1.4兆円)に達している。2019年上半期では計5銘柄、発行額は106.54億元(約1,600億円)の類REIT商品が発行され、前年同期比で発行額は8.93%増加した。

### 2 | セクター別の動向

中国REITのサブセクターは、安定的な賃料収入が得られるショッピングセンター(27%)と小売(18%)による商業セクターが占める割合が45%と大きく、オフィス(26%)、賃貸住宅(11%)、ホテル(10%)、物流センター(4%)、書店(2%)、コミュニティビジネス(2%)などが続く。

### 3 | 確定分配率の動向

2014年中国初の類REIT商品「中信啓航」の発行時の確定分配率は7.0%であったが、2015年に中国人民銀行が預金準備率を引き下げるなどの金融緩和政策をとったため、類REIT商品の確定分配率は3.8%まで低下した。しかし、2017年以降は一時的例外を除き、6%を超える水準を維持している。

## 3 中国REIT市場の今後の見通し

### 1 | 不動産市場の現状と課題

近年の経済成長に伴い、中国の不動産投資は大きく拡大しているが、住宅セクターへの投資が顕著で、一極化が進んでいる。中国の不動産販売価格は変動があるものの、住宅を含めて全体として上昇基調が続く。

### 2 | REIT導入の経緯

中国では住宅及び商業不動産開発の不均衡を是正するとともに、健全な住宅投資を促す市場形成のために、REITに対する制度整備が必要ではないかという指摘や議論が10年以上前から続いてきた。2005年に商業部は「全国商業地産運行報告」で、「REIT融資を開放する」という方向性を提示し、2008年、中国国务院が不動産市場の発展を促進するため、「不動産信託投資基金を試験的に展開する」を提出し、中国でREITを導入する方針を明確化した経緯がある。こうして、2014年に中国では初の類REIT商品が発行された。しかし、現存の類REIT商品は私募ベースであるため、不動産市場への影響はかなり限定的と言える。

一方、投機需要を背景にした住宅の供給過剰を防ぐため、2015年12月から「不動産在庫の解消」が中国の重要なマクロ経済政策方針の1つとなっている。不動産価

格の高騰に対し、2016年の中国中央経済工作会議では、「家は住むものであり、投機するものでない」という方針が掲げられた。透明性及び流動性のある公募REITの導入を通じた不動産市場整備は、中国の不動産市場に新たな投資機会を創出し、不動産ストックの再生・利活用、資産保有リスクの軽減及び市場機能を通じた需給の適正化などにつながるものと期待されている。

### 3 | 公募による標準REIT導入の動きと期待

中国における公募REITの導入に必要とされる制度設計については、民間による検討が先行している。近年、中央政府の不動産市場改革に関する議論の加速を受け、公募REITの「解禁」に対する期待が高まっている。2017年6月、北京大学光華学院REITs研究チームは、「中国公募REITs発展白書」を発表し、市場分析の結果、税制が中国公募REIT発展を抑制しているとの指摘を行った。

2018年から始まった米中貿易摩擦の激化を背景に、株価が大幅に変動し経済・金融市場の不安が増大した。こうした状況下、不動産市場における公募REITの導入は中国経済の「スタビライザー」としての役割も注目されている。

中国の公募REITが解禁されれば、初の商品は北京市の一部機能の移転先である河北省雄安新区の公共賃貸住宅セクターで発行される見込みである。「千年の大計、国家の大事」とされ、大量の人口流入が予想される雄安新区において、公共賃貸住宅の公募REITの導入が成功すれば、他の地域でも同様の事業が展開される可能性がある。

以上のように、公募REIT商品の発行に向けて、政府部門及び民間機関は共に前向きに取り組んでいる。中国のREIT市場は、まだ制度整備や税制緩和などの課題があるが、公募REIT商品が登場する日はそう遠くはないだろう。

[\*] 不動産取得税にあたる。株式の譲渡に関する土地使用権・不動産の譲渡等は免税。