

# 中国 REIT 市場の現状と見通し

公募 REIT、2020 年からついに始動



社会研究部 研究員 胡 笏  
ko-ka@nli-research.co.jp

※本稿は 2019 年 9 月 13 日発行「基礎研レポート」を  
加筆・修正したものである。

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)、豪州は約 943 億ドル (約 10 兆円)、その他市場の合計で約 3,778 億ドル (約 41 兆円)<sup>1</sup>という状況にあるが、最近注目されているのは、約 12 兆元 (約 188 兆円)<sup>2</sup>とも言われる潜在的な市場規模を有する中国 REIT 市場<sup>3</sup>である。特に、2020 年 4 月に、現在の私募ベース REIT 商品に加え、インフラセクター向けの公募 REIT<sup>4</sup>を創設しようという動きは特筆に値するもので、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」と「標準 REIT」商品の比較

REIT とは Real Estate Investment Trust の略語であり、中国では「房地产投资信托基金 (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、米日豪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<sup>5</sup>であり、総じて「類 REIT」と呼ばれている。

<sup>1</sup> S&P Dow Jones Indices のデータより。いずれも 2019 年 6 月末の時価総額であり、2019 年 7 月 12 日の為替データを基に円換算。

<sup>2</sup> 北京大学光華管理学院 REITs 研究チーム (2017)「中国不動産投資信託基金市場規模研究」より。同報告では、主要国における REIT 市場規模の GDP 比率及び株式市場規模比率等に基づき、中国の REIT 市場規模を大まかに試算している。ただし、この試算には、進行中の PPP インフラ事業や都市化の進展による投資適格賃貸住宅の潜在市場規模が考慮されていない。また、2016 年中国の固定資本形成が米国の約 1.6 倍に達していることを考慮すると、中国の潜在的な REIT 市場は米国の規模を大きく上回るものと考えられる。

<sup>3</sup> 本稿の中国 REIT 市場とは中国本土における REIT 市場である。

<sup>4</sup> 中国では、後述する米豪日各国のような REIT 商品を「標準 REIT」と呼ぶのに対し、本稿では既存の私募ベースの REIT 商品を「標準 REIT」のように一般投資家を対象に公募化する動きを著目し、こうした REIT を「公募 REIT」と呼ぶ。

<sup>5</sup> 現在の中国の類 REIT 商品は、2005 年から発行されている資産担保証券 (Asset Backed Security: ABS) のうち、不動産を所有する SPV (特別目的事業体) の株式や SPV が発行する債券、不動産融資債権などの不動産関連資産を対象とし、後述する資産支持専門計画にしたものとも言える。類 REIT は実物不動産を直接保有できない。中国における ABS 市場の動向について本稿では割愛する。

「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。2019 年時点で、中国の類 REIT 商品の約 96.2% は私募商品<sup>6</sup>で公募商品が少ないため、個人投資家の参入は難しい。一方、米国の公募 REIT は全体の 6 割超、日本では 8 割超を占め<sup>7</sup>、いずれも個人投資家が証券取引所を通じて株式と同様に取引できるため流動性が確保されている。その他、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<sup>8</sup>。

図表 1 「標準 REIT」と中国「類 REIT」の比較

| 項目     | 「標準 REIT」(日本の場合)  | 「類 REIT」  |
|--------|---|---|
| 根拠法令   | ある<br>(投資信託及び投資法人に関する法律)  | 不十分<br>(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 <sup>(注1)</sup> 。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 <sup>(注2)</sup>   |
| 信用格付   | R&I「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「AAA、AA+など」、次級 <sup>(注3)</sup><br>(中国証監会が認定した「証券市場资信評価業務資格」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  | 「私募投資基監督管理暫行弁法」が定めた要件に従い、適格投資家 <sup>(注4)</sup> 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。<br>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) <sup>(注5)</sup>  |
| 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。 <sup>(注6)</sup>  |
| 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 <sup>(注7)</sup> 。   |

(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、特別目的事業体のことであり、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だと考えられる(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、対象物件を取得できる財力も保障されている。優先買取権を行使されれば、「次級」部分に出資した投資家の元本と利息も償還され、優先買取権を行使されなければ、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年間の平均年収は50万元(約750万円)以上の個人のことであり、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。長期間(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 商品が注目された理由の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、カストディアンとして位置付けされている。(資料)林華<sup>9</sup>(2018)「中国 REIT 操作マニュアル」、中国証監会(2014)「証券会社及び基金管理人子会社資産証券化業務管理規定」、大公資信(2019)「類 REIT 信用評価方法」及びその他の公開資料を基に作成。

<sup>6</sup> 興業証券経済と金融研究院のデータより。

<sup>7</sup> NAREIT 及び ARES J-REIT Databook より。

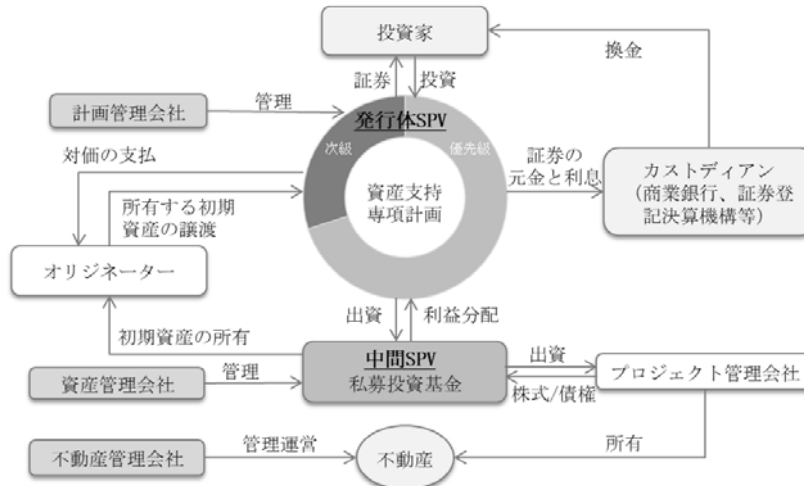
<sup>8</sup> 商業や賃貸住宅関連担保融資等に基づく不動産担保証券などの確定利付債券投資(Fixed Income Investment)が行われているためと考えられる。

<sup>9</sup> 林氏は中国資産証券化研究院院長等を歴任した研究者である。

## 2 | 仕組みと発行の流れ

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（図表 2）。中国証券監督管理委員会の「管理規定」により、資産証券化業務を展開できるのは「資産支持専項計画（資産証券化計画）」に基づく発行体（SPV）に限定されている。「資産支持専項計画」に基づく SPV は私募投資基金（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、後述の契稅などの取引稅の節稅をはかっている。

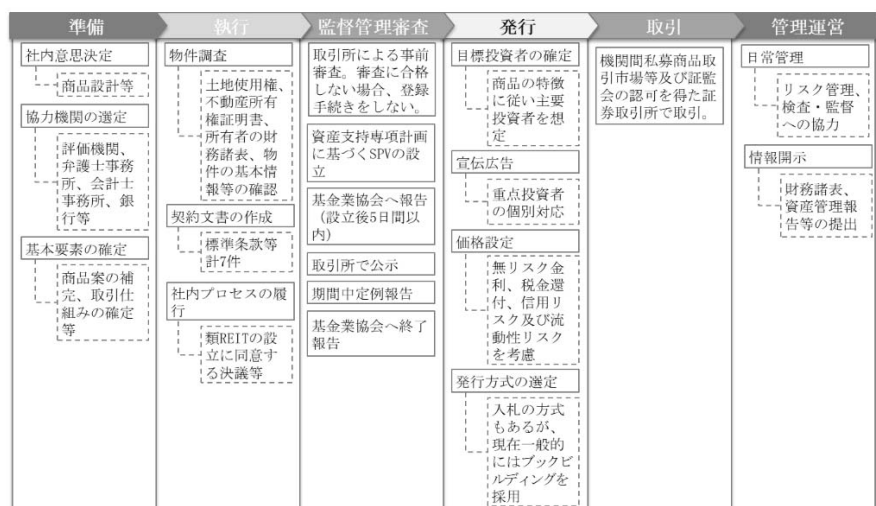
図表 2 中国「類 REIT」の仕組み



（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」及びその他の公開資料を基に作成。

中国の類 REIT 商品は、中国証監会の「管理規定」にしたがって、資産支持専項計画に基づく SPV の設立・中国基金業協会への報告・証券取引所での取引・情報開示及び投資家への報告等を行い、「証券法」、「証券投資基金法」等の法律に基づき、中国証監会、証券業協会及び基金業協会等の監督管理を受けなければならない。実務手続きとして、社内決議を含めた登録準備・執行・管理運営など一連の流れがある。

図表 3 中国「類 REIT」商品発行の流れ



（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」、林華（2018）「中国 REIT 操作マニュアル」を基に作成。

### 3 | 税制の課題

J-REIT では、広く国民に不動産投資機会を与えるという制度創設の趣旨から、課税前収益の 90% 超を分配するなどの導管体としての要件を満たせば、ほとんど法人課税されることはない。しかし、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<sup>10</sup>。このため類 REIT は必ずしも投資家にとっては有利な投資機会とは言えない場合がある。

図表 4 中国の類 REIT 商品の取引に関連する課税項目 (2019 年時点、法人課税)

| 税金の種類 (該当する日本の税目) | 内容                        | 対象                                  | 税率                         |        |
|-------------------|---------------------------|-------------------------------------|----------------------------|--------|
| 企業所得税 (法人税)       | ・資産の譲渡、賃貸収入など             | ・居住企業                               | ・25%                       |        |
|                   |                           | ・非居住企業、中小企業 <sup>(注1)</sup>         | ・20%                       |        |
| 土地増値税             | ・土地使用権及び付着された物 (建物など) の譲渡 | ・資産の増値額 ≤ 控除額 <sup>(注2)</sup> の 50% | ・30%                       |        |
|                   |                           | ・控除額の 50% < 資産の増値額 ≤ 控除額の 100%      | ・40%                       |        |
|                   |                           | ・控除額の 100% < 資産の増値額 ≤ 控除額の 200%     | ・50%                       |        |
|                   |                           | ・資産の増値額 > 控除額の 200%                 | ・60%                       |        |
| 増値税 (消費税)         | ・不動産の販売                   | ・小規模納税者 <sup>(注1)</sup>             | ・5%                        |        |
|                   |                           | ・一般納税者                              | ・9%                        |        |
|                   | ・不動産の賃貸                   | ・小規模納税者                             | ・5%                        |        |
|                   |                           | ・一般納税者                              | ・9%                        |        |
| ・土地使用権の譲渡         | ・小規模納税者                   | ・5%                                 |                            |        |
|                   | ・一般納税者                    | ・9%                                 |                            |        |
| 金融サービス            | ・一般納税者                    | ・6%                                 |                            |        |
|                   | 印花税 (印紙税)                 | ・不動産の売買                             | ・売主と買主 <sup>(注4)</sup>     | ・0.05% |
| 契税 (不動産取得税)       | ・不動産の賃貸                   | ・貸主                                 | ・0.01%                     |        |
|                   |                           | ・土地使用権の譲渡                           | ・譲渡側                       | ・0.05% |
|                   |                           | ・融資契約                               | ・融資金額 > 100 万元             | ・0.05% |
|                   |                           | ・証券 (株式) の取引                        | ・売主                        | ・0.01% |
|                   |                           | ・不動産所有権登記証の受領                       | ・買主                        | ・5 元/件 |
| 契税 (不動産取得税)       | ・土地使用権の譲渡、不動産の売買          | ・買主 <sup>(注5)</sup>                 | ・3~5%                      |        |
| 房産税 (固定資産税)       | ・不動産の所有                   | ・課税標準は不動産賃料収益価格の場合                  | ・12%                       |        |
|                   |                           | ・課税標準は不動産余剰価値 (取引価格の 70%~90%) の場合   | ・1.2%                      |        |
| 土地使用税             | ・土地の利用                    | ・大都市 (人口は 50 万人以上)                  | ・1.5 元~30 元/m <sup>2</sup> |        |
|                   |                           | ・中都市 (人口は 20 万から 50 万人)             | ・1.2 元~24 元/m <sup>2</sup> |        |
|                   |                           | ・小都市 (人口が 20 万人以下)                  | ・0.9 元~18 元/m <sup>2</sup> |        |
|                   |                           | ・縣など <sup>(注6)</sup>                | ・0.6 元~12 元/m <sup>2</sup> |        |

(注1) 非居住企業とは、中国国内において拠点を有しないが、中国国内に所得の源泉がある企業である。企業所得税について、各地方自治体において中小企業を対象とした優遇策がある。

(注2) 控除額は、土地使用権を取得するための金額、土地の開発費用、建物及び関連設備投資の費用、不動産譲渡関連税及びその他の財政部が定める控除項目から決まる。

(注3) 小規模納税者とは、年間売上げが 120 万元 (約 1,800 万円) 以上、500 万元 (約 7,800 万円) 以下の事業者である。年間売上げが 120 万元以下の事業者は免税。

(注4) 個人間契約及び社会住宅に関する売買は対象外。

(注5) グループ会社間の不動産取引、株式の譲渡に関する土地使用権、不動産の譲渡等については免税。中国類 REIT は 2 階層 SPV の仕組みを導入したことにより、実物不動産を所有する法人の株式の譲渡となり免税となる。

(注6) 縣とは市の管轄下の行政区画単位である。土地使用税について、各地域において優遇策がある。

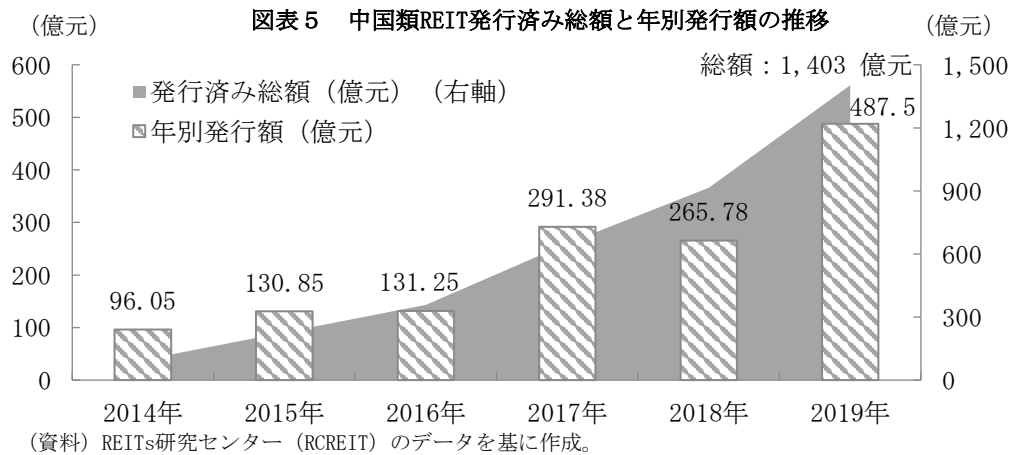
(資料) 北京大学光華学院 REITs 研究チーム (2018) 「不動産信託投資基金税制問題研究」及び中国国家税務総局の資料を基に作成。

<sup>10</sup> 北京大学光華管理学院 REITs 研究チーム (2018) 「不動産信託投資基金税制問題研究」より。

## 2—中国 REIT 市場の動向

### 1 | 市場規模

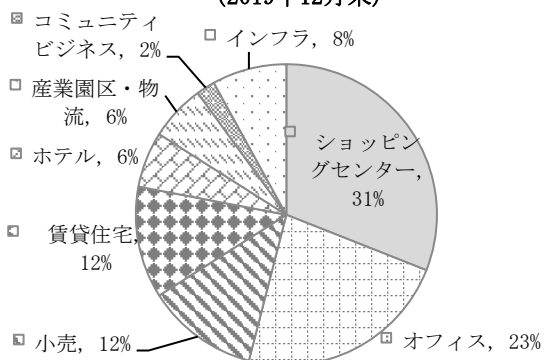
中国初の類 REIT 商品「中信啓航」は 2014 年 4 月に発行された<sup>11</sup>。その後 REIT 概念の普及や後述する不動産市場の成長を背景に、類 REIT の発行済み資産総額は徐々に増加しつつある。2019 年 12 月まで、中国の類 REIT 商品の銘柄数は合計 68 銘柄となり、発行済み総額は 1402.81 億元（約 2.14 兆円）に達している。2019 年では計 24 銘柄の類 REIT 商品が発行され、発行額は前年比で 83.4% 増加した。



### 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 (31%) と小売 (12%) による商業セクターが占める割合が 43%と大きく、オフィス (23%)、賃貸住宅 (12%)、インフラ (8%)、ホテル (6%)、産業園区・物流センター (6%)、コミュニティビジネス (2%) などが続く。これに対し、J-REIT は、オフィス (37%)、物流 (29%) と続き、ホテル、商業、住宅がそれぞれ 12%、11%、10%、ヘルスケア及びその他は 1%という構成になっている<sup>12</sup>。中国 REIT 市場では、サブセクターの構成からみると、商業全体が占める割合が大きいですが、オフィス、産業園区・物流分野ではまだ成長の余地があり、ヘルスケアなど新しい分野への進出も期待できる。

図表 6 中国類REITのセクター別発行済み総額構成比 (2019年12月末)



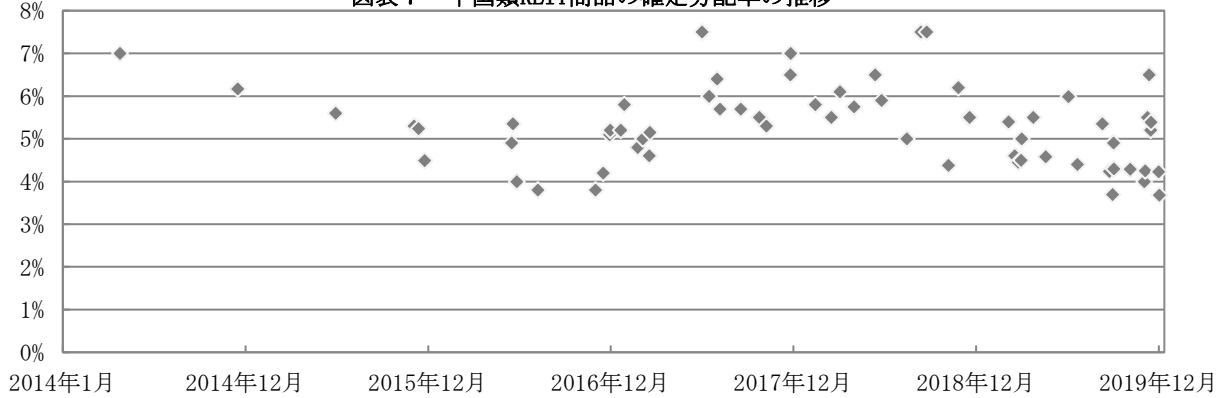
<sup>11</sup> 「中信啓航」は中信証券 (CITIC) が進めていた「中信啓航専項資産管理計画」の略称である。同商品は発行額 52.1 億元（約 819 億円）のエクイティ型類 REIT 商品であり、北京中信証券ビルと深圳中信証券ビルを対象資産として、これら 2 物件の賃料が収益源となっている。しかし、同商品の投資家数は 50 名に留まっている。農業銀行 (2014)「房地產信託投資基金 (REIT) の最新進展」より。

<sup>12</sup> ARES J-REIT Databook より、2018 年年末時点。

### 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<sup>13</sup>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一時 3.8%まで低下した。しかし、2017年以降は徐々に回復し、2019年に発行した類 REIT 商品は 5%水準を維持している。

図表 7 中国類REIT商品の確定分配率の推移



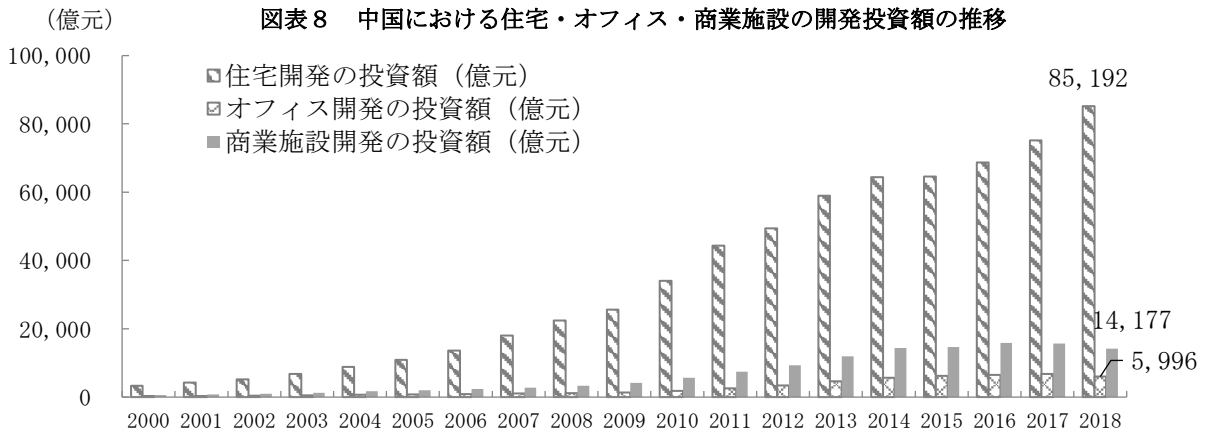
(資料) REITs研究センター (RCREIT) のデータ及びその他の公開資料を基に作成。

## 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、その内容をみると、住宅セクターへの投資が顕著で、一極化が進んでいる。こうした住宅投資には、投機目的とみられるものが多かったことから、2009年12月、中国国务院常務会議は「投機による住宅の購入を制限する方針」<sup>14</sup>を掲げ、一連の住宅購入・開発規制を実施してきた。その結果、一部の伝統的な住宅開発業者は、オフィス・商業施設セクターにシフトし始めたものの、依然として住宅セクターへの投資は続いている。

図表 8 中国における住宅・オフィス・商業施設の開発投資額の推移



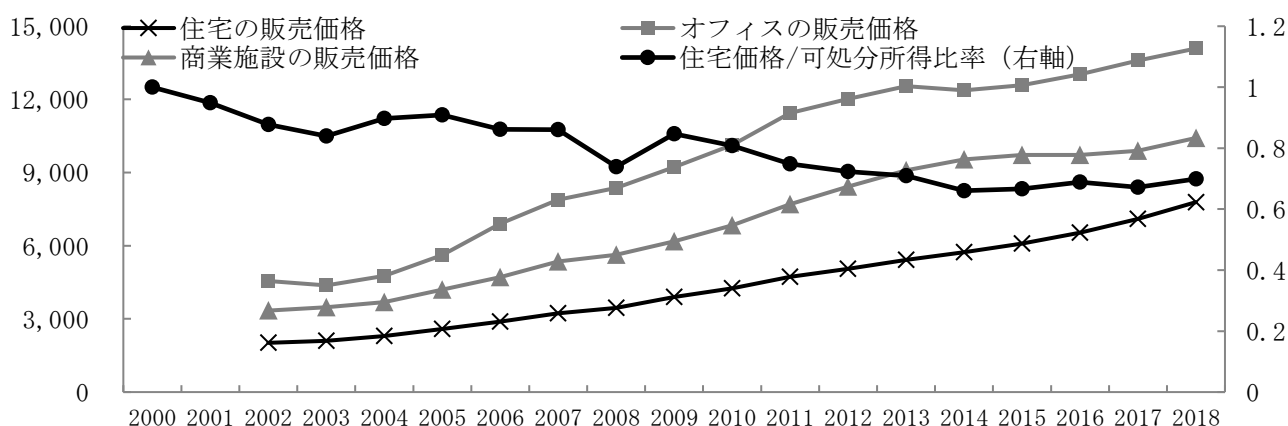
(資料) 中国国家統計局のデータを基に作成。

<sup>13</sup> 図表 1 で示したとおり、中国の類 REIT 商品は信用リスクによって、発行規模のうち各自で決めた割合で「優先級 (A/B/C)」、「次級」などに分類され、本稿がまとめたのは確定分配率型商品である優先級 A 級の類 REIT 商品の発行時に確定された分配率である。

<sup>14</sup> 措置内容は計 4 条があるため、通称「国 4 条」。

中国の GDP 成長率は最高水準の 14.2%に達した後は、2008 年から減速し、2019 年上半期の GDP 成長率は前年同期比 6.3%と最低水準に至った。それに対し、中国の不動産販売価格は変動があるものの、全体として上昇基調が続いている。2018 年の住宅の平均価格は 8,544 元（約 12.9 万円）/㎡であり、一人あたり可処分所得は 39,251 元（約 59.3 万円）である。中国国家统计局が発表した一人あたり延床面積の 39 ㎡から単純計算すると、共働き（子 1 人）の場合、マイホームを購入するには 13 年以上かかる<sup>15</sup>。しかし、住宅価格を可処分所得で除した比率は、近年やや上昇傾向にあるものの、全体として低下していることが分かる。中国の住宅価格が上昇する一方で、一人あたり可処分所得も増えているためである<sup>16</sup>。この 20 年間で、中国の世帯数は、年平均で 500 万世帯ほど増加しており<sup>17</sup>、中国の住宅市場では引き続き旺盛な需要が見込まれる。中国の経済成長と人口・世帯数増加を考慮すると、名目住宅価格は引き続き上昇を続けるものと考えられる。

図表 9 中国の住宅・オフィス・商業施設の販売価格及び住宅価格/可処分所得比率の推移



(注) 販売価格のデータは2000年から2018年の3年間移動平均を用いた。  
(資料) 中国国家统计局のデータを基に作成。

## 2 | REIT 導入の経緯

こうした不動産市場の状況を踏まえ、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<sup>18</sup>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<sup>19</sup>、中国で REIT を導入する方針を明確化した。その後、中国人民銀行<sup>20</sup>と銀行業監督管理委員会（銀监会）はそれぞれ「REIT の開発を促進する」姿勢を示した上、2009 年に両者による「REIT 商品の共同管理」を発表し、「REIT 試点管理協調チー

<sup>15</sup> 中国国家统计局のデータより、2019 年 8 月 14 日の為替データを基に円換算。この統計は都市部と農村部に分けて集計され、本稿が利用したのは都市部のデータである。この単純計算では、預金金利及び中国の二人っ子政策の解禁を考慮していない。生活費を加えた場合、実際に世帯あたりの住宅取得に要する年数は 13 年を上回ると考える。

<sup>16</sup> 中国において、各地域の事情が異なり、所得格差も存在する中、住宅事情を簡潔かつ正確に説明することが難しい。本稿は中国全体の傾向を見るために、全国平均の集計データを利用し、またこの説明には住宅の複数所有も含まれている。住宅価格/年間平均所得で計算する方法もあるが、同じ傾向が見られる。詳細は三尾幸吉郎（2019）『3 つの切り口からつむぎ図解中国経済』pp. 208 を参照。

<sup>17</sup> 中国国家统计局のデータより、総人口と世帯あたり人員数のデータに基づき推計。

<sup>18</sup> 日本の経済産業省にあたる役所である。

<sup>19</sup> 中国国务院「金融促進経済発展 30 条意見」（通称「金融 30 条」）より。

<sup>20</sup> 日本銀行にあたる。

ム」を形成して実施法案について検討してきた経緯がある。こうして、2014年に中国は初の類 REIT 商品の発行を試みた。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<sup>21</sup>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」の方針が掲げられた。同方針は、2017年の中国共産党第十九次全国代表大会の報告で改めて重要事項として確認された上、2019年8月までの半年に、中国中央政治局会議では2回も強調されたことから、中国政府の不動産市場改革への意気込みを示すこととなった。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。

中国における公募 REIT の導入に必要な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。2005年9月に北京で開催された「REITs (北京) 国際協力フォーラム」では、専門家や不動産開発業者が集い、REIT 商品の開発及び REIT 商品を通じた不動産融資の拡大について、中国での展開や仕組み設計などについて議論が行われた。都心部の高齢者には環境豊かな郊外に建設するコミュニティへの住み替えを促し、都心部の既存住宅は若い世帯向けの賃貸住宅に置き換え、都市の人口構造及び人々のライフスタイルを向上させるという提言が行われた。この賃貸住宅への投資資金を確保するために REIT の活用が提案されている。

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1月、中国証券監督管理委員会（証監会）は「公募 REIT に関する施行細則を検討する」と発表し、3月全国人民代表大会・全国政治協商会議（全国两会）期間中、複数の代表が公募 REIT の解禁のためには、SPV に対する税制優遇の導入や REIT の管理規制が必要と主張した。同年6月には、北京大学光華学院が主催する「中国 REITs フォーラム (CRF)」の第一回会合が開催され、公募 REIT の重要性及び中国の不動産市場における展開の可能性について積極的に議論された。今年6月27日に開催された「中国 REITs フォーラム (CRF)」の第二回目の会合では、「CRF 中国 REITs 指数—商業不動産資本化率指数」が発表され、中国の公募 REIT に対する合理的な価格設定基準が提供された。こうして中国における公募 REIT の解禁に関する学術的な提言に加え、制度化に向けた実務的な準備も進みつつある。

不動産の証券化は、1980年代のアメリカで起きた貯蓄貸付組合 (S&L) の破綻や90年代の日本におけるバブル崩壊による景気低迷期に、不良債権の処理のために広く活用されてきた経緯がある。不良債権のために機能不全に陥った金融システムを回復させることによって経済低迷を克服するとともに、REIT への売却によって保有資産による負担を軽減することができた。個人でも不動産を所有し運用するのと近似した透明な投資機会を得られるようにして、再びバブルが生じにくい不動

<sup>21</sup> 2015年12月、中国の中央経済工作会議で、①過剰生産能力の解消、②不動産在庫の解消、③レバレッジの解消、④企業コストの削減、⑤インフラの補充（「三去一降一補」）の五大任務を明確にした。中国における正確な不動産在庫データは存在しないため、本稿ではその計算を割愛するが、同任務の「不動産在庫の解消」は、空き家にもたらず住宅投機行為等を念頭においていたと考える。



産市場の形成を進めた経緯がある。また、タイ、インドなどは、高度な経済成長を実現したものの、成長率の鈍化が続くなか不動産市場の活性化に向けた新たな原動力として REIT を導入した<sup>22</sup>。REIT 導入や不動産証券化市場を育成することは、これら各国の経験から、経済転換期を迎えた中国に新たな可能性を掘り起こせる役割が期待される。

さらに、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ため、2018 年 12 月、中国中央政治局会議で中国経済について「外部環境が複雑化して変化が起こっているが、安定を求めため課題を解決し、ピンチをチャンスに変えることが重要である」という指摘が行われ、外部環境を懸念する姿勢が示された。2020 年 1 月、米中貿易協議「第一段階の合意」が達成されたが、まだ具体的な進展はみられない。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<sup>23</sup>。

### 3 | 公募による標準 REIT 導入の動きと期待

こうした状況下、2020 年 4 月 30 日、中国証券監督管理委員会と中国国家発展改革委員会が、「インフラセクターにおける不動産投資信託基金 (REITs) パイロットプロジェクトの実施に関する通知」を発表し、中国本土における公募 REIT の正式なスタートとなった。「通知」では公募 REIT 発行の優先区域および優先分野も発表されている。

優先区域は、京津冀 (北京市、天津市、河北省など首都圏)、長江経済ベルト (上海市、江蘇省などその流域の 11 省・市)、雄安新区 (河北省にある北京市の非首都機能移転の受け入れ先)、グレーターベイエリア (粵港澳大湾区：香港、マカオ、広東省珠江デルタの 9 都市)、海南省、長江デルタ (上海市、江蘇省南部、浙江省北部の一部地域) および国家級新区、一部の国家級経済技術開発区である。

優先分野は、倉庫・物流、有料道路等交通施設、電気・水道・ガス等のライフライン、汚水・ゴミ・固体廃棄物・危険廃棄物処理場などとされ、その他、通信システム等新型インフラ、および国家戦略性新興産業クラスター、ハイテク産業園区、特色のある産業園区も対象として明記されている。

ただし、インフラ公募 REIT のパイロットプロジェクトは、竣工済み、かつ安定的な運営実績があることが前提条件として要求されている。

公募 REIT の発行はこれまで通り「証券法」、「証券投資基金法」の関連規定に従うことになるが、中国証券監督管理委員会はプレイヤーの役割分担及び発行、販売、運営、情報公開等に関する細則を策定する予定である。

現在最も期待されているのは、2020 年末までに、60 万カ所を超えると予想される中国工業情報化部が推進している 5G アンテナ局設置への公募 REIT の活用である。既に設置され電波発射が開始された約 13 万カ所のアンテナ基地局は、直ちにインフラ公募 REIT を通じた資産流動化策の候補となる。

新型コロナウイルスの影響で外出自粛の中、テレワークの普及や宅配サービスの利用頻度が高ま

<sup>22</sup> 北京大学光華学院 REITs 研究チーム (2018) 「REITs 市場建設と経済転型発展」より。

<sup>23</sup> ロイター「中美貿易摩擦升级 应借机加速房地产市场化改革稳内需—中金 (米中貿易摩擦のエスカレートを機に、不動産市場化改革を加速すべき)」2019 年 5 月 20 日 (最終閲覧日：2019 年 9 月 4 日)。

<https://www.reuters.com/article/cicc-china-us-trade-disputes-real-estate-idCNKCS1SQ0ER> (中国語)

り、高速かつ安定的なインターネット回線がより強く求められている。通信システム等インフラ公募 REIT は、この需要に応える手段となり、同時に中国の金融市場に大きな影響を与えるだろう。

一方、河北省雄安新区<sup>24</sup>及び海南自由貿易港<sup>25</sup>の公共賃貸住宅セクターでの公募 REIT の解禁も期待されている。2017 年、中国の賃貸住宅の市場規模は約 1.2 兆元（約 18.9 兆円）であり、2030 年には 4.6 兆元（約 72.2 兆円）に達すると予測されているが<sup>26</sup>、資金不足で公共賃貸住宅の供給と運営が困難となっている。「千年の大計、国家の大事」とされる雄安新区及び「新たな自由貿易の中心」になる海南自由貿易港について、今後大量の人口流入が予想され、国務院は「賃貸住宅事業を促進し、REIT 等金融商品の発行を支持する」と明言した。両地区において、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。さらに、高齢化社会を念頭としたケアホームを資産とする REIT の導入も検討されている<sup>27</sup>。

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きた。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ないだろう。

---

<sup>24</sup> 雄安新区は 2017 年 4 月 1 日に設置され、深セン経済特区、上海浦東新区に続く国家プロジェクトであり、北京の非首都機能（ハイテクノロジー企業を含めたエネルギー消費の高い業種、教育、医療、金融サービス及び行政機関の一部など）の移転の受け入れ先となる。雄安新区の区画面積は約 2,000km<sup>2</sup>（東京都とほぼ同じ）であり、北京の新しい国際空港—大興国際空港まで 30 分程度で着き、軌道交通設備も整えつつある。

<sup>25</sup> 海南自由貿易港は 2020 年 6 月 1 日に中国が発表した新しい計画である。計画では、賃貸住宅 REIT の創設を支持する方針を発表したが、公募 REIT の対象になるかは不明確である。

<sup>26</sup> 中国日報「我国住房租赁市场规模预计到 2030 达 4.6 万亿元（賃貸住宅の市場規模は 2030 年に 4.6 兆元）」2018 年 3 月 28 日（最終閲覧日：2019 年 9 月 4 日）。

[http://cn.chinadaily.com.cn/2018-03/28/content\\_35935079.htm](http://cn.chinadaily.com.cn/2018-03/28/content_35935079.htm)（中国語）

<sup>27</sup> REITs 研究センター（RCREIT）（2017）「2017 年中国 REITs 研究報告」より。