

基礎研 レポート

2020年中国 REIT 市場の現状と 今後の見通し

～ 公募 REIT が始動、民間資本や個人投資家に期待 ～

社会研究部 研究員 胡 笏
(03)3512-1794 ko-ka@nli-research.co.jp

2020年4月、中国ではインフラセクターを限定とした不動産投資信託基金（REITs）のパイロットプロジェクトを実施すると発表し、中国本土における公募 REIT が正式にスタートした。2014年から始まった類 REIT 市場も着実に成長し、世界で初めて新型コロナウイルスが確認された武漢の経済回復・再生のために、新型コロナ対策型類 REIT 商品が発行された。本稿では、2020年中国の REIT 市場の現状及び今後の見通しについて報告する。

1——中国「類 REIT」、「インフラ公募 REIT」と「標準 REIT」の比較

中国の類 REIT は、「証券法」、「証券投資基金法」および資産証券化業務に関する一連のガイドラインなど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、2005年から発行されている資産担保証券（Asset Backed Security: ABS）のうち、不動産関連資産を対象としたものともいえる¹。

類 REIT が「私募」であるのに対し、インフラ公募 REIT は文字通り「公募」による上場 REIT である。対象不動産は、北京市などの首都圏、上海市など長江流域の11省・市、香港、マカオ、広東省珠江デルタの9都市（大湾区）、海南省および国家級新区、一部国家級経済技術開発区におけるインフラセクターに限定されている。電気・水道・ガス等のライフラインはもちろん、廃棄物処理場、有料道路等交通施設に加え、産業園地²、物流倉庫、通信システム等新型インフラも対象となっている。

さらに、対象インフラ施設は竣工済み、かつ3年以上安定的な運営実績があることが前提条件となっている³。

1 | 仕組みの比較

中国 REIT は、①現行法体系に基づいて運用されていることや、②発行体の資産支持専項計画を通じ

¹ 類 REIT の概念や仕組み等に関する詳細は、基礎研レポート「中国 REIT 市場の現状と見通し～2019年は公募 REIT 元年になるか～」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=62507?site=nli>を参照。

² いわゆる Industrial Park（工業・産業団地）の中国語訳である。

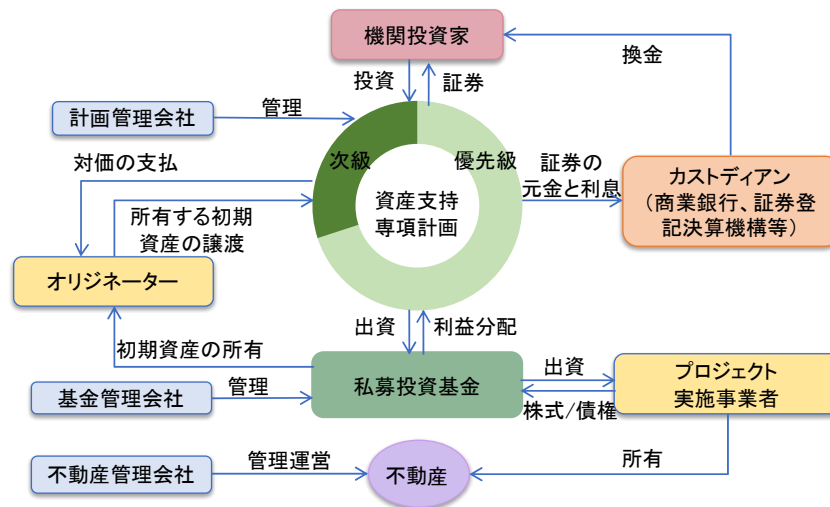
³ インフラ公募 REIT の概念等に関しては、研究員の眼「中国、インフラセクター向け公募 REIT パイロットプロジェクト実施へ」<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64362?site=nli>を参照。

て、不動産を間接所有する方式をとるために、米豪日のような REIT（中国では「標準 REIT」と呼ぶ）の一般形態と比べると、やや複雑な仕組みとなっている。

中国類 REIT では、発行主体である資産支持専項計画は、対象資産から生じる継続的かつ安定的なキャッシュフロー⁴のみを対象としているため、実物不動産あるいはその株などを直接所有することができない。

類 REIT は、まず対象不動産の所有権をプロジェクト実施事業者に移転する。そして、私募基金を創設し、プロジェクト実施事業者の株などを取得することを通じて不動産の所有権を入手する。発行主体の資産支持専項計画は私募基金に出資することを通じて、間接的に対象不動産に投資する。この一連の過程において、実物不動産の取引がないため、契税（不動産取得税にあたる）などの課税はない。

図表 1 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ニッセイ基礎研究所で作成。

一方、インフラ公募 REIT は類 REIT の仕組みを維持しながら、さらに 1 階層の公募基金を加えた仕組みとなる。この公募基金の発行規模は 2 億元（約 30 億円）以上が必須である。現時点のインフラ公募 REIT はまだ上場されていないが、初回のインフラ公募 REIT パイロットプロジェクトの発行規模は 5 億元（約 80 億円）以上でなければならない。インフラ公募 REIT の 8 割以上はインフラ資産支持証券に投資する必要があり、残り 2 割は公共債、信用力の高い社債などに投資できる。

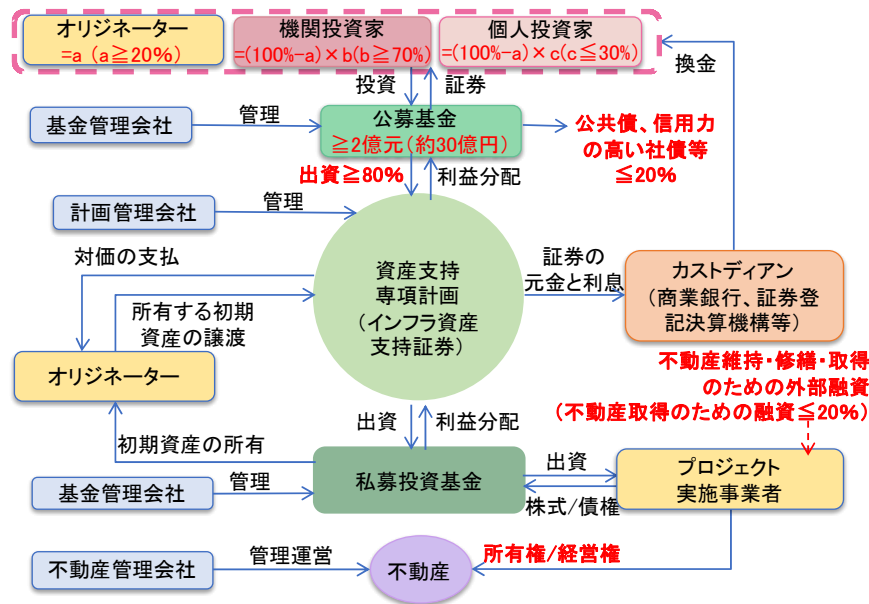
インフラ公募 REIT の信用補完措置として、オリジネーター（関連企業を含む）は発行額の 20%以上を保有しなければならない⁵。残りの 80%以下部分の 7 割が機関投資家向けであり、単純計算で個人投資家が参入できるのは発行総額の 2 割程度になる。また、インフラ公募 REIT は直接あるいは間接的（プロジェクト実施事業者を通じるなど）に外部からの融資（総資産/純資産×100% ≤ 140%が上限）

⁴ 企業の売掛金、貸付資産、信託受益権などの財産権や不動産あるいは不動産収益権が生じる独立したかつ予測可能な現金の収益のこと。

⁵ オリジネーターの所持分のうち、20%以内は 5 年以上所持、20%を超える部分は 3 年以上所持すること。その他関連企業所持分は 1 年以上所持すること。

を受けられる⁶。

図表2 中国「インフラ公募REIT」の仕組み



(資料) 中国証監会 (2020) 「公開募集インフラ証券投資基金ガイドライン (試行)」及びその他の公開資料を基にニッセイ基礎研究所で作成。

2 | 各 REIT の比較

中国の類 REIT およびインフラ公募 REIT、標準 REIT を、根拠法や税制などの項目別の定義から比較し概観する (図表 3)。

中国では、いずれの REIT においても、根拠法や関連法の整備が十分とは言えず、REIT や投資家に対する税制優遇策はまだ公表されていない。現行の中国の税制では、公募ベースの証券投資基金の分配収益は企業所得税 (法人税) と個人所得税の課税対象外⁷となっているが、インフラ公募 REIT にこれが適用されるのかは今のところ定かではない。

類 REIT は機関投資家向けの私募ベースの商品であるため、個人投資家が参入することが困難である。それに対し、インフラ公募 REIT は米豪日のような国際投資家の投資基準を満たした REIT と同様に証券市場で売買することができる。

中国 REIT の大きな特徴は対象不動産を直接に所有していないことである。不動産の所有権は中間事業体の持分権・株式などを通じて間接所有する。

また、中国のインフラ施設の一部は国有であることから、所有権でなく、中間事業体を通じて対象インフラの経営権を取得することになる。

類 REIT は原則金融機関から融資を受けられない。それに対し、限度額は設定されるが、インフラ公募 REIT は外部からの借入れが認められている。

⁶ インフラ公募 REIT はまだ上場していないため、この仕組みは関連ガイドラインなどから読み取ったものである。実際に上場する商品の仕組みは、図表 2 とは一致しない可能性がある。

⁷ 国家税務総局 (2002) 「開放式証券投資基金の税制問題に関する通知」、国家税務総局 (2008) 「企業所得税の優遇政策に関する通知」より。

図表3 「類REIT」、「インフラ公募REIT」と「標準REIT」の比較

項目	標準REIT（日本の場合）	類REIT	インフラ公募REIT
根拠法令	「投信法」	「証券法」、[証券投資基金法]などがあるが、不十分	
税制優遇	導管体要件を満たす場合には法人税免除	なし（公募ではない）	未公表
募集ベース	公募又は私募	私募	公募
流動性	高い（証券市場で売買）	低い（未上場）	高い（証券市場で売買）
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。	エクイティ型	エクイティ型
投資家制限	投資家は1,000人以上必要（上場審査基準による）	主に機関投資家向け、200人以下、最低投資金額は100万円（約1,580万円）	上記のように機関投資家・個人投資家の比率に一定の制限あり、投資家は1,000人以上必要。
収益分配	導管体要件を満たすため、収益の90%超を分配。	家賃や利子収入等による確定分配率型がメイン。	収益の90%超を分配。
取得物件	期間中の新規投資や物件売却も可能。	期間中、投資先は原則として変更できない。	期間中の新規投資や物件売却も可能。
投資期間	長期	短期（3年単位）	長期
資産所有	実物不動産を直接・間接所有できる。	実物不動産は、中間事業体の持分権を通じて間接所有する。	実物不動産は、中間事業体の持分権を通じて間接所有、あるいは経営権を取得する。
投資範囲	実物不動産、不動産関連株式や債券、ローン等。	不動産の運用益等の収入	不動産の運用益等の収入。ただし、インフラ分野に限定。
資金調達手法	公募・私募、金融機関借り入れ、債券発行等。	私募。	公募＋融資。

（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」、中国証監会（2020）「公開募集インフラ証券投資基金ガイドライン（試行）」及びその他の公開資料を基にニッセイ基礎研究所で作成。

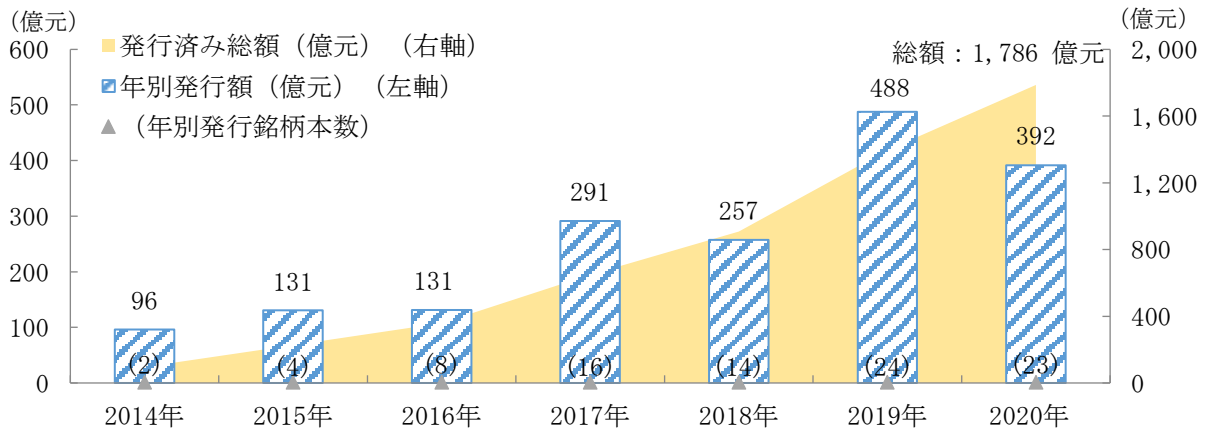
2—中国類REIT市場の動向

1 | 市場規模

2020年12月まで、中国の類REIT商品の銘柄数は合計91銘柄となり、発行済み総額は1,786億元（約2.9兆円）に達している。2020年では計23銘柄、発行額は392億元（約6,293億円）の類REIT商品が発行され、2019年と比べ発行額は19.7%減少した。

その背景に、2020年、新型コロナウイルス感染拡大の影響で社会全体に不況が続いていることもあるが、一部インフラ公募REITの基準を満たした案件が類REITとしての発行を中止したことも考えられる。

図表4 中国類 REIT 発行済み総額と年別発行額の推移

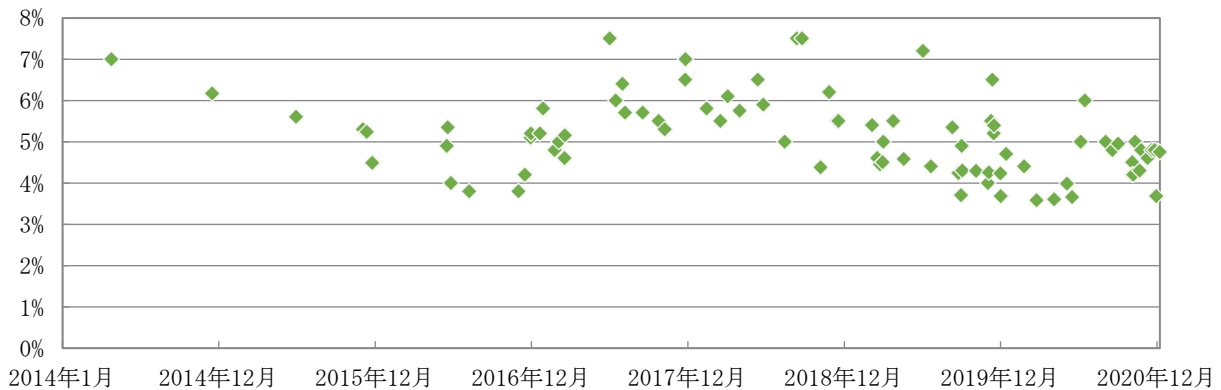


(資料) REITs 研究センター (RCREIT) およびその他のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

2 | 確定分配率の動向

2014年における中国初の類 REIT 商品「中信啓航」の発行時の確定分配率は 7.0% だった。2015年に金融緩和政策などがあったため、類 REIT 商品の確定分配率は一時 3.8% まで低下した。2017年以降は徐々に回復し、2019年から2020年までに発行した類 REIT 商品は 5% 水準を維持している。

図表5 中国類 REIT 商品の確定分配率の推移



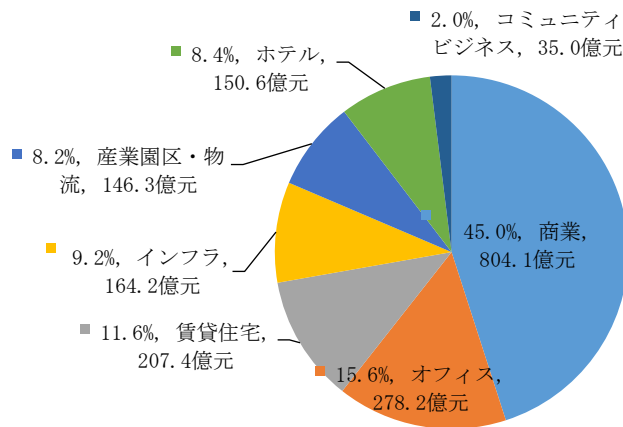
(資料) REITs 研究センター (RCREIT) およびその他のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

3 | セクター別の動向

類 REIT のサブセクターは、安定的な賃料収入が得られる商業セクターが占める割合が 45% と大きく、オフィス (16%)、賃貸住宅 (12%)、インフラ (9%)、産業園區・物流センター (8%)、ホテル (8%)、コミュニティビジネス⁸ (2%) などが続く。2019年末の構成率と比べさほど変わらない。

⁸ コミュニティビジネスとは、約 1.5km 圏内をサービス範囲とし、周辺居住者の日常生活の需要を満たすローカルビジネスのこと。

図表6 中国類REITのセクター別発行済み総額構成比（2020年末）



(資料) REITs 研究センター (RCREIT) およびその他のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

セクター別の平均確定分配率をみると、商業、オフィス、コミュニティビジネスの平均確定分配率が5.4%で比較的高く、インフラ、産業園區・物流などインフラ公募REITの対象になるセクターの平均確定分配率が4.5%と低い。

図表7 中国類REITのセクター別発行総額と平均確定分配率（2020年末）

分類	銘柄数	発行済み総額	平均確定分配率
商業	36	804 億元	5.3%
オフィス	14	278 億元	5.4%
賃貸住宅	18	207 億元	5.2%
インフラ	5	164 億元	4.5%
産業園區・物流	11	146 億元	4.5%
ホテル	5	151 億元	4.8%
コミュニティビジネス	2	35 億元	5.5%
合計	91	1,786 億元	5.1%

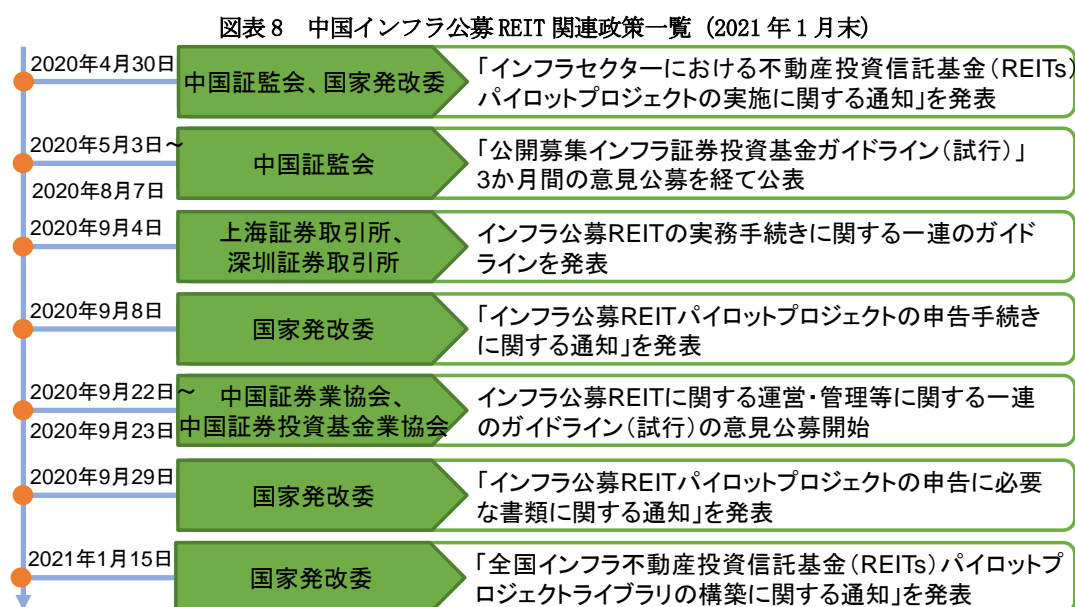
(資料) REITs 研究センター (RCREIT) およびその他の公開データを基にニッセイ基礎研究所で作成。

3—インフラ公募REIT創設の動向

2020年4月30日、中国証監会、国家發改委は「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」を発表してすぐ、「公開募集インフラ証券投資基金ガイドライン(試行)」(以下「ガイドライン」)の意見公募を始めた。8月、「ガイドライン」の確定版を正式に発表し、9月に上海証券取引所と深圳証券取引所が関連する実務内容を確立した。9月末、国家發改委にて、インフラ公募REITパイロットプロジェクトの申請手続きの受付を始めた。

2020年11月末、2020復旦不動産金融セミナー(上海)が開催され、上海証券取引所の関係者の話

によると、初回のインフラ公募 REIT パイロットプロジェクトは約 50 件の申請があった。審査の結果、約 30 件が適正と判断された。12 月に、うち 5 件が次のステップに進み、上場を前提に中国証監会にて再審査されている⁹。2021 年 1 月現在、インフラ公募 REIT は上場目前となっている。



(資料) 公開データを基にニッセイ基礎研究所で作成。

そもそも、なぜいまの時点でインフラ公募 REIT が創設されたのかということ、これは中国の「内需拡大」という国策に一致しているからである。近年、中国の地方政府は財政赤字が拡大続けており、土地依存という従来の方針を余儀なく修正された。また 2020 年は、新型コロナ対策となる特例減税措置が全国で実施され、地方政府の収入がさらに減少する見込みである。さらに、新型コロナウイルスの感染拡大により、世界同時に大きなダメージを受け、外部環境が悪化し続けている。そうしたなか、地方政府は新たな財源開拓措置による資金供給の一環として、インフラ公募 REIT を通じた民間資本の吸収に期待している。

4—中国 REIT 市場の今後の見通し

2020 年に入り足元では中国類 REIT の発行規模は減速する傾向にあるものの、商業、オフィス、賃貸住宅などの需要は堅調に推移している。こうした状況下において、新型コロナ対策として、革新性のある類 REIT 商品が生まれたことは特筆すべきである。

中国湖北省・武漢市では、2020 年 1 月に新型コロナウイルスの感染拡大の影響で約 2 ヶ月間封鎖され、経済活動も一時停滞していた。武漢の経済再生は中国の最も重要な任務の 1 つになり、全国から注目されている。その一環として、2020 年 12 月 11 日、新型コロナ対策型類 REIT 「申万宏源—電建南国疫後重振 (コロナ後の経済再生を意味する) 資産支持専項計画」が正式に創設された。オリジネー

⁹ 財聯社記事「全国近 50 个项目参与申报 首批公募 REITs 落地在即」、2020 年 11 月 30 日、<https://m.cls.cn/detail/630004>、中国基金報記事「公募 REITs 渐行渐近 5 个项目接近“撞线”」、2020 年 12 月 22 日、<https://www.chnfund.com/article/AR2020122217004132643414>。閲覧日：2021 年 1 月 18 日。

ターである武漢・南国置業コーポレーションは中央企業¹⁰が出資している不動産開発事業者である。この類 REIT の発行総額は 18.1 億元（約 290 億円）、投資期間は 5 年間、優先級 A 証券の平均確定分配率は 4.8% である。対象不動産の泛悦滙・曇華林は商業、オフィスを中心とした総合型施設である。施設内に伝統文化、芸術、グルメなどのすべてを揃えた地元では人気のスポットである。募集された資金は、店舗の家賃減免、中小事業者や個人事業主への支援策（補助金など）に使用するという。失業防止の一翼を担うとともに、武漢の経済再生、活気の取り戻しに期待されている。

同時に、新型コロナ感染拡大の影響により、日本や諸外国と同様に、物流倉庫に注目が集まっている。中国では数年前から食料品のネット通販が普及しており、新型コロナウイルスの影響で利用者がさらに急増している。特に生鮮食品や冷凍食品に欠かせない高品質なコールドチェーンサービスが好調である。

一方、インフラ公募 REIT は法制度の不整備、情報公開、安定的な運営維持などまだ多くの課題を抱えているが、インフラなどの長期的な国家プロジェクトに参入でき、安定した収入を得られるのが個人投資家にとっては大きな魅力である。

2020 年後半から、中国では新型コロナ感染拡大が収束し、経済活動も正常に向かい、個人消費が盛り上がり、人々の日常生活が戻りつつある。2021 年、中国類 REIT 市場では、商業、オフィスなどといったセクターにおいて引き続き成長が見込まれている。

インフラ公募 REIT は中国の春節（旧正月）の時期である 2021 年 2 月前後に上場する見込みである。S&P グローバルによると、初回のパイロットプロジェクトの発行規模は約 50~100 億ドル（約 5,000 億~1 兆円）になるが、10 年後の累計発行総額は 300~735 億ドル（約 3.1~7.6 兆円）に達する見通しだという¹¹。

経済発展の方針を示す第 14 次 5 年計画においては、不動産投資信託基金（REITs）を推進すると明言されている海南省に注目が集まっている。海南省は 2020 年 6 月に自由貿易港を建設すると発表し、関税・所得税など優遇措置の実施だけでなく、証券投資など金融分野における外資参入規制も緩和されているため、海外の投資家にも新たなビジネスチャンスが生まれる可能性がある。

¹⁰ 中央企業とは、国務院が直接管理し、公共性のある製品やサービスを提供する企業（軍事、石油、タバコ、鉄道、放送など）、および中国銀行保険監督管理委員会、中国証券監督管理委員会が直接管理する企業（中国の五大銀行、国家開発銀行など）のこと。一方、国有企業とは、国が所有権あるいは支配権を持つ企業のこと。

¹¹ S&P グローバル（2020）「China's Infrastructure REIT Market: From Slow Start To Big Bang?」より。