

基礎研 レター

中国 REIT、保険業からの期待

～「保険資金による REIT 投資に関する調査」からみた潜在的な市場規模と制度整備に向けた課題～

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

先般、中国の不動産大手・中国恒大集団の経営危機により不動産市場が揺れると報じられる一方、中国における私募ベースの類 REIT 及び今年上場したインフラ公募 REIT¹は、比較的安定した配当実績が出ていることから、投資家から注目を集めている。2021年6月21日に上場したインフラ公募 REIT 第一弾 9 銘柄に続き、第二弾 2 銘柄が 11 月 19 日には機関投資家向け、29 日には一般投資家向けに売り出された。しかし、中国 REIT に関する機関投資家の情報は十分とは言えないことから、中国保険資産管理業協会は、保険業による REIT への投資実態と課題を把握するために、2021年9月に、「保険資金による REIT 投資に関する調査」を実施し、その結果が公開されたので報告する。調査結果からは、保険業の REIT への投資意欲が強いことが示された。

1——保険業へのアンケート結果からみた REIT 投資の現状 ～ 約 3 割は投資済み、投資額は発行規模の 1 割超、残る 7 割も強い関心

同調査は、中国国内の保険会社、保険資産管理会社²に向けて実施されたものである。内訳は保険会社は 48 社、保険資産管理会社は 26 社であり、計 74 社の回答に基づいている。回答した会社の運用資産を規模別にみると、500 億元（約 8,500 億円）未満が 28 社で最も多く、次いで 3,000 億元（約 5 兆円）以上が 21 社と続く（図表 1）。

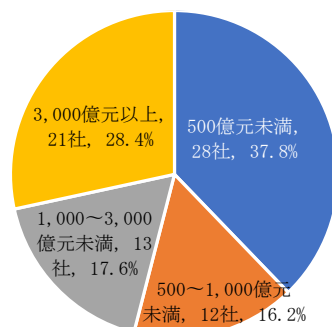
74 社のうち、現在、既に中国 REIT に投資しているのは 22 社で約 3 割を占める。他の 52 社は未だ中国 REIT に投資していないが、「とても関心がある」と回答している。

既に REIT に投資している 22 社をみると、投資額は 5 億元（約 85 億円）未満が 19 社で、8 割以上を占める（図表 2）。

¹ 中国 REIT に関する概念や市場規模等については、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～](#)」をご参照いただきたい。

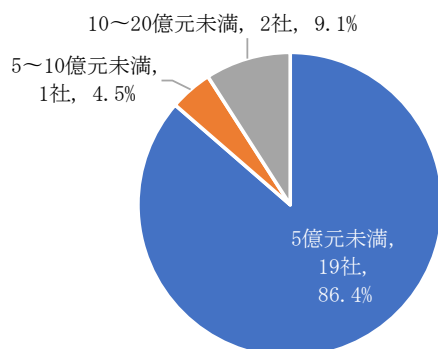
² 中国銀行保険監督管理委員会の統計データによると、2021年6月末時点で、中国国内で営業展開している保険会社は計 205 社（うち保険グループ 13 社、財産保険（損害保険）87 社、再保険 14 社、人寿保険（生命保険）75 社、養老保険 9 社、健康保険 7 社）、保険資産管理会社は計 30 社、その他輸出取引信用保険 1 社、農村保険互助 3 社、保険業合計で 239 社になる。

図表 1 保険業による運用資産の規模 (n=74・単一回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

図表 2 保険業による中国 REIT への投資規模 (n=22・単一回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

一方、2021年6月に上場したインフラ公募 REIT 9 銘柄の公開情報を調べたところ、8 銘柄において、保険業は戦略的投資家として関与している。中国証券監督管理委員会の定義によると、戦略的投資家とは、同業界または関連業界で強力かつ重要な戦略的リソースを持ち、株・証券の発行者と長期的な共通の戦略的利益を求め、上場する株・証券の大部分を保有する意思がある投資家を指す。つまり、株・証券の発行者の競争力とイノベーション能力を大幅に強化し、産業技術のアップグレードを推進し、収益性を大幅に向上させることが、戦略的投資家が果たすべき役割である。

インフラ公募 REIT の戦略的投資家である保険会社・保険資産管理会社 6 社をみると、泰康人壽保險有限責任会社は 3 銘柄を保有し、投資額は約 14 億元 (約 240 億円) で最も多い。次いで中国平安人壽保險株式有限責任会社は 1 銘柄を保有し、投資額は約 9 億元 (約 160 億円)、大家投資持株有限責任会社は 1 銘柄を保有し、投資額は約 5 億元 (約 85 億円)、中国保険投資基金³は 5 銘柄を保有し、投資額は約 4 億元 (約 70 億円) と続く。これら 6 社における平均投資額は約 5.6 億元 (約 96 億円)、合計は約 33.4 億元 (約 573 億円) であり、投資金額はインフラ公募 REIT 9 銘柄の合計発行規模 314 億元 (約 5 千億円) の 1 割を超えている。一般の機関投資家の情報は公開されていないが、前述の調査結果では既に REIT に投資している保険業は 22 社であることから、それらの投資額を合算すると、保険業による REIT の投資割合はさらに高くなると考えられる。

³ 有限責任パートナーシップ企業 (有限合伙企業) である。

図表3 保険業によるインフラ公募REITへの投資状況

銘柄コード	銘柄名	用途区分 (権利形態)	2021年 6月21日 発行規模 (億元)	2021年 11月30日 時価総額 (億元)	オリジネーターと関係機関および戦略的投資家比率			機関 投資家 比率	個人 投資家 比率
					うち保険業	投資 割合	投資金額 (億元)		
上海証券取引所									
508056	GLP倉庫物流	倉庫物流 (所有権)	58.35	71.04	72%	泰康人寿保險有限責任会社 20.0% 大家投資持株有限責任会社 8.4% 中国保險投資基金 1.8%	11.67 4.90 1.04	20%	8%
508001	滬杭甬杭徽道路	高速道路 (特許経営権)	43.60	49.53	74%	中国保險投資基金 2.1% 中国人寿再保險有限責任会社 2.1%	0.92 0.92	22%	4%
508027	東吳蘇州工業園 区	産業園区 (所有権)	34.92	38.58	60%	中国保險投資基金 1.8%	0.63	30%	10%
508006	首創水務	汚水処理 (特許経営権)	18.50	23.68	76%	中国保險投資基金 1.2%	0.22	17%	7%
508000	張江光大園	産業園区 (所有権)	14.95	17.65	55%	-	-	31%	13%
深セン証券取引所									
180201	広州交投広河高 速	高速道路 (特許経営権)	91.14	90.74	79%	中国平安人寿保險株式有限会社 9.9% 中国財産再保險有限責任会社 1.1%	9.02 0.98	15%	6%
180101	招商蛇口産業園	産業園区 (所有権)	20.79	23.80	65%	中国保險投資基金 5.0%	1.04	25%	11%
180301	塩田港倉庫物流	倉庫物流 (所有権)	18.40	22.94	60%	泰康人寿保險有限責任会社 7.0%	1.29	28%	12%
180801	首鋼バイオマス	廃棄物処理 (類特許経営権)	13.38	17.01	60%	泰康人寿保險有限責任会社 5.5%	0.74	28%	12%

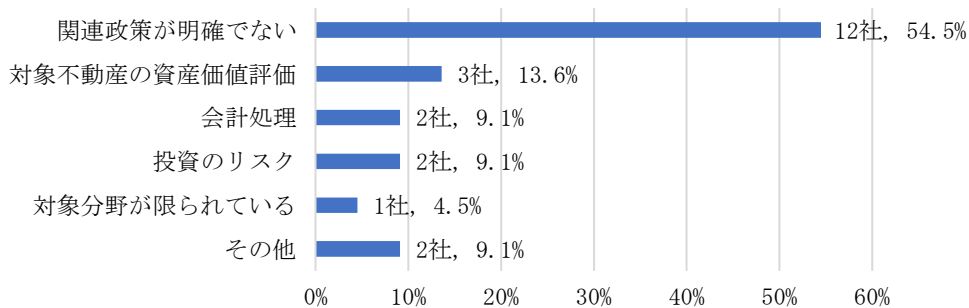
(資料) 資産証券化分析網 CNABS 等公表資料を基にニッセイ基礎研究所で作成。

2—保険業へのアンケート結果からみた REIT 投資の課題 ~ 投資基準を満たしていない、法制度・税制優遇策の不整備

1 | REIT 投資の制約要因~関連政策が明確でないが 5 割強

既に REIT に投資している保険業 22 社に対するアンケート結果をみると、REIT 投資の制約要因として最大の課題は、中国 REIT が未だパイロットプロジェクト実施段階にあり、リスク管理や監督など「関連政策が明確でない」が 54.5%と半数強を占める。その他の課題として、対象不動産の資産価値評価、会計処理の困難さ、投資のリスクも挙げられている。また、1社からは現在のインフラ公募 REIT の対象分野が限られているという意見もあった。

図表4 保険業からみた REIT 投資の制約要因 (n=22・単一回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

2 | REIT 投資をしていない理由～投資基準を満たしていないが約 4 割強

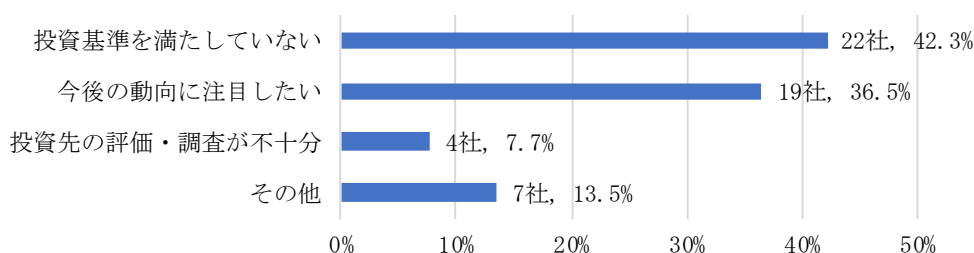
一方、REIT に投資していない 52 社の投資していない理由をみると、「投資基準を満たしていない」が 42.3%で最も割合が高く、次いで、「今後の動向を注目したい」が 36.5%、「投資先の評価・調査が不十分」が 7.7%で続く。

中国銀行保険監督管理委員会の現行の「保険資金運用管理弁法」(2018)の保険資金の投資範囲において、インフラ公募 REIT の記載はなく、現在は暫定的に「不動産」投資に分類されている。保険業による「不動産」投資には、不動産投資管理能力、支払能力や資産管理評価能力などが要求され、これらの基準を満たさないとインフラ公募 REIT 投資はできないことが、一部の保険業にとっては制約要因となっている。

この課題に対して、中国銀行保険監督管理委員会は 2021 年 11 月 17 日に、「保険資金による公開募集インフラ証券投資基金の投資に関する通知」を発表し、保険業によるインフラ公募 REIT の投資は可能であることを明確にした。具体的には、保険業が直接にインフラ公募 REIT に投資する場合、資産負債管理能力⁴が 80 点以上やソルベンシー・マージン比率（保険会社の保険金等の支払能力の充実の状況を示す比率）が 150%以上との条件が設定されているが、業界筋の情報⁵では、「難しい条件ではない、ほとんどの保険業がこの条件を満たすだろう」という。

さらに、戦略的投資家・機関投資家の投資基準について、中国証券監督管理委員会「インフラ公募基金投資ガイドライン」では「法令を遵守する」など網羅的な定義をしているが、インフラ公募 REIT 各銘柄の目論見書では独自の投資基準を設けている。例えば、戦略投資家については、高い評価と影響力、強い財務力が求められているほか、オリジネーターと戦略的なパートナーシップまたは長期的な協力ビジョンを持っていることも明記されている。その他、長期的な投資意欲や豊富なインフラ関連投資経験も挙げられている。また、機関投資家については、証券会社、基金管理会社、信託会社、保険会社及び保険資産管理会社、適格海外機関投資家、商業銀行、年金基金など、中国証券監督管理委員会や証券取引所が規定する適格投資家が挙げられている。

図表 5 保険業が REIT 投資をしていない理由 (n=52・単一回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

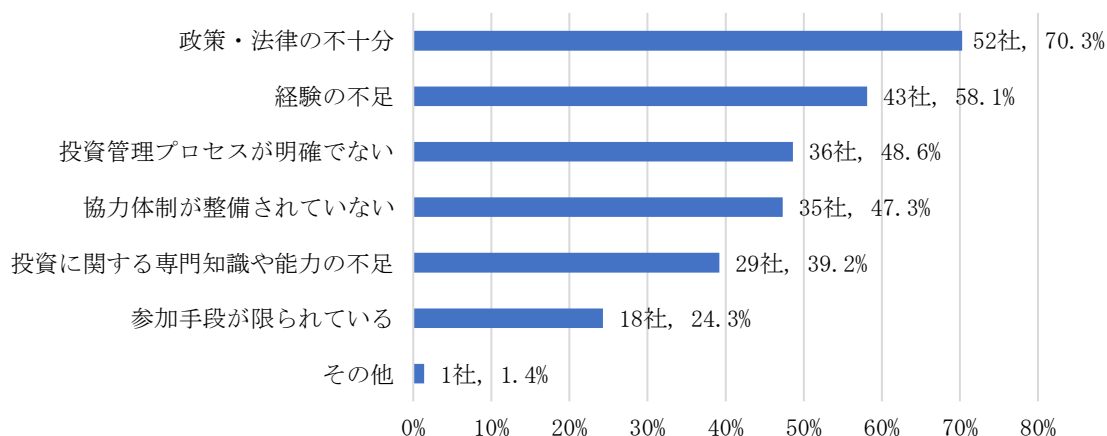
⁴ 中国銀行保険監督管理委員会は「保険資金負債管理に関する監督管理の暫定的弁法」(2019)により、保険会社の基盤と環境（組織構成など）、制御とプロセス（アカウント管理、情報管理など）、モデルとツール（資産管理モデルなど）、業績評価と管理レポートについて、100 点を満点とし採点する。

⁵ 金融界「险资投资 REITs 获监管“撑腰” 哪些机构无缘参与」（保険資金による REIT 投資を許可、投資できない機関はどこか）」(<http://fund.jrj.com.cn/2021/11/18101833871058.shtml>)、閲覧日：2021 年 12 月 3 日

3 | REIT 投資の課題～法制度・税制優遇策の不整備が7割

続いて保険業へのアンケート結果から REIT 投資の課題についてみると、「政策・法律の不十分」が 70.3%で最も割合が高く、「投資管理プロセスが明確でない」が 48.6%を占める。その他、「経験の不足」、「協力体制が整備されていない」、「投資に関する専門知識や能力の不足」がそれぞれ 58.1%、47.3%、39.2%となっており、業界全体の投資体制の整備不足が問題として挙げられている。

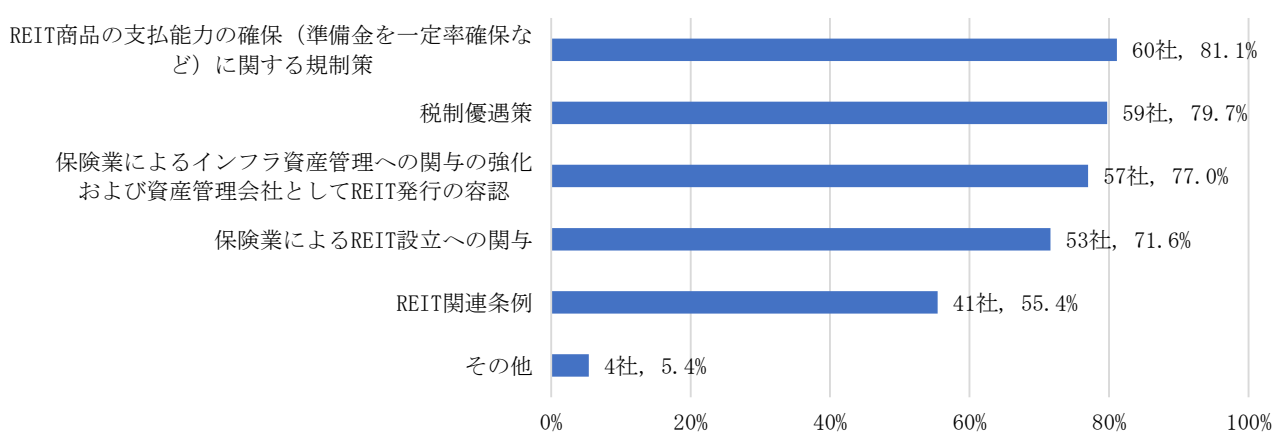
図表 6 REIT 投資の課題 (n=74・複数回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

また、REIT 投資において、監督管理機関に具体的にどのような政策が期待されているのかをみると、「REIT 商品の支払能力の確保（準備金を一定率確保など）に関する規制策」が 81.1%で最も割合が高く、新しい金融商品として、REIT 自身の資金繰りや運営能力が懸念されていることが分かった。

図表 7 REIT 投資において期待される政策支援 (n=74・複数回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

次いで、「税制優遇策」が 79.7%で続いている。現在インフラ公募 REIT に関する税制優遇策がない

ことに加え、REIT 組成には複雑な仕組み⁶を採用せざるを得ないため、設立・運営・配当・終了各段階における税負担が大きいためである。図表 8 で示したとおり、インフラ公募 REIT の設立段階においては、オリジネーターが対象不動産をプロジェクト実施事業者へ譲渡するため、企業所得税（法人税）⁷などが課せられ、運営段階においては、対象不動産の保有・賃貸などで房産税（固定資産税）、企業所得税などが課せられる。単純計算すると、設立段階で徴収される税額は対象不動産の資産価値の約 2 割、運営段階で徴収される税額は年間賃料収入の約 2 割となる。配当段階では未だ一部の課税方法が確かでない点もあり、設立・運営段階の税負担率が高くなると、投資家への分配にも影響が生じることとなる。

図表 8 インフラ公募 REIT の各段階における課税

	設立	運営	配当	終了（精算・売買）
オリジネーター	【対象不動産をSPVへの譲渡】 ・企業所得税 25% ・土地増値税※ 30～60% ・増値税 5%/9% ・印花税 0.05%	—	—	—
	【SPVの株式等を資産支持専項計画への譲渡】 ・企業所得税 25% ・印花税 0.05%	—	—	—
プロジェクト実施事業者（SPV）	【対象不動産の取得】 ・契税※ 3～5% ・印花税 0.05%	【不動産の保有・賃貸】 ・房産税 12% ・土地使用税 0.6～30元/㎡ ・企業所得税 25% ・増値税 5%/9% ・印花税 0.05%	—	【対象不動産の譲渡】 ・企業所得税 25% ・土地増値税※30～60% ・増値税5%/9% ・印花税 0.05%
私募投資基金	【SPVの株式等を資産支持専項計画への譲渡】 ・印花税 0.05%	・増値税 5%/9%	—	【SPVの株式等の譲渡】 ・印花税 0.05%
資産支持専項計画	【私募投資基金シェア等の取得】 ・印花税 0.05%	・増値税 5%/9%	明白でない	【基金シェア等の譲渡】 ・印花税 0.05%
公募基金	非課税	・増値税 5%/9%	明白でない	・増値税 5%/9%
投資家				
機関投資家	—	—	非課税	・企業所得税 25% ・増値税 5%/9%
個人投資家	—	—	非課税	・非課税

（注）土地使用税は不動産開発業者のみ課税、その他※は仕組み設計上、実質非課税。

（資料）公開資料を基にニッセイ基礎研究所で作成。

その他、REIT 投資において期待される政策支援については、「保険業によるインフラ資産管理への関与の強化および資産管理会社として REIT 発行の容認」が 77.0%、「保険業による REIT 設立への関与」が 71.6%を占める。現在 REIT を発行できるオリジネーターは、対象インフラ不動産の所有権あるいは経営権を持つ事業者のみに限定されているため、保険業によるインフラ公募 REIT の発行が実質不可能である。調査結果から、保険業は REIT の設立段階から関与したいということが分かった。

また、REIT に特化した政策・法律が不十分な状況を踏まえ、「REIT 関連条例」の整備を期待している保険業が 55.4%を占める。現在、中国のインフラ公募 REIT パイロットプロジェクトは、「証券法」、

⁶ 中国類 REIT 及びインフラ公募 REIT の仕組みについては、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～](#)」をご参照いただきたい。

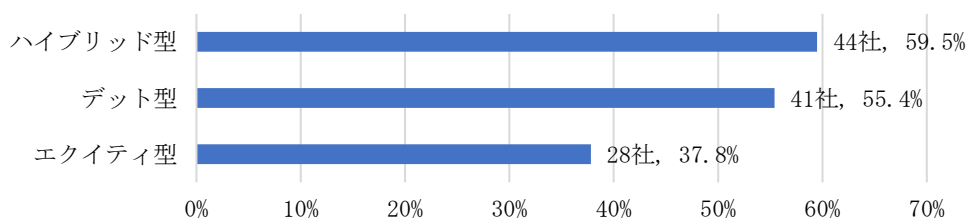
⁷ 中国 REIT に関連する税制項目、課税対象や税率については、基礎研レポート「[中国 REIT 市場の現状と見通し～2019 年は公募 REIT 元年になるか～](#)」をご参照ください。

「証券投資基金法」などが規定する公募ファンドや資産支持証券に基づいて設立されているが、REITに特化した条項が定められているわけではない。そもそも、中国の資産証券化の発展過程を振り返ってみると、まず制度が十分に定着されていない中、2005年にパイロットプロジェクトが実施され、様々な試行錯誤が繰り返され、最終的に2013年に「証券会社資産証券化業務管理規定」などが施行された。REITも同じような過程を経て、関連政策等は徐々に整備されるだろう。

3—保険業へのアンケート結果からみたREIT投資の傾向～収益性・安全性を重視

保険業による今後投資したいREIT商品の種類別の投資傾向をみると、デットとエクイティを組合せた「ハイブリッド型」が59.5%で最も割合が高く、次いで、「デット型」が55.4%、「エクイティ型」が37.8%と続く。保険業界では、ハイリターンを期待するよりも、安定的な収益を追求する姿勢が反映された結果であろう。現在中国のインフラ公募REITはエクイティ型のみとなっているが、保険業が参入しやすくするためには、デット型主体の商品開発も、今後の大きなテーマになるだろう。

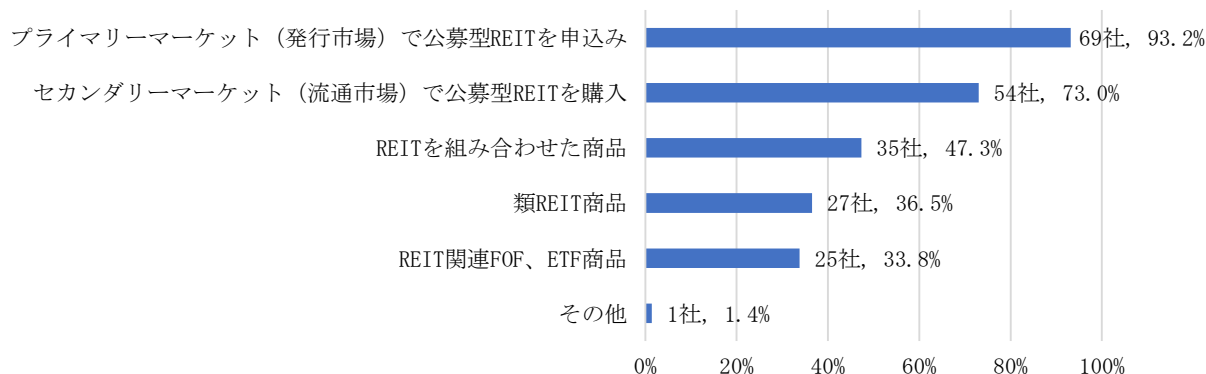
図表9 保険業によるREIT商品の種類別の投資傾向 (n=74・複数回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

保険業によるREIT形態別の投資意向をみると、「プライマリーマーケット(発行市場)で公募型REITを申込み」が9割超で最も割合が高い。公募REITの初期段階から投資したいという強い意向が見受けられる。次いで、「セカダリーマーケット(流通市場)で公募型REITを購入」が73.0%で続く。その他「REITを組み合わせた商品」が47.3%、「類REIT商品」が36.5%、「REIT関連FOF、ETF商品」が33.8%である。

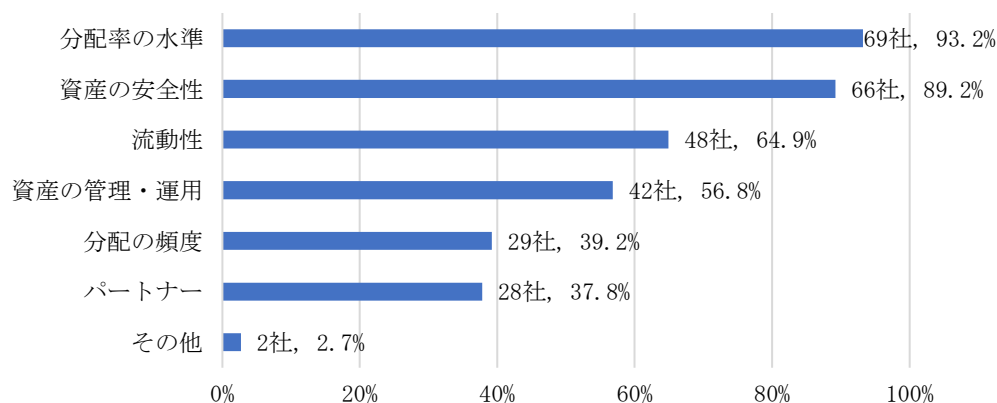
図表10 保険業によるREIT形態別の投資意向 (n=74・複数回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

最後に保険業による今後のREIT投資の重視点をみると、「分配率の水準」と「資産の安全性」の割合が最も高く、それぞれ約9割を占める。次いで、「流動性」が64.9%、「資産の管理・運用」が56.8%で続く。「分配の頻度」や「パートナー」を懸念する事業者もそれぞれ39.2%、37.8%を占める。

図表 11 保険業によるREIT投資の重視点 (n=74・複数回答)



(資料) 中国保険資産管理業協会のデータを基にニッセイ基礎研究所で作成。

中国の保険業界は、確定分配率型金融商品を資産運用のメインにしてきたが、2020年から新型コロナウイルス感染症の影響により、これらの金融商品の確定分配率は低下傾向が続いている。インフラ公募REITの上場は、保険業界に新たな投資機会を提供し、今後、保険業による中国REIT投資はさらに拡大するだろう。