

基礎研 レター

2023年中国 REIT 市場の現状と2024年の見通し

～ 初の商業施設 REIT が上場へ ～

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

中国の REIT 市場¹は景気不況の影響を受けつつも、銘柄数は増えており、低迷していた市場規模は再び拡大に転じることが期待される。2023 年末には初の商業施設 REIT が4銘柄承認され、1月下旬頃には上場する予定である。申請中を含めて、2024 年年初には合計で6銘柄の商業施設 REIT が上場する予定。本稿では、2023 年の中国 REIT 市場の現状を報告し、2024 年の見通しを展望する。

1—インフラ公募 REIT の低迷が続く

2023 年 12 月、上海証券取引所及び深セン証券取引所に上場しているインフラ公募 REIT の全体的なパフォーマンスを表す中証 REIT 指数²は、年初の 1,048 ポイントから 700 ポイント台まで下落し、発行時の時価総額約 923.6 億元（約 1.9 兆円）は、2023 年年末には 826.3 億元（約 1.7 兆円）³まで減少した。しかしながら、2023 年には6銘柄が新規上場し、総銘柄数は29銘柄に増加した。

インフラ公募 REIT の用途別にみると、高速道路 REIT の時価総額の減少額が最も大きく、発行時の総額に比べて2023年には平均で約2割の下落幅を記録した。2023 年年初から新型コロナウイルスに関連する移動制限が解除され、国内経済は回復に転じ始めたにもかかわらず、公募 REIT の実績は期待に届えられなかった。その背景には、①景気停滞による資本市場全体の大きな変動が、中国 REIT 市場に一定の負の影響を与えたこと、②2023 年における REIT 市場への投資家の参入が減少し、全体的な流動性が低下したこと、③多くの投資家が大量の持ち分を売却した結果、価格が急落したことなどが挙げられる。

¹ 中国インフラ公募 REIT、類 REIT などの定義や仕組みは基礎研レポート「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～」を参照。

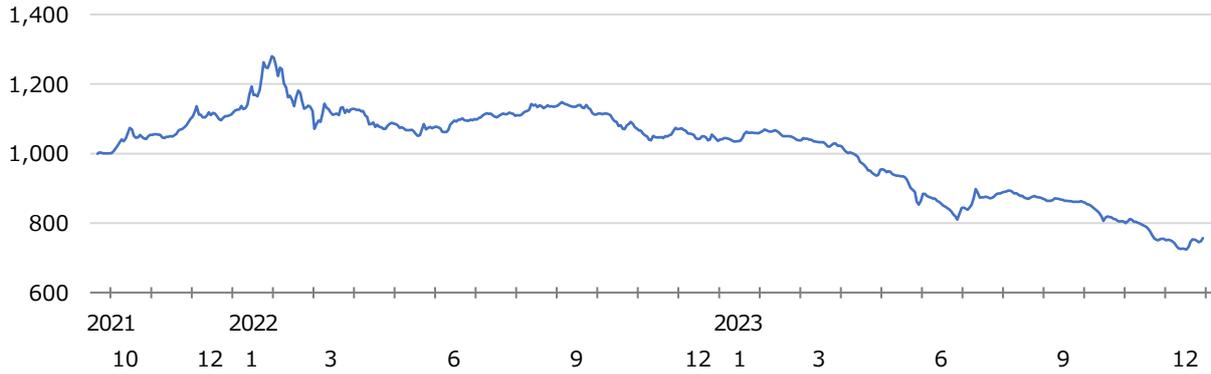
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=66669?site=nli>

² 中証 REIT 指数は、上海証券取引所及び深セン証券取引所に上場している、上場期間が3か月以上のインフラ公募 REIT を対象とした加重平均型の指数である。2021 年 9 月 30 日時点の時価総額を 1000 として指数化したもので、中証指数有限公司が算出したものである。

<https://www.csindex.com.cn/#/indices/family/detail?indexCode=932006>

³ 12 月 27 日に上場した1銘柄（約30億元）を除く。

図表1 中証 REIT 指数の推移



(資料) 中証 REIT 指数データを基にニッセイ基礎研究所作成。

図表2 中国インフラ公募 REIT 保有不動産の用途別比率(2023 年年末)



(資料) 中国資産証券化分析網データを基にニッセイ基礎研究所作成。

2—商業施設 REIT の対象拡大と社会保障基金の参入

2020 年に初めてインフラ公募 REIT が創設された際は、対象となる不動産は倉庫物流、高速道路、産業園区などのインフラ施設だけで、地域も一部に限定されていた⁴。その後、2021 年 7 月以降、インフラ公募 REIT の対象は、発電施設などエネルギー系インフラ、保障性賃貸住宅、水利施設や観光地などにも広がり、対象地域も中国全土に拡大された⁵。また、2023 年 3 月には、証券監督管理委員会は国民の消費能力の拡大と消費環境の改善等を目指し、百貨店やショッピングモールなどの商業施設を「消費型インフラ」として公募 REIT の対象に追加した⁶。2023 年末には、消費型インフラ公募 REIT が 4 銘柄承認され、2 銘柄が申請中にある。2024 年には少なくとも 6 銘柄が上場予定である。

「消費型インフラ」の追加は、商業不動産が都市の重要な基幹施設のひとつであることを政府が認めたことを示している。商業施設は人々の消費にも続く安定した経営が期待され、魅力的な商業施設では賃料の上昇余地もある。さらに、商業施設の場合、大型投資となることが多く、開発事業者の初期資本の確保が課題であることから、公募 REIT を通じた資金調達は有効な手段となる。

また、2023 年 12 月 6 日に、財政部は「全国社会保障基金国内投資管理弁法」のパブリックコメント募集の実施（意見募集稿）⁷において、社会保障基金（公的年金）が参入できる投資商品 11 種類の

⁴ 中国证监会、国家发展改革委（2020）「关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知」
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/xwfb/202004/t20200430_1227479.html

⁵ 国家发展改革委（2021）「关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知」
https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202107/t20210702_1285342.html

⁶ 证监会（2023）「关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知」
https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2023-03/25/content_5748247.htm

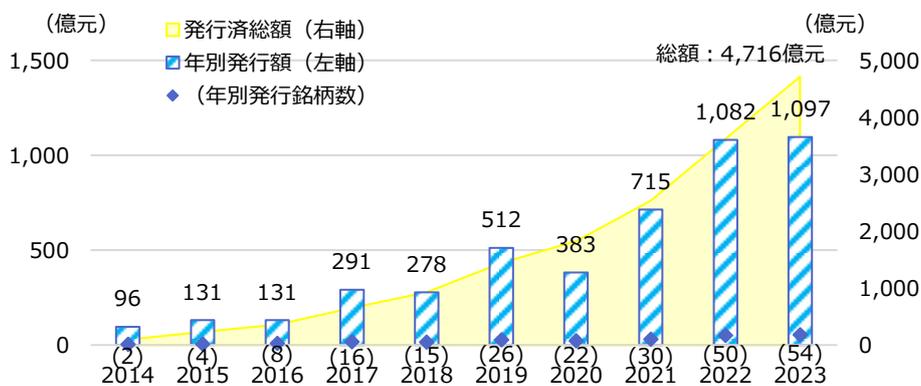
⁷ 人民網記事（2023）「财政部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》」
<http://finance.people.com.cn/n1/2023/1206/c1004-40133175.html>

うち、インフラ公募 REIT が含まれることを示し、REIT 分野への参入解禁を示唆した。尚、投資比率については、株式、証券投資信託基金、年金商品、インフラ公募 REIT、上場企業の優先株式、中国預託証券などに対する投資の合計額が投資総額の 40%を超えてはならないと規定している。社会保障基金の参入は、REIT の参加主体を効果的に拡大し、市場における信頼性を強化することにつながるだろう。

3—類 REIT、Pre-REIT の発展が公募 REIT 備蓄拡大に寄与

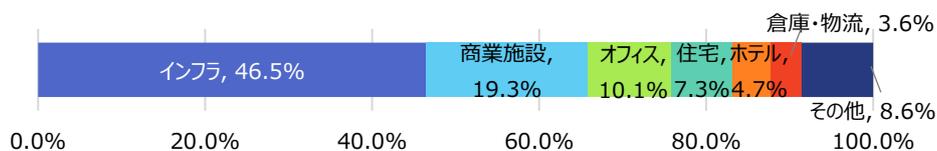
2014 年初に類 REIT 商品が発行されて以来、類 REIT 市場は急速に成長し、2023 年 12 月末時点で中国の類 REIT 商品の銘柄数は合計 227 銘柄となり、発行済み総額は約 4,716 億元（約 9.6 兆円）に達している。2023 年には計 54 銘柄の類 REIT 商品が発行され、総額は約 1,097 億元（約 2.2 兆円）となった。

図表3 中国類 REIT 発行済み総額と年別発行額の推移



(資料) 中国資産証券化分析網データを基にニッセイ基礎研究所作成。

図表4 中国類 REIT 保有不動産の用途別比率(2023 年年末)



(資料) 中国資産証券化分析網データを基にニッセイ基礎研究所作成。

Pre-REIT についてはまだ厳密な定義や統計データが存在しないが、実務の観点からみると、Pre-REIT は公募 REIT の前段階の私募商品である。具体的には、公募 REIT の発行意向があり、発行可能性が高い対象不動産に対して、投資家が対象不動産の建設や運営などのプロセスに事前に参加できる。Pre-REIT を通じて、投資主体が対象不動産の運営に介入し、それぞれの専門知識やリソースの優位性を活用して対象不動産の収益性と規範性を向上させることができる。そして公募 REIT あるいは類 REIT などの手段を通じて上場・発行し、適切な時期に対象不動産を売却し、収益を得る投資モデルである。

ただし、中国のインフラ公募 REIT の場合には、対象不動産の運営年数が 3 年以上、将来 3 年間の配当率が 4%以上見込まれることなど厳格な要件がある⁸。

2023 年 2 月には、中国証券投資基金業協会は「不動産私募投資基金パイロットプロジェクト登録ガイドライン（試行）」⁹を公表し、不動産私募投資基金の投資範囲について、建設許認可取得済の販売中あるいは工事中の分譲住宅、保障性賃貸住宅や民間賃貸住宅、開発・建設及び運営を目的としたオフィス、商業施設、ホテル、インフラなども含むことを明確にした。現在のインフラ公募 REIT は主に安定的に運営されている不動産に焦点を当てているが、このガイドラインによれば、不動産私募投資基金も不動産プロジェクトの開発段階での参加が可能になった。さらに、私募投資基金が投資する際に、融資額や担保残高は基金総額の 20%を超えてはならない¹⁰という制限も緩和される見込みだ。こうして、私募投資基金による住宅、商業施設等への不動産投資業務の展開が容易になることにより、Pre-REIT の発展はインフラ REIT の裾野の拡大に寄与するだろう。

4——中国 REIT の全面回復はもう少し先になる見込み

中国の REIT 市場は制度整備を含めて引き続き発展途上にある。現時点では、インフラ公募 REIT の高速道路や産業園区など対象不動産の運営状況は、いまだ景気の影響を受けている。2023 年には新型コロナウイルスに関連する一連の規制が解除され、倉庫・物流や保障性賃貸住宅が比較的安定的に運営されるようになったが、産業園区の空室率は未だ改善をしておらず、業績の全面的な回復は新年（旧正月¹¹）明けの 2 月下旬以降になる見込みだ。高速道路については、外出ニーズが増加しているものの、2 月の旧正月、4 月の清明節、5 月の労働節などの連休は無料通行になるため、運営状況の回復はもう少し注視する必要がある。

全国社会保障基金国内投資管理弁法は 2024 年 1 月 5 日までにパブリックコメントの募集を終え、今後、交付・施行される見込みだ。社会保障基金のような長期かつ安定した資金運用を目指す機関投資家が REIT 市場に参入することで、市場全体の健全な発展が促進されることが期待される。

⁸ 同注 5。

⁹ 中基協（2023）「关于发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》的公告」

https://www.amac.org.cn/governmentrules/czxgf/zlgz/zlgz_smjj/zlgz_smjj_cpba/202302/t20230220_14478.html

¹⁰ 证监会（2020）「关于加强私募投资基金监管的若干规定」

https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/08/content_5578316.htm

¹¹ 2024 年の春節は 2 月 10 日で、法定休日は 2 月 17 日までである。出稼ぎ労働者は「元宵節」である 2 月 24 日以降に仕事を再開する人が多い。