

基礎研 レポート

中国 REIT 市場の動向と今後の見通し

～不動産市場低迷の中で見えてきた REIT 市場の成長～

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

中国の不動産市場は近年、低迷が続いており、住宅価格の下落や販売不振は、個人消費や地方財政にも影響を及ぼし、経済全体に波及している。こうした中、不動産を基礎とする REIT（不動産投資信託）市場¹において、オフィスや商業不動産を中心とした私募型の類 REIT は低調に推移している。

一方、インフラ資産を対象とした公募型 REIT（インフラ公募 REIT）は、中央政府による政策支援と安定した実需を背景に、比較的堅調に市場を拡大した。中国の REIT 市場では、2024 年になると、対象資産の多様化が進み、これに伴い新規 REIT 案件の上場数が増加し、時価総額も拡大するなど、多くの重要な動きが見られた。

本稿では、中国不動産市場の動向を出発点に、REIT 市場における構造的変化を概観する。特に、インフラ公募 REIT が市場拡大を維持している背景と要因を多角的に分析し、あわせて 2025 年以降を見据えた市場拡大の可能性や、投資家保護・制度整備に関する課題についても展望する。

1——中国の不動産市場の低迷と広がる経済への影響

近年、中国の不動産市場は長年の成長局面から一転し、厳しい状況が続いている。その背景には、中国の不動産業界が、土地の取得と住宅開発を繰り返す高回転型かつ高い借入比率（レバレッジ）に依存したビジネスモデルに基づき、全国（特に地方都市）で急速に住宅開発を進めた結果、供給が実需を大きく上回る住宅供給のミスマッチが生じたことがある。

こうした中、2020 年に中国政府は、不動産企業の過剰債務体質を是正するために「三道紅線（3つのレッドライン）」と呼ばれる新たな財務規制を導入した。これは、不動産企業の財務健全性を3つの指標で評価し、一定の基準を満たさない企業に対して新規借入を制限する内容である。「三道紅線」が定める財務指標と基準は次の3つである。

- ① 総資産に対する負債比率が 70%以下

¹ これまでの経緯は、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～](#)」（2021/1/20）、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～](#)」（2023/1/24）などを参照。

② 純資産に対する負債比率が 100%以下

③ 現金短債比率（＝現金・預金÷短期負債）が 100%以上

これらの基準を 1 つでも満たせない企業は、財務改善が求められ、新たな融資に厳しい制約が課される。実際に導入後は、借入に大きく依存していた多くの不動産企業が資金繰りに苦慮し、業界における調整圧力が強まった。恒大集団の経営危機は、こうした問題の象徴的な事例である。不動産企業は、債務削減や企業再編、賃貸住宅事業へのシフトや REIT の活用などを通じて、財務の健全化と新たなビジネスモデルへの転換を迫られている²。

この規制は、不動産企業の財務状況に応じて個別に制限を加える点が特徴的である。財務が健全でない企業には資金を貸さないことを制度的に明確化することで、日本において 1990 年から実施された主に銀行に対する総量規制（不動産向け融資抑制策）とは異なるアプローチであるが、金融引き締めによって不動産市場の過熱を抑えるという目的は共通している。

市場における需給の緩和や「三道紅線」の導入を受け、住宅価格は全体的に、新築・既存を問わず、下落傾向にある地域が増加している。中指研究院³が実施した全国主要都市を対象とする住宅価格動向調査によれば、新型コロナウイルス感染拡大前の 2019 年と、足元の 2025 年とでは、市場に顕著な変化が見られる。2019 年 3 月時点では、全国 100 都市の新築住宅平均価格は 1 m²あたり 14,759 元（当時の為替レートで約 29 万円）で、前月比 0.24%、前年同月比では 4.43%の上昇を記録した。価格が上昇した都市は 62 都市に達し、下落した都市（36 都市）を大きく上回った。特に、価格が 1%以上上昇した都市は 12 都市あり、前月から増加していることから、市場は全体として上昇基調と評価された。一方、下落した都市のうち、下落幅が 1%以上となった都市は 1 都市のみであった⁴。

これに対して、2025 年 3 月時点では、新築住宅の平均価格は 1 m²あたり 16,740 元（約 33 万円）と、前年同月比で 2.63%、前月比で 0.17%の上昇を維持しているものの、価格が上昇した都市は 40 都市にとどまり、下落した都市は 50 都市とそれを上回った。既存住宅の平均価格は、2025 年 3 月時点で 1 m²あたり 13,988 元（約 27 万円）であったが、前月比 0.59%の下落、前年同月比では 7.29%の大幅な下落を示した。前月より価格が下落した都市は実に 99 都市にのぼり、上昇が見られたのは 1 都市のみという極端な偏りが見られた⁵。

中国では国有土地所有権の譲渡収入は、長年にわたり地方政府の主要な財源の一つである。しかし、近年の住宅需要の縮小により、不動産企業による土地取得意欲は低下し、土地所有権譲渡収入の減少が地方財政に深刻な影響を及ぼしている。2020 年における国有土地所有権の譲渡収入は約 8.4 兆元（前年比 15.9%増）だったが、2021 年は 8.7 兆元（同 3.5%増）、2022 年は 6.7 兆元（同 23.3%減）、2023 年は 5.8 兆元（同 13.2%減）、2024 年には 4.9 兆元（同 16.0%減）と、3 年連続で 2 桁の減少が続いている⁶。このような傾向は、土地所有権譲渡に依存する地方財政運営の限界を露呈するものといえる。今後は、土地財政への過度な依存からの脱却とあわせて、税収構造の多様化や民間資金の活用

² 北京大学「[第 113 期 “三道紅線” 对房地产企业和行业的影响](#)」。

³ 中指研究院は中国の不動産市場に特化した専門的な民間調査機関であり、データサービス、企業ランキング、業界分析などの情報を提供している。

⁴ 中指研究院「[2019 年 3 月中指百城价格指数报告](#)」（2019/3/31）。

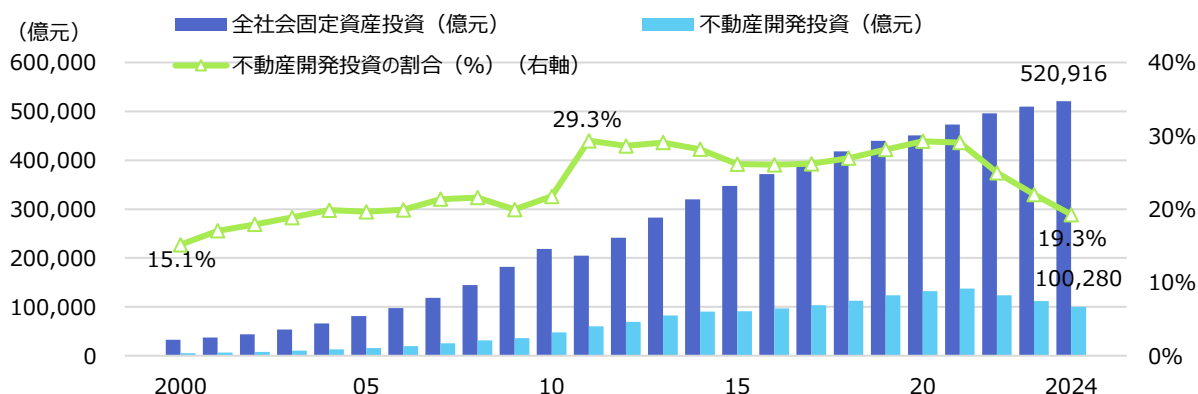
⁵ 中指研究院「[中国房地产指数系统百城价格指数报告（2025 年 3 月）](#)」（2025/4/1）。

⁶ 中国財政部「[2024 年財政收支情况](#)」および各年の同名報告（2020～2023 年）に基づく。

を通じて、持続可能な地方財政基盤への転換が喫緊の課題である。

不動産開発投資は、長年にわたり中国経済の成長を支える主要な原動力であった。2010 年前後には、全社会固定資産投資の約 30%を占めるまでに拡大し、経済活動における存在感を一層強めていた。その後も、不動産開発および全社会固定資産投資は、概ね安定した拡大基調を維持してきた。しかしながら、2021 年をピークとして不動産開発投資の構成比は下落に転じ、2024 年には 19.3%にまで低下している（図表 1）。この構造的な変化は、住宅販売の低迷、土地取得の抑制、金融規制の強化といった複合的要因によってもたらされたものである。このように、不動産分野への依存を基盤とした従来型の成長モデルの限界が顕在化しつつある。

図表 1 中国における不動産開発投資と全社会固定資産投資額と構成比の推移



（資料）中国国家統計局発表データを基にニッセイ基礎研究所が作成。

今後の中国経済においては、構造転換が不可避であり、製造業の高度化、先端技術分野への資本再配分が急務である⁷。あわせて、内需拡大を促す社会インフラ整備への戦略的投資を通じて、雇用の安定および地方財政の健全化を図り、経済を支える新しい分野や仕組みを育てていくことが重要な課題である⁸。

2——類 REIT 市場の動向

こうした不動産市場の構造変化を受け、資産の流動化や投資環境の多様化を図る手段として、REIT 市場への注目が高まっている。近年、中国では REIT 市場の整備が進められており、不動産セクターへの新たな資金流入の受け皿として期待されてきた。しかし、不動産市場の低迷は REIT 市場にも波及し、近年は期待された収益性を確保するには至っていない。なかでも、オフィスや商業不動産を基盤とする「類 REIT」は、不動産価格の変動や賃料収入の減少といった影響を受け、資産価値と収益性の双方において厳しい状況が続いている。特に商業不動産では、テナント需要の鈍化や空室率の上昇⁹が見られ、利回りが低下している。さらに、私募形式で組成される類 REIT は市場流動性に乏しく、投資

⁷ 中国国家発展と改革委員会「[产业结构调整指导目录\(2024 年本\)](#)」(2023/12/29)。

⁸ 中国中央人民政府「[从中央经济工作会议看 2025 年中国经济着力点](#)」(2024/12/13)、人民政协報「[全方位扩大国内需求 促进我国经济行稳致远](#)」(2025/5/12)。

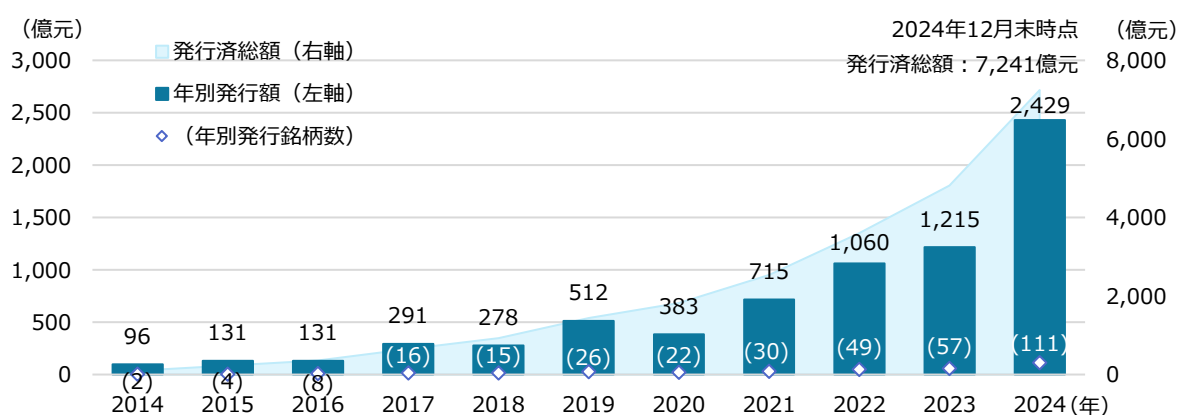
⁹ 联合资信评估股份有限公司「[2025 年商业地产行业分析](#)」(2025/3/20)。

家にとっての換金性や透明性の面でも制約が多いため、投資対象としての魅力が薄れつつある。

1 | 市場の拡大と発行済み総額の推移、用途別比率

2014年に初の類REIT商品が発行されて以来、類REIT市場は急速に拡大を遂げてきた。2024年12月末時点で、中国における類REIT商品の銘柄数は合計340銘柄に達し、発行済み総額は約7,241億元（約14.5兆円）となった。特に2024年には、過去最多となる111銘柄の類REIT商品が発行され、その総額は約2,429億元（約4.9兆円）に達した（図表2）。この発行総額の拡大の背景には、前述の「三道紅線」導入以降の不動産企業に対する財務指標規制の強化や債務返済リスクの顕在化に伴い、企業が保有資産を証券化を通じて処分し、事業資金を確保しようとする動きが強まったためと考えられる。

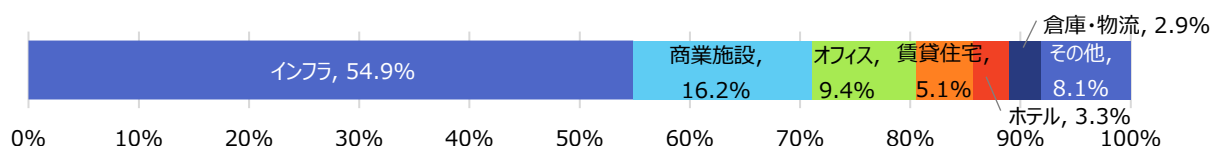
図表2 類REIT 発行済み総額と年別発行額の推移



（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。

類REITの保有不動産の用途をみると、最も大きな割合を占めるのは高速道路や環境エネルギー型の「インフラ」であり、全体の54.9%を占めている（図表3）。これは、政府が長期的な経済成長戦略の一環として、公共インフラおよび再生可能エネルギー関連の投資を推進してきた政策的背景を反映している。

図表3 類REIT 保有不動産の用途別比率(2024年年末)



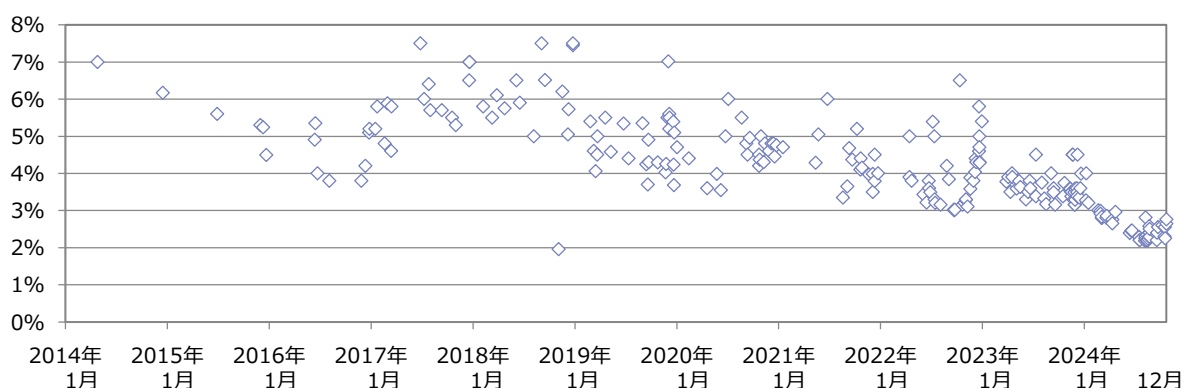
（資料）中国資産証券化分析網データを基にニッセイ基礎研究所作成。

2 | 低下する確定分配率

類REITにおける確定分配率は、全体として低下傾向にある。2014年に発行された初期の2銘柄における平均確定分配率は6.6%であったのに対し、2024年に発行された銘柄では2.5%にまで低下し

ている（図表4）。これには、不動産市場の低迷に加え、資産ポートフォリオの多様化や、資金調達環境の変化が影響しているものと考えられる。

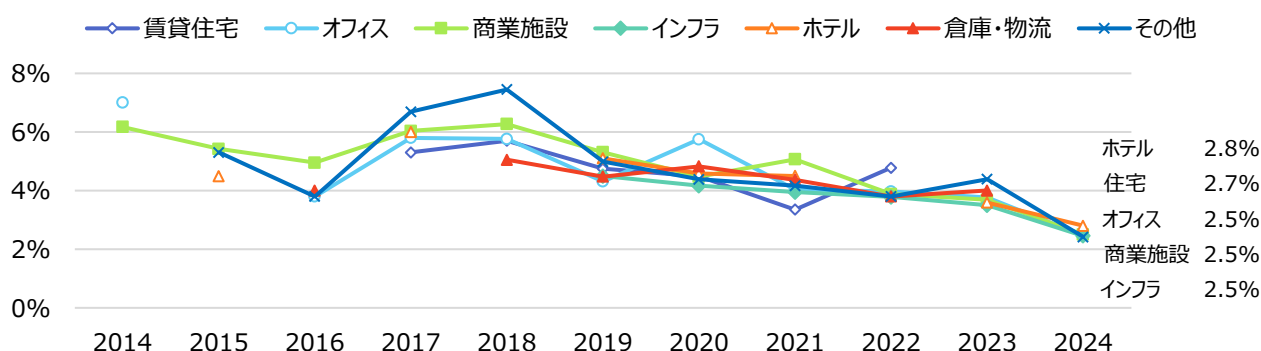
図表4 類 REIT 発行済み商品の確定分配率の推移



（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。

用途別に見ると、確定分配率の低下傾向は全てのセクターに共通して見られるものの、その程度には用途別にみるとやや異なっている。インフラセクターは発行総額が最も大きいにもかかわらず、確定分配率は平均で約 2.5%と、相対的に低い水準にとどまっている（図表5）。

図表5 類 REIT 保有不動産の用途別発行済み商品の確定分配率の推移



（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。

なお、「類 REIT」のインフラは、後述するインフラ公募 REIT の対象資産と概ね同様ではあるが、本質的に REIT の要件や運用において性格が大きく異なる点に留意が必要である。

インフラ公募 REIT は、証券取引所に上場される公的な金融商品として位置づけられており、投資対象となるインフラ資産には厳格な条件が課されている。具体的には、少なくとも 3 年以上の運営実績があること、今後 3 年間の純キャッシュフロー分配率が 4%以上であること、さらに所有権や使用权に関する権利関係が明確であることなどが要件とされる。また、インフラ公募 REIT としての上場を行うためには、分配可能利益の 90%以上を投資家に分配することが義務づけられており、制度的にも収益の安定性が重視されている。

これに対して、類 REIT は非上場の私募商品であり、多くは私募 ABS（資産担保証券）や信託計画¹⁰の形をとっている。こうした商品は、インフラ資産を裏付けとするものの、開示情報や法的整備は限定的で、投資家保護の観点でも公募 REIT とは大きく異なる。加えて、類 REIT の多くは一定期間後に発行体買い戻すことを前提とした設計となっており、実質的には債券に近い資金調達手段である。このため、投資家のリターンは資産の運用だけではなく、最終的に買い戻しが実現されるかというリスクに対する発行体の信用力に大きく依存している。2023 年に施行された「私募投資基金監督管理条例」では、私募ファンドの資産運用対象として債券や株式等の金融商品を明記する一方で、ファンドの資金を使って貸付を行うことや、それに類する行為については禁止されている¹¹。

3——インフラ公募 REIT 市場の動向

インフラ資産のみに投資対象を限定したインフラ公募 REIT は、安定的な収益の確保を実現しており、投資対象としての注目度が着実に高まりつつある。その背景には、政府による政策的支援と制度整備の進展があるほか、対象となる道路・物流・エネルギー施設などが、実需に根ざした安定的なキャッシュフローを生むという資産特性がある。

まず制度面において注目されるのは、中国政府がインフラ公募 REIT 市場の育成を国家戦略の一環として明確に位置づけている点である。2025 年 3 月に発表された「2024 年国民経済と社会発展計画の実施状況および 2025 年計画草案に関する報告」の中では、インフラ公募 REIT の常態化発行に向けた制度整備の推進が明確に示された。同報告では、REIT を活用した民間資本のインフラ分野への参入促進が重要な政策目標として示されており、あわせて、PPP（官民連携）スキームの規範化、重点プロジェクトの情報公開の強化、および投資環境の整備といった具体的方策の推進も盛り込まれている。これらの施策は、インフラ公募 REIT を通じた民間資金の呼び込みと、公共インフラ整備の効率化を同時に図る制度的基盤として機能している¹²。

インフラ公募 REIT の安定性を支えるもう一つの要素が、実需に根ざした安定的なリターンが期待できる収益構造である。インフラ資産は、消費・生産・流通など日常的な経済活動の根幹を支える存在であり、かつ長期契約に基づく利用形態を取っていることから、将来的なキャッシュフローの予測精度が高い。また、インフラへの投資は、景気後退局面においても一定の需要が維持される傾向にあるため、収益の変動幅が相対的に小さく、長期に安定した収益を求める投資家にとっては魅力的である。

1 | 時価総額の推移とグローバルな REIT 市場における位置付け

インフラ資産を対象とした公募型 REIT の試行は、2021 年に正式にスタートした。この結果、これまで政府や国有企業が担ってきたインフラ分野への投資に、民間資本の参加が可能となった。インフラ公募 REIT の対象とされたのは、高速道路、産業園地（産業団地）などの、安定したキャッシュフローが見込まれることに加え、公共性の高い資産である。これらの資産は、市場変動に対する耐性が相

¹⁰ 中国の「信託計画」は、日本の「信託商品」や「信託契約」に相当する概念である。

¹¹ 国務院令「[私募投資基金監督管理条例](#)」（2023/7/3）第二十四条より。

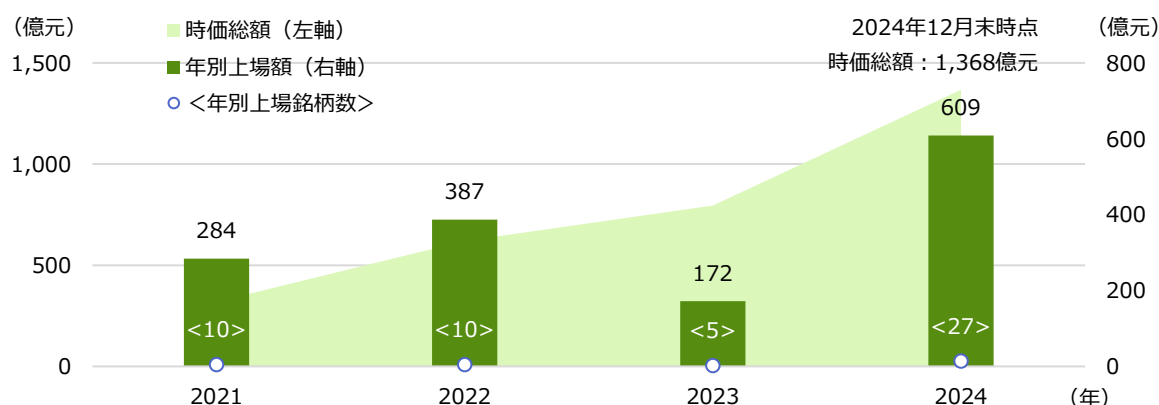
¹² 人民政府「[关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告](#)」（2025/3/13）。

対的に高く、リスク管理が比較的しやすいため、REIT 制度の初期段階における市場の信頼形成につながった。政府の導入方針と段階的なルール設計が、投資家の安心感を支える重要な要素となっている。

2024 年にはインフラ公募 REIT の市場開始から 4 年目を迎えた。この間、パンデミックや経済低迷といった数々の外的要因があったにもかかわらず、市場は急速に拡大を遂げ、安定した発展を見せている。2024 年には、新たにインフラ公募 REIT 27 銘柄が上場し、総銘柄数は 52 銘柄に達した。2024 年の年末時点では、インフラ公募 REIT の時価総額は約 1,368 億元（約 2.8 兆円）となった（図表 6）。

2024 年末時点に組成され、投資家からの資金募集が始まっているインフラ公募 REIT の銘柄は 2 件、承認済の銘柄は 4 件、審査中の銘柄は 11 件、審査受付済の銘柄は 3 件となっている。今後も投資家の関心は高まり、着実な市場の成長が期待される。

図表6 インフラ公募 REIT の時価総額と年別上場の推移



（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。

日本の J-REIT 市場は 2024 年 12 月時点で 57 銘柄、その時価総額は約 14.29 兆円に達している¹³。その中で、中国のインフラ公募 REIT の対象資産となり得る「物流施設特化型 REIT」は 8 銘柄であり、これらの時価総額は約 2.44 兆円¹⁴である。規模感からすると、これは中国のインフラ公募 REIT 市場の時価総額と概ね同水準である。

世界的に見ると、オーストラリアや欧州諸国も一定の市場規模を有しているが、アメリカは依然として世界最大の REIT 市場である。2025 年 4 月時点においては、同国に 197 銘柄の REIT が上場しており、その時価総額は 1 兆 4,190 億ドル（約 200 兆円）¹⁵に達し、世界 2 位の日本の REIT 市場を大きく上回っている。株式会社グローバル REIT リサーチ社¹⁶によれば、2024 年 3 月末時点での中国本土のインフラ公募 REIT 市場は、時価総額で 13 位に位置している。中国のインフラ公募 REIT はグローバルな REIT 市場の中で一定の存在感を示しつつあるが、依然として先進市場と比較すると未だ規模は小さいといえる。

¹³ 一般社団法人不動産証券化協会「[J-REIT 時価総額・上場銘柄数の推移](#)」。

¹⁴ [不動産投信情報ポータル](#)、2025 年 6 月 2 日時点データ。

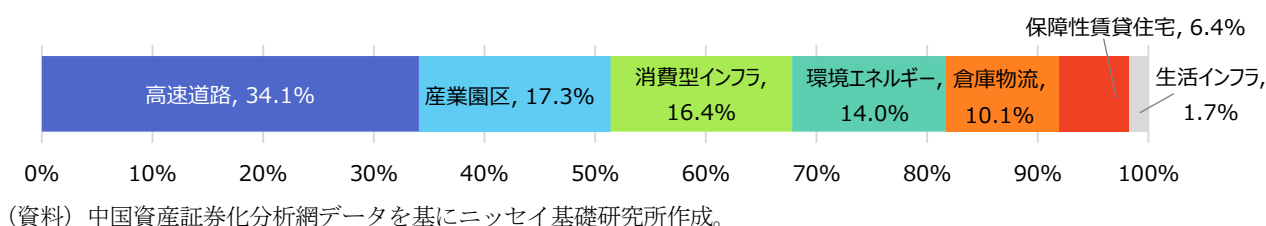
¹⁵ NAREIT「[REIT Industry Monthly Data for April 2025](#)」、2025 年 6 月 2 日時点データ。

¹⁶ 株式会社グローバル REIT リサーチ社は、一般社団法人不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」の「世界の REIT 市場」の章の作成を担当している。

2 | 保有不動産の用途別割合と分配金利回り

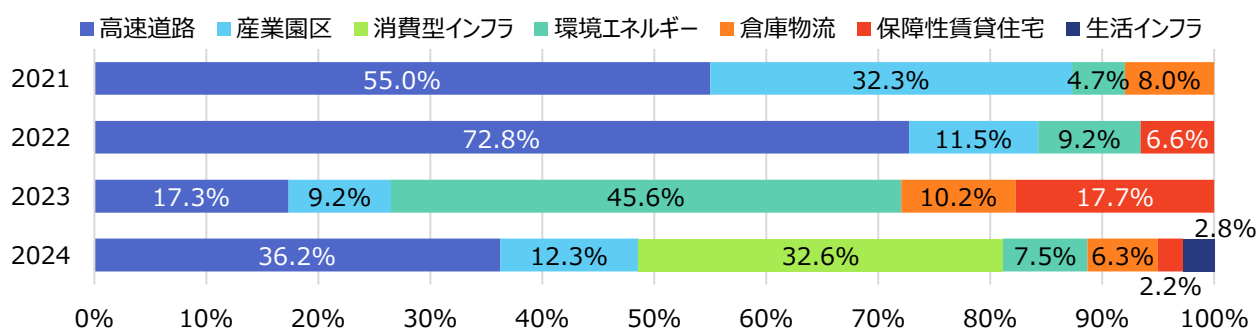
保有不動産の用途別割合をみると、高速道路が全体の 34.1%を占め、最も高い割合を示している。次いで、産業園区が 17.3%、消費型インフラ（アウトレット、ショッピングモールなどの商業施設、農産物直売市場など）が 16.4%、環境エネルギー（太陽光発電、風力発電、汚水処理場など）が 14.0%と続いている（図表 7）。2024 年、中国のインフラ公募 REIT 市場では、対象となる資産の種類がさらに増加し、商業施設、水利施設、農産物市場など、新しいインフラ資産が次々に承認され、上場された。その中でも、2024 年 11 月に上場された全国初の水利施設インフラ公募 REIT は発行時に、機関投資家からの申し込み倍率が 106 倍、個人投資家からは 235 倍¹⁷という高い倍率を記録し、また、上場後の二次市場でも良好な成績を収め、市場の関心を集めた。

図表 7 インフラ公募 REIT 保有不動産の用途別比率(2024 年年末)



年ごとの上場額からみる、中国のインフラ公募 REIT 市場における保有不動産の用途別比率は、2021 年から 2024 年にかけて大きな変化している。特に 2024 年には「消費型インフラ」の割合が大幅に増加し、市場の多様化が進んでいることがわかる（図表 8）。これらの動きは、政府の政策による REIT 市場の方向転換を反映していると言える。

図表 8 インフラ公募 REIT 保有不動産の用途別比率の推移(年別上場額割合)



¹⁷ 経済参考網「[全国水利 REITs 首单! 银华绍兴原水水利 REIT 正式上市](#)」(2024/11/8)。

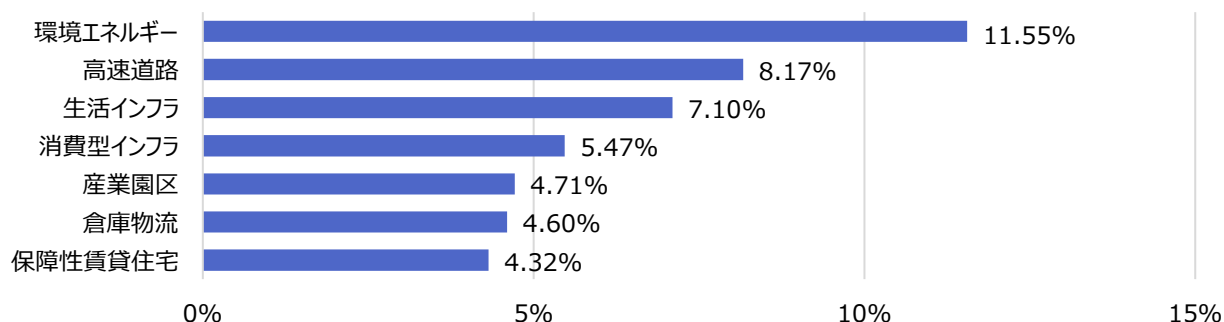
このダム事業は、給水を主目的としながら、防災や灌漑の機能もあわせ持つ水利インフラであり、総貯水容量は 2 億 3,500 万立方メートルにのぼる。紹興市の越城区・柯橋区・上虞区および慈溪市の一部地域に原水を供給しており、各地域は年間の取水量に応じて分担金を拠出している。また、水利インフラ維持管理費の補助制度も整備されており、地方・中央双方による財政的支援の下で運営されている。収益の安定性が高く、景気変動の影響を受けにくい点において、インフラ公募 REIT に求められる資産特性と高い親和性を有する案件と位置づけられる。

中央人民政府「[水利部关于做好中央财政补助水利工程维修养护经费安排使用的指导意见](#)」(2016/2/6)

紹興市人民政府「[关于印发汤浦水库和平水江水库生态补偿资金提升方案的通知](#)」(2019/1/9)

2024 年年末時点で、中国のインフラ公募 REIT の平均分配金利回りは 6.37%であり、J-REIT の分配金利回り（2024 年 12 月時点で 5.15%）¹⁸をやや上回る水準である（図表 9）。特に、環境エネルギー分野の平均分配金利回りは 11.55%と非常に高い水準を示している。この背景として、太陽光発電や風力発電などの再生可能エネルギー資産は、電力供給量が自然環境に大きく影響される¹⁹一方で、中国政府が掲げている脱炭素目標（2030 年までに CO2 排出をピークアウト、2060 年までにカーボンニュートラル）に基づく補助金などの政策支援²⁰が収益の安定性を支えているものと考えられる。

図表9 インフラ公募 REIT 保有不動産の用途別分配金利回り(2024 年年末時点)



(注) 本グラフに示されているデータの一部は、2024 年年末時点のデータではなく、直近で入手したデータに基づいているに留意が必要である。

(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。

高速道路は安定した収益を生み出す資産として評価され、電力や水道などの生活インフラも、地域社会にとって不可欠なサービスであり、需要の安定性が収益を支える要因となっている。これらのインフラ資産は、長期的な安定した収益を提供する可能性が高い。

一方、商業施設などの消費型インフラは顧客の集客力が収益に直結し、景気や消費動向の影響を受けやすい資産である。特に、新型コロナウイルス感染症が収束後、中国において消費の回復が鈍化し、この経済低迷が商業施設の収益構造に影響を与えている。加えて、世界最大の電子取引（EC）市場を有する中国では、EC 化率が 48.0%に達し²¹、このような消費者の購買行動の変化により、商業施設の収益性は引き続き厳しい状況にあると言える。

3 | インフラ公募 REIT 指数

インフラ公募 REIT 指数²²は、2021 年 9 月に発表されてから 2022 年前半に急上昇し、120 を超える

¹⁸ 一般社団法人不動産証券化協会「[J-REIT 分配金利回り（10 年間）](#)」。

¹⁹ 例えば、中信建投国家電投 REIT は洋上風力発電を主力事業としており、季節的な風況の変動や天候の影響を受け、発電量や送電量が不安定になる場合がある。「[中信建投国家电投新能源封闭式基础设施证券投资基金 2024 年第 3 季度报告](#)」（2024/9/30）。

²⁰ 2024 年度の再生可能エネルギー発電プロジェクトに対する補助金総額は 54 億元（約 1,080 億円）である。

中国能源報「[可再生资源补贴金额今年略降](#)」（2024/7/1）。

²¹ 経済産業省「[令和 5 年度電子商取引に関する市場調査](#)」（2024/9/25）。

²² インフラ公募 REIT 指数（[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 カ月以上のインフラ公募 REIT を対象とし、その市場価格（取引価格）に基づいて算出される時価総額加重型の指数である。

水準に達した。2023 年以降は緩やかな下降傾向を示しつつも、2024 年には比較的安定した動きを見せている。これに対し、不動産株価指数は全体的に下降傾向を示し、最近では一定の回復傾向を見せているものの、依然として高い変動性を伴う状況が続いている（図表 10）。この背景には、景気の停滞が投資家の投資意欲に影響を与え、不動産市場に対する信頼感が十分に回復していないことが挙げられる。今後、インフラ公募 REIT が安定的な収益源としての地位を維持する一方で、投資家の間では、不動産株式市場に対する慎重姿勢が継続しており、その回復には時間がかかる可能性がある。

図表10 インフラ公募 REIT 指数と不動産株価指数の比較



（資料）中証 REIT 指数データを基にニッセイ基礎研究所作成。

4——2025 年以降の中国 REIT 市場の見通し

2024 年、中国の REIT 市場は政策的支援と制度整備の進展を背景に大きく発展を遂げた。中でもインフラ公募 REIT 市場は、発行件数・資金調達規模ともに順調に拡大しており、制度としての定着が進みつつある。これを受け、2025 年には市場全体がさらに拡大・成熟に向かうと見込まれる。一方で、制度の枠組みや投資家保護に関する課題も依然存在しており、REIT 市場の持続的な発展に向けては、政策と市場双方からの対応が求められる。

1 | 市場拡大の可能性と新たな資産領域の展開

今後の中国インフラ公募 REIT 市場は、対象資産の多様化が一段と進展すると見込まれている。資産の用途、収益構造の異なるプロジェクトが組み入れられることで、より幅広い投資家層の参入が促される。特に注目されているのは、再生可能エネルギー施設やデジタルインフラ（データセンター、通信施設等）といった、現代社会のインフラ基盤を支える分野である。これらは、安定的な需要と収益性を有すると同時に、中国の産業戦略²³とも合致する領域であり、インフラ公募 REIT との親和性が高い。その中、2025 年 3 月 10 日には、中国において初となるデータセンター REIT の申請案件が公式に提出された²⁴。データセンターは、クラウドサービスの普及や AI 技術の発展を背景に、今後も継続的

²³ 国家発展と改革委員会「[关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见\(发改能源〔2024〕1537号\)](#)」(2024/10/30)、「[关于促进数据产业高质量发展的指导意见\(发改数据〔2024〕1836号\)](#)」(2024/12/30)。

²⁴ 新華網「[首单数据中心公募 REITs 正式申报](#)」(2025/3/11)。

な需要拡大が見込まれている。今後は、これらの新たな資産クラスの組み入れが制度的に進められることで、REIT 市場の裾野が広がり、民間資本の多様なインフラ分野への参入が促進される可能性が高い。

2 | 投資家保護と情報開示の透明性向上

REIT 市場の規模が拡大する中で、投資家保護の強化と市場整備が、今後の重要な課題となっている。特に、REIT の健全な運用を確保するためには、情報開示の透明性向上は不可欠である。こうした課題に対応するため、上海証券取引所および深セン証券取引所は、既存の制度の継続的な改善を図る中で、2024 年末に「公開募集型インフラ証券投資基金業務指針第 6 号—年次報告（試行）ガイドライン」の最新版を公表した²⁵。このガイドラインは、REIT の年次報告に関する統一的な基準を提示し、投資家に対する情報提供の質と一貫性の向上を図るものであり、実質的な規制としての効果が期待される。今後、同様の制度的枠組みの充実と運用実務の定着が、REIT 市場の健全な発展に寄与することが期待される。

3 | インフラ公募 REIT の役割拡大

インフラ公募 REIT は、安定したキャッシュフローを生み出す長期的な投資対象として、資本市場における存在感を高めつつある。その役割は、単なる金融商品の枠組みを超え、公共インフラの維持管理や持続可能な都市づくりといった社会的課題に対する解決手段としても注目されている。

中国では、老朽インフラの更新や修繕といった公共投資ニーズが今後さらに高まると見込まれるなか、インフラ公募 REIT が民間資本を呼び込む有効な手段として期待されている。特に、「保障性住宅（中低所得者向けに社会的な保障を備えた住宅）の整備」、「平常・緊急両用の公共インフラ整備」²⁶、「城中村（都市部の中の都市化の過程で取り残されたようなエリア）の再開発」といった「三大プロジェクト」の推進において、長期かつ大規模な資本投入が必要とされているが、これらの事業を政府財政や銀行融資、企業債券といった従来の債務型資金調達手段のみに依存することは、持続可能な投資スキームの構築に限界がある。インフラ公募 REIT は、これらの課題に対して資産の証券化による新たなエクイティ型の資金調達手段を提供し、既存資産の活用と新規投資の喚起を両立させることで、持続的かつ好循環な投資モデルの形成に寄与すると評価されている。

具体的には、関連する投資主体が、運営実績が安定した関連プロジェクトを対象として、インフラ公募 REIT を発行し、公募市場から資金を調達する。この資金は、新たな三大プロジェクトの建設における資本金として活用され、民間資本の呼び込みを通じたレバレッジ効果の発揮が期待されている²⁷。

²⁵ 上海証券取引所「[关于发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 6 号——年度报告（试行）》的通知](#)」（2024/11/29）。

深セン証券取引所「[关于发布《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 6 号——年度报告（试行）》的通知](#)」（2024/11/29）。

²⁶ 平常・緊急両用の公共インフラとは、平常時には観光、ヘルスケア、物流などの用途で利用され、緊急時には医療拠点や避難施設、物資の中継拠点として機能する複合型の公共施設である。こうしたインフラの整備は、災害や感染症といった突発的な事態への備えと、平時における都市資源の有効活用の両立を目的としている。

人民日報「[“平急两用”项目建设由点向面快速推进](#)」（2024/7/3）

²⁷ 新華網「[以基础设施 REITs 支持“三大工程”建设](#)」（2024/8/2）。

また、インフラ公募 REIT の収益性を確保するため、制度面からの支援も講じられている。中央政府は、都市部における保障性住宅や城中村改造事業について、地方の財政状況や実際の需要に応じて積極的な補助金を支給している。地方政府は特別地方債の発行を通じて、これらの事業を資金面から支援している。民間資本の参入を促す観点からは、政府と民間との連携を強化するため、特許経営（コンセッション）方式の導入や PPP（官民連携）モデルの制度整備が進められている。これにより、公共サービスの提供効率向上と政府財政の負担軽減が期待されている²⁸。

保障性賃貸住宅に関しては、過剰在庫となっている分譲住宅を政府が取得・転用する措置が取られているほか、中国人民銀行が総額 3,000 億元規模の再貸付制度を創設し、金融面からの支援を行っている。平常・緊急両用の公共インフラ整備においては、行政・金融機関・民間企業の三者による連携体制が構築され、資金調達の円滑化が図られている。城中村の再開発については、国家開発銀行および中国農業発展銀行が支援を行っており、これまでに総額 1,800 億元を超える特別融資が実行されている。加えて、税制上の優遇措置や手数料の減免措置も導入されており、関連法制度の整備も進行中である²⁹。

4 | 今後の政策動向と制度整備の方向性

国家发展改革委員会は、2025 年に向けてインフラ公募 REIT 市場の拡大と強化を図る方針を示している。具体的には、民間資本の参入を一層促進するため、持続可能な制度設計の構築、および案件情報の継続的な提示による投資機会の創出を重点政策として掲げている。また、REIT を通じて民間企業の資金調達負担を軽減し、より多くのインフラプロジェクトへのアクセスを可能にすることで、投資環境の底上げを図ることを目指している³⁰。これらの施策を通じて、中国 REIT 市場の投資環境のさらなる改善が進むと見込まれる。

一方で、中国 REIT 市場のさらなる発展に向けては、法制度の整備が依然として重要な課題となっている。現時点 REIT 市場では「証券法」や「証券投資基金法」など既存の法体系が準用されているものの、REIT に特化した包括的な法体系は未整備のままである。こうした状況を受けて、2023 年、中国証券監督管理委員会（証監会）は「不動産投資信託基金管理条例」の立法作業を本格化させ³¹、2024 年に制度の策定を進める方針を示していた³²が、2024 年末時点においても、具体的な制度の公表や進捗は確認されていない。2025 年に向けた制度整備の見通しとしては、「重点的に検討を進め、適切な時期に公表すべき制度」として 3 件の法案が挙げられており、その中には「公開募集不動産投資信託の監督管理に関する暫定措置」の制定が含まれている³³。今後、この法整備が進むことで、市場の透明性が高まり、投資家の信頼が一層向上することが期待される。

税制面においては、日米における REIT 制度は、収益の 90%超を分配するなどの一定の要件を満たすことで法人段階での課税を回避し、不動産企業への直接投資と比べて、REIT による配当利回りにお

²⁸ 中央人民政府「[国务院发布！新型城镇化战略五年行动计划一文看懂](#)」（2024/8/1）

²⁹ 中央人民政府「[抓好“三大工程”建设 构建房地产发展新模式](#)」（2024/6/5）

³⁰ 国家发展改革委員会「[从三方面精准发力提高投资效益](#)」（2025/1/3）。

³¹ 中国証券監督管理委員会「[证监会印发 2023 年度立法工作计划](#)」（2023/4/14）。

³² 中国証券監督管理委員会「[证监会印发 2024 年度立法工作计划](#)」（2024/4/12）。

³³ 中国証券監督管理委員会「[中国证监会印发 2025 年度立法工作计划](#)」（2025/5/9）。

ける税制面の有利性を確保している。しかし、中国のインフラ公募 REIT では、日米のような税制面の優位性はなく、税制面の措置に関する取り組みはまだこれからである。

2022 年 1 月 26 日、中国財政部は「インフラ分野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税制に関する公告」³⁴を公表したが、インフラ公募 REIT の運用や収益分配に関わる税務処理については、既存の税法および関連法令に則って課税が行われることが明記されているため、スキーム全体に対する法人税の包括的な免除措置は、現行制度下では実現されていない。なお、同公告では、インフラ公募 REIT 設立段階における資産移転に関する法人税の特例措置が明示された。オリジネーターが保有するインフラ資産を、インフラ公募 REIT 組成のために新設されたプロジェクト会社に移転し、その対価として当該会社の株式を取得する場合、譲渡益は発生しなかったものとみなされ、法人税は非課税という特例が認められている。また、REIT の設立段階において株式譲渡によって資産価値の増加が生じた場合についても、資金調達を完了し、株式譲渡代金を支払った時点までの法人税の繰延べが可能とされている。

中国 REIT 市場の本格的な拡大と持続的な発展を実現するためには、法人段階での非課税措置を整備することが重要な課題であり、今後の税制改革の方向性とその具体的な制度設計については、引き続き注視が必要である。

³⁴ 中国財政部「[税务总局关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告](#)」（2022/1/26）