

---

# 中国不動産証券化市場の現状と展望 ～公募REITの創設～

2021年3月

一般財団法人日本不動産研究所 林述斌

# 目次

---

■中国不動産市場の変遷からみたREIT商品を導入経緯

■中国資産証券化市場の概要

■中国不動産証券化市場（類REIT、CMBS）の概要

■インフラリート（公募型C-REIT）市場の創設について

# 中国不動産市場の変遷からみたREIT市場の発展経緯

リーマンショック

賃貸住宅市場の発展

コロナショック

21年、C-REIT（公募リート）の創設

17年、賃貸住宅を原資産とした類REITの発行が相次ぐ

2014年、国内初の類REIT発行（中信啓航）

2020年4月30日、中国国家発展改革委員会と中国証券監督管理委員会は国内初の不動産投資信託（REIT）の正式な市場を創設する計画を共同発表した

17年住建部、発改委など9部門が賃貸住宅の建設推進と共に、REIT発展を積極支持

15年1月、建設部が「賃貸住宅市場」の育成を加速させ、不動産投資信託のテストを積極的推進

14年11月、建設部及び関連部門は大都市におけるREIT発行・取引テスト作業の先行展開

09年3月、銀監会・証監会などREITテスト管理協調チーム設立

リーマンショック後、経済振興策の一環として検討開始

不動産市場の改革

住宅投資・投機需要の抑制

健全な不動産投資市場の育成

賃貸住宅市場の発展

外部環境の悪化、経済転換期、内需拡大

3

## C-REITに関連した政策動向（2020年4月以降）

### 最近の政策追記

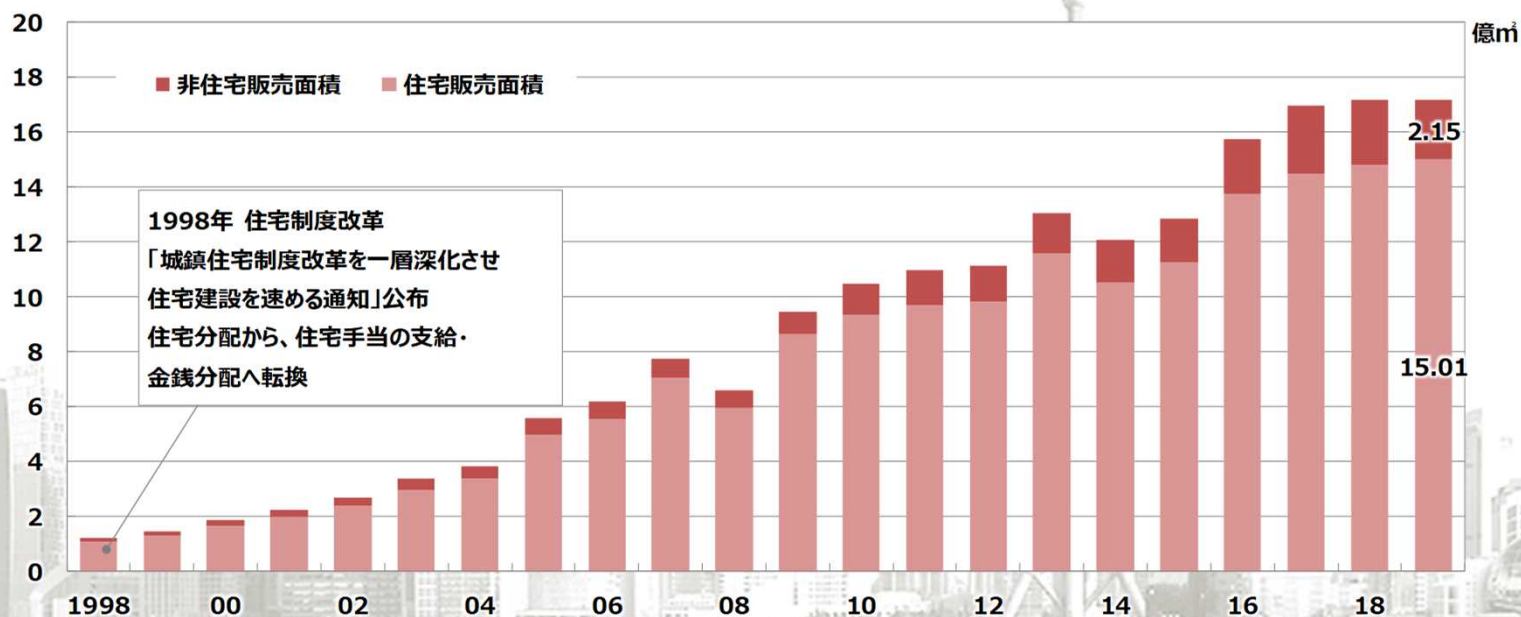
- 4月30日、**中国証監会・国家発改委**は「インフラ領域における不動産投資信託基金（REITs）試行の推進について」を公布。
- 8月3日、**国家発改委**は「インフラ領域における不動産投資信託基金（REITs）試行プロジェクト申告業務の着実な実行についての通知」を公布。
- 8月6日、**中国証監会**は「公開募集インフラ施設証券投資基金手引き（試行）」を公布。
- 8月26日、**深圳証券取引所**はインフラ施設公募REITs実務討論会を開き、公募REITs試点関連業務の順調な展開を図り、今後証券取引所におけるインフラ施設基金の発売、上場、取引、情報開示、退出等行為を規範し、上海及び深圳証券取引所において、関連業務実施方法に係る公開意見募集公告を公布すると発表。
- 9月4日、**上海及び深圳証券取引所**は同時に「公開募集インフラ施設証券投資基金（REITs）業務方法（試行）」と「公開募集インフラ施設証券投資基金（REITs）発売業務手引き（試行）」を公布した。
- 9月4日、**深圳取引所**は合わせて、「深圳証券取引所公開募集インフラ施設証券投資基金業務審査手引き（試行）（意見徴収稿）」を公布した。
- 9月23日、**証券投資基金業協会**は「公開募集インフラ施設証券投資基金デューデリジェンス業務手引き（試行）（意見徴収稿）」、「公開募集インフラ施設証券投資基金運営操作手引き（試行（意見徴収稿））」を公布。
- 9月28日、**北京市発改委**等6部門共同で「北京市インフラ領域不動産投資信託基金（REITs）産業発展のサポートに関する若干措置」を公布。
- 9月29日、**国家発改委**は「インフラ公募REIT試行プロジェクトの申告に必要な書類に関する通知」を発表
- 10月26日、北京市2020年インフラ施設REITs産業発展大会において、**深圳証券取引所党委副書記・総経理沙雁**は、業務システム開発改造は既に準備ができ、いつでも試点プロジェクトの申告を受け入れができると明確にした。
- 21年1月15日、**国家発改委**は「全国インフラREITsパイロットプロジェクト候補の構築に関する通知」を発表

## 中国不動産市場の構成-分譲住宅への傾き

### ■ 商品不動産の約90%は分譲住宅、住宅セクターへの投資が一極化

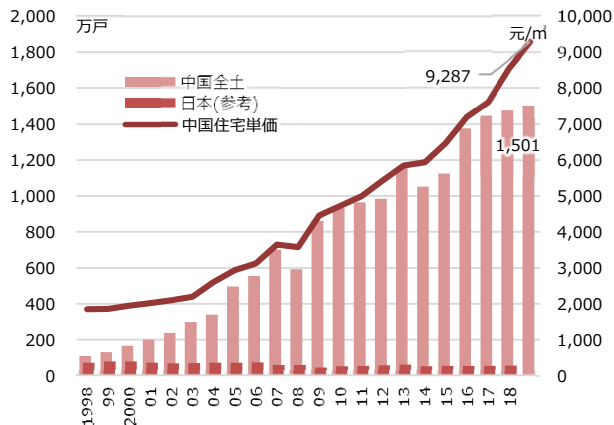
- 1998年「住宅制度改革」：約20年の新興市場
- 2019年の販売面積15.0億㎡ = 平均戸あたり面積を100㎡とすると1,500万戸
- 年間販売額住宅：オフィス：商業 = 90%：3.0%：5.7%

商品不動産販売面積の推移



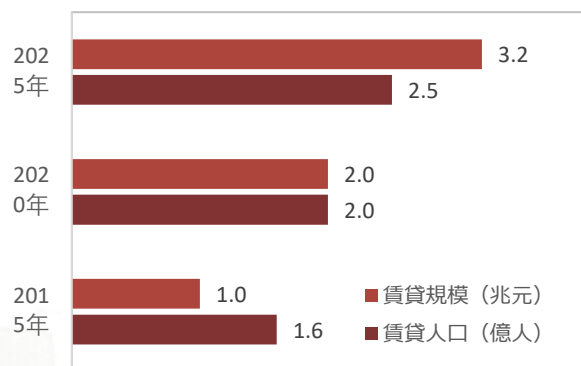
# 中国のマクロ住宅指標

中国全土の商品住宅成約面積・単価の推移

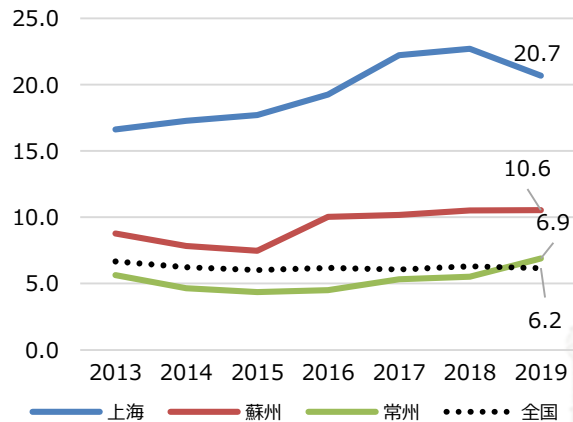


資料：国家統計局等のデータを元にJREI作成

中国賃貸住宅市場規模及び人口予測

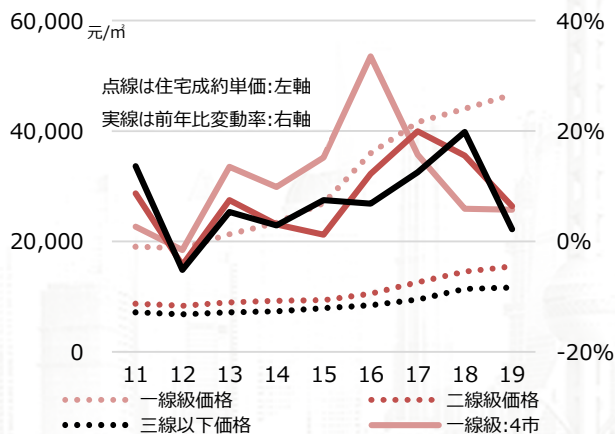


都市級別の住宅年収倍率



資料：国家統計局等のデータを元にJREI作成

都市級別の商品住宅成約単価



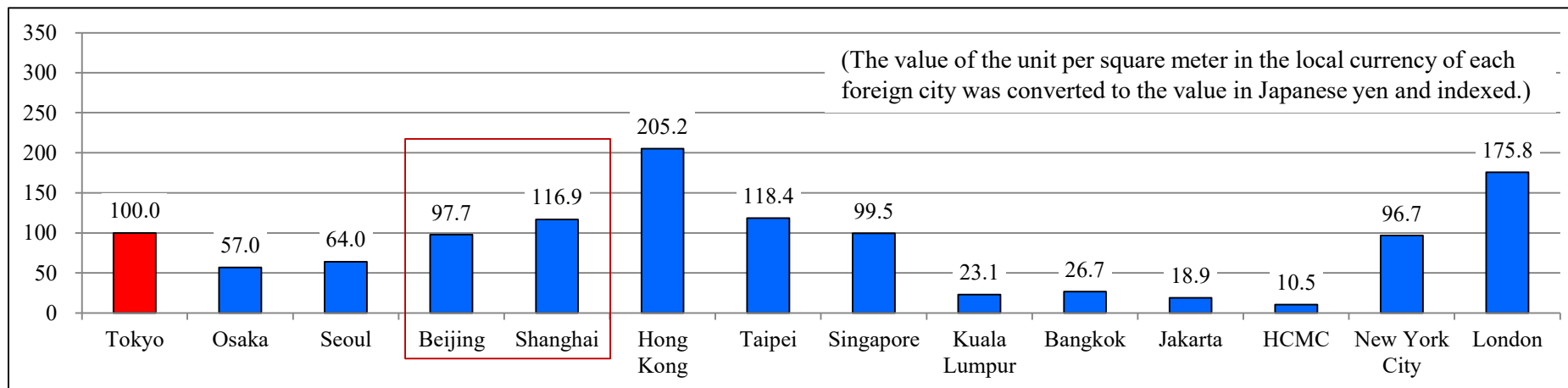
- 2019年の新築商品住宅成約面積は15億㎡(年間約1,500万戸規模、年間販売額15兆元=約240兆円)。一方で日本の新設住宅着工戸数は88万戸。
- 20年6月末の平均成約単価は10,000元/㎡(専有面積ベース約75万円/坪)を突破、**長期的な上昇傾向が継続**。地域間の差異が大きく、大都市は50,000元/㎡(同約380万円/坪)を超えた水準で推移。
- 住宅価格の高騰により、大都市の住宅価格年収倍率は**20~30倍**まで上昇。
- 19年:中央からの大きな方向感の明示  
「住宅は住むためのものであって、投機の対象ではない」・「不動産を短期的な景気刺激の手段にはしない」
- 17年以降、賃貸住宅市場の育成に政府から各種サポート政策が相次ぎ打ち出された。
- 流入人口、可処分所得の増加などから試算すると、賃貸住宅市場は2025年は3.2兆元の規模に。

左上図:中国の商品住宅販売戸数は、同面積÷100㎡と仮定。日本の住宅戸数は住宅着工件数(持家系新築)。

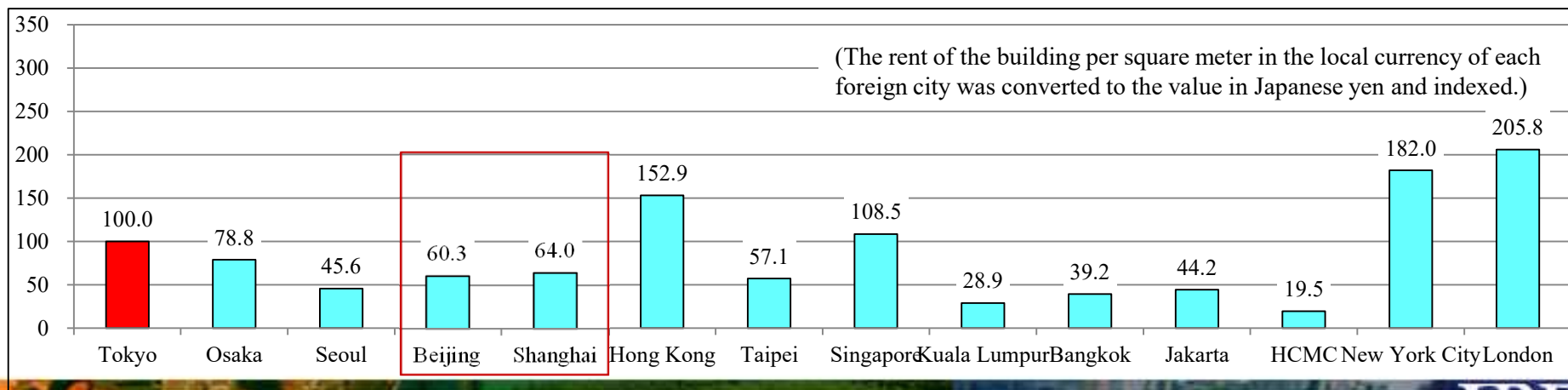
# 世界主要都市住宅価格・賃料の比較

(Source: JREI, "Global Property Value/Rent Indices," October 2020)

Value Comparison of High-End Condominium Units (Tokyo's Moto Azabu District as of October 2020 = 100.0)



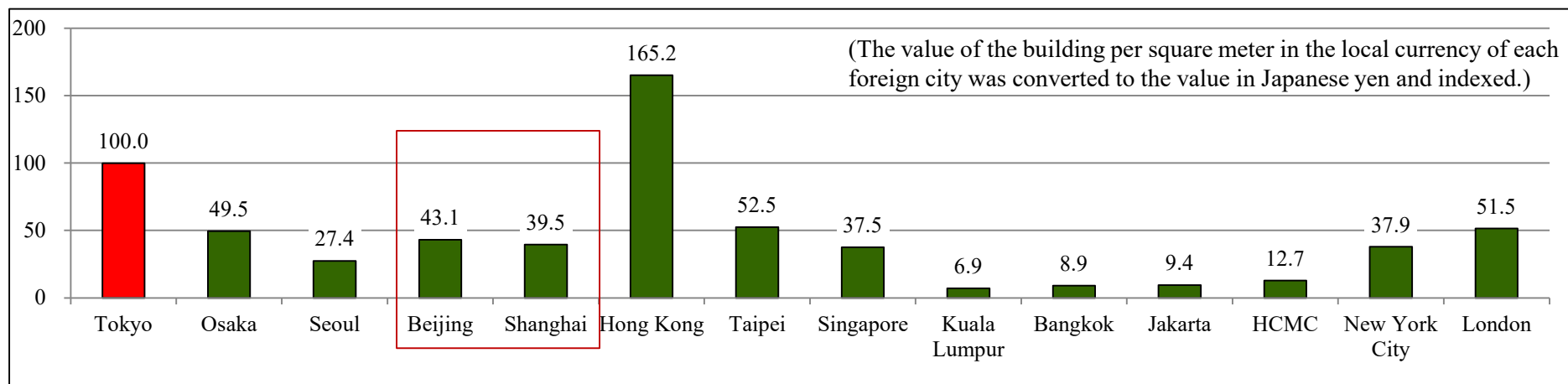
Rent Comparison of High-End Condominium Units (Tokyo's Moto Azabu District as of October 2020 = 100.0)



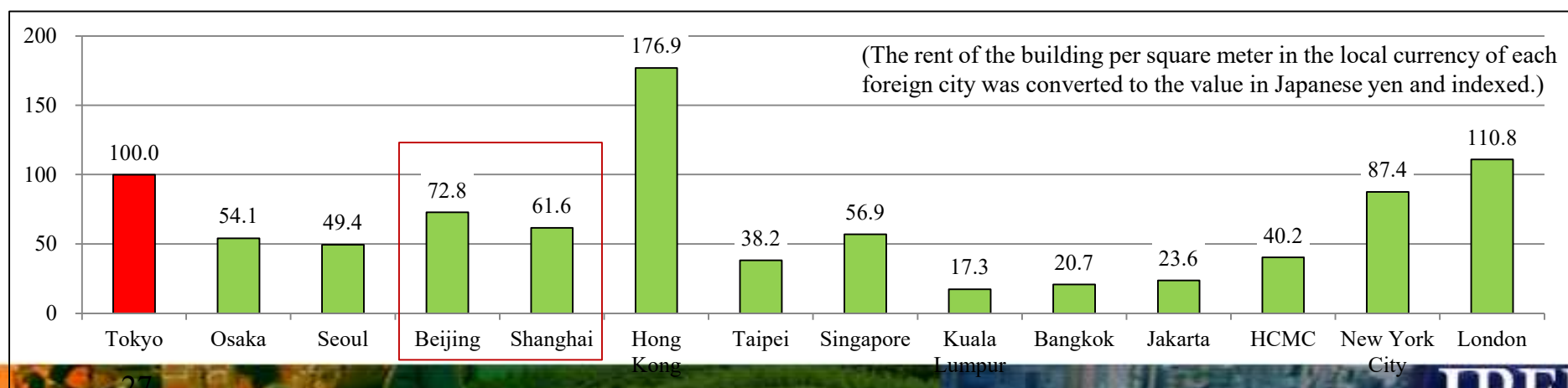
# 世界主要都市オフィス価格・賃料の比較

(Source: JREI, "Global Property Value/Rent Indices," October 2020)

Value Comparison of Prime CBD Office Buildings (Tokyo's Marunouchi/Otemachi District as of October 2020 = 100.0)

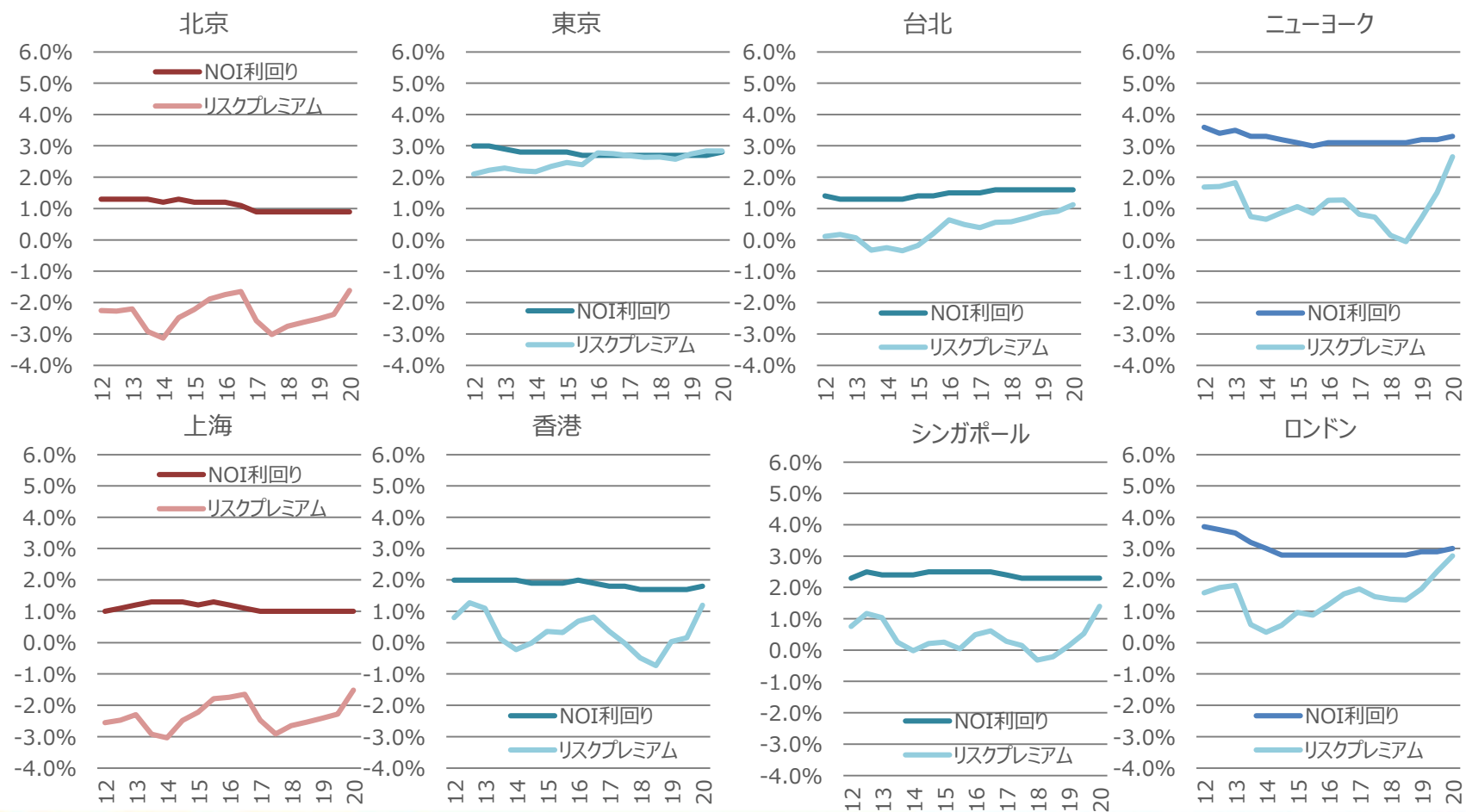


Rent Comparison of Prime CBD Office Buildings (Tokyo's Marunouchi/Otemachi District as of October 2020 = 100.0)



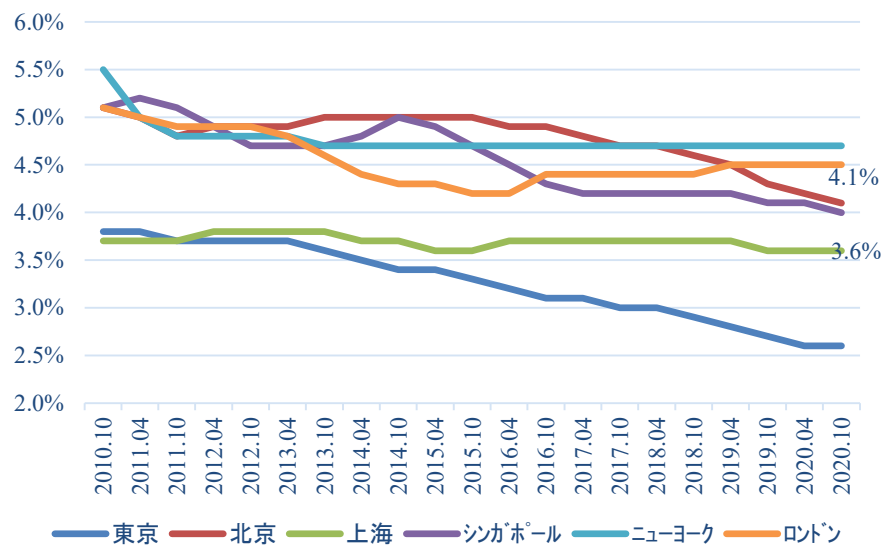
# 世界主要都市の住宅利回り水準

- 日本不動産研究所「国際不動産価格・賃料指数」：ハイエンド住宅の利回り水準
- 世界の主要都市との比較においても利回りの低さが際立つ／キャピタルゲイン期待のマーケット

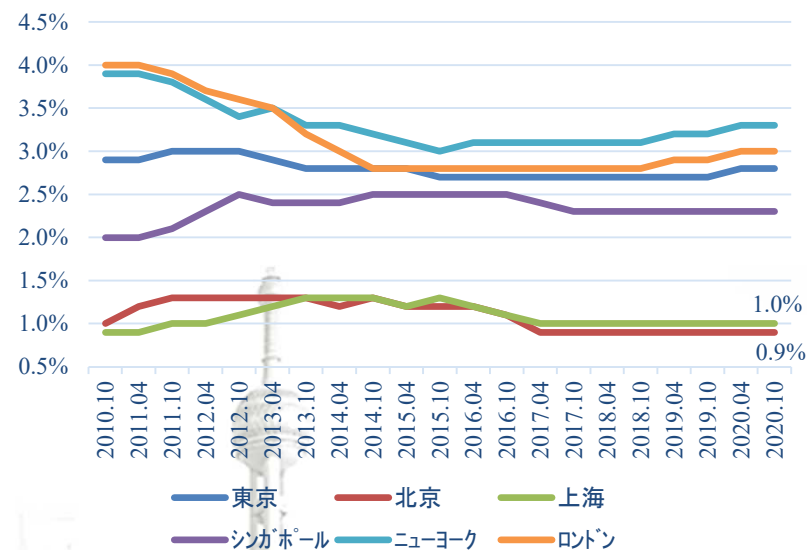


# 主要都市オフィス・住宅利回りの推移

## 主要都市Aクラスオフィスビルの利回り推移



## 主要都市住宅利回りの推移



出所：日本不動産研究所「国際不動産価格賃料指数」

・北京と上海の住宅利回り（平均値）は1.0%前後低水準で推移している。一方で、オフィスの利回りは4%前後で推移

# 中国資産証券化市場の類型

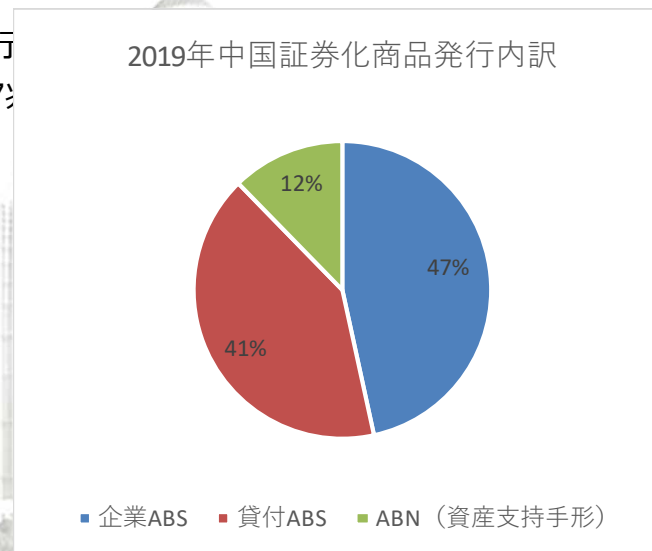
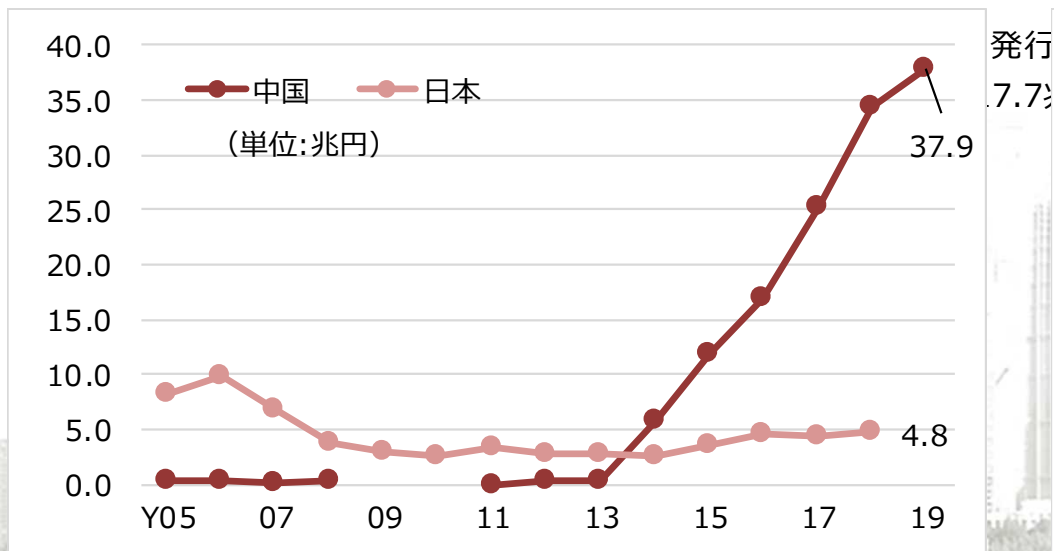
主管機構や根拠法規の相違により、中国資産証券化商品は概ね4つの類型に分類される

市場類型	貸付ABS	企業ABS	ABN	保険ABC
中国名	信贷资产证券化	资产支持专项计划	资产支持票据	资产支持计划
主管部門	中国人民銀行(PBOC)、 銀監会(CBRC)	証監会(CSRC)	交易商協會(NAFMII)	保監会(CIRC)
審査方式	PBOC登録制+CBRC届出制	事後届出制	登録制	初回は申告審査、以降同類商品の 場合は事後報告
主要根拠	貸付資産証券化テスト管理弁法、 貸付資産証券化届出登記手順に 関する通知、中国人民銀行公告 [2015]第7号	証券会社及び基金管理会社 子会社の資産証券化業務管理 規定、資産支持専門計画届出 管理弁法及び関連規則	銀行間債券市場非金融企業資産 支持票据ガイドライン	資産支持計画業務管理暫定弁法
オリジネーター	銀行業金融機関（商業銀行、 政策性銀行、郵政貯蓄銀行、 財務会社、信用社、自動車金融 会社、金融資産管理会社等）	明確な規定なし	非金融企業	明確な規定なし
原資産	貸付債権	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ネガティブリスト管理方式</li> <li>・法律法規の規定を満たす、権利帰属が明確で、独立かつ予測可能なキャッシュフローを生み出す、特定可能な財産・財産権またはそのポートフォリオ</li> <li>・企業の売掛金、リース債権、信託受益権、貸付債権、インフラ施設・商業等の不動産、不動産収益権</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・法律法規の規定を満たす、権利帰属が明確で、予測可能なキャッシュフローを生み出す、特定可能な財産・財産権またはそのポートフォリオ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・動態ネガティブリスト管理方式</li> <li>・法律法規の規定を満たす、独立かつ持続可能なキャッシュフローを生み出す財産・財産権またはそのポートフォリオ</li> <li>・「穿透原則」（透明原則）に基づいて確定</li> </ul>

# 中国-資産証券化市場の発展経緯

## 資産証券化市場の概要

- 中国の資産証券化市場は05年にテスト形式で開設され、諸外国と比べると歴史は浅い。
- しかし、規制緩和により、**14年以降は加速的な発展段階**に入っている。中国の資産証券化商品発行額は14年に日本（J-REITを除く）を追い越して以降、年々その差を広げる。
- 中国における18年の資産証券化商品の年間発行額は2.3兆元（37.9兆円）と日本（18年、同4.8兆円）の約7.9倍規模に達しており、アジア最大の資産証券化市場となっている。このうち、企業ABSと貸付ABSは約9割を占めている。



# 中国REITの定義:「類REIT」から公募REITへ

## ■ 中国「REIT」—類REITの由来

- 2014年頃から、中国で国内で報道される「REIT」とは、諸外国の標準REITとは性質を異にするものである。
- 中国において、不動産投資における導管性確保の法制化や税制など、REIT市場の創設要件は未整備なままであり、中国国内でこうした商品を「類REIT」・「準REIT」などと呼称し、諸外国でのREITと区別している。
- 上述各種資産証券化の中、CMBSやREITといった不動産系原資産の証券化の大半は**企業ABSスキーム**で組成されている。

## ■ インフラ公募REIT (C-REIT)の創設

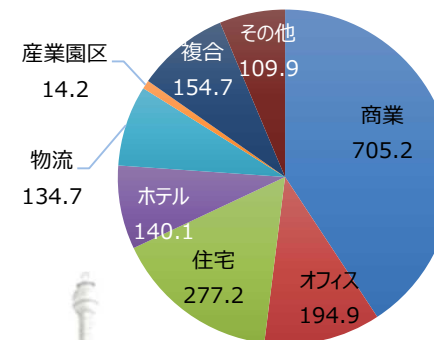
- 2020年4月30日、中国証監会、国家発改委がインフラセクターを対象としたREITパイロットプロジェクトの実施について、意見募集を開始。その後関係部署は一連のガイドラインが発表、中国初の公募REIT—インフラ公募リート誕生が期待される。

# 中国類REIT市場の概要

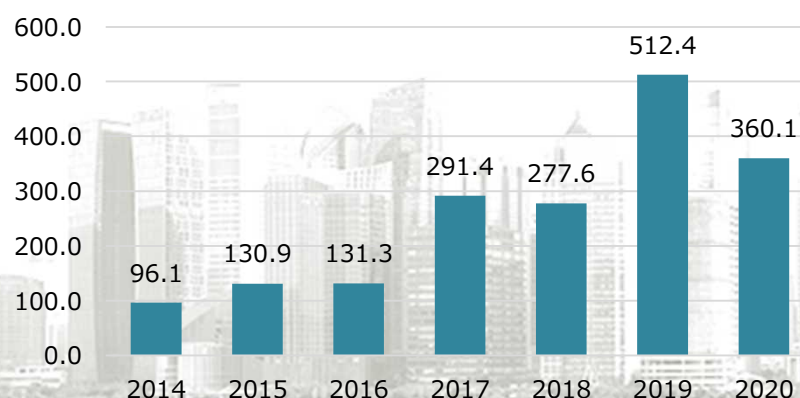
## 類REIT市場の概要

- 2020年末現在の総発行規模は1,780億元(92件)
- 2019年における年間発行規模は発足した14年の5倍を超える水準に達している
- 2016年以降の発行規模増大過程で、10億元未満の小規模案件も増加
- 用途別には、商業(39%)が最も多く、商業/オフィスの複合を含めると全体の半分以上を占める
- 1件当たりの平均発行規模は19.6億元(最大70.0億元、最小1.4億元)
- REITといっても「対象不動産特定型」であり物件を追加する場合にも、事前に特定された物件群の中から実施される

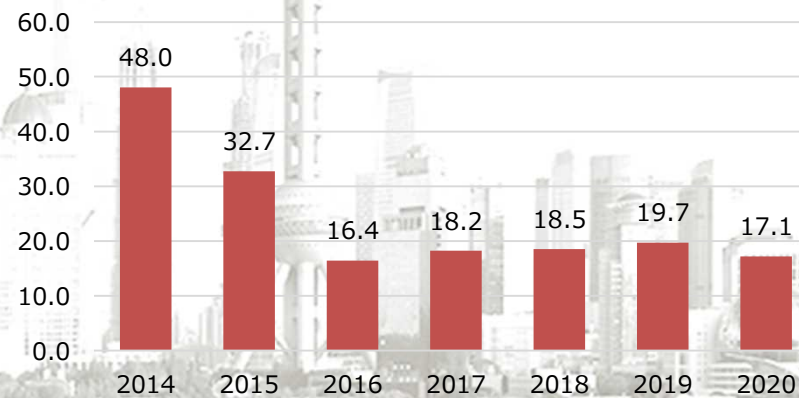
類REIT用途別発行金額（億元）



類REIT発行金額（億元）



類REIT1件当たり規模（億元）

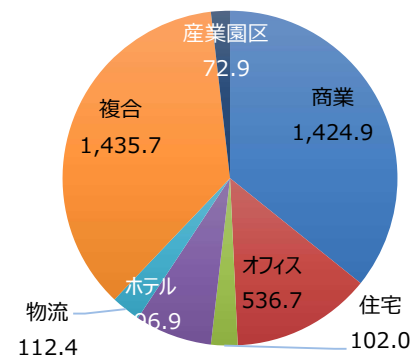


## 〔参考〕 中国-CMBS市場

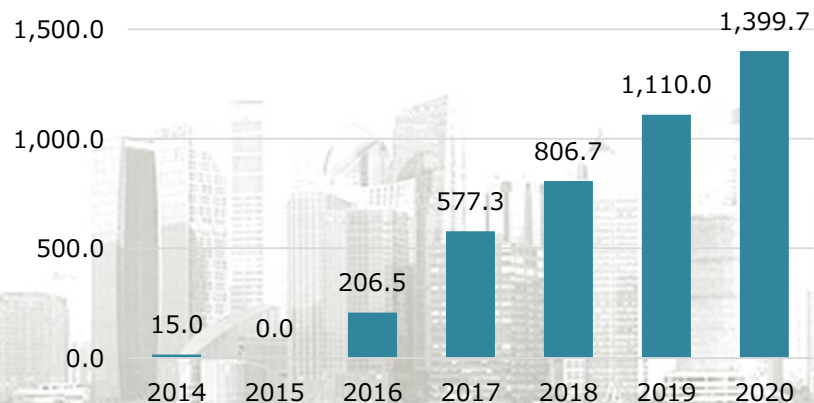
### CMBS市場の概要

- 2020年末現在の総発行規模は4,115億元(186件)
- 2020年における年間発行規模は発足した16年の7倍水準に達している
- 2016年の第1号案件以来、1件当たりの案件規模は小さくなり、直近では20億元台に落ち着いている
- 用途別には、商業(35%)、オフィス(13%)が多く、商業/オフィスの複合(一部ホテル、住宅を含む)を含めると全体の8割強を占める
- 1件当たりの平均発行規模は23.8億元(最大138億元、最小1.1億元)
- マルチアセットの案件が多い

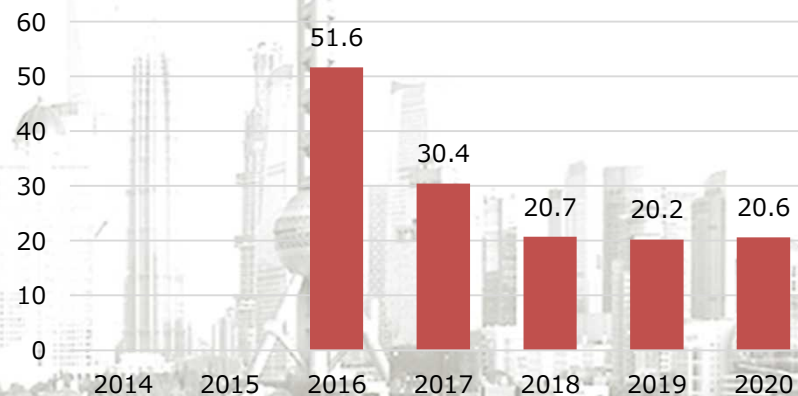
CMBS用途別発行金額（億元）



CMBS発行金額（億元）

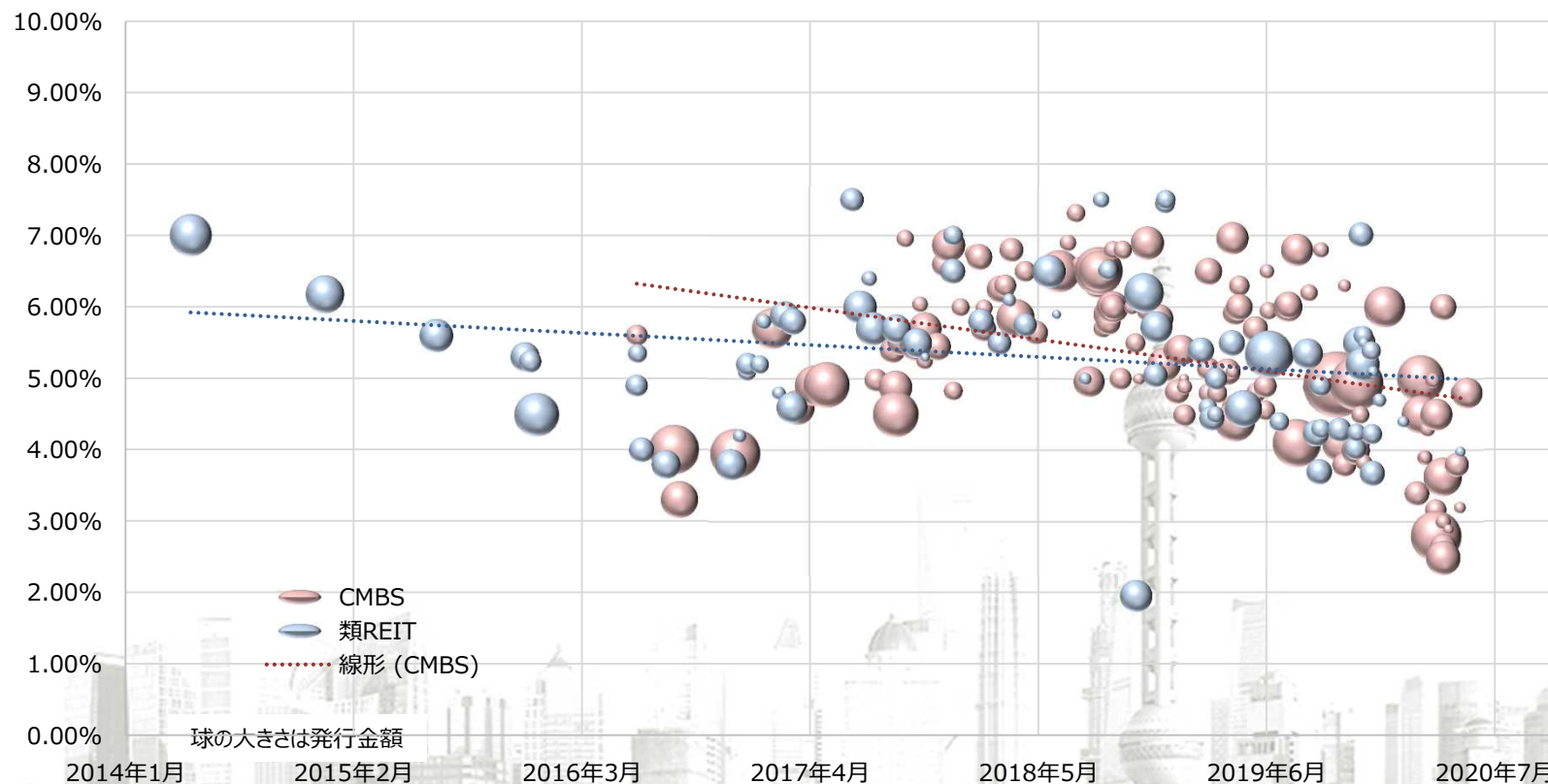


CMBS一件当たり規模（億元）

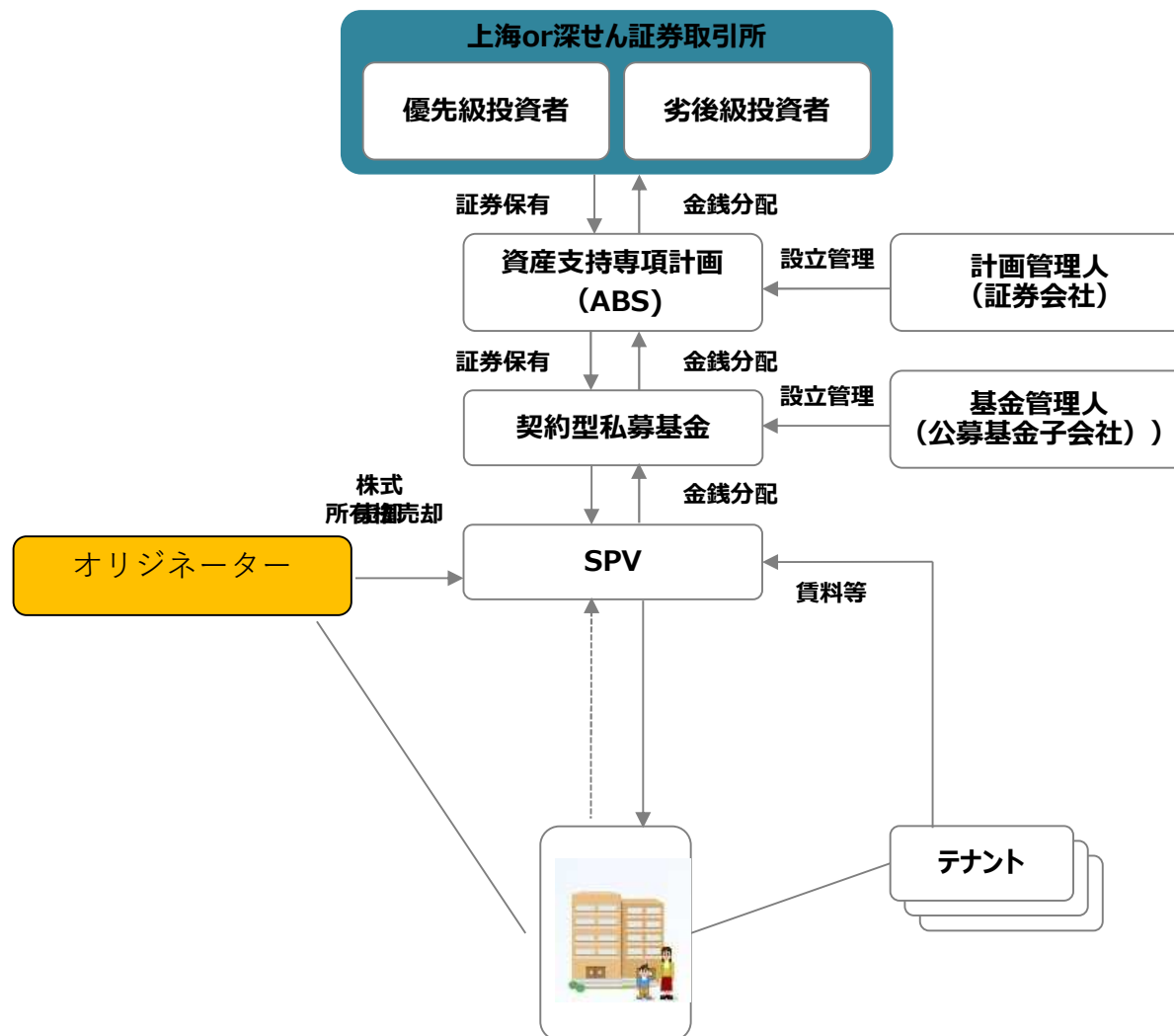


# 類REITとCMBSの発行利回り（優先証券）

優先証券発行利率の推移



# 類REITの一般的なストラクチャー



➤ **デット商品**（資金調達的手段として）に近い仕組み（固定収益）

➤ 有期限（3+N年）

➤ 投資家：原則適格投資家（**個人不可**）

➤ 物件の入れ替えは不可

➤ オリジネーターの関与が大きい（発行要件として、対象資産よりオリジネーターの与信が重要視される）

## 類REITの商品設計上の特徴—所外国標準的なREITとの差異

1. ストラクチャーは、既存の資産証券化市場類型(「ABN」、「銀行CLO」、「企業ABS」)に合わせた、期限付きの信託スキーム、資産支持専項計画スキーム、あるいはこれらの組み合わせ、法律の制限により、**やや複雑なスキーム**
2. REITと呼んではいるものの、外部に販売しているのは**デットのみ**であり、エクイティは開発に関与したデベロッパーによる保有がほとんど、そのため、中国国内では、**デット商品**として認識されることが多い
3. また、当該デベロッパーは、デットに対する**キャッシュフロー保証、流動性補完等を負担**していることが多い
4. 金融機関やデベロッパー等のニーズに応じて、「**ファイナンス手段**」を提供する商品となっているのが実情
5. よって、**ストラクチャーや商品設計は「CMBS」と極めて類似**、項目会社の株式をSPVに移転する場合には「類REIT」、移転しない場合には「CMBS」と呼称している
6. REIT向けの専用法規はなく、SPVの独立性、倒産隔離、等の諸点に脆弱性を有するとされる
7. **二重課税回避の税法規**は未整備
8. 譲渡担保や継続関与の観点からオフバランスが認められず、純粋なファイナンス手段と割り切って実行されている案件もある様子

## 公募型C-REITの創設-インフラセクターに限定

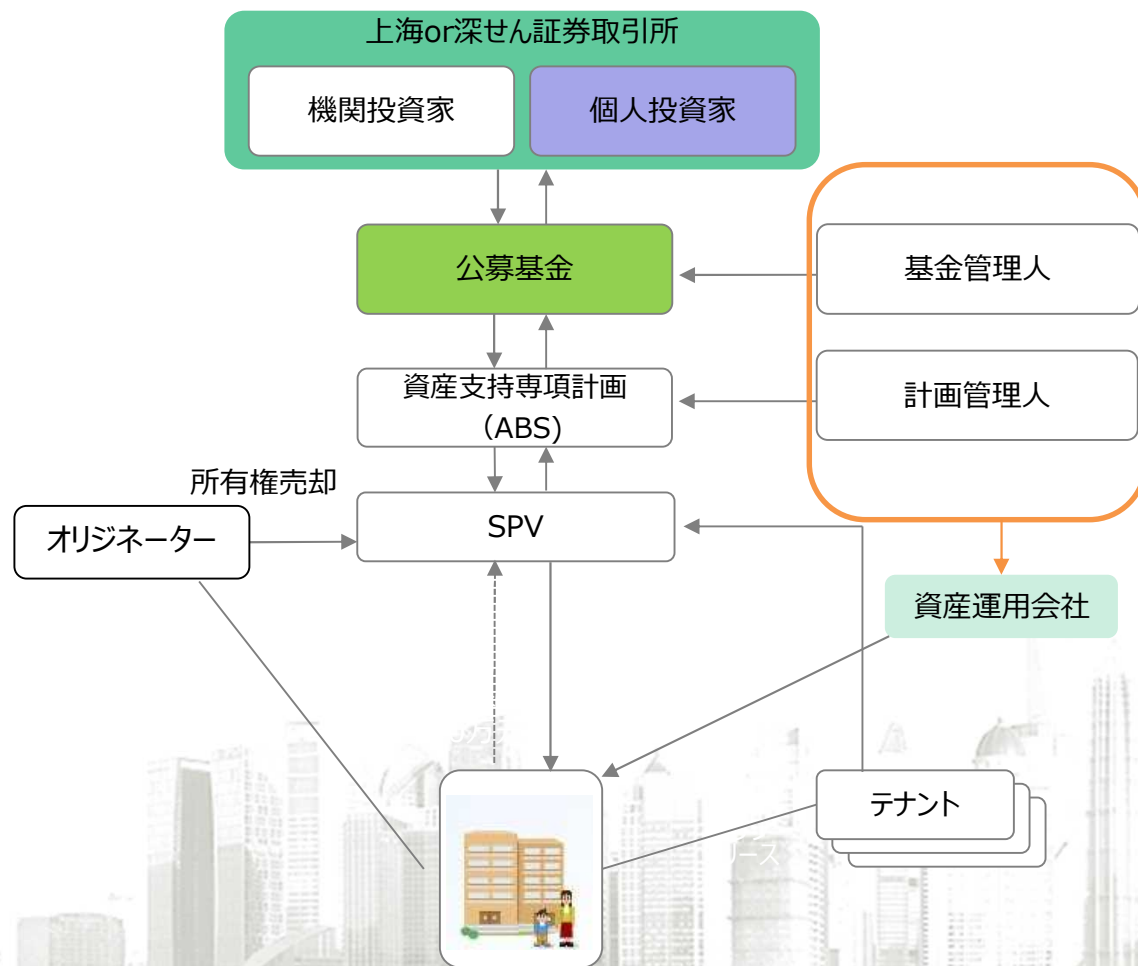
優先分野：倉庫・物流、高速道路、空港等交通施設、  
電気・水道・ガス等のライフライン、汚水・ゴミ・固体廃棄物・危険廃棄物処理場など

奨励分野：通信システム等新型インフラ、ハイテク産業  
園区、特色のある産業園区

米国リートの資産規模を超えた  
約190兆円規模の予測も



# 公募型C-REITのストラクチャー



➤ **エクイティ投資商品に**

➤ 有期限（10+N年）あるいは永続

➤ 投資家：適格投資家+個人投資家（上限16%）-1,000人以上

➤ 対象物件は3年間以上安定稼働（利回りは4%以上）

➤ 90%の利益分配要

➤ LTV：上限20%

➤ オリジネーターのオフバラ（20%のエクイティ出資要件、保有期間5年以上）

➤ 年1回以上の鑑定評価を義務付け、同一鑑定機関は最長3年間

## 類REITとインフラ公募REITの比較

	類REIT	公募REIT
根拠法	「証券法」、 「証券投資基金法」	「証券法」、 「証券投資基金法」
スキーム	項目会社+私募ファンド+ABS	項目会社+ABS+公募基金
募集	私募	公募
流動性	未上場のため、低い	上場のため、高い
税制優遇	なし	未公表
資産運用	オリジネーター	外部資産運用会社
投資対象	単一資産、期間中変更不可	物件の入れ替え可
投資期間	3年～5年	長期
商品特徴	エクイティ型が、デット型がほとんど	エクイティ型
収益分配	固定収益率がメイン	収益の90%以上を分配
投資家	機関投資家、200人以下、最低投資金額100万円以上	機関投資家、個人投資家。1,000人以上

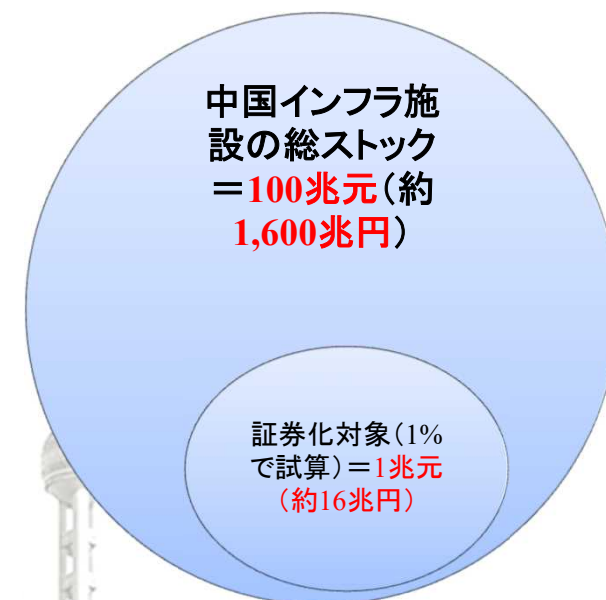
# 公募リート(C-REIT)の展望

## ■ なぜインフラ？

- ・ 近年、インフラ投資による内需拡大を背景に地方債務の増加リスク
- ・ 地方政府に新たな財源確保
- ・ 民間資本の吸収
- ・ 国家プロジェクトの安心感

## ■ 新インフラ（新基建）

- ・ デジタルインフラ（5Gアンテナ基地局、データセンター）
- ・ 超高压送電網、電気自動車の充電ネットワーク

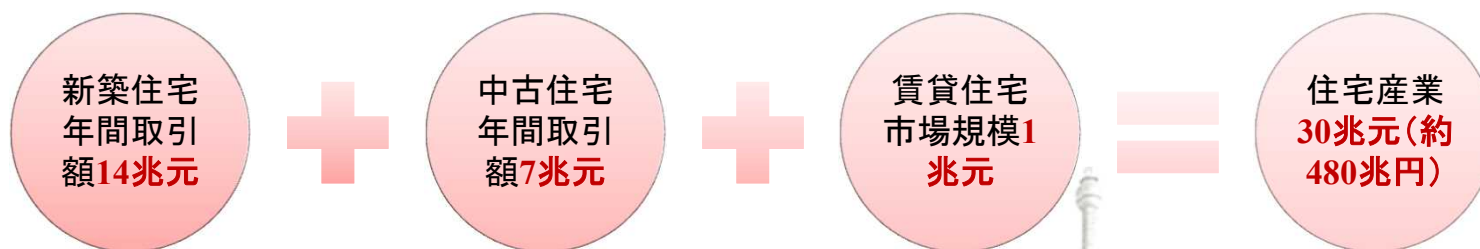


※北京大学光華管理学院試算

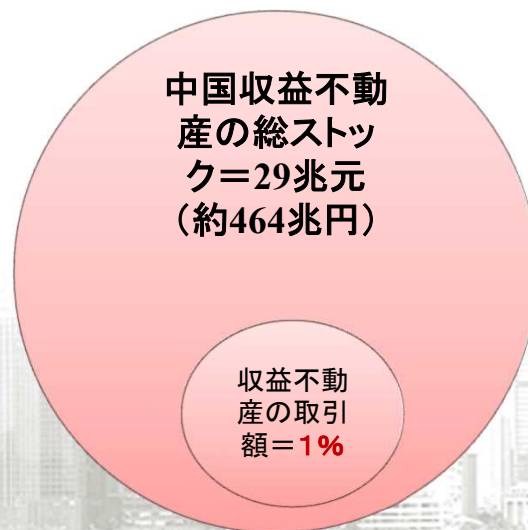
# 公募リート(C-REIT)の展望

## ■ 賃貸住宅

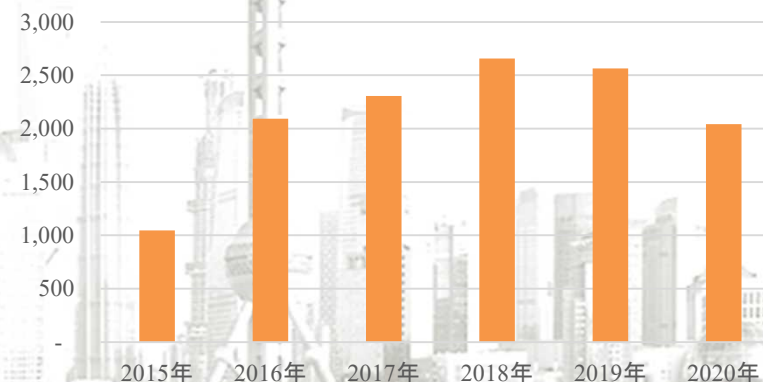
- ・ 雄安、海南



## ■ 商業不動産



収益不動産取引額(億元)



出所：CBREデータに基づきJREI作成

---

## 一般財団法人日本不動産研究所

国際部 中華圏担当 林 述斌 (jyutuhin-lin@jrei.jp)  
池亀 良枝 (yoshie-ikegame@jrei.jp)  
康 政 (zheng-kang@jrei.jp)

東京都港区虎ノ門1丁目3番1号 東京虎ノ門グローバルスクエア  
Tel. 03-3503-5347 (代表)

## 不動研(上海)投資諮詢有限公司

董事總經理 粕谷 孝治 (koji-kasuya@jrei.jp)  
副總經理 韓 寧寧 (ningning-han@jrei.jp)

上海市静安区南京西路1601号 越洋広場38F  
Tel. +86-21-6137-3281