

## 中国本土における公募型インフラ REIT 市場の誕生 — 制度設計の概要と課題 —

関根 栄一、宋 良也

### 【 要 約 】

1. 中国証券監督管理委員会（証監会）と国家発展改革委員会（発改委）は2020年4月30日、「証監会・発改委によるインフラ型不動産投資信託基金（REIT）実験導入（テスト）関連業務の推進に関する通知」を公表し、中国における公募型インフラ REIT のテストが開始された。一年超の準備期間を経て、2021年6月21日、上海、深圳の両証券取引所において、初めて公募型インフラ REIT が9本上場した。
2. 中国における公募型インフラ REIT は、①原資産は当局が指定する種類のインフラに特化している、②複雑な「公募ファンド+資産担保特別プラン」のスキームを採用している、という特徴がある。第一弾として上場した9本の公募型インフラ REIT は、高速道路、インダストリアルパーク、倉庫物流、汚染水処理施設などを原資産としており、発行金額は合計で314.03億元となっている（2021年6月21日の上場時点）。
3. オリジネーターにとって、公募型インフラ REIT は、保有するインフラ資産を活用して資金調達する有力なツールとなろう。投資家にとっては、公募型インフラ REIT のリスク・リターン特性が債券と株式の間になると考えられるため、投資ポートフォリオにおける資産分散効果を発揮し、長期運用ニーズに適合することが期待される。
4. 一方で、公募型インフラ REIT には、①スキームが複雑、②運営段階における税制優遇措置が不足、③公募ファンドが公募型インフラ REIT に規制上投資できない、などの課題が挙げられる。公募 REIT 市場の更なる拡大に向けて、税制上の優遇措置や、REIT スキームの簡素化を図るための法改正といった改革がカギとなろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 宋良也「中国における公募 REIT 実現の可能性」野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）。
- ・ 宋良也「急成長している中国の資産証券化市場」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号（ウェブサイト版）。
- ・ 関志雄「収束に向かう中国の地方政府性債務問題—融資プラットフォーム会社の整理を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2011年秋号。

## I はじめに

2021年6月21日、中国本土の証券取引所（上海、深圳）において、公募型インフラ REIT が9本上場した。原資産がインフラ案件に特化した商品であるものの、中国本土での公募 REIT 上場が本格的に始動したものであり、資本市場改革の重要な一環とも位置付けられている。本稿では、公募型インフラ REIT の上場の実験の経緯・背景や関連政策に触れ、上場した9本の公募型インフラ REIT 銘柄の概況及び代表的な事例を紹介しつつ、中国における公募 REIT 市場の課題や今後の展望を見ていく。

## II 公募型インフラ REIT の上場の概況

### 1. 公募型インフラ REIT の上場までの経緯

中国における公募型インフラ REIT 市場創設の議論は、インフラ分野での資産証券化の商品開発の流れがきっかけとなった。国家発展改革委員会（発改委）、中国証券監督管理委員会（証監会）は2016年12月に、共同で「伝統的なインフラ分野の官民パートナーシップ（PPP）プロジェクトの資産証券化関連業務の推進に関する通知」を公布した。同通知は「証監会は発改委などの関連部門と共同で、不動産投資信託基金を推進し、伝統的なインフラプロジェクトの建設を支援する」と言及し、REIT を「不動産投資信託基金」と呼ぶこと、そしてインフラ建設支援が REIT 市場創設の意義とした<sup>1</sup>。

その後、2018年6月に、発改委（投資司）と証監会（債券部）は共同でインフラ REIT 座談会を開催し、大学、企業及び金融機関の専門家を招き、中国における公募型インフラ REIT に関する調査研究と実験が必要であるという方向性を確認した<sup>2</sup>。この座談会を契機に両部門は関連政策の制定に着手し、2020年4月30日に、国務院（内閣）を通じ、「証監会・発改委によるインフラ不動産投資信託基金（REIT）実験（テスト）<sup>3</sup>導入関連業務の推進に関する通知」を公布した<sup>4</sup>。同時に、証監会は「公開募集インフラ型証券投資基金指針（試行）」案を公表、パブリックコメントを募集し（指針自体は2020年8月6日に公布された）<sup>5</sup>、公募型インフラ REIT への取り組みが本格化した。並行して発改委は、

<sup>1</sup> 発改委・証監会「伝統的なインフラ分野の官民パートナーシップ（PPP）プロジェクトの資産証券化関連業務の推進に関する通知」2016年12月21日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1001600/content.shtml>>

<sup>2</sup> 韓志峰・張崢など『REITs：中国道路』人民出版社、2021年6月。

<sup>3</sup> 中国で新規の商品・サービスまたは法律・規制を導入する際、まずは一定の条件（または制限）の下で実験を行い、実験の効果を見極めた上で、条件・制限なしでの導入を実施するというやり方を一般的に採用している。今般の公募型インフラ REIT の導入は、同通知によりまだ実験段階にあり、実験の結果を踏まえ、今後、更に一般的な公募型 REIT 制度を導入する可能性があると考えられる。

<sup>4</sup> 証監会・発改委「中国証監会・国家発展改革委員会によるインフラ不動産投資信託基金（REIT）実験（テスト）導入関連業務の推進に関する通知」2020年4月30日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000786/content.shtml>>

<sup>5</sup> 証監会「公開募集インフラ証券投資基金指針（試行）」2020年8月6日。

<<http://www.csrc.gov.cn/shanghai/c105565/cb58ad6e19ea44e05b7bd83b1113718c2/content.shtml>>

2020年7月末より本件実験に参加する企業の申請を受理しはじめ、原資産となるプロジェクト第1陣を証監会に提出した。その後、上海証券取引所は2020年9月4日に「インフラ分野の不動産投資信託（REIT）関連業務規則のパブリックコメントの募集に関する通知」を公布し、公募型インフラ REIT の業務弁法（試行）及び募集・販売などの業務指針（試行）のパブリックコメントを募集した（これら規則の正式版は2021年1月29日に公布された）<sup>6</sup>。そして、証監会は2021年4月21日より、公募 REIT の上場申請を正式に受理し始め、同年5月17日、9本の公募型インフラ REIT を登録し、同年6月21日に証券取引所への上場を実現した。

## 2. 公募型インフラ REIT の概要

### 1) 発改委による公募型インフラ REIT の原資産に関する規定

前述の証監会・発改委による実験の申請に関する通知によれば、公募型インフラ REIT の原資産は、重点地域・産業におけるプロジェクトを優先的に支援することとなった。

第一に、重点地域とは、①京津冀デルタ（北京・天津・河北省地域）、雄安新区、長江経済ベルト、グレートベイエリア、長江デルタ、海南自由貿易港などの「国家重大戦略区域」、②国務院が認可する国家級新区及び国家級経済技術開発区、を指している。

第二に、重点産業プロジェクトとは、①処理能力や容量の面でボトルネックがあることみなされている従来型のインフラ施設、②新型インフラ施設を指す（図表1）。これらのうち、①には、物流施設、交通施設、都市施設、生態環境保護施設を含む4つのカテゴリーがある。また、②では、データセンター関連施設、5Gなどの通信・IoT関連施設、スマート交通・スマート都市関連施設、インダストリアルパーク関連施設の4つのカテゴリーがある。

その後、発改委は、2021年6月29日に「インフラ分野の REIT テストの業務を更に改善するための通知」を公布し、テストに参加する企業の原資産の範囲を拡大した。具体的には、①の従来型のインフラに駐車場を加え、また、新しいカテゴリーとしてクリーンエネルギー関連施設、保障性賃貸住宅<sup>7</sup>、水供給・水力発電の機能を持つインフラ施設や旅行関連施設などが加わった。インフラには入らない商業用不動産（ホ

<sup>6</sup> 上海証券取引所「公開募集インフラ証券投資基金（REIT）業務弁法（試行）」2021年1月29日。

<<http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/reits/c/5313500.shtml>>

上海証券取引所「公開募集インフラ証券投資基金（REIT）規則適用指針第1号——審査注目事項（試行）」2021年1月29日。

<<http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/reits/c/5313515.shtml>>

上海証券取引所「公開募集インフラ証券投資基金（REIT）規則適用指針第2号——販売業務（試行）」2021年1月29日。

<<http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/reits/c/5313516.shtml>>

<sup>7</sup> 保障性賃貸住宅とは、低所得世帯に対し政府が提供する賃料が廉価に設定されている賃貸専用住宅を指す。保障性賃貸住宅の建設の推進は、中国における住宅保障制度改革の一環でもある。

図表 1 公募型インフラ REIT の分類

	2020年4月30日の通知における分類	2021年6月29日の新通知における分類(追加分含む)
従来型のインフラ	倉庫・物流施設	倉庫・物流インフラ:①一般の倉庫、②冷凍倉庫を含む専門倉庫
	有料道路・鉄道・空港・港、などの施設	交通インフラ:①有料道路、②鉄道、③空港、④港
	都市汚染水ゴミ処理及び資源化利用、固体・危険・医療など廃棄物処理、大量固体廃棄物総合利用、などのプロジェクト	生態環境保護インフラ:①都市汚染水ゴミ処理及び資源化利用、②固体・危険・医療など廃棄物処理、③大量固体廃棄物総合利用
	都市インフラ:①水供給、②電気供給、③天然ガス供給、④熱供給、などのプロジェクト	都市インフラ:①水供給、②電気供給、③天然ガス供給、④熱供給、⑤駐車場、などのプロジェクト
新型インフラ	データセンター、人工知能(AI)、インテリジェント・コンピューティング・センター(ICS)、などのプロジェクト	新型インフラ:①データセンター類、②AI、③5G、④通信タワー、⑤IoT、⑥産業用インターネット、⑦高速ネット、⑧ケーブルテレビネット、⑨スマート交通、⑩スマートエネルギー、⑪スマートシティ、などのプロジェクト
	5G、通信タワー、モノのインターネット(IoT)、産業用インターネット、高速ネット、ケーブルテレビネット、などのプロジェクト	
	スマート交通、スマートエネルギー、スマートシティ、などのプロジェクト	
	国家戦略性新興産業集群、ハイテク産業園、特色産業園(研究開発、イノベーション設計・試験プラットフォーム、工場施設、創業インキュベーション施設、産業アクセラレーター、産業発展サービスプラットフォームなどの業態に限定)	園区インフラ(自由貿易試験区、国家級新区、国家級・省級開発区、戦略性新興産業集群に立地する):①研究開発プラットフォーム、②工場施設、③創業インキュベーション施設、④産業アクセラレーター、⑤産業発展サービスプラットフォーム、などのインフラ
新カテゴリー		エネルギーインフラ:風力発電、太陽光発電、水力発電、天然ガス発電、バイオマス発電、原子力発電などのクリーンエネルギープロジェクト、特別高圧送電設備、配電網拡張、小規模発電網、充電インフラ設備、分散型電源設備
		保障性賃貸住宅(各直轄市及び人口が純流入する大都市)
		その他分野:①水供給・水力発電の機能を持つインフラ施設、②自然文化遺産、国家AAAAA級旅行景観地区など収益の高い旅行インフラ

(注) 太字の部分は、新通知における分類の追加分となる。

(出所) 国家発展改革委員会より野村資本市場研究所作成

テル、ショッピングモール、オフィスビル) は、引き続き原資産の対象外とされている。

対象施設を原資産として認めるための条件として、第一にインフラの権利所有が明確であり、オリジネーターが直接または間接的に所有権、運営権または収益権を保有していること、第二に土地の使用が法律上の規定を満たしていること、第三にオリジネーターを含むインフラ資産保有者全員が原資産の譲渡に対して同意していること、第四に原資産の経営期間が3年以上で(長期・安定的な収益が実現している場合は3年以下でもよい)、直近3年間の賃貸収益から生み出されるキャッシュフローがプラスであり、今後3年間の予想分配金利回りとして4%以上を見込んでいること、第五に初回の商品組成・上場にあたって、原資産の評価価値が10億元以上であること、追加募集の場合は初回の資産規模の2倍以上となること、などが規定されている。

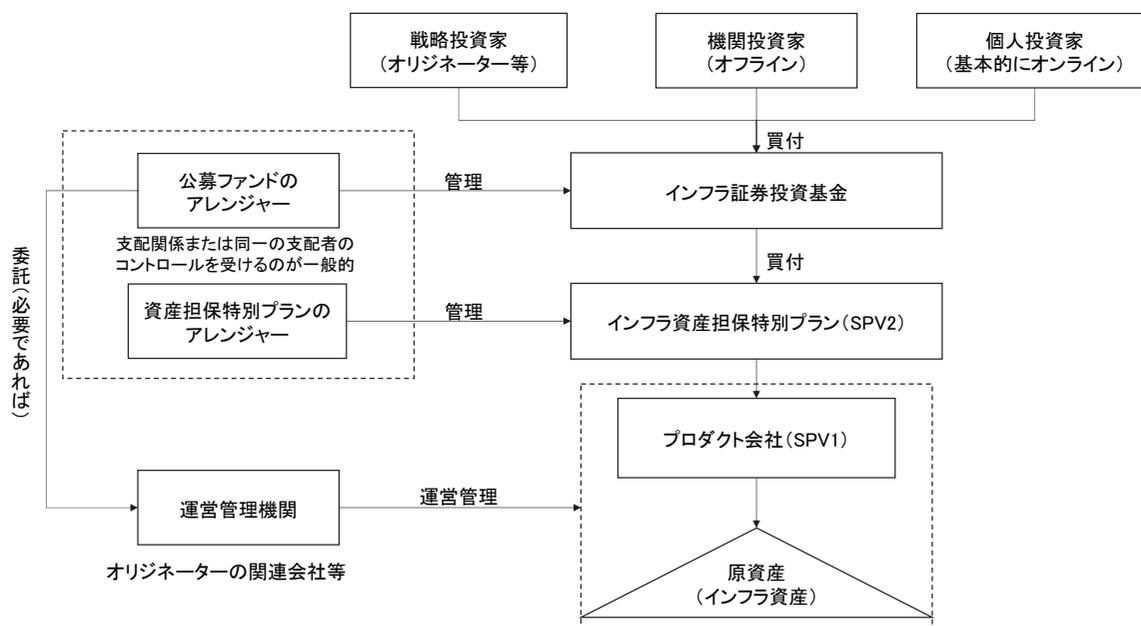
## 2) 証监会による公募型インフラ REIT の指針における内容

### (1) 公募型インフラ REIT の共通スキーム

証监会の公募型インフラ REIT の指針によれば、中国の公募型インフラ REIT は、「公募ファンド+資産担保特別プラン」のスキームを使っているため、他国の公募 REIT と比べて、スキームが複雑になっている点が指摘できる(図表 2)。

まず、中国の公募型インフラ REIT のスキーム構築はオリジネーターが、自社が保有するインフラ原資産を特別目的事業体(SPV)である「プロダクト会社(法人格あ

図表 2 公募型インフラ REIT のスキーム



(出所) 募集報告書より野村資本市場研究所作成

り)」に譲渡することから始まる。次に、プロダクト会社の全株式は、別の SPV である「インフラ型資産担保特別プラン（法人格なし）」に譲渡され、同株式を裏付けに、「インフラ型資産担保特別プラン」が資産担保証券（ABS）を発行する。更に、公募型インフラ REIT の本体の公募ファンド（インフラ証券投資基金）が投資家から資金を集め、当該 ABS を買い付けるという仕組みとなる。すなわち、この「インフラ証券投資基金」は契約型投資信託の構造を有しており、投資法人（会社型投資信託）の形態をとる J-REIT との相違点のひとつとして指摘できよう。

## （２）公募ファンドの運用について

証監会が公布した同指針では、公募型インフラ REIT における公募ファンドの部分に対しても規定を設けている。その中で、投資家から募集する資金の 80%以上を資産担保特別プランが発行する全ての ABS に投資すると規定しており、併せて ABS を通じてインフラプロジェクトの完全な所有権または経営権を保有することが義務付けられている。また、公募型インフラ REIT はクローズドエンド方式で運用され、分配可能金額の 90%以上を投資家に対し分配金の形で還元することが義務付けられており、還元回数は年 1 回以上となっている。分配可能金額とは、REIT の純利益に対し、適切な調整を加えた金額で規定されている。調整において考慮すべき要素は、①インフラ資産の公正価格の変動による損益、②物件の減価償却による損益、③プロダクト会社の持続的な発展、債務返済力、経営によるキャッシュフローなどとなっている。

負債に関しては、インフラプロジェクトが債務を抱えている状態での組成・発行及び発行後における運営などのための借入は認められている。一方で、公募ファンドに

における純資産に対する総資産の比率は 140%以下、その他プロジェクトの資産購入用に借り入れた金額は純資産の 20%以下という制限がある。

保有インフラ資産の売却及び外部成長（追加的なインフラ資産の購入）に関しては、同指針の第 32 条において、公募型インフラ REIT における公募ファンドの持分保有者大会（株主総会に相当）での議決が必要とされる。具体的には、①公募ファンド純資産の 20~50%に相当するインフラ資産の購入・売却の場合、持分保有者大会において議決権の半数以上の同意が必要となっており、また②公募ファンド純資産の 50%以上に相当するインフラ資産の購入・売却の場合、同議決権での 3 分の 2 以上の同意が必要となっている。更に、上記資産の売却・購入を含む重要事項の議決のために持分保有者大会を開催する場合は、公募型インフラ REIT のアレンジャーをはじめとする関係者は、取引の概況、対象インフラ資産・取引相手の基本状況、対象インフラ資産のプライシング方式、取引の主なりリスクなどの情報を開示しなければならない。なお、執筆時点で、追加的なインフラ資産の購入における具体的な規則は定められていないため、外部成長のための施策は難しい可能性が高いと考えられる。

税制に関しては、中国の公募型インフラ REIT は、90%以上の分配可能収益を投資家に還元することが義務付けられているが、損金算入ができないため、REIT の運営にあたって、プロダクト会社に対する企業所得税（法人課税）が免除されていない。また、投資家が受け取る配当所得に対しては、個人所得税は徴収されないものの、資産担保特別プランが公募ファンドに配当所得を譲渡する際には、20%の個人所得税を差し引いて譲渡する必要があるため、実質的に配当所得に対し個人所得税が課されることとなり、二重課税がなされている状態である。こうした税制上の取り扱いも、J-REIT や US-REIT の違いとして指摘することができよう。

### （3）適格な投資家及び REIT の買付に関する規定

公募型インフラ REIT の発行市場での投資家は、第一にオリジネーターとしての「戦略投資家」（オリジネーターから実質的支配を受ける関係者を含む）、第二にオンラインで買付を申請する機関投資家、第三に個人投資家、から構成される。そのうち、第一の戦略投資家に対しては、公募型インフラ REIT の発行口数の 20%以上を保有することが義務付けられており、同時に 20%持分の保有期間は 60 か月以上、20%を超える持分の保有期間は 36 か月以上と定められている。第二の機関投資家も第一の「戦略投資家」として参加が可能ではあるが、その場合、保有期間は最低 12 か月と定められている。また、第二の機関投資家向けに発行する持分は、第一の戦略投資家向けに発行する持分を除外し、残りの部分の 70%以上と定められている。第三の個人投資家は、代理販売機関を通じて購入することが規定されている。

上場後の公募型インフラ REIT では、証券取引所にて取引されることが可能となるため、証券口座を持つ個人投資家が直接取引所で取引することも可能である。証券口座を持たない場合は、代理販売機関を通じた場外取引も可能となっている。

#### (4) 情報開示と投資家保護について

公募型インフラ REIT の発行段階では、募集説明書において、公募型インフラ REIT のスキーム、SPV の状況、財務状況、業績分析、キャッシュフローの予測・分析、将来の展望、オリジネーターの状況などについて、開示する必要がある。また、戦略投資家の選定基準や、各種投資家向けの販売比率も基金契約書などの書類にて公開する必要がある。他に、発行後の定期的な情報開示は一般の公募ファンドと同様に扱うほか、基金資産に 10%以上の損失が生じた場合や、プロダクト会社が借り入れを行った場合、インフラプロジェクトの追加募集や買付を行った場合、キャッシュフローに大きな変動が起こるケースなどでは、臨時的な重要事項開示が必要となる。

投資家保護に関して、アレンジャー及び代理販売機関による投資家の適格性管理が義務づけられ、投資家のリスク許容度や投資目標の明確化などの設定を事前に行うべきと規定されている。また、リスクに関する情報の提示について、顧客向け資料には、公募型インフラ REIT の運営・取引などの各プロセスにおけるリスク要素の明確化が義務付けられている。

### 3) 上海・深圳証券取引所による取引規則の内容

#### (1) 取引方式について

公募型インフラ REIT の取引は、①オークション方式、②ブロック取引、③オファー、④ブックビルディング、⑤カウンターパーティーとの協議取引などが可能となる。そのうち、オークション方式とブロック取引は取引所におけるファンド取引の規定が適用され、オファー、ブックビルディング、カウンターパーティーとの協議取引は、取引所における債券取引の規定が適用されることとなる。上記取引方式のうち、①のオークション方式は、日本国内において株式と同じ扱いである J-REIT に適用される板寄せ・ザラバ方式に相当する。

#### (2) 取引の特徴について

公募型インフラ REIT は、取引方式毎に特徴がそれぞれ異なっている。まず、コールオークション方式では、株式と同様で、9:15~9:25 の時間帯はコールオークション、9:30~11:30 と 13:00~15:00 の時間帯は連続オークションとなる。買付の最小単位は 100 口であり、取引システムが適用される最大の取引単位は 99,999,900 口となり、価格変動の最小単位は 0.001 元となる。

次に、ブロック取引は、①取引意向の申告、②取引執行済の申告が規定されており、①は 9:30~11:30 と 13:00~15:00 の時間帯にて行われるが、②は 15:00~15:30 の時間帯で行われる必要がある。また、ブロック取引の最小単位は 1,000 口であり、価格変動の最小単位は 0.001 元となる。

更に、株式の売買と異なる特徴として、公募型インフラ REIT のオファー、ブックビルディング、カウンターパーティーとの協議取引などの取引方式は、証券取引所が

開発・運営している債券の総合プラットフォームにて行われることとなり、取引が可能な時間帯は 9:30~11:30 と 13:00~15:00 である。取引口数は 100,000 口からで、最小単位は 1,000 口であり、価格変動の最小単位は 0.001 元となる。

上記のすべての取引方式に対し、公募型インフラ REIT は J-REIT と同様で、1 日の値幅制限（ストップ高・ストップ安）が定められている。具体的には、上場初日は 30% で、その後は同 10% となる。

### (3) マーケットメイク制度の導入

前述の公募型インフラ REIT の業務弁法では、「公募型インフラ REIT の上場期間中、基金管理人（アレンジャー）は原則的に、1 社以上の流動性サービス者を指定し、売り買いの双方向の注文提示（気配提示に相当）などのサービスを提供しなければならない」との規定がある。流動性サービス者とは、上海証券取引所と深圳証券取引所が公布した流動性サービスに関する規定<sup>8</sup>に基づき、主に証券会社を対象としたマーケットメイカーを指している。従って、同規定は公募型インフラ REIT におけるマーケットメイク制度の適用を意味している。

## 3. 上場した 9 本の公募型インフラ REIT の基本情報

### 1) 公募型インフラ REIT の上場後の概況

2021 年 6 月 21 日に上場した 9 本の公募型インフラ REIT は、合計で約 314.03 億元を募集することとなり、募集金額<sup>9</sup>が最も小さいのは中航首鋼生物質クローズドエンド式インフラ証券投資基金、最も大きいのは平安広州交投広河高速公路クローズドエンド式インフラ証券投資基金である（図表 3）。

クローズドエンド期間が最も短いのは浙商証券滬杭甬杭徽高速クローズドエンド式インフラ証券投資基金と華安張江光大園クローズドエンド式インフラ証券投資基金で 20 年間、最も長いのは平安広州交投広河高速公路クローズドエンド式インフラ証券投資基金で 99 年間となっている。また、戦略投資家の出資比率が最も高いのは平安広州交投広河高速公路クローズドエンド式インフラ証券投資基金の 79% で、最も低いのは華安張江光大園クローズドエンド式インフラ証券投資基金の 55.3% となっている。いずれも規定の 20% を大幅に超えており、オリジネーターの同インフラプロ

<sup>8</sup> 上海証券取引所「上場基金流動性サービス業務指針（2018 年修訂）」2018 年 12 月 14 日。  
 <[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/main/trading/fund/c/c\\_20190228\\_4727968.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/main/trading/fund/c/c_20190228_4727968.shtml)>  
 上海証券取引所「基金自律監督管理規則適用指針第 2 号——上場基金マーケットメイク業務」2021 年 3 月 23 日。  
 <[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/fund/trading/c/c\\_20210323\\_5346297.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/fund/trading/c/c_20210323_5346297.shtml)>  
 深圳証券取引所「証券投資基金業務指針第 2 号——流動性サービス」2021 年 4 月 9 日。  
 <[http://www.szse.cn/lawrules/rule/fund/trade/t20210409\\_585479.html](http://www.szse.cn/lawrules/rule/fund/trade/t20210409_585479.html)>

<sup>9</sup> 募集金額は、ブックビルディングの結果に基づき、公募型インフラ REIT が投資家から募集する予定の金額を指す。

プロジェクトに対する見方が強気であることが伺える。予想分配金利回りは4~12%であり、高速道路料金をキャッシュフローとして獲得する浙商証券滬杭甬杭徽高速クローズドエンド式インフラ型証券投資基金の分配金利回りが最も高い。一方で、公募価格と比べて、全銘柄の基準価格<sup>10</sup>は上昇しており、騰落率では最高で75.9%増となった銘柄もある(2022年1月27日時点のデータ)。

また、2021年6月21日の上場初日では、9本の公募型インフラREITの取引高は合計で18.6億元に上ったものの、その後の取引は必ずしも活発ではなく、上場から6ヶ月近く経った2021年末までの取引金額は合計で234.99億元であった(図表4)。

図表3 上場済の9本の公募型インフラREITの関連情報

全称	取引所	投資家の比率(%)			予想配当利回り		クローズド 期間	公募価格 (元/口)	公募口数 (億口)	募集金額 (億元)	基準価格 (元/口)	騰落率
		戦略投資家	機関投資家	個人投資家	2021年	2022年						
華安張江光大園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海	55.3%	31.3%	13.4%	4.74%	4.11%	20年	2.99	5	14.95	3.93	31.4%
浙商証券滬杭甬杭徽高速 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海	74.3%	21.8%	3.9%	12.00%	11.00%	20年	8.72	5	43.60	10.25	17.6%
富国首創水務 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海	76.0%	16.8%	7.2%	8.71%	9.13%	26年	3.7	5	18.50	6.51	75.9%
東吳蘇州工業園区産業園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海	60.0%	30.0%	10.0%	4.50%	4.54%	40年	3.88	9	34.92	4.81	24.0%
中金普洛斯倉儲物流 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海	72.0%	19.6%	8.4%	4.45%	4.48%	50年	3.89	15	58.35	5.00	28.6%
博時招商蛇口産業園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	深圳	65.0%	24.5%	10.5%	4.10%	4.17%	50年	2.31	9	20.79	2.99	29.4%
平安広州交投広河高速公路 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	深圳	79.0%	14.7%	6.3%	6.19%	7.20%	99年	13.02	7	91.14	13.82	6.1%
紅土創新塩田港倉儲物流 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	深圳	60.0%	28.0%	12.0%	4.47%	4.75%	36年	2.3	8	18.40	3.49	51.9%
中航首鋼生物質 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	深圳	60.0%	28.0%	12.0%	5.92%	8.33%	21年	13.38	1	13.38	18.22	36.2%

- (注) 1. 2022年1月27日時点のデータ。  
2. 騰落率とは、公募価格からの変化率を指す。  
(出所) 募集報告書などより野村資本市場研究所作成

図表4 上場済の9本の公募型インフラREITの取引金額

時間	取引口数(億口)			取引金額(億元)		
	上海証券取引所	深圳証券取引所	合計	上海証券取引所	深圳証券取引所	合計
2021年6月	4.86	3.87	8.73	21.01	15.44	36.44
2021年7月	1.65	2.23	3.88	6.85	8.52	15.37
2021年8月	2.19	2.04	4.23	9.15	9.82	18.97
2021年9月	4.01	2.29	6.31	17.66	13.07	30.73
2021年10月	3.36	1.81	5.16	15.67	11.05	26.72
2021年11月	6.07	2.70	8.77	28.57	15.02	43.59
2021年12月	7.31	4.44	11.75	35.37	27.80	63.17
合計	29.44	19.38	48.82	134.27	100.72	234.99

- (注) 2022年1月4日時点のデータ。  
(出所) Windなどより野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 公募型インフラREITは公募ファンドとして扱われているため、1口の価格を「基準価格」と表現しており、J-REITの株価に相当する。

## 2) 公募型インフラ REIT 市場のプレイヤー

9本の上場した公募型インフラ REIT のプレイヤーを見ると、オリジネーターは1社（普洛斯中国 HD [GLP の中国子会社]）を除いてその他は国有企業であることがわかる。

また、アレンジャーのうち、REIT の本体である公募ファンドを組成したアレンジャーは1社を除いてその他は基金管理会社、資産担保特別プランのアレンジャーは4社が証券会社、その他は証券会社または基金管理会社傘下の資産管理子会社である。その他では、招商銀行は7本の公募型インフラ REIT のカストディアンとなっており、中国国際金融（CICC）はすべての公募型インフラ REIT のマーケットメイカーとして選ばれていることが特徴として挙げられる（図表5）。

図表5 上場済の9本の公募型インフラ REIT のプレイヤー

全称	オリジネーター	アレンジャー		カストディアン	マーケットメイカー
		公募ファンド	資産担保特別プラン		
華安張江光大園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	上海光全投資センター(LP) 光控安石(北京)投資管理	華安基金管理	上海国泰君安証券資産 管理	招商銀行	国泰君安証券、中国国際金融 (CICC)、広発証券
浙商証券滬杭甬杭徽高速 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	浙江滬杭甬高速公路	浙江浙商証券資 産管理	浙江浙商証券資産管理	招商銀行	申万宏源証券、中信証券、広発 証券、中信建投証券、東方証 券、CICC
富国首創水務 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	北京首創生態環保集団	富国基金管理	富国資産管理(上海)	招商銀行	東方証券、広発証券、申万宏源 証券、中信証券、中国銀河証 券、CICC
東吳蘇州工業園区産業園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	蘇州工業園区科技発展 蘇州工業園区建屋産業園開発	東吳基金管理	東吳証券	招商銀行	CICC、広発証券、中信証券、 申万宏源証券、華泰証券
中金普洛斯倉儲物流 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	普洛斯中国HD	CICC基金管理	CICC	興業銀行	国泰君安証券、申万宏源証券、 CICC、広発証券、国信証券
博時招商蛇口産業園 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	招商局蛇口工業区HD	博時基金管理	博時資本管理	招商銀行	中信証券、CICC、招商証券、 申万宏源証券
平安広州交投広河高速公路 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	広州交通投資集団	平安基金管理	平安証券	中国工商銀行	平安証券、CICC、申万宏源証 券、華泰証券、東方証券、広発 証券、中国銀河証券、方正証券
紅土創新塩田港倉儲物流 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	深圳市塩田港集団	紅土創新基金管 理	深創投紅土資産管理(深 圳)	招商銀行	CICC、中信証券
中航首鋼生物質 クローズドエンド式 インフラ証券投資基金	首鋼環境産業	中航基金管理	中航証券	招商銀行	華泰証券、中国銀河証券、 CICC、申万宏源証券

(注) 2022年1月4日時点のデータ。

(出所) 募集説明書などより野村資本市場研究所作成

## III 公募型インフラ REIT の意義

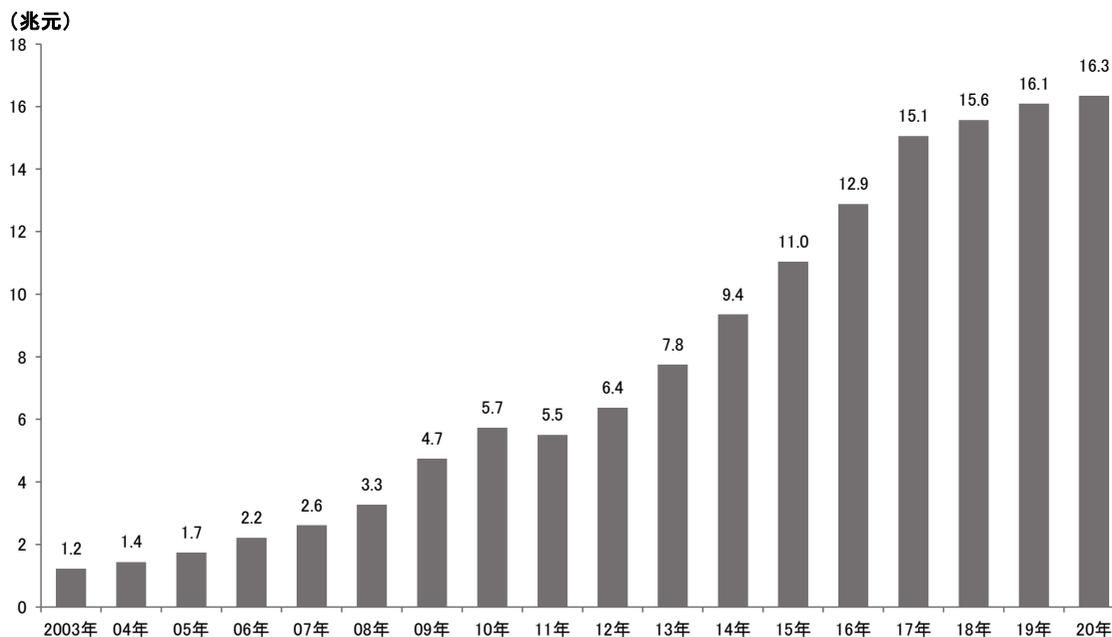
### 1. オリジネーターにとっての公募型インフラ REIT

#### 1) インフラ投資の減速を迎える地方政府

中国におけるインフラ投資は、長期間にわたり伸び続けてきた。インフラ投資の年間投資金額（フロー）は、2020年の場合、約16.3兆円まで拡大してきている（図表6）。他方、インフラ向け投資残高は、2019年末時点において114兆円までに拡大するとの推計があった<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> 北京大学・光華管理学院「中国基礎施設 REITs 創新発展研究」2019年1月。

図表 6 中国におけるインフラ投資金額



(注) 国家統計局のインフラの定義に基づき、①交通運輸・郵政業、②電信・ラジオテレビと衛星伝達サービス業、③インターネットと関連サービス業、④治水・環境と公共設備管理業、を含む。

(出所) 国家統計局より野村資本市場研究所作成

その中で、地方でのインフラ投資における資金調達は、地方政府が全てカバーするのではなく、地方政府の下に設立された融資プラットフォーム会社が、地方政府による暗黙の保証をバックに、地方政府と同様の信用力を持って、証券取引所・銀行間債券市場などを介さずに、投資家から集団投資スキームで実質的なデット商品（非標準化債権資産）を主に発行してきたが、2018年の資産管理業界における新規制を受け<sup>12</sup>、地方政府の債務規模の拡大が制限され、インフラ投資の資金需要が満たせなくなっている。

## 2) 民間資金の活用による資金調達を図る地方政府・国有企業

前述のように、地方政府は今までのインフラ投資によって膨大な規模の既存債務を抱えている<sup>13</sup>。その対応策として、地方政府は新規の地方政府債を発行して、償還を迎える債務を借り換える形で対応しているが、既に大規模なインフラを保有する国有企業にとっても、保有するインフラ資産を活用して資金調達し、地方政府の過剰負債の解消を図ることが必要となりつつある。こうした背景から、公募型インフラ REIT市場整備の重要な目的の一つとして、地方政府の債務調達への依存度を下げ、レバレッジ比率を低減させることが挙げられよう。

<sup>12</sup> 関根栄一「中国・資産管理業界への包括的・横断的な規制導入の動き」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>13</sup> 関志雄「収束に向かう中国の地方政府性債務問題—融資プラットフォーム会社の整理を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2011年秋号を参照。

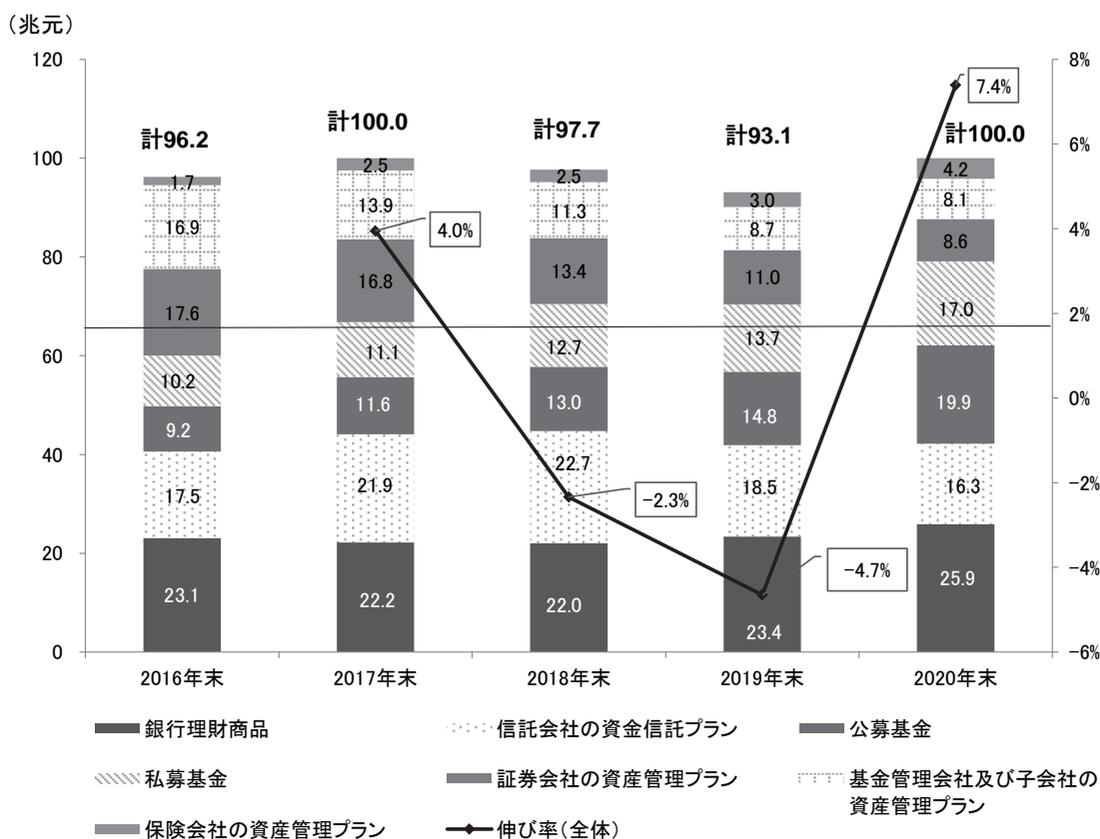
## 2. 投資家にとっての公募型インフラ REIT の潜在性

### 1) 機関投資家にとっての公募型インフラ REIT

中国で機関投資家が管理する資産規模は、2020年末時点で100兆元まで拡大している（図表7）。リスク水準が高い一部の資産管理商品（例えば、エクイティ型公募ファンド、私募ファンドなど）を除き、その他大半はリスク許容度が低い投資家向けの安全性・安定性を重視した資産管理商品となっている（例えば、銀行理財商品、債券型公募ファンド、保険会社の資産管理プランなど）。これらの資産管理商品のポートフォリオに配当利回りが比較的高い公募型インフラ REIT を導入することは、資産管理商品の運用をする機関投資家にとって必要不可欠といえよう。

また、機関投資家にとって、資産管理商品に係る規制（例えば、公募ファンドであれば実物資産への投資は不可など）により、インフラプロジェクトに直接投資するの

図表7 資産管理業界の商品種類別規模の推移



- (注) 1. 2016年末、2017年末は、中国人民銀行より引用。  
 2. 2018～2020年末は、中国銀行業協会、中国信託業協会、中国証券投資基金業協会、中国保険資産より引用。  
 3. 銀行理財商品は、オフバランス型のみが集計対象。

(出所) 中国人民銀行ほかより野村資本市場研究所作成

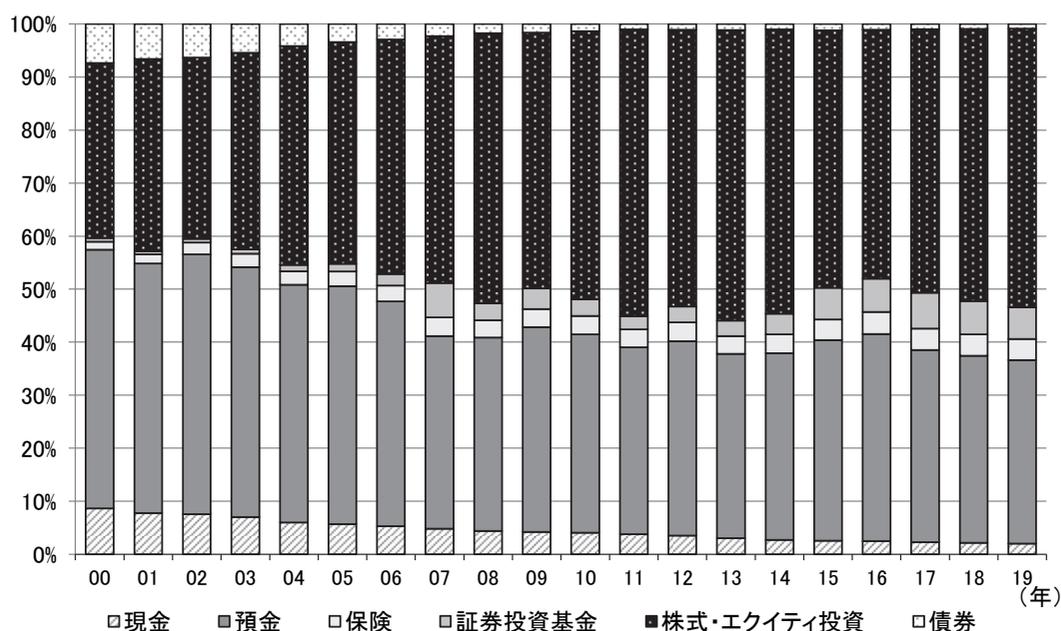
は難しい。既存のインフラ設備・プロジェクトが生み出す安定的なキャッシュフローを担保とする公募型インフラ REIT という証券化ツールは、機関投資家にとっても有力な投資対象となり得よう。

## 2) 個人投資家にとっての公募型インフラ REIT

国家金融・発展実験室（NIFD、主任は中国社会科学院・金融研究所元所長の李揚氏〔中国人民銀行・金融政策委員会委員も歴任〕）の傘下にある国家資産負債表研究センター（CNBS）は、2020年12月、『中国国家資産負債表 2020』第4版を公表した。同表に基づくと、2019年末時点の中国の住民部門の資産（個人金融資産）は323兆6,070億元であり、前年比13.9%増となっている。その内訳は、現金が6兆3,840億元（全体の2.0%）、預金が112兆669億元（同34.6%）、保険が12兆9,690億元（同4.0%）、証券投資基金が19兆2,424億元（同5.9%）、株式・エクイティ投資が170兆2,111億元（同52.6%）、債券が2兆7,336億元（同0.8%）となっている（図表8）。

預金保険によって元本が保証される銀行預金と、リターンはあるもののそれだけリスクも高い株式・エクイティ投資の割合が高いという特徴がある。一方、公募型インフラ REIT は、リスク・リターン特性が債券と株式の間になるため、個人投資家の投資ポートフォリオにおいて資産分散効果を発揮できる可能性がある。今後、公募型インフラ REIT は、個人投資家の長期運用ニーズにも適合する商品として位置づけられることが期待される。

図表8 中国における個人金融資産の内訳



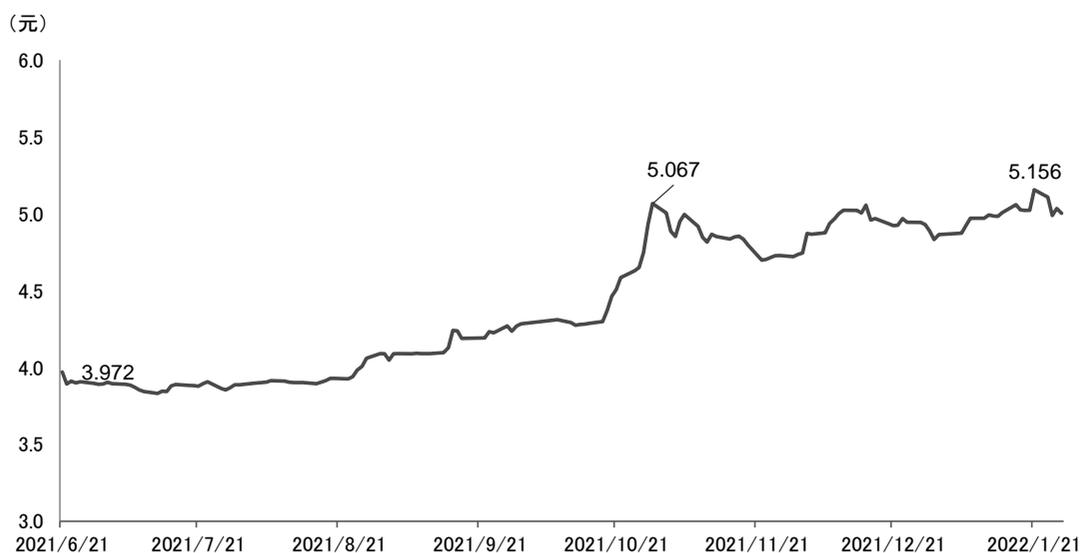
（出所）国家資産負債表研究センター（CNBS）より野村資本市場研究所作成



家から募集してきたものであり、募集比率はそれぞれ 72%、19.6%、8.4%となっている。また、オリジネーターの関係者である GLP Capital Investment 4(HK) Limited が 20% 出資している。最終的な発行総額は 58.35 億円で、調達資金はオリジネーターの 15 件の新規物流園区・インダストリアルパーク向けの資本金に充当する予定である。

基準価格を見ると、中金普洛斯倉儲物流公募型インフラ REIT の 2021 年 6 月 21 日の終値が 3.972 円で、その後 2022 年 1 月 21 日に 5.156 元の（執筆時点までの）最高値に達した（図表 10）。

図表 10 中金普洛斯倉儲物流公募型インフラ REIT の基準価格の推移



(注) 2022 年 1 月 27 日時点のデータ。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

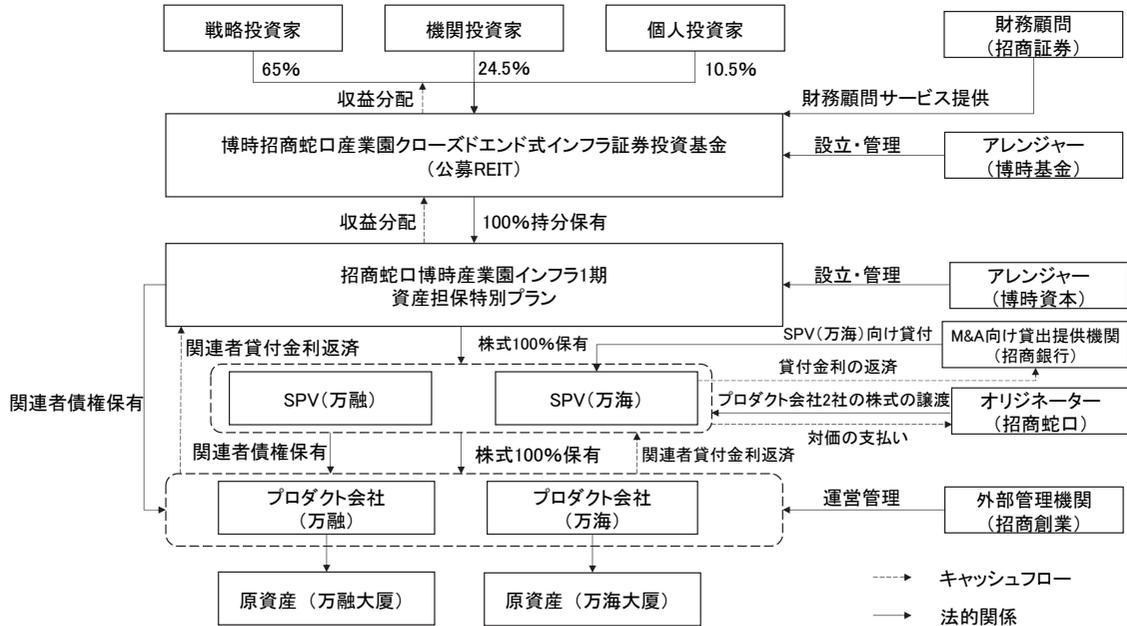
## 2. 「博時招商蛇口産業園クローズドエンド式インフラ型証券投資基金（公募 REIT）」

次に、深圳証券取引所で上場する博時招商蛇口産業園クローズドエンド式インフラ型証券投資基金を事例として取り上げる（図表 11）。

同 REIT のオリジネーターは、深圳市の招商局傘下の蛇口工業区ホールディングス（招商蛇口、深圳証券取引所に上場）で、広東省の深圳前海蛇口自由貿易試験区に立地する会社としては初めての公募 REIT となる。同社は、2019 年に香港で招商局商業不動産投資信託基金を発行した経験がある。また、公募ファンドのアレンジャーは博時基金管理、資産担保特別プランのアレンジャーは博時基金管理の 100% 子会社である博時資本管理がそれぞれ担当している。カストディアンは招商銀行で、財務顧問は招商証券が担当している。

同 REIT の原資産は、蛇口工業区に立地する蛇口網谷産業園であるが、同インダストリアルパークは深圳市の第 12 次 5 年計画における唯一のインターネット産業基地として、

図表 11 博時招商蛇口産業園公募型インフラ REIT のスキーム



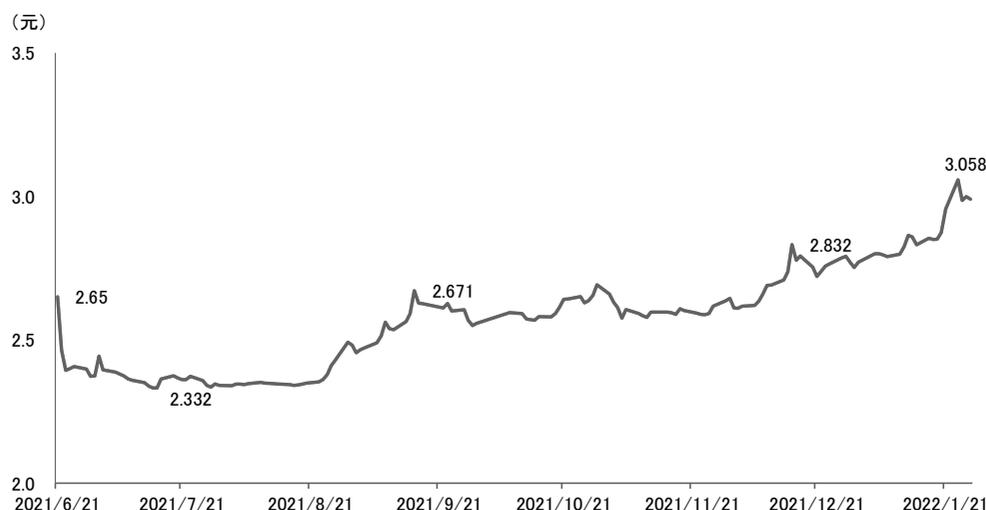
(出所) 「募集説明書」より野村資本市場研究所作成

企業の研究開発・イノベーションを支援してきた。原資産となる物件は、同基地内の研究開発用オフィスビルの「万融大厦」と「万海大厦」である。REIT の収益は、同物件における賃貸収入及びインフラ型サービス収入（例えば、広告収入、管理費収入、駐車場収入など）になる予定である。

同 REIT のスキームの特徴として、オリジネーターである招商蛇口は、対象不動産を保有する 2 社のプロダクト会社の株式を SPV に譲渡し、SPV は買い付けするための資金を招商銀行から借りてオリジネーターに支払う点が挙げられる。その上で、資産担保特別プランは、SPV の株式を裏付けに ABS を発行し、REIT の本体である公募ファンドが投資家から資金を集め、当該 ABS を買い付ける仕組みとなっている。そのうち、戦略投資家、機関投資家、個人投資家の出資比率はそれぞれ 65%、24.5%、10.5%となっている。最終的な発行総額は 20.79 億元で、募集資金は、招商局智慧城など 5 つの建設中のインダストリアルパークプロジェクトへの出資に使われる予定である。

基準価格を見ると、博時招商蛇口産業園公募型インフラ REIT の 2021 年 6 月 21 日の終値が 2.65 円で、その後一時 2.332 元の最低値に下落したが、2022 年 1 月 24 日に 3.058 元の（執筆時点までの）最高値に達した（図表 12）。

図表 12 博時招商蛇口産業園公募型インフラ REIT の基準価格の推移



(注) 2022年1月27日時点のデータ。

(出所) Windより野村資本市場研究所作成

## V 公募型インフラ REIT の課題

### 1. 複雑すぎる「公募基金＋資産担保特別プラン」のスキーム

公募型インフラ REIT のテストでは、REIT 向けの専門的な法整備がされていないため、既存の商品のスキームを使い、公募型インフラ REIT のスキームを組成する形で制度設計が行われた。具体的には、公募基金は現行の「証券投資基金法」の規定により、不動産物件やインフラなどの固定資産に直接投資できない。また、単独の企業（例えばインフラを保有する SPV であるプロダクト会社）に投資する金額は基金全体の 10%以下と定められているため、公募基金のみを SPV として定められない。一方で、資産担保特別プランは上記の制限を受けないが、現行の規定上、同プランが発行する ABS は私募である。これらの制限を回避するため、公募型インフラ REIT のスキームは公募基金と資産担保特別プランの二重構造を使う必要があった。

こうしたスキームは、現行法制度の下において大きな法改正がない状態でテストを実行しやすいというメリットがある。一方で、スキームが複雑になるにつれて、コストが高くなり、アレンジャーや運営会社などの責任の所属が不明確になるなどの問題が生じる恐れがある。

### 2. 運営段階における税制優遇措置の不足

2022年1月26日、財政部と国家税務総局は、「インフラ分野の不動産投資信託基金 (REIT) 実験 (テスト) の税収政策に関する公告」を公布した。同公告では、①公募型インフラ REIT の設立前の段階において、オリジネーターがプロダクト会社に不動産を譲

渡し、プロダクト会社の株式を取得する過程で発生する企業所得税が免除されること、②公募型インフラ REIT の設立時に、オリジネーターが保有するプロダクト会社株式を資産担保特別プランに譲渡する際の企業所得税を繰り延べることを可能にする、と規定した<sup>15</sup>。公募型インフラ REIT の設立前・設立時の税優遇措置は、オリジネーターの税金負担を軽減し、REIT による資金調達を促進することが可能といえよう。

一方で、同公告は公募型インフラ REIT の運営段階にける税優遇措置を設けていない。海外における一般的な公募 REIT は、租税特別措置法等に基づく導管性要件を満たせば、利益に対する法人課税を実質的に回避し、投資家向けの配当課税との二重課税を防ぐことができる。前述のように、中国の公募型インフラ REIT は、プロダクト会社の収益に対する企業所得税（25%）と、資産担保特別プランから公募ファンドに譲渡する配当所得に対する個人所得税（20%）を徴収している。すなわち、投資家にとって実質的に二重課税がなされている状態であり、REIT を対象とした税優遇措置が講じられていない。海外における一般的な公募 REIT と比べて税負担が大きく、投資家にとっての投資価値が損なわれていると言える。

### 3. 公募型インフラ REIT に投資できない公募ファンド

公募型インフラ REIT の潜在的な機関投資家は、銀行やその理財子会社が組成する銀行理財商品、証券会社が組成する証券資産管理プラン、保険会社が組成する保険資産管理プラン、基金管理会社が組成する公募ファンド・私募ファンド及び基金専用口座、信託会社が組成する信託プラン、などが想定される。一方で、「証券投資基金法」第七章・第 73 条の規定によれば、一般の公募ファンドが投資可能な商品は、上場取引されている株式や債券と、国务院証券監督管理機関が規定するその他証券及びオルタナティブ商品となっている<sup>16</sup>。後者に関しては、資産担保证券や先物など、公開市場で取引される証券などの「標準化商品」が含まれているが、公募型インフラ REIT は「標準化商品」に含まれているかどうか、明確ではない。

加えて、ファンド・オブ・ファンズ（FOF）の現行ルールである「公開募集証券投資基金運用指針第 2 号—基金中基金（FOF）指針」の第四条・（四）によれば、FOF が ETF リンクファンドを除外したその他ファンドに投資する場合、投資されるファンドは設立されてから 1 年以上運営されていることが必要で、直近の運用報告書で開示された純資産が 1 億元以上、という制限がある<sup>17</sup>。本稿執筆時点では、上記 9 本の公募型インフラ REIT はいずれもこの条件を満たしていないため、FOF の投資対象となることはできない。

<sup>15</sup> 財政部・国家税務総局「インフラ分野の不動産投資信託基金（REIT）実験（テスト）の税收政策に関する公告」2022 年 1 月 26 日。

<<http://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n362/c5172552/content.html>>

<sup>16</sup> 中国人民代表大会常務委員会「中華人民共和國証券投資基金法」2012 年 12 月 28 日。

<[http://www.gov.cn/flfg/2012-12/28/content\\_2305569.htm](http://www.gov.cn/flfg/2012-12/28/content_2305569.htm)>

<sup>17</sup> 証監会「公開募集証券投資基金運用指針第 2 号—基金中基金（FOF）指針」2016 年 9 月 11 日。

<<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101877/c1029555/content.shtml>>

上記のように、基金管理会社が組成する公募ファンドは適格投資家とみなされているが、公募型インフラ REIT に投資することは実質的には難しい状況にある。公募型インフラ REIT の流動性の向上や適正価格の形成に向け、機関投資家によるインフラ型公募ファンドへの投資ルールの見直し・緩和も検討課題として指摘できよう。

## VI 今後の展望

以上のように、中国における現行の公募 REIT では、原資産がインフラに限定されていること、投資家にとって実質的な二重課税がされていることや、現行法の枠組みの下で設計した上記スキームが複雑すぎるため、運営コストが高い、といった課題が残ってはいるものの、今後の公募型インフラ REIT 市場の拡大は十分に期待できるという指摘もある。北京大学光華管理学院の研究によれば、高速道路を原資産とする REIT のみで 8,000 億元以上の市場が想定され、その他の原資産を入れると数兆元規模の公募型インフラ REIT 市場が想定されている<sup>18</sup>。他方、市場拡大のポテンシャルを実現するには、REIT の二重課税に対処するための税制上の措置や、REIT スキームの簡素化を図るための法改正など、今後の制度改革がカギとなろう。

2021 年 7 月 23 日、証監会・李超副主席は、中国 REIT フォーラム 2021 年会にて、公募 REIT の推進にあたって、次の段階の重点業務は、①長期資金を扱う機関投資家による REIT への投資の推進、②REIT 専用の税制支援策の提起、③REIT 向けの専門的な法制度の制定、などを指摘している。実際に、重点業務の①に関連して、2021 年 10 月 29 日、光大銀行傘下の理財子会社は「陽光紅公募型インフラ REIT 優選 1 号」の理財商品が募集を開始し、初めて REIT 投資をテーマとする銀行理財商品となった。また、2021 年 11 月 10 日に、中国銀行保険監督管理委員会（銀保監会）・弁公庁は「保険資金による公開募集インフラ型証券投資基金への投資に関する事項の通知」を公布し、保険会社・保険資産管理会社による公募型インフラ REIT への投資を容認した<sup>19</sup>。

最新の動きとしては、2021 年 11 月 12 日に、華夏基金と建信基金が組成する 2 本の公募型インフラ REIT が第 2 弾として登録が完了した。公募 REIT 市場の更なる拡大に向けて、将来的には、商業用不動産などインフラ以外の資産を対象とした公募 REIT の制度整備も今後検討していく必要がある。

<sup>18</sup> 前掲脚注 11 を参照。

<sup>19</sup> 銀保監会・弁公庁「保険資金による公開募集インフラ型証券投資基金への投資に関する事項の通知」2021 年 11 月 10 日。

<[http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-11/18/content\\_5651617.htm](http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-11/18/content_5651617.htm)>