新たな展開を迎える中国の公募型インフラ REIT
－試験運用から恒常的な発行へ－

宋　良也

▌要　約▐

1. 中国の国家発展改革委員会（発改委）・投資司は 2024 年 7 月 26 日に、「公募型インフラ REIT プロジェクトの恒常化発行を全面的に推進することに関する通知」（以降、1014 号通知）を公布した。これにより、中国における公募型インフラ REIT の 3 年間の試験運用は終わり、恒常的な発行の段階へ移行することとなった。
2. 3 年間の試験運用を経て、中国における公募型インフラ REIT 市場は順調に成長してきた。試験運用期間中、地方国有企業は保有する大規模なインフラを裏付けに、公募型インフラ REIT を活用して資金調達を行ってきた。一方で、公募型インフラ REIT は、①原資産となる対象施設の種類が不十分であること、②上場要件が厳しい、③審査期間が長いなど上場審査プロセスが冗長、といった課題を抱えている。
3. 今般の 1014 号通知では、これらの課題を解決するためのプロジェクトの申請要件に関する改正を打ち出している。具体的には、①ホテル・オフィスビルを条件付きで REIT の原資産として容認、②市場メカニズムを重視した上場要件の緩和、③複雑な審査プロセスの簡素化、等が挙げられる。
4. 今後は、中国における公募型インフラ REIT 市場において、上海（深圳）・香港ストックコネクトの投資対象として REIT が容認されたことにより、海外投資家の拡充が見込まれる。また、石炭火力発電の規模が大きい中国のグリーン・トランジションにおいて、如何に公募型インフラ REIT が活用されていくのか、注目される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関根栄一・宋良也「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－」『野村資本市場クォータリー』2022 年春号。
・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リー』2020 年夏号（ウェブサイト版）。

Ⅰ　恒常的な発行へ移行する中国の公募型インフラ REIT

中国における公募型インフラ REIT に係る試みは、新たなステージに入ろうとしている。国家発展改革委員会（発改委）・投資司は 2024 年 7 月 26 日に、「公募型インフラ REIT プロジェクトの恒常化発行を全面的に推進することに関する通知（発改委〔2024〕1014 号）」（以降、1014 号通知）を公布した。1014 号通知では、3 年間続いた公募型インフラ REIT の試験運用の経験を生かした上でプロジェクトの申請に関する改正を行い、公募型インフラ REIT の恒常的な発行の段階に入ると明記されている。

本稿では、公募型インフラ REIT の試験運用を振り返り、当局が次のステージにおいて、これまでの経験をどのように生かし、プロジェクトの申請に関する改正を行ったのかについて考察する。

Ⅱ　試験運用段階における公募型インフラ REIT の概況

１．3 年間の試験運用の実績

中国における公募型インフラ REIT の試験運用は、2021 年 6 月 21 日に始まった。2024 年 7 月末時点で合計 42 本の公募型インフラ REIT が上海・深圳証券取引所に上場され、募集金額は合計で 1,277 億元となっている。そのうち、2023 年には、不動産市場及び株式市場の不況により、上場社数は 4 割減、募集金額は 5 割減と大幅に縮小したが、2024 年に入り、消費インフラが原資産として初めて認可されたことを受け[1]、公募型インフラ REIT の上場社数・募集金額は回復し、半年ほどで 2023 年の年間実績を超過している。取引額の推移を見ても、2024 年は 8 月 28 日までに 671 億元となっており、前年度の 88%となっている（図表 1）。

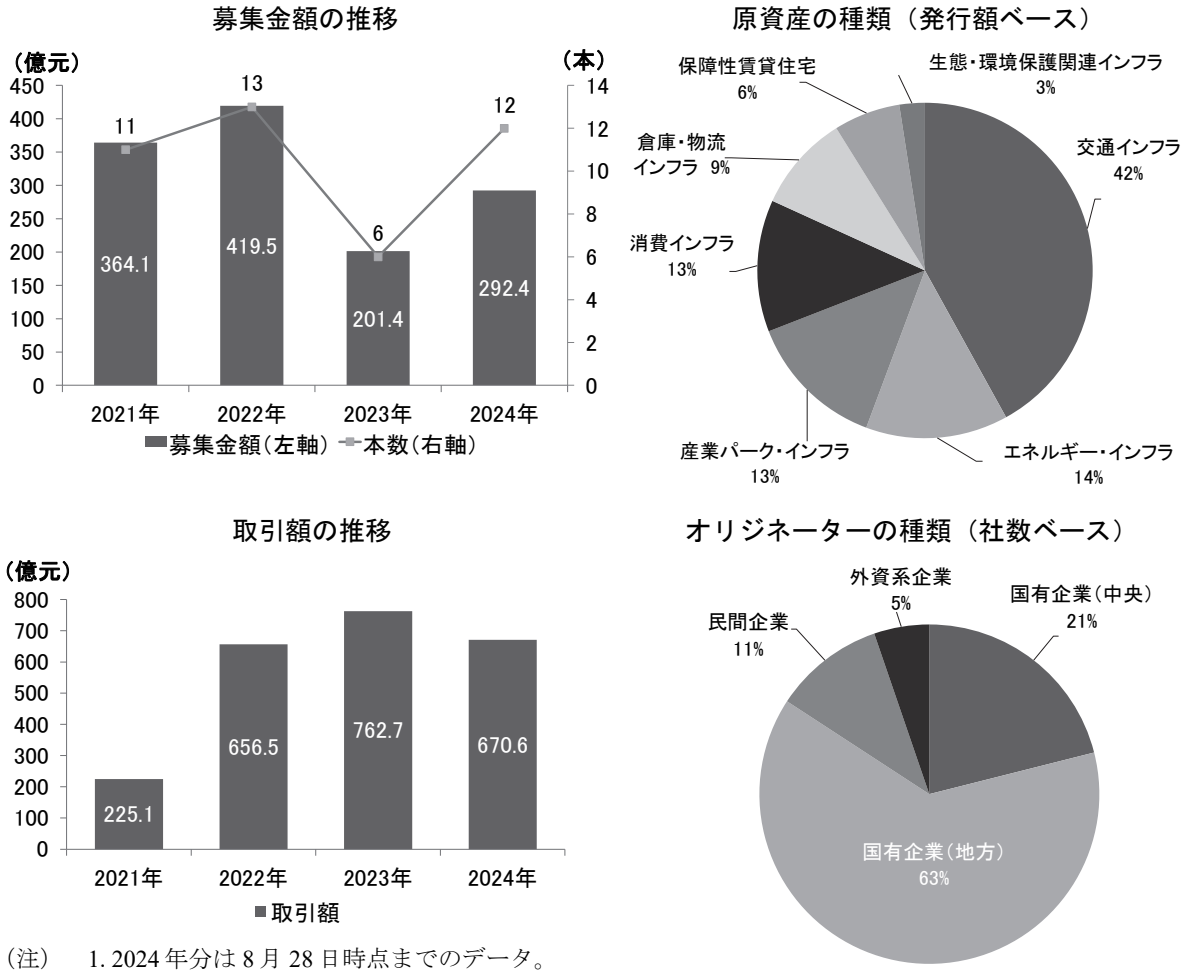
次に、原資産の種類（発行額ベース）で見ると、交通インフラの募集金額が最も多く（42%）、次いでエネルギー・インフラ（14%）、産業パーク・インフラ（13%）、消費インフラ（13%）となっている[2]。その中で、高速道路料金をキャッシュフローとして獲得する交通インフラは、安定した収益が見込めるため、オリジネーターにとってはそれを裏付けとした REIT を発行するインセンティブが高い。

また、オリジネーターの属性（社数ベース）を見ると、国有企業（地方）の割合が 63%と最も多く、次いで国有企業（中央）が 21%、民間企業が 11%、外資系企業が 5%となっている。大規模なインフラを保有する地方の国有企業は、公募型インフラ REIT を活用し、民間から資金調達を進めるインセンティブがあると考えられよう。

1　中国証券監督管理委員会（証監会）は 2023 年 10 月に、「公開募集インフラ証券投資基金指針（試行）第五十条の修正に関する決定」を公布し、公募型インフラ REIT の原資産の対象にショッピングモール・農産品卸売市場等の消費型インフラを追加した。これを受け、2024 年 3 月に新たに 4 つの消費型インフラを原資産とした公募型インフラ REIT が新たに上場した。

2　各種原資産の内訳は、図表 2 を参照。

図表 1　公募型インフラ REIT の試験運用の実績



（注）　1. 2024 年分は 8 月 28 日時点までのデータ。
　　2. 原資産の種類の説明は、後掲図表 2 を参照。
（出所）Wind より野村資本市場研究所作成

２．試験運用段階における課題

試験運用段階における公募型インフラ REIT は、①原資産となる対象施設の種類が不十分であること、②上場要件が厳しい、③審査期間が長いなど上場審査プロセスが冗長、といった課題を抱えていた。そのうち、①の原資産の種類が不十分というのは、一般的に REIT の原資産の対象となり得るホテルやオフィスビル等の商業用不動産が、公募型インフラ REIT の原資産として認められていなかったことを指す。その理由として、不動産デベロッパーが商業用不動産を裏付けに資金調達を活発に行い、不動産市場の価格高騰を煽りかねないと当局が警戒していたことが考えられる[3]。一方で、2021 年以降に下落トレンドに陥った中国の不動産市場において、REIT を活用することは不動産デベロッパーの資金繰りを改善するだけでなく、不動産市場の再生及び経済の安定成長にも寄与しうる。そのために、ホテルやオフィスビルを REIT の原資産として認めることが必要と考えられた。

[3] 「基礎設施 REITs 正式起歩、対房地産市場有何意義？」『澎湃新聞』2020 年 5 月 1 日。

次に、②の上場要件とは、公募型インフラ REIT の試験運用段階において、初回の REIT 組成・上場における原資産の評価額 10 億元以上、今後 3 年間の予想分配金利回り 3.8%以上という基準を指す[4]。また、オリジネーターが REIT 発行より得た純収益[5]の 90%以上は、建設中のプロジェクトまたは事業計画が整えられている新規プロジェクトに使用すべきという制限もあり、オリジネーターにとって REIT 収益を内部留保として計上することが難しかった。

また、③の上場審査プロセスについて、従来はオリジネーターがアレンジャーを通じて中央の発改委にプロジェクトの申請をし、申請前段階には発改委による窓口指導を受ける必要もあった。こうした複雑な上場審査プロセスは、公募型インフラ REIT の規模拡大の足かせとなっていた。

Ⅲ　恒常的発行への移行に伴う公募型インフラ REIT の改正点

今般の 1014 号通知は、公募型インフラ REIT の試験運用から恒常的発行への移行を明言した上で、恒常的発行段階における発改委へのプロジェクトの申請要件に関する改正を行った。具体的には、①原資産の種類の拡充、②上場要件の緩和、③審査プロセスの簡素化が挙げられる。本章では、これらの改正点の概要を紹介し、その背景及び想定される効果について説明する。

１．原資産の種類の拡充

1014 号通知では、前述のホテル・オフィスビルが条件付きで原資産として容認されていることが注目される。条件は、①ホテル・オフィスビルが、原資産となる物件（単体の建築物）と物理的に分割不可能かつ同一のオリジネーターによって所有されていること、②ホテル・オフィスビルの面積が物件全体の 30%以下[6]、の 2 点である。①の条件は、「プロジェクトの安定的な運営を維持するため、物件全体を原資産として扱うことを原則化する」という 1014 号通知の要求を反映したものである。②の条件からは、ホテル・オフィスビルが主体となる物件を原資産として扱うことを依然として制限していることがわかる。

こうした施策の背景には、試験運用段階で明らかになった実務上の課題が挙げられる。産業パーク[7]や消費型施設が原資産の場合、その一部がホテル・オフィスビルとなっていることが多い。しかし、従来はホテル・オフィスビルが原資産として容認されていなかったため、オリジネーターが対象プロジェクトを REIT に譲渡する場合、複雑な手続きを通じて、ホテル・オフィスビルの部分を分割する必要があった。その結果、REIT の組成・

4　発改委「インフラ分野の REIT プロジェクトの申請・推薦業務の高効率・規範的な遂行に関する通知」2023 年 3 月 24 日。
5　REIT の純収益は、関連債務の返済、税金の支払い等に使用された資金を差し引いた後の収益を指す。
6　1014 号通知によれば、原資産となる物件が消費型インフラの場合、ホテル・オフィスビルの面積が物件全体の 50%以下に条件が緩和される可能性がある。
7　産業パークとは、産業技術のレベル向上・ハイテク産業の集積を目的とした当局が設立する工業地区の一種である。

上場にかかるコストが嵩むという問題があった。そこで、ホテル・オフィスビルを条件付きで原資産として容認することによって、REIT の発行コストの低減・手続きの簡素化を図ったわけである。

なお、その他の新たに容認された原資産としては、養老施設や従来の直轄市と人口純流入の大都市における保障性賃貸住宅[8]、民間企業が保有する一般の賃貸住宅[9]があり、高齢化対策及び新市民・青年の住宅難問題解決といった社会問題の解決に向けて、REIT スキームを活用しようという当局の姿勢が窺える。また、高効率の石炭火力発電設備の容認は、当局が推進しているトランジションファイナンスへの配慮も窺える（図表 2）[10]。

図表 2　原資産の種類拡充の経緯

		発改委586号通知 （2020年8月3日）	発改委958号通知の追加分 （2021年7月2日）	発改委1014号通知の追加分 （2024年7月26日）
原資産の種類	エネルギー・インフラ		風力・太陽光・水力・原子力・バイオマス発電、特別高圧発電、電気関連インフラ	エネルギー貯蔵設備、クリーン低炭素、高効率の石炭火力発電（最低出力が定格負荷の30%以下等の条件付き）
	産業パーク・インフラ	研究開発・イノベーション設計のプラットフォーム、工場、起業インキュベーション・産業アクセラレーター等		原資産となる単体の建築物件において物理的に分割不可能で、かつ同一のオリジネーターに所有しているホテルや付属の商業施設（全物件の30%以下）
	保障性賃貸住宅		直轄市及び人口純流入の大都市の保障性賃貸住宅	公共賃貸住宅、民間企業が保有する長期賃貸用の住宅、産業パークのテナント向けの賃貸住宅
	文化・旅行インフラ		国家AAAAA級観光地、世界遺産リストに記載された自然文化資産等文化・観光施設	国家AAAA級観光地、観光地に帰属するホテル
	養老施設			民生部において登録する養老施設
	消費型インフラ		百貨店、ショッピングセンター、農産品卸売市場 （発改委236号通知の追加分（2023年3月24日））	商業街、商業地区、複合商業施設、家具・建材・紡糸等各種専門市場。原資産となる物件と物理的に分割不可能で、かつ同一のオリジネーターに所有しているホテルやオフィスビル（原則30%以下、特殊なケースにおいても50%以下）
	交通インフラ	有料道路、鉄道、空港、港		
	新型インフラ	データセンター、人工知能等新型インフラ、5G通信系インフラ、スマートシティプロジェクト等新型インフラ		
	生態・環境保護関連インフラ	汚染水処理・資源化利用、危険廃棄物・医療廃棄物処理		
	倉庫・物流インフラ	倉庫・物流プロジェクト	一般倉庫・冷蔵倉庫	
	生活関連インフラ	都市の電気・水道・熱・ガス供給	駐車場	
	その他		水供給と発電機能を持つ水利施設	国家重大戦略、発展計画、産業政策等の要求を満たすその他のインフラプロジェクト
商業用不動産の扱い		不可	不可。ただし、賃貸住宅につき、プロジェクトの正常な運営を維持するために分割不可なオフィスや社員寮等を除く	条件付きで容認（上記1014号通知における産業パーク・インフラと消費型インフラの追加分を参照）
重点地域		国家重大戦略区域（北京・天津・河北省エリア、雄安新区、長江経済ベルトエリア、グレーターベイエリア、長江デルタ区域、海南自由貿易港）、その他国家級新区、国家級経済技術開発区内のインフラプロジェクト	黄河流域生態保護と質の高い発展の地域、第14次五か年計画関連の戦略計画及び実施案の要求に満たすプロジェクト	

（注）　国家 AAAAA 級とは 5 階級のうち最高級であり、世界レベルの観光地を指す。
（出所）　発改委 1014 号通知より野村資本市場研究所作成

[8] 保障性賃貸住宅とは、新たに戸籍を取得する「新市民」や社会人となる「青年」等の住宅難問題を解決するため、政府による政策支援の下で、建築面積が 70 ㎡以下の小型住宅を中心に建設される賃貸住宅である。家賃は、同地域・同品質の一般の賃貸住宅と比べて低いのが一般的である。

[9] 1014 号通知は民間企業が保有する一般の賃貸住宅に対して、①個別物件を分割して売却しないこと、②長期的に賃貸用住宅としてプロジェクトを運営すること、の 2 点の制限を設けている。

[10] 中国人民銀行が 2024 年 4 月に公布した「金融によるグリーン低炭素の発展の更なる強化に関する指導意見」では、「クリーンエネルギーを含む環境に良いプロジェクトを原資産とした REIT 商品の組成・上場を支援する」に言及しており、高効率の石炭火力発電設備の容認はその影響を受けていると考えられる。

２．上場要件の緩和と審査プロセスの簡素化

１）市場メカニズムを重視する上場要件の緩和

1014 号通知では、REIT に組み入れる原資産について、評価額 10 億元以上という原則は維持しつつ、賃貸住宅及び養老施設については評価額を 8 億元以上に緩和している。また、REIT の純収益の使途について、建設中・新規プロジェクトに使用すべきという従来の規定を維持したものの、「オリジネーターが保有する既存施設の活用[11]及び外部プロジェクトの買収に使用可能な REIT 純収益の 30%以下[12]」という制限は撤廃した。更に、オリジネーターの内部留保[13]に計上可能なのは REIT の純収益の 10%までに制限されていたが、1014 号通知でその比率は 10%から 15%に引き上げられた。

賃貸住宅及び養老施設に係る原資産評価額の緩和により、当該資産を保有するオリジネーターが REIT を活用した資金調達を行いやすくなることが期待される。他方、REIT 純収益の使途や内部留保に係る要件緩和は、REIT の主要なオリジネーターである地方国有企業の資金繰りの改善につながることが期待される。

なお、1014 号通知では、従来の数値要件（内部収益率〔IRR〕5%かつ予想分配金利回り 3.8%）に代わり、利払い前・税引き前・減価償却前利益（EBITDA）に係る要件が定められた[14]。予想分配金利回りに対する数値要件は、REIT 投資家にとって事実上の利回り保証になるため、REIT の価格形成における市場メカニズムが機能しなくなる恐れがあった。数値要件が撤廃されたことで、投資家は個別 REIT の商品性を精査してその価値を適切に評価するようになるため、REIT の価格形成において市場メカニズムがより働き、REIT 市場の健全な成長につながることが期待される。

２）審査プロセスの簡素化

1014 号通知では、従来の複雑な審査プロセスを簡素化すべく、①従来の申請前段階における発改委による行政窓口指導を撤廃、②オリジネーターおよびアレンジャーは中央レベルではなく、省レベルの発改委へ申請可能、③発改委は、企業による国有資産の譲渡、分割上場等の経営判断に関与しない、④発改委は申請資料を 10 営業日以内に処理することが求められる、といった施策が含まれる。こうした審査プロセスの簡素化に関する措置は、今後の中国の公募型インフラ REIT の組成・上場の迅速化に寄与することとなろう。

---

[11] 具体的には、オリジネーターが保有する既存施設の機能変更を目的とした改修・アップグレードや、オリジネーターが未保有の外部の既存施設の買収が含まれる。

[12] 既存プロジェクトに使用可能な資金が REIT 純収益の 30%以下に制限されたのは、当局がオリジネーターに対し新規プロジェクトへの投資を促進していることが目的と考えられる。

[13] 内部留保された資金は、オリジネーターの流動性資金として使用することが可能である。

[14] 具体的には、対象プロジェクトの過去 3 年間の営業キャッシュフローがプラスで、直近 3 年の EBITDA が今後 3 年の予測値の 70%以上であることが求められている。

Ⅳ 今後の方向性

前述のように、発改委 1014 号通知の公布をきっかけに、中国における公募型インフラ REIT の 3 年間の試験運用は終了し、新たなステージとして恒常的な発行の段階に入ろうとしている。試験運用段階で明らかになった課題に対しては、発改委 1014 号通知において解決のための施策が示された。今後の中国における公募型インフラ REIT の見通しについては、以下の 2 点が注目されよう。

１．公募型インフラ REIT の海外投資家の拡充

公募型インフラ REIT の恒常的な発行段階への移行に際し、中国の政府当局は REIT 市場の更なる拡大を目指し、より多くの海外投資家が中国本土の REIT 市場に投資しやすくなる誘致策を講じている。例えば、証監会は 2024 年 4 月に、上海（深圳）・香港ストックコネクトの投資対象として中国本土の公募型インフラ REIT や香港市場の REIT 商品を追加し、中国本土の投資家と外国人を含む香港の投資家が互いの REIT 商品に投資できるようにすると公表した。現時点では、どのような基準で対象となる公募型インフラ REIT が選択されるのかが決められておらず、当局による実施細則が注目される。

２．トランジションファイナンスにおける REIT の活用

前述のように、公募型インフラ REIT の原資産として、高効率の石炭火力発電設備が新たに対象となった。こうしたクリーンコール関連のプロジェクトは、中国タクソノミー[15]では持続可能な経済活動の対象外とされているものの、石炭火力発電の規模が大きい中国において、化石燃料から再生可能エネルギーへのトランジションが必要不可欠となっているため、中国当局は REIT の活用を試みたわけである。その上で、中国共産党中央委員会と国務院が 2024 年 8 月に公布した「経済社会での全面的なグリーン・トランジションの発展の加速に関する意見」は、グリーン・トランジションの投資メカニズムの最適化に向けて、公募型インフラ REIT の原資産として「条件に適合する新エネルギー、生態環境保護等のグリーン・トランジション関連のプロジェクト」も認めることを示唆している。当局が掲げる「3060 目標[16]」の実現に公募型インフラ REIT がどのように貢献していくのか、今後が注目される。

[15] 中国タクソノミーは、中国人民銀行、発改委、証監会が共同で 2021 年 4 月に公表した「グリーンボンド支援プロジェクト目録（2021 年版）」を指す。詳細については、宋良也「中国と EU のコモン・グラウンド・タクソノミーの概要」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年春号を参照。

[16] 「3060 目標」とは、二酸化炭素（CO2）排出量を 2030 年前にピークに到達させる「カーボンピークアウト」の目標と、2060 年に CO2 の排出と吸収をプラスマイナスゼロにする「カーボンニュートラル」の目標を指す。