

## 中国における公募 REIT の実現の可能性

宋 良也

### ■ 要 約 ■

1. 中国の不動産市場は、価格形成メカニズムの歪みや、住宅市場とオフィス・商業施設の不均衡な発展などの課題が存在している。また、不動産デベロッパーの資金調達には銀行システムに依存しており、不動産価格の下落局面において、不良債権の増加と銀行バランスシート悪化というシステムリスクをもたらす恐れがある。
2. これらの課題への解決策として、不動産投資信託（REIT）制度の導入が必要不可欠と考えられる。キャッシュフローをベースにする価格評価が、住宅市場の投機を抑える効果を持つと同時に、不動産デベロッパーの資金調達環境を改善する可能性がある。中国では、私募 REIT もしくは「準」公募 REIT の形態で 2014 年から REIT の試験的取り組みが開始され、2019 年末時点まで 730 億元発行されている。
3. ただし、中国で発行されてきた私募 REIT は、欧米日で普及している公募・上場 REIT ではなく、資産証券化商品（ABS）のスキームを使った適格投資家向けのものである。ABS スキームの下での私募 REIT では、公募 REIT と比べて流動性が欠けており、税制上の優遇措置もないため投資家にとっての収益性にも限界がある。一方、「準」公募 REIT は、投資家数の多さや一定の流動性は確保したものの、不動産からの賃料収益は分配金原資の一部にとどまる形となっており、本格的な REIT とは言い難い。
4. 中国の規制監督当局は、2020 年 4 月 30 日に通知を公表し、意見募集を踏まえてインフラ分野に限定する形で公募 REIT のテストを始める見通しである。商業不動産に投資する公募 REIT 市場の整備には、基礎的な法制度の整備や税制優遇策の制定が必要となるが、都市開発事業と不動産ビジネスのモデル変化が予想される中、今後の動きが注目されよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・関雄太「米国 REIT 市場の発展と不動産ファイナンス」『資本市場クォーターリー』1999 年夏号。
- ・関雄太「ヘルスケア REIT の活用による医療・介護施設の供給増大と再編」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号。
- ・ラクマン・ベディ・グンタ「アジア・中東で広がり始めたイスラム REIT 市場」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号（ウェブサイト版）。
- ・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）。
- ・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）。

## I. はじめに

中国の REIT 市場は近年拡大しており、2019 年末時点で、既に 730 億元発行され、デベロッパーの資金調達などに貢献してきた。一方、これらの REIT のほとんどは、欧米日で普及している公募・上場 REIT ではなく、私募形式の「類 REIT」<sup>1</sup>となる。そのため個人投資家にとっては流動性が高く、小口化された商業不動産への投資手法がない状態が続いている。本文では、中国における不動産市場の課題や発行済みの私募 REIT の事例を概観した上で、中国における本格的な公募 REIT の実現可能性について議論していきたい。

## II. 中国の不動産市場の課題と REIT の必要性

### 1. 中国の不動産市場の概況及び課題

#### 1) 歪んでいる不動産市場の価格形成メカニズム

従来、中国における不動産市場は、基本的には私有が認められないことなどから、地方政府などの土地政策の影響を大きく受けてきた。別の言葉で言えば、中国の地方政府は、商業・住宅開発に使われる土地の供給を独占し、デベロッパーへの競売などから得られる収入（土地譲渡金）を重要な財源としてきた。従って、地方政府には高い地価を維持するインセンティブがある。

中国で住宅の商品化（持家市場の形成）が進んだ 1998 年から 2005 年までの当局の住宅金融政策は、基本的に不動産市場の発展を促進するものであったが、その後は、高騰する市場価格をコントロールするため、住宅ローンの貸出金利や頭金比率、デベロッパー向け融資に対する制限策など不動産の購入規制や土地価格規制が断続的に実施された。初期段階では政策効果は少なかったものの、2008 年初に全国分譲住宅（中国語：商品住宅）の月次累積販売面積がマイナスに転じ、70 都市の住宅価格指数は、前年同期比の伸び率が下がりはじめた。しかし、2008 年 9 月のリーマンショックを受け、不動産業を経済成長のエンジンとするため、不動産関連の政策は緩和方向に転換した。不動産価格は再度急騰することとなり、2008 年までの引き締め政策の効果はほぼなくなった。中国の不動産市場における引き締めから緩和のサイクルは、その後も 2009～2012 年、2013～2016 年、2016 年～現在まで、計 4 回発生した。引き締め時に住宅の成約率が低下することがあっても、投資家は不動産価格上昇への期待を覆すことはなかったため、政策緩和時に不動産価格が再び高騰することが多く、結果的に市場の価格形成は歪んだ状態が続いている。

また、中国では不動産デベロッパーも、地方政府と似たビジネスモデルを前提とし、政府から購入した土地を開発すると同時に、開発途中の物件を売却して得た資金で次の用地を購入・開発することを繰り返してきた。その結果、販売力が強い大手デベロッパーはより早

<sup>1</sup> 後述する中国の私募 REIT は、資産証券化（ABS）スキーム（証券会社の資産管理プラン）を使用しており、一般的な公募 REIT とは違うため、中国語では「類 REIT」という表現を使用している。本文の中では、私募 REIT と表現を統一する。

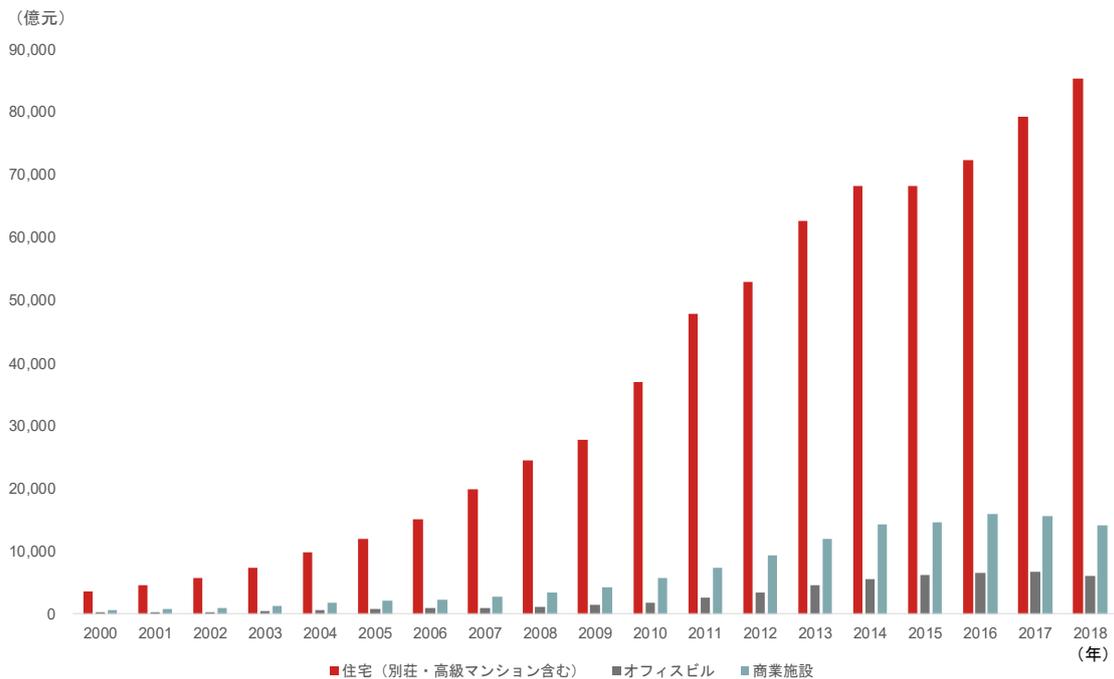
く資金を回収して、他社より高い値段で立地の優れた土地を落札し、急成長を実現した。デベロッパーのビジネス手法も、土地価格の高騰に繋がったと言えよう。

## 2) 住宅市場とオフィスビル・商業施設市場の不均衡な発展

中国国務院が1998年7月に公布した「都市住宅制度改革の更なる深化と住宅建設の加速に関する通知」によって、住宅の実物分配制度が廃止され、商品としての住宅売買が始まった<sup>2</sup>。その後、分譲住宅市場の規模は大きく拡大してきた。一方、オフィスビルや商業施設といった商業不動産に関しては、住宅開発に力を入れてきた不動産デベロッパーが参入し、投資額も拡大してきたものの、依然として住宅市場との差が大きいのが現状である。2018年時点では、商業不動産（オフィスビル・商業施設を含む）への投資額の合計は、住宅市場の4分の1に止まっている（図表1）。

こうした不均衡な状態は、中国の不動産市場の発展がまだ初期段階にあることを示している。商業不動産の開発は、投資規模が大きく、住宅開発のように容易に資金回収ができないことが特徴である。そのために、不動産デベロッパーの資金調達力が、商業不動産の市場規模拡大のポイントとなっている。

図表1 住宅、オフィスビル、商業施設への投資額



（出所）中国国家統計局より野村資本市場研究所作成

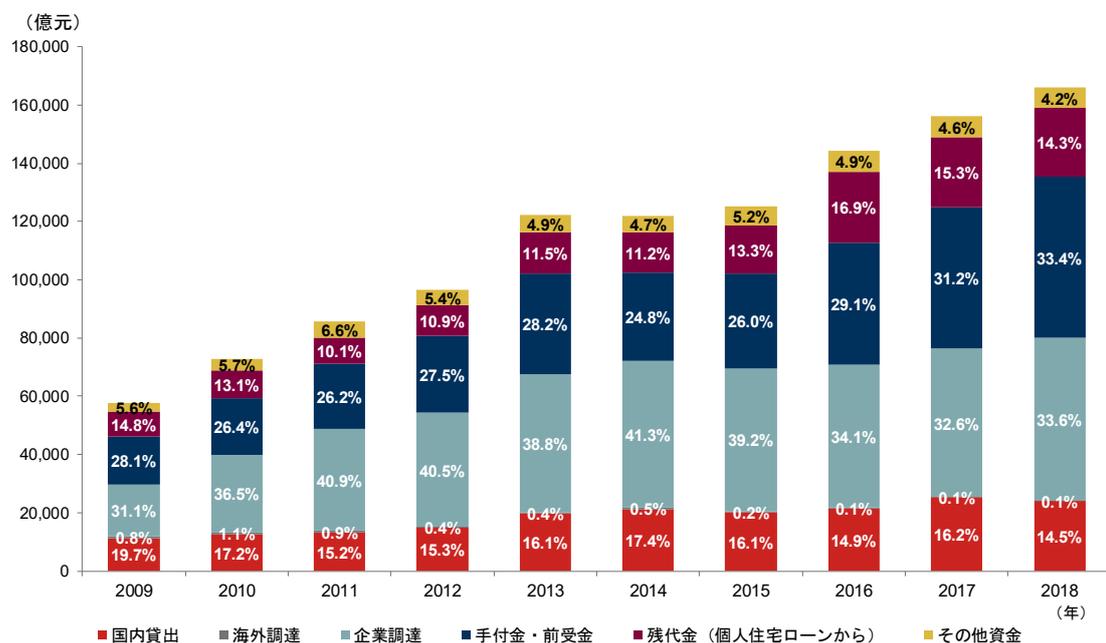
<sup>2</sup> それまでの中国の住宅は、基本的に政府や公的機関による実物分配制度を中心としている。具体的には、公務員や従業員は、年功序列などに基づき、住宅のコストや商品価値よりはるかに低い賃料で賃貸することや、低い値段で住宅を購入することが可能である。

### 3) 銀行システムに依存する不動産デベロッパーの資金調達

中国の不動産デベロッパーの年間資金調達額は、2009年の5.8兆元から、2018年の16.6兆元まで、年率平均で12.4%増加している。2018年の調達資金の内訳をみると、銀行貸出が全体の12~13%を占めている<sup>3</sup>。また、個人住宅ローン資金（開発後に分譲される際の代金に充当される）の割合は14.3%で、銀行貸出関連資金の割合を合計すると全体の26%前後に達する。更に、住宅販売時の手付金・前受金（同33.4%）が銀行預金であると想定すれば、デベロッパーの資金調達の50~60%は商業銀行に依存していることになる（図表2）。ちなみに企業調達（同33.6%）の内訳は、不動産デベロッパーの自己資金やエクイティファイナンス、信託プランを通じた銀行理財商品から調達した資金、私募ファンドによる調達資金などとなっている。

中国の金融システム全体における不動産関連の貸出も高い水準にある。2018年の金融機関の不動産関連貸出（個人住宅ローンや住宅開発ローン）の残高は38.7兆元で、貸出全体の28.4%を占めている。中国人民銀行が公布した「中国金融安定報告2019」によれば、2018年末時点の中国家計部門のレバレッジ比率<sup>4</sup>は53.19%までに高まっており、そのほとんどは個人住宅ローンによるものと考えられる。不動産関連への巨額の貸出は、不動産価格が下落

図表2 デベロッパーの資金調達ルート



(注) 国内貸出は、銀行貸出と信託貸出で形成されており、後者の割合は2%とされている。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> ここでの銀行貸出には、不動産開発ローンやM&A向けローンが含まれている。

<sup>4</sup> 中国人民銀行によるレバレッジ比率の定義は、「債務残高合計の対GDP比」である。債務残高には、銀行貸出や信託貸出などが含まれる。

する場面では、不良債権の増加と銀行のバランスシート悪化というリスクを高めることになる。

金融リスクを低減するため、当局は不動産向けの貸出や信託プランの引き締めなどの政策を打ち出し、信託プランを通じて実質的に不動産投資をしてきた理財資金は、2016年からの資産管理新規制により、減少している。しかし、地方都市では、不動産価格の軟化に伴い、在庫が積み上げられ、デベロッパーにおける資金繰りの悪化も見られる。

## 2. 中国の不動産市場における REIT の必要性

### 1) キャッシュフローに着目した不動産価格形成の促進

2004年以降、中国の住宅市場では、消費者の所得増加をはるかに上回る価格の高騰が発生したため、北京や上海などの「第1線都市」で試算される賃料利回りは極めて低く、時に定期預金の金利よりも低くなることがあった。このような情勢を受け、中国証券監督管理委員会（証監会）・肖鋼元主席は、中国 REIT フォーラム 2019 年会において「公募 REIT の推進に待ったなし」と発言した<sup>5</sup>。

REIT の投資対象は主にオフィスビル・商業施設などであり、住宅価格の高騰を煽る可能性が低い上に、REIT の導入により、賃料収入等のキャッシュフローをベースにした商業不動産の評価手法が普及すれば、住宅市場においても合理的なプライシングが行われることが期待される。また、REIT の受益証券が十分に小口化されれば、個人投資家も購入しやすくなり、デベロッパー間の不動産取引に「売りが売りを呼ぶ」といった状況が発生した場合に、REIT が買い手となり、バブルの調整を円滑化する効果も持っていると考えられる<sup>6</sup>。更に、中国では今後、分譲住宅開発から商業施設の開発・再開発へと不動産デベロッパーの目標がシフトしていくことが予想される中、REIT が保有することを想定して将来キャッシュフローに着目したファイナンスが普及することは、都市の再開発や高度化を促進する可能性がある。

### 2) デベロッパーの資金調達環境の改善

不動産物件を開発後に保有し、賃料収入で回収する運営モデルは、膨大な資金需要が発生する開発段階と回収にかかる期間にミスマッチが生じるため、中国の不動産デベロッパーには採用しにくいとされてきた。一方で、第1線都市では住宅やインフラの整備が相当程度進んだことから、一部の大手デベロッパーは、従来の開発・販売モデルから、開発・保有モデルへとシフトしようとしている。具体的な手法としては、開発プロジェクト開始前に、大型スーパーなどの潜在的な買い手側と協議し、物件の一部を賃貸すると同時に、残りの部分を販売するケースなどである。販売・分譲益で資金繰りへの圧力を低減しながら、物件の重要な部分を自ら長期的に保有するというビジネスモデルは、REIT 市場が整備されると、よ

<sup>5</sup> 北京大学光華管理学院「中国 REITs 市場建設と発展建言」を参照。

<sup>6</sup> 林華『中国 REITs 操作手冊』を参照。

り実行可能性が高まる。すなわち、開発済みの物件を REIT に引き受けてもらうことで、デベロッパーが資金調達を銀行貸出に過度に依存する状況を改善することができる。また、日本やシンガポールのような外部経営型の REIT 構造（独立の運用会社が不動産保有というパッシブな役割にとどまる REIT から委託を受け投資・運用意思決定を行う）を想定した場合、親密 REIT に所有権を譲渡すれば、当該不動産の運営はデベロッパーに事実上集約される可能性があり、プロパティマネジメントなどのフィー収入を獲得できる可能性もある。

### 3) 投資家にとっての有力なツール

#### (1) 不動産への小口投資手段

不動産への投資は投資サイクルが長く、キャッシュ化しにくいという問題がある。特に、中国は長きにわたり、不動産価格が高騰してきたため、一般大衆が気軽に投資できる商品ではない。標準化した公募 REIT は不動産を証券化することで、資金が豊富でない投資家も気軽に不動産に投資することができる、不動産を直接保有する際に直面する流動性の問題を投資家が回避できる、といった効果を生み出す可能性がある。

#### (2) 安定且つ高配当な投資対象の REIT

中国の家計セクターの貯蓄残高が拡大してきているのに対し、金利自由化を背景に、銀行預金金利は低下してきている（2020年4月時点での1年物定期預金の基準金利は1.5%）。銀行預金の金利を不満に感じる個人投資家は、資金を銀行に眠らせず、リスクが比較的 low、リターンが銀行預金を上回るような投資商品に振り向ける可能性が高い。一方、中国の証券業界が伝統的に提供してきた金融商品は、個別銘柄株式のようなハイリスク・ハイリターンのもので多く、投資ツールが多様とは言えない。公募 REIT は、不動産のキャピタル・ゲインと賃料収入を背景にした安定的なインカム・ゲインの両方を享受ことができ、理論的にはリスク・リターン特性は債券と株式の間になると考えられていることから、今後中国の個人投資家にとって魅力的な投資対象となり得よう。

## III. 中国における REIT への取り組み

### 1. 中国の私募 REIT 市場推進の沿革

深圳証券取引所が 2003 年に REIT の発行可能性について調査を始めたことが、中国における REIT の初めての試みである<sup>7</sup>。2005 年 11 月、領匯 REIT（2015 年に領展 REIT に改名）が香港で上場し、香港初の REIT となった。また、同年に越秀 REIT は、商務部が「国内 REIT による資金調達ルートを開放」と提言したことなどが契機となり、中国本土の不動産（広州や上海における 7 つの物件）を投資対象として組成・上場されたものである<sup>8</sup>。しかし、2006

<sup>7</sup> 国家金融と発展実験室（NIFD）『中国住宅金融発展報告（2019）』を参照。

<sup>8</sup> 越秀 REIT は、2005 年に行われた「不動産投資信託基金準則」の修正を受け、初めて香港以外の不動産を対象とする REIT でもある。

年に、国家外為管理局、国家発展改革委員会などの部門が共同で「不動産市場における外資参入及び管理の規範化に関する意見」を公布し、海外（香港、台湾などを含む）の会社による中国本土の不動産への投資における規制強化を行ったため、香港での中国本土不動産を対象とする REIT の発行が難しくなった。

中国本土において、2006 年には証监会と深圳証券取引所が国内取引所における REIT 商品の開発を推進すると表明した。その後、2008 年には、国務院常務会議において公表された「経済発展を促進する金融政策（金融国九条）」と、同年 12 月に国務院弁公庁が公布した「国務院弁公庁による不動産市場の健全な発展の促進に関する若干の意見」では、企業の新しい資金調達ツールとして REIT について初めて言及した。2009 年 3 月には、中国人民銀行と銀行業監督管理委員会（銀监会）は共同で「信用貸付の構造調整の更なる強化による国民経済の平穏かつ速い発展の促進に関する指導意見」を公布し、その第 6 条の意見には、「資産・信用等条件が良い不動産デベロッパーによる企業債発行及び REIT のテストを支援し、不動産デベロッパーの資金調達ツールを拡大する」との記載がなされた。その後、中国人民銀行、銀监会、証监会などの関連当局 11 部門が「REIT テスト管理協調ワーキンググループ」を組成した。同グループのミッションは、北京市、上海市、天津市で同時にテストを実施することであり、中国人民銀行や銀监会は、銀行間債券市場で取引される債券型 REIT の関連規則を制定し、証监会はエクイティ型の REIT を上海・深圳証券取引所に上場するためのテストを主導するという振り分けを検討していたが、最終的には国務院の認可を得られなかった<sup>9</sup>。

REIT に関する調査・研究が進められる中、2010 年以降、住宅市場の引き締め政策により、多くの不動産デベロッパーが商業不動産市場に参入することとなったが、商業不動産市場でも過大な供給と在庫の蓄積が発生し、開発・販売のビジネスモデルが続かない恐れも出てきた。

一方、2008 年のリーマンショックの影響で中止された資産証券化テストが 2011 年に再開、2013 年 3 月には証监会が正式に「証券会社資産証券化業務管理規定」を公布し、さらに 2014 年 11 月に「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」も公布した。これらの規定が、現在、中国で私募 REIT が組成される際の根拠法となっている。ABS スキームを借りた私募 REIT へのテストを経て、後述する「中信啓航資産管理プラン」が中国国内における初の私募 REIT となった。その後、住宅都市農村建設部は 2015 年 1 月に「住宅賃貸市場の育成と発展加速に関する指導意見」、2017 年 7 月に「人口純流入の大中都市の住宅賃貸市場の発展加速に関する通知」を公布し、REIT のテストを積極的に進めることを言及した。また、証监会も 2018 年 4 月に公募 REIT 関連の業務細則について研究すると表明した<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 前掲脚注 5 を参照。

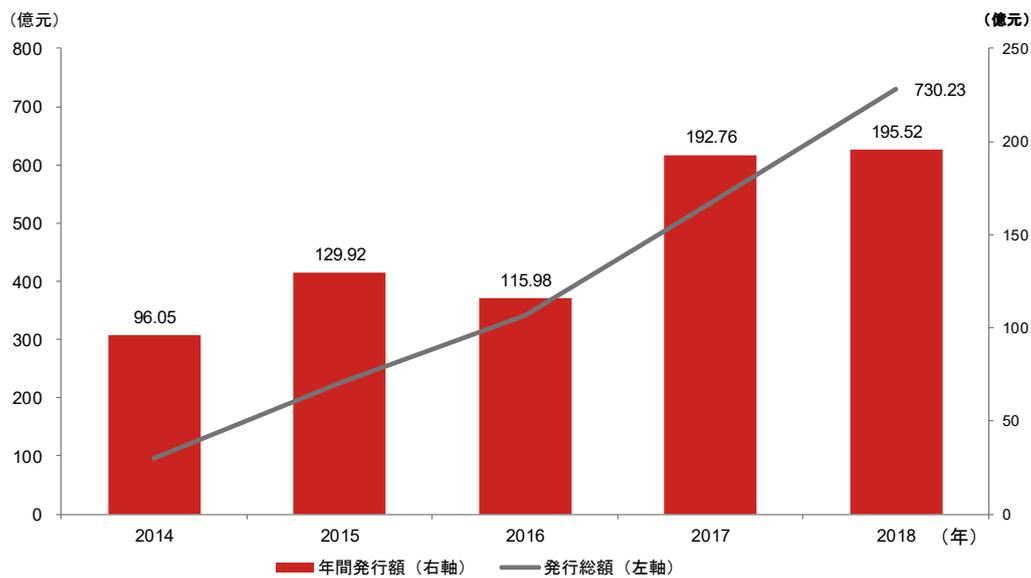
<sup>10</sup> 前掲脚注 6 を参照。

## 2. 中国の私募 REIT の発行状況及び仕組み

### 1) 私募 REIT の発行状況

中国の私募 REIT は、2014 年に正式に始まって以来、2019 年末までに合計 44 本発行されており、発行総額は 730 億元に達している（図表 3）。急増しているものの、残高は住宅ローンや不動産開発ローンに比べまだ小さい（図表 4）。また、既に巨大化している中国の ABS 市場のうち、RMBS は 2018 年末時点で ABS 全体の 28% を占め、残高が 7,477 億元までに増加しているのに比べて、私募 REIT 市場の規模はその 10 分の 1 に過ぎない。

図表 3 中国における私募 REIT の発行金額



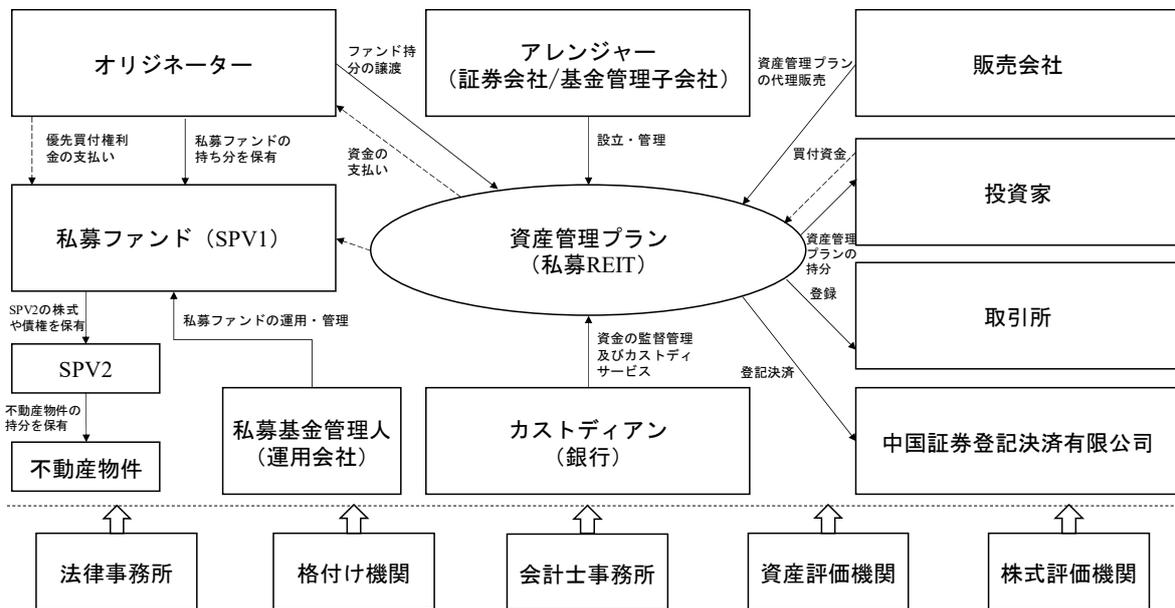
(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

図表 4 中国における不動産関連資金調達での REIT の位置付け

	個人住宅ローン		不動産開発ローン		公積金ローン (兆元)	RMBS		類REITs	
	残高 (兆元)	貸出総額に占める割合	残高 (兆元)	貸出総額に占める割合		残高 (億元)	ABSに占める割合	残高 (億元)	ABSに占める割合
2008年	2.98	9.82%	1.93	6.36%	N.A	42.87	8.70%	N.A	N.A
2009年	4.76	11.91%	2.53	6.33%	N.A	29.89	12.76%	N.A	N.A
2010年	6.2	12.94%	3.13	6.53%	N.A	22.08	19.73%	N.A	N.A
2011年	7.14	13.03%	3.49	6.37%	N.A	17.45	25.45%	N.A	N.A
2012年	7.5	11.91%	3.86	6.13%	0.56	13.94	4.34%	N.A	N.A
2013年	9	12.52%	4.6	6.40%	0.77	10.64	2.39%	N.A	N.A
2014年	10.6	12.98%	5.63	6.89%	0.66	69.78	2.24%	96.05	3.08%
2015年	13.1	13.94%	6.56	6.98%	1.11	353.72	5.39%	225.97	3.44%
2016年	18	16.88%	7.11	6.67%	1.27	1498.18	13.67%	341.95	3.12%
2017年	21.9	18.23%	8.3	6.91%	0.95	2758.68	14.58%	534.71	2.83%
2018年	25.75	18.89%	10.19	7.48%	N.A	7477.61	27.97%	730.23	2.73%

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

図表 5 私募 REIT の基本スキーム



(出所)「中国住房金融発展報告 (2019)」より野村資本市場研究所作成

## 2) 中国の私募 REIT のスキーム

中国における私募 REIT は、前述の通り ABS スキームを使っている<sup>11</sup>。私募ファンド (SPV1) を通じて、対象不動産を直接保有する会社 (SPV2) のエクイティを購入し、対象不動産から生み出すキャッシュフローや不動産物件のキャピタル・ゲイン収入などを資金源として、投資家に還元するものである。その中で、証券会社または証券会社基金管理子会社はアレンジャーを担当し、オリジネーターは私募ファンドに保有する不動産の持ち分を譲渡する。また、証券取引所で登録される資産管理プランは、販売会社が適格投資家への販売を実行する (図表 5)。

私募 REIT においては、SPV1 である私募ファンド (または信託プラン) と対象不動産を直接保有する SPV2 が同時に存在する「ダブル SPV」というスキームが特徴的である。ダブル SPV の目的は、①運用・管理の最適化、②合理的な租税回避、の 2 点があげられる。まず、資産管理プランのスキームにおいて、アレンジャーの証券会社やその基金管理子会社は REIT の発行におけるノウハウを持つが、不動産の運営・管理をするノウハウを持たないことが多い。私募ファンドのスキームを使えば、オリジネーターや外部の専門機関が私募基金管理人を担当することが可能であり、よりアクティブな運用・管理が実現可能となる。次に、REIT 向けの税制優遇策がないため、中国における私募 REIT は適切なスキームの設計を用いて合理的な租税回避をする必要がある。実務上、私募ファンドが委託者となり、銀行から

<sup>11</sup> 私募 REIT の「私募」の定義は、ABS スキームにおける投資家の規定 (200 名以下の適格投資家) に基づくものである。

SPV2 向けに委託貸付を行い、SPV2 が対象不動産を私募ファンドに担保に出す手法を使うことがある。この場合、私募ファンドは SPV2 の 100% 持株とともに、債権も保有することとなる。債権による利息が SPV2 のコストとなり、賃貸収入と相殺することで、企業所得税を低減することが実現可能となるため、私募ファンドと不動産物件を保有する SPV2 両方が必要となる。

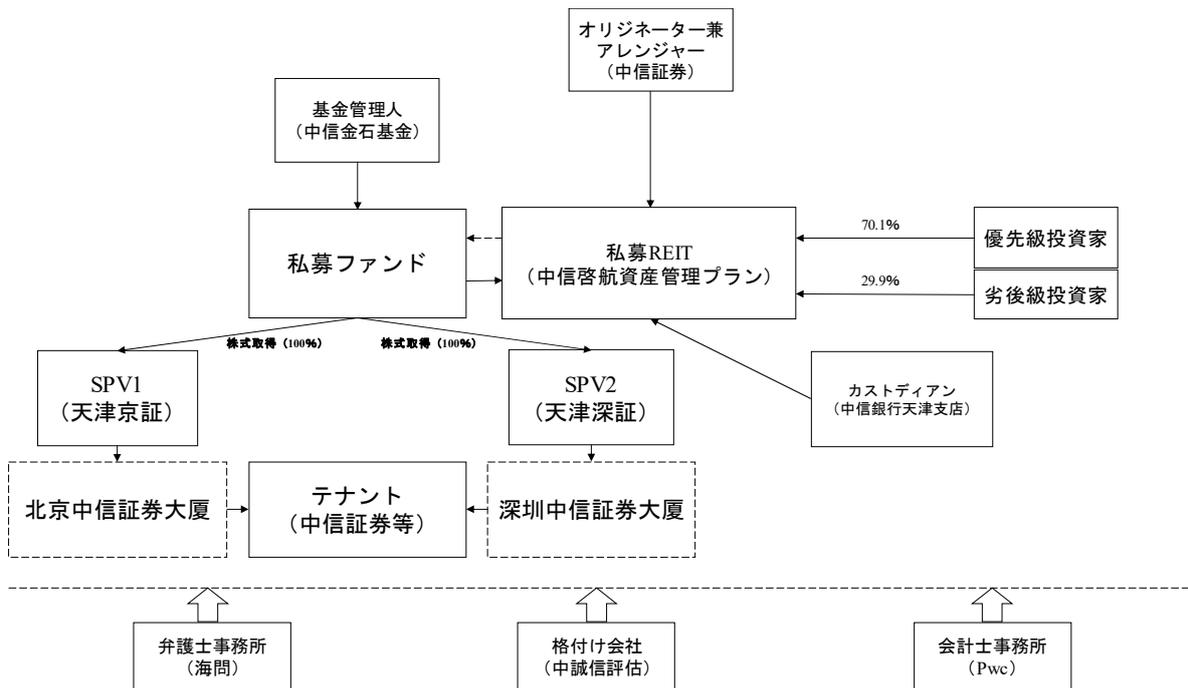
### 3. 中国における私募 REIT 及び準公募 REIT の代表案件

#### 1) 「中信啓航資産管理プラン」

ここでは、「中信啓航資産管理プラン」<sup>12</sup>を例として取り上げ、中国の私募 REIT の構造について概観する（図表 6）。2014 年 5 月に発行された同計画の最大の特徴は、深圳証券取引所の総合協議取引プラットフォーム<sup>13</sup>に登録され、適格な機関投資家に取引されることができることにある。

募集説明書によれば、オリジネーターである中信証券は、自社（中信証券大厦）が所有する不動産（北京、深圳）を SPV（天津京証物業服務有限公司と天津深証物業服務有限公司）

図表 6 中信啓航特定資産管理計画のスキーム



(注) 募集説明書では明示していないが、節税効果を狙って、私募ファンドが委託者として銀行から SPV 向けに委託貸付を実施したと推定される。

(出所) 「募集説明書」より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> [http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926\\_15945.html](http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926_15945.html). [http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926\\_15941.html](http://www.shclearing.com/xxpl/lssj/fxpl/abs/201309/t20130926_15941.html)

<sup>13</sup> 固定収益証券総合電子プラットフォーム及び総合協議取引プラットフォームとは、上海・深圳証券取引所における債券取引を行うためのプラットフォームであり、後者は債券の大口取引を対象としている。

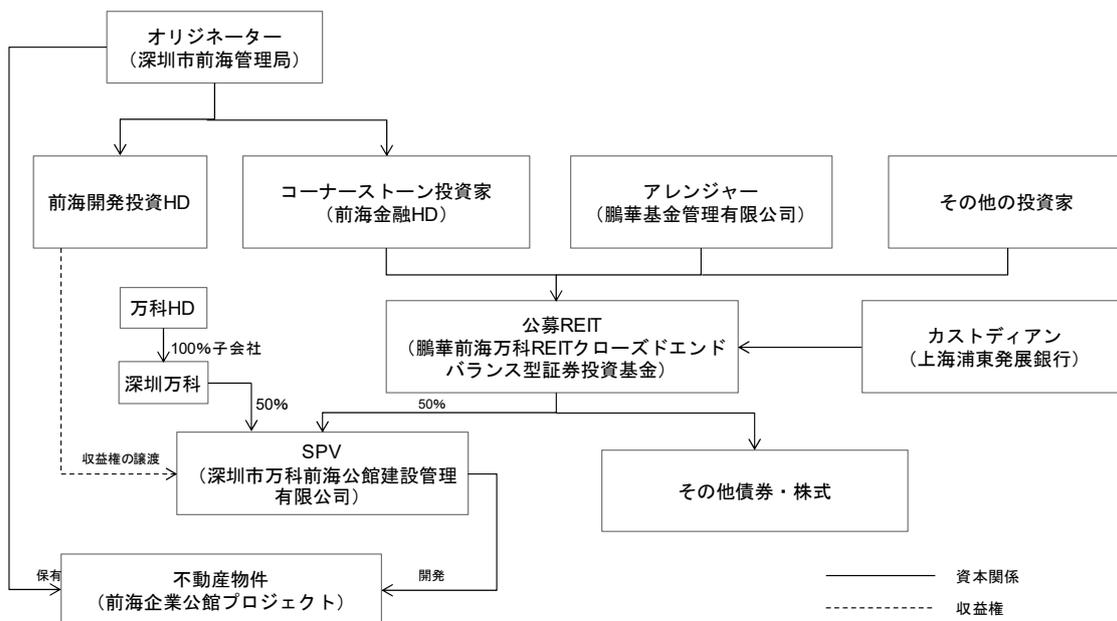
に譲渡する。次に、基金管理人である中信金石基金は私募ファンドを設立し、不動産物件を保有する SPV1 と SPV2 の株式を買い付ける。その資金は、アレンジャーである中信証券が設立した私募 REIT の「中信啓航資産管理プラン」からのもので、70.1%は優先級証券の投資家、29.9%は劣後級証券の投資家が拠出することとなる。私募 REIT の資産は合計 52.1 億円で、優先級の 36.5 億元は 5 年満期、期待リターン 7%、売却時にキャピタル・ゲインの 10%を獲得することが可能である。劣後級の 15.6 億元は 5 年満期、満期までは優先級収益を満了した後の余剰収益を獲得可能、満期後の売却時はキャピタル・ゲインの 90%を獲得することが可能である。また、29.9%の劣後級証券のうち、10%はオリジネーターである中信証券が保有している。中信銀行の天津支店が当該証券のカストディアンを務め、登記決算機関の中証登深圳公司を通じて、金利等を投資家に支払うことになる。

## 2) 「鵬華前海万科 REIT クローズドエンドバランス型証券投資基金」

本節では、中国初の「準」公募 REIT である「鵬華前海万科 REIT クローズドエンドバランス型証券投資基金」の構造について概観する（図表 7）。

同 REIT のスキームは、従来の私募 REIT とは違い、公募ファンドのスキームを使っており、募集金額は 30 億円で、開発予定の「前海企業公館」を保有している SPV に、鵬華前海万科 REIT が投資する形となる。具体的には、オリジネーターの深圳市前海管理局が、同局の 100%子会社である前海開発投資 HD に同物件の開発・運営権限を譲渡し、前海開発投資

図表 7 鵬華前海万科 REIT クローズドエンドバランス型証券投資基金のスキーム



(注) 公募 REIT による SPV への投資は、第三者割当増資の形で行われた。

(出所) 「発行説明書」より野村資本市場研究所作成

HD が万科 HD と BOT (Build Operate Transfer) 契約<sup>14</sup>を結ぶことで、万科 HD に同物件の開発を任せ、2015 年 1 月 1 日～2023 年 7 月 24 日の間の収益権を譲渡する。万科 HD は、自社の 100%子会社である深圳万科を通じて、SPV の深圳市万科前海公館建設管理有限公司に開発・運営を授権する。また、「公開募集証券投資基金运营管理弁法」で規定されている、公募ファンドによる不動産等エクイティへの投資額の制限を受け、鵬華前海万科 REIT は 50%の募集金額を SPV に投資し、残りの 50%をその他の債券・株式に投資する。収益権が満期になるまで、鵬華前海万科 REIT は SPV のエクイティを、4 回に分けて深圳万科に譲渡する予定である。また、満期になれば収益権はオリジネーターに返還することとなる。同 REIT は、2015 年 9 月 30 日に深圳証券取引所でクローズドエンド型の公募ファンドとして上場され、10 年間のクローズド期間終了後、上場オープン型ファンド (LOF) に変わり、債券 80%・株式 20%の割合で投資する見込みである。

また、同 REIT は、200 人以下という投資家数の制限を受けず、一般の個人投資家も、10 万円の最低投資金額の基準を満たせば、同 REIT への投資が可能となる。加えて、優先・劣後級のレベル分けをせず、賃料収益を全ての投資家に還元できるなど、本格的な公募 REIT に似た「準」公募 REIT と言える。一方で、鵬華前海万科 REIT が租税対策のための SPV2 (私募ファンドまたは信託プラン) を設立していないのは、当該 SPV はあくまでも単一の物件の運営権・収益権 (有期限) を取得したに過ぎず、物件のエクイティ (所有権) を持っていないためである。このスキームでは、不動産ポートフォリオからのキャッシュフローを永続的に分配する本格的な公募 REIT とは言い難い。強いて言えば、不動産の賃料収益を裏付けとした資産証券化商品に近いのではないかと思われる。

## IV. 私募 REIT の限界及び公募 REIT の整備

### 1. 私募 REIT の資産管理プランスキームの限界

資産管理プランでは、基本的に優先級・劣後級のスキームを取っており、優先級が固定収益型商品で、劣後級はエクイティ型商品となっている。前者は配当を獲得するが、後者は基本的にキャピタル・ゲインのみで、配当と投資口価格変動によるキャピタル・ゲインの両方を享受できる本格的な公募 REIT とは違う。また、資産管理プランは私募であるため、投資家上限が 200 人となっており、規模が大きい一般投資家の参加も見込めず、流動性の低下につながる。更に、本格的な公募 REIT はオープンエンドが多く、M&A などの方式で、新しい不動産への投資や、保有不動産の売却などの運用が可能であることに対して、中国の資産管理プランのスキームに基づく私募 REIT はクローズドエンドのものが多く、キャッシュフローは、既存の不動産による賃貸収入や満期時の売却益のみであり、資産運用における限界が伺える。

<sup>14</sup> BOT とは、政府が企画するプロジェクトを民間企業に投資・建設させたあと、当該企業が一定期間の経営権・収益権を保持し、期間終了後に政府に返却するプロジェクト手法を意味する。

## 2. 法制度の不整備

REIT は契約型か会社型のどちらかの形態となるのが一般的である。しかし、中国では、現行の「信託法」と「公司法（会社法）」の両方に、公募 REIT に適応しない部分がある。例えば、REIT の投資対象不動産の所有権が、導管体である信託プランや私募ファンドに移転するか否かは、倒産隔離が成り立つかどうかを判断する際の重要な根拠になる。ところが、信託法の第 10 条は、「法律・行政法規規定にて、届出手続きを行うべき財産に対し、信託を設立するには届出手続きを行わなければならない」と明記しており、REIT を、不動産を裏付けとする信託と想定すると、信託財産の信託届出をしなければならない。しかしながら、中国当局は、信託届出に関する明確な法制度を定めていない。また信託法第 2 条では「委託者が信託財産を受託者に委託すると同時に、受託者の名義で信託財産を管理・処分することが可能」と定めているため、一見、信託財産の所有権は受託者に譲渡しているように見える。しかし、第 2 条における「委託」という行為に明確な規定がない限り、財産の所有権における移転効果がないとの解釈もある<sup>15</sup>。

また、会社型 REIT に適用される可能性がある公司法では、株主が間接的に経営を干渉することが可能など、REIT との矛盾点がいくつか存在する。証券法の中で REIT を証券として扱っていないこともあり、公募 REIT のテストを推進するためには、証券法の改正もしくは関連規定の制定が必要となろう。

## 3. REIT における税金の項目及び二重課税の問題

2020 年 7 月時点で、REIT に対する専門的な税制は中国にないため、REIT に対する課税は一般の税法に従うものと考えられる。中国における REIT の SPV が私募ファンドまたは信託プランの場合、信託法や私募基金関連規則に基づいて徴収される税金の種類は以下の通りとなる（図表 8）。

### 1) 企業所得税

中華人民共和国企業所得税法に基づき、住民企業（国内企業）には、中国国内・海外での所得に対し 25% の税率で企業所得税が課税される。

REIT の設立時に、委託者が信託財産を受託者に移転することによって、REIT に収入が発生することは、企業所得税法第 6 条の「財産収入の移転」とみなされるため、REIT には企業所得税が発生する。また、受託者が信託の終了時に、信託財産を委託者に移転する際も同じ扱いである。機関投資家が信託財産の収益である配当を受け取る際も、同法令の第 6 条に基づき、企業所得税が課されると考えられる（SPV が私募ファンドである場合も同様）<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 国家金融与発展実験室（NIFD）、蔡真等「中国住房金融発展報告（2019）」を参照。

<sup>16</sup> 前掲脚注 6 を参照。

図表 8 中国における類 REITs の税制

プロセス	取引段階	課税主体	課税行為	税種	基準	税率	
設立段階	SPVが物件を買収	オリジネーター(売り手)	資産譲渡	増値税	譲渡収入	11%または5%	
				付加増値税	増値税	12%	
				土地増値税	増値額	30~60%	
				印紙税	契約金額	0.05%	
	REITが株式を買収	オリジネーター(売り手)	株式譲渡	企業所得税	所得金額	25%	
				印紙税	契約金額	0.05%	
		REIT(買い手)	資産受け取り	契約税	取引金額	3~5%	
				印紙税	契約金額	0.05%	
運営段階	物件の運営	SPV	物件賃貸	増値税	賃料収入	11%または5%	
			物件賃貸	付加増値税	増値税	12%	
			物件賃貸	印紙税	賃料収入	0.10%	
			物件保有	不動産税	賃料収入/物件金額	12%/1.2%	
			物件保有	土地使用税	面積	1.5元~30元	
			物件賃貸	企業所得税	所得金額	25%	
	配当	機関投資家	配当	企業所得税	所得金額	免税	
		個人投資家	配当	個人所得税	所得金額	免税	
	売却段階	投資家が流通市場で売却	投資家	資本利得	企業:25%、個人:免税		
		REITが資産またはSPVの株式を売却	資産管理プランまたはSPV	資産譲渡	設立段階の資産・株式譲渡に相当		

(出所) 北京大学光華管理学院「不動産信託投資基金税制問題研究」より野村資本市場研究所作成

## 2) 契約税

中華人民共和国契稅暫行条例の規定によると、中華人民共和国国内で土地・不動産の権利移転に伴い、権利の受け側は契約税を支払う必要がある。契約税の税率は3~5%で、税額の計算は土地使用権の売り出し・不動産売買の取引価格に基づく。REITにおいても、SPVがオリジネーターから不動産を買い取る際には上記の契約税を支払うべきで、委託人が物件を買い戻しする際も、契約税を支払わなければならない。

## 3) 土地増値税（キャピタル・ゲイン税）

中華人民共和国土地増値税暫行条例では、国有土地使用権、地上の建築物及び付着物を譲渡し、そして収入を得た法人や個人は、土地増値税を支払う必要がある。また、土地増値税は4級の累進税率を利用し、増値額は全体の50%未満の場合の税率は30%、50%超で100%未満の場合の税率は40%、100%超で200%未満の場合の税率は50%、200%超の場合の税率は60%となる。REITの委託者が信託設立時、受託者が信託財産買い戻し時において、双方に土地増値税が課される。また、REITの存続期間、受託者が信託の目的の為に、第三者と不動産売買契約を結んで、売却を行った時も、上記の土地増値税が課される<sup>17</sup>。

## 4) 印紙税

中華人民共和国印紙税暫行条例の規定に基づいて、委託者、受託者及びその他の者がREITの設立・運営・買い戻しの期間に書いた資産権の移転書類、権利許可証等各種契約書に対し、

<sup>17</sup> 前掲脚注6を参照。

それぞれ印紙税が課される。

## 5) 不動産税

1986年から施行されている中華人民共和国不動産税暫行条例の規定によれば、都市、県、郷（鎮）、及び工業鉦区におけるオフィスビル・商業施設は不動産税の対象となる一方、住宅は対象外となる。不動産の簿価から10～30%を控除した後の残高が課税の基準となり、税率は1.2%である。また、不動産を賃貸する場合、賃料収入が課税基準となり、税率は12%となる。REITにも、上記規定に基づき、SPVに不動産税が課されると考えられる<sup>18</sup>。

## 6) その他の課税される可能性がある税

中華人民共和国城鎮土地使用税暫行条例によれば、都市、県、鎮、工業鉦区内で土地を使用する法人・個人は城鎮土地使用税を支払うべきということから、REITの受託人は上記規定に基づき、城鎮土地使用税が課される。

以上をまとめると、REIT設立時に資産を受託者に委託する行為や、SPVへの不動産の譲渡は、不動産の売買行為とみなされ、上記のように多種多様な課税が発生することになる。一方、REITの受託期間が終了した後、受託者が不動産を委託者に返却するときも、再度不動産の売買行為とみなされるため、REITへの不動産移転に際して二回の課税を受けることとなる。また、所得税に関しても、投資家とSPVの二重課税となっており、日米REITのような税の導管体性（SPVは非課税となり、投資家レベルのみ課税）は担保されない。言い換えれば、税制の整備が中国における本格的な上場・公募REIT導入に向けた最も大きな課題になっていると考えられる。

## V. 中国における公募REITテストへの提言

中国における公募REITへの試みは、不動産市場改革の一環として、各政府部門が検討し始めている。まず、2017年6月に、北京大学光華管理学院のREIT研究チームは、「中国公募REIT発展白書」を発表し、中国における類REITの問題点や、公募REITの発展を抑制している税制などに言及し、公募REITのスキームを「公募ファンド+ABS」とするよう提言している。具体的には、従来の資産管理プランを使った私募のスキームではなく、公募ファンドでは、REITがエクイティや不動産資産に直接投資することが難しいため、不動産に投資するABS（MBSまたは不動産を保有する私募ファンド）を投資対象としている。この形では、法制度の大きな改正は不要であり、実行しやすい面がある。一方で、スキームが複雑なため、管理コストが高いことは課題であり、また適切なガバナンスの整備が必要とされた<sup>19</sup>。その後、2018年1月に、証監会は2018年度工作会議を北京で開催し、公募REITに関する業務細則の公布について研究することを言及した。また、2018年4月に、証監会は

<sup>18</sup> 北京大学光華管理学院「不動産信託投資基金税制問題研究」を参照。

<sup>19</sup> <http://www.gsm.pku.edu.cn/info/1327/20542.htm>

「賃貸住宅の資産証券化の推進に関する通知」を公布し、賃貸住宅を原資産とするエクイティ型の資産証券化商品の発行を支援し、REIT のテスト発行を試みると表明した<sup>20</sup>。その後、2019 年の 1 月に、上海証券取引所は証券会社及び基金管理会社を集め、公募 REIT テストの実現可能性について議論を行い、同取引所でのテスト第一弾の実現に向けて試みる姿勢を示している。更に、2019 年 3 月の全国人民代表大会開催期間中に、全国人民代表大会代表である中国人民銀行石家庄中心支店の陳建華行長は、北京の機能移転を狙う新都市プロジェクトとして構想される河北省の雄安新区において、公募 REIT テストを実施すべきとの提案を行った。直近の動きでは、2020 年 4 月 30 日に、証監会と発展改革委員会は、原資産をインフラストラクチャー分野に特化した公募 REIT テストの実施に関する通知を公表した<sup>21</sup>。同通知によれば、商品のスキームは前述の「公募ファンド+ABS」を使う予定である。また、証監会は同日に「公開募集インフラ証券投資基金指針（案）」をパブリックコメントに付しており、意見募集後には、インフラ分野に限定する形で公募 REIT のテストが実施される見通しが強まっている<sup>22</sup>。

こうした試みの際には、現在、公募 REIT の組成・投資の障害となっている法令の改革や税制優遇策の制定が必要不可欠となろう。また、中国の不動産市場と資本市場の実情に適合した公募 REIT のスキームを作る必要がある。いずれにせよ、今後、中国における公募 REIT がどのように実現されていくのか、注目していくべきである。

<sup>20</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180425\\_337315.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180425_337315.html)

<sup>21</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200430\\_374845.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200430_374845.html)

<sup>22</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/zjh/202004/t20200430\\_374847.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/zjh/202004/t20200430_374847.htm)