



## 中国で誕生したREIT市場の投資機会

**Pearly Yap**

インカム株式・ポートフォリオマネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

最近、中国でインフラを投資対象とする9銘柄の不動産投資信託（REIT）が上場に成功したことは、中国REITのアセットクラスとしての高い将来性を示唆しています。

REITを通して、資産を保有する投資法人（オリジネーター）は、より効率的な資金調達が可能となり、投資家はアセットクラスの選択肢の幅が広がります。

また、REIT市場の誕生は、中国の資本市場に「広がり」と「深み」をもたらすものであり、将来的にはインフラ資産以外の分野にもREITの対象が広がるのが期待されています。

インフラ支出は中国にとって重要な経済成長の柱になっていますが、それはインフラ支出が、都市化推進だけでなく、経済の安定化、不況からの脱出、といったプラスの効果をもたらしてきた実績があるからです。

実際、中国はインフラ支出によって、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による初期の深刻な景気後退の打撃を反転させることができ、2020年の国内総生産（GDP）は前年比で2.3%を達成することができました。

今後のインフラ支出は、「伝統的なエネルギープロジェクト」と「グリーンエネルギープロジェクト」の両方の需要に牽引され、多額の資金を必要とします。こうした点を考慮すると、最近（2021年6月）、中国でインフラを投資対象とする不動産投資信託（REIT）市場が誕生したことは、インフラ・プロジェクトの資金調達チャネルを公的市場から民間市場に広げるための積極的な動きといえます。

これにより、重要なインフラ・プロジェクト推進のために国の貯蓄を動員し、不動産会社（インフラ運営会社）の負債比率を引き下げ、さらに資本市場向けの金融商品を拡大することが可能となります。

このREITという新たなアセットクラスの誕生は、中国本土の投資家が利用できる長期投資のための運用資産の選択肢を広げ、年金や生命保険の投資を補完することになります。

これまで、長期の投資商品の一部は、当局によって「非標準資産」と分類されていましたが、これは金融商品にレバレッジがかかっており、その仕組みが規制当局によって明確に承認されていなかったためです。規制当局はこれを「シャドウ・バンキング（影の銀行）」の金融商品と呼んでいました。

しかし、今回の中国REITの開発は慎重に検討され、明確なルールと規制が設けられています。これにより中国において、REITは今後、時間の経過とともに主流の投資商品になっていくと考えられます。

### 投資対象はインフラ資産だけでなく、他のセクターにも拡大する可能性

シンガポール、日本、米国などの主要な金融市場では、REITはすでに投資家にとって人気のある投資対象ですが、中国のREITは大きな変化をもたらす「ゲームチェンジャー」となる大きな可能性を秘めています。

今回、中国REIT市場はインフラ・プロジェクトを投資対象とするREITからスタートしましたが、やがてインフラ以外の他のセクターにも拡大していくことが予想されています。なお、今回上場した9銘柄の上場時の時価総額は合計で約320億人民元（約5,550億円）と、市場の期待を上回りました。

これら9銘柄の新規上場REITは、工業団地、倉庫・物流、高速道路、汚水処理場、空港などのインフラ・プロジェクトを投資対象としています。投資対象のインフラ・プロジェクトの選定にはガイドラインが設けられており、安定したキャッシュフローを持つプロジェクトや、長期的な収入源や成長性が期待できる「インフラ使用料徴収型」のプロジェクトが投資対象の中心として選定されています。

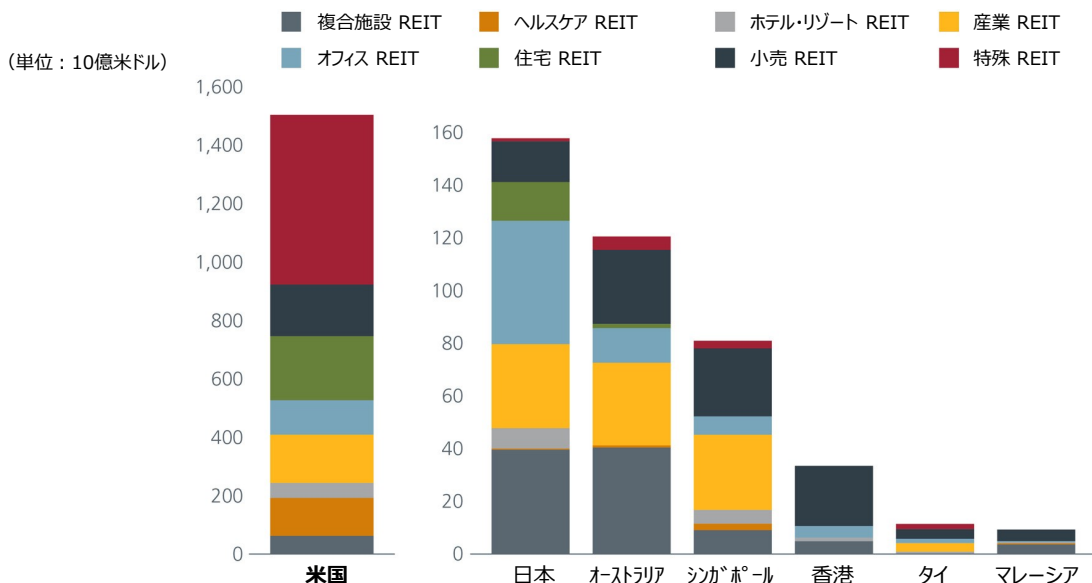
世界的な格付け会社であるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）によると、中国は莫大なインフラ資産を保有しており、また野心的なインフラ開発目標を掲げていることから、同資産はさらに増大することが予想されています。S&Pの試算では、今後10年間で3,000億米ドル～7,350億米ドルの投資計画が見込まれています。

今回の上場は、REITの組成主体（20～35%を出資）や戦略的・長期的な機関投資家からの強力な支援を受けて成功を収めました。また、新規の投資家は、①事業開始から3年以上経過していること、②配当利回りが4%以上であること、③貸借対照表の負債比率が28.6%以下であること、④キャッシュフローの配当性向が90%以上であること、などの厳しい上場条件をプラスに評価し、投資に踏み切ったようです。また、第三者投資家（ウェルス・マネジャー、ミューチュアル・ファンド、保険会社など）からの反響も大きく、新規株式公開（IPO）に際しては、約7倍の応募超過となりました。

そのため、中国では今後、インフラ分野以外の商業用不動産（オフィス、ショッピングモール、住宅など）を投資対象としたREITの上場が認可される可能性があります。

実際、賃貸住宅、水力発電所、自然遺産の国立ジオパークの資産のREITへの組み入れが検討されている模様です。こうした点を背景に、中国REIT市場は3兆米ドル規模にまで拡大する可能性があり、その場合は現在、世界最大のREIT市場である米国を抜き、さらに他のアジア諸国を大きく引き離すこととなります。（図表1参照）

図表 1: 主要国のREIT市場規模 ～ セクター別



出所：Bloomberg L.P. のデータ（2021年6月28日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

## 投資家にとっては、投資対象の選択肢が広がることに

現在、世界中の投資家がポートフォリオの多様化を図るために、不動産を活用しています。しかし、中国の投資家にとって、これまで中国本土市場にはそのような選択肢はありませんでした。香港やシンガポールの市場には、中国本土の不動産に投資するREITが上場していますが、数えるほどしかありません。

ショッピングモールやオフィス、賃貸住宅など、さまざまなタイプの不動産に投資する中国本土の「準REIT」と呼称される商品もありますが、「準REIT」は標準的なREITと異なり、負債を多く抱え、流動性に乏しいため、多くの機関投資家にとって魅力的ではありません。

中国の富裕層の間では、不動産への直接投資が盛んに行われています。しかし、一方では、住宅ローンに対する規制が強化され、投機的な取引の規制、価格の統制が強まっており、不動産市場の「引き締め」が始まっています。こうした中で、「中国本土のインフラ・プロジェクト」を投資対象とするREITの始動は、中国本土の投資家に、不動産の直接投資からREITへの投資の切り替え手段を提供し、さらにインフラ以外のセクターへの投資拡大を推進する可能性があります。

中国REITは、機関投資家からの巨額の運用資金と同様に、一般投資家の資金を活用することができ、レバレッジ（借入金などの活用）、所有権、手数料などに関する明確なルールがあるため、投資家に対して強固なガバナンスの枠組みを提供することが可能となります。

これにより、規制当局と投資家の双方に透明性がもたらされます。現在、中国の大手不動産デベロッパーは収益性の低い投資用不動産を所有しており、REITを組成することで、自社のバランスシートの改善に役立てることができると見られます。これには、オーストラリアのREITで多く見られる「ステープル証券」の形態が活用されており、この形態では“REITの投資証券”と“運用会社やスポンサー企業等の証券”を一体化しています。

とはいえ、投資家がREITに投資する際には、利回りと原資産の質が重要な要素となることに留意することが重要です。

## アジア太平洋地域のREIT市場

REIT市場は世界40か国以上に存在しており、その運用資産総額は約2.3兆米ドルに達しています<sup>1</sup>。アジア太平洋地域では、日本、香港、シンガポール、オーストラリアが主なREIT市場となっており、REITは投資家からの人気を集めています。最近では、インドとフィリピンでもREIT市場がスタートしました。

新型コロナウイルスの感染拡大は、多くの不動産セクターに悪影響を及ぼしましたが、一方でREIT市場はその魅力を失っていません。利回りを求める投資家は、より高い利回りが期待でき、また、高い流動性を持つREITに注目しています。現在、国債の利回りが低いことも、REITを相対的に魅力的な投資対象へと引き上げています。（図表2参照）

図表 2: アジア太平洋地域の主要REIT市場の平均的な配当利回りと各国・地域10年債利回りの比較

	REITの 配当利回り水準 (%)	① REITの 平均配当利回り (%)	② 10年債の 利回り (%)	①-② (%)
日本	0.5 - 5.8	3.7	0.5	3.2
オーストラリア	1.4 - 8.5	4.6	1.6	3.0
シンガポール	2.4 - 10.2	5.2	1.6	3.6
香港	3.7 - 11.2	6.4	1.2	5.2
中国	4 - 11	5.9	3.11	2.8

出所：Bloomberg L.P. のデータ（2021年6月28日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

※ 上記の各REITデータは、それぞれの当該市場の数値に基づいています。

※ 配当利回りがゼロのREITや、極端に高い配当利回りのREITは含まれていません。

1. Bloomberg L.P. のデータ（2021年6月29日）



## より多くの投資家にアピールするためには、さらなる課題の克服が必要

中国REIT市場の投資機会は魅力的とみられる一方で、課題もあります。

現在のところ、今回上場したREITは、個人の外国人は原則直接投資できません。来年には加わるものと思われませんが、今のところ外国人投資家が中国本土の金融商品に投資する際の一般的なプラットフォームである株式相互取引（ストック・コネクト）に今回の中国のREITは入っていません。

また、REITの運営会社の経営の質も気になるところです。一般的に、REITは、高い経営実績を上げていけば、時間の経過とともに、より高い企業評価を受ける傾向にあります。そうすれば投資家は、REITの、「物件獲得能力」、「資本政策」、および一般的な「運営管理」について、より強い安心感を持つようになります。これは、REITの収益性にプラスの影響を与え、さらに投資家のリターンに影響を与えます。また、REITの成長力も重要な判断材料となります。

いずれにしても、中国REIT市場の設立は、資産価値の引き上げ、市場の活性化、投資リターン向上に向けた“前向きな動き”と言えます。

まだ中国REIT市場は誕生したばかりで、当面は現在上場しているREITのパフォーマンスに注目が集まっています。しかし、今後REITの組み入れ対象となりうる巨大な中国の不動産市場と、これまでも既に準REITとしての経験があることを踏まえると、中国REIT市場は今後、さらに大きく成長するものと思われます。

### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。