

【海外 REIT レポート】 香港 REIT の明日を考える

～規制緩和と投資対象拡大による成長を期待～

2015年4月16日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 兼 海外市場調査部 副主任研究員 風岡 茜

香港 REIT は、現在 10 銘柄で時価総額 3 兆円と、日本、シンガポールに次ぐアジア 3 位の REIT 市場である。しかし、香港 REIT は Link REIT を除けば小規模で、日本やシンガポールより市場の成長速度が遅く、上場件数も伸び悩んできた。香港では REIT の投資機会が限られていることに加え、税制面や REIT による不動産開発行為の禁止などの環境整備上の差異で、過去の上場がシンガポールに流れてきた歴史もある。

一方、近年は REIT による不動産開発の容認等の規制が緩和され、中国本土の物件に投資する香港 REIT も増えている。このような規制緩和や投資対象拡大を通じて、香港 REIT 市場は新たな成長が期待されている。

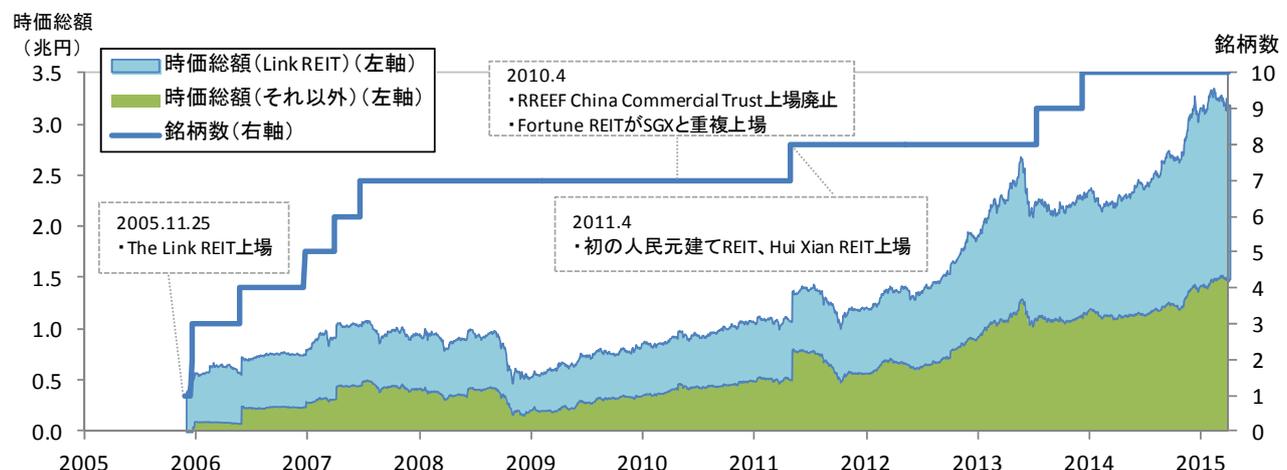
■香港 REIT はアジア 3 位の 3 兆円市場だが、上場銘柄数や市場成長速度は他市場に遅れ

香港では、現在 10 銘柄の REIT が香港証券取引所 (HKE) に上場しており、香港 REIT の時価総額は 3.2 兆円と、日本 (以下、J-REIT)、シンガポール (以下、S-REIT) に次ぐアジア 3 位の規模である。また、香港 REIT 時価総額の 53% を占める The Link REIT (以下、Link REIT) は、世界でも 20 位以内に入るアジア最大の REIT となっている。

香港 REIT は、2005 年に Link REIT が初めて上場してから 2007 年までに 7 銘柄となったが、金融危機後は上場が途絶え、上場廃止となった銘柄も見られた。2010 年に Fortune REIT がシンガポール証券取引所 (SGX) との重複上場という形で IPO を再開し、その後、2011 年には初の人民元建て REIT である Hui Xian REIT、2013 年には New Century REIT と Spring REIT が上場するなど中国本土に投資する REIT が続けて上場し、10 銘柄となった。しかし、他のアジア REIT 市場との比較では上場件数が少なく、Link REIT 以外の REIT は小型にとどまることに特徴がある。

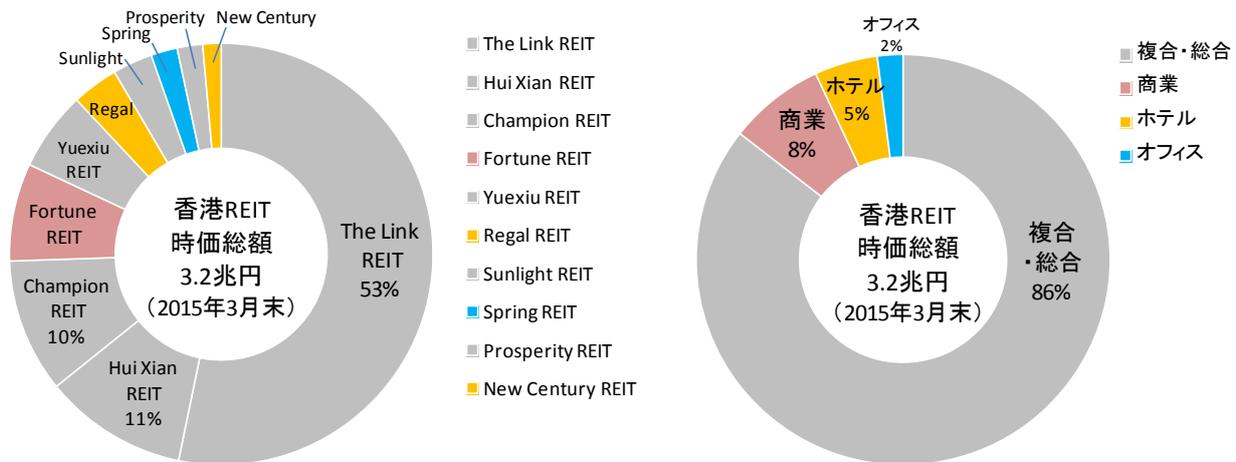
香港 REIT の投資セクターは、複合・総合型 6 銘柄、商業特化型 1 銘柄、ホテル特化型 2 銘柄、オフィス特化型 1 銘柄となっている。最大の Link REIT は、従来の商業特化から複合・総合型となった。なお、香港 REIT に住宅セクターがないのは、香港の住宅は個人による区分所有が多く、REIT が 1 棟保有するのは難しいためと考えられる。

図表 1: 香港 REIT 時価総額と銘柄数の推移



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

図表2： 香港 REIT の銘柄別構成比(左円)とセクター別構成比(右円) ～ 時価総額ウェイト



出所) Bloomberg、香港取引所、REIT 開示資料、その他各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注 1) セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所による。左円の各 REIT の配色は右のセクター分類に合わせている
 注 2) 時価総額は 2015 年 3 月末時点

■香港 REIT の投資エリアは、香港と中国本土。近年は、中国本土に投資する REIT が相次いで上場

香港 REIT は香港と中国本土に投資している(香港と中国本土:1 銘柄、香港のみ:5 銘柄、中国本土のみ:4 銘柄)。Link REIT (商業)は、従来は香港のみに投資していたが、2014年に投資エリアを香港以外にも拡大する方針を示し、先月、初の本土物件を北京で取得した。香港のみに投資しているのは、Champion REIT、Sunlight REIT、Prosperity REIT(ともに複合・総合)、Fortune REIT (商業)、Regal REIT(ホテル)の 5 銘柄である。

一方、中国本土のみで投資するのは、2005年に上場した Yuexiu REIT(複合・総合。広州市最大のデベロッパー、越秀地産が組成)、2011年に上場した長江グループ系の Hui Xian REIT(複合・総合)、2013年に上場した米カーライル・グループが出資している New Century REIT(ホテル)と日本企業が組成した Spring REIT(オフィス)の 4 銘柄。

今後も、中国本土物件に投資する香港 REIT の上場は続くものとみている。なぜなら、①香港 REIT は後述のように香港での投資機会が限られており、本土物件に対する運用ニーズがあること、②中国本土に REIT 市場がないこと、③本土投資家の資金を集めやすい香港 REIT は同じく本土に投資する S-REIT より選好されやすいためである。

図表3： 香港 REIT の銘柄概要

上場日	銘柄名(英語表記)	銘柄名(漢字表記)	投資対象地域	投資セクター	時価総額 (億HKD)	時価総額 (兆円)
2005/11/25	The Link REIT	領匯房地產投資信託基金	香港・中国	複合・総合	1,094	1.7
2005/12/16	Prosperity REIT	泓富産業信託	香港	複合・総合	40	0.1
2005/12/21	Yuexiu REIT(旧GZI REIT)	越秀房地產投資信託基金	中国	複合・総合	125	0.2
2006/5/24	Champion REIT	冠君産業信託	香港	複合・総合	212	0.3
2006/12/21	Sunlight REIT	陽光房地產基金	香港	複合・総合	62	0.1
2007/3/30	Regal REIT	富豪産業信託	香港	ホテル	73	0.1
2007/6/22	RREEF China Commercial Trust	睿富中國商業房地產投資信託基金	中国	複合・総合	上場廃止	
2010/4/20	Fortune REIT	置富産業信託	香港	商業	155	0.2
2011/4/29	Hui Xian REIT	匯賢産業信託	中国	複合・総合	225	0.3
2013/7/10	New Century REIT	開業産業投資信託基金	中国	ホテル	29	0.0
2013/12/5	Spring REIT	春泉産業信託	中国	オフィス	41	0.1
香港REIT10銘柄の合計					2,056	3.2

出所) Bloomberg、香港取引所、REIT 開示資料、その他各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注 1) セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所による。投資セクターの配色は、上右円のセクター分類と同様
 注 2) 時価総額は 2015 年 3 月末時点。Hui Xian REIT は人民元建てだが、香港ドルに換算して表示

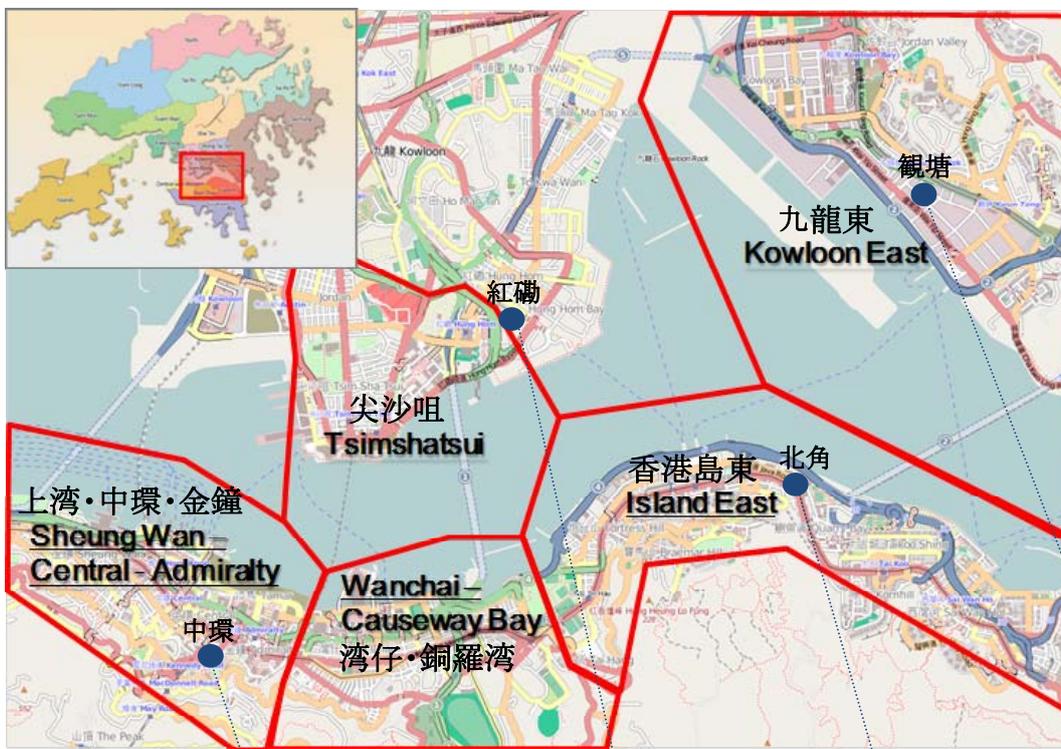
【オフィス】 香港 REIT が保有する香港プライムオフィスといえば Champion REIT の「Citibank Plaza」

中環・上湾・金鐘といった香港オフィスのプライムエリアでは、多くの優良物件を主要デベロッパーが所有しているが、不動産価格の高騰が続く中でデベロッパーが REIT に物件を売却するインセンティブが低く、一棟買いができるのは九龍東や再開発案件に限られる。したがって、香港 REIT は香港内での物件取得機会が限定的と考えられる。

香港のオフィスを保有しているのは、グレートイーグルによる Champion REIT、長江グループによる Prosperity REIT、ヘンダーソンランドによる Sunlight REIT の 3 銘柄のみである。香港 REIT が保有する最も象徴的な香港のプライムオフィスとしては、Champion REIT の旗艦物件である、中環のグレード A オフィス「Citibank Plaza」が挙げられよう。Prosperity REIT は、香港島東(北角)と九龍(紅磡、觀塘)で、グレード A オフィスを 3 物件、Sunlight REIT は香港島(上環、中環、灣仔、香港仔、北角)と九龍(尖沙咀、佐敦、旺角、新蒲崗)のオフィスを 13 物件保有している。

中国本土のオフィスを保有している REIT も 3 銘柄で、Yuexiu REIT が広州市で「広州 IFC」などのオフィスを複数保有しており、Hui Xian REIT が北京の複合施設「東方広場(Oriental Plaza)」内のグレード A オフィスを 8 棟保有、Spring REIT が北京の「華貿中心(China Central Place)」内のオフィスを 2 棟保有している。

図表4: 香港の伝統的なオフィスエリアと REIT 保有オフィスの例



Champion REIT の「Citibank Plaza」

- ・香港の金融街の中心地、中環に立地する複合施設。グレード A 高層オフィス 2 棟と店舗部分から成る。
- ・米銀行シティバンクのほか、金融系の多国籍企業が複数入居している。
- ・スポンサーのグレートイーグルが開発。1989 年に着工、1992 年に竣工。



Prosperity REIT が保有するグレード A オフィス 3 棟

The Metropolis Tower	Prosperity Millennia Plaza	9 Chong Yip Street
エリア:紅磡、竣工:2001	エリア:北角、竣工:1999	エリア:觀塘、竣工:2004



出所) 香港政府資料、openstreetmap.com、REIT 開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注) 物件写真は「Citibank Plaza」は物件公式 HP、Prosperity REIT の 3 物件は同 REIT 公式 HP による

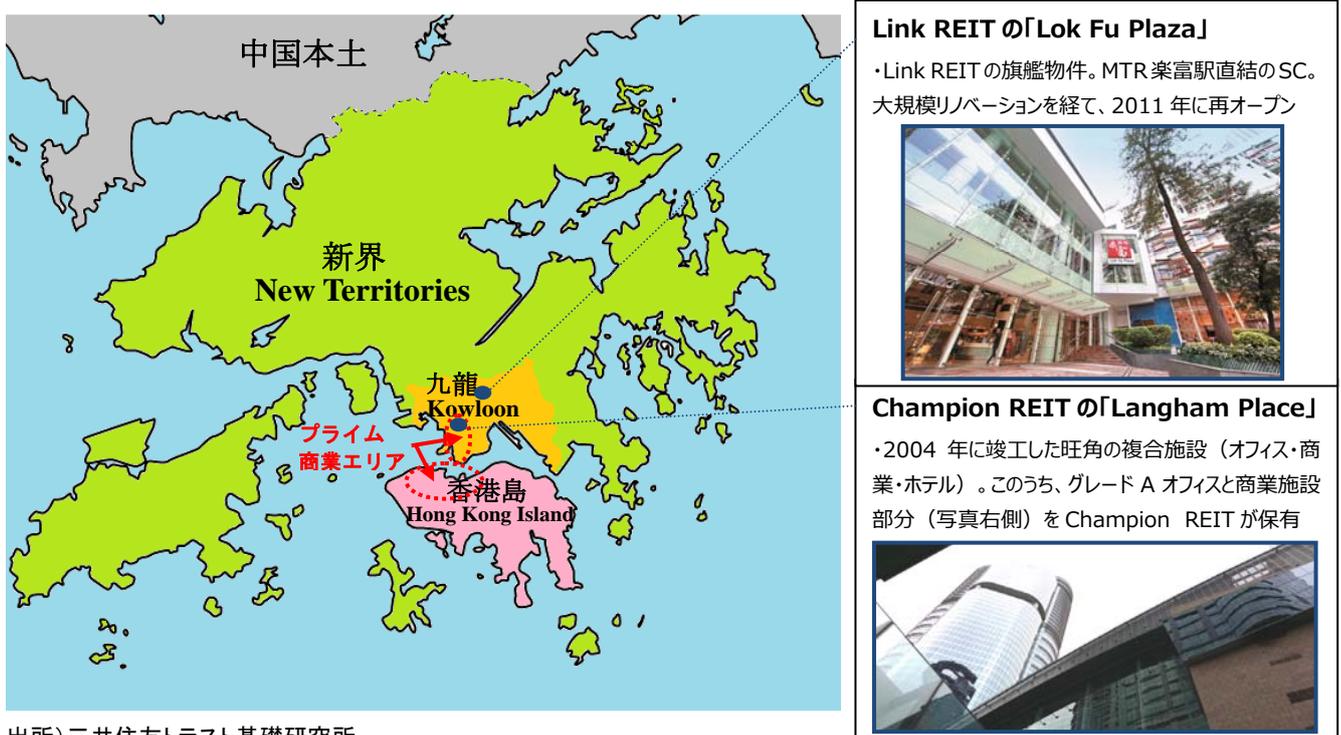
【商業】香港 REIT が保有する商業施設は、九龍や新界など日常生活と密接に結びつくエリアが中心

商業施設もオフィス同様、プライムエリア(中環、銅羅湾、尖沙咀、旺角等)の物件は、デベロッパー所有か個人の区分所有(小規模店舗)が多く、香港 REIT は中心部の物件はほとんど保有していない。例外的に、Champion REIT が若者向け繁華街の旺角でホテル・商業・オフィス複合施設「Langham Place」内の西武百貨店が入居する商業施設を、Sunlight REIT が尖沙咀で商業・オフィス複合ビル「Beverly Commercial Centre Property」を保有している。

REIT が保有する香港の商業施設は、観光客で賑わうプライムエリアの物件より、香港の地元住民が生活必需品を購入する香港島東部・九龍・新界などのエリアで香港地下鉄(MTR)の駅直結か周辺の集合住宅の低層階に付帯している店舗やSCが多い。例えば、Link REIT は九龍や新界で公営住宅付帯の店舗・駐車場を173物件保有しており、Fortune REIT は香港島東部(北角)、新界(沙田、馬鞍山、元朗他)、九龍(紅磡、觀塘、西九龍)で民営住宅付帯の店舗・商業施設を18物件保有、Sunlight REIT も香港島東部(北角)、九龍(尖沙咀、紅磡)、新界(將軍澳、上水、元朗)で民営住宅付帯の店舗や商業施設を7物件保有している。

一方、中国本土の商業施設としては、Yuexiu REIT が広州市で複数保有している商業施設のほか、Hui Xian REIT が保有している北京の複合施設「東方広場(Oriental Plaza)」内の世界最大級SCが挙げられる。また、Link REIT も北京海淀区中関村(IT関連企業の集積地)の「欧美匯購物中心(EC Mall)」を初の本土物件として先月取得した。

図表5: 香港のプライム商業エリアと大エリア(香港島・九龍・新界)の位置関係



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

注) 「Lok Fu Plaza」の写真は Link REIT 提供。「Langham Place」の写真は Champion REIT 公表資料による

【香港住宅委員会 (HKHA) の概要と Link REIT の設立経緯】

Link REIT は、香港住宅委員会 (Hong Kong Housing Authority (HKHA)) の財務再建のために設立された経緯がある。

香港では、HKHA が民間の賃貸住宅を借りる余裕がない低所得層のために1973年以降推進してきた「公営住宅供給プログラム」の恩恵により、現在約4割の人が公営賃貸住宅に住んでいる。しかし、HKHA は2002年に不動産市況低迷に伴う主力の住宅販売停止で財務内容が悪化し、2003年には大規模なリストラを発表、さらに住宅賃料訴訟に敗訴し多額の賠償金支払義務が生じ、窮地に陥った時期があった。その打開策として、公営住宅付帯の商業施設と駐車場を民営化し、住宅以外の運営を民間に任せ、政府補助金が支給される主力の住宅供給事業に集中するとともに売却収入で財務改善を図る方針を発表。物件の売却先としては、住民に長期で安定的にサービスを提供できる主体が望ましく、REIT は長期保有を前提に透明性の高い運営を行う主体であるため最も相応しいと考えられ、Link REIT が設立されることとなった。

その後、Link REIT は AEI (Asset Enhancement Initiatives) と呼ばれる大規模修繕や設備投資を通じて、公営住宅に付帯する商業施設の価値維持・向上させ、REIT の分配金を継続的に上昇させてきた。近年は、投資対象や投資エリアの拡大によりさらなる成長を目指している。

【ホテル】 近年、中国本土のホテルに投資する New Century REIT が上場

香港のホテルを保有しているのは、リーガル・ホテルが組成した Regal REIT のみで、同 REIT は「リーガル」ブランド 5 ホテルと、ハイテク設備完備の「i クラブ」3 ホテルの 8 物件を保有している。

一方、中国本土では、Yuexiu REIT 保有の「広州 IFC」や Hui Xian REIT 保有の「東方広場 (Oriental Plaza)」などの複合施設にホテルも入っている。また、2013 年には中国の未上場ホテルチェーン・オペレーター最大手の開元旅業集団が運営する初の中国のホテル特化 REIT、New Century REIT が上場した (米投資ファンド、カーライル・グループが出資)。近年、香港のデベロッパーが香港や中国本土のホテルをスピンオフし、REIT やステーブル証券の形で上場させようとする動きがみられることから、今後もホテル REIT が上場する可能性もある。

■制度改正で、REIT による開発行為を容認。Link REIT は初の土地取得で開発に参入

従来、香港 REIT が改装や改修工事以外の不動産開発行為を行うことは禁止されていたが、昨年の制度改正で REIT による開発行為が容認された (2014 年 8 月施行)。ただし、総資産の 10% を上限とし、開発案件は完成後 2 年間の保有を義務付けている。なお、同様に条件付で開発行為が認められている S-REIT に関しては、金融管理庁 (MAS) が昨年 10 月に総資産の上限を現行の 10% から 25% に引き上げる旨の緩和案を提出している。

これを受け、2015 年 1 月に Link REIT はデベロッパーの南豊発展との JV (Link REIT 60%、南豊発展 40%) により、高級オフィス建設の目的で、九龍・觀塘の商業用地の土地取得権を取得した。

なお、Link REIT はこれらの制度改正を踏まえ、投資方針の見直しと成長戦略への転換を図っている。従来は既存の商業施設と駐車場の運営と価値向上により収益を高めてきたが、取得対象を開発物件や本土物件にも広げ、用途もオフィスや複合施設に拡大し、将来的には従来型以外の新たな用途も模索するとして成長機会を探っている。

【香港 REIT の制度改正：REIT の投資先に関する規制緩和 (開発行為と金融商品への投資の容認)】

- ・2013 年 11 月、金融振興戦略を立案する諮問機関である金融開発局 (FSDC) が、香港の国際金融センターとしての地位を強化することを目的として 6 つの調査書を発表。このうち、4 つ目は香港 REIT の税負担の軽減や開発案件への投資規制緩和に関する提言をまとめたもの。
 - ・2014 年 1 月、政府も施政方針演説で REIT 市場の活性化を明言。
 - ・証券先物委員会 (SFC) は REIT の規制緩和に向けて 2014 年 1 月から意見公募を実施し、各種の議論を経て、2014 年 7 月に制度改正 (2014 年 8 月 29 日施行)。主な改正内容は、① REIT による開発行為の容認、② 金融商品への投資の容認の下記 2 点。
- ① 総資産の 10% を上限に、REIT による不動産開発行為 (再開発、開発の双方) を認める。開発物件は完成後 2 年間の保有義務あり。また、総資産の 10% を上限に、REIT が開発・再開発・改修の過程でテナント未入居の未完成物件を取得することを認める。
 - ② 総資産の 25% を上限に、REIT が上場株式、公社債、国内外の不動産ファンドなどの金融商品に投資することを認める。

■香港 REIT の明日を考える ～規制緩和と投資対象拡大による成長を期待～

香港 REIT には下記のような成長機会が考えられ、今後この機会をどこまで活用するかが鍵となる。

- ① 開発物件: REIT による開発行為の容認で、大規模オフィスの開発や、未だ組み入れられていない住宅の開発など新たな外部成長機会が期待される。
- ② 本土物件: 中国に REIT 市場ができる時期は未定であることから、引き続き、中国本土を投資対象とする新規の香港 REIT の上場や既存 REIT による本土物件への投資拡大が期待される。
- ③ 海外物件: 香港 REIT は香港と本土物件しか保有していないが、法律上は海外不動産の取得が可能である。まずは、本土以外の台湾・澳門等の中華圏への拡大を経て、将来的には海外物件を取得する可能性がある。S-REIT が活発なクロスボーダー投資を背景に成長してきたこともあり、成長にはエリア拡大が必須と考えられる。投資エリアを香港以外にも拡大した Link REIT のほか、Spring REIT (日系企業が組成) も上場時は本土物件のみだが、将来的には日本や台湾も視野に入れるとの方針を示しており、今後の動向に注目したい。
- ④ 税制整備: 香港 REIT は、J-REIT や S-REIT と異なり REIT が課税されることが市場成長の妨げとなってきた。香港 REIT は 16.5% の事業所得税が課税されるが、これに関しては負担軽減の意見要望も出ており、今後の規制緩和による市場活性化に期待している。

【お問い合わせ】 海外市場調査部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。