

研究報告

香港的離岸內地房地產投資信託基金 深具發展潛力

目錄

頁數

摘要	1
1. 什麼是房地產投資信託基金 (REIT) ?	2
1.1 產品種類	2
1.2 產品特點	2
1.3 不同物業類型產品的表現.....	4
2. REIT 的全球格局	6
3. 中國內地 REIT 的發展潛力	10
3.1 在岸內地 REIT 的發展	11
3.2 離岸內地 REIT 的潛在機遇	14
4. 推動離岸內地 REIT 發展：香港市場的角色	17
4.1 便利內地 REIT 於境外發行	18
4.2 便利內地 REIT 的境外投資	19
4.3 研推中國內地與香港 REIT 市場的互聯互通	22
5. 結語	24
附錄：REIT、股票與債券指數之間的相關系數 (2011 年至 2023 年 6 月)	25

摘要

房地產投資信託基金 (real estate investment trust, 簡稱 REIT) 是集體投資計劃的一種, 目的是通過集中投資於可帶來收入的房地產項目, 為投資者提供定期收入。

REIT 大多於交易所上市和買賣, 是除股票及債券外, 多元化投資策略中的另一投資選項, 為投資者提供對不同類型物業的投資機會, 從而獲取不同價值與投資回報。REIT 的特點是其潛在的股息回報會對被動收入投資者具吸引力。相較於直接投資實體物業, REIT 投資的優勢包括易於使投資組合多元化、投資規模靈活, 以及具流動性與成本效益。

全球主要市場上市 REIT 的規模與發展步伐各有不同。然而, 與實體房地產市場及股票市場的規模相比, 上市 REIT 市場仍然相對較小, 反映其具增長潛力。世界各地的 REIT 市場在監管方面的分別, 可能解釋了它們發展步伐上的差異。REIT 的相關監管制度包括槓桿上限、投資限制、派息率及稅務安排。

全球 REIT 市場的增長推動了圍繞這類產品的生態圈積極發展, 包括 REIT 指數及交易所買賣基金 (exchange traded fund, 簡稱 ETF), 而這反過來又有助推動 REIT 市場的進一步發展。

中國內地的 REIT 市場雖然仍處於早期發展階段, 但是增長迅速。在「基礎設施領域不動產投資信託基金」(簡稱「基礎設施 REIT」) 的試點計劃下, 首批在岸內地 REIT 於 2021 年 6 月在內地交易所上市。到 2023 年 6 月底, 上市 REIT 的數目增至 28 隻。由於內地尚無相關法律規管 REIT, 2021 年的試點計劃被視作 REIT 行業規範發展的正規制度。未來, 預計內地對 REIT 的監管制度將繼續發展, 以解決發行人在資產重組和收購、再融資限制及稅務安排等方面的問題。

鑒於發行人及投資者兩方面的強勁需求, 相信內地 REIT 在境內外市場均有龐大發展潛力。在發行人方面, REIT 可以為內地房地產開發商提供另一種資金來源。在投資者方面, 對於在尋求投資組合多元化和被動收入的全球與內地投資者而言, REIT 是極具吸引力的投資工具。

2005 年, 首隻離岸內地 REIT 在香港發行。與在岸內地 REIT 相比, 離岸產品在房地產類型及財務槓桿方面均為資產擁有人提供更大的靈活性, 也為全球投資者提供了多元化的內地房地產投資機會。

此外, 香港完善的 REIT 監管制度為發行人及投資者參與這個市場, 訂立了清晰的市場監管及運作程序。香港還有相關措施配套支持 REIT 在港上市, 例如香港政府向 REIT 發行人提供資助, 額度為 REIT 在香港上市涉及的合資格專業服務費用的七成。

2023 年, 內地與香港市場的監管機構透露, 雙方已經開始探索將市場互聯互通拓展至 REIT。參考 ETF 獲納入滬深港通的成功經驗, REIT 的市場互聯互通預計將提升有關產品在兩地市場的流動性, 因為投資者基礎將會擴大, 而產品供應也會因更多發行人被吸引在兩地市場發行 REIT 而增加。這會有助提升香港作為全球 REIT 樞紐的吸引力, 以及進一步推動內地資本市場的國際化。

1. 什麼是房地產投資信託基金 (REIT) ?

房地產投資信託基金 (real estate investment trust, 簡稱 REIT) 是集體投資計劃的一種, 目的是通過集中投資於可帶來收入的房地產項目, 為投資者提供定期收入。REIT 大多於交易所上市和買賣, 有些類似股票和交易所買賣基金 (exchange traded fund, 簡稱 ETF) 的模式¹。

1.1 產品種類

全球市場上的 REIT 主要分為三種類型 —— 權益型 REIT (equity REITs)、抵押權型 REIT (mortgage REITs) 與混合型 REIT (hybrid REITs)。權益型 REIT 擁有並管理相關物業, 抵押權型 REIT 則是擁有以物業為擔保的債務證券, 而不是擁有物業本身。混合型 REIT 是上述兩者的結合。權益型 REIT 也會根據其擁有的物業類型而分為不同類別。表 1 列出 REIT 的主要類別。

REIT 類別	物業類別	參與範圍
醫療保健 REIT	醫療保健行業使用的物業, 包括醫院、療養院、輔助式照護物業	收購、發展、擁有權、租賃、管理及營運
酒店及度假村 REIT	酒店及度假村物業	
工業 REIT	工業物業, 包括營運工業倉庫及配送物業的公司	
辦公室 REIT	辦公室物業	
住宅 REIT	住宅物業, 包括多戶住宅、公寓、活動型房屋及學生宿舍	
零售 REIT	商場、特賣場、鄰里社區購物中心	
特定項目 REIT	未歸入其他類別的物業, 包括營運及投資倉儲物業的信託基金	
	包括並非從物業租賃業務獲取大部分收入及收益的 REIT	
多元化 REIT	營運顯著多元化、涉及兩種或以上物業類型的信託基金	
抵押權型 REIT	償還、發起、購買及/或證券化住宅及/或商業抵押貸款的信託基金, 包括投資於按揭證券及其他按揭相關資產的信託基金。	

資料來源：〈全球行業分類標準(GICS)方法〉(“Global industry classification standard (GICS) methodology”), 載於 MSCI 網站, 2020年1月。

1.2 產品特點

REIT 是除股票及債券外, 多元化投資策略中的另一投資選項, 令投資者可以涉獵房地產市場, 從相關物業中得到穩定的租金收入。類似債券, REIT 穩定的派息對被動收入投資者具吸引力。REIT 也類似股票, 提供源自相關物業價格升值的潛力。

相較於直接投資實體物業, 投資 REIT 擁有多種優勢, 可以與直接投資相關物業的優勢相輔相成：

- (1) 更高的潛在回報：**考慮到實體物業的持有成本 (例如維修及翻新), 從實體物業中賺取短期利潤往往並不容易。有報道指, 在美國, 通常持有物業 6 至 12 個月內即試圖放售的短期

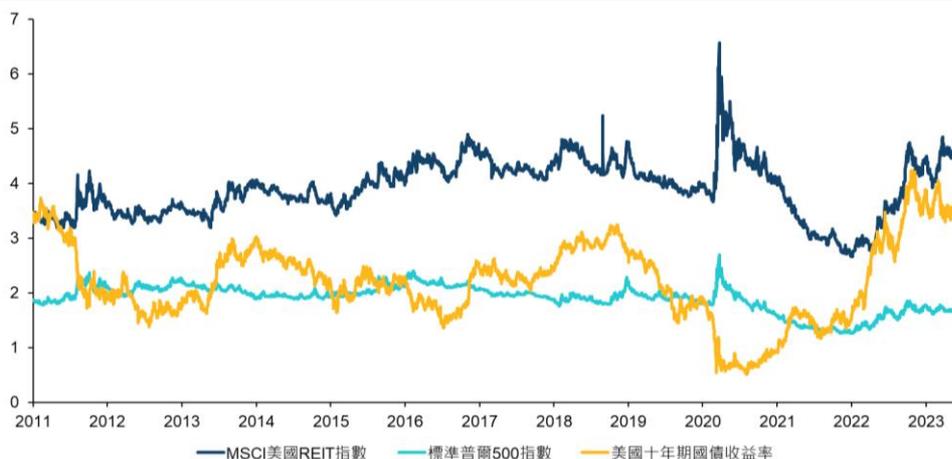
¹ 若干市場並不要求 REIT 上市。在美國, 非上市 REIT 僅開放予為數不多的投資者, 最低投資金額要求較高 (例如 25,000 美元), 披露要求也較上市 REIT 為少。(見〈表現最好的 REIT：如何投資 REIT〉(“Best-performing REITs: How to invest in real estate investment trust”), nerdwallet.com 上的網頁。)

房地產投資者中，約四成人是平手或蝕讓離場²。相比之下，1978年至2010年美國REIT的每年平均回報率為12.4%，高於標準普爾500指數的10.9%和美國私人房地產基金的6.4%-8.7%³。

- (2) **其他投資房地產的方式提供不了的多元化投資組合及回報機遇**：由於房地產的價值相對較高，一般投資者能夠購買的物業數量十分有限。相反，REIT的最低投資金額遠低於實體物業，使投資者能夠通過一隻或多隻涉獵不同物業的REIT作投資組合，從而分散風險。再者，REIT的若干相關資產（例如商場和道路橋樑等基礎設施）無法由投資者直接購買，但作為REIT的持有人則可以從中獲得相關收入。
- (3) **流動性及靈活的投資規模**：上市REIT於交易所買賣，而無論投資期限是短期還是長期，投資者都可以在交易所交易時段內隨時買入或沽出REIT單位。相反，實體物業未必可以在投資者覺得時機理想就立即予以購買或出售。此外，不像投資實體物業時要一次過大額付款，REIT的買賣單位相對較小，投資者可以靈活選擇投資規模來參與投資相關物業。
- (4) **成本效益**：REIT持有的物業由專業團隊負責管理，有助投資者節省管理成本，不用付出若直接投資物業所需的時間及金錢。

REIT的特點是股息率相對較高且穩定，對被動收入投資者具吸引力。法規要求REIT要將有關物業所得的收入的某個最低份額（例如在美國為90%）分派予單位持有人。在美國，REIT的股息率長期高於股票及債券（見圖1）。此外，為促進REIT的發行及投資，REIT/投資者通常會獲得稅項減免。然而，REIT的高額派息可能會減少積存盈利，並且會令借款作新投資的需求上升，長期而言可能會減慢其資本增值及收入增長。

圖 1：美國 REIT 指數和股票指數的股息率與長期債券的收益率（2011 年至 2023 年 6 月）



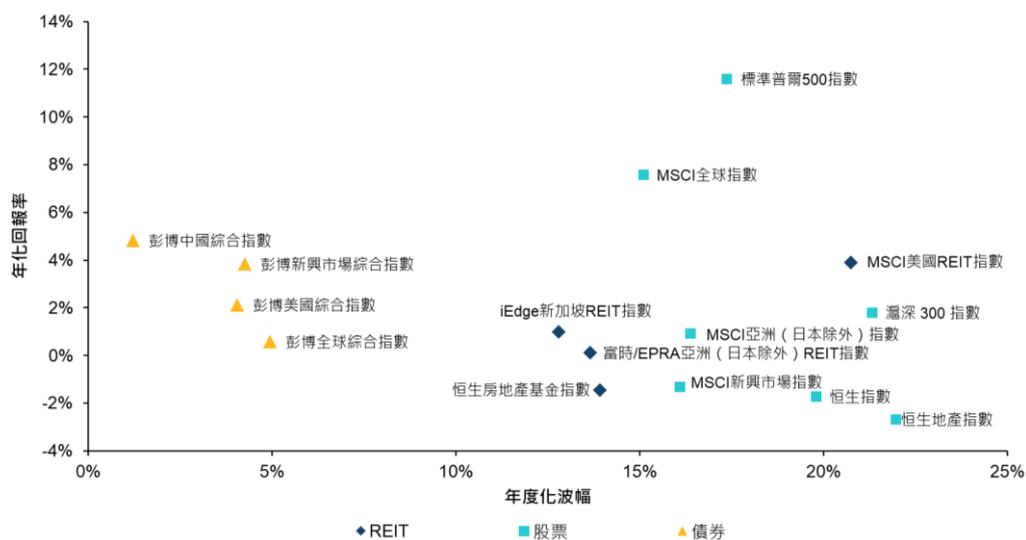
資料來源：彭博。

REIT的風險回報表現與股票及債券有所不同，或會有助投資組合多元化。從一組不同資產類別的所選指數可以發現，REIT指數的風險回報表現長期而言與股票及債券指數不同（見圖2）。與債券相比，REIT通常價格波幅較大，但可以有更高的潛在回報。與股票相比，REIT的價格波幅可能低於回報相若的股票，而其回報則可能高於價格波幅相若的股票。不過，風險回報表現視乎個別產品，上述發現未必適用於所有REIT、股票和債券。

² 資料來源：〈數據證明REIT優於購買物業〉(“Data proves REITs are better than buying real estate”)，載於福布斯的網站，2017年7月19日。

³ REIT的回報率取於富時NAREIT權益型REIT指數的回報率，而私人房地產基金的回報率取於美國房地產投資信託人委員會(NCREIF)房地產指數、NCREIF/Townsend機會指數、開放式多元化核心股票(ODCE)指數及NCREIF/Townsend增值指數的回報率。(資料來源：〈全球上市房地產市場〉(“The global listed real estate market”)，載於NAREIT的網站，2010年9月。)

圖 2：REIT、股票和債券的風險回報表現（2011 年至 2023 年 6 月）



註：年化回報率是指複合年均回報率。年度化波幅是按每日回報的標準偏差乘以 252 的平方根計算。
資料來源：按來自彭博的個別指數的每日收市價來計算。

再者，2011 年至 2023 年 6 月期間，所選的 REIT 指數與股票/債券指數的每日回報率之間的平均相關係數低於同一資產類別的每日回報率之間的平均相關係數——REIT 指數與股票指數之間的平均相關係數為 0.42，REIT 指數與債券指數之間的平均相關係數為 0.13，而不同股票指數之間的平均相關係數為 0.52，不同債券指數之間的平均相關係數為 0.30（見表 2），意味着將 REIT 納入股票/債券投資組合或可令投資組合更多元化。

表 2：不同資產類別每日回報率之間的平均相關係數（2011 年至 2023 年 6 月）

資產類別	REIT	股票	債券
REIT	0.47	0.42	0.13
股票	—	0.52	0.07
債券	—	—	0.30

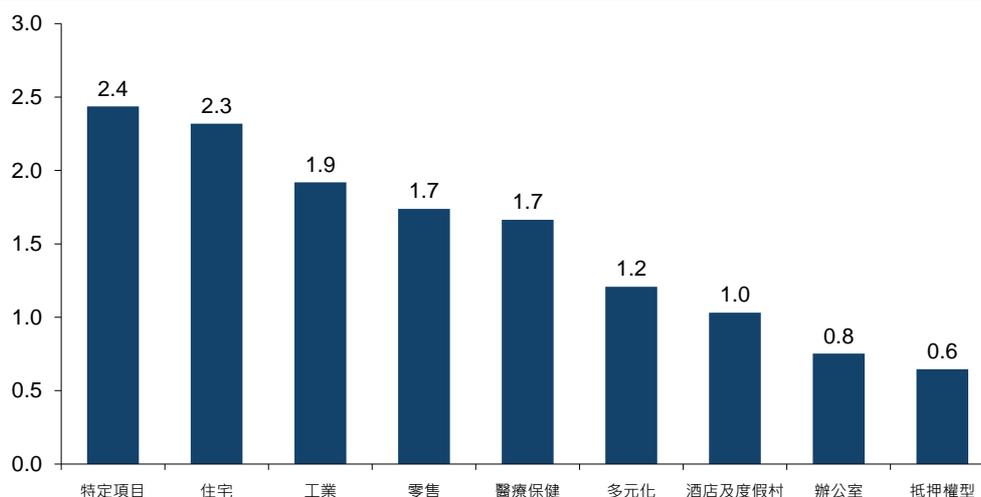
註：平均相關係數的計算方式為附錄表 A1 中適用部分的指數之間的相關係數的簡單平均值。
資料來源：按來自彭博的個別指數的每日收市價來計算。

1.3 不同物業類型產品的表現

REIT 可以涉及許多不同類型的物業，為投資者提供了豐富選擇。這方面美國市場提供了最為廣泛的選擇，表 1 的 9 種 REIT 都有，產品估值因所屬類型而異。

於 2023 年 6 月底，市賬率中位數最高的是持有某些特殊類型物業（例如基礎設施和數據中心）的特定項目 REIT，其次分別是住宅 REIT、工業 REIT 以及醫療保健 REIT（見圖 3）。

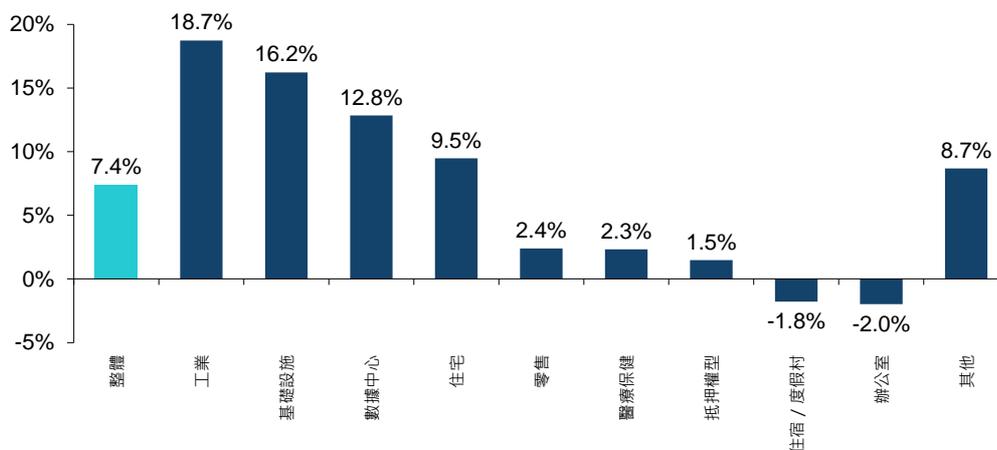
圖 3：美國上市 REIT 的市賬率中位數（按 REIT 類型劃分）（2023 年 6 月底）



資料來源：按來自彭博的個別 REIT 的市賬率來計算（數據於 2023 年 7 月 13 日下載）。

估值理應反映投資回報，而事實上，2017 年至 2022 年間，每年平均總回報率⁴最高的 REIT 是工業型、特定項目型（包括基礎設施和數據中心）及住宅型（見圖 4），反映這幾類型 REIT 的估值較佳。

圖 4：美國上市 REIT 的每年平均總回報率（按 REIT 類型劃分）（2017 年至 2022 年）

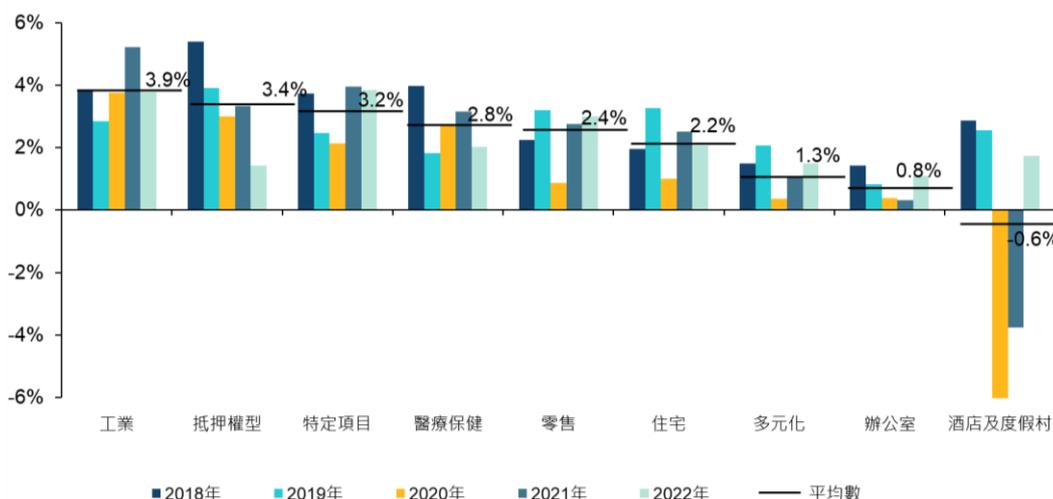


資料來源：根據美國 REIT 協會 (NAREIT) 網站上發布的 *REITWatch* (2018 至 2023 各年的 1 月刊) 中各個 REIT 類型指數（類似 GICS 的分類但略有不同）的每年總回報率來計算。

以 REIT 的性質，其投資回報是依靠其穩定的收入流，與它們的資產回報率息息相關。2018 年至 2022 年間，資產回報率中位數最高的是工業 REIT，特定項目 REIT 則排名第三（見圖 5）。

⁴ 總回報是指資本增值加股息的合計回報。

圖 5：美國上市 REIT 的資產回報率中位數（按 REIT 類型劃分）（2018 年至 2022 年）



資料來源：按來自彭博的個別 REIT 數據來計算。

2. REIT 的全球格局

在主要資本市場中，REIT 市場的發展雖起跑線各不相同，但皆是為了滿足發行人與投資者的融資/投資需求。

第一隻 REIT 於 1960 年代在美國發行上市，歐洲及亞太區市場隨後也迎來 REIT。現時有超過 39 個市場制定了有關發行 REIT 的法規⁵。這些市場的規則及規例也可能在槓桿率、投資限制、派息率和稅務安排方面有自己的特定規定或要求。

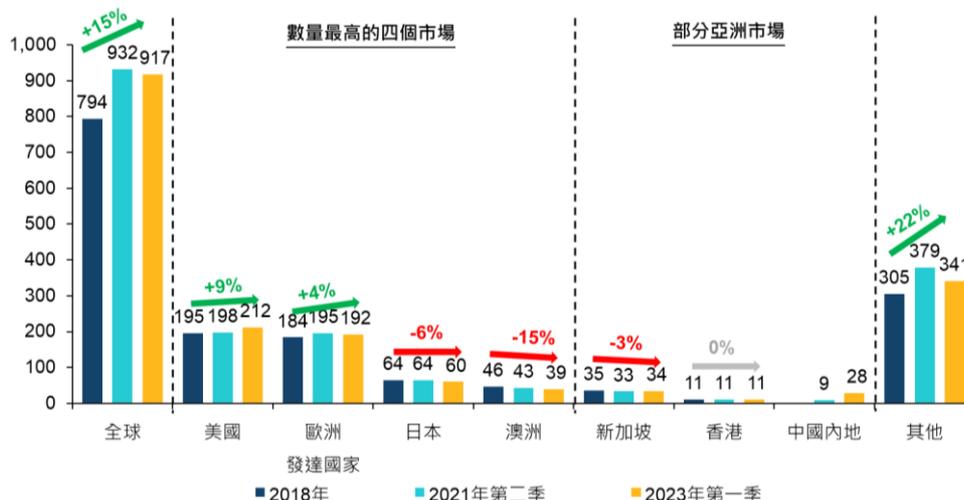
在全球上市市場中，視乎個別市場的特性，REIT 市場規模及發展步伐各不相同。

從數量上看，全球市場的上市 REIT 總數已由 2018 年的 794 隻增長至 2023 年第一季的 917 隻（見圖 6）。在所有發行市場中，於 2023 年第一季末，美國的上市 REIT 數量最多，其次是歐洲發達國家⁶、日本和澳洲。在中國內地，首批 9 隻在岸 REIT 於 2021 年 6 月上市，至 2023 年第一季末總數已增至 28 隻。在此之前，已有多隻中國內地的境內物業 REIT 在新加坡和香港作離岸上市。2018 年至 2023 年第一季期間，美國和歐洲發達國家的上市 REIT 數目均有所增加，日本和新加坡這兩個亞洲市場的 REIT 數目有所下降，而香港市場的 REIT 數目則仍處於低水平。

⁵ 見〈REIT 行業時間線〉(“REIT industry timeline”)，NAREIT 網站上的網頁，於 2023 年 7 月 11 日閱覽。

⁶ 據資料來源的定義，「歐洲發達國家」包括奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、意大利、盧森堡、荷蘭、挪威、波蘭、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英國。見〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2023 年第一季期刊，載於歐洲公共房地產協會 (European Real Estate Association，簡稱 EPRA) 的網站。

圖 6：各所選市場的上市 REIT 數量（2018 年末、2021 年第二季末及 2023 年第一季末）

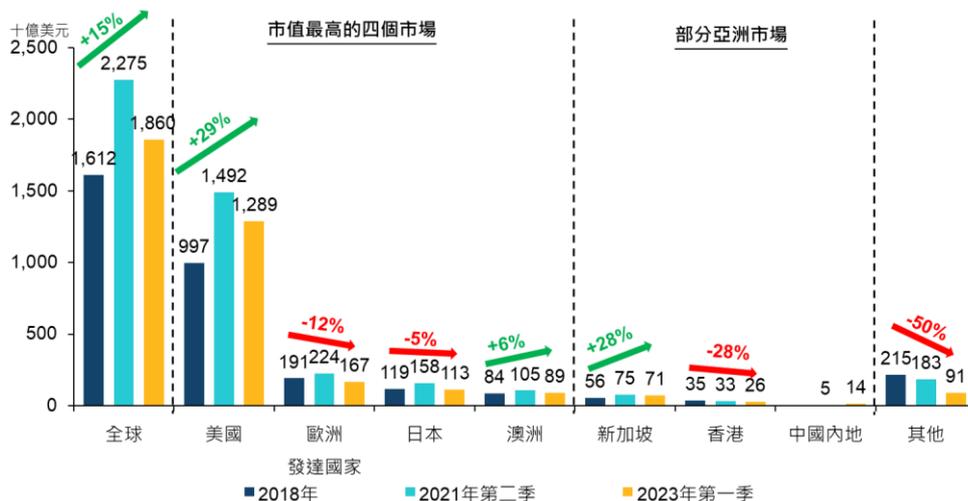


註：內地首批 REIT 於 2021 年 6 月上市。

資料來源：〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2018 年第四季、2021 年第二季及 2023 年第一季期刊，載於歐洲公共房地產協會 (European Real Estate Association，簡稱 EPRA) 的網站；中國內地的數據來自上海證券交易所及深圳證券交易所的網站；香港的數據來自香港交易所的網站。

就價值而言，全球上市 REIT 的市值於 2018 年至 2023 年第一季期間增長了 15%，由 1.6 萬億美元增長至 1.9 萬億美元（見圖 7）。在 2023 年第一季末，於美國上市的 REIT（簡稱「美國 REIT」）在全球上市 REIT 中按市值佔主導地位，約為總市值的 69%，其次是歐洲發達國家、日本和澳洲。這些市場以及部分亞洲市場（新加坡、香港和中國內地）的上市 REIT 市值增長率各有不同。

圖 7：全球及各所選市場的上市 REIT 市值（2018 年末、2021 年第二季末及 2023 年第一季末）



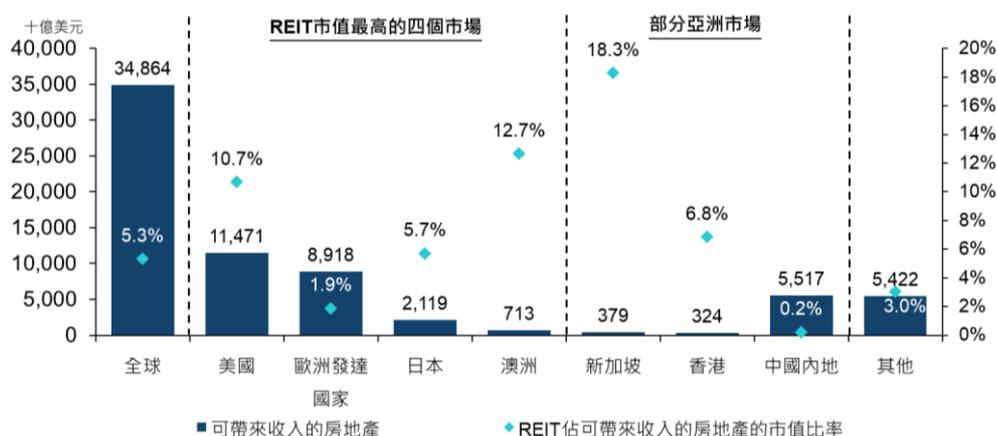
註：內地首批 REIT 於 2021 年 6 月上市。

資料來源：〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2018 年第四季、2021 年第二季及 2023 年第一季期刊，載於 EPRA 的網站；內地與香港的市值是按來自彭博（於圖 6 顯示）的個別 REIT 的市值數據來計算。

雖然全球 REIT 的數量及市值都有所增長，但是與實體房地產市場與股票市場的規模相比，上市 REIT 市場仍然相對較小，下文所述有關美國、歐洲、日本與亞太地區部分 REIT 市場的情況便可證明這一點。

在實體房地產市場上，只有可帶來收入的房地產才適合通過證券化來發行 REIT。可帶來收入的房地產是指專門用作商業相關目的或提供工作空間的物業⁷，而不是住宅物業。可帶來收入的房地產的市場規模通常與相應經濟體的規模成正比。於 2022 年年底，美國擁有全球最大的可帶來收入的房地產市場，其次是歐洲發達國家和中國內地。然而，美國上市的 REIT 佔可帶來收入的房地產的市值比率僅為 10.7%，歐洲發達國家為 1.9%，中國內地為 0.2%。值得注意的是，在中國內地上市的 REIT 是以境內物業為基礎，在美國及歐洲發達國家等國際市場上市的 REIT 則涵蓋全球物業，而新加坡和香港作為亞洲國際市場，市值比率分別為 18.3% 和 7.5%。（見圖 8）

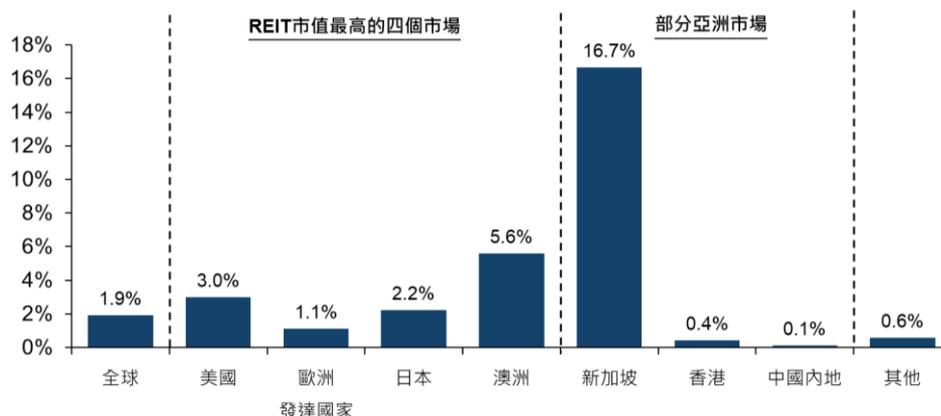
圖 8：全球和各所選市場可帶來收入的房地產市值與上市 REIT 佔可帶來收入的房地產的市值比率（2022 年年底）



資料來源：房地產市場市值取自〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2022 年第四季期刊，載於 EPRA 的網站；計算比率所用的 REIT 市值源自彭博。

與股票市場的規模相比，作為主要股票市場的美國、歐洲發達國家和日本的 REIT 市場於 2022 年年底的相對規模（以上市 REIT 市值佔股票市場市值的百分比計算）為 1.1%-3.0%，新加坡為 16.7%，而在岸內地 REIT 為 0.1%，香港為 0.4%（見圖 9），暗示着內地與香港 REIT 市場擁有龐大增長潛力。

圖 9：各所選市場的上市 REIT 相對其股票市場的市值比率（2022 年年底）



資料來源：股票市場市值數據取自〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2022 年第四季期刊，載於 EPRA 網站；計算比率所用的 REIT 市值源自彭博。

⁷ 因此，可帶來收入的房地產也被稱為「商用房地產」。見 J. Mehrhoff〈什麼是「商用物業」？〉(“What is ‘commercial property?’”)，國際金融公司 (International Finance Corporation，簡稱 IFC) - 比利時國家銀行〈用於宏觀審慎分析的數據需求及統計數據編制〉(“Data needs and statistics compilation for macroprudential analysis”) 工作坊的文件，載於國際結算銀行的網站，2017 年 5 月。

事實上，REIT 市場的發展很大程度上取決於規管 REIT 發行的監管制度，包括產品結構與稅務安排的要求，而這方面全球各個市場的監管制度也大不相同。有關產品結構的監管要求包括分派收入佔比的最低要求、投資於房地產的最低資產比例及最高槓桿率等。REIT 的稅務安排包括適用於 REIT 的稅率及適用於投資者的稅率，而就後者而言，境內外投資者的稅率可能會有所不同。

監管制度的設計會影響市場上 REIT 的供需，例如：

- 在美國，REIT 本身無需繳納利得稅，但其投資者需就相關股息繳納約 30% 的所得稅⁸。因此，美國的業主傾向於將其持有的物業證券化為 REIT，以減少房地產收入帶來的稅務負擔。
- 在新加坡，於新加坡上市的 REIT 的可分派收入無需繳納所得稅，若干類型的投資者（例如個人投資者）也可免繳股息稅⁹。

中國內地可帶來收入的房地產市場規模相對龐大（全球排名第三¹⁰），而目前中國 REIT 市場相對其股票市場的規模微不足道（見圖 9），可見內地 REIT 有潛力成為全球 REIT 市場新的增長動力。

雖然自 2005 年起已有內地 REIT 於離岸市場發行，直到 2021 年才有 REIT 正式於內地在岸市場推出，率先推出的是「基礎設施 REIT」¹¹，當中有一部分可根據全球行業分類標準（Global Industry Classification Standard，簡稱 GICS）分類為工業 REIT 和特定項目 REIT¹²。

表 3 列出在美國、新加坡、中國內地和香港上市按類型劃分的 REIT 數目。在美國，各種不同類型的 REIT 都有，且為數眾多。在新加坡上市的 REIT 則多是零售和工業 REIT。在中國，若干在岸內地 REIT 並未能依 GICS 作明確分類，而香港的 REIT 數量仍然相對較少，但類型卻頗為廣泛。

隨着全球 REIT 市場持續增長，REIT 的產品生態圈也在積極發展。全球主要指數供應商推出了一系列 REIT 指數，涵蓋不同地區和不同類型的 REIT¹³。各本地市場的指數供應商也開發了其本地市場的 REIT 指數，包括日本上市 REIT 的 TSE REIT 指數、新加坡上市 REIT 的 iEdge S-REIT Leaders 指數，以及香港上市 REIT 的中華交易服務 REIT 指數。此外，市場上也推出了相關 ETF 與指數期貨，以切合 REIT 投資的多元化及風險管理需要。

⁸ 見《2022 年 EPRA 全球 REIT 調查》(EPRA Global REIT Survey 2022)，載於 EPRA 的網站。

⁹ 見《IRAS 電子稅務指引：REIT 與獲批子信託基金的所得稅安排（第九版）》(IRAS e-Tax Guide: Income Tax Treatment of Real Estate Investment Trusts and Approved Sub-Trusts (Ninth Edition))，新加坡稅務局（Inland Revenue Authority of Singapore，簡稱 IRAS）發布，2022 年 4 月 5 日。

¹⁰ 資料來源：〈全球房地產總市場表格〉(“Global real estate total markets table”)，2023 年第一季期刊，載於 EPRA 的網站。

¹¹ 在內地，「基礎設施領域 REIT」（簡稱「基礎設施 REIT」）是指持有基礎設施的 REIT。公募基礎設施 REIT 是指在交易所上市的標準化金融產品，並將基礎設施（包括消費性設施）產生的絕大部分收入分派予投資者。見《關於進一步推進基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）常態化發行相關工作的通知》，中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）發布，2023 年 3 月 7 日；及〈基礎設施公募 REITs 介紹〉，載於上海證券交易所的網站，於 2023 年 7 月 19 日閱覽。

¹² 若干基礎設施 REIT 屬於持有物業的可分派溢利權利（或受益人權利）而非相關資產股權的「商業信託基金」。

¹³ 見〈房地產指數〉(“Real estate indexes”)，MSCI 網站上的網頁；〈富時 EPRA Nareit 全球房地產指數系列〉(“FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Index Series”)，富時羅素網站上的網頁；以及〈房地產與 REIT - 指數|標普道瓊斯指數〉(“Property & REIT - Indices | S&P Dow Jones Indices”)，標普全球網站上的網頁。

表 3：各所選市場的 REIT 數目（按類型劃分）（2023 年第二季末）

GICS 分類子行業	美國	新加坡	中國內地	香港
零售 REIT	29	12	—	2
特定項目 REIT	27	2	2	—
辦公室 REIT	28	6	—	3
住宅 REIT	21	—	—	—
多元化 REIT	19	3	—	4
酒店及度假村 REIT	16	6	—	1
醫療保健 REIT	16	2	—	—
工業 REIT	11	10	4	1
抵押權型 REIT	3	—	—	—
其他	3	0	22	—
總計	173	41	28	11

資料來源：按彭博的定義與 GICS 分類所識別的樣本。

3. 中國內地 REIT 的發展潛力

在發行人和投資者的殷切需求下，相信在境內外市場發行的中國內地 REIT 的發展潛力非常龐大。發行人方面，內地房地產發展商的融資環境挑戰重重¹⁴，REIT 正好是銀行貸款與債券以外的另一個籌集資金渠道。投資者方面，REIT 對於尋求投資組合多元化及被動收入的全球與內地投資者而言，都是具吸引力的投資工具。

首隻內地 REIT 於 2005 年以離岸方式在香港發行，其後再陸續有離岸內地 REIT¹⁵於香港與新加坡發行，主要為多元化 REIT 和零售 REIT。然而，如第 2 節所述，相較於可帶來收入的內地物業及股票市場，離岸內地 REIT 的規模仍非常小。

在境內市場，REIT 逐漸發展為企業通過資產證券化進行融資的創新方式。資產證券化試點計劃始於 2005 年的銀行信貸資產證券化，然後延伸至企業資產證券化。在推動資產證券化的主要規例¹⁶在 2014 年 11 月發布之後的數年裏，還有一些類似 REIT 的產品（類 REIT）¹⁷推出。類 REIT 都是一些持有資產支持證券的私募基金，涉及的都是內地物業（包括住宅按揭證券及和商業按揭證券），以及正在施工階段及/或沒有穩定收入來源的基建項目。這些產品有部分以基金形式於上海證券交易所（簡稱「上交所」）和深圳證券交易所（簡稱「深交所」）上市，但由於持有人數目不得多於 200 名，因此流動性有限¹⁸。這些產品的發行人要找退出渠道，其中一個方法就是將基金轉為公開募集 REIT（下文簡稱為「公募 REIT」）於交易所上市。

自 2020 年起，內地先後發布多項支持發展基礎設施 REIT 的規例¹⁹。推出基礎設施 REIT 是想通過資本市場有效服務實體經濟，並盤活存量資產、豐富投融資產品供應。基礎設施 REIT 試點計劃以公募 REIT 為重心，主要採用市場主導原則，讓產品在交易所發行並上市。相關基礎設施資

¹⁴ 見〈淺析房企流動性危機及重組系列——第三篇：房地產行業近期出台政策解析及趨勢研究〉，載於德勤的網站，2023 年 3 月。

¹⁵ 離岸內地 REIT 是於中國境外發行的 REIT，其相關資產主要為內地物業。

¹⁶ 《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定》，中國證監會發布，2014 年 11 月 19 日。

¹⁷ 見《中國 REIT：房地產業主大放異彩》（“China REITs: Property landlords to shine”），載於星展銀行的網站，2018 年 5 月。

¹⁸ 見《中華人民共和國證券投資基金法》，中華人民共和國中央人民政府發布，2012 年 12 月 28 日；《私募投資基金監督管理暫行辦法》，中國證監會發布，2014 年 8 月 21 日。

¹⁹ 《關於推進基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）試點相關工作的通知》，中國證監會及中國國家發展和改革委員會（簡稱「國家發改委」）發布，2020 年 4 月 24 日；《關於進一步做好基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）試點工作的通知》，國家發改委發布，2021 年 6 月 29 日。

產以中心地區及各行業的優質基礎設施資產為目標（詳情見第3.1節）。由於內地尚無相關法律規管 REIT，這基礎設施 REIT 試點計劃被視作 REIT 行業規範發展的正規制度。

有鑑於內地房地產市場的不明朗融資境況，發行 REIT 可盤活房地產企業的資產庫，為其提供資金支持。

3.1 在岸內地 REIT 的發展

推出新制度以規管於交易所上市的公開募集的基礎設施 REIT 這一舉措，標誌着在岸內地 REIT 市場發展的里程碑。

在這新制度下，內地先後推出了一系列政策支持公募基礎設施 REIT 的發展：

- 國家發展和改革委員會（簡稱「國家發改委」）於 2021 年 6 月將 REIT 涵蓋的相關基礎設施項目範圍從若干地區擴大至全國²⁰。
- 上交所與深交所於 2022 年 5 月發布了各自的試點業務指引，涉及相關基礎設施資產的收購，當中涵蓋再融資、資料披露及批准程序²¹。
- 中國證監會與國家發改委於 2022 年 5 月將保障性租賃住房的 REIT 納入有關公募 REIT 發行的試點計劃，上交所及深交所於 2022 年 7 月就此發布各自的指引²²。國家發改委亦於 2023 年 3 月將公募 REIT 的合資格資產的範圍擴大至涵蓋消費基礎設施資產（例如購物中心）²³。
- 國家發改委於 2022 年 10 月發出政策意見，支持就民間投資項目的相關資產發行 REIT²⁴。
- 中國財政部與國家稅務總局於 2022 年 1 月公布新政策²⁵，就涉及下列事項的資產重組程序給予企業所得稅豁免優惠：(1) REIT 推出前，原始權益人向項目公司劃轉基礎設施資產；及(2) REIT 設立時，原始權益人將項目公司股權轉讓給特定目的投資機構。在新規則下，程序(1)所述的基礎設施轉讓會獲豁免未變現收益的稅項，而程序(2)所述項目公司的股權轉讓至 REIT 所產生的收益應繳的稅款可延至 REIT 完成募資並支付股權轉讓價款後繳納。
- 根據中國銀行保險監督管理委員會（簡稱「中國銀保監會」）於 2021 年 11 月發出的通知²⁶，保險公司可投資於公募 REIT。

在新的基礎設施 REIT 制度下，首批共 9 隻的基礎設施 REIT 於 2021 年在內地上市。至 2023 年 6 月底，共 28 隻 REIT 於上交所與深交所上市（上交所：19 隻；深交所：9 隻），總市值達人民幣 872 億元，但相較於在岸 A 股市場（總市值為人民幣 64.2 萬億元）仍微不足道²⁷。

在上述的 REIT 當中，大部分 REIT 的相關基礎設施資產的原始權益人均為國有企業，按數目佔約 86%，按總市場價值計佔 88%（見圖 10）。

²⁰ 見《關於進一步做好基礎設施領域不動產投資信託基金(REITs)試點工作的通知》，國家發改委發布，2021年6月29日。

²¹ 《關於就《上海證券交易所公開募集基礎設施證券投資基金（REITs）業務指引第3號——新購入基礎設施項目（試行）》的通知》，上交所發布，2022年5月31日；《深圳證券交易所公開募集基礎設施證券投資基金業務指引第3號——新購入基礎設施項目（試行）》，深交所發布，2022年5月31日。

²² 見《關於規範做好保障性租賃住房試點發行基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）有關工作的通知》，由中國證監會與國家發改委發布，2022年5月27日；《公開募集基礎設施證券投資基金（REITs）業務指引第4號——保障性租賃住房（試行）》，分別由上交所及深交所發布，2022年7月15日。

²³ 見《關於規範高效做好基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）項目申報推薦工作的通知》，國家發改委發布，2023年3月1日。

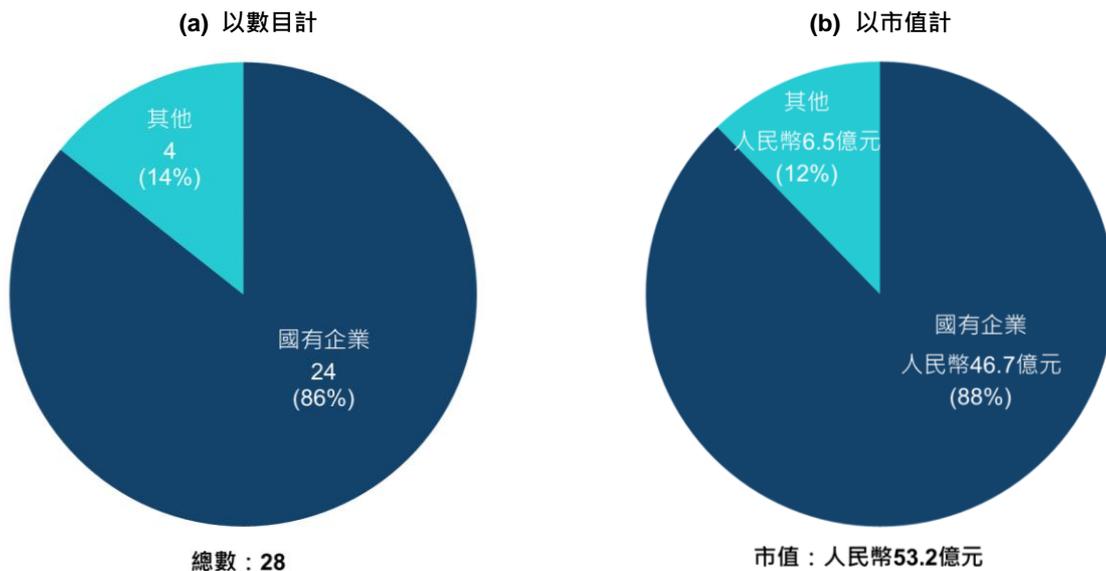
²⁴ 見《關於進一步完善政策環境加大力度支持民間投資發展的意見》，國家發改委發布，2022年10月28日。

²⁵ 《關於基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）試點稅收政策的公告》，中國財政部與國家稅務總局發布，2022年1月26日。

²⁶ 《關於保險資金投資公開募集基礎設施證券投資基金有關事項的通知》，中國銀保監會發布，2021年11月10日。

²⁷ 資料來源：來自上交所與深交所網站上的官方數據。

圖 10：在岸內地 REIT 按原始權益人類型的分布 (2023 年 6 月底)

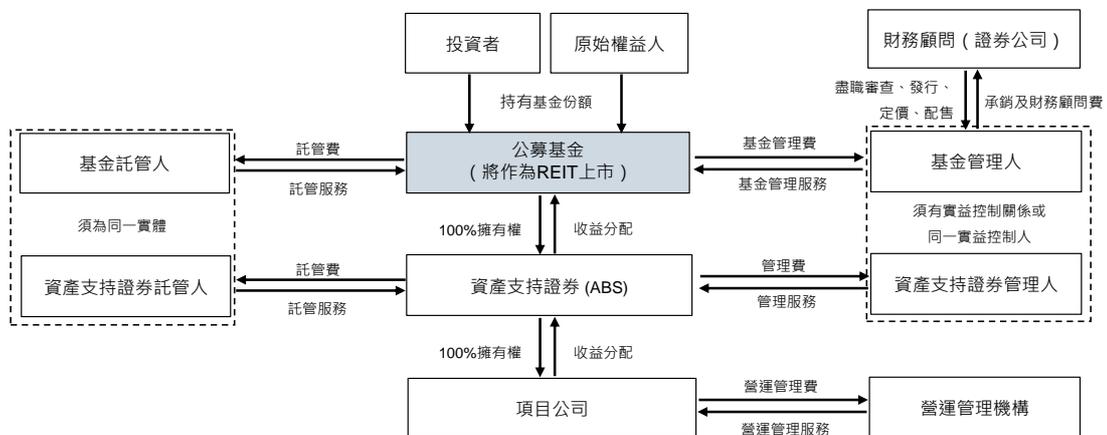


註：原始權益人按 Wind 的定義分類。

資料來源：REIT 名單來自 Wind。市場價值按來自彭博的個別 REIT 的數據來計算。

公募基礎設施 REIT 是以持有資產支持證券 (相關資產為通過項目公司持有的基礎設施資產) 的公募基金的形式發行 (見圖 11)。此類基金會於證券交易所上市買賣。

圖 11：內地公募基礎設施 REIT 的結構說明圖

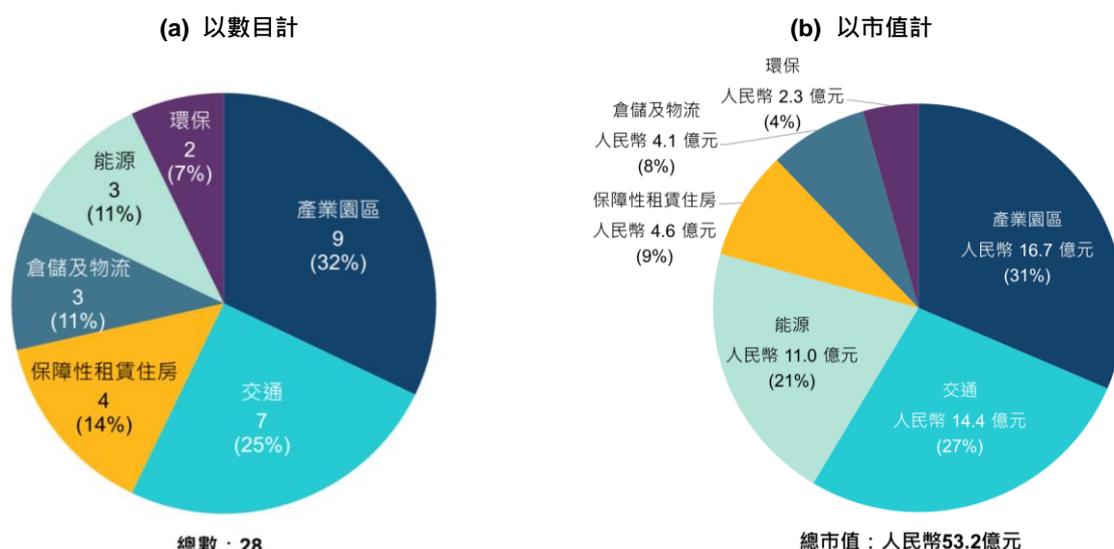


資料來源：〈基礎設施公募 REITs 介紹〉，上交所網站上的網頁，於 2023 年 7 月 19 日瀏覽。

公募基礎設施 REIT 的合資格物業類型包括交通基礎設施、能源基礎設施、市政基礎設施、環保基礎設施、倉儲及物流基礎設施、產業園區基礎設施、創新型基礎設施 (例如數據中心)、保障性租賃住房，以及其他試點行業。產業園區交通基礎設施是內地最普遍的公募 REIT 基礎設施資產類別 (見圖 12)。此外，市場預期在加入以購物中心等零售物業為基礎的 REIT 後，將有助促進在岸內地 REIT 市場的發展²⁸。

²⁸ 見〈兩部委重磅發文！百貨商場、購物中心也可發行 REITs，商業地產迎重大利好〉，載於 *Sina.com.cn*，2023 年 3 月 28 日。

圖 12：在岸內地 REIT 按相關資產類型的分布 (2023 年 6 月底)



註：相關資產按 Wind 的定義分類。

資料來源：REIT 名單來自 Wind。市場價值按來自彭博的個別 REIT 的數據來計算。

不同類型物業的基礎設施 REIT 的風險回報特徵不盡相同，視乎相關物業的性質及營運模式。涉及基礎設施物業（例如道路及鐵路、水務及廢物管理以及發電廠）管理權的 REIT，其收入流和管理成本通常較穩定。那些涉及經營實體物業（例如物流倉庫及產業園）的 REIT，因靠主動管理來產生收入並控制成本，派息會較難預測，價格波幅也較大。²⁹

公募基礎設施 REIT 試點計劃有助振興內地基礎設施資產市場。基礎設施資產的原始權益人可釋出並重設其持有權益，騰出資金進行新投資。此外，對於持有若干基礎設施資產、又基於資產本身性質而一直以來依賴債務融資的公司，這試點計劃可謂開闢了新的融資渠道。例如，儘管營運高速公路的現金流相對較穩定，但高速公路的管理權有固定期限，擁有管理權的公司的資產組合如沒有新資產加入，其資產價值（即現金流價值）便會在攤銷一段時間後減至零，令此類公司不容易進行首次公開招股³⁰。試點計劃可讓這些公司通過公募 REIT 的發行並上市來集資。

然而，發行基礎設施 REIT 未必能解決所有類型基礎設施資產的擁有人面臨的財務問題。以高速公路 REIT（約佔 2022 年公募基礎設施 REIT 派息金額的一半³¹）為例，相關問題包括：

- **REIT 與基礎設施資產之間的期限錯配：**高速公路的管理權通常有特定期限（例如 25 年或 30 年），但 REIT 會像永續債券一樣定期派息。REIT 來自特定高速公路資產的管理費的資產淨值（即來自管理費的未來收入流）會每年遞減，至管理權到期時便會減至零，因此除非收購新資產，否則無法一直持續派息。
- **收購新類型資產方面的不確定性：**若某隻 REIT 須收購新的基礎設施資產，交易所規定³²其須收購「同一類型」的資產。根據德勤的分析（下稱「德勤分析」）³³，原始權益人通常同時管理多個不同類型的基礎設施資產，「同一類型」資產的定義或須進一步釐清。

²⁹ 見《REITs 底層資產系列之開篇——七大類底層資產的不同玩法》，載於仲量聯行的網站，2021 年 4 月 27 日。

³⁰ 見《基礎設施 REITs 支持高速公路綠色低碳發展簡析》，載於綠色金融國際研究院的網站，2023 年 4 月 28 日。

³¹ 同上。

³² 《關於就《上海證券交易所公開募集基礎設施證券投資基金（REITs）業務指引第 3 號——新購入基礎設施項目（試行）》的通知》，上交所發布，2022 年 5 月 31 日；《深圳證券交易所公開募集基礎設施證券投資基金業務指引第 3 號——新購入基礎設施項目（試行）》，深交所發布，2022 年 5 月 31 日。

³³ 見德勤《中國 REITs 發展報告》，載於德勤的網站，2023 年 7 月。

- **轉讓國有資產：**高速公路通常為國有資產，在建立 REIT 的資產重組過程中不能改變有關資產的實際擁有人，以免國家失去對有關資產的控制權。由於現有規則未有訂明這項規定，發行 REIT 須經地方監管機構批准。
- **再融資方面的限制：**總資產與淨資產的比例若超過 140%，基礎設施基金不得新增借款³⁴。再者，發行新單位作再融資的整個過程（涉及申請、登記、審批等程序）需時多久仍無法確定——有關再融資的規則實施後，首批再融資花了超過一年才能完成³⁵。
- **管理相關房地產資產：**根據德勤分析，在試點計劃下，REIT 基金管理人負責管理相關基礎設施資產。由於基金管理人在管理實物資產方面的經驗有限，他們通常會委託原始權益人管理有關資產。此外，基金管理人通常沒有可讓其評估原始權益人表現的專業知識，亦沒有網絡可供其物色其他可勝任的資產管理人。這些都可能對提升相關房地產資產的業務表現以至其估值造成限制。
- **有關資產重組方面的稅務待遇的不確定性：**儘管內地監管機構澄清了原始權益人在重組過程中遇到關於企業所得稅的問題³⁶，德勤分析指出，原始權益人的特殊稅務待遇可能僅適用於某些類型的重組，企業所得稅以外的其他稅項（例如增值稅）的徵收情況需要進一步澄清。

展望將來，內地 REIT 的監管制度預期將繼續發展。中國證監會表示，有關發展將包括提高資料披露的適時性和準確度、鼓勵內地長期資本（例如社會保障基金、養老金及企業年金）投資 REIT，以及探索中國內地與香港 REIT 市場之間互聯互通的可能性，以進一步拓展投資者基礎³⁷。這將為內地立法規管 REIT 奠下基礎。

3.2 離岸內地 REIT 的潛在機遇

離岸內地 REIT 與在岸內地 REIT 相輔相成，旨在滿足內地資產擁有人的融資需求及全球投資者的投資需求。

從內地資產擁有人的角度看，離岸內地 REIT 可涵蓋許多不同的物業類型，不像在岸內地 REIT 市場只限於基礎設施項目。境外市場通常沒有限制哪些物業類型可以證券化。舉例而言，香港與新加坡僅規定相關物業須能帶來收入，對特定類型的 REIT 在上市或發行方面並沒有特定規定³⁸。因此，基於內地可帶來收入的房地產市場規模龐大，離岸內地 REIT 有極大發展空間。

此外，在岸內地 REIT 在財務槓桿上有其限制，現時以總資產與淨資產的比例不超過 140% 為限³⁹，這相當於約 28.6% 的槓桿比率（總負債與總資產的比率），而香港和新加坡對 REIT 的槓桿比率上限則設定為 50%⁴⁰。相較於在岸內地 REIT，離岸內地 REIT 的財務槓桿彈性較大，可為原始權益人提供較高的潛在融資空間，供其收購額外相關物業之用。

從全球投資者的角度看，內地 REIT 是相當吸引的產品，有助其涉獵內地物業和引入人民幣利息收益，實現投資組合多元化。現時全球投資者可接觸在岸內地 REIT 的渠道有限⁴¹，但投資各種各樣離岸內地 REIT 則暢通無阻。

³⁴ 見《公開募集基礎設施證券投資基金指引（試行）》，中國證監會發布，2020年8月6日。

³⁵ 見〈中金•REITs | 中國公募 REITs 首次擴募回顧與反思〉，載於 Sina.com.cn，2023年7月13日。

³⁶ 見〈關於基礎設施領域不動產投資信託基金（REITs）試點稅收政策的公告〉，中國財政部與國家稅務總局聯合發布，2022年1月26日。

³⁷ 見〈證監會周小舟：將加快 REITs 專項立法，研究推出公司型 REITs〉，《21世紀經濟報導》，2023年7月6日。

³⁸ 見香港聯合交易所《主板上市規則》的第二十章〈投資工具：認可集體投資計劃〉；新加坡交易所《主板規則》的第四章〈投資基金〉（“Investment funds”）。

³⁹ 見《公開募集基礎設施證券投資基金指引（試行）》，中國證監會發布，2020年8月6日。

⁴⁰ 見《香港 REIT 制度》（“Hong Kong REITs regime”），載於香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「香港證監會」）的網站，2021年6月；《協助 REIT 應對新冠肺炎疫情為其營運帶來的挑戰的新措施》（“New measures to help REITs navigate operating challenges posed by COVID-19”），載於新加坡金融管理局網站上的新聞稿，2020年4月16日。

⁴¹ 現時在岸內地 REIT 只可通過合格境外機構投資者（QFII）買賣，而未能經滬股通和深股通買賣。

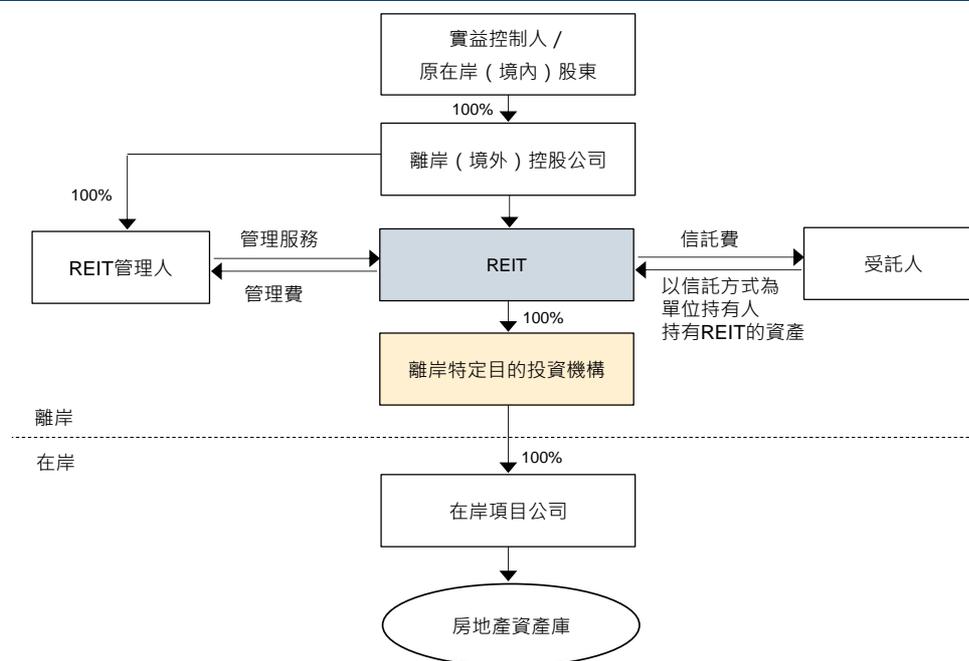
現時，離岸內地 REIT 主要於香港和新加坡發行並上市⁴²。事實上，首隻內地 REIT 是於 2005 年在香港發行的離岸內地 REIT。亞洲區內有多個市場已採納 REIT 規則多年，香港是其中一員。截至 2020 年，全球有逾 40 個市場制定了其本身的 REIT 規則，中國內地是 2020 年才正式引入 REIT 的試行規則（見表 4）。

訂立 REIT 規則的年份	司法權區
1960 年至 1969 年	荷蘭、新西蘭、美國
1970 年至 1989 年	澳洲
1990 年至 1999 年	比利時、巴西、加拿大、希臘、新加坡、土耳其
2000 年至 2009 年	保加利亞、哥斯達黎加、芬蘭、法國、德國、香港、以色列、意大利、日本、馬來西亞、巴基斯坦、南韓、西班牙、台灣、泰國、阿拉伯聯合酋長國、英國
2010 年至 2019 年	巴林、匈牙利、印度、愛爾蘭、肯亞、墨西哥、阿曼、菲律賓、葡萄牙、沙特阿拉伯、南非、越南
2020 年	中國內地、斯里蘭卡

資料來源：〈振興香港 REIT 市場 — 提升流動性〉，香港金融發展局（簡稱「金發局」）《第 48 號報告》，載於金發局的網站，2021 年 5 月。

離岸內地 REIT 的結構通常涉及一家由 REIT 持有的離岸特定目的投資機構，由其持有在岸項目的相關房地產資產（見圖 13）。相關資產的管理由外部管理機構（「REIT 管理人」）負責，該管理人按固定的淨收入/淨資產比率收取管理費⁴³。

圖 13：離岸內地 REIT 常見結構說明圖



資料來源：金杜律師事務所〈境內企業於香港發行 REITs 及上市之路〉，載於《前沿觀察》，第 9 期，2021 年 6 月。

⁴² 見〈境內企業於香港發行 REITs 及上市之路〉，載於金杜律師事務所的網站，2021 年 5 月 17 日。

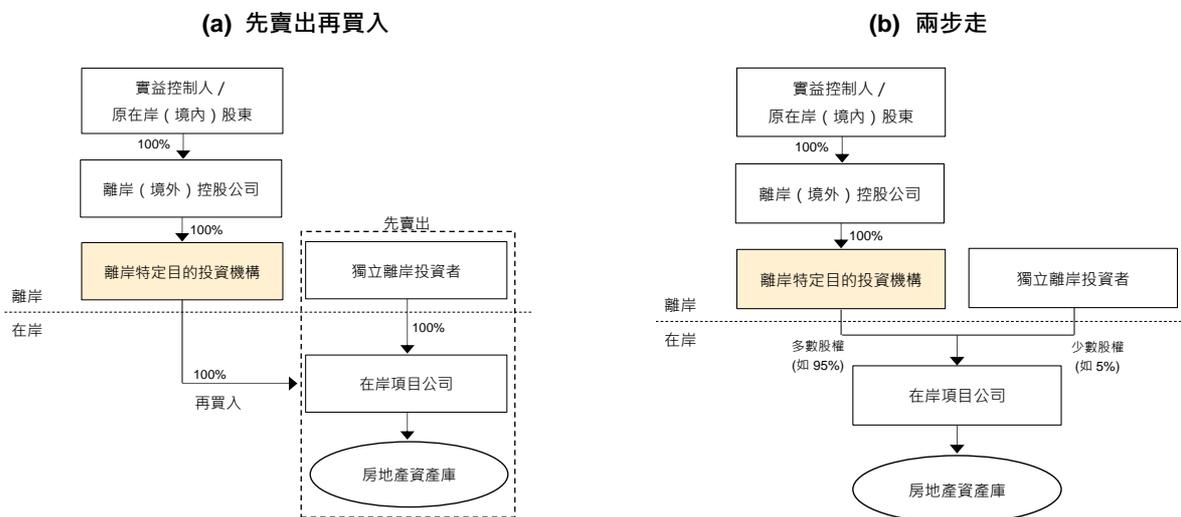
⁴³ 見德勤《中國 REITs 發展報告》，載於德勤的網站，2021 年 10 月。

要設立離岸內地 REIT 作發行並上市，其過程涉及資產重組，將在岸資產的擁有權轉讓予離岸特定目的投資機構。在香港，重組成本可於上市後以所取得的首次公開發售集資額來支付（而非像股本證券上市般在首次公開招股前就要支付）⁴⁴，而香港政府會補助 70% 的發行費用（見第 3 節）。

從香港與新加坡的現有上市個案所見，重組有兩大常見方法 —— 「先賣出再買入」和「兩步走」（見圖 14）：

- 「先賣出再買入」—— 將在岸項目公司售予獨立離岸實體，再由一家離岸特定目的投資機構購回。購買在岸項目公司時即須悉數支付公司價值金額。
- 「兩步走」—— 第一步是將少數股權售予獨立離岸實體（從中籌集到資金），在岸項目公司會先成為在岸實體與離岸實體的合營企業。第二步是將在岸項目公司的餘下股權售予離岸特定目的投資機構。由於在岸項目公司只有小部分股份會售予獨立離岸投資者，重組成本應會較「先賣出再買入」的方法為低，但重組過程可能需時較長。

圖 14：設立離岸內地 REIT 的常見資產重組方法說明圖



資料來源：金杜律師事務所〈境內企業於香港發行 REITs 及上市之路〉，載於《前沿觀察》，第 9 期，2021 年 6 月。

相較於內地發展中的 REIT 市場，境外市場有成熟的 REIT 監管制度，為參與其中的發行人與投資者提供清晰的市場監管及營運指引（見表 5）。

⁴⁴ 見金杜律師事務所〈境內企業於香港發行 REITs 及上市之路〉，載於《前沿觀察》，第 9 期，2021 年 6 月。

表 5：中國內地與香港/新加坡的 REIT 制度的比較

特徵	內地	香港 / 新加坡
結構	公募基金 + 資產支持證券	信託
相關資產	僅限基礎設施資產（包括受益人權利）	可帶來收入的物業（資產類型沒有特定限制）
相關資產的管理人	資產支持證券管理人或由基金公司委託的外部管理機構	通常為原資產擁有人的附屬公司
槓桿（總負債與總資產的比率）	上限約為 28.6%（總資產與淨資產比例不超過 140%）	上限為 50%
原資產擁有人持股量	至少 20%	無限制

資料來源：德勤《中國 REITs 發展報告》，載於德勤的網站，2023 年 7 月；《EPRA 2022 年全球 REIT 調查》(EPRA Global REIT Survey 2022)，載於 EPRA 的網站；《振興香港 REIT 市場——提升流動性》，金發局《第 48 號報告》，載於金發局的網站，2021 年 5 月。

此外，簡單稅制（例如香港的稅制）將是一大助力⁴⁵。若稅制清晰，便可更容易預計稅項對回報的影響。離岸內地 REIT 的優惠稅務安排有助減低基金營運成本、增加可分派收入，從而提升其對投資者的吸引力。因此，市場值得探討為離岸內地 REIT 提供進一步的稅務優惠，來支持其發展。

4. 推動離岸內地 REIT 發展：香港市場的角色

投資者通常傾向投資於自己熟悉的資產，REIT 投資者也同樣會偏好投資於自己了解的市場及物業類型。因此，投資於本地物業的 REIT 往往佔本地 REIT 市場中的較大份額。但如本地 REIT 市場未能滿足本地物業資產擁有人的融資需要（正如中國內地新發展的 REIT 市場的情況），於境外發行 REIT 並上市便成了另一出路。

香港與新加坡是內地 REIT 作境外上市的市場例子。據現有資料所知，香港與新加坡各有五隻上市的離岸內地 REIT⁴⁶，在香港上市的內地 REIT 的總市值（約 29 億美元）高於在新加坡上市的（約 24 億美元）⁴⁷。離岸內地 REIT 佔香港 REIT 市場總市值的份額（13.2%）亦高於佔新加坡 REIT 市場的份額（3.3%）⁴⁸。

就香港市場而言，由於現時 REIT 市值相對於股票市場總值的比例很低，而本地物業市場的規模亦有限，因此，離岸內地 REIT 在香港的發行，相信可以為香港 REIT 市場帶來巨大增長潛力。

事實上，在有利的政策措施以及國際與內地市場之間的互聯互通推動下，香港市場可為離岸內地 REIT 的上市與交易提供一個理想平台，下文各分節對此作詳細討論。

⁴⁵ 見《振興香港 REIT 市場——提升流動性》，金發局《第 48 號報告》，載於金發局的網站，2021 年 5 月。

⁴⁶ 於香港上市的離岸內地 REIT（於 2023 年 6 月底）有越秀房產信託基金、春泉產業信託、招商局商業房託、順豐房託和匯豐產業信託（資料來源：香港交易所）。於新加坡上市的有凱德商用中國信託、砂之船房地產投資信託、大信商用信託、運通網城房地產信託和北京華聯商業信託（資料來源：〈點評新交所五隻以中國資產為主的 REIT〉(“Highlights of SGX’s Five China-Focused REITs”)，載於新交所的網站，2020 年 12 月 16 日）。

⁴⁷ 總市值的計算方法，是將分別於香港與新加坡上市的個別離岸內地 REIT 的市值相加，而相關市值數據來自彭博（2023 年 6 月底的數據）。

⁴⁸ 兩個市場的 REIT 總市值的計算方法，是將於各自市場上市的 REIT 的市值相加，而相關市值數據來自彭博（2023 年 6 月底的數據）。

4.1 便利內地 REIT 於境外發行

香港市場規定 REIT 須於香港聯合交易所上市，並把最少 90% 的除稅後淨收益分派給基金單位持有人作為股息。2020 年 12 月，香港證券及期貨事務監察委員會（簡稱「香港證監會」）修訂了 REIT 發行的監管制度⁴⁹。主要修訂包括：

- 容許於少數權益物業的投資被視為產生租金收入的核心投資；
- 放寬對投資於物業發展項目的限制，由佔資產總值的 10% 提升至 25%；及
- 將借款佔資產總值（即槓桿比率）的上限由 45% 提高至 50%。

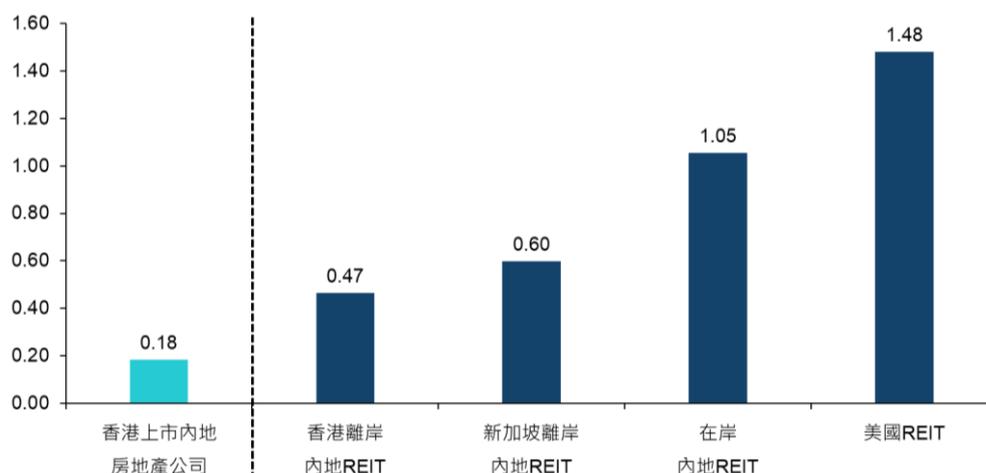
經修訂的制度令 REIT 可更靈活地作出投資。當房地產市場進入下行周期時，物業或發展項目的價值或會被低估，融資條件往往會收緊，就如中國內地現時的情況。經修訂的制度讓 REIT 可增加財務槓桿，從而對價值可能被低估的物業或開發項目進行新的投資。對於內地房地產開發商而言，香港 REIT 或可為他們開闢另一個融資渠道，尤其在市場下行周期，以切合他們對新投資的資金需要。

重組成本是離岸內地 REIT 特別關注的一環，因為將所有權從境內實體轉移至境外實體，涉及的成本可以很高。為促進香港 REIT 行業的發展，香港政府正向 REIT 發行人提供補貼直至 2024 年，補貼 REIT 在港上市所涉及的合資格專業服務開支高達 70%。此等開支的支付對象必須是香港的服務供應商，包括法律及會計服務企業。

投資者要求的估值與回報率，以及 REIT 的稅務安排亦可能影響成本，因為這些因素會影響發行人所得的集資淨額及每年須支付的開支。

估值與回報率跟隨市況變化，也視乎相關物業類型而定，所以都不是發行人所能控制的。在近期內地物業市場的下行周期中，香港的離岸內地 REIT 於 2023 年 6 月底的估值的中位數（按市賬率計算）低於其他市場（如新加坡的離岸內地 REIT 和美國 REIT）（見圖 15）。此估值中位數的差異亦源於不同市場的 REIT 組合有所不同——香港的離岸內地 REIT 主要包含零售 REIT 和寫字樓 REIT，此類型的 REIT 估值一般低於其他類型的 REIT（見第 1 節美國的例子）。值得注意的是，於 2023 年 6 月底，香港上市的內地房地產股票的估值中位數是低於香港的離岸內地 REIT 的估值中位數。

圖 15：內地 REIT 和美國 REIT 與香港上市的內地房地產股票的市賬率中位數的比較（2023 年 6 月底）



資料來源：按來自彭博的個別 REIT/股票的市賬率數據計算。

⁴⁹ 見《REIT 守則》，香港證監會發布，2020 年 12 月；〈香港房地產基金制度〉，載於香港證監會的網站，2021 年 6 月。

另一方面，稅務成本取決於相關司法權區的稅制，所以屬於市場監管機構及/或政府可以調控的因素，因為他們可以通過給予稅務優惠來鼓勵市場發行 REIT。稅務成本包括與物業重組及收購有關的稅項、資本增值稅、股息收入稅，以及所得稅/利得稅。

香港市場的稅制簡單，不對 REIT 徵收資本增值稅和股息稅，香港 REIT 的稅務待遇與新加坡相若⁵⁰。

總括而言，投融資的靈活性與相對低的發行成本會是吸引內地物業資產擁有人於香港市場發行離岸內地 REIT 的主要因素，香港市場作為國際金融中心所提供的優勢，包括專業服務、國際標準與匯聚全球投資者等，亦會增加其吸引力。

此外，香港的靈活制度鼓勵了市場持續創新，為其 REIT 市場注入源源不絕的活力。這對於離岸內地 REIT 的發展十分重要。例如，2011 年全球首隻人民幣計價的離岸內地 REIT 在香港面世；2020 年，首隻涵蓋亞太區 REIT 的 REIT ETF 於香港市場推出，並提供港元美元雙櫃台交易。這些產品豐富了香港的 REIT 相關產品生態圈，助投資者分散投資，並提供不同貨幣產品以切合其需要。另一項有利措施是 2014 年起 REIT 獲納入恒生指數系列作為合資格成份股，並合成主題指數「恒生房地產基金指數」。2014 年 11 月，首隻 REIT 獲納入恒生指數，之後於 2015 年 3 月首隻 REIT 獲納入恒生綜合指數⁵¹。

4.2 便利內地 REIT 的境外投資

從投資者的角度來看，除在岸/離岸內地房地產股票和在岸內地 REIT 以外，離岸內地 REIT 提供了另一個投資內地物業市場的途徑，切合他們多元化投資的需要。

由於 REIT 投資者傾向追求長期被動收入（如長倉基金），他們會偏重於長期價格回報與股息率。我們對香港 REIT、新加坡 REIT 和美國 REIT 的主要指數在這兩方面的表現進行了簡單分析，結果呈列如下。

- **價格表現：**由於美國、香港與新加坡市場的 REIT 有不同類型組合，而不同類型亦有不同業務周期，因此這些市場的 REIT 價格表現於 2011 年至 2023 年 6 月期間呈現不同趨勢，這可從各自的代表性指數的每日變動所反映——這些指數為涵蓋香港 REIT 的恒生房地產基金指數、涵蓋美國上市 REIT 的 MSCI 美國房地產投資信託指數、涵蓋新加坡 REIT 的 iEdge 新加坡房地產投資信託指數（見圖 16）。分析發現，恒生房地產基金指數的每日回報率與 MSCI 美國房地產信託投資基金指數的每日回報率的關聯性極低（2011 年至 2023 年 6 月期間的相關係數為 0.15），而恒生房地產基金指數的每日回報率與 iEdge 新加坡房地產投資信託指數的每日回報率的關聯性亦只屬中等（同期的相關係數為 0.53）（見附錄）。

⁵⁰ 見《振興香港房地產投資信託基金市場 — 提升流動性》，金發局第 48 號報告，載於金發局的網站，2021 年 5 月。

⁵¹ 見〈恒生指數有限公司宣佈指數檢討結果〉，載於恒生指數有限公司網站上的新聞稿，2014 年 11 月 7 日和 2015 年 2 月 13 日；〈香港 REIT 尋求恒生認可〉（“Hong Kong REIT seeks thumbs up from Hang Seng”），載於《亞洲資產管理》（Asia Asset Management）的網站，2014 年 11 月 7 日。

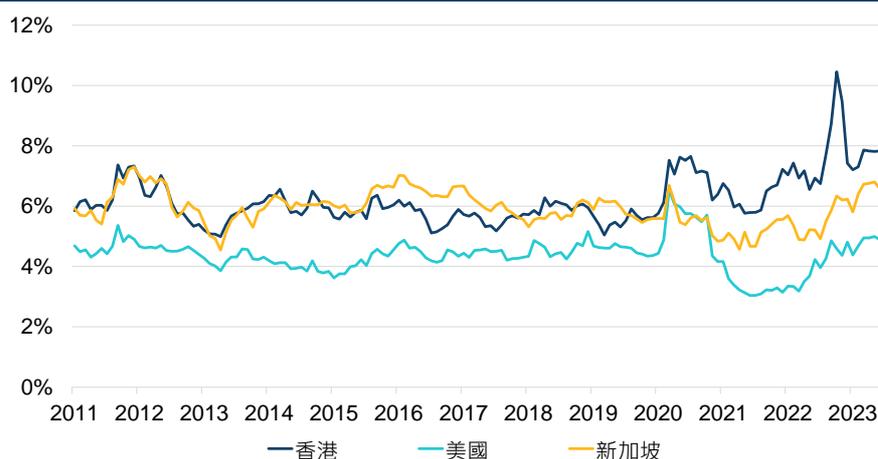
圖 16：香港、新加坡與美國市場的 REIT 指數的每日變動 (2011 年至 2023 年 6 月)



資料來源：彭博。

- **股息率**：2011 年至 2023 年 6 月，香港 REIT 的股息率中位數持續高於美國上市的 REIT，亦高於新加坡 REIT 自 2020 年以來的中位數（見圖 17）。

圖 17：香港、新加坡與美國上市 REIT 的股息率中位數 (2011 年至 2023 年 6 月)



註：僅基於有可用數據的 REIT 作出分析。

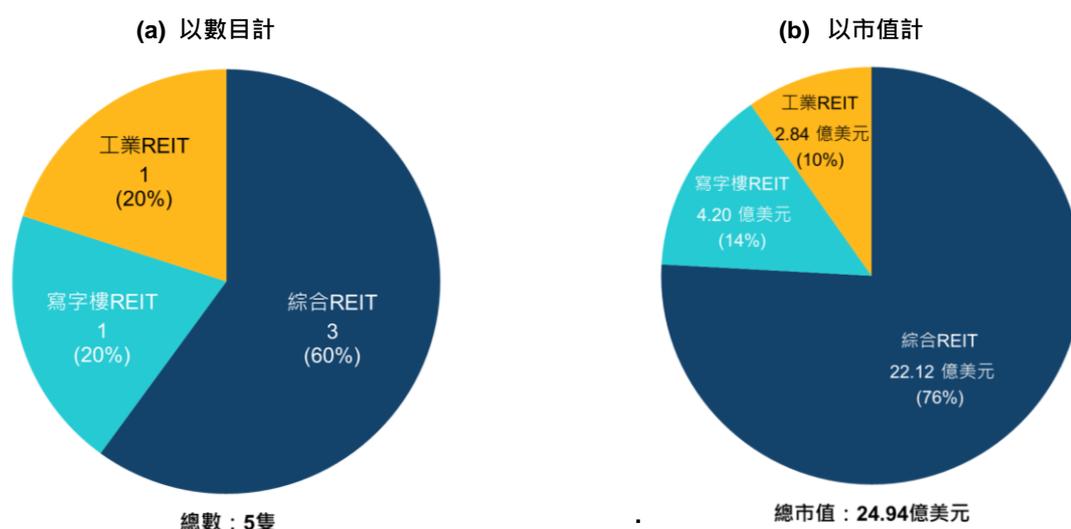
資料來源：根據來自彭博的個別 REIT 的股息率數據計算。

不同市場的 REIT 價格變動各異，相互關聯性低，正正表示在這些市場上市的 REIT 提供不同的投資機遇。對尋求被動收入的投資者而言，考慮是否投資於 REIT 時，可能重視長遠派息收入多於價格回報。因此，香港 REIT 的穩定及相對較高的股息率會對此類投資者有吸引力。此外，稅務制度亦為另一考慮因素。香港並不徵收股息稅，新加坡 REIT 亦獲豁免繳付股息稅，而在美國外國投資者則須就其股息收入繳付高達 30% 的稅款（視乎其符合獲稅務減免的資格）⁵²。這或許解釋了為何美國 REIT 的股息率持續低於香港 REIT 和新加坡 REIT。

仔細再看看在香港上市的離岸內地 REIT，這些 REIT 可分為三類：綜合 REIT、寫字樓 REIT 和工業 REIT（見圖 18）。

⁵² 見《2022 年 EPRA 全球 REIT 調查》(EPRA Global REIT Survey 2022)，載於 EPRA 的網站。

圖 18：香港離岸內地 REIT 按類型的分布 (2023 年 6 月底)



資料來源：REIT 名單來自香港交易所。市值按來自彭博的個別 REIT 的數據計算。

交易活動方面，香港 REIT 的交投量隨時間穩步上升，顯示投資者興趣/需求有所增加。2011 年至 2023 年上半年，平均每日成交金額的複合年均增長率約為 6.3% (見圖 19)。

圖 19：香港 REIT 的數目與平均每日成交金額 (2011 年至 2023 年上半年)



資料來源：2011 年至 2022 年數據來自香港交易所的《市場資料》，2011 年至 2022 年期；2023 年上半年的數據按來自彭博的個別 REIT 的數據計算。

若香港能擴闊其投資者基礎的廣度 (數目更多) 與深度 (成熟度更高)，香港 REIT 的流動性將有望提高。在這方面，香港強積金對香港 REIT 的投資上限已於 2020 年取消⁵³，強積金基金可更積極投資於香港 REIT。

⁵³ 見《積金局網誌——強化強積金投資方案 為打工仔退休儲備增值》，載於強制性公積金計劃管理局網站上的新聞稿，2020 年 6 月 7 日。

香港的 REIT 市場發展成熟，投資者認知度甚高。根據 2022 年一項香港個人投資者的調查⁵⁴，香港 REIT 的市場認知度最高（達 75%），比美國（40%）、中國內地（34%）及其他國家為高。調查亦發現，投資 REIT 的主要因素包括派息比率高、看好房地產市場前景及易於買賣。

離岸內地 REIT 可更充分利用香港市場的優勢，吸引全球投資者投資中國房地產市場。

4.3 研推中國內地與香港 REIT 市場的互聯互通

2023 年，中國內地與香港的監管機構公布已着手研究推動 REIT 市場互聯互通⁵⁵。同時，內地對 REIT 的監管制度將進一步完善，各項市場的改進措施（例如為所有香港 REIT 增設人民幣櫃台）亦將有助香港 REIT 市場的發展。

香港是成熟市場，匯聚了全球與內地投資者，其作為投資樞紐的角色更因滬深港通計劃而進一步加強。根據一份金發局報告⁵⁶，若將 REIT 納入滬深港通，除可增加 REIT 的流動性之外，也可促進對 REIT 的跨境投資，並料將擴大兩邊的投資者基礎。隨着流動性增加，就有望吸引更多發行人於內地及香港市場發行 REIT。

自 2021 年下半年起，在岸內地 REIT 與香港 REIT 的平均每日成交金額不斷持續增加，於 2023 年上半年分別達人民幣 3.34 億元及人民幣 4.02 億元（見圖 20）。於 2021 年上半年至 2023 年上半年期間，香港 REIT 的平均每日成交金額一直高於在岸內地 REIT。在岸內地 REIT 的數目由 2021 年上半年末的 9 隻，增至 2023 年上半年末的 28 隻，而香港 REIT 的數目則維持在 11 隻。換言之，以每隻 REIT 的平均每日成交金額計，香港投資者對 REIT 的交易需求強勁許多——2023 年上半年，平均每隻香港 REIT 與在岸內地 REIT 的每日成交金額分別為人民幣 3,650 萬元與人民幣 1,190 萬元，與 2021 年下半年比較，前者增加 25%，後者下跌 16%。

值得注意的是，截至 2023 年 6 月底，香港的 11 隻上市 REIT 中，其中一隻只提供人民幣櫃台交易。單是這隻人民幣 REIT⁵⁷便佔於 2023 年上半年所有在香港交易所買賣的人民幣證券（2023 年 6 月底共 170 隻）的人民幣總成交金額的 5%⁵⁸。這反映投資者對人民幣 REIT 有一定需求。如能通過滬深港通及人民幣櫃台讓更多 REIT 跨境交易得以進行，REIT 的流動性有望進一步提升。

⁵⁴ 見〈香港 REIT 投資者調查報告〉，載於香港房託基金協會有限公司的網站，2022 年 8 月。

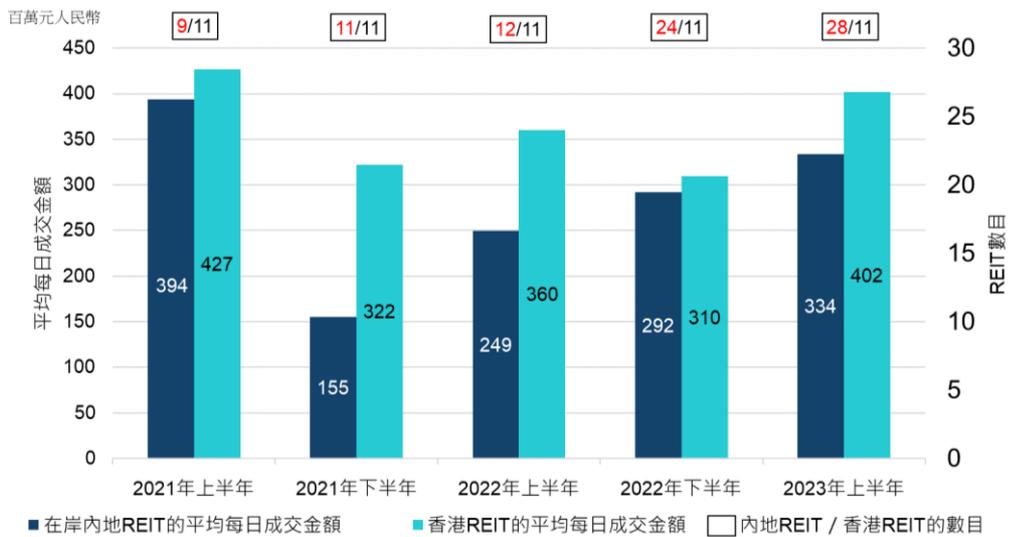
⁵⁵ 見〈證監會周小舟：將加快 REITs 專項立法，研究推出公司型 REITs〉，載於《21 世紀經濟報道》，2023 年 7 月 6 日；〈證監會：續與內地探討 REITs 互聯互通〉，載於《信報財經新聞》，2023 年 5 月 16 日。

⁵⁶ 見《振興香港 REIT 市場——提升流動性》，載於金發局的網站，金發局第 48 號報告，2021 年 5 月。

⁵⁷ 匯賢產業信託（股份代號：87001）。

⁵⁸ 資料來源：香港交易所。

圖 20：在岸內地 REIT 與香港 REIT 的平均每日成交金額（2021 年上半年至 2023 年上半年）



註：內地首批 9 隻 REIT 於 2021 年 6 月 21 日推出。

資料來源：內地數字根據來自彭博的個別 REIT 的成交金額數據計算。香港數字根據來自彭博的個別 REIT 的港元成交金額數據（按期內港元兌人民幣的每日平均匯率折算為人民幣）計算。

滬深港通機制可以擴容，涵蓋範圍可因應投資者需要適時擴展。自 2022 年 7 月起，滬深港通的涵蓋範圍已由股票延伸至 ETF，此後 ETF 的北向與南向交易量即逐步上升（見圖 21）。

圖 21：滬深港通北向與南向交易中的 ETF 平均每日成交金額（2022 年 7 月至 2023 年 6 月）



註：成交總額包括買入及賣出成交金額；百分比為滬深各自的佔比。

資料來源：香港交易所。

參考 ETF 獲納入滬深港通後的成功經驗，相信若 REIT 獲納入滬深港通，其內地及香港市場投資者基礎得以擴闊，其流通量亦會隨之而有所提升。

對香港而言，REIT 的南向交易將會帶動香港 REIT 市場的流動性上升，增加香港作為全球 REIT 樞紐的吸引力，可更好地服務如「一帶一路」倡議下的基建項目的籌資。對內地來說，北向交易會為在岸內地 REIT 市場提升外國投資者的參與度，將可推動內地資本市場的國際化進程。

5. 結語

REIT 讓投資者涉獵廣泛類型物業的投資，涉及不同的估值與投資回報，是除股票與債券以外，以豐富多元化投資策略的另一投資選項。

積極發展 REIT 市場有賴於監管制度的配套支持。在中國內地，公募基礎設施 REIT 試點計劃規範了在岸內地 REIT 的發行與集資活動。在香港，有利的政策和監管措施以及國際與內地市場之間的互聯互通，為離岸內地 REIT 的上市與交易提供一個理想平台。

在發行人與投資者的殷切需求下，相信在境內外市場發行的內地 REIT 有龐大發展潛力。在岸與離岸內地 REIT 相輔相成，旨在滿足內地房地產開發商的融資需求，以及全球與內地投資者的投資需求。

中國內地的境內市場與境外的香港市場之間的互聯互通也可產生協同效應。參考 ETF 納入滬深港通的成功，REIT 的市場互聯互通預計將提升有關產品在兩地市場的流動性，因為投資者基礎將會擴大，而產品供應也會因更多發行人被互聯互通機制吸引在兩地市場發行 REIT 而增加。這會有助提升香港作為全球 REIT 樞紐的吸引力，以及會進一步推動內地資本市場的國際化。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

附錄：REIT、股票與債券指數之間的相關系數（2011年至2023年6月）

指數類型與名稱			REIT				股票						債券				
			(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
REIT	(1)	MSCI 美國 REIT 指數		0.30	0.15	0.26	0.73	0.34	0.75	0.22	0.08	0.13	0.13	0.14	0.35	0.04	0.01
	(2)	富時/EPRA 亞洲（日本除外）REIT 指數			0.65	0.92	0.42	0.65	0.27	0.65	0.30	0.55	0.55	0.24	0.48	0.02	0.01
	(3)	恒生房地產基金指數				0.53	0.24	0.52	0.14	0.58	0.31	0.60	0.67	0.06	0.33	-0.04	-0.02
	(4)	iEdge 新加坡 REIT 指數					0.33	0.54	0.22	0.56	0.27	0.47	0.46	0.08	0.43	0.01	0.01
股票	(5)	MSCI 全球指數						0.60	0.95	0.46	0.20	0.34	0.29	0.12	0.40	-0.11	-0.04
	(6)	MSCI 新興市場指數							0.44	0.94	0.48	0.82	0.66	0.14	0.49	-0.07	-0.05
	(7)	標準普爾 500 指數								0.30	0.13	0.20	0.17	0.00	0.30	-0.14	-0.03
	(8)	MSCI 亞洲（日本除外）指數									0.54	0.90	0.74	0.09	0.43	-0.04	-0.06
	(9)	滬深 300 指數										0.55	0.43	0.01	0.17	-0.03	-0.06
	(10)	恒生指數											0.81	0.03	0.33	-0.06	-0.08
	(11)	恒生地產指數												0.02	0.30	-0.07	-0.06
債券	(12)	彭博全球綜合指數													0.48	0.67	0.08
	(13)	彭博新興市場綜合指數														0.49	0.00
	(14)	彭博美國綜合指數															0.07
	(15)	彭博中國綜合指數															

香港交易及結算所有限公司

香港中環康樂廣場8號
交易廣場2期8樓

hkexgroup.com | hkex.com.hk

info@hkex.com.hk

電話 +852 2522 1122

傳真 +852 2295 3106