

中国香港 REITs 的 20 年

REITs 发展国际经验系列三

证券研究报告

2022 年 04 月 25 日

● 核心结论

今年 3 月以来我国关于基建 REITs 扩募和保障房 REITs 试点政策出台速度加快，中国香港 REITs 的制度设计和市场特征或许能提供一些思路。

中国香港 REITs 的发展历程。

法律监管：前紧后松，逐步“灵活化”。2003 年 8 月中国香港证监会通过《房地产投资信托基金守则》（以下简称《守则》），是中国香港 REITs 最核心的法律依据，2005-2020 年《守则》共经历 5 次修订，在投资区域、投资范围、杠杆率限制等方面渐近式地放宽要求，逐步“灵活化”。

组织架构：典型契约型。中国香港目前仅允许 REITs 以契约型（信托）方式成立，同时采用外部管理模式。从各项制度来看，中国香港 REITs 在投资范围、资产结构、杠杆率等方面均向发达经济体靠拢（甚至更严格）。

税收政策：优惠力度较高。1) 购置处置阶段，卖方出售不动产的利得免征 17.5% 所得税，买方购入资产按类别征不同的印花税；2) 持有运营阶段，须征房产税和印花税，通过 SPV 持有房产产生的分红免税，但项目公司的租金收入要正常缴纳企业所得税；3) 投资者分红阶段，REITs 投资者的分红和资本利得均免税。与美国相比，中国香港税收优势较大，且投资者完全免税这一点具有很强的吸引力。

发展规模：远不及国内股债和发达 REITs 市场。目前中国香港共有 11 只上市 REITs，共计 2238.3 亿港元，但远不及股债，2021 年 REITs 仅相当于股市规模的 0.6%、债市规模的 9.3%。中国香港 REITs 发展速度也相对平稳，2005-2021 年 REITs 市值年均复合增速（CAGR）10.6%，同期股市、债市扩容 CAGR 分别为 10.8% 和 8.7%。从 REITs 底层资产看，零售类不动产常年占据 60% 以上份额，由香港最大的 REITs 领展贡献。

中国香港 REITs 的投资特征。

特征一：整体性价比优于股债。2005 年至今恒生 REITs 价格指数年化收益率为 3.7%，同期恒生价格指数和 10 年期政府债券收益率分别为 1.9% 和 2.1%。2008 年至今考虑派息率的全收益恒生 REITs 指数和全收益恒生指数年化收益率分别为 16.7% 和 8.4%。REITs 波动率也明显低于股市，2005 年至今恒生 REITs 指数和恒生指数分别为 15.9% 和 23.7%。

特征二：流动性弱于股票。中国香港 REITs 都是封闭式基金，且机构长期配置需求较强，因此流动性相对偏弱。全历史看领展和置富日均换手率在 0.3% 以上，对标恒生 50 指数成分的平均换手率 0.32% 来看不算低，但春泉、汇贤和富豪换手率在 0.1% 以下、相对偏低。

特征三：与股债相关性不高。全历史看中国香港恒生 REITs 指数与恒生指数的相关性为 0.57，与 10 年期政府债券收益率完全不相关，表明 REITs 具备一定分散风险的能力。但 2020 年疫情流动性冲击下 REITs 回撤则明显高于股指，表明 REITs 防御能力也并不完美。

风险提示：对中国香港 REITs 发展的理解不到位。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



王添翼



18810513200



wangluobin@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、中国香港 REITs 的发展历程	3
（一）法律制度：逐步“灵活化”	3
（二）组织架构：典型契约型	3
（三）税收政策：优惠力度较高	4
（四）发展规模：远不及国内股债和发达 REITs 市场	4
二、中国香港 REITs 的投资特征	7
（一）特征一：整体性价比优于股债	7
（二）特征二：流动性弱于股票	10
（三）特征三：与股债相关性不高	10
三、风险提示	11

图表目录

图 1：中国香港 REITs 设立的普遍形式	3
图 2：2005 到 2021 年中国香港 REITs 规模及数量	5
图 3：2005 到 2021 年中国香港股市和债市市值	5
图 4：2005 到 2021 年中国香港不同类型 REITs 市值占比	6
图 5：2022 年 4 月 22 日中国香港不同类型 REITs 市值（亿港元）及占比	7
图 6：目前存续的 11 只中国香港 REITs 市值比较	7
图 7：中国香港恒生 REITs 价格指数与股债比较	8
图 8：中国香港恒生 REITs 全收益指数与恒生全收益指数比较	8
图 9：目前存续的 11 只中国香港 REITs 价格指数	9
图 10：目前存续的 11 只中国香港 REITs 年化收益率（不考虑派息率）	9
图 11：目前存续的 11 只中国香港 REITs 平均派息率	9
图 12：目前存续的 11 只中国香港 REITs 日均换手率	10
图 13：中国香港恒生 REITs 价格指数与股债比较	10
表 1：中国香港和发达国家 REITs 制度比较	4
表 2：中国香港 REITs 各环节征税情况	4
表 3：2021 年全球主要国家 REITs 市值及相关比重计算	6
表 4：中国香港 REITs 价格指数与股债相关系数	11

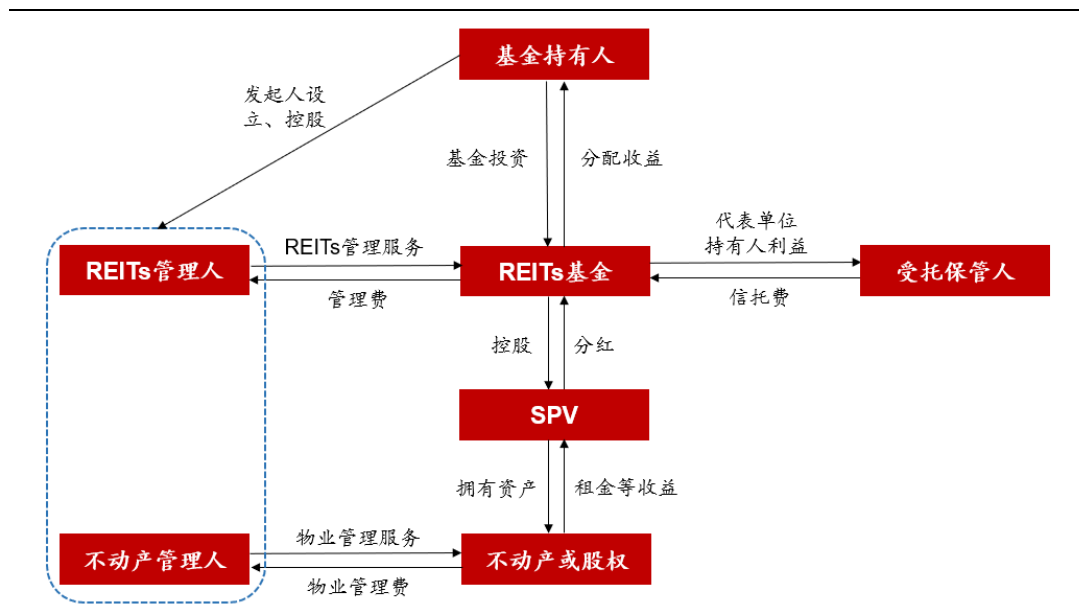
本篇是 REITs 发展国际经验系列第三篇。我们观察到今年 3 月以来我国关于基建 REITs 扩募和保障房 REITs 试点政策出台速度加快，中国香港 REITs 的制度设计和市场特征或许能提供一些思路。

一、中国香港REITs的发展历程

（一）法律制度：逐步“灵活化”

2003 年 8 月中国香港证监会通过《房地产投资信托基金守则》（以下简称《守则》），该法可视为中国香港 REITs 最核心的法律依据，明确以信托计划为投资实体，由不动产管理公司和信托管理人提供管理服务。2005~2020 年《守则》共经历 5 次修订，比较重要的包括：1) 2005 年 6 月取消 REITs 投资非港房地产限制，将资产负债率上限从 35% 提高至 45%；2) 2014 年 8 月允许 REITs 投资开发中不动产或从事不动产开发活动，并可参投金融工具，但比例不超过总资产的 10%；3) 2020 年 12 月又有三大变化，一是允许投资其不具备大多数控制权的不动产（少数权益不动产），但比例不超过总资产的 10%，二是取得香港证监会认可的 REITs 投资开发中不动产或从事不动产开发活动比例上限从 10% 提高至 25%，三是将资产负债率上限从 45% 提高至 50%。近 20 年的立法改革属于“前紧后松”的节奏，在投资区域、投资范围、杠杆率限制等方面渐近式地放宽要求，逐步“灵活化”。

图 1：中国香港 REITs 设立的普遍形式



资料来源：港交所，西部证券研发中心

（二）组织架构：典型契约型

中国香港目前仅允许 REITs 以契约型（信托）方式成立，并通过 SPV（一般不超过两层）间接持有不动产或少数权益不动产，REITs 管理人和受托保管人相互独立，同时采用外部管理模式，REITs 管理人与不动产管理人签订协议，委托其进行不动产管理。从各项制度来看，中国香港 REITs 在投资范围、资产结构、杠杆率等方面均向发达经济体靠拢（甚至更严格）。

表 1：中国香港和发达国家 REITs 制度比较

维度	中国香港	新加坡	日本	美国	英国
立法引入时间	2003 年	1999 年	2000 年	1960 年	2007 年
组织形式	契约型	契约型/公司型	公司型	契约型/公司型	公司型
管理模式	外部管理	外部管理	外部管理	内部管理/外部管理	内部管理/外部管理
封闭式/开放式	封闭式	封闭式	均可	封闭式	封闭式
股利分配下限	90%	90%	90%	90%	90%
不动产占比下限	75%	75%	75%	75%	75%
资产负债率上限	50%	50%	无限制，但贷款仅限合格机构投资者	无限制	须通过利息保障倍数测试
是否强制上市	是	否	否	否	是
是否允许海外投资	是	是	是	是	否

资料来源：2021 EPRA Global REIT Survey，西部证券研发中心

（三）税收政策：优惠力度较高

中国香港对 REITs 的税收优惠力度较高，分三个环节评估：第一，购置处置阶段，卖方出售不动产的利得免征 17.5% 所得税，买方购入资产按类别征不同的印花税；第二，持有运营阶段，须征房产税和印花税，通过 SPV 持有房产产生的分红免税，但项目公司的租金收入要正常缴纳企业所得税；第三，投资者分红阶段，REITs 投资者的分红和资本利得均免税。而美国在这三个阶段都需要缴税（出售利得用于分红的部分除外），且税率高于中国香港。与美国相比，中国香港税收优势较大，且投资者完全免税这一点具有很强的吸引力。

表 2：中国香港 REITs 各环节征税情况

环节	纳税主体	税种	税基	抵税条件
购置处置阶段	卖方	17.5% 企业所得税	出售利得	免税
	买方	收购住宅：15% 印花税	交易价格	不免税
		收购非住宅：1.5%~8.5% 印花税 收购权益：0.2% 印花税		
持有运营阶段	REITs	15% 房产税	净评估价值	不免税
		0.25%~1% 印花税	租金收入	不免税
		16.5% 企业所得税	未分配利润	集体投资计划可免税；但项目公司的租金收入须缴纳所得税
投资者分红阶段	投资者	所得税	分红与资本利得	免税

资料来源：RCREIT，西部证券研发中心

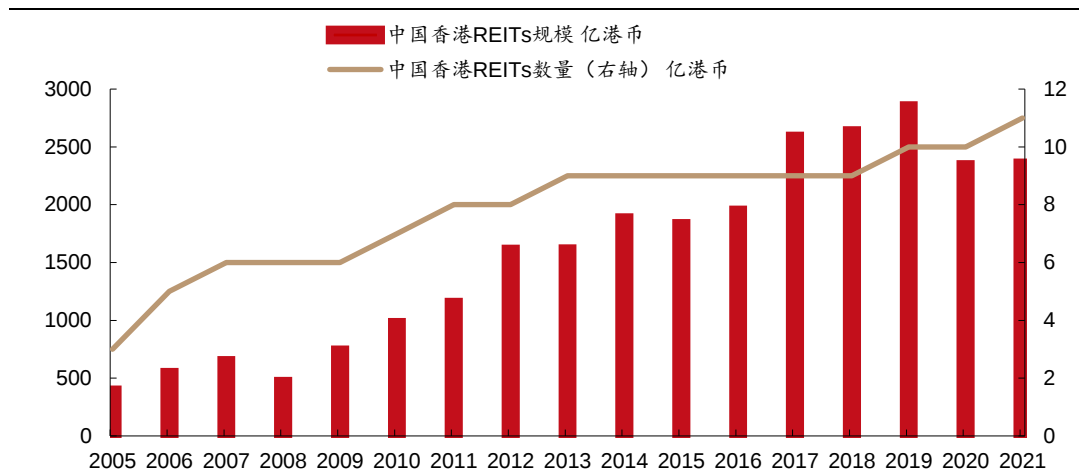
（四）发展规模：远不及国内股债和发达 REITs 市场

2005 年中国香港首批上市 3 只 REITs，分别是领展、鸿富和越秀，合计规模 379.4 亿港元，2006 年又上市冠君和阳光 REITs。截至 2022 年 4 月 22 日，中国香港共有 11 只上市 REITs，共计 2238.3 亿港元，其中领展（1433.9 亿港元）就占据了 64.1% 的份额。但当下 REITs 规模远不及股债，2021 年 REITs 仅相当于股市规模的 0.6%、债市规模的 9.3%。中国香港 REITs 发展速度也相对平稳，2005-2021 年 REITs 市值年均复合增速（CAGR）

为 10.6%，同期股市、债市扩容的 CAGR 分别为 10.8%和 8.7%。此外，相比发达经济体，中国香港的 REITs 不管是数量还是规模都处于偏低水平。

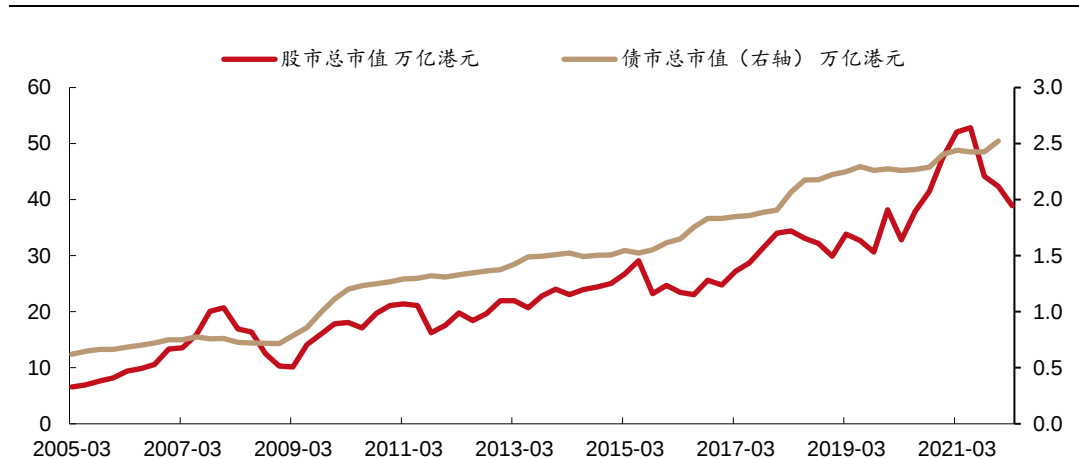
从 REITs 底层资产看，零售类不动产常年占据 60%以上份额，基本由香港最大的 REITs 领展贡献，办公、多元化的酒店类不动产的最新占比分别为 14%、7%和 2%。

图 2：2005 到 2021 年中国香港 REITs 规模及数量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：2005 到 2021 年中国香港股市和债市市值



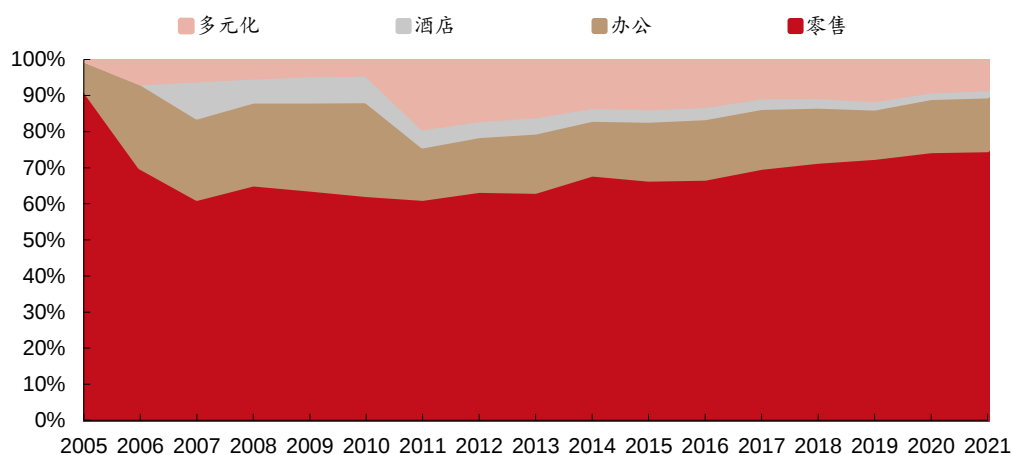
资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 3：2021 年全球主要国家 REITs 市值及相关比重计算

国家	引入 REIT 制度时间 (年)	REIT 市值 (十亿美元)	REIT 数量 (只)	REIT 占不动产上市公司市值比重	不动产上市公司占股市市值比重	REIT 占商业不动产比重	REIT 占 GDP 比重
美国	1960	1,696.3	190	98.5%	4.0%	18.1%	8.1%
加拿大	1994	77.5	42	84.2%	2.9%	10.2%	4.7%
德国	2007	6.7	7	5.0%	4.8%	0.4%	0.2%
法国	2003	52.2	28	88.4%	1.7%	4.3%	2.0%
意大利	2007	0.9	3	59.9%	0.2%	0.1%	0.0%
西班牙	2009	25.7	75	81.9%	4.5%	4.4%	2.0%
英国	2007	105.8	53	88.7%	3.6%	6.8%	3.9%
澳大利亚	1985	127.4	42	95.1%	7.6%	20.5%	9.4%
新西兰	1969	6.5	6	58.1%	8.8%	6.9%	3.1%
日本	2000	148.2	63	57.7%	3.9%	6.5%	2.9%
韩国	2001	7.2	20	84.1%	0.4%	1.0%	0.4%
新加坡	1999	77.9	35	67.6%	25.9%	24.2%	22.9%
中国	2021	8.9	12	1.7%	4.0%	0.2%	0.1%
中国香港	2003	26.7	11	12.1%	3.6%	8.4%	7.7%
中国台湾	2003	3.5	7	14.4%	1.4%	1.3%	0.5%
印度	2014	8.1	3	17.4%	1.4%	1.7%	0.3%
发达市场	-	2,406.5	606	74.5%	4.0%	10.4%	4.8%
新兴市场	-	92.6	326	10.0%	3.6%	1.1%	0.3%
全球市场	-	2,499.1	932	60.1%	3.9%	7.9%	3.2%

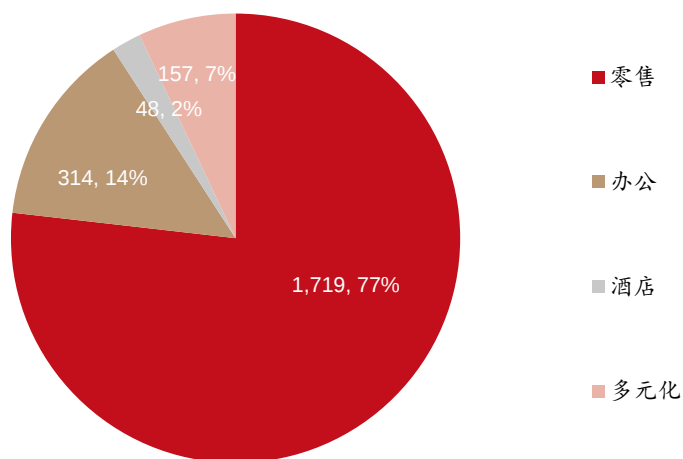
资料来源：EPRA，西部证券研发中心

图 4：2005 到 2021 年中国香港不同类型 REITs 市值占比



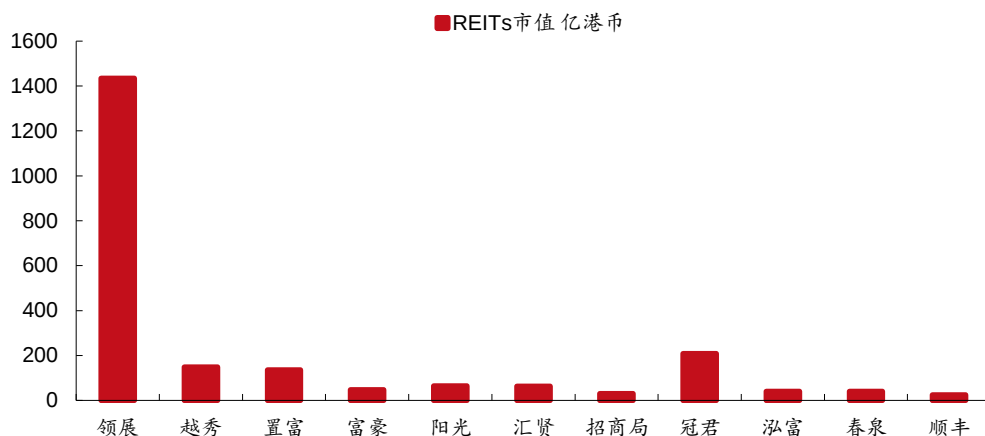
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：2022 年 4 月 22 日中国香港不同类型 REITs 市值（亿港元）及占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：目前存续的 11 只中国香港 REITs 市值比较



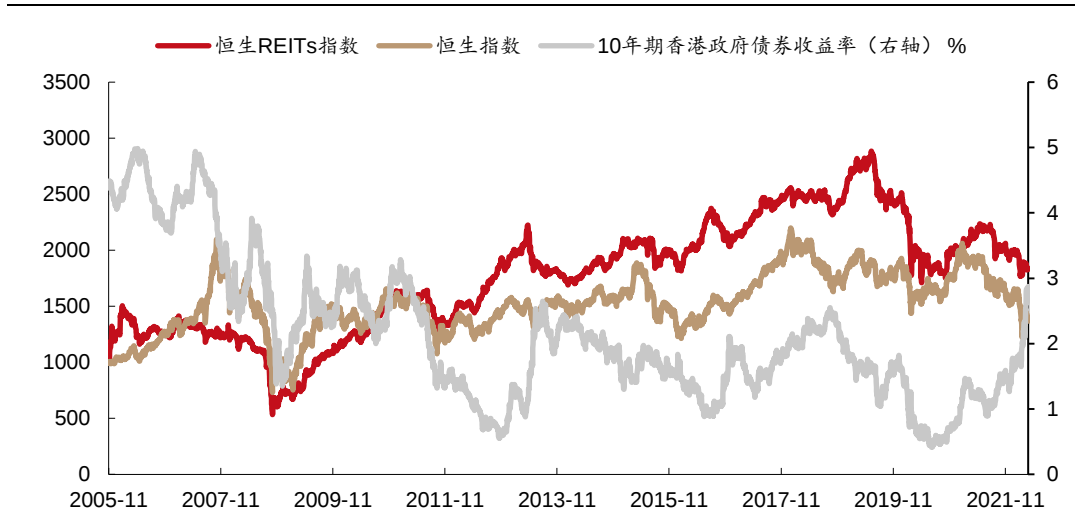
资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、中国香港REITs的投资特征

（一）特征一：整体性价比优于股债

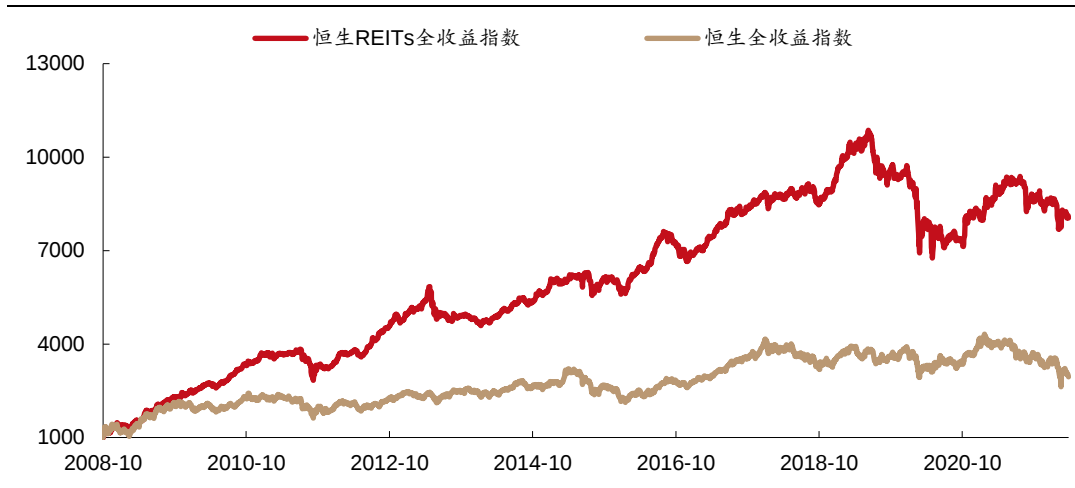
2005 年至今恒生 REITs 价格指数年化收益率为 3.7%，同期恒生价格指数和 10 年期政府债券收益率分别为 1.9%和 2.1%。2008 年至今考虑派息率的全收益恒生 REITs 指数和全收益恒生指数年化收益率分别为 16.7%和 8.4%。从走势上看，多数时段恒生 REITs 指数表现优于恒生指数。REITs 波动率也明显低于股市，2005 年至今恒生 REITs 指数和恒生指数分别为 15.9%和 23.7%。

图 7：中国香港恒生 REITs 价格指数与股债比较



资料来源：Bloomberg, Wind, 西部证券研发中心

图 8：中国香港恒生 REITs 全收益指数与恒生全收益指数比较



资料来源：Bloomberg, Wind, 西部证券研发中心

中国香港不同 REITs 指数走势差异极大。其中，领展一枝独秀，年资本回报率为 11.3%，
甘治民和富地，年资本回报率为 5.0%、2.40% 和 0.20%，其余 7 只 REITs

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40745

