

基础设施公募 REITs 的国际发展概况

REITs 自 20 世纪 60 年代在美国推出以来，已有 44 个国家和地区相继推出，目前美国是全球规模最大的 REITs 市场。日本 REITs 市场始于 2001 年，逐渐发展为与澳大利亚交替成为全球二和第三大市场。新加坡于 2002 年推出 REITs，是亚洲第二大 REITs 市场，也是亚洲第一个允许跨境资产发行 REITs 的国家；中国香港 REITs 市场发展历史不长，2005 年第一只 REITs 上市，其规模排在日本和新加坡之后，目前是亚洲第三大市场。

从市场规模和影响力来讲，美国市场和亚洲市场是当前 REITs 市场的主要构成，且对我国 REITs 的发展具有重要借鉴意义。

一、主要市场概况

1、美国 REITs

截至 2024 年 7 月 15 日，美国权益型 REITs 总市值达 1.26 万亿美元，规模排名前 20% 的项目总市值在市场占比达到近 80%，符合典型的“二八定律”，即少部分的 REITs 贡献了大部分的市值，吸引了大部分的资金和交易量，是美国 REITs 市场的重要基石。

2、日本 J-REITs

日本市场的第一只 REITs 于 2001 年公开上市，J-REITs 的发展借鉴了美国市场的经验，J-REITs 均以公司形式成立，为外部管理模式，即与资产管理公司签订合约进行不动产管理。日本在 20 世纪 90 年代的资产泡沫后经历了漫长的经济衰退，经济跌入负增长区间，房地产市场长期低迷。2000 年，日本为了刺激房地产市场，推动资金流入，将 J-REITs 作为商业地产新开发项目的资金源。2001-2007 年，J-REITs 市场发展迅猛，市场规模增至最初 40 倍。金融危机后，尤其是近年，随着日本政府经济刺激和量化宽松政策的实施，日本中央银行对 J-REITs 产品的大量购买和日本持续低利率的经济状况对 J-REITs 市场的发展产生了积极推动作用。

J-REITs 的分派收益率低于新加坡和中国香港。与其他海外市场相比，J-REITs 市场的平均股息率相对较低，但考虑到日本长期实行零利率甚至负利率政策，J-REITs 的投资收益仍是比较丰厚的。

截至 2024 年 7 月 15 日，J-REITs 共发行 59 只，总市值 888.57 亿美元，三井、安博、野村、三菱等头部产品呈现多龙头并进的形态。

3、新加坡 S-REITs

2002 年 7 月，新加坡的第一只 REITs——凯德商用新加坡信托在新加坡交易所成功上市。新加坡是亚洲继日本之后第二个推出 REITs 的国家，是亚洲第二大 REITs 市场，也是亚洲第一个允许跨境资产发行 REITs 的国家。

新加坡金融市场以国际化程度高著称，其 REITs 市场也不例外。S-REITs 持有的基础物业除位于新加坡本国外，还有较高比例位于马来西亚、中国、印度尼西亚、美国、欧洲等地，形成了其鲜明的特色。超过 75% 的 S-REITs 和房地产信托拥有新加坡以外的资产。

截至 2024 年 7 月 15 日，S-REITs 共发行 35 只，总市值 638.98 亿美元，凯德及丰树物流旗下的 REIT 产品成为市场头部代表，前五大 REITs 市值占比超一半。

4、香港 H-REITs

相对于其他成熟市场，中国香港 REITs 市场发展历史不长，自 2005 年第一只 REITs 领汇 REIT（于 2015 年更名为领展 REIT）上市至今，H-REITs 的发展已有 15 年的历史。

香港房地产价格位居全球前列，人口密度相对集中，这使得香港核心物业的现金流和估值相对较高，适宜作为 REITs 的投资标的，H-REITs 市场中零售物业资产占比较高这一情况与其经济结构相契合。与 S-REITs 市场相比，H-REITs 的平均股息率稍低。H-REITs 产品主要覆盖香港和内地的商业资产，包括零售、商铺、酒店和工业物业等。香港物业种类相对单一，主要以零售、综合地产为主。近年来，越来越多的 H-REITs 瞄准内地市场。

H-REITs 发行只数较少，截至 2024 年 7 月 15 日，仅发行 11 只 REITs，总市场规模 159.95 亿美元。而其中领展 REIT 市值规模超过全市场市值的三分之二，受到市场资金的关注度较高，成为香港 REITs 市场的压舱石。

二、产品模式对比

各国家和地区 REITs 市场建立的时间和背景各不相同，各经济体推出 REITs 的时机往往与自身的经济周期有着密不可分的关联，绝大多数经济体在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规。各经济体推出 REITs 的时机可分为三类：一是较为发达的国家，往往在经济长期低迷时出台 REITs，如 1960 年的美国、2000 年的日本，21 世纪初期的法国、德国、意大利等；二是增长较快的新兴经济体，往往在突然出现的经济危机之后出台 REITs，如亚洲金融风暴过后的新加坡、韩国、中国香港等；三是经济高速增长的发展中国家，往往在增速从高速逐渐放缓时出台 REITs，以为经济的发展提供新动能，如 2014 年的印度等。我国的公募 REITs 市场的出现也与经济增速下降这一

背景有关。

因此从市场成熟度来讲，目前只有美国的 REITs 市场属于成熟市场；加拿大、澳大利亚、法国、德国、日本、新加坡、荷兰、英国和中国香港等国家和地区的 REITs 市场属于初步成熟市场；其他国家和地区的 REITs 市场则属于新兴市场。

成熟市场 REITs 有明显的税收优惠驱动特征。美国在上世纪 80 年代就制定了相关税收法律条款，亚洲国家和地区大多是在借鉴美国模式的基础上，调整和修改了有关方面的法律，从而对 REITs 的设立、结构、投资目标、收入及分配等做了明确规定。

下图展示了全球市场中主要的几个市场的 REITs 产品模式对比：

	美国模式	亚洲模式			
		新加坡	日本	中国香港	中国大陆
立法角度	税收法律	专项法规	专项法规	专项法规	无专项法规
产品结构	公司	信托单位或共同基金	公司为主	信托单位	信托单位
资产最低持有年限	无	无	无	2 年	3 年
对股份持有的限制	最大 5 个股东不可持有 50% 以上的股份	最大股东不可持有 75% 以上的股份	最大股东不可持有 75% 以上的股份	无专门限制（如果上市，必须满足上市公司最低流通股数要求）	原始权益人或同一控制关联方持股比例不低于 20%
房地产投资比例	至少 75%	至少 70%	至少 75%	至少 90%	基础设施至少 80%
分红比例	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%
最高负债比例	无限制	总资产的 35%	无限制	净资产的 35%	净资产的 20%
税收优惠	对分红有优惠	对分红有优惠	对分红和交易有优惠	无	重组阶段有优惠

纵观美国、日本、新加坡及中国香港这四个其他国家和地区的 REITs 市场，均有两个较为相似的特征：一是都有规模较大、市场关注度较高的明星项目，具有一定的龙头集中效应；二是，普遍经历多轮扩募，平均单只 REITs 规模较大，约为国内 REITs 的 4-20 倍。

预计未来，我国公募 REITs 市场也能涌现出优质的资产运营机构，带领市场走向成熟。