



光华管理学院
Guanghua School of Management

北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之二

中国不动产投资信托 基金市场规模研究



2017年11月

中国不动产投资信托基金市场规模研究¹

摘要：承接本课题的第一份报告（《中国公募 REITS 发展白皮书》），本报告采用比较研究的方法，根据全球主要市场的 REITS 相对其经济总量和上市公司总市值的规模占比，对中国公募 REITS 未来可能的市场规模进行了分析与讨论。我们认为，按照保守的估计，中国公募 REITS 市场规模将达到 4 万亿至 12 万亿元。考虑到中国城市化人口数量、不动产总量和固定资产投资明显超过美国，中国 REITS 市场进入成熟阶段后，规模将远远超过美国，具有更广阔的发展空间。

一. 概览

近年来，中国经济的快速增长孕育了繁荣的不动产市场，也使得 REITS 这一金融产品迎来了良好的发展机遇。本课题组在第一份报告《中国公募 REITS 发展白皮书》中提出：在中国发展公募 REITS 市场意义重大并且正当其时。我们认为，开发和建设公募 REITS 是金融服务供给侧改革的重要抓手，有利于落实“三去一降一补”的宏观经济政策，加快我国经济结构的转型；有利于

¹ 北京大学光华管理学院“光华思想力”REITS 课题组，课题组成员包括：刘俏、张峥、李文峥、周芊、刘晓蕾、杨云红、徐爽、朱元德、于嘉文、和范熙武等。

降低行业杠杆，控制行业风险，推动不动产行业产业升级和盈利模式的转变；REITS 市场可以为 PPP 及基础设施投资提供可行的金融战略，为雄安新区的发展提供金融新思路；作为配置价值极高的高质量金融产品，REITS 为居民的财产性收入提供大利资产，实现金融体系的供给侧结构性改革，减缓中国金融体系中直接融资比例偏低的问题，提高金融系统的风险分散能力。

不动产 REITS 的基础资产非常广泛，不仅包括写字楼、零售物业、酒店公寓、厂房货仓、医院、养老院等，还包括机场、港口、输电塔、管道、数据中心等基础设施。2016 年，中国已经超过美国，成为全球建筑资产规模最大的国家。中国建筑资产规模的增长，是中国前所未有的基础设施投资浪潮的结果。过去多年中，中国将 GDP 的 9% 用于基础设施开发，而美国的这个数字是 2%。如果当前这种投资规模维持下去，到 2025 年，中国建筑资产规模将达到 97 万亿美元，比美国的 45 万亿美元高出一倍多，同时也将高于美国、日本、印度和德国四个国家的总和。目前，中国不动产市场规模已经高达 44 万亿美元。虽然中国主要城市的零售商业物业及写字楼物业存量庞大，中国商业地产资产证券化产品发行总量仅为 128 亿美元，其发展空间巨大。

本报告采用比较研究的方法，通过分析美国、新加坡、香港和澳大利亚等 REITS 市场的绝对和相对规模，根据两类可比指标和一些合理的假设，我们认为，中国标准化的公募 REITS 市场的潜在规模应在 4 万亿至 12 万亿元之间。考虑到中国基础设施建设的巨大需求和城市化人口的增长，我们认为这是一个相对保守的估计。因此，我们可以预测未来中国公募 REITS 市场包括 REITS 上下游的产业链市场将会是极其巨大的规模和体量。

二. 方法与结果

REITS 作为房地产证券化的重要手段之一。REITS 最早于 1960 在美国诞生，经过 90 年代中后期在全球范围内的大规模发展，现已成为国际金融市场的重要金融投资产品之一，目前全球范围内已有美国、澳大利亚、加拿大、日本、韩国、新加坡、香港等 30 余个国家和地区相继推出 REITS，全球市值近 2 万亿美元。REITS 在全球的发展概览如下（见表 1）：

表 1. 2006-2016 年全球主要国家 REITS 发行规模对比

	美国		香港		新加坡		澳大利亚	
	市值	上市数量	市值	上市数量	市值	上市数量	市值	上市数量
2006	516.21	191	6.82	5	14.9	16	102.46	57
2007	398.98	167	8.46	7	18.25	18	107.26	60
2008	244.59	161	5.99	7	8.26	18	39.88	59
2009	347.01	166	9.52	7	19.32	18	69.31	54
2010	455.5	195	12.37	7	27.9	22	79.45	59
2011	517.18	200	15.18	8	26.23	22	74.58	59
2012	670.28	213	21.1	8	41.58	24	93.44	54
2013	739.83	232	21.42	10	44.63	30	83.52	61
2014	972.7	253	24.66	10	50.34	34	88.66	59
2015	984.07	260	23.82	10	44.27	36	88.2	58
2016	1007	258	24.98	10	47.58	38	97.2	60

数据来源：Bloomberg，市值规模单位（十亿美元）

表 2 列示了 2006-2016 年全球各国 GDP 和上市公司总市值的情况。我们看到，2016 年中国 GDP 总量是 74.4 万亿元人民币，增速 6.7%，按美元计算，总量超过 11 万亿美元；美国 2016 年 GDP 总量约为 18.6 万亿美元。同时，在金融危机之后，中国上市公司总市值不断上涨，于 2015 年达到 8 万亿美元规模，2016 年底为 7.32 万亿美元；美国上市公司 2016 年总的总市值为 27.35 万亿美元。

表 3 列示了 2006-2016 年全球主要国家和地区 REITS 市值相对于其 GDP 及上市公司总市值的规模占比情况。基于这两个相对指标，我们来估计中国 REITS 市场的规模。

第一，REITS 市值占 GDP 比重。总体来看，2006 年至 2016 年这 10 年间，全球主要 REITS 市场占经济总量的相对规模逐渐提升。2016 年，该指标在 5.4%-16% 之间，其中，新加坡最高，达到 16.02%；美国最低，虽然其 REITS 市值达到 1 万亿美元，但由于经济总量巨大，因此，美国 REITS 市值只占 GDP 的 5.42%。从横截面来看，该指标多分布于 7% 附近。2016 年中国的 GDP 是 74.4 万亿元人民币，根据该指标简单推算，中国 REITS 市场规模应在 4 万亿至 12 万亿之间，按照中位数水平的估计则是 6 万亿。

第二，REITS 市值占上市公司总市值比重。总体来看，2006 年至 2016 年这 10 年间，全球主要 REITS 市场占其上市公司总规模的比例也是逐渐提升。2016 年，该指标在 0.78%-7.66% 之间，其中澳大利亚最高，达到 7.66%，香港最低，只有 0.78%。2016 年，中国上市公司总市值约为 50 万亿人民币。由于资本市

场发展阶段和国际化程度的不同，各股票市场的可比性较弱。我们根据该指标在主要市场的中位数来简单推算，中国 REITS 市场规模应在 4 万亿左右。

根据以上分析，我们对于中国公募 REITS 的初步估测结果是 4 万亿到 12 万亿之间。

表 2.2006-2016 年全球各国 GDP 和上市公司总市值比较

	美国		香港		新加坡		澳大利亚		中国	
	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值	GDP	总市值
2006	13,855.9	19,569.0	193.5	1,715.0	147.8	384.3	747.6	1,095.9	2,752.1	1,145.5
2007	14,477.6	19,922.3	211.6	2,654.4	180.0	539.2	853.8	1,298.3	3,552.2	4,478.9
2008	14,718.6	11,590.3	219.3	1,328.8	192.2	265.0	1,055.3	683.9	4,598.2	1,778.8
2009	14,418.7	15,077.3	214.1	2,305.1	192.4	481.2	927.2	1,261.9	5,110.0	3,573.2
2010	14,964.4	17,283.5	228.6	2,711.3	236.4	647.2	1,142.9	1,454.5	6,100.6	4,027.8
2011	15,517.9	15,640.7	248.5	2,258.0	275.6	598.3	1,390.6	1,198.2	7,572.6	3,412.1
2012	16,155.3	18,668.3	262.6	2,831.9	289.2	765.1	1,538.2	1,386.9	8,560.6	3,697.4
2013	16,691.5	24,034.9	275.7	3,100.8	302.5	744.4	1,567.2	1,366.0	9,607.2	3,949.1
2014	17,393.1	26,330.6	291.5	3,233.0	308.1	752.8	1,459.6	1,288.7	10,482.4	6,004.9
2015	18,036.7	25,067.5	309.4	3,184.9	296.8	640.0	1,345.4	1,187.1	11,064.7	8,188.0
2016	18,569.1	27,352.2	320.9	3,193.2	297.0	640.4	1,204.6	1,268.5	11,199.2	7,320.7

数据来源：Bloomberg（单位：十亿美元）

表 3. 2006-2016 年全球主要国家和地区 REITS 市值与该地 GDP 及上市公司总市值比较

	美国		香港		新加坡		澳大利亚	
	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值
2006	3.73%	2.64%	3.52%	0.40%	10.08%	3.88%	13.71%	9.35%
2007	2.76%	2.00%	4.00%	0.32%	10.14%	3.38%	12.56%	8.26%
2008	1.66%	2.11%	2.73%	0.45%	4.30%	3.12%	3.78%	5.83%
2009	2.41%	2.30%	4.45%	0.41%	10.04%	4.01%	7.48%	5.49%
2010	3.04%	2.64%	5.41%	0.46%	11.80%	4.31%	6.95%	5.46%
2011	3.33%	3.31%	6.11%	0.67%	9.52%*	4.38%	5.36%	6.22%
2012	4.15%	3.59%	8.03%	0.75%	14.38%	5.43%	6.07%	6.74%
2013	4.43%	3.08%	7.77%	0.69%	14.75%	6.00%	5.33%	6.11%
2014	5.59%	3.69%	8.46%	0.76%	16.34%	6.69%	6.07%	6.88%
2015	5.46%	3.93%	7.70%	0.75%	14.91%	6.92%	6.56%	7.43%
2016	5.42%	3.68%	7.78%	0.78%	16.02%	7.43%	8.07%	7.66%

数据来源：Bloomberg

三. 分析与讨论

根据全球主要市场的 REITS 规模与其经济总量和上市公司总市值的关系，结合中国的相关数据，本报告对中国公募 REITS 市场规模的估计是 4 万亿至 12 万亿之间。基于以下原因，我们认为这个估计是相对保守的，未来中国 REITS 市场实际规模可能远高于这一结果。

第一，PPP 基础设施投资项目为 REITS 提供大量的优质并购标的，是 PPP 投资退出的重要通道。目前，中国已成为世界上最大的 PPP 市场。2016 年以来，中国有超过 1400 个项目通过 PPP 进行投资；截至 2017 年 8 月，中国 PPP 项目总投资额约为 17.6 万亿，预计 2017 年 PPP 项目落地规模或达 3.8 万亿元。按照住建部专家的估计，2020 年以前，中国仅在绿色公共交通、保障房、水务、建筑节能、可再生资源和卫星城建设 6 个领域就将投资不少于 60 万亿元人民币。根据现有存量数据，基础设施 REITS 的潜在市场规模达万亿级，而考虑增量的基础设施投资，则会使其基础资产规模再翻一倍。

第二，随着中国城市化进程的加快，城市人口的增加将创造

² 2012 年 9 月 20 日，中国住建部副部长仇保兴在中国 - 欧盟市长论坛的发言。

一个巨大的房屋租赁市场。链家研究院 2016 年底发布的《租赁崛起》报告指出，目前中国房屋租赁市场规模是 1.1 万亿元，预计到 2025 年，将增长到 2.9 万亿元，到 2030 年将超过 4 万亿元。事实上，中国正在经历一个人口向沿江、沿海、沿主要交通线地区聚集的大迁徙，超大城市和特大城市人口继续增长，而且平均年龄低，居留时间长，长期租房需求日益旺盛。十九大报告指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。在政策红利下，住房租赁的市场空间将非常广阔。而根据全球发达经济体的经验，REITS 是解决住房租赁融资来源的重要渠道。REITS 收购住房并出租经营，有助于消化住房市场库存，盘活存量住房并加以有效利用，从而提高资源利用效率和住房租赁市场的活力。住房租赁市场的增长将为 REITS 市场的规模增长提供动力。

2016 年底，中国固定资本形成是 32 万亿元人民币，约合 4.6 万亿美元，同年，美国年固定资本形成总额约为 2.9 万亿美元，中国固定资本形成约为美国的 1.6 倍。因此，考虑到中国城市化人口数量、不动产总量和固定资产投资明显超过美国，中国

REITS 市场进入成熟阶段后，规模将远超美国，具有广阔的发展空间。

四. 结论

“光华思想力” REITS 课题组根据可比指标和一些合理的假设，对中国公募 REITS 市场规模进行了分析和讨论。按照保守的估计，中国公募 REITS 市场规模将达到 4 万亿至 12 万亿元。考虑到中国基础设施建设的巨大需求和城市化人口的增长，我们可以预期未来中国公募 REITS 市场将会是更大的规模和体量。接下来，北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告会陆续推出“中国租赁住房 REITS 案例分析”，“中国不动产投资信托基金税制问题研究”等报告。我们坚信，中国标准化的公募 REITS 时代即将来临！

附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/1.pdf>

“光华思想力”是北大光华的思想平台，旨在用国际通行的研究工具和方法做具有国际水准的立足中国、辐射世界的中国学问，提供政策建议和咨询意见，服务经济社会发展，用扎根中国经济社会的政策研究和前沿商业实践研究反哺商学教育。

³ 《中国流动人口发展报告（2016）》的调查数据显示，2015 年，我国流动人口规模达 2.47 亿人口，占总人口的 18%；流动人口平均年龄 28.1 岁；流动人口在当地平均居住时间 56.9 个月，半数流动人口有意愿继续在流入地居住 5 年以上，其中上海、北京有长期居留意愿的比例分别为 67.4%，和 62.7%。



网址：<http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件：media@gsm.pku.edu.cn

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号