

Deloitte.

HKbitEX

Colliers

SIDLEY



房地產STO白皮書
第1章

MAKING AN
IMPACT THAT
MATTERS

since 1845



免責聲明

本文件中包含的信息、意見和評論是根據香港數字資產交易所、高力、盛德律師事務所和德勤（「共同作者」）的意見編寫的。

本文件的內容僅供一般參考，並非也不應被解釋為專業投資、法律、稅務或其他建議或服務。在做出任何可能影響您的財務或業務的決定或採取任何行動之前，您應該諮詢合格的專業顧問。

此處包含的任何市場分析、預測、估計和類似信息，包括所有意見和/或信息，均受固有的不確定性和限制條件的影響，並基於許多假設。本文件中包含的事實信息是從多個來源獲得，共同作者認為這些來源在發布之日是可靠和準確的。

共同作者、其成員公司、相關實體、雇員或代理人均不因任何人依賴本通訊而直接或間接引起的任何損失或損害承擔任何責任或義務。此類信息未經獨立核實。如果發現本文中的任何信息已過時或不準確，共同作者沒有義務更新、修改或修正本文的任何部分，或以其他方式通知任何人。任何利益相關方應自行查詢信息的準確性。



目錄

引言	4
致謝	6
概述	13
房地產市場格局	15
房地產市場開發商和投資者面臨的挑戰	17
STOs：新的融資渠道	21
STOs對房地產市場的價值	26
香港及大灣區的STO機遇	32
總結	36
附錄一：證券型代幣潛在市場規模的預測	37

引言

德勤是數字化轉型的先驅。我們通過在市場中推動新的關聯想法、技術、創新思維和觀點去提升人類經驗，從而促進新的增長。

近年來，數字資產越來越受歡迎，數字化在包括金融業和資本市場在內的不同領域的應用迅速增加。數字資產的世界正在擴大，我們也看到它在房地產領域運用數字資產的巨大潛力。

「證券型代幣」通常是指從監管角度被視為證券的任何數字資產或代幣。「證券型代幣發行」通常是指將證券型資產以虛擬代幣的形式和區塊鏈技術發行，並使它們在區塊鏈環境下成為可交易的產品。

通過將證券型代幣發行應用於房地產領域，直接的好處是它允許您設計和創建更多以房地產為基礎資產的創新產品。證券型代幣發行也有望成為一種新的融資渠道以開拓新的投資者。

我們相信本文將更好地說明在房地產領域推行證券型代幣發行的潛在好處。



致謝



HKbitEX

HKbitEX是領先的數字資產交易所，其總部位於香港。HKbitEX致力於為全球專業投資者提供合規且受監管的數位資產現貨交易和場外交易（OTC）的交易平台。HKbitEX是亞太地區最早向香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）申請「虛擬資產交易平台牌照」的組織之一。我們及附屬公司提供端到端的證券型代幣發行服務，包括有關證券型代幣的諮詢、創建、託管、上市*和交易*。我們旨在為發行人提供一種創新並受監管的管道來開拓資本市場。

*牌照申請許可後開始的受監管活動



高寒

創辦人及行政總裁

在成立HKbitEX之前，高博士在香港交易所(HKEX)工作。高博士作為中國團隊的核心成員參與了港交所戰略產品的設計、實施和推廣，如滬深港通、債券通、企業上市和各種衍生產品，並參與制定港交所的戰略和業務計劃，以及在大中華區的具體項目實施計劃。高博士是《金融交易與市場：交易員、市場結構和監管規則》（2018年）和《算法交易：交易系統、交易策略與執行方法》（2019年）的作者。



盧廷匡

聯合創始人兼首席戰略官

在加入HKbitEX之前，盧廷匡先生在眾安國際擔任戰略伙伴關係主管並且是早期的創始成員之一。眾安國際分別於2019年3月和2020年5月獲得香港虛擬銀行和虛擬保險牌照而成為了香港八家虛擬銀行之一。盧廷匡在金融行業擁有超過10年的經驗，擁有銀行、諮詢和金融科技方面的專業知識。



劉振江 太平紳士

高力常務董事

亞洲區估價及諮詢服務主管

劉振江先生為高力常務董事，專責處理亞洲區估價及顧問服務。他是特許估值師以及香港測量師學會前會長及資深會員。劉先生在物業估值，房地產顧問服務及投資物業買賣市場皆擁有廣泛經驗。劉先生為香港房屋委員會委員及資助房屋小組及投標小組委員會委員、工業貿易諮詢委員會委員及大嶼山發展諮詢委員會委員。他亦為團結香港基金顧問及國際評估準則理事會有形資產標準委員會委員。



高力

高力是一家頂尖的多元化專業服務與投資管理公司，在全球66個國家設有辦事處，旗下擁有超過15,000名積極進取的專業人員。他們通力合作，力求為房地產用戶、業主和投資者提供卓越高效的建議和服務。

25年以來，高力以彪炳往績作後盾，走在房地產業界最前，成為模範先驅。為加快業務發展的步伐，高力不但致力推動內部增長，亦同時進行有助擴大市場份額、服務範圍及全球版圖的策略性收購，從而令客戶和股東受惠。

香港辦事處的主要服務範疇涵蓋估價及諮詢服務、資本市場及投資服務、項目管理，以及寫字樓、商舖及工業物業服務。我們的專家與城中地產業界翹楚攜手合作，就重大地產項目制定領導市場的解決方案。

高力與眾不同之處不在於所做的事情，而是實踐工作的方式。高力以高瞻遠矚的專業知識，在整個過程中不斷為客戶增值。高力突破常規，以不一樣的思維模式成就創新。

無論是租戶、業主或是投資者，高力都會與其並肩同行，協助發揮房地產的最大潛力，讓我們的客戶和員工更快取得成功。



林惠貞

合伙人律師，盛德律師事務所

林惠貞律師是盛德律師事務所的合伙人律師，領導盛德在香港發展與金融科技和區塊鏈相關的投資基金及資產管理法律服務業務。

林律師主要向香港虛擬資產生態圈的客戶提供法律諮詢服務，其執業領域包括就通証化/代幣化基金和基金以外之通証化/代幣化產品的架構及發行提供法律服務、針對復雜且快速發展的虛擬資產發行及投資管理監管要求向客戶提供法律意見，以及向進行虛擬資產二級交易業務的交易所就相關監管要求提供諮詢服務。

林律師分別參與了全亞洲首個開放式通証化/代幣化基金及全亞洲首個封閉式通証化/代幣化基金的發行。《國際金融法律評論》(IFLR1000) 評選林律師為2020年5月的月度最佳律師，表彰其參與全亞洲首個投資虛擬貨幣資產類別之通証化/代幣化基金的工作。另外，林律師亦幫助一家領先的虛擬資產客戶，成功爭取香港証監會首次批准主動型虛擬資產基金接受投資者以虛擬貨幣作認購和贖回。

林律師亦於國際權威法律評級機構錢伯斯Chambers Global 2021及Chambers Asia-Pacific 2021獲得在投資基金業務領域的「潛質律師」(Up and Coming) 殊榮。林律師更被法律媒體《專家指南》(Expert Guides)於2020年評為其中一個「投資基金 – 新星(Rising Stars – Investment Funds)」，過去亦曾於《法律360》(Law360)的2018年年度報告亦被名為「新星(Rising Star)」，表揚其為執業水平「通常見於資深律師」的「40歲以下頂級律師」。

SIDLEY

盛德

盛德是全球領先、提供全方位服務的律師事務所。盛德擁有2000名律師，分布在全球20個辦公地點，在商務交易、監管法規、法律諮詢及爭議解決等範疇上為客戶提供優質卓越的法律服務。盛德憑借其多領域發展產生的優勢，一直被公認為區塊鏈/金融科技的開拓者，致力站在全球虛擬資產相關法律工作的最前沿，為包括香港、美國及新加坡等地的客戶提供服務。



廖銳霆

安領國際主席兼集團行政總裁

安領國際控股有限公司創辦人、主席兼執行總監廖先生為一位在科技行業具豐富經驗的成功企業家。早在2002年，當網絡安全仍是新興行業時，廖先生創立了安領科技，並帶領公司發展成領導市場的香港上市公司。廖先生富有遠見的視野將帶領集團進入另一個新台階，透過獅昂環球數科（Axion Global Digits）進軍發展蓬勃的金融科技和數字資產領域。廖先生在科技行業擁有超過28年的經驗，此前曾任職於Hewlett-Packard Hong Kong Ltd（“HP Hong Kong”），負責香港的技术諮詢和業務發展。他擁有英國斯特拉斯克萊德大學（University of Strathclyde）信息工程學學士學位。

安領國際控股有限公司

安領國際於過去20年的歷史當中，已從一家網絡安全解決方案分銷商演變成創新科技參與者，業務範疇覆蓋網絡安全產品及服務，以至於金融科技風險投資及數字資產管理。

在網絡安全業務方面，不同行業邁向數字化令企業更容易受到網絡攻擊，從而推動了網絡安全的採用。此對安領國際來說是一個巨大的增長機會。我們以安全即服務運作的雲端電郵業務Green Radar正在快速增長，旨在讓更廣泛的受眾(尤其是中小型企业)能夠獲得網絡安全保障。

為了加快Green Radar的發展，擁有一種有效的集資方式對我們的長期擴展計劃十分重要。此讓我們能加大投資以增強雲端基礎設施和人工智能能力。因此，我們在2021年5月宣布準備為Green Radar在香港發行證券型代幣（STO）。作為一家在香港聯合交易所上市的公司，我們擁有高水平的合規和治理標準，相關集資亦將遵守監管機構和證券交易所要求。



羅學賢

**香港金融管理局
外事部市場拓展處**

羅學賢先生主責金融市場的拓展及推廣，包括資產及財富管理行業，例如傳統及另類資產管理者，家族辦公室及機構投資者等。在加入市場拓展處之前，羅先生致力推動香港私募及創投基金市場的發展，包括建議並推動就新的有限合夥基金條例立法，以及擴闊稅務豁免至覆蓋在岸基金。羅先生亦曾在金管局直接投資處以及風險管理及監察部工作，分別負責外匯基金的私募股權和房地產投資以及外匯基金的營運和業務風險管理。在加入金管局之前，羅先生曾擔任香港特別行政區政府政務官，服務多個政策局，包括財經事務及庫務局，完成了兩鐵合併交易並為多個主要基建項目策劃融資。羅先生亦曾在政務司司長私人辦公室任職政務主任，在政策制訂方面有豐富的經驗。



黃文華

**營業部 高級總經理
恒基兆業地產有限公司**

黃文華先生為香港主要房地產開發商恒基兆業地產有限公司營業部高級總經理。黃先生持有香港律師之專業資格，現時亦為數個專業、政府諮詢及顧問委員會委員。黃先生於房地產行業及相關工作擁有逾30年經驗。在加入恒基地產之前，他是香港其中一所大型國際律師事務所之房地產業務合夥人。

*本文中黃文華先生的觀點和評論僅代表個人，並不一定反映恒基兆業地產有限公司的觀點和評論。



秦覺忠

秦覺忠律師行主席

秦覺忠律師為秦覺忠律師行的主席及簡家聰律師行的合夥人。秦律師於企業、商業、企業融資及證券領域擁有超過25年經驗。他最近專注於IT法律領域，重點關注創新科技和業務模式的使用所產生的相關問題，例如大數據、人工智能和機器學習、數碼管理和營銷、受監管虛擬資產交易平台。

秦律師經常就併購、IPO、基金管理、創新科技、數字化轉型、大數據和人工智慧、區塊鏈和受監管虛擬資產交易平台發表演講。過去，秦律師曾發表有關公司併購，公司重組上市和香港創業板規則的文章。於2019年12月，秦律師在瑞銀的贊助下在瑞銀數字中心共同舉辦了金融科技論壇。

目前，秦律師是香港理工大學金融科技博士課程的博士生。

秦覺忠律師行

香港秦覺忠律師行是一間從事廣泛及國際性業務的綜合香港律師事務所。事務所的業務主要活躍於公司法、證券、公司債券、企業融資、首次公開募股(IPO)、收購合併、公司債務重組、項目融資、國際直接投資、私募股權基金、風險投資基金及商業訴訟的領域。



陳思源工程師

數碼港首席公眾使命官

陳思源先生負責建立培育初創的生態系統，透過提供全面的企業家培訓計劃及前期的財務資助，啟發下一代，培養創業家精神，進而讓初創具備踏足世界舞台的實力。

陳先生擁有超過30年於資訊科技和通訊行業的工作經驗，是一位特許工程師、特許市務師及英國工程技術學會院士。加入數碼港前，陳先生曾於多間國際電訊及資訊科技服務公司擔任管理層。陳先生積極參與公共事務，活躍於教育及行業培訓、專業團體及慈善組織。他現時亦為香港大學、香港中文大學及香港科技大學擔任顧問及導師。

陳先生持有倫敦大學工程系學士學位、曼徹斯特商學院工商管理碩士學位，並曾於歐洲工商管理學院及IESE商學院修讀行政管理課程。



數碼港學院

數碼港作為香港數碼科技旗艦及重點創科培育基地，一直致力培育科技人才及創業家，同時推動科技行業發展，促進公私營機構數碼轉型。

數碼港學院成立於2020年，旨在配合香港未來發展策略及滿足創科人才需求。為進一步擴大香港的數碼科技人才庫，數碼港學院致力為初創企業及科技人才提供更多發展機會，同時提升香港人才的技能，增強香港整體競爭力，支持其長遠經濟發展。

數碼港學院提供一個實習和就業平台，向年輕人提供科技及創業相關培訓；與頂尖機構合作提供認可的培訓課程；亦作為一個知識研究中心和創科產業智庫。過去一年，數碼港學院為超過3,500名學員提供涵蓋不同科技範疇的培訓，及為超過200名學生提供實習機會。

概述

本白皮書聚焦證券型代幣發行（STOs）在房地產行業的潛在應用。在本報告中，我們將深入分析資本市場參與者投資房地產交易面臨的主要挑戰，以及現有傳統融資架構存在的局限。我們將從房地產開發商、估值師、法律顧問、稅務和審計顧問及技術顧問等各類市場參與者的研究和行業經驗中獲取洞見，並分析STOs相比使用傳統架構籌資的優勢。此外，我們還將探討如何利用STOs把握香港和大灣區的現有機遇與新機遇，推動新一波商業創新並增強社會影響力。

後續報告將詳細闡述房地產STOs的端到端流程，並以香港作案例研究，著重提及STOs在房地產行業應用中的多功能性。房地產行業作為一種資產類別，除所有權和經濟權利外，還可附帶訪問權和使用權等多方面的權利。我們將重點介紹如何利用STOs打造創新投資產品和解決傳統融資框架存在的結構性問題，以鼓勵房地產和資本市場參與者應用STOs，從而促進STOs生態系統發展。

房地產：全球規模為價值9.6萬億美元，充滿活力的市場

儘管新冠疫情令全球經濟遭受重創，全世界都處於緩慢復蘇進程之中，但相比其他行業而言，房地產市場持續活躍。全球房地產市場持續繁榮，2019年全球房地產專業投資市場比2018年增長了6,720億美元，市場規模達9.6萬億美元。¹ 由於房地產行業現金收益率較高，而且與整個資本市場的相關性較低，所以投資者紛紛湧向房地產市場。

亞太地區私人和公共房地產領域都出現了資本的快速增長。高力的資料顯示，2021年亞太地區收益性房地產資產的預測投資額將比2020年增加約15%，而且這一增長趨勢有望在未來幾年內延續下去。

儘管房地產投資市場存在持續顯著增長的巨大潛力，但也有結構性挑戰妨礙房地產開發商和投資者利用投資機遇的能力，尤其是在尋找融資渠道和獲取投資機遇方面。STO正好可以化解這些挑戰，協助建設更廣闊、更公平、更透明的房地產投資市場。

STO：新的融資渠道

證券型代幣（STs）的應用範圍很廣。STO具有高效和廣泛潛在投資群體的優勢，可供任何規模的企業和資產所有人作為可行的替代融資渠道。

儘管STO市場目前仍處於發展初期，但隨著技術發展成熟，資本市場配套基礎設施逐步引進以及美國、英國、日本、新加坡和中國香港等地監管更趨明晰，近年來STO市場已得到穩步發展。

在2019年，香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）發佈了一份立場書²，確認將對虛擬資產交易平台（VATPs）（交易資產為依照香港法律相關規定認定為「證券」的虛擬資產）進行監管，並制定了證監會持牌VATP必須遵循的準則。VATP監管框架的建立默認STO作為未來資本市場的一部分，亦使香港成為亞太地區虛擬資產交易活動的領導者。

隨著監管機構針對STO生態系統所需的各項關鍵服務引入監管框架，以及市場參與者對STO優勢的瞭解和認識不斷增強，STO市場進入一個轉捩點。我們預計未來三年裡STO交易量和交易額將加速增長，房地產融資參與者將成為首批STO應用者。



¹ [MSCI: Real Estate Market Size 2019/20](#)

² [香港證監會：《立場書：監管虛擬資產交易平台》](#)

房地產市場格局

資本流入不斷增加，全球房地產市場持續繁榮

隨著大範圍疫苗接種的開展，疫情封鎖狀態逐步放鬆，再加上大規模經濟刺激政策的出台，全球房地產市場將創新高。³ 我們觀察到，自2017年以來發達市場和新興市場首次同步出現高漲。⁴ 新冠疫情期間，資料中心及工業和物流地產方面的投資有所加快。儘管實體零售和酒店領域的表現不盡如人意，但由於消費者和出行者數量不斷增加，機構投資者開始加大對實體零售和酒店地產的投資。⁵ 同時，人口老齡化，尤其是在發達國家，持續催生了對老年人宜居住房的需求。

在房地產市場各領域欣欣向榮的背景下，STOs作為一種全新的受監管融資渠道，或將解鎖新的投資者群體，助推房地產市場持續增長。

全球房地產市場的融資趨勢

概述

房地產行業從土地收購、工程建設到再融資的整個價值鏈普遍存在資本需求。目前的融資渠道主要分

為私募和公募渠道，並進一步分為子管道。儘管從金融機構借款的傳統方式仍然存在，但特定項目需要採用私人借貸的需求不斷增加。

民間借貸：從銀行轉向非銀行機構

房地產開發商在進行開發項目時需要大量資金。目前，房地產投資主要來源於銀行貸款和私人債務基金。2020年，全球私人債務市場的價值估計為1,900億美元。⁶ 因此，私人融資對房地產開發仍然至關重要。

近年來，私人融資的資金來源從傳統銀行貸款逐步轉向其他貸款機構，例如債務基金和私人貸款機構。以美國市場為例，2016年銀行貸款占貸款總額的42.7%，到2020年這一比例下降至23.7%。相比之下，其他貸款機構發放貸款所占比例從2016年的24%升至2020年的36%。房地產民間融資也轉向非銀行機構。



(美國房地產市場)	2016 ⁷	2020 ⁸
銀行貸款	42.7%	23.7% 
其他貸款機構 (如債務基金、私人貸款機構)	24.0%	36.0% 

圖1：房地產民間借貸來源的變化

³ [Aberdeen Standard Investments: Global Real Estate Market Outlook Q2 2021](#)

⁴ [Aberdeen Standard Investments: Global Real Estate Market Outlook Q2 2021](#)

⁵ [BlackRock: Impact of COVID-19 on the real estate sector](#)

⁶ [Preqin: Private Real Estate Debt: The Pandemic's Impact and the Industry's Future](#)

⁷ [CBRE: U.S. Commercial Real Estate Loan Closings Surge in Q4](#)

⁸ [CBRE: Higher Levels of Liquidity Improve Commercial Real Estate Lending Momentum at Year-End](#)

公共融資：亞太地區REIT投資或將增長

在亞太地區，房地產投資信託基金（REITs）已顯示出巨大的融資潛力。2020年，新加坡REIT籌集了超過90億美元的股本，比S-REIT同年發行的所有新債券都多。⁹ 截至2020年底，日本共有57家J-REITs，涵蓋醫療、物流等各行各業，市場資本總計1,480億美元，日本由此成為全世界第二大的REIT市場。¹⁰

儘管目前僅有13個（其中兩個暫停上市）REITs在香港上市，但證監會近期發佈了《房地產投資信託基金守則》修訂案¹¹，為進行和管理投資提供了更大的靈活性。同時香港政府近期推出了設立成本補貼以鼓勵基金管理人在香港設立REITs。

因此，房地產融資需要越來越多地來自不斷增長的私人市場，以補充來自公共市場的融資。



⁹ [JLL Asia Pacific Capital Markets: 2021 Outlook](#)

¹⁰ ARES: <https://j-reit.jp/en/market/>

¹¹ 《房地產投資信託基金守則》·2020年12月·香港證券及期貨事務監察委員會

房地產市場開發商和投資者面臨的挑戰

儘管存在許多可用的融資渠道，但開發商和投資者在試圖籌措資金或獲取投資機遇時會面臨諸多挑戰。

開發商在價值鏈的不同階段面臨挑戰

開發商在端到端房地產開發項目中一般會享有合理的溢價。這些項目需要在從房地產選擇和投標過程管理、工程建設到未來交易和物業管理的各個領域擁有專業知識。但是，開發商會在開發項目的生命週期中面臨多項挑戰，包括大量資本支出、複雜的交易結構和較高項目風險（見下表）。

#	價值鏈階段	主要挑戰
1	購地和開發	<ul style="list-style-type: none"> 資本密集且商業風險較高，尤其是大型項目 難以在高槓杆率下維持健康的資產負債比率 需要通過複雜的合資企業建立流程來融合多個資本提供者
2	建設	<ul style="list-style-type: none"> 估值/信用評級通常基於公司層面而非單個項目，可能導致優質項目受到同一投資組合中的低品質項目影響
3	銷售	<ul style="list-style-type: none"> 投資者群體主要被房地產的地理位置局限 交易成本高，多層中介機構壓縮淨利率空間
4	管理	<ul style="list-style-type: none"> 產權轉移流程繁雜

圖2：房地產開發商在房地產價值鏈各階段面臨的挑戰

「房地產行業存在許多不足和制約因素，例如開發成本高、建設成本高、房地產投資/購置需要大量資金、各種房地產交易和轉讓手續複雜耗時等。」

黃文華

高級總經理

恒基兆業地產有限公司營業部

投資者承擔高流動性風險，難以獲得投資機遇

目前，房地產開發機遇一般僅面向開發商本身，或者通常僅包括機構和超高淨值投資者在內的特定投資群體。由於房地產開發投資者可能在一個項目上耗費七至十年或者更長時間，導致開發投資相比其他類型投資極其缺乏流動性，房地產開發的進入壁壘變高。此外，可投資項目範圍通常較窄，可能不太適合投資者的投資組合。

#	價值鏈階段	主要挑戰
1	一級市場	<ul style="list-style-type: none"> • 難以獲得投資機遇，尤其是僅適合機構和超高淨值人士的高門檻投資 • 通常主要局限於寫字樓、商場和住宅項目，而且通常不包括高增長的工業、資料中心和醫療房地產項目
2	二級市場	<ul style="list-style-type: none"> • 交易成本高，流動性低 • 對私人市場金融工具而言，二級轉讓的流程繁瑣而漫長，需要對個性化交易、附屬協議和專有權利進行大量協商

圖3：房地產投資者在房地產價值鏈各階段面臨的挑戰

由於房地產項目的資金需求持續穩定增長，市場明顯需要一個新的融資渠道以解決傳統金融框架下的結構性挑戰。

在後文中，我們將探討STOs如何提高房地產行業的融資效率，並促使更廣泛的投資者群體獲得投資機遇。



「傳統融資方式缺乏靈活性，而且對成長階段的企業而言會產生借貸或籌資相關成本，因而不是Green Radar¹²的理想選擇。採用區塊鏈和智慧合約技術的證券型代幣為我們提供了很好的替代選擇，幫助我們獲取資金並向潛在投資者闡述創新主張以投資於公司未來增長。」

廖銳霆

安領國際主席兼行政總裁

¹² Green Radar是Edvance International Holdings Limited (1410.HK) 的全資子公司，致力於在香港提供網路安全解決方案和保護許多大型企業的IT環境。

STOs：新的融資渠道

數字資產：新的資產類別

在數位資產的短暫歷史中，加密數字貨幣受到了較多的關注，其中比特幣和以太坊最為引人注目。加密數字貨幣的初衷是為了促進去中心化和點對點支付，從監管角度而言普遍被視為非證券。

然而，近年來證券型代幣吸引了越來越多的關注。「證券型代幣」一般是指從監管角度可定性為證券的任何數字資產或代幣。一種特定的代幣是否是法律上的證券，將取決於該代幣所附帶的權利和特徵以及相關司法管轄區的監管制度，但一般來說，如果該代幣代表了房地產資產的所有權權益，或附帶從房地產資產中獲得收入、股息或收益的權利，則可能被視為證券。

證券型代幣通常有資產支持，並將其所有權或其他經濟權利以數字化體現，在美國、英國、日本、新加坡、中國香港等發達市場作為「證券」進行監管。

證券型代幣可以包括代幣化證券，即採用了數字化形式的傳統受監管證券（存在於區塊鏈之外的傳統金融環境）。對於代幣化證券，代幣是標的證券所有權的數位標誌。證券型代幣還可以包括原生代幣，它並非存在於區塊鏈之外，而且可以複製傳統證券的一些特徵。

證券型代幣與加密數位貨幣具有不同的特徵，下表總結了兩者之間的一些差異。

特徵	加密數位貨幣	證券型代幣
資產擔保	否	是 由資產作支撐，可能包括證券（股權、債券等）或實體資產（房地產、收藏品、智慧財產權等）
性質	貨幣——初衷是為便利點對點（P2P）交易	標的資產所有權或經濟利益的數字化體現
籌資方法	不受監管的首次代幣發行	受監管的證券型代幣發行
發行過程	通常不受監管	必須按照證券發售規則予以發行。通常需要財務顧問、經紀人、審計師、律師、估值師等持牌專業人士的參與。
示例	比特幣（BTC）、以太坊（ETH）	AspenCoin

圖4：加密數位貨幣與證券型代幣之間的主要區別

STO的興起

首次代幣發行（**ICOs**）率先將區塊鏈應用於資本市場，在2017年盛極一時。ICOs因不受監管、高度投機和涉及重大風險而引起了投資者和監管機構的高度關注，並受到監管機構的公開警告和執法行動。儘管如此，市場參與者仍然堅信ICOs將是徹底改變傳統融資的一種融資渠道。

與ICOs相比，STOs是一種受監管的產品，可釋放包括房地產在內的大量實體資產類別的投資潛力，對發行人和投資者都有助益。

對發行人而言，STOs提供了一種替代融資渠道，帶來更高的效率、更低的成本和更廣泛的潛在投資者群體。對投資者而言，STOs可提供分割權益、二級市場流動性和資訊透明度，開啟前所未有的投資機遇。

我們認為STO市場的發展擁有極大的助力，這與世界經濟論壇對區塊鏈在資本市場中應用的積極展望相呼應。¹³ 一方面，由於市場、政策和技術的最新發展及相互促進，機構似乎準備支持STOs帶來的創新成果。¹⁴ 另一方面，區塊鏈技術在解決現有融資渠道涉及的高昂成本和進入壁壘方面具有獨特優勢。

香港的證券型代幣監管框架

香港證監會曾多次就虛擬資產生態系統（包括與證券型代幣相關的生態系統）的監管辦法發表公開聲明。聲明要點總結如下：

	證券型代幣的首次發行	證券型代幣的二級交易
<p>聲明</p> <p>STOs相關聲明¹⁵</p> <ul style="list-style-type: none"> 證券型代幣如同「證券」，應受現行證券法例規管 證券型代幣是複雜的金融產品 證券型代幣只可提供給「專業投資者」¹⁶ 	<p>香港證監會立場書¹⁷</p> <ul style="list-style-type: none"> 計劃進行一種或多種「證券」交易的VATPs需獲得證監會頒發的牌照後才能開展第一類（證券交易）和第七類（提供自動化交易服務）受監管活動 VATPs僅對「專業投資者」開放 各項虛擬資產須經證監會批准後才能在VATPs進行交易 	

圖5：香港證監會針對STOs發佈的關鍵政策聲明和公告

因此，證券型代幣的發行、銷售和二級交易將受香港現行證券框架監管，即遵從《證券及期貨條例》¹⁸以及接受證監會的監督。這意味著：

- 證監會的發牌制度將適用於在香港開展的或針對香港投資者開展的、與STO首次發行及證券型代幣的二級交易相關的營銷和銷售活動；以及

- 計劃向香港投資者發行證券型代幣的發行人可能希望以私募制度為支撐且符合豁免條件，即無需獲得證監會對STO的批准。

因此，在香港提供、發行和交易證券型代幣須遵循適用於傳統證券的監管框架、制衡體系、投資者保護制度並接受監管機構的監督。

¹³ 世界經濟論壇：Digital Assets, Distributed Ledger Technology, and the Future of Capital Markets

¹⁴ 同上

¹⁵ 香港證監會，《有關證券型代幣發行的聲明》，2019年3月28日

¹⁶ 第571章《證券及期貨條例》附屬法例D：《證券及期貨（專業投資者）規則》

¹⁷ 香港證監會，《立場書：監管虛擬資產交易平台》，2019年11月6日

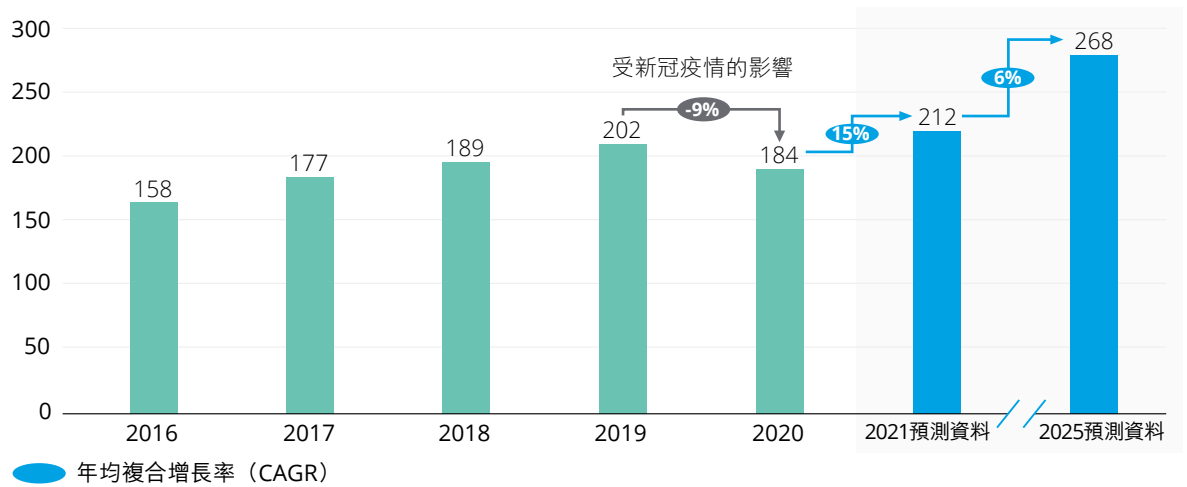
¹⁸ 香港法律第571章《證券及期貨條例》

房地產證券型代幣：到2025年亞太地區潛在市場規模將達2,700億美元




截至2020年底，亞太地區機構投資者的房地產投資總值達3.3萬億美元。從年度投資性房地產交易額來看，因受新冠肺炎疫情影響，2020年的交易總額為1,840億美元，較2019年下降9%。鑒於疫苗的大規模接種和經濟的復蘇，2021年房地產交易額預計將回彈15%左右，此後並將以6%的年均複合增長率（CAGR）增長，至2025年將達到2,680億美元。（如圖6所示）。

到2025年，房地產證券型代幣的潛在市場規模將達2,680億美元


年度交易額（單位：十億美元）



三大地產類型將實現增長

- 
工業和物流地產
 5G、電子商務和物流園區的需求強勁
- 
零售地產
 新冠疫情後旅遊業穩步恢復
- 
公寓
 對多戶公寓的需求增加（日本、中國和澳大利亞）

大量資金尚未使用

- 
460億美元
 僅私募股權領域的閒置資本便達到460億美元（按常見的投資杠杆來看，說明存在約900億美元的可用投資資金）

資料來源：Real Capital Analysis · Colliers Analysis

圖6：房地產STO的潛在市場規模

注：有關房地產STO市場規模的完整預測過程，請參見附錄一。

「STO為發行人提高效率、降低成本和擴大投資者群體。對於投資者而言，STO有望通過分割房地產資產權益、增強二級交易流動性以及提高資訊透明度，為投資者帶來新契機。

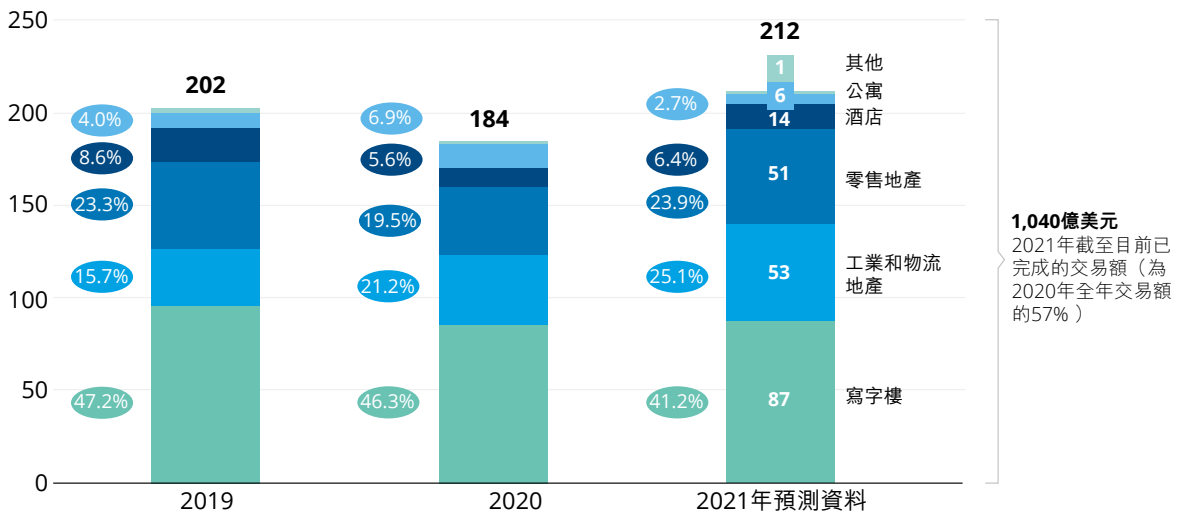
2021年，亞太地區投資性房地產交易額應將會強勁反彈。我們預計證券型代幣的使用量將迅速提升，且將提高房地產投資市場的流動性。」

劉振江 太平紳士
高力常務董事
亞洲區估價及諮詢服務主管

穩定的寫字樓市場、強勁的工業和物流資產投資需求、零售業的復蘇以及日本、中國和澳大利亞對多戶公寓的愈加青睞，都支撐著房地產行業強勁增長。房地產行業年度交易額的分佈情況如下（見圖7）：

房地產交易情況（按房地產類型劃分）

年度交易額（單位：十億美元）



按房地產類型劃分；由於經過四捨五入處理，百分比之和不等於100%。

資料來源：Real Capital Analysis · Preqin · Colliers Analysis

圖7：房地產交易情況（按房地產類型劃分）



STOs對房地產市場的價值

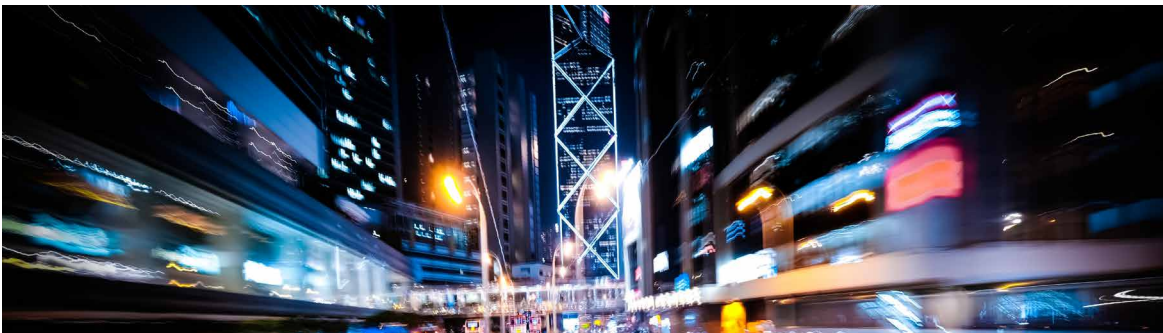
STOs的總體收益


STOs提供了高度靈活的資本募集管道，同時還可提高運營效率和降低成本。通過採用STO作為融資渠道，發行人和投資者可獲得五大直接收益：

- 1. 額外的私人投資融資渠道。**通過資產分割，STO可有效降低私人投資的門檻。以往僅機構才能獲得的投資機遇能夠實現大眾化，惠及更廣泛的投資者群體。
- 2. 產品結構更具個性化和創造性。**代幣設計靈活，因此可以用其標記和代表個性化投資產品的特性，如房地產使用權或單一產品的不同資產類別組合，便於發行人的無形資產或賬外資產進入市場流通。例如，資料中心開發商可將項目未來現金流和通過擴張實現的利潤證券化，以完善穩定的收益結構，進而吸引投資者。
- 3. 二級交易所的建立提高資產流動性。**與未上市的代幣和權益相比，在交易所上市的代幣具有

更高的流動性。在美國、新加坡和中國香港等多個領先的金融市場，受監管的持牌證券型代幣交易所陸續建立並迅速發展。持牌證券型代幣交易所的建立至關重要，能夠提高二級市場的流動性，實現證券型代幣交易全天候運作並在數小時內完成結算。覆蓋全球的受監管二級交易所的建立，也將有利於發行人獲得更廣泛的全球投資者群體。

- 4. 運營效率提高，交易成本下降。**通過嵌入證券型代幣交易的智慧合約，發行人可實現股息分配等公司行為的自動執行，從而提高效率並降低成本。區塊鏈技術還可避免使用某些仲介機構（如證券登記機構和中央證券存管機構），從而消除相關服務成本。
- 5. 區塊鏈技術保證安全性和透明度，使交易值得信賴。**區塊鏈系統的記錄安全、透明且不可篡改。透明度的提高將有助於證券型代幣投資者更及時地獲知更多資訊。





「證券型代幣具有很大的靈活性並能提供多樣化的解決方案，因此我們認為證券型代幣擁有巨大的潛力成為一種創新的解決方案，幫助我們化解特定的房地產挑戰，並為投資界帶來一項全新的資產類別。」

盧廷匡

香港數字資產交易所 (HKbitEX)

聯合創始人兼首席戰略官

STOs相較傳統融資渠道的優勢

比REITs更靈活和高效

REITs是指持有收益性房地產資產的基金工具。¹⁹ 2020年，在中國香港、新加坡和日本上市的REIT總市值達2,560億美元。儘管上市REITs比新興證券型代幣具備更高的流動性，但房地產STOs在多個方面比REIT更具優勢，包括更低的發行成本和更強的投資靈活性。

房地產STOs與REITs的關鍵指標對比如下：

	REITs	房地產STOs
結構成本及複雜程度	高	較低
是否存在投資限制	<p>是，REITs受到監管，投資範圍受到嚴重限制</p> <p>例如，對於香港上市的REIT，少數權益物業、物業開發、金融工具和其他輔助投資的總價值不應超過資產總值的25%</p> <p>(資產總值的75%應用於產生定期租金收入)</p>	<p>否，房地產STOs投資範圍不受任何法定限制</p> <p>標的資產可包括傳統股權（如合資公司或有限合夥人的權益）、房地產使用權、貸款和收入流（如租金、商業運作利潤、物業銷售收入等）</p>
典型的投資組合組成	<p>主要為商業地產（辦公室、商場）和住宅地產（多戶住宅）</p>	<p>可涉及任何類型的房地產，包括從傳統商業地產到回報率較高的地產項目、基礎設施、地產開發、建設貸款、養老院等</p>
發行人性質	<p>發行人通常需持有由多項房地產資產組成的投資組合</p>	<p>持有多資產類別組合或單一資產均可</p>
股息分配	<p>管理繁瑣，需要公司服務提供者</p>	<p>通過智慧合約程式化完成股息分配，提高運營效率</p>

圖8：房地產STOs相較REITs的主要優勢

¹⁹ Nareit: [What's a REIT \(Real Estate Investment Trust\)](#)

比私募基金更具靈活性和可及性

與傳統私募房地產基金相比，房地產STOs表現出更高的可及性和運營效率，以及提高投資者和發行人資產流動性等多方面優勢。房地產STOs與私募房地產基金的關鍵指標簡要對比如下：

	私募房地產基金	房地產STOs
策略	核心、核心增益、價值增值和機會主義	私募房地產基金和房地產開發項目（早在土地招標階段）的所有策略
投資門檻	高	通過資產分割顯著降低了投資門檻
投資者禁售期	7至10年	投資者可以通過二級市場提前退出
投資者群體	由於投資門檻高和長期流動性不足，僅適用於機構投資者和超高淨值人士	由於投資門檻較低和二級市場較高的流動性，可面向更廣泛的潛在投資者群體
股息分配	管理繁瑣，需要公司服務提供者	通過智慧合約程式化完成股息分配，提高運營效率
二級市場流動性	低；私募基金權益轉讓的管理流程繁瑣、耗時且成本高昂	高；代幣交易可在場外和或交易所輕鬆高效地進行

圖9：房地產STO相較傳統私募房地產基金的主要優勢



全球房地產STO案例研究

儘管STOs屬於新興融資渠道，但也不乏成功的STOs案例，以下兩個示例均以優質、機構級（institutional grade）房地產資產為特徵：

案例	監管管轄	證券類型
<p>Aspencoin (ASPD)²⁰</p> <p>標的房地產：聖瑞吉斯阿斯彭度假村（St. Regis Aspen Resort）酒店</p> <p>ASPD代幣代表St. Regis Aspen Resort所屬公司的間接所有權權益。</p>	美國（美國證券交易委員會）	REIT
<p>Mapletree Europe Income Trust (MP)²¹</p> <p>標的房地產：歐洲增長型城市辦公室基金</p> <p>MP代幣代表Mapletree Europe Income Trust的間接所有權權益，該信託持有辦公資產權益。</p>	新加坡（新加坡金融管理局）	基金（私募）

圖10：全球房地產STOs精選案例研究。

處於起步階段的STO生態系統

儘管STO市場目前仍處於起步階段，但隨著市場發展的越趨成熟，主要挑戰開始凸顯並亟需解決。建立一個生態系統支援STO結構和實踐對於STO市場的發展至關重要。下文概述了房地產STO實踐面臨的一些主要挑戰以及對利益相關方的影響。

	描述	對利益相關方的影響
技術	<p>網路盜竊導致證券型代幣損失</p> <p>潛在的智慧合約漏洞</p> <p>網路盜竊導致證券型代幣損失</p> <p>缺乏區塊鏈協議的行業標準</p>	穩健的IT審計能力是投資者和發行人在選擇技術服務提供者時考慮的一個重要標準
創新	大多數現有的證券型代幣用例僅集中於單一的傳統證券，例如數位股票、數位債券	如要吸引投資者，發行人應利用證券型代幣的靈活性來代表/組合多種資產類別，設計出更具創新特性的產品結構
分配	缺少擁有相關牌照的經紀交易商來分銷虛擬資產	持牌經紀交易商在這個尚未開發的市場享有先發優勢，能夠率先建立業務資源網路
監管	監管框架不斷發展變化，具有不確定性	生態系統參與者應緊跟全球快速發展的監管形勢

圖11：STOs配套生態系統發展

²⁰ The Aspen Digital ST <https://www.aspencoin.io/>

²¹ ADDX: Mapletree-MERIT Fund <https://addx.co/en/investments/mapletree/>

「隨著越來越多成功STO案例，我們看到更多公司（包括上市公司和私有公司）積極行動和堅定決心，準備好在香港利用具有成本效益、實用安全且受監管的生態系統，通過虛擬資產與專業投資者建立雙贏合作關係。」

秦覺忠先生
秦覺忠律師行主席

香港及大灣區的STO機遇

我們認為，香港及大灣區房地產行業的STO應用前景巨大。市場及政府共同驅動發展，創造出更廣泛的項目機遇，同時構建能夠有效促進STO發展的生態系統，推動STO成為未來五年的新一輪金融創新。

更多項目機遇

可負擔居所與長者房屋：資本需求的增加需要STOs
擔居所長期短缺是香港面臨的最緊迫問題之一。香港智庫團結香港基金會近期發佈的一份資料統計報告²²，強調住房供應和平均單位面積的下降令香港市民的生活品質加劇惡化。而從好的一面看，「新發展區」和「明日大嶼願景」等發展計劃的陸續推出，以及東湧、古洞北和粉嶺北的土地供應增加，將為未來五年的公屋計劃奠定堅實基礎。

在人口老齡化下，越來越多的房地產項目開始迎合老齡社會群體的需求。尤其是新建的智慧建築、長者房屋和現有綜合建築改造項目，以及醫療設施等周邊基礎設施，正在創造越來越多的募資需求。

房地產科技：利用豐富的結構性資料點吸引STOs投資者

十餘年來，房地產企業一直在擁抱創新技術解決方案。隨著物聯網、人工智慧以及增強現實/虛擬實境（AR/VR）等技術解決方案的不斷成熟，房地產開發商越來越廣泛地應用房地產科技，以增強客戶體驗、減少污染、節約能源和提高建築施工安全性。我們預計，特別是隨著可持續發展意識的提高和香港智慧城市藍圖的制定，香港將會發展更多智慧建築和綠色建築。

應用房地產科技解決方案的房地產開發商也將在STOs的利用方面更具優勢，因為其更能夠在房地產開發生命週期中利用結構化資料點，並將其記錄於區塊鏈之上，形成有利於投資者的透明信息披露。

²² 團結香港基金會：《土地房屋政策研究報告：只爭朝夕·解土地「三低」死結：雷厲風行·破供應「乾涸」困局》，2021年4月

「作為香港最大的金融科技樞紐，數碼港致力促進金融科技的發展，鞏固香港作為國際金融中心和領先資產管理中心的地位。我們相信STO的獨特性能夠提高房地產投資的流動性、提升交易的效率、透明度和可靠性。這些發展將進一步推動金融服務業和房地產投資市場的數碼轉型，相信可惠及行業各個持份者。」

陳思源先生
數碼港首席公眾使命官

有利的政策調整

政府對「新基礎設施」的支持促使發行人探索STOs。雖然香港REIT制度一直以來缺乏活力，投資傾向於傳統產權類型，但政府近期的一些列舉措表示其有意振興REIT市場。除香港證監會近期發起的《房地產投資信託基金守則》改革和香港政府為鼓勵在香港設立REIT而出台的補貼政策外，香港金融發展局近期還發佈了一份工作文件²³，提出進一步發展香港REIT市場的新政策，並強調若干適合REIT的高增長物業類型，包括物流園區和資料中心。

政府從政策角度支持開發「新基礎設施」，在此背景下，我們預計開發商會探索利用STOs為新基礎設施資產的開發籌措資金。新基礎設施資產能產生長期穩定的收入流，這會吸引投資者將其作為提高投資組合回報的一種手段；而證券型代幣的靈活性可支援投資者無縫整合不同類型權益，這也將吸引樂於創新以及希望擴大投資者基礎的發行人。


香港有限合夥基金（LPF）制度：精簡、高效、靈活的結構

2020年8月，香港推出有限合夥基金（LPF）制度，專為私人投資基金的需求量身定制。LPF制度旨在應對傳統離岸投資基金結構近年來面臨的全球稅收和監管挑戰。LPF制度在設計上順應市場，提供了一種便於私人投資基金成立和維持的精簡、高效和低成本的本地投資工具。

自推出11個月以來，LPF在市場廣受歡迎，香港、中國大陸和國際的資產管理公司已成立了300多家LPF，專注於各種投資策略和資產類別。

LPF能提供廣泛的合約自由，加上其成立的要求簡單、精簡、高效，由此成為各規模房地產資產和房地產基金代幣化的理想工具。此外，由於LPF的權益轉讓無須繳付印花稅，該基金是非常適合由代幣化推動的活躍二級市場交易。

²³ 香港政府旨在通過提供稅收優惠和加強監管來振興香港房地產投資信託基金。香港金融發展局：[《振興香港房地產投資信託基金市場——提升流動性》](#)



「LPF能實現前所未有的合約靈活性，這正是代幣化的關鍵所在。例如，房地產開發項目的代幣化可能涉及所有權、佔用權和經濟權利的分割，而LPF工具能夠代表持有的權益，並可根據章程檔授予/分配給代幣持有人。LPF還為投資者提供了強力保護，確保投資者責任通常只限於其承諾通過該工具投資的金額。」

羅學賢

香港金融管理局外事部市場拓展處

總結

房地產行業增長勢頭不減，並將攀升至新的高度。這一方面是由於強勁的需求和政策的調整，另一方面是由於房地產行業逐漸從疫情引發的經濟低迷中復蘇，其在全球經濟中的表現遠超其他行業，刺激投資者持續大力投資房地產行業，希望能從中獲益。在這些力量的共同作用下，快速增長的房地產行業對資本的需求變得空前迫切。

本報告探討了STO作為一種創新融資渠道的獨特優勢及其如何助力解決傳統金融框架下存在的諸多挑戰。STO有望帶來高流動性、建立創新投資結構並提高運營效率，具有前瞻性思維的證券發行人極有可能借此實現投資準入的大眾化，發掘出新的房地產投資者群體。

儘管仍需諸多努力才能建立一個能夠促進和支援STO普及的生態系統，但隨著監管機構和市場參與者的不斷嘗試和實踐，證券型代幣產品所需的穩定、受監管和受信任的市場基礎逐漸形成，STO的普及未來可期。與任何其他創新技術應用一樣，STO應用難題的攻克日漸取得突破；我們相信，資本市場利益相關方的支援將形成一個積極的回饋迴圈，助力STO的應用程度隨著時間的推移而不斷提高。

下一篇報告將主要介紹業內人士對於房地產STOs的觀點，以STO生態系統中先行者的實踐說明端到端的STO應用流程。



附錄一：證券型代幣潛在市場規模的預測

簡介

本部分將分析亞太地區證券型代幣的潛在市場規模。我們認為，機構投資房地產價值在理論上代表證券型代幣的潛在市場規模上限。然而，收益性房地產的年度交易額能更真實地反映證券型代幣在未來數年內可能達到的使用水準。在下文中，我們提供了整個亞太地區和香港特別行政區的交易額數據，並預估了未來幾年內亞太地區的交易規模如何擴張。

證券型代幣的潛在市場規模上限

證券型代幣的潛在市場規模上限為可投資房地產市場總值。我們將可投資市場定義為所有收益性房地產細分市場（包括寫字樓、零售地產、工業和物流地產、酒店地產、租賃住宅及其他房地產）的總價值。很重要的一點是，該定義不包括自住住房。

然而，全球逾80%的收益性房地產資產由大型企業或富裕的家族所有者長期持有，很少發生交易。

因此，機構投資者所持房地產資產的價值更能體現收益性房地產市場規模。截至2020年底，亞太地區收益性房地產的總價值和機構投資者持有的房地產總值分別為19.3萬億美元和3.3萬億美元。²⁴ 我們認為，3.3萬億美元在理論上代表證券型代幣的潛在市場規模上限。

房地產交易規模作為預測市場規模的實用嚮導

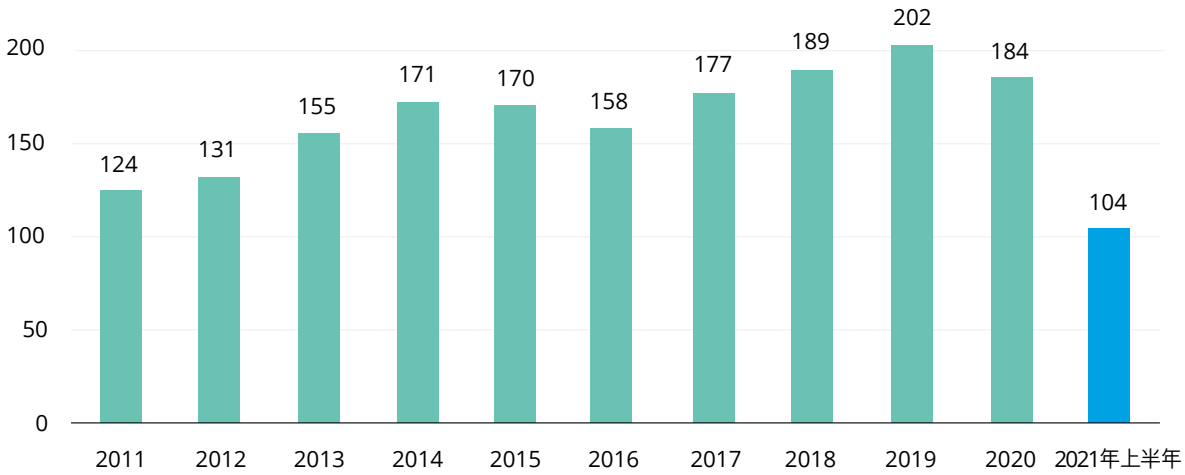
一般而言，收益性房地產的年度交易額遠低於機構投資者投資的房地產總額，但依然十分可觀。2019年，亞太地區收益性房地產的交易總額為2,020億美元，²⁵ 相當於該地區機構投資者所投資房地產總額的6%。這一數字創下歷史新高，相較2011年的1,240億美元，年均增長達到5.6%。雖然受新冠疫情影響，但2020年亞太地區交易總額為1,840億美元，僅下降9%。²⁶

²⁴ LaSalle: Accessing the Real Estate Investment Universe in 2021

²⁵ Real Capital Analysis

²⁶ 2020年亞太地區各類房地產的交易總額更高，超過8,000億美元。然而，其中包括大量未開發土地的交易，尤其是在中國。這類交易將更難實現代幣化。

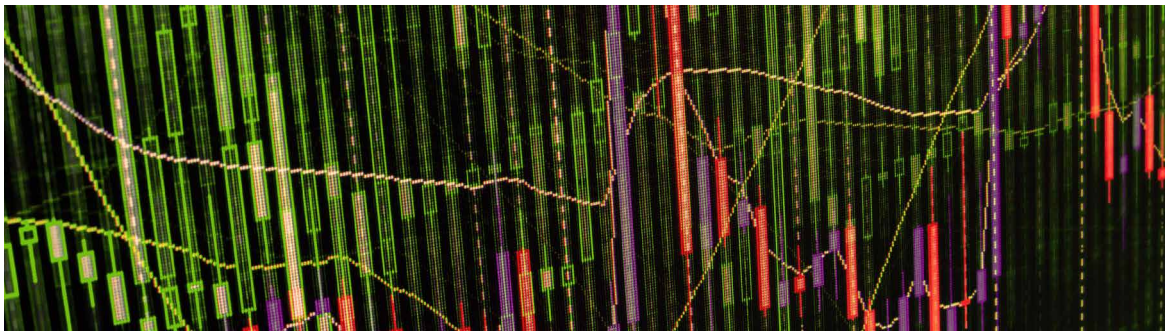
2011年至2021年上半年亞太地區房地產交易總額（單位：十億美元）



資料來源：RCA

如上圖所示，至2021年上半年，亞太地區的房地產投資非常活躍，交易總額達到1,040億美元，相當於前一年交易總額的57%。雖然寫字樓交易額大致穩定，但工業和物流資產交易在近年來保持強勁增長。工業和物流資產在交易總額中的占比從2019年的15.7%上升至2021年上半年的25.1%。

儘管零售地產因市場結構變化以及新冠疫情對旅遊業的影響而面臨壓力，但也正在恢復，在交易總額中的占比從2020年的19.5%上升至2021年上半年的23.5%。考慮到這些趨勢，目前我們預計2021年亞太地區房地產交易總額將突破2019年的記錄，達到2,120億美元，同比增長15%。



到2025年，預計房地產交易規模將達到2,680億美元

展望未來，我們認為整個亞太地區的交易總額在2022-2025年期間將實現6.0%的年均增長率，略高於過去十年的水準。到2025年，房地產交易總額將增至2,680億美元。此預測結果基於三大關鍵因素：

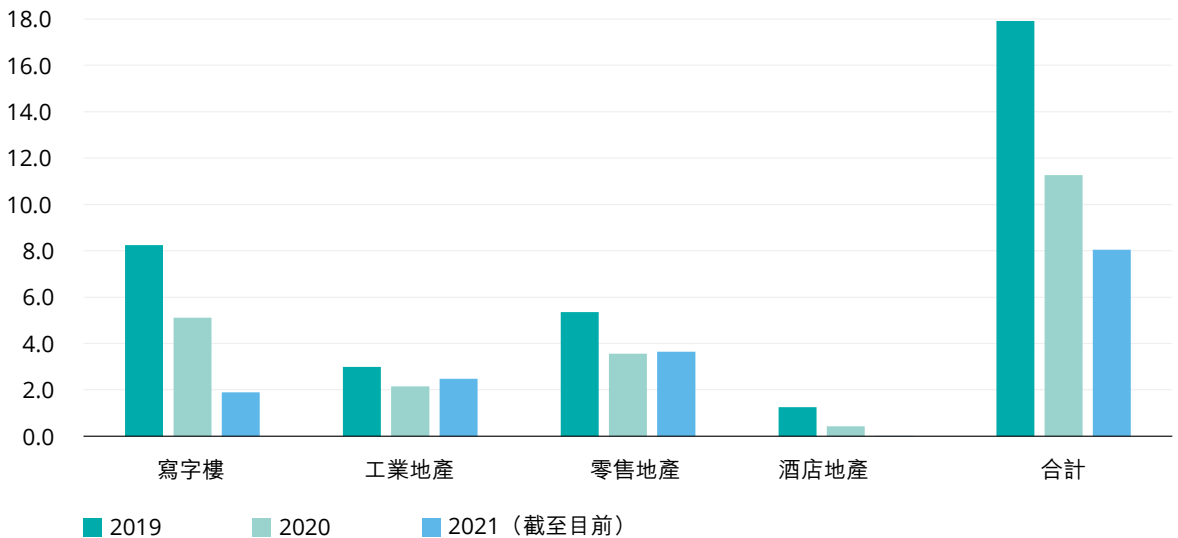
1. 以中國為首的亞太地區正從新冠疫情引發的衰退中強勁復蘇，但從2022年起復蘇速度可能放緩。
2. 工業和物流資產的投資需求將保持強勁，而投資者對多戶公寓的需求不斷增長，或將推動公寓或住宅交易量上漲——多戶公寓是日本最成熟的房地產類型，這一趨勢正蔓延至中國和澳大利亞。

3. 在亞太地區，目前僅私募股權領域的閒置資本便達到約460億美元；²⁷按常見的資金杠杆來看，這意味著存在約900億美元的可用投資資金。

香港房地產市場深度解讀

我們還將分析香港市場收益性房地產的交易總值。香港收益性房地產在2019年的交易總額為179億美元，2020年為113億美元，2021年上半年為81億美元。²⁸從2011年到2020年的十年期間，年均交易額達到180億美元，與2019年的交易總額非常相近。簡單將2021年上半年的交易結果折算成年度總額後，我們可以看到全年交易額相比去年回升43%。除酒店地產外，所有重點房地產細分市場的投資均強勁回升，呈現出可持續復蘇的態勢。

2019年至2021年，香港各類地產的交易額（單位：十億美元）



注：工業地產包括物流地產。
資料來源：RCA

²⁷ Preqin

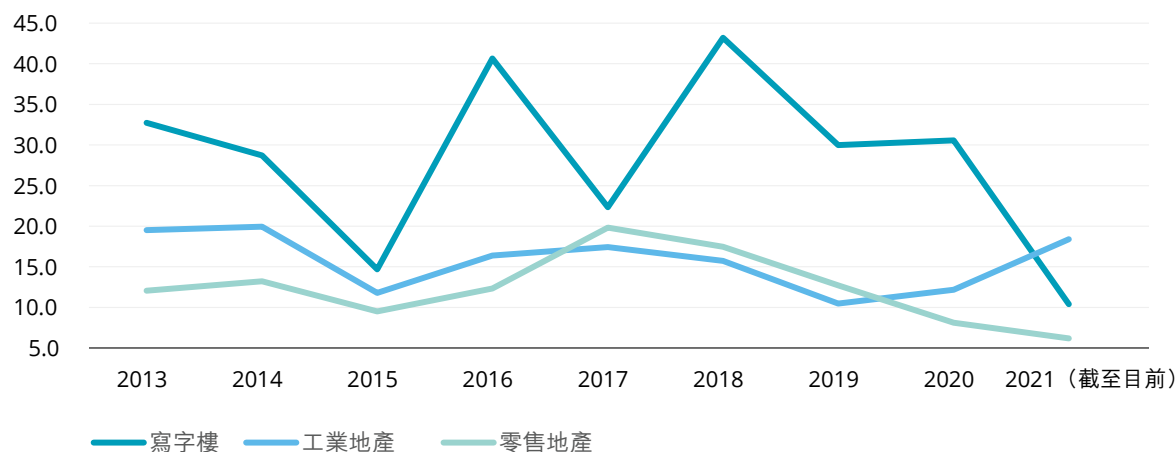
²⁸ Real Capital Analysis

亞太地區代幣化交易不斷增長

我們預計2021年亞太地區的投資額將增長15%，2022年至2025年期間的年均增長率將達到6%，為房地產交易活動的前景注入信心。我們無法確定這類交易實現代幣化的速度或者年度投資總額超過2,000億美元的代幣化交易最終佔據的比例。然而，對代幣化交易總額由低到高迅速增加的預測似乎合理。此外，實現代幣化可提高房地產市場的流動性，從而為交易總額的增長提供額外動力。

反觀香港，值得一提的是，2020年寫字樓的平均交易規模為3,060萬美元，工業和物流地產為1,220萬美元，零售地產為810萬美元。這些地產的平均規模看似較小：我們猜測其中存在大量的分層產權交易，尤其是在寫字樓和零售地產領域。自2013年以來，這三大主要細分市場的平均交易規模介於620萬美元至4,320萬美元之間；我們已剔除交易數額較大且交易頻率較低的酒店地產。這三大類地產的平均交易規模代表香港市場和整個亞太地區房地產市場中代幣化交易的潛在規模均值。

香港各房地產細分市場的平均交易規模（單位：百萬美元）



注：工業地產包括物流地產。我們已剔除酒店地產和其他細分市場。

資料來源：RCA

總結

綜上所述，機構投資者在房地產中投資的3.3萬億美元理論上可視為亞太地區證券型代幣潛在市場規模的上限。然而，我們預計，2021年亞太地區收益性房地產的交易總額將增長15%達到2,120億美元，此後每年將增長6%，到2025年將達到2,680億美元。這將更加真實地反映證券型代幣在未來數年內可能達到的使用量。雖然我們無法確定證券型代幣使用水準的增長速度，但我們相信其將迅速普及並提高房地產市場整體的流動性。自2013年以來，香港市場的平均交易規模（被分層產權交易拉低）介於620萬美元至4,320萬美元之間，這代表了代幣化交易的潛在規模均值。

聯絡人



呂志宏
香港數字資產服務領導合夥人
德勤香港
電話：+852 2852 6324
電子郵件：rolui@deloitte.com.hk



石詠文
企業稅服務合夥人
德勤香港
電話：+852 2852 1258
電子郵件：winniewmshek@deloitte.com.hk



張彥博
金融服務行業鑒證總監
德勤香港
電話：+852 2852 6609
電子郵件：wilcheung@deloitte.com.hk

辦事處地址

北京

北京市朝陽區針織路23號樓
國壽金融中心12層
郵遞區號：100026
電話：+86 10 8520 7788
傳真：+86 10 6508 8781

長沙

長沙市開福區芙蓉北路一段109號
華創國際廣場3號棟20樓
郵遞區號：410008
電話：+86 731 8522 8790
傳真：+86 731 8522 8230

成都

成都市高新區交子大道365號
中海國際中心F座17層
郵遞區號：610041
電話：+86 28 6789 8188
傳真：+86 28 6317 3500

重慶

重慶市渝中區民族路188號
環球金融中心43層
郵遞區號：400010
電話：+86 23 8823 1888
傳真：+86 23 8857 0978

大連

大連市中山路147號
申貿大廈15樓
郵遞區號：116011
電話：+86 411 8371 2888
傳真：+86 411 8360 3297

廣州

廣州市珠江東路28號
越秀金融大廈26樓
郵遞區號：510623
電話：+86 20 8396 9228
傳真：+86 20 3888 0121

杭州

杭州市上城區飛雲江路9號
贊成中心東樓1206室
郵遞區號：310008
電話：+86 571 8972 7688
傳真：+86 571 8779 7915

哈爾濱

哈爾濱市南崗區長江路368號
開發區管理大廈1618室
郵遞區號：150090
電話：+86 451 8586 0060
傳真：+86 451 8586 0056

合肥

合肥市政務文化新區潛山路190號
華邦ICC寫字樓A座1201單元
郵遞區號：230601
電話：+86 551 6585 5927
傳真：+86 551 6585 5687

香港

香港金鐘道88號
太古廣場一座35樓
電話：+852 2852 1600
傳真：+852 2541 1911

濟南

濟南市市中區二環南路6636號
中海廣場28層2802-2804單元
郵遞區號：250000
電話：+86 531 8973 5800
傳真：+86 531 8973 5811

澳門

澳門殷皇子大馬路43-53A號
澳門廣場19樓H-L座
電話：+853 2871 2998
傳真：+853 2871 3033

蒙古

15/F, ICC Tower, Jamiyan-Gun Street
1st Khoroo, Sukhbaatar District,
14240-0025 Ulaanbaatar, Mongolia
電話：+976 7010 0450
傳真：+976 7013 0450

南京

南京市建鄴區江東中路347號
國金中心辦公樓一期40層
郵遞區號：210019
電話：+86 25 5790 8880
傳真：+86 25 8691 8776

寧波

寧波市海曙區和義路168號
萬豪中心1702室
郵遞區號：315000
電話：+86 574 8768 3928
傳真：+86 574 8707 4131

三亞

海南省三亞市吉陽區新風街279號
藍海華庭（三亞華夏保險中心）16層
郵遞區號：572099
電話：+86 898 8861 5558
傳真：+86 898 8861 0723

上海

上海市延安東路222號
外灘中心30樓
郵遞區號：200002
電話：+86 21 6141 8888
傳真：+86 21 6335 0003

瀋陽

瀋陽市沈河區青年大街1-1號
瀋陽市府恒隆廣場辦公樓1座
3605-3606單元
郵遞區號：110063
電話：+86 24 6785 4068
傳真：+86 24 6785 4067

深圳

深圳市深南東路5001號
華潤大廈9樓
郵遞區號：518010
電話：+86 755 8246 3255
傳真：+86 755 8246 3186

蘇州

蘇州市工業園區蘇繡路58號
蘇州中心廣場58幢A座24層
郵遞區號：215021
電話：+86 512 6289 1238
傳真：+86 512 6762 3338 / 3318

天津

天津市和平區南京路183號
天津世紀都會商廈45層
郵遞區號：300051
電話：+86 22 2320 6688
傳真：+86 22 8312 6099

武漢

武漢市江漢區建設大道568號
新世界國貿大廈49層01室
郵遞區號：430000
電話：+86 27 8538 2222
傳真：+86 27 8526 7032

廈門

廈門市思明區鷺江道8號
國際銀行大廈26樓E單元
郵遞區號：361001
電話：+86 592 2107 298
傳真：+86 592 2107 259

西安

西安市高新區錦業路9號
綠地中心A座51層5104A室
郵遞區號：710065
電話：+86 29 8114 0201
傳真：+86 29 8114 0205

鄭州

鄭州市金水東路51號
楷林中心8座5A10
郵遞區號：450000
電話：+86 371 8897 3700
傳真：+86 371 8897 3710



關於德勤

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司，以及其全球成員所網路和它們的關聯機構（統稱為“德勤組織”）。德勤有限公司（又稱“德勤全球”）及其每一家成員所和它們的關聯機構均為具有獨立法律地位的法律實體，相互之間不因協力廠商而承擔任何責任或約束對方。德勤有限公司及其每一家成員所和它們的關聯機構僅對自身行為及遺漏承擔責任，而對相互的行為及遺漏不承擔任何法律責任。德勤有限公司並不向客戶提供服務。請參閱 www.deloitte.com/cn/about 瞭解更多資訊。

德勤是全球領先的專業服務機構，為客戶提供審計及鑒證、管理諮詢、財務諮詢、風險諮詢、稅務及相關服務。德勤透過遍及全球逾150個國家與地區的成員所網路及關聯機構（統稱為“德勤組織”）為財富全球500強企業中約80%的企業提供專業服務。敬請訪問www.deloitte.com/cn/about，瞭解德勤全球約330,000名專業人員致力成就不凡的更多資訊。

德勤亞太有限公司（即一家擔保有限公司）是德勤有限公司的成員所。德勤亞太有限公司的每一家成員及其關聯機構均為具有獨立法律地位的法律實體，在亞太地區超過100座城市提供專業服務，包括奧克蘭、曼谷、北京、河內、香港、雅加達、吉隆坡、馬尼拉、墨爾本、大阪、首爾、上海、新加坡、悉尼、台北和東京。

德勤於1917年在上海設立辦事處，德勤品牌由此進入中國。如今，德勤中國為中國本地和在華的跨國及高增長企業客戶提供全面的審計及鑒證、管理諮詢、財務諮詢、風險諮詢和稅務服務。德勤中國持續致力為中國會計準則、稅務制度及專業人才培養作出重要貢獻。德勤中國是一家中國本土成立的專業服務機構，由德勤中國的合夥人所擁有。敬請訪問 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media，通過我們的社交媒體平台，瞭解德勤在中國市場成就不凡的更多資訊。

本通訊中所含內容乃一般性資訊，任何德勤有限公司、其全球成員所網路或它們的關聯機構（統稱為“德勤組織”）並不因此構成提供任何專業建議或服務。在作出任何可能影響您的財務或業務的決策或採取任何相關行動前，您應諮詢合資格的專業顧問。

我們並未對本通訊所含資訊的準確性或完整性作出任何（明示或暗示）陳述、保證或承諾。任何德勤有限公司、其成員所、關聯機構、員工或代理方均不對任何方因使用本通訊而直接或間接導致的任何損失或損害承擔責任。德勤有限公司及其每一家成員所和它們的關聯機構均為具有獨立法律地位的法律實體。

© 2021。欲瞭解更多資訊，請聯繫德勤中國。

Designed by CoRe Creative Services. RITM0766735