

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

IMPACT PLAN

中国香港、新加坡公募 REITs 境内融资正当时

联合资信 结构评级部 | 唐思思 | 刘玉婷 | 李敦远

中国香港和新加坡部分公募 REITs 产品持有位于内地市场的物业资产占比高，在内地市场直接融资具有一定优势，但落地项目较少，本文从内地市场利差优势出发，探究中国香港和新加坡公募 REITs 产品在中国内地直接融资优势及其可行性。



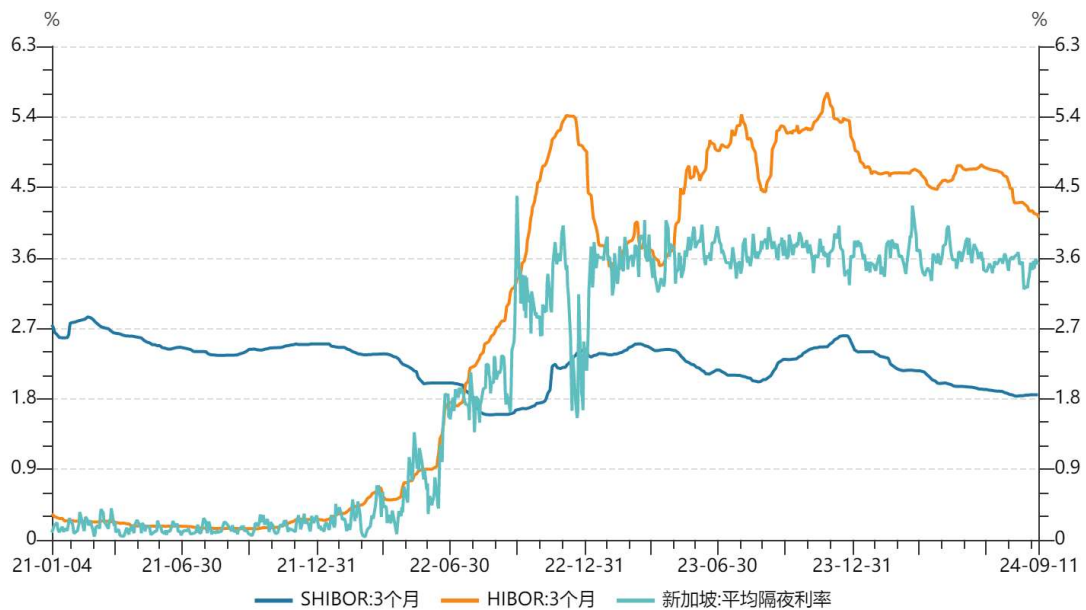
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、内地市场融资正当时

(1) 美国联邦基金利率近期以来采取降息策略，但总体趋势放缓，将传导影响中国香港和新加坡市场利率，内地市场利率相较于中国香港和新加坡利差优势仍然存在。

自 2022 年 3 月以来，美国联邦储备委员会（以下简称“美联储”）为应对通货膨胀，开启了急速加息之旅。2022 年 3 月，美联储宣布将联邦基金利率上调 25 个基点至 0.25%至 0.50%之间，随着 2022 年通胀数据持续超出预期，美联储继续采取紧缩货币政策，在 2022 年实施多次加息。美国加息周期从 2022 年 3 月到 2024 年 9 月共计两年半时间，联邦基金利率目标区间维持在 5.25%~5.50%之间。数据显示，受此影响，2022 年中期以来内地市场利率远低于中国香港和新加坡的市场利率，存在一定利差。

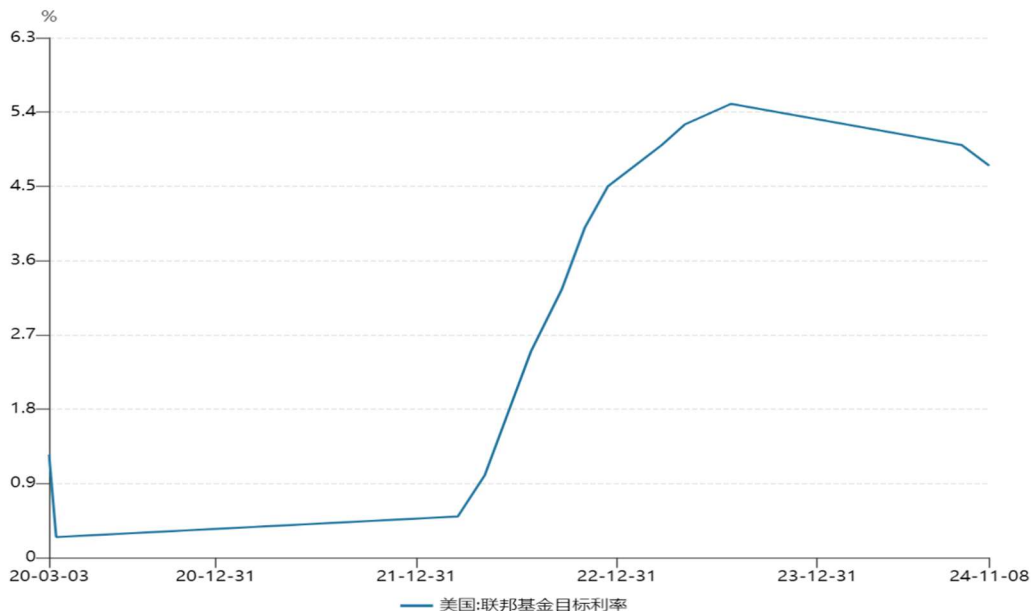


资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 中国内地、中国香港和新加坡市场利率指标走势

美国时间 2024 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50 基点，将联邦基金利率目标范围调整为 4.75%~5.00%，这是美联储自 2020 年 3 月以来首次降息。美联储货币政策对全球主要央行的政策制定起到锚定作用，2024 年 9 月 19 日中国香港金管局等采取联系汇率制度的地区纷纷跟随美联储降息，仍有许多的央行可能会跟随美联储的脚步，继续调整货币政策。美联储降息也为货币政策进一步降准降息打开空间，9 月 24 日国务院新闻办公室“金融支持经济高质量发展”新闻发布会宣布降准降息且单次幅度在历史上都偏大。美国时间 9 月 30 日，美联储主席鲍威尔在田纳西州纳什维尔举

行的美国全国商业经济协会年度会议上发表讲话并接受提问。鲍威尔表示最近降息 50 个基点的政策不应被解读为未来举措将同样激进的迹象，事实上这表明下一步举措规模将较小，如果经济数据保持一致，今年可能会再降息两次，总幅度达到 50 个基点。同时，他表示展望未来，如果经济按预期发展，货币政策将随着时间的推移转向更加中性的立场。中性的货币政策既不会促进过快的经济增长，也不会抑制经济活动。此次演讲后，市场普遍认为预计美联储在 11 月降息 50 个基点的概率大幅降低。美国时间 11 月 7 日，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点降至 4.50% 至 4.75% 之间的水平。美国时间 11 月 14 日，鲍威尔表示由于美国经济最近的表现“非常强劲”，美联储不需要“急于”降低利率，将仔细观察以确保某些通胀指标保持在可接受的范围内。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 美国联邦基金目标利率

总体看，美联储降息放缓将传导影响中国香港和新加坡市场，内地市场与中国香港和新加坡市场利差的存在仍将有利于中国香港和新加坡发行人为追求低融资成本而选择在内地市场融资。

(2) 降低外汇风险敞口和带来汇兑收益

持有中国内地资产的中国香港和新加坡公募 REITs 在内地融资可降低外汇风险敞口。部分中国香港和新加坡的公募 REITs 产品存在跨境投资，尤其是部分公募 REITs 以中国内地资产为主要投资标的。在跨境投资的过程中，外汇风险敞口成为重要风险

之一。以中国内地资产为主要投资标的的公募 REITs，物业收入和相关支出与人民币密切相关。此时如果负债端亦以人民币计价，即选择在中国内地进行融资，能在很大程度上实现资产与负债的币种匹配，减少因汇率波动带来的不确定性。这种自然对冲机制可以有效降低外汇风险敞口，增强整体财务稳健性。

人民币的贬值预期将降低公募 REITs 的融资成本。中国香港方面，中国香港实行联系汇率制度，港币汇率锚定美元。展望未来，尽管 2024 年第三季度美元兑人民币汇率有所回落，但因市场预期美联储可能将放缓降息节奏，10 月份以来美元兑人民币汇率反弹持续上升。美国大选结束后，市场预期特朗普上台推动对内减税、增加关税等政策将带动美元短期内走强，后续人民币可能依旧面临贬值压力。在这样的环境下，公募 REITs 的人民币借款随着人民币的贬值，实际融资成本将有所下降，因此相对美元计价的融资而言，公募 REITs 的负担减轻。人民币借款折算成美元、港币后将带来汇兑收益或其他综合收益，反之亦然。但随着贸易关税的增加，中长期看美国制造业回流美元存在走弱压力，叠加中国内地近期诸多政策生效所带来的政策红利，人民币汇率或将呈现波动状态，在此情景下，持有较多境内资产的 REITs 通过在境内进行融资提前降低外汇敞口亦为较优选择。新加坡方面，新加坡实行有管理的浮动汇率制度。新加坡金融管理局（MAS）在 2024 年 10 月 14 日发布季度货币政策声明，MAS 保持新元名义有效汇率（S\$NEER）的政策区间升值速度，政策的区间宽度及其中心水平保持不变。这也是新加坡连续多次保持该策略，预期未来新加坡元兑人民币可能保持一定的速度增值，此背景下 REITs 亦适合选择在中国内地进行人民币融资。

二、中国香港和新加坡公募 REITs 产品境内融资优势突出

区位优势

中国香港和新加坡部分公募 REITs 产品所持物业内地市场占比大，且与内地发行机构之间有一定的合作基础，持有内地资产的相关 REITs 产品在内地融资的可行性更高。

中国香港公募 REITs 产品市场方面，截至 2023 年底，共发行 11 支 REITs 产品，持有 230 多项物业资产，总值约 5000 亿港元，约 28% 物业位于中国内地。其中，共有 6 支 REITs 产品持有 37 项内地物业，持有的内地资产总值约 1400 亿港元。

表 2.1 截至 2024 年 4 月底中国香港 REITs 持有的内地物业情况分布

中国香港 REITs	内地物业城市	业态
春泉产业信托	北京、惠州	办公、零售
领展房地产投资信托	北京、上海、广州、深圳、东莞、佛山、嘉兴、常熟	办公、零售、工业物流
汇贤产业信托	北京、成都、重庆、沈阳	商业综合体、酒店

越秀房地产投资信托	广州、上海、武汉、杭州	商业综合体、办公、零售
招商局商业房地产投资信托	深圳、北京	办公、零售
顺丰房地产投资信托	佛山、芜湖、长沙	工业物流

资料来源：戴德梁行《亚洲不动产投资信托基金 REITs 研究报告》

新加坡公募 REITs 产品市场方面，截至 2023 年底，共发行 40 支 REITs 产品，总市值约 758 亿美元。其中，有 11 支 REITs 产品持有中国内地的物业，持有中国内地不动产项目 97 项。

表 2.2 截至 2024 年 4 月底新加坡 REITs 持有的内地物业情况分布

新加坡 REITs	内地物业城市	业态
华联商业信托	上海	商业综合体
升禧环球房地产投资信托	成都	零售
丰树泛亚商业信托	北京、上海	办公
凯德雅诗阁信托	苏州、武汉、天津、大连、沈阳	服务式公寓
北京华联商业信托	北京、成都、大连、合肥、西宁	零售
中国运通网城房地产投资信	杭州、武汉	工业物流
砂之船房地产投资信托	重庆、合肥、昆明	零售
大信商业信托	珠海、佛山、中山	零售
吉宝数据中心信托	江门	数据中心
凯德中国信托	北京、广州、成都、哈尔滨、长沙、呼和浩特、苏州、西安、杭州、上海、武汉	零售、办公、工业物流
丰树物流信托	上海、广州、杭州、武汉、成都、西安、天津、长沙、南昌、济南、郑州、无锡、沈阳、青岛、贵州、嘉兴、南通、镇江、苏州、宁波、温州、郑州、扬州、昆明、烟台、哈尔滨、重庆、中山等	工业物流

资料来源：戴德梁行《亚洲不动产投资信托基金 REITs 研究报告》

此外，部分发行 REITs 产品主体为内地机构，与相关机构有一定的合作基础。

整体看，中国香港和新加坡的公募 REITs 产品投资于内地物业占比较大，且涉及办公、零售、酒店、工业物流及商业综合体等各类资产。通常，内地投资者对于此部分 REITs 产品物业资产更为熟悉，投资者接受度更高；且金融机构亦对物业资产熟悉，尽职调查门槛低，融资服务更顺畅，可提供物业抵押，持有内地资产的中国香港和新加坡的公募 REITs 产品在内地融资可行性更高。

政策便利

中国香港和新加坡的公募 REITs 可以通过银行贷款、发行熊猫债、甚至可尝试

通过境内已有主体发行 CMBS 等产品的方式进行融资，产品选择多样。中国境内政策从审核、信息披露等多方面逐步完善，为融资主体提供进一步便利。

以熊猫债为例，2022 年以来，各项便利熊猫债发行举措被推出。2022 年 7 月，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》，通知明确扩大统一注册模式适用范围，境外成熟层企业可就发行超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据、资产支持票据、绿色债务融资工具等产品编制同一注册文件，进行统一注册；同时为提高发行便利试点“常发行计划”。2022 年 11 月，中国人民银行、国家外汇管理局联合发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》，通知明确境外机构境内发行债券募集资金可汇往境外，也可留存境内使用。交易商协会 2023 年 10 月修订发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引（2023 版）》。各项举措从多方面为境外非金融企业进入境内融资提供了便利。在此背景下，2024 年以来，新加坡凯德投资公司便通过其子公司在中国境内先后成功发行 20.00 亿元熊猫债。

三、案例分析

2023 年 12 月 21 日，交易商协会通过了越秀房托 2012 有限公司（以下简称“越秀房托 2012”）50 亿元 2023—2025 年度债务融资工具 DFI 的注册。本文将以此案例为切入点，讨论中国香港公募 REITs 在内地直接融资的可行性。

在人民币进入降息通道的背景下，越秀房产基金为降低自身融资成本并拓展人民币融资渠道，选择发行内地 DFI。

2023 年 10 月，越秀房产基金旗下项目公司通过越秀房托 2012 在交易商协会注册 50 亿元的债务融资工具 DFI，以越秀房地产投资信托基金（00405.HK，以下简称“越秀房产基金”）的资产为限提供全额不可撤销的连带责任担保。根据公开资料，越秀房托 2012 于 2012 年 3 月 15 日在英属维尔京群岛设立，其 100.00% 权益由汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司以越秀房产基金的信托人身份代为持有。越秀房产基金成立于 2005 年 12 月 7 日，于同月在中国香港联合交易所有限公司上市，为首支投资于内地物业的 REITs。越秀房托 2012 作为越秀房产基金下设项目公司，通过一系列子公司间接持有广州国际金融中心，主要收益来源为广州国际金融中心的写字楼、零售商业和四季酒店及服务式公寓的运营管理收入。截至 2024 年 6 月底，广州国际金融中心的估值为 190.44 亿元。

截至 2024 年 6 月，广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）通过主要子公司持有越秀房产基金 53.26% 的基金权益，为越秀房产基金的第一大基金单位持有人。除广州国际金融中心以外，截至 2024 年 6 月底，越秀房产基金通过越秀房

托 2013 有限公司、越秀房托 2017 有限公司等实体持有位于内地的广州白马大厦、上海越秀大厦、武汉越秀财富中心等多 9 处物业；通过 Yuexiu REIT MTN Company Limited 等实体持有中国香港越秀大厦 17 层及 23 层。截至 2024 年 6 月底，越秀房产基金所持有的物业组合整体估值为 425.38 亿元。

2022—2023 年及 2024 年 6 月底，越秀房产基金持续负担较大规模的高融资成本的港币负债，且 2023 年美联储为应对美国通胀持续加息推动中国香港 HIBOR 大幅上升。因此越秀房产基金自 2023 年起便改变自身负债结构，将港币负债逐渐转变为人民币负债以应对利率冲击。在此背景下，越秀房产基金积极拓宽人民币融资渠道，于 2023 年 3 月在中华（澳门）金融资产交易股份有限公司发行 15 亿人民币高级无抵押担保自贸区债券，期限 3 年，票面利率 4.15%，以偿还部分港币银行贷款。2023 年下半年，内地监管对政府债务及城投企业的负债规模进行压降，房地产和城投融资规模的缩减迫使内地信用债市场面临“资产荒”困境，内地信用债利率持续走低。同年 10 月，以越秀房托 2012 向交易商协会申请注册 50 亿元的债务融资工具 DFI。2024 年，人民币进入降息通道，越秀房产基金进一步扩大人民币借贷规模，以收窄自身利率风险敞口。

表 3.1 越秀房产基金的借贷资金规模及融资成本（单位：亿元、人民币）

币种	2022年底		2023年底		2024年6月底	
	借贷规模	有效年利率	借贷规模	有效年利率	借贷规模	有效年利率
人民币	12.34	3.45%	↑ 79.54	3.49%	↑ 84.04	3.51%
港币	158.85	5.31%	↓ 94.73	6.39%	↓ 92.27	6.07%
美元	27.85	2.72%	→ 28.27	2.72%	↑ 28.48	2.72%
总计	199.04	4.83%	202.54	4.74%	204.79	4.55%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、结语

随着全球经济进入缓慢增长成为新常态，世界各大经济体多采取降息举措，但整体看内地市场与中国香港和新加坡对比仍存在一定的利差优势，持有中国内地资产的中国香港和新加坡公募 REITs 在内地融资可降低外汇风险敞口，降低融资成本。基于此背景，中国香港和新加坡公募 REITs 产品在中国内地融资时机正当。同时，中国香港和新加坡公募 REITs 产品在内地市场融资区域优势和政策便利明显。总体看，中国香港和新加坡的公募 REITs 产品在内地市场融资前景广阔。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。