标普信评

S&P Global
China Ratings

标普信评不动产及 REITs 观察系列

复盘持有境内不动产的海外 REITs：穿越周期的“锚”是什么?

2025 年 9 月 18 日

要点

- 中国香港和新加坡 REITs 的投资组合中持有较高占比的中国境内不动产项目，但两个市场对于境内不动产的区位和业态类型偏好有所不同；这些跨境 REITs 通常具备多元化的投资组合、成熟的项目收购退出机制、灵活的融资模式及动态的资产运营和风险管理等特征。
- 跨境 REITs 市场在发展与成熟的同时，也伴随着风险出清的调整；投资组合结构和现金流来源单一通常是风险事件的主要原因，尤其是现金流波动较大以及非核心区位的资产，抗周期能力弱。
- 优质的资产质量、多元的投资组合、高效的经营策略和战略调整、稳健的财务杠杆和风险管控，以及管理团队的历史经验、资源和外部支持等，都是助力产品抵御市场环境变化、穿越周期的不可或缺的“锚”。
- 境内公募 REITs 常态化机制的进一步深化将有助于提升市场的扩募效率和投资组合的多元化，打通不动产的有效循环。

分析师

施蓓蓓
北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

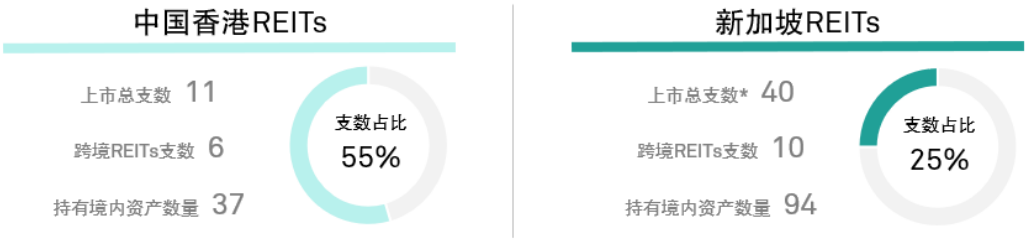
虽然我国公募 REITs 市场自 2021 年第一批产品上市以来仅运行了四年多，期间经历了正式起航、市场震荡到常态化发行，但其目前市值规模已经超越中国香港，成为了亚洲 REITs 市场的重要组成部分。2025 年 9 月 12 日，国家发展改革委办公厅发布了《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》（发改办投资〔2025〕782 号）；进一步深化了常态化机制，包括简化扩募新购入项目的流程（申报周期由首发上市后满 12 个月缩短至 6 个月）以及支持新购入“具有关联性的不同行业领域项目”等一系列措施。同时，我们也关注到，相关参与方正在加速构建境内境外双向有效的不动产金融大循环，如华夏凯德商业 REIT 于今年 9 月在中国境内公募 REITs 市场发售，为首单外资消费 REIT；今年 7 月，香港上市的越秀 REIT 在境内发行了熊猫债券，为全球首单上市 REITs 熊猫债券。

中国香港和新加坡作为成熟的亚洲 REITs 市场，其 REITs 产品的投资组合中亦持有较高占比的中国境内不动产项目（以下简称“跨境 REITs”），其中时间最长的产品已运营约 20 年，我们认为其市场特征和表现对境内 REITs 的发展具备较强的参考意义。本文旨在分析这些跨境 REITs 产品所具备的穿越周期的特征，以及风险事件的启示，进而为境内 REITs 的发展提供借鉴。

1、 中国香港和新加坡的跨境 REITs 有哪些?

截至 2025 年 6 月末，在中国香港和新加坡上市的 REITs 中分别有 6 支和 10 支跨境 REITs，合计约持有 131 个位于中国境内的资产。

图表 1 市场概况



注*：新加坡总支数中包括了 2 支处于非活跃状态的 REITs：Eagle Hospitality Trust 以及 EC World REIT（运通网城 REIT）。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图表 2 跨境 REITs 产品列表

上市地区	REIT简称	上市时间	运营期限（年）	投资组合资产数量	境内资产数量	境内资产数量占比
中国香港	领展REIT	2005/11/25	19	154	12	8%
	越秀REIT	2005/12/21	19	10	9	90%
	汇贤REIT	2011/4/29	14	5	5	100%
	春泉REIT	2013/12/5	11	2	2	100%
	招商局REIT	2019/12/10	5	6	6	100%
	顺丰REIT	2021/5/17	4	4	3	75%
新加坡	丰树物流REIT	2005/7/28	20	179	42	23%
	升禧环球REIT	2005/9/20	19	9	1	11%
	凯德雅诗阁REIT	2006/3/31	19	101	4	4%
	凯德中国REIT	2006/12/8	18	18	18	100%
	丰树泛亚REIT	2013/3/7	12	15	2	13%
	吉宝数据中心REIT	2014/12/12	10	24	3	13%
	北京华联REIT	2015/12/11	9	6	6	100%
	运通网城REIT *	2016/7/28	9	7	7	100%
	大信REIT	2017/1/20	8	7	7	100%
	砂之船REIT	2018/3/28	7	4	4	100%

注*：运通网城 REIT 自 2023 年 8 月以来处于停牌状态。

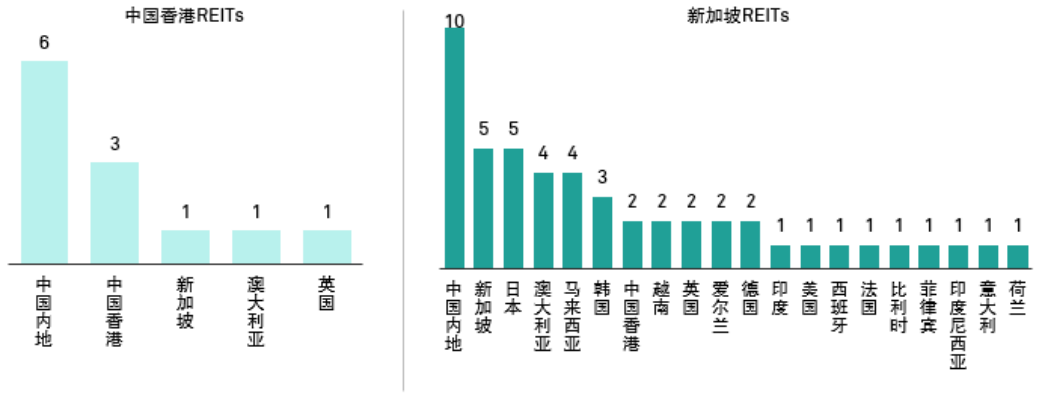
资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2、 穿越周期的跨境 REITs 有什么特征?

投资组合的多元化：跨境 REITs 的投资组合通常持有的底层不动产数量较多，且在地理分布和业态类型上都具备较好的分散度，这就使得其现金流的来源更为多元化，并提升了整体产品的抗风险能力。有一半左右的中国香港和新加坡 REITs 的投资组合遍布于全球各个国家/地区的不同城市；同时，不同业态类型混合发行也较为常见，比如越秀 REIT 的投资组合就涵盖了写字楼、批发市场、零售商场、酒店及服务公寓等多种业态。此外，从中国香港和新加坡 REITs 持有的境内不动产可以看出，两个市场对于资产的区位要求和业态类型偏好有所不同；中国香港 REITs 持有的不动产以写字楼和零售类居多，且更偏向于一二线城市；而新加坡 REITs 则更偏好于物流、产业园和数据中心等新经济类业态，并相对均匀地分布在各个能级的城市。

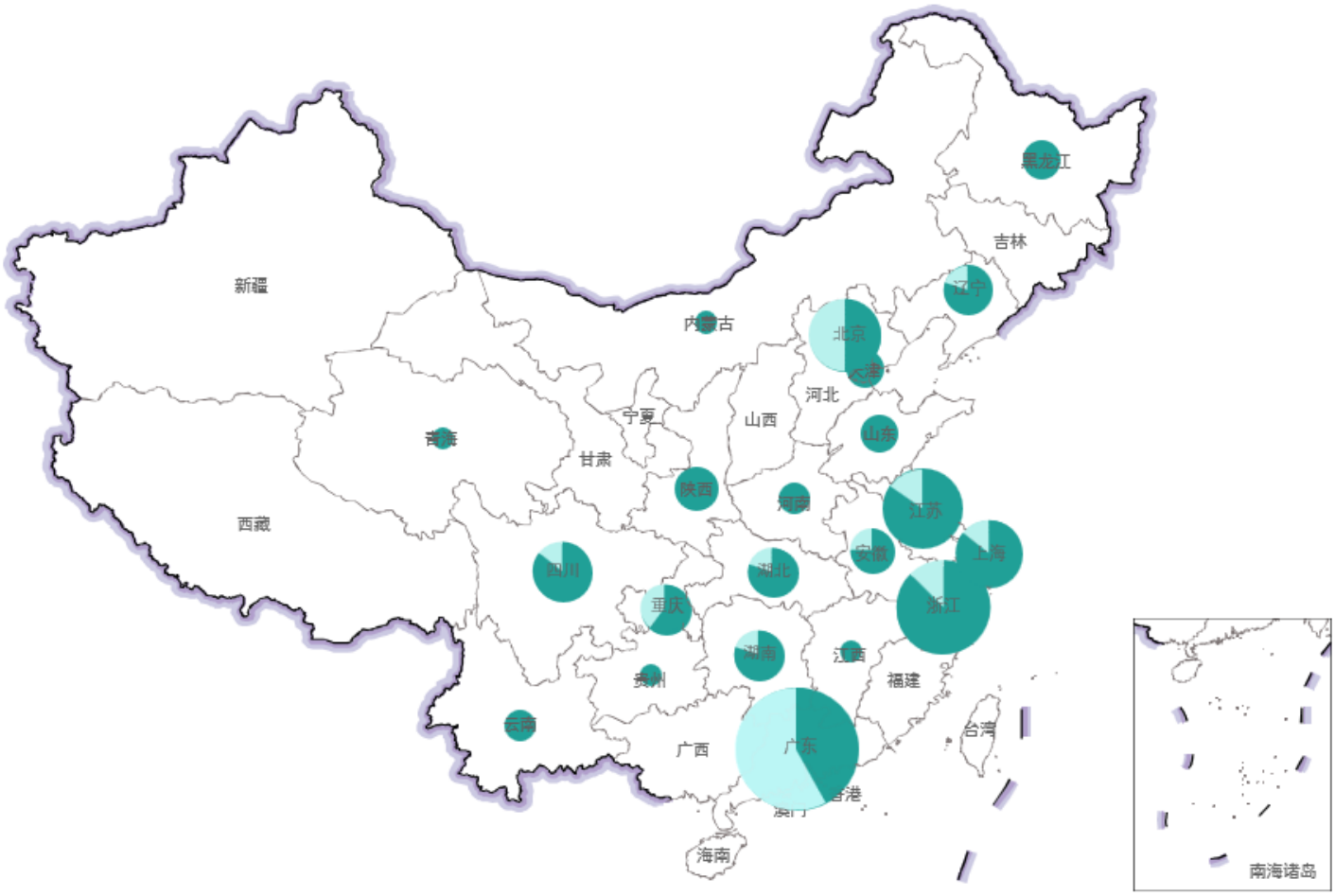
图表 3 跨境 REITs 资产的国家/地区分布（按产品支数）



资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图表 4 跨境 REITs 中国境内资产的省份分布（按资产数量占比）*

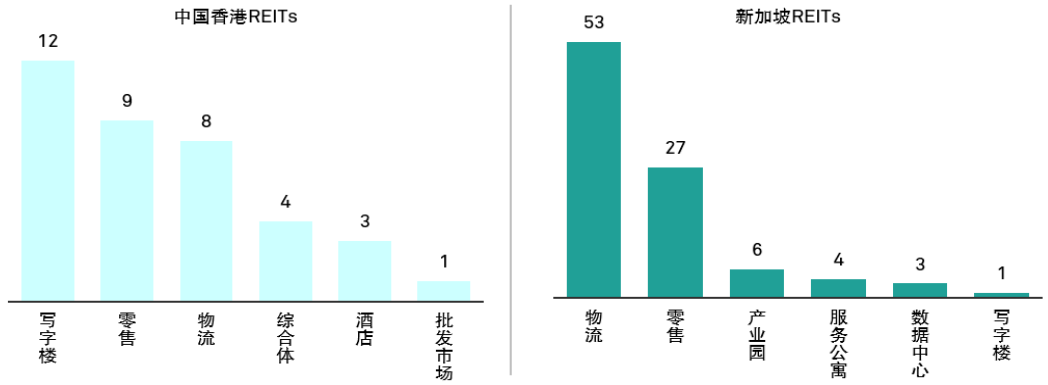


注*：蓝色表示中国香港市场；绿色表示新加坡市场；气泡大小表示两个市场合计持有境内资产数量的占比。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图表 5 跨境 REITs 中国境内资产的业态分布（按资产数量）



资料来源：公开信息，标普信评整理。

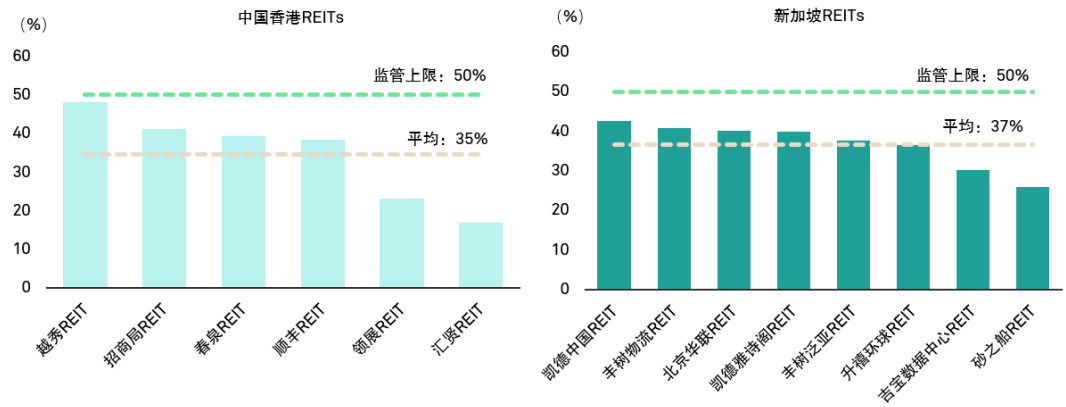
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

成熟的项目收购及退出机制：跨境 REITs 上市之后的项目收购及退出机制也较为灵活和高效，通过不断收购新的优质资产、处置质量恶化或低效的困境资产，能够动态调整并持续优化投资组合，建立了资产内生和外生增长的有效循环。近两年来，新加坡 REITs 市场的项目收购活动较为活跃，2024 年和 2025 年上半年分别录得 23 宗及 8 宗不动产并购交易；另一方面，华联 REIT（OUE REIT，上市代码 TSOU.SG）则在 2024 年处置了组合中唯一的境内资产，位于上海黄浦区的力宝广场。我们认为，成熟的 REITs 资产动态调整机制，一方面有助于对底层业态的长效激励，一方面也能使得 REITs 产品通过新陈代谢保证自身经历周期的韧性。

融资模式的灵活度：相较于境内 REITs 约 28.57%的杠杆率限制[1]，中国香港和新加坡 REITs 的杠杆率监管上限在 50%，潜在融资空间相对灵活。其中，新加坡 REITs 市场在 2024 年 11 月将原先的分档规则“杠杆率上限 45%；当最低利息覆盖率≥2.5 倍时，可以放宽至 50%”调整为统一的“最低利息覆盖率≥1.5 倍，且杠杆率限制 50%”，以简化监管框架并提升市场竞争力。

跨境 REITs 可以通过扩募、银行贷款、发行债券等多种方式为日常运营补充资金，为业务扩张和资产收购提供资金，以及对债务进行再融资，且可以凭借良好的主体信用取得无抵押融资。如，领展 REIT 的债务结构就包括了无抵押银行贷款、抵押借款、中期票据、可转债等多种类型，并具备标普全球的信用评级，截至 2025 年 3 月末杠杆率在 23%左右。又如，汇贤 REIT 截至 2025 年 6 月末，其债务均为无抵押的银行借款，合计约 58 亿元，杠杆率约 17%。

图表 6 跨境 REITs 的杠杆率情况（2025 年 3 月/6 月末）



注：根据 2025 年最新一期（一季度/二季度）财报信息整理；其中，新加坡 REITs 中不包括运通网城 REIT 和大信 REIT，上述两个 REITs 均未披露 2025 年的财务相关信息。

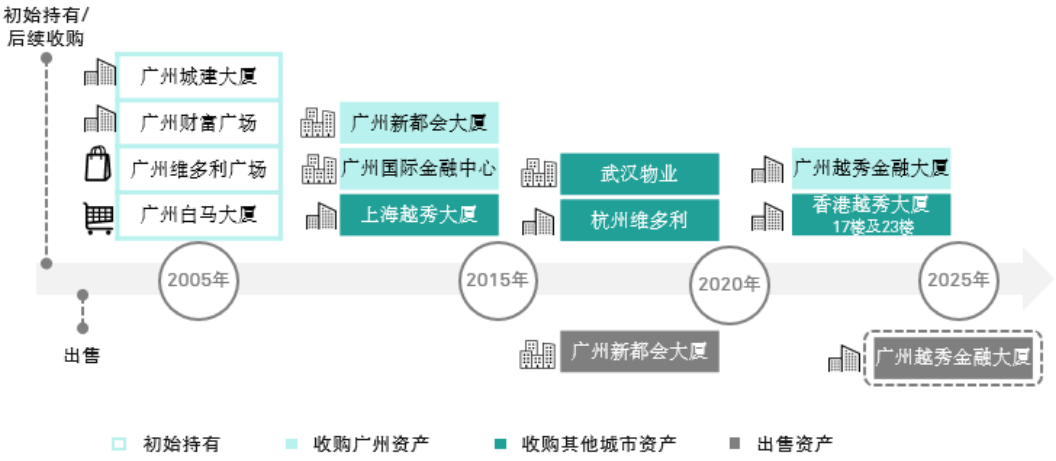
资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注 1：境内 REITs 的杠杆率是依据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》中“基础设施基金的总资产不得超过净资产的 140%”计算得出；中国香港和新加坡 REITs 的杠杆率=总债务/总资产*100%。

动态的资产运营和风险管理： 在跨境 REITs 二十多年的发展历程中，面对宏观环境的变化、市场的周期性波动和内外部突发事件的影响，能够穿越周期的产品通常需要主动调整投资组合、提升资产软硬件以及优化融资结构等。如，受 2024 年以来境内零售和写字楼市场疲软的影响，香港市场 REITs 的资产经营表现有所承压；越秀 REIT 于今年 9 月初，发布了向关联方出售广州越秀金融大厦 50%权益、内部重组以及银行再融资的相关公告。越秀 REIT 自上市以来，由初期的聚焦广州，到后续的高杠杆收购与全国化资产布局；但依托于管理团队的历史经验以及越秀集团的品牌、资源和支持，通过资产处置与主动管理进行降杠杆和投资组合再平衡，以抵御市场波动和风险。完成资产出售后，越秀 REIT 在该物业的持股比例将降至 49.495%，不再纳入合并报表范围内，来自办公物业的经营收入占比将从 55%降至 46%；同时，交易所得款项将全部用于偿还债务，杠杆率将从 48.1%降至约 41.2%。

图表 7 越秀 REIT 历年来投资组合的变化情况



资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3、 风险承压的跨境 REITs 有什么启示?

中国香港和新加坡 REITs 市场在发展与成熟的同时，也伴随着风险出清的调整，期间有多个风险承压甚至淘汰出局的 REITs；比如下面的几个案例：

开元产业 REIT（01275.HK）» 单一资产业态，酒店现金流波动性大：是香港首个酒店 REIT，于 2013 年上市，首发资产包括位于杭州、宁波、长春的 5 家酒店。2020 年受疫情冲击，酒店入住率和现金流骤降；根据 2020 年中期业绩公告，截至 2020 年 6 月 30 日，其经调整亏损约 7 百万元人民币，导致可分派收入为负数。在此之后，由于同时面临 REITs 的强制分配收益要求（至少 90%）以及融资渠道枯竭，以资产出售对价及现金储备总和（扣除出售成本）向基金持有人进行股息分派。2021 年 1 月，因出售核心酒店资产，导致剩余资产不符合 REITs 运营要求而触发清算程序。2021 年 8 月，完成清算并撤回上市。

睿富 REIT（00625.HK）» 单一资产，数据造假，管理与治理风险：由德意志银行与佳程集团联合发起，于 2007 年 6 月上市；项下仅持有北京佳程广场一个写字楼资产。2007 年 9 月，其租金虚增、财务造假问题遭到曝光，此后叠加 2008 年金融危机加剧和北京写字楼市场恶化，资产估值大幅缩水。2010 年，出售项下唯一的资产，为香港市场首个涉嫌欺诈并清盘退市的 REITs。

大信 REIT（CEDU.SG）» 区域零售资产的结构性风险：于 2017 年上市，是新加坡首个专注中国大湾区零售物业的 REIT，资产包括位于中山、珠海及佛山的 7 个购物中心，但均位于非核心商圈。对区域经济依赖高，受大湾区消费分化与竞争加剧的影响，租金下滑、资产折价。2023 年 1 月，因境

内资金无法汇出，未能支付澳门国际银行的美元贷款利息导致违约，触发交叉违约条款。目前仍处于债务重组中。

可以看出，对于 REITs 而言，优质的资产质量和稳定的现金流是 REITs 产品的生命线，投资组合结构和现金流来源单一通常是风险事件的主要原因，尤其是现金流波动较大以及非核心区位的资产，抗周期能力弱。尽管近年来整体宏观经济和市场环境承压，但正如上文所提到的那些穿越周期的跨境 REITs 能够通过主动动态地调整经营策略、优化投资组合及融资结构，以保持其韧性和长期竞争力。

从新加坡和中国香港两个 REITs 市场的发展脉络可以看出，优质的资产质量、多元的投资组合、高效的经营策略和战略调整、稳健的财务杠杆和风险管控，以及管理团队的历史经验、资源和外部支持等，这些都是助力产品抵御市场环境变化、穿越周期的不可或缺的“锚”。随着境内公募 REITs 的常态化机制进一步深化，各项优化措施将有助于提升市场扩募效率和投资组合的多元化，打通不动产的有效循环。REITs 上市并不是终点，上市后的动态资产运营和风险管理才是 REITs 产品生命力以及不动产核心价值的体现。

附录：跨境 REITs 产品名称对照表

上市地区	基金名称	英文名称	REIT 简称	上市代码
中国香港	领展房地产投资信托基金	Link Real Estate Investment Trust	领展 REIT	00823.HK
	越秀房地产投资信托基金	Yuexiu Real Estate Investment Trust	越秀 REIT	00405.HK
	汇贤产业信托	Hui Xian REIT	汇贤 REIT	087001.HK
	春泉产业信托	Spring Real Estate Investment Trust	春泉 REIT	01426.HK
	招商局商业房地产投资信托基金	China Merchants Commercial Real Estate Investment Trust	招商局 REIT	1503.HK
	顺丰房地产投资信托基金	SF Real Estate Investment Trust	顺丰 REIT	2191.HK
新加坡	丰树物流信托	Mapletree Logistics Trust	丰树物流 REIT	M44U.SG
	升禧环球房地产投资信托	Starhill Global REIT	升禧环球 REIT	P40U.SG
	凯德雅诗阁信托	CapitaLand Ascott Trust	凯德雅诗阁 REIT	HMN.SG
	凯德中国信托	CapitaLand China Trust	凯德中国 REIT	AU8U.SG
	丰树泛亚商业信托	Mapletree Pan Asia Commercial Trust	丰树泛亚 REIT	N2IU.SG
	吉宝数据中心房地产投资信托	KEPPEL DC REIT	吉宝数据中心 REIT	AJBU.SG
	北京华联商业信托	BHG Retail REIT	北京华联 REIT	BMGU.SG
	运通网城房地产信托	EC World REIT	运通网城 REIT	BWCU.SG
	大信商用信托	Dasin Retail Trust	大信 REIT	CEDU.SG
	砂之船房地产投资信托	Sasseur REIT	砂之船 REIT	CRPU.SG

相关评论与研究：

- 不动产融资破局之道：“首发+扩募”双轮驱动下的多层次 REITs 市场
- 中国多层次 REITs 融资市场浅析

本报告不构成评级行动。

复盘持有境内不动产的海外 REITs：穿越周期的“锚”是什么？

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。