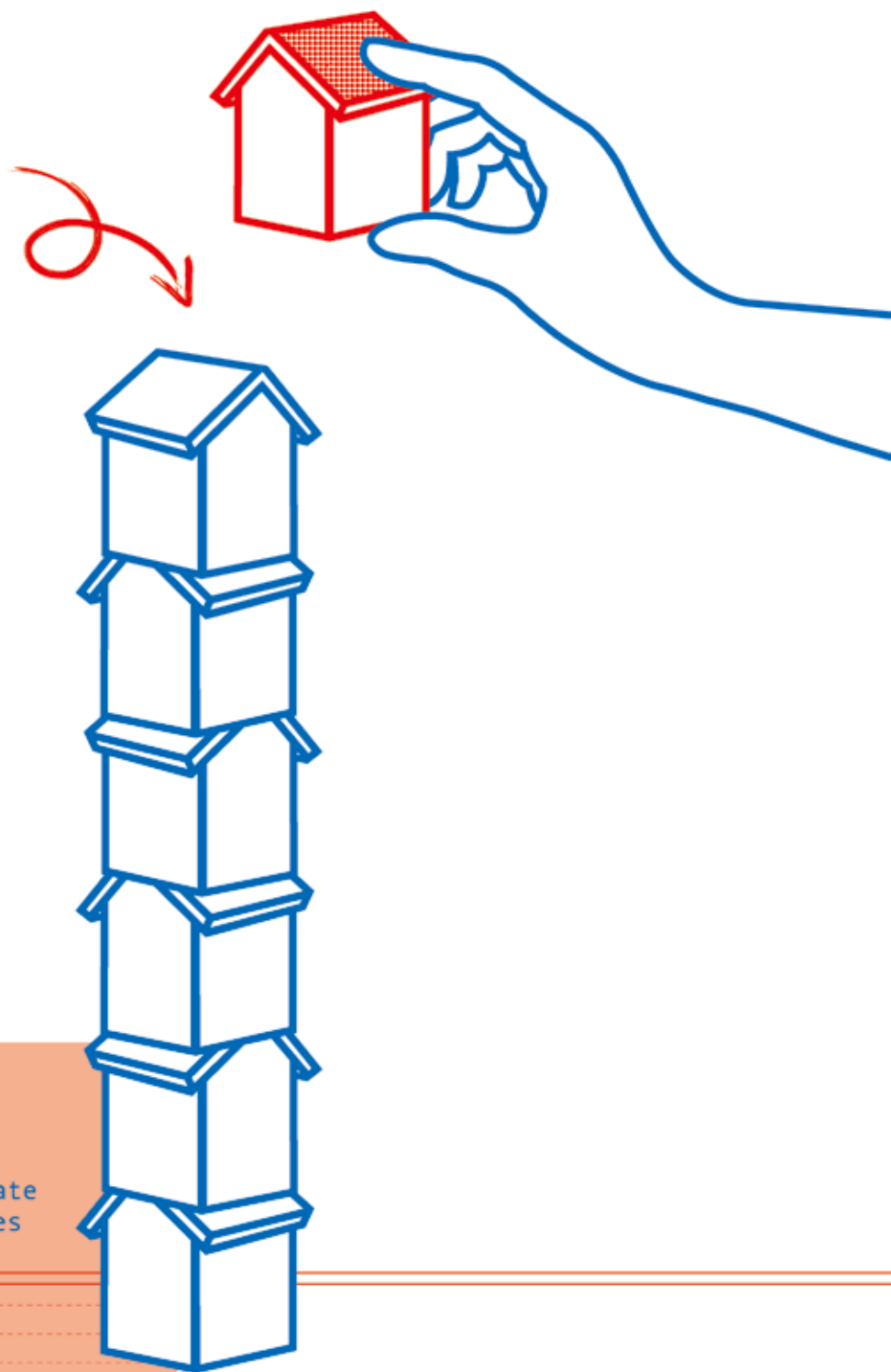


存量房时代 的房地产市场研究

住房和城乡建设部政策研究中心·高和资本联合课题组

M
A
R
K
E
T
S
T
U
D
I
E
S



2013.11 _
The real estate
market studies

存量房时代的房地产研究联合课题组

研究主持

住房和城乡建设部政策研究中心
高和资本

课题组联席组长

秦虹 / 住房和城乡建设部政策研究中心主任
苏鑫 / 高和资本董事长

课题组主要成员

住房和城乡建设部政策研究中心：
梁爽 周江 浦湛 张有坤
高和资本：
陈国雄 张映光 李慧忠

研究单位介绍

住房和城乡建设部政策研究中心是住房和城乡建设部直属的软科学研究机构；其主要职能是为住房和城乡建设部领导提供决策咨询和政策建议;接受地方政府和企业委托，提供政策咨询及市场调研服务;承担研究生培养和建设领域人才培训工作。高和资本是中国首支人民币商业地产私募股权基金，专注于投资一线城市和 1.5 线城市的核心区域的商业不动产，在北京上海核心区域收购资产规模逾 60 亿元。高和资本曾被评为“中国房地产人民币基金 TOP10”，是中国商业地产基金的领跑者。

《民间资本调研报告》是由住建部政策研究中心和高和资本共同联合撰写的系列行业研究报告。该报告主要针对温州、山西、鄂尔多斯、陕北等四个区域的民间资本投资趋势及房地产市场展开深入的调研统计分析，旨在研究中国具有代表性地域的民间资本变化趋势，以供相关行业及民间资本参考。同时以上两个机构还关注房地产基金行业的发展，曾经于 2011 年联合发布了《人民币私募基金发展报告》。2011 年初报告成功地预测了商业地产和不动产证券化产品将成为未来房地产投资的趋势。2011 年中报告又对鄂尔多斯和温州的楼市风险进行了准确的预警。今年年初报告直接对未来房地产融资方式进行预判：直接融资将成为新趋势。以上报告的发布引发重点财经媒体、党政媒体、都市类媒体、境外媒体上千篇次报道。网络媒体转载超过 5 万条。此外，有十余家电视台、电台进行了电视报道。

往期报告名录

《2013 年民间资本调研报告之三：聚焦房地产企业直接融资》
《2013 年民间资本调研报告之二：我国商业地产资产证券化的探索和类持有基金》
《2013 年民间资本调研报告之一：直接融资与资产配置的两大大趋势》
《2012 年民间资本调研报告：民间资本发展放缓 投资楼市模式渐变》
《2011 年民间资本调研报告之二：鄂尔多斯民间借贷危机爆发根源》
《2011 年民间资本调研报告之一：人民币房地产私募基金发展报告》

下载地址

http://www.gohighfund.com/articles/22

致谢

庄凌顾问提供媒体支持

目 录

一、我国房地产市场开始步入存量房时代

（一）一线城市率先步入存量房时代

- 1. 住房市场
- 2. 商业写字楼市场

（二）二线城市即将步入存量房时代

- 1. 住房市场
- 2. 商业写字楼市场

（三）三四线城市必将步入存量房时代

- 1. 住房市场
- 2. 商业写字楼市场

二、存量房时代的房地产市场特征迥异

（一）存量房时代房地产市场的主要表现

- 1. 住房市场以存量房交易为主，新建住宅占存量住宅比例低
- 2. 商业写字楼新增供应以存量楼宇的更新改造为主，核心区域表现更为突出

（二）存量房时代房地产市场的主要特征

- 1. 更加注重提升物业价值
- 2. 商业地产模式转向持有经营为主
- 3. 住宅租赁市场更加活跃
- 4. 围绕存量房持有经营、租赁交易的金融服务和中介服务发达

三、存量房时代的商业地产助推“楼宇经济”

（一）存量楼宇改造带动城市经济发展

（二）物业质量升级实现多方共赢

（三）经营模式转型提升商业地产品质

（四）全方位的资产管理提升投资回报

存量房时代的房地产市场研究

中国房地产市场，不论是住房市场还是商业地产市场，都开始步入存量房时代。尤其是一线城市房地产市场，更已提前迈进这一阶段。在此背景下，用战略的眼光，并从科学的预见角度来研究存量房时代的房地产市场发展有着重要意义。

一、我国房地产市场开始步入存量房时代

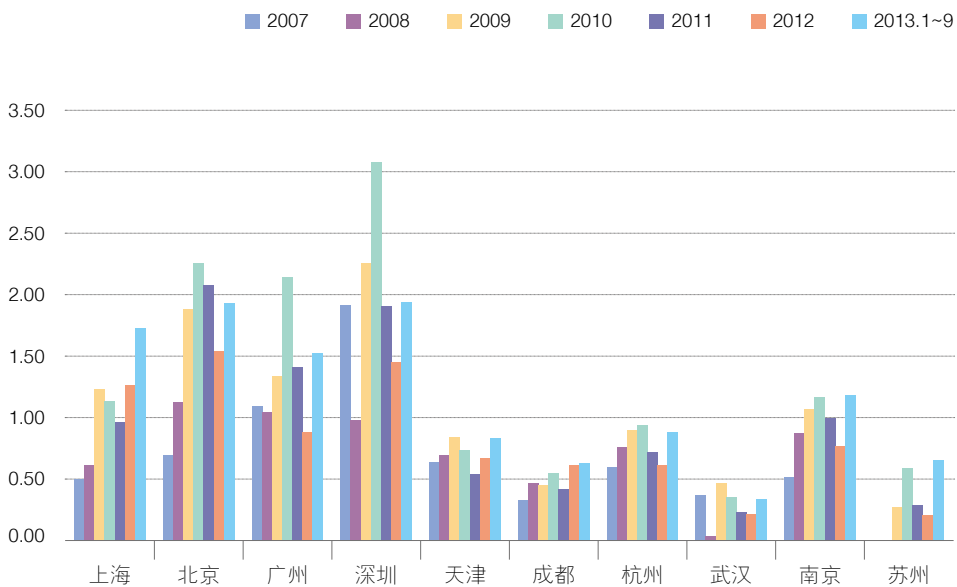
（一）一线城市率先步入存量房时代

1. 住房市场

在住房市场，存量房和新房交易量之比大于 1，即存量房交易量占比超过 50%，表明住房市场开始步入存量房时代，即进入以存量房交易为主的阶段。北京、上海、广州、深圳四个一线城市的住房市场起步早、发展快、规模总量大。目前，这些城市核心城区新增供应量已经很少，新建商住品房主要集中在城市郊区。从四个城市存量房交易套数和新房交易套数比来看，平均达到 2 的水平，深圳在 2010 年时甚至达到 3 的水平。四个一线城市住房市场已率先进入存量房交易为主的阶段。

▼ 图 1 / 部分城市二手住房和新建住房交易套数比

数据来源 / 中国指数研究院

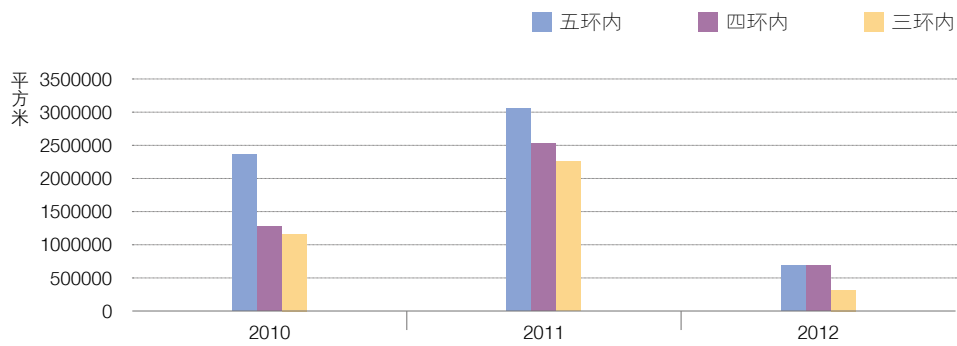


2. 商业写字楼市场

过去十年，中国房地产市场在城镇化的推动下，主要以快速开发为主，但随着北京、上海等一线城市新供应土地越来越少，商业用地几近饱和，一线城市已经进入以存量房为主的阶段。尤其是城市核心地区，商业地产新增供应量更加有限。在北京，五环外的写字楼土地供应比例从 2010 年的 40% 上涨到 2012 年的 68% 左右，而三环内写字楼土地供应比例从 2010 年 29% 降到 2012 年的 15%；在上海，未来几年，核心区域如静安区写字楼新增供应量基本为零。此外，根据高纬环球预测，到 2015 年，一线城市、包括部分二线城市，写字楼供应大部分位于城市非核心区。核心区写字楼发展基本将已存量改造为主。

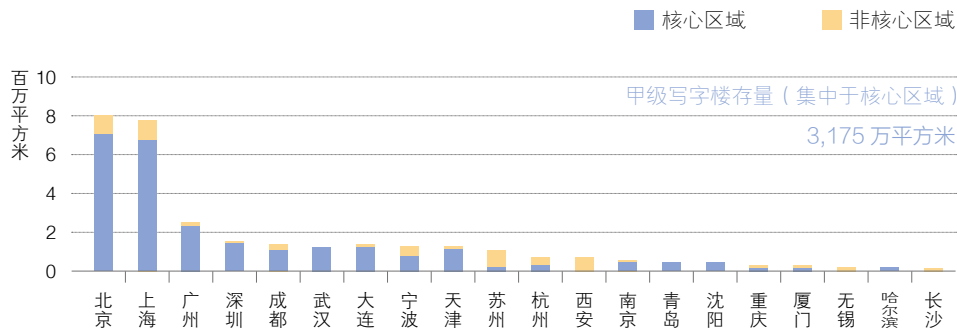
▼ 图 2 / 2010-2012 年北京市核心区商业写字楼土地供应规模

资料来源 / 北京市国土局



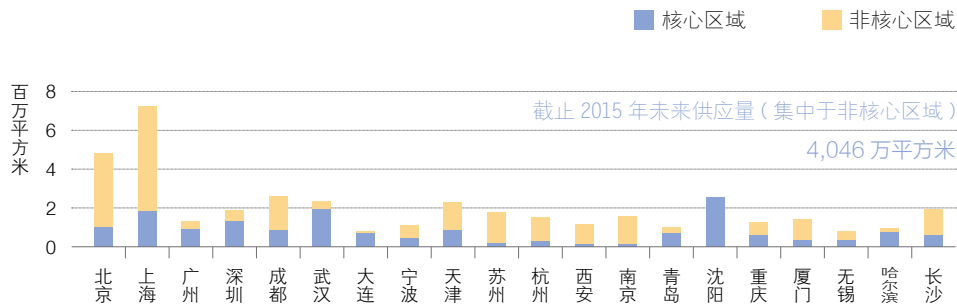
▼ 图 3 / 截止 2013 年第一季度部分城市甲级写字楼存量

数据来源 / 高纬环球



▼ 图 4 / 截止 2015 年部分城市甲级写字楼供应量预测

数据来源 / 高纬环球



（二）二线城市即将步入存量房时代

1．住房市场

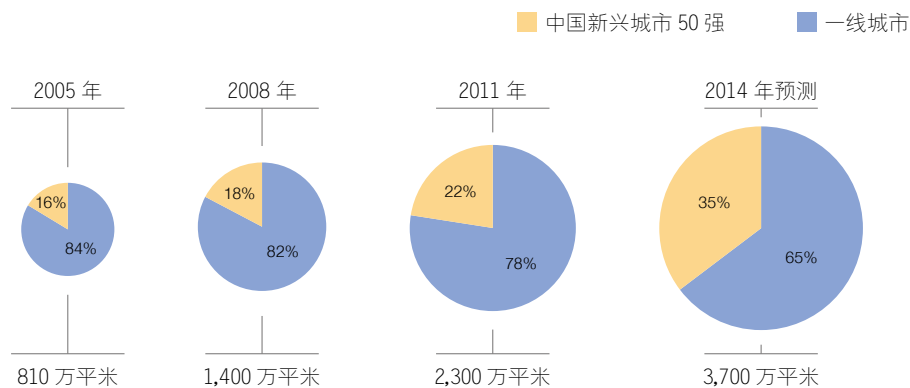
二线城市的人口聚集程度仅次于一线城市，随着房地产市场的快速发展，部分城市核心城区也呈现饱和状态，二手房交易有赶超新房之势。据对二线城市的不完全统计，其中南京二手房交易套数和存量住房交易套数比达到 1 的水平，说明基本进入以存量房交易为主的阶段。天津、杭州二者比值也已接近 1，成都、武汉、苏州等城市二手房与新建商品房交易量之比也大体呈现在波动中上升的趋势。因此，从总体发展趋势上看，二线城市也即将进入存量房阶段。

2．商业写字楼市场

二线城市是目前商业写字楼规模增长速度最快的部分。随着一线城市新增写字楼供应的萎缩，二线城市写字楼供应比例逐步扩大。根据仲量联行分析，未来十年内，中国新兴城市 50 强（中国大陆最重要的 50 个二线及部分三线城市）将新建 3000 万平方米的甲级写字楼。与企业向大城市集中的趋势同步，写字楼增长也向几个发展态势较好的城市集中。当前，成都、杭州、大连、南京和天津是中国新兴城市 50 强中最重要的写字楼市场，且未来仍将占据优势。据仲量联行预测，仅成都、重庆和沈阳三个城市，就将占到中国新兴城市 50 强中写字楼增长总量的一半以上。二线城市写字楼规模以其快速增长即将进入存量房时代。

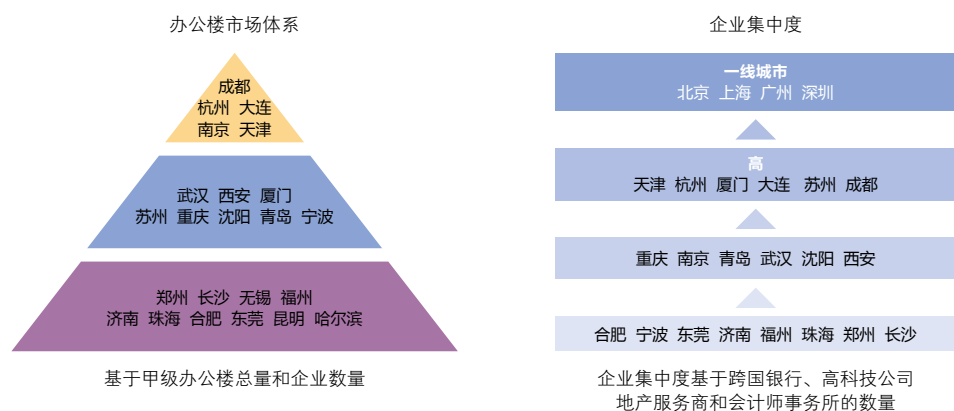
▼ 图 5 / 2005-2014 年部分二、三线城市甲级写字楼总量变化

资料来源 / 仲量联行



▼ 图 6 / 二线城市写字楼发展态势

资料来源 / 仲量联行



（三）三四线城市必将步入存量房时代

1．住房市场

目前，三四线城市住房市场基本不存在突出的供不应求状况，有的城市，由于人口外流、供给量过大等原因，存在超需求供应情况。根据中国指数研究院测算显示，未来 3-5 年，部分三四线城市人均住房面积可能提高超过 10 平方米，表明当地土地潜在供应十分充足，明显超出当地人口实际需要。一般来说，当户均住房套数超过 1.1，即达到基本的供求均衡。目前三四线城市由于超量供应，未来一段时期新增需求将逐步对新建商品房进行消化。随着城镇化到达稳定阶段，这些城市人口规模不再有明显增加时，新建住房则难以有需求支撑，这类城市的住房市场也将步入存量房时代。

2．商业写字楼市场

目前，我国三、四线城市处在城镇化进程中期，产业结构升级调整还处在初级阶段，随着第三产业的发展，对写字楼的需求将逐步增加。相应的，写字楼的供应也不断增长。部分城市由于短期内供应量过大，还会出现阶段性供过于求的现象。随着城镇化进程的完成以及产业结构升级调整到位，写字楼供求将逐步达到平衡，三四线城市写字楼也必将步入存量房时代。

二、存量房时代的房地产市场特征迥异

由于发达国家和地区房地产市场发展已经处于完善成熟阶段，在对发过国家和地区住房市场和商业地产市场研究的基础上，总结出存量房时代房地产市场的主要表现和特征。

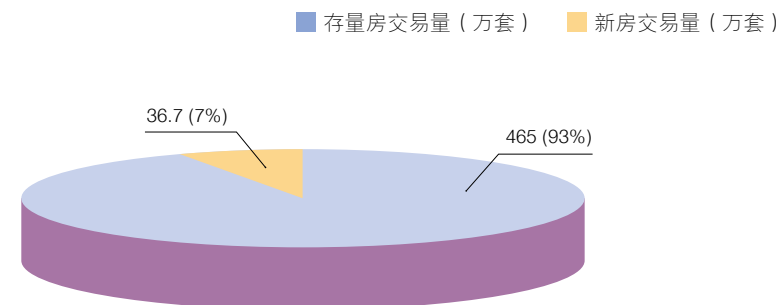
（一）存量房时代房地产市场的主要表现

1．住房市场以存量房交易为主，新建住宅占存量住宅比例低

以美国为例，房地产市场中 80% 以上是存量房交易。2012 年，美国存量房销售 465 万套（美国全国房地产经纪人协会数据），新房实际销量约为 36.7 万套（美国商务部数据）。新房销售在整个美国房地产销售市场上所占比重不足 10%。

▼ 图 7 / 美国 2012 年存量房和新房的交易量及比例

数据来源 / 美国全国房地产经纪人协会、美国商务部



在纽约，每年新建住宅占住宅存量的比例不足 1%。如 2004 年纽约市发放新建许可的住宅为 25208 套，发放新建许可的住宅约占住宅存量的 0.8%；建成的住宅为 17028 套，建成住宅占住宅存量约 0.5%。

▼ 表 1 / 纽约市 2004 年新建住宅占存量比例

资料来源 / 《城市对话》，企业管理出版社

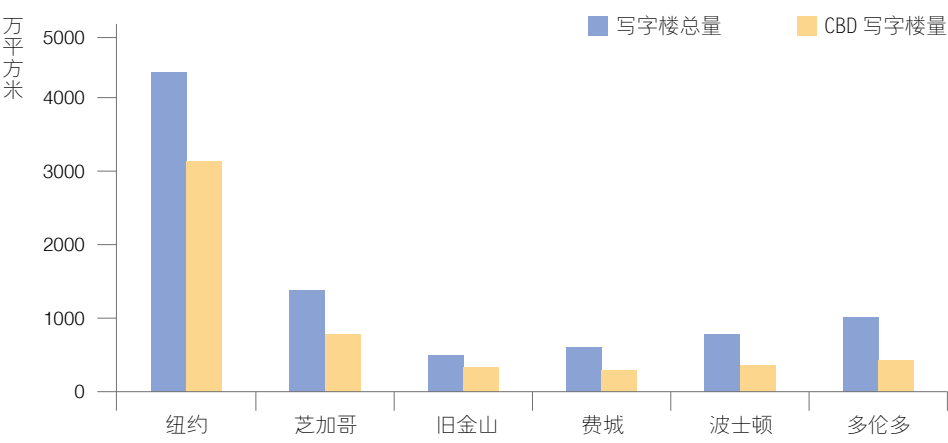
	套数（套）	占存量比例（%）
新建住宅许可	25208	0.8
建成住宅	17028	0.5

2. 商业写字楼新增供应以存量楼宇的更新改造为主，核心区域表现更为突出

随着经济发展和第三产业的壮大，作为承载现代服务业及先进制造业的商业写字楼，其数量不断增加。由于写字楼有着显著的集聚特征，往往集中于都市 CBD 区域。CBD 区域总是城市中楼层最高、建筑密度最大、最引人注目的地区。在纽约的曼哈顿、东京的新宿、临海、伦敦的金融城、西敏寺、码头区、巴黎的拉德芳斯等区域，集中了全市超过 60% 的写字楼量。在纽约，这一比例高达 73%。受到城市空间及土地资源的限制，城市特别是 CBD 逐渐没有更多的土地可以用于大规模写字楼开发，写字楼市场进入存量房时代。

▼ 图 8 / 北美部分大城市写字楼面积（1988 年）

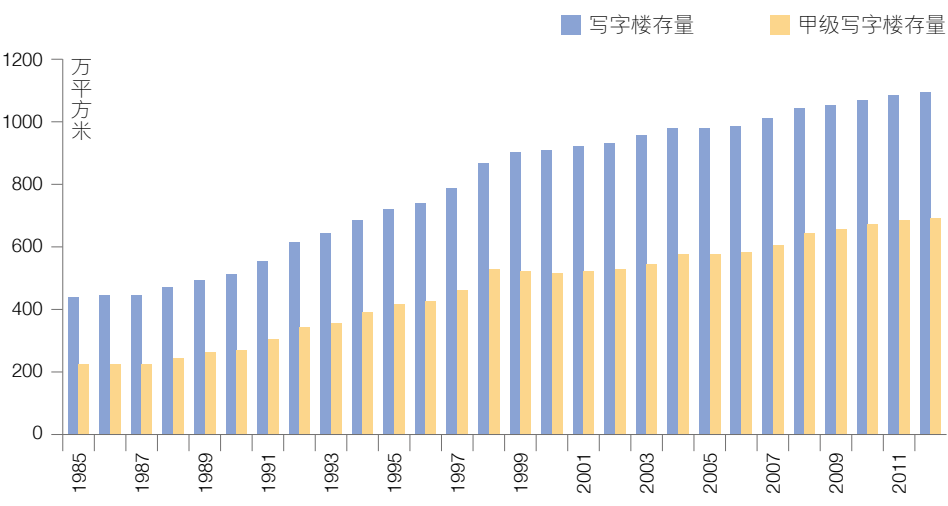
数据来源 / 黄富厢等，《现代化国际大都市及 CBD 建设的若干探讨》



在此背景下，旧有楼宇的更新改造成为写字楼新增供应的主流。以香港为例，数十年来，香港用于发展写字楼的新土地均来自存量写字楼的重建或填海。2010 年以后，政府还支持旧工厂区和工业大厦更新改造用于发展写字楼（活化工厦措施）。特别是在核心 CBD 地区，新增供应极小，在 2000 年到 2010 年十年间，中环、上环、湾仔等核心 CBD 地区写字楼新增供应仅增加 4.3%，而非核心地区增幅为 237%。核心地区的新增供应以旧楼更新改造为主，如 2002 年建成遮打大厦是在拆除太古大厦后重建的，2005 年建成的 AIG 大厦是在前富丽华酒店上重建的。

▼ 图 9 / 香港写字楼存量变化

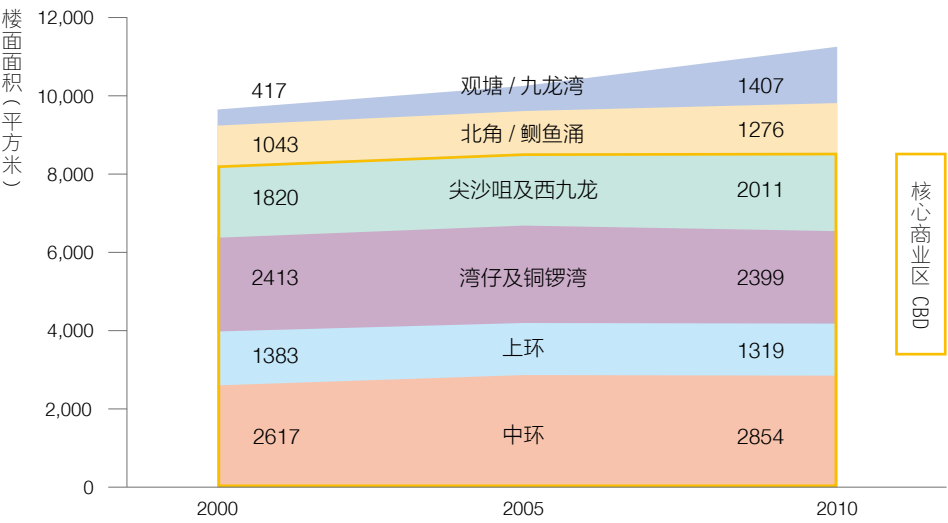
资料来源 / 香港差饷物业估价署



▼ 图 10 / 2000-2010 年香港各区写字楼数量变化

资料来源 / 香港差饷物业估价署

过去 10 年（2000 至 2010 年）核心商业区供应由 820 万平方米升至 860 万平方米（4.3%）
其间观塘及九龙湾升幅达 237%



（二）存量房时代房地产市场的主要特征

1．更加注重提升物业价值

在存量住宅方面，多种政策支持更新改造。一是规划保障。日本地方政府特别重视住宅的维修养护和管理，投入资金较大，以确保“存量住宅居住者拥有一个安全、放心的居住环境”。日本在住房发展规划中，明确旧区再更新以及旧房的维修养护数量和保障措施。二是税收优惠。美国纽约市为鼓励存量住宅修缮，提供 J-51 税收减免计划。符合税收减

免计划的住房修缮包括 Major Capital Improvements(MCI’ S)、大规模修缮 (substantial rehabilitation)、非住房用途转为住房用途的修缮 (conversion from non-residential use) 和适度的修缮 (moderate rehabilitation)。三是政府投入和贷款支持。英国政府于 2010 年推出“英国低碳转型”计划和“绿色贷款”计划，每年增加对 40 万个家庭的综合节能改造，至 2020 年每年投入 50 亿至 150 亿英镑，以使 2020 年英国达到每年能对 180 万户家庭进行综合节能改造的能力。

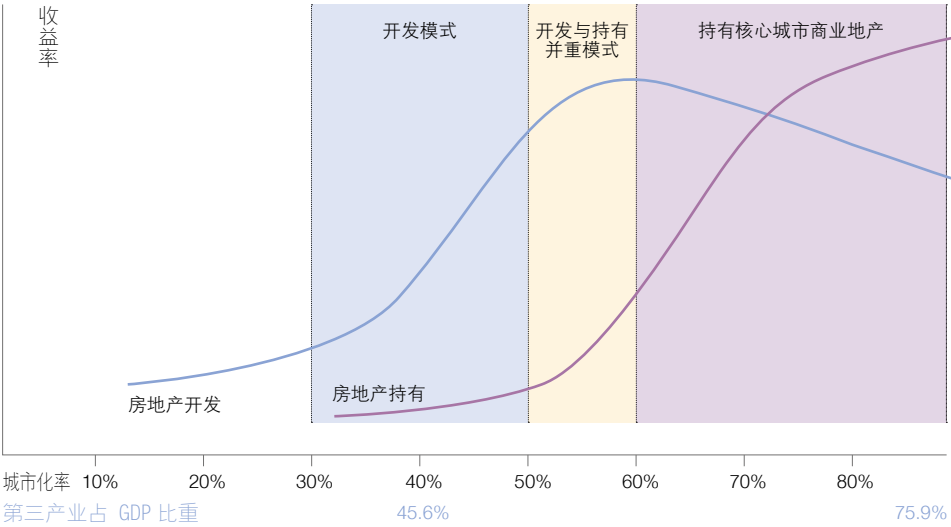
在存量商业地产方面，通过持续的更新改造不断提升价值。以商业写字楼为例，每 5 年左右就会有一个更新换代，存量写字楼要不断创新才能满足市场需求。因而，有远见的运营商都会阶段性对写字楼进行适当的提升改造。改造中非常注重楼宇的个性化、生态、节能、环保及舒适性办公环境的创造。在欧美商业地产市场，对已经建成并使用多年的商务楼宇收购、改造，重新定位出租，提升价值后，再销售给投资者已经是一种普遍运作模式。其中，较为成功的案例就是美国铁狮门公司对克莱斯勒大厦的收购改造。铁狮门公司于 1998 购买了濒临破产的历史艺术建筑克莱斯勒大厦，同时还购买了毗邻的 32 层肯特大厦以及另外四座较低的建筑物。改造的核心工程包括：利用周围建筑的上空使用权；在已全都出租的肯特大厦内扩建大面积的办公空间；翻新肯特大厦，把该大厦重新定位为新克莱斯勒中心的东大厦；沿东 42 街建造新的富有吸引力的零售店面。改造后的克莱斯勒大厦重获新生，成为美国新的地标性建筑之一。

2 . 商业地产模式转向持有经营为主

商业地产的规模是随着城镇化发展及第三产业的发展而不断发展壮大的。当商业地产供不应求时，开发商主要以供应产品为主；当供求关系基本平衡时，开发销售的规模萎缩，商业地产进入存量房时代。此时，地产本身体现出较强的资产属性，持有经营是最优的选择，尤其是持有核心地段优质物业，能为经营主体创造更大的价值。在美国，当城市化率在 50–60% 之间，第三产业占 GDP 比重超过 60% 时，房地产物业开发和持有并重，当城市化率和第三产业占 GDP 比重超过 60% 时，持有经营比重迅速提高并最终超过开发比例。

▼ 图 11 / 美国房地产商业模式及其演变

资料来源 / 高通智库



3 . 住宅租赁市场更加活跃

总的来看，在存量房时代，租赁住房比例约占三分之一，在特大城市更高。例如，美国 2001 年活动住宅为全部住宅的 6.8%，大约 32% 的家庭承租住宅。英国约 30% 的住宅采用租赁的消费方式，其中，约 20% 的居民从当地政府租赁公有住房，10% 的居民租住私人房屋。在特大城市，住房市场租赁比例高这一特征更为显著。如美国纽约近三分之二的住房为承租人居住。根据 2005 年纽约住房和空置状况调查（HVS），住房存量当中租赁住房的套数占 64.2%。日本东京租赁住宅占到 60% 左右。

▼ 表 2 / 东京产权住宅与租赁住宅数量

资料来源 / 东京都住宅局，《东京住宅总体规划》，2001

时间	产权住宅	租赁住宅				
		总量	公营公社	民营租赁（设备专用）	民营租赁（设备共用）	职工住宅
1978	1540.9	2231.2	370.7	1186.8	445.5	228.2
1983	1762.1	2238.3	392.6	1281.1	331.5	233.1
1988	1782.5	2331.1	410.2	1527	196.5	197.5
1993	1845.4	2547.4	422.4	1736.4	88.6	300
1998	2051.3	2743.3	448.1	1998.2	56	241

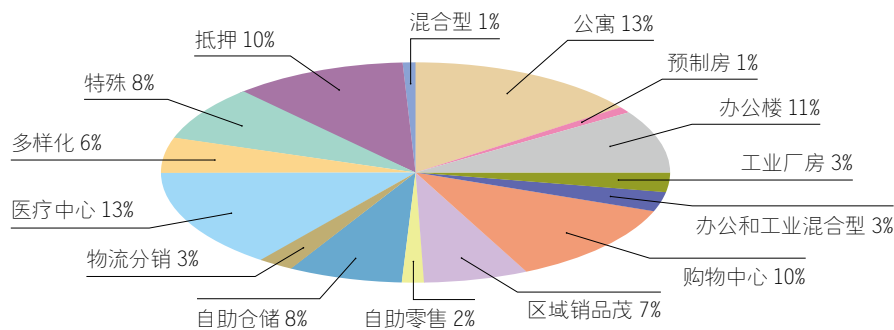
4 . 围绕存量房持有经营、租赁交易的金融服务和中介服务发达

从金融服务看，通过 REITs、房地产私募基金等金融工具，助力商业地产资本运作。由于商业地产投资额大且回收期长，对长期稳定的资金需求量非常大，构建稳定的现金流平台对商业地产持有经营至关重要。目前，现金流平台主要有三种形态：第一种是应用公司自有资金进行运营。这种情况只适用于大型综合集团公司，大多是应用母公司的其他业务收入支持商业地产持有经营；第二种是“以售养租”。通过出售部分非核心物业获取现金，支撑经营性核心物业长期持有运营，实现公司内部或单个项目内的资金总体平衡；第三种是应用 REITs、私募基金等金融工具，实现资金的快速回笼。这种模式既可解决商业地产资金的长期积淀问题，又可同时分享开发收益、物业升值和租赁收益。

在美国，REITs 相当发达，基础资产为写字楼的比例占到 REITs 总发行规模的 11%。REITs 的应用解决了开发商的持有运营难题，提高了商业地产持有经营的能力。例如，美国最大的上市写字楼 REITs 波士顿地产，在 1997 年成立 REITs 并上市后，1998 年公司持有物业面积环比猛增 73.6%，收入增长 253%。同时，REITs 也使广大的社会公众参与到商业地产投资中，分享地产升值收益。在英国，房地产基金协会监测的 11 只房地产私募基金中，只有 1 支投资于开发项目，其他 10 只均投资于持有型商业地产。其中，2 支专门投资于写字楼。由此看出房地产私募基金对于商业地产的重要作用。

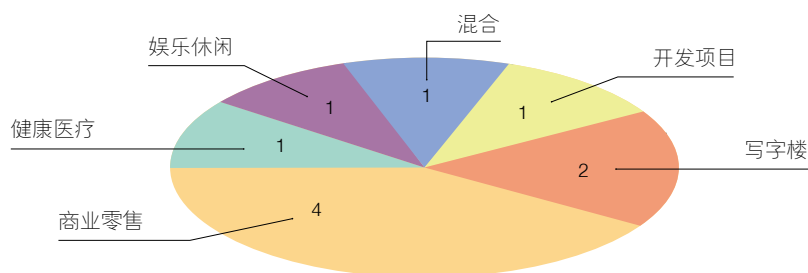
▼ 图 12 / 按物业类型分美国 REITs 构成

资料来源 / 招商证券



▼ 图 13 / 英国 11 支房地产私募基金投向

资料来源 / AREF/IPD Property Fund Vision Handbook Q1 2011



从中介服务看，各国利用有关法规和行业规范，规范经纪人行为，促进了存量房市场发展。英国 2009 年出台首个旨在保护租房者利益、规范房产经纪公司职业操守的法规。根据规定，房产经纪人必须通过资格审查，中介公司的财务要进行独立审计，经纪公司还要设立保险，以备与房主或租房人发生纠纷时给予补偿。美国也实施严格的经纪人制度。美国房地产经纪人大约占人口的千分之五，大约 150 万人，其中，全美房地产经纪人协会会员 (Realtor) 136 万 (2006 年)。Realtor 与其他非会员经纪人的不同之处是，Realtor 必须遵守全美房地产经纪人协会的道德约束和行业规范 (Code of Ethics)。此外，与存量房租赁、交易相关的法律服务也非常发达。

三、存量房时代的商业地产助推“楼宇经济”

随着供应量的增加，我国商业写字楼市场逐步进入存量房时代。尤其是一线城市核心区域，更率先迈进这一阶段。作为现代服务业和先进制造业的载体，商业写字楼承载了巨额的经济价值。在存量时代到来的背景下，应用专业的资产管理理念和先进的金融工具改造存量商业地产，提升其价值，是非常重要的商业地产发展模式，符合客观发展规律。

(一) 存量楼宇改造带动城市经济发展

通过对城市中心衰败的商业楼宇的改造，不仅使城市面貌大为改观，还可以再造城市中心繁荣。

首先，通过旧有楼宇的改造，可以带来城市税收收入的增加。高品质的写字楼可以引入高端服务业进驻，带来更高的税收收入。以上海为例，2002 年，上海出现了第 1 幢税收超过亿元的楼宇——静安区上海嘉里中心，从此上海静安区便引领了上海乃至全国的“亿元楼”时代。2003 年，2 幢；2004 年，6 幢；2005 年，11 幢，其中排名前 3 位的恒隆广场、中华企业大厦、中信泰富广场，税收分别达到 5.6 亿元、4.3 亿元和 3.5 亿元。在静安区 7.62 平方公里土地上，50 幢重点楼宇税收占全区总税收的 52.6%。2007 年，静安区恒隆广场税收首次超过 10 亿元，静安区又再次引领全国的“十亿楼”时代。另一方面，楼宇带来的税收增长也令人惊讶。2005 年，中华企业大厦税收为 4.3 亿，2007 年达到 7 亿，年均增长速度达到 27.6%。中信泰富广场税收也从 2005 年的 3.5 亿增长到 2007 年的 5.9 亿，年均增长速度达到 29.8%。

其次，商务楼宇内强大的知识创新能力、旺盛的人气和雄厚的资金实力，还能大大带动周边地区的商业、会展、旅游、文化娱乐和餐饮业等的发展，扩大周边住宅需求，吸引中小企业在周边一定范围的中低档写字楼入驻，使企业按自身实力呈阶梯状在地域上进行分布，从而推动地区产业结构的升级，带动城市经济的发展。

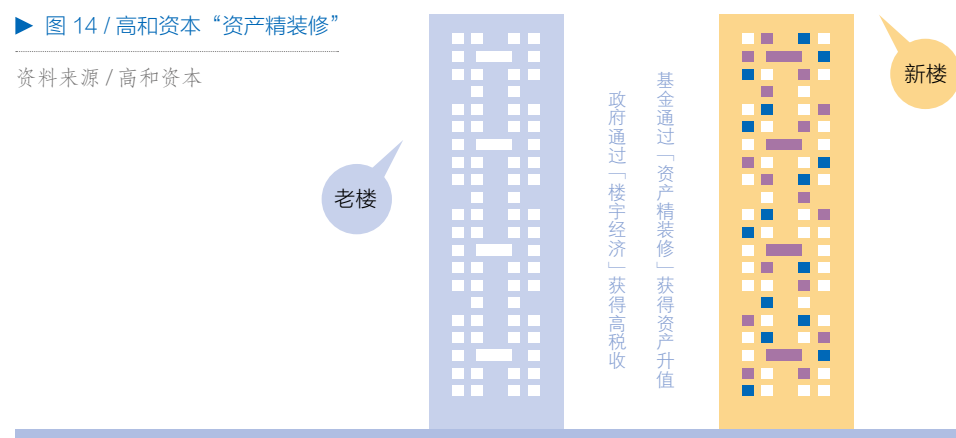
(二) 物业质量升级实现多方共赢

在土地稀缺的存量房时代，地方政府、投资商、散户投资者均面临发展困境。对于地方政府，核心区域已经无地可用，但促进财政收入增长的压力仍然严峻；对于投资商，土地资源匮乏严重缩减了其发展空间，即使有新增土地供应，也只能是高成本的“地王”价格；对于散户投资人，非核心区域的物业资产升值缓慢，而低风险的核心区域的投资机会缺乏。旧有楼宇改造，轻易化解了这些矛盾，有效实现了多方共赢。地方政府实现了可持续的税收源，投资商获得了新的投资机会，散户投资人有了新的保值增值路径。

静安高和大厦就是其中最典型的案例之一。该楼原名是中华企业大厦，2012 年 10 月被高和资本以 7.9 亿元的价格收购。这座曾经的“亿元楼”由于租客的轮换等原因纳税能力衰减。高和资本收购后通过外立面、室内公共区域、楼宇硬件等方面的提升和改造，尤其是资产管理能力的提升，使静安高和大厦的租金从 4.0 元 / 平方 / 天一跃升至 7.0 元 - 7.5 元 / 平方 / 天，被誉为上海写字楼市场租金增长最快的项目。入驻的租客包括金赛药业、国都证券等品牌租客。金赛药业是亚洲最大的重组人生激素生产企业，国内规模最大的基因工程制药企业；国都证券是国内排名前十的专业证券公司。

► 图 14 / 高和资本“资产精装修”

资料来源 / 高和资本



（三）经营模式转型提升商业地产品质

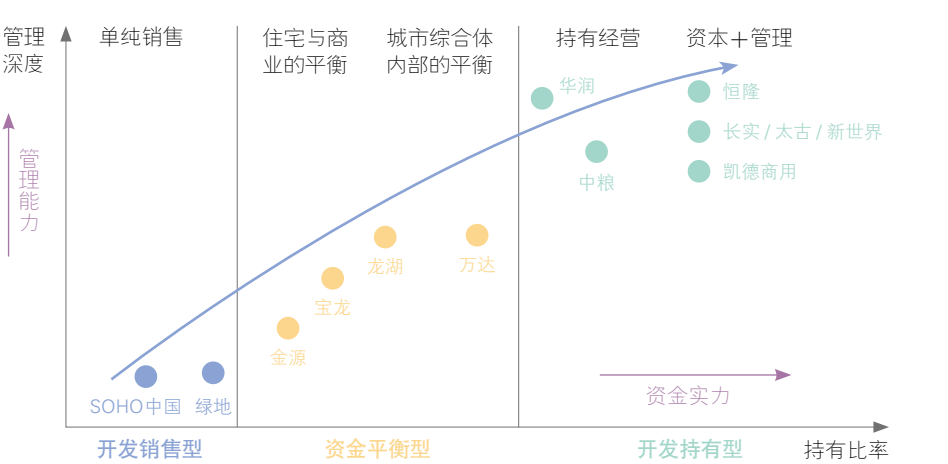
我国商业地产的运营模式有分散出售、整体出售、租售并举、只租不售四种类型。四种模式各有优缺点。出售模式可以快速回笼资金，但丧失了获得物业长期稳定回报和升值收益的权利；租赁模式虽然控制了物业产权，获得了经营收益，但资金压力较大，对运营商资产管理的要求较高。2005 年以前，由于我国商业地产市场发展不成熟，经营比较粗放。大多数开发商因资金实力不足、运作经验不够，难以长期持有。尤其是写字楼还处在供不应求的阶段，销售形势较好，因此，大多数开发商选择散售模式。这种经营模式造成了租户品质不一，物业管理难度较大，物业品质难以保证的不利状况，不利于资产升值。当前，一些资金实力较雄厚、管理能力较强的企业已经开始根据自身特点选择持有经营模式。比如，万达、龙湖采取的租售并举模式，华润、恒隆采取的只租不售模式。未来，随着存量房时代的到来，将会有越来越多的开发商选择持有经营。经营模式的转变，有利于提升商业地产品质，使商业地产可以发挥更大的价值。

▼ 表 3 / 商业写字楼不同运营模式的利弊分析

运营模式	优点	缺点
分散出售	资金回笼快，资金流动性高	租户品质不一，物业管理存在难度 物业品质降低，不利于资产增值
整体出售	资金回笼快，资金流动性高 开发多个项目时，可滚动开发，减轻资产压力	丧失物业长期稳定回报和升值收益
租售并举	回笼部分资金，以出售资产支持租赁资产运营 享有部分物业的升值收益和长期稳定回报	物业产权分散，不易统一运作管理
只租不售	享有物业升值收益，获得长期稳定回报 能克服短期收益带来的短期行为 在一定程度上保护了客户的价值 提供专业资产管理服务获得收益 保持完整的产权 利于应用租金收益为标的进行资本运作	资金压力大 对开发商专业资产管理能力要求高 开发商需要承担营运风险

▼ 图 15 / 商业地产运营模式选择

资料来源 / 丁祖昱，《2011 年商业地产市场发展分析》

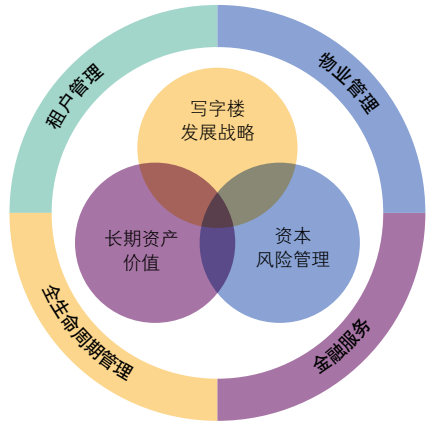


（四）全方位的资产管理提升投资回报

在商业地产后期运营中，能否提供优质的资产管理服务，成为地产租金收益和价值提升的关键。早期销售为主的写字楼，较多的注重物业管理。随着写字楼市场的不断成熟以及持有经营成为主流，物业管理逐渐转向资产管理。资产管理是商业写字楼发展战略的一部分，是一整套的集成服务，包括物业及设施管理、财务管理、运营管理、租户管理及金融服务。如果说顶级建筑、核心位置是优秀写字楼的硬件基础，那专业的资产管理服务就是写字楼的软性价值。全方位的资产管理服务可以提升投资人的投资回报。在存量房时代来临之际，我国商业地产资产管理服务质量也开始出现较大提升。比如，高和资本的“资产精装修”中就包括专业资产管理服务的内容，龙湖的“金苹果计划”也是一个集物业管理、租户管理及金融服务的资产管理服务。

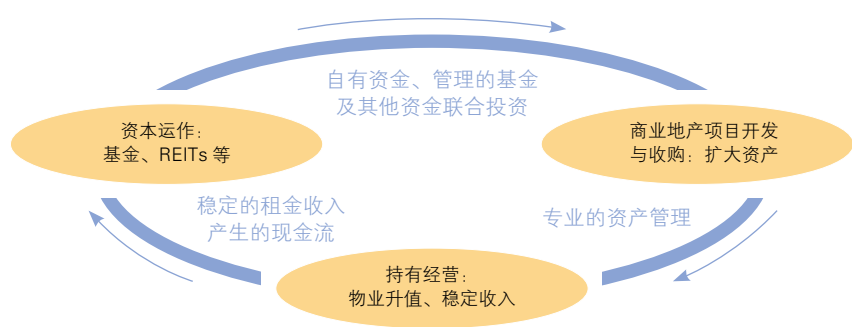
► 图 16 / 资产管理特征

参考资料 / 世联研究中心



总之，商业地产是一个具有地产、商业与投资三重特性的综合型产业，它的三重特性既区别于单纯的投资或商业，又区别于单纯的住宅房地产，商业地产更加注重后期的经营管理，更加注重资本运作。REITs 等创新金融工具的应用，大大提升了商业地产经营运作能力。但与国外对比，我国的资产证券化才刚刚起步。而且，由于税收、过户登记等问题，我国发行 REITs 的环境尚不成熟。内地商业地产如果想通过 REITs 进行融资或实现基金退出，只能绕道香港、新加坡等境外市场。比如，凯德置地利用在新加坡上市发行的多只商业地产 REITs，实现了“开发持有 + 资本运作”的商业地产运营模式。当前，国内许多商业地产运营商也开始了类资产证券化的探索。比如高和资本进行的私募 REITs 的尝试。未来，资产证券化有望在商业地产领域取得重要进展，届时，必将促进存量房时代的商业地产更加繁荣发展。

▼ 图 17 / 商业地产“开发持有 + 资本运作”模式



新型城镇化或将出乎意料

文 / 陈功

“新型城镇化”提出以后，紧接着应该出台一个新的新型城镇化的规划。原来的报道是，十八大、两会结束后会召开一个全国性的新型城镇化的工作会议，到时一切就很明白、清晰了。两会期间记者采访要求获得信息最多的也是跟新型城镇化有关的。结果两会结束了很长的时间，关于新型城镇化的信息不是越来越多，而是越来越少了。全国性的工作会议仍没有召开，而且信息还变得越来越令人感觉奇怪，变得非常分散。这种状态说明新型城镇化究竟怎么样，包含什么内容，向什么样的方向努力，都还没有取得共识。

回想一下，当时提出来的在新型城镇化的框架之下，两万个小镇要进行建设，涉及到的投资达 40 万亿，这是这么惊人的规模，十倍于 2008 年危机之后温家宝总理的 4 万亿宏观经济的刺激计划。然而，我们的宏观经济体系、金融体系、老百姓、消费者是不是能够承受如此的规划？这是很大的问题。

“新型城镇化” 实际是 “逆城市化”

我的观点是，城镇化的理论实际上是一个逆城市化的过程。国内在讨论城镇化问题上，学者以经济背景的人士居多，研究城市文化学和社会学等的学者很少，对城市本身的讨论少，因此就会出现比较偏颇的局面。城市化是人口向城市之中的积聚，这也伴随着工业化过程当中出现了财富的积聚，有钱才可以买房子，出现更多的消费。但由“城市化”变成“城镇化”的时候，它的建设重点和发展轴向不是向城市聚集，不是向北京、上海、广州、深圳这样的城市发展，而是转向脱离北京、上海、广州、深圳这样的大城市，向更下一层，向县级城市，甚

至是你没有听说过的那些城市在发展。这个过程跟所谓的城市化的过程，跟我们感受到的城市化过程是相反的，是逆向的一个过程。所以，过去历史上常见的逆城市化过程不就是现在的状态吗？只不过我们刚刚开始而已，谁能担保在若干年之后不会加剧和提速呢？现在来看，这种可能性是比较大的。

未来城市尺度的重构问题

顺着上面的思路，我想谈一些跟未来有关系的问题，其中一个就是城市尺度的重构。

我们的城市完全都是单核心的。比如北京，从一环到六环，甚至还讨论过要建七环。而且北京的这种模式也被很多城市复制。比如郑州、成都、沈阳等，都是这样。这也是中国的城市未来 30 年需要重构的原因，它都是单核心的，搞成了摊大饼的情况。如果你居住在这样的城市，想到坐地铁去某个地方上班，想象下地铁是一种什么样的状态？它每天要运送几十万、上百万人口到这一个地方上班，下班之后又要把这些再人再运送回他们住的地方，这就是功能分区的荒谬之处。

如果从有机城市的角度来看，理论上的城镇应该是多中心的，是自然形成的。

但是因为城市管理者并非是明智的，他们的喜好左右了城市正常、健康的生长，打断了它生长的节奏，所以我们就出现了这样一个又一个的城市环，这种“环”在未来 30 年也是应该重构的。

有没有重构的可能呢？当然有人会说，你这可能是一个乌托邦的梦想。现实中是有这种例子的。

首尔的清溪川原来是有高架路的，但为了重构城市就把它全炸掉了。所以在国外是有这样的例子的。我们现在都认为大水坝和大水库是正常的，美

国早就启动了一项炸坝运动，炸掉了很多的水坝。路网的问题也很多。高架路就是一个很大的问题，高架路能够在城市这个模型中对几个节点赋予优先通行权，提升它的地位。但问题是，这几个被赋予优先级地位的节点，对整个系统造成很大的不利影响。也就是说，以别人付出的代价，来方便这几个节点，比如机场到市中心的高架路等。BRT（快速公交系统）的问题很大。它一方面把道路弄得很宽，另一方面把城市的空间割裂开来。城市本来是一个整体，这边可以享受那边的物流，那边可以享受这边的人流，这一割裂使整个城市空间的价值被一分为二，降低了 50%。这个问题很严重。所以，为了解决交通而解决交通并不是明智的做法，也是未来需要改变和重构的。

空间标准的重构也是必须的。目前两米多层高的建筑，表面上节约了材料，但实际上消耗了大量的能源。我们就像是住在一个人类仓库里面，能塞进去多少人就塞进去多少人，根本谈不上舒适度。如果标准层高适当提高，尤其在热带地区，对能源的使用是非常有帮助的。与此相关的是太阳能。我一直期望再做一些工作推动，把太阳能光伏的使用加以规范化，但是现在为止都不成功。

“后土地经济时代” 的城市重建趋向

安邦从 20 世纪 90 年代末开始研究“后土地经济”。中国把经济发展简化成了经济增长，把经济增长简化成 GDP，把 GDP 简化成房地产。这就变得很直接，这种情况就是“土地经济时代”的关键词。“后土地经济”跟它相比主要强调管理和服务，尤其是政府的管理和服务。取代土地出让金最关键的是社区的管理性收费，因为它是在存量基础上考虑问题

的，这就是“后土地经济”的关键。有了钱，接着就可以进行城市运营，社区分级，环境景观建设等，当然最重要的是在物权基础上对房产真正的私有。现在来看，差距还比较明显。可能会有人说这是空想，但我想未来 30 年对“后土地经济”的讨论会越来越多，这也是一个方向性的问题。

在未来 30 年，超级城市没什么吸引力了，它已经是全面超载的状态。所以，精品时代正逐渐接近。

进入这样一个时代，会不会变得没有更多利润可赚呢？利润有两个，一是真金白银，另一个是风险。风险如果变得很小，利润其实也就变得相对高了。当大家都关注中小城市的时候，一千亿的投资，如果有 30% 的利润率，就会有获得三百亿的利润，进一步转化成购买力。如果大家都这么看，中小城市就会有生意，有市场。

在中国当代历史上就有两次大规模的城市重建。第一次是 1949 年建国后的苏俄时期，文革时期的红色建筑其实对中国而言也是大规模的重建。上海和北京大概在 1978 年或者 1976 年之前，用那种成套的板楼图纸，把整个城市建了一片又一片。这也是一次大规模的重建。

所以，大规模的城市重建在未来 30 年是不可避免的。但它未必发生在超级城市（指一千万人口以上的城市），大多数可能发生在中小城市。未来的希望是在 300 万人口的城市。

来源 / 本文为作者在“高和 2049 论坛”上的演讲稿整理

城镇化：一个村庄提出的三个问题

文 / 梁鸿

城镇化谈的不仅仅是制度，还有人，所以我就来谈谈城镇化过程中人的问题。最近四五年我一直在做调研的工作。不管是《中国在梁庄》，还是《出梁庄记》，都是更多地关注人的层面，关注人的精神状态和生存状态。当然，背后会涉及到城镇化的制度等问题。

下面，我重点选择西安、内蒙古和青岛这三个城市的梁庄人，谈三个层面的问题。

梁庄人在西安 —— “暴民” 如何产生？

我在西安受触动最大是我的堂哥们讲的打架和抢劫。

比如说他们用三轮车拉客，这条路要收三块钱，那两块钱行不行？不行，就得三块钱。这就容易产生冲突，先是会有口舌之争，然后变成实际的战争。战争往往是堂哥他们觉得市民看不起农民工：你比我有钱又怎么着呢？打起架来，都是砖头、铁链子，随手拈来的一些东西，都是会负伤的。而打架也分前后方，前方男人在打架，后方女人们赶紧把三轮推到隐秘的地方，因为怕打架后警察一来把三轮车收走。这种场景听起来觉得非常匪夷所思。我们在大街上见到的三轮车，往往符号化，一个风景，我们并没有进入他们内部的具体的日常生活。我的堂哥还说，即使公交车都要欺负他们，本来公交车走得好好的，看到他们也要把他们挤到路边，然后开车走了。那他们怎么办呢？他们就会经常趁其不注意，拿着棍子去把公交车的玻璃给砸了。

实际上，这是一种抗争。农民是通过这种方式来争取一种自己非常脆弱的生存空间。打架就是他们怎么样去生存。

一般人印象中的农民都是“暴民”，然而，他们

没有想过是什么塑造了农民。我们的城市在发展过程中，其实从来没有把农民工作为城市的一分子进行制度性容纳。所以一个官员说西安要坚决取缔三轮车，因为他们严重妨碍了群众的通行，他们严重妨碍了西安作为一个国际城市的形象。这句话看似非常简单、随意，但是谁是群众，谁有资格在城市道路上通行？这是特别值得思考的。

我的结论是：在规则和惩罚、羞辱之中，农民变成暴民和恶民。

梁庄人在内蒙古 —— 家族模式 vs 城市模式

内蒙古有一个核心词语叫“扯秧子”，我觉得极其有味道，显示了一种混杂的状态。

农民怎么来到城里面？在内蒙，我发现他不是简单的依靠招工，很多人比如说你来到城里面，你的老婆来了，你老婆的弟弟也来了，你老婆的弟弟的老婆也来了，于是乎，这一大家子远亲近亲都来了，来了住哪呢？都是在一个出租区，出租的城中村，或者是市郊，要么是私搭乱建的一个小棚子的地方。这样就成了某个城市里的“小梁庄”。

而后，农民在城里面到底怎么生活，他内部的精神逻辑依靠的是什麼？他依靠的还是熟人社会那一套，依靠的扯秧子的关系网络才有生存之感，才有存在之感，才能获得尊严，或者还被人看不起。

那么他跟城市怎么发生关系呢？就是非常简单的钱的关系。他好象来到城里面来了，但是他整个身心并没有依照城市那套结构来，依然依照熟人社会的文化结构来，包括卖菜的摊位，老乡特别抱团，因为他必须要抱团，因为你不抱团就被欺负，你被欺负没有人来帮你的。

一个农民依靠什么来证明他“在”？我们说这

个“在”是责任的“在”，这个城市没有给他存在的感觉，只有这样一种老乡的东西给他一种存在的感觉。这个存在的感觉被认成跟平等的需求是一模一样的，在这样的环境里，一个最可怜的农民说只要我道德好，别人会尊敬我，他觉得他在了。

“扯秧子”非常特殊。农民在城市的生存状态，以及非常交错的存在，决定了他们的寄居点是一个非常大的有机体。他们相互之间是有关系的，相互之间是有人伦、伦理的关系的，这个伦理是是非常密切的一种血肉关系构建的，你很难把它拆开。所以，我们怎么样把农民变为市民？怎么样用城市的结构重新渗透到这里面把他解散掉？但是，我们为什么一定要解散掉？为什么不可以利用这样一个有机体，把它变成优点，来重新思考我们城市的包容性？

熟人社会在城镇里面完全存在，作为利益的一个生存体，有效的支撑农民的在城市的生活和生存的建构，相反当他们走进市区，马上就变成一个沉默麻木的风景，完全是因为我们一个视野和视角的问题。

我们该如何思考这种有效性，家族模式和城市模式有没有融合的可能。实际上熟人社会这种东西它是一个非常重要的民族精神共同体，它是一个心理基础。今天我们每个人都有危机感就是因为我们心理基础坍塌了。不仅是一个信任问题，一定是我们心理基础没有了，我们彼此之间不信任了，这个不信任是一个民族的，一个生存共同体千百年的建构才构成的，但今天这个心理基础在晃动。今天我们拆迁这么快，我们听到农村很多矛盾跟拆迁有关，一会跟拆迁队的矛盾，一会跟政府的矛盾，还有家族内部的矛盾，因为利益突然被推到最前方，每一个人都突然产生巨大的振动。

梁庄人在青岛 —— 工厂伦理

一个基本工厂伦理问题是：你应该把人当作一个完整的人看待，他有家庭，他自己工作完应该干净的回家。西方也有淘粪工，也有清洁工，人家工作完之后回家也可以弹弹钢琴，也可以看看书，非常尊严的一种生活。但为什么我们就不行了呢？就是我们从来没有把这些工人作为一个人。这就是一个非常有尊严的工作，他不是机械理念，不是一个打工者。“打工者”“农民工”这个词是一个非常坏的词，因为一看就把他们当成是一个机器的部分，作为某一个异己的存在，不是这一片风景本质的存在。

在青岛，我进了一家工厂做调查。我是偷偷进去的，进去后也偷偷逃跑了，也没有拍照。我猛一进去觉得蒸汽太大了，有种颗粒质感，一下子就堵塞了，但是我的老乡们通通都没有戴口罩，他们在我周围若隐若现，像幽灵一样，每个人都安之若素，非常平静的工作。那工作倒不是很累，因为他们把氢化物融在液体里面，然后放入铜、金、银什么的，再把饰品放进去，但氢化物一点点就会致人命的，是剧毒的东西。我出来以后长吁一口气，问我堂叔，你怎么都不戴口罩呢？他说只有新工人才戴口罩，因为那工厂里面空气非常潮湿，戴口罩时间长了根本呼吸不上来。那种戴口罩的窒息感我们是体会不出来的。我们不知道那种艰难，他们慢慢在习惯，慢慢在接受，融进去了就无所谓了。所以我堂叔就说，人家是要咱命的，咱是要人家钱的。就是拿命来换钱。

我们应该反思，正常工作是否应该包含一个人完整的生活，工作条件是否应该包含人所应有的基本的尊严。

来源 / 本文为作者在“高和 2049 论坛”上的演讲稿整理

城镇化的潜力究竟有多大？

文 / 王小鲁

中国是否已经进入“刘易斯拐点”？

前段时间媒体广泛报道中国进入“刘易斯拐点”，经济学家也都认同这个观点。所谓“刘易斯拐点”指的是农村剩余人口和剩余劳动力向城镇转移，向非农产业转移，这一过程基本上已经完成，农村的绝对剩余劳动力已经被吸收了。当一个国家在发展过程中走到这一步的时候，按照刘易斯模型的理论，我们把这一点叫做“刘易斯拐点”。该理论认为在这一点之前通常一个国家可能存在城市和农村的二元经济结构，农村居民生活在传统的生产方式之中，而城镇居民生活在现代生活方式之中，两个部分的经济形成了一个二元结构。而且农村通常有大量的剩余劳动力，他们会源源不断向城市转移，这个转移过程也使得城市的劳动力资源的供应无限充分。刘易斯将这种状态叫做“劳动力无限供给的经济”，指的是当二元结构存在的时候会发生这种现象。但是，如果这些剩余劳动力已经被城镇吸收了，这种情况就不存在了。城乡之间就会进入一个一体化发展的时代。但是，过去那种劳动力资源非常丰富的现象也就不再存在了。

中国是否进入了“刘易斯拐点”？我们从数据上看到的和现实看到的情况有很多矛盾。一方面，在现实中，我们看到很多地方从过去劳动力过剩变成了劳动力短缺，招工难，很多地方找不到合适的工人，这种现象预示着剩余劳动力似乎已经不再充足；但另一方面，根据官方统计，2012 年中国的城镇化率是 52.6%，农村人口占 48% 左右，约为 6.4 亿，农村劳动力还有 3.96 亿。那么按照统计数据，农村劳动力占全国就业人数的 51.6%，如此高的比重，怎么就认为中国已经到了刘易斯拐点？中国已将剩余劳动力吸收完了呢？所以从数据上看和我们的感受

有很大的出入。

这里面有两个方面的原因：一方面是现行的人口统计和就业统计有可能在某种程度上低估了城镇的就业人数，高估了农村就业人数。主要是因为低估了进城农民工的人数，原因在于进城农民工的流动性非常之高，即便是在经济普查的时候也很难把实际在城市居住和就业的农民工人数搞清楚，所以在普查中也会有重大的遗漏。

我个人也做过一些推算，根据国家统计局 2012 年农民工监测数据，将其同人口普查数据进行对比来看，我们可以发现，人口普查数据中对农民工在城市就业的数量是有相当大的遗漏的。如果进行调整之后，可以看到实际的中国 2012 年城镇化率可能已经超过了 55%，而不是 52%。另外，农村就业人数可能也已经降到 50% 以下，约 47% 左右，甚至比 47% 还低一点。和现行统计相比，农村就业人数可能要减少 3000 多万人，我的初步推算是 3200 万人。也就是说，农村实际的劳动力数量比统计上显示得要少；而城市的就业人数比统计上显示的还要更多。尽管如此，农村实际上仍然有大量的人口处在不充分就业的状态。

因为农村 3.9 亿的劳动力减去 3000 多万，仍然有 3.6 亿人，这 3.6 亿人仍然是一笔巨大的劳动力资源，我们还不能说中国剩余劳动力已经吸收完了。并且，即使出现过部分农民工回城镇附近工作的现象，但目前来看还没有那么大的就业空间来支撑农民工的回流。所以实际上目前仍然需要解决的是他们怎么在城市安家落户的问题。

城镇化发展前景与农民工市民化问题的解决相关

我们现在城镇常住人口大约有 7 亿人，这其中

大约有 3 亿人没有户籍，占城镇常住居民的 42%。这些人除了没有户籍之外，大部分人仍然没有享受到城镇的社会保障，不能享受城镇居民的福利，居住条件很差，家属很难随迁，子女在城镇的教育没有保障，即便能在城市上学，但是没有资格在城市参加中考和高考。因此，碰到这些问题的时候，他们都不得不回到自己的家乡去。这些情况是阻碍城镇化健康发展的关键因素，也是导致目前内需不振，消费不足的重要原因。

从国家统计局对 2012 年外出农民工参加当地城镇的社会保障的情况的最新调查情况来看，外出农民工参加城镇养老保险的比重不到 15%，工伤保险不到 25%，医疗保险不到 17%，失业保险大约 8—9%，生育保险也是 6—7%。所以大部分农民工没有被城镇社会保障体制覆盖。

在我看来，现在城镇化解人的问题主要是要实现农民工的市民化，这就迫切需要改革城镇户籍制度，让长期在城市打工的农民工能够在城市地区逐步安家落户。另外，现行的社会保障制度需要改善，需要把农民工纳入到城镇的社会保障体系中来。第三，迫切需要推进公共服务的均等化，解决转移人口的医疗、住房、子女教育等等问题。第四，除了农民工市民化以外，我想当前一个非常突出的问题是环境问题。如果不能够改善、保护环境的话，未来城镇化的前景恐怕是很可怕的。

另外，现在有一种倾向，各地政府过度热衷于投资，缺乏合理规划，导致大规模的投资是无效或者低效的，造成了大量资源的浪费，这是这些年城镇化发展中突出的一个问题。

还有，现行的土地征用和出让制度弊病非常突出，导致了各地层出不穷的强拆强迁、分配不公和土地资源的浪费。这些问题如果不能在体制上、制

度和政策上加以解决的话，他们会对未来城镇化发展造成重大的影响。

如果这些问题都能很好地解决，未来城镇化仍然有非常大的潜力。发达国家城镇化率一般在 70%—80%，有些国家还要更高一些，如果假定我国的城镇化率从现在的 50% 多提高到 75%，意味着将要有 3 亿人左右的农村人口转变为城镇人口。在这个过程中，居民消费也有大幅度提高，使得内需有重大的释放，在当前面临内需不足的情况下，未来的城镇化应该仍将为我们提供一个巨大的内需空间。如果把握得好，中国 20 年后有可能成为发达国家。

来源 / 本文为作者在“高和 2049 论坛”上的演讲稿整理

本报告由高和资本制作 _

高和资本于 2009 年 10 月正式成立，是中国首支人民币商业地产私募股权基金，专注于投资一线城市和 1.5 线城市的核心区域的商业不动产，在北京上海核心区域收购资产规模逾 60 亿元。2012 年和 2013 年高和资本被《第一财经》杂志和投中集团评为“中国房地产人民币基金 TOP10”，是中国商业地产基金的领跑者。

版权所有 2013 年 高和资本 _

未经高和资本事先书面同意，本材料的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发。

联系我们 _

房地产项目合作需求：

高和资本正在积极寻找和筛选适合整体收购的商业地产项目，如果您有合适的项目推荐（项目仅限一线城市和 1.5 线城市核心位置的商办物业），请发邮件至：
lihuizhong@gohighfund.com

投资高和基金需求：

如果您想投资高和基金（高和基金最低认购份额为 2000 万元），请发邮件至：
lihuizhong@gohighfund.com

有媒体欲引用报告内容或寻求深入采访，请联系：

庄凌顾问 电话：(8610) 85804407 邮箱：ligent@139.com

高和资本 GoHigh Capital 电话：(8610) 65055996

地址：北京市朝阳区建国门外大街 1 号国贸写字楼 1 座 17 层 1725



2013.11 _
The real estate
market studies



住房和城乡建设部政策研究中心·高和资本 联合课题组

