

《2013年民间资本调研系列报告》之三

2013年民间资本与房地产业研究报告

——聚焦房地产企业直接融资

Gohigh Report



GO HIGH 高禾

中国商业地产基金的领跑者

www.gohighfund.com

民间资本研究联合课题组

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：

周江 浦湛 钟庭军 梁爽

高和资本：

陈国雄 张祖邦 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养工作。

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。高和资本曾被评为“2012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年民间资本调研系列报告之二：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>

目录

一、 我国房地产企业开发融资现状	3
(一) 间接融资占主导地位	3
(二) 目前融资结构的形成有各种原因	4
1. 我国以银行为主体的金融制度环境决定了银行成为房地产企业资金供应的主渠道	4
2. 特殊的房地产开发制度安排形成房地产企业对于银行资金的高度依赖	6
3. 房价上涨背景下房地产贷款的优质性使得银行乐于将资金贷给房地产行业	6
4. 证券市场直接融资渠道不畅迫使房地产企业更多考虑间接融资方式	7
二、 国外房地产企业融资状况	8
(一) 国外房地产企业的主要融资渠道	8
1. 银行类融资	8
2. 公募市场融资	9
3. 私募市场融资	11
(二) 房地产企业融资的国际趋势	12
1. 房地产信贷产品多样化、灵活化	12
2. 房地产直接融资多元化	13
3. 融资资金来源日益公众化	14
三、 我国房地产企业传统融资方式的新变化	15
(一) 银行贷款新变化	15
1. 银行资金更加偏向大型房企	15
2. 银行资金通过表外业务流向房地产行业的现象突出	15
(二) 境内资本市场融资新变化	15
1. 房企再融资需求旺盛	15
2. 境内发债以支持保障房建设为主	15
(三) 境外资本市场融资新变化	16
1. 大型房地产企业通过借壳上市搭建“A+H”双重融资平台	16
2. 房地产企业赴港 IPO 和再融资积极	16
3. 房地产企业境外发债频繁	16
4. 境外上市房地产企业采取银团贷款方式融资增加	16
四、 我国房地产企业新型融资方式的探索	18
(一) 房地产企业发展新型融资方式的背景	18
1. 传统融资渠道难以完全满足房地产企业的融资需求	18
2. 大资管时代来临加速房地产企业拓宽融资渠道的步伐	18
(二) 房地产企业融资方式的新探索	18



1. 房地产信托继续稳步发展.....	18
2. “全牌照”的券商和基金子公司成为房地产企业融资新渠道.....	19
3. 房地产私募基金稳健发展中出现新变化.....	19
4. 通过并购和引入战略投资者开展直接融资.....	20
5. 资产证券化处于尝试和探索中.....	20
五、 我国房地产企业直接融资趋势	22
(一) 房地产企业和房地产业需要发展直接融资.....	22
1. 直接融资是我国房地产市场走向成熟阶段的客观要求.....	22
2. 直接融资满足房地产企业持续经营的实际需求.....	22
3. 不同规模企业均有多元化的直接融资需求.....	22
4. 商业地产快速发展需要长期资金支持.....	22
(二) 房地产企业发展直接融资面临多重机遇.....	23
1. 投资人机会.....	23
2. 政策机会.....	23
3. 市场机会.....	24
(三) 房地产企业发展直接融资的趋势判断.....	24
1. 新型证券化产品不断出现，房地产企业直接融资占比提高.....	24
2. 房地产信托在新型融资渠道中的仍占主要地位，同时也将面临“大资管时代”挑战.....	24
3. 房地产私募基金继续稳步发展，规范化、多元化运作.....	25
4. 商业地产 REITs 通过积极探索有可能率先实现突破.....	25

2013 年民间资本与房地产业研究报告

——聚焦房地产企业直接融资

近年来，随着房地产行业的高速发展，房地产企业数量不断增加，规模不断增大，房地产企业的优胜劣汰进程加快。未来房地产企业竞争加剧，行业面临转型发展。房地产企业融资能力是企业核心竞争力之一，对企业发展起到至关重要的作用。因此，本报告聚集房地产企业融资问题，特别是直接融资进行研究。

本报告所指直接融资是投资者直接承担风险的融资方式，包括股票融资、债券融资、信托融资、房地产私募基金、资产证券化等；间接融资指投资者不直接承担风险的融资，主要指银行贷款。

一、 我国房地产企业开发融资现状

随着我国金融制度的发展以及房地产调控政策的作用，房地产企业逐步探索和发展多元化融资。除传统的银行贷款、证券融资外，目前还出现了信托融资、房地产私募基金等新型融资方式。尽管如此，以银行贷款为主的间接融资方式仍居主导地位。这种融资格局的形成，与我国以银行资金为主的金融制度背景和特殊的房地产开发制度安排等原因有关。

（一） 间接融资占主导地位

历年来，房地产开发企业一直处在低自有资金比率高资产负债率并存的状态，自有资金占房地产开发资金的比例在 20%左右，资产负债率在 75%左右。在大量的负债中，来自债券市场或其他非银行贷款的比例很小，绝大部分直接或间接来自银行贷款，保守估计这一比例为 50-60%。说明我国房地产企业资金来源仍以间接融资为主。

表 1：2000-2012 年房地产开发企业资产负债率

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
资产负债率 (%)	72.7	74.1	74.4	72.3	73.5	74.5	75.2	75.2

数据来源：国家统计局

与间接融资相比，房地产直接融资规模相对较小。具体来看，证券市场融资、信托融资、房地产私募基

金等规模远小于银行贷款。2012 年，房地产开发实际到位资金 96538 亿元，其中，来自银行贷款资金 25302.3 亿元，信托资金 3163 亿元，证券市场直接融资 1298 亿元，房地产私募基金作为一种新型融资工具，2012 年新增融资为 370 亿元。

表 2：2012 年房地产企业主要融资渠道及规模

来源	规模（亿元人民币）
房地产开发实际到位资金	96537.7
国内贷款	14778.4
个人按揭贷款	10523.9
房地产信托	3163
股票融资	约 130
债券融资	约 1168
房地产私募基金（新增）	约 370

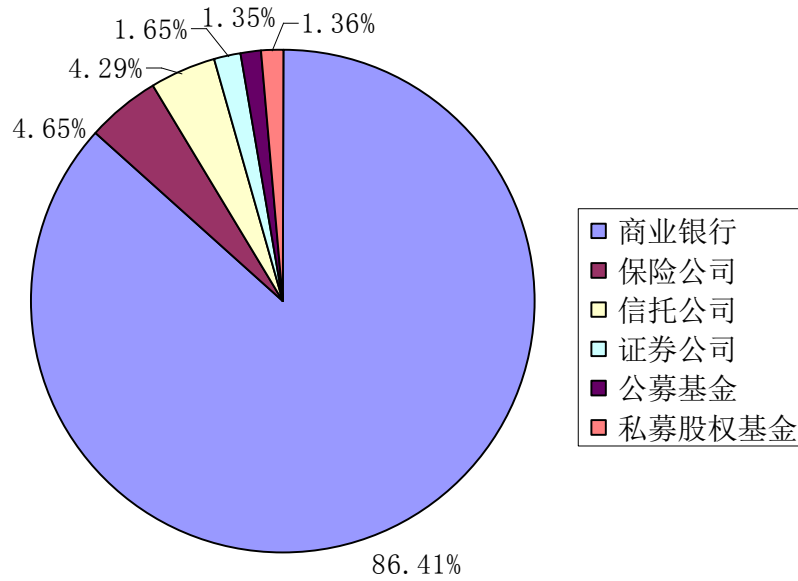
数据来源：国家统计局等（部分数据为不完全统计）¹

（二）目前融资结构的形成有各种原因

1. 我国以银行为主体的金融制度环境决定了银行成为房地产企业资金供应的主渠道

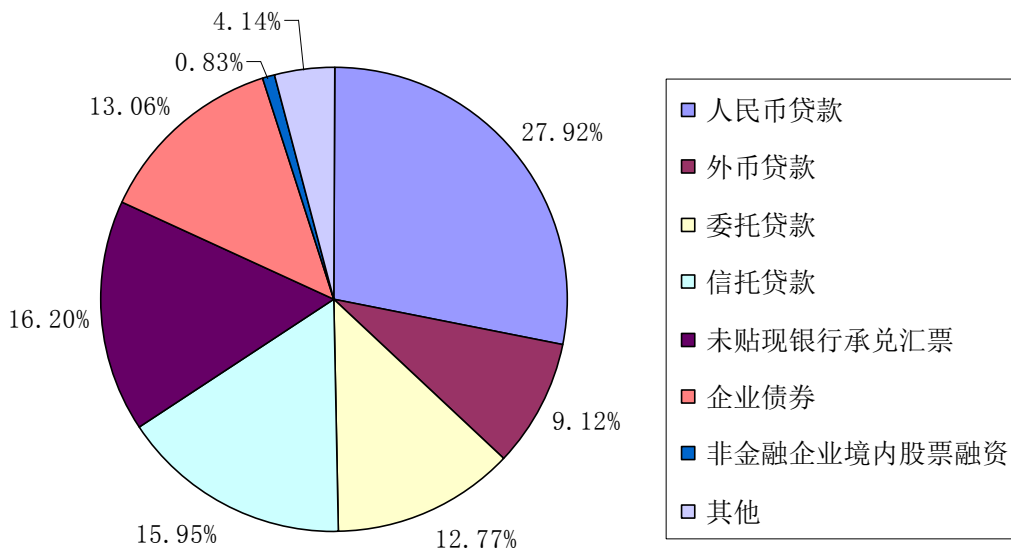
房地产金融对银行的过度依赖是我国金融体系不健全的一个缩影，是我国以银行为主体的金融体系的一个具体反映。当前，我国金融市场发展仍处于初级阶段，商业银行资产份额占全部金融机构资产的比例高达 86.4%。间接融资在整个金融市场中占绝对地位，证券市场等直接融资发展较为落后。2012 年，包括股票、债券的直接融资规模仅占社会融资总规模的 13.9%。

¹房地产开发实际到位资金、国内贷款、个人按揭贷款数来源于国家统计局；房地产信托、房地产私募基金数来源于高通智库；股票融资为香港证券市场 IPO 及再融资规模的不完全统计；债券融资为内地发行量与境外发行量的合计。其中，内地发行 568 亿元，数据来源于高通智库，境外发行数为不完全统计，约 600 亿元。



数据来源：中信建投证券

图 1：2012 年我国主要金融中介资产份额



数据来源：国家统计局

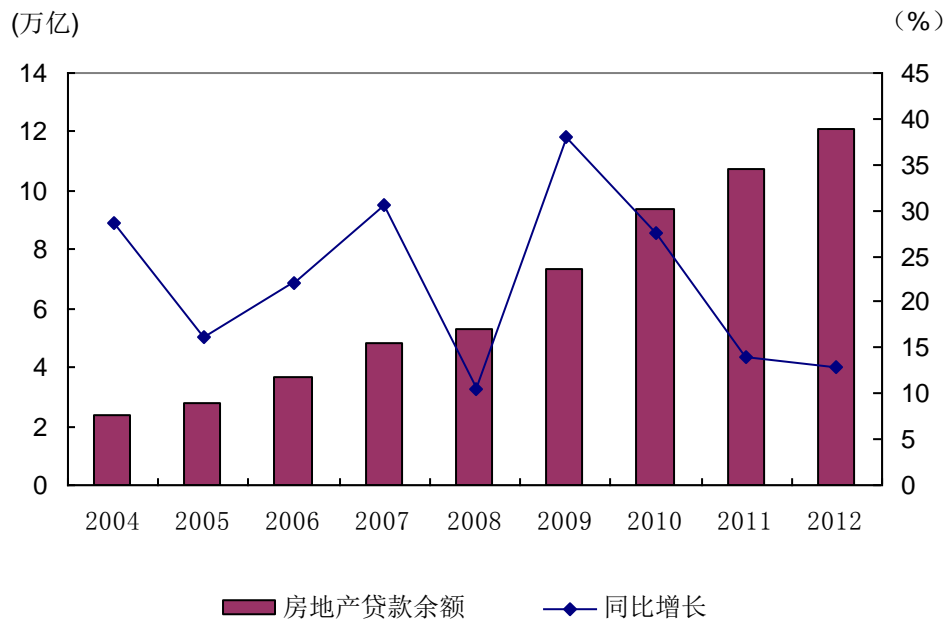
图 2：2012 年各项融资占社会融资总规模的比例

2. 特殊的房地产开发制度安排形成房地产企业对于银行资金的高度依赖

我国房地产间接融资模式的形成有其历史渊源，与我国特殊的房地产开发制度密切相关。1998 年后，为支持房地产业发展，形成了土地贷款、房地产开发贷款、商品房预售、个人按揭贷款等一系列制度，促使房地产开发商可以利用较小的资本介入，进行滚动开发。观察最初的房地产开发流程可以发现，房地产开发企业先以企业自有资金为启动资金，支付部分地价款及部分前期费用，招标之后再以承包商的部分垫款来过渡支付工程款，四证齐全后从银行提取项目开发贷款作为项目建设的主要资金来源，达到预售条件后，预售房款成为项目的最主要资金来源，利用销售回款，再进行滚动开发投资其他项目土地购置等前期开发。房地产开发资金绝大部分直接或间接来自银行贷款。

3. 房价上涨背景下房地产贷款的优质性使得银行乐于将资金贷给房地产行业

房地产业的高利润对银行有巨大的吸引力，即使在知其高风险的前提下，银行也愿意对其融资。在房价高涨的背景下，与其他贷款相比，房地产贷款是银行各项贷款中收益较高、风险较低的优质业务，尤其是个人按揭贷款，表现更加优异。根据人民银行数据，历年来房地产贷款余额不断增加，且一直保持 10% 以上的增速。全国主要金融机构房地产类贷款余额占全部贷款余额的比重一直在 19% 左右。根据证监会数据，2012 年末，商业银行各项贷款不良贷款率为 0.95%，而个人按揭贷款不良率仅为 0.29%。各大商业银行均将房产投资者、房地产开发商，尤其是大型房企、建筑公司等列为优质客户。



数据来源：中国人民银行

图 3：2004 年以来房地产贷款余额规模及增长

4. 证券市场直接融资渠道不畅迫使房地产企业更多考虑间接融资方式

证券市场作为一个易受政策影响、波动较大、风险极高的行业，对房地产企业融资的限制比较严、审批环节多、手续复杂。相比之下，通过银行获取信贷资金成为各种融资方式中最直接、最方便和成本最低的途径。

(1) 股票融资方面。房地产企业 IPO 一度关闭，重新放开后，要求条件也相当严格。2012 年，全国房地产开发企业达 89859 家，按证券公司有关分类，以房地产为主营业务的沪深两市上市公司只有 130 多家。为了遏制房价过快上涨的势头，2010 年国务院发布的《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》中明确要求“对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组”。证监会暂缓受理房地产开发企业重组申请，并对已受理的房地产类重组申请征求国土资源部、住房城乡建设部意见。政策调控之下，境内 IPO、再融资、重大资产重组基本停滞，有条件的企业只能转向境外证券市场。

(2) 债券融资方面。我国债券市场相当不发达，规模很小，债券发行和持有的风险都很大，因而，房地产企业债券发行规模也较小。目前，企业债券类型主要有企业债、公司债、私募债、票据、短期融资券等。其中，企业债、公司债采取审批制而非注册制。企业债由国家发改委审批，公司债由证监会审批。企业债发行条件非常严格，不仅要满足资本实力、盈利状况等方面的要求，还要符合国家产业发展政策方向才会得到批准。而《公司债券发行试点办法》是在 2007 年才由证监会正式颁布实施的，但受房地产政策影响，近几年发行比例也很小。

二、 国外房地产企业融资状况

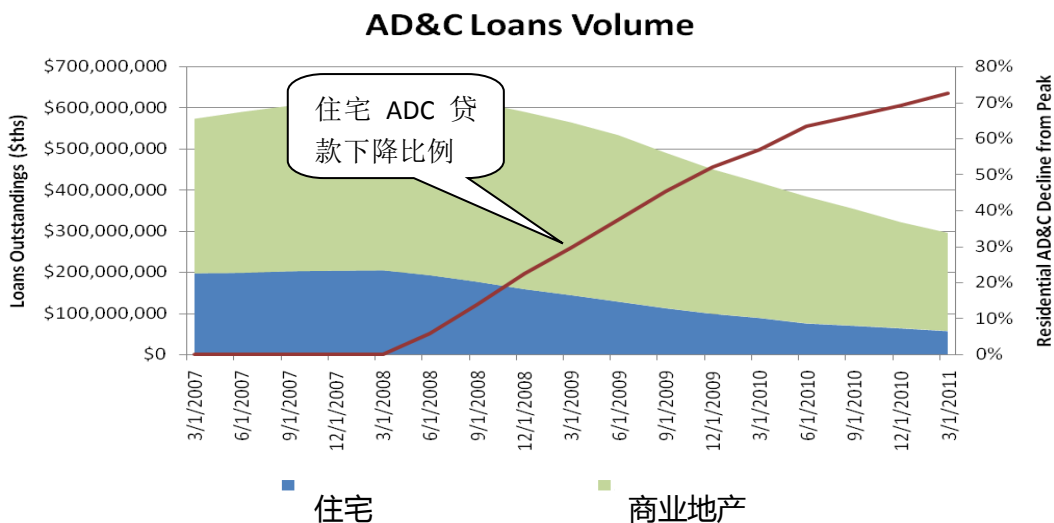
国外房地产企业的融资渠道呈现多元化特征，各种类型的金融机构和不同投资者（包括机构投资者）参与到房地产开发和经营过程中，进行债务或权益投资。从总体上看，大致可分为银行类融资、公募市场融资以及私募市场融资。

（一） 国外房地产企业的主要融资渠道

1. 银行类融资

（1）**信贷。**最重要的是商业银行。商业银行是开发商短期建设贷款（Construction Loan）和中短期贷款的主要资金来源。偏好于不超过 3 年的短期贷款，覆盖建设期和初始租赁期，之后长期贷款机构介入，将其替换出来（即用长期贷款偿还短期贷款）。小开发商一般会和本地的小银行作为合作伙伴，实际上大部分建设期贷款是由本地银行和区域性银行来提供的。其次是储蓄与贷款机构（Savings and Loan Institutions, S&Ls）。在 20 世纪 80 年代，S&Ls 从项目最初就开始介入。但自从 80 年代后期 S&Ls 危机之后，新的法规已经不再允许 S&Ls 与开发商合资，在开发类贷款份额较小，业务主要集中在住房贷款方面。

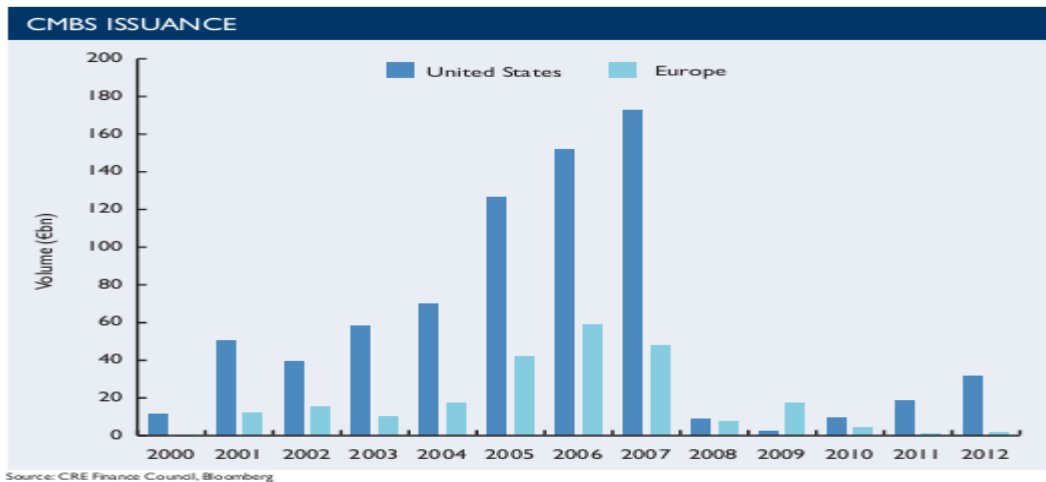
在 1998 年上半年，个人购房按揭贷款总额占房地产全部抵押贷款总额的 82.4%，而开发类信贷才占 17.6%（金科地产，2011）。2008 年 3 月底，美国 ADC 贷款（用于拿地、开发及建设的贷款）占银行总信贷比例在 6%-7% 之间。2011 年 3 月，该比例不足 3.5%。对住宅地产的贷款下降速度高于对商业地产的贷款下降速度。



数据来源：美国银行间协会年度报告（2012）

图 4：2007-2011 美国开发商拿地、开发及建设（ADC）贷款（单位：千美元）

(2) **抵押贷款证券化**。购房者的抵押贷款与开发企业融资也有很大关系，银行作为融资主体，只有通过购房者抵押贷款证券化获得流动性以后，才更有能力有实力投资房地产项目。这种形式大大提高了抵押贷款的流动性和贷款机构的借贷能力，同时也使资本市场的各类资金能够流向房地产市场。1971 年住宅抵押贷款市场出现，给住宅市场注入新的活力，放大了商业银行系统的放贷能力，促使了房地产行业的繁荣。截至到 2009 年，全美未清偿的住房抵押贷款余额达到 11.68 万亿美元；抵押二级市场上，其 MBS 发行额从 1970 年的 10 亿美元，上升到目前的 9 万亿美元，抵押贷款证券占未清偿贷款的比值，从最初的不到 5%，发展到占比超过 75%。

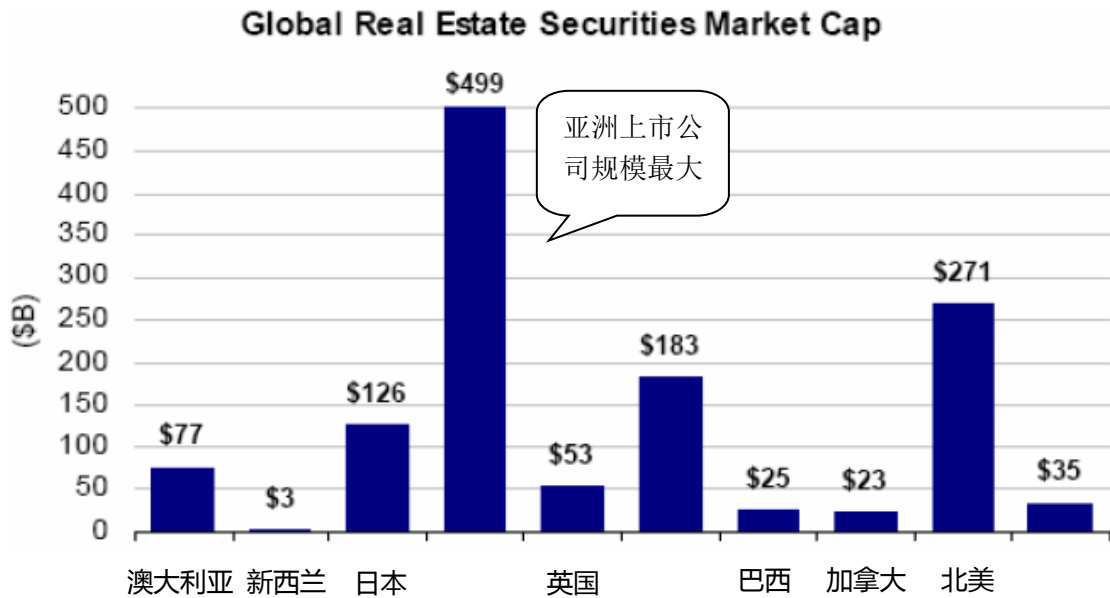


资料来源：CRE France Count. bloomberg

图 5：美国和欧洲的 CMBS 发行量

2. 公募市场融资

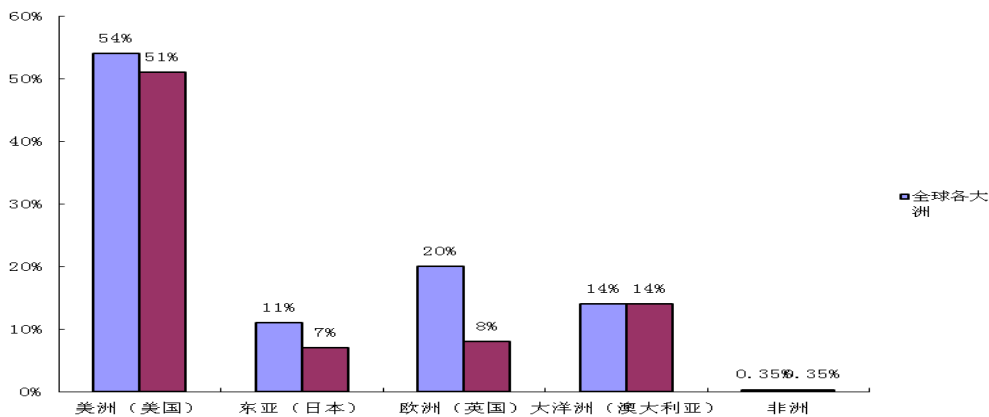
(1) **上市融资**。上世纪 60 年代以前，美国住宅营建商没有上市公司。60 年代-70 年代初期，公开资本市场对上市住宅营建商的扩张并非重要支撑，银行和储蓄机构仍然是最重要的资金来源。70 年代初，许多上市住宅公司的负债是净资产的 8-10 倍。80 年代以及 90 年代初，由于储贷机构危机使得房地产企业比其他企业受到更严重的打击。与之相比，上市房企的优势逐步显现，尤其是大型上市房企，从 90 年代中期开始，资本运作能力更强，市场份额不断提升。



数据来源：睿富房地产基金，2010年3月

图 6：全球房地产上市公司总市值

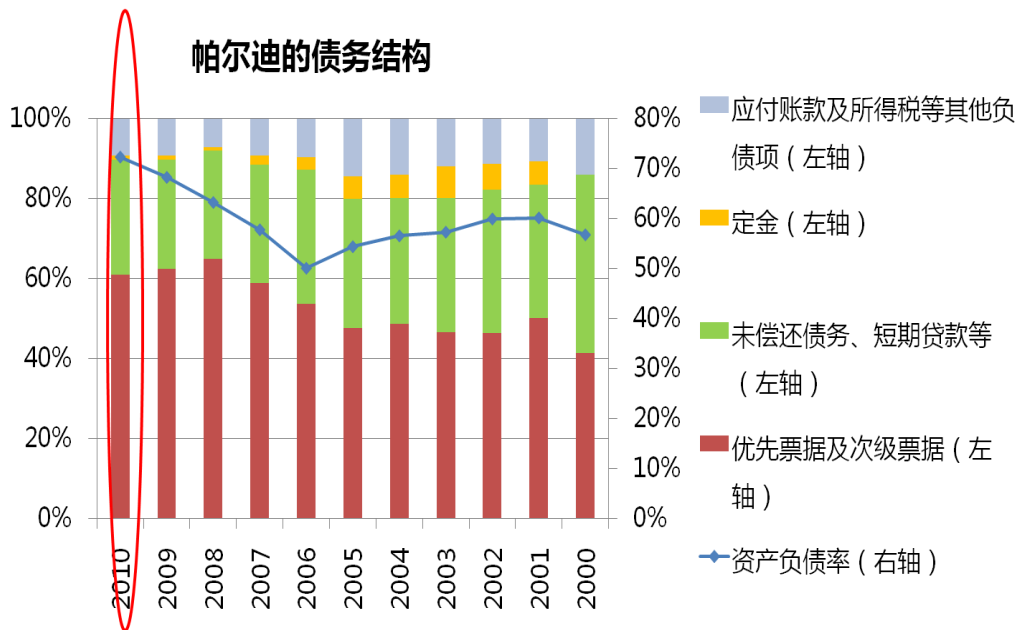
(2) 房地产投资信托 REITs。目前为止约 20-30 个国家已经采用了房地产投资信托 REITs 模式立法，房地产投资信托与所有房地产投资机会均有关，还包括一些相对小的部分，房地产证券和房地产投资信托约占据了 12% 的房地产市场。同时约 60% 间接房地产上市股权实际为房地产投资信托形式。按所有市场资金排列，房地产投资信托的形式在美国、加拿大、澳大利亚、欧洲国家（如英国、法国和荷兰）、日本和中国香港非常重要。美国约占据 50% 的全球房地产投资信托。2004 年 9 月 30 日，构成美国住宅营建商股票指数 (HBSI) 的 23 家公司总市值为 497.7 亿美元，相当于美国股市总市值的 0.33%，平均市值为 20.24 亿美元。而同期美国 REITs 占总市值的约 2%。



数据来源：《房地产资本市场——市场功能、次贷危机和未来发展的国际化透视》，Nico B Rottke 编，李启明、李德智等译，中国建筑工业出版社，2013 年版

图 7：全球 REITS 市场分布

(3) 发债。美国中小开发商主要是依靠地区银行贷款，大型开发商主要是运用公开资本市场进行融资。依靠非常发达的债券市场，美国开发商大量依靠票据融资。在过去几年，美国开发商负债率不断上升，近期房地产上市公司整体负债率上升到 66%左右，目前上市公司负债的 64%是由优先票据构成的，优先票据占到美国房地产上市公司资产总额的 42%。如美国最大的房地产公司帕尔迪近年来优先票据的占比相对较高，大约在 40%-65%之间。



数据来源：高通智库，2011

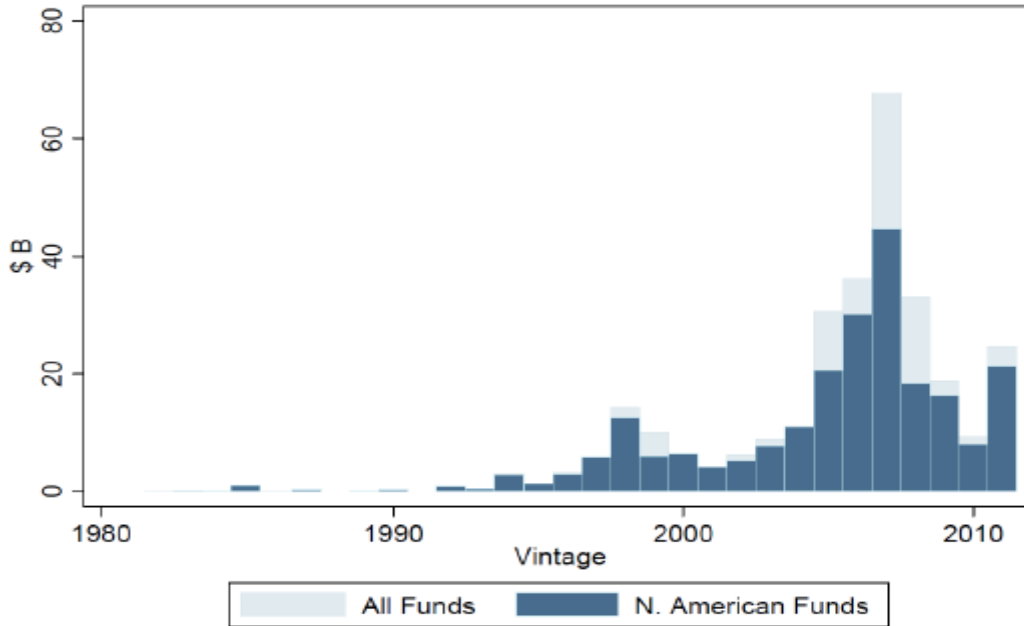
图 8：美国帕尔迪公司的债务结构

3. 私募市场融资

私募市场最重要的是私募房地产股权基金（PERE）。

上世纪 80 年代初对 PERE 的需求并不大。当养老基金取代个人和家庭投资人成为 PERE 的主要来源，PERE 开始较快发展。到 80 年代末到 90 年代市场出现大量因无法偿还而抵押的房地产时，PERE 借机抄底而获得飞速发展。在 2000 年遭受互联网破灭等引起的短暂挫折之后，仍然高速发展。支撑基金快速成长的最重要的因素是投资者与 GP 之间利益的结合得更紧密。其他原因包括早期成熟基金的成功运作、股市大牛市带来大量股权投资机会、全球投资机会的增加。从私募房地产股权基金区域分布看，北美是 PERE 规模最大的地区，其次

是欧洲。



数据来源: burgiss 数据库

图 9: 全球房地产私募股权基金 (1982-2011)

(二) 房地产企业融资的国际趋势

1. 房地产信贷产品多样化、灵活化

房地产行业是一个资金密集型高的行业, 同时也是一个产业链较长的产业, 从购置土地、规划设计、建设开发、销售及物业管理等环节构成了一个整体性的经营流程。房地产间接融资呈现信贷品种多样化、信贷品种设计差异化、信贷品种灵活化的创新趋势。

房地产开发信贷产品的金融工具创新具体表现在: 一是金融工具满足房地产企业日益多样化的开发信贷需求, 如利率可以选择固定和浮动、资金的期限可以是多期或单期、资金投向可以定向或非定向; 二是金融工具创新围绕规避现实融资风险。如美国、英国、德国的房地产开发贷款就有循环抵押贷款、可分期调整担保贷款、双方约定抵押贷款等等。

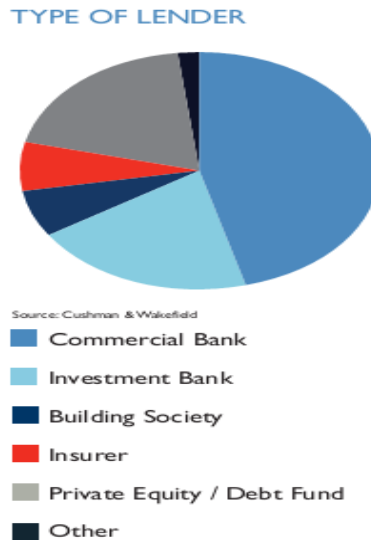
表 3：国外各种类型的开发贷款品种

	商业性开发信贷					政策性开发信贷		
	短期开发信贷金融工具				中期开发信贷金融工具	长期信贷金融工具		
	短期信用贷款	临时担保贷款	短期抵押贷款	贴现贷款	循环抵押贷款	约定利率贷款	分期可调整利率贷款	约定性价格水平利率贷款
美国	√	√	√	√	√			√
英国	√	√	√	√	√	√	√	
德国	√	√	√	√			√	
日本	√	√	√	√	√	√		√

2. 房地产直接融资多元化

(1) **融资工具多元化。**随着发达国家房地产行业的不断发展以及融资政策的逐渐放松，以房地产信贷为主导的单一融资格局逐步被多元化的融资格局所替代。从发达国家经验看，国外企业融资除了通过股票市场和发行债券之外，还包括具有股票性质的购房者与房地产开发商合伙建房，允许银行房贷在债市上打包转让流通、发展房地产投资基金以及房地产信托投资等等。这种多元化融资市场不仅存在拥有以债权、股权融资两种基本形式的一级市场，还包括投资基金、信托证券等多样化金融资产和金融工具为特征的房地产二级市场。已经形成了房地产开发信贷、房地产业投资基金、房地产信托三足鼎立之势。

(2) **融资渠道多元化。**围绕房地产融资而建立的多样化的具有不同市场功能不同偏好的融资渠道，包括商业银行、信托公司、保险公司、房地产投资基金、人寿保险公司、投资公司、养老基金等等。如全球最大房地产咨询公司高纬环球（cushman&wakefield）在 2013 年 3 月发布《欧洲房地产资金来源报告》指出欧洲的房地产资金来源主要包括商业银行、投资银行、建筑业、保险公司、私募股权、债务资金及其他等等。



资料来源：高纬环球《欧洲房地产资金来源报告》

图 10：欧洲的房地产企业资金渠道

(3) 融资市场多元化。通过建立房地产金融资产的流动性市场体系，借助资产证券化、指数化等金融手段，把集中房地产金融机构的市场风险和信用风险分散到整个金融市场。主要呈现以下特点：一是价格指标市场化：房地产企业的融资价格指标（包括债务融资方式下的利率和证券化后产品价格）由所选择的融资渠道、企业财务状况、项目自身风险等因素，综合形成了市场化的价格。二是融资市场关联化：房地产开发企业选择多样化的融资方式，已经基本形成一级市场和二级市场相互渗透的格局，你中有我，我中有你，互相选择，互相依靠。这种组合方式主要受到融资市场的价格、成本、风险等综合因素的影响。

3. 融资资金来源日益公众化

房地产的资金来源逐渐从金融机构向社会公众转变。国外房地产融资的多元化带来社会投资渠道的多元化，社会投资渠道的多元化反过来也一定程度上促进房地产融资渠道多元化的形成。金融机构身份随之发生重要变化，由原来资金的主要提供者转变成融资链条中的中间组织和管理机构。以美国为例，美国的房地产资金只有 15%左右是银行资金，剩下的 70%是社会大众的资金（其中 35%是退休基金，35%是不动产基金）。房地产基本上是私人投资，投资者可以通过不同方式参与房地产的投资，主要渠道是房地产基金、上市企业股票、MBS（房产抵押贷款证券）等。

三、 我国房地产企业传统融资方式的新变化

(一) 银行贷款新变化

1. 银行资金更加偏向大型房企

首先，从政策导向看，房地产政策调控使银行针对房地产贷款的规模难以扩大。为控制房价过快上涨，2010年开始，国家收紧房地产企业银行贷款。银监会不仅对开发贷款总量进行控制，还推行开发贷“名单制”管理，只有名单内的房地产企业才能获得贷款。相对于巨大的行业资金需求，开发信贷总量呈偏紧态势。

其次，从风险防控看，在现有的贷款规模下，银行基于收益及风险控制考虑，更愿意将资金贷给大型品牌房企，中小企业很难获得资金支持。

2. 银行资金通过表外业务流向房地产行业的现象突出

目前，商业银行在金融机构中占据绝对优势，客户、资金资源大都掌握在银行手中。在利率非市场化、“影子银行”快速发展的背景下，面对较高的回报，银行资金通过各种渠道流向了房地产行业。一是，通过理财产品采取银证合作、银证信合作、银信合作等手段流向房地产业；二是，通过委托贷款形式流向房地产业。根据高通智库统计，2011年委托贷款总额达到1.3万亿，其中投向房地产行业的大致占四成，规模达到5000亿左右；三是，通过私人银行，使高净值客户与信托、房地产私募基金等对接，投资于房地产业。

(二) 境内资本市场融资新变化

1. 房企再融资需求旺盛

2013年7月初，因有证券市场再融资放开的消息，多家地产公司都积极准备报批材料，倾向性融资方式包括定向增发、可转债、公司债等。据公开资料显示，截至9月18日，A股市场已有33家上市房企先后公布了再融资预案，涉及总金额接近740亿元。从公布的融资计划来看，不仅仅有保障性住房、棚户区改造项目、商品房项目，还涉及商业地产项目。这说明房企对再融资需求非常迫切。

2. 境内发债以支持保障房建设为主

2011年全年国内主要房地产企业发债额约292亿元人民币，其中明确用于保障房的资金额就达到了约130亿元，占到总募集资金额的44.5%。2012年，随着保障房建设的大力推进，地方融资平台保障房债券发行较多。据不完全统计，内地共发行与房地产相关债券54只，发行金额达568亿元，较2011年出现了大幅上升，其中大部分都是保障房债券。

（三）境外资本市场融资新变化

由于境内房地产企业 IPO 受阻、再融资条件苛刻，加之股市低迷，房地产企业股市融资量相当小，债券市场也以保障房融资占主导。相比之下，房地产企业在境外资本市场融资显得非常活跃。随着美国 QE3、日本量化宽松政策的推出，境外市场迎来超低利率环境，许多房地产公司选择境外借壳上市、IPO、发行债券等融资方式。截止 2013 年 7 月底，上市房企境外募集达 3717.548 亿港元，折合人民币 2934.97 亿元。该数字已经超过 2012 年上市房企境外融资总额（约 700 亿元）4 倍多。

1. 大型房地产企业通过借壳上市搭建“A+H”双重融资平台

为搭建境外融资平台，大型房地产企业在香港证券市场借壳上市频繁。目前，招商地产、保利地产、万科、金地四家房地产龙头企业均已搭建了“A+H”双重融资平台。2012 年 5 月，招商地产通过香港全资子公司瑞嘉投资以 1.99 亿港元的对价收购香港主板上市公司东力控股 70.18%的股权，成为内地房地产企业赴港买壳的首个成功案例。随后万科、金地集团分别收购香港南联地产和星狮地产成为绝对控制人，实现香港上市。2013 年 1 月，万科公布 B 转 H 股方案，申请以介绍形式把 13.14 亿 B 股转投 H 股上市。

2. 房地产企业赴港 IPO 和再融资积极

为解决融资困境，房地产企业纷纷寻求在港上市或再融资。据不完全统计，截止 2013 年 7 月底，共有 11 家房企进行了 IPO 及配股融资操作，总融资规模达到 136.588 亿港元，折合 107.82 亿元人民币。其中，配股融资约 78.64 亿港元（折合 62.09 亿元人民币）；IPO 融资约 57.948 亿港元（折合 45.74 亿元人民币）。

3. 房地产企业境外发债频繁

近几年，相对股票市场，房地产企业境外发债更加积极。据不完全统计，2011 年，30 余家上市房地产企业通过境外市场发债共融资超过 900 亿元人民币。2012 年，共有 20 家房地产企业发行了 25 笔境外债券，融资总额超过 600 亿元。这种态势在 2013 年得到延续，截止 2013 年 7 月底共有 37 家房地产企业进行了融资操作，发债融资总规模达 1880.5 亿元人民币。境外上市房地产企业频繁发债，一方面利用全球资本市场出现的低利率环境获得大量低成本资金，另一方面可以调节企业中长期债务结构，平衡资金成本，改善企业资金流动性。这也体现出房企搭建境外融资平台的必要性。

4. 境外上市房地产企业采取银团贷款方式融资增加

由于美国、日本的量化宽松政策，造成境外流动性泛滥。利用境外融资平台，额度高、利率合理的银团贷款成为当前境外上市房地产企业最为重要的资金获取途径之一。据不完全统计，截止 2013 年 7 月底，境外银团贷款总融资规模达到 1199.2 亿港元，折合人民币约 946.65 亿元。在期限结构方面，以 3 年期短期贷款



为主。如，2012 年 4 月，龙湖地产取得 20 亿的年内首笔银团贷款，年利率仅为香港同业拆息加 400 个基点。随后，中海地产、SOHO 中国、远洋地产等内地优质房企陆续在香港获得银团支持，其中 SOHO 中国获得银团贷款 6.26 亿美元，折合年利率仅为 4.6%，成本优势非常明显。

四、我国房地产企业新型融资方式的探索

（一）房地产企业发展新型融资方式的背景

1. 传统融资渠道难以完全满足房地产企业的融资需求

首先，融资能力较强的大型房企需要新型融资方式作为补充。大型房地产企业由于综合实力强，风险控制能力强，较容易受到金融机构的青睐，其融资能力也相对较强，能够较为充裕地利用低成本融资手段和融资平台，如上市（IPO、借壳、再融资）、银行贷款、海外融资（上市、发债、银行贷款）等。但从降低资产负债率、扩大经营规模的角度考虑，大型房地产企业也有利用私募基金等新型融资渠道的需要。

其次，中小房企的融资困境使得其更加依赖新型融资方式。房地产企业融资渠道的探索与金融环境的改变、企业自身实力的强弱密切相关。中小房地产企业，由于其风险相对高，无法获得低成本融资渠道的青睐，银行贷款和上市等融资方式实际上基本对中小房企关闭，以银行贷款为例，一般来说需要满足“432”条件，即四证齐全，自有资本金30%，二级开发资质，很多中小房企都难以达到上述条件要求。因此，为数众多的中小房地产企业面临融资困境，其融资需求强烈，需要在传统融资方式之外，寻求新型的融资渠道满足其资金需求。

2. 大资管时代来临加速房地产企业拓宽融资渠道的步伐

自2012年5月以来，相关资产管理政策陆续出台，资产管理业务向证券公司、保险公司、期货公司、基金子公司、银行等全面开放。2012年7月，证监会发布《期货公司资产管理业务试点办法》；2012年10月，证监会发布修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》等。上述政策的密集推出，意味着大资管时代的来临，打破了证券、保险、基金、信托、银行之间的竞争壁垒，标志着资产管理行业进入全面竞争时代，为房地产企业拓宽融资渠道、创新融资方式创造了极为有利的条件。

2013年3月，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，明确了规定商业物业等不动产作为可以进行证券化的基础资产，为房地产领域资产证券化的推进提供政策条件。

（二）房地产企业融资方式的新探索

除银行贷款、上市融资（IPO、借壳和再融资）等传统的融资方式外，房地产企业融资方式新探索主要包括信托、资管、私募基金、合作和并购、资产证券化等。

1. 房地产信托继续稳步发展

第一，“全牌照”和募资优势使信托成为最大的新兴融资渠道。在上市、银行贷款等渠道对中小房地产企业关闭的情况下，信托是其可利用的主要融资方式之一。在大资管时代之前，信托得益于“全牌照”的优势，是唯一可以投资上市和非上市公司的股权和债权类资产的类型。同时，信托也有资金募集优势，银行能够吸纳储户的存款但投资受限，信托公司凭借其独家的“全牌照”，通过银信合作的模式在募集资金方面取得优势。信托起步早且发展速度很快，从发展规模上看，相较于其他资管渠道，具有较大的先发优势。

第二，房地产信托规模再现增长趋势。根据高通智库数据，2010年—2012年，房地产信托新增规模占信托总量的比例分别为13%、12%、7%，呈逐年下降趋势。进入2013年，房地产信托出现增长趋势，房地产领域成为信托资金主要投资方向。2013年一季度末，信托资金对房地产的配置比例有所下降，但是规模却有较大增长，达到7701.79亿元，同比增长达到12.18%，环比增长达到11.93%，恢复到2011年的增速水平。在多个投资领域受到限制的背景下，房地产信托再次成为信托业务重点。

2. “全牌照”的券商和基金子公司成为房地产企业融资新渠道

大资管时代下多类“全牌照”金融机构涉足房地产类信托。随着大资管时代的来临，房地产企业可以利用的融资渠道将大为增加。“全牌照”从仅为信托公司一家，已向证券公司、保险公司、期货公司、基金子公司、银行等金融机构开放。在上述新增全牌照的金融机构中，已开展资管业务的主要为券商资管和基金子公司。

自2012年证监会放开券商资管和公募基金子公司资管业务开始，券商和基金子公司的资产管理规模迅速增长。鉴于房地产企业旺盛的融资需求，券商和公募基金子公司已全面进入房地产融资领域，类信托产品大部分投向了房地产业。短期内，券商和基金子公司不会对信托造成明显的冲击，但从长期看，信托垄断地位的打破有利于房地产企业降低融资难度和融资成本。

3. 房地产私募基金稳健发展中出现新变化

第一，投资领域由开发环节向全产业链扩展。不同房地产私募基金结合自身优势逐步形成各自的商业模式：部分基金向开发环节前移，投资延伸到拿地环节；部分基金向后发展，提供后期增值服务；部分基金专注持有环节商业地产的投资等。

第二，房地产私募基金从偏债型投资开始转向实股型投资。房地产企业利用房地产私募基金，可以分为股权、债权和夹层三种方式。以前基金通过过桥贷款、明股暗债等形式为房地产企业融资，现在发展到债权、股权并存的局面。

第三，投资物业类型多元化发展趋势明显。从以往的住宅投资为主，到目前商业地产、工业地产等投资比例增加，形成涵盖了各种物业类型，包括住宅、购物中心、商铺、办公楼、城市综合体、养老地产、旅游地产、工业地产、保障性住房等更为丰富的多元化格局。

4. 通过并购和引入战略投资者开展直接融资

第一，并购是被并购方实现融资的一种方式。以 2013 年 4 月为例，我国并购市场共完成 65 起交易，其中房地产并购案例数继续领先，共完成 9 起案例，占案例总数的 13.8%，涉及金额 5.12 亿美元。大型房企和中小型房企都有其通过并购实现融资的需求。对大型房企来说，可以通过并购整合和优化手中的项目资产，回收资金进行再投资。对中小企业来说，由于融资困境，可通过并购出售项目回收资金，解决融资需求。

第二，通过合作开发引入战略投资者可实现融资的目的。合作开发是合作方通过共同持股，实现对项目的共同开发。中小房地产企业和大型房地产企业都可能根据自身的需要通过合作开发达成融资的目的。对于中小房地产企业来说，通过合作开发引入战略投资者，可以实现融资的目的，同时，还可以通过合作开发，拓展企业经营规模、分散风险、引入战略投资者的品牌和管理，提升项目的形象和市场接受程度。对于大型房地产企业来说，通过合作开发，可以拓展开发规模、拓宽市场领域、分散风险，通过输出品牌和管理取得回报。

5. 资产证券化处于尝试和探索中

从严格意义讲，资产证券化是以未来有可预计现金流的优质资产为基础，设计成为证券产品，在金融市场上出售的融资方式。当前在我国资产证券化业务主要包括三类：银监会监管的信贷资产证券化（MBS）、证监会监管的企业资产证券化（ABS）和银行间市场交易商协会主导的资产支持票据（ABN）。在实践中，房地产领域的资产证券化主要有住房抵押贷款证券化（RMBS）、商业地产抵押贷款证券化（CMBS）、保障房 ABN 以及商业地产资产证券化。

第一，探索保障房和商业地产领域资产证券化。目前，除建行发行的“建元 2005-1”住房抵押贷款支持证券产品，万达集团在麦格理银行的帮助下发行的商业地产抵押贷款证券产品，以及天津天房集团的保障房 ABN 外，在其他方面还鲜有案例。

第二，部分证券化产品受政策所限绕道海外发行。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。继凯德置地在新加坡发行多只商业地产 REITs，以及在香港上市的越秀 REITs 等尝试之后，内地企业在酒店 REITs 方面的资本运作非常积极，如绿地集团与各类国际酒店集团的资产置换、花样年与外资机构筹备酒店信托基金等。

从结构方式看，境外发行 REITs 主要有两种：一种是将内地物业直接由境外的公司持有，如越秀 REITs；另一种则是将物业由境内的公司持有，再由一层境外的公司持有境内公司，如凯德 REITs 和开元产业投资信托。

第三，企业积极探索类资产证券化产品。与严格意义的资产证券化相区别，类资产证券化是指借助信托、



私募基金等载体，将商业地产或者商业地产经营收益进行打包并份额化销售，从而实现融资的一种模式。如高和的类 REITs 在类资产证券化方面进行了有益的探索。

五、 我国房地产企业直接融资趋势

未来，我国房地产企业融资将逐步呈现多元化趋势，直接融资将得到较大发展。

（一） 房地产企业和房地产产业需要发展直接融资

1. 直接融资是我国房地产市场走向成熟阶段的客观要求

从国际比较看，成熟房地产市场的融资呈现多元化特征，一般是公募市场融资、私募市场融资和银行贷款“三足鼎立”。2003-2012年十年间，我国房地产开发投资从1万亿增长到7万多亿，房地产市场已逐步从起步阶段走向成熟阶段。目前，我国房地产开发企业在开发和销售阶段高度依赖银行贷款。这种单一格局在未来将很难持续，房地产市场融资必然将逐步呈现成熟房地产市场的多元化格局，直接融资比例提高。

2. 直接融资满足房地产企业持续经营的实际需求

开发企业的资金需求随成本提高不断增加。随着土地取得成本的不断升高，加上人工费、原材料费的上升，房地产开发企业对必须探索新型的金融创新工具，解决企业长期持续发展的资金问题。另外，在房地产开发过程中特定开发阶段，如土地取得阶段，由于不允许利用银行贷款缴纳土地出让金，客观上需要除贷款外的其他多元化融资方式。

3. 不同规模企业均有多元化的直接融资需求

对于中小房地产企业来说，在目前的贷款名单式管理、银行对风险高度管制的情况下，取得贷款越来越困难，对直接融资等需求更加强烈。对于较大规模开发企业或房地产上市企业来说，出于扩大经营规模、改善财务指标（如资产负债率）等要求，仍需要除银行贷款外其他融资方式。

4. 商业地产快速发展需要长期资金支持

随着商业地产投资快速增加，我国房地产开发已逐步形成由住宅投资为主转向多元化投资的格局。2008-2012年，在我国房地产开发投资总规模增长1倍（从3万亿到7万亿）的同时，商业地产（写字楼和商业营业用房）投资增长了2倍（从4500亿到1.3万亿）。由于商业地产供应量不断增加，商业地产面临着新的挑战和问题。过去，由于缺乏长期资金支持，商业地产持有少，销售多；销售模式也是以散售为主，导致整个商业地产经营水平提升难度很大。商业地产供应量上升之后，以散售为主的经营模式难以持续。要解决这个问题，提升我国商业地产经营水平，关键在于需要长期资金的注入。因此，金融创新也是商业地产发展的内在要求。

（二）房地产企业发展直接融资面临多重机遇

总的来看，房地产企业发展多元化的直接融资具有投资人机会、政策机会和市场机会三大机遇。

1. 投资人机会

从房地产投融资结合角度，一方面，国内投资人包括机构投资者范围逐步扩大、不断成熟为房地产多元化融资提供了条件和机会，另一方面，房地产企业发展直接融资也适应了投资人优化资产配置的需求。

对于已拥有一定资产和投资能力的投资人来说，通过继续投资扩大自身资产规模的需求非常迫切。在当前投资渠道有限、民间资本投资领域尚未完全放开的情况下，相对通货膨胀和其他投资来说，房地产投资仍是实现资产保值增值的较安全的投资方式。据调查，目前近九成的人运用个人资产进行了投资，投资品种的前三大类分别是银行理财产品、房地产及股票。如北京、上海和广州等地房地产投资占投资人资产结构的比例分别为 36.8%、53.3%和 61.0%²。由于投资者个人资产配置的要求，未来部分投资者可能会改变惯有房地产实物投资偏好，在传统的住宅、商业地产投资之外，逐步配置房地产私募基金以及证券化产品。在这种背景下，越来越多的成熟投资人的出现，和机构投资者范围扩大，将为房地产企业发展直接融资创造基础性条件。

2. 政策机会

从社会融资的趋势上来看，利率市场化和盘活存量信贷资产等政策也为房地产企业发展直接融资提供了政策机会。

第一，利率市场化大势所趋。利率市场化是指金融机构在货币市场经营融资的利率水平由市场供求来决定。我国金融改革的一个大的方向就是逐步实现利率市场化。2013年7月20日起，我国全面放开金融机构贷款利率管制，取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。10月，中国人民银行从在银行间市场上发行同业存单入手，开始逐步推进存款利率市场化。未来，利率市场化意味着商业银行之间的竞争更加激烈，利率，资金成本逐步趋同，即间接融资和直接融资的成本趋于靠近，而不是更加拉大。

第二，货币政策总基调是用好增量、盘活存量。从用好增量的角度分析，对房地产业来说，信贷增量更多的将主要支持保障性住房、棚户区改造等民生工程的贷款需求。在用好增量政策的情况下，低成本的、更宽松的、大规模的银行贷款来支持房地产企业的开发资金需求，这种环境基本不太具备。从盘活存量的角度分析，将对房地产企业探索多元化的直接融资提供机会和空间。例如，资产证券化就是值得探索的一种盘活存量的途径。

² 《福布斯》中文版、宜信财富《中国大众富裕阶层财富白皮书 2013》。

3. 市场机会

当前，住宅限购、限贷等需求调控政策较好的抑制了住宅投机需求。从中长期发展看，我国仍处于城镇化快速发展过程中，住宅供应优先满足自住性需求，支持合理改善性需求。因此，控制住宅投机需求的政策将长期坚持。对于目前市场上充裕的投资资金来说，在不能投资住宅的情况下，投资房地产证券、房地产信托、房地产私募基金以及其他证券化产品成为可选途径。这就为房地产企业发展多元化的直接融资留出了市场空间。

（三） 房地产企业发展直接融资的趋势判断

1. 新型证券化产品不断出现，房地产企业直接融资占比提高

从未来发展看，在传统的直接融资形式如发行房地产股票、债券（包括在海外发行）基础上，房地产企业探索和发展新型证券化和类证券化融资形式，还有房地产行业并购、引入战略投资人等，都将使得直接融资比例继续提高。

第一，各类新型证券化和类证券化融资方式继续发展。证券、保险、基金、信托、银行理财机构等创新各种金融产品，支持房地产企业开展多元化的直接融资。此外，在大资管时代，基金和信托的联合、银行和信托的联合、信托与证券的联合也将衍生出更多的新型证券化产品。

第二，房地产企业并购、引入战略投资人等将更加普遍。2009-2012年，十家代表房地产企业销售额占全国比重已从7.5%提高到12.8%，房地产行业集中度逐步提高。今后，房地产企业之间资源整合、做大做强的趋势将更加明显。

第三，境外直接融资成为房地产企业与国际资本对接的重要平台。从2012年下半年到2013年上半年，在境外融资的成本优势下，房地产企业境外融资的探索非常积极，也取得明显效果。一些大的品牌房地产企业利用境外资金成本较低的优势进行境外融资，成为其资金来源的一个重要补充。短期内，房地产企业开展境外融资可能会因国际金融政策（如美国量化宽松政策）调整以及利率、汇率变化等发生波动；长期看，境外直接融资将更多的发挥房地产企业与国际资本对接的作用。

第四，证券市场直接融资需求强烈、蓄势待发。目前市场预期是，对房地产企业直接融资的限制政策逐步转向规范、引导政策，较大规模的房地产企业，特别是房地产上市企业，能够更有效的利用发行股票（包括IPO和增发）、发行企业债等直接融资工具进行融资。

2. 房地产信托在新型融资渠道中的仍占主要地位，同时也将面临“大资管时代”挑战

从规模上看，目前在房地产企业新型融资渠道中房地产信托占主体地位。特别是对获得银行贷款非常困

难的中小房地产企业来讲，信托融资已经成为满足其资金需求的一个核心方式。同时，房地产信托也是整个信托业资金重要投向。根据用益信托统计数据显示，2013年1-7月房地产信托、基础产业信托、金融类信托分别占32.27%、21.70%、18.50%的资金投向比例，位列集合信托资金投向前三位。从趋势上看，房地产市场长效机制的建立有利于房地产业平稳健康发展，对房地产信托来说，有利于其风险控制。因此，未来房地产信托仍是信托资金的重要投向之一，也是房地产企业重要的多元化资金来源之一。

另一方面，需要看到的是，“大资管时代”信托的“全牌照”优势可能弱化，券商、公募基金子公司和保险公司等资产管理业务将对房地产信托形成挑战，在房地产企业新型证券化融资中占据部分份额。

3. 房地产私募基金继续稳步发展，规范化、多元化运作

在住宅去投资化的情况下，民间资本进行房地产投资，比直接购房更好的投资出路在于以信托和基金为代表的证券化金融产品，新型金融业态的投资方式也更符合民间资本追求安全性和高收益的特点。因此，从2010年“房地产基金元年”以来，人民币房地产私募基金这种股权融资形式，从无到有、从小到大，逐步得到稳步发展。

预计今后房地产私募基金将继续稳步发展，募集资金规模不断地扩大，实现规范化、多元化运作。具体表现为：一是房地产私募基金投资组合从偏债型走向偏股型，逐步回归股权投资本质；二是中长期房地产私募基金得到发展，投资期限逐渐变长，基金收益率回归正常水平；三是房地产私募基金投资方向从投资住宅为主发展为包括商业、旅游、养老地产在内的多元化投资，多元化格局更加明显；四是不同房地产私募基金通过市场优胜劣汰，拥有独特商业运作模式和核心竞争力的基金将持续发展。

4. 商业地产 REITs 通过积极探索有可能率先实现突破

商业地产 REITs 通过积极探索有可能率先实现突破，基于如下原因：

第一，商业地产具有持续经营、收益稳定的特点，它与资产证券化的要求是一致的。商业地产资产证券化是解决商业地产持有资金问题的适合途径。

第二，商业地产证券化的基础条件不断完善。宏观上，我国资本市场基本完善，相关政策制度逐步放开，政策上允许开展房地产证券化；微观上，我国商业银行、信托公司、券商等金融机构业务范围不断扩大，实施资产证券化的能力具备、意愿也比较强烈。这些都为商业地产资产证券化的发展奠定了基础。

第三，目前国内商业地产资产证券化探索非常积极，有关企业从与券商结合、与信托结合、自身创新模式等多方面进行探索，虽然不是严格的、正规的 REITs 模式，但为下一步真正的 REITs 的出台积累了经验。

短期内，由于税收制度等尚存一定障碍，REITs 在国内发展环境有待进一步完善，国内企业在境外发行



商业地产 REITs 较为可行；但保障性住房 REITs 受政策支持，符合国务院吸引民间融资的方案，应积极尝试。未来，商业地产发展类资产证券化可能先行一步，再逐步过渡到严格意义上的资产证券化。

综上所述，从投融资两方面看，房地产企业通过融资工具创新，发展直接融资，满足了房地产企业融资和投资人资产配置的各自需求。因此，房地产企业积极性很高，各类证券化和类证券化产品创新加快。未来，需要发展规范、标准化和公众参与的房地产金融产品，更好的满足投资人需求，促使直接融资规范发展，防范风险。

用诺奖经济学理论分析中国房地产泡沫风险

高和资本董事长 苏鑫

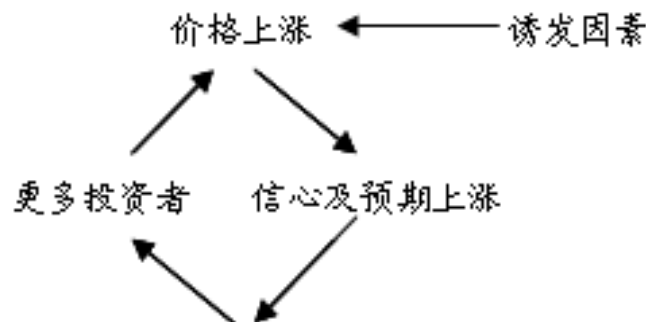
2013 年 10 月

我在 SOHO 中国一直负责营销，期间采用过各种方式进行了 100 多次拍卖。令我奇怪的是从未失手——几乎每次拍卖价都超出了预期。我试图去解释房地产的疯狂现象，但始终没有找到合适的分析框架，直到有一天读了席勒的《非理性繁荣》，才慢慢领悟。正是这本书预言了几个月之后的美国科技股泡沫，印证了席勒的理论，使得其名声大噪。

席勒和另外两位经济学家获得诺贝尔奖是众望所归。他们的理论认为，就资本品来说，短期的价格预测几乎是不可能的，可是长期的预测确实是有规律的。资本品的价格长期来看是由基本的回报率决定。对于房地产，回报率就是指租金回报率即年租金与房价的比率。

席勒还创建了反馈环理论，是他研究了美国近百年股票的涨跌情况后提出的。他发现在股票市场中，如果出现一个诱发因素往往使股票的价格上涨或下跌的结果超过了此诱发因素应该造成的结果。这是因为如果一个诱发因素使股票价格上涨后，就会使投资者预期价格还会上涨且增强上涨的信心，结果使过多的投资者进入，造成价格更大幅的上涨。这就形成了一个自发的反馈环。即使不再有新的外力，而价格还在不断的上涨。图示说明参见下图，下面我们试着用反馈环理论来分析房地产市场。

投资性泡沫的反馈环理论



“情绪指数”是地王频出的主要原因。最近地王成为楼市的关键词。特别是北京农展馆地块创造了楼面单价超过 73000 元的天价。到底如何看待“地王频现”？艺术品的定价公式或许能给我们一些启示，“价格=价值+稀缺性+情绪指数”。这个“情绪指数”就是引起地价上涨的诱因，且这种情绪在开发商之间互相传染。一位金融圈的朋友讲了这样一个故事：对于北京农展馆地块，他们年初的评估价为 4.5 万/平米，当孙河地块拍到 4.8 万/平米的楼面价，他们猜想竞争者可能会出价至 6 万/平米，于是他们将农展馆的楼面价上调至 6.3 万/平米。谁知最终以 7.3 万/平米的价格被融创摘得。而引导开发商情绪指数上涨的原因可能是出于风险规避的考虑，不约而同的回归一线城市吧。

房价剧烈上涨的原因是双反馈环的互相促进。第一个反馈环是地王推动的一手房价上涨。地王频出本不是高房价的“罪魁祸首”，但地王却是房价上涨的一个诱因。按照席勒的反馈环理论，部分开发商看到这些领头羊企业如此疯狂的追逐地王，自然调高了在此地块附近楼盘的售价，这样会使其他开发商有错觉，市场转好地价要上升，会有更多地开发商追逐新推出的土地，地王就会再次出现，从而再次推动一手房价的上涨。第二个反馈环是二手房推动的一手房价上涨。拥有房子的业主，从媒体看到土地上涨及“日光盘”的大肆渲染，自然有动力提高二手房的卖价，开发商注意到二手房涨价也会要求自己的营销副总提到一手房价格，买房人一看自己刚犹豫了几天房子就涨了几十万，能不赶紧出手吗？这样更多的买家就涌来了，又会推动新一轮的房价上涨。然而是否房地产只涨不跌呢，当然不是，因为只要有个外因如大幅升息，使人们认为房价会下跌，同样的反馈环也会出现，不过是逆向的会加速房价泡沫的破裂。

房地产投资非理性的根本原因是什么？房地产投资靠个人的能力无法判断是否该出手了？在可靠信息少又必须作决策时，投资者既疲倦又烦恼，而他们尊重的专家也有截然相反的意见，打开中央电视台，任志强说房价要涨，换到另一个频道，易宪容说房价要跌。所以投资人会关注媒体，但席勒的研究表明仅 6% 的人受媒体的直接影响，大多数投资决策靠直接交流，就是说新闻只是注意力连锁反应的诱因，而不是投资变化的直接原因。席勒研究还发现，改变人们投资行为的主要原因是讲故事及有信任关系的口口相传，并受到从众行为的思想感染，这种现象的心理学基础就是人类决策过程中的“动物精神”。

三位诺贝尔经济学奖获得者理论认为，资本品的价格偏离价值是常态，因为反馈环的作为使得只要是资本品就会有泡沫状态，即某个时段价格与价值的严重背离。

对于中国房地产，席勒在几年前曾表示，无论从房价收入比或是房价租金比看，中国楼市都处于相对高水平。近期他又说，看起来中国房地产有泡沫了。同时，席勒说“必须承认，有的泡沫会持续很长时间，特别是房地产泡沫。因为缺乏卖空机制和资本流动的限制”。也许中国的地产泡沫有地方政府的保护，有东方文化偏好，这是个“坚硬的泡沫”。但席勒还说“是泡沫就一定会破裂”。把诺奖理论总结成一句话，就是警示投资者“要想比市场更聪明几乎是不可能的”，所以无论开发商还是投资者增加风险意识是非常必要的。

不可逆转的“资产配置”趋势

高和资本董事长 苏鑫

2013 年 6 月

香港著名不动产投资专家施永青先生多年前曾抛出过一个著名的观点，即香港富有投资者的主要投资品种及资金分配比例为“房地产：股票：外汇：黄金和艺术品=4:3:2:1”。暂且不论其是否适用于大陆投资客群，但它透露出一个重要的理念：在香港这样成熟的投资市场中，资产配置最终会成为理性投资者的必然选择。大陆庞大的投资客群亦不例外。

过去十几年，中国的投资客群基本可以分为两大类：南方客户主要是偏股型资产配置，北方客户主要是不动产资产配置。尤其是本轮经济危机之后，财富精英们彻底看穿了这个时代，这是一个不折不扣的泡沫化生存的时代。泡沫化生存不再是阶段性的，而是常态化的。在这个“吹泡泡、印票票”的时代中，全球经济势必重回“高通胀时代”。再加上住宅去投资化的趋势愈发明朗，当“货币超发”邂逅“投资渠道奇缺”时，“钱”愈发茫然了。

首先，判断自己钱袋中钱的属性。钱和人一样有其各自的性格。有些钱是“母鸡钱”，它需要不断的生蛋，不断增值，更多的追求高收益；有些钱是“鸡蛋钱”，它最需要的安全和保值。而理性的投资者应该根据资本的不同属性、不同风险偏好，来匹配不同的投资品。从投资渠道而言，经过“资产精装修”的商办不动产和不动产证券化产品未来将成为最主要的投资方向。关于具体的选择方案，我们的建议是：对于 1000 万以上的可投资资金，可考虑投资房地产基金、类股权不动产和 1 线城市的商铺；对于 500 万左右的可投资资金，可考虑投资房地产信托和 1 线城市的写字楼；对于 100-300 万的可投资资金，可考虑投资房地产信托、1.5 线城市的商办物业和服务式公寓。这样，“母鸡钱”追求高收益，投资基金和类股权不动产可获取 20-30% 的年收益率；“鸡蛋钱”追求安全性，投资信托和不动产可获取 8-15% 的年收益率。

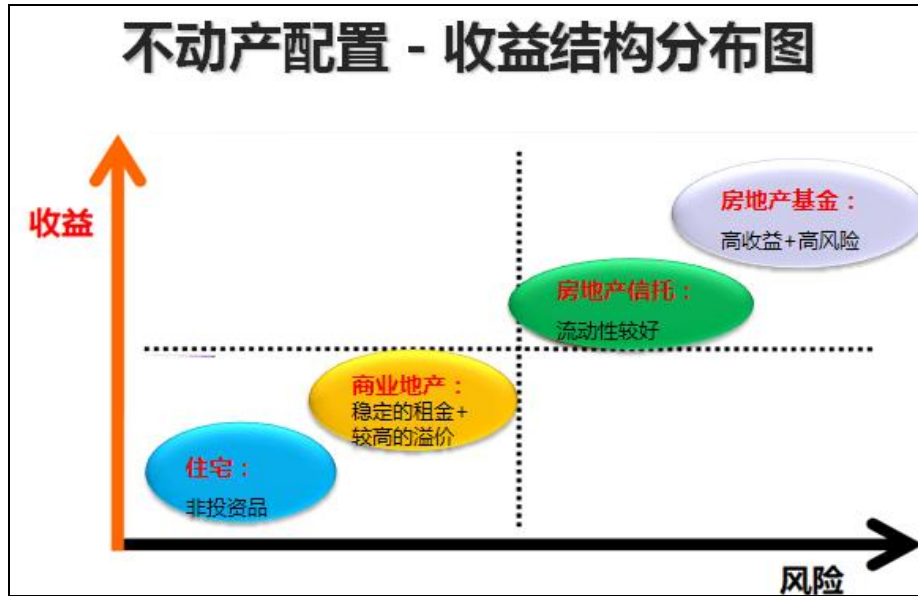
类别	房地产基金	1 线城市商铺	1 线城市写字楼	房地产信托	1.5 线城市写字楼
投资门槛（最低投资额）	1000 万	1000 万	500 万	300 万	100 万
收益	25-30%	5%（只考虑租金）	5%（只考虑租金）	9-10%	7-8%（只考虑租金）
风险	高	适中	适中	低	适中

其次，如果资产量级足够大，可以同时配置上述几个产品或者全部产品，即全方位的资产配置该如何进行？我们认为下图的配置方案是比较理想的：



如果把全方位资产配置比作为足球场中的排兵布阵，住宅产品应该是守门员角色，持有多套既违规也不划算，所以持有一套或者最多第二套改善型住房即可，它本身并不是投资品；商办物业是后防线，稳定的租金收益以及较高的资产溢价是非常好的选择；房地产信托是中场，良好的流动性，进可攻、退可守；房地产基金是前锋，它承担一定的风险来博取高收益，属于进攻型配置。目前来看，大多数人群还处于搭建后防线、组建中场的阶段。

从风险与收益的匹配度而言，可通过下图理解：



最后，通过什么样的机构配置？备选机构必须同时对实物房地产投资品和证券化不动产投资品有深刻认知，销售人员也必须从“卖药的”转变为“医生”。此外，公司的品牌足够好以及资产配置团队的专业素质过硬，只有这样才能与客户建立真正的信任关系。为此，高和资本特别成立百万沙龙，它是由高和资本发起的一个民间组织机构，也是高和全力打造的国内第一个资产配置平台。只有经过高和严格考核认证的精英才能成为平台的成员。我们尝试把已成为“医生”的销售精英和有资产配置需要的客户进行对接。我们深信这是一个方向，一个正确的方向。

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 年高和资本被《第一财经》杂志和投中集团评为“2012 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 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

联系我们：

- 1、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
- 2、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
- 3、有媒体欲引用报告内容或寻求深入采访，请联系：庄凌顾问 010 - 85804407 lilent@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

邮编：100004





住房和城乡建设部政策研究中心·高和资本
民间资本研究联合课题组

致谢:

庄凌顾问提供媒体支持
高通智库提供资料支持