

我国商业地产资产证券化的探索

Gohigh Report

一、我国商业地产发展与挑战

近年来，伴随我国经济社会发展和城镇化进程，我国商业地产取得较快发展，另一方面，在发展过程中，商业地产面临的挑战也不断凸显。在我国商业地产从散售为主逐步转向持有经营的转型过程中，为解决持有资金问题，商业地产资产证券化的需求出现。

1. 近年来我国商业地产增速较快

体现在投资和供应两个方面：一是商业地产开发投资增速超过住宅开发投资增速。2008-2012年，全国办公楼开发投资规模从2008年的1112亿元提高至2012年的3367亿元，年均增长率达到31.9%，商业营业用房开发投资规模从2008年的3200亿元提高至9312亿元，年均增长率为30.6%，而同期住宅开发投资的年均增长率为22.3%。二是商业地产供应增速较快。2008-2012年，全国办公楼施工面积规模从2008年的9191万平方米增长到2012年的19434万平方米，年均增长率达到20.6%；商业营业用房的施工面积从2008年的16224万平方米增长到2012年的65814万平方米，年均增长率达到41.9%；而同期住宅施工面积的增长率为18.6%。见图1、2。

2. 我国商业地产挑战凸显

目前，我国商业地产的开发经营仍以散售为主，这种模式带来的挑战日益凸显：一是经营水平低。散售的商业地产，由于业权分散，整个商业物业缺乏统一的招商规划、运营管理，同时，小业主出于追求自身的最大收益，各自为政，恶性竞争，造成商业物业的出租率低，空置率高，甚至物业资产贬值。对于散售型商业地产物业来说，通过后经营提升价值的难度大。二是部分散售项目出现销售困难。在商业地产供应量不断扩大的

相关研究：

- 一、我国商业地产发展与挑战；
- 二、我国商业地产资产证券化的探索；
- 三、我国商业地产资产证券化趋势。

背景下，散售商业地产面临出租率低和物业资产贬值等问题，导致市场认可度不高、接受度下降，部分散售项目可能出现销售困难。

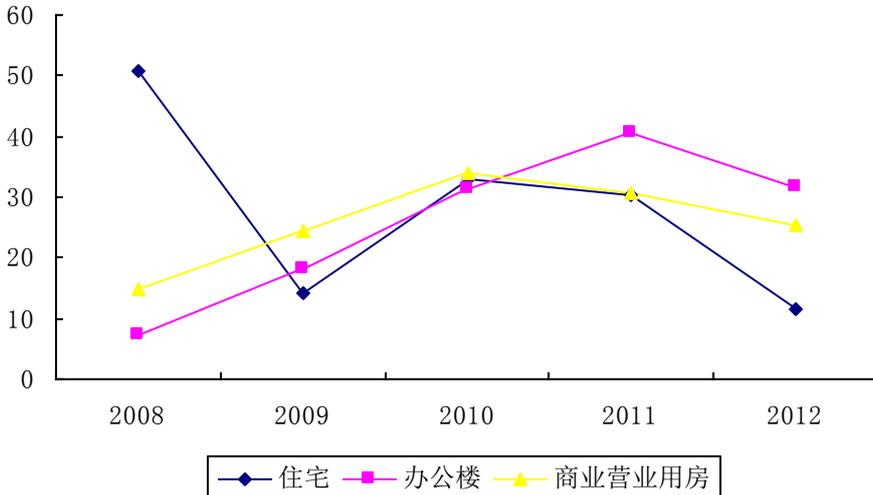


图1 2008-2012年办公楼、商业营业用房、住宅投资增长情况

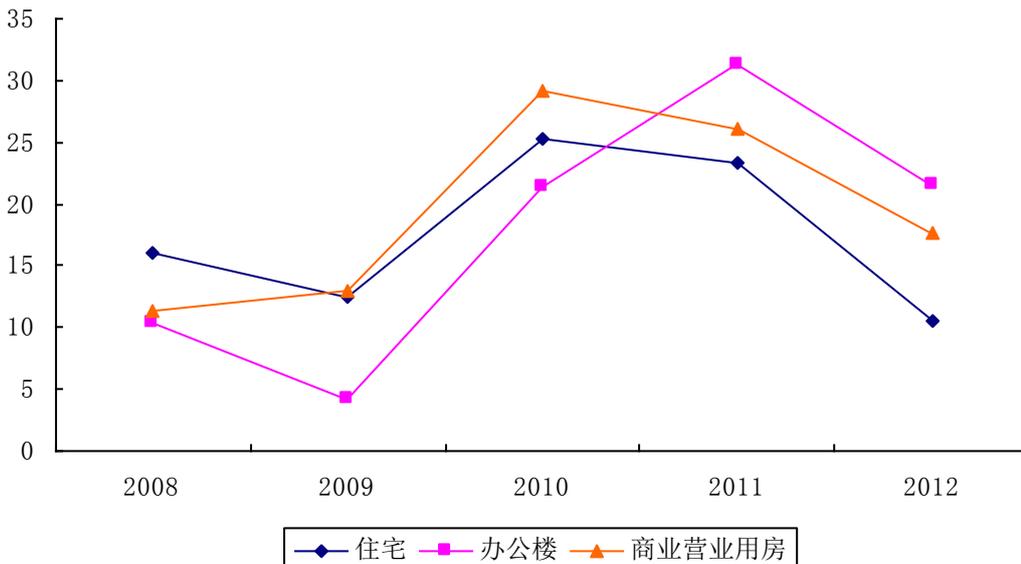


图2 2008-2012年办公楼、商业营业用房、住宅施工面积增长情况

我国商业地产之所以形成目前散售为主的销售模式，主要原因有：一是缺乏长期资金渠道的制度安排，开发企业开发商业地产的资金来源单一，多为短期的银行贷款等，只能通过散售快速回笼资金、提高周转速度。二是多数开发企业不具备包括定位、规划、招商、管理等在内的专业商业运营能力和队伍，因此开发以后以销售为主；三是在商业地产发展初期，散售模式迎合了投资者和市场对商业地产急迫的投资需求。

为解决商业地产散售带来的问题，部分企业也进行了一些积极的探索。一是带租约的散售。以“高和”模式为例，基金收购商办物业进行资产精装修后进行销售，销售前与购房人签订资产管理协议，包括统一招商、统一运营、统一物业等，通过整体运营，提高租金回报和资产增值水平，帮助投资者提升投资收益率。二是持有和散售相结合。开发企业通过规划定位，合理确定持售比例，通过部分持有，部分散售的方式，最大限度平衡资金问题和统一运营管理的矛盾。

无论是部分持有还是整体持有商业地产，对持有企业的资金规模都有非常高的要求，没有长期资金的支持，难以扩大经营规模和提高经营水平。因此，从根本上解决商业地产散售模式带来的挑战，还需要积极探索长期资金对商业地产的注入方式，为统一规划、定位、运营和管理提供统一的产权基础。

3. 商业地产存在资产证券化的创新需求

从国际经验看，商业地产通过证券化融资比较普遍。主要原因在于：一是机构资金的性质适宜匹配持有型物业。欧美金融市场发达程度较高而且开发程度也相对较高，政府基金、大型养老金、保险公司及其他大型投资公司的参与不仅大大丰富投资者类型，而且也增加了投资需求的类型。特别是政府基金、养老金和险资更加注重投资的安全性和稳定的收入回报，对于风险的耐受度较低，因此除了一些基本的固定收益类的资产，能够带来稳定现金回报并且风险较低的持有型房地产也恰恰符合这些投资者的需求。特别是金融危机之后，持有型物业的投资价值更加被投资者所发现和重视。二是欧美大多数的开发商选择长期性持有物业进行经营，除了匹配资金性质之外，还为了减少投资者风险，增强投资者的信心。开发商持有物业，并聘请专业的公司作为项目的运营商，会在很大程度上减少投资者的风险，如果开发商随意将项目进行销售。一方面由于产权的分散，会加大后期项目运营的管理难度，降低项目的投资潜力；另一方面，开发与商业经营完全脱节，将会在很大程度减低投资者的投资信心。以美国商业地产为例，资金来源呈现多元化，一部分是开发商的自有资金，一部分是银行贷款，还有一部分通过 REITs 等方式融资。低比例的银行贷款（主要是长期贷款）和高比例的社会融资，有利于开发商长期持有并经营商业物业项目。

与此对比，我国商业地产开发商自有资本比例普遍较低，很多商业地产项目银行贷款高达 70-80%，而且银行贷款多为短期贷款。这种融资方式决定了分散销售的运营模式，不利于商业地产长期稳定经营以及品质提高。因此，要实现商业地产由出售向持有经营的转型和升级，首先必须突破现有融资模式。在这种背景下，通过资产证券化等创新方式为商业地产融资是商业地产发展的内在需求。

二、我国商业地产资产证券化的探索

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。前三者案例包括建行发行的“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 等。在商业地产资产证券化方面，不断出现新的探索，具体如下：

1. 券商 ABS 已有案例

券商 ABS 是证券公司作为管理人，以企业能够产生现金流的财产或财产权利为基础资产发起设立专项资产管理计划，投资者认购受益凭证并根据约定取得投资收益的资产管理业务活动。

2013 年 3 月，证监会颁布《证券公司资产证券化业务管理规定》，拓展了可以证券化的基础资产：商业票据、债券、股票等有偿证券、商业物业等不动产财产等均可作为可证券化的基础资产。目前已有多家房地产企业酝酿通过资产证券化融资，部分已向证监会报备。继华侨城 A 和隧道股份之后，广东海印集团股份有限公司专项资产管理计划就是一例商业地产资产证券化的成功案例。海印股份资产证券化是通过中信建投证券股份有限公司申请设立海印股份专项资产管理计划进行融资的。基础资产为公司旗下管理的 15 家商业物业的未来五年的经营收益权。公司作为融资方通过这部分未来收益提前获得现金，而投资者则通过该资产支持证券还本付息的形式获得未来收益。其产品主要面向基金、券商、财务公司、企业等交易所的机构投资者发行，在沪、深证券交易所的固定收益证券综合电子平台挂牌转让，并可通过券商做市、协议回购等途径增加二级市场流动性。该产品设优先级资产支持证券和次级资产支持两种证券，合计募集资金 16 亿元。其中，优先级资产支持证券不超过 15 亿元，由合格的机构投资者认购，而余下的 1 亿元将作为次级资产支持证券，由公司全额认购。海印股份还承诺，若本次专项计划基础资产未来现金流不足以偿付完毕资产支持证券的本金和预期收益，公司将代表原始权益人进行差额补足。

2012 年 11 月，证监会颁布《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，公募基金子公司可以从事“特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务”。即公募基金公司子公司也可从事资产证券化业务。由于该项业务刚刚起步，还没有形成完整的案例。

2. 资产支持票据（ABN）受到关注

资产支持票据（ABN）是一种债务融资工具，在银行间债券市场发行，该票据由基础资产所产生的可预测现金流作为还款支持，并约定在一定期限内还本付息。相比 ABS，ABN 发行更为简便，ABN 实行注册制而非审

批制。此外，ABN 发起人为非金融企业，范围更加广泛；发行规模不受净资产 40% 的限制；募集资金用途没有严格限定；可公开或非公开发行。

ABN 包括应收账款质押型 ABN 和信托型 ABN 两类。目前房地产领域已发行的产品主要是应收账款质押型 ABN，比如天房集团的保障房 ABN 就是这种类型。另一类是信托型 ABN。与应收账款质押型 ABN 相比，信托型 ABN 引入信托做特殊目的的载体（SPV），以信托方式实现基础资产的隔离，投资者对基础资产享有信托受益权。而与传统信托产品相比，信托型 ABN 增加了信用评级措施，信息披露也更透明，更趋向于标准化产品。信托型 ABN 的出现，将进一步拓展商业地产资产证券化渠道，同时也有助于信托公司将目前主要从事的非标准化的类资产证券化业务，向标准化的资产证券化业务转变。

3. 境外发行 REITs 时有发生

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。目前，内地首只酒店 REITs——开元产业信托正在赴香港挂牌上市。开元产业信托于 2013 年 6 月 10 日按信托契约成立，在中国内地持有五家酒店物业。该项目最大的特点不仅在于是首支关注内地酒店业的 REITs，而且基金还使用了中国人民银行浙江分行的不可撤回担保与母公司开元旅业担保的双重增信措施，很大程度上保证了投资者的利益，且大股东浩丰国际与凯雷蓝天放弃了自身持有的 1.1 亿基金单位 2015 年之前的分红，使该基金首年预测收益率从 6.5%-7.8% 提升至 7.62%-9.14%。

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。

国内商业地产收益率不高以及税负沉重是影响 REITs 资本收益率的两个重要因素，这让 REITs 发行的估值大打折扣。如同开元产业信托一样，如果仅靠企业做出某种保障性的承诺，或补贴或大股东放弃分红，来提高收益，因其不可持续性，始终难以吸引投资人。

4. 类资产证券化的积极探索

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。

信托产品中的财产受益型信托，可以视为一种类资产证券化产品。如果这种信托产品与券商 ABS 或 ABN 相结合，就能发展成为严格意义上的资产证券化产品。比如，2008 年华侨城地产与中信信托投资有限公司、

中国工商银行深圳分行共同发行的“华侨城租赁收益权直接融资项目”就是一个案例。华侨城地产通过以其深圳本部的部分收益型物业，包括商铺、写字楼、厂房和国际公寓等物业的未来 5 年租金收益委托中信信托发行财产信托产品，托管银行和监管银行均为中国工商银行股份有限公司深圳市分行。这是国内首例以房地产租赁收益权作为信托标的进行融资的项目。

此外，目前还有一些商业地产的销售模式也在向类资产证券化靠拢。比如龙湖的“金苹果计划”。龙湖将旗下不同区域、不同业态的资产进行组合，购买者可以自由选择现有销售型的商铺、写字楼及分时度假产品的任意组合。龙湖还将提供生活服务和资产管理两大系统，整合商业招商资源和物业租售资源，为购买商业地产的业主实现保值增值。

三、我国商业地产资产证券化趋势

结合以上对我国商业地产现状分析和国际比较借鉴，目前我国商业地产在资产证券化方面进行的一些新探索，符合资产证券化的发展方向，值得进一步研究。

1. 商业地产资产证券化符合国内商业地产发展需求和国际惯例

从我国商业地产发展来看，目前正处于发展初期转向逐步成熟的过渡阶段，部分地区出现局部供大于求，商业地产低层次、同质化的散售面临更大的销售压力，整体持有并运营商业地产的需求逐步产生，而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。

从国际经验来看，商业地产具有持续经营、收益稳定的特点，与资产证券化的要求相一致，商业地产（或收益）是国外开展资产证券化的重要基础资产之一。

2. 商业地产资产证券化在我国仍处于探索阶段

一方面，商业地产资产证券化有强烈需求。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。

另一方面，商业地产资产证券化短期内在实践上还难以突破和扩大规模。目前来看，企业从自身角度出发，已开展各种基于资产证券化的探索。未来，商业地产发展类资产证券化可能先行一步。

3. 海外发行是短期内国内商业地产 REITs 的可选途径

REITs 是商业地产资产证券化的重要途径，彭博数据显示，截至 2011 年底，全球上市房地产证券总市值达到 7800 亿美元，其中，REITs 占比超过 60%，成为海外商业地产最大规模的投资工具。但从目前来看，REITs

在国内发展环境有待进一步完善,因此,国内企业在境外发行商业地产 REITs 较为可行。至于保障性住房 REITs 受政策支持,也符合国务院吸引民间融资的方案,应积极尝试。

4. 资产证券化发展中不同机构加强合作,实现创新

如信托与证券合作。目前政策允许证券公司资产管理计划的资产配置可以配置其他金融产品(包含信托产品),这样资产管理计划可以通过信托平台走向综合化的资产配置。此外,企业资产证券化过程中,在结构设计上从风险隔离的角度也需要信托化改造,因此,证券公司开展资产证券化业务客观上也需要与信托公司合作。

资产证券化的尝试 ——类持有基金

Gohigh Report

当资产证券化成为这个时代不可逆的大趋势时，每一位理性人亟需思考的问题便是属于自己的机会在哪里？每一场时代大潮中都会孕育一些地产江湖故事，也正是因为经历了大浪淘沙的洗礼，真正的专业投资人才会站在舞台中央。

在这场洪潮中，我们认为类持有基金（核心增值型基金）值得期待。为什么不是持有型基金？主要因为资产价格太高。即使经历了 2011 年写字楼租金的飙涨，相对于资产价格，北京和上海的租金回报率仅为 5% 左右，深圳甚至不足 5%。如此高的持有成本，即便是保险机构全部持有的压力也很大。

众所周知，商业地产投融资主要有三大难题：第一、商业地产的资产价格偏高，相对于租金回报率而言明显被“高估”，机构投资者难以决策；第二、出口单一，项目散售虽受民间资本的追捧，但如果没有过硬的资产管理配合，资产的合理增值难以保证；第三、商业地产的融资渠道狭窄，目前国内的地产金融大多围绕住宅开展。如何化解这三大难题是每一位地产金融人不得不思考的问题。当然，机会恰恰隐藏在难题之中。

针对资产价格过高的难题，我们提出了类持有模式，即核心增值型基金。我们把资产分为核心资产和非核心资产，并采取租售并举的模式。非核心资产以资产精装修的方式散售，其利润补贴到核心资产中，使核心资产的持有成本降低，同时也优化了基金短期的流动性。具体的操作形式有三种：第一、直接开发型。针对机构投资人的需求发起开发型基金，通过开发利润和部分物业销售来降低核心资产的持有成本；第二、资产包分拆。一次性购买资产包可降低资产购买价格。同时在后期通过分拆销售沉淀核心资产，并通过运营增值、税务筹划等创造价值；第三、核心资产滚动。对于拥有的核心资产，可通过经营贷款的放大，将资金投资于高收益的机

相关研究：

一、商业地产投融资主要有三大难题：第一、商业地产的资产价格偏高；第二、出口单一；第三、商业地产的融资渠道狭窄。

二、类持有模式，即核心增值型基金。我们把资产分为核心资产和非核心资产。非核心资产以资产精装修的方式散售，其利润补贴到核心资产中。

三、针对物业散售后破坏品质的难题，高和资本提出了“资产精装修”和“资产配置”的理念。

会型项目中，通过多次滚动达到降低持有成本的目的。

具体对于开发商而言，国外基金主要以现房整买物业为主，而开发商更希望在期房阶段即出售物业、回笼现金流。相比之下，类持有基金与开发商的合作优势更加明显。尤其是对于多城市、多项目的开发商，可以资产包的形式打包出售。其中，非核心资产能够散售、适合短平快处理的资产，开发商自身又没有良好的销售能力，由类持有基金快速剥离以平衡现金流；对于核心资产，类持有基金甚至可以在开发前端即进入。

针对物业散售后破坏品质的难题，我们提出了“资产精装修”和“资产配置”的理念。

在商业地产市场中，散售项目的租金一定低于同区域的开发商自持项目，其原因在于小业主诉求不一致，最终导致业主间恶性竞争、各自为政、管理混乱，租金自然无法提升。我们认为必须进行资产管理，通过统一规划、专业招商团队统一运营、有效管理，提升租金水平、租客品质和物业品质，最终才能实现客户投资收益最大化，这就是高和的“资产精装修”模式。

此外，从投资人的角度思考，我们认为理性投资人除了购买经过“资产精装修”的商办物业之外，还应该具备“资产配置”的理念。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。

如何进行资产配置？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，通过什么样的机构配置？显然，单一开发商已经很难满足投资者的多层次需求。而多产品混搭的资产配置平台未来将蕴含着巨大机会。在这个平台中，不仅有经过“资产精装修”的实体商办物业产品，也有不动产证券化产品。过去三年，高和资本一直尝试构建这样的资产配置平台。目前，我们已经在北京、上海、苏州和重庆成功尝试了这种模式。基于高和资本已整合的 SOHO 中国模式的代理公司资源以及第三方理财公司的销售渠道，对于开发商而言，不仅可以有效快速实现销售去化，而且销售溢价亦非常可观。此外，平台配置对于提升品牌的美誉度以及费效比都有很大的益处。未来，我们判断在供应量巨大的 1.5 线城市，商业地产如果单纯的拆散销售而没有良好的资产管理，项目风险非常大。反之，如果以资产配置平台植入同时辅之以“资产精装修”的服务，机会亦非常大。

当前，无论是金融机构、开发商或是投资人，都在举着刀叉静候资产证券化这场大宴的开席。但机会往往是属于那些敢于创新的机构。尝试、反思和调整是许多商业模式走向成熟的路径，但我们坚信类持有基金以及资产配置平台是一个正确的方向。

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