

悄然成型的私募 REIT 和日益明晰的资产配置趋势

Gohigh Monthly Report

在公募 REIT 因无法获得监管层批准,迟迟未能启动时。有志于此的基金管理者开始绕路寻找突破,在国外属于少数派的私募 REIT 最先在国内赢得立足点。

一些国字头的基金管理机构在多年力推公募 REIT 未果之后,在过去一年中开始转变思路,寻求以私募形式赢得突破,而这一思路也得到监管层的默许。而在市场上,类似国外私募 REIT 的金融组织形式已经出现,甚至已对最难的基金“退出”环节给出解决方案。其中高和的“类持有”基金模式属于典型的探索和尝试。

一、公募与私募

与诞生于上世纪 60 年代的公募 REIT 不同,私募 REIT 要年轻的多,直到 2000 年左右才开始蓬勃发展,但目前西方主要发达国家,却都已有典型样本。例如规模较大的 TIER REIT 已在美国多个城市持有约 30 亿美金的写字楼物业。

到目前为止,海外不少知名资产管理公司旗下都拥有私募 REITs 产品,比如高盛资产管理公司 2012 年便在美国发起的一笔约 3 亿美金资产的私募 REIT,而日本三井不动产、野村不动产旗下都拥有多支私募 REITs 产品。另一家比较知名的资产管理机构 Behringer Harvard 旗下管理的多达 8 支私募 REITs 产品。

与公募 REIT 相比,私募 REIT 因所涉及募资人群较少,其群体的风险承受能力也较高,因此在海外,各国政府对其的监管也要相对宽松很多。从现有对私募 REIT 的监管情况来看,各国不一,有些国家仅仅要求私募 REIT 在监管机构注册,但具体的监管条款和措施却比公募 REIT 宽松很多,

关于私募 REIT 的媒体报道:

1、21 世纪经济报道:《高和模式探路 私募 REITs 悄然成型》

网址:

http://epaper.21cbh.com/html/2013-09/12/content_76942.htm?div=-1

2、证券日报:《国内私募房地产信托基金悄然成型》

网址:

http://zqrb.ccstock.cn/html/2013-09/10/content_376055.htm

3、中国证券报:《国内私募 REITs 悄然成型 公募 REITs 未能正式启动》

网址:

http://www.cnstock.com/v_fortune/sft_jj/tjj_cpjj/201309/2733983.htm

甚至有些国家连注册监管机构这一环节也免去了。这也是进入新千年之后私募 REITs 在海外快速发展的原因之一。

在国内也一样，公募 REIT 推进举步维艰，原因便是监管层对法律法规，总体监管构架的设计还有很多无法确定的地方。资料显示，虽然在 2009 年初，中国人民银行会便已同有关部门一道形成了 REIT 初步试点的总体构架，但由于我国相关法律法规仍不完备，REIT 一直未能正式启动。但在上述基金管理者看来，类似海外私募 REIT 的机构，在国内其实早已诞生。

二、私募 REITs 的国内样本

首先是房地产信托产品，这其实是 REIT 的一种初级形式。尽管房地产信托产品在国内已经很常见，但业内一般不会将其等同于海外的 REIT。其无论在运营模式，资金规模，收益分配模式，流动性以及运营期限上均与真正的 REIT 产品有明显区别。比如香港领汇基金，发行之后一直正常运转，投资人获得租金收益分成，可以随时在证券市场上转让其股份，但这种转让不会影响 REIT 的正常运营。显然国内的房地产信托不同，绝大部分都有固定的运营期限，到期即结算退出，而中期投资者想转让退出也比较麻烦，因为投资者中间退出或转让的估值确认是个难点。

但有一些房地产基金已经突破这一限制，基本可以等同于海外的私募 REIT 产品。高和资本成立于 2009 年 10 月，已运转近四年，还在持续进行物业的收购和改造业务。通过将旧有物业收购后进行整体改造，植入租户，签订资管协议，提供一段时间内的资产管理服务，并约定收益，最终将产品销售给终端投资者。高和资本已经形成全流程清晰的运作模式，我们将此模式称之为资产精装修。

尤其在退出环节的设计上。类持有和持有型基金都要解决的退出问题在中国都是个大难题，但高和选择直接接驳民间资本，在没有上市的情况下实现一步到位的退出，并已经在七八个项目上成功完成过这一流程。且在这一过程中，其基金投资者可以另外选择市场上其他投资者进行转让。这一模式带给国内的意义可能并不限于私募领域。考虑到中国的现实，即便公募 REIT 未来几年内能推出，但也将受到政府严格管控，很难发挥出在发达国家金融史中那么重要的作用。而私募 REIT，则完全可以走出一条更为市场化的道路来。

三、资产配置时代已然来临

随着私募 REIT 的不断成熟，投资人可选的投资品亦越来越丰富。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，但我们坚信私募 REIT 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”专指通过天津高和股权投资基金管理有限公司、天津畅和股权投资基金管理有限公司及其关联公司进行投资的资本统称。

高和资本于 2009 年 10 月在天津成立，是中国首支人民币商业地产基金，专注于投资一线城市和 1.5 线城市的核心区域的商业类物业（包括商业、写字楼、服务式公寓和城市综合体等）。高和资本亦是提供商业不动产投融资及退出解决方案的专业机构。高和资本已完成的资产收购规模超过 60 亿元人民币，为投资人创造了丰厚的收益，是中国商业地产基金的领跑者。

本报告中的信息均来源于我们合理认为可靠的已公开资料，但高和资本对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对所涉及的证券或者物业买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，高和资本及 / 或其关联人员均不承担任何法律责任。

©版权所有 2012 年 天津高和股权投资基金管理有限公司

未经天津高和股权投资基金管理有限公司事先书面同意，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。

高和资本报告制作及媒体推广机构：北京庄凌顾问有限公司

有媒体欲引用报告内容或寻求深入采访 请联系：庄凌顾问 010-59004515 ligent@139.com