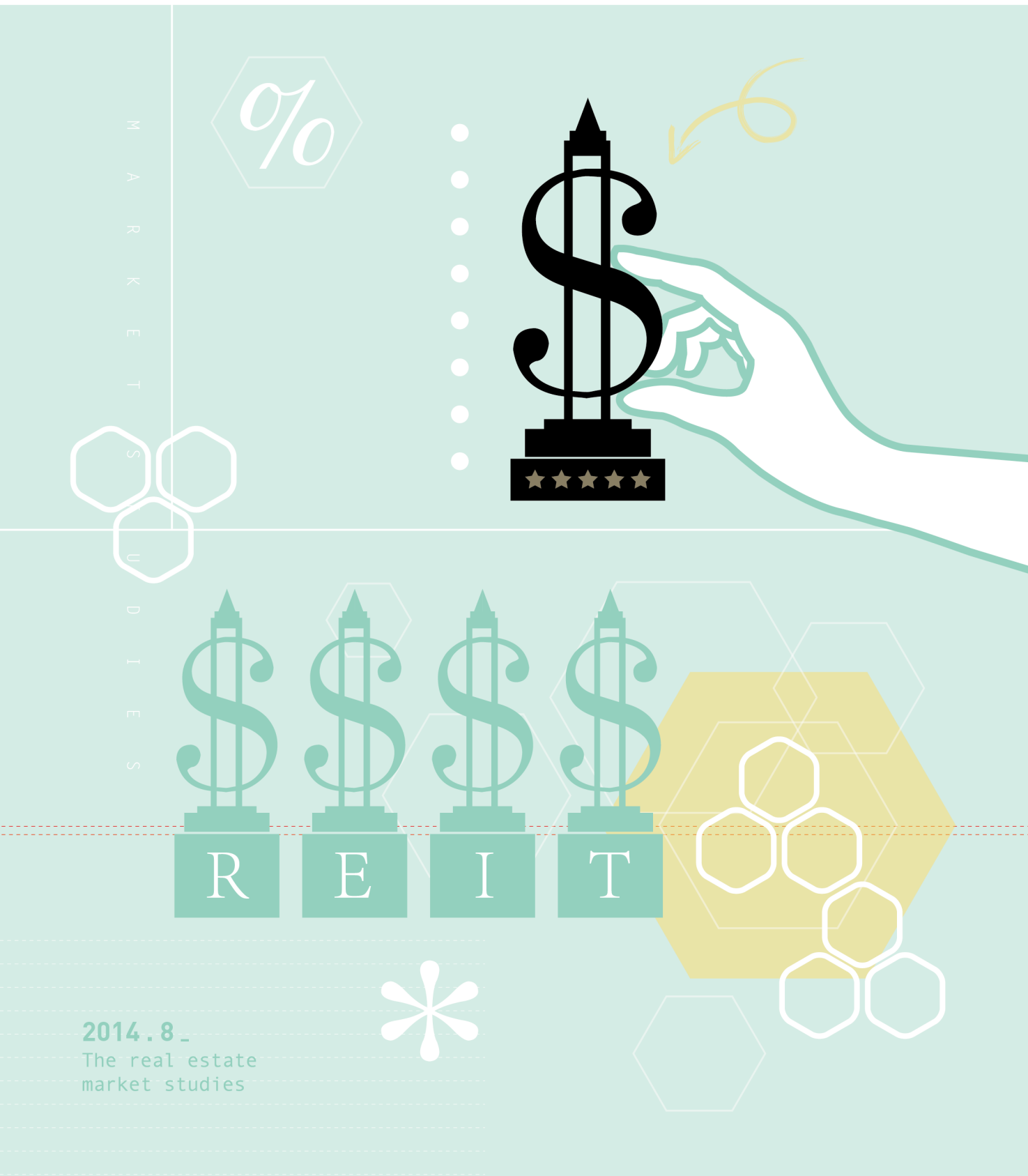


商业地产资产证券化研究（摘要）

住房和城乡建设部政策研究中心、中信金石、高和资本联合课题组



商业地产资产证券化研究课题组

研究主持

住房和城乡建设部政策研究中心
中信金石
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
周芊 / 中信金石基金管理有限公司总经理

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 钟庭军
高和资本：周以升 陈希 李慧忠
中信金石：罗霄鸣 干泓 孔令艺

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。

中信金石基金管理有限公司是经中国证监会批复设立的专业从事不动产直投基金业务的中信证券下属全资子公司，专注于不动产领域的私募、公募以及证券化业务，业务团队在国内房地产私募基金及 REITs 业务方面具有多年经验，是国内领先的不动产金融团队。

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 80 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。2013 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四：存量房时代的房地产市场研究》
《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、商业地产经营需要资产证券化支持	2
二、国际上 REITs 是商业地产资产证券化的重要形式	3
三、我国商业地产资产证券化已开始有益探索	4
四、资产证券化代表了商业地产融资创新的方向	6

商业地产资产证券化研究（摘要）

资产证券化是世界金融领域的重大创新。通过资产证券化，打破了直接融资与间接融资的藩篱，拓展了企业融资渠道，对于提高金融体系效率、促进实体经济发展具有重要意义。资产证券化与房地产相结合，为房地产业发展注入了新的活力，是房地产金融创新的重要发展方向。本报告聚焦于商业地产资产证券化展开研究。本篇仅为此次报告的摘要部分，后期会再印制详细的报告全文。

一 商业地产经营需要资产证券化支持

资产证券化可以满足商业地产统一经营所需要的长期资金支持，是商业地产发展的内在需求。商业地产本身具有较强的资产属性，其稳定的租金回报，能给经营者带来长期价值。但是，由于商业地产投资额大、回收期长，统一持有经营对长期稳定的资金需求量大，仅靠传统银行贷款方式无法满足。资产证券化的出现，拓宽了商业地产融资渠道、满足了商业地产长期资金的需求，缓解了企业资金压力，增加了投资机会，实现了企业资产规模扩张，为最大程度获得商业地产回报创造了条件。此外，与债务融资相比，某些资产证券化不但不会增加债务负担，而且改善了企业资产负债结构。

资产证券化保持了物业经营权的完整性，实现了统一经营。大型商业物业的经营特点决定了它必须委托专业的管理团队进行统一经营才能确保整体综合效益不断提升。简单的散售模式，虽然可以快速回笼资金，但造成了租户品质不一，物业管理难度加大，物业品质难以保证的状况，不利于资产升值。通过资产证券化运作，无损物业经营权的统一，有利于优质物业的培育，进一步提升了商业地产价值。

资产证券化实现了众多投资者的参与和选择，形成了有效的激励机制。资产证券化拓展了大众投资者的投资渠道，给中小投资者投资大型商业物业提供了机会。投资者通过投资证券化产品间接持有房地产份额，从而分享商业地产带来的租金回报和增值收益。尤其是，采取公开上市的 REITs 形式，商业地产的投资回报、运管管理更加透明，大众投资者很容易从中选择优秀的物业、优秀的资产管理公司。这就无形中形成了商业地产的优胜劣汰机制，激励商业地产管理者采取更为有效的资产运营策略和提供优秀的资产管理服务来提升商业地产价值。

资产证券化分散了商业地产风险，促进了行业稳定发展。通过资产证券化手段，将市场风险分散到了众多投资者，有助于缓冲风险。首先，相比实物资产，证券化产品有着更强的流动性，在市场遇到波动时，通过出售证券而不是实物资产，可以起到平缓市场变动的作用；其次，基于不同的预期和个人偏好，有的投资者会将这类证券化产品视为房地产周期回升中的一种稳定、安全的投资品，愿意购买并持有，从而有助于对冲市场风险；第三，在房地产市场繁荣期，通过引导资金投资证券化产品，可以分流投资、投机于实物资产的

资金，更好的保障民生，进而有利于房地产业整体健康稳定发展。

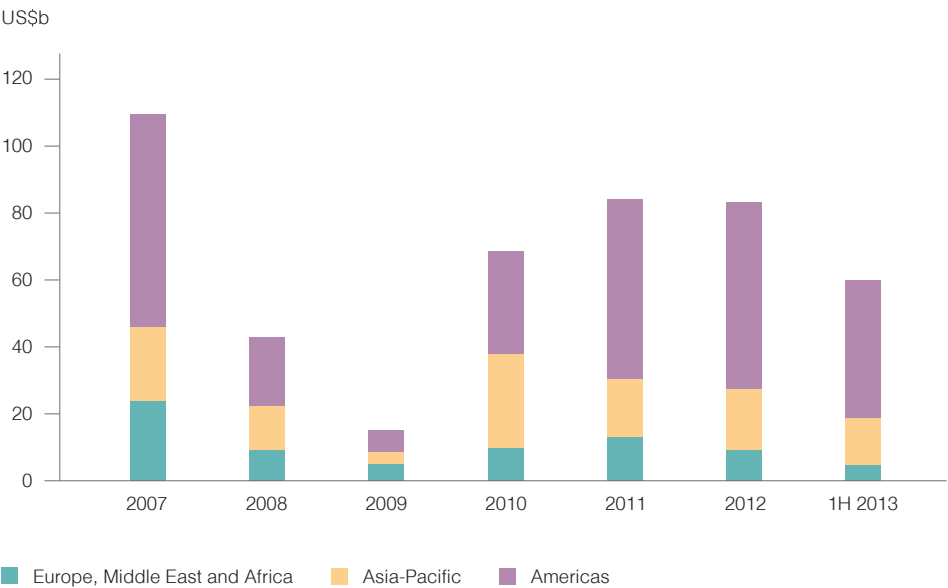
商业地产资产证券化包括商业地产抵押贷款证券化（CMBS）、以商业地产租金收入、门票收入、应收账款等未来稳定现金流为支持的资产证券化（ABS）、以及以成熟商业物业为基础资产发行股票、信托受益凭证的房地产投资信托（REITs）。其中，REITs 是商业地产证券化最创新、最主流的产品，代表着商业地产融资发展的方向。

二 国际上 REITs 是商业地产资产证券化的重要形式

美国 REITs 独占鳌头。目前全球 REITs 市场的份额来说，美国遥遥领先占 55%，澳大利亚占 10%，法国约占 8%，日本占 6%，英国占 5%。目前，美国有 200 多个公开交易的 REITs 产品，其中权益型 REITs 持有超过 7000 亿美元的不动产资产，大概占机构所持商业地产总价值的 15%。尽管全球 REIT 市场在 2009 年遭受金融风暴的打击，但是 2010 年后恢复性增长较快。

▼ 图 1 / 全球 REITs 发展概况

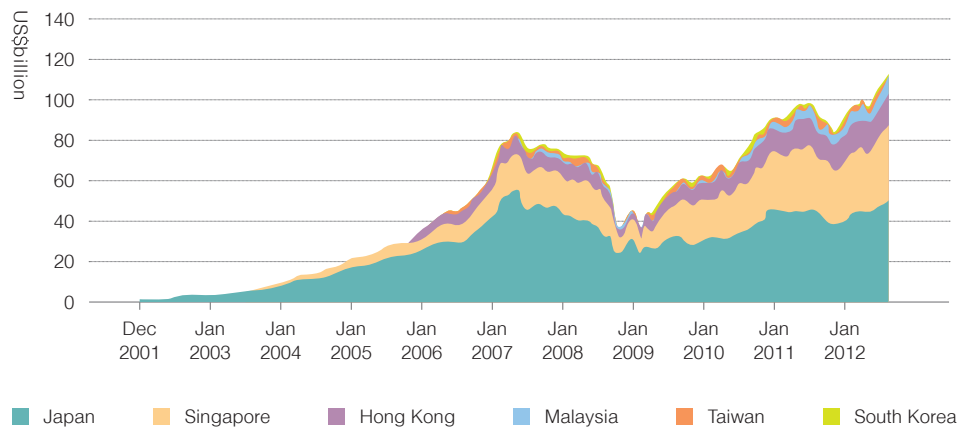
Source: Real Capital Analytics, EY analysis



亚洲 REITs 成为新亮点。亚洲 REITs 市场从 2000 年起步，发展较快，如日本（2001）、新加坡（2002）、泰国（2003）、香港（2005）、马来西亚（2005）、台湾（2005）以及韩国（2006）都已经开始发展。日本、新加坡、香港 REITs 市场在亚洲 REITs 市场上几乎占到 90%。同样，受 2009 年金融危机的影响有所回落，但是近年来资金筹集量已经超过历史最高水平。

▼ 图 2 / 亚洲 REITs 发展状况

Source: APREA (2012)



▼ 表 1 / 亚洲各国 REITs 规模

资料来源 / APREA (2012)

国家	市值（单位：10 亿美元）	在亚洲 REITs 市场占比
日本	47.28	40%
新加坡	37.68	32%
香港	19.78	17%
泰国	4.78	4%
韩国	0.58	< 1%
总计	118.48	100%

我国商业地产资产证券化已开始有益探索

目前，我国商业地产资产证券化领域已开展了一些探索，典型案例大致可以分为三大类：

第一类是真正意义上的 REITs。如开元 REITs 和春泉 REITs，以国内酒店、写字楼为基础资产，通过 REITs 打包在香港上市。

开元 REITs 2013 年 7 月在香港上市，基础资产为浙江开元集团旗下 4 家五星级酒店和 1 家四星级酒店。实际发行 25% 的基金份额，发行价为 3.5–4.2 港元区间，募集资金 6.75 亿港元，预期回报率为 7.8%，由开元集团做担保，如达不到预期收益率，则由开元集团补足。从投资人的结构来看，公众持有人比例为 32.42%、凯雷 28.39%、浩丰国际 39.20%。

春泉 REITs 2013 年 11 月在香港发售，管理人为春泉资产管理有限公司，基础资产为北京华贸中心两座写字楼及地下停车位，发售定价为每单位基金份额 3.81–4.03 港元，募集资金规模为 16.74 亿港元，预计年化收益率为 5% 左右（4.94%–5.23%）。

第二类为企业资产证券化。如欢乐谷主题公园入园凭证收入专项资管计划和海印股份专项资管计划。这类专项资管计划属于企业资产证券化，是以企业预计可产生的现金流来实现融资。

欢乐谷主题公园入园凭证专项资管计划。2012 年 11 月，欢乐谷主题公园入园凭证专项资管计划发行，管理人为中信证券，募资总规模为 18.5 亿元，其中优先级受益凭证规模为 17.5 亿元，信用评级为 AAA；次级受益凭证规模为 1.0 亿元，由华侨城 A 全部认购，期限不超过 5 年。华侨城 A 的母公司华侨城集团公司为该资管计划提供不可撤销连带责任担保。

海印股份专项资管计划。2013 年 5 月，广东海印集团申请设立专项资产管理计划，并获得证监会批复同意。以旗下 15 家商业物业经营收益权为基础资产，募资规模不超过 16 亿元。其中优先级资产支持证券不超过 15 亿元，由符合资格的机构投资者认购；次级资产支持证券不超过 1 亿元，由公司代表原始权益人全额认购。海印集团对该资产管理计划进行担保，如基础资产未来现金流不足以偿付本金和预期收益，则由海印集团进行差额补足。所以，海印股份的案例更像是现金流支持的企业贷款，并且没有达到资产负债表出表的目的。

第三类是私募 REITs。典型的为高和资本的中华企业大厦案例和中信启航资管计划。尤其是中信启航，由于可进入交易所挂牌交易，甚至可以称为公募 REITs。

高和资本中华企业大厦案例。中华企业大厦系位于上海南京西路上的一栋老旧的写字楼，高和资本通过非公开方式向高净值人群募资，门槛一般在 3000 万元以上，同时还利用了较高的金融杠杆。中华企业大厦的总投资金额约 9 亿元，资金结构是 3:2:1，即 3 指银行并购贷款，2 指信托公司的夹层融资，1 指高和持有的劣后级。收购中华企业大厦后进行整体改造，汰换租户，提升品质，并引入国际的物业管理公司，将项目打造成南京西路一栋稀缺的精品写字楼。国内由于 REITs 迟迟不能推出，如何在物业的流动性和物业整体价值的完整性两者之间取得平衡是商业地产行业的一个重大难题。高和资本通过深入的资产管理（包括设定投资人门槛，统一物业管理，统一出租，流动性支持等一系列最长可达 10 年的资产管理服务）确保物业自身运营管理的完整性。同时，通过整层的出售给民间投资人使产权可以自由流动。如此，一方面保证了基金的退出，另一方面保持了物业运营的完整性和品质。该类探索实际上是一种类私募 REITs 的安排，是国内地产基金行业在金融市场不成熟和监管尚未放开的背景下的无奈之举，也是向标准 REITs 方向的另一种有益探索。

中信启航专项资管计划。2014 年 1 月，中信启航专项资产管理计划设立，管理人为中信金石基金管理有限公司，基础资产为北京中信证券大厦第 2–22 层和深圳中信证券大厦第 4–22 层房产及对应的土地使用权。募资规模 52.1 亿元，其中优先级 36.5 亿元，次级 15.6 亿元，比例为 7:3，优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的

10%；次级份额存续期间获得满足优先级份额基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的 90%。优先级的评级达到 AAA。期限不超过 5 年，投资人主要以机构投资者为主，该交易实现了税务筹划、评级、交易结构等多项突破。特别是中信启航相已经实现了交易所系统挂牌交易，可以说与标准的 REITs 仅有一步之遥。

▼ 表 2 / 商业地产资产证券化案例一览表

项目名称	基础资产	融资规模	预期回报率	期限
开元 REITs	4 家五星级酒店和 1 家四星级酒店	6.75 亿港元	7.8%	永续
春泉 REITs	华贸中心 2 座写字楼及地下停车位	16.74 亿港元	5% 左右	永续
欢乐谷主题公园 入园凭证专项资管计划	主题公园 入园凭证收入	18.5 亿元	-	不超过 5 年
海印股份 专项资管计划	15 家商业物业 未来的租金收入	16 亿元	-	不超过 5 年
中信启航 专项资管计划	北京中信证券大厦、 深圳中信证券大厦	52.1 亿元	-	不超过 5 年

以上商业地产资产证券化的尝试，为未来 REITs 在我国实现突破和发展在实践上进行了探索和准备。

四 资产证券化代表了商业地产融资创新的方向

1 商业地产经营特征倒逼资产证券化发展

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。2008~2013 年，全国办公楼施工面积规模从 2008 年的 9191 万平方米增长到 2013 年的 24577 万平方米，年均增长率 21.7%；商业营业用房的施工面积从 2008 年的 16224 万平方米增长到 2013 年的 80627 万平方米，年均增长率达 37.8%。商业地产供应量的快速增长，导致部分地区出现局部供大于求，竞争加剧，商业地产现有低层次、同质化的散售和经营模式面临更大的压力，迫切需要资产证券化等创新融资方式，解决现有以银行贷款为主的资金供应与商业地产经营需求长短错配的问题。

从国际经验看，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。资产证券化的核心是能产生稳定、可预测现金流的基础资产。商业地产具有持续经营、收益稳定的特点，符合资产证券化的要求，因此，商业地产及收益也是国外开展资产证券化的重要基础资产。

2 当前我国发展商业地产资产证券化既有有利条件也需克服障碍

从有利条件看，一是符合国家金融改革方向。强调要利用资产证券化盘活存量货币资源；鼓励提高直接融资比例，发展包括资产证券化在内的新型融资渠道。二是已有部分政策支持。2013 年 3 月中国证监会颁布了《证券公司资产证券化业务管理规定》，规定商业票据、债券、股票等有价值证券、商业物业等不动产财产等均可作为可证券化的基础资产；相关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。三是供需双方均有需求。融资方面，通过金融创新利用资产证券化为商业地产融资需求强烈；投资方面，部分商业地产已具有稳定性好、收益水平较高等优点，是投资者比较理想的投资对象。

从存在问题看，一是收益率较低。在不考虑增值收益的情况下，目前商业地产租金收益率难以覆盖投资者的预期收益率。此外，目前国内“刚性兑付”尚未打破，商业地产资产证券化产品的收益率相对银行理财产品虽然具有一定的优势，但与信托的收益率水平相距甚远。二是管理框架不完善。特别是对 REITs 来说，缺乏法律规定，由于没有税收优惠，前端的印花税等，后端的所得税、土地增值税等，进一步缩小了利差空间，削弱了 REITs 的可行性和吸引力。

3 短期内我国商业地产证券化发展仍需结合国情开展探索

如前分析，我国商业地产企业从自身角度出发，已开展各种基于资产证券化的实践；另一方面，在当前环境下，直接发展 REITs 产品虽然客观存在诸多需进一步完善的市场环境，如市场利率水平整体偏高等，但我们已经看到监管层大力推进的方向性指引。

目前可行的路径主要有三个：一是推动资产管理计划实现商业地产资产证券化。核心是通过完善产品设计解决收益率问题。包括：提高或补足收益率；通过“收益 + 增值”模式提高产品吸引力。二是探索类资产证券化产品积累经验。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。三是通过境外发行 REITs 实现海外融资。

尽管在当前条件下，我国发展商业地产证券化更多体现国情和特色，但从长期看，随着房地产市场和证券市场逐步成熟，未来发展将与国际通行做法趋同并接轨。在这个过程中，通过商业地产资产证券化探索，实现人才知识储备，积累实践经验非常有意义。从更宏观和长远的角度讲，商业地产资产证券化可以改善和优化金融结构，活跃金融市场。资产证券化的出现，开拓了房地产直接融资渠道，使房地产金融市场呈现商业银行、股票市场、债券市场和投资信托的多元化格局，促进了金融资产多样化局面的形成和进一步发展。

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 80 亿元。高和资本在 2012 年、2013 年连续两年被第一财经《中国房地产金融》杂志评为“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 2014 年 高和资本

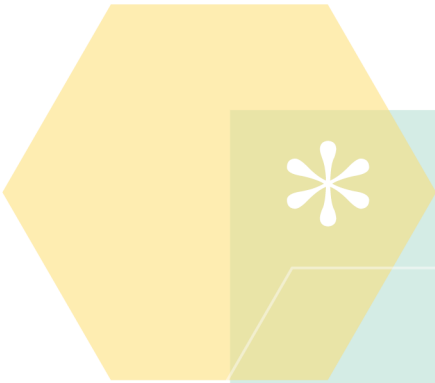
未经高和资本事先书面同意，本材料的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发。

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



2014.8 _
The real estate
market studies



中信金石基金管理有限公司
CITIC Goldstone Fund Management Company Limited



住房和城乡建设部政策研究中心、中信金石、高和资本联合课题组