

RESEARCH 基强研究

对外经济贸易大学国际房地产金融研究中心联合出版



对外经济贸易大学



STANLEY
& PARTNERS

基强
研究

Volume 10 2014

美国地产多元化融资的成功经验
对中国企业的借鉴意义

联合主编



梁蓓 博士 教授

对外经济贸易大学
国际房地产金融研究中心 主任



陈咏东 博士

基强联行投资管理（中国）有限公司
副董事总经理

本研究是由基强联行和对外经济贸易大学国际房地产金融研究中心合作撰写，且本专题内容是通过详尽的市场研究和数据收集分析得出的深入评论和总结。

美国经济周期性变化及其特性

如图1所示，20世纪80年代初，美国逐步走出经济发展停滞和高通货膨胀的“滞胀”泥潭，进入史上持续时间最长的经济扩张期。随后老布什凭借在里根内阁8年副总统的热度和“不加税”的承诺当选美国总统，但其世界新秩序的主张使得美国陷入新一轮危机。

在20世纪90年代美国经济周期性衰退和增长过程中，克林顿总统创造互联网时代经济繁荣，针对高科技资本品，如电脑、软件和通讯设备的商业投资持续增加。例：商业设备和软件固定投资从1990年的3550亿美元持续增加到2000年的9189亿美元，10年增加了1.45倍，可见，设备和软件等固定投资的持续增加是推动该时期美国“新经济”出现的主导力量。

自2001年起，为了促进经济发展，解决住房问题，减少政府财政赤字，小布什大力扶持房地产业，鼓励低收入阶层贷款买房，美国住房拥有率在2004-2006年十分接近70%。但大量的房地产金融衍生产品也为后来的金融危机埋下祸根。

2007年夏季，由美国次级房屋信贷行业违约剧增、信用紧缩问题而开始引发的国际金融市场上的震荡、恐慌和危机。介于2007年6月到2008年11月间，美国人失去了超过其资产净值的四分之一。时至2008年11月初，美国股市标准普尔500指数，从其2007年的高点下跌了45%。房价从2006年的高峰下跌了20%。

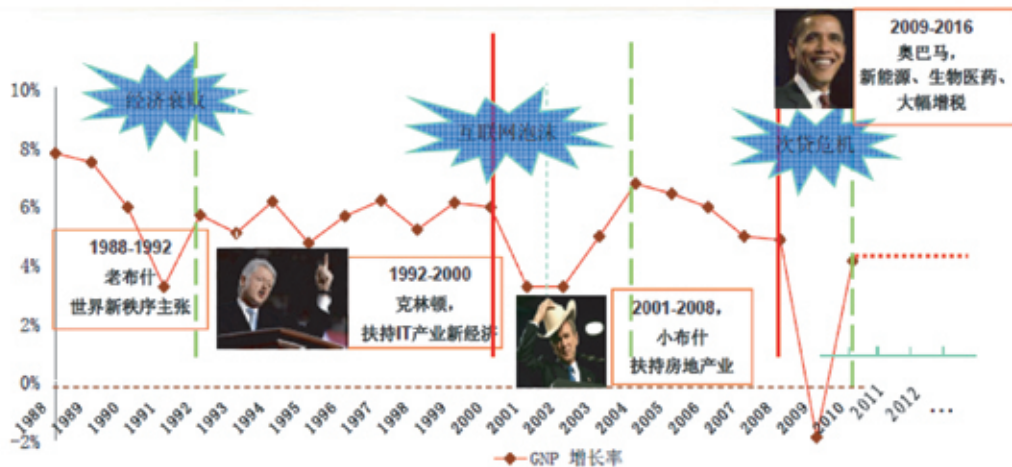


图1：美国经济周期变化的关联性

为了调整次贷危机所带来的低迷，现任美国总统奥巴马明确表示将扶持新能源、生物医药等行业。不难看出，美国经济周期性低迷与总统换届和拉动经济的重点产业转换之间有着明显的关联。从1988年到2012年的24年间，美国总统共出现了3次经济危机，平均周期为8到10年，低谷期一般持续1到2年（次贷危机持续2到3年）。在2001年“网络泡沫”破灭后，新政府寻求新的经济增长点，运用信贷、证券化等手段支持房地产行业，促成了本轮房地产泡沫，直至次贷危机发生。

从行业的角度看，美国房地产市场中长期波动主要受经济周期、历史事件如战争、技术创新等事件影响，因此也具有明显的周期性。

美国经济周期性变化与房地产现状简析

美国房地产周期表

周期顺序	波峰	波谷	波峰	长度
1	1870	1876	1887	18
2	1887	1896	1905	19
3	1905	1916	1926	22
4	1926	1933	1941	15
5	1941	1953	1955	16
6	1955	1964	1972	18
7	1972	1982	1987	16
8	1987	1991	2005	18
9	2005	2009	-	-

美国房地产指数 (from 1959 - 2010)



美国自1870年以来，房地产共经历了九个周期。美国房地产周期的一般长度为18年。总体趋势是波动式上升，发展较快。不同经济时代，必先通过新产业的实体经济带头拉动当期经济发展，但又因随后所诞生的虚拟经济虚高而产生危机从而引起经济下挫。以第九次周期为例，由美国两大抵押贷款巨头房利美 (Fannie Mac) 和房地美(Freddie Mac) 爆出了巨额财务危机，从而掀起了新一轮次贷危机狂潮，带动整个全球金融风暴。

随着每次经济变动，美国房地产行业也进行着不断的行业演变与恢复。美国房地产企业的演变则经历了三个主要阶段。50年代-70年代初期，房地产商活动范围基本集中在郊区，业务和资金来源种类单一；但从70年代后期开始，房地产商的业务种类已经变得多样化，组织模式也越来越专业。90年代开始，组织模式主要由地产服务商与投资管理者组成，而资金来源更加多元化，除了自有资金之外，银行、基金、保险公司及财务机构等逐渐成为地产开发的资金来源。



图3: 美国房地产企业演变的主要阶段

至今美国房地产企业已发展至较为成熟的阶段，能熟练的利用基金、杠杆等融资手段，集开发商、投资人、运营商于一体。中国房地产行业通过近30多年的演变与发展，逐渐步入美国地产发展成长期阶段，多采用专业开发商与投资管理者的组织模式，

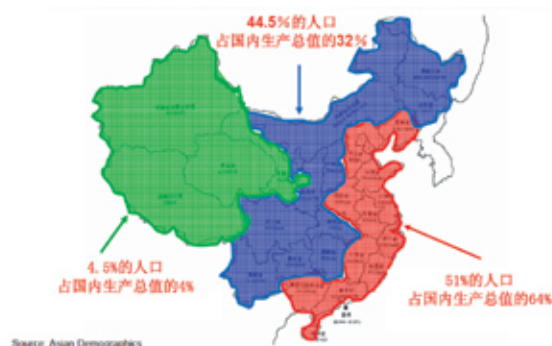
中国政策解析

十八大报告指出“综观国际国内大势，我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期。我们要准确判断重要战略机遇期内涵和条件的变化，全面把握机遇，沉着应对挑战，赢得主动，赢得优势，赢得未来，确保到二〇二〇年实现全面建成小康社会宏伟目标。”不难看出，2020年前仍是我国房地产业发展的关键机遇期。

国务院总理李克强表示，中国已进入中等收入国家行列，但发展还很不平衡，尤其是城乡差距量大面广，差距就是潜力，未来几十年最大的发展潜力在城镇化。他还指出，这些都需要国际视野和世界经验，有利于我们成功跨越中等收入陷阱。13亿人的现代化和近10亿人的城镇化，在人类历史上是没有的，中国这条路走好了，不仅造福中国人民，对世界也是贡献。

但经济危机后，中国经济发展结构不合理、地区发展不平衡、房地产泡沫等问题渐渐暴露。因此国家出台了严厉的调控政策压制房价过快增长，国内住宅房地产受到沉重打击。然而综合来看，房地产市场将进行结构调整，朝更健康、更可持续发展的方向改革，从而更有力地支持中国城镇化、工业化工作。

图4：中国人口分布分析



据图4显示，东南沿海人口占全国总人口的51%，也是GDP主要贡献地区。中国的实际城镇化率不高，改革开放30年来，以每年提高1个百分点的城镇化率向前推进。1978年城市人口1.72亿，现在是7亿人口；城镇化率从1978年17.92%提高到51.27%，平均是每年一个百分点的提升。而中等发达国家和地区的城镇化率均达到85%，西方发达国家的城市化率则维持在95%左右，美国是97%，所以中国的城市化水平有很大的提升空间，城镇化带来的市场机会十分广阔。但是，城市化，实质的城市化，需要土地制度、户籍制度、就业制度、社会保障制度等相适应的配套条件的改革和完善。

浅谈美国房地产企业多元化融资模式

3



图5：房地产多元化融资按阶段分类

● 成熟物业整体收购

解决地产开发商不擅长经营、出售的物业—整幢收购物业并长期持有，即购买存量商品房、已完工的物业，包括出租性服务式公寓、星级酒店、商业办公楼、商场物业等做长期投资。聘请专业的经营管理公司进行管理，按期收取租金。

● 成立Joint Venture公司

地产开发商以其已取得开发权的地块作为合作对象，引入基金或投资银行的资金，以新增、扩股或转股的方式成立JV的项目公司，完成目标地块的开发运作。基金/投资银行通过在项目公司中持有一定比例的股份，不仅作为财务投资人身份出现，而且还建立企业董事局层面的管理机制，帮助房地产企业改制与优化；房地产企业仍然负责项目开发的具体运作，并享有管理费和奖励基金等多种回报收入。

● 私募基金/结构性融资

在项目合作开发的过程中，地产开发商与基金/投资银行不断的深入了解，双方对各自专业能力的肯定使融资的模式可以向更深层次的方向发展，从项目层面向企业层面进行过渡，进行房地产企业的私募融资，即基金/投资银行通过私募基金以股权方式融入到房地产企业中，与地产企业一起拿地，共同开发运作项目，由此建立了长期的战略合作联盟关系。企业拥有这样的策略性投资伙伴，如同拥有了强有力的资金支持，对房地产企业的迅速扩张提供了有力的支持和保证；更重要的是，房地产企业与基金/投资银行的合作在不断的磨合、适应与熟悉过程中，获得了私募基金的充分认可，并且自身的实力得到了显著提高，逐步达到上市前的基本要求，这无疑对后续前往纽交所上市计划是一个巨大的推动力。

● 上市计划/ 房地产投资信托基金 (REITs)

无论企业上市还是REITs，房地产企业都可以充分利用到资本市场的大量资金支持来谋求更大的发展。在结构性融资获得成功，房地产企业无论在自身实力还是与基金/投资银行等资本对接的经验上，都已经为上市做好了充分的准备。在这个阶段，地利、人和已经具备，只需要根据当时的市场环境和经济形势选择最为合适的上市时机，达到“天时、地利、人和”，企业上市成功之路势在必得。

案例：纽约时代华纳中心多元化融资方案解析

时代华纳中心坐落在美国纽约曼哈顿岛的中心地带，位于曼哈顿中城 (mid-town，即现在最为繁华的纽约时代广场和百老汇)，为该区域地标性建筑。地处交通要道，紧邻地铁换乘枢纽。可通向西区 (Upper West，包括了哥伦比亚大学和哈莱姆黑人区)，项目周边汇集了高级酒店、豪华公寓、顶级餐厅、大型食品超市和CNN办公室等，属于复合式商场，是纽约市的著名地标。

各种交通工具在这里交叉，项目紧邻人潮人海的地铁换乘客称为“哥伦布环岛” (Columbus Circle)。周边交通情况包括：百老汇-第七大道慢车1号线；第七大道快车2、3号线；第八大道快车A、C线；第八大道慢车B、D线。



图6：纽约时代华纳中心区域图

时代华纳中心总建筑面积约2801000平方英尺，楼高225米，共55层。自2000年开始竣工，历经4年竣工。整个时代华纳中心包含写字楼、购物中心、公寓、酒店、停车场等，是一个物业形态齐全的综合建筑项目。

物业类型	建筑面积 (平方英尺)	可租用或可售面积 (平方英尺)	成本 (百万美元)
时代华纳公司全球总部	866000	900000	521
商业零售店铺	538000	338000	262
中央公园一号住宅公寓	600000	450000	585
东方文化豪华酒店	283000		254
A级写字楼	193000	211000	63
爵士乐中心	175000		62
停车场	146000		33
合计	2801000		1718

表1：时代华纳中心详细经济参数

时代华纳中心的设计理念：“建筑中的城市”，包含所有现代大都市的组成元素—跨国总部、繁荣商业和文化生活、酒店和餐饮娱乐以及舒适的居住环境。其管理运作也非常值得借鉴，时代华纳中心完工前，商业部分的95%已经完成租赁。当时2005年年初开业一周年时，店铺的租金水平远高于曼哈顿地区平均水平。曼哈顿地区商铺的平均租金为每平方英尺150美元左右，而时代华纳中心商业部分的商铺租金起价为每平方英尺350美元，通常在500美元左右。

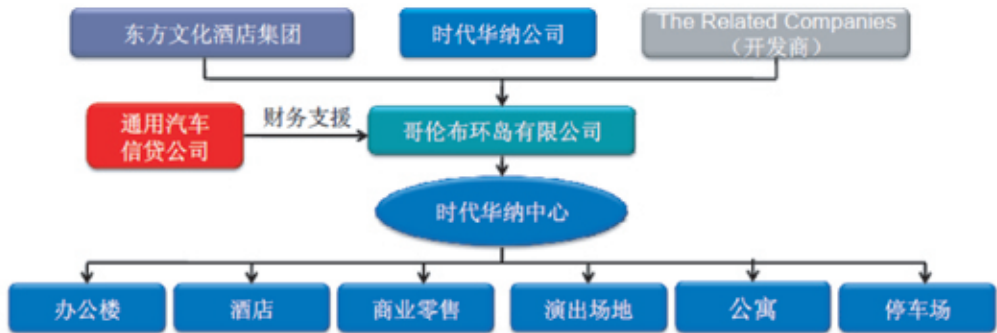


图7：纽约时代中心开发模式

- ◆ 整个项目每种独立的物业类型都具有独立的所有权；
- ◆ 出售型的公寓拥有独立的198个产权；
- ◆ 业主们还建立了一个联合的管理委员会、提供每个单元和公共面积的物理描述，允许每个单元继续切分或进行单独的改建、要求每个单元的所有者购买足够的保险、提供了公共面积的维护所需要的预算和分担计算方法。

在曼哈顿这样寸土寸金的土地上展开如此宏大的建筑项目，绝非是精巧的设计和高质量的施工就可以保证顺利进行的。这片土地上300年来聚集的财富和政治商业能量使任何组织和个人都相形见绌。在这样一个项目中，美国最强有力的工业公司、地产开发商、金融组织和文化机构通力合作，才保证了此项目能够真正实施，而这也是在改造“哥伦布环岛”地区的建议最初提出的20年之后。时代华纳中心的成功很大一方面来源于充分利用了融资途径多元化。



图8：纽约时代项目股东

本项目最大的三个利益所有者—时代华纳公司、东方文华酒店和开发商The Related Companies，三方共同成立的项目公司“哥伦布环岛有限责任公司(Columbus Centre LLC)”，负责在工程施工期间持有土地和房产的所有权。

项目融资款项	融资额 (百万美元)	百分比
建筑工程贷款	1100	64.0%
过桥贷款	200	11.7%
项目公司股东出资	418	24.3%
合计	1718	100%

表2：时代华纳中心融资款项明细

以上表所示，项目公司先向GMAC借了2亿美元的夹层贷款用于拿地 and 项目前期开发，后又向GMAC借了11亿美元的在建工程贷款，整个贷款金额占了总投资额的76%；在以上融资结构之外，时代华纳中心的开发商是The Related Companies，该公司出资占项目公司整体的10%左右资金约（0.4亿美元）成功的运作了总投资17.18亿美元的项目。

17.18亿美元总投资融资结构



图9：纽约时代中心总投资融资结构与股东出资明细

华纳时代中心的成功运作为中国开发商带来了许多市场与运营经验。本案的操盘机构是The Related Companies有限合伙公司，更是许多房地产开发商未来模型。许多正在参与中国地产开发的外资机构常常是金融机构，中国本

土的房地产开发商无法从他们的经验中获得成长模式—因为中国对地产开发和金融机构监管严整的界定，中国房地产开发商在可见的未来控制房地产信贷银行很困难。The Related Companies是集成而多元的地产开发组织。该组织的业务涵盖了地产开发、建筑工程管理、金融服务、物业管理、资产管理、市场营销和房屋租赁等所有中国典型的地产开发机构所具有的功能，在开发本案这种综合性物业方面也独具优势。

对中国企业的借鉴意义 ◀

随着城镇化的进展，无论是城区的改造还是新的城区的兴起，都需要更加实力强大的开发商，开发商在灵活的法律和财务框架支援下，可以综合工业、地产和社会等资源来处理这类项目复杂的经济和社会后果。纽约的时代华纳中心是这类综合体建设项目近年来的代表性工程，其多元化的融资渠道与开发模式为中国房地产开发商的发展与转型的提供了相关启示。

- 多元化融资对环境的要求很高，中国房地产企业在寻求多元化融资的方向之前，不仅要积累企业品牌，更要对企业业务进行从单一住宅市场向多元业务类型转型。转型后企业的抗风险能力提高，回报率也进一步得到上升。
- 以欧美等房地产成熟市场经验来看，长期持有有一定比例的商业地产可以使开发商的风险更加可控，资产组合配置也日趋重要。
- 中国房地产企业应尽可能减少对外部融资的依赖，坚持财务保守原则，尽量以快速销售与大众化定位来强化开发物业的现金流创造能力，为投资物业的发展提供一个更加平稳的现金流平台，从而应对各种潜在的、不可预料的市场冲击。
- 实现“以售养租”和“以租养售”的内部现金流平衡，同时探索商业地产的收益率提升空间和可复制的成功模式。
- 完善与采用中国版房地产投资信托基金REITs为主体的多元化模式，增加潜在资金投入市场，既可以有效抵制国际热钱对中国金融市场的冲击，保护汇率稳定，又可以增加房地产行业的融资渠道，让更多没有能力直接投资于房地产的投资者，有机会通过REITs投资于房地产市场。但中国还是缺乏对基金主题的法律、特别是税法等影响REITs发展的关键因素。突破政策障碍、物业产权障碍、专业管理瓶颈、基金价格问题、会计准则条款、税率扶持政策、专业的团队建设等经验借鉴至关重要。

总而言之，中国房地产经过近十几年的高速发展，已经成为中国经济发展的重要支柱产业和主要动力。但是房地产企业原有的银行贷款、房屋预售款、债券融资等融资方式正在不断地受到限制，要想突破融资困局，必须走更多元化的融资之路。完整的房地产金融体系应当包括多元化、规划化的房地产金融产品和市场，在现有政策和金融法规下，尽力探索和实践金融创新，开拓房地产企业多元化融资方式，必将成为我国房地产业与金融行业共同关注的焦点。



对外经济贸易大学

北京市朝阳区惠新东街10号 邮编100029
电话(Tel) : (8610)64493605 传真(Fax) : (8610)64493605



基
强
联
行

中國總部：上海南京西路1515號嘉里中心7樓 郵編：200040
China HQ: 7/F Kerry Center, 1515 West Nan Jing Rd Shanghai 200040, PRC
電話(Tel) : (8621)62897733 傳真 (Fax) : (8621)62897722

基强联行投资研究及顾问部

Stanley&Partners Investment Research & Consultancy Dept.

北京分部：北京市朝阳区建国门外大街1号国贸写字楼1座11层27室 邮编100004
Beijing Office: Suite 27, 11/F, China World Office 1, No.1 Jianguomenwai Avenue, Beijing 100004, China

Created by 创办者



Future Cities Summit 2014 未来城市峰会2014

Best Practice in Real Estate, Construction and City Development
全球房地产、建造与城市发展的最佳实践

17/18 June 2014

Mandarin Oriental Hotel, Shanghai
文华东方酒店·上海

Supporting Organisations 支持单位



基
强
联
行



Registration Fees 参会费用

Two-day Conference

大会通票

Before 30 May, 2014

2014年5月30日前购票

After 30 May, 2014

2014年5月30日后购票

RICS Members / RICS会员价

RMB 2,500

RMB 3,900

Member of SO / RICS合作伙伴

RMB 2,800

RMB 4,200

Corporate Rate (5+) / 企业优惠价 (5人以上)

RMB 2,800

RMB 4,200

Standard Rate / 非会员价

RMB 3,600

RMB 5,000

*Registration fee includes full conference documents, tea break and luncheon.

参会费用涵盖所有会议资料、茶歇及午餐。

*The Conference will be conducted in English and Chinese. Simultaneous interpretation will be available.

此次会议的官方语言为中文与英文。会议现场将会有同声传译。

Registration 报名方式

Please register on summit website: www.ricschina.org/futurecities

请登陆峰会网站: www.ricschina.org/futurecities 报名参会。

For enquiries, please contact the conference secretariat:

如需更多信息: 请联系大会秘书处:

Ms Rachel Zhu

t +86 21 3221 2240/70/90 ext. 202

e rzhu@rics.org