

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
聯行

Volume 9 2014



后金融危机时代下的 中国资本全球化

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。

伴随欧美经济体的复苏，受中外信贷环境差异和人民币走强及金融危机作用的海外资产被低估的影响，越来越多的企业及机构投资者将目光投向海外市场。在进入后金融危机时代过程中，配合经济周期，密切关注行业发展趋势，配置全球资产，此番投资之道的代表人物当属长江系掌门人李嘉诚先生。仅在2013年上半年，李嘉诚已一连出手四次购买海外资产，左手在内地和香港减持资产，右手却在不断追加对于欧洲及其他海外市场的投资。

在世界经济风云变幻，行业状况此起彼伏的格局下，不少企业在中国这改革开放35年间完成了原始资本的积累，积极通过海外业务并购，吸收成熟市场的商业模式和管理经验，有效缩短其自身在海外市场的学习曲线，从而增加自身的中国市场竞争力，其中代表性的交易有复星收购法国clubmed、双汇收购美国最大的猪肉加工及生产商Smithfield、万科与美国铁狮门房地产成立合资公司，共同开发美国房地产市场。

刚刚经历债务危机的欧美国家正处在“遍地便宜货”的周期底部，经济数据没有继续恶化迹象，处在逐渐复苏的初期。此时“抄底”各类有稳定回报率的资产，不失为对公司有利的明智之举。投资者应如何看待投资目的国的宏观经济环境？如何透过宏观经济数据挑出市场和行业中的“便宜货”？如何合理优化国内外收益税务结构，避免双重征税？房地产行业在海外投资业务现状如何？海外投资法律环境如何？长期根植于内地发展的房地产企业该如何走出去？

本文将对以上关键问题加以解析，其中经济、法律、税务等内容得到基强联行常年合作伙伴对外经贸大学国际房地产金融研究中心、Mayer Brown JSM、KPMG和中伦律师事务所等专业机构的大力支持。

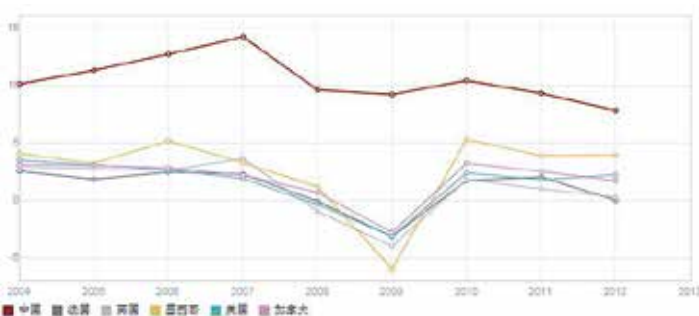
宏观经济基本面决定投资方向

投资海外，犹如雾里看花，不一定都能取得很好的收益，投资者应多花时间去了解投资目的国经济情况及走势。在2014年初，基强联行针对北美地区以美国、加拿大为代表、欧洲以英国、法国为代表、南美以墨西哥为代表的五个国家（以下称样本五国），从宏观经济基本面出发，对样本五国的经济情况加以对比分析。

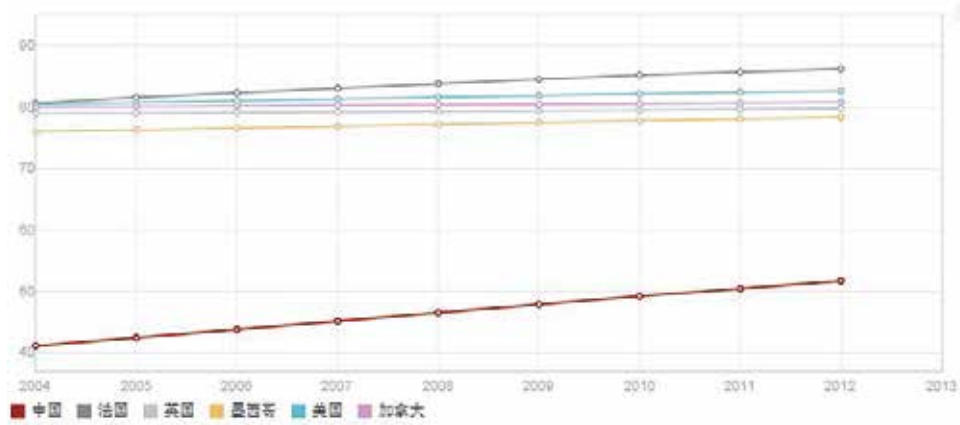
1. 经济增长动力

2009年起，世界经济开始复苏，样本五国中GDP增长率以墨西哥为首。2010年，墨西哥GDP增长率从-6%拉高了11.3个百分点，达到5.3%。美国、英国、加拿大也相继较同比提高5.5至6.0个百分点。与此同时，中国仍然保持9.2至10个百分点的增长率，主要来自于中国还处在发展中国家阶段，城市化率只有50%。这对未来GDP的增长仍然有一定支撑作用。墨西哥GDP增长率在样本五国中处在最高，但城市化率相比最低，在基础设施建设、城市开发及资源类项目的投资空间相比其他四个欧美国家要大很多。对于城市化率较高的欧美国家，在食品技术、服务及行业技术标准方面领先发展中国家，是较好的投资方向。

GDP年增长率（2004—2013）



城市化率 (2004 — 2013)



信息来源：基强联行市场研究数据库

2. 劳动力增长动力

人口的增长率预示着一个国家的经济增长动力，在过去50年间，中国人口增长了145%，墨西哥增长了216%，美国增长了74%，加拿大增长了96%。其中，美加的增长率来自于以华人为首的东南亚移民。法国在过去50年中人口仅增长了17.2%，同时法国失业率达到了10.9%，且呈走高趋势。在人口增长缓慢与失业率走高的条件下，法国相比较其他四国的经济复苏状况表现也是最弱的。正常情况下，失业率在5%左右表现为国家就业水平较好，如中国。一般情况，失业率在7%左右为合理值，如美国、加拿大、墨西哥。美国在多项刺激政策下，失业率逐渐好转且呈下降趋势。墨西哥失业率目前来看比较合理，但呈现提高的趋势，如果持续走高，政府一定会出台刺激就业政策，受到政府鼓励刺激的行业会成为较好的投资方向。

样本五国失业率统计 (2010 — 2013)



信息来源：基强联行市场研究数据库

3. 实际资产价值与融资成本

如果一个国家的通货膨胀率较高,说明在当地选择的投资和产品价值会出现虚高的可能性。从2013年9至10月份数据来看,样本五国中,美国和加拿大通货膨胀率为1.2%和1.1%,墨西哥与中国相似,为3.36%,而法国的通货膨胀率控制有效,低于1%。以美国为例,2011至今通货膨胀率由3.5%下降到1.2%。道琼斯指数同期显示持续增长至16576.6点,预示着美国资产价值的泡沫逐渐被挤压,更接近真实价值。

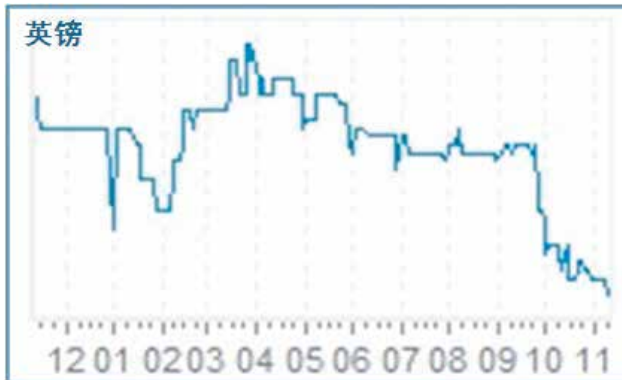
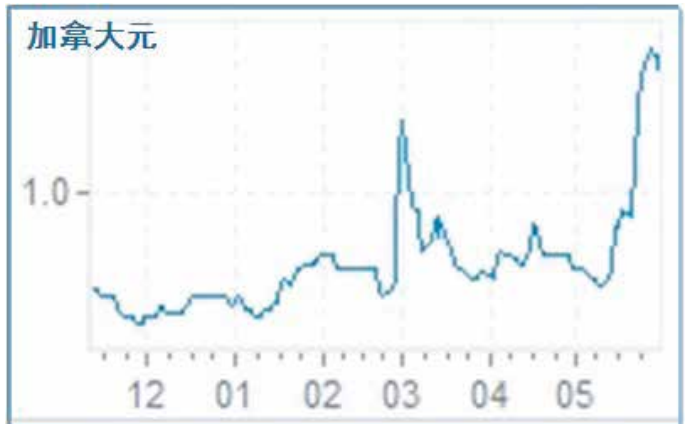
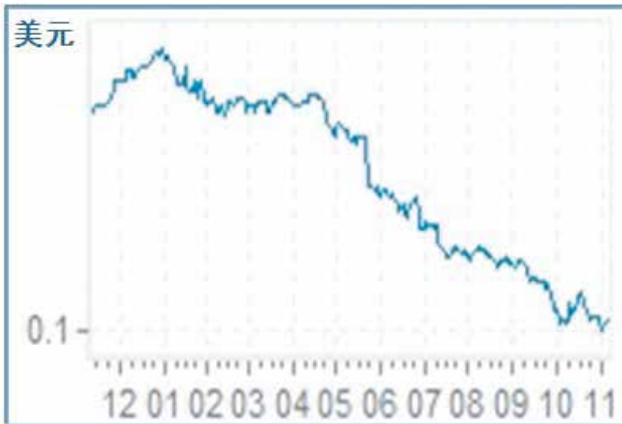
银行隔夜同业拆借利率是企业融资成本的参考指标。四大主要国际货币中,欧元的隔夜拆借利率只有0.05%,说明在欧元区公开资本市场融资成本非常低。反之,加拿大元拆借利率为1.04%,融资成本是目前四大货币市场是最高的。融资成本对于高杠杆率的投资行为是至关重要的。

道琼斯指数走势 (2009 — 2013)



数据来源: INDU

四大货币的银行隔夜同业拆借利率



信息来源: 基强联行市场研究数据库

4. 汇率影响价值

以美元为例,10年前的10万美元可兑换约80万人民币,10年后的今天10万美元可兑换约60万人民币。假设一个美国人这10年间在中国生活成本为20万,就相当于美元的汇率差为其支付了这10年的生活成本。这个例子说明,用汇率下行预期的货币在汇率上行预期的国家消费或投资不动产,汇差则会补充到所投资项目的实际收益中,同时抵减期间运营成本。

货币汇率的高波动性附着着高风险,关注其走势对海外投资是至关重要的,对于汇率波动应当采取金融手段、分散投资对冲汇率风险。值得注意的是,加拿大和美金接近1:1的时候,加拿大元会做出调整。以英镑为例,英镑对美元汇率以2009年的0.72下浮到近期0.6,这个值已经接近最近5年内最低点,预计未来汇率会有所回升,如果在这个时点进入英国市场不仅能够获得投资收益,同时可以享受汇率收益。

以人民币为基准的各国汇率走势 (2009 — 2013年11月)

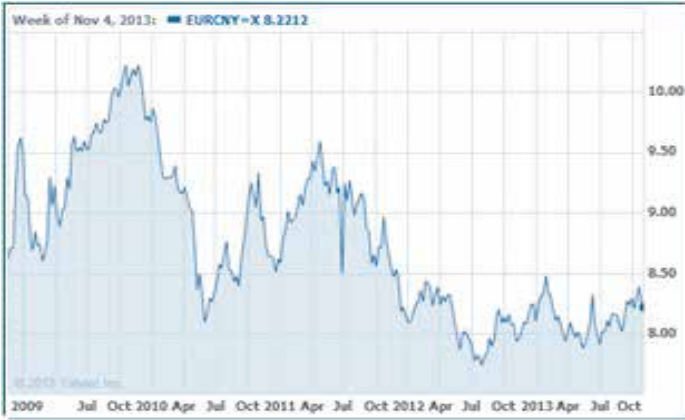
美元



英镑



欧元

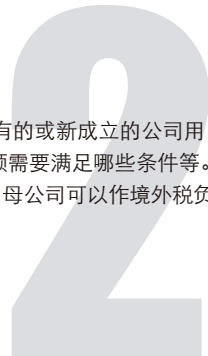


加拿大元



信息来源：基强联行市场研究数据库

税务筹划之控股架构



九层之台,起于垒土。决定投资海外伊始,投资者首先应提前进行一系列规划,比如,是否应该以及如何选择利用哪一家现有的或新成立的公司用于收购目标资产?如何选择新成立收购公司的设立地点?如何设计控股架构来降低境外投资总体税负?降低境外投资的总体税额需要满足哪些条件等。

就如何设计控股架构来减低境外投资总体税负而言,在投资持有期内,如何降低股息汇回过程中的税负?如何尽量确保中国母公司可以作境外税负抵免,从而避免双重征税?针对两种不同控股架构的优势比较如下:

对于直接控股架构的优点:



* 潜在的非税务优点: 简单、易于操作;

* 潜在的税务优点: 如中国公司拥有: 1) 根据中国企业所得税法,外国子公司不少于20%的股份;或2) 根据适用的避免双重征税协议,外国子公司不少于10%的股份,当境外当地公司将其利润以股息性质汇回中国公司时,该中国公司就可以利用境外当地公司实际缴纳的境外所得税税额归属于有关股息的部分抵免该笔股息的中国企业所得税税负。

对于间接控股架构的优点:



* 潜在的非税务优点: 1) 境外利润可以保留与中国境外并用于其它境外投资; 2) 避免就每一个新境外投资项目向有关中国政府部门提出申请和进行审批的需要;

* 潜在的税务优点: 1) 减少或避免境外当地公司以股息分配其所得及出售境外当地公司股权时所产生的境外税负; 2) 递延境外所得在中国需缴纳的补加税负; 3) 有可能实现一个“免税”的退出方案,因为该架构可能允许中国公司在中间控股公司层面撤资,从而避免在出售境外当地公司股权时可能产生的潜在税务成本。

以投资西班牙为例，详见下表。境外公司将西班牙业务所得利润汇回中国可享受境外税负抵免，股息无须纳税。而西班牙当地所得税率为30%，股息根据中国西班牙税收协定须缴10%预提适用税率，通常按7%进行预提。在此情况下，直接控股架构下的总体税负为37%。若采用间接控股架构，假设中间控股公司在卢森堡设立，根据欧盟母子指令，股息可免预提税。股息通过卢森堡公司汇回时，在卢森堡无额外税负。间接控股架构下的总体税负为30%。两种不同的控股架构，导致总体税负相差7个百分点，这样的差别对于现金流高要求的产业至关重要。

	方案1 中国 > 西班牙	方案2 中国 > 卢森堡 > 西班牙
西班牙公司利润	100	100
西班牙所得税 (税率30%)	(30)	(30)
西班牙公司税后利润 (假设全部以股息汇回)	70	70
西班牙预提税适用税率	10%	0%
西班牙预提税	7	0
卢森堡企业所得税	不适用	0
卢森堡预提税	不适用	0
中国补加税负	0	0
总体实际税负	37%	30%

信息来源: KPMG

就如何设计控股架构来减低境外投资总体税负而言，撤出投资时，如何降低资本利得的税负？如何尽量确保中国母公司可以作境外税负抵免，从而避免双重征税？

以美国为例。中国公司直接处置美国公司取得的资本利得需缴纳35%的美国税（如果美国公司主要资产为位于美国的不动产）；相比之下，中国公司通过处置控股公司间接处置美国公司股权取得的资本利得，则无需在美国缴税。两种控股模式对撤出投资的税负影响也是巨大的。

房地产行业海外投资现状

国内房地产企业：小马过河的试水阶段

在经历近十年的快速发展之后，拿地难度及成本持续上升，日趋激烈的市场竞争、不断增大了市场风险，国内房地产企业将迎来新的考验及发展阶段。在销售及信贷条件持续紧缩的国家政策性调控下、国内富裕人群不断增长的海外置业需求的影响下，雄心勃勃的大地产商开始寻求自己的海外之路。2012年以来，已有明确投资计划的中国内地开发商在海外的房地产项目总规模超过百亿美元。

- * 2013年上半年，万科连续进入了香港、美国、新加坡三个海外市场。1月，万科和香港新世界集团合作获取了荃湾地块，2月和美国铁狮门(Tishman Speyer)签约合作旧金山公寓项目，4月又和新加坡吉宝置业合作开发丹那美拉项目。
- * 2013年6月4日，中国房地产富豪潘石屹、张欣夫妇牵头成立的一家财团，以7亿美元（约合43亿人民币）巨资购入美国纽约地标写字楼--通用汽车大厦40%的股权，创下目前中国私人投资者在美国最大的一宗不动产投资纪录。
- * 2013年6月17日，万达以9000万英镑从爱尔兰开发商Green Property手中购得了这一占地两英亩的地块。此前，万达还以3亿英镑收购英国游艇生产商圣汐(Sunseeker)。
- * 2013年7月4日，绿地集团与全球最大酒店管理集团之一的西班牙MELIA集团就酒店资产置换签署谅解备忘录，将收购位于西班牙巴塞罗那以及马德里的两家酒店。2013年7月26日，上海绿地集团以10亿美元收购美国洛杉矶中心区大都会项目，此次收购也是中国房地产企业迄今为止在美最大房地产收购项目。该集团在美国、澳大利亚、英国、泰国等地还有近10个项目在洽谈和陆续启动中。集团年内可确定的新增海外投资为100亿人民币，累计海外项目投资达到近200亿人民币。
- * 2013年10月18日，复星国际收购纽约办公楼涉7.25亿美元。

信息来源: 基强联行市场研究数据库

机构投资者：厚积薄发

作为中国的机构投资者，体量最大的一个是中国主权财富基金。中国官方主权基金只有一个，即中投（CIC），但其他形式的主权基金功能的机构则不止一个，比如十多年来一直在国内外市场影响力巨大的国家外汇管理局（SAFE），主要负责人民币汇率和外汇储备管理。从2007年开始，SAFE开始在海外进行各类投资。中国主权基金截至2012年底中国主权基金规模已达14,900亿美元，居全球之首。中国主权基金虽然成立时间相对较晚，房地产投资经验也相对欠缺，对比全球排名靠前的阿布扎比基金（ADIA）、挪威主权财富基金（GPF）及新加坡主权财富基金（GIC）的投资组合房地产投资的比重，同时结合近年来中国主权基金在房地产直接投资领域的积极表现，中国的主权基金在海外房地产投资范围预计会在3%-5%。另一个则是中国社保基金。中国人口老龄化，未来十几年社会保障会越来越不堪重负。像SAFE和CIC作为国家下属机构，都需要投资海外资产获取高额收益来应对未来的危机。据估算，预计未来或有约130亿美元社保基金投向海外房地产市场。

海外房地产投资的法律环境

西方社会存在两大法系，一是大陆法系（Civil-Law System），一是英美法系，也称普通法系（Common-Law System）。两大法系在法律渊源、适用形式、判例、诉讼程序等各不相同。法国和德国是该法系的两个典型代表。美国法律制度虽然源于英国，但它在英国法律制度的基础上发展了自己的法律制度，与英国法律制度已有很大差别，所以英美法系可以分为英国和美国两个支系。在房地产交易上，大陆法系有着严格的土地权证登记制度，而普通法系是近几年才开始进行土地权证登记的。目前土地权证登记制度最完善的国家是澳大利亚。不同国家采用不同法系，因此房产投资法律环境也有所不同，本文对英、法、美三国的房地产投资的法律环境进行简要归纳：

法国

根据法国法律，收购房产的前期谈判中，双方就交易价格及标的物达成一致，订立初步协议，初步协议可采用单方面出售选择权或双边出售协议的形式，通常包含先决条件，交易完成前应满足先决条件。如果是单方面出售选择权，卖方承诺出售，允许单方面意向书的另一方在指定期限内购买其房产。意向书签署后，买方支付定金，通常为购买价款的10%。房产退出市场且买方在选择期间获得就此项房地产购买的排他权。定金将用于抵扣购买价款；如果买方未能完成购买，定金将不予退还。如果先决条件未被满足，10%的定金则可退还给买方。单方面意向书需在公证人面前签订，或作为私人协议自受益人接受意向之日起10日内向法国税务部门登记，否则自动失效。如果是双边出售协议，卖方承诺出售且买方承诺购买房产。协议签署后，买方支付购买价款的10%作为预付定金。双边协议无需在公证人面前签订（尽管通常仍会在公证人面前签订）。也无需向法国税务部门登记。

英国：

英国采取判例法结合成文法的司法形式，其优势在于具有清晰完善的法律框架、法律及业权的确定性、净收入（租户承担运行成本）及极具竞争力的税收制度。英国政府将从2015年4月开始对出售并非他们主要居所的房产的外国投资者征收资本利得税。此前，英国对海外投资者购买房产不受任何法律限制。依据税务方面的考量，可用投资机构较灵活，如合伙、有限责任公司（LLP）、不动产单位信托、房地产投资信托（REITs）。在房地产权益和所有权方面，自1925年起，英国实行两种主要法定产权，永久业权（free hold）和租借权（lease hold）。永久业权权益即地产持有人对地产及其所在土地拥有绝对所有权，无固定期限限制。租借权权益即地产持有人对土地拥有占有权及使用权，而非所有权。买方以契约的方式向永久业主租借使用权，契约明确注明固定租借年限及租金金额。租期结束则租约终止，房产由永久业权所有人收回。然而，尽管英国房地产市场建立在租赁收入基础上，房地产投资者更想拥有永久业权权益以实现地产的完全控制。

在英国，任何土地开发的实施（指在土地内部、上面、上空或下面进行建设、工程、采矿或其他操作）或对土地用途的重大改变须获得规划许可。相关的地方规划局（LPA）--通常是区委会或自治市镇委员会，负责决定是否允许开发计划的实施。

英国房地产收购的融资方式有很多，最常见的筹集资金的方式是从银行或全英房屋抵押贷款协会贷款。银行或全英房屋抵押贷款协会按照收购价格的一定比例出借资金，在当前的经济环境下，针对高级物业的贷款比例是收购价格的50%至60%（以往更大规模交易的贷款比例达90%）。在出借资金前，贷款人通常要求购买人以一种或多种方式抵押，如以法定按揭的方式、转让不动产的租赁收入、对非不动产附带的工厂或机器设定固定抵押的方式、股票抵押方式、所有相关合同抵押，包括租赁合同、保单及施工文件等。

美国：

美国采取买者自慎原则，即买方应对其所购房产承担责任，政府不提供风险保障。无论何种形式的产权交易契约，均须在相关登记办公室进行记录。主要费用包括经纪人费用（由卖方承担，佣金2%至6%）、转让税（不同地区要求不同，如：纽约为1.425%至2.625%，由卖方承担；华盛顿转让税为1.45%，登记税为1.45%等）及登记抵押税。

相对于直接投资，投资房地产投资信托公司（REIT）的优势在于，REIT是拥有并经营创造收入的房地产（例如公寓楼、办公楼、购物中心、酒店及类似建筑）公司。REIT可被公开交易（在此情况下，应受管理证券发售及出售的法律约束）或由私人持有。REIT以股息支付其收益。REIT可扣除支付给投资者的股息并无需缴纳公司税。股东应就其获得的股息及任何资本利得支付税款。REIT的投资者享有拥有房地产的经济效益，而房产的所有权及经营权则属REIT管理人。外国人士须就REIT支付的普通股股息缴纳30%的预扣所得税（根据条约减税的情况除外），且资本利得股息被视为ECI（实际有关收入），REIT投资于按揭抵押或公开交易的REIT除外。相比REIT在美国联邦所得税层面能够获得的优惠，一些州制定了“专属型REIT立法”或“联合/统一”报告制度，在州所得税层面限制REIT使用“已付股利扣除法”。投资者需就其获得股息及任何资本利得支付税款。外国人士就REIT支付的普通股股息缴纳30%预扣所得税，如果公司股份比例在50%之下，可采取避税手段。



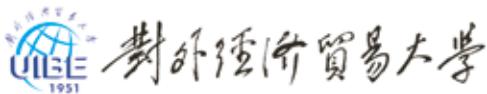
关于中国企业走出去的几点建议 ◀

中国企业对外投资依然会受到中国政府不同机构的管制，需要规避海外收购风险的同时还需要注意国内的审批限制。四种常见的海外投资形式如下：

1. 直接投资，购买海外公司或直接在海外/香港/BVI群岛/海外设立公司。
2. 间接投资，通过中国一家国资或民营企业先到香港或新加坡或免税岛设立投资性平台，实行海外并购。
3. 背对背投资，国有及央企投资海外，受限于所在国政治和资源垄断，需要先由国内企业与已在海外企业A签订协议，如果履约收购了目标公司B，国内企业再将海外企业A买下来实现收购。
4. 交叉投资，两国之间的外交及限制的情况下，投资彼此公司来达到实现对方市场的投资。

中国企业投资海外会因企业性质和投资额度的不同会遇到发改委、商务部、外汇管理局、保监会和证监会的审批不同程度的审批。对用不同审批流程还对应了诸多相关的法律法规，如《发改委关于完善境外项目管理的通知》、《大陆企业赴台湾投资管理办法》以及2009年5月颁布的《境外投资管理办法》等。

在过去十多年里，中国企业对海外的投资从涓涓细流呈大潮汹涌之势。2012年中国对外直接投资已经高达878亿美元，首次成为世界第三大对外投资国。截至2012年底，中国有1.6万家境内投资者在境外设立对外直接投资企业近2.2万家，分布在全球179个国家及地区，覆盖率达76.8%。在2015年达到1500亿美元，预计到“十二五”末，中国企业对外投资规模累计将达到5000亿美元。中国资本全球化的不断演进，“庙堂之上”有褒贬之论不绝于耳，“江湖之远”自有践行者大胆试水。



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



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