



## 中国房地产行业投资促进报告

2018年4月

## 《产业投资促进系列报告》编撰人员

### 系列报告编委会

主任：刘殿勋

副主任：王旭，张玉中，李勇

成员：许丹松，林若尘，黄庆红，王瑞，王欣然

朱文龙，焦伟，黄玫玫，吴铭，梁议丹

### 《房地产行业投资促进报告》编写组成员

主编：李勇

执行主编：朱文龙，王欣然，许思涛，何锦荣

副主编：胡锐，潘峰光，施清耀，任绍文，李晓辉

成员：王倩，齐宁，苏蕾，孙楚尧，陈岚，周菲

# 总序

当前,世界经济在深度调整中曲折复苏,新一轮科技革命和产业变革蓄势待发。我国经济发展方式加快转变,新的增长动力正在孕育形成,同时也面临着“新常态”:经济增速从高速增长转向中高速,经济结构从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并举,发展动力从主要依靠资源和低成本劳动力等要素投入转向创新驱动。

“十三五”规划明确提出,要“坚持内外需协调、进出口平衡、引进来和走出去并重、引资和引技引智并举,发展更高层次的开放型经济”。2016年是“十三五”规划的开局之年。我国将在继续扩大开放领域、积极有效利用外资的同时,加快对外投资步伐,促进引进来和走出去协调发展,优化全球产业布局,不断提高全球资源配置能力,深度融入全球产业链、价值链、物流链。

面对国内外经济形势的新特点和对外开放的新形势,我国的“引进来”和“走出去”双向投资促进工作也面临着新任务。实现高水平“引进来”,对

法治化、国际化、便利化的营商环境以及精细化的招商工作提出了更高要求。同时,大规模“走出去”也面临风险控制、国际化管理、环境治理、企业文化与当地风俗文化融合等诸多挑战。这些形势都对投资促进机构的专业化服务提出了更高要求。

作为隶属于商务部的专业化双向投资促进机构,商务部投资促进事务局近年来确立了以产业为主线、以需求为导向的投资促进工作思路,并在实践中更深入地了解产业趋势对企业投融资的意义和影响,搭建双向投资的桥梁和平台,最大程度地聚合投资者、引资者和相关中介机构,提供更具针对性和实效性的专业化服务,取得了一系列阶段性成果。

为了更好地引导全国产业投资促进工作的开展,我局联合国内外专业研究机构和咨询机构合作编撰了产业投资促进系列报告,针对重点产业的基本情况、分布格局、投资动态、发展趋势等进行了深入系统的研究,并介

绍了相关产业投资促进工作的开展情况。

2014年开始的产业投资促进系列报告得到了我局各产业投资促进委员会成员单位和业界的广泛关注和肯定。希望今年的系列报告能够以翔实的信息、深入的研究和具实操性的案例分析,继续为地方、园区、企业开展投资合作提供具有参考性和实用性的指南。

2018年3月



# 前言

房地产业是中国国民经济的支柱产业，近十年来始终保持着较快的发展速度，已成为吸引外商投资和促进中国企业走出去的重要行业和市场。自2014年以来，中国经济进入新常态，宏观经济下行，房屋价格增速逐步放缓，随着政府对产能过剩行业进行供给侧改革，在历史繁荣期大量开发积累的大量库存需要逐步消化。因此，当前的中国房地产行业正在进入新一轮调整期，政府不断出台对楼市的宏观调控政策并对房地产开发贷款加强监管，意在抑制杠杆和房地产泡沫，促进行业良性发展。随着本轮调整，预计中国房地产行业将不断转型和升级，以高质量和新动力，不断吸引更多外商投资国内市场，同时更多中国房企向海外拓展，提升企业品牌价值和中国的国际影响力。

本报告主要关注中国住宅和商业地产行业发展现状和趋势。以经济新常态为背景，分析了经济放缓、货币贬值、消费和技术升级以及资本市场波动等对行业的影响；详细梳理了外商“引进来”在中国住宅和商业地产投资以及中国企业“走出去”在海外住宅和商业地产投资两个方面，包括发展规模、主要模式、投资主体、驱动因素以及趋势和挑战等。报告主要发现如下：

“限外令”全面松绑，将利好一二线城市中高端物业，在一定程度上反映出外资企业投资房地产热情开始高涨。2016年10月份以来，政府紧缩新政出台，有利于促进资本向其他产业流动，预期房地产资金链将收紧，房价增速将放缓。

近十年来外商投资规模不断增加，合同项目数量逐年降低，随着住宅和商业地产的业态不断丰富，涵盖商铺、高档住宅、写字楼等的大型综合体项目逐渐成为主流。

欧美房地产基金以及新加坡、香港、马来西亚等地的房地产开发商构成了外商投资主体，在中国投资打造了一系列中高端住宅产品和城市地标建筑，以港资、东南亚、欧洲奢侈品集团为代表的商业地产品类丰富，预期未来将继续为内地市场带来成熟优质的商业地产运作理念，推动市场繁荣。但目前行业去库存仍在持续，特别是商业地产结构性产能过剩问题凸显，一二线热点城市投资收益增速将会放缓，投资需保持谨慎，直接开发和中长期投资计划成为未来趋势。

随着人民币贬值压力、美元升值预期等，预计将有更多中国投资者进行海外资产配置。当前中国房地产

行业国际化的主要形式为直接投资（绿地投资）、海外并购和海外融资等，具体表现为在发展中国家直接开发住宅和商业综合体项目，以及在欧美发达国家购入成熟高端物业。

“走出去”海外投资主体日趋多元化，大宗商业地产并购交易不断刷新纪录，特别是以安邦、平安等为代表的险资表现十分抢眼。在走出去过程中，企业需要注意资本出境风险、了解当地市场合规要求，并提升自身的国际资本运作能力，在战略决策和风险防控方面做好充分准备。

# 目录

第一章 新常态下的中国地产行业发展现状和趋势	1
第一节 外部宏观因素分析	1
第二节 对住宅地产的影响	4
第三节 对商业地产的影响	8
第四节 趋势和展望	10
第二章 外商“引进来”投资分析	11
第一节 整体现状	11
一 现状与特点	11
二 投资主体	12
三 驱动因素	14
第二节 外商直接投资中国住宅地产	18
一 现状与特点	18
二 问题与挑战	20
三 发展趋势	22
四 投资建议	24
第三节 外商直接投资中国商业地产	25
一 现状与特点	25
二 品类与模式	27
三 问题与挑战	28
四 发展趋势	29
五 投资建议	31

第三章 中国地产商国际化之路	32
第一节 整体现状	32
一 现状与特点	32
二 投资主体	34
三 驱动因素	38
四 境外融资	40
第二节 住宅地产“走出去”	45
一 直接投资复苏式增长	47
二 住宅并购较不显著	47
三 住宅项目运作遇阻	47
第三节 商业地产“走出去”	48
一 直接投资快速上涨	48
二 大宗并购交易不断	49
三 投资品类更为丰富	50
第四节 国际化机遇和挑战	51
一 资本出境风险防范	51
二 当地市场合规要求挑战	51
三 需要较强资本运作能力	52
第五节 投资建议	52

第四章 中国房企“走出去”案例分析	54
万科：海外轻资产经营管理者	54
万达：酒店及文旅品牌打造者	55
碧桂园：企业集群式走出去平台打造者	55
上海连合地产：民营房企抱团出海联合体	56
华夏幸福基业：国际产业新城打造者	56
总结与展望	58
附录	59
一 外资主要房地产开发商介绍	59
二 外资主要房地产基金介绍	61
三 主要国家房地产投资法律规定	63
四 主要国家房地产投资税务规定	65





# 第一章 新常态下的中国地产行业发展现状和趋势

## 一 外部宏观因素分析

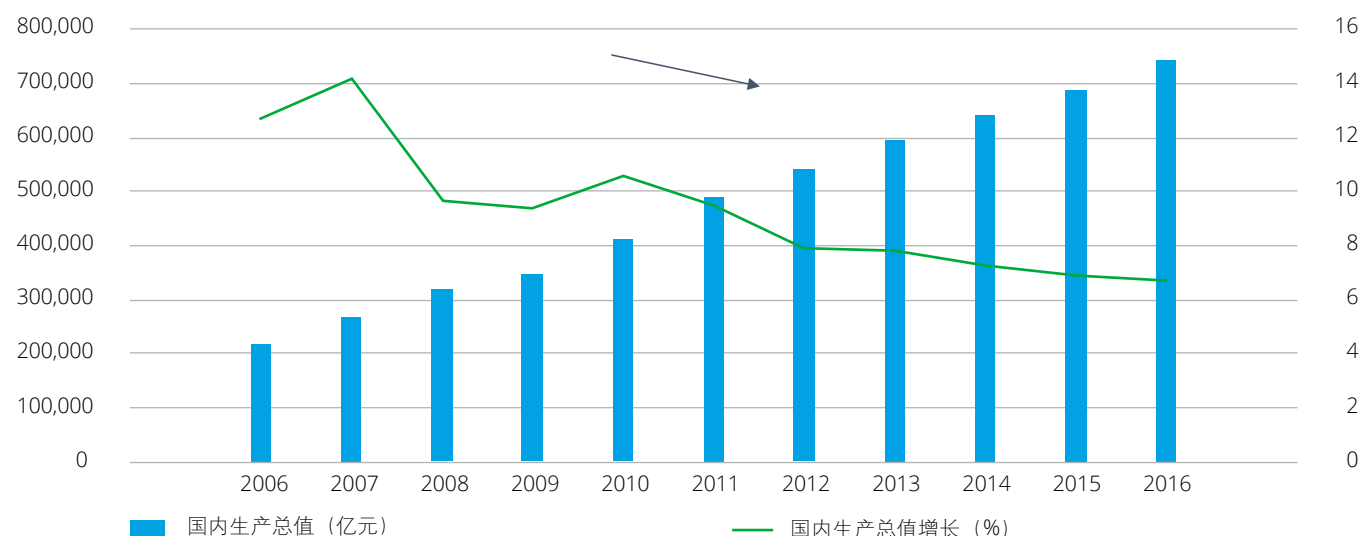
### 经济放缓/货币贬值/通胀预期

当前，中国经济步入“新常态”，经济增长放缓，由过去高速增长转入中高速增长，

其基本特征是发展方式转变、结构深度调整和发展动力转向。十年间，中国宏观经济平稳增长，自2010年起经济增速持续下降，GDP增速由10.6%持续下降，至2016

年GDP增速为6.7%，较2015年降低0.2个百分点，但依然保持中高速发展趋势，整体宏观经济基本保持平稳运行，不会出现较大经济波动。

图1：中国宏观经济走势



来源：Wind

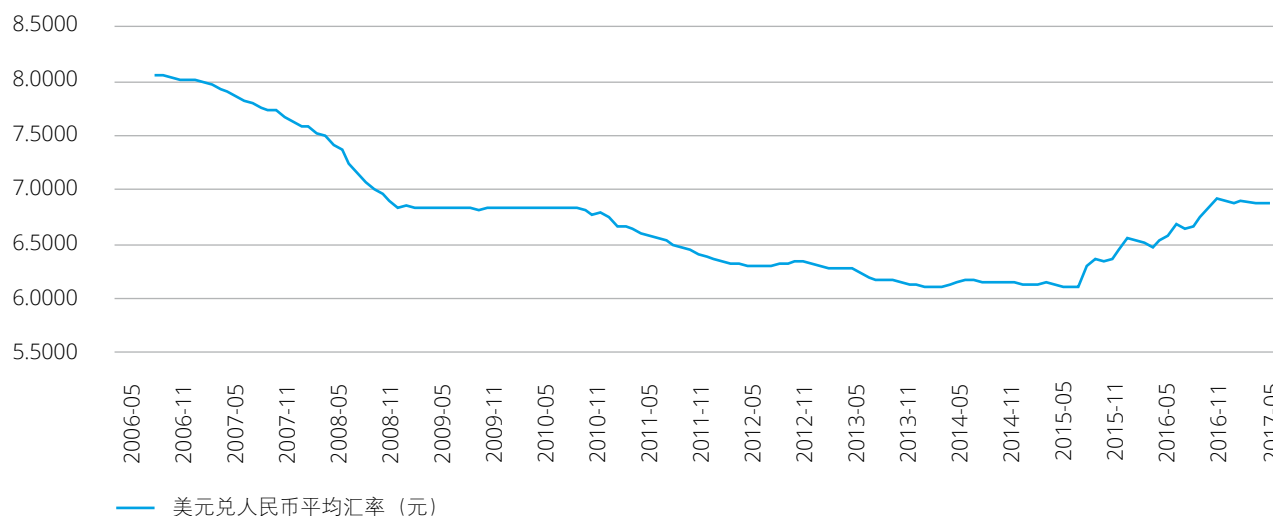
### 与此同时，人民币贬值压力仍在持续。

回顾近十年间的美元兑人民币汇率变化，在相当长的一段时间内，美元兑人民币汇率不断走低，人民币持续升值，自2015年8月汇率改革以来，美元兑人民币的汇率转降为升，人民币持续贬值；同年12月，

中国正式加入IMF特别提款权(SDR)货币篮子，意味着人民币跨境流动限制放开，当月人民币大幅贬值，离岸人民币累计贬值2.24%，外汇储备共消耗1,079亿美元，创历史最大降幅。央行于2016年1月起抽离离岸人民币流动性，对货币市场进行干

预，一定程度上遏制了人民币更大幅度的贬值。随着宏观经济持续放缓，以及国际政治、经济形势持续变化，人民币贬值压力仍在持续。在当前资本管制的情况下，央行将通过宏观调控手段防止剧烈贬值发生。

图2：美元兑人民币汇率变化



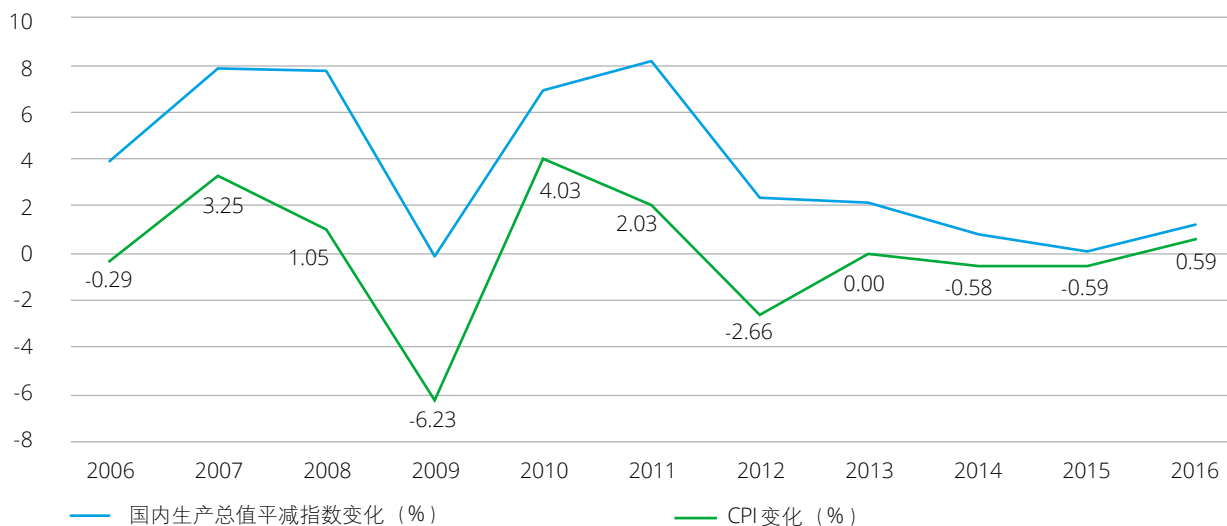
来源：Wind

2010年以前，居民消费价格指数CPI变化幅度较大，主要原因是2008年金融危机前后，物价波动幅度较大，2009年CPI一度触底，之后国家实施宽松货币政策刺激投资

和消费，CPI于2010年迅速回升，因而达到当年同比4.03%的涨幅，在这之后，CPI涨幅最大不超过2.03%，并且近几年内持续下降，整体保持温和通胀。随着货币供给持

续增加，宏观调控持续收紧，未来中国仍将维持一定程度温和通胀，总体来看，当前较低的通胀率仍在可接受范围内，不会对居民消费和企业造成实质影响。

图3：通货膨胀情况



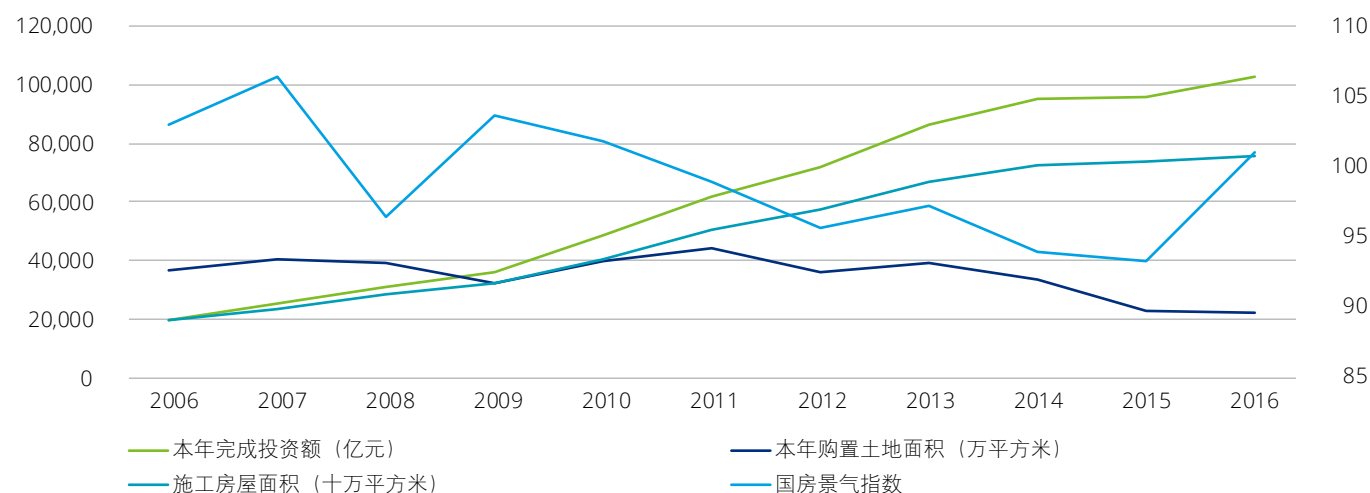
来源：Wind

经济平稳增长的同时，房地产行业仍然是推动经济发展的主要动力之一。**十年间房地产投资额及房屋施工面积均持续增长，新购置土地面积自2011年起呈现持续下降**

**趋势，2016年起国房景气指数显著回升。**受宏观经济增速放缓的影响，近几年国房景气指数下降趋势较为明显，2016年地产行业明显回暖，全年指数不断走高，均超过

100，且高于2015年最高值93.77。2016年房地产开发企业土地购置面积持续下降，累计为22,025万平方米，同比下降3.4%，预计2017年将持续下降。

图4：房地产投资及开发情况



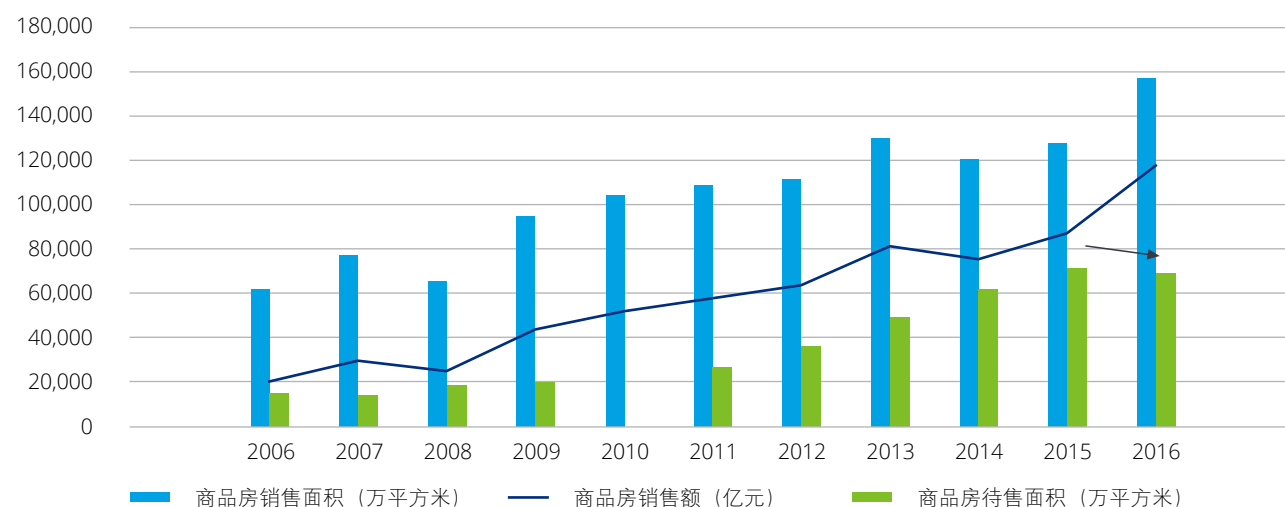
来源：Wind

在房屋交易环节，十年间商品房销售面积及销售额均持续增长，但近几年增长较为缓慢；去库存形势仍旧严峻，商品房待售面积在2016年之前，以高于销售面

积的增速不断增加，在供给侧改革政策的推动下，去库存逐渐成为主旋律。**2016年商品房待售面积首次出现下降**，自3月起至11月连续九个月下降，去库存效果初

显，12月末累计待售面积为69,539万平方米，同比降低3.2%。

图5：房地产销售情况



来源：Wind

### 消费升级和技术升级

消费升级和技术升级两个概念反映了当前中国经济转型发展的两个不同侧面，一个侧重需求方，一个侧重供给方。二者同等重要，并且相互影响，需要协调共同发展。

**从需求方角度来看，当前消费升级的核心是满足日益庞大的中产阶级（中等收入群体）的消费需求。**2016年7月，《经济学人》刊文指出，中国已有2.25亿中产阶级，多数受过良好教育，80、90后人群成

为消费主力，在对于消费品的需求上与其他人群或传统消费需求之间产生了较大差别，主要体现在对于高端、新型、个性化、智能化商品和服务的追求。新形成的中产阶级群体通常收入较高，集中了中国国内大部分财富，针对该人群的商品和服务设计，逐渐成为部分企业的主要业务目标。调动该群体的消费行为，也有助于增强中国整体经济活力。2016年末，社会消费品零售总额同比增长10.4%，特别是汽车及住房相关商品销售较好。

**从供给侧出发，越来越多的企业以特定细分市场为目标，专注于垂直领域的经营。**产业结构持续转型，2016前服务业增加值占GDP比重达51.6%，同比提高1.1个百分点。科技型企业的占比日益增高，2016前三季度，高技术产业增加值、装备制造业增加值分别增长10.8%和9.5%，占规模以上工业增加值的比重分别为12.4%和32.9%。此外，AR/VR、大数据、人工智能等新技术也越来越多地应用到企业日常生产和管理中，如基于大数据技术的广告精准投放业务已成为多数互联网企业（网络媒体、电商等）的基本配备。

### 国内房贷资本市场波动及监管收紧

房企过去的融资仅仅依赖银行的开发贷款和卖房的资金回笼，近年来开发商融资工具繁多，大量资金来源于券商、信

托、保险、私募等“通道”，通过高杠杆拿地，逐渐在一线城市及热点二线城市形成“资产泡沫”。2016年10月以来，央行、银监会、发改委、上交所、深交所等监管

机构频频发文规范房企融资，**房企融资限制不断加码，监管思路都剑指土地市场资金过剩所堆积的地价泡沫，意在推动去杠杆，促进地产行业良性发展。**

**表1: 近期资本市场监管动态**

时间	监管机构	监管规定内容
2016.11	银监会及各地银监局	对16个房价上涨过快的热点城市银行业金融机构，进行专项检查。检查对象为截至2016年9月末与房地产相关业务，包括首付贷款、房地产开发贷、与房地产中介及房企合作、理财及信托等。在开发贷方面，检查是否严格审查房地产开发企业各项资质，项目是否符合最低资本金比例要求，对资本金来源真实性认真检查，是否存在银行资金违规用于购地等问题。
2016.1.16	上海银监局	就土地融资开出全国严查以来的首份罚单：针对江苏银行违规放贷用于支付土地金和拍卖保证金，罚金478万元。
2017.2.13	基金业协会	发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号—私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》（4号文） <ul style="list-style-type: none"> <li>• 切实避免资金违规流入房地产调控领域，禁止私募产品，包括广义的私募基金在内向房地产开发企业提供融资用于支付土地出让价款等</li> <li>• 直接或间接投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的产品，将暂不予备案</li> <li>• 存续产品与文件不符的投资项目一律不得新增新设，而已投项目存在文件禁止情形的在相关投资项目到期后不得续期。</li> </ul>

来源：公开信息，德勤研究

**通过对资本市场开发贷和各类“通道”业务的监管加码，房企资金池的整体流动性趋紧，加之央行又于近期上调利率走廊，房贷收紧已是既定趋势，标普、惠誉及国内多家研究机构均表示房价增速趋缓。**政策调控对房市、消费者和银行的影响也将逐渐显露。根据21世纪经济报道梳理最新数据和调研显示，2016年，银行表内开发贷增速持续下降，地产开发贷规模甚至出现4.9%的负增长。2017年1月份全国房企包括私募债、公司债、中期票据等在内的融资合计共133.08亿元，同比下跌92%。随着本轮监管加码，资金来源成本与杠杆率较高、体量相对较小的中小型房企的融资渠道持续收紧，在房地产市场的核心地域进行拿地并购及公开举牌等操作都将受到影响和限制。

### 二 对住宅地产的影响

#### 经济衰退期实施宽松调控政策促进行业发展，有利于去库存

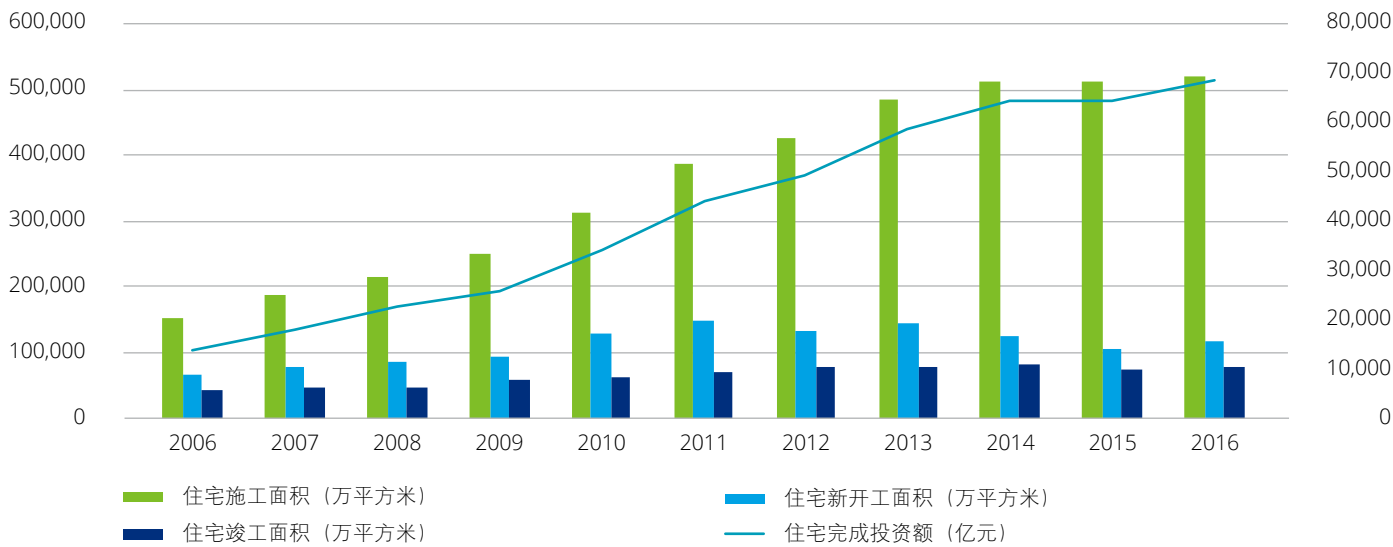
宏观经济状况对于房地产业的发展有重要影响。在经济衰退时期，金融机构与企业的改组与合并，将为市场提供大量土地和商品建筑。同时居民收入减少将限制消费者对于购房的需求，住房的存量则会保持在较高水平，供求关系之间的不平衡将导致房价下降。

房地产业对资金需求量极大，供给和需求环节都需要银行贷款参与。在供给方面，当宏观上实施膨胀的货币政策时，大量货币支持将流向房地产开发投资和房地产抵押，并支撑房价上涨。当前中国持续增发货币，并且表现出一定程度的通货膨胀，而CPI仍在较低区位，一定程度上反映了资金流向。在需求方面，消费者在购买房地产商品时往往通过抵押贷款的方式，利率、获取借贷的难易程度等都会影响买方的购买行为。中国采取金融管制手段，宏观调控利率，其货币供给将对房地产市场产生显著影响。

经济下行、人民币贬值导致商品价格相对提升，人民币购买力下降，房地产销售受到抑制。住宅地产投资额在近几年间趋于平缓，新开工面积也有所下降，由于房地产行业存在一定时滞效应，二者在一定程度上反映了未来几年内房地产的发展趋势。同时，住宅地产往往具有较小的需求弹性，在当前普遍的住房观念下，住房对于大部分人仍具有刚性需求。因此，房地产业尚未遭到宏观经济下行的重创。住宅的销售额及销售面积总体上仍保持增长趋势。

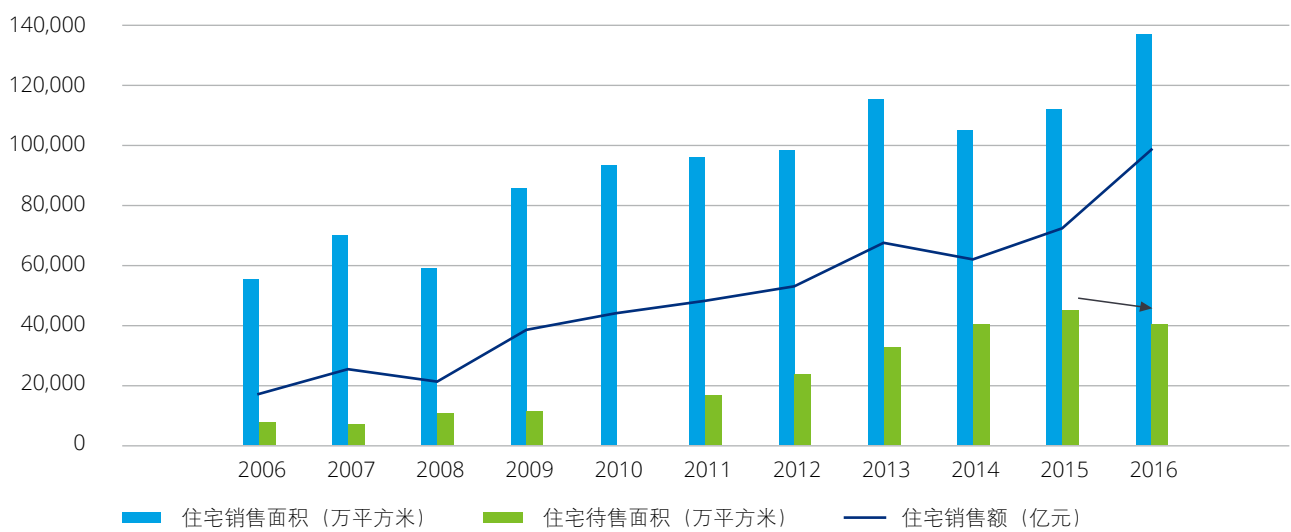
为应对房地产市场的不景气，加快去库存进程，2016年10月之前，政府针对住房购买的管制政策逐渐放松，对于房地产市场产生了正向激励作用。2016年住宅待售面积出现近几年来首次下降，12月末为40,257万平方米，库存压力仍然较大。

图6：住宅地产投资及开发情况



来源：Wind

图7：住宅地产销售情况



来源：Wind

城市房价在十年间总体保持上升，特别是一线城市的住宅价格保持着较高的增长。二三线城市的住宅价格以及二手住宅价格相对稳定，增长幅度较小。

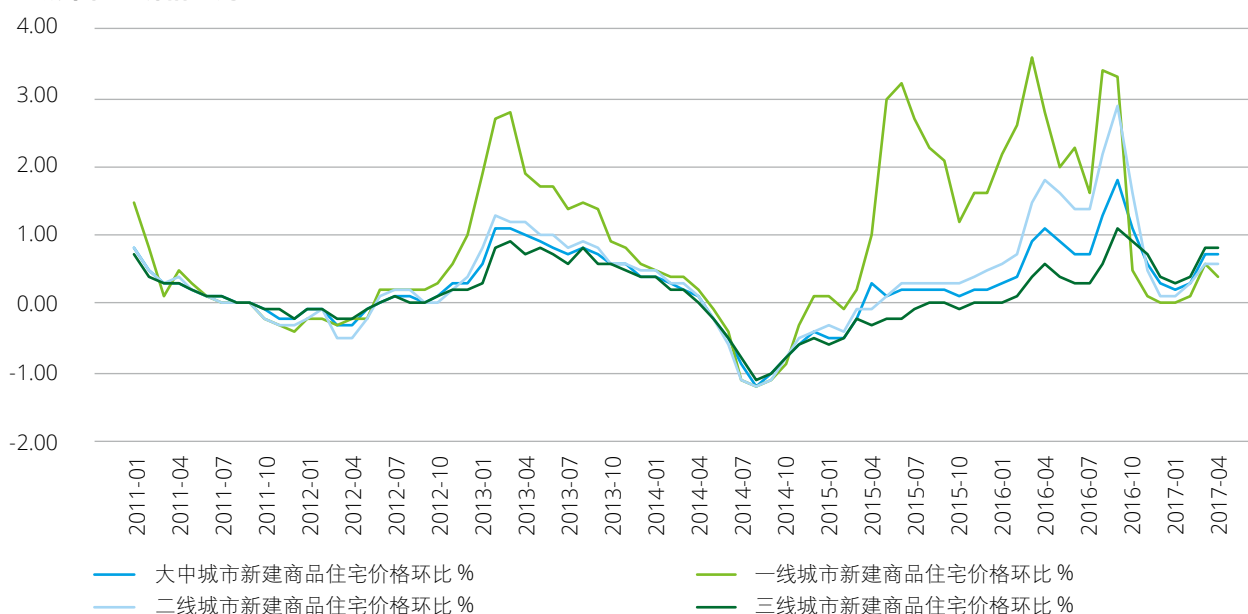
**紧缩新政促进资本向其他产业流动，房价增速放缓**

2016年10月开始，全国多个城市陆续出台了购房紧缩政策，多数城市通过提高第二套房首付比例和限制外地户籍居民购房的方式来抑制投资购房行为，在稳定降速

的经济发展以及政策再次紧缩的背景下，住宅房价环比涨幅快速回落。当月一、二线城市新建商品住宅价格环比分别上涨0.5%和1.3%，比9月份回落2.8和1.0个百分点，三线城市新建商品住宅价格环比上涨0.9%，比9月份回落0.3个百分点。同时二手住房交易市场也呈现相同趋势，当月一、二线城市的二手住宅价格分别比9月份回落2.9和1.1个百分点，三线城市二手住宅价格环比回落0.3个百分点。2017年3月份，调控进一步升级，随着不断紧缩的

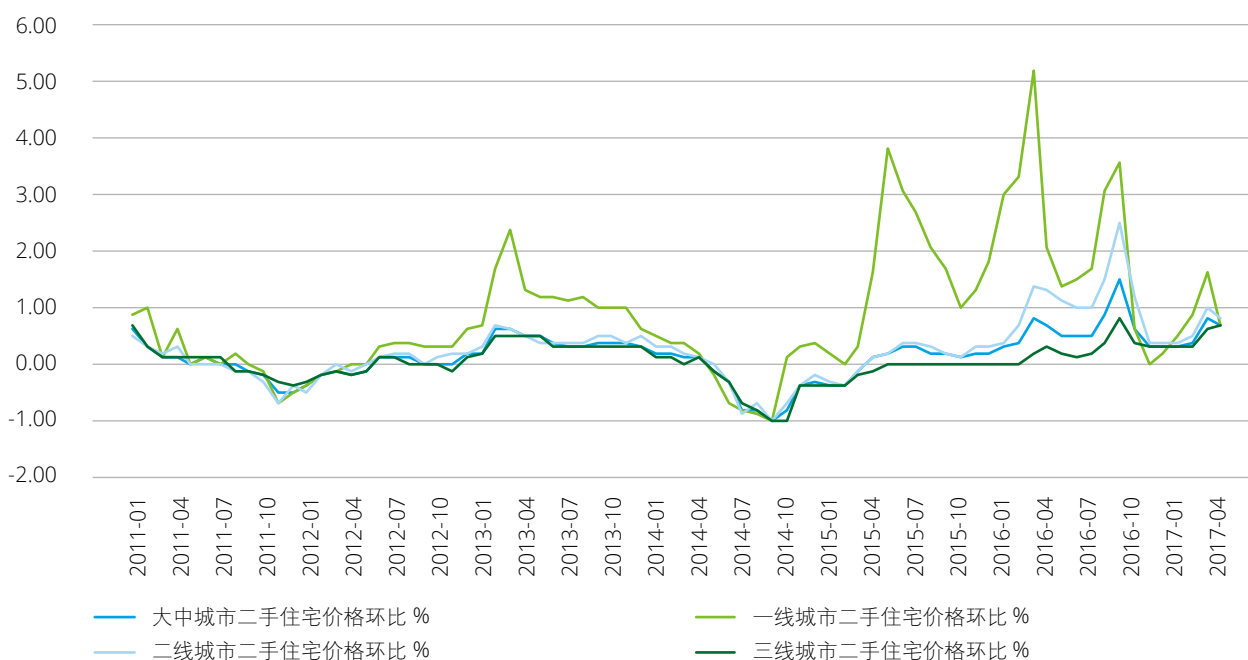
购房和房贷政策，未来短期内的房地产市场销售势必受此影响而有所降温。**紧缩新政的出台意在防止当前较低货币贬值和通货膨胀背景下，资本过多注入房地产业，从而造成大量产业泡沫的风险。同时促进部分资本流向其它产业，推动各产业健康、协调发展。**

图8：城市住宅价格环比



来源：Wind

图9：城市二手住宅价格



来源：Wind

### 消费和技术升级促进住宅地产行业创新

消费升级使消费者对于消费品提出了更高要求。对于传统商品房，**更高质量、更具服务性质的社区生态**营造成为未来发展的核心，智能住房、智能家居也成为业界最先端的研究和发展方向。同时，房地产企业也越来越注重品牌打造、特色挖掘等方面。虽然居住的全面智能化在短期内难以实现真正的普及，但房地产公司

及相关企业已经在设计和改造社区时更多地考虑到服务提升等方面的内容。例如正荣为其小区配置了人脸识别技术，进出小区仅需要扫描人脸即可实现，此外，还与微信支付合作，实现电子报修、缴费、活动组织等功能，极大地便利了住户。保利也为社区引入了大量标准化、一站式的快捷社区服务，涉及物业、生活、购物、社交、养老等多个方面。

### 消费升级也影响到了空间产业链的其它

**环节，例如装修、建材、交易服务等。**部分非房地产行业的企业瞄准了这些环节中新出现的潜在市场，在特定细分领域进行深度发展。这些企业将房地产产业链中的传统领域与互联网等技术结合，为消费者提供更便利、更定制化的服务。例如在装修领域中，土巴兔基于互联网为用户提供规范化、定制化、一站式的装修服务，





提供设计、家具、建材、报价等信息，帮助消费者选择合适的装修公司，检查房屋装修质量。

当前中国人口流动现象较为普遍，日益庞大的中产阶级群体也常面临着由于各类职务调动而迁居的情况，住房观念正在发生改变，越来越多的人选择租房居住，由此引发的住房地产销售模式的革新也日益突出。自如是一家提供租住服务的互联网企业，拥有40,000套房屋资产，总价值3,000亿人民币，解决了60万人的租住需求。自如与传统的租房中介不同，自如和房屋业主签订三至五年的托管合同，由自如负责房屋装修和家具家电配置，再租给租客，并且给租客提供保洁、维修、搬家等售后服务，通过把控出租房品质、构建社区、举行活动等方式提升用户居住体验及舒适度。租客以城市白领为目标群体，提供标准化的租住及相关生活服务，并注重服务平台的搭建，以满足青年白领对于日常居住、消费、社交、文化等多方面的需求。

#### 私募资管受限以及住宅类公司债暂缓发行

房企通过表内开发贷、表外委托贷款、表外理财等非标“通道”业务及公司债获得大量资金，通过高杠杆操作拿地，不断推

高房价实现套利。2016年以来，高总价、高单价、高溢价率的“三高”地块频现。中原地产数据显示，全国50大城市楼板价均价涨幅高达43%。苏州、南京、上海、杭州、天津等多个城市土地成交金额超过1,200亿元，溢价率、楼板价、土地成交总额均刷新历史新高。

根据近期的《私募资管计划本案管理规范》4号文，**禁止5类私募资产管理计划投资于北京、上海等16个热点城市的房地产项目**。投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案。文件列出了16个房价上涨过快热点城市，包括北京、上海、广州、深圳、厦门、合肥、南京、苏州、无锡、杭州、天津、福州、武汉、郑州、济南、成都，遍及当前房地产市场重心的一线城市集群。未来将根据住房和城乡建设部相关规定适时调整范围。禁投房地产的私募资产管理计划包括五类：

- 委托贷款
- 嵌套投资信托计划及其他金融产品
- 受让信托受益权及其他资产收（受）益权
- 以名股实债的方式受让房地产开发企业股权
- 协会根据审慎监管原则认定的其他债权投资方式

据相关人士表示，目前监管层仍在受理房地产公司债申请，但迄今住宅类地产公司债仍未放行，“只有公司自己带地产业务但地产业务非主营业务的才能发行公司债”；而据消息人士提供的相关文件显示，证监会拟出台新方案，将不符合房地产业公司债分类监管方案要求的房地产公司纳入负面清单，同时国土资源部等部门认定的存在“闲置土地”、“炒地”、“捂盘惜售”、“哄抬房价”等违法违规行为的房地产公司也在负面清单之列。2017年以来，每月新增中长期住户贷款呈现明显下降趋势，5月份数值为4,326亿，在新增贷款中的占比39.0%，相比2016年10月高点的75%约下降了一倍。



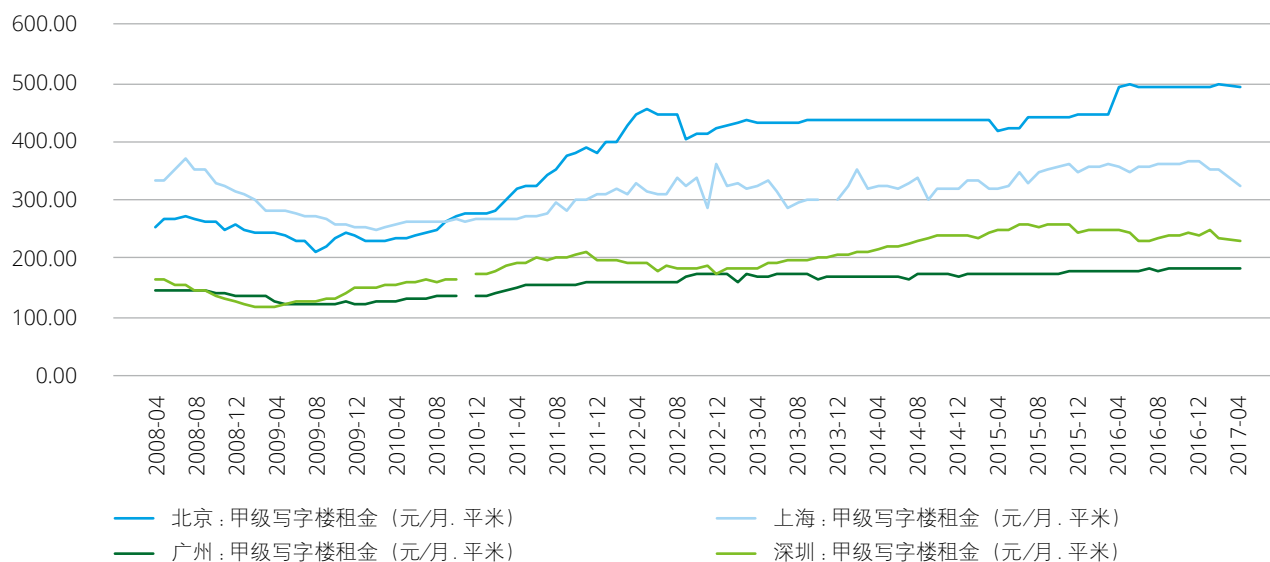
### 三 对商业地产的影响

作为商业地产的主要消费者，企业、商户等经济单元的经营状况受到宏观经济增速放缓、人民币贬值以及通货膨胀的负

面影响，为保证盈利，需要比以往更大程度地控制成本，特别是租金成本的投入。因而需求下降，较高存量使商业地产价格进一步下降。北京、上海一线城市办公

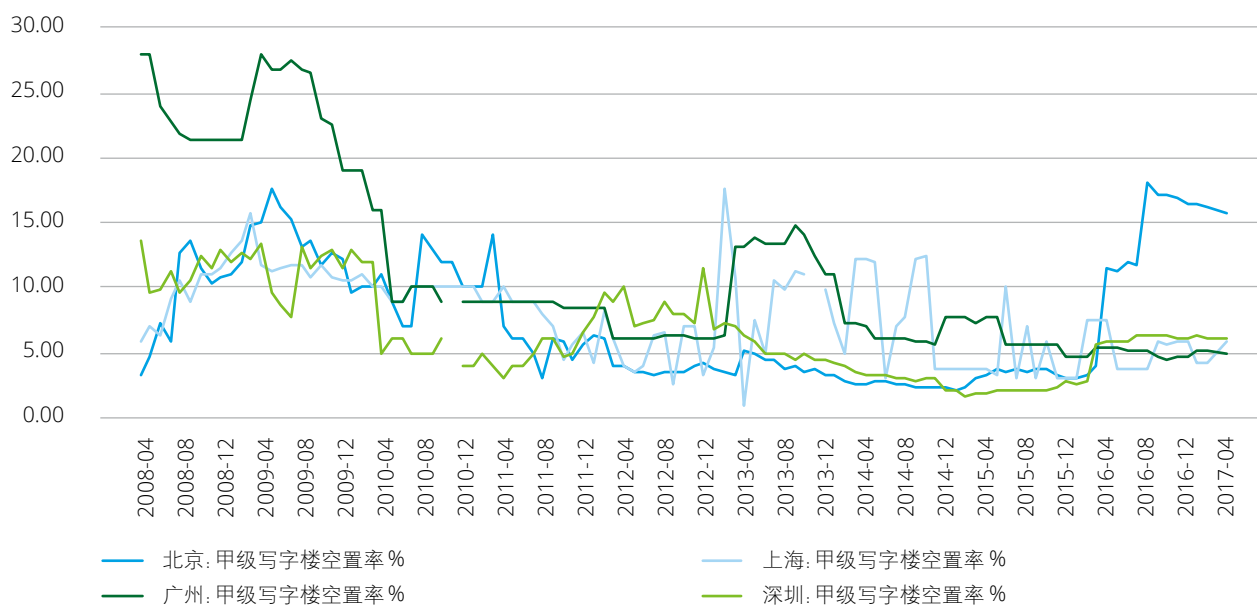
楼租金在近几年间增长缓慢，2016年部分下滑，空置率相对波动，总体保持在较低水平。

图10：一线城市办公楼租金



来源：Wind

图11：一线城市办公楼空置率



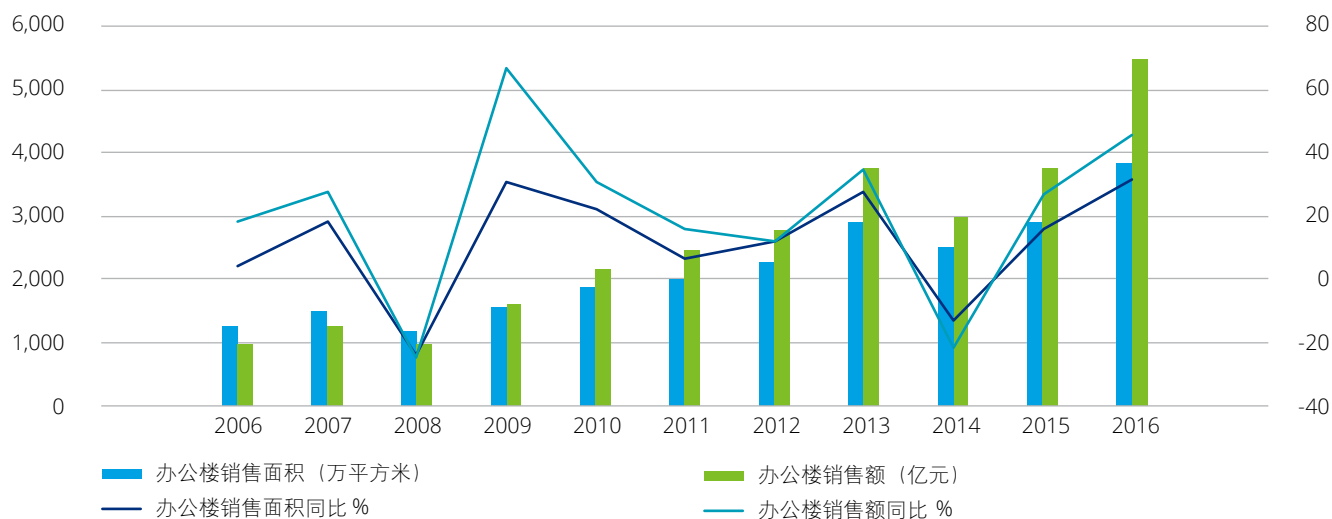
来源：Wind

从销售环节来看，近十年间办公楼及商业营业用房的销售面积和销售额总体保持增长趋势，仅在个别年份出现负增长。

同时，办公楼销售增长势头良好，2016年销售额和销售面积增速分别为45.8%和31.4%；相对而言，商业营业用房的销售增

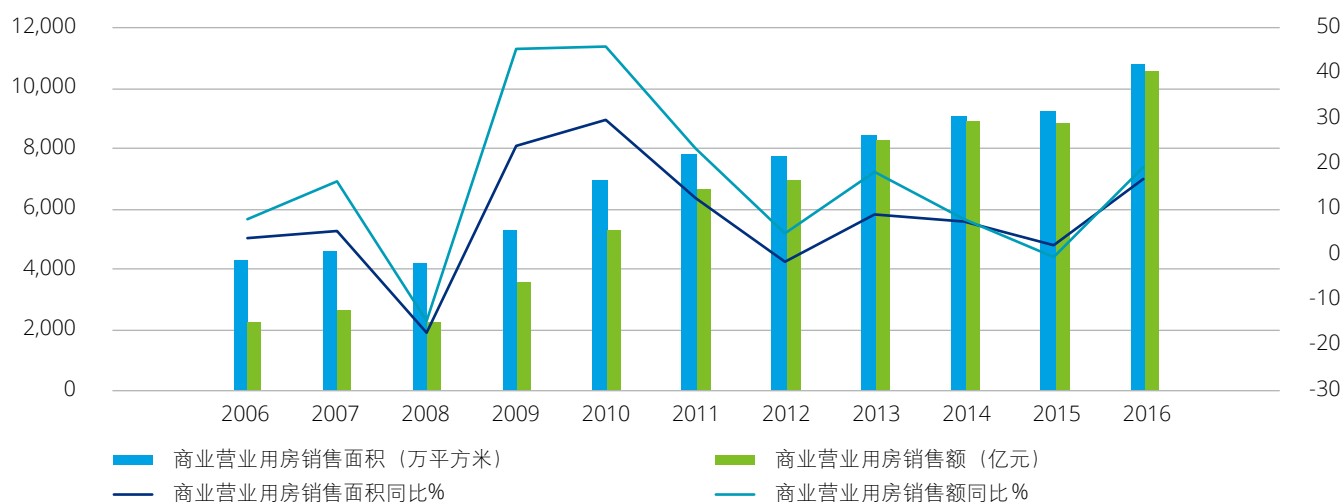
速则似乎趋于饱和，销售额和销售面积增速均低于20%。

图12：办公楼销售情况



来源：Wind

图13：商业营业用房销售情况



来源：Wind

### 传统商业地产受到电子商务冲击

消费升级进程改变了人们的消费行为和消费习惯，越来越多的人选择通过互联网购买各类商品和服务，传统商铺受到电子商务的强烈冲击。2016年11月11日，仅淘宝天猫就达到了1,207亿人民币的交易额。并且，伴随着中国整体经济形势的下行，商业用地难以出售和出租，空置率很高，在需求弹性更大的二三线城市更是如此。同时，传统商铺在一线城市也达到了饱和，根据《2015年中国百货行业发展报

告》，2011至2015年间，全国共有187家百货门店关闭停业，仅2015年就关闭了100家门店。

为了应对传统商业地产在消费升级过程中受到的冲击，房地产企业开始选择在有一定消费需求并且尚处在空白的区域兴建商业地产。近年来，部分商场、购物中心选择开在城市郊区和非核心区域，例如北京通州万达广场、昌平金隅万科广场等，都获得了较好的市场表现。

同时，商业地产的形态也在进一步多样化。传统商场中的零售商铺比例正在减少，取而代之的是文化类、娱乐类、体验类、服务类等多种业态的增加。在办公领域，联合办公、共创空间等新型办公模式的出现，也要求商业地产在设计、销售等各个阶段做出相应调整。

#### 四 趋势和展望

在当前中国经济新常态背景下，宏观经济增速放缓，国家提倡供给侧改革加快实现经济转型升级，由过去粗放型、外延性增长转为内涵型、集约型高质量增长。同时，人民币兑美元贬值压力仍在持续，随着美国加息步伐加快，央行于近期上调利率走廊，显示流动性日趋收紧。

在住宅地产领域，政府接连推出紧缩新政促进资本向其他产业流动，预期房价增速趋缓；同时消费和技术升级也促进行业不断创新；在资本市场，监管不断规范房企融资方式，目的在于抑制杠杆和房地产泡沫；在商业地产领域，较高存量使价格下降，同时随着行业生态圈的重构，传统商业地产愈加受到电子商务冲击，消费升级也使得商业地产形态同步调整，日趋多样化。

总体而言，外部宏观经济、消费和技术升级、资本市场波动和监管加强，对住宅和商业地产都带来一定影响和挑战。在此背景下，企业需要优化产业结构，寻求发展和创新动力，同时应加强风控与合规管理，促进行业良性运转。



## 第二章 外商“引进来”投资分析

### 一 整体现状

#### 1.1 现状与特点

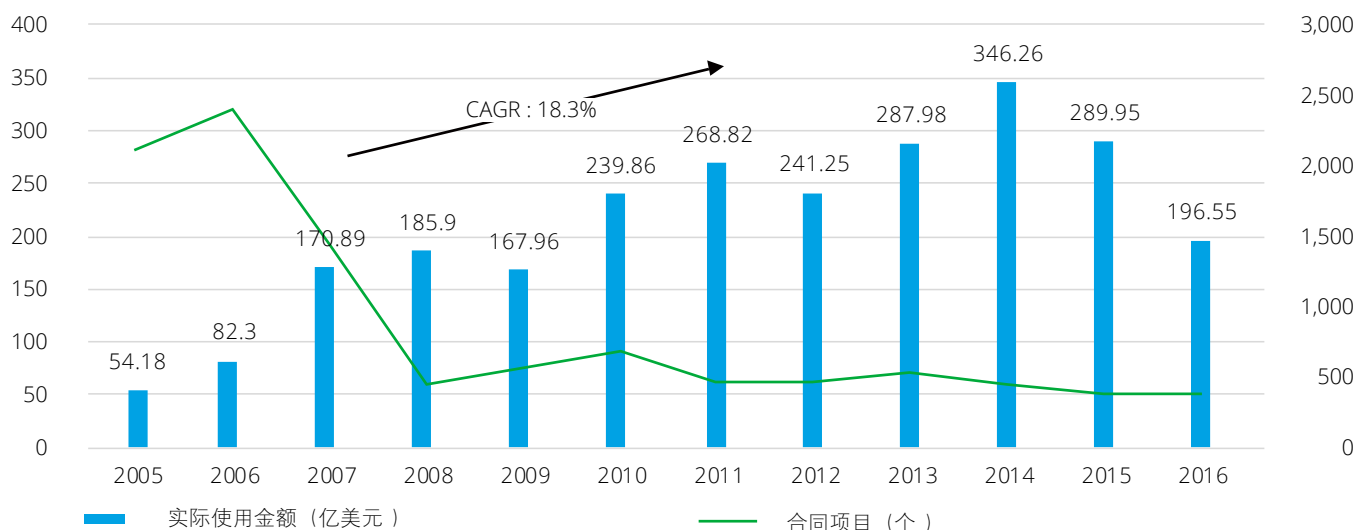
##### 投资规模不断增长

近十年来，外商在我国房地产行业的投资已经发展到一个相当大的规模，整体呈现不断增长的趋势，年复合增长率为

18.3%。其中2007-2008年、2010-2011年和2014年增长最快，主要得益于国家“限外令”不断松绑和鼓励利用外资。近两年来，随着经济下行和国家不断升级宏观调控政策去房地产泡沫，外商投资情况亦增长缓慢甚至负增长。合同项

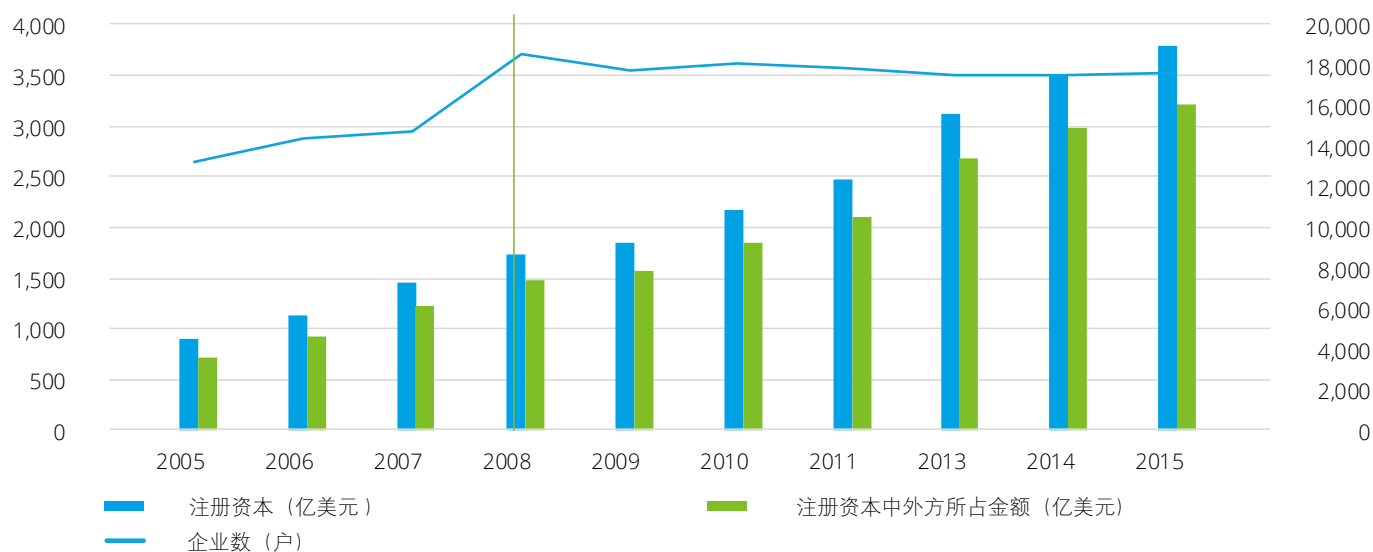
目数量呈现逐年降低的态势，由2005年2,120个项目锐减至2016年378个，随着地产业态不断丰富，大型综合体项目逐渐成为主流。

图14: 房地产业外商直接投资实际使用金额及合同项目数量情况



来源: Wind

图15: 房地产行业外商投资企业注册情况



来源: Wind

在外商企业构成方面，根据“投注差”规定，企业注册资本不断增加，由2005年905.6亿美元增长至2015年3,788.27亿美元，年复合增长率约为15.4%，与利用外资金额增速相当；受金融危机影响，2008年之前，外商投资非常繁荣，企业数量增长迅速，2008年之后，出现了外资大批撤离情况，如摩根斯坦利、高盛、雷曼的投资基金纷纷撤离中国市场，企业数量出现一定程度减少。

### 直接投资为主要形式

目前外资房企主要以直接投资开发为主要形式，以新加坡、香港、泰国、马来西亚等地产商为主要代表。根据FDI markets统计数据，2006至2016年十年间，通过新建直接投资形式，外商共投资了66个住宅地产项目，125个商业地产项目，平均投资金额分别为3.13亿美元和3.94亿美元。

与直接投资相对应，外资并购本质上是产权交易和控制权的转移，一般没有新的固定资产投资，企业可以低成本更快地进入或占领目标市场。在2008年金融危机以前，欧美资本多以房地产基金的形式，在上海、北京等一线城市先后收购了多个商业物业，危机之后，纷纷抛售物业逐渐退出了中国市场。

### 1.2 投资主体

外商房地产主体主要包括两类，房地产开发商和房地产投资基金。（更多信息请参考附录）

### 外资房地产开发商—亚洲开发商为先导和主力

过去十年，随着国内市场日渐成熟，越来越多的外资开发商瞄准进入中国市场，其规模不同，带有各自在本国发展的优势资源，在中国市场的定位也各不相同。其中以新加坡和香港地产商为代表的亚洲开发商一直是外资地产商在中国市场的主角，他们大多早在上个世纪就开始进入

国内，对中国市场最为熟悉，并将旗下知名住宅和商业地产品牌带入中国，项目遍及全国一线城市和重要二、三线城市，业态丰富，对中国商业地产的起步和发展发挥了重要的带动作用。

新加坡地产商带着“花园城市”理念，主打住宅、购物中心和服务公寓等，早在上个世纪90年代就开始进入中国市场，像凯德、吉宝、丰树、星狮等均为新加坡房地产上市公司，不论是资金还是发展模式都较为成熟。这些房企以直接投资开发的形式，将其在新加坡市场屡获殊荣的自有地产品牌和运作理念引入中国，在北京、上海、广州及其他二三线城市，打造了众多高品质的物业项目，例如凯德菊园、吉宝万科成都城、凯德Mall、来福士综合体、丰树商业城怡丰城以及雅诗阁、盛捷服务公寓等，大大促进了国内房地产市场的发展。

香港地产商主打购物中心，作为“优质商业”代名词，在内地打造了众多经典商业项目，更带来了先进的地产开发理念和优秀的商业运营管理经验。自上个世纪60年代以来，香港的各种类型购物中心不断涌现，其密度大、类型丰富、风格多样。以九龙仓、恒隆、长江实业、太古、置地、瑞安、新世界、新鸿基、嘉里等为代表的一大批优秀商业地产开发商将业务足迹踏入中国内地，带来了恒隆广场、太古里、太古汇、环球世贸中心、嘉里中心、IFS中心等一批代表性品牌项目，多年来作为城市地标，显著提升了内地商业地产的整体发展水平。

以美国铁狮门、意大利RDM、欧洲奢侈品牌地产业务线为代表的欧美地产商运作规模相对小了很多，其项目数量较少，普遍定位为高端住宅、奢华公寓和购物中心。由于欧美发达市场与中国本土差别较大，其开发流程和运作模式有很大差异，发达国家地标城市运作经验通常不易迅速在中国市场复制，而且相比新加坡、香港地产商，欧美地产商进入中国较晚，对市场了解也较为有限，随着一二线城市逐渐趋于饱和，目前其主要拓展二线城市高端住宅和商业。截至目前，铁狮门在上海、成都和苏州共拥有4个商业、住宅、零售和综合地产项目；意大利RDM在上海、天津主推佛罗伦萨小镇奥特莱斯，Armarni, Versace等则在北京、成都主推旗下时尚品牌高端奢华公寓。

### 外资房地产投资基金

外资房地产投资基金因其出资主体不同，具体有三类：地产商旗下基金、金融机构旗下基金、私募股权房地产专属基金。由于欧美地产商在中国市场运作经验和效果通常不及亚洲开发商，因此欧美发达国家资本多以私募基金形式进入中国，采取与当地伙伴合作投资或直接收购物业的形式，持有一段时间后出售获取丰厚回报。这种方式无需十分丰富的房地产开发经验，也较少承担项目运作风险，并且投资基金退出机制较为灵活，可以使不动产保持较好的流动性。



表2: 外资房地产基金主要类型及特点

类型	设立主体	代表基金	监管规定
房企地产系	外资房地产 母公司	凯德房地产私募基金 丰树房地产私募基金 铁狮门房地产投资基金	<ul style="list-style-type: none"><li>• 房企集团的资本运作和管理平台</li><li>• 主要投资于集团直接开发的品牌项目</li><li>• 收购有价值的写字楼等物业</li><li>• 增益型基金为主，关注长期投资回报</li><li>• 主要为新加坡、美国铁狮门地产基金</li></ul>
金融集团系	大型综合金融集团 房地产投资部门	摩根士丹利MSREF 荷兰ING房地产基金 麦格理房地产基金	<ul style="list-style-type: none"><li>• 欧美金融集团的房地产业务投资平台</li><li>• 专注于豪华住宅、高档写字楼等商业</li><li>• 与中国企业合作开发项目，或直接收购</li><li>• 2008年之前较为活跃，之后淡出市场</li><li>• 风险型和机会型基金为主，流动性较高，持有一段时间后出售获取丰厚回报</li></ul>
私募股权系	私募股权公司	黑石房地产投资基金 高富诺Vega中国零售基金 凯雷房地产投资基金 基汇资本等	<ul style="list-style-type: none"><li>• 私募股权的房地产业务投资平台</li><li>• 主要来自欧美、香港等发达国家和地区</li><li>• 增益型和机会型基金为主</li><li>• 较少介入前期开发，主要收购有稳定租金收入的成熟物业，盘活不良资产，通过租金增长和资本升值实现盈利</li></ul>

来源：德勤研究

以2008年金融危机为界限，外资房地产基金在中国的发展经历了两个主要时期：第一个时期为08年金融危机之前的活跃期。自1999年荷兰ING参与开发上海网球俱乐部和公寓项目，拉开了海外基金投资中国物业的序幕。外资房地产基金十分活跃，参与投资开发和收购了大批国内豪华住宅和甲级写字楼、高档商场等物业，持有一段时间后出售以获取回报。如摩根斯坦利MSREF收购房地产为主的银行不良资产包，凯德置地18.37亿元收购北京中环世贸写字楼、华联商厦等；高盛以1.076亿美元买下上海百腾大厦等。

第二个时期为08年危机之后，金融集团系地产基金逐渐淡出了中国市场。主要因为金融巨头在危机中遭遇重创，并且伴随严格“限外令”出台，摩根士丹利、荷兰国际ING等金融集团系基金纷纷将手头物业抛向市场。而房企地产系基金作为集团的资本运营平台，吸纳资本，投资开发集团自营品牌和收购有价值的物业，仍然活跃于市场；以黑石、高富诺为代表的私募股权基金则主要表现为增益型基金，通过收购新物业后重新装修设计，进行项目重新定位、租户梳理、引入跟市场更匹配的商业形式来盘活资产，更关注长期投资回报。

三类房地产基金主要代表及项目

地产系基金代表主要为凯德、丰树以及铁狮门等著名房地产开发商旗下的地产基金，作为集团的资本运作平台，筹集资本投资开发自有品牌项目或收购价值物业。凯德集团旗下专注中国业务的房地产私募基金有11支，包括凯德中国发展基金、商用中国入息基金、雅诗阁服务公寓基金、来福士中国基金系列等，规模总计约68.95亿美元，其中4支共计11亿美元聚焦住宅，其他均投资于商业地产。丰树则设立丰树中国印度基金和机遇基金II，规模分别为11.6亿美元和14亿美元，先后收购了北京佳程广场、永银大厦，并投资开发自有品牌上海丰树商业城和怡丰城等项目。

金融集团系代表摩根士丹利地产基金MSREF，是摩根士丹利物业投资部门下属基金，在世界各地进行物业投资。2003年摩根开始大手笔投资中国房地产市场，其上海主要合作伙伴包括上海永业、盛融投资公司，合作开发了锦麟天地雅苑、上海世贸大厦等项目；从2005年开始将投资转向高档写字楼、酒店、商场等物业，08年金融危机爆发后，其地产基金业务在全球遭遇一定亏损，前中国房地产业务负责人皮特森向上海高官行贿案爆发后，

摩根开始抛售持有物业走下坡路，逐渐退出中国市场，皮特森时代“低买高卖”赚取差价已经一去难返。

私募股权公司一直活跃于中国市场，包括全球著名私募股权公司黑石、设立于伦敦的英国高富诺等。私募股权公司中国市场主要参与投资或购买成熟物业股权，通过租金或持有后出售获取投资回报。黑石被中国房地产行业视为投资风向标，其地产基金较少涉足开发或培育期物业，而以成熟的能够产生稳定现金流的物业为目标资产，通过以低于重置成本的价格收购成熟物业资产，提高杠杆率、更换管理团队和提高市场集中度来“修复”资产，并通常在三年内将资产出售给长期投资人。2008年黑石以10亿元人民币购入该上海调频壹广场购物中心，在持有该物业的三年时间内，将其出租率提高至90%以上，并于2011年9月以14.6亿元人民币出售95%股份予香港新世界，被外界普遍认为是黑石首次从中国房地产投资中撤出。高富诺Vega中国零售基金于2008年设立，规模6亿美元，2010年以17亿人民币购入上海长风风景畔广场，后于2016年11月以22亿元人民币出售予大悦城，投资收益高达5亿元人民币。

1.3 驱动因素  
“限外令”松绑鼓励投资

随着我国房地产市场不断开放，大量外资通过多种渠道进入市场，为了防止境外机构和个人通过炒房套取汇差抬升房价，国家先后出台了一系列限制境外资金在境内购房的“限外令”政策，主要体现为对外商投资产业、外资审批准入以及外籍人

士购房的限制和规定。2015年8月，“限外令”正式松绑，体现了国家鼓励外商投资促进房地产业发展的政策倾向。

外商投资产业：《外商投资产业指导目录》  
删除限制房地产业内容

2015年3月13日，国家发改委与商务部公布《外商投资产业指导目录（2015年修订）》，

是自1995年颁布以来第六次修订，也是历次修订中幅度最大的一次。该目录放宽了对外商投资房地产业的限制，对此前关于外商投资房地产的全部限制类条款予以删除，拉开了取消房地产“限外令”的序幕。

表3：《外商投资产业指导目录》对鼓励、限制和禁止投产产业的规定

修订日期	鼓励投资产业	限制投资资产	禁止投资产业
2004年	• 普通住宅的开发建设	• 土地成片开发（限于合资、合作）； • 高档宾馆、别墅、高档写字楼和国际会展中心的建设、经营； • 大型主题公园的建设、经营	
2007年		• 删除“大型主题公园的建设、经营” • 增加“房地产二级市场交易及房地产中介或经纪公司”	高尔夫球场的建设、经营
2011年		• 删除“别墅的建设、经营”	增加“别墅的建设、经营”
2015年		• 删除“房地产相关产业”	删除“经营”

来源：网络信息，德勤研究

外资审批管理和准入：取消商务部网站备案公示程序

从2006年到2010年，商务部以及其他相关行政部门先后颁布了九份重要的政策性文件，从审批管理和外汇监管两方面对房地产业的外资准入进行了严格限制，2014年340号文开始简化外商投资房地产企业商务部备案的办事流程，释放出房地产业外资准入政策放松的信号。

2015年11月6日，商务部与国家外汇管理局于联合发布了《关于进一步改进外商投资房地产备案工作的通知》（商资函[2015]895号），简化了外商投资房地产企业管理工作，彻底取消了外商投资房地产企业商务部网站备案公示程序。此举最直接影响是大大缩短外商投资房地产交易项目的完成时间。在新的政策下，在取得地方商务主管部门的相关批准后，企

业可直接到银行办理外商直接投资项目外汇登记手续，从而缩短交易时间，也将减少交易各方特别是外国投资者对审批风险的顾虑，成为外商投资房地产业的重大利好。

表4：外商投资审批管理规定

时间	文件	规定	机构
2014年6月24日	《商务部、外汇局关于改进外商投资房地产备案工作的通知》商资函[2014]340号	简化备案程序, 商务部备案由纸质版备案改为电子数据备案和事中事后抽查。	商务部； 国家外汇管理局
2015年8月19日	《住房城乡建设部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》建房[2015]122号	外商投资房地产企业注册资本与投资总额比例按一般外商投资企业执行；  取消外商投资房地产企业办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求；  取消对境外机构和个人购买自用商品房的“一年、一套”限制；外商投资房地产企业可直接到银行办理外商直接投资项下相关外汇登记。	住房城乡建设部； 商务部； 发改委； 中国人民银行； 工商行政管理总局； 外汇管理局
2015年11月6日	《商务部、外汇局关于进一步改进外商投资房地产备案工作的通知》商资函[2015]895号	取消商务部网站备案公示程序。	商务部； 国家外汇管理局

来源：网络信息，德勤研究

外籍人士购房：外国人购房不受在华时间限制且购房套数不受限

我国楼市自2006年起实施“限外令”，彼时人民币持续升值，国内物业价值处于低谷期，大量外资通过投资中国房地产进入中国市场。为了防止境外机构和个人通过炒房而抬升房价，政府限制境外资金在境内购房。历经近十年，2015年8月，六部委联合发文，明确规定外国人购房不受时间限制，取消“不得购买非自用、非自住商品房”的规定，意味着除实行限购政策的城市，境外人士在国内购房已经不受限制，“限外令”正式松绑：

表5：“限外令”对外籍人士在华购房的限制

时间	文件	规定	发布机构
2006年7月11日	《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》建住房[2006]171号	• 境外机构在境内设立的分支、代表机构和在境内工作、学习时间超过一年的境外个人, 可以购买符合实际需要的自用、自住的商品房, 不得购买非自用、非自住商品房	建设部、商务部、 发改委、人民银行、 国家工商总局、外管局
2010年11月4日	《关于进一步规范境外机构和个人购房管理的通知》建房[2010]186号	• 境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房； • 在境内设立分支、代表机构的境外机构只能在注册城市购买办公所需的非住宅房屋。	住建部、外管局
2012年1月21日	《关于境内外资银行申请2012年度中长期外债规模有关问题的通知》发改办外资[2012]167号	• 对于提供给外籍人士的个人住房按揭贷款的外债需求, 不予安排中长期外债额度	发改委办公厅
2015年8月19日	《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》建房[2015]122号	• 允许境外机构在境内设立的分支机构、代表机构和在境内工作、学习的境外个人购买符合实际需要的自用、自住商品房 • 对外商投资房地产企业办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求予以取消。	住建部、商务部、 发改委、人民银行、 国家工商总局、外管局

来源：网络信息，德勤研究

随着一线市场趋于饱和，外商未来将逐步进入二三线城市，寻求高端地产项目作为新利润增长点。“限外令”松绑，有利于市场信心的培养，并利好一二线城市中高端物业。对于外资房企注册资本降低要求也有利于资金周转，一定程度反映出外资企业房地产投资热情开始高涨。



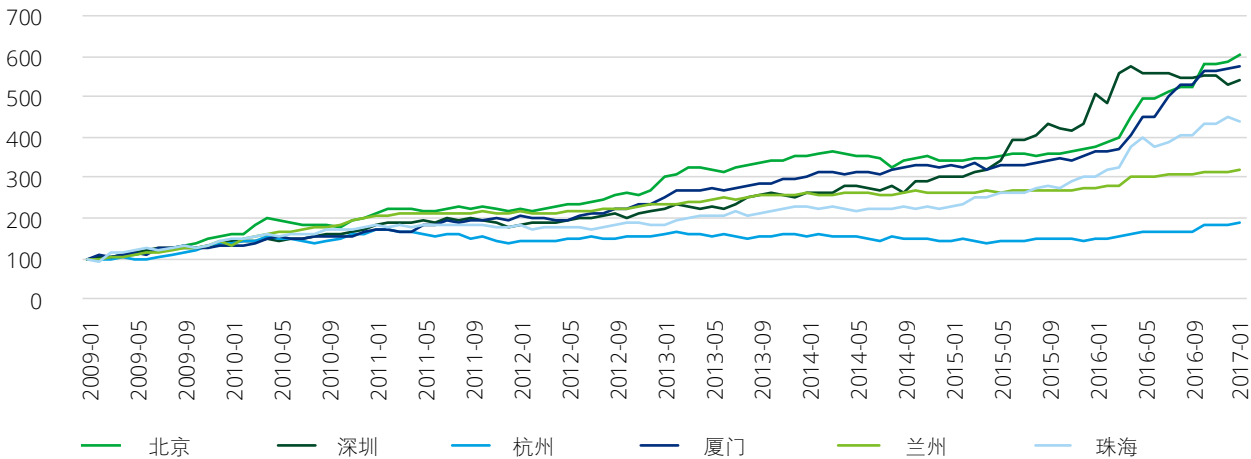
投资收益相对稳定

根据中金标准房地产投资收益指数，2009年至2016年，**一线及部分二三线城市的住宅投资收益指数整体不断增长，深圳出现回落，杭州仍有较大空间。**

以北京、深圳、杭州、厦门、兰州、珠海作为一二三线城市样本（如下图16），自2014年开始，北京、厦门、深圳三地投资收益指数一直位列前三，显著高于其他城市，2017年1月投资收益指数分别为

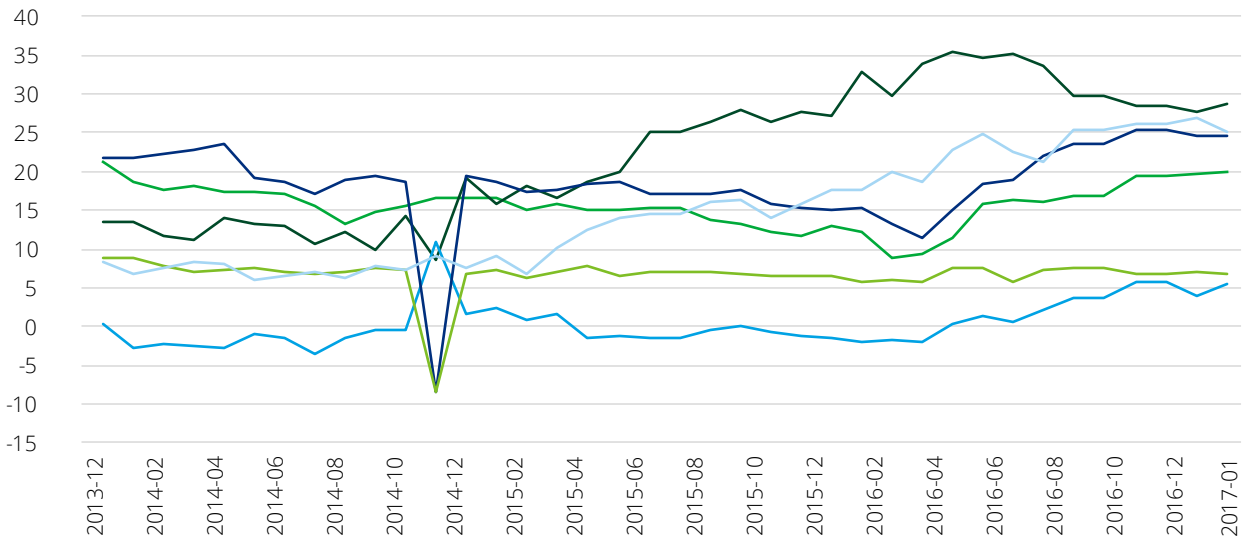
605.89、574.06和539.77，其中深圳出现小幅回落，杭州的投资收益指数一直缓慢增长，目前处于较低水平，未来增长空间较大。

图16：一二三线热点城市住宅投资收益指数（2009年1月初值为100）



来源：中金标准房地产住宅类投资收益指数，Wind，德勤研究

图17：一二三线热点城市三年年化住宅投资收益率（%）



来源：中金标准房地产住宅类投资收益指数，Wind，德勤研究

以三年年化投资收益率来看，珠三角的深圳、珠海和厦门投资收益领跑前三，特别是珠海作为三线城市，自2015年下半年已

赶超北京；尽管2014年末部分城市投资收益率触底，但随后快速止跌回弹，长期来看，深圳和北京一线城市的发展实力仍然

稳定，而珠海、厦门等二线城市的中长期投资收益率不断增长，已逐渐与北京、深圳等一线城市持平。

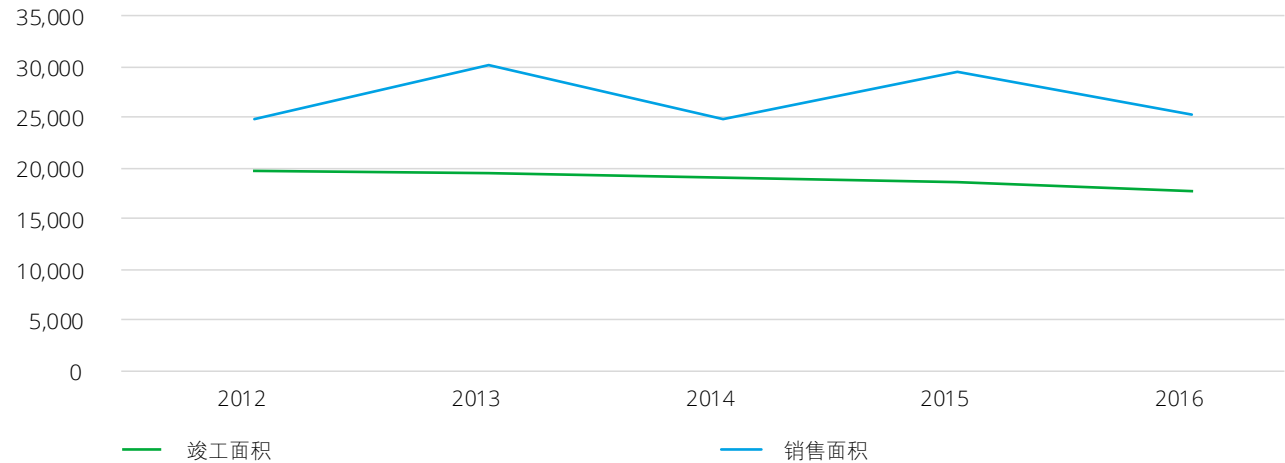
刚性需求持续旺盛

在过去10余年，房地产被视作保值增值的投资标的不断炒作，国际市场看好人民币持续升值、大量热钱不断涌入造成了我国房价多年持续上涨。根据40大中

城市住宅投资开发及销售数据统计，2012至2016年，**四大一线城市住宅销售面积始终显著高于当年竣工面积**，其中2013年最高为30,023.12万平方米，而竣工面积呈现整体下降趋势，从19,636.17万下降至

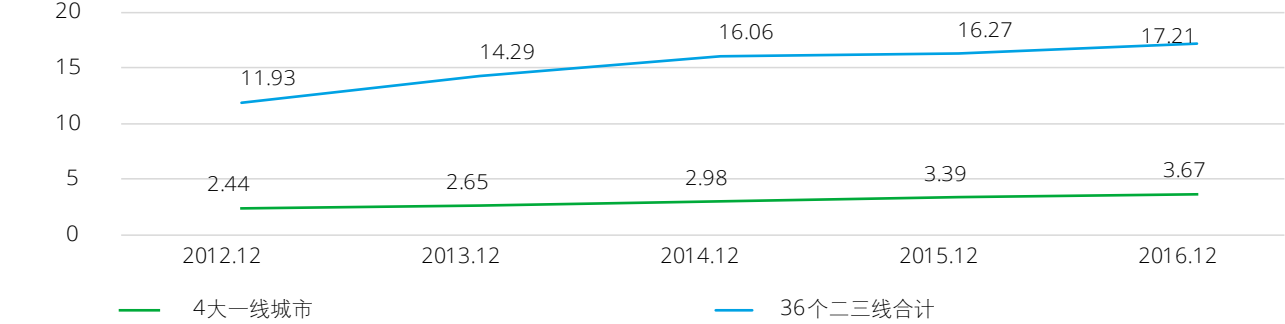
17,713.78万平方米，虽然目前整体经济低位运行，一线城市的购买力和投资潜力始终较高，因此未来需求持续旺盛。

图18：一线城市（北上广深）住宅竣工面积与销售面积（万平方米）



根据Wind对全国36个二三线城市统计数据显示<sup>1</sup>，其住宅投资开发完成额从2012年11.93万亿增长至2016年17.21万亿，增速高于一线城市，显示二三线城市持续增长的投资潜力。

图19：主要城市住宅开发投资完成额累计值增长情况（万亿元）



1.一线城市：北京、上海、广州、深圳，共4个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共23个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共13个。

二 外商直接投资中国住宅地产

2.1 现状与特点

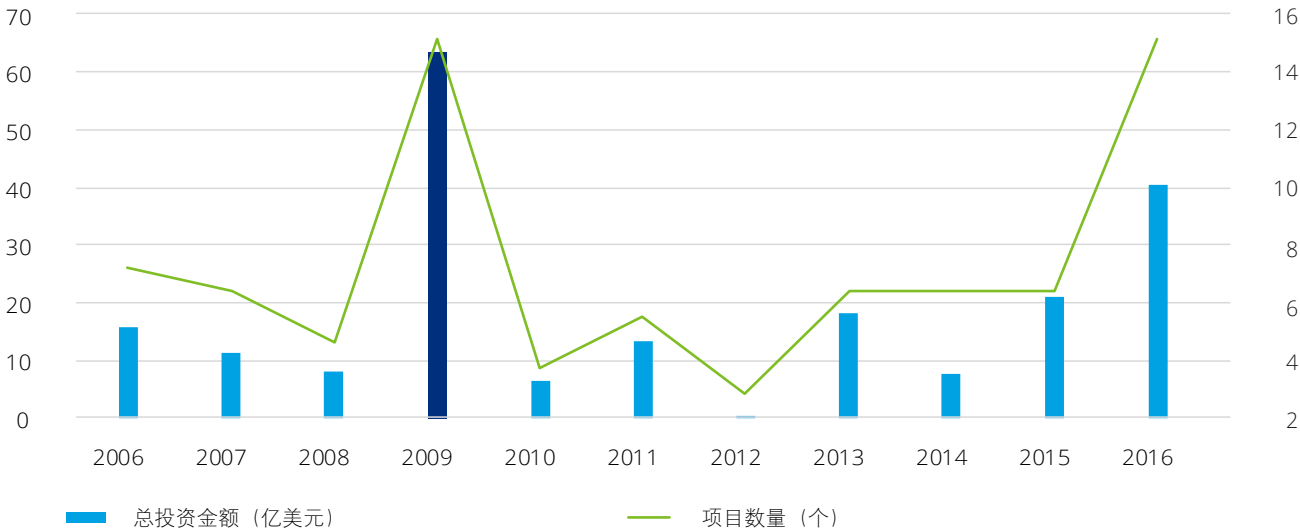
投资规模在波动中缓慢增长

外资在中国住宅市场以直接投资开发为主，近十年来呈现波动中缓慢增长的趋势。根据FDI markets统计，2006至2016年，外商投资在中国住宅地产方面共投资新建了66个项目，累计投资206.4亿美元，项目平均投资额3.13亿美元。

2006年“限外令”颁布，投资活动开始降温，之后受2008年金融危机影响，外资趁房价走低大举进入楼市，投资活动迅速活跃，受此影响，**2009年投资金额较2008年增长了857.8%**，无论项目数量、投资额还是项目平均金额，均为十年来最高记录；随后更为严格的“限外令”出台，外商投资住宅地产项目受到限制，直到2015年“限外令”全面松绑，市场快速复苏，其中2015

年项目平均投资额高达4.2亿美元，2016年投资项目15个，较2015年增加了2倍，均几乎追平2009年历史同期最高值。

图20：2006至2016年住宅地产外商直接投资情况



来源：FDI markets，德勤研究

重要区域中心城市为主要投资目标城市

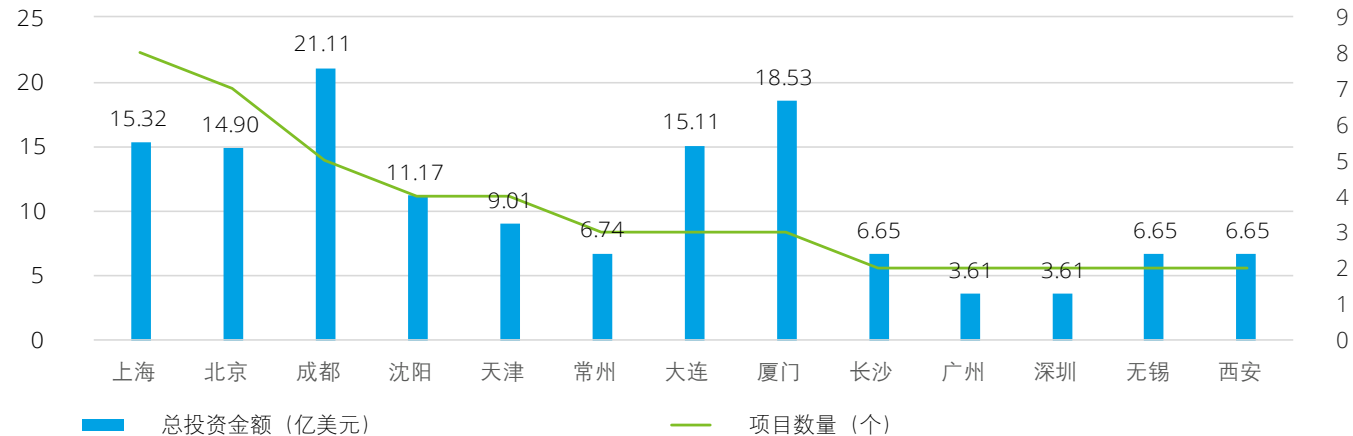
目标城市方面，住宅地产吸引外商直接投资的主要城市包括华北地区的北京、天津、沈阳和大连；华东区上海、常州、长沙、无锡；西部地区西安和成都；华南厦门、广州和深圳。

无论是投资额还是项目数量，成都、厦门、大连都十分亮眼，

主要因为北京和上海作为一线城市，房价地价高企，而热点二线城市房价涨幅相对较小，可以创造较高投资收益，近年来已成为外商投资的重点方向。

吸引投资金额最高的城市为成都，累计21.11亿美元；上海的直接投资项目最多，共8个；而厦门的项目平均投资额最高，达6.09亿美元。

图21: 2006至2016年住宅地产吸引外商直接投资情况



来源: FDI markets

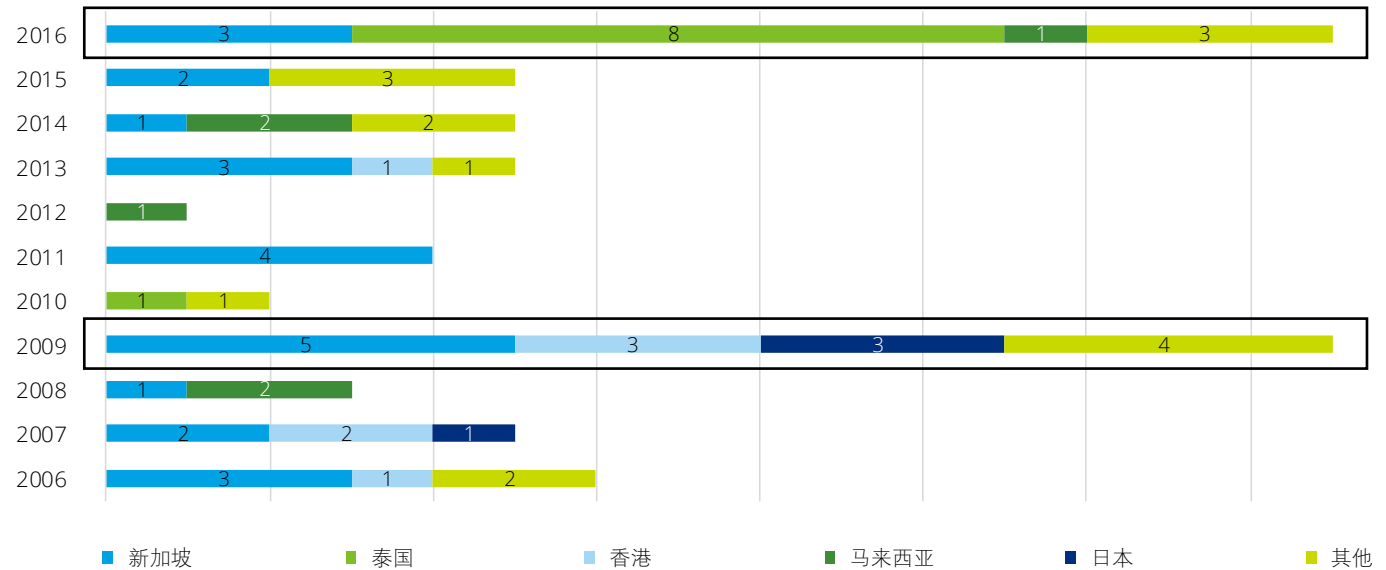
香港和东南亚国家为主要投资来源地区

新加坡、泰国、香港、马来西亚等亚洲资本因其成熟的品牌和更加贴合中国市场需求的特点，一直是外资在住宅市场的主

角，其中新加坡表现亮眼，十年间投资活动不断，是投资金额和项目数量最多的国家，累计投资额82.49亿美元，项目24个，项目平均投资额3.4亿美元，地产商包括

凯德置地、吉宝置业、星狮集团和仁恒置地等。2016年，泰国TCC诗董集团旗下地产公司在天津、无锡、成都等8个城市分别投资3.32亿美元开发了8个住宅项目。

图22: 投资于住宅地产的外资来源国家分布



来源: FDI markets

在投资项目方面，近几年的大宗投资项目包括：

2016年8月，马来西亚IOI集团投资23.24亿购入厦门6.2英亩地块，规划建设综合生态城，包括91%的住宅和9%的商业，马来西亚IOI集团是全球领先的集油棕种植、

油脂化学品、地产和娱乐休闲业为一体的世界500强跨国公司，厦门是其在中国首单投资。

2015年3月，吉宝置业与万科合作，双方分别持股35%和55%，投资48.8亿元开发

成都住宅，占地16.7公顷，规划了6,480套高层公寓，649间商铺，整个项目预计2020年第二季度全部竣工。另外吉宝置业在成都还有邻江峰阁、卓锦城、凌云峰阁等5个项目。

表6: 2006至2016年FDI住宅项目投资商

投资商	国家	项目数量	资本投资额 (亿美元)	项目平均投资额 (亿美元)
CapitaLand凯德集团	新加坡	11	36.56	3.32
TCC诗董集团	泰国	8	26.59	3.32
Keppel吉宝置业	新加坡	5	18.83	3.77
Fraser星狮集团	新加坡	5	14.60	2.92
Daiwa大和房建	日本	2	11.80	5.90
Ciputra芝布特拉集团	印度尼西亚	3	9.97	3.32
SM投资集团	菲律宾	3	9.97	3.32
Yanlord仁恒置地	新加坡	2	9.18	4.59
Tropicana丽阳机构	马来西亚	2	3.61	1.80

来源: FDI markets

除了直接投资,普通住宅的并购相对较少,主要原因在于近年来,国内以万科、绿地等为代表的内地房企不断成熟,在国内市场已经产生很大影响力,而以新加坡凯德、丰树等为代表的外资房企主要直接购买土地、投资开发旗下自有品牌住宅,内地并购的驱动因素和效益不大。而欧美非地产系基金多以豪华公寓和商品为投资标的,较少涉及普通住宅。目前,少量普通住宅类并购主要为港资收购内地房

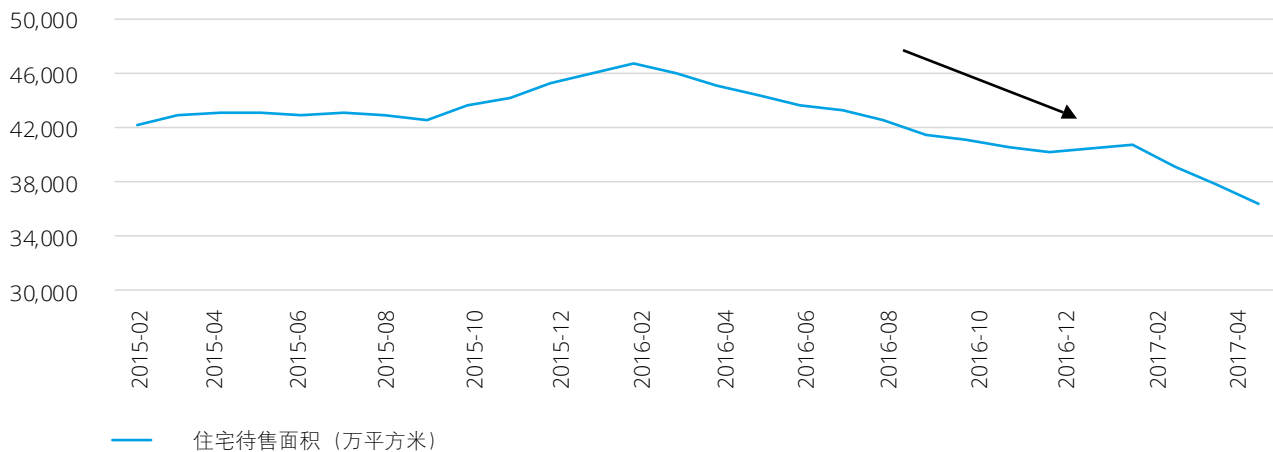
企股权的形式,以控参股内地房企作为其内地资本运作平台,帮助其在内地参与土地买卖、投资开发等一系列投资活动,代表案例为近几年香港九龙仓对绿城集团的入股。绿城以丰富的住宅产品见长,在杭州起家,先后开发了公寓、别墅等,同时还涉及城市综合体、酒店等项目开发。2012年,香港九龙仓集团以3.28亿美元总价收购绿城集团23%股权,目前位列中国交通集团之后,为绿城第二股东。

## 2.2 问题与挑战 库存压力仍然较大

### 全国房屋库存全部消化至少需5年以上

自2015年底中央经济工作会议正式确立房地产去库存基调以来,目前至少已有28个省区市出台相关方案,在多地实质性举措实施以来,去库存成效初显。

图23: 住宅待售面积



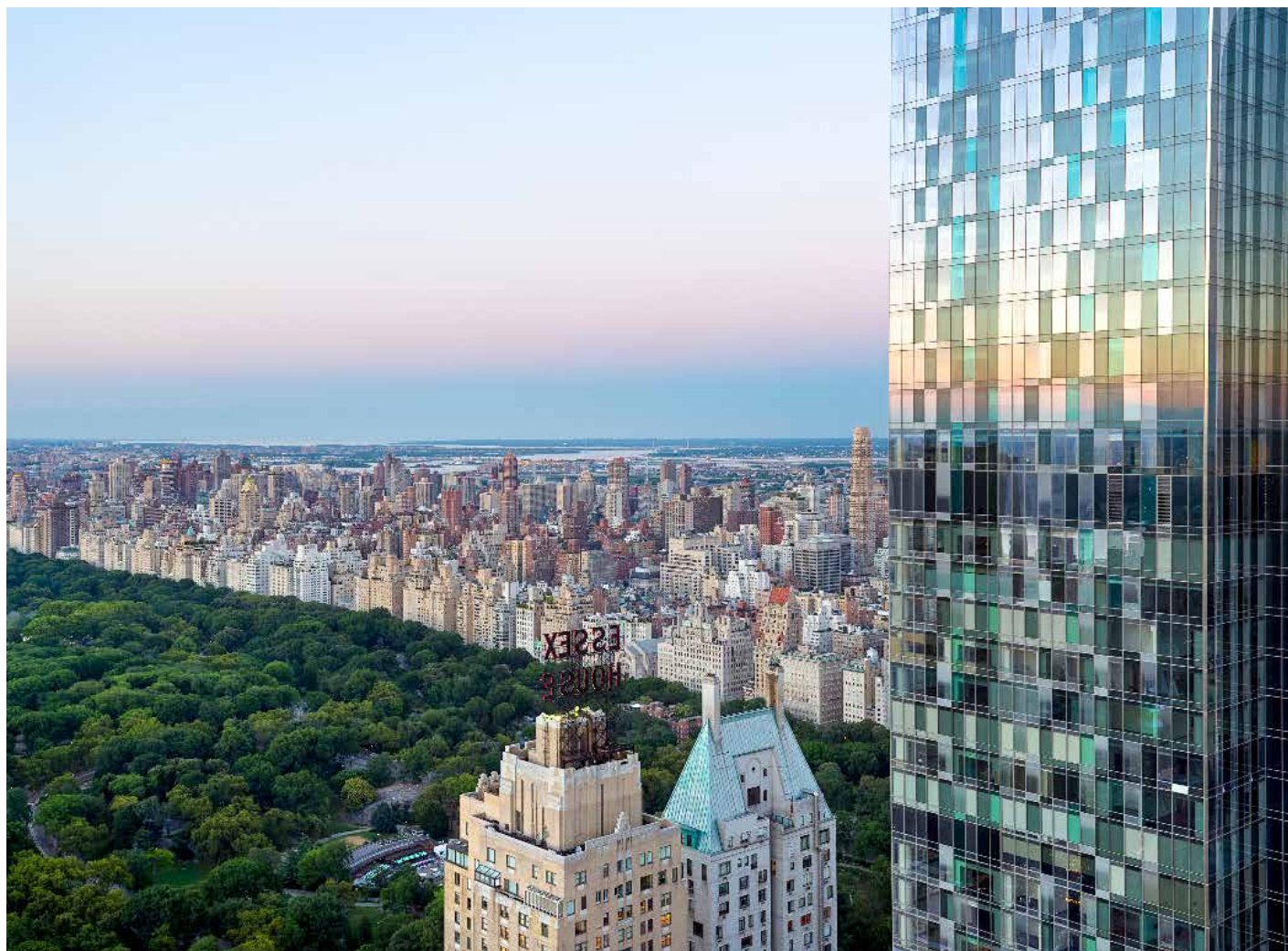
来源: Wind



**自2016年3月份开始,住宅待售面积一改过去逐月增长的趋势,转增为降,**至2016年12月,住宅待售面积以1-3%的平均速度连续十个月下降,共去库存6,378万平方米,2016年末的待售面积为40,257万平方米,已经低于2014年末的

水平(40,684万平方米),其中重点城市待售面积规模降至2015年末水平以下;非重点城市待售面积减少量也逐月增多。目前中小城市库存压力大、地方政府土地财政依赖等问题仍然比较突出,尽管多地在去库存方面已有实质性举措,但完成目

标仍需突破多重阻力。国务院发展研究中心房地产研究专家认为,按照2015年销售速度,在计入施工面积和待开发土地面积的情况下,一线城市去库存周期大致为2年7个月,二线城市是4年5个月,三四线城市为10年8个月。



### 单一住宅模式难以持续

局部市场过热引发政策关注。2016年3月开始，部分城市收紧房贷政策以遏制房价过快上涨，为遏制投资需求、避免资产泡沫，又于10月以及2017年3月再次密集出台升级购房政策，包括重启限购、限贷、收紧行业融资渠道等，楼市购房政策调控升级表明了政府坚决抑制房地产泡沫的政策倾向，银行向消费者发放购房贷款不断受到监管“窗口指导”，居民购房资格以及房贷申请均受到不同程度的严格限制，伴随一系列措施落地，楼市已明显降温。

房市进入调整期，投资收益增速逐渐放缓。当前商品房市场的显著特征是一线城市降温明显，以深圳为例，其房价已经连续下跌。2016年深圳新房市场价格一路上涨，到9月份均价突破6万元。但自从开始推出史上最严调控“深八条”推出后，深圳房价一度跌回半年前。根据数据显示：2016年12月深圳一手住宅共成交2,161套，成交面积达21.8万平方米，环比分别下降26.0%和24.5%，全年新建商品住宅成交面积降至417.9万平方米，同比下降37.2%，成交套数降至4万套，同比下降39.1%。而价格方面深圳也是连跌了3-4个月，12月均价为54,946元/平方米，环比微跌了0.1%。其中龙岗区跌幅最狠，环比下跌14.8%。

另一方面，城市居民基本解决住房短缺问题后，其对不动产的需求将日益多样化，购置新房需求单项独大的时代终将结束。在土地市场持续高温、未来房价预期平稳难以承载地价涨幅的背景下，开发企业买地、建设、销售的单一经营模式，

越来越难以持续。靠楼市泡沫炒房入市以获取高额投资收益的时代已经过去，中小房企更是面临退出或被收购的问题，而这对于综合竞争实力较强的外资房企来讲则可能成为逆势发展的机会。

### 2.3 发展趋势

#### 房价涨势逐渐趋缓

2016年10月“双限”政策严厉出台，全国多个城市陆续迎来密集房地产调控政策，2017年3月份，新一轮全国范围调控再次升级。

中原地产首席分析师张大伟表示，从最近数据看，**调控重压下的房价拐点已经接近出现，特别是限价严格的新建住宅价格调整明显超过二手房**。2月22日，国家统计局发布了1月份70个大中城市住宅销售价格统计数据，15个一线和热点二线城市因地制宜、因城施策实施房地产调控政策以来，市场变化明显，房价持续趋稳回落，其中，深圳、无锡领跌，跌幅均为0.5%。上海、南京、合肥、福州、厦门、郑州等城市环比房价都进入负增长区间，北京、杭州、成都3个城市环比持平。广州市环比上涨0.6%，涨幅已连续4个月回落。从目前走势看，**一二线城市房价基本止涨，三线城市房价走势总体平稳，未来房价平稳波动概率较大**。

#### 物业收购转向直接开发

国内金融机构一再收紧信贷规模，将有利于境外机构投资者在国内房地产投资市场的投资活动。早期外资房地产投资基金收购了多个高端住宅项目，如摩根史坦利、花旗、凯雷等在上海收购了多处住宅物业。而随着中国房地产投资市场更趋成熟，国内地产开发商实力不断增强，目前大批外资房企主要以直接投资开发形式，将其成熟的品牌和运作经验引入中国。

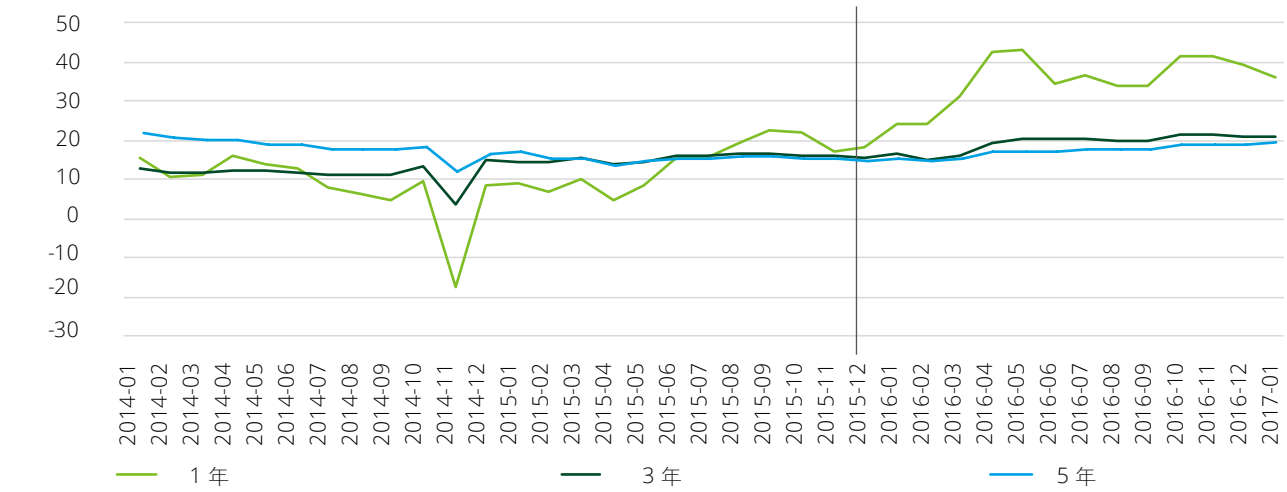
（详见本章第二节“二 外商直接投资中国住宅地产”）

### 中长期收益平稳增长

根据中金数据标准住宅投资收益指数，在一、二和三线中各选取四个城市为样本，估算其各自的短期（一年）、中长期（三年和五年）年化投资收益率平均值（如下图24），2016年1月以来，可以看出一些较为明显的共同特征：

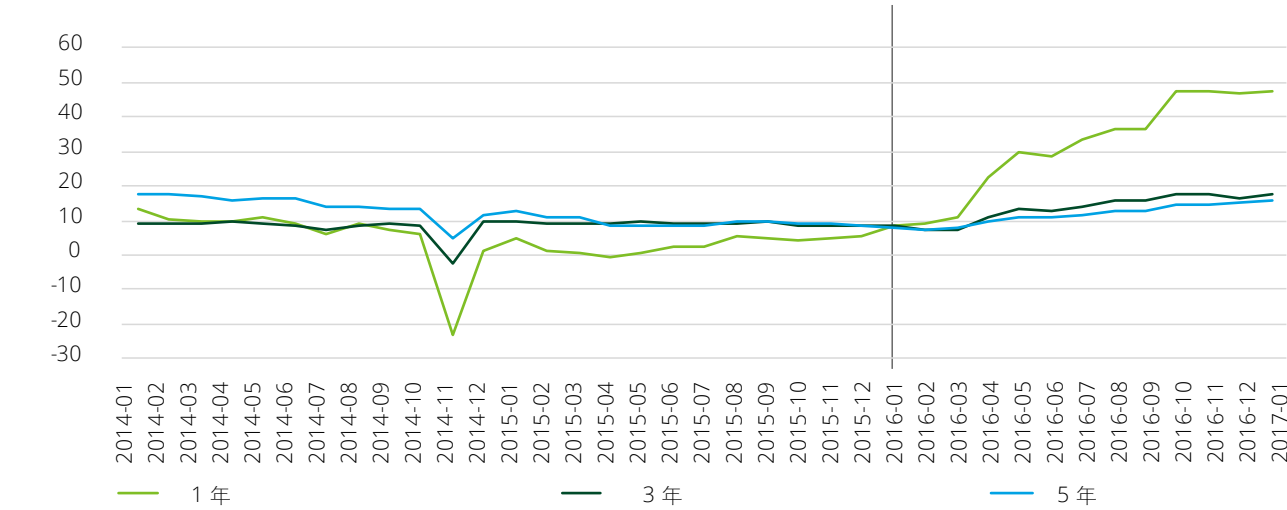
- 一年期投资收益显著高于中长期投资收益，短期来看，一年期投资收益整体较高
- 一年期投资收益虽处高位，但已呈现逐月下降趋势，长期来看，短期高收益不可持续
- 中长期投资收益仍然平稳增长，长期来看，以中长期投资计划更为稳健

图24: 一线城市（北京、上海、广州、深圳）平均年化投资收益率 (%)



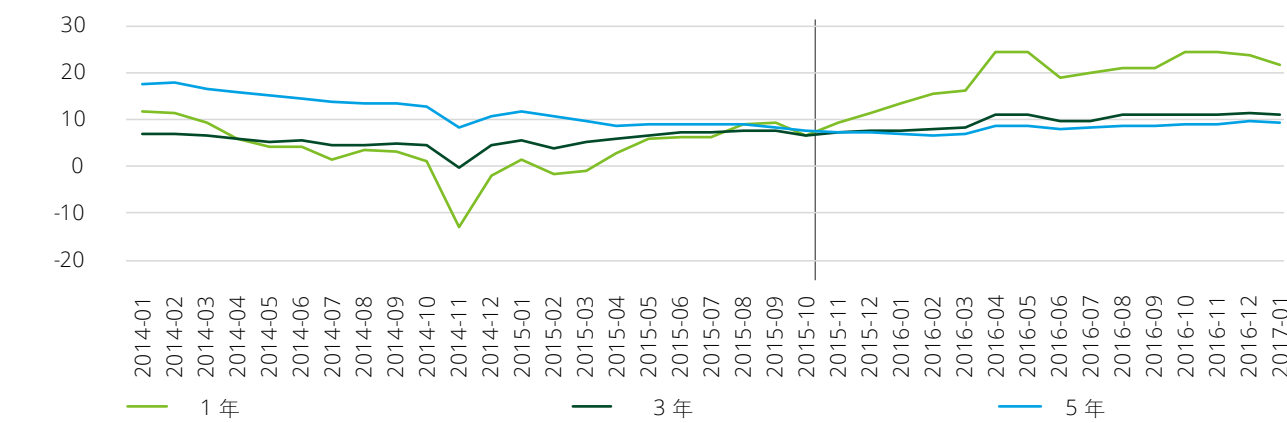
来源: 中金数据标准住宅投资收益指数, Wind

图25: 部分二线城市（南京、武汉、杭州、厦门）平均年化投资收益率 (%)



来源: 中金数据标准住宅投资收益指数, Wind

图26: 部分三线城市（徐州、兰州、珠海、贵阳）平均年化投资收益率 (%)



来源: 中金数据标准住宅投资收益指数, Wind



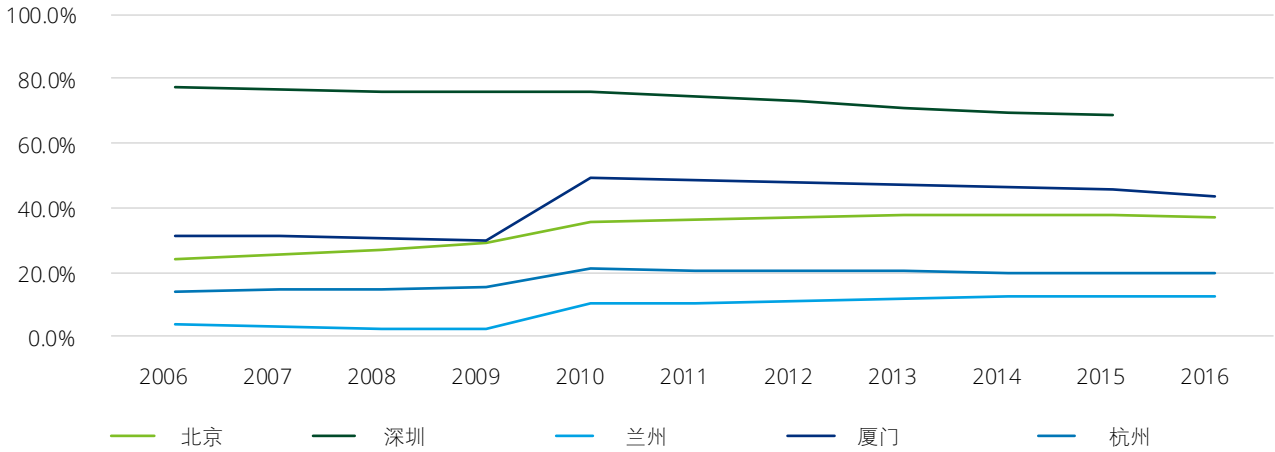
2.4 投资建议

总体来说，2017年房价将朝平稳运行方向演进，目前过热房价已得到有效控制，下半年或将成为住宅市场分水岭，从投资的角度来说，仍需保持谨慎。当前楼市深度调整将导致更多中小房企退出行业或被收购，这对于综合竞争实力较强的外资房企来讲则成为逆势发展的机会，尤其是对于大型品牌房企来讲，会在楼市下半场这个阶段增强自身在行业内的规模化优势。

从地域来看，一二线城市房价基本止涨，三线城市房价走势平稳。另一方面，从城市的人口净流入比率来看，我国当前城市化进程远远没有结束，人口分布较不均衡。随着源源不断的人群大量涌入城市，人口净流入较高的地区，房价将会持续攀升。随着二三线城市经济不断发展，城市人口流动仍会不断分化，中长期来看，预计二三线城市的投资潜力将不断增长。

人口净流入比率= (常住总人口-户籍人口) / 常住总人口。以一二三线城市各两个城市作为代表，可以看出，深圳的外来人口流入仍然是最高的，虽然2010年以来已出现变化，呈缓慢下降趋势，但是仍然占到总人口的70%左右，所以深圳房价一直增长较快；厦门、北京的人口净流入仍处于高位，约为38%-50%之间，厦门作为沿海发达城市，自然资源和教育资源得天独厚，吸引大量人口不断涌入，房价高企也就不难理解；与之相比，杭州和兰州的常住人口以本地户籍为主，人口净流入比率在10-20%之间。

图27: 部分城市人口净流入比率



来源: Wind, 德勤研究

在投资计划方面，短期来看，一年期投资收益整体较高，但随着调控，已呈现逐月下降趋势，长期来看，短期高收益不可持续；长期来看，三年、五年中长期投资计划更为稳健。

在投资品类方面，以轨道交通建设引领城市更新，围绕城市配套需求提供物业服务、商业运营、长租公寓、教育度假、养老等不动产服务，将呈现良好发展潜力。总之，挑战总与机会并存，住宅销售市场

的冷却将刺激租赁市场的提升。尤其是服务式公寓市场，作为租赁市场的重要组成部分，近期自本地租户的需求日益涌现，相信服务式公寓市场将有更抢眼表现。

三 外商直接投资中国商业地产

3.1 现状与特点

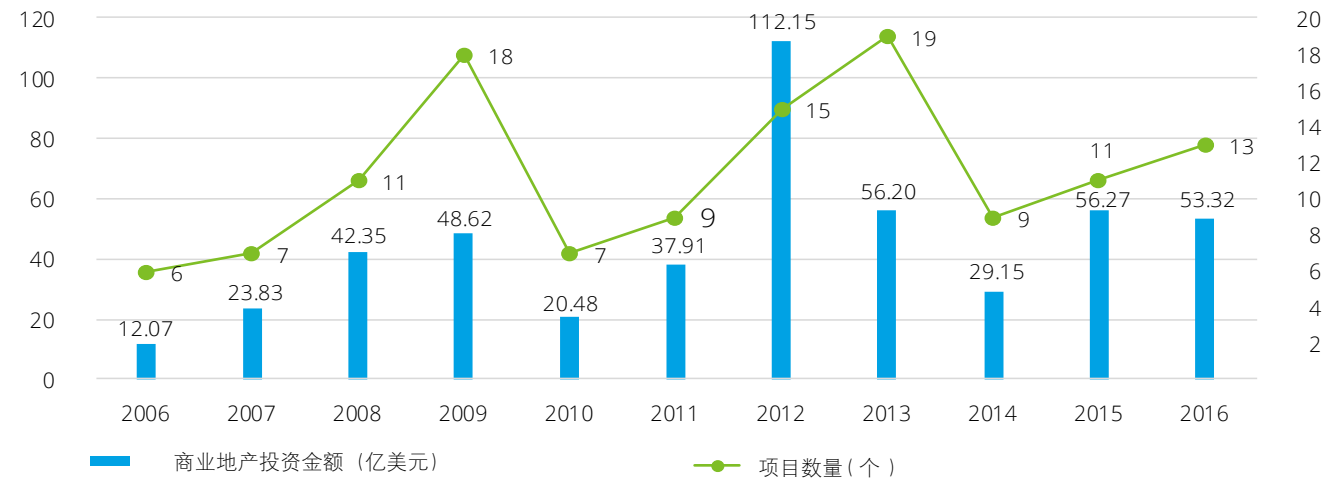
投资规模保持平稳增长

不同于住宅的准公共产品属性，商业地产如写字楼、商铺等具有商品属性，商业地产投资、建设和经营，需要较高的专业和技术含量。相比于持续调控以抑制住宅房价增长过快，国家对外商投资商业地产的限制相对较少且持鼓励态度。

十年来，外商投资商业地产活动整体保持了平稳增长，2006至2016年共投资新建了125个项目，累计投资492.3亿美元，项目平均投资额3.94亿美元。除了2008年金融危机影响出现下跌，之后止跌回稳，并于2012年创下总投资额112.15亿美元和项目平均金额7.48亿美元的历史最高值，主要因为彼时限外令更加严格，外商投资重心

从住宅转向了商业地产。随着2015年限外令全面松绑，投资活动全面复苏，2015和2016年当年累计资本投资额分别为56.27和53.32亿美元，项目平均投资额分别为5.12和4.1亿美元。

图28: 2006至2016年商业地产行业外商直接投资情况



来源: FDI markets

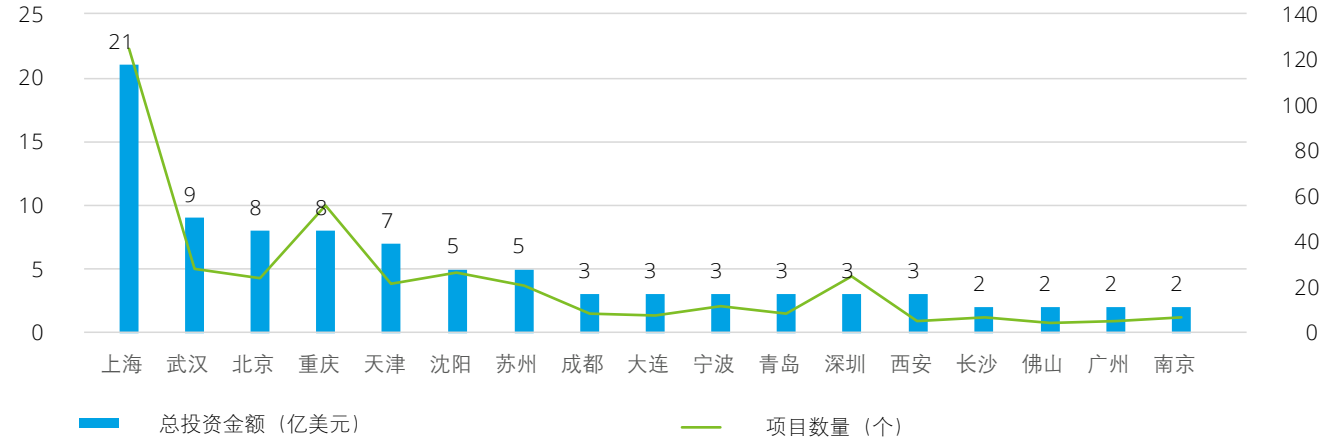
二线城市逐渐成为热点目标城市

上海作为一线金融和商业中心，十年间吸引外资累计21亿美元，是海外投资基金和

房地产开发商最早进入的城市；武汉、北京、重庆和天津属于第二梯队热点城市，累计吸引投资7-9亿美元，其他城市如沈

阳、苏州、成都和大连等在近年来逐渐成为外资在二线城市扩展的重点。

图29: 2006至2016年中国商业地产行业吸引外商直接投资城市及累计金额



来源: FDI markets

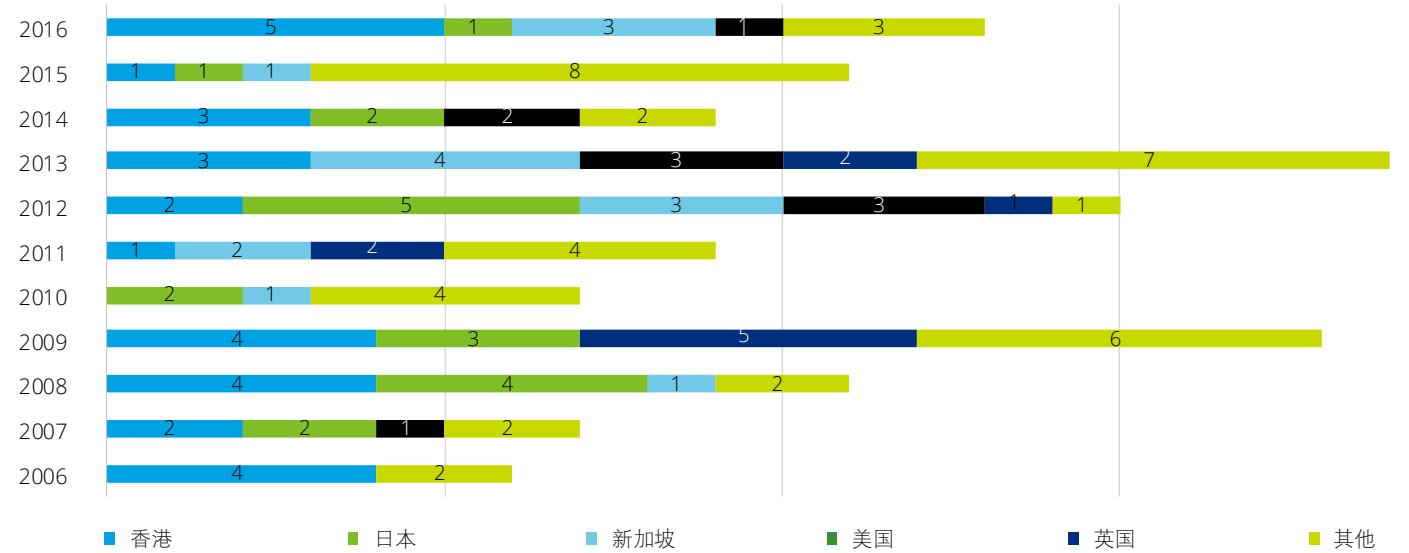
香港和新加坡为最主要来源地区

外资主要来自以香港、新加坡、日本、菲律宾为代表的亚洲地区和欧美发达国家。其中来自香港的投资金额和项目数量最

多, 累计投资额131.09亿美元, 项目数量24个, 项目平均投资额3.4亿美元, 著名地产商包括香港恒基、九龙建业, 新加坡凯德置地、吉宝置业、星狮集团和仁恒置地,

泰国TCC诗董集团, 以及美国铁狮门、韩国乐天百货、意大利RDM集团等。

图30: 投资于商业地产的外资来源国家分布



来源: FDI markets

主要的商业直接投资项目包括:

意大利零售业巨头RDM集团2011年进军中国, 第一个项目为天津佛罗伦萨小镇奥特莱斯, 也是中国首座纯意大利风格的大型高端名品折扣中心, 引进近200家意大利顶级奢侈品牌和世界时尚名牌。第二个项目上海佛罗伦萨小镇于2015年初正

式迎宾, 投资15亿元, 面积9万平方米, 预计二期于2017年开业, 到时品牌店将达到200家。

2016年11月, 马来西亚丰隆集团旗下国浩房地产以36.4亿元总价摘获十八梯第二批地块。作为老重庆的城市名片, 未来的

十八梯将成为重庆“下半城”的历史文化风貌区。该项目规划总体量超过50万方, 总投资金额超过100亿元, 规划了1栋超高层和8栋高层住宅, 以及超过10万平米的商业, 最快将于2017年第三季度动工。

3.2 品类与模式

以FDI markets收录的直接投资项目粗略估算，2006至2016十年间，港资投资总额占比最高（包括内地背景赴港上市的企业），为26.8%；其次为东南亚、日本、欧洲、台湾等。

外商投资对于中国商业地产的发展功不可没，来自不同国家和地区的投资主体有着鲜明的品牌特征和来源地烙印，代表类型包括以恒隆广场、太古里为代表的港资高端购物中心、以正大广场、凯德Mall为代表的东南亚商业综合体、以Versace、Armarni为代表的奢侈品牌公寓、以诚品书店为代表的台湾文创品类以及上海的日系百货。

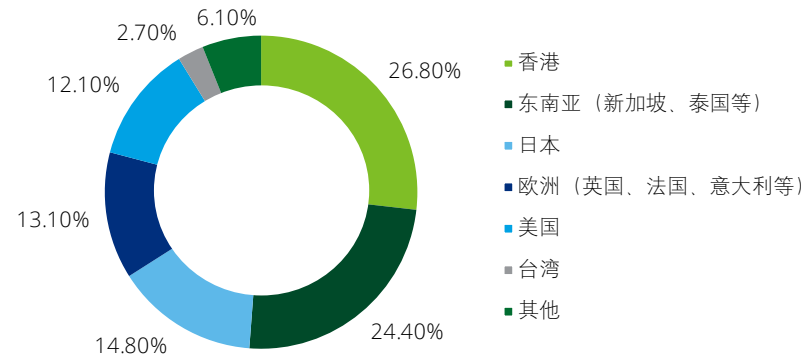
港资高端购物中心

根据FDI marekts统计，近十年来港资商业地产投资份额约为26.8%，是最主要的投资来源地区。**运营商专注于精品购物中心，定位高端，重特色化和文化。**港资企业进入内地时间较早，以长实集团，九龙仓、新鸿基、恒隆地产等香港房地产企业为代表。与内地地产商相比，港资地产企业普遍走精品高端路线，具有项目投入大，项目开发周期长，边售边持有物业的特点，开发楼盘多数成为当地地标类建筑。

**注重人文风尚和潮流体验。**自2008年开业以来，北京三里屯太古里逐渐发展成北京知名的区域地标，三里屯太古里牺牲了一定的有效营业建筑面积，打造出一片动线宽、密度低的建筑群，建筑风格十分超前。三里屯太古里代表的是一种人文风尚汇，其经营理念在于消费者在此享受美食、购物和自在玩乐，还可创造艺术和引领时尚，引领了人文风尚和潮流体验。

**汇集世界顶尖奢侈品牌定位高端。**凭借多年在港发展及管理物业的经验和成就，恒隆地产在上海成功打造了恒隆广场和港汇恒隆广场两项地标式物业，其中

图31：2006至2016年外资商业地产投资份额占比



来源：FDI markets

恒隆广场汇集世界顶尖时尚产品与高级消费品牌，在上海家喻户晓，两项物业产生的税收为上海商业物业之冠。恒隆地产始终保持高端尊贵的品牌定位理念，在大陆多个项目，分别位于上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连等，均以“恒隆广场”命名。

**艺术融入商业，高端生活方式。**2013年开业的上海新世界K11购物艺术中心定位于高端生活方式品牌运营商，秉承“艺术·人文·自然”三大核心元素相融合的理念，通过将艺术融入商业模式，创造出了博物馆零售业概念。K11强大之处是其融汇艺术项目的运营能力并能够转化为盈利模式，其布局节奏相对稳健，目前正在筹划进入沈阳、北京、天津等北方大都会。即将开业的沈阳K11购物艺术中心体量远超香港和上海项目，将精致艺术融入商业，通过精细化运营能力带来盈利是重要因素。

东南亚商业综合体

根据FDI marekts统计，十年间东南亚商业地产投资份额约为24.4%，是仅次于香港的投资来源地区。东南亚商业地产代表地产品牌包括新加坡凯德置地、马来西亚起家的嘉里集团以及泰国正大，其主要

**定位为中高端和轻奢，统一品牌，辨识度高，通过运营商带动连锁化经营的购物中心、酒店和写字楼等。**

凯德置地标志性综合购物中心包括北京凯德晶品购物中心、上海的凯德龙之梦虹口、及成都的凯德广场金牛等，满足各地区差异化需求，提供购物、餐饮、休闲和娱乐体验的一站式服务。

嘉里集团主要以国际级高端大型商业综合体为主，集商场、五星级酒店、服务式公寓和甲级写字楼于一身，在北京、上海、深圳、天津、杭州和沈阳均拥有以“嘉里中心”命名项目，通常位于城市核心地段（中央商务区），为商务人士提供服务式公寓、香格里拉酒店、嘉里中心写字楼、嘉里商场/嘉里城综合购物商场。如浦东嘉里城位于上海浦东新国际博览中心地区，由30层五星级酒店、43层写字楼、28层的公寓式酒店、4万5平方米商场和上海新国际博览中心的入口大厅组成，融合办公、商业及居住，是该地区目前规模最大的综合发展项目。

欧洲奢侈品牌延伸

欧洲奢侈品集团将品牌延伸至商业地产，如LV、Versace和Armarni等，通过打造高端购物中心、艺术豪华公寓，融合品牌标志性设计，定位高端奢华。

**高端豪华购物中心，汇聚众多世界级奢侈品牌。**2009年，LVMH集团旗下房产公司投资基金与赌王何鸿旅旅游娱乐集团旗下澳娱中国集团有限公司合资投资上海“LV大厦”尚嘉中心，2013年开业，2015年以14.32亿元人民币转让股权。由于LV直接参与，尚嘉中心LVHM旗下品牌将近20家，包括Dior、LV、FENDI等品牌，装修设计非常豪华。同时，LVMH集团奢侈品牌入驻也带动了PRADA集团、开云集团和历峰集团旗下高端品牌进驻。

**高档奢华公寓，完美融合品牌标志性设计。**阿玛尼Armani于2013年首次进入中国房地产市场领域，在成都锦江区投资阿玛尼艺术公寓；2015年7月又在北京朝阳公园南侧投资开发豪华住宅项目，预计2017年完工，项目总建筑面积占地22.34万平方米，涉及住宅、甲级5A写字楼、临街商业、地下商业、企业独栋、办公和配套一共七部分功能，预计平均售价每平方米15万元；同年2015年3月12日，范思哲Versace集团与门里集团宣布在成都联合打造范思哲公寓。中国范思哲公寓位于成都市中心最核心的地段，项目设计将融合范思哲标志性设计和中华多元元素的文化穿透力，创造现代奢华极限。

### 台湾文化创意

**通过发掘细分市场和跨界经营，诚品书店现已成为台湾创意文化产业的代表，是市场上最具代表性的文创品牌，**1989年由台北仁爱路圆环创办第一家开始，以书店为品牌核心，发展为今日以文化创意为核心的复合式经营模式。营运范畴已逐步扩展至画廊、出版、展演活动、艺文空间和课程、文创商品，以及捷运站、医院、学校等各类型特殊通路之经营，并延伸至商场开发经营和专业物流中心建置等专业。

**2015年，在大陆开设苏州分店，诚品兼做地产开发商，**出资2.8亿元占股70%与日本三菱地所公司成立合资公司，收购苏州开发商圆融全资子公司用于土地收购，成交楼面价3,717元/平方米，诚品自己开发运营，以文化产业撬动房地产，成为实际的项目开发商之一。

### 日系百货公司

**以上海大丸、高岛屋为代表的日系百货在中国普遍水土不服，遭遇经营尴尬，出现不同程度的经营亏损。**上海新世界大丸百货是新世界百货公司，与日本老字号百货大丸松坂屋合作打造的高端百货。2015年5月15日正式开业，开业一年营业收入为4.02亿元，净亏损4.14亿元。高岛屋百货大陆门店开业以来一直人气不高，最初设定的130亿日元年销售额，一年后仅完成计划一半。此后一再下调销售额，直到60亿日元（约合人民币3.5亿元）。

从选址看，新世界大丸百货所处的南京东路是游客最集中的地方，人流量很大，但以游客为主的地方并不适合开高端百货，游客更喜欢价钱亲民的品牌，因此南京东路商圈巨大人流对大丸百货没有什么实际价值。从经营方来看，新世界百货与大丸百货各自目标客户定位出现偏差，新世界一直以来的市场定位是中高档路线，而大丸是日本的老牌百货。新世界大丸百货消费者最多的地方是一楼和二楼，随着楼层的升高，品牌是偏日系，很多都不为人所知，消费者越来越少，由于目标客户和实际客流定位偏差，扭亏为盈较为困难。

日本老牌百货高岛屋中国大陆首家门店2012年12月19日在上海开业，高岛屋百货面积6.2万平方米，位于上海古北国际财富中心2期，不少品牌为首次进入中国。时至今日，高岛屋的人气依旧不旺。原因很可能在于**入驻品牌对国内消费者而言相对陌生，价格也较高。**

### 3.3 问题与挑战

#### 中国商业地产结构性产能过剩

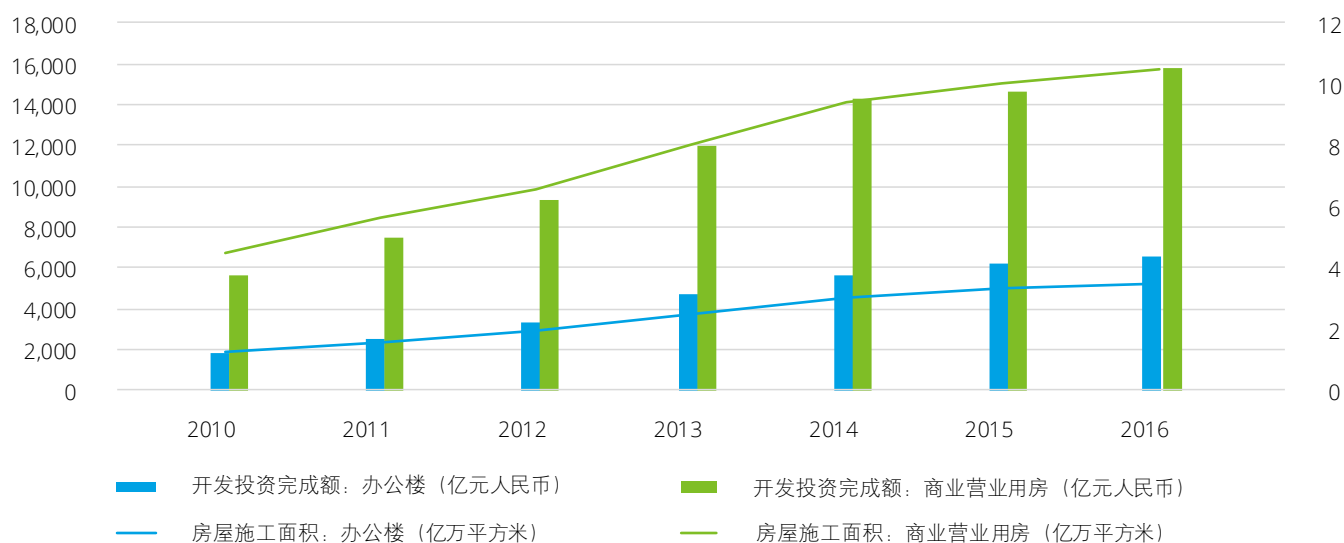
近年来，政府紧盯住宅地产实施“限贷限购”，商业地产由此成为开发商和个人投资者双向规避调控政策的投资洼地，发展势头十分迅猛。例如一向只开发住宅的万科，近几年不断加大商业地产的投资、建设力度，大范围拿地兴建写字楼和商业广场，2013年底，万科商用地产管理部的首个商业项目金隅万科广场已正式开业。

由于前几年疯狂开发，目前商业地产已经在局部市场出现饱和，据世邦魏理仕2013年《购物中心发展趋势—全球最活跃城市》报告显示，截至2012年底全球各大城市共有高达3,200万平方米的购物中心在建，当中有超过一半的面积来自中国。而在全球零售物业在建面积最多的20个城市当中，有14个来自中国。自2010至截至2014年年底，商业地产开发总量从5.68增长至13.96亿平方米，增幅高达145.8%，投资开发总额从7,455.8亿增长至2.23万亿。在全国大中型商业中心开业项目方面，2016年同比增幅高达35.05%（剔除存量改造及试营业项目，则增幅在20%左右的正常偏高范围）。

**商业地产体量巨大，随之出现的产能过剩问题不容小觑。**目前国内各主要城市商业地产供过于求，短期内供应消化压力较大，泡沫化倾向越加显著，市场空置率高风险加大，过度投资开发后，部分二三线城市出现了明显供大于求，但在北京、上海一线城市，商业金融地块仍然抢手，租金居高不下，商业地产已出现了明显城市分化局面。



图32: 商业地产开发投资完成额及施工面积增长情况



来源: Wind, 德勤研究

### 网络零售冲击传统商业空间

近两年,网络零售交易市场规模增长迅猛,不断改变人们的消费行为。据中国电子商务研究中心数据显示,2016年中国网络零售市场交易规模达5.53万亿,相比2011年增长了527.2倍,相比2015年同比增长39.1%,占社会消费品零售总额的14.9%,较2015年的12.7%,增幅提高了2.2个百分点。

随着“互联网+”的不断深化,80、90后等互联网“原住民”逐渐成为消费的主力人群,消费结构从生活保障型消费向享受型、品质型消费升级。电商大举入侵并重塑着各商业生态圈,已在电子产品、衣履及图书等领域给实体零售带来实质性打击,企业纷纷将实体店功能由“售卖”转向“体验与展示”,而像恒隆、国金中心等定位高端的商场受到的冲击则相对较小。

面对网络零售的冲击,传统以经营商品、经营品牌为理念拉动直接消费的商业地产模式日渐式微,过去靠开发和资本推动繁荣的时代已经一去不复返。对此,不少中小型房企已纷纷转型新兴业态,通过线上线下融合,实现跨界合作,通过改革创新突破瓶颈。

### 同质化竞争激烈缺乏创新

以目前二三线市场的居住人口结构和消费能力,城市综合体过多、过密地扎堆,直接导致了商业地产同质化竞争激烈,新项目招商困难,经营管理诟病。不少开发商不得不将商业综合体中的商铺分割成小块出售,虽然可加快企业现金回流,但势必会对后期运营带来困难。商业地产千店一面、品牌趋同,缺乏创新的问题日益凸显。

2014年3月,苏州执行商业地产“限售”新政引起普遍关注,对于未来商业地产市场发展,业内王健林建议**以各省和市为单位出台“商业布局规划”,避免恶性竞争,比出台调控政策更具可行性**。同时,世邦魏理仕研究部中国区主管、执行董事陈仲伟表示,期望更多地方政府能重新审视过去几年商业地产发展政策,全面评估地方商业地产风险,以更加务实的态度预测未来需求及部署土地供应,通过完善规划选址、业态布局等,优化商业业态结构及用地布局。

### 3.4 发展趋势

#### 高端精品化

随着网络零售对传统商业购物中心的影响,未来一二线城市商业地产的形式和业态将更加细化:1) 传统百货业态针对所有商业需求,比如新天地百货、双安商场、当代商城;2) 新型购物中心满足非目的性消费需求,针对不同年龄消费群体细化,比如来福士、世贸天阶;3) 小众的精品百货可视为购物中心的变种,如K11、侨福芳草地等具有艺术元素,其目标客群为城市“赶时髦的小众精英”。

根据《2016中国商业地产发展年度报告》发布的“2016年度中国商业地产TOP100榜单”,港资企业依然占领半壁江山,榜单排名前二十的企业中,九家为香港等外资企业,如新鸿基、新世界、长实、恒基兆业、嘉里建设、K11品牌等,相较于内地企业,这些外资商业地产代表先进的地产开发理念和优秀的商业运营管理经验,具体体现为**较高的品牌价值和创新能力**。

图33：2016年20大商业地产榜单

名次	企业名称	营运指标 (40分)			管理指标 (30分)				品牌指标 (20分)				创新指标 (10分)			总分
		销售与 租金收入 (20)	商业物业 自持及管理 运营面积 (10)	商业物业 个数 (5)	城市 布局 (5)	业态 规划 (10)	招商 管理 (10)	团队 建设 (5)	策划 推广 (5)	品牌 熟知度 (5)	租户 认可度 (5)	城市 推动力 (5)	社会 贡献 (5)	资本 创新 (5)	模式 创新 (2.5)	
1	华润置地有限公司		34.5				27.0				17.7			8.4		87.6
2	大连万达商业地产股份有限公司		35.0				26.0				17.7			7.0		85.7
3	恒隆地产有限公司		31.5				26.8				18.2			8.8		85.3
4	大悦城地产有限公司		29.5				26.6				17.9			8.6		82.6
5	九龙仓集团		31.5				25.5				17.0			8.3		82.3
6	凯德集团(中国)		36.5				22.5				13.6			7.9		80.5
7	太古地产(中国)投资有限公司		26.5				27.0				18.1			8.6		80.2
8	龙湖地产有限公司		27.0				26.7				16.5			8.6		78.8
9	嘉里建设有限公司		27.0				26.1				16.7			7.8		77.6
10	上海世茂商业投资管理有限公司		26.5				25.8				16.2			8.2		76.7
11	SOHO中国有限公司		26.0				25.3				16.4			8.0		75.7
12	新鸿基地产发展有限公司		19.5				27.4				18.1			9.1		74.1
13	上海红星美凯龙商业管理股份有限公司		33.5				21.3				13.2			6.0		74.0
14	金融街控股股份有限公司		33.0				21.9				12.5			6.5		73.9
15	保利商业地产投资管理有限公司		27.0				23.1				15.4			7.7		73.2
16	远洋商业管理有限公司		33.5				20.5				11.7			6.1		71.8
17	中国金茂控股集团有限公司		19.5				25.7				17.3			8.9		71.4
18	瑞安房地产有限公司		26.0				22.3				15.8			7.1		71.2
19	中海地产商业外发展有限公司		29.5				21.0				14.0			6.6		71.1
20	新世界中国地产有限公司		21.0				25.6				16.1			8.1		70.8

来源：2016年度中国商业地产TOP100榜单

以港企为例，在项目开发上较为谨慎，追求少而精致的商业地产产品，由于优越的地理位置、百年传承的商业基因，在高端品牌商中具有传统招商优势。典型代表榜单第3名香港恒隆地产是最早进入内地的香港商业地产发展商之一，恒隆一直注重长线发展策略，其商业物业个数不多，但是均定位于高端精品购物中心和中产消费人群，在全国主要一二线城市打造了均以“恒隆广场”命名的品牌，深受市场欢迎。

### 文化特色化

现代商业中,越来越多消费者已经不能满足于仅在商城中购物,而是呈现出在休闲娱乐、餐饮、运动等需求。复合的体验式商业业态,能够给予消费者不同的体验感受,通过场景化的构建,赋予视觉、触觉、味觉等感官上的刺激,带来**文化创意、文化旅游与传统休闲娱乐相结合的体验式消费**,是电商短期内无法战胜实体商业的法宝。

作为2016年度中国体验式商业项目大奖的得主,上海大悦城瞄准22-30岁的时尚年轻人群,传递“年轻、时尚、潮流、品位”精神,尝试商业与文化、科技等跨界融合,二期运用摩天轮、艺术街区、创意装置等场景营造全方位感官体验。世茂商业则将文化旅游小镇跟主题乐园进行整合,打造不同类别的体验式服务。

### 城市综合体

**资源共生聚合增值。**城市综合体是把城市中不同性质、不同使用功能的社会生活空间相结合,统一规划设计和开发管理,打造完整独立街区,充分发挥建筑空间的共同作用。具体说来,城市综合体又简称为HOPSCA,意指其涵盖范围包括: hotel (酒店)、office (写字楼)、parking (停车场)、shoppingmall (购物中心)、convention (会议中心) 和 apartment (公寓),通过将城市商业、办公、居住、旅店、展览、餐饮、会议、文娱和交通等城市生活空间的几项(通常三项以上)进行组合,在各部分间建立一种相互依存关系,形成多功能、高效率的经济聚集综合体,适应不同时段的城市多样化生活,实现资源共生聚合增值。

大型城市综合体适合经济发达城市,在功能选择上需根据城市经济特点有所侧重。一般来说, **酒店或写字楼功能与购物中心功能是最基本的组合**,像涵盖五星级酒店、商场、服务式公寓、甲级写字楼的嘉里中心就是最典型的代表,已经成为北京、上海、深圳、杭州等城市地标。

### 全渠道协同

互联网+不断升级背景下,移动、互联已成为服务新一代消费者的必要工具,各行业生态圈纷纷被重塑。**对此,商业地产商已开始纷纷触网,开展线上业务,推进全渠道协同,拥抱互联网,积极转型。**代表模式包括中粮大悦城、万达、王府井/银泰模式。

回归以消费者为核心的商业宗旨,中粮大悦城在2013年将全国大悦城会员体系打通,取名“大悦汇JOYCITIZEN”,2014年对系统进行了升级,通过全国大悦城积分通存通兑、会员专属JOY BAR等形式,将服务和情感来增加会员的粘性。

万达商业地产集团旗下业态众多,通过搭建智慧广场,精确跟踪消费者线下的消费行为,再结合线上业务发展,可以刻画消费者双线消费行为。再通过APP的会员积分体系打通线下,使消费者通过万达可满足多种需求,一个业态的成功能够带动其他业态的发展,最终使商业地产、百货、影视等业态互为补充形成协同效应。王府井/银泰线下物业多处于核心商圈,客流充足,受电商冲击相对不明显,通过移动端应用进一步优化线下购物体验,巩固优势。该模式未来的机会在于可以通过商家数据和消费者数据的打通,开展供应链金融和消费金融业务,深度服务上下游。

### 3.5 投资建议

随着国家去库存政策加大,商业地产行业及市场集中度将进一步提升。目前中国商业地产结构性产能过剩,并且随着电子商务不断蚕食传统商业零售空间,同质化竞争更为激烈,在此情况下,商业地产大规模拿地、投资开发的模式应更为谨慎,转而回归商业服务客户的本质,着重提升对现有资产的精细化管理。企业应根据不同城市的市场特点进行布局、打造特色商业地产、升级体验式消费等新型业态,实现开发运营向轻资产管理模式的转变升级。

商业物业运营方需要主动求变。一方面提升商业物业的运营管理水平,分析目标消费群体,以高净值人群、中产阶级或90后年轻群体为对象,调整客户定位和业态配比,将餐饮、娱乐、引入文化、亲子、旅游等体验业态,增强客户粘性;另一方面拥抱“互联网+”,寻求创新和转型升级,探索渠道转型,引入会员积分体系,搭建线上线下平台,像万达商业地产,通过全渠道协同,将旗下商业、影视、百货协同发展,有效得提升了品牌,打造出了特色运营模式。

同时,以SOHO 3Q为代表的共享办公室已经成为了移动办公产品典型代表,借助移动互联网技术,人们自由选择办公时间和空间,预订、选位、支付等环节都在线上完成,SOHO 3Q共享办公产品于2015年2月正式推出,截至2016年7月已在北京和上海开办16个中心,提供13,603个座位,平均出租率达70%。SOHO 3Q不仅提供共享办公场所,还通过吸引和凝聚众多不同行业、业态和发展阶段的公司用户,可以为用户提供办公以外的多方位服务。

总之,在电商冲击、泡沫化、同质化等困境下,市场竞争愈发激烈。唯有告别过往传统单一且固化的商业地产模式,抓住时代变化的脉搏,把握消费者为王的市場之道,掌握模式转变、跨界合作、多元化布局等商业地产精髓,才能迎来发展新机遇。



# 第三章 中国地产商国际化之路

## 一 整体现状

### 1.1 现状与特点

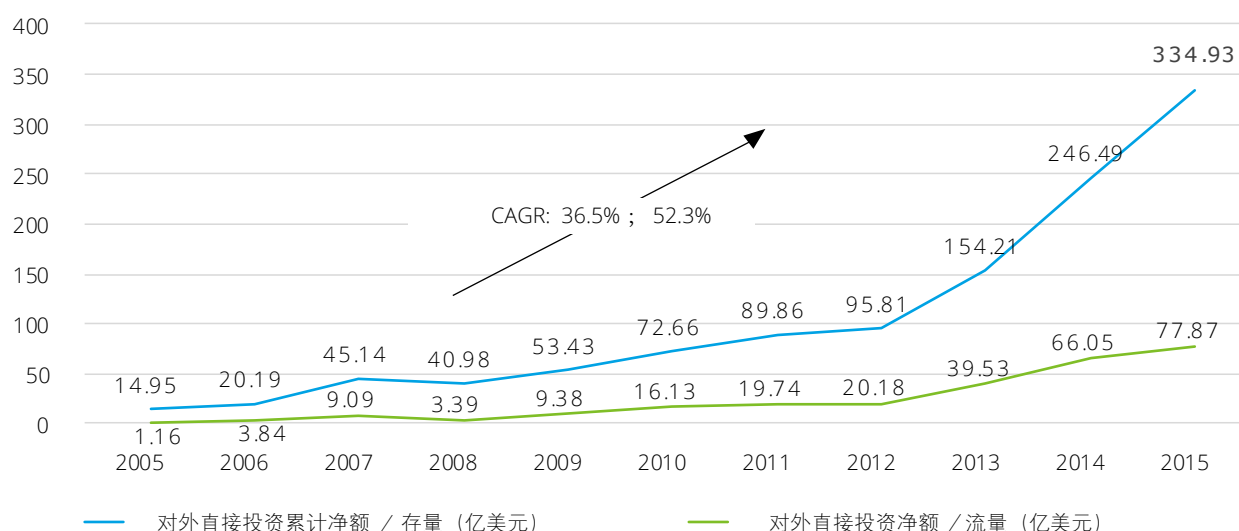
#### 境外投资持续增长

近十年间，除去2008年全球金融危机实现小幅下挫外，中国企业在境外房地产

行业中的投资一直保持连续增长，特别是2012年随着“一带一路”战略提出，增速大幅提高。根据商务部《对外投资统计公报》，2015年中国企业在境外房地产的直接投资额存量达到335亿美元，较2010

年增长了一倍，十年间年复合增长率高达36.5%。对外直接投资流量从2005年1.16亿美元增长至2015年77.87亿美元，年复合增长率高达52.3%。

图34：2005-2015年中国房地产对外直接投资存量及流量增长情况



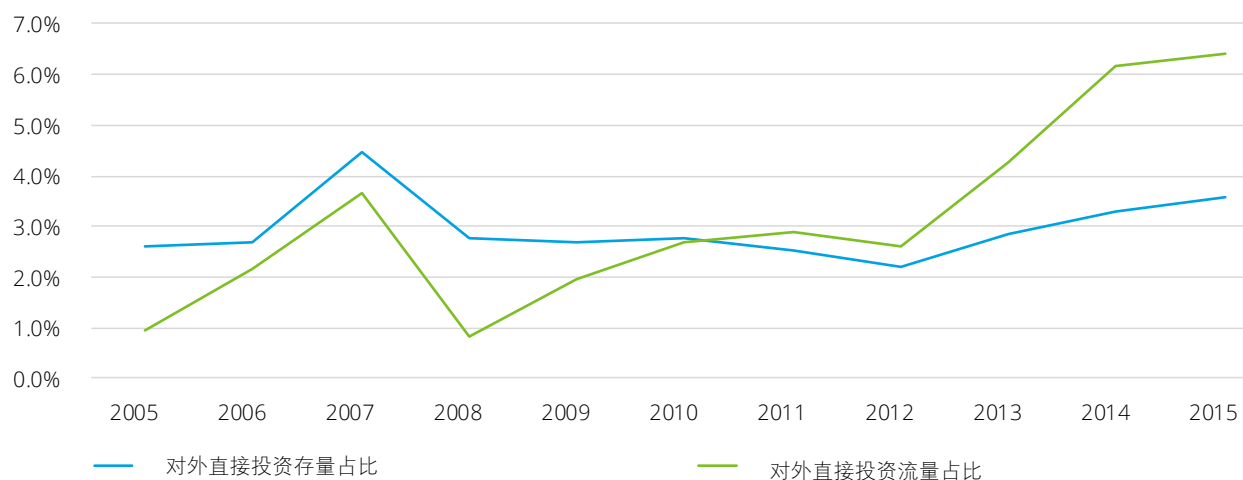
来源：商务部《对外投资统计公报》

**在非金融类整体对外直接投资中，2005至2015年，房地产对外直接投资所占比重不断提高。**2007随着美国房地产泡沫，房地产ODI呈现跨越式增长，随后2008年全球经济衰退，增长趋势放缓；2013年“一带一路”战略提出使中国

对外投资进入了发展快车道，2015年投资流量77.87亿美元，在非金融类行业中占比6.4%，仅次于租赁和商务服务业、制造业、批发零售业和采矿业，排名第五位；投资存量334.93亿美元，在非金融类行业中占比3.6%，排名第六位。戴德梁行

发布《2016四季度中国海外投资市场》显示，2016年中国海外商业地产投资总额再创新高，达到383亿美元，比2015年增长了49%。

图35: 2005-2015年中国房地产对外直接投资占比(非金融业) 增长情况



来源: Wind, 德勤研究

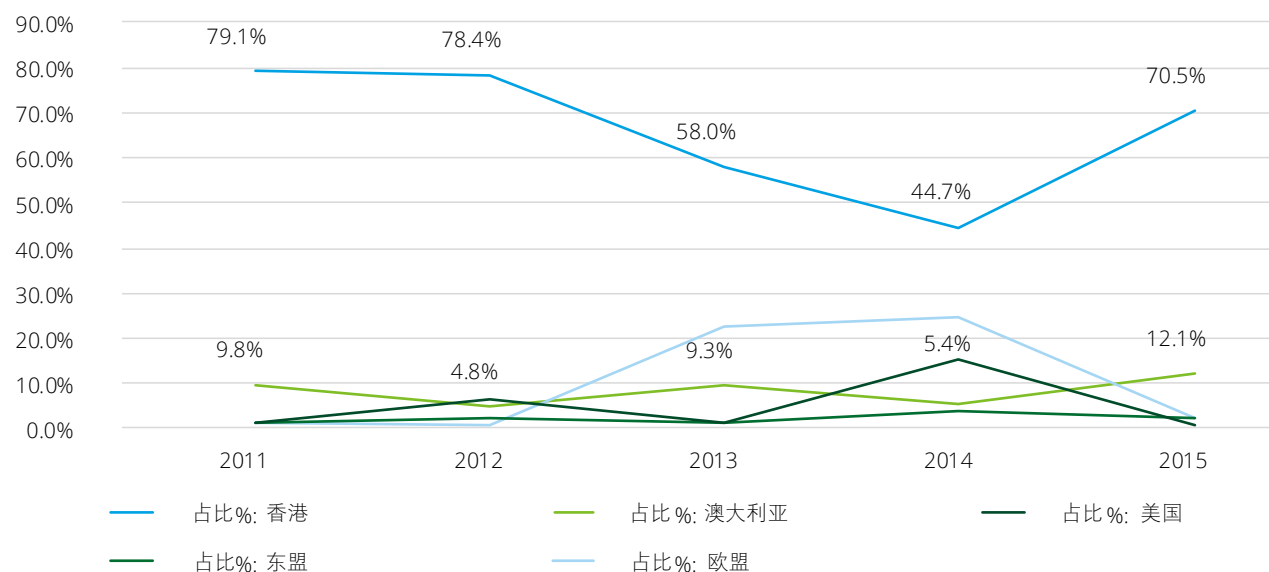
在主要投资区域/国家方面, 香港、澳大利亚和美国是中国房地产对外投资的最主要三大目标地。2015年流入三大国家的房地产对外投资共计66.1亿美元, 占全年流量的84.9%。

香港是最大的对外投资目标地区, 2015年流量54.9亿美元, 较上一年增长

57.7%, 占当年房地产对外投资流量的70.5%。其次为澳大利亚, 近年来, 中国买家在澳大利亚房地产领域投资急剧上升, 碧桂园、绿地、万达等大型开发商, 或直接进驻澳大利亚开发, 或购入当地开发商股份。2015年流入澳大利亚的投资流量9.4亿美元, 较上一年增长124.1%, 占当年流量的12.1%, 澳洲已超

越美国, 成为中国房地产“走出去”过程中仅次于香港的投资地区, 瑞士信贷预计到2020年, 中国买家还将向澳大利亚房产投资440亿澳元。美国一直是传统的海外投资区域, 未来投资需求仍然强劲。

图36: 房地产业对世界主要经济体投资流量占比



来源: 商务部《对外投资统计公报》

接投资和并购两种方式并重

国际直接投资一般可采取绿地投资或企业并购两种方式进行，采取何种方式进行投资取决于东道国的经济发展水平，投资行业的规模、技术水平和管理等方面的因素。

表7: 绿地投资和海外并购投资的特点

	绿地投资	海外并购
东道国： 经济发展、技术和管理水平	<ul style="list-style-type: none"><li>• 经济不发达，工业化程度低</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 经济不发达，工业化程度较高</li></ul>
东道国： 投资行业环境、规模等	<ul style="list-style-type: none"><li>• 不具备目标企业</li><li>• 缺乏有效生产和经营的环境</li><li>• 采取有利政策措施帮助降低成本提高盈利，吸引跨国公司在本国创建新企业</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 具备可并购的目标企业</li><li>• 具备能够确保投资商从事有效生产和经营的环境的条件和政策</li></ul>
投资方： 投资目的	<ul style="list-style-type: none"><li>• 拥有先进技术或垄断性资源。采取直接投资最大限度保持垄断优势，充分占领目标市场；</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 通过并购实现优势互补，增强企业竞争力</li></ul>
投资方： 作用意义	<ul style="list-style-type: none"><li>• 创建新企业增加生产力，提高就业，带来先进技术和 管理，为经济发展带来新的增长点</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 只实现资产产权转移，不增加东道国的资产总量</li></ul>

来源：公开信息，德勤研究

针对发达成熟市场以及发展中国家市场，中国投资海外地产主要采用不同的投资方式：

一种是直接收购海外商业资产，如写字楼、酒店等物业，这种类型的投资集中在发达和成熟市场，比如美国、欧洲、新加坡和迪拜等一些核心城市，例如近年来中国有很多资本收购欧美成熟市场的酒店和写字楼资产，主要因为1) 酒店和写字楼物业收益相对稳定，投资风险相对较低，比如伦敦酒店的房价一般不会低于100英镑2) 现在往成熟市场的中国游客越来越多，即便是海外优秀的酒店品牌可能也不能准确找到中国游客的需求，中国游客成为很大的客群以后，这些酒店经营的业绩还会有继续增长的空间。今年2月23日，万达酒店及度假村与土耳其Mar Yap公司就伊斯坦布尔万达文华酒店管理输出项目举行签约仪式，万达酒店及度假村第一个海外品牌输出项目正式诞生，万达成为中国酒店管理行业首个向海外实现豪华酒店管理输出的企业，此举打破了高端酒店连锁为外国品牌垄断的局面。

另一种是房地产开发投资即绿地投资，一般选择在东南亚和非洲等发展中国家市场。也有一些中国发展商在美国、欧洲等城市进行房地产开发，一般通过与当地

开发商合作形式开展，因为欧美市场成熟，如果国内发展商不能够准确把握当地市场，风险会很大。但是在非洲和东南亚市场，当地发展商对操盘大型商业综合体项目在经验和资本上都相对较弱，在这些国家来自中国的开发商就有很强的优势。比如以开发住宅项目擅长的万科已经在美国纽约和旧金山两个城市投资开发了近十个房地产项目，但无一例外，万科企业均选择与当地房地产商合作，由当地发展商操盘开发，而万科则提供咨询和建议。

2015年中国房地产行业对外投资流量77.87亿美元，其中海外并购金额20.7亿美元，占比26.6%；其余主要通过新建项目投资实现，根据FDI markets数据，2015年中国海外房地产绿地投资项目（新设项目投资，不包括项目再投资）的资本投资额共计56.42亿美元，是中国房企“走出去”的主要形式。

根据商务部数据显示，2015年中国房地产业海外并购21起，并购金额20.7亿美元，在18大行业类中占比3.8%，同比增长140.7%，由2014年排名第10提升至第9位。中国房企“走出去”海外并购越来越活跃，并且投资并购主体日趋多元化，最为耀眼的是近年来险资企业如安邦、平

安、太平人寿、阳光保险等纷纷进行海外资产配置，在商业地产领域多起大手笔并购，如平安保险耗资5.06亿美元收购伦敦市中心地标性建筑Tower Place；安邦保险耗资19.5亿美元天价收购纽约华尔道夫酒店，2016年7月以65亿美元收购黑石集团旗下地产投资信托企业 (Strategic Hotels & Resorts Inc.)，创下商业地产海外并购最高交易记录。

1.2 投资主体

近十年来，中国海外地产投资先后经历了三波主要浪潮，每个阶段有不同的投资主体主导：

第一波浪潮为2005年-2006年间，中国主权财富基金中投公司等开始投资海外地产项目。

第二波浪潮为2007-2008年间，全球金融危机爆发，欧美经济衰退，国内房地产开发商意识到海外资产价格非常便宜，开始走出国门，形成了以地产商为主海外地产投资浪潮；如碧桂园、万达、万科、中海、绿地及中国铁建、中国建筑、万通等10余家大型房企，已在境外有房地产项目或有明确的投资计划。

第三波浪潮为2014-2015年间，保险公司及其他金融机构大放异彩，不断收购欧美市场地标建筑。如安邦保险、中国人寿、中国平安、阳光保险等大手笔海外收购项目十分耀眼。

目前第四波浪潮正在悄然兴起，具体表现为投资主体日趋多元化，从最初试水逐渐

深入，各种大型房地产企业、保险资金、主权基金及高净值群体等越来越在海外地产投资中崭露头角。

房地产开发商（商业+住宅）

房地产开发商推动整个海外投资市场的最主流的力量，其主要通过海外新建项目方式，在商业和住宅地产领域进行直接投

资。根据FDI Markets统计，2006至2016年，中国住宅和商业地产海外投资累计金额518.3亿美元，其中房开发商总投资397.7亿美元，贡献率为76.7%，是主要投资主体，开发商包括绿地、万达、万科、碧桂园、上海城投、总部基地（FDI markets将其归属于房地产行业）等。

表8：2006至2016年中国房地产开发商海外投资情况

公司	住宅地产		商业地产		总计	
	项目数量	投资额 (亿美元)	项目数量	投资额 (亿美元)	投资额	项目平均投资 (亿美元)
上海绿地集团	5	76.68	4	61.66	138.34	15.37
大连万达集团	3	17.30	5	60.19	77.49	9.69
碧桂园集团	2	12.86	2	10.86	23.72	5.93
郎诗	5	10.00	/	/	10.00	2.00
万科	2	8.58	/	/	8.58	4.29
鑫苑中国	3	7.14	/	/	7.14	2.38
阳光100	1	2.29	/	/	2.29	2.29
雅居乐	1	0.57	/	/	0.57	0.57
上海城投	/	/	1	30.00	30.00	30.00
德必	/	/	8	25.88	25.88	3.24
一达国际	/	/	1	20.00	20.00	20.00
总部基地	/	/	2	16.05	16.05	8.03
上海万峰	/	/	1	16.00	16.00	16.00
泽信控股	/	/	1	15.00	15.00	15.00
富力地产	/	/	1	4.22	4.22	4.22
泛海地产	/	/	1	2.46	2.46	2.46
总计	22	135.42	27	262.32	397.74	141.47

来源：FDI markets

住宅地产方面，房企海外投资的大型住宅项目有绿地纽约布鲁克林大西洋广场，项目投资金额49亿美元；绿地伦敦金丝雀码头综合大楼和兰姆公馆，项目投资金额19.66亿美元；悉尼绿地中心，项目投资金额4.29亿美元；万达洛杉矶比例佛山综合地标，项目投资金额12亿美元；碧桂

园英国伯明翰住房项目和马来西亚新山小镇，总金额12.86亿美元，万科旧金山高层豪华住宅公寓，金额6.20亿美元。

商业地产方面，十年间房地产开发商主要投资新建了25个项目，总投资额251.46亿美元，在住宅和商业总投资中占比65.5%，

主要由于商业地产多数位于发达国家，开发商海外业务拓展中更加注重商业地产价值和为企业带来的品牌影响力。主要商业地产项目有万达巴黎欧洲城，项目投资金额33亿美元；绿地首尔双塔综合体，项目投资金额32亿美元；上海城投纽约中央公园壹号，金额30亿美元。

### 主权财富基金（商业）

#### 中投公司

中投公司是目前中国官方承认的主权财富基金。与成立初期集中投资于发达国家金融行业不同，**近年来面对全球资产收益预期下调、下行风险不断凸显的投资环境，中投公司不断加大对房地产等稳定收益类资产的投资力度。**2015年中投组建了独立的房地产投资部，管理房地产私募股权基金，主要关注发达市场大型直投商业地产项目，全年共完成9笔投资，皆为所在区域年度主要房地产交易；截至2015年末，中投公司在房地产领域的投资超过40项，分布于北美、欧洲、亚洲及大洋洲，包括分布于法国和比利时的零售资产Celsius组合，以及位于澳大利亚悉尼、墨尔本和布里斯班的办公物业组合Investa项目等。

2016年10月，德国房地产集团BGP发表声明称，该公司已作价（包括债务在内）12亿美元售出，据消息人士称，涉及该交易的多数资金都来自中投公司。中投公司及其联合投资人击败德国地产集团Vonovia和Deutsche Wohnen，赢得对BGP的竞标。

2016年11月，中投海外联合澳大利亚未来基金（Future Fund）、澳大利亚昆士兰投资公司（QIC）、美国全球基础设施合伙企业（GIP）、加拿大安大略省市政雇员退休基金（OMERS）等投资伙伴收购了澳大利亚墨尔本港50年租赁权。

#### 银杏树投资公司（Gingko Tree）

银杏树于2009年12月在英国注册成立，由在新加坡注册中华人民共和国投资公司（新加坡）（以下简称“华新”）全资所有，华新专注于固定收益投资，由外管局全资所有。

2012年5月开始，外管局通过银杏树在英国进行了至少四个大手笔投资，投资对象包括水务公司、学生公寓，以及伦敦和曼彻斯特的写字楼，金额超过16亿美元。据伦敦金融市场数据统计公司Dealogic的数据显示，银杏树以5.5亿英镑从巴克莱资本手中收购英国重要大学住宿提供商UPP Group Holdings Ltd.的40%股权，

此为银杏树最大笔交易。同一时间，2012年5月银杏树斥资2.85亿英镑，从前业主Evans Randall手中收购全球最大的资产管理公司贝莱德集团（BlackRock）位于欧洲总部的办公楼Drapers Gardens。2014年8月，英国伊丽莎白二世女王的房地产资产管理公司英国皇室地产公司（Crown Estate）宣布，该公司和中国外汇管理局在英全资子公司银杏树投资公司（Gingko Tree）共同出资3.45亿英镑，完成英国最大的零售购物园Fosse Park的收购交易。

#### 保险公司（商业）

2012年，中国政府规定保险公司的房地产资产在其总资产中所占的比重不得超过15%。2014年，中国保险监督管理委员会将这一上限提高至30%。随着险企海外投资政策不断松绑，中国保险资金积极寻求海外投资机会，不断增加房地产投资占其整体投资的比重。

与传统房地产开发商直接投资开发项目不同，险资主要投资方式为海外并购商业地产，通过战略控股，进行多元化业务布局，增加投资收益。投资对象主要为欧美大型地标商业不动产，如大型写字楼、高级酒店公寓等，通过这些投资可以获得稳定的现金流以及较高的固定收益。

从时间上来看，险资首先进入欧洲不动产市场，2013年7月，中国平安保险集团以2.6亿英镑，购入伦敦金融城标志性建筑劳合社大厦，成为险资海外投资不动产的第一单。之后，随着美国经济持续复苏，美国商业地产市场也持续保持长期稳健增长趋势，

#### 最近两年标志性的投资活动包括：

2015年4月，中国人寿和中国平安首次投资美国商业地产，参与购买美国东部波士顿海港区价值5亿美元的地产项目的股东权益，项目包括一栋13层的办公楼和一栋9层有100套住房的住宅楼，办公区域的建设计划在2017年下半年完成，公寓建设于2018年一季度完成。该项目由美国铁狮门投资开发，中国人寿和平安各占该股权投资项目的1/3股份，剩余1/3股权由投资方铁狮门所有。与铁狮门联手，是中国险资成为全球地产投资新力量的标志事件。

2016年3月，安邦保险收购黑石集团（Blackstone Group LP）旗下地产投资信托企业（Strategic Hotels & Resorts Inc.），交易价约为65亿美元，再次刷新交易记录。此举距离黑石完成购买Strategic酒店集团仅仅三个月。Strategic Hotels & Resorts在美国拥有多家豪华酒店，其中包括凯悦酒店、洲际酒店和万豪国际等。

2016年3月，平安保险募集设立人民币基金，通过该基金与东方鹰君（美国）房地产基金（Pacific Eagle (US) Real Estate Fund, L.P.）设立两家合资企业，合资开发美国加州旧金山及马里布的两个住宅房地产项目。表明中国私募股权投资基金正跟随中国房地产开发商和保险公司的脚步，在全球房地产市场（尤其是美国的房地产开发市场）中扮演更活跃的角色。

表9: 险资海外房地产投资项目（并购为主）

险资企业	时间	物业及类型	地区	金额 (亿美元)
安邦保险	2014.10	华尔道夫酒店	美国纽约	19.5
安邦保险	2015.5	曼哈顿美林金融中心	美国纽约	4.14
安邦保险	2016.3	房地产信托Strategic Hotels & Resorts Inc.	美国	65
平安保险	2013.7	金融城劳合社大厦	英国伦敦	2.6亿英镑
平安保险	2015.1	Tower Place	英国伦敦	5.06
平安保险基金与美国 房地产基金联合体	2016.3	两个住宅地产项目	美国波士顿	
中国人寿保险和主权 财富基金卡塔尔控股 联合体	2014.6	伦敦金丝雀码头10Upper Bank Street大楼	英国伦敦	7.95亿英镑
中国人寿保险和中国 平安联合体	2015.4	商业综合体	美国波士顿	5
中国人寿保险	2015.10	99 Bishopsgate办公楼项目	英国伦敦	4.2
阳光保险	2015.2	曼哈顿六星级酒店水晶宫	美国纽约	2.3
阳光保险	2015.11	喜来登公园酒店	澳大利亚悉尼	4.63亿澳元

来源：公开信息，德勤研究

建筑承包商（商业）

建筑承包商主要包括中国中铁、中国交建、三一重工、北京建工集团等，不再仅做施工者而开始作为项目承包商，直接参与海外地产项目的投资开发，其主要以商业地产投资为主。

**中国中铁集团：**2016年3月，中国中铁集团投资20亿美元兴建位于吉隆坡中心地区的“大马城”项目。“大马城”项目占地面积约200万平方米，总建筑面积约840万

平方米，开发期限为15至20年。中铁第一个区域集团--亚太区域集团公司也落户大马城，成为首个落户大马城的世界500强企业。过去中铁多以项目承包方的身份出现，本次作为项目一级开发商。

**中国交建集团：**2016年10月，中国交建集团旗下的中交疏浚集团与马来西亚高峰集团 (Bina Puri) 签署协议，双方以联合体形式，双方各出资50%，共同打造马来西亚关丹滨海度假城 (KWRC) 。中交疏

浚主要承担项目吹填造地工程，2017年开工，3年内完成建设，预计全部项目完成需要10年。建成后，岛上将包含旅游景点、高级滨海住宅区、商业区、医疗中心、国际学校和度假村等，将成为关丹首座集休闲、娱乐、度假、教育于一体的度假岛。



表10: 其他建筑承包商主要投资项目 (直接开发为主)

险资企业	时间	物业及类型	地区	金额 (美元)
北京建工集团	2013.1	办事处	阿根廷布宜诺斯艾利斯	2,830万
三一集团	2016.11	小型城市项目	印度古吉拉特邦	2.51亿
中天建设集团	2015.10	参聘二住宅项目及迈阿密邦浦住宅项目	泰国	4.2亿
中国建筑	2016.6	萨巴赫萨利姆大学城	科威特	5.8亿

来源: FDI markets

### 高净值群体 (住宅)

随着国内主要城市房价高位同时限购限贷政策以及人民币贬值趋势,预计会有更多国人到海外购房来分散投资风险。中国海外购房团早已“名震欧美”,在传统的海外置业目的地之外,中国人对东南亚楼市的兴趣正在迅速升温,特别地,英国退欧使得一些投资者对于英国及欧元区的兴趣有所降温,纷纷将目光投向亚洲地区成熟市场如新加坡泰国等。

### 美国仍是最受关注的核心国家之一

在国内高净值人士全球资产配置的热潮下,美国仍是最受关注的核心国家之一。根据机构数据统计,中国买家连续第四年成为美国房产最大的海外买主,在经历了楼市下滑后,未来5到6年美国房价会继续稳定上涨,国人对于置业美国的热情将会有增无减。

### 澳大利亚较少投资风险,吸引国人留学置业

澳洲房产交易机制成熟透明,政府监管得力,较少资金风险。首先,澳洲房产近60年来平稳增值,年均增值8-12%,是投资理财、分散资金风险、抵御通货膨胀的最佳工具。以土地价格为例,据Domain报道,仅2015年一年澳洲地价中位值就上升了3.8%,达到21.1万澳元,其中悉尼地价中位值一年劲涨29.7%达到44万澳元,位居全澳之首,墨尔本、布里斯班等城市地价也在跟进上涨;其次,澳大利亚地理环境得天独厚,自然资源多种多样,丛林、海岸、山脉应有尽有,多个城市被评为最适合人类居住的城市;同时成熟的教育资源吸引了越来越多国人赴澳留学工作,许多家庭为子女留学进行置业。

### 东南亚地理及价格优势,受国人青睐

东南亚作为中国人海外出行的首要选择,有很强的地理及价格优势。3-5小时的飞行距离,相较数十个钟头飞到欧美及澳大利亚,中国人会更容易去到东南亚。东南亚房价整体相较欧美、澳大利亚及中国一线城市更便宜,使得更多的家庭可以承担,并且,东南亚大多数地区对中文有较高认可度,相较讲英文的国家给了中国人更多选择。海外房地产信息平台“居外网”数据显示,在该网站2016年二季度中国人查询海外房源目标国家全球排行榜上,美国与澳大利亚长驻前两位,加拿大2016年位居第三,泰国居第四位,新加坡居第八位,马来西亚居十一位,越南居十四位,印度尼西亚居十五位。居外网中国区总经理葛奕婕表示“泰国与新加坡常年位居前十,一直是东南亚最受中国购房者青睐的目标国。马来西亚过去一年来有快速上升趋势,中国人通过电话、电邮、微信等渠道对马来西亚房产所做的咨询量,2016年8月同比2015年猛增了550%,同期对居外网上马来西亚房源的访问量上涨52.7%。”

### 1.3 驱动因素

#### 国人海外置业需求上升

在中国经济增速转型换挡的下行周期,股市、楼市动荡不断,一连串不稳定因素,加剧了财富人士对于资产保值增值的焦虑。中国富豪们纷纷开始将资产转移至海外,对冲投资风险,使财富离岸保值增值海外资产配置进入了黄金时代。

对房地产开发企业而言,中国内地一线城市和房价连年飞涨,企业利润已受到影响。对于个人投资者而言,相对于国内限

购、限贷、房产税等严苛调控政策频繁出台导致的国内市场投资环境下行,海外置业有着远高于国内住宅市场投资价值的优势和机会。

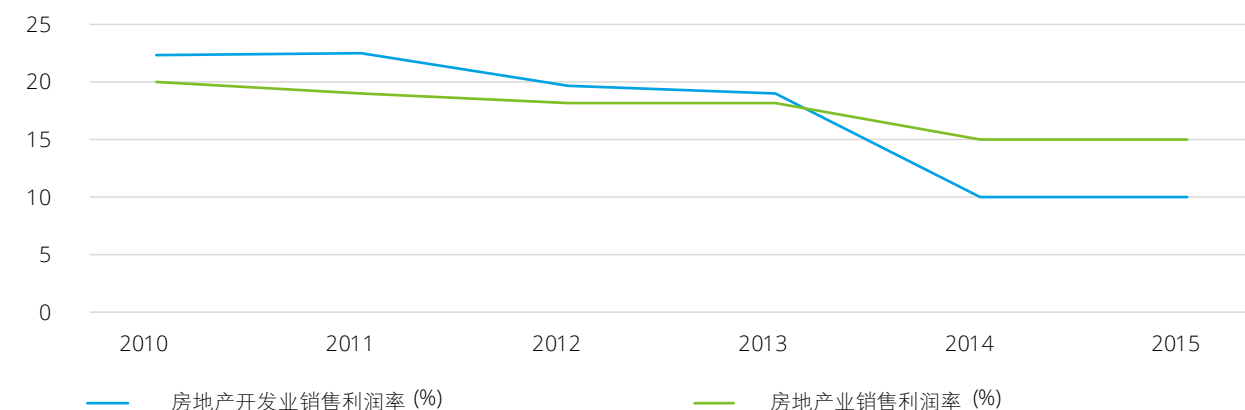
目前,欧美房地产市场已经发育成熟,市场比较规范,风险相对较小。尤其是受金融危机影响,一些地区房地产市场经历了一段时期的价格低谷,吸引了中国一大批有实力的机构投资者。为分散市场投资风险等考虑,多家中国大型房地产企业的海外试水。

随着国内监管环境的宽松,越来越多的中国投资者成为欧美房地产市场的主要买家。在住宅市场,中国投资者已经成为全球海外置业的最大外国买家。随着中国经济的发展,有投资移民意愿以及受子女海外求学需求等影响,也吸引了部分中国富豪选择海外置业。

### 国外投资成本相对较低

**国内土地成本较高,房企利润率不断走低:**土地是房地产项目开发最主要的成本,也是不确定性最大的一个因素,平均土地成本占30%左右,但该成本因地域差异而有很大不同。目前在二三线城市,开发商的土地成本只占两至三成,而在上海等一线城市,土地成本有时候占到房价的四至五成。最近两年,在严厉的楼市调控政策下,房价增速放缓,而开发商在2009年、2010年拿地成本普遍较高,导致其利润率下降。仅从利润率来看,国内房地产已告别“高增长行业”,2010年至2015年,房地产开发业利润率由22.3%降至15%,房地产开发业平均利润率从19.9%降至10%,触及“10%红线”。

图37: 全国房地产业销售利润率



来源: Wind

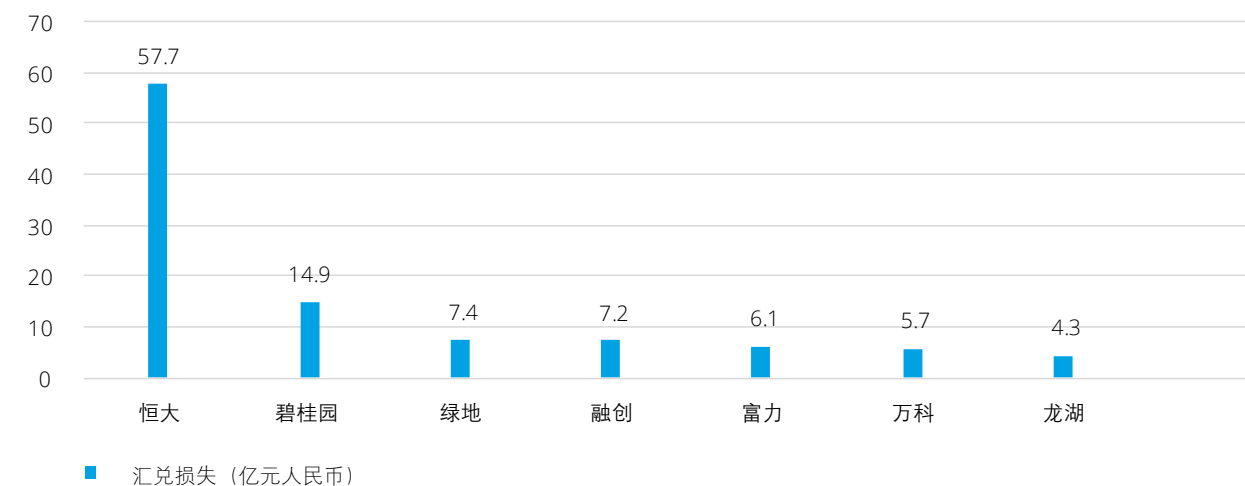
**国外融资成本较低:** 在美国第三轮量化宽松(Q E3)政策实施后,全球尤其是美国资本市场迎来了超低利率环境,加之当时国内银根收紧、融资难度日渐上升,通过内保外贷进行离岸银团贷款或境外发债能以较低融资成本获得企业中长期发展所需资金,颇受房企青睐,并且人民币持续升值也促使中国企业成为亚洲很大的

美元借债者,与国内动辄高达10%以上的融资成本有数倍之差。

**但是随着2015年8月汇率改革以来,人民币突然贬值让身负美元债的中国房地产企业很受伤,其美元债券融资成本已不断上升。**据彭博统计,2015年全年房地产企业因为汇兑损失超过120亿元,

其中恒大、雅居乐、碧桂园等美元债额度较大的房企损失均超过10亿元,2015年碧桂园汇兑损失高达12亿元人民币,而2014年房企汇兑全部损失仅为12.7亿元。2016年年报显示,恒大净利润为176.2亿元,汇兑损失高达57.7亿元;恒大、碧桂园、绿地等7家上市房企因汇率变动损失总额高达103.3亿元。

图38: 2016年主要房企汇兑损失



来源: 公开信息, 德勤研究

随着人民币汇率走低,美元债的成本还将持续走高,从2015年下半年起,房企密集赎回美元债,如SOHO中国(00410.HK)、恒大、碧桂园等房企均先后提出美元债券提前赎回。2016年1月至9月,19家中国企业共提前偿还74亿美元离岸债券,规模超过同期的三倍,其中14家来自地产行业;此

外,降低外债占比、实行汇率掉期、以新债代替利率较高的旧债等,也是企业规避汇率风险的主要途径。2016年上半年,龙湖地产取得51.7亿元人民币境外银行借款,用于置换外币借款,以进一步降低风险敞口,并于同期发行人民币81亿元公司债。2017年美联储不断加息,未来高票息

美元债券将成为房企负担,海外融资优势已下降。

**国外较少灰色成本:**“灰色成本”属于房地产行业潜规则,其所占比例随房企实力、项目的大小有所不同,至少10%,有些甚至高达40%。灰色成本在开发的每个环

节滋生,并以采购、物业置换等方式得以隐藏,其中很大一部分流向了政府相关机构。按照房地产的成本管理,每一项成本都需规定去向,“灰色成本”常常平摊到前期开发和后期开发的部分项目中,尤其是管理、财务、广告宣传、销售代理等费用中。而海外发展中国家出台一系列免税优惠等利好政策吸引直接投资新设项目,而香港及欧美发达国家资本市场较为成熟透明,无论境外IPO上市或发债,还是并购,除了公开中介等交易费用,没有更多灰色隐形成本。

### 全球品牌带来高附加值

品牌是价值的动力,同样的产品,甚至是同样的质量,名牌产品的价值远远高于普通产品。“走出去”能够有效提高住宅地产的品牌知名度,帮助企业实施品牌经营战略,提高企业知名度,从而直接提升其产品附加值,以获取超额利润。

**房企在海外投资开发的项目通常与其在国内的开发模式和开发专长十分贴近,相似的项目定位和品牌形象更加有利于向海外市场宣传企业品牌,提升品牌知名度。**例如,万科以开发住宅项目见长,其海外项目仍以住宅产品为主,并且主要选择北美和欧洲市场投资。与万科类似,碧桂园海外开发模式也以住宅大盘为主,其马来西亚新山项目位于城市新区;金海湾项目与新加坡隔海相望,辐射两地消费群体,与顺德碧桂园等项目有些类似;而2014年在澳洲悉尼推出悉尼莱德花园,同样是以依靠主城区、“学区房”等卖点为主打的住宅社区。

### “一带一路”带来新机遇

在国家“一带一路”战略的推动下,中国企业对“一带一路”沿线国家的投资表现活跃。2016年全年,中国对“一带一路”沿线国家直接投资达145.3亿美元,新签对外承包工程项目合同8,158份,新签合同额1,260.3亿美元,占同期我国对外承包工程新签合同额51.6%,同比增长36%。主要流向新加坡、印尼、泰国、马来西亚、越南、菲律宾等国家地区,增长最快的则是南亚地区的印度和巴基斯坦。

“一带一路”沿线国家和地区多为发展中国家,其中很多国家的发展水平、城镇化程度低于中国,房地产市场也处于初级状态,仍有较大的提升空间。其中东南亚国家与中国地理位置临近,经贸往来频繁,发展程度较高,在改善基础设施方面有着巨大的明确的需求,已成为颇受房企青睐的投资目的地;南亚国家人口众多,市场潜力巨大,孟中印缅和中国-巴基斯坦经济走廊是“一带一路”战略中的重点区域之一,也将出现众多项目机会。2012年以来,包括碧桂园、万科、绿地、万达、首开、华夏幸福等十余家中国房地产企业已经在马来西亚、印尼、缅甸、越南等地确立房产项目、产业新城的投资计划,投资总规模已达上百亿美元;相较于本土开发商,中国房企在土地成片开发、综合设施配套、大型住宅区建设、物业管理、成本管控、开发速度等方面具有显著优势和成熟经验。

除了传统的商业和住宅地产项目,“一带一路”沿线的产业园区建设已经逐渐成为新兴热点,其中主要代表为华夏幸福基业投资兴建的国际产业新城。截至2016年底,中国企业在“一带一路”沿线建立初具规模的合作区56家,占中国海外在建合作区总数的72.72%,累计投资185.5亿美元,入区企业1,082家,总产值506.9亿美元。中国企业走出去的模式正在逐步由产品走出去,企业走出去转向产业集群走出去,以降低投资风险和成本、规避贸易摩擦、并且在没有形成产业集群效益的国家获得先发优势。

### 1.4 境外融资

随着国内监管调控不断出台,房企境内融资成本相对较高、融资渠道收紧,资金链面临严峻考验,而同时国际资本市场在量化宽松政策下处于利率低位,越来越多房企选择转向海外寻找低成本资金。境外融资分为股权融资和债权融资两类。

#### 境外股权融资

股权融资是指企业的股东愿意让出部分企业所有权,通过企业增资的方式引进新的股东的融资方式。股权融资所获得的资金,企业无须还本付息,但新老股东同样分享企业的赢利与增长。股权融资用途广泛,既可以充实企业营运资金,也可以用于企业投资活动。我国企业进行境外融资大多数选择的是境外上市进行股权融资,且股权融资比重往往超过债务融资。

境外股权融资即权益类融资,属于资本项下的开支,包括海外上市、配股融资等。境外上市是境外股权融资的主要形式,具体又可分为直接上市、间接上市、借壳上市和分拆上市。

表11: 海外上市类型

海外上市形式	定义	规定和要求	案例
境外直接上市	国内企业以境内公司名义向国外证券主管部门申请发行登记注册, 发行股票或企业衍生金融工具, 包括主板和创业板两类	需经过境内外监管机构监管和审批, 香港、新加坡和美国均有主板和创业板, 分工各有不同	/
境外间接上市/ 红筹股上市	境内企业通过在境外(香港、BVI、开曼群岛)注册特殊目的公司SPV, 将境内资产及业务注入境外公司, 以该公司上市	可享受避税。 境外SPV的设立、投资和并购需经商务部审批; 境外上市交易需经证监会审批	早期赴港上市企业包括中海、华润、招商局、碧桂园、龙湖、远洋地产等
借壳上市	收购境外壳公司(上市公司或即将上市公司)后, 将国内资产反向购买注入壳公司, 实现境内资产海外上市	需支付收购成本, 具有较强的实力。	2012年万科、金地、招商
分拆上市	境内企业将部分业务进行分拆后独立申请海外上市	分拆新的融资平台, 优化资本结构	瑞安旗下新天地 绿地海外业务

来源: 公开信息, 德勤研究

上市融资一直是房地产企业最青睐的融资方式之一, 境外上市除了具有融资规模大、资金灵活性高、降低财务风险、提高公司知名度、完善公司治理等特点, 还有如下特点:

- 无明确产业限制, 境外资本市场通常不对房地产实施“禁入”, 而我国主板市场要求“主营业务突出, 生产经营符合国家产业政策”以及其他不确定因素, 成为房企上市的阻碍;
- 相比于境内主板市场对上市公司财务要求, 香港、新加坡等地的市场准入门槛较低;

- 境外上市耗时短, 效率显著高于境内市场, 香港符合条件的企业从拟筹备上市到上市发行通常只需7-8个月, 甚至半年即可完成, 而国内市场排队等候的企业非常多, 且通常有较大不确定性, 为筹集资金而等待的成本很高, 优秀企业往往等待数年后转战海外市场;
- IPO上市费用包括交易所、中介和推广辅助费, 因此其直接成本一般高出内地市场不少, 而境内IPO受政策影响和长期推迟产生的隐形机会成本较高, 带来极大不确定性。
- 企业境外上市后可充分利用海外资本市场平台优势, 储备经营资金, 为配股、增发、可转债等再融资操作奠定良好基础, 有利于境外再融资。房企境外再融资规模已远超IPO融资, 企业以海外上市为渠道, 日后再融资是其主要目的。

境外债权融资

境外债权融资包括银行贷款（如内保外贷、银团贷款）、发行债券（公司债、可转换债、永续债等）。债权融资是企业通过借钱的方式融资，企业需要承担资金利息，并在借款到期后向债权人偿还资金的本金。债权融资的特点决定了其用途主要是解决企业营运资金短缺的问题，而不是用于资本项下的开支。在美国第三轮量化宽松（QE3）政策实施后，全球尤其是美国资本市场迎来了超低利率环境，加之目前国内银根收紧、融资难度日渐上升，通过内保外贷进行离岸银团贷款或境外发债能以较低融资成本获得企业中长期发展所需资金，实现公司或股东利益最大化，越来越受到房企青睐。与国内动辄高达10%以上的融资成本有数倍之差。

银行（团）贷款

两家或两家以上银行基于相同贷款条件，依据同一个贷款协议，按照约定时间和比例，通过代理行向借款人提供本外币贷款或授信。房企境外银行贷款多采用银团贷款，内保外贷融资。

银团贷款具有融资金额大、融资成本低、融资程序相对简单的优点。由于贷款银行风险分散，较单一银行贷款融资金额更大。参考最近几年案例，境外银团贷款单笔普遍超过40亿港币，显著高于多数境内贷款；与动辄超过10%的信托融资相比，银团贷款融资成本相对较低，且普遍低于IPO上市等股权融资方式，并且没有债券发行成本，无需进行信息披露；借款人与安排行商定贷款条件后，由安排行负

责银团组建，借款人无需面对所有银团成员，提款和还本付息等贷款管理均由代理行完成。

尽管银团贷款有诸多优势，但实际操作中，由于境外银行对贷款申请企业有非常高的审核要求，能够获得审批的通常只有超大型房企，如龙湖、中海、世贸、华润等。因而获得银团贷款的企业非常少，相较债券发行和股权融资，银团规模要小得多。

同时若贷款主体是境外注册的企业，则没有税盾效应，贷款利息由境外企业承担，境内项目公司无法享受企业所得税和土地增值税的双重抵税效果，因此其实际融资成本往往高于票面成本；并且海外借款不能直接流入内地。

表12：近年部分境外离岸银团贷款

时间	企业	融资金额	参与行
2016	旭辉控股	6亿美元三年期无担保美元/港元双币贷款协议	渣打银行、交通银行、平安银行、汇丰银行、浦发银行、东亚银行、建设银行、永隆银行等12家香港和大陆银行
2015	龙湖地产	46亿港币	恒生银行、东亚银行、汇丰银行、工银亚洲、招商香港分行、渣打香港等
2015	珠海控股	20亿港元	马来西亚等10家境外银行
2014	世贸地产	6.65亿美元、5.5亿港币	汇丰银行、恒生银行、东亚银行、渣打香港、三井住友银行、中信银行、摩根大通等
2014	碧桂园	45亿港币	汇丰银行、恒生银行、浦发银行等7家
2013	龙湖地产	76.72亿港币（1.65亿美元，63.85亿港元）	建行香港分行、中国银行（香港）、东亚银行、渣打银行（香港）、恒生银行等共13家
2013	旭辉控股	1.565亿美元（7,500万美元及6.36亿港币）	渣打银行、永隆银行、东亚银行等

来源：公开信息，德勤研究



**在融资担保方面，房企境外贷款通常采用“内保外贷”的形式**，即境内企业为其在境外注册的附属企业或参股投资企业提供担保，由境外银行或内地银行的境外分支机构给境外投资企业发放相应贷款。受益于美国前期量化宽松政策，境外市场的贷款利率多数维持在较低水平，利差可观，某些时段的内保外贷业务甚至还能带来可观收益。然而自2016年12月美联储加息以来，预期前一轮的量化宽松或将结束，企业需要斟酌考虑适当的融资方式，避免汇兑损益。

外汇管理局2014年5月12日出台《关于发布〈跨境担保外汇管理规定〉的通知》

(汇发[2014]29号)规定，目前企业进行内保外贷融资，采用比例自律和登记管理。内保外贷项下资金仅用于债务人正常经营范围内的相关支出，并且未经外汇局

批准，不得通过向境内进行借贷、股权投资或证券投资等方式将担保项下资金直接或间接调回境内使用。

### 海外发行公司债券

公司债券是股份制公司发行的一种债务契约，公司承诺在未来特定日期偿还本金并按照事先约定的利率支付利息。公司债券包括一般公司债、永久债券、可转换债券、票据等。

发行公司债券是境外上市房企最重要的再融资手段之一，一般而言，我国房企境外债券多以港币、美元计新元为核算货币，融资规模大、成本低、融资期限长，可为企业提供长期资金支持，并可享受人民币升值所带来的成本降低。2013年，万科在香港发行8亿美元5年期债券，年票息率2.625% (每100元债券发行价99.397

元，折合年收益率2.755%) 不仅低于同期境内开发贷款利率，更远低于信托、地产私募等动辄两位数的融资成本，创下海外融资成本新低；2014年单笔发债规模大多超过4亿美元，从融资成本来看，票面利率一般在4-10%之间，与银行贷款利率水平相当，融资期限为3-5年，最长可达10年。

公司债券也存在资金入境渠道受限等问题，如果以境外公司作为发债主体，不能享受利息抵税，成本相对较高。同时国家为调控大量资金涌入房地产市场，不断出台严格政策，2011年7月，外管局下发《关于核定境内银行2011年度融资性对外担保余额指标有关问题的通知》，规定境内银行不得受理境内房地产企业为其境外子公司在境外发行债券提供对外担保。





表13：房企海外发债融资案例

时间	企业	金额 (亿美元)	利率	期限	国际信用评级
2014.1	绿城	5	9%	次级永久	/
2014.1	世贸	6	8.125%	7年	标普BB-, 穆迪BB+, 惠誉Ba3
2014.2	华润置地	4 / 7	4.375% / 6%	5年 / 10年	穆迪Baa1, 惠誉BBB+
2014.5	保利地产	5	5.25%	5年	标普BBB-, 穆迪Baa3, 惠誉BBB+
2014.5	碧桂园	5.5	7.875%	5年	标普BB, 穆迪Ba2, 惠誉BB+
2014.6	万科	4	4.5%	5年	惠誉BBB+
2014.6	绿地	4 / 6	4.375% / 5.875%	5年 / 10年	标普BBB, 穆迪BBB-, 惠誉Baa3
2014.10	招商	80	<3.0%	6年	/
2014.12	融创	4	8.75%	5年	标普B+

来源：《2014中国房地产企业融资专题研究》，中国指数研究院

在资金链持续收紧的情况下，越来越多企业会选择赴海外市场融资，境外市场香港、新加坡、美国NASDAQ会成为更多企业考虑的目标市场，其对于境外资本

市场的规则会更加熟悉，IPO上市、增配股或发行债券等融资方式运用将更加娴熟，可以更好地判断市场趋势及融资时机。然而2015年8月汇率改革以来人民币

波动较大，一些拥有大量海外债务的房企不得不面对汇兑损失，若没有套期保值等手段降低风险，损失或难以避免，房企需提高警惕。

表14：主要境外融资渠道对比

	上市融资	银行（团）贷款	发行公司债
融资金额	IPO一般，但可以再融资	高，大多超过30亿港元	高，大多超过4亿美元
实际融资成本	高（权益成本）	6-10%	8-12%
融资程序	较境内简单	简单	简单
偿还期限	无	短期，1-5年	
发行成本	承销费用	较低	承销费用
财务风险	低	较高	较高
财务资料	公开	仅提供贷款机构	公开
资金灵活性	仅受限于外管局政策	受限于外管局政策及具体贷款条件，内保外贷的资金不可投资于国内	仅受限于外管局政策及发债条款
流动性	强	无	强
抵税效应	无	取决于贷款主体	取决于发行主体
受汇率影响	无	是	是
受政策影响	小	小	小

来源：公开信息，德勤研究

二 住宅地产“走出去”  
2.1 直接投资复苏式增长

根据FDI markets统计数据，2006至2016年十年间，中国住宅地产行业对外直接投资整体呈现复苏增长态势，资本投资总额累计162.5亿美元，共投资了29个项目。主要经历了三个发展阶段：

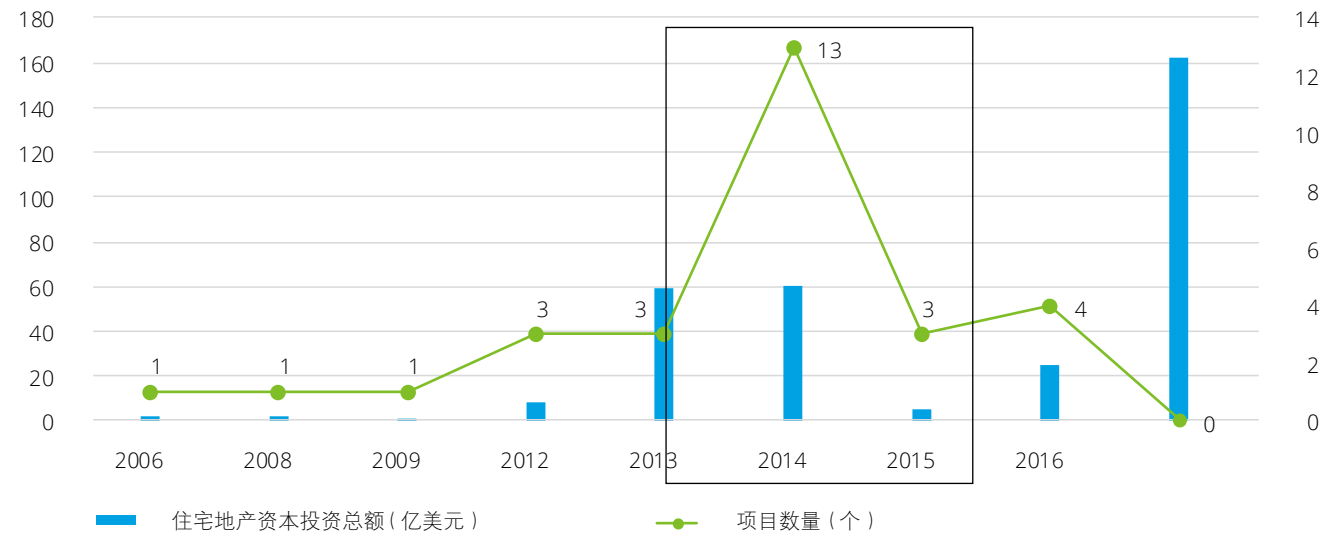
2006-2012年，投资活动较少，六年共投资了6个住宅项目，累计投资12.3亿美元，项目平均投资额2.05亿美元。

2013-2014年，投资活动明显活跃起来，呈现整体复苏态势，投资金额和项目数量均迅速增长。2013年较之2012年投资金额增长了6倍，至2014年达到顶峰，创下近十

年来年度最大投资金额60.3亿美元。连续两年间累计投资16个项目，资本投资额共计120亿美元，占十年间总投资金额近四分之三，单个项目平均投资额7.5亿美元。

2015-2016年间，投资活动明显回落后小幅上升。2016年总投资额为25.24亿美元，单个项目投资额6.31亿美元。

图39：2006至2016年中国住宅地产行业对外直接投资情况



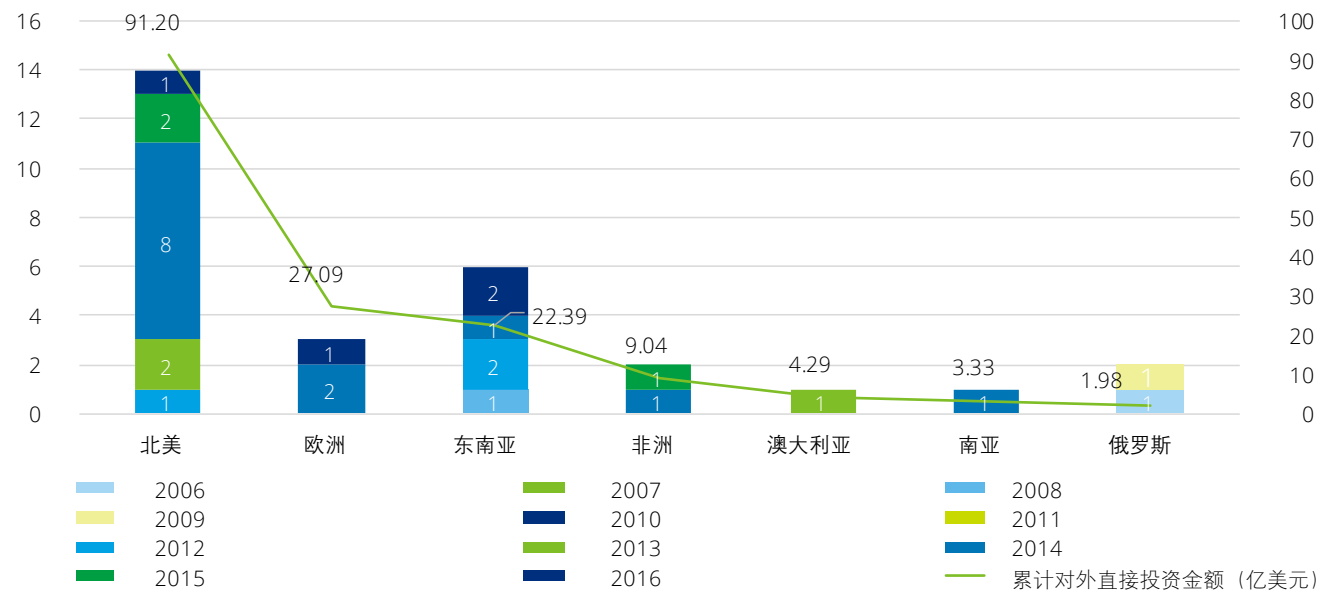
来源：FDI markets

投资区域方面，主要为以北美、欧洲和澳大利亚为代表的发达市场和以东南亚、非洲等为代表的发展中国家和地区。北美仍

是中国房企海外住宅投资主战场。十年间累计投资了91.2亿美元，在美国投资了13个项目，在加拿大投资了1个项目；而东南

亚、澳大利亚在近几年逐渐成为房企出海的热门地区。

图40：2012至2016年中国住宅地产行业对外直接投资地区分布及累计金额



来源：FDI markets

投资主体方面，十年来投资海外住宅地产的房企主要有绿地、万达、万科、碧桂园等。像碧桂园和万科向以住宅项目开发运作见长，其海外投资也继承了其在国内积累的成熟运作经验。如碧桂园在马来西亚投资开发了多个地标项目，极大

地提高了品牌知名度，同时也吸引了东南亚地产商来中国投资。而万科以香港、美国和英国为主要据点，通过股权投资形式与当地伙伴成立合资公司共同开发住宅项目，合作伙伴包括当地开发商以及国际投融资公司，如黑石、铁狮门、汉

斯、KKR等，其中万科占股比例偏小，更像财务投资者。例如美国与铁狮门成立合资公司，共同开发旧金山高层豪华住宅公寓，万科持股70%、铁狮门持股30%。

表15：2006至2016年，住宅地产海外直接投资项目（按项目总投资金额排序）

时间	中国投资方/母公司	投资国家	项目总投资（亿美元）	项目内容
2013.10	上海绿地集团	美国	49.00	纽约布鲁克林大西洋广场项目
2014.8	大连万达集团	美国	12.00	洛杉矶比佛利山市综合地标项目
2016.6	中国交建集团	印度尼西亚	10.00	雅加达西部30座公寓大楼项目
2014.1	上海绿地集团	英国	9.83	伦敦金丝雀码头综合大楼项目
2014.1	上海绿地集团	英国	9.83	伦敦兰姆公馆项目
2014.1	广州森大贸易集团	加纳	8.65	Villa别墅项目
2016.9	碧桂园集团	英国	7.43	伯明翰住房项目
2013.2	万科集团	美国	6.20	旧金山高层豪华住宅公寓项目
2016.10	碧桂园集团	马来西亚	5.43	新山中央公园综合小镇
2013.11	上海绿地集团	澳大利亚	4.29	悉尼绿地中心项目

来源：FDI markets

## 2.2 住宅并购较不显著

**同外商投资国内住宅地产类似，住宅地产境外并购也相对较少**，主要表现为投资者之间的境外企业股权转让。代表案例为恒大地产收购香港华人置业在成都的住宅项目。2015年，恒大以65亿港元收购华人置业附属公司爱美高集团。恒大地产收购的资产包括位于成都市的华置广场等3个住宅及商业办公楼项目。据了解，这笔收购完成后，恒大地产在成都将新增住宅可售建筑面积22万平方米，商业可售面积8.7万平方米，办公楼可售面积6.8万平方米。

## 2.3 住宅项目运作遇阻

房企纷纷到境外拓展住宅项目开发，首选欧美发达国家，主要还是面向中国买家销售，近两年来东南亚市场也成为热门，主要面向有海外置业需求但难以支付欧美高额房产的买家。在这之前，因为不了解当地市场导致合同谈判受阻影响施工、或项目开发不及预期等案例时有发生。绿地在澳洲悉尼斥巨资投入的“悉尼绿地中心”遭遇中途与项目施工方解约和部分拆除。2015年，绿地和施工方、建筑巨头Brookfield Multiplex签署了该项目的

建筑合同，尽管双方就项目已经开展了诸多建设性的工作，但因合同条款谈不拢，日前双方已解除了建筑合同。2016年5月开始拆除工程，对于项目工程后续如何展开，买家和卖家都存在疑问和压力。

据业内人士透漏，碧桂园马来西亚“森林城市”项目开发运营不及预期，其位于远离市中心的区域，与新加坡工业区相邻，缺乏商业配套且需要填海建造，住宅开发进度并不理想，而且定价显著高于当地市场价，通过市场宣传吸引中国买家。4月中旬，碧桂园马来西亚“森林城市”项目暂停国内销售，或与涉及外汇监管堵漏有关。真实原因仍待确认，但该项目停售将并非海外房产项目中的孤例。今年以来，个人外汇监管封堵漏洞，资金难以流向海外，出海房企或将普遍面临销售困难。



三 商业地产“走出去”

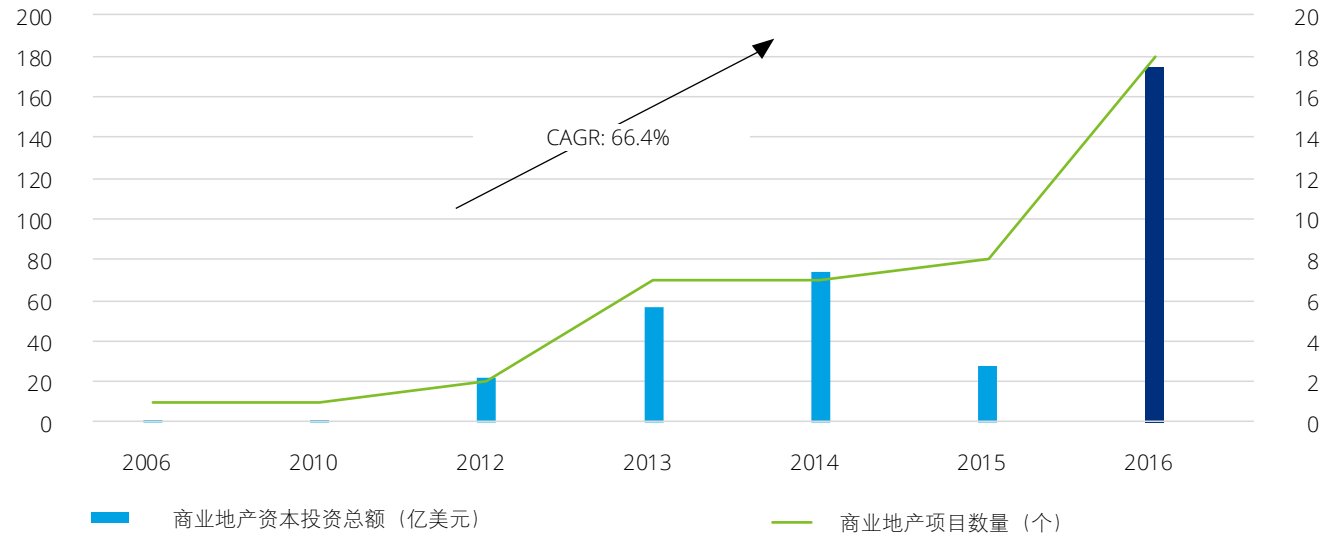
3.1 直接投资快速上涨

2006至2016年，中国商业地产对外直接投资金额和投资项目数量均快速上涨。据FDI markets统计显示，十年间商业地产对

外直接投资总额年复合增长率为66.4%，累计对外直接投资总额约355.8亿美元；投资项目自2012年以来不断增加，十年来累计投资项目44个，项目平均投资额8.09亿美元，累计为当地创造逾70,400多个工

作岗位。其中2016年对外投资项目18个，资本投资总额约174亿美元，较2015年增长525%，创近年来历史最高。

图41：2006至2016年中国住宅地产行业对外直接投资情况

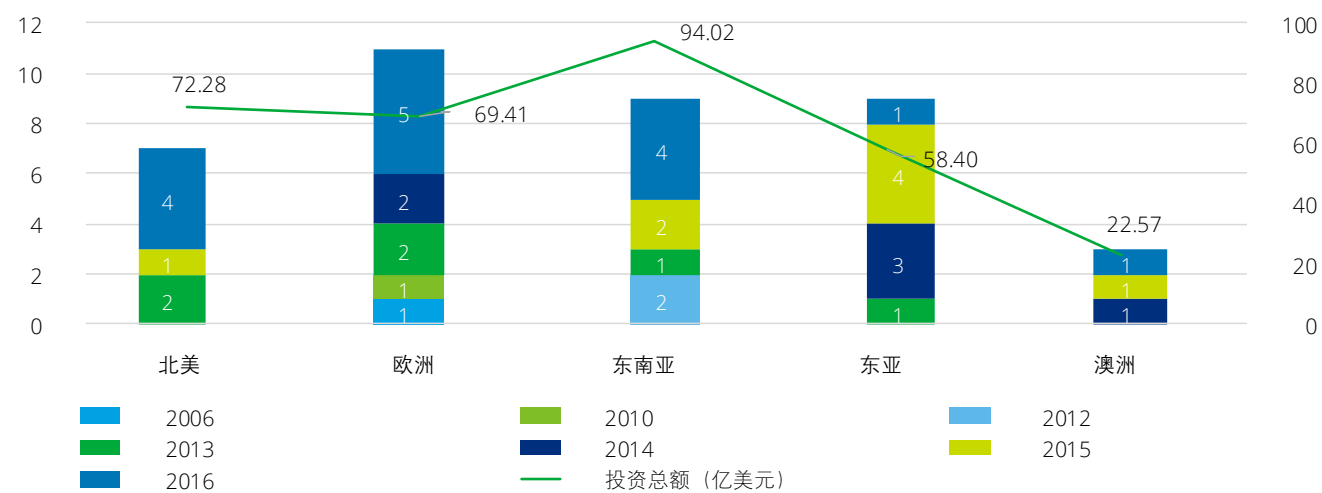


在投资地区方面，主要为北美、欧洲、东南亚（马来西亚、泰国等）、东亚（韩国、日本、香港）和澳洲五大地区，十年间五

大地区对外投资累计金额为316.7亿美元，占中国商业地产FDI全部投资金额的89%。近两年来，北美、欧洲和东南亚投

资活动最为活跃，2016年投向这三个地区的项目数量为4-5个，是中国房企投资商业地产的首选目标地区。

图42：2006至2016年对外投资分布及累计金额



在投资项目方面，单个项目最大投资金额为35.6亿美元，来自2016年10月，中国交建集团旗下的中交疏浚集团与马来西亚高峰集团 (Bina Puri) 联合体，双方各出资50%共同打造马来西亚关丹滨海度假城 (KWRC)。其他主要大型商业地产投资项目包括：万达集团与法国欧尚集团合作投资建设巴黎欧洲城Europa City，绿地集团超高层综合体品牌“绿地中心”先后落户澳大利亚悉尼、美国洛杉矶以及韩国首尔；上海城投与美国房地产开发商Extell Development集团联合开发中央公园大厦；中国中铁集团投资20亿美元兴建位于吉隆坡中心地区的“大马城”项目。

表16：2006至2016年，大宗商业地产行业海外投资项目

时间	中国投资方/母公司	投资国家	项目总投资 (亿美元)	项目内容
2016.10	中国交建集团	马来西亚	35.6	关丹滨海度假城
2016.2	大连万达集团	法国	33.0	巴黎欧洲城
2014.12	上海绿地集团	韩国	32.0	首尔最高双塔综合体
2016.8	上海城投集团	美国	30.0	纽约中央公园壹号项目
2016.3	中铁集团	马来西亚	20.3	吉隆坡“大马城”项目
2014.6	一达国际投资集团	安提瓜岛	20.0	安提瓜度假村
2013.5	总部基地集团	英国	16.0	伦敦亚洲商务港
2012.12	上海万峰房地产	老挝	16.0	商业、公寓、旅游综合体
2013.4	北京泽信控股集团	美国	15.0	加州奥克兰项目
2016.8	上海绿地集团	美国	10.0	旧金山牡蛎湾生物科技产业园

来源：FDI markets

3.2 大宗并购交易不断

在商业地产领域，房地产开发商和险资等均较为活跃，纷纷瞄准欧美发达市场，通过股权收购方式购入成熟的海外高端商业地产，包括酒店、写字楼、度假中心等。投资主体包括以住宅见长的地产开发商如万科、泛海等，分别在英国和美国收购了多个商业地产项目。

**万科主要为财务投资，通过收购成熟物业获取稳定租金收益。**如2015年10月，以3000万英镑收购位于英国伦敦科技城中心的The Stage项目20%股份，一举进入欧洲房地产市场，又于2016年9月，以1.15亿英镑收购了位于英国伦敦市中心的写字楼Ryder Court，该栋物业位于寸土寸金的梅菲尔区 (Mayfair)，年租金回报率约4.3%。

**而像泛海控股，则以美国为战场，采取直接从当地开发商手中收购土地自己开发和收购成熟商业相结合的方式，打响企业品牌。**如2014年8月，以近40亿港元收购李嘉诚旗下和记港陆71.36%股权，后将其更名为中泛控股，作为泛海控股海外收购兼并的主体平台，之后先后在美国收购了多个地产项目包括：2014年末以2.96亿美元收购旧金山First & Mission项目；2015年8月，以2.15亿美元收购洛杉矶Fig Central项目；9月以3.9亿美元收购美国纽约曼哈顿下城区的南街80号项目；12月，以1.92亿美元收购美国夏威夷州檀香山市的奢华品牌住宅公寓项目等，并在加州收购了多个项目。

**其他以复星、锦江集团为代表的收购案例则主要通过购入高端成熟酒店集团或旅游度假区中心，与已有产业相整合。**如2013

年上海复星集团收购第一大通曼哈坦广场 (One Chase Manhattan Plaza) 并将其更名为Liberty 28，2015年3月，复星联合众信旅游、九鼎、法国Ardian、地中海俱乐部管理层等战略投资者，通过复星控股的投资平台Gaillon Invest II，成功获得了地中海俱乐部98%左右的股权。收购价约为9.58亿欧元，地中海俱乐部将成为复星一个重要的国际化业务扩张平台，将与复星旗下旅游度假、生活方式、休闲娱乐领域相关产业整合发挥协同效应。2014年11月，锦江酒店以14.2亿美元 (约13亿欧元) 收购喜达屋旗下法国卢浮集团和全资子公司卢浮酒店集团100%股权。卢浮酒店集团是欧洲第二大的酒店集团，于1976年成立，总部位于法国巴黎，自2005年起由美国喜达屋资本集团持有，卢浮集团在全球47个国家运营超过1,100家酒店，旗下品牌既包括豪华酒店，也涵盖经济型酒店，酒店数量在全球酒店集团中排名第14位。



表17: 2016年大宗并购交易项目（投资额大于1亿美元）

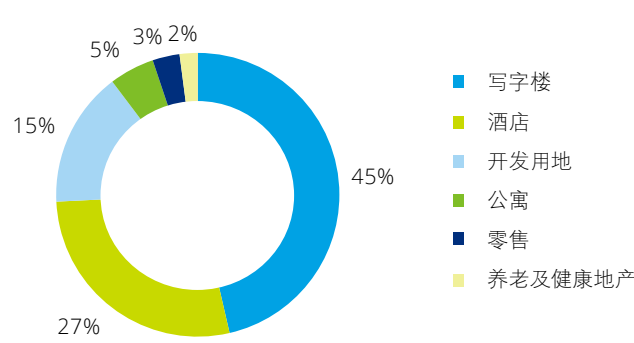
时间	项目名称	国家/地区	投资方	类型	交易金额（亿美元）
2016.3	房地产信托Strategic Hotels & Resorts Inc.	美国	安邦保险	酒店	65.00
2016.11	首尔国际金融中心	韩国首尔	中投公司联合Brookfield Asset Management	综合体	25.00
2016.5	美国大道1285写字楼	美国曼哈顿	中国人寿联合RXR	写字楼	16.50
2016.1	美国万通大厦	中国香港	恒大地产	写字楼	16.06
2016.2	大新金融中心	中国香港	光大集团	写字楼	12.85
2016.12	麦格爾-希尔大厦	美国曼哈顿	中投公司	写字楼	10.30
2017.1	英国Crown Place	英国伦敦	北京首开集团	写字楼	3.35
2016.1	Oki高尔夫球场	美国西雅图	海航集团	高尔夫球场	1.37

来源：戴德梁行《2016年4季度中国海外投资市场报告》，德勤研究

3.3投资品类更为丰富

据戴德梁行发布的2016年4季度《中国海外投资市场报告》显示，写字楼市场吸引了中国最大部分海外投资资金，在投资总额中占比超过45%；酒店市场投资额为103亿美元，同比增长13个百分点，占投资总额的27%；开发用地的投资同比下降了18个百分点，仅占15%，零售市场仍不受青睐，仅占3%。养老及健康地产是首次出现的资产类别，占总额的2.5%，人口老龄化为养老地产带来商机，这一比例预计会持续增长。

图43: 2016年中国境外投资金额资产分类



来源：《2016年第四季度中国海外投资市场报告》戴德梁行

四 国际化机遇和挑战  
4.1 资本出境风险防范

中国企业对外投资必须获得商务部，国家发展和改革委员会，国家外汇管理局等不同政府部门的正式的批准。投资越大，受到的审查越多。

政府加强对资本外流审查

由于2016年外汇储备大幅下降了691亿美元，在2016年11月底，政府加强了海外投资监管，并增加了对个人每年换汇额度达

50,000美元的审查。此举或使得房企出海审批周期延长，因时间成本导致风险增加。

表18: 监管对于境外投资的政策规定

时间/管理办法	国家发改委监管规定
2014.4 《境外投资项目核准和备案管理办法》(9号令)	除了涉及“敏感国家和地区的境外投资项目”和涉及“敏感行业的境外投资项目”这两类境外投资项目外，“中方投资额10亿美元及以上的境外投资项目”，需由发改委核准
2014.12 《关于修改<境外投资项目核准和备案管理办法>和<外商投资项目核准和备案管理办法>有关条款的决定》(20号令)	对2014年9号令内容作了修订，缩小了核准项目的类别，将需要国家发改委核准的项目类别仅限于“涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目”
2016.4 《境外投资项目核准和备案管理办法》(9号令) 修改征求意见稿	<ul style="list-style-type: none"><li>删除“符合国家境外投资政策的项目”的措辞：中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目，投资主体在对外开展实质性工作前，应向国家发改委报送项目信息报告</li><li>将针对项目信息“在7个工作日内出具确认函”措辞改为“在7个工作日内出具收悉函”：国家发改委收到项目信息报告后，对符合国家境外投资政策的项目，在7个工作日内出具确认函。</li><li>取消国务院审核的层级：根据20号令规定，涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，如果中方投资额在20亿美元及以上的，由发改委提出审核意见报国务院核准。删除了该规定。</li><li>取消银行融资意向书：针对核准项目需提交的项目申请报告的附件中，不再需要提供“银行出具的融资意向书”。</li><li>省级发改委不再审核境外投资项目：规定，省级发改委不需提出审核意见，而直接将地方企业的项目申请报告报送给国家发改委。</li></ul>

来源：公开信息，德勤研究

4.2 当地市场合规要求挑战

房地产对外投资主要需满足当地市场对于来自境外投资的法律和税务要求，以美国、澳大利亚、英国、香港、马来西亚等为例，不同地区在法律和税收政策方面都有不同的制度和规定（详见附录3-4），房企进行房地产境外投资过程中，需了解当地市场选择合适的投资方式。

在法律合规方面，主要包括投资审批、规划及开发、房产产权相关制度、房产投资移民法案等。以美国为例，其产权保险公司调查制度下拥有非常透明的调查体系，要求产权保险公司对地产所受限制、制约、抵押、诉讼历史进行详细调查，出具

调查报告，方可进行后续审批流程；另外较为著名的EB-5投资移民法案即“第五类优先就业型移民签证”法案则允许外国投资者通过在美国境内投资50或100万美元，并直接或间接创造10个就业机会，就可获发有条件绿卡，成为吸引外资的重要原因之一。

在税务合规方面，主要有资本利得税、货物及服务税、物业税/房地产税、投资预扣税、继承税、土地税、印花税、增值税、转让税、借壳购房年度税等。具体而言，不同国家各有不同，投资者需要充分了解当地税收政策或税收优惠，按规定履行纳税义务。例如美国没有增值税和印

花税，但有投资预扣税制度，外籍人士出售美国房产时，需向国税局IRS缴纳预扣税，纳税人/卖方将预扣税额交付给买方，由买方代缴。待纳税人来年完成该房产资本利得申报和缴纳之后，由IRS将其预扣税额退还给纳税人；澳大利亚不设置增值税，而对类似的货物及服务税进行征收；香港主要为印花税（从价印花税、买家印花税和额外印花税三种），2016年11月，香港政府为调控楼市，统一提高印花税至15%，对内地购房者造成一定压力；而不同于其他国家，英国有一种借壳购房年度税ATED，对持有房产的非自然人征收年度税等等。

4.3 需要较强资本运作能力

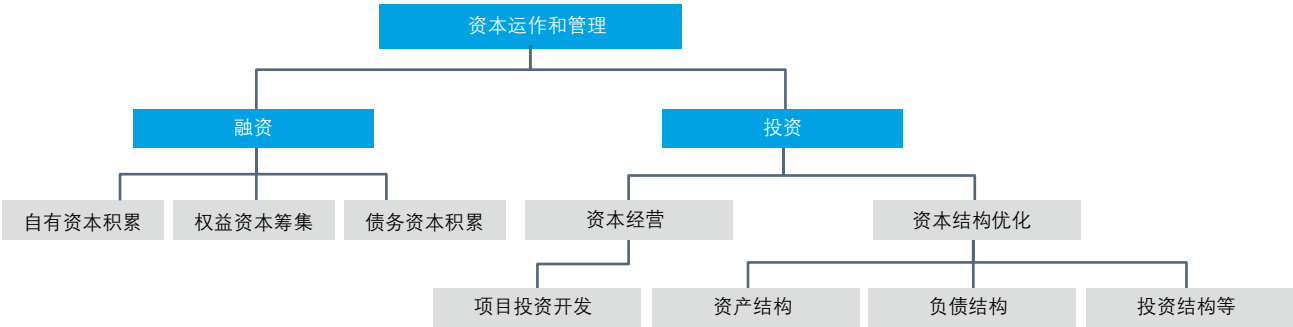
**作为典型的资本密集型产业，房地产业对资本运营具有天然的高度依赖：**其资金垫付量大、资金占用周期长、投资回收期长、资产流动性差、且高度依赖金融机构贷款。一家房企的经营成功与否，很大程度上取决于其资本运作能力如何，具体主要包括投资活动和融资活动。

融资包括自有资本的积累、权益资本的筹集（即股权融资）和债务资本的筹集。

投资指资本投资经营及资本结构的优化：投资经营最基本的方式是把融入资本投入到房地产项目开发中；而资本结构的优化则是利用资本运营，调整企业资产结构、负债结构、投资结构等，企业需要在

总资产与净资产、负债资本与权益资本、长期负债与短期负债、专业化经营与多元化经营、长期投资与短期投资等构成要素中根据企业发展战略进行部署。

图44：资本运作和管理



来源：德勤研究

战略决策

国际化资本运作一定需要有非常明确的战略，即要十分清楚房企走出去的目的，是为了通过低成本融资获得资金还是通过投资扩大品牌影响力或抢占市场。

对于直接投资开发类的项目，尤其需要做好市场调研，例如中国房企在国内开发房地产时，经常有一些项目由于事先没有使用单位和物业管理单位的前期介入，建成后造成了重大的功能调整、承重改建和运营困难。

对于海外上市或投资合作，企业要与知名的律师事务所、PE或会计师事务所等进行合作，借用知名机构的专业能力可以帮助企业变得更加规范，这在很大程度上可以化解各类风险。当出现问题的时候，这些机构更有能力与投资者和监管机构沟通。并且企业选择上市地点也非常重要，比如在美国的纳斯达克和纽约市场交易所，中国企业目前是非主流交易品种，成交量非常低迷。如果不被重视，交易量不够的话，对企业未来再融资非常不利。

风险管控

由于政治、经济以及监管等原因，不同市场的运营环境各有差异，充满挑战。总体而言，发达国家的法律法规和税制相对公开透明，稳定性强，如有变化，也有准备调适期，商业投资较少受宗教、意识形态和国际关系的干扰影响。但是在对待发展中国家时，显性或隐性政治壁垒和贸易壁垒都大量存在。此外，在政党轮替频繁的国家，也将直接影响到投资项目的顺利展开。2014年万达集团斥资2.65亿欧元在西班牙马德里广场收购地标性建筑“西班牙大厦”后由于缺乏对本地文化习俗社情民意的足够尊重，以至于遭遇到了一系列阻碍，最终交易失败。

经营风险一直贯穿于海外投资和营运的全过程当中。税务、利率、汇率、融资、保险、劳工、政策变化、环境影响、消费习惯和市场需求、工作方式、标准和流程、人才和勤勉程度等，都是容易形成经营风险的节点。有些企业对税收缴纳时点和计算方法存在误解，造成工作被动；有些企业只看到利率的低廉稳定，看不到汇率波动成为投资收益的障碍；有些企业满足于当前

的市场状况，忽视了城市产业结构调整和人口外流的未来趋势等都是需要关注的重要因素。

五 投资建议

地产投资带有显著的当地烙印和风格，在海外投资的时候尤其要注重与当地整体营商环境融合。中国房企出海过程中，由于不了解当地市场而出现合同解约、项目开发不及预期等案例时有发生。接连出现的绿地悉尼中心项目中途解约拆除、碧桂园马来西亚森林城市停售及万达西班牙马德里大厦停建等虽然原因各有不同，但不是个案。无论是房企等机构投资者在海外进行资产配置，还是高净值人群购买海外房产，都需稳健投资，切忌急功近利因不了解市场遭受损失。中国企业在海外投资过程中，无论直接开发新建住宅还是收购成熟商业物业，都应充分了解当地文化、政策和法律，并且需要考虑中国政策变化所带来的影响，认真做好各方面准备。

在住宅开发方面，应根据当地市场特点，寻找适当的项目运作方式，建议更多与当地开发商合作的方式进行新建开发，既兼

顾当地市场和中国买家，也可防范因不了解当地市场而出现的各类问题，切实降低项目运作和政策变化等带来的风险。以富力、碧桂园等在马来西亚项目为例，以高于当地市场价格的定价策略、商业宣传吸引内地买家购房，不可避免地面临国家政策变化如对资本外流的限制。同时若中国买家实地了解后发现项目不及宣传预期，则可能适得其反，地产商在国内国外的影响力都将大打折扣。因此，住宅项目销售应同时兼顾两个市场，或选择优质地段，或通过高品质配套设计满足市场需求。从这一点来看，以万科为代表的房企通过与

当地开发商或私募公司合作投资开发的形式，较好地避免了可能的运营风险。

在商业地产方面，应综合了解世界经济形势和海外市场，在投资地区、投资品类和项目运作方面综合提升。就投资区域和品类而言，未来，美国、澳大利亚、香港仍是投资首选，升值的美元使美国成为一个更具吸引力的投资目的地，而高档写字楼、酒店仍为投资的主要品类，同时富豪休闲度假及养老地产逐渐兴起。就项目运作而言，房企走出去需要充分考虑文化差异、政策变化等重要问题。一旦涉及重大改造或开

发项目，来自当地政府的政策变化风险很高，加上汇率变动情况下，企业承受的压力可能更大。万达折戟“西班牙大厦”，主要因政府换届对项目改建计划重新评估，而当地民众对拆除具有“丰富历史价值”的大厦异常反对，为此万达腾挪资金转手出售该项目，浮亏估计约2亿元人民币，这说明即使综合实力强的中国企业要想成功“走出去”也并非易事。所以，中国企业需要“知己知彼”，充分了解目标市场的文化、政策和法律，方能“百战不殆”。





# 第四章 中国房企“走出去”案例分析

在中国房企出海热潮中，我们选取了住宅、商业地产以及近年来逐渐兴起的产业新城领域的代表企业，对其海外投资运作模式进行分析。

万科是国内住宅地产开发商代表，万达为国内商业地产龙头企业，两家中国房企均以海外发达市场作为布局重点，不同点是各自运作模式和理念差别较大：万科以财务投资进行轻资产管理，寻求稳健经营和逐渐品牌渗透；万达则以密集大手笔进行多轮投资，积极进行海外布局，旨在打造全球知名品牌。

碧桂园在马来西亚“森林城市”项目打造了一座国际产能合作新城，形成了带动效应，引导众多中外知名机构签约合作，并带动国内大批制造业、建筑业等上下游企业集群式“走出去”。

上海连合地产整合十家中等规模的民营房企，是国内第一个房地产企业出海联合体，是中国房企抱团出海的典型代表，掀起了以中小型民营房企为主体的中国房地产国际化新一轮的热潮。

华夏幸福基业作为产业新城运营商，深耕“一带一路”区域，拓展具有产业合作潜力的重点国家，全球范围布局产业新城并构建产业孵化器，成为产业新城走出去的代表。

## 万科：海外轻资产管理者

万科海外布局整体规模不大，且均为发达城市，海外投资策略十分稳健，定位于轻资产管理者，着重以提高物业运营能力和轻资产管理能力为主，经营风险相对较小。截至2016年底，已进入美国旧金山、纽约、西雅图，英国伦敦以及香港、新加坡六个海外城市。其海外项目2016年贡献销售面积3.6万平方米，总体占比0.13%，海外销售收入人民币33亿元，占比0.90%，无论是销售面积还是销售金额，在整体规模中都占比很小。

万科海外策略是以财务投资者身份进行股权投资，与海外伙伴合作，借助合作伙伴在当地市场的成熟经验和影响力，使其投资十分稳健，虽然整体规模不高，却有效控制了项目投资风险。这与万达、绿地直接购买海外房地产资产或自主开发项目有着很大不同，总结来看，万科的海外策略是先学习、再自己做，始终保持了平和的发展心态，慢慢推进。对此，万科总裁郁亮表示，万科未来海外业务拓展重心以美国和香港为主，由于伦敦是世界主要金融中心，万科也在当地设立了据点进行尝试。除了香港市场以与伙伴合作及独立发展并行外，其他海外项目万科均会与伙伴合作，采用海外市场本地化的国际业务团队，主要针对海外本地客户。

在海外项目运作方面，万科几乎所有投资项目，均采取了与当地开发商及国际投融资公司合作的形式，其合作企业众多、投资占股比例偏小。合作伙伴包括黑石、铁狮门、汉斯、KKR等（中译为“科尔伯格-克拉维斯”，全球历史悠久也是经验丰富的

私募股权投资机构之一）。这种方式的好处主要有两点：第一有效控制项目运作风险，逐渐扩大万科的海外品牌影响力；第二可以学习国外合作伙伴的优秀运作理念和成熟产品。

在海外市场布局方面，截至2016年9月，万科在海外共有约21个海外项目，其中11个在美国，6个在香港，3个在英国，1个在新加坡。万科早在2013年2月便成立了美国公司，总部位于纽约，目前美国权益投资总额约5亿美元，市场价值超过15亿美元。例如万科在北美市场的首次投资中，以股权投资的方式和与美国头号房企铁狮门成立了合资公司，万科持股70%、铁狮门持股30%，共同开发了旧金山富升街201地块高层豪华住宅公寓项目。在英国，2015年10月，万科以财务投资者身份，与Galliard Homes等合作，以3,000万英镑收购位于英国伦敦科技城中心的The Stage项目20%股份，一举进入欧洲房地产市场，此外还与Tesco和Meyer Bergman合作开发了Tesco资产包项目。

据了解，未来万科将在美国、英国和香港地区不断探索新模式实施新项目。在美国成立了地产资产管理平台Brightstone，推进海外地产金融业务；在香港继续专注于住宅和商业的开发改造项目；在英国与欧洲地产私募基金成立了联合开发平台，由此逐步树立公司的国际品牌。

### 万达：酒店及文旅品牌打造者

万达海外投资最主要的特点是以打造万达品牌为目标，主要采取直接投资稀缺资源和并购优质资产的形式，直接投资或改建为自有品牌项目。具体投资品类表现为两种：一是发展以自有品牌奢华酒店为核心，辅以豪华公寓的高端地产；二是打造文化旅游项目，落地发达国家，输出文化品牌。无论是酒店公寓还是文旅项目，均冠以万达品牌，这是万达最主要的特点。

在第一种模式下，万达通过超五星万达文化酒店和豪华公寓捆绑模式，在世界著名大都市投资兴建地标项目，万达计划到2020年，在地标国家和地标城市，投资15到20个具有地标意义的地产项目。王健林曾说过：“单独做酒店的投资回报率太低”，而酒店捆绑公寓能够尽可能少地占压资金，卖掉公寓可赚回或基本赚回一个五星级酒店。此外，在海外项目运作中，万达通过与大量当地评估公司、建设公司招标、中介机构等合作，让熟悉当地市场的人负责项目推进，有助于快速实现本地化和市场化，避免项目运作所产生的各类风险。

截至目前，万达酒店在海外拥有六个项目，分别位于伦敦、黄金海岸、悉尼、芝加哥、洛杉矶和伊斯坦布尔。其中2017年2月最近签约的伊斯坦布尔万达文化酒店由土耳其Mar Yapi公司投资，由万达酒店提供管理，为万达酒店第一个海外品牌输出项目，也是中国酒店行业首次向海外输出奢华酒店管理，意味着万达酒店为跻身国际豪华酒店公司迈出了关键性的一大步。其他五个项目的业主方和管理方均为万达，属于自营管理，这些项目均位于城市的富人区和著名度假区，普遍定位为富豪休闲度假地，均配有万达文化酒店和高层豪华公寓。

在第二种模式下，万达董事长王健林提出要做中国第一家把重大文化品牌输出海外的企业，强调软实力，即以“万达城”为品牌，依托万达广场，加上旅游景区、商业街、酒店等打造综合度假项目。目前在印度和巴黎已签约了两个项目，计划到2025年在海外开业5个“万达城”文化旅游项目。王健林认为对比美国迪斯尼、环球影城和海洋公园，万达目标是做第四家向全球输出文化项目的企业。

万达印度项目位于哈里亚纳邦，于2016年1月签约，投资100亿美元将建设万达产业新城，预计创造15万个就业岗位，并将提升印度城市化和旅游水平。而万达进入巴黎则选择与当地零售巨头欧尚集团合作，2016年2月，万达签约投资33亿美元（30亿欧元）开发欧尚旗下欧洲城项目，该项目位于巴黎市区东北部，毗邻戴高乐机场，占地80公顷，预计将于2019年开工建设，2024年揭幕，项目建设期间预计提供约2万个就业机会，开业运营后将提供1.4万个就业机会。

总体来看，按照目前的发展战略，万达以打造全球知名品牌为主要目标，战略定位为到2020年，企业收入的30%来自海外。然而自2016年底以来，中国外汇储备首次跌至3万亿美元以下，监管机构已经暗示，遏制资本外流的重要性大过企业海外投资发展。目前即使国有企业也很难把资金转往境外，中国房企的海外投资触手正在受到限制。据银行人士透露，目前外管局采取的策略，是通过要求发改委和商务部等其他监管机构开展重新评估来拖延交易。某全球性银行的一名资深并购顾问称，即使其他监管机构已经重新评估过该交易，外管局也还可提出对上报信息的新要求。2016年11月，万达与美国DCP集团达成10亿美元收购交易，然而至今年2月传出政府方面的监管批准的问题使得收购破裂。若按照既定目标，继续大规模海外投资能否顺利获得审批，将成为摆在万达面前的主要问题。

### 碧桂园：企业集群式走出去平台打造者

碧桂园集团以中国城镇化住宅开发起家，自2011年12月开始进军海外市场，目前在马来西亚、澳大利亚及印尼巴厘岛等拥有多个开发项目，其中最著名的为马来西亚森林城市项目。

“森林城市”是一个大型综合城市开发运营项目，其目标是打造一座国际产业新城，集旅游休闲、教育培训、医疗健康、养老老、智慧城市、新兴科技、绿色产业、总部基地、金融服务、电商基地、会议展览等产业于一体。这是碧桂园集团响应“一

带一路”战略进行海外布局的重要战略项目，与马来西亚当地政府合作打造。该项目规划占地逾20万平方公里，建设周期预计20-30年。首期于2015年5月开始施工，据了解，截至2017年4月下旬，城市展厅、交通中心、滨海公园、渔人码头、酒店公寓、智能化配套空间已完成。

碧桂园海外战略核心在于选择“一带一路”节点区域“海外造城”，利用其在新型城市开发运营方面积累的丰富经验，打造“国际产能合作新城”，这对于推动当地经济发展和国际产能合作有重要的现实意义。一方面，整合各类产业资源导入当地，可培育新的经济增长点；另一方面，可形成带动效应，推动国际产能合作，并带动国内大批上下游企业集群式“走出去”。

2016年12月6日，在马来西亚总理、中国驻马来西亚大使等370多位政要见证下，森林城市召开国际产业产能签约大会，与华为、腾讯、美的、比亚迪、埃森哲、中建钢构、中建南方、世界医疗健康旅游联合会、中华医疗健康旅游协会等36家中外机构签订合作意向书，涵盖规划、营建、教育、金融、健康、通讯、绿色等产业，这些产业资源的导入，将为当地经济蓬勃持久发展带来源源不断的机会。

与以往零散单一、规模体量不足简单产能合作不同，“国际产能合作新城”为中国企业提供了一个集群式“走出去”的运营管理服务平台，带动了国内大批建筑业、制造业、信息产业等上下游企业走出去，成为中国企业走向东盟乃至世界的桥头堡，进一步提升了“中国制造”的全球影响力及美誉度。截至2017年3月末，已经有近140家中国企业落地森林城市进行合作，包括华晟装饰、广东腾越、三义建筑、广东长大、深圳装饰集团等。企业走向国际化需要开阔的战略视野和行业领导力，面对一片“新海域”的未知风浪，一只船和一个舰队的战斗力会有显而易见的差距。通过森林城市项目，碧桂园在投资、开发、管理、销售、服务方面逐步迈向国际化，相比国资背景的项目，森林城市民资属性在推进“一带一路”战略落地进程中具有独特的优势，可以有效化解地缘政治上可能产生某些争议。在“一带一路”战略背景下，碧桂园森林城市不仅仅是打造了一





座“未来城市榜样”，而且在承接产业转移方面培育了一个辐射辽阔的经济区，又为当地、国内乃至国际带来了新的投资机会，成为了国际产能合作的代表。

#### 上海连合地产：民营房企抱团出海联合体

上海连合房地产投资有限公司（“连合地产”）是上海本土十家中规模的民营房企共同出资成立的企业联合体，于2015年6月在上海自贸区登记成立，专门从事海外房地产项目的开发、经营、管理，是国内第一个房地产企业出海联合体，是中国房企抱团出海的典型代表，掀起了以中小型民营房企为主体的中国房地产国际化新一轮的热潮。

在业务运营方面，“地产联合体”模式的主要特征为“资源整合”，即全面整合多个股东房企资源，形成房地产企业群的股权联合、品牌联合、技术联合以及资金联合。连合地产的十家股东企业中有中国地产50强企业及多家房地产一级、二级开发企业，总资产规模近1,000亿人民币，如

此众多的企业以股权合作的方式成立联合体，在地产业尚属首次，这表明了中国房企海外投资经营的理念正在发生转变：一、从单打独斗转变为项目合作和股权联合；二、从自身操盘转变为依靠第三方精英团队运作；三、从项目独揽盈亏，转变为企业股权风险共担、利益共享。十家企业的股权合作，并不是一时的项目合作，而是代表了稳定、长久、共担的全新地产理念，通过“地产出海联合体”承载十家房企各自的品牌、信誉和资源。

在业务运营方面连合地产以“房地产+金融资本”国际化为目标，以海外房产开发、经营、管理和金融为四大核心业务，主要对澳洲、亚洲和美洲三大热点区进行布局。自2015年7月开业至今仅两年时间，已先后在澳洲、韩国投资6个项目，其中悉尼项目已入市销售，不同于龙头企业的匀速出海，凸现了民企联合体的出海速度。

在房地产开发、经营和管理方面，目前连合地产海外投资开发了6个项目，其中5个在澳洲悉尼，包括中央商务区住宅商业综合体、高档住宅、公寓以及酒庄；在亚洲济州岛拥有山茶花超大型度假村项目。在房地产金融方面，2015年10月，连合地产与平安银行、民生银行、华瑞银行、韩亚银行共同组建“上海自贸区民营海外投资基金”，计划2年管理30亿元基金，表明了其实力与行业的高度认可，也成为民企响应国家“一带一路”战略的标志性事件。

#### 华夏幸福基业：国际产业新城打造者

国家“一带一路”战略实施以来，作为产业新城运营商，华夏幸福加速拓展具有产业合作潜力的重点国家，全球范围布局产业新城并构建产业孵化器，成为产业新城走出去的代表。华夏幸福的国际化进程主要有设立海外常驻机构、投资运营产业新城、构建产业孵化器三种方式。

2016年以来,华夏幸福已经在印度尼西亚、马来西亚、印度、泰国、缅甸、越南、美国、新加坡、埃及等国家设有常驻机构,其中2016年6月18日,华夏幸福国际总部在新加坡正式开业。新加坡是重要的国际金融商业中心,也是“海上丝绸之路”的重要战略节点,充分享有“一带一路”建设和国际交通枢纽的红利。华夏幸福将国际总部设立于新加坡,有助于其更好的对接国际资源,切入全球产业链市场,顺利地在海外投资运营产业新城。

其中印度哈里亚纳邦索纳项目和埃及新首都二期产业新城项目将以PPP模式打造。通过在全球投资运营产业新城,华夏幸福充分发挥优势、整合资源,从基础设施和公共设施的建设、产业及人口的导入等方

面,为所在区域提供一揽子解决方案。并在推动当地基础设施和现代产业集群建设的同时,搭建产业平台生态系统,促进国际产能合作。

产业新城业务是华夏幸福的主营产品,目前主要在“一带一路”沿线重要国家进行布局。自2016年6月,首座国际产业新城正式落地印尼,截至2016年末,华夏幸福共与印尼、印度、越南、埃及、马来西亚5国签订了协议,投资打造9个产业新城,印尼项目已正式开工。通过打造产业新城,进一步推进了当地基础设施建设、发展产业集群及开发城市配套,一系列产业新城项目合作对深化中国与“一带一路”国家战略和产能合作,促进区域经济发展具有重要意义。

另一项产品为产业孵化器,不同于产业新城,华夏幸福选择产业发展成熟地区开发科技园项目,通过与战略合作伙伴太库科技合作,在美国硅谷、韩国首尔、以色列特拉维夫、德国柏林等地构建产业孵化器,打造高新科技产业园,合作对接优质产业资源。

在发展战略方面,华夏幸福将继续以东南亚、南亚为重点,兼顾非洲、美国、中东欧等地区,围绕大型核心城市布局,以产业新城模式推动当地的经济发展与城市建设。同时,对接国内外优质资源,通过产业孵化器构建中国企业参与国际产能合作的综合平台,成就行业引领者。



# 总结与展望

## 外部宏观环境促使中国房地产行业加速转型

当前中国宏观经济增速放缓，人民币兑美元贬值压力仍在持续，并且随着美国加息步伐加快，央行接连调高货币市场利率使流动性日趋收紧，房贷规模受到严控，国家将持续降低融资杠杆抑制房地产泡沫，促进资本向其他产业合理流动，使整个房地产行业良性运转。

在需求端，国家继续实施因城施策，防范市场过热，中国房地产市场进入新一轮调整，行业进一步整合。同时，年轻一代消费观念转变和电子商务的发展，使养老、度假、共享办公等新型城市配套服务蕴含大量需求，广义房地产业对经济发展的贡献，将因各类衍生服务而进一步强化。在此背景下，中小型房企可能陆续退出市场或被有实力企业收购，大型房企将加速转型同时布局海外优质资源，这对于稳健经营、有志于长期发展的企业来说，是一个利好。

## 外商投资者需在结构性产能过剩中调整定位

随着“限外令”全面松绑，外资将继续在中国房地产发展中扮演重要角色。当前行业的深度调整将成为大型房企逆势发展的机会，中国本地有实力的地产商将持续增强自身的规模优势，市场竞争格局将不断发生改变。

随着国家城镇化战略的加快实施，人口流入较多的城市刚性需求持续旺盛，住宅市场依然具有较大空间。调控背景下，库存压力需要继续释放，一二线城市房价止涨或增长趋缓，二三线城市城市仍具有投资潜力，同时住宅销售市场冷却将有利于服务公寓发展。

面临电商冲击和同质化问题，在结构性产能过剩背景下，商业地产领域的市场竞争将更加激烈，精品化、特色化成为未来发展的趋势，并且“互联网+”引领的共享办公、全渠道协同也将成为新型业态，为中国商业地产注入更多活力。对此，外资地产商需要更加注重商业物业的运营管理，研究消费者群体，把握消费者需求，不断调整项目定位，引入多种业态，通过多元化布局和各类型跨界合作，持续提升商业地产的经营效益。

## 中国房地产商在新一轮“走出去”热潮中尤其要注意风险防范

国际化是中国房地产企业发展的必然趋势。基于中国投资者对内地市场投资收益率持续走低的预期，外加对多元化投资的不断追求，越来越多的中国房企将持续进行海外拓展。

预计海外投资在2017年仍将保持强劲，全球中心城市核心地段仍为投资热点。北美、澳洲、香港、欧洲仍是投资首选，高档

写字楼和酒店为主要投资品类，同时富豪休闲度假及养老地产也将逐渐兴起。升值美元使美国成为一个更具吸引力的投资目的地，近期政府针对资本汇出的相关政策则可能使交易时间变长，投资规模变小而使得全年交易量小幅降低。

风险防范是房企海外投资过程中需要重点关注的问题，机构投资者或高净值人群都应认真做好前期市场调研和项目评估，充分了解中国和海外市场两种不同政策，了解其文化差异、政策变化以及法律税务合规问题，避免因不了解市场而遭受相关损失。在实际运作中，企业可采取与当地开发商或投资公司合作开发的形式，吸收国际优秀的运营管理经验，不断加深对海外房地产市场的了解同时推广企业自身的品牌；面向海外和中国买家，根据市场和政策变化调整投资策略，综合评估投资收益，降低项目运营和政策变化等风险。



# 附录

## 一 外资主要房地产开发商介绍

表19: 新加坡吉宝置业主要项目

类型	项目名称	位置
高层公寓	吉宝•静安豪景	上海浦西静安区
	吉宝•季景铭郡	上海嘉定区南翔镇
	吉宝•凌云峰阁	成都锦江区
	成都万科城	成都郫县
	尚锦城	无锡滨湖区太湖新城
	吉宝•凌云峰阁	无锡北塘区
低密度住宅	吉宝•畚山御庭	上海松江区畚山镇
	吉宝•沁风御庭、澜岸铭郡	天津中新生态城内
	吉宝•熙山御庭、沁风御庭	成都新津县牧马山
公寓和联排住宅	吉宝•汇锦城	上海浦东新区新场镇
住宅、公寓和商铺	吉宝•澜岸铭邸	无锡滨湖区山水城
商业综合体	金桥国际商业广场	上海浦东新区金桥
	CBD商用发展项目	北京朝阳区中央商业区
生态城镇	中新天津生态城	天津滨海新区
酒店和度假村组合	江阴龙涛国际乡村俱乐部	江苏江阴
	春城湖畔度假村生态城	云南昆明
	国际乡村俱乐部	中新天津生态城
	吉宝盛世游艇会	广东中山

来源：《吉宝置业2015年度报告及可持续发展报告摘要》，德勤研究

表20: 香港地产商在大陆主要投资运营情况及代表项目

名称	主要品牌	大陆代表项目/持股
九龙仓	IFS国金中心 时代广场 马可波罗酒店	<ul style="list-style-type: none"> <li>时代广场</li> <li>上海会德丰国际广场</li> <li>IFS国际金融中心（成都、无锡、重庆、苏州、长沙）</li> <li>成都时代·奥特莱斯</li> <li>马哥孛罗酒店</li> <li>杭州住宅项目</li> </ul>
恒隆	恒隆广场	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海恒隆广场、港汇广场</li> <li>济南、沈阳、无锡、天津、大连、昆明、武汉恒隆广场</li> </ul>
和记黄埔长江实业	世纪汇 世纪都会	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京东方广场、长城饭店、东方君悦大酒店</li> <li>成都天府丽都喜来登酒店</li> <li>沈阳丽都索菲特酒店</li> <li>上海世纪汇、深圳世纪汇、天津世纪都会</li> <li>北京、上海、广州、重庆、青岛、成都等住宅及商业项目</li> </ul>
太古地产	太古里 太古汇 颐堤港	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京三里屯太古里、颐堤港、瑜舍酒店</li> <li>成都远洋太古里</li> <li>广州太古汇等</li> </ul>
置地	中环	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京王府中环</li> <li>成都环球汇WECITY</li> <li>重庆长嘉汇、约克郡商业中心</li> </ul>
瑞安	瑞安广场 瑞安城中汇	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海新天地、瑞安广场</li> <li>成都瑞安城中汇</li> <li>上海新世界K11</li> <li>北京新世界商场</li> <li>北京、天津、青岛、宁波、武汉、广州、贵阳K11</li> </ul>
新世界	K11	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海新世界K11</li> <li>北京新世界商场</li> <li>北京、天津、青岛、宁波、武汉、广州、贵阳K11</li> </ul>
新鸿基	IFC国金中心 APM环球世贸广场	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海IFC</li> <li>北京APM</li> <li>南京、成都、苏州环球贸易中心</li> </ul>
利福国际	崇光百货 久光百货	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海静安寺久光百货、久百城市广场、大宁久光城</li> <li>苏州、沈阳久光</li> <li>北京庄胜崇光百货</li> </ul>
崇邦	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海大宁国际商业广场、金桥国际商业广场、思南公馆、嘉亭荟</li> </ul>
恒基	恒基中心	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京环球金融中心、恒基中心</li> <li>广州恒宝广场、成都恒贸广场</li> </ul>
嘉里集团	嘉里中心 香格里拉酒店	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海静安嘉里中心、北京、深圳、杭州嘉里中心</li> <li>上海浦东嘉里城</li> <li>北京星源汇</li> <li>香格里拉酒店</li> </ul>

来源：公开信息、德勤研究

二 外资主要房地产基金介绍

表21: 凯德房地产投资基金中国投资情况

房地产私募基金	金额 (亿美元)	投资范围/类型	截至认购时间
凯德中国发展基金I	4	住宅	2005年
凯德中国发展基金II	2.4	住宅	2008年
CapitaLand Township Development Fund I	2.5	住宅	2008年
CapitaLand Township Development Fund II	2	住宅	2013年
凯德商用中国入息基金 II	4.25	商业地产	2006年
凯德商用中国入息基金 III	9亿新元	商业地产	2007年
凯德商用中国入息基金	9	商业地产	2011年
雅诗阁服务公寓基金	5	服务公寓	2007年
凯德商用中国发展基金III	10	购物中心	2012年
来福士中国基金	11.8	来福士商业综合体	2010年
长宁来福士合资基金	10.3亿新元	来福士商业综合体	2010年

来源: 凯德置地网站, 德勤研究

表22: 丰树印度中国基金MIC Fund中国投资项目

项目	类型	位置	面积 (万平方米)	交易类型
原摩托罗拉大厦	甲级办公楼	北京朝阳区中央商务区	3.4	2008年以1.21亿美元收购, 2010年出售
佳程广场	甲级办公楼	北京东三环	10.6	2010年以29亿人民币收购
永银大厦	酒店式公寓、办公楼	上海黄浦区西藏南路	5.8	2011年以3.58亿美元收购
上海丰树商业城和上海怡丰城I期	购物中心及办公楼	上海闵行区莘庄商务区	11.9	投资开发
南海商业城I期	公寓、购物中心及办公楼	广东佛山南海桂城街道	42	投资开发

来源: 《丰树集团可持续发展报告》, 德勤研究



表23: 丰树中国机遇基金MCOF II中国投资项目

项目	类型	位置	面积 (万平方米)	交易类型
丰树宁波综合开发项目	住宅、购物中心	宁波市中央商务区	8.5	投资开发
国际创智园	办公楼、商业配套	广东省佛山市三山新城	26	投资开发
丰树商业城和怡丰城II期	购物中心、办公楼	上海闵行区莘庄商务区	11.9	投资开发
南海商业城II期	公寓、购物中心、 办公楼	广东佛山南海桂城街道	42	投资开发

来源：《丰树集团可持续发展报告》，德勤研究

表24: 铁狮门房地产基金主要投资项目

类型	项目	范围	面积 (平方米)
住宅、商业综合体	尚浦领世	位于上海杨浦区，周边教育资源丰富	900,230
甲级写字楼、高档公寓及零售设施	前滩项目	位于上海浦东前滩商务区，世博园南侧黄浦江畔，毗邻中环线	305,267
住宅、商业综合体	麓岭汇	位于成都南部天府新区中心地带麓山大道，紧邻高尔夫球场和一流学校等配套设施，为全市最佳住宅地段；	159,869
世界级购物中心、甲级办公楼、高端住宅和酒店式公寓	晶融汇	位于成都中央商务区核心位置，商业中心和大慈寺历史文化保护区内，靠近春熙路和红星路步行街，将成为成都市新的金融和商业区	123,170
甲级写字楼、零售物业和住宅综合体	苏悦广场	位于苏州工业园的中央商务区核心地带-苏州金鸡湖湖西区域，沿苏州大道横跨两个优质地块，通往苏州市区及周边地区极为便利	114,264

来源：铁狮门网站，德勤研究

表25: 摩根士丹利MSREF主要投资项目

时间	项目	类型	金额/合作内容	合作方
2003	上海锦麟天地雅苑	酒店式公寓	5亿人民币	上海永业
2003	上海永业公寓二期	高级公寓	参股25%	上海永业、雷曼兄弟
2003	建设银行不良资产包	房地产资产为主	账面价值40亿元	德意志银行
2004	复地雅园	市中心高档楼盘	5000万美元	
2004	控股天津顺驰	房地产公司	房地产开发投资	天津顺驰
2004	建设银行不良资产包	房地产资产为主	账面价值28.5亿元，摩根占股55%	金地集团、上海盛融投资
2005	北京富力双子座TOWER II	甲级写字楼	4亿元人民币	
2005	上海世界贸易大厦	甲级写字楼	9000万美元	上海盛融投资
2005	上海广场（无限度广场）	商业广场	10亿元人民币	
2006	上海金桥国际商业广场	商业土地开发权	6.4亿元人民币	香港崇邦（2008）

来源：德勤研究

三 主要国家房地产投资法律规定

表26: 主要国家对境外资本房地产投资的相关法律规定

美国	投资审批	没有禁止或限制的投资内容, 大多数地产收入不需要层层审批。
	规划开发	投资在各种不同的地产, 需要符合经营特殊业务所需的许可和执照。
	房产产权	可以获得土地所有权和经营权。除非土地上有因历史传承, 或其他原因造成的限制, 均可自由买卖和经营地产, 租赁和其他商业行为均会受到保护。
	产权保险公司调查制度	拥有非常透明的调查体系, 一般由产权保险公司负责对地产所受限制、制约、抵押、诉讼历史进行详细调查, 出具调查报告。
	EB-5投资移民法案	EB-5 (Employment-based Fifth Preference), 即“第五类优先就业型移民签证”法案规定: 外国投资者只要在美国境内投资100万美元或在经核准的区域中心投资50万美元, 并直接或间接创造10个就业机会, 就可获发二年期的有条件绿卡。五年后投资期满后, 资金将予以返还。
澳大利亚	规划及开发	以昆士兰为例, 土地持有分为两大类——“自由保有”与“非自由保有”(又称为“州租赁土地”)。自由保有土地的交易主要由《土地权法1994》(昆士兰) 规范, 州租赁土地则由《土地法1994》(昆士兰) 规范。州租赁土地还受到联邦和州其他立法的限制, 如原住民土地权立法、地方有权机关和规划立法。
	房产产权	<p>较为常见的商业财产所有权形式包括:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 信托: 受托人为一个或多个受益人的利益持有信托中的不动产并向受益人分配净收益。</li><li>• 公司(有限责任) - 公司可以自行拥有不动产的所有权, 并向其股东分配利润。若信托被选择作为持有人, 则公司可以作为受托人。作为所有者的公司可以是在中国国内成立的公司, 或者是在澳大利亚新成立的由中方股东全资拥有的公司。</li><li>• 共有-当有两个或两个以上所有者, 且每个所有者拥有财产的一部分, 共有产生。其份额可以被单独处理。</li></ul> <p>商业财产所有权的其他形式包括:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 一般法律合伙。法律不承认这种合伙为独立法律实体, 因此每一个合伙人都按其所享有的合伙利润份额交税。</li><li>• 有限合伙。在澳大利亚以外的地方常被用作投资工具的有限合伙在澳大利亚并不常见, 有限合伙会被视为公司因而在澳大利亚有纳税义务。</li></ul>
英国	投资审批	土地交易的基本原则是, 买家开展合同前调查, 常见调查包括: 所有权调查, 对房屋土地现场检查, 买方在合同签订前的咨询, 地方政府调查, 排水系统、供水系统和公共事业调查, 环境调查等。
	规划及开发	有意新建楼盘或对已有建筑作重大变更(包括用途延展或变更)的投资者必须获得相关地方规划局(以下简称“LPA”)的“规划批准”。在同意规划批准申请前, LPA除考虑其他事项外, 将考虑开发的预期用途以及开发项目对当地可能产生的影响。
	房产产权	英国房地产投资者既可获取土地的不动产所有权(永久产权), 也可获取土地的租赁产权(可续约) 1) 英国的土地租借年限长达999年, 125年的租约是最常见的; 2) 法律允许延伸到期的土地租赁契约。英国法院严格监管所需缴纳的土地租金, 确保了租金的合理性。
	其他政策	几乎所有英格兰和威尔士的土地都要在政府土地登记局进行登记。土地登记局为每一块已登记的土地保存一份“所有权登记册”, 其中记录土地所有人的姓名和地址以及任何第三方权利的细节。

马来西亚	投资审批	<p>外资收购规定：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 马来西亚首相署经济策划局 (EPU) 是房地产收购的主管政府机关，其公布的于2010年1月1日生效的《产业收购规则》(Guideline on the Acquisition of Properties) 是最主要的产业规定。</li> <li>• 收购价值超过1,000,000令吉的商业房屋；收购价值超过1,000,000令吉或面积超过5英亩的农业用地、工业用地、住宅，需要报相关部门审核；</li> <li>• 对于房地产直接收购，外国公司必须在房地产所有权转移之前满足经济策划局规定的股权与实缴资本条件，而对于房地产间接收购，外国公司只需在书面批准核发后一年内满足该等条件即可。</li> <li>• 两种情形收购须取得审批1) 直接收购2千万令吉 (MYR) 以上的非住宅房地产，且该收购行为稀释了马来西亚原土族和/或政府机构在该房地产中的所有权比例；2) 通过股份并购的方式间接并购持有房地产的公司中非由原土族持有的股权，该收购导致马来西亚原土族和/或政府机构所持有的公司发生控制权变更，且房地产价值达2千万令吉以上并占公司总资产50%以上。</li> </ul> <p>获得审批还需满足以下两个条件：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 股权条件：至少30%的公司股权由马来西亚原土族持有；</li> <li>• 实缴资本条件：马来西亚本国投资者拥有的马来西亚境内公司的实缴资本不得低于10万令吉；外国投资者拥有的马来西亚境内公司的实缴资本不得低于25万令吉。</li> </ul> <p>外国投资者不得投资的领域包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 价值低于1,000,000令吉的房地产</li> <li>• 低成本以及中低成本类别项下的住宅，具体由马来西亚政府部门决定；</li> <li>• 建筑于“马来保留地”之上的房地产；</li> </ul>
	规划及开发	<p>外商投资房地产行业可能需要的许可或证照：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 建筑与施工许可，马来西亚建筑业发展局颁发</li> <li>• 住宅开发许可：取得房屋与地方开发部核发许可。</li> </ul> <p>申请该许可的前提条件为：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 申请人的发行资本与实缴资本不得低于25万令吉；</li> <li>• 申请人已向管理人以现金或其他方式存入不少于20万令吉的金额；</li> <li>• 申请人或申请人的股东不存在欺诈或不诚信的违法行为；</li> <li>• 申请人必须开立住宅开发银行账户，用以收取住宅开发所获收益，且对于该等收益的使用需遵循住宅开发法案的相关规定。</li> </ul>
	免税政策	<p>2016年3月，新马第二通道附近“森林城市” (ForestCity) 为免税区，享有税务和奖励优惠，将打造容纳70万人口的智慧与绿色生态城。中央政府为森林城市四座人工岛提供税务和奖励优惠，带动当地旅游和经济。</p>

来源：公开信息，德勤研究

四 主要国家房地产投资税务规定

表27: 世界主要国家对境外资本房地产投资的税务规定

美国	资本利得税CGT	<p>资本利得税是对资本商品, 如股票、债券、房产、土地或土地使用权等投资资产, 在出售或交易时取得的收益部分征收的税金。出售房产产生资本收益时(即出售价格高于资本本金), 需缴纳; 反之, 仍需申报资本损失。出售前持有如房产1年以上, 为长期收益, 按IRS规定的当年长期资本净收益税率缴税。出售前持有房产1年或以下为短期收益, 按当年个人所得税率缴税。</p> <p>房产免税规定: 当纳税人出售“主要住宅房屋”时, 个人将至多享有25万美元, 夫妻共同申报至多享有50万美元的免征额。</p>
	物业税/房地产税	<p>不论是房屋用于何种用途, 房地产所有者都须缴纳物业税。于每年年底上缴一次, 提前缴税享受折扣优惠。</p> <p>房产税包含两大因素: 房产估价和税率, 均由各地政府机构制定, 有权收房产税的机构包括郡政府、市政府和学区, 房产税即为郡税、城市税和学区税的总和。一般房产税最高的地区学校越好, 房产税也是政府财政资金来源。</p>
	投资预扣税	<p>根据1980年外籍人士房地产投资法案(Foreign Investment in Real Property Tax Act of 1980, FIRPTA), 外籍人士出售美国房产时, 需向国税局IRS缴纳预扣税。纳税人/卖方将预扣税额交付给买方, 由买方代缴。待纳税人来年完成该房产资本利得申报和缴纳之后, 由IRS将其预扣税额退还给纳税人。自然人纳税主体, 预扣税率为交割价的10%; 外国商业机构纳税主体是, 预扣税率为房地产收益分配给其股东对价的35%。</p> <ul style="list-style-type: none"><li>如美国房产卖价低于30万美金, 并且买方购买后将作为自住屋, 则无须预扣房产的资本利得税。此交易如果有资本利得, 仍然需要申报及缴相应税。</li><li>预扣税减免制度: 如果交割价为30万美金或以下, 且买方交割之后为自住房目的, 则无需进行预扣税缴纳。</li></ul>
	继承税	起征点为500万美元, 继承500万以下遗产免税
	企业所得税	采取累进税制, 最低15%, 最高35%。当年税务年度和财务年度结束之后两个半月之后要报税。所得税是35%, 还仅仅是联邦税, 有些州比较低, 有些州是1%, 有些州是7—8%, 平均5%, 联邦税加起来有40%。
澳大利亚	货物及服务税	<p>基于交易行为, 对经营业务的投入与产出的增值征收, 税率10%。货物及服务税在供应链的每个环节征收, 纳税人在供应应税货物及服务时, 须在售价中包含该税项。接受应税货物或服务的纳税人可以申请进项抵扣。</p> <p>企业年营业额达到法定登记门槛75,000澳元须缴纳, 非居民企业年营业额低于上述门槛的, 也可以进行货物及服务税登记以利用其取得的进项税金。</p>
	印花税	买方需要在购买应税物业时缴纳印花税。一般按交易价格与公允价格(含货物及服务税)较高者缴交。澳大利亚八大司法管辖区针对印花税有不同规定。
	代扣代缴机制	<p>2016年7月1日起, 从海外卖方手中直接或者间接购买澳大利亚不动产(或不动产权益)的买家需要从总购价价款中扣除10%支付给澳大利亚税务局。</p> <p>税款由卖方提交所得税纳税申报表, 并可能取得税务返还; 若卖方是澳洲居民实体, 可申请豁免无需履行代扣代缴义务。</p>
	企业所得税	标准税率为30%。从2015年7月1日起, 当公司年总营业额低于200万澳元时, 税率为28.5%。
	预提所得税	<ul style="list-style-type: none"><li>股息: 若公司分配给非居民纳税人的股息属于“未税”股息, 则须按法定税率缴纳30%的预提所得税, 可根据税收协定适用减免。</li><li>利息: 公司向非居民纳税人支付利息通常须缴纳10%的预提所得税。但也存在一些例外, 包括特定公开发行的债券利息等。</li><li>特许权使用费: 30%的预提所得税, 除非税收协定规定了更低的税率。</li></ul>

	土地税	除北领地以外的澳大利亚州政府均征收。土地税税基是土地的未开发价值（由评估师决定）超过土地税门槛的部分。同时土地税也有一些豁免，例如，对于土地是所有人的主要居住场所的，或土地主要用于初级生产的，无需缴纳。
香港		<p>在房屋买卖阶段，有从价印花税、买家印花税和额外印花税三种税费。</p> <p>从价印花税：2016年11月6日，统一为15%</p> <p>买家印花税：15%</p> <p>额外印花税：如果一套房子在上一次换手3年内再次转让，则需要交纳“额外印花税”（类似营业税或者增值税），税率如下：</p> <p>1) 物业持有期≤6个月，税率20%；</p> <p>2) 物业持有期6-12个月之内，税率15%；</p> <p>3) 物业持有期12-36个月，税率为10%。</p>
温哥华	增值税VAT	<p>资产增值税=（卖房价-买房价-相关费用）*25%。</p> <p>优惠：对于加拿大居民不用征税。</p>
	印花税SDLT	2016年9月，向在温哥华本地购买楼房的外国人，征收楼价15%的印花税。
	房产税	由当地价值评估机构所评出的价值结合当地最新税率计算得出。房产税的金额通常是在房屋市场价的0.5%-2.5%之间。若自住房部分空间分租可申请抵扣。
	转让税	个人或机构购买住宅物业，征收15%。
英国	增值税VAT	涉及住宅房产的交易一般不牵涉VAT，尽管一些开发商在出售商业性房产时可要求买方承担标准税率即20%的VAT。
	印花税SDLT	<p>买方购买和租赁房产都要支付。</p> <p>2014年预算案对SDLT作出新规定以抑制买家借公司名义购买房屋避税。非自然人购买住宅性房产价值超过£500,000时，买家需支付15%的SDLT。</p> <p>股份买卖适用的印花税税率为0.5%。购买一家拥有房产的企业的股份，对于直接购买房产而言，能省下很大一笔的印花税，但买家仍要缴付ATED。</p>
	资本利得税CGT	<p>税率有18%和28%两种，只针对投资租赁房。出售自住房时所获收益不必缴纳。</p> <p>根据个人收入情况按照不同的标准征收：个人收入税率低于20%的，资本利得税税率为18%；若个人所得税税率为40%或以上的，资本利得税按照28%征收。</p> <p>资本利得税为综合资产税种，个人承担的资本利得税是统筹所有资产总收益缴纳。如果在卖房之前进行过装修改造，可以在增值部分减免投入资金。</p>
	企业所得税	<p>适用于通过有限公司购买房产的买家。在英国拥有运营场所（如办事处或分支机构）的非英国企业对来源于英国的应税利润应缴付企业所得税。</p> <p>房产方面，有可能应税利润就是租金收入。如果日后出售投资性的房产并获得利润，这一利润也可属于应税收入。自2014年4月起，企业所得税税率为21%。也可适用一些减免税措施，例如资本冲减。</p>
	借壳购房年度税ATED	对英国住宅房产持有利益的某些非自然人征收的年度税。价值超过50万英镑的住宅性房产均需根据要求缴纳。ATED税金范围从每年7,000英镑至每年14万英镑不等，具体数额视房产购买或租赁价额而定。自2016年4月起，税金最低额将降为3,500英镑。
	其他税种	<p>碳税（对高耗能企业适用）、营业税</p> <p>社区基础设施税-开发商缴付至当地政府以资助发展所需基础设施建设</p>
马来西亚	印花税SDLT	以房地产对价的现金价值与该房地产的公平市值中更高者为计税依据进行征收，税率随着房地产价值的递增而逐渐降低，从1%至0.4%不等。
	房地产盈利税RPGT	外商投资者持有房地产5年以内出售的，征收增值部分的30%，5年以上出售的征收增值部分的5%
	企业所得税	任何个人或公司发生或来源于马来西亚境内或于马来西亚境内收到的来自于境外（特定个例除外）的收入均需缴纳所得税。从2016年之后，公司所得税率从25%降至24%。

来源：公开信息，德勤研究

# 致谢

特别鸣谢专家们拨冗参与采访, 并对此篇报告大力支持。

## **苗劲**

万达商业地产股份有限公司  
境外地产中心项目管理部  
资深经理

## **王继赢**

碧桂园控股集团  
海外事业部  
产城融合执行总裁

## **陈波**

同策房产咨询有限公司  
海外置业部总经理





# 办事处地址

## 北京

中国北京市东长安街1号  
东方广场东方经贸城西二办公楼8层  
邮政编码: 100738  
电话: +86 10 8520 7788  
传真: +86 10 8518 1218

## 长沙

中国长沙市开福区芙蓉北路一段109号  
华创国际广场3号栋20楼  
邮政编码: 410008  
电话: +86 731 8522 8790  
传真: +86 731 8522 8230

## 成都

中国成都市人民南路二段1号  
仁恒置地广场写字楼34层3406单元  
邮政编码: 610016  
电话: +86 28 6789 8188  
传真: +86 28 6500 5161

## 重庆

中国重庆市渝中区瑞天路10号  
企业天地8号德勤大楼36层  
邮政编码: 400043  
电话: +86 23 8823 1888  
传真: +86 23 8859 9188

## 大连

中国大连市中山路147号  
森茂大厦1503室  
邮政编码: 116011  
电话: +86 411 8371 2888  
传真: +86 411 8360 3297

## 广州

中国广州市珠江东路28号  
越秀金融大厦26楼  
邮政编码: 510623  
电话: +86 20 8396 9228  
传真: +86 20 3888 0575

## 杭州

中国杭州市上城区飞云江路9号  
赞成中心东楼1206-1210室  
邮政编码: 310008  
电话: +86 571 8972 7688  
传真: +86 571 8779 7915 / 8779 7916

## 哈尔滨

中国哈尔滨市南岗区长江路368号  
开发区管理大厦1618室  
邮政编码: 150090  
电话: +86 451 8586 0060  
传真: +86 451 8586 0056

## 合肥

中国安徽省合肥市  
政务文化新区潜山路190号  
华邦ICC写字楼A座1201单元  
邮政编码: 230601  
电话: +86 551 6585 5927  
传真: +86 551 6585 5687

## 香港

香港金钟道88号  
太古广场一期35楼  
电话: +852 2852 1600  
传真: +852 2541 1911

## 济南

中国济南市市中区二环南路6636号  
中海广场28层2802-2804单元  
邮政编码: 250000  
电话: +86 531 8973 5800  
传真: +86 531 8973 5811

## 澳门

澳门殷皇子大马路43-53A号  
澳门广场19楼H-N座  
电话: +853 2871 2998  
传真: +853 2871 3033

## 蒙古

15/F, ICC Tower, Jamiyan-Gun Street  
1st Khoroo, Sukhbaatar District,  
14240-0025 Ulaanbaatar, Mongolia  
电话: +976 7010 0450  
传真: +976 7013 0450

## 南京

中国南京市汉中路2号  
亚太商务楼6楼  
邮政编码: 210005  
电话: +86 25 5790 8880  
传真: +86 25 8691 8776

## 上海

中国上海市延安东路222号  
外滩中心30楼  
邮政编码: 200002  
电话: +86 21 6141 8888  
传真: +86 21 6335 0003

## 沈阳

中国沈阳市沈河区青年大街1-1号  
沈阳市府恒隆广场办公楼1座  
3605-3606单元  
邮政编码: 110063  
电话: +86 24 6785 4068  
传真: +86 24 6785 4067

## 深圳

中国深圳市深南东路5001号  
华润大厦13楼  
邮政编码: 518010  
电话: +86 755 8246 3255  
传真: +86 755 8246 3186

## 苏州

中国苏州市工业园区苏惠路88号  
环球财富广场1幢23楼  
邮政编码: 215021  
电话: +86 512 6289 1238  
传真: +86 512 6762 3338 / 6762 3318

## 天津

中国天津市和平区南京路183号  
世纪都会商厦办公楼45层  
邮政编码: 300051  
电话: +86 22 2320 6688  
传真: +86 22 8312 6099

## 武汉

中国武汉市建设大道568号  
新世界国贸大厦38层02号  
邮政编码: 430022  
电话: +86 27 8526 6618  
传真: +86 27 8526 7032

## 厦门

中国厦门市思明区鹭江道8号  
国际银行大厦26楼E单元  
邮政编码: 361001  
电话: +86 592 2107 298  
传真: +86 592 2107 259



#### 关于德勤全球

Deloitte（“德勤”）泛指一家或多家德勤有限公司（即根据英国法律组成的私人担保有限公司，以下称“德勤有限公司”），以及其成员所网络和它们的关联机构。德勤有限公司与其每一家成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司（又称“德勤全球”）并不向客户提供服务。请参阅 [www.deloitte.com/cn/about](http://www.deloitte.com/cn/about) 以了解更多有关德勤有限公司及其成员所的详情。

德勤为各行各业的上市及非上市客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务及相关服务。德勤透过遍及全球逾150个国家与地区的成员所网络为财富全球500强企业中的80%左右的企业提供专业服务。凭借其世界一流和高质量的专业服务，协助客户应对极为复杂的商业挑战。如欲进一步了解全球大约263,900名德勤专业人员如何致力成就不凡，欢迎浏览我们的Facebook、LinkedIn 或Twitter专页。

#### 关于德勤中国

德勤于1917年在上海设立办事处，德勤品牌由此进入中国。如今，德勤中国的事务所网络在德勤全球网络的支持下，为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤在中国市场拥有丰富的经验，同时致力为中国会计准则、税务制度及培养本地专业会计师等方面的发展作出重要贡献。敬请访问 [www2.deloitte.com/cn/zh/social-media](http://www2.deloitte.com/cn/zh/social-media)，通过德勤中国的社交媒体平台，了解德勤在中国市场成就不凡的更多信息。

本通信只供内部传阅并只限于德勤有限公司、其成员所及它们的关联机构（统称为“德勤网络”）的人员使用。任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。

©2018。欲了解更多信息，请联系德勤中国。  
BJ-0045C-18



这是环保纸印刷品