



方兴未艾

中国资本进军海外房地产投资

2013

GLOBAL RESEARCH & CONSULTING

CBRE

摘要

- 鉴于目前国内投资渠道有限，但总体而言资金相对充裕（尤其是个人投资者及机构投资者），加之面临国内外信贷环境差异、人民币升值及金融危机后海外资产估值处于相对低谷等因素，中国个人投资者、房地产企业及机构投资者在最近几年不约而同地将目光投向了海外房地产。
- 中国个人投资者进军海外近年来呈现蓬勃势头，其主要动机已由传统的移民及子女教育延伸至资产保值及增值。中国房地产企业进军海外尚处于试水阶段：部分先行者意在借富裕人群境外置业的契机拓展海外市场；而另一部分更借此拓宽融资渠道及获取国际经验。中国主权基金已开始尝试房地产直接投资，并试图从估值相对较低的海外核心物业投资中获得资产增值及长期稳定的租金收益。
- 拥有大量低成本长期资金的国内保险机构已获准投资海外及在境内外进行房地产直接投资。我们预期保险机构投资海外房地产成功案例指日可待，且保险资金或将成为未来中国资本投资海外房地产市场的生力军。
- 不谙市场、相对缺乏海外投资经验、汇率波动以及可能的政策管控是中国资本投资海外房地产将普遍面临的风险。此外，如何在市场竞争中快速达成交易、如何选取投资期限、如何优化交易结构及做出恰当的融资安排都将是机构投资者进军海外房地产市场需要面对的问题。

引言

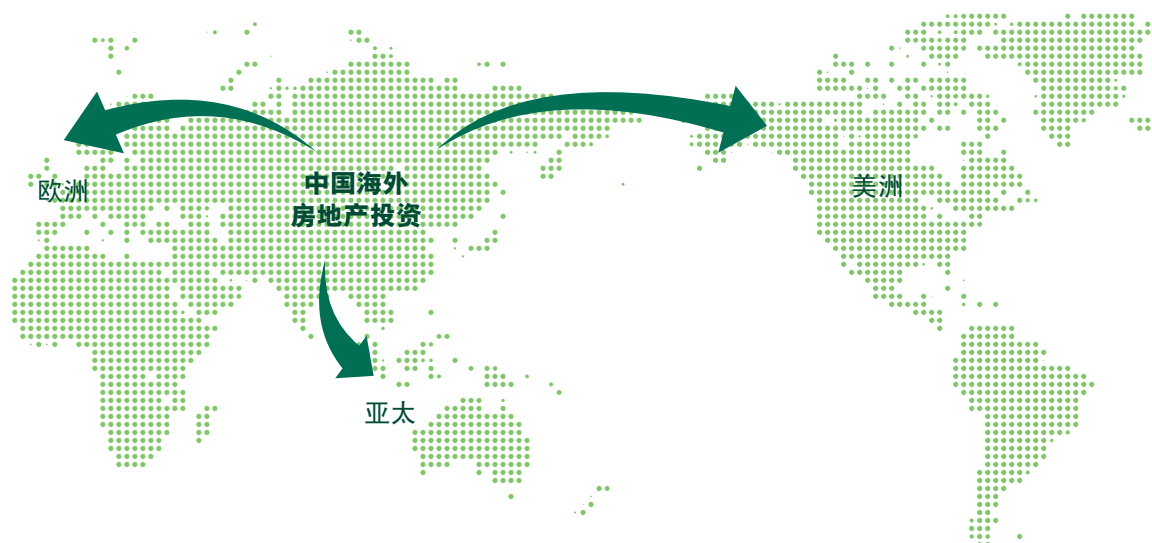
中国的经济体量经历了令人瞩目的增长：从1978到2012年年均经济年均增长达9.8%，较同期全球平均增幅高出6个多百分点。截至2012年，中国的GDP总量达到8.2万亿美元，成为仅次于美国的全球第二大经济体。中国整体经济增长带动个人财富、企业规模尤其是房地产企业规模以及机构投资者的可投资资产规模也快速增长，亦因此推动房地产直接投资及其他房地产相关投资渠道的发展。

中国的快速城镇化及2008年政府主导的大规模投资计划带动了房地产投资开发热潮，与此同时消费及投资需求的膨胀推动各地物业价格大幅上涨，令政策层面对境内房地产投资，尤其是住宅投资的调控规管日趋严厉。

一方面是信贷收紧、国内房地产投资严重受管控、短期内供应过剩的压力令投资风险日益上升；另一方面则是全球信贷宽松、人民币对外不断升值、部分富裕个人（尤其是高净值人群）移民及资产保值需求日益高涨、中国经济体的可投资资金规模不断增大。在这样的背景下，海外房地产投资开始成为个人及机构投资者等各方关注的热点投资渠道。与此同时，出于拓宽融资渠道或基于远期战略考量，部分国内房地产企业亦开始积极进军海外。

投资海外房地产市场在中国是否已成为新的风向标？中国地产企业的“国际化”步伐是否将陡然加速？中国的机构投资者在海外地产投资市场将可能扮演怎样的角色？在相对陌生的海外房地产市场上中国资本将面临怎样的机遇和困境？我们选取当下这个时点撰写这份报告，旨在：

- 呈现目前中国资金在海外房地产市场投资的现状；
- 剖析中国个人、企业（主要是房地产开发企业）及机构投资者的海外房地产投资动机及未来投资动向；
- 从专业房地产服务供应商的角度就中国资金投资海外房地产市场将面临的風險、机遇及挑战提供建议及意见。



中国资金蓄势待发

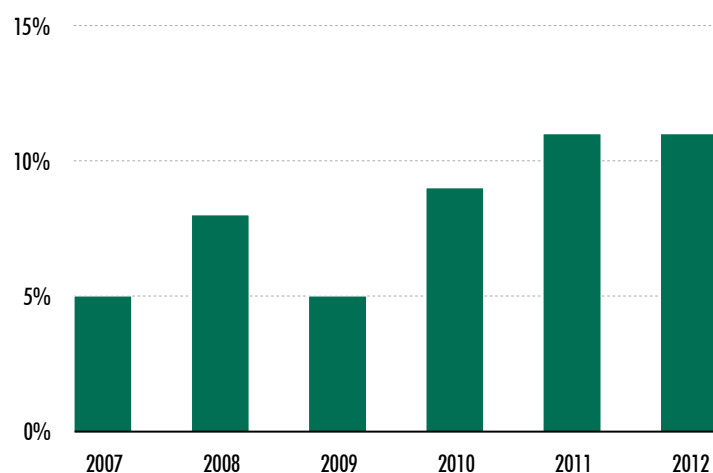
中国资金近来在海外房地产投资市场频频成交分外抢眼，但中国可投资海外房地产的资金规模及已在海外房地产市场成功交易的资金规模究竟几何？

个人投资者

2013年招商银行和贝恩咨询发布的中国私人财富报告显示，2012年中国个人持有的可投资资产总体规模已达80万亿人民币，较2008年翻番。中国个人可投资资产在2008-2010年间快速增长，年均复合增长率达28%，尽管之后增速有所放缓，但2010-2012年均复合增长率为14%，仍保持了两位数的增幅。截至2012年，可投资资产1千万人民币以上的中国高净值人士数量超过70万人，人均持有可投资资产约3,100万人民币，共持有可投资资产22万亿人民币。根据目前高净值人群的资产规模、投资偏好及倾向估算，其可投资资产的约5%或将投向海外房地产市场。

尽管目前国内尚未有对中国个体投资人在海外物业市场的具体交易信息追踪，但这一投资群体的规模及成长性从部分投资目的地的数据统计即可窥一斑：据美国房协统计¹，在美国购置私人住宅的海外投资者中，中国个体投资人所占的比例从2007年的5%上升到2012年的11%，投资总金额约为90.8亿美元，成为仅次于加拿大的第二大投资群体（见图一）。而据香港中原统计²，在香港一手住宅交易市场，2011年三季度内地个人投资额曾一度占到当期交易金额的51%，随后也一直稳定在35%左右。直至2012年下半年香港政府提高额外印花税及实施买家印花税，内地投资者数目才开始显著下降。但即使如此，在2012年香港全年私人住宅整体（包括一手及二手）成交中来自内地的个人买家仍然占到17%。

图一：中国买家占国际投资者在美住宅投资比例



来源：美国房地产经纪人协会

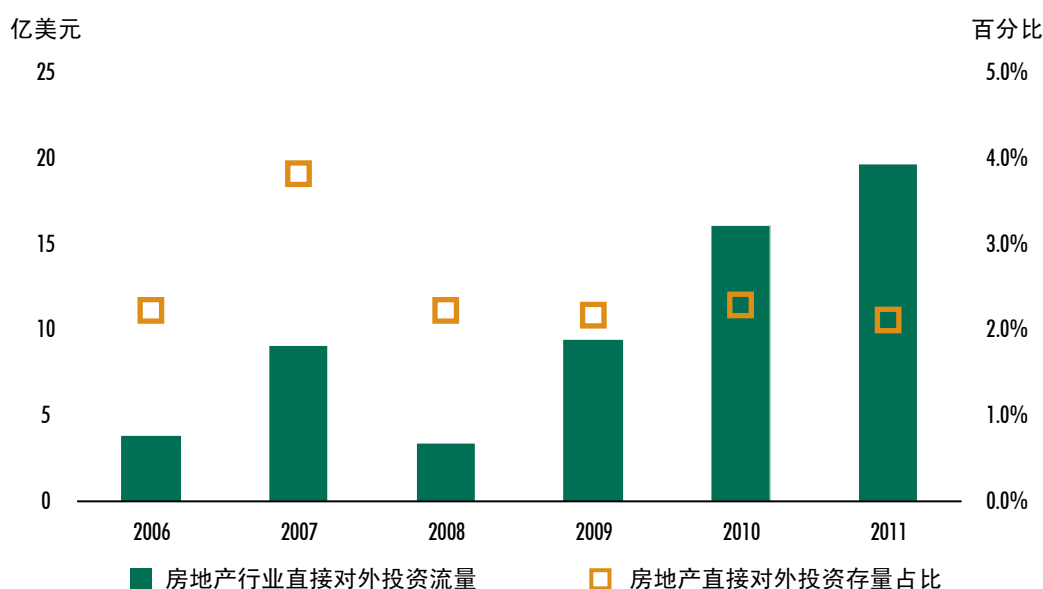
1. The 2012 NAR Profile of International Home Buying Activity

3. <http://hk.centanet.com/home/ArticleTemplate4.aspx?id=47481>

企业投资者

在企业投资方面，官方数据显示历年来中国直接投资海外房地产规模一直非常有限（见图二）³：2011年中国直接对外投资房地产的资金总流量为19.7亿美元，已是历史峰值，但也仅占当年中国直接对外总投资流量的2.6%。而2011年的中国国内房地产开发投资总额达61,796.9亿元人民币，约合10,020.1亿美元。截至2011年，中国直接对外投资中房地产行业的投资存量共计89.9亿美金，占该指标全国总存量的2.1%。鉴于中国对外投资资金的原始来源难以准确追溯⁴，我们认为这一数字并不能完全准确反应企业投资海外房地产的规模。

图二：2006-2011年度中国直接对外投资存量及流量—房地产行业



来源：商务部《对外直接投资公报》

3. 中国商务部自2004年首次公开对外发布《2003年度中国对外直接投资公报（非金融部分）》（后称《对外直接投资公报》），但直至2006年房地产行业才与金融业一道首次出现在对外直接投资流/存量行业分布的分析类别中。

4. 中国企业近年来对外直接投资流量主要集中在香港、英属维京群岛、开曼群岛、卢森堡、澳大利亚等传统的避税地区，2011年对中国香港、英属维京群岛、开曼群岛的投资存量分别为2,615.19亿美元、292.61亿美元、216.92亿美元，占对外投资存量总额的73.6%。

机构投资者

在机构投资方面，企业年金、保险资金及主权基金情况各异。

在中国，与国外雇主养老基金相对应的补充性养老资金为企业年金。目前中国的企业年金仅限于境内投资，且不能直接投资于房地产⁵。

中国的保险资金最初的资金运用形式仅为货币类，全国人大2009年通过修订后的《中华人民共和国保险法》，资金运用范围拓宽，增加了房地产投资的类别。保监会2010年发布了《保监会发布保险资金投资股权和房地产暂行办法》，险资运用形式扩大为货币类、固定收益类、权益类以及另类投资，正式增加了股权、房地产及无担保企业债等投资形式。在2012年7月及10月，保监会先后出台了关于保险资金投资股权及房地产的实施细则⁶，以及险资境外投资的管理细则⁷。根据最新规定，保险公司可将不高于本公司上季末总资产的15%投资于非自用性房地产（适用于境内及境外）。与此同时，涉及房地产及相关投资的规定还包括：保险公司仅被允许投向包括美国、英国、香港、澳大利亚等在内的25个“发达市场主要城市的核心地段，且具有稳定收益的成熟商业房地产和办公房地产”，以及在该25个国家或地区交易所挂牌经营的房地产信托投资基金（REITs）。其境外投资总额不超过上年末总资产的15%。

2012年全国保险机构资产规模总计73,546亿人民币（约合11,998亿美金）。照此估算，理论上中国保险资金最高将有1,800亿美金可用于境内外房地产投资。纵观发达国家近年来保险资金的资产配置情况，除个别国家，如挪威和瑞士的寿险资金在2011年有超过10%的资金比例直接投资于房地产外，绝大多数发达国家保险资金直接投资于房地产的比例最高也未超过6%⁸。鉴于房地产投资对于国内保险机构而言仍是相对较新的资产类别，我们认为在可预见的未来中国保险资金对房地产投资的比例应不会超过6%的水平，即约720亿美金。此外，由于保监会才刚刚放开中国保险机构境外投资，我们认为保险机构未来投资海外房地产的额度将不会超过其全部房地产投资总额的20%。照此推断，理论上将有约144亿美金的资金会投向境外房地产。尽管中国外汇管理局对合格境内投资者（QDII）存在额度审批⁹，但在实际操作中保险机构可通过“内保外贷”的方式进行境外房地产投资操作。

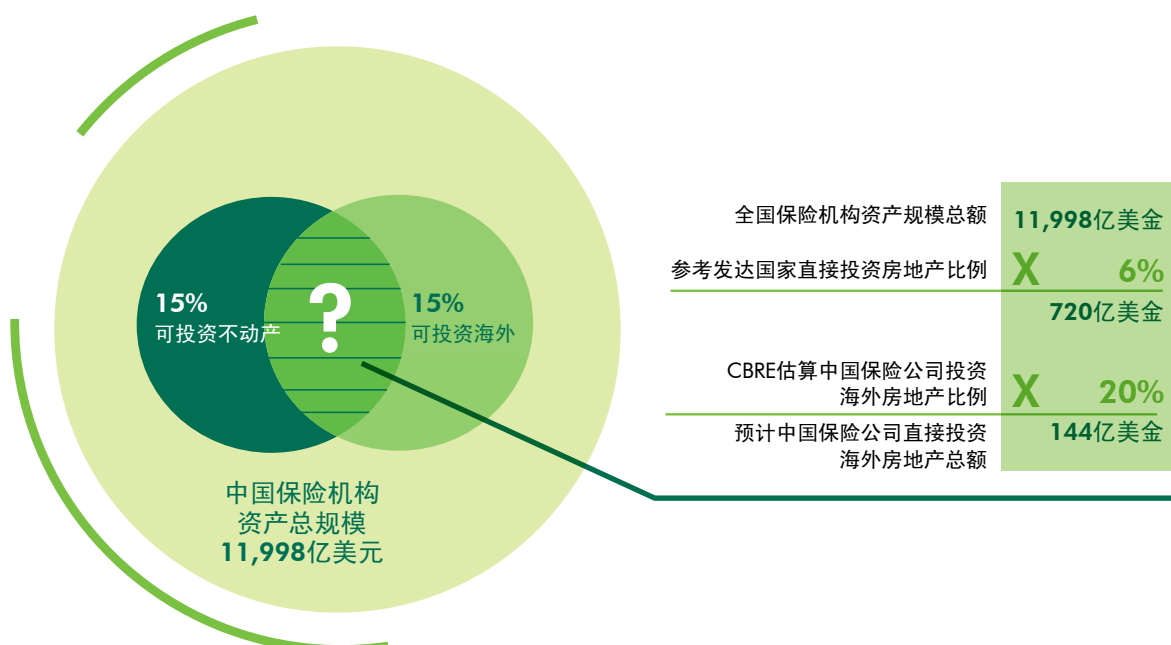
5. 人社部、银监会、证监会、保监会于2013年3月19日联合发布人社部发〔2013〕23号文——《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，明确将企业年金投资范围扩大至商业银行理财产品、信托产品、基础设施债券投资计划、特定资产管理计划和股指期货等。

6. 2012年7月25日，保监发〔2012〕59号文-关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知。

7. 2012年10月22日，保监发〔2012〕93号文-关于印发《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》的通知。

8. 经济合作与发展组织全球保险市场趋势-2012 (OECD Global Insurance Market Trends-2012)

9. 国家外汇管理局《合格境内机构投资者（QDII）投资额度审批情况》显示，截止2013年3月31日，全国共有28家保险机构共计239.67亿美元额度获批。



来源：世邦魏理仕研究部

尽管目前尚未有获得证实的中国保险机构直接投资海外房地产的成交案例，但鉴于保险机构在国内房地产市场拥有的经验积累，以及自保监会系列政策出台之后保险机构正积极寻找非资本领域投资机会的行动¹⁰，中国保险资金进军海外房地产已指日可待。此外，与发达国家相比中国的保险渗透率¹¹目前仍相对较低，而经济的发展令中国保险业近年快速增长¹²，因此我们认为一旦有成功投资案例的示范效应出现，保险资金将非常可能成为中国资金投资海外房地产的生力军。

在主权基金方面，国际主权基金机构研究数据显示，截止2012年底中国的主权基金总规模居全球之首，占全球主权基金总量的29%（见表一）。从单个主权基金的资金规模看，中国外管局管辖的中国华安投资有限公司（下称SAFE）、中国投资有限责任公司（下称中投）及全国社会保障基金（下称社保基金）分列全球第三、第五及第十一位。

10. 《证券时报》中国平安总经理任汇川：正在寻找非资本领域投资机会 http://epaper.stcn.com/paper/zqsb/html/2012-06/28/content_381535.htm

11. 保险渗透率指一国保费占该国GDP的份额，是衡量保险产业发展程度的重要指标之一。瑞士再保险Sigma报告显示，2011中国保险渗透率仅为3.0%，排名全球45位。台湾以17%排名居全球之冠。各发达国家中英国、日本、法国、美国保险渗透率分别为11.8%、11.0%、9.5%及8.1%，分列全球第4、7、9、13位。2011年全球保险渗透率平均水平为6.6%。

12. 2000-2012年间全国保费收入年复合增长率达20.8%。

尽管目前政策规定全国社保基金的20%可投资于境外市场（在实际操作中境外投资占全部基金的比例为7%左右），但目前境外投资的准许范围仅限于股票及债权¹³，并不包括房地产相关投资。中国其余两个主权基金均已在海外房地产市场有所斩获。目前披露的信息显示，从2012年5月份以来，中国国家外汇管理局在英国注册的全资子公司Ginkgo Tree Investment Ltd.已经做出至少四笔投资，投资对象包括学生公寓及写字楼等，总投资金额超过16亿美元。与此同时，中国另一只主权财富基金中投公司也开始介入房地产和基础设施投资。去年11月，中投公司就以合资的形式耗资约4亿美元购入伦敦德意志银行总部所在的Winchester House。预计未来中投及SAFE或将更加积极的提高其房地产直接间接投资及其他另类投资的占比。

表一：主权基金市场份额：按国家及地区划分（截止2012年底）

按国家	亿美元	市场份额 (%)
中国	14,900	29
阿联酋	8,160	16
挪威	6,640	13
沙特阿拉伯	5,380	10
新加坡	4,060	8
科威特	2,960	6
俄罗斯	1,500	3
其他国家	8,400	16
按地区	亿美元	市场份额 (%)
亚洲	20,030	39
中东	17,970	35
欧洲	9,550	18
非洲	1,970	4
美洲	1,570	3
其他地区	910	2
合计	52,000	100

来源：Financial Market Series – Sovereign Wealth Funds- March 2013

13. 据中国社科院世界社保研究中心《中国养老金发展报告2010》，目前全国社保基金理事会已申请将社保基金在境外的投资范围从股票和债权扩大到未上市公司的股权投资和股权投资基金的投资，并期待加强与国际养老投资机构在境外投资中的合作。

驱动因素及战略考量

个人投资者

房地产一直是中国个人投资者的传统投资渠道及重要的财富获取来源。据中国建设银行及波士顿咨询发布的报告显示，2011年及2012年受访的高净值人群中分别有14%及9%的受访者财富来源于投资房地产获利。尽管2012年中国房地产市场遭遇了严厉的政策调控，仍有24%的高净值人士将境内房地产投资列为最感兴趣的投資产品之一。

我们研究发现中国个人投资者的海外房地产投资的热门目的地与移民首选目的地及中国学生海外留学首选目的地排序高度重合。这既是多份私人银行报告采访调研一致得出的“移民、子女留学及资产保值增值日益成为高净值人群的首要考量”的又一佐证，亦充分体现了中国个人投资者购置海外房产自用或投资的自发动因。《中国国际移民报告（2012）》显示2011年，中国对世界几个主要移民国家的永久移民数量超过15万人，其中在美国取得永久居留权的人数达87,017人，在中国当年移民总人数中居首位，其次是加拿大、澳大利亚和新西兰。而经济合作和发展组织（OECD）的《2012教育概览》统计显示，2010年澳大利亚、加拿大、新西兰和美国等国的外籍学生来源中占比最高的海外学生群体均来自中国。



来源：Education at a Glance 2012 - OECD indicators

而另一方面，2012年中国整体经济趋缓，上证指数一度跌破2,000点，股票及基金市场低迷。在人民币对外升值，CPI高企，国内金融产品品类相对欠缺、产品层次扁平、缺乏短期、中期、长期等全周期投资产品的情况下，政府出台严厉且持续的住宅限购限贷政策，令原本就有限的投资渠道更加局促，无奈之下部分个体投资者也开始将眼光投向海外房地产市场。

企业投资者

中国企业进军海外房地产市场早有先例。以成功承揽新加坡环球影城的中冶集团为例，在项目施工建筑的业务范畴之外早已在当地迈出住宅开发的步伐。而以工行、建行为代表的金融企业及以南航、海航为代表的航空公司由于业务扩张需要，早已在海外购入办公类物业自用。与此同时，受各种原因推动，部分房地产企业作为海外房地产投资的先锋在近几年开始步入公众视野。

房企为何不约而同进军海外市场？我们认为原因有以下：

1. 瞄准富裕人群海外置业的契机

近年中国富人在海外住宅市场表现出强大的购买力及巨大的消费潜力，在引来海外开发商广泛关注的同时也成为国内房地产开发企业关注的焦点。多个房企的高层曾在不同场合表示出对中国人海外置业需求的高度兴趣，此外当地华人也是这些开发商瞄准的客群。而以万科、碧桂园、鑫苑等为代表的企业更已经通过出资合营或直接购地开发的方式在海外住宅市场上先行一步。

2. 拓宽融资渠道

国内房地产企业的开发资金主要来自预售款、银行贷款及企业自有资金三方面，其比例通常约为4:3:3。但目前国内房地产行业面临政策性调控，一方面销售回款放缓，另一方面银行信贷收紧，令大部分房企，尤其是中小型企业资金链吃紧。在此种情况下，拓宽融资渠道，降低资金成本成为部分企业的当务之急——目前一些已在A股上市的大型房企纷纷通过海外市场借壳上市，如万科、金地、招商等地产公司近期的收购行为就是最好的例证。

万科在2012年7月收购了南联地产（后更名为万科置业（香港）有限公司），之后万科地产（香港）于2013年3月为其全资子公司Bestgain Real Estate Limited担保发行8亿美元5年期定息债券提供担保，融资成本仅为2.755%。加上人民币对美元的升值预期，这一成本显著低于通过国内银行贷款（7%-8%）或发行信托融资（约为10%）。此外，国内借贷通常为2-3年，年限较短，而该美元债券的年限长达5年，这将有效减轻企业的短期偿债压力，从而极大的提升企业运营的灵活性。

3. 学习国际经验

国内房地产市场在经历了21世纪前十年的快速发展期后，已步入相对平稳的发展阶段。拿地难度增加、拿地成本上升，市场竞争日益激烈，风险也在不断增加，这对房地产企业的战略及运营管理等提出了更为严峻的考验。而以万科和万达为代表的超大型房企通过组建合资公司或海外并购的方式与具备丰富经验的国外伙伴合作，一方面缩短了自身在海外市场的学习曲线，另一方面更可以通过先进的海外经验反哺国内实践，进一步提升自身实力。此外，海外多个市场在金融危机之后楼市受创、估值相对较低，或有投资获利的机会。

除了万科、万达、绿地、中海外、首创等房企不约而同的喊出了“走国际化战略”的口号，2012年以来一些规模较小的地方性房地产开发企业或者行业履历并不丰富的新兴房企亦踊跃投身海外拓展大军。尽管累计规模仍相对较小，中国房企公布的拟参与或正在参与投资或开发的物业已涵盖写字楼、零售、住宅、公寓、酒店、工业、旅游地产、科技园区等多个品种（见图三），令“走出去”似乎一夜之间成为房企谋求发展的坦途之一。但我们认为，若从全球范围成熟的物业市场发展曲线来看，即使是目前中国的龙头房企进军海外，也仍处在海外投资发展的早期阶段。当然，如果开发商能制定合适的业务模式并顺利推动执行并完成这些海外新项目的项目，根据目前的市场基本面判断，此类投资的前景是较为乐观的。但由此即断定中国房企“出海”将成大势所趋、海外物业市场投资前景一片光明仍为时较早。

总体而言，我们认为中国房企投资海外依旧处于试水阶段，来自高净值人群的海外置业需求仍是驱动众房企扩展海外市场的主要动力。与此同时，海外相对较低的融资成本及相对成熟可以学习借鉴的房地产开发运营经验也是房企踊跃进军海外的两大诱因。但真正出于战略角度考量进行海外房地产投资的企业目前来看仍属个例。

图三：中国房企进军海外典型案例



来源：世邦魏理仕研究部

机构投资者

在发达国家，养老基金、保险基金及国家主权基金均是积极的房地产投资者。但在中国，尽管机构投资者自2010年以来积极进军国内物业市场，但受政策规定及物业市场本身发展历史较短等因素影响，机构投资者对海外的房地产投资仍处在萌芽阶段。

养老基金

尽管全球养老基金资产配置中另类资产投资（房地产投资归入此类）的占比逐年上升，自1995年开始到2011年资产份额从5%提升到了20%¹⁴，但除了瑞士、葡萄牙、芬兰、加拿大及澳大利亚外（2011年的房地产直接投资占比达5-10%不等），全球养老资金对房地产的直接投资比例仍相对较小¹⁵。TheCityUK数据显示2011年全年养老金规模约为31.4万亿美元，其中经合组织（OECD）国家的资产总额占97.3%。而经合组织（OECD）统计显示其34个成员国家的养老金资产配置中对房地产的直接投资仅占1.48%。

在亚太市场，养老基金对房地产的投资比例基本维持在总资产额度的4%以下（见表二）。从国别来看，韩国是亚洲养老基金中投资房地产的主力，2012年三家韩国养老基金投资房地产的总金额达94.0亿美元。马来西亚紧随其后，2012年投资额度为16.9亿美元。

表二：亚洲主要养老基金

机构	国家	资产管理规模 (亿美元)	房地产投资占比 (%)*	房地产投资总额 (亿美元)
韩国国家养老基金	韩国	3,307	2.5	82.7
马来西亚雇员公积金	马来西亚	1,585	0.4	6.0
马来西亚退休基金	马来西亚	272	4.0	10.9
泰国社会保障局	泰国	270	2.0	5.4
泰国政府养老基金	泰国	188	3.6	6.7
韩国教师信贷协会	韩国	180	3.8	6.8
韩国教师养老基金	韩国	131	3.4	4.4
东芝雇员公积金	日本	101	3.0	3.0

来源：Preqin

* 包括直接及间接房地产投资

14 《中国养老金发展报告2012》

15 OECD《2011年全球养老金回顾》

在中国，与国外雇主养老金对应的资产类别主要是企业年金。2013年人社部、银监会、证监会、保监会等联合发布《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》，明确扩大企业年金基金投资范围，其投资范围已扩大至商业银行理财产品、信托产品、基础设施债券投资计划、特定资产管理计划和股指期货等。对房地产的投资则须通过信托产品或特定资产管理计划间接实现。

保险基金

保险资金的主要投资工具包括政府及公司债券、公司股票、房地产、私有股权和基金等。受资产证券化的影响，各发达国家保险公司自20世纪90年代开始逐渐减少直接投资房地产的比例，转向间接投资房地产为主的模式，且自2010年次贷危机以后比例更加呈现下降趋势¹⁶。但房地产投资始终以其流动性、占用风险溢价及财务杠杆的超出无风险利率的期望回报成为保险资金投资组合中不可获或缺的一种选择。

在亚太市场，各国或地区所设定的保险基金投资房地产的理论比例上限一般为总资产15%-20%¹⁷，但在具体执行过程中普遍较为谨慎（见表三）。

表三：亚太市场保险基金投资房地产情况

亿美元 (2011)	寿险公司资产 管理规模	寿险投资 房地产占比	直接投资 房地产比例上限	主要房地产投资商
日本	32,574.8	2.0%*	20.0%	日本生命保险，日本明治 安田生命保险，日本第一生命保险
韩国	4,386.7	2.8%	15.0%	三星人寿，大韩人寿
台湾	3,815.3	4.7%	19.0%	国泰人寿，中国人寿，富邦 人寿，南山人寿，新光人寿
新加坡	1,064.6	3.8%	20.0%	职总英康，大东方人寿

*指2011财年，自2011年4月1日至2012年3月31日

来源：日本寿险行业协会(LIAJ)，财团法人保险事业发展中心（台湾），韩国寿险协会及经济合作与发展组织

¹⁶ 保险资金间接投资不动产的工具包括不动产股票、REITs、CMBS和RMBS等，风险均可控制在一定范围内。但在美国由于还有债务抵押债券及基于次级房贷的其他的投资工具，放大了间接投资房地产的风险，并由此导致各主要保险公司在次级债危机中遭受惨重损失。

¹⁷ 据《保险研究》2009年第10期《保险资金不动产投资模式研究》，日本、台湾、韩国及新加坡保险资金直接投资房地产的比例上限分别为20%、19%、15%及20%。

从中国保险机构投资房地产的经历看，虽然保险资金获批直接投资房地产的年限并不长，但各大保险公司近年已通过购置自用兼出租、自建自用、项目参股、合组公司、以战略合作提供房地产投资咨询服务及直接购置等形式在房地产投资方面积累了相当的经验。

尽管目前在中国尚未有经过证实的成功投资海外房地产的案例，但我们认为类似案例的出现已指日可待：一方面中国保险产业呈现蓬勃势态、投资产品证券化程度较低、不断增加的保险资金急需投资渠道；另一方面保险资金，尤其是寿险资金，具有资金量大、资金成本低、偿付周期长的特点，与商用及办公物业所具有的流动性相对较差但增值空间大且能够获取稳定现金收益的特点不谋而合。鉴于目前国内一线城市可投资的优质物业稀缺，二三线城市则因供需比例在短期内面临一定程度的风险。而海外房地产市场，尤其是位于核心地段的高端办公楼物业在金融海啸之后估值十分有吸引力，且拥有长期稳定的现金收益。因此，我们判断海外核心城市的写字楼物业或将成为未来中国保险资金资产组合的选择之一。

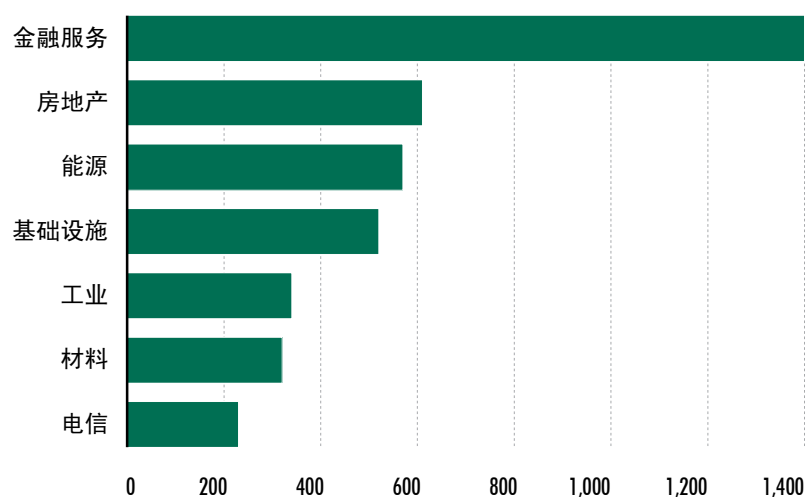
主权基金

作为由广义政府所拥有的具有特殊目的的投资基金或安排，尽管不同主权基金间的投资策略存在差异，但主权基金与其他机构投资者相比，整体具有资金量庞大、投资风险承受力相对较高及投资周期长等特点。

金融服务、房地产、能源及基础设施等是各国主权基金最主要的投资组成部分（见图四）。其中房地产投资所获得的直接物权及其稳定的、与通货膨胀联动的租金回报令房地产成为各主权基金投资防御通胀的选项之一。

图四：全球主权基金投资流向（2005-2012）

投资额（亿美元）



来源：SWF Institute – Sovereign Wealth Fund Transaction Database

外界普遍认为SAFE、中投及全国社保基金为中国的三大主权基金。尽管中国的主权基金数额庞大后来居上，但相对于发达国家的主权基金而言，中国的主权基金成立历史较短，投资经验相对缺乏（见表四）。

表四：全球主要主权基金

机构名称	2012年资产管理规模*（十亿美元）	国家	成立年份	房地产投资比例**
政府养老基金	664	挪威	1990	1.0%
阿布扎比投资局	627	阿联酋	1976	7.5%
中国华安投资有限公司	568	中国	1997	另类投资占5%
阿拉伯货币管理局外汇控股	533	沙特阿拉伯	N/A	N/A
中国投资有限责任公司	482	中国	2007	5.0%
香港金融管理局投资组合	299	中国（香港）	1993	0.5%
科威特投资局	296	科威特	1953	3.3%
新加坡政府投资公司	248	新加坡	1981	10.0%
淡马锡控股	158	新加坡	1974	6.2%
国家财富基金	150	俄罗斯	2008	N/A
全国社会保障基金 (NSSF)	135	中国	2000	N/A

*来源：SWF Institute及TheCityUK估算

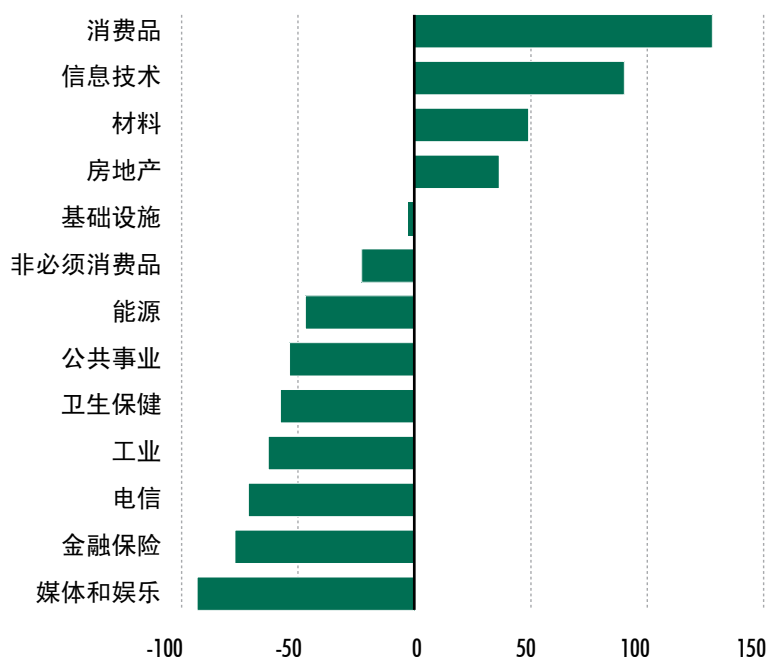
**来源：Preqin

受多个发达国家债券收益低、股市波动明显的影响，自2011年起各主权基金开始增加其房地产投资份额¹⁸（见图五），且投资去向以欧洲及美国等成熟市场的主要城市为主，投资热点城市包括伦敦、纽约及旧金山等。中投购入伦敦德意志银行总部所在的Winchester House即是2012年的全球主权基金投资房地产的大额成交案例之一。

相对于其他几大洲，亚太国家的主权基金尤其是新加坡的主权基金新加坡政府投资公司（GIC）及淡马锡控股（Temasek）一直是活跃的房地产市场投资者。从中国主权基金近几年的表现看，或有可能成为继新加坡主权基金之后另一个积极的房地产投资者。

图五：主权基金直接投资额变化率 (2011-2012)

2011-2012变化率(%)



来源：SWF Institute - Sovereign Wealth Fund Transaction Database

18 Financial Market Series - Sovereign Wealth Funds – March 2013

中国资本—机遇与挑战

目前，中国大多数投资者都面临资金充裕但国内投资渠道相对匮乏的现状，且国内房地产市场调控日益趋紧。在金融危机之后全球一些主要物业市场尚处在市值低谷，可获取回报相对较高，海外房地产投资市场正逐渐回暖。在此背景下，随着人民币的不断升值，中国投资者的海外购买力亦在不断上升。无论是个人投资者出于拓展投资渠道、追求资产保值、增值、移民的需求；抑或企业谋求新的成长点、拓宽融资渠道、期望学习借鉴海外经验；还是机构投资者基于长期风险相对可控、可获取长期稳定现金回报的考量，当下对于中国资本进军海外物业市场而言确是一个可以考量的时机。但除却机遇，面对仍然陌生的海外物业市场和投资环境，及不同国家物业市场间的差异，中国资本也定将面临一系列的困难及挑战。

个人投资者

目前个人购置海外地产的信息渠道仍然相对集中由国内移民顾问机构兼营的非专业地产中介及海外房展会。尽管借助日益发达的网络及科技，部分境外地产中介甚至已开始尝试与潜在客户群直接取得联系，但市场上境外地产中介资质难以鉴别，信息相对零散、整合度低，在信息严重不对称的情况下个人客户在做出投资决策时仍面临一定障碍。

S • 资金充裕 • 对房地产投资相对熟悉	W • 不了解海外物业市场 • 不同市场及不同业态之间跨度大，信息整合度不高，信息不对称 • 对投资型物业缺乏管理经验
O • 海外物业的市场价格相对较低 • 人民币汇率优势 • 回报相较国内住宅市场更高	T • 汇率波动 • 可能因中介服务专业度不高或后续服务不完善导致利益受损 • 当地法规对境外买家设限

S-优势，O-机会，W-劣势，T-威胁

来源：世邦魏理仕研究部

企业投资者

目前多数进军海外的房企在国内均有相对丰富的开发经验，且由于意在中国富人市场，从而具备了一定程度的品牌优势及对客户消费偏好的把握。但与此同时，进军海外的中国房企仍然存在对当地法律及市场规则条例缺乏了解认识、在当地缺乏业绩记录亦不再拥有国内的规模效应，从而导致谈判能力下降、学习曲线较长等一系列问题。此外，由于不同国家的房地产市场在开发操作、市场运营方面大相径庭，加之潜在回报与各国货币表现关联密切，若房企欲同时进军多个国家，在拿地、销售、团队、汇率管理等各方面均将面临挑战——非常可能出现的情况是即使某一模式在某一国家大获成功，但在其他国家却仍不具备太大的可复制性。

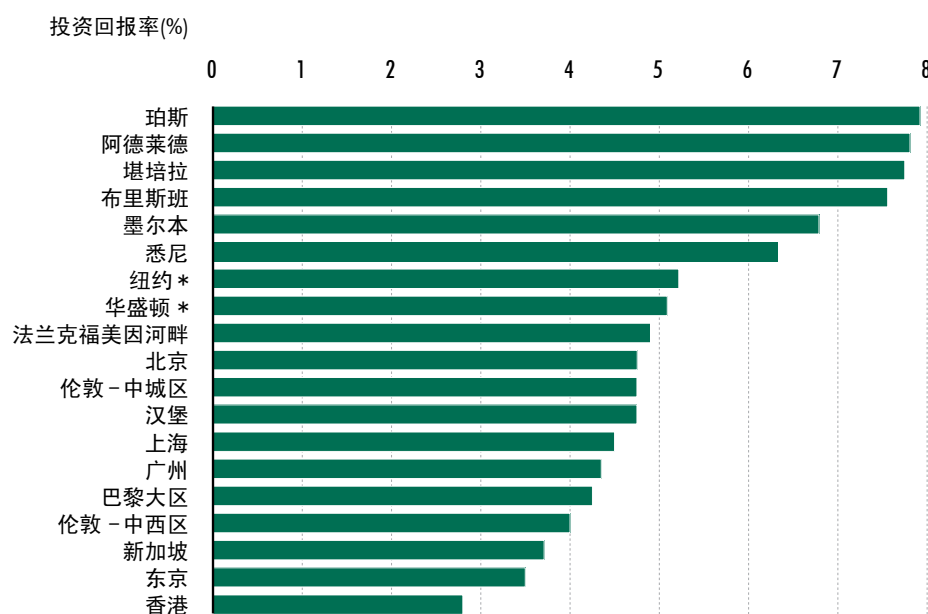
S • 了解国内消费者偏好 • 有稳定的潜在客户群	W • 不了解海外物业市场 • 规模效应不可移植 • 学习曲线长
O • 潜在客户需求不断增加 • 物业开发投资周期相对较短	T • 面临来自当地开发商的竞争 • 开发周期内无现金收益 • 汇率波动

来源：世邦魏理仕研究部

机构投资者

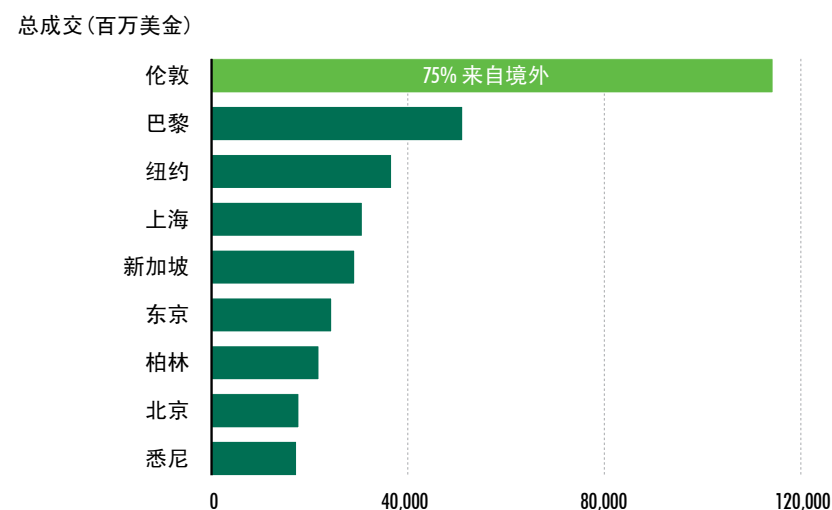
机构投资者的投资重点在办公及零售物业。相对而言零售物业的投资门槛更高——要求投资者不仅要当地的商业环境及消费习惯有深刻的了解，投资者的资产管理能力也至关重要。而目前多数中国机构投资者因为尚不具备这些知识，关注重点仍主要集中在写字楼物业。目前全球写字楼中回报率较高的物业主要集中在澳洲、北美及欧洲的国际级门户城市（见图六），在其他地区的机构投资者亦积极寻找有息资产的情况下，这些城市目前已成为世界范围内机构投资者关注的焦点（见图七），中国机构投资者将面临来自全球的竞争。

图六：世界主要城市写字楼投资回报率（2013年1季度）



*数据为2012年4季度
来源：世邦魏理仕研究部

图七：2007-2013Q1全球跨区域投资目的地统计



来源：RCA（数据截止2013年一季度）

如何就不同投资区域做出选择；如何在竞争中快速的达成交易；如何选取恰当的投资期限、构建最优的交易结构、确定最佳的融资安排以获取最大程度的投资回报；如何对购入的资产进行有效的管理运营，将是摆在中国机构投资者面前的一系列问题。

S • 资金充裕且资金成本低 • 属于高成长性行业 • 多数已有房地产投资团队*	W • 缺乏海外房地产直接投资经验 • 缺少熟悉当地市场的资产管理团队
O • 物业投资属长期投资、风险相对较低 • 长期投资与长期负债相匹配* • 物业价格处于相对低点	T • 市场竞争激烈 • 流动性低于金融产品 • 受政策影响明显**

*指保险公司

**对保险企业而言需面临中国保监会的政策约束，对主权基金而言或面临投资目的地国家的政策保护；

来源：世邦魏理仕研究部

建议

综上所述，世邦魏理仕建议中国资金在进入海外房地产市场时注意以下问题：一是把握恰当的入市时机，尤其是个人投资人及房地产开发企业，避免盲目及跟风；二是对企业投资者而言，通过选取恰当的当地合作伙伴、雇佣有经验的本地员工、借助网络全面的房地产专业咨询机构等深入掌握海外房地产市场知识，缩短学习曲线；三是对机构投资者尤其是保险企业而言，整合集团资源，充分利用集团内资产投资团队在国内积累起来的房地产投资经验以搭建合适的投资结构，选取最佳投资管理方式；四是充分做好风险管理，充分考虑直接及间接投资房地产的优势及劣势，做出最佳投资组合。

展望

目前国内政策调控指向明显，为平抑房价政府正努力通过行政、贷款及税收等多渠道严格控制个人房地产投资及投机的需求。但作为传统的投资选择及重要的财富获取来源，我们相信房地产对中国个人投资者而言仍是重要的投资渠道，而中国富裕人群将继续对房地产投资保持一定程度的关注。在当前国内个人财富不断增长、财富管理需求不断呈现差异化、投资渠道较为有限的情况下，兼具移民、子女教育、资产保值及增值功能的海外房地产投资或将更成为中国富裕人群关注的热点。

亚洲的香港及新加坡一直是中国个人投资者住宅投资的热门之选，亦令部分投资者在过去几年间受益颇丰。但随着当地政府相继出台针对境外购房者的严厉措施，两地的境外投资者成交宗数明显下降。而以美国、加拿大、澳大利亚等为代表的传统移民及留学首选地，同时具备市场容量大、物业价格相对较低因而投资回报前景看好的特点，加之鲜有限制海外资本投资本地物业的政策调控记录，预计将会成为一定时期内中国个人投资者进军海外的主流选择。

在企业投资者方面，我们预计尝试进军海外的房地产企业，尤其是已在国内具备相当投资规模的企业将持续增加，且其投资动机将仍以追随高净值人群境外置业潮为主。在地域方面，我们认为美国、加拿大、澳大利亚等透明度高的发达市场及与国内地域毗邻、文化背景近似的香港、新加坡、马来西亚、泰国等亚洲市场将会成为未来开发商进军海外的主战场。

在机构投资者方面，尽管发展中地区的可投资物业数量近年来增长迅速，但相对北美及欧洲，亚太区优质商用地产的可投资物业规模仍然有限。鉴于此，我们预计短期内中国机构投资者的目光将集中在投资回报稳定的核心投资物业，比如国际门户城市的优质写字楼物业。

相关定义

高净值人士

中国银监会的《商业银行理财产品销售管理办法》中将商业银行私人客户（即私人银行的高净值人士）定义为“金融净资产达到600万元人民币及以上的商业银行客户”。但各私人银行发布的研究报告对高净值人士资产额度的界定各有不同。若非特别说明，文中高净值人士均遵照银监会定义。

房地产开发投资

根据《中国统计年鉴》指标解释，房地产开发投资指各种登记注册类型的房地产开发法人单位统一开发的包括统代建、拆迁还建的住宅、厂房、仓库、饭店、宾馆、度假村、写字楼、办公楼等房屋建筑物和配套的服务设施，土地开发工程（如道路、给水、排水、供电、供热、通讯、平整场地等基础设施工程）和土地购置的投资；不包括单纯的土地开发和交易活动。

联络我们

北京

中国北京市朝阳区光华路5号院
世纪财富中心2号楼11层
邮编 100020
电话: +86 10 8588 0888
传真: +86 10 8588 0899

长沙

长沙市韶山北路159号
长沙通程国际大酒店1706-1707室
邮编 410011
电话: +86 731 8973 2600
传真: +86 731 8552 7861

成都

成都市滨江东路9号B座
成都香格里拉中心办公楼704A-706室
邮编 610021
电话: +86 28 8447 0022
传真: +86 28 8447 3311

重庆

重庆市渝中区民权路28号
重庆英利国际金融中心40层02-03室
邮编 400012
电话: +86 23 6310 7070
传真: +86 23 6310 7171

大连

大连市中山区中山路88号
大连天安国际大厦2104室
邮编 116001
电话: +86 411 3980 5855
传真: +86 411 3980 5866

广州

广州市天河区珠江新城华夏路10号
富力中心804室
邮编 510623
电话: +86 20 2883 9200
传真: +86 20 2883 9248

杭州

杭州市求是路8号
公元大厦南楼703室
邮编 310013
电话: +86 571 2880 6818
传真: +86 571 2880 8018

青岛

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉中心办公楼5层501-502室
邮编 266071
电话: +86 532 6887 7222
传真: +86 532 6887 7234

上海

上海市南京西路1717号
会德丰国际广场11楼
邮编 200040
电话: +86 21 2401 1200
传真: +86 21 5403 7430

沈阳

沈阳市沈河区青年大街167号
北方国际传媒中心2102-2103室
邮编 110014
电话: +86 24 2318 2688
传真: +86 24 2318 2689

深圳

深圳市福田区中心四路1号
嘉里建设广场2座1601室
邮编 518048
电话: +86 755 8282 0000
传真: +86 755 2399 5370

天津

天津市和平区大沽北路2号
天津环球金融中心津塔写字楼42层12-13室
邮编 300020
电话: +86 22 5832 0188
传真: +86 22 5830 8005

武汉

武汉市江江区建设大道568号
新世界国贸大厦1座3308室
邮编 430022
电话: +86 27 8555 8277
传真: +86 27 6885 0506

如需垂询，敬请联络：

陈仲伟，特许金融分析师

执行董事

世邦魏理仕研究部中国区主管

上海南京西路1717号
会德丰国际广场11楼
邮编 200040
电话: +86 21 2401 1369
电子邮件: frank.chen@cbre.com.cn

杨佳

副董事

世邦魏理仕研究部中国区

上海南京西路1717号
会德丰国际广场11楼
邮编 200040
电话: +86 21 2401 1342
电子邮件: kate.yang@cbre.com.cn

罗瑞

执行董事

世邦魏理仕投资物业部中国区主管

北京市朝阳区光华路5号院
世纪财富中心2号楼11层
邮编 100020
电话: +86 10 8588 0668
电子邮件: robert.rupar@cbre.com.cn

魏守波

分析师

世邦魏理仕研究部中国区

上海南京西路1717号
会德丰国际广场11楼
邮编 200040
电话: +86 21 2401 1475
电子邮件: bob.wei@cbre.com.cn

理查德，特许金融分析师

高级董事

世邦魏理仕投资咨询服务部中国区主管

上海南京西路1717号
会德丰国际广场11楼
邮编 200040
电话: +86 21 2401 1275
电子邮件: richard.curreri@cbre.com.cn



全球研究与咨询部

世邦魏理仕中国研究团队撰写，该团队隶属于世邦魏理仕全球研究与咨询部，后者由优秀的研究和咨询人员组成，这些人员通过合作，共同为全球的房地产投资者和租客提供房地产市场研究、计量经济预测和咨询解决方案。

免责声明

2013世邦魏理仕中国有限公司。本报告中信息均为可靠来源，但其准确性未经核查。我们不为本报告作任何保证、担保或陈述。本报告可能有错误，遗漏，价格、租金或其他条件也可能发生变化。公司有权未经通知进行预先出售、出租、融资或撤销。报告中的预测、观点、假设和估计均作为举例，不代表物业现在和未来的业绩。读者及其税务和法律顾问应自行就物业和交易展开调查。