

中国房地产市场的发展 呼唤机构投资者参与

□刘洪玉 翁少群 清华大学房地产研究所

2004 年国家采取旨在抑制投资过热的宏观调控措施以来,房地产贷款增长速度明显降低,对房地产投资的增长也起到了明显的抑制作用。然而,土地价格和房地产价格的持续上涨,表明房地产市场上仍然有巨大的需求空间。为了满足未来社会经济发展对建筑空间的需求,保持适度的房地产供给,同时也降低或分散集中在商业银行体系的金融风险,鼓励金融创新、推动房地产资本市场发展和房地产企业从开发为主向开发与资产管理并重的方向转变,已经成为现阶段中国房地产业者和研究者的重要工作目标。而这一目标的实现离不开机构投资者的参与。

机构投资者具有独特的投资理念和运作方式,已经成为国际房地产资本市场发展中的重要力量。机构投资者与房地产市场的有效互动,有助于搭建新的投融资平台,防范金融风险,推动房地产市场的持续健康发展。

一、机构投资者的类型和投资特点

1. 机构投资者的类型

与房地产市场关系较为紧密的机构投资者,通常包括房地产投资信托(REITs)、共同基金、人寿保险公司、商业银行、储蓄机构和外国投资者。在 2003 年美国的房地产权益资本市场中,房地产投资信托和养老

本栏目协办单位:

☆无锡市恒茂房地产中介评估有限公司

地址:无锡市解放东路 708 号 电话:(0510)2736721

☆重庆市房地产交易所

地址:重庆市渝中区中山三路 161 号 电话:(023)63617344

☆天津市房地产产权市场管理处

地址:天津市河西区围堤道 55 号 电话:(022)28223232

☆山东省诸城市房地产管理局 局长 吴志华

地址:山东省诸城市东关大街 15—1 电话:(0536)6212392

☆滕州市房地产管理局 局长、党总支书记 韩邦德

地址:滕州市荆河中路 163 号 电话:(0632)5572313

☆广东省普宁市房地产管理局 局长 韦荣光

地址:广东省普宁市流沙镇广南路 1—2 号

电话:(0663)2220290

☆南京市房地产交易市场

地址:南京市华侨路 35 号 电话:(025)4726048

☆龙都房地产开发公司

天津市河西区围堤道 55 号天津市房地产大厦

基金的份额占到 79%,而商业银行只占到 1%,经营储蓄业务的机构在房地产权益资本市场中的比例近乎为零。

目前,可以直接参与我国房地产市场的机构投资者主要是信托公司和国外产业投资基金;而券商、证券投资基金、保险公司、三类机构(上市公司、国有企业、国有控股企业等三类企业可以在证券二级市场从事证券投资,它们或自身直接运作资金,或通过券商、信托公司和投资公司以委托理财的形式入市。)和社保基金则通过投资资本市场的方式间接参与房地产市场。

虽然商业银行也属于机构投资者,但本文未将商业银行列入研究对象,主要是为了强调目前参与程度较低的其他机构投资者对房地产投资的重要作用,区分它们与商业银行对房地产市场的不同影响。

2. 机构投资者的投资特点

尽管投资房地产市场的机构投资者类型众多,但是它们的投资理念和操作风格仍然存在一定共性。

从投资能力来看,机构投资者本身的规模、资金、信息、操作经验和能力等优势有助于保证其投资行为的科学性。

从投资方式来看,由于经营能力和承受风险水平的不同,房地产投资信托和房地产产业基金往往倾向直接投资,进行物业的开发经营;其他机构投资者则较为倾向间接投资或者债务融资。

从投资风格和目标选择来看,机构投资者偏向对房地产进行长期持续投资,短期投机操作较少。因此,机构投资者在房地产市场中大多选择经营出租物业,而且特别注重投资组合策略的运用。通常通过不同物业类型、不同市场区域、不同时间因素和不同投资方式的组合,实现控制风险和稳定收益的目标。

二、房地产市场对机构投资者的需求

1. 发展商业房地产市场的要求

由于存在着广泛的市场需求、相对较低的投资门槛和管理能力的要求,住宅项目一直是我国房地产市场的主要投资对象。从公众利益的角度出发,我国政府一直也把注意力集中在住宅市场,所出台的房地产市场管理政策,衡量房地产市场是否健康发展,也都是以住宅市场为主体。而实际上,包括零售商业物业、写字楼、休闲度假与娱乐设施、出租型公寓和工业物业等投资型物业在内的商业房地产,也是房地产市场不可或缺的重要组成部分。但商业房地产投资要求的资本实力和操作技术是我国目前很多房地产开发商

无法满足的,部分已经投资的项目也存在项目开发与经营管理脱节的情况,没有充分利用商业房地产的收益特性,不利于商业房地产的持续经营管理。相比之下,基于长期经营理念和组合投资策略的机构投资者有潜力更好地实现商业房地产项目的开发经营。

机构投资者还可以为商业房地产开发提供融资工具。对于出租经营的商业房地产来说,其开发所需的资金投入量大且偿还速度慢,普通的商业贷款很难满足要求。但机构投资者可以通过股权投资和股东借款的方式参与商业房地产项目,突破商业房地产开发的资金瓶颈。

2. 防范房地产金融风险的要求

我国房地产行业对商业银行存在强烈的依附性。在商业银行受央行信贷政策影响一再紧缩房地产贷款、其他融资渠道不畅通的情况下,房地产开发投资资金链条始终紧绷,房地产金融风险无法得到有效得到规避和控制。

降低商业银行的房地产金融风险,最根本的措施就是发展包括房地产权益资本市场、房地产债务资本市场在内的房地产资本市场,通过吸引机构投资者参与,探索房地产开发商与机构投资者之间的创新合作模式,以减少对商业银行尤其是四大国有商业银行的依赖,进而分散集中在商业银行体系的房地产金融风险。

3. 提高房地产投资水平的要求

日趋激烈的市场竞争要求房地产投资者不仅具备敏锐的洞察力和判断力,还要掌握科学的投资技术,保证有效的利用各种资源。组合投资就是一种有效的投资策略,可以在稳定收益的同时,将整个组合的风险控制在投资者可以承受的水平内。

随着部分房地产开发企业整体实力的增强,多样化开发已经成为许多大型房地产开发企业的战略选择。然而,如何科学地设计组合方案和评价组合效果,从而更好地满足公司收益和风险控制的目标,已经成为开发商和投资者日益关注的问题。由于很多开发商尚未掌握投资组合的技术方法,与机构投资者的合作将成为企业提高投资水平的有效途径。

三、机构投资者对房地产市场的参与

(一) 参与主体的表现

1. 信托公司

在 2003 年 6 月央行“121”文件出台前,我国发行的房地产信托非常少;“121”文件出台后,房地产信托的发行数量和筹措的资金量都有显著提高。2003

年下半年,共发行 48 个房地产信托计划,筹集资金约 43 亿元,占同期房地产开发资金总量的 0.19%;2004 年前九个月,发行的房地产信托计划达到 70 个,筹集资金约 77 亿元,占同期房地产开发资金总量的 0.34%。

作为一种灵活的融资模式,房地产信托方式在为开发企业提供资金、为个体投资者参与房地产投资、为购房者提供优先购买权等方面起到了重要作用。为了保证房地产信托行业的健康发展,相关监管部门也陆续出台措施规范行业的经营运作。在市场环境日趋成熟和监管措施到位的情况下,信托公司有潜力不断进行产品创新,在我国房地产市场中发挥更加重要的作用。

2. 国外房地产产业基金

国外投资基金对我国房地产市场的关注由来已久。特别是在央行“121”文件颁布后,房地产行业对拓宽融资渠道的呼声愈来愈高,国外投资基金也从观望发展为开始积极的合作探索。很多国外机构投资者都采取股权合作的方式进入中国房地产市场。如摩根士丹利房地产基金、荷兰 ING 集团中国房地产开发基金、新加坡凯德置地等都通过不同方式与国内知名企业合作,共同投资中国房地产市场。

国外房地产产业基金进入中国最大的困难是难以找到合适的合作伙伴。一般来说,为了更好的把握政策方向,充分利用当地的社会关系,国外房地产产业基金倾向于选择我国规模较大的房地产公司作为合作伙伴,而且特别看重公司拥有的资源、公司的治理结构和经营能力。对于国内房地产开发企业来说,他们迫切需要得到与国外产业基金合作的机会,但似乎又很难完整准确地介绍自己,不清楚国外产业基金对合作伙伴到底有哪些要求和为什么要有这些要求,因此,到目前为止,国外产业基金参与国内房地产投资的数量仍然十分有限,但其对中国房地产资本市场的发展还是起到了积极的推动作用。

3. 证券投资基金等

券商、证券投资基金、保险公司、三类机构和社保基金等主要通过股票市场参与房地产开发投资。尽管它们在房地产板块的投资比例有限,但由于资本总量巨大,仍然成为上市房地产公司资本的一个重要来源。特别是在社保基金和保险基金入市以后,房地产板块作为它们投资组合中的一部分,必然可以分流到部分资金。

(二)参与的方式

机构投资者可以通过直接投资和间接投资两种方式投资房地产。直接投资方式是指机构投资者通过股权合作、收购、兼并等资本市场运作方式直接参与到房地产项目的开发中,这种方式要求强大的资本实力和较强的经营管理能力。间接投资是指机构投资者通过资本市场为房地产企业提供融资工具,例如购买房地产上市公司的股票和债券。还可以把机构投资者投资房地产市场的方法分成权益性投资和债务性投资,分别对应房地产企业的权益融资和债务融资。权益性投资可以分享项目的资本增值和现金流收益,但承担的风险水平相对较高;债务融资在控制风险的同时也锁定收益水平,是一种相对保守的投资方式。

随着对市场了解程度的深入,机构投资者对我国房地产市场的参与程度不断加深,操作方式也在不断变化。以参与我国房地产市场的机构投资者为例,在最初进入房地产市场的时候,机构投资者多选择购买房地产企业的股票、债券等间接融资方式;而随着他们对市场认知程度的提高,现在更多的选择股权合作和提供债务融资的方式直接参与具体房地产项目的开发和经营。投资目标也在发生变化。在最初进入房地产市场的时候,机构投资者往往依照在国外操作的经验,选择经营商业物业作为切入点。但由于我国商业物业市场的退出机制尚不健全,且普通住宅市场的投资潜力较大,机构投资者开始更多的参与住宅项目的开发销售。同时,重点选择的物业档次由高档转向中低档,投资的目标城市呈现出逐步向中等城市渗透的趋势。

(三)参与的条件

吸引机构投资者进入房地产市场的首要条件是充分重视和保护投资者权益。以此为出发点,机构投资者主要关注如下问题:

一是对市场风险的判断和预期。机构投资者特别看重房地产政策的稳定性和连续性,期待市场环境能够不断完善。例如,土地招标拍卖制度的完善有利于增强机构投资者进入房地产市场的信心;有效的市场退出机制也有助于机构投资者直接投资商业房地产的开发和经营。

二是对合作伙伴的要求。机构投资者希望能找到诚信且具有发展潜力和相同发展理念的合作伙伴,特别看重合作伙伴的管理团队、土地储备、政府关系和发展前景。同时,机构投资者重视与作为合作伙伴的开发商之间如何制定商业战略决策,以及如何分配房地产运营管理上的控制权。

(四) 参与的影响

机构投资者的参与对房地产市场的供给方、需求方和市场环境本身都会产生重要影响。对于市场供给方,机构投资者的进入一方面有利于扩展房地产企业的融资渠道,改变企业的经营管理模式,提高企业的科学操作水平;另一方面也对市场中其他开发商形成竞争压力。机构投资者凭借其雄厚的资本实力、较强的市场分析能力和管理协调能力、丰富的操作经验和投资技巧,有潜力提供更加符合市场需求特点的产品,加速房地产开发企业的优胜劣汰,进而推动整个行业投资经营水平的提高。

房地产市场的需求方包括购房者和租房者。机构投资者的进入直接影响到他们的操作行为。首先,由于产品品质的提高和品牌效用的发挥,机构投资者参与开发的产品更容易得到需求者的认可,加速购买行为和租赁行为。其次,机构投资者的参与有利于培养需求方对市场的理性预期。机构投资者具备更强的市场分析能力,可以更加准确地把握市场走向,因此他们的市场判断和随之选择的投资方向非常具有参考价值。对于普通的需求者来说,可以以此为参考形成自己的市场判断和操作决策。最后,机构投资者参与房地产市场为个体投资者提供了一种间接投资房地产市场的方式,也有利于分散房地产金融风险。

机构投资者的参与对整个房地产市场的影响是双向的。一方面,机构投资者带来的竞争压力有助于整个房地产行业经营管理水平的提高。机构投资者的参与有利于导入理性成熟的投资理念和持续经营的投资风格,引导其他开发商和投资者理性投资,促进整体市场规范、稳健、高效地运作。另一方面使房地产市场可能面临更严重的潜在金融冲击,在机构投资者参与规模达到一定水平的时候,其投资策略和行为可能会对房地产市场的供求数量和价格产生重要影响,甚至左右市场走势、加速价格泡沫的形成和破灭,因此应注意加强监管、趋利避害。

四、建议

基于机构投资者对我国房地产市场的参与现状和发展潜力,本文建议从以下方面鼓励机构投资者自身的发育和对房地产市场的参与,降低其可能给房地产市场带来的冲击。

首先,要为机构投资者进入房地产市场创造条件,营建更加规范有序的投资市场。通过不断完善法律体系,提高政策的稳定性和可预测性,建立有效的入市机制和退市机制,来吸引更多的机构投资者以各

种方式参与到房地产市场中来。

其次,要鼓励机构投资者利用其资本优势,长期持有并经营物业,采取组合投资的方式控制风险和稳定收益。这将对提高开发企业的经营能力,保证个体投资者的收益,抑制投机心理和投机行为的产生起到重要作用,有助于提高房地产市场的发育水平和抗风险能力。

最后,在鼓励机构投资者参与房地产投资的同时,还要强化对机构投资者资本运作的监管。特别应注意其在房地产市场、资本市场中的操作方向和规模,重视众多机构投资者的协同力量对市场价格走势的影响,避免对房地产市场造成集中冲击。

参考文献:

1. 中国人民银行货币政策分析小组,二〇〇四年第三季度中国货币政策执行报告,2004年11月;
2. 国家信息中心,中国信托行业分析报告,2003年第2季度~2004年第3季度。

马志刚 / 责任编辑

·篆刻·



祝读者新春快乐



万事如意

高蜀俊

治印