

think:act CONTENT

思与行 特刊—房地产行业

全球决策者的杂志

Mounting challenges of

Chi

Special edition for CAIJING forum

... model | Ten industry

revitalization plan announced |

Which industries will be the next engines to drive China's economic growth in another 30 years? We

tell you what to watch out for and

provide key recommendations

中国房地产市场纵览

前言

房地产业在中国国民经济中所占比例大，增长速度快，对相关产业拉动作用大，因此目前虽处于调整阶段，但其作为支柱产业的地位将长期保持不变。

罗兰·贝格研究认为，从行业发展历程和未来趋势看，无论是作为使用品还是投资品，房地产都有着巨大的市场需求，而将潜在需求转化为实际增长的关键，在于理解政府针对这一与民生高度相关之产业的决策方向，及相关政策对房地产企业战略的影响，从而转换思路，获得新的发展动力。

具体而言，针对住宅市场，政府未来的目标是要通过住房保障体系的建设，形成梯级化的住房消费市场，解决广大中低收入家庭的住房困难。而梯级化住房消费体系的构建将对中低档商品房市场形成强烈冲击，促使未来房地产企业的核心竞争环节从土地、资金等的资源竞争，转变为品质、成本等的产品竞争。

因此，未来房地产企业需要制定清晰的产品战略。产品标准化体系的建设是房地产企业未来的发展方向，这将大大提高产品品质、缩短建设周期、简化管理复杂度，为企业的长远发展打下良好基础。金地、万科等企业在上述几方面，尤其是深入研究消费者购房行为，实现产品精准定位以及质量——成本控制等方面已走在业界前沿。

罗兰·贝格同时认为，未来十年内商业地产将是投资热点。商业地产的发展既是内需拉升的结果，又将反过来促进扩大内需，同时又因为政府区分调控的政策而与住宅地产形成互补，有利于企业分散风险。目前在商业地产领域，万达、茂业等企业已占据龙头地位，具有很强的示范效应；但受制于融资瓶颈以及运营能力，目前国内类似的龙头企业尚屈指可数，而政府对REITs(房地产信托投资基金)的开放将为商业地产投资打开通道，必将推动商业地产市场的再次腾飞。

1. 中国住宅地产市场整体趋势分析

1.1. 中国住宅地产市场长期向好

自1998年住房改革以来，我国房地产市场经历了十年的高速发展，整体市场规模加速扩大，房价与销售量双双迅速攀升。究其根源，国民置业的刚性需求和流动性过剩带来的弹性需求是促使我国房地产行业欣欣向荣的关键驱动要素。这同样也反映了房地产作为一种商品，在我国具有使用品和投资品的双重属性。

作为使用品，房地产主要用来满足结婚生子等家庭形态变化所带来的购房需求、城市化进程带来的初次购房需求以及城镇居民的改善性购房需求。其中，前两种需求作为刚性需求几乎不受经济周期的影响；而改善性购房需求相对而言更加具有弹性，或多或少受经济周期的影响。

到目前为止，我国房地产市场还处于尚未成熟稳定的市场形态，国民的置业需求远未得到满

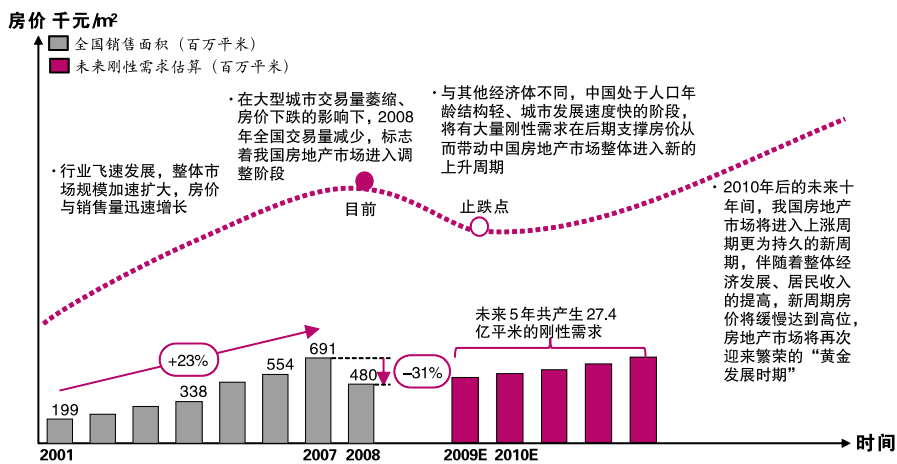
足。1998年至今，我国城镇人口的商品住宅累计新增消费只有43亿平方米。考虑到中国6亿的城镇人口规模，并按照国家提出的城镇人口住宅建筑面积发展目标（人均30平方米）来估算对于商品住宅的总需求量应该在180亿平方米。这样看来，43亿平方米的面积增量仅满足了商品住宅总需求量的24%。可见，作为使用品的房地产在未来仍有强劲的刚性需求。

除了使用品这一属性，在房地产的稀缺性、消费者的刚性需求加上中国有限的投资渠道共同的推波助澜下，房地产在中国不仅仅是一种使用品，更被热捧为一种投资品，而投资行为的进一步发展演变就不可避免地成了投机行为。

作为投资品，对于房地产的弹性需求带动了我国房地产资产价格的快速上升，刺激了我国房地产市场的繁荣。弹性需求主要包括外资热钱以及国内企业和居民的投资。一方面，与欧美日等成熟市场相比，中国房地产价值处于相对低估的水平，再加上人民币的相对低估导致大量外资热钱流入用于购买中国房地产资产。另一方面，中国经济的迅猛发展加上收入的分配不公，使得大幅增加的私人货币收入集中在少数有钱人手中，刺激了这一群体对房地产资产的投资需求。而在资金成本较低、投资渠道狭窄的环境下，有些国内企业也参与到房地产市场中，从而加速了市场泡沫的积聚。

中国的房地产市场到目前为止主要经历了两个阶段。1998—2007年，房地产行业处于高速发展期，销售量与房产价格齐头并进；到了2008年，受到国际金融危机的影响，外资热钱的投资活动明显减弱加上资产价格缩水给国内企业和居民带来的财富的缩水，大大减低了对于房地产的弹性需求。然而，由80后结婚生子高峰、城市化形成的初次置业和城镇人口改善性住宅消费需求这三方面构成的刚性需求仍然很大。因此，在未来五年，我国房地产市场将主要由刚性需求驱动，巨大的刚性需求将引领整个房地产市场长期向好。[图表一]

图表一.
中国房地产市场发展路径图



作为对国民经济有着重要影响的行业，房地产行业一直以来都受到政府的密切关注。国家通过宏观调控的手段在一定程度上有能力控制房地产行业。因此，为了推动中国经济长期持续稳定的发展，建立一个健康稳定发展的房地产市场必不可少。对此，政府在不同时期都积极地采取相应的措施来平抑房地产市场的巨大波动，尽可能平衡普通老百姓和房地产商的利益。

过去，当房地产市场处于峰值的时期，政府通过金融、财政、行政、交易及开发等各种政策来调控住宅市场的发展，从而对开发商在土地储备、融资能力和开发能力方面提出更高的要求。例如，通过征收土地增值税、不动产税等防止住宅商品市场暴利的状况，通过紧缩开发商的贷款以限制其扩张。现在，当房地产市场处于低谷，政府又出台一系列针对购房者的信贷政策，例如调整居民首次购买普通自住房和改善型普通住房的房贷利率和首付款比例，以释放行业的刚性需求。

1.2 中国保障性住房建设是未来发展的重要方向

国务院总理温家宝在十一届全国人大一次会议上作政府工作报告时，首次提出要抓紧建立住房保障体系，“重点发展面向中低收入家庭的住房”“通过多种途径帮助中等收入家庭解决住房困难”等语句相继出现，并允诺“坚定不移地推进住房改革和建设，让人民群众安居乐业”。国务院具体出台了四项指导原则和四项具体措施，明确了中央用于廉租房制度建设的资金额，并要求各级地方政府增加相关投入。此外，政府工作报告同时体现了“各得其所”的内涵：廉租房和经济适用房用来解决低收入群众住房困难，中低价位普通商品房着眼于解决中等收入家庭住房问题，而高收入家庭的住房主要通过市场解决。

保障性住房体系作为关系到民生以及和谐社会构建的重要组成部分之一引起了广泛关注。在这里，我们不妨看看国际上其他国家和地区在住房保障体系方面的成功案例，其中香港和新加坡将是重点的研究对象。通过学习与借鉴先进的方法，帮助我们更好地完善我国的住房保障体系。

香港是全世界公认有效解决社会居住保障问题的一个典范地区。香港的房地产供应结构是典型的金字塔结构。最底层的第一梯级是廉租房，占整个房地产住宅市场的30%左右。廉租房由政府提供，租金低于市价50%以上，香港收入最低的市民大多就是住廉租房。满足一定条件的居民也有权力购买廉租房，但是低廉的租金和冷清的交易市场使得居民基本上没有购买需求，这也杜绝了把廉租房作为投资品进行投资甚至投机的现象；廉租房上面一个梯级是居屋，与我们的经济适用房类似，这部分大概占整个房产市场的15%，其售价比一般的商品房便宜40%。然而由于其用材档次较差、户型偏小、小区密度又偏高，减少了那些买得起商品房的人对居屋的兴趣，从而减少了居屋的购买者与普通商品房购买者的交叠；最后一个梯级，也就是位于金字塔顶端的则是普通商品房，由房地产商投资开发、市场化运作。在整个消费梯级中第一、第二梯级就是面向中低收入的保障性住房，香港政府根据这部分居民的收入情况和对住房的不同需求在不同时期提出不同的解决方案，并通过建立市场准入与退出机制，公平有效地实施公共房屋分配政策。

中国保障性住房体系的发展仍面临重重挑战，任重而道远。我国建立保障性住房体系主要的挑战包括：首先，由于在我国对保障性住房有需求的低收入家庭数量庞大，而对于建设部提出的

计划通过未来三年多时间，增加200多万套的廉租住房、400多万套的经济适用住房，另外还有220多万户林业、农垦、矿区的棚户区改造目标，各地政府如何能确保有足够的资金支持；此外，由于目前房地产市场尚未形成清晰的梯级消费结构，因此政府对保障性住房的购买者也很难准确鉴别身份，这就导致了灰色区域的出现。因此，政府必须建立公平合理的市场机制使得保障性住房能够真正地解决低收入人群的作用，而不是成为某些人用于投资和投机的工具。

1.3. 中国房地产市场作为支柱产业，与实体经济紧密相关

2008年11月10日，国务院总理温家宝在北京召开省市区人民政府和国务院部门主要负责同志会议上发表重要讲话时指出：“房地产业是国民经济的重要支柱产业，要认真分析和研究房地产市场的形势，正确引导和调控房地产走势。”此言一出，引起了各方关注，也使关于房地产是否是支柱产业的争论告一段落，可以说给中国的房地产行业长远定了性，也就是在今后相当长的一段时间内，房地产作为支柱产业的地位不会发生变化，仍然会起到支撑中国经济发展的重要作用。

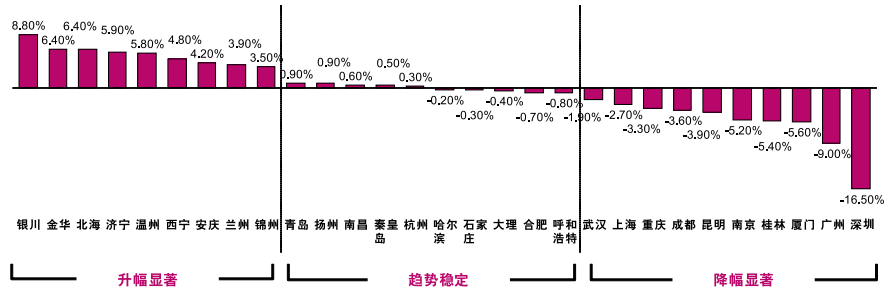
从国民经济贡献度这一角度出发，房地产的支柱产业地位毋庸置疑，主要来源于以下三个方面：

- **房地产行业本身经济总量庞大：**统计数据表明，2007年房地产业实际完成投资对GDP的占比为10.1%，对城镇固定资产投资占比更是达到21.5%。有关研究表明：当国家处于工业化加速发展阶段的时期，房地产业必然获得较快的发展。例如：英国在19世纪经济起飞时期，房地产及其相关的投资就占全国投资的40%；而日本在二战结束后，对于住宅房产的投资占固定资产形成价值总额的21%—27%。发达国家的资料显示，这个阶段大约经历20年至30年。
- **对相关产业的拉动作用大：**房地产行业不仅自身占的经济总量较大，而且其上下游的产业链也相当长，从而起到拉动相关产业发展的作用。它对经济总量的实际贡献远远超过自身在经济总量中的比重。有研究表明，与房地产业直接相关的行业多达50几个，不仅能拉动钢材、水泥等相关产业的生长，并间接推动了建材、酒店、旅游、加工、制造等相关行业的发展，同时也是金融保险产业、中介服务和物业管理等现代服务业的重要推动力量。据测算，自1998年至2007年，房地产业对中国GDP增长的贡献率年平均高达21.8%，其中直接贡献率为9.2%，间接贡献率达12.6%，间接贡献甚至高于直接贡献。
- **发展速度快：**从1997—2007年，每年房地产业的增速几乎都达到同期GDP增速的两倍以上。例如从1997—2007年不同经济指标增速的平均值对比来看，GDP的增速为12.3%，城镇固定资产投资为20.1%，而房地产投资则高达23.2%，整整高出GDP增速10.9个百分点，比城镇固定资产投资增速也高出3.1个百分点。

目前，面临经济危机这一关键时刻，房地产这一支柱型产业很有可能将起到更加重要的作用。它对上游的钢铁、水泥、工程机械，下游的家电、装饰材料、家具等相关产业将产生重要的拉动效果。比如，2007年，在住宅建设上每投入100元就可以创造相关产业170—220元的需求；每

图表二.

2009年1月中国70个大中城市房屋销售价格指数与上年同期相比



销售100元的住宅可以带动130-150元的其他消费；每吸纳100人就业，可以带动相关行业200人左右的就业。由此可见房地产行业对带动产业链上相关行业的发展以及吸纳更多就业人口的作用是非常明显的。对带动国民经济发展，以及实现国内充分就业都有相当重要的意义。

1.4. 全球性金融危机对中国房地产市场的影响

当下金融危机成为热门话题，这场源于美国席卷全球的金融危机，给中国各行业实体经济均造成一定的影响，房地产行业也不例外，金融危机对中国房地产市场的影响主要可从三个方面进行考量：区域的差异性、影响的有限性和投资的流动性。

第一，由于中国地域广阔，不同区域和不同城市层级的发展存在很大差异，因此实体经济受金融危机的影响也不尽相同，房地产市场与市场整体走势相吻合，因此也呈现为区域差异性的变化。房地产发展和城市化进程息息相关，从中国不同层级的城市近期房地产交易价格走势可以看到，一线和二线城市受到冲击较大，交易价格下滑较多，而二线以下城市受到的影响一般，仍然处于稳健的增长态势，部分四线城市仍处于健康上升的阶段，价格仍在增长，梯度差异化发展表现明显。**[图表二]**

第二，中国房地产市场所受冲击远远小于美国市场，也没有带来毁灭性的后果。这与中国房地产信贷的发展以及中国人的消费观念密不可分。中国是一个新兴经济市场，房地产行业正处在快速发展阶段，而且还是一个不健全、不完善的房地产市场。从20世纪80年代起，我国开始改变传统的福利分房旧体制，从1998年开始全面推进住房改革，明确了居民住房产权私有化和住房渠道的市场化，供需双方建立了合理的市场关系，住房商品化、社会化问题得到了较好的解决。作为房地产市场的跟随产业房地产信贷，其发展就更晚，中国出于稳健发展的原则，对商品房购买首付的比率进行严格的要求，例如2005年曾取消房贷优惠政策，对房地产价格上涨过快的城市或地区，个人住房贷款最低首付款比例由现行的20%提高到30%，2007年又颁发规定，对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套（含）以上住房的，贷款首付款比例不得低于40%。而在美国，有超过40%的首次购房者首付款额为零，购房资金全部来自各种融资方式，还有50%的首次置业者通过融资筹措全部款额的71%-99%。低首付要求提升了美国房地产信贷市场的风险。此外，中国人高储蓄率的消费观念也和美国人的超前消费形成对比。因此，即便在经济短期不景气的情况下，

中国人依靠长期的储蓄基础，仍然可以维持正常的生活，甚至于可以承受合理价格的房地产住宅产品购买。因此，在刚性需求的支撑下，中国房地产市场的需求，仍然是长期存在的。

第三，外资在中国掀起的一轮抛售风暴，引发了对于热钱和流动性的讨论。自进入2008年以来，中国多个一线城市纷纷传出外资意欲出售在华资产的消息，位列名单之上的有雷曼、美林、摩根士丹利、花旗银行、美国国际银行等多家外资银行，外资撤离中国市场主要是华尔街金融危机向中国传导的结果，外资迫于资金压力不得不出售物业回笼资金。未来外资撤离中国房地产市场的现象是否会继续蔓延？对中国房地产实体经济会产生怎样的影响？华尔街金融危机确实在一定程度上加速了外资出售在华项目的脚步，但由于出售意愿较强的外资多具备投资银行背景，此类外资在中国房地产市场中占据的比重相对较小。加之外资投资多集中在商业地产、写字楼、高端住宅领域，对普通住宅的影响有限，因此对中国房地产市场实体经济的冲击将相对有限。此外，热钱的流向除考虑项目投资回报外，汇率收入本身也是重要的投资决策考虑的要素。金融危机发生以来，人民币一贯体现出的坚挺态势，增加了外资流向中国的价值。

1.5. 地产市场近期出现的“回暖现象”：短期回暖不代表长期反转

2009年一季度，部分地区出现了楼市的“小阳春”现象，成交量有所回升，这种现象使得大家对房地产走势的预期出现了不同的看法，中国楼市就此回暖？抑或这种回暖只是中短期内的暂时现象？中国主要城市的商品房交易价格和交易量数据显示，2009年一季度的“小阳春”现象有二个特点（见图三）：首先，此次回暖不是全国性普遍的增长，存在地区性差异，对于一线和被炒过又大跌的二线城市，如北京、深圳、武汉等，由于前阶段下跌过多，交易量基数过小，因此有了一个小幅度反弹，而对于没有经历过房价的炒作暴涨和暴跌并处于稳定发展的城市，则没有出现较大的增长变化；其次，本次回暖主要体现为交易量的小幅度回升，而交易价格处于持续下降的状态，没有表现为量价齐升的特点，这种回暖仅仅是短期的技术性反弹。**[图表三]**

那么究竟什么原因导致了本次房地产市场的回暖呢？其驱动因素主要体现在三大方面：

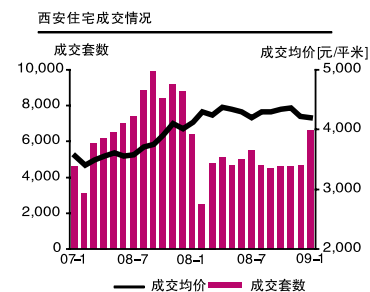
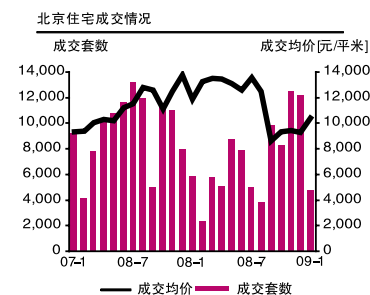
第一，部分开发商的降价行动促成了此轮楼市反弹，此轮热销的楼盘都有一个共同特征，就是性价比高，老盘大幅度促销，或者是新盘的开盘价一步到位，普遍降了10%—20%。价格调整到位的、性价比高的地区和楼盘，回暖力度就大。

第二，国家宏观调控政策和地方政府的救市行为起到了一定的作用。据不完全统计，在经济危机寒流影响下，全国已有17个地方政府纷纷以减税、推行货币补贴及降低准入门槛等一系列积极的利好政策，以期市场重回健康的轨道。广州、深圳虽没有正式出台文件，但在土地供应规模、限价房上市等方面明显加强了政府调控力度。郑州市政府于去年底发布了旨在推动房地产市场回暖的17条措施，从土地、住房结构、个人购房税费、公积金贷款等方面，给予地产开发和房屋买卖优惠政策。

第三，在开发商降价和宏观政策利好的驱动下，2008年积累的刚性需求得以释放，促成此轮反弹。但在去年积累的刚性需求消耗殆尽之后，中国房地产市场依然面临巨大的库存压力。从

图表三.

北京住宅市场成交价格在大幅度下跌后呈现回转趋势，交易量上升；西安的交易价格则一直呈现稳定的平缓上升趋势

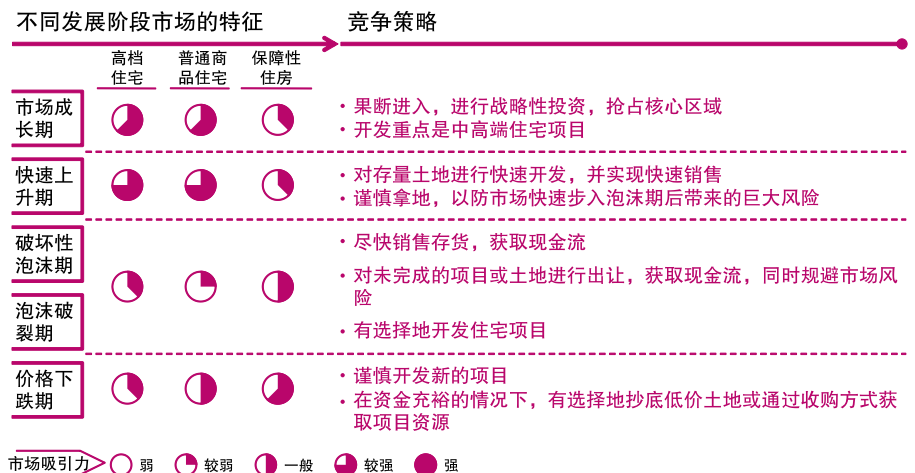


范围上来看，2008年11月以来成交量的50%–70%都是90平方米左右住宅，30岁以下年轻人占了北京二手房市场的30%–40%，这类购房者和这一类型的房子，显然说明了投资客尚未真正入场，90%–95%的消费者为首次置业及改善型自住购房，“刚性需求集中释放、投资客尚未入场”。

从目前全国房地产的库存量来看，形势仍不容乐观，这也成为目前“小阳春”不和谐的音符。如果考虑到2008年的未完成项目以及2009年的新开工项目，可以认定我国城镇住房目前面临严重的过剩局面，这需要很长的时间去消化。举例来看，上海2009年可售楼盘为165个，共计2,237万平方米。到2009年年底，上海有4,288万平方米库存商品房待消化，按照2008年月均130万平方米的消化速度，上海一个城市的库存量消化就需要33个月。已建成库存小意味着房价难以大跌，潜在库存大意味着房价难以大涨。

中国房地产市场中短期仍处于动荡调整的状态，任何政策因素影响都可能产生短期内的交易量和交易价格的上下浮动，但是这种浮动都不意味着整体市场的长期向好。从长期来看，楼市的真正回暖有赖于两个主要根本推动力：中国实体经济的整体复苏，以及房价的合理回归。楼市真正的坚挺需求仍然在于刚性购买，如果宏观经济整体情况持续低靡，居民收入预期降低或不确定性增加，将影响刚性需求群体的商品房住宅购买能力和情绪，最终导致从根本上削弱房地产住宅产品的整体需求，无法支撑长期的回暖。因此中国房地产行业实现整体的繁荣发展依赖于中国整体宏观经济必须得到一定的复苏。此外，合理的房价也是重要的影响因素，如果房价没有降至消费者的实际购买力范围之内，真正意义上的购买力将不会出现。2008年上海房价收入比是12倍，而2003年–2006年时平均房价收入比是9倍，美国房价收入比是5倍，英国是4倍，中国房地产价格与成熟市场相比仍有差距，因此价格调整在中期内仍将继续。

图表四.
针对不同发展阶段市场的竞争策略



2. 未来房地产企业需要大力强化自身的产品竞争力

如何在中国房地产市场本轮调整中存活并壮大自身实力，如何在未来变化的发展趋势中获取持续性的竞争优势，是众多房地产开发企业需要思考的问题。在研判市场周期和行业趋势的基础上，我们为经历调整期阵痛的开发商提供以下建议：

2.1. 短期措施：快速降价，确保现金流安全性，抓住优质资源储备机会

在行业调整阶段，充沛的现金流是众多开发商的生命线，各家企业应依据自身特点和定位，通过削价快速销售、拓展融资渠道等多种方式尽快保证现金流的安全性。在此基础上，拥有充沛现金流的开发商应抓住未来三年内低价拿地和兼并收购的机会，为下一轮周期储备充分的优质资源。

经本轮行业调整洗礼之后，为更好地保障现金流安全、实现资源储备，开发商应当加强对市场周期的判断，对处于不同发展阶段的区域市场，采取针对性的竞争策略，实行有效的波段操作。[\[图表四\]](#)

2.2. 长期措施：构建精细化管理体系，实现可持续发展

在目前的国内房地产市场，保障性住房体系的推进尤其是经济适用房数量的增加可能会分流一部分中低收入消费者对低档商品房的需求，从而给以开发中低档普通商品房为主的房地产商带来冲击。北京首开股份有限公司总经理王少武认为：“北京、上海等城市加大保障性住房的投入力度的做法，在短期内可能对中低档商品房市场产生强大的冲击……由于政策等的不确定性因素，长期的影响尚不明朗。”除此之外，随着房地产市场的进一步规范以及梯级化住房消费结构的形成，所有的房地产商都将面临更大的挑战。未来房地产企业之间的竞争将从过去的资源竞争（包括土地获取、融资能力和开发管控水平）逐渐过渡到产品的竞争。这个观点与我们采访的资深业内人士的观点不谋而合。金地集团产品研发部总经理王强告诉笔者：“经历十多年的市场化进程，中国房地产行业逐渐摆脱原有依靠资源竞争的模式，如何在产品形态和产品服务方面进行差异化将是未来房地产企业发展的重点之一。”[\[图表五\]](#)

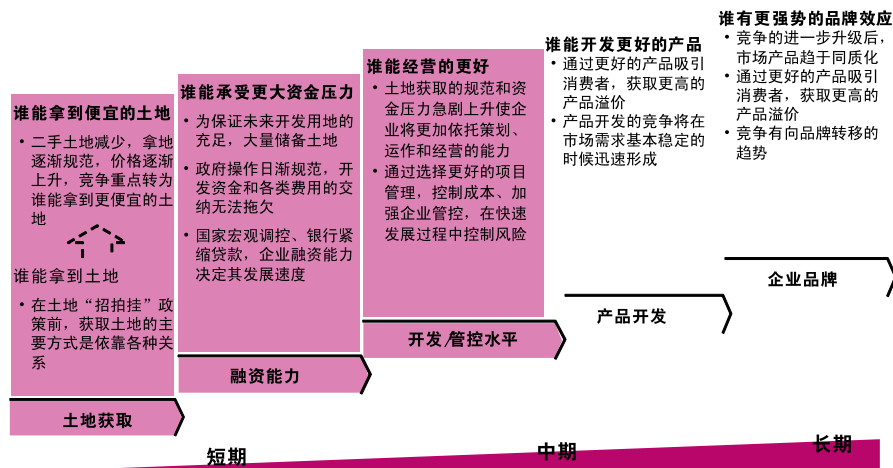
当房地产行业进入产品竞争的时代，房地产商需要尽可能缩短项目的投资时间，同时通过有针对性的优质产品获取更高的溢价。单个项目要同时达到这两个目标已是颇有难度；而更具挑战性的是多个项目同时运作带来的管理复杂度的问题。例如万科、金地这样的全国性房地产开发企业通常有50—90个项目同时运作，并且这些项目分布在全国各地，如何同时做到缩短开发周期、实现产品溢价，其难度可想而知。

因此产品标准化将扮演非常重要的角色，成为未来房地产行业的发展方向。这里我们所说的产品标准化并不是指开发一种标准的产品，而是指通过制定产品的标准体系帮助开发商克服在规模及区域扩张过程中出现的管理复杂性。产品标准化可以为房地产企业带来诸多好处：

- 从成本控制的角度出发，标准化产品库的建立，可以帮助房地产商快速精确地计算成

图表五.

房地产市场发展不同阶段对企业的年龄要求



本，利于项目整体成本的控制；

- 从产品质量的角度出发，产品标准化可以帮助房地产商确定成熟的设计方案，减少施工误差的几率，提升质量；
- 从开发周期的角度出发，标准化产品库可以大大缩短项目设计周期，成熟的设计施工可以进一步降低建设周期，减少对资金的占用，提高财务回报；
- 从产品溢价的角出发，产品标准化使得产品的定位更加精准，设计更有针对性，房地产商的溢价能力提升，收入也随之提高。

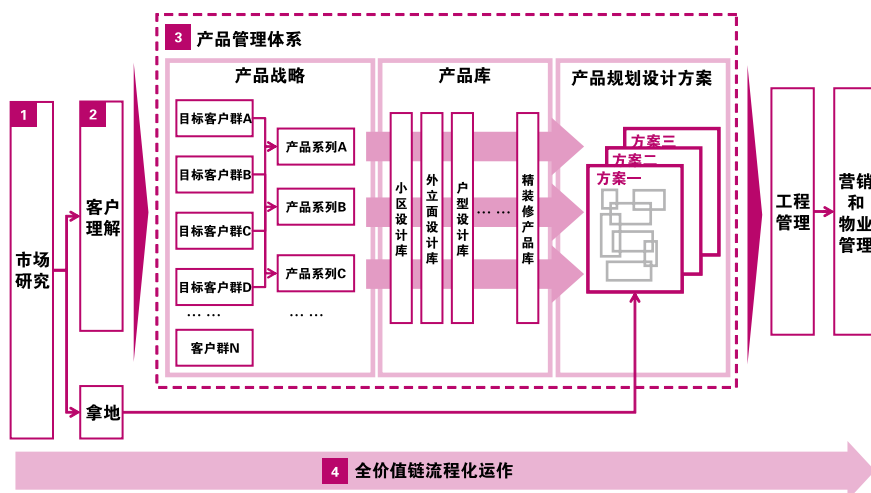
大型房地产企业首先要确立针对目标客户的产品标准体系，包含三个主要步骤：

- 一、消费者研究：深入研究消费者的购房行为，通过家庭形态、承受能力和价值诉求三个重要维度进行科学的客户细分，加强开发商对客户认知，并从中锁定目标客户群；
- 二、产品库建立：根据细分客户的特色需求，建立完整的标准化产品库；同时需要跟踪研究客户需求的变化，不断更新并完善产品库，保持产品在市场上的持续竞争力；
- 三、产品库使用：对于不同的项目，开发商在产品库中输入客户对产品的特性需求，就可以得到几套备选的产品规划设计方案，接着由设计师从中挑选最佳方案并进行微调即可。

仅有产品标准化还不能完全解决企业规模扩大带来的管理复杂度的问题，因此有必要以产品标准化为核心，建立起全价值链的精细化管理体系。该体系需要覆盖从市场研究、客户理解、产品开发和管、到工程管理以及营销和物业管理等各个价值环节，帮助企业在多项目高复杂度的情况下，提升产品设计、营销策略等环节的效率，缩短建设周期并简化管理复杂度，同时还能提高产品品质。**[图表六]**

图表六.

以产品管理为核心，建立全价值链的精细化管理体系



3. 中国商业地产市场分析

3.1 商业地产的市场依然分散，在短期内面临景气下降

从历史数据来看，虽然商业地产市场在过去几年没有像住宅地产市场如此火爆，但商业地产的销售收入也一直保持每年32%的稳定增长。同时由于政府对住宅和商业地产进行区分的调控政策使商业地产与住宅地产存在一定的风险互补。因此，很多住宅开发商纷纷进入商业地产领域，这样可以起到分散风险的作用。

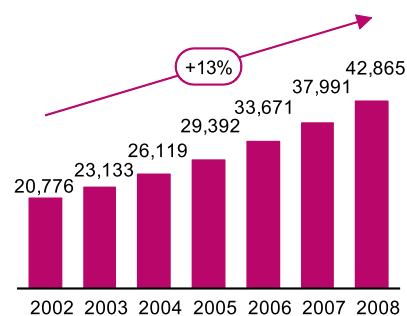
然而，与国内住宅地产领先企业比比皆是的情况不同，国内成功的全国性商业地产企业可谓屈指可数，例如万达、茂业、万通等。商业地产与住宅地产采用的商业模式不同，商业地产多数采用“建造—运营—持有”的商业模式，其主要价值回报来自于租金和土地增值。租金和土地增值有赖于强大的运营能力和充沛的资金实力。当然，不同的商业地产类型对于企业的的能力要求也有差别。接下来，我们将分别对零售商业、写字楼和酒店这三种最主要的商业地产类型进行析。

● 零售商业

2002—2008年，国民收入的提高带动了国内零售业的蓬勃发展，中国社会消费品零售总额以15%的年复合增长率持续上升，带动了零售物业的持续稳定增长，与此同时，全国的零售物业面积总量也达到13%的增长率，零售物业的投资有了近7年的持续的繁荣。[图表七]

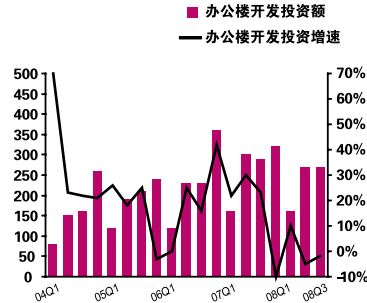
但是2008年爆发的全球金融动荡，已经对中国零售业产生了负面的影响。中华全国商业信息

图表七.

全国零售物业面积总量
(单位：万平方米)

图表九.

写字楼开发投资额及增速
(单位: 亿元)



图表八.

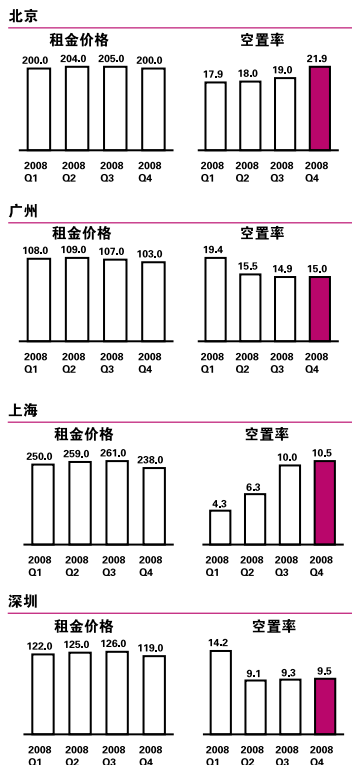
全国百家重点大型零售企业在2009年1-2月的零售额同比增长

| 2009年1月和2月零售额 | 同比增速 | 去年同期增长速度 | 增速下降百分点 |
|------------------|--------|----------|---------|
| 食品 | 6.6% | 45.1% | -38.5% |
| 家用电器类 | -0.23% | 21.7% | -21.9% |
| 服装类 | 9.5% | 20.4% | -11.9% |
| 化妆品类 | 15.8% | 24.8% | -9% |
| 金银珠宝类、日用品类、纺织品类等 | 7%-13% | 15-25% | -10% |

中心监控的全国百家重点大型零售企业在2009年1-2月的零售额同比增长仅9.5%，增速下降16.2个百分点。[\[图表八\]](#)

图表十.

主要城市写字楼物业的空置率和租金价格
(单位: 元/每月每平方米)



与之对应的，零售物业市场的下行，已经在2008年底开始明晰。在上海市场，2008年第四季度优质零售物业租金环比下降2.7%，预计空置率在2009年底将升高至14%。在北京市场：2008年第四季度优质零售物业租金环比下降5.1%，空置率上升至7.2%。在二线城市，以大连和沈阳为例，空置率分别高达20.5%和15.6%。

但是，无论是在经济景气期，还是在经济下行期，招商运营能力是零售物业开发商最需要获取的能力。例如，全国性领先商业地产商万达与国际知名公司和连锁企业的紧密合作（如沃尔玛、百盛、百安居），在租金上作出了很大的让利甚至牺牲，但通过沃尔玛等巨头的品牌影响力和良好经营，万达在获取有限租金的同时，获得了项目的号召力、商业价值，控制了投资开发风险，从而最大限度地获得了高额的资产升值。从万达的经验来看，其“订单商业地产”模式的优势在于：第一，零售商参与意见使选址和规划设计更加市场化；第二，借助品牌零售商的入驻提高物业品质；第三，与具有影响力的零售商合作，有利于土地资源的获取与增值；第四，开发前期就确保物业的租金水平和出租率，保证了经营业绩。

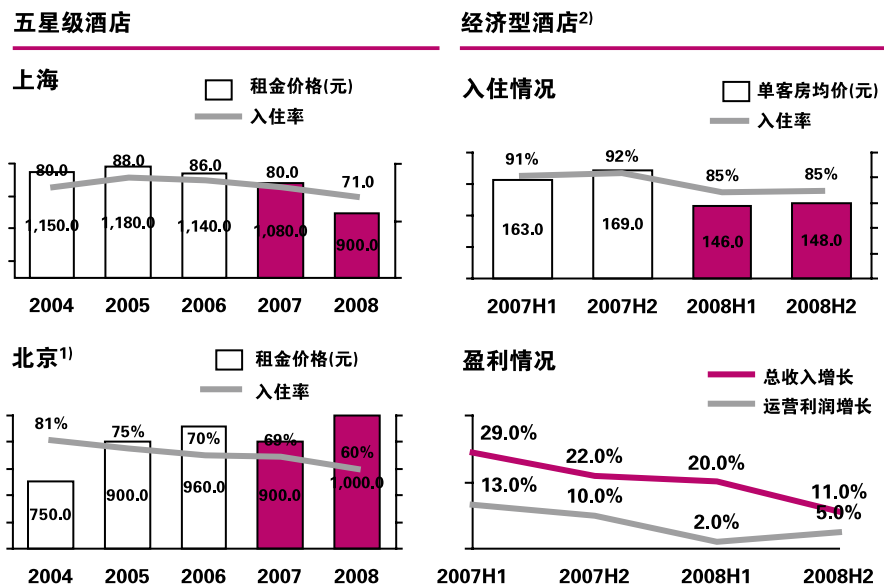
● **写字楼**

过去5年间，国内写字楼市场在金融、专业服务等相关行业发展的带动下获得了高速稳定的发展。特别是过去两年由于房地产市场持续过热，房地产开发企业和投资机构都对写字楼进行大量投资，导致写字楼物业的供应量短期内还将持续增长，但目前新开发投资额已经开始回落，如下图所示。[\[图表九\]](#)

主要城市写字楼的市场，从2008年下半年开始，出现了从2004年来第一次大的逆转：租金下滑，空置率上升。北京和上海比较严重。[\[图表十\]](#)

图表十一.

2007-2008年五星酒店和经济型酒店的入住情况



1) 北京2008年租金价格升高受奥运会影响; 2) 经济型酒店以如家为主要数据来源

进入2009年, 下降趋势进一步增强。2009年一季度上海甲级写字楼市场延续去年四季度的下降态势, 新增需求同比大幅减少, 租金则继续下跌。同时, 一季度上海总体写字楼空置率创2005年以来新高, 达12.3%。与此同时, 新增吸纳量不足3500平方米。新增需求几乎停止增长, 直接带来浦东办公楼空置率高达16.5%。虽然春节后成交趋于活跃, 但客户大多来自续约或对办公楼的降级租赁。

- 酒店

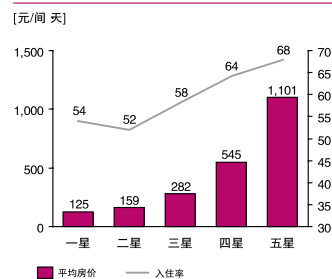
在经济危机到来之前, 商务差旅和游客推动了中国酒店数量的良好增长态势。各类型的酒店层出不穷, 其中经济型酒店和高端四五星级酒店的增长尤其引人注目。然而, 经济危机的来袭无疑给酒店的收入造成严重打击。在所有商业物业类型中, 酒店物业对经济低迷最为敏感而且冲击造成的影响也是立竿见影。商务差旅和游客人数的骤然下降, 使很多酒店陷入了门可罗雀的境地。除北京2008年在奥运会带动下租金有所上升外, 2007-2008年高星级和经济型酒店的租金和入住率均呈持续下降趋势, 预计2009年入住情况仍在低端运行。[图表十一]

此外, 酒店也出现了两级分化的情况。一方面, 五星级和四星级酒店持续增长, 另一方面经济型酒店迅速扩张。三星级或以下酒店在失去市场份额, 逐渐边缘化。高星级酒店的收益水平明显优于三星级以下的酒店; 而经济型酒店的入住率高于低星级酒店。[图表十二]

图表十二.

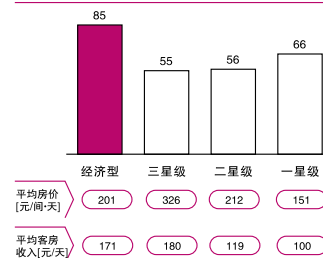
不同星级酒店收益水平比较

北京和上海星级酒店平均房价和入住率¹⁾比较(2008)



1) 平均房价数据和入住率数据取北京和上海两地数据取平均

上海经济型酒店和低星级酒店入住率比较(2007)¹⁾



酒店业的回暖，依赖旅游、金融和专业服务业等重点行业的景气回升，其周期一般滞后经济周期1-2年，预计最早2011年之后才有可能。

3.2. 房地产金融将为中国的房地产市场注入新的活力

商业地产由于其较长的回报期往往导致商业地产企业资金缺口不断扩大，而房地产金融的运作模式能极大程度上缓解资金压力。目前，我们欣喜地看到随着中国金融政策的进一步放开，房地产金融工具有望为中国的房地产市场注入新的活力，并促进房地产市场的长期健康发展。

从金融政策来看，随着中国产业投资基金法律法规的进一步完善，以及政府开始鼓励发展房地产信托，房地产金融产品将不断走向成熟。而近期国务院正式公布开展房地产信托投资基金的试点，也为REITs的发展奠定了基础。据悉，作为建设上海国际金融中心的重要组成部分，上海30亿至50亿元规模的REITs试点计划将在今年下半年推出。另一方面，随着保险政策的进一步放开，保险资金获得了进入不动产领域的机会。2009年1月，保险法允许保险资金投入不动产，因此为保险资金提供了框架性的不动产投资渠道。虽然具体细则将于2009年10月正式实施，但未来我们相信，保险资金将可以通过直接投资和间接投资方式投入商业地产市场。保险资金的介入对于商业地产市场的意义非同寻常，若按8%的投资上限来计算，3万亿元的保险资金即有2400亿元可以投资房地产，这将极大地缓解地产行业的资金缺乏。而商业地产，从资金的安全性和回报率考量，也是保险资金投资的首选。商业地产能为保险资金提供了一个优化其投资结构的渠道，实现长期稳定的较高收益，同时也提供了长期资产与长期负债的匹配。因此，保险资金可以投资房地产对保险行业和房地产行业来说可以实现双赢。

当然，在发展房地产金融的同时，我们也应该吸取美国次贷危机的经验。虽然，此次次贷危机主要是由于住宅市场，而非商业地产引发的，但其金融监管不力和资产证券化过度给我们的启示作用还是很大的。我们国家在资产证券化方面才刚刚起步，在商业地产金融大力发展的同时也要注意防范投资不利带来的巨大风险。

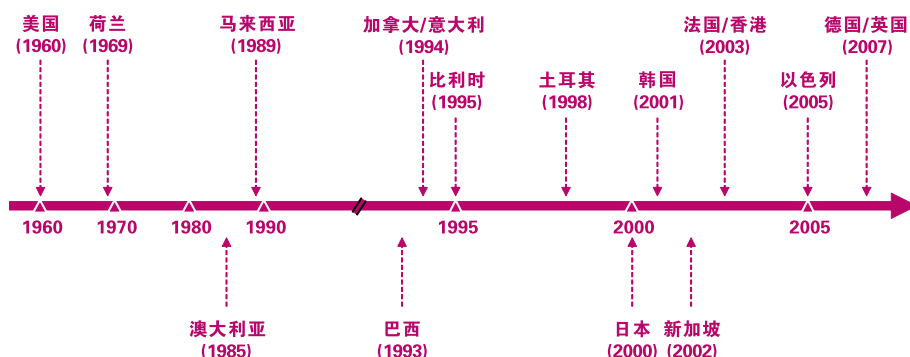
目前地产金融除了传统的贷款和债券方式外，主要存在地产基金，信托计划以及REITs三种金融工具。其中，在中国，REITs是具有良好发展前景的创新产品，私募信托发展得最为成熟。地产基金收益率最高，而REITs具有最好的流动性。

近年来，各类房地产基金在中国非常活跃，其中成熟物业收购和共同开发是房地产基金的主要运作模式。然而，目前，中国的地产基金主要是海外地产基金，国内地产基金起步晚，投资和管理能力较弱。未来，随着法律法规的完善和国内地产基金经验的丰富，地产基金的地位将与日俱增。

地产信托分为债权型和股权型，近年来随着监管的变化，地产信托逐渐从债权型向股权型转化。目前，地产私募信托涉足房地产价值链的多个环节，在开发建设环节积累了丰富的融资和投资经验，但在物业持有环节上能力较弱。虽然私募信托面临流动性较差和物业运营管理能力不足的问题，信托凭借其安全性、灵活性和项目融资能力，是目前国内较为成熟的地产投资工具。

REITs是一种公募型地产投资信托基金，主要通过收购成熟商业地产并出租，以租金收入回报投资者。对投资者而言，REITs的魅力在于其较强的流动性、广泛的融资范围和优良的风险收益结构。REITs起源于美国，近年来受到越来越多世界各地市场的欢迎。[图表十三]

图表十三.
REITs传遍世界各地



作为中国房地产金融产品的新生力量，REITs将很大程度上促进未来商业地产的健康稳定发展。对房地产商而言，REITs将有助于拓宽中国房地产企业的融资渠道，对于房地产企业尤其是那些陷入资金缺乏困境的房地产企业而言无疑增添了生的希望。目前，房地产商主要依赖银行贷款或者上市进行融资，而在全球经济危机的大背景下，银行收紧银根、股市萎靡不振，房地产商融资显得非常困难。REITs适时的推出无疑为房地产商雪中送炭，使得房地产商的融资手段更加多元化。对于投资者而言，REITs是一种新的投资工具。一方面，它使得中小投资者投资商业地产成为可能，能够分享商业地产所产生的租金和资产增值的收益；另一方面，它为房地产机构投资者创造了一个新的具有高流动性的交易市场，能够灵活地投资和退出，打消了投资者投资商业地产的很多顾虑。

虽然REITs在中国还处于摸索阶段，尚未有成熟的REITs产品。而事实上，REITs对于中国大陆房产开发商而言并不陌生。自从2005年越秀REITs在港交所上市以来，陆续有开发商持内地物业在中国香港、新加坡发行REITs，如深圳国际信托投资有限公司借助战略合作伙伴嘉德置地于2006年在新加坡发行 CRCT（凯德中国商业信托投资基金），德意志银行旗下的RREEF（睿富中国商业地产信托投资基金）2007年登陆港交所。中国REITs市场发展仍面临较多法律障碍，但随着“国九条”的出台，REITs有望在年内发行。

我们相信，随着经济危机进一步向实体经济渗透，中国的商业地产在面临考验的同时也将获得地产金融大发展的新一轮机遇。随着中国金融改革的不断深化和完善，地产金融工具也将进一步为商业地产未来的发展注入新的活力。当然，任何机遇的背后都存在着风险，这要求我们加强金融监管，并以谨慎和稳健的步伐进入地产金融的发展。

Roland Berger

Strategy Consultants

罗兰·贝格国际管理咨询公司

北京 中国 北京东三环北路霞光里18号佳程广场A座20层D/E 100027 电话: +86-10-8440.0088

上海 中国 上海南京西路1515号嘉里中心23楼 200040 电话: +86-21-5298.6677

香港 中国 香港中环康乐广场8号交易广场8楼 电话: +852-2297.2870

台湾 中国 110台北市信义路5段7号台北101大楼37楼 电话: +886-2875.82835

网址 www.rolandberger.com.cn