

限外地产新政:休止符还是抄底机遇?

温和的限制政策和国内开发商事关生死的资金渴求,哪种力量更能影响外资

□本报记者 范军利 上海报道

7月17日,上海恒隆广场4008室,美国地产投资机构扬基基金进行了一场为时3小时的讨论。这种长时间的例会,在该基金并不多见。

当日,一份“建住房(2006)171号”号文件在各大外资地产投资商中传开。而6月底以来,扬基基金上海代表顾弘已多次接到总部投资委员会的询问。

“投资者非常敏感,经常来电要求解释限外政策进程、影响、征询对策。”顾弘说。

对于政府规范地产业的用意,顾弘表示理解,但一些投资项目因此而搁置,也确实令他挂心。

“2005年我们业务进展非常顺利,有3、4个项目谈到今年,已到签约阶段。现在全部被暂缓。”顾弘说,在他们语意中,暂缓即意味着“终止”。半路夭折的三个项目中,一个在上海,两个在外地。最大的一个涉及资金上亿美元,耗时一年多,仅律师费就花掉200万美元。另外两个规模也都在5000万美元以上。

2006年,一路狂飙的外商投资中国地产进行曲遭遇休止符。7月24日,上述由建设部、商务部、国家发改委等6部委联合签发的《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》正式发布。文件全文4部分,共14条,分别从市场准入、开发经营、境外机构和个人购买房产3方面对外商投资房地产进行规范。

政策的背景在于,2005年的系列房地产调控措施之后,国内银行对开发商的金融支持骤然紧缩,外资则趁势进军中国房地产业。2005年2月,继斥资5亿拿下上海“锦麟天地雅苑”后,摩根斯坦利再出手,两亿美元接盘“烂尾”数年的上海世界贸易大厦;6月,又以8.46亿港元收购上海世界广场。

来自官方统计显示,2005年境外机构购买中国建筑物资金达34亿美元,与外资合作项目2119项,合同金额达194亿美元。

记者采访获悉,目前众多外资基金尚未对新的限制政策作出反应,但在他们面前,因宏观调控而面临生死大变的国内开发商,正表现出前所未有的资金渴求。

麦格理的2005年

2006年7月17日,麦格理地产基金前首席投资执行官姚尚向记者坦言,2005年是麦格理在中国最活跃的时期。“当时宏观政策很紧,但我们对中国的投资策略一点也没有改变,只是我们在具体的项目操作上可能稍微灵活了一点,我们知道如何适应政策去做自己的事。”

这一年,中国出台了一系列规范房地产行业的政策法规,土地严控、金融关闭使本土开发商难以维系。而来自麦格理网站的信息显示,麦格理及其附属机构上年(截止至2005年9月30日)在中国购买了将近50亿美元的商业房地产。

“我们前十年基本全是侧重于开发,从去年开始才开始投资。9个月时间,我们就投资了5亿美元的物业,收购了9处购物中心,1个办公楼,1个酒店式公寓。”7月19日,麦格理物业中国区总裁理查德·戴维(Richard A David)告诉记者,从1996年到现在,麦格理在中国共完成7个项目,开发了5000套房子。

其中,近一半项目完成于2005年一年间。2005年1月,麦格理斥资9800万美元收购上海新天地附近的在建甲级办公楼“新茂大厦”95%的股权;7月,麦格理协同其他海外基金以38亿元收购了杭州等9个城市的9处购物中心;9月8日,麦格理出资4亿元收购位于上海西南路总建筑面积约1.65万平方米的“城市酒店公寓”。

如此的并购力度是12年前初入中国市场的麦格理所无法想象的。那时,麦格理作为一家投行从事的却是地产开发业务。

“1994年的中国房地产市场,还有内、外销商品房的区别,而天津是当时唯一允许外商投资普通商品住宅的试点城市,所以我们把当时的总部设在天津。”理查德·戴维说。起初,麦格理还坚持他们在海外一贯的运作模式,想通过投资入股,为合作方提供资本市场的投融资服务。然而,一个偶然机会使



外资基金尚未对新的限制政策作出反应,但在他们面前,因宏观调控而面临生死大变的国内开发商,正表现出前所未有的资金渴求 资料图

麦格理转变为开发商,直接介入到项目开发管理中,并由此切入中国中高端住宅市场。

这是个被圈里熟知的例子。“1993年,希望来中国开展投行业务的麦格理,得到天津市政府的支持,以非常低廉的价格得到天津一块土地的开发权。麦格理原本希望找到本土开发商,投资成立合资公司。但是,一晃2年过去了,麦格理发现在当时的中国根本无法找到自己能够信赖和满意的开发商。放弃这么好的机会吗?麦格理只有自己上马了。”

此后9年,麦格理在中国默默无闻。据理查德·戴维回忆,其间适逢东南亚金融危机,“我们难以从国外融集到资金,但同时,我们已经在天津签好协议要开发一个2000多套单元的住宅项目,许诺一定要买下一块很大的地。那是最艰难的时候。”

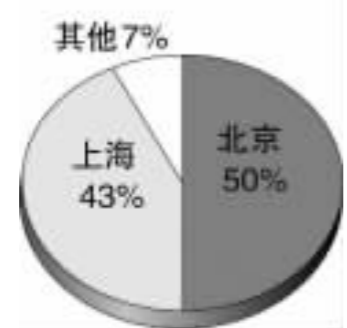
这一时期,一些外资离开了中国房地产行业。麦格理坚持下来。2002年,中国政府取消内外销房区别的政策直接刺激了伺机已久的国外资本。

根据国家外汇管理局规定,境外机构和个人购买境内房产并无限制,非居民出售其境内房产后,所得人民币可购汇汇出,其税收待遇等同于境内投资者。

此时的麦格理中国总部已经从天津迁至上海,并逐步从项目开发中逐渐隐退。也是在这一年,麦格理银行和施罗德亚洲物业集团合资成立第一中国房地产发展集团,双方各占50%的股份,投入38亿美元的物业基金用于中国投资业务。此后,麦格理开始回归其最初的投资银行本职。

“我们直到2005年才开始做大的收购,以前不做的原因是政策

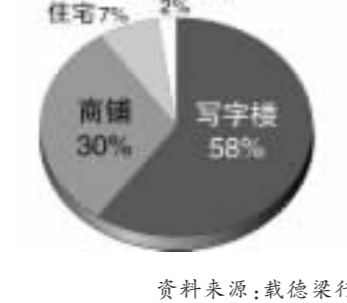
外资投资地区



外资资金来源



外资投资物业类型



资料来源:戴德梁行

或各种原因不能够做。直到2005年1月,各方面都成熟了,我们收购的新茂大厦成为外资在国内做的一笔地产单子。”理查德·戴维说,在宏观政策最不好的2005年,麦格理取得了重大突破。逆市恒强使这位从业24年的职业经理人收获了最大的成就感。

理查德·戴维将麦格理在中国发展归结为“有很好的员工”。他说,“从土地开发到最后销售,中间有100多个章需要敲,这不是老外都能学会的。这是麦格理最大的资本。”

扬基基金的盈利模式

“谈判的最后一天,开发商给我们下了最后通牒。”7月18日,扬基基金上海代表顾弘向记者回忆,一年前收购第一栋物业——远洋新干线D座酒店式公寓项目的谈判。其时,扬基基金与开发商进行了一个月的拉锯战,连续数日谈至深夜。

后来,开发商终于决定放弃谈判,“他们准备自己来卖楼,已经正式对外销售了。”顾弘说,当时开发商宣布第二天将自行召开售楼发布会,同时,关于该楼盘的所有销售广告也已沿路张贴,媒体宣传活动全部约好。当日凌晨,谈判出现转机,上述一切顺势变成双方签约发布会。扬基基金以3000万美金价格收购了这个位于北京东三环的物业项目。

这次谈判中,扬基基金共雇请北京、上海2家律师事务所,4.5个律师团队,另有国际大股东派驻的投资团队及扬基基金内部人员6.7人组成的谈判团队。一个月中,共进行了十几次谈判。

在限制外资政策出台之前,国内舆论对地产外资的一个重要担忧在于人民币升值预期背景下的短线炒作,认为游资一旦撤离对整个地产金融将产生风险。

顾弘承认,外资收购项目之前,即会设计清晰的退出策略。收购远洋新干线时,扬基基金就退出方案曾列出三项选择。“一般我们都是通过出售股权、资产证券化或REITs(房地产信托基金)方式退出。”

但顾弘同时表示:“我们持有物业肯定是长期的,在5年以上。”扬基基金是由美国柯罗尼资本集团(Colony Capital, LLC)与上海实业于2004年5月共同发起成立的房产基金。其股权合伙方还包括亚洲开发银行、国际金融公司及CHINA TRUST。柯罗尼资本集团是专注于清地产业相关资产和公司运营的私有国际投资公司,总部位于洛杉矶。1991年以来,柯罗尼已将150多亿美元投资于全球8000多项资产,并成功建立5个基金。

据顾弘介绍,扬基基金一般会在谈判前由投资委员会对项目进行严格审核,并聘请世界酒店式公寓经营巨头OAKWOOD公司的管理团队先期进驻调研。

“如果他们对项目没有信心,我们是不买的。他们会衡量自身是否有能力来经营该物业,并给我们提交一些财务报告,说明如果他来经营,将达到百分之多少的收益,我们据此作出判断并计算自己的收益率。”

之后,由律师事务所对该项目进行法律尽职调查,由会计师事务所

所审核项目的财务结构、税收结构,谈判小组对项目开发未来的运作、后期管理的法律风险进行研究,同时与相关金融机构作融资安排。最终,设计好未来产品结构及退出模式。

扬基基金投资地产的一般方式为,收购完成后,对物业进行改造,然后经营团队进驻,提升物业价值,将现金流做到一定水平后,转手于类似养老金这样的大家金。

“我们相当于承担了地产投资的前期风险。一般来讲收益率在15%以上。养老金通常不会直接投资物业,他们间接通过机构进行投资,或者买一些REITs产品,收益率在8%左右。”顾弘说。

“在国内,扬基基金以收购物业为主,在国外则已收购股权为主。”顾弘表示,相对而言,国内股权收购潜在风险较大,收购资产相对比较干净、稳妥。

“博升值应去日本”

仲量联行亚太区董事陈立民将目前进入中国的外资基金分为两种。一种类似扬基基金这样的先头部队,甘愿冒险,追求高回报。“他们一买一卖间,收益都是要翻倍的。看起来买进时的回报很低,6%左右,但这是迷惑人的。”

陈立民解释,低回报是由于外资收购时物业条件不好,租户档次上不去。当外资收购后,经改装、提升,把物业应有的价值体现出来,会使租金达到10%,最后外资再以高出6、7个点的价格卖出去,“大赚一票。”

另外一种则是养老金、社保基金。他们追求稳定、安全,而非风险。“这类基金目前尚未直接出现在中国地产业,他们内部有自己的团队操作,但更多时候,他们会把资金分给一些专业基金去投资。他们要的回报只有4%至5%。”

简宏洲即是这种专业基金的操盘手。简所任职的OWI国际投资有限公司(后简称OWI)隶属于美国Z&Z集团,总部设于美国休斯敦,是一家向北美、中国大陆及港澳地区企业提供投资及金融咨询服务的专业投资公司。OWI总部资产规模约5亿美元,属于中小型私募基金。它的资金来源即是类似加州退休基金等大型基金分流出来的资金。

简曾就职于京华山一证券公司,相继从事过股票、期货、外汇及投行等金融业务,2003年,因厌倦于“日日盯盘”的枯燥,进入地产金融领域。

这一年,OWI公司上海公司初成立。简宏洲任副副总裁。OWI前身是为大陆企业提供中长期贷款业务,简宏洲进入公司时,公司有一些对大陆高速公路、水电及一些城市建设项目的长期贷款。

2003年起,OWI中国业务渐渐转型,专为境内地产开发商提供融资服务,现在已是圈里有名的地产金融公司。

从2003年起的3年间,简宏洲见识了中国开发商从趾高气昂到低声下气的态度转变。起初,简宏洲的生意相当冷落。他经常为钱花不出去犯难。那时候,OWI只能简单维持长贷业务,或偶尔作些IT等其他领域的投资。

开发商唯一不缺的就是钱。“那时候,有银行争着抢着给他们提供贷款,所以,他们根本不需要搭理我们这些上门求着送钱的。”

2004年,OWI的业务悄然起色。偶尔会有开发商同意约见他们。

2005年,被业内称为中国地产金融元年。这一年,金融资本类外资大举进入中国地产业。中国宏观政策调控将开发商卷入OWI的会客厅。

2006年,OWI生意火爆。“现在经常会有陌生人找上门,向我推荐他们的地产项目,并要我立即表态融资给他。”简宏洲说,近来这样的客户越来越多,他的时间表经常被安排得满满,“前段时间,每天的约谈到半夜11点也不会结束。”

OWI公司通常采取入股方式进入地产项目,收取固定回报。“在项目开发之初,我们会与开发商谈好合同,每年固定收回部分本金,持有10年左右,基本全部收回。此后获取固定收益。”

简认为,外资投资地产并不为博取人民币升值。“要是想赚外汇升值的话,不如去日本做,日币的变动比较大,3个月就可以有10%的升值。”

“生意比以前好谈了”

仲量联行的陈立民很乐于看到中国对地产业的调控。“我们2005年的业绩是2004年的2倍,今年全年的业绩指标也早已完成,相信明年会更好。”陈的信心来自一个数字,2005年全年,外资在上海的商务楼与住宅共成交7个项目。而2006年上半年,已达成7单交易。

国际物业咨询公司戴德梁行7月20日发布的统计数据信息显示,2006年一季度外资中国购房额达45亿美元,超过2005年全年的34亿美元。统计称,外资在中国房地产的投资主要集中在北京和上海,合计占93%。资金来源主要来自美国、新加坡和澳大利亚。投资的物业类型中写字楼占58%,商铺占30%,住宅占5%。

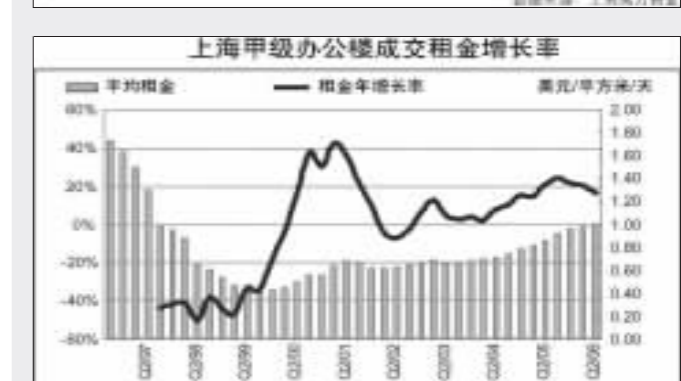
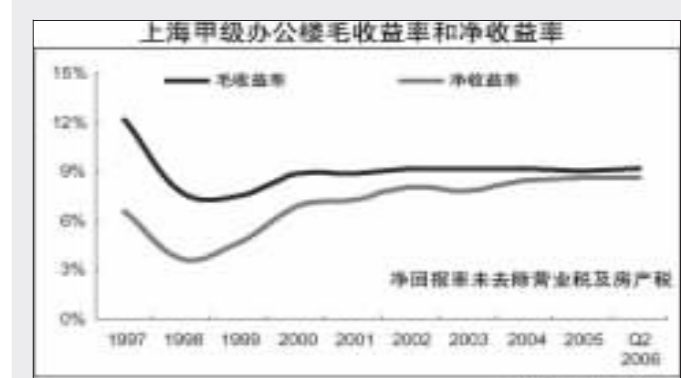
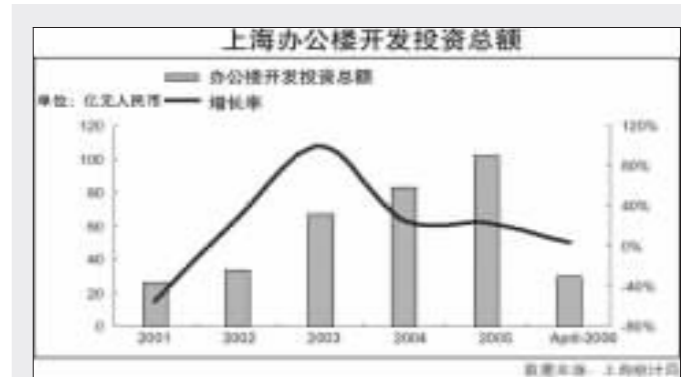
“这次新政的具体细则未出,现在还不好评估其影响。”陈立民表示,历次地产业政策调控都会给外资带来最大的进场机会,但这次新政专门针对与外资本身,是否会成为抄底良机还得进一步观望。

“目前形势下,我们的投资决策可能会有所改变,比如产品范围、区域会有调整。”顾弘说,扬基基金对新政策从法律、市场风险等角度研究后,将公司先前投资京沪为主的方针转向其他城市。

“近期,我们在谈的项目在天津和武汉。另外,我们会从以酒店为主转向以包括酒店、写字楼、办公楼等在内的综合物业。”顾弘说。

7月24日,简宏洲告诉记者,5月份“国六条”出台后,他所接触到的本土开发商普遍反映资金严重缺失。“从去年开始,他们资金链一直很紧,再不输血,很多人一个月内就会被淹死。”

据悉,限外新政主要在审核制度上影响收购类外资利益,对专于交易的融资类投资行业并未波及。“我们现在有望以更少的资金,买到更多的股份。”一位融资类地产基金经理表示,现在的生意明显比以前好谈了。



项目	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
GDP	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
固定资产投资	26.7%	22.7%	20.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
房地产开发投资	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房销售面积	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房销售额	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房空置面积	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房竣工面积	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房开工面积	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房销售均价	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房空置率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房开工率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房竣工率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房销售率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房开工率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房竣工率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%
商品房销售率	10.1%	9.1%	8.3%	7.7%	7.7%	8.3%	7.7%	7.7%	7.7%

仲量联行眼中的地产外资史

仲量联行亚太区董事陈立民1993年大学毕业就进入了地产界,在他看来,92年小平南巡对广东带来的影响,令外资对国内地产展开了第一波攻势。

“当时香港一般公寓60平方米到80平方米,100平方米以上就是豪宅了。均价5万块,4、5百万算是入场费。而广东的房子5、6千块,连零头不到。”

陈立民回忆,当时广东的房地产经营缺乏规范,“镇长划块地给企业,企业画张图,就交给我们去卖。”而当时的房子卖得很“疯”,买主主要是香港人,一来觉得便宜,二来上一代从大陆过来,有归属感。

陈立民用“乱搞”二字来形容外资地产第一波,“官员乱批,开发商乱造,我们跟着乱卖。”香港人乱买,都是“摸着石头过河”。另一个特点是,外资地产第一波里缺少成熟的开发商,上海淮海路的瑞安广场在1996年交付,而开发商瑞安集团此前在香港只是家建筑商。

当时,香港的地产市道很好,大开发商都忙着赚钱,直到1996年香港回归之前,和记黄浦、新恒基等公司才把眼光投向大陆。

陈立民回忆,上世纪90年代末,中国地产开始真正的大变革。标志性的三件事:第一是福利房政策改变,老公房以低廉的价格卖给工薪阶层,大家可以把老公房变现,去买商品房;第二是内外销合并,把外销房价格拉了下来;第三就是购房按揭开始普及。

这一阶段,前期进入的外资成了最大的输家。在上海,内外销一轨,新恒基、恒基、新世界共同开发的上海金白苑项目,房价从2000美元一平方米降到6000元人民币一平方米。

陈立民说,当时外资失利的另一个技术原因是港商习惯建点式房,而内地居民更喜欢板式房。此后直到2003年,上海停止批租商业用地。此前已转向办公楼的外资景气也不好。

2003年的政策机遇

2003年,上海出现两个新政策,第一容积率降低,第二,重新批租商业用地,刺激了外资大举进入。陈立民介绍,这一轮,一些专业水平很高的开发商进来了,比如凯德置地、新恒基、GIC、和记。

尽管其中一些地产商90年代已经来过,但是过去只是蜻蜓点水,2003年却是大批人马扩张。一方面有新的土地供应,另外上海甲级办公楼租金上涨势头强劲,加强了外资对商业地产的信心。

在陈立民的记忆中,早在2002年,外资基金就瞄上了国内地产,但在动手之前,他们观察了两年多的时间。“没事就和我们聊天。也不说自己买还是不买。”

2004年下半年,摩根斯坦利买了上海世博大厦。陈立民听到这个消息,就觉得“世界变了,玩家变了,游戏规则变了,非常大的商机来了!”

果然,2005年宏观调控,大批国内地产被外资基金收购,仲量联行当年业绩是此前2004年的两倍,客户已包括花旗、高盛、摩根斯坦利等国际著名投资机构。

对于此次限制外资政策,陈立民认为大方向上中国不会走回头路。但会限制外资的短期行为。另外在投资主体的规范方面,陈立民认为相关政策的确能限制外资的投机倾向。