



2013 人民币房地产基金年度研究报告

2014 年 3 月 24 日

目录

目录

序言	1
报告摘要	3
一、2013 中国房地产基金行业统计情况	4
二、2013 房地产基金市场行业格局变化	10
三、房地产基金策略多元化	13
四、趋势总结与行业预测	17
作者信息	18

序言

诺承投资已经连续 3 年跟踪国内的房地产基金行业，并发布我们对于房地产基金领域的研究报告。在搜集和积累 2013 年度行业数据，并与房地产基金投资管理机构深入交流的基础上，诺承投资与投中集团共同发布《2013 人民币房地产基金年度研究报告》，与投资界人士和市场交流与分享我们对于房地产基金行业的年度观测。

房地产基金已经成为人民币领域内重要的另类投资资产类别，同时也是向房地产企业提供债权类和股权类资金的重要来源。在经过了大约五年的快速发展期后，中国房地产基金领域已经出现了众多的投资管理机构和投资案例，涌现出了一批具有规模和明确投资策略的基金管理人。但我们观察到，整个行业格局还在处于快速的变动当中，资金来源、投资策略、项目获取、退出收益等影响房地产基金运行的因素仍存在极大的不确定性。中国房地产基金的从业者仍在混沌中探寻规律，在风险中寻找价值，在竞争中确立品牌。

近三年，房地产基金市场规模每年都保持近 100% 的增长，作为统计数据的直观数字确实更容易引起市场的关注和讨论。但我们更应该关注数字（量）背后的格局（质）嬗变。总体而言，2013 年人民币房地产市场仍然处在量变市场，即单纯市场规模的迅速扩大，而根本性的质变，即形成一批有明确价值投资策略的名牌基金团队群体，显然需要较长的耕耘时间。诸多不利制度环境典型如资金募集渠道与退出渠道之不畅通，决定了无可避免的现实骨感。不过，有理想的房地产基金经理人一直在丰满的理想的激励下坚定前行：明天会更好。

诺承投资是大陆首家专注服务于机构投资人、企业集团及富有家族等大型投资人客户的专业财富管理及金融产品顾问机构。专注于中国另类投资市场，对创业投资基金、并购基金、房地产基金、夹层基金、基础建设基金等另类投资在中国的发展有着深刻的认识与深厚的行业经验。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构，致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

序言

本报告分为四部分。第一部分为 2013 年全年房地产基金行业数据统计与分析；第二部分为年度行业格局变化与动向；第三部分为对房地产基金投资策略多元化的研究与分析；第四部分为对 2013 年投资趋势的总结及对未来投资方向的预测。

本报告作者为诺承投资研究总监曹龙，分析师戴必晶，和投中集团分析师李鑫，诺承投资管理合伙人王东亮先生为本报告提供了大量的行业意见和专业指导。本报告的数据搜集、行业分析和话题讨论经过了约五个月的准备和时间，由诺承投资和投中集团合作完成。三位执笔人皆为清华大学校友。

关于投中集团的行业资讯及研究成果，请登录投资中国网：

<http://www.chinaventure.com.cn/>

关于诺承投资的行业报告和专业服务内容，请登录诺承投资网站：

<http://www.promiseadvisors.com/>

王东亮

诺承投资 管理合伙人

2014 年 3 月 24 日

陈颀

投中集团 创始人兼董事长

2014 年 3 月 24 日

报告摘要

2013 年中国房地产基金行业向纵深发展：行业规模进一步扩大，投资管理机构更为成熟和专业化，投资策略更为多元化。全年完成基金募集规模 1381.1 亿，较 2012 年增长近一倍。相对而言，中国的房地产基金行业还是呈现出机会型策略——住宅地产主题——股债结合投资方式的整体行业格局。内资 GP 与房地产开发商关联 GP 占市场机构格局的 3/4，住宅与综合体占行业规模的约 3/4，债权与股债结合投资方式占市场规模 2/3，机会型策略占市场规模近 90%。制度套利和资本市场套利双重环境的存在，仍给整个市场带来极大的利益诱惑和风险因素。

在 2013 年，房地产政策调整、大资管格局、城镇化战略，给房地产基金行业带来了根本性的格局改观。一方面，地产行业现金流短缺，融资成本上升，房地产基金市场空间更大；大资管带来了更多资金池与金融通道，资金来源更为丰富，可利用金融工具更为充足；随着城镇化的步伐，地产投资向二、三线城市扩张，投资领域更为广阔。养老地产、文化地产、物流地产等主题地产投资也开始在市场上频频亮相。另一方面，内部和外部市场竞争更加激烈，更多类型的资产管理机构进入市场，房地产基金感受到其他业态的外部压力；行业分化渐趋明显，投资策略、投资方式日趋专业化，房地产基金行业内部竞争格局成型，品牌机构行业知名度上升，而不成功机构亦开始退出市场；伴随着房地产市场投资成本和现金流紧绷带来的压力，地产行业的系统性风险进一步上升。整体而言，2013 年房地产基金行业在 2012 年基础上实现了量和质的发展，但同时也伴随着风险的积累和行业的分化。

我们关注到，房地产基金日益作为一种独立的另类投资资产类别存在于市场中。房地产基金与 PE 基金在实物资产现金流方面，及地产开发周期方面的区别使得这两类另类投资基金具有相似的表象，但却是不同的投资逻辑和投资策略。在房地产基金内部，核心型、增值型、机会型投资策略也存在着完全不同的执行效果。我们发现，在中国，新兴的房地产基金管理机构在投资策略方面，已经开始产生多元化格局分化，及专业化投资策略成型。

在多元化的资产管理行业开局之年展望未来，房地产基金即将成为另类资产配置的重要资产类别。房地产基金具有明显的长期投资属性、资产增值特点、较高风险收益特征，对于丰富机构投资人和高净值个人的投资组合具有实质性意义。同时，房地产基金管理人的逐渐成熟，以及不同管理人投资策略的分野和专业化，为建构一个多元化的房地产基金投资组合提供了坚实的基础。

一、2013 中国房地产基金行业统计情况

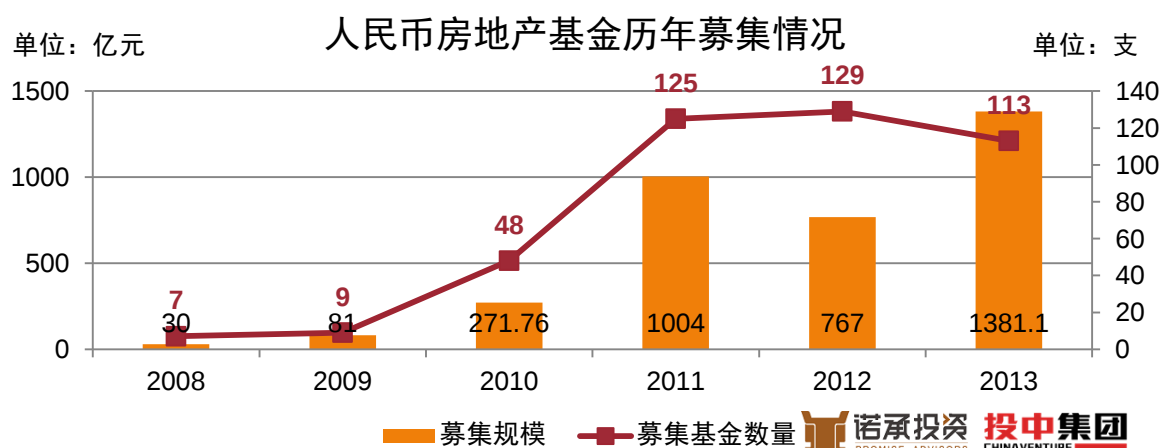
一、2013 中国房地产基金行业统计情况

诺承投资和投中集团在 2012 年的房地产基金全行业调查基础之上，2013 年再次对房地产基金行业数据进行了更新。

2013 年中国房地产基金行业向纵深发展：行业规模进一步扩大，投资管理机构更为成熟和专业化，投资策略更为多元化。但制度套利和资本市场套利双重环境的存在，仍给整个市场带来极大的诱惑和风险因素。

根据统计，截至 2013 年 12 月底，人民币房地产基金市场拥有 206 家专业的基金管理机构，437 支房地产私募基金，总管理资金规模超过 4000 亿元人民币。2013 全年共新增 24 家房地产基金管理机构，新成立 113 支房地产基金。

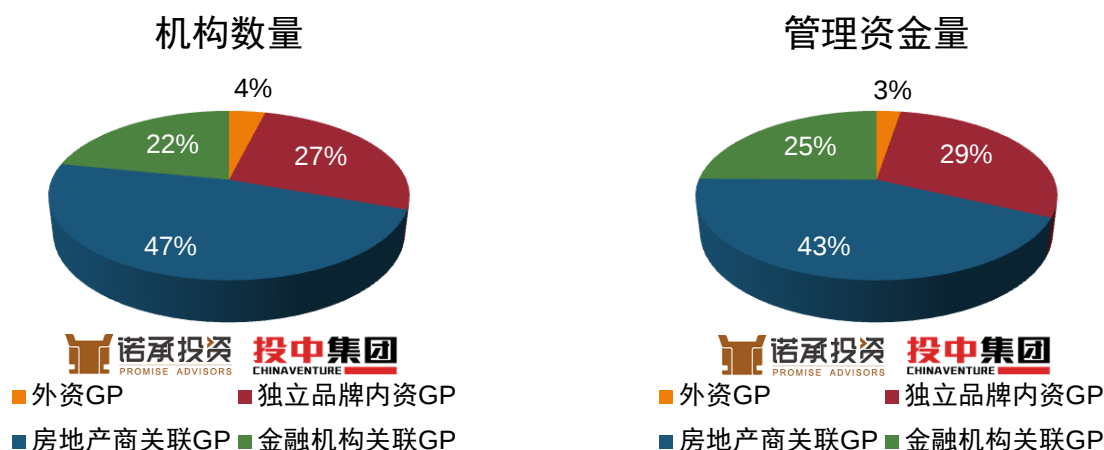
人民币房地产基金自 2008 年开始较多出现。但在 2010 年之前，国内人民币房地产基金仅有 20 多支基金，100 亿左右的市场规模。2010 年房地产基金开始蓬勃发展，当年新募基金数量 48 支，募集规模 271.76 亿元。2011 年更是房地产基金井喷的一年，新募基金数 125 支，总募集规模 1004 亿元。2012 年人民币房地产基金进入市场调整，全年共新募集基金 129 支，总募集规模 767 亿元。2013 年全年，共募集新基金 113 支，总募集规模超过 1300 亿元。（注：2013 年数据中包括多个名义募集数据，并非实际募集规模）



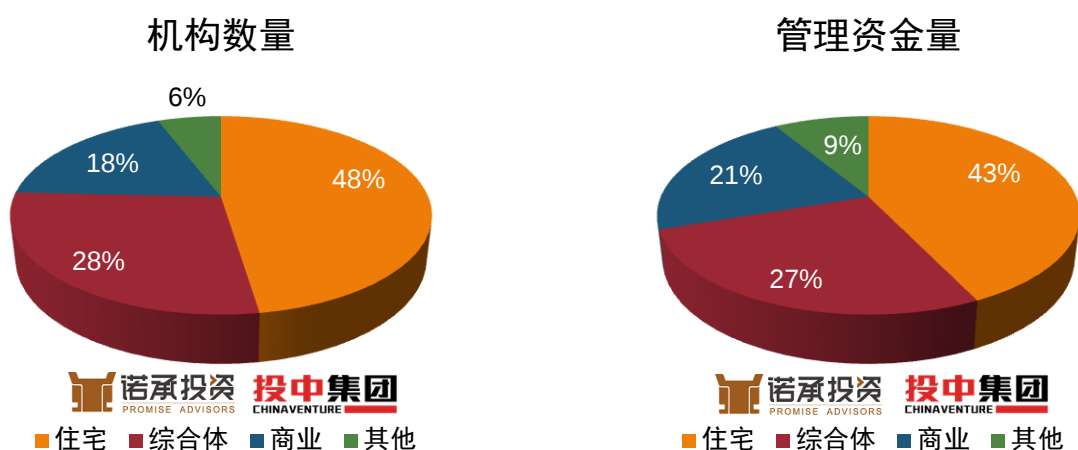
目前国内人民币房地产基金的管理机构中，独立品牌内资 GP 和房地产商关联 GP 占绝大部分，二者合计占市场 GP 数量的 3/4，及管理资金量的 72%；金融机构关联 GP 占市场 GP 数量的 22%，管理资金量的 25%；外资 GP 以美元基金为主，

一、2013 中国房地产基金行业统计情况

但还是有少量外资或合资机构如铁狮门、普凯、凯龙瑞等募集了人民币基金，机构数量占整个市场份额的 4%，管理资金量占整个市场的 3%。



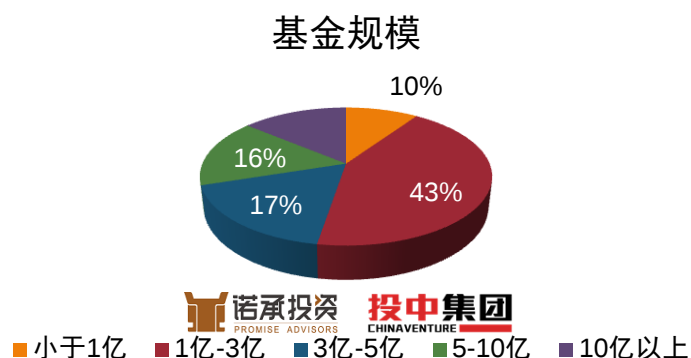
有 48%的房地产基金管理机构及 43%的管理资金量关注于住宅地产；综合性的住宅-商业综合体投资主题也正日益成为人民币地产基金的策略选择，有 28%的机构和 27%的管理资金量关注结合了商业性质的城市综合体开发；有近 1/5 的房地产基金关注于商业地产领域；还有少部分市场机构关注于诸如工业地产、旅游地产、养老地产、一级土地开发等专业的地产投资主题。



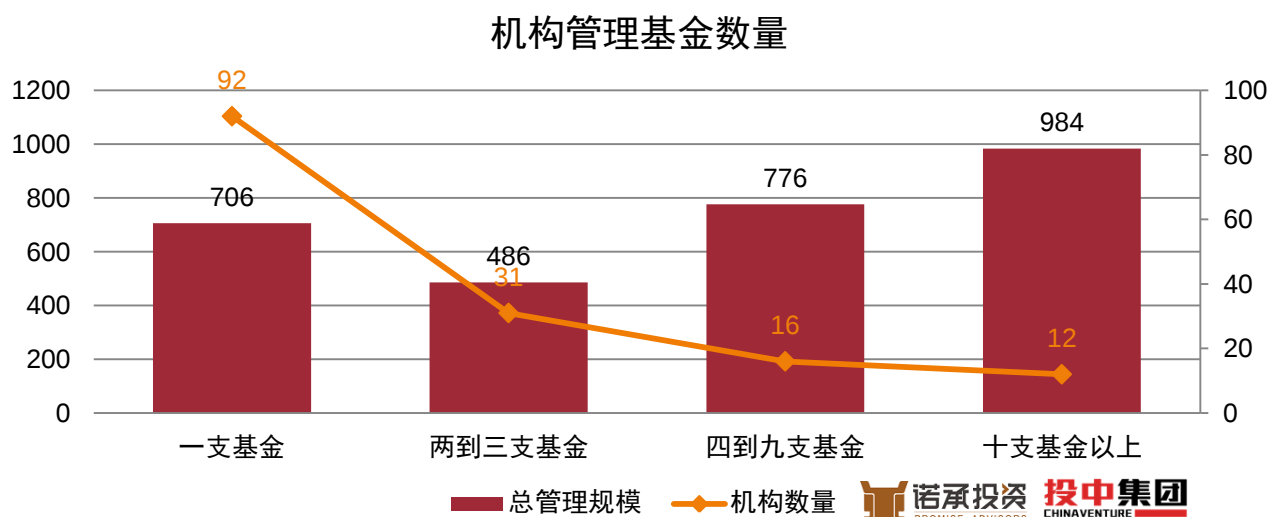
从基金规模来看，市场上 60%的基金规模属于 1 亿至 5 亿元人民币的中等规模基金，这与房地产基金多是针对单一项目的专项基金不无相关；规模小于 1 亿元人民币的小型基金占 10%；基金规模在 5 亿至 10 亿元人民币的基金占 16%；超过 10 亿

一、2013 中国房地产基金行业统计情况

元人民币的大型基金占基金总数的 14%左右。总体而言，目前市场上的基金以 5 亿以下的中小型基金为主。



根据诺承投资统计的数据，在已有资料的 150 家管理机构中，有 12 家机构管理基金数量达到十支以上，总管理规模 984 亿元；而有 16 家机构管理基金数在 4-9 支基金之间，总管理规模 776 亿元；31 家机构管理基金数为 2-3 支基金，总管理规模 486 亿元；92 家机构管理基金数为 1 支，总管理规模 706 亿元。（注：部分基金管理规模数据未披露）

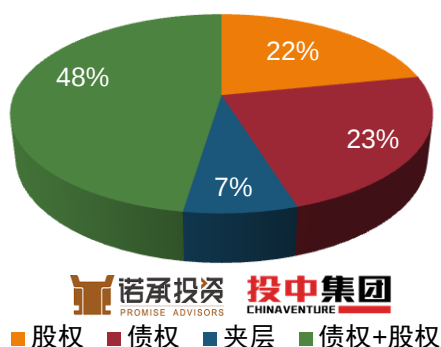


目前国内房地产市场的基本投资方式是股权投资和债权投资，以及两种方式相混合的方式进行投资。目前以股权进行投资的机构数量占市场的 22%，管理金额占 29%；以债权进行投资的机构数量占市场的 23%，管理金额占 19%；以股权和债权

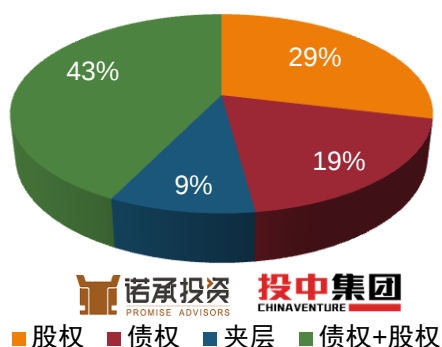
一、2013 中国房地产基金行业统计情况

结合进行投资的机构数量占 48%，管理资金量占到了总管理资金量的 43%；夹层投资机构数量占市场的 7%，管理资金量占 9%。

机构数量

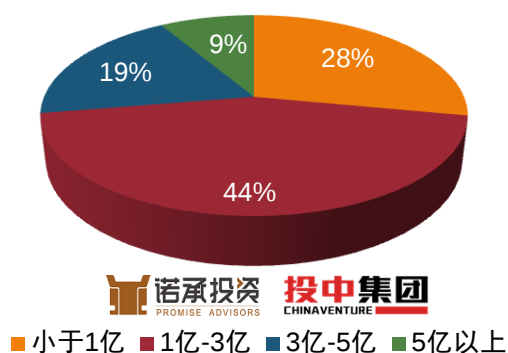


管理资金量

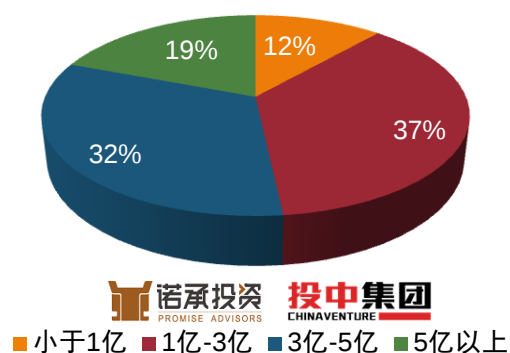


国内房地产基金对单个项目/投资组合公司的投资资金多为 1 亿-3 亿元人民币量级，占据 44%的投资案例数，及 37%的投资金额；一亿元以下的投资案例数占 28%的投资案例数和总投资金额的 12%；3 亿至 5 亿的投资案例数占 19%，总投资金额占 32%；5 亿元以上的大型投资项目占总案例数的 9%，而总投资金额达到全部的 19%。

投资案例规模



投资资金量

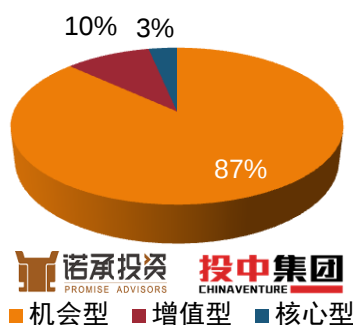


目前国内房地产基金投资策略整体上以机会型策略占据主要份额，87%的机构都与与开发商模式紧密结合获取高额投资收益为主要策略；有 10%的机构开始专注于以

一、2013 中国房地产基金行业统计情况

增值型策略作为主要地产投资策略；核心型地产基金刚刚在国内开始出现，仅占非常小的市场份额。

房地产基金策略类型



在退出回报方面，已经有相当部分的房地产基金实现了成功退出，并向投资人分配投资收益。我们的调研结果显示，市场上已实现退出的基金最高业绩回报水平高于50%，而当前基金最低业绩水平为8%。大多数股权类地产基金实际投资回报率高于20%，股债结合类地产基金投资回报率在15%到20%区间居多。

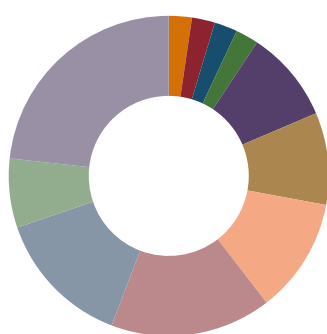
基金开始投资年限分布

基金投资方式分布

基金总收益率分布

一、2013 中国房地产基金行业统计情况

基金时间分布
(数量)



诺承投资 投中集团
PROMISE ADVISORS CHINAVENTURE

2003 2004 2005
2006 2007 2008
2009 2010 2011
2012 2013

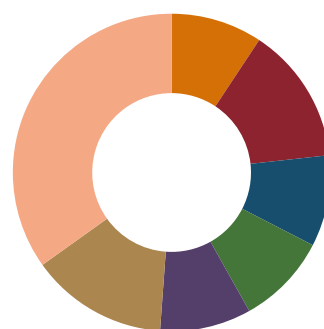
基金投资方式分布
(数量)



诺承投资 投中集团
PROMISE ADVISORS CHINAVENTURE

股权
债权
结构化
夹层

基金收益率分布
(数量)



诺承投资 投中集团
PROMISE ADVISORS CHINAVENTURE

8%-10% 10%-12%
12%-14% 14%-16%
16%-18% 18%-20%
20%+

二、2013 房地产基金市场行业格局变化

二、2013 房地产基金市场行业格局变化

基于 2012 年人民币房地产基金集中于住宅主题——机会型策略——债权投资方式——一线城市的市场格局，2013 年的市场开始向综合体、商业主题——股权/债股结合投资方式——二、三线城市的转移。具体表现为以商业、综合体或其他主题地产为底层项目的房地产基金快速增长，基金退出收益率略微回落，以及基金创新结构设计的广泛出现。

2013 年的市场投资环境依然处于动态变化当中。房地产政策调整、大资管格局、城镇化战略，给房地产行业带来了根本性的格局改观。一方面，地产行业现金流短缺，融资成本上升，房地产基金市场空间更大；大资管带来了更多资金池，资金来源更为丰富，可利用金融工具更为充足；随着城镇化的步伐，地产投资向二、三线城市扩张，投资领域更为广阔。另一方面，内部和外部市场竞争更加激烈，更多类型的资产管理机构进入市场，房地产基金感受到其他业态的外部压力；行业分化渐趋明显，投资策略、投资方式日趋专业化，房地产基金行业内部竞争格局成型，品牌机构行业知名度上升，而不成功机构亦开始退出市场；伴随着房地产市场投资成本和现金流紧绷带来的压力，地产行业的系统性风险进一步上升。整体而言，2013 年房地产基金行业在 2012 年基础上实现了量和质的发展，但同时也伴随着风险的积累和行业的分化。

投资策略变化

■ 机会型策略从一线城市向二、三线城市发展。

过去一年里，一线城市的土地供给和房地产市场受政策和经济因素影响增长缓慢，无论是住宅地产还是商业地产的资产升值增速下降。在城镇化趋势的带动下，地产开发由一线城市向二、三线城市扩散，随之将地产开发的机会型策略扩张至更广阔的区域。

■ 非机会型策略在一、二线城市有所发展。

不以房地产开发作为基本投资逻辑的增值型和核心型策略随着核心城市房地产市场的升级得以发展。伴随着非住宅类房地产业态，如工业园、写字楼、商场、公寓等在核心城市中的价值上升，不少专业型房地产基金积极地占据市场空间。同时，资产证券化初露曙光，有望将中国房地产基金行业带入持有型房地产投资和 REITs 时代。

■ 国内投资人的地产基金全球配置进一步发展。

二、2013 房地产基金市场行业格局变化

受金融危机的影响，以美国为代表的房地产资产已经在过去几年有较大跌幅，目前在缓慢复苏当中。以鹏华美国房地产基金、诺安全球不动产和嘉实全球房地产为代表的国内房地产基金正成为投资海外机会的排头兵。国内以保险公司为代表的机构投资人，和个人投资人都开始了境外配置的步伐。当前海外房地产投资方式既包括了直接投资，也可以通过 REITs 和 REITs 指数基金等金融产品投资，还可以通过房地产基金实现。

投资主题变化

■ 住宅地产在城镇化趋势中仍然占据最重要的地位。

住宅地产一直是房地产基金投资的最主要类型。与其他受监管资金池不同，房地产基金可以无限制，且实质性地参与住宅地产开发的各个阶段，因此也是住宅地产非常重要的补充融资手段。随着中国的城镇化进程，住宅地产的开发由一线城市转向二、三线城市，相应地房地产基金的触角也由此渗入到中国城市化进程的各个毛细血管。但由于不同地区经济、政策、社会情况的巨大差异，城镇化投资潮流中的投资收益差距也将是巨大的，换句话说，这其中蕴含着更为深刻的市场风险。

■ 商业地产分野，写字楼、商场受到房地产基金差异化对待。

一线城市中的商业地产在成熟商业环境下具有长期稳定的现金收入和良好的资产升值预期，是大型投资人所青睐的投资品类。但在当前的环境下，两类最典型的商业地产却面临着不同的市场反馈。一线城市核心地段的写字楼地产，处于租金和出租率同时上升的周期。受到保险资金等机构投资人的偏爱，写字楼的投资市场处于活跃期，专业化的基金团队得以迅速成长并品牌化。实体商场受到互联网经济的冲击，运营难度日益加大，同时亦缺乏具有专业能力的运营团队和品牌操盘，对纯商业地产的市场认识分化严重，大家普遍认为存在较多的资产泡沫，实际介入购物中心类项目的地产基金寥寥可数。

■ 养老和医疗地产受到保险公司等大型投资人的追捧。

而相较于其他资本，保险公司借助其强大的资金实力以及保险业务的协同效应，率先建立起相对成熟的养老产业链商业模式。将保险产品与养老社区相衔接，是目前保险公司进军养老产业的主要商业模式。同时，具有战略性投资意图的房地产公司亦开始涉足养老地产。更多地作为一种融资工具，房地产基金在养老和医疗等类型的地产开发过程中，显露身影。

■ 工业和物流地产的价值得到体现。

二、2013 房地产基金市场行业格局变化

工业地产为商业地产的一个分支，在美国 REITs 产品的市场份额排名中，与写字楼、住宅地产等都曾各领风骚。当前楼市调控促使房企将产业链延伸至工业地产。产业园开发、物流基础设施建设都已在各地如火如荼进行。中国已经出现了一大批以产业园和物流地产为标的的房地产基金。

投资方式变化

■ 结构化融资和明股实债大行其道，但这种方式亦受到极大的挑战。

越来越多的房地产基金采取了类信托的结构化设计，以满足不同投资人的风险收益和投资期限偏好。明股实债成为当前最为普遍的投资方式。另一方面，通过明股实债的方式向房地产行业继续提供融资是与宏观经济去杠杆逆向而驰的行为，虽然解决了房地产行业的融资困境，但同时也递延了系统风险，事物的两面性在当前和远期可能体现不同的效果。

■ 纯股权投资的风险进一步加大。

股权类投资的风险与项目退出紧密相关。在 2013 年，房地产价格波动和政策调整频繁，以纯股权方式进行投资的部分基金遭遇了退出端的考验，同时也引起了投资人对于纯股权类投资的信心动摇。股权投资在市场业绩和投资人信心两端都遭受了打击，市场活跃程度可能持续降低。

■ 房地产夹层基金有较快发展。

虽然当前缺少合适的法律环境、夹层投资工具、有效的夹层利率空间。但是，夹层基金的优势和市场前景不容忽视。夹层投资的投资方式灵活，收益风险、收益率等介于股权和债权投资之间，收益率大于普通固定收益产品而相较股权投资风险较低，未来发展空间广阔。国内已经出现了专业的房地产夹层基金团队，并取得了不俗的市场业绩。

退出收益变化

■ 股权收益下降，债权收益上升，不同机构之间收益差距增大。

与前两年相比，股权类投资的收益率有较为明显的下降。但基于房地产基金特殊的收益分配方式，债权和结构化房地产基金的收益上升。由于房地产基金往往从前端具有固定利率的资金池获得资金，再在市场上寻找在风险可控前提下能够承担更高资金成本的项目，由此获取利差。在大资管格局下，前端资金池更为丰富和具有操作性，而后端项目在行业周期下得以容忍更高利率的资金拆解成本，由此带来了结构化房地产基金收益率的上升。

三、房地产基金策略多元化

三、房地产基金策略多元化

从房地产基金策略多元化的角度出发，我们既关注房地产基金作为一种资产配置类别存在于投资人的投资组合当中，同时也关注房地产基金行业中存在的多种模式化的投资策略，以符合投资人的不同偏好和目标。

房地产基金日益作为一种独立的另类投资资产类别存在于市场中。房地产基金与 PE 基金在实物资产现金流方面，及地产开发周期方面的区别使得这两类另类投资基金具有相似的表象，但却是不同的投资逻辑和投资策略。在房地产基金内部，核心型、增值型、机会型投资策略也存在着完全不同的执行效果。我们发现，在中国，新兴的房地产基金管理机构在投资策略方面，已经开始产生多元化格局分化，及专业化投资策略成型。

房地产基金是与 PE 基金相区别的资产类别

房地产基金是另类投资领域的独立资产类别，与 PE 基金在很大程度上具有类似特征，如都采取基金形式进行管理和运行，都具有长周期的投资期限，都具有较差的流动性。但是，房地产基金与 PE 基金又存在着实质性差别，二者的底层资产一个是房地产资产，一个是股权资产，两类资产之间存在着本质区别。股权资产对应公司资产，具有现金流支持，长期时间内亦具有股权价值增值，通过并购或 IPO 等方式退出。房地产资产对应土地和建筑物，在开发阶段没有现金流支持，仅享有退出时的一次性资产增值，通过回购、转售、散卖等方式退出。由于底层实物资产的不同，一般来说房地产基金与 PE 基金不具有风险相关性，是两类可以分别单独配置的资产类别。

在中国的环境下，PE 基金已经经过了十年以上的发展阶段，无论是美元基金还是人民币基金都已经进入成熟发展阶段。而房地产基金在国内的发展年限尚短，无论是管理团队还是运作模式都仍然处于变动之中，因此投资人的资产配置节奏仍然缓慢。房地产基金作为一种长周期的另类资产类别，具有与 PE 基金相似的作用和不相关的风险属性，可以作为投资人资产配置多元化的有效补充。2013 年，机构投资人配置房地产基金的实践已经开展，在 2014 年有望实现实质性突破。

房地产基金存在着多种投资策略

房地产基金的投资策略并不是一成不变的，在房地产基金行业内部，存在着依据风险收益特征而划分的几种典型投资策略：机会型、增值型、核心增益型、核心型，

三、房地产基金策略多元化

这四类投资策略具有不同的风险收益特征，投资标的，运营模式。虽然，当前中国房地产基金的主要策略集中在住宅地产的机会型投资上，但是机会型之外的投资策略才是未来中国房地产基金行业长远发展，并实现多元化配置的未来趋势。受到当前投资政策的限制，专业机构投资人对于机会型房地产基金投资的可能性不高。

以住宅地产为代表的机会型策略

所谓的机会型策略，主要是指参与房地产开发过程，以获取地产开发的高收益并承担相应的高风险。地产开发是一种高风险的投资行为，因为在房产最终完成开发，并销售出去之前，不向投资者提供任何现金回报。房地产开发存在着大规模、长周期的资金投入，面临着极大的市场风险和流动性风险，同时，房地产开发也是一个高回报的行业，因此机会型房地产基金存在着较高的风险特征和相对较高的投资收益。

传统 PE 基金不参与地产开发和投资是有原因的。一方面，PE 基金的少数股权投资策略非常难以适用于房地产开发企业。房地产开发企业不以股权融资为主要融资手段，并且房地产开发企业中的少数股权地位并不能得到有效保障。另一方面，房地产开发企业一般也不接受外部投资人，而更多依靠房地产开发商的内部融资职能。

因此，当前市场上以住宅地产为对象的房地产基金或者具有房地产开发商背景，或者具有金融机构背景。这类房地产基金的主要功能在于为相关项目在合理的信贷资金之外提供补充性资本供给。相关项目往往由于项目资质（如开发阶段、企业评级等）问题不能获得较低利率的银行贷款及信托资金，而由房地产基金承担综合融资工具，为房地产项目提供债权与股权结合的融资方案。

机会型房地产基金最重要的问题在于解决与股东方或者相关方的关联交易与利益一致性问题。因为在存在相关方的前提下，基金管理人更有可能将大部分投资利益转移给相关方，而不是留给基金投资人。

我们发现，虽然大部分房地产基金仍然在较低层面向房地产企业提供相关方融资功能，但是仍然有一部分房地产基金管理人已经成为独立且专业化的机会型房地产基金管理机构。其独立性和专业化特征在于：管理团队与股东方厘清利益分配机制，管理团队具有独立的项目决策权限，管理团队的项目来源是基于市场化搜寻而非关联方推荐，基金募集和退出不受到相关方的利益影响。

三、房地产基金策略多元化

以产业园地产为代表的增值型策略

增值型策略是一类特殊的房地产基金投资逻辑，其主要关注的是在建成后到成熟运营前地产资产的增值服务及运营。增值型地产基金既需要捕捉市场上被低估的房地产资产机会，也需要有足够的服务和运营能力提高其内在价值，更需要有资本运作能力操作基金生命周期之中的募投管退各阶段。

由于住宅类地产在开发完成后即以直接销售方式卖出，因此住宅类地产一般不适用于增值型策略，典型的增值型策略包括工业园区、公寓等类型。在中国，全国各地大量产业园的出现为增值型地产基金提供了市场空间。产业园地产基金的主要服务内容包括对产业园的建设开发、装修和招租、产业整合和产业园运营、园区内金融服务等。

增值型策略的投资收益来自于两部分价值增值。一方面是作为运营价值的租金和出租率经过运营服务提升后的增值，另一方面是作为资产价值的房地产资产本身的增值。这两部分价值的提升能带来较为客观的投资收益，同时由于运营端已经具备基础资产作为基础，因此相应的投资风险亦低于房地产开发项目。

当前，国内较为成熟的增值型房地产基金已经积累了一定的项目经验，并已经实现了较高收益的退出。其主要关注的投资标的是国内一、二线城市的新建成、新交付、具有重塑性或升值潜力的物业；在基金层面以实现 18% 以上的收益为目标，在经过了分级化设置后，劣后级投资人的投资收益可高达 40% 以上。

以写字楼、公寓为代表的商业收购地产和核心型策略萌芽

写字楼是商业地产的典型代表。海外商业地产已经发展到成熟阶段，无论是商业物业业态，稳定的租金现金流，以 REITs 作为主流手段的金融工具和资本市场。但在中国国内，现阶段尚无法达到国外商业房地产行业的市场成熟度和政策完整度。因此，国内的商业地产从商业收购型房地产基金萌芽，同时亦出现了核心型策略的萌芽。

商业地产与宏观经济的趋势紧密相关。一方面，宏观经济的整体质量决定了商业写字楼的市场范围和租金水平，另一方面，宏观经济的成长性决定了出租率。中国商业写字楼市场在过去几年经历了租金和出租率双升的行情，为商业写字楼基金的出现提供了市场刺激。

当前，持有型的商业地产基金出现还面临着几个重要问题。其一，物业价值与租金价值之间的较大差异，导致中国市场上商业写字楼的租金回报率同比而言低于其他

三、房地产基金策略多元化

投资回报率，因此以商业写字楼为目标的财务投资不受欢迎。其二，当前国内没有出现商业写字楼的整体市场，特别是大型机构投资人尚未全面入场，商业写字楼还处于由各运营方独立持有和运营的碎片化市场。其三，针对持有型投资的金融市场和金融工具尚未建立，资产证券化和 REITs 尚处于论证和实验阶段，短时间内不会对商业地产基金的退出提供直接支持。

国内写字楼地产基金的出现是以整买零卖的批发零售模式出现的，从模式上来说仍然是机会型策略和财务顾问模式。但是，经过了几年的市场历练后，先行的管理机构积累了对于商业地产行业的理解、资源网络和投资经验。当前，收购型地产基金已经产生，并开展投资实践。其投资策略和投资逻辑在于，对低估值的商业物业进行整体收购，经过模式改造和运营提升，重塑投资标的的内在价值，并通过与大型投资人的合作关系实现最终退出。

专业化的商业地产管理所具备的管理能力和禀赋，不仅仅体现在对商业地产基金资本运作模式的操作上，更需要团队具有对于商业物业自身的经营运营能力和操作能力。缺乏同时具备资本运作和商业物业运营能力的专业人才和团队，正是中国尚未大范围出现商业房地产基金的原因所在。

除写字楼之外，在类核心型策略方面，公寓类和工业物流类房地产基金也开始了市场化运营，并已经获得了一定的市场份额和知名度。海外广泛存在的购物中心和商场类商业地产基金在中国的市场发展前景受到了较大的质疑。整体来说，商业房地产资产的基金化运作在中国的市场化进程较慢，对管理机构的专业化程度和经验要求更高，市场环境和政策环境的不成熟是影响商业地产基金管理机构出现的主要原因。

机构投资人对于商业地产的配置兴趣是远远超过机会型策略的。机构投资人的另类资产配置目标追求资金的长期性、现金流状况的稳健性、及风险收益的相匹配。核心型投资策略良好地符合了机构投资人的长期资产配置目标，而国外主要的核心型策略投资人也确实是具有长期资产配置的机构投资人。随着国内机构投资人市场的成熟和资产配置活动的开展，我们相信商业房地产基金的未来发展空间是与机构投资人的配置能力和配置意愿相符。

四、趋势总结与行业预测

四、趋势总结与行业预测

现实虽然骨感，但理想依旧丰满，这是我们与国内顶尖房地产基金管理人深入沟通交流所得的最深感受。

2013 年，中国的房地产基金行业明显地呈现出良好的发展态势：整体行业规模扩张，从业人员队伍扩大，管理人经验和能力更加丰富，专业化水平提高。同时，外部大环境的改善有助于提高房地产基金的市场地位：大资管格局的形成提高了社会资金的市场化程度；房地产市场的结构调整带来了更为丰厚的获利机会；城镇化战略的延伸带来了更为广阔的市场空间。但是，我们一直强调并提醒投资人和从业人员，在对投资价值和收益的同时，不可忽视，甚至是要更加重视，房地产行业和资产管理行业的风险因素和风险管理，这也是房地产基金管理机构实现基业长青的根本。

总观中国房地产基金行业的发展成果，我们认为，中国房地产基金行业存在着如下的四个发展趋势和方向。

从套利投资
到价值投资

从项目投资
到策略投资

从拆借融资
到多元投资

从草根机构
到品牌机构

大资管时代来临，基本颠覆了银行理财池和信托的牌照通道时代，各类金融产品形式都将发挥同质作用。银行理财、信托、券商资管、基金子公司、保险资管、PE 基金都仅仅是金融产品的形式，从根本上来说都将成为金融产品的设计形式。当前，不同金融渠道具有不一致的资金成本属性、期限属性、投资人来源和风险偏好，因此需要对应不同的底层项目和金融产品结构，存在着差异化的需求。底层项目、管理人价值、金融产品设计将成为重要的产品属性，应当引起投资人和管理人充分的重视。

摆脱单纯的套利拆解式融资的“草根”机构操作模式，房地产基金已经进入在明确的投资策略指导下，通过使用多元化的金融工具，发现并创造项目价值的品牌投资时代。运营独立化、策略专业化、机构品牌化、投资人机构化的房地产基金管理机构必将出现，并引领中国房地产基金行业的趋势和潮落。

作者信息

作者信息

本报告正文由诺承投资和投中集团的以下人员合作完成：

曹龙
诺承投资 研究总监



曹龙，在诺承投资负责资产配置研究咨询，向机构投资者提供投资顾问服务，以及对基金和项目的金融产品审查和设计，全面主导诺承投资的研究报告体系。曹龙是诺承投资房地产基金行业的研究负责人，负责行业数据库建立、行业动态、产品研究、管理人评估等工作，亦是报告的主笔和统稿人。

曹龙毕业于清华大学，主修法学专业，获法学学士学位。

Johnny@promiseadvisors.com

戴必晶
诺承投资 分析师



戴必晶，在诺承投资负责国内 Top 100 PE 基金数据库和房地产基金数据库研究。戴必晶负责房地产基金数据库的日常维护和数据更新，同时亦广泛参与房地产基金相关的研究咨询项目。戴必晶是本报告数据部分的主要研究统计人和执笔人。

戴必晶毕业于清华大学，并获得美国克拉克大学金融学硕士学位。戴必晶已通过 CFA（注册金融分析师）三级考试。

Daibijing@promiseadvisors.com

李鑫
投中集团 分析师



李鑫，在 ChinaVenture 投中集团旗下的投中研究院负责国内私募股权投资市场的研究工作，主要负责医疗健康行业的投资统计与分析工作，同时亦对中国 LP 市场进行研究，广泛参与政府引导基金、FOFs、房地产基金相关的研究咨询与定制项目。李鑫是本报告多元化投资策略研究部分的主要执笔人。

李鑫毕业于清华大学，主修生物医学专业，获理学硕士学位。

Sherry@chinaventure.com.cn

