

“十二五”国家重点图书出版规划项目  
当代财经管理名著译库

THE FRANK J. FABOZZI SERIES

NANCE

基金资助项目



威立金融经典译丛·法伯兹系列

(美) 大卫·J. 林恩 蒂姆·王 著

郭红 孟昊 译

# Emerging Market Real Estate Investment

Investing in China, India, and Brazil

*David J. Lynn Tim Wang*

## 新兴市场房地产投资

## 在中国、印度和巴西的投资

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press



“十二五”国家重点图书出版规划项目  
当代财经管理名著译库

WILEY FINANCE

2012年度国家出版基金资助项目



THE FRANK J. FABOZZI SERIES

威立金融经典译丛·法伯兹系列

(美) 大卫·J. 林恩 蒂姆·王 著

郭红 孟昊 译

# Emerging Market Real Estate Investment

Investing in China, India, and Brazil

*David J. Lynn Tim Wang*

## 新兴市场房地产投资 在中国、印度和巴西的投资

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press  
大连

  
WILEY

© 东北财经大学出版社 2012

图书在版编目 (CIP) 数据

新兴市场房地产投资：在中国、印度和巴西的投资 / (美) 林恩 (Lynn, D. J.), (美) 王 (Wang, T.) 著; 郭红, 孟昊译. —大连: 东北财经大学出版社, 2012. 6  
(威立金融经典译丛·法伯兹系列)

书名原文: Emerging Market Real Estate Investment: Investing in China, India, and Brazil

ISBN 978-7-5654-0824-3

I. 新… II. ①林… ②王… ③郭… ④孟… III. ①新兴市场-房地产投资-投资分析-中国 ②新兴市场-房地产投资-投资分析-印度 ③新兴市场-房地产投资-投资分析-巴西 IV. ① F299. 233. 5 ② F299. 351. 335 ③ F299. 777. 335

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 110142 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2012-22 号

David J. Lynn, Tim Wang: Emerging Market Real Estate Investment: Investing in China, India, and Brazil

Copyright © 2010 by David J. Lynn. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, 978-750-8400, fax 978-646-8600, or on the web at [www.copyright.com](http://www.copyright.com). Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, 201-748-6011, fax 201-748-6008, or online at [www.wiley.com/go/permissions](http://www.wiley.com/go/permissions).

本书简体中文翻译版由约翰·威立父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版  
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: [dufep@dufe.edu.cn](mailto:dufep@dufe.edu.cn)

大连美跃彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 198 千字 印张: 10 1/4 插页: 1

2012 年 6 月第 1 版

2012 年 6 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘东威 高鹏 吉扬

责任校对: 那欣 刘洋

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0824-3

定价: 30.00 元

# 声 明

本书既不是投资建议，也不试图提供或劝说读者买卖任何金融工具。虽然合理审慎地确保在出版时本书所包含的信息是真实的或者不会误导读者，但作者没有说明此书是正确无误的或者是完善的。本书用于预测的假设条件基于大量的经济和金融变量。这些变量易于变动，并且会影响预测的可能结果。文中所涉及的信息如有变动，恕不另行通知。读者应用本书或参考本书内容而产生的任何直接或间接损失，作者概不负责。本书的版权和数据受到知识产权保护，未经作者（以及约翰·威立父子有限公司）许可，任何人不得出于任何目的复制、散发或出版本书。作者保留本书相关的一切权利。本书所涉及的任何投资可能包含重大风险，不一定适用于所有的司法管辖权，可能流动性很差，可能不适合所有的投资者。本书涉及的投资价值或者收益是波动的，并/或受到汇率变动的影响。以往的业绩并不代表未来的成果。投资者应该制定自己的投资决策，而不是依赖本书。只有具备丰富的金融市场知识和实践经验以评价其价值和风险的投资者，可以考虑任何一种在本书中讨论的投资，而其他人不应该基于本书进行任何投资。其他信息可向我们咨询。此时此刻，作者可能正买、卖或者持有大量多头或空头，出席发行人的董事会，以及/或者参与本书所提及的证券市场交易。

# 译者前言

大卫·J. 林恩博士和蒂姆·王博士的著作《新兴市场房地产投资》是研究国际房地产投资，特别是新兴市场房地产投资的权威性著作。该书的作者是房地产投资领域，特别是投资策略及投资组合管理方面的权威专家。大卫·J. 林恩博士是ING Clarion Partners公司的常务董事、研究与投资策略部主任和资产组合全面战略经理。蒂姆·王博士是ING Clarion Partners公司的高级副总裁、研究与投资策略部高级投资策略制定人。他们都曾出版过大量有关房地产投资策略及市场研究的文章和著作。

近年来，随着中国、印度和巴西等新兴市场国家经济的快速增长，这些国家出现了大量的房地产投资机会。《新兴市场房地产投资》一书专门针对中国、印度和巴西的房地产市场，基于深刻的见解和专业的建议，深入探讨了这三个国家的经济、法律和制度环境以及投资重点，详细阐述了在新兴市场进行商业房地产投资的投资策略和分析方法。全书既有对新兴市场房地产投资背景的详细介绍，又有对高端问题的深入解读，从而使读者能够全面了解新兴市场房地产投资的概况。当然，由于作者身处美国，对于中国国情和经济发展状况的了解渠道有限，所以有些数据是不准确的，但作为研究参考是有价值的。

本书的翻译工作由天津财经大学金融系郭红和孟昊全面负责。具体分工如下：序言由刘玉娟翻译，第1章由孟昊翻译，第2章由郭红翻译，第3章由郭红（第3.1节、3.2节、3.3节、3.5节、3.6节、3.7节）、杨丽丽（第3.4节）翻译，第4章由魏红秀（第4.1节、4.2节）、郭红（第4.3节、4.4节、4.5节、4.6节）、位石妹（第4.7节）翻译，第5章由郭红（第5.1节、5.2节、5.3节、5.4节）、胡文伟（第5.5节、5.6节）翻译，附录A、附录B由胡文伟翻译。最后由郭红、孟昊负责统稿和校对。

限于译者的水平，翻译中的错误疏漏之处在所难免，恳请广大读者批评指正。

译者  
2012年4月

# 序 言

本书主要关注中国、印度和巴西的私募股权房地产投资。近年来，“金砖”国家，即这三个国家加上俄罗斯，备受关注。有些分析师已经提出，到2050年，中国、印度和巴西将成为世界最大的经济体。<sup>①</sup>这几个国家占据世界陆地面积相当大的比例，拥有世界30%的人口以及合计12.4万亿美元的GDP（PPP）。它们是世界最大、经济增长速度最快的新兴市场。

由于中国、印度和巴西更具新兴市场的典型特征，如长期增长的庞大的年轻人群以及更为深化和多样化的经济，因此，我们决定本书不包括俄罗斯。俄罗斯的人口状况（人口老龄化和下降）、欠缺多样化的经济等问题，使我们将其在本书中略去。

本书的一个目标是找到在新兴市场进行商业房地产投资的一般方法。我们相信通过对这三个最大的新兴市场的讨论，能够列举出一些可以应用于新兴市场房地产的一般方法、策略和分析技巧。

与其他国际房地产投资的研究有所不同，本书主要关注广义的投资问题和策略，以及经济和法律/制度因素，而不是对当地市场微小细节的分析。一个根本的观点是：房地产是整体经济和制度框架的衍生品，并只能基于此来理解房地产需求的驱动力。我们的分析和建议是务实、精炼并具有可行性的。

除非有特殊需要，我们并没有专门深入探究大量的具体细节。例如，当前的资本价值和租金率——其定价主要受短期变动的影 响，而我们则关注于定价和价值的决定性因素。

本书的主要读者是外国商业房地产投资者。然而，国内投资者也能发现本书的可取之处，因为本书涵盖了许多与外国投资者所面对的相同的问题、机会和障碍。

本书的研究以直接数据源、第三方报告和实地调研为基础。实地调研对于发展我们的务实的策略性方法是非常必要的。实地调研包括收集并整理数据和仅在当地市场有用的信息。我们也会对当地的、区域的以及全国的房地产投资者、开发商、经纪人、顾问、政府官员、建筑师/设计师、经济学家以及其他涉及商业房地产价值创造过程的代理商进行数以百计的个人和电话采访。

我们依据自上而下和自下而上的研究来设计本书。我们相信这种方法在所有严谨的房地产分析中是基本而必要的（见图表 P.1）。经济、政治、人口以及制度性的宏观经济因素对商业房地产非常重要，特别是在新兴市场。自上而下分析的部分

---

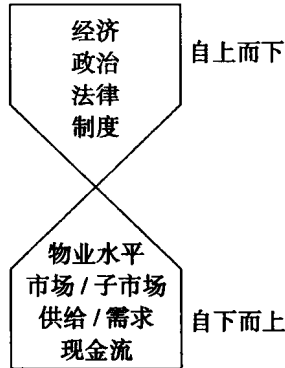
<sup>①</sup> Goldman Sachs, *Dreaming with the BRIC: The Path to 2050*. Global Economic Paper No. 99, 2003.

## 2 新兴市场房地产投资

包括法律、制度和监管因素，这些因素是投资结构和投资收益预期的基础。例如，商业房地产投资的法律限制使得某些物业类别和策略几乎完全取消了对外国房地产投资的限制。自下而上的分析包括子市场经济状况、房地产基本面以及物业特定的因素，如资本价值、运营收入以及其他当地或物业水平的数据等。

图表 P. 1

自上而下和自下而上的方法



我们的方法在本质上来讲很具技巧性和实用性，概括了在这些市场的投资机会。我们的分析是基于被我们称之为 LCG 的分析框架。这个框架说明了在新兴市场的房地产外国直接投资 (REFDI) 的吸引力是三个主要变量的函数，这三个变量依次是：区位因素 (L)、竞争环境因素 (C) 和增长因素 (G)。

即， $(REFDI) = f(L, C, G)$

这个公式说明了一个公司必须要获得超过其国内投资及运营成本的收益，以便承担在国际活动中的额外风险。

因此， $\text{利润} = \text{总收益} - \text{总成本}$  (国际投资/运营成本)，且根据一定数量的边际资本  $P_i > P_d$ ，其中  $P_i$  代表国际利润， $P_d$  代表国内利润。

我们将这个框架隐含地应用于全书的市场和策略部分。我们通过对市场和投资选择进行实用性评论对这种策略性分析进行了补充。

区位因素包括：地理位置、自然特征以及制度 / 法律因素，如自然禀赋 (劳动力、原材料)。特别是在房地产领域，它还意味着控制或拥有一个城市市场中具有特殊利益的特定区域 (某种地方垄断)。地理位置通常很大程度上决定房地产的价值。有一个古老的谚语说一个投资者对房地产只需要知道三件事情，“地点、地点还是地点”。虽然这个谚语过于简单化，但是这个概念的核心是有一定道理的。房地产是一种非常特殊的资产，并且极具地点和市场特殊性。

竞争因素包括公司在竞争环境中拥有的优势 (公司特有的核心竞争力优势)。房地产投资必须和其他类型的投资一样具有竞争力。一家相对于国内竞争者具有海外优势的公司，可以获得更高的收益或者更低的成本，因而可以得到更多的总利润。这些优势包括获取更多的投资资本、更好的实践和流程、更好的管理水平、高超的技术等等。品牌和品牌资产也是这个因素的一部分。拥有人们认可和信任品牌的公司，可以获得更好的融资条件、与供应商更牢固的关系以及更多的客户需求。

增长因素与区位因素相关，但人们通常认为二者相互独立，这是因为它们都是驱动房地产需求的关键因素。如果没有经济增长，当前或长期的大多数房地产投资在经济上都是不可行的。假定其他条件不变，以可持续的经济增长为特征的当地、区域及全国市场通常要优于那些增长率很低或递减的市场。在欧洲的许多成熟国家及在日本，就经济和房地产市场而言，长期经济增长前景似乎有限。

LCG 框架包括迈克尔·波特的一些观点（如在《国家竞争优势》一书所述），主要包括：

■ 要素状况，例如人力资源、物质资源、知识资源、资本资源以及基础设施。专门的资源通常对一个产业来讲是特定的，并且对该产业的竞争力是非常重要的。特定的资源是为了弥补要素的缺陷。

■ 当精明的国内市场购买者迫使公司加快创新步伐并创造比其竞争者更好的产品时，在国内市场的需求状况有助于公司创造竞争优势。

■ 相关及支持产业能够产生对创新和国际化非常重要的投入。这些产业可提供高效率的投入，此外它们也参与产业升级过程，以此刺激供应链中的其他公司进行创新。

■ 公司战略、结构和同业竞争构成了竞争的第四大决定性因素。创立公司、设定目标以及管理的方式对一个公司的成功至关重要。但是当前国内激烈的竞争也很重要，它制造了创新的压力，以提升竞争力。

■ 政府、法律和制度框架可以影响上述四个竞争决定性因素的任何一个。显然，政府可以影响关键生产要素的供给状况、国内市场的需求状况以及公司之间的竞争。政府可以在当地、区域、全国或者超国家的层面进行干预。

## 新兴市场房地产分类

---

新兴市场可以分为“萌芽型和成长型”。市场分类表中的阴影区域描述的是中国、印度和巴西房地产市场当前的状况（见图表 P. 2）。在当前的全球经济衰退期间，这三个国家的房地产显著升值，我们希望在近期这种状况能够继续。这三个市场都获益于以稳健增长的经济基本面为基础的庞大的国民经济和需求。

## 中国、印度和巴西

---

通过减少贸易商品和资本流动的障碍，中国和印度有望成为占主导地位的制成品和服务的全球供应商，而巴西则将成为占主导地位的原材料供应商。

此外，这些国家的中产阶级队伍正在不断扩大，其规模在 3 年内将会再翻一番，在 10 年之内达到 8 亿人。这些国家中产阶级规模的大幅增长创造了包括房地产在内的大量商品的需求。这说明需求的大规模增长不再仅限于基本商品，而是导致所有消费者市场更大的需求。这些国家高速的经济增长连同庞大的人口将转换为



#### 4 新兴市场房地产投资

大量财富，创造出更具吸引力的世界市场。跨国公司无疑将这些国家视为主要的具有扩张性的市场。

图表 P. 2

市场分类表

描述	萌芽期	成长期	成熟期	衰退期
市场增长率	加速：由于基数太小，不能计算出精确的增长率	快于 GDP 增长，但会保持不变或者减速增长	与 GDP 持平，或慢于 GDP 增长；具有周期性	产业规模循环，但在长期内下降
产业潜能	难以确定	大大超过产业规模，但是发展前景不可预料	尽人皆知；主要市场达到产业规模的饱和状态	达到饱和；没有发展潜力
产品线的广度	建立了基本的产品线	与产品线扩张同步快速增长	产品周转，但是宽度没有变化	收缩并且日益专业化
竞争者数量和资质	日益快速增长的相对简单的竞争者	增加至顶峰；随后出现淘汰、差异化和合并	随着日益增长的容量和细分而趋于稳定	减少，但会分裂出许多小型区域性供货商
市场份额的稳定性	极不稳定	少数公司拥有大部分份额；排序可能会改变，但份额较小的公司不可能获得大部分份额	占据大部分份额的公司是确定的	集中化的公司增加，而边缘化的公司退出；或者份额分散到小型本地公司
购买模式	几乎没有	有一些：买方较为积极	供应商众所周知；购买方式建立	稳固；可选项数量减少
进入的难易程度	通常很容易，但机会不明朗	通常很容易；竞争者的存在被强劲的增长率所抵消	很困难；竞争者是确定的，并且增长率放缓	很难；几乎没有进入的激励
退出的难易程度	法律障碍，市场匮乏，交易成本高	发展中的市场；与日俱增的买方	强劲的二级市场；出现证券化；大量买方和流动性	高流动性的市场，但是需求不足，市场没有吸引力
技术和生产力	概念开发和早期的产品设计	产品线精化并扩展	流程和方法精化；新产品线开发以刺激增长率	潜在的市场基础导致技术和生产力不再重要

资料来源：ING Clarion Research & Investment Strategy, based on a diagram in A. C. Hax and N. Majluf, *Strategy Concept and Process: Pragmatic approach*. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall (1995), 307.

图表 P. 3 展示了这三个国家的各类排名。

图表 P. 3 三国主要经济排名汇总

	巴西	印度	中国
国土面积	5	7	3
人口总数	5	2	1
GDP (名义)	10	12	3
GDP (PPP)	9	4	2
出口总额	21	11	2
进口总额	27	17	3
经常账户余额	47	5	1
获得的外国直接投资	16	29	5
外汇储备	7	4	1
移动电话数量	5	2	1
互联网用户数量	5	4	1

资料来源: M. Kobayashi-Hillary, *Building a Future with BRICs: The Next Decade for Offshoring*. Berlin: Springer (2008) .

图表 P. 4 显示了与当前 GDP 排名领先的国家相比, 金砖三国变化的 GDP 地位。

图表 P. 4 预测 GDP 比较

2008			2050		
排名	国家	GDP (百万美元)	排名	国家	GDP (百万美元)
1	美国	14 204 322	1	中国	70 710 000
2	日本	4 909 272	2	美国	38 514 000
3	中国	4 326 187	3	印度	37 668 000
4	德国	3 652 824	4	巴西	11 366 000
5	法国	2 853 062	5	墨西哥	9 340 000
6	英国	2 645 593	6	俄罗斯	8 580 000
7	意大利	2 293 008	7	印度尼西亚	7 010 000
8	巴西	1 612 539	8	日本	6 677 000
9	俄罗斯	1 607 816	9	英国	5 133 000
10	西班牙	1 604 174	10	德国	5 024 000

资料来源: World Development Indicators database, World Bank, 2009; "The N-11: More Than an Acronym," Golden Sachs study of N11 nations, Global Economics Paper No: 153, March 28, 2007.

### 中 国

---

---

中国的经济增长速度令人震惊，1978—2008年，年均实际GDP增长率是9.1%，比任何一个东亚经济体在其最高速增长时期的发展速度都要快。然而，中国拥有庞大的人口，并且由于计划生育政策和老年人日益长寿，也是人口老龄化最快的国家之一。尽管中国劳动力增长率放缓，但是人力资本积累却持续增加。人力资本投资和全民教育程度已迅速发展。

我们认为，中国经济持续长期增长的关键因素之一是其经济由出口导向型逐渐向内需驱动型经济增长的转变。为了加快这一进程，中国允许人民币逐步升值，这使得进口商品对于中国消费者来说更便宜。这还会促进消费市场的发展，并促进消费金融服务部门提供更广泛的适用于普通中国家庭的消费者信用产品。信用卡的广泛使用将会刺激零售商品的需求和进口，而长期的可承受的抵押贷款则可以提高对住房以及与自有住房相关设施的需求。

### 印 度

---

---

从2003年开始，印度就已成为世界上经济增长最快的主要经济体之一，人均收入快速增长，需求日益增加，与世界经济的联系日益紧密。印度已经进行了结构改革，这些改革使得服务经济的某些领域实力增长。如果政府在经济政策、贸易及全球化方面保持增长趋势，到2050年，印度的以美元表示的GDP将与美国势均力敌。

服务业和制造业的生产率增长已成为印度GDP增长的主要组成部分。经济的逐步开放引入了竞争，竞争促使私有部门重组、精简并使其更具竞争力。引导这些变化的是国际贸易、金融业的增长以及信息技术的推广和应用。

21世纪将会是印度历史上第一次出现大多数人口居住在大城市的世纪。在世界上30个经济增长最快的城市中，印度拥有10个，并且正在高速地城市化。这种现象不仅出现在大城市，也出现在中小城市。我们认为，印度的高速城市化对住房需求、城市基础设施建设以及写字楼、零售物业和酒店地点都有影响。基础设施开支的增长将会促进交通行业的发展，刺激对交通工具的需求，使得公路两旁的房地产价值不断攀升，推动郊区的发展并加速下一阶段的城市化。

### 巴 西

---

---

巴西被人们认为在未来几十年中将会是世界上经济增长最快的国家之一。到2050年，巴西将是世界第4大经济体。巴西拥有丰富的自然资源、可观的劳动力资源、高度发展的生产率和极高的投资收益率。与大多数其他的拉丁美洲经济体不

同之处在于，它的债务状况已经改善，2008年巴西已经从世界最大的新兴市场债务国转变为一个净债权国。从21世纪初开始，随着特别强调要实现宏观经济的稳定，巴西的经济增长基础取得巨大进步。巴西的经济增长率落后于中国和印度，部分原因就是缺乏稳定的经济政策，这拖慢了巴西的经济增长，但是却为未来的经济增长奠定了坚实的基础。

与其他经济高速增长的新兴市场国家相比，巴西贸易的开放程度仍然相对较低。巴西正在逐步开放市场，解除贸易壁垒。虽然仍首要关注本土经济，但原材料的全球性需求的增长和开放性的增强，促使巴西在2007年进出口份额占到GDP的1/4。更进一步来说，资本积累、人口增长以及全要素生产率聚集起来，将会继续推动巴西经济的增长。在生产率方面，由于中产阶级增长而增强的人力资本是其经济扩张的重要推动力量。我们认为这将有有利于巴西快速提升商品和原材料部门的价值链，并进一步扩大其制造业基础。

## 本书大纲

---

根据前言，本书的前两章提供了商业房地产和国际房地产投资基本面的概览。每个特定国家章节的基本结构将遵从以下的结构框架：

- 经济、制度和政治环境的简要概述和分析
  - 对房地产市场主要特征的讨论，包括房地产外国直接投资
  - 对每个国家主要房地产市场和子市场的回顾
  - 对每个国家4或5个主要房地产类别的分析：写字楼、零售物业、住宅、工业物业以及酒店（如果有的话）
  - 对投资选择和策略的探讨
  - 本书的附录包括房地产市场商业活动信息的统计摘要和相关的参考书目
- 计量单位遵循每个国家当前房地产市场的惯例。因此，中国和巴西使用公制度量，而印度使用英制度量（尽管除了房地产行业，公制度量更为普遍）。

# 致 谢

本书非常得益于 Jeff Barclay、Bohdy Hedgcock、Shane Taylor、Maria-Luisa Paradinas、Richard van den Berg、Tim Bellman、Jingning (Jessie) Yang、Yanni Jin、Angela Du、Richard Price、Jeff Organisciak、Matson Holbrook、Karen Schumacher、Yu pei Chang、Cassie Mehlum、Nicholas Brown、Yi Jin、Max Machaels、Jingjing Zhou 和 Suzanne Franks 的贡献、建议和观点。在巴西的章节里，Shane Taylor 做了广泛且宝贵的工作。感谢 Sanela Osmanovic 的行政协助以及 Jeremy Sumpter 在制图上的贡献。许多商业领袖、学者以及政府官员愿意为之付出时间。他们同意接受访问并对投资策略及城市和国家之间商业环境的细微差别进行了有益的评论。如果没有他们的帮助和合作，本书是不可能出版的。很遗憾，由于篇幅所限，不能一一致谢。感谢他们的帮助。我们还要感谢约翰·威立父子有限公司的 Jennifer MacDonald、Evan Burton 和 Kevin Holm 对本书的专业指导和多方面帮助。本书中由于疏忽所致的错误和遗漏全部由作者负责。

# 目 录

<b>第1章 房地产投资基础</b>	1
1.1 按物业类别投资	2
1.2 按投资风格投资	5
1.3 按阶段投资	7
1.4 资产配置	7
<b>第2章 国际房地产投资</b>	9
2.1 为什么投资于国际房地产?	9
2.2 国际房地产的风险	16
2.3 降低国家风险	17
<b>第3章 中国</b>	19
3.1 导 言	19
3.2 市场环境概览	20
3.3 房地产市场	33
3.4 物业类别	38
3.5 一线市场	45
3.6 二线市场	53
3.7 投资策略	56
<b>第4章 印度</b>	66
4.1 导 言	66
4.2 市场环境概览	66
4.3 房地产市场	74
4.4 物业类别	76
4.5 一线市场	84
4.6 二线市场	89
4.7 投资策略	92
<b>第5章 巴西</b>	101
5.1 导 言	101
5.2 市场环境概览	101
5.3 房地产市场	114
5.4 物业类别	116

## 2 新兴市场房地产投资

---

5.5 一线市场	137
5.6 投资策略	138
附录 A 国家风险	143
附录 B 中国房地产市场惯例	145

# 第 1 章 房地产投资基础

在过去的 15 年中，商业房地产由于其高现金流、多样化以及在通货膨胀中的保值作用，日益被机构投资者视为是一种资产类别。一般来说，商业房地产投资机会的范围可以根据物业是公募还是私募市场工具以及投资结构是股权类还是债务类分为四种类型。图表 1.1 显示的这个四象限图表阐释了当前投资者可利用的房地产投资机会的范围。

图表 1.1 房地产投资的四象限图

	股权类	债务类
私募	直接投资于房地产	直接投资于房地产抵押贷款
公募	房地产投资信托 (REITs) 房地产运营公司 (RECOs)	商业抵押贷款支持证券 (CMBS)

在每一种投资策略中，基本的收益来源都来自于商业房地产承租人支付的租金。收益还有可能会因房地产在出售时实现的资本溢价而增加。私募股权投资涉及购买并管理商业大厦，包括写字楼大厦、工业仓库、多户家庭公寓大楼以及零售商业中心。这一类投资可以通过直接投资于物业、封闭式或开放式混合基金，以及独立账户等方式进行。在新兴市场的绝大多数房地产投资都属于私募股权类型。公募股权投资包括购买房地产投资信托 (REITs) 以及房地产运营公司 (REOCs) 的股份，通过公开交易的有价证券为投资者提供投资于房地产的机会。私募债务投资包括发起并获得商业不动产的优先债务 (全部抵押贷款)。公募债务市场包括发起并交易商业抵押贷款支持证券 (CMBS)。

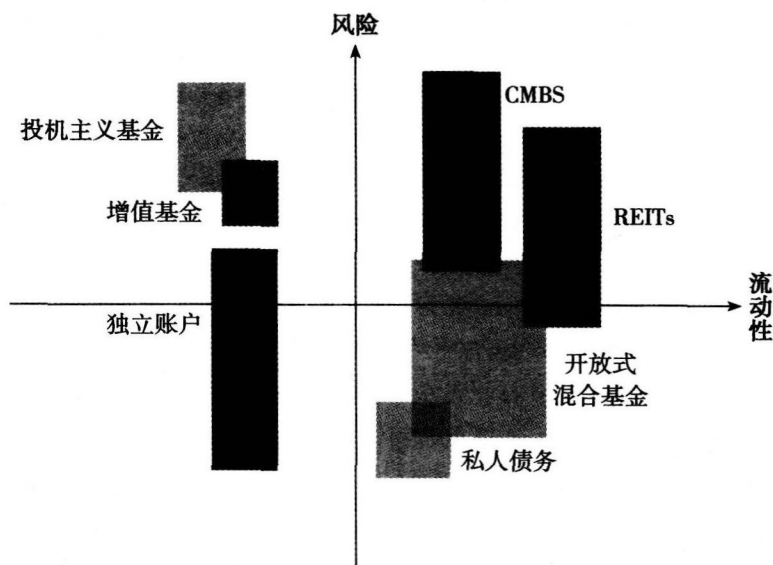
这 4 个部分可以根据其相应的风险和流动性状况进行区分。债务类资产对未来特定期限内、特定租金率的租金拥有优先求索权。由于具有可预测性，这些投资就牺牲了一些潜在收益率。另外，股权投资由于对未来租金的求索权次于债务头寸，因此具有较高的风险。拥有股权头寸的好处就在于通过积极有效的管理可以强化对不动产的控制能力，并从未来租金上涨及不动产升值中获益。私募股权房地产投资者通常预期一个相对公募股权更高的收益率，这反映了私募市场相对于公募股权市场而言较低的流动性和较高的风险。REIT 份额可以通过一个拥有丰富信息的有组织、有效率并且透明的市场活跃地进行交易，而私募股权交易只能在单个的买方和卖方之间进行，缺乏信息。

债务市场已经逐步发展，可以为投资者提供越来越多的复杂的金融产品。以



CMBS 形式为主的公募债务投资呈现出强劲的全球趋势是始于 20 世纪 90 年代初期。由于 CMBS 在公开市场进行交易，具有高流动性，并且具有将大量收入流证券化以及将贷款划分入各种风险组别的能力，使得 CMBS 成为越来越具吸引力的投资机会。当前资本市场的剧变严重影响了 CMBS 组别的发起和价值，尽管如此，我们还是期望最终能恢复到长期的发起和交易量。多年以来作为商业债务投资主要方式的私募债务近来由于 CMBS 市场在当前的危机中“收紧”，开始发挥着越来越突出的作用。图表 1.2 显示的是一些主要的商业房地产投资方式的各种风险和流动性特征。投资者可以根据他们对流动性和风险的需要制造投资组合以平衡风险和收益。

图表 1.2 房地产投资风险和流动性



资料来源：ING Clarion Research & Investment Strategy.

本章主要关注私募股权房地产投资的投资策略，因为这仍是投资于新兴市场的主要方式。私募股权历来是大多数机构投资组合的基础，并且我们相信它可以为理解其他的策略提供一个好的基础。

### 1.1 按物业类别投资

私募股权房地产投资主要集中于五种主要的物业类别：写字楼、工业物业、多户家庭物业、零售商业物业以及酒店。投资偏好会根据当前或预测的经济状况、租赁类型、专业的管理要求以及每一物业类别其他的一些独特特征而改变。例如，通常低空置率的多户家庭类的利润与其强化积极管理的要求相抵。因此，我们相信对当地市场的认识和管理经验对于多户家庭类别的收益最大化以及降低风险非常重要。同样地，虽然酒店类别在收益率上具有最大的波动性，但它通常也是在经济低