

不动产资管战略探索

即世纪大资管的奠基时代 - 庞晓云

如何透视本轮周期特有的世纪战略潜力, 把握各方参与者的生存逻辑, 大小资管以图有效利用资源, 险中求存, 本文基于作者的实操心得, 以资管战略视角做探索, 欢迎讨论。



2.0 时代下的变与不变

中国不动产行业进入 2.0 时代的时间-事件点大致可以定位在 2021 年 7 月的权益型基础设施 Reits 发行成功和同年 10 月的房地产头部企业们的债务爆雷, 进而众多房地产企业的抛售资产和国企的收购动作, 加之基建投资将适度超前投放的官方通告 (就是赶紧派钱), 在 2021 年春节前后的中国不动产邻域风起云涌, 可以肯定正真正意义上的周期开始。2.0 时代的根本特征是: 1: 差价模式向租金模式的主流盈利逻辑的转变, 2: 以及未来 10 年间, 将未来租金变现的 Reits 将从工具演进到企业发展策略的认知转换, 3: 基建得益于科技进步, 商业地产求存于产品的迭代演进, 运营策略分化和资管头部效应。我所谓“不动之动”指投资巨大的不动产收益权益的流动性策略 (资产管理-钱), “不变之变”指不变的价值逻辑是运营 (资产运营-事) 业态迭代变化的根基。

从硬核大资管说起

资管即资产管理 Asset Management, 如果从财务角度去定义资管, 资产负债表上包含资产=负债+权益, 三项均包含资本科目, 所以大资管应该具备价值营造和价值流动的穿透管理能力, 形成责任闭环, 大资管首要属性是能力完整, 然后才是在管体量。否则只能是物业管理, 运营管理或营销代理, 或者金融资产处置公司 AMC, 此言并非纠结于概念, 实为引出方向。

传统资管(物业+运营)机构一直秉持的全生命周期的单线业务, 未来趋势是向双线协同业务(传统运营咨询+投融资咨询)和双层顾问业务(一级市场到二级市场)去发展, 这是一种转型安排, 即是趋势也是上选, 这种能力可以服务于资产负债表的所有科目, 在价值层面去协同服务运营服务, 获得更宽泛的服务性收入, 服务的闭环逻辑更加严密。底层资产规划建设运营不能离开投融资顾问服务,(但是并不是 FA 或 IB 业务, 因为大资管仅对特定甲方提供服务, 发达国家的大资管其实有能力和包含部分 FA 和 IB), 因此严格意义的大资管业务必须包含创造价值-运营管事和转移价值-资本顾问, 这里面最大的原因是任何业务的投入都会瞄准收获退出的目标, 运营策划, 资本安排, 退出计划的联动责任的协同勾稽关系一定会体现于企业价值, 融管退的复合服务是大资管机构的重要拓展空间和更上一层的机会, 虽然这种安排模糊了和与投资银行之间的界限, 要追求发展呢, 还是恪守“营业范围”? 虽然保守策略依然有一定生存空间, 但是呈现被边缘化趋势;

更加超前以及可预见的是, 服务机构向投资人角色的延展, (反向降维转化不会有)也就是从顾问到投资人的角色拓展, 原来的服务于资产负债表上的科目, 转变为驾驭所管理所有科目, 获得的差价收益; 国内已经有些优秀的机构在尝试中(国外屡见不鲜), 而且, 由于专业架构和盈利逻辑的限制, 他们采取了各种安排, 究其核心, 不离尊重专

业，秉持敬畏，但是挑战和风险依然存在。不会组合拳的资管，不能叫硬核资管，至于在管规模 AUM 大小，那就是一个可交易的价格而已，能力才是关键。资管如是，其他机构呢？



能力资质与跨界策略

央行纠偏**稳杠杆**，致使传统房地产企业的估值体系从 NAV 资产净值切换到 BOOK 账面值+EVA 远期超额收益，获得估值修复,但无法回到高回报时代，传统的房地产开发商忙于缩表出清，轻资产剥离与收购，重塑业务架构与管理体系，开始向基建类领域布局，快销体系减薄和长线运营体系的增资从 HRD 层面得到充分反应。

基建业主和原始权益人开始关注资产剥离上市，但是对于信托等资本工具的操作还是需要服务机构的合规化协作，所以在 Reits 基金运营上，没有主动管理的能力，因此采用合规关联了的外部管理模式，但是在底层资产运营上可能更加着力进取，同时由于对行业资产运营和市场的阅历丰富，有机会充分利用资本力量做大发展，或者溢价退出。

券商，信托，公募基金管理人等持牌机构，努力淡化通道色彩，突出打造自己的行业专业渗透能力，增值管理能力，进行差异化定位竞争，跑马圈地意识浓烈，向上延展业务到与私募合作，更多的直接和潜在原始权益人接触游说，“销售”的色彩更加突出。

协会，联盟和学术研究机构担任信息交流组局者，通过培训，会议活动，搭建圈层，试图整合出目的资源，达成设计目标。由于其行业地位特殊，接触面广，利益并不拘泥于具体业务之中，反倒是眼光更加宽阔，思想更加自由，其中不乏优质资源营造佳作。

令人感受最深刻的是无论是各部委的顶层政策驱动，各地市的优惠条件吸引，还有行业从业者的盘整，行业都在经历本轮周期的浪淘沙，行业正在吸收真正意义上的经济周期的改造，这是第一次有明确切肤认知的周期性洗礼。金融策略，也许是求存的稻草，更可以做扬帆远航。

全球视角，成功跨界到资管，投行，甚至投资人的机构有 AMC，律所，实业经营者，开发商，物业运营和大宗代理人，没有机会逐个研究，但肯定路径迥异。

Reits 是工具更是策略

房地产和基建一直是不动产投资组合两大领域，具备收益和周期的对冲效应，从政策安排的支言片语就能看出，本轮救市资金流向逻辑：房地产领域是精准投向预售房，保证交房，选择性鼓励融资收购，其他不管；基建领域及时政策是尽早提前落地投资，基建托底经济表现，坚如磐石。政策用长线基建投资来解决短期下行，而大规模基建投资要走得出来，根本离不开公募 Reits，本轮 Reits 运行表现良好，获得信任，所以我们看得见各部委与地市密集发文，于是在过去一周，才有了财政部，税务总局发文明确公募 Reits 试点税收政策之 3 号公告，两免一递延，税基准确量化，解决权益人税赋顾虑；这个

进程,比历史上新加坡的快了近 10 倍,但是并非什么创新,而是必须之举;以上是政府的态度,从参与者角度来看,以 Reits 工具发展基建(无论是存量还是新建),吸收前期私募资金和商业贷款的结构化策略,然后通过 Reits 获得溢价退出,更多基建项目将受益于 Reits 公募市场资金,而且由于 Reits 的多层结构,以及互相监督机制,披露和风险隔离机制,其合规性得到满足,安全性很高。有远见的参与者看到 Reits 将渗透到存量资产和新建项目,对于后者,正在做的机构有但还不多。

有理由相信,更多的不动产资产将被编排进入 Reits 资本市场,体量巨大。

百年大资管奠基时代-本轮周期

最近有 2 家 Reits 公募基金中占比例不过 10%的个人投资者推高了基金交易价格,仅代表基金隐含市值的涨幅,降低了基金的流动性,个人投资者份额部分如此,机构投资者份额更是,基础设施 Reits 基金的市值太高,流动性下降,市值自然降下来,红土盐田接连 2 次发布风险公告,其实就在为自己的基金价格降温自保。一支 Reits 基金的年均回报总额是很小幅度变化的,水费电费无法随意涨跌,支撑自然人生活和社会运转的基础设施收费稳定是 Reits 基金的底层调性。但是 Reits 基金毕竟不是债,底层资产运营效率和基金的资本利得二者混合的主动管理水平,将决定基金投资者的最终收益高低,肯定性的结论是资本看好中国 Reits 市场,潜力巨大。

更加吸引长期从业者的是，Reits 的扩募属性，已经带给野心家巨大的想象空间。因此，初来乍到的，预测体量全球第一的中国 Reits 市场将吸收更多的远见智慧和机构长线资本，作为其不动产基金整盘投资的重要压舱石。

作为补充之一的，家族基金 FAMILY OFFICE 在不动产基金 GP 层面可能有更大的发挥余地，而不是直接作为 LP，这里面有体量限制和操作技巧的考量；总之 **本轮周期是一次世纪机遇的开始，中国将产生未来 50 年著名的大资管机构甚至百年品牌，注定拓展全球不动产空间。**他们将真正见证和做成中国经济品质和总量重回世界第一，对于资管或服务机构，首先是活得下来，还要同时立即布局，诚然认识到这点，大势未必配合。

战略高度基于底层观察

本轮的央企或外资收购民企房地产不良资产的动作（买），如果在没有后续运营的提升，仅依靠周期性过后的资产处置（卖），我只能认为是一种政策性托底，有 M2 发钞的支持，消化这些债务不一定完全依靠运营的突破，况且绝大多数收购未披露运营改造或协同之类的解决方案。因此，从政策层对于 Reits 的指导性到操作性的政策频发，以及个人投资者推高首创水务等基金价格涨幅达 73% 的一系列盲波，又看到一个市场不自觉的走在运动式发展的惯性轨道上，于是再次体现了幼稚老成的社会属性，也就是过早的低层次的固化，对于产业，就是底层资产运营能力低层次徘徊，运营能力还没来得及赶上，资本已经迫不及待，利用 Reits 规则的 Pre-Reits 基金，S 基金和各类不动产私募基金在不动产存量和新兴项目上开始布局，若能利用别人的不理性掩护自己的审慎或

弱势，做一个终局收割者，那么我们还是很欢迎不理性的。无论如何，还是要将价值运营穿透资产层+资本层。

运营被什么决定？



能够获得不动产价值的依据还是运营能力，租赁型房地产和新老基建有截然不同的商业模式，但是从资本角度去看，二者的底层资产的运营形式和内容迭代加速；

租户更加专业聚焦结合线上消费协同（商业-C端）或产业链协同（工商产业-B端）的新型房地产租赁业务模式成为运营转型治理策略之一，出现在多种行业，租赁中介向连锁式区域行业服务商的转化，模式并非可复制。无论怎样，对运营商的招商能力以及建立线上的行业圈层价值发掘提出了更高的复杂的要求。搭台的和唱戏的，目标都要瞄准票房收益和可持续卖票。

商业资产运营业务的形式迭代具有高频次的特点，综合体，办公楼，高级公寓，离生存底层需求越远的商务业态，其存在度远低于那些离生存需求更近，网销依赖性越小的业态，比如理发店，菜场，洗衣房等生活社区业态，前者更具风险和收益双向特征，别说持有重资产不动产不赚钱，若以周期窗口预判下的资产处置和优化操作，就更能体现持有人的资产处置能力，**所谓租售并举，如果加上 Reits 工具就是租售并并举（越秀，凯德）**。所以，所谓大资管是复合能力的强悍，而不是在管面积或资产体量。

数字化迭代提升基建运营效率以及显而易见的头部效应。基建资产更是一个有深度的大话题，其运营属性之一是收费的稳定且利润空间狭小，就更加依靠系统化成本管理和科技运用，并且，基建领域离开 Reits 工具的使用，除了行政力量，其他人没有做大的可能。

专业海外不动产股权资金，看好中国市场，但普遍质疑本地运营能力，从 QFLP 投资私募基金结构上就能品出滋味，也许合资运营是有发展空间，同时差异化运营的设计效果必须到达客户触觉，否则就是自嗨。能力建设，再次凸显。

运营策划的拷贝不一定会产生行业内卷，在一定时期内，足够市场体量下，还是可以获得合理利润的，但是数字网络可以加速社会扁平与透明化，效仿-创新-效仿更加容易，利润下降更加迅速，内卷成为必然。全社会的数字化已经提升了效率但也挤压了劳动力空间，过度数字化将挤压人格空间（人的自然属性减弱，人的机器属性增强），**人口基数和数字化的平衡关系才是未来不动产业态的决定性因素**，数字化地产，数字化基建到底数字化在哪里，另有机会探讨。

用爱因斯塔的一句话：“解决问题的方法不在问题本身”。无论对谁，为了满足能力获取，都要适当冒险新搭建管理架构，原来的知识架构人员不具备支撑未来的新业务。除了人，新型业态的创新胆略仍然不足，不敢否定头部和所谓权威的既有模式，甚至不会采用差异化策略，所以方案建议很多，落地很少，甚至没有，**关键是广泛缺乏实验机制与投入**；最近研究的海外新经济不动产投资案例，有的乍看匪夷所思，细品却内藏乾坤，不乏前瞻性不动产实验项目，确实意想不到，又在情理之中。回头看看国内的项目，

外表有光环照耀和批文护航，里子不知道有没有严谨的财务价值逻辑，独创套路一定都有，到头来鸡毛也有；而且，有的决策体系基于拷贝的内定生存思维上，于是，众鸡毛还内卷了。

因此，运营的转型，不全在运营本身。

金融创新的伪命题



所谓金融创新，至少是一种放之四海皆通的流动性财务工具创造，观察 Reits 发源自澳大利亚，壮大于美国，刚朵拉上第一张资产负债表，高登公式奠基 DCF 法到投资银行系统化估值技术，没有一样工具不是数十年的**社会自驱的专业积累和创新主张和运用**，个别基金小镇试图打造金融创新不如踏踏实实做好园区服务或者绿色节能，机构是办执照拿资源做业务节税的，不是来搞什么发明的。美元放水让 Tiger 老虎基金在 2021 年投放初创企业次数达 335 次，之后表示：“投资就是个图赚钱的事，别参杂什么情怀，赋能，支持经济创新。”看似粗暴的背后是高超的战略安排以至 IRR 超预期，请允许以后详述。谈到金融创新，我们甚至连 Reits 基金估值规则，也是千呼万唤不出来：

即便如 Reits 基金估值的 BETA 参数值选择，不出所料依然采用股市数据为基础的经验值，然而由于风险和收益偏差完全不同于股市，Reits-Beta 应该另有其底层数据基础，以每 5 至 10 年为一波周期的基础数据才能获得较为准确的 BETA 参考值，我所知道的在中国市场上，只有一个 3 人团队在默默跟踪这件事，专业付出，值得尊敬。好在，还有比较法，不至估值过于偏差，也满足快餐式投资测评。因此，所谓金融创新，是华尔街的事，让他们去冒险做实验，做成了，我们拿来用好就行，加强金融监管和自律，我们还是可以一直坚持做的。

实操议题前瞻：

大资管战略与方案

从不同机构角度出发，都应该设计符合自己资源秉性的实现路径。也并非所有机构都适合走大资管之路。

如何打造 Reits 实施架构？

答案是并没有标准方法。原始权益人（有实体）或/和 Pre-Reits 并购基金（有钱）都可以是打造架构的主体，二者具有不同的位置，主动性程度完全不同；同时，打造架构所处的场景，行业，资产状态，资金秉性，运营能力不一样，不能一概而论。除了合规，还要考虑最本质的目的，为了融资还是兼顾发展管理规模，设计架构都会有所不同。Pre-Reits 基金是契约型还是有限责任公司模式，哪种模式更加适合长线资本运营满足持续募资和税务优化？因此，涉及到多维度的议题，虽然每一个分项议题都是有章可循，但是针对一种特定场景项目搭建架构，就不是做加法，而是一项实践工程，还可能是长期的。



现行不动产底层资产形式

新基建：

5G 通讯网/IDC 东数西算/工互 512
储能与电网
地下管网
新型市政/体育公园

新经济房地产：

保障性租赁住房
街区生活服务设施连锁品牌
城市存量商业体（改造）
物流园区/专业园区

老基建：

铁路/桥梁/公路/水利

资产状态：

存量/不良/PPP/新建

作者：庞晓云

CVA 注册估值分析师 / EMBA / 国家二级建造师 / 私募基金执业资格

15 年复合行业从业经验，包括服务央企海外业务并购与项目执行，国际贸易与工厂管理阅历。

从事邻域：

金融工具与规则研究：Reits, PERE,S FUND , ESG, Breeam /USGB;

主从业邻域：新经济不动产项目研究与发起/PERE 私募组建;

硬科技研究：基建科技与材料。