



The Association of  
Accountants and  
Financial Professionals  
in Business

美国管理会计师协会



上|海|中|心  
Shanghai Tower



# 后疫情时代 商业不动产的 融资与经营

2020年11月 中国·上海



The Association of  
Accountants and  
Financial Professionals  
in Business

### 美国管理会计师协会

**美国管理会计师协会 (The Institute of Management Accountants, 简称 IMA®)** 成立于 1919 年, 是全球领先的国际管理会计师组织, 为企业内部的管理和财务专业人士提供最具有含金量的资格认证和高质量的服务。作为全球规模最大, 最受推崇的专业会计师协会之一, IMA 恪守为公共利益服务的原则, 致力于通过开展研究, CMA 认证, 继续教育, 相关专业交流以及倡导最高职业道德标准等方式, 转变传统财务领域的思维模式, 服务全球财务管理行业, 从而推动企业优化绩效, 成就个人职业发展。IMA 在 150 个国家和地区拥有规模超过 140,000 名 CMA 考生及持证者, 以及 300 多个分会和精英俱乐部。IMA 的总部位于美国新泽西州的蒙特维尔市, 将全球划分为四个区域, 美洲, 亚太, 欧洲以及中东/印度, 提供本地化服务。



上海 | 中 | 心  
Shanghai Tower

**上海中心大厦建设发展有限公司** 成立于 2007 年 12 月 5 日, 由上海城投 (集团) 有限公司、上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司和上海建工集团股份有限公司共同出资成立, 专门负责上海中心大厦项目的开发、建设及运营。上海中心利用股东各方丰富的资金、技术和经验, 全面考虑市场需求, 完善大厦功能配置, 建设一座令人尊重的绿色垂直城市, 全体员工用“激情、融洽、创新、务实”的企业精神追求“至高、至尊、至精”的建设目标。

上海中心大厦位于上海浦东陆家嘴地区, 是一幢集商务、办公、酒店、商业、娱乐、观光、会展等功能于一体的超高层建筑。建筑总高度 632 米, 地上 127 层, 地下 5 层, 总建筑面积 57.8 万平方米。上海中心 2008 年 11 月开工, 2017 年 1 月全面投入试运营。

上海中心目前是中国第一、世界第二高楼, 且为世界上最高的绿色建筑, 系全球唯一一栋 400 米以上中美绿色双认证的建筑。上海中心系中国人首次建造 600 米以上的高楼, 充分展现改革开放以来中国制造、工程建设领域的巨大进步和城市现代化发展的成果。

上海中心以倡导绿色建筑、完善区域功能、推动科技创新为使命, 秉承以人为本和可持续发展的理念, 致力于打造一座绿色、智慧、人文的垂直城市。

上海中心先后荣膺世界高层建筑与人居学会“2016 世界最佳高层建筑奖”、BOMA 全球创新大奖、世界最大房地产展会“最具人气奖”等及鲁班奖、詹天佑奖、国家优质工程金奖等重要国际国内大奖。

上海中心曾举办或承办过多场重要政府、商业活动及公益活动, 如今已成为上海新城市地标和名片。



**上海财经大学**源于1917年南京高等师范学校创办的商科，著名社会活动家、爱国民主人士杨杏佛任商科主任。1921年，随着以南京高等师范学校为基础建设国立东南大学计划的实施，商科扩充改组并迁址上海，成立国立东南大学分设上海商科大学，这是中国教育史上最早的商科大学，著名教育家郭秉文任校长，著名经济学家马寅初任教务主任。

1932年独立建校，定名为国立上海商学院，时为国内唯一的国立商科类本科高校。1950年，学校更名为上海财政经济学院。1985年，学校更名为上海财经大学。2000年，学校由财政部划归教育部领导，现由教育部、财政部和上海市人民政府共建。

经过几代人的艰苦创业和努力奋斗，上海财经大学已成为一所以经济管理学科为主，经、管、法、文、理协调发展的多科性重点大学。学校占地818亩，设有三个校区，主校区位于国定路777号。截至2017年9月，学校有专职教师1043人，现有各类在校生20419人，其中全日制15159人。从学生分类看，本科生8041人，硕士生6053人，博士研究生1166，学历学位留学生826人。

百年来薪火相传，上财人铭记‘厚德博学、经济匡时’之校训，励精图治，奋发进取，为国家经济和社会发展输送了数以万计的财经管理和相关专业人才。学校正在为成为国际知名具有鲜明财经特色的高水平研究型大学而努力！

## 关于作者



### 潘飞教授

管理学博士，上海财经大学会计学院教授，博士生导师

美国会计学会会员、中国会计学会理事、中国会计学会管理会计专业委员会委员以及上海市成本研究会副会长、《新会计》特聘编审。上海财经大学评为资深教授，享受国务院政府特殊津贴专家。



### 乐嘉伟

上海中心大厦建设发展有限公司财税总监兼计划财务部总经理，上海中心大厦商务运营有限公司监事，上海中心大厦锦江酒店资产管理有限公司监事。中国注册会计师、高级会计师、中国总会计师 CFO 认证、上海市地方会计领军项目“上海优秀会计人才”优秀学员、2020 影响中国会计从业人员的十大信息技术评选专家。2008 年加入上海中心大厦财务团队，全面负责上海中心大厦建设及运营过程中的财税筹划、会计核算、全面预算、融资投资及相关资金管理相关工作，上海中心大厦的财务负责人。



### 单雨飞

美国管理会计师协会中国区研究与知识总监，英国伯明翰大学金融学及美国莱斯大学能源经济学双硕士。美国注册管理会计师（CMA），美国注册会计师（USCPA），美国注册舞弊审查师（CFE）。加入 IMA 前在国内外多家大型上市企业担任高层管理工作，其负责领域涵盖财务计划与分析，资本运作，战略投资与融资，内控及内审等多个方面。曾任渤海证券研究所策略研究员，美国贝克研究院圆桌研究员，曾在渤海证券研究所内刊、China Business Review 及 China-USA Business Review 上发表专业文章。

## 特别感谢



### 姜承戎

中共党员，上海中心大厦建设发展有限公司计划财务总部高级财务主管，负责会计核算、报表编制等工作。具有中级会计师职称、国际注册内部审计师（CIA）执业资格，有近20年财务、内审等相关工作经验。曾多次被评为优秀员工、先进工作者。



### 沈玉芬

上海中心大厦商务运营有限公司财务部会计高级主管，会计师。2010年进入商务公司，参与会议中心板块的筹备期至今，主要负责公司销售中心业务，包括观光、宴会、餐饮、广告等板块的会计核算及税务处理等。



### 黄志

上海视野经济研究所副所长，国际注册管理咨询师（CMCC），中小企业管理咨询专家（中国企业联合会授予）。

1995年至2004年就职于东风汽车有限公司财务部，2005年至2015年就职于视野国际财务管理咨询（上海）有限公司从事财务管理咨询工作；2016年至2019年就职于上海视野价值管理有限公司从事管理会计软件产品研发工作；现任上海视野经济研究所副所长，分管财务及知识管理工作。

管理会计主要研究方向为财务战略、集团管控、预算管理、成本管理、财务体系建设等。曾参与视野系列管理丛书《全面预算管理》ISBN 978-7-5141-0717-3的编著（ISBN 978-7-5141-0717-3 经济科学出版社发行）。曾主导的超威集团成本管控咨询项目获2016年国际君士坦丁奖。



### 徐慧悦

上海财经大学会计学院硕士研究生。

# 目录

<b>摘要</b> .....	<b>8</b>
<b>一、引言</b> .....	<b>9</b>
<b>二、理论研究</b> .....	<b>10</b>
(一) 基本理论.....	10
(二) 文献研究.....	10
<b>三、实务研究</b> .....	<b>12</b>
(一) 商业不动产发展历程.....	12
(二) 我国商业不动产发展现状.....	12
(三) 商业不动产融资特点.....	13
<b>四、后疫情时代商业不动产的融资与经营</b> .....	<b>17</b>
(一) 疫情给商业不动产带来的冲击.....	17
(二) 新挑战下的新形式、新政策、新影响.....	21
(三) 商业不动产风险应对与经营思路转变.....	22
(四) 商业不动产的融资计划需要与经营规划相结合.....	23
<b>主要参考文献</b> .....	<b>25</b>

## 摘要

2020年，由于新冠疫情导致的经济下行，商业地产承受了较大的资金压力，因此外部融资对于其缓解资金的压力显得尤为重要。但目前我国商业地产的发展还处于从依靠开发项目利润的粗放模式向自持型资产运营模式转变的过程中，并且我国商业地产金融市场相对于发达国家而言，仍处于初级阶段。我国的商业地产融资渠道单一，银行风险过大；缺少针对商业地产特点的

融资方式；商业地产运营方式非理性化与融资渠道不畅互相掣肘。因此，本文以商业地产的融资方式为研究重点，重点梳理了国内外商业地产的发展现状以及融资现状，并对主流的融资模式进行分析对比，结合商业地产疫情后经营面临的新挑战及商业地产企业的经营转型举措，试图解决后疫情时代商业地产的融资及经营难题。



## 一、引言

2020年初，由于新冠病毒疫情的冲击，众多行业被迫停工停产，其中大型商业不动产也被迫歇业，同时，因国家和地方政府出台“减免中小商户租金”等政策影响，商业地产的现金流大幅下降，长短期资金压力骤增，商业地产为缓解资金压力急需外部融资。商业地产融资内容复杂，且没有类似于住宅地产的资金回收

特征，因而在建成后的较长时间内具有大规模的资金需求。目前，我国的商业地产金融市场远远落后于商业地产的发展，融资渠道单一，其中70%-80%的资金都来源于银行信贷。因此，寻找多渠道的融资模式，缓解商业地产的融资压力就显得尤为重要。



## 二、理论研究

### （一）基本理论

传统资本结构理论认为在一定的负债比率内，企业的加权平均资本成本率会随着负债比例的增加而下降，因此企业在选择外部融资时会以债务融资为主。其中，Mayers（1984）最早在企业融资理论研究中引入不对称信息理论而创建了新优序理论，随后Mayers和Majluf在1984年提出了“梅耶斯-迈基里夫模型”，该模型的观点认为企业在融资过程中偏好于内部融资，若采用外部融资则会偏好债券融资。

随着金融理论的逐渐完善，在德国和英国等西方发达国家从房地产抵押、房地产证券化等角度开始研究房地产融资渠道。20世纪60年代以来，在美国等房地产市场较发达国家的房地产金融创新开始展现出新的趋势，由以银行为主的间接信贷融资模式转向以证券化为核心的权益融资模式过渡。到2000年左右，西方发达国家经历了房地产金融创新的过程，房地产融资工具的创新为房地产市场的发展起到了巨大的推动作用。Stern（2003）尝试从运作流程及本质角度入手，强调资产证券化是通过对债券工具的控制，起到风险隔绝效果。Schwarcz（2002）认为，通过资产证券化的方式进行融资，其融资成本相较于其他方式更低，能减少对传统金融机构的依赖程度。Liow和Webb（2004）认为证券的价值主要体现在资产创造的预期收入上。Shaun和Bond（2006）认为以资产证券化来开展外部融资活动的优势在于投资成本较小。Louis Archambault认为房地产信托融资能够最大程度的降低地产企业综合运营成本以及地产项目投融资成本费用。

目前，伴随着房地产融资改革的不断推进，国外对房地产金融创新的研究已经从传统的定性研究转向了定量研究。Howe和Shilling（1990）研究发现由外部机构管理的REITs业绩表现不佳。Linneman（1997）认为REITs具有规模经济，大型REITs在收入、费用支出和资本的规模经济方面比小型享有更多优势。Capozza和Seguin（2000）认为REITs的治理结构直接影响公司实际开发经营业绩，并发现使用内部管理的REITs股票的企业，其业绩较使用外部管理REITs的平均高7%。Ambrose和Linneman（2001）发现实行内部管理的公司型REITs比委托外部机构管理的信托型REITs具有经营优势。JD Peterson和CH Hsirh（2010）认为在抵押型REITs和权益型REITs中，抵押型REITs与金融市场的相关性更强。Wijbur G和Aalbers MB（2018）认为价值投资和长期投资的主导策略有助于REITs长期持有房地产物业股权的投资思路形成。

### （二）文献研究

对于商业不动产的多渠道融资方式，国内研究通过借鉴国外理论，在实务层面也提出了不少方案和建议，主要集中在房地产投资信托基金（REITs）、资产证券化、房地产夹层融资、土地融资以及公私合营（PPP）等方式上。

#### 1. 房地产投资信托基金 REITs

我国于21世纪初引入REITs概念，2003年央行121号文件发布，其后一系列紧缩房地产银行信贷的措施促使信托业与房地产业迅速结合。

李娜和徐强（2018）指出国内 REITs 境外发行以我国内地第一个跨境 REITs “越秀 REITs” 为代表，国内发行则以“鹏华前海万科 REITs” 为代表。根据收入来源及投资性质的不同，万容（2010）把房地产投资信托基金分为权益型房地产投资信托基金、抵押型房地产投资信托基金和混合型房地产投资信托基金三种类型，他提出应当对现有信托公司中的房地产集合信托计划进行改造，采取多元化组合的方式建立房地产投资信托基金，建立规范和有效的运作模式。

## 2. 资产证券化

我国对资产证券化的研究起始于 20 世纪 90 年代，2005 年才启动资产证券化试点项目。复旦大学朱菁教授名为《论美国银行业的新动向——资产证券化》的文章成为了我国了解国外资产证券化发展情况的窗口。

孟繁瑜（2010）对我国首例资产证券化型的准市政债“重庆市轨道交通建设债券”进行研究，指出该案例成功绕过了政府不能发债的法律障碍，又使用了政府信用担保，并带来税收优惠等诸多好处。伍冠玲（2010）认为我国应大力推广融资租赁和房地产抵押贷款证券化等新型融资方式，以缓解当前房地产企业面临的融资压力。张明（2013）认为资产证券化能盘活存量的房地产和信贷资产，提升房地产企业和商业银行资金周转的速度。

## 3. 房地产夹层融资

国内房地产夹层融资业务的兴起是由早期的信托贷款“转型”而来的，其作为创新融资方式，成为了房地产企业融资的突破口。2005 年年底，由联华信托发行的首支房地产夹层融资基金——“联信·宝利 7 号”，成为金融机构参与房地产夹层融资的首次尝试。

陈德强（2012）、沈建勇（2014）、徐霞（2016）、孙连涛（2018）等学者认为这一融资方式的优点主要有规避政策限制、融资期限较长结构灵活可调整、限制较少、成本较低和退出机制相对完善等，而缺点则主要是成本与定价不够明确、信用评级机构与信用评级制度不健全、政策法律环境不健全等。

## 4. 土地融资

2003 年以来，随着经营性用地“招拍挂”出让制度的确立和多数城市住房市场的持续升温，形成了巨大的土地红利。

王贤彬（2014）认为基础设施的改善又将提升土地价值并促进长期资本的流入，从而提高了土地出让单价和抵押土地的价值。郑思齐（2014）认为政府隐性担保增强了融资平台的偿债能力，使得其能够在下一轮融资中获得更多的资金。

## 5. 公私合营（PPP）

随着中国经济发展进入“新常态”，完全由政府主导的基础设施建设投融资模式面临改革，PPP 模式成为我国基建投融资改革的重要方向。2015 年上半年，国家发改委联合财政部等部门发布《基础设施和公共事业特许经营管理办法》等，并推出 PPP 项目工程包。

李翊涵和宋清（2018）通过对现有研究的梳理，指出目前国内对 PPP 的研究主要集中在政府债务、基础设施建设、特许经营、风险分担四个方面。PPP 模式优点在于可以对城市基础设施建设起到积极作用，是解决地方政府债务的有效途径。

## 三、实务研究

### （一）商业不动产发展历程

#### 1. 发达国家商业不动产发展历程

从宏观分析，商业不动产发展历程可划分为以下三个阶段：

**第一阶段，开发项目阶段。**这个阶段的主要特征为房地产公司以开发销售为主，当开发完一个物业以后，立即出售以回笼资金继续投入开发，扩大再生产，由此完成企业的原始资本积累。商业地产的开发-销售-再开发模式，是这个阶段的核心特征。开发销售模式的弊端在于开发商为了追求短期现金流，而牺牲了长期经营空间。

**第二阶段，物业自持阶段。**由于各城市商业物业存量越来越大，可供开发的区域和规模逐步饱和，短期收益压缩，具备实力的开发商自持出租、只租不售，通过统一的业态规划、招租运营、管理服务，追求长期性和稳定性。这个阶段，商业地产商由“开发商角色”开始向“运营商角色”转变，由“短期收益模式”向“长期持有模式”转型。

**第三阶段，资产证券化阶段，**也叫做房地产信托投资基金（REITs）阶段。这是目前西方发达国家比较通行的一种手法，是房地产证券化的重要手段。

目前，西方发达国家的商业地产已进入第三阶段，商业地产只租不售，由商业地产的运营商委托开发商进行开发，城市商业网点布局规划完善，尤其在资产证券化方面，已经建立起完善的制度体系，给商业地产行业发展带来良好的流动性、收益性支撑。

### （二）我国商业不动产发展现状

2020年，我国商业不动产受到新冠疫情的冲击，市场整体表现为下降趋势。根据《2020年中国商业地产发展白皮书》统计：2020年1-5月，商业地产开发总投资额为6,408亿元，同比下降5.1%；销售面积为3,494万平方米，同比下降23.1%。其中商业营业用房新开工面积同比下降16.1%，销售面积同比下降21.7%，供应端和需求端均为下降趋势；办公楼新开工面积同比下降11.4%，销售面积同比下降26.7%，市场平均表现为供应过剩，但区域间存在较大差异，经济增速高、现代服务业发展较快的区域，办公楼市场具有较大的发展潜力。商业地产租赁市场中，2020年上半年，购物中心商铺平均租金环比下跌2.41%，重点城市写字楼平均租金累计下跌2.38%。商办土地市场表现分化严重，其中一线城市量升价跌，成交规模显著提升；二线城市量降价涨，成交均价小幅上涨；三四线城市量降价涨，消费下沉也会进一步促进三四线城市商办土地市场发展。因此，在疫情影响下，短期内国内商业地产市场面临内外双重压力，整体表现为存量高、竞争激烈、下行风险加大、差异化等特点。

从某种意义上说，西方发达国家的成功历程，就是我们将来要走的路。比照发达国家商业不动产发展阶段，我国正处于从依靠开发利润的粗放模式向自持型资产运营模式转变的过程中。目前国内顶尖商业地产开发商，已率先进入到了自持阶段。面对当前的市场压力和发展契机，我国商业地产企业需加快发展战略和盈利模式的调整步伐，以此来提升适应环境的能力。

### （三）商业不动产融资特点

#### 1. 商业不动产的融资特点

商业不动产因为其在运营模式上的独特性，投融资内容要相对复杂，主要从开发、运营两个阶段来分析。

##### （1）开发阶段的融资特点

从土地的购入一直到地产建筑物的落成这一个阶段便是开发阶段。具体上主要有商业选项、购买土地以及建筑物的建设、配套设施安装等。此阶段融资的主要特征之一就是投资规模大。商业地产土地获得成本较高，并且其开发的复杂性、专业性以及高标准性，使得其资金的需求将远远大于住宅板块。其次是预期收益不明显。该阶段只完成了相关地产的建设，未形成成熟的商业物业。因此，未来收益无法准确预测，具有较大的风险。

##### （2）运营阶段的融资特点

首先是经营风险期长。商业地产的业态组合、租金

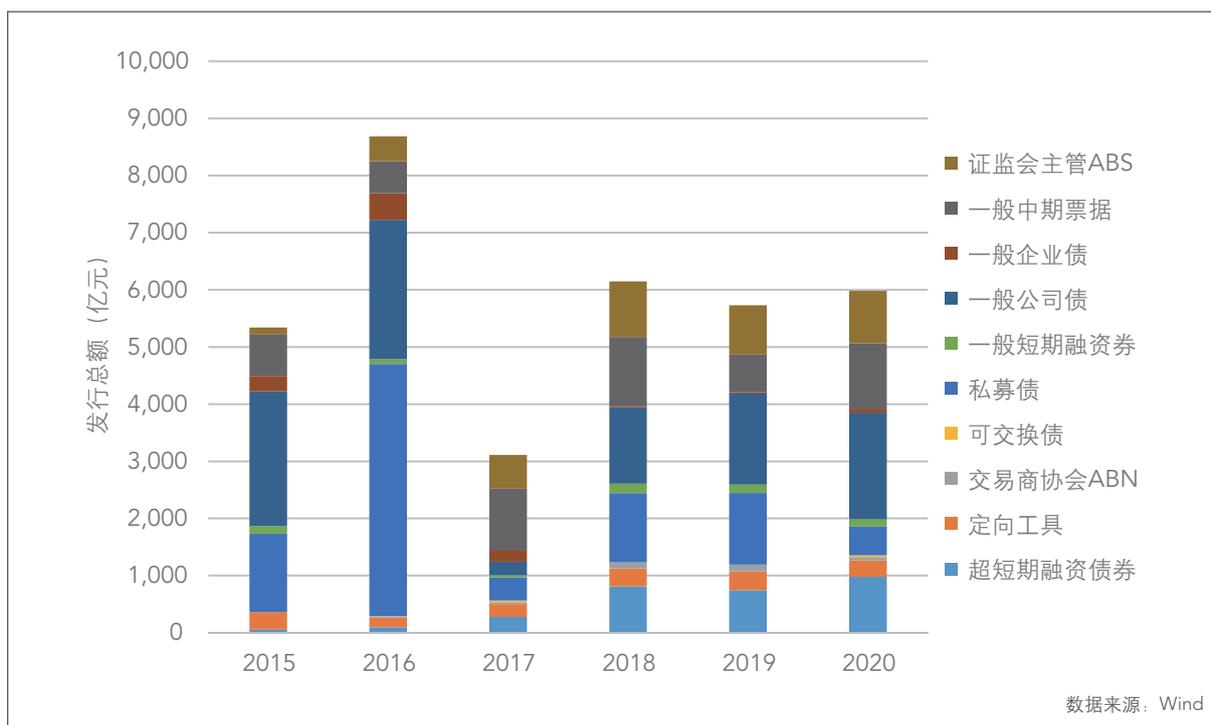
设置、服务周到、广告效应等方面，是运营阶段能否成功的关键因素。该阶段现金流不稳定，具有较长的经营风险期。其次是易出现现金流链接的矛盾点。由于前期投资较大，这个阶段还款压力较大，但为了实现经济效益及公司项目品牌的最大化，是不应该将物业分割出售还款的，这就造成了现金流链接的矛盾点。

#### 2. 国内商业不动产融资现状及特点

由于我国商业地产的发展历程很短，行业成熟度较低，并且我国房地产金融体系建设严重滞后于商业地产的发展，我国商业地产金融市场相对于发达国家，从认知、人才、产品及配套的法规制度等各方面都处于初级阶段。

目前，我国的商业地产融资和住宅融资一样，主要是依赖于债务融资，其中绝大部分来源于银行贷款，融资渠道过于单一，商业地产商的资金来源中银行信贷比重约占70%-80%，银行风险集中。除此之外，商业

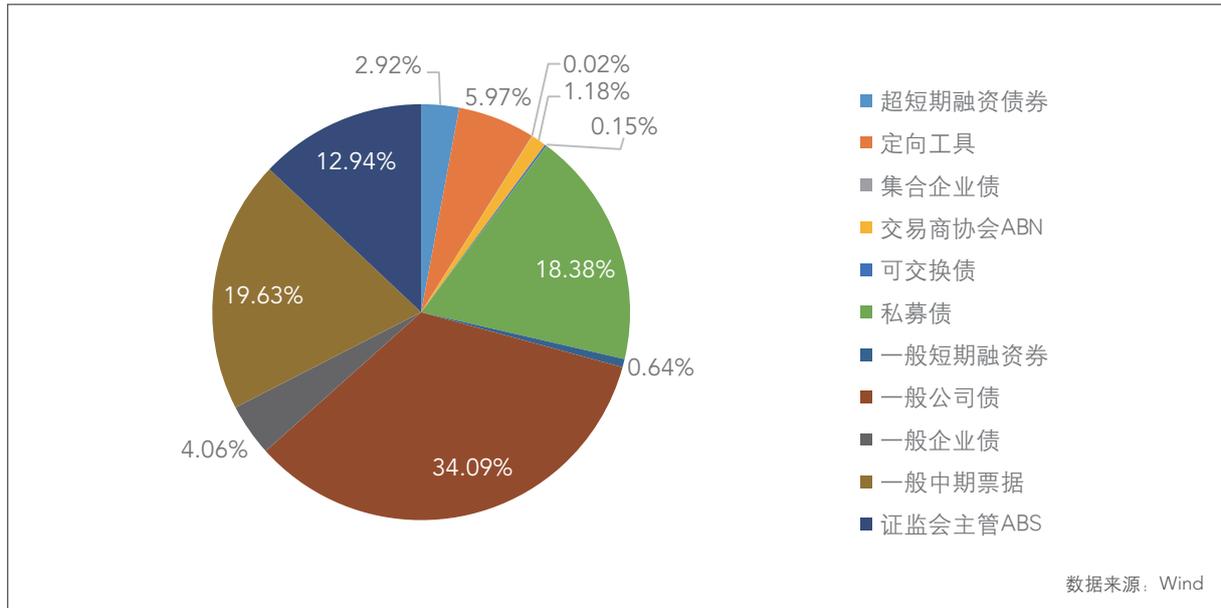
图 3-1：近五年房地产行业债券融资类别及其规模



地产企业多数选择通过境内外债券发行进行融资。根据 Wind 数据库统计，房地产行业近五年来债券融资主要来自于一家公司债、私募债和一般中期票据。其中，自 2015 年起，超短期融资债券的发行规模逐步提升。目前，房地产存量债券以一般公司债、一般中期票据、

私募债和证监会 ABS 为主，发行规模所占比例分别为 34.09%、19.63%、18.38% 和 12.94%。截至 2020 年 6 月底，商业地产前十大企业共发行境内公司债 29 支，发行规模为 403.8 亿元；海外债券累计发行 5 支，发行规模为 116.7 亿元。

图 3-2：目前房地产行业存量债券类型



而符合商业地产运营规律的真正的 REITs、CMBS 等融资方式仍处于初期阶段。越秀 REITs 成功赴港上市后，国内商业地产行业也不断进行金融创新，推进资产证券化，涌现出了一批类 REITs 产品。根据《2020 年中国商业地产发展白皮书》，截至 2020 年 6 月底，存续

的类 REITs 共 63 支，发行额合计为 1,165.8 亿元，其中 2020 年新增不动产投资信托 REITs 产品 4 支，共计 26.2 亿元。

各类融资模式对比分析：

- 融资类型综合比较

表 3-1：融资类型综合对比

序号	对比项目	内部融资	债务融资	股权融资	资产证券化
1	项目标准	低	很高	高	中
2	融资期限	/	短、中、长	长	中、长
3	操作难度	简单	一般	复杂	一般
4	融资成本	无	中	高	高

序号	对比项目	内部融资	债务融资	股权融资	资产证券化
5	政策风险	无	高	低	低
6	资金监管	无	严	无	中
7	退出机制	/	固定	无	灵活

- 债务融资方式对比

**表 3-2：债务融资方式对比**

序号	对比项目	银行贷款	企业债券	中期票据	短期融资券
1	项目标准	高	高	中	中
2	融资期限	短、中、长期	中长期	中期	短期
3	操作难度	一般	复杂	一般	一般
4	融资规模	灵活	大	灵活	中
5	融资成本	中	高	中	中
6	政策风险	高	中	低	低
7	资金监管	限制	无限制	无限制	无限制

- 资产证券化融资方式对比

**表 3-3：资产证券化融资方式对比**

序号	对比项目	信托	基金	REITS	CMBS
1	项目标准	低	低	低	低
2	融资期限	短中期	中长期	中长期	中长期
3	操作难度	简单	简单	复杂	复杂
4	融资规模	灵活	大	灵活	中
5	融资成本	低	高	中	中
6	政策风险	低	低	中	中
7	资金监管	无限制	无限制	无限制	无限制

从以上对比分析看，各种融资模式在不同方面表现出来的特点不同，没有绝对的好坏之分，企业在选择融资模式时，应根据企业自身特点、所处环境和融资需求，做出符合当前条件的选择。

### 3. 存在的问题

商业地产融资还存在着很多的问题。归纳起来主要集中在表现在以下几个方面：

**一是融资渠道单一，银行风险过大。**商业地产商的筹资主要来源于自有资金和银行贷款，其中银行信贷比重约占 70%-80%。在目前的商业地产市场资金链中，银行基本参与了商业地产开发的全过程，直接或间接地承受了商业地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。

**二是缺少针对商业地产特点的融资方式。**商业地产作为一种独立的物业类型，有其独特的融资特性。目前我国适合商业地产融资特点的融资方式还没有真正形成，如国外符合商业地产融资规律的 REITs 融资方式，在我国也只是以私募性质的房地产投资信托形式的类 REITs 产品；再如以商业地产物业为资产的 CMBS 融资

模式，在我国也只是存在于概念阶段。针对商业地产特点的融资方式的缺乏，必然导致商业地产融资的困境，诱导其向分割销售建成物业的非理性运营方式发展，严重影响了商业地产的可持续发展。

**三是商业地产运营方式非理性化与融资渠道不畅互相掣肘。**目前，国内银行对商业地产一直持谨慎态度，并且一再收缩信贷。持有整体商业物业以持续租金进行投资回收的理性运营模式，无法满足对资金大额度、长期性的需求，部分商业地产只有采取出售物业的方式来迅速回收资金，因此很多商业地产难以真正做到“持有”经营，长期以来形成了一个恶性循环，不利于企业和行业的成长。

综合分析国内商业不动产融资现状存在的问题，既有国内融资市场不成熟的问题，也有商业地产商融资战略的问题。随着市场的理性和行业的发展，市场总会由不成熟向成熟逐步完善。借鉴国外成熟的商业地产融资方式，探寻适合国情的商业地产金融模式，是完善我国商业地产金融市场的必由之路。而制定和采取符合我国商业不动产融资市场特点和具有前瞻性的融资战略，是当下每个商业地产企业需要面对和思考的问题。

## 四、后疫情时代 商业不动产的融资与经营

### （一）疫情给商业不动产带来的冲击

2020年上半年，突如其来的新冠疫情对我国的宏观经济产生了明显冲击，同时也给商业地产市场及其经营带来了较大影响。

#### 1. 疫情后商业地产市场行情的变化

商业地产新房市场的投资开发和销售都较去年同期发生明显下滑。2020年1-5月，商业地产开发总投资额为6,408亿元，同比下降5.1%；销售面积为3,494万平

方米，同比下降23.1%。从供求两端来看，可以明显发现商业地产市场均处于下滑趋势。

其中，全国商业营业用房新开工面积及其销售面积同比下降。2020年1-5月，商业营业用房新开工面积5,591万平方米，相比于2019年同期下降了16.1%，降幅扩大了11.5%；2020年1-5月，其销售面积为2,577万平方米，同比下降21.7%，相比上一年同期降幅扩大8.9%。疫情的冲击，致使我国商业营业用房市场的供给和需求两端都发生较大幅度的下滑。

图 4-1：2012-2020 年 5 月商业营业用房新开工面积与同比增速

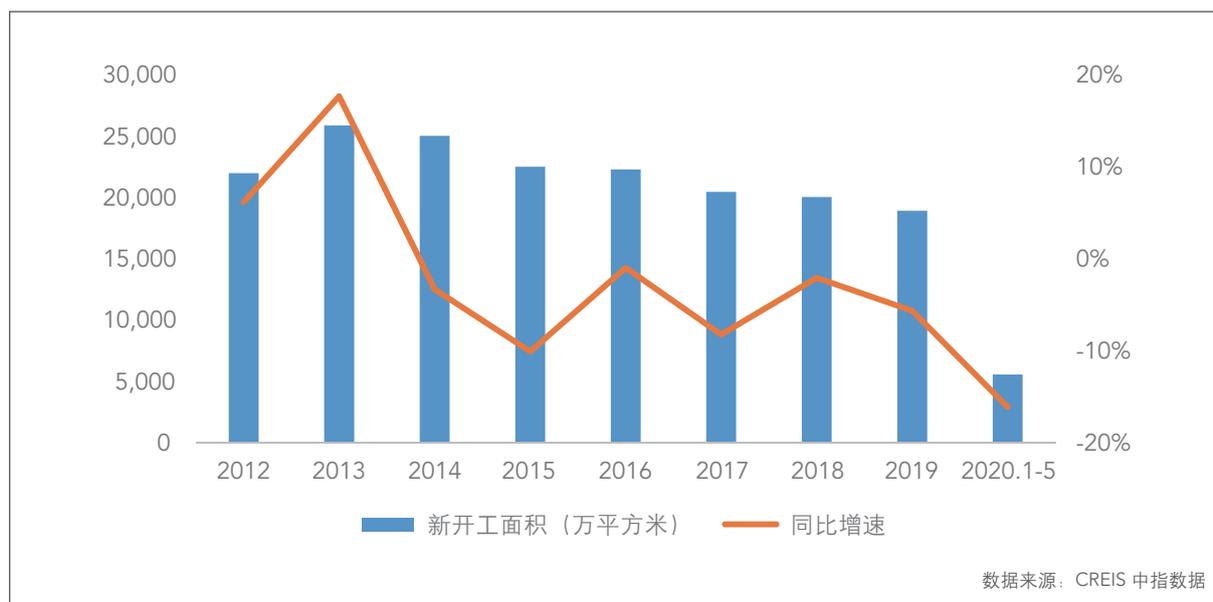
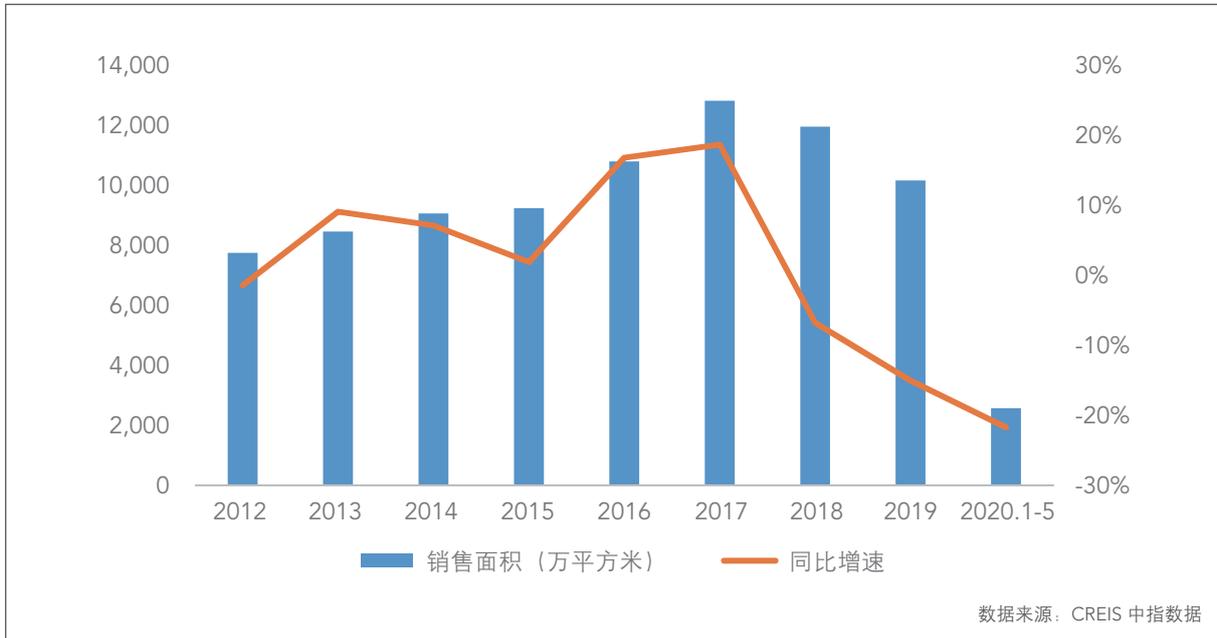


图 4-2：2012-2020 年 5 月商业营业用房销售面积与同比增速



全国办公楼新开工面积及其销售面积下降程度显著。2020 年 1-5 月，办公楼新开工面积 2,173 万平方米，同比下降 11.4%；销售面积 917 万平方米，同比下降 26.7%。从各个地区的办公楼新开工情况来看，广东、

吉林、内蒙古等地开工面积不足 5 万平方米，各个区域之间存在着较为明显的差异。从各地办公楼的销售情况来看，浙江、江苏、广东等第三产业发展迅速的东部沿海省份，办公楼需求旺盛。总体上，经济较为发达的东部地区情况优于西部及东北地区。

图 4-3：2012-2020 年 5 月办公楼新开工面积与同比增速

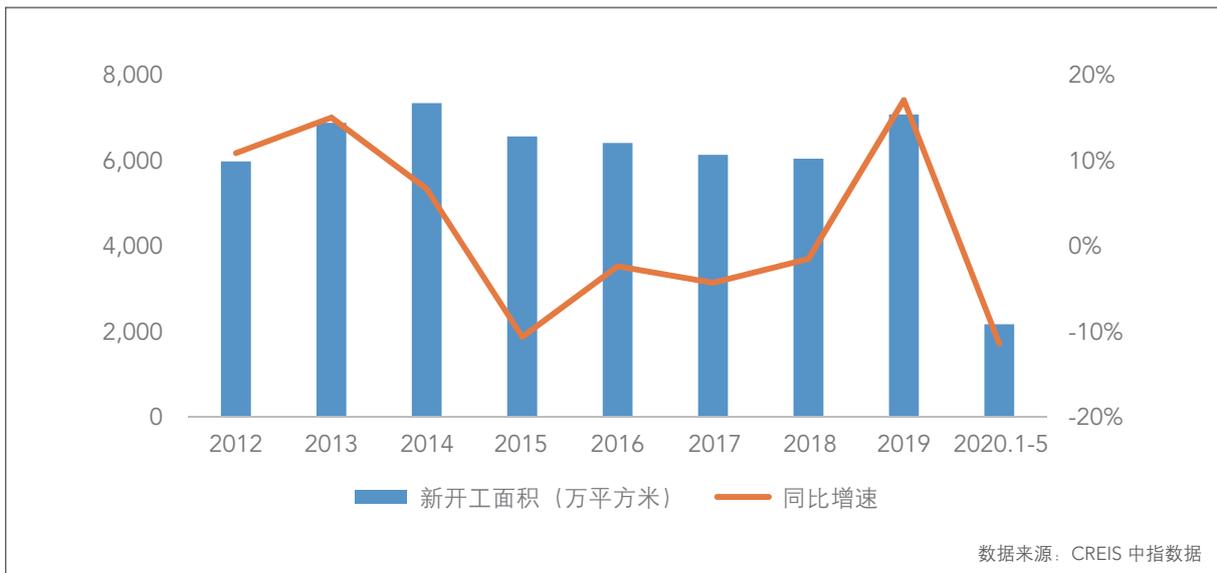
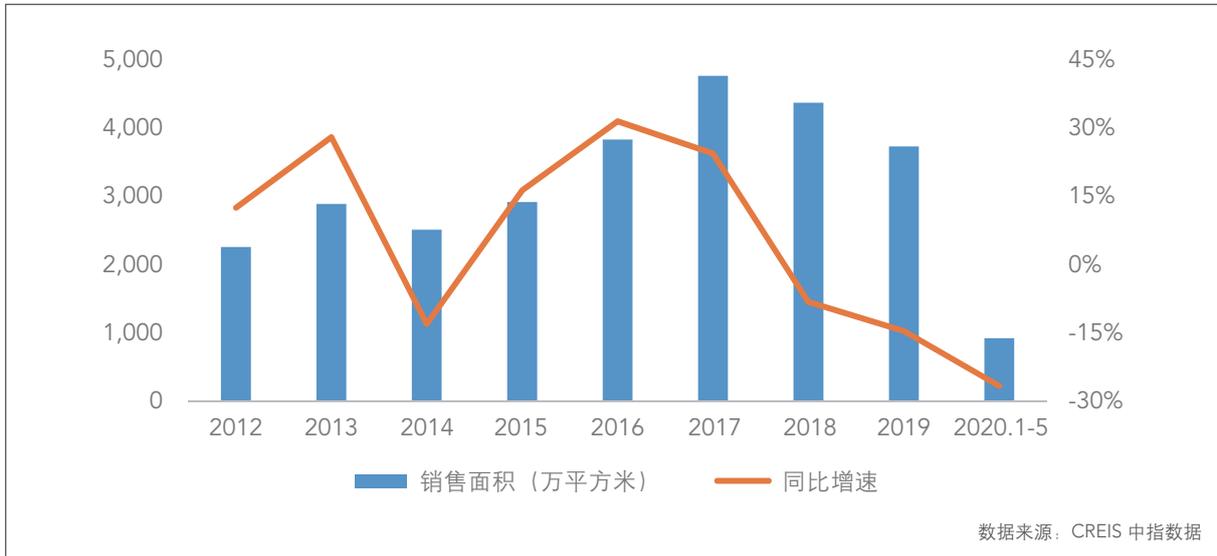


图 4-4：2012-2020 年 5 月办公楼销售面积与同比增速



除此之外，尽管疫情逐步得到控制，国内经济不断复苏，但群众的消费能力尚未恢复到以往水平，商业综合体的客流量仍受到一定程度影响，商业地产租赁市场短期内仍承受了较大压力。中指研究院根据全国重点城市 100 条商业街和 100 个大型购物中心进行相关统计，可以发现：2020 年上半年，中国商业街商铺平均租金为 25.1 元 / 平米 / 天，环比下降 2.41 个百分点；大型购物中心商铺平均租金为 26.8 元 / 平米 / 天，环比下降 1.09

个百分点。写字楼租赁市场同样面临着需求下降、租金下跌的挑战。根据中指研究院的统计数据，2020 年上半年，我国 15 个重点城市核心商圈甲级写字楼的租金累计下跌 2.38%。

## 2. 疫情后商业地产经营及财务情况

以大悦城为例，2017 年至 2019 年，随着宏观经济的不断增长，其商业地产业务也不断发展，可以看到营业收入和归母净利润都在同比增加，具体数据如下所示：

图 4-5：2012 年 -2020 年一季度大悦城营业总收入及同比增长

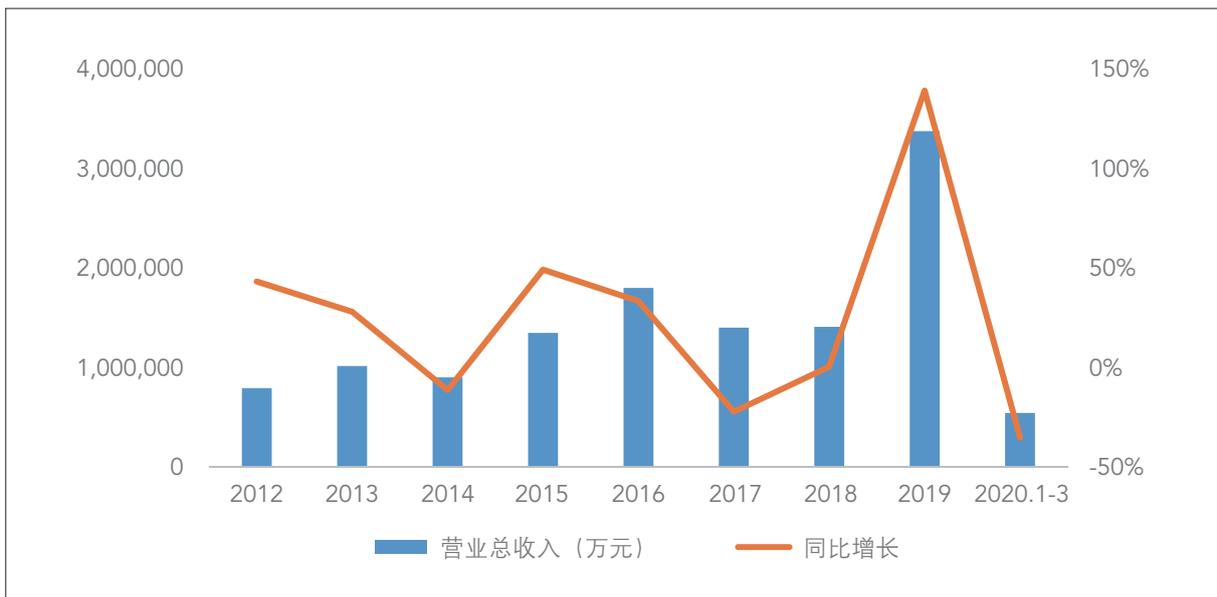
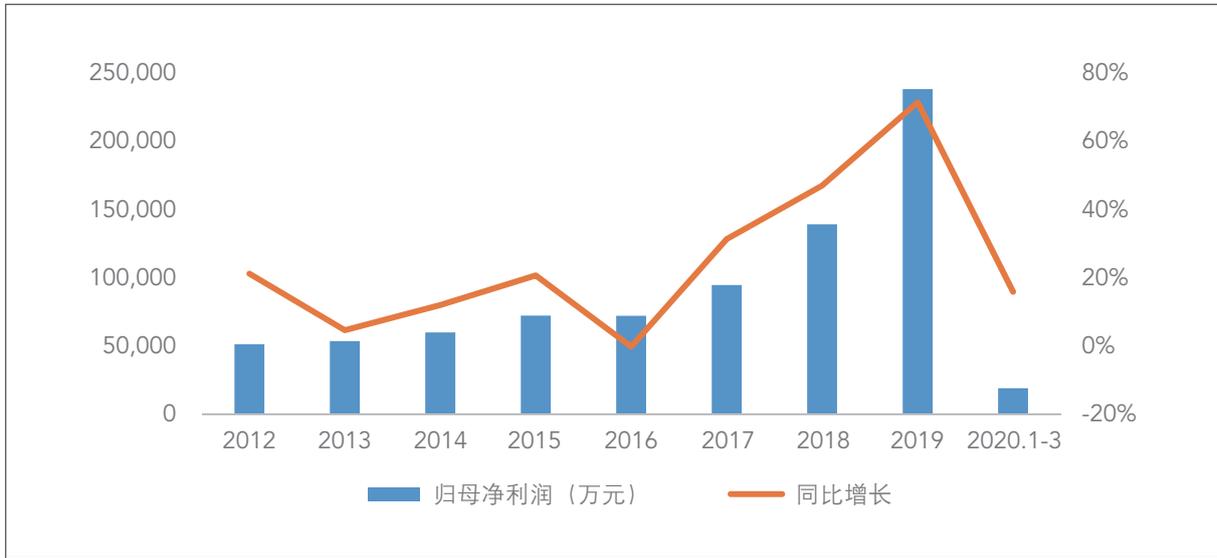


图 4-6：2012 年 -2020 年一季度大悦城归母净利润及同比增长



而在 2020 年一季度，相关财务数据同比均有明显下滑，尤其是其经营性现金流。具体数据如下：

表 3-3：资产证券化融资方式对比

公司	项目	2020 年 1-3 月	2019 年 1-3 月	同期增减
大悦城控股	营业收入	545,874	841,902	-35.16%
	归母净利润	18,965	118,644	-84.02%
	经营性现金流	-253,811	14,450	-1856.43%

由于多数业态的商业不动产项目均属于人员聚集或相对聚集区域，一季度其经营受到了非常显著的影响，最直接的表现就是销售量的下跌、酒店商场等商业地产的营收减少等。总体来看，疫情对商业地产市场尤其是对一季度的商业地产市场将造成一定影响。具有较强现场及即期销售属性、以房费和销售额作为业主主要收入的业态，比如酒店、旅游、自营餐饮等受到的影响最为显著，过半乃至八成以上比例的同比下降成为过去一个月的普遍现象，以销售抽点等浮动租金为主的购物中心等商业受到疫情冲击最为直接的。经过此次疫情之后，租赁和租金的影响对经营管理能力较差的商业产生更大

的压力。由于疫情导致人口流量断崖式下跌，空置率上升，租赁住房运营企业陷入寒冬，甚至有部分租赁住房运营商面临资金断裂的风险。

另外，疫情对筹建中的各类项目影响更大：首先，项目工期至少延后 3 个月，财务成本、人员成本、物料成本等会显著增加；第二，餐饮及体验业态开店乏力，出租率和开店率大幅下滑；第三，电商愈加强势，实体零售开店乏力；第四，疫情对酒店、旅游等文旅影响，也将传导到商业不动产建设投资上，致使项目延后或停建；第五，传导到投资端，会影响阶段性的投资热情。这都将对商业地产行业产生较大的冲击。

## （二）新挑战下的新形式、新政策、新影响

疫情期间，全国各地政府包括北京、上海、广东、浙江、湖北等都出台了相应政策，承诺对承租国有资产类经营用房的中小企业实施减免租金，同时鼓励大型商务楼宇、商场、市场运营方等业主对小微租户适度减免疫情期间的租金。

不少商业运营商也公布了租金减免措施，与合作商户共同承担危机。据统计的85家典型房企商业运营商对本次疫情反应来看，共有60家宣布对旗下持有物业商铺进行减租或者免租，免租物业形式包括商场、公寓、酒店、写字楼等，共涉及项目总数约达1,515个项目。从减免企业来看，国内大部分商业地产布局较广的企业都进行了不同程度的减免，如万达、龙湖、保利、华润等，或减半或全免旗下各大商城商户的租金费用。

表 4-2：各大商业地产企业租金减免情况

企业	减免情况	措施最长天数	预计直接租金优惠(亿元)
万达商业	租金全免	33	34.9
红星美凯龙	租金全免	31	5.9
华润置地	租金全免	16	4.4
龙湖集团	租金减半	67	3.9
凯德集团	租金分区减免	20	2.3
万科地产	租金减半	29	1.7
中海地产	租金减半	31	1.6
保利发展	租金全免	6	1.4
苏宁置业	租金全免	15	1.3
恒隆地产	租金减半	21	1.1

此外，各地政府也出台了一些疫情过后商业地产开发存量的指导性政策，例如7月8日重庆市出台的相关文件《重庆市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于印发主城中心城区存量商业商务用房盘活利用实施方案的通知》（渝房市办[2020]1号）就提出了以下五个方向来鼓励开发商业业态转型：（1）鼓励国有资本、社会资本等利用存量商业来发展养老、普惠托育服务业；（2）对低效闲置的商业设施，降低传统零售业比重，强化休闲、娱乐、社交、生活服务等体验型业态；（3）

鼓励机关事业单位租赁相关存量用房，将存量商务用户改造成公共服务设施；（4）鼓励定向招商引资打造产业园；（5）对已竣工尚未分零销售的商业商务类非住宅允许改建或调整为租赁住房项目。

与此同时，为促进消费，全国约有25个省（直辖市）发放消费券，总规模超115亿元。由于线下消费券多数涉及商场内餐饮、零售、娱乐等行业，对促进消费者在商圈的消费也起到了一定作用。

随着国家提倡“地摊经济”“夜经济”，多地政府

推出允许设置临时摊位、店铺越门经营、大型商场开展占道促销及流动商贩贩卖经营等政策。在广州和上海都有多个商场推出夜间特色活动，不少商家通过延长营业时间、运用消费券、直播、外卖等方式刺激夜间消费。对于受到疫情重创的商业地产而言，地摊经济活络了人气、推动了客流恢复、带动了消费，是复苏新动力。

此外，电商亦是今年关注重点。政府工作报告表示，电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，会继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。例如今年6月在广州举办的首届直播节，这是全国第一个以城市为平台的直播带货节，除了常规的商场发起零售带货之外，还包括文旅、专业市场、餐饮、百货等参与进来，沉寂已久的商业圈得以再度在线上焕发活力。

### （三）商业不动产风险应对与经营思路转变

商业不动产投资的最大特点是商业地产需要考虑商业经营。商业不动产投资需要投资商成熟的商业经营来保证。商业经营是商业不动产投资成功的关键。国内当前商业与地产的严重分离导致我国的商业地产很难实现完善的规划和长期稳定的经营，所以我国商业地产投资项目经营风险是很大的。此外在2020年的疫情中，商业地产的经营也面临着巨大的挑战，原有租户受疫情影响可能不再续租，商业地产难以吸引到新的租户，同时商务业务暂停举办也会影响商业地产的收入。针对此次疫情的影响，企业要转变经营模式，从以下几个方面入手来缓解疫情带来的损失：

第一，聚集核心城市挖掘潜力地区。商业地产的发展逐步深入，企业要注重项目的运营和产业布局，核心城市经济发达、人口吸引能力强因此存在大量潜在需求，商业地产要注重核心城市与都市圈的布局并在此基础上

建立起自己的辐射网。同时三四线城市的崛起存在大量潜力地区，例如部分城市城镇化进程加快，国家政策倾斜等因素造成其经济发展迅速，对消费的需求增加，这也是商业地产扩大业务、保持成长性的重要途径。

第二，紧跟消费场景创新的步伐。当前线上消费、夜间经济等新兴消费方式的出现也为商业地产的创新发展带来了机遇。随着互联网的发展线上经济、直播消费等方式兴起，为消费者带来新的体验也助力实体经济的复苏。随着疫情的控制，夜间经济激发商业活力成为振兴消费的利器，各大城市相继出台政策打造夜间消费，商业地产要抓住机遇及时转型升级。同时疫情期间由于人们无法大规模长距离流动，形成了社群消费的特点，便利店、生鲜超市受疫情影响较小且收获了稳定的顾客群体，因此在后疫情时代让客户形成消费粘性、提升社区客户忠诚度是很重要的，商业地产可以尝试提升消费体验，打造自己的特色消费。

第三，5G助力，实现数字化。当前5G蓬勃发展是不可多得的机遇，利用5G技术实现AR购物导航、VR云逛街等新的方式，实现实时、远程、智能化的运营管理，实现5G电影院、赛事实时直播等娱乐方式。同时利用大数据技术实现精准营销提升消费转化率，刻画精准的客户画像对商户进行指导，提升经营利率维护客户群体。利用大数据和5G技术打造线上线下双平台，例如线上选品线下购买或配送等方式打通线上与线下。

第四，根据客户的需求提供多元化服务。当前90后、00后逐渐成为消费的主力，他们喜好娱乐、健身，对购物中心的环境与体验要求更高，因此文创、电影院、咖啡厅、健身房等成为他们主流消费场所，此外宠物经济也逐渐兴起形成了猫舍、宠物医院、宠物主题店等新的消费方式。商业地产可以结合不同人群的消费需求提供多元化的服务，实现精细化运营与多元盈利。

## （四）商业不动产的融资计划需要与经营规划相结合

### 1. 融资计划阶段

在融资计划的实施阶段主要应该关注以下几方面：首先应该有合理的内部控制制度来确保每一环节都按计划流程进行；其次要全程跟进融资规划与实际操作的适配情况，当计划无法适应实际情况时，要及时进行修正；第三，还要在实施过程中开展对资金收益的分析，努力做到资金收益最大化；最后，要在实施过程中分析和总结管理上存在的问题，及时做出一些改善。

#### （1）提高资金收益

虽然在计划阶段已经对资金分配都做出了安排，但这并不意味着资金的分配应该始终一成不变。在实际的实施过程中，由于目前经济环境和社会环境的不确定性，各项目的投资回报率都可能发生显著变动，因此应当定期阶段性计算各项目的各项具体指标，分析其资金收益，及时将资金从收益低甚至亏损的项目中收回，转而投入回报率更高的项目，从而提升融资规划整体的资金收益。

除了改变资金在项目中的分配情况之外，我们还可以通过修正项目内部资金使用情况来提高资金收益。另外，利用闲置资金进行理财也对提高资金收益至关重要。通过购买银行短期存款等低风险理财产品，能够使暂时闲置的资金得到充分利用，为整体规划补充资金。

#### （2）改善管理

在实施过程中，必然会暴露许多管理方面的问题。尤其是在目前我国商业地产陷入阶段性发展瓶颈以及全球疫情影响的背景下，许多商业地产公司都受到严重冲击，所以应当顺应外部环境和企业内部规划的进程来改善管理，具体措施有调整短期目标、调整管理层结构、改善商业运营模式等。

对于规划实施的不同阶段，都应当有不同的短期目标作为指引，目标的调整应当贯穿整个实施过程。在管理层结构调整方面，或可更多地倚重能够重启新商业模式、重塑新商业价值的管理人才。至于改善商业运营模式，则应该着力于如前文所述的创新的商业模式上，顺应互联网时代的潮流，抓住疫情环境下的消费者需求，用全价值链、系统思维整合上下游资源，站在更高的生态、平台服务商的角度，提供更好的服务，实现投资、开发、运营和服务最大化战略协同，产生最大的综合功效。

#### （3）拓宽融资渠道

商业地产开发周期长资金投入量大，在新冠疫情的冲击下部分企业面临着资金短缺的困境，因此拓宽融资渠道至关重要。境内外债券融资的方式仍十分主流，2020年1-6月国家加大帮助企业的力度，商业地产代表企业境内公司债发行数量同比增加且总体规模同比扩大，但受疫情影响海外债券发行数量及规模均有所下降。除发行债券外，类REITs不断发展，疫情加速相关政策落地，资产证券化路径拓宽。REITs收入现金流稳定、收益稳定。自2005年越秀REITs成功赴港上市以来，不断有REITs产品出现，其中商业综合体、零售物业是最为常见的底层资产类型。随着证监会与发改委逐渐推进公募REITs的发展，REITs开始成为盘活存量不动产的重要手段，在具体推进的过程中一方面要借助国外的经验，另一方面也要考虑国内的具体状况，促进资产证券化计划稳健发展。

#### （4）采取风险管理措施

企业为应对不确定的市场环境要准备风险资本与应急资本。风险资本是除经营所需的资本外，公司额外用于补偿风险造成的财物损失。例如风险准备金，在应对突发状况时，风险准备金能够帮助企业安然度过。除此

之外应急资本也使风险管理的手段之一，应急资本是指某个特定事件发生时公司有权从应急资本提供方处募集股本或贷款，事后向资本提供方还本付息。应急资本给了企业在危急时刻的融资权，有助于维持公司的持续经营。

## 2. 融资总结阶段

在融资项目完结阶段，需要对融资项目开展项目评

价，综合分析企业在继续融资后对企业经营状况及盈利水平产生的效果。本文可以使用加权平均融资成本以及净资产收益率来共同考察企业的融资绩效。加权平均融资成本反映了企业融资成本的整体变动情况，而净资产收益率包含了企业盈利能力、营运能力及偿债能力，是综合性最强的一项财务分析指标。同时，还可以利用因素分析法分离净资产收益率中其他因素的干扰，评价出融资对绩效单独产生的影响，使评价结果更加科学。



## 主要参考文献

- [1] Ambrose and Linneman. REIT organizational structure and operating characteristics[J]. Journal of Real Estate Research, 2001, 21:146-162
- [2] Bond S A, Scott P J. The Capital Structure Decision for Listed Real Estate Companies[J]. Social Science Electronic Publishing, 2006, 18(2):90-96.
- [3] Bers and Springer. Economics-of-scale for real estate investment trust[J]. Journal of Real Estate Research, 1998, 21:141-162
- [4] Capozza and Seguin. Managerial style and firm value[J]. Real Estate Economics, 1998, 26:131-150
- [5] Green R K, Wachter S M. The Housing Finance Revolution[M]. The Blackwell Companion to the Economics of Housing. John Wiley & Sons, Ltd, 2010.
- [6] Howe J S, Shilling J D. REIT Advisor Performance[J]. Real Estate Economics, 1990, 18(4):479-500.
- [7] Linneman. Forces changing the real estate industry forever[J]. Wharton Real Estate Review, 1997, 1:1-12.
- [8] Louis Archambault, Foreign Investors. An Unexpected Financing Source in a Contracting Real Estate Marketplace[J]. Real Estate Finance, 2008(3).
- [9] Louis Archambault, Foreign Investors: An Unexpected Financing Source in a Contracting Real Estate Marketplace[J]. Real Estate Finance, 2008(3):6-8.
- [10] Liow K H, Webb J R. Common factors in international securitized real estate markets[J]. Review of Financial Economics, 2004, 18(2):80-89.
- [11] Myers S C. The Capital Structure puzzle[J]. The Journal of Finance, 1984, 13(2): 574-592
- [12] Myers S C, Majluf N S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2):187-221
- [13] Mark Gordon. REITs 投资指南 [M]. 北京：中信出版社，2017.
- [14] Peterson JD, Hsish CH. Do Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds Explain Returns on REITs[J]. Real Estate Economics, 2010, 25(2):321-345.
- [15] Ralph L. Block. Investing in REITs: Real Estate Investment Trusts[M]. Bloomberg Press, 2006.

- [16] Schwarcz. 结构金融——资产证券化原理指南（第3版）[M]. 北京：清华大学出版社，2003.
- [17] Sirota D. Essentials of real estate finance[M]. Dearborn Real Estate, 2003.
- [18] Stern J, Madeo S. Real Estate Syndication[J]. Journal of the American Taxation Association, 2003, 7(2):89-97.
- [19] Sagalyn. Conflicts of interest in the structure of REITs[J]. Real Estate Finance, 1996, 13:34-51.
- [20] Terrence M. Clauretje, G. Stacy Sirmans. 房地产金融：原理与实践（第五版）[M]. 北京：中国人民大学出版社，2012.
- [21] Wijburg G, Aalbers MB, Heeg S. The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation[J]. Antipode, 2018.
- [22] 陈德强，赵海珍. 夹层融资在我国房地产融资中的应用[J]. 建筑经济，2012(05):61-64.
- [23] 刘元春，陈金至. 土地制度、融资模式与中国特色工业化[J]. 中国工业经济，2020(03):5-23.
- [24] 李翊涵，宋清. 我国公私合营(PPP)融资模式研究现状分析及启示——基于国内期刊文献的共词分析[J]. 武汉金融，2018(11):45-49.
- [25] 闵嘉宁，金成. 房地产企业信托夹层融资模式探析[J]. 财会通讯，2019(35):20-23.
- [26] 孟繁瑜. 公共不动产证券化：城市建设融资新模式——对重庆市政债券的理论基础和实务运作解析[J]. 财经科学，2010(09):25-32.
- [27] 孙连涛. 夹层融资在房地产融资中的应用[J]. 财经界(学术版)，2018(06):45-46.
- [28] 万容. 构建中国房地产业新型融资方式——房地产投资信托基金探析[J]. 经济问题，2010(03):105-109.
- [29] 王贤彬，张莉，徐现祥. 地方政府土地出让、基础设施投资与地方经济增长[J]. 中国工业经济，2014(07):31-43.
- [30] 伍冠玲. 房地产企业融资难题及其破解[J]. 上海房地，2010(11):44-47.
- [31] 徐霞. 基于夹层融资的房地产企业创新融资方案[J]. 财会通讯，2016(08):14-16.
- [32] 郑思齐，孙伟增，吴璟，武赓. “以地生财，以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究[J]. 经济研究，2014(08):14-27.
- [33] 张明，邹晓梅，高蓓. 中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望[J]. 上海金融，2013(11):31-36.

## 联络 IMA 中国

电话：8610-85534600 4000 462 262

邮箱：imachina@imanet.org

网址：www.imachina.org.cn



扫描二维码关注官方微信



扫描二维码关注 CMA 订阅号



扫描二维码关注官方微博



扫描二维码关注 SF 小程序



扫描二维码关注官方抖音号