

亚洲协会特别报告



执行摘要

# 开创性视角：

## 美国房地产领域的中国投资

# 开创性视角： 美国房地产领域的中国投资

KENNETH ROSEN、ARTHUR MARGON、  
RANDALL SAKAMOTO 及 JOHN TAYLOR

2016年5月

**亚洲协会特别报告**  
**与罗森咨询集团联手打造**

© 2016 亚洲协会。保留所有权利

亚洲协会北加州分会  
500 Washington Street, Suite 350  
San Francisco, CA 94111

亚洲协会南加州分会  
244 S. San Pedro St., Suite 201  
Los Angeles, CA 90012

亚洲协会纽约分会  
725 Park Avenue  
New York, NY 10021

## 合作机构



作为领先教育组织，亚洲协会致力于在全球化背景下，推动亚洲和美国民众、领导人和机构的相互理解并加强合作。协会在艺术、商业、文化、教育和政策领域提供见解，产生观点，促进合作，解决当前挑战，创造共同的未来。亚洲协会于1956年由约翰·D·洛克菲勒三世创办，是一个无党派的非营利机构，总部位于纽约，在香港、休斯敦、洛杉矶、马尼拉、孟买、旧金山、首尔、上海、悉尼、华盛顿特区和苏黎世设有办事处。



罗森咨询集团 (RCG) 是领先的独立房地产经纪咨询公司。RCG 成立于 1990 年，在伯克利和纽约设有办事处，提供战略咨询和跨越所有市场周期的公正投资指导。RCG 是主要银行、保险公司、机构投资者、公共和私人房地产运营商信赖的顾问。



旧金山市对华办公室(ChinaSF)成立于2008年，是一个与旧金山经济发展中心密切合作的旧金山经济项目。ChinaSF的使命是通过在旧金山招揽和留住公司以及吸引投资来创造就业，同时帮助旧金山公司拓展到中国市场。

## 战略合作伙伴



## 银级赞助商：



## 铜级赞助商：



# 目录

前言.....	4
致谢.....	6
执行摘要.....	7
简介.....	13
第1章: 总体中国投资的宏观视角.....	18
第2章: 美国房地产领域的中国投资资金来源和规模.....	23
第3章: 非管制性投资的驱动因素和条件.....	48
第4章: 管制性投资的驱动因素和条件.....	62
第5章: 评估中国投资的可持续性.....	82
第6章: 中国投资的影响.....	96
方法和数据来源.....	101
尾注.....	105

## 前言

**作为全球第二大经济体**，中国对全球经济的影响与日俱增，部分原因在于对外投资的激增。中国现已成为美国外商投资的主要来源之一，资金流入几乎各个行业和市场。对于许多中国公司和个人而言，由于稳定收益预期较高，美国是首选的投资目的地。

美国的决策者、商业领袖和公众尚未全面理解中国在美投资的模式和影响。虽然外商投资已成为美国经济繁荣的关键因素，但近年来中国资本大举流入美国却引发了对失业、扰乱地方和地区经济和市场甚至威胁国家安全的担忧。

中国对美国商业和住宅地产的投资激发了这些担忧，并引发了对相关投资所带来的国内成本的争论。人们担心财力深厚的公司和投资者对住宅地产市场带来潜在的通胀效应，更担心地产收购可能危及国家安全。而正如这份标志性研究所揭示，真实情况更为复杂。

这份名为《开创性视角：美国房地产领域的中国投资》的报告清楚地描绘了上述投资对美国的影响。我们的目的是，不忽视美国国内对于中国（及其他国家）在美房地产投资的焦虑，但基于对投资趋势和动机权威、全面分析进行探讨。我们相信，这将更加清楚地评估中国投资美国房地产的真正影响和意义，支持两国经济关系相关的持续对话。

该报告进一步体现了亚洲协会一直以来在研究中国在美投资广泛现象方面所作出的努力。这是滥觞于2011年一系列报告的第四份。我们过去的报告与荣鼎公司合作，其中国投资监测(Chinese Investment Monitor)仍然是跟踪中国在美投资趋势的黄金标准。第一份报告《敞开美国大门？充分利用中国海外直接投资》，在国家层面概述了中国投资。一年后的2012年，我们提供了在州层面的解读《中国在加利福尼亚州的直接投资》，然后是2014年发布的《高科技产业：中国对美投资的下一波浪潮》则重点分析了中国投资者关注的发展最快的行业之一。通过这些报告，我们发现，虽然对中国投资的某些担忧属实，但中国在美国投资已经并将继续在总体上有利于美国经济。我们认为，确保对外商投资（不止是中国而是全世界）保持开放将使美国仍受益良多。我们的此份报告也得出一样的结论。

我们很高兴能携手罗森咨询集团(RCG)发布此份报告。RCG是美国最具影响的独立房地产咨询、研究和分析公司之一。作为美国房地产业最资深的意见机构之一，RCG对美国房地产市场的深入了解以及对行业数据的充分掌握，使之成为此项合作的不二之选。我

们非常感谢RCG董事长Ken Rosen; Arthur Margon、RCG 合伙人以及Randall Sakamoto 和 John Taylor在亚洲协会和RCG的这一合作中的领导作用。我们同时要感谢国际律师事务所的员工Pillsbury Winthrop Shaw Pittman的Alan Pomerantz在项目初期帮助我们奠定了合作的基础。

我们还要感谢亚洲协会的员工Robert W. Hsu、Jennifer Choo、Wendy Soone-Broder、Makenna Martinez、Melissa La Bouff和Eve Cary,是他们的辛勤工作促成了项目构思和最终实现。特别感谢为本报告成功发布奠定坚实基础的Robert Bullock。

本项目的实现有赖于赞助商的大力支持,包括艾奕康、AREAA、Blank Rome、Crescent Heights、华美银行(East West Bank)、Lennar International、寰域居、Gensler 和 TMG。我们也想感谢战略合作伙伴旧金山市对华办公室的战略伙伴及其执行总监 Darlene Chiu Bryant对促进旧金山成为中国投资首选目的地一直不懈的努力,也要感谢 Jim Wunderman 和他在湾区委员会的同事,这是加州为企业发声的最重要机构之一。

最后,我们想感谢去年在纽约、旧金山、洛杉矶参与咨询圆桌的各方专家、商业领袖、学者以及他们对报告初稿所花费的时间、提出的意见和反馈。圆桌是本报告起草流程的重要环节之一。

#### **N. Bruce Pickering**

亚洲协会全球项目副总裁

亚洲协会北加州分会执行总监

#### **Jonathan Karp**

执行总监

亚洲协会南加州分会

## 致谢

**在本研究之初**, 我们知道, 美国房地产领域的中国投资这一课题的发展日新月异, 研究工作之繁重令人却步。幸运的是, 我们低估了从大型和个人投资者采集事实信息和分析动机的难度, 更不用说地缘政治因素和政策变化; 否则, 我们可能无法写出涵盖了中国资金流、投资背后动机, 以及对房地产市场影响相关数据的首份报告。

亚洲协会一直是并仍将是为亚洲和美国搭建桥梁的领先机构。它对文化、教育和商业课题的支持和兴趣推动了政府、个人和企业的跨国合作与了解。亚洲协会北加州分会的热心支持让本报告得以成形。我们也想感谢亚洲协会的伙伴和本项目赞助商在财务和其他方面的大力支持: 旧金山市对华办公室、湾区委员会、艾奕康、AREAA、Blank Rome、Crescent Heights、华美银行 (East West Bank)、Lennar International、寰域居、Gensler、和 TMG。

我们感激中美两国的许多个人、政府官员、相关方和公司, 他们满足了我们的索取资料请求, 并悉心解答无数问题。这些个人应保持匿名; 但他们知道自己的贡献, 我们非常感谢他们的协助和指导。

许多政府官员、商业领袖和学者通过亚洲协会组织的圆桌会议和信息检查增进了我们的理解。我们真诚感谢这些群体在指导我们研究方面付出的时间和努力。

我们在罗森咨询集团的同事为研究、数据收集和整理、手稿检查方面投入了大量时间, 并成为我们观点的试金石。我们也要感谢David Bank、Dan Van Dyke、Kimberley Player、Brett Fawley、Avani Patel、Heather Belfor、Anisha Gade、Lydia Lightsey、Cora Bahl、Colleen Miller和Fred Massell平衡了我们对中国投资的单一关注。

我们感谢实习生对此项目付出的努力和时间: Collin Ting、Jason Chen、Katie Chang 和Sarah Pang。诸位对研究工作饱含热情, 积极跟进每一条线索, 发掘投资背后的详情, 做得非常出色。我们也想感谢实习生Monica de la Rosa和Joy Chow的翻译和审校协助。你们每个人都代表了加州大学伯克利分校最优秀、最出色的学生。

**Kenneth T. Rosen**  
董事长

**Arthur Margon**  
合伙人

**Randall Sakamoto**  
执行副总裁

**John Taylor**  
经理



## 执行摘要

**过去十年，中国在全世界投资猛增**，涵盖范围包括对发展中国家自然资源和能源开采的早期关注，以及发达市场更广泛的行业 and 先进的产品与服务。2014年，中国对外直接投资总计1160亿美元，其中约181亿流向美国。2015年，中国对外直接投资总计1180亿美元，流向美国的直接投资增长至223亿。但在美国的所有外商直接投资中，中国所占比例仍不足10%。

2010年前，中国在美国房地产领域的直接投资微不足道，但2010年开始发展迅猛。2015年，在美国商业地产收购量中，中国仅次于加拿大和新加坡，与挪威并列第三。中国的开发商在多个大城市建造了数十亿美元的项目。2015年，一家中国保险公司收购了纽约市著名酒店Waldorf Astoria，并在2016年初斥资65亿美元收购Strategic Hotels & Resorts。中国移民在移民投资项目EB-5中占据主要地位，2015年，中国取代加拿大，成为美国住宅的最大外国购买方。

上述轶事证据表明中国的企业和个人投资者蜂拥而至，争先抢占美国房地产市场，进一步突显出房地产与其他投资领域不尽相同的特性。房地产投资具备诸多切入点，超越了外商直接投资的传统定义，即外商投资至少需持有一家美国公司10%的股份所有权。例如，在技术产业中，没有任何事物与房产购置相类似，但房产购置对刻画中国资本流入美国房地产市场全貌尤为关键。此外，除了房地产开发和EB-5资金的独特渠道，中国投资者还通过房地产投资信托和私募股权基金持续加大对美国资产组合的投资力度。

继中国成为美国政府担保机构（例如房利美和房地美）发行抵押支持证券的最大持有国后，房地产投资热度持续飙升。如同美国国债，这些债券是中国政府财政的重要投资，因为这些债券可促进贸易失衡所得美元的再流通，且由于其可帮助确保流动性和抵押利率稳定性，对美国住宅市场也至关重要。中国银行业已成为美国房地产市场（主要是美国企业）债务资本的主要来源。要充分理解中国资本在美国房地产市场中的作用，直接投资仅能管中窥豹。中国参与美国房地产市场的宽度、深度和速度均已全面超越了除加拿大外的其他外国投资者。

罗森咨询集团代表亚洲协会考察了广泛的直接和间接投资，包括我们自己的专有数

据集,以编制迄今为止对美国房地产领域中国资金最全面的分析。我们的结论是,从2010年的适度基础,到2015年底,中国已成为至少3500亿美元美国房地产持有和投资的来源。这一数字包括对房地产的直接投资,以及通过购买机构抵押支持证券和提供债务融资等渠道的间接投资。此外,我们估计,管理美国房地产运营的中国实体和通过EB-5项目等工具进行的个人投资可能已创造或维持了20万个工作岗位。对于商业和住宅地产,在美国经济从近期的金融危机和大萧条中恢复之际,中国已成为重要的资金来源。

美国房地产领域的中国投资在近期快速发展起来,拥有巨大的增长潜力。虽然与科技或通讯领域的中国投资相比,房地产投资的政治敏感性不高,也不直接影响国家安全,但会影响更多人和社区,并在多个层面涉及政策制定者。本报告旨在客观说明以下方面:

- 流入美国房地产领域的中国资金来源;
- 不同中国投资者的动机和驱动因素;
- 这一波投资浪潮带来的利益和弊端;
- 分析和预测中国在商业和住宅地产投资的可持续性;以及
- 对美中投资者、政策制定者和利益相关方保持投资渠道开放的建议。

本报告综合了来自公开记录、报告和贸易集团的信息,以及罗森咨询集团的数据库(这些数据库基于行业和访谈的采集),组成一个独特的信息集,提供了对美国房地产领域各方面中国投资的第一份全面分析和解读。\*由于在房地产投资领域获取信息存在特殊情况,以及政府和第三方来源准确衡量资金流的局限性,此报告的投资数据并不完美。此外,很大一部分海外(包括中国)投资是以少数利益方的形式参与美国实体资助的项目,因此无法直接追溯到资金来源国。本研究的重点是来自中国大陆的投资,但在涉及通过中间目的地的资金流时,有必要将来自香港、澳门或台湾的资金也纳入探讨范围。而且,多重投资渠道,包括购买住宅和公寓、对商业资产的企业投资、房地产开发与建设,以及向住宅和商业地产投资者提供贷款等,也加剧了研究的复杂性。记录房地产所有权的无数方式也可能掩盖了买方的真正来源国。因此,本报告呈现的数据为最低投资量。虽然数据存在一定局限性,我们已竭尽全力,所编纂数据和提供的见解,比以前发表的报告更加

---

\*对个人交易、投资数据和总体数据的分析,来源于若干第三方公共和私人数据来源。我们一般从这些公开可得的来源中引用数据,以符合法律保密要求。对数据的观点和解释属于我们,除非另有说明,否则不反映数据来源的意见或立场。

完整反映中国在美国整体房地产市场的实际投资活动。这包括强化公开报告的投资规模数据，以及通过行业参与者确认报告的数据。

投资资金通过多个渠道进入美国：

- **住宅地产：**2010到2015年间，中国买家支出至少930亿美元购买住宅（包括共管公寓）用于居住和投资。支出数字以20%的年增长率攀升，在许多受到房产危机重创的地方市场提供了重要需求。由于集中购置加州和纽约主要社区的优质房产，中国买家平均每处房产的支出远高于其他国际买家。
- **商业地产：**2010到2015年间，中国投资者收购了至少171亿美元的现有办公楼、酒店和其他商业楼宇，年增长率达70%。其中2015年占了投资总数的一半。买家主要是大型中国公司，包括房地产公司和机构投资者。
- **开发：**截至2015年底，在建或规划的中资项目总额至少为150亿美元。这些项目种类繁多，包括洛杉矶和旧金山湾区数十亿美元的多功能项目，以及次级市场的小规模开发。投资者包括中国开发商、建造商和施工公司，部分公司已设立美国办公室，为长期运营（而不只是施工阶段）创造当地就业机会。
- **EB-5签证项目：**2010年起，中国公民已成为EB-5美国签证项目中人数最多的投资者。该项目规定，外国公民要获得美国签证，必须向能够至少创造10个职位的项目投资至少50万美元项目完成后，还可赋予其永久居留身份的绿卡。关于此等投资的详细数据以及实际创造的工作岗位数量一般并不公开。但基于最低投资和创造就业要求，并假设所有投资均成功，罗森咨询集团估计从2010年开始，约有2万中国EB-5投资者至少提供了95亿美元投资资金，共计创造了20万个岗位。
- **住宅抵押支持证券(RMBS)：**以中国政府机构从本世纪初开始购买美国政府机构支持的RMBS，避免过度集中持有美国国债。根据美国财政部初步数据，截至2015年6月30日，中国持有2079亿美元的机构按揭抵押债券，高于其他任何国家。这些证券的持有提高了美国住宅金融市场的流动性。
- **房地产贷款：**最近几年，中资银行加大了对房产收购、资本重整、施工和开发的放贷力度。银行积累了至少80亿美元贷款，成为大型商业房地产项目的主要资金来源。由于在商业地产市场，领先的中资银行是美国和国际银行及私人投资的积极竞争者，这一贷款组合的影响范围已经不限于中国投资者和有中国合伙人的项目。中资银行在美国放出的住宅按揭则相对有限，但仍在增长。

和在其他行业一样，中国在海外房地产领域的投资收到了政策改革、经济条件和增长机会等综合因素的推动。房地产为许多中国实体提供了多元化的机会，无论是在金融资产还是房地产领域。考虑到中国货币将对美元和其他全球货币贬值的可能性，房地产投资就极具吸引力。随着中国经济增速放缓，中国的建筑商和开发商开始在具有吸引力的全球市场寻求长期扩展机会，以提高竞争力、国际声望和品牌认可度。中国增长中的金融行业，包括银行、保险公司和新兴的私募集团，积累了来自中国企业和消费者的资金，正寻求全球化投资。同样，中国高净值人群也通过海外房产来为子女提供国际机会，并将其作为应对中国政治经济不确定性的安全港。最后，投资和拥有房地产也可能是希望留美工作和接受教育的中国家庭提供一条捷径。

## 展望

我们认为，中国的经济疲软将会在短期内导致海外（包括美国）房地产投资造放缓。近期内，中国可能会有通过正式的政策宣告或非正式的行政流程在未来6至24个月暂时加强资本管制，直至中国货币与全球贸易伙伴的货币重新均衡，但这不代表着这段期间内会停止。此外，长期投资驱动因素依然存在：美国对资金的需求强劲；中国投资者人数扩大，资金量增加，许多人尚未涉足美国房地产领域；中国开发商和建设公司对国际市场的兴趣与日俱增；1.6万亿美元规模的保险行业在海外积极活动，但仅将可用资金的一小部分投入房地产项目；以及新的中国投资工具，如私募基金，最近才开始成为美国市场的一个因素。

我们预计，从2016年到2020年，中国对现有美国商业地产资产和住宅的直接投资（排除新开发项目）将累计达到至少2180亿美元。短期内，资本管制可能延缓中国在美国房地产中占比最高的个人住宅投资，也会减缓商业地产收购的增长率。。即便美国经济周期使得新开发的整体节奏有所放缓，中资开发项目仍可能保持其在商业地产市场的重要地位。2020年后，中国对美国房地产的投资可能进一步加速。

## 建议

短期内暴涨的大笔资金流动对两国都会造成一定挑战。在美国，未来几年需要注意若干政策领域：

- 1. 影响外国投资的税收合理化：**《外国人投资房地产税法案》(FIRPTA)，虽然可能立意良好，但由于结构繁杂，妨碍了国际投资者对房地产的投资。外国投资者无论居住在哪里，都应该尽量让他们获得公平的税收待遇。
- 2. 继续实行EB-5项目：**虽然该项目延期到2016年夏季，但并不能保证续期。该项目起到了成功的桥梁作用，将资金引入市场，增加或保留了美国的工作岗位，并使中国公民和家庭获得了签证和居留权。EB-5项目可能会有所改革，但不会大幅修改以至于切断获得国际（包括来自中国的）资金和移民的渠道。
- 3. 继续实施现有安全政策：**海外投资者接受安全风险和资金来源合法性的审查，这一点可以理解。截至目前，这类情况主要发生在科技平台、制造公司、或自然资源开采和加工领域，尚未成为妨碍美国房地产的因素。正如目前在国会讨论的那样，任何限制美国政府占用（包括特定政府承包商）占用外资建筑的提议，都应当接受仔细审查。

中国方面，值得关注的问题包括：

- 1. 继续制定法律和金融条例，鼓励私营机构投资海外房地产：**中国公司和个人在全球范围分散资产，可有利于其自身和中国经济。中国要制定出一个稳健的针对外国投资的法律框架，这一点十分关键。因为许多国家期望拥有外国投资者的互惠待遇。与此同时，减少官僚瓶颈、加速向外投资的改革应当继续进行。
- 2. 加强资本所有权的透明度：**美国和其他全球金融中心越来越注意检查外国投资者的身份和经营活动。虽然中国并不是唯一一个会引发担忧的国家，但在资金来源、政府关系或军方关系方面，中国企业历来开放度不够。为达到国际机构对透明度的要求而不断努力将至关重要。在这些机构中，大部分都欢迎中国作为主要的参与者。
- 3. 避免资金管制：**中国的经济增速已经放缓，其货币正在与其他重要经济体的货币重新调整比值。中国对资本外流的担忧可以理解，但严格的资金控制体系可能对政府过去二

十年形成的金融制度造成负面影响。

- 4. 发展美国房地产实务职业教育:** 在土地批准程序、合伙协议和地方市场估值做法等诸多方面,中国都与美国不同,对加强教育和培养意识的支持能让中国投资者受益良多,特别是小公司和个人,他们在全球投资领域发挥着更重要的作用。

## 简介

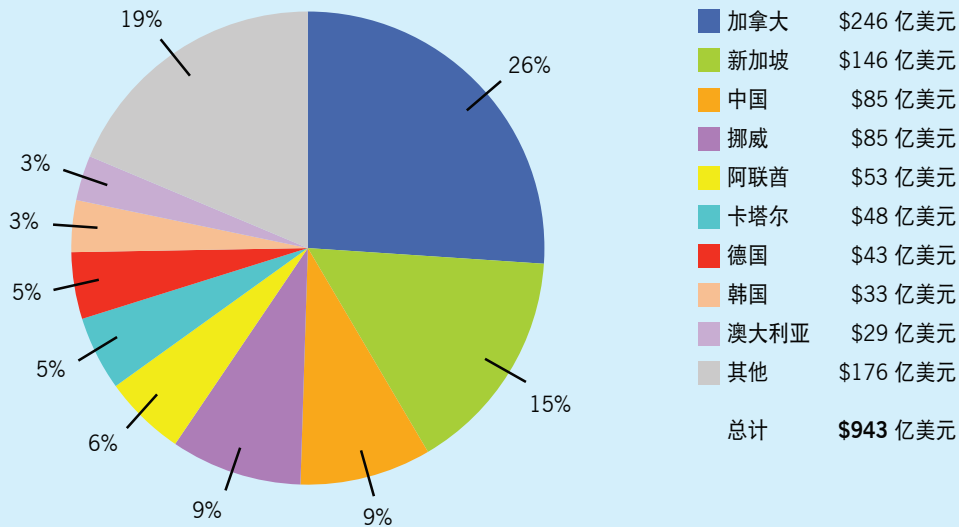
**过去十年，中国对外投资快速增加**，资金流向多个行业和国家。房地产一直以来都是最受关注的行业之一，而近年来美国成为投资首选目的地。和其他全球投资者一样，中国国有企业、私营公司和个人都被吸引到美国房地产市场，原因是美国房地产拥有较好的回报潜力、丰富的投资机会、稳定的经济和房产市场、稳固的产权基础以及庞大而成熟的市场。除了一般投资者考虑的金融因素外，中国个人投资者更是通过购买美国房产为子女提供居留权和教育机会。

中国是美国国有企业发行的住宅抵押支持证券的最大持有国，中国人是美国住宅最大的买家。现在，中国已成为最大的商业地产外国投资者。从投资开始活跃的2010年到2015年，中国人收购商业地产的金额从5.85亿美元飙升至85亿美元，复合年增长率达70%。2015年，在按美元计算的美国商业地产收购量中，中国仅次于加拿大和新加坡，与挪威并列第三（图一）。自2010年以来，中国人累计购买商业地产总值约171亿美元。<sup>1</sup>

涉足商业地产投资是中国进入美国的关键部分，但这只是一方面，体现了房地产投资机会的巨大吸引力和范围。与其他公司主导投资活动的行业不同，房地产行业通过对住宅的购买，房地产为个人投资者提供机会。中国人对住宅地产的购买也在快速发展，从2010年的112亿美元增至2015年的286亿美元，年增长率为20%。2015年，中国已是购买美国住宅的最大外来国，超过加拿大、印度、墨西哥和英国（图二）。2010年到2015年，中国公民在美国购买的住宅总值累计到930亿美元。

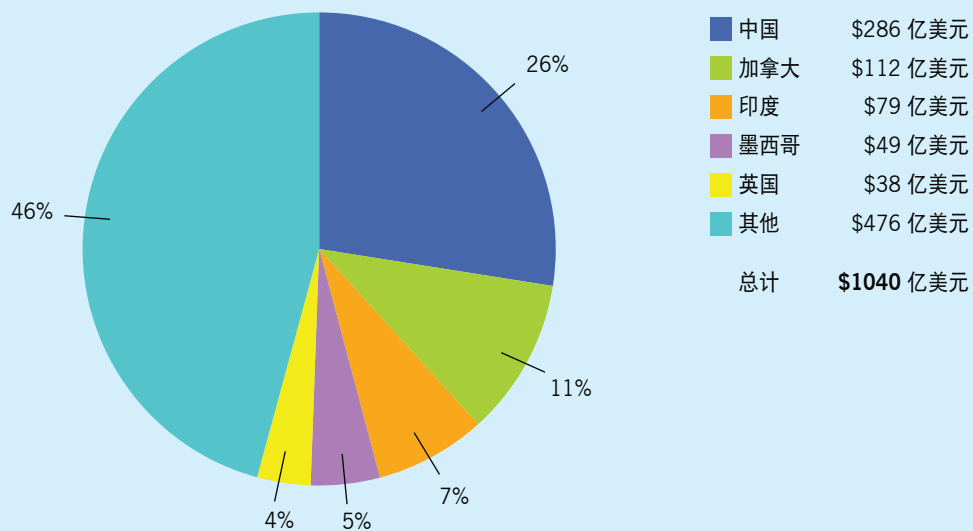
中国是美国房地产市场相对较新的参与者，加入了活跃于该市场活跃数十年的全球投资者行列。过去几年，来自澳大利亚、加拿大、日本、中东、挪威、新加坡和英国的投资者已投资于美国房地产市场。虽然不同类别的投资者的成功度、投资金额和期限不同，但他们都被同一类似特点所吸引，即经济拥有巨大增长潜力，以及美国房地产市场是全球最大、最透明市场，这为所有类型的投资战略提供了无与伦比的机会。一些国家是某一类型房产的重要投资者，或侧重于特定地域。其他国家则可能主要通过主权财富基金进行投资。中国的特殊性及其值得注意之处在于高额投资；参与范围涉及所有房地产类别；住宅地产的特殊进入方式；以及中国投资者的范围，包括政府、公司和个人。中国对美国房地产

图一：2015年美国商业地产收购规模



来源：Real Capital Analytics，罗森咨询集团

图二：2015年美国的住宅地产收购规模



来源：全国房产经纪人协会



的投资规模和范围尚未超过加拿大（加拿大在美国房地产行业无处不在），但比挪威和中东国家等其他主要来源的投资更加多元化。此外，中国投资仅在几年内就达到了成熟的投资广度。

除了收购现有商业和住宅地产，中国在美国房地产的广泛投资还包括：(1)大型房地产开发，(2)通过房地产投资信托和私募基金投资对美国进行越来越多的资产，(3)通过投资者签证计划(EB-5)对房地产开发项目提供的资金，和(4)中资银行贷款。这些房地产投资建立在中国在美国住宅抵押市场的重要地位之上：根据最新美国财政部数据，中国持有的由美国机构支持的证券化债务从2000年的200亿美元增长到2015年的2079亿美元\*。将房地产相关投资粗略相加，截至2015年底，中国对美国房地产投资达到至少3500亿美元。<sup>2</sup>

要量化统计美国房地产投资规模很困难，原因并非完全来自中国投资者方面。。虽然房产记录由美国地方政府机构保持，但所有权记录和详细交易数据并没有统一的采集或发布。地方当局对于房地产销售的规定不尽相同，有些不要求报告具体购买价。公平房产法律限制某些数据的采集和发布，比如买方的种族。此外，房地产项目的最终成本也可能与公开宣布或报告的数字有差异。市场的分散和不透明性也让全面了解流入美国房地产领域的各类投资变得复杂。出于税务和其他业务目的，许多房产投资者在公司法人和合伙制架构下持有资产。许多个人和家庭通过信托持有房产。此外，许多外国投资者（包括中国投资者）常常通过子公司和与美国实体的一系列合伙机构进入美国市场。合资企业在美国房地产领域司空见惯，但这确实让各方拥有对出资份额保密的法定权利，使我们难以量化中国的完整投资。

### 美国房地产所有权工具类型

在投资商业和住宅地产时，常常使用多种所有权结构。国内和外国投资者一般都可使用这些结构，但根据投资者的居住过，税务影响可能不同。每种所有权结构都有不同的风险和效益平衡。举例如下：

\*抵押支持证券 (MBS) 是一类由房地产抵押贷款池支持的债券。虽然这些证券的相关抵押物是房地产，但这类投资的风险和回报特点更像是固定收益付息投资，如公司债，而非其他房地产所有权形式。此类证券可由住宅或商业地产贷款支持，即住宅抵押支持证券 (RMBS)，或商业抵押支持证券 (CMBS)。虽然 Fannie Mae 和 Freddie Mac 发行了许多住宅证券，投资银行也可以发行这类证券。

**直接所有权**，即一个公司或个人直接、完全拥有具体财产，这可能是私人投资房地产最清晰的形式。这为所有者提供对财产的最大控制，但同时潜在风险也最大，因为整个投资都以实体名义持有。

**组建公司、有限责任公司(LLC)、有限合伙公司或家族信托**类似于直接所有权，资产也是直接持有，但实体本身为相关个人提供某种追索保护。对于商业地产的个人投资者和购买独立屋或共管公寓的家庭，这些结构提供了一些税务和法律优势。

**合资企业**为投资者提供与合伙人共同拥有房地产的机会，常用于商业地产投资和开发。一类合伙人，即运营合伙人负责日常控制和管理，也因此收取费用。另一类合伙人则在资产销售、重新安排按揭等关键方面的决策中权力有限，主要是在重要因素例如资产销售或再融资。投资者根据相关所有权份额，分配利润。于所有权共享，合资企业的风险在某种程度上也有所降低。这一结构另外的好处是，在某一市场经验有限的合伙人能够与熟悉该市场的投资者合作投资。

**私人合伙公司**或基金能够汇集多个投资者的资金。私人合伙公司通常由一般合伙人(GP)主导，其他出资人，即有限合伙人(LP)，则是为基金提供资金的被动投资者。一般而言，在资金被投入基金后，LP就失去决策权。一般合伙人负责日常资产管理，利润在他们和有限合伙人之间分配。基金可以分散投资组合和聚集资金来降低投资者的风险，并且降低了要对特定市场熟知相关房地产知识的要求。

以此类推，**基金的基金**是投资其他基金或私人合伙公司的基金。同样，这里的投资者提供资金，由一般合伙人作出决策，后者通常收取管理费。但是，这种架构下能够让资金较少的投资者投资优质基金，同时分散其投资组合。

**房地产投资信托(REIT)**出现于20世纪60年代，它作为一种公司架构，能够个人投资者购买拥有房地产的公司的股份。大投资者和公司投资者也可以通过购买股票或优先股或提供债务的方式来投资REIT。REIT可私人持有(不上市)或公开交易，在后一情况中，投资者可在主要交易所买卖REIT的股份，类似于买卖公司股票。REIT可以让投资者将投资分散到多个房地产资产中。此外，特殊的税务结构要求REIT每年将90%的收入直接分配给投资者，因此相对于其他投资方式，收益相对较高。

**房地产经营公司(REOC)**将房地产作为核心业务，例如商业开发商或住宅建筑商。REOC的投

资者通常在公开交易所购买股份。一个重要的区别是，股东投资的是公司的业务平台以及盈利能力，而对REIT而言，公司的价值主要来自于直接持有的房地产。此外，虽然在税务结构上其优势不如REIT，但公司更为灵活，可将收入再投资，扩大业务。

考虑到这种投资的复杂性，加上任何新投资者群体合作的学习过程，关于在中国房地产活动的这股浪潮，仍有许多问题。业内人士和公众都很想了解中国人投资美国房地产的驱动因素，以及这种投资的未来轨迹。如果中国投资继续保持类似或更快的节奏，那么对于美国房地产市场和经济，会有什么积极或消极影响？

有无数新闻对个人交易和公司进行了报道，许多现有报告则从某一特定角度分析了中国在美国房地产领域投资。本研究综述了这些投资的总体情况，不仅涉及投资规模，也包括投资决策背后的动机、可持续性和影响。在最近的投资风潮后，中国投资正处于一个重要拐点。中国人的投资策略在继续发展，一些投资者从收购个人资产转向投资小规模组合，以及运营这些组合的管理平台。<sup>3</sup>中国公司、个人、政府实体、银行正在全面地进行各类房地产投资，而极少外国投资者能有如此全面的部署。

相对于其他全球化问题和过去其他国家的房地产投资浪潮，目前围绕中国在美国房地产领域投资的保护主义情绪相对温和，范围有限。此外，美国房地产界，特别是开发商对于中国投资者特别欢迎，他们不光把中国投资者当作资金来源，同时也当作真正的合作伙伴，而这种关系在过去外国投资者投资房地产的浪潮中并不常见。中国公司和个人并不想控制美国市场；他们只是追随了房地产领域其他外国投资者的固有模式，即被作为全球头号资本聚集地的美国房地产市场的深度、流动性和优势吸引而来。

第1章从宏观角度阐述了中国外向投资的总体情况，而房地产投资浪潮属于这类投资的一部分。第2章讨论了通过不同投资工具，投资于美国商业和住宅地产领域的中国资金的来源和规模。接下来两章讨论了中国公司和个人的各种投资动机，第3章侧重非管制性动机，第4章主要侧重在房地产投资中发挥作用的中美管制和改革。第5章评估了美国房地产领域中国投资的可持续性，第6章探讨了持续的中国投资对美国的部分影响，以及对中美决策者和房地产专业人士的建议。

# 第1章：总体中国投资的宏观视角

**近年来的美国房地产领域的中国投资**是一个历史更悠久、范围更广泛的中国海外投资的一部分。<sup>4</sup>在这些对外投资中，中国政府在美国房产金融市场的活动占很大一部分，这是中国初次大范围涉足美国房地产。然而，中国随后不断扩大的更多元的对外直接投资 (OFDI)，从发展中国家的开采行业到发达国家的先进行业，也证明中国对外投资复杂而系统的变迁，在许多方面，中国房地产投资的发展也反映了这一点。

本章将探讨中国初次涉足美国和全球市场的情况，分析过去十多年中国对外投资的总体发展情况。在此期间，中国海外投资的性质已从开采行业过渡到更先进的行业，为投资美国房地产市场做好了铺垫。

## 初次涉足美国和全球市场

对外投资的第一波重要浪潮开始于20世纪90年代，随着中国扩大外汇储备，对外投资在21世纪头十年开始加速。由于大规模的对内外商直接投资和贸易顺差，赚取美元和其他外币的中国企业需要将外汇换成人民币，以管理汇率。直接干涉外汇市场，进行资金控制以管理人民币，同时保持独立的货币政策，很快使中国成为全球最大的外汇储备持有国。中国积累的外汇资产中，大部分是现金储备。截至2014年6月，中国外汇储备达到峰值，占中国海外总资产的63.3%。在2014年6月高峰期，中国人民银行持有外汇储备达3.99万亿美元，相比2000年时的1700亿美元，这一期间的复合年增长率达25.3%。<sup>5</sup>截至2013年底，中国持有的储备总额（包括黄金）高于第2到7位储备持有国（含美国）的总计。<sup>6</sup>

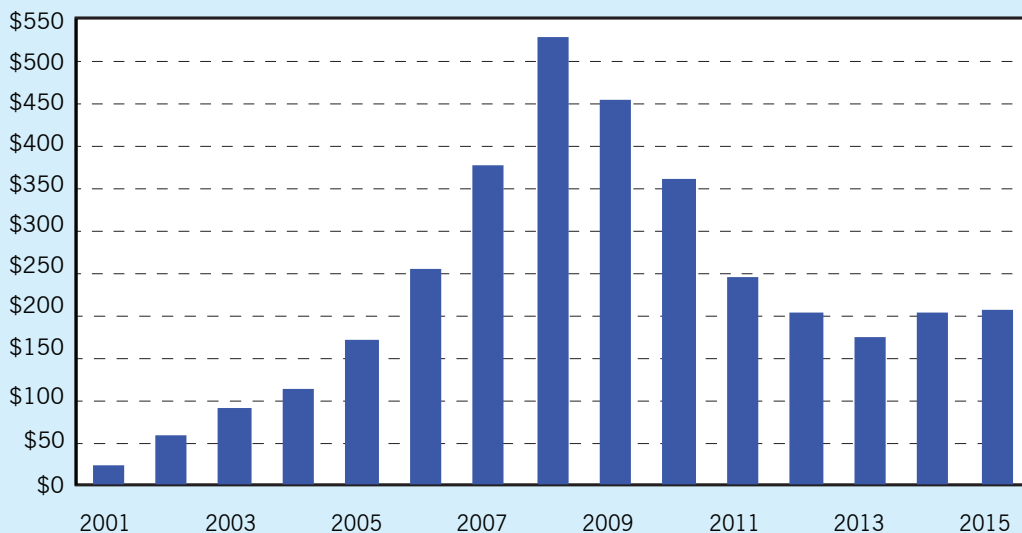
在过去二十年中国积累外汇储备期间，美国国债成为其主要投资工具。在美国投资于中国多年之后，中国持有美国国债的快速增长代表着中国资金首次真正流入美国，成为中国融入全球经济的重要一步。由于坐拥大量美元储备，中国在21世纪头十年成为美国国债最大的持有者。中国持有的美国长期国债从2000年的710亿美元，增至2015年1.26万亿美元，复合年增长率达到19.5%，占美国未偿长期国债总额的23%。<sup>7</sup>

另一个首选的美元计价投资工具是并且仍然是美国政府机构债券。尽管这包括不同政府机构的债券，但主体是由政府赞助企业房利美和房地美发行的抵押支持证券。<sup>8</sup>中国持有的美国住宅证券化债务从2000年的200亿美元，增至2015年的2079亿美元，复合年增长

率为17%，占未偿住宅证券化债务的28%（图三）。<sup>9</sup>更重要的是，如果投资美国国债是中国进入美国经济的首次重要尝试，那么投资机构抵押支持证券则表示首次进入美国房地产市场，并持续代表了美国在美国房地产市场的虽然间接，但是重要的地位。

图三：中国持有的美国住宅机构债务

10亿美元



注：截至6月

来源：美国财政部

### 对外直接投资的激增

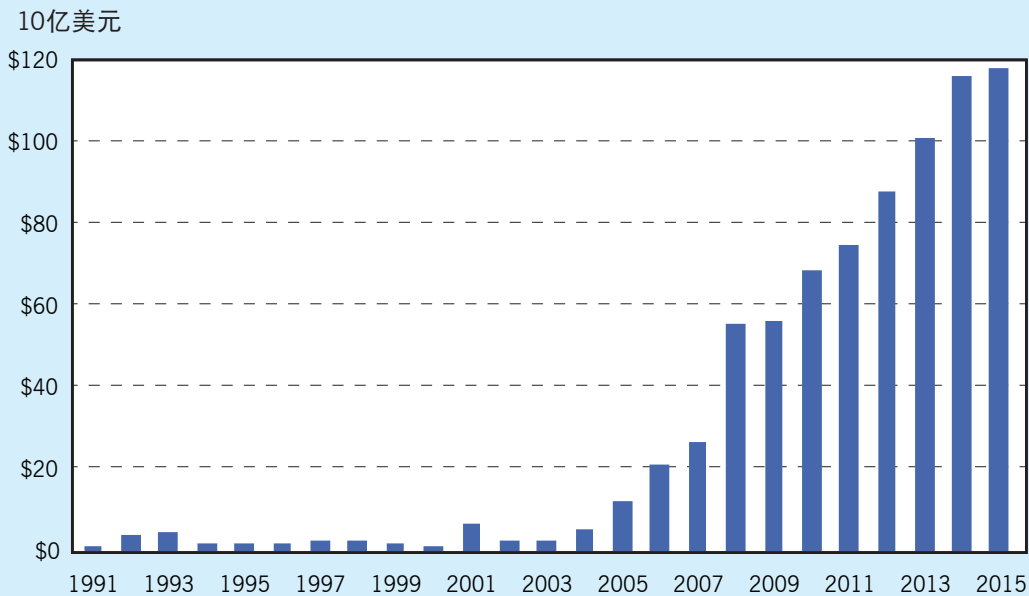
虽然中国已成为美国国债的最大持有者，但较低的回报率对于一类资产的集中促使资产的多元化分配。2000年开始，中国政府开始推行“走出国门”政策，鼓励国有企业和中国公司进行对外直接投资。此类投资最初集中于非洲、亚洲、美洲发展中国家的自然资源、采矿和能源行业，并且从2004年开始加速。对发展中国家的直接投资不仅提供了中国所需的原材料，也使得中国建筑和施工公司、设计公司和企业集团获得新市场。遍布发展中国家的直接投资也促进了中国实现成为全球经济领导者的目标。

21世纪头十年末期，中国的OFDI已不局限于发展中国家，中国在美国的投资开始激增。中国的公司投资者开始涉足更加先进的产品和行业，不仅是资源开采，还包括工业设备、消费电子、航空、生物科技、通讯设备和可再生能源。2008年后的投资浪潮集中于这些行

业的制造企业,但中国投资者越来越关注贸易服务、软件开发等高附加值服务。中国投资者也开始将金融工具和房地产作为进入发达经济体的切入点。随着其他措施的推进,例如中国试图使人民币成为国际货币基金组织的储备货币,对外投资的发展促使中国不仅在发展中经济体形成经济领导力,在发达经济体也是如此。

2014年,中国OFDI从2000年的约10亿美元上升到1160亿美元。<sup>10</sup>其中约181亿美元流向美国。2015年,中国的OFDI总计1180亿美元,约223亿流向美国。<sup>11</sup>虽然相比过去几年,中国投资在流入美国的外商直接投资中(FDI)占据更高份额,但在2014年流入美国的FDI中,中国仍只占总额2413亿美元的7.5%(图四、五、六)。<sup>12</sup>

图四：中国对外直接投资

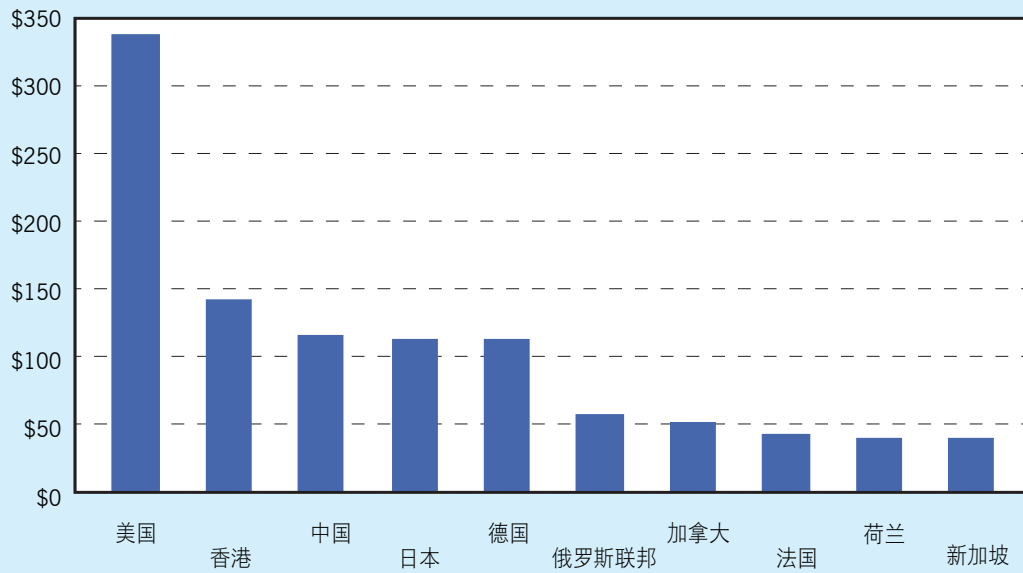


注：仅中国大陆

来源：联合国贸易和发展会议

图五：2014年全球对外直接投资

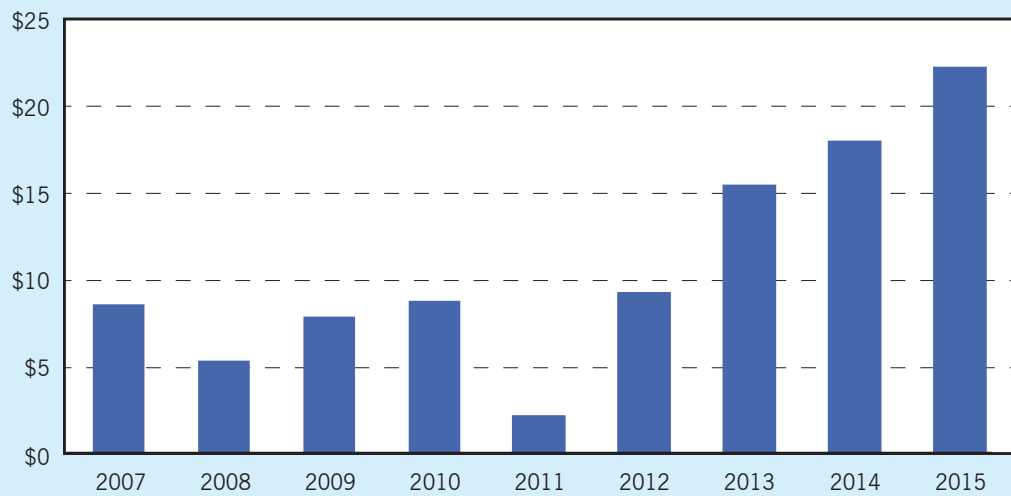
10亿美元



来源：联合国贸易和发展会议

图六：中国在美国的对外直接投资

10亿美元



来源：美国企业研究所，传统基金会

## 小结

- 2000年开始,中国的外汇储备快速增长,从1700亿美元增至2014年6月的峰值3.99万亿美元,复合年增长率达25.3%。
- 中国持有美国国债代表着中国资金首次真正流入美国。中国持有的美国长期国债从2000年的710亿美元,增至2015年的1.26万亿美元,复合年增长率达19.5%,在21世纪头十年成为美国国债的最大持有者。
- 中国对房利美和房地美发行的美国机构贷款支持证券的投资代表了首次进入美国房地产市场。中国持有的美国住宅证券化债务从2000年的200亿美元,增至2015年的2079亿美元,复合年增长率达17%。
- 21世纪头十年末期,中国的投资已不局限于持有美国债券和资源开采,对外直接投资扩展到全球(包括美国)更先进的产品和行业。中国OFDI总额从2000年的约10亿美元上升到2014年的1160亿美元,2015年达到1180亿美元。2014年,流向美国的中国OFDI约为181亿美元,2015年增至223亿美元。



## 第2章：美国房地产领域的中国投资资金来源和规模

**房地产投资成为中国国际经济活动过程的下一步**，主要有几个原因。中国的国有和私人开发商在繁荣的国内房地产市场中获得丰富经验，开始寻求扩展业务。主权财富基金有大量资金可供投资，寻求分散投资组合，同时，在中国刚刚崭露头角的保险公司也在寻求多元化。此外，中国越来越多的高净值人士和中上阶层也在寻求稳定的投资，为子女提供外国居留权和教育机会。很多时候，这些公司和投资者的美元资金越来越多，可以在中国境外进行投资。作为一个资产类别，房地产恰好符合这些投资者的标准。中国公司和个人在大多数发达国家购买商业和住宅地产，近年来发展尤其迅猛。但是，美国房地产市场作为全球最大、流动性最好、最稳定市场，特别具有吸引力。

这一章首先将探讨活跃于美国商业和住宅地产市场的中国资金的来源。投资随不同的中国资金浪潮而来，每一波连续的浪潮都设计新的投资工具，增加了中国在美国整体房地产市场投资的复杂性。之后，我们将更具体地探讨商业地产投资的模式和规模。这类投资一般开始于现有房地产资产的直接收购，然后再过渡到更广泛的工具，例如开发、贷款和私募基金。中国投资遵循一种类似的发展模式，并以独特的EB-5投资工具作为补充。最后，我们将探讨住宅市场的投资，相比其他对美国的全球投资浪潮，这是中国人独有的一种房地产投资路径。

### 资金来源

在美国房地产领域的中国投资有多种资金来源，可以概括地分为两类：机构投资者和个人投资者。在机构投资者中，中国的资金伴随明显的浪潮而来，公司在每一次浪潮中的经验（包括熟练掌握中国鼓励投资的监管变化）帮助为后来的投资者的铺平道路。个人也是一个重要的投资来源，不止在住宅地产市场是这样，随着可用的投资工具越来越多，在商业地产市场也是如此。资金的来源越来越多元化，而这种多元化一般只会出现在长期以来一直将房地产作为一项资产类别来投资的国家。这不止体现了中国投资的发展和不断成熟，也证明了中国投资者能够快速适应复杂的投资策略。这种多元性也有助于促进长期稳定性，因为投资水平并不与某一个特定的投资者类别相关。

## 机构投资者

中国的主权财富基金是投资美国房地产市场的第一波浪潮之一。中国投资有限责任公司(CIC)、中国华安投资有限公司(SAFE)和全国社会保障基金(NSSF)分别是全球第三、第四和第九大主权财富基金，2015年总资产合计约1.5万亿美元。<sup>13</sup>虽然直接投资也是策略的一部分，但通过主权财富基金进行对美投资主要是投资美国本地的房地产基金。例如，CIC通过与AREA Property Partners的合资企业，成为最早在美国进行大型商业地产收购的公司之一，他们收购了位于麦迪逊大街650号的一个曼哈顿写字楼的股权，具体数字不详。时隔五年，在2016年初，CIC通过与LaSalle Investment Management的合资企业收购了一栋芝加哥的写字楼。

房地产开发商和经营公司主导了对美国商业地产的第二波投资。这一批投资者包括部分中国规模最大的开发商，如中国万科、绿地集团、大连万达集团、朗诗、泛海和若干其他大公司。中国开发商非常分散，前20大开发商仅占中国20%的市场份额，许多小规模开发商也在美国积极活动。<sup>14</sup>

第三波投资浪潮主要由新兴的保险公司推动，他们积极参与美国的商业地产市场。保险公司投资的主要催化剂是2012年中国保监会解除禁令，允许保险公司直接进行海外房地产投资。中国的保险公司使用保费和理财产品的资金进行投资。从所管理的资产规模来看，安邦保险是一个规模小于平安和中国人寿等顶尖保险公司的人寿保险公司，该公司在2015年初以19.5亿美元收购了曼哈顿的Waldorf Astoria酒店，这或许是最引人注目的一笔收购。从那时开始，安邦宣布了收购酒店资产的计划，涉及多笔数十亿美元规模的交易，在2016年初特别活跃（见平台投资，第32页）。许多其他保险公司也在美国积极活动，进行大笔收购，包括平安保险、中国人寿、太平人寿、阳光保险等。其他活跃的机构投资者包括投资基金，如中国信达资产管理公司和盛世神州基金。中资银行，特别是中国银行，是过去几年里美国商业地产交易的主要贷款机构，现在也开始进行资产收购，2014年，他们收购了曼哈顿的7 Bryant Park。其他活跃于美国房地产（特别是开发项目）的大型投资者包括建筑企业和设计事务所。

## 个人投资者

在寻求美国房地产投资的人群中，高净值人士和家族办公室室占了较大比例。中国的理财业务尚不发达，尽管随着新的高收入阶层持续涌现，这一行业也在发展。个人和家族越来越寻找能够保值和分散投资的投资工具，房地产，特别是美国的房地产，是一个很有吸引力的标的。

个人购买住宅地产是投资美国房地产的手段之一。迄今为止，这仍是高净值人士和越来越多中产阶级和上中产阶级个人和家族的主要投资渠道。其他个人投资者也活跃于商业地产，主要是收购小型商业地产。但是，个人可用的工具变得越来越复杂。从纯现金购买，到使用债务工具，再到融资收购的发展，凸显了房地产收购技巧的成熟度越来越高。同样，个人投资房地产投资信托(REIT)是另一个会快速增长的投资渠道。第一个中国REIT于2015年上市；随着中国REIT的投资者越来越熟悉这一概念，他们也将很快投资美国的REIT。使家族办公室投资组合的管理专业化的新风投机构也在寻找包含美国房地产资产的私募基金。此外，个人可通过股权基金和EB-5投资者签证项目间接投资美国商业地产。

### 中国房地产投资的全球趋势

尽管美国房地产市场已成为中国资本的首选目的地，但中国投资者在澳大利亚、英国、加拿大也十分活跃。

在澳大利亚，悉尼和墨尔本凭借发达的房地产市场和接近中国的优势，成为投资要地。在加拿大，投资很大程度上集中于温哥华，尽管随着多伦多和其他城市的投资加速，这一趋势正在悄然发生变化。在英国，伦敦是投资的首选目标。虽然在澳大利亚二级市场（如布里斯班、黄金海岸、珀斯）的投资在增加，但最吸引中国投资者的还是门户城市。对门户城市的集中投资部分原因在于这些国家缺乏替代性的地方房地产市场，特别是英国，大多数外国投资都集中在伦敦。温哥华等市场也存在熟悉性元素，由于从上世纪80年代后期和90年代初就开始吸引大量香港的投资，温哥华近三分之一的人口是华裔。多伦多和蒙特利尔的投资渐有起色，但相比加拿大太平洋沿海地区仍有差距。

主权财富基金和私募基金主导了在这些全球市场的第一波商业地产投资，之后大型开发商开始是寻求新市场。最近，保险公司开始成为投资先锋。在对商业地产新投资的浪潮中，中国人收购了住宅地产，包括独立屋和独立产权的公寓，悉尼和温哥华成为主要目的地。在很多地方，通过类似EB-5的投资签证计划移民的中国人也在增加。许多高净值人士现在不只是购买住宅，他们与商业地产投资者、小型开发商和小型国企一起构成了新一波的投资

者。当然，随着中国投资的爆发，这些国家也有不同的反应。虽然对商业地产的投资常有公众监督，但最强烈的反对来自于住宅领域。目前涌入温哥华的中国投资（像25年前的香港一样）已引发强烈的公众抗议，许多加拿大人认为中国富人进行房地产投机，造成房产价格泡沫，超出许多当地居民承受能力。此外，对于中国资金的来源也有一些法律方面的顾虑；有人抗议拥有房产的非居民中国人逃避加拿大税收；还有人指控空置的投资房屋会加剧房产危机。在悉尼和墨尔本也有同样的情绪，这甚至导致中国人更难从澳大利亚的银行获得贷款。澳大利亚实施了新法律，促使投资进入新库存而非现有库存，而加拿大对其移民投资者计划作出了大量的更改。但是，一些当地人也承认了投资增加的好处，他们认为如果没有外来投资，许多项目就无法实现，澳大利亚的一份议会报告显示，鼓励新房投资的法规能够为经济带来净收益，并且刺激了必须的新房供给。部分相对较小的城市则放大了外来投资者（无论国籍）对市场可能造成的影响。因此，对投资增加的激烈反应，无论是否有根据，促使部分中国投资者前往美国进行投资。房地产市场的巨大规模，以及投资文化的开放性，使美国成为全球化背景下极具吸引力的市场。

## 商业地产投资

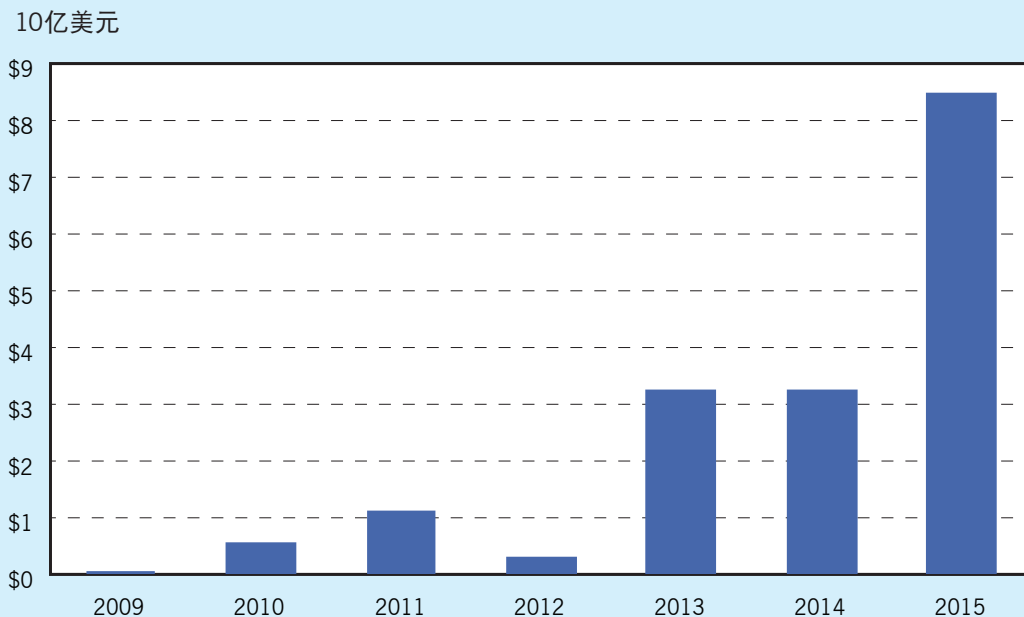
与资金来源的发展类似，商业地产的中国投资也快速增长，不仅在规模方面，在切入点的范围方面也是如此。在一个国家进入外国商业地产市场时，早期切入点通常是收购各类房产和大城市市场的现有资产，中国投资者也不例外。但是，与其他国家的外国投资一样，中国在美国商业地产的投资也开始扩大到地产开发，资金来源包括传统的开发商和投资者，以及EB-5的独特资金。放贷和私募形式的投资也在增长。每一种新的投资类型都在增长。他们带来了新投资者，扩大了中国投资的份额，但并未削弱先前的投资类型。

## 收购

收购美国现有商业地产资产是中国投资的一个重要、明确的渠道。2005年到2009年间的投资活动微不足道，到了2010年，中国收购的现有美国商业地产资产快速增长至5.85亿美元，此后开始指数式增长。五年后，年度交易规模放大了10倍以上，2015年，中国投资者直接收购了至少85亿美元的地产，2010年以来的复合年增长率达70%。从2010年到2015年，中国投资者总共收购了至少171亿美元的美国商业地产（图七）。<sup>15</sup>

但是，总金额可能更高，原因在于房地产投资者（包括但不限于中国投资者）出于税务和业务目的普遍使用的投资结构以及中国的房地产投资资金通过中间国流入美国。这增加了追踪收购和计算完整投资规模的难度。这些结构的目的并非混淆所有权或避税；相反，国内和外国投资者将其用来合理地管理房地产投资组合，为个人提供法律保护，类似于成立小公司可以为个人拥有者提供追索保护。此外，房地产行业专业人士确认，许多中国小投资者也有值得注意的活动，但出于各种原因，他们不希望公开投资来自中国，因而将在美国的朋友、亲戚或经纪人作为渠道。

图七：中国商业地产收购规模



来源：罗森咨询集团

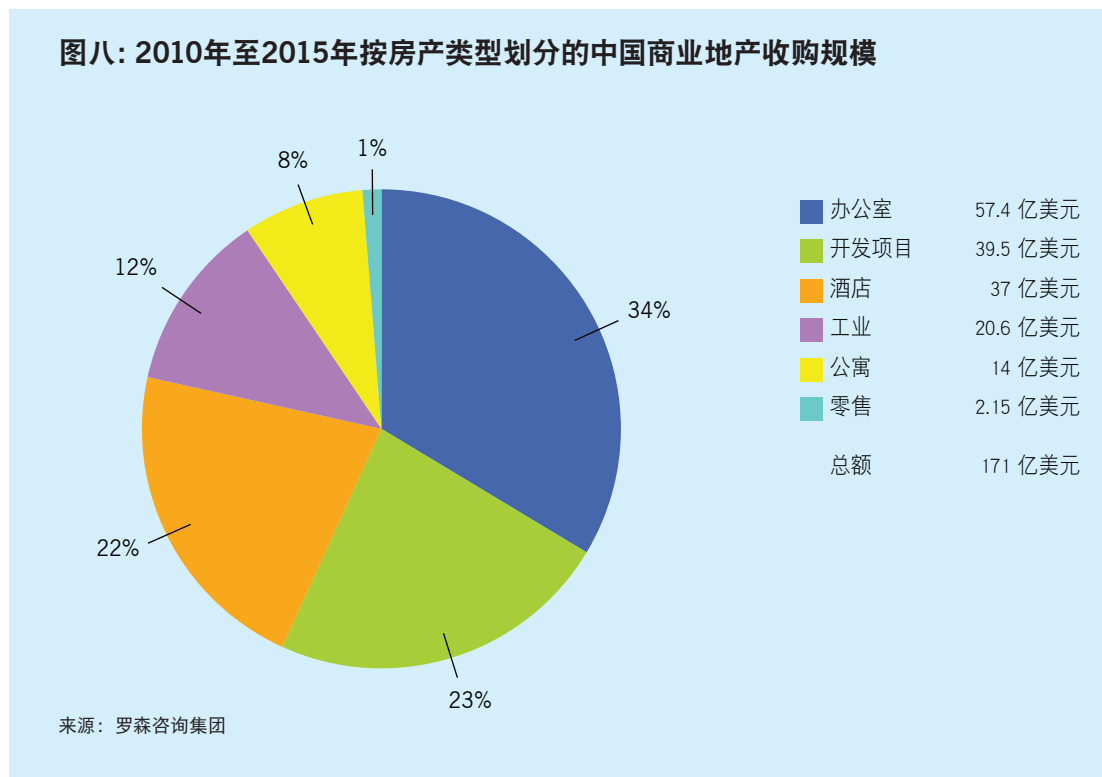
## 房产类型

尽管中国投资者投资了几乎所有类型的商业地产，但在2010年到2015年期间，约三分之一的总交易量集中于写字楼，因为这类房产作为核心资产对主要机构投资者（特别是中国投资者）极具吸引力。酒店资产也是重要投资对象，在总交易量中占约22%。这两类房产都适合长期持有，相比其他房产类型，核心写字楼和酒店的较高定价更适合许多中国大型机构投资者。

2010年到2015年，开发项目占中国交易总量的约23%。这一部分是因为开发公司在中国投资者中占较高比例，但同时也说明中国机构投资者越来越多地开始使用美国机构投资者所青睐的投资策略，例如“自建核心房产”。由于核心房产（即主要大城市的优质、租赁率高的房产）的资产价格较高，投资者期望将自己建造的房产打造成核心房产，相比只是购买现有房产，这能创造更高的投资回报。

2010年到2015年，公寓和产业收购分别占交易总量约10%。相比在当前周期重点关注公寓房产的美国和其他外国投资者，中国投资者对公寓的收购相对有限。但是，中国人对公寓的兴趣在2015年极速增长，公寓收购量远远超过前四年的累计规模。在产业领域，绝大多数投资来自于2015年的两笔投资组合收购。第一笔是中国人寿保险在2015年11月收购了GLP产业投资组合约30%的股权，后者包括全美575处房产。第二笔是平安保险与合作伙伴Blumberg Investment Partners以6亿美元价格收购的物流资产，未来还有4亿美元的待收购资产。在中资收购中，零售业比重较小，不到交易总量的2%。但是，在许多多功能写字楼和多户房产中，零售仍是其中一部分，这让中国投资者有了接触美国零售业的额外机会（图八）。

图八：2010年至2015年按房产类型划分的中国商业地产收购规模



### 地域分布

迄今为止，中国投资者主要寻求收购的美国商业地产是重要的门户市场。纽约都会区的投资规模（以美元计算）超过任何其他美国市场，占2010年到2015年交易量的近56%

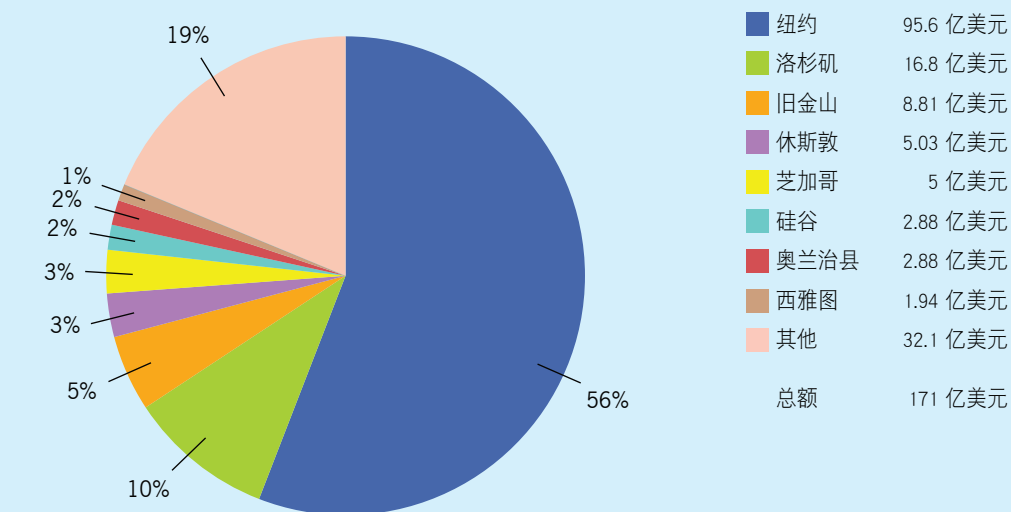
（图九）。纽约市作为全国最昂贵的房地产市场，其各个房产类别的投资量都排名第一。除纽约外，交易量规模排第二和第三的依次为洛杉矶和旧金山，超过79%的总交易量都集中在这三个市场。但是，中国其余部分的投资则非常分散，在休斯敦、芝加哥、硅谷、奥兰治县和西雅图都有重要投资。除了这些市场，中国投资者还在至少32个其他市场购置了现有资产，包括迈阿密、波士顿、华盛顿特区，以及巴尔的摩、拉斯维加斯、凤凰城和杰克逊维尔等更小的市场。

当然，纽约的房价交易量增加的一部分原因，商业地产市场的庞大规模也在很大程度上转换成比其他市场更高的交易量。但是，中国投资者十分清楚某些美国市场特定房产类型的优势。例如，纽约的市场深度和全球吸引力有助于长期稳定资产价值。南加州因为具有较大的旅游吸引力，并且对中国游客也较为便利，成为酒店投资的主要对象，而芝加哥作为主要分销枢纽，成为工业投资的首选目标（图十）。

图九：2010年至2015年按都会区划分的中国商业地产收购规模

百万美元

商业地产，按都会区



来源：罗森咨询集团

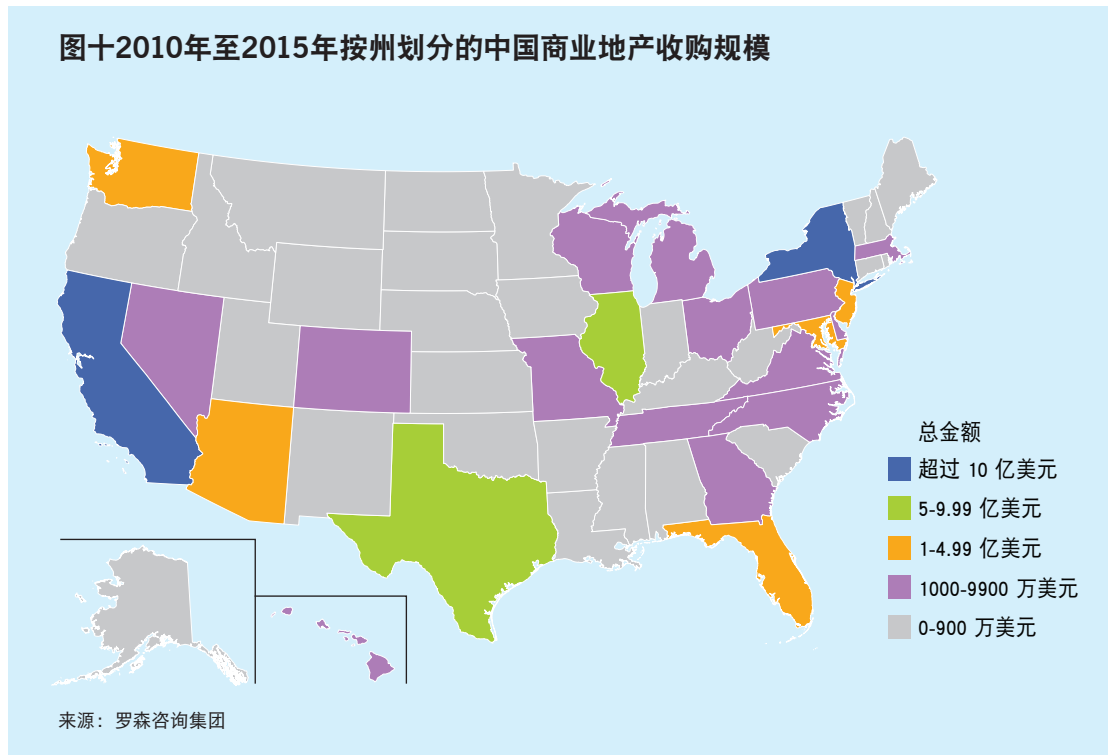
### 投资者类别

收购商业地产的中国实体数量从2010年的个位数增加到2014年的至少41家，以2015年的至少39家。但是，对于交易量指数增长而言，更重要的是进入美国市场的新投资者的类别。特别值得一提的是，2015年中资保险公司进入美国房地产市场大大改变了投资规模的曲线。中资保险公司的流入很大程度上是因为今年来中国保监会的规定变化，即允许保险公司将最多30%的资产用于投资房地产，15%的总投资可以投在离岸市场。<sup>16</sup>虽然这些资产只有一部分会流入美国商业地产市场，但在2015年中国投资者投入商业地产的约85亿美元中，过半数来自保险公司，哪怕保险公司仅有七笔收购。保险公司投入的资金数量比其他投资者类别高出一个数量级。

房地产开发商和经营公司是最活跃的中国投资者类别，在2010年到2015年期间共投资约67亿美元，占投资总量的40%。保险公司排位第二，投资规模为45亿美元，占投资总量的27%。排在第三位的是家族办公室和高净值人士，投资规模约为27亿美元，占投资总量的16%。不过，这一总额中的近半数来自于SOHO中国CEO张欣家族办公室收购通用



图十2010年至2015年按州划分的中国商业地产收购规模



汽车大楼的股权。投资公司也作为一个重要资金来源迅速崛起，2年时间就在投资总量中占到12亿美元。其他投资者包括银行、股权基金、建筑公司、企业集团，来自各个类别投资者的投资在2015年都在增加。中资银行原先活跃于放贷领域，但在2015年，中国银行收购了其第一处房产，位于纽约的7 Bryant Park写字楼。

在所有投资者类别中，非国有实体占直接商业地产收购的约四分之三。<sup>17</sup>此外，在投资总量中，只有约三分之一来自上市公司。

### 平台投资

除了许多以房地产为对象的主要投资渠道，中国投资者美国收购商业平台的其他案例也带有虽是不主要，但也十分明显的房地产色彩。事实上，许多外商直接投资交易都将房地产作为一个潜在的商业资产。最近几年，中国投资者逐渐重视将房地产作为平台重点的企业，这代表了美国房地产领域中国投资的新发展。

最近的酒店平台收购就是一个广为人知的例子。2016年初，安邦保险从 Blackstone 手中以

65亿美元收购了 Strategic Hotels & Resorts Inc. 投资组合，后者包括美国各地的16个奢侈酒店。此后不久，安邦再以140亿美元收购喜达屋酒店，该上市公司在全球拥有1300多家酒店。安邦并非唯一关注这些资产的公司。在2015年万豪达成初步协议前，还有其他中国实体也对收购喜达屋表示初步意向，包括锦江酒店集团（该集团已在2015年收购了一个欧洲连锁酒店），以及主权财富基金CIC。

电影院线则是另一个例子。大连万达在2012年以26亿美元收购了AMC。AMC在美国拥有5000多个放映厅，因此这一收购带有浓重的房地产色彩。此外，它还为万达后来在美国娱乐业的垂直整合奠定了基础。2016年初，大连万达收购传奇影业，成为第一笔中国公司收购美国电影厂的交易。

尽管这些只是最受瞩目的例子，但中国资金也通过其他带有房地产色彩的渠道进入美国市场。许多公司在美国各个行业建立了研发机构，包括制药、汽车和家电。2015年，阿里巴巴在硅谷成立了两个云数据中心，其他公司（如瀚海）则凭借中国机构投资者和个人投资者的资金，关注波士顿、硅谷和洛杉矶的科技孵化器平台。尽管其中许多场地为租借而来，但这些领域的持续增长代表了收购潜在房地产的机会。除了工业运营，中国公司也看好美国农业实体，其中葡萄园对中国投资者特别有吸引力。同时，其他土地密集型商业平台，如高尔夫球场，也在吸引中国投资者；加利福尼亚州、佛罗里达州、卡罗莱纳州、其他美国度假胜地的许多高尔夫球场都已被收购。

在几乎所有生意中，房地产都或多或少是因素之一。随着全球化的中国投资继续发展，投资者将享受到越来越多实现投资组合多元化的机会，以及房地产带来的其他优势。

## 商业开发

收购现有资产是外国房地产投资的主要工具，但开发新资产则是更具挑战性和复杂性的任务。对进入美国的中国开发商而言，监管框架和开发流程的巨大差异更增加了复杂性。中国开发商已通过合资企业和其他合伙结构来获取专业知识；最终，许多开发商将会在美国进行独立建设。中国投资者近年来开发活动的增加标志着在美国房地产领域总体中国投资的成熟。

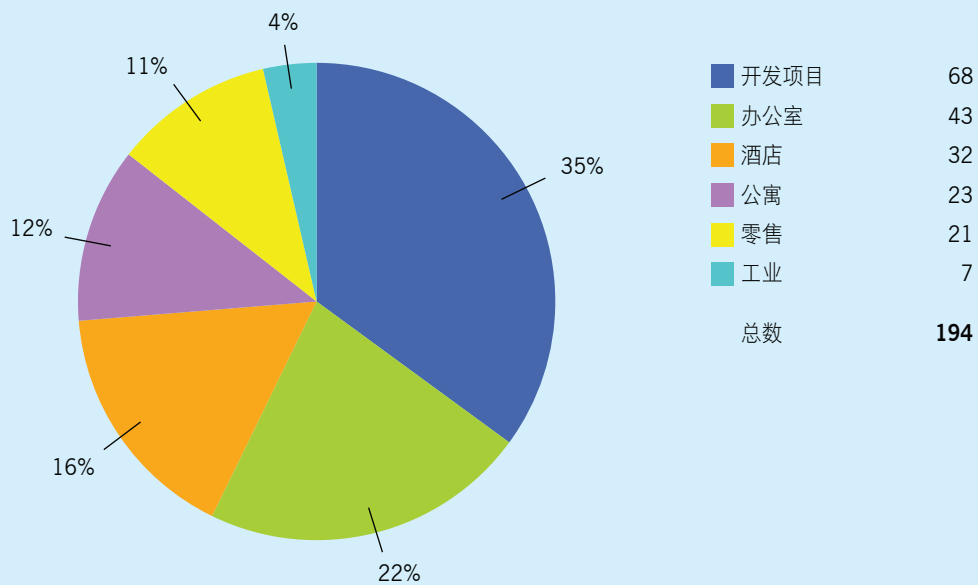
尽管从2010年到2015年，美元交易量最高的是对现有写字楼资产的收购，但按照交易笔数衡量，开发项目才是遥遥领先的最热资产。这一期间，中国投资者在美国收购了至少

68处开发项目(图十一)。仅仅从收购成本来看,开发项目就已经是按美元交易量计算的第二大资产类别。但是,收购成本仅占总开发成本的一小部分,由此可见,开发已成为中国投资的一个主要渠道。

排除上文提到的土地收购成本(在2010年到2015年总计约为40亿美元),在此期间,中资在建和规划项目的公开开发成本累计达到至少150亿美元,其中,2014年开发估计成本高达85亿美元,达到年度峰值。<sup>18</sup>大部分投资流入以下三个地区:纽约、洛杉矶和旧金山湾区。近80%的美元投资都集中在这三个市场,其中有三分之二的开发项目交易都集中于此。这些市场中,至少有六个项目的单项目总成本超过10亿美元,包括:纽约的Pacific Park/Atlantic Yards;湾区的First and Mission和Brooklyn Basin项目;以及洛杉矶的One Beverly Hills、Metropolis和Oceanwide Plaza/Fig Central。其他市场中,只有西雅图、芝加哥、南佛罗里达、波士顿有一个以上的开发项目。中国投资者仅在总共约20个市场投资开发项目,但却在超过40个市场涉及现有资产的收购。虽然在其他市场项目较少,但许多个别项目仍然规模较大,开发总成本超过5亿美元,包括芝加哥的Wanda Vista,迈阿密的Capital at Brickell和波士顿的Pier 4。

开发活动也大幅涉及住宅项目,特别是共管公寓。已有超过30个已确认的开发项目是

图十一：2010年至2015年中国商业地产收购



来源：罗森咨询集团

纯住宅（但仅一层的小型零售设施除外），约20个是具有大量住宅单位的多功能建筑。在多功能项目中，11个包含零售单元，8个包含酒店，5个包含写字楼。只有少数纯写字楼项目，其中两个是个工业项目，1个是纯酒店项目。

中国开发商是最活跃的投资者类别，在总开发资金中占80%以上，但部分活动也来自建筑公司，以及保险公司的股权投资。此外，部分中国公司正在获取开发权。中国港湾工程（中国交通建设公司子公司）最近就获得了湾区一个中转站附近土地的开发权。

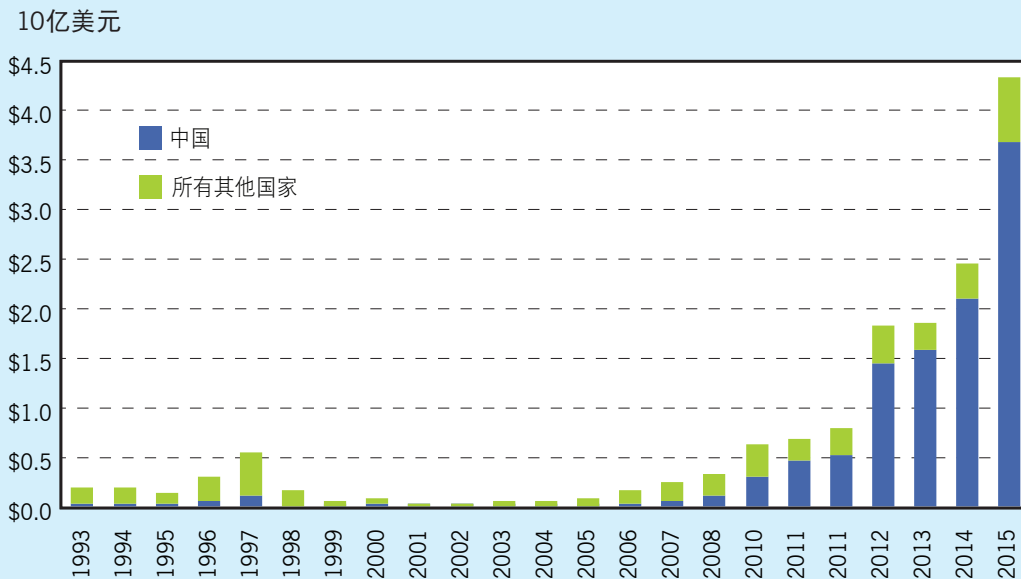
### EB-5

虽然在美国房地产的中国投资模式中，中国公司的开发活动是下一个自然发展步骤，但EB-5移民投资项目（即就业移民）的投资者也促进了美国的开发活动。第五类优先移民，简称EB-5，由美国国会设立于1990年，意在利用外国投资者的资本投资创造就业，刺激美国经济。该项目为移民投资者提供获得签证的机会，并最终为其本人、配偶和子女取得永久居留权（即绿卡）。个人投资者必须在新商业企业中投资至少50万美元，并创造至少10个工作岗位。<sup>19</sup>这个项目设立不久后，中国投资者就蜂拥而至。虽然房产开发并不是专为刺激房地产建设而设，但由于其拥有创造就业的潜力，能使投资者避开直接管理企业的严格要求和对熟悉房地产投资的需求，并且房地产作为稳定、可靠的资产类别对中国投资者极具吸引力，因此房产开发成为最热门的项目类型。

根据EB-5申请批准数据，RCG估计，2015年中国个人投资者在EB-5项目中投入了约35至40亿美元资金，<sup>20</sup>创历史最高纪录，而在2014年和2013年这一数字分别为20亿和15亿美元。在EB-5项目25年的历史中，RCG估计中国个人投资者带来了约110亿美元的投资，占所有国家在EB-5投资总额的约70%。自从2008年经济疲软开始，中国的EB-5申请快速增长，EB-5的投资总额复合年增长率达到62%（图十二）。当然这是总投资额，而不止是房地产投资。但是，专门考察中国投资就会发现，在中国投资的110亿美元中，约有95亿发生在2011年后，这一期间，大部分中国EB-5投资通过区域中心流向房地产。在由EB-5资金支持的规模最大的25个项目中，只有两个不是房地产项目。<sup>21</sup>

美国有数十个重大项目以及无数小型项目的部分资金来自于EB-5。在某些情况下，这一特殊资金来源使没有其他贷款来源可用的项目得以继续。约有15个项目得到至少1亿美元EB-5资金的支持，这些项目大部分位于纽约，还有少数分散在旧金山、洛杉矶、西雅图和拉斯维加斯。最大的EB-5资助项目是曼哈顿的Hudson Yards，该项目使用EB-5资金约6

图十二：EB-5投资规模



来源：美国公民和移民服务局，罗森咨询集团

亿美元，其次是布鲁克林的Pacific Park（原Atlantic Yards）项目，使用EB-5资金约5.77亿美元。旧金山的Hunter's Point Shipyard项目吸引了约2.5亿美元的EB-5资金，附近的Treasure Island重开发则引入了至少2亿美元，可能还需要2.4亿美元。

除了美国开发商使用EB-5资金，中国开发商自己也在美国项目中使用这一资金。其中，中国城市建设（中国交建子公司）是迈阿密一处开发项目的合资企业合作方，该项目预计成本为8.75亿美元，希望通过EB-5融3.5亿美元。<sup>22</sup>同样，中国开发集团拓宏国际也尝试在华盛顿州贝尔维尤市的多个开发项目中使用EB-5资金。<sup>23</sup>

EB-5项目在去年面临多次改革提议，但国会在2015年12月延长项目，维持原样到至少2016年9月。但2016年9月之后，该项目依然存在不确定性，这也对刺激开发项目从而在全美创造就业和新建筑的资金来源造成不确定性。

## EB-5背景

### 背景和对投资者的益处

要参与项目，所有EB-5申请者需要投资一个新商业企业，在获接纳进入美国的两年内创造至少10个全职工作岗位。该项目最低投资要求为100万美元，如果在目标就业区(TEA)，即失业率达全国平均150%以上的乡村地区，合格投资必须至少达50万美元。尽管对TE投资而言，要想获得TEA认定要求额外的合规成本，但考虑到所需投资大为减少，实际上大部分EB-5项目都是50万美元的TEA投资。

对于外国人，EB-5项目有两大好处。首先，投资者及其家人获得在美国居住和工作的合法身份。一旦EB-5申请获批，投资者和合格家人即可获得临时绿卡，可在美国任何地方合法居住两年，但投资者需要提供证据，证明项目进度和创造就业情况，才能获得永久居留权。由于获得签证的其他方式有限，并且其中许多等待期较长，EB-5项目基本上是移民投资者及其家庭获得合法永久居留权的最快选项。移民投资者无需居住在投资点附近，可以在美国任何地方居住。此外，临时绿卡也让子女有机会上美国的中小学和大学。

第二大好处是，EB-5项目为外国人提供了通过投资美国资产（如商业地产）来分散财富的机会。在全国范围内，EB-5投资已成为许多投资项目的重要资金来源，包括新商业地产的开发，交通基础设施投资，制造业企业，原军事基地的重新开发。

美国每年总共发出最多约1万个EB-5签证，每个国家的份额不超过移民签证的7.1%。但是，如果签证未被使用，则这些剩余签证可分配到已达到7.1%配额的国家。由于许多国家尚未充分利用EB-5项目，中国在近几年得以吸收额外的签证，在2014年的可用EB-5签证中，中国申请人占到85%。尽管在2014年之前，各国和总体配额都从未达到过上限，但由于EB-5签证在中国投资者中的热度快速飙升，2014年8月，EB-5签证的发放数量就达到了配额上限，国务院被迫在2015年10月新财年开始前暂停发放新签证。随着申请的继续加速，2015财年的签证配额在2015年4月就已用完，并且积压了超过17,000份申请。对所拟投资项目的批准时间从约15个月增加到2至3年。或许是为了应对中国经济和人民币的贬值压力，以及项目被修改或取消的可能性，2015年7月至9月的EB-5申请剧增，提交的申请多达6,500份，几乎等于此前三个季度提交的总量。

### EB-5和房地产

虽然对于房地产投资，EB-5项目相对于其他类型的投资并无特别优势，但房地产目前却是

所有国家的投资者在EB-5项目中最常见的投资领域。对于中国投资者，这一偏好尤其明显，主要是因为这些项目更有助于满足创造新工作的投资要求，同时也是因为中国人对拥有房产的强烈诉求。对于新的房产开发，项目不仅拉动建筑行业的就业，也可能直接创造服务岗位，特别是在新酒店、度假村、餐厅或体育馆。

EB-5投资者可为新房产开发活动提供宝贵的资金来源，特别是在欠发达地区，或是传统融资渠道有限的社区。因此，在金融危机后，EB-5项目大受欢迎，这尤其反映了开发商在获得传统银行融资和国内资金时所面临的越来越严峻的挑战。此外，由于EB-5项目要求投入的资金应被视为“存在风险”，因此项目不允许向投资者保证回报率。对于开发而言，这比传统银行融资能获得更好的条件，而不必像股权融资那样稀释投资。但是，EB-5融资存在不确定性，特别是申请处理时间可能延长以及项目存在无法通过的风险，这些好处就被抵消了。

### 商业贷款

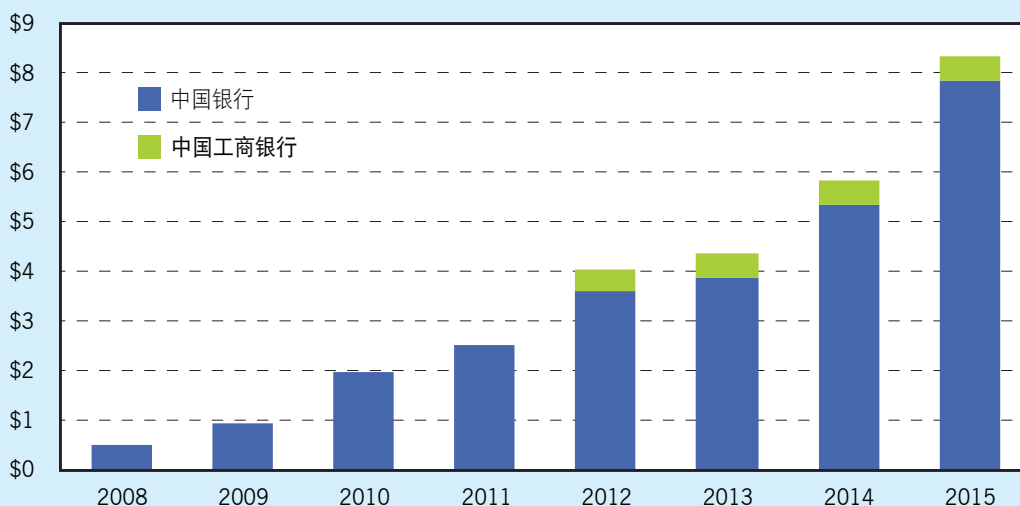
尽管在收紧的信贷环境中，EB-5融资已成为一个热门的融资工具，特别是对于大型项目，但中资银行在美国商业地产市场也越来越活跃。这一增长是中国投资者逐渐融入美国商业地产市场的另一个重要演变。他们不止是贷款给中国公司，也成为美国公司的重要资金来源。

中国银行和工商银行是两个大型国有银行，都是联邦存款保险公司（FDIC）承保的机构，它们既以建筑贷款和长期贷款的形式为开发提供大量融资，也为收购提供大笔资金。国有银行一般能为中国开发商的项目提供成本较低的融资，在推动中国的“走出国门”政策中发挥作用。虽然这一传统的低成本融资将在中国存款利率上限提高后将面临考验，但也为超大项目的贷款提供了某些优势。例如，虽然在承保要求上有所区别，但中资银行更愿意将贷款放在账面，更愿意提供较高的担保品贷放率。

截至2015年底，中国银行的美国商业地产贷款组合达到78.4亿美元，该数字在2014年底和2008年分别为53.3亿美元和4.88亿美元。<sup>24</sup>相比之下，工商银行在美国的业务就小得多，但正在稳步发展。从工商银行2012年收购东亚银行以扩大其美国业务以来，其商业地产贷款组合总额已从2012年的4.12亿美元增至2015年末的5.13亿美元。但是，作为全球资产最大的银行，工商银行有可能像中国银行在过去几年一样加速贷款（图十三）。

图十三：美国商业地产贷款

10亿美元



来源：美国联邦存款保险公司

## 私募

迄今为止，流向美国商业地产的大部分资金都为直接投资，公司收购或开发独立房产，个人为具体项目提供EB-5资金，或贷款机构为某一房产贷款。投资基金采取不干预政策，要求投资者放弃某些决策权，这尚未成为中国投资者青睐的典型投资方式。但是，私募基金已经开始成为一些中国投资者的选择，这代表了美国房地产领域的中国投资进一步变得成熟。最近几个月，盲池基金(blindpoolfunds)的融资工作比前一两年更多地得到个人投资者的积极认可。包括主权财富基金（如CIC和SAFE）在内的积极的中国投资者目前投资了Morgan Stanley、Blackstone、Carlyle和KKR的房地产基金。但是，家族办公室也开始投资房地产基金。中国投资者宜信财富与DLJ Real Estate Capital Partners VFund2014年融资1.43亿美元，将资金用于收购纽约、波士顿和洛杉矶的住宅地产。<sup>25</sup>

其他房地产基金包括Elite International Real Estate Investment Fund，这是首批投资于美国地产开发的中国私募基金之一，得到中国投资者三轮出资，包括向洛杉矶的一个合资公寓开发提供了2600万美元，两个德克萨斯州项目提供了2800万美元，以及投资于全美15至20个其他项目的一个股票配售投资组合。该基金的项目累计开发成本为15亿美元。<sup>26</sup>其他私募基金根据合格境内机构投资者(QDII)计划操作，该计划允许经批准的机构将外国



金融产品中的份额出售给中国境内投资者，这些基金包括鹏华美国房地产基金，诺安全球房地产，广发基金公司的两支基金，嘉实基金公司的一支基金等。QDII和早期合格境内个人投资者(QDII2)等计划也批准保险公司的其他类基金结构，后者也可能将美国房地产作为资产类别。

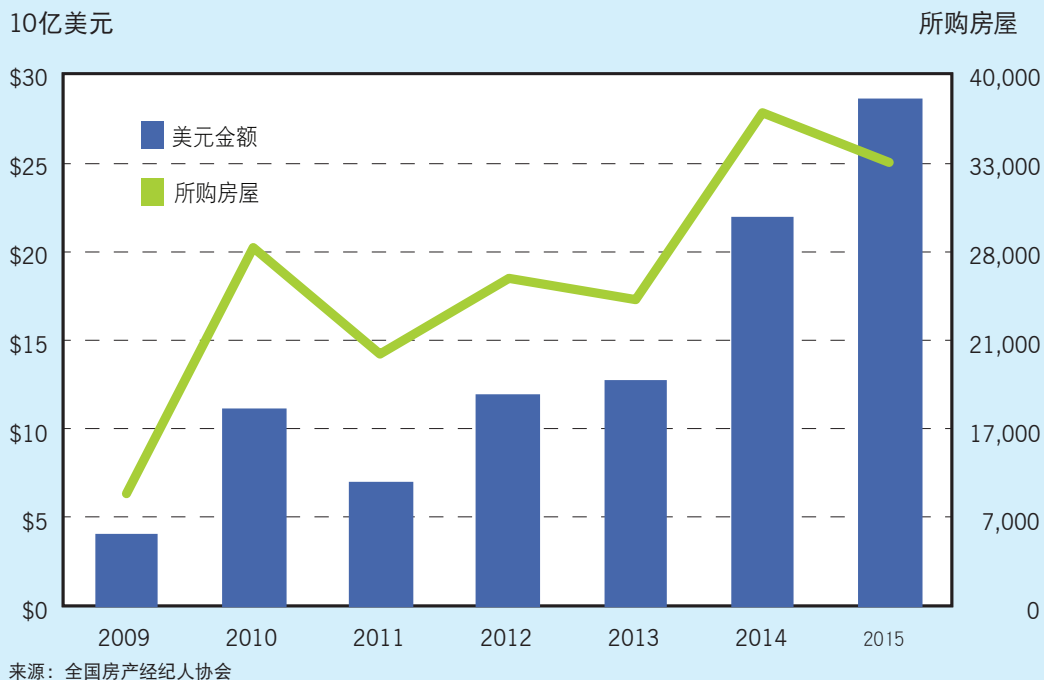
## 住宅地产投资

中国投资除了在美国商业房地产领域快速增长、渠道多元化以及日趋成熟外，其在美国住宅地产领域的增长也同样引人注目，并成为中国在美综合投资的重要部分。上文提及的中国持有住宅抵押贷款支持证券的增长是中国进入美国住宅地产市场以及整体美国房地产市场的切入点之一，然而，中国个人和家庭住宅地产购买量的增长成为近年发展的重要趋势之一，并且在预期用途、地段和房产融资方面也有新趋势。中国个人通过买房拉动了住宅投资的同时，中国住宅建筑商在美国市场也越来越活跃，为美国房地产市场的中国投资提供了另一个渠道。

## 购买住宅

最近几年，中国人的住宅购买量快速增长，在流入美国房地产市场的多种中国投资中，成为最明显的元素之一。2015年，中国超过加拿大成为美国住宅地产最大的买家，包括独立屋、共管公寓和联排别墅。根据全国房地产经纪人协会(NAR)的统计，在截至2015年3月的12个月中，中国在国际购房总量中占16%，高于2010年和2007年的9%和5%。<sup>27</sup>这表示中国个人在2015年购买了超过33,000户住宅，相比2011年约翻了一倍(图十四)。在以美元计算的住宅购买量方面，中国早在2013年就超过了所有其他国家。在截至2015年3月的12个月中，中国人购买了至少286亿美元的住宅地产，相比上一年增长30%，2010年以来复合年增长率达20%。但是，和商业地产投资一样，总量很可能高于这一基线数字。在采集这类数据时有很多固有局限：这些数据是由客户向房地产经纪人自行报告，样本规模有限，某些市场的房屋可能并没有挂出就快速完成交易。此外，公平住宅规定限制了可以采集和公开的人口信息类型。房屋所有权也可能转移给家族信托和其他实体，掩盖了房屋买家的身份。

图十四：中国人住宅购买情况



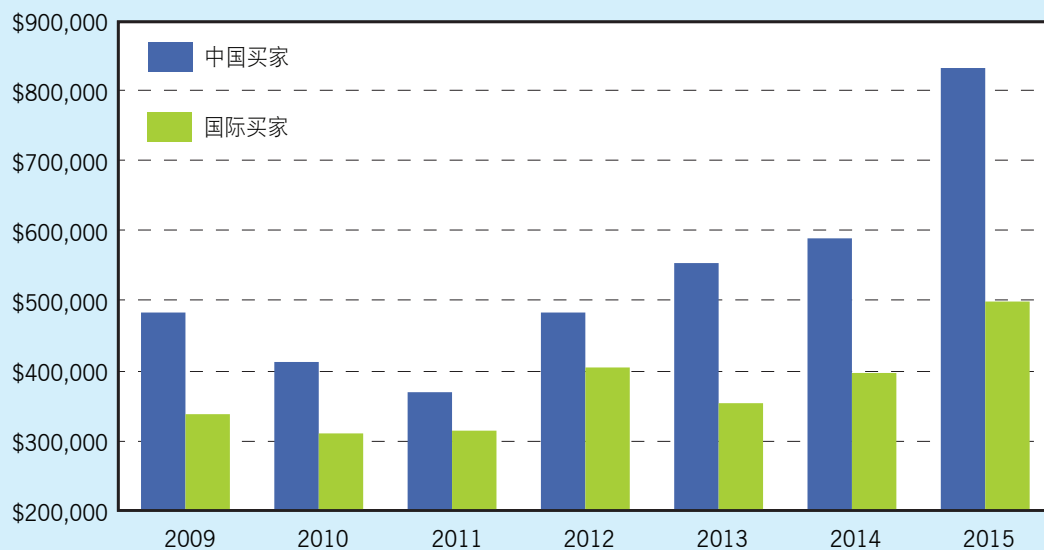
根据NAR，中国买家的平均购房价远高于其他国家买家支付的平均价格，几乎是所有买家平均值的两倍。2015年，中国买家平均购房价为831,800美元，2014年则为590,800美元。相比之下，2015年的国际买家平均购房价为499,600美元，2014年则为396,180美元（图十五）。这一差异部分可归结于中国买家趋于集中在更加昂贵的房地产市场，如加州沿海和纽约，而长期活跃于美国的外国买家（如加拿大和英国人）则看重生活成本较低的美国南部地区的退休目的地。但是，中国买家平均购房价较高的另一原因是，他们倾向于这些市场的高档社区，其不仅有更大面积的居住空间，还有许多买家（包括中国和美国）所寻找的顶尖学校和家庭设施。

#### 房产类型和预期用途

中国买家购买的房产主要是独立屋，该类房产在2015年占总量的62%。尽管过去几年，这一份额每年有所波动，但2008年以来一直在缩减，当时单户住宅占中国人交易总量的74.4%（尽管那时候的交易总量小得多）。不过，在过去四年里，共管公寓的购买比例相对稳定，在2010年达到22%的峰值后，一直维持在11%到17%的范围（图十六）。

2015年，大约一半的中国买家是美国常住居民，他们要么是在过去两年中移民，要么

图十五：平均住宅购买价

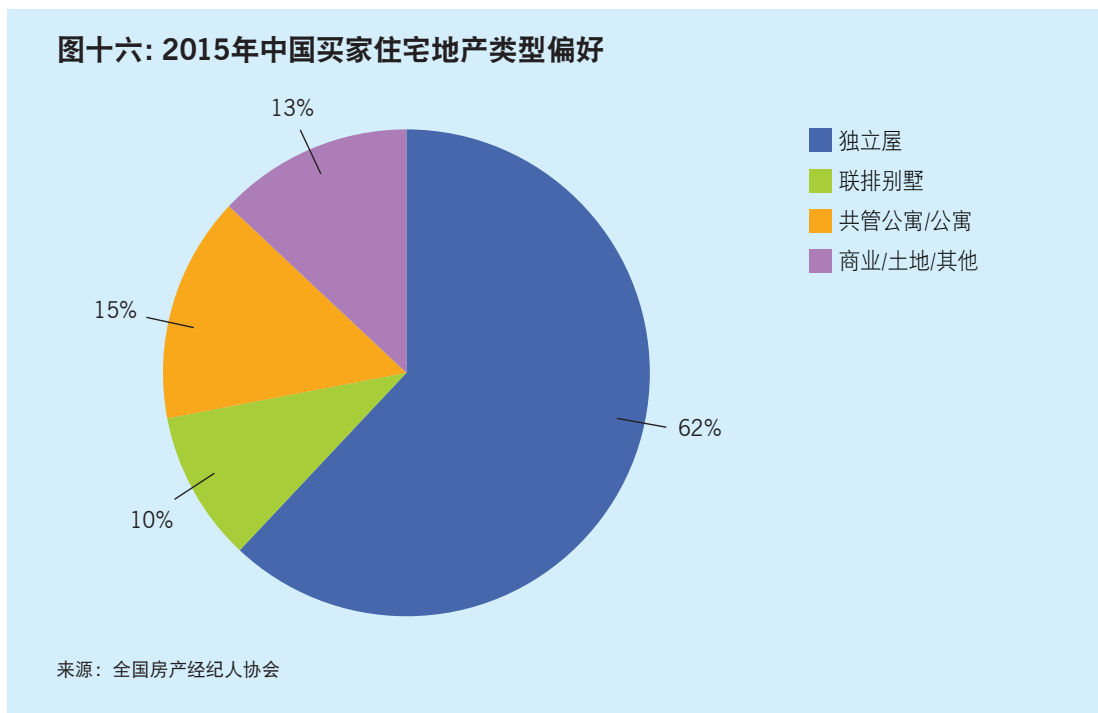


来源：全国房地产经纪人协会

持有能在美居留至少六个月的职业、教育或其他类型的签证。但是，仅有39%的中国买家表示会将所购房屋作为其主要居所，过去五年里，这一数字一直保持在40%左右的平均水平。同一期间内，23%的中国买家计划将所购房屋作为租赁房产，大约9%纯粹作为度假房屋，15%则将房屋兼做度假和租赁之用（图十七）。在中国，很大一部分（远高于美国）的家庭财富是房地产，人们普遍将房产作为投资或保值工具，这也反映出中国个人和家庭在美国购买第二套房产的平常心态。

这一对预期用途的细分也与一项调查结果一致，即买方预期自己将花多少时间住在所购房屋中。2010年到2014年，平均只有42%的中国买家预期每年在所购房屋中居住6个月这一数字几乎肯定高于实际比例，因为在这一期间，略高于四分之一的调查受访者表示不知道其客户预计将使用房屋多久。相比某些购买第二套房屋的美国买家，许多中国买家在其房屋或公寓空出时，并不会临时出租。因此，邻居、屋主协会和地方房地产专业人士对房屋闲置和房东不露面的担心越来越普遍。但是，一些共管公寓开发商和经纪人就看到中国买家有时会住在公寓单元中。因此，住宅单元在任何时段都可能闲置，但事实上这符合许多个人（不止是中国人）居住模式的全球变动趋势，即在多个城市或城市中心和郊外社区之间分别居住。

图十六：2015年中国买家住宅地产类型偏好



### 地域分布

中国人购买的住宅长期集中于加州，2015年，该州占中国人购买房地产的35%。接下来是华盛顿，占销售额的8%，跟着是纽约，按所售房屋总数计占7%。马萨诸塞州、伊利诺伊州、德克萨斯州、夏威夷州是其他的主要目的地，还有越来越多中国买家开始在佛罗里达州购买房产。这些市场也与是否有中美直航、美籍华裔人口息息相关（图十八）。

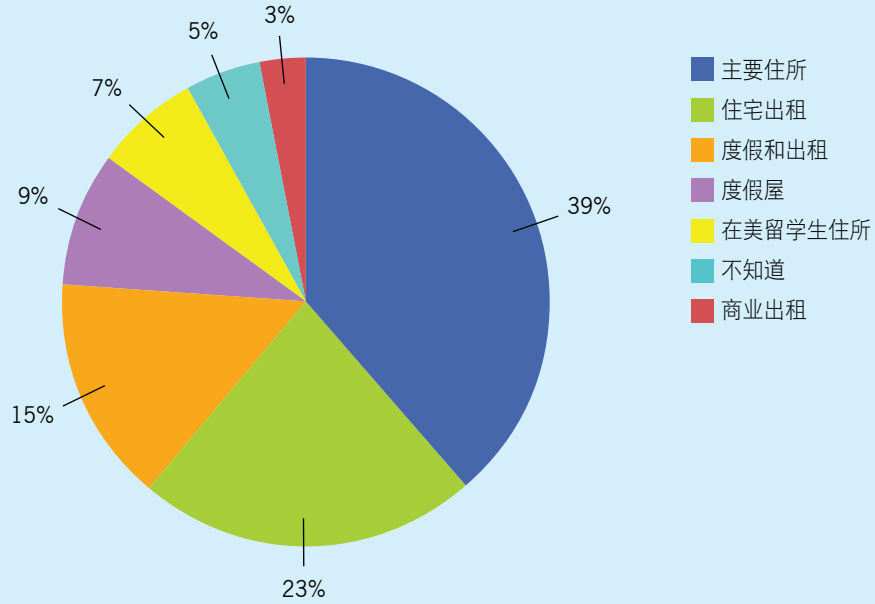
在微观层面，相对常见的情况是中国人在同一个社区扎堆购买住宅。这部分可归结于与其他族群在形成过程中一样的动机，即希望接近其他人，以及有使移民能够保留本族语言和文化的商品和服务。

### 付款趋势

中国个人购买的大部分房屋都是现金付款。根据NAR的数据，2013年到2015年，在美国购房的中国买家中，平均71%为现金全款购房，远高于前五大国际购房国家，加拿大除外。

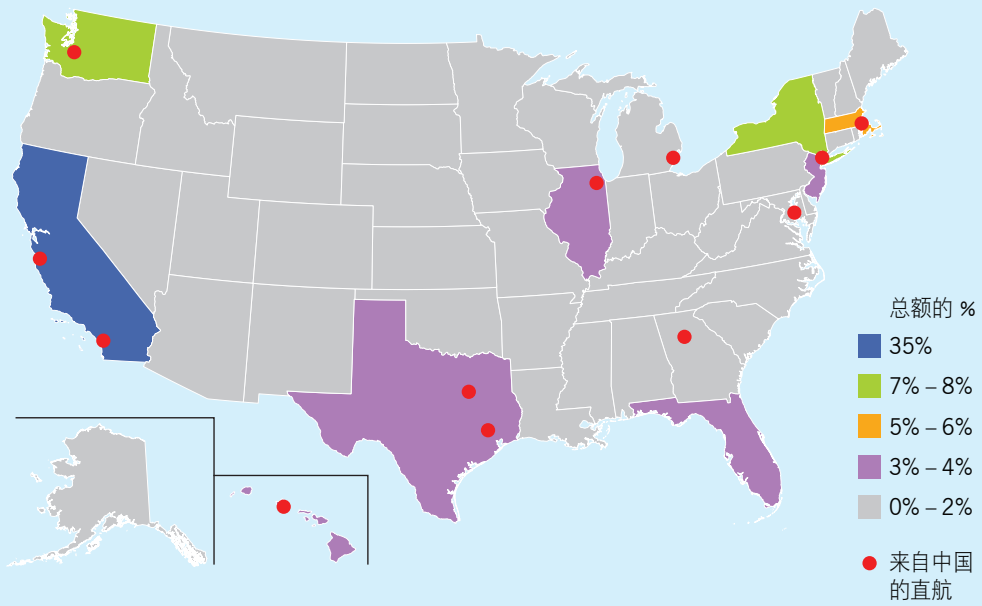
在金融危机之前的宽松信贷环境中，外国买家，包括中国个人买家，可以获得高达

图十七：2015年中国买家住宅地产预期用途



来源：全国房产经纪人协会

图十八：2015年按州划分的中国人住宅购买量



来源：全国房产经纪人协会，不同航空公司

80%至90%的担保品贷放率，以及略高于美国买家的抵押贷款利率。<sup>28</sup>但在金融危机期间及之后，抵押贷款的全面收紧对外国买家更为严重，许多银行完全取消对外国人的抵押贷款项目。对于继续向国际买家放贷的国际银行，即便是最合格的买家，首付款也可能高达60%，此外审查收入和资产的行政费用也较高。放贷机构认为外国借款者风险更高；即便一个借款者在本国拥有高收入和良好的信用记录，放贷机构常常希望看到其在美国的记录。

放贷市场开始重新向外国借款者开放，国际银行的部分首付款要求低至30%。<sup>29</sup>但是，即便是优秀的借款人，也需要在一个美国账户存入最多两年的按揭款和税款。一些中国买家可以找批发押贷款机构，部分此类机构去年开始向非居民放贷，他们见证了中国人对美国住宅地产需求的井喷。但更常见的是从在美国运营的中资银行贷款，例如中国银行和工商银行这两大主流中国内地国有银行，他们可能愿意根据买方在中国持有的资产和申报的收入发放贷款。这可以让在美国没有信用记录，但在中国拥有良好、健康信用记录的合格借款人有机会购买住宅地产。尽管中国银行持有的一到四户(one-to-four-family)住宅贷款略有下降，从2011年和2012年6300万美元的峰值降至2015年的5300万美元，但工商银行的这一贷款却在快速增长，从2014年的4000万美元和2013年的2900万美元增长到2015年的6700万美元（图十九）。<sup>30</sup>部分中国买家使用的另一个策略是，以现金购买第一套美国住宅，然后申请房屋净值贷款，为购买其他房屋提供资金，这样就拥有了美国信用记录，可更容易地进入贷款市场。越来越多的抵押和资金不仅扩大买方总数，使原本无法现金全额购房的买家具备购买能力，也为中国个人提供了杠杆。原本能够现金购买一处房产的买家现在可以购买多处房产，为资金保值提供了更多机会。这种策略和其他投资策略一样，不光只有中国人使用，事实上许多居住在美国的住宅投资者也都在使用。

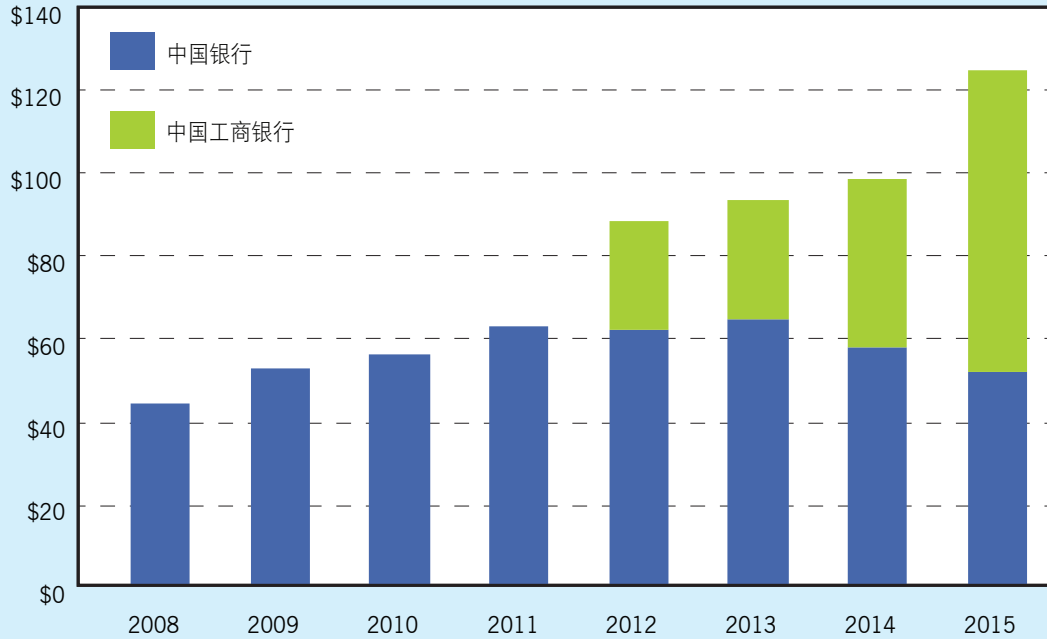
### 住宅开发

在中国个人通过住宅购买推动投资的同时，中国住宅建筑商也逐渐在美国市场活跃起来，成为越来越重要的投资来源。直至去年，许多活动还是集中于小型建筑，在小地块建造少量新房，并且主要面向中国买家。但是，大型建筑商开始进入市场，和商业开发商一样，也开始将自己的品牌打造成专为美国买家服务的值得信赖的美国建筑商。住宅建设不只限于共管公寓，中国开发商越来越看重美国的独立屋开发。

自从朗诗于2014年宣布接下来几年将在美国住宅市场投入10亿美元，大型住宅开发

图十九：美国商业地产贷款

百万美元



来源：美国联邦存款保险公司

### 美国财政部新规定

美国财政部的新规定可能对外国人（包括中国个人）的销售和付款趋势产生显著影响。规定要求，对于在曼哈顿300万美元以上和迈阿密100万美元以上的高端住宅，必须申报买家身份。据称，这一要求可能将会涵盖其他城市。但是，只有现金全款购买或通过有限责任公司或其他法人结构（一种可用来掩盖相关方身份的购买形式）时，才需要申报买家身份。新规实施的主要原因，是针对利用所有权结构和现金购买进行洗钱的行为。该计划的基础是纽约市在2015年中实施的一个类似报告计划。初步计划将实施到2016年8月，届时将推广到全国；新计划是否能促使更多中国个人使用抵押贷款，或从开始阻止某些个人购买美国房产，还有待观察。

开始起飞。<sup>31</sup>这是中国住宅建筑商进入美国市场的第一个重要切入点，其在波士顿和新泽西的共管公寓项目以及在加州的独立屋开发均包含100套以上的住宅。朗诗每年在中国建造约12,000套住宅，也活跃于香港和德国，该公司已公开表示其目标是成为主流的美国房屋建筑商，使用当地劳动力和材料，并以美国买家为对象。

中国国内房市的减速提供了多元化的动力，预示着中国建筑商今后将带来更多投资。其他开发商已经进入美国市场，或正在考虑投资美国市场。福星惠誉房地产公司的子公司StarrylandUSA专门规划大型开发项目，他们规划了位于湾区的100套单元的项目，和西雅图附近200套单元的项目。<sup>32</sup>由北京商人张龙主管的Lelege USA正在达拉斯附近建造99栋迷你大厦，不过其主要对象还是中国买家。

虽然有大型中国住宅建筑商进入美国市场，但这个市场的主导者还是小型中国建筑商，他们数量繁多，难以追踪。例如，2015年，BohongInc.开始了在加州Fremont的第一个美国房地产开发项目，该项目占地半英亩，共获批12套联排房屋。<sup>33</sup>虽然这些小规模建筑商中有一部分以中国买家为对象，但大多数中国建筑商，无论大小，均以美国购买者为对象。他们建造的房屋在设计、材料和设施方面都以吸引美国买家为主，在质量上与美国公司建造的住宅竞争。

## 小结

- 房地产投资是中国国际经济活动进程的下一步。中国的主权财富基金是投资美国商业地产市场的第一波浪潮之一，随后跟进的是开发商和经营公司、保险公司和投资基金、建筑和设计公司。中国个人和家族办公室逐渐活跃于美国商业地产市场，但还是以住宅市场为重。
- 投资通过多个渠道流入商业地产市场。
  - 收购现有资产成为重要而备受瞩目的渠道。2010年到2015年，中国投资者总共收购了至少171亿美元的美国商业地产。年流入资金量从2010年的5.85亿美元升至2015年的85亿美元。写字楼在收购总量中占比最高，紧随其后的是开发项目和酒店。尽管纽约和加州仍是主要目的地的，中国投资者收购的房产已遍布美国各地。
  - 中国投资者通过与美国公司的合伙结构，越来越注意开发机会。2010年到2015年，中资项目的公开开发成本累计总额至少为150亿美元。近80%的美元投资集中在纽约、洛杉矶和湾区三个市场。此外，中国投资者带来至少110亿美元的EB-5资金（大部分是在2011年之后），在全美资助了数十个创造就业的项目。



- 放贷活动和间接房地产投资也在增加。2015年底，中国银行的美国商业地产贷款组合达到78.4亿美元，2008年为4.88亿美元。工商银行在美国的规模则小得多；2015年底，其商业地产贷款组合达到5.13亿美元，2012年为4.12亿美元。目前，通过基金进行的间接房地产投资有限，但开始逐渐扩大，代表了未来中国投资的重要趋势。
- 投资已开始流入美国住宅地产市场，包括直接投资和逐渐增长的中国公司的住宅开发活动。
  - 2015年，中国人购买了33,000套房产，总价值至少286亿美元，相比上一年增长30%，2010年以来复合年增长率达20%，超过加拿大成为美国住宅地产最大的买家。2015年，中国买家平均购房价为831,800美元，2014年则为590,800美元，均比国际买家的平均购房价高近50%。
  - 2013年到2015年，在美国购房的中国买家中，平均71%为现金全款购房。贷款市场再次向外国借款者开放，后者可通过在美国经营的中资国有银行获得美国按揭贷款。中资银行根据借款人在中国持有资产的状况和申报的收入发放贷款。
  - 大型中国住宅建筑商开始进入市场。尽管如此，但这个市场的主导者还是小型中国建筑商。许多中国建筑商，无论大小，都在重点建造专门吸引美国买家的房屋，并在质量上与美国公司建造的住宅竞争。

## 第3章：非管制性投资的驱动因素和条件

**中国在美国房地产领域相对较短的历史**，以及中国相较于美国大为不同的经济和商业环境，带来了关于投资美国的公司和个人的驱动因素和动机的问题。尽管在投资形式和规模的形成过程中，管制环境（在第四章中讨论）是关键，但也有许多中国投资者的核心动机是商业目标、宏观经济状况和个人原因。虽然一些动机是中国投资者所独有，但还有许多动机都很常见。中国投资者（包括公司和个人）是全球投资环境中的一部分，与关注美国房地产市场的其他国际投资者看重同样的因素。

本章将首先探讨中国机构投资者的动机。。公司看重风险标准和具体投资机会的回报，但和其他国际投资者一样，他们对美国房地产市场感兴趣的原因是该市场拥有一系列相对于其他全球房地产市场的优势，特别是美国市场的深度和流动性。投资美国房地产不仅是知识转移和建立全球品牌知名大好机会，同时鉴于中国放缓的经济和国内房地产市场，也能提供必要的投资渠道。然后，我们将探讨个人投资者的动机。投资美国房地产市场时，个人和家庭同样看重经济因素，但许多人特别看重其能够带来的潜在附带效益，包括居留权、子女教育机会、医疗优势。

### 机构投资者

基本上，中国机构投资者评估投资机会的方式与其他全球投资者类似，会在全球投资组合中考虑风险和回报。但是，中国投资者大多秉持长线投资理念，对这些标准及其要素的最终考量可能与典型的全球和美国投资者有所不同。现金流很重要，但对于重视长期回报的投资者而言，他们更看重的是资本利得。此外，这也意味着在特定美国市场，如纽约、洛杉矶或旧金山，过度建造带来的潜在供应端风险在他们的投资决策中重要性较低，而这对需要把握准市场决策时机来使回报最大化的中短线投资者而言，却是一个主要问题。对于安邦在2015年和2016年大举收购酒店的类似行动，一些人会质疑其价格和周期时间点。但对某些投资者而言，比起考虑高购买价造成回报降低的可能性，他们更看重全球化和投资组合多元化带来的效益。

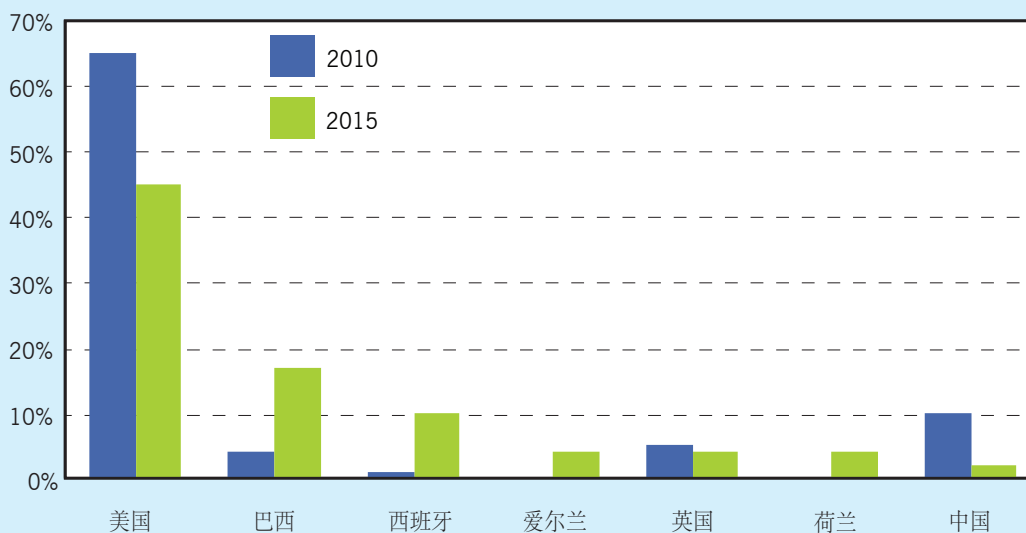
美国不止是全世界最大、最具深度的房地产市场；从全球投资角度来看，也是最受追捧的市场。根据外国房地产投资者协会(AFIRE)2016年的调查，在资本增值方面，受访者

将美国列为国际房地产市场第一位。<sup>34</sup>约45%的受访者将美国列为第一，巴西以近30个百分点的差距名列第二，随后是西班牙、爱尔兰和英国（图二十）。中国排名第七。尽管美国被视为资本增值的最佳市场，但2010年以来持这一观点的受访者比例稳步下降，因为新兴市场和部分欧洲国家资产价值的升值吸引了全球房产投资者的注意。彼时，约65%的受访者将美国视为资本增值的首选市场。但是，从2010年开始，中国在美国的投资持续加速，这也显示出美国市场具有资本增值以外的其他吸引力，能影响投资者的决策。

然而，中国投资者的风险和回报需求各不相同，有时候，一个投资者类别甚至一个公司内都有所不同。例如，中国保险公司通常有多重资金流，分别有不同的投资目标。他们从保费中收到的资金通常配置于产生稳定收益的低风险投资，使保险公司得以支付未来的索赔。但是，资产负债表资金常被用于进行不同的投资，这些投资风险仍然较低，但回报要求略高。向客户提供理财产品的中资保险公司通常将资金投入中高风险的投资，如增值项目、新开发和平台投资，以产生适当回报拨付给客户。

除了保险公司，中国开发商天生就善于自建建筑而非收购稳定资产，他们对风险承受的受能力最高，对回报也要求最高，但即使在这一类公司中，也存在不同的风险承受能力层次。中国投资基金和主权财富基金对回报的要求通常处于中段，不过投资基金一般能承受略高的风险。家族和高净值人士（下一节将讨论）对风险的容忍度较低，不过核心房产投

图二十：提供最佳资本增值机会的国家



来源：外国房地产投资者协会

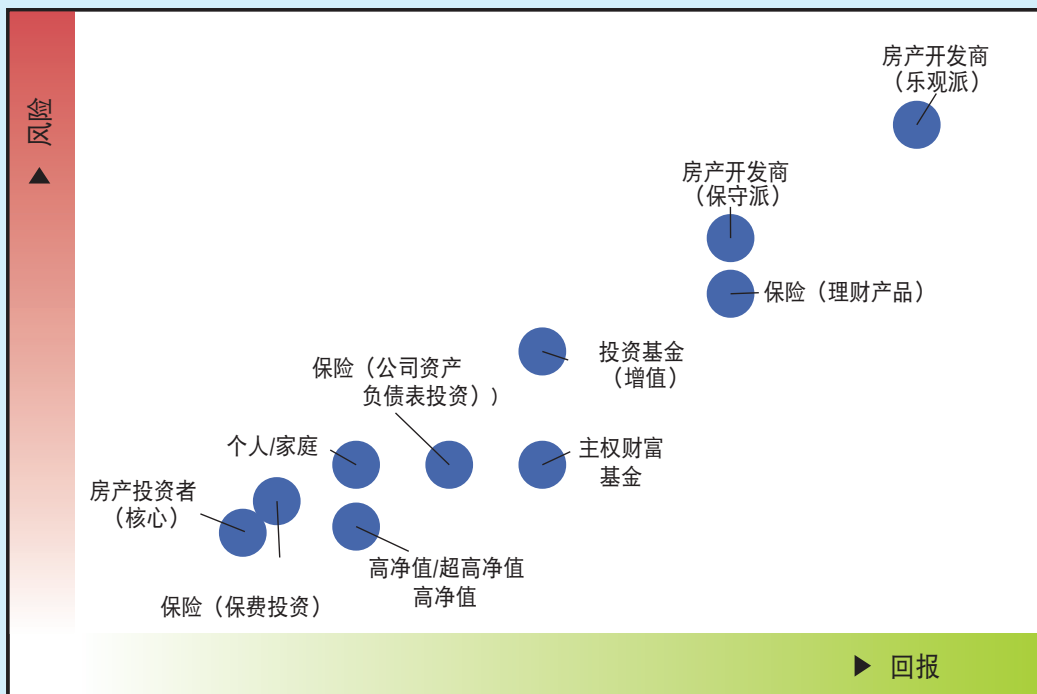
资者和以保费为投资来源的保险投资一般是最厌恶风险的投资者，对回报的需求也最低（图二十一）。<sup>35</sup>

但一般而言，由于中国国内投资选择有限，中国公司的总体海外投资时间相对较短，全球房地产活动的升温是许多中国投资者多元化投资的重要步骤。美国房地产也提供了对冲外汇风险的重要工具；人民币进一步贬值的可能使得美元资产对中国投资者极具吸引力。

### 为什么在美国投资？

和许多机构房地产投资者一样，中国公司也在全球范围考察投资机会，评估具体的投

图二十一：中国投资者风险-回报光谱



来源：罗森咨询集团

资对象，以及各个国家的投资环境。除了回报，他们也考虑其他条件，如商业和金融服务的成熟度；基础设施；深度和流动性较好的资本市场；有力的产权保护；经营便利度；以及一个庞大并具有多元投资机会的房地产市场。

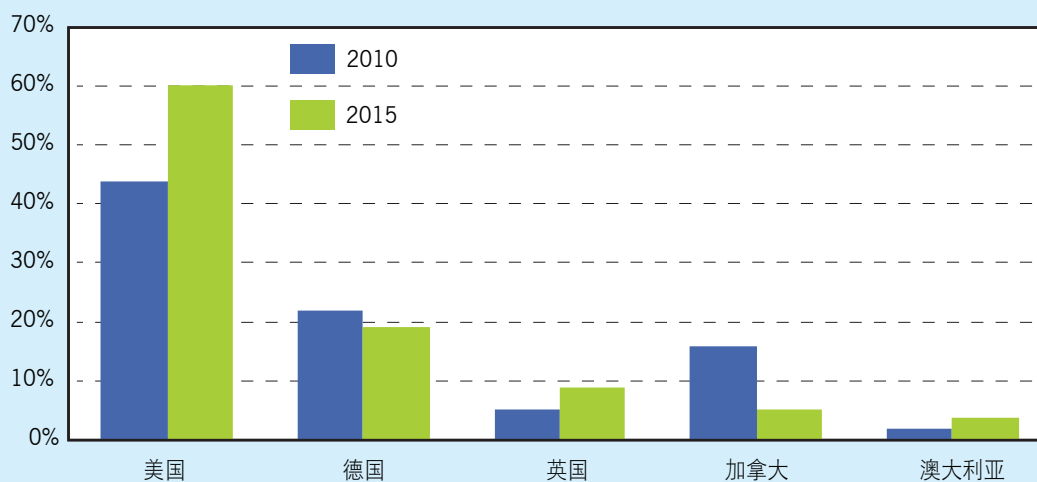
就这些标准而言，美国被外国投资者（包括中国投资者在内）视为房地产投资最佳国

家，并且规模足以吸收大量资金流入。同样，西欧、加拿大、澳大利亚也对全球投资者具有吸引力。但是，由于这些国家和地区只有少数大型都会区市场，它们无法提供与美国同等规模的投资机会或同样水平的流动性。此外，部分国家已经开始探索和实施限制外国人拥有房地产的措施。<sup>36</sup>

市场的透明和有利的产权保护持续将全球投资者吸引到美国。在2016年AFIRE调查中，美国排名第一，成为最稳定和最安全的投资国家，超过第二名德国40多个百分点，超过第三位的英国50多个百分点（图二十二）。加拿大和澳大利亚分列第四和第五。有意思的是，尽管差距曾经只有20个百分点，但即便在2010年美国房地产市场刚开始复苏时，美国依然被认为是最稳定和最安全的房地产投资国家。在被问及近期预期时，超过90%的全球受访者计划维持或增加其美国房产投资组合的规模。

在各个国家中，美国始终是房地产投资资金的首选目的地。在城市层面，全球门户城市在投资分布中较为平均；但应当注意，没有其他国家有美国这么多的大城市。根据AFIRE近年的调查，在全球投资者心目中，纽约和伦敦毫无悬念地保持最热门城市的地位。洛杉矶和旧金山也是首选目的地，柏林在2015年进入前五。尽管美国这些大城市的房价比其二线城市要高，但对于国际投资者（包括中国投资者），与其他国家同类城市的相对价值是一个重要因素相比其他全球门户城市，如伦敦、上海、新加坡和东京，美国门户城市的资产

图二十二：提供最稳定、最安全房地产投资的国家



来源：外国房地产投资者协会

价格往往没有那么昂贵。投资者可以购买在美国价格较低的资产，同时受益于稳定性、安全性和资本增值，这些要素都让美国成为极具吸引力的投资市场。

### 与美国房地产领域的日本投资潮的对比

20世纪80年代末期，随着美元储备的飙升和美国银行经历储蓄和贷款危机后仍在重建资本，日本曾主导了世界金融市场。1987年之前，在G7国家和传统资本输出国中，日本在净长期资本流出额中占比90%。1989年，日本还在同一批国家的外商直接投资中占据半数以上份额，日本的土地泡沫和宽松信贷（以土地作为抵押）产生了大量资本流出。日本公司快速利用杠杆，使国内房地产资产升值，在国内借款，投资于海外特别是美国的房地产。

20世纪80年代，日本的保险公司和房地产公司特别活跃，开发和建筑公司也是如此。对美国商业地产的总体投资快速增加，1988年达到年度流入资金的峰值165亿美元。这些投资近四分之三集中于加利福尼亚州、纽约和夏威夷。日本投资了许多标志性房产，收购了洛克菲勒中心和圆石滩高尔夫球场，在投资高峰期，还在洛杉矶中心区拥有约半数的甲级写字楼。

但是，日本资金流的逆转几乎发生在一夜之间。1990年，日本土地泡沫破裂，价值暴跌50%以上。日本银行面临不良贷款的严重问题，在1991年的一个季度之内，日本就从有史以来最大的债权国，变成长期资本的净流入国。。由于重大损失和监管的实施，日本银行大幅缩减贷款，几乎完全从外国市场退出，只发放国内的新贷款。这导致流入美国商业地产的年度投资从1990年的130亿美元降至1991年的50亿美元。许多已经持有美国房地产资产的日本投资者被迫出售资产，他们既需要在本国拥有更高的资金流动性，又因为美国的衰退面临净收入和资产价值的降低。

虽然日本的投资潮和目前美国房地产领域的中国投资潮有很多相似点，但差异也很明显。和日本类似，中国人收购了地标建筑，且部分交易的价格较高。在全球化背景下，对比全球门户城市，美国房地产的相对资产价格看上去并不贵。但是，中国投资潮的少数关键差异预示着不同的长期结果。即便是对于高定价资产，中国投资者的动机很大程度上还是资本保值和长期商业目标，而不是快速实现资本升值。而在日本投资潮期间，许多日本投资者关注的是相对便宜的门户城市房地产，希望利用汇率和在美国资产价值升值时出现的价格套利机会。中国投资在美国涉及的地理范围比日本更广，房产类型也比日本更多样化。对许多中

国人而言，移民需求也推动了个人购买住宅和商业地产。此外，中国中央政府凭借其一定程度上独特的能力，大力鼓励全球化投资，推动中国的经济领导力，并且在低迷时期更有支持中国投资者的能力，这些都导致了更长期的投资周期。

### 知识转移和品牌知名度

正如进入中国的投资者要学习很多在华经营的知识，进入美国房地产市场的中国公司也希望了解美国市场和这里的最佳实践。公司可以利用这种知识转移在中国或世界其他地区实施新的业务策略，或加入新的设计元素。但更重要的是，公司能借机培养作为全球开发商不可或缺的专业能力，这样才能够在美国作为独立机构运营。大型跨国公司有能力进入多个市场，很多最近进入美国市场的中国公司已通过在其他全球市场的过往投资获得了一些专业知识。对许多全球（不仅是中资）公司而言，在美国市场获得成功不仅能为企业提供回报，还能大幅提高品牌价值。换言之，如果公司能够在美国成功，就能在任何地方成功。当然，也有一些中资公司在没有美国合作方的情况下收购了稳定的财产。然而，特别是在商业开发项目中，多数中国开发商还是作为资本合作方与美国开发商成立合资企业，以进入市场，并通过最初的几个项目更好地了解如何成功在美国操作开发项目的各个阶段。甚至对于一些已经参与许多美国项目的大型中国开发商而言，某些管制问题和业务做法也出乎他们的意料，这让他们更明白在美国拥有可靠的顾问和咨询师的重要性。

部分公司方面的差异可能使投资和开发项目复杂化，例如中国以垂直公司结构为主，而美国则多使用多合伙人公司和承包商/分包商。公司需要一些时间来适应与其公司文化相匹配的工作方式。部分还在从事首批项目的中小型开发商还需要几年时间才能独立运营美国项目，但一些大型开发商需要的时间可能更短一些。时间是实现平等的因素之一，一些大型开发商凭借多个合资项目，已经在美国拥有三年以上经验，但除了自己积累的专业知识，他们也需要在美国房地产界建立品牌知名度和人脉。对于新的住宅开发商，在消费者中形成知名度与建立信任是在美国保持成功的关键。一般消费者可能依赖于住宅建筑商评级、代理人推荐以及口碑来判断新房的质量，因此，中国公司必须提升品牌认知，才能与美国的住宅建筑商和多户住宅开发商竞争。

## 美国的最佳实践

*Alan J. Pomerantz先生为罗森咨询集团准备*

要实施成功的策略，第一步是在美国房地产市场作出正确的经济投资。然而，由于美国监管和税务制度的复杂和侵略性以及中美经商文化的巨大差异，中国投资者若不能认识并准备好处理这些差异，就可能遭遇危险，这些危险在投资初始阶段并不明显，但却可能对投资成功与否至关重要。

## 监管和法律环境

美国有数千个立法机构，其观念和侧重点常常相互冲突。在联邦层面，有三个政府分支（行政、立法、司法），16个联邦部门，463个联邦机构。此外，还有50个州和哥伦比亚特区，每个州或特区都有一个行政、立法机构，以及无数州级机构。在各州之内，还有市、县、自治市，它们也都有自己的立法和行政机关。美国大约有50万民选官员，以及更多任命官员。美国不同政府机构雇佣了1450万以上人员，其中许多人都可能影响房地产投资。

房地产可能是美国监管最严、税收最高的资产类别，比中国的监管和课税都高得多。涉及房地产的税务条例广泛而复杂。若在收购或合伙时不考虑税务影响，会导致许多不尽人意的后果。而且外国投资者还面临许多美国投资者所没有的额外税务和监管复杂性。在投资前，必须就完成税务规划。

## 文化和体制环境

在美国，各方之间通过协商达成交易。在中国，各方通过协商建立关系。在美国，很少有话题会“留到日后再谈”，几乎所有事情都应在交易达成前确定。在中国，往往在协议达成之后，仍会继续协商。在美国，回头讨论某个问题被称为“重新交易”，被视为是不诚心交易的恶劣行为。但中国文化中，则不尽相同。

在美国，“公事公办”，无关个人。在中国，并非如此。美国商人通常希望直切要点，看是否能达成交易。在协商时，他们一般不会与对方或其他“团队”的成员进行社交。许多美国商人认为，在达成交易前花时间社交是没有成果的。他们认为，社交的时间应该在达成交易之后，而在中国，第一步就是建立所谓的“关系”。中国投资者必须理解美国商人所期望的方法。否则，误解将会导致不信任，影响交易。



此外，在美国进行的交易一般需要有完整的文件记录，反映交易的所有重要方面。美国商人非常依赖律师“考虑到各方面”，并记录下几乎所有未来可能出现的后果。但在中国并非如此，中国人认为考虑任何尚未出现或可能完全不会发生的情况，都是浪费时间。美国商人充分协商和记录几乎所有未来可能出现的情况，这并不表示他们不信任合作方，这只是他们的做事方法。因此，在一宗典型的美国交易中，文件和协议往往连篇累牍。没有“标准协议”这回事。其背后的原因是，在美国，商业交易和解决问题都是按照协商的文件来进行的，而非像在中国那样靠关系。在中国，商人相互信任。在美国，商业也相互信任，但是有赖于书面协议和法律系统。

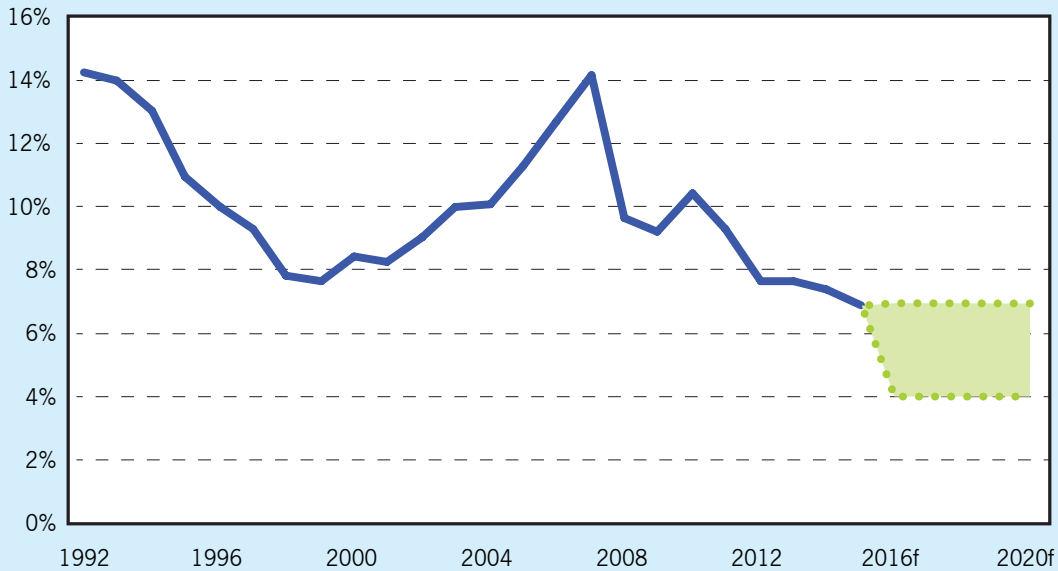
相应地，合作方之间的关系以及与放贷机构的关系通常比中国的更加正式，也可能更具对抗性。在美国，不存在像中国那样的借款者与放贷者之间的合作关系。事实上，法律上禁止此类情况。在美国，法律规定的放贷者/借款者关系应当是对抗性的，一般而言，对合作伙伴或放贷者采取侵略性、对抗性态度对于美国企业并没有坏处。在美国，放贷机构和合作伙伴会毫不犹豫地起诉对方，但在中国这很罕见。

美国与中国在法律、监管和文化环境方面有显著区别。要成为成功的投资者，找到正确的投资，实现投资的充分潜力，需要深入理解美国的监管制度、税务制度以及两种体制的文化差异。

*Pomerantz先生是PillsburyWinthropShawPittman国际律师事务所的高级房地产律师，该所在美国和中国均设有办公室。*

图二十三：中国的GDP增长

年增长率



来源：世界银行，罗森咨询集团

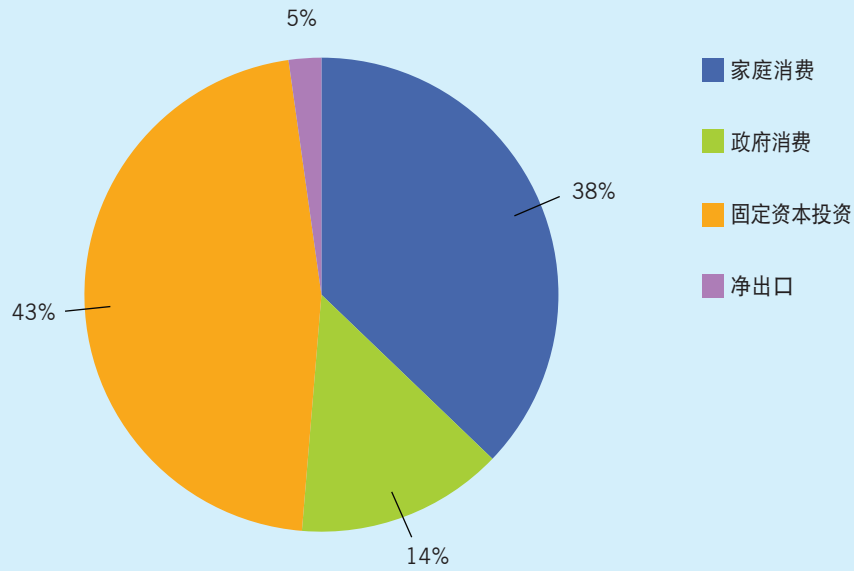
### 放缓的中国经济，股市和房地产市场

虽然许多公司层面的动机促使中资公司投资美国房地产市场，但中国经济增速的放缓也是另一个刺激因素，促使公司寻找海外投资机会。2014年，中国GDP增速降至7.4%，近年来首次低于目标，在2015年进一步滑向6.9%。<sup>37</sup>虽然未来五年，GDP增速可能稳定在6.5%到7%，但RCG认为，随着中国实施结构性改革和向服务及消费导向的经济转型，未来五年的实际增速可能低至4%。（图二十三）。

“走出国门”政策和投资多元化的优势是回流的投资回报可以刺激国内经济。除了人民币贬值的可能，如果国内经济增速放缓，在全球产生的投资回报可以用于补偿中国公司收入的下滑。随着中国经济进入转型期，在稳定和可能反周期国家（如美国）的中国投资可能被战略性地用于提供回报。

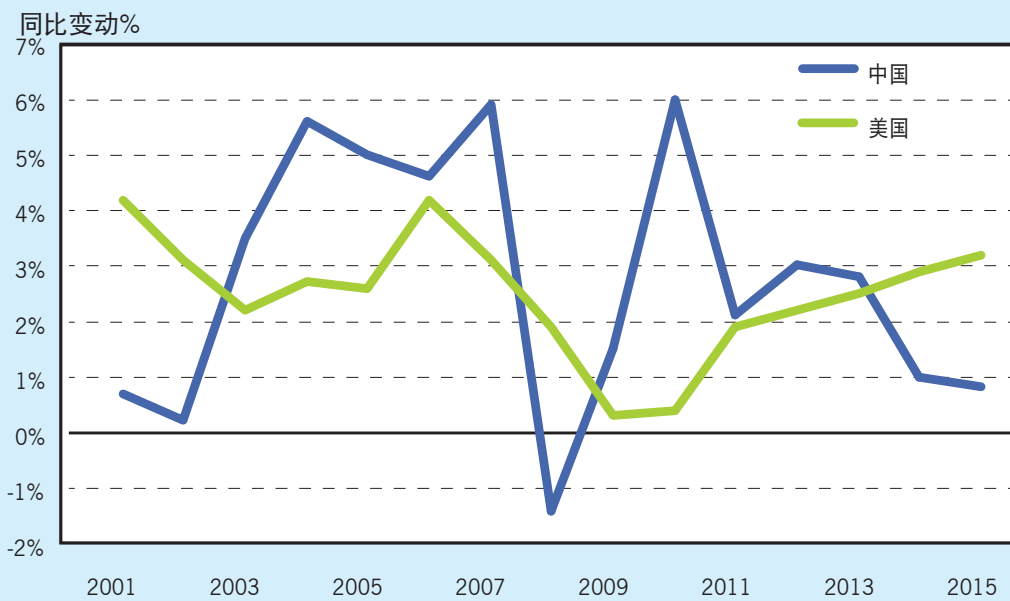
中国正在从多年来的生产导向型经济向消费导向型经济转型。最近几年，经济增长大部分要归功于全国房产和基础设施的繁荣发展，包括写字楼、高速公路、购物中心、制造业工厂、公寓楼（图二十四）。但是，这种泡沫化经济并不可持续；一旦需求开始下降，很多基础设施就将闲置无用。许多新住宅空置率极高，特别是在三线城市，以至于被称为“鬼

图二十四：中国的GDP构成



注：截至2015年的最新数据  
来源：CIA世界概况

图二十五：年度房屋成本：



注：消费物价指数的住宅部分  
来源：美国劳工统计局，中国国家统计局

城”。有意思的是，中国人倾向于将房产作为沉淀资金，这就加剧了投机热潮。个人损失部分资产的程度仍有待观察，因此放开这些项目会成为一个复杂的问题，有可能影响全球的投资趋势。中国许多二三线城市的增速缓慢，制约了新的开发机会，促使中国开发商寻找新市场以部署资金（图二十五）。

对于个人和机构投资者，外国房地产市场的活动在增加并且分散到仍处于初期的中国股市中。2005年到2015年，随着政府推动对中国股票的投资，以及在国内房地产投资机会萎缩之际，投资者将目光转向国内股市，上交所和深交所的合计市值从4019亿美元增长到7.88万亿美元。<sup>38</sup>但是，中国股市的牛市在持续到2015年上半年后，股价分别在2015年8月和2016年初遭遇暴跌。股市波动给个人和机构投资者都带来很大的冲击。美国投资者除了股市和房地产，还有许多其他国内投资选择；但在中国，投资选择范围十分有限，外国资产自然成为实现多元化的投资对象。尽管美国房地产并不是唯一一个可投资的外国资产类别，但鉴于上述稳定性、流动性和资本保值的优势，其吸引力是肯定的，更不用说中国投资者对房地产这种资产类别的熟悉。

## 个人投资者

在投资美国房地产市场方面，个人与机构投资者有一些相同的目标和动机：即多元化、资本保值和收益。一些中国富人希望保护其资产不受到潜在政治和经济风险的影响，美国被其视为防范全球波动的安全港，以及资本保值的渠道。

对于主要看重投资的经济因素的投资者，投资机会的发展也是一个好处。尽管迄今为止，住宅地产仍是个人投资的主要工具，但进入美国房地产市场（包括商业地产市场）的渠道正在增加。美国可投资的资产价位多样，为大量个人投资者提供了丰富的投资机会。此外，高净值人士也可以投资私募基金，不同收入背景的个人则有投资REIT的新机会。

虽然相对于机构投资者，经济动机对个人投资者很重要，但后者也有许多非经济性的、更加私人的动机。除了广泛的动机，投资于美国房地产市场的工具也很多样。个人投资者可以随大流购买独立屋或共管公寓，也可以通EB-5签证计划投资美国商业地产。EB-5计划为投资者及其家人提供了一种直接效益，即居留权。此外，通过EB-5计划投资美国房地产的中国个人也经常购买房屋居住，搬到美国后也可能投资于房地产，从而放大在美国整体房地产市场的总投资。

## 教育机会

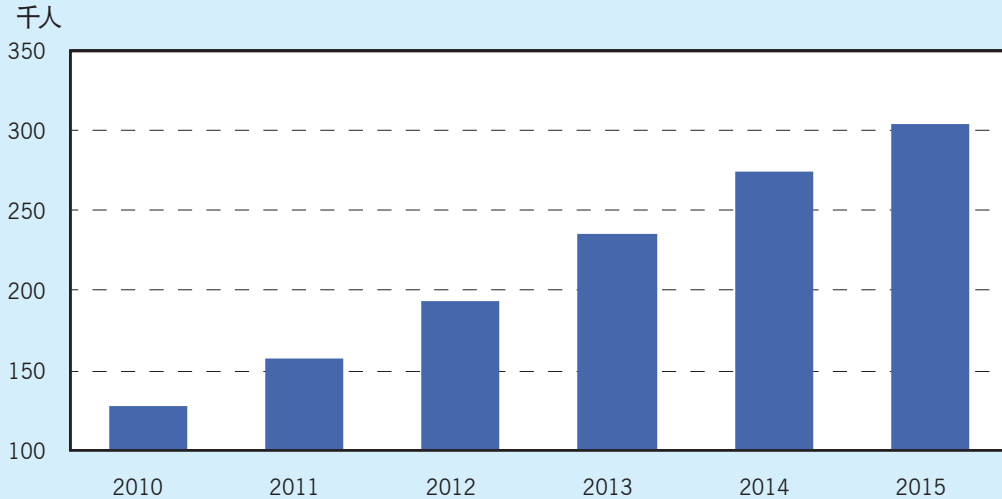
为子女提供美国教育是很多中国家庭的一个重要目标。例如，EB-5地区中心的代表表示，潜在投资者常常会带其子女参加初次筹款活动，询问关于子女在美国教育机会的问题。这一动机的部分原因是进入中国顶尖大学的激烈竞争。全球排名前100的大学中有两所位于中国，即北大和清华，此外，排名前500的大学中有25所位于中国。<sup>39</sup>由于人口数量过于庞大，精英大学显得僧多粥少，因此学生和家長都面临着巨大的压力。

对比之下，全球排名前100的大学中有55所位于美国，排名前500的大学中还有近100所美国大学。除了美国顶尖大学数量众多，美国、中国和全球的许多学生和雇主也开始重视国际化视野的重要性。许多中国学生希望英语流利，而随着中国中产阶级的扩大，为子女提供美国教育也更加容易实现。能够承担全额学费的中国家庭经济能力增强，数量庞大，与此同时，美国大学（特别是公立大学）的收入不足，需要录取更多能够支付全额学费的外国学生。

根据国际教育研究所的数据，美国大学2015年共录取304,000名中国学生，占美国大学所有国际学生的三分之一。<sup>40</sup>在2014年和2010年，这一数字分别是274,000和27,000（图二十六）。纽约、加利福尼亚州和马萨诸塞州是中国留学生的主要去向，但也有越来越多学生进入中西部大学。

子女大学附近的住宅地产对许多中国家庭都很有投资吸引力。子女上学的时候可以住在那里，或者成为家庭在美国的落脚处。这种房产也可以提供租金收入，尽管可能只有少数中国买家会进行此类活动，此外，这种房产还可以作为资本保值工具。但是，许多中国高净值人士越来越认为，如果只是让子女上美国的大学，他们就没有足够的时间适应新的文化，因此中国父母希望子女更早进入美国的学校。<sup>41</sup>较早购买房产也能使子女在申请大学前取得居留权，从而有助于申请人进入公立大学。其他人则被美国的教育制度吸引，虽然现在美国越来越重视考试，但仍然很强调独立、批判性思考和研究。此外，中国雇主通常认为美国大学的教育背景很有含金量，随着中国大学毕业生数量不断增加，最好的职位竞争不断加剧，美国教育背景为毕业生提供了重要的就业优势。非居民的较高学费以及需要竞争每学年有限的录取名额将继续促使许多家庭在子女进入大学前取得美国居留权。

图二十六：在美国大学的中国学生



来源：国际教育研究所

## 环境和食品安全

中国健康相关的问题也是个人考虑移民或将子女送出国的原因之一，这也是另一个推动房地产投资的因素。虽然中国政府持续采取措施解决这些问题，但要完全落实并取得理想的效果还需要时间。空气污染是中国环境问题中最明显的因素。尽管最近几年，中国政府已采取措施解决严重的空气污染，但在2014年，74个主要城市中，只有8个达到空气质量国家标准。<sup>42</sup>研究发现，在中国的城市区域，糟糕的空气质量会造成呼吸系统、心血管和其他健康并发症以及过早死亡。水污染也是一个可怕的问题。水资源管理措施欠佳，使得大部分中国城市的地下水以及江河湖泊遭到污染。尽管对拥有足够财富的中国人而言，相对于影响所有人的空气污染，缺乏饮用水是一个可以避免的问题，但这也是另一种环境压力，使临时移居或移民美国或其他国家成为更具吸引力的选项。

和空气质量类似，食品安全也在中国各地成为一个重要问题。虽然最近几年取得一些进展，但中国仍在解决食品安全问题，要让个人像其他国家的人一样信任食品供应安全，还需要时间进行改革。添加防腐剂、非传统杀虫剂等有毒化学剂、使用有害的食品配料、农业用地和河流污染造成严重的健康问题和死亡，这些也必定影响个人的居留和投资决策。

## 相对价值

如果没有强大的经济动因，这些条件本身可能并不足以促使中国个人投资海外，特别是美国。但是，对于公司和商业地产而言，相对于中国的同类房产，美国的住宅地产价格更具吸引力。特别是北京和上海已跻身全球最昂贵房地产市场之列。即便中国房地产市场总体疲软，甚至是在2015年人民币贬值，美国房地产价格更高之后，从价格和价值角度来看，美国住宅地产仍然很有吸引力，并能提供有利的产权保护。

## 小结

- 许多中国投资者的核心动机是商业目标、宏观经济状况和个人原因。某些动机是中国投资者所独有，但中国投资者是全球投资环境的一部分，与关注美国房地产市场的其他国际投资者看重同样的因素。
- 中国机构投资者受到许多因素的促动。
  - 虽然通常是长期投资，但其风险和回报要求往往与典型的美国投资者不同。现金流很重要，但投资者更看重会。一些人质疑高定价和投资的周期时间点，但全球化和投资组合多元化带来的优势比短期回报的需求更重要。
  - 美国市场规模足以吸收大量资本流入。其他国家也可能具有吸引力，但没有像美国一样的流动性。此外，相对于类似的全球化城市，投资者可在美国购买价格较低的资产，同时享受市场稳定性、安全性和资本增值的优点。
  - 中国公司希望逐渐了解美国市场和最佳实践，通常是与美国公司合伙，最终在美国独立经营，在美国的房地产界建立品牌知名度。
  - 中国经济的放缓和供过于求限制了新的开发机会，促使中国开发商寻找新市场来部署资金。股市波动对个人和机构投资者都有很大的冲击；由于除了股市和房产外，国内投资选择有限，外国资产自然成为投资对象。
- 中国个人投资者具有类似的动机，以及更私人化的因素。
  - 个人寻求分散投资、资本保值和收益。美国房地产市场（包括住宅和商业地产）被视为防范全球波动的安全港，以及资本保值的渠道。
  - 为子女提供美国教育是中国家庭的一个重要目标。2015年，美国大学录取了304,000名中国学生，2010年，该数字为127,000。空气污染、水污染、食品安全问题是投资美国房地产市场的其他原因。
  - 相对于中国或其他类似全球化城市的同类房产，美国的住宅地产价格更具吸引力。

## 第4章：管制性投资的驱动因素和条件

**除了公司和个人的多种投资动机**，中美两国的复杂监管框架也对美国房地产市场的中国投资具有重大影响。当然，两个国家的监管环境都经常变化。中国采取了重大改革措施，鼓励更加全球化的投资，其他潜在改革可能进一步促进投资；但是随着中国向服务和消费驱动的经济转型，扩大中国的全球化投资和支持国内经济之间的拉锯还会继续。在美国，不同政府层级的监管体系影响房地产投资。有许多针对外国投资者（包括但不限于中国投资者）的具体法规。更广泛地看，适用于所有在美投资者和开发商的各种法律和流程与中国的做法大为不同，中国投资者必须仔细考虑。

本章将探讨中美两国影响中国资金流入美国房地产市场的监管条件和改革。在中国，对外投资的资本控制是对公司和个人增加投资的一个重要监管障碍，但是，对两类投资者一系列已实施和潜在的改革，包括新的报告门槛、提高保险公司全球房地产配置比重、自由贸易区和QDII2等，为美国房地产投资提供了更大的机会。体制改革也对投资产生影响，包括国有企业改革、产权和房产税问题、反腐败举措和央行新政策，都会对投资决策产生类似影响。

在美国，联邦层面通过FIRPTA和CFIUS等政策对房地产的外资事务进行最直接的监管。EB-5项目的潜在改革会对中国投资产生重大的监管影响。在州一级，外资所有权也受到一些限制，环境审查程序也是投资者需要考虑的一个重要方面。在地方层面，监管环境（特别是对新开发项目）在国内不同地方差异很大，比如许可、划区和社区审查程序。

### 中国

尽管在中国有并将继续有影响企业和个人投资决策的监管障碍，但近年来的重大改革已经赋予投资这更大的自主决策权。中国政府的这些改革和新政策都体现在2013年的三中全会目标框架中。在三中全会的重大改革目标中，除了社会福利改革和问题，其余的重大目标主要在于市场和金融改革。市场改革的目标包括让市场在资源配置中发挥决定性作用；水、能源、交通和电信行业向市场决定价格的模式转型；以及让民营和外资公司更好地与国有企业竞争。金融改革的重大目标包括利率市场化和资本账户开放，更加灵活的汇率制度，以及民营银行的增长。<sup>43</sup>



这些目标并没有马上消除妨碍投资的所有监管障碍，但许多领域的新政变化已经让更多投资能够流向海外。一些提案有可能大幅增加进入全球投资渠道（特别是房地产）的资金流。但是，与所有国家一样，中国的监管政策经常变化，不仅会随每一届新政府有所变化，也会根据当前条件而调整。但是，中国的监管变化可能比一些西方国家能更快落实，并且中国政府始终有可能实施政策，严重缩减房地产的对外投资。因此，必须了解目前的政策立场，及其可能如何改变，尽可能充分掌握信息。中国投资者擅长应对监管变化；新政策出台后，投资者能快速找到其中的机会。

### 资本控制

资本控制问题极其重要。鉴于国际金融和货币市场的波动，以及中国经济增长的放缓，中国政府的管控是中国公司和个人增加全球投资（特别是美国房地产）的主要障碍之一。中国通过资本控制来管理本国货币，同时保持独立的货币政策，将金融部门隔离于国际竞争。尽管控制措施的实施在不同群体之间有所差异，但中国的资本控制既影响公司，也影响个人。由于一方面要试图平衡可能削弱本国经济的大量资本外流，另一方面要避免因为限制而疏离公民和企业，因此，中国政府今后很可能小心行事。但尽管如此，最近几年，无论是对公司还是个人，中国政府都进行或提议了重大的改革。

### 机构投资者

过去，对多数中国公司而言，主要的资本控制障碍都是政府批准外商直接投资的要求，包括外国房地产收购或开发。2014年之前，超过1亿美元的外国投资项目需要获得国家发改委和商务部批准，并在国家外汇管理局登记，耗时至少6个月，冗繁的程序抑制了投资。<sup>44</sup>但是，随着中国开始鼓励更加全球化的投资，2014年规定有所改变，只有超过10亿美元的项目才需要获得发改委批准，只有在敏感国家或行业的项目才需要获得商务部批准。<sup>45</sup>低于这一门槛的项目只需要在地方当局进行不同形式的登记，不用获得批准。所有交易在最后仍需在外管局登记。相比此前持续数月的流程，现在多数业务流程可以在几周内完成，这让更多公司可以灵活地进行海外投资。

尽管对向外直接投资的批准和登记改革有助于中国各行业公司投资于美国房地产，但专门针对中资保险公司对外投资规定的改革则取得更加重大的进展。2012年之前，中资保险公司与作为房地产市场重要机构投资者的外国保险公司不同，在房地产配置方面有严

格的上限，而且只能投资于国内资产。中国保监会对这些规定实施了两个重大改变。保险公司现在可以将最多30%的资产投资于房地产，总资产的15%可以投资于海外。<sup>46</sup>2015年，这一改变已经促使中资保险公司在美国房地产市场进行大规模投资，这一趋势预计在未来还会继续加速。

自由贸易区的建立是另一项可能影响对外投资的改革措施，该措施带来的影响也许不那么直接，但也很重要。第一个自由贸易区于2013年在上海建立，最初面积为11平方公里，其目的是进一步向外国投资开放中国经济。就刺激跨境投资而言，自贸区的主要优势是简化外汇兑换流程。它不仅为外国公司提供了进入中国的简化渠道，资本账户的开放也为在自贸区经营、获取海外资产的中国公司提供了简化流程，为中国公司增加对全球房地产和其他资产的投资提供了另一条道路。尽管自贸区较小的规模以及某些比预期严格的限制妨碍了其成功，但2015年广东、福建和天津分别新成立三个自贸区。即便这些自贸区没有对跨境投资流产生立竿见影的影响，但它们的存在能让中国政府在向全国推广自贸区前，有针对性地对自由化跨境投资政策进行试验。

### 个人投资者

中国个人也受到严格的资金控制。目前，个人每年只能携带5万美元出国。但是，个人也能通过许多方式转移远高于这一数字的金额。通过朋友和家人集资就是最常见的方法之一，这些资金有时会用于海外购房以及美国商业项目的EB-5投资，不过，最近几个月这一做法已有减少。

资金池是在美国购买住宅和共管公寓的主要方式，但对于考虑按揭（而非现款全额）购买的中国个人，也有规避每年5万美元限额的其他合法途径。一些中资银行的美国分行和在华设有分行的国际银行允许将在中国大陆境内的人民币存款作为美国美元抵押贷款或其他贷款的抵押物。但是，2016年初，汇丰银行宣布不再对美国的中国买家提供这一业务。<sup>47</sup>现在尚不清楚其他银行是否会考虑实施类似政策，但外管局确实宣布其将监控银行的外汇活动，找出试图逃避资金控制的个人。尽管资金控制政策长期存在，但和许多发展中国家一样，官方政策和实施之间的最初差距会随着时间而缩小。

现在也已经有计划能使个人通过其他合法渠道，每年转移超过5万美元的资金出境，以购买国际房地产。2011年，优汇通试点计划让中国个人可以将大额人民币兑换成外汇。该计划只限于广东省的少数银行，在低调的试点项目公开后，于2014年被叫停。<sup>48</sup>但是，2015

年，中国官方媒体《证券时报》报道，政府计划推出新的项目，允许中国公民在2015年底之前，能够直接投资海外资产，包括股票、债券、对冲基金和房地产。<sup>49</sup>该项目被称为“合格境内个人投资者”（QDII2）项目，这一新项目使个人能够通过合法渠道将大额人民币兑换成外汇，其交易不受5万美元出境资金的限制。

### QDII2背景

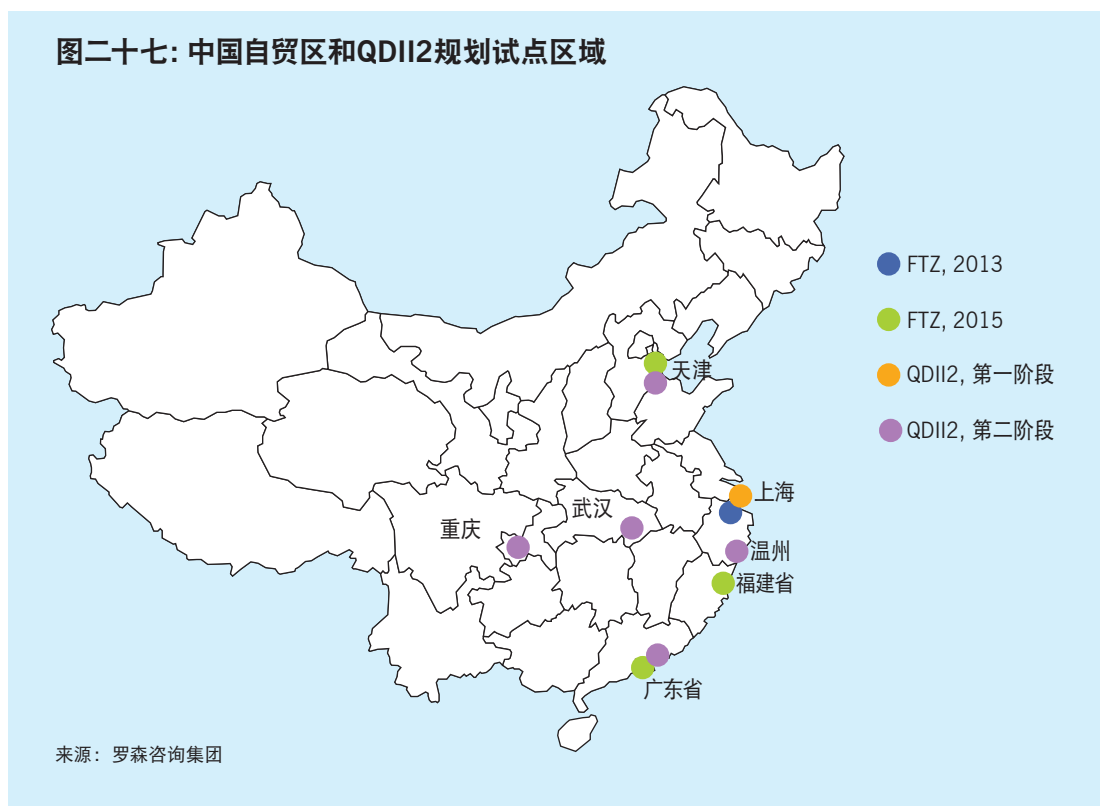
要符合“合格境内个人投资者项目”（QDII2）条件，个人需要拥有至少100万元的净金融资产，不包括自主房产，参与者的海外总投资限于其净财富的50%。项目将规定总配额（但具体配额尚未宣布），对允许通过该项目投资的资金总额设定上限。初始阶段，项目将仅在上海自贸区实施。之后将在上海其他地区和五个试点城市，天津、重庆、武汉、深圳和温州推广实施。由于2015年下半年股市和货币波动，原定于2015年底之前启动项目的最初目标被推迟。新项目是在2014年下半年到2015年上半年提出的一系列政策之一，这些政策旨在进一步开放中国的资本账户，这很大程度上是为了满足国际货币组织对人民币成为官方储备货币的要求，即任何官方储备货币须能自由使用。

QDII2是对2007年的“合格境内机构投资者项目”（QDII）的延续。QDII允许一些得到中国证监会批准的中资银行和资产管理公司投资外国债券和股票，并向国内机构和个人投资者销售这些金融产品的份额。该项目对股票在QDII金融产品中的价值比重有严格限制。主要因为这些限制，QDII并未特别受到中国投资者的青睐。

尽管QDII2会允许投资股票，但RCG估计，由于投资者寻求分散其投资组合，以及许多中国投资者对硬资产如房地产的偏好，很大一部分QDII2投资将会流入外国房地产领域，包括通过集资购买住宅和商业地产。随着中国日渐增长的上层中产阶级（而不只是超高净值人士）开始利用这个获批的外国房地产投资选项，可能会有上千亿美元的新投资进入全球房地产市场，其中以美国为首选目的地。但是，中国政府将通过配额、上海首个试点项目展开的时间表，以及推广到五个其他试点城市的时间表（图二十七）来严格管控实际资金的流动。2016年初中国国内市场和人民币的波动只会让当局对QDII2的实施时机和规模更加谨慎。自2015年10月开始，就少有关于时间表的消息。

扩大个人转移资金出境的合法途径是三中全会以来实施部分经济改革，以及成功寻求人民币储备货币地位的一大信号，但这也默认了大量资金已经通过地下渠道流出中国。其中方式之一就是使用香港的货币兑换商，即客户在中国境内进行国内转账，香港货币兑换商然后将相应金额转成外汇，扣除费用后，转入客户香港账户。中国的地下“银行”也会提供用兑换人民币的美元支票。在海外旅行时，有些个人会用信用卡购买昂贵物品，然后立刻退货，只需付出少量费用，但2015年下半年规定发生变化，海外信用卡的使用有年度上限，这表明官方对加强现有资金控制的进一步努力。另一种常见方式是高报货价，即一个中国企业主同意对在中国以外销售的货品加价，然后供货商将差额退回到离岸账户。中国的央行官员估计，每年约有1250亿美元通过地下“银行”流出。<sup>50</sup>

图二十七：中国自贸区和QDII2规划试点区域



## 体制改革

尽管资金控制以及战略上批准特定海外投资都是中国管制环境的重要部分，但许多体制改革也会对美国房地产领域的中国投资产生影响。

### 国有企业

中国有超过15万国有企业，大多数由地方政府控制，其中约100个大型、战略性公司由中央政府控制，然而，大部分全球房地产投资是来自私营企业。对比中国初次涉足对外直接投资的情况，当时，国有企业是在发展中国家投资目标性资源开采行业的核心力量。如果国有企业在美国房地产领域更加活跃，那么这些企业的庞大规模会对美国房地产领域的中国投资产生更大的刺激。

但是，国有企业不太可能通过国家指令来实施更加多元化的投资策略（包括在外国房地产领域），因为中国正尽可能减少对国有企业的依赖。相反，部分国企在向公私混合所有制转型时，会越来越关注外国房地产等资产。国有企业整体体量庞大，截至2014年底，资产达6万亿，但近几年来境况不佳。<sup>51</sup>2015年上半年，国企利润下滑2.3%，据估计，其资产回报率仅有中国私营企业的一半。<sup>52</sup>

业绩不佳引发对改革的需求；虽然中国政府不可能完全将这些企业私有化，但有迹象表明，这些企业可能会引进外部投资者和管理人才，以提供更好的战略方向和监管。作为预期改革措施的一部分，一些国企可能从采矿和资源开采业务转向投资管理。这类改革可能减少某些行业的产能过剩问题，同时产生回报，有利于支持对工人的社会保障。于更加注重效率、投资组合分散和更加严格的投资回报要求，美国房地产就像对于私企那样，可能也对某些国企很有吸引力。

### 产权、税务和限制

对个人而言，有关私人持有住宅地产的监管问题促使使其考虑在中国境外购买住宅。第一个重要问题是产权。个人在中国购买住宅时，他们拥有的是房屋本身，但不包括房屋所在的土地。他们只能获得通常为期七十年的土地使用权，如果个人以后希望出售，则土地使用权可随房屋一起转手。此外，虽然在美国和其他发达国家会出现土地征用，但在中国，这一做法更为普遍，且少有追索权。所有条件一样的情况下，更有力的产权保护会让住宅投资更有吸引力，这意味着个人完全拥有土地和加盖物，并且这些资产受到更好的法律保护。

尽管产权有限，但随着中产阶级快速增长，无论是自用还是投资，中国对住宅的需求仍然巨大。在过去十年里，需求的增加也伴随着严重的投机和房价快速上涨。中国当局意识到国内房地产市场过热，开始限制购房活动。中央政府禁止购买第三套房，并且想购买二套房的个人面临高额首付，有些城市甚至禁止购买二套房。结果，希望将投资集中在

国内房产市场的中国个人突然发现此路不通，或者成本过高，因此这些限制成为投资者转向海外的主要动机。政府还在上海和重庆实施试点项目，引入房产税，作为另一个抑制投机的工具。在此之前，购房者无需缴纳任何房产税，因为不存在持有成本，是以鼓励了投机行为。由于地方政府实施乏力，试点项目总体效果不大，但中央政府仍在考虑更广泛的房产税法律，可能在未来几年实施。

上述政策对于遏制中国房产市场的无序增长起到了一定作用，但同一时期，房屋建设仍在基于之前的需求预期继续进行。现在，由于严重的供给过剩，特别是在二三线城市，政府已经放宽二套房的首付要求，以刺激投资。但是，由于预期房价会继续走低，许多个人或许仍会认为国际房地产投资会是更具吸引力的选择。此外，引入广泛的房产税后，中国房产投资就产生持有成本，在这方面相对于美国就不再拥有优势，这会进一步刺激对外投资，特别是考虑到美国市场的产权保护和稳定性。

### 反腐败

尽管许多中国法规和改革会影响投资决策，但最广泛的改革或许要数习近平政府进行的反腐败活动。这一改革涉及所有层级的政府官员、国有和私营企业负责人，以及高净值人士。虽然反腐主要针对的是政府官员收受贿赂和其他不当行为，但也涉及揭露非法收入、不当核算和申报资产，以及逃避资本控制。

中国正在进行的反腐败改革对美国房地产市场造成两个相互矛盾的后果。其一，将资金汇出中国进行投资的风险增加。对希望将资金转移出境进行投资的个人而言，即便使用严格来讲并不违法、在过去几年被政府忽视的方法来转移资本，也会面临更高的风险。甚至是已经在美国完成房地产交易的个人也担心当局会调查他们是如何获取并转移资金的。对被公开羞辱或逮捕的顾虑可能会让个人停止未来投资，或清算外国资产以避免被调查。

另一方面，由于改革的实施带来不确定性，以及反腐可能成为一种政治工具，改革或能加速资本外流和进入美国和其他国家的房地产投资。中国的富人可能担心政府对其收益正当性的看法，并希望减持国内资产，从而既降低其资本被认定为不当收益的风险，又能实现资本保值和安全，而美国房地产就能够提供这些。

## 新投资工具的引入

目前，在美国房地产领域的中国投资，大部分都是直接投资，包括个人购买房产，通过EB-5投资具体项目，或直接收购或开发商业地产。这部分是因为中国投资者偏爱直接控制房地产资产，但也因为中国投资者投资国内或全球房地产的工具有限。在美国房地产市场，部分中国投资通过私募基金进行，但是，房地产投资信托（REIT）这一流行的投资架构迄今为止在中国还没有对等架构。随着在中国投资REIT变得更加常见，一些个人投资者可能分配资金来投资美国REIT的份额。

但是，这一现象正在发生改变。2015年6月，中国第一支REIT在深交所上市。美国的REIT中，投资组合由一系列遵循具体投资策略的房地产资产构成，中国首个REIT的投资配置则略有不同，其半数资金投入一个写字楼，另一半投入股票。另外，与美国REIT不同的是，中国REIT没有有效的税收结构，如对租金收入、资本增值、财产转让的税收。此外，相关资产的所有权也不像美国REIT一样由受托人持有。

由于和美国房地产投资相关，中国最近引入REIT带来的主要影响是配置给未来中国REIT的部分资金也许可以投向外国资产。目前，所有的资产仅可来自中国境内，监管机构仍然会决定投资者是否能够投资中国大陆以外的资产。但是，只要中国REIT资金的一小部分可以配置到外国资产，就是对美国房地产市场中国投资的重要利好。这将使规模逐渐增长的中国中产阶级可以投资美国房地产市场，而无需面对直接购买的障碍，特别是面对在反腐运动中转移资金的高风险。REIT工具在中国曝光率的增加为投资者提供了另一个投资渠道，使其更有信心购买美国REIT份额。

## 中国人民银行

一段时间以来，中国人民银行已采取一系列措施使人民币更加适应市场力量，这很大程度上是为人民币在国际货币组织成为储备货币奠定基础。其中最明显的动作是，继2014年多次下调利率后，2015年8月人民币出现的贬值（图二十八）。随着中国投资者寻求国际化投资（其中美国房地产是一个颇具吸引力的选择），以及减持美元债务，这些措施以及对人民币进一步贬值的预期导致高净值资金外流。如果出现贬值，持有海外非人民币投资的投资者所持有的资产在一夜之间就会实现升值。中国投资者最近几年投资美国房地产的个人动机仍然存在，但现在还增加了对冲未来货币贬值的动机。如果贬值发生，中国个人和公司在中国的资产价值就可能快速缩水。

央行已经降低了准备金率要求，以抵消经济增长放缓和资金外流的影响。但货币仍将是未来几年的关键问题。在其他国家对本币贬值以保持全球竞争力之际，中国也面临越来越高的货币贬值压力。迄今为止，部分中国的邻国和贸易伙伴已经对货币贬值，以刺激国内产业，但中国尚未完全加入竞争性贬值的行列。加入的结果将是资金外流加速，引发更严格的资金控制，但对资金流动的严格限制将迫使中国个人和公司目睹其财富和资产价值稳步下降。

尽管货币问题推动了对外投资的发展，但中国人民银行继在两年前取消贷款利率下限后，又在最近取消了银行存款上限，这可能对美国的房地产投资造成长期的负面影响。这一举措可能提高中国公司的借款成本，而此前在收购或开发美国房产时，房地产公司已在中国国内长期享有廉价资金的优势。这一改革曾是让人民币成为全球储备货币的一个主要障碍，但可能对美国房地产市场的投资活动产生影响。

## 美国

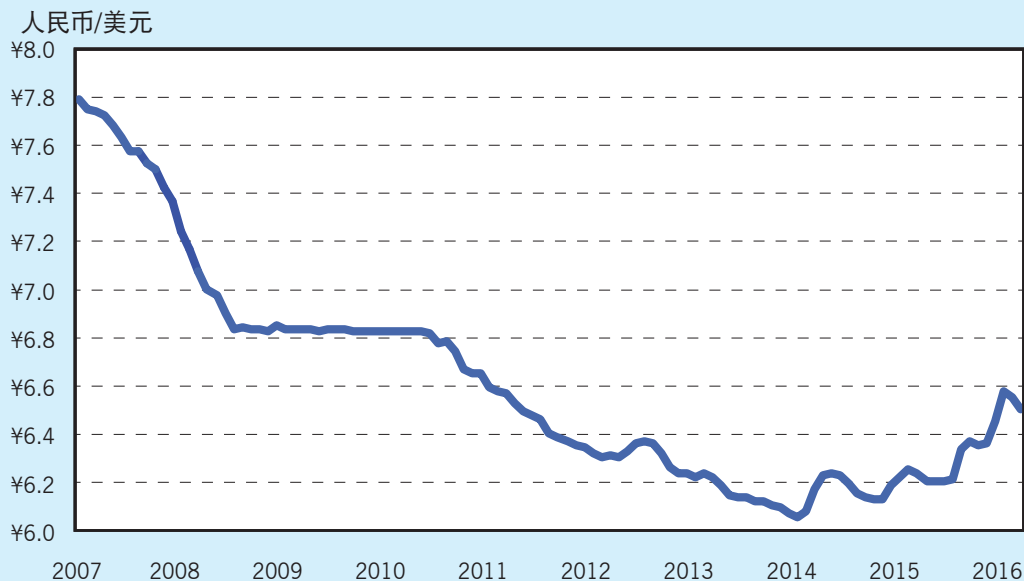
虽然中国的许多政策会影响进入美国房地产市场的对外投资规模和容易程度，但这类投资也受到许多美国政府各个层级法规和做法的影响，联邦、州和地方的政策都会影响中国实体进行房地产投资的形式、规模或地点。

## 联邦

投资房地产需要了解地方和地区情况，但联邦政府政策对投资环境也具有重大影响。部分联邦政策法规，如1980年的《外国投资房地产税法》（FIRPTA），已经对外国在美国房地产市场的活动带来显著影响，并且在美国外国投资委员会（CFIUS）中加强房



图二十八：中国/美国货币汇率



来源：美联储理事会

地产审查以及改革EB-5项目的可能也会影响未来的中国投资。

### 《外国投资房地产税法案》

FIRPTA的实施是为了应对房地产资产（特别是农业土地）外国投资的激增。由于国会希望公平对待国内和国外投资者，FIRPTA已经对外国投资者额外课税。当外国投资者的所有权权益等于或大于公允市价的50%时，他们就需要按照FIRPTA缴税，并且面临着复杂的税费预扣和申报环境。<sup>53</sup>虽然国会在2015年12月修订了该项目，在法案的特定部分豁免了外国养老基金和退休基金，但税收会影响所有外国投资者的投资决定。外国投资者房地产投资的典型架构在很大程度上是基于FIRPTA形成的，在这一架构中，外国投资者与美国公司合伙，并将其投资份额保持在50%的门槛以下，以避免触发FIRPTA。在这方面，中国投资者与其他外国投资者的做法类似。

虽然美国是外国房地产投资者的理想市场，FIRPTA还是限制了投资者的数量以及投资资金数额。税费预扣的要求限制了资金，并且产生了管理复杂交易的额外费用。FIRPTA要求卖家拥有美国税务识别号，要求使用过户代理、会计和律师，这都增加了

所有权和投资的成本。美国 and 全球当前的市场形势促使投资继续进入美国；但是，最近一次金融危机也表明资金流可以如此快速地减少。可利用资本越多，就越能提高房地产市场的流动性，这是稳定市场周期的一个关键因素。

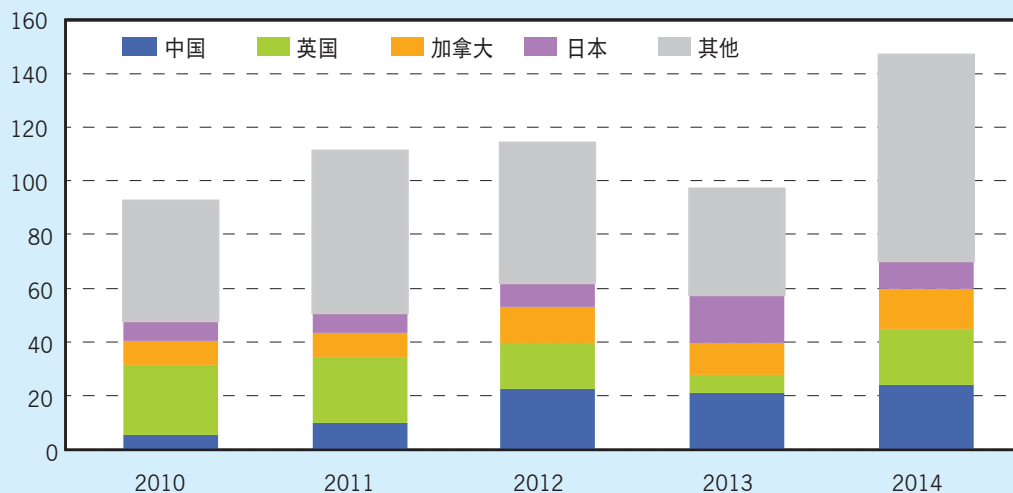
### 美国外国投资委员会

CFIUS是一个跨机构政府委员会，其任务是审查外国实体涉及控制美国企业或资产的交易。<sup>54</sup>如果交易会产生产生国家安全问题或影响关键基础设施，就会受到CFIUS的审查。大多数房地产交易不会产生国家安全问题，但有些中国房地产交易开始受到CFIUS的审查。2014年希尔顿酒店向安邦保险出售WaldorfAstoria就招来CFIUS的审查，这主要是因为该酒店曾是总统下榻之处，也曾是美国驻联合国大使的府邸，全面翻新该酒店引发了CFIUS对间谍活动的疑虑。尽管CFIUS批准了交易，但出于上述疑虑，白宫后来取消了该酒店日后招待总统的资格。最近，CFIUS也开始审查喜达屋酒店连锁出售给三个中国国有企业之一的交易。

尽管迄今为止，CFIUS尚未拒绝任何房地产收购，但对Waldorf酒店交易的审查标志着针对所需审查项目的标准在不断发展。CFIUS在其他行业拒绝交易的案例（如RallsCorporation被拒绝收购美国风电公司），以及在美国反对下撤标的案例（如华为撤回对收购一个美国公司资产和技术的投标），都会让各行业的中国公司仔细考虑美国投资。根据最近可获得的数据，2014财年，涉及中国公司的交易占提交给CFIUS所有交易的约16%，是所有国家中最多的，其次是英国的14%（图二十九）。<sup>55</sup>中国官员十分清楚CFIUS对中国交易的审查在增加，并且担心其今后对中国房地产交易的审查也会增加，即便目前这些交易没有，一般也不会受到密切关注。审查还是应当仅出于对安全的顾虑。

图二十九：CFIUS审查（按国别）

涵盖的交易



来源：美国财政部

### FIRPTA和CFIUS背景

在FIRPTA颁布之前，外国投资者可以在特定条件下在美国买卖房地产资产，且出售时获得的收益一般不需要交税。如果美国公民购买同样的资产然后出售，他/她的收益就需要交所得税。对于在房地产资产中拥有多数权益的外国投资者出售或处置房地产权益，FIRPTA设定了复杂的监管架构和税收结构。FIRPTA规定在处置资产时需要支付全款，即便该资产通过分期付款进行买卖也不例外。<sup>56</sup>处置房地产权益时需要预扣所得税。FIRPTA预扣税为处置时所得金额（一般是公允价值或对资产支付的金额）的10%。即便出现资金亏损，FIRPTA也有相应的税费预扣规定。

FIRPTA中对房地产的定义很广泛，包括(1)未开发土地和土地的天然产品；(2)加盖物，包括建筑或永久结构，以及与建筑的运行或维护相关的物品；和(3)与房地产使用相关的个人财产，包括可移动墙体、家具装修、采矿和农业设备。例如，出售的灯具和门就属于结构部件，可能触发FIRPTA的税费预扣。酒店资产或共用设施、家具和固定装置，如桌子、床和冰箱，都可能触发FIRPTA的税费预扣。但是，房地产抵押贷款和其他房地产债务工具不受FIRPTA

规定的约束。此外，从2005年开始，拥有和处置国内控制的房地产投资信托(REIT)不受FIRPTA规定的约束，前提是在REIT税务年度的任何时间内，外国股东在已发行股票中的份额不超过5%。在2015年12月的修订中，国会更新了这一条款，外国股东可以拥有最多10%的份额而无需受FIRPTA的税制约束。

CFIUS创立于1975年，但直到20世纪80年代末的日本在美外商直接投资潮之后，其审查范围才大幅强化，并在2007年进一步强化，以扩大委员会保护的经济行业数量。如果有潜在的国家安全问题，与外国公司达成并购的美国公司或房地产资产的美商卖方有责任将交易告知CFIUS。各方甚至会被追溯要求提交通知。CFIUS可以批准、限制交易或要求采取特定措施，从而确保外国实体不得控制会造成国家安全问题的业务要素。<sup>57</sup>

### EB-5改革

EB-5项目的脆弱地位将导致某些不确定性，2016年的投资可能会激增。EB-5项目原本在2015年9月到期，国会代表花了几个月时间提议对项目的改革。一些提案主张从项目中完全取消城市房地产开发项目，将投资引向乡村地区，一些人则希望完全废除项目，表示该项目只是让移民花钱买签证，对寻求其他方式进入美国的移民不公平。在最有可能立法的提案中，对目标就业区(TEA)的最低投资将从50万美元提高到80万美元，且对TEA的认定将更加严格，但许多目前的元素也会保留。但最后，在2015年12月，国会只是把EB-5项目延长到2016年9月，不做任何改动。<sup>58</sup>

虽然该项目有可能在2016年被完全废除，从而切断中国的一大投资渠道，但如果进行温和改革(如提议将最低投资从50万美元增加到80万美元)，可能并不会抑制中国投资者的需求，因为许多投资者仍然愿意按照新门槛进行投资。此外，项目总体将募集更多资金来支持美国更多的项目和工作岗位。总体而言，EB-5项目尽管有缺点，但已被证实是一个成功的项目，该项目能鼓励希望搬到美国的外国人进行投资。

### 全球移民投资者项目

即便是进行温和改革，相对于其他国家的移民投资者项目，EB-5项目仍具有吸引力，且除了投资美国的其他好处外，该项目也会让美国房地产市场对外国投资者保有吸引力。2014年，加拿大取消了其移民投资者项目，其项目原本要求投资80万加币（这笔资金由联邦政府拨付给省和领地）才能获得居留权；给加拿大政府的贷款无利息，但也没有风险，全额80万加币将在五年后退还。2015年，加拿大引入修改后的试点项目，要求在风险投资基金投资200万加元，为期15年，该投资有风险，并且不可以投入房地产。在英国，最低投资额在2014年翻倍至200万英镑，也有对排除房地产的条款。澳大利亚政府最近已经修改了其移民投资项目，要求外国人在合格的私募和风险投资基金投资200万澳币（有风险），同时规定了房地产投资的上限。

### 签证有效期延长

2014年下半年，美国和中国同意相互延长对方公民的签证有效期。现在，美国发放给中国公民的非移民签证分别可达到十年（商务和个人旅游）和五年（学生）。在这次协议之前，美国任何旅游类型的非移民签证有效期只有一年。在原政策下，来自中国的游客已构成前往美国的最主要外国游客，在2014年达到180万人，占比18%。新政策大幅降低了签证办理负担，只会进一步推高这一数字。<sup>59</sup>

新政策对于进入美国房地产市场的多股中国投资也具有显著作用。行政流程的减轻将鼓励更多人更频繁地往返中美，刺激部分中国投资者购买美国酒店资产，并向越来越多的中国旅行熟客推介这些酒店。对中国商务和休闲旅客人数激增的预期是部分中国投资者愿意接受某些酒店投资组合高定价的重要原因之一。该政策也使度假屋对中国个人更具吸引力，因为他们无需每年更新签证，即可前往美国度假。此外，购买美国房产或投资美国基金的中国投资者现在可以更方便地亲自看到其资产，这对于希望投资股权基金或独立账户的人而言是一个重要因素。

### 州

除了联邦层面的规定，许多州也有其他政策，可能影响外国实体的房地产投资决定。这些州级规定的主要形式是所有权限制以及环境审查流程，其会增加交易和开发的成本和复杂性。

### 所有权限制

虽然美国拥有世界上最开放的房地产所有权市场之一，但州政府也会在一定程度上监管房屋所有权和税收。除了对农业、采矿、公共土地的限制，其他州级规定包括对居留或公民身份的资格要求，一些州赋予外籍居民的所有权优于非居民外国人。对非居民所有权有不同程度限制的州包括堪萨斯州、肯塔基州、密西西比州、新墨西哥州、俄克拉荷马州和怀俄明州。同样，包括内布拉斯加州、北卡罗来纳州、弗吉尼亚州和怀俄明州在内的部分州要求外国人的原籍国向美国公民提供互惠财产所有权。

夏威夷州对外国人的住宅所有权限制最严格。在大多数房地产活动聚集的欧胡岛，只有美国公民或在夏威夷居住了至少五年的外国人可以购买或租赁住宅，如购买开发区的住宅还有额外的居住要求，即只有居住在这个区域的夏威夷居民可以购买该区域住宅。<sup>60</sup>

最后，一些州允许个人屋主协会、共管公寓协会、合作社或其他形式的社区协会规定谁可以购买房产，但一般而言，公平的购房规则不允许任何基于种族的限制。虽然这一情况会因具体房产而异，但主要影响住宅地产的原因以及协会的目的一般是防范非自住业主。

### 其他州级规定和自愿认证

美国的房地产交易在州一级受到各州房地产监管机构的监管。虽然美国许多州为外国买家提供与美国公民同样的购买、持有、继承和处置房地产的完整权利，但超过半数的州也对外国人的土地所有权设定了一些限制。其中，最常见的规定是对农业用地（特别是数量巨大时）所有权的约束。但是，即便在这一范围内，不同州的限制程度也大有不同，有些州只是要求披露或登记新交易，而有些州则对外国人可持有的所有类型土地或（更为常见的）农业用地的面积设定上限。许多州也明确对采矿提出不同程度的限制或报告要求，包括阿拉斯加州、蒙大拿州、内华达州、纽约州、俄亥俄州、俄勒冈州，而加利福尼亚州、爱达荷州、路易斯安那州则是限制外国人租用公共土地。

除了法律法规，美国各地也有许多自愿认证方案。LEED（能源和环境设计领导力）是由美国绿色建筑协会(USGBC)管理的一个认证。要LEED标准，一个建筑应当满足具体的绿色建筑标准，并在可持续选址、水效率、能效、材料和资源、室内环境质量方面被评分。商业和住宅建筑均可获得该认证。越来越多的美国新商业开发项目在建筑时都要追求LEED认证，因

为越来越多用户要求建筑符合这样的设计质量。USGBC估计，2015年建造的约半数商业建筑符合LEED标准。

能源之星 (Energy Star) 是一个政府支持的能效认定方案。其原本是用于电器，但逐渐拓宽到整个住宅和建筑的认定。由于渗漏最小化，加热和制冷系统效率提高，室内空气质量改善，材料防潮，相比标准住宅，能源之星住宅可节省30%的能源成本。

### 环境审查

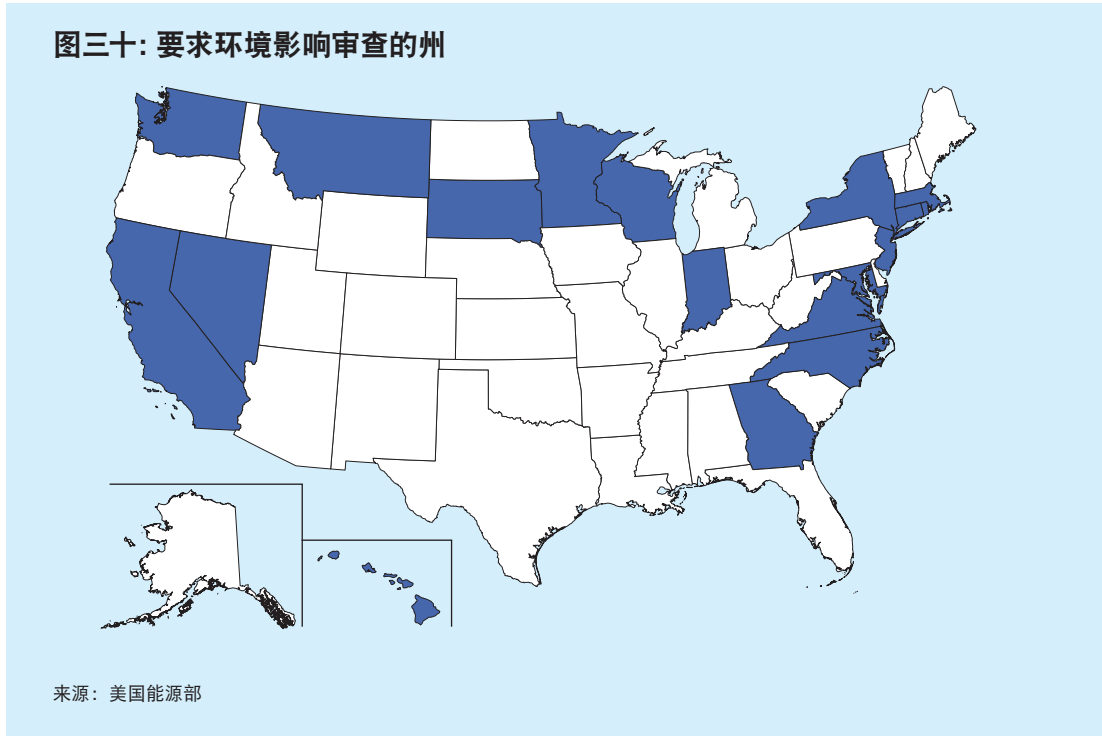
除了上述障碍，政府实体和社区团体也常常根据环境保护法律限制开发。《国家环境保护法案》(NEPA)在联邦层面确立了环境审查流程，但包括佐治亚州、马萨诸塞州、华盛顿州和威斯康辛州在内的17个州也在州一级制定了类似法律(图三十)。<sup>61</sup>尽管这些规定的明确目的是减少环境影响，但在实践中常被用于质疑新的开发项目。人和团体可在法庭上以对备选方案考虑不足为由质疑其环境影响声明，这样做的目的往往是推迟施工，增加足够的法律成本，迫使项目停止。

其他环境团体和政府机构也可能增加开发的复杂性。例如，加州海岸委员会负责规划和监管该州海岸沿线的土地使用，而如果项目穿过重要基础设施或适航水道，开发商就需要与陆军工程兵团协调。包括加利福尼亚州、伊利诺伊州、纽约州和德克萨斯州在内的20多个州设定了额外的建筑能效标准，这些标准适用于住宅和商业地产，对建造商造成了更高的成本。<sup>62</sup>

### 地方

专门针对外国投资的地方法规很少；针对外国所有权的法规在联邦层面(通过FIRPTA和战略审查)，或在某些情况下，在州一级最严格。各地的房产税率不同，但仅此一项不太可能对投资决定产生重大影响。但是，虽然少有阻碍外国人收购现有资产的因素，但地方条件却对国内外开发商的新开发项目都有重要影响。另外，对于购买房屋的个人，理解有关改建或景观绿化的地方法规非常关键。要想成功地在美国进行房地产开发，就必须了解因市而异的地方法规障碍和社区审查流程。

图三十：要求环境影响审查的州



### 开发的监管障碍

美国地方一级有许多法规，包括对开发施加条件的强制费用和影响费用，例如为基础设施付费来应对新居民或工厂人口；为社区福利付费；或将一定比例的住宅单元用作经济适用房（通常有一定的居民收入要求）。影响费用可能因州而异，但西部地区倾向于比其他地方收取更高的费用。<sup>63</sup>

不同城市之间对新开发项目的监管障碍各有不同，在分区规定、许可要求、设计要求等方面都有明显差异。有的城市要求对所有项目进行设计审查，而有的城市只需要符合一定的建筑面积和/或高度要求。可能被审查的项目要素包括计划建筑的规模、立面设计、开放空间、街景加建、车辆与行人环流模式。项目可能会因为复杂的地形、不规则的土地配置、不常见的环境或其他在城市设计标准中未提及的因素而出现问题。

这些监管障碍会放大自然供应限制，地理障碍或有限的可用地也会约束开发。尽管这些差异未必会对外国开发商或外国资金方造成障碍，但确实会增加复杂性，并且带来外国实体可能不愿处理的成本和困难。在开发障碍方面，美国城市情况各异，但即便明显障碍较少的城市，也可能会有外国实体最初无法预见的障碍。

纽约、波士顿、旧金山等地有严格的分区限制，但休斯敦等城市则没有明确的分区规



定，而是用其他工具来指导开发。除此之外，非本地开发商也可能遇到挑战，特别是在主要美国门户市场以外的地方。在这些地方，本地的开发团队会默认更容易被接受，特别是在公私合营企业中。每个市场都有其独有的开发项目挑战因素，因此，外国投资者可使用拥有本地经验的公司来协助其设计、实施、法律和交易流程，从而赢得重要优势。

### 地方分区和许可案例

旧金山和休斯敦这两个案例能够体现出美国地方开发条件的差异。旧金山属于美国市场的一个极端，复杂的分区规定、冗长的许可流程和直言不讳的公众反对者使其成为建筑难度极高的一个城市。法律机制也限制开发，其中M提议限制了可批准的高层写字楼的建筑面积，此外，当地反对者可以通过公投投票反对开发。在前期，如果达到M提议规定的上限，开发商就得被迫与其他开发商在建筑设计、交通设施、其他标准方面，竞争有限数量的批准，以选择最终放行哪个项目。尽管旧金山拥有很高的城市声誉和门户市场地位，但在当地建造的难度还是会让许多开发商气馁，让其他美国市场显得更具吸引力。

表面上看来，休斯敦在开发障碍方面属于另一端。一般大家都认为休斯敦没有分区要求，与旧金山等具有严格监管障碍的市场形成鲜明对比，对潜在开发商也更具吸引力。休斯敦是一个逐渐扩张的城市，没有旧金山等地对开发项目的自然障碍。尽管休斯敦没有明确的分区规定，甚至没有对城市的总体规划，但还是有许多指导开发的工具。建房契约限制就是休斯敦的一个常用工具，包括对设计标准，如最低土地大小、后移要求和停车的要求。开发商需要申请特别批准才能绕过部分限制，在这个全美限制最少的城市之一，也增加了官僚层级。

### 社区审查

社区审查可能是房地产开发和交易的另一个重要障碍。多数城市都规定了审查期，当地社区在此期间内可对项目发表意见；有些城市规定，所有超过一定规模、高度和/或类型的项目，都必须召开公共会议，邀请社区对项目发表意见，由一个项目主管讨论。地方管辖区的规划委员会以及城市议会常举行这类会议。在公众听证会阶段，邻居可向规划委员会提供关于项目的顾虑或支持。听证会后，规划委员会可能视情况批准或否决项目，也可能对提议的项目提出其他要求、修改和限制。一些城市允许个人在听证会后对规划委员

会的决定提起申诉，由另一个委员会或决策机构再审。

地方居民往往会出于多种原因抵制项目，包括社区特性改变、视线受阻、阴影投射到街道、可负担性或环境问题。这种“邻避综合征”(NIMBY)情绪会严重耽误项目，增加成本，包括潜在的法律成本。在许多城市，这些监管障碍和公共邻避综合征的盛行加剧了因自然地理条件和绿地开发机会有限而造成的严重供应限制。对项目的反对有时可能会带来很大的影响。与社区利益相关方开会，在申请和公共听证会之前征求意见，与能够从新开发活动中受益的社区团体或非营利组织合作，都能大幅增加新开发项目的成功几率和接受程度。

## 小结

- 两个国家的监管框架都会影响流入美国房地产市场的中国资金。
- 中国采取了改革措施，鼓励投资进一步全球化；但“走出国门”和支持国内经济之间的拉锯仍在持续。
  - 中国对资金的管控是增加全球投资（特别是美国房地产）的主要障碍之一，但中国政府已经制定或正在考虑一些新政策。对中国公司而言，投资外国资产的流程在2014年大幅简化。
  - 对个人而言，每年每人可携带出境的资金上限为5 万美元。这些控制抑制了海外投资，但潜在的改革可能提高个人转移大额资金的能力。
  - 许多体制改革也会对美国房地产领域的中国投资产生影响。私营公司在目前的投资潮中成为主角，但是约100 家大型战略性国企可能会对美国房地产领域的整体中国投资起到支持作用。对于个人，房产税推广的可能会消除中国住宅投资的一个吸引因素，即不存在持有成本，从而使外国房地产更具吸引力。
  - 中国正在进行的反腐败改革对美国房地产市场造成两个相互矛盾的后果。其一，将资金汇出中国进行投资的风险增加，这可能拖慢对外投资。但是，中国的富人可能担心政府对其收益正当性的看法，并希望减持国内资产，从而既降低其资本被认定为不当收益的风险，又能实现资本保值和安全。
  - 此外，货币问题也将继续是一个关键问题。在其他国家对本币贬值以保持全球竞争力之际，中国也面临越来越高的货币贬值压力。结果将是资金外流加速，引发更严格的资金控制，但对资金流动的严格限制将迫使中国个人和公司目睹其国内财富和资

产价值稳步下降。

- 美国的法规涉及政府的各个层级，联邦、州和地方政策都可能影响中国实体进行房地产投资的形式、规模或地点。
  - 在联邦层面，FIRPTA设立了对于外国投资者的额外税收和监管架构，限制了投资者的数量以及投资资金数额。
  - 一些涉及中国的房地产交易开始受到CFIUS的国家安全审查；尽管迄今为止，CFIUS尚未拒绝任何房地产收购，但对Waldorf酒店交易的审查标志着对要求审查的项目的标准不断提高。中国官员担心今后涉及中国的房地产交易会受到越来越多的审查。
  - EB-5项目在临时延期到2016年下半年后，仍面临进一步改革。但如果进行温和改革（如提议将最低投资从50万美元增加到80万美元），可能并不会抑制中国投资者的需求，项目将募集更多资金，支持美国的更多项目以及提供更多工作岗位。
  - 最近，美国对中国公民放宽签证期限（到十年），这会让更多人更频繁地往返于中美之间，这是中国投资者收购美国酒店的需求来源，也会让度假屋对中国购买者更具吸引力。
  - 各州也会对房地产所有权和税务行使一定的权限。做法包括对居留和公民身份的要求；允许个人屋主协会制定规则（主要是为了排除非自住业主）；环保法律在事实上常被当地居民用于质疑新开发项目。
  - 地方条件对国内外开发商的新开发项目都有重要影响。强制费用和影响费用被广泛采用，不同城市在对新开发项目的分区规定、许可要求、设计要求等方面都有明显差异。地方居民往往会出于多种原因抵制项目，这可能严重耽搁项目，增加成本。

## 第5章：评估中国投资的可持续性

**在外国房地产投资者协会2015年进行的一项调查中**，三分之二的受访者认为，2016年开始，中国将成为美国房地产市场最大的资金来源国。<sup>64</sup>超过70%的受访者表示，他们预计此类投资将长期、持续的流入美国，符合习近平在2014年11月的讲话，即未来十年中国的对外投资总额将达到1.25万亿美元。<sup>65</sup>

但是，2015年末到2016年初，全球经济不稳定性加剧，加上中国的相关结构性经济问题，让人对美国房地产领域中国投资的可持续性产生疑问。中国面临着许多国家已经经历过的政策困境，而历史证明，在保持低利率、支持货币、鼓励外国投资这三个目标中，只可能同时实现两个。中国通过对巨额外汇储备的利用，在这三方面都取得了一定成功。部分预测表明，中国每月动用的外汇储备可达800亿美元以上，而中国（作为重要出口国）每月的出口波动在任何一个都可以减少一些损失。RCG仍预计，在中国货币与全球贸易伙伴的货币重新均衡之前，中国政府可能会正式地，或通过行政流程减速非正式地暂时加强资本控制，为期6至24个月。当然，这意味着人民币贬值可以因此得到管控，使中国的贸易伙伴不会随之贬值其本国货币，在全球范围引发新一轮竞争性贬值。

但是，这并不意味着投资将会在此期间停止，而且这可能成为在资金控制收紧和货币贬值前，短期内加投资的一个动机。虽然一定是出于上述原因，但近期的交易活动凸显了投资能够发生的快速变化。例如，安邦保险快速进入保险行业，如果所有交易成功完成，仅在2016年初的几个月就会产生超过200亿美元的收购案。多个公司的其他平台交易正在讨论中。虽然在未来6至24个月活动速度可能会放缓，但RCG认为，投资全球化的长期驱动因素依然存在，一旦重新确立了均衡，这些因素会更产生更大影响。

本章将探讨影响美国房地产领域未来中国投资可持续性和未来投资预测的若干问题。中国的投资来自于一批既深且广的机构和个人投资者，每个投资者都有各自投资美国房地产市场的动机。中国的改革也为希望进入美国房地产市场的投资者提供了更便利的渠道。此外，机构和个人投资者的市场专业知识在增加，合作关系在形成，随着市场中的中国投资者越来越成熟，新的机会也涌现出来。但是，中国向“新常态”的转型可能真正引发近期内正式和非正式的资本控制。更紧缩的资本控制可能导致投资在未来6至24个月放缓，但RCG认为，中长期来看，美国房地产领域的中国投资将加速，且随着一些公司和个人

在开放时期进入市场，近期投资有可能激增。

### 更深更广的投资者群体

每一次不同类别的投资者成功地在美国房地产市场形成中国投资潮后，潜在的总投资规模都会成倍增加。但除了有不同类别的最重量级投资者（包括开发商、保险公司、投资公司、建筑公司、高净值人士）投资美国，每一类投资者也极有深度。因此，虽然迄今为止，只有部分顶级保险公司、建筑公司、投资公司已经投资美国房地产，但仍有非常多他们在中国的竞争对手，这些公司虽然尚未投资美国，但大部分已考察过机会。潜在投资者不仅包括中国一线城市的其他公司，也有来自二线和三线城市的公司。

事实上，这一迹象已出现在中国开发商中，该迹象对分析其他类别公司的投资活动有借鉴意义。第一批进入美国的中国开发商是规模最大的几家，例如万科和绿地。虽然这些大型公司尚未表现出减速的迹象，但真正的激增出现其他开发商跟进之后，现在已有数十家中国开发商活跃在美国市场。其他类别的中国投资者也有同样的潜力。

### 保险公司

在美国房地产领域的未来投资中，保险公司是一个重要的资金来源。一般而言，保险公司在所有投资者中有最长线的投资导向，寻求稳定、安全的回报。美国核心商业地产资产非常适合这种策略，应当能够逐渐成为一个投资标的。一些中国保险公司的投资策略多样化，其配置资金来自于保费、公司利润再投资和消费理财产品。每种资金成分都有不同的投资回报要求和策略。中资保险公司在美国的所有商业地产收购均从2015年开始，即监管机构允许增加对房地产和海外资产的投资之后。虽然其中有部分迄今为止最大规模的投资，但中国大约100家保险公司中只有少数已在美国投资。此外，虽然中国人寿和平安已坚定地成为美国投资拥护者，活跃在美国市场，但第三大中资保险公司中国太保尚未进入美国市场。

根据中国保监会的数据，加上中国人民保险公司和新华人寿这两家保险公司，五大中资保险公司管理的总资产在2014年底达到近1万亿美元，而同期中国所有保险公司管理的资产总额为1.6万亿美元。<sup>66</sup>但是，即便法律规定这一比例最高可以达到15%，其目前配置在房地产的份额仅为1%到2%。一些小型保险公司（如安邦）也很活跃，已经进行了数笔美国房地产收购。2016年初，安邦斥资65亿美元收购战略酒店投资组合，并出价140亿美元竞购喜达屋酒店及度假村，这些都体现了安邦对房地产相关平台的投资兴趣在不断增长。

在2015年的美国房地产投资中,中资保险公司占46亿美元;虽然数额较大,但只占中资保险公司总资产的约0.25%。按照2014年底1.6万亿美元的管理资产总额来计算,如果逐渐将外国房地产的配置比例切实增加到4%至5%,就会产生约640亿到800亿美元的投资,其中很大一部分可能将流入美国。

### 开发商

到目前为止,开发商是美国最活跃的投资群体,但仍有增加投资活动的巨大潜力。部分已投资多处项目的最大型开发商丝毫没有放缓的迹象,一些市场参与者估计,顶尖公司预计会将投资的三分之一配置到外国市场。实际配置可能达不到那么高,但即便只是10%到15%,也能为美国带来大量资金。尽管已有许多中国大型开发商活跃于美国,但还有一些明显例外,包括保利地产、中国海外发展有限公司、碧桂园、绿城房地产集团这几家收入排名中国前十的开发商。其中,保利地产和中国海外发展有限公司已经活跃于其他外国房地产市场,如悉尼和伦敦。许多中国开发商进入美国已有一段时间,他们在寻找潜在的投资并评估前景。虽然部分公司决定不在美国扩张,但仍有许多公司在积极行动,准备投资适合其业务目标的未来项目。

### 建筑公司

在越来越多样化的活跃于美国房地产的中国参与者中,中国的建筑公司是另一个群体,同样具备增加未来投资的巨大潜力。过去,在美国经营的中资建筑公司主要集中于基础设施项目。例如,中国建筑工程总公司在2015年按收入计算是全球第二大承包商,其子公司中建美国(CCA)从20世纪80年代开始就成为美国多个基建项目的总承包商。<sup>67</sup>CCA最初与本地公司进行合作,后逐渐在美国建立良好声誉,现已独立运营许多项目。2015年,CCA收入达到20亿美元,按收入计算,其在美国承包商中的排名从2014年的第82位跃升至第32位。<sup>68</sup>

随着中国的建筑公司在美国建立声誉,以及中国国内建筑市场的放缓,许多公司希望在美国扩大业务。CCA收购了许多开发项目,而上海建工集团(2015年按收入计算为全球第12大承包商)则通过上海建工美洲公司(SCGA)成为美国市场的另一个重要参与者,其在纽约、洛杉矶、休斯敦和华盛顿特区拥有本地办公室和雇员。中国港湾工程是全球第四大承包商中国交通建设集团的子公司,其业务扩张突破海外基建项目的局限,将在加利福

尼亚州的奥克兰市实施一个大型办公室和零售项目。在其他中国投资者率先开始向纽约、洛杉矶和旧金山湾区等主要门户市场之外的地区扩展后，中国交建集团的另一个子公司最近也收购了迈阿密的一个开发项目。

中国国内房地产市场的持续疲软可能促使建筑公司寻求新的收入来源，扩大其国际化业务。尽管对中国建筑的潜在质量面临一些公共看法的问题，但美国的市政当局一直坚持确保外国建筑商使用与美国公司同样的技术、材料，遵守同样的规定。此外，中国建筑商也意识到这些看法，有些甚至加倍注意质量，使建筑满足更高的标准，而不只是条例中的最低要求，因为他们知道如果不达到标准，以后就很难接到合同。

### 主权财富基金

虽然自投资潮初期以来，主权财富基金尚未积极参与美国房地产的直接收购，但它却是今后中国直接投资的一个潜在来源。2015年，中投公司(CIC)董事长表示将增加房地产投资，特别是在美国、欧洲和澳大利亚，减少股票和债券配置，并在2015年以18亿美元购置了澳大利亚的一个写字楼资产组合。<sup>69</sup>该公司也曾也以超过120亿美元的报价成为收购喜达屋酒店和度假村的主要候选人，这虽不是直接的房地产收购，但却是重要的房地产资产交易。由于FIRPTA方面的问题，一些主权财富基金无法在美国直接收购，但不论中国主权财富基金是否直接收购美国资产，他们都依然会通过基金成为重要的投资来源。

从2016年初开始，CIC开始运营一个独立的房地产部门，收购了2010年以来的第一处美国房产，使房地产配置翻倍，达到10%。<sup>70</sup>由于其管理资产总额约7400亿美元，CIC可将约740亿美元用于投资全球房地产。这一增势与其他全球主权财富基金一致，例如，挪威的主权财富基金挪威央行投资管理机构最近就申请将房地产配置比例从5%增加到10%。虽然CIC投资策略的细节尚未完全公开，但如果一个一般的主权财富基金将其30%到60%的房地产投资集中在美国，就将为美国房地产资产带来200至400亿美元的投资。

### 高净值人士和家族办公室

富人在美国住宅地产市场已经十分活跃，但目前的投资只是潜在的中国个人投资的冰山一角。与大公司投资者相反，中国个人大部分投资独立屋、共管公寓和小型商业地产。据估计，中国百万富翁人数在100至400万之间，仅次于美国，而波士顿咨询集团估计中国上层中产阶级家庭的数量在2020年之前可达到1亿。<sup>71</sup>根据胡润报告，房地产已成为中国高净

值人士的投资首选，而美国能提供给外国人的住宅抵押贷款越来越多，这将使美国房地产对上层中产阶级的吸引力越来越强。<sup>72</sup>

除直接持有住宅地产以外，其他的投资工具越来越多，这也为规模逐渐增长的群体投资美国房地产市场提供了机会。例如，2016年3月，平安宣布将募集一个主要面向高净值人士的人民币私募基金，并通过与Pacific Eagle房地产基金的合资企业开发两处美国住宅地产。<sup>73</sup>对许多中国人而言，特别是中等和中上收入阶层，家庭财富的很大一部分就是现金或存款和房产。投资房地产的偏好加上流动的资金，成为继续投资外国房地产的积极迹象。此外，相对于银行存款或股市，部分中国人更倾向于选择房地产作为实现资金保值的资产，再加上美国房地产市场的稳定性，中国新投资者在美国的收购应该能继续扩大。

### 更广泛的投资工具和市场

今后，随着中国投资者可用于投资美国房地产的工具越来越多，以及对投资美国门户城市以外的地区愈加放心和熟练，中国投资仍将继续扩大。

### 投资组合投资

对于美国房地产领域的许多外国投资者而言，较简单、常规的初始切入点是投资在门户市场（如纽约）持有核心资产的REIT，以及参与房地产基金。这些工具提供了相对简单的分散投资的途径，而不会产生直接持有房产的复杂性。它们也具备专业化投资管理的优势。

但迄今为止，在美国房地产领域的投资组合投资方面，中国投资者还没有太多可以扩展的选择。随着REIT被引入中国、越来越多私募基金以中国投资者为目标，以及QDII2有望向中国个人开放美国REIT和其他结构，美国房地产领域的中国投资份额可能大幅增加。虽然中国投资者一致倾向于直接控制房地产资产，但这部分是由于国内缺乏其他选择和接触这些工具的机会；随着投资组合投资的工具更加普遍，假以时日，中国投资者对这类工具的投资就像中国国内股票那样，应当能够增长。此外，投资组合投资的扩展并不一定会影响直接的房地产投资。相反，它能吸引本来不会进入美国房地产市场的投资者，或促使那些建立直接或间接房地产投资组合以分散投资的投资者扩大投资规模。

### 居留机会

对于寻求在美国直接购买住宅地产的中国个人而言，现金全款购买一直是常态。这是一种相对安全的投资，也是一种海外资产保值的方式。但是，在许多首选美国市场（特别



是加利福尼亚州和纽约) 现金购房需要备有大量现金, 这限制了中国投资者的范围。中国买家可用的抵押贷款越来越多, 包括从在美国的中资银行、美国放贷机构和一些国际银行贷款, 这应当能扩大购买者的范围, 纳入更多上层中产阶级家庭, 他们可能无法现金全额购买, 但能够较为轻松地承担抵押贷款。抵押贷款也能提高高净值和超高净值中国买家购买多处房产的资金调动能力, 以及他们使用房屋净值贷款在美国购买第二套房产的几率。就放贷机构而言, 相对于给美国借款人的贷款, 这些贷款无疑风险较高, 特别是当在中国持有的资金被用作抵押物时, 但这也为一些中资银行提供了在美国住宅抵押贷款市场扩大市场份额的机会。

### 扩张到新市场

持续投资的另一个潜在标志是投资者扩张到美国二级市场。尽管纽约、洛杉矶、旧金山等门户市场始终对中国机构和个人投资者具有吸引力, 但二级市场的活动越来越多, 标志着投资者越来越注重对美国市场的长期投资。

在商业地产方面, 真正在二级市场的中国投资活动依然有限, 但对上述全球门户市场以外市场的投资正在增加。凭借与中国相对较近的距离和强劲的经济, 西雅图在习近平2015年到访之前就已吸引了中国投资, 在此之后, 应当会达到新的高度。率先进入美国市场的中资公司所获得的成功可能也在吸引其他中国公司方面发挥了重要作用。迄今为止, 许多中国投资者都注重将投资中国国内房地产作为因业务需要, 获取更高回报的一种方式, 而通过投资美国门户市场来满足投资组合中低风险、稳健回报的需求。但是, 随着中国经济增势放缓, 在中国提高投资回报愈加困难, 希望用美国房地产的投资来替代国内投资的中国投资者将被迫更加认真地寻找二级市场机会, 以获得两位数回报。鉴于目前的资产定价, 美国门户市场的核心资产并不能满足这些需求。

除了寻找新市场的机会, 也有例子表明, 中国投资者对门户市场周边城市的兴趣愈加浓厚。由于在洛杉矶和奥兰治县中心区的开发机会较少, 许多投资已开始进入南加州周边城市。在希望购买住宅的个人中, 许多人追随大型开发商的足迹, 这不仅是为了购买熟悉品牌的产品, 也是因为这些开发商对新市场进行了隐形审查。

### 市场知识、关系和提供机会的人脉

尽管预计今后会有大量资金从中国流入美国房地产市场, 投资者群体和投资工具都更加多样化, 但中国参与者与美方的关系和双方理解都将继续发展, 在充分发挥投资潜力

方面发挥重要作用。这对于开发项目尤其如此，出于地方专业知识和税务影响等多种原因，项目应当会在一段时间内以合资企业的形式继续发展。这将需要双方继续合作与让步。

## 合作

商业地产开发中的合资企业不仅为中国开发商提供进入美国市场的切入点，在过去几年中，也成为美国开发商的重要融资来源。一些中国开发商和一些刚进入市场的新手一样，并没有准备好了解在美国从开始到结束的整个开发过程，而这也是他们最初要建立合资企业的原因之一。尽管一些进入美国数年的中国公司已较为熟悉流程，但中国公司之间还是存在能力上的差距。虽然在不久的将来，有少数公司能够进行独立开发，但许多美国合作方认为，多数中国公司仍需要好几年的适应时间。

合作双方在商业期望方面的差异是双方需要学习的内容之一。商业文化的差异很明显，但合作双方在交易中也容易忽视这些差异。在协商和敲定交易后，有时中方会找到合作方重新商谈细节；但对美国合作方而言，原始合同就具有约束力，应当作为解决今后双方分歧的框架。相反地，有时美国合作方也会主导决策，而不会通过让中方了解重大进程和小问题来加强合作关系。尽管美国的房地产行业有时受到关系影响，但关系仍存在于一个信任法律制度和规范的框架内；而交易的后续并不像中国那样依赖于私人关系。有些情况下，中国合作方不愿与美国合作方分享财务信息，这在美国合作方之间很罕见。

各国参与方之间对服务商的使用也有不同，这可能会造成意外的障碍。对于美国公司，律师通常被视为顾问，全程参与开发。对许多中国合作方而言，律师更多是在交易目的方面发挥作用，而不是作为全程交易中保持联系的值得信任的顾问，这可能在复杂交易中造成问题。中国常用的垂直整合在美国的应用没有那么广泛，因此，中国投资者还需要一些时间，对第三方专业律师、会计师、公关公司、建筑师、工程师和营销商给予同样的信任，把他们看作是履行这些职能的内部团队。

合作方也有助于解决政治和监管问题，特别是在对项目的当地反对完全展开之前。在中国，获得地方政府官员的支持往往意味着开发商可以推进项目并建房，在美国却不同，获得地方官员的支持对项目可行性或进度的影响要小得多。这些政治关系可能有一定帮助，但项目仍需要取得地方政府机构的一系列批准和公共审查过程，耗费大量时间、成本和精力。

中国公司在美国进行本地招募的结构和节奏也需要观察。一些中国开发商雇佣了美国

团队与来自中国的雇员一起工作，还有一些则让中国公司的高管组成一个小团队，来到美国运作项目。他们一般采用不同的决策结构；虽然在中国几乎所有的重大决策都由董事长或高管团队把握，但一些公司赋予美国当地团队更多权限，让他们负责日常决策。投资策略和投资环境的变化已经使一些公司回撤，大连万达集团2015年10月宣布，将关闭纽约办公室，在北京管理其美国业务。<sup>74</sup>不同的架构适用于不同的公司，但在美国建立更多当地办公室无疑有助于为未来项目培养关系，并利用美国雇员和高管的经验和知识。关系在中国的经营中至关重要，而在美国要发展关系，最好就是建立当地办公室，并让当地团队拥有一定的决策权。

### 发展提供机会的人脉

公司和个人都能通过更广的渠道寻找房地产投资机会，从而更轻易地进入美国市场。但是，从无数来源获得的信息越来越多，也可能对筛选信息和判断信息的可信度构成挑战，尤其是在国外收集这些信息时。与此同时，这对于投资的后续表现和持续投资的可能性至关重要。与当地服务商和社区成员建立关系将帮助投资者更有效地参与新市场。

### 公司

在促进美国的中国房地产投资方面，贸易和商业协会以及类似的面向公众的组织发挥着重要作用。他们帮助中国公司立足并熟悉美国市场，与在美国环境的其他中国公司互动，接触美国公司和投资机会。大型的会员式团体会举办会议和社交活动，并提供教育资源。其他团体则重点在特定美国市场为中国投资者提供具体机会，并协助当地市场的美国公司将业务扩展到中国。

商业地产经纪人也发挥着重要作用，他们不止执行交易，也是许多投资者的第一联系人和当地市场信息的关键来源。许多商业经纪人表示他们接到越来越多潜在中国投资者的直接来电。但是，相比美国同行，许多中国投资者对经纪人的服务和个人关注程度有着不同的期望；在中国，潜在投资者往往可以游览城市，花一整天与经纪人参观房产。有时，中国投资者参观到的是其他投资者不感兴趣的商业地产，美国经纪人已经意识到这一点，更重要的是，中国投资者也意识到这一点。虽然中国的潜在投资者开始习惯和美国经纪人的不同关系，但如果经纪人提高工作灵活性，并始终推介优质投资机会，将大大有利于加强关系和促进投资。

有关方越来越频繁地通过在线平台向中国投资者介绍美国商业地产机会。2015年，居外与Ten-X/Auction.com合作，向中国投资者开放美国商业地产拍卖。<sup>75</sup>Auction.com也与美国亚裔房地产协会合作，通过会说普通话的经纪人与中国投资者联系。<sup>76</sup>

## 个人

投资美国房地产的中国个人数量快速增长（包括通过EB-5等工具投资，但一般是投资住宅地产），正在形成一个正反馈循环，鼓励新投资。根据2015年全国房地产经纪人协会的调查，联系人和推荐是国际购房者在美国的主要线索来源。许多中国买家特别重视个人人脉，依赖于亲朋好友的信息和建议作出购房决策。已经在美国社区扎根的中国有房者可以向中国的熟人提供关于所在地区的第一手信息，当市场上有附近房产出售时告诉他们。同时，随着中国人越来越集中于住宅区域，专门的房地产专业人士开始涌现，美国经纪人和开发商开始了解中国人的习惯和偏好，学习语言技能和/或雇佣翻译，当然还有越来越多中国移民和美籍华人担当住宅经纪人。尽管如此，许多潜在中国购房者选择购房时不要中介参与，而是从区域内的联系人处获得必要信息，直接向卖家购买房产。此外，在许多受到中国买家青睐的美国地区，了解当地的现居民（大多是华人，但也不全是）在这些地区的很大一部分国际房屋销售中担任信息中介，协调买卖双方。<sup>77</sup>每个新的美国房产购买者又变成一个新的在中国的亲朋好友网络，这就形成了正反馈循环，实现持续投资。

与美国买家一样，许多中国人现在能够通过居外和乐居（与Zillow合作）的服务，在线研究美国的房地产信息。这些渠道近年来对美国买家产生巨大影响，对于横跨半个地球的潜在中国买家而言，其优势甚至更加明显。过去，中国买家需要前往美国来考察房屋的几乎各个方面，现在，可以在家中完成大部分信息搜集工作，使最后的房产参观行程相对顺利和更有针对性。中国的在线平台持续与美国当地组织和公司合作，提供房屋出售信息。例如，居外最近与New York State Multiple Listing Service合作，允许经纪人直接在居外网站上免费发布房产信息，进一步扩大了潜在买家可获得的信息范围，提高了这类网站的作用。<sup>78</sup>除了列出房屋信息，在线房地产数据库也成为中国买家搜寻美国当地市场信息的来源，其中包括房价升值、许可活动和其他市场指标。

社交媒体在中国的增长也为潜在中国个人投资者提供了另一渠道；从上面可以找到移民和签证服务、EB-5机会、美国房地产经纪人那里的住宅购买机会或当地市场数据。然而，虽然其中一些信息是来自于美国社交媒体用户熟悉的可靠来源，但由于对信息发布缺乏

监管，可疑信息和数据也在传播，这虽然鼓励投资，但也会导致投资决策被误导。要筛选看上去合理的信息来源可能很困难，要分辨那些大部分信息正确但美化了潜在升值机会或社区设施的房产广告也是如此。投资者可以获取的大量信息（有一些准确性很高）体现出投资者通过使用当地服务商（如房产经纪人）所能获得的优势。

## 中国的国内压力

然而，上述影响中国未来投资轨迹的问题并非毫无依据：中国经济面临重大压力，可能会影响流入美国房地产领域资金的可持续性。毫无疑问，中国经济不景气会影响流入美国的房地产投资，更不用说更广泛的投资模式。但是，中国向“新常态”过渡，经济增长放缓以及增长动力转换，并不一定意味着美国房地产领域的中国投资会回撤。

如前所述，现有供过于求的空置房屋已经产生对中国开发商产生影响，使之寻找海外的开发机会。中国经济的进一步走弱将造成中国住房需求不足的问题，很可能促使开发商寻求更多国际化机会以提高收入。但是，这也会继续推动机构投资者向其他市场（特别是美国）寻求稳定投资机会。尽管一些中国投资者意识到在一些美国市场，他们可能是在周期峰值时购入资产，但对于必须配置资金的投资者而言，这些资产仍然是最强劲的备选资产之一，对许多持长线投资观念的中国投资者而言更是如此。

对个人来说，经济增势放缓可能会抑制中国中产阶级的增长，但不会严重损及现有高净值人士的财富。同时，经济放缓和货币贬值的可能将刺激这些个人将更多资金投入海外。人民币对主要货币的缓慢、稳步贬值可能加速资本外流。但是，即便交易数量上升，人民币的进一步贬值也会削弱购买力，抑制投资总量。即便中国开始放松对国内购买二套房的规定和首付要求，以刺激购买房产，购房者在面对人民币购买力下降的情况下，还是能在美国找到相对价值更优的房产。

然而，对于投资美国房地产，更大的风险在于中国可能收紧资金管制。外管局现在要求银行标出高开货价出口的案例，高开货价正是绕开中国资金管制的途径之一。国有银行开始更加密切地关注异常交易，如亲朋好友集资海外购房的交易，并监控收到超出个人限额资金量的海外账户的资金来源。此外，外管局近几个月都没有批准QDII项目的新配额，显示出外管局正在加强非正式、临时的资金控制。但是，这并不意味着QDII下的资金流将突然中止：一些国有企业的某些投资可以得到豁免，其他公司如有此前年度未用的配额，仍可以在今后用于外国投资。

## 项目投资

鉴于投资者的范围扩大并更加多元，新的投资工具，更广泛的市场知识和人脉，以及中国国内的经济压力，RCG预计中国投资将在未来几年内增长。但是，由于还要考虑美国经济和房地产周期的因素，预计这不是线性增长。此外，中国监管机构（如外管局和保监会）的批准也可能是投资的一个限制因素。中国的监管政策变化和实施的速度可能远远快于美国，加剧了中国投资者长期规划的复杂性。

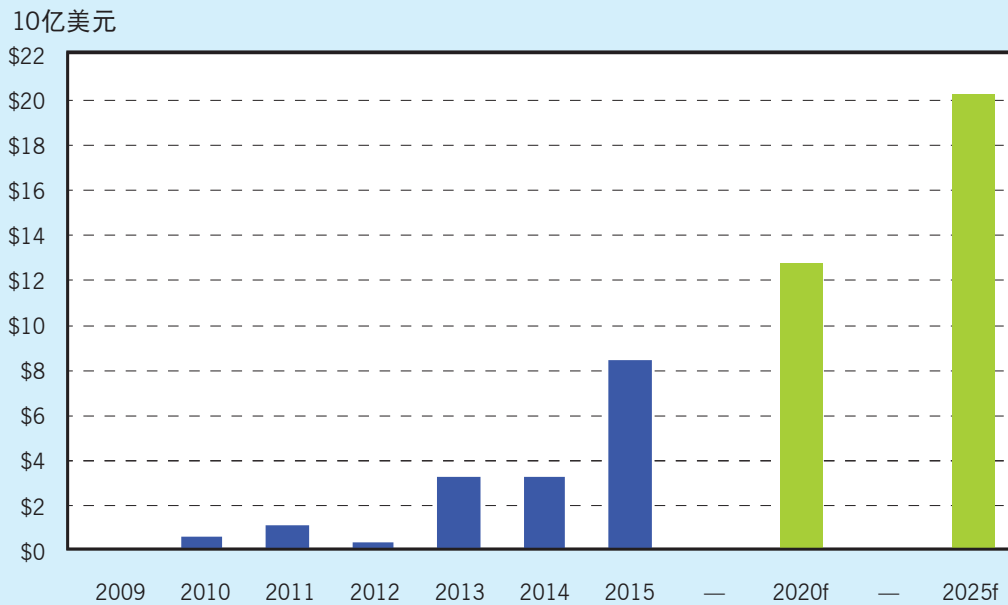
尽管有人担心中国投资者不知如何应对他们在美国遭遇的第一次下行周期（在过去的国外投资潮中，下行周期导致资金流出），但RCG认为，中国投资者准备较为充分，能够承受美国经济萧条带来的影响。这一方面是因为许多投资者的已有投资本就是他们在美国市场进行长期、战略性发展的商业决定；另一方面，如果美国房地产价值下滑而一些中国投资者面临违约风险，相比在美国房地产市场投资的其他国家的政府，中国政府也可能发挥更大的作用。例如，中国政府可能鼓励或使用国有企业或银行帮助对位于美国的资产再融资，或对位于中国的公司进行资产重组，使其具有解决任何问题资产所需的流动性。此外，在更广泛的政策层面，中国的政策制定者长期以来一直鼓励中国公司和个人进行全球化投资；这种长期趋势预计会继续，如果经济下行威胁到中国公司的健康，中央政府可能会出台政策措施支持这一做法。

鉴于中国投资者对美国房地产的需求之广，RCG预计，从2016年到2020年，中国对现有美国商业地产资产和住宅的直接投资（排除新开发项目）将累计达到至少2180亿美元。当中国经济重新达到均衡后，投资活动会以非线性方式加速。对新开发项目的中国投资在未来也能保持强劲。

在商业地产方面，中国收购额在2015年达到至少85亿美元，是迄今为止最大的年度流入量，相比上一年大幅增长。虽然RCG预计中国商业地产收购量中期会保持增长，但我们预计年度增长率将趋缓。但2016到2020年期间，如果中国采取措施放开对外投资，美国经济如预计增长，那么中国的商业收购规模累计可达约580亿美元。如果未来中国对外投资自由化的政策持续并且制度化，加上美国对外国投资的开放，RCG预计，商业收购的年度资金流在2025年可达到200亿美元，但具体投资规模可能还要取决于美中两国的经济增长模式（图三十一）。

美国大多数市场的开发周期已达峰值，2014年估测的中资开发项目价值为85亿美元，这将是近期内的高位线。尽管如此，未来商业开发活动应该能保持强劲。RCG预计，在

图三十一：中国商业地产收购规模预期



来源：罗森咨询集团

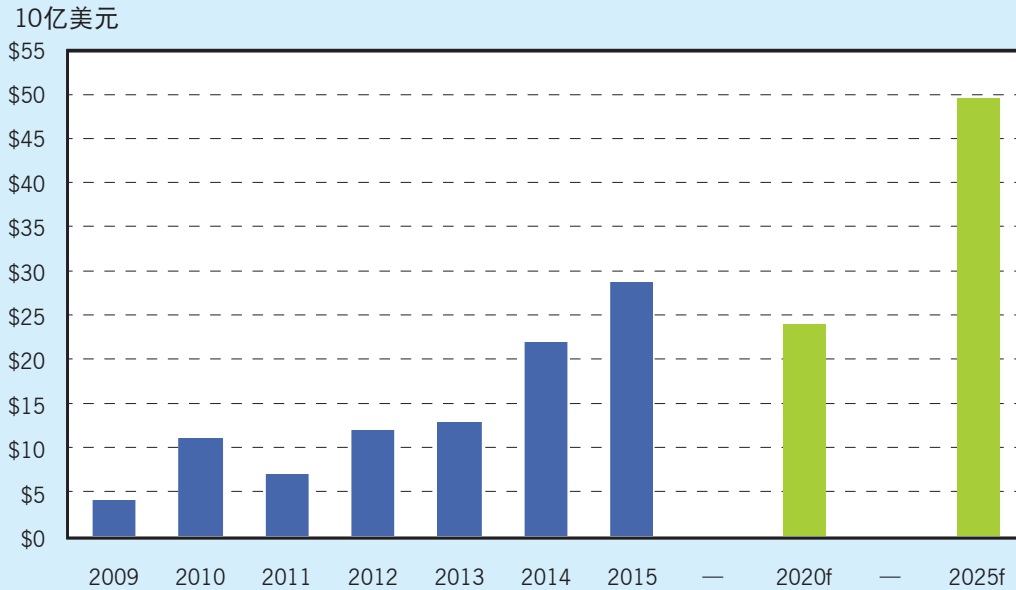
2018年以前，中资开发项目的价值将趋于平缓，在2020年以前，项目价值会在下一个周期内逐步上升；在未来五年中，这可能会产生至少380亿美元的总开发成本。长期来看，RCG预期在强劲的房屋市场状况下，更多、更富经验的中国公司能在2025年之前将把年度价值推高至100亿美元以上。配置到开发项目的资金规模应当会更大，但最终，经济周期会对被分配资金是否按计划配置，以及新项目是否成立产生重大影响。

在住宅地产市场，2015年，中国人购买的美国房屋和共管公寓达到286亿美元，是迄今为止最高的年度记录。今后，对中国公民正式和非正式资金控制的收紧可能会在短期内给美国住宅的购买带来下行压力。但是，尽管有此风险，2016年到2020年期间，中国人购买住宅地产的总量仍会达到1600亿美元。长期来看，如果资金流的开放更加制度化，并且美国经济保持近几年的强劲增势，年度资金流量可能在2025年之前增长至500亿美元（图三十二）。

### 小结

- RCG预计在中国货币与全球贸易伙伴的货币重新均衡之前，中国政府可能会正式或非

图三十二：中国住宅地产收购规模预期



来源：罗森咨询集团

正式地暂时加强资本控制，为期6至24个月。但是，投资全球化的长期驱动因素仍然存在，将长期内推动美国房地产领域持续的中国投资。

- 中国投资者群体广泛而深厚。许多人已经购买了美国房产，但尚未投资美国的中国国内同业机构数量依然可观。
  - 中资保险公司管理的资产在2014年底为1.6万亿美元，代表了最主要的活动来源之一，其在2016年也进行了大笔收购。到目前为止，开发商是美国最活跃的投资群体，中资建筑公司也期望扩大在美国的业务。
  - 主权财富基金是今后中国直接投资的潜在来源；CIC已表示有意增持房地产，并在2016年初收购了六年来的第一个美国资产。中国上层中产阶级家庭数量的快速增长是直接购买住宅和间接商业地产投资的增长动力。
- 中国投资者可用于投资美国房地产市场的工具越来越多。随着REIT被引入中国、越来越多私募基金以中国投资者为目标，以及QDII2有望向中国个人开放美国REIT和其他结构，美国房地产领域的中国投资份额可能大幅增加。
- 中美双方的关系和理解及投资机会的获取都将继续发展，在充分发挥投资潜力方面发挥重要作用。



- 尽管一些中国投资者意识到，在一些美国市场，他们可能是在周期峰值时购入资产，但对于必须配置资金的投资者而言，这些资产仍然是最强劲的备选资产之一，特别是在中国经济放缓之时。
- 鉴于中国投资者对美国房地产的需求之广，RCG预计，从2016年到2020年，中国对现有美国商业地产资产和住宅的直接投资（排除新开发项目）将累计达到至少2180亿美元，当中国经济重新达到均衡，投资的加速将持续直至2025年。但是，中国资金流出自由化的速度、美国对投资保持开放的意愿以及两国的经济增长模式将决定未来的投资轨迹。

## 第6章：中国投资的影响

**美国和中国都有许多理由**欢迎中国投资进入美国房地产领域。鉴于美国经济衰退，中国投资者提供了所需资金，帮助重启已经停滞的项目。即便美国经济和房地产市场在最近几年恢复，中国投资也已经帮助推动了美国多地本可能无法推进的大型项目，消除了市政府增加工作岗位和收取税务收入的压力，为私营公司创造合同收入。是，和过去在美国的外国房地产投资潮一样，越来越多保护主义者对中国的投资及其对房地产定价和美国投资者回报产生的影响等基本问题产生顾虑。此外，虽然美国房地产市场的规模较大，投资选择较多，但其他国家也在竞相吸引中国投资。在美国的中国投资体现了中国“走出国门”的政策，以及中国的经济领导力和潜力。在发达经济体投资的发展和大型项目所需的复杂金融架构，凸显了中国在全球提供资金的能力及其在开发领域的专业性。

最后这一章将首先探讨美国房地产领域中国投资面临的机会和挑战。中国投资促进了美国商业和住宅地产市场的流动性，为美国创造大量就业机会，让中国公司在极具吸引力的长期市场中扩张，为中国投资者分散投资提供机会，以及通过扩大的商业和个人关系强化双边合作。但某些挑战依然存在，特别是在本地化资产价格的升值方面。然后，我们将提出两个国家政策制定者和房地产业专业人士都可以采取的一系列措施，以促进投资。

### 机会和挑战

#### 房地产市场

对于美国的商业地产市场，新的投资者需求可以创造更健康、稳定的环境。流动性是稳定房地产市场的关键。持续的中国投资将创造额外的流动性，为房地产资产的所有者带来更多买卖房产的机会。此外，流动性增加还能吸引更多市场上其他投资者的投资，他们可能尚未寻求机会，但看到机会增加最终出售资产，从而形成正反馈循环。如市场正常运行，投资者可以更好地分析机会，制定买卖资产的策略。除了扩大商业地产市场的投资者群体，中国投资者在美国的活动还增加了可用的房地产债务。这不仅推动了一度停滞的项目，也促使放贷机构提供更具竞争力的利率和条款。

在住宅地产市场，美国房屋所有者出售房屋的机会也更多。中国购房者提供了房屋销售所急需的买房需求来源。紧张的可用抵押信贷，存首付款的难度，以及千禧一代更长期租房的倾向（无论是迫不得已还是个人选择），都使美国的房屋拥有率达到20年的最低水平。同时，2016年2月，首次购房者占到新房销售的约30%，而长期平均数则接近40%。<sup>79</sup>尽管中国需求的增加在一定程度上有利于现有房屋的销售，但中国人对于新房的偏好对美国房屋建筑商而言是更大的利好，因为美国的新房建设仍低于历史平均水平。

商业和住宅地产市场的中国投资增加也带来一些隐患，主要是在资产定价和对投资回报的相关影响方面。由于一些独特的投资驱动因素和许多中国投资者常有的长期投资眼光，相比投资眼光偏短期或投资策略不同的美国购房者，中国投资者有时愿意为资产支付更高的价格。尽管对卖方而言是好事，但也可能产生一些价格压力，因为房屋评估师一定程度上要对比附近的销售活动来决定房屋价值。但是，这些价格效应非常地局限于本地，特别是在住宅市场。中国人的住宅购买高度集中在一个街区或社区会推动价格有所上涨，但在更宽泛的次级市场或城市层面，这种效应就会降低，而对县或都会区一级的价格则几乎毫无影响。事实上，总体而言，中国人购买房屋对价格趋势的影响非常有限。就纯粹数字而言，美国公民买卖的房屋数量远超任何其他群体。

## 经济

增长的房地产投资和开发是创造就业的重要来源。最近的衰退重创了建筑业，其至今尚未恢复到衰退之前的就业水平。建筑类工作常常是最明显的一类。尽管由于这些工作具有临时性，解雇是常有之事，但中国投资者投资建设的项目类型都是大型项目，建设工作往往持续数年。建筑类工作往往有工会支持，报酬优厚，并且需要大量的技能和培训。但建筑类工作只是就业情况的一部分。酒店、写字楼和零售房产的开发能创造新的长期职位，而各类开发项目都能创造建筑管理类的职位。由于EB-5要求每笔投资创造10个工作岗位，仅是通过EB-5进行的中国投资在2015年就已创造了至少70,000个岗位，而在项目整个周期，创造了超过200,000个岗位。<sup>80</sup>此外，随着更多中国公司进入美国，越来越多公司将会建立本地办公室，这些办公室不止是中国的高管在使用，也会雇佣美国本地员工。通过EB-5等房地产投资计划进入美国的移民投资者富于进取心，往往会在美国建立新企业，雇佣各行各业的美国工人。向中国买家销售房地产资产的获利也能加强美国经济，为再投资提供新资金。

除了创造就业，投资来源增加带来的市场稳定性还能提供更广泛的经济效益。市场稳定性的提高可以让一些贷款机构更好地管理违约风险，包括拥有大量抵押贷款和建筑/开发贷款的地方和地区银行。这些银行是全国范围内向小企业发放信贷的主力。帮助稳定房地产市场将减少贷款组合中的部分风险，促使银行增加对当地小企业的贷款。稳定房地产市场也有利于养老基金和捐赠基金。两类基金加大对房地产的投资，并要求更高的回报来负担未来债务，这让投资者群体更加广泛，有助于提高年度收益。养老基金需要提高投资回报来负担无资金准备的负债，这在当前低利率的环境下可能较为困难。

### 促进关系

作为两个影响范围不同但部分重叠的全球大国，美国和中国注定今后会存在地缘政治分歧。但是，两国经济融合程度加深将有助于在公司和个人层面提供共同安全并促进关系。在宏观层面，两个经济体交互的程度越深（相互的投资越多），就越需要减少任何潜在冲突，因为无论从人道主义角度还是经济角度，冲突都有害无益。房地产只是经济融合的一个渠道，但却十分有益于促进关系。这适用于成立合资企业的公司中的个人，向美国公司放贷的中资银行，为两国商业界提供机会以促进关系的行业协会，或买卖房屋的个人。尽管政客现在并且可能继续会唱一些反调，但房地产领域更紧密的个人和企业关系对于放松政治言论会产生积极影响。

### 建议

对于中国，增加对外投资（包括房地产）可强化其在全球市场中的地位。扩大在美国房地产的投资能为中国公司和个人提供重要的分散投资的机会，使中国公司在新市场立足。对于美国，房地产市场中国投资的增加有利于创造就业、房地产流动性和债务可用性。但是，虽然越来越多的中国投资者和美国合作方急切希望增加美国房地产领域的中国投资，两个国家的许多政策领域仍值得注意。

在中国，私营企业投资全球房产市场已成为中国经济的积极动态，应当得到鼓励。最近几年的改革已经去除了大量行政障碍，加速了投资审查流程。无论是对私营公司还是国企，为今后这类投资提供可靠的法律框架十分关键，因为国企越来越期望在对外投资上与私营企业竞争。除了用可靠的法律框架保障投资，继续努力实现国际机构所要求的资金来源透明度（国际机构对所有国家都在加紧要求，而不只是中国）也将十分重要。

对资金外流及其对中国经济影响的担忧是可以理解的，暂时的资金控制可能难以避免。但是，我们要警惕长期的资金控制，因为这将会损害政府在过去二十年精心建立的金融制度。最近人民币被国际货币基金组织纳为储备货币，这是中国在全球经济的地位受到认可的重要一步，也是对中国政府打开资本市场的多项改革的认可。但是，中国仍有放开资金流出的余地，这不仅能让更多投资进入美国房地产市场，也能加强中国在国际经济中的地位。加快在上海和其他一二线城市普及QDII2计划（允许个人合法投资5万美元以上）的速度将有利于美国房地产投资，并可能强化中国公民的金融投资组合。长期而言，资金的自由流动将能帮助中国公司找到风险水平适宜的投资机会，实现投资组合多元化，加强中国在全球经济中的地位。

另一方面，美国的立法工作也有助于促进中国和美国之间的资金流动。FIRPTA最近的改革就意味着美国在进一步向外国投资开放的方面迈出了积极的一步，但这一毫无必要的障碍和额外的成本结构依然存在。在这一点和税务体系的其他方面，应当尽可能使各国投资者的待遇保持一致。

此外，在对EB-5投资出现保护主义言论（一些法律制定者呼吁完全终止该计划或将城市投资从中删除）之时，政治方面，两党都支持在不增加赤字或不给对纳税人带来额外负担的前提下刺激美国经济。EB-5项目可能会面临改革，但不应被大幅修改，以至于切断获得中国资金的渠道，或中国公民取得美国居留权的渠道。此外，虽然鉴于全球局势，美国加强对所有外国投资者的安全审查是合理的，但美国应当注意作出合理的安全调整。应当密切关注国会最近的建议，即限制美国机构或美国承包商租用外国人拥有的建筑。这样的政策将严重限制政府类承租方的选择，使得这类承租方租用办公室的成本更高，而最终买单的将会是纳税人。

两个国家的企业领袖都可以共同努力促进美国房地产实务的职业教育。中国在土地批准程序、合伙协议和地方市场估值做法等许多方面都与美国都不同，支持加强教育将有利于中国投资者，特别是小公司和个人。使用服务商作为可信赖的顾问来完成这些流程很关键，因为在美国投资的层次和考虑因素太多（与世界其他地方一样），要独立处理所有事务极为困难。

美国在过去吸引了来自全世界的资金，并且凭借全球最大、最深的房地产市场吸引了大量房地产投资。尽管偶尔会出现保护主义的个例，但美国在很大程度上仍是最开放、最受欢迎外来投资的目的地之一。中国作为新的资金来源进入美国房地产市场，为美国外来投资的漫长历史翻开了新的篇章。美国公众及其政策制定者拥有前所未有的机会来迎接这

一投资及其带来的效益,包括创造就业、促进房地产市场稳定性、加强中美两国公司和个人的双边合作。

# 方法和数据来源

## 涵盖的房地产投资类型

房地产投资的资金通过各种渠道进入市场。直接收购商业地产和购买住宅地产是最显而易见的方式，但要更加全面地理解美国房地产领域的中国投资，就需要考察各类中国投资的方式，包括购买住宅抵押支持证券、通过房地产投资信托和私募基金进行投资组合投资、对商业和住宅地产地上开发的股权投资，通过EB-5投资者签证计划的开发融资，以及中资银行的房地产贷款。我们尽可能将关注点限定于来自中国大陆的投资。但在探讨经过中间目的地的资金流时，有时必须要将来自香港、澳门或台湾的资金纳入考虑范围，特别是对于住宅购买数据而言。

尽管我们广泛衡量和分析许多形式的房地产，但对于纳入本报告范围内的投资，最重要的一个指标是房地产资产是投资的主要成分。中国公司的其他投资包括将房地产资产作为业务平台的一部分，包括此前对联想和Smithfield的收购，在这些案例中，投资目的是平台，而非收购相关房地产资产。尽管平台投资和房地产投资的界限变得更加模糊（特别是在安邦最近收购战略酒店以及对喜达屋酒店和度假村的竞标）我们采取了更加狭义的观点，只探讨对房地产资产的投资。我们排除了具有次要房地产元素的收购，例如电影院线、酒店公司、科技孵化器和农业实体。我们基于这一框架采用多种方法来汇总数据。

## 补充研究和访谈

虽然本报告所呈现数据的基线是一系列公开和非公开的涵盖不同房地产投资流的数据集（在下节详述），但报告在很大程度上也基于大量额外的辅助研究，以及对行业参与者的许多访谈。这些都是十分关键的定性和定量数据，比现有数据更能完整地反映美国房地产领域真实的中国投资活动。

我们基于二手资料的研究探讨了中国投资者的其他交易，这些交易一般不为公众所知，是对已知交易数据的一种补充，这类交易包括合资企业交易以及股权基金（如有）投资中，中国人持有的份额。这部分研究涉及检索来自全国和地方新闻媒体的新闻报道，包括主流媒体和行业出版物。基于二手资料的研究也包括阅读政府、学术机构和第三方服务商的详细报告和数据库。我们也能利用这些二手资料建立一个开发项目的数据库。公开的契约转移

记录了开发用地的销售,但没有记录在这些用地上规划的项目。我们通过相互比对这些开发用地的公开记录和二手资料,确认了规划和在建项目以及相关的项目特点。

但是,除了基于二手资料的研究,我们也与行业参与者进行了数十次访谈,对数据加以补充。一些访谈是个人对话,还有一些则是以小组进行;但是,所有受访者都得到匿名保证,以确保对话的坦诚。我们与房地产行业所有部门的利益相关方交谈,包括中国和美国的从业者。这些群体包括中国的机构和个人投资者(如保险公司、开发商、投资基金、银行);服务商(如经纪人、律师、会计师、顾问);建筑师、工程师和规划师;政府官员和学者等。这些访谈极为珍贵,它们不仅提供了关于交易协商和投资决策的定量数据和第一手观点,也有助于更好地理解中国投资商业和住宅地产的背后动机,为我们对于这类资金未来可持续性的预测提供参考。

## 基线数据

研究商业交易的初始点是全球房地产数据提供商Real Capital Analytics,该机构汇编了契约转移信息,包括房产名称、地址、买方、卖方、放贷机构、购买价等数据点。但是,考虑到影响所有美国本地和外国房地产投资者的具体税收架构,以及该市场固有的分散性和不透明性,这些数据只是一个起点。合伙企业等结构在美国房地产领域司空见惯,但这确实赋予各方对出资份额保密的法定权利,因而很难量化流入美国房地产的总体中国投资。因此,只有交易各方选择披露相关信息,公开记录才会显示各方的出资额;否则只能显示完整的购买价。某些情况下,地方司法辖区也不公开完整购买价。最后,我们将这些数据与上述通过基于二手资料的研究和访谈得到的数据相结合。我们采取了一系列方法来去除重复信息和错误判断,清理并分类数据,明确中国资金的类型(开发商、保险公司、高净值人士等),对民营和国有公司进行分类,标出合资企业,更新包含明确中资份额(如有)的交易量。

一些数据随时可用,但并非没有其自身局限。对于住宅抵押支持证券的中国投资,我们使用由美国财政部公布的“国际资本流动”数据集。其按国家提供了不同类别的资金流入情况。我们查看了长期机构债务,即住宅抵押支持证券持有量的大约数字(本类别中,房地美和房利美持有的长期债务远超其他机构债务)。我们将分析限定于中国大陆的数据,尽管数据集中一定会有通过中间国流入的中国资金,但并没有分解此类数据的准确方式。

美国公民和移民服务局(USCIS)提供了EB-5投资者申请和签证发放的数据。即便签证



发放按国家分类,但也不能根据这些数字准确估计投资规模,因为其中包含了投资者家人的签证。相反,我们采用的是投资者申请批准数据。USCIS只提供总体数字,但投资美国(Invest in the USA,简称IIUSA,是一个独立的行业协会)则提供按国家细分的数据。通过进一步研究以及与地区中心代表和寻求或募集EB-5资金的美国公司的交流,我们了解到,在所有EB-5投资中,大部分是进入目标就业区的50万美元类别,而非美国其他地区的100万美元。因此,我们可以将中国投资者申请批准数量乘以50万美元的投资额,得到总投资额的估计数。同样,我们可以将中国投资者申请批准数量乘以最低就业创造要求(即每个投资者创造10个工作岗位),得到通过EB-5项目创造的岗位估计数。这些只是大概数字,因为某些项目并不成功,融资和创造就业的时间可能发生在与签证申请批准不同的日历年。

关于债务和私募的定量数据则更加有限。FDIC的存款机构负责报告商业地产和单户到四户住宅地产的贷款组合的持有情况。我们通过该机构获得了两家获许在美开展业务的中资国有银行(中国银行和工商银行)的房贷数据。在美国房地产市场的中国投资活动中,私募投资份额较小,但我们使用Preqin Ltd.识别了部分活动,并通过基于二手资料的研究和与资金配售代理和基金经理的访谈加以补充。

对于住宅购买活动,引用最广泛的数据是全国房产经纪人协会的“国际购房活动简况”调查中公布的数据,我们在本报告的部分定量数据中也有采用。我们另外补充了其他第三方数据提供者的信息来判断销售的地点,核实交易金额。鉴于美国房产市场活动的庞大规模,所采用的多种所有权结构,以及对房产专业人士能够传播的报告类型的法律限制,我们难以得到比本调查更好的总体数据。虽然我们能够对商业收购数据(其中中资收购量数以百计,许多交易都是大型投资)提供可靠的补充,但根据全国房产经纪人协会的数据,在住宅市场,仅2015年一年,中国个人就在美国购买了33,000处住宅。虽然全国房产经纪人协会的调查是在美国的国际买房活动的首要数据来源,但也有一些值得注意的局限。首先,作为一项调查,这些数据是由购房者自行申报的,后者可能完全不愿意参加调查,或在披露关于购买的所有信息时有所保留。此外,调查仅适用于购买现有房屋,因此未涵盖购买新房的情况。调查也没有包含非市场房屋的销售,即房产在交易前并未发布信息。最后,具体到中国投资而言,报告的数据包括了香港和台湾的买家;但两者分别仅占总额的约1%到2%。

## 限制和最低额

本报告呈现的数据都是最低投资额。虽然我们做了大量研究来发掘合资企业和未公开的投资活动,但我们知道,在美国房地产市场,还有许多其他中国投资(以及所有来自离岸地的投资)。除了本研究中提及的以外,美国对外国买家没有特别的报告要求。合伙结构的问题使某些交易的规模变得模糊,此外还有大量小型投资,虽然可能确认某些单笔交易,但在没有法定报告要求的情况下,无法准确地采集如此规模的总体数据。此外,还有一些投资是通过中间国家,使中国房地产投资资金流入美国,这增加了追踪收购和计算完整投资规模的难度。最后,我们遵守与我们所访谈的许多个人和公司的保密协议,根据这些协议,我们不得公开交易的保密详情,因此,我们没有以可识别的方式将这些数据纳入投资规模中。\*虽然数据存在一定局限性,但我们已竭尽全力,所编纂的数据和提供的见解比以前发表的报告更能完整反映中国在美国整体房地产市场的实际投资活动。

---

\* 对投资数据、个人交易和总体数据的分析来源于若干第三方公共和私人数据来源。我们一般从这些公开可得的来源中引用数据,以符合法律保密要求。对数据的观点和解释属于我们,除非另有说明,否则不反映数据来源的意见或立场。

## 尾注

- <sup>1</sup> 见关于中国收购美国商业地产数据的方法部分。
- <sup>2</sup> 投资总额包括直接和间接方式，如通过购买房产投资，投资抵押支持证券，提供抵押贷款和借入资本等。
- <sup>3</sup> 见32页的插入文字，了解关于平台投资的详细讨论。
- <sup>4</sup> 见亚洲协会跟踪和分析中国在美投资增长的过往报告，包括《敞开美国大门》（2012年），《中国在加利福尼亚州的直接投资》（2013年）和《高科技产业：中国对美投资的下一波浪潮》（2014年）。
- <sup>5</sup> 国家外汇管理局《中国外汇储备的时间序列数据》[www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data/Forex](http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data/Forex)
- <sup>6</sup> Iacob Koch-Weser 和 Garland Ditz 《中国在美投资：房地产、工业和投资促进的近期趋势》（美中经济与安全评估委员会，2015年2月26日），[www.uscc.gov/Research/chinese-investment-united-states-recent-trends-real-estate-industry-and-investment](http://www.uscc.gov/Research/chinese-investment-united-states-recent-trends-real-estate-industry-and-investment)
- <sup>7</sup> 仅中国大陆。美国财政部《财政部国际资本系统》[www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx](http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx)
- <sup>8</sup> 联邦全国抵押贷款协会（房利美）和联邦住宅抵押贷款公司（房地美）合称政府赞助企业(GSE)，是美国房产市场的一个重要特征。这些房屋GSE以及联邦住宅贷款银行系统在公私合作的体系中占据了一个独特地位。房利美原本是在大萧条之后建立的一个政府机构，但两个组织在20世纪70年代和80年代转型为私人股东持有的盈利公司。在最近一次衰退中，房利美和房地美受到联邦住宅金融局的监管。房利美和房地美并不发放抵押贷款，而是购买私人放贷机构发放的抵押贷款，以维持房屋市场资金的流动性和稳定性。两个实体都在各自的资产负债表上持有一些抵押贷款，但大多数贷款汇集到抵押支持证券。然后，这些证券可以供一系列投资者群体投资和交易。
- <sup>9</sup> 美国财政部《财政部国际资本系统》[www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx](http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx)
- <sup>10</sup> 联合国贸易和发展会议，《外商直接投资：1980 - 2014年对内和对外资金流和股票》  
<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>
- <sup>11</sup> 美国企业研究所和遗产基金会《中国全球投资跟踪》  
[www.aei.org/china-global-investment-tracker/](http://www.aei.org/china-global-investment-tracker/)
- <sup>12</sup> 尽管官方数据显示出中国OFDI的增长趋势，但出于多种原因，绝对值被大量误报。对于追踪FDI的中国和美国机构而言，影响计算的主要挑战是中间国家和投资避税国的使用。资金往往是通过香港流向美国和其他国家，这主要因为中国的资金控制和数十年前在香港确立的全球投资传统。此外，在中国方面，国家外管局和商务部汇编多份FDI数据集。在美国，经济分析局报告FDI数据。它也同样因为中间国家掩饰了原始来源国这个问题而感到困扰。此外，对房地产投资而言，美国的税务体系在很大程度上是通过《外国人投资房地产税法案》，即FIRPTA来鼓励在投资结构中，把外国（包括但不限于中国人）投资者作为中小投资者，并且取消报告要求，这进一步低估了流入美国的外商直接投资。
- <sup>13</sup> Preqin Ltd., 2015 Preqin 主权财富基金评论。
- <sup>14</sup> 德勤，《美国房地产领域的中国投资：如何打好你的牌？》（2015年3月15日）[www2.deloitte.com/us/en/pages/dbriefs-webcasts/events/march/dbriefs-chinese-investments-united-states-real-estate-how-playing-cards.html](http://www2.deloitte.com/us/en/pages/dbriefs-webcasts/events/march/dbriefs-chinese-investments-united-states-real-estate-how-playing-cards.html)
- <sup>15</sup> 详细解释见方法部分。
- <sup>16</sup> Koch-Weser 和 Ditz (2015)。
- <sup>17</sup> 国有和非国有企业的界限在中国不那么明确，但我们认为还是有差异，并且不同的实体会不同的经营指令/结构。
- <sup>18</sup> 对于美元资金量而言，开发周期是一个问题。在宣布时，常见做法是使用预估的总项目价值。要确定具体的成本时间线是几乎不可能的，而随着开发的推进，成本估计值也必定会大幅变动。因此，在建筑交付前无法知道真实的项目成本，而在此时，大多数开发商出于竞争原因，也不会披露真实的项目成本。跟踪房地产开发的唯一途径就是基于初始成本预期。
- <sup>19</sup> 美国公民和移民服务，《关于 EB-5 签证》[www.uscis.gov/working-united-states/permanent-workers/employment-based-immigration-fifth-preference-eb-5/about-eb-5-visa](http://www.uscis.gov/working-united-states/permanent-workers/employment-based-immigration-fifth-preference-eb-5/about-eb-5-visa)
- <sup>20</sup> 虽然关于投资总额以及这些投资创造的工作岗位总量和类型并没有公开数据，但我们能够基于投资的最低水平和符合计划要求必须创造的最低岗位数量推算出这些数字。更多详情见方法部分。
- <sup>21</sup> Jeanne Calderon 《EB-5 资金使用路线图：商业地产项目的另类融资工具》（2015年5月22日），[www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/EB5%20article%20draft%201.14.15%20Draft.pdf](http://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/EB5%20article%20draft%201.14.15%20Draft.pdf)
- <sup>22</sup> Brian Bandell, 《中国开发商寻求 3.5亿美元 EB-5 资金修建 Brickell 大厦》《南佛罗里达商业杂志》（2015年11月10日），[www.bizjournals.com/southflorida/news/2015/11/09/chinese-developers-will-seek-350m-in-eb-5-funds-to.html](http://www.bizjournals.com/southflorida/news/2015/11/09/chinese-developers-will-seek-350m-in-eb-5-funds-to.html)
- <sup>23</sup> Sanjay Bhatt, 《中国公司，当地伙伴开始贝尔维尤市公寓项目》《西雅图时报》（2015年8月17日）[www.seattletimes.com/business/real-estate/chinese-firm-local-partner-start-bellevue-apartment-project/](http://www.seattletimes.com/business/real-estate/chinese-firm-local-partner-start-bellevue-apartment-project/)
- <sup>24</sup> 美国联邦存款保险公司，《存款机构统计》[www.fdic.gov/bank/statistical/](http://www.fdic.gov/bank/statistical/)
- <sup>25</sup> Preqin Ltd. 的数据([www.preqin.com/](http://www.preqin.com/)) 和基金网站([www.dlrecp.com](http://www.dlrecp.com))

- <sup>26</sup> Elite 国际投资基金网站: <http://chinahouse.info/newsite/en/elite.html>
- <sup>27</sup> 全国房产经纪人协会, 《2015年国际购房活动简况》[www.realtor.org/reports/profile-of-international-home-buying-activity](http://www.realtor.org/reports/profile-of-international-home-buying-activity)。NAR 对“国际客户”的定义包括两类:“非居民外国人(A类):在美国以外拥有永久住宅的外国客户。这些客户一般购买房产用作投资、度假或6个月以内的访美行程”和“居民外国人(B类):新移民(在美国居住不超过2年)或因职业、教育或其他原因在美国居住了6个月以上的临时签证持有者。”
- <sup>28</sup> 全国房产经纪人协会,《美国抵押贷款选项》(2014年8月26日),[www.realtor.org/articles/us-mortgage-options](http://www.realtor.org/articles/us-mortgage-options)
- <sup>29</sup> 例如,花旗银行,<https://online.citi.com/US/JRS/pands/detail.do?ID=PurchasingProperty>
- <sup>30</sup> 美国联邦存款保险公司,《存款机构统计》[www.fdic.gov/bank/statistical/](http://www.fdic.gov/bank/statistical/)
- <sup>31</sup> Tim Logan,《中国建筑商朗诗在美国房地产市场投资10亿美元》,《洛杉矶时报》(2014年9月4日)[www.latimes.com/business/la-fi-chinese-home-builder-20140905-story.html](http://www.latimes.com/business/la-fi-chinese-home-builder-20140905-story.html) and 朗诗网站: <http://landseahomes.com/news/>
- <sup>32</sup> Kris Hudson 和 Esther Fung,《中国房屋建筑商下注美国反弹》《华尔街日报》(2014年9月2日),[www.wsj.com/articles/chinese-home-builders-bet-on-u-s-rebound-1409712583](http://www.wsj.com/articles/chinese-home-builders-bet-on-u-s-rebound-1409712583)
- <sup>33</sup> Fremont 市,《职员报告 2407》(2015年6月16日)[http://fremontcityca.iqm2.com/Citizens/Detail\\_LegiFile.aspx?Frame=&MeetingID=1359&MediaPosition=&ID=2407&CssClass=](http://fremontcityca.iqm2.com/Citizens/Detail_LegiFile.aspx?Frame=&MeetingID=1359&MediaPosition=&ID=2407&CssClass=)
- <sup>34</sup> 外国房地产投资者协会,《2016年外国投资调查》,[www.afire.org/content.asp?contentid=155](http://www.afire.org/content.asp?contentid=155)
- <sup>35</sup> 风险/回报分析和图表目的在于对比中国投资者中风险/回报趋势的概况。各个类别之间存在差异,在投资周期的不同阶段,风险/回报需求也可能不一样。
- <sup>36</sup> Kerry Sun,《加拿大房地产的外国投资》,阿尔伯特大学中国研究所(2015年8月)[www.china.ualberta.ca/en/Research-and-Publications/~media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/RealEstate\\_KerrySun\\_201508\\_web.pdf](http://www.china.ualberta.ca/en/Research-and-Publications/~media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/RealEstate_KerrySun_201508_web.pdf)
- <sup>37</sup> 世界银行,《GDP 增长,年度百分比》,<http://data.worldbank.org/>
- <sup>38</sup> 世界交易所联合会,《国内市值每月报告》[www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports](http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports)
- <sup>39</sup> 世界大学排名中心,“CWUR 2015 – 世界大学排名”<http://cwur.org/>
- <sup>40</sup> 国际教育研究所,《开放门户2015数据》[www.iie.org/en/Research-and-Publications/Open-Doors/Data#.VxAlcPkrK70](http://www.iie.org/en/Research-and-Publications/Open-Doors/Data#.VxAlcPkrK70)
- <sup>41</sup> Dionne Searcey 和 Keith Bradsher,“中国现金涌入美国房地产市场”《纽约时报》(2015年11月28日)[www.nytimes.com/2015/11/29/business/international/chinese-cash-floods-us-real-estate-market.html](http://www.nytimes.com/2015/11/29/business/international/chinese-cash-floods-us-real-estate-market.html)
- <sup>42</sup> JLL,《中国 60: 从快速增长到智慧增长(2015年)》,[www.joneslanglasalle.com.cn/china/en-gb/Documents/China60/China60-EN.pdf](http://www.joneslanglasalle.com.cn/china/en-gb/Documents/China60/China60-EN.pdf)
- <sup>43</sup> Sophie Song,《中国三中全会的六项重大改革》,International Business Times (2013年11月15日)[Timeswww.ibtimes.com/six-dramatic-reforms-chinas-third-plenum-1472754](http://www.ibtimes.com/six-dramatic-reforms-chinas-third-plenum-1472754)
- <sup>44</sup> 德勤,《中国房地产投资手册》,(2013年),[www2.deloitte.com/cn/en/pages/real-estate/articles/china-real-estate-investment-handbook-2013-edition.html](http://www2.deloitte.com/cn/en/pages/real-estate/articles/china-real-estate-investment-handbook-2013-edition.html)
- <sup>45</sup> Koch-Weser 和 Ditz (2015年)。
- <sup>46</sup> 国际货币基金组织,《外汇安排和外汇限制年度报告》(2014年),[www.imf.org/external/pubs/ntf/2014/areaers/ar2014.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ntf/2014/areaers/ar2014.pdf)
- <sup>47</sup> Elizabeth Dilts 和 Julie Gordon,《汇丰银行收紧向在美国公民的抵押贷款》路透社(2016年1月28日)[www.reuters.com/article/us-hsbc-china-mortgages-idUSKCN0V61DT](http://www.reuters.com/article/us-hsbc-china-mortgages-idUSKCN0V61DT)
- <sup>48</sup> 《揭开海外中国亿万富翁的秘密之路》彭博社(2014年7月14日)[www.bloomberg.com/news/articles/2014-07-14/secret-path-revealed-for-chinese-billions-overseas](http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-07-14/secret-path-revealed-for-chinese-billions-overseas)
- <sup>49</sup> Gabriel Wildau,“中国将允许个人购买海外金融资产”《金融时报》(2015年5月29日)[www.ft.com/intl/cms/s/0/5da9f1c4-05b5-11e5-bb7d-00144feabdc0.html#axzz46DsaVd5y](http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5da9f1c4-05b5-11e5-bb7d-00144feabdc0.html#axzz46DsaVd5y)
- <sup>50</sup> Chui-Wei Yap,《在中国的小巷中,地下银行腾挪资金》《华尔街日报》(2015年10月27日),[www.aei.org/china-global-investment-tracker/](http://www.aei.org/china-global-investment-tracker/)
- <sup>51</sup> Enda Curran,《国家公司:支持中国的任务清单》彭博社(2015年7月30日)[www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-30/china-s-state-owned-companies-may-face-reform](http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-30/china-s-state-owned-companies-may-face-reform)
- <sup>52</sup> 《牢骚,不是重击》《经济人》(2015年9月19日)  
[www.economist.com/news/business/21665065-chinas-plan-reform-its-troubled-state-firms-fails-impress-whimper-not-bang](http://www.economist.com/news/business/21665065-chinas-plan-reform-its-troubled-state-firms-fails-impress-whimper-not-bang)
- <sup>53</sup> Kelly M. Kogan,《非美国投资者在美国房地产市场的投资: FIRPTA基本规则》,Chadbourne & Park LLP (2012),[www.chadbourne.com/files/Publication/1932cbcd-036d-4ea0-8d15-4954248588c0/Presentation/PublicationAttachment/dcb214bf-29b6-4588-96fd-4e8181ea65ce/InvestmentsinUSRealPropertybyNon-USInvestorsBasicFIRPTARules\(45205216\).pdf](http://www.chadbourne.com/files/Publication/1932cbcd-036d-4ea0-8d15-4954248588c0/Presentation/PublicationAttachment/dcb214bf-29b6-4588-96fd-4e8181ea65ce/InvestmentsinUSRealPropertybyNon-USInvestorsBasicFIRPTARules(45205216).pdf)
- <sup>54</sup> Michael V. Seitzinger,《美国的外国投资:重要联邦法定限制》国会研究服务(2013年6月17日)<http://fas.org:8080/sgp/crs/misc/RL33103.pdf>
- <sup>55</sup> 美国财政部,美国外国投资委员会,《2014年度国会报告》(2014年),  
[www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Pages/cfius-reports.aspx](http://www.treasury.gov/resource-center/international/foreign-investment/Pages/cfius-reports.aspx)
- <sup>56</sup> 《美国房地产权益外国投资税,术语定义》26 CFR 1.897-1,[www.law.cornell.edu/cfr/text/26/1.897-1](http://www.law.cornell.edu/cfr/text/26/1.897-1)
- <sup>57</sup> Baker Botts LLP,《CFIUS 流程阐明指南》(2013年11月),[www.bakerbotts.com/ideas/publications/2013/11/a-guide-to-demystify-the-cfius-process](http://www.bakerbotts.com/ideas/publications/2013/11/a-guide-to-demystify-the-cfius-process)

- <sup>58</sup> E. B. Solomont, 《开发商1, 国会0, EB-5再次延期——保持不变》The Real Deal (2015年12月16日) <http://therealdeal.com/2015/12/16/developers-1-congress-0-as-eb-5-is-extended-again-with-no-changes/>
- <sup>59</sup> 美国国务院, 《非移民签证统计》<https://travel.state.gov/content/visas/en/law-and-policy/statistics/non-immigrant-visas.html>
- <sup>60</sup> 全国房产经纪人协会, 《外国人土地所有权指南: 与外国人和商业实体拥有美国土地相关的州法律》(2006年11月) [www.realtor.org/NCommSrc.nsf/files/Alien%20Land%20Ownership%20Guide%20\(November%202006\).pdf](http://www.realtor.org/NCommSrc.nsf/files/Alien%20Land%20Ownership%20Guide%20(November%202006).pdf)
- <sup>61</sup> 美国能源部, 《具有 NEPA 类似环境规划要求的州》, <http://energy.gov/nepa/downloads/states-nepa-environmental-planning-requirements>
- <sup>62</sup> 美国能效经济理事会, 《能源效率资源标准 (EERS)》<http://aceee.org/topics/energy-efficiency-resource-standard-eers>
- <sup>63</sup> Vicki Been, 《影响费用和房屋可负担性》Cityscape 8, 1 (2005年11月), [www.huduser.gov/periodicals/cityscape/vol8num1/ch4.pdf](http://www.huduser.gov/periodicals/cityscape/vol8num1/ch4.pdf)
- <sup>64</sup> 外国房地产投资者协会, 《2016年外国投资调查》, [www.afire.org/content.asp?contentid=155](http://www.afire.org/content.asp?contentid=155)
- <sup>65</sup> Ilya Marritz, 《中国公司寻求投资美国房地产》Marketplace (2015年2月16日) [www.marketplace.org/topics/world/chinese-companies-look-invest-american-real-estate](http://www.marketplace.org/topics/world/chinese-companies-look-invest-american-real-estate)
- <sup>66</sup> 中国国家统计局, 《保险公司资产的19至20种情况》[www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm](http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm); 和 Cushman & Wakefield, 《中国保险对外资金》(2015年11月24日) [www.cushmanwakefield.fr/en-gb/research-and-insight/2015/chinese-insurance-outbound-capital/](http://www.cushmanwakefield.fr/en-gb/research-and-insight/2015/chinese-insurance-outbound-capital/)
- <sup>67</sup> 工程新闻记录, 《2015年全球前250大承包商》[www.enr.com/toplists/2015\\_Top\\_150\\_Global\\_Contractors1](http://www.enr.com/toplists/2015_Top_150_Global_Contractors1)
- <sup>68</sup> Zhang Yuwei, 《中国人将重建美国》New American Media (2012年3月11日) <http://newamericamedia.org/2012/03/chinese-working-to-reconstruct-america.php>
- <sup>69</sup> Lingling Wei, 《中投公司增加海外资产投资》《华尔街日报》(2015年3月27日) [www.wsj.com/articles/chinas-cic-gearing-up-investment-in-overseas-assets-1427456722](http://www.wsj.com/articles/chinas-cic-gearing-up-investment-in-overseas-assets-1427456722)
- <sup>70</sup> Jonathan Brasse, 《中投公司组建再保险部门, 将配置翻倍》PERE (2016年4月1日) [www.perenews.com/news/global/2016-04-01/cic-forms-re-dept\\_-doubles-allocation-%E2%80%93-exclusive/](http://www.perenews.com/news/global/2016-04-01/cic-forms-re-dept_-doubles-allocation-%E2%80%93-exclusive/)
- <sup>71</sup> 波士顿咨询集团, 《全球财富2015: 在增长游戏中获胜》(2015年6月) [www.bcgperspectives.com/content/articles/financial-institutions-growth-global-wealth-2015-winning-the-growth-game/?chapter=2](http://www.bcgperspectives.com/content/articles/financial-institutions-growth-global-wealth-2015-winning-the-growth-game/?chapter=2); 和波士顿咨询集团, 《中国的新剧本》(2015年12月) [www.bcgperspectives.com/content/articles/globalization-growth-new-china-playbook-young-affluent-e-savvy-consumers/?chapter=3](http://www.bcgperspectives.com/content/articles/globalization-growth-new-china-playbook-young-affluent-e-savvy-consumers/?chapter=3)
- <sup>72</sup> 胡润报告《2014年中国奢侈品消费者调查》, [www.hurun.net/en/](http://www.hurun.net/en/)
- <sup>73</sup> Paul Hastings LLP, 《平安募集人民币基金投资美国房地产》(2016年3月30日) [www.paulhastings.com/news/details/?id=1114e969-2334-6428-811c-ff00004cbdd](http://www.paulhastings.com/news/details/?id=1114e969-2334-6428-811c-ff00004cbdd)
- <sup>74</sup> Konrad Putzier, 《中国最大开发商大连万达关闭纽约办公室》The Real Deal (2015年10月2日) <http://therealdeal.com/2015/10/02/dalian-wanda-chinas-largest-developer-closes-nyc-office/>
- <sup>75</sup> Susan Piperato, 《Auction.com 瞄准中国投资者》, 《全国房地产投资者》(2015年6月16日) <http://nreionline.com/finance-investment/auctioncom-targets-chinese-investors>
- <sup>76</sup> David Phillips, 《Auction.com 与 AREAA 全球达成伙伴关系》Globe St. (2015年6月30日) [www.globest.com/sites/globest/2015/06/30/auction-com-partners-with-areaa-global](http://www.globest.com/sites/globest/2015/06/30/auction-com-partners-with-areaa-global)
- <sup>77</sup> 有一些轶闻性质的证据称, 一些潜在所有者在房屋还没有上市出售时, 就向屋主提出现金报价。在此情况下, 我们没有发现房地产代理的活动, 而是从侧面发现, 提供报价的社区或房屋有时是受到现有中国屋主的推波助澜。
- <sup>78</sup> 《房地产周刊》, 《纽约 MLS 与中国房屋信息服务公司达成伙伴关系》(2015年10月2日) <http://rew-online.com/2015/10/02/new-york-mls-partners-with-chinese-listing-service/>
- <sup>79</sup> 全国房产经纪人协会, 《二月现有房屋销售萎靡》(2016年3月21日) [www.realtor.org/news-releases/2016/03/existing-home-sales-fizzle-in-february](http://www.realtor.org/news-releases/2016/03/existing-home-sales-fizzle-in-february); 及全国房产经纪人协会, 《NAR年度买卖双方调查中首次购房者人数再次下降》(2016年11月5日) [www.realtor.org/news-releases/2015/11/first-time-buyers-fall-again-in-nar-annual-buyer-and-seller-survey](http://www.realtor.org/news-releases/2015/11/first-time-buyers-fall-again-in-nar-annual-buyer-and-seller-survey)
- <sup>80</sup> 关于 EB-5 数据的详情见方法部分。

更多信息，请访问 [Asiasociety.org/ChinaRealEstate](http://Asiasociety.org/ChinaRealEstate)

## 亚洲协会关于在美中国投资的报告

高科技产业：中国对美投资的下一波浪潮

中国在加利福尼亚州的直接投资

敞开美国大门？充分利用中国海外直接投资

对外直接投资



帮助亚洲人和美国人联手打造共同未来

作为领先教育组织，亚洲协会致力于在全球化背景下，推动亚洲和美国民众、领导人和机构的相互理解并加强合作。协会在艺术、商业、文化、教育和政策领域，提供见解，产生观点，促进合作，解决当前挑战，塑造共同的未来。

亚洲协会于 1956 年由约翰·D·洛克菲勒三世创办，是一个无党派、非营利机构，总部位于纽约，在香港、伦敦、洛杉矶、马尼拉、孟买、旧金山、首尔、上海、悉尼、华盛顿特区和苏黎世设有办事处。