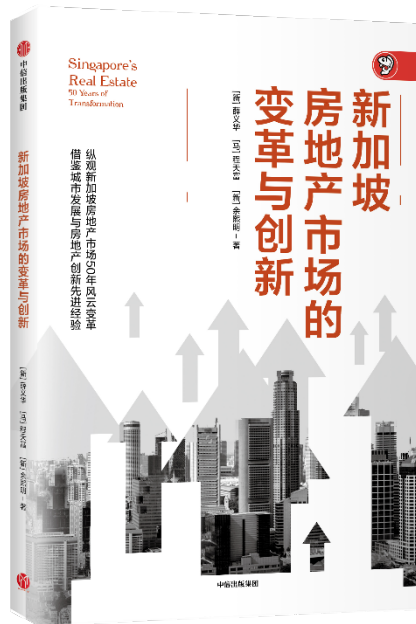


《新加坡房地产市场的变革与创新》

新加坡地产权威人士和资深专家薛义华、程天富、余照明 著
新加坡国家发展部部长兼财政部第二部长黄循财、新加坡国立大学校长陈永财 作序推荐

新加坡国立大学城市与地产研究院倾力之作
献礼新加坡建国 50 周年的房地产图书力作
值得中国房地产业创新转型借鉴的先进经验



定价：89.00 元 ISBN：ISBN 978-7-5217-0120-3 中信出版集团 2019 年 5 月

内容简介

新加坡的住房制度在国际上备受瞩目，新加坡的 REITs（房地产投资信托基金）早在十几年前就已被介绍到中国，对推动 REITs 在中国落地起到了积极作用。

《新加坡房地产市场的变革与创新》系统介绍了新加坡房地产业的发展历程，完整展现了从 50 年前单一住宅开发，到今天居住、商用、产业等类型房地产的开发、持有、运营、维护、交易、投融资等完整现代、高度复杂的房地产业服务体系的演变过程，以及在这个过程中所取得的经济社会发展成就，展现了政府、企业、社会等各方面力量的互动和所形成的伙伴关系。

新加坡领先的房地产企业的发展经验和模式，也越来越多地被中国领先的房地产企业学习借鉴。书中的第七章和第八章详细解说了 REITs 和证券化的演变。

《新加坡房地产市场的变革与创新》的出版，将给相关学者、学生及产业界人士，提供一个近距离学习和借鉴新加坡房地产市场经验的机会。该书可以作为政府有关部门、基础设施建设者、金融机构、房地产政策研究和制定者的有益参考书，对中国房地产业和房地产市场的持续健康发展起到积极的促进作用。

作者简介

薛义华，博士，新加坡国立大学城市与地产研究院主席、房地产系实践教授。目前担任普洛斯投资管理有限公司主席、布鲁克菲尔德资产管理公司董事、维信金科控股有限公司董事和新加坡宜居城市中心董事，同时担任星狮地产有限公司和加拿大养老金计划投资委员高级顾问。曾任新加坡政府投资公司房地产投资有限公司总裁、新加坡政府投资公司董事总经理及普洛斯物流资产公司董事长。

程天富，博士，新加坡国立大学城市与地产研究院院长、房地产系院长讲席副教授。目前担任亚洲不动产学会主席、世界华人不动产学会理事、美国经济学会年会-美国地产与城市经济学会年会程序委员会及会员资格审查委员会成员、新加坡律政部上诉局（土地征用）评估专家团成员、新加坡国家发展部房地产代理理事会专业发展委员会成员、新加坡国立大学-新加坡房地产开发商协会不动产行情指数联合创始人和首席研究员、新加坡房地产科技协会和新加坡房产中介协会名誉顾问。

余熙明，博士，新加坡国立大学房地产系主任、副教授。目前担任世界华人不动产学会主席、新加坡资源获取和赔偿委员会和西海岸市镇理事会等政府部门职务。曾任新加坡国立大学设计与环境学院副院长、新加坡建屋发展局、房地产理事会

及估价审查委员会职务。

大咖推荐

新加坡的住房制度在国际上备受瞩目，多年的实践证明这套制度对解决新加坡的住房问题卓有成效，新加坡在城市发展更新及房地产市场化方面也形成了可操作的配套体系，早在十几年前我们就把新加坡的 REITs 介绍到中国，对推动 REITs 在中国落地起到了积极作用。《新加坡房地产市场的变革与创新》一书的发行将会进一步促进两国在房地产领域的交流互动，尤其将对中国房地产下一步的创新转型起到借鉴作用。

聂梅生教授

全国工商联房地产商会创会会长

新加坡是既较好解决了住房问题，又拥有高度发达和活跃的房地产市场的典范。

《新加坡房地产市场的变革与创新》一书，系统介绍了新加坡房地产市场的发展历程，以及政府、开发商、地产运营服务商、资本市场和房地产教育等的角色演变和作用。通过本书来学习和借鉴新加坡经验，对处在结构性变革关键时期的中国房地产市场的持续健康发展，具有积极的促进作用。

刘洪玉教授

清华大学建设管理系教授、房地产研究所所长

新加坡是全球范围内将城市经济、资本市场、地产业发展结合得最好的典范之一。在当今 14 亿人共同追求更美好生活、城市更新提速、产业结构升级的中国，《新加坡房地产市场的变革与创新》一书具有极高的借鉴价值。中国有巨大的市场和潜力，结合新加坡的发展经验，也定会锐意进取，创新发展出中国模式的健康繁荣之路。

梅志明先生

普洛斯投资管理有限公司首席执行官

在过去 50 多年新加坡政府推进城市化的进程中，政府通过明晰的公共政策进行

指引和支持，再加上私人企业家的胆识与执行力，二者迸发出的巨大能量共同成就了现在新加坡房地产市场的繁荣发展。房地产私募基金和投资信托基金市场的不断发展造就了新加坡，使其成为最重要和多元化的亚洲成熟 REITs 市场，这对于进入下半场的中国房地产行业 and 逐步兴起的中国 REITs 行业有巨大的借鉴意义。

王刚先生

中国 REITs 联盟秘书长

编辑推荐

1. 《新加坡房地产市场的变革与创新》系统介绍了新加坡房地产业的发展历程，以及在这个过程中所取得的经济社会发展成就。《新加坡房地产市场的变革与创新》紧扣新加坡房地产发展过往 50 余年的两大主题：第一，房地产由本土化发展走向全球化开发的变革之路；第二，从实体房地产开发转向打造房地产资本市场的创新之路。全书忠实记录并剖析新加坡房地产市场的发展历程及趋势，新加坡房地产发展实践明确印证了“全球化”和“资产证券化”的双引擎对未来持续推动房地产市场增长的重要性。

2. 书中内容来自对 30 名新加坡国立大学房地产系校友的访谈，以及多家地产服务商提供的专业意见。

2. 新加坡房地产市场良性发展，其运营路径值得业内借鉴。

3. 该书由新加坡国立大学城市与地产研究院主席兼普洛斯投资管理有限公司董事会主席薛义华博士、新加坡国立大学城市与地产研究院院长兼设计与环境院长讲席副教授程天富博士以及新加坡国立大学房地产系主任、副教授余熙明博士联合编写，三位作者均系新加坡房地产领域专业权威人士及资深专家。

目标读者

- 政府有关部门
- 基础设施建设者
- 房地产开发商
- 房地产政策研究和制定者

- 金融机构
- 高校房地产专业师生

目录

001	引 言	
005	第一章 新加坡房地产业的发展历程	薛义华
029	第二章 房地产业的演变：政府机构的作用	余熙明 程天富
075	第三章 私人房地产开发商在城市化过程中的角色	程天富
135	第四章 地产服务商在房地产业发展中的角色	余熙明
153	第五章 全球背景下的新加坡商业房地产业	薛义华
185	第六章 新加坡在房地产发展和城市规划方面的经验输出	程天富 余熙明
217	第七章 新加坡 REITs 市场的崛起	程天富
283	第八章 拉近资本市场与房地产市场之间的距离	程天富
327	第九章 房地产教育	余熙明
345	第十章 夯实基础，锐意变革	程天富 余熙明
387	致 谢	

序一

自 1969 年以来，新加坡国立大学房地产系一直都在深化我们对房地产领域的理解，同时培育了好几代房地产行业领袖。新加坡国立大学城市与地产研究院通过与业界开展的频繁合作，在促进相关领域的研究和分析方面扮演着同样重要的角色，为新加坡、亚洲乃至全球日益复杂的房地产市场发展，提供了全新的研究视角。

《新加坡房地产市场的变革与创新》一书是新加坡国立大学城市与地产研究院在大量研究成果基础上的又一力作。对那些有兴趣深入了解新加坡房地产业的发展历程及其对新加坡自然景观所造成的影响的读者来说，本书提供了简明扼要的观察结论，尤其值得一提的是，本书对新加坡的决策先驱及房地产开发企业各自扮演的角色做了精辟剖析。

开篇伊始，薛义华博士就介绍了促成新加坡作为一个独特的全球城市崛起的关键因素，即健全的土地使用规划方针和建设审批流程；薛博士还分析了推进商业地产发展的市区重建政策以及实现新加坡人“居者有其屋”的公共住房计划。

本书还详细介绍了众多私人企业所做出的贡献。正是这些企业拥抱技术创新的强烈意愿以及它们为迎合新加坡人不断变化的需求所付出的努力，使房地产开发行业发展为我们引以为傲的多元且充满活力的行业。

我谨希望政府机构和私人企业过去 50 年来的伙伴协同关系，未来能够更好地为新加坡做贡献。

□ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ □

□ □ □ □ □

序二

新加坡房地产市场过往 50 余年所取得的成果引人瞩目，其发展主要经历了这样几个

阶段：建国初期，主要关注点为新加坡人的安身之处和基础设施的建设；之后，制造业的快速发展推动经济的增长，市场对资金和土地的需求陡增；近年来，伴随着全球化的进程，新加坡房地产市场从原本单纯依靠内需，逐步转型为走全球化路线的开放市场，发掘新的资金来源，积极培养专业人才，主动进军海外市场，已形成主导企业扩充国际版图的新战略。

新加坡的基础、生活和工作设施完善且平衡，使其一直在世界宜居城市的排行榜上名列前茅，其高度绿化的景观空间更是享誉全球。新加坡在城市规划与可持续发展方面的先进专业知识，不但打造了其自身高度宜居、可持续发展的环境，也对房地产市场的发展和走向产生了重要和持久的影响。

除此之外，公共和私人领域之间强而有力的合作伙伴关系，一直是支撑新加坡房地产业持续发展和转型的重要因素。新加坡公共部门高瞻远瞩的规划、公开透明的政策以及杰出的执行能力，与房地产企业的卓越活力和创新相辅相成，相得益彰。

随着新加坡迈入下一阶段，房地产业需要继续保持高度的适应能力，并持续发展创新，以面对新时期特有的不确定性和前所未有的挑战，包括全球经济的瞬息万变、生活空间密度的持续增高以及人口结构和气候的改变等。

我很高兴《新加坡房地产市场的变革与创新》一书由新加坡国立大学城市与地产研究院和新加坡国立大学房地产系适时推出。本书不但客观生动地描述了半个多世纪以来新加坡房地产市场所发生的非凡转变，在收录了学术界和政界决策者的真知灼见的同时，亦富有创意地融入了行业领袖的精辟观点。令人欣慰的是，这些行业精英中不乏新加坡国立大学房地产系的校友们。

我相信，秉承过去 50 余年所表现的卓越性、创新性、智库性和适应性，新加坡房地产市场将一如既往地推动自身的发展之余，继续引领全球房地产市场的创新和转型，并保持其在市场的竞争力。在本书的中文版出版发行之际，我衷心期望不论是房地产专业人士、对房地产市场感兴趣的新加坡公众，还是正在经历快速新型城镇化的中国读者，都能从本书的阅读中受益。

□ □ □ □ □ □ □ □

□ □ □ □ □

精彩内容1

从简单的实体房地产起步，新加坡房地产业已经发展到高度复杂的水平，不仅为公共和私人市场提供了一系列的投资选择，而且确立了其作为亚洲房地产基金管理活动区域中心的地位。新加坡房地产的公私合营模式收效甚佳，它使得私人开发商和投资者能够在满足政府政策议程的同时获利。通过合理规划以及对良好时机的把握，这种公私合营模式无疑能够使新加坡房地产业有效地把握机遇并应对挑战。

回首过去 50 年变革之路，新加坡房地产业充分显现出自身的韧性、创新力和适应力，希望它能够继续迎接未来的挑战。房地产业必须适应不断出现的新需求，如人口老龄化的应对、不断变化的人口结构、工作与生活的更好平衡、更优质的工作空间、更高的生活水平以及针对新的设计与施工更为严格的可持续发展标准。

IT（信息技术）和电子商务已经改变了传统的购物习惯并使一些商场变得不合时宜，它们将对我们工作、生活和娱乐的内容与地点继续产生深远的影响。在很多资本市场举措中，如 REITs 的设立和基金财富管理，新加坡都已夺得头筹，但其作为亚洲房地产基金管理活动中心的地位将接受来自区域内其他城市的挑战。未来发展之路的确困难重重，过去 50 年

的成功经验未必会在接下来的 50 年继续发挥作用，新加坡需要积极开创新的房地产开发模式。

精彩内容2

新加坡 REITs 的特点

税收优惠

REITs 是一种封闭性基金，是将散户和机构投资者的资金聚合起来并集中投资于收益性房地产的。在符合投资和派息相关规定的前提下，REITs 被赋予税收透明的待遇。但此项税收优惠并不是被自动授予的，REITs 必须向新加坡国内税务局申请税收优惠待遇，对于合格股东的可分配收入予以免税。在新加坡 2004/2005 财年预算案中，本地和外国的所有个人投资者从 REITs 获得的可分配收入的所得税均被豁免，这相当于为他们提供双重税收减免。对于外国的非个人投资者，则被要求按照 10% 的税率缴付新加坡 REITs 可分配收入的预扣所得税。同年，政府也免除了那些帮助房地产转换成 REITs 上市或已经实现 REITs 上市的金融企业的印花税。在 2006/2007 财年预算案中，政府将免税待遇的范围扩大到来自境外的新加坡 REITs 收益部分，从而进一步巩固了新加坡作为跨境 REITs 上市融资目的地的核心地位。然而，这项税收优惠受到了“落日条款”（the sunset clause）的时间限制，即根据“落日条款”的规定，只有在 2015 年 3 月 31 日之前得到的收入才能享受税收减免优惠。

在 2015 财年预算案中，政府再次做出决定，从 2015 年 3 月 1 日起，对于个人投资者从新加坡 REITs 获得的来自本地和境外收入的税收减免政策再次延长 5 年。然而，针对 REITs 在购买本地房地产时的印花税豁免政策，却未能在 2015 年 3 月 31 日之后得到延期。

投资和派息规定

根据《房地产基金指南》，新加坡 REITs 的总资产中必须至少有 75% 用于投资新加坡境内或境外的收益性房地产，其中包括拥有租赁产权或永久产权的房地产。房地产投资也可以通过直接拥有产权或股权的形式，用于持有房地产资产和/或其他上市 REITs 的非上市 SPV。这种单一存在或以多种形式并存的房地产资产，在新加坡 REITs 投资组合中占有很大的比例。

在投资的规定方面，允许新加坡 REITs 对其他非核心房地产资产进行投资，其中包括资产抵押证券、上市或非上市债务证券、本地或境外非房地产公司的上市或非上市股票、政府证券及由超国家机构或新加坡政府机构发行的证券等；此外也允许持有现金或现金等价物。然而，从这些非核心资产中获得的收入，不能超过总收入的 10%。

在派息的规定方面，新加坡 REITs 必须将其至少 90% 的收入以股息的形式分派给股东，以此获得新加坡国内税务局给予金融企业的免税资格。在 2007 年对《房地产基金指南》的修订中，新增条款允许 REITs 管理公司将超过利润的额外收益用于派息，但前提条件是保证不影响 REITs 偿债能力。

开发项目

如果新加坡 REITs 在开发项目竣工后有意对其进行收购以作投资目的，那么就可以独自或联合其他企业从事开发活动，也可以通过投资非上市房地产开发公司的方式来参与开发活动。但是，新加坡 REITs 不得直接从事开发活动，不能投资空置地块或抵押贷款（抵押贷款证券除外）。这个限制并不妨碍新加坡 REITs 投资已被批准用于开发房地产的空地或是尚未完工的房地产开发项目。

从 2015 年 7 月起，新加坡 REITs 投资房地产开发活动以及未完工的房地产开发项目的总合同金额不能超过该新加坡 REIT 资产总值的 25%。房地产开发活动不包括翻新、改造及装修等。

凯德商用新加坡信托通过与其基金发起人——凯德集团的全资子公司凯德商用产业 (CapitaMall Asia) 及凯德商务 (CapitaLand Commercial Limited) 签署合作协议, 以 9.69 亿新元的价格在政府的土地招标中购得位于裕廊商业大道一块商业用地, 该地块被开发建设为一个名为西城的综合开发项目, 由西城购物中心和西城大厦 (Westgate Tower) 组成, 西城购物中心是一栋零售空间净面积为 410 000 平方英尺的 7 层建筑, 而西城大厦则是一栋办公空间净面积为 304 963 平方英尺的 22 层办公楼。该开发项目在 2014 年年底完工。

腾飞房产投资信托共建成了 12 个开发项目, 总开发成本估计为 9.852 亿新元 (请参见表 7.5)。根据截至 2014 年 3 月 31 日的估值, 腾飞房产投资信托实现了 32.57% 的累计未实现利润。

总杠杆限额

在 2005 年对《房地产基金指南》的修订中, 总杠杆限额被设定为新加坡 REITs 投资组合资产总值的 35% (按最新估值计算)。然而, 只要新加坡 REITs 能获得来自惠誉、穆迪或标普等信贷评级机构中任何一家的信用评级并向公众披露, 其总杠杆限额都被允许超过 35% 但不可超过 60%。2005 年的修订中将延期付款纳入总债务, 这在一定程度上限制了 REITs 在金融工程中的现金流被用来维持新收购项目的收益率。

2007 年年底爆发的全球金融危机, 使得 REITs 市场的信贷供给迅速减少。银行和金融机构都不愿意向 REITs 提供借贷服务, 拥有大量到期债务的新加坡 REITs 都面临着严峻的违约风险。2007 年金融危机爆发后, 新加坡和其他亚洲国家的 REITs 市场都遭遇了严重的再融资风险。日本的一只住宅类物业 REIT——新城住宅投资 (New City Residence Investment), 根据《民事再生法》(Civil Rehabilitation Act, 2000 年) 申请破产保护, 其负债总额为 11 亿美元 (1 124 亿日元)。在新加坡, 那些隶属较大型的基金发起人的 REITs, 借助基金发起人短期注入新资金, 得以平安度过此次流动性危机。譬如, 星狮商产信托 (即此前的澳可产业信托) 发起人——星狮地产, 就在收购完成仅仅 5 个月的时间内, 帮助星狮商产信托即将于 2008 年 11 月到期且总额为 7 000 万美元的短期贷款进行再融资。

在次贷危机期间, REITs 的资产价值在年度评估中有所下降, 这导致了一些新加坡 REITs 的总杠杆率超出了所规定的 35% 限额。2009 年 1 月 9 日, 金管局发出通告, 对那些正在为到期债务进行再融资的新加坡 REITs 放宽了总杠杆率限额的规定。通告声明, 如果是因为 REITs 的资产价值在重估过程中出现下降或是 REITs 为即将到期的贷款进行再融资, 从而导致总杠杆率上升甚至超过限额, 那么都不被视为违反借贷规则。另外, 新加坡 REITs 也被允许在现有债务到期之前就可开始筹集资金, 新筹措的资金如果只是为了再融资, 则不会被计入总杠杆率。

2015 年 7 月 2 日, 金管局用 45% 的单级制总杠杆率限额取代了之前的 35% 或 60% 的双级制总杠杆率限额 (请参见附录 7.2)。由图 7.8 可知, 除商业信托外, 所有 REITs 的资产负债率平均值为 32.76%。其中, 所有 REITs 当中拥有最高比率的是亿达工业房地产信托 (Viva Industrial Trust), 为 43.74%, 但仍低于新标准规定的 45% 限额。

精彩内容3

塑造未来

过去 50 年里所出现的重要趋势中, 有些很可能会持续影响未来, 以下论述了一些地

产服务商需要注意的问题。

第一，客户群从房产业主转向租户这一趋势很可能会延续。这意味着地产服务商需要更加专注于企业解决方案。物业使用者由于空间成本的增加而需要获得如何优化空间的建议。事实上，比起地产服务商从中介相关的传统业务中所获得的收入，来自“合同式业务”的收入占营业收入的比例有所上升。合同式业务如和大型企业包括大型银行及国际跨国企业签订 5 年期合同，提供的服务包括为该企业的全球性业务提供中长期的企业地产解决方案。这种合同式业务对于地产服务商来说是拥有正面效应的，这种正面效应在市场低迷期尤其显著。

第二，房地产将会继续成为一种独特的资产类型，虽然房地产的物理属性不能被忽视，但它作为一种投资资产的吸引力将会持续提高。随着发展中国家渐渐开放它们的市场，更多的地产投资机会将会产生。地产服务商需要更好地从财务融资和投资报酬的角度了解房地产这一资产以及如何将房地产融入更大的资本市场。在地产的物理属性方面，地产服务商需要更积极地参与建筑的设计与建设工程，这样才能对那些身为租户和用户的客户提供更好的建议。

第三，愈发激烈的竞争环境使地产服务商不得不提供更全面的金融服务，此服务涵盖股权配置、债务和结构性融资、债务偿还及金融咨询等，这些服务原是管理咨询公司和投资银行的主要业务。不过，这些资本市场咨询服务者需要根据其在资产代理与管理方面的专业知识来展示其在房地产业的各个领域、各个地域中作为专业人士的强项。

因此，地产服务商需要聘请例如在投资和金融等方面具有新技能的房地产专业毕业生。他们不仅需要懂得地产资产本身，作为与别人的主要专业区分，也须懂得间接的地产资产，比如房地产基金和房地产抵押证券。因此他们需要具备包括房地产资金募集、交易结构、税务咨询等方面的技能。地产服务商也须聘请有工程和设计技术的职员来满足地产使用者的需求。

第四，技术的变化很可能对未来产生巨大的影响。它会重塑建筑物和开发项目，比如智能技术的应用、对绿色和可持续发展建筑工程的需求，以及建筑工程的规模和速度。在线平台的发展也会对办公和零售空间有持续性的影响，因为员工可在任何地点工作，购物者也能以电子方式购物。技术发展也会影响客户需求，因为客户会期望更优质、更快的服务。

尽管以上论述了各种挑战，地产服务商仍然会在未来扮演着关键的角色，其物业估值、中介和管理等核心业务不太可能被淘汰，只要它们不断调整作业方法并利用新技术跟上时代的变化。在核心业务的基础上，再加上对于地产资本市场、资本募集和间接式地产咨询服务的更多重视，地产服务商将有能力为客户提供全方位的解决方案，这在一定程度上可将投资银行逐出市场。当然，它们也需要对未来可能产生的新挑战保持警惕。

精彩内容4

房地产研究和高管教育

房地产教育的确在一个国家的实体和经济发展中扮演着重要的角色。它为建筑环境的开发、使用和管理提供了所需的专业人力资源。新加坡房地产教育强调毕业生所具备的技术能力和专业知识，这些都有助于推进新加坡实现工业化及城市景观的转变。随着新加坡转为以服务为导向、以知识为基础的经济体，房地产教育也把重点转向了管理和金融领域。除了是唯一为行业提供房地产教育的大学院系，新加坡国立大学房地产系还在学术研究与高管教育方面做出了重要贡献。

学术研究一直以来都是大学的另一个重要组成部分，随着大学的声誉越来越多地与其研究成果相关联，大学的研究职能变得更加重要。在这方面，房地产系联手随后成立的校级研究机构——房地产研究院，已经跻身全球房地产研究领域的顶尖机构之列，并成为该领

域在亚洲的领先机构。自身声誉的提升，促进了新加坡国立大学与其他知名大学结成重要的合作伙伴关系，如清华大学、香港大学、马斯特里赫特大学和麻省理工学院等。此外，良好的声誉也有助于吸引美国顶尖大学的博士毕业生加盟房地产系。

除了提供上述的正规教育，房地产系多年以来还致力于推出面向高级管理人员的课程和项目。通常，这些课程专为下列客户而设：新加坡外交部、政府法定机构、本地企业、外国政府、外国机构及外国公司。新加坡一直是一些发展中国家的赞助国，这些国家派遣高级行政人员参加城市管理课程，为此，房地产系开设了有关公共住房与市镇理事会等议题的课程。此外，房地产系也专为政府法定机构，如新加坡建屋发展局、裕廊集团、国家公园局和新加坡土地管理局量身定制一些有关房地产的基础或高级课程。房地产系还曾为一些外国机构开设专门的房地产课程，这些外国机构包括越南物价局、中国各省市的地方政府，甚至印度尼西亚那些正在筹建房地产学位课程的大学教职人员。在过去的几年里，房地产系还成功推出房地产金融证书课程，这个课程聚焦于搭建房地产和资本市场之间的桥梁。