

最近很多同行都提到抱团取暖，一个显而易见的事实是，房地产行业经历高峰期后，赛道上新增的选手非常少见，大家能看到的基本都是存量的选手，也即大家必须面对的是存量的交易对手还将越来越少的问题。就投资业务而言，在能落地的项目中，大多是经过长期积累、沟通形成了信任度后而最终达成合作，或者是基于口碑，由熟悉的同行推荐而最终落地。简单来说，投资业务还是要做圈子里的生意，毕竟与资金打交道往往涉及到交易信任和信用背书的问题。总之，在我们“差序格局”的社会里，如何把圈子做大，并且真正发挥圈子的作用也是值得深思和探索的问题。

近段时间，我们摸排了一下与我们同行的一些境内外地产投资机构和财富人员的动态。总结来看，不少国央企投资机构的业务当下呈现出“收缩、内化、属地化、政策性”的特点，即收缩地产投资业务，即便是落地项目也主要是解决集团内部地产企业或相关地产项目，资金投放范围也围绕着自身机构所在地及其周边。另外，在“保民生、保交楼”的背景下，也有一些国央企投资机构已经落地了一些不良资产和问题项目的重组业务，但是更多的是在探索可落地的方式。相较而言，民营投资机构在这波地产周期中大多受伤颇深，除了处理自身问题项目及加强投后之外，不少民营地产投资机构调整自身投资策略，以保持现金流稳定，还有一些投资机构已逐渐转向其他投资领域，但受限于对其他非房行业的认知，目前也主要处于适应期。

当前各地对外资招商引资的需求依旧很大，但是一些纯粹的外资原本就不热衷于对境内直接投资，加之境外房地产美元债的折戟，目前让这些纯粹的外资机构直接投资到项目上整体而言不具备可行性。跟这些外资机构交流时，也纷纷表示具体恢复相关投资还有待尘埃落定之后。尽管如此，目前一些中资在外的外资机构对尚未躺平并且有稳定现金流的房企（如成规模的商业物业、物流地产等）仍旧可以在提供资产跨境抵押（注意跨境抵押各地接受度和操作可行性问题）的前提下，通过境外放款的方式对房地产企业提供资金支持。

从市面的情况来看，今年以来很多地产投资机构都将投向调整到了城投平台的融资业务方向。受融资产品频繁爆雷的影响，不少财富人员也在逐渐改变以往的“卖方思维”并逐渐转向“买方思维”，并更加关注项目底层和资金流向问题。需要注意的是，城投非标产品（尤其是金交所定融产品）受到了更大程度的监管和压缩，在“非标转标”的大背景下，一些投资城投债的私募证券投资基金、资管计划、信托计划等产品已更受财富人员的关注。但是，在楼市继续下行的背景下，我们也不禁有一些担忧，如果土地出让收入无法继续支撑地方财政，借新还旧的基建模式是否会面临越来越大

的风险？而“城投

”这一信仰是否可以持续？基于这一逻辑，自7月份以来，我们对城投非标业务变得谨慎了许多，目前也相应提高了主体的准入要求。

提到业务转型的方向，首先需强调的是，转型必须跟着政策的走向而变动，并且一定要沉住气，要稳得住，真正地坚持“长期主义”，向“专业”要效益。

我们注意到，越来越多的地方政府在积极尝试基建

投资到产业投资的转型，近期我们也愈发深刻地感受到地方政府对产业的渴求。有些地方政府下设的产业投资平台目前也在通过“投资带动产业”的方式进行招商引资，即对某个具有潜力的企业进行投资，并对该企业进行前期孵化，最终吸引该企业在

当地落户。按我们的判断，在房地产

拉动土地财政

的逻辑难以继续的情况下，后续不排除越来越多的地方政府会从基建投资的老路转向产业投资方向，虽然阵痛期会更长，但从宏观战略的角度来看应该也是经济转型的应有之义。此外，当下也有不少投资机构已经逐渐往产业方向转型，通过前期产业勾地作为切入点进行债权或股权合作，项目建设及产业园运营孵化阶段进行Pre-Reits投资，项目成熟并达到一定规模后，进行境内外公募Reits退出，以此打造一个投资闭环。但是，需要强调的是，投资机构若真的转向对产业方向的投资，不仅需要团队有该行业的专业性人才来共同把控风险，更重要的是投资机构不能带着地产投资“短债思维”进行产业类的投资，毕竟产业类资产或项目的投资收益的实现周期比住宅开发类项目周期更长。如果耐不住这种“寂寞”或自身的资金无法承受长期的投资与守候，建议审慎介入产业投资相关领域。

不良资产及困境地产项目的处置也是现在的业务热点。但是，不良资产项目对专业提出了更高的要求，收益的实现周期也相对更长，毕竟不良资产市场早就从以往的“打包、打折、打官司”的“三打”模式转为“重整、重组、重构”的“三重”模式。值得一提的是，一些信托公司经过摸索在不良资产领域也有了一些落地项目，另外也有不少信托机构因受监管要求以及完善自身服务需要在探索不良资产、特殊机会资产的投资及服务的机会。为便于说明，以下以我们操作的共益债投资架构为例予以简单示例。

1. 共益债投资部分

（1）资金用途：主要以现金清偿部分债权，包括建设工程债权、抵押担保债权、破产费用、税款、职工债权等，其他资金作为项目复工续建款。为了避免前期资金支付压力，在还款节奏上可按节点来设置，通过前期替换部分债权的方式减轻资金支付压力，如重整方案出具后支付60%、销售回款达到一定比例后支付20%，回款达到XX后支付剩余的20%等等。

（2）投资期限：一般3-4年，可以提前偿还共益债；

（3）投资
收益要求：具体一事一议，一般在12%-15%/年左右（AMC成本相对低一些）；

（4）优先权：共益债权优先，并经债权人大会投票通过、法院裁定认可；

（5）退出方式：在扣除税费、保障后续开发的前提下，住宅部分的销售回款先息后本还款。

2. 股权重整部分

（1）股权投资金额：1元-10万元，具体根据项目情况设置；

（2）投资期限：同共益债权投资期限；

（3）浮动收益：通过对赌协议的设置，投资人享受项目净利润的30%-40%的浮动收益，具体根据项目情况设置；

（4）退出方式：共益债权退出后，根据《远期回购协议》将项目公司100%股权以初始收购价格转让实现退出；

（5）风控安排：对项目公司进行股权控制（持股100%），修改或更换公司章程、更换法定代表人、高管等、委派财务人员、更换并控制章证照及银行账户等。

一个人虽然可以走得很快，但是一群人才能真正的走远，特别是在目前房地产市场低迷时期，圈子里相互“抱团”的重要性也越发突出。前路很长，让我们相伴，携手走过当下的至暗时刻。

更多地产与城投平台融资项目的交流和合作欢迎联系西政财富和西政资本。