

智慧投资

土地使用权续期： 对商业地产 投资和定价的影响

VIEWPOINT

随着上世纪九十年代出让的商办用地剩余年期开始减少至20年之内，这一议题在下一个十年将变得更加具有时代意义。

世邦魏理仕研究部
2021年11月

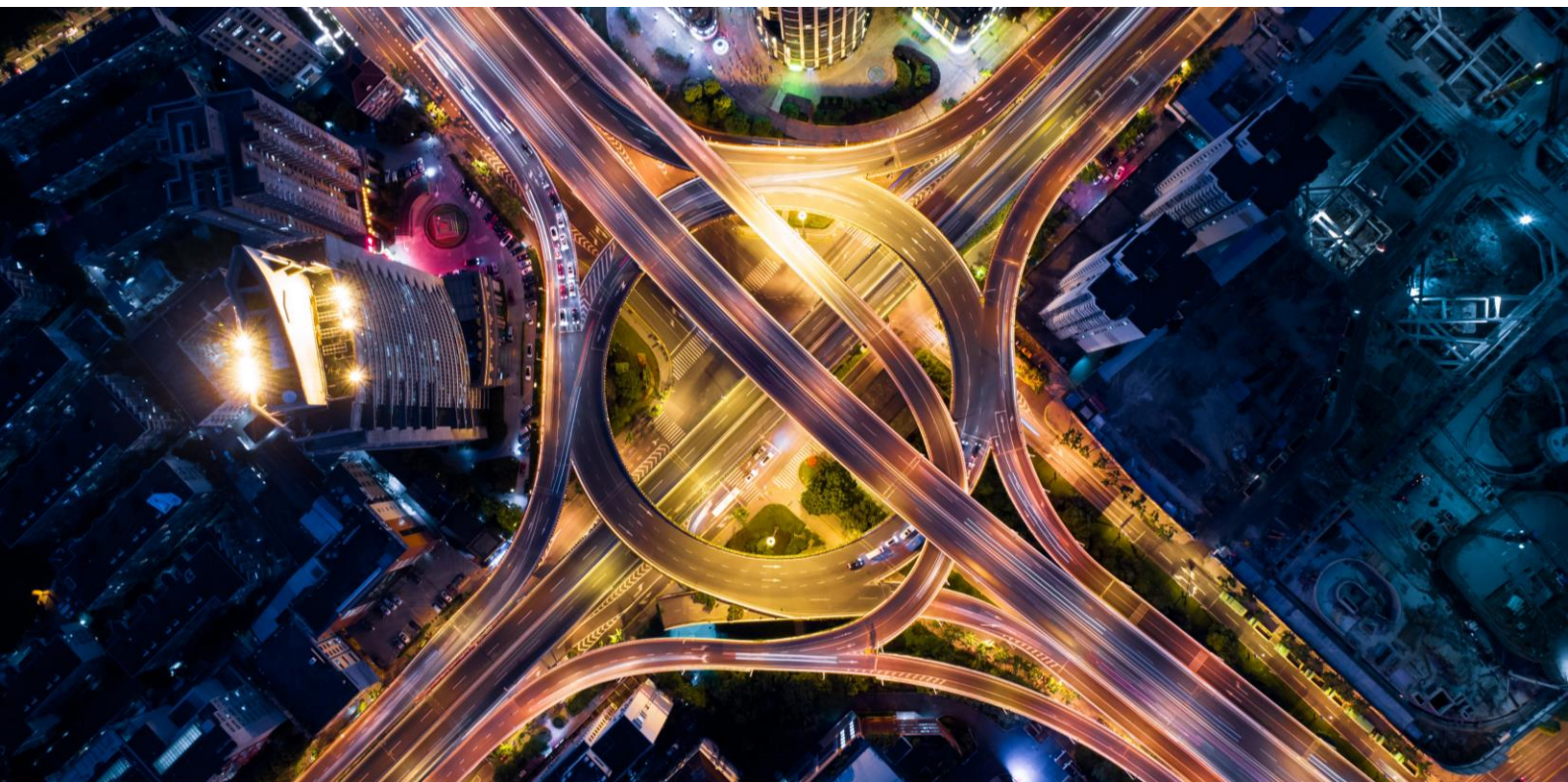


土地使用权到期：未来十年的热点议题

1988年，中国开始允许土地使用权以租赁的形式向私人转让，土地使用年限视土地用途而定；其中商办和工业用地最长使用年限为40-50年，住宅用地最长使用年限为70年。

多年来，土地使用权的到期和续期问题一直缺乏明确的法律框架，也引起了商业地产投资人的重点关注。随着上世纪九十年代出让的商办用地剩余年期开始减少至20年之内，这一议题在下一个十年将变得更加具有时代意义。

据世邦魏理仕预计，至2030年，中国18个主要城市剩余土地使用年限少于20年的单一业权商办物业总面积将增加到约3,000万平方米，其中不仅约70%在一线城市，而且，约70%位于核心区位。随着城市更新今年首次被写进政府工作报告且成为十四五期间的重要议题，建立明确、可行的土地使用权续期机制将至关重要，这不仅能让这些“老旧”物业重获新生并进而成为推动经济升级转型的房地产载体，同时也为投资人带来新的机遇。



中国土地使用权续期的现行规定

城镇住宅用地使用权届满自动续期

根据《民法典》第二编第三分编第十二章第三百五十九条，“住宅建设用地使用权期限届满的，自动续期。续期费用的缴纳或者减免，依照法律、行政法规的规定办理。”

商办用地需在到期前申请有偿续期，但缺少可执行的全国层面指导意见

根据《民法典》第二编第三分编第十二章第三百五十九条，非住宅建设用地使用权期限届满后的续期，依照法律规定办理。该土地上的房屋以及其他不动产的归属，有约定的，按照约定；没有约定或者约定不明确的，依照法律、行政法规的规定办理；并且，《城市房地产管理法》（2019年版）第二章第一节第二十二条规定，土地使用权出让合同约定的使用年限届满，土地使用者需要继续使用土地的，应当不迟于届满前一年申请续期。经批准准予续期的，应当重新签订土地使用权出让合同，依照规定支付土地使用权出让金。

当前，对非住宅建设用地的续期没有明确规定，仅提及续期是可行的。唯一可以确定的是，非住宅建设用地的续期需要补缴土地价款，并且至少提前一年申请。续期（或到期更新）的方式、续期年限和补缴土地价款的具体数额则仍然是未知数。



商办用地续期个案：以深圳和浙江海宁为例

深圳于2004年针对行政划拨用地的续期颁布了《深圳市到期房地产续期若干规定》，规定土地续期可补交地价延至国家规定的最高使用年限，补交地价的数额为相应用途基准地价的**35%**。

在2005年12月和2007年3月，环宇大厦和国际商业大厦北座**1902**房的业主成功申请将土地使用年期从20年（行政划拨用地，用途分别为商业和办公）延长至最高年限40年（商业）和50年（办公）。延期20年或30年的补缴地价按照商业或办公用途基准地价的35%计收。



深圳



浙江海宁

2018年9月，海宁市在浙江省率先出台商办用地使用权到期处理办法，规定商业用地续期期限最长为**20**年，原出让期限与续期期限之和不得超过**40**年。

海宁龙祥大厦的20年划拨土地使用年限于2018年到期，牵涉到众多公寓业主的利益。2018年12月30日，海宁市国土资源局发布预审批公告，宣布龙祥大厦（含龙祥大酒店）土地使用权根据协议出让，续期20年。补缴地价总计2200万元人民币，折合土地单价3,137元/平方米或楼面地价377元/平方米（项目容积率约8.3），约为当地基准地价的**57%**，或折算成楼面地价后的**15%**（该时段年限为40年的商业用地基准楼面地价为2,735元/平方米，设定的容积率为2）。

上述个案中的原始土地均为划拨用地，在补缴不同比例的地价后，仅将年限补足至该类土地用途的法定上限；补缴地价的的标准均锚定当地基准地价，付款方式均为一次性支付，与本文所讨论的公开市场上出让的商办用地（原使用年限40-50年）有偿续期的潜在实践方式有一定相似度。因此，这些先行的尝试可为后续的政策法规框架的制定提供一定的借鉴意义。

土地使用权到期议题对中国商业地产估值和投资的影响

投资人对“老旧”物业投资交易中土地年期问题的关切

越来越多的物业开始老旧

相当一部分一线城市核心区的投资性物业面临剩余土地使用年限不足25年甚至更短的局面。当下，业主日益关注剩余年限问题，并根据各自的投资意愿及风险偏好，来决定是继续持有，还是适时退出。

暂时缺少清晰的、可执行的法律框架

根据新的《民法典》，商办用地的土地使用权可以续期，但并未阐明续期和补地价的具体操作和手续。相应地，投资人（尤其是境外投资人）需要规避的不确定性也在增加。

缺乏土地年期对交易价格影响的实证参照体系

投资人总体看好一线城市内具有稳定现金流或者具备改造增值潜力的项目的投资前景，因此在决策过程中对土地年期影响及处理方式多抱持积极乐观的预期，而较强的市场流动性也能够为投资者提供相应的过往案例用作参考。但这一做法可能并不适用于所有地区、任何板块及全部物业类型，市场整体上尚缺乏分析测算土地年期对交易价格影响的参照体系。世邦魏理仕希望藉此报告为投资市场的各参与方提供一个更清晰的分析框架和局部性的实证依据。



剩余年期和资产价值的速算

一般而言，资产价值可以通过机构投资人广泛认可的简化公式来计算，从数学角度对价值影响的说明如下：

$$\text{资产价值} = \text{营运净收入} / \text{综合资本化率}$$

营运净收入通常取决于物业营运表现及租赁市场状况，综合资本化率则是针对基本资本化率和土地年期系数的综合考量——这一判断通常来自于对大宗交易和投资市场状况的分析。

下面展开讲解这2个影响综合资本化率的关键因素。

- 基本资本化率

基本资本化率来自对投资市场的分析，通常基于对宏观及微观地理差异、物业类型、建筑质量、资产营运表现等所折射出的风险溢价的调整。在此不考虑土地年期的影响。

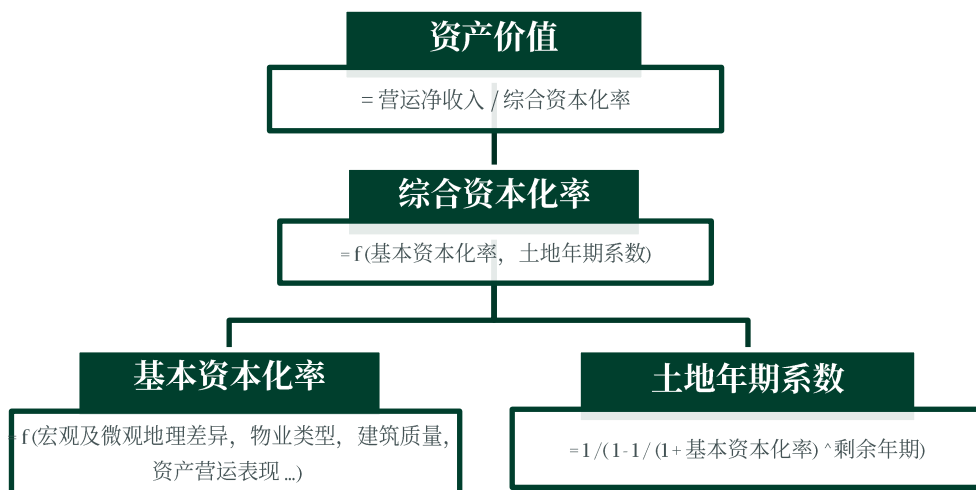
- 土地年期系数

当前中国的城镇土地采用有偿有限期的土地使用权制定，故土地年期系数是影响综合资本化率的重要因素。从方法论角度而言，土地年期系数可通过如下公式计算（假设残值为零）：

$$\text{土地年期系数} = 1 / (1 - 1 / (1 + \text{基本资本化率})^{\text{剩余年期}})$$

不难看出，土地年期系数是一个大于 1.0 的变量，即综合资本化率恒大于基本资本化率，这反映了剩余土地年期问题所产生的额外风险溢价。

图表1：土地剩余年期变化与资产价值的非线性关系图解



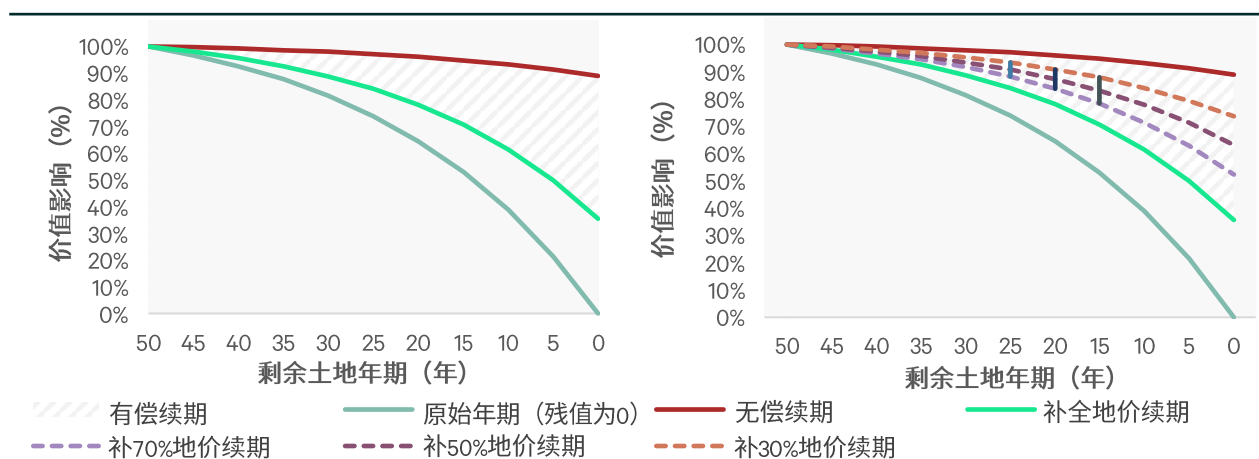
中国国情下土地年期对资产价值的影响

根据上一节的速算公式（假设残值为零），资本化率是资产价值的决定性因素，剩余土地年期越短，价值影响的变化率越大。

鉴于中国的土地使用权制度以及土地续期机制尚不明确，部分境外投资人会在投资测算中做出资产在土地使用权到期时没有残值的审慎设定。然而在实践中，残值为零的假设与实际交易价格存在冲突；且根据最新颁布的2020版《民法典》，商办用地可以根据约定，在到期之前有偿续期。

因此世邦魏理仕认为，体现实践中土地年期价值影响的曲线应落在由代表无偿续期和补全地价续期的曲线为边界的阴影范围内（见图表2左图），其曲率较代表原始年期（残值为零）的曲线更小。

图表2：不同类型土地续期方式下的价值影响



注：上述研究基于假设土地使用年期到期后，物业持有者一次性缴纳市场地价，获得土地使用权续期，续期年限为相应的最高法定年限。

图表2右图中的数条曲线更为具体地反映了在补缴地价的30%、50%、70%设定下的价值影响。尽管价值影响在各条曲线之间的差异起初并不显著，但却随着剩余土地年期的减少开始扩大。这再次凸显了在资产价值骤降（如土地到期前20年）前采取必要措施规避风险的重要性，也与投资人当前针对剩余年期介于20-25年的物业较为审慎的投资意向相一致。

在土地续期不确定性尚未得到妥善解决的情况下，部分境外投资人可能会对涉足剩余年期较短（如少于20年）的资产心存疑虑，而成熟的本土投资人也可能对这些投资机会持谨慎态度。另一方面，此类物业的持有者增加资本性支出的意愿通常较低，并进而影响其资产品质和运营表现，甚至借款人的放款意向。

此外，地价补缴金额、补缴方式、土地价格的增长率及补缴地价折现率等因素，都在影响反映土地年期与物业市场价值关系的曲线曲率。

图表3：作用于物业估值的关键因素及变动方向

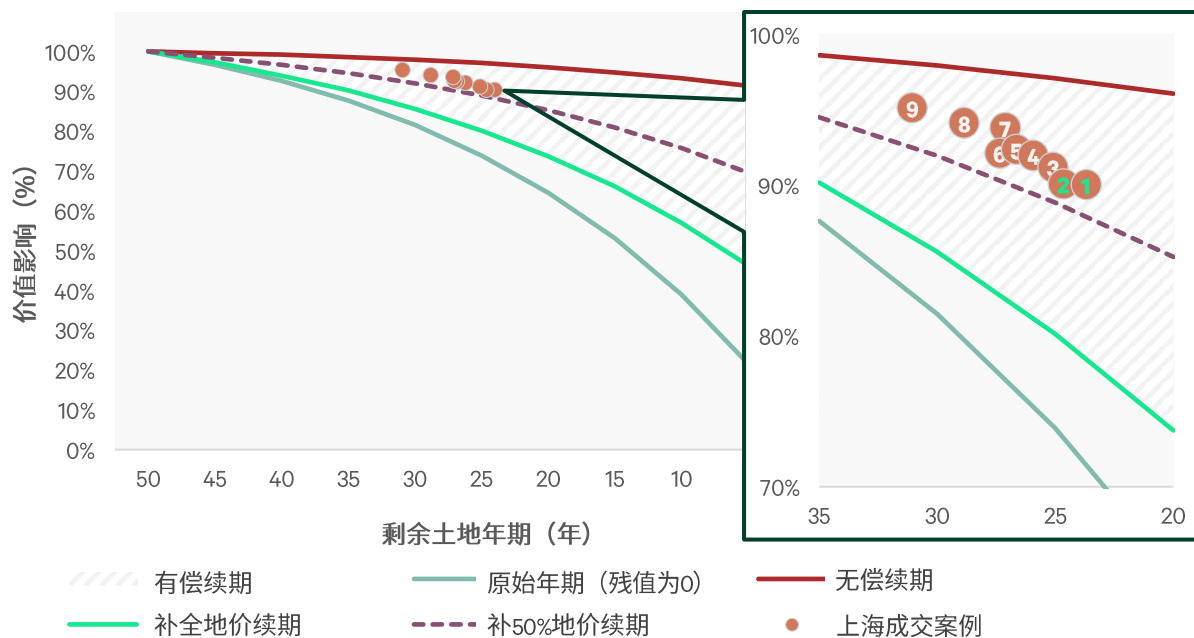
| 影响因素 | 影响方式 | |
|-----------|------|------|
| | 变动 | 物业估值 |
| 市场地价 | ▲ | ▼ |
| 地价补缴比例 | ▲ | ▼ |
| 地价补缴方式 | 趸交 | ▼ |
| | 年交 | ▲ |
| 未来土地价格增长率 | ▲ | ▼ |
| 补缴地价折现率 | ▲ | ▲ |

如图表3，具体而言，若土地市场价格越贵，地价补缴比例越大，未来土地价格增长率越高，补缴地价采用的折现率越低，补缴地价一次付清，则物业当前的估值越低。反之亦然。

当前交易实践中投资人对土地年期和资产价格关系的解读

为研究和理解土地年期在实际交易中对资产价格的影响，图表4选取了过去3年上海核心区标准写字楼的9宗代表性大宗交易，并结合交易当期市场的基本资本化率及其综合资本化率因素对其投资交易价格受剩余土地年期影响的程度进行分析。这些物业的剩余土地年期都在24至30年之间。

图表4：土地年期和资产价格的关系——基于上海大宗写字楼交易的实证研究分析



| 序号 | ① | ② | ③ | ④ | ⑤ | ⑥ | ⑦ | ⑧ | ⑨ |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 剩余土地年期 | 24.0年 | 24.5年 | 25.0年 | 26.0年 | 27.0年 | 27.0年 | 27.0年 | 29.0年 | 31.0年 |
| 成交时间 | Q2 2021 | Q4 2020 | Q1 2019 | Q4 2018 | Q1 2019 | Q1 2018 | Q1 2018 | Q3 2020 | Q1 2018 |

数据来源：世邦魏理仕，2021年11月

注：上述研究基于假设土地使用年期到期后，物业持有者一次性缴纳市场地价，获得土地使用权续期，续期年限为相应的最高法定年限。

上述基于交易实证的分析在很大程度上反映出当下投资人对剩余土地年期与资产价格关系的理解，主要体现在以下三个方面：

1. 当项目的土地剩余年期在25-30年左右时，其对资产价格的影响普遍较小（图表6中的散点更接近“无偿续期”的曲线）；
2. 剩余年期越短，其交易价格中所隐含的补缴地价因素影响越大；
3. 当剩余年期小于25年时，补缴地价因素对交易价格的影响有加速放大迹象

综上所述，投资人对剩余土地年期相对较短的项目保持积极的关注，在对交易定价时基本参照“土地到期可按市场地价的一定折让比例补缴地价续期”的假设，反映出其对于中国商业地产投资前景以及相关土地续期政策未来进一步完善的乐观预期，而近期出现的土地年期小于20年项目的成交个案也进一步证实了上述判断。

但需要指出的是，上述实证分析仅基于所选案例因而具有其局限性，不同城市、区位、物业类型和交易时段均可能对分析结果产生一定影响。与此同时，这也充分表明制定兼具普适性和灵活性的法律和地方性法规，厘清市场对于土地使用权续期相关问题的关切，是商业地产市场未来发展完善的必然要求。



结论和建议

给投资人和业主：迷雾中的三颗“定心丸”

根据本文研究成果，投资人有理由对土地使用权续期保持乐观情绪：

- 根据现有规定、土地续期个案和投资人意向，商办用地在到期前可有偿续期已成为市场共识；
- 商业地产交易双方都将土地年期视为资产定价的关键变量：一般而言，剩余土地年期越短，价值影响越大；
- 目前已知的土地续期实操案例和政策推进体现出因地制宜的特征。

给政策制定和监管机构的建议

相关政府机构在制定土地续期政策的过程中可参考如下思路：

- 鉴于土地使用年限少于20年的商业地产存量预计在未来十年大幅增长，土地使用权续期将成为城市更新中亟待解决的问题；
- 需要进一步出台明晰且可执行的土地使用权续期政策，规定申请续期的流程细节（如续期时长、各类费用的支付方式、补缴地价的评估基准以及一次性支付和分期支付的选择），从而为市场注入信心，让商业地产交易中的定价更加准确，让市场中各类参与者所面临的不确定性得以消解；
- 中国商业地产市场庞大，不同城市的发展阶段、市场表现存在明显差异。在统一的使用权续期机制之外，还应制定因地制宜的解决方案（如2020年自然资源部支持深圳率先探索国有土地使用权续期路径）。

因而，世邦魏理仕建议，建立以国家层面指引性框架为基石，地方层面灵活执行为辅助的法规体系，将是土地使用权续期问题的最优解。

如需获得更多关于研究报告或相关业务信息，敬请联系：

黄新明

皇家特许测量师，香港测量师学会会员，
澳洲房地产学会会员，注册专业测量师
执行董事，估值及咨询服务部负责人 | 大中华区
rita.wong@cbre.com

施艺

副董事，估值及咨询服务部 | 华东区
clara.shi@cbre.com.cn

李奥

资深估价师，估值及咨询服务部 | 华东区
laurent.li@cbre.com.cn

韩艳雯

特许金融分析师，皇家特许测量师，
中国房地产估价师
资深董事，估值及咨询服务部负责人 | 华东区
sunny.han@cbre.com

陆韵青

助理经理，估值及咨询服务部 | 华东区
cindy.lu@cbre.com.cn

谢晨

中国区研究部负责人
sam.xie@cbre.com

免责声明

除非特别注明，本报告的所有信息版权均属世邦魏理仕。世邦魏理仕确信本报告所刊载信息及预测来自可靠来源。本公司不怀疑其准确性，但并未对此资料进行核实，亦不会对资料做出任何保证或陈述。阁下需独立对信息的准确性和完整性作出审查。本报告仅限于世邦魏理仕的客户和专业人士使用，不可作为证券或其它金融产品的买卖依据。世邦魏理仕保留对本报告的所有权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和個人不得以任何形式进行翻版、复制、引用和转载。由于任何人使用或依赖本报告中出现的信息而导致的任何损失和费用，世邦魏理仕概不负责。