

房地产代币化可行性初探

云计算能力和数据共享技术上的突破和进步，彻底改变了信息的收集、处理和传播方式。它们会颠覆社交网络和商业活动在现实世界中的进行方式，也可能在虚拟世界中开辟一系列全新的机会。

最近以百万美元高价成交的元宇宙虚拟土地和数码艺术品，在现实世界中引起轰动和关注。为什么那些现实世界的投资者，愿意花这么多钱来购买这些数码资产，这令人费解。在元宇宙中的虚拟土地，如何为现实世界的投资者创造需求和价值？

今年3月，加密货币从2月的高点狂跌了50%，但并没有造成加密货币市场崩盘，投资者惊慌抛售的现象。难道他们不担心投资会付诸东流吗？

区块链（blockchain）和非同质化代币，又称不可互换型代币（Non-Fungible Token, NFT），是支撑和推动虚拟世界经济活动的两个关键构建块。

一些人通过区块链的技术来存储NFT的数码信息，并使用独一无二的NFT标识，来代表任何实体或虚拟物件图像、画作、录音和文件等。然而，对于许多不熟悉该技术的人来说，这些只是流行术语。

本文旨在解释区块链技术和NFT在推动房地产代币上的功能，这项虚拟技术会否颠覆和牵引实体房地产市场的改革和变迁，会面对哪些潜在风险和未来挑战？

什么是房地产代币化（Real Estate Tokenisation）？

房地产本质上是不流动、不可分割和缺乏流动性的。所谓证券化，首先在美国被采用，最早可追溯到1960年代。它将非流动性的房地产转换为流动性、可交易的证券。其中，证券化也催生了“房地产投资信托”（REIT）的概念。在过程中，它将商业房地产的权益，通过不可分割的REIT单位方式转售，平等分配给投资者，让小户投资者有机会共同拥有资金流商业房地产。

代币化与证券化过程有一些相似之处。在代币化过程中，商业房地产的权益被划分为小单位，并通过数码资产支持证券（digital asset-backed securities, DABS）方式、在区块链平台上发行和分

配。每个单位由虚拟代币，如比特币或以以太币来进行交易。这一种创新融资模式也称作“证券代币通证化发行”（Security Token Offering, STO）。

以下是新加坡一些使用代币证券化来筹集资本市场的资金的案例。

今年5月，CitaDAO通过“引入区块链上的房地产”（Introducing Real Estate On-Chain, IRO）的方式，将新加坡一项工业地产Midview City进行了代币化，并筹集大约62万美元。去年5月，丰树投资公司通过iSTOX平台将其私立的“丰树欧洲收入信托”（Mapletree Europe Income Trust, Merit）的一部分基金代币化。

海峽商行去年也将它们位于澳大利亚墨尔本中央商务区的一栋64层楼的高层住宅开发项目，通过代币化筹集了2400万元。Fraxtor将它们在新加坡的两个重建项目代币化，包括位于西班牙让路的Gloria Mansion永久地契土地，和位于露茜山路（Mount Rosie Road）的地块。

代币化的动机

一些市场人士倡导利用区块链技术来推动房地产代币化，他们不遗余力要带动代币化在资本市场的集资活动，也尝试通过更广泛的“去中心化金融”（Decentralized Finance, Defi）制度，为房地产市场提供多样化的资金来源。

区块链平台不但可以帮助解除房地产的“不流通”属性，也可以帮助释放更多的房地产价值。同时，代币化可减少依赖中介机构，从而降低交易成本，为房地产所有者提供一种更有效的集资方式。

代币化的三个优势，如能好好应用，这个创新融资工具是能与较早流通于市面上的证券化金融工具竞争和互补的。

首先，非同质化代币必须能为房地

创造独特性、稀缺性和不可替代性。其次，应用智能合约——一种不可变的文件，来保护代币投资者对房地产的所有权。第三，“信任”是区块链使用的关键。如同房地产投资信托基金发起人，代币发行人的声誉一样重要，可以给投资者信心。

只要能降低进入门槛并提高效率，代币化能为三个利益相关者带来利益。

对房地产组合管理和赞助商而言，设立房地产投资信托基金的动机并非一次过的集资活动，它能为资产注入创造一条新渠道，活化资产的内部价值。

对于金融科技公司而言，区块链技术可降低散户投资者的进入门槛，使商业地产投资民主化，创造新商机。如代币化的普及化，对金融服务提供商和房地产投资信托基金发起人的业务带来替代性的冲击，可能会产生一些利益冲突和摩擦，影响它们对转移房地产到虚拟平台上的积极性。

对散户投资者而言，他们可以通过小额资本购买代币化的房地产权益，来投资商业房地产。房地产在Defi市场的价格市场波动很大，然而，房地产市场的价格信息是高度不完善和不对称的，代币化的过程可能扩大价格差异化，制造过多的短期套利活动，进而增加市场的系统风险。

这种投资选择可能不适合风险承受能力低的小投资者。近一年来发生的加密货币崩盘现象，警示这些小户房地产代币投资者，必须能接受和面对投资大幅贬值的潜在风险。因此，拥有足够财务缓冲，和能够承担风险的投资者，较适合涉足代币化房地产投资。

目前的虚拟和元宇宙市场是短暂炒作和假象，还是会成为撼动真实市场的一件大事，改变现实世界的黑天鹅？现在做出判断还为时尚早。短期内，我不认为Defi市场可以完全取代现有的房地产资本市场。

作者是新加坡国立大学商学院
房地产系教务长讲座教授
兼城市与地产研究院院长
此文内容纯属作者个人观点
不代表所属大学和研究院立场