

财富永续

房地产投资基金实务

(第二版)

张 健 著

Real Estate Investment Fund
and Its Practice in China

上海财经大学出版社

房地产投资基金实务

(第二版)

张 健 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产投资基金实务/张健著. —2版—上海:上海财经大学出版社,
2008.4

ISBN 978-7-81098-587-1/F·538

I. 房… II. 张… III. 房地产-投资-基金-研究-中国
IV. F299.233.5 F832.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 021073 号

□ 策 划 袁 敏

□ 责任编辑 史亚仙

□ 封面设计 周卫民

□ 版式设计 孙国义

FANGDICHAN TOUZI JIJIN SHIWU
房 地 产 投 资 基 金 实 务
(第二版)

张 健 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竞成印务有限公司印刷装订

2008 年 4 月第 2 版 2008 年 4 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13.25 印张(插页:1) 210 千字
印数 0 001—3 000 定价:25.00 元



作者与美国投资大师吉姆·罗杰斯先生互赠著作



作者为几十家著名企业和高校做企业培训和授课



作者在给清华大学房地产总裁班做报告

第二版自序

几个月前上海财经大学出版社的编辑来电,告知:“2006年4月出版的《房地产投资基金实务》一书已成为我们出版社最畅销书籍之一,且几无库存,望能尽快出第二版,以飨读者。”闻听此言很受鼓舞,但也不出意料,我的《房地产投资基金实务》和《房地产金融实务》等书已连续很长时间在一些著名网站的同主题书籍的全国排名中名列第一或前三位。

幸运的是,我近两年的工作、研究、MBA教学和演讲也与书中的内容直接相关,所以有相当内容增改的此第二版有幸较快出版。近几年来我在清华大学的教学和演讲较多,由此我也希望能达到20世纪20年代曾经任教清华大学的著名教授刘文典先生讲解《红楼梦》的境界和效果。

近来有关房地产投资基金方面有很多讨论,甚至部分房地产和金融企业已有了一些尝试,这是非常好的现象。2007年秋我在中国香港进行演讲,我说香港有首歌叫《十年》,“十年之前我不认识你,你不属于我……十年之后我们是朋友”,我国的房地产业和金融业以此描述非常恰当。

确实,与房地产投资相比,目前我国在房地产金融方面的实践和创新都显得较缓慢,包括很少有可操作和突破性的研究。例如,甚至很多专业人士对房地产投资基金、房地产投资信托基金、私募股权基金、夹层融资和住房抵押贷款证券化等一些基本概念模糊不清,相比国内日益发展的房地产金融形势就显得有些落伍。随着我国在房地产业和金融业方面许多问题的暴露,加上市场对更多投资产品的需求以及进入世界贸易组织后金融业的进一步开放等,关于房地产金融方面的许多工作和知识亟待更新。

目前,我国房地产金融市场状况同美国 20 世纪 60 年代初出台《房地产投资信托基金法》和日本 20 世纪 80 年代后期情况有些相似,当时银行大量资金流向房地产,同时房价上升较快。这些资金容易形成银行的不良资产,使银行经营孕育很大风险,并促使银行在借贷上出现越来越多的限制。因此,我们站在“历史的肩膀上”,建立、完善和发展我国自身的房地产金融市场和体系已是当务之急。

世界经济论坛(World Economic Forum)发表的《2007~2008 年度全球竞争力报告》显示,美国从 2006 年的第 6 位提升到第 1 位,成为世界最有竞争力的经济体。中国的排名由 2006 年的第 54 位上升至第 34 位,超过印度、俄罗斯和巴西,在“金砖四国”中处于领先地位。但该报告同时指出中国有三个明显需要注意的弱点:金融市场、高等教育培训以及公共和私人机构的质量。报告认为,中国金融市场的成熟性只能排名第 118 位,在银行系统的完善、法制制度建设、对资本流动的限制程度和证券市场规则方面都还比较落后。

而事实上,房地产投资基金在房地产和金融方面的应用,其道理并不晦涩难懂,可以说是相当简单和直接。以房地产投资信托基金为例,记得 1997 年我在全球最大的房地产投资集团之一的联胜(Lend Lease)集团任职时,直接参与了澳大利亚悉尼市中心情人湾(Darling Park)的办公楼综合项目,作为当时澳大利亚最大的房地产投资信托——综合物业信托(General Property Trust, GPT)的管理者,联胜集团将还未建完的办公楼进行潜在租客的租赁谈判,在办公楼建完后再将此办公楼整体在澳大利亚证券交易所(Australia Stock Exchange)上市,它就成了房地产投资信托基金(在澳大利亚被称为 Listed Property Trust),这样一来开发商可以很快回笼大笔资金,个人和机构投资者可以有较好的投资产品并有机会共享资产升值和租金收入。当然,在这一过程中许多其他机构包括投资银行、评估公司和房地产中介公司等也发挥了一定的作用。由于澳大利亚有近四十年的房地产投资信托基金的经验并且法制较齐全,这样的运作方式是很自然的,反过来它对房地产业和金融业也产生积极作用。

2008 年 3 月,有报道称,银监会一位人士透露我国有关部门正在起草信托公司开展房地产投资信托基金业务的相关管理办法征求意见稿,虽距

正式出台尚有时日,但相信也为期不远。

近十年来我的工作也与房地产投资基金有密切的关系,包括美国、澳大利亚、新加坡、欧洲以及亚洲其他部分国家和地区房地产投资基金直接工作的经验和研究,其中在澳大利亚最大的投资银行麦格理银行(Macquarie Bank)任职,直接参与海外房地产基金在中国房地产市场的投资,而且在十多年以前就已投资银行家信托(Bankers Trust)的房地产基金产品,同时也亲身参与和经历了我国近阶段房地产的高潮和低潮,对房地产和金融业在中国的运作和发展有较深的体会和感想。

此书第一版受到了各方面领导、专家和读者的欢迎。许多读者(包括来自哈尔滨、沈阳、北京、西安、济南、成都、南京、上海、杭州、广州、深圳、纽约、中国台湾、中国香港和新加坡等的海内外人士)与我联系;美国花旗银行的一位资深投资银行家去年在国际房地产投资论坛上特别向他的同行推荐并称此书是中国房地产金融类的最佳书籍;国内著名信托公司的老总作为读者和朋友特地亲自拜访;还有美国和新加坡房地产投资者在纽约和新加坡买了此书并与我联系;也有国内著名大学将其作为教科书;等等。作为一名房地产专业人士,能获如此荣誉,感觉非常荣幸和鼓舞,并在此表示感谢。

在完成这样一本较全面和较有深度的书籍中,得到了许多人的帮助和支持,澳大利亚房地产研究论坛委员会的主要成员戴维·希金斯(David Higgins)博士,多年来一直给予我许多目前世界上最先进的房地产投资基金方面的信息。彼得·万克斯曼(Peter Waxman)博士多年来提供房地产方面信息和写作的帮助。在联胜集团和麦格理银行工作时的同事、我十多年前在澳大利亚西悉尼大学的导师格瑞姆·纽厄尔(Graeme Newell)教授和陈学基博士、浙江大学东南土地管理学院吴次芳院长、上海万科房地产有限公司郑康瑞副总经理、上海伟历信工程咨询有限公司总经理狄云馨老师、新汉业不动产机构的魏文生董事长、东方华银律师事务所合伙人吴东桓律师以及其他所有帮助过我的朋友,是你们使我的工作变得更加专业以及使我更加自信,在这里一并致以衷心的感谢,我们的友谊也将是一种珍贵的财富并将永续。最后也是最重要的是,我要感谢我的家人对我的支持。

话说回来,本文开始提及清华大学刘文典教授讲解《红楼梦》;另外,上世纪我国最著名的女作家之一的张爱玲,在她 1977 年由皇冠出版社出版《红楼梦魇》自序中提到“近人的考据都是站着看——来不及坐下”,这是否对我们研究房地产投资基金方面也有启示呢?

作者

2008 年 4 月

前 言

我们知道,房地产业对中国来说是一个新兴的行业。在最近十多年的发展中,它对国家经济和人民生活的改善做出了有目共睹的贡献。但同时暴露出了很多问题,并对我们提出了很大的挑战,这些问题包括房产价格上下波动太大、开发商融资渠道单一、银行的贷款风险大、一般大众和机构投资者可投资产品少等,具体也反映在目前一些地方房价是否太高、一般百姓的买房承受力、供应和需求的矛盾、行业操作的某些不规范等问题。

确实,目前我国房地产金融市场结构单一,没有形成完整的房地产金融体系,包括缺乏多层次的房地产金融市场机构体系,缺乏多元化、规范化的房地产金融市场体系,缺乏独立、有效的房地产金融市场中服务体系。长期以来,采用银行贷款的方式进行融资一直是我国房地产公司主要的融资渠道,大约 70% 的房地产开发资金来自银行贷款的支持,房地产开发商和投资者都非常依赖银行贷款,一旦房地产市场有大的波动,对各个方面伤害很大。而房地产投资基金在办公楼、商场和住宅项目等方面的应用应该会对整个房地产和金融市场起到积极正面的作用。

房地产投资基金通过集合社会资金,使用专业人士投资和经营管理,为房地产投资者(包括中小投资者)参与房地产投资和收益分配提供了现实途径,而且也可以解决房地产公司的外部融资渠道单一和融资难等问题,以及促进房地产业的资金结构和产品结构的优化,并可以促进房地产企业的规范化操作。截至 2007 年 12 月末,我国城乡居民储蓄余额已达 17 万亿元,我国应建立自己的多种房地产投资产品,将其中的一部分资金吸引到房地产业上来,使房地产投资基金成为房地产业的重要融资渠道。

本书的一个特点是介绍人们非常关心的有关房地产投资基金的基本概念和国际方面的信息,并对照目前我国的一些情况展开深入讨论;力图客观、科学地分析它们在我国房地产业发展中存在的作用、机会和风险。另一个特点是介绍国外房地产投资基金的一般操作方式及其在我国运作的情况,并通过案例分析加以更加明确的表达,希望能使读者受益。

第一章介绍我国目前的房地产金融情况,指出房地产金融对投资者、房地产投资产品及房地产业健康发展的重要性。第二章介绍和讨论房地产直接投资和间接投资的特点,使读者进一步认识到房地产直接投资的一些弱点并可以通过间接投资来克服它们。第三章介绍房地产投资信托基金的具体概念、特征及成立的意义。在第四章中回顾我国房地产信托多年来的发展和目前的情况,以及说明推出我国的房地产投资信托基金的重要意义及其发展前景。

接着在第五章、第六章和第七章介绍其他国家和地区(主要是欧美、部分亚洲国家和地区)私募房地产投资基金、房地产夹层基金和对冲基金房地产投资的运作情况,并结合我国目前的房地产市场和产业基金情况进行分析。第八章讨论和分析在我国的海外房地产投资基金,包括它们的分类、具体运作和特点。第九章介绍在我国成功运作的海外房地产投资基金典型项目的案例分析,以使我们对房地产投资基金有更深入的了解和体会。

本书通过许多海内外直接的市场操作方面经验和理论知识对中国的房地产投资基金市场作出较全面系统的分析研究,对目前我国的房地产个人投资者,房地产机构投资者(信托公司、保险公司、基金公司和投资公司)以及房地产公司等房地产投资信托方面有强烈兴趣的议题进行了较详尽的介绍和讨论,同时也考虑和照顾到许多一般大众对这方面知识的需求。希望本书能提升广大读者对房地产投资基金的兴趣和关注,同时为许多房地产和金融专业人士提供较完整、及时的知识和意见,并相信本书能满足一般房地产投资者、房地产从业人员、广大白领和中产阶级、大学生等专业和 non 专业人士的需求。

目 录

第二版自序	1
前言	1
第一章 房地产金融	1
房地产金融的概念和内容	2
房地产金融的概念	2
房地产投资和房地产金融	2
房地产、金融和经济	3
我国房地产金融现状和困境	6
房地产融资方式少	6
银行的房地产不良贷款	7
立法、监管和信用体系不完善	7
我国房地产企业和个人融资	8
银行贷款	8
上市融资	10
债券融资	12
房地产信托	14
海外基金	15
其他企业融资方式	16
个人房产贷款	16

我国和部分国家房贷情况比较	20
第二章 房地产直接投资和间接投资	23
房地产直接投资和间接投资简介	23
房地产直接投资的优点	25
资产增值	25
对抗通货膨胀	26
自住房的税务优惠	26
现金流收入	27
较好的回报率	27
拥有房产的自豪感	27
积累财富的方法	28
再投资的保证	28
较安全的投资	29
财务杠杆作用	29
退休后生活的保障	29
房地产直接投资的弱点	30
流动性较差	30
买卖成本较高和管理成本较大	30
资金的要求较高	30
投资风险较大	31
专业性不强	31
房地产间接投资的特点	32
流动性	32
买卖和管理成本	33
资金的要求	33
降低风险的投资组合多样化	33
专业性	33
税收优惠	34
完全控制性	34

信托管理人职业道德和专业能力的风险和危机	34
信托管理费用	34
建立我国房地产投资基金的意义	35
房地产个人投资者	35
房地产机构投资者	36
房地产公司	37
商业银行	38
证券市场	39
建立我国房地产投资基金要考虑的因素	39
发展我国房地产投资基金立法	39
吸取股票市场和信托市场的教训	40
增强投资安全性	41
培养房地产投资基金的专业人才	42

第三章 房地产投资信托基金及其在世界主要国家与地区的情况和

案例分析	43
房地产投资信托的概念和特征	44
房地产投资信托	44
房地产投资信托结构和类型	45
房地产投资信托的价格	48
良好的房地产投资信托的特征	49
税收优惠举例	49
房地产投资信托与房地产股票的比较	50
美国房地产投资信托基金	50
美国房地产投资信托的历史和现状	50
如何投资房地产投资信托	56
美国房地产投资信托的分类	58
多元化组合和回报较高的投资	59
住房抵押贷款资产证券化	59
美国机构投资者投资房地产投资信托基金	60

退休基金	60
保险公司	62
共同基金	63
新加坡房地产投资信托基金	65
新加坡房地产投资信托基金简介	66
新加坡房地产投资信托的主要特点	68
香港房地产投资信托基金	69
《房地产投资信托基金守则》及其特点和影响	69
《关于证监会认可的房地产基金的海外投资的应用指引草拟本的 咨询总结》等及其特点和影响	72
领汇房地产投资信托和泓富产业信托	73
香港七只房地产投资信托的表现	76
香港房地产投资信托的主要条件和特点	77
澳大利亚房地产投资信托基金	77
其他国家和地区房地产投资信托基金	79
 第四章 我国房地产信托及其前景和案例分析	83
我国房地产信托融资简介	84
我国房地产信托的发展	84
我国房地产信托的需求	87
我国房地产信托的融资成本和回报	89
信托公司对融资的要求	89
房地产信托产品的回报	90
购买房地产信托计划注意事项	90
我国房地产信托的前景	93
《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法(征求意见稿)》	93
海外上市	97
我国住房抵押贷款证券化	99
我国住房抵押贷款证券化的发展	99
我国住房抵押贷款证券化的前景	102

第五章 私募房地产投资基金	105
私募房地产投资基金的概念和内容.....	106
公募与私募.....	106
私募股权投资.....	107
私募房地产投资基金.....	108
美国私募房地产投资基金在中国的实践简介.....	111
洛克菲勒集团.....	111
凯雷集团.....	112
柯罗尼资本集团	113
我国私募房地产投资基金的现状和前景.....	113
我国产业基金现状.....	113
我国私募房地产投资基金的前景.....	115
 第六章 房地产夹层基金	117
房地产夹层基金的概念和内容.....	118
房地产夹层基金的概念.....	118
房地产夹层基金的内容.....	120
几种房地产融资方式的一些特性比较.....	120
美国房地产夹层融资的发展及案例分析.....	122
美国夹层融资的发展和特点.....	122
美国房地产夹层融资的发展和特点.....	125
美国房地产夹层融资案例分析.....	131
我国房地产夹层融资和夹层基金的前景.....	133
我国房地产夹层融资的需求.....	133
完善退出机制,加强风险管理和专业机构参与	135
 第七章 对冲基金房地产投资	137
对冲基金简介.....	138
对冲基金的概念和发展.....	138
对冲基金的特点.....	139

对冲基金房地产投资·····	140
对冲基金房地产间接投资——美国房地产次级债券危机解读·····	141
次级抵押贷款的概念·····	141
次级债券的形成和流通过程·····	142
房地产次级债券危机爆发和蔓延·····	144
对冲基金与房地产次级债券危机·····	145
危机对美国及全球经济的影响·····	146
美国房地产次级债券危机对我国的影响和借鉴意义·····	147
第八章 我国的海外房地产投资基金及案例分析·····	151
外资对我国的房地产投资·····	152
外资近几年在中国投资情况简介·····	152
外资与人民币升值·····	154
外资在我国的困境·····	155
我国的海外房地产投资基金的特点·····	157
我国的海外房地产投资基金对项目 and 国内合作方的 基本要求·····	157
海外房地产投资信托基金在国外和中国市场的比较·····	158
我国的海外房地产投资基金分类·····	159
房地产开发基金·····	160
房地产投资信托·····	160
我国的海外房地产投资基金简介·····	160
摩根士丹利·····	160
高盛·····	162
美林·····	162
摩根大通·····	162
雷曼兄弟·····	163
普洛斯集团·····	163
麦格理银行·····	163
荷兰国际集团·····	165

德国 Hypo 房地产银行	166
德意志银行	166
新加坡政府投资公司	167
嘉德置地	168
腾飞集团	170
 第九章 在我国成功运作的海外房地产投资基金典型项目	
案例分析	172
房地产投资基金建立的一般要求和条件	172
房地产投资基金和项目的运作	173
基金投资结构	173
项目可行性报告提纲	173
基金和项目的关系	174
投资基金和现金流量的安排	174
投资经理应具备的主要能力	176
投资基金对投资报告的要求	176
独立的项目评估	176
公司的核心和优势	176
每一只投资基金的要求和特殊性	177
风险分析和控制	177
外汇风险	177
政府批文与合同	177
市场	178
税收	178
当地合作方	178
撤资风险	178
其他	178
C 公司房地产投资银行服务及案例分析	178
项目背景和选择	178
可行性分析和实施	179