



财政金融研究丛书

CAIZHENG JINRONG YANJIU CONGSHU

FAGNDICHAN TOURONGZ
MOSHI CHUANGXIN

房地产投融资 模式创新

——基于REITs视角的分析

JIYU REITs SHIJIAO DE FENXI

葛红玲◎著



知识产权出版社

FAGNDICHAN TOURONGZI
MOSHI CHUANGXIN

北京市财政金融协调战略
研究创新团队资助项目

房地产投融资 模式创新

——基于REITs视角的分析

JIYU REITs SHIJIAO DE FENXI

葛红玲◎著



知识产权出版社

内容简介

随着我国经济的快速发展,我国房地产业正呈现出日益迅猛的发展态势,强力推进着我国房地产金融的创新。房地产投资信托基金——一个具有百年历史、五十年发展历程的国际金融新工具,在中国开始受到越来越多的关注。本书以房地产投资信托基金为研究视角,探讨我国房地产投融资模式的创新问题。

责任编辑:兰 涛

图书在版编目(CIP)数据

房地产投融资模式创新:基于 REITs 视角的分析/葛红玲著. —北京:知识产权出版社, 2008. 11

ISBN 978-7-80247-188-7

I. 房… II. 葛… III. ①房地产—投资—研究—中国
②房地产—融资—研究—中国 IV. F299. 233. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 156611 号

房地产投融资模式创新——基于 REITs 视角的分析

Fangdichan Tourongzi Moshi ChuangXin

葛红玲 著

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编:100088

网 址:<http://www.ipph.cn>

邮 箱:bjb@cnipr.com

发行电话:010-82000893 82000860 转 8101

传 真:010-82000860-8325

责编电话:010-82000860-8325

责编邮箱:lantao@cnipr.com

印 刷:知识产权出版社电子印制中心

经 销:新华书店及相关销售网点

开 本:880mm×1230mm 1/32

印 张:11.875

版 次:2009 年 1 月第 1 版

印 次:2009 年 1 月第 2 次印刷

字 数:280 千字

定 价:32.00 元

ISBN 978-7-80247-188-7/F·208 (2227)

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及意义.....	1
第二节 国内外 REITs 的研究现状及相关 文献综述	16
第三节 本书的研究思路、创新点及方法.....	30
第二章 房地产投融资的基础理论研究	37
第一节 房地产与金融的关系分析	37
第二节 投资理论与房地产投资	41
第三节 融资理论与房地产融资	57
第四节 信托理论与房地产投资信托	66
第三章 房地产投资信托的基本理论 及产生发展	74
第一节 房地产投资信托的含义及特点	74
第二节 房地产投资信托的基本类型	82
第三节 房地产投资信托的组织结构与运作流程	89
第四节 房地产投资信托的起源与发展	96
第四章 房地产投资信托的优劣比较分析	113
第一节 从投资者角度分析房地产 投资信托的优势.....	113
第二节 从筹资者角度分析房地产	



投资信托的优势·····	126
第三节 从金融市场角度分析房地产 投资信托的优势·····	130
第四节 房地产投资信托的缺陷分析·····	137
第五章 房地产投资信托委托代理关系分析·····	140
第一节 房地产投资信托委托代理关系的 一般性分析·····	141
第二节 房地产投资信托委托代理关系的 理论分析·····	148
第三节 资金信托计划委托代理关系案例分析 ——上海国际大厦项目·····	165
第四节 针对房地产投资信托委托代理 风险的对策·····	168
第六章 我国房地产投融资体制的变迁及现状·····	176
第一节 我国投融资体制改革·····	176
第二节 我国房地产投资体制改革与变迁·····	187
第三节 我国房地产业投融资现状·····	200
第四节 我国房地产企业融资存在的问题及原因·····	216
第七章 我国发展房地产投资信托基金 的必要性和可行性·····	228
第一节 我国发展房地产投资信托的必要性分析·····	228
第二节 我国发展房地产投资信托的可行性分析·····	246
第三节 我国发展房地产投资信托实践及案例·····	274
第四节 我国房地产投资信托发展中 存在的问题及障碍·····	284
第八章 海外房地产投资信托模式及借鉴 ·····	288
第一节 美国房地产融资模式·····	288

第二节 亚洲房地产融资模式·····	303
第三节 美国、亚洲房地产投融资模式比较与借鉴 ···	309
第九章 我国发展房地产投资信托的思路 及路径选择·····	323
第一节 我国发展房地产投资信托的原则·····	323
第二节 房地产投资信托运行模式的具体选择·····	327
第三节 我国建立房地产投资信托的路径选择·····	335
第十章 我国发展房地产投资信托的环境支持·····	338
第一节 政策环境支持·····	338
第二节 法律环境支持·····	340
第三节 市场环境支持·····	353
参考文献·····	365
后 记·····	371

第一章 总论

随着我国经济的快速发展，我国房地产业正呈现出日益迅猛的发展趋势，作为资金密集型产业，现有投融资体制安排的不适应性也日益显现，房地产业蓬勃的发展态势强力推进着我国房地产金融的创新。“房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust, REITs）”——一个具有百年历史、五十年发展历程的国际金融新工具，在中国开始受到越来越多的关注。本书以房地产投资信托基金 REITs 为研究视角，探讨我国房地产投融资模式创新问题。

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

1. 我国房地产业快速发展，在国民经济中具有举足轻重的地位

各国经济发展的经验表明，房地产业是一国国民经济的重要组成部分，在一国经济中具有举足轻重的地位，它对投资、消费、金融等部门和领域具有高度的相关性和带动性，也往往成为一国经济增长或经济衰退的始动因和风向标。2007 年全球房地产直接投资同比增长 8% 并创下 7 590 亿美元的历史最



高纪录，对推动全球经济发展发挥了重要作用。

改革开放以来，我国的房地产业从无到有，伴随着国民经济的增长快速成长，经过 20 多年的发展，房地产业在拉动国民经济增长方面的作用越来越大，在国民经济中的支柱地位也逐渐确立。2007 年，房地产业投资额达到 28 543 亿元，比上年增长了 32.2%，超过全社会固定资产投资增长比率 7.4 个百分点，占全社会固定资产投资比重的 20.8%，这一比例在 2005 年是 17.92%，这说明房地产业在国民经济中的作用日益显著。2007 年，全国房地产开发投资 25 280 亿元，其中，商品住宅投资 18 010 亿元，比上年增长了 32.1%；商品房竣工面积达到 58 236 平方米，增长 4.3%；商品房销售面积 76 193 万平方米，增长 23.2%^①。房地产业的发展繁荣了我国房地产市场，使人们的居住水平得到快速提升，城市基础设施水平和商业环境硬件也相应得到了很大的提高。同时，房地产业的快速发展也产生了巨大的资金需求。

2. 房地产业发展中面临着融资约束的瓶颈

作为高风险的资金密集型产业，健全、完善、有效的投融资机制是保证房地产业健康发展的重要前提。然而，随着我国房地产业的快速发展，一些深层次的矛盾和问题也开始显露出来，房地产融资就是其中最为突出的一个问题。在房地产开发建设过程中，基于房地产投资自身的特点，存在着资金需求量大与自我积累有限的矛盾，开发环节资金投入集中与资金来源分散的矛盾以及资金供给渠道短缺与投资需求旺盛并存的矛盾。在现有的房地产投融资体制和金融市场环境下，房地产融

① 数据来源：国家统计局网站 2007 年统计公报。

资渠道有限,融资结构失衡,股票、债券、基金融资比例较低,房地产投资高度依赖银行贷款,虽然目前房地产企业的融资渠道包括银行贷款、发行股票融资、发行债券融资、自有资金、预收账款、合作开发等多种方式,但在实际操作中,银行贷款是最主要的融资渠道,我国房地产业的融资结构中直接和间接来自于银行贷款的比重大约占 55%^①,超过 30%~40% 的国际水平。这种以银行贷款为主的融资状况对房地产业和金融业都有不利影响,伴随着央行进一步紧缩银根,不仅使房地产业面临着极大的融资压力,负债率居高不下,而且也会增加银行系统的金融风险,商业银行的大量贷款投放于房地产项目,使其易受房地产业的牵连而面临较大的风险,很容易出现一荣俱荣、一损俱损的局面,增加了银行系统的脆弱性。

2008 年上半年宏观调控政策依然紧缩,据有关研究人员测算^②,房地产开发投资将存在约 4 000 亿元的资金缺口无法落实。研究人员按照 2007 年的水平估算,2008 年全年的房地产开发贷款总额预计在 6 000 亿元的规模,个人按揭贷款的总额约为 5 000 亿元的规模,从 QFII 批准额度通过股市投资于房地产的外资 1 月~4 月的数据看为 150 亿元左右,再加上可能通过增发等手段筹集的资金,总计在 1.6 万亿元上下的水平。综合 2005 年~2007 年的情况以及 2008 年 1 月~4 月的上市公司开复工面积、土地储备总量等数据进行测算,仅房地产行业上市公司需要投入开发的资金总额就在 2 万亿元左右,其

① 中国人民银行房地产金融分析小组. 2004 中国房地产金融报告 [N/OL]. <http://www.finance.sina.com.cn>, 2005-08-15.

② 该结果由北京师范大学钟伟教授测算,来源于 <http://www.sina.com.cn>, 中国经营报, 2008-06-21.

中大约有 4000 亿元的资金缺口出现,也就是说相当于一年房地产所需投资总额的 1/5 资金尚处于缺口状态。可见,房地产融资需求迫切,但金融市场不能匹配。

3. 房地产投资需求旺盛,但缺乏有效的投资途径和工具

房地产既是消费品,也是投资品,而对于我国的广大居民来说,无论是作为消费品还是作为投资品,对房地产都存在巨大的需求潜力。首先,作为投资品,从资金供给角度来看,改革开放为我国积累了巨大的社会财富,而在社会财富不断积累的过程中,伴随着的是民间资本的日益增大。2007 年,中国城乡居民储蓄存款余额达到 176 213 亿元,比 2006 年增长 5.8%。在民间资本不断积累壮大到一定数量后,它必然需要相应的释放渠道,广大居民的投资需求日益强烈;另外,伴随着中国保险市场的发展和我国养老保障制度的改革,中国的机构投资者日益成型,保险公司、社保基金等机构投资者增强了对低风险、高收益投资产品的需求。但是,目前可供民间个人资本和机构投资者投资的渠道极为狭窄,民间资本资源没有得到有效运用。我国资本市场的投资产品数量有限,而且存在结构缺陷:第一,投资产品风险结构倒置,高风险产品占主要地位,低风险产品种类、数量都较少。目前我国证券市场的可交易品种中,大约 80% 为风险较高的股权类产品,只有大约 20% 为债券类低风险的产品,这种投资产品的风险结构极不合理,与广大投资者的长期理财需求不匹配。第二,低风险产品品种单一,只有少量流动性较差的国债及少量的企业债、金融债、可转债,远远不能满足广大投资者的投资理财需求。因此,有侧重地发展低风险投资产品,尽快使我国资本市场的

产品结构趋于合理，也是我国资本市场发展的重点之一。房地产的保值、增值特性为资本市场投资产品创新提供了基础，迫切需要开发和创新。

从消费品角度看，自 1998 年以来，我国每年以超过 1 个~2 个百分点的速度推进城市化，据估计，2020 年以前，我国的城市化率都将保持较快的增长。在城市化进程中，大量人口进城居住、就业，将形成巨大的住房需求。从消费结构升级的趋势来看，随着城镇居民收入水平的不断提高，居民消费的重点已经转向住、行、教育等方面，这将较大幅度地提高住房消费在居民消费中的比例，增加住房消费的需求总量。

可见，无论是个人投资者还是机构投资者对房地产的投资需求都十分旺盛。但目前金融市场能够提供的投资方式单一，投资途径有限，缺乏有效的投资工具，投融资体制陈旧，不能适应新的经济形势和市场环境下对房地产投资和融资的需要。2003 年 6 月以来，央行出台了一系列加强房地产信贷的政策，房地产企业投融资矛盾加剧。大城市房地产业发展迅速，房地产需求一直旺盛，上述问题更为突出，由于资金的约束，许多开发企业面临着整合、被收购等生存困境，供给受到影响，房地产的供求出现紧张局面，从而导致房价连续、快速的上升。

4. 紧缩调控政策加剧了房地产业投融资的矛盾

在房地产业繁荣发展的过程中，一些城市房地产投资增长过快，房地产开发规模过大，导致房地产市场供过于求，空置房增加；与此同时，一些城市房地产价格上涨过快，远远高于居民人均可支配收入增幅。针对这些情况，2001 年以来，国家先后出台一系列政策措施，旨在通过严控房地产开发贷款，遏制房地产投资过热。2003 年 6 月 5 日，中国人民银行发布



了《关于进一步加强房地产信贷的通知》(一般称为“121”号文件)。2004年4月,国务院又下发通知“将房地产开发固定资产投资项目资本金比例从20%提高到35%及以上”。2007年以来,国家对房地产价格的调控从以需求调控为主转向增加供给、改善供给结构,加大了对经济适用房建设的支持。2008年,小户型、经济适用房和廉租房等建设受到政策的支持,成为房地产开发投资增长的主要动力。但同时,由于房地产市场风险逐渐显现,加上美国次级贷款危机对我国起到一定的警示作用,中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)等管理部门再次加大了对房地产贷款的审查力度,提高第二套住房贷款首付比例和其他审慎贷款政策,这对开发商和购房者的资金来源都产生一定限制。2007年12月的金融会议以及人民银行又陆续出台关于房地产住宅行业的有关金融政策。

在经历了这一系列政策变动后,常规的银行融资渠道的门槛大大提高,使得房地产开发企业一直面临资金短缺的问题更加突出。即使在货币紧缩的形势下,房地产投资也继续保持了较快的增长势头,2007年全年房地产投资增长30.2%左右,预计2008年房地产投资增速将有所放缓,但仍将维持在25%左右。因此如何构建渠道多元化、高效并且有利于风险分散的房地产金融成为我国房地产发展一个亟待解决的问题,房地产行业迫切需要银行外的融资渠道,以解决开发和经营的资金问题。

5. 房地产企业积极寻求新的投融资模式

在货币从紧的情况下,房地产业进入洗牌阶段,以现金为主成为目前房地产企业的主要理念。在这种背景下,迫使房地产开发企业调整战略,融资渠道和现金流成为经营活动的主线。以泰亚洲公司为例,原来是以土地为主,把土地筹备这一块放在主要战略首位,因为在中国香港和境外的资本市场,土

地储备是估值的重要部分,2008年公司首先对整个战略计划进行调整,主要是以现金、以拓展自己的融资渠道作为首位战略。原来获取的土地价值比较低,一直追求着利润最大化,通过这次房地产市场的调整,现在则追求现金流快速周转,将存量变成现金。在某些情况下不是追求房地产的利润,而是追求产品的消化速度。与此同时,积极调整融资模式,原来公司主要是依靠银行融资,现在商业银行对房地产企业按揭贷款以及开发贷款门槛都提高了,并且,商业银行开发贷款是短贷长投,商业银行开发贷款大多只有一年至两年,房地产行业周期比较长,这对开发也是资金瓶颈。因此,积极开拓基金、信托等融资渠道,大力发挥上市公司利用资本市场增发等渠道筹资成为主要任务。

自2003年以来,房地产开发企业纷纷把目光投向了房地产信托。2002年7月28日,“新上海国际大厦资金信托计划”——中国第一支房地产信托产品问世,国内的房地产信托产品便呈现快速发展的态势,人们也对之寄予厚望。然而由于目前信托公司为房地产业的融资主要是提供过桥贷款,为了防范风险,中国人民银行于2005年9月颁布“212”号文件,对贷款性质的信托产品进行规范:只有在自有资金超过35%、四证齐全、二级以上开发资质的三种条件齐备情况下,才能发行房地产信托,这一文件又大幅提升了房地产企业利用信托融资的门槛。

面对国内紧缩性的金融调控政策,自2006年下半年以来,房地产开发投资资金来源中利用外资步伐明显加快。2006年,利用外资同比增长53%,增速较2005年增加42.6个百分点;2007年以来,国内房地产开发利用外资的增速一直保持在60%以上,1月~8月,利用外资总额371.08亿元,同比增长



65.9%，相当于银行贷款增速的2倍。

同时，有迹象表明，进入我国房地产市场的外资特别是海外房地产基金有较大幅度的提高，海外基金正在加快我国房地产市场的扩张步伐，尤其是在人民币升值后。国家外汇管理局《2005年中国国际收支报告》数据显示，2005年，外商来华直接投资净流入791亿美元，增长44%。其中，境外机构购买建筑物34亿美元^①。另据国际著名地产基金管理机构盛阳地产基金战略中心发布的《2005年中国外资地产基金生态报告》，不包括房地产热钱投资和外资债权融资，外资地产基金投资中国住宅市场约28亿美元^②。2006年海外投资基金在中国的地产项目达50个，总投资达60多亿美元^③。

6. 海外成熟的房地产投资信托基金为我国创新房地产投融资体制提供新思路

综上，当前我国房地产业资金来源紧张的根本因为在于：原有的以贷款为主的房地产投融资模式不能适应新形势下的需要，我国现行金融体制和金融市场环境下适宜于房地产的投融资工具缺失是房地产融资困境的症结。面对庞大的房地产开发建设的资金需求、巨大的投资需要、巨额的存量商业地产的资产规模以及央行“121”号文件和“212”号文件实施后形成的巨大市场机遇，国外成熟的房地产投资信托基金为我国建立房地产投融资新模式提供了新的思路。

① 国家外汇管理局国际收支分析小组. 2005年中国国际收支报告. 2006年4月.

② 盛阳地产基金战略中心. 2005年中国外资地产基金生态报告. 2005年9月.

③ 张诚. 我国房地产业利用海外基金的现状及发展对策 [J]. 改革与开放, 2008 (4).

房地产投资信托基金是以公司或信托（契约）基金的组织形式经营，基于风险分散的原则，由具有专门知识经验的人，将不特定多数人的资金，运用于房地产买卖管理或抵押权贷款投资，并将所获得房地产管理的收益，分配给股东或投资者的一种中长期的投资形式。REITs是集众多的分散资金于一体，专门进行房地产开发、租赁等方面的投资，同时采用专家经营、专业化管理的一种投资体制，其在美国已经经过了近 50 年的发展历程，并被证明为一种高效的投资工具和房地产融资工具。REITs 凭借其高流动性、高收益性和相对低风险的独特魅力，在全球几十个国家得到了迅速的推广，特别是 20 世纪末 21 世纪初，REITs 在亚洲如日本、新加坡、中国香港等国家和地区有了重大突破性发展。截至 2003 年底，已有 18 个国家和地区制定了 REITs 的法规。尤其亚洲自从 2001 年以来，日本、韩国和新加坡已经相继推出具有本国特色的房地产投资信托。戴德梁行统计数据表明，截至 2005 年 12 月亚洲 REITs 的数量已经增加到 45 家，总市值超过 355 亿美元。从 2001 年 11 月到 2005 年 12 月的 4 年时间里，亚洲 REITs 的数量增长了 21 倍，市值增长了 17 倍。亚洲已成为全球增长最快的 REITs 市场。

我国至今还无法设立真正的 REITs，迫于当前房地产行业迫切需要融资渠道的压力，房地产企业开始与信托投资公司合作，开展了准 REITs 业务——房地产信托计划，希望将其作为新的融资渠道，以解决我国房地产信贷风险过度集中于银行系统的问题。经过几年的发展，房地产信托计划在数量上和资金规模上得到了快速发展。鉴于我国发展 REITs 的相关法律法规还没有出台，REITs 制度的建立还难以预期，许多房地产企业和投资机构开始筹划走向海外 REITs 市场。中国香

港于 2005 年,修订了《房地产信托投资基金守则》,允许 REITs 投资海外物业,这就为内地房地产商进入中国香港市场提供了良机。2005 年 12 月 21 日,越秀房地产投资信托基金在香港联交所挂牌交易,成为内地首只 REITs。内地的 REITs 制度还未建立,然而内地物业的良好前景被国外投资者看好,国际房地产基金已经开始关注并大量投资内地优质物业。这使得我国发展 REITs 的任务日益紧迫,需要积极借鉴国外的成功经验,再结合我国的具体实际,采取相应的对策以促进我国 REITs 的发展。

二、研究意义

在上述背景下,积极学习和借鉴国外 REITs 发展的成功经验,探索我国房地产投融资模式创新具有十分重要的理论价值和实践意义。

(一) 理论意义

1. 进一步推动我国房地产金融的理论研究,深化房地产金融研究成果

房地产既是基本的消费品,也是重要的投资品,在国民经济中占有重要地位,而无论是作为消费品还是作为投资品,其价值额巨大的特点决定了房地产与金融具有着十分密切关系。房地产的特性又决定了其投资和融资具有特殊的风险、收益特性及资金运营规律,因此,无论是开发商还是投资者都需要深入理解房地产与金融的运行规律和特点,这不仅需要实践经验和投资操作上的把握,更需要理论上的指导。长期以来,我国房地产金融理论研究相对滞后于房地产金融的实践活动,在主流的金融研究领域房地产金融尚未登堂入室;现有的金融研究

成果也更多地偏离房地产金融，忽视占固定资产投资 30% 左右的房地产金融问题的研究，房地产金融研究的理论体系尚待建立和完善。在实践中，房地产的金融需求却与日俱增，无论是银行等金融机构，还是房地产开发投资企业或是消费者，都在积极探索和实践房地产金融的具体形式。中国民生银行 2008 年机构改革的最重大的变化就是成立了房地产金融事业部，专门根据房地产的专业属性探索房地产金融的实践形态和形式。也正是因为理论研究的滞后和缺乏，我国目前房地产金融实践活动创新频繁，但杂乱无章，累积了巨大的金融风险。因此，加强房地产金融理论研究迫在眉睫。本书重要的选题意图之一就是通过对房地产投融资特点的研究，梳理房地产金融中的一些基本内容和特点，补充现有房地产金融研究成果的空缺点，推动我国房地产金融理论研究的深化。

2. 为构建我国创新型房地产投融资体系提供理论支持

房地产业具有自身的发展运行规律和特点，其投融资的专业属性非常强，在投融资需求方面独特性显著。在我国房地产业繁荣发展的过程中，出现了很多亟待解决的问题，如何构建符合房地产行业特性和专业属性，既满足房地产建设资金的需求又能保证投资安全性的投融资机制成为我国房地产发展的当务之急。与发达国家相比，我国的房地产金融仍处于初级阶段，存在以下主要问题：

(1) 房地产金融市场融资渠道单一。目前我国房地产金融市场的资金主要来自两方面：一是政策性资金，如住房公积金；二是金融机构利用储蓄等方式筹集的资金。其中房地产开发绝大部分资金来源于商业银行贷款，与发达国家货币市场、资本市场上多样的融资渠道相比，我国房地产金融市场资金来源过于单一。