

中国城镇住房供应的 金融创新

Financial Innovation of Urban Housing Supply in China

住房和城乡建设部政策研究中心
天津房地产集团有限公司

联合课题组

中国建筑工业出版社



中国城镇住房供应的 金融创新

住房和城乡建设部政策研究中心 联合课题组
天津房地产集团有限公司

中国建筑工业出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国城镇住房供应的金融创新 / 住房和城乡建设部政策研究中心, 天津房地产集团有限公司联合课题组编著. — 北京: 中国建筑工业出版社, 2016. 11

ISBN 978-7-112-20056-6

I. ①中… II. ①住… ②天… III. ①城镇—住房制度—金融改革—研究—中国 IV. ①F299.233.1②F832.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第259981号

责任编辑: 封毅 周方圆

书籍设计: 京点制版

责任校对: 王宇枢 党蕾

中国城镇住房供应的金融创新

住房和城乡建设部政策研究中心 联合课题组
天津房地产集团有限公司

*

中国建筑工业出版社出版、发行(北京海淀三里河路9号)

各地新华书店、建筑书店经销

北京京点图文设计有限公司制版

北京鹏润伟业印刷有限公司印刷

*

开本: 787×1092毫米 1/16 印张: 17³/₄ 字数: 365千字

2016年12月第一版 2016年12月第一次印刷

定价: 45.00元

ISBN 978-7-112-20056-6

(29526)

版权所有 翻印必究

如有印装质量问题, 可寄本社退换

(邮政编码 100037)



本书编委会

(课题组成员名单)

顾问

陈 淮 马鹤亭

主编(课题组组长)

秦 虹 邸 达

编委(课题组成员)

住房和城乡建设部政策研究中心

周 江 浦 湛 钟庭军 梁 爽 刘 波

刘美芝 袁利平 张有坤 师旭辉 潘 跃

天津房地产集团有限公司

赵 岩 马 明 赵友琿 胡 杰 韩 冬

杨思家 袁 帅

住房金融及其创新之我见

（ 代序 ）

由天津房地产集团委托住房和城乡建设部政策研究中心完成的重要课题成果“中国城镇住房供应的金融创新”面世之际，课题组希望我写个序。自忖对这个崭新领域知之有限，不敢妄评。借此机会，谨以对住房金融及其创新的一点个人浅见作为代序，就教于读者。

一、住房金融是什么

人们很容易把住房金融狭义地理解为是融资与负债、如何借钱与如何还钱的问题。这个认识远不充分。

首先，住房金融是一个市场经济下的社会分工问题。金融服务是工业化、城市化基础上发展起来的一个专业分工领域。由于这个分工领域的存在，住房这种产品的供给和需求才得以更高效率、更短时间、更低成本和更为优化地相互衔接起来。既然是分工，分工的参与者就一定都从分工中获得好处。但为什么在我国，开发商会抱怨是给银行打工、贷款购房人感觉成了房奴、银行又声称被房地产绑架了呢？因为在我国现行住房金融体系中，金融服务与住房供给和需求的三方利益分配还存在着明显的不均衡；金融服务本身的分工还远不够细化。这是本课题研究的第一个意义。

其次，住房金融是一个风险优化配置的问题。在任何国家，房地产都是一个高风险的领域。这个风险来自于价格，例如房价暴跌时资产缩水而债务不缩水；来自于利率，例如通货膨胀时利率的上涨会远快于企业利润或个人收入的增长；来自于收入，例如经济危机时大量人群的失业会造成系统性的债务违约等。风险客观存在，是不可能被“消灭”的。政策所能做的，只能是让风险均衡地配置在各个环节，而不是集中于某一个局部。例如从间接融资到直接融资的转变、银行信贷资产的证券化等，就是在住房的供给者和需求者之外引入多元化、多层次的投资者；让风险更均衡、更分散地配置到这些投资者身上。这是本课题研究的第二个意义。

再次，住房金融问题还是个开拓信用资源的问题。市场经济之所以能够提高资源利用效率和促进资源优化配置，一靠竞争和优胜劣汰，二靠不断开拓信用资源。在任

何国家，只靠企业利润、国家税收是不可能满足经济系统扩大再生产的需要的；要让经济扩张得更快、国民福利增加得更多，一个重要途径就是开拓和动用社会信用资源。经济学早就证明，动用信用资源可以实现“倍加”的经济发展速度。而信用资源的物质基础是资产信用。开发商的房子建得越多，老百姓持有的房子越多，社会的资产信用基础就越雄厚。住房金融的职能就是把闲置的资产信用动员出来，参与到创造财富、提高国民福利的经济活动中来。这是本课题研究的第三个意义。

再其次，住房金融还是个完善市场经济的改革问题。我国市场经济体制的“短板”在哪里？在金融；其中最突出、最迫切需要“补”的，就是住房金融的改革。这个改革包括资金要素的市场化；包括住房资产的资本化、证券化；包括开拓债权债务流动和重新优化配置的市场途径；包括在企业部门、政府部门之外让居民部门也成为社会投资的主体。在一定意义上可以说，这个领域的改革完善之日，才是中国市场经济发展到成熟之时。这是本课题研究的第四个意义。

最后，住房金融还是个政策配置的关键问题。政策是政府干预市场的行为。在住房领域，政府干预市场的目的，不应当是控制房价，不应当是以地生财，不应当是保护银行；而应当是努力实现全社会的住有所居，应当是让更多人民群众分享城市化、城镇化带来的资产升值好处，应当是实现人口的均衡分布、合理聚集与流动以及资源节约与保护环境。政府政策的实施重心，也不应当是垄断土地供应、行政性限购或频繁调整税赋体系，而应当把金融环节作为纲举目张的政策输入点。这其中，既包括供给侧保障房建设的政策性金融信贷，也包括对需求侧的保障性住房补贴、贴息、贴租、住房储蓄银行等。这是本课题研究的第五个意义。

二、住房金融的创新方向何在

长期以来，世界各国始终在致力于住房金融的创新。例如 20 世纪 50 年代日本的住房金融公库，70 年代新加坡的住房公积金，90 年代美国的“次级债”以及“房利美”和“房地美”等。其中成功与失败、经验与教训兼有。

我国住房金融创新，特别是住房建设的金融创新，从广义和长远地说，有五个重要方向。

首先，学习和借鉴国际经验，总结其失败教训，形成连接投资需求与建设需求、住房需求的金融产品、金融机构和金融市场，积极稳妥地不断推进从间接融资为主向直接融资为主的转变。例如发展符合中国国情的大型房地产信托投资基金、建立银行资产证券化的交易平台、发行由政府贴息的住房建设债券等。

其次，发展产权金融，推进房地产企业的兼并重组，包括资产的兼并重组和产权的兼并重组。实际上，近年来我国房地产业发展已经出现了很多金融创新趋势。例如

企业兼并逐步从项目收购发展为产权收购、开发商努力实现轻资产化并与资产持有商分离、险资等专业投资机构正在成为大型开发企业的新股东等。

再次，引导住房投资需求从购买和持有实物住房向参与住房建设转变，开拓居民合伙建房、委托建房、投资企业项目债券等渠道，不断把建房资金来源的多元化和住房建设模式的多元化结合起来，让分散的资金聚集为成规模的住房建设投资力量。

再其次，发展和完善房地产领域的风险规避体系，培育和赋予开发企业自我纠错、不断进化的机制与机会，引进更加多元的市场参与者。例如发展专业销售商、做市商，使之成为自发调节供求关系的“蓄水池”；建立协助企业退出的政策性金融体系；尝试可交易的房地产价格指数；建立和发展规避海外融资汇率风险的保险品种等。

最后，扩大和强化住房建设的政策性金融体系，为承担政策性住房建设的企业提供担保资源和利率优惠的贷款，持有环节的贴租补偿，实行明确期限的政府回购制度，发展政府贴息的公募投资基金等。

我国城镇住房建设是一个长期性的战略任务，是全面小康社会的物质基础形成过程，是实现城乡协调发展的关键环节，是促进国民经济发展方式转变和深化改革的重要领域。对我国城镇住房建设金融创新的研究不可能一劳永逸。我们有理由相信，随着实践的发展，我国在这一领域的研究必将不断取得更大突破。

本课题研究得到了社会多方面的支持，谨代表课题组表示衷心的感谢。

陈淮

2016年9月15日

目录

第一部分 我国城镇化趋势及对住房金融的挑战

一、我国城镇化趋势及对住房发展的影响	2
(一) 我国城镇化发展趋势	2
1. 城镇化发展进入新阶段	2
2. 城镇化空间呈现集群化新格局	4
3. 三大国家战略助推城镇化新发展	5
(二) 不同城镇化阶段住房发展特征	7
1. 城镇化发展各阶段住房需求不同	7
2. 中心城区城镇化阶段新增住房需求快速扩大	8
3. 城市郊区化阶段产业转移和交通发展促进郊区住房市场发展	9
4. 郊区城镇化阶段的城市房地产市场逐步进入存量房时代	10
5. 城市群稳定发展阶段以存量房市场为主	12
(三) 新型城镇化对我国住房发展的新要求	13
1. 产业与就业结构变化给城镇住房发展规划带来新挑战	13
2. 人口流动新趋势要求把新移民纳入城镇住房供应体系	14
3. 住房市场呈现城市群郊区化与中心化并进	14
二、我国城镇化进程中的住房需求格局	16
(一) 城镇住房需求规模变化分析	16
1. 新增城镇人口必将带来巨量的住房需求	16
2. 我国人均居住水平还有一定的上升空间	17
3. 未来城市发展中改造空间比较大	17
(二) 城镇住房需求结构变化分析	17
1. 存量房市场份额逐渐增加	17
2. 改善型住房需求将逐步居于主导地位	19
3. 产业优化将促进高质量住房需求增加	19

4. 以养老地产为代表的非传统住宅市场加速发展	20
5. 大城市租赁市场稳步增长	20
(三) 城镇住房需求区域分布格局分析	21
1. 东部地区仍将是住房需求的最大集中区域	21
2. 外来人口涌入为特大城市住房市场带来旺盛需求	23
3. 城市群部分非中心城市住房市场受益于产业转移	23
(四) 部分驱动因素对住房市场影响分析	24
1. 高速交通网络形成促进节点城市住房市场发展	24
2. 特色资源将促进新型住房需求和供给的增加	25
3. 公共服务水平提高将带动中小城市住房市场发展	25
4. 政策、规划、制度等因素对住房市场影响较大	25
(五) 未来我国城镇住房需求规模估算	26
1. 城镇化直接带来住房需求	27
2. 城镇刚性住房需求	28
3. 拆迁引致住房新需求	29
三、我国城镇住房供应体系的沿革及完善	31
(一) 我国城镇住房供应体系发展历程	31
(二) 现有城镇住房供应体系存在的主要问题	33
1. 部分供应方式之间未能有机衔接	34
2. 住房市场体系有待继续健全	34
3. 住房保障制度尚需进一步完善	34
(三) 创建民生优先的城镇住房供应体系的构想	35
1. 以建设公租房的方式为低收入家庭提供租赁式保障	36
2. 以货币补贴的方式将市场与保障结合起来	36
3. 以共有产权方式支持“夹心层”群体对住房的需求	36
4. 以市场配置资源的方式提供满足多样需求的私人住房	37
5. 以差别化的信贷和税收政策抑制投资投机性需求	38
四、不同城镇化阶段住房供需关系对住房金融的挑战	39
(一) 快速城镇化阶段住房供需与金融支持的关系	39
1. 城镇人口增加对城镇住房供应带来较大挑战	39
2. 融资问题成为城镇住房供应的瓶颈之一	40
3. 突破住房供应的融资瓶颈迫切需要金融创新	41
(二) 城镇化稳定阶段住房供需与金融支持的关系	41

1. 住房需求规模总体趋于稳定	41
2. 住房供应由大量新房开发转向存量住房改造及盘活	42
3. 住房金融支持重点由新房开发转向持有经营等方面	43
参考文献	44

第二部分 新型住房供应体系下的金融支持研判

一、我国住房金融现状及发展方向	48
(一) 住房金融制度发展历程	48
1. 住房金融业务开始创立	48
2. 住房金融制度初步形成	48
3. 住房金融制度稳步发展	49
4. 住房金融多元化融资创新发展	50
(二) 住房金融发展现状	51
1. 融资支持机构广泛参与	51
2. 直接融资和间接融资相结合的多元化融资格局初步形成	51
3. 政策性住房金融支持力度加大	51
4. 商品房预售制度发挥了融资功能	54
5. 个人住房抵押贷款支持证券 (MBS) 市场初现	54
(三) 住房金融存在的主要问题	55
1. 开发融资渠道单一	55
2. 证券市场直接融资渠道不畅	57
3. 政策性住房金融体系尚未形成	58
4. 住房金融市场中介服务不完善	59
5. 对机构提供租赁住房缺乏金融支持	59
(四) 住房金融创新探索的背景	59
1. 利率市场化改革	59
2. 大资管时代来临	60
3. 互联网金融崛起	60
4. 资产信用的积累	62
5. 政策的调整和完善	63
二、商品住房供应的金融支持分析	66
(一) 商品住房供应的金融支持现状与问题	66

1. 银行贷款仍占主导	66
2. 银行资金通过表外业务流向房地产行业现象突出	66
3. 中小型房地产企业融资困难	67
4. 房地产企业证券市场融资需求旺盛但限制多	67
(二) 商品住房供应的金融支持探索	67
1. 房地产证券市场融资渠道逐步拓宽	68
2. 房地产信托规模不断扩大	68
3. 券商和基金子公司成为房地产企业融资新渠道	72
4. 房地产私募基金稳健发展	72
5. 通过并购和引入战略投资者开展直接融资	74
6. 房地产资产证券化开始探索	74
7. 境外市场融资渠道增多	75
8. 互联网、金融与房地产深度融合发展	76
三、保障性住房供应的金融支持分析	78
(一) 公共租赁住房供应的金融支持现状与问题	78
1. 政府投入是公共租赁住房建设资金的基础	78
2. 银行贷款是当前公共租赁住房建设主要资金来源渠道	80
3. 债券融资发展积极	82
4. 高回报率要求的信托支持有限	84
5. 引入社保基金、保险资金等长期资金仍然不足	84
6. 吸引企业参与公共租赁住房建设尚存在一定的障碍	85
(二) 公共租赁住房供应的金融支持探索	86
1. 建立稳定的政府资金投入机制	86
2. 完善政策性住房金融制度提供长期低息贷款	86
3. 规范和发展保障性住房债券融资	86
4. 探索发展公租房 REITs 支持持有运营	86
5. 建立公租房投资盈利模式吸引社会投资主体	87
(三) 棚户区改造的金融支持探索	88
1. 发挥开发性金融对棚改的支持作用	90
2. 鼓励商业银行发放贷款支持棚改项目	91
3. 推进债券创新支持棚改	91
4. 引导社会资金参与投资和运营棚改项目	91
(四) 政策性商品住房供应的金融支持探索	92

参考文献	92
------------	----

第三部分 国外典型国家住房供应融资分析

一、美国住房供应融资.....	96
(一) 美国房地产金融基本架构.....	96
1. 美国住房金融体系发达	96
2. 企业直接融资和间接融资各占半壁江山	96
3. 非银行金融机构在金融体系中的重要性不断上升	97
4. 房地产企业融资渠道“四分天下”	98
(二) 美国房地产开发.....	101
1. 专业分工明确	101
2. 以金融运作为核心	102
3. 收益大众化	102
(三) 美国房地产融资工具.....	103
1. 银行房地产开发信贷占比下降但品种丰富	103
2. 房地产企业上市占比不高但融资能力强	105
3. 房地产投资信托 REITs 出现晚但突飞猛进	105
4. 债券市场份额大但主要受到大型开发商的青睐	109
5. 抵押贷款证券化放大了商业银行的放贷能力	110
6. 房地产融资呈现多元化融资格局	110
(四) 美国保障性住房资金来源.....	112
1. 供给补贴转向需求补贴	112
2. 包容性分区规划使得开发商提供保障性住房	113
3. 非盈利组织开发保障性住房受到政府、慈善机构的资金支持	114
4. 各类综合基金和专业基金	114
(五) 美国四大房地产企业资本运作融资的历程.....	115
1. 第一阶段通过上市融资	115
2. 第二阶段涉足房地产抵押贷款业务	115
3. 第三阶段通过并购活动实现扩张	116
(六) 启示.....	116
二、德国住房供应融资.....	118
(一) 德国住房政策特征.....	118

1. 住房法律完备	118
2. 充分运用市场和经济手段	118
3. 住房合作社发达	119
(二) 德国住房开发模式	119
1. 自建房是最主要的住房供应途径	119
2. 开发商分三种类型	120
3. 开发商的市场角色被弱化	120
(三) 德国住房金融机构	120
1. 住房金融机构参与者多	120
2. 不同金融机构运作模式有别	122
(四) 德国住房供应主体的融资渠道	122
1. 房屋投资商通过低息贷款进行住房开发	123
2. 住房合作社获取国家资助和银行低息贷款建房	124
3. 个人购建房通过住房储蓄银行等政策性金融机构实现先存后贷	124
(五) 德国以信用为基础的全担保债券	126
1. 抵押贷款债券信用等级高	126
2. 抵押担保债券具有五大特点	127
(六) 启示	128
三、英国住房供应融资	129
(一) 英国住房政策特征	129
1. 市场是住房供应主体	129
2. 住房协会成为目前保障房供应主体	129
(二) 英国住房开发金融政策	132
1. 实现分支行制金融组织形式	132
2. 政府通过利率和资金流动性调整融资规模	132
3. 保障房建设通过住房协会向私人部门融资	132
4. 共有产权和共享权益住房是可支付住房的重要类型	132
(三) 英国住房供应主体的融资途径	133
1. 债券是开发商的重要融资方式	133
2. 个人建房以贷款为主	134
3. 住房协会的私人融资比例越来越大	134
(四) 启示	135
四、日本住房供应融资	136

(一) 日本住宅政策基本特征	136
1. 以立法明确住宅供应责任	136
2. 对购建房给予财政和金融支持	136
3. 购买符合条件住宅有税收优惠	136
(二) 日本房地产金融体制	137
1. 日本金融机构专业分工较细	137
2. 企业融资体系以银行为主	137
3. 以邮政储蓄为基础的独特财政投融资体制	138
(三) 日本房地产开发模式与资金来源	140
1. 日本房地产开发企业分为政府类和民间类	140
2. 住宅公团资金来源于政府和民间机构贷款	141
3. 住宅供给公社资金来源于住宅金融公库	142
4. 日本商业银行住房贷款呈现上升趋势	142
5. 日本房地产企业上市融资比重不大	143
(四) 日本住宅金融公库的开发贷款	144
1. 住宅金融公库主要支持地方住房公社住房开发	144
2. 住宅金融公库的开发贷款和消费贷款平分秋色	145
3. 住宅金融公库业务转向了证券化	147
(五) 日本历史上的住专贷款	148
(六) 启示	150
五、新加坡住房供应融资	151
(一) 住房开发模式与住房金融模式	151
1. 八成以上家庭的住房属于政府组屋	151
2. 住房资金八成来源于中央公积金局和住房发展局	152
(二) 新加坡中央公积金的运作方式	153
1. 公积金为住房建设提供稳定持续的资金来源	153
2. 公积金由专业的国有投资机构实现保值增值	153
3. 公积金发挥综合保障作用	153
(三) 新加坡住房发展局资金来源的渠道	153
1. 住房发展贷款	154
2. 住房抵押贷款	154
3. 更新融资贷款	154
4. 赤字津贴	154

(四) 住房发展局的发展与特权	154
1. 住房发展局所建组屋的贡献持续扩大	154
2. 住房发展局的特权保证了居者有其屋计划的实施	155
(五) 启示	155
六、韩国住房供应融资	157
(一) 韩国住房政策的特征	157
1. 确立公营主导的住房开发制度	157
2. 实施公营方式的住宅用地征用政策	157
3. 加大对住房开发的金融支持力度	157
(二) 大韩住宅公社	158
(三) 韩国国民住宅基金	159
1. 国民住宅债券	160
2. 要约储蓄	160
3. 资金运用	161
(四) 其他资金来源	162
1. 民营住宅资金	162
2. 期付金融	163
(五) 启示	163
参考文献	164

第四部分 我国住房供应金融创新探索

一、住房供应金融创新探索概述	168
(一) 我国住房供应金融创新具备了加快发展的条件	168
1. 房地产企业需要银行贷款以外的融资创新来满足其多种需求	168
2. 金融监管放开催生了鼓励创新的大环境	169
3. “互联网+”将深刻改变住房供应融资的发展模式	169
4. 投资者需要证券化的房地产投资产品	170
(二) 以房地产为投资标的的各类金融创新产品蓬勃发展	170
1. 房地产信托发展历史相对较长、规模相对较大	170
2. 券商和基金子公司资管短期内爆发式增长	172
3. 房地产私募基金向房地产全产业链延伸	173
4. REITs 获得重大突破	174

5. 房地产互联网金融产品频频试水	174
二、保障性住房融资创新案例分析.....	175
(一) 信托.....	175
案例一：百瑞信托—富诚 188 号金堂兴金保障性安居工程集合资金信托计划	175
1. 基本情况	175
2. 规模和预期收益	176
3. 资金用途	176
4. 风控措施	176
5. 分析评价	177
案例二：天津信托—建设开发（滨海新区青果青城一期项目）集合资金信托计划	177
1. 基本情况	177
2. 规模和预期收益	177
3. 资金运用	177
4. 还款来源	178
5. 风控及信用增级措施	178
6. 分析评价	178
案例三：光大兴陇信托—深圳六约安居房项目集合资金信托计划	179
1. 基本情况	179
2. 规模和预期收益	180
3. 资金用途	180
4. 还款来源	180
5. 风控及增信措施	180
6. 分析评价	181
(二) 资产管理计划.....	181
案例一：国泰元鑫—沈阳城建安居房项目专项资产管理计划	181
1. 基本情况	181
2. 规模、预期收益	182
3. 交易结构	182
4. 风控及信用增级措施	182
5. 分析评价	182
案例二：财通资产—武汉幸福里限价房特定多个客户专项资产管理计划	183
1. 基本情况	183
2. 规模和预期收益	183

3. 交易结构	183
4. 还款来源	184
5. 风控及信用增级措施	184
6. 分析评价	184
三、商品住房开发融资创新案例分析	185
(一) 信托	185
案例一：中信融汇 4 号山西恒大华府贷款集合资金信托计划	185
1. 基本情况	185
2. 规模和预期收益	185
3. 资金运用	186
4. 还款来源	186
5. 风控及增信措施	186
6. 分析评价	186
案例二：大业信托—广州广电地产兰亭时代信托贷款集合资金信托计划（A 类）	187
1. 基本情况	187
2. 规模和预期收益	187
3. 交易结构	187
4. 还款来源	187
5. 风控及信用增级措施	188
6. 分析评价	188
(二) 资产管理计划	188
案例一：财通资产—中昂苏州刚需房项目资产管理计划	188
1. 基本情况	188
2. 规模和预期收益	188
3. 交易结构	189
4. 风控及信用增级措施	189
5. 产品特点	189
6. 分析评价	190
案例二：财通资产—中粮地产深圳城市更新项目专项资产管理计划九期	190
1. 项目情况	190
2. 规模和预期收益	190
3. 交易结构	190
4. 风控及信用增级措施	191