

Real Estate Investment
Fund and its Practice in China

财富永续

——房地产投资基金实务

张 健 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

财富永续——房地产投资基金实务/张健著. —上海:上海财经大学出版社,2006.4

ISBN 7-81098-587-6/F·538

I. 财… II. 张… III. 房地产-投资-基金 IV. F293.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 007143 号

□ 策 划 黄 磊

袁 敏

□ 责任编辑 袁 敏

□ 封面设计 周卫民

□ 版式设计 孙国义

CAIFU YONGXU

财 富 永 续

——房地产投资基金实务

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

上海市印刷七厂一分厂印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2006 年 4 月第 1 版 2006 年 4 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 10 印张 148 千字

印数 0 001—5 000 定价: 18.00 元

序

当您翻阅此书时,中国房地产投资市场正方兴未艾,步入一个崭新的发展阶段。

这是一个充满变数的房地产财富时代,一个实现淘金梦想的行业,科学技术飞速发展、知识更替日新月异。中国房地产市场一波三折,希望、困惑、机遇、挑战,随时随地都会出现在从事房地产运作的成员之中,抓住机遇、寻找发展、适应变化、迎接挑战的制胜法宝就是学习——依靠学习掌握新知识。

本书作者以其所亲历的国际房地产投资背景,成功的运作案例,特别是进入中国内地担纲上海新汉业不动产机构首席金融策划师以来,结合房地产实际情况,将国际化与本土化投资策略的理念、经验和方法运用到具体的个案中,书中的一些典型案例,其所折射出的创新思维和成功经验一定会受到房地产投资机构、房地产个人投资者,尤其是房地产专业及其相关企业和对房地产市场感兴趣人士的极大关注。

本书的最大特点在于它具有显著的针对性、应用性和可操作性。对人们非常关心的房地产直接或间接投资和房地产投资基金的运作展开充分的阐述,运用许多实际案例,对房地产投资以及相关基本概念和国际市场方面的大量信息,通过对照我国近年来在这方面所出现的具体情况进行客观、理性和科学的分析。尤其通过介绍国外房地产投资基金一般的运作模式及其在中国市场的成功案例所展开的深入讨论,内容翔实、立论严谨、深入浅出,从专业的深度和广度表达出作者对房地产和金融业在中国运作的现实和未来发展深刻体会和感想。我们欣喜地看到,投资基金作为国际上一种成

熟的投资理财衍生品种 ,其优良的运作功能和投资价值正日益被业界认知和接受。

毫无疑问 ,本书的出版 ,应当有利于房地产开发商以及业内外相关人士的学习、掌握 ,极大地丰富和充实了这方面的理论视野。了解新知识、新信息 ,不仅有利于增强房地产投融资创新意识、培养实战能力 ,有利于我们学以致用 ,更重要的意义是 ,它为正在寻求房地产投资基金合作的业内人士打开一条便捷、有效的通道 ,让您看到了中国房地产投资基金未来的发展潜力和巨大空间。这就是我向业内同行和广大热衷于房地产投资的读者推荐此书的初衷。

新汉业不动产机构(Sinore Real Estate)董事长
魏文生(Vincent Wei)
2006 年 3 月

自序

我的《财富永续——中国房地产投资策略分析》一书在 2005 年 4 月出版后,许多读者与我联系,希望我能有机会介绍目前国外和国内房地产投资基金发展的情况和前景。房地产投资可以分为直接投资(Direct Property Investment)和间接投资(Indirect Property Investment)。简单地说,对个人而言,房地产直接投资主要是指投资者直接买入房地产,而房地产间接投资很重要的部分就是指投资者买入房地产投资基金,同时间接拥有了房地产,即可通过房地产投资信托来投资办公楼、商场和住宅项目。房地产投资基金一般可以分为上市的和非上市的,上市的房地产投资基金在许多国家(由美国发明)称为房地产投资信托基金或房地产投资信托,英文为 Real Estate Investment Trusts 或 REITs。而我国近来出现的房价较大的上升和下跌、开发商融资渠道单一、银行贷款风险大和投资者可投资的产品少等情况,可以通过应用房地产投资基金这一产品(工具)来适当解决和规避。

事实上,房地产投资基金在房地产和金融方面的应用道理相当简单和直接。譬如,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 General Property Trust (GPT) 的管理者,联胜集团就是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股票交易所(Australia Stock Exchange)上市,它就成了房地产投资信托基金(澳大利亚称 Listed Property Trusts),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。由于澳大利亚有三十几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的作用。

近十年来,我的工作也时常与房地产投资基金有着密切的关系,包括对美国、澳大利亚、新加坡、中国香港、欧洲和亚洲其他国家房地产投资基金的直接工作经验和研究,其中在澳大利亚最大的投资银行麦格理银行(Macquarie Bank)任职期间,直接参与了海外房地产基金在中国房地产市场的投资,另外,我个人在10年以前就已投资 Bankers Trust(银行家信托)的房地产基金产品。近年来担任新汉业不动产机构(Sinore Real Estate)首席金融策划师,直接参与新汉业在房地产投资银行业务发展和其国际声誉品牌建立,目前新汉业已得到了业界包括美国华尔街投资公司的认可和合作。同时也亲身经历了我国现阶段房地产的高潮和低谷,对房地产和金融业在中国的运作和发展有很大的体会和感想。

在完成这样一本较全面和较有深度的书籍过程中,得到了许多人的帮助和支持,首先衷心感谢我国房地产全程运营服务领先的新汉业不动产机构的领导和同事,包括魏文生先生、赵云飞先生、陆华先生和王沛女士对我写作的全力支持,同时魏先生亲自为本书作序。

感谢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)博士在繁忙的工作中,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。感谢彼得·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。

还要感谢在联胜集团和麦格理银行工作时的同事、我10年前在澳大利亚悉尼大学的导师格雷姆·纽厄尔(Graeme Newell)教授和陈学基博士、上海财经大学出版社、吴东桓先生、郑永明先生以及其他所有帮助过我的朋友,是你们才使我的工作变得更加专业和自信,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。

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的《红楼梦魇》自序中提到,“近人的考据都是站着看——来不及坐下”,

我也时常将它对照并反省自己。本着认真和严谨负责的态度 ,认真落笔 ,尽量做到本书内容有深度和广度 ,并恳切期盼有关专家和读者提出宝贵的意见。

作者

2006 年 3 月于上海

前 言

我们知道房地产业对中国内地来说,是一个新兴的行业。在最近十几年的发展中,它对国家经济、人民生活的改善做出了非常重大的贡献,是有目共睹的。但同时也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上。而房地产投资基金,特别是房地产投资信托基金(或房地产投资信托)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。

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、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介服务体系。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。

房地产投资信托基金(或房地产投资信托)是通过集合社会各方面资金,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。

从国外情况来看,自20世纪60年代以来,很多发达国家房地产投资信

托市场得到了较大的发展,房地产投资信托对投资者和房地产市场都带来积极作用。目前我国的房地产金融市场状况与当年美国出台《房地产投资信托基金法》时的情况和日本 20 世纪 80 年代后期的情况比较相似,银行大量的资金流向房地产,并且很多已经成为银行的不良资产,这已给银行的经营造成了很大风险,银行已在借贷方面设有各种各样的限制。我们应该尽快建立一套房地产投资信托基金体系,完善房地产投资信托基金的具体操作,减轻银行的压力。另一方面,普通投资者只能通过购买房产,基本上不能通过投资信托产品间接投资于房地产。譬如,截至 2005 年 12 月末,我国城乡居民储蓄余额已达 14.1 万亿元,建立我国自己的房地产投资信托公司,将其中的一部分吸引到房地产业上来,使房地产信托基金成为房地产业的重要融资渠道。

本书的一个特点是对人们非常关心的有关房地产间接投资和房地产投资基金的问题展开讨论,同时通过应用许多房地产投资基金及相关的基本概念和国际方面的信息,对照目前我国的一些情况,再展开深入讨论,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,并通过案例分析来加以更加明确的表达,希望能使房产投资者、从业人员和相关人士受益。

本书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、房地产投资产品以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和间接投资(房地产投资信托基金)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、特征以及成立的意义。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。

接着在第五章介绍其他国家和地区(主要是欧美和亚洲的国家和地区)房地产投资信托基金的运作情况。第六章结合实际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。第七章通过对在我国成功运作的海外房地产投资基金典型项目包括新汉业不动产机构的房地产投资基金实践的案例分析,来使我们对房地产投资基金有更深入的了解和

体会,具体包括房地产投资基金一般操作程序和风险控制等。

值得庆幸的是,2004年10月18日中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)为规范信托投资公司房地产信托业务的经营行为,保障房地产信托业务各方当事人的合法权益,加强信托投资公司房地产信托业务的风险管理,促进房地产信托业务的规范稳健发展,起草了《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》(征求意见稿)。目前还在作进一步研究,可能在2006年会正式推出,由此房地产投资者可以通过房地产投资信托方式间接投资房地产。2005年11月7日银监会发布了《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》(以下简称《监管办法》)。《监管办法》从市场准入、业务规则、风险管理和资本要求等方面,对银监会所监管金融机构的信贷资产证券化业务活动进行了全面的规范。《监管办法》于2005年12月1日实施,它的颁布实施,标志着我国的信贷资产证券化试点进入了最后实施阶段。

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市场作出了全面系统的分析和预测,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都有强烈兴趣的议题进行了详尽的介绍和讨论,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比较完整、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、大学生等专业人士的需求。

目 录

序.....	1
自序.....	1
前言.....	1
第一章 我国的房地产金融.....	1
房地产金融的概念和内容.....	2
房地产金融的概念.....	2
房地产金融的内容.....	2
房地产投资和房地产金融.....	2
房地产、金融和经济	3
房地产金融和贷款.....	5
个人房产贷款.....	6
房地产企业开发贷款	12
我国与部分世界发达国家贷款情况比较	14
我国房地产金融面临的一些问题	17
银行的房地产不良贷款	17
个人房产和房地产企业开发贷款	19
商业地产的金融风险	19

第二章 房地产直接和间接投资	21
房地产直接和间接投资简介	21
房地产直接投资的优点	23
资产增值	23
对抗通货膨胀	24
自住房的税务优惠	25
现金流入	25
较好的回报率	26
拥有房产的自豪感	26
积累财富的方法	26
再投资的保证	27
较安全的投资	27
财务杠杆作用	28
退休后生活的保障	31
房地产直接投资的弱点	31
流动性较差	31
买卖成本较高和管理成本较大	32
资金的要求较高	32
投资风险	32
专业性不强	33
房地产间接投资的特点	33
流动性	34
买卖和管理成本	34
资金的要求	35
降低风险的投资组合多样化	35
专业性	35
税收优惠	36
完全控制性	36
信托管理人职业道德危机	36

第三章 房地产投资信托基金的概念、特征及成立的意义	38
房地产投资信托的概念和特征	39
房地产投资信托概念	39
房地产投资信托结构和类型	41
房地产投资信托的价格	43
良好的房地产投资信托的特征	44
税收优惠举例	45
房地产投资信托基金与房地产股票的比较	45
成立房地产投资信托的意义	46
房地产个人投资者	46
房地产机构投资者	47
房地产公司	48
商业银行	49
证券市场	49
第四章 我国房地产投资信托及其前景和案例分析	51
我国房地产信托融资简介	52
我国房地产信托发展	52
我国房地产信托的需求	54
我国房地产信托的融资成本和回报	57
信托公司对融资的要求	57
房地产信托产品的回报	58
购买房地产信托计划注意事项	58
我国房地产信托的前景	61
《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》(征求意见稿)	62
准房地产投资信托	66
海外上市	68
《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》	70
我国房地产投资信托推出要考虑的因素	73
我国发展房地产投资信托立法	73

要吸取股票和信托市场的教训	75
投资安全性	76
缺乏房地产投资信托管理的专业人才	76
第五章 世界主要国家和地区房地产投资信托基金及案例分析	78
美国房地产投资信托	79
美国房地产投资信托的历史和现状	79
如何投资房地产投资信托	85
美国房地产投资信托的分类	87
机构投资者	88
多元化组合投资,市场回报高.....	88
住房抵押贷款资产证券化	89
新加坡房地产投资信托	89
新加坡房地产投资信托基金简介	90
新加坡房地产投资信托的主要特点	93
香港房地产投资信托	94
《房地产投资信托基金守则》及其特点和影响	94
最新的《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.....	96
领汇房地产投资信托	98
泓富产业信托和越秀房产基金.....	100
香港房地产投资信托的主要条件和特点.....	101
澳大利亚房地产投资信托.....	102
其他国家和地区房地产投资信托.....	104
非上市房地产投资基金.....	106
流动性.....	106
时间.....	106
价格.....	106
期望回报率和风险承受力.....	107
项目和市场研究报告.....	107

第六章 在中国的海外房地产投资基金及案例分析.....	108
外资对中国的房地产投资.....	109
外资近几年在中国投资情况简介.....	109
外资与人民币升值.....	112
外资在中国的困境.....	112
在中国的海外房地产投资基金的特点.....	113
在中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...	113
国外房地产投资信托在国外和中国市场的比较.....	114
在中国的海外房地产投资基金分类.....	115
房地产开发基金.....	115
房地产投资信托.....	116
在中国的海外房地产投资基金简介.....	116
摩根士丹利.....	116
高盛.....	117
美林.....	117
雷曼兄弟.....	118
洛克菲勒集团.....	118
凯雷集团.....	118
柯罗尼资本集团和扬子基金.....	119
普洛斯集团.....	119
麦格理银行.....	120
荷兰国际集团.....	121
德国 Hypo 房地产银行.....	122
新加坡政府投资公司.....	122
凯德置地.....	123
新加坡腾飞集团.....	124
第七章 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	
.....	126
房地产投资信托基金建立的一般要求和条件.....	126

房地产投资信托基金和项目的运作	127
房地产投资信托基金投资结构	127
房地产投资信托项目可行性报告提纲	127
基金和项目的关系	128
投资基金和现金流量的安排	130
投资经理应具备的主要能力	130
投资基金对投资报告的要求	130
独立的项目评估	131
公司的核心和优势	131
每一个投资基金的要求和特殊性	131
风险分析和控制	131
外汇风险	131
政府批文和合同	132
市场	132
税收	132
当地合作方	133
撤资风险	133
其他	133
新汉业不动产机构房地产投资基金实践及案例分析	133
背景	133
实践案例:新汉业房地产投资基金(Sinore Real Estate Fund)	
.....	134
附件 房地产投资信托专用英文名词	138
参考文献	140
后记	142



第一章

我国的房地产金融

在我国,房地产金融是一门新兴的学科,它在我国最近十几年的发展过程中,对国家经济、人民生活的改善做出了非常重大的贡献,这是有目共睹的。但同时暴露出了很多问题,并对我们提出了很大的挑战,这些问题包括银行的贷款风险、开发商融资渠道少、投资者投资品种缺乏和行业操作的某些不规范等。

这些问题与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有密切联系。而完整的房地产金融体系,应包括多元化、规范化的房地产金融产品和服务。房地产投资信托和基金在办公楼、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。

本章介绍我国目前的房地产金融情况,包括个人房产贷款、房地产企业开发贷款和国外房地产贷款的情况并作了比较,分析我国房地产金融方面存在的一些问题及在解决上的迫切性,以便于以后几章的内容展开。第二章会从投资者角度来分析房地产直接投资和间接投资(主要是介绍房地产投资信托基金)的概念和优劣,第三章通过介绍房地产投资信托基金概念、特征及成立的意义,来说明房地产投资信托对投资者、房地产投资产品以及房地产和金融市场健康发展的重要性。