

本书受国家自然科学基金重点项目“房地产及其金融资产的定价与风险管理”
(项目编号: 71231008) 的资助

21世纪经济管理精品教材·金融学系列

房地产投资与融资简明教程

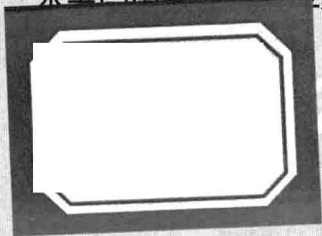
方建国 编著

清华大学出版社



本书受国家自然科学基金重点项目“房地产及其金融资产的定价与风险管理”

(项目编号: 71231008) 的资助



21世纪经济管理精品教材·金融学系列

房地产投资与融资简明教程

方建国 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书是一本从房地产投资视角研究房地产投融资活动的教学参考书。本书的研究思路清晰,能使读者从基本理论、概念入手,循序渐进地学习房地产投资与融资的方法和原理,投资活动分析与融资方法的阐述自然结合、逻辑紧密,既体现出两者之间的区别,又阐明了两者的关系,还指明了未来的发展趋势。鉴于我国目前房地产投资和金融的现状与发达国家的差距,书中采取了中外对比的学习方法,因而,读者既可以学习到先进的房地产投资和融资方法、理论,也可以看到我国相同问题的未来发展方向。为了使读者能够全方位地理解房地产投融资原理和方法,每章都设有“问题研究”内容,并附有推荐阅读的参考文献,以及供教师和学生开放式研究讨论的案例分析和拓展思考题。本书适合国内重点院校房地产经营管理专业等经济管理类研究生和本科高年级学生阅读,也可作为房地产经济、金融行业的研究人员的科研参考书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

房地产投资与融资简明教程/方建国编著.--北京:清华大学出版社,2014

(21世纪经济管理精品教材·金融学系列)

ISBN 978-7-302-37256-1

I. ①房… II. ①方… III. ①房地产投资—高等学校—教材 ②房地产—融资—高等学校—教材 IV. ①F293.35

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第154051号

责任编辑:陆滢晨

封面设计:汉风唐韵

责任校对:宋玉莲

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:21 字 数:488千字

版 次:2014年8月第1版 印 次:2014年8月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:38.00元

序言

房地产投资与融资课程是高等学校房地产经营与管理与房地产投资管理等专业的主要课程,也是经济学、金融学、财政学等经管类专业高年级学生的选修课程。在国际上是许多全日制大学房地产专业硕士课程(Master of Science in Real Estate)的重要内容(例如,美国的麻省理工、哥伦比亚、康奈尔等著名大学都有类似的房地产专业硕士课程)。这对于学生理解房地产投资和房地产金融概念和理论,分析国际国内房地产金融形势,灵活运用房地产投融资技术都有重要的理论和实践意义。

本书是我在中山大学岭南学院硕士课程“房地产投资”的课程讲义基础上,经过多年的更新补充整理(这门课程从1999年开始在中山大学开设),并经过近年来的本科“房地产投资与融资”课程的教学实践得以成书出版。

我国大学的房地产专业教材多年来存在着理论与实践发展的脱节问题,每年的“全国高校房地产学者联谊会”年会上,许多老师都流露出教材难选的问题。如何撰写好一本既有理论深度,又与社会现实结合紧密的教科书,需要作者细致、认真、耐心以及拥有丰富的理论基础和独具观察力的研究视野。在中国目前的大学教师绩效考核中,已形成了过分重视高影响因子论文发表和纵向课题,忽视著作和教科书的评价指标体系,因此,想要写出一本高质量的教科书尤为艰难。2005年清华大学出版社出版了张红教授的《房地产经济学》一书,这本书给全国许多高校的房地产专业教学的老师带来了耳目一新的感觉。这本书的写作方法给了我许多启发,但是由于平时的教学和科研工作需要投入大量的精力,加之自己也有些懈怠,虽然有许多老师、学生多次建议写成这本书,期间也有出版社的编辑向我征求书稿,但总是感到很难集中时间来撰写,平时只是有意识地做一些章节素材的整理工作。直到2012年春季清华大学出版社的陆滢晨编辑来中大调研,才使得我的写作计划得以真正实施。在这里要感谢清华大学出版社和陆编辑的工作精神,他们在与我面谈后,很快就决定了出版事宜,这也使我下决心将书稿交予他们出版。在签订出版合同时,我向陆编辑提出要两年时间来写作,陆编辑很快就同意了,这两年期间也没有向我催稿,只是发邮件问候,让我从容地完成了书稿。

本书适合高等院校房地产投资类专业研究生课程和经管类专业高年级

学生专业选修课教材和课外读物,也可以作为投资类专业人员的参考书。为了适应大学MBA课程教学需要,本书还在每章撰写了“案例分析”等内容。

本书的写作思路和章节内容格式不同以往的教科书,试图采取更综合的思想体系来诠释房地产投资和融资的理论及现实问题,许多知识点需要读者去互联网上查找,去文献数据库下载相关文献来看,才能更深刻地理解其要领。这也许就是教科书应该提供给读者“归纳、综合分析研究方法”的一种途径吧!所以,说它是“简明教程”,是指它后面可以引申出更多的理论知识和深度问题来思考,而这里仅仅是“言简意赅”地提出知识点和问题引子。就像美国麻省理工学院的经济学家鲁迪格·多恩布什教授所说的那样,“给学生一个深入探索大量专题的起点”。此外,对于房地产投资和融资方面的问题研究,不能仅仅从某一学科的视角来看问题,这往往会比较片面或可能引人误入歧途。本书的知识体系既涉及宏微观经济学、投资学、现代金融理论、税收理论和房地产估价理论,也涉及城市经济学、区域经济学、经济地理、零售业态发展理论和人口理论等其他学科的知识。正像本书第1章所讲的那样,房地产投资的研究视角应当是“联系和发展的”。正是由于借鉴其他学科理论的研究成果,才能使得房地产投融资理论得以不断发展;正是由于不断地关注和解释现实发生的问题,才能使房地产投融资理论鲜活生动,具有强大的生命力,让读者在阅读时能够引起思考和联想。我想,这也应该是一本好的教科书应当展现的内容。在西方大学的教科书中,我们经常看到一些经典的经济学教材能够历经多年不断重修再版,从一个侧面也能看到高质量教科书的影响力是多么持久。

本书的内容安排上既参考了美国大学的房地产投融资教材的内容,又结合中国比较突出的房地产投融资现实问题进行了对比分析,同时也尽量反映当前在房地产投融资问题研究方面的最新成果以及多种学术观点。这种以学术研究视角来阐述学科理论的写作方式,不同于以往国内此类教材的内容安排,试图做出一些教科书改革的突破和探索(当然,这也是有风险的)。本书每章的安排,首先是基本的概念,然后是问题研究和案例分析,每章的小结、拓展思考题、主要参考文献和阅读材料。每章后面编入阅读材料的做法是借鉴清华大学张红教授的《房地产经济学》一书的安排,这样可以使读者能够更清楚地了解“问题研究”或者“案例分析”所提出的问题,同时也能督促读者跟踪相关文献。这对于培养学生的阅读文献习惯和严谨的问题研究态度大有裨益。书中带星号(*)的部分为本科生选学内容,对于硕士研究生则是需要认真阅读并能扩展的内容。

本书从基于经济学理论的房地产投融资基本概念介绍入手,在第1章试图给读者建立一个房地产投资的分析视角,从宏观视野上让读者了解房地产投资对个人生活和经济社会发展的多层面影响。并以此展开对房地产资产、市场结构等概念和属性的分析。在随后的“问题研究”和“案例分析”部分也紧扣上述主题,给读者一个不同的思考框架来分析房地产投融资的实际问题。阅读材料给出的研究问题也非常有针对性,探讨了房价与地价的关系问题以及新加坡的公积金制度存在的问题。实际上,也是想让读者站在一个客观的立场上去思考中国社会的住房问题。第2章研究了房地产价值的影响因素,它不仅包括了经典的区位分析理论、竞租曲线理论,还增加了中国人口地理学者的研究成果,使得读者能从新的视角来分析一个城市房地产业发展的内在机制,同时也引出了地方政

府对城市治理的问题。这些研究观点对分析现实中国城市发展中的房地产投资区位问题有较高的价值。第3章研究了房地产投资开发需求预测问题,分别分析了住宅、商业和写字楼物业的需求预测,在问题研究部分引出了产业集聚和扩散问题,以及电子商务对传统商业的影响问题。在这一章不仅引入了零售业的相关理论,还对商业地产的类金融特性进行了简单阐述,为后面的章节引出商业地产融资和证券化做了铺垫。第4章、第5章是房地产投资的财务分析章节,除了经典的财务分析内容外,主要引申讨论了人们比较关注的“租售比”问题,厘清了一些在公开媒体上的片面观点和存在的缺陷。也引出了房地产金融研究中的“偿债保障比”概念。在“案例分析”部分还讨论了中国人的养老问题,让人们从房地产投资的视角来理解为什么中国人愿意买房。第6章房地产投资风险分析,除了对经典的风险分析方法进行阐述外,本章还引入了美国房地产经济的预警指标,以便读者能够引入新的分析视角来发现和看待房地产投资风险。在“案例分析”部分,中国许多企业和个人对北海和鄂尔多斯的投资风险问题都有深刻的印象,由于笔者当年也在北海从事房地产开发设计工作,所以更有感触。第7章房地产投资中的估价问题,是将房地产资产价值与金融资产价值联系的一章,编写这一章是受到徐滇庆教授《房价与泡沫经济》一书的启发,结合2007年中国房地产市场的“面包贵过面粉”现象,以及中国证券市场的“地价→股价”联动现象来撰写的。这部分内容在课堂讲授时也经常收到学生的良好反响,对后续研究房地产融资、房地产企业估值、资产定价和资产证券化都有很好的帮助。同时,通过这一章的学习会发现房地产估价理论研究的一些局限性,以及与现代金融理论发展的差距。第8章房地产投资中的税收问题,也是在房地产投资研究中不可忽视的问题。我在这一章与读者分享了本人在房地产税费改革研究的一些成果,有的也是我2004年在美国做访问学者时的调研成果。通过对西方财产税的研究,引出了中国房地产税费改革的方向问题。在“案例分析”中讨论的房地产企业纳税和美国加州1978年的宪法修正案第13号提案,都是在引导读者讨论我国未来的房地产税收改革问题,让读者从更宽的视野来理解我国房地产税费体系改革的意义。第9章住宅房地产融资,我在这一章更多的是以研究者的视角来分析住宅融资问题,除了参考经典的国外教科书中的理论阐述,还将一些研究文献和现实中的具体融资操作内容编撰进来,通过中美住宅融资内容的对比,住房抵押贷款再融资和逆向年金住房抵押贷款的介绍,以及住房抵押贷款还款能力的评价指标(LTV(Loan To Value Ratio,贷款与价值比率)、DCR(Debt Coverage Ratio,偿债备付率)、DTI(Debt To Income,债务与收入比))的介绍使得本章的内容更丰富和更有时代感。本章“问题研究”中对“抵押贷款估值方法选择问题的研究”是具有挑战意味的选题,它有助于读者和研究者反思我们通常对房地产抵押贷款所采取的风险防控措施,借鉴国际经验提出更好的解决办法。这一章的许多知识点都可以作为硕士研究生的毕业论文选题,我指导的三届硕士研究生都先后以此章的知识点完成了他们的论文。第10章开发项目融资,也是房地产融资的重要章节。这一章采取中美对比的方式,让读者发现房地产融资的不同方法。例如,美国关于建设项目融资环环相扣的风险防范措施,土地回租方式等内容都会对未来中国的房地产融资改革有重要的借鉴意义。在这一章着重讨论了土地融资等内容(在“问题研究”和“案例分析”部分),是因为我国当前经济社会面临的许多尖

锐问题都是由土地资产开发所引起的。这里涉及政府的地方融资平台和土地储备问题,它也是政府治理中的重要问题。通过这一章的学习,读者会了解到土地资产的价值和企业、政府是如何利用土地资产获得开发获利机会以及解决建设资金短缺的问题。第11章收益性房地产融资、信托与资产证券化,讨论了当今房地产的金融创新发展最快,这也是与现代金融联系最紧密的内容。无论是房地产信托产品还是REITs(Real Estate Investment Trusts, 房地产投资统托基金),或是资产证券化的衍生产品,都是以能够产生持续现金流的房地产实物资产为基础发展起来的。这些快速发展的房地产金融创新产品和理论观点需要读者到课外去阅读大量的相关文献,观察市场发展动态来理解其中的脉络和趋势,本书仅是对一些研究观点和结论做简要的介绍,这也体现了“理论是灰色的,而生命之树常青”的道理。

总之,本书撰写的目的是改变我们过去“灌输型”的教育方法,让读者有独立思考的空间,不迷信一些权威观点,接纳不同研究视角和研究深度,允许不同观点争议,实现“启发式和研究型”教育,让读者所学习和研究的房地产投融资问题更接“地气”。当然,由于本人的经历和学识有限,对于本书的“问题研究”“案例分析”选题还有待改进。希望能听到真诚的修改建议,并在以后有机会予以不断完善。

最后,对在本书撰写期间给予许多帮助的老师、朋友和学生表示衷心的感谢!对书中阅读材料的作者也表示诚挚的谢意!

作者

2014年3月于广州中大康乐园



| | |
|---------------------------------|----|
| 第 1 章 房地产投资与融资概论 | 1 |
| 1.1 为什么要研究房地产投资 | 1 |
| 1.1.1 国家财富与房地产资产 | 1 |
| 1.1.2 企业与房地产资产 | 2 |
| 1.1.3 金融业与房地产资产 | 3 |
| 1.1.4 个人财富与房地产资产 | 4 |
| 1.2 房地产投资与房地产融资的基本概念 | 5 |
| 1.2.1 房地产投资的基本概念 | 5 |
| 1.2.2 房地产融资的相关概念 | 8 |
| 1.2.3 政策性住房融资的国际比较 | 9 |
| 1.3 房地产市场的相关概念 | 10 |
| 1.3.1 房地产市场的内涵 | 10 |
| 1.3.2 房地产市场的功能 | 10 |
| 1.3.3 房地产市场的界定 | 10 |
| 1.3.4 房地产市场的结构 | 11 |
| 1.3.5 房地产市场无效率的原因 | 12 |
| 1.3.6 房地产市场中介的作用 | 12 |
| 1.4 房地产投资的研究视角 | 12 |
| 1.4.1 需求与房地产资产价格变动 | 12 |
| 1.4.2 供给与房地产资产价格变动 | 13 |
| 1.4.3 房地产投资研究视角的构建——四象限模型 | 13 |
| 1.5 问题研究 | 16 |
| 1.5.1 资本化率的确定 | 16 |
| 1.5.2 地价与房价的关系 | 17 |
| 1.6 案例分析 | 17 |
| 1.6.1 租赁市场的价格决定 | 17 |
| 1.6.2 交易价格和谈判区间的确定 | 18 |
| 1.7 本章小结 | 18 |

| | | |
|--------------|-----------------------|-----------|
| 1.8 | 本章拓展思考题 | 18 |
| 1.9 | 主要参考文献 | 19 |
| | 阅读材料 1.1 | 20 |
| | 阅读材料 1.2 | 23 |
| 第 2 章 | 土地区位与房地产价值 | 31 |
| 2.1 | 土地利用与房地产服务功能 | 31 |
| 2.1.1 | 城市房地产发展的动力机制 | 31 |
| 2.1.2 | 人口集聚对城市房地产发展的影响 | 32 |
| 2.2 | 土地利用的区位理论 | 36 |
| 2.2.1 | 区位理论在土地开发中的应用 | 36 |
| 2.2.2 | 区位理论在城市规划和土地开发中的指导意义 | 39 |
| 2.3 | 房地产的区位和价值 | 39 |
| 2.3.1 | 房地产区位的内涵 | 39 |
| 2.3.2 | 房地产区位的价值分析 | 40 |
| 2.3.3 | 房地产价格形成的空间属性分析 | 41 |
| 2.4 | 地租变动与城市发展 | 41 |
| 2.4.1 | 由竞租曲线形成的城市结构 | 41 |
| *2.4.2 | 城市经济动态模型 | 43 |
| 2.5 | 地方政府和房地产价值 | 44 |
| 2.5.1 | 蒂布特(Tiebout)模型与地方政府职能 | 44 |
| 2.5.2 | 地方政府行为对房地产市场的影响 | 45 |
| 2.6 | 地租变化与城市发展 | 45 |
| 2.7 | 问题研究 | 48 |
| 2.7.1 | 竞租曲线——理论与现实的差异 | 48 |
| 2.7.2 | 中国地方“土地财政”问题 | 49 |
| 2.8 | 案例分析 | 50 |
| 2.8.1 | 万科在北海的选择 | 50 |
| 2.8.2 | “华南板块”的形成 | 51 |
| 2.9 | 本章小结 | 53 |
| 2.10 | 本章拓展思考题 | 53 |
| 2.11 | 主要参考文献 | 54 |
| | 阅读材料 2.1 | 55 |
| | 阅读材料 2.2 | 58 |
| 第 3 章 | 房地产投资开发需求预测 | 67 |
| 3.1 | 商业物业投资开发的需求分析 | 67 |
| 3.1.1 | 商业地产的概念 | 67 |

| | | |
|--------------|---|-----------|
| 3.1.2 | 零售业商业模式的演进 | 68 |
| 3.1.3 | 商业地产开发需求分析的步骤和重点 | 72 |
| 3.1.4 | 商圈的界定和影响 | 73 |
| 3.2 | 住宅物业投资开发的需求分析 | 74 |
| 3.2.1 | 目标市场分析 | 75 |
| 3.2.2 | 竞争对手分析 | 75 |
| 3.2.3 | 目标客户的需求结构分析 | 76 |
| *3.2.4 | 住宅价格研究的计量模型 | 76 |
| 3.3 | 写字楼物业投资开发的需求分析 | 77 |
| 3.3.1 | 写字楼物业的竞争情况调查 | 77 |
| 3.3.2 | 写字楼需求变化分析 | 78 |
| *3.3.3 | 写字楼需求计量模型 | 79 |
| 3.4 | 问题研究 | 81 |
| 3.4.1 | Big Middle 理论与 HOPSCA 的开发——理论与实践的差异 | 81 |
| 3.4.2 | 住宅需求——使用还是投资 | 81 |
| 3.5 | 案例分析 | 82 |
| 3.5.1 | 城市产业竞租：集聚还是扩散 | 82 |
| 3.5.2 | 网上商城与实体商业物业的竞争 | 83 |
| 3.6 | 本章小结 | 84 |
| 3.7 | 本章拓展思考题 | 84 |
| 3.8 | 主要参考文献 | 86 |
| 阅读材料 3.1 | | 86 |
| 阅读材料 3.2 | | 94 |
| 阅读材料 3.3 | | 95 |
| 第 4 章 | 房地产投资财务杠杆与传统分析方法 | 97 |
| 4.1 | 资金的时间价值计算 | 97 |
| 4.1.1 | 单利情形下的终值与现值 | 97 |
| 4.1.2 | 复利情形下的终值与现值 | 98 |
| 4.1.3 | 年金的终值与现值 | 99 |
| 4.2 | 物业未来市场价值预测 | 101 |
| 4.3 | 房地产投资财务杠杆 | 101 |
| 4.3.1 | 财务杠杆系数 | 101 |
| 4.3.2 | 偿债保证比 | 103 |
| 4.3.3 | 财务杠杆的其他收益 | 104 |
| 4.4 | 传统房地产投资分析方法 | 104 |
| 4.4.1 | 投资收益性财产的动机 | 104 |
| 4.4.2 | 比率分析方法 | 105 |

| | | |
|--------------|---------------------------|------------|
| 4.4.3 | 传统的房地产投资盈利能力判断方法的讨论····· | 106 |
| 4.5 | 问题研究····· | 106 |
| 4.5.1 | 偿债保障比在资产证券化中的运用····· | 106 |
| 4.5.2 | 合理的租售比如何确定····· | 107 |
| 4.6 | 案例分析····· | 110 |
| 4.6.1 | 1 000 万未必够养老····· | 110 |
| 4.6.2 | 不良资产证券化····· | 111 |
| 4.7 | 本章小结····· | 112 |
| 4.8 | 本章拓展思考题····· | 112 |
| 4.9 | 主要参考文献····· | 113 |
| | 阅读材料 4.1····· | 113 |
| | 阅读文献 4.2····· | 116 |
| 第 5 章 | 房地产投资现金流贴现分析 ····· | 121 |
| 5.1 | 现值、净现值与内部收益率····· | 121 |
| 5.1.1 | 现值与净现值····· | 121 |
| 5.1.2 | 财务内部收益率····· | 122 |
| 5.1.3 | 净现值法与内部收益率法的比较····· | 125 |
| 5.1.4 | 动态投资回收期····· | 126 |
| 5.2 | 投资价值与投资决策····· | 127 |
| 5.3 | 问题研究····· | 127 |
| 5.3.1 | 现金流贴现技术的应用····· | 127 |
| 5.3.2 | 房地产投资分析中的主要财务报表····· | 128 |
| 5.4 | 案例分析····· | 129 |
| 5.4.1 | 在建工程转让的估值····· | 129 |
| 5.4.2 | 中国房地产企业负现金流现象分析····· | 129 |
| 5.5 | 本章小结····· | 130 |
| 5.6 | 本章拓展思考题····· | 131 |
| 5.7 | 主要参考文献····· | 131 |
| | 阅读材料 5.1····· | 131 |
| | 阅读材料 5.2····· | 134 |
| 第 6 章 | 房地产投资风险分析 ····· | 141 |
| 6.1 | 房地产投资风险与房地产泡沫····· | 141 |
| 6.1.1 | 房地产投资风险概述····· | 141 |
| 6.1.2 | 房地产泡沫····· | 143 |
| 6.2 | 传统风险分析方法····· | 144 |
| 6.2.1 | 风险调整贴现率法····· | 144 |

| | | |
|------------|-----------------------------|------------|
| 6.2.2 | 肯定当量法 | 145 |
| 6.2.3 | 回收期调整法 | 147 |
| 6.3 | 现代投资风险分析方法 | 147 |
| 6.3.1 | 蒙特卡洛方法 | 147 |
| 6.3.2 | 层次分析法的应用 | 148 |
| 6.4 | 项目不确定分析方法的应用 | 149 |
| 6.4.1 | 敏感性分析方法 | 149 |
| 6.4.2 | 盈亏平衡分析和概率分析 | 151 |
| 6.4.3 | 盈亏平衡分析、敏感性分析和概率分析等方法各自的作用特点 | 152 |
| 6.4.4 | 实物期权理论分析方法 | 152 |
| 6.5 | 房地产市场风险预警指标 | 153 |
| 6.6 | 问题研究 | 156 |
| 6.6.1 | 房地产投资风险的辨识 | 156 |
| 6.6.2 | 房地产投资风险的转移 | 156 |
| 6.7 | 案例分析 | 157 |
| 6.7.1 | 星河湾的“鄂尔多斯”投资之殇 | 157 |
| 6.7.2 | 日本的房地产泡沫危机 | 159 |
| 6.8 | 本章小结 | 161 |
| 6.9 | 本章拓展思考题 | 161 |
| 6.10 | 主要参考文献 | 162 |
| | 阅读材料 6.1 | 162 |
| | 阅读材料 6.2 | 164 |
| 第7章 | 房地产投资中的估价问题 | 171 |
| 7.1 | 投融资中使用的基本估价方法 | 171 |
| 7.1.1 | 收益资本化法 | 171 |
| 7.1.2 | 市场比较法 | 172 |
| 7.1.3 | 成本法 | 173 |
| 7.2 | 房地产投融资中估价方法使用的方法论 | 173 |
| 7.3 | 假设开发法与土地期权 | 175 |
| 7.3.1 | 土地期货的价值发现 | 175 |
| *7.3.2 | 土地投资决策的实物期权理论 | 176 |
| 7.3.3 | 土地价格看涨预期下的中国房地产企业开发模式 | 177 |
| 7.4 | 房地产企业估值 | 178 |
| 7.4.1 | 房地产企业的估值方法 | 178 |
| 7.4.2 | NAV 估值方法的局限 | 178 |
| 7.5 | 问题研究 | 179 |
| 7.5.1 | 在建工程的估值 | 179 |

| | |
|---|------------|
| *7.5.2 资产定价理论发展与房地产估价理论变革····· | 179 |
| 7.6 案例分析····· | 180 |
| 7.6.1 广州“63层”拍卖····· | 180 |
| 7.6.2 2007年中国证券市场上的“地价→股价”联动····· | 181 |
| 7.7 本章小结····· | 182 |
| 7.8 本章拓展思考题····· | 183 |
| 7.9 主要参考文献····· | 184 |
| 阅读材料 7.1····· | 184 |
| 阅读材料 7.2····· | 191 |
| 第8章 房地产投资中的税收问题····· | 200 |
| 8.1 美国的收益性房地产投资税负····· | 200 |
| 8.1.1 收益性房地产营运的应税收入····· | 200 |
| 8.1.2 收益性房地产的税基····· | 200 |
| 8.2 中国的收益性房地产投资税负····· | 201 |
| 8.3 财产税负的原理与比较····· | 202 |
| 8.3.1 财产税负的原理····· | 202 |
| 8.3.2 美国的财产税征收····· | 203 |
| 8.3.3 中美财产税征收比较····· | 205 |
| 8.4 中国的房地产税费改革····· | 206 |
| 8.4.1 中国的现行房地产税费体系特点····· | 206 |
| 8.4.2 中国的房地产税费体系改革的方向····· | 206 |
| 8.5 问题研究····· | 207 |
| 8.5.1 房地产投资中的避税问题····· | 207 |
| 8.5.2 房地产税负对房地产价格的调节问题····· | 208 |
| 8.6 案例分析····· | 208 |
| 8.6.1 房地产企业纳税问题····· | 208 |
| 8.6.2 美国加州1978年宪法修正案第13号提案(Proposition 13)····· | 209 |
| 8.7 本章小结····· | 210 |
| 8.8 本章拓展思考题····· | 210 |
| 8.9 主要参考文献····· | 211 |
| 阅读材料 8.1····· | 211 |
| 阅读材料 8.2····· | 214 |
| 阅读材料 8.3····· | 219 |
| 第9章 住宅房地产融资····· | 222 |
| 9.1 信贷工具和借款安排····· | 222 |
| 9.1.1 住房抵押贷款定价····· | 222 |

| | | |
|---------------|---------------------|------------|
| 9.1.2 | 住房抵押贷款还款模式的发展 | 223 |
| 9.1.3 | 住房抵押贷款再融资 | 226 |
| 9.1.4 | 逆向年金住房抵押贷款 | 228 |
| 9.2 | 住宅房地产投资的融资方式 | 229 |
| 9.2.1 | 中国的住宅房地产开发投资融资方式 | 229 |
| 9.2.2 | 美国的住宅房地产开发融资方式 | 229 |
| 9.3 | 抵押贷款借贷人还款意愿和能力的主要指标 | 230 |
| 9.3.1 | 抵押贷款价值比 | 230 |
| 9.3.2 | 偿债保障比 | 230 |
| 9.3.3 | 贷款收入比 | 231 |
| 9.4 | 政府资助和支持的住房信贷 | 231 |
| 9.4.1 | 美国的政府支持住房信贷 | 231 |
| 9.4.2 | 中国的政府支持住房信贷 | 233 |
| 9.5 | 考虑税收的借贷成本 | 233 |
| 9.5.1 | 资金的借贷成本 | 233 |
| 9.5.2 | 美国的住房借贷成本计算 | 234 |
| 9.6 | 住房抵押贷款保险 | 234 |
| 9.6.1 | 美国的住房抵押贷款保险制度 | 234 |
| 9.6.2 | 中国的住房抵押贷款保险制度 | 235 |
| 9.7 | 问题研究 | 236 |
| 9.7.1 | 住房抵押贷款价值比问题 | 236 |
| *9.7.2 | 抵押贷款估值方法选择问题研究 | 237 |
| 9.8 | 案例分析 | 238 |
| 9.8.1 | 抵押贷款视角下的美国次贷危机 | 238 |
| 9.8.2 | 中国家庭父母参与子女的融资买房活动 | 239 |
| 9.9 | 本章小结 | 240 |
| 9.10 | 本章拓展思考题 | 241 |
| 9.11 | 主要参考文献 | 241 |
| | 阅读材料 9.1 | 242 |
| | 阅读材料 9.2 | 244 |
| 第 10 章 | 开发项目融资 | 253 |
| 10.1 | 开发建设项目融资 | 253 |
| 10.1.1 | 美国的建设项目融资 | 253 |
| 10.1.2 | 中国的建设项目融资 | 257 |
| 10.2 | 土地开发融资 | 258 |
| 10.2.1 | 美国的土地开发融资 | 258 |
| 10.2.2 | 中国的土地开发融资 | 260 |

| | | |
|---------------|--|------------|
| 10.3 | 问题研究 | 263 |
| 10.3.1 | 项目融资模式在土地储备中的应用 | 263 |
| 10.3.2 | 土地储备机构的土地抵押贷款及其风险 | 264 |
| 10.4 | 案例分析 | 265 |
| 10.4.1 | 地方政府融资平台(Local Government Financing Vehicles)的发展 | 265 |
| 10.4.2 | 城中村改造中的土地融资 | 268 |
| 10.5 | 本章小结 | 269 |
| 10.6 | 本章拓展思考题 | 270 |
| 10.7 | 本章主要参考文献 | 270 |
| 阅读材料 10.1 | | 271 |
| 阅读材料 10.2 | | 276 |
| 第 11 章 | 收益性房地产融资、信托与资产证券化 | 283 |
| 11.1 | 收益性房地产融资 | 283 |
| 11.2 | 房地产信托与信托基金 | 284 |
| 11.2.1 | 房地产信托 | 284 |
| 11.2.2 | 房地产信托基金 | 286 |
| 11.3 | 房地产资产证券化 | 291 |
| 11.3.1 | 房地产抵押贷款证券化 | 291 |
| 11.3.2 | 次级抵押贷款债券 | 294 |
| 11.3.3 | 房地产资产证券化在中国的发展 | 296 |
| 11.4 | 问题研究 | 299 |
| 11.4.1 | 海外房地产基金持有商业物业和写字楼物业 | 299 |
| *11.4.2 | 资产证券化对实物资产价值的影响 | 299 |
| 11.5 | 案例分析 | 301 |
| 11.5.1 | 广州 IFC(西塔)注入越秀房产信托 | 301 |
| 11.5.2 | 青岛凯悦房地产信托现兑付风险 | 303 |
| 11.6 | 本章小结 | 305 |
| 11.7 | 本章拓展思考题 | 305 |
| 11.8 | 主要参考文献 | 306 |
| 阅读材料 11.1 | | 306 |
| 阅读材料 11.2 | | 310 |
| 阅读材料 11.3 | | 313 |

1.1 为什么要研究房地产投资

房地产业是现代国家的重要产业之一,房地产资产作为社会经济活动中的重要资产,无论对于政府、企业和城市居民个人的各类活动都有着重要的影响。而房地产投资活动就像其他产业的投资活动那样,是整个产业发展的重要动力和创新之源。因此,分析房地产投融资活动首先要从宏观到微观的各个层面解析其发展变化对社会经济组织和个体的影响,从整体上把握房地产投融资活动的内在发展规律,进而逐步地去深入研究房地产投融资问题的本质,发现问题的解决之道。

1.1.1 国家财富与房地产资产

房地产资产一般包括土地和房屋,它具有多重属性,既有消费品和生产资料的使用属性,又有投资品的资产属性,还有位置的空间属性。房地产资产占国家财富的比例对国家和地区整体社会经济的协调与稳定发展起着非常重要的作用。一个国家或城市的基础设施条件越好,则其房地产资产的价值会随之增加;城市化水平越高,则其区域内的房地产价值也会随之提高。但是如果房地产资产价值比例过高,可能导致生产和生活成本的上升,影响生产性投资者的积极性,降低国家或地区的整体竞争力,严重的房地产资产泡沫甚至会使一国的经济走向衰退。这些比例关系与国家和地区经济的不同发展阶段有关,在国家经济起飞、产业结构发生重大变革的阶段,房地产资产和国家财富的比例通常会发生较大的波动,但是,随着经济的逐步发展,这些比例会逐渐稳定下来。一般来说,在社会经济运行正常的国家和地区,土地、房屋资产和国家资产、国家财富和GDP之间应当存在着比较稳定的和长期的比例关系。^[1]一旦这种比例关系失调,可能表明社会经济发展出现了过热或萧条的问题。

日本是世界上少有的土地资产在国家财富中所占比例较大的国家,日本国家财富中很大一部分都集中在土地上。1985年日本的国家财富中有57.1%是土地资产,住宅资产占8.6%。1990年地价达到高峰,仅东京都的土地资产价格就相当于当时美国全国的土地资产价格,如图1-1所示,当年日本土地资产总额为2400万亿日元,而同期美国全国的土地资产总额约600万亿日元。从20世纪90年代初日本地价泡沫破裂至今已有近20年的历史,直到2006年日本土地资产的价格下降的趋势才得到缓解,但是日本国家经济至今仍然深陷在国家财富质量严重下降的后果中。

[1] 沈悦,刘洪玉. 房地产资产价值与国家财富的关系研究. 清华大学学报(哲学社会科学版),2004,19(1): 51-59.

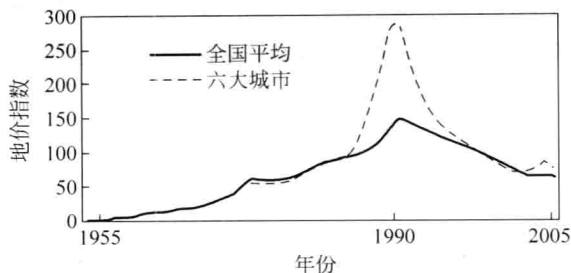


图 1-1 日本城市地价走势

数据来源：2010 日本经济统计年鉴。

转载于：刘宪. 非生产性资产泡沫与日本经济增长. 日本研究, 2010(3): 24-28.

我国自 1978 年改革开放以来,土地使用制度发生了一系列重大变革。国有土地从原来的无偿使用改革为有偿、有限期使用。国家的土地资产和房屋资产价值被人们重新认识,加之 1998 年住房制度的改革,使得国家土地资产价值发生了巨大的变化,国家和各级地方政府通过有偿出让土地,获得了大量的建设开发资金。城市基础设施的不断完善使得城市房地产资产价值不断提高,人们的生活水平也在不断提高,房地产资产的市场价值真正得到体现,人们有“恒产”社会才有“恒信用”^[1]的观念逐渐被社会公众所接受,房地产业的发展推动了金融行业和一些相关产业的快速发展,房地产投资作为经济增长的“三驾马车”之一的固定资产投资的重要组成部分,对中国改革开放 30 年来的经济增长起到重要的作用。但是,由于地方政府“土地财政”^[2]的激励,长期超额货币供应量带来的“中国之谜”^[3],以及 2005 年以来人民币升值的影响等诸多因素促使我国的房地产资产价格不断上涨,超过了城市居民收入的增长幅度,使得中国经济有出现资产泡沫危机的可能。

1.1.2 企业与房地产资产

房地产资产是企业经营中的重要生产设施资产,现代企业的实物资产中相当大的一部分是土地和房产。因此,在企业经营中对房地产资产的管理是企业的重要工作。在企业兼并重组活动中,对房地产资产的投资价值的正确判断常常会起决定性的作用。例如,世界财富 500 强中的最大零售企业沃尔玛,2006 年企业土地、厂房与设备等长期资产(Long-Term Assets)的账面金额为 973 亿美元左右,累计折旧金额约为 214.2 亿美元,土地、厂房与设备的净额约为 758.8 亿美元,占总资产的 55% 左右^[4]。

(1) 企业通过房地产进行投资和经营活动,这是企业多元化经营的重要战略。它使企业能够分散行业经营的风险,获得企业成长的资源和能力。我国有许多著名的上市公司都把房地产经营作为其主营业务之一,并取得了较好的业绩,例如,格力电器的格力地

[1] “民之为道也,有恒产者有恒心,无恒产者无恒心。”——《孟子·滕文公上》

[2] 土地财政是指在地方政府的一般预算收入中,土地出让收入和相关房地产税费收入占有相当大的比例。

[3] 伍志文. 货币供应量与物价反常规关系: 理论及基于中国的经验分析——传统货币数量论面临的挑战及其修正. 管理世界, 2002(12): 15-25.

[4] 刘顺仁. 财报就像一本故事书. 太原: 山西人民出版社, 2007.