

商学院
文库

现代房地产 金融学

高波 编著

商学院
文库

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目（编号：10JZD0025）阶段性成果

现代房地产金融学

高波 编著

 南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

现代房地产金融学 / 高波编著. — 南京 : 南京大学出版社, 2015. 6

(商学院文库)

ISBN 978-7-305-15442-3

I. ①现… II. ①高… III. ①房地产金融 IV.

①F293.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 136081 号



出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
出 版 人 金鑫荣

丛 书 名 商学院文库
书 名 现代房地产金融学
编 著 高 波
责任编辑 王抗战

编辑热线 025-83596997

照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 江苏凤凰扬州鑫华印刷有限公司
开 本 787×1092 1/16 印张 13.75 字数 346 千
版 次 2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-305-15442-3
定 价 30.00 元

网址: <http://www.njupco.com>

官方微博: <http://weibo.com/njupco>

官方微信号: njupress

销售咨询热线: (025) 83594756

* 版权所有, 侵权必究

* 凡购买南大版图书, 如有印装质量问题, 请与所购
图书销售部门联系调换

《商学院文库》编委会

主任委员 洪银兴 赵曙明

副主任委员 刘厚俊 金鑫荣

委 员 (按姓氏笔画排序)

刘厚俊 刘志彪 刘 洪

陈传明 杨雄胜 张二震

沈坤荣 范从来 金鑫荣

洪银兴 赵曙明 裴 平

《商学院文库》已出版书目

书 名	作 者	开本	定价
现代西方经济学原理(第五版)	刘厚俊 编著	小 16 开	38.00
西方经济学说史(第二版)	葛 扬 李晓蓉 编著	16 开	46.00
现代产业经济分析(第三版)	刘志彪 安同良 编著	小 16 开	42.00
公共财政学(第三版)	洪银兴 尚长风 编著	16 开	49.80
国际金融学(第四版)	裴 平等 编著	16 开	39.80
国际贸易学(第五版)	张二震 马野青 著	16 开	39.00
货币银行学(第四版)	范从来 姜 宁 王宇伟 主编	16 开	49.80
宏观经济学教程习题解析(第二版)	耿 强 沈坤荣 主编	小 16 开	29.00
宏观经济学(第五版)	梁东黎 编著	16 开	55.00
宏观经济学学习指导(第二版)	梁东黎 编著	大 32 开	17.00
微观经济学(第三版)	刘 东 梁东黎 编著	小 16 开	28.00
微观经济学学习指导(第二版)	刘 东等 编著	大 32 开	16.00
投资银行学(第二版)	王长江 编著	16 开	39.80
国际企业:人力资源管理(第四版)	赵曙明 著	小 16 开	39.80
现代房地产金融学	高波 编著	16 开	30.00

续 表

书 名	作 者	开本	定价
供应链物流管理	郑称德 编著	16 开	46.00
财务管理学导论	陈志斌 编著	小 16 开	38.60
财务管理学导论精要、案例与测试	陈志斌 编著	大 32 开	25.00
投资项目评估(第二版)	李晓蓉 编著	小 16 开	29.00
期货投资和期权(第二版)	赵曙东 著	16 开	42.00
管理学原理(第二版)	周三多 陈传明 等 编著	小 16 开	29.00
运作管理	郑称德 编著	小 16 开	32.00
统计学原理(修订本)	吴可杰 原著 邢西治 修订	大 32 开	16.00
统计学原理学习指导与习题解析	邢西治 编	大 32 开	14.00
市场营销	吴作民 编著	小 16 开	48.00
经济法律概论(第三版)	吴建斌 编著	小 16 开	46.00
国际商法新论(第四版)	吴建斌 著	小 16 开	39.80
国际商法学习指导(第二版)	吴建斌 吴兰德 编著	大 32 开	20.00
会计学概论(第二版修订)	杨雄胜 主编	小 16 开	38.50
高级财务会计	王跃堂 编著	16 开	36.00

南京大学出版社地址:南京市汉口路 22 号 邮编:210093

订购热线:(025)83594756 83686452

目 录

导 论	1
-----------	---

第一章 房地产金融的基本原理

第一节 资产价值理论	13
第二节 金融杠杆原理	17
第三节 房地产期权理论	19
第四节 房地产投资组合理论	21
第五节 有效市场理论	25
第六节 委托-代理理论	27
第七节 行为金融理论	29

第二章 房地产金融市场和房地产金融中介

第一节 房地产金融市场:内涵、功能和运作	35
第二节 房地产金融中介的内涵和功能	37
第三节 部分发达国家及新加坡房地产金融中介体系	39
第四节 中国房地产金融中介体系	47

第三章 房地产开发贷款

第一节 房地产开发贷款:特点、分类和风险	51
第二节 房地产开发贷款的贷款流程	54
第三节 房地产开发贷款评估	57
第四节 房地产开发贷款的信贷风险分析	59
第五节 中国的房地产开发贷款	64

第四章 房地产股权融资

第一节 股权融资:含义和融资方式	70
第二节 房地产公司股票发行、配股和增发	73

第三节	中国房地产公司资产重组	78
第四节	中国房地产上市公司股权结构与企业价值	80
第五章 房地产债券和房地产信托		
第一节	房地产债券和房地产信托的内涵	87
第二节	房地产企业债券	92
第三节	房地产信托	96
第六章 住房抵押贷款和住房抵押贷款二级市场		
第一节	住房抵押贷款	105
第二节	住房抵押贷款二级市场	113
第三节	住房抵押贷款证券化	117
第四节	中国住房抵押贷款与商业银行风险分析	123
第七章 房地产投资信托基金(REITs)		
第一节	REITs 的内涵、职能及风险	131
第二节	REITs 的设立条件	140
第三节	REITs 的产品特点及运作	143
第八章 房地产保险		
第一节	房地产保险的起源、内涵和功能	150
第二节	房地产保险的构成要素	154
第三节	房地产保险产品	157
第四节	房地产保险的运作	166
第九章 房地产金融市场的风险管理和金融监管		
第一节	风险管理:内涵、功能与流程	171
第二节	房地产金融市场的风险度量和规避方法	174
第三节	房地产金融市场的金融监管	178
第十章 金融变量与房地产市场		
第一节	金融变量的内涵和构成	191
第二节	金融变量对房地产市场的冲击-传导机制	198
第三节	金融变量对房地产市场冲击的经济效应分析	205
后 记		211

内容提要

1. 世界上房地产金融的起源,近代以来尤其是改革开放以来中国的房地产金融活动。
2. 房地产金融的内涵、功能和特征。
3. 美国、英国、德国、日本、新加坡和中国等国家的房地产金融制度及比较。
4. 房地产金融学的定义、研究对象和学科特点。
5. 房地产金融学的主要研究方法。

房地产是一种重要的金融资产,房地产金融是金融市场的重要组成部分。房地产是人类生活和生产所依赖的重要物质基础,房地产业是典型的资金密集型产业,资金投入数量大、占用时间长、回收期长,房地产开发、交易和经营等环节都需要大额资金支持,因而迫切需要房地产金融来缓解房地产经济活动中的流动性约束,提高和完善房地产经济运行的效率和秩序。实践表明,一个成熟的房地产市场,必然伴随一个健全的房地产金融市场,房地产金融在房地产经济活动中具有不可替代的独特功能。

一、房地产金融的产生和演变

18 世纪中叶的欧洲,伴随着产业革命浪潮,城市化和人口迁移使得人类首次面临严重的大规模住宅短缺,并引发了深刻的社会矛盾(恩格斯,2009[1872],第 235 - 334 页)。作为缓解居民住房困难的重要手段之一,为居民购房提供融资的房地产金融活动开始产生。从房地产金融发展的历史来看,房地产金融是从土地抵押融资和住房互助或住房储蓄起步的。

1769 年,德国建立了第一家土地抵押信用合作社。该合作社由政府强制组成,并受政府的监督和管理。之后,又在土地抵押信用合作社和土地银行的基础上组成了若干联合银行。1775 年,世界上首家住房协会在英国伯明翰成立,被视作房地产金融产生的里程碑式的事件。作为一个典型的互助合作组织,住房协会采用会员制,通过吸收会员的存款及其股份的认购资金,作为给会员用来购房或建房的放贷资金。由于政府的大力支持,住房协会发展迅速,逐渐形成了自己的卡特尔组织并垄断了英国住房信贷市场。20 世纪 60 年代,住房协会在英国抵押贷款市场的份额已经达到 75%~

85%，并且伴随着金融自由化的浪潮，住房协会的业务范围正由传统的互助合作性质向商业性质的银行机构转变。英国的房地产金融围绕住房协会逐步发展起来，并诞生了住房金融公司等，同时商业银行也开始从事房地产金融业务。1816年，美国费城、波士顿和纽约等城市成立了互助型的住房储蓄银行，到1826年这类银行已发展到35家，并逐渐发展为抵押贷款银行。1831年，来自英国的移民也按照互助原则在美国成立了“牛津节俭会”，而到1890年，类似组织几乎遍布美国各州，并在第二次世界大战后更名为储蓄贷款协会。1916年，美国成立了联邦土地银行，主要提供30~40年的长期房地产抵押贷款，按揭率最高可达85%。

第一次世界大战(1914—1918)和第二次世界大战(1939—1945)无情地摧毁了人类的家园。1918—1947年期间发生了严重的第一次住房危机。在第一次住房危机期间爆发的第二次世界大战破坏了欧洲约22%的住宅，这一比例在德国高达75%，日本也有约280万套住宅遭受损失。在战后重建的大规模住房需求刺激下，房地产金融活动日趋活跃，世界各国成立了一些专业性的住房金融机构，如美国的联邦住宅贷款银行、西德的互助储蓄信贷社、巴西的国家住房银行、日本的住宅金融公库等为住宅建设、流通环节提供资金支持的金融机构。同时，政策性的住房金融体系也得到快速发展，如新加坡的中央公积金体系、西德的储蓄型住房银行体系、日本住宅金融公库、美国的住房金融政府担保体系等。

20世纪50年代以来，新兴工业化国家开始越来越多地利用房地产金融工具和手段来解决居民的住房问题。1955年，新加坡政府建立住房公积金制度，主要以强制储蓄的方式实施“居者有其屋”计划，并加快了住房建设。

20世纪60年代，住房协会在英国抵押贷款市场的份额已经达到75%~85%，并且伴随着金融自由化的浪潮，住房协会的业务范围正由传统的互助合作性质向商业性质的银行机构转变。英国的房地产金融围绕住房协会逐步发展起来，并诞生了住房金融公司等，同时商业银行也开始从事房地产金融业务。

20世纪70年代，出现了第二次世界性住房危机。房地产金融业的发展，对解决住房危机问题发挥了重要作用。这期间，全球房地产金融体系逐步形成并不断完善。美国借助1929年金融危机之后的金融体系重整机遇，塑造起以联邦国民抵押贷款协会(Federal National Mortgage Association, FNMA, 亦称房利美)和联邦住宅贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, 亦称房地美)为主、私人抵押贷款机构为辅的联邦住宅贷款银行体系。这种房地产金融框架凸显出政府干预和市场运作相结合的特征。相关房地产金融机构主要包括区域性联邦住宅贷款银行、联邦住宅管理局、退伍军人管理局、房利美和房地美。其中，“两房”的主要目的是购买和出售由联邦住宅管理局和退伍军人管理局担保的抵押贷款，并通过实施资产证券化来推动住宅市场和资本市场的对接。1975年，韩国成立了土地金库，作为政府对土地及房产进行投资的资金来源之一，是政府对房地产市场实行调节的重要机构。

20世纪80年代后期，发生了第三次住房危机，以发展中国家最为突出。这一时期内，经济发展水平较低的发展中国家普遍面临着城市化和人口增长压力导致的住房短缺。相关统计资料显示，20世纪80年代初拉美地区住房短缺3000万套左右，印度住房短缺2100万套左右。在发展中国家住房矛盾突出的背景下，1978年联合国正式成立了联合国人类居住中心(UNCHS)，旨在通过实施公正平等、可持续性的政策咨询和技术支持来减少发展中国家的城市贫困现象，推动各国解决中低收入群体的住房困难问题。

中国最早出现的房地产金融活动是由“道契”引发的融资行为^①。所谓道契,是指外国人在上海永租土地取得的凭证。1844年,一个英国商人在外滩租地13亩,这块土地成为“英册”第一号道契。在当时的时代背景下,由于道契是外国人的房地产权利凭证,不受中国政局动荡的影响,交割手段简便,还可以像金条一样在银行、钱庄等金融市场上抵押、转押和转让,因此道契成为当时上海金融市场上信誉最高、流通性最强的信用工具。道契不再是一张普通的房地产契证,而充当着“万能票据”的角色,时称“只需持有道契,不愁资金无着”。由此看出,早在19世纪,中国已经出现了房地产金融活动的萌芽。

新中国成立前后,中国部分城市已经存在房地产金融活动。但真正意义上的房地产金融是改革开放以来逐步发展起来的。随着城市住房制度改革的推进,房地产金融活动逐步活跃。1982年,国务院批准常州、沙市、四平、郑州等4个城市作为公有住房补贴出售试点,由中国人民银行对试点城市的居民个人和少数企业单位办理购房建房存贷款业务(该业务在1984年后划入工商银行业务范围)。1987年,中国人民银行颁布了《住宅储蓄和储蓄借款试行办法》,建设银行对需要建房、买房的单位和个人开办了住房储蓄,吸收存款,发放商品房贷款,房地产信贷业务有了一定的发展。1987年10月29日和12月8日,中国人民银行先后批准成立了烟台住房储蓄银行和蚌埠住房储蓄银行两家股份制专业住房金融机构。1988年中国房地产金融业务有了新的拓展,一方面,国家规定逐年在计划上安排一块商品住房信贷指标;另一方面,深圳、上海等沿海经济发达地区还发行了房地产债券,有的还试办了房地产抵押贷款等。从此,房地产金融不仅在筹资融资方面发挥着应有的功能,还能为房地产企业和消费者提供相关的服务。1991年,上海借鉴新加坡的经验,率先推进住房公积金制度试点,至1993年末,全国共有131个地级以上城市建立了住房公积金制度,占地级以上城市总数的60%。公积金募集总额快速扩大,1991年上海市共归集公积金资金4.25亿元,而2014年上海市共归集住房公积金和补充公积金737.30亿元,其中住房公积金577.91亿元,补充公积金159.39亿元。截至2014年底,累计归集住房公积金和补充公积金4927亿元。^②1998年5月,中国人民银行颁布了《个人住房贷款管理办法》,放宽了个人住房贷款条件,扩大了个人住房贷款范围,使得住房贷款结构从开发贷款为主转向个人住房消费贷款和开发贷款并重,并逐步建立起商业性和政策性并存的房地产金融体系。根据中国人民银行公布的《2014年金融机构贷款投向统计报告》,2014年底中国主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额为17.37万亿元。其中,个人购房贷款余额为11.52万亿元,房地产开发贷款余额5.63万亿元。再从全国住房公积金缴存情况来看,截至2014年底,全国住房公积金缴存总额为6.47万亿元,住房公积金缴存余额为3.27万亿元,实际缴存公积金职工已达1.06亿人。

二、房地产金融的内涵、功能和特征

1. 房地产金融的内涵

金融的本质是解决不确定条件下资产的跨期和跨空间配置问题。房地产业存在开发建设周期、投资周期和消费周期长的特点,使得房地产业的参与主体时刻面临着资产跨期配置决策

^① 资料来源,中国经济网, <http://finance.jrj.com.cn/industry/2012/11/02132414614505.shtml>。

^② 上海住房公积金网站,《上海市住房公积金制度执行情况公报》<http://www.shgjj.com/html/gjxxgkgb/40282.html>。

或选择,从而对房地产金融产生了需求和依赖。房地产金融是指由金融中介组织实施的,为房地产经济活动筹集、融通、结算或清算资金,并提供风险担保或保险的所有金融活动,它以房地产的产权或产权人的信誉为信用基础,而房地产金融市场和金融工具为载体。依托房地产金融体系,社会富余资金可以直接融资或间接融资方式介入房地产经济活动。

房地产业是指从事房地产投资、开发、建设、经营、租赁、抵押、信托、维修以及装饰、物业管理等经济活动的产业部门,它具有流通与服务两种功能。房地产业是以提供房地产产品和服务为目的的相关企业及其经济活动的集合。现实中,房地产业具有资金需求量大、投资回收期长和资金密集等特点,房地产业的发展离不开房地产金融业的支持,而房地产金融业本身也是房地产业的重要组成部分。全球行业分类标准(Global Industry Classification Standard, GICS)和全球分类系统(Global Classification System, GCS)将房地产业归于金融行业,美国在1997年推出的北美产业分类体系(NAICS)中同样将房地产业归为金融业。房地产本身被普遍看成长期信用的最佳担保品,而且是保全资产价值的重要途径。这是因为:(1) 房地产的不动产属性和非灭失性,不仅为债权人提供了保存和监管变量,而且为风险敞口后的债务处置提供了保障。(2) 房地产价值的保值增值性。从长期趋势来看,房地产价值保值增值的稳定特征,使其适合作为长期信用担保品。(3) 房地产预期收益稳定和有保障。当面临信用风险时,债权人可以通过处置房地产来获得现金回报。上述特征决定了人们必将借助于房地产抵押等来开展金融活动,并使房地产金融在国民经济和人们日常生活中的地位和作用十分突出。

2. 房地产金融的功能

房地产金融体系具有一般意义上的金融功能。1993年,罗伯特·C. 默顿和兹维·博迪提出了功能主义金融观(functional perspective)理论,或称金融功能观。他们认为:(1) 金融功能比金融机构更加稳定。金融功能随时间和国界变动较少。(2) 金融机构的形式以功能为指导。金融机构不断创新和竞争最终使金融具有更强的功能和更高的效率。金融功能的本质是在一个不确定的环境中在时间和空间上实现资源有效配置。具体而言,金融体系执行如下六项核心功能(兹维·博迪,罗伯特·C. 默顿,戴维·L. 克利顿,2010,第28-36页)。

(1) 跨期、跨空间和跨行业转移资源。金融体系提供了跨期、跨国界以及跨行业转移经济资源的方式。经济状况越复杂,金融体系在提供跨期转移资源的有效途径中所扮演的角色越重要。在全球化金融体系中,金融市场和金融中介的复杂网络使得资源的跨期转移和跨地区转移成为可能,使得稀缺资源被跨期的从相对较低收益的用途转移到提供更高收益用途的创新,提高了效率。

(2) 管理风险。金融体系提供了管理风险的途径。就像资金通过金融体系得到转移一样,风险也通过金融体系进行转移。资金与风险经常被“捆绑”在一起,而且通过金融体系转移,资金流动可以刻画风险流动的特征。当然,资金和风险也可能是“不被捆绑”的。在金融世界中,许多金融合同可以在不转移资金的条件下为转移风险服务,大部分保险和担保的情形就是如此。

(3) 清算支付和结算支付。金融体系提供清算支付和结算支付的方式,从而为商品、服务及资产的交换提供便利。金融体系提供有效的支付体系,使得居民户和企业无须在购买过程中浪费时间和资源。作为一种支付手段,从黄金到纸币再到支票、信用卡和电子汇款方式,支付体系的效率也在不断提高。

(4) 归集资源并细分股份。金融体系提供了一项机制,归集资金开办规模巨大且无法拆

分的企业,或者将大型企业的股份在众多所有者之间进行细分。在现代经济中,经营一家企业所需要的最小投资额经常超过一个人或一个大家庭的财富。金融体系提供了各种各样的机制将居民的财富归集或加总为更大数量的资本供企业使用。

(5) 传递信息。金融体系可以提供有助于在不同经济部门中协调分散性决策的价格信息。在现实生活中,许多不参与证券交易的人同样利用证券价格所产生的信息进行其他类型的决策。类似的,资产的市场价格信息也有助于家庭内部的决策。在投资项目选择和融资安排的过程中,资产价格和利率为企业管理者提供了关键信息。

(6) 解决激励问题。金融体系可以提供解决当金融交易的一方拥有另一方不具备的信息或一方是代替另一方做出决策的代理人时产生的激励问题的方法。在金融体系中,激励问题以各种各样的形式出现,包括道德风险、逆向选择和委托-代理问题,这三种激励问题可以通过金融体系寻找方法去解决。

房地产金融体系在实现上述金融功能的过程中,还具有一些房地产金融的独特功能。房地产金融市场和房地产金融中介的运作,将为房地产业发展提供房地产金融产品和服务,从而为房地产企业提供金融支持,并解决购房者即时支付能力不足的问题,把购房者的购房负担分摊到若干年内,满足居民购房的资金需求,刺激房地产的有效需求。世界上多数国家对居民的购房融资由商业性和政策性两种住房金融体系组成。商业性住房金融体系用来支持较高收入人群实现住房需求,遵循市场竞争原则,以盈利为目的,注重住房投资品的特性。政策性住房金融体系旨在解决中低收入人群的住房问题,以非盈利为出发点,重在为购房者提供各种帮助,体现出政府福利的特点。两种住房金融体系安排既相对独立,又相互依赖和融合,形成统一的住房金融体系。根据风险偏好的不同,风险偏好程度低的人利用各种金融工具把风险转嫁给厌恶风险程度较低的人,以实现风险的再分配。房地产金融能够利用庞大的机构网络,众多的金融工具,发挥融资、保险等功能,将社会分散、无序的资金集中起来,合理利用到房地产开发经营中,盘活房地产资产,提高资金的使用效率。此外,房地产金融政策对房地产市场具有一定的调节功能,是政府实行房地产市场宏观调控的重要工具。房地产金融市场的信息传递功能,为政府部门分析房地产经济运行情况提供了重要依据,政府据此利用房地产金融政策工具对房地产市场实施宏观调控。

3. 房地产金融的特征

与一般金融活动相比,房地产金融具有以下特征:(1) 资金流量数额大。相对于绝大多数普通商品,房地产价值巨大,而且房地产价值在居民或企业的资产中一般占有较高的比重。在房地产开发经营过程中,无论是生产环节还是流通环节或者消费环节,资金流量大。(2) 资金周转期长。相对于其他商品来说,房地产开发建设周期长,因而资金的投入时间长。而在流通环节,房地产购买者往往因为房地产价值量大而采用按揭贷款方式购房,分期偿还贷款,贷款期限甚至长达30年以上。(3) 房地产的抵押品特性。与其他抵押性质的借贷行为不同,房地产具有不动产属性,借款人在与债权人确立了抵押契约关系后,仍然是抵押品的合法拥有者,保留对财产的所有权和支配权,而贷款人取得的是财产的平衡产权。平衡产权不赋予贷款人任何权利,如借款者违反还贷约定,贷款人将通过没收抵押品的方式来获取财产的所有权。贷款人仅享有抵押财产的平衡权或收押权,一旦贷款还清,这种权利随之消失。(4) 高风险性。与其他金融活动相比,房地产金融活动存在事先无法预料或虽能预料但难以避免的不确定因素,而房地产本身属于流动性较低的金融资产,这将使房地产金融具有较高的风险。

三、房地产金融制度及国际比较

制度构成了人类社会经济运行各个层面的一般性准则。从经济学范畴来讲,通常将制度定义为:“一个社会中的游戏规则,或者被理解为决定人们的相互作用而人为设定的一些制约”(道格拉斯·C. 诺思,1994,第3页)。作为人类施加到自己身上的约束,制度包含了正规的和非正规的规则,以及实施的形式和有效性。正规规则包括政治(及司法)规则、经济规则和合约;非正规规则主要表现为行为准则、习俗和惯例,它往往来源于历史上流传下来的文化遗产。制度不仅是一种规则,也是经济发展中不可或缺的重要资源,具有公共产品的特性。制度的复制和学习比技术模仿更为困难,这就导致了制度稀缺性的普遍存在。从制度供给来看,存在诸多约束条件,如法律法规修改所必需的程序、一定的知识积累、文化传统的限制等;从制度需求来看,则有来自社会现实层面的问题而产生制度创新的压力。这一特殊的制度供求结构进一步强化了制度的稀缺性,在特定时期突出了制度变革的重要作用。

从根本上来说,房地产金融制度从属于整个国家和社会的经济制度,受到一个国家基本经济制度、基本经济政策和经济体制的制约,构成了国家“制度网络”中的一个环节。房地产金融制度,是围绕着房地产产品的开发、交易和分配活动以及房地产提供服务过程中出现的金融活动所确定的游戏规则和设定的一些制约,并呈现出某些专有制度的独特性。从世界各国的实践来看,房地产金融制度不仅与房地产业和金融业的发展紧密相连,也与住房制度密切相关。美国、英国、日本、德国和新加坡等国家伴随着房地产金融业的发展,房地产金融制度比较成熟和完善。

1. 美国的房地产金融制度

美国拥有全球最发达的金融市场,随着金融创新的不断深化,各种新型房地产金融工具不断涌现,房地产金融市场日趋发达。美国房地产金融制度是由自由市场经济体制决定的、商业金融机构为主导的金融制度,具备完善的住房抵押贷款体系是美国房地产金融制度的重要特征。美国住房抵押贷款体系的日趋成熟是与高度发达完善的国内金融市场和政府对于住房金融的大力支持分不开的。

美国是世界上住房抵押贷款业务开展最早、最发达的国家。美国的住房抵押贷款市场体系由规范运作、有机衔接的住房抵押贷款一级市场和二级市场构成。住房抵押一级市场是资金供求双方直接接触,并发放住房抵押贷款的市场。资金的需求方主要是购房者,资金供给方主要是商业银行、储蓄贷款协会、信贷协会、抵押贷款银行、互助储蓄银行、人寿保险公司、养老基金等。在住房抵押一级市场上,还存在为抵押贷款进行保险或担保的机构,这些机构的建立和运营不仅增强了住房金融机构发放抵押贷款的信心,也为住房抵押贷款二级市场的发展创造了前提条件。美国政府创办的机构有:(1) 联邦住宅管理局(FHA)。1934年,为应对大萧条和稳定房地产业发展,美国政府设立联邦住宅管理局,为中低收入家庭提供购房贷款信用保险。(2) 退伍军人事务部(VA)。1989年,美国成立退伍军人事务部,前身为1930年成立的退伍军人管理局。美国退伍军人事务部为服务对象提供伤残赔偿金、养老金、教育、住房贷款、人寿保险、职业康复、遗属福利、医疗福利和安葬等权益及服务。

随着金融基础设施建设的完善、规范以及住房抵押贷款一级市场的渐趋成熟,为提高市场参与者的融资能力、分散风险和有效配置资源,在美国政府的大力扶持和一大批机构投资者的参与下,逐渐形成了住房抵押贷款二级市场。住房抵押贷款二级市场是指以抵押贷款组合为

基础,进行批发买卖抵押贷款或抵押贷款证券的市场。目前,住房抵押贷款二级市场的金融机构主要有3家:房利美、房地美和政府国民抵押贷款协会(GNMA,吉利美)。房利美和房地美是政府发起设立的私营证券化公司,吉利美由美国政府全资成立。在二级抵押市场上,由于政府或准政府机构提供信用担保,房利美、房地美和吉利美所发行的抵押贷款债券均被评定为AAA级证券,获得了相当于美国政府债券的信誉,是金融机构可以无限持有的金融资产。这些金融机构向一级市场贷款机构购买抵押贷款,购买对象主要包括抵押贷款公司、储蓄银行、商业银行、养老基金等,之后,将抵押贷款进行再交易,或者以抵押贷款作为担保物发行抵押贷款债券,也可将抵押贷款作为自己投资的一部分。

2. 英国的房地产金融制度

英国是世界上第一个建立房地产金融制度的国家。英国的房地产金融制度由政策性金融机构和商业性金融机构组成,政府既对房地产金融市场进行干预,又保持灵活的市场调节。英国的房地产金融制度具有以下特点:一是专业性的房地产金融机构在英国房地产金融市场中居于主导地位。房屋互助协会和建筑协会是专门从事房地产金融业务的专业性机构,主要是为购房者提供住房抵押贷款。英国房地产金融以一级抵押市场为主。二是英国政府积极扶持房地产金融业的发展。英国政府对房屋互助协会等机构吸收的存款减免税收,并对抵押贷款实现免税以推动房地产金融业发展,以改善居民的居住条件。1980年,英国商业银行开始介入房地产抵押贷款市场,商业银行在抵押贷款市场上的份额在1981年前不到10%,之后经过快速发展,到1992年已占34%。除此之外,英国房地产金融机构还包括国民储蓄银行、信托储蓄银行、保险投资信托和养老基金等。

3. 德国的房地产金融制度

德国实行的是社会主义市场经济,在自由竞争的基础上,国家对经济运行进行一定程度的干预。德国政府对房地产金融市场的干预程度比美国和英国更深。德国实行契约型住房储蓄制度,由购房者与专门的储蓄银行签订存贷契约,在银行存款达到一定时期(一般为5~7年)和数额后,由储蓄银行给储户发放贷款用于买房或建房。德国住房金融的资金来源于储蓄存款和国家相关补贴,构建了完备的住房互助储蓄体系,形成了住宅储蓄体系和抵押贷款相结合的房地产金融制度。德国住房互助储蓄体系主要由从事房地产金融业务的金融机构包括联合抵押银行、商业银行、私人建筑协会和公营建筑协会、储蓄银行、住宅合作社、住宅信贷协会等构成。

4. 日本的房地产金融制度

第二次世界大战后,为解决房地产业的资金短缺问题,日本政府建立了完善的房地产金融制度。日本的房地产金融体系以政府经营的住宅贷款机构为主体,如住宅金融公库等专门的房地产金融机构,与城市银行、区域银行和住宅贷款公司等民间金融机构相结合,形成了独特的政府专营房地产金融机构与私人经营性的房地产金融机构互为补充的混合型模式。1950年,依据《住宅金融公库法》,由政府全额注资成立住宅金融公库,是为特殊法人,专门为政府、企业和个人建房购房提供长期、低利率贷款的公营公司。其目的是建立一个永久性的、特殊的公营住宅金融机构,通过政府的财政投融资体制,将更多的低成本长期资金引入与民生相关的住宅领域,即“为满足广大国民健康、文明的生活,建房购房的资金需求,向那些难以从商业银行获得信贷的开发企业和个人提供资金支持”,以弥补民间融资长期资金不足和来源不稳定的缺陷。住宅金融公库是政策性房地产金融机构,其社会政策色彩甚为浓厚,盈利色彩较为淡

薄。公营性的房地产金融机构还有日本住房贷款合作社(JHLC),向居民提供低息贷款资助其建设、购买和维修住房,以实现政府解决社会住房问题的目标。除了政府成立的房地产金融机构外,还存在住宅金融专业公司等专门从事住宅信贷和房地产信贷的民间信用机构,以及为中低收入群体提供住房贷款的日本银行等兼营房地产抵押贷款的金融机构。此外,日本房地产金融体系还包括住房公团、邮政局、劳动金库、商业银行等。

5. 新加坡的房地产金融制度

新加坡政府建立的住房公积金制度是独具特色的房地产金融制度,为国家建房和个人购买社会住宅提供资金来源。住房公积金制度本质上是政府为维护普通居民福利而推行的一种强制储蓄性房地产金融制度,是一种全民性的社会保险制度。住房公积金制度具有以下特征:(1)新加坡《中央公积金法》规定,雇员和其雇主每月缴纳一定比例的工资作为公积金储蓄,存入中央公积金局设立的雇员公积金储蓄账户,是一种长期强制储蓄制度。(2)公积金的主要用途是雇员支付购房首付款和分期偿还贷款本息。(3)公积金的投资方向是购买政府债券,实现保值增值。(4)建立了完善的法律制度。

6. 中国的房地产金融制度

改革开放以来,中国逐步形成了以商业银行为主体、住房储蓄银行和住房公积金管理中心等为补充的房地产金融体系。在中国的房地产金融市场上,房地产抵押贷款一级市场规模大、发展快,房地产信托和债券市场规模小,房地产企业的股权融资受到严格限制,房地产金融工具不发达,明显滞后于房地产市场的发展,不能满足社会需求。专业住房信贷银行——中德住房储蓄银行,2004年由中国建设银行和德国施威比豪尔住房储蓄银行共同投资成立,总部设在天津。2011年12月8日中德住房储蓄银行重庆分行开业。20世纪90年代初,中国政府借鉴新加坡的经验,建立了住房公积金制度。

综上所述,由于各国历史背景不同和社会经济发展水平存在差异,房地产金融制度存在较大差异,但也具有一些共同特征。(1)商业性和政策性房地产金融机构相结合构成房地产金融体系。商业性房地产金融机构是利润导向,存在激烈的市场竞争。政策性房地产金融机构不以营利为目的,主要服从于政府改善居民居住条件的目标。(2)政府针对市场失灵,对房地产金融市场进行适当干预。政府注资成立政策性房地产金融机构直接提供住房抵押贷款、对住房抵押贷款提供担保,或减免税收、制定颁布相关法规等方式对房地产金融市场进行干预。

四、房地产金融学的研究对象和学科特点

关于房地产金融学的研究对象,学者们存在不同的看法。有的学者将房地产金融理解为房地产金融市场。有的学者侧重从实务角度认识房地产金融学的研究对象。不同学者从不同侧面揭示了房地产金融学的研究对象,并在各自的研究重点上取得了富有启迪的理论认识。由于现实中的多样化需求,房地产金融学势必会展现出多样化研究范式和研究层次。

根据我们对经济学和金融学研究对象的理解(黄达,2012,第110-117页),结合多年来的房地产金融理论研究,认为房地产金融学是研究房地产经济活动中不同参与主体的资产跨期和跨空间配置及其决策问题的学问。房地产金融学遵循金融学的基本原理,研究个人、企业以及政府在房地产经济活动中的金融行为,从金融工具、金融中介和金融市场等层面揭示房地产金融活动的一般规律,构建房地产金融实务的理论基础。可见,这是一门具有很强综合性和交叉性的应用金融学科。

根据上述对房地产金融学研究对象的界定,可以认为房地产金融学具有以下特点:

首先,房地产金融学遵循金融学的基本假设和运用现代金融学的分析方法,以解决房地产经济活动中的资产跨期和跨空间配置及其决策问题为目的。房地产金融既具有一般金融活动的特征,又具有房地产的特殊性所带来的房地产金融活动的独特性。一般金融理论对房地产金融活动具有普遍的适用性,但房地产金融活动在定价、交易和风险控制等方面更加复杂,对房地产金融理论和实践问题的探索同样丰富了金融理论。

其次,房地产金融学探讨房地产经济活动中的资产跨期配置问题,以解决现实问题为导向。尽管房地产金融学也存在一些深奥的理论问题需要研究,房地产金融学对于金融科学也有许多理论上的贡献,但相对而言,这门学科更侧重于解决现实问题,它必须能够有效解决现实中存在的房地产金融问题。因此,它归属于应用金融学。

第三,房地产金融在金融领域具有重要的地位,房地产金融活动与宏观经济具有高度关联性。房地产业在国民经济中具有非常重要的地位,通常是支柱产业,而房地产金融在整个金融体系中占据重要地位,房地产金融对房地产业和宏观经济具有直接影响。房地产金融市场的状况决定了金融资产价格的合理性和安全性。由房地产泡沫破灭引发的1997年亚洲金融危机和2007年美国次贷危机,实际上是由于房地产金融市场的不完善导致的。

五、房地产金融学的主要研究方法

房地产金融学作为一门应用金融学,在研究方法上遵循金融学通常所使用的实证分析方法,并在此基础上进行规范分析,归纳法、演绎法等基本方法都适用于房地产金融学研究。同时,房地产金融学是建立在众多学科基础上的,显示了这门学科所采取的研究方法必然是多样化的。虽然在分析某一方面或某一个房地产金融问题上只需要采取一种特定的研究方法,但是要整体研究和把握房地产金融问题,则必须借助多种研究方法。房地产金融学研究通常要使用以下多种研究方法。

1. 标准金融学分析方法

标准金融理论认为人们的决策是建立在理性预期(Rational Expectation)、风险回避(Risk Aversion)、效用最大化以及相机抉择等假设基础之上的,人们在处理风险和收益这一特定关系时符合有效市场假说。对房地产金融问题的研究,同样建立在这些基本假设之上,标准金融学的分析方法在房地产金融领域具有广泛的适用性。

2. 行为金融学分析方法

20世纪80年代以来,随着金融市场上各种异常现象的累积以及人们对异常金融现象研究的深入,解释金融市场实际行为的行为金融理论逐渐兴起。行为金融学是金融学、心理学、行为学、社会学等学科相交叉的边缘学科,从而揭示金融市场的非理性行为和决策规律。行为金融学与标准金融学在分析方法上的不同主要体现在行为心理决策分析法和风险度量方法上。行为金融学将人类的一些心理学特性如人类行为的易感性、认知缺陷、风险偏好的变动、遗憾厌恶、自控缺陷以及理性趋利特性和投资者情绪等价值感受引入资产定价理论体系中,认为决策者的偏好一般是多方面的、易变的,这种偏好常常只在决策过程中才形成,决策者具有很强的适应性。行为金融学通过对投资者行为心理决策的分析,解释了资产价格反应过度和反应不足、动量效应、季节效应、小公司现象等一些异常现象。行为金融学以马科维茨投资组合理论和资本资产定价模型(CAPM)为基础,构建了行为组合理论和行为资产定价模型