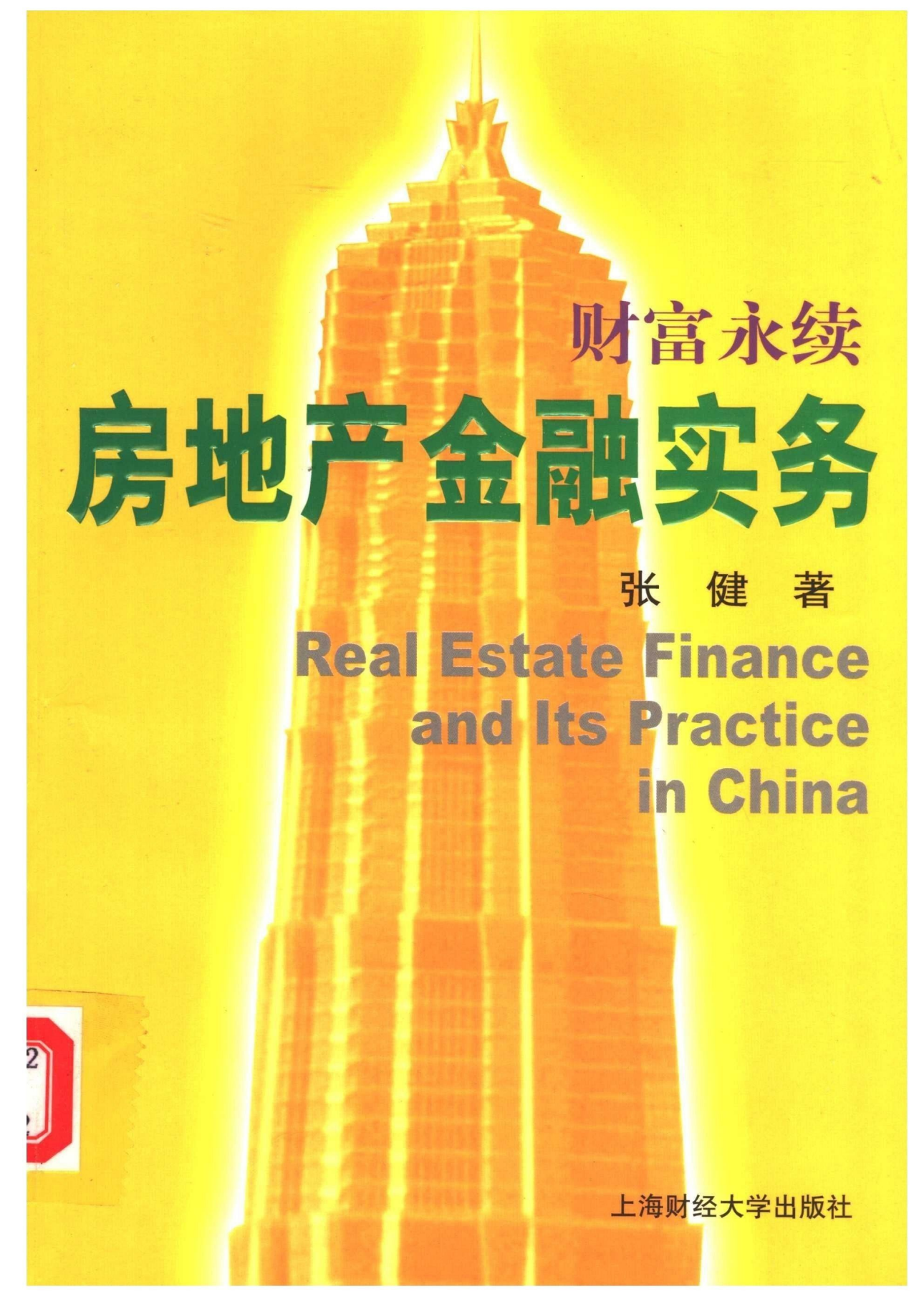




财富永续

房地产金融实务

张 健 著

**Real Estate Finance
and Its Practice
in China**

上海财经大学出版社

Real Estate Finance
and Its Practice in China

财富永续

房地产金融实务

张 健 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

房地产金融实务/张健著. —上海:上海财经大学出版社, 2007. 1
ISBN 978-7-81098-824-7/F·770

I. 房… II. 张… III. 房地产-金融学 IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 163015 号

□ 策 划 袁 敏

□ 责任编辑 史亚仙

□ 封面设计 周卫民

□ 版式设计 孙国义

FANGDICHAN JINRONG SHIWU

房 地 产 金 融 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

2007 年 1 月第 1 版 2007 年 1 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 11.25 印张 178 千字
印数 0 001—4 000 定价: 20.00 元



张 健

(Jim Zhang)

1986年毕业于同济大学，1996年获澳大利亚西悉尼大学房地产经济学硕士学位，1998年获任澳大利亚房地产经济学会资深会员。作者长期在海内外从事房地产投资及相关工作，曾先后任职于全球最大的房地产和建筑集团之一的联胜(Lend Lease)集团、澳大利亚最大的投资银行麦格理银行(Macquarie Bank)，以及担任全球最大房地产中介公司美国二十一世纪不动产(Century 21)上海区域总经理。现任我国房地产全程运营服务领先的新汉业不动产机构(Sinore Real Estate)首席金融策划师。张健先生在发挥其房地产金融方面丰富的海内外工作经验的同时，也经常受邀为全国的一些著名房地产企业、高等院校以及房地产投资者做专题和系列的讲座，并深受欢迎。

序

《财富永续——中国房地产投资策略分析》和《财富永续——房地产投资基金实务》二书出版后,许多读者(包括来自哈尔滨、沈阳、北京、西安、南京、上海、深圳、纽约、台北、香港和新加坡等地的海内外人士)与我联系,特别是许多房地产资深人士对二书的许多溢美之词及许多读者的直接获益和鼓励,使我作为一个房地产专业人士感觉非常荣幸和鼓舞,并在此表示衷心感谢。

正如我常提及的那样,房地产业对中国内地来说是一个新兴的行业,它在最近十多年的发展中,对国家经济发展和人民生活改善作出了有目共睹的贡献。但同时暴露出了很多问题,并对我们提出了很大的挑战。这些问题包括房产价格上下波动太大、银行的贷款风险、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、房地产投资产品单一和行业操作的某些不规范等,事实上,房地产市场的这些问题会影响我国国民经济的健康和可持续发展。那么,出现这么多问题的原因是什么?是否可以避免或少走一些弯路?国际上先进国家的相应情况怎样?有些方面我们是否可以做得更好?作为个人和机构投资者怎样利用房地产周期获利?要全面深刻地回答这些问题是促使我撰写房地产投资系列图书的主要原因之一。

现在大家都在谈论创新,感觉有些人较流于形式。中国近代启蒙思想家、翻译家、传播社会学的先驱者、曾任北大校长之职的严复先生,在其1895年发表的《论世变之亟》中指出“中国夸多识,而西人尊新知”,虽是百年前的文章,一读之下,仍不乏发人深省之处。

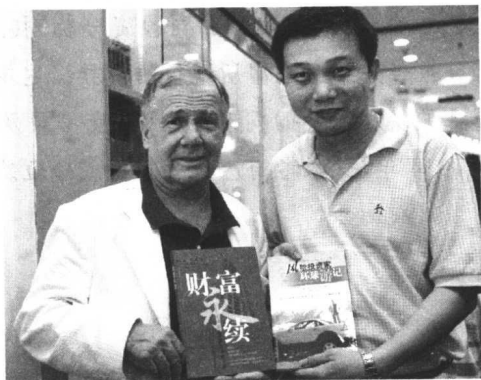
说到创新,首先要博学,包括向最好的学习并试图掌握,正所谓学习之于创新的重要性,华尔街作为美国和世界的金融中心,多年来创造发明了很多金融投资产品,包括房地产金融投资产品,而很重要的是这些产品都有很强的目的性和一定的关联性。学习和掌握这些知识,对我国金融市场的健康发展、金融中心的建立、与外商合作、企业发展和个人理财等都有积极意义。

与房地产投资相比,目前国内在房地产金融方面的实践和研究都显得较缓慢,包括很少有可操作和突破性的研究,譬如,许多专业人士对房地产投资信托基金、夹层融资和住房抵押贷款证券化等概念还是模糊不清,而随着我国房地产业和金融业的发展以及许多方面问题的暴露,加上投资者对更多投资产品的需求和加入 WTO 后金融业的进一步开放等,许多工作和知识都显得较迫切。

在写作本书的过程中,见到和经历了大大小小许多事情,包括股神沃伦·巴菲特(Warren Buffet)承诺将把价值高达 300 亿美元的 Berkshire 公司股票捐赠给世界首富比尔·盖茨(Bill Gates)设立的基金会及其他家族基金会;货币学派的代表人物和诺贝尔经济学奖得主弗里德曼(Milton Friedman)逝世;第 18 届世界杯足球赛在德国举行;我国正经历近十多年来最严厉的房地产宏观调控;2006 年 12 月 11 日起我国银行业向外资开放并履行入世承诺;自己亲眼目睹了我国一些边远地区人们很低的生活和教育水平;国家有关部门预计 2010 年我国 GDP 将达到 3.2 万亿美元、人均 GDP 将达到 2 400 美元;总部设在瑞士日内瓦的世界经济论坛 2006 年 10 月 26 日发布 2006 年的《全球竞争力报告》,中国竞争力落后印度 11 位,排名第 54 位,相比 2005 年下跌 6 位;自己的多次美国华尔街和浙江南浔之旅等。这些看起来不可类比的或不相关的事情,始终伴随着整个写作过程。从我内心来看,南浔古镇的文化底蕴和美丽,某种程度上可以媲美于华尔街的财富,而我们同样需要有华尔街的自信和创新。

国际著名投资家、量子基金创始人之一的吉姆·罗杰斯(Jim Rogers)去年与我见面,并在其新作《风险投资家环球旅行》上签名相赠;我也赠与他《财富永续——中国房地产投资策略分析》,同时合影留念。罗杰斯在其中文版《风险投资家环球旅行》的序言中写道:“和其他新崛起的国家一样,中

国在发展的道路上也会遇到困难和挫折……人们不必担心。别忘了,19世纪至20世纪初美国崛起成为世界强国,其间也曾遭遇过重大的挫折。”



在完成这样一本较全面和较有深度的书的过程中,得到了许多人的帮助和支持。首先感谢新汉业不动产机构(Sinore Real Estate)领导层对我出版本书时间上和工作上的支持。还要感谢我曾经任职的联胜(Lend Lease)集团、麦格理银行(Macquarie Bank)的许多同事及我十年前在澳大利亚西悉尼大学的教授和老师,是你们使我的工作变得更加专业和自信。感谢彼得·万克斯曼(Peter Waxman)博士和戴维·希金斯(David Higgins)博士在繁忙的工作中,多年来向我提供了许多目前世界上最先进的房地产信息。

还要感谢我去演讲过的世茂集团、南都房产、美国哥伦比亚大学商学院、香港理工大学和浙江大学商学院等的有关专家和朋友,感谢浦东新区归国留学生人员联合会常务副会长程东先生的鼓励和支持,感谢房地产估价师周建明先生的有价值的建议,东方华银律师事务所合伙人吴东桓律师在一些法律方面所做的顾问工作。还有其他许多人也给了我很多帮助,这里一并表示感谢,我们的友谊也将是一种珍贵的财富并将永续。

感谢上海威斯顿不动产管理学院的支持,作为国内权威的专门培养房地产国际人才的培训机构,它与美国房地产业协会全面接轨,向社会培养了大量房地产行业的高级人才,包括房地产投资、管理和金融人才等。

作者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一定的深度和广度。由于房地产金融是一个很大的命题且牵涉面很广,本书在某些方面仅能做到简要介绍,书中如存在不当之处,恳请有关专家和读者提

出宝贵的意见。最后也是最重要的是,我要感谢我的家人对我的支持,并以穆迪的创始人约翰·穆迪(John Moody)1950年的一段讲话来自勉:

“1909年春天,我的《穆迪铁路公司投资分析》初版,它尝试着分析铁路的财务报告并评定它们所发行的债券。这本指南在招来了大量的批评意见以及取笑的同时,吸引了交易员及证券公司的兴趣。而早在1914年,这本指南已建立起权威地位。”

作 者
2007年2月

前 言

目前,我国房地产金融产品种类较少,从融资方面看主要有银行发放的房地产开发流动资金贷款、房地产开发项目贷款和房地产抵押贷款,还有少部分房地产公司以在国内外上市、发行债券和获得房地产信托资金等方式融资,但总体上这并不适于房地产融资市场的需求。长期以来,我国房地产开发资金过多依赖于银行贷款,大约 70% 的房地产开发资金来自银行贷款的支持,商业银行基本参与了房地产开发的全过程。通过住房消费贷款、房地产开发贷款、建筑企业流动性贷款和土地储备贷款等,使房地产投资的市场风险和融资信用风险集中于商业银行。

确实,多年来我国直接融资发展较慢,直接融资与间接融资比例失调,譬如,到目前只有近 80 家国内房地产企业实现上市融资,全部融资总额仅为 300 亿元左右,房地产企业债券数量也极少。

从投资方面看,房地产投资产品很少,普通投资者只能直接购买房产,基本上没有其他房地产投资产品,而许多机构投资者目前还不能直接参与房地产投资。譬如,2006 年底,我国城乡居民储蓄余额已超过 15 万亿元,建立和创新我国自己的房地产投资产品,将其中的一部分吸引到房地产业上来,将有利于房地产市场和金融市场的持续稳定发展。这几年,全国许多地方出现了很多房地产投资者和炒房者,对各个方面伤害很大;除了政府推出相关抑制措施,相信更多房地产投资产品的推出,会吸引其中相当一部分人参与投资,同时也能使普通住房市场相对稳定。

与此同时,我们可以发现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

有些相似,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,给银行的经营造成了很大风险,银行已在借贷方面有各种各样的限制,因此,我们应该尽快建立一套完整的金融体系,来维持房地产市场长期的持续性的发展。

作为房地产金融领先的国家,美国也是许多房地产金融产品的创立国,通过这些金融机构、产品和实践的介绍,我们会了解美国房地产金融投资和融资系统的许多丰富经验。在中国资本市场上似乎能看到华尔街 300 多年历史的一方面缩影。可以说,我们是站在历史巨人的肩膀上发展资本市场,理应借鉴其他国家发展的经验和教训。美国的经验告诉我们,除了房地产公司银行贷款、上市融资和发行企业债券外,房地产企业还可以通过房地产投资基金(上市的和私募的)、夹层融资以及抵押贷款证券化等多种方式融资,而每个投资或融资品种都有其存在的合理性和必然性。

本书第一章介绍美国房地产金融概况,包括简要介绍美国房地产金融的概念和内容、美国的房地产金融机构及其参与的房地产金融活动和美国房地产金融业的主要特点,以便于展开以后几章的内容。第二章回顾我国房地产金融的发展、分析我国房地产金融方面存在的一些问题和在解决上的迫切性,并探讨美国房地产金融实践对我国的启示。然后对与人们最相关的个人住房贷款和房地产企业开发贷款融资进行讨论,其中包括分析贷款资金种类和来源等。第三章首先介绍美国房地产投资信托基金的历史和现状,通过介绍房地产投资信托基金概念、特征及成立的意义来加深认识房地产投资信托对投资者、房地产投资产品及房地产和金融市场健康发展的重要性,然后介绍我国房地产信托融资的发展,使我们对我国房地产投资信托的前景有进一步的认识。第四章介绍大家非常感兴趣的美国私募房地产投资基金,包括私募房地产投资基金的特点和实践经验,我们会了解到美国私募房地产投资基金同样在房地产投资市场中占有极其重要的位置,接着介绍美国私募房地产投资基金在我国的实践。第五章介绍美国房地产夹层融资的起源和发展,了解房地产夹层融资存在或占有房地产融资和投资很重要一席之地的理由。理解了前面几章有关房地产融资和投资的内容,第六章简要介绍房地产上市和债券融资及其在我国的现状。第七章简要介绍住房抵押贷款证券化及其在我国的现状。第八章讨论美国保险公司的房地

产投资情况及我国保险公司的房地产投资前景。第九章总结和归纳我国房地产金融创新的意义,我们会更加深刻地认识到房地产金融的健康发展对参与各方的积极影响。

作者根据其多年的海内外市场操作经验和研究,对美国房地产金融市场作了全面的分析,并对中国的房地产金融作出全面、系统的分析和预测。本书广泛涉及许多商业银行、房地产公司、投资公司、证券公司、信托公司和专业人士感兴趣的议题并进行了较详尽的介绍和讨论,同时也照顾到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金融的兴趣和关注,同时为房地产和金融专业人士提供较完整、及时的知识和意见参考,并能满足一般房地产投资者、房地产从业人员、广大白领和大学生等(专业和非专业人士)的需求。

目 录

序.....	1
前言.....	1
第一章 美国房地产金融概况.....	1
华尔街简介.....	2
房地产金融.....	3
房地产金融的概念.....	3
房地产投资和房地产金融.....	3
房地产、金融和经济	4
美国金融机构.....	6
商业银行.....	7
储蓄机构.....	8
退休基金.....	9
保险公司	11
投资公司	11
投资银行	13
房地产投资信托基金	14
对冲基金	15
共同基金	17
二级抵押贷款市场的机构	18

评级公司	19
美国房地产金融业的主要特点	21
私营金融机构为主体	21
市场主导型金融体系	21
联邦政府的有效参与	22
严厉的管制	22
第二章 我国房地产金融概况	24
我国房地产金融现状和困境	25
房地产融资方式少	25
银行的房地产不良贷款	26
商业房地产的金融风险	27
住房抵押贷款证券化	29
立法、监管和信用体系	29
房地产企业融资	30
银行贷款	33
上市融资	34
债券融资	35
房地产信托	35
海外基金	36
其他方式	39
个人房产贷款	40
个人房产贷款概况	40
贷款资金种类	44
贷款资金来源	50
贷款要注意的几个方面	54
我国和世界各国住房贷款情况比较	56
第三章 房地产投资信托基金	61
美国房地产投资信托	62

美国房地产投资信托的概念	62
美国房地产投资信托的发展	64
美国房地产投资信托的结构和类型	68
美国房地产投资信托的价格	70
如何投资房地产投资信托	71
机构投资者	73
属多元化组合投资	73
其他国家和地区房地产投资信托	74
我国房地产信托融资概况	76
我国房地产信托的发展	76
我国房地产信托的需求	79
信托公司对房地产融资方的要求	80
购买房地产信托产品的注意事项	81
房地产投资信托海外上市案例简介	82
广州越秀上市简介	82
中国香港房地产投资信托表现	83
 第四章 私募房地产投资基金	 86
私募房地产投资基金的概念和内容	86
公募与私募	86
私募房地产投资基金	87
私募房地产投资信托基金	88
美国私募房地产投资信托基金	88
美国上市和私募房地产投资信托基金的主要区别	88
美国私募房地产投资基金在中国的实践简介	91
凯雷集团	92
洛克菲勒集团	92
柯罗尼资本集团	93
我国私募房地产投资基金的前景	94

第五章 房地产夹层融资	95
美国房地产夹层融资概况	96
夹层融资的概念	96
房地产夹层融资的发展	97
夹层融资案例介绍	98
美国房地产夹层融资的特点	99
灵活性.....	100
回报和风险适中.....	100
可调整的结构.....	101
评级相对高、限制较少和优先贷款人不太欢迎	102
我国房地产夹层融资概况.....	102
我国房地产夹层融资的需求.....	102
如何获得海外房地产夹层融资.....	104
 第六章 房地产公司上市和债券融资.....	107
房地产公司上市融资概况.....	107
我国房地产公司上市融资的发展.....	107
美国上市房地产公司的一些特点和我国上市房地产公司存在的问题	111
我国房地产公司海外上市及案例分析.....	112
房地产股票与房地产投资信托基金的比较.....	113
房地产公司债券融资.....	114
我国房地产债券的现状.....	114
我国房地产公司海外债券融资案例介绍.....	115
 第七章 住房抵押贷款证券化.....	117
资产证券化的类型.....	117
住房抵押贷款证券化的概念.....	118
美国住房抵押贷款证券化.....	119
美国住房抵押贷款证券化的发展简介.....	119

美国住房抵押贷款一、二级市场	120
我国住房抵押贷款证券化	121
我国住房抵押贷款证券化的发展	121
我国住房抵押贷款证券化的前景	123
第八章 房地产与保险	126
房地产保险	127
房地产保险的概念和分类	127
美国房地产保险的成功经验及我国房地产保险的现状和前景	128
美国保险公司的房地产投资	129
美国保险公司的房地产投资简况	129
房地产直接和间接投资简介	131
我国保险公司的房地产投资	134
我国保险公司房地产投资现状	134
保险资金间接投资基础设施项目	135
保险业改革发展	137
第九章 我国房地产金融创新的意义	140
我国房地产金融创新的意义	141
金融风险防范体系	141
房地产个人投资者	143
房地产机构投资者	144
房地产公司	145
商业银行	146
证券市场	147
我国房地产金融创新要考虑的因素	147
发展房地产金融立法	147
吸取股票和信托市场的教训	148
投资多元性	149
培养房地产金融的专业人才	150

附件 当前我国政府的房地产金融及其他政策对房价的影响·····	151
参考文献·····	157
后记·····	161