

房地产金融学

张红 殷红 编著

清华大学出版社

房地产金融学

张红 殷红 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书内容分为4篇:第1篇是总论;第2篇和第3篇是微观的房地产金融学,主要研究单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价、资金在房地产领域的配置、不同融资结构对房地产企业和消费者的融资成本及管理权的影响等问题;第4篇是宏观的房地产金融学分析,着眼于研究整个房地产市场与金融体系的关系,重点分析利率、汇率、通货膨胀等宏观经济因素对房地产市场的影响、财政政策与货币政策对房地产金融市场的干预等。

本书理论系统、方法实用、针对性和可操作性强,主要用做房地产与工程管理专业研究生与高年级本科生的教材,也可作为房地产行业从业人员和研究者的参考用书。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

房地产金融学/张红,殷红编著. —北京:清华大学出版社,2007.2

ISBN 978-7-302-13297-4

I. 房… II. ①张… ②殷… III. 房地产—金融学 IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 072453 号

责任编辑:汪亚丁

责任校对:刘玉霞

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

c-service@tup.tsinghua.edu.cn

社 总 机:010-62770175 邮购热线:010-62786544

投稿咨询:010-62772015 客户服务:010-62776969

印 刷 者:北京牛山世兴印刷厂

装 订 者:北京市密云县京文制本装订厂

经 销:全国新华书店

开 本:185×230 印 张:43.75 字 数:832 千字

版 次:2007 年 2 月第 1 版 印 次:2007 年 2 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:59.80 元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:021379-01

在全球经济一体化的背景下,资本流动日益加速,催生了多样化的金融工具和金融衍生产品。作为投资工具的不动产与动产之间的界限日益模糊,出现了“不动产动产化”的趋势。相应地,房地产及其相关投融资活动也受到越来越多的关注。一方面,房地产是一种特殊的资产,在贷款等融资活动中扮演着不可替代的抵押品角色;另一方面,作为投资工具,房地产体现了货币市场、资本市场和资产市场的密切联系。因此,尽管房地产交易与其他市场交易仍存在很大差异,但在长短期投资相互转化的条件下,围绕房地产进行的相关活动如开发、经营、管理已经日渐成为金融体系的组成部分,并开始遵循金融市场的运行规律。这为房地产金融领域的从业者和研究者提供了新的视角,提出了新的要求。

本书从现代金融学的理念出发,借鉴金融学的分类方法,将房地产金融学分为微观的房地产金融学和宏观的房地产金融学。其中,微观的房地产金融学主要研究在动态时间和不确定环境下,单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策问题,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价及其资金在房地产领域的配置。通常,微观的房地产金融学分析要针对某一特定时期的市场参与主体回答以下的具体问题:“房地产投资者或企业应选择何种投融资方式?不同融资结构对房地产企业或消费者的融资成本及管理权限有何影响?”等。而宏观的房地产金融学分析则着眼于分析整个房地产市场与金融体系,重点研究政府金融政策及管理体制对房地产金融市场的影响。

在内容体系方面,本书遵循理论与实务并重的原则,全面系统地介绍了房地产金融与房地产金融市场等基本概念;从权益融资(企业上市、企业重组、REITs)和债务融资(企业贷款、企业债券)的角度分别研究了房地产企业融资的内容、特点及不同融资方式对企业控股权、经营权等的影响;探讨了房地产项目融资的传统方式和新型途径,如期权融资、房地产辛迪加等;以个人住房抵押贷款为重点,介绍了房地产消费融资的方式、房地产抵押贷款证券化的背景和房地产抵押贷款证券的种类;在宏观分析部分,本书以金融经济学的分析思路为基础,探讨了房地产市场与资本市场的关系,研究了利率、汇率、通货膨胀等宏观经济因素对投入房地产行业的资金量的影响,分析了财政政策与货币政策对房地产金融市场的干预

等问题。

在编写体系方面,本书借鉴作者编著《房地产经济学》的经验,突破了一般教材的固定模式,用“文件夹”的形式将各章的内容(分别包括讲义、附录、阅读与讨论、阅读材料、参考文献与推荐书目等)排列在一起。其中,“阅读材料”全方位地收录各种信息资料如学术论文与各家观点,搭建起教材编写者与使用者之间跨时空交流的平台;各章的“参考文献与推荐书目”结合已经完成的研究成果,提供尽可能精准的相关资料和有价值的网址,充分体现课程的研究性与开放性特点。

本书由清华大学张红博士(绪论、第1~8章、第9~12章部分、第13~16章)与中国工商银行殷红博士(第9~12章部分)共同编著。章辉赞(第13章和第14章部分)、林恭博(第4章部分)、孔沛(第5章部分)、朱骏(第6章部分)、吴璟(第5章部分和第7章部分)、翁少群(第6章部分和第15章部分)和邱琤(第15章部分)参与编写。全书由张红统稿。

本书的编写得到了清华大学房地产研究所师生的鼎力支持,也参考了业界和学术界诸多相识与不相识的同仁的成果与文献。在书稿修订完成并付梓之际,一并敬致谢忱。

张红 殷红

2006年9月

第 1 篇 总 论

绪论 金融与房地产金融	3
0.1 课程介绍	3
0.2 金融的概念及其辨析	3
0.3 基于金融学分类的房地产金融学体系	5
附录 A 信用	6
附录 B 金融工具与金融衍生工具	7
阅读与讨论 0 主题：金融与房地产金融体系辨析	9
本章参考文献与推荐书目	16
第 1 章 金融市场与房地产金融市场	19
1.1 金融市场概述	19
1.2 金融法律、法规体系	22
1.3 房地产金融市场及其构成	25
1.4 房地产金融市场运行模式	30
1.5 我国房地产金融市场的发展	32
附录 C 金融分业经营与混业经营的概念区分	35
附录 D 担保的形式	36
阅读与讨论 1 主题：房地产金融市场与金融体制	37
本章参考文献与推荐书目	41

第2篇 微观部分(1): 房地产企业与项目融资

第2章 企业融资概述	45
2.1 企业融资概述	45
2.2 企业融资方案选择	49
阅读与讨论2 主题: 企业融资理论与房地产企业融资	55
本章参考文献与推荐书目	63
第3章 房地产企业权益融资(1): 上市	65
3.1 房地产企业上市融资回顾	65
3.2 房地产企业上市的条件和流程	69
3.3 房地产上市公司的遴选	71
3.4 我国房地产上市公司治理结构统计分析	77
3.5 房地产上市公司的综合实力评价: 多指标综合评价法的应用	85
3.6 房地产企业上市融资与上市公司的监管与调控	93
附录E QFII制度、路演、独立董事制度	95
附录F 衡量上市公司业绩表现的3个主要指标	97
附录G 对房地产上市公司信息披露的专门规定	98
附录H 中国证监会股票发行核准程序	101
阅读与讨论3 主题: 上市对房地产企业的影响	103
本章参考文献与推荐书目	108
第4章 房地产企业权益融资(2): 资产重组	111
4.1 资产重组的概念与类型	111
4.2 房地产企业资产重组的动因	116
4.3 房地产企业资产重组的主要途径	119
4.4 房地产企业资产重组的效率: 博弈论的角度	127
4.5 房地产企业资产重组绩效评价	132
4.6 反并购措施	148
阅读与讨论4 主题: 房地产企业并购、资产重组与绩效评价	151
本章参考文献与推荐书目	163



第 5 章 房地产企业权益融资(3): REITs	165
5.1 房地产信托、房地产投资基金及 REITs	165
5.2 REITs 概述	172
5.3 REITs 的种类	180
5.4 REITs 的运作模式	188
5.5 REITs 的收益及投资特性	202
5.6 我国发展 REITs 的条件	209
附录 I 契约型投资基金与公司型投资基金的区别	215
阅读与讨论 5 主题: REITs: 美国经验与中国的发展	217
本章参考文献与推荐书目	227
第 6 章 房地产企业债务融资: 信贷与债券	229
6.1 房地产企业债务融资概述	229
6.2 房地产企业贷款	232
6.3 房地产企业债券	251
6.4 我国房地产企业债务融资状况: 上市公司实证分析	264
附录 J 常见的商业票据	278
附录 K 美国三大信用评级机构	279
阅读与讨论 6 主题: 信用评级与房地产企业债务融资	281
本章参考文献与推荐书目	291
第 7 章 房地产项目融资: 渠道与创新	293
7.1 项目融资概述	293
7.2 房地产项目的投资结构	298
7.3 房地产项目的融资结构	307
7.4 房地产项目的资金结构	316
7.5 房地产项目融资的信用保证结构	326
7.6 案例分析	329
附录 L 法人及其应具备的条件	338
阅读与讨论 7 主题: 项目融资模式在我国的应用	339
本章参考文献与推荐书目	343

第3篇 微观部分(2):个人住房投融资

第8章 各国住房金融体系概述	347
8.1 美国的住房抵押金融	347
8.2 德国住房储蓄金融	352
8.3 新加坡的中央公积金	355
8.4 日本的住宅金融公库	362
本章参考文献与推荐书目	366
第9章 个人住房抵押贷款	369
9.1 个人住房抵押贷款概述	369
9.2 个人住房抵押贷款分类	374
9.3 个人住房抵押贷款资信评估	399
9.4 个人住房抵押贷款风险:违约与提前偿付	410
附录M 单利与复利、平利率与有效利率、年金的计算	424
阅读与讨论9 主题:固定利率抵押贷款与可变利率抵押贷款	429
本章参考文献与推荐书目	433
第10章 房地产保险	435
10.1 保险概述	435
10.2 房地产保险概述	437
10.3 住房抵押贷款保险运作模式	441
阅读与讨论10 主题:住房抵押贷款保险:法律与运作模式	453
本章参考文献与推荐书目	457
第11章 住房抵押贷款证券化一般原理	459
11.1 资产证券化与住房抵押贷款证券化	459
11.2 住房抵押贷款证券化运作原理	467
11.3 抵押贷款支持证券的信用升级与信用评级	476
阅读与讨论11 主题:住房抵押贷款证券化:中国的选择	491
本章参考文献与推荐书目	498



第 12 章 住房抵押贷款支持证券的主要品种	501
12.1 抵押贷款转手证券	501
12.2 剥离式抵押支持证券	521
12.3 担保抵押贷款债券	526
阅读与讨论 12 主题: 住房抵押贷款证券化: 品种设计	537
本章参考文献与推荐书目	548

第 4 篇 宏观部分: 经济、房地产金融与监管

第 13 章 利率、汇率变化与房地产市场	553
13.1 利率及其影响因素	553
13.2 IS-LM 模型、利率与房地产市场	558
13.3 汇率及其变化对房地产投资的影响	571
附录 N 利率平价理论主要内容	578
阅读与讨论 13 主题: 利率、汇率变化与房地产投资	579
本章参考文献与推荐书目	584
第 14 章 通货膨胀与房地产市场	587
14.1 通货膨胀概述	587
14.2 通货膨胀与商品住房价格的量测指标及比较	590
14.3 我国通货膨胀与商品住房价格关系理论分析	597
14.4 我国通货膨胀与商品住房价格关系实证分析	607
14.5 我国商品住房价格对通货膨胀的抵御特征	613
阅读与讨论 14 主题: 通货膨胀与房地产投资、消费	627
本章参考文献与推荐书目	632
第 15 章 房地产市场与资本市场	635
15.1 房地产投资与股票投资的特点	635
15.2 房地产市场与资本市场的互动关系: 房价与股价	638
15.3 资本市场与房地产市场关系的实证研究: 互动与预测	647
附录 O 道琼斯 30 种工业股票指数与上证综合股价指数	653
阅读与讨论 15 主题: 房价与股价	655
本章参考文献与推荐书目	660

第 16 章 房地产金融市场的外部干预 663

16.1 货币政策与房地产金融市场..... 663

16.2 财政政策与房地产金融市场..... 669

16.3 房地产金融市场监管..... 677

附录 P 银行创造货币与“货币乘数”..... 683

阅读与讨论 16 主题：房地产金融政策与金融监管 685

本章参考文献与推荐书目..... 689



第 1 篇

总论

0.1 课程介绍

房地产金融学,顾名思义,是研究房地产领域中的金融问题的学科。随着经济水平的提高和投资渠道的多元化,房地产及其相关投融资活动受到越来越多的关注。一方面,房地产是一种特殊的资产,在贷款等融资活动中扮演着不可替代的抵押品角色;另一方面,房地产作为投资工具,体现了货币市场、资本市场和资产市场的密切联系。

房地产与金融的相互融合不是偶然现象,而是由房地产业的资金运动特点和金融业对包括房地产业在内的经济增长的带动功能决定的。从房地产业的资金运动特点来看,房地产再生产和资金运动的各个环节都要大规模占用资金,资金占用期长且周转速度慢,而且房地产资金运动受区域影响较大,于是房地产行业的资金运用和积累存在尖锐的矛盾,需要拥有雄厚资金实力的金融业作为有力后盾,以实现房地产业资金活动的良性循环。同时,由于房地产业的资金密集性,房地产业沉淀的资金在金融与资本市场占有相当大的份额,为资本提供了保值增值的空间,即金融业也需要得到房地产业的支持。因此,房地产业与金融业是相互需要和相互支撑的。

房地产业与金融业的融合程度与各国经济发展水平密切相关。在发达国家和地区,房地产业在国民经济中的地位较为突出,房地产业与金融业的业务融合程度也相应较高。这主要表现在:(1)业务的相互渗透,即房地产金融机构业务的综合化和多样化,商业银行及其他金融机构逐渐介入房地产业务领域;(2)资金的渗透,即房地产金融机构与房地产企业间的相互持股;(3)与证券市场的相互渗透,即随着衍生金融的发展,证券市场因房地产业的发展而得到扩大和繁荣,如房地产证券化的实现必须依托证券市场和证券工具等。

0.2 金融的概念及其辨析

研究房地产金融问题必然会涉及金融学的基本原理和方法。因此,有必要回顾金融的基本概念。

①黄达. 金融、金融学及其学科建设. 当代经济科学, 2001, 7(4): 1-11

从字面上看,金融是指货币资金的融通,包括与货币流通和信用有关的一切经济活动。但金融所涵盖的范围有广义和狭义之分。广义的金融,是指国际或国内与物价有紧密联系的货币供给、银行与非银行金融机构体系、短期资金拆借市场、证券市场及保险系统等内容。狭义的金融,是指货币的借贷市场与各种有价证券及其衍生物的市场即资本市场的交易活动。

与“金融”对应的英文“finance”一词也有广义、狭义和介于两者之间的三种涵义。^①广义的 finance 常见于如 Oxford、Webster's 等词典和一些百科全书的解释,即“monetary affairs(与货币有关的事务); management of money(资金管理); pecuniary resource(货币资源等)。”也就是说,凡是与资金有关的事务都可用 finance 这个词。如果在 finance 前面加 public,是指财政;如果在 finance 前面加 company、corporation 或 business,则是指公司财务。狭义的 finance 见 Palgrave 新经济学词典的解释,即“the primary focus of finance is the working of the capital market and the supply and the pricing of capital assets”(金融学最主要的研究对象是金融市场的运行机制以及资本资产的供给和价格确定)。此外,还有介于两者之间的涵义,如 1986 年版 Webster's Third New International Dictionary 的解释是“the system that includes the circulation of money, the granting of credit, the making of investments, and the provision of banking facilities”。

从联合国统计署的统计口径来看,与金融有关(financial and related service)的活动包括金融中介服务,如中央银行的服务,存贷业务和银行中介业务的服务;投资银行服务;非强制性的保险和养老基金服务、再保险服务;房地产、租借、租赁等服务;以及为以上各项服务的各种金融中介的服务。

美国在 1999 年通过的“Financial Service Modernization ACT”中,对 financial service 规范的范围包括银行、证券公司、保险公司、储蓄协会、住宅贷款协会以及经纪人等中介服务。在美国的经济界,finance 的习惯用法是指资本市场,且主要与公司理财如股权、债券、收购兼并及公司治理和激励结构的安排等问题相关。

对比看来,我国通常所说的狭义金融主要包括货币银行学(money and banking)和国际金融(international finance)如国际收支、汇率等两部分内容。对这些问题的研究在国外属于经济系宏观经济学、货币经济学和国际经济学的领域。而国外通常所说的 finance 则包括:corporate finance,即公司金融;asset pricing,即资产定价,指不同金融工具及其衍生物的定价。研究这些问题的专业通常设在管理(商)学院。^②

②钱颖一. 经济学科在美国. 经济社会体制比较, 2001 (6): 23-26

0.3 基于金融学分类的房地产金融学体系

借鉴经济学中微观经济学与宏观经济学的分类方法,金融学也可以根据研究对象的不同,分为微观金融学和宏观金融学。

微观金融学(micro-finance)主要研究金融市场中个体的投资者、融资者、政府和金融机构的投融资行为及金融资产的价格决定等微观层次的金融活动,即从个体的角度讨论微观金融主体的投资融资决策方法和行为,揭示资金在时间和风险两个维度上优化资源配置的规律。时间维度的资源配置是指跨期优化地安排消费、储蓄和投资,其任务是及时发现价格偏离其价值的金融资产,以便适时地买进价格严重低于其价值的金融资产,或适时地卖出价格严重高于其价值的金融资产。^①风险维度的资源配置则是指在风险和预期平均收益之间寻找优化的平衡点。这就要准确识别不同的资本结构和融资策略对融资成本、控制权的影响,准确评估其投资、融资风险,以便实现最优化的资金配置。而宏观金融学(macro-finance)则重点探讨整个金融系统的运行问题,即从整体角度讨论金融系统的运行规律及其与其他经济系统的相互关系。其核心是借助货币的整体供求关系,研究金融系统的总体运行和经济运行问题。其中,利率与汇率是影响宏观金融和经济运行的重要变量;货币政策是国家调节宏观经济运行的重要工具;通货膨胀与通货紧缩是宏观经济和货币供求失衡的两种极端现象。由于金融系统的脆弱性,微观金融个体的风险累积可能导致金融系统风险的膨胀甚至金融危机的爆发,因此金融危机的防范治理和金融监管也是宏观金融分析的重要内容。^②

如前所述,房地产金融学是研究房地产行业面临的金融问题的学科。如果仅从金融学的意义来看,其本质应属于微观金融学的范畴。但是,为了研究方便,本书借助分析角度的不同,将房地产金融学的研究内容分为微观房地产金融学和宏观房地产金融学。

微观房地产金融学主要研究在动态时间和不确定环境下,单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策问题,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价及其对资金在房地产领域的配置。通常,微观的房地产金融学分析要针对某一特定时期的市场参与主体回答以下的具体问题:“房地产投资者或企业应选择何种投融资方式?不同融资结构对房地产企业融资成本及管理权有何影响等?”等。而宏观房地产金融学则着眼于分析整个房地产市场与金融体系,重点研究政府金融政策及政府机制对房地产金融市场的影响,如利率、汇率变化、通货膨胀等对投入房地产行业的资金量的影响等。

①②陈学彬. 金融学原理导论. <http://www.jingjixue.com>. 2003/10/25

附录 A 信用

《中国大百科全书》将信用解释为:借贷活动,以偿还为条件的价值活动的特殊形式。在商品交换和货币流通存在的条件下,债权人以有条件让渡形式贷出货币或赊销商品,债务人则按约定的日期偿还借贷或偿还货款,并支付利息。信用是从属于商品和货币关系的一个经济范畴,不是任何特定社会形态的专利。不同于货币,信用是一种有条件限制的交易媒介。货币是法定的支付工具,是无条件限制的交易媒介。而信用只是未来付款的一种承诺,而承诺是否兑现,即承诺的可靠性,完全靠授信或赊销卖方自行判断。从市场实践看,信用有等同于货币作用的性质。

经济学意义上的信用是指在商品交换过程中,交易一方以将来偿还的方式获得另一方的财、物或服务的能力。信用的根据是获得财、物或服务的一方做出的给付承诺。

法律意义上的信用是指二元主体或多元主体之间,以某种经济生活需要为目的,建立在诚实守信基础上的心理承诺与约期实践相结合的意志和能力。简单地说,信用指建立在对受信人在特定的期限内付款或还款承诺的信任的基础上,使受信人不用立即付款就可获取资金、物资和服务的能力。

由此可见,信用是受信方和授信方的双方约定,发生在两者之间。在市场上,受信方往往是赊购者或者接受信贷者,授信方一般是采用赊销方式的企业或提供信贷的金融机构。如果受信方按照约定的时间足额付清其应允的货款或者贷款,受信方就是守信的,否则受信方就失信了。如果一个受信人的信用交易频繁,经常取得多家授信单位的信用,并对所有授信单位都信守承诺或者履行合同,这个受信人就在社会上信誉卓著。