

经济转轨时期

中国房地产 融资风险防范

——理论与实证

李健飞 著

 中国金融出版社



经济转轨时期中国房地产 融资风险防范——理论与实证

李健飞 著



中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴
责任校对：张志文
责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

经济转轨时期中国房地产融资风险防范 (Jingji Zhuangui Shiqi Zhongguo Fangdichan Rongzi Fengxian Fangfan): 理论与实证/李健飞著. —北京: 中国金融出版社, 2006.4

ISBN 7 - 5049 - 3990 - 0

I. 经… II. 李… III. 房地产—融资—风险管理—中国 IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 025461 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>, (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 14.25

字数 326 千

版次 2006 年 5 月第 1 版

印次 2006 年 5 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

房地产作为国民经济支柱产业，关联度高，带动力强，对国民经济发展影响巨大。同时，房地产经济发展也必然会受到宏观经济周期性波动的影响。

近几年来，令房地产界感受颇深的是，房地产业经过 20 世纪 90 年代后期以来突飞猛进的发展，逐渐成为我国经济发展的龙头产业，但也作为所谓本轮“经济过热”的源头而成为连续几年宏观调控的重点行业之一。房地产业经历了多年未有的“欲上不能、欲下不忍”的痛苦煎熬。特别是楼市汹涌澎湃的 2005 年，在楼市新政迭出的宏观调控强劲缰绳束缚之下，随着各大商业银行对房地产业的信贷政策的趋紧，房地产业不得不低下其高贵的头颅，从疯狂开始向理性回归。一年来，开发用地总量得到控制，用地结构有所改善，经济适用房比例有所提高（比 2004 年同期提高 2.2%），住房价格涨幅趋缓。据对全国 70 个大中城市的统计显示，2005 年下半年以来，房屋销售价格月环比涨幅在 0.6% 左右，投机性需求得到一定程度的遏制。正如 2005 年 12 月 6 日建设部部长汪光焘所称：“2005 年宏观调控初见成效。”但不容忽视的是，从总体上看，房价仍然没有停下上涨的脚步，特别在一些热点地区房价增幅甚至显现加速趋势。因此，在房地产行业的内在矛盾还没有得到有效解决的情况下，内外经济环境和相关政策等多种因素的相互作用是否会使房价再度攀升仍然值得我们高度关注。

与此同时，围绕房地产界与政府宏观调控之间的博弈，理论界和业界展开了旷日持久的激烈讨论。房地产泡沫论与非泡沫论之争难解难分。在这场争论中，房地产管理部门、房地产商和一部分学者认为目前中国的房地产市场繁荣是有真实需求支撑的，因此不存在泡沫，而另一部分学者则认为现在的房地产价格远远超出了消费者的支付能力，出现了严重的泡沫，且泡沫有破灭的危险。

抛开争论的是与非，不容忽视的是，我国房地产业发展不可避免地打上了转轨经济特有的烙印，如房地产业非理性运行的局限性、金融体系非充分市场化运行的局限性以及外部经济环境的局限性（例如宏观经济体制转轨的不稳定性）等。市场经济要求国家把维护和稳定房地产市场运行及可持续发展作为调控房地产市场及相关市场的目标，主要采取市场手段、法律手段，辅以适当但有力的行政手段来调节房地产市场运行中的各种矛盾，实现各种市场行为的规范化，保证各个市场主体在公平环境下有序竞争，使房地产业的政策性和商业性、保障性和市场性、经济拉动性和经济破坏性能够处在一个合理的博弈区间内。2003 年以来的房地产调控从利率入手，奏响了关于抑制投机和投资需求的主旋律，紧跟其后的个人住房贷款比例控制、建筑面积控制和营业税控制等，都成为政策调控中的有力一环，而最为严厉的“国八条”则完全上升到了行政调控的层面。

可以说，这些宏观调控政策已经触及了房地产问题的根源，使房地产业得到了规

范性的调整。但宏观调控政策主要解决宏观的、周期性的、短期的经济问题，难以解决深层次的、长期的制度性问题和产业的全面重整，即宏观调控政策不能代替经济金融体制改革、市场规律和产业政策。而在诸多问题背后，与房地产业关系紧密的房地产融资体制更亟待关注。因为土地与资金是房地产开发的两大命脉，而资金要素是除土地之外房地产开发最重要的要素，所以房地产的核心问题说到底还是金融。金融方面的任何风吹草动都会在房地产业引起强烈反应。多年来我国房地产业发展迅猛，但与房地产市场健康发展相匹配的、科学完善的房地产金融体系却没有相应建立。目前房地产业通过企业债券、股票、信托投资、房地产投资基金等渠道直接融资的数量较小，对银行的依赖程度则非常严重，房地产业与银行业过于紧密地捆绑在了一起。这种现状从短期看不会有碍，但从长期看，特别是在人民币利率市场化、弹性汇率制、国有商业银行股份制改革的大背景下，就可能蕴藏着较大的金融风险。根据西方发达国家的经验，化解房地产融资风险的最终手段是建立起多元化的房地产融资体系。这种多元化的融资市场既包括拥有债权融资、股权融资两种基本形式的一级市场，也包括投资基金、信托证券等多种金融资产和金融工具的房地产二级金融市场。再有，从单个房地产融资机构的角度出发，应能有效识别并科学计量其所面临的诸如信用、市场、操作、法律、政策和环境等各类风险。这种能力对金融机构的生存和发展乃至整个金融业的稳定是至关重要的。

当前讨论房地产金融的文章和专著较多。而摆在案前的这部书稿，是一本系统、全方位探讨我国转轨时期房地产融资风险控制的专著。其研究主题直接来自于当前转型期中国房地产融资风险这一重要的现实经济问题。作者在总结研究 20 世纪 90 年代后期以来我国房地产及其融资发展过程的基础上，敏锐地洞察到我国房地产业蓬勃发展背后所隐藏的巨大融资风险，并对房地产融资风险、防范控制体系及管理方法进行了全面、系统、深入的探讨。作为多年研究的概括和提炼，在本书中作者以独特的视角、丰富的实践经验以及较深厚的经济管理理论基础，对房地产融资风险的生成机制和传导机制、识别与控制方式及对金融体系稳健运行的影响等做了较为透彻的分析和论述，并同时研究分析了房地产融资风险对国民经济持续协调稳定发展的影响及相关治理措施，提出了一些新的政策创意。

作者长期从事商业银行经营管理，特别是身处房地产金融实务前沿，能够从微观金融管理到国家宏观调控，从理论研究到实务操作，从国内到国外，以一种相当宽阔且现实的视野系统地考察和思索转型期中国房地产融资风险问题，并以务实的精神去寻求解决现实问题的有效途径和方法。这应当说是既有一定理论价值又有较强现实意义的。希望本书的出版能对我国房地产融资风险的防范和治理产生积极的影响。房地产融资风险防范与控制是一个较新的课题，也是一项很艰巨的任务。因此，我也希望本书的出版能引起人们对此类问题更加密切的关注和更为深入的研究与探讨，也期待本书能为政府决策和实际工作部门的业务运作提供参考和借鉴。最后我也希望作者能对未来不断涌现的新型房地产融资风险及其控制问题开展持续的后续研究。

同济大学教授、博士生导师 陈伟忠
现代金融研究所所长
2006 年 2 月于上海同济园

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景：房地产融资繁荣背后的风险隐患	1
1.2 研究思路：从中国转轨经济的特殊性出发	3
1.2.1 研究意义	3
1.2.2 研究现状	3
1.2.3 研究框架	7
第 2 章 房地产融资风险的特性分析	8
2.1 房地产融资的特征	8
2.1.1 房地产及其特性	8
2.1.2 房地产融资及其特征	9
2.1.3 房地产融资与房地产业的关联	10
2.1.4 一般金融风险的含义和特征	11
2.1.5 房地产融资风险与一般金融风险的关联	11
2.1.6 房地产融资风险的特异性	12
2.2 房地产融资风险的生成机制	13
2.2.1 金融体系脆弱性假说	13
2.2.2 货币主义的解释	15
2.2.3 信息经济学的解释	16
2.2.4 金融资产价格的内在波动性	18
2.2.5 信贷周期理论的解释	19
2.2.6 行为金融学的一种解释	19
2.3 房地产融资风险的传导机制	21
2.3.1 房地产融资资金运动分析	21
2.3.2 房地产融资风险的传导过程	22
2.4 房地产融资风险的作用机制	26
2.4.1 房地产融资风险的激励机制	26
2.4.2 房地产融资风险的约束机制	27
2.4.3 房地产融资风险的创新机制	28
2.4.4 房地产融资风险的效率机制	29

第3章 中国房地产融资风险及管理现状	31
3.1 中国房地产融资体制现状	31
3.1.1 中国房地产融资结构现状	31
3.1.2 中国房地产融资体系现状	36
3.1.3 房地产融资体系的国际比较	37
3.2 转轨时期中国房地产融资风险分析	39
3.2.1 转轨时期中国房地产融资风险的生成机理分析	39
3.2.2 中国目前房地产融资风险的现实影响	52
3.3 国内外房地产融资风险管理的案例分析、经验总结及借鉴	53
3.3.1 美国储贷危机	54
3.3.2 日本房地产泡沫危机	58
3.3.3 东南亚金融危机	59
3.3.4 中国海南省房地产泡沫危机	61
3.3.5 融资风险管理不当的经验总结	64
3.3.6 国外商业银行房地产融资风险管理借鉴	67
3.4 中国房地产融资风险管理现状	68
3.4.1 房地产融资风险管理的特殊性	68
3.4.2 房地产融资风险管理存在的问题	69
第4章 房地产信贷融资风险防范：宏观层次	71
4.1 房地产周期波动成因	72
4.1.1 房地产周期波动的成因及影响因素	72
4.1.2 房地产周期波动与宏观经济周期：理论与模型	74
4.1.3 房地产周期波动的阶段构成	79
4.2 房地产周期波动影响银行信贷的机制	81
4.2.1 房地产周期波动不同阶段对信贷风险的基本影响机制	81
4.2.2 房地产价格的关键作用	84
4.2.3 房地产信贷风险对银行体系的影响	88
4.3 银行信贷与房地产价格波动的关系	91
4.3.1 相关文献	92
4.3.2 数据分析	92
4.3.3 思考与结论	95
4.4 政策选择和改进	97
4.4.1 建立房地产行业综合评价指标体系	98
4.4.2 改变或丰富银行现有的信贷评估体系	99
4.4.3 健全银行自身体系	100
4.4.4 房地产信贷结构分散化的组合管理	100

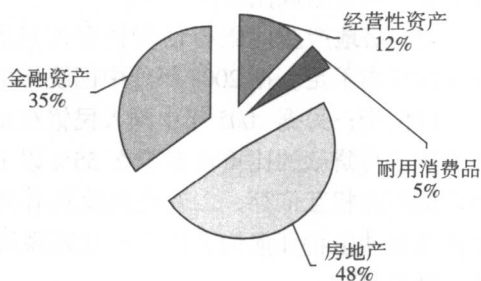
第5章 房地产信贷融资风险防范：微观层次	103
5.1 信用风险度量与管理	105
5.1.1 信用风险的因子识别	105
5.1.2 信用风险的基本度量框架	107
5.1.3 信用风险度量模型的演进	109
5.1.4 房地产信贷信用风险管理系统	117
5.2 市场风险度量与管理	123
5.2.1 住房抵押贷款中的利率风险	123
5.2.2 中国住房信贷业务中的利率风险	125
5.2.3 利率风险的度量技术	129
5.2.4 房地产信贷利率风险管理方法	134
5.3 操作风险度量与管理	139
5.3.1 操作风险的界定	139
5.3.2 操作风险度量方法研究	141
5.3.3 房地产信贷操作风险管理框架	147
5.4 流动性风险度量与管理	152
5.4.1 传统的流动性管理	152
5.4.2 现代金融机构流动性计量和管理框架	153
5.4.3 房地产信贷流动性风险管理借鉴	154
第6章 房地产信托融资风险防范	156
6.1 中国房地产信托发展现状与风险分析	156
6.1.1 房地产信托的一般理论	156
6.1.2 中国房地产信托发展现状	158
6.1.3 房地产信托融资风险分析	161
6.1.4 房地产信托的风险控制	162
6.2 中国房地产信托的模式构造	166
6.2.1 美国的房地产投资信托基金	166
6.2.2 中国房地产投资信托基金的模式构建	170
第7章 风险防范的房地产金融体系创新	174
7.1 房地产金融机构创新	175
7.1.1 中国房地产金融机构存在的主要问题	175
7.1.2 房地产金融机构系统的创新	177
7.2 房地产金融制度创新	182
7.2.1 房地产信贷规模和结构的调控方式	182
7.2.2 个人信用制度	183
7.2.3 住房信贷保障体系	187

7.3 房地产金融市场创新	194
7.3.1 完善中国房地产金融的市场主体	194
7.3.2 完善房地产金融市场的中介体系	194
7.2.3 构建两级市场体系	195
7.4 房地产金融工具创新	200
7.4.1 现有抵押贷款还贷方式创新研究	201
7.4.2 住房金融品种和信用工具创新	205
第8章 结论与展望	208
参考文献	212
1. 外文参考文献	212
2. 中文参考文献	214
后记	217

第 1 章 导 论

1.1 研究背景：房地产融资繁荣背后的风险隐患

20 世纪 80 年代中期以来，特别是 1998 年国家取消实物分房，推行住宅商品化，住房分配货币化以后，随着人均可支配收入的快速增加、城市化进程的加快、人口集中度的提高，从普通人乃至整个社会都对房地产倾注了前所未有的热情。巨大的市场需求拉动我国房地产业以惊人的速度发展了起来。房地产业的发展改善了人们的居住条件，提高了人们的生活品质，使家庭和社会的财富经历了历史性的跨越甚至膨胀，因而成为当今社会一个历久不衰的热门话题。2004 年底，城镇居民按户计算的住房自有化率达到 80% 以上，建筑和房地产业增加值占 GDP 的比例接近 10%^①。房地产业的发展，以其巨大的财富效应影响了人们的生活方式和投资方式，在资本市场长期低迷、其他投资工具又比较缺乏的情况下，给居民提供了新的保值增值选择。住房已超过金融资产，成为居民财产结构中最重要的资产（图 1-1）。房地产业成为扩大内需、拉动经济增长的一支重要力量。随着人民生活水平的提高和消费结构、投资理念的改变，在未来经济加速转轨和体制改革纵深发展中，房地产业将有更大的发展空间和潜力。



资料来源：中国社会科学院金融研究所课题组：《关于我国房地产金融体系的构想》，2004 年 10 月 15 日。

图 1-1 中国城镇居民家庭财产构成

房地产业的快速发展促进了房地产融资体制的发育和成长。房地产金融成为各家金融机构重点开拓的新业务。目前我国已经初步形成了以商业银行信贷为主，资本市场和信托等融资工具为辅的房地产融资体系，为房地产业的发展提供了强大的资金来源。可以说，房地产金融体系日趋完善，整体运行状况趋于良性。然而我们应当清醒地看到，房地产融资受转轨经济不确定性的影响，在制度依托、运行机制、风险管理等方面存在着许多亟待解决的问题。房地产金融风险不仅影响着房地产业和房地产金融业的稳定发展，而且对整个金融业和国民经济的稳定和发展也影响很大。随着房地产金融在金融领域的比重不断上升，加上银行体系的原有风险已积聚到相当程度，需要高度重视房地产业高速运行中暴露出的融资风险隐患。突出的问题有：

- (1) 房地产融资体系不健全，制度安排缺失。长期以来我国房地产融资以间接融

^① 中国人民银行房地产金融分析小组：《2004 中国房地产金融报告》，2005 年 8 月 5 日。

资为主，银行是资金来源的主体，其他金融机构（如保险、证券）涉足很少。截至 2005 年底，在资本市场上直接融资的房地产企业仅有 80 多家，占近 40 000 家房地产企业的比重仅为 2%；在以信托计划方式融资势头高涨的 2004 年房地产信托产品共发行 98 只，发行额不过 115.866 亿元；以民间合作方式融资更少得可怜。银行在为房地产业集聚大量资金的同时，也几乎集中承担了所有的房地产周期性风险。而银行信贷更是集中在四大国有商业银行。据统计，截至 2005 年一季度，国内全部金融机构房地产贷款总额已达 27 650.6 亿元，其中四大国有和国有控股商业银行达 20 177.4 亿元，占全部金融机构房地产贷款总额的 72.97%。此外，在住房抵押贷款市场上，基本上不存在二级市场，不能将异质的抵押品转换为流动性较强的金融产品。这些使得房地产市场与整个金融市场无法有机融合。短借长贷的矛盾发展到一定程度，宏观调控机制容易失灵，极易造成流动性风险。

(2) 房地产业对银行信贷依存度过高。我国房地产开发商规模较小，资质偏低，权益性资本不足。据 2003 年度中国统计年鉴，房地产开发商当年资金来源 70% 左右来自银行信贷；另据 2005 年中国人民银行房地产金融分析小组的保守估计，房地产开发中使用银行贷款的比重也至少在 55% 以上，其积聚的融资风险可想而知。房地产融资与房地产业相互依存，二者的风险具有共生性，而我国的房地产业对银行信贷的依赖性使这种共生特征愈加突出。一旦宏观调控来临，银行就会因客户的大量违约而陷入流动性困境。

(3) 房地产融资机构风险意识淡薄。由于缺乏有效的房地产融资监管措施和手段，加之商业银行产权形式、治理结构、经营机制、内部控制及激励机制方面存在的问题，房地产融资机构极易形成市场冲动，从而盲目扩张房地产信贷，同时也会产生道德风险和内部人控制等不良行为，产生操作风险。尽管 2004 年以来陆续有三家国有商业银行进行了股份制改造，建立了现代公司治理结构，但运转有效尚需时日。旧体制、旧理念、旧的银行文化惯性仍将在相当时期内发挥作用。

(4) 房地产融资市场结构失衡。在房地产高风险、高回报的刺激下，投资者非理性投资倾向增长，这导致银行贷款投向的区域、品种结构不合理，一旦积压增多、销售不畅、房价下跌，必将导致资产缩水、投资亏损、资金链断裂。另外，通货膨胀或紧缩的存在使购房人的可支配收入有不确定性从而引发偿付违约，极易造成银行的信用风险。

(5) 房地产融资方式和工具单一，创新不足。如房地产金融体系（包括机构、中介、市场）构成、抵押贷款种类、还款及担保方式、利率及期限设计、法律环境、风险保障机制的发展和成长不充分、不完善。这既阻滞了房地产融资的良性循环，也限制了房地产融资风险管理技术发挥作用。

(6) 房地产融资风险管理技术过于简单。房地产风险度量技术尚处于起步阶段，与国外差距较大，不利于对信用风险、市场风险、操作风险和流动性风险进行识别和实行微观控制。

(7) 房地产业和房地产融资的宏观调控政策传导不畅。一些地方政府行为不够规范，为搞“形象工程”、“政绩工程”，甚至为解决财政困难而盲目推动房地产发展，使

土地价格脱离实际,造成房地产成本上升;而开发商将高额成本向消费者转移,又造成房价与房屋实际价值、购房人收入相背离,空置面积大量增加,结构性矛盾突出,抑制了有效需求,使国家的宏观调控包括对投资、房价、土地供应、整顿和规范市场秩序等的政策措施在传导过程中被扭曲。转轨过程中宏观调控政策的非稳定性所造成的冲击波往往使处于市场最前沿的金融机构承受对最终冲击能量的消化吸收,从而出现疼在房地产业,却伤在金融机构的现象,这更加大了房地产融资的风险。

综上,如何通过建立完善的房地产金融体系、多样化融资机制、多种金融工具来多渠道满足房地产业发展的资金需求,如何建立健全科学的房地产融资风险防范体系,包括风险的识别和控制机制、风险转移和分散机制,以促进房地产金融的可持续发展,成为我国金融业面临的一个迫切问题。

1.2 研究思路:从中国转轨经济的特殊性出发

1.2.1 研究意义

中国的房地产融资特点及存在的关键问题是什么,房地产融资风险与一般金融风险比较有何特性,其生成机制和机理是怎样的,其在银行机体内外如何传导直至引发商业危机和金融危机,作为融资主体的银行业通过什么样的制度体系、运行机制、管理程序和操作流程,运用哪些科学有效的方法、工具和技术来及时识别、度量上述风险,怎样通过风险定价、足额拨备、风险资本管理、市场分担和转移机制、健全法律体系、完善政策引导、制度及金融工具创新等途径将融资风险转移、消化、分散和化解,使总体风险控制可在可承受的范围内。本书正是从这些问题着手,致力于全面系统研究房地产融资风险的防范控制体系与管理方法,试图通过这项研究来补充国内房地产融资风险研究领域的内容。同时,提示金融机构尽快提高防范控制房地产融资风险意识和能力,并掌握和了解更多现代化风险度量和管理技术,以促进房地产业和房地产金融的规范、稳定、健康和可持续发展。本书旨在回答和解决以下问题:

(1) 房地产融资风险的特性;(2) 房地产融资风险的生成和传导机制;(3) 房地产融资风险的识别、度量与控制;(4) 防范房地产融资风险制度体系的建立。

本项研究的实际应用价值在于:(1) 通过对房地产融资风险特殊性的分析,为深化融资风险防范研究提供基础;(2) 对房地产融资风险进行定性或定量评价,为政府决策和金融机构制定相关政策提供依据;(3) 探讨房地产融资风险防范体系包括识别与控制体系的建立,为金融机构提供监管重点,以防范和化解融资风险;(4) 为我国房地产融资体系的制度性安排提供建议。

1.2.2 研究现状

1. 国外研究现状

(1) 房地产融资风险的理论研究。现代金融理论认为,房地产融资系统的不稳定及系统风险的产生根源可以从以下方面进行解释和分析。①金融体系脆弱性假说。明

斯基 (Minsky, 1982) 提出了金融不稳定假说 (Financial Instability Hypothesis)。他从借款人和放款人的角度, 用代际遗忘和竞争压力解释金融危机循环往复。戴蒙德与瑞占 (Diamond & Rajan, 2001) 认为, 银行由于其固有的特征, 具有“自我实现”的脆弱性。②货币主义的解释。以弗里德曼 (Friedman, 1963) 为代表的货币主义认为金融动荡的基础在于货币政策, 正是货币政策的失误引发了金融风险的产生和积累, 结果使得小小的金融困难演变为剧烈的体系灾难。③信息经济学的解释。其理论根据在于, 信息不对称将导致逆向选择 [阿克洛夫 (Akerlof), 1970] 和道德风险 [詹森 (Jensen) 与麦克林 (Mechling), 1976]、委托代理问题和心理依托的不稳定 [金德尔伯格 (Kindleberger), 1996]。④信贷周期理论的解释。瑞维尔 (Rivale) 认为, 金融系统内部竞争最终会导致不良的银行行为。当信贷周期随着金融机构的变化而发展时, 其影响可以通过不同方式表现出来。在大部分情况下, 房地产市场一直是信贷周期影响经济的主要渠道。⑤行为金融学的一种解释。房地产融资的系统风险的另一个更重要的原因是房地产金融市场主体的非理性行为。对于房地产融资系统而言, 从众行为、灾难短视行为、认识的非一致性等行为都有引起或加剧系统风险的倾向。

第二次世界大战前后, 大萧条引发了人们对经济周期的重视, 房地产建筑周期作为经济周期的一个重要组成部分也成为经济学家的研究对象。进入 20 世纪 80 年代后, “滞胀”再度引发了对经济周期波动的重视, 房地产周期波动的研究也开始进入一个蓬勃发展的阶段, 并且从经济周期的从属部分发展为一个独立的领域。国外有关房地产周期波动的解释综合起来大致分为三类, 即基本经济条件 [帕赫与鲍恩 (Pyhr & Born), 1994; 巴拉斯与弗格森 (Barras & Ferguson), 1985; 巴拉斯, 1994; 格雷纳迪尔 (Grenadier), 1995]、预期 [艾德斯坦与保罗 (Edelstein & Paul), 1999] 和国际传导机制 [伯特兰 (Bertrand), 1996; 莱纳伍德 (Renaud), 1997; 迪赫什、埃根与帕夫 (Dehesh, Egan & Pugh), 1995]。

在金融文献中, 以清泷宏信和摩尔 (Kiyotaki & Moore, 1997), 伯南克 (Bernanke, 1994) 以及青木 (Aoki, 2002) 等为代表, 房地产周期和信贷周期之间的交互作用在“金融加速器”框架下得到详细探讨。在他们的模型中, 借款条件由作为抵押品的房地产净值决定。土地价格的上涨降低了外部融资溢价, 提高了借款者的信贷可得性, 因此推动房地产资产的需求, 促使房地产价格更高。相反, 下跌的房地产价格引起房地产价值螺旋式下降, 银行贷款的“信贷配给 (Credit Rationing)”现象加强。戴维斯 (Davis, 1993) 认为, 建筑开发贷款是银行贷款中最“顺周期”和最容易波动的部分。因此, 房地产价格的变化将对银行的资产质量和资本价值都有重要影响, 从而影响银行的贷款供给。当房地产价格很高时, 银行愿意放松贷款条件并提供更多的房地产贷款, 产生了一个使房地产和信贷周期密切相关联的传播 (Propagation) 机制。在外资流入和监管薄弱情况下, 该机制可以被加剧。

(2) 房地产信贷风险管理的理论研究。在国外, 量化度量以及应用量化度量产出管理风险的模式已经得到公认, 这些理论方法和工具在金融界的应用促进了学术界和金融界发展一系列的技术和方法, 试图能够比较准确度量和管理金融风险。例如, 为了度量单项业务, 比较多项业务或多项业务加权汇总的市场风险, 测度某项或某几项

业务在未来一定时期内遭受损失的可能性,风险价值(VaR)作为未来受损可能的测度应运而生。特别是1988年巴塞尔银行监管委员会(以下简称巴塞尔委员会)发布《巴塞尔资本协议》,将银行业的信用风险纳入资本监管,1996年在对该协议进行补充时,又将市场风险纳入资本监管范畴。2001年发布的《巴塞尔新资本协议征求意见稿》中明确提出将操作风险纳入资本监管。对上述风险,巴塞尔委员会提出了进行测度的基本指标、计量结构和参数。其目的原本是为了客观反映银行的未预期损失,并为之配备足够的资本,以最大限度地避免银行的破产风险。但它却对金融业研究开发风险度量的理论和方法起了极大的推动作用,况且巴塞尔委员会鼓励各活跃银行根据该协议要求自主开发测度各类风险的方法和工具,因此,在此后的十几年间,各种金融风险度量方法不断发展。

就房地产融资方面的风险管理理论和方法研究而言,国外房地产业商业化发展早,程度高,对于房地产融资风险管理的研究也相应较早。其研究既涉及一般理论,也涉及某些具体模型和方法,如:威廉·B.布鲁格曼(William B.Brueggerman)等著的《房地产金融与投资》(Real Estate Finance and Investments)、查尔斯·H.温茨巴奇(Charles H.Wurtz bach)等著的《现代不动产》(Modern Real Estate)、马克·罗尔与列夫·博罗多夫斯基(Marc Lore & Lev Borodovsky)著的《金融风险手册》(The Handbook of Financial Risk Management)、丹尼斯·迪帕斯奎尔与威廉·惠顿(Denise Dipasquale & William C.Wheaton)著的《城市经济学与房地产市场》(Urban Economics and Real Estate Markets)、彼得·罗斯(Peter S.Rose)著的《商业银行管理》(Commercial Bank Management)、弗兰克·J.法博齐与弗朗哥·莫迪利亚尼(Frank J.Fabozzi & Franco Modigliani)著的《资本市场:机构与工具》(Capital Markets: Institutions and Instruments)等著作及其他一些著作中都是如此,但普遍进行的是一般意义上风险的度量,专门针对房地产融资风险特性进行的测度除住房抵押贷款信用风险外还不多见。只是因20世纪90年代几次金融危机的爆发皆与房地产业的过度膨胀密切相关,这方面的研究才逐渐受到了重视。而在风险分散理论和方法上的研究成果则比较丰厚,如资本市场融资、债券融资、资产证券化,等等。

信用风险管理研究方法有以下几种:

①传统信用分析方法。类似于“手工作坊式”的操作,它主要依靠主观判断法和财务比率法。其中有名的方法包括:美国货币监理署(Office of the Controller of Currency, OCC)的贷款5级分类;奥特曼(Altman, 1968)的Z和ZETA计分模型。

②较为简单的现代模型。毕马威国际会计公司(KPMG)将期限结构模型这种思想应用于贷款的估价与定价方面,开发了贷款分析系统(Loan Analysis System, LAS)。奥特曼(1989),及奥特曼与萨吉特(Altman & Suggitt, 2000)和桑德斯(Saunders, 1999)等讨论了死亡率模型(Mortality Rate Model)。

③复杂的工程化模型。20世纪80年代以来,工程化的思维和技术逐渐被运用于信用风险管理的领域。基于默顿(Merton, 1974)的期权理论,1993年KMV公司开发出预期违约频率(Expected Default Frequency, EDF)模型;摩根大通(J.P.Morgan)为首的几家金融机构于1997年联合推出了信用度量技术(Credit Metrics)模型,旨在解决贷款

等非交易性资产的估值和风险计算；瑞士信贷银行金融产品部（CSFP）于1997年底推出了一个新的信用风险评价模型，即信用附加风险（Credit Risk⁺）模型；麦肯锡（McKinsey）公司将周期性的因素纳入计量模型中，开发出宏观经济模拟模型——信用组合观点模型（Credit Portfolio View）。

在操作风险度量方法研究方面，根据操作风险度量的出发角度不同，度量模型大体可以分为两大类：由上至下法（Top-down Approaches）和由下至上法（Bottom-up Approaches）。在《巴塞尔新资本协议》中，巴塞尔委员会建议了三种估计方法：基本指标法、标准法和内部衡量法。其中第一种可以视为由上至下法，后两种属于由下至上法。此外，银行可以在服从于巴塞尔委员会规定的一系列定性和定量标准的条件下，建立起自己的内部风险计量体系。目前主要有损失分布法（Loss Distribution Approaches, LDA）和极值理论模型（Extreme Value Theory, EVT）。

在利率风险的度量技术方面，西方商业银行风险管理经过长期发展，至今已形成成熟、规范的理论体系和先进的操作方法。麦考利（Macaulay, 1938）首次提出，经Fisher（费雪）、威尔（Weil）和考克斯（Cox）、英格索尔（Ingersoll）与罗斯（Ross）（1979）发展完善的久期分析处于利率风险管理的核心位置。这种方法可以适应更为复杂的利率变化。大多数金融机构都采用久期模型作为风险免疫或利率风险控制策略的工具。

2. 国内研究现状

在国内，针对房地产融资风险的系统研究还不够深入，其主要原因是房地产融资业务在我国尚属于新兴金融服务，正处于成长和发展过程中，暴露的问题还远远不及其他融资业务那样引人注目。虽然1992~1996年间我国曾经出现过以海南省为代表的房地产热，给金融界造成大量的不良资产，学术界和金融界也有过一些讨论，但从严格意义上讲，在建立社会主义市场经济体制刚刚作为目标被确立的时期，房地产业并没有真正成长为国民经济的支柱产业而得到国家的大力扶持。直到20世纪90年代后期，我国积极推行“居者有其屋”的政策，取消福利分房，实行住房货币化分配，把住宅产业作为新的经济增长点和国民经济支柱产业加以政策上和资金、利率上的支持，并在资本市场上开辟了直接融资渠道，房地产融资业务在金融服务中的比重才得以不断上升。随着房地产融资规模的不断扩大，其在促进国民经济快速增长的同时，也逐渐暴露出了许多问题。特别是1997年爆发的亚洲金融危机，房地产业由于过度膨胀而成为金融危机的基础性诱因，这使得学术界和金融界对房地产业发展中的一系列问题掀起了讨论的热潮，如何防范其中的融资风险的问题开始引起广泛关注，一些房地产风险管理的专著和论文大量发表。其论述范围主要集中在房地产的政策引导、规模调控、对土地和项目的规范管理、贷款条件、风险分散的制度安排（如发展直接融资及证券化），对美国、日本、拉美、东南亚金融危机的反思等方面，提出了很多有益的观点和防范、控制风险的方法，在融资风险的量化度量方面也有一些论述，但多集中在投资收益风险的计算和规避上。

1.2.3 研究框架

本书的研究框架如图 1-2 所示。

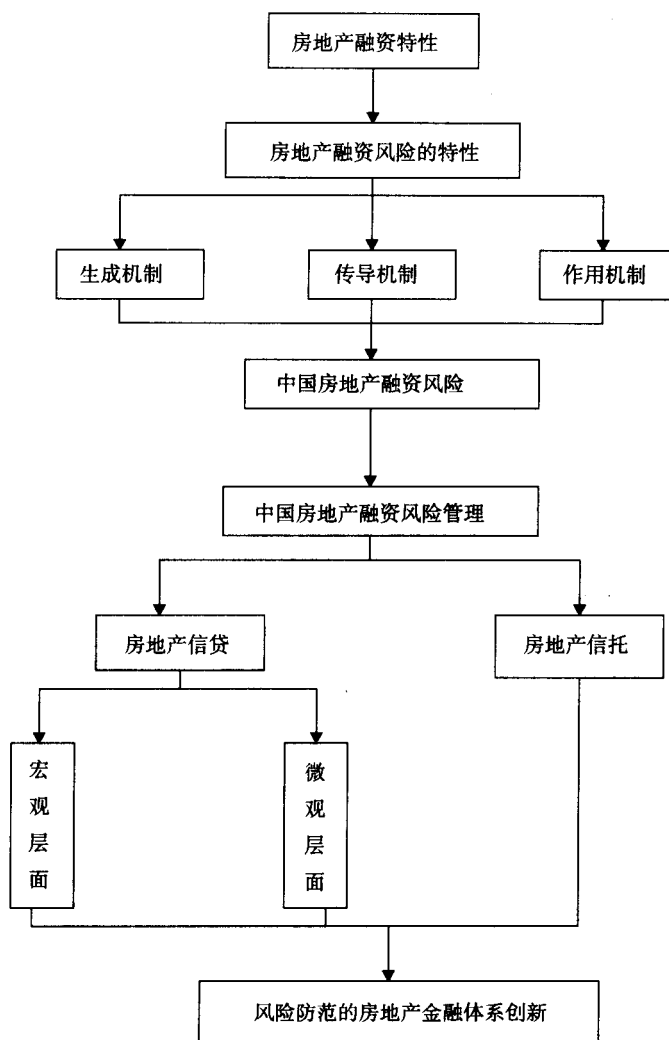


图 1-2 本书的总体研究框架

第2章 房地产融资风险的特性分析

房地产业是中国经济的支柱产业^①。由于房地产业本身的特点，房地产的开发经营都离不开金融机构的融资。房地产金融风险不仅影响着房地产业和房地产金融业的稳定发展，而且对整个金融业和国民经济的稳定和发展也至关重要，因此，有必要对房地产融资风险的特性进行重点分析。

2.1 房地产融资的特征

在现阶段，我国房地产融资是随着经济体制改革的深化，特别是市场经济的发展而逐步发展起来的。它作为整个金融业务的组成部分，已经在房屋与土地的开发经营等方面发挥出越来越大的作用，有力地支持了房地产业和城市建设的发展。房地产融资是一个比较笼统的提法。什么是房地产融资，它与房地产是什么关系，与一般融资行为相比它又具有哪些特征，这是本节着重探讨的问题。

2.1.1 房地产及其特性

房地产 (Real Estate)，也称不动产。一般将其看做房屋同土地的合称。广义讲指不动产，狭义讲则指房屋同土地的结合。房地产一般分为工业房地产 (Industrial Property)、商业房地产 (Commercial Property)、住宅 (Residential Property) 和其他类房地产。

房地产是由土地和房屋组成的，故兼有二者属性，如区位性和不可移动性。房地产处于复杂的各种经济、政治和社会生活关系中，首先，作为人们的基本消费品，有明晰产权，可依市场价格上市交易，具有商品属性；其次，具有财产属性，是家庭、企业、社会团体等的主要财产，具有明显的财富效应；再次，具有投资品属性，是保值、增值的主要工具；最后，具有社会和政治属性，是衡量社会生活水平和社会保障状况的重要标志。因此，其既是消费品，又有保障品性质，是各国政府关注的重点。

房地产有以下特性：一是不可移动性和异质性，替代性差。这使其极易形成市场垄断，开发商只需关注相邻地段的竞争，无须关心不相邻地段的竞争，从而形成环形竞争，在一个区域或地段内就容易形成市场垄断。这与同质商品有很大不同。二是连带品特性。连带品是相互关联，不能分割的产品。房屋附着于土地，使其深受土地稀缺性和价格运行机制的制约和影响，也成为投资和投机的重要选择。三是经验品特性。房地产是非搜索品类商品，消费者只有在购买之后的连续消费过程中才能了解其质量。这种生产者和消费者之间的严重信息不对称容易引发道德风险。四是耐用品和必需品

^① 2001年3月人大会议通过的“第十个五年计划”，明确规定要大力发展房地产业和扩大住房消费信贷，并且规定，到2005年将城镇居民的人均住房建筑面积由2000年的19.8平方米提高到22平方米。