



21世纪 经济与管理精编教材·经济学

房地产经济学系列

房地产金融

Real Estate Finance

王重润 刘颖 等编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

房地产金融

Real Estate Finance

王重润 刘颖 等编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

房地产金融/王重润等编著. —北京:北京大学出版社, 2010. 1

(21 世纪经济与管理精编教材)

ISBN 978 - 7 - 301 - 16317 - 7

I. 房… II. 王… III. 房地产 - 金融学 - 高等学校 - 教材 IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 204457 号

书 名: 房地产金融

著作责任者: 王重润 刘 颖 等编著

策 划 编 辑: 张迎新

责 任 编 辑: 张迎新 王智强

标 准 书 号: ISBN 978 - 7 - 301 - 16317 - 7/F · 2350

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

印 刷 者: 三河市欣欣印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

730 毫米 × 980 毫米 16 开本 22.75 印张 361 千字

2010 年 1 月第 1 版 2010 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 0001—4000 册

定 价: 36.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

作者简介

王重润,男,1970年生,经济学博士,河北经贸大学金融学院副院长、教授、硕士生导师,省级精品课“金融市场学”负责人,金融学省级特色专业带头人,河北金融学会理事,中国金融工程学年会常务理事,河北经贸大学优秀教师。研究方向为房地产投融资与资本市场。在《生产力研究》、《中国房地产金融》、《中国房地产研究》等刊物发表论文30余篇,出版专著有《信息效率与机制:住房抵押贷款市场研究》,主编教材《公司金融学》,主持省部级课题5项、厅级课题3项,获省部级三等奖2项。

刘 颖,女,回族,1972年生,经济学博士,河北经贸大学金融学院副教授、河北经贸大学优秀教师。主要研究方向为房地产经济学和金融学,先后出版个人专著1部,参编著作4部,在《经济日报》、《价格理论与实践》、《经济体制改革》、《中国房地产金融》等省级以上核心报刊上发表论文20余篇,参与国家级课题1项、省级课题3项、厅级课题4项,主持和参与校级课题6项,获得省社科三等奖1项。

内 容 简 介

本书共有 13 章,可分为四个知识模块:第一模块介绍了房地产金融的基本知识以及相关金融理论;第二模块以住房金融为核心,讲述了住房抵押贷款、住房公积金和住房储蓄银行、提前还贷、违约风险管理以及住房抵押贷款证券化;第三模块从房地产商角度出发,讲述了房地产开发贷款、房地产与资本市场、房地产信托和其他融资方式;第四模块则从投资者角度,简要介绍了房地产投资组合理论。

本书在介绍房地产金融理论和最新实践发展的基础上,注重理论与实践有机结合,深入浅出、全面系统地阐述了房地产金融原理及其应用。各章章前均提出知识要求和技能要求,章后均有本章小结、练习与思考以及推荐阅读书目等,能帮助读者抓住知识要点,便于复习巩固和提高,并方便学有余力的读者延伸学习。

本书可以作为普通高等院校金融学、房地产经济学专业本科教学的教材,也可作为研究生学习的参考用书,对房地产和金融行业的从业人员也有较大的参考价值。

前言

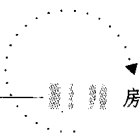
房地产金融学是金融学的一个分支,它主要但并不完全以微观层面的房地产投融资活动为研究对象,包括对各种房地产融资工具收益和风险特性的分析、市场主体(如家庭和企业)的房地产投融资决策与管理、银行的房地产贷款决策与风险管理、住房抵押贷款证券化、房地产泡沫与金融风险等。在美国,房地产金融已经成为一个活跃的研究领域,其研究范围包括了房地产资产收益、投资组合分析、抵押贷款证券化市场、REITs、抵押贷款定价、违约和提前偿付、贷款契约设计等方面。同时房地产金融学专业教育在大学得到快速发展。

目前国内房地产金融学科建设尚处于初级阶段,主要表现在对房地产金融学科内涵缺乏深刻认识,研究方法简单,理论研究缺乏足够的深度和广度,这种状况在很大程度上与国内房地产市场欠发达有关。近年来国内房地产金融市场发展步伐开始加快,以住房抵押贷款证券化和房地产投资信托为代表的房地产金融创新开始出现。房地产金融市场的发展必将推动房地产金融的学科建设。

房地产金融市场的发展为房地产金融专业教育的开展提供了环境和条件。社会对房地产金融人才的需求在不断增长,很多大学开始加强房地产金融人才的培养。房地产金融课程进入大学的

教学计划,有些大学甚至把它作为金融学本科专业的一个专业方向。教材建设是课程建设的主要内容,是人才培养的一项基础工作。编写一套优秀的房地产金融教材对于提高房地产金融专业教育质量、推动学科建设具有重要意义。目前国内使用的房地产金融教材主要有两类:一是翻译国外(主要是美国)教材,比如,逯艳若等译、机械工业出版社出版的《房地产融资与投资》(第11版)、以及龙奋杰等译、经济科学出版社出版的《房地产金融:原理和实践》(第3版)等;二是本土学者编写的教材。国外教材的长处在于丰富的教学案例设计、实现了实践性和理论性的有机结合,但是由于教学案例来源于国外实践,而国内实践和制度设计与国外相比有较大差异,照搬国外教材不利于学生对基本概念和基本理论的理解和运用,更不利于国内房地产金融学科建设。本土学者编写的教材大多借鉴了国外优秀教材体例和风格,内容比较全面,但是某些教材也存在一些不足,比如缺乏必要的理论深度,内容浅显,或者偏宏观分析而不够重视对微观主体的行为分析。

本书共有13章,可分为四个知识模块:第一模块介绍了房地产金融的基本知识以及相关金融理论;第二模块以住房金融为核心,讲述了住房抵押贷款、住房公积金和住房储蓄银行、提前还贷、违约风险管理以及住房抵押贷款证券化;第三模块从房地产商角度出发,讲述了房地产开发贷款、房地产与资本市场、房地产信托和其他融资方式;第四模块则从投资者角度,简要介绍了房地产投资组合理论。



与国内出版的教材相比,本书在体系结构和内容安排上突出创新性和实践性,注重培养学生的自主学习能力、实践能力和创新能力。实现该目标是基于本书以下几个方面的特点:

第一,本书具有一定理论深度,侧重微观主体行为分析。我们编写这本教材的目的是利用金融学的基本原理来分析房地产市场主体的投融资决策行为,帮助读者理解房地产金融市场结构以及运行机制。为了达到这个目的,我们介绍了一些基本的金融理论,并时刻注意这些理论在房地产市场上的应用,这在提前还款决策、风险管理、融资决策、投资组合等章节内容中体现较为明显。

第二,结构完整清晰,内容新颖。本教材在结构上分为四个模块,前两章相当于导论,后面11章内容则分别从住房金融、房地产商和投资者三个角度进行展开,逻辑结构清楚。与国内同类教材相比,本教材增加了一些比较新颖的内容,如提前还贷决策、提前还贷期权定价、违约风险管理、投资信托、房地产企业的融资决策、委托贷款、融资租赁等,并站在课堂教学的角度,组织教材内容、改进表述方式,从而使本教材内容生动而新颖。

第三,提供了丰富的教学资源。每章后附有“推荐阅读书目”,指定某些期刊论文或者参考书的某些章节作为阅读材料,此外,某些章后还附有“网络资源”,这为学有余力的学生进行深入学习提供了指引。另外,在正文中适当安排若干专栏,专栏内容包括那些不适合放入正文,但是对学生理解正文内容有帮助的材料,比如案例、学术界对

某个问题的争论、背景资料等,专栏有助于启发学生对基本概念、理论或某个问题的认识和理解。

第四,合理设计练习题。通过适当练习来检验和巩固提高学习效果是很有必要的。在练习题的设计上,我们力图避免形式简单、答案直接的题目,而是以思考性综合题目为主,这些题目必须经过认真思考后才会得到结果,而且答案并不是唯一的,比如几乎每章都有一至二个阅读材料(或案例)分析题,要求学生根据在该章学过的知识、针对提供的材料来回答问题,这样有利于锻炼学生的综合分析能力和创新能力。

我们在编写这本教材时,假定读者主要是金融学或房地产管理专业本科学生。对于金融学专业学生而言,本门课程作为金融学专业课程之一,先修课为货币银行学、投资学、金融市场学、公司金融学等,本书第二章可以简略地讲授。而房地产管理等专业学生对金融理论接触较少,第二章恰好可以作为一个理论准备。当然,在对教学内容进行适当取舍后本书也可供相关专业专科学生和成人教育使用,还可以作为研究生教学参考书以及实践从业人员的培训教材。

最后,真诚欢迎各位读者对本书提出意见或建议。您的意见或建议对于我们今后修订本书将有重要意义。请发电子邮件至:E-mail: chongrun@heuet.edu.cn。

王重润

2009年12月于河北经贸大学

目 录 contents

第一章 房地产金融概论	/ 1
第一节 房地产金融的本质	/ 1
第二节 房地产金融市场	/ 4
第三节 房地产金融政策	/ 11
第二章 房地产金融理论基础	/ 24
第一节 资产定价	/ 24
第二节 财务杠杆与最优资本结构	/ 27
第三节 金融期权理论	/ 29
第四节 投资组合与有效市场理论	/ 33
第五节 金融中介理论与代理理论	/ 35
第六节 货币的时间价值	/ 38
第三章 住房抵押贷款	/ 45
第一节 住房抵押贷款的基本原理	/ 45
第二节 住房抵押贷款类型	/ 49
第三节 抵押合同中的重要条款	/ 65
第四章 住房公积金与住房储蓄银行	/ 74
第一节 住房公积金制度	/ 74
第二节 住房储蓄银行	/ 83
第五章 提前还贷	/ 97
第一节 提前还贷的影响因素	/ 97
第二节 提前还贷决策	/ 103
第三节 提前还贷条件下的抵押贷款定价	/ 110
第四节 对提前还贷风险的管理	/ 117

第六章	住房抵押贷款的违约风险及其管理	/ 126
第一节	住房抵押贷款违约及其影响因素	/ 126
第二节	住房抵押贷款违约风险管理	/ 132
第三节	住房抵押贷款保险	/ 138
第七章	住房抵押贷款证券化	/ 151
第一节	住房抵押贷款证券化原理	/ 151
第二节	住房抵押贷款证券化的运作机制	/ 161
第三节	住房抵押贷款证券类型及其特点	/ 171
第八章	融资决策与融资管理	/ 180
第一节	资本成本与融资选择	/ 180
第二节	财务杠杆对房地产现金流的影响	/ 186
第三节	融资流程的管理	/ 193
第九章	房地产开发贷款	/ 201
第一节	房地产开发贷款的类型和流程	/ 201
第二节	房地产开发贷款的评估	/ 209
第三节	房地产开发贷款的风险管理	/ 220
第四节	房地产开发融资中的法律问题	/ 226
第十章	房地产与资本市场	/ 234
第一节	上市融资	/ 234
第二节	债券融资	/ 246
第三节	可转换公司债	/ 252
第四节	并购重组	/ 260
第十一章	房地产信托	/ 269
第一节	房地产信托的含义及类型	/ 269
第二节	房地产信托的运行模式及特征	/ 275
第三节	房地产信托的制度设计	/ 279
第四节	房地产投资信托	/ 289

第十二章 其他融资方式 / 307

第一节 房地产融资租赁 / 307

第二节 委托贷款与联合开发 / 317

第十三章 房地产投资组合 / 329

第一节 投资组合原理 / 329

第二节 房地产投资组合策略 / 331

参考文献 / 346

后记 / 350

第一章 房地产金融概论

知识要求

通过本章的学习,掌握

- 房地产与金融之间的关系
- 房地产金融的本质及其特点
- 房地产金融市场结构与融资工具
- 房地产金融政策的作用及其发展趋势

技能要求

通过本章的学习,能够

- 了解什么是房地产金融的内涵和研究对象
- 了解房地产金融市场结构与融资工具的特点

第一节 房地产金融的本质

一、房地产与金融的关系

房地产是指土地和地上建筑物以及附着于其上的权益,比如所有权、使用权、收益权、抵押权等。房地产实体不可转移,能够转移的是房地产权益,在这个意义上说,房地产交易实质是对房地产权益的交易。而金融是研究个人、企业、政府之间进行货币与信贷的创造和转移过程、机构、工具的学科,或者说金融研究货币的流动如何促进生产和提高资源配置效率。

房地产与金融之间具有密切关系。正如货币天然需要金银一样,房地产天然需要金融。这是由房地产业的特点决定的。房地产业是资金密集型产业,在房地产开发、消费等各个环节需要资金量很大。一个房地产项目开发建设需要持续的资金投入,需要的资金从几千万到数十亿元不等。对于家庭消费者来说,由于房地产单体价值大,需要很长时间的资金积累才能够买得起一套住房,如果现在就需要住房,只能借助银行贷款的帮助。现在很多商业银行都有住房抵押贷款来帮助家庭购买住房。所以,对于房地产业而言,资金就像是血管里面流淌的血液,如果资金链条断裂,房地产业发展就会受到很大影响。

房地产业的繁荣可以从以下几个方面促进金融业发展。第一,房地产贷款业务有助于改善银行资产结构。住房抵押贷款违约风险小,在借款人无力偿还贷款时,银行可以把抵押的房地产拍卖,以偿还所欠贷款本息。由于这个原因,住房抵押贷款被银行看作是一项优良资产。第二,多样化的房地产融资需求会催生金融创新。受资金来源限制和监管约束,商业银行主要从事中短期贷款,并非所有房地产资金需求都能够(或者都适合)从银行获得贷款。而且,在筹集资金的时候,企业也要考虑综合融资成本,不会一味寻求银行贷款支持,而去寻求其他的融资方式。这促成了房地产金融创新。比如,为了满足有房产的老年人的养老需求,在美国以及香港流行一种反向抵押贷款,就是已经拥有房屋产权的老年人将房屋产权抵押给银行、保险公司等金融机构,然后从金融机构那里按期领取一定数额的现金,一直到房屋业主去世为止,即“抵押房产、领取年(月)金”。住房抵押贷款证券化以及房地产投资信托(REITs)也是房地产金融创新的结果。

二、房地产金融的研究对象

房地产金融是金融学的一个分支。房地产金融以房地产实体及其产权的交易过程中所涉及的各种金融服务的供需机制以及相关金融活动对房地产市场的影响为研究对象。房地产金融不仅是从宏观层面也是从微观层面,不仅是从银行信贷供给的角度也是从微观主体融资需求角度来研究以下相关问题:

1. 房地产资本市场:包括房地产股票、债券,房地产投资信托基金,住房抵押贷款证券化等;

2. 住房抵押贷款和商业房地产贷款的风险管理;
3. 房地产贷款评估:包括住房抵押贷款和商业用房地产贷款的估价;
4. 房地产投资和融资决策;
5. 房地产投资组合;
6. 房地产投资和证券化中的税收问题;
7. 住房金融制度改革;
8. 房地产保险和贷款担保;
9. 房地产金融风险与房地产泡沫;
10. 法律和房地产信贷;等等。

房地产不仅包括房地产实物,更重要的是包括了能够被让渡和交易的房地产权益,所以房地产金融研究范围较宽泛。

三、房地产金融的特点

(一) 房地产金融以抵押权为基础

抵押权就是抵押权人对抵押财产享有的优先受偿权,即债务人或第三人不转移对其财产的占有,将该财产作为债权的担保,当债务人不能履行债务时,债权人拥有从其抵押财产折价或者以拍卖、变卖该财产的价款中优先受偿的权利。由于房地产贷款(特别是住房抵押贷款)期限比较长,贷款风险大,银行通常要求借款人以其投资的房地产为抵押品作为借款人履约的担保,所以,从这个角度讲,房地产融资是以房地产抵押为基础的,即以房地产抵押权的设立为开始,并以取消(债权如期清偿时)或执行(债权不能清偿时)抵押权为结束。

(二) 房地产融资的证券化

在一定意义上说,房地产金融是资产证券化最活跃的领域。这与房地产的特性有关。房地产单体价值大并且位置固定,这造成房地产投资门槛高且流动性差。当房地产投资者利用银行贷款来投资的时候,银行就陷于以短期负债支持长期资产的境地,从而面临流动性风险。为了使房地产贷款具有流动性,银行对住房抵押贷款进行证券化。所谓抵押贷款证券化是指将抵押债权以有价证券的形式出售给其他投资者来实现再融资,这便使长期的抵押贷款资产具有流动性。房地产证券化的另一种重要形式是房地产投资信托(REITs)。房地产投资信托解决了房地产分散化投资以及降低

投资门槛的问题。

（三）房地产金融具有较强的政策性

一方面,房地产业发展受到城市规划、土地政策、产业政策等政策约束,导致发放房地产贷款的金融机构也必须考虑贷款的项目是否符合国家产业政策,否则贷款将面临巨大的政策风险。另一方面,住房问题是政府关注的焦点,解决城市居民住房问题关系到社会稳定,而住房金融为城市居民解决住房问题提供金融支持。因此,政府往往通过调整财政补贴政策、税收政策或信贷政策等措施调节住房金融市场,来实现政府住房政策目标。

（四）房地产金融市场波动大

由于土地资源的稀缺性以及房地产的异质性和供给缺乏弹性,所以房地产容易成为投机的对象,引起房价在短时期内大幅度的起落。而房地产信贷以抵押权为基础的特点决定了房地产信贷与房地产市场波动之间存在一种正反馈机制,即房价上涨会使抵押品价值增加,银行债权得到更有效保护,刺激银行扩大贷款规模,从而引起房价进一步上涨,而这又诱使银行进一步扩张信贷,这一过程周而复始。而一旦房地产泡沫破裂,这种正反馈机制会使房地产信贷急剧萎缩。严重的房地产金融风险会引起整个金融市场出现危机。发生在1998年的东南亚金融危机以及2007年下半年发端于美国的次贷危机对全球金融市场的影响即是明证。

第二节 房地产金融市场

一、房地产金融市场结构

房地产金融市场可以分为多个层次。按照交易的层次,划分为一级市场和二级市场;按照承担的政策目标,可以分为政策性房地产金融和商业性房地产金融。

（一）房地产金融一级市场和二级市场

房地产金融一级市场是房地产金融资产创造和发行的市场,主要包括房地产贷款发放、房地产股票和债券发行、房地产投资信托创设等金融交易。房地产金融二级市场是房地产金融资产再交易市场,除了房地产股票、债券二级市场之外,住房抵押贷款证券化被认为是房地产金融二级市

场的最重要组成部分。如图 1-1 所示。

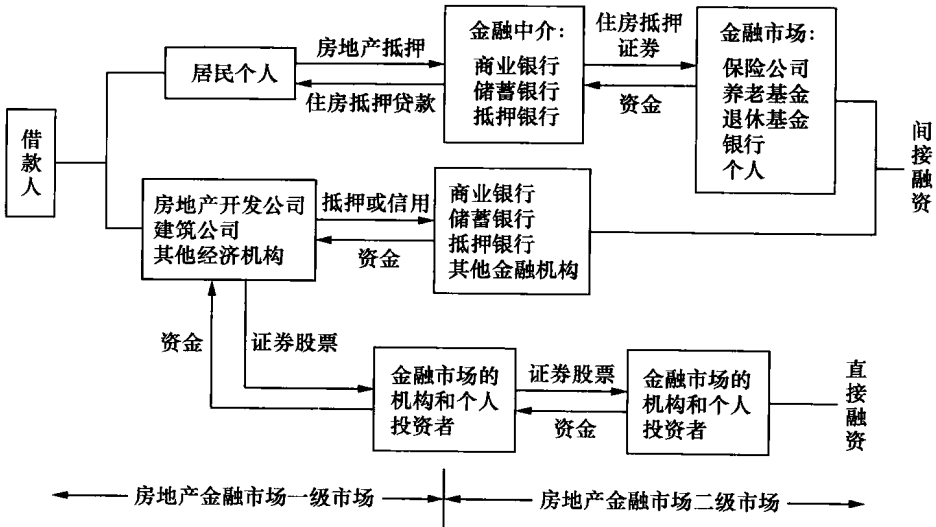


图 1-1 房地产金融市场结构

（二）政策性与商业性房地产金融市场

住房既是一种投资品，也是一种生活必需品。每个人，每个家庭都需要住房。因此保障基本住房需要成为政府的社会公平目标的一个重要内容。而实现住房公平目标的一种重要手段是金融。利用贴息贷款或者政府提供贷款担保等方式，中低收入家庭在购房的时候享受住房补贴。提供这种金融服务的机构或者这部分金融业务不以营利为目的，这就是政策性金融。因此政策性房地产金融往往作为国家住房政策的一部分，承载一定的政策目标。

商业性房地产金融机构不承担特定的政策目标，而是追求资产的安全性、流动性和赢利性。商业性房地产金融市场规模远远大于政策性房地产金融市场规模。我国房地产金融产生于 20 世纪 80 年代初期的住房制度改革，产生之初仅仅是为了配合公有住房的提租和出售，属于住房制度改革的配套措施，后来随着住房的商业开发，才出现商业性的房地产贷款，1998 年之后，房地产金融市场得到了迅速扩张。