

MODERN REAL ESTATE
FINANCIAL INNOVATION

当代房地产金融创新

资产证券化及其在房地产领域的应用研究

王明国 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国房地产业协会
CHINA ASSOCIATION OF REAL ESTATE

当代房地产金融创新

中国房地产业协会房地产业金融创新专业委员会

2015年11月

中国房地产业协会
CHINA ASSOCIATION OF REAL ESTATE

MODERN REAL ESTATE
FINANCIAL INNOVATION

当代房地产金融创新

资产证券化及其在房地产领域的应用研究

王明国 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

当代房地产金融创新/王明国著. —北京: 经济管理出版社, 2007.12

ISBN 978-7-5096-0108-2

I. 当... II. 王... III. 房地产—金融学 IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 183015 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010)51915602 邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 沈 聪 申桂萍

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 超 凡

720mm×1000mm/16

15.5 印张 236 千字

2007 年 12 月第 1 版

2007 年 12 月第 1 次印刷

定价: 36.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-0108-2/F·108

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010)68022974 邮编: 100836

前 言

自 1998 年住房制度改革至今，我国的房地产业经历了一个快速增长期。种种迹象表明，在未来的几年里，我国的房地产业仍将面临大好的发展机会。与房地产业大好的发展机会形成鲜明对照的是，目前为我国房地产业提供“血液”的房地产金融体系还非常不完善。因此，要想使我国房地产业大好的发展机会转变为现实，就必须完善我国的房地产金融体系。

正在这时，在国际上比较流行的房地产投资信托基金和住房抵押贷款证券化这两种房地产金融创新工具进入了我国政策管理层和相关机构的视野。为此，在我国掀起了一股研究房地产投资信托基金和住房抵押贷款证券化的热潮。

目前，国内外有关房地产投资信托基金和住房抵押贷款证券化的研究，大多有为了研究而研究的嫌疑，鲜有从整个金融体系和金融创新理论的高度对其进行研究的成果，因此其研究必将陷入片面，并给实践带来风险。作者在从事多年的房地产金融理论教学和行业实践的基础上，发现房地产投资信托基金和住房抵押贷款证券化这两种房地产金融创新工具实际上就是广义资产证券化在房地产领域的两种应用形式，如果从广义资产证券化理论的高度对这两者在我国的发展模式进行研究，不仅有助于更科学更有针对性地指导我国的房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化实践，还可以丰富我



国房地产金融及资产证券化方面的相关理论，更有助于为我国房地产业的大发展开辟出一条适合我国国情的融资之路，从而促进我国房地产业的发展。

本书在著述过程中，参阅了大量相关的文献资料，在论坛上聆听了权威人士和专家的精彩发言，得到了各界人士的帮助，在此深表谢意。

本书适合于房地产企业的高级管理人员、金融部门人员以及研究部门人员，尤其是董事会、总经理等高级管理人员的阅读，也适合于从事房地产金融政策制定的相关政府工作人员阅读。对从事房地产金融研究、资产证券化研究的人员也是个不错的选择，这其中包括金融、投资、房地产专业的博士或硕士研究生及高年级本科生。

王明国

2007年8月

目 录

导 言 / 1

- 一、我国房地产经济金融形势分析与展望 / 1
- 二、研究广义资产证券化及其在我国房地产领域应用的意义 / 6
- 三、国内外有关资产证券化、房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化的研究 / 7
- 四、本书的思路和主要内容 / 11

第一章 资产证券化理论 / 15

第一节 资产运营与资产证券化 / 15

- 一、资产的定义、特性和分类 / 15
- 二、资产运营的一般模式 / 18
- 三、资产运营一般模式中的资产证券化 / 19
- 四、资产证券化的意义 / 20

第二节 资产证券化的核心原理 / 22

- 一、资产的估价 / 22
- 二、资产的风险和收益分析 / 25

第三节 资产证券化的基本原理 / 29

- 一、资产重组原理 / 30
- 二、风险隔离原理 / 30
- 三、信用增级原理 / 31



第四节 资产证券化在房地产领域的应用形式及目前在我国房地产领域推行证券化的重要意义 / 32

- 一、资产证券化在房地产领域的应用形式 / 32
- 二、目前在我国房地产领域推行证券化的重要意义 / 33

第二章 资产证券化的经济金融理论基础 / 37

第一节 金融功能理论与资产证券化 / 38

- 一、关于金融功能理论 / 38
- 二、资产证券化与金融功能理论 / 41

第二节 金融发展、金融创新理论与资产证券化 / 43

- 一、金融发展和金融创新的相关理论 / 44
- 二、资产证券化与金融发展、金融创新理论 / 51

第三节 资产证券化的其他经济金融理论基础 / 52

- 一、委托—代理理论与资产证券化 / 52
- 二、资本市场理论与资产证券化 / 53
- 三、期权定价理论与资产证券化 / 54

第三章 资产证券化过程中的几个关键问题 / 55

第一节 资产证券化过程中的政府推动与监管 / 55

- 一、由美国的资产证券化发展过程看政府推动在资产证券化发展过程中的作用 / 55
- 二、资产证券化过程中的政府监管 / 59

第二节 资产证券化过程中的法律问题 / 60

- 一、资产证券化和法律制度之间的互动作用 / 60
- 二、资产证券化过程中涉及的主要法律问题 / 63

第三节 资产证券化过程中的 SPV 设立问题 / 64

- 一、SPV 可采取的形式 / 65
- 二、设立 SPV 时要考虑的因素 / 67



- 第四节 资产证券化过程中资产转移的方式及定性问题 / 68
 - 一、资产转移的方式 / 69
 - 二、资产转移的定性 / 70
- 第五节 资产证券化过程中的信用增级和信用评级问题 / 75
 - 一、资产证券化过程中的信用增级 / 75
 - 二、资产证券化的信用评级 / 78
- 第六节 资产证券化与机构投资者 / 81
 - 一、资产证券化市场需要机构投资者 / 81
 - 二、机构投资者需要进入资产证券化市场 / 82
 - 三、证券化市场发展中与机构投资者相关的三个条件 / 83
- 第七节 资产证券化与中介机构 / 84
 - 一、担保机构 / 85
 - 二、信用评级机构 / 86
 - 三、投资银行 / 87
 - 四、律师和律师事务所 / 88
- 第四章 资产证券化在房地产领域的应用 I
 - 房地产投资信托基金及其在我国的发展 / 91
 - 第一节 房地产投资信托基金概述 / 91
 - 一、房地产投资信托基金概念和特征 / 91
 - 二、房地产投资信托基金的基本运作模式 / 93
 - 三、房地产投资信托基金的关键运作环节 / 94
 - 四、房地产投资信托基金的分类 / 96
 - 五、房地产投资信托基金的职能 / 98
 - 第二节 房地产投资信托基金在国际上的发展演变 / 100
 - 一、房地产投资信托基金的起源及其在国际上的发展演变 / 100
 - 二、国际上房地产投资信托基金发展演变的启示 / 108



第三节 我国类房地产投资信托基金的现状及发展房地产投资信托基金所面临的有利条件和障碍 / 111

- 一、我国类房地产投资信托基金的现状 / 111
- 二、我国发展房地产投资信托基金所面临的有利条件分析 / 115
- 三、我国发展房地产投资信托基金所面临的障碍分析 / 119

第四节 我国发展房地产投资信托基金的对策建议 / 125

- 一、我国发展房地产投资信托基金的模式探索 / 125
- 二、我国发展房地产投资信托基金的相关政策建议 / 129

第五节 我国现存的几种类房地产投资信托基金的相关案例 / 132

- 一、“房地产资金集合信托计划”类房地产投资信托基金案例 / 132
- 二、境内企业发起的封闭式基金型类房地产投资信托基金案例 / 136
- 三、“产权回报式投资合同”型类房地产投资信托基金案例 / 139

第五章 资产证券化在房地产领域的应用 II

——住房抵押贷款证券化及其在我国的发展 / 141

第一节 住房抵押贷款证券化概述 / 141

- 一、住房抵押贷款证券化的概念和内涵 / 141
- 二、住房抵押贷款证券化的运作流程 / 143
- 三、住房抵押贷款证券化的运作主体 / 148
- 四、住房抵押贷款证券化的分类 / 149
- 五、住房抵押贷款证券化的功能 / 151

第二节 住房抵押贷款证券化在国际上的发展演变及其启示 / 152

- 一、美国住房抵押贷款证券化的发展演变 / 152
- 二、住房抵押贷款证券化在欧洲和亚洲的发展 / 157
- 三、国际上住房抵押贷款证券化发展演变的启示 / 159

第三节 我国现阶段发展住房抵押贷款证券化的有利条件和障碍 / 161

- 一、我国现阶段发展住房抵押贷款证券化的有利条件 / 161
- 二、我国现阶段发展住房抵押贷款证券化所面临的障碍 / 165



第四节	我国发展住房抵押贷款证券化的对策建议 / 172
一、	我国发展住房抵押贷款证券化发展的战略步骤构想 / 172
二、	我国现阶段发展住房抵押贷款证券化的模式选择 / 173
三、	我国发展住房抵押贷款证券化的相关政策建议 / 176
第五节	个案分析：“中国 MBS 第一单” / 180
一、	发展历程 / 180
二、	参与主体和作用 / 181
三、	交易结构 / 181
附录：	近年来中国房地产金融领域重要的政策法规 / 183
附录一：	2003 年以来国家出台的关于房地产市场的主要政策 / 183
附录二：	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知 / 185
附录三：	国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》 / 189
附录四：	《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》（征求意见稿） / 195
附录五：	关于做好稳定住房价格工作的意见 / 208
附录六：	国务院办公厅转发建设部等九部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》 / 213
附录七：	信贷资产证券化试点管理办法 / 218
参考文献	/ 229
后记	/ 237

导 言

一、我国房地产经济金融形势分析与展望

(一) 我国房地产业的现状及未来发展趋势

自 1998 年住房制度改革以来,我国的房地产开发投资额从 1997 年的 3178.4 亿元迅速发展到 2004 年的 13158 亿元,^①与期间国民经济平均 7.83% 的增长速度相比,其增长速度高出国民经济增长速度 1 倍,1998~2002 年平均年增长速度为 20% 左右,2003 年和 2004 年增长速度则达到 30% 左右。在未来的几年里,从以下几个方面来看,我国的房地产市场仍有较大的发展潜力,仍将保持强劲的增长势头。这几个方面分别是:

1. 我国房地产业增加值占 GDP 的比重远低于发达国家,仍有较大的发展空间

1997~2003 年,我国房地产业增加值占 GDP 的比重一直在 1.69%~1.90%,尽管有统计核算范围不全、价格偏低等原因,但与国外相比,比重仍明显偏低。对比之下,该比重美国为 11.8%,加拿大为 15.7%,日本为 11%,法国、挪威、韩国分别为 7.1%、9.6%、9.5% (见图 1),菲律宾为 6.7%,就连泰国和印度也分别达到 4.4% 和 3.3%。^②

^① 数据来源:中经专网数据库。

^② 国家信息中心中国经济信息网编著:《中国行业发展报告——房地产业》,中国经济出版社,2004 年。

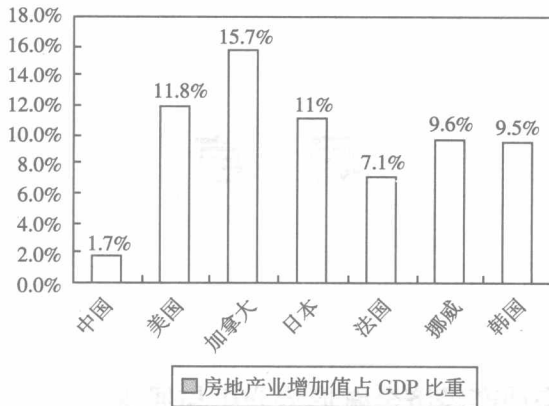


图 1 各国房地产业增加值占 GDP 比重

2. 居民住房实际支出低于应达到水平

经济学家研究发现，恩格尔系数（食品开支占家庭开支的百分比）与住房支出比重有一个对应关系（见表 1）。随着我国人民生活的改善和消费结构的变化，家庭开支中用于食品消费的比例逐年下降。1993 年我国城镇居民的恩格尔系数为 50.1%，到 1998 年下降为 44.4%，2004 年下降至 37.7%。以 2004 年我国城镇人均支出 9714 元计算，据表 1 数据保守算法人均用于住房支出部分应该达到 1826.2 元，而实际支出仅为 801 元，居民住房开支仍有较大的发展余地，这是推动我国房地产业持续发展的根本动力。^①

表 1 国际上恩格尔系数与住房支出比重的对应关系

恩格尔系数	55~59	50~55	45~50	40~45
住房支出比重	7.6	11.2	12.1	18.8

3. “十六大”报告为我国房地产业的发展提供了政策指引

党的“十六大”报告中提出，到 2020 年我国将要实现建设一个更高水平的、更全面的、发展比较均衡的小康社会的奋斗目标。在进入全面小康社会

^① 毛志荣：《房地产投资信托基金研究》，深证综研字第 0089 号。



时,人们的居住状况应是一项十分重要的指标。“安得广厦千万间”是千百年来中国劳动人民的夙愿。

4. 城市化进程推动房地产持续发展

根据世界各国城市化的发展规律,城市化水平在30%~60%时是城市化加速发展的时期。我国2004年城市化率为43%,^①正处于这一阶段,城市化的加速发展,城市化带来的城镇人口的加速膨胀势必带来对住房的大量需求,从而带动房地产业的发展。

据专业机构的预测,^②随着我国住房制度改革的进一步深入,以及土地供给政策的转变,我国房地产行业在今后几年将会有很大的发展,住宅建设新增面积将从2001年的3亿平方米增加到2005年的5.2亿平方米(8.3),^③2010年的7.9亿平方米(10.7);相应的总投资将从2001年的6344亿元增加到2005年的14118亿元(22525),2010年的29034亿元(39546)。

(二) 我国房地产业发展所面临的严峻的金融形势迫切要求相关部门进行房地产金融创新

房地产业是一个需要与资金紧密结合的产业,房地产开发过程的每个环节都离不开资金的支持(见图2),房地产开发项目的投资额动辄达到几千万元,甚至几亿元左右。目前,在我国的房地产业面临的大好发展形势下,资金链对房地产业的发展就显得更为重要。以下让我们分析一下我国房地产业目前所面临的金融形势。

目前,我国传统的房地产融资渠道主要有银行信贷、证券融资、信托融资三种融资方式。银行信贷是以银行向房地产企业或者购房居民发放贷款的方式,来直接或间接为房地产业提供资金支持。证券融资指的是通过房地产股票、房地产债券的发行和流通过来融通房地产资金的有关金融活动。所谓房地产信托,是指以房地产项目为融资对象的一种信托产品。目前国内比较多的是房

① 据2005年经济年鉴。

② 毛志荣:《研究报告——房地产投资信托基金研究》,深圳证券交易所综合研究所,2004年1月16日,深证综研字第0089号。

③ 括号内为积极估计,以下相同。

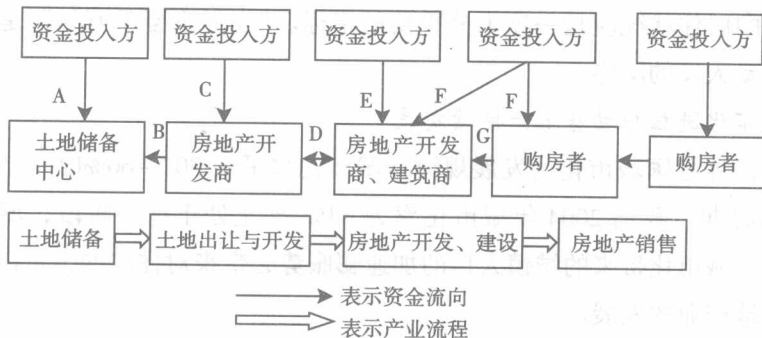


图2 我国房地产市场运行及其资金流程图

注：A——土地储备金；B——土地出让金；C——土地转让与开发资金；D——业务承包与转包资金；E——房地产开发与建设资金；F——按揭贷款等。

地产资金信托，即投资人基于对信托投资公司的信任，将自有资金委托给信托公司，由其将资金集合起来投资于房地产领域，并将所得利润按投资金额进行分配的一种信托行为。

我国的房地产业是一个与银行业高度依存的行业。图3列示了2003年我国房地产开发投资的资金来源结构。其中，国内贷款中100%来自银行，定金及预付款中70%来自银行，其他资金中50%来自银行，合计房地产开发投资资金中有61.32%来自银行。这还是保守的估计，实践中由于房地产开发商的“创新”，房地产开发资金中来自银行的比重已达到80%，甚至更高。由此可见，目前房地产贷款在房地产融资结构中占据着突出重要的地位。伴随着房地产业未来良好的发展趋势，有关机构预测房地产贷款在金融机构新增贷款中的比重也将持续上升，2001年这一比重为39%，2005年预计会上升到42%（67%），2010年则会达到45%（62%）。^①

房贷集中在商业银行必然带来风险。央行2003年10月27日公布的《中国货币政策报告》指出了贷款结构存在的问题，其中包括房地产贷款比重过高。房地产贷款在新增中长期贷款中的比重过高，尤其是风险较高的开发贷款

^① 毛志荣：《研究报告——房地产投资信托基金研究》，深圳证券交易所综合研究所，2004年1月16日，深证综研字第0089号。

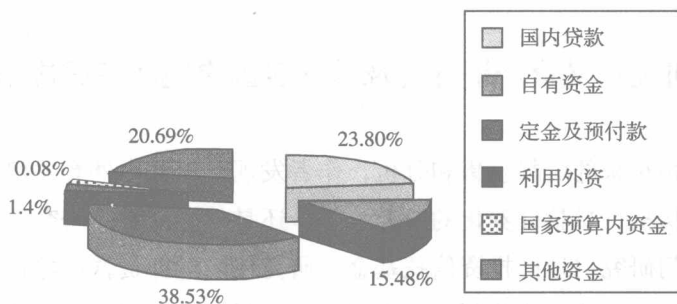


图 3 2003 年我国房地产开发投资的资金来源结构图

增加偏多。2003 年前三季度，各类房地产贷款（包括住房开发贷款和个人住房贷款）增加 4264 亿元，占商业银行全部中长期贷款增加额的 37%，其中房地产开发贷款增加 1350 亿元，同比增加 1006 亿元。对房地产贷款尤其是房地产开发贷款高速增长中可能存在的系统性信贷风险应当予以警惕。

银行贷款门槛提高，融资渠道急需创新。为了防止房地产市场的隐患最终转嫁给商业银行，抑制可能产生的房地产泡沫，中国人民银行在 2003 年 6 月 13 日出台了新的房产信贷政策（银发〔2003〕121 号），对房地产开发商的开发贷款、土地储备贷款、个人住房贷款、个人住房公积金贷款等 7 个方面提高了信贷门槛。这就使得开发商的资金链条骤然绷紧。为了缓解资金紧张的压力，许多开发商开始利用发放信托计划来取得“过桥资金”，这就造成了 2003 年、2004 年两年房地产信托计划的井喷式发展。而信托体制的不健全又带来了 2005 年许多信托计划的不能履行，于是银监会又于 2005 年 7 月颁布了 212 号文件，要求发行信托计划的房地产商需要四证齐全、二级资质，且要具备项目资本金 30% 以上。这又限制了房地产企业通过信托的方式获取资金来源。为了应对房地产业大好的发展态势与政策给开发商带来的资金紧张这一矛盾，房地产业界及政策制定者们开始积极地探讨和研究促进房地产业发展的新型的融资渠道。其中，目前在国际上较为流行的房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化就是两种最受关注的房地产金融创新。



二、研究广义资产证券化及其在我国房地产领域应用的意义

通过近两年来的资料收集和分析,作者发现目前国内外有关房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化的研究大部分还是就事论事,研究房地产投资信托基金的专门研究房地产投资信托基金,研究住房抵押贷款证券化的专门研究住房抵押贷款证券化,这些研究一般都是从国际上其他国家的经验总结的实证的角度进行研究,没有从房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化都是来自于资产证券化,从资产证券化理论的高度进行研究的成果。这就难免陷入就事论事的误区,治标不治本,后患无穷。为此本书决定在对资产证券化进行理论探讨的基础上,结合国际上房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化发展的经验,对我国房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化提出相应的对策建议。故本书选题为:资产证券化及其在房地产领域的应用研究。

本书的理论意义主要表现在以下两个方面:一方面,由于资产证券化是一门新兴的学科,其理论还处在不断的发展和完善的过程中。通过本书的梳理研究,可以丰富和完善我国资产证券化方面的相关理论。另一方面,由于国内尚无从资产证券化基本理论的角度,对房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化进行深入理论挖掘的研究成果出现,因此通过本书的研究,可以丰富我国相应的房地产金融理论,从而具有较大的理论意义。其实践意义表现在以下两个方面:一方面,在深入挖掘房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化理论的基础上,探索出的我国房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化的发展之路必将更科学更有针对性地指导我国的房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化实践。另一方面,鉴于我国房地产业所面临的特殊紧张的金融现状,我国房地产投资信托基金及住房抵押贷款证券化的探索有助于为我国房地产业的大发展开辟出一条适合我国国情的融资之路,从而促进我国房地产业的发展。