

光启学院房地产经济管理丛书

房地产金融

编著 / 顾孟迪

1645

上海交通大学出版社

光启学院房地产经济管理丛书

房 地 产 金 融

顾孟迪 编著

上海交通大学出版社

内容提要

本书研究房地产金融,侧重于以抵押贷款为特点的房地产开发经营中所特有的融资方式,介绍和讨论了我国已有的和可以考虑开拓的房地产资金融通渠道,对房地产金融的作用、原理、方式、计算方法,以及实施过程等方面的基本知识进行了论述。书中注重理论联系实际,既广泛吸纳国际上最新、最流行的房地产融资方式,又考虑到我国的具体国情。本书可作为大专院校房地产专业、金融专业本科生和大专生的教材或教学参考书,也可以作为从事房地产金融的理论研究和实际操作人员的参考材料。

房地产金融 编著 顾孟迪

上海交通大学出版社出版发行
上海市番禺路477号 邮政编码 200030
电话 64281208 传真 64683798

全国新华书店经销

常熟文化印刷厂·印刷

开本:787×1092(mm) 1/16 印张:12.5 字数:307千字

版次:1998年7月 第1版

印次:1998年7月 第1次 印数:1—1200

ISBN 7-313-02005-8/F·123

定价:20.50元

本书任何部分之文字及图片,如未获得本社之书面同意,
不得用任何方式抄袭、节录或翻印。

(本书如有缺页、破损或装订错误,请寄回本社更换。)

光启学院房地产经济管理丛书
编委会名单

顾 问:李春涛 皋玉凤

主 编:姜斯宪

副主编:陈全福 屠梅曾

委 员:(以姓氏笔划为序)

马清源 田汉雄 朱宝隆

肖 林 沈正超 张泓铭

杨思远 赵财福 顾云云

钱天伦 秦晓福 桂骥敏

黄承海

编写说明

随着社会主义市场经济的深入发展,房地产业迅速崛起,日益成为国民经济的先导产业和支柱产业。房地产业是集房地产开发、经营管理和物业管理的综合性产业,房地产业的发展对国民经济和社会发展有极大的促进作用。

上海曾是我国房地产业最发达的城市,解放后国家实行房屋低租金分配制度,使房地产业日益萎缩。党的十一届三中全会以来,随着我国经济体制改革的不断深化,上海房地产业出现前所未有的发展势头,开发建设规模不断扩大,取得巨大成绩,产生了显著的经济效益和社会效益,对于启动市场,调整消费,回笼货币,推动国民经济发展有十分重要的意义。

房地产业的迅速发展,带来一个突出的矛盾就是房地产经营和物业管理人才的匮乏。为了适应上海市,特别是徐汇区地区经济发展的需要,在区政府的大力支持下,上海光启学院率先在上海设立了物业管理专业,并以上海交通大学为依托,组织编写了一套《光启学院房地产经济管理丛书》。

其书目为:

《房地产市场与估价》

编著者:屠梅曾 周学锋

《物业管理理论与实务》

编著者:周学锋 周朝民

《房地产金融》

编著者:顾孟迪

《房地产法概论》

编者:陈 忠

《城市土地经济学》

编著者:黄桐城 黄碧云

《城市规划与小区建设管理》

编著者:赵 旭

《建设项目管理》

编著者:刘晔萍 陈志伟

《丛书》吸取了发达国家房地产专业的最新资料,以满足市场经济发展对房地产经营管理人才的知识需求,又结合我国的实际,理论联系实际,深入浅出;内容具有先进性,理论性和实践性。《丛书》不仅可作为大专院校房地产经济管理(物业管理)专业和相关专业的教学用书,还可成为房地产从业人员进修的参考书及工作指南。

前 言

近几年,房地产业在我国得到了飞速的发展。由于在房地产开发与经营中涉及巨额资金的运动,因此,没有房地产金融的参与,房地产市场就无法正常运转。可以说,房地产金融是房地产业的灵魂。

房地产金融在我国已引起广泛的重视。但是,现有此类书籍往往把与房地产业有关的金融业务罗列到一起作为房地产金融的内容,这实在是对房地产金融的误解。正如钢材水泥对房地产的开发有十分重要的作用,但钢材水泥本身并不是房地产所研究的内容一样,房地产金融研究的是具有房地产特色的资金运用规律和方法。普遍适用于其他各个领域的金融业务应该不再作为专门的房地产金融内容。

我国房地产行业对房地产金融的理解从粗浅到深入,这是我国房地产业,也是房地产金融本身发展过程中必然经历的一个过程。在改革开放以前,房地产业在我国实际上并不存在,与房地产有关的金融业务仅仅是银行对住房建设资金的拨付监管和少量房租的结算。我国的房地产市场是从住房制度改革开始起步的,与之配套的房地产金融也只能从推进房改的发展这个角度进行运作,所以房地产金融实际上也是以房改金融的面目出现的。从80年代初开始试点的优惠购房,提租增资,到后来全面推广的以提租和优惠购房相结合鼓励个人购房,直至目前的公房出售,在房地产金融上都是为了配合理顺房地产市场的关系,具有明显的过渡性特征。进入90年代以来,在全国掀起了房地产开发的热潮,房地产金融业务主要以提供贷款,支持房地产开发为特点。但由于房地产二级市场不够活跃,开发出的房地产出现大量积压,开发商无力偿还贷款,贷款被大量拖欠,因而银行逐步趋向于采用抵押贷款的形式给予房地产开发商融资,以确保银行贷款资金的安全。在此同时,政府及房地产主管部门也认识到只有启动二级市场,才能使房地产业得到健康发展。而房地产的流通也必须得到金融的支持。于是,房地产金融从以房地产的生产领域为重点逐步转向房地产生产领域和流通领域并重。这样,实际上抵押贷款已经成为房地产金融的主要内容。

本书力图突破目前对房地产金融的理解,着重讨论房地产按揭,当然也兼顾具有房地产特色的资金运用的其他主要方式。

在本书的编写过程中,我们参阅了大量的国内外有关资料,特别是从编者在加拿大 British Columbia 大学做博士后研究时的“房地产金融”课程的听课笔记中汲取了相当多的营养。鉴于我国的房地产市场及其相关的金融市场正处于完善过程中,因此,在内容的选择上,既力求保持现实性,以满足在我国目前房地产市场发展水平下市场参与者对房地产金融知识的需求;又不失超前性,使其亦能够适应我国房地产市场目前正在进行和将要面临的发展变化。

本书的一个显著特点是设置了大量的例题,对房地产金融中的每个具体问题都通过例题加以说明,以利于学生理解和掌握有关概念,熟悉各种业务的特征、思路和操作过程。

本书作为大专院校有关专业的教材时,应着重使学生理解房地产金融在房地产经营中的作用和基本原理,掌握按揭的资金流动形式和意义,以及相关的计算等内容。这也是专科层次的学生必须掌握的内容。本科学学生除了必须掌握这些基本内容外,还应该能够理解其他较为

复杂的资金运用方式,并能运用基本原理举一反三,对房地产的各种融资方式进行设计和分析。

房地产金融与房地产市场的发展密切相关,其运作也需要国家法制系统强有力的支持,而我国的房地产市场还远远没有成熟,房地产方面的法制建设也还相当滞后,以致许多问题尚处于探讨阶段。编者虽然已尽自己的所能,但水平有限,书中难免存在错误和不当之处,敬请广大读者和有关专家指正。

在本书的编写过程中,编者得到了上海交通大学管理学院领导和同仁的热情帮助,我的研究生郑礼生同学制作了附录表格,并誊抄了部分稿件。在此谨向他们表示衷心的感谢。

编著者

1997年9月

目 录

第一章 房地产金融概论	1
第一节 融资在房地产经营中的作用	1
一、房地产按揭	1
二、融资与房地产市场	3
三、融资与房地产投资效果	4
第二节 房地产金融市场	7
一、金融市场	7
二、利率	10
三、按揭市场	11
第三节 房地产金融与投资行为	12
一、房地产投资	12
二、投资者动机	13
三、投资者的总体目标与具体目标	14
四、按揭贷款作为投资的特征	16
第二章 房地产按揭原理	18
第一节 房地产权益	18
一、房地产按揭中的抵押物	18
二、财产所有权	19
三、房地产财产权	20
四、非财产权形式的房地产权益	22
五、房地产共有权益	24
六、单元房	26
第二节 按揭的形式与种类	27
一、按揭的形式	27
二、按揭的种类	29
第三节 按揭条款	30
一、标准条款	30
二、非标准条款	32
三、特别条款	36
第四节 按揭的实施	37
一、按揭实施中的问题	37
二、其他法律问题	44

第三章 按揭计算	45
第一节 资金的时间价值	45
一、利率	45
二、时间价值	48
第二节 按揭的财务要素	50
一、年金的概念	50
二、年金的形式	51
第三节 财务计算	53
一、基本模型	53
二、基本计算	54
三、复杂计算	57
四、按揭的收益和成本分析	62
五、按揭常数	66
第四节 现代按揭付款方式	67
一、期末还本按揭	67
二、本金线性递减按揭	68
三、递增付款按揭(GPM's)	69
四、逆年金按揭(RAMs)	74
五、可变利率按揭(VRM's)	75
第五节 计算工具的应用	79
一、复利表的应用	79
二、商用计算器的应用	82
第四章 按揭的管理	84
第一节 住房按揭贷款的发放	84
一、按揭贷款发放与风险管理	84
二、借款人情况调查	85
三、贷款政策	88
四、贷款条件之间的关系	91
第二节 按揭的保险	95
一、按揭利率保险	95
二、按揭贷款保险	97
三、第二顺序按揭保险	99
四、按揭保险的需求	100
第三节 单项贷款的管理	103
一、合同期内的贷款管理	103
二、贷款期内的管理决策	107
三、拖欠和违约	114

第四节 商用房地产的按揭管理	116
一、商用房地产市场上融资的特点	116
二、商用房地产按揭的申请	117
三、现金流量分析	118
四、房地产价值对贷款的保证	122
第五章 房地产开发融资	125
第一节 房地产开发过程	125
一、业务成本	125
二、项目的启动	127
三、开发管理——建筑成本管理	129
四、营销费用	129
第二节 开发融资	130
一、房地产开发的资金来源	130
二、开发期贷款	130
第三节 其他形式的开发融资	139
一、分期提供的长期贷款	140
二、合资	140
三、参与式开发期贷款	141
四、回扣按揭	141
五、权益第二顺序按揭	141
六、辛迪加	141
七、土地转让方融资	142
第六章 房地产再融资、参与式按揭和租赁	143
第一节 房地产的再融资	143
一、房地产投资中的再融资问题	143
二、案例分析:再融资方式选择	144
三、已知释放权益数额的再融资	151
四、对付款进行修正的再融资	152
第二节 参与式按揭	153
一、在房地产经营收入中的参与	153
二、出售回租	156
三、其他权益参与计划	158
四、增值分享按揭(SAMs)	158
五、价格水平调整的按揭(PLAMs)	160
第三节 作为融资方法的租赁	163
一、房地产租赁的种类	163
二、使用租赁	164

三、出售回租	165
四、土地租赁	168
五、租赁权益的估价	170
六、租赁和废资产	170
附录 复利表	173

第一章 房地产金融概论

资金融通在房地产经营中具有极其重要的作用。随着我国房地产业的逐步发展,房地产市场的不断完善,房地产融资规模正日益壮大,房地产金融市场也正在成为我国金融市场的重要组成部分。

第一节 融资在房地产经营中的作用

一、房地产按揭

1. 房地产经营的对象

房地产投资者到底经营什么?这个问题似乎不难回答。房地产投资者经营的当然是房地产。然而,什么是房地产?表面上看,房地产就是土地和建筑物。但是,这样理解房地产可能会出现问題。

把土地和建筑物等同于房地产,就容易将房地产作为一种物质形态来认识。土地的大小,建筑物建造中消耗的建筑材料等,似乎构成了房地产的主要因素,而实际情况并非如此。两栋其他条件完全相近的大楼甲和乙,如果甲楼结构灵巧,乙楼粗梁胖柱,尽管乙楼占有了更多的钢筋和水泥等建筑材料,但投资者一般更愿意购买甲楼。房地产因给予人们的是空间服务,所以,投资者更关心的是空间形态,即使用空间。

然而,用使用空间来定义房地产也不确切。假如有两栋空间形态完全相同的大楼,一栋位于上海外滩,另一栋位于新疆乌鲁木齐,投资者将愿意以比乌鲁木齐的大楼的价格高出许多倍的价格购买上海的大楼。这种空间形态相同而投资者看法不同的原因就在于上述两栋大楼将给投资者带来迥然不同的利益。投资上海外滩的大楼,每平方米楼面每天可能给投资者带来数十元的租金收入;而乌鲁木齐的大楼每平方米楼面每天租金可能只有几角甚至几分钱。

从经济上而言,房地产代表的是利益。房地产投资者经营的是房地产权益,即土地及其附加物(建筑物等)和改良物(平整等)的所有权中所包含的利益。所有权不仅仅指产权(财产所有权),也可以是其他形式的权利(如管理所有权)。例如,投资者可斥资买下整栋大楼,也可只买断这栋楼五年的经营权。由于两种形式的所有权代表不同的利益,因而投资者愿意为此两种投资形式付出的代价也不相同。获得产权意味着得到可以占有经营收入及资本利得(房地产增值)的权利,而经营权只赋予投资者取得经营收入的权利。

2. 房地产按揭的产生

在房地产经营中,投资者的资金来自两个方面。一部分投资资金是投资者的自有资金,即投资者权益;另一部分资金是通过各种融资渠道借贷来的资金,即负债。

房地产投资者的投资动机和目标千差万别,但不外乎是以下几种目的的不同组合:安居(业主自住)、经常性的收益(供出租)和资本利得(期待房地产升值后抛出)。当然,也有的投资者是出于避税等方面的考虑。

从广义上说,资金提供者,即贷款人也是房地产投资者,而这些贷款人投资者的基本目标相对来说要明确些。他们不愿卷入复杂的房地产具体经营活动中,而是通过提供资金,以获取经常性的,且可预先确定的资本收益来分享房地产投资的利益。这种资本收益是根据借款合同规定的还款计划来实现的。

资金提供者所分享到的房地产投资利益以所提供资金的利息(即出租资金所取得的“租金”)的形式表现出来。但投资者所关心的不仅是获取利息,还有资金的安全性,即所提供资金的回收保障。由于总存在着资金无法回收的风险,贷款人总是寻求着某种形式的风险保护方法。当这样的资金安全性或风险保护方法是通过在某些情况下获取借款人权益的所有权(限于合同中规定的权益)这样一种权利来体现时,相应的贷款就是所谓的抵押贷款。当房地产投资者获得房地产抵押贷款时,所购买的房地产权益就成为抵押品,只有在借款人(房地产投资者)履行了全部还款义务后,才完全取得所购买房地产权益的所有权。一旦借款人不能或不愿还款(即违约),贷款人即可获得作为抵押品的房地产权益的所有权,并可通过将该房地产权益变卖,从所得中收回贷款资金。

房地产抵押贷款一般由贷款人一次性贷付借款人,而由借款人按合同规定的条款和期限分期偿付贷款本金和利息,直至全部清偿。这种分期偿还本息的抵押贷款就是按揭。“按揭”一词来自英语“mortgage”的粤语音译。而实际上在房地产金融中,按揭的含义要比分期付款的抵押贷款这一意义广泛得多。有时,按揭泛指抵押贷款;有时,按揭又代表抵押贷款的受偿权,是一种合同权利。从这个意义上来说,按揭持有人有权接受借款人的周期性付款。

按揭是成熟的房地产市场中融资的主要形式。在我国,房地产金融的内容随着房地产业情况的变化而变化,这是正常的,因为房地产金融本来就是为满足整个房地产业对资金运用的需要而产生和发展的,它必须与房地产市场的发展水平相协调。

改革开放以前,我国实际上并不存在真正意义上的房地产业,城市住房建设由国家财政预算统一安排,住房作为福利无偿分配给职工,只是象征性地收取少量房租。住房领域只有简单的生产和分配环节,房地产的投资经营和交易买卖失去了存在的客观条件和法律依据,房地产市场的存在丧失了经济和物质基础,从而使金融业大量参与房地产业失去了必要性和可能性。如果把这个阶段中金融业对住房业的参与也叫做房地产金融,那么,这时候的房地产金融业务仅限于对国家用于房屋建设的资金的监管拨付和少量房屋消费资金(房租)的收缴结算。

1979年,我国开始试行住房制度改革,其目标是要将住房的福利化无偿分配体制向住房商品化过渡。从最早的以西安、南宁、柳州和梧州四城市为试点,以住房全部价格向个人出售住房,到1984年在四平、常州、郑州和沙市试行的由国家和企业资助职工购房,直至在1986年到1988年期间在烟台、蚌埠、常州和沈阳四个试点城市进行的以提高房租,增加工资,鼓励买房为特征的“提租增资”改革。经过较长时间的摸索,到1988年上半年,开始在全国范围内全面推行住房制度改革。这时,经过对十年改革的反思和各地在房改中的探索,开拓了思路,从多方面推进改革,重点在增量上进行改革。通过个人建房、合作建房,以及集资建房等多种形式,增加有效供给。通过先买后租,租赁保证金等在由旧投资渠道建造的新住房上实现新制度。同时,通过优惠出售公房,一定幅度内提租不补贴或多提少补和超标加租等形式,在住房存量上进行了大刀阔斧的改革。

在这个时期中,我国的房地产市场已经开始启动,但房改是这时的房地产市场最主要的特征。金融业对房地产业的参与越来越深入,但主要还是配合房改的进行。因此,这时的房地产

金融实际上只是房改金融。住房制度改革只是把无偿分配的福利型住房体制转化为商品化的住房体制,是建立我国正常的房地产市场体系的一个过渡阶段,与此相配套的房改金融具有明显的阶段性特点。

进入 90 年代,在继续推进住房制度改革的同时,我国的房地产市场正在逐步形成,与此相适应的房地产金融也正在逐步趋向正规。目前,我国的房地产业已经初具规模,房地产金融涵盖房地产的生产、流通和消费等各个领域。在前一阶段,由于房地产业的重点在房地产的生产环节,即房地产开发上,因而房地产金融业务主要是对开发商的贷款,而且多以信用贷款的形式给予房地产开发商融资。从 1996 年起,我国的房地产金融业务开始实行以开发领域的融资与流通领域的融资并重的方针,按揭成为房地产金融业务的重点之一。随着我国房地产业的进一步发展,一方面,城市旧区改造任务逐渐完成,而城市新区开发也会在城市规模稳定,城乡界限平衡后趋于平淡;另一方面,居民购房自住和购房作为投资意识和能力逐渐增强,购房行为日益普遍化,其必然结果是房地产金融业务也将转向以购房按揭为主。另外,即使在房地产开发融资中,金融机构在目前房地产市场的低迷状态中深刻地领悟到了为开发商提供信用贷款的风险,房地产开发贷款也已经或正在转向以规范化的抵押贷款的形式为主。因此,按揭是房地产金融中最主要、最有特色的内容。本书的主要内容也将围绕房地产按揭展开。

房地产按揭的基本作用是协助房地产交易的完成。其实,这是按揭的“一级市场(也叫初级市场)”。按揭中借款人还款的合同义务的某些特点形成了已有房地产按揭买卖的市场,由此产生了按揭的“二级市场(也称次级市场)”。

按揭尽管是房地产金融业务最主要的内容,但是,即使在房地产流通领域,它也只是房地产经营中融资的形式之一。还有其他形式的融资方法,如销售协议、出售回租和权益联合投资(辛迪加)等,对于其中比较重要的方法,本书也将一一涉及。在企业经营活动中普遍适用的筹资方式,例如发行股票和债券等,当然也同样适用于房地产经营中,但因为这些内容已经或将要在其他课程中讲述,本书限于篇幅,不再赘述。

二、融资与房地产市场

1. 融资与房地产交易

房地产所经营的是空间服务,房地产交易即空间服务的交换,更确切地说,应该是房地产所含权益所有权的交换。若无资金融通渠道,这种交换是很难进行的。这是因为房地产资产具有不可分割性,若购买房地产作为投资,则无论在物质上还是在财务上,都很难将一项房地产权益在多个投资者中分割,而若购置房地产作为自住,则更无分割之必要与可能。因此,房地产交易意味着巨额资金的运动。对于一般的购房者,自有资金难以承担巨额的购房费用,必须通过负债获得足够的购房资金。

例如,目前上海地区房价在每平方米 3000 元以下的新建住宅几乎都位于远郊,如果购房者考虑居住在远郊上下班不方便,每日路途奔波不堪负担而选择地段稍好一点的住房,则房价一般在每平方米 5000 元以上。若购置一套 80m² 左右的两室一厅住房,需购房款 40 万元以上,按目前中上水平的三口之家年收入 2.5 万元计,需要 16 年以上的全家全部收入用于购房。如果每年其他消费花销 1.5 万元,每年存下 1 万元用于购房,则需要等待 40 年以上。在这般情况下,如果没有融资手段,大多数家庭将与房地产市场无缘。

可见,房地产市场对负债融资的严重依赖性主要来自于房地产价格对于购房者收入而言

过高这一事实。这种现象在世界各国都存在。一般来说,这种现象本身也是合理的,因为房地产价格一般反映了其价值,而房地产是高价值资产。对于一旦拥有,即可长期坐享其成的房地产权益,如完全产权和长期租赁权等,作为资产,其价值一般远大于这些权益所产生的年收入,也远大于普通购房者的年收入。房地产权益的售价或资产价值远大于这些权益每年产生的利益的价值,其原因就在于投资者购房后,可以延续多年获得这些权益所产生的利益。这样,当这种权益的交易发生时,出售者给予购买者以未来较长时间获得这些利益的权利;作为交换,购房者支付未来利益的总现值,它相对于任何一年中预期利益的价值而言,都是一个非常大的量。

从前面的例子中可见,由于房地产价格要比普通购房者的年收入高出许多,若无融资渠道,许多潜在的购房者将不得不等待许多年以存下足够的资金后才能购买房地产。同样,许多潜在的房屋出租者也将由于等待某个潜在的购房者攒足购房资金而不得不将房地产权益保留得比自己所希望的时间更长。为了设法获得房地产权益,大多数购房者还需要借入资金,以获得足够的资金购买所需的房地产权益。因此,融资是协助房地产交易完成的重要手段。

在购房者购买住房自住的情况下,由于住房价格比购房者所允许的支付能力高出许多,负债一般就成为必要手段。负债(按揭)通过将小额的首期付款与大额的债务结合起来,有驱动购买力的效果。结果,住房购买者能够购置价值远大于其实际能力许可的安身之所。负债可使购房者提前享用房地产权益。若完全用现金购买,则这些购房者将只能长期等待,直到其储蓄积累至可以支付购房款。实际上,负债使未来储蓄或购买力提前实现,因为贷款代表了尚未积累起来的资金。在购买房地产后,借款人分期偿还贷款(当然加上利息),以这种方式“存下”所需资金。

2. 融资与市场效率

市场效率模型是微观经济学中完全竞争市场模型的推广。根据市场效率理论,如果房地产市场是有效的,那么,房地产投资者将对所有信息作出迅速的反应,使价格调整如此之快,以致任何知道信息后进行交易的投资者都不能得到超额收益。超额收益(或非正常收益)是指在相同的风险情况下得到的高于其他房地产投资者的收益。换言之,在有效的市场上,投资者要获得较高的收益,就只能进行风险性较高的投资。有效的房地产市场上不存在收益高而风险低的投资机会,因为如果有这样的机会,投资者将趋之若鹜,抢购这种房地产,使这种资产的价格迅速上扬,从而迫使其投资收益回至与该投资风险相适应的水平。

在有效的市场上,任何资产的投资价格可以根据其风险确定。因此,投资者比较容易预计其投资收益,既不能取得超额回报,也不会丧失应得的收益。但是,市场的有效性需要许多必要条件的保证,其中之一就是市场中要有足够多的投资者。如果没有融资机会,房地产投资需要巨额资金这一特点就成了投资者进入房地产市场的障碍,只有那些实力雄厚的投资者才能进入市场,房地产市场将因为没有足够多的投资者进行竞争而失去效率。

融资机会的存在,在一定意义上消除了投资者进入房地产市场的障碍,增强了房地产市场的竞争性,从而在一定程度上提高了房地产的市场效率。

三、融资与房地产投资效果

1. 融资可以提高财务杠杆效应

房地产市场上资金融通的作用并不限于让房地产权益购买者提前用储蓄购房。确实有许

多房地产投资者的自有资金足以购买所需房地产,而他们仍然利用融资机会。对于购房作为投资的人(例如购买公寓大楼用作出租的投资者)来说,更是如此。这是由于通过负债投资房地产在财务上有许多优点,其中之一是与房地产权益所产生的预期收益相比,房地产融资成本较低。这样,负债率越高,所投入的自有资金(权益资本)的收益也越高,这就是财务杠杆效应。

例如,有一公寓大楼,价值 2000 万元,投资者自有资金足以购买,也可以得到年利率为 12% 的抵押贷款。公寓出租后每年的经营净收入(租金收入扣除经营成本)预计为 300 万元。投资者可按大楼价格的三成、六成或九成获得抵押贷款,则不同贷款比例下权益资本的收益如表 1.1 所示。

表 1.1 财务杠杆效应示例		单位:万元		
贷款比例(%)	0	30	60	90
经营净收入	300	300	300	300
负债成本	0	72	144	216
权益收入	300	228	156	84
权益资本	2000	1400	800	200
负债	0	600	1200	1800
权益收益率(%)	15	16	19.5	42

若不负债,将自有资金 2000 万元投入该公寓大楼,每年可产生税前利润 300 万元,收益率为 15%。而提高负债率(贷款比例),则投资收益率也得到提高。譬如利用 90% 的贷款,只需在此公寓大楼中投入自有资金 200 万元,经营净收入扣除贷款利息 216 万元,得到税前利润 84 万元,投资收益率达 42%。在此负债率下,如果存在足够多的类似投资机会,则投资者可将 2000 万元自有资金投资于 10 栋这样的公寓大楼,每年可创造税前利润 840 万元,比全部用自有资金投资于一栋公寓大楼增加利润 540 万元。

当然,财务杠杆是一柄“双刃剑”:它在提高预期投资收益率的同时,也增加了投资的风险。一旦由于空房等因素的变动超出预期的范围,或者经营成本大幅上升而使预期的经营目标未能实现,则融资会造成利润率下降。而且负债比例越高,投资收益率下降越多,甚至出现亏损。这就是财务杠杆效应带来的财务风险。前例中,如果每年的经营净收入只实现了 200 万元,从表 1.2 可以反映出融资在财务上的消极效果。经营净收入下降三分之一,在负债率为 0、30%、60% 和 90% 四种情况下,投资收益率分别下降了 33%、38%、66% 和 119%,下降幅度随贷款比例增加而急剧加大,甚至在贷款比例为 90% 时,出现了亏损 8% 的不利结果。

表 1.2 财务风险示例		单位:万元		
贷款比例(%)	0	30	60	90
经营净收入	200	200	200	200
负债成本	0	72	144	216
权益收入	200	128	56	-16
权益资本	2000	1400	800	200
负债	0	600	1200	1800
权益收益率(%)	10	9	7	-8

负债使投资收益率下降发生在投资的收益率(偿债前收益与总投资额之比)低于负债成本的时候。一般说,房地产投资的融资成本较低,不大会出现高于总收益率的情况。因此,在房地产投资中,融资通常在财务上是有利的。投资者在房地产投资中普遍利用抵押贷款这一现象就说明了这一点。当然,购房者购房自住时的情况又当别论,此时,投资获得的利益是空间服务的享受,很难用货币来衡量,财务上当然也难以考虑杠杆效应的利弊了。

2. 融资可降低投资风险

根据现代投资理论,进行分散化的投资,可以降低投资风险。对于诸如证券之类的金融资产,极易构造分散化的投资资产组合。而房地产投资所需资金数额巨大,不经过融资,作单项投资尚且力不从心,构造分散化的房地产资产组合更是无从谈起。即使对于实力雄厚的投资者来说,完全靠自有资金作房地产分散化投资也是相当困难的。

房地产市场的融资渠道使投资者可以通过负债获取单项房地产投资所需的大部分资金,自有资金只占所需资金的较小部分。这样,投资者有可能同时进行多项房地产项目的投资,在房地产的种类、地段等方面进行搭配组合,使得个别资产的特有风险(在投资理论中称为非系统风险)因分散化投资而相互抵消。例如,写字楼(即办公用房地产)市场的不景气,可能同时伴随着居住用房地产出租的火爆,从而在写字楼投资中的损失可由住房出租获得的较高收益进行弥补;或者由于城市规划的变化,市内甲区渐趋萧条,乙区渐趋繁华,通过构造分散化的房地产资产组合,使房地产投资的总风险降低。

融资手段的存在,也使投资者在不同资产之间进行分散化投资更为便利。投资者可以同时进行房地产、证券和其他领域的投资,这样,房地产业的系统风险(房地产市场总体不景气给投资者造成的损失)也可得到分散。

3. 融资可抵抗通货膨胀

投资者运用负债方式进行房地产投资,可以有效地保护自有资金的购买力,从而使融资成为抵抗通货膨胀的有效手段。

当通货膨胀率上升时,一方面,由于许多情况下房地产抵押贷款的借贷成本是固定的,因此,投资者还款数额不变,但此时的货币已相对“便宜”而使实际还款负担降低;另一方面,通货膨胀率上升意味着对商品和服务的需求上升,对空间服务的需求也上升,由此引起房租上涨而使房地产投资的名义收益提高,但债权人并不分享这部分提高的收益,融资的财务杠杆效应使得投资者的收益率大大上升,其升幅一般可以超过通货膨胀率上升幅度,完全消除了通货膨胀对投资者的不利影响。

4. 融资可以避税

避税也是一种投资行为。通过这样的投资,可以减少或延迟投资者的应税所得,由此减轻税收负担。

在我国,目前房地产市场的参与者绝大多数是购房自住者,真正意义上的投资者还不多,出于避税考虑进入房地产市场的几乎没有。但房地产投资确实可以给投资者以减免税赋的方便。从房地产市场比较发达的国家的情况看,确实有不少投资者进行房地产投资是基于避税考虑;特别是一些高收入者,常常把房地产市场作为避税港。

房地产投资的一部分避税利益来源于融资手段。许多国家的税法都规定可以从投资者应税所得中减免若干费用,包括房地产抵押贷款的利息支出。因此,通过融资进行房地产投资,除了可以得到财务上的诸多利益外,还可使投资者在税赋上比较有利。