

房地产系列教材

金融创新与 房地产

奚正刚 编著

复旦大学出版社

房地产系列教材

金融创新与房地产

奚正刚 编著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融创新与房地产/奚正刚编著. —上海:复旦大学出版社, 2006. 1

(房地产系列教材)

ISBN 7-309-04851-2

I. 金… II. 奚… III. 房地产-抵押-贷款-教材
IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 150498 号

金融创新与房地产

奚正刚 编著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编 200433

86-21-65642857(门市零售)

86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 上海申松立信印刷厂

开本 850 × 1168 1/32

印张 9.875

字数 239 千

版次 2006 年 1 月第一版第一次印刷

印数 1—4 100

书号 ISBN 7-309-04851-2/F · 1092

定价 18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 中国房地产市场发展现状及走势	1
第一节 中国房地产市场发展现状	2
一、中国房地产市场历史沿革	2
二、中国房地产市场发展现状	9
第二节 中国房地产金融现状	19
一、2004 年房地产金融的基本情况	19
二、房地产金融政策与房地产金融风险的防范	27
第三节 房地产业和房地产金融的趋势分析	33
一、房地产业与金融业的关系	33
二、房地产市场和房地产金融发展趋势	36
第二章 中国房地产市场的实证研究	39
第一节 房地产市场的供需特征及传导机制研究	40
一、房地产商品与房地产市场	40
二、不同条件下住房商品的供求特征	43
三、不同体制下的房地产商品供给和需求传导 机制的比较	48
第二节 中国房地产市场的非均衡特征及制度成因	52
一、中国房地产市场演进历程回顾	52
二、中国房地产市场的非均衡性分析	56
三、中国房地产市场非均衡的制度分析	58

第三节	中国住房消费需求的实证研究	65
一、	消费的理论模型	66
二、	对住房销售量增长及收入弹性的分析	67
第四节	中国房地产市场波动周期研究	
——	以上海为例	74
第三章	资产证券化的原理与实践	82
第一节	资产证券化的经济学分析	82
一、	资产证券化的含义与特点	82
二、	资产证券化的结构	85
三、	资产证券化的制度收益分析	91
第二节	住房金融模式选择与住房抵押贷款证券化	98
一、	住房金融运行模式的概念及本质	98
二、	合同储蓄制度	102
三、	以新加坡为代表的强制储蓄制度	108
四、	以美国为代表的资本市场融资模式	112
第四章	国内外抵押贷款证券化经验	116
第一节	政府主导模式——以美国为例	118
一、	美国抵押贷款证券化历史沿革	118
二、	住房抵押贷款证券化产生的动因	121
三、	住宅抵押贷款证券化的运作流程	124
四、	住宅抵押贷款可运作的证券品种	126
第二节	混合模式	130
一、	加拿大模式	130
二、	香港模式	139
第三节	市场主导模式	142
一、	澳大利亚模式	142

二、欧洲模式	147
第五章 房地产投资信托基金	151
第一节 REITs 的海外发展状况	151
一、全球概况	151
二、美国 REITs 产生和发展的大背景	155
三、新加坡、香港等地 REITs 的发展状况	159
第二节 美国、新加坡、香港 REITs 的比较分析	159
一、发展模式的比较	159
二、结构上的比较	163
第三节 REITs 的主要优势以及美国成功的经验	166
一、美国 REITs 的主要类型	166
二、REITs 自身的优势	167
三、美国的成功经验	170
第四节 中国发展 REITs 的思路探索	171
一、中国发展 REITs 面临的问题	171
二、我国 REITs 发展的可行环境及其发展意义	173
三、我国 REITs 运作模式选择	177
第六章 项目融资	181
第一节 项目融资概述	181
一、项目融资的概念与特点	181
二、房地产企业项目融资资金来源	187
三、项目融资程序	191
四、项目融资基本原则	193
第二节 BOT 模式探讨	195
一、BOT 的概念和特点	195
二、BOT 的运作方式和风险分担	197

三、BOT 的现状和发展方向	200
第三节 公共民营合作制	204
一、公共民营合作制(PPP)的概念和特征分析	204
二、公共民营合作制的基本形式	206
三、公共民营合作制在我国的实践	210
第七章 土地证券化及土地使用制度改革	212
第一节 土地资本证券化的理论基础	212
一、土地制度及其效率决定	212
二、非完全市场化的土地使用制度	215
三、土地证券化的含义及机理	218
第二节 集体土地证券化的实施构想	219
一、集体土地证券化的经济含义	219
二、集体土地证券化的操作原则与要点	221
三、集体土地证券化的外部条件与配套措施	223
第三节 城市土地年租制与土地租金的证券化	224
一、土地租赁制的基本含义	225
二、在租赁制下实施土地年租金证券化的构想	227
三、商品房开发中土地费用支付方式的证券化 改革思路	231
第四节 城市存量土地的证券化——换地权益书	234
一、换地权益书的含义	234
二、换地权益书的制度意义	234
第五节 建立具有中国特色的物业税制度	236
一、发达国家和地区征收房地产税(物业税)的 要点	237
二、我国建立房地产税(物业税)制度的必要性 和可行性	240

三、建立房地产税(物业税)制度的几点建议·····	244
第八章 中国住房抵押贷款证券化研究 ·····	249
第一节 实施住房抵押贷款证券化的可行性 ·····	250
一、我国个人住房金融制度现状·····	250
二、住房抵押贷款证券化在我国实施的必要性·····	254
三、我国实施住房抵押贷款证券化的条件分析·····	258
第二节 我国住房抵押贷款证券化的实施方案 ·····	262
一、我国实施住房抵押贷款证券化的基本思路和原则·····	262
二、住房抵押贷款证券化的流程设置·····	266
三、关于住房抵押贷款证券化外部制度构建的几个问题·····	272
四、会计制度与抵押贷款证券化·····	276
第三节 对住宅抵押贷款公司操作模式的初步设想 ···	277
一、住宅投资基金的发行与运用·····	278
二、住宅投资债券的发行和运用·····	281
三、住宅抵押贷款证券的设计·····	283
附录 ·····	290
参考文献 ·····	303

第一章 中国房地产市场 发展现状及走势

房地产业既是资本密集、关联度高的产业,又是提供生活必需品的基础产业。2004 年是中国房地产市场不平静的一年,在强力的宏观调控下,2004 年中国房地产业呈现出了不同于往年的鲜明特征。2004 年房地产投资增速呈快速下降趋势,1—12 月下降了 22 个百分点,几乎与固定资产投资同步下降。由于土地市场清理整顿、暂停半年建设用地审批,2004 年房地产土地开发面积首次出现下降,房地产土地购置面积增量也呈现减缓势头。商品房销售量继续大幅增长,随着销售量的增长,房地产年销售额也大幅上涨。全国住宅价格同比增长较快,办公楼、商业用房价格增幅较大。

2005 年,在国家宏观调控背景下,房地产市场供给增幅仍将呈下降趋势,因此供求偏紧局面很难改变。由于政策变动对市场预期(供给减少)的影响逐步减弱、市场经济自身的价格调整、特别是政府将采取措施抑制房价过快增长等因素,预期房价增幅将趋缓。

第一节 中国房地产市场发展现状

一、中国房地产市场历史沿革

1. 中国房地产市场发展的历史

第一阶段：理论突破与试点起步阶段(1978—1991)

1978 年理论界提出了住房商品化、土地产权等观点。1980 年 9 月北京市住房统建办公室率先挂牌,成立了北京市城市开发总公司,拉开了房地产综合开发的序幕。1982 年国务院在四个城市进行售房试点。1984 年广东、重庆开始征收土地使用费。1987—1991 年是中国房地产市场的起步阶段。1987 年 11 月 26 日,深圳市政府首次公开招标出让住房用地。1990 年上海市房改方案出台,开始建立住房公积金制度。1991 年开始,国务院先后批复了 24 个省市的房改总体方案。

第二阶段：非理性炒作与调整推进阶段(1992—1995)

1992 年房改全面启动,住房公积金制度全面推行。1993 年“安居工程”开始启动。1992 年后,房地产业急剧快速增长,月投资最高增幅曾高达 146.9%。

房地产市场在局部地区一度呈现混乱局面,在个别地区出现较为明显的房地产泡沫。1993 年底宏观经济调控后,房地产业投资增长率普遍大幅回落。房地产市场在经历一段时间的低迷之后开始复苏。

第三阶段：相对稳定协调发展阶段(1995—2002)

随着住房制度改革不断深化和居民收入水平的提高,住房成为新的消费热点。1998 年以后,随着住房实物分配制度的取消和按揭政策的实施,房地产投资进入平稳快速发展时期,房地产业成为经济的支柱产业之一。

第四阶段：价格持续上扬，多项调控措施出台的新阶段（2003年以来）

2003年以来，房屋价格持续上扬，大部分城市房屋销售价格上涨明显。随之而来出台了多项针对房地产行业的调控政策。

2. 中国土地市场历史沿革——以上海为例

我国的土地所有制为社会主义土地公有制，分为全民所有制和集体所有制。《宪法》第10条规定：城市的土地属国家所有；农村和城市郊区的土地，除法律规定属于国家所有外，属集体所有；宅基地、自留地、自留山属集体所有。

上海土地批租过程，大体经历了以下四个阶段：

第一个阶段（1987—1994）：在经济体制改革的带动下，上海实行土地使用制度改革试点，土地批租由试点向面上推开，从而有力地促进了不动产市场的形成与发展。上海市人民政府于1987年11月29日出台了《上海市土地使用权有偿转让办法》，以规范土地批租行为。1988年8月8日，上海市推出第一个土地批租地块，采用土地招标方式，获得了圆满成功，在社会上引起了巨大的反响，拉开了上海土地使用制度改革的序幕。但是，在1988—1994年，上海土地批租只限于外销商品房，地价和房价完全是市场价。外销商品房的销售对象也受到一定的限制。

第二个阶段（1995—2000）：上海土地批租由外销商品房同时向外资、内资开发内销商品房拓展。自1995年1月1日起，上海市人民政府作出规定，凡内资开发商业、金融、服务业、旅游、娱乐、商品房等经营项目的用地全部纳入土地批租轨道。但是，内资开发商业等六类经营性用地的地价，是由上海市人民政府指定的优惠地价，即按外商投资企业土地使用费标准来确定的。同时，又以建筑容积率1.8为基础，在1.8以内的按5年外商投资企业土地使用费来确定应收取的土地使用权出让金；超过1.8的部分，则按50%收取土地使用权出让金，即7.5年的地价。在这个

阶段,上海市对 365 万平方米危棚简屋和后来的 1 050 万平方米旧区进行改造,为一大批动迁居民改善了居住条件和生活环境。同样采用土地批租方式供地,内外资开发企业都可参与旧区改造项目。政策规定,免收土地使用权出让金,即“零批租”。这又是上海市人民政府规定的优惠地价。

第三个阶段(2001—2004):自 2001 年 8 月 1 日起,上海市实行内、外销商品住房(不包括非商品住房)并轨,不再区分外销商品住房和内销商品住房。也就是说,在此之前,先把原来作为内销的商品住房,如侨汇房、经济适用房等归并为内销商品住房,从而形成了一个统一的商品住房市场。同时,上海市人民政府规定,自 2001 年 7 月 1 日起,“用于商业、旅游、娱乐、金融、服务业、商品房等项目的土地使用权出让,应当通过指标、拍卖方式进行,但经市人民政府批准以协议方式出让土地使用权的特殊情形除外”。从而进一步使上海土地批租做到了公正、公平、公开,大大增加了土地批租工作的透明度。

第四个阶段(2005 年至今):今年第一季度,上海市商品住房均价达到 8 400 元/平方米,居全国大城市商品住房的房价之首。因此,为了调整土地供应过量和商品住房的房价涨幅过大的问题,上海市人民政府根据国务院的要求,先后出台了一系列的调整政策,如加大土地供应的调控力度,严格土地管理;加大规划调控,进一步改善商品住房结构,适度增加中低价位的普通商品住房和重大工程的配套商品住房的供应量,保证中低价位和中小型商品住房的有效供应;为整顿不动产市场秩序,抑制炒买炒卖土地和商品住房的违法行为,规范不动产市场秩序,采用了商品住房(包括二手住房)网上登记、交易制度,严格办理房地产抵押登记和转移登记,银行也对办理转按揭的时间问题作了调整和限制,房地产权证加载密码制度,加强对不动产市场的监控,完善市场信息披露制度,加强舆论监督,增加政策信息披露制度,进一步

完善廉租住房制度,以保障最低收入家庭的基本住房要求,扩大廉租住房的覆盖面,等等。

政府要通过市场这只“看不见的手”有效调控与经济发展水平相适应的土地供应量,调整土地供应机制和完善土地管理体制成为唯一选择。1996年10月上海率先在全国建立土地储备专业机构——上海市土地发展中心(简称“市土发中心”),启动土地储备的工作。

土地储备是上海特大型城市管理体制和上海独特的“两级政府、两级管理”行政机构特征下的土地管理的重要环节,上海土地储备机制实行“政府主导、市场运作、市区联手、分责共享”的运作机制,按照“联合、联手、分责、分享”原则,建立市区合作土地储备“责任明确、分工清晰、监管到位、利益兼顾”的工作新机制。首先,是政府主导型,体现在:政府通过土地储备作为调控土地一级市场的手段之一。根据国家宏观经济政策和城市经济发展需要,采取适度的土地储备管理政策来调节土地市场;制定适应城市发展和经济需要的土地储备中长期战略规划;制定土地供应计划和用地指标分配计划等;规范土地市场秩序;发挥“一个蓄水池”和“一个水龙头”的作用;其次,土地储备机构在运作中采用市场化手段。在土地收购过程中采用土地市场评估来判断土地价值;采取双方协商谈判确定收购价格、交地条件和交地标准;最后,采取“市区土地储备机构联手合作、分清双方职责和互利互惠”的机制,市土地储备机构发挥在资金、计划和指标等方面的优势;区土地储备机构发挥动拆迁等土地前期开发管理的优势。

3. 土地政策——调控房地产开发的重要手段

2002年5月9日,国土资源部签发11号文件《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》,要求从2002年7月1日起,商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地,必须以招标、拍卖或者挂牌方式进行公开交易。招、拍、挂制度的实施使得开发商基于对土地价格上升的预期加快了土地储备。

2004年3月31日,国土资源部、监察部联合下发了《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》(即71号令),从严查处2004年8月31日后仍以历史遗留问题为由,采用协议方式出让经营性土地使用权的行为。

2004年4月29日国务院办公厅发布《关于深入开展土地市场治理整顿 严格土地管理的紧急通知》,用半年的时间治理整顿,整顿期间暂停审批农用地转非农建设用地,暂停涉及基本农田保护区调整的各类规划修改。对新批的县改市(区)和乡改镇,要暂停修改涉及土地利用的各类规划。

2004年6月6日国务院下发《关于控制城镇房屋拆迁规模 严格拆迁管理的通知》,严格控制房屋拆迁面积,凡拆迁矛盾和纠纷比较集中的地区,除保证重点建设项目,以及重大社会发展项目、危房改造、经济适用房和廉租房项目之外,一律停止拆迁。

这些措施停止了已沿用多年的土地协议出让方式,据国土资源部统计,2002年、2003年全国出让土地总面积12.4公顷和19.4公顷,分别增长37%和56%,2004年出让土地面积17.9万公顷,比2003年下降7.7%。

4. 房地产信贷政策

人民银行积极利用信贷政策促进房地产业发展,在1998年以前就先后颁布了《政策性住房信贷业务管理暂行规定》、《商业银行自营住房贷款管理暂行办法》和《个人住房担保贷款管理试办法》。这几个办法的出台,标志着以商业银行自营性住房信贷业务和委托性住房存贷款业务并存的住房信贷模式的基本确立。

1998年以来,为扩大内需,促进经济增长,人民银行出台了一系列鼓励住房建设与消费的信贷政策,先后下发了《关于加大住房信贷投入 支持住房建设与消费的通知》、《关于改进金融服务、支持国民经济发展的指导意见》以及《个人住房贷款管理办法》等文件。这些文件要求,各商业银行要调整贷款结构,积极支

持住房建设。1999年,人民银行下发了《关于开展个人消费信贷的指导意见》,鼓励商业银行提供全方位优质金融服务。同年9月,人民银行将个人住房贷款最长期限从20年延长到30年。

为促进房地产信贷市场的健康发展,2001年6月,人民银行发出《关于规范住房金融业务的通知》(银发[2001]195号),2003年6月发出《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121号)。2005年3月,人民银行对个人住房贷款的利率定价机制进行了市场化调整。

这些政策取得了显著成效,有效地支持了房地产业的发展,同时加强了风险防范。从房地产贷款的余额看,1998年房地产贷款只有3106.23亿元,2004年底达到26306.3亿元,6年间年均增长42.8%。其中,1998年居民个人购房贷款只有426.2亿元,2004年增加到16002.3亿元,年均增长83.0%;1998年房地产开发贷款只有2680.1亿元,到2004年房地产开发贷款达到7810.9亿元,年均增长20%。从房地产贷款占金融机构全部人民币贷款的比例看,1998年底房地产贷款余额只占金融机构人民币贷款余额的3.6%,到2004年底这一比例提高到14.8%。

5. 中国住房公积金制度

住房公积金是指各单位及其在职职工缴存的长期住房储金,用于职工购买、建造、翻建、大修自住住房。住房公积金的管理实行住房公积金管理委员会决策、住房公积金管理中心运作、银行专户存储、财政监督的原则。住房公积金的存、贷利率由中国人民银行提出,经征求国务院建设行政主管部门的意见后,报国务院批准。直辖市和省、自治区人民政府所在地的市以及其他设区的市(地、州、盟)设立住房公积金管理委员会,作为住房公积金管理的决策机构,并设立住房公积金管理中心。

截至2004年底,全国住房公积金缴存余额为4893.5亿元。实际缴存职工人数为6138.5万人,在岗职工人数的58.4%。

2004 年末个人公积金住房贷款余额 2 096.2 亿元,占住房公积金缴存余额的比例为 42.8%,除去个人住房贷款和购买国债,全国仍有沉淀资金 2 086.3 亿元,占缴存余额的比例为 42.6%。

2005 年 3 月 17 日,中国人民银行决定将个人住房公积金贷款利率上调 0.18 个百分点,其中,5 年(含 5 年)以下贷款利率由 3.78% 调整为 3.96%;5 年以上贷款利率由 4.23% 调整为 4.41%。调整后,个人住房公积金贷款利率仍低于同期限个人住房抵押贷款利率 1 个多百分点。

目前,住房公积金运作中存在的主要问题有:第一,公积金贷款有额度限制,一般较难申请,支持中低收入职工购房的效果不明显;第二,公积金资金运用收益的归属需要明确。

6. 影响我国房地产业和房地产金融发展的制度性因素

目前部分地区房价上涨较快等问题与我国住房制度改革和房地产市场发展中的制度缺陷有十分密切的关系。

一是住房制度改革衔接不好,诱发新的住房需求。停止福利分房后,部分单位依然向职工提供低于市场价格的单位内部购房,形成新的单位住房需求,推动房价上涨。

二是对地方政府经营土地缺乏有效制约。地方政府以地生财,土地出让金是其重要的资金来源,70 年的住宅土地收益由一届政府占用的制度安排,使地方政府成为房地产市场膨胀的直接受益者。地方政府并不十分在意土地利用的长期规划,更乐见房价、地价的上涨。

三是缺乏有效控制土地供应结构的开发规划制度。虽然我国也建立了开发规划审批制度,但这些审批制度还存在缺陷,主要表现在:(1)土地规划缺乏严肃性,没有认真执行;(2)土地开发缺少应有的指导;(3)土地供应中,用于高档商品房和普通商品房建设的土地比例不合理,高档商品房占地过多;对解决低收入人群住房问题的廉租房建设,土地供应很少。

四是缺乏合理引导居民住房需求,有效调控投资、投机行为的税收政策。由于目前没有对房产征收房地产税,助长了居民对大户型、高档房的需求。房地产交易缺乏合理水平的税收制约,住宅投资交易成本较低,刺激了住房投机行为。

五是缺乏发达的多层次房地产融资市场。我国目前大部分房地产开发企业股本不足,融资渠道狭窄,经营资金过分依赖银行贷款;房地产开发商因为较高的资本回报率,也不愿让利从事股本融资。房地产融资对银行贷款的过分依赖,可能危及金融体系的安全运行。

二、中国房地产市场发展现状

1. 2004 年房地产市场的基本情况

(1) 房地产开发建设增幅回落。

① 投资增幅回落。2004 年,全国共完成房地产投资 13 158.3 亿元,比 2003 年增长 28.1%,增速高于 25.8% 的全社会固定资产投资增长速度,房地产开发投资占全社会固定资产投资中的比重从 1998 年的 12.7% 提高到 2004 年的 18.9%。2005 年 1 季度完成房地产开发投资 2 324 亿元,同期比增长 26.7%,增幅比上年 1 季度回落 14.4 个百分点。

② 新购置土地增幅下降较多。2005 年 1 季度,全国房地产开发企业累计购置土地面积 7 374 万平方米,同比增长 3.9%,增幅同比下降 29.3 个百分点。从 1998 年至 2003 年,房地产开发企业累计购置土地面积 12.9 亿平方米,年平均增长 35%;支付土地购置费 6 149 亿元,年均增长 42.6%。土地购置面积在 1999 年 4 月以前快速增长,增长率最高达 91%,2000—2004 年初保持 45% 以上的增长,2004 年 6 月份以后,土地购置面积的增长速度降到 7% 以下。

③ 新开工面积增幅下降。2005 年 1 季度新开工面积 14 096 万平方米,同比增长 9.3%,增幅同比下降 13.2 个百分点。

(2) 房地产市场的供求关系得到改善。