

不动产金融

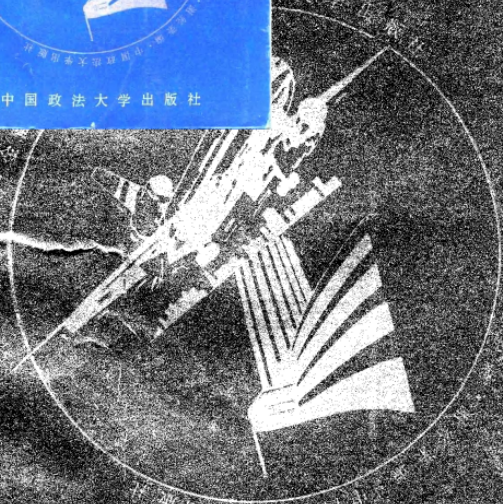
谢经荣 编



中国政法大学出版社

金融

谢经荣 编



中国政法大学出版社

不动产金融

主 编 谢经荣

中国政法大学出版社

(京)新登字 185 号

不动产金融

谢经荣 主编

*

中国政法大学出版社出版

北京昌平第二印刷厂印刷

新华书店 经销

*

850×1168 32 开本 8.625 印张 220 千字

1995 年 1 月第 1 版 1995 年 1 月第 1 次印刷

ISBN7—5620—0328—9/D·279

印数:1—6000 定价:9.80 元

人行研究生部藏书

分类号 F830.55/2

内容提要

总号 065793

本书是阐释不动产金融方面的一次尝试。全书共分七章：第一章绪论，主要讲述了不动产金融的基本知识和影响不动产金融的社会经济因素；第二章不动产抵押贷款，主要讲述利率同抵押贷款可行性、美国常见的几种抵押贷款形式、抵押人和抵押权人决策等；第三章收入不动产融资分析；第四章不动产债券；第五章不动产股票；第六章不动产信托、保险与典当；这几章分别介绍了不同融资方式(工具)的具体运作。第七章不动产同现代投资组合理论，讲述了投资组合理论及其在不动产上的应用。



前 言

为了加快土地管理专业教材的建设,满足专业教学急需,我局组织编译了《不动产金融》一书。

本书由谢经荣同志根据国内外有关书籍编译而成。可作为土地管理专业、房地产经营管理专业、土地规划与利用专业本科生、专科生的教材或参考书,也可供其他相关专业学生及从事不动产金融工作的人士参考。

不动产金融在我国是一门新学科。在这一领域,无论是在理论上,还是在实践中都存在着很多需要研究和探讨的问题,这也给教材的编写带来了很大的难度。加之时间仓促,编写人员水平有限,错漏之处在所难免,我们热诚地期望所有的同事仁人和广大读者批评、指正,以期今后更好地修改完善。

本书由中国土地勘测规划院高级经济师戚名琛、中国金融学院孔敏教授及中国人民建设银行刘士余经济师审阅指正。

在此深表谢意!

国家土地管理局科技宣教司
一九九四年九月二十七日

第一章 绪 论

第一节 不动产金融的作用及重要性

一、不动产业的特点

不动产业是国民经济中一重要行业,它是由不动产的开发、经营、销售和服务等行业所组成的。不动产业有时被列为第三产业,实际上它是由第二、第三产业所组成的一个综合的行业群体。也就是由于其综合性,使其具有以下特点:

1、投资大,借款多,周期长

由于不动产的建设涉及面广,规模大所以投资也就大,一般在几百万乃至几亿元。在这部分投资中,自有资金仅占一小部分,而大部分资金是通过银行或其他金融机构融资的。由于不动产的附属建造物是为今后几十年,乃至上百年服务的,所以建设质量很重要,也就是由于这方面的原因,不动产的投资,开发建设常常需要周密的计划,建设周期较长,通常1—5年,视不动产的规模而定。

2、不动产市场受区域因素影响较大

由于不动产具有地区性和不可移动性,所以就导致一个地区的不动产仅能供应周围一定范围内的市场。距离更远一些的市场,由于区位差别而引起交通费用的提高,使其竞争力下降,这就是不动产市场的区域性。其结果表现为相同的建造物,不同区位的价格相差很远,这也可以称作不动产价格的区域性。不动产价格的区域性是由不动产的区域性而决定的,不动产价格的区域性决定了不同地区的不动产价格可比性较差。

3、不动产具有投资和消费的双重性

不动产是重要的生产资料,可以被用做厂房、商店进行生产和营业,从而加入到再生产的行列,为社会创造价值。做为居住性不动产则具有投资和消费的双重性,一方面购买者可以居住,这是人

们生活消费的一部分；另一方面，购买的不动产也可能随着社会生产力发展及社会需求的增加，价格上涨，这就形成了投资。

4、受国家政策和城市规划的影响

由于不动产是社会的重要财富，同人们的生活密切相关，尤其是居住性不动产同社会安定有很大关系；所以，国家特别重视不动产行业，常常制定一个有利于向国家和社会需求方向发展的政策，如不动产金融政策等，因此不动产的政策性较强。在一个城市内部，为了保证城市整体功能优化和保证城市目前和未来的利益相协调，不动产开发经营活动又必须遵守城市规划的要求，按规划方向发展。目前国内制定的综合城市开发思想，“统一规划、统一征拔、统一开发、统一出让、统一管理”就体现了这些方针。

二、不动产业的重要性

1、城市不动产是城市存在和发展的物质基础

首先城市不动产是人类生存的条件，人类的生产、生活每时每刻都离不开城市不动产；古人曰：“民以食为天，以住为地”，就很好地说明了不动产的重要性。城市不动产也是从事政治、经济、文化活动的物质基础。

2、不动产是国家重要财富，也为国家提供巨大的财政收入

根据全国第一次城镇房屋普查，计拥有房屋约 50 亿平方米，假设每平米 200 元计，则总价格为 10000 亿元；全国城镇面积总和约为 3 万平方公里，假设每平米为 100 元，则城镇土地总价值在 3 万亿元；两者合计约 40000 亿元人民币。这是我国历代劳动人民创造的财富累积。根据国外研究，不动产价值占企业资产值的 30—80%；视其资本构成、社会生产力水平而不同；生产力水平越高，则土地价值占资产的比例就越高。土地是财富之母。

不动产税也是西方资本主义国家地方税的重要来源，1960 年美国不动产税为 120 亿美元，而到 1971 年上升到 6950 亿美元；香港地区地租、卖地收入占市财政收入的 15—25%。西方国家普

遍征收财产税,对不动产而言就是依不动产价值的高低,课价值一定百分数的税,假设城镇土地课 3‰ 的税,则每年国家可增加财政收入约 100 亿元人民币。

3、不动产具有带动性

很多社会活动都离不开不动产,如观光旅游,首先就要建立娱乐不动产,来促进旅游业的发展。

不动产是一个综合性产业,它是由第一产业的建材业和第二产业的建筑、运输以及第三产业的设计、测量和金融等行业组成的产业集团;它受国家宏观政策、经济状况的制约;同时,它又对其他产业起指导和带头作用。与此相适应,其他钢铁、机械等工业也受其影响。

在西方国家还把不动产周期看做经济周期的指示,这是由不动产业对经济、政策较敏感而决定的。具有不动产周期指示属性的空房率也常常被用来预示经济周期。

三、不动产金融的作用

(一)不动产金融

不动产金融有广义和狭义之分。广义的不动产金融是指利用各种可能的方法、工具为不动产业各相关部门筹集、融通、清算资金,提供相应服务的所有金融活动。狭义的概念则认为不动产金融就是金融直接服务于不动产业的行为。我们这里所讲的不动产金融既不是广义的(不包涵有清算资金,这应有其他课程涉及);同时,也不是狭义的。这里主要介绍利用各种方式方法对不动产开发、购买活动筹集、融通资金的行为。

这里所讲的融资方式或工具主要包括抵押贷款,债券、股票,不动产的保险、信托和典当等,信贷由于不是不动产金融所特有,这里不做介绍。这里将对各种融资方式产生的原因、机理以及运作做一定的介绍。

(二)不动产金融的发展

不动产金融的发展可以追溯到很久远的时代。这里仅从其三种主要发展形式,建筑业协会、土地开发银行和公积金制度,论述其发展过程。

1、建筑协会(住房合作社)的产生和发展

1775年,在英国伯明翰由理查德·凯特雷开创了第一家互助性的建筑协会。建筑协会成立时的设想为把愿购买住房的人组织起来,其成员逐月将固定金额的钱储存在社团内,供社员购买土地并建造房屋;房屋建成后,协会采用无记名投票或由成员支付一定费用的办法分配房屋给成员。

这种住房合作社性质的社团迅速在美国(1831年)得到发展。1890年这类机构遍布美国各州,1929年达12342家。英国这类合作社性质的协会刚开始发展迅速,数量增加很快,但规模都很小;1900年,有2286个协会,持股人58万人;1970年协会数量下降到481个,但分支机构发展到2016个,持股人为1027万人;1987年共有协会138个,分支机构6962个,持股人4195万人。

在138个协会中,有三个全国性大型协会。所有协会不动产抵押贷款数额占全国同类贷款总额的50—70%,随时间而有变化。而协会也有原来的互助合作社,变成具有银行储蓄、贷款功能的金融机构,特别是80年代以后这种变化趋势就更加明显。

建筑业协会在一些国家也称为住宅合作社。二次世战后,住宅合作社在世界各国得到了广泛的发展。国际建房与储蓄组织联盟将之定义为:“(它)是一种互相帮助,共同建房的非盈利性团体,属集体合作性质。它是以建房资金融通及储蓄、建设和管理一体化解决住房问题的合作社”。

1986年和1987年在上海、沈阳和武汉分别组建了我国最早几个住宅合作社,以后这种组织逐渐发展到全国几十个大中城市。这种合作社多是以企业为单位组织的,为解决住房问题而集资建房的社团。1987年我国先后在烟台、蚌埠设立住宅储蓄银行。它是股份制银行,是由各专业银行、保险公司、地方财政以及国营、集体

企事业单位参股组成的。建筑协会是从住宅合作社开始起步，逐渐发展成具有银行功能的，为解决住房问题而运作的金融组织。它的功能类似于我国的住宅储蓄银行，但持股人为储蓄户。

2、土地开发银行的发展

德国第一个土地银行于 1769 年成立于普鲁士邦的西里西亚省。刚开始，进入合作社性质的银行是义务的，是由政府强制的，并受政府的监督和管理，实际就是政府的土地银行。自 1849 年以后，土地银行改变了过去仅允许地主参加的限制，凡是土地价值在 1500 马克以上的土地所有者都可以自愿参加。

这个体系的最大特征是抵押土地证券化，地主和农民如愿用自己的土地作抵押取得长期贷款，可将各自的土地交给合作社作为抵押品，合作社以这些土地为担保发行债券，获取资金，供给社员。1873 年以前，各合作社间是单独运行的，这就使得股票的销售受到很大限制。为了使一个地区的股票能在更大区域内流通，1873 年组成了普鲁士中央土地银行，各地区的股票以各地区的土地作为担保，使股票的流通范围扩大。这样债权人与债务人间的直接关系变成债权人（购股人）与土地银行，土地银行同社员（借款人）之间的间接关系。

1817 年美国联邦初创联邦土地银行，当时各行平均 80% 以上股金是由联邦政府拨款的。以后随着农民土地银行合作社股金的增加，政府才将股金逐渐退出，1947 年全部退出。社会借款不得超过抵押土地估价的 65%，年息一般是 5%，期限为 1—5 或 30—40 年不等。1916 年美国国会通过了联邦农地抵押贷款法，设立联邦农业贷款局，主办全国农地抵押贷款事宜，美国农业土地金融系统是由上至下组成的，在全国划分 12 个农业信用区，每区设一联邦土地银行，并发动各村农民组织农地抵押贷款合作社。

3、公积金制度

为解决本国住房问题，新加坡独立前于 1955 年，成立了中央公积金局。中央公积金是一项社会公益性的强制储蓄，刚开始是为

退休职工积累的退休年金,称为中央救济金;以后逐渐扩大其使用范围,可用于政府建设住房和居民买房,并于 1959 年相应演变为中央公积金制度。

中央公积金覆盖全体雇员及其雇主。凡在新加坡有薪水收入者,都必须与其雇主按法定的同等比例将其月薪的一部分交存于中央公积金局。雇员可以用来买房,在本人到 55 岁退休后或失去劳动能力时,可以依靠公积金生活。本人去世时,其全部存款金额可以由其指定的受益人领取。

1955 年开始执行公积金制度时,雇员、雇主各提存工资的 5%,以后随着经济的发展提成比例升高,1984 年曾达到各交 25%,现在是雇员交本人工资的 22%,雇主则交所雇职工工资的 18%,公积金由中央公积金局统一管理。存款人可以得到 6.5% 的年利率。公积金上交公积金局统筹运用,一部分用来建房和进行投资,另一部分则由买房的个人用来支付首期购房款,并向其提供以分期付款形式还本付息的住房贷款。

除用于住房建设外,公积金制度同其他西方国家的养老金制度有很多相同之处。新加坡公积金制度在解决职工退休和住房方面是很成功的。目前我国一些省和大城市如上海、江苏、天津和广州也开始实施类似制度。

(三)不动产金融的作用

1、不动产金融是不动产发展的保障

前面讲过不动产业有 3 个特点:一是投资规模大;二是周期长;三是商品价值大。为了能顺利地进行不动产开发经营,不动产商不可能将全部资金都用在不动产上,或全部利用自有资金进行开发,为了取得好的经济效益和利用杠杆原理,用少的自有资金做大的生意,都会去银行或其他金融机构融通资金。根据世界普遍的规律,不动产业主要的流通(动)资金多是融资而来的。包括不动产商开发经营活动所需的资金以及用户购买不动产的资金。离开了金融机构的资金,很多不动产活动就很难进行。

2、利用不动产金融对不动产业进行宏观指导

不动产业是关系到国计民生的大事,国家总是在宏观上给予指导。现在我们还处在经济转轨时期,很多调控都是以行政命令为主,并辅助于一定的法规;随着市场经济的完善,国家可以通过制定宏观的金融政策、税收政策,特别是通过信用总量控制和发挥利率的杠杆作用来调节不动产的开发经营、投资、消费,使不动产的开发经营沿着国家所需要的方向发展,充分地利用资源,调配资源。

3、引导消费促进房改

我国自 50 年代以来,一直实行福利型住房制度,与此同时,出现了很多不合理和不公平现象。消费结构很不合理,住房消费占总消费支出的比例很低,1993 年大约为 0.8%;全国储蓄余额高达 2 万亿元人民币,而人均住房水平又十分低,造成高积蓄,低消费现象,这种现象的长期存在将造成消费结构畸形发展,资金被用在同我国当前发展水平极不相适应的高档消费品上,结果导致物价上涨。如果这种现象长期不解决,还容易成为社会的不安定因素。

所以建立完善的金融体系,促进消费结构进一步趋向合理,就要改革住房制度,引导社会在不动产上的投资和消费,从而建立一个良好的不动产投资消费结构。

第二节 不动产金融中资本 流通及资本来源

不动产金融实际上是研究融通资本的方式、数量、期限、利率以及最后决策的全过程。要研究和制定出融资决策就要分清参予融通资本的各个机构以及资本的来源。

一、不动产金融中的资本流通

在远古时期,不动产的转移是在不动产所有者和购买者之间

发生的,资金随着不动产的转移而逆向流动。这时参于转移的双方面对面交易,既可能以物换物、也可能依现金交换不动产。自十九世纪以后,随着住宅合作社的出现不动产交易过程已变的复杂了。特别是二次世战以后,这时的变化可以概括为二点,一是由单一的资金变为资本(现金和信贷)转移;二是由双方交易变成三方或双方,而大宗不动产交易多为三方交易。

现代不动产金融中的资本流通可用图 1.1 说明

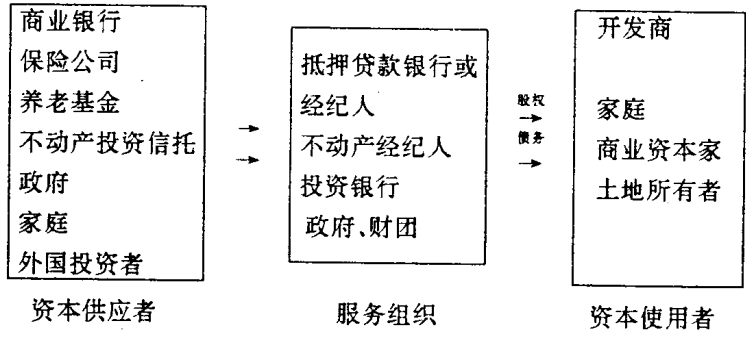


图 1.1 不动产金融中的资本流

在整个资本流通中包括三方面的参与者。一是资本使用者,包括开发商、预购房者等;二是资本供应者,包括储蓄家庭、银行、保险公司、中央和地方政府等;三是处在两者之间的各种服务组织,他们从储蓄、商业银行中筹集资本,又将资本投放到不动产的买者手中,使不动产的资本融通过程更简便,效率也更高。

在不动产金融中的资本可以依股权和债务两种形式由资金供应者通过服务组织流向资本使用者;有时几家大型银行组成大的财团通过发行资产股票来直接投资不动产。

图中债务是资本使用者给中间服务组织或直接给资本提供者,在一定时期按一定方式偿还债务的承诺。股权是资本提供者所拥有,股权的拥有说明资本使用者有偿还债务的义务,同时,也有权力取得剩余的收入。

二、资本来源

我国不动产金融体系还不完善,资金多来自于其他企业、政府拨款和银行。世界多数市场经济国家不动产资本主要来源于:

1. 保险公司

在美国保险公司主要从事长期信贷。这些资金被用来开发购物中心、办公楼和大型住宅楼。在 80 年代,保险公司是美国不动产金融业的支柱并创造了很多融资新技术。

2. 商业银行

近几年商业银行在美国不动产金融中起着重要的作用。他们的营业范围也扩展到不动产抵押市场。他们放贷款多为短期和中等额度。他们既向开发商的建设过程贷款,同时,还向不动产经纪人和不动产公司贷款。我国目前商业银行体系还不完善。

3. 储蓄贷款协会

储蓄贷款银行的主要存款来自消费者,其主要资产是抵押住宅。它在美国产生于十九世纪,在住宅抵押贷款和商业不动产借贷方面起着重要作用。同英国的建筑业协会有很多相同之处。80 年代前期,其业务主要为家庭抵押贷款,现在将重点转移到其他类型不动产投资,主要为多户住宅工程。

4. 互助储蓄银行

产生于美国东海岸,主要投资于当地不动产,在住宅抵押贷款和商业不动产投资方面很活跃。

5. 抵押银行

抵押经纪人及其公司最基本的功能就是从大型金融投资者那里吸收资金,然后分发到开发商、不动产所有者或购买者手中。抵押经纪人做为出借人和借款人的中介,向双方收取一定的服务费。在我国还没有这类中介机构。

6. 不动产投资信托公司

为股东营利,而经营一组不动产的公司。该类型公司股票可以

公开买卖。投资业务一般是分散在一组不动产上,从购物中心、办公大楼到公寓套间和饭店。

我国不动产开发资金主要来自国家拨款、银行信贷;现在从金融市场和用户集资的渠道越来越多,其资金额也不断上升。

我国现阶段整个资金来源及作用过程可以用图 1.2 来表示。

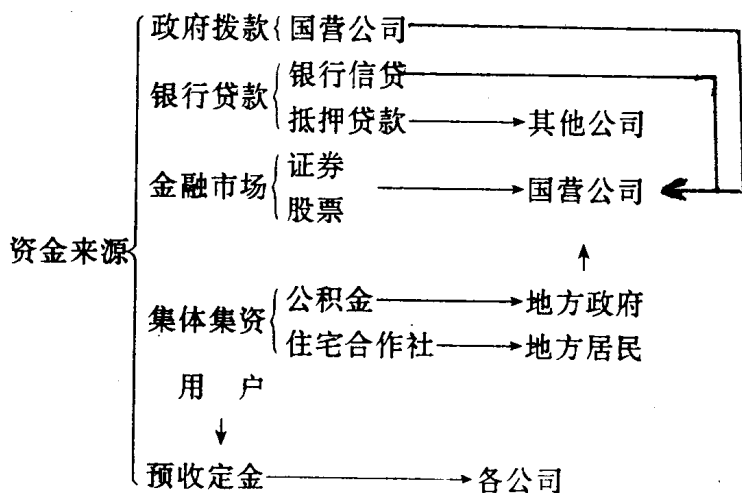


图 1.2 不动产开发资金来源及作用图式

第三节 影响不动产金融的社会经济因素

不动产金融活动受到各种社会、经济及区域状况的影响。不了解影响不动产融资过程和方式的社会经济因素就很难观察不动产金融的发展趋势,也就更难做出好的融资决策。

一、通货膨胀的变化

在完全市场经济世界,当世界各地的股票市场都达到市场指数的高峰值时,相对应各国的通货膨胀率也是最低的。如果资产价值或资产收益跟不上通货膨胀率的上升速度,则贷款拖欠或收不

回的现象就会经常发生。有的理论认为一定的通货膨胀对经济发展是有利的。但很难给出究竟这个指数达到什么水平才是适宜的。80年代末期,美国的通货膨胀率为2.5—3.5%,结果造成商业不动产价值下降,收入减少,商业不动产建设供大于求;结果导致了还款拖欠、空房率提高和营运费用上升。

二、银行利率高低的变化

当全球银行利率随物价指数下降时,这时全球将进入一个经济繁荣时期。较低的利率可以降低不动产经营管理、运作费用。这时各国中央银行会降低其贴现率,其他各职能银行,如商业银行、抵押银行的利率也下调。这时不动产业将处于发展时期,因为会有更多人的收入可以支付抵押贷款的分摊本金及利息。

美国在1978—1982年的高利率水平造成了利率激剧波动。自从1986年以后,抵押的再融资发展迅速,利率逐渐趋于稳定并有下降趋势。1986年的秋冬季和1987年的春季,利率都保持在一个较低水平,结果收益差幅就促进了不动产的证券化。

三、所得税法规的变化

目前我国税法是几十年计划经济的产物,很不适应市场经济的发展。在我国由于过去人们收入差别不大,国家税法没有对个人所得做更多的考虑。自80年代中期,随着收入差距的变大增加了个人收入调节税,但很不完善。很多市场经济国家几十年的经验证明,所得税法对不动产交易有很大的影响。

不动产的购买可以使购买者收入所得减少,就可能使购买者处在不同的税负条件下。有时,可能造成税隐蔽或税负减轻。一般在经济繁荣时,税率减轻,但对逃税和税减免控制较严。所以税率、减免税标准不同直接影响着不动产市场。

1986年美国进行了税制改革。在这个税法中,折旧年限延长,兼并漏税被禁止;所得按来源不同进行征税,消费者利息减免被去

消,运营费用减免幅度降低。这对美国不动产投资是一个不小的打击。结果造成不动产的低投资、低收益,同时也降低了不动产价值。

1993年我国颁布了《土地增值税暂行条例》,对在交易过程中由于区域社会经济发展而导致的土地价值上升进行征税,本条例自1994年1月起实施。这一条例的颁布对国内外不动产开发商的开发行为影响很大。

四、货币汇率的变化

货币汇率的变化同不动产投资也有很大关系,由于我国目前还没有进入货币自由对换阶段,所以在国内表现不太重要。货币汇率的变化有两个方面的影响。

货币同主要西方货币的汇率下降时,为了保值很多投资者会投资本国不动产。当汇率上升时,又会促进本国资金外流,而投资到货币贬值的国家。

自80年代以来由于日本巨大的贸易顺差,使得日元升值,日本产品出口量减少。很多日本商人纷纷投资那些货币贬值且有利可图的国家,如美国的不动产及金融业。

五、日用品价格的变化

日用品价格对不同发展水平国家而言是不同的。对发展中国家主要指食品,而对发达国家则包括水电、汽油和食品,而水电、汽油有较重要的地位。日用品价格升高会减少人们购买不动产的能力。

在美国、日本,石油价格的提高就会导致家庭消费、房屋管理费用的升高,降低生产效益和工人收入、生活费用升高,结果用于购买不动产的资金减少。

六、不动产或财产证券收益的变化

当商业不动产的收益降到相当低的水平时,不动产证券的收