



房地产金融学

(第2版)

张 红 编著

清华大学出版社

014001142

F830.572

06-2

房地产金融学

(第2版)

张红 编著



F830.572

06-2

清华大学出版社



北航

C1688972

S21100110

内 容 简 介

本书为房地产方向研究生的专业学位课和高年级本科生的专业课教材。

本书内容共分为3篇。第1篇是总论。第2篇是微观的房地产金融学,主要研究单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价、资金在房地产领域的配置、不同融资结构对房地产企业和消费者的融资成本及管理权的影响等。第3篇是宏观的房地产金融学分析,着眼于研究整个房地产市场与金融体系的关系,重点研究利率、汇率、通货膨胀等宏观经济因素对房地产市场的影响,财政政策与货币政策对房地产金融市场的干预等。

本书理论系统、方法实用、针对性和可操作性强,主要用作研究生与本科生的教材,也可作为房地产行业从业人员和研究者的参考用书。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

房地产金融学/张红编著.--2版.--北京:清华大学出版社,2013

ISBN 978-7-302-33453-8

I. ①房… II. ①张… III. ①房地产金融—高等学校—教材 IV. ①F293.33

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第188518号

责任编辑:张占奎 王 华

封面设计:常雪影

责任校对:刘玉霞

责任印制:宋 林

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座

邮 编:100084

社总机:010-62770175

邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×230mm 印 张:26.75

字 数:500千字

版 次:2007年2月第1版 2013年8月第2版

印 次:2013年8月第1次印刷

印 数:1~3000

定 价:52.00元

产品编号:050109-01

本书是在清华大学出版社 2007 年出版的《房地产金融学》的基础上删减和修订而成的。

21 世纪的第一个十年中,有关房地产金融的实践探索风起云涌,学科和理论建设的速度突飞猛进。《房地产金融学》2007 年版印刷后,发行非常顺利,被诸多高校同行推荐为教材,也得到诸多业界同仁的良好反馈。如今《房地产金融学》旧版已阙如,这既是对编著者的鼓励和鞭策,也从某种角度说明了社会对这个学科的需求。

当然,行业的风起云涌和理论建设的突飞猛进很容易让人在喧嚣中迷失。所幸的是,我的职业需要我时时提醒自己要沉下来、静下来。无论是思维还是生活,都需要在沉静中告别偏见、固执和傲慢,与同行平等交流、与学生教学相长、与自己真诚对话。

与初版相比,本书的结构基本未变,仍是从现代金融学的理念出发,借鉴经济学和金融学的分类方法,将房地产金融学分为微观的房地产金融学分析和宏观的房地产金融分析两部分。需要说明的是,为了适应学科发展和教学实践的需要,这一版删去了原由中国工商银行殷红博士负责编著的、在学术特点方面相对独立的“各国住房金融制度”和“住房抵押贷款证券化”等方面的内容。此外,本书对个别章节做了内容、文字和数据的调整与更新。

与精深的学科和丰富的实践本身相比,如是这版《房地产金融学》仍然只是一得之愚和刍荛之见。作为编著者,我愿意真诚地“咨诹善道察纳雅言”。

张 红

2013 年 7 月于清华大学

在全球经济一体化的背景下,资本流动日益加速,催生了多样化的金融工具和金融衍生产品;作为投资工具的不动产与动产之间的界限变得模糊,甚至出现了“不动产动产化”的趋势。相应地,房地产及其相关投融资活动也受到越来越多的关注。一方面,房地产是一种特殊的资产,在贷款等融资活动中扮演着不可替代的抵押品角色;另一方面,房地产作为投资工具,体现了货币市场、资本市场和资产市场的密切联系。因此,尽管房地产交易与其他市场交易存在很大差异,但在长短期投资相互转化的条件下,围绕房地产进行的相关活动,如开发、经营、管理已经日渐成为金融体系的组成部分,并开始遵循金融市场的运行规律。这为房地产金融领域的从业者和研究者提供了新的视角,提出了新的要求。

本书从现代金融学的理念出发,借鉴金融学的分类方法,将房地产金融学分为微观的房地产金融学分析和宏观的房地产金融分析。其中,微观的房地产金融学分析主要研究在动态时间和不确定环境下,单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策问题,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价及其资金在房地产领域的配置。通常,微观的房地产金融学分析要针对某一特定时期的市场参与主体回答以下的具体问题:“房地产投资者或企业应选择何种投融资方式?不同融资结构对房地产企业融资成本及管理权有何影响?”等。而宏观的房地产金融学分析则将着眼于整个房地产市场与金融体系,重点研究政策及管理体制对房地产金融市场的影响。

在内容体系方面,本书遵循理论与实务并重的原则,全面系统地介绍了房地产金融与房地产金融市场等基本概念;从权益融资(企业上市、企业重组、REITs)和债务融资(企业贷款、企业债券)的角度分别研究了房地产企业融资的内容、特点及不同融资方式对企业控股权、经营权等的影响;探讨了房地产项目融资的传统方式和创新途径如期权融资、房地产辛迪加等;在宏观分析部分,本书以金融经济学的分析思路为基础,探讨了房地产市场与资本市场的关系、利率、汇率、通货膨胀等宏观经济因素对投入房地产行业的资金量的影响、财政政策与货币政策对房地产金融市场的干预等问题。

在编写体系方面,本书突破了一般教材的固定模式,用“文件夹”的形式将各

章的内容(分别包括讲义、附录、阅读与讨论、阅读材料、参考文献与推荐书目等)排列在一起。其中,在阅读材料部分,全方位地收录各种信息资料如学术论文与各家观点,搭建起教材编写者与使用者之间跨时空交流的平台;在各章的“参考文献与推荐书目”部分,结合已经完成的研究成果,提供尽可能精准的相关资料和有价值的网址,充分体现课程的“研究性”与“开放性”特点。

本书由清华大学张红教授负责编著。殷红、张卫东、凌常峰、林恭博、章辉赞、孔沛、吴璟、翁少群、陈洁、朱骏、邱琤、黄硕、路小平、张志峰、杨飞、王默、李洋、周鹏、吴星、张鑫、陈玲玲参与编写。全书由张红统稿。

本书的编写得到了清华大学房地产研究所师生的鼎力支持,也参考了诸多同仁的成果与文献。在书稿修订完成并付梓之际,一并敬致谢忱。

本书第1版曾获得2012年清华大学优秀教材一等奖。本次修订得到清华大学土水学院985Ⅲ期教学项目经费的资助,特此致谢。

编著者

2013年7月于清华大学

第 1 篇 总 论

绪论 金融与房地产金融	3
0.1 课程介绍	3
0.2 金融的概念及其辨析	3
0.3 基于金融学分类的房地产金融学体系	5
附录 A 信用	7
附录 B 金融衍生工具	8
阅读与讨论 0 主题：金融与房地产金融体系辨析	9
参考文献与推荐书目	13
第 1 章 金融市场与房地产金融市场	15
1.1 金融市场概述	15
1.2 金融法律、法规体系	17
1.3 房地产金融市场及其构成	20
1.4 房地产金融市场运行模式	25
1.5 我国房地产金融市场发展	27
附录 C 金融分业经营与混业经营的概念区分	30
附录 D 担保的形式	31
阅读与讨论 1 主题：房地产金融市场与金融体制	33
参考文献与推荐书目	37

第2篇 微观部分：个人、房地产企业与项目融资

第2章 个人住房抵押贷款	41
2.1 个人住房抵押贷款概述	41
2.2 个人住房抵押贷款分类	47
2.3 个人住房抵押贷款风险：违约与提前偿付	60
附录 E 名义利率与实际利率、资金等值与资金等值计算	72
阅读与讨论 2 主题：固定利率抵押贷款与可变利率抵押贷款	73
参考文献与推荐书目	77
第3章 企业融资概述	79
3.1 企业融资概述	79
3.2 企业融资方案选择	83
阅读与讨论 3 主题：企业融资理论与房地产企业融资	89
参考文献与推荐书目	96
第4章 权益融资(1)：房地产企业上市	99
4.1 房地产企业上市融资回顾	99
4.2 房地产企业上市的条件和流程	103
4.3 房地产上市公司的遴选	105
4.4 我国房地产上市公司股权分布与治理状况统计分析	108
4.5 我国房地产上市公司资本结构统计分析	113
4.6 房地产上市公司评价：体系与优化	118
附录 F QFII 制度、路演、独立董事制度	129
附录 G 衡量上市公司业绩表现的 3 个主要指标	130
附录 H 对房地产上市公司信息披露的专门规定	131
阅读与讨论 4 主题：上市对房地产企业的影响	135
参考文献与推荐书目	144
第5章 权益融资(2)：房地产企业资产重组	149
5.1 资产重组的概念与类型	149
5.2 房地产企业资产重组的动因	154
5.3 房地产企业资产重组的主要途径：利用“壳”资源	156

5.4 房地产企业资产重组的效率：博弈论的角度	159
5.5 房地产企业资产重组绩效评价	163
5.6 反并购措施	169
阅读与讨论 5 主题：房地产企业并购、资产重组与绩效评价	173
参考文献与推荐书目	185
第 6 章 权益融资(3)：房地产投资信托	187
6.1 房地产信托与房地产投资基金	187
6.2 REITs：历史溯源、概念与特征	194
6.3 REITs 的组织结构与运营模式	200
6.4 REITs 的运行及收益	208
6.5 亚洲国家和地区的 REITs	213
附录 I 契约型投资基金与公司型投资基金的区别	218
阅读与讨论 6 主题：REITs：美国经验与中国的发展	219
参考文献与推荐书目	224
第 7 章 房地产企业债务融资：信贷与债券	227
7.1 房地产企业债务融资概述	227
7.2 房地产企业贷款	230
7.3 房地产企业债券	249
7.4 我国房地产上市公司债务融资状况	255
阅读与讨论 7 主题：信用评级与房地产企业债务融资	271
参考文献与推荐书目	281
第 8 章 房地产项目融资：渠道与创新	285
8.1 项目融资概述	285
8.2 房地产项目的投资结构	289
8.3 房地产项目的资本结构	295
8.4 房地产项目的融资结构	300
8.5 房地产项目的信用保证结构	307
8.6 房地产项目融资案例分析：北京奥林匹克饭店	309
附录 J 法人及其应具备的条件	315
阅读与讨论 8 主题：项目融资模式在我国的应用	317
参考文献与推荐书目	321

第3篇 宏观部分：经济、房地产金融与监管

第9章 利率、汇率变化与房地产市场	325
9.1 利率及其影响因素	325
9.2 利率与房地产投资	328
9.3 汇率及其变化对房地产投资的影响	335
附录 K 利率平价理论要点	340
阅读与讨论 9 主题：利率、汇率变化与房地产投资	341
参考文献与推荐书目	346
第10章 通货膨胀与房地产市场	349
10.1 通货膨胀概述	349
10.2 通货膨胀与商品住房价格量测指标及比较	350
10.3 我国通货膨胀与商品住房价格关系理论分析	353
阅读与讨论 10 主题：通货膨胀与房地产投资、消费	361
参考文献与推荐书目	368
第11章 房地产市场与资本市场	371
11.1 房地产投资与股票投资的特点	371
11.2 房地产市场与资本市场的互动关系：房价与股价	374
11.3 股价、利率对房地产市场的预测力	380
附录 L 道琼斯 30 种工业股票指数、上证综合指数与深证综合指数	384
阅读与讨论 11 主题：房价与股价	385
参考文献与推荐书目	389
第12章 房地产金融市场的外部干预	391
12.1 货币政策与房地产金融市场	391
12.2 财政政策与房地产金融市场	396
12.3 房地产金融市场监管	403
附录 M 银行创造货币与简单货币乘数	409
阅读与讨论 12 主题：房地产金融政策与金融监管	411
参考文献与推荐书目	415

第 1 篇

总论

金融与房地产金融

0.1 课程介绍

房地产金融,顾名思义,是研究房地产领域中的金融问题的学科。随着经济水平的提高和投资渠道的多元化,房地产及其相关投融资活动受到越来越多的关注。一方面,房地产是一种特殊的资产,在贷款等融资活动中扮演着不可替代的抵押品的角色;另一方面,房地产作为投资工具,体现了货币市场、资本市场和资产市场的密切联系。

房地产与金融的相互融合不是偶然现象,而是由房地产业的资金运动特点决定的。房地产再生产的各个环节都要大规模占用资金、资金占用期长、周转速度慢,而且房地产资金运动受区域影响大,需要拥有雄厚资金实力的金融业作为有力后盾,以实现房地产业资金活动的良性循环。但同时,由于房地产行业的资金密集性特点,房地产业沉淀的资金在金融与资本市场占有相当大的份额,为资本提供了保值增值的空间,即金融业也需要得到房地产业的支持。因此,房地产业与金融业是相互需要和相互支撑的。

房地产业与金融业的融合程度与各国经济发展水平密切相关。在发达国家和地区,房地产业在国民经济中的地位突出,房地产与金融业务的融合程度也相应地较高。主要表现在:①业务的相互渗透,即房地产金融机构业务的综合化和多样化,商业银行及其他金融机构逐渐介入房地产金融业务领域;②资金的渗透,即金融机构与房地产企业间的相互持股;③与证券市场的相互渗透,即随着衍生金融的发展,房地产证券化的实现需要依托证券市场和证券工具,证券市场也因房地产业的发展而得到扩大和繁荣。

0.2 金融的概念及其辨析

研究房地产金融问题随时会涉及金融学的基本原理和方法。因此,有必要回顾金融的基本概念。

从字面上看,金融是指货币资金的融通,包括与货币流通和信用有关的一切经济活动。但金融所涵盖的范围有广义和狭义之分。所谓广义的金融,是指与资金有紧密联系的货币供给、银行与非银行金融机构体系、短期资金拆借市场、证券市场、保险系统,以及通常在国际间存在的上述内容。狭义的金融,是指货币的借贷市场即货币市场或各种有价证券及其衍生物的市场即资本市场,且主要是指货币市场的交易活动。

相应地,与金融对应的英文“finance”一词也有广义、狭义和介于两者中间的3种含义。^①广义的 finance,如 Oxford、Webster's 等词典和一些百科全书对 finance 的解释是: monetary affairs (与货币有关的事务); management of money (资金管理); pecuniary resource (货币资源等)。即凡是与资金有关系的事务都可用 finance 这个词。如果在 finance 前面加 public,是指财政;如果在 finance 前面加 company、corporation 或 business,则是指公司财务等。狭义的 finance 如 Palgrave 新经济学词典的解释是: The primary focus of finance is the working of the capital market and the supply and the pricing of capital assets. (金融学最主要的研究对象是资本市场的运行机制,以及资本资产的供给和价格确定)。此外,还有介于两者之间的口径,例如,1986 年版 Webster's Third New International Dictionary 的解释是: The system that includes the circulation of money, the granting of credit, the making of investments, and the provision of banking facilities.

从联合国统计署对与金融有关的统计口径(financial and related service)来看,金融包括金融中介服务如中央银行的服务、存贷业务和银行中介业务的服务,投资银行服务,非强制性的保险和养老基金服务、再保险服务,房地产、租借、租赁等服务,以及为以上各项活动服务的各种金融中介服务。

美国在 1999 年通过的“Financial Service Modernization ACT”中,对 financial service 的范围包括: 银行、证券公司、保险公司、储蓄协会、住宅贷款协会,以及经纪人等中介服务。在美国的经济界,finance 习惯上指资本市场,且主要是指与公司理财如股权、债券、收购兼并及公司治理和激励结构安排等一系列与“企业”有关的内容。

对比看来,我国通常所说的狭义金融主要包括两部分内容,一部分指货币银行学(money and banking);另一部分指国际金融(international finance),如国际收支、汇率等问题。对这些问题的研究在国外均属于宏观经济学、货币经济学和国际经济学的领域,通常设在经济系;而国外的 finance 则包括公司金融(corporate finance)以及资产定价(asset pricing),即对证券市场里不同金融工具及其衍生物价格的研究。在国外,研究这些问题的专业通常设在管理(商)学院。^②

①黄达. 金融. 金融学及其学科建设[J]. 当代经济科学, 2001, 7(4): 1-11.

②钱颖一. 经济学科在美国[J]. 经济社会体制比较, 2001(6): 23-26.

0.3 基于金融学分类的房地产金融学体系

从系统的角度来看,金融学是研究各微观主体的投融资行为、工具、机构、市场和制度等的相互作用及其与经济系统相互作用的学科。如同微观经济学与宏观经济学的分类,可以根据研究对象的不同,将金融学分为微观金融学和宏观金融学。

微观金融学(micro-finance)主要研究金融市场中作为个体的投资者、融资者、政府和金融机构的投融资行为及金融资产的价格决定等微观层次的金融活动,即从个体的角度讨论微观金融主体的投资融资决策方法和行为,揭示资金在时间和风险两个维度上优化资源配置的规律。时间维度的资源配置是指跨期优化地安排消费、储蓄和投资。此时,要考虑货币的时间价值,分析的基本方法是现金流贴现分析,其任务是要及时发现价格偏离其价值的金融资产,以便适时地买进价格严重低于其价值的金融资产,适时地卖出价格严重高于其价值的金融资产。^①风险维度的资源配置则是指在风险和预期平均收益之间进行权衡。风险和预期收益之间是匹配的、对应的,即只有承受较大的风险,才能享受较高的预期收益。这就要准确识别不同的资本结构和融资策略对企业融资成本、企业控制权的影响,准确评估其投资、融资风险,以便达到最优化的资金配置。而宏观金融学(macro-finance)则重点探讨整个金融系统的运行问题,即从整体角度讨论金融系统的运行规律及其与其他经济系统的相互关系。其核心是借助货币的供求均衡关系,研究金融系统的总体运行和经济运行问题。其中,利率与汇率是影响宏观金融和经济运行的重要变量;货币政策是国家调节宏观经济运行的重要工具;通货膨胀与通货紧缩是宏观经济和货币供求失衡的两种极端现象。由于金融系统的脆弱性,微观金融个体的风险累积可能导致金融系统风险的膨胀甚至是金融危机的爆发,因此金融危机的防范治理和金融监管也是宏观金融分析的重要内容。

如前所述,房地产金融学是研究房地产行业面临的金融问题的学科。如果仅从金融学的意义来看,其本质应属于微观金融学的范畴。为了研究的方便,本书借助分析角度的不同,将房地产金融学的研究内容分为房地产微观金融学(或称微观的房地产金融学)和房地产宏观金融学(或称宏观的房地产金融学)。

微观的房地产金融学主要研究在动态时间和不确定环境下,单个的房地产投资者、消费者和企业等的投融资决策问题,探讨房地产金融市场各参与主体的资产定价及其对资金在房地产领域的配置。通常,微观的房地产金融学分析

^①陈学彬. 金融学原理导论[M/OL]. [2003-10. 25]http://www.jingjixue.com.

要针对某一特定时期的市场参与主体回答以下具体问题：“房地产投资者或企业应选择何种投融资方式？不同融资结构对房地产企业融资成本及管理权有何影响？”等。而宏观房地产金融学则着眼于分析整个房地产市场与金融体系，重点研究政府金融政策及政府机制对房地产金融市场的影响，如利率、汇率变化、通货膨胀等对投入房地产行业的资金量的影响等。

附录 A 信用

《中国大百科全书》将“信用”解释为“借贷活动，以偿还为条件的价值活动的特殊形式”。在商品交换和货币流通存在的条件下，债权人以有条件让渡形式贷出货币或赊销商品，债务人则按约定的日期偿还借贷或偿还货款，并支付利息。不同于货币，信用是一种有条件限制的交易媒介。货币是法定的支付工具，是无条件限制的交易媒介。而信用只是未来付款的一种承诺，而承诺是否兑现，即承诺的可靠性，完全靠授信或赊销方自行判断。

经济学意义上的信用指在商品交换过程中，交易一方以将来偿还的方式获得另一方的财、物或服务的能力。信用的根据是获得财、物或服务的一方所作出的给付承诺。

法律意义上的信用指二元主体或多元主体之间，以某种经济生活需要为目的，建立在诚实守信基础上的心理承诺与约期实践相结合的意志和能力。简单地说，信用指建立在对受信人在特定的期限内付款或还款承诺的信任的基础上，使受信人不用立即付款就可获取资金、物资、服务的能力。