

房地产金融与投资

龙胜平 方奕 编著

上海人民出版社

《东方房地产研究丛书》
编辑委员会

顾 问：桑荣林

编委会名誉主任：蔡育天

编委会主任：张永岳

编委会副主任：陈伯庚 顾志敏

编 委：蔡育天 张永岳 陈伯庚

顾志敏 龙胜平 彭加亮

吴伟良 崔 裴 李 岚

孙斌艺

总 序 言

21 世纪初,党的十六大召开,确立了全面建设小康社会的奋斗目标,同时,中国又成功地加入了世界贸易组织,标志着我国的改革开放和现代化建设进入了一个新的发展阶段。新的形势对房地产业的发展提出了新要求。《东方房地产研究丛书》就是在这个背景下编辑出版的。

早在 1998 年,东方房地产学院在国家教委高等教育出版社的支持下,与上海房地产经济学会合作,组织上海的有关专家编辑出版了一套《高等学校房地产经济系列教材》,共八本,满足了当时专业教材紧缺的需要。到现在已经五年过去了,随着国民经济的发展,近几年来房地产业出现了新的繁荣局面,丰富的实践经验需要总结提高,也有许多新矛盾、新问题需要进一步探索和研究。适应新形势的要求,这套丛书就当前和未来房地产业发展中的重点问题开展研究,企求从学术理论的角度对我国房地产业的深入发展作出积极的贡献。

这套丛书共有:《市场化改革与房地产业》(作者:蔡育天)、《国际房地产概论》(作者:张永岳等)、《城镇住房制度改革理论与实践》(作者:陈伯庚、顾志敏、陆开和)、《现代房地产市场研究理论与方法》(作者:孙斌芝)、《房地产金融与投资分析方法》(作者:龙胜平)、《打造房地产企业核心竞争力》(作者:彭加亮)、《房地产企业战略管理基础》(作者:吴伟良)、《物业管理企业品牌连锁研究》(作者:彭加亮)、《经济理论与房地产研究论文集》(作者:陈伯庚)、《居住文化杂论》(作者:张永岳)。丛书的性质

是研究性的学术专著,力求理论性和实践性相结合,既富有创新见解,具有前瞻性,又包含可操作性的对策思路,集知识性、理论性、实践性和研究性于一体。读者对象主要是各类房地产企业的管理层、从业人员及从事房地产经济研究、关注中国房地产业发展的理论工作者、大专院校师生和实际工作者。

本丛书从2001年8月启动,2003年8月完成,前后花了三年时间出齐。由于水平的限制,难免有疏漏和不足之处,希望读者指正。

华东师范大学
东方房地产学院院长 张永岳

内 容 提 要

房地产金融与投资是研究房地产业资金运行特殊规律的一门学科,是房地产专业的一门核心课程。

首先,从房地产交易的角度,研究金融支持方法。包括为了帮助开发商顺利实现销售和房地产用户以及房地产投资者顺利获得所需的房地产商品,我们研究了如何建立初级抵押贷款市场,如何向房地产用户和投资者提供多样化的抵押贷款方式,从而提高市场的有效需求。同时,从初级抵押贷款机构的角度,我们研究了如何通过建立二级抵押贷款市场机构,解决他们面临的有限的资金供给和几乎无限的资金需求之间的矛盾,以及如何利用这一机构从资本市场和其他机构投资者中筹集资金的方法。

其次,从开发商的角度,研究金融支持方法。包括研究开发商如何申请开发贷款,银行如何防范和降低贷款风险以及开发商如何通过上市、信托、基金以及其他高比率融资方式获得资金。

最后,从开发商和投资者的角度,研究投资问题。包括如何进行市场研究、如何准确运用各种投资分析的指标体系,如何进行可行性研究,以及如何进行投资风险的定量表达。

目 录

内容提要	1
第一章 房地产金融概述	1
第一节 房地产金融概述	1
第二节 房地产金融与房地产泡沫	7
第三节 我国房地产金融的发展	12
第四节 我国住宅抵押贷款的发展	20
第二章 房地产抵押贷款	29
第一节 抵押贷款基本概念	29
第二节 房地产抵押贷款市场结构	39
第三节 住房抵押贷款证券化	45
第四节 我国发展房地产证券化的思考	57
第三章 固定利率抵押贷款	68
第一节 抵押贷款利率的确定——综述	68
第二节 固定利率抵押贷款模式的演变	74

第三节	固定利率抵押贷款的创新	83
第四节	住房抵押贷款融资分析	94
第四章	可调利率抵押贷款	109
第一节	可调利率抵押贷款的提出	109
第二节	根据物价指数调整的抵押贷款	113
第三节	可调利率抵押贷款原理	116
第四节	分享增值抵押贷款	126
第五章	房地产开发建设融资	128
第一节	国内房地产企业开发建设贷款基本程序	128
第二节	建设贷款制度的提出	134
第三节	目前我国房地产企业上市投融资分析	140
第四节	房地产投资信托	148
第五节	创新融资方式	159
第六章	住房公积金	176
第一节	住房公积金制度概述	176
第二节	住房公积金的管理体系	181
第三节	住房公积金的缴存和支取	184
第四节	个人住房公积金贷款	190
第五节	补充住房公积金	199

第七章 房地产投资概述·····	203
第一节 房地产投资的概念和类型·····	203
第二节 房地产投资的特点和作用·····	213
第三节 房地产投资分析的几个基本问题·····	224
第八章 房地产市场研究·····	240
第一节 房地产市场研究概述·····	240
第二节 市场研究的内容·····	246
第三节 房地产市场研究的资料收集·····	254
第四节 定性研究和定量研究·····	261
第九章 房地产投资绩效评价指标体系·····	270
第一节 静态的投资效益指标·····	271
第二节 动态的投资效益指标·····	283
第三节 财务评价指标的综合运用·····	292
第四节 关于动态指标的讨论·····	299
第十章 房地产投资可行性研究·····	311
第一节 房地产投资可行性研究的概念和主要内容 ···	311
第二节 房地产开发项目策划·····	323
第三节 项目成本费用与收入的估算·····	326
第四节 初步财务可行性分析·····	337

第十一章 房地产投资风险	347
第一节 房地产投资风险概述	347
第二节 房地产投资风险的初步测量方法	355
第三节 敏感性分析法	362
第四节 概率分析法	365
第五节 风险管理和控制	371
附录 1 货币时间价值基本原理	375
第一节 复利计算原理	375
第二节 年金计算	383
附录 2 年复利表	388
附录 3 余额表	404
主要参考文献	419

第一章 房地产金融概述

本章提示

本章将概要介绍房地产金融的一些基本概念和我国房地产金融的发展状况,以及我国个人住房抵押贷款发展应该注意的一些问题。

第一节 房地产金融概述

一、房地产金融的概念

房地产业是国民经济中具有先导性和基础性的重要的产业,是国民经济中兼有生产和服务两种职能的独立产业部门,包括了房地产开发、房地产经营和各种房地产中介服务、房地产资产管理等内容。2003年,国务院第一次明确肯定了房地产业是国民经济的支柱产业。

从房地产业最一般的产业活动——房地产开发经营过程来看,一个房地产投资项目基本上都要经过前期准备、土地开发、房屋建造、房屋销售(出租)、房屋资产管理等多种环节才能形成或获得投资收益,由此形成了需求量大、资金回收期长的产业资金运行特点,使房地产业呈现资金密集型的特点。

由于资金对房地产业发展的重要性,房地产金融伴随着房

地产业发展起来。房地产金融是研究个人、企业和政府之间在房地产领域内进行货币和信用转移的过程、机构、市场和工具的科学。房地产金融体系则是为创立和购买这些工具的机构和转移这些工具的市场的总和。通过完善的房地产金融体系,将使储蓄通过直接融资和间接融资两种方式从所谓的资金盈余单位向所谓的资金赤字单位转移。图 1.1 是美国房地产金融体系的概括^①。我国的房地产金融体系随着我国房地产业作为国民经济支柱产业的培育也正在逐步完善过程当中。

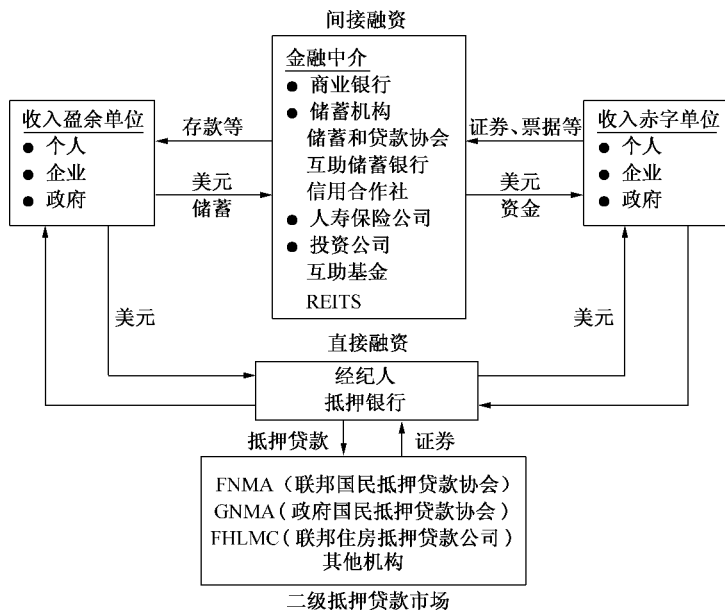


图 1.1 美国房地产资金运行体系

^① [美]特瑞斯·M.克劳瑞特:《房地产金融:原理和实践(第三版)》,龙奋杰等译,经济科学出版社2004年版,第7页。

二、房地产金融的作用

(一) 房地产金融为房地产开发经营提供了重要的资金保障

在房地产开发投资过程中要耗费大量的实物资源,如土地、建材、设备等等,另外还有大量的劳动力投入。其中土地资源是稀缺资源,在一个竞争的市场环境下,开发商为了获得土地往往要付出巨大的成本。因此一个房地产开发项目的投资额往往在几百万、几千万甚至数以亿计。同时房地产开发经营的周期比较长,意味着资金占压时间较长,开发商的投入要在一段时期后才能实现收益,特别是商业性房地产投资项目的投资回收期会更长。在房地产开发过程中,房地产企业的自有资金固然重要,但是不难想象,如果没有金融机构提供资金支持,房地产开发经营几乎是无法正常进行的。同时,由于财务杠杆的作用,开发商即使有充足的自有资金也不会将其全部投入到项目中去,而是要利用大量的借入资金来提高自有资金的收益率。具体的融资方式将在第五章详细论述。

(二) 房地产金融是提高居民住房消费能力的重要手段

一国房地产市场的健康发展取决于房地产开发、流通、消费各环节的是否畅通,而住宅市场是房地产市场的主体,居民有没有能力购买住宅,居民愿不愿意消费住宅都关系到一国房地产业的健康发展。由于住宅的开发成本高,价值量大,因此住宅是一种昂贵的消费品,绝大多数家庭缺乏一次性支付全部购房款的能力。如果居民仅靠家庭的储蓄来购房往往需要相当长的一段时间,而住房又是生活的基本需求,因此如果居民的现期购房能力不足的话,不仅会影响到居民的福利,也会影响到住房市场的稳定发展。从美国、英国等发达国家的经验来看,提高居民的住房消费能力必须要有金融的支持。根据购房者的未来预期收

入和个人信用状况,金融机构给购房者提供一定数额的长期住房贷款,用将来的收入购买住房,这样就大大提高了购房者的现期购房能力。

我国建国后长期实行福利住房制度,随着 20 世纪 80 年代开始实行的住房制度改革,我国居民逐渐接受了住房消费的理念。但是由于我国居民收入水平的限制,购房成为广大居民生活中的一大压力。因此自 20 世纪 90 年代以后逐步发展起来的住房金融(既有政策性住房金融,也有商业性住房金融)对促进我国居民住房消费、提高我国居民住房水平、推动住宅产业发展发挥了巨大的作用。同时也在很大程度上改变了我国居民的消费结构,住房消费在居民消费总支出中的比例有了很大提高。

(三) 房地产金融是房地产业发展的“调节器”

从国民经济周期的角度看,一般当经济由平缓向高速发展时,房地产业会首先向前发展,并带动经济高速发展,而当经济发展过快需要减慢速度时,房地产业往往首先受到抑制,并进而影响到整个经济。因为房地产金融具有为房地产业筹集资金、融通资金的职能,因此房地产金融在房地产业的发展中具有“调节器”的作用,国家可以利用房地产金融信贷政策对房地产业实施调控。比如国家可以通过提高房地产开发建设贷款的利率、压缩贷款规模、控制贷款投向等来限制过热的房地产开发行为,或者通过降低利率、提高贷款比例等来刺激住房消费,也可以通过提高利率、降低贷款比例、缩短期限等来限制房地产投机等行为。比如在 1993 年,我国房地产业出现“过热”趋势时,在紧缩银根的大形势下,房地产金融对症下药,对流入房地产领域的不正当的拆借资金进行清理,并严格控制炒卖土地的资金,对房地产业的调控起到了积极的作用。而 1996 年面对全国商品房严重空置的局面,政府提出住宅业要成为新的经济增长点,在降低

利息,刺激内需的政策环境下,房地产金融有了长足的发展,为消化空置房、促进住宅市场复苏和发展起到了重要的推动作用。自2002年以来,在国民经济的新一轮投资高潮中,房地产市场的“热度”日趋增高,房地产业再次成为宏观经济的重点调控对象,严格控制房地产开发贷款、遏制投机、规范投资性购房贷款等一系列房地产金融政策也再一次成为房地产业的“调节器”。

三、房地产融资的主要渠道

从房地产融资的目的来看,主要有房地产开发建设融资和房地产消费融资。房地产开发建设融资主要是为满足房地产开发经营企业从事具体的房地产项目开发时的资金需求。开发资金来源主要由三部分组成:自有资金、银行贷款和销售回款。现阶段,我国房地产开发企业自有资金中30%~40%为来自银行的流动资金贷款,销售回款中主要是购房者的个人住房抵押贷款。中国人民银行研究局课题组的调查研究显示,我国80%左右的土地购置和房地产开发资金直接或间接地来自银行。而房地产消费融资主要是为满足消费者购买房地产商品(主要是住房)的资金需求,这也构成了住房金融的主要内容。

房地产融资从大的渠道分为直接融资和间接融资。直接融资是指资金供求双方(包括政府、企业和个人)在房地产资金的借贷、金融工具的买卖过程中直接见面商定,进行票据和证券的买卖或货币借贷。在直接融资构成中,最初的贷方和最终的借方构成直接的债权和债务关系。间接融资是指资金的供给者将资金提供给银行等金融机构,再由金融机构将资金提供给房地产开发、经营、消费等资金的需求者,主要形式是贷款,如房地产抵押贷款、建设贷款、租赁融资等。在间接融资过程中,最初的

贷方(即资金的供给方)和最终的借方(即资金的需求方)不构成直接的债权和债务关系,而是由银行同最初的贷方构成债权和债务关系,再由银行同最终的借方构成债权和债务关系。间接融资在目前的房地产金融领域中占据主导地位。

由于间接融资方式灵活,资金运用更加合理有效,所以房地产金融活动主要依靠间接融资来完成。但是,银行在发挥动员储蓄、分配资金作用的同时,也使经济运行中的诸多矛盾和风险向银行本身集中。尽管长期的购房贷款均有抵押担保,但其数额大、期限长、流动性差的特点依然在很大程度上影响银行的资产负债结构。经济运行中的非系统性风险和系统性风险造成的欠账、呆坏账都会集中反映到银行,使得银行不良资产不断上升。

相比之下,在直接融资中,尽管受到资金双方的资金供求数量、信誉、时间、地点、范围等方面的限制,存在一定的局限性,但是如果有发达的资本市场,那么股票、债券变现就十分容易,资本市场上就始终拥有众多的投资者。对于筹资企业来说,发行股票可以作为获得长期使用的“自有资金”,而通过房地产资产证券化,也可为企业提供稳定的筹资渠道。由于房地产,特别是信誉良好的公司所拥有的收益性房地产收益较稳定,往往是证券化的主要对象。所以直接融资是房地产融资,特别是长期融资的有益补充。

房地产融资除了主要以抵押贷款方式融资外,业内还有许多非抵押贷款融资(nonmortgage financing)方式。其中最典型的是租赁融资。租户通过缴纳租金,履行租赁合同而获得了对租赁房地产的唯一的、排他性的占用权,这种占用权,即租赁权益(leasehold interest),可以像其他任何财产权益一样进行转让或抵押,因此房地产租赁可以成为一种重要的融资方式。

土地分期付款合约(land installment contract)也是一种常

见的非抵押贷款融资。在土地私有制的国家,土地所有权可以买卖。多数土地的买卖都是采用分期付款的方式进行的。根据土地分期付款合约,买方以年金形式按月支付地价款和相应的利息,在合约有效期间,卖方保留土地的产权,买方则享有土地的使用权和占用权。直到清偿最后一笔地价款,买方才获得所购买地产的产权。在土地国家所有的国家里,尽管土地的所有权属于国家,不能转让、不能买卖,但是土地的使用权却是可以转让和买卖的。在我国,随着房地产商品需求的不断增加,土地资源日益短缺,地价上涨迅速。由于开发商须一次性交清土地使用权期限内的出让金,房价中的地价比重不断增加,给购房者造成付款压力。因此,是否可以用土地分期付款合约来为开发商提供非抵押贷款融资,从而在一定程度上降低房价也是值得研究的课题。

随着金融业的发展,许多房地产企业的融资方式已发生了很大的变化。越来越多的企业将通过直接融资方式筹集资金作为一条战略性途径。在我国,房地产业已经发展了将近 20 年,期间少数大企业,凭借其雄厚的实力和良好的信誉,在资本市场发行股票或债券筹集大部分资金。但是房地产行业整体的融资结构仍然是银行贷款占绝对比重,这既与我国有关产业的融资政策有关,也与我国的金融体系整体发展现状有关。应该从政策和操作两个层面积极拓展房地产业融资的新途径,让间接融资和直接融资二者互相补充,以保证房地产业持续稳定发展所需的资金。

第二节 房地产金融与房地产泡沫

一、房地产业与金融业的相互关系

房地产业的发展离不开金融业的支持,尤其是银行信用

对房地产业的参与为房地产业的发展起到了举足轻重的作用。而房地产业的发展也给金融业提供了发展动力,两者是相互支持、相互促进的关系。作为资金密集型产业,一国金融业的发展或金融市场的发达程度都会明显地影响甚至控制着一国房地产业的发展进程。由于房地产业对资金的依赖性,房地产市场对资金有着巨大的容纳能力和吞吐能力,同时房地产业是一个高风险、高回报的行业,银行在利用抵押等手段控制风险的情况下参与房地产业也可以得到可观的收益,所以房地产金融业务成为金融业扩大资产规模、开拓利润增长点的重要领域,房地产金融的核心内容住房抵押贷款更是银行的重要资产业务。

从发达国家的经验来看,房地产业发展水平和房地产市场的完善程度不同,金融业对房地产业的参与和投入以及对房地产市场的影响和制约作用也是不同的。如美国、日本、德国、中国香港等,房地产业发展的历史比较长,房地产市场很发达,金融业对房地产的参与程度就比较高。在这些国家和地区房地产金融业务开展得很普遍,除了一般的商业银行兼营房地产金融业务外,还存在一些独立的房地产金融机构,有比较完善的房地产金融体系和房地产金融制度。随着融资方式的多元化,金融业以更多的形式参与到房地产业中去。除了传统的银行贷款外,股票、债券等直接融资方式也越来越成为房地产开发融资的重要方式。因此可以说房地产业与金融业(主要是银行业)之间的关系是相互依赖、相互促进的,以至于会形成“一荣俱荣,一损俱损”的局面。鉴于房地产业与金融业之间特殊的交融关系以及它们各自在国民经济中的特殊地位,使得房地产金融往往成为宏观经济调控的主要切入点。