

## 第一章 房地产融资概述

随着我国经济体制改革的逐步深化和市场经济的发展,在住房制度改革的推动下,一个长期被忽视的行业——房地产业在我国迅速兴起。房地产业将是我国最活跃、发展最快的经济领域,并将逐步成为我国国民经济中重要的支柱产业。

房地产业的发展离不开金融业提供的融资支持。长期以来的经济实践和理论都证明,房地产业和金融业提供的融资服务是相辅相成、互为补充的。有人甚至将房地产融资对于房地产业的作用比喻为蒸汽机对于 18 世纪产业革命的巨大贡献。如何加快发展我国的房地产业,已经成为我国改革金融体制和发展房地产业的一个重要课题。

### 第一节 房地产融资的概念

#### (一) 房地产融资的概念

房地产融资是指发生在房地产经济活动中的,通过各种信用方式、方法及工具为房地产业及其相关部门融通资本的金融行为。广义的房地产融资与房地产金融的概念相同,指的是筹集、融通和结算资本的所有金融行为;狭义的

房地产融资则只是指其中的一个环节，即专指资本融通行。本书所指的房地产融资是狭义的融资行为。

房地产融资可以从不同的角度予以分类。

从房地产融资的资本流向看，可以分为融出资本和融入资本。融出资本者是房地产资本的供给方，融入资本者是房地产资本的需求方。房地产资本的供求关系构成了房地产融资的主要矛盾，是房地产融资经济分析的基本要素。

房地产融资还可依照融资对象分作内部融资和外部融资。其中，外部融资又可以分为主权性融资方式和债务性融资方式。

主权性融资方式是指融资者以出让一部分利润为条件而向出资者融资的行为。

主权性融资方式的共同特点是：

(1) 所融入资本是企业永久性资本，其资本使用方向不受限制；

(2) 出资者与融资者共同承担风险；

(3) 出资者参与利润分配；

(4) 融资程序较复杂，融资成本较高。如发行房地产企业股票就属于这种房地产融资方式。

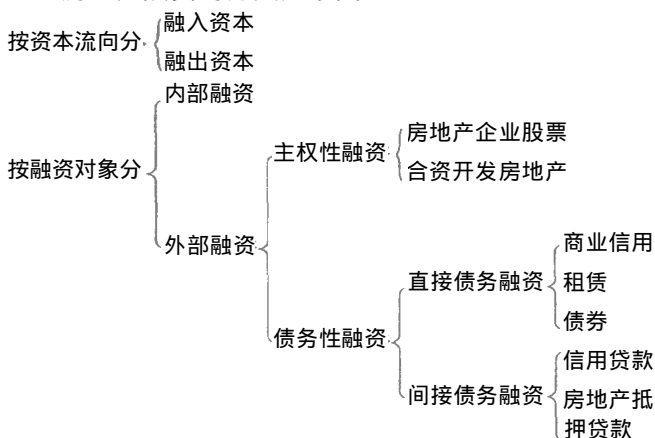
债务性融资方式是指融资者以还本付息为条件而向出资者融资的行为，又可以分为直接债务融资和间接债务融资。直接债务融资是指企业直接与债权人确定债权债务关系而获取资本的行为。商业信用、金融租赁、发行房地产债券等就属于此类方式；间接债务融资是指房地产企业通过各种房地产融资机构而融入资本的行为。如从房地产融资

机构凭信用借款或通过抵押、担保等形式借款等。

债务性融资方式的共同特点是：

- (1) 所融入资本不能永久使用，均要还本付息；
- (2) 债权人不参与企业利润分配；
- (3) 所融资本的使用方向上大多是受债权人限制的；
- (4) 融资程序较简便，融资成本较低。

房地产融资的分类如下图：



房地产融资也称“住房融资”这是因为住房是房地产的主要内容。美国房地产抵押贷款总额中，近 80% 是用于住房贷款而商业房地产仅占 20%。我国的情况与国外有所不同，我国的房地产融资是在两权分离的条件下进行的，即土地所有权在国家而所有权和使用权又适当分离从而使房地产产权形式有多种安排。

## （二）房地产融资的功能

现代经济的一个最大特点，就是信用从经济活动的局

部领域扩展到全部领域 形成信用经济 货币则是其中无所不在的主角，没有货币资本的支持，任何产业都将寸步难行 房地产业更不能例外。

### 1. 房地产融资与房地产业。

纵观世界各国 房地产业的活跃与繁荣 都离不开金融业的融资支持，而房地产市场则是金融业借贷资本的最大出路。房地产业同其他产业一样具有生产、交换、消费等过程。在这个过程中 资本的运动贯穿始终 客观上需要银行等金融机构为其提供资本融通服务。房地产业又不同于其他产业 具有生产周期长、资本占用量大、地域性强等特点，对金融的依赖性要大于其他产业，没有金融的参与是无法发展的。因此 银行自诞生之日起就以参与房地产融资业务为己任。英国早在 18 世纪就创办了房地产抵押贷款的金融机构。在金融业的支持下 美国建筑业和房地产业在整个产业结构中所占比重极大 成为支柱产业。德国自 1929 年通过了《住房储蓄银行法》后 住房储蓄银行就作为专业银行在德国发展起来 到目前为止 全国已有 31 家住房储蓄银行。从 1970 年至 1985 年 住房储蓄银行发行的住房贷款累计达 6000 多亿马克，约占同期全国住宅投资总额的三分之一。截至 1988 年底 住房储蓄银行吸收存款 1270 亿马克，占全国各种储蓄存款总额的 20%。香港的银行等金融机构 普遍开展房地产融资业务 仅向香港当局的‘居者有其屋计划’提供贷款的金融机构就多达 62 家。到 1986 年底，银行和各类财务公司对房地产业的贷款达 837.64 亿港元，约占全港各行业银行贷款总额的 30.9% 居各行业之首。

新加坡房地产业在金融业支持下也很发达，250 多家房地产发展商接受的房地产贷款利率低 还款期限长 发放数额大，且获准贷款后，还可以免缴所有手续费或估价费。如果是首次购屋贷款 利率还可以折扣 条件相当优惠。新加坡银行的房地产业务，除了产业信贷外，还直接投资从事房地产开发经营，一些银行还设立子公司，专门从事房地产投资。

正因为房地产融资对房地产业具有如此重要的作用，有人将其比喻为房地产业的“血库”、“蓄水池”、“调节器”。

与此同时 房地产业的发展也推动了金融业的发展。从国际上的经验看，金融机构均把投资房地产业作为减少投资风险 提高经济效益和增强信贷能力的重要手段 金融业直接参与和投资房地产已是必然的发展趋势。产业投资的增长 需要金融资本的相应增长 这是资本结合的一个明显特征。一般说来 房地产市场越繁荣 房地产融资就越发达。不少国家都有完善的房地产信贷政策，有独立的房地产融资机构以及运转良好的房地产融资体系。而且随着房地产业的发展 房地产信贷业务增长迅速。在英国 城市住房所有者抵押贷款占其总贷款比例由 20 世纪初的 27.7% 上升到 70 年代的 60.6%。第二次世界大战后 美国在凯恩斯主义消费经济学指导下 负债运营的比重越来越大 其未偿还住房抵押贷款总量 从 1945 年的 270 亿美元 火箭般上升为 1988 年的 31510 亿美元，40 多年间增长了 110 多倍（见下表）。

## 1945--1988 年美国未偿还住宅抵押贷款

单位 亿美元

年 份	1945	1950	1960	1979	1980	1981	1988
未偿还住房抵押贷款	270	452	1630	10000	10974	16274	31510

资料来源:《中国房地产》1992.8 第 76 页。

在日本的政府主导型市场经济中,1985 年政府住房信贷占政府金融信贷的 25.4% 仅日本长期信用银行一家的不动产信贷就占全国银行业的 19.2%。在香港的自由市场经济中,银行信贷在整个房地产业活动中占有相当重要的地位。一项有关的统计表明,香港银行业对房地产业的贷款一般要占到同期全部贷款的 30% 以上(见下表)。

## 香港银行业的房地产贷款

单位 亿港元

年 份	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
银行贷款总额	1434.09	1873.21	2089.31	2209.06	2349.43	2707.29	3526.85
房地产贷款额	490.94	686.42	722.14	774.77	773.10	837.64	1053.20
房地产贷款占贷款总额比例(%)	34.20	36.60	34.60	35.10	32.90	30.90	30.00

资料来源:《香港经济与金融》第 193 页,中国金融出版社。

## 2. 房地产融资与经济增长。

房地产融资对一国经济发展亦有独特功能。一般地说,房地产融资涉及宏观经济现象的 4 个重要方面 即经济增长、经济波动、消费结构和收入再分配。

房地产业和金融业作为国民经济中的产业部门,不仅

相互支持 而且在宏观经济中呈一种共生增长状态。在宏观经济的区位结构中 有增长极的概念 指的是某一地区或城市经济迅速发展 从而带动整个经济的增长 在宏观经济的部门结构中 则有增长点的概念 指的是某一产业部门的迅速增长带动整个经济的增长。如果说 在一个房地产业较成熟的经济中 房地产业通过得到金融部门的融资支持 可以成为经济的增长点 那么 在一个房地产业刚刚起步 金融业刚刚由金融压抑转为金融深化的经济中, 不仅房地产业, 而且金融业及它们的融合——房地产融资业就更是经济中的增长点。

### 3. 房地产融资与经济波动。

房地产融资具有逆周期的性质, 它可以使经济平稳地增长, 从而在一定程度上具有熨平波动、平抑周期的作用, 是经济增长的内在稳定器之一。当经济增长处于低谷 市场萧条 产品积压时 房地产金融活动却继续增长 而在经济增长开始回升时 房地产金融活动则更趋活跃。房地产融资的这一特殊作用是与它所服务的对象——房地产业的经济特征相关联的, 短期经济因素对房地产业的影响相对较小, 只有整个经济状况才对房地产供求均衡起决定性作用。因此 房地产业与其他产业相比较 具有较强的抵御经济波动和通货膨胀的能力。因而 金融机构为在追求更高收益和尽量避免风险求得一个最优均衡, 总是在工商贷款与房地产信贷之间相机抉择, 不断变动其投资组合。在经济繁荣阶段 市场活跃 工商业产品供给不足 需求旺盛 工商利率猛增; 而房地产信贷利率一般较为固定且低于工商信贷利率,

这时金融机构更加偏好于工商利率，便大量卖出房地产，平抑市场价格，缓解供求缺口。在经济萧条阶段，市场冷落，工商业产品供给过剩，需求不足时，金融机构则会扩大房地产信贷活动的比重，大量购买房地产，以减少工商信贷下降带来的损失，防止价格暴跌和生产滑坡。从整个经济看，在经济萧条阶段，房地产融资活动的稳定增长有利于保障房地产投资的稳定发展，从而延缓了固定投资下降的幅度，抑制了经济的过猛下滑；在经济回升阶段，房地产需求趋向活跃，对房地产抵押贷款的需求增加，促使房地产投资规模率先扩大，带动整个经济更快回升。

#### 4. 房地产融资与消费结构。

房地产融资活动能够通过其储蓄功能调节居民消费需求的结构。所谓房地产融资的储蓄功能是指以下两点：

(1) 房地产融资以抵押信贷形式使居民在短时间内即可实现需要长期储蓄才会积累起来的现实购买力，大大减少了居民购房之前的储蓄时间，此谓替代储蓄功能。

(2) 居民在使用获得的抵押贷款购买房产以后，必须定期偿还借贷本息。对金融机构来说，则无异于获得了一个稳定的储蓄来源，对居民来说，则是在长期债务约束下的一种“准强制”储蓄，使居民一生大部分时间“套牢”在与金融机构的这种债务关系中。

房地产融资的储蓄功能在很大程度上改变了居民的消费需求结构：一方面，住房消费需求扩大，但又不至于负担不起；另一方面，其他消费需求特别是占相当比重的、需求弹性较大的高档消费需求受到压缩。这种消费需求结构的

变化意味着：房地产融资通过动员居民储蓄使居民成为自有住房的投资者，从而形成了房地产资本的良性循环，促进了整个房地产的发展，并进而带动相关产业的发展。

#### 5. 房地产融资与收入分配。

上面谈到房地产融资可以影响居民的消费需求结构，这是经济中的内在秩序。在政府部门的干预下，房地产融资活动也可以在一定程度上影响甚至直接调整国民收入在居民中的分布状态，即国民收入在房地产领域的再分配，这是经济中的外在学习。

由于中低收入者在任何一种经济中总是占居民中的绝大部分，因此，房地产融资应更多地面向中低收入者，以提高其使用抵押贷款的偿还能力，从而增加对住房的有效需求。同时，由于中低收入者的劳动密集程度要高于高收入者，向中低收入者倾斜的贷款策略也有利于增加就业，提高中低收入者的收入水平，进一步改善中低收入者的居住条件，从而形成整个住房发展的良性循环。事实上，大多数国家和地区都把向中低收入者倾斜贷款作为其房地产融资策略的基本内容。如香港实行的是向中低收入者倾斜的房地产融资策略，下表显示，占居民中 80% 的中低收入者在 1971 年获得政府住房补贴的 90.2%，而占居民中 20% 的高收入者仅获得 9.7%。当然，也有相反的情形，如智利，占居民中 80% 的中低收入者在 1969 年获得的政府住房补贴为 72%，占居民中 20% 的高收入者获得政府住房补贴的 28%，其中占居民中 20% 的最穷困阶层仅获得 9.6%，而占居民 10% 的最高收入阶层却得到 13.7%。

香港和智利住房补贴在各收入阶层分配的比较

不同收入者 占居民人数 的比重序列 (由高到低)	0-20	21-40	41-60	61-80	81-90	91-95	95-100	全部补贴占 GNP比重%
香港 (1971) (%)	17.1	26.4	25.6	21.1	7.3	1.7	0.7	1.9
智利 (1969) (%)	9.6	17.6	20.9	23.9	14.3	6.9	6.8	2.5

## 第二节 影响房地产融资的因素

由于房地产融资牵涉的因素众多 因此 房地产资本能否顺利流通 能否取得较好效益 要受各个因素及其相互关系的影响 从融资机构的角度看 可分为外部因素和内部因素。

### (一) 影响房地产融资的外部因素

影响房地产融资的外部因素是指外部客观环境对房地产融资造成的影响。在现代经济中 由于房地产融资与居民个人、房地产开发企业及有关经济部门都有某种直接或间接的关联，因而决定了房地产融资活动与客观外部环境的紧密联系，外部环境的宽松与否会直接影响到房地产融资的效果。由于房地产融资具有较其他一般融资更为复杂的特点，外部客观环境对其的影响比其他一般融资的影响更大 主要有：

#### 1. 居民收入水平。

相对于居民个人来说 房地产商品的价格是昂贵的 居民作为买方往往缺乏一次性付款的经济承受力。如果居民

收入水平与住房价格相差悬殊，那么居民根本不会企望通过融资购买住房。只有居民觉得其收入水平可以承受得起使用房地产融资带来的定期还本付息额，居民才会考虑房地产融资所带来的好处。如果居民收入水平足够高，则居民有可能根本用不着融资就直接用付现的方式购买住房。

## 2. 住房价格。

住房价格实际上是居民收入水平紧密相关的，但它又是一个独立的影响因素，是由房地产开发成本决定的。住房价格高，买方需要房地产融资的数额大，期限长；住房价格低，买方需要房地产融资的数额就较小，期限也可以相应缩短。

## 3. 房租水平。

如果房租水平很低，则居民宁愿租房而不愿借用融资贷款，从而避免还本付息的高成本。只有房租水平提高到一定程度，居民觉得租房不如买房合算，居民才会通过房地产融资取得贷款买房。房租水平越高，融资买房就越合算；房租水平越低，对房地产融资的需求就越小。

## 4. 通货膨胀水平。

在物价上涨、发生通货膨胀的情况下，融资需求方所需融入的资本量较大，而房地产金融机构则会担心融出的资本发生贬值，从而要求较高的代价，这就会给正常的房地产融资带来一定的困难。

## 5. 企业经营状况。

房地产开发企业是房地产融资的直接参与者。由于地产投资资本占用量大，运行周期长，因此，房地产开发企

业的资本在周转过程中存在时间上和空间上的矛盾。房地产开发企业几乎总是房地产融资的需求方，融入资本主要是为了补充资本的不足。在企业经营状况好的情况下，借入资本转入房地产开发企业在银行的存款帐户，通过购买、投资等活动参与房地产开发企业的资本周转，经过生产和销售过程，货币资本回流至企业，则能按时归还所借款项，房地产融资就能顺畅进行，并获得较好的收益。如果企业经营状况较差，预算约束较软，借入资本参与房地产开发企业资本周转后，则可能在某一生产环节发生沉淀，难以按时归还所借款项，由此影响房地产金融机构信贷资本的正常运行，或影响其他企业的资本周转，从而限制房地产融资取得较好的效益。

## （二）影响房地产融资的内部因素

影响房地产融资的内部因素是指房地产金融体系的内部要素。建设银行房地产信贷部和其他金融机构是我国房地产融资的主体，银行抵押贷款是我国房地产融资最主要的方式。信贷活动是银行的主要业务活动，贷款要根据中央银行宏观规划和现代商业银行的有关法规制度，由银行信贷人员具体办理发放和收回，因而金融体系内部完善与否必然影响信贷活动。同时，银行信贷活动又与接受抵押贷款的居民个人和企业经济活动密切相关，金融体系内部完善与否又会影响到个人生活和企业资本周转，从而影响到融资活动。

影响房地产融资的内部因素主要有：

### 1. 房地产金融体制和信贷体制。

之所以将房地产金融体制和信贷体制列入影响融资的内部因素 是因为现行的房地产融资体制还不完善。这一不完善表现为专业银行的基层单位没有资本运用的自主权，从而影响银行和职员的积极性。随着现代商业银行制度和现代企业制度的建立，各级银行的贷款活动将逐步走向规范化，房地产金融机构可以在贯彻宏观金融规划的前提下，独立自主地运用信贷资本，由此会促使房地产金融机构相机抉择搭配最优资本组合。

#### 2. 首次付款比例。

房地产对于居民个人来说 价格相当高 如果首次付款比例太高，则很多人根本付不起；如果首次付款比例较低，如 10—20% 那么前来问津的人要多得多。

#### 3. 贷款年限。

房地产抵押贷款的期限越长 如 20 至 30 年 则需求抵押贷款的人越多 抵押贷款的期限越短 则前来问津的人越少。

#### 4. 抵押贷款的利率水平。

利率是资本的租金或者说价格。如果利率水平太高 则使用抵押贷款者所需还本付息的成本就越高，需求抵押贷款就减少 但利率水平也不能太低 比如存贷款利率出现倒挂即负利率 则会使房地产金融机构失去利益来源 特别是利率水平低于物价上涨幅度时，则房地产金融机构就会遭受贬值的损失 这种损失又难以用所得利息抵补。上述两种情况都会影响房地产金融机构的融资积极性。

## 第二章 房地产融资机构

房地产融资业务具有繁杂分散，经营成本高，借短贷长，政府干预色彩较浓等不同于一般工商业信贷业务的特点。这些特点要求房地产融资业必须由专门的房地产融资机构经营。房地产融资机构是房地产融资体制的骨架。大凡房地产融资业较为发达的国家和地区都拥有大量的、不同类型的房地产融资机构及其完善的组织体系。

### 第一节 国外房地产融资机构的类型

房地产融资机构的类型或组织管理体系，在世界各国是不尽相同的。按是否由政府所有可以分为政府房地产融资机构和非政府房地产融资机构。按业务范围划分类型可以分为专营房地产融资机构和兼营房地产融资机构。由于非政府房地产融资机构包含在专营和兼营机构里面，因此只就政府、专营和兼营房地产融资机构进行介绍和分析。

#### （一）政府房地产融资机构

为支持房地产业的发展，各国政府不仅给予其税收上的优惠和各种补贴，而且还专门成立了专门的房地产融资机构。下面分别介绍美国、日本、新加坡、巴西等国的房地产

融资机构。

### 1. 美国。

美国的政府房地产融资机构主要包括：联邦住房管理局(Federal Housing Administration 简称 FHA)、退伍军人管理局(Veterans Administration 简称 VA)、全国抵押贷款协会(Federal National Mortgage Association 简称 Finnie Mac)、政府全国住房抵押协会(Government National Mortgage Association 简称 Ginnie Mac)、联邦住房贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation 简称 Freddie Mac)、联邦住房贷款银行(Federal Home Loan Bank)、联邦储蓄和贷款保险公司(Federal Savings and Loan Insurance Corporation 简称 FSLIC)、联邦存款保险公司(Federal Deposit Insurance corporation, 简称 FDIC)。

联邦住房管理局和退伍军人管理局是美国房地产抵押贷款市场的担保机构，它们主要在初级市场上为个人住房抵押提供保证或保险，充当无条件偿还贷款的担保者。联邦住房管理局成立于 1934 年，主要为居民的住房抵押贷款在规定的额度内提供百分之百的担保，申请抵押贷款者须按未偿还贷款额的 0.5% 支付保险费，作为住房购买者可能的违约担保。退伍军人管理局成立于 1930 年，它主要为退伍军人家庭购房抵押贷款提供一定比例的担保。70 年代以来，联邦住房管理局贷款和退伍军人管理局贷款一直呈上升趋势，这对于稳定初级市场，促进低收入家庭购买住房发挥了重要作用。而全国抵押贷款协会、政府全国住房抵押协

会和联邦住房贷款抵押公司则组成了一个二级市场的经营体系。第二次世界大战以后，美国房地产融资体系得到了空前的发展，抵押贷款资本的供给和周转迫切要求打破房地产抵押贷款二级市场。全国抵押贷款协会是 1938 年由议会创立的，1968 年转为私有公司，主要经营房地产抵押贷款的买卖，包括联邦住房管理局贷款、退伍军人管理局贷款和常规抵押贷款。长期以来，全国抵押贷款协会主要是靠发行短期证券，主要是债券，来筹集资本。然后用来购买贷款，其利润即来自于两者的差额。80 年代以后，它开始提供其他金融服务以增加利润，比如为抵押担保证券（MBS）提供担保。政府全国住房抵押协会创立于 1968 年，主要为联邦住房管理局贷款和退伍军人管理局贷款的证券化提供担保。政府全国住房抵押协会不购买贷款，而是发行担保书。联邦住房贷款抵押公司创立于 1970 年，隶属于联邦住房贷款银行系统，其经营方式与全国抵押贷款协会相似。

联邦住房贷款银行系统是由联邦住房贷款委员会及其下辖的联邦住房贷款银行（FHLB）、联邦储蓄和贷款保险公司（FSLIC）组成的。该系统通过聚集成员的存款和认股款及在金融市场上发行债券或借款两种主要方式筹集资本，并以借款、贴现的方式向成员提供资本。它在调节二级市场，保证房地产资本供给及加强抵押资本流动性等方面发挥了重要作用。

## 2. 日本。

日本住房金融公库成立于 1950 年，是日本政府为促进住房建设和融通长期低息的房地产资本设立的一个公共机

构 其资金来源主要是日本信托基金局的借款 而其提供资本的主要对象是个人住房和出租住房。另外 金融公库对高龄者、有身残同住者、节能和高层建筑给予优待。1950 年至 1989 年，公库贷放给住房的资本资助了约 892 万户家庭，大约相当于全日本自有住房的四分之一。公库的主要作用是 第一 向房地产商和其他组织提供低息贷款 以此来调节房地产市场的价格；第二，向购建房者提供长期低息贷款 以鼓励自有住房的发展。

### 3. 新加坡。

新加坡的中央公积金局统一管理公积金，为住房建设提供了主要的、稳定的资金来源。

### 4. 巴西。

巴西的全国住房银行成立于 1964 年 该银行充当了住房发展的中心和房地产融资系统中央银行的角色。全国住房银行不直接经营住房建设、投资、建造和住房买卖 而主要通过金融中介机构 并通过它们向居民提供住房信贷 实施住房发展计划。1966 年，巴西创设了社会保障计划——就业保障基金会。全国住房银行就担负起经营和保管就业保障基金的任务。目前 该基金已成为全国住房银行的主要子资金来源。

从以上对几个国家政府房地产融资机构的简单介绍，可以看出其发挥的作用有以下几点：

(1) 筹集和融通长期性的房地产资金；(2) 为实施国家住房政策提供金融支持；(3) 监督和协调其他房地产融资机构的运营；(4) 资助中低收入家庭以改善其居住条件。