

# 投资管理实战 ——新地产策略

华伟等 编著

编委会

主任：华伟

副主任：王新军 樊海林

参编人员：胡晓勇 冯斌

周燕玲 苏小波

# 引 言

房地产业作为国民经济的基础性产业和主导产业，通过其关联效应和扩散效应，能直接或间接影响前向和后向关联产业的发展。考虑到中国房地产业发展相对薄弱的基础，以及数量惊人的现实与潜在市场需求，在未来相当长的时期中，房地产业有充分的理由成为中国经济的强力引擎。

然而，不容忽视的是，房地产业强大的产业关联性是一把锋利的“双刃剑”。换言之，房地产业对国民经济的推动作用和破坏作用都很突出。如果房地产业能够保持合理的速度持续发展，将促进经济稳定均衡地增长，从而成为中国通向繁荣之路。但是，房地产业又是一个风险性高，而且是一个市场供给弹性相当弱的产业，如果房地产业在较长的时间内发展失控，就可能引发严重的泡沫经济，对国民经济造成重大危害和损失。

1998年以来，中国房地产业正在经历一个令人难以置信的持续景气周期，市场持续升温带来了一些不容忽视的弊端。一方面，影响了人民生活水平的提高，助长房地

产泡沫和拉大了社会贫富差距；另一方面，持续上升的居住成本，恶化了一些城市的投资环境。此外，还使城市化战略的实施效果大打折扣。由于房价过高，一方面进城务工的农民中大多数买不起住房，无法在城市定居，城乡“二元结构”难以消除，从而阻滞农村的改革与发展；另一方面部分最终留在城市的农民中，极大多数只能居住在相对简陋的住房，也将导致城市贫困阶层扩大，进而形成新的“二元结构”。

目前，中国的房地产业发展已经进入高度的“敏感区”。政府已经致力于房地产行业的“降温”工作，特别是2004年以来，一系列调控措施的出台加剧了房地产市场的变化，房地产行业洗牌在所难免。政府宏观调控新政策出台会使相当一部分房地产商无法获得或不能及时获得开发贷款，这对于主要依靠项目贷款和期房销售来维持项目运作的房地产商而言是一个严峻的考验；同时，协议出让土地的废止将加速迫使拥有地块而无力开发的房地产企业抛出地块，这也将调整房地产行业内的资源配置。在此条件下，房地产业内的品牌整合将成为一个重要趋势。

尤其需要关注的是，房地产业是一个资金密集型行业，房地产开发融资方式的优劣，直接影响着融资成本的大小，也关系到房地产企业的竞争力。因此，如何通过多渠道的融资活动来满足开发对资金的需求，不仅是房地产开发企业所面临的一个迫切需要解决的问题，也是防范金融风险的一个重要方面。受历史影响，我国房地产资金体系存在着融资渠道单一和股东成分单一的缺陷。随着房地产业的发展，特别是2003年的房地产投资已达到11000

多亿的巨大规模，有必要对中国房地产金融体系和市场运行格局进行全面的反思。

基于以上背景，本书旨在追溯中国房地产业的发展轨迹，通过对当前宏观经济走势的把脉，对中国房地产行业战略转型的必然性进行揭示，同时探讨了政府对房地产行业进行调控的逻辑主线。特别是系统分析了房地产业发展与金融体系的紧密关联性，分别就财政政策、商业银行、证券市场、房地产信托与投资基金以及住房抵押贷款证券化等金融分量对于房地产业的影响进行了深入讨论。

可以认为，21世纪的房地产开发商将是“得金融者得天下”，房地产企业必须通过资源整合以为可持续发展做准备。面对融资的压力，房地产行业迫切需要金融模式的创新，运用基金、信托、证券化等多种形式来筹集资金。

此外，在企业和产业运作层面上，本书还重点就房地产企业的品牌运营，房地产交易制度、住房政策的制定实施，都市产业的协同，城市基础设施投资运营，城市化的辐射以及都市圈对区域房地产市场的影响等方面作了专题梳理。

总之，肩负新世纪经济起飞和民族复兴的伟大使命，面对日趋动态的经济环境，如何未雨绸缪，总结有关历史经验教训，对中国房地产市场进行有效的宏观调控和适度推进金融创新，并在根本上提升各级运营层面的效率，从而促进中国房地产业乃至整个中国经济的可持续发展，是本书的核心命题。

# 目 录

- 专题一 我国房地产业发展沿革 /1
1. 房地产业暴利时代的逻辑 /2
  2. 对我国房地产行业的现状素描与前瞻 /12
- 专题二 房地产行业战略转型 /17
1. 宏观经济的脉搏 /17
  2. 扩大内需的杠杆 /20
  3. 战略转型：房地产行业的必由之路 /27
- 专题三 宏观调控的新篇章 /33
1. 宏观调控的源头 /33
  2. 解读当前的宏观调控政策 /39
  3. 一个“供需联动”的宏观调控模型 /45
- 专题四 房地产业发展的金融命脉 /49
1. 人民币汇率与房地产行业预期的共振 /49
  2. 财政分权的影响 /62
  3. 利率的效应 /73
- 专题五 商业银行改革与房地产业的自由度 /82
1. 商业银行改革的序曲 /83

2. 不良资产的诱惑 /85
  3. 商业银行诠释房地产业的自由度 /91
- 专题六 房地产企业与证券市场的接轨之路 /98
1. 房地产企业证券融资的背景 /98
  2. 债券融资和股权融资：房地产企业的选择 /107
  3. 再融资：房地产上市公司的难题 /111
  4. 房地产企业证券融资方式的创新 /116
- 专题七 房地产信托与投资基金的对话 /120
1. 房地产信托：以公众的名义 /120
  2. 房地产产业投资基金的用武之地 /127
  3. 他山之石：美国房地产产业投资基金的神话 /131
  4. 我国房地产产业投资基金的蓝图 /134
  5. 精瑞基金：一个案例的剖析 /137
- 专题八 住房抵押贷款证券化：一个有待实践的创新 /140
1. 概念的分解 /141
  2. 原理的阐释 /143
  3. 经验的参照 /151
  4. 障碍的认知 /158
  5. 路径的抉择 /160
- 专题九 房地产企业品牌价值的提升 /162
1. 品牌之剑 /163
  2. 穿越品牌运营的价值通道 /170
  3. 走出误区 /174
  4. 上海国际丽都城项目分析 /180
- 专题十 房地产交易的制度保障 /185
1. 我国土地交易制度的演化 /185

2. 网上备案：房地产交易制度的信号 /195
  3. 蓬勃发展中的二手房市场 /199
- 专题十一 住房政策的标杆 /204
1. 房价理性的回归 /204
  2. 机构投资者的需求砝码 /209
  3. 住房公积金制度的视角 /211
- 专题十二 都市产业的协同 /222
1. 都市圈的营造 /222
  2. 三大都市经济圈的崛起及比较 /225
  3. 都市圈战略下的房地产市场 /231
- 专题十三 城市基础设施投资运营 /235
1. 城市基础设施的发展轨迹 /235
  2. 公共物品与政府功能的定位 /239
  3. 基础设施投融资改革运作方案和保障机制 /247
  4. 基础设施的民营化路线 /254
- 案例一：上海城市投资建设总公司 /260
- 案例二：上海申通集团公司的改革和创新 /273
- 专题十四 城市化的辐射 /283
1. 走向前台的城区综合开发 /283
  2. 社会效益与经济效益平衡：一个经典的案例 /287
  3. 都市商业街的吸引力 /301
- 案例三：四川北路和静安南京路 /302
- 专题十五 都市圈与区域房地产市场：长三角的视野 /330
1. 长三角都市圈：兵家必争之地 /330
  2. 上海：长三角的桥头堡 /334
  3. “温州购房团”：成也“萧何”？败也“萧何”？ /336

4. 上海房市：泡沫危机？ /341
  5. 浅池何妨有蛟龙——温州的故事 /344
- 参考资料 /351

## 专题一

# 我国房地产行业发展沿革

20 世纪末以来，中国房地产业经历了一个令人难以置信的持续景气周期，市场持续升温引发了人们对房地产业暴利的批判。仅从行业平均利润率方面进行比较，我国房地产业往往要高于其他行业 3~6 倍，甚至一些开发商的利润率高到令人叹为观止的地步。然而，为了实现房地产业的可持续发展，房地产业暴利时代的终结是一个必然的趋势。基于对房地产暴利形成原因的解析，要从根本上引导房地产行业的健康发展，必须对政府、银行和房地产企业三方的行为加以制度上的规范和观念上的更新。我们必须直面房地产业发展的现实，避免在下一轮发展过程中继续透支未来的成长空间。

## 1. 房地产业暴利时代的逻辑

近年来中国房地产业持续高速增长，成为促进消费、扩大内需、拉动投资快速增长，保持国民经济持续快速发展的重要支柱产业。2003年，我国房地产开发完成投资首次突破1万亿，同比增长29.7%，高出同期固定资产投资增幅（26.7%）3个百分点。

在中国房地产业高速增长的背后，有着强大的利益驱动力，我国房地产开发企业的一般利润水平在成本的15%~30%，远高于一般行业5%左右的平均利润率。

### 1.1. 房地产业暴利的根源

#### 1.1.1. 政府的短视行为

我国房地产市场的持续升温甚至过热，很大程度上是地方政府为了追求地方经济的高速增长所致。究其原因，在于我国现行体制下，地方经济的增长与地方官员的政治命运和隐性经济利益直接相关，所以地方官员都有加速经济增长，直接干预经济建设的冲动。房地产业对地方官员的吸引力至少有三个方面：第一个是房地产业的发展最能带来短期的经济繁荣。因为房地产业与其他产业不同，它不需要太多技术和管理经验积累，依靠政府廉价的土地供给和银行信贷的支持，在短期就可以快速发展起来。而且房地产业的发展对上下游产业的拉动很大，房地产业一活跃，其他相关产业也就跟着活跃起来。第二个是房地产业的发展是看得见的经济发展。一个城市市容的改善和当地

居民其他生活条件的改善相比，给人的影响要直接得多，深刻得多，最容易反映地方官员的政绩。我们到一个新的城市，一般总是从它的城市建设来判断它的经济发展水平，很少有人会去考察当地居民的实际收入、受教育水平、平均寿命等指标。所以从某种意义上说，整个房地产业的发展就是地方政府形象工程的一部分。第三个是出让土地使用权既可以短期内大量增加地方政府的财政收入，又可以给部分官员带来大量的租金收入。土地使用权的期限从40年到70年不等，但所有的税费是开发商一次缴清，所以很多地方政府为了增加短期内财政收入，都大量透支未来，一些城市这几年把未来几十年的土地开发量都用光了。在土地交易过程中，大量采用协议转让的方式，存在很多的黑箱操作和寻租行为，这也是地方政府积极支持房地产市场超常规发展的重要原因。

根据以上分析，我们发现，正是中央政府和地方政府的改革过程中的政策漏洞和利益诉求，为房地产行业提供了获得暴利的空间。

从开发商的角度看，由于中央政府土地制度的改革中，政策和财务等方面的不对称和不透明，造成了土地和资金的暗箱操作和官商结合，其实这是一个并不复杂的过程，即开发商通过政府关系拿到地——协议转让，一般只要交15%~30%的土地出让金就可以拿到临时土地证，然后开发商就可以向银行抵押贷款，并通过建筑商的垫资就可以开工，因此房地产开发的原始成本低廉。但是房地产行业在产品一头，随着住房制度的改革和住房商品化观念的深入人心，已经基本走向市场化，即房地产商品以市

市场化的价格进行销售。这样，对开发商而言，在土地垄断造成的不完全竞争和房地产产品的市场化之间，一个巨大的利益空间就产生了。

而从政府的角度看，很多地方政府把拍卖土地收入作为主要财政收入来源，同时政府需要有一定的政绩，搞形象工程，于是把获得的资金投入城市基础设施建设，客观上又抬高了土地价格。在这样的一个循环过程中，伴随的是房地产行业的持续升温，而其中给房地产开发商拿地创造条件的，正是政府从土地交易中获取资金的利益驱动力。

#### 1.1.2. 宽松的资金供给

房地产业由于其开发周期比较长，单个商品价值量比较大，所以开发和消费都离不开金融市场的大力支持，在我国直接金融发展比较薄弱的情况下，主要依靠银行信贷支持。银行信贷的软约束造成了房地产开发和消费的预算软约束，这是房地产市场容易过热的金融环境。银行把大量资金流入房地产市场有这么几个原因：一是在房地产价格上涨过程中，银行把对房地产企业贷款和居民购房贷款看成没有风险、收益稳定的一块肥肉。二是最近部分商业银行为了降低不良贷款的比例，拼命扩大信贷规模，想用新增贷款来冲低不良贷款的比例。三是银行的内控机制太差，风险意识薄弱，存在大量的违规违法行为。最近国家审计署调查出，上海某一家银行给一个客户的购房贷款就高达七千多万，从这一个案例就可以看出是银行信贷助长了房地产市场的投机。信贷的软约束，是国有商业银行改革的落后造成的，从根本上说就是银行资产的所有者缺位

造成的。

从资金成本的角度看，由于我国商业银行的利率还没有市场化，在经历了央行的九次降息后，银行贷款利率相当低，为房地产企业利用银行资金开发提供了方便，减少房地产开发的自我资金储备，这意味着开发商的毛利率的上升。

### 1.1.3. 市场需求的不断释放

我国房地产行业的高速发展的最初动力，是住房制度从福利分房转换为货币分房即住房供应的市场化，由此所导致长期被压抑的住房消费需求迅速释放。而从当前的情况看，住房消费需求主要来自三个方面：一是居民住房消费的升级换代。在经济和收入持续增长的前提下，我国居民的住房条件急需改善，人们对房地产商品的消费要求已经越来越高。二是由于如火如荼的城市建设所造成的大量动迁居民。近几年来，随着城市化的进程，由各地的旧城改造和城市基础建设所带来的房屋拆迁保持了相当的规模。三是城市外来人口的购房。随着几个主要城市商业圈的形成，区域间开放和一体化程度不断提高，资本和人才流动的壁垒逐步消除，交通状况不断改善，这使得较大规模的异地购房从可能转换为现实。

从购房投资性需求的角度看，近几年我国居民的收入水平大幅上升，居民存款余额日益庞大，而另一方面，由于我国投资渠道狭窄，在股市走弱而且储蓄的实际利率为负时，居民也逐渐开始把房地产作为重要的投资工具。于是，目前居民购房的投资需求正日渐显露，投资需求对消

费需求的比重不断上升。同时市场经济的纵深发展，金融化程度的不断提高，居民投资意识的逐渐增强，又支持和推动投资性购房的规模扩大。

导致房地产行业喷发出巨大的消费能力和庞大的市场需求的另一个动力，是住房抵押贷款等金融工具的推波助澜。自从1997年4月中国人民银行颁布《个人住房担保贷款管理试行办法》，对住房抵押贷款的具体操作作了详细规定后，我国的个人住房消费信贷得到了迅猛的发展。从1997年到2003年的个人住房抵押贷款余额分别为281亿、710亿、1576亿、3684亿、6380亿、8260亿和11780亿元。金融工具的创新和完善，为消费者购房提供了方便。在长期的持续旺盛的房地产市场需求的支撑下，房地产开发企业得以迅速将房地产产品转化为企业的高额利润。

从以上三个方面，我们发现，开发商的投资模式确实是“四两拨千斤”，在土地、贷款、垫资、预售等一系列政策的宽松和倾斜下，一个房地产项目往往只需总投资额的30%甚至更少，就可以运作起来，而房地产产品面对的又是卖方市场，这样的投资又怎能不是暴利呢？

## 1.2. 暴利时代的终结

然而，随着2002年以来过热的房地产业的持续升温 and 蔓延，中央政府加大了对房地产市场的监管，政策频出，使得本来热火朝天的房地产市场感觉到了阵阵寒意。不少开发商感叹，房地产暴利时代结束了，房地产市场的冬天似乎又要来了！

其实，不管房地产市场的冬天是否真的来临，有一点可以肯定，房地产行业的暴利时代确实终结了。

首先是土地政策的紧缩。国土资源部于2002年上半年发布了在当时被称为“土地革命”的11号令，明确规定对于商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖、挂牌等方式出让国有土地使用权。而2004年3月31日，国土资源部、监察部联合下发了71号令，要求各地必须在2004年8月31日前，将协议出让经营性土地使用权的历史遗留问题处理完毕，对8月31日以后仍以历史遗留问题为由，以协议方式出让经营性土地使用权的，要从严查处（即8.31大限）。这两个政策的颁布和执行到位，改变了房地产行业的游戏规则，让房地产企业都站在了同一个起跑线上，使得房地产市场的竞争更加公开透明，将促进一个公平、公开、公正的土地交易市场的形成，减少土地交易的中间环节，杜绝土地交易中寻租行为的发生。

二是房地产开发商资金链的收紧。从银行信贷资金供给看，央行在2003年6月发布的121文件规定，商业银行房地产贷款与总贷款余额比不得超过30%；2003年9月和2004年4月央行连续两次提高存款准备金率，从总量上又减少了金融机构的可贷资金。从开发商自有资金角度看，2004年4月27日，国务院发出的通知，把房地产开发项目资本金比例提高到35%以上。提高资本金比例对房地产开发商来说，加大了企业的资金压力，同时加大了企业的开发风险，让企业在项目开发上更加谨慎。

三是房地产市场需求的降温。121文件已经提出了要

进一步加强个人住房贷款管理：商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放个人住房贷款；对购买第二套以上住房的，应适当提高首付款比例并缩短还贷年限。这对于控制投机需求、控制投资需求、促进消费需求起到了极大的作用。同时，购房者对房地产产品、法律和政策等相关因素的了解和把握也越来越深入和练达，消费者、开发商、监管部门在斗争和博弈中携手成长和成熟起来了。产品的极大丰富，按揭贷款和预售条件的严控，无论是主观上和客观上都会造成持币待购现象，在总量饱和和差异竞争的双重压力环境下，中国的房地产市场必将逐渐进入买方市场。

综上所述，我们应当清醒地认识到，过去那种廉价、充分的资金供应市场已经结束，拿地、抵押、开发、卖房这一简单的一条龙赚钱方式今后很难继续。信贷的收紧，增强了供给方，即房地产开发商使用资金的安全性，实力强大的开发商自然在抗风险能力方面也相对较强。因此，当一系列政策组合拳打出之后，房地产市场优胜劣汰的整合过程将进一步提速，禁不起重拳自然会早早出局。房地产业过去那种负盈不负亏的局面已经一去不返，整个行业进入门槛的提高，增强了抗风险能力，改变了游戏规则，使房地产业步入健康供给、扩充需求的新时期。

### 1.3. 一个终点和起点的反思

通过对房地产暴利时代终结原因的剖析，要从根本上引导房地产行业的健康发展，必须对政府、银行和房地产企业三方的行为加以制度上的规范和观念上的更新，具体

来看：

首先是地方政府的行为要规范。中央在十六届四中全会上提出要破除对 GDP 的迷信，树立科学的发展观，我认为这主要是针对地方政府的短期行为提出的。要破除对 GDP 的迷信，就必须改变仅仅依靠 GDP 增长来考核地方官员政绩的做法，建立一个政绩考核的综合指标，这个指标中，GDP 增长率固然是一个内容，但权重不能太大。在房地产市场中，政府应该以独立的第三方身份出现，建立市场运作的规则，并保证规则的实施。现在的地方政府既当裁判员，又当运动员，就不能客观公正的对待房地产业的发展 and 其中遇到的问题。规范土地市场是规范地方政府行为的核心内容。要建立一个公平、公正、公开的土地市场，尽量不采用协议转让的方式，而采用公开招标方式，这既有利于房地产市场的健康发展，又可以减少土地转让过程中的各种腐败行为。最近正在讨论出台试行的物业税，就改变地方政府的短期行为而言，应该有很大的积极作用。物业税将土地使用费等相关税费由土地转让时一次付清变成在使用期限内的分期付款，可以大大降低地方政府短期内大量转让土地、透支未来的动力，也可以保证政府有持久的财政收入，并享受土地增值带来的好处。

其次，银行业的改革刻不容缓了。由于银行系统的预算软约束造成房地产企业和地方政府的预算软约束，从而引发投资饥渴症，这不仅仅反映在房地产业中，近期整个钢铁、水泥、汽车等行业的过度扩张，都体现出这种性质的投资饥渴症。银行业改革的落后已经拖了其他改革的后腿。商业银行改革的重点是要改变所有者缺失问题，要给