

# 香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部  
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2007-47

2007年7月23日

\*\*\*\*\*

## 中國房地產調控、資本市場創新與 創建一個全民共享的社會體制

上海證券交易所研究中心 陸一<sup>1</sup>

一開始，我是把 REITs 當作一個市場產品創新的研究做的。但深入下去以後，發現與我國的基金制度和立法缺陷相似，圍繞在 REITs 這個類似於投資基金的東西周邊的諸多因素已經不僅僅是一個市場產品的問題了，它還牽涉到一個更深層次的體制目標問題。

當中國的房地產業在市場化的一開始就承擔了擴大內需和保證經濟增長速度的政治目標時，房地產業在市場化的過程中就超越了單純自住的商品屬性，開始具有了投資價值和投機功能。

當房地產在一定的經濟發展階段，除了它自己居住的功能外具有了投資保值和增值的功能時，一個國家所需要的健康的房地產市場，也就不再僅僅是一個產品市場，它已經成為一個產品與金融、

---

<sup>1</sup> 衷心感謝中國證監會研究中心王歐和上海證交所研究中心張衛東對本文的貢獻。

證券市場高度融合、互為表裡、相互促進和制衡的市場。同時，它又逐漸和養老、社保、全民共享等社會機制高度相關。

沒有一個經濟體在長期高速發展時期不伴隨著房地產市場的興旺和昇值的，問題是我們從房地產市場化一開始就沒有建立一個利益分享的機制讓全民來共同分享這種好處。這種體制目標的缺失也或多或少地體現在這 30 年的經濟改革和企業改革過程中，這就非常值得反思了。

因此，中國也許該從建立和諧社會的基點出發，謀劃創建一個全民共享的體制——讓全民真正能夠分享到經濟長時期高速發展所帶來的好處、分享到鉅額外匯儲備所帶來的好處、分享到股市和金融市場繁榮所帶來的好處、分享到房地產市場長期穩定上昇所帶來的好處……

而房地產市場的問題、REITs 的產品創新問題，恰恰可以在一個點上、在建設性的出路上開始重構這種原本就應該存在於中國共產黨和建設有中國特色的社會主義的基本教義中的體制目標……

這裡是這個系列報告的第一部分，共分三篇。

## 中國房地產市場調控成效取決於制度安排的創新 ——REITs 系列研究報告之一

### 一、為什麼中央政府的房地產調控政策無法及時奏效？

1994 年 6 月~1997 年期間，我國對房地產市場發展一直是加以限制的，其原因是房地產投資的失控直接導致了 20 世紀 90 年代的那一輪經濟過熱，出現了局部城市的房地產泡沫。因此，從 1994 年開始的宏觀調控將房地產列為重點，從那以後，不僅房地產企業的銀行貸款受到嚴格的限制，而且房地產公司的上市基本上也停止了。

但 1997 年的亞洲金融危機使國家對房地產的政策發生了很大

變化。在亞洲金融危機的衝擊下，我國的出口受到了沉重的打擊，經濟增長遇到了前所未有的挑戰。我國政府為了擺脫經濟緊縮的危機、確保 8% 的經濟增長率，鼓勵老百姓用儲蓄存款消費，採取了擴大內需的決策，全面房改就是其中重要的決策之一，中國商品化的房地產市場也自此真正起步。

在國務院“23 號文件”的推動下，住房制度改革以前所未有的速度推進。在取消福利分房的同時，開始鼓勵銀行開辦個人住房消費貸款業務，住房公積金貸款也在各地展開。對住房消費提供金融支持（鼓勵住房消費貸款並實行利率優惠）和稅收優惠（住宅的轉讓暫免營業稅和所得稅）的政策，使本來在未來數年乃至數十年的潛在購房行為都在短期內轉化為現實的購買行為。而且，按照當時的規定，只要購房者首付 20% 購房款便可以買到房子，銀行會將其餘的 80% 購房款替購房者支付給開發商。個人住房消費首付款的過低比例，更使得對住房的需求在短期內被驟然放大了五倍，房地產市場的平衡狀態被徹底打亂。這樣，房地產的需求被政策超前地製造出來，並在銀行的支持下進一步被放大。

在隨後幾年間，受到突然擴大數倍的市場需求的刺激，房價出現持續上漲，使房地產業成為一個高收益甚至是暴利行業，從而吸引了同樣被放大數倍的市場投資和投機力量投入到房地產開發和投資領域。結果是，房地產市場從開發和消費兩個方向都吸納了大量的銀行資金，金融風險不斷聚集和升高。目前，房貸總額已經高達 4~5 萬億元，約佔我國居民儲蓄存款餘額的三分之一。

政府在認識到過熱的房地產市場失控背後的金融風險和潛在危機後，從 2003 年起，陸陸續續採取了一系列“硬剎車”的行政調控措施，並在 2004~2006 年逐年加大了調控措施的力度。但是，在實際效果上，這些強力措施並沒有取得預期的目標。

以 2006 年的房地產開發投資情況來分析，在政府加強宏觀調控的背景下，房地產開發投資、商品房空置面積和房屋銷售價格依舊

逆政策調控方向而動，都保持著持續增長的態勢。根據國家統計局綜合司發佈的《國房景氣指數報告》，2006年1~11月，全國完成房地產開發投資16416億元，同比增長24%；完成商品住宅投資11550億元，同比增長28.4%，其中，經濟適用房投資526億元，增長10.4%。與此同時，商品房空置面積還在大幅上昇，房價還在持續上漲。《國房景氣指數報告》顯示，截至2006年11月底，全國商品房空置面積為12355萬平方米，同比增長7.9%，其中，空置商品住宅6723萬平方米，增長6.4%。而根據國家發展改革委員會、國家統計局發佈的最新調查數據顯示，2006年12月，全國70個大中城市房屋銷售價格同比上漲5.4%；全國房價全年平均上漲5.5%。<sup>2</sup>

表~1：2006年1~11月各行業城鎮投資比重

行業	製造業	房地產業	交通運輸、倉儲和郵政業	電力、燃氣及水的生產和供應業	水利、環境和公共設施管理業	採礦業	其他行業合計
比重	28%	23%	12%	9%	8%	4%	16%

數據來源：國家統計局網站。

在房價快速上漲或高位滯留的情況下，國內房地產開發投資快速增長的勢頭並未得到遏制，開發資金依舊大量涌入到房地產市場。根據國家統計局的數據，2006年1~11月，房地產業的累計投資額達到18213億元，較2005年同期同比增長28.1%，在全國城鎮投資總額中所佔的比重高達23%，僅次於製造業；而且同期，在全國房地產開發企業22764億元的到位資金中，仍以國內貸款的增長速度為最快，同比增長率高達44.9%，不僅高於利用外資41.1%的增長速度，更是比全部到位資金29.8%的增長速度和企業自籌資金22.2%的增長速度高出20左右個百分點。從國家統計局的這樣一組數據可以發現，儘管2006年以來國內房地產領域的宏觀調控力度不小，但是進入國內房地產市場的資金，特別是銀行資金不僅沒有減少，反而是增速更快。

<sup>2</sup> 《上海證券報》2007年1月20日。

為什麼在政府連續、密集、嚴峻的房地產調控措施下，仍然有大量的銀行信貸進入房地產市場，而且全國房價仍舊只漲不降、高位運行呢？

除了外匯儲備的快速增加造成被動性的貨幣供給增加，使得金融體系流動性進一步上昇，並為投資熱潮和資產價格泡沫提供了寬鬆的貨幣條件；除了我國將近 16 萬億元的居民存款和實際利率為負的活期存款利率，與我國房地產投資超過 15% 的年回報率<sup>3</sup> 之間形成的鉅大落差；除了人民幣昇值的預期刺激“熱錢”繼續涌入中國，<sup>4</sup> 外資房地產企業依託境外銀行和境外股東，大量借用外債，使外資房地產行業外債總量呈逐年遞增趨勢；除了其他未列舉的各種因素之外，還有一個非常重要的因素就是在我國的房地產市場，已經形成了房地產商、銀行以及地方政府之間的利益共同體，一損俱損、一榮共榮。

而《中國青年報》2007 年 1 月 22 日公佈的一項 2006 年社會專項調查結果也顯示，公衆認為造成目前房價過高局面的主要責任在於“地方政府缺乏調控的積極性”和“開發商過於暴利”。將這一結果與該項調查 2005 年的結果相對比，不難發現，除了開發商的因素依然高居第二位外，近三分之二的社會公衆已經開始把當前房價過高的原因歸結為地方政府的調控不力。與兩年前相比，公衆對房價能夠得到有效遏制的相信度，已經從 58.9% 下滑到 20.6%。而且，另據 2006 年中國人民銀行的調查顯示，居民購房意願在當年前三個季度持續下跌，創下僅有 17.5% 的居民在未來三個月內有購房意願的歷史最低記錄；第四個季度雖有微昇，但昇幅也僅有 0.3 個百分點。整個 2006 年度，居民購房意願更是較 2005 年下降了 2%。可見，供需失衡下的房價居高不下，已經開始損害本應具有支持國民

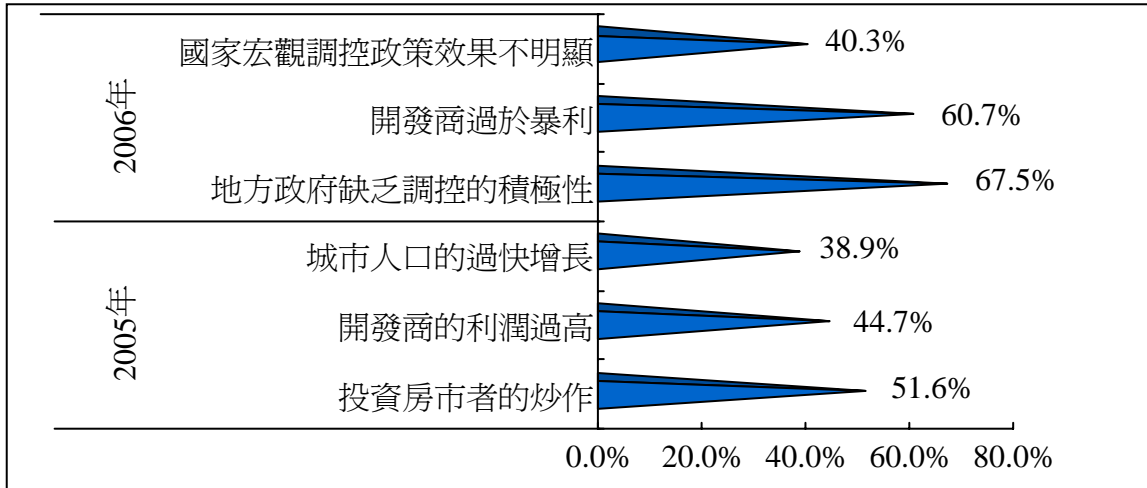
---

<sup>3</sup> 西方國家房地產投資年投資回報率為 5~10%。

<sup>4</sup> 2006 年上半年，外資房地產行業新借外債為 17.35 億美元，同比增長 203%。截至 2006 年 6 月末，外資房地產外債佔全部房地產外債的比例為 92.13%。

經濟增長積極作用的房地產業的健康發展。

圖~1：房價長期居高不下的責任何在：來自社會公眾的調查結果



數據來源：作者根據《中國青年報》社會調查中心聯合新浪網新聞中心、北京益派市場諮詢有限公司 ePanel 在線調查平臺的專項調查結果製圖。

## 二、為什麼房地產對銀行的依存度如此之高？

中國人民銀行《2006 金融穩定報告》道出了近幾年、特別是 2006 年政府房地產業調控措施失效背後的深層原因：

鑒於房價攀升和房地產信貸規模較大的情況，需要關注房地產市場波動帶來的潛在金融風險：一是宏觀經濟波動風險。房地產市場的調整會通過托賓 q 效應和財富效應分別影響投資和消費，進而對經濟增長和金融穩定產生負面影響。二是房地產價格下跌和房地產信貸下降的風險。商業銀行在發放房地產貸款時注重房地產的抵押價值，對借款人第一還款來源的資質審查不夠。當前房地產週期尚不明朗，如果房價出現較大幅度下跌，銀行自身持有的房地產抵押價值會降低，衝抵銀行自有資本，銀行資本的下降會使銀行減少對房地產業的信貸投放，推動房地產價格更大幅度的下降。三是銀行信貸損失風險。由於房地產貸款佔比較高，在當前國內資產證券化等金融產品缺乏的情況下，房地產價格下跌可能使房地產市場波

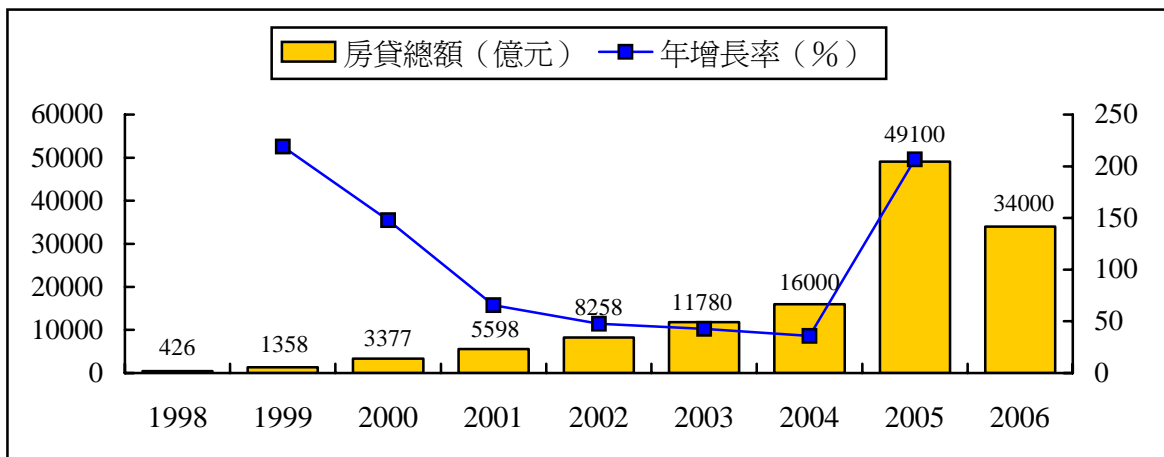
動風險高度集中於銀行體系，導致從事房地產金融業務的銀行出現呆帳、壞帳。

以上分析表明，在房地產價格、銀行信貸風險和政府經濟增長目標之間已形成了一個共榮共損的關係鏈，而房地產業在供需雙向上對銀行貸款的依賴度過高，更是其中關鍵性的一個環節。

截至 2005 年底，中國房貸總額佔 GDP 的比例達到 10%。雖然，這一比例在國際清算銀行（BIS）統計的亞洲六個經濟體中，只居第四位，遠低於新加坡的 61%、中國香港的 44% 和韓國的 26.6%；<sup>5</sup> 但由於中國 GDP 規模遠高於其他三個經濟體，根據國際清算銀行 2006 年 12 月 11 日發佈的季度報告，中國的房貸總額已居亞洲之首，高達 2270 億美元，七年間飆昇 115 倍。

儘管中央銀行已經動用了調高利率和準備金率的手段，卻仍然有大量的銀行信貸進入房地產市場，使得調整效果依然不明顯，有些地方房價不但沒有降下來反而逆勢大幅度上漲。這就表明，在反常現象的背後有更深層次的原因在起作用，而這便是前文分析中所指出的，在共榮共損關係鏈中的那個關鍵性鏈接，即我國房地產市場中單一的融資體制所造成的房地產業對銀行貸款的高度依賴性。

圖~2：1998~2006 年上半年我國銀行年度房貸總額及其年增長率



數據來源：作者根據公開數據製圖。

<sup>5</sup> 另外，泰國為 8.8%，印度尼西亞為 2%。

根據中國人民銀行 2005 年 8 月 15 日發佈的《2004 中國房地產金融報告》：我國房地產開發中使用銀行貸款的資金超過了 55%。上海的這一比重還更高。資料顯示：2004 年上海全市中資金融機構人民幣自營性房地產貸款佔到了全部新增貸款額的 76%，佔上海 2004 年新房銷售總額的 50% 強。2006 年中，北京銀監會要求各家商業銀行對於自有資金低於 35% 的房地產開發商不得貸款，禁止向未封頂的樓盤發放按揭貸款，立即就有大量的房地產開發商群起而攻之。這無疑說明，房地產開發商自有資金佔房地產開發總投資資金比例一般不會超過 35%，所用資金絕大部分來自銀行。

據業內和政府相關監管部門人士最為保守的估計，目前銀行資金至少佔房地產公司資產總額的 70%。房地產貸款已佔商業銀行新增貸款餘額的 20% 左右。在不少地方，銀行的信貸資金有 60% 甚至更多的比例流向了房地產行業。

中國人民銀行在《2006 金融穩定報告》中披露：2005 年末，16 家商業銀行對房地產企業的貸款餘額達到 10291 億元，比 2004 年增加 390 億元；房地產企業不良貸款餘額雖然比 2004 年減少 182 億元，但仍高達 916 億元。需求方面，16 家商業銀行個人消費貸款餘額為 20258 億元，比 2004 年增加 1772 億元；個人消費貸款不良貸款餘額為 518 億元，比 2004 年增加 184 億元。考慮到個人住房貸款佔個人消費貸款比例一般在 90% 以上的情況，這 16 家商業銀行 2005 年末的個人住房貸款餘額在 18232 億元左右。

以上數據說明，1998 年以來我國房地產投資和房地產市場需求的快速增長，基本上是建立在國內銀行貸款基礎上的。

而且，根據國家統計局的數據，2006 年 1~11 月，全國房地產開發企業累計完成房屋施工面積 17.62 億平方米，其中住宅面積 13.77 億平方米，平均每個中國人可以分攤一平方米。僅按每平方米 3000 元計算，買下這些新建住宅就需要四萬億元，要花掉中國居民



儲蓄總額的四分之一。另一方面，截至 2006 年 11 月底，全國商品房空置面積為 1.24 億平方米，同比增長 7.9%，佔用銀行資金也在數千億元上下。

由此可見，隨著近幾年來房地產金融在金融總量中所佔的比例越來越高，以銀行信貸為主的住房金融體系越來越顯現出風險增大的跡象。

### 三、是誰超前並竭澤攫取了應由 全民分享的房地產增長的利益

從中國金融體系的特徵來看，是以國有銀行為主導的間接融資體系。這種金融體系的優勢在於容易聚集與動員社會資源，但是這些資源的運作基本上是以政府為主導。房地產行業是經濟的支柱行業，也是地方政府著重發展的行業，同時還是銀行信貸的重要投向之一。在金融市場過於單一，銀行作為資金最主要來源渠道的情況下，房地產供需的實現也就只能主要依賴信貸資金了。

但是，問題並不僅僅在於我國的房地產業只有單一的銀行融資支持，以及房銀之間存在超高的相互依存度，問題的關鍵還在於，我國的房地產業一如我國的其他產業（包括壟斷和非壟斷的許多產業），沒有在將近 30 年的改革開放過程中，建立起公正合理的全民利益分享體制。那些應屬於全民分享的經濟成長好處、長期土地增值收益、房地產價格逐步上漲的利得，都在不到十年的時間內、更多地給佔全民比例少而又少的極少數人和機構佔據了！

首先，房地產行業使地方政府每年獲得了 5000 多億元的土地出讓金，使中央政府每年收穫了數千億元稅收。目前，地方基層政府的很大一部分收入就是出售土地獲得的。國務院發展研究中心不久前的一份調研報告顯示，在一些地方政府，土地直接稅收及城市擴張帶來的間接稅收佔地方預算內收入的 40%，而土地出讓金淨收入

佔政府預算外收入的 60% 以上。出售土地，除了使得各級政府獲得了投入到義務教育、公共醫療、社會治安等關係國計民生的重大領域所需的資金外，也造成在土地審批與出售過程中出現大量的設租、尋租現象和行賄、受賄案件。

其次，房地產行業為銀行機構提供了豐厚的貸款利息收入。根據有關統計數據，在當前的銀行體系下，銀行業對房地產的金融支持大約在 4~5 萬億元。如此鉅額的貸款數量每年可以為銀行業帶來上千億元的利息收入，這些收入已經成為銀行業的重要收入來源。統計數據也表明，與銀行貸款成為房地產開發投資的主要資金來源事實相對應的是，近年來房地產開發商的自有資金逐年下降。以上海為例，房地產企業自有資金比率 2001 年為 18.84%，2002 年為 17.53%，2003 年為 16.94%。<sup>6</sup>

第三，從 1998 年房改以來，在中國迅速形成了一個暴利的房地產行業。據《共鳴》雜誌介紹，在 2002~2004 年連續發佈的“中國十大暴利行業”排行中，房地產業三年蟬聯榜首。在 2004 年《福布斯》中國內地富豪榜上，前 200 人中有 64 人來自房地產行業；在前 20 名中，更有 11 位涉足房地產行業。而根據胡潤的“2004 中國大陸百富榜”，房地產富豪更是佔據“百富”中的 45%。來自上海的數據也表明，近年來房地產開發企業的自有資金利潤率居高不下，2001 年為 38.12%，2002 年達到 86.36%，2003 年為 74.24%，是同期社會平均利潤率的十倍以上。

而且，房地產行業暴利的產生，還是與企業嚴重的偷稅、漏稅行為並行的，這就更加引起社會公眾的不滿與對立情緒。一些房地產企業通過“虛開虛列成本費用、不按期結算項目成本、企業之間相互勾結虛開多開發票加大建築工程成本、價外費用和代收費用不計算在收入內、利用關聯關係轉移利潤”等惡劣手段，肆無忌憚地

---

<sup>6</sup> 直到 2004 年下半年，相關政策才硬性要求房地產開發企業（不含經濟適用房項目）的自有資金比例必須從 20% 提高到 35% 以上。

進行偷稅、漏稅活動，致使這個暴利行業在成為大批開發商及官員暴富源泉的同時，在繳納稅收方面卻變成了低能兒。2005年9月，國家稅務總局和《中國稅務》雜誌社聯合推出的“2004年度中國納稅500強企業排行榜”，其中“前300名內沒有一家房地產企業的名字出現”。

2006年11月6日的《市場報》報道，財政部發佈的《第12號會計信息質量檢查公告》顯示，2005年財政部組織檢查了39戶房地產開發企業，共查出資產不實93億元，收入不實84億元，利潤不實33億元，39戶房地產企業會計報表反映的平均銷售利潤率僅為12.22%，而實際利潤率高達26.79%。房地產企業存在嚴重的偷漏稅問題。在查處的案件中，房地產企業補交稅款都在上千萬甚至上億元。以深圳為例，2006年全市有60戶房地產企業被查補稅款1.1億元，比2005年增長五倍多。

第四，與上述情形形成鮮明對照的是，全民所有的土地開發以及在此基礎上快速發展的房地產業所產生的鉅額收益，只是為有限的機構和個人所享用，而沒有形成本該存在的全民利益分享機制。

在短短十來年的時間裡，在中國房地產行業已形成一個以開發商獲取暴利、銀行提供鉅額信貸支持、地方政府依靠出讓土地出政績開財源的利益共同體；但是，對城鎮居民而言，除了前幾年部分房價快速上漲時城市中的極少數居民買到了有增值空間的房子外，全國絕大多數老百姓沒有分享到房地產市場興旺發達的利益，沒有享受到相應的公共福利。面對居高不下的房價，公眾買不起房子，他們除了對未來生存保障產生焦慮外，對政府的房產調控也逐漸開始持悲觀預期。

國務院發展研究中心宏觀部發佈的《中國房地產發展狀況與發展趨勢預測分析》也認為，房地產投資雖然可以帶動住房消費、建材消費和耐用消費品的消費，以及建築工人特別是農民工的日常消費；但是，也會擠佔居民其他消費支出。根據我國居民邊際消費傾

向，每期還貸金額都將擠佔 70% 的相應消費支出。

剛剛過去的 2006 年，強勁的投資有力地拉動著國民經濟一路快速前行，在前三個季度 141477 億元的國民生產總值中，投資貢獻了 49.9 個百分點，而消費所佔比率僅為 35.7%。在 2006 年底的一次會議上，國家統計局總經濟師姚景源認為，“2006 年的最終消費率估計在 51% 左右，這將比十年前下降 10%。”老百姓用於購房的銀行貸款和個人積累，在房地產業高額利潤的擠壓下，除了為高企的房價“舉槓鈴”以外，還使得我國的最終消費率在房改進行了不到十年後下降了 10%，這無疑與當初以房改來擴大內需並保證 8% 經濟增長率的初衷背道而馳。

#### 四、化解中國房地產信貸風險需要市場產品、 市場機制和制度安排的創新

房地產業歷來是一個高風險行業，其對經濟週期的反應極為敏感：在經濟復甦時期，房地產業率先繁榮；但在經濟衰退時期，也最早受到打擊。歷史上，多次金融危機都與房地產投機有關。

20 世紀 80 年代中期以後，美國銀行業對房地產業的貸款連續保持 15% 左右的增長率，房地產貸款佔銀行總資產的比重從 1985 年的 15.71% 上升到 1990 年的 23.51%。1989 年美國經濟減速，局部地區出現衰退，房地產業隨即轉為蕭條。美國房地產業貸款最多的 100 家大銀行的逾期貸款由 1988 年底的 78 億美元增至 1989 年底的 120 億美元，逾期貸款率由 4.83% 上升到 6%。花旗銀行 1992 年就一次性註銷其對北美的房地產貸款呆帳 140 億美元。

1991 年 3 月，在東京證券交易所上市的日本各家銀行對房地產業的貸款餘額高達 49.9 萬億日元，比 1985 年 3 月增加了 1.8 倍，約佔這些銀行全部貸款餘額的 25%。房地產泡沫破滅後，地價暴跌，銀行的壞帳鉅額增加。僅 1993 年 1 月，住友銀行就註銷了它在房地

產熱時發放的 1000 億日元貸款。日本銀行業更是用了 12 年時間方才消化了這一時期形成的鉅額壞帳。

20 世紀 90 年代中期的泰國，由於商業銀行過度介入房地產業，致使泰國房地產市場嚴重供過於求。截止 1997 年金融危機爆發前夕，全國積壓的房屋已達 85 萬套之多，最終形成了高達 200 億美元的不良資產。

20 世紀 90 年代，由於資金鏈驟然斷裂，曾一度導致中國房地產泡沫破滅，使銀行揹負了鉅額的呆壞賬，教訓深刻。在 1993 年的房地產熱中，國有銀行直接、間接在海南省積壓的房地產信貸資金就達 700 億元之多；後來，其中的 80% 已成為呆帳，約佔當時國有銀行資本金的五分之一。根據有關部門調查，當時泡沫最盛時，全國銀行被套牢資金高達 6000 億元，這些年用於抵債的大量房產和土地還是當時留下的不良資產。

近年來，發達經濟體市場內發生鉅額不良房地產貸款的案例已經大幅度減少，這主要得益於不斷進步的房地產貸款風險管理技術、發達的房地產金融產品創新、有效的市場監管體系以及良好的全民利益分享制度。

反觀中國，個人住房貸款最近幾年超常規地發展起來，但銀行的風險管理水平卻鮮有突破。有學者指出，中國的銀行業是沒有個人住房貸款以及消費信貸風險管理經驗的。雖然，房地產市場在十年間超常規地發展起來，但用於分散住房貸款風險的資產證券化、信用衍生品等金融工具及其相應的制度安排卻遠遠沒有得到發展。更為關鍵的是，圍繞著房地產市場、金融市場和證券市場的產品創新、技術創新以及制度創新，仍然停頓在原地，使得所有的住房貸款風險都只集中由一個主體——銀行來承擔。

實際上，當房地產除了居住功能外，同時具備了投資保值和增值的功能時，一個健康的房地產市場，就不再僅僅是一個商品市場，而是已經成為一個與金融市場和證券市場高度融合、互為表裡、相

互促進和制衡的市場。同時，它也與養老、社保等社會公共福利制度密切相關，共同形成了全民利益共享的機制。因此，這就需要我們的制度設計者和政府決策者們從公共政策及公共福利的高度來研究、設計房地產市場的相關制度。

近幾十年裡，在國際發達市場體系中，與房地產有關的金融、證券市場機制有了長足的完善，出現了諸多制度和產品創新的成功實踐，已形成一整套較為完整的房地產金融市場體系。概括起來可以粗略歸納為以下幾個方面：

1、公開的證券市場（可分為一級市場和二級市場）——上市融資、併購、房地產投資信託基金（REITs）。

2、銀行間市場——房地產債券融資、房地產信託融資、房地產證券化、短期融資券。

3、銀行間接融資市場——房地產抵押貸款、項目融資、融資租賃、開發商貼息委託貸款。

4、場外交易市場——海外基金、聯合開發。

據我們觀察，任何一項產品的創新設計和制度建設，均在市場化的前提下體現出社會公共政策和公共利益的目標，那就是全民利益共享、保護公眾權益、促進更廣泛的民衆參與、限制壟斷和暴利、保證市場制度和信息的公開、公平和公正……，這些都是發達市場經濟體在房地產金融體制的長期演變過程中，始終沒有缺少、忽略和放棄的首要因素。

無論是房地產抵押貸款、房地產債券融資、開發商貼息委託貸款還是夾層融資，都利用金融槓桿放大了金融市場對房地產市場的資金支持，在房地產從消費產品轉化為投資產品過程中起到了重要作用。

而上市融資、併購，開創了房地產市場股權融資的渠道，使更廣泛的投資者參與到房地產市場來，既分擔房地產市場風險，又分享房地產開發收益，同時，更為行業的利益制衡和有效監管建立了

市場化機制。

至於房地產證券化，特別是 REITs 這樣的金融衍生產品，在引入了信託制產品結構、公司制管理和運作模式以及證券市場公開上市的高透明度與公眾參與的高流通性、一整套嚴格而又有效的監管制度等等要素之後，已經成為成熟證券市場中的一種具有長期穩定高回報的市場創新產品。

反觀我國的房地產市場和金融證券市場，在銀行信貸主導的狀況下，幾乎不存在健全而又暢通的全民參與、全民利益共享的其他房地產金融制度安排。儘管中央銀行多次表示，“將配合有關部門為開發商開闢多種融資方式，特別是通過股權融資、項目融資等方式，支持房地產市場健康發展。”可是在目前，房地產資產證券化僅局限於解決商業銀行的房地產貸款流動性不足的問題。而且，即便在銀行間市場上，上市的固定收益產品也存在交易量小、參與性不足、流動性不高的問題。

由於產業投資基金法遲遲沒有出臺，統一涵蓋各種基金類型的、更完整的、可以彌補當前基金法律制度缺陷的基金法也沒有提上議事日程，發展規範的公司制 REITs 就面臨現實的法律障礙。雖然，信託方式的房地產融資解決了利益制衡的矛盾，但又遇到了發行不超過 200 份的限制和流動性不足的問題。

雖然，2006 年以來已有超過 30 家公司通過收購上市公司或者上市公司定向增發收購關聯股東的地產資產，實現以地產為主的公司上市；而且，上報證監會的 100 多家定向增發項目中，有相當大一部分是房地產項目。但在目前，房地產公司上市，還是面臨上市門檻和成本太高、收購和借殼上市渠道不夠通暢、持續籌資手續繁瑣等問題。

就國際市場來分析，2005 年以來各成熟證券市場在房地產金融產品方面都在力推具有全民利益分享效果的 REITs 產品，歐洲大陸的兩大金融強國——英國和德國，均將 REITs 市場作為 2007 年的

重大發展目標。由於我國缺乏基本的法律和制度安排，REITs 還只停留在探討階段，甚至業內和學界對 REITs 的基本概念還存在諸多混淆。但是，市場需求與市場機會從來不會坐等制度建設的完備：一方面，境外資金通過各種方式增大了對中國房地產業的投資力度，境外市場也把爭取中國房地產資源作為發展本地 REITs 市場的重要內容；另一方面，境內各種號稱或借鑒 REITs 機制的變相產品已紛紛醞釀，或以變通的方式出臺。在這樣一種形勢下，我們既擔心境外資金與市場的介入，會使未來中國 REITs 市場的基礎大為削弱；更擔憂在缺乏制度保證和規範運作的情況下，各種變通做法，會使得這個在國外本已成熟的良好制度安排丟失產品內在的優勢特質，甚至是成為一種遠離產品設計初衷的“怪胎”，對未來“貨真價實”的 REITs 市場的健康發展形成損害和阻礙。

當國內諸多 REITs 需求者剛剛為收購內地物業在香港聯交所上市 REITs 的“越秀模式”而充滿希望時，2006 年 7 月建設部牽頭下發了針對外資的限制政策（171 號文件），規定“中外資投資內地房地產須在內地註冊公司”，這使得現在以及未來在海外發行的內地 REITs，都將難以直接收購、持有中國內地的物業。這就意味著，在內地不允許公開發行 REITs 的背景下，業界寄望於“海外曲線發行”的路徑也已被基本封死。

在房地產市場因畸形發展而成為衆矢之的的情況下，如何減少房地產市場對以銀行為代表的中國間接金融系統的高度依賴性，建立透明、公開、暢通、持續的市場融資和約束制度，形成全民利益分享的房地產金融與證券市場產品創新體制，使社會公眾在住房方面享有基本的公共福利，為普通投資者分享中國經濟持續發展和房地產持續繁榮的好處提供投資渠道，將是擺在政府、學者和業界面前的一個嚴峻而又義不容辭的任務。在需要加強糾錯式的市場調控措施的同時，我們同樣需要為房地產市場走上健康發展的軌道，大力推動市場創新、制度創新和產品創新。公共福利與市場健康的和



諧平衡，才是宏觀調控與市場發展的最終目標。

## REITs 在資本市場的創新價值 — REITs 系列研究報告之二

### 一、REITs 以商業和工業地產為主要投資對象

從國外成熟市場經驗來看，房地產投資基金的投資標的資產主要是具有穩定現金收益的成熟商用地產。

根據美國房地產投資基金協會（NAREIT）截止至 2006 年年中的統計，掛牌交易的 134 家權益型 REITs 中，投資於租賃住宅的僅佔 17%。（見表~2）

表~2：美國權益型 REITs 投資方向一覽表

權益型 REITs 投資方向	數量（2006 年中共 134 家）	百分比（%）
工業廠房和寫字樓	31	23
商業零售業用房	31	23
租賃住宅	23	17
多種經營物業	12	8
酒店式公寓和度假村	17	12
醫療保健物業	9	6
自助式倉儲	3	2
特殊用途物業	8	5

數據來源：美國房地產投資基金協會（NAREIT）。

另外，在 35 家（2006 年中）抵押型 REITs 中，由於主要投資於銀行的房地產抵押融資產品，因此投資於商業財產融資產品為 11 家，佔 31%；住宅融資產品為 24 家，佔 68%。

2006 年我國全國土地交易價格指數（工業倉儲用地）第一季度的價格指數為 104.5%，而全國土地交易價格指數（商業、旅遊、娛樂用地）第一季度的價格指數為 107%。2006 年前三季度商業營業用房投資完成額為 1126.7 億元，比 2005 年同期增長 15.6%。辦公

樓投資完成額為 413.4 億元，比 2005 年同期增長 13.6%。

與這種旺盛的投資熱情相伴的是，商業地產以做商業為主，追求的是長期租金收益，不是做住宅銷售，這種性質決定了商業地產項目需要一個長期的市場培育期，需要長期的收益獲得穩定的現金流，不能搞短期利益。目前，國內商業地產開發商已經逐漸意識到：應該將開發銷售模式發展為資產運營模式，不能一賣了之。但現實卻是，國內缺乏足夠的金融證券創新工具來解決這種矛盾。

在國內房地產開發融資渠道單一的環境下，商業地產開發項目對銀行信貸的依賴達到投資額的 75% 以上，很多開發商以住宅開發的名義獲得貸款，然後開發商業地產項目。

同時，為了解決長期投資與開發資金快速回籠的問題，國內開發商大多採用了產權式商鋪、產權式寫字樓和產權式公寓等等形式來出售進行變現。這種類同於住宅開發和銷售的模式，並不適用於商業地產的開發，已經產生了產權分散與整體經營效率低下的矛盾，將表現在住宅開發和銷售中的房地產泡沫引入了商業和寫字樓領域，加劇了我國房地產業面臨危機的程度。

與此形成鮮明對比的是，隨著以美式 MALL 為代表的大型綜合購物中心落戶北京、深圳等大中城市，中國零售業全面對外開放，幾乎所有的大中城市都已經或計劃建設大型的購物中心，這就為商業地產商的發展留下了鉅大市場發展空間。商業地產作為一種不同於傳統的商鋪租賃形式、以全面融合地產業與商業為特色，正悄然成為房地產市場的新寵兒。中國商業地產將掀起新一輪的投資熱潮，商鋪地產、購物中心地產、酒店地產、寫字樓、工業地產都將成為未來商業地產投資的亮點。

據世邦魏理仕集團 2006 年 8 月 16 日發佈的統計顯示，世界各大商業房地產市場租金率都在飛速增長。

調查表明，香港和倫敦的主要辦公樓用地租金較過去一年分別增加 37% 和 17%，而世界各大商業房地產市場也跟隨這兩大商業中

心，租金率急速增長。

香港方面，隨著空置率於 2005 年年中由 6.2% 下跌至 4.1%，租金叫價在過去 12 個月上漲了 37% 至平均 69.12 元。東京於年中極低空置率 0.6%（低於 2004 年度的 2.2%）刺激，平均租金叫價上昇 12% 至 148.17 元。

歐洲主要商業中心在租金方面也取得雙位數字的強勁昇幅。倫敦租金叫價按年上昇 17% 至平均 163.23 元，而馬德里也取得 17% 的昇幅至平均 43.18 元。倫敦和馬德里的空置率於 2006 年年中分別為 5.7% 和 8.2%。

北美方面，隨著空置率於 2005 年年中由 8.4% 下滑至 5.2%，多倫多的租金叫價於年中上昇 9% 至平均 24.58 元。紐約整個市場的空置率下跌 1.8 個百分點至 6.3%，並在租金叫價方面取得 7% 的增幅至平均 47.30 元。

中國商業聯合會日前發佈了《2006~2007 年中國商業十大熱點展望》報告，報告認為，2008 年前後我國商業地產開發將達到高峰，而超速發展、過度開發所導致的負面效應也將成為商業領域的熱點問題。

這份報告認為，目前，我國商業地產開發已進入高速發展期。據統計，近五年來，國內商業地產投資以年均 28.9% 的速度增長，開工面積以年均 28.4% 的速度擴大。

目前商鋪投資成為繼住宅投資後的另一投資熱點，但此份報告也向投資者發出了一個危險的信號：2005 年，全國商業用房的空置面積已經達到 3872 萬平方米，佔各類商品房空置總面積的 27.1%，空置面積同比增長 23.2%，增速比商品住宅的空置面積增速還要高出 7.5 個百分點。

2003 年，全國商業地產投資總額 1277 億元，比 2002 年增長了 36.83%；2004 年商業地產投資比 2003 年增長了 31.4%；而 2005 年 1~5 月份，全國商業地產投資同比增長 38.7%。業內權威人士表

示，同樣是投資購物中心，在美國的年回報率不到 5%，在東南亞可達 8~9%，而在我國，由於人民幣匯率升值、優惠政策等因素，回報率將會更高。

海外發展商們顯然對此有著相同的認知，而其進入內地的首選開發類型多是商用物業。

中量聯行最新報告顯示，2004 年亞太地區房地產投資總額是 483 億美元，其中 24% 來源於跨境投資，達 115 億美元，比 2003 年增長 146%。有關資料顯示，從 2004 年 9 月到 2005 年 4 月，海外基金在上海和北京兩地的投資總額已達 100 億元，幾乎全部在非住宅物業範疇內運作，包括商鋪、寫字樓、服務式公寓等商業物業項目。

業內人士表示，海外基金大舉進軍內地商業物業，主要緣於其具備豐厚的收益回報。據瞭解，在美國，投資房地產的基金年平均收益率為 6.7%，日本、新加坡為 4%，而在上海和北京，年淨收益率卻可以高達 20~50%。

《紅地產》2006 年 10 月份對海外基金投資中國商業地產項目進行了全面調查，發現最近五年海外基金在國內商業地產投資項目的建築面積總量超過了 120 萬平方米，其中上海、北京商業建築面積總量分別為 13 萬平方米和 42.3 萬平方米，依舊是投資重點。在規模上，建築面積在五萬平方米以上的大型項目佔到了項目總數的 29%，1~5 萬平米的中型項目佔 57%。僅 2005 年一年開發的商業建築面積就達到了 30 餘萬平方米，與 2001~2004 年面積總和相當。可以預計，未來幾年這一數字還會進一步增長。

運營良好的商業物業，成為國外房地產投資基金的收購對象。海外房地產投資基金的運營，主要依靠物業租金收益。北京 2006 年商鋪租金平均上調 15% 以上，一線商鋪增幅可達 39%，東方廣場位置最佳的商鋪，租金由 150 美元升至 300 美元。可以預見，隨著 2008 年北京奧運會的到來，海外基金對北京的商業地產充滿信心，

優秀的商業物業是其最好的選擇。

目前國家有關房地產業的宏觀調控政策主要針對的是個人住房領域出現的價格大幅上漲趨勢，防止可能的地產泡沫以及因房價上漲過快可能引起的社會不安定因素。而從 REITs 的固有性質和發展趨勢分析，個人住房資產不會成為主流標的物。這一點可以在我國房地產投資基金（REITs）的試點階段通過限制 REITs 所能持有的物業種類為成熟商用地產資產來實現。

另一方面，現行房地產調控政策的重點，是房地產開發階段地產開發商通過商業貸款將風險過度集中於銀行體系。而 REITs 主要集中於成熟物業資產的投資和管理，從海外市場經驗分析，房地產投資基金（REITs）將不能（也不應該）成為解決地產發展商開發階段融資需求的主要手段。

從以上兩方面分析，儘快發展我國房地產投資基金（REITs）市場與國家現行地產宏觀調整政策是一致的，沒有矛盾之處。

同時，由於房地產投資基金（REITs）的基本特性，它還能夠通過引導商業地產投資方式的改變而有助於我國房地產調控政策的落實，減輕房地產泡沫從住宅領域蔓延至商業地產和其他地產領域。

## 二、引導和疏通住房的投資需求

建設部專家謝家瑾在 2006 年 5 月透露，我國居民住房消費持續擴大，2005 年僅個人購買商品住房消費就達 1.42 萬億元。與此同時，2005 年《中國國民經濟和社會發展公報》顯示，全國全年社會消費品零售總額為 6.72 萬億元。在 2005 年，中國城鎮居民人均可支配收入 10493 元，人口 56212 萬人，農村居民人均可支配收入 3255 元，人口 74544 萬人，由此得出的全國居民可支配收入總額為 8.32 萬億元。

將居民住房消費與社會總消費進行比較，比例達到 1 比 5；與

全國居民可支配收入總額比較，比例達到 17.07%。

統計公報顯示，2005 年上海居民的可支配收入總量是 3115.20 億元，而當年上海的商品房銷售額則達到了 2163.3 億元。

但是如果仔細分析我國居民住房消費需求，以上規模龐大的住房消費可以區分為自住性需求、被動性需求、改善性需求和投資性需求。

### 1、自住性需求

70~80 年代是中國嬰兒潮的高峰期，這一時段的人口大約為 2.6 億多，現在恰恰是結婚生子的高峰期，也是分家立戶和改善生活質量的高峰期。幾代人共居一室的生活方式正在改變和被打破，剛性需求與日益增長的物質改善性需求重迭於未來的十幾年中，增加供給與增加保障則是這一特殊時期的必然之路。

目前的調控政策不僅在政策上嚴格限制了個人第二套住房的購買和加重租房的稅收，約束和打擊了租賃住房的市場發展，同時歷史上中國的金融業就沒有給建立住房和租賃市場提供過任何信貸支持。自 1998 年房改之後，金融給了個人購房的信貸支持，但卻沒有開放能提供住房租賃的金融支持。我國目前 70% 以上的住宅自有率，使得住房租賃市場始終處於一種從屬和低下的發展水平。

同時，我國目前的住宅租賃主要是由個人業主持有和經營，這是一個特殊時期的非常不正常的市場狀況。成熟市場經濟和健全的社會保障的國家，住宅租賃市場的主體應該是政府和專業機構。

### 2、被動性需求

在經歷了 1999 年低潮後，我國城市建設從 2001 年開始重新提速。城市基礎設施投資的年增速在 2005 年達到 27%。與城市化進程的迅速展開相適應，中國每年的拆遷量非常驚人。2006 年，上海世博會建設動遷 1.8 萬戶居民，軌道交通前期建設動遷 1.3 萬戶居民，3 月份該地樓市的“回暖”就與此有關。而一些地方片面強調經營城市、盲目大拆大建對住房消費有著重要影響。

拆遷帶來的被動需求不容忽視。拆遷目前在中國各大城市非常普遍，儘管我們目前無法取得這方面比較權威的全國性數據，但從上海市近年來的拆遷情況可見一斑。考慮到拆遷面積帶來的住宅需求乘數一般在 2~3，那麼拆遷因素對各地房地產市場的刺激作用是世界其他各國根本無法比擬的。

佔全國商品房銷售面積 9% 的上海，2002 年動遷戶購房要佔到上海個人購房總量的 40%，<sup>7</sup> 2003 年上海的中心城區拆遷面積僅比 2002 年減少了 2%，2004 年雖然比 2003 年的拆遷面積減少了 51%，但 2005 年拆遷面積卻是 2004 年的 3.7 倍、是 2002 年拆遷面積的 1.75 倍！

1995 年時，上海城市的中心地帶有 250 萬戶家庭（當時浦東 13 條街道 28 萬戶家庭），十年間有 80 多萬戶牽涉到了動遷，這是 32% 的動遷比例！其中 1999~2005 年的居民住房拆遷面積要佔到 89%。這樣的動遷比例，對房地產市場成交量的影響遠不止 30~40%！可以想見，如果不是大規模動遷，這個城市的住宅銷售量會跌去一半！<sup>8</sup>

### 3、改善性需求

改善性需求包括主動和被動兩個方面。

主動的改善性需求歸結於廣泛意義上的消費昇級，得益於城市化的高速發展、我國經濟快速發展和人民生活水平的不斷提高，也就是大量的居民從沒有住房昇級到有住房、從小住房昇級到大住房。隨後的城鎮化進程加快和中國經濟多年積累成果帶來的住房昇級換代需求將各大中心城市的房地產市場推向縱深發展。

而被動的改善性需求則主要來自於城市化引致的大規模動遷。

### 4、投資性需求

建設部劉志峰副部長 2005 年 6 月 2 日發表的觀點認為，從需求情況看，投機、投資性購房過旺；城市建設中拆遷規模擴大，被動

---

<sup>7</sup> 王金海、李淑華、張麗娟：〈上海樓市結構性調整已經到來〉，《上海房地產市場報告》總 165 期。

<sup>8</sup> 以上數據源自於王煉利的相關研究結果。

性需求增長過快；改善性需求過度。總體看，我國房地產市場已進入新的發展階段。市場運行中的主要矛盾，已由過去多年的需求不足轉變為局部性、結構性的需求增長過快。市場需求偏大、供求矛盾突出、供求結構失衡，是推動 2004 年以來房價過快上漲的主要因素。房價的過快上漲，又引發了投機、投資性購房過快增長，進一步加劇了房價過快上漲態勢。加上個別開發商和中介機構炒作，使個別城市的一些項目出現非理性上漲。在長三角部分中心城市，投機投資性購房佔 20% 左右，少數區域個別樓盤的投機投資性購房甚至佔 60% 以上。

“據上海有關部門對上海中心城區 180 個樓盤的抽樣調查表明，2003 年上海投資性購房的比例已高達 16%，並仍有不斷增長的趨勢。”2003 年上海商品住宅成交均價是每平方米 5897 元，比 2002 年增加了 24.5%，而 2004 年成交均價要比 2003 年增加 28%，2005 年成交均價比 2003 年增加 4.9%，2004 年的投機者購房佔全部購房者的比重應該比 2003 年還要高是無疑的了。2005 年成交均價沒能大漲，應該是投機者從一季度以後想觀望一下吧？<sup>9</sup>

如果進一步分析大量投資性房地產需求存在的根本原因可以見到，國內外資金的取向是明顯不同的。國內資金由於社會保障體系改革的滯後，醫療、教育、養老保險覆蓋面極小，導致很多居民對自己未來生活存在的不確定性深存擔憂；而醫療、教育等價格大幅上漲以及即將進行的電煤水氣等資源產品的價格改革無疑增加了人們對未來通貨膨脹的擔心，因此很多居民將房地產作為重要的保值增值手段。據麥肯錫 2005 年一項社會調查結果看，超過一半以上的受訪者都認為擁有房地產是最明智的投資方式之一。國際資金的邏輯更為簡單：隨著中國經濟在世界經濟中地位的不斷提昇，那麼他們必須增加在中國的資產配置比例，而房地產作為一種流動性較好的資產，無疑會得到部分資金的青睞。

---

<sup>9</sup> 以上數據源自於王鍊利的相關研究結果。



我國的房地產調控一直沒能收到應有的預期效果，也許正是與沒有真正分析清楚房地產的需求中的各種複雜的因素有關。如果按照建設部官員的正式估計存在著 20% 的房地產住宅投資需求，那麼按照這個官員提供的 2005 年個人購買商品住房消費為 1.42 萬億元的數據推算，可以見到，如果針對這 20% 的投資性需求設計和創新金融證券產品加以轉換、疏導，那就將是一個至少為將近 3000 億元的投資市場。

REITs 可以為公眾提供房地產市場投資工具，有效引導民間投資資金，減少住宅假性需求。由於民間投資渠道的缺乏，大量資金為分享房地產市場增長的利潤，只能投資於住宅，即“炒房”。炒房者不是為了自身居住，而是為了將來高價變現來謀利，這種投機性的“假性需求”造成房子的供給不足，社會需求大增，進一步刺激了房價提昇。REITs 將為公眾提供一個合適的房地產市場投資工具，可以有效引導炒房資金用於工業、商業以及基礎設施的建設，從而從整體上平衡房地產市場供需。

發展 REITs 市場（尤其是公募型房地產投資基金），可以使普通老百姓通過資本市場參與房地產（特別是個人幾乎無法單獨投資的商業、工業、倉儲和醫療保健用房）的投資。與直接購買房屋資產動輒上百萬元相比，通過資本市場參與房地產投資（購買房地產投資基金）成本小、流動性強、市場透明公正，更有助於國家平抑地產價格、保護普通老百姓利益、實現調控目標、建設和諧社會的政策目標。

同時，未來 REITs 發展有可能給租賃住宅提供資金供給，從而擴大市場的租賃供給，減少住宅的剛性購買需求。中國目前的住宅租賃主要是由個人業主持有經營。今後將有更多的專業機構進入房屋租賃市場。未來的 REITs 將是這類機構中的一個重要組成部分。美國 REITs 市場中 Residential（租賃住宅）板塊多年來一直是和“Office / Industry”（寫字樓與工業廠房）板塊並駕齊驅的最大板

塊之一。但根據目前市場情況來看，中國 REITs 在發展初期不太可能進入普通公寓領域，較可能的切入點是高端公寓，以及配合政府的廉租房的供給。尤其是廉租房的提供，包括開發和持有都需要相當的資金，未來通過 REITs 合理引導民間資金進入，能有效解決市場剛性需求穩定，從而進一步平穩房價。

因此，儘快發展我國房地產投資基金市場不但與現行房地產宏觀調控政策不相違背，反而會成為實現國家宏觀調控戰略目標的重要手段。

### 三、緩解外資直接進入我國房地產市場的壓力

外資進入中國大陸房地產市場的資金規模到底有多大，一直沒有清晰明確的數據。

中量聯行最新的統計數據是：2006 年上半年，境外投資者在國內主要城市投資總額已接近 2005 年全年境外投資的 70%，約 35 億美元。

國際物業顧問公司戴德梁行日前發表一份最新報告稱，2006 年，海外機構投資者在上海投資房地產的總成交價值超過 180 億元人民幣，投資金額為 2004 年的三倍。

這其中除了新介入房地產業的凱雷外，其他幾家都是近年來活躍在境內房市的“老面孔”，早已在中國市場經年累月佈局。雖然投資方沒有改變，但相比於 2005 年蜂擁投資寫字樓等辦公物業的局面，2006 年外資投資住宅的比例由之前的 15% 提高到 30%。

2006 年 7 月中旬，國家規範外資准入和管理出臺不到一個月，合生創展 7 月 24 日即宣佈將位於陸家嘴金融貿易區的合生國際大廈 100% 股權以三億美元的代價售與 Pacific Delta Investments Limited；9 月 13 日馬來西亞雲頂集團宣佈以 5.727 億港元價格通過收購富域國際的全部股權而持有位於上海普陀區的長壽商業廣場。

中國官方的權威統計數字來源於人民銀行公佈的《2004 中國房地產金融報告》。報告稱，2004 年全國房地產開發利用外資 228.2 億元，同比增長 34.2%，佔到開發資金來源的 1.3%。

從這些數據來看，外資投資房地產市場的規模並不大。但以前的登記在類別上並未區分，很多外資入境以工商企業名義註冊但卻從事房地產開發和經營。

據瞭解，外資進入境內房地產市場有多種渠道和手段。較為普遍的方式是個人以消費方式購買多套住宅投資。投資機構也以購樓或者股權收購的方式向境內開發企業提供過橋貸款，然後以回購的方式獲得固定回報。這些方式都可以以個人或者其他企業名義操作，超越境內房地產市場相關法規、統計和管理權限。

事實上，國際投資基金進入中國市場由來已久。隨著國內調控政策相繼出臺，大批資金開始走“曲線”——從簡單的直接購買樓盤炒作，改為投資房地產企業，通過扶持開發商推高房價來實現炒高中國樓市的願望。

2007 年 1 月 17 日，摩根士丹利成功收購永新城，1 月底，日本新熙地株式會社收購了外高橋一物流地產項目，而美國私募投資基金華平投資則宣佈入股中凱房地產開發管理有限公司。

國內一些研究機構認為，2006 年外資私募股權基金參股的股權投資案例至少有 14 起，總額高達 14.54 億美元，而以寫字樓和高檔住宅為主的資產收購則有八起，涉及金額 8.70 億美元。這僅僅是國外遊資進入中國市場的冰山一角，通過參股、購買企業債券等方式進入中國市場的國外遊資炒作的資金在 20~30 倍之間，也就是說，目前至少還有 300 億左右的資金持續投資在中國樓市中。

在國家外匯管理局國際收支分析小組提供的《2006 年上半年中國國際收支報告》中，2006 年上半年，新設外資房地產企業 1180 家，同比增長 25.04%；合同外資金額 128.52 億美元，同比增長 55.04%；實際使用外資金額 32.2 億美元，同比增長 27.89%。與之

相對應的，2005 年上半年外資房地產行業新增外債為 17.35 億美元，同比增長 203.32%。截至 2006 年 6 月末，外資房地產外債佔全部房地產外債比例為 92.13%，外資房地產行業外債總量呈現逐年遞增趨勢。此外，《報告》還強調，在部分地區，境外機構、個人非自用和非自住目的的購房，對當地房地產價格上漲有一定的推動作用。

國家統計局數據顯示，2006 年境外資本投資中國房地產的金額達到 82.3 億美元，比 2005 年增長 51.9%。這一趨勢 2007 年仍在繼續。

境外資金加速收購內地地產的根本原因還在於高回報。德意志銀行旗下房地產業務機構 RREEF 日前發佈報告指出，中國住宅項目的毛利率高達 20~30%，未來表現可能超過美國。

寫字樓的投資回報更誘人。跨國物業顧問服務機構世邦魏理仕發佈的報告顯示，2006 年全球寫字樓投資收益率，北京和上海以 8% 並列首位，高於紐約、芝加哥、多倫多等地一個多百分點，而巴黎、悉尼、我國香港等城市收益率只有 4~5%。

國家統計局最新公佈的數據顯示，單個境外企業對國內房地產的投資力度正在加大。2006 年外資投資國內房地產總額劇增 51.9%，而合同項目絕對數量只增長 13.1%。這一趨勢在 2007 年變得更加明顯。

2007 年伊始，美國知名私募基金公司黑石集團（Blackstone Group）宣佈，已經聘請中國香港特區政府財政司前司長梁錦松，作為其高級執行董事及中國區主席，主要負責開拓亞洲市場。外界將這一舉動稱之為“黑石積極謀動中國內地市場的問路舉措”。一週之後，美國橡樹資本管理有限公司（Oak tree Capital Management）對外公佈，任命白瑞甫擔任橡樹資本（中國香港）有限公司主席。此前，白瑞甫的頭銜是摩根大通亞太區主席兼行政總裁。美國橡樹資本管理有限公司，這個在全球管理資產高達 330 億美元的投資企業，2005 年設立了中國香港辦事處，2007 年則以設立北京辦事處作為正式進入中國內地市場的標誌。

此外，風險性更小的收購現成物業方式已漸成風潮。這種方式

對於海外資本來說，投資利潤會相對穩定且有所保證。以新茂大廈為例，業內人士估算 SEB 基金接手之後可獲取每年 6.1% 的投資回報。“核心基金對於風險要求不同，因此會採用收購成熟物業長期收租的形式。”高力國際翁琳如是分析。

在我國開始新一輪房地產市場的調控以來，外資進入我國房地產市場開始出現了新的動向。

### 1、直接投資

日前，摩根士丹利房地產投資基金買下位於上海市中心城區盧灣區一塊土地，面積約 2.4 萬平方米，投資約 13 億元，開發超高層辦公樓及多層商業地產。

2007 年 1 月份，摩根士丹利曾以 5.3 億元收購上海徐匯區的高檔住宅項目永新城。眼下，摩根士丹利從基金投資者轉向直接開發國內房地產，折射出目前國內房地產行業鉅變：內地房地產企業資金鏈不斷繃緊，以港資地產企業、國外私募基金為主的境外資金紛紛乘機購買股份、收購土地。

1 月 19 日，香港聯交所上市公司九龍建業發佈公告，擬融資約 52.9 億港元，全部用於投資內地地產項目或物業。

1 月 31 日，香港上市公司恒隆地產主席陳啟宗公開表示，2007 年計劃斥資 100 億港元，在內地增加約 80 萬平方米的土地儲備。

2 月上旬，就在市場預計將有更多房地產宏觀調控措施出臺之際，李嘉誠旗下的長江實業與和記黃埔聯手，以 22 億港元購得上海普陀區一塊土地，面積約 17.73 萬平方米，投資達 36 億港元。

### 2、股權投資

2007 年 1 月，美國華平投資又以增資擴股形式入股上海中凱房產，從而拉開了 2007 年房地產市場外資收購的序幕。高力國際提供的數據顯示，2006 年僅上海房地產市場便完成了將近 20 億美元的投資交易。“預計 2007 年的房地產外來投資市場將繼續保持這種活躍態勢，核心海外基金終於開始持續進入”，高力國際華東區常務

董事翁琳表示。

1月30日，美國私募基金華平集團出資3000萬美元，收購上海中凱房地產開發管理有限公司25%的股權，以進入內地樓市。

2月9日，美林國際等海外基金認購地產公司上海置業本金總額為12.396億元的債券，從而間接介入其在瀋陽及無錫的新城項目。

2月17日，荷蘭金融機構ING集團旗下的中國房地產開發基金（ING基金）收購深圳地產企業金地集團一下屬公司49%的股權。

如今，世貿房地產、綠城中國、首創置業、陽光100等國內多家知名房企均已有國際私募股權基金投資。

但也有房地產投資銀行以曲線合作的方式，與國內房地產企業進行合作。如德國國際房地產投資銀行（Hypo Real Estate Bank International）向萬科提供融資，以附帶有贖回條款的3500萬美元股權的方式合作。

1994年便已進入中國的新加坡凱德置地繼規模為6100萬美元、擁有中國五個發展項目股權的“凱德中國住宅基金”投資完畢之後，又聯手花旗集團在2005年建立了第二隻投資於中國內地的專項私募基金——四億美元規模的“凱德中國發展基金”。

自2005年起，凱德置地開始“滲入”二、三線城市。“除了參與傳統的土地招拍掛之外，收購股權、公司層面的合作都會有”，林明彥說。凱德置地通過認購麗豐控股（股份代號：1125.HK）20%股權、與成都置信實業集團合作成立合資企業、收購河南建業住宅集團30%股權等一系列運作，相繼進入珠三角、成都市及河南省市場。據林明彥介紹，中國市場在嘉德集團的投資中所佔比例，已從成立之初的5%上昇到了近30%。

持有項目股權的合作方式，維繫時間不需太長，一般3~5年內就可以安全退出，這頗為符合基金快進快出的“胃口”。2004年，荷蘭ING與上海復地集團（股份代號：2337.HK）合作成立項目公司，共同開發松江項目。一年之後，復地出價3081萬元人民幣，向

前者收購所持的 30% 項目公司權益，使得荷蘭 ING 淨賺 1814.11 萬元，投資回報率高達 140%。

### 3、參與開發

“171 號”文件提高了外資進入中國房地產市場的“門檻”，在此背景下，海外資金開始改變進入方式。通過參股、合作開發等曲線形式進入的外資項目增加。如 2006 年 8 月份，花旗集團注資 2000 萬美元參股上海徐房集團，以共同開發的形式參與徐匯區“建業里”改造工程。同期，深圳金地（集團）股份有限公司與荷蘭金融機構 ING 集團旗下的 ING 房地產建立戰略合作夥伴關係，雙方將合作投資金地天津格林世界項目的開發。ING 基金將首先投資 1.88 億元人民幣。

### 4、進入商業地產

2006 年 6 月伊始，“國六條”震蕩住宅市場，隨後的實施細則更是將宏觀調控的條款細化，在住宅開發尚處觀望期時，商業地產卻顯得十分火熱。高盛、花旗集團紛紛搶灘國內的商業地產市場，瑞安集團和新加坡凱德置地也表現活躍。

5 月 29 日，馬來西亞金獅集團旗下的百盛商業集團披露：百盛商業集團有限公司（股份代號：3368HK）已通過其全資附屬公司金獅百盛投資有限公司，以 5.2 億元收購其在華合資公司北京百盛中方持有的 44% 股權，並於 7 月 19 日完成。此次收購完成後，北京百盛將成為百盛集團在中國繼成都後的第二家獨資店。

7 月 5 日，北京西單友誼集團和萃力國際有限公司在京宣佈，注資 40 億元人民幣合作重建北京友誼商店。一手操辦這一大手筆的是萃力國際幕後老闆、“澳門賭王”何鴻燊。根據此次簽訂的協議，兩三年後，一座以澳大利亞技術和設計風格為特色，集寫字樓、公寓及大型購物商場於一體的綜合大廈，將崛起在東長安街延長線上。

7 月 24 日，合生創展宣佈將位於陸家嘴金融貿易區的合生國際大廈 100% 股權以三億美元的代價售與 Pacific Delta Investments

Limited。不到兩個月，9月13日馬來西亞雲頂集團宣佈以5.727億港元價格通過收購富域國際的全部股權而持有位於上海普陀區的長壽商業廣場。

7月25日，美國第一大商用房地產公司西蒙（Simon）房地產集團宣佈進軍中國，該公司將與深圳國投商用置業有限公司和摩根士丹利房地產基金聯手在中國興建12個購物中心。自此，西蒙將成為美國首家進入中國的商業房地產投資信託公司。

在這其中，尤其為人矚目的是香港和新加坡以REITs形式大規模吸引內地優質房地產資源在境外上市的動作。

由於市場自身條件限制，香港、新加坡都將吸引我國優質商用地產資產作為發展當地資本市場的重要手段。新加坡資本市場在過去三年快速發展的基礎上，進一步加大了對我國優質商用地產資產以房地產投資基金形式到該市場上市的支持力度。2006年12月8日，新加坡凱德置地公司成功將其在地內收購的九項商用物業資產打包以房地產投資基金方式在新加坡證券市場發行上市，其中國地產資產投資理念受到了投資者的廣泛認同和熱烈反應。

為保持與新加坡市場的競爭優勢，香港政府於2005年專門修改了有關規則，允許內地地產資產以房地產投資基金（REITs）形式到香港上市，並於2005年底成功發行了廣州越秀房地產投資基金，在內地房地產市場造成很大影響。

在此條件下，國內具有良好投資價值的商業地產正加速向海外市場流失。趨勢如果繼續下去，將有大量優質地產資產流失海外，國內證券市場將失去又一批具有高投資價值的優質資產資源，這對於迅速做大作強國內資本市場是非常不利的。

因此，未雨綢繆，儘快研究開發我國房地產投資基金（REITs）市場有關問題，是避免在不久的將來國內大量優質商用地產資產流失海外的惟一有效途徑。

與此同時，我國房地產投資基金（REITs）市場的發展，既可



以發展和提高本地資本市場的規模和水準，為我國的房地產市場提供多樣化、市場化的融資渠道，也為外資投資我國房地產市場提供了更多的工具和產品。

#### 四、成為券商和基金公司業務創新的新渠道

開發房地產投資基金（REITs）市場是我國基金公司、證券公司拓寬核心業務、提高綜合競爭力的重要機遇。

REITs 使得房地產投資市場更多地由基金等專業投資機構參與，將引導市場的投資理念更加成熟，投資方式更加趨於理性。目前的住宅投資的市場參與者基本是個人散戶，投資理念不是很成熟，投資工具單一，對風險的預測和承受能力都較差。

這主要表現在：1、受市場投機行情驅動，盲目跟風，不能對房地產的內在價值以及經濟趨勢做出理性分析，把房地產價格炒到不合理的高價位；2、一旦市場出現價格波動，會產生盲目拋盤，資金大進大出，這種不穩定的資金流動加大了房價的大幅波動；3、目前投資房地產市場的個人散戶，過於依賴銀行的按揭貸款，貸款比例高，沒有合理計劃長期還款安排，還款資金鏈通常較緊。當市場利率或個人收入出現波動時，會造成較大風險，給市場價格帶來較大波動。

房地產投資基金（REITs）將使得市場逐步由個人直接購買房產變為間接投資於 REITs 單位，通過這些專業的金融機構以及專業的房地產資產投資和管理者的參與，市場的資金和價格將變得更加穩定，減少房地產市場的大起大落。

在 REITs 市場的發展過程中，良好的制度設計和機構逐漸成為市場主體、更加公開透明的交易和監管，將減少因房地產市場不透明形成的人為炒作。房地產市場的交易數據不透明一直是政府調控

和市場參與者面臨的一個困難，這種不透明的狀態增加了人為製造緊張空氣、加劇了價格炒作的可能。政府有關部門出臺的房屋交易網上備案制度也是希望對此問題的解決有所進展。REITs 作為一個公衆的投資基金，接受公衆和管理部門的監管，會不斷主動和被動地要求進行充分的信息披露。如果其成為一個市場的重要參與者，則將會大大加大市場的透明度，減少人為的市場扭曲操作。同時，REITs 的價格會更加及時地間接反應出房地產的價格，成為房地產市場價格的一個明確參照標桿。當價格偏離價值的時候，市場這隻看不見的手也會較快、較有效的做出反應。

REITs 將在資本市場給房地產資產提供基於現金流的估價基礎，使得價格預期更加理性，減少因心理預期而產生的泡沫。目前住宅市場的定價基本是根據成本加價，以及心理預期因素的影響，因此價格受市場炒作影響較大。REITs 是以穩定租金作為回報的投資工具，其定價基礎是基於對房地產資產現金流進行理性、系統的分析來進行定價的。REITs 的推出，將可起到重新審視房地產估值和資本化率的作用，特別是對於目前流動性較低的市場尤其如此。這樣，就能將價格租賃比（Price-rent Ratio）保持在一個合理範圍內。REITs 在資本市場的興起，將給大眾帶來更為理性的價格認知方式，減少非理性的價格預期，從而減少盲目投資的泡沫。

房地產投資基金是地產業與金融業相結合的產品，結構先進，產品設計與發行要求專業金融機構全程參與。從國外市場發展經驗看，證券公司、基金公司等金融中介和服務機構在房地產投資基金市場的發展過程中不可或缺。因此，如果我國證券公司、基金公司通過參與房地產投資基金的研究、設計、定價、發行、承銷、交易、資產管理等環節，大幅提昇自身的核心競爭力和盈利能力，將有利於提高我國證券類金融機構大資產管理業務的國際競爭力，是證券公司、基金公司進一步發展壯大的重要契機。

# 房地產調控和資本市場產品創新

## 應促進中國創建全民共享機制

### — REITs 系列研究報告之三

#### 一、REITs 在成熟市場是一種體現 全民共享機制的產品創新

REITs 的英文全稱是 Real Estate Investment Trust，按字面直譯就是“房地產投資信託基金”；但實質上，它是一種標準化的、可流通的證券類產品，是內在包含信託關係的、主要投資於房地產相關權利和收益的共同基金。從某種角度來說，它類似於我們的證券投資基金，能夠在證券交易所上市流通。所以更準確地說，REITs 應該稱為“房地產投資基金”。

REITs 的運作方式一般是從上市或非上市公司收購房地產資產包後，嚴格限制資產出售，而且，其較大部分收益必須來源於房地產租金收入、房地產抵押利息或來自出售房地產的收益。

REITs 的準確定義，是以公司或信託（契約）基金的組織形式經營，基於風險分散的原則，由具有專門知識經驗的人，將不特定多數人的資金，運用於房地產買賣管理或抵押權貸款投資，並將所獲得房地產管理的收益，分配給股東或投資者，這樣一種中長期的投資形式。在制度設計上，當資金募集完成後，就允許 REITs 股票或受益憑證在交易市場上市，使多數投資者得以通過 REITs 共同參與房地產的投資。由於其在法律上屬於較不具彈性的共同所有制，所以它的組織方式、投資內容、收益來源及收益分配均受到較嚴格的限制。

從更廣泛的概念來說，REITs 是資產證券化的一個分支。將具有可預見現金流的資產打包，以證券形式在金融市場上發售的資產證

券化活動的精髓，在於募集資金的方法由間接金融轉換為直接金融，即採用發行證券的形式來募集資金。這種新型融資制度安排，涉及金融、會計、稅收等多個領域，它的發展離不開政府的支持和推動。

所以，從資產證券化的大概念來看 REITs，它不僅僅是一個簡單的金融產品創新問題，更是一種採用市場化方式的信用體制創新，是與傳統的間接融資和直接融資既有相似又有差異的第三種信用制度。這種體制的創新，不僅對微觀金融實體產生了鉅大的影響，也對整個宏觀金融制度的佈局帶來較大的衝擊。

資產證券化和 REITs 發端於美國政策性金融領域，得益於該領域所享有的各項特殊政策。20 世紀 80 年代，美國政府又相繼在相關證券發行、交易、投資和稅收等多方面制定了特殊政策，對資產證券化和 REITs 在私營部門的繁榮發展起到了至關重要的作用。

根據美國國家房地產投資信託基金協會（Nation Association of Real Estate Investment Trusts，簡稱 NAREIT）統計，至 2005 年底為止，向美國證券及交易委員會（SEC）註冊的 REITs 有 197 隻，均在美國主要股票交易所掛牌上市：紐約證券交易所（New York Stock Exchange）169 隻、美國證券交易所（American Stock Exchange）20 隻、納斯達克市場（Nasdaq National Market System）八隻。這些登記上市的 REITs 總資產超過四千億美元。另外，約有 20 家 REITs 已在 SEC 註冊但未上市交易；還有大約 800 家 REITs 尚未向 SEC 註冊，也未在證交所交易。至 2007 年 1 月底，美國上市交易的 REITs 數量雖然減少為 178 隻，但總市值卻從 2005 年底的 3306.91 億美元增長到 4652.55 億美元。

2006 年 12 月，美國國家房地產投資信託基金協會（NAREIT）的綜合 REITs 指數總回報率，在一年、三年、五年、十年、15 年和 30 年的週期中都超過了標準普爾 500 指數、拉塞爾（Russell）2000 指數、納斯達克綜合指數和道瓊斯工業平均指數。而且除了標準普爾 500 指數，NAREIT 的綜合 REITs 指數在 25 年週期的總回報率也

超過了以上各個指數。

2006 年，美國 NAREIT 綜合 REITs 指數總回報率為 34.35%，遠遠超過了標準普爾 500 指數 15.79%、道瓊斯工業指數 16.29%，拉塞爾（Russell）2000 指數 18.37% 和納斯達克綜合指數 9.52% 的收益水平，從而實現連續七年超過了美國所有主要股票市場指標的市場業績。

優良的回報率來自於良好的行業治理，2004 年 9 月，美國機構投資者服務機構（Institutional Shareholders Services 簡稱 ISS）的統計數據顯示，REITs 行業是在其追蹤監測的 24 個行業中，公司治理係數（Corporate Governance Quotient 簡稱 CGQ）最高的一個行業。REITs 的 CGQ 平均值是 65.2%，遠高於全部統計數 51.8% 的平均值。Morgan Stanley 的執行董事 Greg Whyte 認為：“REITs 公司的治理是有目共睹的，之所以這個行業能夠發展到今天，與他們在公司治理上的努力是分不開的”。

此外，在過去 20 年中，在 REITs 中有三分之二的產品每年可以分配 12.72% 的紅利，這對於機構投資者和個人投資者優化投資組合是相當重要的。

在過去五年裡，美國的退休基金對商業地產的投資份額每年都有明顯的增長，在對不動產的投資中，退休基金對 REITs 的投資比例不斷提高。在過去五年裡，401（k）計劃的基金對 REITs 的投資增長了三倍。

隨著市場日益重視投資收益組合的多樣化、收入增長的穩定性、績效的長期性、資產的流動性和運作的透明度，在 2003 年 REITs 開始進入美國企業社會保障 401（k）的投資對象行列。同時，教師保險和養老金協會大學退休金基金（the Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund，簡稱 TIAA—CREF）也在其中包含了一個類似於投資期權的房地產投資基金，這個基金建立在 403（b）計劃平臺上。這一安排在此計劃參與者中產

生了額外的 1.46 億美元 REITs 期權，因此，每一個 401 (k) 計劃的參與者都由此具備了投資 REITs 期權的機會。全美 401 (k) 理事會有關報告顯示，過去五年參與 401 (k) 計劃的成員出售房地產期權的收益增長了三倍。

在以上實踐的基礎上，2005 年 4 月 12 日兩位國會議員向美國國會提出 HR1578 — “房地產投資節儉儲蓄法案” (the Real Estate Investment Thrift Savings “REITS” Act)。將 REITs 指數期權加入到聯邦政府的繳費確定型計劃 (defined contribution plan)<sup>10</sup> 和節儉儲蓄計劃 (the Thrift Savings Plan)<sup>11</sup> 的推薦投資對象中。這將使得 REITs 成為美國政府推薦的可以擔當社會保障、退休養老基金、企業年金、保險基金穩定而低風險的投資對象之一。這個金融市場的產品創新至此已成為社會共享機制的一個有機部分。

一個成熟並持續高速發展的經濟體，必然伴隨著房地產市場的擴張和房地產價格的增長。對於社會大眾而言，除了直接購買房屋以外，投資房地產市場的工具及其相關金融證券產品，也同時獲得了一個分享房地產市場繁榮的機會。而 REITs 就是這樣一種工具和投資產品。

在成熟市場，REITs 除了為投資者提供了廣泛參與房地產市場發展的投資渠道之外，還成為一種全民共享經濟和市場繁榮、分享房地產市場發展和增值收益的有效的市場化機制。

這主要表現在以下幾個方面：

---

<sup>10</sup> 企業年金的籌資模式，國際通行的兩種分別是“繳費確定型計劃”(defined contribution plan, 簡稱 DC 計劃)和“收益確定型計劃”(defined benefit plan, 簡稱 DB 計劃)。

<sup>11</sup> “節儉儲蓄計劃 (Thrift Savings Plan)”是美國目前供聯邦政府工作人員使用的社會保障手段，類似於企業的 401 (k) 計劃。它是一個公共管理的項目，不屬於私有化的制度。按照節儉儲蓄計劃，個人現在可在五種基金（大型公司股票基金、小型公司股票基金、國際股票基金、公司債券基金和美國國庫券基金）中任選其中的一種儲蓄，以作為退休養老金的補充。

1、參與者的廣泛性 — 絕大多數的 REITs 產品都在交易所公開上市，所有的市場參與者無論機構投資者或是個人投資者都能在交易所市場參與買賣，就和買賣股票和基金一樣便利。

2、產品高度的流動性 — 資產證券化產品已經將房地產資產的流動性大大提高了，REITs 作為資產證券化產品中可以在交易所市場上市交易的產品，比僅僅在櫃檯、大宗產品市場和銀行間市場交易的產品具有更高的流動性。

3、嚴格的監管和自律 — 在所有已經推出 REITs 的國家，都在《公司法》、《證券法》、《信託法》、《基金法》、《稅收法》等法律框架內，為 REITs 單獨設立了更為嚴格的法律和監管安排，業內也有比一般金融證券行業更高的自律要求。

4、長期穩定的高回報 — REITs 指數的回報率在各個時期都基本超過各類股票指數，並比美國長期國債指數更具穩定性。

## 二、中國資本市場已經初步提供了一個全民參與的投資平臺

經過十多年的發展，中國股票市場已經初具規模，成為世界上最大的新興股票市場之一，形成了一個全民參與的市場平臺，奠定了全民分享機制的基礎。

雖然由於種種原因，我國債券市場尤其是公司債券市場的發展相對較慢，但已初步形成了由交易所市場、銀行間市場和場外交易市場為主體的債券市場體系。商品期貨市場經過規範治理，也已進入快速發展階段。此外，金融衍生品市場也已蓄勢待發。但是，與世界成熟市場相比，尤其是與未來我國國民經濟持續穩定發展對資本市場提出的各項要求相比，仍需要迅速擴大資本市場規模，進一步優化市場結構。

在目前我國金融資產的構成中，銀行系統資產佔比過高，資本

市場資產（股票、債券資產）佔比過低。據統計，2006年我國金融資產中資本市場資產總額佔金融體系的比例僅為22%，美國、日本同期的比例則為81%和65%，即使新加坡、韓國等新興市場，該比例也遠高於我國（分別為68%和67%）。金融資產中資本市場資產與銀行資產的嚴重不平衡表明，在我國國民經濟的發展中，資本市場尚未充分發揮其核心樞紐作用，資源配置和價格發現功能有待進一步提高。此外，目前我國居民所有金融資產中僅有13%左右投資於資本市場，而銀行存款比例高達75%，這從側面反映出我國資本市場總體發展水平不高。

表~3：金融資產國際對照表

國家	金融資產總額	金融資產是GDP的倍數	股票資產佔比	公司債券資產佔比	政府債券佔比	銀行資產佔比
美國	3713316 億元	4.1	34%	35%	12%	19%
新加坡	30809 億元	6.0	43%	14%	11%	32%
香港地區	111098 億元	8.7	60%	6%	1%	33%
韓國	124636 億元	2.4	27%	29%	11%	33%
日本	1526981 億元	4.2	18%	12%	35%	35%
中國大陸	563428 億元	2.7	16%	1%	5%	78%

數據來源：中國數字來源於2006年統計，其他國家為2004年統計。

表~4：2005年中國居民金融資產組成

類別	銀行存款	現金	國債	股票	保險	客戶保證金存款
比重	75%	10%	6%	6%	2%	1%

數據來源：人民銀行相關報告。

在國外成熟市場上，公司發展主要的融資渠道是發行公司債券及股票，而非向銀行貸款，這一發展趨勢即使在傳統上以間接融資為主導的經濟體以及其他新興市場國家中也日益明顯。但在我國，從近幾年來直接融資和間接融資的增長比例來看，直接融資比例仍然過低。2002~2006年的五年期間，我國境內股票籌資與同期銀行貸款增加額之比分別為4.11%、2.97%、4.7%、1.37%和7.38%，較2001年的9.50%均有不同程度的下降。2006年，我國非金融企



業直接融資<sup>12</sup> 佔企業外源性融資總額的比例僅為 15.13%，間接融資比例高達 84.87%。據統計，在我國非金融企業 2006 年全部外源性融資當中，以資本市場為代表的直接融資渠道僅佔 15%，非銀行金融企業的融資需求中高達 85% 的部分依賴銀行貸款，這個比例甚至高於傳統以間接融資為主的德國及日本。

表~5：2006 年我國非金融企業外源性融資組成<sup>13</sup>

類別	銀行貸款	公司債券	股市融資	證券化
比重	85%	10%	4%	1%

融資結構失衡使金融系統風險過度集中於銀行系統，增加了金融體系的潛在風險，不利於金融資源的合理有效配置。直接融資比例過低，不僅限制了企業的融資和資本形成渠道，也阻礙了居民儲蓄向投資的有效轉換。

與中國經濟近十幾年的持續快速發展相比，目前我國股票市場規模仍然過小。經過十幾年的發展，股市市值達到了近十萬億人民幣，但以國際通行的國民經濟證券化率<sup>14</sup> 指標計算，截至 2006 年底，我國股票證券化率仍僅為 42.7%（以 A 股計算）。雖然與股權分置改革前相比，這一比率有了很大提高，但與海外成熟市場相比仍然嚴重偏低，甚至尚未達到新興市場的平均水平。<sup>15</sup> 此外，以股票市場年交易額佔 GDP 的比例衡量股票市場規模，2006 年我國股票市場年交易額僅佔當年 GDP 的 43.2%，不但遠低於成熟市場國家，甚至低於其他新興市場及傳統上以間接融資為主的發達市場國家。

表~6：國民經濟證券化率的國際比較：股票市場總市值佔 GDP 的比例<sup>16</sup>

國家	新加坡	美國	英國	日本	韓國	印度	巴西	中國
比重	161%	139%	132%	79%	63%	56%	55%	45%

數據來源：中國數字來源於 2006 年統計，其他國家為 2004 年統計。

<sup>12</sup> 包括股票、企業債、證券化產品，但不包括國債、政策性金融債。

<sup>13</sup> 圖中數字均不包括金融機構融資額。

<sup>14</sup> 指股票總市值佔國內生產總值的比重。

<sup>15</sup> 成熟市場的同類指標基本保持在 130% 以上，新興市場也多在 50% 以上。

<sup>16</sup> OECD 國家股票市場規模與 GDP 比例的平均值為 93%。

與成熟市場相比，我國股票市場的制度安排還存在不少問題，總體來看，市場結構比較簡單、層次趨於單一。在國外成熟市場上，證券交易所除進行股票、債券的現貨交易外，還進行大量個股期權期貨產品、股指期權期貨產品、REITs 產品（房地產投資基金）、ETF 產品（交易所交易基金）等成熟的衍生產品的交易，這與國內滬深交易所過少的產品種類和數量形成明顯對照。

儘管從以上數據可以看出我國資本市場存在著種種問題，但是不可否認，我國股票市場以 11 萬億元總市值、2.5 萬多億元流通市值、近九萬億元年總成交金額、2200 多億元年籌資金額和八千餘萬戶投資者這樣的市場規模和容量，以及日均交易金額將近 400 億元、日均成交數量 70 億股、日均成交筆數將近 300 萬筆這樣的市場流動性程度，已經在我國市場經濟結構中，為建立全民共同參與和共同分享的機制搭建了一個堅實的平臺。

這十幾年以來，我國的證券市場在動員最廣大人民大眾參與經濟體制改革和國有企業改制、在企業改革的過程中改變過度依靠銀行間接融資的狀況、在歷次經濟調控的過程中都或多或少地起到了關鍵的應有的作用。

正因為如此，在下一步的市場制度和產品的創新過程中，在推動 REITs 這樣既可以促進我國房地產市場調控、也可以使全民分享經濟快速發展與房地產市場增值的好處、更可以改善我國養老和社保基金投資結構的產品的市場化創新時，我們完全沒有理由不利用這樣的交易平臺和基礎。

### 三、我國交易所市場與銀行間市場比較

目前，對於資產證券化和 REITs 這樣的產品創新，房地產業界熱情高漲、銀行等金融機構衝動不小。這是因為房地產業界在房地產宏觀調控的大背景下，面臨資金緊缺、融資手段太少和房價控制

及成本上昇等等一系列市場壓力，急需從融資和資金套現兩方面找到一個新的渠道；而銀行業在宏觀調控的大背景下，存貸差的壓力、房地產開發企業的銀行貸款依存度畸高、中小房地產企業開發貸款壞賬預期增大等等一系列矛盾壓力下，也急於從資產證券化和 REITs 這樣的產品創新中尋找出路。

但是國外市場的成功經驗告訴我們，REITs 這樣的帶有強烈利益共享和多贏機制背景的產品，絕不應當成為房地產開發商套現的工具，也不單純是銀行增加抵押貸款流動性的創新產品，更不是少數機構投資者以極大的交易量和極小的交易次數為特徵的大宗交易產品。

這可以從我國現有銀行間市場和交易所市場之間惟一可比的債券產品交易比較來做一個深入的分析。

中國合法的債券交易市場產生於 1988 年，之前，國債的轉讓被禁止。

1990 年 12 月 19 日，上海證券交易所正式開業。開業時掛牌交易的債券品種共 22 隻，債券場內交易由此產生。場內集中撮合競價的交易方式方便高效，全國的櫃檯交易價格逐步向上海證券交易所成交價靠攏，大部分國債現貨交易逐步轉入場內，上海證券交易所於是成為最主要的國債交易場所。

從 1992 年開始，陸續成立了幾家非交易所性質的集中交易市場，當時比較有影響的包括武漢證券交易中心、全國證券交易自動報價系統（STAQ）、天津證券交易中心等。後來，這些市場因為諸多問題先後被關閉。我國國債交易逐步集中到滬深交易所，特別是上海證券交易所進行。

1997 年 6 月，在防止信貸資金違規進入股票市場，人民銀行下發了《關於各商業銀行停止在證券交易所證券回購及現券交易的通知》（銀發〔1997〕242 號），要求商業銀行全部退出交易所市場，同時建立了全國銀行間債券市場。這個市場通過全國銀行間同業拆

借中心的交易系統進行詢價和交易，屬於場外債券市場。在管理層的政策支持下，銀行間債券市場的規模逐年擴大，發展成為託管量最大的債券交易市場。

經過十幾年的發展，目前我國債券交易市場形成了銀行間債券市場與交易所債券市場並行的格局。交易所市場的交易前臺包括滬深證券交易所，託管結算機構為中國結算（下轄上海和深圳兩個分公司，分別作為兩個交易所的結算後臺），在滬深交易所市場掛牌的債券可以相互轉託管，但目前交易所市場債券交易的絕大部分集中在上海證券交易所。銀行間市場的交易前臺為全國銀行間同業拆借中心，託管結算機構為中央國債登記結算公司。

跨市場發行的國債可以在交易所市場和銀行間市場相互轉託管。目前，跨市場轉託管的速度為T+1。但企業債目前僅能單向從銀行間市場轉入交易所市場，而不能從交易所債券市場轉回銀行間債券市場。因此，因為沒有建立統一的債券後臺登記託管系統，交易所債券市場和銀行間債券市場並存而且相互分割。

從市場分佈看，銀行間債券市場、交易所債券市場和商業銀行櫃檯市場的債券發行量分別為16815.8億元、2943.28億元和426.22億元，分別佔債券發行量的83.3%、14.58%和2.11%。

表~7：2006年債券市場按市場分佈比例

類別	銀行間債券市場	交易所債券市場	商業銀行櫃檯市場
比重	83%	15%	2%

數據來源：中國債券信息網。

## 1、監管及交易制度比較

銀行間和交易所債券市場制度比較。

債券交易市場分為場內市場和場外市場。場內市場包括上海證券交易所和深圳證券交易所，市場參與者既有機構也有個人，屬於批發和零售混合型的場內市場。場外市場包括銀行間債券市場和商業銀行國債櫃檯市場，前者的參與者限定為機構，屬於場外債券批發市場；後者的參與者限定為個人，屬於場外債券零售市場，是場

內批發市場的延伸。

銀行間債券市場實行自主報價、格式化詢價、確認成交的交易方式。交易雙方依託計算機交易系統公開報價並在規定的次數內向對方詢報價。凡成員確認的報價，由交易系統自動生成成交通知單，作為交易雙方成交確認的有效憑證。並且，銀行間債券市場較早進行了雙邊報價的嘗試，2001年7月，央行批准九家銀行為銀行間債券市場的雙邊報價商，2004年7月正式更名為做市商。做市商制度的推出對銀行間債券市場的活躍起到了積極的作用。因此，銀行間債券市場本質上採用的仍然是“報價驅動”（Quote-driven）的交易機制。

從2002年4月起，債券市場准入實行備案制，具有債券交易資格的商業銀行及其授權分支機構、保險公司、證券、基金管理、財務公司等非銀行金融機構以及經營人民幣業務的外資金融機構，均可加入市場進行交易。截至2006年底，銀行間債券市場成員6383家。

債券託管結算和資金清算分別通過中央國債登記結算有限公司和中國人民銀行支付系統進行。中央國債登記結算有限公司債券結算系統採用實時全額結算模式（Real-time Gross Settlement, RTGS），實行“純券過戶”、“見券付款”、“見款付券”和“券款對付”四種結算方式，結算速度為T+0或T+1。

銀行間債券市場參與者最為特殊的是中央銀行，即中央銀行通過銀行間債券市場開展公開市場業務操作，而也正是這一操作，目前已成為影響銀行間債券市場以至整個債券市場運行的最重要因素。中國人民銀行的公開市場業務於1998年5月恢復，銀行間債券市場一直充當這項貨幣政策工具的操作平臺。中國人民銀行公開市場業務的交易方式包括現券和回購以及短期票據發行三種，每週操作兩次（週二、週四）。中央銀行公開市場業務大大促進了銀行間債券市場的發展。

交易所債券市場主要採用集中競價的交易機制，投資者通過櫃

檯、電話、自助終端以及互聯網等多種渠道進行買賣委託，電腦交易系統按照“價格優先、時間優先（Price and Time Priority）”的原則，對投資者的買賣委託直接進行撮合處理，屬於“訂單驅動”（Order-driven）的市場類型。集中競價的優點是可以實現匿名交易。2003年交易所市場開始推出大宗交易制度，作為集中競價交易機制的補充。

交易所債券市場的成員包括除商業銀行外的各類機構和個人投資者。隨著機構投資者的快速發展，交易所債券市場也逐步呈現機構化的特徵，其中保險公司和投資基金成為交易所債券市場主要的投資者，其持有國債超過交易所市場託管量的一半，而個人投資者雖然人數眾多，但持有餘額僅佔全部託管量的5%左右。

交易所債券市場實行中央擔保交收，中國結算作為中央交收對手方負責資金和債券實行日末淨額交收。

表~8：銀行間債券市場和交易所債券市場比較

	銀行間市場	交易所市場
交易時間	上午 9:00~12:00 下午 13:30~16:30	上午 9:15~11:30 下午 13:00~15:00 (大宗交易為 15:00~15:30)
交易品種	國債、政策性金融債券、中央銀行票據、短期融資券、企業債等	國債、企業債、可轉債
交易方式	現貨交易、遠期交易、回購 (質押式和買斷式)	現貨交易、遠期交易、回購 (質押式和買斷式)
交易機制	詢價交易(報價驅動) 做市商制度	集中競價(訂單驅動) 為主；大宗交易方式為輔
成員構成	商業銀行、證券公司、保險公司、基金、財務公司等各類機構投資者	證券公司、保險公司、基金、財務公司等機構投資者與個人投資者
清算交收	雙邊實時全額結算(RTGS)	中國結算做為CCP中央擔保，日末淨額結算(Netting)
其他	中央銀行公開市場操作平臺	

## 2、流動性比較

和銀行間市場相比，交易所市場雖然總市場容量較小，但是流動性明顯較強。

以 2005 年 7 月的數據為例，銀行間市場國債託管量為 24608.65 億元，國債現券結算筆數 4565 筆，結算量 757.39 億元；而同期上證所國債託管量為 3673.34 億元，國債現券交易筆數 7.42 萬筆，成交量 294.04 億元。以此數據來看，交易所市場國債現貨交易次數遠遠大於銀行間市場，而從換手率來看，也是銀行間市場的近三倍。

至 2006 年底，全國在中央結算公司託管的債券共有 774 隻，人民幣債券存量達 9.25 萬億元，其中：銀行間市場可流通量年末達到 8.6 萬億元，佔債券存量的 93.12%；交易所可流通量 0.35 萬億元，佔 3.83%。然而從全市場的交易結算來看，2006 年度，全部債券市場交易結算 40.19 萬億元，199.67 萬筆。儘管其中銀行間債券市場作為債券市場主體，結算面額佔 95.44%，交易所和櫃檯結算面額各佔 4.55% 和 0.01%；從單筆結算量看，以機構投資者為主的銀行間債券市場高達 2.39 億元，以個人投資者為主的交易所市場和櫃檯市場單筆結算量分別為 103 萬元和七萬元。

但是，從表~9、10 中可以看到，交易所市場儘管在交易金額上只有銀行間市場的 20 分之一，可交易筆數卻是銀行間市場的十倍。

表~9：各市場債券交易結算情況（2006 年）

交易場所		筆數（萬筆）	面額 / 金額（億元）
銀行間市場		16.08	383558.25
交易所市場	上交所	157.74	18130.29
	深交所	19.88	149.04
商業銀行櫃檯		5.97	42.79
合計		199.67	401880.37

數據來源：銀行間市場和商業銀行櫃檯市場數據來自中央國債登記結算公司，單位為面額。交易所市場數據根據上海和深圳交易所網站公佈數據整理，單位為金額。

表~10：2006 年各交易場所結算量比重

	交易面額	交易筆數
銀行間市場	95%	8%
交易所市場	4.5%	89%
櫃檯市場	0.5%	3%

數據來源：銀行間市場和櫃檯市場數據來自中央國債登記結算公司，交易所市場數據根據上海和深圳交易所網站公佈數據整理。

### 3、參與性比較

目前，銀行間債券市場與交易所債券市場是兩個相互分割的市場，兩個市場的參與者類型存在較大的差異。

銀行間市場的投資者由國有商業銀行、城市商業銀行、股份制商業銀行、信用社、證券公司、基金公司、財務公司、保險公司等金融機構和其他企業機構投資者等組成；交易所市場由證券公司、保險公司、基金公司、一般機構、QFII（合格的境外投資者）和個人投資者等組成。

1997年商業銀行退出交易所市場，組建單獨的銀行間市場。自從2002年10月央行允許企業進入銀行間市場以來，銀行間市場一級託管投資者數目發展迅猛，截至2006年底，一級託管投資者數目達6383家，加上銀行間市場參與二級託管的櫃檯市場投資者，銀行間市場投資者數目不超過十萬家。

上交所市場是交易所債券託管交易的主要市場，和銀行間市場相比，交易所市場投資者結構有開戶數目多、金額小和交易活躍等特點。

上交所開戶投資者中持有債券的總帳戶數由2004年7月底的21.05萬上昇為2005年7月底的31.29萬。按照投資者類型分類，各類帳戶可分為個人投資者、券商自營、機構投資、封閉基金、開放基金、社保基金、保險基金和QFII等。以帳戶數目來看，個人投資者的開戶數據佔了絕大部分；而以託管金額來看，一般機構的投資金額最大。按照投資者投資金額即帳戶託管量分類，截至2005年7月，小於十萬的開戶投資者佔85%，而託管量大於100萬的投資者僅為2%。

如果從參與債券市場的投資者開戶數相比，銀行間市場為交易所市場的三分之一不到；而如果與交易所市場全部開戶數8200萬（2007年1月底數據）相比，兩個市場投資者參與的廣泛程度相差將近千倍。



以上比較足以說明，交易所市場是一個具有廣泛參與性、具有高度流動性與監管透明化的市場，這對於發揮 REITs 內在具有的全民共享經濟和市場繁榮、廣泛參與房地產市場發展並分享其增值收益的功能、保證 REITs 市場的規範有序發展都是至關重要的。

## 幾點簡要的結論

1、REITs 不僅僅是一種單純的資產證券化產品，還是帶有濃厚的社會意義和全民共享機制色彩的證券創新產品。

2、就像我國 20 多年前開始企業改革和經濟體制改革時，已經深刻認識到企業不能僅僅依靠銀行解決融資問題那樣，證券市場的創建、發展和成熟都離不開最廣大投資者的踴躍參與。同時，市場的健康持續發展應當也必須建立良好的共享投資收益機制，使得參與市場的投資者能夠持續分享企業、產業和經濟成長帶來的繁榮和利益。這也是我國證券市場下一步長期穩定發展的關鍵之所在。

3、房地產的行業調控、對老百姓在房地產領域的投資性需求的疏導、新的收益穩定且高回報的金融衍生產品的創新，都應該立足於市場化改革、立足於為投資者提供良好的市場制度與利益保障體系，而不僅僅著眼於企業、產業的本位利益和各方面的圈錢衝動。

4、較高的流動性、廣泛的參與性、嚴格的監管體制和自律機制、各級政府和部門出於保護最廣泛投資者的最根本利益的協調行為……這一切都是 REITs 的產品創新設計和推進過程中必須充分考慮、深入研究的首要問題。

5、充分考慮社會和諧的市場化創新，對中國金融市場、資本市場以及證券市場的進一步改進、完善和成熟都具有非常良好的促進作用，對中國的經濟體制改革和其他領域的改革也不無裨益。