

第二章 房地产金融概述



学习目标

通过对本章的学习，学生应了解或掌握如下内容：

1. 房地产金融的含义与分类；
2. 房地产金融的特征；
3. 房地产金融市场的构成、功能与分类；
4. 中国房地产金融机构的组成与各自的业务范围。



导言

随着经济发展与城市化进程的加快，房地产行业越来越受到金融机构的关注和支持，与房地产密切相关的房地产金融也成为金融业的重要组成部分。房地产金融学是建立在金融基础理论上，以房地产经济学、货币银行学、投资学等学科的基础理论和基本方法为基础，专门研究房地产经济领域资金运动及其规律的一门应用性学科。

第一节 房地产金融的含义、分类与特征

在国际经济社会中，特别是在美国、日本以及其他发达国家和地区，金融机构都十分重视房地产金融业务的发展。许多金融机构将筹集到的大量资金投向房地产开发和经营活动，这既支持了房地产业的发展，又增强了金融机构自身的实力。在中国香港和中国台湾，房地产金融业的发展已经相当广泛和深入。可见，在整个世界范围内的金融领域和房地产领域，房地产金融业已具有相当重要的地位。

一、房地产金融的含义

房地产金融是金融业务的一种形式，一般是指围绕房屋与土地开发、经营、管理等活动而发生的筹集、融通和结算资金的金融行为，其中最主要的是以房屋与土地作为信用保证而获得的资金融通行为。在房地产的生产、流通和消费过程中所发生的存贷款、股权融资、债券发行及房地产金融机构所进行的其他各种信用活动都是房地产金融活动。

有时人们将房地产金融和房地产业资金的融通看作同一回事，但事实上房地产资金的融通并不等于房地产金融，因为融资只是房地产金融的一个方面，除此之外，房地产保险、房地产信托、房地产典当等其他金融功能也是房地产金融的重要组成部分。但由于目前在中国

的房地产领域，无论是企业还是个人都将以贷款为代表的间接融资作为首选融资方式，所以，人们经常认为房地产贷款就代表了房地产金融^①。

房地产金融的任务是运用多种融资方式和金融工具来筹集与融通资金，从而支持房地产的开发和购买行为，促进房地产的再生产过程中资金的良性循环，保障房地产再生产过程的顺利进行。从中国房地产金融目前的实际情况看，所采用的金融方式和运用的金融工具正在快速发展，未来也将进一步支持房地产业的发展。

二、房地产金融的分类

中国房地产金融包括政策性的房地产金融和商业性的房地产金融两类。政策性房地产金融具有较强的政策性和地域性，主要是与住房制度有关的金融活动，其资金来源也有强制性，资金的使用则兼具优惠性与专项性（只限住房）；商业性房地产金融以营利为主要目的，金融机构需要自主筹措和使用资金，并可涉及各类房地产的开发和购买。

房地产是房产和地产的综合，因而房地产金融也可以分为房产金融和地产金融两部分。房产金融是指房屋或建筑物在生产、流通和消费过程中进行的各种资金融通活动。其主要包括以住房为抵押担保的住房金融和房地产开发经营企业在生产与流通过程中资金融通的金融活动。在房产金融中，住房金融由于其特殊性而占有非常重要的位置。

地产金融也称土地金融，是指围绕土地有偿使用而产生的金融活动。依照城市土地和农村土地的性质不同，地产金融又可以分为城市土地金融和农村土地金融。城市土地金融是指围绕城市土地开发、经营所展开的资金融通活动；农村土地金融是指围绕农村土地的开发、生产和经营而展开的资金融通活动。

三、房地产金融的特征

学者们对房地产金融特征的描述较为多样，其中“无转移抵押性”和“杠杆效应”经常被认为是其最显著的特征。事实上这种认识是不准确的，因为无论是无转移抵押性还是杠杆效应，都只是房地产抵押贷款的特征，而房地产抵押贷款不过是房地产贷款乃至房地产金融的一个组成部分，其特征远远不能涵盖整个房地产金融领域。从宏观来看，房地产金融具有以下特征。

（一）资金运用具有中长期性

由于房地产金融资金多用于土地和房屋的购置、开发、改良和建设等目的，而土地开发、改良以及房屋的建设往往需要很长时间，所以金融机构必须为房地产市场提供长期、稳定的资金支持。例如，房地产开发通常要经历可行性研究、编制设计任务书、选择建设地点、进行技术设计、选择施工队伍、编制年度计划、组织施工生产、竣工验收、交付使用等众多环节。资金的投入从可行性研究开始，到项目投入使用，周期往往很长，这就决定了其资金占用时间也比较长，一般需要3~5年，在此过程中资金往往需要持续投入。此外，由于房屋和土地具有保值甚至增值的作用，许多经营房地产金融业务的金融机构在向房地产开发项目贷款时，也敢于设定较长的贷款偿还期限。

^① 不仅如此，很多教材中甚至混淆了房地产抵押贷款和房地产金融的相关内容，不加区分地使用。

（二）容易受到政策影响

房地产业同国家的经济状况关系紧密，因而房地产金融政策也是国家经济政策的组成部分，是政府实现宏观调控的重要手段。同时由于可以利用金融政策调控房地产市场，所以房地产金融又被称为房地产市场的“调节器”。

一方面，房地产中的住宅具有商品和社会保障品的双重属性，住房问题也具有私人与社会的两重属性，因此任何政府都不会对住房问题放任不管，通常会制定各种住房政策来促进其发展。其中建立合理的政策性住房金融制度是一个主要举措。这些制度包括政府为住房抵押贷款提供资金、实施担保、进行贴息以及税收减免等。

另一方面，由于房地产牵涉的相关产业众多，该行业运行的资金量规模较大，所以房地产金融对国家经济的稳定和发展起到重要作用。正因如此，国家会经常在房地产金融领域进行政策调整以适应宏观经济管理的需要。常用的调控措施包括调整贷款利率和费率，改变个人住房贷款的首付比例，调整住房贷款申请人的资格审批门槛，提高或降低房地产开发贷款的项目资本金比例，等等。

（三）房地产金融安全性较高、收益较好

房地产金融的信用期较长，且一般需要以不动产作为抵押物来保证房地产贷款的偿还，即便出现违约情况，银行往往也可以将相关资产作为弥补损失的抓手。此外房地产具有的位置固定性可使其产生区位价值或者级差地租，使用的耐久性也充分体现其使用价值，土地的稀缺性会导致优等土地的地租、地价不断上涨，这些因素为房地产金融机构对房地产业给予信用支持提供了有力的保证。

房地产行业的业务流程长，造成了房地产金融业务的操作相对复杂，经营成本偏高。但同时，正是房地产金融涉及的中间环节多，使得其业务派生性较强，从而能带动金融机构各项业务的开展。以商业银行为例，一笔房地产开发贷款不仅能产生可观的直接利息收入，还能为贷款银行带来大量后续的个人住房贷款需求和资金结算量，而在申请住房贷款的人当中，也蕴含着丰富的高端个人客户资源。综合来看，正是房地产市场发展与住房需求等因素支撑了房地产金融业务的发展。

（四）杠杆效应明显

在自然界中，杠杆效应指的是人们利用杠杆，可以用较小的力量移动较重物体的现象。将这一概念引申到经济学中，可以理解成以相对较少的资金来获取拥有某个物品时所需的大笔贷款。在房地产交易中，借款人往往会投资一小部分的资金作为首付款，然后借入首付款与购房总价格的差额，即充分利用首付款的杠杆作用。实际上，杠杆是一种乘数，会加倍你的利润或损失。在房地产市场繁荣阶段，投资者利用杠杆作用购置房产普遍提高了投资回报率，而且首付比率越低，投资回报率越大；但是如果买入后房价就下跌，较低比率的首付款会使投资者陷入更加被动的局面。举个例子来说明。



案例/专栏 2-1 杠杆作用下的投资回报

假设某人要投资购买价值 100 万元的房产，我们来看不同首付款条件下的杠杆效应有何

不同。当首付比例是 10%（10 倍杠杆率）^①时，在这 100 万元的投资中，你自己的钱是 10 万元，剩下的 90 万元是你借来的。在不考虑租金收益和利息支出的情况下，如果房价一年后涨了 10%，房子现值是 110 万元，此时你卖掉房子，还清 90 万元贷款后还剩下 20 万元，你的投资回报率^②是 100%；如果房价继续上涨，你会赚得更多。相反，倘若房价在买入一年后就下跌了 10%，你的损失也将是 100%，你赔光了；如果房价继续下跌，你就负债了。而当首付比例是 5%（20 倍杠杆率）的情况下，房价每年只需上涨 5%，你的年投资回报率就达到了 100%；相反，房价每年只需下降 5%，你就赔光了。因此，杠杆率越高，杠杆效应就越大。一般来说房产的价格都很高，房价一般都表现为上涨状态，而且为了拉动经济增长、创造更多的税收和就业机会，各国多倾向于鼓励房地产投资，所以房产投资中首付款的杠杆效应是很明显的。

【思考与讨论】

（1）了解一下你家住宅购买时的首付与杠杆率情况，并计算一下回报率。

（2）如果考虑租金收益率（假定每年 4%）和利息率（假定每年 5%），重新计算投资回报情况。

杠杆效应在开发商那里也是如此。开发商一般投入一笔资金购买土地后，用土地作抵押向银行申请贷款，此后进行房地产开发。当满足预售条件后，可进行商品房预售，以此获得后续的开发资金。此时，开发商还可以在在建工程进行抵押，再次获得抵押贷款，也有施工企业垫付工程款的情况存在。可见，在房地产开发过程中，开发商可以用较低比例的自有资金^③运作大规模投资的开发项目，将杠杆效应发挥得淋漓尽致。

（五）具有无转移抵押性质

无转移抵押是指借款人将住房抵押给贷款人以获得抵押贷款，但借款人的合法所有者地位不改变，可继续拥有该房产的所有权和支配权，而贷款人取得该房产的“光秃产权”，或叫作“赤裸产权”，或者叫作“衡平产权”。这种产权不赋予贷款人任何权利，除非借款者违反还贷约定，届时贷款人将通过没收抵押品或拍卖抵押品并优先受偿的方式来保障自己的权益。换言之，贷款人仅仅享有抵押财产的受押权或衡平权，一旦贷款被偿清，这种权利也就随之消失。无转移抵押的适应面较宽，如承租人可以用承租权作为贷款抵押；借款人可以将持有的应收抵押品、信托合同或产权合同作为另一笔贷款的抵押。在整个过程中，借款人始终保留着拥有、控制和使用抵押物的权利，但同时可以利用抵押品获得贷款，实现对商品价值的资本化运作。

① 10 倍的杠杆率——每 10 元的资产中，你有 1 元的权益（你自己的钱）。杠杆率=资产/权益，收益=杠杆率×资产价值变化率。

② 投资回报率=收益/权益。

③ 2009 年，根据《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发〔2009〕27 号）普通商品住房项目投资的最低资本金比例从 35% 调低至 20%。其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。但房地产开发商想通过土地招标、拍卖等方式获得土地使用权都必须付全款。开发商若没有 30% 以上的自有资金将很难运作，往往要通过非银行渠道筹措高成本资金才行。根据 2016 年 9 月 30 日，北京市政府办公厅转发市住建委等部门《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》的通知有关规定，购买首套普通自住住房的首付款比例不低于 35%，购买首套非普通自住住房的首付款比例不低于 40%（自住型商品住房、两限房等政策性住房除外），普通购房人的购房杠杆率不足 3 倍。2022 年以来，随着救市政策不断地推出，首付比率又呈下降趋势。

在经济社会中，无转移抵押这种衡平产权的存在，一方面，使得借款人在不丧失房产支配权的情况下获取经营所需资金（除非到期还不上借款），使得经营活动得以维持或扩大；另一方面，房地产的保值性和位置的固定性使得贷款人在贷出资金获得收益的同时，并不担心所贷资金的安全性，经营风险很小。

第二节 房地产金融市场

房地产金融市场是指房地产资金供求双方运用金融工具进行各类房地产资金交易的场所，其基本职能是为房地产的生产、流通以及消费筹集和分配资金。房地产金融市场可以是一个固定的场所，也可以采用无形的交易方式，交易方式既可以是直接融资方式，也可以是间接融资方式。

一、房地产金融市场概述

房地产金融市场是整个金融市场的重要组成部分，无论是其运行的基本原理与理论还是实务工作中的经营和管理，均以一般金融市场的理论和实践为基础，并与其他金融市场有许多相似之处。但由于房地产行业自身具有一定的特殊性，因而房地产金融市场也有别于一般金融市场。

（一）房地产金融市场的构成

完整的房地产金融市场由融资主体、融资中介和金融工具三个基本要素构成。

1. 融资主体

房地产金融的融资主体包括企业、居民个人和政府部门。其中企业和居民个人是主要的融资主体，而政府部门不仅担负着对房地产金融市场的监督和调控责任，还时常参与具体的金融活动，如成立住房公积金管理中心提供公积金贷款等。

2. 融资中介

融资中介是在房地产资金运作过程中处于融资者之间的中间环节，中国现有的房地产融资机构可以划分为专营机构和兼营机构。从世界范围来看，房地产金融专营机构包括住房储蓄银行、住房公积金管理中心、住房信用合作社、房地产开发财团等；房地产金融兼营机构包括商业银行、保险公司、信托公司、证券公司等。



案例/专栏 2-2 2022 年中国房地产开发企业各项资金来源及投资情况^①

2022 年，在开发企业的各类资金来源中，国内贷款占比 11.7%，同比下降 25.4%；利用外资占比为 0.1%，同比下降 27.4%；自筹资金占比 35.5%，同比下降 19.1%；购房者的定金及预付款占比 33.1%，同比下降 33.3%；个人按揭贷款占比 16.0%，同比下降 26.5%。

2022 年，房地产开发企业到位资金 148 979 亿元，同比下降 25.9%。具体来看，国内贷

^① http://www.stats.gov.cn/xxgk/sjfb/zxfb2020/202301/t20230117_1892126.html，有改动。

款 17 388 亿元，下降 25.4%；利用外资 78 亿元，下降 27.4%；自筹资金 52 940 亿元，下降 19.1%；定金及预收款 49 289 亿元，下降 33.3%；个人按揭贷款 23 815 亿元，下降 26.5%。2022 年，全国房地产开发投资 132 895 亿元，同比下降 10.0%。其中，住宅投资 100 646 亿元，同比下降 9.5%，占房地产开发投资的比重为 75.7%。

分区域来看，2022 年东部地区房地产开发投资额 72 478 亿元，同比下降 6.7%，占全国比重 54.5%。中部地区房地产开发投资额 28 931 亿元，同比下降 7.2%，占全国比重 21.8%。西部地区房地产开发投资额 27 481 亿元，同比下降 17.6%，占全国比重 20.7%。东北地区房地产开发投资额 4 005 亿元，同比下降 25.5%，占全国比重 3.0%。

【思考与讨论】

(1) 查阅《中国统计年鉴》，观察中国房地产开发资金来源的变化。

(2) 分析 2022 年中国房地产开发企业各项资金来源，查阅资料，解释近年来房地产开发企业资金来源变化的原因。

3. 金融工具

金融工具是指在金融市场中可交易的金融资产，是用来证明融资双方权利与义务的契约。房地产金融工具主要包括商业票据、房地产抵押支持债券、房地产金融债券、房地产企业及房地产金融机构发行的股票和债券、住房抵押贷款契约等。

(二) 房地产金融市场运行的条件

基于前文所述的金融市场的功能，房地产金融市场作为金融市场的分支，它同样具有资本转换、资源配置、经济结构调节和宏观经济状况揭示等功能。房地产金融市场能够正常、充分地发挥其功能，需要满足如下条件：

一是有完整、对称的信息。有完整的信息是指金融商品交易的双方都能够公平、公开、公正地通过房地产金融市场获得各自所需要的信息，使交易行为有可靠的依据；有对称的信息是指在同一时点上交易双方获得的信息是完全相同的，任何一方都不存在通过未公开信息获利的机会。

二是市场供求决定价格的机制能充分发挥作用。金融商品价格对房地产市场供求有弹性，供求状况的改变不断地使原有的均衡价格消失而出现新的均衡价格，任何市场以外的力量都不能影响和改变价格。

三是房地产市场上有商业银行、信托公司、保险公司、房地产私募基金、住房公积金管理中心、开发商等众多的市场参与者和丰富的金融商品种类，不存在少数或个别交易者对市场的垄断。

四是有完善的管理手段和交易方法。在房地产金融市场上，不可过分使用行政手段管理市场。

具备上述四个条件，是房地产金融市场正常发挥功能的基础。一般认为，信息完整对称和供求决定价格，是市场运行所需要的最基本的条件，这两个条件的完备性被认为是评价金融市场成熟和完善程度的重要标准。

(三) 房地产金融市场的分类

房地产金融市场作为金融市场的组成部分，可以按照多种标准进行分类。

1. 按市场层次的不同, 房地产金融市场可分为一级市场和二级市场

房地产金融一级市场又称初级市场, 是指借款人通过房地产金融中介机构或从资本市场直接进行资金融通的市场, 包括初级房地产抵押贷款市场、新的房地产证券发行和交易市场等。房地产金融二级市场是指房地产融资工具的再交易和再流通市场, 包括房地产融资中介机构将持有的房地产贷款直接或以证券的形式出售给二级市场机构的交易市场以及房地产有价证券的再转让市场, 如二级抵押贷款市场。

2. 按照服务对象的不同, 房地产金融市场可分为房产金融市场和地产金融市场

房产金融市场是指银行及其他非银行金融机构为房屋再生产进行资金融通的市场。在房产金融市场上, 住宅金融占据着非常重要的位置。地产金融市场是指以土地做抵押向金融机构融通资金的活动总称, 即以土地为抵押品, 筹集融通资金, 以达到对土地进行开发和利用的目的。实际上, 房产金融市场和地产金融市场并不是截然分立的, 二者有着紧密的联系, 它们相互影响、相互作用, 共同构成完整的房地产金融市场。

3. 按照金融交易工具期限的不同, 房地产金融市场可分为货币市场和资本市场

货币市场是融通短期资金的市场, 而资本市场是融通长期资金的市场。资本市场是房地产金融市场的主要构成部分, 其金融产品包括住房储蓄存款、住房按揭贷款、房地产抵押贷款、房地产信托、资产证券化、房地产保险等。随着信用工具的创新和日益发达, 房地产金融市场的业务范围将日益扩大。

二、中国房地产业的融资途径

(一) 房地产企业的内部融资和外部融资

中国房地产企业的融资途径有两个来源: 一是企业内部融资; 二是企业外部融资。房地产企业内部融资主要包括自有资金和预收的购房定金或购房款, 这部分资金可以作为必要的开发资金。大多数房地产项目均具有投资大、周期长的特点, 因此, 房地产企业单纯依靠内部融资往往不能完全满足全部资金的需求, 更多的资金要通过外部融资获得。

房地产企业的外部融资途径主要渠道有申请银行贷款、发行股票、吸收股权投资、发行企业债券、发行房地产信托、利用外资、合作开发、发行产业基金等。这些融资途径按照有无中介机构参与, 又可归类为间接融资和直接融资。间接融资是指银行或者房地产金融机构不直接参与房地产开发经营与各种投资, 而是根据自身资本金运转状态与实际力量, 为房地产开发、经营的公司组织存款并发放开发经营及消费所需的贷款, 其中以银行贷款为主要方式; 直接融资是指银行或者房地产金融机构直接向房地产产业投资, 参与公司(项目)的开发、经营活动, 以获取利润, 或者房地产开发公司在资本市场发行股票、债券, 以筹措资金。

按照中国国家统计局的统计口径进行分类, 房地产开发企业资金来源可以划分为国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金来源等, 各项应付款数据并不计入房地产开发资金来源项下, 但从房地产融资渠道角度考虑, 其属于供应链融资, 应该将其纳入。各类统计指标与内部融资、外部融资的关系如图 2-1 所示。

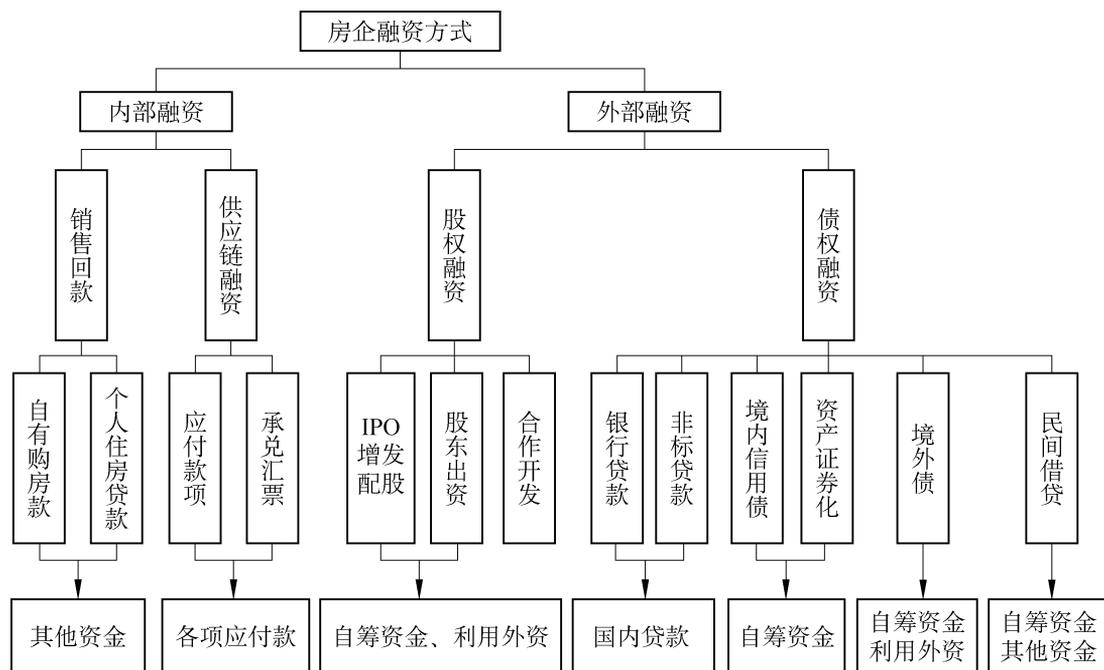


图 2-1 房地产开发企业融资方式分类

国内贷款是指向银行及非银行金融机构借入的各种国内借款。利用外资是指报告期收到的国外资金，包括对外借款、外商直接投资及外商其他投资。自筹资金是指在报告期内筹集的用于项目建设和购置的资金，包括自有资金、股东投入资金和借入资金。其他资金是指在报告期收到的除以上各种资金之外的用于固定资产投资的资金，包括国家预算内资金、债券、社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及用征地迁移补偿费、移民费等进行房地产开发的资金。定金及预收款及个人按揭贷款是其他资金来源中重要的组成部分。各项应付款是指房地产开发过程中应付未付的投资款，包括应付工程款、应付器材款、应付工资等。

房地产企业的各融资渠道所占比重并非一成不变，随着时间的推移、政策的变化，不同融资渠道所占比重也会相应发生变化。2005年至2022年，房地产企业本年资金来源的结构变化情况如图2-2所示。2009年以来，国内贷款、利用外资及自筹资金占比整体呈现下降趋势，其他资金及各项应付款占比则有明显提升，表明近年来开发商受房地产调控政策影响，外部融资渠道持续收紧，开发资金来源逐渐侧重于销售回款等经营性融资。2022年，房地产企业资金来源占比排前三的是自筹资金、定金及预收款和各项应付款，分别达到27.1%、25.6%和23.8%。

（二）商业银行在中国房地产业发展中的地位

中国房地产市场的发展可以追溯至20世纪80年代中后期的住房体制改革，商业银行在其中扮演了重要角色。在很大程度上，商业银行的资金支持（各种形式的贷款）是维系中国房地产业资金链安全的主要力量。

目前，银行贷款依然是中国房地产开发投资的主要资金来源之一，这也决定了以商业银行为代表的银行业金融机构在房地产金融领域必然会占据举足轻重的地位。中国商业银行同

房地产开发的各个环节都有密切联系（见图 2-3）。根据中国人民银行《2022 年四季度金融机构贷款投向统计报告》，2022 年年末，金融机构人民币各项贷款余额 213.99 万亿元，人民币房地产贷款余额 53.16 万亿元，占比约 24.8%，其中房地产开发贷款余额 12.69 万亿元，个人住房贷款余额 38.8 万亿元。可以看出，房地产领域是银行贷款的重要投向之一。

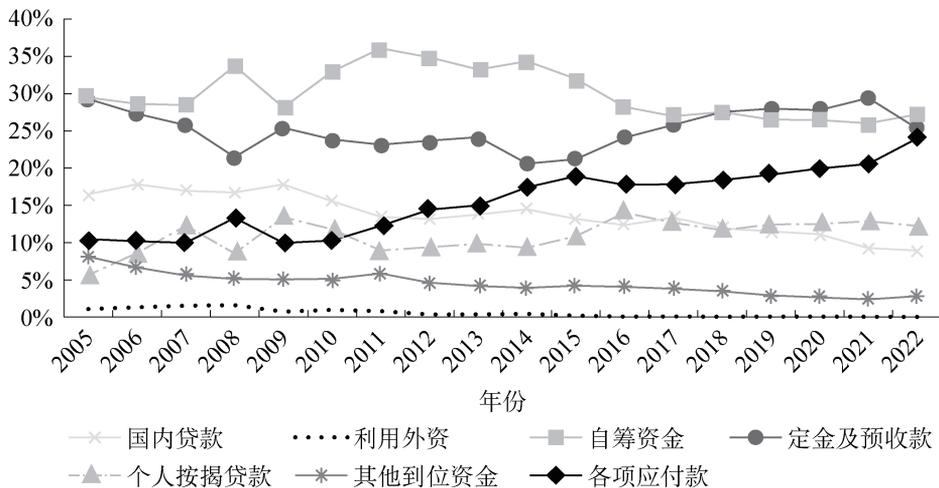


图 2-2 2005—2022 年中国房地产开发企业本年资金来源占比变化^①

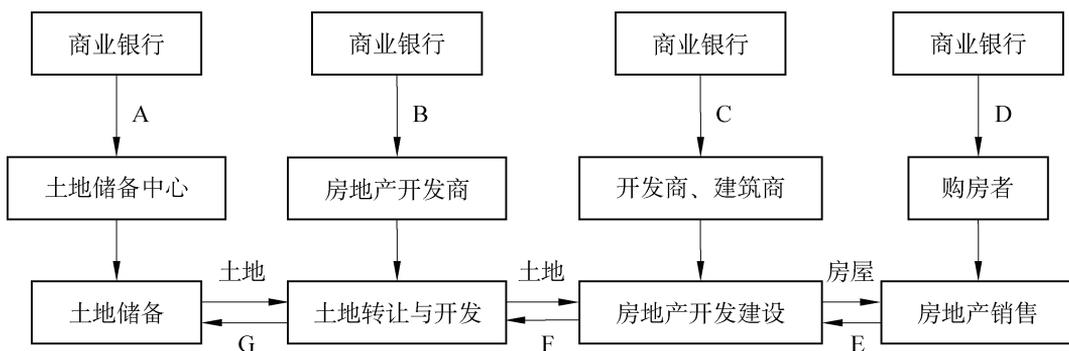


图 2-3 商业银行与房地产开发的关系^②

A: 土地储备贷款; B: 土地使用权转让与开发贷款; C: 房地产开发与建设贷款; D: 个人住房（按揭）贷款;
E: 购房定金; F: 业务承包与转包资金; G: 土地出让金。资金流动的时间顺序与字母编号无关。

如图 2-3 所示，商业银行对房地产开发的支持通常体现在生产和分配两个环节。在生产环节是以开发贷款的形式为开发商提供资金融通，而在分配环节是通过发放按揭贷款的方式支持最终产品的购买。一方面，商业银行在 20 世纪 90 年代中后期实施的住房按揭贷款政策对普通百姓住房需求的释放以及商品房销售的促进起到了关键的推动作用，带动了整个房地产业的蓬勃发展；另一方面，商业银行各种形式的企业贷款，包括对房地产开发企业的流动资金贷款、开发贷款以及对建筑施工企业的贷款等对中国房地产市场的支持作用也是至关重要

① 数据来源于国家统计局。

② 王世豪. 房地产信贷战略与实务[M]. 北京: 中国金融出版社, 2006: 15.

要的。

当前，银行信贷资金还是中国房地产企业发展的主要融资渠道。在一级土地开发、房地产开发、房地产销售三个阶段中，每一阶段都离不开银行信贷资金的支持。即使在宏观调控过程中，商业银行银根紧缩，很多开发企业也不得不借助其他渠道从银行变相筹集资金。由于中国资本市场的发展是一个相对长期的过程，国内大部分房地产项目的融资仍需依赖于商业银行等金融机构的信贷支持。因此，对房地产开发商而言，聚焦商业银行有关房地产贷款的审批，提高贷款申请的效率，是房地产融资的重点。

长期以来，房地产信贷业务的安全性较高、不良率相对较低（见图 2-4），房地产领域成了商业银行信贷投放的绝对主力。但近年来，受房地产市场下行、高杠杆房企风险持续暴露的影响，银行业房地产不良贷款率有所增长，涉房业务资产质量承压（见图 2-4）。截至 2022 年年末，16 家上市银行在年报中披露涉房资产质量，其中对公房地产业不良贷款余额总计 2 578.78 亿元，较 2021 年年末的 1 509.04 亿元新增 1 069.74 亿元，增幅为 70.89%。16 家上市银行中，14 家房地产业贷款不良率上升。与此同时，2022 年个人按揭贷款的不良贷款率亦出现上升。例如，2022 年，工商银行个人按揭贷款不良率由 2021 年年末的 0.24% 上升至 0.39%，主要是受房地产企业项目停工或延期交付的影响，相关的风险传导至个人按揭端。但对比来看，个人住房贷款仍然是银行贷款业务中不良率最低的品种。以工商银行为例，其 2022 年个人经营性贷款、个人消费贷款、信用卡透支的不良率分别为 0.91%、1.7% 和 1.83%^①。同时，银行业也在政策引导下调整信贷结构，加大对制造业、普惠小微等领域的信贷投放力度。2022 年，商业银行涉房贷款占整个银行贷款比例有所下降，阶段性不良率上升对大部分商业银行来说风险是可控的。

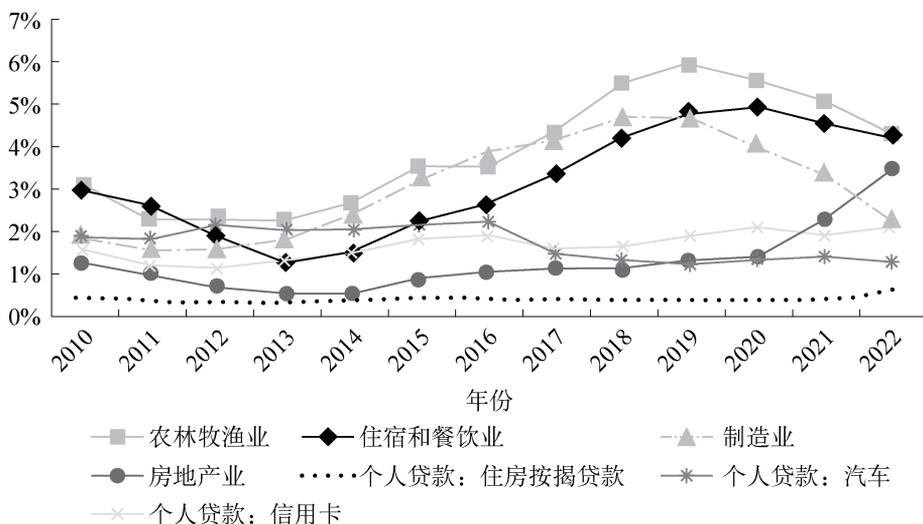


图 2-4 2010—2022 年中国银行业对不同行业的不良贷款率

数据来源：万得资讯

^① 数据来源于工商银行 2022 年年报。

第三节 中国房地产金融相关机构

房地产金融相关机构是指经营房地产金融业务的各种持牌金融机构、类金融机构和政府部门。中国的房地产金融相关机构主要包括银行类房地产金融机构、非银行类房地产金融机构（信托公司、保险公司、全国性资产管理公司等）、类金融机构（房地产/不动产私募基金、住房置业担保公司、地方资产管理公司等）和政府的房地产金融事业单位（住房公积金管理中心），其中以商业银行、信托公司和各类私募基金公司为主。

一、商业银行

1998年以来，随着城镇住房制度改革的深入，中国房地产市场呈现蓬勃发展的势头，其发展潜力为商业银行拓展房地产金融业务提供了巨大的商机。商业银行通过调整信贷结构支持城镇居民购房，拉动住房投资来扩大国内需求，从而有力地推动了国民经济发展。

国内最早从事房地产金融业务的银行是中国建设银行，1998年中国住房制度改革后，更多的银行介入房地产金融领域，房地产金融机构数量迅速增加，初步形成了以四大国有商业银行为主体，12家全国性股份制商业银行和112家城市商业银行为补充的组织机构体系。20世纪80年代中期，中国分别在烟台和蚌埠成立了住房储蓄银行，专门办理与房改配套的住房基金筹集、信贷、结算等政策性金融（烟台住房储蓄银行是现在的恒丰银行前身）。20世纪90年代，随着公积金制度的建立，住房储蓄银行的职能逐渐被住房公积金管理中心所取代。

商业银行的信贷资金主要从两个方面对房地产业进行支持：一是通过对公贷款支持企业的房地产开发投资；二是通过个人住房信贷扩大房地产需求。

（一）对公房地产贷款

房地产企业从商业银行获得房地产开发投资资金一直是房地产企业融资的重要渠道，这也是房地产企业融资的重要特征之一。银行的房地产对公贷款主要有开发贷款、并购贷款、土地储备贷款、流动资金贷款、经营性物业贷款、保障性安居工程贷款等方式。目前，监管政策对土地储备贷款^①、流动资金贷款^②做出了限制，开发贷款及并购贷款是房企获取银行贷款的主要方式。

房地产开发贷款是指金融机构发放的房屋建设贷款，包括在土地开发阶段发放的、计划在房屋建设阶段继续使用的贷款。根据开发内容的不同，可以分为住房开发贷款、商品房开发贷款等。与其他融资方式相比，房地产开发贷款具有成本相对较低、审批条件更加严格的

① 土地储备贷款是银行向土地储备机构发放的用于收购、整治土地，提升土地出让价值的短期周转贷款。其主要用途包括支付征地补偿费、安置补助费、地上附着物和青苗补偿费、场地平整费、缴纳土地出让金等。2016年2月2日，财政部、国土资源部等四部委发布了《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，要求从2016年1月1日开始，各地不得向银行举借土地储备贷款，新增土地储备项目所需要的资金，从国有土地收益基金、土地出让收入和其他财政资金中统筹安排，不足部分通过发行地方债的形式解决。

② 2007年中国人民银行和原银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》，要求商业银行对房地产开发企业发放的贷款只能通过房地产开发贷款科目发放，严禁以房地产开发流动资金贷款或其他贷款科目发放。

特点，多会采取土地抵押、在建工程抵押、股东担保的增信方式。

房地产开发贷款需要满足“四三二”要求——“四”即“四证齐全”，项目具备《不动产权证书》《建设用地规划许可证》《建设工程规划许可证》和《建筑工程施工许可证》；“三”是自有资金应不低于开发项目总投资的30%，后续根据《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，房地产开发项目中保障性住房和普通商品住房项目资本金维持20%不变，其他项目由30%调整为25%；“二”即具有二级及以上房地产开发资质。商业银行发放的房地产开发贷款只能用于本地区的房地产项目，严禁跨地区使用；商业银行在房地产开发贷款对象的选择上通常使用白名单制，通常会对房企的销售规模、股东背景等有所要求，中小房企较难获得银行贷款。

2011年以来，房地产开发贷款余额总体呈上升趋势，但增速变化情况与监管政策紧密相关（见图2-5）。2018年以来，房地产开发贷款监管逐渐收紧，对于银行贷款的监管政策主要在于严控银行资金通过各种渠道变相为房地产前端拿地提供融资；禁止违规向“四证不全”和开发资质不够的房企提供融资。2018—2022年，房地产开发贷款增速持续下降，2022年年末，房地产开发贷款余额为12.69万亿元，同比增长1.5%。

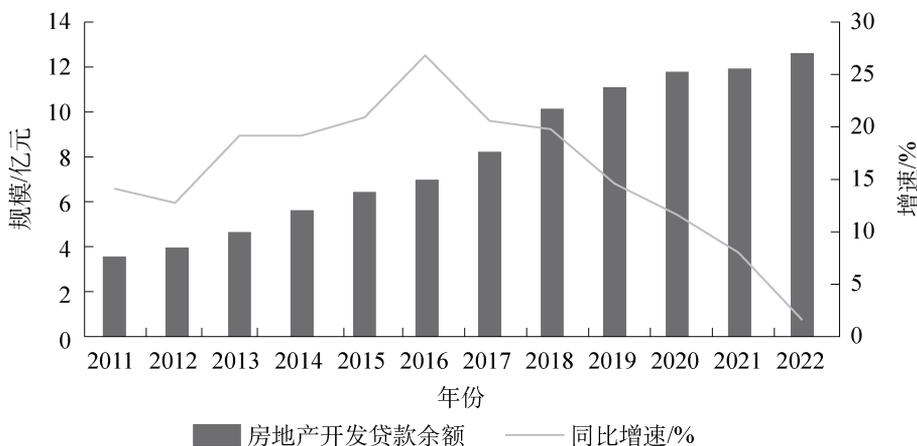


图 2-5 2011—2022 年中国金融机构房地产开发贷款余额及增速^①

2022年11月，为保持房地产融资合理适度，促进房地产市场平稳健康发展，中国人民银行、原银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（“金融16条”），从供需两端全面支持房地产市场平稳健康发展，其中明确提出稳定房地产开发贷款投放，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励商业银行稳妥、有序开展房地产项目并购贷款业务。“金融16条”落地后，多家国有银行将为合作房企提供多元化融资服务，包括但不限于房地产开发贷款、个人住房按揭贷款、房地产项目并购融资、租赁住房融资、保函置换预售监管资金等。例如，11月24日中国工商银行与万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园集团、美的置业、金辉集团等12家全国性房地产企业，以总对总方式签订战略合作协议，提供意向性融资总额达6550亿元^②。

^① 万得资讯。

^② 慈玉鹏. 六大行超1.2万亿元意向性授信纾困房企[EB/OL]. (2022-11-25). <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1750512909222183570&wfr=spider&for=pc>.

（二）个人住房信贷

根据《个人住房贷款管理办法》，个人住房贷款是指贷款人向借款人发放的用于购买自用普通住房的贷款。贷款人发放个人住房贷款时，借款人必须提供担保。借款人到期不能偿还贷款本息的，贷款人有权依法处理其抵押物或质物，或由保证人承担偿还本息的连带责任。贷款人应根据实际情况，合理确定贷款期限，一般情形下，个人住房贷款期限最长为30年。发放住房贷款的金融机构是经中国人民银行批准设立的商业银行和住房储蓄银行。

从中国个人住房按揭贷款的实践看，1998年以后，国家鼓励商业银行向消费者发放按揭贷款，有的银行甚至按购房款全额贷款，导致商业银行个人住房按揭贷款信贷风险加大。为规范个人住房贷款按揭成数和降低商业银行的个人住房按揭贷款的信贷风险，2001年6月19日，中国人民银行印发《关于规范住房金融业务的通知》（银发〔2001〕195号），2003年6月13日，又发布《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发〔2003〕121号）。上述两个政策提出严禁“零首付”个人住房贷款，并提出按揭成数最高不得超过八成，对购买第二套或二套以上住房的，应当适当再降低按揭成数。

2011年以来，个人住房贷款余额总体呈上升趋势，但增速持续放缓。2022年年末，个人住房贷款余额为38.8万亿元，同比增长仅1.2%（见图2-6），主要是受房地产市场周期、房地产调控政策等因素影响。个人住房贷款是中国房地产调控政策实施的重要领域，一般通过贷款资格、首付比例、贷款利率等调节个人住房贷款的规模，进而影响房地产市场的需求。例如，贷款资格方面，一些热点城市执行差别化住房信贷政策，对购买第三套住房的，暂停办理商业贷款；首付比例方面，一些热点城市要求居民购买第二套住房时，申请住房贷款需提高首付比例；贷款利率方面，除了调整住房贷款利率的定价基准，即LPR，还对住房贷款利率的下限等进行管制。2022年1月，人民银行、原银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。支持各地市政府因城施策用足用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。

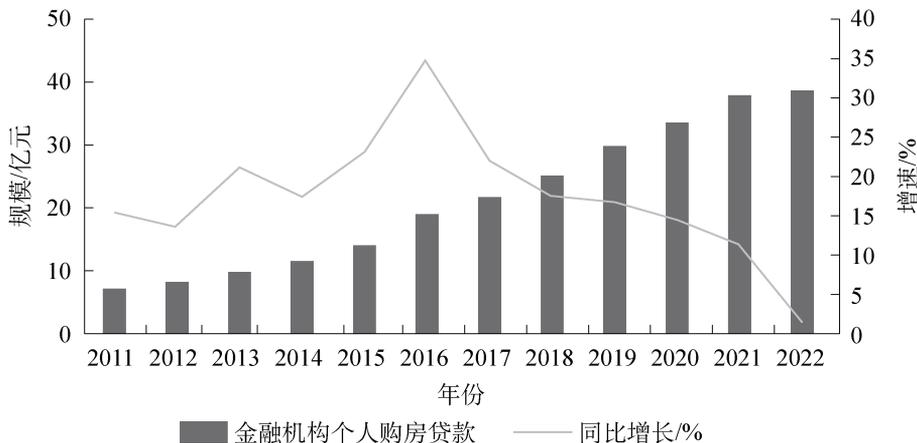


图 2-6 2011—2022 年中国个人购房贷款余额及同比增速^①

^① 万得资讯。

二、保险公司

保险公司参与房地产金融业务，包括负债端和投资端两个领域。负债端主要是房地产保险，是指以房屋设计、建造、销售、消费和服务等环节中的房屋及其相关利益与责任为保险标的的保险，属于财产保险的范畴。保险公司承担的房地产风险是纯粹风险，带有偶然性、意外性和不可测定性。房地产因自然灾害和意外事故造成房屋毁损的可能性随时都存在，一旦这种可能性转化为现实，那将会给房屋所有者带来经济损失甚至人员伤亡。因此，为了尽量规避风险、减少经济损失，购买房地产保险很有必要。

房地产保险的建立与发展，为房地产业的经营和管理提供了保障与支持。房地产商品是一种高价值资产，在设计、营建、销售、分配和使用的各个环节中一旦遭受意外事故，则损失巨大。但如果参加了房地产保险，这种损失就能降低到最低限度。因为房地产保险将众多投保人的保险费集中到一起，建立起强大的经济后备，可以为遭受损失的投保单位提供必要的资金补偿，从而为房地产资金的正常运用提供了保障性条件，在一定程度上能起到资金融通的作用。因此，房地产保险也是房地产金融的重要内容。

房地产保险的组成要素，即房地产保险运行的必备条件主要有以下三项。

一是保险基金。保险基金是指专门从事风险经营的保险机构根据法律或合同规定，以收取保险费的方式建立的、专门用于保险事故所致经济损失的补偿或人身伤亡的给付的一项专用基金，它是保险人履行保险义务的条件。房地产保险基金是房地产保险公司向投保人收取的保险费，或称保险付款的总和，是专为应付房地产意外事故的损失而作为经济补偿之用的特殊资金，是房地产保险业务经营的必要条件。保险费主要依据房地产的保险金额、保险费率及保险期限来确定。

二是房地产投保人。房地产投保人是指对保险房地产具有保险利益，与保险人订立保险契约，并缴纳保险费的人，可以是法人，也可以是公民和自然人。房地产投保人必须是被保险房地产的所有人或经营管理人，或者是对保险房地产有利害关系的人。

三是房地产保险人。房地产保险人是指与房地产投保人订立保险契约，收取保险费和在房地产出险后负责赔偿的人，如保险公司、房地产保险公司以及承办保险业务的银行等金融机构。

目前，中国内地与房地产金融有关的保险公司主要有中国人民保险公司、太平洋保险公司和平安保险公司等。保险公司承担的房地产金融业务主要局限于房屋财产保险范畴。具体来说，各保险公司推出的与房地产业相关的险种主要有房屋建筑工程保险、房地产人身保险、房地产财产保险、房地产责任保险和个人住房贷款保险。

个人住房贷款保险属于房地产融资保险的一种，是为了保障贷款资金安全而由借款人做相关投保的一种房地产保险。近些年来，中国很多商业银行都开办了个人住房抵押贷款业务。为了保障受押人的利益，保证抵押房屋在抵押期间，若遭受灾害事故损失，能得到相应的赔偿，各商业银行都把办理“个人住房贷款保险”作为获得抵押贷款的条件之一。个人住房贷款保险具体分为三类：一是抵押住房的财产保险，主要保障房产免受意外事故和自然灾害毁损的风险；二是贷款者的定期信用人寿保险，是在还贷期内，在贷款人因疾病或意外伤害而丧失工作能力或死亡的情况下，保证银行能安全收回贷款，贷款者的家人能继续居住的一种

保险；三是抵押贷款购房履约保证保险，其基本含义是，当投保人因为死亡、失业等约定原因无力还贷时，保险公司代其向银行清偿剩余债务，同时行使追偿权，从抵押物中得到补偿或向投保人追回赔款。个人住房贷款保险在实际运行中存在银行指定保险公司、强制购买和保费过高等问题，因此，中国当前阶段应进一步研究个人住房贷款保险，充分发挥该险种的风险分担职能。

随着市场发展，中国在房地产保险产品创新方面也做出了积极探索。例如，老年人住房反向抵押养老保险，这是一种将住房抵押与终身年金保险相结合的创新型商业养老保险业务——拥有房屋完全产权的老年人，将其房产抵押给保险公司，继续拥有房屋占有、使用、收益和经抵押权人同意的处置权，并按照约定条件领取养老金直至身故。老人身故后，保险公司获得抵押房产处置权，处置所得将优先用于偿付养老保险相关费用。住房反向抵押贷款于 20 世纪 80 年代起源于荷兰，在美国日趋兴旺，随后一些欧洲国家、新加坡等纷纷效仿，并逐步发展成熟。2014 年 7 月，原保监会在北京、上海、广州、武汉正式开展老年人住房反向抵押养老保险试点。2016 年 7 月，原保监会决定将试点范围扩大至各直辖市、省会城市、计划单列市以及江苏省、浙江省、山东省、广东省的部分地级市。2018 年 8 月，原银保监会将老年人住房反向抵押养老保险从此前的试点扩大到全国范围。从试点情况来看，截至 2022 年，仅有幸福人寿、人保寿险两家公司开展了“以房养老”业务。在中国推广这种保险产品还面临诸多问题，如配套政策不健全、与居民传统养老观念存在冲突、金融机构展业不确定性大等。

在投资端，保险公司在保险资金运用过程中可进行房地产的投融资。保险资金基于安全、低风险偏好，其使用长期受到严格限制，投资渠道有限。自 2006 年开始，保险资金投资不动产的限制逐步放开。2010 年 9 月，原保监会发布《保险资金投资不动产暂行办法》，首次明确保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品，并针对投资不动产的保险公司、专业机构的资格条件及投资标的具体要求、投资方式、禁止事项、投资资金比例、风险控制等，做出详细规定。该暂行办法沿用至今，是保险资金投资不动产的主要法规依据之一。按保险资金进入不动产领域的途径分类，投资模式主要分为直接投资和间接投资两类。

直接投资是指保险公司作为资金管理者直接进入不动产市场，以股权、物权、债权等方式，通过购买、建造、运营等方式实现资金配置。其中，股权方式主要以受让不动产项目公司部分或全部股权的形式投资，拟投资不动产应当为项目公司的主要资产，且项目公司无重大法律诉讼，其股权未因不动产的抵押设限等落空或受损，并直接对标的不动产享有所有权。直接投资的不动产用途包括商业不动产、办公不动产及与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等不动产和自用性不动产。

间接投资是指保险公司通过投资不动产金融产品，间接投资非基础设施类不动产。根据原银保监会《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，保险资金可以投资境内依法发行的商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础设施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划等金融产品。保险资金用于不动产投资的金融产品包括不动产投资计划、集合资金信托计划和资产支持计划等。

三、信托公司

《信托公司管理办法》规定，信托公司是主要经营信托业务的金融机构。信托业务是指信托公司以营业和收取报酬为目的，以受托人身份承诺信托和处理信托事务的经营行为。根据《信托公司管理办法》，信托公司可以申请经营下列部分或者全部本外币业务：资金信托、动产信托、不动产信托、有价证券信托、其他财产或财产权信托等。由此可以看出，信托公司可受托管理的财产类型十分丰富。根据2023年原银保监会《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，信托公司应当以信托目的、信托成立方式、信托财产管理内容为分类维度，将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类共25个业务品种。信托公司管理运用或处分信托财产时，可以依照信托文件的约定，采取投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等方式进行。信托公司的房地产金融业务主要涉及资产管理信托和资产服务信托两类。

资产管理信托是信托公司依据信托法律关系，销售信托产品，并为信托产品的投资者提供投资和管理金融服务的自益信托。信托公司以资产管理信托开展房地产金融业务，主要是募集投资者资金，以股权、债权等方式投向房地产领域以获取投资收益。

房地产信托兴起于2003年，当时主要是银行与信托合作向房地产企业发放贷款。2003年6月5日，中国人民银行颁布《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，规定商业银行向开发商发放开发贷必须“四证齐全”，且自有资金投资比例达到30%。该规定未对其他金融机构进行房地产融资做出限制。房地产公司和银行业为规避监管通过信托公司进行贷款业务。2005年原银监会出台了《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》，规定“信托公司对未取得‘四证’的房地产项目不得发放贷款；申请贷款的房地产开发企业资质不低于国家建设行政主管部门核发的二级房地产开发资质，开发项目的资本金不低于35%”，以进一步严格规范房地产信托的操作规程。“432原则”也正式成为信托公司对开发商发放开发贷的基本原则。2008年，原银监会出台了《关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》，规定信托公司“严禁向房地产开发企业发放流动资金贷款，严禁以购买房地产开发企业资产附回购承诺等方式变相发放流动资金贷款，不得向房地产开发企业发放用于缴交土地出让价款的贷款”。

基于信贷监管政策对房地产市场的长期抑制性调控，房地产信托展业得以逐步发展。多年来，由于信托制度的灵活性，信托公司根据房地产企业的需求进行个性化的交易结构设计，开发出非常丰富的业务模式，在信托“432”开发贷款、并购贷款的基础上，发展出股权投资、股权投资附加回购、购买特定资产收益权附加回购、财产权信托受益权转让、股权投资+股东借款、永续债/私募债投资、基金化房地产信托等多种模式。伴随着中国房地产业的快速发展，房地产信托规模持续增长，长期以来是资金信托的重要投向，占比一度接近行业总规模的20%（见图2-7）。房地产信托也是房地产开发企业重要的资金来源。房地产信托规模在2019年二季度达到2.93万亿元，成为峰值，占当期信托行业资产规模的15%。在此期间，信托与银行、保险、私募基金等各类市场主体广泛开展合作。

2018年以来，在“房住不炒”主基调下，监管部门对房地产信托进行多轮的整顿和规范，加上房地产调控持续收紧、市场周期下行，房企债务违约频发，房地产信托规模持续回落，

传统模式已难以适应房地产业的变化。信托公司积极推进房地产信托转型，基于传统业务积累的对交易对手、底层资产的研判把控能力，推动业务模式从传统融资、明股实债等向投资、债券、资产证券化、REITs（房地产投资信托基金）、类 REITs 等直接融资模式转型升级。投资领域也从以住宅开发为主向持有型物业、产业地产、新基建、保障性住房等更广泛的不动产领域转型，综合发挥信托资产隔离、资产管理、资产服务等功能，服务地产市场。

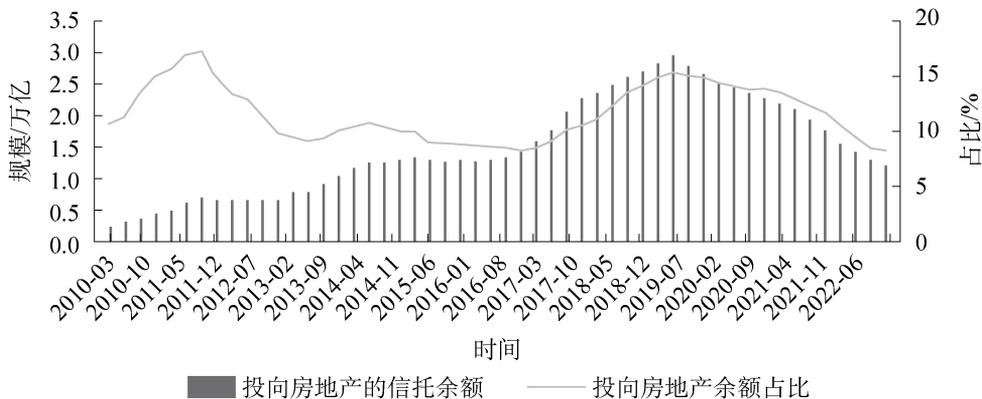


图 2-7 2010—2022 年投向房地产领域的信托资产规模及占行业信托资产规模的比例^①

资产服务信托是指信托公司依据信托法律关系，接受委托人委托，并根据委托人需求为其量身定制财富规划，以及代际传承、托管、破产隔离和风险处置等专业信托服务。其中与房地产金融最相关的是财富管理信托。一般是企业、个人或其他组织将其拥有的房产等财产作为信托财产而设立信托，是以财产管理以及财产传承为主要目的的信托模式。此类信托在美国、日本都较为普遍，在日本个人可设立不动产信托，由受托人实现信托财产的管理、租赁等，从而实现房产的保值增值。在欧美，设立基于房产的信托则可以保障其在死后有序传承给继承人，同时避免继承人直接获得房产后变卖。目前中国该类业务仍在发展之中，主要在家族信托业务中有以房地产作为受托财产的模式。一方面是由于现行信托法律制度不健全，信托财产登记、非交易性过户、信托税收等方面存在障碍，导致将房地产转移至信托时需承担高额的成本；另一方面是信托公司对房地产实物资产的经营管理水平还有待提升。但是从未来发展看，房地产是中国家庭财富的主要组成部分，根据中国人民银行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中国城镇居民家庭资产以实物资产为主，其中房地产占比近七成，以管理不动产为目的服务信托业务具有广阔的市场空间。

四、房地产投资基金

房地产投资基金是主要投资房地产项目、房地产开发企业的基金。投资标的包括房地产项目的股权、债权以及房地产开发企业发行的股票、债券等。这里重点介绍的主要是以房地产项目为投资对象的房地产投资基金。

美国是世界上较早成立房地产投资基金的国家之一。20 世纪 60 年代，为克服房地产投资专业性要求高、资金需求大、地域性强、流动性差等不利因素，美国出现了由房地产专业

^① 中国信托业协会。

机构管理的房地产投资信托基金，在汇集众多投资者的资金后进行房地产投资。随着房地产基金运作模式的不断成熟和运作规模的不断扩大，当前房地产基金几乎已经渗入美国每一个大、中城市的房地产经营活动。房地产投资基金的发展不仅为广大投资者提供了一种金融投资工具，还为房地产业的发展提供了高效的融资渠道，成为连接金融和房地产两大行业的纽带。

房地产投资基金的分类有多种方式。根据组织形式的不同，其可以分为公司型、契约型和有限合伙型。这三种组织形式在法人资格、发行凭证、资产运用依据、利润分配方式、缴税方式和投资者是否参与经营方面有所区别。根据募集形式的不同，其可以分为公募和私募，公募基金是面向社会非特定投资者公开发行受益凭证的基金，主要包括 REITs 等；私募基金是通过非公开方式，面向少数个人或机构投资者募集资金而设立，以房地产为投资对象的投资基金。根据投资策略的不同，其可分为核心型、核心增益型、增值型和机会型，有不同的投资风险和回报特征，从核心型到机会型，风险不断增加。核心型的投资策略主要是进行优质物业持有，以稳定租金作为主要收益；核心增益型的投资策略主要是进行前期招租、租户管理和进行物业整售；增值型的投资策略主要是在地产开发后期进行装修、招租和运营提升；机会型的投资策略主要是进行早期地产开发项目的投资，具有高风险、高收益特点。

中国房地产投资基金的发展晚于国外。1998 年“房改”后，房地产行业的发展成为房地产私募股权基金兴起的重要背景。2010 年，房地产调控政策收紧，银行信贷、资本市场融资以及房地产信托等融资渠道全面受限，房地产私募股权基金快速发展。根据中国证券投资基金业协会的数据，2016 年房地产基金募集数量达到 641 只，规模达到 6 273 亿元，是截至 2022 年年末的最高值。但这一时期房地产私募基金也产生了大量规避监管等问题，甚至一度沦为非标融资、明股实债^①的代名词。2017 年以来，房地产调控政策再次收紧，中国房地产私募基金受到严格限制。2017 年 2 月，基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》《关于发布〈证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号〉的通知》，证券期货经营机构设立私募资产管理计划投资 16 个热点城市^②普通住宅项目^③的不予备案。私募资产管理计划不得通过银行委托贷款、信托计划、受让资产收（受）益权等方式向房地产开发企业提供融资，用于支付土地出让价款或补充流动资金。私募基金管理人开展私募投资基金业务投资房地产开发企业、项目的，参照执行。2017 年开始，中国私募股权房地产基金募集数量和规模有所下降。根据中国证券投资基金业协会的数据，截至 2022 年年末，协会存续私募股权房地产基金 838 只，存续规模 4 043 亿元。相较于存续私募股权投资基金的 31 550 只、10.94 万亿元规模，传统的私募股权房地产基金的数量与规模均较小。

目前活跃在中国市场的房地产私募基金大致分为三类：一是独立私募房地产基金；二是由房地产企业成立基金管理公司，发起、设立的房地产基金；三是外资房地产投资基金。自

① 明股实债是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。

② 包括北京、上海、广州、深圳、厦门、合肥、南京、苏州、无锡、杭州、天津、福州、武汉、郑州、济南、成都等 16 个城市，将根据住房和城乡建设部相关规定适时调整范围。

③ 根据深交所《关于试行房地产行业划分标准操作指引的通知》，房地产划分为普通住宅地产、保障性住宅地产、商业地产、工业地产和其他房地产。项目中同时包含多种类型住房的，计划募集资金不得用于其中的普通住宅地产建设。

2000年以后,外资房地产投资基金也开始在中国开展大量业务。在外资公司中,欧美公司占大部分,新加坡其次,以投资银行和金融财团为主,投资涉足中高档住宅、酒店式公寓、办公楼和部分综合项目。外资进入中国的房地产领域后,在买入和持有环节上,以办公楼和商场为主;在开发和销售环节上,以中高档住宅为主。

2023年2月,为了规范私募投资基金从事不动产投资业务,更好地支持不动产盘活业务,促进不动产市场平稳健康发展,中国证监会宣布启动不动产私募投资基金试点,中国证券投资基金业协会也发布了《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》,在私募股权投资基金框架下,新设“不动产私募投资基金”类别,并采取差异化的监管政策。相较于传统私募股权房地产基金,不动产私募投资基金在投资范围、运作方式方面有所放宽,更加符合不动产的投资特征。在投资范围上,放开了对存量商品住宅的限制。具体包括特定居住用房(存量商品住房、保障性住房、市场化租赁住房)、商业经营用房(写字楼、商场、酒店等)、基础设施项目三大类。在运作方式上,放松了对股债比、杠杆比例的限制,允许申请经营性物业贷款、并购贷款等方式,扩充投资资金来源。首批不动产私募投资基金管理人共7家,包括鼎晖投资、深创投不动产基金、高和资本、中联前源不动产基金、鼎信长城投资集团、建信(北京)投资基金管理有限责任公司等机构。

展望未来,房地产投资基金在中国具有广阔的发展前景,中国的城市化进程和房地产业的发展离不开房地产投资基金。第一,房地产投资基金动员巨额的社会资金参与城市化进程和房地产开发,通过增加供给、增大存量、缓和供求矛盾、平抑房价来降低中国城市化的经济和社会成本。第二,房地产投资基金促进行业分工细化,可以分化出房地产开发、投资、基金管理、营销和物业管理,促进行业健康、精细、平稳发展。第三,不动产私募投资基金与已推出的REITs的相关规则存在多处关联与衔接。这有利于打通不动产基金从募资、投资到退出的完整业务链条,进一步优化房地产行业的融资结构,促进房地产行业的良性循环。

五、房地产投资信托基金

REITs是以发行收益凭证的方式募集投资者的资金,以能够产生相对稳定收益的不动产为主要投资标的,由专业团队经营管理,以标的不动产产生的收益为主要收入来源,并且将绝大部分收益分红给投资者的一种信托基金。REITs旨在向持有人提供来自房地产的租金收入的回报,它主要是拥有并运营带来收益的房地产,如办公楼、购物中心、酒店、公寓和工业厂房。

REITs于1960年起源于美国,目前美国是全球最大的REITs市场。根据Nareit(美国房地产信托协会)数据统计,截至2021年年底,全球共有41个国家和地区采用了REITs模式,涉及的在运营的上市REITs共865只,总市值约为2.5万亿美元。日本和新加坡作为亚洲较早引入REITs的国家,也成为亚洲REITs规模和数量排名前二的国家。中国(不包括港澳台地区)的REITs市场起步较晚,2014年市场发行首单类REITs^①产品,2020年才正式推出真

^① 类REITs主要是在交易所资产证券化业务框架下,以私募基金/信托计划作为持有不动产项目公司权益的载体,将私募基金的份额作为基础资产来设立资产支持证券并面向特定投资者发行的模式。类REITs是中国在推进REITs进程中的产物,和普通公募REITs存在较多不同,如类REITs为私募发行、交易结构复杂、公开市场流动性弱、投资范围单一等。

正意义上的 REITs。

从海外实践来看，REITs 有多种分类方式：第一，根据组织形式，可分为公司型和契约型。公司型 REITs 以《中华人民共和国公司法》为依据，具有独立法人资格，通过向投资者发行股份筹集资金用于投资房地产。契约型 REITs 以信托契约成立为依据，本身并非独立法人，属于信托或基金实体，由信托或基金管理人发起设立，通过发行信托受益凭证或基金份额筹集资金用于投资房地产。公司型 REITs 在美国、英国等地占主导地位，而在新加坡等地契约型 REITs 则较为普遍。第二，根据投资对象，REITs 可分为权益型、抵押型和混合型三种类型。权益型 REITs (equity REITs) 拥有并经营收益类房地产，主要靠租金和资产增值获得收入；抵押型 REITs (mortgage REITs) 用于直接或间接发放房地产抵押贷款；混合型 REITs (hybrid REITs) 兼有以上两种业务。目前，无论是在数量还是在市值方面，权益型 REITs 均占绝对主导地位，约占所有 REITs 的 96%。通常来说，抵押型 REITs 的投资收益低于权益型 REITs，但由于其不直接参与房地产经营，因此风险也相对较低。第三，根据运作方式，REITs 可分为封闭型和开放型的。第四，根据募集方式，REITs 可分为公募型与私募型。

对于房地产开发商来说，REITs 是一个良好的融资工具，除了通过银行、证券市场外，资金信托的方式也可以为开发活动筹集到大量的资金，在融资渠道得到拓展的同时因为竞争机制的引入减少了相关的融资成本。同时，权益型的 REITs 还可以改变房地产开发商的经营模式，由以前短期的投资开发向长期的自主经营管理转变，拉长房地产的盈利周期。

REITs 存在着一些约束条件，从海外共性要求看，主要包括资产测试、收入测试、分配测试、资产交易限制、税收优惠、杠杆限制和股权结构要求。例如，基金的投资对象应为能产生稳定现金流的房地产或其相关权利，如公寓、购物中心、写字楼、旅馆和仓储中心等。美国要求至少 75% 投资在房地产业。再如，投资收益大部分来源于租金收入，如美国要求至少 75% 的利润来自房地产的租金收入，新加坡和韩国的要求为 70%。REITs 通常要求基金每年将收入的 90% 甚至更高比例以股息方式分配给受益人。购买的房地产的持有期限不得低于一定年限。REITs 在信托税收、不动产登记、房地产过户与买卖等方面享有一定的政策优惠。REITs 在杠杆率方面不同国家有不同的制度安排，总体看杠杆率限制在 40%~80%，新加坡的上限为 50%。

在中国境内，公募 REITs 于 2020 年正式推出。2020 年 4 月 30 日，中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》。8 月初，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》，公募 REITs 试点正式启动。在试点阶段，公募 REITs 的底层资产主要是基础设施，包括交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、新基建等，后续又扩大至保障性租赁住房、消费基础设施 (百货商场、购物中心、农贸市场等)，但暂未放开商品住宅类资产。在交易结构上，采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，属于契约型 REITs。2021 年 6 月 21 日，中国 (不包括港澳台地区) 首批 9 只公募 REITs 正式上市，底层资产包括高速公路、产业园区、仓储物流、生态环保设施等。截至 2022 年 12 月 31 日，中国公募 REITs 共有 24 只存续产品，其中特许经营类 10 只，产权类 14 只，累计募集规模合计 783.61 亿元。中国境内 REITs 市场处于起步阶段，但由于存量不动产规模巨大，在政策引导下，REITs 市场前景可期。

在境外市场，由于内地公募 REITs 推出时间较晚，香港地区和新加坡是中国内地商业地

产谋求 REITs 上市的首选。截至 2022 年年末，已有 10 只纯中国内地资产的 REITs 在香港地区和新加坡上市。其中最具有代表性的是香港市场的越秀房地产投资信托基金（以下简称“越秀房托”）和新加坡市场的凯德商用中国信托。越秀房托（GZIREIT）是首个在香港地区上市的内地房地产项目，上市日期为 2005 年 12 月 21 日，筹资约 17.9 亿港元。截至 2022 年年底，越秀房托持有物业组合总估值约为 423.59 亿元人民币。越秀房托的物业组合共有 10 项，分别位于广州的白马大厦单位、财富广场单位及若干停车位、城建大厦单位及若干停车位、维多利亚广场单位、广州国际金融中心、越秀金融大厦，位于上海的越秀大厦，位于武汉的武汉越秀财富中心、星汇维港购物中心，位于杭州的维多利亚商务中心及若干停车位、香港越秀大厦 17 楼及 23 楼单位。上述物业总建筑面积为 118.42 万平方米，可出租总面积为 80.4 万平方米。2022 年，越秀房托收入总额 18.73 亿元，同比增长 4.2%，其中物业收入净额 13.56 亿元，同比增长 4.4%；凯德集团旗下的凯德商用中国信托（CapitaLand Retail China Trust, CRCT）于 2006 年 12 月 8 日在新加坡交易所上市交易。这是新加坡首只、也是最大的投资于中国购物中心的房地产投资信托基金，多年来，以投资中国的零售用途资产为主。2021 年，凯德商用中国信托宣布将投资的资产类别扩大至涵盖零售、办公和工业用途的多元化资产，包括产业园区、物流设施、数据中心和综合开发项目，并更名为凯德中国信托（CLCT）。凯德中国信托在中国 12 个城市的资产组合涵盖 11 座零售商场、5 座产业园以及 4 座物流园区。零售商场包括北京的西直门凯德购物中心、望京凯德购物中心、大峡谷凯德购物中心、双井凯德购物中心等。截至 2022 年年末，凯德中国信托的零售资产、产业园及物流园的出租率分别达到了 95.4%、91.4% 及 96.4%。2022 年，凯德中国信托全年的总收入同比上升了 1.4%，达到 3.832 亿元。产业园及物流园的全年贡献推动了总收入的增长，验证了多元化资产策略的有效性。

六、金融资产管理公司

《金融资产管理公司条例》第二条明确：“金融资产管理公司，是指经国务院决定设立的收购国有银行不良贷款，管理和处置因收购国有银行不良贷款形成的资产的国有独资非银行金融机构。”同时，该条例第三条规定了其经营目标：“金融资产管理公司以最大限度保全资产、减少损失为主要经营目标，依法独立承担民事责任。”

目前中国不良资产管理市场已形成“5+N+银行系+外资系”的市场格局。其中“5”是指五大全国性资产管理公司，“N”是指地方 AMC（资产管理公司）和非持牌 AMC，银行系 AMC（AIC）是指商业银行设立的非银行金融机构，外资系指外资控股的 AMC。

全国性 AMC 是国务院批准设立的处置国有银行不良资产的金融资产管理公司，为非银行金融机构。1998 年，作为中国金融业根基的国有银行业，尽管为抵抗亚洲金融危机做出了卓越贡献，但其在四大国有商业银行已存在大量不良贷款。中国人民银行当时做的一项统计表明，国有商业银行不良资产总额在 1998 年大约为 22 898 亿元，约占整个贷款总额的 25.37%。巨额的不良资产直接损害到四大国有商业银行的稳健与安全。为了化解由此可能导致的金融风险，国家于 1999 年相继设立了四家金融资产管理公司，即中国华融资产管理公司（CHAMC，今中国中信金融资产管理股份有限公司）、中国长城资产管理公司（GWAMCC，今为股份有限公司）、中国信达资产管理公司（CINDAMC，今为股份有限公司）和中国东方

资产管理公司（COAMC，今为股份有限公司），分别收购、管理和处置四家最大国有商业银行和国家开发银行的部分不良资产。四大金融资产管理公司都已完成政策性不良资产收购任务，从2005年信达资产管理公司开展第一次商业化收购业务开始，2007年四家金融资产管理公司都已开始纯商业化资产运作。2020年3月，第五家全国性AMC中国银河资产管理有限责任公司成立，是首家券商系AMC，银河资产将侧重于证券和债券领域的不良资产处置，与原四大AMC的业务领域有所区分。

地方AMC是由省政府授权设立的非金融机构。随着经济的转型，企业面临去杠杆问题，不良资产规模增加，不良资产结构出现零散化、碎片化特征。为便于消化不良资产，2012年，财政部和原银监会联合印发6号文，各省级政府可设立或授权一家地方AMC参与本省的金融企业不良资产批量转让工作。2016年原银监会允许计划单列市各设立一家地方AMC，允许各省级人民政府增设一家地方AMC。各省第一家地方AMC多由地方政府控制，第二家AMC则有民间资本参与。2019年财政部和原银监会153号文加强了对地方AMC的监管，要求其回归主业。

银行系AMC，即AIC，是由商业银行发起设立，主要从事债转股及配套支持业务的非银行金融机构。2018年，原银保监会允许商业银行设立AIC，主要目的是降低企业杠杆率，推进市场化债转股。目前，中国共五家AIC，即工银、农银、中银、建信、交银下属的金融资产投资公司，分别是工行、农行、中行、建行、交行的全资子公司。2020年，原银保监会同意五大AIC通过附属的私募管理人在上海开展不以债转股为目的的股权投资业务，正式进行了业务范围的扩容。2024年9月24日，国家金融监督管理总局发布《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》和《关于扩大金融资产投资公司股权投资试点范围的通知》两个文件，将AIC股权投资试点范围由上海扩大至北京等18个城市，同时适当放宽股权投资金额和比例限制。

AMC开展的房地产金融业务主要是介入房地产不良资产处置和房企纾困。2018年以来，受市场整体下行压力影响，房地产行业面临困境，房企融资大幅收缩，部分高杠杆房企出现资金链风险和债务违约事件。为化解上述风险，监管部门鼓励AMC介入，立足逆周期金融救助功能定位，积极推进涉房业务转型。例如，2022年2月，东方资产管理股份有限公司获批发行不超过100亿元金融债券，募集的资金主要用于重点房地产企业优质项目的风险化解及处置，开展房地产行业不良资产纾困及房地产金融风险化解工作。AMC具备较强的市场资源整合能力，尤其在标的股权较为复杂、自身问题较大的项目风险处置上经验丰富，可为房地产风险化解、优质资产盘活提供更灵活的市场化处置方式，完善多层次、多主体参与的市场化风险化解机制，有效提升房地产风险处置效率，帮助破产企业及投资方共赢，加速推动房地产市场有效出清。在纾困模式方面，以重资产模式为主。重资产模式分为项目模式和企业的模式两种，目前以项目模式为主。其中，在企业模式中，AMC主要通过债务重组及破产重整两种方式助力房企纾困，其余方式运用较少；项目模式指AMC出资引入第三方代建企业主导项目后续开发与运营，或将后续开发工作交予开发能力较强的地产子公司主导。

七、住房置业担保有限公司

住房置业担保有限公司是指依照《住房置业担保管理试行办法》设立的专门帮助借款人

办理个人住房贷款的公司。在借款人无法满足贷款人要求提供担保这一条件的情况时，住房置业担保有限公司为借款人申请个人住房贷款而与贷款人签订保证合同，提供连带责任保证担保。因此，住房置业担保有限公司是为借款人办理个人住房贷款提供专业担保，收取服务费用，具有法人地位的房地产中介服务企业。

与商业银行相比，住房置业担保有限公司拥有对住房处置、变现的专业优势，能从专业的角度，对房地产这一抵押物的风险做出预测和防范。以上海市住房置业担保公司为例，它主要提供个人住房类融资担保，包括纯公积金贷款担保、组合贷款担保、商业性贷款担保、转按揭担保、住房贷款阶段性担保、期房阶段性贷款担保、拍卖类房产贷款担保等。

理解住房置业担保概念须把握以下三点：

一是住房置业担保公司提供的住房置业担保，是个人住房贷款担保方式的一种补充。

二是住房置业担保是特定的专业性担保机构提供的保证担保，区别于其他形式的住房保证担保行为。

三是住房置业担保规定了保证方式和反担保方式。

对第三点解释一下：住房置业担保提供的保证方式是连带责任保证，依照连带保证的法律规定，购房的债务人在主合同规定的债务履行期限届满时没有履行债务的，债权人（发放贷款的商业银行）可以要求债务人履行债务，也可以要求保证人在其保证范围内承担连带保证责任。在连带保证中，由于住房置业担保有限公司承担的清偿责任与购房的借款人几乎相同，因此，住房置业担保有限公司为避免风险，可以要求债务人将其所有的房屋抵押给担保人，以作为清偿之后可以追索还款的保障，此为反担保。按照《民法典》第三百八十七条规定，“第三人为债务人向债权人提供担保的，可以要求债务人提供反担保”，这样可避免损失。这种担保方式也是住房和城乡建设部与中国人民银行规定的操作方式。

住房置业担保有限公司在中国是与住房公积金制度相配套而产生的。2000年建设部^①出台《住房置业担保管理试行办法》，中国的个人住房贷款担保机制开始建立。经过20多年的发展，全国各地已经累计成立住房置业担保机构达100多家，大部分属于中小规模。

虽然20余年的发展让中国的住房置业担保制度逐渐成熟了起来，但由于行业的独特性，住房置业担保制度并没有引起广泛重视。加之2016年以前楼市总体上处于火热状态，需要控制需求，住房置业担保作为提振市场的手段自然被搁置在一边。当前中国住房置业担保仍存在经营市场“条块分割”、住房置业担保的规模小、担保收费标准不明确、风险防范措施尚不完善等一系列问题。其具体体现在以下三个方面：

第一，按照现行的担保余额不得高于注册资本金30倍的限制，目前业内最大的天津市住房置业担保股份有限公司也只能为大约195亿元的贷款提供担保，而达到这个规模的在全国也仅有天津和上海两家，这导致住房置业担保有限公司的规模和业务量都难以有巨大的提升。

第二，除少数城市（如北京、上海、天津）的住房担保机构业务量较大、经营状况较好之外，全国大多数住房担保机构的生存状况都不容乐观。

^① 根据2008年3月公布的《国务院机构改革方案》的规定，“组建住房和城乡建设部。不再保留建设部”。本书凡以“建设部”或“原建设部”出现的，均指机构改革前的建设部，对应现在的住房和城乡建设部。同时，建设部原相应机构也做了调整。

第三，由于现有住房置业担保公司主要是以地域划分经营范围，每家住房置业担保公司只在注册地开展业务，容易受到区域性房地产金融市场波动影响，市场风险过于集中。

因此，如何制定住房置业担保的长远发展规划，对保障中国房地产市场的健康发展，保护购房人、住房担保机构和商业银行的利益至关重要。目前，学术界提出以下几个观点来充分发挥住房担保机构对房地产业的积极作用：

一是政府给住房担保机构一定的财政补贴，使它们主动为持币观望的购房者提供担保，从而提升房地产需求。

二是政府出台相应的优惠政策，如减免一部分税款，以此鼓励住房担保机构为中、低收入的购房者提供担保，促进住房交易，从而形成良性循环。实际上，政府通过担保机构为中、低收入家庭提供支持，既有利于在住房抵押贷款领域有效发挥市场机制的基础性调节作用，又能发挥政府调控市场失灵的弥补作用。例如，上海住房置业担保公司就做出了相应的试点改革，在试点阶段购买经济适用房的家庭可通过上海住房置业担保公司为其住房贷款提供担保服务，增强其信用等级，从而使其能通过公积金贷款购买到经济适用房。

根据住房和城乡建设部课题“完善住房担保体系，确保住房市场健康稳定发展”的建议，未来政府可借助住房置业担保这一市场化手段，针对那些既不符合廉租房保障范围、又难以承受商品住宅价格的“夹心层”，降低其购房时的首付标准和购房利率优惠，由此可推动住房消费与投资规模的提升。

八、住房公积金管理中心

住房公积金是指各单位及其在职职工缴存的长期住房储金，用于职工购买、建造、翻建、大修自住住房。住房公积金的管理实行住房公积金管理委员会决策、住房公积金管理中心运作、银行专户存储、财政监督的原则。

住房公积金的存、贷利率由中国人民银行提出，经征求国务院建设行政主管部门的意见后，报国务院批准。直辖市和省、自治区人民政府所在地的市以及其他设区的市（地、州、盟）设立住房公积金管理委员会，作为住房公积金管理的决策机构，并设立住房公积金管理中心。自1991年上海首推住房公积金制度至今，住房公积金为居民住房条件的改善发挥了举足轻重的作用。

根据2023年5月住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行印发的《全国住房公积金2022年年度报告》，2022年，全国共有住房公积金实缴单位452.72万个，实缴职工16979.57万人，分别比上年增长8.80%和3.31%。新开户单位75.22万个，新开户职工1985.44万人。住房公积金缴存额为31935.05亿元，提取额为21363.27亿元，发放住房公积金个人住房贷款247.75万笔，发放金额11841.85亿元。2022年，未购买国债。截至2022年年末，缴存余额为92454.82亿元，个人住房贷款余额72984.33亿元，保障性住房建设试点项目贷款余额为1.51亿元，国债余额为4.89亿元。

《全国住房公积金2022年年度报告》还披露，2022年，全国共设有241个住房公积金管理中心。未纳入设区城市统一管理的分支机构有109个。全国住房公积金服务网点有3628个。全国住房公积金从业人员4.48万人，其中，国家工作人员2.69万人，非国家工作人员1.79万人。

上述统计数据反映出住房公积金的资金体量大、覆盖群体多、规模增速仍然保持较高水

平等基本特征。

住房公积金是当前中国基本的住房保障资金之一，具有一定的政策性。具体而言，住房公积金管理中心的主要职责为：编制、执行住房公积金的归集、使用计划；负责记载职工住房公积金的缴存、提取、使用等情况；负责住房公积金的核算；审批住房公积金的提取、使用；负责住房公积金的保值和归还；编制住房公积金归集、使用计划执行情况的报告；行使国务院《住房公积金管理条例》规定的其他职责。

尽管住房公积金制度为中国的住房改革做出了重要的贡献，但当前它正走在改革的十字路口。自 2009 年以来，上海、广州、广西、江苏等省（区）都进行了住房公积金制度改革或调整，这为今后的全面改革提供了可借鉴的案例。公积金制度改革的主要突破口是将公积金缴存范围扩大，不但城市户籍在职职工要缴纳，非户籍的常住在职职工也应纳入；将公积金使用范围扩大，除了购房和租房可以用公积金外，重大疾病治疗费用、物业管理费用、物业维修专项基金的补充等也可以由公积金来支付。

关于住房公积金制度的改革方向，主要有以下几种不同意见^①：

其一，完善中国社会保障中的个人积累制度，逐步从住房单一公积金推进到“大公积金”体制。进一步学习新加坡将西方法律体系和东方文化相结合的国家治理模式，在完善公积金法律体系的基础上，逐步将社保（养老）、失业保、医保和住保都纳入公积金范畴，实行强制扣缴，实行统一补贴，实现征缴使用合并。

其二，建立政策性非银行住房金融机构。将各地的住房公积金管理中心改制成国家、单位和个人三方共同参与住房发展积累的专项金融实体，类似于德国的模式。

其三，取消已推行 30 多年的中国公积金制度。其条件是中国实行工资改革，在工资总额中明确住房支出的构成比重。公积金中的单位补贴部分直接列入工资收益。

随着房地产市场调控政策的逐步深入，按照坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，构建房地产市场调控长效机制，这需要进一步创新房地产金融制度，加强资金监管。要建立政策性住房金融制度，改革公积金制度，继续完善《住房公积金管理条例》，推进公积金信息全国联网。

无论住房公积金制度是朝哪个方向改革，未来一段时间必将是改革的攻坚阶段。不论是采取完善的办法还是变革的办法，都必须把握相应的基本原则，即必须健全中国社会保障体系，必须支持中国住房事业发展，必须更多地支持中低收入家庭解决居住问题，必须坚持个人住房积累和政府财政补贴相结合，必须减少而不是增加公积金改革的成本。这有助于构建起房地产市场调控长效机制。

在这些原则下，地方政府先行，中央政府后进行完善、认定、拍板，最终的目的是优化社会保障体制，降低资金管理成本，实现住房保障与社会民生的相统一。

九、其他相关机构

（一）小额贷款公司

小额贷款公司是由自然人、企业法人与其他社会组织投资设立的，不吸收公众存款而经

^① 上海易居房地产研究院综合研究部. 中国房地产金融发展报告（2009 年）[R]. 4.

营小额贷款业务的有限责任公司或股份有限公司。小额贷款公司是企业法人，有独立的法人财产，享有法人财产权，以全部财产对其债务承担民事责任。

小额贷款公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利，以其认缴的出资额或认购的股份为限对公司承担责任。作为非银行型房地产金融机构，小额贷款公司应遵守国家法律、行政法规，执行国家金融方针和政策，执行金融企业财务准则和会计制度，依法接受各级政府及相关部门的监督管理；应执行国家金融方针和政策，在法律、法规规定的范围内开展业务，自主经营，自负盈亏，自我约束，自担风险，其合法的经营活动受法律保护，不受任何单位和个人的干涉。

小额贷款公司的注册资本来源应全部为实收货币资本，由出资人或发起人一次足额缴纳。有限责任公司的注册资本不得低于5 000万元，股份有限公司的注册资本不得低于7 000万元。主发起人原则上净资产不得低于5 000万元，资产负债率不高于70%，连续三年盈利且利润总额在1 440万元以上。主发起人持股原则上不超过20%，其他单个股东和关联股东持有的股份不超过注册资本总额的10%。根据最高人民法院《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》，“民间借贷的利率可以适当高于银行的利率，各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握，但最高不得超过银行同类贷款利率的四倍（包含利率本数）。超出此限度的，超出部分的利息不予保护”。

一般而言，小额贷款公司专为个体工商户、小企业主和个人提供快速简便、免抵押、免担保的小额贷款服务，以对借款人的收入水平、信用状况的评估为依据发放。贷款额度一般在30万元以下，期限为一年或一年半，分期还款。虽然小额贷款公司的业务审核门槛较低，但因为小额贷款公司的利率较高，通常个人贷款年息普遍维持在27.6%~33.6%，因此对于非房地产投资人来说，他们一般不会通过小额贷款公司来获得资金的补充。小额贷款公司的放贷业务对象大部分是那些房地产的投资客，并且通过月利率来计算的短期业务占其房贷业务的大多数。

（二）典当行

典当行，俗称当铺，是专门发放质押贷款的非正规边缘性金融机构，是以货币借贷为主和商品销售为辅的市场中介组织。典当行的主营业务为典当业务，其法律性质几乎等同于商业银行的短期抵押贷款业务。但是与商业银行的贷款相比，典当具有当物多样化、手续便捷、当金使用不受限制等优势。因此，典当行完全可以通过细分市场，与商业银行展开错位经营，从而发挥其比较优势，为中小企业和公民救急解困提供商业银行无法比拟的个性化服务。

鉴于上述原因，中国政府历来十分重视典当行业的发展，根据环境变化不断出台相应法规，如中国人民银行于1996年4月发布的《典当行管理暂行办法》，经贸委于2001年8月发布的《典当行管理办法》，商务部和公安部于2005年2月联合公布的《典当管理办法》。以上法规的实施使典当行正式具有了经营房地产典当业务的法律资格，只有商业银行才能进行财产权利质押和房地产抵押贷款的垄断局面被打破。

房地产典当是房地产权利特有的一种流通方式，它是指房地产权利出典人在一定期限内，以一定典价将其所有的房地产权利过渡给承典人的行为。通常，设典的房地产权利为房屋所有权。设典时，承典人可以占有、使用房屋；也可以行为上不占有、使用该房屋，但有

权将出典的房屋出租或将房屋典权转让。设典时，一般应明确典期，出典人应在典期届满时交还典价和相应利息以按约定赎回出典的房屋；也可以双方约定，由承典人补足典房的差额而实际取得房屋的所有权。

当前，房地产典当作为房地产融资的一个途径，正在为人们所关注。典当行也已逐步成为个人理财融资和中小企业直接融资的途径之一。具体来讲，典当行在房地产融资中发挥的作用体现在以下几个方面：

第一，对一些急需凑钱付房屋全款的个人客户，通过选择典当原有房子可凑齐全价房款。其融资行为的优势表现为既可不损失定期存款的利息，又可不错过房地产开发商给予的折扣，从而以较小的代价实现房屋的购买。从国内现在大多数典当行的操作来看，目前，大多数典当行的房屋折当率为60%~67%，房子条件好的最高能给到80%。因此，通过原有房产典当，典当人可拿到一笔可观的贷款，以进行二次购房交易。

第二，根据《典当管理办法》，房地产抵押典当的月综合费率不得超过当金的27%。房地产典当作为一种快速、灵活和便捷的短期融资工具，已越来越多地融入市场经济活动和日常生活，房地产典当给急需资金的客户提供了一条快速融资之路。

第三，国内的房地产典当业务涉及的抵押物范围极其广泛，既包括个人房地产，也包括公司名下的房地产；既包括住宅、公寓、别墅、四合院、经济适用房、成本价房（含央产房）和危改回迁房，也包括写字间、商铺和厂房，还包括土地以及在建工程等；既包括付清全款且无银行贷款的房地产，又包括还有银行贷款的按揭房地产。



本章小结

- ▶▶ 房地产金融是金融业务的一种形式，它一般是指围绕房屋与土地开发、经营、管理等活动而发生的筹集、融通和结算资金的金融行为，其中最主要的是以房屋与土地为信用保证而获得的资金融通行为。在房地产的生产、流通和消费过程中所发生的存贷款、股权融资、债券发行及房地产金融机构所进行的其他各种信用活动都是房地产金融活动。
- ▶▶ 中国房地产金融包括政策性的房地产金融和商业性的房地产金融两类。政策性房地产金融主要是与住房制度有关的金融活动，其资金来源也有强制性，资金的使用则兼具优惠性与专项性（只限住房）；商业性房地产金融是以营利为主要目的的金融活动，金融机构需要自主筹措和使用资金，并涉及各类房地产的开发和购买。
- ▶▶ 房地产企业的五种主要融资途径分别是银行信贷、股权融资、债券融资、信托融资和境外基金。
- ▶▶ 中国房地产企业内部融资主要包括自有资金和预收的购房定金或购房款。但是房地产企业单纯依靠内部融资是不能满足全部资金需求的，更多的资金需要通过外部融资获得，其主要渠道有银行贷款、发行股票、股权投资、发行企业债券、房地产信托、利用外资、合作开发、产业基金等。
- ▶▶ 中国的房地产金融机构主要由非专业性房地产金融机构构成，包括银行型房地产金融机构和非银行型房地产金融机构，其中以商业银行和各类基金公司为主。



综合练习

一、本章基本概念

房地产金融 房产金融 地产金融 融资主体 融资中介 金融工具 住房公积金
信托公司 房地产信托投资基金 房地产投资基金 房地产保险 住房置业担保有限公司
金融资产管理公司 小额贷款公司 典当行

二、本章思考题

1. 房地产金融具有哪些特征？
2. 目前房地产企业主要有哪些融资途径？
3. 商业银行在中国房地产业中的地位如何？
4. 中国房地产金融机构主要有哪些？
5. 小额贷款公司、典当行等民间金融机构在房地产融资中有哪些作用？



推荐阅读资料

1. 董藩, 李英. 房地产金融[M]. 大连: 东北财经大学出版社, 2014.
2. 焦作市住房公积金管理中心. 住房公积金窗口服务与管理实务手册[M]. 北京: 红旗出版社, 2025.
3. 管百海. 房地产信托项目决策及管理研究[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2019.
4. 张健. 房地产资产管理、基金和证券化[M]. 北京: 中国建筑工业出版社, 2019.
5. 凌海波, 邱俊如. 小额信贷实务[M]. 2版. 北京: 中国金融出版社, 2020.
6. 关涛. 我国典当法律制度研究[M]. 北京: 法律出版社, 2022.