

发展我国不动产投资信托基金的若干政策思考

□朱华夏 潘越

自东南亚金融危机以来,我国政府将房地产业列为国民经济新的增长点,以此作为扩大内需的重要经济政策手段之一。实践表明,这一政策已经取得了相当积极的效果。然而,要进一步发展房地产业,关键之一在于产业资金的良性循环。因此,有关房地产业融资渠道的多元化,新资金来源的开辟,以及融资规模的扩大等问题,已成为当前我国房地产业发展中亟待解决的新课题。

不动产投资信托(Real Estate Investment Trusts)简称 REITs,是美国等西方国家不动产项目融资证券化的一种最主要的运作模式。它是由政府核准成立的基金组织,公开募集社会大众的不动产投资基金,然后投资于不动产,开发所得分配给信托基金受益凭证持有人。将房地产业与证券金融业结合起来,是国际金融创新的三大趋势之一。在我国的证券市场上,投资基金作为一种广泛筹集社会闲散资金投资的行之有效的工具,正日益受到中小投资者的青睐,这一良好的基础,已为我国发展新的不动产投资信托基金提供了难得的契机。本文拟对有关如何发展我国不动产投资信托基金的重要问题,进行较为系统的探讨。

一、发展我国不动产投资信托基金的积极作用

由于不动产投资信托基金所具有的良好投资特性和高回报率,以及推陈出新的金融手段,使其在国外证券市场上成为一种越来越重要的投资工具。以美国为例,1991年,在全美从事不动产投资的所有基金中,REITs只占不到4%,1996年这个比例已经上升到22%。

从发达市场经济国家房地产证券化的实践,我们可以了解到房地产证券化可以启动住房金融,利用资本市场为住房建设融资,推进住房市场的发展,最终达到促进经济发展的目的。借鉴国际经验,现阶段发展我国不动产投资信托基金有其积极的作用。

(一)发展不动产投资信托基金为拉动消费增长开辟新的思路。在国内需求不足经济萎缩的情况下,住房消费是一个有力的消费切入点。然而,目前悬殊的房价与居民家庭年收入比差距,降低了我国居民的购买力,抑制了居民的消费意愿,从而难以形成有效的买方市场。

要启动我国居民目前低迷的消费投资需求,关键是要让居民转变住房消费观念,树立住房投资的观念。房屋作为一种资产,购买房地产不一定是消费,也可以是投资。据美国一份地产学报(《Real Estate Review》1986 P.6)中指出,美国的房地产投资占全美资本市场的50%,而全球的房地产投资更占全世界的资本市场的六成。可见国外居民的住房投资观念十分盛行,投资消费活动极为活跃,带动了这些西方发达国家的房地产市场的繁荣发展。而在我国,居民普遍存在住房消费的单一观念。我国居民6万亿元的储蓄额中,分布极为不均,约80%的储蓄额集中在10%的高收入阶层,而这些人基本上都拥有住房。如果仅从购房自住消费的角度出发,高收入阶层已完成消费过程,住宅用于自住,一般是一次性消费商品,高达5万亿的储蓄资金将不会进入住宅市场,而中低收入阶层受收入限制,没有能力购买商品,根本无法启动住宅消费需求。因此我国居民应从住宅消费的单一观念向房地产既是消费更是投资的观念转变,将购房自住的有限资金投入于各种投资工具,获取与直接经营不动产相同甚至更高的收益,同时将潜在的住宅需求转化为现实的需求,而不动产投资信托基金正是这样一个有效的投资途径。

发展不动产投资信托基金的积极作用是互动的,一方面,由于融资证券化具有拓宽银行发放贷款的资金来源、分散银行贷款风险的作用,银行发放个人住房抵押贷款规模就不会受到制约,那么,银行就会积极地发放住房抵押贷款,以

满足购房者融通资金的需要,促进住房消费的扩大。同时,多元化的投资工具吸引了巨额的资金流入住房抵押贷款市场,也有助于降低贷款资金来源的成本,银行也能以更低的抵押贷款利率提供贷款,减轻购房者的利息负担,这对解决我国居民普遍收入水平低,购房困难,而住房又大量空置的矛盾具有一箭双雕的效果。对目前需求不旺、经济增长乏力的宏观经济形势则注入一剂强心针。

(二)发展不动产投资信托基金,发挥“专家理财”优势。由于美国税法规定,不动产投资信托基金只能进行地产及其抵押贷款的被动投资,不能直接参与经营,因此,不动产投资信托基金只能聘用专业的房地产业人员或机构实施具体的经营活动。主要包括投资顾问,帮助管理层制定投资政策,提供投资建议,负责日常管理,及作为不动产投资信托基金的代理人进行投资活动。

不动产投资信托基金在专家管理下运作,及时准确把握市场行情,作出科学投资决策,力求将风险降到最低程度;同时利用本身专业及财务专长,为房地产企业和项目提供技术、经营上的帮助,使企业经营专业化、规范化,取得良好收益。

基金管理人为了给投资者谋求最高的投资回报,在对投资对象的选择上,不仅要通过仔细分析、认真论证,寻求最合适的投资对象、最为科学和合理的投资组合,而且在资金的运用决策上必然会把资金的产出效益作为重要的依据,同时实行监督和控制。这将真正形成对企业产权的约束,给投资企业以外在的压力,促进其转换经营机制,优化资源配置,强化资金的高效运用。这无疑对房地产企业现代企业制度的建立和完善都起着不可低估的作用。

(三)发展不动产投资信托基金,“规模开发”房地产业

我国的住房质量不尽如人意,问题

的原因在于我国房地产商开发水平普遍较低,开发企业存在“小、散、差”状况,企业过多,规模过小,必然引发恶性竞争,粗制滥造,乱上项目,破坏规划。我国绝大多数的房地产企业以现在的规模和实力,难以适应新形势下市场更为激烈的竞争。1998年全国完成的房地产开发投资中,有70%是三级以下的企业完成的,其中无等级企业占20%,这是近几年住房质量低劣、事故迭出、社会反映强烈的主要原因。

不动产信托基金的引入,能迅速地筹集资金,使储蓄迅速转化为投资。集中大规模的资金投入,重点扶持若干家重点、大型开发企业,创品牌,保质量。基金管理,讲求规模效应,社会资源得到合理配置;管理费用低廉,降低运作成本,从而大大降低企业融资成本,且可以较低利息筹集资金,这在一定程度上改变房价畸高现象,房价趋于合理,满足一般居民的购房需求。

二、发展我国不动产投资信托基金的可行性

(一) 房地产项目融资证券化的初步发展为进一步发展我国不动产投资信托基金奠定基础。可以说房地产投资券为我国房地产业初期的发展提供了新的融资渠道,在一定程度上有助于把房地产业培育成为国民经济的先导性产业。

(二) 我国土地使用制度和住房制度的改革为房地产权益的分割提供了前提条件。我国近年来出台一系列法规、法则,规范我国房地产权的自由处分和收益。不动产投资信托基金通过募集社会闲散资金投资于房地产,使众多投资者成为房地产权的共同所有者,这就牵涉到房地产权的分割问题,若是产权关系不明晰,房地产交易不被法律所承认,将会大大影响投资者的既得利益。

(三) 高额储蓄为基金来源提供巨额的社会闲散资金。

(四) 证券市场的发展为不动产投资信托基金的推行提供广阔空间。中国证券市场发展10年,1999年7月1日起执行的《证券法》及1997年颁布的《证券投资基金管理暂行条例》,标志着中国证券市场进一步走向成熟。另据有关媒体透露,《投资基金法》立法工作正式起航,该

法案将就相关基金提出规范化的设立与运作条例,表明管理层规范我国投资基金业发展的意图。

三、建立和发展我国不动产投资信托基金的若干政策建议

(一) 为不动产投资信托基金进入实施运作创造必要的法律环境。我国目前投资基金在运作中处于一种无序之中,具体表现为以下几方面:1. 投资基金规模小、资产质量差。目前我国已有大约七八十只基金发行,但资产规模普遍较低,基金的资本规模过低,无法很好地达到充分投资组合的目的,营运风险高,收益偏低。2. 基金发起、管理与保管三位一体。规范的投资基金其资产管理和保管是分开的,在我国这种三位一体的做法容易损害、侵犯投资者的利益。3. 投资方向带来资产套现问题。基金投资于不动产,这是一个具有高度流动性风险的市场。目前我国证券市场上,房地产上市公司极少,加上场外交易市场不活跃,致使基金持有人变现困难。若是建立不动产投资信托基金,一旦投资于某一项目很可能被套牢,这对其发展十分不利。

因此需加快有关法律、法规的制定,如《投资基金管理法》、《信托法》等,尽快使投资基金的管理、运作走上法制轨道,保障不动产投资信托基金的规范化。另外,尤其重要的是,对不动产投资信托基金须给予税收方面的优惠,这方面可参照美国税法的有关规定。还须加快以住房商品化为主的住房制度的改革,理顺土地使用权的划拨、出让条件和住房产权关系,为房地产权益的分割准备条件,积极培育证券的一、二级市场,使不动产权益得以流动,减少流动性风险,使基金套现不再成为问题。

制定不动产投资信托基金的专项管理措施,如投资资格的审定、投资方向的限制、投资比例的确认等,以促进基金的规范发展。除此之外,还应逐步完善证券场外交易市场和产权交易市场,使基金的资金投入与回收机制更为完善。

(二) 以投资基金为突破口,建立不动产投资信托基金。随着金融体制的改革,我国证券市场开始走向国际化,证券商品出现多样化趋势,特别是基金券和受益债券的上市,为推行不动产投资信托基金开辟了道路。针对我国证券市场

的具体情况,可尝试采取改组并购原有老基金与建立新基金相结合的方式,以拓宽房地产业的融资渠道,促进资本市场的完善。原有老基金普遍存在规模小、管理不善的弊端,而且有许多投资于房地产的比重已高达70%,可将几个原有老基金合并改组成一个房地产投资基金,或将几个原有老基金重组为一个证券投资基金和一个房地产基金。至于新建房地产投资信托基金,可先在居民金融意识较强的城市,如上海、深圳等试点选择当地建设银行和运作较健全的金融信托机构,发行一定量的基金股票或受益证券吸引投资者,然后投资于房地产,将开发所得分配给受益凭证持有人。在试行一段时间后,再逐步推向全国。

(三) 加快培育不动产投资信托基金组织机构的建设。不动产投资信托基金必须具备严密的组织机构,包括管理委员会、监督机构以及具体运行操作机构。借鉴国外经验,并结合我国现实的金融体制,我国应建立由建行房地产信贷部、住宅银行、抵押银行、信托银行、房地产信托投资公司等组成的多元化投资机构体系。由房地产信托投资公司等金融机构具体负责操作运行,由保险公司对开发项目开立担保信用状,还要组建大批房地产评估机构和房地产证券等级评估机构,并组建证监会进行监督。

(四) 加紧培育机构投资者。按照国际惯例,衡量一个证券市场成熟与否,一个重要指标就是机构投资者的多寡。我国目前证券市场上还没有真正意义上的机构投资者,而个人投资者开户超过4000万。个人投资者由于资金量少、投机技巧差、信息不灵等在市场上必然处于劣势,众多单个投资者进行小额投资也加大了证券市场的运行成本。发展不动产投资信托基金,广大散户成为少数机构大户,也就摆脱其弱势地位。在美国,不动产投资信托基金吸引了众多机构投资者。

我国也需加快培育机构投资者,如人寿保险基金、养老基金等。我国目前已经批准保险基金进入投资基金市场,因此,建议可在法律、金融等各项宏观条件适当完备的情况下,允许人寿保险基金进入不动产市场,投资不动产投资信托基金。

影响货币政策实施效果因素分析

□战庆欣 夏法云 王振通

今年以来,国家在启动经济支持中西部大开发上,继续采取了稳健的货币政策,适当加大了贷款投放力度。但就基层金融机构而言,稳健的货币信贷政策在最终环节的实施效果不够明显,其制约因素既有金融信贷管理体制的影响,同时也受社会投资环境的影响。

一、商业银行信贷管理体制的约束

(一)严格的授权授信管理,有效规避了商业银行的经营风险,同时也弱化了基层机构信贷投放的能力。一是县级支行得不到授权。即每笔贷款的发放必须是在上级行的授权基础上,进行统一授信,县级支行只是贷款的申报机构和贷后管理机构,决定权均在二级分行以上。某行普遍实行了“电脑格式化”授信,即企业申请贷款必须持经会计师事务所审计认可的财务资料,按规定录入电脑,尔后电脑自动生成与市分行并网,授信结果自动产生,管理方法先进,授信更加标准,更加规范。从今年以来的运作看,有80%的申请企业被格式化授信拒之门外。二是管理授信。即每笔贷款,包括临时贷款是按期限进行管理,一旦到期必须收回。但就近几年来该市企业的贷款情况看,大部分违背这项授信原则。认为只要能按时还息,本金部分即可以使用,直接造成了上级行的授权授信额度和范围的缩小。如该市的某骨干龙头企业,虽然对银行不欠息,但贷款本金到期后却存在不能按期偿还的现象。三是额度授权。即短期贷款的授权授信实行额度管理,年度中县级机构只有很少的临时贷款额,超过此额度必须是市分行的批准项目。

目前养老基金的投资范围受到一定限制,仅限于国债投资,但国债投资收益率过低,无法满足投资者高回报的投资目标。随着中国证券市场机制的健全和管理制度的完善,待其发展到一定阶段,应吸收国外先进经验,允许养老基金进入包括股票、公司债券在内的整个证券市场组合投资,但应以长期投资为主,使其成为主要的机构投资者,不动产投资信托基金将为其开拓崭新的获利空间。

(五)完善人才培养和信息公开化制度。加强不动产投资信托基金的人才培养,需要尽快建立起一支既精通基金业务、又了解不动产市场、熟悉业务运作的专门管理人才队伍。与此同时,积极促进基金业务所必不可少的律师、会计师、审计师、资产评估师等服务性人才队伍建设。

从国外基金市场发展看,信息越公开,基金市场越发达。因此,要尽可能使

(二)严厉的责任追究制度,突出了商业银行经营的审慎原则,同时也增加了经营者惧贷、惜贷的心理预期。行长终身追究责任制和信贷岗位责任制的严格实行,使各级信贷人员的责任心、规避风险意识更进一步增强,对借款人资格审查更加严密、谨慎。制度的严厉一方面规避了信贷风险,但也在一定程度上影响了金融机构的放贷积极性,同时也制约了货币政策的基层的实施效果。

(三)商业银行体制改革的进一步完善突出了效益性原则的经营观念。一是各自上级行都制定了资金“上存”制度,利润远远高于吸存成本,基本与一年期贷款法定利率持平,相对信贷投放而言,风险系数为零,收益可靠又可观,从而导致惜贷观念的产生。二是金融作为经营货币的特殊企业,它的经营性质又决定了吸收存款、发放贷款是作为中介服务机构获取盈利的主要途径,因而在这一观念的主导下,金融机构又具有潜在的积极性。因为只有增加有效的信贷投放,才能获得盈利,才能充分体现出金融业的经营宗旨,这是金融机构主要决策人的基本思路,只是限于企业项目的质量和上级行的授权、授信及信贷规模,而暂时无法投入。

二、社会信用环境影响金融信贷投入

银行信贷投放乏力,表面看是银行本身的经营行为所致,但是金融与经济、银行与企业是两个相辅相成的主体,二者都具有服务与支持的义务,必须达到利益共享之目的。当前的社会信用环境虽然有所改善,但仍不尽如人意,从主客观两方面

各类包括不动产信息、国家政策信息、金融证券信息及时、准确地传递给信息需求者,促使大家在信息公开情况下,从事不动产投资信托基金的运作,促进我国REITs的顺利发展。

(作者单位 厦门电视台)

厦门大学计统系)

(责任编辑 梁雪芳)

(责任校对 梁雪芳 李敦福)