

东 方 房 地 产 译 丛

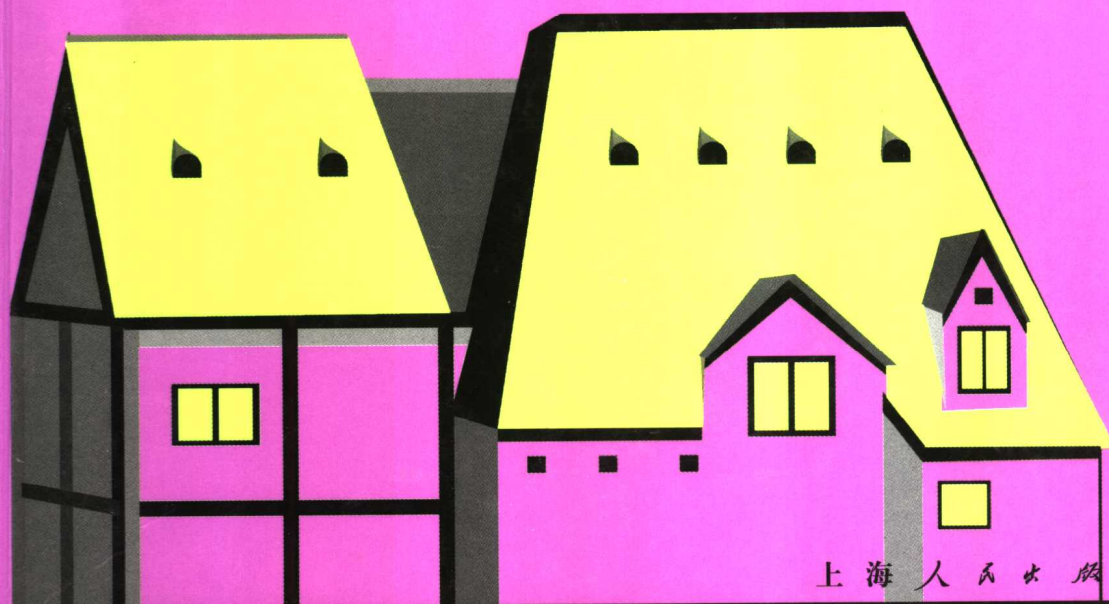
Essentials Of Real Estate Finance

10th Edition

房地产金融纲要

(第 10 版)

〔美〕戴维·西罗塔 著
龙胜平 梁超群 张镔 译



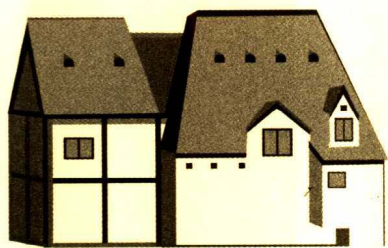
上海人民出版社

Essentials Of Real Estate Finance 10th Edition

房地产金融纲要

(第 10 版)

〔美〕戴维·西罗塔 著
龙胜平 梁超群 张镔 译



上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产金融纲要:第10版/(美)西罗塔(Sirota, D.)著;
龙胜平等译. —上海:上海人民出版社,2005

(东方房地产译丛)

书名原文:Essentials of Real Estate Finance

ISBN 7-208-05860-1

I. 房... II. ①西...②龙... III. 房地产—金融学
IV. F830.572

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 107620 号

责任编辑 周 峥

封面装帧 陈 楠

· 东方房地产译丛 ·

房地产金融纲要

(第10版)

[美]戴维·西罗塔 著

龙胜平 梁超群 张 铨 译

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路193号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 787×1092 1/16 印张 18 插页 2 字数 323,000

2005年10月第1版 2005年10月第1次印刷

印数 1-5,100

ISBN 7-208-05860-1/F·1316

定价 29.00 元

序

早在数年以前,东方房地产学院的教师在讨论房地产学科建设时,就提出了系统引进国外房地产经济运作的前沿理论和最新成果以飨读者的设想。经过两年多的艰苦努力,在上海人民出版社的支持下,《东方房地产译丛》终于编译出版了。

从20世纪90年代起,中国国民经济高速发展,人均收入水平稳步提高,人们改善居住条件所形成的房地产需求容量日益扩大。顺应这种趋势,政府相关部门不失时机地推进了住房制度改革、土地制度改革、金融制度改革,使得房地产业的市场化运作向纵深发展,房地产市场日趋繁荣,房地产业迅速发展。时至今日,中国的房地产业地位发生了根本性变化,已经成为整个国民经济带有支柱性质的重要产业,在我国社会经济新一轮发展中发挥着举足轻重的作用。

回顾以往的房地产业发展历程不难发现,我们在建立中国房地产市场的过程中,一方面始终坚持从实际出发,采取了一系列具有中国特色的改革举措及推进措施,并取得了良好的成效;另一方面,也在很多方面吸收了我国港台地区和国外房地产运作模式中的成功经验,比如美国的房地产金融制度、新加坡的公积金制度、我国香港地区的经纪人制度等都给予我们不少的借鉴。可以说,今天的中国房地产市场已经在很大程度上有机融合了不少国际化的元素,而这些元素在中国房地产业的成长过程中有着相当重要的意义。近年来,随着中国加入WTO后与世界经济接轨的加速,房地产业的国际化趋势更加明显。一方面,越来越多的国外及港台地区知名房地产开发、中介企业抢滩中国大陆尤其是沿海发达地区,与大陆企业形成相互竞争的格局;另一方面,国外和港台地区的资金、技术、理念通过各种方式积极渗透到大陆的房地产策划、开发、消费等各个环节,与大陆的房地产业形成共生共荣的态势。在这种背景下,国内房地产企业更需要迅速提升自己的核心竞争能力、加快走向成熟。与此同时,我国房地产市场在繁荣中日趋高涨的情况,也需要我们更好地借鉴成熟市场经济国家对房地产市场调控的经验。为此,我们必须紧跟国外房地产理论和实践发展的最新动向,进一步吸引国外同行的系统理论及最新成果以供借鉴。然而从学科建设的角度

2 房地产金融纲要

看,过去我们翻译引进的类似书籍不少,但却很难找到系统地、完整地介绍国外房地产经济动作模式的系列书籍。

基于上述情况,东方房地产学院在龙胜平教授的牵头下,组织了专门的力量,从美国引进翻译了《房地产原理》、《房地产估价原理》、《房地产金融纲要》、《房地产投资决策分析》、《现代房地产实务》等五本专著,作为《东方房地产译丛》加以出版。纵观这套译丛,有三个鲜明的特点:一是系统性,该译丛不仅介绍了美国房地产运作的基本原理、运作方法和实践经验,而且涵盖了房地产运作的主要领域;二是权威性,该译丛以美国房地产界最新研究成果为蓝本,保证了较高的学术水准和较强的应用价值;三是原创性,在翻译过程中,译者严格忠于原著,尽最大可能保证了原汁原味的效果。相信本套译丛的编辑出版,必将对我国房地产业的理论研究和实践运作起到积极的推动作用。在此,谨对参与编译工作的专家学者的辛勤劳动,对上海人民出版社的大力支持,表示深切的感谢。

当然,本套丛书在编译、统稿过程中,由于水平及时间所限,难免有所疏漏和不足,敬请广大读者批评指正,以便有机会在再版时修订。同时,我也衷心希望房地产经济领域的同仁们都能关心一下这方面的工作,以进一步推进我国房地产经济学科的系统建设,也能对我国房地产业的持续健康发展起到积极的作用。

华东师范大学东方房地产学院

院长 教授 博士生导师

张永岳

2005-03-17

目 录

第一章 房地产金融的本质与周期	(1)
关键术语	(1)
房地产金融的本质	(1)
抵押贷款活动	(4)
房地产周期	(7)
房地产金融的变化	(11)
小结	(11)
复习题	(12)
第二章 货币与货币体系	(14)
关键术语	(14)
什么是货币	(14)
联邦储备系统	(16)
信贷政策工具	(19)
美国财政部	(24)
联邦住宅贷款银行系统(FHLB)	(28)
小结	(29)
复习题	(30)
第三章 房地产金融中的其他政府行为	(32)
关键术语	(32)
美国住房与城市发展部(HUD)	(33)
其他联邦立法	(36)
州融资机构	(41)
农业贷款	(42)
小结	(45)

2 房地产金融纲要

复习题	(45)
第四章 二级抵押市场	(48)
关键术语	(48)
联邦国民抵押贷款协会	(50)
联邦住宅贷款抵押公司(Freddie Mac)	(57)
政府国民抵押协会	(59)
其他政府参与者	(60)
房地产抵押投资渠道(REMICS)	(61)
次级融资贷款的二级市场	(61)
小结	(63)
复习题	(64)
第五章 资金来源: 信托机构	(66)
关键术语	(66)
商业银行	(67)
互助储蓄银行	(69)
储蓄协会/节俭储蓄协会	(70)
人寿保险公司	(71)
养老金和退休金项目	(73)
信用联合社	(73)
小结	(74)
复习题	(75)
第六章 资金来源: 半信托机构和非信托贷款人	(77)
关键术语	(77)
半信托机构	(77)
非信托贷款人	(88)
其他贷款人	(90)
小结	(90)
复习题	(91)
第七章 房地产金融工具	(93)
关键术语	(93)

负担和留置权·····	(94)
房地产贷款对房地产的权利·····	(95)
票据加信托契约·····	(97)
票据加抵押合同·····	(98)
产权契约合同(土地合同)·····	(114)
次级融资工具·····	(117)
抵押放贷工具中的特殊条款·····	(120)
小结·····	(125)
复习题·····	(127)
 第八章 普通贷款 ·····	 (129)
关键术语·····	(129)
贷款利率·····	(129)
私营抵押贷款保险(PMI) ·····	(134)
永久或暂时利率买低方式·····	(136)
贷款人资格审核·····	(137)
一些特别的普通贷款项目·····	(140)
小结·····	(144)
复习题·····	(144)
 第九章 由 FHA 承保的贷款 ·····	 (146)
关键术语·····	(146)
组织机构和投保条件·····	(146)
项目概述·····	(147)
保险原则·····	(149)
其他常用 FHA 贷款项目 ·····	(154)
直接背书和共同保险·····	(155)
FHA 抵押贷款的优点 ·····	(156)
对房地产金融市场的贡献·····	(156)
小结·····	(157)
复习题·····	(158)
 第十章 VA 担保贷款 ·····	 (160)
关键术语·····	(160)

4 房地产金融纲要

美国“退伍军人事务部”的房地产贷款担保项目·····	(160)
VA 担保贷款的申请·····	(161)
VA 付款渐增式还款抵押贷款·····	(170)
小结·····	(171)
复习题·····	(171)
第十一章 房地产贷款的操作·····	(174)
关键术语·····	(174)
借款人资格审查·····	(176)
抵押品资格确定·····	(188)
产权资格审核·····	(197)
小结·····	(200)
复习题·····	(201)
第十二章 房地产贷款的交割·····	(203)
关键术语·····	(203)
获得贷款的成本·····	(203)
贷款后续服务·····	(212)
贷款转手·····	(215)
小结·····	(216)
复习题·····	(216)
第十三章 当代房地产金融·····	(218)
关键术语·····	(218)
利息·····	(219)
支付和利率的变化·····	(221)
创新型还款计划·····	(224)
抵押贷款形式上的创新·····	(232)
免税房地产金融·····	(241)
售后回租·····	(246)
卖方的售前再融资·····	(247)
买方利用卖方的权益·····	(248)
产权参与·····	(248)
小结·····	(250)

复习题.....	(251)
第十四章 违约与没收	(255)
关键术语.....	(255)
违约.....	(257)
调整.....	(259)
没收.....	(262)
短额裁定.....	(269)
税收对没收的影响.....	(270)
拍卖.....	(271)
小结.....	(271)
复习题.....	(273)
题解	(275)

第一章 房地产金融的本质与周期

关键术语

婴儿潮期间出生者

无转移抵押

周期

脱媒

衡平产权

《金融机构改革、复兴和实施法》

抵押品

杠杆作用(效应)

抵押支持证券

二级抵押市场

1997 纳税人减免法案

我们的存在离不开房地产！我们在土地上耕种，生活，工作，建造房子，我们从土地上起飞，又降落到土地上，最终又被埋入土地。房地产在我们生活中的重要地位是毋庸置疑的。

除了这种物理意义上的重要性，房地产的另一个重要之处在于其对我们生活方式所产生的经济影响。美国的工商业活动得以进行，完全依赖于土地及其自然资源。脱离了食物、木材、矿物、水以及土地的其他组成部分和产品，我们的社会将无法运行。

我们中的许多人都直接或间接地参与着与房地产相关的某种活动。销售人员、经纪人、农民、矿工、工程师、勘测员、土地规划师、建筑师、家具制造商、油漆商——所有这些职业以及更多人的生计均与房地产息息相关。美国有几百万人直接参与各项建筑活动，而另外还有差不多几百万人为他们提供在工作中所必需的各种材料和外围服务。

房地产金融的本质

建筑业对于国家的经济健康不可或缺，因此对房地产金融也至关重要。其业

2 房地产金融纲要

内活动的任何变化很快就会影响到我们每一个人。例如,减慢一幢楼房的施工进度将导致裁员、减薪;而如果建筑活动增加,则将带动与建筑业相关的许多领域内的产品与服务。大多数建筑活动的资金都来源于通过各种房地产融资渠道所筹措到的资金。实际上,大多数房地产活动的进行都取决于是否能够成功融资。

信用体系经济

众所周知,美国是一个信用导向型的社会。通过使用信用卡和赊购,人们就可以延期偿还购买物品的金额。因此,信贷使得人们拥有物品的能力大为增强,从而也促进了生活水平的提高。

所谓信贷即对物品边享用、边偿付,它也是房地产融资的基础。一般来说,购置房产通常需要借贷大额资金,而偿还贷款往往是一个极为漫长的过程。赊购或是 90 天的短期信贷涉及的可能只是数百美元,与之不同的是,房地产贷款所牵涉的金额一般都高达成千上万美元,而且还款期限可能长达 30 年。

房贷的长期性特点有助于改善各大型贷款机构的资产结构。此外,房地产贷款通常按月定期还款,这种有节奏的系统性还款方式使得贷款机构能够积攒储蓄,并重新分配资金,从而实现经济的持续增长。

然而,如果发生长时间的“脱媒”,即金融机构吸收的存款额小于储户支取的金额,那么这种节奏将会被打乱,从而导致存款的净损失、削减房贷量并降低经济增长速度。个人、企业和政府之间对资金使用的争夺是长期存在的,也是激烈的。这就是为什么我们需要美联储(FED)和二级市场来在全国范围内重新分配资金并提供稳定的现金流。

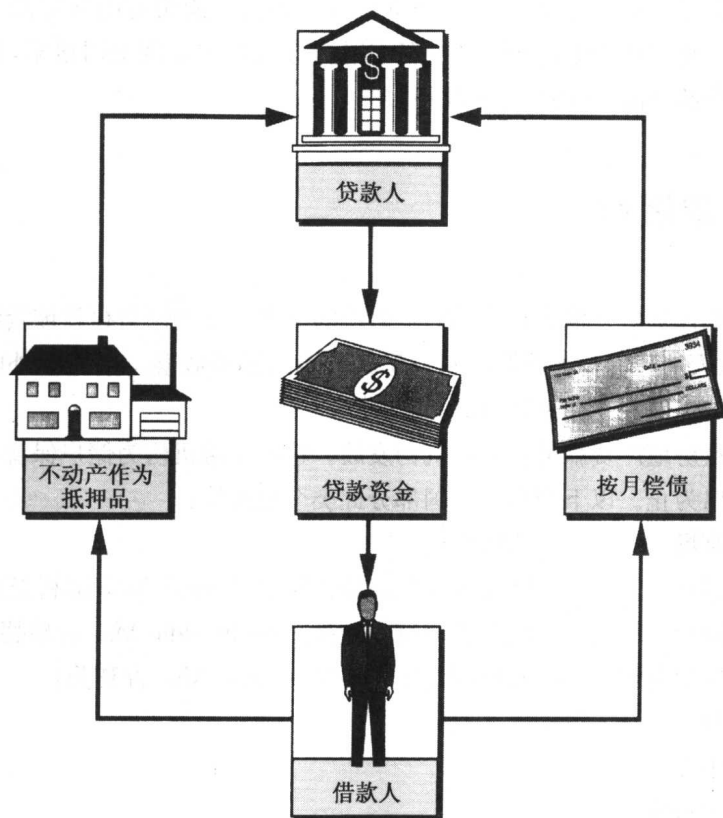
融资关系

融资关系的本质可以用三种特征表述。最简单的一种特征是,房地产金融涉及以不动产为抵押品来保证贷款的偿还。如图 1.1 所示,借款人将这片土地以及土地上的建筑物抵押给了贷款人,以此确保忠实履行贷款合同的各项条款。如果借款人违反了还款约定,贷款人有权没收^①抵押的财产并将其出售以弥补损失。

第二种特征就是“无转移抵押”性质。在这种情况下,借款人仍然是合法的拥有者,保留对财产的所有权和支配权,而贷款人取得财产的“光秃产权”(bare

^① 原文为 foreclose,指取消对抵押品的赎回权,因中文中无相对应的词,暂用“没收”指代——译者注。

title)、“赤裸产权”(naked title),或者叫做“衡平产权”(equitable title)。衡平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的方式来获取财产的所有权。换言之,按无转移抵押性质,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。



在借款人还清贷款之前,不动产充当借款人偿债的抵押品或担保物。

图 1.1 抵押融资

无转移抵押还适用于其他一些情况。例如,承租人可以用租赁权作为贷款抵押;贷款人可以将手头持有的应收抵押品、信托契约或产权契约合同作为另一笔贷款的抵押;终身租赁人可以把受益权和剩余权利作为抵押来获得贷款;农民可以用尚未收成的庄稼作贷款抵押。上述各例以及其他与之类似的例子中,借款人均保留着拥有、控制和使用抵押物的权利,但同时又可以利用其获得抵押贷款,这也就是对其价值的资本化操作。

房地产金融的第三种特征是**杠杆效应**,即以相对较少的资金来获取购置物业所需的大笔贷款。获得购房贷款的借款人投资了一小部分的资金作为首付

4 房地产金融纲要

款,然后再借入首付款与总购房价格的差额,从而使首付款发挥杠杆作用。

地产金融杠杆作用的质与量将是本书讨论的要点。一位善于此道的老手能够借入 100% 的购房金额而不需要投入个人资金。而一般购买者则须在贷款前预先支付房价的 3%、5%、10%,甚至 25%。预先支付的比例取决于具体情况以及贷款类型。我们会发现,不同的支付要求将会对购房者的购房能力产生极大的影响。利用杠杆作用来购置投资型财产普遍增加了现金回报率,相对于一次性支付全部金额,这种回报要高得多。

抵押贷款活动

组成抵押贷款并构成其基础的是储蓄的概念。这些储蓄存款被贷给了借款人,而贷款人从他们身上获取以利息形式表示的额外收益。这些额外收入又部分被用于支付储户的存款利息。

大多数房地产贷款都由金融机构发放。这些金融机构为储户保管存款直到存款被取出为止。以下列出了美国部分此类金融机构:

一级市场	二级市场
商业银行	联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae 房利美)
储蓄银行	联邦住宅贷款抵押公司(Freddie Mac 府瑞德满)
人寿保险公司	政府国民抵押协会(Ginnie Mae 吉利美)
信用社	
抵押中介	
抵押银行家	

表 1.1 列出了各种资金来源的抵押贷款活动的范围。

表 1.1 1999 年第二季度末按照财产和贷款人类别
划分的抵押贷款余额(单位:10 亿美元)

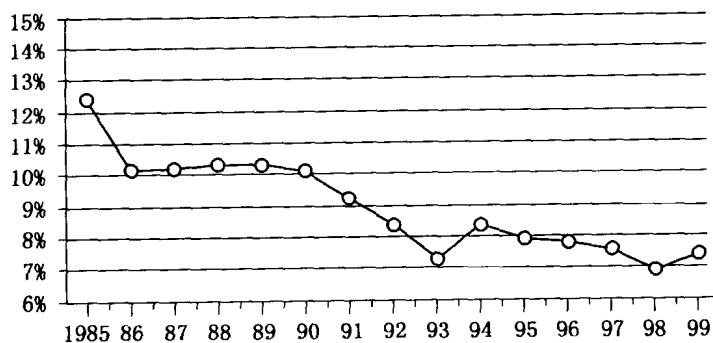
贷款人:	独户至四户住宅	五户以上多户住宅	商 业	农 场	总 计
储 蓄 所	344.6	55.0	56.3	0.444	456.3
银 行	790.5	58.5	482.4	30.344	1361.7
人寿保险公司	7.3	32.3	173.1	11.965	224.7
其 他	3385.1	214.0	315.1	56.964	3971.2
总 计	4527.1	359.8	1026.9	99.717	6013.5

数据来源:联邦储备公报,2000 年 1 月,A35 页。

截至 1999 年第二季度末,已发放的抵押贷款余额总额超过了六万亿美元。表 1.1 中的“其他”项包括了一些责无旁贷要参与这一领域的政府机构,以及私人金融抵押公司、房地产投资信托、退休基金、信用社和个人。请注意,超过 75% 的总贷款发放用于独户到四户住宅的购置,这极为有力地证明了住宅在房地产市场上的重要性。

根据不断变化的市场条件,房地产的价格会随着时间变化而发生波动。大多数购房者不具备现金购房能力。如果住房贷款的来源受到任何限制,那么房地产的开发规模和售出量都会降低。房贷资金的短缺会影响建筑业的每一个层面,继而也会严重影响到整个国家的经济。

如图 1.2 所示,从 20 世纪 80 年代初至 80 年代中期,美国一些地区的房地产贷款利率上升到两位数水平,从而使得大部分的参与者都退出了房地产市场。为了应对这种紧急局面,维持市场运作,大量的创新性融资方案应运而生,包括贷款人与借款人间的合伙形式(参与融资),可变利率贷款和灵活的还贷方式。设计所有这些融资方案旨在减轻借款人的负担,同时保证贷款人的业务正常运转。时至今日人们仍然采用这些融资手法,在后面的章节中我们将对其进行具体的阐述。



数据来源:联邦住宅贷款抵押公司

图 1.2 三十年固定抵押利率

近十年来,利率在经历了快速增长之后又开始以几乎同样快的速度下跌了,对基准固定利率贷款的需求呼声于是又日渐高涨。利率降至 6 到 8 个百分点之间,这种降息导致对抵押再融资的需求在 20 世纪 90 年代初迅速增长。贷款人的业务重心也开始从提供购房贷款转为用于为已有的高利率、可调利率和固定利率贷款重新融资的贷款。此外,这些相对较低的利率促进了房地产经营活动的迅猛增长,这种增长势头预计将持续到 21 世纪的头一个十年。由于各种条件随着时间的推移而改变,研究房地产金融需要长期的分析与监测。

本地市场

之所以说房地产是一个本地市场,那是因为房地产具有不可移动性。人们不可能搬动一片土地。因此,各项相关活动都是在不动产上或针对不动产进行的。人们在土地上盖房子,将各种设施搬到土地上,对土地征税。房地产贷款是针对不动产提供的,贷款人通常是当地的贷款机构或者国家贷款机构的当地代表机构。

本地房地产市场状况对本地房地产贷款机构的业务至关重要,尤其当它们影响到不动产价格的时候。地区、国家乃至全球的经济和政治因素也会对特定的房地产价格产生直接的影响,然而,最能够直接影响本地具体不动产价格的是某些地方性的活动。

例如,警方动用权力制定包括分区规划在内的一系列规定,这可能将会导致特定房产价格的大幅度上升,同时其周边房产的价格则可能会大幅度下跌。关于开发或不开发某些地区、污染控制、建筑标准以及保护海岸线和野生动物栖息地等一系列政策,也会对居民区的经济平衡和房产价格产生重大影响。

在经济萧条时期,利率或者(和)失业率都会增加,此时当地金融机构就会缩减抵押贷款。这就会加剧下降的趋势。反之,在景气时期,则会加大抵押贷款力度以满足不断增长的需求。

全国市场

当抵押贷款需求量猛增时,当地贷款机构的资金就会告急。而在经济衰退期,这些贷款机构可能无法为他们过多的资金寻找到安全的出路。为平衡这两种恶性趋势,全国抵押市场由此应运而生。

在房地产抵押这个繁荣的全国市场上,联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae)、联邦住宅贷款抵押公司(Freddie Mac)、政府国民抵押协会(Ginnie Mae)是主要的参与者。它们和其他一些规模较小的机构共同构成了二级市场。这些“二级”所有者购买了地方贷款人、储蓄所、银行、抵押银行和其他机构创造的贷款,然后将这些贷款合并组成抵押池。然后,这些抵押池被按照不同比例以证券的形式出售给投资者,称为抵押支持证券。

这些二级抵押市场的参与者在资金过剩的地区和资金短缺的地区间进行资金调度,以此来稳定房地产市场。他们还对其证券的购买者提供安全投资,并且允许经济增长较慢地区的贷款机构有机会购买抵押,而另一方面自己则向经济发展较快地区的贷款机构购买贷款。于是,资金在本地得到集中,继而根据需要

在国内市场范围内加以分配。

房地产周期

房地产活动的起伏被称之为房地产周期。“周期”一词的含义表明事物按照一定规律重现。通过研究以往的房地产活动,研究人员可以对未来的投资计划作出预测。

供给和需求

如图 1.3 所示,房地产周期受许多变量的影响,而供给和需求的经济力量则对所有这些变量起着直接或间接的影响。房地产周期可分为长期和短期两种。在短周期中,总体的经济活动创造产生有效需求所必需的收入,这些经济活动触发了房地产市场的各种经营活动。在经济增长区域,经济形势良好,对房地产的需求大于有效供给,房地产价格会上涨。这种旺盛的需求就会促进房产的兴建,供应量也就随之不断加大直到出现过剩。当供给超过需求,房价开始下跌,任何建房活动在经济上都是一个不明智的决定。当需求再一次超过供给时,新一轮循环又开始了。



(注:最后一幅画中的词意为:积极/消极/保守)

图 1.3 影响房地产周期的因素