

第一章 房地产融资的基本原理

房地产证券化属于房地产金融领域，是房地产融资的创新，是随着房地产金融业的发展而衍生出来的，与房地产金融有着不可分割的关系。因此本章将主要介绍房地产金融的历史发展、主要融资方式及其创新。

一、房地产金融的历史

房地产金融(real estate finance)历史悠久,在中东、西欧、北欧、英国和南美的早期历史发展过程中,在公元前几世纪即已出现。埃及人很早就发展了土地勘测技术,即使是用作借款抵押品的土地在尼罗河定期泛滥被淹没的时候,贷款人的权利也能得到保障。此外,在中东也很早就出现了抵押贷款。而古罗马在其法律制度中即已出现了抵押法并被实施,成为现代抵押制度的先驱。

高利贷可算是房地产融资发展的早期阶段的产物。在中世纪,西欧出现了高利贷法,允许借款者向放贷者支付利息,但有所限制。美国各州的有关高利贷的法令即起源于此,后来各州逐步取消了对高利贷利率上限的规定。

土地赎回权及对该项权利的法令起源于英国的不成文法。当英国从封建制度向个人土地私有制过渡时,其权益法院开始发展起来。最初,法院允许借款人在以土地作抵押向非个人贷款方借款时,可以随时赎回土地,没有期限的限制。与此同时,在借款人赎

回土地以前，贷款者虽对用于抵押的土地享有所有权和占有权，却不能对其加以任意的处置。随着法律的发展，借款者的赎回权逐渐被限制在一段合理的时间之内，以减少贷款者的不确定性风险和金融风险。如今，美国大多数州所实行的抵押法缩短了未偿付抵押债务可以延期付款的时间，规定其为从抵押品被没收之日起 12 个月以内。

在住宅抵押贷款领域，贷款条件在其发展过程中经历了显著的变化。在 20 世纪初，很多国家的居民住宅是以贷款方式取得的，贷款期限一般为 3~5 年。这些贷款的利息在贷款期内支付，本金则是到期一次还清。贷款与房价的比率一般在 50% 以下。借款人一般在这种住宅抵押贷款到期时要求展期。这时，大多数贷款人是想将其财富投资出去的个人。现在的房地产贷款机构在那时只是处于形成阶段，没有多少可用作投资的资金。

在美国，在住宅抵押贷款发展过程中，大量的抵押违约事件使当时新成立的联邦住房管理局（Federal Housing Administration, FHA）在 1934 年开始了分期摊还住房抵押贷款业务。这种长期的分期摊还贷款的贷款额占房价的比例较高，并且由于住房管理局有利率上限的规定，因此这种贷款利率较低。不仅如此，该贷款还有供中等收入家庭享用的、建造得很好的易于转手的房屋作保障，因此，这种抵押贷款大大降低了违约风险。

第二次世界大战后，为给予退伍军人的政府福利，退伍军人管理局（Veteran Administration）成立了。该部门向退伍军人提供部分由政府担保的不需要任何预付定金的贷款。这种 100% 的贷款只要求符合条件的退伍军人支付成交价。当时的联邦住房管理局和退伍军人管理局所发放的住宅抵押贷款和当今的住宅承约抵押贷款都是利率固定、期限固定，因而贷款人有固定收益。

本世纪 60 年代和 70 年代，由于通货膨胀的压力，住房融资的利率和收益开始不固定了。1972 年，美国农业信贷银行系统

(Farm Credit Bank System) 成功地推出了可变利率住房抵押贷款。这种贷款成功地被加利福尼亚和其他州的州政府特许的储蓄贷款协会(Savings and Loan Association)销售出去了,并且加州政府特许的商业银行现在也在提供可变利率的住房抵押贷款业务。联邦住房贷款银行委员会(The Federal Home Loan Bank Board)至今仍未允许其由联邦政府特许的储蓄贷款协会成员发放累进偿付的住房抵押贷款,而这种贷款也许正是可变利率抵押贷款的先驱。储蓄贷款协会将考虑把累进偿付的抵押贷款视为一种利率变动的投资,因为即使借款人在抵押期限内要按固定利率支付,该贷款产生的美元收益也将随着时间的推移而上升。西欧和南美的住房抵押贷款开展得很成功,它们的经验使美国的可变利率抵押贷款业务发生了变化。

在房地产金融的发展过程中,金融机构是不可缺少的。通过美国金融机构进行的一级市场抵押贷款业务,相对来说是发展得比较晚的。尽管美国商业银行在 18 世纪 80 年代就已出现了,但最初只是经营国内外的商业贷款,其住房抵押贷款业务在 1910 年左右才开始出现。为了保护银行的利益,一些类似私人住房抵押保险的业务被提供给了借款人。最早的储蓄贷款协会是在 19 世纪 30 年代形成的,是由工人家庭组织建立的,这些工人家庭希望通过积聚金融资产来获得资金购买住房。协会最初是以储蓄机构的形式成立的,以共同拥有为基础。互助储蓄银行(Mutual Savings Bank)也是一种共同拥有的机构,由受托委员会负责监管,与美国的储蓄信贷协会几乎同时发展起来。小额储蓄者把钱交给受托人,受托人在集聚起一笔较大数额的资金后,将款项投资出去,为小额储蓄者带来较高的投资收益。在各州的法规和受托投资政策的范围之内,其投资组合主要是公司债权以及由政府担保或保险的抵押贷款。

19 世纪,人寿保险公司在美国被特许开展业务之后不久,其

资产迅速积累到相当大的数额，这些源源不断的大规模的资产被用于抵押贷款领域。20 世纪二三十年代，随着美国工人运动的发展，私人 and 政府的退休基金和信贷协会开始成立，其可用于投资的资金占了六七十年代投资资金相当大的比例。但在 80 年代之后，退休基金才被考虑用于抵押贷款投资和以抵押物作担保的证券投资。而信用合作社则至今仍是主要向个人提供购买住房、汽车及其他各种耐用和非耐用消费品的贷款的一种储蓄机构，它每年都吸引了更多的成员加入，因而其住房抵押贷款额呈上升趋势。

美国的二级抵押市场机构只是在 80 年代左右才开始有效运作。在 30 年代大萧条期间，复兴金融公司(Reconstruction Finance Corporation)成立了；作为联邦政府的一部分，联邦国民抵押协会(Federal National Mortgage Association, FNMA, “Fannie Mac”) 在 1938 年成立，1968 年该机构转为私人公司。1971 年，FNMA 开始作为一个二级抵押市场机构进行运作，主要经营政府保险和担保的居民抵押贷款。1968 年，联邦政府的住宅资产管理局 (Housing and Home Finance Agency, HHFA) 将 FNMA 的二级市场业务局限在相关的特定援助业务及管理清算业务；与此同时，这些业务仍由政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association, GNMA, “Ginnie Mac”) 负责，该协会是属于美国住房和城市发展部的一个联邦政府机构。

根据美国 1970 年的紧急住房融资法案，联邦住房贷款抵押公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, “Freddie Mac”) 成立了。该公司在联邦住房贷款银行委员会 (FHLBB) 的监管之下，是一个二级抵押市场机构，其业务主要是买卖传统的贷款和联邦住房管理局及退伍军人管理局的抵押贷款。这些二级市场机构刚刚开始支持联邦政府实施整体住房计划。将来，这些机构将更多地在这方面支持联邦政府。当联邦国民抵押协会、政府国民抵押协会和联邦住房贷款抵押公司廉价出售更多的抵押贷款组合、抵

押担保证券和各种票据及信用债券时，它们就积聚起了更大的财力，以向初级市场上的抵押承销商提供更多的头寸。

房地产融资中会涉及抵押保险。私人抵押保险最早在美国出现。在 1910 年到 1930 年期间，银行的分支机构向其借款人提供私人抵押保险。在 30 年代大萧条期间，由于很高的失业率，出现了大批住宅抵押贷款违约事件，导致银行分支机构纷纷破产。在 30 年代中期，在联邦住房管理局下面成立了相互抵押保险基金（Mutual Mortgage Insurance Fund, MMIF），为联邦住房管理局承销的贷款提供金额保险。在联邦住房管理局抵押保险业务的发展过程中，在 60 年代初，私人抵押保险公司也开始提供金额的抵押保险。至 90 年代，它们承保的保险额数目已不小，已对联邦住房管理局保险业务提出了挑战。从 1975 年开始，住房及城市发展部向联邦住房管理局抵押承销商提供抵押共保业务，并在 1976 年积极开展了一项业务。这样一来，抵押借款人就需要考虑是接受私人机构的抵押保险，还是接受联邦住房管理局的抵押保险。如果是联邦住房管理局抵押保险被提供给了借款人，那么抵押承销商就要决定是投保全部的还是部分的抵押保险金额。在抵押共保的基础上，抵押承销商会愿意与联邦住房管理局一起分担抵押违约风险。

房地产融资的重要性与房地产投资的性质和住房抵押融资的盛行是分不开的。房地产投资要求较高的投资支出和长期的投资期，以及从可取得收益的财产中长期获得净收益。在美国，住房抵押融资对大多数住房拥有者来说并不陌生，因为住房通常是家庭最大的投资支出。将近三分之二的家庭拥有自己的住房，他们当中有很大一部分比例及时利用住房获得了抵押融资。由于住房价格在上涨，而储蓄水平却不能满足人们的购买要求，因此住房融资仍很重要。

全部的信贷需求都源于经济生活中的消费、投资和政府部门。

个人、企业以及金融机构所供给的资金能满足对信贷资金的大量需求。由于社会条件和经济条件的变动，某些特定部门的信贷需求和另一些特定部门的信贷供给差额会发生变动。房地产抵押信贷作为一种特定的需求，被包括在总的信贷需求之内。

货币与资本市场的变动会影响房地产借贷，并造成房地产借贷机构内部的变化。房地产贷款者经常要调整其投资组合，以适应市场条件、经济条件、法令变动，以及不断变动的风险收益的房地产状况。对一笔贷款的收益和风险的估价，要求进行信贷估价、现金流量分析、纳税分析、财产评估和投资收益计算。此后，贷款人要选择能满足其对风险和收益程度的要求的投资组合进行投资。以上这些都是房地产金融领域必须加以考虑的因素。房地产证券业属于房地产金融领域，而后者与其他金融市场和整个社会的政治经济状况有着密切的联系，因此房地产证券化业务的发展离不开有利的社会条件。进一步发展房地产证券业，不仅需要以一定的经济发展水平为基础，还需要相关的法律和政策上的支持。

二、房地产融资的种类

房地产融资有很多种类，其中最主要的是房地产抵押贷款初级市场融资和二级市场融资，此外还包括分期付款土地合约等融资方式。

1. 房地产抵押贷款初级市场

初级市场是房地产资金初始交易的场所，它主要包括金融机构对房地产资金需求者的各种信贷业务、房地产证券的发行以及有关的担保、信托等交易活动。

初级市场是房地产抵押贷款市场的基础部分，在初级市场上

充分体现出房地产金融业的高度技术性和专业性。房地产抵押贷款的数量悬殊，受信对象不同，由此形成了种类繁多的贷款方式。同时，通货膨胀等市场因素或经济形势的变动，也随时为创造新的抵押贷款方式创造了条件。一般来说，房地产抵押贷款市场是西方国家金融创新最为活跃的领域之一。

也正是由于其高度的专业性，房地产抵押贷款制度要发挥其效能，必须对其进行良好的管理和设计。巴基斯坦政府在 1952 年拨出款项设立住宅建筑资金供应公司，对建房、购房者，根据估价提供 80% 的抵押贷款。贷款利率对私人为 5%，对住房合作社为 4%。这个计划本意很好，但在 1952 年至 1957 年这一段时期内，发放贷款不超过 1000 笔，其中没有一笔是发放给住房合作社的。造成计划失败的原因，是政府的规定太复杂，申请一笔贷款，需要很长时间，还款期限太短，每次归还的金额太大，很多家庭无力负担。非洲的加纳在房地产抵押贷款方面，也遇到了同样的困难。1954 年，联合国对加纳的调查报告现在仍值得很多国家参考：“通过了一个法规，并不表示这个法规一定成功。房地产抵押贷款制度必须对大多数借款人都适用，还需要有经验的人来管理。限制措施可能是为了安全，但也可能不切实际，使制度无法发挥作用。房地产抵押贷款是高度技术性的工作，要有优秀的人员负责处理。”

在初级市场上房地产贷款的专业性，从世界各国的千差万别的贷款方式中可见一斑。美国拥有世界上最发达的房地产抵押贷款市场，其贷款种类如果细分可达几十种之多。下面，按其贷款性质和偿还方式进行分类，并作一简单介绍。

按贷款性质划分，美国房地产抵押贷款可分为：

(1) 建筑贷款(construction loan)。其特点是期限较短，贷款一般随项目进展而分期拨给。有时贷款人同意将建筑贷款转为长期性抵押贷款。由于在建筑是否能按时并在预算之内完工方面存

在着较高的风险，因此该项贷款利率比常规贷款利率要高。大多数情况下，在贷款机构同意为某项目提供建筑贷款之前，它会要求另外有一永久贷款人提供备用承诺，保证永久性地提供不足部分的资金以使该项目能够完工。

(2) 常规抵押贷款 (conventional mortgage)。它是纯私人部门之间的房地产抵押贷款，政府不对其进行保险或担保，因此风险较高，所以对这种贷款所要求的利率和预付定金都比较高。贷款条件由私人贷款者确定，并因各地市场状况、客户需要和各州的法规的差异而有所不同。在利率方面，主要是随市场而定，但很多州对于向居民提供的抵押贷款有利率上限规定。1957 年，一家私人抵押保险公司——抵押保险公司 (Mortgage Guaranty Insurance Corporation, MGIC) 向常规抵押贷款的贷款人提供了抵押保险，使该种贷款业务能够与提供较高的贷款/价值比率 (loan-to-value ratio) 的联邦住房管理局担保贷款和退伍军人管理局担保贷款相竞争。在发生违约的情况下，保险公司或者支付未清偿债务的 20%，或者取得抵押品，支付投保的抵押贷款的全部未清偿部分的余额。

(3) 联邦住房管理局担保贷款 (FHA insured mortgage)。FHA 自身一般不办理贷款业务，它主要为美国公民的房地产抵押贷款在规定额度内提供 100% 的担保。在贷款发放前，必须有一合格的估价人对抵押财产进行估价。借款人需支付贷款数额的 0.5% 作为保险金。该项贷款利率由住房及城市发展部不时地进行调整。由于有保险，因此贷款条件较为优惠，比如，单身家庭可以得到期限长达 30 年的、贷款/价值比率高达 97% 的贷款，金额不超过 6 万美元。借款人取得的贷款数额一般低于其所需要支付的价款，差额部分由其以定金的形式用现金支付，但不能将抵押物进行第二次抵押以取得款项支付定金。

(4) 退伍军人管理局担保贷款 (VA guaranteed loans)。VA

主要为退伍军人家庭购房抵押贷款提供一定比例的担保。借款人不支付定金,但对担保额有限制,即不超过 25000 美元,或贷款的 60%。在发生违约时,若贷款人出售抵押物所取得的款项不足以弥补全部的损失,则差额部分由 VA 保证支付。在 VA 对贷款进行担保之前,抵押财产要被评估。贷款金额由贷款机构确定。对单身家庭提供的贷款期限可长达 30 年。VA 管理者对贷款最高利率进行限制。非退伍军人也可申请 VA 贷款。

FHA 贷款和 VA 贷款具有期限长(20~30 年)、定金少的优点,但限制性规定很多,且非常严格,符合条件的借款人才能取得贷款。80 年代末,这两种贷款仅占美国全部住房贷款的 15% 左右,大多数居民购房还是采取常规抵押贷款形式。但对单身家庭提供的财产抵押贷款中,有相当一部分是由 FHA 贷款和 VA 贷款所提供的。

(5) 购买财产抵押贷款 (purchase money mortgage)。这是指购买者以抵押代替支付全部购买产权的现金。比如一项 10 万美元的房地产,购买人只付 4 万美元,其余 6 万美元以房地产抵押给卖主。此时,卖主部分对买主融资(贷款),对该物业享有优先或次级留置权。尽管通常来说,卖主是抵押权人,但支付部分购买房产价款的第三方可能也控制着抵押物。

(6) 其他抵押贷款。

① 从属抵押贷款 (Junior Mortgages)。对房地产有最优先留置权的抵押贷款称为第一抵押,留置权第二的抵押贷款称为第二抵押,还有第三、第四抵押等。所有非第一抵押的抵押统称为从属抵押。留置权的次序决定了贷款人的风险。优先抵押贷款 (Senior Mortgages) 风险最小,对借款人的利率要低于从属抵押贷款。在发生违约出售抵押物之后,所获收入按照留置权的次序依次分配给不同级别的抵押权人。一般来说,在借款人所获得的第一抵押贷款不足以支付全部购买价款,而借款人又没有足够的资金支

付差额时，或者当借款人想使其财务杠杆最大化时，会使用从属抵押贷款。

② 联合抵押贷款 (Blanket Mortgage)。这是同时把几件房地产作为抵押物的贷款。当以抵押借款的方式取得一件房地产的抵押人把该房地产再细分成许多小单元并将某些单元出售时，他必须使要出售的这些小单元从抵押条款中解脱出来，这样所有权才可以合法转让给小单元的购买者。因此，在这种联合抵押贷款中通常附有“部分解除索赔权条款”，规定在支付了解除索赔权价款之后，每个小单元就不再是抵押物了。由于总是最好的单元先出售出去，因此每个单元的解除索赔权价格要高于其平均抵押价格，以保证能为联合抵押贷款中余下的部分提供充足的抵押担保。比如一项联合抵押贷款以 10 个单元的房地产作为抵押物，提供一笔 10 万美元的贷款，则每个小单元的平均抵押价值为 1 万美元。然而，单个小单元的解除索赔权价款可能高达 1.5 万美元，因为先出售的是最好的单元。

③ 一揽子抵押贷款 (Package Mortgages)。其抵押品不仅包括房地产，还包括房产内的家具、电器等，主要用于饭店、公寓和旅馆的融资。这种抵押贷款对借款人来说有几个好处：(a) 他不必分几次取得几项贷款分别购买房产和设施；(b) 只同一个贷款人打交道，只进行一次支付；(c) 把购买设施的成本在一段较长的时期内分摊；(d) 相对于分期付款来说，需要支付的利率较低。如果越来越多的建房者提供包括配套设施在内的住房，那么这种贷款将会盛行。采用这种贷款，借款人每期要支付的款项较平均，不像有的贷款首期要支付的数额较大。

④ 开放式抵押贷款 (Open-End Mortgage)。这是指凭借原抵押房地产可以继续借款，但续借款不能超过最初贷款额，续借款的利率可重新确定或维持原有水平。续借款条款可以是原抵押贷款条款，也可以是规定的其他条款。一般用于在原抵押贷款期满后，

对原抵押财产进行修缮。取得这种贷款的附加成本较低，比标准的住房改进贷款条件优惠，后者利率较高，还款期限较短。

按还本付息方式不同，美国房地产抵押贷款又可分为：

(1) 固定利率抵押贷款 (Fixed rate mortgage, FRM) 这是指在贷款期内利率固定，到期日和每月支付额固定，在到期日剩余债务为零。它流行于五六十年代。随着通货膨胀加剧，其他形式的抵押贷款方式在 70 年代以后不断涌现。

(2) 直到期满抵押贷款 (straight-term mortgage)。这是指在到期日归还本金，而在贷款期内则不必归还。借款人要每月、每季或每半年、每一年支付一次利息。贷款期限一般 1~5 年。在美国 30 年代大萧条以前，这种形式的贷款在对居民的贷款中非常普遍。但大萧条使大批借款人在到期日无力清偿，从而导致大量违约事件。因此，这种贷款方式现在已不那么普遍了。

(3) 利率可调整抵押贷款 (adjustable rate mortgage, ARM)。这是指一种可以根据事先设定的指数的变化自动提高或降低贷款利率的抵押贷款。

(4) 分级还款抵押贷款 (Graduated Payment Mortgage, GPM)。这类贷款在最初 5~10 年内，每月支付额开始时较低，然后逐年提高，最后固定下来，其主要目的是帮助首次买房者（特别是年轻人）进入房地产抵押市场。这种贷款，期限一般为 25~35 年，在贷款期内利率固定。

(5) 增快还本抵押贷款 (Growing Equity Mortgage)。它允许借款人依自己收入水平确定每期还本付息额大小，不限定偿付额增加的幅度，很适合那些预期有较高收入能提前还款的借款人。

(6) 增值共享抵押贷款 (Shared Appreciation Mortgage, SAM)，这是指放款人在最初几年收取低于市场利率的贷款利率，以换取分享抵押房地产可能升值的好处。

(7) 可逆性年金抵押贷款 (Reverse Annuity Mortgage)。它是

为老年人把其住宅的产权资本转化为现金以应付生活开支而设计的。借款人或继承人可通过偿还贷款本金赎回住宅所有权,否则其所有权归贷款人。

(8) 部分摊还抵押贷款 (Partially Amortized Mortgages)。这是指借款人在贷款期内,只需归还全部贷款的一部分,因此当这种贷款到期时,仍有部分贷款未被偿还。在贷款期内,借款人分期偿还本金和利息,其数额要低于相同期限和数额的全部摊还抵押贷款分期摊还的部分。在这种贷款中,未被偿还的剩余款项要在最后到期时一次还清。一般来说,新建企业由于开办费支出较多,现金流动性问题较为严重,因此会选用这种贷款。而贷款人则认为,新建企业的现金流动性问题只是短期的,等过了一些时间,贷款到期时,该公司已发展起来,会有足够的财力来清偿贷款或将未偿付的部分再融资。

(9) 包容抵押贷款 (Wrap-Around Mortgages)。该贷款实际上是第二抵押贷款,但它包容了已有的第一抵押贷款,即其承担了第一抵押贷款的全部还本付息义务。借款人只对第二抵押贷款人支付本息,其偿付总额相当于第一抵押贷款和第二抵押贷款的增加部分之和。当借款人需要额外的资金而原抵押贷款不能用于再融资时,通常使用这种贷款方式,贷款数额以抵押物的市场现值为基础。在这种贷款方式下,借款人能够取得的全部款项为第二次抵押贷款的本金减去第一次抵押贷款中借款人尚未偿付的数额。借款人与第一次抵押贷款人不再有资金往来。借款人向包容抵押贷款人进行支付,后者再将一部分款项付给第一抵押贷款人来付清余款。

(10) 价格水平可调整抵押贷款 (Price Level-Adjusted Mortgage)。这是指借贷双方同意根据通货膨胀程度对未偿付抵押额定期进行重新估计的贷款方式。

在其他房地产业较为发达的国家和地区,金融机构也采取各

种各样的抵押贷款方式,以提供最佳的金融服务。例如,法国的抵押贷款有 地产银行贷款、租金低廉住房贷款、建房地皮投资贷款、住房所有权贷款、住房投资贷款、中期贴息贷款、第二住房投资贷款、住房协约贷款、添置房产推销投资贷款、直接贷款和特别延期贷款等 我国香港的房地产抵押贷款有 按揭熟客优惠贷款、居屋金额贷款、推迟按揭借期两个月贷款、加按与再按、公义式按揭、渐进式可变供款按揭贷款、递减式还款按揭方式、升值分享贷款、定息贷款、增快还本贷款、楼花贷款、借楼贷款、家私贷款、楼房贷款透支、固定利率楼房贷款、固定入息贷款等 印度的房地产抵押贷款有 住房公司住房贷款、短期过渡贷款、社团住房贷款、伸缩性住房贷款等。

2. 房地产抵押贷款二级市场

房地产抵押贷款二级市场是房地产信用的再交易再流通的市场,它是为适应房地产抵押贷款资金的流动性,均衡各类金融机构、各地区、各种期限存贷结构不平衡的客观需要而产生的。在二级市场上,交易者进行房地产抵押贷款的买卖。

美国房地产抵押贷款二级市场的建立,最初是为了克服由于法律限制所造成的地区发展不平衡带来的一系列问题。位于美国东海岸尤其是纽约州的那些早期建立的金融中心,吸收了大量的存款,而还在迅速发展的南部和西部尤其是加州,却大量地需要开发资金,于是成立了抵押贷款公司(包括抵押银行和抵押经纪人),使抵押贷款能在各地区之间自由流动,解决了一级市场上抵押贷款只能局限在某个地区从而使贷款资金缺乏流动性的问题。此外,在二级市场上,投资者买入已有的由初级市场贷款人发放的抵押贷款,从而使后者能变现其抵押贷款,获得充足的资金,用于发放新的抵押贷款。有些贷款机构不仅参与初级市场,还参与二级市场。比如,互助储蓄银行不仅在本地区发放新的抵押贷款,还从全

国其他机构买入已有的抵押贷款。养老基金却只参与二级市场业务，不发放新的抵押贷款，只购买已有的抵押贷款。

全部或部分的抵押贷款以及由抵押贷款担保的证券，都可在二级市场上出售，买者通常是养老基金、保险公司等大的机构投资者。为了建立一个全国性的二级市场，美国许多联邦机构也直接参与买卖活动。联邦国民抵押协会尽管是个私人公司，但它是由政府发起的，其运作具有从全局出发的意图。它在二级市场上买卖常项抵押贷款以及由 FHA 和 VA 担保的抵押贷款，为抵押贷款市场提供流动资本。政府国民抵押协会在 1968 年从联邦国民抵押协会中分离出来以后，参与为由 FHA 和 VA 担保的住宅抵押贷款提供资金援助的业务，主要是购买由私人贷款者发放的风险较高的抵押贷款。其资金来源是出售由一系列抵押品和财政部担保的证券。联邦住宅贷款银行体系（The Federal Home Loan Bank System, FHLB）则为其成员机构提供一系列贷款，以满足其当地对抵押贷款资金的不断变动的需求，并将资金从富余地区转移到短缺地区，为资金短缺地区的机构补充贷款资金。FHLB 并不直接为住房购买者提供贷款，但它为其成员机构提供可贷资金。另外，它通过其分支机构联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation, “Freddie Mac”）将抵押贷款机构与资本市场联结了起来。Freddie Mac 为常项抵押贷款创造了一个二级市场。它购买常项抵押贷款之后，以其作为担保在资本市场上出售债券。此外，它还购买 FHA 及 VA 抵押贷款。Freddie Mac 的这些业务联系了抵押贷款市场和资本市场，从而增加了市场流动性。

除了美国，法国的房地产抵押贷款二级市场也很发达，它使得长期购房借款的规模迅速扩展。其二级市场的贷款出售额，1970 年为 150 亿法郎，1975 年为 630 亿法郎，1980 年为 1740 亿法郎，1985 年达到 3236 亿法郎。

英国则不同，其金融市场是统一的整体，在全国范围内从事经营活动的银行和其他金融机构，在各地区都可以为资金的必要转让提供保障。所以，英国的房地产抵押贷款二级市场不如美国发达。但 80 年代以来，商业银行、全国住宅贷款公司(NHLC)、抵押贷款公司(TMC)等相继进入房地产抵押贷款市场，与建房社团展开激烈竞争，促使二级市场的规模扩大，特别是其房地产证券化发展迅速。

3. 其他房地产融资方式

(1) 分期付款土地合约 (Installment Land Contract)。它通常在资金紧缺时使用。买卖双方达成合约，规定买方先向卖方支付一定数额的定金，余下的购买房地产的金额则在以后几年分期偿还。买方在合约签订以后即占有了该项房地产，为其支付税收和保险金。卖方将根据合约，在买方支付了所有价款之后将房产证转交给买方。一般来说，房产证保留在第三方手中。在违约发生时，卖方将保留定金和已收到的支付款项，作为清偿损失额。

(2) 参与协议 (Participation Agreement)。在这种融资方式下，贷款者可以参与获得由其贷款的房地产带来的收益和股本增值部分。在资金紧张时，这种方式可使资金所有者愿意提供贷款。

(3) 售后租回 (Sale-and-leasebacks)。即投资者购买或建造房屋，将其出售，同时又将其长期租回使用。它可分为两种形式：第一种形式是公司购买一块地，在其上面建造房屋，然后采用售后租回方式将其出售后再租回。在这种情况下，公司可按自己的意愿选择建造的地址和房屋，并将固定资产变现进行业务经营。第二种形式是在租期期满时承租人购回房地产，这样承租人等于是对建筑物进行了 100% 的融资。在这种形式下，若租约中所定的购回价不是出售时的市场价，只是名义价，那么它很可能会被视为一种长期抵押贷款，从而不能享受租期内的税收优惠。

(4) 发放市政债券 (Municipal Bonds)。在美国, 市政债券是免税的。发行债券的收入通过当地的储蓄与贷款协会以抵押贷款的方式贷给购买住房的单身家庭和低、中收入家庭, 贷款利率较低。这种融资方式受到不少人的批评。有人认为, 发放这种低利率的住房抵押贷款会导致房价上升; 也有人认为, 大量发行这种市政债券会影响其他为传统的公共住宅项目集资而发行的市政债券的销售; 其他未能参与这项贷款业务的储蓄和贷款协会则认为, 这是不公平竞争; 而美国的国内收入署则认为, 这影响了税收。

(5) 再融资 (Refinancing)。即房地产投资者取得一项新贷款以偿还旧贷款。房地产被用于再融资一般是因为以下原因: ① 借款人想获取利率下降和抵押贷款期更长所带来的好处, 因为这可降低债务偿付额, 使房地产投资者增加现金流量; ② 由于房地产增值, 投资者权益增加, 以此为基础来借款可筹得更多资金。这就产生了一笔“免税”现金可被再投资于其他房地产, 从而使总投资增加。这种再融资过程被称作金字塔式交易法。例如, 某投资者购买一价值为 125000 美元的房地产, 按 80% 的抵押贷款率, 筹得一笔 100000 美元的部分摊还抵押贷款。在贷款到期日, 原购得的房地产增值为 187500 美元, 将其用于再融资, 按 80% 的抵押贷款率, 可筹得新贷款 150000 美元。原来那笔贷款尚有 82000 美元余额未偿还, 扣除余额, 投资者可获现金 68000 美元。该款项可用于投资或用于支付等。投资者的现金流量增加了, 资金流动性增强了。

(6) 用接收一房地产抵押贷款的方法来购买该房地产。这种方式主要用于资金紧张或该贷款利率低于市场上通行的贷款利率时。投资者有两种方式进行选择: 一是可以承担原抵押贷款, 和原抵押人 (卖方) 一道承担还款义务。在发生违约时, 贷款人可对二者都进行追索。投资者是第一责任人。但如果投资者无力清偿债务, 贷款人将对卖方进行起诉, 而卖方则可对买方采取法律行动要

求其还清欠款。二是投资者在原抵押贷款有效的前提下购买房地产，并按原抵押贷款额还款，但投资者不是原抵押贷款的责任人。在发生违约时，若出售抵押物所得款项不足以弥补损失，贷款人只可对卖方进行起诉；此时，买方则失去了该房地产，因其作为抵押物已被贷款方出售了。所以，这种方式不如第一种方式对买方有利。

在某些时候，当买方的财力非常雄厚或抵押物本身价值很高，足以保障贷款人的利益时，贷款机构会在原抵押贷款被新的买者承担之后，对卖方进行债务解除。不过，在通常情况下，贷款者并不愿这样做。

三、证券化——房地产融资的创新

1. 证券化融资方式兴起的主要原因

本世纪 70 年代美国专门办理房地产贷款的金融机构以贷款债权为担保，向投资大众发行抵押证券（Mortgage-Backed-Securities, MBS）藉此筹措抵押贷款资金。“证券化”（Securitization）一词开始出现。广义上的证券化是指设计一种满足资金供需双方需求的金融工具，从而使得资金需求者及时获得所需资金，资金供给者藉此获取合理报酬的资金融通过程。狭义的证券化系指为提高金融资产流动性，以金融资产为担保，设计、发行证券，公开销售给一般投资者，从而实现筹措资金目的的过程。其中，以住房贷款为担保而发行的抵押债券以发行量最大、收益率最高、资产担保质量最好等特点成为证券化的一颗明珠。证券化的融资方式产生的主要原因主要有以下几个方面。

（1）资产与负债的不配合导致流动性不足的矛盾。美国提供房地产抵押贷款的金融机构，其抵押贷款期间曾长达 30 年以上，而其资金来源主要为 1 年期定期储蓄存款。这种资产负债到期日