

 CENGAGE  
Learning™

# REAL ESTATE

◎ 房地产经典译丛

## 房地产金融：原理与实践

(第五版)

Real Estate Finance: Theory and Practice (Fifth Edition)

【美】 特伦斯·M·克劳瑞特  
(Terrence M. Clauretie) 著  
G·斯泰西·西蒙斯  
(G. Stacy Sirmans)  
王晓霞 汪涵 谷雨 译  
张志强 蒋一军 杨开清 校

 CENGAGE  
Learning™  
至·智·学·习

 中国人民大学出版社

◎ 房地产经典译丛

# 房地产金融：原理与实践

(第五版)

Real Estate Finance: Theory and Practice (Fifth Edition)

【美】 特伦斯·M·克劳瑞特  
(Terrence M. Clauretie) 著  
G·斯泰西·西蒙斯  
(G. Stacy Sirmans)

王晓霞 汪涵 谷雨 译  
张志强 蒋一军 杨开清 校

中国人民大学出版社

·北京·

## 图书在版编目(CIP)数据

房地产金融：原理与实践：第5版/（美）克劳瑞特，（美）西蒙斯著；王晓霞，汪涵，谷雨译；张志强，蒋一军，杨开清校。—北京：中国人民大学出版社，2011

（房地产经典译丛）

ISBN 978-7-300-14693-5

I. ①房… II. ①克…②西…③王…④汪…⑤谷…⑥张…⑦蒋…⑧杨… III. ①房地产金融  
IV. ①F293.33

中国版本图书馆CIP数据核字（2011）第224282号

房地产经典译丛

### 房地产金融：原理与实践（第五版）

[美] 特伦斯·M·克劳瑞特 著  
G·斯泰西·西蒙斯

王晓霞 汪涵 谷雨 译  
张志强 蒋一军 杨开清 校

Fangdichan Jinrong

---

出版发行	中国人民大学出版社	邮政编码	100080
社 址	北京中关村大街31号		
电 话	010-62511242（总编室）	010-62511398（质管部）	
	010-82501766（邮购部）	010-62514148（门市部）	
	010-62515195（发行公司）	010-62515275（盗版举报）	
网 址	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a>		
	<a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> （人大教研网）		
经 销	新华书店		
印 刷	三河市汇鑫印务有限公司	版 次	2012年10月第1版
规 格	185 mm×260 mm 16开本	印 次	2012年10月第1次印刷
印 张	35.25 插页1	定 价	88.00元
印 数	732 000		

---

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

# 总 序

中国的房地产业是一个既古老又新兴的产业。早在 3 000 年前中国就出现了田地的交换和买卖行为，到了封建时期，已经形成了一定规模的土地和房屋买卖、租赁等经济活动，从 19 世纪中叶起，上海、广州等沿海城市出现了房地产大业主以及房地产开发经营组织，房地产业在社会中的作用日益显著。但是，新中国成立以后，随着计划经济体制的建立，房地产市场消失了。改革开放后，外销房开发销售标志着新中国房地产业的起步，1998 年政府切断福利分房，把房地产业作为国民经济支柱产业来培育，房地产业得以快速发展。短短 30 年，中国的房地产业从无到有的过程也是房地产业不断发展、完善、逐渐成熟的过程，期间房地产市场也经历了起步、非理性炒作、萧条、逐渐调整和相对稳定等周期性的发展阶段。特别是步入 2008 年，一场由美国“次贷危机”引发的经济危机席卷了全球，我国的房地产业也进入了调整期，房地产业特别是住宅价格成为全社会关注的焦点。关于政府该不该调控房地产价格的讨论也是仁者见仁，智者见智，众说纷纭，莫衷一是。如何保证房地产市场、房地产企业的良性运行，如何运用好现代金融工具、现代企业管理、住宅政策以保证价格平稳，保障“人人有房住”，保持房地产业的持续发展等问题摆在了全社会面前，更是房地产专业人士关注并需要特别研究的课题。

我国房地产业的发展繁荣带动了房地产专业人才的培养和房地产企业的发展。目前全国有近百所高校从事房地产相关专业的培养和研究。中国人民大学的房地产专业教育始于 1993 年，现有工程管理（房地产方向）本科专业、房地产经济学硕士专业和房地产经营管理博士研究方向，为了更系统地了解国外房地产学科经典知识，我们从国外数量众多的房地产书籍中，精心地挑选了在房地产理论与实践领域具有代表性的优秀著作，编成了这套房地产经典译丛。该套丛书的作者都是世界知名的专家、教授，他们的教材经过了美国等世界各国许多高校的检验，广受好评，已具备较高的学术价值。同时，该丛书具有较强的系统性、理论性、启发性和应用性，其中数本书已经多次再版，被许多高校指定为必修教材。我们组织了相关院校优秀教育骨干，他们专业英语知识扎实，在长期的教学

研究和社会实践活动中积累了丰富的经验，具备较高的翻译水平，在翻译的过程中尽量保证著作原汁原味。希望本套丛书能帮助读者“走出去”，了解国外的房地产相关知识，通过消化吸收达到“请进来”的目的，促进我国房地产学科研究的繁荣。第一批所选书籍有：《不动产经济学（第五版）》、《房地产金融：原理与实践（第五版）》、《房地产投资（第三版）》、《房地产导论（第七版）》、《房地产市场营销（第三版）》、《房地产开发：理论与程序（第四版）》、《住房经济与公共政策》、《经济、房地产与土地供应》八部。

本套译丛由中国人民大学出版社策划和组织出版工作，在此表示诚挚的感谢。同时还要感谢挑选书目的各位专家学者、丛书的译者、校正者和出版社的编辑人员等。

由于制度、市场成熟度以及投资、消费背景的差别，翻译过程中难免出现误译甚至错误，望读者不吝赐教。

叶剑平



# 前 言

## 本书的目标和基础

尽管房地产金融市场的制度、规章和结构不断变化，但是进行经济活动所依据的史料和金融类课程却固定不变。为了教授这类课程，我们意图编著一本建立在完备的经济和金融理论基础上的房地产金融教科书。奠定了坚实的理论基础之后，你这一生都能够理解多变的房地产金融市场的结构。

本书的名为《房地产金融：原理与实践》，意味着这里所涵盖的材料综合了一系列的理论和实践内容。事实上，我们的目标是运用金融经济学的理论来解释房地产金融机构和市场是如何演进到现阶段的，以及它们为什么会采取现有的存在形式。为了使大家更加深入地理解房地产金融市场是如何运作的，我们在一系列经济和金融理论的基础上给出了相应的现实素材，并帮助大家将这些理论运用到实践之中。

虽然我们强调经济和金融理论很重要，但是我们没有忽略描述性方法，这对于理解房地产金融市场的结构很重要。你能对各主要机构及其所起的作用有所了解，并熟悉影响房地产金融特别是住宅金融的美国主要立法。此外，你还能了解这些法律是怎么形成的，以及它们是如何影响房地产金融市场形式的。

## 特 色

- 各章开篇设置了学习目标，以帮助你将注意力集中于这一章的重要概念。
- 各章末附有小结、关键词、推荐读物和网址，以进一步拓展你已读到的内容。
- 各章末附有复习思考题和习题，以帮助你复习并提醒你有些领域需要深入学习。
- 与本书配套的习题簿，包括了习题和答案，并介绍了FHA贷款、VA贷款和私营抵押贷款保险的梗概。

● 与本书配套的完整教师手册，包括了各章的小结、测试题库及答案和自学辅导。该手册也可以在网上获得，网址为 <http://clauretie.swcollege.com>。

## 涵盖课题

本书分为四部分。第一部分从总体上介绍金融市场、金融理论及其在房地产领域的应用。在这一部分，我们为理解金融市场的运作打下了基础，探讨了主要的金融分析工具，并从总体上展示如何将它们运用于房地产领域。本书第一部分的目的是为了让学生对房地产和抵押贷款市场所运用的金融理论有一个基本了解。

第二部分讨论的是与住宅房地产融资相关的问题。在介绍了房地产的发展史后，我们考察了备用抵押贷款工具和融资方式对房地产的影响。然后，我们介绍了联邦住宅政策及其对住宅房地产市场的影响。接着，用两章的篇幅讨论了二级抵押贷款市场，其中一章介绍了这一市场，另一章介绍了对二级抵押贷款市场产生的证券进行评估的问题。在本书第二部分的后半部分，我们用三章的篇幅分别介绍了住宅贷款保险、贷款处理和发放以及抵押贷款保险。

第三部分介绍商业房地产金融。我们提出了在房地产融资中进行借贷的有关问题，介绍了税法对商业物业融资的影响和商业房地产融资的来源。在这一部分我们还探讨了商业房地产融资的各种方法，包括权益参与的贷款和售后回租协议。

第四部分论述了一些特殊问题，如投资组合中的房地产、有关贷款人法律责任的内容、房地产金融中的职业道德和欺诈，以及房地产金融中的代理问题。

## 学生背景

本书是在假设读者具有一定的经济学和金融学基础的前提下撰写的。但我们以适当的方式组织本书的内容，使得那些不具有这些基础的学生也能适当地跟上本书的进度。如果你有金融方面的基础，你可以从第 1 章读起。如果没有，就先请导师推荐一些参考书，以加深对贴现和组合过程的理解。

我们将继续完善本书，每次再版都会做出改进。如果你对本书有什么评论或对将来再版有一些改进建议，请给我们写信，地址为：

Terrence M. Clauetie

G. Stacy Sirmans

c/o Real Estate Editor

Thomson / South-Western

5191 Natorp Blvd.

Mason, OH 45040

或请给 Terrence M. Clauetie 发电子邮件到 [mikeec@cmail.nevada.edu](mailto:mikeec@cmail.nevada.edu)。

# 目 录

## 第一部分 金融和房地产

<b>第 1 章 房地产金融概览</b> .....	3
导言 .....	3
房地产金融的概念 .....	4
近观金融中介和金融市场 .....	8
本书的组织体系 .....	10
关键词 .....	11
推荐读物 .....	11
复习思考题 .....	12
相关网站 .....	12
<b>第 2 章 货币、信用和利率的确定</b> .....	13
导言 .....	13
利率的总体水平 .....	13
货币、经济和通货膨胀 .....	15
特定信用市场工具利率的确定 .....	18
收益曲线和远期利率 .....	21
小结 .....	23
关键词 .....	24
推荐读物 .....	24
复习思考题 .....	25
习题 .....	25
相关网站 .....	26
<b>第 3 章 金融理论和房地产</b> .....	28
导言 .....	28
资产评估 .....	28
金融杠杆和最优资本结构理论 .....	33
期权和房地产金融 .....	34
金融中介理论 .....	38



投资组合理论 .....	39
有效市场理论 .....	40
代理理论 .....	41
小结 .....	42
关键词 .....	42
推荐读物 .....	43
复习思考题 .....	43

## 第二部分 住宅房地产金融

<b>第4章 住宅金融的早期历史和固定利率抵押贷款的创立</b> .....	47
导言 .....	47
在美国之前的发展 .....	48
美国住宅金融：大萧条时期美国的早期历史 .....	49
固定利率抵押贷款的机制 .....	52
小结 .....	60
关键词 .....	60
推荐读物 .....	61
复习思考题 .....	61
习题 .....	62
相关网站 .....	64
<b>第5章 战后住宅金融</b> .....	70
导言 .....	70
背景 .....	70
20世纪50年代：稳定的十年 .....	71
20世纪60年代：通货膨胀加剧、非居间化以及二级抵押贷款市场的兴起 .....	73
20世纪70年代：通货膨胀环境下固定利率抵押贷款的问题 .....	76
20世纪80年代：放松管制、其他抵押贷款工具的发展和储蓄机构危机 .....	80
20世纪90年代和21世纪：二级抵押贷款市场占据主导地位 .....	99
小结 .....	101
关键词 .....	101
推荐读物 .....	102
复习思考题 .....	103
习题 .....	103
相关网站 .....	104
<b>第6章 其他抵押贷款工具</b> .....	106
导言 .....	106
供给问题：利率风险与可调利率抵押贷款 .....	107

ARM 案例 .....	110
需求问题：倾斜效应与累进还款抵押贷款 .....	121
GPM 案例 .....	121
同时解决供给与需求问题：价格水平调整抵押贷款 .....	124
PLAM 案例 .....	125
双重指数抵押贷款 .....	127
其他 AMI .....	128
其他抵押贷款工具与利息费用的税收扣除 .....	134
抵押贷款再融资 .....	135
所有人自用不动产的再融资 .....	135
小结 .....	138
关键词 .....	139
推荐读物 .....	139
复习思考题 .....	140
习题 .....	140
相关网站 .....	142
<b>第 7 章 融资和资产价值 .....</b>	<b>146</b>
导言 .....	146
创新融资 .....	147
抵押贷款收入债券 .....	158
小结 .....	164
关键词 .....	164
推荐读物 .....	165
复习思考题 .....	165
习题 .....	166
<b>第 8 章 联邦住宅政策：第一部分 .....</b>	<b>168</b>
导言 .....	168
住宅购买力 .....	168
效率和稳定性 .....	176
房地产金融市场的竞争 .....	177
小结 .....	191
关键词 .....	191
推荐读物 .....	192
复习思考题 .....	193
习题 .....	193
相关网站 .....	194
<b>第 9 章 联邦住宅政策：第二部分 .....</b>	<b>197</b>
导言 .....	197

住宅公平权 .....	197
小结 .....	209
关键词 .....	209
推荐读物 .....	210
复习思考题 .....	210
相关网站 .....	211
<b>第 10 章 二级抵押贷款市场 .....</b>	<b>214</b>
导言 .....	214
二级抵押贷款市场的本质 .....	214
抵押贷款支持证券 .....	217
二级抵押贷款市场的代理机构和公司 .....	227
二级抵押贷款市场的发展过程：每年发展概要 .....	237
美国抵押贷款的证券化 .....	240
政府资助企业的管理 .....	241
小结 .....	242
关键词 .....	243
推荐读物 .....	243
复习思考题 .....	244
相关网站 .....	245
<b>第 11 章 抵押贷款支持证券估价 .....</b>	<b>246</b>
导言 .....	246
传统债券的估价 .....	247
抵押贷款相关证券 .....	249
抵押贷款相关证券中的价值创新 .....	280
小结 .....	281
关键词 .....	282
推荐读物 .....	283
复习思考题 .....	283
习题 .....	284
相关网站 .....	286
<b>第 12 章 通过借款人资格审查、贷款担保和合同关系来控制违约风险 .....</b>	<b>287</b>
导言 .....	287
借款人资格审查和贷款担保 .....	288
住宅贷款中的合同关系 .....	296
小结 .....	303
关键词 .....	303
推荐读物 .....	303
复习思考题 .....	304

习题 .....	305
相关网站 .....	305
<b>第 13 章 贷款申请、办理和完成</b> .....	307
导言 .....	307
贷款办理 .....	307
抵押贷款银行业 .....	315
小结 .....	316
关键词 .....	316
推荐读物 .....	317
复习思考题 .....	317
相关网站 .....	317
<b>第 14 章 抵押贷款违约保险、赎回权丧失和产权保证保险</b> .....	318
导言 .....	318
抵押贷款违约保险 .....	319
各州禁止赎回法 .....	329
产权保证保险 .....	334
小结 .....	336
关键词 .....	337
推荐读物 .....	337
复习思考题 .....	338
习题 .....	338
相关网站 .....	339

### 第三部分 商业房地产金融

<b>第 15 章 价值、金融杠杆和资本结构</b> .....	345
导言 .....	345
房地产投资的评估 .....	346
债务和权益回报：一个房地产实例 .....	349
现实中的房地产投资 .....	362
小结 .....	362
关键词 .....	363
推荐读物 .....	363
复习思考题 .....	364
习题 .....	364
<b>第 16 章 联邦税收与房地产金融</b> .....	367
导言 .....	367
房地产分类 .....	369

合法避税工具 .....	371
房地产税法 .....	375
1986年《税收改革法案》对房地产投资的影响 .....	388
税收递延的房地产交易 .....	388
分期付款销售融资 .....	392
小结 .....	395
关键词 .....	396
推荐读物 .....	396
复习思考题 .....	397
习题 .....	398
相关网站 .....	399
<b>第17章 商业房地产的资金来源 .....</b>	<b>401</b>
导言 .....	401
房地产资产的债务融资 .....	402
房地产资产的权益融资 .....	410
小结 .....	416
关键词 .....	416
推荐读物 .....	417
复习思考题 .....	417
相关网站 .....	418
<b>第18章 购置、开发和建设融资 .....</b>	<b>419</b>
导言 .....	419
购置 .....	420
开发 .....	424
建设 .....	425
小结 .....	432
关键词 .....	433
推荐读物 .....	434
复习思考题 .....	434
习题 .....	434
相关网站 .....	435
<b>第19章 商业房地产中的永久融资 .....</b>	<b>436</b>
导言 .....	436
长期、固定利率贷款 .....	437
标准、长期、固定利率贷款的替代形式 .....	438
土地租赁权抵押贷款 .....	455
信用融资 .....	455
小结 .....	456



关键词 .....	456
推荐读物 .....	457
复习思考题 .....	457
习题 .....	458
<b>第 20 章 房地产融资与持有的所有权结构 .....</b>	<b>461</b>
导言 .....	461
房地产所有权形式 .....	462
房地产有限责任合伙制和房地产投资信托的深入研究 .....	465
房地产投资信托 .....	468
深入研究所有权的公司制与合伙形式 .....	475
小结 .....	479
关键词 .....	480
推荐读物 .....	480
复习思考题 .....	482
相关网站 .....	482

#### 第四部分 房地产金融专题

<b>第 21 章 投资组合中的房地产 .....</b>	<b>485</b>
导言 .....	485
投资多元化的本质 .....	486
混合资产投资组合中的房地产投资 .....	495
房地产自身的多元化 .....	500
小结 .....	504
关键词 .....	504
推荐读物 .....	505
复习思考题 .....	506
相关网站 .....	506
<b>第 22 章 房地产金融中的责任、代理问题、欺诈和职业道德 .....</b>	<b>510</b>
导言 .....	510
贷款人的法律责任 .....	511
1992 年 4 月环保局条例 .....	517
国会法 .....	517
破产和代理成本 .....	528
职业道德、欺诈和代理成本 .....	531
小结 .....	535
关键词 .....	535
推荐读物 .....	536



复习思考题 .....	536
相关网站 .....	537
附录 1 资金的时间价值及有关概念 .....	539
附录 2 缩略语表 .....	545
房地产金融术语表*	

---

\* 房地产金融术语表参见 <http://www.crup.com.cn/gggl>。

# 第一部分

## 金融和房地产

- 第1章 房地产金融概览
- 第2章 货币、信用和利率的确定
- 第3章 金融理论和房地产

第一部分的三章为金融经济学在房地产中的应用打下基础。在这三章中，我们探讨了金融和经济学的特性，描述了金融市场及机构在房地产金融中扮演的角色，考察了货币、信用和利率。正如你所预期的，利率在房地产金融中起到了主要作用。接着，我们介绍了总体利率水平和具体债券利率是如何确定的。在这部分的最后，我们给出了主要的金融概念和原则及其在房地产市场中是如何运用的。

# 房地产金融概览



## 学习目标

通过本章的学习，你应该理解金融和房地产的关系，还应该了解金融市场是如何运作的，以及资金如何从贷方流向有借款需求的借方。你还应该弄清有哪些主要的金融机构引导着资金的流动。

## 导 言

本书每一章解决房地产金融中的一个不同的问题。其论述并不详尽，事实上，其涵盖的范围也有限，但是当学完本课程后，你对房地产金融将会比现在有更深入的认识，虽然在很多方面还会存在不足。除从现实世界获得经验外，通过深入学习本书中的各个课题，你将获得更多关于房地产金融的知识。如果你是出于专业目的涉足房地产金融领域，你将通过日积月累的实践得到更多的知识。即便如此，你还是需要从本书中获取尽可能多的教益。鉴于此，你需要从本章开始，了解房地产金融的框架，即什么是房地产金融及其产生的环境是怎样的。随着逐章推进，你将学习到房地产金融的各个课题。在介绍每个课题时，我们尽量将其引入金融模式的总体框架中。你应该明白，解决房地产金融问题的过程实际上就是金融基本原理应用的过程。在重点介绍房地产金融机构的同时，我们尽量把重点放在金融原理和概念上。基本金融原理在房地产中的应用将在第 3 章中详细介绍。现在，我们来讨论什么是房地产金融。

## 房地产金融的概念

房地产金融的概念包括以下几个内容：

- 什么是金融？
- 什么是房地产金融？
- 什么是房地产金融的环境？

### ● 什么是金融？

**金融**是研究资金和信用在个人、企业和政府之间转移的过程、机构、市场和工具的学科。金融是应用经济学。经济学研究以为社会各成员提供产品和服务为目的而进行的资源分配。金融研究资金流动和信用如何促进生产和配置。尽管金融可被视为广义经济学领域的一个分支，但是二者的研究重点不同。这并不是说金融与经济学不同或无关，而是其侧重点不同，金融比传统的经济学研究更多地运用了某些概念。金融与经济学的研究重点存在着多个方面的不同。

如果你曾上过经济学课程和金融课程，你就能理解两者在研究方法上是不同的。首先，例如，在公司理论中，微观经济学把重点放在利润最大化的假设上。公司在产业结构的限定范围内根据利润最大化的目标来调整其政策。在金融中，至少在管理金融学中，重点是使所有者权益收益最大化，其内容比公司利润最大化要丰富得多。事实上，短视的利润最大化将不能实现公司权益投资价值的最大化。因此，金融与类似公司为融资而发行的证券的特点（负债还是权益）这样的问题有关。而微观经济学课程则很少考虑公司发行的证券的特点。

其次，金融的重点更多地放在个体之间资金的时间性转移上。也就是说，金融考虑资金的时间价值以及利率对资金的时间价值和融资决策的影响。金融与资产的评估相关，评估过程要清楚地考虑与资产所有权相关的现金流量的时间分配。

第三点也与资产评估有关，金融重视现金流量，而不是利润。现金流量很重要，因为可以将其投资于其他产生收益的资产，或者用来减少需花费成本的债务。而微观经济学则重视利润。

最后，金融研究广泛地运用风险的概念。风险是指实际结果（比如投资收益）不同于预期结果的可能性（和相关可能性）。金融考虑风险对资产价值（现金流量）的影响，分析交易的风险—收益。投资者承担额外的风险就要求得到额外的收益，这是一个基本原则。

这些只是金融与经济学研究重点不同的几个方面。金融可以看作经济学的一个子域，但是，大多数人认同金融与经济学的研究重点不同。

### ● 什么是房地产金融？

金融有如下几个分领域：

- 管理或公司金融
- 投资和证券（包括房地产）分析以及投资组合理论
- 金融机构和金融服务
- 个人金融
- 保险和风险管理
- 房地产金融

每个分领域研究金融的一个方面。房地产金融的范畴很广，包括对机构、市场和为开发或购买房地产进行资金和信用转移的工具的研究。房地产物业是指与使用房地产有关的权利和特权。房地产是指土地及其上固定不可移动的所有附着物。房地产金融包括但不限于以下研究内容：

- 所有者占用的住宅物业
- 住宅物业租赁
- 住宅物业租赁条款
- 住宅物业评估
- 住宅物业贷款（抵押贷款）
- 住宅物业买卖和交易
- 住宅物业经纪经济学
- 住宅抵押贷款交易市场
- 住宅抵押贷款评估
- 商业物业，包括城区办公楼、郊区办公楼、酒店/汽车旅馆、退休社区、娱乐设施、小仓库、仓库、公寓大楼、工业设施和零售商业设施
- 商业物业贷款
- 商业物业贷款交易市场
- 商业物业贷款评估
- 商业物业投资
- 房地产投资组合
- 房地产税收问题
- 法律和房地产贷款

由于房地产物业不仅仅包括房地产，还包括所有使用房地产的可转让权利和特权，所以房地产金融的研究范围很广。

### ● 什么是房地产金融的环境？

金融工具用来转移资金和信用以开发和购买房地产物业。创造和购买这些工具的机构和工具转让市场构成了房地产金融的环境。从本质上讲，这个环境是指美国的金融体制。金融体制的这一部分并非不重要。表 1—1 显示的是美国 2002 年固定资产和消费者耐用品的存量。其中私有的非住宅建筑主要包括所谓的商业地产（办公楼、购物中心、工业地产等）。美国经济分析局估计这部分的总价值大约达到 7 万亿美元。私有的住宅建筑（独户住宅和公寓楼）价值接近 12 万亿