

光启学院房地产经济管理丛书

房地产市场与估价

编著 / 屠梅曾 周学锋

上海交通大学出版社

内 容 提 要

临近世纪之交,房地产业作为国民经济新的增长点发展迅速,本书依据房地产市场理论规律和投资评估方法相统一的新思路,深入系统地阐述了房地产资产的理论,及不同类型房地产估价的主要方法。本书参考了美国、加拿大等发达国家的有关资料,内容新颖,分析系统,并具有可操作性,融理论性与应用性为一体,具有一定的学术理论意义和实践意义。本书主要适用于大专院校房地产经营管理专业及相关专业的师生作教材,亦可作为房地产从业人员的参考书使用。

房地产市场与估价

屠梅曾 周学峰 编著

上海交通大学出版社出版发行

上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030

电话 64281208 传真 64683798

全国新华书店经销

常熟文化印刷厂·印刷

开本:787×1092(mm) 1/16 印张:12 字数:291 千字

版次:1998 年 11 月 第 1 版

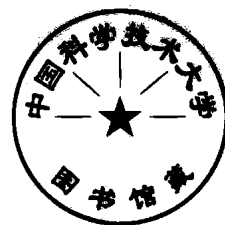
印次:1998 年 12 月 第 1 次 印数:1—1200

ISBN 7-313-02072-4/F·129

定价:20.00 元

本书任何部分文字及图片,如未获得本社书面同意,
不得用任何方式抄袭、节录或翻印。

(本书如有缺页、破损或装订错误,请寄回本社更换。)



光启学院房地产经济管理丛书
编委会名单

顾问:李春涛 皋玉凤

主 编:姜斯宪

副主编:陈全福 屠梅曾

委 员:(以姓氏笔划为序)

马清源 田汉雄 朱宝隆

肖 林 沈正超 张泓铭

杨思远 赵财福 顾云云

钱天伦 秦晓福 桂骥敏

黄承海

编写说明

随着我国社会主义市场经济的深入发展,房地产业迅速崛起,且正在发展成为国民经济的先导产业和支柱产业。房地产业是集房地产开发、经营管理和物业管理的综合性产业,房地产业的发展对国民经济和社会发展有极大的促进作用。

上海曾是我国房地产业最发达的城市,解放后国家实行房屋低租金分配制度,使房地产业日益萎缩。党的十一届三中全会以来,随着我国经济体制改革的不断深化,上海房地产业出现了前所未有的发展势头,开发建设的规模不断扩大,取得了巨大的成绩,产生了显著的经济效益和社会效益,对于启动市场,调整消费,回笼货币,推动国民经济发展有十分重要的意义。

房地产业的迅速发展,带来一个突出的问题,这就是房地产经营和物业管理人才的匮乏。为了适应上海市,特别是徐汇区地区经济发展的需要,在区政府的大力支持下,上海光启学院率先在上海设立了物业管理专业,并以上海交通大学为依托,组织编写了一套《光启学院房地产经济管理丛书》。其书目为:

《房地产市场与估价》

编著者:屠梅曾 周学峰

《物业管理理论与实务》

编著者:周学峰 周朝民

《房地产金融》

编著者:顾孟迪

《房地产法概论》

编者:陈忠

《城市土地经济学》

编著者:黄桐城 黄碧云

《城市规划与小区建设管理》

编著者:赵旭

《建设项目管理》

编著者:刘晔萍 陈志伟

《丛书》吸取了发达国家房地产专业的最新资料,以满足房地产经营管理人才的知识需求,又结合我国的实际,理论联系实际,深入浅出;内容具有先进性、理论性和实践性。《丛书》不仅可作为大专院校房地产经济管理(物业管理)专业和相关专业的教学用书,还可作为房地产从业人员的参考书及工作指南。

前 言

面对 21 世纪的挑战,房地产业作为我国新的经济增长点发展迅速,并将为促进经济繁荣发挥支柱性的作用。时代也召唤具备新的房地产管理理论和操作能力的新型人才,因此我们参阅了发达国家的有关资料,结合我国实际,编写了一本系统地、实用地论述房地产市场和评估理论的参考书,不论对国家、企业还是个体投资者来说都是不可缺少的。

本书旨在阐述房地产资产和市场有关的理论及评估投资方法,促使投资者在面临投资决策时,能深刻地理解房地产的资产特性和市场背景,面临不同的房地产市场环境,运用正确有效的评估方法,作出最佳决策。本书共 13 章,其特点如下:第一,深入探讨了房地产的理论基础,包括城市土地理论基础和城市宏观经济基础,以及房地产金融市场,房地产市场中心价格设定等基础理论;第二,本书的特色是引入了抵押贷款的概念,不但介绍了抵押贷款的财务技术,还把抵押贷款这个概念贯穿于本书所有技术方法的介绍之中,符合国际惯例;第三,本书介绍的房地产估价理论及主要估价方法,如直接比较售价法,成本估计法,多阶段和单阶段收益衡量法,收入估价法,理论联系实际,适应不同的投资者和不同市场状态和不同投资要求的需要,有助于投资者作出最佳决策。此外,本书还针对现实情况,介绍了公司财务报表和租约的内容。

本书内容新颖,理论系统齐全丰富,可操作性强,适用于高等院校的房地产经济与管理、技术经济、投资经济、建筑管理等专业的教学,学习安排以 54 学时左右为宜。亦可作为房地产从业人员参考用书和良师益友。

编著者

1998 年 6 月

目 录

第一章 房地产资产及市场概论	1
第一节 房地产投资特征	1
第二节 房地产投资本质	3
第三节 市场参与者的目的	11
第二章 城市土地供求	12
第一节 城市土地需求	12
第二节 城市土地的供应及开发	18
第三节 土地市场	21
第三章 房地产融资和金融市场	24
第一节 资本市场基础	24
第二节 货币市场和资本市场	25
第三节 抵押市场	27
第四节 抵押市场的参与者	28
第五节 抵押还款计划	33
第四章 城市宏观经济学	38
第一节 房地产和宏观经济学	38
第二节 货币及财政政策与房地产的关系	41
第三节 一般均衡	43
第四节 城市宏观经济学	44
第五章 抵押贷款的财务技术	53
第一节 利率	53
第二节 抵押贷款的财务分析单元:年金计算公式	57
第三节 财务计算	59
第六章 房地产市场的价值设定	64
第一节 市场价值	64
第二节 估价理论与估价过程	66
第三节 房地产估价	70
第四节 选择合适的估价方法	72

第七章 直接比较售价法	74
第一节 理论基础	74
第二节 选择参照房地产	75
第三节 修正过程	77
第四节 应用案例	82
第五节 毛收入乘数	84
第八章 成本估计法	86
第一节 成本估价法的基本经济理论	86
第二节 建筑物成本的计算	90
第三节 折旧的问题	93
第四节 成本法的价值及适用范围	99
附 录 折旧方法	100
第九章 财务报表	102
第一节 企业的组织形式	102
第二节 公认会计原则(GAAP)	105
第三节 财务报表	106
第四节 公司的财务报表	114
附录一 资金平衡表(样本)	118
附录二 损益表(样本)	119
第十章 租约	120
第一节 租赁地产权	120
第二节 商业性租赁的种类	121
第三节 双方的权利与义务	122
第四节 租赁与融资	128
第五节 租赁资产评估	130
第六节 房地产中的部分产权	131
第十一章 收益与费用分析	133
第一节 为评估者所用的预测财务报表	133
第二节 有效总收益的估算	134
第三节 营业费用的估算	136
第四节 营业净收益	141
第十二章 多阶段和单阶段收益衡量法	146
第一节 基本的收益和风险衡量法	146

第二节	成本和收益的现值·····	150
第三节	内部报酬率法·····	155
第四节	现值法和内部报酬率的比较·····	157
第五节	风险分析及结论·····	157
附 录	汇富大楼项目公司现金流量的计算·····	158
第十三章	收入估价法·····	162
第一节	收入法简介·····	162
第二节	IRV 模型 ·····	164
第三节	直接贴现·····	167
第四节	一系列收入流的贴现·····	172
第五节	租赁收益的估价·····	176
参考文献 ·····		180

第一章 房地产资产及市场概论

房地产资产及市场具有与其他资产和经济市场类似的基本特征,从这一方面来说,其他投资领域中所用的一般财务概念和估价方法可以应用于房地产估价。然而,房地产资产和市场的独特特性,要求估价师必须将用于分析其他投资的概念和方法作修正后,才能用于房地产的估价。为准确估价房地产,估价师必须彻底了解此资产及其交易市场的基本特征。本章讨论房地产资产和市场的重要投资特征,以及房地产投资的一些有利与不利之处。

第一节 房地产投资特征

一、房地产资产

与其他资本或投资资产一样,由于可期望给投资者产生未来的利益,房地产产权具有价值。在考虑房地产或其他投资时,购买者主要根据这些资产期望获得利润的水平、时间和风险来决定其价值。而如何根据房地产提供的居住服务、租金收入、红利、利息或资本收益来决定这些资产的未来收益,在我们将要讨论的估价过程中是次要的。

然而,房地产确实具有一些不同于其他投资的特征。在与其他投资比较时,房地产资产的这些特征会影响其期望利润的水平、时间和风险性。这些不同的资产特征包括:

- (1) 不可移动性;
- (2) 长久性(耐用性);
- (3) 不可分割性。

1. 不可移动性

房地产资产在地理位置上是固定的。土地,作为物业坐落的场所,显然是不可移动的;而移动其附加物(如建筑物)通常也是不切实际的。这种不可移动性导致房地产所提供的服务(居住)会受到其周围环境(邻里及当地经济)和离其他地方(如市中心)的距离的影响。

这种不可移动性使不同地点的房地产所提供的空间服务不一定相互可比。简言之,不同城市的物业是不属于同一市场的。温哥华的租房者通常不是在卡加里寻找出租房屋的那些人。如果卡加里的公寓空房率高,而同时温哥华的空房率低,这对卡加里的房主没什么帮助,因为他们不可能把房子搬到温哥华。

从估价师的角度而言,这一特性的重要含义是,在估价房地产时须掌握地区特定的信息。估价师必须熟悉影响所估价的特定房地产市场供求的因素,应从当地渠道获取有关各物业的详细情况及物业所处地点周围邻里的情况。为此,估价常离不开特定的地理位置。当然,估价的一般经济原理,能适用于所有地区的房地产。

2. 耐久性

房地产一般具有较长的物理寿命。坐落地点是永久的,建筑物通常相当耐久(至少在物理意义上如此)。这一长寿性(以及前述之不可移动性)是各级政府在房地产市场上的积极作用

的理由之一。由于资产寿命长,一旦建筑物在特定地点建成,它将于未来许多年中位于此。由于住宅或商用建筑对周围物业的价值有影响(反之亦然),因此政府坚持干预房地产市场的立场,通过区域法规和建筑条例等手段,控制房地产开发和土地使用。

在房地产估价中,房地产资产具有较长物理寿命这一简单事实,实际上意义并不大。对于估价师,附属物的经济寿命比物理寿命重要得多。经济寿命可定义为:“在其经济寿命之内,加工好的物业能够按市场上的回报率创造净收入(扣除支出后的收入)。”建筑物往往在明显毁坏前就被拆除,因为人们期望通过另作他用或建造新的建筑提高土地的净收益。这样,房地产资产的经济寿命通常会短于其物理寿命。

另外,对房地产投资者而言,最佳持有期可能比物理寿命和经济寿命都短。持有期定义为资产从购买到下次出售的时间。在分析 1979 年温哥华住宅和商用房地产的交易中发现,出售者平均持有期为五年。个人情况和所得税法是资产持有期相对于物理或经济寿命短的原因。看来许多投资者都不愿意持有房地产直至其经济或物理寿命終了。

3. 不可分割性

与多数金融资产不同,房地产投资意味着购买高价值资产,并且从物理和财务上都难以在许多投资者中分割。用市场术语来说,房地产一般是“大额”资产。房地产的高价格是引起房地产投资中广泛借贷需求的原因之一。资产缺乏可分割性也限制了单个投资组合中房地产投资的数量,从而减少了单个投资者可能有的风险分散的机会。

二、房地产市场

以下为房地产市场的特征,有助于将其区别于其他市场:

- (1) 地区性;
- (2) 信息费和交易费用高;
- (3) 不连续价格信息;
- (4) 政府干预。

1. 地区性

不可移动性这一资产特征导致房地产市场分布在全国各地,而且经济上也不集中。与许多金融资产不同,房地产投资没有全国性市场。例如,如果一位上海的投资者想投资其所在地区以外的房地产,那么全国没有集中的房地产交易所供其交易或获取各市场与投资有关的完整信息。

另一个问题是这些地区性的房地产市场是否相互独立运转。如果房地产投资需求决策高度依赖于地理区域,这些分级市场能相当独立地运行。如果投资者仅在特定的地区性市场购置资产,并且不考虑其他市场的房地产,那么,不同的房地产场所反映的收益/风险关系没有什么相似性。在这样的情况下,房地产市场间的竞争水平较低。然而,有迹象表明,投资者有准备在多个市场上寻求房地产资产投资机会,这样,不同市场间的风险/收益关系是接近的。

2. 高额信息费和交易费用

房地产市场的另一个特点是信息和交易费用较高。房地产资产的不可移动性需要投资者获得与影响本地房地产市场供求因素有关的信息。没有统一的房地产交易市场就意味着这些信息须从初级(直接)渠道获得,其费用比从次级渠道(如来自全国统一的投资市场的信息)得到的要高。房地产市场的局部性,以及交易所需手续费和律师费,使其交易费用高于其他投资

市场。

高额信息费和交易费用对房地产投资的持有期有影响。对多数投资者来说,如果他们频繁地购买和出售,亦即资产持有期较短,则花费较高,除非资产购买时估价不当,走马灯似地买卖物业,仅仅当短期内资产价值有可观变动时才有利可图。因此,多数场合,房地产资产典型的持有期在一年以上。

3. 不连续的价格信息

由于单一房地产资产交易不频繁,以及所有权的普遍不可分割性,特定物业的价格并不在公开的房地产市场连续地产生。这与在国内证券市场上交易的金融资产不同,房地产投资者一般无法得到每天的价格信息流,以估价拥有资产的市场价值。

这一市场特性是房地产估价职业存在的理由。房地产估价师的作用是提供特定房地产资产的价格或价值信息。这些信息不仅对投资者有用,对其他的房地产市场参与者也必不可少,因为他们可能在抵押贷款、不动产税或法律事务(如遗产或征用估价)方面需要价格信息。

4. 政府干预

如前所述,房地产资产的不可移动性和耐久性促使政府干预房地产市场的运行。房地产市场已受到各级政府的强烈影响。通过直接控制或间接补助,政府机关对市场上房地产各种用途的分配进行干预。

从房地产估价的角度而言,重要的问题是:“这种政府干预对房地产投资收益的影响如何?”例如,租金控制政策,如果生效(即限制租金增加,使其低于未加管制的市场水平),即减少出租居住物业的利润,从而降低这些物业的投资收益。那么,无论这种政策已经存在或即将生效,投资者都会考虑其影响。这种情况下,投资者将不愿购置出租用物业,除非可在较低市场价格上实现这样的投资,以补偿未来收益的减少(租金管制和政策不确定性)。如果租金控制政策对投资收益的影响完全体现于受控制物业的价格中,未来投资者的收益将不受影响。

因此,政府的各种干预对投资收益的影响,取决于它们在价格上对房地产资产影响的程度和它们改变与投资有关的风险的程度。这样,如果某种控制的影响已知,投资者将对物业价格进行调整,直至其愿意支付的水平,从而使预期收益保持不变。

第二节 房地产投资本质

以下几段讨论普遍存在的房地产投资的有利与不利之处。

一、房地产投资特性:有利因素

在许多书店的商业书籍的书架上,没有任何其他题材的书籍所占书架的空间比得上描写如何通过房地产投资致富的书籍。本段详细研究精明地沿着这条致富道路走下去可能获得的好处。从本质上而言,房地产投资的主要优点包括:

- (1) 高收益;
- (2) 金融杠杆;
- (3) 避税;
- (4) 抵抗通货膨胀。

这些优点将予以更详细的描述。

1. 高收益

在北美的许多房地产市场,最近 20 年是房地产投资者获利甚高的时期。表 1-1 显示 1979 年出售的温哥华市 211 所收租物业的税后年收益率。公寓房的投资者在其持有期平均收益率在 24% 以上,而办公楼和零售店的投资者平均收益率分别为 19% 和 16.5%。

表 1-1 温哥华房地产收益率(%)

收 益	公寓房		办公楼		零售店	
	平均	标准差	平均	标准差	平均	标准差
R I	24.4	24.5	19.0	40.8	16.5	13.8
R II	21.1	20.0	15.0	32.4	16.3	13.8
R III	10.3	7.9	8.9	15.6	12.2	11.9

这样的收益率相当高,特别是税后的。假如转换成税前收益率,则它们相当于利率为 33%~48% 的政府债券(假设税率为 50%)。在这样的收益水平上,投资者可将其初始投资在三年内翻一番。假如这一收益率不变,拥有一万元资本的投资者约在 21 年后将成为百万富翁。

平均值是一个样本的所有收益之和除以样本个数得到的。平均值亦可认为是期望收益。标准差衡量收益围绕平均值的偏离(波动)情况。当偏离增大,标准差增加;反之,偏离缩小,标准差减少。换言之,标准差越大,收益靠近平均值的可能性越小,投资风险越大。第八章介绍平均值和标准差的计算。

同样的高收益房地产投资在温哥华以外的其他市场也随处可见。表 1-2 是 1973~1990 年加拿大三种主要资产的年收益。

房地产收益来自摩加德物业指数,它基于遍布全国市场的大量收租物业。

TSE 股票指数代表在多伦多股票交易所(TSE)交易的 300 家加拿大公司股票的平均收益。

麦克列奥德·扬·威尔(MYW)债券指数代表主要加拿大公司的 40 种长期债券,消费物价指数(CPI)为加拿大总消费物价指数,用以衡量通货膨胀。

表 1-2 数据包括各种指数年收益的平均值和标准差。

房地产资产的高投资收益主要源自其市场价值的增长。70 年代和 80 年代是房地产投资的资本升值速率快于其他投资市场的时期。

既然房地产投资收益一般高于其他投资,这是否意味着房地产是最好的投资?换言之,房地产收益是不是超出正常的回报率?高收益仅存在于以下市场情况之一:

- (1) 投资具有较高风险;
- (2) 市场竞争程度低或效益发挥不充分。

在竞争性市场内,投资者只能通过选择较高风险的投资获得较高的收益。虽然过去十年中房地产投资收益高于债券和股票市场,但只要房地产投资比其他投资选择有更高的风险,这种高收益就不能视为优越的或非正常的。

表 1-2 加拿大资产收益率(%)

年份	消费物价指数	摩加德物业	TSE 股票	斯科舍·麦克列奥德债券
1973	10.9	35.5	0.1	2.0
1974	10.8	19.4	-26.4	-4.5
1975	7.5	14.1	18.4	8.0
1976	8.0	10.2	10.9	23.6
1977	8.9	14.9	9.9	9.0
1978	9.1	11.9	29.3	4.1
1979	10.2	13.0	44.3	-2.8
1980	12.5	23.1	29.9	2.2
1981	12.5	26.2	-10.3	-2.1
1982	10.8	1.4	5.5	45.8
1983	5.8	6.7	35.5	9.6
1984	4.4	12.4	-2.4	16.9
1985	4.0	9.9	25.1	26.7
1986	4.2	13.3	9.0	16.0
1987	4.1	14.3	5.9	1.8
1988	4.0	16.3	11.1	9.1
1989	5.0	16.5	21.4	12.8
1990	4.8	5.2	-14.8	2.6
平均	7.65	14.68	11.24	10.26
标准差	3.04	7.66	17.70	11.00

2. 金融杠杆作用

对许多投资者而言,房地产投资的主要吸引力之一是这一投资媒体可能取得的高度金融杠杆率。金融杠杆是指利用固定成本债务增加投资者资本回报率。利用固定成本的债务,其偿还的费用与物业的收入和升值无关,投资者指望财产能够产生足够的收入,不仅足够支付物业的经营费用,而且可支付所需债务成本。这样,如果投资得当,扣除经营和固定债务成本后的收入仅供资本投资者支配,而不被抵押贷款人分享。

表 1-3 金融杠杆例子(美元)

物业价值 200 000 美元 利率 12% 的只付息抵押贷款	贷款-价值比率(%)		
	30	60	90
经营净收入	30 000	30 000	30 000
支付贷款利息	7 200	14 400	21 600
资本回收(税前)	22 800	15 600	8 400
投资资本	140 000	80 000	20 000
贷款	60 000	120 000	180 000
资本收益率(税前)(%)	16	20	42

表 1-3 的例子说明了房地产收益的金融杠杆作用。假设投资者购买一处 200 000 美元的物业,筹资时获得只付息抵押贷款(即抵押贷款到期前不支付本金),年利率 12%,按年计复利。投资者预期每年可获经营净收入(扣除经营费用后的收入)30 000 美元。投资者可从抵

押贷款人处借得的金额分别占 200 000 美元购价的 30%、60% 或 90%。

贷款率为 30% 时,年付利息总额为 7 200 美元。从经营净收入中减去支付的利息,投资者还剩下 22 800 美元。对于 140 000 美元的投资资本(200 000 美元的 70%),投资者得到 16% 的税前收益率。观察资本回报率的变化,可见贷款率越高,金融杠杆效应越大。虽然由于利息支付额较大,导致资本回收的货币数量减少,但资本投入也少,使得单位资本的回报率较高。当贷款率为 90% 时,20 000 美元投资获得 42% 的收益率,投资者可以用余下的 120 000 美元(140 000 美元 - 20 000 美元)用于其他投资。

金融杠杆对由物业升值带来的资本回收有同样的好处。使用固定成本抵押贷款,物业市场价值的增加将归于资本投资者,而不与抵押贷款人分享。

房地产投资收益中金融杠杆的总的影响反映在表 1-1 的数据中。表 1-1 中收益值 RⅢ是假定温哥华投资样本中无负债融资时的平均税后收益率。RⅠ与 RⅢ间的较大差距清楚地表明了金融杠杆对房地产收益的影响。没有杠杆作用,平均收益在 9%~12% 之间,约为实际融资后收益的一半。

金融杠杆的另一优越性是它降低了进入房地产投资市场的一个障碍的作用。这一障碍是由房地产的不可分割性造成的,其对投资资本的限制会影响市场的效率。如果投资者只能由资本购买物业,那么,只有数量有限的非常富裕的投资者才可以在房地产市场中投资于不可分割的财产。这样,市场的竞争将被大大地削弱。

贷款融资将减少财产不可分割性的影响,增加房地产投资市场的参与者。

3. 避税作用

对一些投资者来说,避税作用是投资房地产的一个固有的原因。避税作用简单地说就是指可以使投资者减轻或延缓所得税责任。房地产投资的避税利益来自投资者可以从应付所得税中扣除一些在投资中不代表现金支出的费用。

房地产投资者避税的主要来源是资本成本折旧(CCA)减免。税法规定,该免税费用系指投资者由于建筑物在物理上损耗所受的损失。但是,税法所认定的一所建筑物损耗的速率(CCA 率)一般大于实际损耗速率。事实上,尽管建筑物在物理上损耗,但在整体上物业的市场价值还能增加。故这些 CCA 扣除是非现金费用,无须反映真实的经济损失。CCA 扣除使投资者将部分所得税推迟到物业出售时交纳。

4. 通货膨胀对冲

约翰·H·丹尼尔提到,“我们相信,在一流地段的高质量的房地产是对冲通货膨胀最好的方法之一乃是真理”,房地产投资被普遍认为是一种对冲通货膨胀的优异手段。房地产给投资者提供购买力保护,避免由于商品和劳务价格上升造成的购买力损失,使投资者资本价值增长速率等于或大于通货膨胀率。研究表明,历史上房地产价值上升速率快于通货膨胀率,故房地产投资在通货膨胀情况下保持着投资回报率。

在前面的表 1-2 中,1973~1990 年间,摩加德物业组合中的房地产收益率一直大于加拿大的通货膨胀率,只有 1982 年例外。房地产收益大于消费价格指数上升速度,即使在 70 年代和 80 年代初通货膨胀率达到历史高水平时期也是如此。在这一时期中,房地产获得的税前正实际收益为 7.03%。这里的实际收益是由名义市场收益 14.68% 减去平均通货膨胀率 7.65% 得到的。

与表 1-2 中的普通股和长期债券相比,房地产投资确是较好的抵抗通货膨胀的手段。股

票具有正的实际收益 3.59%，而债券的实际收益为 2.61%。按这样的回报率水平，1973 年初投资 1 000 美元于债券，则 1990 年的价值以 1973 年的购买力衡量仅 1590 美元。

为什么房地产投资具有如此之好的对冲通货膨胀作用？回忆一下，物业的市场价值等于预期未来收益流的现值。当商品和劳务的需求增加引起通货膨胀，对房地产的需求亦增加。短期内房地产供应量不变，通货膨胀引起较高的期望租金收入。这种预期租金的增加导致房地产资产的较高市场价值。房地产(或任何其他资产)之所以能成为潜在通货膨胀的防护伞，主要由于供给不变这一特性。如果随着需求增长，房地产资产的供给迅速增加，那么针对通货膨胀压力，未来收益流量增加不多，房地产价值增长也不多。

为说明房地产对冲通货膨胀的方式，以一个邻近居住区，有一家杂货店和两家零售店的购物中心为例。按房地产的惯例，三个承租人的租金由基本租金和毛销售额的百分比构成。随着通货膨胀和家庭的名义收入增加，零售额也增加，购物中心得到较高的租金收入。经营收入的增长和物业的升值可以使这个购物中心的投资者避免其投资的实际价值下降。

最后，通货膨胀对房地产投资的负债融资具有严重的消极影响。加拿大标准的抵押贷款方式历来是以名义利率计的分期付款贷款。在通货膨胀情况下，使用这种方式进行融资的投资者要受所谓“倾斜”问题的影响。当预计有通货膨胀时，抵押贷款利率就升高，因为利率中加入了通货膨胀溢价。这一溢价补偿了贷款机构因为货币的购买力下降所受的损失。尽管通货膨胀引起的高利率成本随时间的推移可由提高租金收入和物业升值来抵消，但在持有期的最初几年，较高的融资成本给投资者造成了现金流量不足的问题，偿付融资费用后，经营收入成为负值。这时投资者要么在投资期投入额外的资本，要么设法补充负债融资。

二、房地产投资特性：不利因素

许多使房地产富有吸引力的资产特性和市场特性也会给投资者带来问题。一般来说，这些不利因素将影响房地产投资的总风险。下面将详细讨论四个主要不利因素：

- (1) 金融风险；
- (2) 利率风险；
- (3) 不易变现性；
- (4) 管理。

1. 金融风险

房地产投资中负债融资导致的杠杆效应是一柄双刃剑。它不仅增加投资的可能收益，而且也增加风险，表 1-1 给出了温哥华样本收益的标准差。标准差用于衡量在三类物业投资收益的分布宽度。负债融资的 R I 和 R II 的标准差明显大于无债务的 R III 的标准差。此样本中资本收益的偏差被财务杠杆放大，从而增加风险。对于投资者而言，由金融杠杆产生的风险常称为金融风险。

为说明金融风险对投资者收益的影响，表 1-4 继续讨论表 1-3 中的例子。例 1 的代表原结果，投资可用三种不同的金融杠杆率，例 2 代表如果经营净收益下降三分之一，从 30 000 美元降至 20 000 美元，对投资者收益的影响。这种收入的减少可能源于比预期高的空房率或经营成本。贷款比率为 30% 时，投资者资本收益从 16% 降至 9%，而在贷款比率为 90% 时，经营净收入的减少导致投资者收益从 42% 下降到 8%。负收益意味着投资者必须投入额外的资金支付债务利息，本例为 1 600 美元。投资融资中负债比率越高，经营收入(或物业升值)变化引

起的资本流量和收益的偏差就越大,金融风险水平也越高。

表 1-4 金融风险例子(美元)

物业价值 200 000 美元 付息抵押贷款利率 12%	贷款比率(%)		
	30	60	90
例 1:			
经营净收入	30 000	30 000	30 000
支付利息	7 200	14 400	21 600
资本流量	22 800	15 600	8 400
资本投资	140 000	80 000	20 000
资本收益率(%)	16	20	42
例 2:			
经营净收入	20 000	20 000	20 000
支付利息	7 200	144 000	216 000
资本回收	12 800	5 600	-1 600
资本投入	140 000	80 000	20 000
资本收益率(%)	9	7	-8

2. 利率风险

与金融风险有关,房地产投资者最近受到一种被称为利率风险的新风险因素的影响。70年代后期,加拿大抵押贷款利率不仅达到了历史性的高水平,而且变化相当无常。利率的易变性增加了房地产投资的风险,因为它引起重新抵押借贷的高度不确定。由利率多变引起的投资风险称为利率风险。

表 1-5 给出了从 1970 年到 1990 年各年抵押贷款的利率水平。在 1971 年到 1978 年期间利率范围大约从 9% 到 12%,非常稳定,表 1-6 描述在 1979 年 1 月至 1982 年 12 月期间,银行所用利率从 11.05% (1979 年 4 月) 上升至 21.46% (1981 年 9 月),然后又跌至 14%,在此期间,利率每月变动的标准期限为 1.05%,表示抵押贷款利率从这个月到下个月的变动大于 1%。

表 1-5 抵押贷款利率历史资料

年份	利率(%)	年份	利率(%)
1970	10.45	1980	14.52
1971	9.43	1981	18.38
1972	9.21	1982	18.04
1973	9.59	1983	13.23
1974	11.24	1984	13.58
1975	11.43	1985	12.13
1976	11.78	1986	11.21
1977	11.36	1987	11.17
1978	10.59	1988	11.65
1979	11.98	1989	12.06
		1990	13.34

表 1-6 抵押贷款利率(%)每月行情

月 \ 年	1979	1980	1981	1982
1	11.28	13.26	15.17	18.05
2	11.26	13.30	15.27	18.74
3	11.11	14.69	15.75	19.18
4	11.05	16.94	16.45	19.00
5	11.06	13.99	17.82	18.99
6	11.16	12.92	18.55	19.16
7	11.20	13.09	18.90	19.42
8	11.80	13.44	21.30	18.88
9	12.25	14.50	21.46	12.82
10	13.50	14.87	20.54	16.06
11	14.46	15.00	18.80	14.81
12	13.56	15.60	17.79	14.53

结合金融杠杆作用,这种利率易变性可以严重影响房地产投资者的收益。表 1-7 说明了利率风险对前例投资的影响。假定只付息抵押贷款重新安排时,商业抵押贷款利率已从 12% 升高至 15%,表中例 3 显示当经营净收入为 30 000 美元时(与表 1-4 的例 1 相同),该 15% 利率对不同贷款率情况下的资本收益率的影响。而例 4 给出了收入为 20 000 美元时(与表 1-4 的例 2 相同)的结果。毫不奇怪,金融杠杆程度越高,利率上升导致的资本收益率下降就越大。

表 1-7 利率风险例子(美元)

物业 200 000 美元	贷款比率(%)		
信息抵押贷款	30	60	90
例 3:			
经营净收入	30 000	30 000	30 000
利息支付(15%)	9 000	18 000	27 000
资本回收	21 000	12 000	3 000
资本投入	140 000	80 000	20 000
债务	60 000	120 000	180 000
资本收益率(%)	15	15	15
例 1 收益率(%)	16	20	42
例 4:			
经营净收入	20 000	20 000	20 000
利息支付(15%)	9 000	18 000	27 000
资本回收	11 000	2 000	- 7 000
资本投入	140 000	80 000	20 000
债务	60 000	120 000	180 000
资本收益率(%)	8	3	- 35
例 2 收益率(%)	9	7	- 8

可能值得惊讶的是利率在 15% 水平时的投资结果,在例 3 中,注意到投资中无论贷款比率是多少,资本收益总是 15%,为什么? 原因是此例中 15% 的税前借贷成本是金融杠杆有利