



世纪  
房地产  
系列教材

# 房地产 投资分析

◎ 俞明轩  
◎ 丰 雷 编著



 中国人民大学出版社

21 世纪房地产系列教材

# 房地产投资分析

俞明轩 丰雷 编著

中国人民大学出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

房地产投资分析/俞明轩, 丰雷编著.

北京: 中国人民大学出版社, 2002

21 世纪房地产系列教材

ISBN 7-300-04121-3/F·1266

I. 房…

II. ①俞…②丰…

III. 房地产-投资-分析-教材

IV. F293.30

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 032537 号

21 世纪房地产系列教材

**房地产投资分析**

俞明轩 丰雷 编著

---

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部: 62515351 门市部: 62514148

总编室: 62511242 出版部: 62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 北京金特印刷厂

---

开本: 787×965 毫米 1/16 印张: 10.75

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月第 1 次印刷

字数: 193 000

---

定价: 13.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

《21 世纪房地产系列教材》  
编 委 会

主 编 谢经荣

副主编 叶剑平 吕 萍 俞明轩 谭 峻

编 委 (按姓氏笔画为序)

丰 雷	叶剑平	乔志敏	吕 萍
李延荣	严 星	俞明轩	殷 红
柴 强	谢经荣	谭 峻	

## 一、潜力巨大的房地产业和住宅业

### (一) 房地产业和住宅业的发展历程

房地产业在我国是一个新兴产业，在过去 50 年中的发展历程是曲折的。1953 年以前基本上还是以市场经济为主，1953 年以后我国的房地产业和住宅业发展的历程可以分为三个阶段。

第一阶段：1953—1978 年。这一时期，我们错误地将住宅作为福利产品，而否定其商品属性，否定其价值；片面强调土地的资源属性和公有制，将土地权利同土地实体视为一体，否定在社会主义阶段土地市场或土地使用权市场存在的必要性；在生产的组织上，过分强调国家统一的计划经济，过早地限制家庭所有制和过分地夸大公有制的高级形式。结果形成住宅由国家统一计划、统一投资建设、统一分配的格局，房地产的市场配置功能逐渐弱化以至于完全消失；工作单位成为解决职工衣食住行和生老病死的依靠。

住房由单位建，按职工工龄、职务、家庭人口等分配，家庭仅象征性地交少量房租，房屋的维修、管理统一由单位负责。由于房租额低，且远远低于房屋维修、养护等费用，结果形成国家建设房屋越多、投资越多，维修费用就越高，单

位的负担也就越重这样一种恶性循环。此外，这一时期过分强调“先生产，后生活”的投资思想，住房投资长期落后于居民需求；城镇居民人数的大量增加，使我国居民人均居住面积自 20 世纪 50 年代至 70 年代出现了下降。根据 1952—1978 年的统计，政府安排的住宅建设投资仅占同期 GDP 的 0.78%，住房短缺成为提高生产和居民生活水平的限制因素。不论是从理论上，还是从实践上都说明这一时期指导我国住宅建设、分配的理论方法是有问题的，需要修正。这个时期可以说是对房地产（住宅）属性认识和定位不当的阶段。

第二阶段：1978—1992 年。这一时期是我国不断探索社会主义市场经济，房地产商品属性逐渐恢复的过程。首先是 1978 年以后开展的住房制度改革和商品房开发。过去仅是产品或福利品的住房，逐渐取得商品的属性，可以在市场上交易。商品房的配置引发了房地产（住宅）投资结构的变化。1979 年以前，城镇住房投资 90% 来自于中央和地方政府的财政拨款；1985 年城镇住宅建设中，企事业单位成为主要的出资者，投资比重达到 60%~70%，政府投资仅为 20%，个人投资占 10% 左右；1999 年以后个人成为主要的出资人。1987 年，深圳在土地使用权出让方面的探索为土地依法进入市场流通奠定了基础；1988 年《宪法修正案》规定土地使用权可以依法出让，为房地产成为完全的商品解除了法律限制。在这期间，国务院和地方政府对住房制度改革进行了多种形式的探索，为建立房地产市场奠定了基础。这个时期是对住房属性认识提高，住宅投资、分配机制的转化和探索阶段。

第三阶段：1992—2000 年。这一时期是房地产市场逐渐形成并且不断完善的阶段。首先，房改目标越来越明确，按居民收入水平不同形成了三种住房供应方式：高收入人群按市场价购买商品房；为中低收入人群供应房改房或经济适用房；为极少数低收入人群提供廉价屋。其次，房地产业作为“投资少、见效快、效益好”的重点行业，得到不断扶持，经历了 1992—1993 年大发展时期和后来多年的消化调整时期。2000 年后，房地产业逐渐走出忽冷忽热、波动不定的状况，逐渐向按需定价、供需相对均衡的市场体系发展；人们对房地产业自身发展规律的认识越来越深。再次，金融业不断同房地产业相融合，形成了房地产筹资多元化（如公积金制度的建立等）、机构较完整、格局较合理的房地产金融体制，国内主要商业银行都设立了住房信贷部；融资工具多样化，既有信贷，也有担保贷款、抵押贷款；房地产金融已成为许多银行近年来重点发展的新业务，房地产业或住宅业已成为国民经济发展的新的增长点。据计算，在 1999 年 7.8% 的 GDP 增长中，住宅业的贡献可达 0.9%。房地产业或住宅业在国民经济发展和居民生活中的地位越来越重要，房地产市场结构逐渐趋向合理和成熟。

## (二) 房地产业、住宅业的潜力巨大

房地产特别是住宅，是人们生活、工作的重要场所。在改革开放前的近 30 年，住宅业的发展速度、质量、规模都受到了极大的限制。经过 20 年的改革，房地产业或住宅业的发展已初具规模，并对国民经济的发展和人民群众生活水平的提高产生了积极影响。在未来我国经济迅速发展和不断转型中，房地产业将有更大的发展空间和潜力。

第一，在未来几十年，我国经济将持续快速发展。快速的经济增长必将要求房地产业、住宅业保持适度增长，这是由住宅是人类生存、社会发展和一切经济活动得以进行的前提的属性所决定的。住宅业对经济增长和相关产业发展有很强的敏感性、超前性和关联性。我国目前人均 GDP 接近 800 美元，根据联合国的统计，正是住宅业大发展的时期，住宅业产值占 GDP 的比重将由 3% 上升到中等发达国家水平的 8%，随着发展水平的继续提高，所占比重将会下降。

第二，我国城镇居民对住宅的需求量大。由于目前我国生产水平还低和住宅建设长期欠账，造成我国城镇住房面积十分有限。1978 年人均仅 3.6 平方米，1998 年为 9.3 平方米，目前城镇人均不足 13 平方米，而且在成套率、质量和功能方面也很低。而发达国家 20 世纪 80 年代就达到 30 平方米~40 平方米。随着我国居民收入和生活水平的提高，居民会对住房面积、功能、质量等提出更高的要求。再加上住房产权的家庭化，频繁的搬家和房屋交易将会出现，从另一个角度也扩大了房地产市场的交易量。根据我国房地产业 2001—2010 年发展规划的要求，到 2010 年城镇人均住房使用面积将达 18 平方米，并拥有较好的居住环境；建设住宅 33.5 亿平方米，平均每年建 3.3 亿平方米；成套率提高到 85%。房地产业每年以 12% 的速度增长，2010 年房地产业的增加值占 GDP 的比重将达到 5%，成为名副其实的支柱产业。

第三，城市化进程的加快需要建设大量住宅。过去由于城市化进程被长期禁锢和生产水平不高，我国城市化发展水平低、速度慢。1949 年为 10.6%，1977 年达到 17.6%，1997 年为 29.9%。2000 年我国城市发展到 667 个，城市人口 3.89 亿。其中，百万人口以上的特大城市 37 个，50 万~100 万人口的大城市 51 个，20 万~50 万人的中等城市 216 个，20 万人以下的小城市 363 个，城市化水平达到了 30.9%。而 1997 年世界平均城市化率为 46%，低收入国家为 28%，中等收入国家为 49%，高收入国家为 78%。随着我国经济的快速发展，城市化进程将加快，据预测，到 2010 年，我国城市人口比重将达 45%，城市人口的增量将达到 2.8 亿左右，需要住房 56 亿平方米，每年新增城市人口需要新建 5 亿平方米房屋，住宅业发展的空间十分广阔。目前我国将小城镇建设作为大

事业来抓，如果将 19 000 个建制镇的住宅建设也算在内，规模将更大。

第四，住房的市场化需要广泛的中介服务行业的发展。随着住房由公有产权向家庭产权的转变，一方面房屋换手率和交易量将大幅上升，另一方面物业管理业、中介服务业也将快速发展，从而将提高整个房地产业的发展水平。

房地产业、住宅业的发展一方面可以带动几十个相关产业的发展，如钢铁、玻璃、建筑业和装饰装修业等，从而带动国民经济的发展；另一方面，房地产的市场配置和交易也改变着人们的消费观念和消费结构，住房消费在未来将不断上升，从而对社会产生影响。同时居民住房消费水平的提高也为金融业的发展提供了广阔的空间，金融业将全面介入房地产业，从而促进房地产业和金融业的共同发展。房地产业的迅速发展需要大量的房地产相关专业人才，这会带来高等院校房地产相关专业的的发展。

## 二、房地产相关领域研究现状及未来研究方向

我国房地产相关领域的研究还处在起步阶段，还有很多基本理论问题没有解决。下面从三个方面阐释房地产理论研究现状并展望其未来的发展。

### （一）房地产业同国民经济协调发展的理论和政策

#### 1. 房地产业在国民经济中的地位

房地产业在国民经济中的地位主要是从房地产的投资比例、对国民经济增长的贡献以及房地产消费在居民生活中的重要性三个方面来体现的。

联合国将产业分成 10 大类，其中建筑业为第 5 类，房地产和经营服务业列为第 8 类。虽然我国也有类似的产业分类，但对房地产业的地位没有统一的认识。20 世纪 90 年代初曾提出支柱产业，随着 1992—1993 年房地产热问题的暴露，房地产业是支柱产业的认知被否定。房地产业成为洪水猛兽，一些大学的相关专业被取消，有关金融机构纷纷改称“住房信贷部”。1998 年后新一届政府将住宅业作为群众的消费热点和国民经济新的增长点。

一般认为房地产投资占 GDP 的比例在不同经济发展阶段是不同的，呈抛物线形：低收入国家一般仅为 2%；随着经济的起飞逐渐上升，中等发达国家可达 8%；而发达国家这一比例下降为 3%~5%。不同经济发展阶段房地产业增加值的构成也不同，中等发达国家以前以投资为主，发达国家以交易和服务为主。我国目前的经济发展阶段所对应的合适的房地产投资比例还不清楚。市场经济条件下，不同经济发展阶段居民居住（或住房）支出占生活费支出的比重也不同，一



般情况下经济发展水平越高，这一比例越大。怎样在分析外国经验的基础上确定我国未来不同发展阶段居住消费的合理范围，是房地产市场运行良好的基础。

## **2. 房地产业的带动作用**

房地产业对相关产业有广泛的带动作用，可以归纳为投资效应系数和引致性消费系数。联合国总结发展中国家的发展历程后认为，以上两种效应的总和乘数效应为2。日本等国也测算了本国的乘数。研究我国房地产业的乘数效应对深刻认识房地产业对国民经济的贡献是极其重要的。

## **3. 房地产周期同国民经济周期的关系**

房地产周期同国民经济周期是紧密相连的，但两者的关系因国家、时代的不同而不同。有研究认为，第二次世界大战后，美国的房地产周期同经济周期是同步发展的；而日本的房地产周期是经济危机的原因之一，房地产周期发生的时间要早于经济周期。美国的研究认为，房屋空置率可以指示房地产周期从而指示经济周期，空房率的高低说明房地产周期的运行情况，但并不是空房率越低越好。

# **(二) 房地产市场体系和消费理论**

## **1. 房地产市场**

我国目前房地产市场化程度低，市场分割严重，房地产价格和权利多样，但交易方式单一、中介服务落后、价格构成不合理等，要求制定适合我国市场经济发展的房地产市场的结构、交易方式和管理手段。

## **2. 房地产消费理论**

房地产消费主要是指住房消费占家庭消费的比例及房地产价格以及租金变化对人们住房消费行为的影响。就宏观市场而论，家庭年收入高到一定水平后，家庭才有能力购买住房，联合国人居中心的研究认为，这一比例在1:3~1:6之间。由于我国的家庭收入、消费和社会福利制度与其他国家相比有所不同，因此我国合理的收入房价比还有待进一步研究。

在微观方面，研究住房需求的收入弹性和价格弹性，以及价格、租金变化对人们购租房行为的影响，是市场开发和调控的基础。

# **(三) 房地产业发展相关政策**

## **1. 房地产金融政策**

房地产业同金融业密切相关，相互促进，共同发展。我国的房地产金融经过十多年的发展，尝试了世界上几乎所有的金融工具或模式，如住宅储蓄银行、公积金、住房合作社、住房抵押贷款等，但还没有形成适应我国房地产业和国民经

济发展的房地产金融模式。房地产金融体系还不完善，经营机制还有待改进，如预先介入机制、全程管理机制、科学决策机制、呆坏账预警处理机制等。决策手段有待改进，如诚信评估、规范决策程序、呆坏账评估方法等。

## 2. 法律法规和管理体制

世界各国房地产法律体系可以分成三种模式，我国实行以《土地管理法》和《城市房地产管理法》为核心，以土地、房屋分管为特征的法律体系。其特征为：立法从原则上是对实践的总结，以部门立法为主，政策是立法的主要基础等。一方面，我国房地产法律体系不完善，缺少核心法律，如《住宅法》或《不动产法》；另一方面，立法层次结构不清，法律规范之间交叉重复。再加上普遍的房屋土地分管体制，结果宏观调控市场能力差，管理不力，问题不少，这也是我国房地产业十多年的发展历程中多次大起大落的原因之一。

综上所述，房地产业特别是住宅业作为国民经济的支柱产业是社会发展的要求。但是保障房地产业同社会经济协调发展的理论和政策、措施还很不清楚，今后需做深入系统的研究工作：（1）研究作为支柱产业的房地产投资占我国 GDP 或固定资产投资的比例，保证房地产业发展同国民经济发展相协调。（2）深入研究房地产市场同政府政策、宏观经济之间的相互作用，寻找房地产周期同国民经济周期的关系以及分析影响房地产周期的因素，探讨预测房地产市场周期的方法。（3）研究住宅消费理论，认清不同经济发展阶段家庭住房或居住消费水平、住宅标准，对建立合理的家庭消费结构、财产构成，促进社会持续协调发展是必需的。（4）研究市场分析方法、营销策略和建立符合现代企业制度的房地产企业，也是房地产业发展所必需的。（5）研究房地产市场体系的结构、交易方式和管理体制，当前房地产市场存在的问题、产生问题的原因，以及我国房地产市场的运行规律，以便政府采取相应的金融政策、税收政策来改变当前管理体制中与市场经济不相适应的方面，建立起适应未来房地产市场发展的法律构架和调控措施，管理规范市场。

以上很多问题还没有定论，是需要研究的。本丛书对以上问题多少有些涉及，但还很不深入。

在过去的几年中，丛书的部分作者除完成学校的教学工作外，还承担了不少房地产评估、市场调查和可行性分析、房地产法律咨询等方面的委托课题。这些课题的完成对提高本套教材的实用性有很大帮助。在土地、房地产领域，丛书的部分作者还完成了国家自然科学基金、国家社会科学基金以及相关部委科研项目十余项，这些研究无疑提高了我们对房地产理论的认识水平，也提高了这套教材的理论水平。特别应提出的五个项目是：

国家自然科学基金重点项目：房地产业同国民经济协调发展理论与政策研究  
(批准号：79930500)

国家自然科学基金应急项目：公房入市政策设计（批准号：79841015）

国家社会科学基金项目：“地产泡沫”在亚洲金融风波中的作用及借鉴意义  
(批准号：98BJY58)

教育部课题：房地产金融市场风险及规避方法研究

中国大陆与港台地区土地(房地产)法律比较研究(98JD820004)

这些项目的研究提高了我们的业务水平，丰富了我们的授课内容。

虽然丛书的作者多是年轻教师，但教材的内容是我们多年授课积累的结果，我们是站在前辈肩膀上的。我们对周诚、林增杰、毕宝德等教授的著作的学习，以及他们为我们的授课，对提高这套教材的理论水平有很大帮助。

谢经荣

2001.12.19

随着我国社会主义市场经济的稳步发展,房地产投资活动也日益活跃,房地产业已成为第三产业的重要组成部分。中国房地产业经过十多年的发展已逐步走向理性,但是,房地产投资的收益是与风险并存的,房地产作为一种重要的投资工具,其投资风险的规避有赖于科学的决策和理性的判断。本书试图较系统地介绍房地产投资分析的有关理论和方法,以期对房地产投资决策和评价提供一些有益的帮助。

本书系统阐述了房地产投资分析的基本原理,对房地产投资经济评价、风险分析、投资组合理论、房地产投资决策以及房地产投资可行性研究等方面进行了系统阐述。不仅介绍了房地产投资的基本原理,还提供了一系列关于房地产投资可行性研究、风险决策和分析的定量研究方法。

本书在酝酿、构思和写作的过程中,得到谢经荣教授、高向军教授、柴强教授、林增杰教授、董黎明教授、毕宝德教授、张家庆教授、刘洪玉教授、冯长春教授、申立银博士和周明中高级经济师关心、帮助和支持,在此表示真诚的感谢。同时,在本书完成之时,也无法忘记那些曾经在中国人民大学土地管理专业和房地产经营管理专业学习而现在已在房地产领域崭露头角的王春立、蒋一军、王霆、郑斌、于瑞卓、姜东升、朴英、洪春蕾、李晶、孙琰华、潘志华、王红

军、孟思君、朱岩、翁少群等同行们，对于他们在提供信息、收集资料、制作图表和共同探讨问题等方面的帮助表示衷心的感谢。同时，也十分感谢本书责任编辑张磊和于波一丝不苟、认真负责的工作态度，正因为如此，才使得本书避免了许多细微方面的错误，并使本书能够尽快呈现在读者面前。

本书各章节的分工如下：第二章、第四章（第一节、第二节、第三节）、第五章（第一节、第二节）由俞明轩撰写；第一章、第七章由丰雷撰写；第六章由俞明轩、丰雷撰写；第三章、第八章由丰雷、蒋辉撰写；第四章（第四节）、第五章（第三节）由刘杨撰写。全书由俞明轩统稿。书中错误和不妥之处，敬请读者不吝指正。

**俞明轩 博士**

2002年4月于人大

<b>第一章 绪论</b> .....	1
第一节 房地产投资概述.....	1
第二节 房地产投资类型.....	8
第三节 房地产投资环境 .....	11
<b>第二章 房地产投资的基本原理</b> .....	15
第一节 投资要素原理 .....	15
第二节 边际成本及规模收益理论 .....	17
第三节 资本资产定价模型 .....	19
第四节 贝叶斯定理和风险测定 .....	20
第五节 风险—收益及风险—效用原理 .....	22
<b>第三章 资金的时间价值</b> .....	25
第一节 资金的时间价值概述 .....	26
第二节 复利的计算 .....	28
第三节 年金的终值和现值计算 .....	32
<b>第四章 房地产投资经济评价</b> .....	38
第一节 房地产投资经济评价概述 .....	38

第二节	房地产投资静态分析 .....	41
第三节	房地产投资动态分析 .....	44
第四节	房地产投资项目国民经济评价 .....	58
<b>第五章</b>	<b>房地产投资风险分析</b> .....	<b>64</b>
第一节	房地产投资风险概述 .....	64
第二节	房地产投资风险因素分析 .....	69
第三节	房地产投资不确定性分析 .....	82
<b>第六章</b>	<b>房地产投资组合</b> .....	<b>87</b>
第一节	房地产投资组合概述 .....	87
第二节	房地产投资组合风险与回报 .....	93
第三节	房地产投资组合选择模型 .....	98
<b>第七章</b>	<b>房地产投资决策</b> .....	<b>112</b>
第一节	房地产投资决策概述 .....	112
第二节	房地产投资决策方法 .....	116
<b>第八章</b>	<b>房地产投资可行性研究</b> .....	<b>127</b>
第一节	房地产投资可行性研究概述 .....	127
第二节	房地产投资可行性研究案例 .....	133
<b>参考文献</b>	.....	<b>154</b>

# 绪 论

**【摘要】** 随着经济的蓬勃发展，国民财富的增加，不论是企业还是个人，对于投资都越来越热衷。房地产由于具有较高的投资报酬率以及较强的保值增值能力而成为重要的投资工具之一。怎样正确认识和理解有关房地产投资的一些基本概念，房地产投资的特点、类型，以及如何正确理解房地产投资与房地产投机的关系等，都是本章需要掌握的主要内容。

## 第一节 房地产投资概述

### 一、房地产投资的含义和特点

#### (一) 房地产投资的含义

房地产投资就是将一定的资金投入 to 房地产开发经营和中介服务等活动中，以期未来获得更大收益的投资行为。房地产投资是进行房地产开发和经营的基础，其结果是形成新的可用房地产或改造原有的房地产。房地产投资能带来巨大的收益，同时，也有很大的风险，这是房地产投资的一个显著特点。为减少风险、增加收益，房地产投资必须注意以下三要素：



1. 时机。同投资股票、债券一样，把握住投资的时机很重要。然而，房地产因其自身的特点，在选择投资时机时，不能完全照搬证券投资那一套方法。房地产具有不可移动性和地区性等特点，一个地区的空置房地产并不能弥补另一地区房地产的短缺。如果房地产拥有者因为本地区房地产的短缺而囤积居奇待价而沽的话，那么，当房地产市场形势突然发生变化时，他就很可能会措手不及而失去高价出手的时机。这只是问题的一个方面，时机的掌握还存在于房地产开发和经营的各个阶段。例如，什么时候买入土地？什么时候购入物业？投资于开发的哪一阶段？等等。时机的掌握不仅需要投资者具有多方面的知识并发挥个人的智慧，还需具有对各种信息的高度敏感性，因为每一个时机的到来，无不蕴涵在政治形势的变化、经济发展的趋势、人口的增减、收入水平的升降、消费心理的变化等各种信息之中。

2. 地段。不同的地段适于建造不同的房地产，购物中心和商场之类的商业用房应建在繁华的商业中心，在那里，顾客集中、流动量大；建造别墅应选择风景优美、环境幽静、气候宜人的郊区；住宅应建在交通方便、购物便利、服务设施齐全的场所，以便于居民工作和生活。房地产投资地段的选择对房地产投资的成败有着至关重要的作用。房地产的增值事实上就是土地的增值，而土地增值潜力的大小、利用效果的好坏，都与地段有着密切的联系。拥有增值潜力大的地段是房地产投资获利的首要条件，房地产投资者应高度重视这一点。房地产地段不仅指其所处的自然地理位置，同时还包括其社会经济条件和交通因素，如人口素质、教育水平、服务业水平、交通便利程度、通讯情况、生活设施和社会治安情况等。地段是房地产价值的重要影响因素。

3. 质量。有了良好的地段，虽然具备了好的投资获利条件，但却不一定能带来好的投资效果。好的投资效果要通过房地产优良的质量来实现。一个设计陈旧、材料低劣、施工粗糙的房屋不可能将土地的价值充分体现出来。只有设计新颖、结构严谨、材料优良、施工精细的房屋才能有效地实现地段的价值，为投资者带来高额的投资利润。对于出租物业来讲，管理和服务的品质同样具有重要的作用。好的管理和周到的服务是一种无形的广告，能产生意想不到的投资效果。

## （二）房地产投资的特点

由于房地产本身所具有的物理及经济特征，房地产投资也表现出区别于其他投资的固有特性。熟悉房地产投资的特点，有利于作出正确的投资决策。

1. 投资数额巨大。房地产业是一个资金密集型的行业，不论是房地产开发投资还是置业投资，所需资金少则数十万元，多则数千万元，甚至数亿元。巨额的资金投入仅靠一家企业或一个家庭的自有资金是远远不够的，即使投资者只支