

房地产 投资方略

[美] 罗格·H·艾伦 著
王国胜 宋卫东 译

Fangdichan
Touzi Fanglüe

东北大学出版社

(辽) 新登字第 8 号

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资方略 / (美) 罗格·H·艾伦著; 王国胜,
宋卫东译. — 沈阳: 东北大学出版社, 1994. 11

ISBN 7-81006-893-8

I. 房…

II. ①罗… ②王… ③宋…

III. 房地产业-投资-策略

IV. F293.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (94) 第 13352 号

东北大学出版社出版

(沈阳·南湖 110008)

沈阳新华印刷厂印刷 东北大学出版社发行

1994 年 11 月 第 1 版 1995 年 2 月 第 1 次印刷

开本: 850×1168 $\frac{1}{32}$ 印张: 11.625

字数: 301 千字 印数: 1~2000 册

定价: 13.60 元

作者简介

罗格·H·艾伦 (Roger·H·Allen), 1938年生。先后毕业于美国内华达大学和西北大学, 金融学工商管理硕士(MBA)。曾获美国国家房地产经纪人协会房地产商业投资人资格证书, 是该协会及美国国家房地产市场经纪人研究院会员, 美国爱达荷州注册房地产经纪人。

1966年至1982年执教于美国博伊西州立大学, 是该校房地产及金融学教授。1982年后专注于房地产咨询、经纪、投资和开发, 目前拥有多家公司和合伙企业。著有《房地产投资方略》、《房地产策划》、《房地产开发案例研究》等书。

译者简介

王国胜 1969年生。1990年毕业于东北财经大学财政学专业, 现在辽宁省国有资产管理局工作。

合著、合编《现代企业制度概论》、《房地产金融学》、《房地产法学》、《新实用经济法》、《美国房地产投资概论》(内部资料)等书。曾在国家、省、市各级刊物报纸发表经济论文、调查报告、经济译文30余篇。还在20余家报纸发表长短通俗译文740篇。

宋卫东 1968年生。1990年毕业于东北财经大学财政学专业, 现在中国工商银行沈阳市分行工作。

合编《美国房地产投资概论》(内部资料)。

中译本序

两年多以前，王国胜、宋卫东两位年轻人曾与我详谈过在着手翻译美国经济学教授罗格·H·艾伦先生所著的《房地产投资方略》一书，“以尽做为身处社会主义市场经济伟大变革洪流中热血青年的历史责任”。而今，经过艰辛努力，两位译者的成果终于要自费付印面世了。作为他们的老师，我很欣赏这两位学生的毅力、勇气与抱负，愿意写序以表祝贺，并向一切关注我国房地产业发展的人士推荐本书。

房地产业在市场经济发达的国家一直是国民经济的支柱产业，在国民生产总值中占有相当的比重，其内在的共同规律是工业化进程中，作为先导和基础的房地产业只有加速发展，才能实现经济结构平衡。从我国的实践看，当代房地产业的真正兴起始于改革开放后的80年代，在短短的十几年里，由于推行房屋商品化政策、改革住房制度和土地使用制度，我国房地产业取得了较好的发展成就，在国民经济中日益表现出重要作用。尤其1992年至1993年上半年我国房地产业发展速度更快，房地产投资迅速增长，房地产经营开发企业大量增加。当然，这一时期房地产业的高速发展出现了片面性和盲目性，表现出土地批租热而真正开发相对少，沿海与内地房地产投资比例失调，房地产类型偏重于市场有限的高档房屋而忽略了需求强烈的普通民宅的投资与开发，宏观管理薄弱导致秩序混乱等一系列问题。究其原因，主要是市场机制不完善，市场行为不规范，房地产业没有形成有效的客观调控机制，房地产金融、投资管理体制不顺，房地产法律、法规不健全，当然更有房地产投资、开发理论研究的滞后。

1993年下半年以来，随着金融与投资体制改革的不断深入，金融秩序日趋正常，市场进一步规范，尤其《城市房地产管理

法》出台后，我国房地产业开始平稳进入正常发展阶段。预测我国房地产业今后一段时期的走势，我认为房地产业发展前景是乐观的。首先，从大环境看，我国所处的环太平洋区域是当今世界经济增长热点地区，我国经济发展将持续高速增长，客观要求我国的房地产业必然与社会经济发展相适应；第二，我国工业化进程加快，城市旧房改造幅度增大，城市土地资源将通过房地产投资开发实现优化配置；第三，随着城镇住房制度改革的进一步深化，我国房地产投资结构不断优化，开发重点将转向房地产市场潜力最大的居民住宅，另一方面人们市场意识和投资意识增强，购房人士日趋增多；第四，随着我国房地产法律法规的配套，吸引更多外资进入我国房地产市场的软环境已经具备。

综上所述，做为我国卓有生机的发展中的房地产业，构建和充实房地产投资与开发理论是十分必要的，更是十分迫切的，尤其在当前理论仍滞后于实践的状况下，借鉴和吸收国外特别是发达国家的经验和理论更显意义重大。由此，这本房地产投资方面的译作是及时的，当然我也希望它能一定程度地实现译者们“积极投身伟大改革宏业”的良好愿望。

《房地产投资方略》正如作者在原著序言中描述的那样，以多样化投资为总体背景，用“简单、可以理解的方式”系统地表述了“非常复杂”的房地产投资知识与技巧。本书很重视理论性与实践性的融合，这一定与作者罗格·H·艾伦先生较深博的理论素养与丰富的实践阅历有关，他曾是美国博伊西州立大学的教授，又是长期从事房地产投资、开发与经营的实业家。

通观本书，我认为它有以下三个特点，这也是我向读者们推荐本书的基本原由。一是理论系统、充实。该书从投资的基础知识着笔，逐渐深入地介绍了房地产投资分析、投资策略、电算化在投资中的应用、投资的融资、投资的所有权形式及有关的投资哲学等；它没有简单地拘泥于房地产投资，而是比较恰当地把房地产投资与其相关经济领域相融合去阐述。二是行文深入浅出、易

于把握。作者一反国外经济学者们惯用的以数量化进行实证分析的写法，注重的是实例化的图文并举分析，使原本深奥的理论一目了然，最大可能地让不同层次、不同需要的读者们足以程度不同地受益。三是分析方法较先进、开阔。作者以投资的风险与收益做为全书的立论基础，这是符合市场经济运行规律的；同时作者融汇应用了时间价值观念、现金流量方法、电算化方法、概率统计方法、心理分析方法，丰富了房地产投资分析的工具载体。也正是因为这些特点，使得《房地产投资方略》在美国房地产界成为有一定影响的较为畅销的专著，曾三次再版，还被美国部分高校用做房地产专业的教科书。当然，作为国外学者在特定社会、经济环境下的理论论著，其中有些观点包括学术观点是需要商榷的，做为我国的读者，自可仁者见仁、智者见智地分析它。

王国胜、宋卫东两位年轻人大学毕业后一直从事实际管理工作，他们几年来利用业余时间积极思考经济理论问题，并能有所译、著，是值得鼓励的。我也相信本书翻译过程中肯定存在的陋误，是不会影响人们对他们责任感、奋斗激情的认可的。

希望他们继续努力，再有收获。

更愿我国房地产业兴旺发达。

夏德仁

1994年9月26日

于东北财经大学

英文第三版序

《房地产投资方略》一书第三版受到 1986 年税收改革法案的极大影响，该法案对重要的财产之源——房地产投资具有长期的效果。修正后的税法把焦点从房地产投资避税转移到经济利益方面，例如，按 1986 年税收改革法案，仅风险可以适用减免条款。仔细研读新的法律既是重要的，又是必要的。本版的概念和原则没有发生改变，本版再次重申投资房地产的经济利益，这已经是一贯表述的，不过，现在是在新的指路航灯下（1986 税收法案）去检验这些收益。

第三版的目的仍然与前两版一样——把一项非常复杂的事物以简单的、可以理解的方式表达出来。房地产投资是一项复杂的事物，它要求几门综合学科为从业的知识背景：法律、金融、所得税及房地产实物学。每一学科均有其自身的专业性，然而，对于精敏的房地产投资者来说，这一切都是必备知识。

经验促使许多官方组织相信，无论是立足专职还是业余时间，房地产投资都是从业者获取经济独立的最好机会之一。融资与投资必须是个体行为，对某个人适用的可能对另一个人就不适用，你与其他任何人都不尽一样，你有不同于别人的融资目标、个性和投资禀赋。本书从个体投资者角度入手，绝大多数案例与问题均围绕个体投资者——你。

在房地产投资中，许多机会蕴藏于鲜为引人注目的经济氛围的变化之中，认识到这一点是很重要的。当一种投资模式建立起来，发生的许多变化，诸如利率变化、税收法律的变化、以及投资机会的变化，这些均能被那些有见识的投资者加以分析并有效处理。学好规则、发展坚实的基础，会使房地产投资成为习以为常、却又令人兴奋的事。本书力求融学术性、实际应用性和投资技巧于可操作的形式中。尽管我们身处经济变化之中，无疑，构

建本书的这种方式是合理的和非常适当的。

本书适用于大学学生、投资与经营房地产的从业者；同时，对于那些有兴趣学习房地产投资技巧，以建立和保持个人合理投资结构的人士，本书也是有益的。

本书把学术性融于实际应用之中，并力图在两者之间建立起联系的纽带。它从介绍容易理解的初步知识着手，逐渐深入到房地产投资分析、相对复杂的房地产投资策略以及以可能的方式对房地产投资进行电算化分析的艺术。展示的材料由简单到复杂，但并非这些材料对于现实生活的有用性越来越少。例如，对一个问题电算化分析有助于提高房地产投资分析速度、准确性和灵活性，但是对于个人投资的理解和制定决策来说，这并不会改变其必然性，它也不会改变设计模型所依据的基本原则。本书立足点即这些基础性原则，投资的电算化分析仅是做为现代社会应用基本原理解决复杂问题的一个实例而加以介绍。

读者可以借助许多房地产投资模型去解决房地产投资分析中类型复杂的问题。这些模型包括：风险分析模型、房地产投资分析模型、交易工作底稿、平衡新增投资工作底稿、分期付款销售工作底稿、现金流量分析模型、收益率模型和房地产投资分析模型。现实生活中，它们均可以等效运用。

从某种角度看，投资者除掌握上述综合的投资分析知识外，还必须熟知各种分析工具，方可坐在交易场外，盯着潜在的机会，自问：“我是买这一资产还是不买？”而综合的分析工具就可以在《房地产投资方略》第三版中找到，它们可以助你充满信心地作出决策，投资者也只有在此瞬间才会体验到难以言表的喜悦：“我准备购入该资产！”

对那些与写作本书有密切联系、已成为本书不可或缺部分的众多朋友及公司，我再一次表示衷心的感谢。我也特别感谢我的妻子吉妮，她为本书的编辑及手稿校对付出了巨大的精力。

祝你们在房地产投资中交好运！

罗格·H·艾伦

目 录

中译本序

英文第三版序

第一篇 多样化投资的竞技场	(1)
第一章 投资基本知识	(2)
第二章 投资风险与收益	(18)
第二篇 房地产投资分析	(41)
第三章 投资型房地产的购置分析	(42)
第四章 投资型房地产的持有分析	(71)
第五章 投资型房地产的处置分析	(98)
第三篇 房地产投资中的所得税因素	(115)
第六章 所得税对房地产投资的影响	(116)
第七章 投资型房地产的交换	(139)
第八章 房地产交换的技巧	(156)
第四篇 现金流量贴现分析及应用	(177)
第九章 时间——价值的要素	(178)
第十章 一个综合性案例分析	(207)
第五篇 房地产投资的电算化分析	(227)
第十一章 计算机在房地产投资分析中的应用	(228)
第十二章 概率化房地产投资电算分析程序	(239)

第六篇 房地产投资分析的相关课题	(257)
第十三章 房地产投资的融资	(258)
第十四章 房地产投资的所有权实体形式	(277)
第十五章 地产投资	(291)
第十六章 地产投资中的现金流量贴现分析	(308)
第十七章 房地产投资哲学	(327)
附录一：各种复利系数的符号及其应用	(336)
附录二：复利系数公式和复利系数表	(341)
译者后记	(356)

第一篇

多样化投资的竞技场

本篇将对投资做一般性介绍。对投资下定义后，再讨论建立投资目标及取得融资的独立性；也将揭示妨碍融资成功的种种障碍，比如延误时机，融资目标确立失误，缺乏经济学教育，以及对风险——收益的误解等等；本篇还将对各种投资形式做以比较，如股票、债券、保险、政府公债、房地产、投资者自己经营的实业。在上述各种投资形式中，投资者如何抉择？在分析了每种投资形式包含的风险与可能的收益后，答案自然会产生。

影响投资收益的下述四要素将一并进行讨论：

1. 做为价值要素之一的时间；
2. 通货膨胀及对储蓄和投资的不同影响；
3. 金融杠杆：金融机构、实业公司和商业银行对杠杆的运用；如何在通货膨胀中运用杠杆以实现保值；
4. 与通货膨胀、金融杠杆有关的所得税，及边际所得税分析。

把这些要素结合起来进行分析，将有助于读者在确立有价值的投资目标时，形成系统的意见和想法。

第一章 投资基本知识

第一章力图向投资者全面介绍投资知识，以便投资者理智地全方位把握投资领域，而不仅仅是了解房地产投资。有人常常问我这些问题：“您认为这是一项良好的投资吗？”或“对于这项房地产您认为我的亲属们该怎么处理？”我的回答总是“视具体情况而定”，我并不是企图躲避回答，制定投资决策要依赖于各种变量，比如你的年龄，目前的资金状况，教育背景，结婚与否，是否有孩子，最重要的是你的融资目标。所有上述情况以及其他更多细情都必须说明，这样才可能对投资问题做出最有说服力的回答。投资与我们的生活是密不可分的。

不初步了解下述问题，就去讨论做为投资工具之一的房地产，同样是件困难的事。何为投资？投资有哪些种选择？如何评价这些选择？投资的一般性质，特别是投资的定义，投资的目的，影响投资收益的因素等，均是本章所要讨论的。

一、投资定义

投资一词有多种内涵，无法给出精确的定义。一般来说，投资是一项预计收益应大于初始融资额的融资契约。从性质上讲，它们常常是被动的，即一般不象企业、公司或你从事的工作那样，要求时间与结果方面的每日契约。各类投资的例子包括：普通股票、债券、地产、储蓄帐户、各种物品如黄金的收藏，等等。几乎任何通过签订融资契约以希冀获利的工具，均可以视为投资。

投资是人们籍以实现融资目标的工具。理想化地讲，人们是

为了积累财富去开始投资行为的——它将提供潜在的、增涨的巨额利润。当完成了积累的目标，人们会转向旨在保藏现有资产的投资，即选择较安全、少避税风险（但低收益）的投资类型。随着退休的临近，人们进入消费时期，开始享受过去投资的收益，此时他们的投资追求的是尽可能安全。不幸的是大多数人不是没能遵循上述投资方案，就是成为“再等一下”游戏的牺牲品。

这个游戏是这样进行的：

20 岁时投资——我太年轻，还不可能投资。我有许多事要做，有许多地方要游玩，我再等一下。

30 岁时投资——我结婚了，找了个工作，许多事刚刚有眉目，又有了孩子。我要再等一下。

40 岁时投资——我工作太忙，孩子们也快到上大学的年龄，所得税又把我的工资吃掉一大块。我现在没钱，再等一下。

50 岁时投资——工资没有如想象的那样增加，头脑敏捷的年轻人似乎独占了所有机会。我要供简念大学，还得供老父老母度晚年。无论如何，我还得等一下。

60 岁时投资——我开始担心丢掉工作，爱妻玛塔的健康也让我劳神。现在我们似乎没有足够的进项。我只有再等一下。

70 岁时投资——什么！我从不保靠的社会福利保障计划中仅得到一小笔钱，简每月给我们寄 100 美元，我已经等得太久了。

让人满怀希望的是，当我们考察投资目的时，确定投资目标，努力实现目标的重要性将会变得清晰。

二、投资目的

目的之一是了解投资的原则和投资目标。本部分阐述的有关概念对于理解本书其他内容至关重要。有关投资的许多普遍性错误观念将揭示，许多重要的投资概念有必要研探，同时定义出可实现的投资目的。

投资目标

有价值的投资目标的涵义是什么？有价值的投资目标可以视为我们绝大多数人均存有的一个梦想——获取经济独立。经济独立不是指富有或拥有上百万美元，而是指你想做什么，就有足够的钱去做它，无金钱匮乏的恐慌，能够追求你人生中最感兴趣的东西。实现经济独立，不必停止工作或退休，它常指对工作付出比以往更多的时间和努力，同时又心中充满安全感与平和感，知道你正在从事的工作是因为你想做，而不是被迫去做。这就是经济独立。^①

为何有这么多的失败

一位宿命派诗人曾经写道：“生活对于许多人，仅是为生存而永久地奋争，最终注定又要失去”。这是相当严肃的思想，然而对于年龄达到 65 岁的美国人来说，据测算，每 100 人中仅 5 人称得上经济独立，23 人必须继续做某种形式的雇工，72 人要依靠家庭、朋友或社会福利。为什么如此众多的人在金钱竞赛中败下阵来？上述悲哀的统计结论自然有许多原因，下面是其中的主要方面。

延误时机 许多人缺乏决策的能力；耽误时间，坐失机缘。他们坐等别人引路，依赖他人或有关机构组织去指导他们，由于缺少主动性，时机自然不偏顾他们。恰恰，正如一位一流大公司经理曾经说过的：“雄鹰不群飞”，如果你渴望成为鹰，你就必须学会搜集各种事实、资料，加以理性分析，之后据此行动，而不是从众跟风。各种资料显明，事实也是如此，即大多数人在策划未来融资方案时常犯错误。

融资目标确定失败 绝大多数人真的没有具体的、文字化的

① 后文一段略去，其大意是作者认为在美国经济独立的价值目标是取得 30 万美元，作者还论证了其可行性——译者注。

融资目的，也就勾画不出怎样实现目标的轮廓。目标必须明确方才有效，它必须包括实现目标的行动纲要。仅仅是希望赚取一百万美元，将不会有什么结果。如果你不知道去哪，你怎么会知道何时抵达目的地呢？如果你没树立明确的目标，那么走哪条路或作何种选择，真的没有任何意义。我们中绝大多数人都是随波逐流渡时光直至生命之路尽头。

融资目标指明了前进方向 仅向一位船长提供一条船，没有目的地，航海图、无线电台，把他推向大海，凭运气，他可能漂弃在某海滩结束了航程。但是把航向、海图、电台、终极港提供给他，99%的可能他会到达目的地。有明确的目标和终极地，失败几乎是不可能的。

融资目标为评估日常决策提供了一个标准。没有目标，即使评估何种选择最佳也是困难的。人生的许多活动，就如同攀高树，每组树枝、树干的交接处就象一个决策点，快攀到树顶时，可能的目的地会摇摆不定，明确的目标或目的地又不固定了。然而，把这个过程翻转过来，首先确立目标，其后，均视是否一步步通向目标而做出每项决策。如果不是，就放弃该选择。如果该项选择引导人们接近目标，那么就采纳，此时，就如同从树上退下来。当我们的能量集中于明确的路途，力量和判断也就获得了。当构建了一个衡量每种选择合适与否的目标后，选择就容易做出。希望这个类比能阐明为什么不首先建立起融资目标获取经济独立就变得非常困难的道理。

缺乏经济学教育 在我们国家，许多人不了解我国的财政金融体系、经济学框架、通货膨胀、所得税、有效投资、以及货币如何运行等。然而，我们中大多数人把人生的主要时间，或更进一步地讲，是把每天最好的时光，都投入于追逐金钱，即绝大多数的工作时间都耗于尽力挣钱糊口。尽管教育机构教授了我们历史学、社会学、物理学、工程学、医药学、文学等等，有关货币和投资的知识却传授得太少了。我们绝大多数人紧盯着自己职业

潜在的赚项，为的是能过上良好的生活。我们确实有权这样做，但是我们竟没有被教授怎样使用或投资货币的基本原理。

如果绝大多数人均把人生最美好的时光用于工作赚钱，可结果是 95% 的人退休时，甚至连基本生活也不能保障，如此说来，我们的教育体系该额外花些时间，教一教基本的货币经济学了。

误解风险与收益 自然的本能似乎指挥我们去回避风险。这一本能产生了两个问题：第一，在任何一段时间内回避所有的风险是不可能的。不管对投资采取什么样的行为，投资仍然要面临某些形式的风险。这一概念在第二章“风险与收益”中进一步讨论。第二，为了取得高收益——这点对获得经济独立是重要的，人们必须承受超出一般的风险，高收益低风险并存的投资是不存在的。可是我们中很多人却花费一生时间去静待一种梦幻般投资的出现，即政府允诺的收益率 45% 的投资。

三、影响投资收益的因素

影响所有各项投资收益的因素有四项：时间，通货膨胀，金融杠杆作用，所得税。

时间

时间是实现投资目标最重要的因素之一。太多的人是玩著“我再等一下”游戏渡过此生的。他们等啊，等啊，等，最终站进从没实现真正经济独立的那 95% 的人群。

有谁没听说过这类热门交易——通常只投入一小笔钱，仅在短时期内就获取了非常高的收益？假如成功的话，这类热门交易可能立即就抵达融资目标，只是相伴着极高的风险。纵使最保守的人，一生中至少一次会为这类令人心颤的“赌博”所吸引——此时，时机加运气等于成功。

把小数额的钱投入一项社会平均收益率水平的长期投资，似

乎太缓冗乏味，可是同样也能取得融资成功，失败的风险又低。这些推论指出了实现经济独立的两条路途：（1）试着走费时短，但风险高，成功机会少的路；（2）发展一项稳妥、长期的方案，此时风险最低，靠成功率高赚得超过平均线的收益。

在一项欲取得经济独立的可行融资方案中，时间扮演了重要的角色。其要诀是现在就起步。昨天已经逝去，明天尚未到来，那么只有在今天开始施行融资方案。有位年轻人曾请教一位成功的老年投资家，“我怎样也能赢得经济独立？”这位睿智的老投资家为焦急的年轻人设计了一项为期 20 年的方案，可意识到该计划需要熬费 20 年，这位跃跃欲试的年轻投资者不禁抱怨：“喔！如果按你的方案，获取经济独立时，我已经 45 岁了！”那位老人反诘：“如果你不按我的方案办，20 年后你又能是多少岁呢？”

通货膨胀

通货膨胀是现今生活中的严峻事实。过去的岁月，它在投资战略中扮当着日益重要的角色。展望未来，它对一个国家或全世界的破坏性影响也不会暂缓下来的，它的威胁是长期存在的。但是，通货膨胀也不可怕，事实上，这个词本身意味着增长，只不过需要对之加以定义、理解，之后以积极的方式去对付。

为了更好地理解通货膨胀，回顾一下过去的年代里，它是如何对美元产生影响的。图 1-1 标绘了 1915 年至 1986 年美元购买力状况。

1900 年至 1965 年间，平均每年 2%~3% 的通货膨胀率使美元购买力损失 84%。如果通货膨胀率如 80 年代早期那样，达到 12% 或更高，今天的美元状况会怎样？举个例子，假定从 1987 至 1992 年，通货膨胀率平均为 10%，则 1987 年一美元的价值至 1992 年仅及 59 美分，5 年后则会降至 39 美分。