

FANGDI
CHAN TOUZI

YINGLI
JIQIAO

房地产投资 盈利技巧

[美]彼得·钦洛伊 ● 著

● 葛孚光 译 ●



● 中国经济出版社 ●



中财 B0011419

房地产投资盈利技巧

〔美〕彼得·钦洛伊 著

葛孚光 译

王建华 校

中央财经金融学院图书馆藏

总号 411607

书号

cb220/24

中国经济出版社

(京)新登字079号

房地产投资盈利技巧

〔美〕彼得·钦洛伊 著

葛孚光 译

责任编辑：卫南平

中国经济出版社出版发行

各地新华书店经销

北京朝阳区文兴印刷厂印刷

787×1092 32开 11.5印张 250千字

1992年8月第一版第一次印刷 印数6500册

ISBN7-5017-1940-3/F·1309

定价：7.50元

内 容 简 介

《房地产投资盈利技巧》一书把定量分析方法同房地产实务研究相结合，按顺序考察了房地产投资的过程，从而产生了房地产投资及拥有房地产的技巧。本书虽然使用了定量分析的方法，但它不仅适用于研究人员，还适用于实际工作者。

本书既研究买进和经营实物房地产资产的技巧，又研究买进和经营金融房地产资产的技巧。对于实物资产，按照实际投资顺序进行研究，对于金融资产，研究掘获财源和使房地产“变现”的方法。这种方法应用精确的定量统计分析，包括应用现代金融理论的数学模型。

译者序

本书从理论和实践两个方面论述有关房地产投资问题，为房地产投资者提供了降低、避免风险，提高经营收益的各种技巧。本书重点有两部分，一部分论述有关实物房地产的投资问题，一部分论述有关金融房地产的投资问题。为了便于推导产生投资技巧，并把这些技巧用数学式表达，在讨论房地产投资前，先介绍了有关资产评估和筹资问题。

房地产业在国外早已十分发达。本书作者是一位美国学者，书中介绍的情况，尤其是涉及房地产投资实务的情况基本上都是美国的情况，这当然与中国的情况大不相同。目前，房地产业在我国还很薄弱，房地产市场尚未形成（更不用说金融房地产市场了），专为房地产投资服务的行政、金融、咨询机构几乎是个空白。但是，随着改革开放大潮的涌动，有眼光的人们都会预料，过去很久以来被国人忽视的房地产业不久将会异军突起，蓬勃发展，迟早会成为国民经济新兴的支柱产业。从这个意义上说，本书对那些有志于领先从事于房地产研究以推动我国房地产业快速发展，和从事于房地产投资实务的有识之士，也许会起到开拓思路的作用。这就是译者的初衷。

本书涉及大量的财政金融理论知识，并运用了精确的数学统计方法。无论就本书知识的广度和理论的深度，还是就本人原有的英语水平而言，第一次翻译这样一部学术性著作的确是勉为其难。然而天助我也！1990年8月，我任一个曾一度盛名的出版社社长后不久，该社即突然停办，接着发生了戏剧性变化。于是我有了一段充裕的时间。边学边译，刀笔并举，反

复修炼。稳坐钓船三百日，不屑一顾于“精彩戏”。近一年的辛劳终于换来了今天的果实。当我把它奉现给读者的时候，首先让我向支持本译作出版发行的朋友们，尤其是在这段艰难困苦的日子里给予我真诚关心和鼓励的挚友，深深鞠躬致谢。同时我也要向那些有意从反面给我制造了这样一个难得机会的上下前后的人们说一声：谢谢。正是后者给了我这样一个严酷的教训：传统的依靠已经不合时宜，他人的恩赐早就一钱不值。重要的是永远把命运操在自己手里。

然而，人贵有自知之明。译者自知虽尽其力，但本译作错误难免。诚惶诚恐之余，敬请读者不吝赐教，多加雅正。译者愿拜天下师。

1991年9月

于北京木樨地南里

前 言

本书是从建立一套正规的房地产筹资与投资理论的兴趣出发逐步写成的。虽然房地产具有非兑现性和多样化的特性，但近代的大发展已经形成了房地产金融债权市场。这些金融债权使房地产变得象其它资产。然而房地产市场仍处于一定程度的低效能状态，因而有可能出现若干套利机会。本书研究了这种套利机会的可能性。

如果法规禁止卖方将现有资金转给买方，那么在贷款的合同利率高于当时市场利率时，卖方倾向于较长时间地持有财产。于是需要一些方法来说明和测定这种有利筹资条件产生的抵押权益量。抵押担保证券的持有人面对利率上下变动的两面风险。一旦利率下降，债务人就要再筹资。如果利率上升，债务人不再筹资，而抵押担保证券持有人就要蒙受资本损失，于是需要套期保值技巧。本书讨论了抵押认股权和选择权的作价机制，以及启动各种权益的机制，例如附属担保抵押债券。

房地产是许多快速致富专家研讨班的研究课题，专家们提出了许多获取大量财富的技巧。本书讨论了这些技巧，提出了选择时机的方法，根据通货膨胀预期影响和各种外部政策的变量，例如税率和利率确定投资现金的税后收益率。持有期不是外部因素决定的，而是有待于投资者的选择。

本书的目的是把定量方法同房地产实务研究结合起来，包括可对不能立即变现的固定资产提出变现要求的金融手段。本

书把公式全都推导出来，可以广泛使用。本书的读者对象是房地产研究人员、房地产投资者、评价人、经纪人、开发者、金融从业者、证券与金融分析者、计划人员以及其他致力于策划实物和金融资产投资和房地产市场债务投资基本技巧的职业者。

目 录

第 1 章 导言	(1)
动机	(1)
方法	(2)
第一部分 估价	(12)
第 2 章 房地产的制度和法律环境	(12)
房地产的特征	(12)
房地产的持有权	(14)
所有权的获得	(19)
贷款担保债权——信托抵押贷款与信托契约	(20)
土地的使用与管理	(23)
小结	(25)
注释	(26)
第 3 章 房地产评估	(27)
引言	(27)
评价存在的基本问题	(29)
成本法	(32)
市场法	(33)
收入核定法	(38)
快乐法	(44)
有收益房地产的评价	(49)
小结	(51)
注释	(52)
第二部分 筹资	(54)

第4章 利率、筹资和抵押乘数	(54)
引言	(54)
利率和抵押乘数	(56)
公式总结	(67)
注释	(69)
第5章 固定利率付款抵押贷款	(70)
引言	(70)
固定利率付款抵押贷款的偿付款计算	(71)
成交价及交易成本	(74)
贷款手续费	(75)
提前偿付罚款	(78)
实际利率——固定利率付款抵押贷款的变量定	
值	(79)
短期贷款与期中筹资	(84)
小结	(86)
注释	(87)
附录：抵押乘数递增所产生的影响	(88)
第6章 通货膨胀与利率风险：可调利率付款抵	
押贷款	(90)
引言	(90)
利率风险	(91)
通货膨胀风险	(95)
可调利率抵押贷款	(101)
分级付款抵押贷款	(109)
重议利率抵押贷款，滚转或加拿大抵押贷款	(114)
可变付款抵押贷款和卖方筹资	(115)
分享增值抵押贷款，按价格水平调整的抵押贷	

款.....	(116)
开启筹资权益.....	(117)
小结.....	(125)
注释.....	(125)
第三部分 房地产投资：持有实物资产和财产.....	(128)
第 7 章 主动房地产投产：住宅业主自用.....	(128)
引言.....	(128)
认购标准.....	(129)
住宅房地产的持有决策.....	(134)
利率变动时的金融技巧.....	(148)
小结.....	(157)
注释.....	(158)
第 8 章 主动房地产投资：持有技巧.....	(159)
引言.....	(159)
单期投资收益.....	(160)
临界边际税率.....	(168)
风险.....	(171)
多期投资.....	(178)
折旧.....	(186)
投资存在的问题.....	(191)
税收法规.....	(195)
迁移.....	(199)
技巧.....	(201)
小结.....	(203)
注释.....	(204)
第四部分 房地产投资——持有金融资产.....	(206)
第 9 章 被动投资：辛迪加、两合公司和房地产.....	

投资信托公司.....	(206)
引言.....	(206)
辛迪加和两合公司.....	(208)
两合公司的收入：现金收益和持有收益.....	(211)
以避税和收入为目的的合营.....	(221)
实物房地产担保的证券.....	(228)
小结.....	(231)
注释.....	(231)
第10章 抵押证券.....	(232)
引言.....	(232)
二级市场证券.....	(233)
证券收益、投资收益和价格：抵押担保证券.....	(239)
风险：抵押担保证券.....	(245)
附属担保抵押债券.....	(254)
抵押贷款集合资金的收益.....	(264)
抵押权益.....	(266)
自行保险抵押证券.....	(270)
房地产证券.....	(271)
市政债券.....	(273)
市政债券的风险.....	(282)
二级房地产证券市场.....	(285)
小结.....	(287)
注释.....	(288)
第11章 抵押贷款及抵押证券套期保值.....	(291)
引言.....	(291)
套期保值：相反的交易地位.....	(292)

套期保值：买卖选择权交易.....	(299)
抵押证券和证券买卖选择权.....	(311)
抵押担保证券的认购权证.....	(316)
小结.....	(317)
附录：预期的选择权价格.....	(318)
注释.....	(326)
第12章 银行抵押业务：直接贷款人.....	(328)
引言.....	(328)
银行抵押业务.....	(329)
储蓄机构.....	(331)
有价证券贷款.....	(335)
非有价证券贷款.....	(340)
各种存款.....	(341)
存款保险.....	(342)
利率风险.....	(346)
贷款费用收益.....	(347)
银行抵押业务公司.....	(348)
抵押贷款的转卖.....	(350)
小结.....	(351)
注释.....	(352)
参考文献目录.....	(354)

第1章 导言

动机

本书的目的旨在讨论房地产的投资和持有的技巧。虽然本书较多地采用了定量分析的方法，但它对房地产的研究人员和从业人员都很适用。房地产投资包括以金融证券的形式实际拥有房地产和各种债权。凡是现行惯例存在问题的地方，本书均提出了一些修改建议，目的在于使投资者和研究者能为房地产决策作好准备。

房地产不能立即变现，不可移动，并且种类很多。房地产市场不完善，但运用恰当的技巧开辟房地产市场是可能的。于是可进一步推断，按金融理论确定的套利模式很可能比有效的市场模式更有意义。本书采用了房地产估价、筹资和持有的统一理论。房地产投资的技巧用相应的分列表加以说明。本书阐述的房地产投资所采用的步骤尽可能与实际步骤相吻合，即首先考虑拥有房地产所有权的方式和持有这种所有权的法律细节；然后研究资产的估价；再讨论资金的筹措，计算不同的筹资成本；并且详细列出成交价。当然，房地产投资首先要考虑主要住户的需求。

实物资产的主动房地产投资由房地产所有权的利益持有构成。就收益率来说，最佳持有期是由许多变量决定的。本书讨论了通过房地产合营公司和辛迪加进行的被动房地产投资和证券市场上进行的金融房地产投资，同时也讨论了套期保值技巧及风险控制。房地产投资者，以及为房地产项目提供资金的

借款人，关心利率风险和较长时期内借款费用的变动。借款的长期性是因为房地产必须长期使用。通货膨胀的风险会经常出现。再筹资风险在期前预先偿付房地产贷款时发生。拖欠风险由未收付款或过期付款而造成。非兑现性风险由借款人和贷款人内部及其之间的信息差异引起，造成相似的财产价格不同。可分性风险随着大宗抵押贷款而出现，它限制了贷款的多种经营。

方法

本书讨论了买进和经营房地产实物资产和金融资产的技巧。对于实物资产，按照实际投资的步骤进行研究。实际投资可分为下列步骤：调研、评估、筹资、买进、开发、经营。对于金融资产，本书讨论了资金来源及使房地产成为流动资产的方法。研究问题的方法采用了数理统计分析法和定量统计分析法。

对实物资产的分析主要有四项。第一是评估。我们讨论三种常用的评估方法，即市场法（the market approach）、成本法（the cost approach）和收入核定法（the income capitalization approach）^①。市场法存在的问题是分析可比财产时使用的样品数量比较少。由于它只使用三个分析样品，因此不足以作出能反映特性的价格估计。实际估价时，通常不采用统计法对土地和建筑物特征进行估价，而使用以回归方程估价的快乐法（a hedonic procedure）。使用这种方法时，根据房地产的特性，将价格相对地加以高估或低估，便

可识别可能的极值。

第二项是筹资，它讨论各种房地产贷款的实际筹资成本。实际筹资成本取决于贷款期限、合同利率、付款及复利结算的次数、贷款手续费、酬金和提前偿付罚款等因素。为了培养你的筹资技巧，本书介绍了一种对不同贷款人的资金实际成本进行比较的方法。筹资时，要计入每借贷一美元的实际现付成本，若计入贷款手续费和提前偿付罚款，则该实际成本会随着持有期限的长短而变化。固定利率筹资和可变利率筹资的选择是一种必须当机立断的决策，这个过程是模拟假定的风险程度来加以说明的。本书还介绍了根据既定的贷款条件确定相应的筹资手段的技巧。

第三，本书详细讨论了房地产的买进过程。一般在理论上假设报价分布在规定时间内是均衡一致的，前后不相互关联。这个假设对房地产卖方说来，意味着在较长市场期限内期望得到的价格会随着期限的延长而增长。这与房地产行业中“第一次报价是最好的报价”的名言不一致。这里提出的理论与前后相关的报价分布一致，这种报价分布使滞留在市场上的卖方处于严重不利的地位。本书探讨了最适合房地产从业者使用的粗估法。

第四项是投资。收益率是预先根据持有期和投资者愿意支付的价格计算的。另外，还要估算投资者为获得目标收益率所愿意支付的最高价格，这个价格是随着预计房地产的持有期而变化的。持有期技巧可推导出来。价格和持有期还决定于成本与费用以及相应的税收与折旧制度。本书还讨论了业主自用住宅、出租住宅和非住宅房地产的投资问题。

房地产市场在金融方面包括银行抵押业务、房地产抵押经纪业和房地产证券市场。本书讨论了为消除利率风险，避免房

地产贷款有价证券损失的技巧。还探讨了为了减少房地产固有的非兑现性，可能出现的潜在市场，以及开辟房地产金融债权市场的费用等问题。

在金融方面，本书介绍了资金供应的作用。关于银行抵押业务和投资者，本书给出了一个合格标准和认购的模式。问题是债权人和债务人的信贷风险信息是不一致的。本书探讨了使用抵押证券，运用金融市场避免利率风险的技巧，并且将实物房地产市场与金融房地产市场的问题结合起来加以阐述，同时试图将定量分析法运用于房地产从业者，包括个体投资者、金融中间人、房地产经纪人和开发者的分析研究。

本书共分四个部分。第一部分论述制度与法律方面的背景情况，讨论筹资或者投资前需要调查研究的问题。第二部分讨论筹资和不同制度下对各种贷款进行比较的方法。第三部分讨论拥有实物资产的房地产投资，以及业主自用住宅、投资住宅和投资非住宅项目等方面的问题。讨论这些不同的投资方式时都要涉及折旧和税收法规的影响。第四部分讨论金融房地产投资。第一部分的第2章研究房地产的法律问题和某些特殊的性质。法律问题包括产权，公物管理和取得财产所有权的不同方法。房地产市场，至少是实物资产的房地产市场不完善，效能差。第3章关于房地产评估，着重讨论市场法、成本法和收入核定法，以及评估可能产生的问题。如果应用快乐法（a hedonic procedure）评估时能够掌握充分的自由度，那么就可以减少一些问题的产生。快乐法借助统计学的方法，根据经济业务数据进行评估分析。一定时期内房地产价格指数的不断变动，可以显示出投资的风险与收益。如果对各项评估中的价格指数进行人为拉平，那么就不能充分反映房地产投资的风险。

第二部分第4章提出了对抵押贷款的偿付款、每一美元贷