

不动产投资概论

梅建平 · 廖咸兴 · 李阿乙

上海人民出版社

Budongchan Touzi Gailun



不动产投资概论

梅建平 廖咸兴 李阿乙 著

上海人

(沪)新登字 101 号

责任编辑 秦建洲
封面设计 傅惟本
美术编辑 王晓阳
封面摄影 周文强
吴志勇

不动产投资概论

梅建平 廖咸兴 李阿乙 著

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮编 200020)

新华书店上海发行所经销 常熟新华印刷厂印刷

开本 850×1156 1/32 印张 12.5 字数 286,000

1996 年 1 月第 1 版 1996 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—3,000

ISBN 7-208-02092-2/F·457

定价 20.00 元

序

国家土地管理局局长 邹玉川

房地产市场是我国社会主义市场经济的一个重要组成部分。房地产,不但是社会生产和人民生活的必需要素,随着我国资本市场的发展,它亦是广大人民投资储蓄的重要手段。党的十一届三中全会以来,我国的房地产市场经历了从无到有,从小到大,从不规范到逐步规范的发展过程。房地产市场的形成有力地推动了房地产业的发展,促进了房地产作为社会重要资源的合理配置和利用,并为解决城市居民住房难的问题找到了一个重要途径。

目前,我国房地产市场正处在一个由初级阶段向成熟阶段发展的重要转换时期,要成功地实现这一转换,我们不但需要建立一整套符合我国社会主义国情的房地产政策、法规和市场运作程序,更重要的是要建立一支现代化的房地产专业人员队伍,要建立这样一支队伍,必需大力普及房地产专业知识,尽快发展我国大专院校房地产各专业的教学和科研。上海人民出版社出版的由梅建平、廖咸兴、李阿乙三位海外教授合著的《不动产投资概论》一书,以现代投资风险和报酬分析为基本框架,探讨房地产投资的议题,对房地产投资开发提供了许多新的思维方法和分析手段,对我国的房地产市场发展有许多借鉴和参考意义。由于本书的作者用中文直接写作,使本书与许多英文翻译著作相比,文字较为通畅,推理较为清晰,容易为广大读者消化吸收。为了使读者可以全面系统地了解和掌握房地产投资过程中的重要概念和分析手段,本书的作者

2 不动产投资概论

在学习指导上花了大量心血。因此本书不但是一本理想的大专院校房地产投资教科书,亦是一本自学和供实际工作者参考的工具书。希望本书的出版,可以引起国内大专院校和科研单位对房地产教育的重视,并有更多更好的教科书出版,以推动国内房地产教育的发展,实现我国房地产专业队伍的现代化。

前言

房屋和土地历来是社会财富的重要组成部分。长期以来这两种宝贵的社会资源在中国一直由政府控制,按计划经济的需要进行分配使用。这样往往产生两种资源的闲置与浪费。经济改革开放以来,房屋和土地使用权作为商品,开始逐渐进入市场,带来了中国不动产(俗称房地产)市场的振兴。由于人民生活水平的提高,不少民众开始自行购置住宅以改善居住条件,亦有不少民众将购置不动产作为投资储蓄的一个重要手段。由于经济的发展不少企业集团亦开始大规模批租土地,兴建楼宇,以扩大生产办公空间,并将不动产投资作为企业长期投资的一个重要组成部分。在这两股强大的社会需求力量的推动下,一股不动产投资热正席卷神州。为了建立和健全中国的不动产市场,当务之急是须培养和教育一大批不动产的专业骨干。遗憾的是市面上除了一些介绍不动产的资料书以外,几乎找不到不动产投资学方面的中文教科书。为了补救这个缺憾以利国内不动产教育的国际化和普及化,我们遂不揣浅陋决定这本书的写作。

本书以现代投资学理论为框架,将不动产投资分析加以系统化的重新组织,并将不动产与证券投资等有机地联系起来,成为现代综合投资的一个不可分割的重要组成部分。我们认为综合投资的概念在中国的普及有十分重要的现实意义。由于近年来经济发展带来的不动产市场的繁荣,造成许多沿海开放城市不动产投资回报率大大超过一般投资回报率。这个现象使不少投资机构和个人相信,投资不动产是稳赚不赔的。因此,他们往往将所有资金全

2 不动产投资概论

部倾注在不动产投资上。然而由于经济发展的周期性和不动产市场的成熟,事实上,不动产的投资已有相当大的风险及机会成本。从1994年初开始,不动产市场进入了整顿调整时期,不少地区不动产价格有所下降,故今后不动产市场已不再是稳赚不赔了,也就是说投资者必须分析不动产的需求及投资远景,并且考虑个人资产组合的风险与报酬之偏好。因此有关不动产投资的财务分析日渐重要。

另外,中国的经济正向市场化和专业化迈进,各种新的机构投资者陆续出现,例如各种退休基金与住房储蓄基金制度的成立。这些庞大的基金必有一大部分投资于不动产。因此,运用现代投资组合理论于不动产投资更有其重要性。在这种背景下我们写这本书,希望能提供中国有志于了解不动产投资的青年学子一些重要的基本概念。也希望能借助我们的论点引起学界对不动产相关问题之重视,以达到抛砖引玉之目的。

当我们着手写这本书时,三个作者都还在美国。由于本书大部分完成于美国,因此就资料与制度方面较偏重美国,这一点实属无奈。另一个原因则是因为,有关不动产的交易与融资制度以美国最为完备,许多年来行之有效的制度只存在于美国(例如不动产融资的次级市场),因此,介绍美国制度颇有他山之石可以攻玉的意味。再者,随着中国经济的发展,房地产项目的规模越搞越大,必须通过各种渠道进行融资。由于美国执世界资本市场之牛耳,深入了解美国不动产投资的评估与分析对房地产向国际融资资本将颇有助益。

由于本书以现代投资理论为基本框架探讨不动产投资议题,研习本书的读者,如果具有经济学和财务学的知识,对本书之内容应能得心应手。另外,我们顾虑到一些读者在经济学和财务学方面训练不足,所以,在运用到财务理论的地方我们都不预设读者之修

业程度,而尽量从基本的观点谈起。有一些观念及工具,更辟专章介绍。但疏忽之处在所难免,读者若觉得本书之讲解过于深奥,我们竭诚欢迎您来函赐教。

本书之目标读者群

本书之目标读者以一般大专不动产投资概论之课程选修学生为主。亦即本书可作为一般大专不动产投资概论之课程用书。不过,由于在撰写的过程中都尽量从基本的观点谈起,由浅入深,因此,将难度较高的章节加以适度的剪裁,亦可适用于其他教学使用。此外,有心进一步了解不动产投资的朋友,亦可依照自己的背景知识选读有兴趣的章节。

本书之架构

本书共分三篇计十五章。第一篇是导论,主要介绍不动产的基本性质和分析所用的主要数学工具。第二篇和第三篇是本书的主体。第二篇是投资分析,包括七章;第三篇是融资分析,共五章。在第二篇中,我们首先以第四章介绍不动产投资和一般投资的差异。我们并介绍不动产之资金投入方式与开发程序。第五章介绍不动产资产的评价方法。一般不动产有唯一性,也就是两笔不动产之间可能因为区位、结构等因素而造成价格差异而缺乏同一性时,投资者如何有效的判定一笔不动产之价值,当然是从事投资的一个主要课题。第六章介绍传统的不动产报酬与风险分析方法;第七章则介绍较新的报酬与风险分析方法;第八章则介绍当代的投资报酬与风险之间的关系。我们详细讨论资产定价模型以为第九章评估不动产投资绩效的基础。第十章则讨论收益性不动产。

第三篇共五章,主题是不动产的融资。不动产交易需要庞大的资金,因此融资为不动产交易中重要的一环。融资成本之高低,往

4 不动产投资概论

往决定投资计划的可行与否。第十一章先介绍金融市场,然后再介绍不动产融资在金融场所扮演的角色与所占比例;第十二章则讨论有关抵押贷款后,借贷双方的权益;第十三章介绍各种固定利率的贷款方法,和在固定贷款支付下的一些融资决策问题;第十四章讨论变动利率法与其兴起的原因;第十五章则讨论次级不动产抵押贷款之意义与功能,介绍美国政府如何以政府的力量,辅助抵押贷款的次级市场,使资金之流通能够顺畅。

本书之使用法

本书之编写以大专院校商学科系不动产概论课程为使用对象。本书之一至七章介绍不动产投资的基本性质与分析工具。不论在何种课程使用,学习者都必须对这些章节了若指掌,后面的分析才能得心应手。第八章介绍财务学界有名的资本资产订价模型。介绍这个模型的用意在于帮助读者了解第九章的第三,四节。由于这一部份牵涉到较艰深的财务理论,使用班级若无财务学之背景,则授课老师可考虑省略。另外,第十章的第四节因为案例较复杂而又和中国之情形稍有出入,授课老师也可考虑省略。

第三篇主要探讨不动产的融资问题。其中第十二章介绍不动产产权与借贷双方之权益。因为该章偏重美国的情形,授课老师可考虑以本国之法律制度取代或直接省略。第十三章介绍各种固定利率贷款方法,其中第八节讨论融资决策的问题,计算过程繁复。授课老师可考虑省略该节。

致谢

本书之完成得力于许多人之帮忙及鼓励,无法一一致谢。我们要特别感谢上海人民出版社陈昕社长对本书出版的大力支持。上海财经大学副校长谈敏,台湾大学管理学院院长林煜宗与上海复

旦大学管理学院院长郑绍濂对本书的出版亦多次表示关怀和鼓励,特此致谢。纽约大学金融系教授刘言骏为本书提供了大量的资料和数据,在此我们特表感谢。梅建平特别感谢普林斯顿大学坎普、邹至庄,上海财经大学黄树颜,复旦大学郑绍濂、李贤平等教授的授业之恩。廖咸兴特别感谢台湾大学管理学院院长林煜宗及财金系师长与同仁的关怀与指导。本书作者还要感谢上海人民出版社秦建洲先生,他为本书的修改及编辑提供了许多宝贵的意见,对本书出版贡献甚巨。最后,本书作者要感谢家人们在写书过程中的耐心与支持。

第一篇 导论

- 第一章 不动产投资简介
- 第二章 不动产的基本性质
- 第三章 不动产投资与融资分析的数学基础

第一章

不动产投资简介

学习目标

读完本章后,学习者能够

1. 初步了解为什么要投资不动产。
2. 初步了解不动产投资所面对的各项议题。

摘 要

由于经济的蓬勃发展,国民财富增加,不论个人或企业,对于投资一事愈来愈热衷。不动产俗称房地产,由于在高通货膨胀期间具有“保值”能力,而且根据研究,在长期内,又具有高投资报酬率的表现,因此成为重要的投资工具。

本章从不动产投资的报酬与风险来讨论,为什么要投资不动产。此外,本章亦对不动产投资所面临之课题做一综合性的说明。

第一节 前言

所谓“不动产”，一般系指“土地及附着于土地上的改良物”。其中所谓的改良物(Improvement)，包括建筑物、道路、停车场、水电设施等。因此，不动产虽然俗称“房地产”，其意义不仅止于土地及房屋，更包括开发后附着于土地上的各种结构物及设施。例如，建筑物、道路、停车设施、水电管线、亭园植栽等。

不动产投资与其他资产有许多显著的不同。其中最大的不同在于不动产市场中，一笔交易的完成，除了买者与卖者外，还需要有辅助市场运作的参与者。这些参与者包括金融机构、建设公司、地方政府、法院、律师、估价师、不动产经纪人等。他们各自提供专业服务以帮助错综复杂的市场交易顺利进行。由于不动产投资所牵涉的范围非常广，除了一般投资与财务的分析，对于不动产所独有的特征及相关法律也必须有相当的了解。因此，为了涵盖所有与不动产投资相关的课题，本书不但从投资学与财务分析的角度讨论不动产投资，也将对不动产投资所牵涉到的法律问题做一简要的探讨。

第二节 为什么投资不动产

在现代经济社会中可供作投资的工具有很多(如股票、债券、期货、珠宝、黄金等)，为什么我们要考虑不动产投资呢？相对于其

6 不动产投资概论

他资产投资,不动产投资有什么特别的优点?由于任何一种投资包含了两个最基本的元素:报酬与风险。因此本节将从这两个角度来讨论上述两个问题。

就一般经验而言,在经济快速繁荣的地区,不动产的需求会伴随经济活动的增加而成长,在供给不易增加的情形下,不动产价格会大幅上涨。许多不动产投资人因此在极短的期间获得巨大的财富。近 20 年的香港地区、台湾地区、及近 5 年的中国沿海都市都是明显的例子。但是房地产价格飞涨的历史经验,并不表示不动产投资真是稳赚不赔。如果不动产投资真是稳赚不赔,那不动产投资岂不是太简单了,只要拼命抢购就行了。然而事实上,不动产投资仍包含了许多不确定的因素。例如,在不动产价格过高的情形下,往往紧接着就是相当程度的回挫。一般人都知道任何投资,只要能低价买进、高价卖出就能获利。不动产也不例外,但是何时是低价,何时是高价却不易断定。例如,在 80 年代末期,由于股票市场繁荣及外国投资者涌入,纽约房地产价格已到达高点,但是许多日本投资者就不认为这是“高价”而继续跟进投资。然而随之而来的不景气,却使这些投资者受到重大损失。另外,在中国经历了 1989 年的政治风波后,一般人以为会对投资环境造成打击,因此不仅大陆房地产市场甚至香港的房地产市场也大幅下跌。然而中国政府坚持经济开放的政策,经济成长快速,造成沿海城市不动产价格的巨幅攀升。

不动产投资除了有上述的涨跌风险外,还有另一种风险——“流动性风险”。不动产的卖出不像其他资产可以透过一个公开的交易市场来进行,产权的移转需要完成许多法定的程序,而且所需资金庞大,需要融资活动介入。因此不动产从决定出售到取得出售所得的现金,往往需要相当长的时间。所以不动产投资人还须考虑自己未来对资金周转的需要。

此外,由于不动产具有其他资产所没有的一些特质,因此政府对不动产市场的状况相当注意,并进而对不动产的投资开发与使用制定法律与规定加以管制。所以,在进行不动产投资时,还要注意政府的现行政策以及未来可能的变化。在第二章中将针对不动产的一些基本性质加以说明。不动产投资的特征则于第四章加以介绍。

以上简单探讨了不动产投资可能面临的风险。至于不动产的报酬,经过学者专家的研究统计发现,以近 20 年的平均来看,不动产的投资报酬率比股票及债券高出甚多。以纽约大学梅建平与刘言骏两位教授在 1992 年发表的一篇研究美国不动产的论文为例,按月来说,不动产的平均报酬率高于小公司股票 0.1 个百分点,高出大公司股票 0.46 个百分点,高出债券则更多。(请参见表 1-1)

表 1-1 投资报酬率之比较*

资产类型	超额月报酬率(%) *	标准差
加权股价指数	0.268	4.866
不动产投资信托组合	0.729	4.964
政府债券组合	0.022	3.327
小型股票组合	0.628	6.675

* 超额报酬率系将报酬率扣除无风险报酬率而得。此处无风险报酬率系采用美国 30 天国库券之月利率。

此外,学者专家们的研究亦指出,不动产在通货膨胀期间具有保值的功能,因此不动产投资在通货膨胀期间特别受到投资者的青睐。

必须特别提醒读者注意的是不同的不动产类型,其报酬的变化有显著不同,因此本书另辟专章分别探讨收益性不动产(或商业性不动产)以及住宅性不动产的投资报酬。