

普通高等教育“十一五”规划教材  
PUTONG GAODENG JIAOYU SHIYIWU GUIHUA JIAOCAI



FANGDICHAN TOUZI YU FENXI

# 房地产投资与分析

胡晓龙 主 编  
石 薇 郜振华 田一淋 副主编  
成 虎 主 审



中国电力出版社

<http://jc.cepp.com.cn>

3.35-43

4

普通高等教育“十一五”规划教材  
PUTONG GAODENG JIAOYU SHIYIWU GUIHUA JIAOCAI



FANGDICHAN TOUZI YU FENXI

# 房地产投资与分析

主 编 胡晓龙  
副主编 石 薇 郜振华 田一淋  
主 审 成 虎



中国电力出版社

<http://jc.cepp.com.cn>

## 内 容 提 要

本书为普通高等教育“十一五”规划教材，全书内容包括绪论、房地产投资环境分析、房地产市场分析、房地产项目融资方案择优、房地产投资财务分析、房地产投资项目的国民经济评价和社会评价、房地产投资风险分析、房地产投资决策分析、房地产投资可行性研究等。

全书坚持理论与实践相结合，各章都附有案例分析。为了便于读者理解和掌握，各章都有小结，还配有思考题。

本书可作为高等院校工程管理、房地产经营管理相关专业教材，也可作为从事房地产行业相关工作人员的参考用书。

## 图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资与分析/胡晓龙主编. —北京: 中国电力出版社, 2008

普通高等教育“十一五”规划教材

ISBN 978-7-5083-7842-8

I. 房… II. 胡… III. 房地产-投资-分析-高等学校-教材  
IV. F293.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 140067 号

中国电力出版社出版、发行

(北京三里河路 6 号 100044 <http://jc.cepp.com.cn>)

北京市同江印刷厂印刷

各地新华书店经售

\*

2008 年 11 月第一版 2008 年 11 月北京第一次印刷  
787 毫米×1092 毫米 16 开本 11.75 印张 282 千字

定价 19.00 元

敬告读者

本书封面贴有防伪标签，加热后中心图案消失  
本书如有印装质量问题，我社发行部负责退换

版权专有 翻印必究

# 前 言

为贯彻落实教育部《关于进一步加强高等学校本科教学工作的若干意见》和《教育部关于以就业为导向深化高等职业教育改革的若干意见》的精神,加强教材建设,确保教材质量,中国电力教育协会组织制订了普通高等教育“十一五”教材规划。该规划强调适应不同层次、不同类型院校,满足学科发展和人才培养的需求,坚持专业基础课教材与教学急需的专业教材并重、新编与修订相结合。本书为新编教材。

房地产投资作为投资活动中的一种,与其他投资方式相比,既有投资的共性,也有自身特有的个性。房地产业作为我国国民经济的基础产业和支柱产业,其发展离不开投资的支持,没有房地产投资,就没有房地产业的存在和发展。因此,研究房地产投资对于我国房地产业的发展具有重要的意义。

本书共分9章。第1章对房地产投资分析进行概述性介绍;第2章以投资者的角度,对房地产投资环境的特点和内涵及评价方法等进行详细的介绍;第3章进行房地产市场分析;第4章介绍房地产投资项目投资的基本构成,并阐述房地产投资项目的资金筹措渠道,融资方案择优的方法和程序;第5章对房地产项目财务分析的具体目标、相应的财务评价指标、评价程序进行详细介绍;第6章介绍房地产投资项目的国民经济评价和社会评价;第7章分析房地产投资中可能存在的风险类型,介绍了多种衡量和评价房地产投资风险的定量分析方法;第8章进行房地产投资决策分析;第9章进行房地产投资项目的可行性分析。

全书坚持理论与实践相结合,除绪论及第6章外其余各章都附有案例分析。为了便于读者理解和掌握,各章还配有思考题。本书可为从事房地产业的相关工作人员及高等院校相关专业师生提供参考。

本书由上海大学房地产学院胡晓龙主编。编写工作分工如下:第1、第2章由郜振华编写,第3、第4章由胡晓龙编写,第5、第6、第7章由石薇编写,第8、第9章由田一淋编写,胡晓龙负责统稿工作。

本书在编写过程中,参阅了中外大量专业资料、著作和论文,自此谨向作者表示深深的谢意。上海大学的领导、东南大学的成虎老师、张建坤老师及中国电力出版社的编辑对本书的写作和出版给予了大力的支持和帮助,在此也向他们表示感谢。

由于编者水平有限,加之时间仓促,书中错误和不妥之处在所难免,恳请广大读者和同行批评指正。

编 者

2008年8月

## 目 录

前言	
<b>第1章 绪论</b> .....	1
1.1 房地产投资概述 .....	1
1.2 房地产投资分析与决策 .....	7
1.3 房地产投资分析与决策的相关术语诠释 .....	9
1.4 房地产投资分析与决策的目标和任务 .....	12
本章小结 .....	12
本章基本概念 .....	13
本章思考题 .....	13
<b>第2章 房地产投资环境分析</b> .....	14
2.1 房地产投资环境概述 .....	14
2.2 房地产投资环境分析的特点与构成要素 .....	15
2.3 房地产投资环境分析方法 .....	18
2.4 房地产投资环境分析案例 .....	29
本章小结 .....	37
本章基本概念 .....	37
本章思考题 .....	37
<b>第3章 房地产市场分析</b> .....	38
3.1 房地产市场的一般问题 .....	38
3.2 房地产市场分析的内容体系与特点 .....	40
3.3 房地产市场调查的方法和程序 .....	42
3.4 房地产市场预测的种类和方法 .....	51
3.5 房地产市场分析案例 .....	52
本章小结 .....	58
本章基本概念 .....	58
本章思考题 .....	59
<b>第4章 房地产项目融资方案择优</b> .....	60
4.1 房地产项目的投资构成 .....	60
4.2 房地产融资渠道 .....	61
4.3 房地产项目的资金成本与融资方案择优 .....	65
4.4 房地产项目融资决策分析案例 .....	71
本章小结 .....	74
本章基本概念 .....	75
本章思考题 .....	75

<b>第 5 章 房地产投资财务分析</b>	76
5.1 房地产投资财务分析的目标、原理与程序	76
5.2 房地产投资财务数据估算	81
5.3 房地产投资财务分析基本报表	86
5.4 房地产投资财务分析指标	93
5.5 房地产投资财务分析案例	98
本章小结	108
本章基本概念	108
本章思考题	109
<b>第 6 章 房地产投资项目的国民经济评价和社会评价</b>	110
6.1 房地产项目国民经济评价概述	110
6.2 房地产项目国民经济评价的方法和程序	112
6.3 房地产项目社会评价概述	122
6.4 房地产项目社会评价的方法和程序	126
本章小结	129
本章基本概念	129
本章思考题	129
<b>第 7 章 房地产投资风险分析</b>	130
7.1 房地产投资风险概述	130
7.2 房地产投资风险的定性测度与评价	135
7.3 房地产投资风险的定量测度与评价	135
7.4 房地产投资风险处置	142
7.5 房地产投资风险分析案例	144
本章小结	147
本章基本概念	147
本章思考题	147
<b>第 8 章 房地产投资决策分析</b>	148
8.1 房地产项目投资决策概述	148
8.2 房地产投资项目的方案比选	154
8.3 比选指标的应用	158
本章小结	165
本章基本概念	166
本章思考题	166
<b>第 9 章 房地产投资可行性研究</b>	167
9.1 房地产投资可行性研究概述	167
9.2 房地产投资可行性研究案例	169
本章小结	179
本章基本概念	179
本章思考题	179
<b>参考文献</b>	180

## 第1章 绪 论

房地产业是高风险、高收益的行业,随着我国房地产开发领域法律的完善、操作的规范以及竞争的加剧,房地产开发的利润空间正逐渐缩小,风险也在加大。对投资者而言,如果对房地产、房地产投资的特殊性及其相关规律缺乏了解,盲目的投资必然带来不可估量的风险。因此,在进行房地产投资前,需要充分掌握信息,对房地产业、房地产投资的基本特征有一个全面、清晰的认识,才能在房地产投资的决策中知己知彼、百战百胜。

本章将对房地产投资分析进行概述性介绍,着重介绍房地产投资的特点、构成和影响因素,以及房地产投资分析的内容和基本方法。

### 1.1 房地产投资概述

#### 1.1.1 房地产的概念

房地产,是指土地、建筑物及其他地上定着物的总称。土地,是指地球的表面及其上下空间。建筑物,是指人工建筑而成的东西,包括房屋和构筑物两大类。其他地上定着物是指与土地、建筑物不能分离,或虽然能够分离,但是分离就会破坏土地、建筑物的功能或完整性,或使其价值明显受损害的物体。房地产可视为是实物、权益和区位三者的结合。实物是看得见、摸得着的部分,例如建筑物的结构、设备、装修、外观等;权益是无形的、不可触摸的,包括权利、利益和收益,例如所有权、使用权、抵押权、租赁权等。实物是权益的载体。同一实物的房地产,如果权益不同,价值就会有所不同。

房地产与其他物品相比,有着明显的自身特征,具体来说,房地产的特性主要有不可移动性、独一无二性、寿命耐久性、数量有限性、用途多样性、相互影响性、使用限制性、投资消耗性、难以变现性和保值增值性共十大特性。

##### 1. 不可移动性

土地的不可移动性,决定了其地上建筑物的位置固定性,进而又产生了房地产的地区性和个别性。世界上没有任何两宗房地产是完全相同的,因为即使其建筑物完全相同,其位置也是不相同的,即每宗房地产都拥有自己的自然地理和社会经济位置。

房地产的这种区位固定性也使得房地产市场只能是地区性市场,受区域因素的影响很大。虽然任何资产在某一时刻都有一个具体的位置,但房地产的位置是不可移动的,而其他资产的位置是随时可以改变的,因此区位对价值的决定作用几乎是房地产所独有的。同一实物和权益的房地产,如果区位不同,价值也会有所不同,进行投资开发的风险也会有所不同。这从一方面体现了针对不同地段条件下产生的多方案进行多目标投资决策研究的重要性。

##### 2. 独一无二性

房地产的不可移动性,派生出了其独一无二性,即房地产不像人工或机器的制造品那样整齐划一。由于坐落的位置和周围环境的不同,决定了实质上的不同。

### 3. 寿命耐久性

土地被认为是不可损毁的，它不可能从地球上消失，其上的建筑物一经建成，其寿命可达数十年甚至上百年，对于其他商品来说是相对“永久”的。这使得房地产成为最好的抵押品，为房地产投资者融资带来方便。

### 4. 数量有限性

土地是自然的产物，不能被人工生产出来，所以土地是有限的、不可再生的，它不会随着人口的增加、建设的扩展而增加。人口的增加只会导致土地的供不应求。土地的稀缺性使得土地具有巨大的升值潜力，使得房地产成为一种高回报的投资工具。

### 5. 用途多样性

用途多样性主要是单纯的土地所具有的。土地上一旦建有建筑物，用途即被限定，一般来说难以变更。土地用途的多样性使得同一块土地的利用在不同用途及利用方式之间出现了竞争和优选的问题。从经济角度来看，土地利用选择的一般顺序是：商业、办公、居住、工业、耕地、牧场、放牧地、森林、不毛荒地。

### 6. 相互影响性

房地产的价值不仅与其本身的状况有直接关系，还取决于周围其他房地产的状况，受邻近房地产用途和开发利用的影响比较大。相互影响性即经济学中的外部性，这种外部影响有正有负。

### 7. 使用限制性

房地产的相互影响性，使得世界上任何国家和地区对房地产的使用和支配都有一些限制，从而增强公众安全，保护公共利益，促进城市合理布局，减少房地产外部影响的负面性。政府对房地产的限制主要通过四种特权来实现：警察权、征用权、征税权和充公权。房地产的易受限制性还表现在其不可移动性，房地产的不可移动性决定了未来制度、政策变化的影响不可避免，这也说明了房地产投资的风险性。

### 8. 投资消耗性

房地产的投资额度非常高大。房地产生生产和经营管理的每一个环节都要投入大量的资金，如房地产开发商获得土地的地价成本和房屋的建筑成本都相当高，开发者往往难以完全依靠自有资金进行房地产投资，因此，在房地产开发和经营中，金融支持是房地产发展必不可少的条件。

### 9. 难以变现性

房地产由于价值量高，加上不可移动性和独一无二性，使得同一宗房地产的交易不频繁，一旦需要交易，要花费较长的时间来寻找合适的买主和进行讨价还价。所以，房地产具有难以变现的特点。

### 10. 保值增值性

在正常的市场条件下，从长期来看，土地的价值呈上升趋势，土地资源的有限性和固定性制约了房地产不断膨胀的需求，需求增加导致稀缺性增加，使房地产价格，尤其是良好地段物业的价格有长期上涨的趋势。房地产的保值增值性是从房地产价值变化的总体趋势来说的，并不排除房地产价值随着社会经济发展的波动而波动。

#### 1.1.2 房地产投资的概念及内涵

投资是一种经济活动，是创造财富、增加财富和保护财富的一种手段。投资在经济学中



被定义为将现在的消费通过某种媒介转移为将来的消费的行为。它具有三个基本要素：一是当前的资金投入；二是将来的收入或资本增值；三是实现将来的收入或资本增值的投资媒介。房地产投资，是投资的一个子类，是投资者为了获得未来货币的不确定增值，以多种方式预先垫付一定量的货币、实物与无形资产，进行开发、经营房地产业的行为。以下将从房地产投资方式、房地产投资的主体构成、房地产投资的资金构成等方面分别阐述房地产投资的内涵。

### 1. 房地产投资的产生条件

房地产的物质形态是房屋及与房屋相关的土地，房屋和土地是人类赖以生存的基本物质基础。人类从远古时代就开始利用房屋和土地，在私有制的条件下，房屋和土地成为一种财产权利，形成房地产；在小商品经济条件下，围绕房地产所产生的经济关系基本上是自给自足的产品经济关系；商品经济得以充分发展后，房屋和土地才得以商品化并进入市场，构成房地产业生产经营活动的客体，从而产生了房地产投资。进行房地产投资需要具备以下的基本经济条件：

(1) 房屋和土地进入市场是进行房地产投资的前提条件。房屋和土地并非天生就是商品。在奴隶社会和封建社会主要是自给自足的自然经济，房屋仅是一种劳动产品或建筑产品，建筑房屋主要供建筑者自己居住，尽管房屋的出售和出租活动也偶尔出现，但房屋尚未成为一种为交换而生产的商品。进入商品社会，一切东西都成为商品，包括房屋和土地。至此，房屋不仅是一种劳动产品或建筑产品，而且成为一种建筑商品，具有商品属性，为交换而生产，通过市场和商品交换最终实现价值。此时房地产商品开始成为资本投资以获取平均利润的新领域，房地产投资应运而生。

(2) 工业化和城市化是房地产投资发展的主要推动力。工业化和城市化的兴起和发展使土地具有多种用途，工业用地、商业用地、居住用地等非农业生产用地的比重不断增大，不仅大大提高土地价格，也促使土地的开发运用走上商品化道路，推动土地作为特殊商品进入市场。城市化扩大了房、地产品的需求规模并使其呈现集中化趋势，促使房、地产品作为商品来生产和供给，推动了房地产业生产经营活动的专业化、商品化和社会化。

(3) 经济发展为房地产投资提供经济基础。房地产投资是整个社会经济发达的“晴雨表”。房地产业的先导性和基础性决定了房地产投资规模或投资率能直接反映经济发展与停滞状态，且其灵敏性和准确性相当高。当经济萧条时，房地产投资大量减少，房地产业率先“滑坡”；当经济复苏时，房地产投资又会随之大量增加。

### 2. 房地产投资的方式

房地产投资方式是指投资房地产的可能途径，可从两个方面加以讨论：一是各种引导资金进入房地产市场的方法；二是可作为房地产投资对象的各种类型的房地产。前者可称为房地产投资的资金方式，后者可称为房地产投资的资产方式或房地产投资开发的对象。

(1) 从房地产投资开发的对象来看，房地产投资开发的对象包括以下几个方面。

1) 土地。作为房地产投资对象的土地有两类：一是旧城区，二是新区。旧城区投资的土地属于房地产的二次开发，是由于原有城区因使用性质改变或城市老化、房屋陈旧、破损或基础设施改造而进行的投资建设。因此从事旧城区土地投资开发，若对城市的发展规划、城市经济的成长分析预测不够的话，将会承担极大的风险。

新区开发指的是新征土地的开发，其主要经济活动是征用农村集体所有的土地，并进行

土地改造或基础设施建设。新区开发成败的关键在于使用性质是否把握准确，基础设施、配套设施、公共服务设施的建设是否完备。

2) 住宅。住宅历来是房地产投资的主要对象。由于城市化进程的加快以及居民对改善居住条件的愿望强烈，在今后相当长的一段时期内，住宅始终是房地产投资的首选对象。住宅投资成败的关键是市场定位是否准确、配套设施是否完善、价格定位是否合理、营销力度是否到位等。

3) 写字楼。随着城市经济的发展，大城市、新兴城市会吸引大量的企业开设公司和办事处，这就需要大量的办公场所，写字楼因而成为投资热点。

4) 商场、酒楼、旅店。商场、酒楼和旅店的投资回报较高，通常是房地产投资的热点，但由于这类物业无明确的租约保障、无固定的消费对象（尽管可以通过市场细分，明确市场定位），竞争往往激烈，投资风险很大。这类投资对象经营收益的高低不仅取决于自身的环境条件、经营方略，还取决于区域经济发展状况。

5) 工业厂房和仓储性物业。工业厂房和仓储性物业的投资风险相当高。因为工业厂房和仓储性物业的需求受经济状况特别是区域经济状况的影响很大，工业厂房和仓储性物业可以分为两类：一类是多用途的，一类是单一用途，后一种的风险非常高，尤其在我国，目前尚处于产业结构调整时期，不确定性很大，风险很高。

6) 休闲性物业。休闲性物业指那些具有娱乐、休闲性质的房地产，如健身中心、游乐场、影剧院、养老院以及各种俱乐部性质的网球场、高尔夫球场等。

(2) 从房地产投资的资金投入方式来看，目前，我国的市场尚不完备，房地产投资资金来源渠道很少，一般情况是，通过各种途径筹集资金（主要是自有资金和银行贷款），然后进行房地产开发，通过出售或出租收回投资，实现利润目标，然后进行下一轮投资。所以，风险相对较大。在国外，为了吸引一般大众投资，已经开发了较多金融衍生产品，如房地产信托、房地产辛迪加、房地产抵押贷款证券等。随着我国市场经济的发展，这些投资方式将会被逐渐引入和发展。

### 3. 房地产投资的构成

房地产投资的构成包括两方面的含义：一是房地产投资的主体构成；二是房地产投资的资金构成。

首先，从投资主体构成来看，投资主体指直接从事房地产投资活动的投资者。它是相对于间接投资者而言的，例如一般房地产股票、债券的持有者，房地产信托资金的存入者，房地产信托资金的发放者等都不被视为投资主体。房地产投资主体主要有国家、企业和个人。

(1) 国家。当前在我国，国家仍是主要的投资主体。一方面大量的投资行为是国有企事业单位进行的；另一方面，重大的房地产投资项目中，很多是国家投资。

(2) 企业。企业是房地产投资主要的主体。我国目前专业的房地产投资企业较少，投资活动主要由房地产开发企业承担，其他企业也有从事此项活动的，但多数为自用投资建设，不以营利为目的。

企业和国家作为投资主体的主要差别在于，企业是纯营利性的，而国家则是将全局利益和政治需要放在首位。

(3) 个人。个人作为投资主体一般只能从事房地产买卖，如果个人要从事房地产开发等投资活动，必须先注册为企业法人才能进行投资。

其次, 房地产投资需要巨额资金, 非一般投资者所能负担。通常开发一个项目需要利用各方面资金。从投资资金构成来看, 有如下几种。

(1) 企业自有资金。企业自有资金包括企业自我积累的资金、主管部门划拨的资金和联营单位提供的资金三部分。对于这些资金, 房地产开发商可以自行支配, 长期拥有。2004年4月28日, 国务院发出“关于提高部分行业固定资产投资项目资本金比例”的通知, 其中, 房地产开发项目的资本金比例提高到35%及以上, 也就是说, 房地产开发项目的自有资金比例不得低于35%。

(2) 信贷资金。房地产投资者向银行或非银行金融机构借入的资金即信贷资金。它包括短期透支贷款、存款抵押贷款、房地产抵押贷款、担保贷款等。

(3) 集资。房地产投资者通过发行债券和股票筹集到的社会闲散资金。

(4) 利用外资。外资是房地产投资者吸收到的外国政府、境外财团或个人投资的钱。外资的形式多种多样, 包括合资、合作、入股、贷款、股票、债券等。

(5) 财政资金。财政资金是国家作为投资主体投入的钱。我国目前作为房地产投资的财政资金一般是以贷款形式发放的, 使用单位收回投资后要加利偿还, 资金的使用一般有特定用途。

(6) 销售收入。房地产投资者利用房地产项目建成之前预先收取的销售收入作为后期房地产开发的资金。

(7) 承包商带资承包。承包商以垫付部分工程款为代价, 获得开发项目施工任务而形成的房地产投资。

### 1.1.3 房地产投资的特点与利弊分析

#### 1. 房地产投资的特点

与其他投资活动相比, 房地产业的特性决定了房地产投资也具有其自身的一些特征, 表现在以下几个方面。

(1) 投资额大。房地产业是一个资金密集型行业, 从购置土地到建造不动产, 少则几百万元, 多则数千万元, 甚至数亿元。由于房地产项目在未完全配套建成之前, 不具有使用价值, 只有到了全部建成后才能发挥其功能, 这就使房地产开发投资必须在建设过程中一次性支出全部费用, 加大了房地产投资的强度。

(2) 投资回收期长。房地产投资要经过投资前期(投资机会研究、投资项目建议、投资项目可行性分析、投资项目评估与投资决策)、投资实施期(项目设计、项目控制、项目管理、项目竣工验收)、项目营销或经营期等阶段, 一般少则一两年, 多则数年至十几年。房地产投资回收期一般需要几年甚至更长时间。投资者要承受长时间的资金压力和市场风险, 必须重视投资的前期工作, 尽可能避免风险损失。

(3) 投资风险大。房地产的不可移动性, 以及房地产投资数额巨大、回收期长等特点, 使得房地产投资在漫长的回收过程中可能受到多方面因素的影响, 风险较大, 如: 投资可能不能按期到位、建设周期可能会拖长、房地产市场可能不景气、社会可能发生动荡、材料价格可能上涨等。

(4) 投资回报率高。一般而言, 收益与风险成正比关系。房地产投资的数额巨大且风险较高, 必然使得投资者要求其有较高的回报率。但是就一个项目而言, 其回报率的高与低都是可能发生的, 这主要取决于投资的经济分析与风险分析的准确程度和投资者的决策水平。

## 2. 房地产投资的优劣势分析

基于房地产投资的以上特点,相对与其他投资,房地产投资显示出自身的优势和劣势。首先,从房地产投资的优势来看,其有利方面主要有以下几点。

(1) 投资房地产拥有较大的主动权和控制权。股票投资完全受股市的影响,个人对股价的波动没有什么控制力。而房地产投资则不同,投资者对房地产的类型、地点、形式、面积和价格等重要问题都有较大的个人控制权。投资者可通过房地产的买进卖出或翻新改建,不断投入资金,增加房地产的价值。

(2) 房地产投资,资本具有安全性、保值增值性。房地产通常被认为是具有很高安全系数的稳健资本。由于人口的增加和生产的扩大,对土地的需求量不断增大。但土地的供给却是有限的,供给的增长一般都低于它的需求的增长。因此,房地产在一般情况下不会贬值,而只会增值。房地产由于其本身的特性,一般不容易灭失,即使是发生战争也不能把土地毁灭,这也是房地产投资安全性的一个表现。

(3) 房地产投资具有比较高的杠杆率。杠杆率是债务与总资本的比值,反映的是投资者个人投入资金可以带动他人资金数额的程度。房地产投资者往往可以用相对较小金额的资金投资控制大额的房地产。高杠杆率意味着用较少比例的自有资金投入就可以带动他人较大比例的资金投入。

(4) 房地产投资具有避税因子。房地产被许多投资者当作一种合理避税的工具,因此房地产投资的收益就包括了避税收入这项内容。房地产的折旧、税前税后现金流的处理等都为合理避税提供了可能的条件。

其次,从房地产投资的劣势来看,其相对于其他类型投资的不利因素表现在以下几个方面。

(1) 房地产的变现能力差。房地产被认为是一种非流动性资产,不同于现金或支票等能随时兑现的流动性资产,它很难迅速无损地转换成现金。这是因为其销售过程复杂,耗用时间较长。房地产的变现能力差往往会使房地产投资者因为无力偿付债务而破产。

(2) 房地产投资的启动资金大。尽管房地产投资的杠杆率比较高,用较少比例的资金就可带动较大比例的资金,但需要投资者具有的资金基数仍比较大。特别是随着我国房地产市场的逐步规范化和政策制度的建立健全,对投资者进行房地产投资的自有资金实力要求也越来越高。

(3) 经营管理的负担重。房地产开发过程纷繁复杂,要牵涉大量的人力、物力和财力,在建成后的经营过程中,仍需要投资者或物业管理公司进行精心的管理,以获得所期望的现金收入。这使得房地产投资者要承担巨大的管理负担。

(4) 房地产价值的折损。房地产的价值会因为自然磨损、功能陈旧或者周围环境变化等原因而降低。自然磨损主要是指建筑物本身的磨损、老化,这通常可以通过维修进行弥补;功能陈旧有的可以弥补,例如建筑设备的更新等,有的则不能弥补,例如结构平面设计不合理等;周围环境变化引起的折损一般难以弥补,例如当地经济的萧条、周围环境的恶化都会使房地产价值下降。

(5) 房地产投资多涉及复杂的法律关系。房地产投资过程中,要涉及开发商、代理商、金融机构、购买者以及政府各个相关部门之间复杂的合同关系,涉及建设、销售、借贷、税收等多方面的法律法规,如果处理不当,就会给投资造成损失。

(6) 房地产市场的不完备给投资带来困难。房地产市场被认为是不完备的市场,进行投资决策所必需的数据资料往往难以得到而且不准确,这就给房地产投资造成了一定的障碍。

#### 1.1.4 房地产投资的影响因素

影响房地产投资的因素较多,主要有经济因素、社会因素、政治因素、政策法规因素等。

(1) 经济因素。影响房地产投资的经济因素主要有经济发展状况、居民储蓄和消费水平、财政收支状况、金融状况、居民收入水平等。

(2) 社会因素。影响房地产投资的社会因素主要有社会秩序、城市化水平、人口水平等。社会秩序包括当地社会的稳定性、安全性,当地居民对本地经济发展的参与感,对外来经济实力的认同感等。城市化意味着人口向城市地区集中,造成城市房地产需求不断增加,从而带动房地产投资的增加。每个人都需要一定的生活空间,随着人口的不断增长,必然会增加对房地产的需求,使得房地产价格上涨,进而刺激房地产投资。

(3) 政治和行政因素。影响房地产投资的政治和行政因素主要有政治局势、行政隶属变更、城市发展战略和城市规划等。

一个国家或某一地区政局稳定,奉行连续的有利于经济发展的政策,就会吸引很多国内外投资者投资于房地产,促进房地产业的发展。由于行政隶属变更,如将某个非建制镇升格为建制镇,或将某个市由原来的较低级别升格为较高级别,无疑会促使该地区的房地产价格上涨,从而促进房地产投资。而城市发展战略、城市规划、土地利用规划等法律规范对房地产投资都有很大的影响,特别是城市规划对房地产用途、建筑高度、容积率等的规定对投资的影响非常大。

(4) 政策法律因素。影响房地产投资的政策因素主要是土地、房产政策和房地产金融政策。首先,随着我国土地制度和住房制度改革的不断深化,使得房地产作为商品进入市场,保证了房地产投资具有较高的利润,从而会吸引大量投资。其次,金融政策、贷款政策对房地产投资有很大影响。因为房地产投资中的很大一部分来自贷款,贷款利率的高低对房地产投资的收益具有非常重要的影响。再次,有关房地产的税收政策对房地产投资的影响也非常大,房地产开发投资方面的税收政策合理,就会使得房地产投资增加,反之减少。

法律方面,影响因素主要是土地和房地产以及投资的相关法律的完整性、法制的稳定性和执法的公正性。相关的法律越完善、法制越稳定、执法越公正,对房地产投资的促进作用也就越大。

## 1.2 房地产投资分析与决策

### 1.2.1 房地产投资分析与决策的意义

房地产投资高收益与高风险并存,这一方面为投资者提供了获取高额收益的机会,另一方面也可能给投资者的投资带来较大的损失。投资者要谋求投资的成功,必须具有经济头脑和战略眼光,熟知市场状况,具备相关操作经验和技巧。进行房地产投资分析与决策,就是要求投资者运用自己及集体的知识与能力,全面了解影响投资项目的各种因素,并采取针对性措施,以保证较高的投资收益。一个好的房地产投资分析与决策还能为投资者提供科学的调查数据和投资策略,使投资者在强手如林的竞争中立于不败之地。

### 1.2.2 房地产投资分析与决策的内容

房地产投资分析与决策的研究内容可分为两大部分：基本原理部分和实务分析部分。

#### 1. 基本原理部分

基本原理是房地产投资分析与决策的基础，它不仅适用于房地产投资决策过程的经济分析，而且也适用于其他经济活动的分析，主要侧重理论分析和方法介绍。具体包括如下几方面。

(1) 投资的动态分析，主要包括资金时间价值及其计算公式、名义利率与实际利率、等值的含义，以及净现值、将来值、内部收益率、回收期等指标的计算方法。

(2) 投资方案的选择，主要包括短期条件下投资方案选择的条件与类型，独立方案、互斥方案、混合方案的选择方法，以及长期条件下独立方案、互斥方案、混合方案的选择方法。

(3) 物价变动投资分析，该项研究内容主要目的是对长期投资方案如何考虑通货膨胀的影响进行分析，内容包括物价变动时资金时间价值计算、物价变动时投资收益率、物价上升要素不同时投资方案比较、个别物价变动与实质价值等。

(4) 投资经济分析，主要包括传统的财务分析与现金流分析、项目的费用效益分析、项目的不确定性分析等。

(5) 风险分析，该项研究内容是房地产投资风险分析的理论与方法部分，包括一般传统的定性分析方法、概率分析方法、模拟分析方法等。

#### 2. 实务部分

房地产投资与决策的实务部分是房地产投资分析的基础理论与方法在实践中的具体应用和房地产投资分析决策的具体运作，更加强调了实务性或可操作性。具体包括如下几方面。

(1) 房地产投资决策分析，主要包括房地产投资目标分析、房地产投资要素分析、房地产投资对象分析、房地产投资类型分析等。

(2) 房地产投资成本分析，主要包括有关成本的含义，房地产开发成本、综合开发成本和经租成本的测算，房地产投资资金来源，资金筹措方案，筹资成本等方面的分析。

(3) 房地产投资收益分析，主要包括房地产投资收益类别与构成，现金流量、避税收入、销售收益、无形收益等分析，房地产开发利润和经租利润的测算等。

(4) 房地产投资风险分析，主要包括房地产投资风险的类别与特征，房地产投资商业风险、金融风险、购买力风险、变现风险、自然灾害风险等分析，以及房地产投资风险的处理、防范与评价。

(5) 房地产经营投资分析，该项内容为持有房地产实物资产的投资分析。主要包括特有用住宅的投资分析，利率变动时特有决策分析，边际税率，多期投资情况下的资本收益率，房地产持有和转让分析，经济折旧、避税折旧等。

### 1.2.3 房地产投资分析与决策的特征

对房地产进行投资分析与决策，要求分析人员具有科学严谨的工作态度和良好的专业知识与实践经验。一般来说，具有以下特征。

(1) 客观性。客观性是房地产投资分析决策的基本要求，它要求分析人员的分析数据、调查报告必须是真实可信的。客观性是保证分析决策结果正确的基础。

(2) 前瞻性。前瞻性是房地产投资分析决策的重要特征。分析人员不仅要告诉投资者当

前所面临的客观投资环境,更重要的是告知投资者未来可能的变化,如何利用与适应环境,对投资过程中可能遇到的潜在风险,要提出应对策略和解决办法。

(3)全面性。全面性是指分析人员要对投资活动的方方面面做出分析,从投资方向、投资形式、价格确定、市场需求、资金筹措到投资收益、投资风险等都要做出分析。

(4)责任性。房地产投资分析与决策的实质是为投资者出谋划策。一个好的投资分析决策可为投资者节省大量资金、获取巨额收益,反之,则可能给投资者造成较大损失。所以,分析人员要对自己的分析结果负责,但是这种责任仅仅是技术上和道义上的。

### 1.3 房地产投资分析与决策的相关术语诠释

房地产投资分析与许多人所熟悉的略微有所不同。在房地产投资中,无论是投资者个人认为的价值还是物业的销售价格,事先都不可能准确确定,投资者能够做到的是对这些数值确定一个区间。首先介绍一些基本的术语和概念。

#### 1.3.1 价格、价值与投资分析

##### 1. 基本概念

交易价格(transaction price)。交易价格是指实际交易过程中发生的历史价格。在缺乏正常市场干预的情况下,交易价格就是买卖双方议价的结果,因此,实际交易价格常常是人们预测未来可能交易价格的基础。

最可能销售价格(most probable selling price)。最可能销售价格是对未来交易中成交价的一种可能性估计。它是指在现行的市场条件下,按照目前某一物业的销售条件,在合理的时间范围内,对该类物业未来交易价格所作的预测。

市场价值(market value)。市场价值是评估人员常用的术语,它是指在一个具备公平销售所需要的一切条件下的竞争开放市场中,某一物业的最可能价格。

投资价值(investment value)。对于某一时点的投资者而言,某一物业作为投资的价值。

交易区间(transaction range)。业主在出售物业时将为该物业的交易价格设置一个较低的价格下限,而买方则将为此设置一个较高的价格上限。从业主即未来的卖方角度考虑,根据剩余未来收益的假设计算得出的投资价值是卖方在物业交易过程中所愿意接受的最低价格。只有当业主认为最可能销售价格大于投资价格的情况下,卖方才会考虑将物业出售。从潜在买方角度考虑,只有在买方认为投资价值大于最可能销售价格时,交易才有可能发生。如果一个交易要成功,买方所认为的投资价值必须大于卖方。买方考虑的重点是他将要支付的最高价格,而卖方则在考虑可接受的最低价。这两者的结合,就构成了交易价格的可能区间。

##### 2. 投资价值估测

投资者投资某一特定物业,实际上是投资一系列关于该物业在持有期内的现金流量产出能力以及在持有期结束之后的市场价值等方面的某种假设。投资价值可以通过权益现值加上债务现值来表达。债务现值就是获得的抵押融资总额或抵押贷款余额。权益现值由两部分组成,第一部分是项目持有期内的预期税后现金流量的现值;第二部分是在持有期结束时,通过处置物业得到的收益之现值。

可见,最可能销售价格与投资价值的区别以及他们之间的关系是投资决策的基础。投资房地产的目的是获得预期的未来财务利润,在预期未来收益额一定的情况下,房地产权益价格越低,预期的投资收益率就越高。股权现值的估算,首先取决于投资者对收益、经营支出、融资总额、融资成本与时间、销售价格及所得税等因素的假设。此外,还取决于投资者的机会成本,即相同风险程度的投资机会的收益率以及不同投资者对风险的偏好程度。

### 1.3.2 需求、供给与市场效率

作为市场的一部分,房地产市场具有一般市场的性质,符合一般市场定价原理,但是由于房地产市场环境的特殊性,房地产资产定价还具有其特定的市场特征。

#### 1. 需求与房地产价格

资源总是有限的,购买一种商品就意味着你对其他商品作出放弃,价格作为需求的内生变量,与需求成反比,即高价抑制需求,低价支撑需求。同时,需求也受到外生变量的影响,外生变量决定需求曲线形状和移动的程度。

图 1-1 描述了需求的内生变量(价格)的变化对需求曲线的影响。

横轴表示需求量,纵轴表示价格,需求曲线用  $L$  表示,当价格从  $P_1$  升高到  $P_2$  时,相应的需求量从  $Q_1$  减少到  $Q_2$ 。即价格的变动不会造成需求曲线的整体移动,而仅仅是沿着原需求曲线上的点运动(从点 A 运动到点 B)。

当价格不变,其他因素,如消费者收入等因素的变动,会造成需求曲线怎样的变动呢?图 1-2 描述了需求的外生变量的变化对需求曲线的影响。

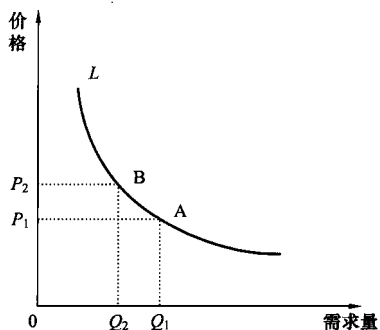


图 1-1 价格升高对需求曲线的影响

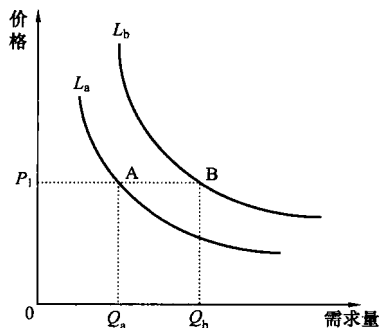


图 1-2 消费者收入的增加对需求曲线的影响

横轴表示需求量,纵轴表示价格,价格始终保持在  $P_1$ ,初始需求曲线用  $L_a$  表示,当外生变量(如消费者收入)增加时,需求曲线水平向右移动,从  $L_a$  移动到  $L_b$ ,需求量从  $Q_a$  增大到  $Q_b$ ,始终价格保持在  $P_1$  水平。

决定房地产资产需求曲线的位置和形状的重要因素如下:

(1) 潜在租户的数量。想要租房的人数增加将引起出租率的提高和空置率的降低。如果没有其他的变化,物业经营的净利润将得以提高,与其他投资机会相比,房地产投资将越来越具有吸引力。随着投资资本向房地产资产流动,房地产资产需求将增加。相反,如果想要租房的人数减少,这时将出现租金下跌、空置增加的局面,房地产投资的吸引力也随之下降,于是,投资资本向其他领域转移。这类转移是由于人口数量和构成、收入水平、就业分布和增长情况以及其他地理因素等的变化引起的。



(2) 经营支出的变化。相对于租赁收益而言,经营支出的增减将引起净利润的变化。这种收益能力的变化将改变人们拥有房地产的欲望,进而引起总的需求图式的移动。

(3) 从其他资产中可获得的收益率。其他领域预期投资收益率的变化,使得房地产投资者有可能被取代。流向房地产资产的投资资源因此发生变化,进而改变总体需求。

(4) 偏好。消费者偏好的变化将改变市场对租户所提供的物品和服务的需求,进而改变对生产空间的需求。随着消费者偏好的改变,空置率和出租率逐步调整到与新的社会商业条件相适应的水平,该地区的房地产(按现行价格)的营利能力也将有所变化。对住宅租赁空间的偏好也以同样的方式,甚至以更直接的方式影响公寓物业所有权的需求。

## 2. 房地产资产的供给

供给曲线比需求曲线更稳定,但也不是永远固定不变的。而且,供给曲线的移动与需求曲线的移动一样会改变均衡价格。同需求一样,这里也主要考虑影响供给曲线移动的量。

房地产的供给曲线的变化在很大程度上受生产成本的影响。如果成本下降,开发商将增大供应量,因而供给曲线将向右移动。较高的生产成本将引起完全相反的作用,供给曲线因此将向左移动。

生产过程中雇员价格是决定生产成本的主要因素。但是,即使雇员价格上升,技术进步也将降低总体生产成本。此时,在某一确定价格水平下,开发商仍愿意增加供给。这时供给曲线表现为向右侧的移动。

## 3. 房地产市场中的价格搜寻和市场效率

因为市场所产生的不同价格向人们提供了信息和各种激励,从而对稀缺物品和服务进行有效的配置,所以市场是一个有价值的经济机制。在公开拍卖市场上,所有市场参与者立刻可以了解到每一个竞争者的出价,因此对目前市场上所有产品的价格十分明确。而在低效率的市场中,人们需要较长的时间去综合信息,而且信息的获取有时变得十分昂贵,导致市场效率越差,价格搜寻程度就越高。结果是房地产市场从来不可能完全有效,市场价格由于诸多因素而不能反映实际供求状况。这主要由于:

(1) 信息的获取是困难而且昂贵的。如缺乏实质性的公开财务制度、缺乏集中市场以及各物业价格的可比性差等原因,使得获取房地产市场信息比股票证券市场信息要困难得多,相应的费用也要高得多。

(2) 交易成本高。房地产市场交易成本通常比证券市场高得多。这就阻碍了人们根据最新的消息对投资组合进行调整,进而延长了最新信息在市场价格上得以反映的时间。

(3) 产品异质。产品的可替代性对市场效率有着重要的作用。可接受的替代产品的数量有限时,卖方对产品的垄断性控制便开始出现。产品供给方面的垄断性控制阻碍了市场效率的发挥。

可见,房地产总量在短期内是固定不变的,但是市场上的可供应量即使在非常短的时期内也是一个变量。这是因为目前的物业所有者是否成为存量物业的净买主还是卖主,取决于他们对现行价格与长期拥有房地产的经济利润的比较结果。因此,从长期的角度来看,建筑成本影响资产市场的价格。但是,由于市场的无效率特征,现行市场价格可能会明显地高于或低于建筑成本,从而增加了企业的投资风险,这就决定了广告营销与价格发现在房地产投资中具有更为特殊的意义。