



## 第一章

# 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到了房地产开发经营和中介服务活动中，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，管理和服务的质量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

付 20%~30% 的股本金用做前期投资或首期付款也是如此。房地产投资的巨额性往往使众多的投资者望楼兴叹，也使得任何一项房地产投资都需要更加慎重地决策。

2. 投资回收周期长。房地产开发需要经过项目的可行性研究、决策立项、规划设计、施工建设、销售和出租等一系列过程，一般少则一两年，多则数年甚至十几年。房地产投资回收期一般需要 3 年~5 年，如果采用租赁经营的方式则时间更长。房地产投资者要承受这么长时间的资金压力和市场风险，就必须特别重视可行性研究等投资前期工作，房地产投资者往往不惜花费大量的时间和精力，进行投资前的经济分析与方案比较，尽可能地避免方向性失误。

3. 流动性较差。房地产被认为是一种非流动性资产，一旦投资开发或购买房地产，巨额的资金在较长时间内就沉淀在房地产上。相对于股票、债券等投资工具而言，房地产销售过程复杂且交易成本高，因此出售已投资房地产项目来抽回资金（即变现）需要较长的时间。如果急于变现，则可能使投资者遭受一定的经济损失。在很多时候，房地产投资流动性差这一特点还会使房地产投资者因无力及时偿还债务而破产。

4. 能够抵御通货膨胀的影响。由于土地资源的不可移动性和不可再生性，以及人类对房地产需求的日益增长，使得房地产从长期来看具有保值增值的特点。房地产的这一特性使得投资房地产能够抵御通货膨胀对资本价值的影响。美国、英国和我国香港等地的研究资料都表明，房地产价格的年均上涨率大约是同期年通货膨胀率的两倍，从我国过去十几年住宅市场价格的变化情况来看，其年均增长幅度也大大超过同期通货膨胀率的平均水平。需要指出的是，在通货紧缩时期房地产投资的资本价值一般会下降，但这并不影响其长期的增值性以及抵御通货膨胀影响的能力。

5. 易取得金融机构的支持。由于有房地产作为抵押担保，并且一般能够安全地按期收回贷款，所以包括商业银行、保险公司、抵押公司等在内的许多金融机构都愿意给房地产投资提供较高数额的贷款。由于房地产的保值增值性，并且不像其他资产那样容易丢失、可能遭受抢劫或偷盗等特点，通常可以获得金融机构对房地产投资提供的比例相当高的抵押贷款，一般可以达到 70%~90%，而且还常常为贷款者提供利率方面的优惠。这使得许多自有资金不足的投资者能够通过金融机构的支持，运用财务杠杆工具满足其投资房地产的愿望，并达到一定的预期盈利目标。

6. 受政策影响较大。房地产不仅关系到千家万户居民的日常生活，而且作为生产要素的房地产对其他产业的发展也具有极大的影响，房地产市场的发展以

及房地产业的波动在很大程度上影响着国民经济的发展。正是由于房地产业在社会经济活动中的重要性，各国政府对房地产市场和房地产投资都十分关注，常常将对房地产市场和房地产业的调控作为调节经济的一个重要方面，房地产投资也因而更多地受到政府政策的影响。政府用来调控房地产市场的主要政策（如土地供给政策、住房政策、金融政策、财政税收政策等）的变化将会对房地产投资产生极大的影响。

7. 影响投资风险的因素多。房地产的不可移动性，以及房地产投资数额巨大、回收周期长等特点，使得房地产投资长期受未来宏观经济、社会、政治、法律法规，以及自然、环境等多方面因素变化可能产生的不利影响，影响房地产投资风险的因素相当多。房地产投资风险可以概括为政策风险、社会风险、经济风险、技术风险、自然风险和国际风险等（详见本书第五章）。

8. 对专业知识和经验的依赖性。房地产开发、交易和管理等涉及的程序和领域多且复杂，使得不论是房地产开发还是房地产购置，以及之后的管理活动等，都需要投资者具备诸如法律、经济、管理、建筑等方面的专业知识和相应的经营管理经验。当然，房地产投资者也可以聘请专业顾问为其服务，但是，如果其自身缺乏相关知识和经验等素养，将不利于其投资收益目标的实现。

## 二、房地产投资过程

投资活动依次经过投资的形成与筹集、投资的分配、投资的使用、投资的回收与增值四个阶段，呈现出自身的周期性。可见，投资活动的四个阶段构成一个投资运动周期，揭示了投资活动产生、发展直至结果等内在逻辑性。同时，在每一个周期的最后一个阶段，又形成下一个周期的第一个阶段，即本次投资的回收与增值孕育着下一次投资活动的形成与筹资过程。各个投资运动周期首尾相连，就形成一个周而复始、川流不息的周转过程，不断取得投资增值收益。投资活动周期为剖析投资运动各阶段的特点，揭示其中的内在联系与客观规律，从而完整地把握投资运动全过程提供了科学的依据。

房地产开发投资过程一般由以下几个阶段构成：

1. 收集信息阶段。通过广泛收集房地产市场信息、城市建设信息、政府的土地批租信息、开发企业之间的土地转让信息等了解房地产市场供求状况，寻求投资机会。

2. 项目可行性研究阶段。房地产开发项目的可行性研究主要围绕市场调查、方案优选、资金筹措方案制定、经济效益分析、环境效益分析和社会效益分析等内容进行。

3. 取得土地使用权阶段。土地使用权的获取方式较多，一般来说，一级地产市场的土地使用权可通过参加土地投标、拍卖等政府组织的土地批租活动或与政府签订协议的方式获取；二级市场的土地使用权则可通过双方土地使用权转让的洽谈签约方式获得。

4. 项目规划。有了土地使用权，确定了项目开发方案后，便可进入项目发展计划阶段。这一阶段的主要内容是委托建筑设计单位进行项目规划、设计，项目报建，领取施工许可证，制定筹资方案，获取项目贷款等。

5. 项目投资实施阶段。已获批准建设的开发项目，在获得了可靠的资金来源后，即进入项目投资的实施阶段。开发商通过工程招标把项目的施工任务承包给施工单位。投资者作为项目建设的甲方在这一阶段的主要工作是监督工程进度与施工质量，这些工作也可委托给工程监理公司进行。

6. 房地产租售阶段。经竣工验收后的房地产商品，通过销售或租赁实现其投资价值，从而获得利润。投资者视市场情况和企业自身特点决定租售形式，如委托销售、自行销售、租赁经营等。

### 三、房地产投资与房地产投机

#### （一）房地产投机

在我国，过去人们常常将“投机”等同于“投机取巧”、“投机倒把”而加以贬斥，但是经济学中的“投机”概念却远非如此。英国经济学家 D.W. 皮尔斯主编的《现代经济学词典》中是这样定义投机的：“指一种买或卖的活动，其目的是在价格或汇率有变化时，通过买进或卖出赚取利润。”<sup>①</sup> 房地产投机也就是甘冒高风险，企图通过房地产价格等因素的变动来获取高利润的短期投资行为。需要强调的是：（1）房地产投机属于房地产投资的一种，而且是一种短期投资行为，希望在短期内获得高额利润；（2）房地产投机是一种高风险投资，成则利市十倍，败则血本无归；（3）房地产投机成败的关键在于对房地产价格走势的判断是否正确。

经济学中一般认为投机具有价格发现、风险转移、增加市场效率等三大经济功能。首先，由于投机者对 market 价格的敏感程度高于一般投资者，因而市场一旦发生价格波动迹象，就会因投机者的带动而使波动情形更快发生，且波动幅度也会因投机者进入而可能扩大，这是投机的价格发现功能。其次，投机具有风险转移功能。即投机的产生在很大程度上是因为市场中存在着风险，而投机者愿意承

[英] D.W. 皮尔斯主编：《现代经济学词典》，562 页，上海，上海译文出版社，1988。

担对冲者 ( hedger ) 所不愿承担的风险, 使对冲者能够安稳地获得正常的投资利润。投机者由于需要承担更大的风险, 而很可能发生较大的损失, 所以, 当然也期望获得较高的利润。再次, 投机还具有增加市场效率的功能。市场机制存在着不足, 当市场机制无法正常运行即出现“市场失灵”时, 由于投机者的进入, 投机行为的进行以及投机者间的相互竞争, 会使市场失灵的空间逐渐缩小而较易回复到市场均衡。例如, 当市场供需失衡时, 精明的投机者往往会采取囤积或抛售, 使市场价格的变化迎合市场供需状况, 当然也可能出现价格的暴涨暴跌, 但终究市场的不均衡可藉由投机者的进入, 使市场能较快达到另一个均衡点。稳定性 ( 或竞争性 ) 投机有助于市场价格稳定, 减少价格波动的不良影响。当然, 投机增加市场效率的功能显然并非任何时候都能实现。

1. 房地产投机的正面影响。房地产投机的正面影响主要表现在以下三个方面:

(1) 促进房地产市场的活跃。房地产投机的出现, 使许多人意识到买房有利, 买房可以作为保值增值的一种手段。特别是我国目前建立市场经济需要房地产市场的繁荣活跃, 房地产投机能在一定程度上激发人们的房地产商品意识。由于房地产投机行为的出现, 能使房地产市场中买卖双方的交易行为趋于活跃。

(2) 有利于引导资金向房地产流动。我国允许房地产开发企业合法地预售商品房, 开发商通过预售可以筹集到更多的开发资金, 加快房地产业的发展。投机者看准机会, 进行“楼花”炒卖, 可以将房地产开发风险转移给投机者, 对房地产开发企业有利, 也使得社会资金很快地向房地产部门转移。

(3) 有利于房地产市场的活跃和房地产价格的形成。房地产流动性差的特点阻碍了其价值表现和价格形成。房地产投机者的参与, 使房地产交易频繁, 在频繁的交易中逐步体现出不同房地产各自的价格。政府则可以多征收契税, 增加财政收入。一般说来, 房地产投机带来的市场波动对稳定市场有害, 但有些情况下, 房地产投机也可起到稳定市场的作用, 如在房地产市场价格一直下跌的过程中, 投机者判断下跌趋势将会停止而转向回升, 就有可能大量购进房地产以图日后升值时卖出, 这在客观上减缓了房地产价格的下跌幅度, 稳定了房地产市场。

2. 房地产投机的负面影响。房地产投机的负面影响可分为无效率和不公平两大类。

(1) 房地产投机造成的无效率。这种无效率是从整体社会经济的角度来说的, 即资源无法达到最有效利用, 也就是该资源的使用效率低于机会成本, 但是这种无效率的资源配置方式对投机者来说则是可以获利的。房地产投机所产生的无效率可以归纳为三种情形: 1) 投机标的物使用无效率, 如囤积土地只期待获

取自然增值收益而造成土地闲置或低度利用的情况。 2) 投机资本使用无效率,指房地产投机本身需要大量资金,投机的策划、经营也需人力投入,使这些原本可用于增加经济价值的资本无法发挥其实质生产功能。 3) 公共建设推进无效率,是指由于房地产投机带动土地价格上涨,而预期增值心理也加强了土地持有者保有土地的欲望,造成公共建设成本提高,相同预算所能建设的数量减少,从而减缓了公共建设推进的速度。

(2) 房地产投机产生的不公平。这种不公平主要是指投机造成贫富差距的进一步扩大,包括以下三种情形: 1) 独占力较强者优先获利。由于房地产投机需要大量资金,因此具备投机能力者多属经济或权利独占力较强者优先。获利能力随独占力增加而增大,同时独占力越大风险却越小,故投机所造成的财富分配是朝“富者愈富”的方向发展,扩大了贫富差距。 2) 有产者与无产者经济地位差距的扩大。拥有房地产者无论其投机与否,其财产多能因市场投机行为而增值,而无房地产者则因房地产价格的上涨更难以购得自有住宅,且增加租金负担。 3) 投机者的获利高于非投机者。投机者不仅在市场景气时期较易获利,而且在正常情况下也能通过法律漏洞或其他手段牟利。危害经济环境的投机者获利,而一般大众却承担投机危害,这显然是一种不公平现象。

## (二) 房地产投机与房地产投资的比较

现实经济生活非常复杂,人们很难将交错在一起的“投资”与“投机”严格区分开来。有的投机较明显,容易区别;有的则是带有不同程度投机性的投资。到底是投资还是投机,往往难以判断,难以定性。一般地,可以从以下几个方面对房地产投资和房地产投机稍作区分。

1. 房地产投机与房地产投资的风险和利润比较。一般来说,投机者的期望利润大于投资者,因此较高获利或遭受较大损失者多属投机;同时,投机者承担的财务风险和经营风险均大于投资者,故可认为较高风险的投资行为属于投机。风险大致分为经营风险和财务风险两大类,经营风险又可分为可分散风险和不可分散风险两种。投资者的可分散风险可经由投资组合(portfolio)来解决,不可分散风险(如宏观经济形势变化或政策改变)则必须承担。此外,合理的投资者一般不会过分运用财务杠杆处理财务风险。投机者则较偏向于承担高风险以寻求高利润,所以广泛运用财务杠杆而较少运用投资组合。

2. 房地产投资与投机的风险、利润与时间的关系。时间因素包含两层含义:(1) 投资存续期间的长短。一般认为投机是较短期的而投资是较长期的,但在房地产市场中大规模的投机行为常配合土地开发,以其存续期间来看,也属于长期行为。这点也是一般投机行为的经济分析模型无法有效地用于分析房地产投机的

主因之一。不过基本上诸如短期的转售图利行为仍是房地产市场中主要的投机行为。(2) 时机 (timing), 即市场的景气状况。一般而言, 市场景气时资本增值的潜力较大而风险相对较小, 故较易发生投机行为, 且投机行为又相互促进而使投机诱因 (如预期增值) 更为明显, 使市场中正常的投资行为反受抑制。所以市场景气较好时房地产投资较偏向于投机行为。

总之, 房地产投资与投机是相对而言的, 也可以说房地产投机是一种较特殊的投资行为, 它倾向于高风险、高预期回报、较短期限且在市场景气时较易出现。

## 第二节 房地产投资类型

划分房地产投资类型的方法有多种, 按房地产投资方式可分为直接投资和间接投资; 按房地产投资的经济内容可分为土地开发投资、房屋开发投资、房地产经营投资、房地产管理和服务投资; 按房地产投资的物业类型可分为商业房地产投资、工业房地产投资和住宅房地产投资。

### 一、按房地产投资方式划分

#### (一) 房地产直接投资

房地产直接投资是指投资者将资金直接投入房地产开发或购买房地产的活动, 并参与有关的投资管理, 又可分为房地产开发投资和房地产置业投资两种形式。

1. 房地产开发投资。是指投资者从购买土地使用权开始, 经过规划设计和施工建设等过程, 建成可以满足人们某种需要的房地产, 通过销售或租赁转让给其他投资者或使用者, 并通过这一转让收回投资, 实现预期收益目标。房地产开发投资通常属于短期投资, 并形成房地产市场的增量供给。

2. 房地产置业投资。是指投资者购买开发商新建成的房地产 (增量房地产) 或市场上的二手房 (存量房地产), 以满足自身生产经营需要, 或者转售或租赁给其他置业投资者以获得转售或租赁收益。房地产置业投资经常与房地产消费相联系, 能够同时满足自用 (消费)、获得经常性收益, 以及投资保值和增值等几方面目的。

#### (二) 房地产间接投资

房地产间接投资是指投资者将资金投入与房地产有关的证券市场的行为, 投资者不直接参与房地产经营管理活动, 包括购买房地产企业的股票或债券、购买

房地产抵押贷款证券以及房地产投资信托等形式。

1. 购买房地产企业的股票或债券。投资于房地产企业的股票或债券，一般可以获得很好的流动性，而且仅承担有限的债务清偿责任。为了降低融资成本，很多大型房地产企业需要通过资本市场直接融资，发行债券或通过公司上市解决开发所需资本金不足的问题。房地产股票或债券的购买者将分享部分房地产开发收益，成为间接的房地产投资者。

2. 购买房地产抵押贷款证券。个人住房抵押贷款证券化是一种重要的房地产间接投资工具，兴起于 20 世纪 70 年代，目前已成为美国、加拿大等发达资本主义国家住房金融市场的重要筹资渠道和手段。泰国、韩国、马来西亚、中国香港等新兴国家和地区也开始了住房抵押贷款证券化的实践，国内目前还没有发行，尚处于理论探索阶段。所谓抵押贷款证券化，是指金融机构将所持有的个人住房抵押贷款转化为抵押贷款证券，然后通过出售抵押贷款证券融通资金，购买房地产抵押贷款证券的投资者就成为房地产间接投资者。

3. 房地产投资信托。房地产投资信托 (real estate investment trusts, REITs) 是以公司拥有资产的形式，将股东的资金吸引到房地产投资中，股东既可获得类似房地产直接投资的一些好处，又避免了承担无限责任以及资产流动性差等风险。此外，由于房地产投资公司有职业投资经理人负责管理，其收益水平通常高于一般的股票收益，因而目前在发达国家房地产投资信托基金已成为个人投资者以及大型机构投资者（如退休基金、慈善基金、保险公司、银行信托部门等）间接投资于房地产的重要工具。

## 二、按房地产投资的经济内容划分

### (一) 土地开发投资

土地开发投资又可分为旧城区土地开发投资和新城区土地开发投资。

1. 旧城区土地开发投资。是用于在原有城市建成区范围内对土地进行再开发、提高土地容积率的开发。旧城区土地开发投资成本主要包括拆迁费和旧城区改造费两项。拆迁费是指开发单位在旧城区开发中为了取得旧城区土地的经营使用权而向原有土地使用者支付的用来补偿因拆迁而造成损失的费用，包括收益补偿费、拆迁还建费和生产生活补助费等。旧城区改造费是指投资于旧城区基础设施更新、扩容、改造的资金。

2 新城区土地开发投资。是指用于在原有城市建成区以外对土地进行开发，将农用地转变为非农建设用地的投资。新城区土地开发投资主要包括土地征用费和城市基础设施建设费。土地征用费是建设单位为使用土地并取得土地所有权而

向被征用单位支付的各种费用总和，由土地补偿费、土地投资补偿费和安置补助费组成。城市基础设施建设费是指用于道路、排水、供水、供电等城市基础设施建设的资金。

### （二）房屋开发投资

房屋开发投资是固定资产投资中非生产性建设投资的重要组成部分，包括住宅房屋开发投资和非住宅房屋开发投资。目前，房屋开发投资由土地征用费及拆迁补偿费、前期工程费、房屋建筑安装工程费、公共配套设施费、基础设施建设费、开发管理费和投资借款利息支出等构成。

### （三）房地产经营投资

房地产经营投资是指用于房屋出租、出售、信托、互换等经营活动的投资，包括经租房产支出、修缮工程支出、经营管理支出和经营业务支出等。经租房产支出是房产经营单位为了进行房屋的出租经营，必须先花费的一笔购买房屋的资金。修缮工程支出是房产经营单位进行房屋修缮工程施工时耗用的人力、物力和财力的货币表现。经营管理支出是房产经营单位从事房屋经营管理所支出的各种费用，包括工作人员工资及附加费、办公费、差旅交通费、固定资产使用费以及利息支出等。经营业务支出是房屋经营单位从事房屋经营活动等有关业务所支出的各种业务费用，如房产税、设备购置费、附属单位经费等支出。

### （四）房地产管理和服务投资

房地产管理和服务投资是指用于房地产管理和维修、保养等服务的投资。人们长期以来忽略了房地产管理（在很大程度上也就是物业管理）的重要性，但是随着近些年资产管理概念的兴起，投资者逐渐意识到良好的房地产管理是提高投资回报率的重要因素。房地产管理资金一般来源于物业维修基金、物业管理服务费以及物业管理公司的经营性收入等几个途径。

## 三、按房地产投资的物业类型划分

### （一）商业房地产投资

商业房地产投资在房地产投资中所占比重最大，其投资回报率也最高，往往是房地产投资的重要目标，如宾馆饭店类投资、写字楼投资、超市或购物中心等商业用房投资等。商业房地产投资对其所在区位条件要求很高，因为区位条件关系到城市土地级差地租所能产生的超额利润及其增值潜力，是商业房地产投资者获利的首要条件。投资者为了能在城市中心找到一个较好的位置，往往不惜投入大量资金争取在竞争中取胜。因此，商业房地产投资成本一般要高于其他物业房地产投资成本。但是，为了获取高额商业利润，尽管商业房地产投资成本高、风

险大，但仍是投资者青睐的热点投资项目。

### （二）工业房地产投资

由于工业用房适用性差、技术性强，工业房地产对投资者的吸引力小于商业房地产。工业用房屋的形式需要服从其生产工艺，市场狭窄；同时，一旦科技水平提高，往往会造成原有厂房的不适应甚至废弃，所以，工业房地产投资对投资者的吸引力远小于商业房地产投资。但是工业房地产投资对所处的位置只要求交通方便，水、电、煤等能源动力供应充足，并不一定要靠近市中心，因此，工业房地产的投资成本也远低于商业房地产。

### （三）住宅房地产投资

对住宅的需求是随着社会经济的发展和人口的增长而不断增加的，对特定住宅的需求还取决于其区位和环境等因素。投资地点和投资时机的选择是住宅投资成败的关键。住宅投资的收益是房屋的租金和增值，但需要支付一定的维修和管理费用。住宅投资的流动性较好，出售或租赁经营管理较为方便，一般既适合于大规模投资，也适合于购买一套或几套住宅的小额投资。需要指出的是，由于住宅涉及千千万万普通居民的日常生活，所以在国外一般对于住宅投资在政策上有诸多限制，甚至禁止谋利性的住宅投资，住宅往往不是投资者的主要投资对象。在我国，由于目前住房整体上仍处于供不应求的状态，住房短缺问题仍是一个亟待解决的经济、社会问题，所以，目前乃至今后一段时期内，我国住宅投资仍然是房地产投资的热点之一。

## 第三节 房地产投资环境<sup>①</sup>

### 一、房地产投资环境的概念

投资环境是指决定和影响投资活动的政治因素、自然因素、经济因素和社会因素相互依赖、相互完善、相互制约所形成的矛盾统一体。投资环境是一个动态、多层次、多因素的大系统，其各子系统之间、各子系统内的各因素之间都是相互联系、相互制约的。各种环境条件的好坏直接影响投资效果，投资环境分析历来是投资者最为关心的问题。

房地产投资环境就是影响房地产投资、开发、经营、管理的一切政治、自

<sup>①</sup> 参见周诚：《论房地产投资环境》，载《土地经济研究》，518~530页，北京，中国大地出版社，1996。

然、社会和经济因素的总和。房地产投资环境不包括投资项目的具体内部因素，而是作为外部因素制约和影响房地产投资行为。房地产投资环境包括硬环境和软环境，硬环境如道路、交通、供排水、能源、邮电通信等基础设施状况；软环境指相关的政策法规等。

房地产投资环境的具体因素主要包括以下七个方面：（1）土地，如供应数量、位置、价格、开发程度等；（2）资金，如银行为房地产开发者提供信贷的状况等；（3）物资、设备，如建筑材料的供应品种、数量、价格等；（4）人员，如工人、技术人员数量、工种与专业、质量、工资水平等；（5）税收，如税率、税种等；（6）管理与服务，如质量、效率等；（7）厂商权益的保障，包括产权保障和实际收益保障等。这些具体因素是房地产投资者从事开发、经营活动必不可少的具体保障和制约。其中（1）~（5）是具体的经济要素，（6）和（7）是以上各因素充分发挥作用的组织上的保障。

## 二、房地产投资环境的特点和内容

### （一）房地产投资环境的特点

房地产投资环境具有多元性、综合性和可变性等三个基本特点。多元性是指环境因素不仅众多而且性质各异，但均不可缺；综合性是指各因素的作用并不是孤立的而是相互作用，形成整体，综合地发挥作用；可变性是指诸因素中的大部分是会变化的，从而使引资者和投资者都能在很大的程度上发挥能动性——前者可改善薄弱环节，后者可因地制宜地有所取舍。

### （二）房地产投资环境的内容

1. 政治环境。主要包括政局是否稳定；政策是否具有连续性；涉外经济法规是否完备和公允等。（1）政局稳定是指是否有内战，是否有频繁的政变引起的政权交替。如果政局不稳，必然造成经济凋敝，投资所冒风险就要加大。自改革开放以来，我国政局高度稳定，为包括房地产业在内的整个经济发展创造了优越的前提条件。（2）政策的连续性。如果决策层发生人事变动，执政者推行的政策前后不连贯，甚至相互抵触，房地产投资商就会畏缩不前。（3）完备的涉外经济法规是指对外商投资企业的法人地位、合资期限、税收标准、红利、利润汇回、土地使用费、出入境税收等问题都要作出明确的规定。涉外经济法要公允，也就是要在合作双方平等互利的基础上，外商的合法权益必须得到保护，同时还要符合国际法规和国际惯例。

2. 自然环境。主要包括地理位置、自然条件、自然资源等。地理位置是指投资地点距主要公路、铁路、港口的远近等；自然条件是指投资地点所处的各种

地理条件，如气候、地质水文、自然风光等；自然资源是指投资地点及附近的农业资源、矿产资源、人力资源等情况。

3. 经济环境。主要包括社会经济综合发展状况、基础设施条件以及土地供应量等。(1) 社会经济综合发展状况是某一城市或地区乃至全国经济、社会综合发展的水平，包括国民生产总值、产业结构、各产业的年增长值等内容。这一状况从总体上决定了该地区房地产业的活力以及对房地产投资、开发、经营的影响力。(2) 基础设施主要包括交通运输、通信、能源、生产和生活设施等。方便的交通运输条件包括陆路交通（公路和铁路）、水路交通和空中交通。这些设施对于房地产投资项目的开发、经营都具有直接或间接的保障作用和制约作用。(3) 土地供应量对房地产投资至关重要，包括现阶段的实际供应量和可预见的将来的可能供应量。土地是发展房地产业的根基，土地供应量越大则意味着发展房地产业的土地资源条件越佳，越有利于房地产投资。

4. 社会环境。主要是指公民的文化教育水平、传统、风俗习惯等。在投资环境中，政治环境和经济环境是重要的，但创造良好的社会环境也不容忽视。

### 三、我国房地产投资环境的改善

我国房地产投资环境的复杂性决定了改善我国房地产投资环境的重要性和艰巨性，因为良好的、日益改善的投资环境是有效、持续地吸引房地产投资的前提和基础，而复杂、多样的投资环境因素又对改善投资环境提出了高要求。我国在改善房地产投资环境方面应坚持以下三条基本原则，即全面改善房地产投资环境，各项要素配套成龙原则；总揽全局，妥善处理各方面关系原则；讲求经济效益原则。

1. 全面改善房地产投资环境，各项要素配套成龙原则。房地产投资环境的各个组成部分、各个要素各有其作用，彼此很难相互代替。只有全面完善各项投资因素，才能够使整个投资环境趋于完善。具体地说，为了落实这一原则，至少需要注意以下三点：(1) 硬件与软件兼顾，基本因素与具体因素兼顾，不可偏废。硬件以改善交通、通信因素为首；软件以低税、低费最具吸引力。(2) 不可片面地竞相降低税费而不注意提高管理和服务水平。提高管理和服务工作质量乃是“软中之硬”，不可小视。(3) 决策者应善于区别轻重缓急，特别是善于抓住一个或几个关键环节，而不能顾此失彼。例如，有些城市将政府办公场所从城市黄金地段大举迁至城市新开发地区，极大地改善了该区域的投资环境，有利于该区域的开发建设。又如，上海市修通环形高架桥，对改善上海市区交通拥挤不堪的状况具有关键作用，从而也是改善上海市房地产投资环境的关键环节之一。

2. 总揽全局，妥善处理各方面关系原则。具体地说，至少要注意以下几点：

(1) 国家有关部门要从全局利益和长远利益出发，区别轻重缓急，有计划、有步骤地从宏观上改善全国房地产投资环境中的关键性、骨干性硬件，力争做到中央投资与地方投资相结合。(2) 相邻地区和城市之间的协作极为重要。房地产投资开发具有外部效应，房地产投资环境的改善并不是孤立的，一个地区投资环境的好坏必然会影响到相邻地区的投资环境。(3) 要充分发挥大城市和大型基础设施的辐射作用。大城市和大型基础设施（如交通干线、大型电站等）的建设所耗费的投资巨大，同时它们也具有巨大的辐射功能，即改善毗邻地区的房地产投资环境。充分、合理地利用这种辐射功能至关重要。(4) 要兼顾各类房地产投资环境的改善，特别是要处理好住宅与非住宅的投资环境改善的关系。长期以来，许多地区的房地产投资环境的改善几乎都主要是针对宾馆、写字楼、别墅等高档房产而进行的，普通住宅则往往遭受冷落，近几年这种状况已开始有了较显著的改变。

3. 讲求经济效益原则。应当说，提高各方面的经济效益，是改善房地产投资环境的主要目标之一，对房地产投资环境的提供者和房地产投资环境的利用者来说，都是如此。具体而言，则至少要注意下列问题：(1) 对于改善房地产投资环境中的每一个硬件，都要注意在功能相当的前提下尽可能节约投资，使单位投资获得最大的使用价值。(2) 在改善房地产投资环境时，尽可能注意扬长避短或扬长补短，发挥比较优势。例如，有的发挥位置优越、交通便利的优势；有的发挥地广人稀、地价低廉、环境清新的优势；有的则发挥名山胜景的优势；等等。这些优势可分别适应不同的客商、不同的产业需求，使之各得其所。(3) 改善各种投资环境因素，吸引房地产投资者的投资、开发、经营，归根到底应使投资者获得比较丰厚的回报。因为，投资者投资于某地、某项房地产，究竟是否划算，最主要的是通过较长时期的投资回报率来加以衡量，这也是房地产投资环境优劣的最主要的标志。(4) 对于房地产投资环境的提供者来说，也要比较投入与产出，讲求长远的经济效益。这里所说的“投入”是指投资环境的提供者在硬件软件两方面一切投入的折价；“产出”是指房地产投资环境的提供者在增加就业、税收、引进并采用和推广高科技等方面受益的折价。

# 房地产投资的基本原理

【摘要】风险与收益是房地产投资中的一对基本矛盾，风险与收益总是相生相伴，从理论上分析风险与收益之间的关系是十分必要的。本章重点介绍边际成本递减递增规律、规模收益理论、资本资产定价模型和贝叶斯定理。对这些房地产投资基本原理和模型的掌握及理解，将有助于房地产投资的理性决策。

## 第一节 投资要素原理

在假定投资的动机是来源于赚取净利润的前提条件下，只有当投资收益大于投资成本时，投资商才会投资。因此，理解投资必须考虑的三个基本要素是：收益、成本和预期。房地产投资也同样离不开这三个基本要素。

### 一、收益

投资的一个非常重要的因素是产出水平，产出在一定意义上支配着收益。由于投资资金不断流动变化，不确定性普遍存在于经济生活中。也就是说，风险与收益是紧紧联系在一起。收益的表现形式可以是利润，利润应该包括与风险相

联系的三种不同的报酬：

1. 社会风险补偿。收益中的一部分是在良好的经济气候条件下的超额利润，用来补偿诸如破产或萧条这样的经济风暴时期的损失。
2. 承担风险的收益。由厂商所承担的某些风险不可能被全部分散或加以保险。但是，投资商一般是厌恶风险的——他们必须得到风险补偿才会持有这样的风险资产。
3. 创新利润。即在一个持续创新的世界中，企业家获得的利润或暂时的高额收入。

只有当投资商能够售出更多的产品或使产品成本较为低廉时，才能给投资商带来额外的收益。房地产开发中的成片开发可以发挥投资资金的规模收益，而房地产投资商千方百计地降低建造成本就是为了获得更多的收益。因此，建材价格的涨落和地价的起伏是房地产投资商所关注的投资风险，努力减少这些风险也是为了获得风险收益。一般来说，收益的总体水平受国民经济周期变化的影响，收益效用支配着经济周期中投资的变动方向。投资资金总是向着收益效用较高的方向流动，当房地产投资利润高于社会平均利润时，房地产投资领域就会吸引投资资金。

## 二、成本

影响投资成本的两个重要因素是利率和税收。利率在经济中具有重要作用，是投资成本和总需求的一个重要的决定因素。

利率作为经济生活中的一种调节工具具有两种职能，首先，它是那些想积累财富的人进行消费、储蓄、投资的决策依据。其次，利率也是一种资源配置的手段，它促使投资者选择具有最高收益率的投资项目。然而，随着积累的资本越来越多以及收益递减规律的作用，资本收益率和利率将会由于竞争而有所下降。当利率下降时，会刺激投资，储蓄资金有可能流向包括房地产在内的投资领域，由于房地产具有保值增值功能，因而对资金更具有吸引力。税收的增减直接影响房地产的投资成本；土地增值税的开征也影响着房地产的投资成本。对土地增值额评估方法和标准的不同，将会导致不同的土地增值额评估结果，从而影响房地产投资成本的大小。

## 三、预期

投资中的第三个因素是投资商对未来的预期。投资归根结底是对未来进行风险决策，所决策的也就是目前和未来的收益是否能大于目前和未来的成本。由于

未来事件非常难以预测，因此，投资决策随着对未来事件的不同预期而有所不同。房地产投资一般是长线投资，因而对未来的预期就显得格外重要。房地产投资中对土地区位的预期和对房地产需求的预期将直接影响房地产投资类型的决策。

## 第二节 边际成本及规模收益理论

### 一、边际成本递减递增规律

边际成本递减递增规律是描述总成本的变化率与产量之间关系的规律，是根据微观经济学中的成本函数导出的微观经济规律，是投资决策的重要原理之一。边际成本曲线随产量的增加逐渐降到最低点，过最低点以后，便随产量的增加而上升，总成本是生产一定产量所必须支付的全部成本。表示总成本和产量之间关系的公式被称为成本函数。

由边际成本递减递增规律可以看出，投资成本与投资规模不是呈线性比例关系，在房地产投资中也是如此，因此，房地产投资决策要注重投资规模研究，以确定合理的成本收入。

边际成本递减递增规律是规模收益理论的前提和基础。

### 二、规模收益理论

规模收益理论是描述投入与收益之间关系的理论。西方经济学认为，根据一种可变投入的生产函数，可以得出边际产品递减规律。即在其他投入固定不变的情况下，随着一种可变投入的增加，总产品的增量（即边际产品）在超过某一点之后就开始递减。

微观经济学根据上述关系将生产分为三个阶段。第一阶段是收益递增阶段，第二阶段是收益递减阶段，第三阶段是负收益阶段。在第一阶段，可变投入的平均产量递增。这时，每增加一个单位的可变投入都能提高平均产量，因而边际产量高于平均产量。在这一阶段，增加产量是有利的。有理性的投资商不会停留在这一阶段内的任何产量上。他必定会增加可变投入，扩大产量。第二阶段的起点是边际产量等于平均产量的那一点，第二阶段的终点是边际产量等于零的那一点。有理性的投资商总会在从可变投入的平均产量最大值到边际产量为零值的区间中进行选择。在第三阶段，可变投入的边际产量为负值。这时，每减少一个单位的可变投入都能提高总产量。在这一阶段，减少可变投入是有利的。有理性的