

# 房地产投资教程

蒋先玲摇编著

对外经济贸易大学出版社



# 前 言

投资作为一个经济范畴,是国民经济的重要组成部分。房地产投资作为投资活动的一种,与其他投资方式相比,既具有投资的共性,又具有自身特有的个性。房地产业作为我国国民经济的基础产业和支柱产业,收益与风险是并存的,房地产作为一种重要的投资工具,其投资风险的规避有赖于科学的决策和理性的判断。因此,研究房地产投资活动及房地产投资的风险管理等对于我国房地产业的健康发展具有重要的意义。

房地产业在我国是一个新兴产业,虽然经过 20 多年的改革,房地产业的发展已初具规模,但在未来我国经济迅速发展和不断转型中,房地产业将有更大的发展空间和潜力。与此不相匹配的是我国房地产相关领域的研究还处于起步阶段,有关房地产投资的系统教材比较缺乏。已有的教材要么过多地引用了国外的资料而缺乏可操作性,要么过多地进行定性分析,落入传统。因此,希望本书在二者统一方面有所进步。

本教材共分十章。第一章主要介绍房地产及房地产投资的特征、房地产投资的经济优势、房地产的类型及房地产投资分析的过程等。第二章主要分析房地产投资环境,介绍房地产投资环境评估的主要方法。第三章主要介绍房地产市场分析内容,包括房地产市场的定义及特征、房地产市场分析的内容与特点、房地产市场的运行机制、房地产市场周期及房地产市场有效性分析等,并认识房地产投资的市场环境。第四章主要分析房地产投资的法律结构即所有权形式,通过对不同的房地产所有权形式的分析,以明确各种投资形式的利弊。第五章

分析房地产投资的收入与支出,这是进行房地产投资分析的基础环节。包括资金的时间价值、房地产投资中潜在现金流量的预测、房地产投资的税收分析及房地产投资的现金流量分析等。第六章重点分析房地产价值评估的基本内容,这是进行房地产投资分析的重要内容之一。在介绍房地产价值评估的基本原理基础之上,分析了房地产价值评估的准则和过程,重点介绍了三种主要的评估方法,即市场比较法、成本法和收益法。第七章分析房地产投资中的融资策略,这是因为房地产是一个资金密集型的投资品种,融资策略至关重要。该章在归纳介绍了房地产融资特点及融资渠道基础上,重点分析了房地产投资中的财务杠杆与融资选择、房地产抵押贷款中的现金流计算及房地产二级市场证券化融资。第八章对公司用房地产的投资方式进行重点分析,这是房地产投资中的重要经济主体,包括房地产租赁合同的签订、公司租赁或拥有房地产决策分析及房地产持有期的投资方式选择问题等。第九章分析房地产投资的风险与防范问题,介绍房地产投资风险的特点、种类、风险分析方法及风险管理方法等。第十章剖析房地产投资组合问题,这是对投资组合理论在房地产投资中的运用,它也是降低房地产投资风险的重要方法之一。

本教材可供高校金融专业、房地产专业、投资专业及对房地产投资感兴趣的读者使用。

本教材在编写过程中,参阅了中外大量专业资料、著作和论文,在此谨向作者表示深切的谢意。对外经济贸易大学圆园级研究生钟智、李颖群、张丽娅、卢晓珍、高欣参与了资料的收集与整理工作,在此一并表示感谢。当然,由于时间紧,加之编者水平有限,书中错误在所难免,望读者批评指正。

作者 蒋先玲

圆园园年 愿月

# 目 录

前 摇 言 .....	( 员 )
第一章 摇 房 地 产 投 资 概 述 .....	( 员 )
第一节 摇 房 地 产 及 其 投 资 特 征 .....	( 员 )
第二节 摇 房 地 产 投 资 类 型 .....	( 员 )
第三节 摇 房 地 产 投 资 的 优 势 及 劣 势 .....	( 员 )
第四节 摇 房 地 产 投 资 分 析 的 过 程 .....	( 员 )
第二章 摇 房 地 产 投 资 环 境 分 析 .....	( 员 )
第一节 摇 房 地 产 投 资 环 境 概 述 .....	( 员 )
第二节 摇 房 地 产 投 资 环 境 的 主 要 内 容 .....	( 员 )
第三节 摇 房 地 产 投 资 环 境 评 估 .....	( 员 )
第三章 摇 房 地 产 投 资 市 场 .....	( 员 )
第一节 摇 房 地 产 市 场 的 定 义 及 特 征 .....	( 员 )
第二节 摇 房 地 产 市 场 分 析 的 内 容 与 特 点 .....	( 员 )
第三节 摇 房 地 产 市 场 的 运 行 机 制 .....	( 员 )
第四节 摇 房 地 产 市 场 周 期 .....	( 员 )
第五节 摇 房 地 产 市 场 有 效 性 分 析 .....	( 员 )
第四章 摇 房 地 产 投 资 的 产 权 形 式 .....	( 员 )
第一节 摇 房 地 产 投 资 所 有 权 形 式 的 种 类 .....	( 员 )
第二节 摇 各 种 所 有 权 形 式 的 特 征 .....	( 员 )

第三节摇房地产有限合伙 .....	(页源)
第四节摇房地产辛迪加 .....	(页缘)
第五节摇房地产投资信托 .....	(页源)
第五章摇房地产投资现金流量模型 .....	(页源)
第一节摇资金的时间价值 .....	(页源)
第二节摇房地产投资中潜在现金流量的预测 ...	(页源)
第三节摇房地产投资的税收分析 .....	(页源)
第四节摇房地产投资项目的现金流量贴现模型 .....	(页源)
第六章摇房地产价值评估 .....	(页源)
第一节摇房地产价值评估的基本原理 .....	(页源)
第二节摇房地产价值评估的准则和过程 .....	(页缘)
第三节摇房地产价值评估的市场比较法 .....	(页愿)
第四节摇房地产价值评估的成本法 .....	(页愿)
第五节摇房地产价值评估的收益法 .....	(页源)
第六节摇房地产价值评估中的地价评估 .....	(页愿)
第七章摇房地产投资项目的融资策略 .....	(页源)
第一节摇房地产融资特点及融资渠道 .....	(页源)
第二节摇房地产投资中的融资抉择 .....	(页愿)
第三节摇房地产抵押贷款中的现金流测算 .....	(页愿)
第四节摇房地产二级抵押市场证券化融资 .....	(页愿)
第五节摇资金成本与筹资决策 .....	(页源)
第八章摇公司房地产投资策略 .....	(页源)
第一节摇房地产租赁合同 .....	(页源)

第二节 摇公司租赁或拥有房地产决策分析 .....	(猿园)
第三节 摇房地产持有期的投资方式选择 .....	(猿园)
第九章 摇房地产投资风险与防范 .....	(猿园)
第一节 摇房地产投资风险概述 .....	(猿园)
第二节 摇房地产投资风险的种类 .....	(猿园)
第三节 摇房地产投资风险分析方法 .....	(猿园)
第四节 摇房地产投资风险管理 .....	(猿园)
第十章 摇房地产投资组合策略 .....	(猿园)
第一节 摇房地产投资组合概述 .....	(猿园)
第二节 摇房地产投资与混合资产组合 .....	(源源)
第三节 摇房地产投资组合模型选择 .....	(源源)
附表 .....	(源愿)
参考文献 .....	(源愿)

# 第一章

## 房地产投资概述

房地产业是当今世界各国经济发展的重要产业之一。它带来的高额回报率吸引着众多的投资者。本章在假定有效市场环境下,讨论在各种经济力量下形成的房地产及其投资的独特性,并简析它的投资分析过程。

### 第一节 房地产及其投资特征

#### 一、房地产界定

##### (一) 房地产和产权

房地产(Real Estate)是房产和地产的总称,是指土地、建筑物及其他地上定着物。

(员)土地是指地球的表面及其上下一定范围内的空间。

(圆)建筑物是指人工建筑而成,由建筑材料、建筑构配件和建筑设备(如给排水、卫生、燃气、照明、空调、电梯、电讯、防灾等设备)等组成的整体物。

(猿)其他地上定着物是指固定在土地或建筑物上,与土地、建

筑物不能分离,或者虽然可以分离,但是分离不经济,或者分离后会破坏土地建筑物的完整性、使用价值或功能,或者使用土地、建筑物的价值明显受到损害的物。

与房地产相关的所有者权利叫做不动产(不动产权),与之相对的是动产的概念,它是指对土地或其他永久附属于土地上资产之外的各种财产的所有权。

区分实物房地产和房地产产权是非常重要的。因为一组房地产的权利各方的所有权内容是不同的,房地产投、融资的参与者可以采用各种方式进行利益的分割。例如,对于非世袭的终身产业的所有人而言就可能终身享有某宗房地产的所有权,他也可以以指定继承的方式将该所有权转交给另一个人。又如,某公司拥有某幅土地地下矿产权的所有权,而另一个人则享有该土地地上空间的所有权。

一般地,我们所说的财产权是指所有人对其财产的占有、使用、收益和转让的权利。对于房地产产权而言,房地产某种权益的拥有者可以享受在一定程度上的控制与使用的权利,也可以通过出售这种权益来获取经济收入。

某宗房地产的价值可以被看成是投资者为取得与其产权相关的各种收益流量所愿意付出的价格。事实上,享有某宗房地产的一定权益的人不一定是该房地产的所有者。例如,租用某幅土地的人,即租户,在一定期间内就享有独自使用的权利,即使租赁期限是一定的,这一使用权对租户来说也是有价值的。因此为获得这一权利,租户情愿在租赁期间内支付租金。抵押贷款的持有者以非所有人的身份对作为贷款抵押品的房地产同样享有一些权利,即担保权益。因此,贷款人有权在借款人违约时重新拥有或拍卖该房地产。

因此,理解房地产和房地产产权的区别,对于进行房地产投资分析是十分必要的。在大部分房地产投、融资交易中,我们都是

所有人享有各种产权的前提下来研究投资、销售和购买活动的。

## (二) 房地产的特性

房地产作为不动产,其首要特点是它与土地的联系。由此可将其特点归纳为两类:(员)物理的或自然的;(圆)经济方面的。房地产作为实物资产具有不同于其他资产尤其是金融资产的基本特征。主要表现为:

### 一、物理特性

#### (员)不可移动性(院宅建基)

房地产最主要的特征是其位置的不可移动性。土地是不可移动的,构筑在土地上的建筑物也是不可移动的。因此,房地产不能像一般商品那样可以通过交通运输工具将某一地区充裕的产品补给供给不足的另一地区,从而获得某种程度的市场均衡。一方面,房地产的不可移动性特征导致房地产市场是一个地区性市场,或者说不存在像工业产成品和农产品那样的全国性市场。但是,对某些房地产而言,市场可以是地区性的、全国性的,甚至是国际性的,这有赖于资产的用途和所涉及到的权利。比如,在美国,许多商业区的办公楼的交易是国际性的,很多非美国人购买美国的办公楼。另一方面,不同区域的房地产可以产生不同的经济效益。于是,房地产投资者通常会面临两种情形:当所持房地产所处区域市场处于供给不足时,投资者会因价格的大幅上扬而获得可观利润;反之,当所持房地产所处区域的市场处于供给过剩时,投资者则可能因价格的大幅下跌而遭受重大损失。

#### (圆)异质性(晕燥燥宅需某院)

所谓房地产的异质性又称独一无二性,即不存在相同的房地产。任何一宗房地产无论是在结构和外观上,还是在所处的地理位置和环境上都有其特殊性,都是惟一的,也就是说每份房地产都有一个惟一的、不可能复制的位置。每份房地产是惟一的、独特的,因而是异质的。相比之下,粮食、煤等有形商品或者长虹股份

有限公司的股票这种无形商品都是相类似的,都是可替代商品,对于购买者来说,得到一批同质的商品中的任何一份是没有任何区别的。

(猿)不易摧毁性(耐久性或寿命长性)

所谓房地产的不易摧毁性是指无论是房地产的物质形态还是法律形态都是不易被摧毁的。因为,作为有形资产和合法权益的载体的土地成分被认为是不可磨灭的和坚不可摧的。虽然,土地可能被开采、被腐蚀、被淹没,或者被荒废,但是,从物理学角度讲,土地在地球表面上指定的位置总是永远存在的。虽然建筑物不具有土地的不可磨灭性,但一般它们都有很长的使用期限。比如中国清朝时期建造的房屋现在仍可以居住。当然,它们都经过了改造和装修,但是最初的框架结构仍然保留了下来。这种结构保存良好的建筑物对自然损耗的相对免疫力将导致一个非常有趣的现象,即建筑物虽然很少倒塌,但因为新用途将能使这个位置带来的产出更多、价值更高,因而将建筑物推倒的现象也较多。因此,房地产的寿命可以长达数百年。对投资者而言,这种耐久性可能有利,也可能不利。房地产所处的地区环境是易变的,随着周围环境的变化,对房地产投资的收益也可能发生变化。如果所持房地产的所处区域经济持续发展或成为区域发展中心,该房地产就将增值,投资者将获得长期增值利润;当所持房地产的所处区域因为经济机会少,或因区域人口的迁移而渐失其重要性时,房地产价值将大幅降低。这种现象常见于大都市中早期发展起来的某些地区。

肆经济特性

当我们讨论房地产的经济特性时,发现它们是与其物理特性相平行的另一个范畴。

(员)稀缺性(有限性或数量有限性)

又称“数量有限性”。因为每个位置都是惟一的,只有某些房地产才能满足一种特定的用途或一项投资的需要。因此,我国作

为一个地大物博的国度,虽然没有绝对量的土地短缺,但在一定时间、一定地点能满足某一特定目的的土地和建筑物可能是非常稀缺的。购买者对某一位置的偏好对于房地产的价值影响重大。比如,一幢办公楼由于与就业市场、购物中心、交通运输中心、学校甚至周围的不动产的联系而可能比地形地貌相似、位置稍有差异的办公楼的价格要高出许多。

#### (圆) 高价值性(高需求弹性)

房地产一般含有较高的价值,因而获取房地产需要大量的货币金额。所以,债务融资经常扮演一个重要的角色,即使是机构投资者以现金购买房地产时也是一样。而金融资产投资如证券投资通常可被分割成小额单位。因而,房地产所有权通常掌握在大型机构投资者手中,而不是个人投资者。

#### (猿) 相关性(悦)或称“相互影响性”

从需求方面看,大多数的房地产商品之间关联性强,彼此之间具有互补关系。比如住宅价格下降,会使住宅的需求增加,进而引致其他房地产需求的增加,如零售商业活动、休闲设施、公共设施等,因此对商业建筑、购物中心、游乐场所等房地产商品的需求量便会增加。所以,在其他条件不变时,如果住宅价格下降,上述其他房地产商品的需求量就会上升,即具有负的交叉弹性。从供给方面看,多数房地产商品之间具有替代关系。如果在一定区域内,某房地产价格上涨,房地产商将把大量的资金投入到此类房地产的开发,从而减少其他种类房地产的开发。如住宅价格上涨,开发商将把资金投入开发住宅房地产,即交叉弹性为负。

#### (源) 外部性(耘)

房地产的开发使用具有外部性。根据经济学理论,房地产的开发伴随着成本与收益的发生存在一定的外部性。当所发生的成本或收益由开发商或使用者承担时,则此成本或收益为内部成本或内部收益;反之,如果发生的成本或收益不由开发商或使用者承

担时,则称为外部成本或外部收益。例如,某公司在农村兴建一栋厂房从事生产活动,为了原材料及产品的运输便利,需要修建一条道路。厂房与道路建造费用显然由开发公司承担,此为内部成本。但厂房和道路的兴建对当地生态环境造成了负面影响,公司并不会承担相应的责任,则此负面影响的成本为外部成本。另外,道路的修建,会使附近的居民“免费搭车”受益,居民的收益便是外部收益。这种房地产因开发而引致外部成本和外部收益产生的特性,即为外部性。外部性既可以表现为正的外部性(如外部收益),又可以表现为负的外部性(如外部成本)。就外部性而言,一般是间接的、无形的,也是长期的。所以不仅不容易估算,而且容易被忽视。

## 二、房地产投资及其效用

### (一)什么是投资

所谓投资(附錄一)是指投资主体为了获得预期收益,投入一定量的货币并使其不断转化为资产的经济活动。或者说,投资是指将一定数量的有形或无形资产投入到某种对象或事业中,以取得一定收益或社会效益的活动,也指为获得一定收益或社会效益而投入某种活动的资产。通常,资产分为实物资产(附錄一)和金融资产(附錄一)。实物资产是有形资产,如土地、建筑物、机器设备等,金融资产是一种合约,如股票、债券、期权、期货等。本书中主要讲实物资产中的房地产投资。

投资包括投资主体、投资目的、投资方式和投资的行为过程。

#### 一、投资主体

投资活动的经济主体,简称投资主体或投资者。在现实的经济生活中,投资主体有多种层次和多种类型。比如直接从事投资的各级政府、企业、事业单位或者个人等。投资就是这些人或人化的社会组织的一种有意识的经济活动。

### 一、投资目的

投入一定量货币的目的在于保证投资能够收回并实现增值。投资活动是为了获得预期的收益,首先是经济效益。进行任何投资活动,使成果超过消耗,以少投入换取多产出,是任何社会形态下人类经济活动都要接受的一条基本经济规律,经济效益是投资活动的出发点和归宿点。经济效益有其自然方面,还有其社会方面,不同社会形态下的经济效益,其社会实质和衡量标准是不相同的。

### 二、投资方式

进行投资要有必要的手段,投资手段包括有形资产和无形资产。除货币现金外的其他有形资产,如机器设备、原料、土地、技术、商标权、商誉和专利权等资产构成投资时,必须使用价值尺度使其转化为一定量的货币。所以,投资手段可概括为一定量的货币的投入。投资可以运用多种形式,投放于多种事业:一种是直接投资,主要是形成实物资产;另一种是间接投资,主要形成金融资产。

### 三、投资的行为过程

投资的行为过程既包括一定量货币的投入,也包括货币转化为资产,即投资的投入、使用和回收,它是资金运动的全过程。无论是社会总投资还是单个投资,投入只是投资的开始,只有通过投入、使用、回收的资金运动全过程,才能考察投资预期目标的实现程度,从而构成投资行为整体。

### (二) 房地产投资的内涵

房地产投资就是将一定的资金投入到房地产开发经营和中介服务活动中,以期望未来获得更大收益的投资行为。

根据投资形式可将房地产投资分为房地产直接投资和房地产间接投资。

## 四、房地产直接投资

房地产直接投资是指投资者直接参与房地产开发或购买房地产的过程,参与有关的管理工作,包括从购买土地开始的开发投资和物业建成后的置业投资两种形式。

### (一) 房地产开发投资

房地产开发投资是指投资者从获取土地开始,在土地上进行进一步投资活动,到建造房屋、经营房产,通过销售将房地产商品转让给其他投资者来实现投资收益。房地产开发投资风险大,但利润高。房地产开发投资通常属于短期投资,它形成了房地产市场上的增量供给。房地产开发投资者将建成后的房地产用于出租或经营时,短期开发投资就转变成了长期置业投资。

### (二) 房地产置业投资

房地产置业投资是指投资者购买新建房地产商品或房地产二、三级市场的房地产商品,通过自用或销售实现消费、保值、增值及收益所带来的利润。相对于房地产开发投资而言,房地产置业投资风险相对小,但收益亦较低,如转售或租赁已购买的房地产商品,则可获取稳定的经营收入。

## 五、房地产间接投资

房地产间接投资是指将资金投入与房地产相关的证券市场的行为。房地产的间接投资者不需直接参与具体的投资管理工作,具体投资形式包括购买房地产开发、投资企业的债券、股票,购买房地产投资信托基金、房地产抵押贷款证券等。

### (一) 购买住房抵押贷款证券

所谓抵押贷款证券化,就是把金融机构所持有的个人住房抵押贷款转化为抵押贷款证券,然后通过出售证券融通资金,购买证券的投资者也就成为房地产间接投资者。具体的做法是将银行所持有的个人住房抵押贷款汇集重组成抵押贷款资产池,每个资产池内贷款的期限、计息方式和还款条件大体一致,通过政府、银行、

保险公司或担保公司等担保,转化为信用等级较高的证券出售给投资者。

### (四) 购买房地产开发企业的债券和股票

由于融资成本巨大,许多大型房地产投资企业为了降低融资成本,就希望在资本市场上发行债券及股票,通过直接融资,以支持其房地产投资开发计划。例如,深圳万科、北京华远集团等通过公司上市,解决了房地产开发所需的资本金投入问题。此时,购买深圳万科股票或其他房地产企业债券及股票的投资者,也就分享了部分房地产投资收益,从而成为间接的房地产投资者。

### (五) 投资于房地产投资信托基金

本书第四章第五节有详细的介绍,此处略。

## (三) 房地产投资的构成

房地产投资的构成包括三方面的含义:一是房地产投资主体的构成;二是房地产投资资金的构成;三是房地产投资要素的构成。下面以我国当前的情况进行分析。

### 一、房地产投资主体的构成

房地产投资主体是指直接从事房地产投资活动的投资者,即直接投资者。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,房地产信托资金的投入者,房地产信贷资金的发放者等都不是房地产的投资主体。

在当前情况下,我国房地产投资主体包括:

### (一) 国家

国家仍是我国当前房地产市场的投资主体,也是特殊的投资主体。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,在重大的房地产投资项目中,很多是国家投资的。从另一角度看,作为投资主体的国家一般并不以国家面目出现,而是以有关行政主管部门组织的某种投资机构或相关的企事业单位去实现的。

### (二) 企业

企业是房地产投资的投资主体。在我国,房地产投资企业包括许多事业性质的投资单位。从经济成分看,有全民所有、集体所有、个体所有、外资所有、股份制、混合所有等几种形式。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。其他企业中也有从事这一行业的,但多数为自用投资建设,不以营利为目的。企业与国家作为投资主体的主要差别在于:企业是纯营利性的,而国家则是把全局利益和政治利益放在首位的。比如,这几年国家投资的“安居工程”就是以扶助低收入家庭为目的的低利投资工程。

#### (狗)个人

个人作为投资主体一般只能从事房地产买卖。由于房地产买卖需要巨额资金投入,国家又以契税、土地增值税、交易税等经济手段对房地产买卖加以限制,而且我国房地产金融极为落后,因此,从事此项业务的个人投资者数量不多。而且,自然人从事房地产开发等投资活动实际上又是被禁止的,所以,即使人人想成为投资主体,也必须先注册成为企业法人才可以。

#### 匚院房地产投资资金的构成

房地产投资资金需要量巨大,非一般投资者所能担负,所以,多方位筹资是投资者惯用的做法。而且,利用他人资金可获得巨大的杠杆效益和经济收益,只要内部收益率大于贷款利率,投资者就有利可图。

在当前情况下,房地产投资资金的构成包括:

#### (员)企业自有资金

企业自有资金包括企业自我积累的资金、主管部门拨入的资金和联合经营的单位提供的资金三个部分。对于这些资金,房地产开发商可以自行支配和长期拥有,因而称为自有资金。我国《城市房地产开发管理法》规定,房地产开发企业的注册资本与投资总额的比例应当符合国家的有关规定。一般认为,这个比例不