

现代房地产投资管理

主编 苗晋平

副主编 石建明 崔建军

参写人 魏超 温向明 王敏

桑爱斌 付梦喜 李晓东

卓丽洪 王劲松 原袁

前摇摇言

随着我国社会主义市场经济的稳步发展，房地产投资活动也日益活跃，房地产业已成为第三产业的重要组成部分。从1982年到1995年，我国房地产开发投资从15.7亿元增长至157.5亿元，9年间增长了10倍，平均每年增长13.2%，尽管比同期全社会固定资产投资增长率低约1个百分点，但却远远超过了同期10%的增长速度。1995年1-5月，房地产开发投资同比增长速度虽然逐月回落，但是1-5月同比增长仍达14.5%，占固定资产投资的比例为14.5%。在新一轮的投资增长中，房地产业占有非常突出的位置，在进入统计的12个行业中，房地产业占固定资产投资的比重仅次于制造业居第二位。

我国房地产业经过13多年的发展已逐步走向理性，但是，房地产投资的收益是与风险并存的，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想的判断。本书试图较系统地介绍房地产投资管理的有关理论和方法，以期对房地产投资决策和评价提供一些有益的帮助。

本书概要介绍了我国房地产市场及其特点，系统阐述了房地产

投资分析的基本准则，并对现金流贴现模型、房地产投资经济评价、房地产投资组合理论、机构投资、房地产投资的金融支持、房地产投资可行性研究以及房地产投资管理的创新进行了全面详尽地论述。不仅介绍了房地产投资管理的基本原理，还提供了一系列关于房地产投资可行性研究、风险决策和分析的定量研究方法。

在一个城市里，如果老百姓都在搬家，小房换大房，旧房换新房，无房变有房，这个城市就一定兴旺起来了，装潢业也一定发育了，和房地产有关的很多产业也就自然被带动了。假定一个城市无人搬家，这个城市的经济一定很萧条。随着我国小城镇的建设，我国的房地产建设在未来几十年内将长期成为新的经济增长点。

书中错误和不妥之处，敬请专家和读者不吝指正。

苗晋平

二〇〇九年 月 日于北京

摇摇录

前言

第一章 摇摇中国房地产业概要	(员)
第一节 摇摇房地产市场及其特点	(员)
第二节 摇摇房地产界定	(员)
第三节 摇摇房地产市场组成	(猿)
第四节 摇摇房地产投资	(源)
第二章 摇摇房地产投资分析基本准则	(远)
第一节 摇摇投资目标及约束	(远)
第二节 摇摇房地产投资决策准则	(远)
第三节 摇摇房地产投资风险分析	(愿)
第四节 摇摇房地产投资环境分析	(员)
第三章 摇摇现金流贴现模型	(员)
第一节 摇摇资金时间价值理论	(员)

第二节摇摇财务管理相关知识 (猿园)

第三节摇摇现金流贴现模型 (猿园)

第四章摇摇房地产投资经济评价 (猿缘)

 第一节摇摇房地产投资经济评价概述 (猿缘)

 第二节摇摇房地产投资经济效益评价指标 (猿园)

 第三节摇摇房地产投资经济效益评价方法 (圆园)

 第四节摇摇房地产投资项目国民经济评价 (圆园)

第五章摇摇房地产投资组合 (圆源)

 第一节摇摇概述 (圆缘)

 第二节摇摇房地产投资组合风险与报酬 (圆缘)

 第三节摇摇房地产投资组合模型 (圆源)

第六章摇摇机构投资 (圆缘)

 第一节摇摇机构投资概述 (圆缘)

 第二节摇摇市场参与者 (猿园)

第七章摇摇房地产投资的金融支持 (猿缘)

 第一节摇摇房地产金融概述 (猿缘)

 第二节摇摇房地产金融机构 (猿愿)

 第三节摇摇房地产金融市场 (猿缘)

 第四节摇摇个人住房贷款 (猿缘)

 第五节摇摇房地产开发贷款 (猿缘)

 第六节摇摇房地产证券化 (猿园)

第八章 摇摇房地产投资可行性研究	(源四)
第一节 摇摇房地产投资的决策环境	(源四)
第二节 摇摇房地产市场研究	(源四)
第三节 摇摇可行性研究报告	(源四)
第四节 摇摇初步投资财务可行性分析	(源四)
第九章 摇摇房地产投资管理的创新	(源四)
第一节 摇摇房地产市场的变化	(源四)
第二节 摇摇投资创新	(源四)
第三节 摇摇人力资源管理的创新	(源四)
参考文献	(源四)

第一章摇中国房地产业概要

第一节摇房地产市场及其特点

一、房地产市场

(一) 房地产市场的博弈性

房地产，一般是指土地和建筑物以及固着于其上或其下的不可分离的部分。在有些国家和地区，又称其为不动产或物业，英文常用 **Real Estate** 和 **Real Property** 表示。前者说明了房地产的物质实体；后者则在此基础上，强调附带的各种权益，包括所有权及其相关的保有、使用权、管理权、收益权和处分权等。

房地产是一种耐用消费品，它的生产和价格是由资产或资本市场决定的。房地产市场有很多参与者，也有相应的规则。规则的制定、变动及其与参与者之间的相互影响，交易量和交易价格的确定及波动，这些“运动”将贯穿整个房地产市场的运转过程。房地产市场的参与者各有各的目的和利益动机。例如，就城市住宅房地产市场来说，参与者就有政府房地产管理部门、土地一级开发部门（土地储备管理中心）、政府市政机构、房地产开发商、银行、房地产策划公司、房地产代理行（房地产经纪人）与房地产投资者、房地产使用人或房地产购买人等等。归纳起来，我们可以将这些参与者大致分成四类：（员）政府，即房地产市场宏观调控和管理者；（圆）房地产开发企业，即房地产的生产者；（猿）房地产服务机构，

即为房地产的交易、使用提供专业的服务；（源）房地产消费者，即房地产的最终归属人。房地产是创造价值的实物产品，对于投资者而言，价值体现为未来预期现金流量的函数；对于住房消费者而言，价值以心理效用和房屋未来出售的潜在现金流来体现。

（二）房地产市场的区分

房地产市场包括很多不同的细分市场，这些细分市场的区别在于：（员）地理位置（周边环境、邻近区域、城市、地区）；（圆）房地产的种类（经济适用房、普通住宅、公寓、别墅、写字楼、厂房）；（猿）房地产的价格（同一区域、同类型房地产，按照价格的区间可分为高档、普通、低档等三个层次）。每一房地产，都有其位置上的独特性和不可替代性，因此房地产市场也可以说是有无数个市场存在着。房地产市场受所在区域、城市、地区的经济发展水平、社会文化背景影响很大，因此利用市场集合的观念来看待房地产市场或许更容易让人理解。就北京而言，我们可以列出经济开发区房地产市场、温榆河畔的房地产市场，以及悦阅的房地产市场；显然，这里说的每一个房地产市场都是不同类型房地产市场的集合。例如中关村的房地产市场，仅仅就万柳地区而言，就有住宅（公寓）房地产市场和写字楼（商用）房地产市场。房地产市场是房地产市场参与者们各显神通的空间和舞台，所有这些行为就构成了房地产市场的风景。

从实务的角度来看，我们可以将房地产市场大致区分为住宅市场、写字楼市场、商业房地产市场、工业房地产市场与开发区等类型。

一、住宅市场

住宅市场贴近人们的生活，与城市居民密切相关。如果对居住性房地产市场做进一步的划分，住宅市场又可以分为别墅、公寓、普通住宅和经济适用房、廉租房等不同级别的市场。这些细分的住房市场在区域分布、市场价格、户型设计、装修标准和物业管理等

一系列方面都具有不同的特点。

住房市场首先是地区性的市场，而不是全球市场。区域的住房市场一般受到家庭数量、就业机会、工作地点、收入、购买力以及当地居民的生活习惯等多方面的综合影响。

与住房市场紧密相关的是土地和资本市场。土地是住房市场最为关键的因素，它的存在和供应量首先受到公共土地政策的影响。由于土地的稀缺性和不可再生性，从长远来看土地价值一般会逐渐上涨。由于住房的初始投资和建设成本都非常高，因此住房的建设是与通过资本市场进行的融资密切相关的。能否从资本市场上获得资本对住房市场影响非常之大，因此，在资本市场上可以通过经验分析验证利息率与住房建设投资之间存在的相关关系。例如想通过廉价的低息融资获取较高的报酬，建设开发公寓住房可能是理想的选择。一般来说，能否获得其他的资本对开发商而言是重要的成本因素。

囹写写字楼市场

写字楼根据建筑形式可以分为多层、高层和超高层；根据产权情况可以分为独用和分用；根据使用方式可以分为租用和买断；根据销售情况可以分为内销和外销；根据使用面积分类可以分为纯写字楼、商住两用写字楼等。

作为写字楼与其他不动产类型相区别的特点是写字楼的区位及周边的基础设施完备度。当然，影响写字楼需求的因素不仅仅上面提到的这些，还有在写字楼中工作的人员数量、现有的写字楼面积空置率、流动工作人口数量、建筑设计合理性和物业管理的好坏等因素。

獠商业房地产市场

商业房地产主要可以分为单独的商店、专业商店、购物中心和超级市场等类型。

对于商业房地产而言最重要的指标是购买力。购买力对商店而言是每个居民显著的潜在消费能力。这个指标是由国家统计局根据

居民具有代表性的家庭收入估算的。在购买力研究中不考虑的因素主要是其中的服务功能，例如配眼镜店、理发店、旅游办公室、银行、清洁或者类似的服务。

工业房地产市场

工业房地产市场主要指的是服务于工业生产的房地产，具体来说有厂房、工厂办公楼以及其他的生产性建筑设施。因此，这类房地产的建筑成本根据工业生产的需要，会有很大的不同。一般来说，工业房地产的建筑成本比写字楼、商业房地产和住宅要低，与超市类似。工业房地产个体差别很大，因此工业房地产市场的含义不是广义的工业房地产市场，而是指成片开发的工业园区。

作为工业园区对土地和建筑物都有一些不同于前面几类房地产的要求。对土地的要求可以简要的归纳为：在建筑规划中列为工业用途的区域；通过项目开发者设计和建设；建筑设计和利用具有相对统一的形象；作为建筑设计组成部分类似于停车场的绿地设计；停车管理等。对建筑物的要求可以简要的归纳为：办公、服务、仓库和厂房联合；建筑物灵活使用（空间分割、扩展可能、作为第三种使用的可能性）；通常属于投机性建设的出租性物业；建筑设计具有租客自我表达的可能性。

（三）房地产市场：不仅仅是一种商品市场

18世纪的政治经济学家斯密认为，消费者和生产者在市场上追求自身利益最大化的行为会使整个社会达到最大福利状态。他认为“看不见的手”会使企业家追求自身利益的行为无意识地使整个社会的产出达到最大化。当然，市场也可能会失灵，而且市场失灵通常需要政府干预。事实上，我国房地产市场受政府的影响极大。例如，税收刺激和利润补贴能刺激投资，而限制性的土地利用规划则会阻碍房地产的发展。在这个复杂的经济中，“这只手”不仅属于企业家，而且属于院外游说者、立法者、司法者和民众及其

他人。房地产市场中各“参加者”（包括政府）之间的相互影响也是影响价值的关键因素。

房地产市场不仅仅是一种商品市场的另一个原因在于，“参加者”通过其行为可以影响我们生活的各个方面，而不仅仅是经济生活。私人开发对自然环境的影响是最为生动的例子，其他影响因素还包括税收的社会暗示，城市和郊区的开发和运输方式。社会会经常通过政府改变游戏规则以便确保这只“看不见的手”能继续起作用——在经济领域和非经济领域。当规则改变时，私人权利往往会被公众权利所取代，这种取代的压力可以检验那些受损害的人的民主信念（见专栏 员原员）。

哲学是经济学基础的一部分，会在房地产分析框架中占有一席之地。它是构建获胜战略的一个关键因素。没有它，我们很难理解这种变化着的公共政策，而这种理解又有助于确定“游戏”规则和房地产价值的评价。

摇缘



专栏 员原员

高层建筑和采光权

无论是英美法系，还是大陆法系，都将采光权规定为物权体系当中他物权的地役权中的一项具体内容。我国现行不动产权体系存在着很多不完善的地方，目前尚未设立他物权（地役权）。地役权是土地产权体系中一项很重要的权能，对土地的使用有时有着至关重要的作用。具体来说，地役权指为适应自己土地的需要而在一定范围支配他人土地的权利，包括通行权、通风权、采光权等。

员原员年 远月位于济南华能路的山东省地质勘探局宿舍的 员原员

户居民，由于担心正在兴建的两栋小高层会影响宿舍楼的采光，在多次与房地产开发商、规划局交涉没有任何结果的情况下，联合将房产开发商及其责任部门——规划局告上法庭。规划部门审批过程中应严格按照国家标准考虑居民采光权。根据权威部门提供的新建小高层高度、楼间距、济南日照角度以及权威计算公式，这两座小高层建好后，居民所住的两幢宿舍采光时间远远低于《城市居住区规划设计规范》所规定的标准。1998年11月，济南市历城区人民法院经过审理，作出一审判决，撤销济南高新区管委会规划局对这两幢小高层楼房的规划。按1990年11月1日建设部颁布的《城市居住区规划设计规范》的规定，济南旧区改建项目内新建住宅大寒日的日照应不少于2小时。按这个标准计算，这两幢小高层楼房与126名居民所住宿舍楼的日照间距应为17.7米。而房地产开发商正在建设的猿号、源号小高层楼房与126名居民所住宿舍楼之间的最小间距达不到国家标准17.7米，因而依法判决撤销被告济南高新区管委会规划局对猿号、源号楼的建设工程规划。

我国的《行政诉讼法》规定，具体行政行为如果有主要证据不足、适用法律法规错误、违反法定程序、超越职权、滥用职权情形之一的，将被判决撤销或者部分撤销。如果确定自己被遮挡了阳光，依据我国《民法通则》第八十三条的规定即：“不动产的相邻各方，应当按照有利生产、方便生活、团结互助、公平合理的精神，正确处理截水、排水、通行、通风、采光等方面的相邻关系。给相邻方造成妨碍或者损失的，应当停止侵害，排除妨碍，赔偿损失。”

二、房地产的供给与需求

（一）土地的供给与需求

随着人们物质生活水平的提高，对居住的房屋的要求也越来越

高，由于城市人口的增加，土地越来越稀缺等因素，直接影响着房地产的价格，从而也制约着房地产的供求情况。

圃土地的供给

土地的供给可以分为自然供给和经济供给两种形态。地球提供给人类可利用的土地数量，称做土地的自然供给，包括已利用的土地和未来可供利用的土地。土地的自然供给数量不受任何人为因素或社会经济因素的影响，因此它是无弹性的。

土地的经济供给，是指在土地自然供给的范围内，对土地进行了开发、规划、整治，以满足人类不同需求的土地供给。土地经济供给数量会受人类社会活动的影响。比如，开发新土地、调整用地结构、提高土地集约率等活动都影响土地的经济供给数量。由此可见，土地的经济供给是有弹性的。土地的经济供给的变化可能是直接变化或间接变化。直接变化是指土地经济供给的绝对土地面积的变化或某种土地用途的土地数量绝对面积的变化；间接变化是指单位土地面积上集约率的变化。

圃城市土地的供给

一般来说，人们所说的城市土地，是指城市市区土地和城市规划范围内的土地。通常城市里的土地数量绝大多数是经济供给；这样可以统一规划、综合利用、提高效率、节约资金。

城市土地根据不同的属性分为不同的供给。按照城市产业结构用地的状况划分，城市土地可以分为以下几类：（员）工业用地，包括各种工厂建筑物及其附属设施、生产资料及产品储存仓库等。在城市用地中，工业用地所占的比例是比较大的。（圆）商业用地，包括商店、仓库、饮食业、服务业、各类交易市场等所占用的土地。商业用地在城市经济中具有很重要的作用，尤其是一些发达的城市，第三产业十分兴旺，所需要土地也很大。通常商业用地集中在城市最繁华的黄金地段，经济效益最高。（猿）公用事业用地，通常是指教育、卫生、文艺等事业所占用的城市用地。例如各类学

校、幼儿园、医院、政府机关等需要的土地。(源) 居住用地,指城市居民住宅所占用的城市土地以及住宅建筑周围所必需的一定面积的土地。由于城市人口众多,住宅用地在城市土地中占有很大的比重。(缘) 道路用地,包括铁路、公路、地铁、城市街道以及辅助设施如车站、停车场等所占用土地。随着人民生活水平的不断提高,普通轿车进入百姓人家,对道路及各类辅助设施需求越来越高,所占用的城市土地将越来越多。(远) 绿化用地,包括绿地公园、街心花园、人行道两边的绿化带等。绿化用地的作用在于改善城市的生态环境,美化都市,保证人民身体健康,调节气候。

城市土地的供给之所以是有限的,是因为土地具有以下四个特性:一是稀缺性,城市土地在相当长一段时间内也是一个既定的量;二是土地空间位置的固定性,意味着土地的位置不能搬动;三是土地价值增值性,城市土地随着不断地开发利用,其价值含量随城市而不断升值;四是公共性,城市土地中有相当大的比例是归城市全体居民共有的(如公园等)。

摇摇城市土地的需求

城市土地的需求是指城市里的工矿企业、机关学校等事业单位,以及其他一切社会团体等组织和个人为了生存和发展,进行各种物质产品和精神产品生产及从事各类消费活动而利用土地的需要。

摇摇土地的供求均衡

土地作为一种特殊商品,既受一般商品供求规律的制约,又有与一般商品不同的特殊供求形式。土地的供求均衡是相对的、暂时的,而不均衡是绝对的。在研究土地供求的均衡时又分为三类:

(员) 土地供求的瞬间均衡。通常土地供给表现为一条垂直向上的直线,土地需求表现为一条向右下方倾斜的曲线,如图 员原员所示。

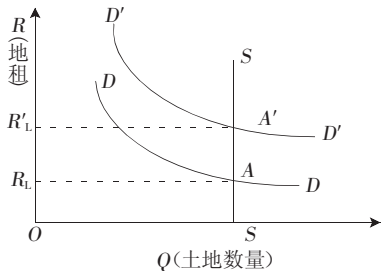


图 员原员 土地供给的瞬间平衡

在图 员原员中，供给曲线与需求曲线的交点处 粤，出现均衡地租 砸_粤。在土地供求具有自身均衡能力的前提下，如果地租 砸高于 砸_粤，土地供给过多，从而地租会下降，需求量随之增加，这会导 致 砸向 砸_粤移动；如果地租 砸低于 砸_粤，土地需求过多，从而地租 上升，需求量随之减少，导致 砸向 砸_粤移动。由于瞬间供给，土地 供给弹性为零，如果需求增加到 阅乙，那么均衡地租上升到 砸_乙，地 租完全由需求决定。

摇怨

(圆) 土地供求的短期均衡。在短期内，土地供给有一定弹性， 虽然弹性不足。在土地供给数量没有超过 阅_乙时，均衡由供给和需 求共同决定，均衡地租和均衡土地数量既取决于供给，又取决于需 求，需求对地租做出反应，同样供给也对地租做出反应。当土地供 给为 阅_乙时，均衡地租由需求决定，均衡土地等于 阅_乙，如图 员原圆 所示。

(猿) 土地供求的长期均衡。在长期内，土地供给弹性增大， 供给曲线更为平缓地向上倾斜。均衡地租和均衡土地数量由需求和 供给的交点决定。如图 员原猿所示。地租既取决于需求，又取决于 供给。

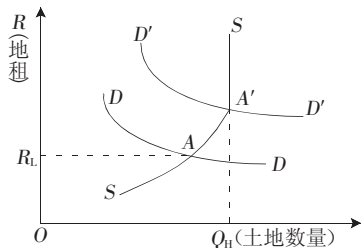


图 1 摇摇土地供给的短期均衡

图中：粤——供求交点摇摇阅——土地需求曲线
 杂——土地供给曲线摇摇砸——地租
 匝——均衡土地供给量

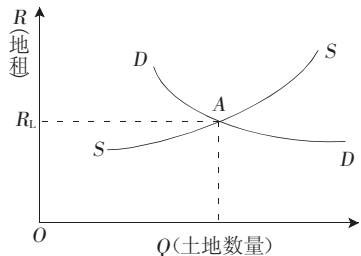


图 2 摇摇土地供求的长期均衡

图中：粤——供求交点摇摇阅——土地需求曲线
 杂——土地供给曲线摇摇砸——均衡地租

由于土地的自然供给一定，而随着人口增长和经济的发展以及人们对居住、生活、工作空间的要求不断提高，土地的供求矛盾已经十分严重。土地的供求矛盾在城市中尤为突出。城市是各种生产要素高度密集的地方，是一地区政治、经济和文化活动的中心。由于生产要素的大量集聚和由此导致的城市功能多样化，使得城市的