

学校编码: 10384

分类号_____密级

学号: 200315257

UDC _____

学 位 论 文

厦门市住宅市场与个人投资 Xiamen Housing Market and Personal Investment

钟铨光

指导教师姓名: 洪锡熙 教授

申请学位级别: 硕 士

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘 要

随着经济的发展，投资商品房已成为个人理财的一种手段。本文首先试图解决住宅投资的理论问题，回答在当前各种条件约束下，如何判断市场是否理性并判断能否获得销售收益和出租收益。

然后本文把厦门市住宅市场分为多个子市场进行分析，分析厦门各区的地理、经济，规划定位等特性，讨论各区住宅市场的投资前景。并通过近 3 年来厦门市场的住宅价格和租金的数据进行实证分析，分析结果显示，厦门住宅市场近年来价格上升较快，但中长期存在下跌的风险。以 1 至 2 年的持有并转卖策略，可以很好的利用当前市场的景气来获取高额回报。但是就长期持有以获取出租收益为目的投资而言，目前厦门大部分地区的住宅市场投资回报率过低，仅有少数区段值得投资。

针对个人投资人资金短缺的问题，本文着重探讨了如何利用现有金融工具，提高负债比进行投资的可行性。

住宅市场投资是一种高风险行为，本文分析了住宅投资的风险来源，并提出了部分规避方法。

关键词：住宅；价格；租金；投资

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

With the sharp growth of China economic, Investment on housing market is becoming a good choice for investors. The purpose of this paper is to find out that is it profitable to invest on local housing market by evaluating the relationship between house price and rent, and to find out which sub-region is good for investment with city theory.

The empirical study of data of house price and rent in past 3 years shows: currently, Short-term investment can make high profit on Xiamen housing market. But there is much risk to hold housing asset in long term because of bubbles existing in current market.

The paper also analysis the possibility of using some finance tools to maximize investment profit.

Housing market is with high risk, the paper also try to find out resources of same kinds of risk and point out the way to avoid them.

Key works: Housing market; House price; Rent; Investment

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

前 言	1
第一章 市场背景与住宅投资.....	2
第一节 国际国内市场背景	2
第二节 中国住宅市场发展历史	3
第三节 厦门住宅市场发展历史	5
第四节 住宅市场投资的销售收益	6
第五节 长期出租收益与住宅市场的泡沫度.....	13
第二章 厦门住宅市场的细分和投资选择	- 19 -
第一节 影响投资的重要因素。	- 19 -
第二节 厦门楼盘分布概览	- 21 -
第三节 厦门住宅市场投资可行性分区讨论分析	- 22 -
第三章 住宅市场的财务策略.....	- 39 -
第一节 灵活使用财务杠杠	- 39 -
第二节 合理组合公积金贷款和商业贷款	- 40 -
第三节 合理使用浮动利率和固定利率	- 41 -
第四节 应用新金融工具，及时变现	- 42 -
第四章 住宅市场的投资风险.....	- 44 -
第一节 住宅投资存在风险	- 44 -
第二节 政策法规风险	- 45 -
第三节 商业风险	- 46 -
第四节 利率和融资风险	- 47 -
第五节 流动风险	- 49 -
第六节 道德风险	- 49 -
第五章 结论及意义，问题和不足	- 51 -
参考文献.....	- 53 -
后 记.....	- 55 -

厦门大学博硕士学位论文摘要库

前 言

随着经济的发展，国内个人理财的手段也越来越多，从单纯的储蓄发展到购买股票，基金等新金融产品。在我国住宅制度的改革以后，商品房的出现使得住宅成为了商品。住宅的投资价值也引起了投资人的注意，出现了投资期房和现房等方式。20 世纪末开始的房地产热更是导致房价节节高涨，也使得住宅市场越来越引人注目，不仅政府收取了高额的土地出让金^①、房地产商取得了高额的利润^②，部分资金雄厚、抢得先机的投资人也从住宅投资中取得了丰厚的回报。

住宅市场的高额回报使得部分普通人也开始考虑购买住宅作为投资，这些人大多拥有私房或者已经在福利房时代购买了住宅，加之多年积蓄缺乏投资渠道：存款利率太低、股票风险过大，住宅投资正好提供了这样一个相对安全的投资渠道。

在资本市场中有数量庞大的上市公司和种类繁多的基金，大众媒体上每天都有数不清的各类股票、债券、票据信息，股票和基金市场的理论已经很成熟，是一个理论成熟、信息充分、大众比较认可的市场。

住宅市场则不一样，仍然有很多人把住宅当作是“衣食住行”之一的生活必需品，视个人投资住宅为一种不道德的商业行为。所以大多数房地产投资的著作是面向开发商的，在个人投资这个方向上尚未见比较系统的讨论。本文试图通过理财的基本思想，运用数量分析工具，以近年的厦门市住宅交易信息和来自中介商的数据为研究资料，回答以下的问题：

- 何种指标可以衡量住宅市场的投资可行性？
- 厦门住宅市场目前是否适合投资？
- 厦门住宅市场是否存在泡沫，前景如何？
- 住宅市场投资存在何种风险，如何规避？
- 投资住宅市场，应该使用怎样的财务策略？

^① 据厦门统计局公布，2005 年厦门市财政总收入 209.6 亿元，2005 年全年厦门拍卖土地面积 190.4 万平方米，总成交金额 61.5 亿元。2006 年 1 至 4 月厦门市拍卖 16 宗土地，成交额 58.95 亿元。

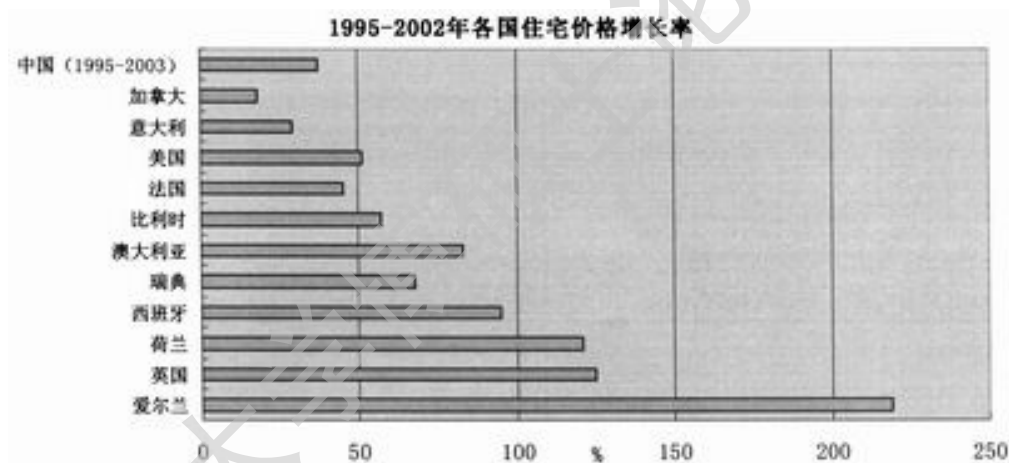
^② 从 2005 年的财务报表数据来看，万科 2005 年的房地产主营业务利润率为 29.22%；招商局的房地产主营业务利润率为 23.67%；金地集团的毛利率为 38.04%；

第一章 市场背景与住宅投资

第一节 国际国内市场背景

随着 2001 年后美联储逐年降低利息，投资机会逐渐减少，投资者被迫寻求其他投资机会，甚至一些是低收益和高风险的投资品种也开始受到投资人的关注。对买房者而言，低利率直接造成其贷款成本和机会成本的降低，从而增加了对住房的需求。在这种背景下，1995 年至 2002 年，美国的住宅价格上涨了 50% 左右。住宅价格的增长并不局限在一国而是全球性的，如图 1 所示：

图 1：1995-2002 年各国住宅价格增长率



资料来源：Economist，2003 年 5 月 29 日

住宅市场的上扬给投资人带来了丰厚的回报，2006 年 1 月 3 日的《华尔街日报》援引美国全国房地产经纪人协会的估计报道，2003 年美国房地产投资信托^①公司股票的总回报率接近 37%，2004 年的总回报率为 32.1%。高回报率吸引了大量的资金流入住宅市场。《华尔街日报》还援引一家跟踪基金情况的机构的数据报道指出：2003 年流入房地产共同基金的资金净额达到了创历史最高记录的 45 亿美元，2004 年流入房地产共同基金的资金净额更高达 75.5 亿美元。在专业共同基金

^① 房地产投资信托(REIT)在美国是非常流行的金融工具，是由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金形式。投资者可以通过证券市场购买，享受投资回报。各种 REIT 的情况可以通过 <http://homes.wsj.com/reits/>（华尔街日报不动产版）查询。

中，房地产共同基金表现突出，其平均回报率为 31.4%。这说明，在美国住宅投资是一种高回报的投资。

我国的住宅市场面临和美国住宅市场相似的局面：1995 年以来，经过中央银行连续 8 次降息，到 2003 年，1 年期名义存款利率已经下调到 1.98%。扣除利息所得税 20% 后为 1.584%，投资住宅的资金成本和机会成本不断降低。另一方面我国的股市则持续低迷，投资人缺乏可靠的投资渠道，不动产成为相对稳定和安全的投资项目。在这样的背景下，我国的住宅市场出现了和美国住宅市场类似的价格大幅度上涨的情形。

第二节 中国住宅市场发展历史

1949 年中华人民共和国成立后进行了大规模的社会主义改造，实行了土地国有的政策。社会主义改造也触及到私有房产，中央书记处第二办公室在 1956 年 1 月 18 日发布的文件《关于目前城市私有房产基本情况及进行社会主义改造的意见》中指出：“城市房屋私人占有制与社会主义建设之间的矛盾日益尖锐，必须在对私营工商业进行社会主义改造的同时，对城市私人房产实行社会主义改造。”，提出在国家控制下，先统一安排住房出租，然后逐步改变其所有制的方针。从此中国开始采用住房分配制度，住房成为一种福利，由国家所有，不在市场流通。^①

改革开放后，计划体制下的住房制度缺陷逐渐显露。我国开始进行住房制度改革，改革分为四个阶段：

1、理论准备和出售公房的试点期（1980 年至 1985 年）

1980 年 1 月号的《红旗》杂志刊载了《怎样使住宅问题解决得快些》一文，明确了住宅的商品属性。1980 年 11 月，北京市在团结湖统建的住宅楼房中拨出两栋出售给个人，每建筑平方米售价平均 180 元。

2、以租促售的配套改革期（1986 年至 1993 年）

这一阶段政府大幅度提高公房租金，为住宅商品化奠定了基础。1988 年 2 月 25 日，国务院印发的国务院住房制度改革领导小组《关于在全国城镇分期分批推

^① 北京市人民政府曾颁布《关于城市共有房屋管理的若干规定》，规定“承租人不得擅自将承租的房屋转租、转让、转借他人；严禁出卖共有住房使用权”。可见传统制度下，我国基本不存在住房市场。

行住房制度改革的实施方案》指出：“我国现行的住房制度存在着严重弊端。国家为城镇居民建房花了大量投资，但由于不能从经济机制上制约不合理的需求，城镇住房问题并没有得到缓和。住房分配上的不公正，已成为一个严重的社会问题。”，提出“要从 1988 年起，用三、五年时间，把住房制度改革在全国城镇分期分批推开。”为了解决问题，国务院决定实施住房制度改革：“开放房地产市场，发展房地产金融和房地产业，把包括住房在内的房地产开发、建设、经营、服务纳入整个社会主义有计划的商品经济大循环。”

3、全面推进期（1993 年至 1998 年）

1994 年 7 月，国务院颁发《关于深化城镇住房制度改革的通知》提出改变住房福利性实物分配的体制为工资性货币分配的体制，建立规范化的住房交易市场，推进房地产业和相关产业的发展。

4、全面市场化期（1998 年至今）

1998 年 7 月国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》，要求停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，继续推进公有住房改革。福利房制度被放弃，民众的购买力被释放，民众对商品住宅的需求急剧增加，掀起了置业、二次置业、住宅以旧换新、以小换大的更新换代消费热潮，住宅市场迎来了快速发展期。

作为中国经济的缩影，上海的楼市的发展具有典型性：从 1988 年至 2005 年的 18 年间，上海的房地产增加值由 1988 年的 3.37 亿元升至 2004 年的 622.59 亿元。18 年来，全市累计竣工各类房屋面积 50,304.33 万平方米。其中，住宅竣工面积达 27,886.02 万平方米。房地产业的发展使上海市民得到实惠，市区人均使用面积从 1988 年的 8.7 平方米猛增到 2004 年的 20.4 平方米。从 1988 年至 1998 年，房地产市场总体处于初热阶段，主要还是靠政策在推进。从 1998 年开始，房地产市场的投资额逐年递增，总量继续放大，住宅建设和住宅销售面积持续增长。房地产增加值大幅提高，价格上涨过快，部分房产成为企业和个人投资项目。到了 2004 年越来越多的人认为上海房地产市场投机过度、泡沫极高，舆论一致呼吁禁止炒房、压低房价。

第三节 厦门住宅市场发展历史

1983、1984年前后，厦门出现了首批商品房。在此前后的一段时间，以筓筓开发公司、东区开发公司、特区房地产开发公司为主的国有房地产企业相继开发出了槟榔小区、莲花新村（一、二村）、湖里小区等几个小区。作为厦门第一批商品房性质的住宅，这些房子每平方米的销售起价只有100多元，楼层的差价也不过每平方米10元左右。虽然当时一套房子总价不过万元左右，但对于年收入不足千元的厦门人来说，依然是“天价”。那时候能购买起这类住宅的大都是先富起来的个体户、华侨以及有侨汇收入的少数厦门市民。直到后来厦门房地产公司开发出湖滨一里至四里的小区后，一些在行政事业单位工作的厦门人才通过单位公款购房分配到了住宅。到1986年，厦门的住宅价格才有所上涨，莲花新村和槟榔小区的房子卖到每平方米200到300元，而那时每平方米售价500多元的美仁新村已经是厦门最贵的房子了，超出大多数人的购买力，销售不是很顺利。

1992年全国掀起了投资开发的热潮，外资开始进入厦门房地产市场，开发了一批以外销为主的高层住宅，如华星大厦、光华大厦、鸿山大厦、水仙大厦、香江花园、天湖苑、凌志大厦等，其销售价格每平方米达到三四千元，香江花园、天湖苑的销售价格更是高达5000多元。外销房价格的高涨带动了内销房价格的上涨，厦门同期的多层商品住宅如官任新村、莲坂西小区等的销售价格也上涨到了每平方米1,000多元。然而好景不长，1993年政府治理整顿经济过热，紧缩银根，厦门高层住宅价格急剧回落，每平方米只剩下2,000多元。不仅如此，这次的楼市灾难还给厦门带来了数量不少的烂尾楼，烂尾地块及闲置地块。^①这些烂尾楼直到2005年才被全部复工。

1998年《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》发布后，厦门岛内居民对住房的需求日益高涨。同时，厦门优美、良好的居住环境也吸引了大量的外地人到厦门购房，致使房地产市场出现供不应求的现象，房价持续攀升。

2000年1月14日，厦门市正式全面开放已购公有住房（包括经济适用房、统建房、集资房等优惠政策房）进入市场；同时，简化程序，取消一些限制规定，

^① 本段摘录自李林邦：“厦门房价是高还是低？”，《厦门晚报》，2004年7月1日。

如购买公有住房不再需要原出售方（单位）允许便可直接进入房地产交易市场，降低税费，符合规定的按规定交纳 1.5% 房产契税；各银行也争先大力开展二手房抵押业务，住房二级市场^①进入了快速发展时期。2000 年，住房二级市场转让 1,966 件，同比增长 162%。2001 年上半年，办理已购公房入市审批 830 件，二手房成交 1,709 件，同比增长 114%。^②

2000 年以来，厦门房地产市场进入了高速发展期，房价不断攀升，带动了相关产业的发展，已成为支持厦门经济增长的重要因素。另一方面，随着土地资源的日益稀缺，加之厦门本岛具有独特的区位优势，又拥有“国际花园城市”、“全国文明城市”等桂冠，成为人们购房的首选地之一，因此 2000 年以来房价快速攀升。2002 年国有土地实行公开挂牌交易，土地楼面均价从 1,200 元/平方米提升到 2,700 元/平方米，更是加快了住宅价格的上涨。与此同时，越来越多的人开始质疑厦门房地产市场是否过热，但是厦门住宅价格的上涨势头一直维持至今。

第四节 住宅市场投资的销售收益

住宅由于提供了住房服务^③，一般被认为是生活必需品，是消费品。但是在现代家庭经济学中，消费是指家庭不断购买商品，从而获得现时满足；如果是为了在未来获得满足而购买商品则为储蓄。住房是典型的兼具消费与储蓄二重性的耐用消费品。现期购买一套住房，在未来几十年里均能获得住房服务。因此从这个角度看，购买住房就是一种投资。^④即使购入之后仅供自住，房主不必支付房租，但是这未交的房租应视为住房资产报酬的一部分，是房主购房自住的机会成本，或称为隐含租金(imputed rent)。

除了自住之外，投资者还可以取得销售收益和租金收益。销售收益是指投资者出售自己所有的住宅时得到的销售收入减去购入成本和其他成本之后的余额。

^① 住宅三级市场的概念使用比较混乱。按曹振良主编《房地产经济学通论》定义：住宅一级市场是房地产开发公司向消费者出售住宅所有权的场所及双方所产生的买卖关系的总和。住宅二级市场是指住宅所有者转让其所有权给另一消费者的场所及双方所产生的买卖关系的总和。三级市场一般指房产出租市场。但也有人定义三级市场为公有住房的转让的市场，本文使用第一种定义。

^② 引自“积极开拓住房二级市场，不断提高居民居住水平——厦门住房二级市场发展情况分析” 厦门市土地房产管理局 2001 年 7 月 24 日

^③ 住宅服务是指由住宅建筑的各种属性及住房周围的环境因素所构成的一定质量的住房，给消费者提供的效用或消费服务。引自 曹振良等编著 房地产经济学通论 北京大学出版社

^④ 在美国的国民收入核算中，私人购房收入不计入消费，而计入私人总投资中的住宅固定投资。

租金收益是指投资者利用所拥有的房地产从事出租经营，扣除各种支出之后的余额。

与其他投资形式相比，住宅作为不动产的一种，变现成本较高，变现时间较长，房价不如股价敏感，短期变化幅度不大，因此，靠转手出售获取销售收益，一般需要较长的时间。在这段时间内，还必须考虑资金成本和机会成本以及交易成本对利润的影响，为此，下文将采用定量分析来分析销售收益的盈利条件。

设 P_t 表示某住宅第 t 期的买入价格， P_{t+1} 表示该住宅在第 $t+1$ 期的出售价格，如果 P_{t+1} 大于 P_t 即可视为投资者取得了会计利润。考虑到交易成本，持有成本、机会成本和风险报酬，对于一个用分期付款方式购买的住宅，转卖时要取得销售收益必须满足条件：

$$P_{t+1} \geq P_t + \delta_t + \lambda_t + E_t + (P_t - S)i_t + C \quad (1)$$

其中 δ_t 表示期间的物业维护费用， E_t 表示购房款项中自付部分 S 的期望收益， $P_t - S$ 表示向银行贷款的部分， i_t 表示期间贷款利率。 λ_t 表示期间风险费。 C 表示一次买入卖出的税费合计。在不考虑个人所得税的边际税率问题时， C 表现为 P_t 的一个函数。如果是投资期房，投资人在开发商交房以前，不需要支付物业管理费， $\delta_t = 0$ ，因此，对于期房投资，式(1)成为：

$$P_{t+1} \geq P_t + \lambda_t + E_t + (P_t - S)i_t + C \quad (2)$$

如果投资者购入现房，或者在期房持有期间开发商交房，期房变成现房，那么在现房持有期间，投资人还需支付物业费等费用。投资人可以选择在持有现房期间把房子出租以减少成本，但出租毛坯房则需要先行装修，以达到居住的基本条件，装修的费用将成为沉没成本，而且出租新房还会有损该住宅的出售价格，所以用于投资的一手住宅很少被用于出租。但是二手房已有初步装修，通常会用于出租以减少投资人的持有成本，设 R_t 为期间的税后租金收入，在考虑租金收入后，式(1)改写为：

$$P_{t+1} \geq P_t + \delta_t + \lambda_t + E_t + (P_t - S)i_t + C - R_t \quad (3)$$

对于自有资金 S ，根据式(3)可求得 S 的投资净收益率：

$$r_n = \frac{P_{t+1} - P_t - (P_t - S)i_t - C - \delta_t - \lambda_t + R_t}{S} \quad (4)$$

如果购房时不使用财务杠杆则 $S = P_t$ ，且不考虑风险因素则 $\lambda_t = 0$ ，代入式(4)可

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库