

投资理财

程天富博士
谢柳仪

房地产投资信托基金 (Real Estate Investment Trust, 简称 REIT) 问世于1960年代初期。历经半个世纪的成长与蜕变后, 成为一种极受小户或机构投资者青睐的投资产品。机构投资者将 REIT 加入现有的投资组合, 作为一种有效分散投资风险的方式。

相较于直接购入房地产, 这类投资产品的投资门槛与交易成本较低。换言之, 投资者无须庞大资金便能参与投资, 并拥有房地产资产组合的部分产权, 能够享有来自房地产组合的稳定收益。此外, 由于投资收益源自房地产收入, 而房地产收入会随着通货膨胀率的起伏波动而变化, 因而 REIT 投资者所面对的通胀风险也是极低的。

如跨越峡谷的一条绳索, REIT 将原来互不相干的房地产市场和资本市场连接起来, 成就了如今密不可分两个市场。

对于房地产开发商和那些拥有房地产资产的企业而言, REIT 提供了一个高效、便捷的融资渠道, 能缩短他们的投资回收周期。这些资产所有者将收益资产 (income-producing asset) 注入到一个特别目的载体 (special purpose vehicle), 它们以信托基金的运营结构持有资产组合,

REIT 资产组合应分散或集中?

并且对外发行基金单位, 从而实现轻资产 (asset-light) 运营模式并提高运营效率。

在新加坡, 权益型 REIT (equity REIT) 是市场上普遍能接触的 REIT。它的资产组合是由一栋栋实体房地产组成。有些 REIT 基金管理经理会采用分散型投资策略, 通过收购不同地域或不同类型的房地产来实现分散化。例如, 新达信托房地产信托 (Suntec REIT) 的资产组合主要由商场和办公楼房地产组成, 是分散型的 REIT; 而凯德集团赞助的雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust) 在不同国家拥有服务公寓, 被归纳为区域分散型 REIT。然而, 分散型投资策略对于 REIT 而言是好是坏, 是利大于弊, 还是弊大于利?

分散型投资降低风险

投资于不同类型房地产是 REIT 能采取的另类投资组合策略。由于各类房地产租金的起落与该行业领域盛衰紧密相连, 在某一行业领域衰落的情况下, 分散型投资可有效避免一损俱损的惨况发生。另外, 分散型投资策略可大大加强 REIT 的卖点并向投资者传递该 REIT 的潜在增长空间, 这有助吸引更多广大的投资群, 从而推高 REIT 单位股价。

除了房地产类型分散策略,

REIT 管理人也可通过多元化区域型投资策略来达到分散风险的效果。采用这两类型的风险分散策略的原因大同小异, 除了分散风险, 也可增加收购机会、提高总体收益等。受到单一市场规模限制, REIT 管理人可采用此策略来摆脱单一市场对他们的约束。他们可放眼国际, 在更庞大的国际市场上寻觅增利型收购机会, 这无形中提高了他们的发展空间。

此外, 来自房地产的收益会因所处国家的不同而有所区别, 这为 REIT 管理人提供了一个获得更高收益的渠道。然而, 由于各国政治等因素, REIT 因跨国投资而涉及的风险也将有所提高。因此, REIT 管理人在执行这个策略时, 必须在取得更高收益和降低总体风险之间取得平衡。

再者, 仔细观察便可发现, 市场上大多的物流 REIT、酒店 REIT 和医疗 REIT 所持资产遍及全世界。它们通过区域分散型投资策略来扩大业务服务网与服务范围, 以此占据竞争优势并拓展国际知名度。对它们来说, 由于行业性质, 要把业务做大做强, 区域分散型投资策略是在所难免。

集中型投资可把利益最大化

虽说分散型投资策略能带给 REIT 极多好处, 但为何仍然有许多 REIT 坚持原来的集中策略, 而

不尝试采用分散策略?

不分散的主要原因有四:

一、分散提高运营成本。由于物业性质不同, 所需的管理技能也不同, 正因如此, REIT 的物业管理成本——包括必须另聘拥有对应的专业管理人员等, 也随之提高;

二、若判断有误, 分散将无法实现收益最大化。根据历史数据统计, 分散型企业所得收益往往低于集中型企业, 因为管理人把过多资金投入到低收益房地产, 配置过少资金到高收益房地产;

三、分散提高信息成本。对 REIT 管理人而言, 分散投资提高监督物业的费用, 对于投资者而言, 因对国外市场动向不熟悉, 增加了他们搜集有关 REIT 信息的成本;

四、分散型 REIT 一般被视为流动性风险较高的 REIT。

自 1950 年代起, 有关分散型投资策略的学术研究不胜枚举, 但所得出的结论却参差不齐。有者主张资产配置理论, 并道出分散型投资策略有利于降低总体风险; 有者却主张集中型投资策略, 并以各大大型企业与基金的历史统计数据作为凭证, 强烈驳斥资产配置理论的“收益最大化, 风险最小化”之说。

马科维茨 (Harry Markowitz) 提出“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”之理论; 马

克吐温 (Mark Twain) 却认为投资者反该“把鸡蛋放在一个篮子里, 然后看管好那个篮子”。

REIT 管理人 应助投资者获取最大收益

围绕着这两个对立的投资理论的口水战愈演愈烈, 至今仍未停歇。虽在理论上, 资产分散配置是利大于弊, 但实证结果却显示了区域分散型 REIT 的表现低于集中型 REIT。REIT 管理人应该通过为投资者带来更高收益的动

机来倡导 REIT 走向国际化。

遵循马克吐温所提出的“把鸡蛋放在一个篮子里, 然后看管好那个篮子”之理论, 它们有责任将采用区域分散化的成本与风险最小化, 同时也实现收益最大化。而不该让投资者因它们的失误, 承担较高的总体成本、利息支出、管理及行政费用、资本支出, 以及风险溢价。

(作者程天富是新加坡国立大学房地产研究院主任、谢柳仪是国大房地产研究院研究员)