

REITS 简介

一、 REITS 的全球化趋势

REITS (Real Estate Investment Trusts), 即房地产投资基金, 一般分为三种, 专门投资于公寓、写字楼、商铺、酒店、仓库等出租型物业的“权益型 REITS”、专门投资于房地产抵押贷款的“抵押型 REITS”和既投资房产又投资抵押贷款的“混合型 REITS”。我们通常所说的 REITS 是“权益型 REITS”, 它通过发行股票 (受益凭证) 来集合公众投资者资金, 投资于多个物业组合, 并由专业机构负责经营管理, 在有效降低风险的同时将出租收益以派息方式分配给股东, 从而使投资人获取相对稳定的长期收益。

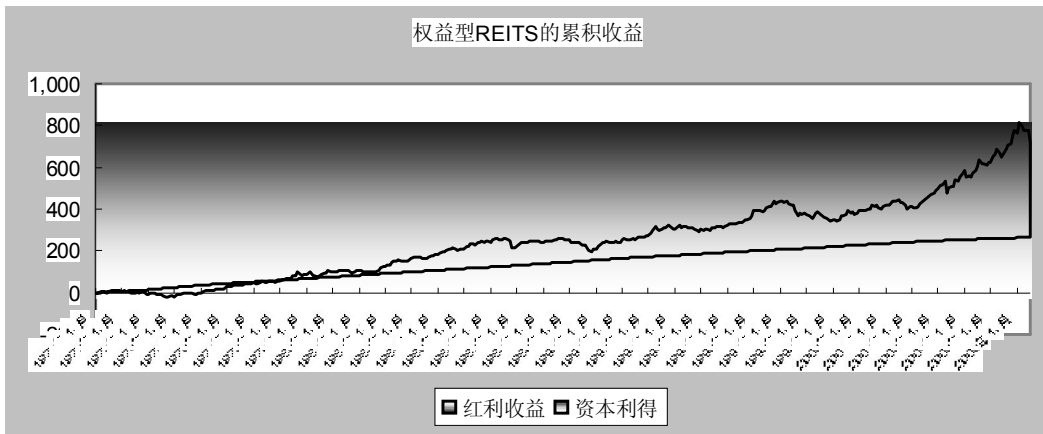
REITs 作为一种房地产证券化产品, 在发达国家已有几十年的历史, 尤其在美国和澳洲的发展已经非常成熟。目前, REITS 在欧洲的覆盖率已达到 13%, 英国等国家也正酝酿推出 REITS 产品; 在加拿大 REITS 的覆盖率是 9%; 在亚洲起步较晚, 但进入二十一世纪后, 日本、新加坡、韩国、台湾、香港等地先后推出 REITS, REITS 的市场覆盖率正在逐步上升, 并将在房地产资产定价方面发挥越来越重要的标杆作用。

REITS 的组织形式一般有两种, 公司型和契约型, 其中公司型应用较为广泛, 在美国, 以公司型设立的 REITS 必须要有完善的治理结构、至少要有 75% 的资产投资于房地产, 至少有 75% 的收入来源于房地产的租金收入; 而转让持有期未 4 年的房地产及持有期未 1 年的证券所带来的收益不能超过利润的 30%; 此外, 应税所得中至少有 90% 的部分必须以股利的形式分配给股东¹。

上述对资金投向 (限制房产的短期的炒卖行为)、收益来源 (75% 以上的收益必须来自于房地产的租金收益) 和分红政策 (90% 以上的利润必须分红) 的规定, 使 REITS 天生具有了收益相对稳定的特征——在过去十年里, 美国市场 REITS 的平均股息率为 6.96%, 高于十年期国债的 5.86% 的利息率和标普 500 指数平均 1.79% 的股息率, 而它的收益波动率却要比标普 500 指数低 3~4 个百分点。

图 (1) 是我们对上世纪 70 年代以来美国 REITS 收益的分解, 其中, 红色部分是红利收益的累积贡献, 它体现了 REITS 的债性收益, 而蓝色部分则是资本利得的累计贡献, 它体现了 REITS 的股性收益。由图可见, 红利收益成为 REITS 稳定回报的基础, 而资本收益则反映了当前供求与预期因素的变化。REITS 是一种介于股和债之间的金融产品, 而这种特性使它吸引了保险资金、养老基金等大量机构投资者。

¹ 在其他国家、地区, 尽管对 REITS 的资本结构、资金投向和分红、税收方面的具体限制门槛不同, 但总体原则一致。



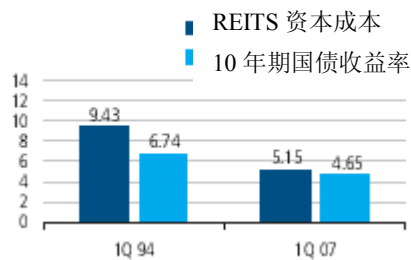
数据来源：National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREITS)

图（1）REITS 收益的分解

二、 REITS 的估值

REITS 的估值中有几个重要指标：

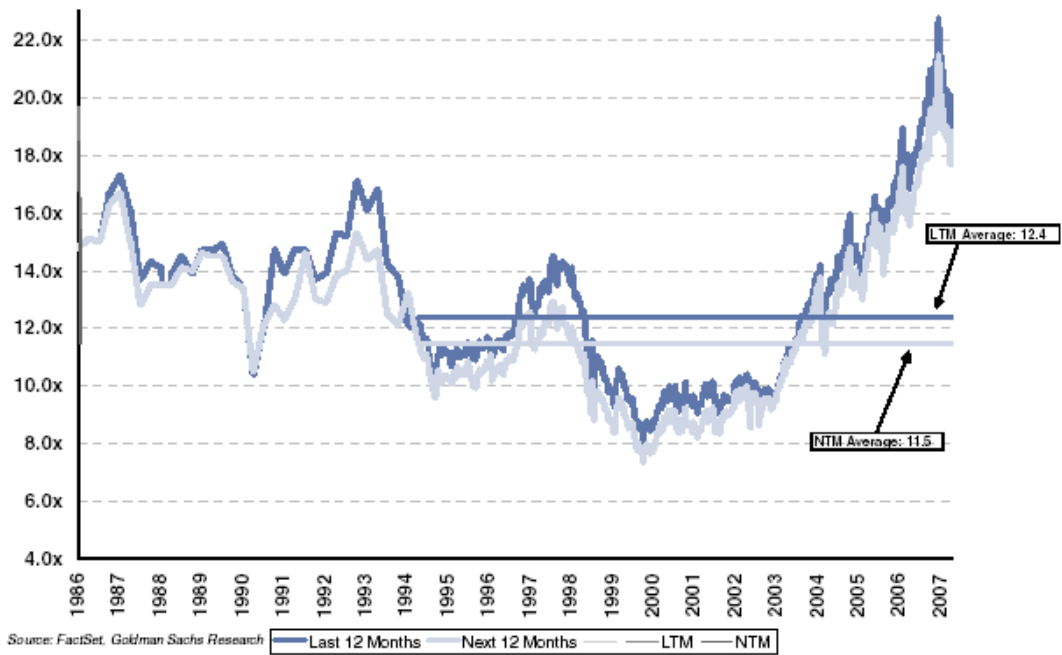
资本化率 (Cap Rates)，它类似于一般上市公司的资本成本，即，投资人要求的回报率。一般来说，资本化率与长期国债之间总保持着一种相对稳定的正相关关系，作为一种相对低风险的金融产品，REITS 资本成本一般比 10 年期国债收益率高出 2~4 个百分点。过去十年，美国十年期国债的收益率在 4~6.5% 之间，REITS 的资本化率在 6~10% 之间，而日本国债收益率只有 1.5% 左右，相应地 REITS 的资本化率仅为 3~5%，显著低于美国公司。在中国，几次加息后，目前长期存款收益率已达到 4.5%，因此，如果推出 REITS 后 Cap Rates 应至少达到 6.5% 水平才有吸引力。



数据来源：INVESCO, Green Street Advisors (April 2, 2007)

图（2）REITS 资本成本与 10 年期国债利率的比较

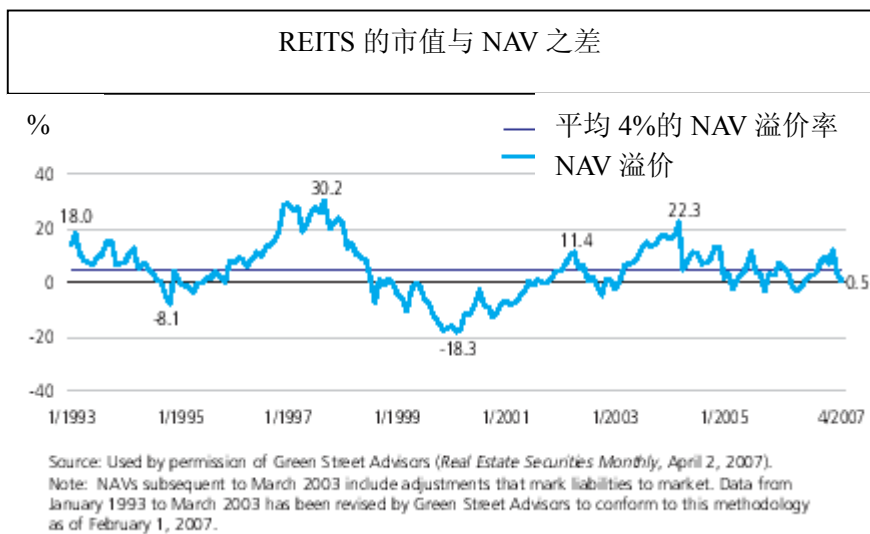
P/FFO 是 REITS 估值中另一个重要指标，它类似于一般上市公司的市盈率指标，其中 FFO 为 REITS 的净经营现金流。从长期看，美国 REITS 的 P/FFO 水平处于 12 倍左右，但自 2005 年以来，REITS 的 P/FFO 倍数增长较快，曾一度达到 22 倍以上，目前略微回落到 20 倍水平，这中间除了资产高估时期的房产转让收益贡献外，也有投资人对未来核心地区租金上涨的预期。



数据来源：FactSet, 高盛研究部

图（3）美国 REITS 的 P/FFO 倍数变化

市值与当前持有物业资产价值（NAV）之差，是国际投资人衡量 REITS 价值的另一个重要指标。在美国，权益型 REITS 的市值一般比其 NAV 高 4%。但短期内市值相对于资产价值的偏离可能很大，如 1997 年，由于写字楼价格相对于租金被低估，因此，NAV 折价率一度达到 30%以上，并促使了 REITS 的大量收购行为，使 1998 和 1999 两年 FFO 的增长率分别达到 16.7%和 13.7%；但在 2000 年时，由于房价相对于租金增长更快，NAV 溢价 18%，此后几年中 REITS 的增长速度近于零——当前房价过高不利于 REITS 的增长。



数据来源：Green Street Advisors (Real Estate Securities Monthly, April 2, 2007)

图（4）REITS 的市值与 NAV 之差

根据以上估值标准看，目前在中国推出 REITS 面临一定的估值压力，尤其是在深圳、广州等一些城市要想达到 6.5% 的收益水平是比较困难的，北京、上海一些相对高端的写字楼勉强可以达到这一水平。不过，随着经济的发展和北京等城市规划供地结构的调整，写字楼的租金水平会有所提高，从而给出一个相对合理的回报率水平，尤其是对于保险资金、社保基金等投资期限长、偏保守资金更具有独特吸引力。

三、REITS 推出对房价的影响

从图（5）中可以看出 REITS 与标普 500、NASDAQ、高收益债券（垃圾债）、国债等资产的收益和风险水平均不相同，在美国，过去二十年，权益型 REITS 单位风险的回报率达到 0.86，仅次于高收益债券，而高于标普 500 和 NASDAQ 指数；此外，REITS 与其他几种资产之间的相关系数也较低，一般不到 0.5，这种独立的风险收益特性使它成为资本市场的一个新维度——实际上，REITS 在美国有第四资产之称，即，股票、债券和现金之外的第四种资产。而它的出现将从过热的资产市场中分离部分理性投资人的资金，从而可能起到降低其他资产价格的作用。

当然，REITS 的分流作用与资本市场完备性有关，资本市场的完备度越高，REITS 的资金分流作用越弱，在中国，由于债券等金融产品的匮乏，导致市场完备度较低，REITS 对其他资产的分流作用比较明显，根据我们的测算，REITS 的推出将从过热的房地产市场上分流 40% 的使住宅投资需求。

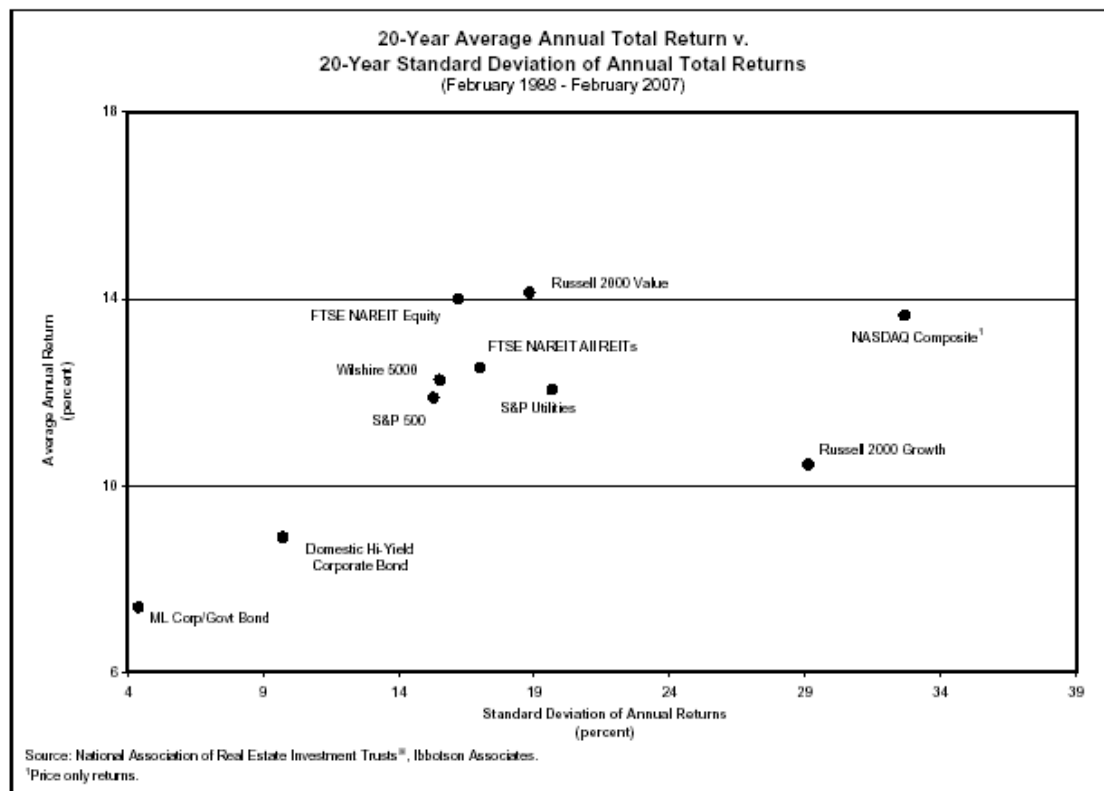
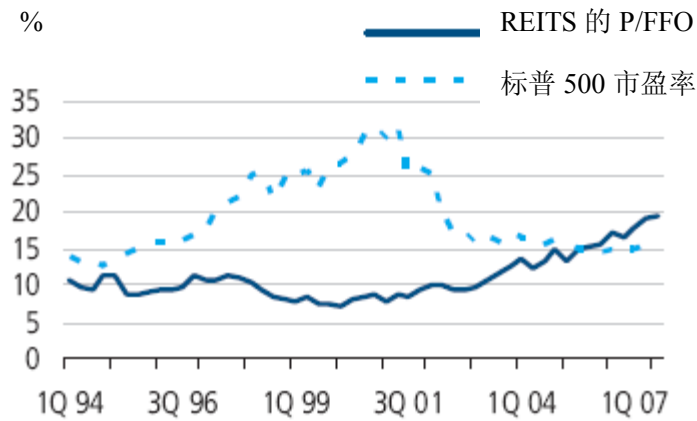


图 5 美国资本市场 REITS 与其他投资产品的收益—风险分布



数据来源：INVESCO Real Estate, SNL Datasource, FirstCall, Bloomberg, S&P

图（6）REITS 与股市

四、REITS 在改善住房结构供给方面的作用

一般认为 REITS 持有的都是商铺或写字楼等资产，但实际上，在美国 REITS 持有的资产类型非常丰富，包括写字楼、零售、住宅、旅店、仓库、医院、养老院等，其中住宅地产占 15~20%左右，主要为公寓或廉租房。

实际上，上世纪八十年代，美国政府为了发展廉租房曾颁布了低收入住房返税政策（Low-income Housing Tax Credit, LIHTC），给予廉租物 REITS 在 10 年内分期返还占整个工程造价 4% 的税费优惠。该政策一经颁布就掀起了一股廉租房 REITS 的高潮，据美国财经杂志《Barron's》的统计，享受了 LIHTC 的政策优惠之后，廉租房 REITs 的收益率能达到 7.5%~8%。虽然这不是最高的 REITs 收益率，但由于廉租房的投资风险小，空置率低，收益相对稳定，因此吸引了许多对资金安全性要求较高的投资者，并大大激发了 REITs 对廉租房投资的热情。1986 年至 1995 年，美国共有 80 万套符合建设标准的中低档住房投放于市场，其中很大一部分是以廉租房为投资目标的 REITs 开发的项目。

因此，REITS 作为一种市场化融资渠道，适当的政策倾斜也能够使之在改善住房供给结构方面发挥重要作用。

美国权益型REITS的资产分布

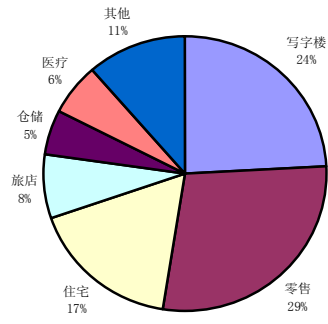


图 1 美国权益型 REITS 的资产分布