



WILEY



结构化金融与证券化系列丛书

REITs

房地产投资信托基金

(原书第4版)

INVESTING IN REITs

Real Estate Investment Trusts (4th Edition)

[美] 拉尔夫 L. 布洛克 (Ralph L. Block) 著 宋光辉 田金华 屈子暉 译



机械工业出版社
China Machine Press

结构化金融与证券化系列丛书

REITs： 房地产投资信托基金（原书第4版）

Investing in REITs:Real Estate Investment Trusts

（美）拉尔夫L.布洛克（Ralph L.Block） 著

宋光辉 田金华 屈子晖 译

ISBN: 978-7-111-47866-9

本书纸版由机械工业出版社于2014年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.bbbvip.com

新浪微博 @言商书局

腾讯微博 @bbb-vip

目录

丛书序

译者序

前言

致谢

第1章 房地产投资信托：它们是什么及如何运作

REITs的类型

REITs的投资特性

更高的当期回报

总结

第2章 REITs与其他有竞争性的投资的比较

债券

可转债

优先股

其他高收益的权益类资产

其他不动产投资工具

总结

第3章 今日之REITs

第一个REITs

1986年的税收改革法案

上REITs和下REITs

REITs现代化法案和RIDEA法案

借贷型REITs与持有型REITs

REITs持有物业类型的拓展

总结

第4章 物业类型和周期

上升与下降

物业类型

总结

第5章 神话与迷思

对REITs不断变化的态度

关于REITs的迷思

总结

第6章 REITs业绩的历史

20世纪60年代：婴儿期

20世纪70年代：青春期和骚乱期

20世纪80年代：过度建设

20世纪90年代：REITs的摩登年代——更多的成长烦恼

2000~2007年：可信度和市场接受度

2007~2010年：REITs从大衰退中幸存下来

近来的趋势

总结

第7章 REITs：增长和价值创造

FFO和AFFO的重要性

FFO/AFFO的增长机理

内部增长

如何在租约中构建内部增长

其他获取内部增长和创造股东价值的方式

外部增长

更多的外部增长途径

总结

第8章 寻找蓝筹

投资风格

成长型REITs

价值型或“反转型”REITs

类债券（Bond-Proxy）REITs

蓝筹REITs的优点

明智地配置资本的重要性

总结

第9章 对投资价值的追求

投资者困境：购买并持有VS交易

购买并持有策略

REITs股票估值

将REITs作为一个整体估值

总结

第10章 构建一个REITs投资组合

你想要一件好事有多好呢

REITs中的多样化

通向均衡的投资组合

如何开始

总结

第11章 投资于全球REITs和房产公司

美国REITs革命是怎样扩展到全球的

图解全球房产股票市场的规模

管理全球房地产证券投资组合

个人投资者在海外投资的实践

总结：适合所有投资季节的股票

长期证据支持在全球房地产证券中投资

第12章 什么地方可能出错

影响所有REITs的问题

影响单个REITs的问题

总结

第13章 后记：对未来的一些思考

更多的房地产所有人将“REITs化”

投资者对REITs不断增长的需求

大型REITs：更大真的更好吗

其他新的趋势

更多的内容

总结

附录A 死亡和税收

附录B 案例分析：FFO，AFFO，FAD和CAD

附录C 权益资本成本

附录D REITs投资组合管理

术语表

丛书序

十几年来，资产证券化一直都是热门词汇，经济、管理、金融等专业人士自不必说，就是那些对社会时事和热点稍有关注的人，都会有意无意感受到资产证券化的影响力。然而，由于中国资产证券化起步较晚，其在中国并没有真正得到大众甚至是金融专业人士应有的重视与充分的研究。资产证券化伴随着利率市场化和金融自由化的历史进程深刻地影响了美国的经济乃至社会，甚至可以被视为一种变革性的社会现象。本套“结构化金融与证券化系列丛书”，全面引进美国主流的结构化金融与证券化的专业教材，涵盖广泛且不失深度，构建了相对完善的知识体系，相信有助于国内读者熟悉和了解资产证券化这一最具创新、最为复杂也最有激情与挑战的金融工具。

资产支持证券在美国的金融体系里，被视为固定收益市场的一部分，与美国国债、市政债券、公司债券一起，构建了规模巨大的固定收益市场。按其规模，资产支持证券的总额仅次于美国国债。固定收益市场的发展大大推动了美国直接金融体系的发展。美国的资产证券化产品按照基础资产类别分为抵押支持证券、资产支持证券以及债务担保证券（中国的资产证券化产品，市场人士按照所受监管不同，将其分为企业资产证券化产品和信贷资产证券化产品）。

从美国资产证券化市场的发展历史来看，尽管美国的资产证券化发展有很多原因，但是大体可以归为两类。

一是市场无形的手。美国原本直接金融体系就相对发达，在资产证券化市场发展之初，就已经形成了一个以国债、市政债、公司债等为主体品种的极具深度与广度的固定收益市场。随着第二次世界大战之后经济增长黄金时代的来临，各类经济主体对金融的需求更加多样化，不断增长的需求成为金融创新的源动力。同时，美国居民的金融资产中银行存款占比自20世纪70年代以来稳定下降，更多的资金通过保险、基金等方式进入资本市场。美国日益扩大的贸易逆差，使得很多国家持有了巨额美元，这些美元也以投资国债、股票、公司债券等形式进入了美国资本市场。金融体系中积聚的资金为资产支持证券市场的发展提供了充足的燃料。

二是政府有形的手。美国政府利用金融手段支持个人住宅市场的稳定和发展，成立了两家“政府资助机构”房利美和房地美，为以合格贷款为基础资产的抵押支持证券提供担保，将联邦政府信用注入产品，消除了抵押支持证券产品的信用风险，大大提高了这类产品对投资者的吸引力。另外，房利美和房地美为合格的抵押贷款设立了一系列条件，提高了整个产业链条的标准化，大大增强了产品的流动性。从发展之初至今，抵押支持证券占有所有资产证券化产品的比例一直维持在80%以上的规模，成为资产支持证券市场的中流砥柱。

改革开放以来，我国的金融市场实现了跨越式发展，对实体经济的支持作用日渐加强，在社会融资中扮演的角色日益重要，一个国家如果没有功能齐全并具有一定规模的金融市场，就无法支撑这个国家的经济运行甚至社会稳定。尤其值得关注的是，近些年来银行间市场

的快速发展，为固定收益市场建立了良好的基础设施，形成了适合中国国情的市场惯例，培育了扎实的投资者群体。所有这些，为中国资产支持证券市场的发展打下了坚实的基础。从中国的国情来看，中国经济经过30多年的高速发展，原有的金融体系面临着转型的考验。在我国债券市场跨越式发展的同时，资产证券化市场的发展却障碍重重，这值得我们深入思考和研究。资产证券化与结构化金融作为融资创新安排，企业通过资产而非自身信用融资，或许能够化解金融市场转型过程中的债务难题。

总之，资产证券化在中国是一个新生事物，其发展机遇与挑战并存，风险与收益兼具。对于这类新生事物，我们不应当下一个简单的是非优劣的定论，而应该沉下心来，认真研究这些事物的特性与本质，努力做到在实践过程中扬长避短；多学习国外的先进经验并结合中国的实际，进行改良与创新，如此才会真正有益于中国资产证券化乃至中国金融市场的健康发展。

The image shows a handwritten signature in black ink. The characters are '杨农' (Yang Fei), written in a cursive, flowing style. The first character '杨' is larger and more prominent, with a long horizontal stroke extending to the left. The second character '农' is smaller and more compact, positioned to the right of the first.

中国银行间市场交易商协会副秘书长

译者序

资产证券化从2013年以来，已经成为中国金融市场的热点。国内在2005年前后就已经有过一些资产证券化的实践，当时也曾形成过热点。后来，由于国内外金融形势的变化，热度逐渐褪去，一度归于沉寂。也正因为这样，目前国内关于资产证券化的书籍与资料相对匮乏。机械工业出版社华章公司引进的这套“结构化金融与证券化系列丛书”正迎合了当前的市场需求，相信可以对国内资产证券化的相关从业人员有所帮助。

此次与机械工业出版社华章公司合作翻译本套丛书，完全是无心插柳之举。2013年5月，我写作的《资产证券化与结构化金融：超越金融的极限》刚刚成书，当时与机械工业出版社华章公司沟通出版合作事宜。出版新书的合作由于各种原因没有成功，但是却意外达成了翻译本套丛书的合作。本套丛书内容涉及资产证券化（asset securitization）、抵押支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）、债务担保证券（CDO）、信用违约互换（CDS）、杠杆金融（leveraged finance）、证券金融（security finance）、结构化金融产品（structured products）、风险管理（risk management）、REITs等，几乎涵盖了美国金融市场结构化金融与资产证券化的所有领域。

资产证券化作为始于美国的金融产品创新，对美国的金融体系乃至全球的金融体系都产生了深远的影响。每个人对资产证券化的理解

也是“横看成岭侧成峰，远近高低各不同”。总而言之，资产证券化可以归结为两类：一类是美国的、正宗的资产证券化；另一类是有中国特色的资产证券化。本套丛书是机械工业出版社华章公司从美国的大量相关书籍中精挑细选而来，部部都是经典之作，可谓美国资产证券化的“真经”。译者水平有限，希望不至于有太多不妥之处。

译者认为，资产证券化与互联网金融的发展，将对中国的金融体系产生颠覆性的影响。资产证券化是以资产信用替代银行信用，而互联网金融则是以网络虚拟渠道替代银行的实体渠道。两者分别从信用和渠道两个方面，对银行的核心竞争优势领域发起直接冲击。

本书属于美国专业类畅销书，前后四次出版，此版为最新版本。由于本书前言已对书中所述内容做了提纲式介绍，因此译者在此将主要结合我国的实践，谈谈自己的粗浅认识，希望能够帮助读者更好地理解。以下纯属抛砖引玉。

REITs，英文全称是Real Estate Investment Trusts，直译过来就是房地产投资信托。然而，REITs在实际中可不仅仅是一个投资房地产的信托这么简单。根据本书的内容，REITs是一种特殊的公司或信托，其满足以下几个条件：必须将至少90%的年度应税收入（资本利得除外）作为股息分配给份额持有人；必须将资产的75%投资于不动产、房地产抵押贷款、其他REITs的份额、现金或是政府证券；必须从租金、抵押贷款利息、不动产出售实现的利得中获得总收入的75%等。这些要求的目的是将这种特殊目的运营公司的经营局限在房地

产相关领域内，以防止其税收套利。

美国的REITs分为两种类型：一种是权益型REITs，即REITs自己持有房地产，将房地产的租金等收入作为主要收入来源；另一种是抵押型REITs，即REITs将资金以抵押贷款（mortgage）的形式借贷给房地产开发商，或是购买抵押贷款、抵押支持证券，以赚取利息为主要收入来源。在美国，REITs发展的早期，如20世纪60年代，主要是以抵押型REITs为主。随着时间的演化，逐渐转变为以权益型REITs为主。到2008年，根据NAREIT的统计数据可以发现，抵押型REITs已经式微，权益型REITs占据绝对主导地位。这其中，既有CMBS（商业房产抵押支持证券）的发展挤压了抵押型REITs生存空间的原因，也有在六七十年代，由于美国利率波动变大且处在历史高位，导致大量抵押型REITs出现亏损，给投资者带来了很大的心灵创伤的原因。

换言之，美国的REITs是一种持有、运营、开发、管理房地产业务的房地产企业，其法律实体既可以是公司，也可以是信托。REITs与普通房地产企业的不同之处在于，REITs需要满足一定的法定条件，同时享有在实体层面无须纳税的权利。在美国，由于房地产市场的竞争较为充分，很多REITs逐渐聚焦在某一个特定领域，并在该领域形成了自己的核心竞争力。例如，有聚焦于写字楼的REITs，有聚焦于大型购物广场的REITs，有聚焦于养老医疗地产的REITs，有聚焦于旅馆的REITs，有聚焦于工业物业的REITs，甚至还有更细分聚焦的影院类REITs和实验室类REITs等。

我国的信托业近几年异军突起，资产规模近10万亿元。根据信托业协会2013年第三季度报告，其中，投向房地产业的信托为8942亿元。对比中国投向房地产业的信托与美国的REITs，我们可以得出一些很有意思的结论。

中国的信托没有一个可以流通的二级市场，除了充当资产证券化的特殊目的的信托之外，也不存在公开发行和公开交易的信托产品。

中国的房地产信托以债权形式为主，资金主要用于房地产开发，期限多在两年左右，与房地产开发周期匹配，其还款也主要依靠房地产项目本身销售所产生的现金流。换言之，中国的房地产信托以发放信托贷款为主，而且都是针对具体项目，具有很强的项目融资特点，信托仅仅充当了结构化融资的特殊目的载体，而信托公司实际上干的是投资银行或者商业银行的活。因此，虽然REITs中也有“信托”（trust）一词，但它和中国的房地产信托是完全不同的两个概念。

美国的REITs通过资本市场创新，将本来无法流动的不动产转为能够被广大公众投资交易的流动资产，从而在为房地产行业提供低成本的融资工具的同时，为公众提供了稳定的投资回报。从美国的情况来看，持有REITs的当期股息回报约为4%，加上约4%的股息增长率，REITs大约能够为投资者带来8%左右的总回报。而且，REITs相比标准普尔500指数、债券指数有更小的波动性，与其他资产类别的相关系数也相对较低，因此是一个能够增强投资组合风险收益特性的

不错的选择。

中国房地产信托的发展得益于近年来全球流动性的增加以及银行对房地产行业的信贷受限这两种因素。中国的房地产信托产品具有较高的投资门槛，面向高净值客户发行，收益基本在10%左右，另外加上信托公司及相关渠道的费用。房地产融资的成本要在12%左右，甚至更高。中国房地产信托的发展过于依赖政策所形成的特定经济金融形势的现状，为房地产信托的长期发展内置了不稳定的因素。或许，已经在美国市场发展了50余年的REITs可以成为房地产信托未来发展转型的方向。

从基础资产的角度来看，房地产行业本身是一个具有高度周期性的行业。然而，中国的房地产市场却连续高速上涨长达10年之久，横跨数个经济周期。房地产价格出现刚性特征，这应当不是一个正常现象。在房地产价格刚性上涨的大背景下，房地产开发企业的专业聚焦无从建立或是根本无须建立，采取粗放式的生长反而成为最佳策略。据此，译者视中国的房地产企业为宏观对冲基金。房地产企业利用土地和外部融资，构造了对未来经济形势和货币形势的杠杆化看多头寸，土地运作和房地产开发都只是这些基金的建仓手段而已。

根据本书提到的房地产的周期性来源，房地产的周期性主要来自两个方面：一是房地产空间市场本身的供需关系所形成的周期性，这种周期性由于房地产较长的建设周期而得到强化；二是信贷市场所形成的周期性，更多来源于更宏观的外部环境。当前中国的很多商业地

产回收期长达数十年之久，而当期租金回报率不到3%。对于这种收益率低于同期限国债的收益率的“佯谬”现象，无法用本书的理论来解释，只有将其放在金融市场不完善的大背景和有效市场假设

(EMH) 不成立的前提下，才能解释。这种现象是否暗含了金融市场对于未来的租金价格将会大幅上涨的预期呢？在10年期国债收益率达到历史高位的2013年年末，这种预期能否实现？针对中国金融市场过于依赖房地产作为融资担保品的现实情况，译者提出房地产具有的“自融资”特性，使其在某种程度上异化成为一种货币（译者称之为M4，而在本套丛书的另一本《证券金融：融资融券与回购协议》的译者序中，译者称证券为M3），而现金货币无疑是可以零收益的。某种资产的货币属性则可以其自身收益率的高低或用于抵押融资的利率的高低来衡量。

在中国的金融体系市场化及全球流动性收紧的大背景下，房地产市场可能会出现颠覆性的变化。先不去说房地产空间市场的供需形势以及未来价格的方向性，房地产资产的现金流与负债的现金流，两者期限不同，这本身就包含了巨大的久期错配风险，这一点毋庸置疑。在信贷市场收紧的情况下，很多以短期资金来融通长期资产的房地产将会连接到外部周期性的振源，被逼共振去杠杆化，房地产的“去货币化”由此出现。而正如本书所提到的，各类金融机构的实践研究表明，这种形势正是REITs发展的绝好时机。对于能够实现长期融资的REITs，无论其是采取抵押贷款的形式，还是采取权益持有的形式，都能够有效化解房地产行业的流动性危机。根据译者的拙见，从宏观

的角度来理解，可以将这种流动性危机的化解视作在房地产去货币化的过程中，REITs这种证券形式的货币对其进行了部分对冲，从而在宏观上部分化解了房地产去货币化带来的整个货币体系的急剧塌缩。而担忧房地产去货币化造成整个货币体系急剧塌缩的后果，是不是正是房地产价格刚性无法消除的背后原因？因化为果，果则成因，玄之又玄。译者将会在自己的新作中将这些思考与读者分享，此处不作赘述。

在美国的金融体系里，REITs通常不包括在证券化产品或结构化产品的范围内。译者则根据中国的现实情况，将其纳入本套丛书，已有寓意在其中矣。

本书由宋光辉翻译第1章~第3章，由屈子晖翻译第4章~第8章，由宁夏银行的田金华翻译从第9章到最后的的部分。本书由宋光辉对所有译稿进行审稿，确定书中专业词汇之译法，并对书中所有错误承担全部责任。时间仓促，错误难免，敬请读者批评指正。

宋光辉

2014年1月30日

前言

我们都认为自己懂得房地产，而我们的确都和房地产有过这样或那样的接触，因为我们都到过医院的接送室。那个建筑是我们对于世界的最早的印象。它正是房地产。我们家庭的居处，无论是一个单户的房屋还是公寓，也是房地产。我们在其中购物的购物中心和邻近超市，我们在其中工作的工厂或写字楼，我们假期所住的旅馆或度假之地，甚至我们途经的或我们在上面打棒球的未开发土地，等等，这些全部都是房地产。我们处于房地产环绕之中。但是，我们真正了解房地产吗？

很多年来，我们和房地产之间有一个奇怪的关系。除了这些年出现的住房市场问题，我们仍然热爱我们的家庭住处，并且希望它们能够随着时间不断升值。我们钦羡那些过世的和仍在世的房地产大亨，比如约瑟夫·肯尼迪（Joseph Kennedy）、康拉德·希尔顿（Conrad Hilton）和洛克菲勒（Rockefellers）。我们甚至觉得唐纳德·特朗普（Donald Trump）都魅力非凡。虽然我们都觉得房地产投资是一个较有风险的投资，而且在从2007到2009年的房地产市场萧条时期里，对人们所以为的技能高超的机构投资者花费数以亿计的美元在旅馆、大型写字楼以及其他房地产“战利品”之上，却只眼睁睁看着这些房地产价格暴跌的事情感到吃惊。在过去10年里，就像之前的房地产周期一样，我们经历了房地产价格的痛苦变化。

房地产是一个良好的投资吗？房地产投资信托（REITs）持有并且在有些时候开发商业房地产，已经为其投资者带来优异的回报。然而，这能够持续吗？无论房地产周期不可避免地涨跌，我们是否都能够从REITs中赚钱？

本书试图回答上述以及许多其他问题。我相信本书不但为投资REITs提供了令人信服的案例，还提供了投资者在进入这一常被误解但又具有很高回报的投资领域之前必须掌握的细节、背景以及指导。以下是本书的主要内容介绍。

第一部分：接触REITs。本部分是关于REITs的一个初步介绍。首先介绍为什么REITs曾经是也将继续是一个分散性良好的组合投资中优秀的长期投资标的。从中，我们将探究“野兽的本性”且获得对于REITs及其特征的一定程度的熟悉。接着，我们描述REITs持有的不同房地产的类型及其投资特征。最后，本部分比较了REITs与其他传统的投资工具，还描述了REITs的结构和发展历史。

第二部分：历史和神话传说。读者们发现REITs是一个非常吸引人的投资，但是好奇为什么这些表现稳健且回报不错的公司在其大部分历史进程中为世人所忽略。本部分回答了这些问题，并且消除了对于REITs的常见迷思和误解。我们将追根溯源去研究REITs世界从其在20世纪60年代产生到其发展进步到今天这50年的历史。

第三部分：理智地投资REITs。本部分为投资者理解REITs收入和收益增长的机理，识别那些有潜能为其投资者创造最大价值的

REITs，以及思考为特定REITs的股份进行估值的方式，提供了一些基础工具。本书还涉及构建具备足够分散性的REITs组合的基本问题。本书的这一版本有一新的章节，是由令人尊敬的REITs行业资深专家肯尼思·坎贝尔（Kenneth Campbell）和史蒂文·伯顿（Steven Burton）所写，讨论了投资美国以外的REITs和房地产公司。

第四部分：风险与未来前景。本部分包括投资者在投资REITs时需要当心的风险。另外，我们还进行了一些预测，考虑了可能会影响REITs世界的当前及未来的趋势以及新的机遇如何产生。

当你读完本书之后，你将对华尔街最具回报的投资工具之一有扎实的理解和欣赏。更重要的是，你将能够自行构建你自己的房地产公司投资组合。这些组合在接下来的年份里，将能够为你提供非常有吸引力的股利分红和可观的资本升值。REITs投资者，无论其形式和规模，在过去30年内，能够赚取将近12%的年化回报。而且在这些市场周期里，还伴随着稳定的现金流、投资安全性以及较低的市场价格波动。

REITs投资者今天较之以往对于投资房地产有了更多的选择，而且能够从在美国有过投资与运营房地产的一些最有经验和能力的管理团队中挑选。随着你阅读本书，你将会发现为什么REITs应当成为每一个投资者投资组合的重要组成部分。

最后，我希望允许我表达一些我个人的思考。就像REITs行业自身，本书在其15年前出版至今也已经有过很大变化。本书的第1版主

要是写给“老爸老妈”型的投资者，这些投资者可能是寻求将他们的投资分散并且获得稳定的回报和高于平均水平的股利分红。但是在随后的版本中，我意识到本书的读者包含房地产从业人员，还有许多房地产开发人员和专业投资者。因此，本书的行文风格相对而言更少口语化而且假定读者拥有更多的投资知识。此外，本书较之前的版本还有另外的变化。当前的事件告诉我们，世界是如何变得如今这般越来越复杂的，几乎所有事物都充满了未知。REITs世界也不例外，而我也尽量在本版中提醒读者这一点。

有些读者会发现，我没有在本书中使用大量图表。这些图表会占据大量篇幅，尽管它们能够显示我们的过去和现在，但是它们并不必然会告诉我们，我们将要走向何处。因此，我总结出来，以完全文字而不带过多图表的形式来讨论关于REITs及其投资的最重要部分，对于大多数读者而言会有较大帮助。我希望你能够同意我的这一观点。

有一个中国谚语说道，授人以鱼不如授人以渔。我写作本书的目的不是列举投资者应将其辛苦挣来的钱投入到某些特定的REITs中。事实上，本书没有推荐任何应当要投资的特定的REITs。本书更多是希望能够为投资者和其他人提供关于这些有趣“动物”（喻指REITs）的基本理解，这些动物在许多年间曾经对我和我的投资REITs的同伴们非常不错。本书提供了一些历史的视角，一些观察到的或好或坏的特征，和一些在这一引人注目的资产类别进行理智投资的基本工具。

我为本书已经尽了自己最大的努力，但是只有你们，我亲爱的读者们，能够评判我是否成功达到了目的。

致谢

让我感觉非常惊讶和高兴的是，REITs投资已经流行到足以出版第4版了，这一版是在Wiley&Sons公司的支持下出版的。当然，对于本书之前的成功，我的功劳微不足道。REITs从权益世界的一潭死水向当今投资主流的转变是投资者对本书产生兴趣的主要原因。更重要的是，许多友善的、具备洞察力且又热情的专家们对于本书的最初版本及其后的修订本提供了重要帮助。我可能由于疏忽而没有提及其中一些卓越的个人。

比尔·谢弗（Bill Schaff）和加里·波洛克（Gary Pollock）为本书的之前版本，即The Essential REIT，提供了重要的鼓励与支持。艾伦·法斯（Alan Fass）、贾莱德（Jared Kieling）、约翰·克拉彻（John Crutcher）以及许多其他在彭博出版社的出色的专家，帮助将The Essential REIT一书转变成为Investing in REITs（即本书英文版）一书，并将其出版上市，交付市场考验。最近，我为与Wiley&Sons公司的劳拉·沃尔什（Laura Walsh）、朱迪（Judy Horwarth）、唐娜（Donna Martone）和阿德里安娜（Adrianna Johnson）一同工作感到荣幸。他们给予我机会将这本书更新到第4版，我非常感谢。

我也想再次对迈克·卡比（Mike Kirby）以及在绿色大街咨询（Green Street Advisor）这一典型研究机构的全明星分析师表达我的感谢，感谢他们这些年来关于REITs的出色的研究与分析。同时我也

感谢肯尼斯·坎贝尔（Keneth D.Campbell），是他在多年以前将我引入到REITs的机构投资者的世界；也是他和他的同伴，史蒂夫·伯顿（Steve Burton），撰写了本书的第11章关于海外房地产投资的内容。马尔科姆（Malcolm Bayless）和我一样，一直致力寻找投资的“圣杯”。在我努力完成本书第4版的创作中，他给予了我极大的帮助。这些年来，我从许多REITs专家和个人投资者那里学习到了很多，我多希望我能够在这里将他们的名字全部列举。

我将永远无法偿还我对米尔顿·库珀（Milton Cooper）的人情债。他是REITs世界的巨头，而且从任何方面来看都是一个绅士。米尔顿为我写作的第一本关于REITs投资的书籍提供了必需的精神支持和鼓励——该书最后形成Investing in REITs（即本书英文版）。我要感谢全美房地产投资信托协会的工作人员，包括马克（Mark Decker）， he 现在是罗伯特·贝尔德（Robert W Baird）的管理董事，史蒂夫·韦克斯勒（Steve Wechsler），迈克（Michael Grupe），库尔特（Kurt Watlen）以及许多他们的同事，是他们以各种方式为我提供支持并且毫不吝啬地为我提供极有帮助的关于REITs的统计数据及信息。限于篇幅，我无法一一提及那些为本书出版提供帮助与支持的其他许多个人，我在此向他们表示感谢。

最后，请允许我向我可爱的妻子Paula表达我的感激之情，是她在我完成本书及其修订版本期间，忍受了我许多善意的忽视。

第1章 房地产投资信托：它们是什么及如何运作

“购买土地。它们不会产生任何更多的东西。”

——威尔·罗杰斯 (Will Rogers)

你心目中完美的投资是什么？这是一个很吊诡的问题——本就没有完美的投资。更大的回报总是伴随着更大的风险。但对于那些寻求超出均值现时回报，并要求在适度风险水平下获得因时间推移所致的可观价格上涨预期的人们而言，他们当然会考虑公寓社区、写字楼和工业厂房、购物中心及类似的投资。换言之，就是可以租赁给承租人以产生可靠租金收入流的商业地产。

当然你会说，当前提是存在一种简单的方式去购买并持有地产时，一名富有经验的专业人士怎么能帮你很好且有效地持有和管理地产，并给你带来利润呢？并且，如果前提是在你想要出售你的地产时，你能够像出售一只普通股票，如通用和英特尔，那样容易售出。好吧，接着读下去。这是关于房地产信托，或REITs的所有可能的情形。

房地产投资信托为各地的投资者提供了一种简单的方式去购买大型写字楼、购物中心和公寓。事实上，包含你所能想到的任何一种商业地产。房地产投资信托可以为你提供源于持有和租赁房地产而产生的稳定可预期的现金流，但同时它还具备普通股票流动性的优势。同

样重要的是，房地产投资信托易于获得资本，因而可以取得并建造更多的地产项目作为其所经营房地产业务的组成部分。

除此之外，房地产投资信托可以为你的投资组合增加稳定性。作为一类资产，房地产一直被看做一种通胀防范措施，并且，在绝大多数市场周期，房地产与其他资产的表现呈现相当低的关联性。

房地产信托已经产生近50年的时间，但是，直到过去20年的时间里，这种有吸引力的投资方式才广为人知。从1992年年末到2010年年末，房地产投资信托业的规模增长超过20倍，从不到160亿美元增长到3890亿美元。尽管如此，房地产投资信托业只占整个机构投资者持有商业地产的10%~15%，仍有广阔的增长空间。

安永房地产集团前管理合伙人，斯坦·罗丝（Stan Ross）这样定义房地产投资信托，“他们是真正的从事租赁、翻修、管理、拆除、重建和从头开发的营运公司”。这有助于定义一个房地产投资信托公司。但投资者需要知道的是，依据投资行为他们可以期望获得什么。这才是本书真正的内容所在。

房地产投资信托可以提供可观的红利收益，从历史角度看，已超出绝大部分公开交易的股票。这使其成为个人退休账户（IRA）或其他一些延税投资组合的理想投资。它们的实际分红收益有点趋于和美国10年国债收益相关，通常会高于美国10年国债收益。但是，不同于绝大部分高收益投资，随着时间推移，房地产投资信托股份有很大可能性会增值，因为房地产投资信托地产可以产生很高的现金流，其地

产价值随之增加，并且额外的地产会被添加到投资组合中。

房地产信托是一种流动性资产

流动性资产或投资是指具有普遍认可价值，并存在一个市场能够方便快捷地以很少的折现率或无折现率出售的资产。直接投资于房地产，无论是加利福尼亚的一个购物中心，还是曼哈顿的一栋大型写字楼，都是没有流动性的。投资于房地产，必须找到一个合适的买家，即便如此，其价值也没有清晰地确立。绝大部分公开交易的股票是具有流动性的。房地产投资信托是与房地产相关但却具有普通股票流动性优势的资产。

【小知识】 REITs拥有不动产，但是当你购买REITs时，你不仅仅只购买了不动产，你还购买了生意。

例如，当你购买埃克森公司的股票时，你买的不仅仅是其原油储备。对于房地产投资信托，你拥有的也不只是房地产。绝大部分的房地产投资信托公司是由在金融方面具有经验和能力的管理团队监管，他们有能力使房地产投资信托的现金流（或红利）以超过通货膨胀的比率增长。假定总的回报预期是每年8%，只要以4%的分红比率加上4%的资本溢价，使营运现金流和地产价值实现每年4%的增长即可。

一个成功的房地产投资信托管理团队只有在成功的概率很高的情形下才会接受风险。房地产投资信托必须将其大部分收益支付股东分红，因而他们在投资留存收益时必须谨慎。房地产投资信托通过产生

稳定收入的方式运营其地产，但是他们仍会着眼于未来，并对地产投资组合、价值、现金流及利用新的机遇保持兴趣。

REITs的类型

有两种基本的REITs类型：权益型REITs和抵押型REITs。

权益型REITs是指一家公开交易的公司，其主要业务是购买、管理、更新、维护和偶尔性地出售房地产物业。许多公司还能够在经济形势合适的时候开发新的物业。它们的税收优势是不需要为其收入纳税，而根据法律需要支付至少90%的净收入给其投资者作为股利。

抵押型REITs是指一家发放并持有由房地产担保品为担保的贷款或其他债务工具的REITs。

本书的重点是权益型REITs而不是抵押型REITs。尽管抵押型REITs有更高的股利而且在某些时候能够提供可观的投资回报，但是权益型REITs对于利率变化表现更加稳定，而且历史上提供了更好的长期总回报、更加稳定的市场价格表现、更低的风险和更好的流动性。除此之外，权益型REITs允许投资者不仅可以决定其投资的物业类型，还能决定其所投资物业的地理区域。

REITs的投资特性

业绩表现和回报

尽管权益型REITs的长期业绩因所测算的期间不同而出现变化，但在多数时间段里，他们与更广泛的股票指数如标普500相比，要表现得更好。例如，根据由NAREIT（National Association of Real Estate Investment Trusts）提供的数据，见图1-1，在截至2010年12月31日的35年时间里，权益型REITs提供了平均14.0%的年度总回报。这一表现相对于同时期的其他指数的回报要好得多。

然而，如果REITs的业绩只是与标普500有可比性，你可能不会阅读关于他们的书了。许多高风险股票的业绩显著地超过了普通股票提供的回报。区别在于，REITs提供了比标普500表现更好的回报，却有股票无法获得的优势，包括与其他资产类别的较低的相关性、更小的市场价格波动性、更有限的投资风险以及更高的当期回报。让我们一一审视这些。

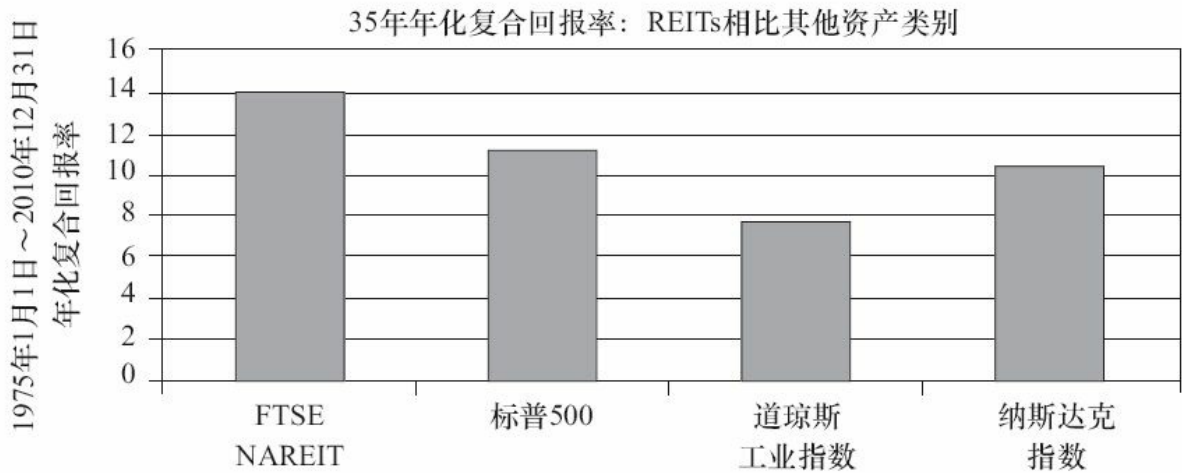


图1-1 35年里，REITs的总回报相比其他资产类别的回报

资料来源：NAREIT

更低的相关性

相关性衡量的是一个资产类别的价格行为对另一个用于比较的资产类别的价格的预言能力。换句话说，如果我们想要预测，对于任意给定的时间段，标普500指数的1%的上升对于REITs股票、小市值股票或是债券的影响，我们需要审视他们的相对相关性。例如，如果标普500指数共同基金和标普500的相关性是完全的，也就是相关系数为1，那么，标普500指数的2%的变化将预示着共同基金在同一时间段也会出现2%的价格变化。相关系数的区间从1（在这种情况下，两个投资品种的变化将完全匹配）到-1（在这种情况下，他们的变化将完全相反）。相关系数为0，意味着根本没有相关性。投资世界中的相关性非常重要，因为它们使得财务计划者、投资建议者以及个人投资者和机构投资者能够构建广泛分散的投资组合，寄希望一个资产的价

格向上或向下的变化会因其他类别的资产价格变化而尽可能抵消。这在理想的情况下，将会平滑组合的价值，使得组合的价值从年到年甚至是从季度到季度都要更少波动。

根据NAREIT的报告（见表1-1），REITs股票和标普500在1980~2010年之间的相关性仅为0.55。因此，REITs股票价格的变化与以标普500代表的总体市场在该时间段里，只有55%的相关性。相应的，在股票上涨迅速的市场里，REITs相对较低的相关性意味着它们滞后于总体股票指数。这种情形发生在1995年，当时REITs股票表现低于流行指数，但是仍然为投资者提供了15.3%的总回报。同样的情形还发生在1998~1999年，当时REITs的回报实际是负的，而技术导向的标普500表现强劲。相反的，在很多股票熊市里，如2000~2001年的大部分时间里，与股票较低的相关性使得REITs更加稳定并且遭受的痛苦更少。当然，也有一些市场情形里，如2008~2009年，所有投资品种包括REITs，都几乎下跌同样数量。当投资者决定全面撤资时，就没有地方可以安身了。

由伊博森咨询公司（Ibbotson Associates）在2001年完成而又在2003年更新的一项关于相关性的研究总结道，自从1972年（NAREIT自那时起开始编纂REITs行业的业绩数据）以来的不同时间段里，REITs股票回报与其他权益投资的相关性显著下降。然而，相关性会随着时间推移而变化，尤其是从短期的框架而言。REITs股票在过去几年股票市场混乱的情形下，变得与其他股票更加相关联了。然而，由于商业房地产是一种独特的资产类别，而且也由于本章所要讨论的

REITs投资的独一无二的特性，有理由预期REITs股票将在可预见的一段较长的时间里，保持其与其他资产类别较低的相关性。

表1-1 REITs股票的相关性

可比的总回报投资相关性						
	FTSE NAREIT Equity	标普 500 指数	纳斯达克 指数	标普 UUIiUes 指数	道琼斯工 业指数	美林公司 / 政府债券
FTSE NAREIT Equity	1.00	0.66	0.53	0.38	0.61	0.10
标普 500 指数		1.00	0.91	0.56	0.96	-0.10
纳斯达克指数			1.00	0.40	0.83	-0.17
标普 UUIiUes 指数				1.00	0.55	0.14
道琼斯工业指数					1.00	-0.12
美林公司 / 政府债券						1.00

2000 年 12 月 ~ 2010
年 12 月

更低的波动性

股票的波动性是指其价格每日或是每小时反复涨跌的特性。对REITs市场35年的观察让我得出的结论是：多数时间里，REITs按每日来衡量，波动性小于其他股票。尽管由于REITs行业的规模扩大且更加受欢迎，尤其是在过去5年里，将很多新的有不同投资日程和更短投资期限的投资者带入，因此提高了REITs的波动性，但是REITs股票的波动性仍然低于非REITs股票。

【小知识】 REITs更高的当期回报经常可以作为每日市场波动的减震器。

REITs的运营表现与财务表现，每个季度到每个季度及每年到每

年，都非常具有可预测性和稳定性，很少有主要的负面冲击引起波动。

另一个有助于减轻REITs股票波动性的因素是它们的更高的股利。如果一个股票的股利接近于无的话，那么它的整个价值是将未来所有的收益贴现到当今来计算的。如果这些收益出现可观察到的轻微下滑，那么股价可能迅速下跌。然而，大部分REITs的价值，是以REITs的当期股利形式体现，因此，未来增长预期的轻微下降对于交易价格的影响更加微弱。REITs股票的价格的波动性从2007~2009年出现上涨，这是由对REITs的资产负债表和对美国房地产空间市场的关注引起的，但是这些问题到2010年已经完全解决。对于REITs投资者而言，一个合理的假定是，REITs在未来将像其在过去大部分时期一样，表现出较其他权益类产品更低的波动性。

更低的波动性非常重要，因为我们最大的投资失误通常是恐惧所导致的。当我们的股票上涨时，人类的天性使得我们在追求更多的利润时忽略了风险。但是，当我们的股票下跌时，我们经常倾向于惊慌和将本来不错的投资舍弃，因为我们担心进一步的损失。什么是“正确的”买入或卖出时机？对这一问题没有容易得出的答案，但是谨慎的投资者已经通过经验学习到如何控制他们的情绪，股票更低的波动性能够让我们大家更加有耐心和更有纪律性。

一些时候，我们的金融决策不是基于长期的投资策略，而是基于一些未预期到的个人事件，这些事件要求我们变现自己的一些持仓。

在一个较大规模的市场下行时期，如果发生这样的事件，将是非常令人不愉快的。但是，如果我们拥有大量的REITs份额，我们就有机会能够将其以一些合理的接近于其一周前或是一月前交易价格的价格出售，即使是在一个疲软的市场环境里。

更低的风险

没有任何方式能够完全消除风险，甚至简单的持有资本也会有其自身的风险，通货膨胀能够影响看似低风险的投资，如投资级债券的实际价值。持有房地产并且进行管理，就像其他所有的业务或商业行为一样，面临着各式各样的风险。购物广场类REITs面临着消费者支出习惯改变的风险；公寓类REITs面临着单户寓所的欢迎度变化和物业所在地区的就业增长下滑的风险；健康护理类REITs面临着政府在健康护理返还的开支削减的风险。总体而言，所有REITs都面临着可租物业供给增加和需求衰退的风险。

然而，尽管有诸多风险，如果商业房地产的所有人能够将资产有效分散到不同部门，不同地理区域和不同承租人之上，他们就能够限制风险，包括承租人破产的风险。比如，如果一些承租人表现差劲，总会有另一些承租人表现良好。在零售行业的历史上，这种情形重复发生，而零售类REITs也保持了弹性。他们持续寻找新的承租人替代那些关门的承租人。

许多股票的持有人还必须承受另一种风险，这一风险不是和公司

业务的基本面相关的，而是与金融市场变幻无常的性质相关的。让我们假设你持有一家业务表现良好的公司的股份。盈利报告出来并且显示在去年盈利增长了15%。但是由于分析师之前的预期是增长20%，因此股票价格猛烈下跌。近些年来，在股票市场这是常见情形。但是，REITs投资者很少会遭遇这种困境。

【小知识】跟踪REITs的分析师能够一季度接着一季度地准备预测每季度的结果，误差只在一两个百分点之内。

这是因为由于REITs租金收入、出租率和房地产运营成本的稳定性和可预期性。大多数商业房地产持有人享有的长期租约提供了盈利稳定性，并且使得这类资产更加“债券化”。因此，风险被降低了。

这些年里，很少有REITs使得自己陷入财务困境。这些较少的财务困境通常是由风险极高的资产负债结构成引起的，比如，普增房产（General Growth Properties），或是由资本的不当配置造成的。记住，没有什么零风险的事物。如果你主要投资于高质量的REITs（我们将在后面的章节回顾“蓝筹”REITs的特性），REITs投资的长期风险要远低于其他股票。

更高的当期回报

正如我们将在第3章看到的，REITs必须依照法律，以股利的形式支付至少90%的税前收入给其份额持有人。因此，REITs支付的股利作为自由现金流的比例倾向于比其他公司的比例要高。REITs的份额正常情况下都是以一个更高的股利比例进行交易（见图1-2）。

尽管许多学者们声称，一家公司以股利形式支付的净收益多少并不重要，但是有很多则争辩股利的确与投资者的总回报有关系。根据内德·戴维斯研究公司（Ned Davis Research）的权益战略家克里索德（Ed Clissold）的观点，标普500指数自1929年以来，提供了平均为4.92%的年化升值率，但是平均的年化总回报率为9.16%。因此，股利提供了接近于总回报的46%。股利的确有意义。

或许，持有REITs股票的另一个与REITs股利支付要求相关的好处是，份额持有人法律上有权得到REITs每年收入的90%。这使得份额持有人能够参与收入再投资决策。他们能够将股利收入取出并购买更多的份额，或是投资于其他地方，或是将其花在夏威夷的假期上面。非REITs股票的持有人没有这一好处而必须接受公司董事会做出的与股利政策相关的决定。

股息收益率：FTSE NAREIT指数中所有的REITs对比标普500指数
(从1977年到2010年之间季度股息收益率)

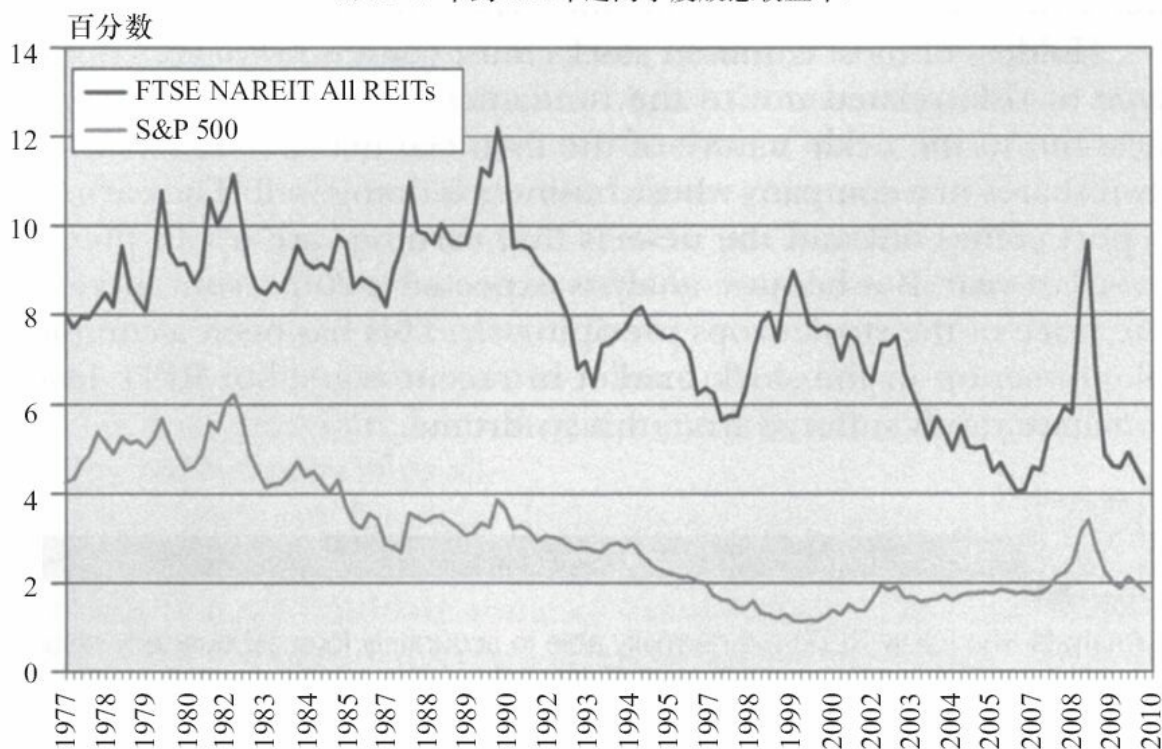


图1-2 REITs的收益与标普500相比较

持有高收益投资的另一个关键优势是他们在偶尔出现的熊市中仍然提供了稳定的收入。这能够保护投资者不会在熊市低点沮丧到出售资产。有了REITs，我们能够等待有保障的支付。

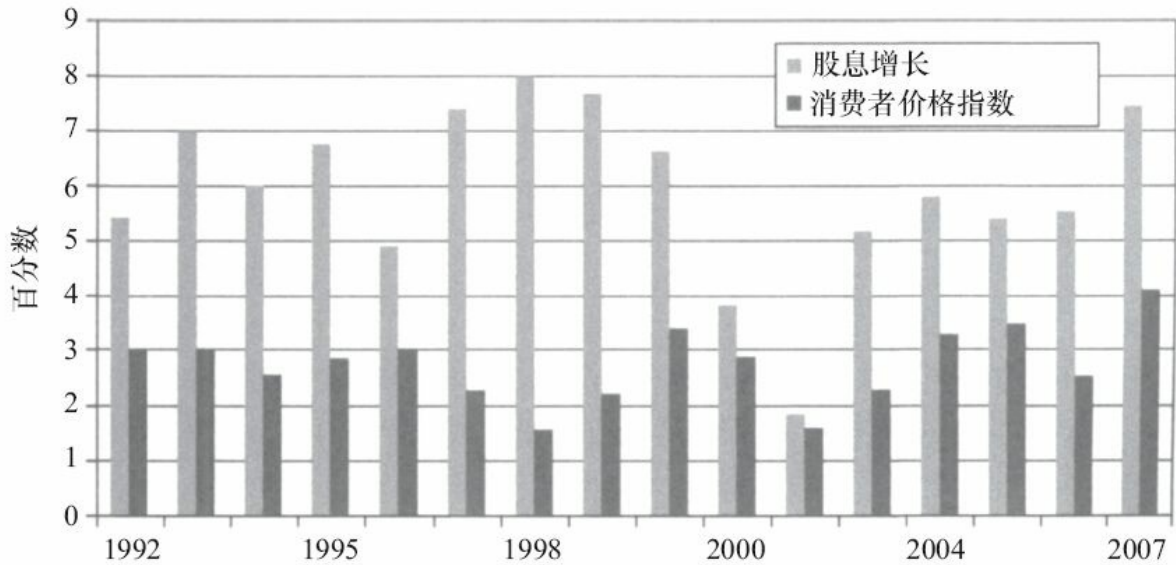


图1-3 权益型REITs的股利增长相比CPI

REITs的当期股利收益经常低于许多公司债券。然而，债券利息支付不会增长，而REITs行业有一个长期的有规则的股利增长的记录。尽管这一业绩记录在最近所谓“大衰退”时期被覆盖，因为许多REITs减低他们的股利以应对虚弱的且不确定的房地产市场和资本市场，然而，REITs能够以一个高于通胀率的速度增加股利。

最后，看见自己的股利每月或每季度在显著地增加，这有一个无形的心理上的益处。像我们许多人一样，如果你必须工作以获得薪水，而发现自己无须出现在公司就能够获得一张好几百美元的支票，无论你是去花掉它们还是准备进行再投资，这都能够为你带来巨大的心理舒适。

高的当期回报意味着低增长吗

不需要获得一个博士学位就可以发现为什么许多投资者喜欢REITs的较多的股利收益。但是，高的支付比例对于REITs的增长前景有什么影响呢？投资者能够获得90%的税前收入的情况下，REITs只能够保有最小数量的资本去扩展业务，并因此增加其未来运营收入。股票价格会因为收入增长迅速而上涨，因此，REITs份额的价格将通常以一个比非REITs股票更低的速度增长。然而，REITs投资者不会计较这点。他们寄希望于通过更高的股利支付来补偿大部分甚或全部的损失，由此获得一个高的总回报。

甚至“支付大部分收入作为股利导致了更低的增长”这一点，也不是很明确。在2003年1月/2月发行的《金融分析师期刊》有一个研究，名为“惊奇！更高的股利=更高的收益增长”，由AQR资本管理对冲基金经理克里夫·阿斯尼斯（Cliff Asness）和学者罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）得出结论：有高于平均水平的股利支付比例的公司盈利增长率实际上要高于那些较低股利支付比例的公司。这一结果好像违背逻辑，但是其含义是许多有较低股利支付比例的公司可能没有很好地将其留存资本进行再投资，或许是将其投资在构思拙劣的并购上面。有人会因此怀疑法律要求的更高的股利支付，通过创造了机会选择的情形，成为REITs股票在这些年里表现更好的关键因素。

不管阿斯尼斯和阿诺特关于股利支付与增长率的关系的结论如何，除了留存收益之外，REITs还有一些驱动增长的方式。如果管理团队想要扩展REITs的增长率，他们能够通过额外的股票或债券发行来做到，或是通过和新份额或有限合伙单位交换物业，或是通过出售

成熟的物业然后再投资于有更高增长潜力的物业之上来做到。有些时候，这类资本能够自由获得；有些时候，这些资本会枯竭；有些时候，这类资本能够获得，但是其价格过高，要稀释现有份额持有人。然而，通常而言，高质量的REITs在多数市场环境里，能够获得一个合理的、较好的扩张资本的途径。

【小知识】当选择REITs作为投资时，要记住强大的REITs才能吸引额外的资本，而这提供了最大的长期增长潜力。

因为能够吸引价格合理的资本对于REITs而言非常重要，那些在投资圈有超高声誉和良好资产负债表的公司拥有有力的池子。

然而，让我们保守一点。来为显著的外部增长机会融资的募集额外资本需求，例如并购或新开发，通常意味着REITs将是一个低增长的投资工具。然而，在1990年中期，一些REITs表现得非常不像REITs，每年增长了10%~20%。那似乎是乌龟确实跑得比野兔快。发生了什么？许多REITs在那时将其资本募集能力和许多机构清算其房地产投资的需求结合在一起，因此，许多REITs通过大量的并购创造了快速增长的现金流。或许这能够解释该现象。这一趋势在1998年年末结束，自那以后，REITs的增长率回到了更加正常的个位数的区间。

一些人认为，从2007年后期开始的，结束于2009年中期的衰退，与大衰退相关的美国房地产市场的问题，以及很大数量的抵押贷款的本金数额高于其抵押资产的现象，为REITs在接下来的年份里创

造了相似的并购和增长机会。尽管这有可能发生，但有很多竞争者在竞争困境房地产，因此REITs不会有很大可能通过购买大量便宜物业而获得两位数的盈利增长。

当然，REITs投资者应当认定，这些组织能够每年都实现其盈利增长。现金流增长在21世纪的早些年里是负的，这是由于疲软的写字楼、工业和公寓租赁市场造成的。但是这些市场随后趋稳，在2005年后出现微弱的现金流增长。然后从2008年开始，当时许多大型投资银行或是倒闭了或是由联邦政府救助，衰退接着产生了。于是，REITs的现金流由于更低的出租率和租金率而下降了。物业市场在2010年再一次变得稳定。房地产是一个周期性的行业，总是会有下降的年份。然而，租金率的确随着时间增长，而REITs的现金流也将增长。但是REITs投资者将会明智地不去期望在相对较长的时间框架里的一个高于中位单数的增长。

本章已经总结了持有REITs份额作为更分散的投资组合的一部分所带来的一些长期好处。阅读完本书的时候，你将会了解，REITs股票能够做到什么以及为什么这样。我不会承诺立即致富或是永久的投资平静。正如之前提及的，商业房地产，像全世界所有市场一样，是周期性的。房地产空间市场和物业估值也是如此。更进一步，投资趋势，就像时尚一样，变化迅速而且难以预料。有些年里，REITs股票由于投资者的易变本性而变得不流行。还有，对冲基金的兴起，有时候是在很短的时间维度里，给牌桌带来了乱牌。REITs股票在一些时候，已经成为这些基金喜欢表演的箱子。因此，REITs股票会经常表

现出比其物业现金流的稳定性和可预测性更大的波动性。我们必须记住，REITs是股票和房地产的独特混合体。

底线是REITs股票不是没有风险，尤其是对于短的时间维度而言。预期之外的经济事件和投资者偏好的变化能够也的确会一次又一次地影响REITs的价格。但是那并不会降低REITs作为长期投资的价值，这一点我们将在本书的其余部分看到。

总结

REITs持有房地产，但是当你购买一个REITs的时候，你不仅仅是购买房地产，你还购买了由具备经验的管理团队运作的业务。

REITs的总回报，在一个足够长的时间段里，与更大市场提供的回报相比很有竞争力。

绝大多数REITs由公开股票市场提供了流动性。

REITs为你的投资组合提供了分散性，因为他们的价格变化在多数时期里与市场的其他资产不是高度相关的。

REITs的高的当期收益经常充当了应对每日市场价格波动的减震器。

跟踪REITs的分析师通常能够一个季度接着一个季度地预测季度结果，误差在1到2个百分点之内，因此可以减少负面消息的机会。

REITs的高收益提高了组合的总收益，因此降低了波动性并且提供了和市场波动无关的稳定的现金流。

REITs股票是权益类证券，也是房地产，因此面临着投资世界常见的混淆理解。

第2章 REITs与其他有竞争性的投资的比较

问题不是你去将资金从股票中撤出然后将其投入到不动产中，或是相反。有如此多的资金在寻求去处，我不认为这是两者取一的事情。

——萨姆·泽尔 (Sam Zell)

在你判断REITs是否是一个适当的投资的时候，将REITs的一些优点与其他投资相比较可能会有所帮助。如果比较是在非常相似的投资之间进行的话，这种比较更有意义。

但是比较不同投资的优劣并不像看上去那么容易。大多数投资者承认商业不动产是一种独特的资产类别，而且一些投资者坚信，REITs虽然是一种不动产和权益资产的混合，但是却是另一种资产类别。因此，我们在本章中，将REITs与那些和其竞争投资者资金的其他投资进行比较。

虽然REITs像股票那样交易，但是我们是将REITs与所有的普通股票进行比较合适呢，还是将REITs与高股利股票及其他相类似的投资等更特定局限的类别进行比较更合适？关于这点，我们将REITs与更广泛的普通股票类别进行比较，而从技术角度，的确应当如此。然而，许多投资者将REITs视作与GE、微软或迪斯尼等公司的股票多少有些不同，因为REITs具备较高的股利收益以及更加温和的资本升值

前景。

因此，尽管将REITs与更广泛的权益市场比较能够获得更多的信息，将REITs与高收益的证券投资，如债券、可转债、优先股及高股利普通股甚至MLPs（**master limited partnerships**）等比较会更有意义。这些投资通常是那些主要为了收入进行投资的投资人的选择。这些投资提供了较低的波动，较低的资本升值前景甚至有时根本没有资本升值前景，以及降低了的投资风险。另一种合适的可比较资产类别是其他的不动产投资工具，我们将在下面章节中讨论。

债券

债券，尤其是高收益债券或垃圾债券，通常能够提供比REITs，份额平均更高的收益，但是投资者仅能获得利息收入而没有增长潜力。债券的确提供了一些REITs不能够提供的东西：到期时偿还本金的承诺，这使得在不出现破产或是其他违约事件的情况下，投资者总是能够收回其投资。这一特性使得将REITs与债券进行比较的意义有所减弱。从这一理由而言，如果资本的绝对安全是最重要的，而不考虑总回报降低的代价和抵抗通胀的能力，REITs可能对于投资者而言不是理想的投资。但是，事实可能并非如此，我们来比较这两类资产的回报。

对于债券而言，你的所得在初始就已经完全确定，不可能获得比你事先明确的更多，只有纯粹的利息或是更少。假设你投资10000美元购买债券，票面利率为5%，期限为10年。在第10年年末，你将获得10000美元现金加上你累计获得的利息收入（ 10×500 美元），或是总计15000美元减去利息税。

然而，如果你投资同样数额的资金到一个典型的REITs，则总回报可能是这样计算：假定购买的是1000份单价为10美元的REITs，其能够提供4%的股息收入（或是每一份额0.4美元）。我们还假设REITs以每年4%的速度提高其调整后运营资金（adjusted funds from operations, AFFO），以及每年股息也增加4%。关于可调整运营资金

我们将在下一章详细讨论，其基本上自由现金流的粗略的近似数。最后，我们假设份额价格也将按照提高了的AFFO和股息支付的同样比例增长。10年后，该REITs将支付0.593美元股息而总投资将达到19812美元（4992美元的累计股息加上在那时价值14820美元的REITs股票）。从投资REITs获得19812美元，相比投资10年期债券获得的仅仅15000美元，两者差额为4812美元（见表2-1）。税收当然无论是对于债券利息或是股息支付，都是不可避免的。普通的理解通常认为REITs本来就应当提供更高的总回报，因为它们比债券的风险更高。然而，如果我们考虑到债券投资者所承受的通胀风险的话，上述理解并不必然正确。

和债券不同，REITs股票没有确定的到期时间，而且当你出售这些股票时也没有任何价格上的保证。然而，拥有债券时你没有任何通胀保护，因此你将陷入美元购买力下滑的巨大风险之中。这完全归结为一个如何测量风险的问题。

表2-1 REITs将提供比债券更好的总回报

REITs：每年4%的股息，以年化4%的速度增长（单位：美元）

年份	份额价格	单位份额的股息
1	10.40	0.400
2	10.82	0.443
3	11.25	0.450
4	11.70	0.468
5	12.17	0.487
6	12.66	0.506
7	13.17	0.527
8	13.70	0.548
9	14.25	0.570
10	14.82	0.593
股息合计		4.992
× 1 000 份额	14 820	4 992
总投资价值		19 812

【小知识】 如果历史是一个指南的话，REITs和债券不同，它的价值会因为其基础的不动产价格的增长以及租金收入的增加而随着时间不断增加。

如果通胀率提高，通常利率也将随之提高，而这将降低债券的市场价值。如果债券在到期前出售的话，将会导致资本的真实损失。然而，如果利率下降，许多债券将会在到期日前被赎回。这剥夺了投资者的非常有吸引力的回报，因此迫使投资者去寻找其他的投资工具，即使这些投资工具的利率要低。（当然，一个REITs的价格也会因为利率提高而下滑，但是较高的利率通常是由于较快的经济增长，而这有助于提升REITs的现金流。）

美国国债在到期日前没有赎回条款，因此没有提前偿付风险，但是国债的收益低于公司债券而且会随着利率波动而变化。债券当然是一种对于绝大多数投资者都适合的投资。然而，由于上面提到的原

因，在一个非常分散并广泛的资产组合中，他们不是REITs的令人满意的替代物。

可转债

可转债相对于REITs，将更具有竞争力。这种证券提供的利息和许多REITs提供的股息相比具备竞争力，而且同样具有增长的潜力——如果这些可转债能够转化的股票的价格增长的话。可转债在其标的普通股的价值没有增加的情况下，提供了固定到期时间的保证。可转债是一个相对有吸引力的投资。

可转债的问题是，大多数公司并不发行它们。如果能够找到可转债，并且其标的股票看上去是一个较好的投资的话，可转债也是一个非常好的投资。一些REITs偶尔也会发行可转换的证券，包括可转换的优先股。投资者需要考虑的是这些可转换条款增加的额外的安全性是否能够弥补流动性缺乏及通常是较大的转换升水。

优先股

许多寻求高收益的投资者逐步对优先股产生兴趣，这些优先股有很多是由REITs发行的。和债券不同，发行优先股的公司并没有提供一个在未来特定时间支付特定金额的承诺。而且，在破产清算的时候，优先股的持有人的求偿权利在公司的债权人之后。然而，优先股的持有人相比普通股股东有优先权，而且许多优先股明确普通股股息在优先股股息发放之前不得发放。

相应的，优先股被评级机构当作权益来处理。许多公司偏好发行优先股，这些公司视优先股为不会稀释普通股股东权益的永久性资本。

优先股的股息率在初始发行时确定，在其持续期间保持不变。相应的，与普通股股东不同，优先股持有人不能够分享发行人的盈利增长。优先股还有一些其他的缺点。优先股能够在一段时间过后，通常是在发行后五年，被发行人以初始发行价赎回。因此，当利率下行的时候，投资者被剥夺了本应当是一个非常好的高收益的投资回报。还有，优先股的流动性也是一个严重的问题。出售或购买较大数额的优先股比较困难。市场中的买卖价差很大。如果发行人被兼并收购或是私有化，优先股持有人由于缺少发行人的信息或是由于新的私人公司更高的债券杠杆而受到不利影响。

那么，为什么会有投资者去持有这些奇特的投资呢？因为优先股股息高于大多数普通股而且也高于公司债券的利息（假定是具备同样的信用质量）。优先股股息的优先度在相应的普通股股息之前。2008~2010年，当美国经济的方向和前景都不确定时，这一特性对于投资者尤其重要。

由于优先股缺少有意义的升值潜力和股息增长的前景，REITs优先股并不是REITs普通股的替代品。然而，许多投资者视其为债券替代品，这是由于优先股较高的股息和相对普通股较高的安全性。REITs优先股对于一些保守投资者而言具有吸引力，这类投资者将其作为REITs普通股的补充。

其他高收益的权益类资产

REITs被视作高收益的权益类资产，这相当正确。REITs在一定程度上和其他投资竞争，这些投资在历史上也提供了高于平均水平的股息。让我们来大致回顾一下两类公开交易的高收益证券：公用事业公司股票和MLP权益。

公用事业类股票一直是投资领域中最重要的重要组成部分，也一直是那些寻求较高股息和较低投资风险的投资者的最爱。该行业总市值规模很大，在2010年9月份时高达4870亿美元。公用事业类股票代表了提供基础服务，如电力、天然气、水及电话的公司的权益份额。由于在这些行业展开的竞争多数并不实际，因此很多公用事业类公司在其经营区域内被授予法定的垄断经营权。

这种垄断经营权对于其股票持有人而言既有好的一面，也有不好的一面。一方面，企业无须与其他服务提供者竞争，因此收益和股息都非常稳定。另一方面，其对顾客收费受到监管，只能在监管当局的允许范围之内收取。因此，公用事业类公司承受了变化无常及受到政治驱动的监管者影响的风险。公用事业类股票持有人也知道另一点，由于对于公用事业类提供的服务的需求增长缓慢，收益和股息也是增长缓慢，通常每年2%~4%。

近年来，出现了由公用事业类公司提供的“去监管”的服务。一些

生产和购买能源并且将其出售给其他服务提供商的公司受到的监管在减轻，因此他们的增长前景比那些受到监管的公司要好。但是，他们的收益的确定性也在减少，而且其股息也倾向于降低。仍然受到严格监管的公司可能发现，如果没有能力在公开市场上销售能源，他们的收益增长将更加缓慢。

相应的，公用事业类股票，像杜克能源和南方公司，将在某种程度上和REITs进行竞争，以争取那些偏好更高股息收入的投资者。公用事业类股票在近些年来的波动性低于REITs股票。因此，公用事业类股票对于那些对资本升值前景和总回报要求不高的投资者是一个不错的选择。

另一种公开交易的高收益投资是MLP。MLP能够从事任何业务，但是绝大多数的公开MLP都从事能源类基础设施业务，比如天然气管道，存储设施及相似的业务。他们之间的区别体现在他们对自然资源价格的风险暴露程度不同上面。根据雷格·梅森基金公司（Legg Mason）报告，能源型MLP的总市场价值规模近年来增长迅速，在2010年6月底时达到1740亿美元。

MLP的股息支付，在2011年接近6%，比REITs股票通常要高，因此能够提供给投资者高的当期收入以及投资分散化。还有，由于损耗和对石油和天然气行业的税收优惠，许多这些现金分配并不会像普通收入那样计税。

但是，尽管MLP也像股票那样交易，他们仍然不是股票。投资者

是在每年年末的时候收到一个合伙企业K-1表格，这使得税收回报的准备工作非常有挑战性。而且，如果是被个人退休账户（IRA）或其他税收延迟账户持有，他们可能在一些情况下，增加“非相关业务应税收入”，因此股息将在一些特定的条件下被扣税。由于MLP将其大部分或所有的自由现金流分配给其合伙人，MLP如果想要增长的话，需要一次又一次地从外部募集资金。这类资金并不是一直都能够获得的。

因此，MLP会和REITs竞争投资者的资金。然而，由于大多数这些投资的特性和REITs不同，对于投资者而言，这并不是非此即彼的单项选择题。

其他不动产投资工具

作为一种资产类别，尤其是如果没有进行较大规模的债务融资的话，不动产投资正常情况下是一个非常好的而且稳定的投资。一个位置佳良并受到很好维护的投资类物业将随着时间而增加价值，而且其租金收入也将随之增长。虽然，建筑会随着时间而耗损而且邻居也会变换，但是只有数量有限的土地能够被用于建设公寓、零售中心或写字楼。如果你在正确的地点拥有这类物业，这即使不能说是一个金矿的话，也是一个价值能够随着时间增长的现金牛。新的会产生竞争的建筑，除非是租金收入或物业价值足够高到能够覆盖开发成本，否则是不会建造出来的。而在这种形势下，已有物业的持有人将会更加富裕。

有意思的是，与流行观点相反，商业不动产持有人从通货膨胀中直接获益的程度并不是那么明确。已经有研究专门针对这一主题。比如，北卡罗来那大学的不动产教授戴维·哈特扎勒（David J.Hartzell）和布莱恩·韦勃（R.Brian Webb）总结认为，在空置率较低的时期，物业的回报倾向于表现出与通胀及通胀因素更强的联系。在不动产市场低迷期间，通胀可能并不因此有利于不动产持有人。那也就是说，在经济健康的区域，维护良好的物业，尤其是他们因为土地稀缺和建造限制而受到了免除新增物业竞争保护时，会随着时间不断增加其价值。我们将在第5章详细揭示通胀难题。

【小知识】 REITs解决了其他不动产投资工具产生的问题：

REITs提供了分散化、流动性、专家管理和在多数情况下，几乎没有或很少的管理层和投资者之间的利益冲突。

既然接受了位置佳良和得到良好维护的商业不动产能够保持一个较好的长期投资的观点，那么不动产作为资产类别究竟如何并入一个具有较好分散性的投资组合呢？由于REITs历史表现和其他类别的资产（不管是国外资产还是本国资产），如股票、债券、现金或可能是黄金及艺术品等都不同，它能够加入另一种维度，因此也就能够有助于进一步多样化资产基础。然而，我们选择持有不动产有一系列方法。

直接持有

直接持有意味着介入不动产业务。你是否有时间去管理物业，或者你已经有一个全职的工作？你是否知道最佳的买卖时机？以廉价买入不动产并出售它们通常比持有且管理不动产更能获利，这取决于市场周期。但是，你能够识别什么是出售这些物业而不是持有这些物业的时机吗？对于大多数个人投资者而言，有一个不动产专家去做这些决定比直接介入不动产业务更加明智。有效的物业管理同样非常关键。竞争力和有经验的管理的重要性怎么样高估都没错，而且个人投资者经常缺乏相关的资源，比如时间、金融及专业技能去完成任务。

【小知识】 直接拥有有些时候能够比投资REITs获得更高利润，

但是大多数个人投资者没有时间和精力去介入不动产业务。

尽管有些时候，不需和其他投资者分享从一个绝佳的不动产投资获得的回报更能赢利，但是这种行为也明显更具风险。通常情况下不动产的投资价值大部分是由当地经济决定的。在任何时点，在曼哈顿的公寓类建筑可能表现良好，但是在洛杉矶表现很差。大多数个人投资者却没有足够的财务资源去购买足够多的物业以做到较安全的分散化，无论是资产类型的分散化或是地理区域的分散化。

因此，这就产生了流动性问题。出售一个不动产物业可能既耗时又花费不菲。更重要的是，当你想要出售的时候，你可能很难脱手，即使在那些时候，出售是你唯一的套现方式。

最后，即使你愿意接受经验欠缺、有限的分散化和缺乏流动性等导致的不便与缺点，你是否愿意接受在空调失灵或是电梯故障等琐事发生的时候，接到诸多电话？而如果你外聘一个外部的管理公司，你的利润将会大幅度减少。

一些投资者声称，他们不需要投资REITs，因为他们已经拥有自己的住房，而这也是一种不动产。然而，住房价值和价格波动的特征经常与商业不动产大相径庭。关于这一点，我们将在第4章中详细讨论。另外，如果投资者的住房是其拥有的唯一的不动产的话，分散性也不够。另一个关键点是，获得住房升值带来的利益需要将其出售，而大多数个人都不愿意出售其心爱的家并搬到公寓居住，或是在其他地方另买住房。当然，权益型资产能够通过再融资来获取，但是这将

通常需要更高的每月按揭支付。简单而言，拥有住房并不是拥有商业不动产的替代。

私人合伙

通过私人合伙企业拥有不动产，不管是2人、10人或是20人合伙，也是一个选择。这里，投资者需要授权或是普通合伙人或是外部公司去执行物业租赁和管理的工作，而这当然需要代价。然而，通常来说，许多这种类型的私人合伙只持有一个人或是少量的物业，这些物业很少足够分散，无论是从物业类型还是从地理位置的角度来说。

在私人合伙企业，流动性依赖于投资者的合伙人的财务能力或清偿能力。尽管一个合伙人在不需要将物业出售的前提下将其权益出售给其他合伙人从理论上可行，然而，这一行为经常会导致很多问题。还有，在私人合伙企业里，在普通合伙人与有限合伙人之间经常会产生利益冲突，或许这是由于给普通合伙人的薪酬问题，或许是处理是否出售或对物业进行融资等问题。最后，当合伙企业遭遇财务困境时，还将产生合伙企业的个人责任问题，在很多年以前，这种情形普遍可见。

有时这些私人合伙企业是很好的投资，但是他们确实也有问题，尤其是流动性欠缺和物业分散性不足的问题。这些使得公开交易的REITs对于大多数投资者而言是一个更佳的选择。

公开交易的有限合伙

直至1990年，公开交易的不动产有限合伙都非常受投资者欢迎。但是在REITs和不动产有限合伙之间有很大差异，而正是这种差异使得许多投资者在后者付出不菲代价。有限合伙的发起人在1980年从那些寻求不动产收益和税收利益的投资者处聚集了数以亿计的美元。毫无戒备的投资者在那个时段处境惨淡，他们能够从1美元中收回10~20美分就已经算是非常幸运了。

他们的失败有很多原因。有些时候是因为费用太高，因此使得最终持有人也即投资者几乎无利可图。有些时候，是因为合伙企业在不动产周期中购买太迟。在为物业支付了过高的价格后，他们聘用了稀松寻常的管理人而没有意识到不动产原来是（尤其是在20世纪90年代）、现在依然是一个非常具有管理激励属性的业务。在另一些时候，这些有限合伙企业与普通合伙人之间有利益冲突，而这损害了投资者的利益。

公开交易的有限合伙在当今已不再流行，这有一个非常好的理由！

私人持有REITs的现象

从2000年开始，公共REITs的另一个不动产投资的选择出现在公众视野，那就是非公开交易或是私人持有的REITs。这些实体是遵守

美国REITs法律的组织，但是其份额不在公开市场交易。这些由不同不动产组织发起的实体，比如内陆美国（Inland American）或威尔斯不动产（Wells Real Estate），通常由财务规划者或是投资顾问出售给小额资金的投资者。和公共REITs一样，一个非公共的REITs持有许多通常在不同地区的商业物业，从这些物业中获取的收入被作为股息分配给持有人。股息收益通常要比投资公共REITs高。

然而，非公共REITs也有一系列不足之处，投资者必须要意识到这一点。尽管一些非公共REITs承诺在特定时间基于特定情形回购一定数量的份额，然而，投资者不能够通过拨通经纪人的电话快速出售手中的份额。另外，出售非公共REITs的份额要通过销售代理支付很大一笔佣金（通常达到10%）才能实现，因此不动产投资中的回报只有很少的部分能够真正获得。还有，发起人从物业收购和管理费中获取巨大的额外收入。相应的，对于非公共REITs满怀希望的投资者应当意识到，一些发起人仅仅是想为自己获得更多的收入而增加REITs的规模，及这种行为产生的利益冲突。

因此，投资者需要仔细权衡这些REITs允诺的回报和它们内在的缺陷（包括有限的流动性，大额的出售佣金及潜在的利益冲突）。投资者还需要仔细分析这些REITs的组织结构、资产负债表、并购标准、运营成本和费用支出、预期的现金流和可持续自由现金流中的股息覆盖。

总的来看，债券、优先股、公用事业类股票、MLP权益及其他高

收益非REITs类股票，以及一些其他类型的商业不动产持有方式，能够也的确提供了REITs投资之外的其他选择。但是REITs和它们都不同。REITs全部涉及不动产，而且其股票具备流动性及较好的资本随时间升值的前景。REITs的管理团队都是经验丰富且高度专业化的，而且他们的利益与REITs的持有人高度一致。REITs的财务状况和运营结果由于证监会的披露要求和行业操作惯例而变得十分透明。

相应的，REITs份额是独一无二的，能够和其他高收益投资及其他类型的不动产投资方式区别开来。关键点在于，它不是一个非此即彼的决定，一个明智的投资策略是同时持有REITs和其他高收益股票以及其他类型的投资。真正的问题是选择合适的投资组合，而这取决于投资者的财务状况，回报要求和风险容忍度。我们将在本书后续部分讨论这一问题。

总结

REITs受益于美国经济增长，因此不像债券和优先股那样对利率敏感。

债券和优先股与REITs不同，没有股息增长的潜力，但是优先股提供了更高的当期股息而债券承诺到期时支付本金。

高收益权益资产，如公用事业类股票和MLP，与REITs竞争那些收益导向的投资者的资金，但是只有REITs提供了非直接持有商业不动产的方式。

有些时候直接持有不动产能够提供比投资REITs更高的利润，但是多数个人投资者没有时间和精力全职介入不动产业务。

持有REITs份额消除了其他不动产投资工具导致的令人恼火的问题：REITs提供了分散化和流动性、专家和有经验的管理团队以及投资者的信息透明度，而且，在大多数情况下，排除了管理团队和其投资者之间的利益冲突。

第3章 今日之REITs

百分之九十的百万富翁是通过持有不动产成就的。

——安德鲁·卡内基 (Andrew Carnegie)

现在，你已经获得了关于REITs是什么及其是如何与其他投资比较的一些大体感觉。让我们更进一步地审视REITs的特性和结构，他们是如何演变的以及他们如何在这些年来适应不断变化的市场环境的。

第一个REITs

REITs是由美国国会在1960年的不动产投资信托法案中定义并授权的。第一个REITs也是在当年被组织起来的。这一立法试图为个人投资者提供参与拥有商业不动产并/或为商业不动产提供融资的机会。这类机会，大型机构投资者早就可能获得。

【小知识】 REITs结构的关键优点是避免双重纳税。

REITs结构的关键特点是REITs能够从其税前净收益中减去其支付给持有人的所有股息。因此，如果REITs将应税收入全部支付给份额持有人的话，其将无须缴纳公司税。然而，根据法律，REITs必须支付90%的净收入给份额持有人。当然，份额持有人在个体层面需要为股息支付所得税，除非REITs份额是由个人退休账户（IRA）、401（K）或其他税收延迟账户持有的。然而，常见的情况是，一部分REITs的股息不需要立即缴税，另一部分则以一个较低的资本利得税率缴税。我们将在后续章节中看到这一点。

对于REITs，还有一些其他的基本的法律要求，如下所示。

REITs的独特的法律特性

1. REITs必须分配至少90%的年度应税收入（资本利得除外）作为股息给其份额持有人。

2.REITs必须将其资产的75%投资于不动产、抵押贷款、其他REITs的份额、现金或是政府证券。

3.REITs必须从租金、抵押贷款利息、不动产物业出售实现的利得中获得总收入的至少75%。REITs的收益的95%的必须是从这些资源加上股息、利息及证券出售的利得中获得的。

4.REITs至少要有100人以上的份额持有人，并且集中在任意5人或更少的人手中的现存份额必须小于50%。

1986年的税收改革法案

1986年的税收改革法案是REITs行业的重要里程碑，该法案放松了历史上限制REITs业务的管制。原先，管理层必须遵守法律规定，聘请外部公司提供物业出租和管理服务，但是新的法律允许REITs通过自己内部的组织来实施这些核心活动。这一变化如此重大，是因为有预见力的及有效的出租及物业管理是成功且盈利的物业持有的关键因素。

如今，绝大多数的REITs都完全和运营公司合为一体，因此内部能够处理不动产运营的方方面面：

- 收购和出售物业
- 适当地管理与出租
- 适当地翻修，再出租和再定位
- 新的物业开发

上REITs和下REITs

在研究不同的REITs的时候，你可能会碰到上REITs和下REITs的术语。这些术语用来描述REITs的公司结构。上REITs的概念是1992年由具有创造力的投资银行家首先应用的。上REITs的目的，是使那些存续已久的不动产运营公司有能力将其已经拥有的物业置入一个新的REITs结构而不需要将该物业出售给这一新的REITs。这种出售将会导致现有持有人的巨大资本利得税负。

上REITs是伞型合伙类REITs（umbrella partnership REITs）的意思。依照通常的情形，上REITs将这样运作：该REITs本身不能够直接拥有任何物业。上REITs实际拥有的是有限合伙企业中的控制权益，也就因此拥有不动产。其他有限合伙人通常包括管理层和私人投资者，他们在组织成为REITs之前，已经间接持有组织的物业。有限合伙的权益单位的持有人有权利将控制权转化为REITs的份额，能够像REITs的份额持有人那样进行投票，像持有公开交易的REITs份额那样收到同样的股息。简而言之，他们获得了事实上和REITs的公开份额持有者相同的属性。

下REITs和上REITs具有相似的结构，只是下REITs通常是在REITs变成了公共公司之后才构建的，而且通常在有限合伙人中不包括管理团队。

被构建成上REITs或下REITs的REITs能够相互交换运营合伙单位（operating partnership units, OPUs），目的是为了获得其他持有该REITs的不动产的合伙企业的权益。这种交换能够使得出售者延迟资本利得税。通过在适当的互换中获得OPUs，出售者不但可以延迟税收支付，而且还能够获得更加分散投资带来的好处。这种分散化投资是通过在许多物业中间接持有权益形成的。这些结构使得上REITs或下REITs相比普通REITs在与税收敏感型的物业出售者进行交易时，有竞争优势。

【小知识】 起初就被认为是税收延迟的工具，上REITs结构在一些时候能够成为一个有吸引力的收购工具。

然而，上REITs结构的一个负面因素是它产生利益冲突的可能性。管理团队可能持有上REITs的合伙人权益单位而不是REITs份额，而他们的OPUs通常有一个低的成本基础。

由于出售物业将引发对于上REITs权益单位的持有人而不是REITs份额持有人的应税收入，管理团队将不情愿出售物业或是甚至REITs本身，即使是在物业表现不佳或第三方愿意提供慷慨的价格的时候。投资者需要观察管理团队是如何处理该利益冲突问题的。当然，在下REITs结构中，由于管理团队通常不持有OPUs，因此关注较少。

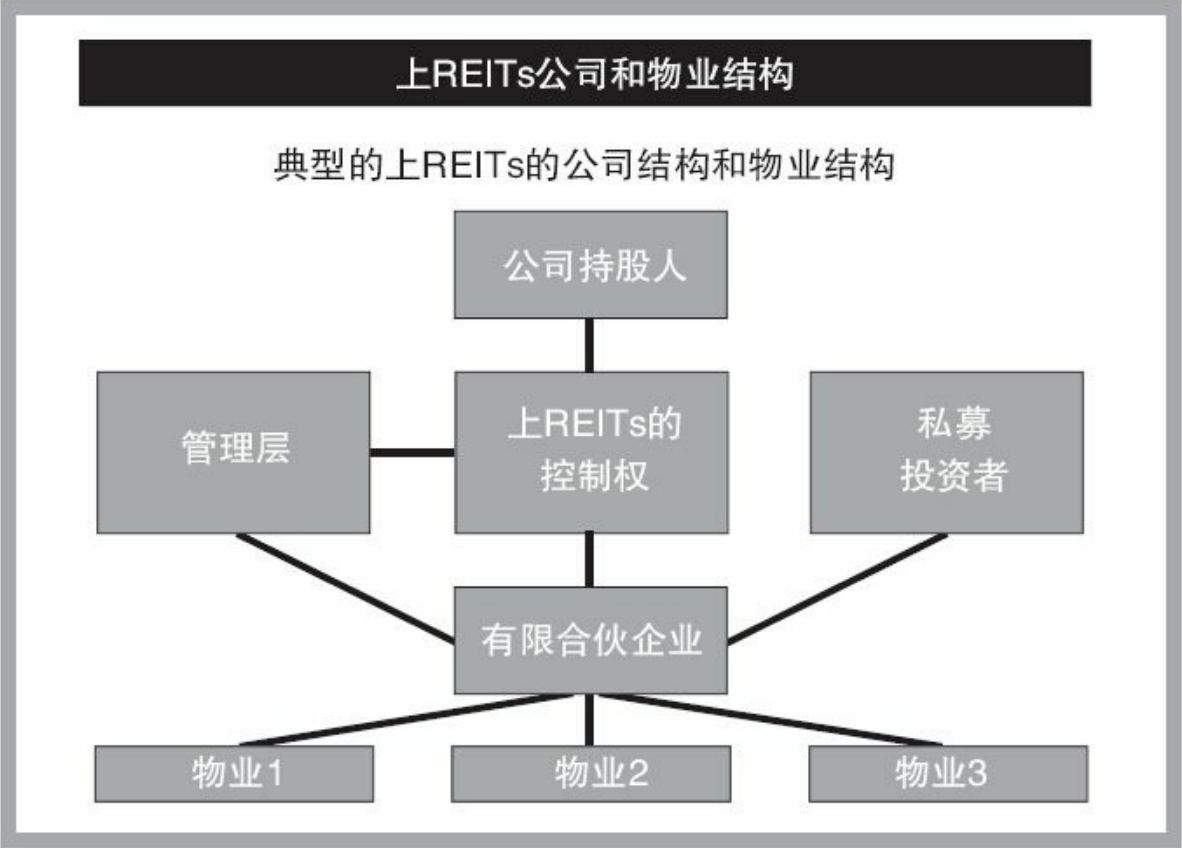


图3-1 上REITs EPS图解

REITs现代化法案和RIDEA法案

1999年12月，克林顿总统签署了REITs现代化法案（RMA）。这一新法案的最重要特征是其使得每个REITs组织能够构建并拥有一个应税REITs主体（taxable REITs subsidiary, TRS）。因此，一个REITs，通过持有最多100%的TRS，能够开发并迅速出售物业，还能够在不损害REITs的法律地位的前提下，为其承租人和其他主体提供主要服务。这在过去时段里是一个重要的问题。这一法案还大大拓展了REITs参与活动的特性和程度，如今，REITs的活动包括为公寓的承租人提供门房服务，商业物业开发和参与一系列不动产相关的业务。TRS还能够和其他主体成立联合企业以便提供额外的服务。

然而，也有一些特定的限制推行到REITs。比如，TRS不能够超过一定的规模限制（REITs的总资产中包含的TRS证券在初始时不得超过20%，但是由2007年的RIDEA法案改变为25%）。REITs和其下属的TRS之间的贷款和租赁交易受到限制，而且施加给这些交易的税收较重。从TRS获得的收入和普通的公司所得一样纳税。

之前对于旅馆类REITs和寄存类REITs的限制，即禁止他们将物业出租给下属受控子公司和“捕获”企业，也由RMA放松了。因此，这些REITs现在获得许可进入这类租赁业务，前提是每个物业，作为TRS的代表，由外部管理人或独立承包商运营。这使得寄存类REITs能够为其份额持有人从其持有物业中获得更多的利益。

RIDEA的条款大多数被合并到2008年由布什总统签署的住房与经济恢复法案中。RIDEA的条款为REITs提供了更多的确定性、购买和出售资产时更大的灵活性、TRS相比REITs总资产更高的规模比例，以及关于海外投资和外汇更多的透明度。这一法案还提供给拥有健康护理物业的REITs物业出租的自由度。这一自由度和RMA给予旅馆类和寄存类REITs相同。

全美不动产投资信托协会（National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT）已经列出RMA提供给REITs组织的利益。这些利益包括能够为承租人提供新的服务（因此使得他们相比非REITs的物业持有更具竞争力）、对于提供的服务更好的质量控制（现在是由REITs控制的下属机构直接提供）和非租金类收入的盈利前景。

RMA和其后的一系列立法，通过允许REITs组织拓展其业务范围，被视为能够为REITs份额持有人创造价值的一个重要工具。然而，任何工具，既可以被明智地使用，也可能被草率地使用，因此，尽管许多REITs以高度热情欢迎RMA的通过以及被赋予创建TRS的能力，这一法案的价值仍然存在争论。许多早期的TRS，尤其是那些在20世纪90年代后期涉及技术投资和互联网投资的机构，经营失败了。更多的当前的TRS的活动，如商业开发（开发新物业并且将其出租或销售出去）等在经济大衰退之前都运作得很好。金科房地产公司（Kimco Realty），持有受到广泛尊敬的REITs，就是利用了RMA的政策并从事很多非出租类的业务。该REITs目前也在重新将重点放在

其基础的物业持有业务上，尽管它通过和机构投资者构建的联合企业在美国以及其他地区买入并且管理零售类物业，目前仍然是一个利润生成机器。

显然RMA和RIDEA对于REITs行业发展的影响是正面的，但是投资者仍然得高度关注REITs的非物业持有类的业务并且尽力去评估这些工具是否被明智地使用。这些更高的盈利增长和价值创造的潜在回报是否抵补了增加的风险？问题的答案因不同的REITs而异。

借贷型REITs与持有型REITs

前面，我们讨论了对于一个REITs的法律要求。适用REITs组织的法律并不需要REITs直接拥有一个不动产。对于一个REITs而言，简单地将资金按照房地产的担保价值发起、购买、持有甚至证券化房地产抵押贷款或相关贷款，在法律上也是被许可的。这些抵押贷款可能是由个人住房或商业物业来担保的。在2010年年末，有26个抵押型REITs，其中，个人住房抵押和商业物业抵押各占一半。混合型REITs同时持有物业和对其他人的抵押贷款，在很多年一度非常流行，但是在当前的REITs行业已经不再时兴了。

在20世纪60年代后期和70年代早期，借贷型REITs是最流行的REITs类型，在当时，很多地方银行和货币中心银行以及抵押贷款经纪人都构建了受自己控制的REITs。在那时，有60家新的REITs成立，其中许多将资金借给房地产开发商。然而，在1973年利率显著地上升，新开发的房地产无法出售或出租，不良贷款激增到令人恐惧的程度，许多这类REITs垮掉了，将包袱甩给了投资者。10年之后，很多投资抵押担保证券（collateralized mortgage obligation, CMO）的REITs兴起，他们也没有好到哪里去。然而，近些年来抵押型REITs质量显著提升，其股票表现远超过其历史表现。尽管如此，许多这类REITs，尤其是个人住房抵押型REITs，由于经济大衰退和相关的信贷紧缩，表现较为差劲。许多REITs损失了大部分资金。

抵押型REITs对于REITs投资者提出了一系列挑战。这些REITs相比那些持有房地产的权益型REITs而言，倾向于运用债务构建较高的杠杆。杠杆增加使得REITs的收益现金流和股息支付变得更具波动性。此外，抵押型REITs比权益型REITs对利率和利率变化更加敏感，一个寻常的利率增长（或是短期利率和长期利率的利差显著变化）都能够对盈利产生重大影响。最后，由于这些REITs不持有房地产，抵押型REITs股票的价值很难被适当评估。

因此，抵押型REITs或许最后被视作是一个交易工具，而且他们的业务战略、资产负债表、对利率的敏感度，需要被定期仔细地监测。这些REITs可以是非常好的投资，尤其是当他们受到良好的管理，但是他们只在REITs世界里占据了特别的细分领域。相应地，大多数保守型的长期投资者还是更愿意将他们的资金投向权益型REITs。

【小知识】 当今绝大多数REITs是自己持有房地产而不是进行房地产贷款。

在本书以下部分，REITs将专门指持有一种或多种类型的房地产的REITs。

REITs持有物业类型的拓展

在第1章，我们大致考虑了REITs所持有物业涉及的一些不同的商业房地产细分领域。这个故事也同样是随着时间演化的。从一开始直至1993年，REITs只持有很小数量的物业类型，包括社区购物中心、公寓、健康护理设施（主要是疗养院）以及非常有限的写字楼。

然而，到1994年年末，由于新发行和二级市场的公开发行的数量和单笔金额的巨额增长，REITs行业发展迅猛。根据NAREIT的统计，在这两年里股票份额的价值规模分别为183亿美元和147亿美元，是前一年总市场价值规模的117%和46%。

从那之后，REITs行业的规模逐年增长，虽然偶尔缩小。这些偶发的缩小主要是由于REITs的熊市，该熊市事实上降低了所有REITs的市场价值，或是产生了私有化的环境，通过私有化商业房地产能够比以证券化的形式存在更有价值。这种现象从2005年到2007年早期发生过，我们在后面的章节中将会看到。根据NAREIT的统计，REITs的总权益市场价值从2005年年末的3307亿美元下滑到2008年年末的1917亿美元。这一显著的下滑是由于2006~2007年有很大数量的REITs被私有化了，而且，同时出现的是REITs的熊市。然而，到2010年年底，REITs的总市场价值已经恢复到3890亿美元，其中包括153家公开交易的权益型REITs。REITs行业的增长和投资选择的极大拓展的重要性不可低估。他们对于REITs行业的信用和行业对所有类

型投资者的吸引力都起到了重要贡献。

【小知识】 1993~1994年，REITs的IPO浪潮永久地改变REITs行业。如今的投资者有许多的管理良好的REITs可供选择，这些REITs持有不同地区的不同物业类型。

我们在下一章将会讨论到，每种物业类型都有自己的投资特性，包括其特有的经济周期和特殊的风险因素、竞争威胁和增长潜能。每个领域，在任何特定时间，都处在更广的房地产周期的某一阶段。保守型的REITs投资者将不同物业类型进行分散化操作。那些寻求最佳相对表现的投资者会极力避免那些看上去将创造一个令人不满的风险回报比率的市场周期。对于长期投资者，投资由知识丰富、创造力强且经验老到的管理团队领导的REITs，以及保守地为他们的物业和业务提供资金支持，在很多年里将会提供一个令人满意的总回报。

总结

多数REITs是自己持有房地产并管理房地产业务运营的公司。REITs必须遵守很多技术上的规则。这些规则并不影响其作为投资工具。

REITs结构的关键优势是可以避免双重纳税。

上REITs和下REITs在创建时被视作是税收延迟的工具，因此是用于收购的极具吸引力的工具。

REITs现代化法案及之后的立法允许如今的REITs组建应税的下设子公司去从事一系列房地产相关的业务。

当今的绝大多数REITs是自己拥有、管理甚或开发房地产而不是发放房地产贷款。

抵押型REITs在一些时候能够为具备识别能力的投资者提供良好的回报，但是他们必须被密切监测，尤其是利率变动时。

1993~1994年的REITs IPO浪潮永久地改变了REITs行业。如今的投资者有许多管理良好的REITs可供选择，其中多数只专注于某一个特定的物业类型。

第4章 物业类型和周期

在人类天性中肯定存在巨量的愚蠢之源，否则人们不会数以千次地在同一个陷阱中被捕获。尽管人们记得过去的不幸，他们仍然前赴后继，使得导致不幸的根源一再受到激励，而不幸又将再次降临。

《卡托的信函》1721年1月

(Cato's Letters January 1721)

对于所有的商业房地产，有一些事情是真实的。它们的价值和盈利能力依赖于特定的与物业相关的因素，如地点、租金收入、物业支出、空置率、一般的市场租金率、承租人的质量及重置成本，以及房地产相关问题如市场资本化率和供需形势，邻近物业的竞争，宏观因素如经济、就业人数增长、消费者和商业支出、利率以及通货膨胀。

但是，尽管对于商业房地产有总体的结论和期望，物业也有自己的特性，彼此各不相同。比如，大型的高档公寓的持有人和社区购物中心或大型写字楼的持有人，所要考虑的财务因素是不同的，而上述提到的只是许多普通物业类型中的三种。

【小知识】四种主要的商业房地产类型是住房（主要是公寓小区）、工业物业、写字楼以及零售购物中心。这些物业类型还有特性不同的子类型，包括制造类房屋、学生宿舍、医疗建筑、实验室与研究设施以及数据中心。还有一些其他的重要的物业类型，包括旅馆和

仓储，自助储存和一些疗养及养老相关的物业。另外，还有林地REITs和影院REITs。

图4-1基于NAREIT的统计数据，给出了REITs世界的简单视角。

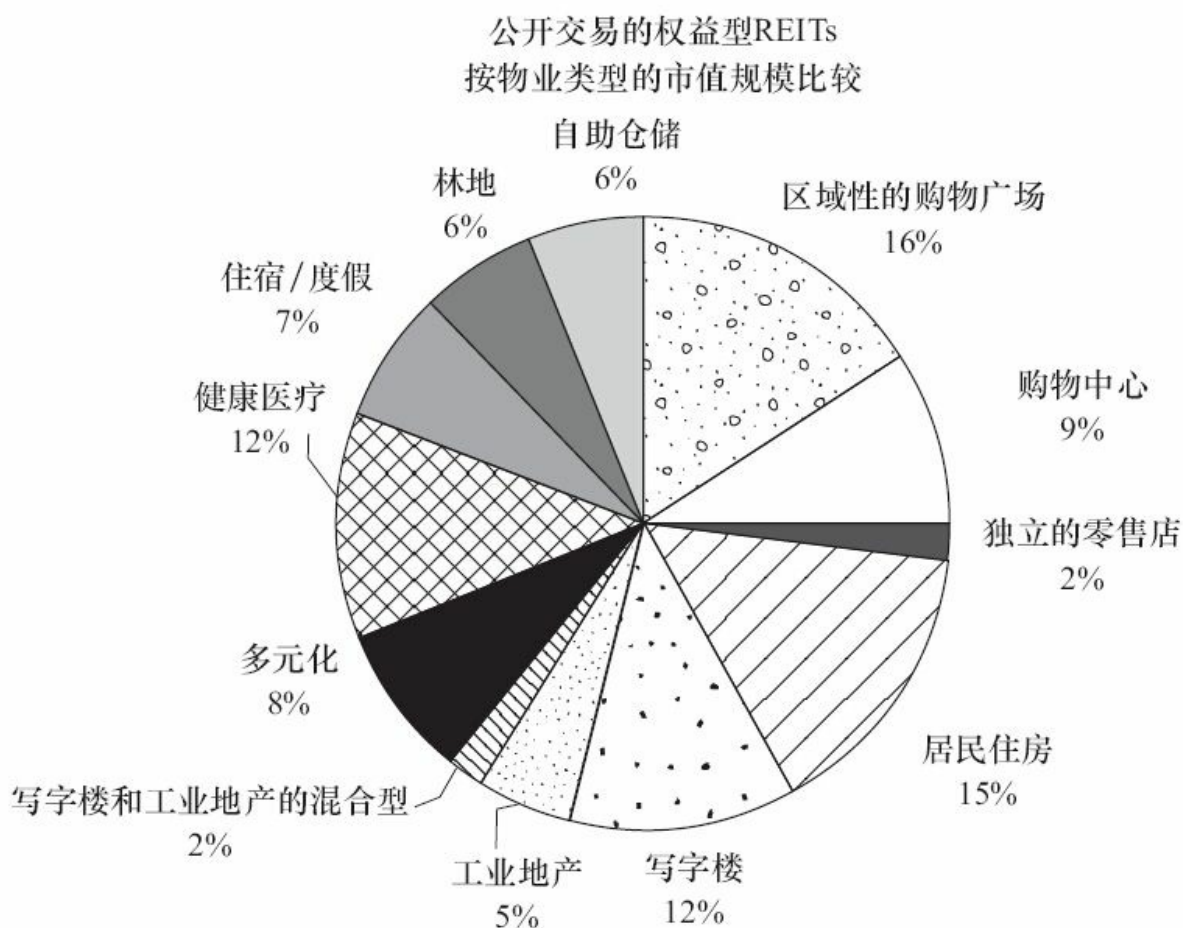


图4-1 物业类型的圆饼图

重要的是投资者可能选择投资某些特定的物业类型，或者，他们投资所有的类型。实际上，选择范围是很广的。但是，为了做出明智的选择，我们必须对每个不同的物业特定的投资特性有所了解并熟悉。尽管REITs投资者不需要成为公寓、购物中心或其他特定类型的物业专家，但是他们必须掌握一些基本知识。

上升与下降

在我们研究REITs持有的物业类型的特性之前，我们首先观察房地产的基本特性。房地产的价格和利润随着周期而变化，周期的类型通常能够被预料，但是其持续时间和规模很难被预期。周期分作两类，一类是房地产市场周期，这是用来描述房地产的供给和需求的特性的。另一类是资本市场周期，它和投资者对商业房地产资产的需求相关，也和投资者交易时对商业房地产的估值和房地产实际价格相关。

如果你是一个长期的保守型的REITs投资者，你可能选择买入并持有你的REITs股票，即使是其下的物业在经历不可避免的上升与下降的周期变化。然而，你应当了解并且注意这些周期，因为它们能够显著地影响REITs的现金流量和股息增长以及REITs的股票价格。如果你认为自己是一个相对较为短期的市场择时投资者，你可能会尽量去构建你的REITs组合，以求与房地产周期或资本市场周期甚至是与个别物业类型的周期相适应。然而，就像很多投资策略一样，说易行难。

【小知识】 房地产周期的不同阶段为：萧条、恢复、繁荣以及过度开发和下行。

房地产周期

以下是房地产周期的不同阶段，和资本市场周期相对应。没有两个周期是完全相同的，但是它们都有相同的特征。

阶段1：萧条阶段。空置率很高，租金很低。以免费出租和租约改进的方式进行的让步非常普遍和显著。许多物业，尤其是那些由过量债务融资支持的，可能处于取消抵押品赎回权的境地。此时没有或只有很少的新的房地产建设。

阶段2：逐步恢复阶段。租赁活动加速，出租率稳定。租赁企业逐渐增加，物业持有人和承租人之间的议价能力达到平衡。此时，仍然只有很少或没有新的建筑开工，但是开发商开始为新的项目寻求新的许可与授权以及获得相应的融资。

阶段3：繁荣阶段。一段时期过后，大部分理想的空置地产已经被市场消化，这使得物业持有人激进地提高租金。更高的出租率和上涨的租金，两者使得业主获得优异的回报。物业可能以高于重置成本的价格交易。新的建设被期望提供强劲的投资回报，开发商们使出浑身解数。投资者和贷款人自信满满，提供了大量资金。在这一阶段，有人会宣称“这次机遇不同于以往”。

阶段4：过度建设与下行阶段。在租金急剧上涨之后，会接着出现频繁的过度建设，有太多的玩家试图将现有房地产所有人获得的高额利润资本化。空置率因此而上升，由于新的供给出现，租赁率变平甚至下降。或许是由于高利率美国经济受到一次意外的冲击，在出现经济衰退时，情形将会进一步恶化。由于房地产的回报无法达到过高

的美好预期，很多新的开发项目被取消。最后，这一下行阶段将会变成萧条阶段，这取决于过度建设或经济衰退的严重程度。现在，整个周期完成，又开始进入下一个新的周期的第1阶段。

有些时候，资本市场与房地产市场的周期是同步的，物业的价格和持有人的现金流一起涨落或是只有一个较小的滞后。然而，也有些时候，就像2000~2004年，当时房地产价格似乎和房地产的盈利能力及市场基本面脱钩了。然而，资产的价格最终倾向于和房地产市场形势趋于一致。已有的和期望的“地面上的形势”一直都是商业房地产定价的重要因素，但不是唯一的因素。

为什么会出现这些周期？商业房地产不但与全国经济也与地方经济紧密相连。比如，多年以前，当匹兹堡的钢铁厂或亚克朗的橡胶厂解雇工人时，地方经济从零售到房地产，都出现萧条。以往以“烟囱美国”而知名的国家迅速变成“铁锈美国”。家庭分拆的同时，年轻人离开父母，前往远离繁华地带的牧场。由于居民数量下降，公寓空置率上升而工业地产开始四处寻求业务。

当国际奥委会决定在亚特兰大举办夏季奥运会，或是当米其林轮胎决定在南卡来罗纳州的格林维尔建造工厂时，情形变得相反。对于本地的所有居民，从牙医到干洗店员工，业务量都大大增加了，就业率也在增长。萧条和繁荣有可能是在全国范围也可能是在局部地区发生，但是商业房地产市场永远都对经济形势高度敏感。由于经济有周期，所以房地产也出现周期。

然而，有些时候，资本市场周期会比房地产市场形势导致的可能形势更加极端，价格变得高度膨胀或萎缩。在2006~2007年，美国的房地产市场仍然健康，但是商业房地产的价格上涨到一种只有和优良的投机性房地产市场能保持协调的水平。许多购买者愿意接受4%或更低的初始投资回报，这属于历史上较低的回报。这些购买者基于非常激进的假设，即未来的租金和运营收入将出现大幅增长，希望因此而获得可接受的总回报。

当然，不仅仅是商业房地产才有周期，而且当周期运行到了极端的水平时，泡沫会产生。我们已经见识到了股票市场和个人住房市场的狂热周期。在牛市的环境里，投资者经常把谨慎态度抛在脑后，希望价格永远上涨。在20世纪20年代，纽约的鞋童和出租车司机到处传播股票秘诀。70年以后，鸡尾酒会闲聊和网上讨论中充斥着华尔街的终极绝技。我无须再去提醒任何人关于最近的房屋购买狂潮。

当房地产市场繁荣时，将会出现我们可以称之为“非理性繁荣”的现象，但是繁荣并不仅仅属于投资者。当商业房地产价格、租金和运营收入在快速上涨的时候，开发商，辛迪加贷款人、私募股权管理人甚至是借款人，都想从中分一杯羹。传统的使用债务来获得投资房地产的杠杆进一步恶化了形势。这是在20世纪80年代中期上演的一幕。投资者们或是单个的，或是组成辛迪加投资团体，或通过有限合伙方式，以狂躁的速率购买公寓。开发商到处建设房子。银行和储蓄放贷机构一门心思想着提供所需的流动性，把繁荣推向更高。甚至国会也通过法案，允许物业持有人通过折旧支出庇护其他收入和允许更快的

折旧计提，来鼓励房地产投资。

最终，丝毫不令人惊讶的是，公寓、写字楼、购物中心以及其他类型的物业，在全国范围内都出现了过度建设。物业持有人必须忍受接下来的多年的萧条形势。

20多年以后，历史重演，正如其经常发生的那样。商业房地产的价格被推高到极端的水平。这种水平只有在至少很多年里所有事情都如意发生的前提下才能够维系。房地产购买活动由那些恰恰正是错误的时间放松了贷款发放标准的贷款人提供融资。这一过程被商业抵押贷款支持证券的（commercial mortgage-backed securities, CMBS）迅速扩充的市场恶化了。该市场使得借款人和投资银行能够将房地产抵押贷款打包并出售给那些愿意牺牲可接受的回报以换取“分散化”祭品的投资者。就像经常出现的那样，在投资者和贷款人都自满意得的案例里，通常都不会有快乐的结局。底线是投资者将期望他们的投资回报就和其他资产类别一样是周期性的。当我们忍受了这些周期的痛苦的部分后，投资者一次又一次地告诉自己：这些也将会过去的。REITs蓝筹股的确在好的地点有高质量的建筑，其价值只会波动而不可能会消失。

在我们开始讨论不同的物业类型之前，我想在此提醒，房地产的周期性特点展现了REITs投资的重要的反讽特质。

【小知识】商业房地产的周期性特点意味着，在REITs历史上经常出现的，非常强劲的物业市场剥夺了REITs投资的机会并且产生大

量其他问题，而疲软的市场则被证明是一个良机。

强劲的市场经常导致过度建设，这意味着高度竞争的环境，而且能够在至少未来数年里压低经营收入。疲软和困境中的市场则恰好相反，能够提供不同寻常的增长机会。由于财务稳健的REITs在疲软市场里，经常比其他的预期购买者有更好的获得合理价格资本的途径，因此他们可能能够在讨价还价的基础上购入有良好长期前景的物业。而且他们还能够通过提升物业的质量并且引入新的更具吸引力的租客来进一步获得更高的回报。当然，主要的市场下行时期提供的机会，必须和REITs从其现有物业获取的现金流的预期下滑进行权衡。REITs管理团队的质量和其获得资本的能力一直重要，而这在过度建设的市场和萧条的经济形势下至关重要。困难时刻为那些能够利用它们的人们提供最大的机遇。

物业类型

REITs投资者现在能够投资于持有并经营许多不同类型物业的业务。有公寓小区、购物中心、写字楼、工业园、工厂出口中心、健康护理设施以及其他种类的物业。REITs组织参与每一类物业类型。每一类型都有其独特的优势、风险、特质及周期，使得它与其他类型区别开来。投资者的难题是在给它们估值时，如何决定这些不同因素的权重。本章一开始的饼状图显示的是在2010年年末的时候，以不同REITs物业代表的REITs总市场价值的比例。

商业房地产与住房的比较

在我们考察REITs投资者可以触及的物业部门之前，我们先快速地回顾并考虑商业房地产和个人住房有哪些区别。的确，它们都是真实物业，但是它们之间有很大差别。除了前些年过度的住房投机顶峰，个人住房主要被购买来用于提供居住，或许是基于生活方式而非收入。而且，如果购买是为了获得租金收入，由于按揭支付、房地产税、保险和维护支出，其现金流也通常是非常适度的。还有，个人住房经常出现与商业房地产不同的周期，而且经常受到那些考虑承受能力、邻居和学校的家庭的影响。

与商业房地产往往很难获得高于50%~60%的债务杠杆不同，住房有的时候能够达到90%的债务杠杆甚至更高。这使得价格会更具波动性，尤其是在经济下行时期。在特定类型的经济体中，住房价格和

商业房地产的价格按照同样的方向变动，就像在2008~2009年那样，但是投资者需要区分它们。如果购买价格足够便宜的话，持有住房会是一个好的投资，但是这与持有商业物业并不相同。

公寓

在1993~1994年新的REITs的公开发行海啸之前，只有4家主要的公寓型REITs，分别为联合Dominion、黄金置地大夏（Merry Land）、美国物业信托以及西南物业信托。到1996年后期，该数量已经上升到至少30家个人住房类权益型REITs，每家的权益市场价值都超过1亿美元。许多这类REITs的规模仍在继续增长，还有一些被私有化或与其他REITs兼并。在2010年年末，市场上有一打公寓型REITs（不包括3家学生宿舍类REITs）。其中，住房权益公司（Equity Residential）的市场价值为146亿美元，是最大的公寓型REITs。这些REITs在美国不同的地区持有并管理公寓小区。有些只在特定的区域拥有物业，而有些则在全国各地市场都拥有自己的份额。一些管理团队拥有专业开发技能，使得他们能够在健康的市场里建造新的物业。这些市场中，租金和出租率预期能够迅速增长或是盈利强劲的利基市场将会出现。

基于全美不动产投资受托人委员会（National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, NCREIF）的数据，从1986年以来，公寓持有人获得了7.8%的年化回报。如今，许多公寓的资本化率在5%~7.5%之间，取决于地点、物业质量、年份、境况及供需因素。

公寓持有人在经济扩张时表现良好，因为这时新的工作被创造出来，而且新的家庭数量在上升。由于公寓要和个人住房竞争，所有单户个人住房市场的境况也同样重要。这些境况包括：住房价格、负担能力（抵押贷款的按揭支付相比家庭收入的比例）、家庭融资的可获得性及成本，和住房作为投资的吸引力。在2010年，尽管由于单户住房价格的大幅下滑使得住房的按揭比例较低及负担能力提升，但是公寓持有人仍然拥有很大比例的居民。个人住房比例下降了，而且拥有一个单户住房不再像数年前那样被热情看待了。

什么是资本化率（Cap Rate）

资本化率这一术语在本书中被频繁使用。这一术语指的是商业房地产购买者的未使用杠杆的预期回报，以未来预计的现金流回报（在折旧支出前）占购买价格的比例来表示。比如，花费100万美元购买物业，预计在第一年可以获得70000美元（扣除折旧支出和为保持物业竞争力的资本支出），那么资本化率为7%。

房地产的回报中绝大多数来自于收入回报（如初始回报）。升值回报由NOI增长和资本化率降低减去资本提升的成本驱动。NCREIT的数据表明，真实NOI增长非常低，或者甚至根本没有。零售类和公寓类物业的长期增长最强劲，而工业地产和写字楼最缓和。

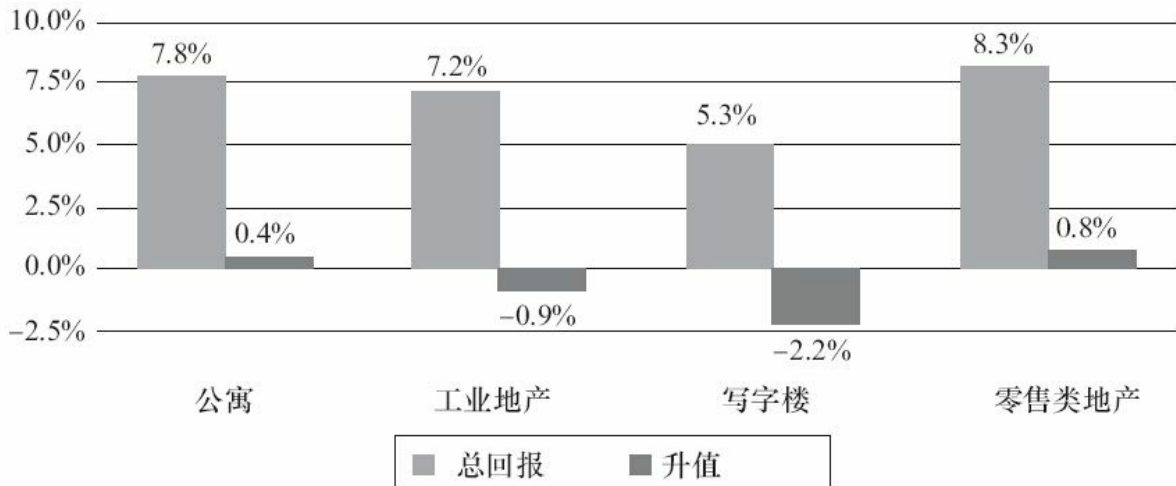


图4-2 NCREIF统计的自1986年以来的不同房地产的回报

对于公寓持有人，另一个非常重要的因素是在当地新公寓的建设速度。这些竞争性的物业，如果在对公寓的需求较为平缓的时候建成，将迫使现有公寓的持有人降低租金或提供让步，而这通常将导致较低的租赁率并且减少收入。

通货膨胀也是决定公寓持有人运气的重要因素。由于通胀使得所有事物包括维护费用、保险费用、债务利息等的支出增加，而这些支出增加并不能简单地转嫁给租客。但是，通货膨胀既是一个诅咒，也是一个恩惠。新建设公寓的持有人由于增长了的建设成本，需要收取更高的租金。现有公寓的持有人在新建筑出租完毕后，可以提高租金。最后，由于土地价格及通胀率进一步提高，新建项目可能无法盈利。如果在2005~2007年以较高的土地价格和建设成本造成的项目开发没有如期完工的话，由经济大衰退导致的公寓持有人的现金流压力

将会极大恶化。

像所有REITs和商业房地产投资者一样，公寓型REITs的投资者也需要留意一些风险。即使是国家经济表现良好，地区经济或当地经济也可能进入衰退或更糟，使得出租率下降及租金上涨放缓或下行。这种情形对于那些将业务集中于狭小的地理区域的REITs更加重要。过度建设会出现，尤其是在那些土地价格低廉且可得，获得开发授权的过程比较简单的地区。差劲的物业管理，包括无法迅速对变化的市场力量作出反应，能够导致公寓资产的盈利能力或价值的贬损。

【小知识】作为额外的安全措施，一个分散性良好的投资通常将持有多个不同的公寓类REITs以使得投资风险能够分布到许多地理区域和管理团队。

和其他物业类型一样，持有公寓的利润也是周期性的。在20世纪80年代后期和20世纪90年代早期，通过持有公寓获得可观的回报非常困难。银行和储蓄信贷机构以及房地产有限合伙企业和其他辛迪加组织，对于贷款非常慷慨，加重了繁荣。不幸的投资者将大量资本投入新的建设，最终仅仅使得许多建筑到了重组信托公司（Resolution Trust Corporation，RTC）之手。租金下滑，为吸引租客提供免费租赁。同时，出租率下滑而市场价值减少。

最后，在1993~1994年，供需失衡由于经济转强和较少的公寓建设而开始自行纠正。在1995年，租金开始再度上升。在随后的1996年年末，出租率达到90%。在随后的10年里，出租率一直很高而租金稳

步上涨，但是在2001年，由于全国性的经济衰退而变得疲软。微弱的就业增长和单户住房的竞争，及抵押贷款利率的刺激，这些因素对公寓类REITs产生的负面影响，一直持续到2004年周期的最低点。

接下来的几年里，公寓持有人的处境非常有利。部分是由于公寓分户出售者试图满足对持有自有住房贪得无厌的胃口的刺激，2007年公寓的价格迅猛上涨，而同时公寓市场保持了良好的规模。但是，2007年的经济大衰退使得周期再度逆转，持有人经历了与2001~2003年衰退期间相似的租金收入和运营收入下滑。到2010年中期，公寓市场再次趋稳，这主要是由美国的自有住房率下降所驱动的。

由于商业房地产通常是由负担债务来融资的，因此抵押贷款的可获得性和成本是房地产价格的重要因素。对于公寓持有人而言幸运的是，即使在2008~2009年的信贷紧缩时期，购买公寓物业和与政府发起机构如房利美及房地美的相关交易仍然能够获得融资。这有助于在自2007年后期开始的主要商业房地产价格下滑期间，支撑公寓价格。由于此类融资持续可得，它将继续弱化该领域中的价格的周期特性。

在近些年里，新的建设没有超过需求，而且一直低于1980年的顶点。在本书出版期间，供需等式再次有利于公寓持有人。然而，在未来一年到两年里将会开始有更多的开发项目完工。而且，我们还将看到由住房负担能力增加和低融资成本驱动的对单户住房及公寓住房需求的复兴。这些因素将会吸走一些租客，因此将会影响公寓持有人的现金流量增长。然而，和一些其他类型的物业的持有人不同，公寓持

有人相对而言受到利率上行的影响较为温和，这是因为利率上涨会减弱对单户住房的需求。

人口统计因素对于公寓持有人非常有利。2010年，一个由全美第三大公寓经纪商Marcus&Millichap对公寓行业的报告提到，在1982~1995年出生的婴儿大军超过7000万，这些人很多刚从大学毕业。这一大军的规模非常巨大，仅仅稍小于婴儿潮的8000万人。正如，艾夫隆公寓（AvalonBay Communities）的首席执行官布赖斯·布莱尔（Bryce Blair）近期告诉REITs.com的那样，这些20来岁的人都是租房客而不是拥有房屋者。Marcus&Millichap报告的作者哈维·格林（Harvey E.Green）和赫沙姆·纳德吉（Hessam Nadji）总结道，扩张的经济将这些潜在有利的人口因素释放到租房客大军只是时间问题。

假定一个合理的稳定的经济和缓和的就业增长，而且资产被适当地管理，持有公寓看上去将一直是REITs投资者回报丰厚的投资，尽管在当地市场和反复出现的房地产周期中，有一些偶尔的反向标志。我的预期是公寓持有人在多数区域将获得接近3%的平均租金增长，而支出将跟随通货膨胀上涨。这将增加额外的一些可观的总回报以及比大多数其他物业类型较少的风险。

其他住房：制造类房屋和学生宿舍

尽管公寓小区构成了住房物业类别中最大的形式，还有其他两种REITs投资者能够参与的有价值的住房类型。

在50年前，有企业家精神的地产业主购买一些拖车，和拖车的业主一起搬到偏远的土地上，将这些拖车半附在地基上面，并且宣称构建了“移动的房屋园区”项目。然而，当今制造的许多房屋和以前的移动房屋园区完全不同。房屋在地基之外制造，很少从社区移动，而且通常和在地基上建造的房屋有同样的质量与外观。房屋持有人享受了诸如具有吸引力的入口、俱乐部、游泳池、网球场、健身房、洗衣设施等便利。根据权益生活方式社区（Equity Lifestyle Communities），一个制造类房屋REITs的观点，在北美大约有50000个制造类房屋社区。大约有1900万人（美国近6%的人口）住在其中（基于MHI的数据）。

制造类房屋较为便宜，能够有助于满足美国人对可负担的住房的需求。根据MHI的估计，每平方英尺的制造类房屋的建设成本，要比在地基上建设的房屋便宜10%~35%。在2009年，房屋的平均销售价格为74400美元，不到地基上建造的房屋和公寓住房价格中值的一半。住户拥有自己的住房，但是以每月200~500美元的价格从社区的拥有者处租赁其下的土地。一些社区只接受老年人，而其他的则接受所有年龄段的人。

尽管在全年龄段社区下降的租赁率和多年新房屋使用率严重的下行（行业健康度的关键指标），换手率一直较低的情况下持有制造类房屋社区这一业务持续稳定，而且还具备一定的抵抗衰退的特性。而且，社区拥有者的资本开销只限于地基保养和基本的设施。每个住房的维护是社区租户的责任。过度建设从来不是一个问题，这归因于获

得划分的区域及获得授权的难度，以及租满社区所需要的长久的交付时间。为消遣型交通工具的使用者和露营者提供场所将成为制造类房屋社区REITs的持续增长的重要收入来源。

当然，就像其他类型一样，挑战同样存在，包括偶尔的对租金控制的呼吁。或许园区所有人最大的问题是制造类房屋购买者没有能力获得和地基建造的房屋购买者相近的融资条款。根据2010年9月30日的《华尔街日报》报道，对制造类房屋购买者的贷款利率为7%~11%，而普通房屋贷款利率不到5%。此外，新社区的开发以及现有社区的扩张对于时间和资本非常敏感。而且，来自地基建造的房屋竞争一直是个问题。然而，这一物业类型吸引那些欣赏稳定现金流、可预期的租金增长和非常温和的资本支出要求的投资者。三家REITs，权益生活方式物业、阳光社区（Sun Communities）和UMH物业，占据了这一细分市场。

另一个能被REITs投资者涉及的物业类型为学生宿舍。美国校园社区（American Campus Communities）、教育房地产信托（Education Realty Trust）和顶级校园社区（Campus Crest Communities），专注于这一特定类型的物业，分别在2004年8月、2005年1月和2010年10月公开上市。这类物业被特别设计以用于在校大学生的暂时居住，这些大学生是在一个大学学年按年为单位租赁房屋。一个典型的学生宿舍社区能够容纳几百人到上千人，每个床位的月租金为300~700美元。比如，在2009年年末，美国大学平均月租金为490美元。

学生宿舍物业有一些独特的属性。需求肯定是由大学注册人数驱动的。人口统计因素看上去也非常有利。根据《从投资学生宿舍获利：将钱投入学校宿舍短缺》一书的作者迈克尔（Michael H.Zaransky）的观点，在下一个10年将有8000万人达到18岁，这一学生大军将驱动需求。学生们也能够像其他人一样解读失业率数据，而且也认识到拥有大学教育的就业前景要广阔得多。大学注册人数将以一个健康的速度持续上涨，尽管上涨的教育成本和削减的学生资助使问题变得越发严重。

尤其是许多公立大学，可能没有资源去建设自己的学生宿舍，因而倾向于求助私人开发商和持有人去建造和管理学生宿舍。尽管运营支出比公寓类社区要高，而且每年租客都会发生大量变换，但是一个为三个学生提供住处的大房间能够产生比公寓单元平均而言高得多的收入。

有些特殊的风险需要考虑。根据2006年4月13日，绿色街道咨询（Green Street Advisors）的行业报告，租客保持率低（只有约33%）而转换成本显著。另外，出租发生在每年非常狭窄的时间窗口，通常是8月的前两周。由于这些原因，租赁季节表现差可能对整年的经营成果产生负面影响。物业管理相对密集而且需要特殊技能。同样也有私人建房者、机构投资者和公寓REITs竞争。地点很关键，就像在其他类型的物业中一样，最佳的物业地点是在校园之内而不是在数英里之外。

由于对大学宿舍的需求预期会显著增长，以及可能出现的供给缺乏，加上对于衰退的敏感度较为温和，大学宿舍的供需等式显示出有利的迹象，因而在该领域进行投资值得考虑。REITs组织凭借他们的经验以及与大学管理者的关系，将成为在这一类型物业中的强有力的竞争者。这些REITs同样还将受益于外部增长机会，比如新的开发，与大学构建联合企业以及物业收购。

零售类物业

【小知识】 投资者能够获得的零售类REITs有两类，邻里社区购物中心以及大型购物广场。

对于20世纪多数年份来说，购物者在大街上的本地小型商店或是城里的购物区购买所有的物品。然而，零售类房地产的世界在1956年发生了变化，当时在明尼苏达的伊代纳，首家购物广场（Southdale Center）出现。自那以后，商场数量和零售地点已经爆炸式增长。如今的购物者能够以其祖父母无法想象的方式消费。

他们能够在大型封闭型的购物广场购物。在这里，家人经常一同在一个具有吸引力的人工设计的有喷泉、瀑布、电影的环境里购物，并且在饮食广场进餐。在邻里社区的购物中心，物品与服务离家很近，可以非常方便且容易地获得。比如，在沃尔玛、科思（Costco）、塔吉特（Target）以及罗斯（Ross），一系列精选商品能够以折扣价格购得。在高速公路沿线和主要旅游目的地的代销中

心，一系列商店以吸引人的价格提供不常见的或知名的物品。在“新生活方式”中心，以具有吸引力的户外环境提供餐馆、娱乐和新的存储观念。

邻里购物中心

尽管传统的邻里购物中心不可避免地和其他一些新的竞争者竞争，美国人仍旧喜欢它们的便利，而且邻近也节约了大量时间。对于特定的简单任务，比如购买杂货，买一些外带的三明治作为午餐、拿一些处方药、干洗以及修鞋，多数人都不想麻烦去购物广场或是大型商店，或是花费时间驱车前往。

一个理想的邻里购物中心通常由一到两个主要的、通常是超市或是零售店的商店锚定，另外包含提供其他基本服务和必需品的商店。因此，这些中心甚至是面临衰退时都相对具有灵活性。物业持有人对租客收取最低的租金。租赁合同经常被构建成包含固定的租金增幅，每年增加租赁义务。还有，用于代替固定租金增幅，租赁合同可能包含超额租金条款，要求承租人当其每年销售额达到一定的最小额时，支付增加的租金。双方经常会签署“三包”（triple-net）租赁合约，使得承租人承担房产税和评估、维护及保险的义务。

行业观察员经常质问美国的零售物业是否已经出现过度建设。根据ICSC（International Council of Shopping Centers）的调查，在2009年年末，美国有110万家零售场所以及70亿平方英尺面积的购物场地。美国人口有3.04亿，那就是人均拥有23.1平方英尺的购物中心面

积。在贝尔斯登的早期观点里，估计在1980年和1990年，人均占地面积分别为13.1和18.1平方英尺。人们很容易总结出，我们在零售面积上已经总量饱和了。

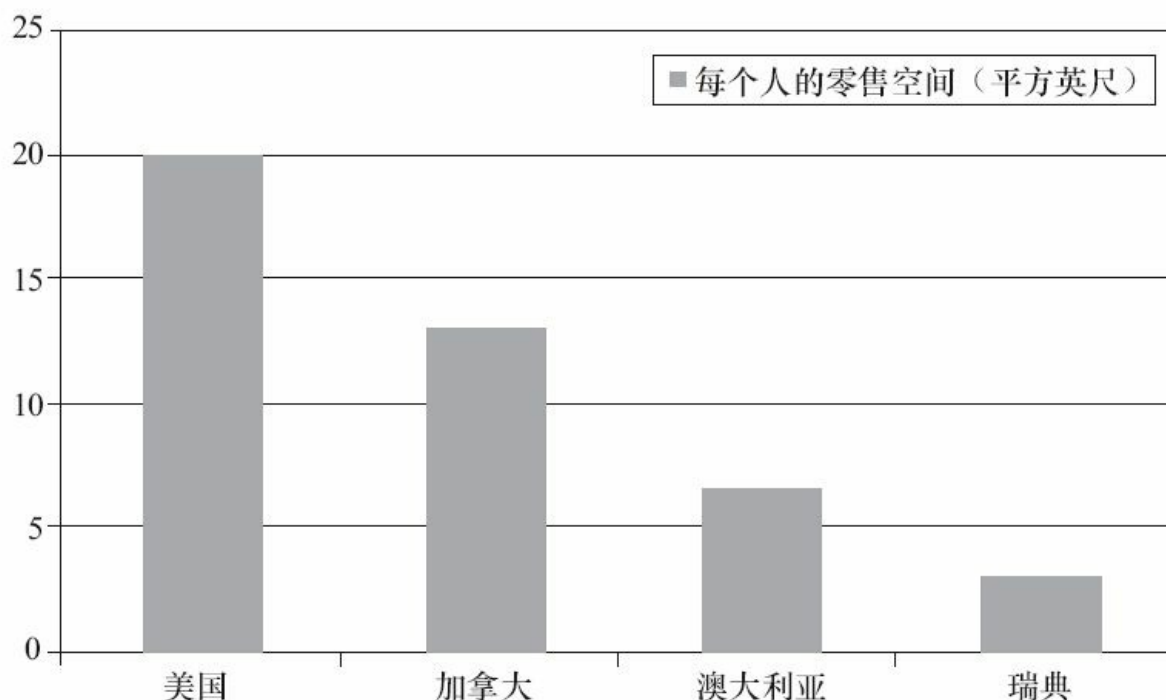


图4-3 零售面积

然而，尽管一直存在竞争性的零售市场以及在行业中出现的创造性破坏，出租率和租金率一直表现良好，甚至近期也是如此。一些零售商从业务中撤出或是破产，但是有其他人取代他们。在2000~2002年的衰退期间，零售业务保持健康。虽然出租率和租金率受到近期的大衰退的负面影响，许多大型的全国性和地区性的零售商仍旧保持了财务健康，而出租率在2010年开始变得强劲。虽然消费者支出显著削减，却令人奇怪的是只出现少量的关闭和破产。

邻里购物中心，一直面临竞争，这并不让人感到奇怪。零售环境

一直都是高度竞争性的，对零售商的失败，商店关闭和被收购等预期一直都是个问题。由沃尔玛和其他大型折扣商发起的通过超市实现的持续攻击和其他邻里购物中心、小型商店，以及网店的竞争是一个长期问题。

但是，对消费者支出增长减缓和过剩的购物空间等问题的关注，不应该使得投资者从这一REITs领域中撤退。我们已经认识到，美国消费者非常具有韧性，而且购物品味非常多元化，也愿意资助一系列不同的商店和尝试不同的商品提供方式。然而，对于投资者而言，关键的因素是地点。靠近一个或多个居民区的邻里购物中心，通过将空间出租给承租人用以提供各类必需品和服务，将能够持续生存下去，尤其是如果该购物中心具有吸引力而且受到较好维护的话。如果有一个或少数商店表现欠佳或由于缺少业务而必须关闭的话，位置优良且极具吸引力的购物中心的所有人能找到新的能够吸引购物者的承租人作为替代。对于所有类型的商业房地产而言，地点都是非常重要的，而对于零售类房地产而言，地点更是至关重要的。

许多邻里购物中心REITs都是非常多产的开发商。我们将在本书后续讨论开发多一点。但是在这里，我要指出，开发能够在特定时候进行，是一个对于零售类REITs而言非常不错的业务。在过去10年的中间年份的房产繁荣时期里，通过建设并引入租客租满邻里购物中心，许多REITs为其份额持有人创造了可观的价值。在购物中心里，每周都会出现新的房屋建筑。创造的价值来自开发新物业项目的成本和将物业在随后大量出租所获得租金之间的差价。但是，房产泡沫的

出现导致在很多新建设的购物中心出现很高的空置率，因而有的时候投资者的价值被破坏了。“跟随屋顶”进行建设，有的时候是一个有效的商业策略，但是良好的时机很重要。

地区购物广场

如果邻里购物中心为消费者提供基本的商品，则地区购物广场为消费者提供了更多的选择和一些奢侈类的项目。从闹钟到充填型条纹木材，购物广场为如今的购物者提供了几乎一切物品。封闭的大型购物广场的理念是，购物不仅仅是与需要相关，而且还是一个消遣行为。

购物广场的经济机理与那些邻里购物中心完全不同。承租人支付的租金更高，但是每平方英尺的销售也更多。虽然支付了较高的租金，但是零售商在购物广场能够经营得很好，因为这里有较多的人流量以及更大的单店销售能力。然而，由于较高的成本，销售不够强劲的商店很快不知所措。相应的，对于购物广场的持有人而言，找到并和最成功的零售商签订租赁合同，非常关键。一些购物广场REITs拥有知名的超级购物广场，其容量能够达到100万平方英尺，而且租金率很高（许多这种类型的购物广场，每平方英尺租金超过40美元），而且每平方英尺的销售额能够超过500美元。还有些持有人在人口不是那么稠密的城市拥有较小的购物广场，这些购物广场的租金率在每平方英尺20美元上下的范围内，而每平方英尺的销售额不会超过300美元。

购物广场的持有人，事实上是在从事零售业务。他们的长期成功依赖于保持购物广场的吸引力并确保购物者愉快以及将场地出租给那些能够吸引多变且苛刻的消费者的成功零售商。在短期里，购物广场持有人则受制于国内、地区及当地的经济，以及消费者支出的趋势，家庭净财富和收入增长。

【小知识】一直到1992年，投资者才能获得购物广场REITs，当时有几家大的购物广场公开上市。

在1992年之前，许多购物广场由大型的私人组织和机构投资者持有。投资者没有办法拥有哪怕一点美国购物型物业战利品。然而，在1992~1994年，大型购物广场开发商和持有人像马丁和马太·布克山姆（Matthew Bucksbaum），赫伯特（Herbert）和梅尔文·西蒙（Melvin Simon）以及塔布曼家族（Taubman Family），将他们的物业帝国通过REITs运作公开上市了。目前，有6家REITs持有和运营区域性和跨地区性购物广场。还有坦格尔工厂代销中心（Tanger Factory Outlet Center）只持有代销中心型物业。

购物广场以及拥有它们的REITs，是一个好的投资选择吗？在我们回答这个问题前，我们先快速回顾一些购物广场的历史。20世纪80年代对于地区购物广场是一个黄金年代。妇女们开始工作的数量达到纪录而她们必须为工作购买衣服。婴儿潮在所有类型的消费品上花费相当于他们的两倍收入。承租人的销售急剧上升，许多主要的全国性和地区性的零售商感觉他们被迫需要将他们的商品放进所有购物广

场，因而购物广场的持有人能够轻易地提高租金。购物广场的确是一个具有吸引力的投资，很多大型的物业投资机构想要拥有它们。

然而，在20世纪90年代早期，由于经济衰退的原因，消费主义的伟大时代停滞了。该经济衰退还将布什赶出了白宫并且催生了公司重组的浪潮。薪水似乎遥不可及，对下岗的恐惧四处弥漫，消费者的信心下降。深度折扣成为美国消费者的集体呼声。还有，根据长期的基本情况来看，许多婴儿潮一代的人开始考虑其退休后的光景，认定将资金投资于共同基金和买一件阿玛尼的衣服同等重要。

这一情形的发展持续到20世纪90年代中期之前，一直对购物广场的持有人和它们承租人都非常不利。从20世纪90年代中期以后一直到20世纪90年代末的时间段里，由于充分的就业，强劲的工资增长和股市上扬等原因，销售迅速反弹。由于受到另一场经济衰退的冲击，销售在2001年重新放缓。然而，低利率和一些时机恰到好处的减税使得销售再次冲向更高。周期在大衰退中又将自身重复了一遍。由于股市下跌，家庭住房价格下跌惨不忍睹，失业率激增，家庭净资产减少。消费者领悟到，花费超过其收入100%的金钱可能并不是一个明智之举。零售商和购物广场持有人承受了这些后果。根据绿色大街咨询在2010年9月15日的报告，购物广场承租人的平均达线销售额在2008年和2009年分别下降了4.5%和6.9%。购物广场的平均出租率从2007年年末的92.8%下降到2009年年末的90.8%。然而，部分是由于大型零售商良好的资产负债管理和存货控制，承租人破产现象较为温和。出租率在2010年重返稳定状态，甚至到达了一个更高的点位。

购物广场因此而被证明非常具有韧性，尽管他们对于美国消费者的消费习惯和不断变化的财务健康状况敏感。然而，购物广场持有人在引致经济衰退前的那段时间里享受到的运营收入高增长的情形，是否还会在接下来的年份里重现呢？这个问题需要认真思考。

购物广场REITs投资者需要关注的另一个问题是，它们的外部增长机会有限。REITs能够通过开发或购买额外的房地产而不是通过从现有的物业中增加收入来获得外部的利润增长。但是，新的开发机遇非常少见，因为大多数最佳的建设购物广场的地点都已经被利用了。根据Costar公司的研究，该公司是为房地产行业提供行业信息的专业公司，在美国有大约1400家购物广场，但是只有很少的新的购物广场正在开发。REITs已经一次又一次地购买独资的购物广场（甚至其他的购物广场REITs），但是随着REITs已经成为这一物业类型的主导性的玩家，这些机会变少。因此，如果购物广场REITs想要获得高于平均水平的现金流增长，他们不得不主要依靠内部增长，即通过提高承租人的租金，增加出租率以及用报刊亭来进行特色零售等方式获得更高的收入。

但是，这些使得购物广场REITs成为REITs行业里较缓慢的增长者了吗？REITs投资者应当忘掉购物广场REITs，去另处寻找更好的投资吗？回答是：不。许多购物广场REITs将持续享受非常可观的利润增长。由于建造新的购物广场的成本轻易就达到了1亿美元或更多，在给定的区域，过度建设很少会成为一个需要关注的问题。这一原因加上绝佳的地点和购物广场中销售额温和但稳定的增长，降低了

风险并且提供了可预测且持续增长的现金流。

持有购物广场的另一个好处是许多主要的零售商一直依赖购物广场来实现其大多数物品销售。显然，尽管许多零售商经受了由大衰退引发的问题，但是购物广场的出租率已经从2009年的低点反弹。尽管大型百货商场在近些年里表现欠佳，而这引发了兼并收购的浪潮。购物广场持有人的大多数利润来自更小的专业商店，而这些专业商店表现相对较好。而且，虽然总是有零售商差强人意，但是历史上表现出卓越能力的持有人能够重新布局空间，并且引入新的承租人以应对不断变化的消费者需求。许多持有人在其购物中心加入可娱乐的场地，以吸引新的承租人如剧院、餐馆、家庭娱乐和其他特别的吸引顾客的项目。在购物广场的报刊亭进行“专卖租赁”，也是另一个较好的收入来源。

购物广场需要应付一系列挑战，包括夫妇双人工作的家庭数量增加（他们不再将时间花在白日购物上）、周期性的零售商破产、服饰行业上下波动、大型百货商场连锁公司的问题、大卖场的折扣商的进攻以及电子商务的出现。一个新近出现的竞争者是生活方式中心，这是一种更小的，露天的、更易接触和以娱乐休闲为导向（一些购物广场持有人甚至自己也开发出了这些物业）的场所。但是，最好的购物广场的持有人都是非常有想象力和创新力的，否则他们将什么都不是。他们能够一直保持购物广场对无论是重要的零售商还是购物大众的吸引力。

零售类房地产的一个最近的趋势是有相当数量的零售商开始选择改变其长期使用的传统方式，尝试一些其他的方式。萨克斯百货（Saks）和一些其他的传统的购物中心的承租人正在尝试生活方式中心，一些知名的折扣商如沃尔玛和塔吉特开始考虑（或是已经接受）成为购物中心的租客。根据西蒙物业集团（Simon Property Group）的总裁和首席运营官理查德·索科洛夫（Richard Sokolov）所称，甚至有一些汽车经销商也开始在购物中心租赁场地。西蒙集团曾经成功将购物广场的租客引入到其在2004年并购的代销中心租赁场地。这一新的趋势是由于消费者的购物模式、零售商和房地产持有人的需求和偏好改变引起的，而这些全部受到传统百货商场的顾客下降的影响。

一个相关的趋势是，不同类型的零售形式之间的界线已经开始不那么明显与确定。一家商业房地产顾问公司，斯佩里·范·内斯（Sperry Van Ness）的零售投资部的副总裁格温·麦肯齐（Gwen MacKenzie）说：“现在你已经很难再看到一个承租人说，‘这家承租人将要进入购物中心。’”“所有零售商和业主都在参与游戏，各类界线都已经模糊。”购物广场REITs的管理团队目前正在密切关注这一趋势，并且随时准备将其转换成为优势。

在我们离开购物广场这一主题之前，投资者可能想要考虑另一个问题。经济大衰退似乎已经拿走了低收入群体的所得。根据劳工统计局的数据，在2010年11月，大学毕业生的失业率为5.1%，但是总体失业率高达9.8%。这也就意味着，高端购物广场即那些服务于相对富裕的购物者的购物广场，可能在至少接下来的几年里表现得比其同行们

要好很多。格林大街咨询报道，“高生产率”的购物中心（通常是那些有较高的每平方销售额的）群体的租客的销售额在2010年上半年反弹了7%，而“低生产率”的购物广场群体只有3%的反弹。有人可能会得出结论，如果这一差距持续下去，在接下来的几年里，许多最具生产率的购物广场将享受更高的运营收入增长。毕竟，租客的销售是购物广场租金率的关键驱动因素，而且购物广场的持有人只能够随着时间推移，将其租金率提高到与其租客销售提高的程度一致的水平。

工厂代销中心

从20世纪90年代以来，工厂代销中心在消费者之间的流行度持续上升。这些中心的主要租客是较大的制造厂商，像盖普，老海军、巴斯鞋业、利兹以及拉夫劳伦（Polo Ralph Lauren）。这些中心通常坐落在远离人口稠密的地方，主要是因为这些零售商品的制造厂商不想和自己的顾客如购物广场竞争。然而，很多极具盈利能力的代销中心坐落在旅游目的地，如美特尔海滩（Myrtle Beach）、希尔顿黑德岛（Hilton Head）、南卡莱罗纳和布兰森（Branson），密苏里（Missouri）。

尽管，多数代销中心的租客都是那些将产品出售给大型零售商的制造厂商，如拉夫劳伦等，但是代销中心允许他们将商品以折扣价格直接出售给公众。他们的策略是出售那些库存过高的、超标准尺码的，非一般化的以及已经过时的商品。

虽然几乎所有的代销中心类REITs都已经消亡（一些是被并购

了，还有些则成为不当管理的牺牲品），这一类型的物业却在这些年里表现得非常好。尤其是在大衰退期间，代销中心在租额销售增长的表现方面，远远超越了他们那些购物广场类的对手。美国人喜欢讨价还价，尤其是在困难时期。坦格尔工厂代销这一仅存的纯代销中心类的REITs，在所有购物广场类REITs中，是唯一在2009年出现了单店收入正增长的REITs，而且在2010年也比同类对手表现得要更好。

或许这一物业子类型的最大风险是因为它们表现得太好了而引起了新的开发商进入，包括私人开发商甚至是零售类REITs。CBL金融（CBL&Associates），一家购物广场类REITs，与地平线地产集团物业公司（Horizon Group Properties）合伙，在俄克拉何马州建造新的代销中心。另一家购物广场类REITs塔博曼中心在2010年将其两家现有的购物广场转换成代销中心之后，正在介入这一业务。根据ICSC的观点，在2010年年末大约有40家新的代销中心在筹备之中，而此时现有的代销中心已有214家。

这一很有意思的零售型房地产利基市场将要持续表现良好，由于租赁成本低（只有大概销售额的8%~9%，而典型的购物广场则接近13%），租客将会一直被吸引过去。销售超过存货的预期对于价格敏感型消费者是一个有效的方式而且也是一种扩大品牌认知的方式。

还应该提到另外一种零售模式。近年来，美国的购物者见证了强大的折扣商兴趣，典型的如沃尔玛、塔吉特和家得宝（Home Depot）。这些折扣商采用大卖场的模式，这些大卖场的单店面积典

型的有100000~200000平方英尺。它们趋向于成为单独的物业，尽管有时会被归类为“强力中心”。这些物业通常专注于一种类型的产品，像消费电子产品如百思买或Fry's Home Electronics，像家居如Bed Bath&Beyond。每个物业都被一家租客独占。

只有很少的REITs专注于这一类型的物业，可能是因为许多这些大型的折扣商一直以来都有自己的商店。比如，在2010年1月，塔吉特的1740家商店只有8%是租赁的物业。然而，也有一些零售类REITs进入这一利基市场，像DDR（Developers Diversified Realty），其在2010年年末的四家最大的租客是沃尔玛、T.J.Maxx，PetSmart，Bed Bath&Beyond。还有一些“独立物业”类REITs持有物业并且其以“三包”（triple-net）方式租给单一的承租人。这些物业许多都是零售导向的。比如，在2010年年末，这些REITs中最大的一家名为房地产收入公司的持有2496个物业，并且将其出租给大量的租客，包括便利店、汽车配件店和家具销售者及一些普通商品售卖店。

这些物业都有长期租约的特征，这能够为物业业主带来稳定且可以预期的现金流，经常能够获得比多租客更高的初始回报，但是却缺乏租金上涨的显著机会。

写字楼和工业地产

写字楼和工业地产经常被许多REITs投资者归结到一类。这些是主要的直接出租给商业机构的物业，而不依靠消费者客流。它们和公

寓、零售商店、自助仓储设施、制造类房屋社区、大学宿舍甚至是健康护理物业都不相同。还有，一些REITs同时拥有写字楼和工业地产。由于写字楼与工业地产之间的显著差异，我们将它们分开讨论。

写字楼

写字楼在历史上表现非常稳定。毕竟，数以百万计的雇员需要一个办公室来为顾客或客户提供服务。由于这些物业都是签订长期租约，因此这些物业持有人的现金流比写字楼市场更加稳定。但是，由于大型写字楼开工到完成建设之间的较长的时间，这一领域的过度建设对于投资者而言是个大的问题。过度建设给持有人带来的问题就和20世纪80年代后期到20世纪90年代早期给公寓持有人一样多。对于写字楼而言，情形更糟。空置率通常情况下是10%，但是在一些较大的市场中超过20%。空置率在2001~2003年以及2009~2010年出现激增，达到17%。尽管最近的这些空置率增长是由于衰退引起的租客场地需求减少而不是过度开发。

写字楼租赁具有长期的性质，通常期限为5~10年。租金率通常在合同条款里固定下来，可能只有一些较小的绑定通胀指数如CPI指数的每年小幅上调。许多租赁甚至是“总租赁”（gross leases），要求持有人支付水电费、维护费及其他支出，包括一些写明承租人支付建筑运营支出和持有人每年承担的物业税的比例的条款。

写字楼租赁的长期特性在某种程度上能够在写字楼市场因为过度建设及需求疲软导致周期下行阶段保护持有人的现金流。然而，在衰

退阶段，净经营性收入也会因为需要免费提供出租及扩大租客设施改进的补贴和空置率上升而减少。在起始于2007年11月的大衰退阶段，只有很少的写字楼类REITs报告了在2009年收入下滑了1~2个百分点。相反的，写字楼市场从经济衰退中恢复要更慢。甚至在市场形势已经开始好转之后，写字楼场地的租金率落后于已到期的租金。

比如，许多写字楼物业持有人发现其现金流从2001年到2005年减少了，这是由于许多签署于1999~2000年的高租金率的合同按盛行于市场的新的更低的租金率签订。历史在2008~2010年重演。因此，周期性的过度建设和突然且难以预料的对写字楼空间需求减少几乎确保了写字楼物业板块将保持周期性特点。写字楼类REITs不仅需要察看由REITs赚取的当前的现金流，还需要考察现有形势如市场租金，净有效租金（考虑了免费出租和为承租人提供的租金让步）和空置率，这些都将影响未来的现金流。而且，由于投资者都是朝前看的，写字楼类REITs的份额的定价将既反映未来的预期也反映当前的运营成果。

可租赁空间以及能够为此收取的租金，与多数事物一样，由供需定律主导。在1990年和1991年的经济下行阶段，在全国范围内，净写字楼空间吸收仍然为正的，这显示出空间的过度供给而不是需求缺乏。投资者和贷款者关闭了资本大门，一直到20世纪90年代中期写字楼租金和出租率趋稳之前，都只有非常少量的新写字楼建筑开发。较温和的新建筑的供给增长很快被不断增长的需求消化，一直到该年代末，写字楼市场保持平衡。在一些过热地区，比如旧金山湾地区，部

分是由于风险资本投资的大潮涌入新设的技术公司和互联网公司而引起的租金在1999~2000年的猛增。然而，由于大量的工作消失和经济衰退，吸收率在2001年首次变成负的。此次的罪魁祸首是对写字楼空间需求不足，现有的租客将用不到的写字楼以二次出租的方式投回市场。这种不利的形势持续到2005年才开始稳定。

更近的时间里，写字楼持有人的问题又是由经济大衰退导致需求萎缩而非过度建设。全国范围的失业率上升到几乎10%，住房市场崩塌，信贷市场濒危而商业银行和投资银行则必须处理不良贷款以及在衍生品市场上的巨大损失。因此，正常情况下雇用大量办公室工作人员的公司，如投资银行、律师事务所、咨询公司、房地产经纪商、财务分析师，还有保险公司，都需要更少的写字楼空间。然而，在2010年，对写字楼空间的需求开始增加，而租赁的步伐开始明显加快。如今，写字楼物业的投资者的重要问题是写字楼的使用者是否还是获得超过其所需的空间。如果是这样的话，这些“影子空间”在出租率恢复到正常水平之前必须要再次出租。白领工作的增长是写字楼持有人盈利的决定因素。

基于长期的考虑，是在阳光地带的城市如德拉斯、亚特兰大和凤凰城等拥有低层的市郊写字楼更盈利呢，还是在美国“24小时”城市如纽约、波士顿或者也许是华盛顿拥有大的高层（或甚至是地标式）物业表现更好？这个问题经常会出现争论。前一种类型的物业的建设成本和运营成本要低很多，而且资本化率要更高，所以投资的初始收益也会更高。而且，由于新的商业机会的流入，或许是为了获得更低的

税负和劳工成本的节约，在稳定的经济形势里要把那些退租租户置换掉并不是很难。

然而，美国最重要的城市的主要中央商务区的拥护者声称，高的土地成本和建设成本以及在这些人集聚之地很难获得建设授权，这些因素使得这类资产的持有人将较少面对不断重现的过度建设问题。他们争辩，这一优点以及许多公司对于在有高的市场进入壁垒的高名望地区的偏好，能够确保租金率和现金流的增长比其低进入壁垒的同行要快。这些拥护者在20世纪90年代的大部分时间都占据上风，那时很多主要大都市的租金猛涨。但是，这些地区的租金在2001年由于需求迅速减少而像郊区一样开始剧烈下跌。在大衰退期间，在这些较大的市场租金下跌更加剧烈，但是似乎在2010年恢复得也更加快速。

绿色大街咨询的迈克·卡比曾经提到，尽管资本化率和初始收益更低，但是包含了在高壁垒市场如曼哈顿中心城、哥伦比亚特区、旧金山和西洛杉矶的写字楼建筑的投资组合，能够获得比那些集中于其他所有市场的组合更好的回报。当然，没有人能够保证在未来这一情形仍将持续。有一件事情似乎非常明确，那就是租金率在任何写字楼市场都是波动的，持有人回报期望取决于地点、新的供给、对空间的需求水平、宏观经济和其他因素。

写字楼类REITs构成了REITs世界的很大部分（在2010年10月31日，大约占12%），而且在每个分散化投资者的组合里都会出现。尽管就像之前提到的，该市场会波动而且也会受制于较深且较长的房地

产周期，一个位于健康的商业市场上的质量优良的建筑，如果维护得好且持有人为承租人提供必需的服务的话，将会对承租人有吸引力。租金率固定的长期租约能够成为经济下行时期的现金流缓冲垫。而且，假设经济相当健康且没有过度建设的话，经常能够在租约到期后以更高的租金率重新签订。租金下降的确有时会发生，但是写字楼租金的长期趋势是向上的。平均租金预期会和通胀一起上涨，这能够为写字楼持有人和写字楼类REITs产生可观的优良回报。

【小知识】 投资者应当铭记，由于写字楼市场是非常周期性的，因此应当对当前的市场基本面、未来趋势以及物业持有人的现金流保持密切关注。

实验室空间和数据中心

有两种物业类型，实验室空间和数据中心，能够被归类为写字楼，但是却有自己的特点。由于它们投资优点特别显著，我们来快速浏览这两类资产。

实验室空间是普通写字楼建筑，但是内部布局包括写字楼空间、实验台和设备。在这里承租人从事研究活动。这些建筑有更高的天花板、广泛分布的通风管、更多的环境控制和加热、换气及空气调节系统。当然，它们满足非常特别的租客基础要求，包括大型制药公司，生物科技企业和政府机构或私人机构如研究院等从事严肃的生命科技研究的主体。这些物业只构成了REITs世界的很小部分，位于非常特别的“集聚地”，通常是靠近大学，比如波士顿、弗吉尼亚北部和旧金

山湾区域。亚历山大房地产（Alexandria Real Estate）和生物房地产（Biomed Realty）是这个利基市场的两个专营公司，它们两者的表现相比多数REITs要更好。

影响实验室空间持有人利润增长的还有一些力量。健康护理研究是一个正在增长的行业，研究与发展支出会随着时间持续增长。这还为实验室类REITs的持有人提供了开发机会。而且，这一业务当然没有对美国经济的上下波动特别敏感。事实上，许多空间使用者都是非盈利性机构。虽然有一些小的私人公司租用实验室空间，租客的破产却并不常见，而且很多空间使用者资本非常充足。租约包含了对持有人非常有吸引力的条款，而且通常允许将租赁改进的成本转嫁给承租人。由于理想的实验室空间局限在一些关键的地区，并且多数开发者经常缺乏现有开发商所具备的与租客的紧密关系，竞争性的开发对于持有人而言不是一个问题。

但是，就像每个商业房地产领域一样，这一领域也有一些需要关注的地方和风险。这是一种专业化的空间，需要大量的资本改进，而且离去的大型租客留下的闲置空间不是很容易被填满。一些由持有人做出的租赁改进逐渐被废弃并且计提冲销。由于该行业非常专业化，持有人因为仅有少量的承租人而承担较大的出租风险。由于2010年的可负担医疗法案，经常也被称为“奥巴马医疗”法案，美国的健康护理格局大概会产生重大变化。这一新的立法对健康护理的研发支出的影响目前还不确定。

数据中心是一个新事物。从2004年数码地产（Digital Realty）公开上市开始，REITs投资者能够参与这一独特的领域。自那以后，有两个其他的REITs将业务专注于数据中心，Dupont Fabros Technology和Coresite Realty分别在2007年和2010年完成了公开上市。数据中心是非常特殊的物业，为IT企业、通信公司和互联网创业企业提供能源、冷却和连接需求包括互联网接口。一些设施只为承租人提供所需的能源和网络连接，而有一些则为承租人提供全面的设施，包括能源、冷却及其他必需的能力（数码地产称之为“开锁设施”（turn-key））。

有很多正面特点吸引了投资者到该独特的利基领域。为准备以下的简短的讨论，我使用了大量优秀的、详细的格林大街咨询在2009年1月23日的《数码地产信托》的报告内容。

这一行业的投资者为互联网人数的巨大增长前景，特别是图像传输运用的持续增长所激励。需求是由对能源和连接需求越来越强的公司客户驱动的。由于建造这些设施是资本密集型和技术密集型的，因此竞争受到限制。甚至主要的使用者也急切希望与这些物业的开发者或持有者建立合伙关系。这给新竞争者创造了巨大的壁垒。长期的租约提供了稳定的现金流，比如，在2009年年底，数码地产平均租赁期限为13年。对这种地产空间的需求已经增长，甚至在大衰退时期也是如此。而且新开发的投资项目收益，尤其是在收益率呈两位数区间的时期，就像最近那样，足够抵偿开发风险。

但是，在投资世界没有免费的午餐。投资者需要考虑在这一领域的一些风险。虽然互联网的运营在扩展，但是信息技术方面的支出会放缓。对这一类型的地产空间的需求持久放缓，将可能大大影响这些REITs的股票价格，并且对开发机会产生负面冲击。建造这些设施的资本支出是巨大的，而且“最新和最好的”设备也会变得过时。租赁这些物业的公司通常都是技术和通信企业，它们的现金流比大多数服务业的承租人的波动性更大。这些公司的信用评级多数低于投资级。尽管存在进入壁垒，这种高回报会引入新的竞争者。最后，由于这些物业的独特性质和缺乏一个有流动性的市场，基于物业价值为介入该领域的REITs的份额估值存在困难。

实验室空间和数据中心不是那些投资者能够轻易依靠自身就运转得好的物业类型。那些对这种物业类型感兴趣的投资者应当盯紧在这一领域有专长的REITs。这些REITs的管理团队在这些业务领域有丰富的经验和良好的业绩记录，而且这些公司已经形成了稳健的财务表现。

工业建筑

工业建筑，无论是仓库、物流中心、“弹性空间”或相似的物业类型，可以是单独存在或是在一个工业园区里。这些建筑可以由单一承租人承租，也可由多个承租人承租。虽然估计口径不同，在美国，工业地产的规模在120亿到130亿平方英尺。其中，很大一部分是由实际使用者持有的。根据高力（Collier's International）强调的，在2009

年年末，最大的市场是芝加哥、洛杉矶和德拉斯。持有率高度分散，公共REITs持有不到1%的工业房地产。工业地产包括以下类型：

- 物流中心
- 常规的和巨大的仓库
- 轻型制造设施
- 研究与发展设施
- 小型写字楼或用于销售或行政及相关职能的弹性空间

对于这些类型的物业的需求由GDP增长、贸易、制造活动、存货增长和零售额趋势等驱动。由于外包的增长和美国不断增长的进口，全球工业生产对于这一领域越来越重要。坐落在机场和港口的大型物流枢纽，会表现得尤其优异。我们已经看见行业出现整合，主要使用者和物流公司寻求提升自己并增强他们供应链效率。

持有工业地产通常提供稳定和可预期的回报，尤其是相对写字楼物业而言。租金趋势波动较小而且在多数年份里都保持增长。在20世纪90年代早期，当该领域出现自身的过度建设问题时，以及在2001~2004年当衰退引起需求下降而出现空间过剩时，租金出现下滑。然而，即使是在周期的低点，负的净吸收（腾空的物业和租出的物业的差额）并不常见。只在2001~2002年的衰退年份，以及2008~2010年当GDP在大衰退和全球贸易缩减情况下出现下降时，出

现过负的净吸收。长期的空置率较低，8%~10%，但是在衰退期间会剧增。根据CBRE经济咨询和绿色大街咨询，工业地产的空置率在2009~2010年接近14%。如果美国经济恢复动能不足，行业平均空置率恢复到长期平均水平尚需时日。

【小知识】 工业地产市场在市场出现饱和时快速缩减新的空间供给方面有很好的业绩记录。

工业地产领域一个显著的优势是，由于其无须花费很长时间去建造并且将这些物业出租出去，反应速度比其他领域要更快，因此通常不会出现极度的过度建设。很大一部分的空间是响应新的或已有使用者的需求而建，因此，市场中不会出现悬垂之剑（overhang）。根据协议的特定设计、地点和外观来建造工业物业的“建以致用”（built-to-suit）活动已经成为工业物业REITs的一个非常盈利的开发策略。

AMB地产的首席执行官何慕德（Hamid Moghadam）认为，速度与成本效率已经成为工业地产使用者的越来越重要的评价标准。他认为，货物将以一个更高的速度从制造商运输至终端消费者。主要建造在交通枢纽的能够提供优先场地和运输速度的物流设施，将更受到空间使用者的青睐。如果这是一个长期趋势，美国一些旧的主要是用于存储的仓库的工业设施，对已有的和未来的承租人的吸引力变低，因此会影响这些物业的出租率和租金率。

在过去十年中的很多年份里，最大的两家工业地产类REITs，普洛斯集团（ProLogis）和AMB地产，将其资本的非常大的部分投资到

国外，包括欧洲、亚洲和墨西哥。他们的目标是加强与顾客的关系，利用全球贸易增长和对现代化的整合的物流设施需求增长的机遇。尽管大衰退对这些公司的盈利造成不利影响，他们已经对业务模式进行了合适的调整。在海外建造工业地产能否为REITs的份额持有人提供显著的长期利益，目前仍然难以明了。东方集团地产，一个被高度认可的工业类REITs，没有在海外开发业务，但是其股票表现相对其对手要好。好坏主要取决于全球贸易的规模和REITs与国内及海外主要的空间使用者的关系。

工业地产业务当然也是周期性的，但是相对较低的建造成本、较短的周期、在多数时期里能够迅速将新项目出租的能力等，意味着开发这类地产在多数情况下能够为股票持有人创造价值。那些推行构思良好的开发策略，无论是在美国或是国外，以及拥有良好的资产负债表和充裕的资金来源的的REITs，比如AMB地产和普洛斯集团，被多数投资者看好。但是开发新项目的时机选择非常重要，而且预期的利润率要足够高以抵补开发新项目的风险。魔鬼真的出在细节上。

最后，工业地产持有人的另一个关键优势是，工业地产不像写字楼、公寓或零售地产，它只需要较小的持续支出来保持建设的维护。空间需求不是特别波动，而且承租人的保留率在多数经济周期里都较高。

【小知识】 专注于工业地产的REITs能够成为非常优秀的投资，尤其是如果他们的管理团队和主要的工业地产使用者有长期的关系并

且他们能够集中于特定的较为强劲的地理区域。

这一领域的主要风险包括下降的地区性或全球经济和商业形势，零售和出口疲软的周期以及有时出现的过度建设（建造一个新的工业地产并不是特别昂贵，许多建造都是有其“特定理由”的）。积极的开发者的REITs应当被密切关注。开发渠道或许是能够相对快速地关闭，但是如果一个REITs份额的价格是基于极具盈利性的开发渠道，而这又不能有效果的话，投资者将要承受痛苦。

健康护理

健康护理类REITs专注于一些健康护理类的地产，包括养老院（主要是生活自理型的和护理型的物业）、疗养院、医疗类写字楼建筑、医院和生命科学写字楼以及实验室物业。健康护理类REITs，并不从事健康护理业务，而是将业务集中于将物业出租给那些从事健康护理业务的公司，采取的是三包的形式。例如，BKD（Brookdale Senior Living）是这些健康护理类REITs的最大的承租人。这些租赁被设计成提供稳定的收入，使这些业务（健康护理业务）处于正常的周期性下滑时能够保护租金收入不受影响，而在业务好的时候提供较小的租金上涨。

REITs投资多样化和授权法案（RIDEA）在2008年实施，如前面描述的，允许健康护理类REITs将物业出租给需要纳税的REITs下属机构（TRS），只要该物业是由独立的公司来管理的。这使得REITs

能够更加充分地参与物业运营的上行和下行。VTR（Ventas）、HCN（Health Care REITs）和HCP，三个主要的健康护理类REITs龙头，尤其积极地采用这些策略，但是这些仍然只是构成了他们运营收入中的很小部分。

因此，绝大多数的健康护理类REITs的收入来自独立的租客的租金支付。租约通常是长期的，有一个重新签约的选择权，而且经常包括一个在租约期内特定时期的附加租金的条款或是基于通胀指数如CPI的附加租金的条款。许多只有一个承租人的单个的物业租约基于“主租赁”（master lease）捆绑在一起，这使得承租人在租赁期满或是其他人出现违约时去选择最好的物业非常困难。除了在1998~2000年，租赁支付义务被承租人运营现金流充分覆盖，因此租赁违约率最小。

【小知识】健康护理类REITs在20世纪80年代出现而且在很多年里一直表现良好，一直到1998~2000年的困难时点。

由于工业地产租约的这种结构特性，以及缺少参与到承租人利润的增长，因此健康护理类REITs只能获得最小的现金流内部增长（当然，大多数情况下，也比其他类型的REITs的风险更小），因此传统上都是依靠并购（在某种程度上，还依靠新开发）来获取大量增长。因此，显然这要求REITs能够获得价格合理的资本。这从来不是一个问题，除了在20世纪90年代后期，当时由于很多健康护理物业的承租人如疗养院和护理型的养老院经受了财务困境，而使得REITs股票的

价格跌落。在较前面的例子（指疗养院）里，这些问题是由于政府强制缩减对病人的一些医护程序的费用返还而引起的。而在后面的例子（护理型的养老院）是过度开发的原因。许多承租人过度的债务杠杆恶化了这些问题。

尽管健康护理型REITs的内部增长前景较小，而且很多承租人依靠政府对专业护理和医院的费用返还，他们也有一些关键的投资特性使得他们对于投资者具有吸引力。或许最重要的是这些物业倾向于能够抵抗衰退。对于健康服务的需求相对缺乏弹性。那些需要护士房、日常生活照料或医生拜访的人，大多数情况下，会直接去找到一种方式来获得其所需之物。这些REITs股票在经济不景气的时候表现得比其同类要好得多，而在经济景气时则相反。健康护理型REITs和他们的股票，在大衰退期间表现良好。

健康护理型物业另一个令人满意的特性是来自新开发的竞争通常都不是一个问题。由于政府控制病人的返还费用的企图，使得获得许可非常困难，因此专业护理设施很少建造。过度建设生活自理型和护理型的养老地产有时是一个问题，但是新的建设开工在近些年里已经最小，而且自从2008年早期以来下降显著。尽管新的医疗型写字楼建筑预期会增加，有利的人口统计将增长对医疗和护理服务的需求，并增加对医疗写字楼空间的使用。

最后，健康护理型REITs的股票价格在历史上以相当于自由现金流的较低倍数价格交易并且有比其他类型REITs更高股息。这种现象

或许是因为其现金流和股息增长最小、承租人获得的费用返还和健康护理型物业较高的资本化率。

在这一领域长期投资要关注的事项包含为获得增长的资金产生的对资本市场的过度依赖，由于新的立法或是较大的财政赤字引致的未来的削减，从而使得政府费用返还出现不利变化、所有特定的REITs组合（很多是私人公司）对相对较小数量承租人的依赖，还有时而出现的过度建设（尤其是在养老领域）。

在健康医疗类REITs需要寻找什么

- 强劲的和稳健的资产负债表（这有助于从权益和债务资本市场中，以一个可以为新的投资创造价值的成本来募集资金）
- 重点放在稳定的领域中，如技术娴熟的护理设施、助理居住性物业和医院建筑
- 在承租人和地理区域上进行分散
- 能力强的管理团队，细致地监管其物业的承租人

需要在健康类REITs中注意些什么

- 不利的医疗费用返还立法和监管政策（主要会影响护理设施）
- 单一用途的设施，且其土地价值存疑（这些物业能在当前的租客离开的时候，被重新出租出去吗？）

- 助理生活型物业及其他以老年人为目标客户的物业中的过度建设问题

- 来自不同私人投资者的竞争增加

下面的小知识对于那些考虑投资健康护理类REITs的投资人有所帮助。

健康护理类REITs最终赢得了尊重，而且现在已经占据了FTSE NAREIT ALL REITs指数的重要的权重（在2010年12月31日是10.9%）。这类REITs对于投资者也有风险，正如之前提及的，但是健康护理类REITs的优点也很明显。他们在任何分散性的REITs组合中都应当占据一席之地。

【小知识】健康护理类REITs的长期前景依赖于美国健康护理行业的稳定的增长前景，包括人口统计形势和尤其是由他们的承租人服务的特定部门。政府费用返还项目将继续保持重要性。在生活自理型和护理型养老物业和医疗写字楼建设部门的新物业开发的速度也重要。

自助存储

当我们了解到尼安德特人在其洞穴里边的架子里藏有很多“有价值”的物品时，我们一点也没有感到惊讶，或许储蓄物品是人类的天性。即使我们居住在狭小的公寓或是当我们的旧物已经超出了我们的

藏物间的容量时，我们仍然拥有解决之道：自助存储物业。

起初时，这类物业建造在城镇的边缘地带或是靠近工业园区，许多新的自助存储物业选址较好而且地形颇佳。个人存储单元的面积在5英尺乘5英尺到20英尺乘20英尺的范围。这些设施在20世纪60年代是试验性地被建造出来，慢慢地但是稳定地获得了欢迎与流行。它们被按月出租，让租客存储像个人文件、家具和娱乐设施及船。甚至需要昂贵写字楼空间的商家也利用它们来储存不常用的物品。Marcus & Millichap，一家大型的商业房地产经纪企业，估计自助存储的商业性使用率在2009年达到了16.5%。许多个人需求是由一个人的生命中的主要变化驱动的，如重新定居、结婚、退休、入学，甚至是心爱的人逝世，或是由保留和存储一些未来使用或消遣的物品的意愿驱动的。

多年来，自助存储一直是一个回报较好的物业类型，虽然也偶尔出现由于过度建设和衰退周期而导致出租率受到压制的时期。根据自助存储协会，在2009年，在美国约有46000个自助存储物业持有人，共获得收入超过220亿美元。因此，这些物业是被许多小的个体持有人分散持有的。根据绿色大街咨询，四家拥有主要的自助存储资产的REITs拥有全国市场份额的10%。然而，大的市场中持有分散性较小。雷·威尔逊（Ray Wilson），一个行业数据搜集的先导者，提到“许多投资级的设施位于全国50家最大的市场，而且自助存储REITs在这些市场中占据30%的可租赁区域。分散性并不如人们想象那样强”。

在过去30年里，自助存储物业的数量出现剧增。根据绿色大街咨询2009年9月9日的报告，该报告基于自助存储年鉴数据（图4-4），1995年美国人均可用空间为3.3平方英尺，而在2008年则为7.0平方英尺。无论如何，对存储单元的需求增长使得行业保持了盈利能力。绿色大街咨询报告提到，1994~2008年，自助存储REITs的同物业净经营收入的增长平均为4.9%，而在该时间段主要的REITs类型的增长只有2.9%。

这一物业类型经受普通的商业房地产面临的风险，包括过度建设和衰退，而周期性较为平缓。平均出租率从1987年的78%迅速上升到1994年的90%。然而，主要是由于更多的单元在开发，全国范围内的出租率下降到1998年的83%。该行业在2000~2002年的衰退中生存下来并保持了较好的健康程度，但是出租率自那以后再也没有超过85%。然而，持有人能够在较低的出租率下获得更高的租金率。根据高纬物业（Cushman&Wakefield）的自助存储部门的董事总经理克里斯汀·桑尼（R.Christian Sonne）的观点，每平方英尺的平均租金从2000年的50美元上涨到2008年的75美元。大衰退导致了近期持有人净经营收入的下降，但是自助存储市场状况在2010年开始稳定。因此，可以很公平地得出结论，自助存储能够抵抗经济衰退但是不能够对衰退免疫。

自助存储物业的投资优点很多。在过去的年份里，该行业提供了超出平均水平的经营收入增长率。而且该行业还提供了对经济衰退的下行保护，这是因为在衰退期里，人们迁居或换成小房子经常需要空

间用于临时存放物品。由于该行业物业持有相对分散的特性，大型资本充足的商家，如自助存储类REITs，经常能够接触到令人满意的并购机会。这些大型商家还通过更好的范围经济、品牌认知、精细的收入管理系统以及使用登记中心来吸引使用者等等来获得市场份额。新项目开发虽然在之前的年份里非常多，但是已经趋于缓和，至少在较近的未来新的供给问题将不是问题。

【小知识】有个很好的情况使得自助存储设施能够抵抗衰退，这是因为在衰退期，个人及商业机构会通过减少高价的空间租用来削减成本。居住面积和办公面积的减少通常能够促进对自助存储空间的需求。

和其他投资一样，自助存储物业和REITs依旧面临着一些风险。过度建设在过去曾经对该行业产生伤害，进入壁垒并不高。开发成本相差很大并且取决于地点和建造质量，但是新的物业经常能够以百万美元的成本建造，并且融资能够轻易从当地银行获得。一个恰当的问题是由于过去的显著供给，该行业是否产生过剩产能。除了经济衰退之外，其他的风险还包括消费者支出习惯的长期下降，缺乏长期租约来保护在市场下行时的现金流，高的承租人换租率、租金率的经常性波动及免费出租。

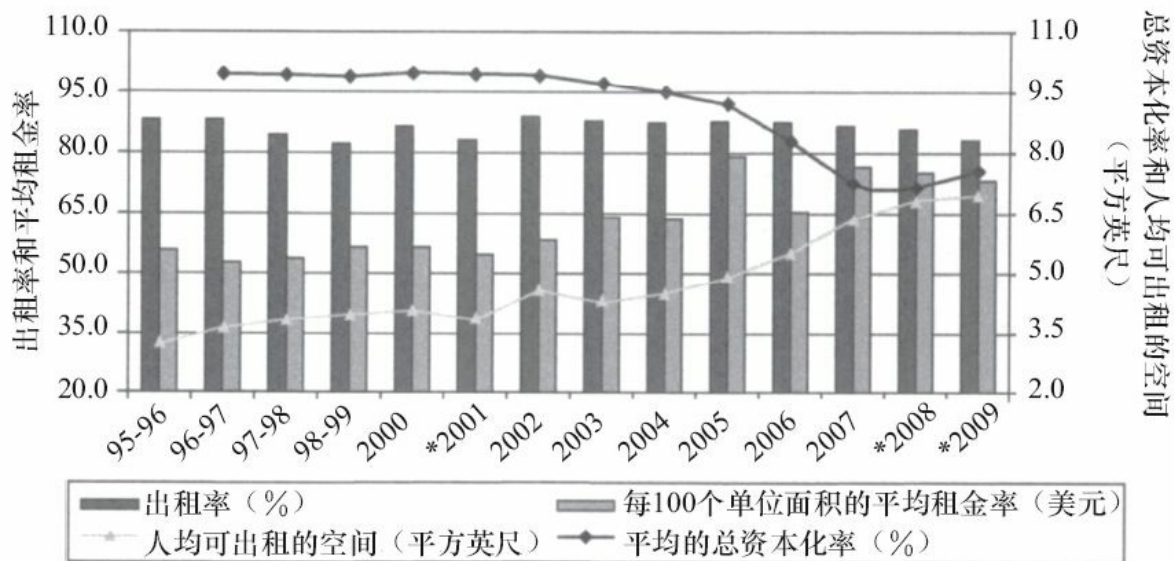


图4-4 自助存储数据

资料来源：Cushman&Wakefield.

从自助存储行业的长期有利趋势和非常优秀且能力得到证明的管理团队中获益的自助存储类REITs，在过去很多年份里，提供了在REITs行业中最好的总回报。因此，这类REITs明显是分散性良好的REITs投资者的投资选择。

旅馆和住宿

旅馆以及相关的住宿型物业为商务人士、休闲的旅游者、团体会议者及聚会提供了膳宿供应。高档豪华的旅馆包括那些旅游目的地和度假胜地，为商务人士和休闲的旅游者提供了全面的舒适服务，并且收费相对较高。由于更高的土地成本、更长的建设期和更多的建造成本，建设这些物业也很昂贵。只提供有限服务的酒店（Limited-

service hotel) 不提供餐饮, 会务服务或其他服务, 而且收取较低的价格。快捷酒店 (Extended-stay inns) 比提供有限服务的酒店的服务项目要多一些, 经常迎合了商务旅行人士的需求, 这些商务人士需要在外出期间获得房屋居住。这些类型的物业的相对投资表现随着市场状况、可自由支配收入、商业环境、房屋供给和其他因素的变化而不同。

旅馆和住宿行业周期性非常强。房屋的需求对于经济形势非常敏感, 几乎没有旅馆是消费者的必需品。当经济疲软时, 甚至是更可靠的商务旅行者也变得稀少。过度建设也经常是个问题, 尤其是高档豪华的酒店类型, 这种酒店从破土动工到完成建设需要很多年, 在这么长的时间里, 经济可能已经出现反转。但是, 当市场状况好的时候, 旅馆的持有人有非常卓越的议价能力。

这些类型的物业持有人在20世纪80年代中期到20世纪90年代早期时陷入过度建设的泥潭, 然后在1993~1994年强劲恢复。但是在20世纪90年代后期, 新的建设浪潮使得出租率变低, 该损害由于“9·11”恐怖袭击而更加严重, 当时出租率下降了10%。2003年, 形势开始恢复, 旅馆行业联合度量出租率和房屋租金率的数据RevPar, 从2004~2006年以两位数的速度增长。但是大衰退及信贷市场的混乱, 加上商务会议和商业旅行及休闲旅游的减少, 再一次使得旅馆业出现崩溃。根据普华永道的分析, 出租率下降了760个基点, 从2007年的63.1%下降到2009年的55.5%。RevPar下降了几乎18%。但是, 房屋需求终会开始恢复, 就像其一直表现的那样。从2010年中期开始,

RevPar再次出现增长。

由于在这些年里我们经历了一些非常波动的旅馆行业的周期，这一领域不适合那些风险回避型和心脏不好的投资者。该领域还有外部的和无法预料的地缘政治学上的冲击，使得之前所有的旅行和房屋需求预测都失效。固定成本和许多可变的运营成本在需求微弱的时期里无法得到抵补，因此，即使是温和的需求下降也会产生巨大的收入下跌。当然，在这一领域没有长期租约在下降时期里提供现金流保护。

【小知识】投资者是否应当考虑旅馆类或住宿类REITs，取决于他们对经济的观点、他们对商务人士和消费者支出习惯和旅行模式的预测，以及在不同市场里新的及预期的旅馆建设的水平。这一领域比其他领域对于经济形势更加敏感。幸运的是，在未来一段时间里，新房屋的供给将可能保持空白。

这一领域的投资者经常被视为疯狂的骑手（即比喻旅馆类物业为野马），但是当境况改善时，他们能够变得非常优秀。一些投资者等待经济出现增长迹象再购买，试图避免在整个旅馆业周期里一直骑在他们的野马上。由于高端旅馆的固定维护成本尤其巨大，那些运营杠杆的主要持有人，多数从较高的房屋出租率和租金率获益，但是也会被打至底线。这种投资策略的问题是旅馆类股票可能在经济恢复明朗之前，价格就已经出现显著增长。然而，完美的时机选择在某种程度上将不再关键，这是因为下一个上升周期将会比过去的周期持续更长时间。

如今，我们处于周期的什么阶段？当本书出版时，美国经济在增长，虽然势头很慢，而旅店业明显出现改善。RevPar增长在这次恢复中可能会更微弱，取决于新的正常的经济保持力度的时间长度。一个重要的正面因素是在接下来的几年里，新的旅馆供应将会持续较少。RevPar增长会再次达到两位数。而且，或许持有人的好运将在未来持续好些年头。

其他物业类型

还有一些其他较小的物业类型也可能是REITs投资者想要考虑的。三包租约，有时也被称为常设物业（standing property）类REITs，持有物业并将其单独出租给单个的承租人，这些承租人支付所有维护费用、物业税和保险费。这些租约倾向于有较长的期限。这些类型的REITs的内部现金流增长比其他领域的要低，但是如果物业不是为了无法替代的承租人建造和布局而且承租人整体信贷质量也非常强的话，风险也低。这些REITs的股息率也比其他的典型的权益型REITs要高得多。因为，很多投资者视这些REITs和债券等价，他们比其他的REITs对利率变化更加敏感。

NAREIT经常使用特殊类REITs（specialty REITs）这一术语来描述那些拥有不能简单地分类为主要的物业类型的物业的REITs。这些在近近年来包括林地类REITs，共有4家；电影院类REITs；还有铁路REITs。NAREIT将数据中心类REITs归类为特殊REITs，但是这些我们之前在写字楼类型部分有讨论。

投资者需要仔细考虑这些非普通常见的物业类型的投资特征和运营机制，还有如管理能力、资产负债表质量、增长前景等一些因素。保守型的投资者，尤其是那些寻求高于平均水平股息的投资者，可能需要仔细分析这些REITs，尤其是三包租约类的REITs，这种REITs能够提供高的股息和小的风险。例如，Realty Income，一家在1969年组建的REITs，已经保有了非常优异和长期的业绩记录。对于特殊类REITs的未来，我在耐心等待墓地类REITs的出现，它们或许将基于美国日益老龄化的人口而出售给投资者。而且，最根本的关键吸引力在于，承租人永远都不会离开！

REITs投资者要如何构建他们的投资组合以获得对这些物业类型的风险敞口？投资者是否会从那些在特定领域中分配过度或是分配不足的REITs中获益吗？让我们将讨论留待第10章“构建REITs组合”吧。

总结

通过REITs，投资者可以投资于能够想象到的几乎每种房地产类型：公寓小区和其他居住型物业、零售物业、写字楼和工业类建筑、一系列广泛的健康护理物业、自助存储设施和旅馆。REITs投资者甚至能够持有实验室用地、数据中心和林地。

房地产周期的阶段为：萧条期、恢复期、繁荣期和过度建设与下行期。这些周期模式与资本流的变化，将影响REITs的表现和他们的股票价格。

房地产领域经常有不同的周期，而且各个领域的周期形式也不相同。因此，每个领域都需要单独考虑和分析。

公寓类REITs通常有稳定的现金流，而且他们的前景受就业增长和工资增长、家庭组建以及单户房屋市场等因素的影响。

邻里购物中心类REITs持有被出售必需品的超市或便利商店占据的物业。

购物广场类REITs主导了零售行业购物广场部门；他们在零售业务中占据大的份额，而且对于新的竞争性的开发风险敞口很低。

写字楼物业有长的周期。现金流很稳定，由于长期租约的存在经常滞后于市场形势的变化。

工业地产市场在快速反应和当市场饱和时削减新空间的供给方面，有良好的业绩记录。海外开发也会为一些工业地产类REITs提供良好的机会。

健康护理类REITs在1980年发起创建而且普遍表现良好。他们对经济不敏感，但是投资者需要关注承租人的财务能力和政府费用返还政策的变化。

自助存储是一种能够抵抗经济衰退的物业类型，除了出现大量的新的供给的时期，他们的表现在过去的年份里一直都非常好。

旅馆类REITs既有非常强势也有很疲态的时期。由于周期性很强且波动的出租率和租金率，他们代表了更激进的投资。

作者认为，最能够抵抗经济衰退的物业类型依次为健康类、自助存储类、建造的房屋社区类、大学宿舍类以及实验室空间，还有从出租人的角度，公寓小区类。

第5章 神话与迷思

假定股票的价值单纯的由公司的盈利按照相关的利率进行贴现并且根据边际税率进行调整来决定，就是忘记人们曾经烧死巫婆，挺身而出反抗约瑟夫斯大林，以及在威尔士说火星已经登陆地球时盲目相信其言论。

——詹姆斯·格兰特《记住市场先生》

尽管有长久的成功的业绩记录、增长的行业规模和不断增加的投资者接受程度，REITs一直为神话和迷思所烦扰，而无法摆脱。本章将澄清这些误识并将它们清除。

对REITs不断变化的态度

在过去很多年里，人们认为REITs是古怪且无趣的投资。他们甚至有个许多投资者无法正确发音的怪名：REITs。全国健康物业（Nationwide Health Properties）的前CEO布鲁斯·安德鲁（Bruce Andrews）指出，信托这一术语出现在房地产投资信托中，意味着REITs是一种古怪之物，因为他们不像一些在股票交易所交易普通的公众公司那样。但是，REITs的份额长期受到怀疑的一个更主要的原因是，许多传统上投资房地产的人们并不信任或是不想自找麻烦地去理解股票市场，而多数投资股票的人们对于商业房地产感到不自在或是了解很少。REITs并不能够明确地归于哪一类。

但是这些混乱已经减少。在2010年10月，标普将Equity Office Properties纳入标普500指数。该REITs在当时是最大的REITs，市值规模高达120亿美元。最大的公寓类REITs，权益生活方式物业随后也很快被纳入指数。在2010年年末，有14家REITs在标普500指数里。另一个象征投资者接受度的证据是，在过去20年里，REITs行业迅速扩张。权益市值规模在1990年年末的时候只有87亿美元，但是到2010年年末跃升至3893亿美元。

当然，REITs行业的增长随着时间会出现加速或衰弱，这是由于一直不断变换的股票市场趋势、投资者的偏好、商业房地产价值及这些价值和股票价格之间的差别等因素造成的。确实也存在合理的理由

让投资者选择直接拥有房地产而不是投资REITs。然而，由于通过REITs持有物业的优势如此显著，REITs行业的规模仍将随着时间保持增长。无论是个人投资者还是机构投资者，都欣赏REITs的专业化管理、流动性、广泛信息披露及在不同的物业类型和地理区域方面存在较广的分散性所带来的机遇。

对于REITs的态度变化和其广泛的被接受度甚至可能最终消除过去周期中经历的商业房地产开发的波动。2001~2004年空间市场的疲软，以及2008~2010年由于衰退和缺少需求而引起的市场疲软，并不是像之前的周期里那样是由于过度建设而引起的。或许，对公众公司以及REITs管理团队和股票持有人的利益一致性的详细审查，使得REITs组织的开发行业受到限制，尤其是在近些年更是如此。而且，REITs如今在商业房地产行业里发挥了更大的作用。他们在接近周期顶峰时期的项目开发规律成为私人开发者和他们的贷款人的“动物本能”的阻动器。

传统的房地产投资者的偏见

传统上，许多房地产投资者选择将其资金直接投向物业，混合型公寓、购物中心、购物广场、写字楼建筑或是工业地产等，而不是投向房地产证券如REITs。换句话说，投资水泥砖块而不是股票凭证。直接持有物业在历史上曾经提供了使用杠杆的机会，因为很多贷款人传统上愿意贷款相当于建筑的60%或是更多的资金。当价格和租金都上涨的时候，杠杆是一个很棒的东西。

自大衰退以来，房地产价值出现正向的上行轨道，虽然其中也有周期性的底部。以25%的现金购买的建筑的价格上涨10%，能够创造40%的投资回报。还有，直接持有建筑为投资者提供了税收规避，即可以从物业的运营收入中减去折旧支出。持有商业房地产在过去的年份里提供了良好的回报，甚至在没有债务杠杆的时候也是如此。因此，许多房地产投资者倾向于集中使用他们已经理解的方式，直接持有。

许多个人房地产投资者隐藏着对公开市场（包括REITs）的不信任。他们视公开市场为赌桌，而投资者将他们自身寄希望于面无表情的基金管理人的仁慈对待，或是更糟，置于投机者和依赖交易量的当日交易者手中。这些投资者视REITs为高度投机性的品种而不愿意去接触他们。

那么，在房地产领域中机构投资的态度又是如何呢？初始时，参与房地产市场的养老基金和其他机构类资金也是直接投资物业（他们的投资经理也住在其自己拥有的物业里）。或是大型保险公司和其他投资者通过使用“混合基金”（commingled funds），来投资一系列物业组合。这些基金由不同机构投资者提供。谁管理着这些物业、监督着他们的业绩，以及对其结果负责？这些类型的投资者也是对股票市场没有兴趣或是没有经验。或者是，如果他们对权益不安而不相信REITs股票的表现会和直接拥有房地产投资匹敌，他们也不会尝试。

更进一步的是，由于REITs像普通股票那样交易，结果导致投资

REITs的决策仅仅是由“权益投资人员”（equities investment officer）而不是由机构或养老基金的“房地产投资人员”（real estate investment officer）做出的。机构的普通股投资基金被放在另外的部门并置于监管之下。还有，许多投资指引经常将权益产品投资人员排除在REITs投资之外。甚至当他们了解REITs并且想要获得这些价值被低估的投资品的时候，也是如此。还有，为什么他们要如此麻烦（进行REITs投资）呢？毕竟，REITs一直只是权益市场很小的部分，而且在2001年之前甚至都没有被纳入标普500指数。

另一个挫伤积极性的是波动性。房地产投资者抱怨REITs虽然在大多数周期里，波动性要比股票更低，价格会出现上下起伏。但是，他们忽视了一个事实，那就是所有的资产价格都会起伏。只是有些价格并不每日报道。持有不是每天都会交易的流动性差的资产（主要通过偶尔的估值），私人基金管理人能够保有幻觉，那就是他们的资产价格稳如磐石，尽管房地产资本市场出现持续的衰落和资金流动。持有人有时没有意识到这些不断变化的价值，直到他们试图出售时。

最后，机构以大额买入或卖出股票，而REITs份额直到现在才有了足够吸引机构投资者的流动性。事实上，养老基金不愿意投资REITs的最经常提及的原因是缺乏流动性。REITs市场在1994年之前的交易规模是如此之小，使得一个机构对于任意REITs股票，在不扰乱市场的情况下想要积累最适量的头寸都极为困难。但是，自那以后，REITs行业的规模已经显著扩张了，而现在为所有规模的投资者提供了更大的流动性。

还有，REITs有所表现了！根据2010年的NAREIT的分析，基于该组织和汤森集团（Townsend Group）的数据，REITs在最近的结束于2007年第一季度的长达17年的房地产周期里，比三种不同类型的私人房地产投资权益基金表现要更好。根据由金斯利联合公司（IREI/Kingsley Associates）的研究，在2010年，在344亿美元的预期新投资资金中只有3.5%由接触房地产的机构投资者配置到商业房地产中去（然而，该数据在2011年上升到7.4%）。尽管REITs行业的参与者期望这种机构性的思维模式将会改变，以及将有更多的机构资金部署到REITs投资中，旧习惯很难轻易消除。我们将在后面的章节里，更为详细地讨论REITs份额中的机构投资和REITs的流动性。

股票投资者的偏见

我们已经探讨了为什么房地产投资者不情愿去拥抱REITs投资，让我们再看另一面。是什么使得股票投资者对于购买REITs持消极态度。REITs唯一的业务是房地产，直到最近，股票投资者还是对房地产感到不自在。他们主要关注于产品公司或服务公司。房地产从很多方面被认为是一个不同于股票的资产类别，有其自己的“语言”，这一问题在机构投资者的世界里面更是尤其尖锐。

更进一步，一直到最近都有成见认为，REITs只是房地产共同基金而不是积极的业务，正是这一成见使得REITs直到2001年前都被排除在标普500指数之外。一个在那时占市场统治地位的IRS确认，REITs的确是积极的业务，但是已经根深蒂固的成见很难快速转变。

还有，很多投资者存在迷思，即REITs是高风险低回报的投资。这当然是错误的。在20世纪70年代至80年代许多购买了建设贷款类REITs和房地产有限合伙份额的投资者损失惨重。这些投资者没有将管理良好的权益型REITs和运气差的投资区分开来。

另外，投资者多年以来被告知，那些将公司收入的较高比例以股息支付的公司没有保留足够的盈利，因而不能快速增长。由于对很多股票投资者而言，增长是其投资成功的标志，他们不愿意投资一个不能增长的公司。最后，一些声称个人投资者缺乏对REITs的兴趣的指责被归结到证券经纪人的名下了。

【小知识】 REITs在很长一段时间里，被房地产投资者视作股票，而被股票投资者视作房地产。

直到大约20年前，许多主要的经纪商甚至都没有聘用专门的REITs分析师。由于个人投资者仅仅是当他们的股票经纪人建议时才会购买特定的个股，REITs的故事从来没有被挖掘。共同基金已经流行数十年了，但是很多年以来，只有很小一部分共同基金对于REITs投资有兴趣，而且他们没有进行良好的宣传和市场推广。那些自己拥有研究能力和作出投资决策的投资者经常感到REITs是一个他们很不情愿去进行冒险的未知领地。甚至对于收入型投资者，REITs对他们而言非常适合，也是主要投资于电力公用事业类股票和其他高股息股票。

当然，由于REITs具备优良的投资特征，他们迟早会被投资者关

注到。他们逐渐而且不可阻挡地为房地产投资者和股票投资者所广泛熟悉。REITs长期被忽视的时期，已经成为历史。但是要当心你所期望的！不断增长的REITs的认可度确实也存在下降情形。在2007年，在雷曼兄弟、美林和其他大型金融机构垮台之前，对冲基金开始卖空REITs的股票，寄希望于商业房地产价格将会跌落。他们最终被证明是正确的，至少在某一段时间内如此，但是他们的快进快出的交易行为造成了REITs股票价格波动性地上涨。多数REITs投资者不喜欢这些过山车式的波动，但是正是REITs行业不断增加的规模和流动性，使得这些对冲基金的交易策略能够奏效。REITs无法两面讨巧，如果他们想要在大的联盟中参赛，他们就必须与更大更强的对手竞争。对REITs股票的兴趣随着投资者的时尚口味和喜好而上下起伏，尽管也存在周期性，但是REITs已经被视作是强劲且稳定的投资，能够有助于增加投资组合的分散性。

关于REITs的迷思

许多时候，由于REITs必须要克服的障碍，有许多关于REITs和房地产的迷思存在。这些迷思在过去吓跑了少数最勇敢的投资者之外的所有投资者。尽管这些迷思是根源于对于REITs投资特征的错误认识，但是它们阻碍了许多潜在的投资者。让我们来面对其中的一些误区吧。

迷思之一：REITs是房地产物业的打包

这一迷思，可能兴起于许多年以前投资者关于背运的房地产有限合伙的经验，是在过去REITs无法吸引大量投资者的重要原因。尽管许多最早的REITs确实从很多方面来看，是一些物业的组合或是“房地产共同基金”，但是在如今，他们已经不仅仅只是这些东西了。

【小知识】今天的REITs不仅仅是房地产的组合了，他们是完整的商业房地产组织，能够通过多种方式创造价值而不是仅仅被动持有物业。

投资工具，如论是哪种形式，简单地持有一篮子物业并且聘用外部机构进行管理，必须面对一系列特定的投资问题。这些工具的发起人经常只是对手续费有兴趣而对超常的业绩表现兴趣索然。类似的，发起人的收入通常不是和物业组合的成功直接相关联，因此也就没有

特别的激励去进行创新，尽管如今的竞争越来越激烈。对于投资者而言，缺乏创造价值和减少风险的长期远景或战略。最后，价格有吸引力的资本经常难以获得，使得该实体很难利用商业房地产的“买方市场”。对这种非主动管理的基金或公司的投资，尽管或许能够提供有吸引力的股息收益，但是增长的机会和超额回报难以获得。

但是，如今的绝大多数REITs，首先都是活跃的，能动性强的房地产商业组织，其次是投资信托。他们远不是物业的组合那么简单。他们的管理受到管理团队自己持有股份和其他利益的高度激励。他们在自己理解深刻的区域或是他们认为自己能够成功的区域从事扩张、进行周密的计划，而且他们经常能够为这些扩张获得所需的资本。他们通过提供创新和成本节约的服务努力尝试去加强和承租人的关系。那些高度成功的具有企业家精神的商业房地产公司如AMB地产

（AMB Property）[如今是普洛斯集团（ProLogis）]、阿卡迪亚房产（Acadia Realty）、亚历山大房产（Alexandria Real Estate）——我甚至都没有列举完以“A”字母开头的REITs，如果仅仅是被归类为物业的一些组合或是“房地产共同基金”，那就是对他们的严重低估和错误归类。然而，这一迷思依然存在，甚至存在于一些机构投资者之中。

迷思之二：房地产是高风险的投资

很奇怪，许多人为什么会认为房地产是高风险的且由于物业价值下滑和承租人违约而可能损毁家庭净资产的绝大多数价值的投资。近

来的单户房屋持有人的难题可能加强了这一信念。而且，他们推测，如果房地产投资是风险性的，那么REITs投资也肯定是风险性的。那就让我们来分析房地产投资的风险吧。

【小知识】 房地产和REITs投资风险的三种关键因素是：债务杠杆、缺乏分散性及资产或机构管理的质量（包括选择持有的资产和物业地点）。

债务杠杆。 在房地产领域，无论是对于个别物业或是大型的公开REITs，债务杠杆和其他任何投资的杠杆没有区别。运用的债务融资越多，潜在收益或损失也就越大。当我们以保证金形式购买股票时，我们是在通过债务来杠杆化我们的投资回报。任何以高保证金杠杆持有的资产，无论是写字楼建筑、蓝筹股甚至是美国国债，都会带来巨大风险，因为资产价值的很小下降会导致对此资产的投资的巨大下降。而且，债务再融资并不是一直能够被借款人获得，尤其是如果其持有资产价值显著下降的话。然而，由于房地产在历史上都是以较高债务融资而购买的，许多投资者对于通过债务杠杆拥有房地产感到困惑（我们将在第8章更加详细地讨论REITs的债务杠杆）。

【小知识】 虽然房地产投资通常有很高的债务杠杆，但是是高杠杆而并非房地产本身，才是最大的风险。

多样化。 再次提醒，对于其他投资适用的规则同样适用于REITs。分散化降低风险。那些从来不会想到拥有只有一个股票组合的人，却很乐意单独或合伙去购买一个公寓或是购物中心。无法预计

的和不受欢迎的事件会发生，如地震、邻里关系恶化、本地经济衰退，所有这些会突然使得建筑变成现金漏洞而不是现金牛。同时，在另一区域的公寓建筑或是购物中心可能运营非常良好，或是写字楼建筑的持有人提升物业状态而使得现金充裕。缺少分散化会为物业持有投资策略带来真正的风险，但是该风险并不是来自房地产本身。合适的分散化应当是每个投资者的座右铭，甚至是在每个不同资产类别中也是如此。

一个常见的错误认识

当个别的REITs遭遇困境时，投资者有时粗率地得出结论，认为REITs作为一种资产类别风险非常高。然而，没有人会因为一个龙头股票的价格崩塌就会指责整个股票市场。

管理问题。当然，REITs还存在管理问题。好的物业（企业）管理非常关键，不仅是在房地产领域如此。如果你环视美国的大型非REITs类企业，你会看到，乔布斯对于苹果的价值以及比尔·盖茨的远瞻是如何将微软发展到了今天的地步。相反的，没有竞争力的管理能够毁掉一个大型公司或是一家邻里糖果店。房地产像其他所有类型的投资一样，不能够只是简单地购买并且置之不理。它需要积极有力的管理。优秀的REITs管理团队能够为并购或持有挑选出未来可能升值而不是贬值的房地产。尽管这样，许多一向很机智的投资者却经常在错误的地点购买公寓建筑，小型写字楼物业或是本地购物中心，而且试图在其业余时间来管理这些物业，或是将控制权赋予那些缺乏激励

去进行合理有效管理的本地机构。发生什么了？公寓建筑或购物中心表现很差，于是投资者损失了金钱并得出错误结论，房地产是高风险投资。然而，其实是他们的忽视而不是房地产本身，才带来了更大的风险。

迷思之三：房地产作为抵抗通胀的手段价值显著

房地产只是建筑和土地，像所有其有形资产一样（无论是铜、油、黄金甚或废铁），它的价值将会出现上涨和下降。预期的通货膨胀将影响房地产的价格。然而，通货膨胀只是因素之一。其他的因素还有空间的供给和需求、全国和本地的经济形势、利率、其他资产和投资的回报预期、重置成本、就业市场、消费者支出、新的个人和企业投资的水平、政府政策甚至是战争。

产生房地产是通胀之盾的迷思的部分原因来自房地产碰巧在20世纪70年代的通胀时代表现良好。而当时股票的表现却差强人意。然而，这仅仅是一个巧合，或是可能来源于投资心理变化的驱动。根据由博森公司（Ibbotson Associates）出版的1995年的股票、债券、国债和通胀年度报告，权益型资产在很多年以来是非常好的抗御通胀的投资工具。房地产也是。但是，事实上，不管是房地产市场或者是权益市场，都不是明显的比其他类型的资产更好或是更坏的抗御通胀的工具。也有例外，或许是在短期里，由于投资者心理导致价格变化时偶尔如此。

是的，有的时候通胀看上去能够帮助房地产投资者，因为房地产的重置成本大幅上升，但是这类通胀也会增加运营支出如物业维护费用、其他管理成本、保险和税收。因此，经营收入增长受到限制，这对其市场价值产生了负面影响。

【小知识】商业建筑的价值由很多因素决定，包括物业净运营收入（当期或是预期），地点、重置成本、通行的利率、信贷可获得性及其成本、年份和状况、新的竞争性物业的预期供给、保持物业吸引力所需的资本支出、物业出租率和承租人的质量。这些因素随着不同的市场力量而波动。预期的通货膨胀率只是其中因素之一。

高的通货膨胀率可以正面也可负面地影响租金率和净运营收入。通货膨胀的正面影响，至少对于零售部门而言，来自更高的由于通货膨胀和销售给消费者的物品价格上涨而带来的更高的承租人销售额。零售部门的租金率严重依赖于承租人销售额水平和趋势。尽管这些更高的销售额能够转化成为物业持有人更高的租金率，但如果零售商无法保持其利润率的话，这一好处将只会昙花一现。如果商店无法创造利润，持有人将很难提高租金。同样的，更高的通胀率通过提高租客的工资及因此而提高的租金支付能力，有助于公寓持有人，但是仅仅是当工资的上涨速度和商品及服务价格的上涨速度一样快速才会保持。

当对空间的供给和需求保持平衡时，通胀使得持有人能够提高租金率，这是因为土地成本和新的建设成本增加了，新建筑的租金率要

足够提高才能够覆盖这些更高的开发成本。如果需求足够消化即将进入市场的新的单元，当前物业的持有人将因为能够利用新的物业收取的更高的租金率的机会来提高他们自己的物业的租金率。然而，当市场上有大量的竞争性物业压顶的时候，房地产不是一个有效的抗御通胀的手段。

高通胀也会对房地产价值产生负面影响，在短期内确是如此。美联储扮演着通胀的看家狗的角色，当出现可见的通胀威胁时，美联储将提高短期利率。更高的利率意味着经济将要放缓，而利率上涨过快将会扼杀经济增长，从而导致衰退。一旦衰退控制局面，物业持有人将难以保持现有租金率和出租率。

现在，让我们将重点放在通胀是如何影响房地产价格的。物业的价格经常是部分地由将其现有或是预期的年度净经营收入（或是使用其倒数资本化率）乘以一个乘数因子而得到，但是该因子（或资本化率）经常会出现波动。一些人会争辩，在通胀时期，购买者将会为物业支付更高的价格或是接受一个更低的资本化率。由于投资者视房地产为“硬资产”，像原油和其他大宗商品一样，如果他们察觉到加速的通胀将会带来更高的租金率的话，他们可能愿意为每一美元的运营收入支付更高的乘数因子。

反对的观点则认为资本化率可能的确受到通货膨胀的影响，但是却是相反的影响。更高的通货膨胀率通常将驱高利率，而这接着会增加物业投资者的回报率要求，从而会增加要求的资本化率，因此将降

低物业在销售时的价格。相反的是，物业价值甚至在没有任何通胀的情况下上涨。物业价值在2003~2005年无疑是上涨了，而当时通胀处于一种很温和的水平。物业价值在2010年出现反弹，而当时几乎没有通胀。

考虑下面的例子。如果对于在旧金山的公寓单元的租赁需求超过了这类单元的有效供给的话，租金率将会上涨而公寓建筑持有人的净经营收入将增长。因此，有人会认为，公寓小区的价格也会上涨。然而，如果这种对于公寓空间的需求是由于过热的经济催发的，这将导致更高的利率来使事物降温，运用于物业的潜在购买者的资本化率也会上涨，或许会导致资产价值的下降。

然而，如果旧金山的公寓单元的供给超过了租客的需求，就像在2001~2004年发生的那样，租金率和净经营收入可能减少，但是公寓小区的价值可能会上涨。产生这种情况可能是由于利率降低，购买者愿意接受一个更小的投资回报，从而为净经营收入支付一个更低的资本化率。而所有这些和通胀无关。

在通胀时期里，房地产资产的重置成本很可能上涨，但是如果资产的盈利能力低于购买者的要求的话，将不足以增加物业的市场价值。这仅仅意味着新的竞争性物业在市场价格达到重置成本之前不太可能会被建造。在很多时候，物业能够以远低于重置成本的价格进行交易。

【小知识】 市场因素如供给和需求，以及利率等，在决定物业价

值的时候，几乎总是比通胀要更加重要。REITs投资者需要更多地关注市场形势、信贷市场、现金流和管理团队的能力而不是通货膨胀。

迷思之四：REITs股票的表现被REITs持有的物业锚定

由于REITs全部是与商业房地产有关，他们的业绩表现和投资回报将与这些广泛的商业房地产市场紧密相连。但是事情总不会一直如此简单。

如今，全球性的竞争加剧和高速的工业化似乎已经成为长期现象。美国公司现在必须和全球各个角落的竞争者迎面竞争。这就要求美国的企业变得具有成本效率。缩减规模、重组、工作外包和解雇成为必然结果。公司发现很难提高商品的价格，而员工发现提高工作报酬同样困难。消费者支出即使在大衰退的末期也处在底部。这些竞争趋势的持续，尤其是我们开始陷入“新常态”环境，对于空间需求的增长倾向于消失，而商业房地产投资者的回报将会降低。房地产周期可能在2010年到达底部，但是在多数领域里，净经营收入的中期增长将只有2%~3%。

这种现象不应当严重挫伤REITs投资者的信心。如果自由现金流量能够以平均2%~3%的速度上涨，当经济以一个温和的步子前进时，或许能够以最小的债务杠杆达到4%的增长。而如果平均股息收益率接近4%（根据NAREIT的数据，在2010年年末，所有REITs的股息收益率平均为4.23%，而权益型REITs的平均股息收益率为

3.54%)，平均约8%的年化总回报是一个合理的预期。这种类型的回报相比其他拥有相似风险的投资而言，非常有竞争力。

但是，REITs投资回报并不是一直锚定在他们持有的物业的回报之上。我们已经看到，在REITs行业的历史上，在多个房地产周期里，REITs的业绩表现和盈利能力能够超越绝大多数商业房地产市场的可得回报。

有时REITs组织能够利用竞争性的房地产市场提供的有利机会。精明的REITs管理团队视困难形势甚至是承租人破产的情形为价值创造的增长的机遇。这一现象在20世纪90年代早期最为明显，当时房地产市场一片狼藉，但是许多REITs组织能够以非常低廉的价格购买高质量的资产。全国健康物业和健康护理物业（Health Care Properties，如今是HCP Inc）当时能够以16%~18%的收益率从重组信托公司那里购得由护理房屋抵押担保的贷款。一些公寓持有人，如UDR进行购物狂欢，从处于困境中的出售者那里购买了巨量的公寓小区。

许多人希望在2010年出现相同的情形，这是由于大衰退导致的损害和因为CMBS市场在前十年里过度增长和过度激进的贷款发放操作而产生的处于水位线之下的巨量贷款。然而，由于非常低的利率和贷款人不愿意和处于困境中的借款人打交道（不愿意核销未担保贷款的价值），加上大量的资本等待利用困境中的房地产机遇，这一情况并没有如预期那样出现。然而，在本书即将出版的时候，要知道大量的

购买机会是否出现仍然为时过早。

【小知识】 一个管理良好的REITs能够利用疲软市场出现的机会的程度，取决于可以获得的资本的数量和成本、市场的疲软程度以及其他购买者的竞争程度。

然而，正如我们将在第7章和第8章看到的，许多REITs，尤其是那些有充足廉价的资本渠道的REITs，经常能够通过一些系列新物业开发、物业并购来为他们的份额持有人创造价值。当房地产空间市场有利的时候，巨量价值被那些有天分的物业开发者们创造出来。

因此，在REITs上的投资回报并不局限于其物业的实际回报。尽管有时REITs管理团队行差踏错，会损害其份额持有人的价值并且导致股票表现要差于其组合内的物业，然而，更经常出现的情形是反过来，这可由NAREIT和汤森集团提供的业绩表现数据予以证实。

投资者的一个相关问题是REITs股票的表现相对于商业房地产的定价。我们已经看到在REITs行业的历史上，有许多时候REITs股票的价格表现和商业房地产价格的趋势很不相同，至少在短期内是如此。有许多原因，但是一个关键的解释是REITs股票是房地产权益类资产，就像总体的权益市场一样，是向前看的。商业房地产价格在2007年相对稳健，但是REITs价格在那年的2月从顶点滑落。相反，商业房地产价格在2008~2009年持续下降（有一些在2010年大部分时间甚至在下跌），但是REITs份额从2009年触底反弹。那些被报纸标题困扰和被商业房地产价格下跌吓住了的投资者可能不愿意去购买

REITs股票，因此错失了巨大价格上升机遇。

总结而言，尽管REITs股票的长期业绩不会偏离商业房地产的业绩太多，他们未被锚定在商业房地产上面，而能够为其投资者带来更大的回报，尤其是在机遇非常的时间段里。例如，当REITs能够获得资本的途径给予他们一个竞争优势的时候。与直接持有房地产的人不同，REITs享受了在多数环境下的外部增长前景。最后，由于商业房地产和REITs的不同价格周期，那些在一些人不想拥有REITs的时候购买REITs股票的人能够积累一些特别好的回报。

迷思之五：REITs股票是投资载体

你经常会在财经杂志或本地报纸的个人金融板块读到“现在是进入（或退出）REITs的时机”。这一问题似乎从未远去。为什么它会被如此频繁的问起？我坚信这是因为REITs遭遇的另一个迷思：那就是他们就像商品一样，是一些必须选择合适的市场时机进行交易才能获得盈利的股票。

尽管一些投机者会可能偶尔如此操作，REITs股票最后是被交易而不是被持有的信念，是一个危险的迷思。该迷思基于一些假定，全都是错误的。这些假定包括：（1）REITs股票，像商品股票一样，如果想要得到较好回报，必须要能够在合适的时间购买并出售它们；（2）房地产和REITs股票价格、市场形势、利率、资本市场和投资者心理能够被机敏的投资者提前预料并且计算；（3）购买并出售这

些危险的小魔鬼的目标是获得大的盈利并回避同样大的损失。错！
错！错！

首先，REITs股票不需要频繁地购买和出售。事实上，它们是终极的适合购买并持有型的投资。它们在过去的始于1989年第三季度结束于2007年第一季度的整个商业房地产周期的17年里，获得了13.4%的平均回报，明显可以与股票总体市场相比较。在所有有意义的时间段里，REITs的总回报平均在两位数以上。取决于所选择的时间段，REITs的50%的回报来自股利，因此投资者获得报酬并且等待股票价格随着盈利、股利和净资产价值增长而上涨的额外回报到来。REITs是对于耐心的长期投资者真正有吸引力的投资。

第二，多数财富是由购买并持有优秀公司的股票的投资者创造的，比如巴菲特。交易者和择时者能够在股票市场持续赚钱，几乎没有什么例证。这在REITs世界里同样正确。为了成功地选择购买和出售REITs的正确时机，投资者必须要能够预测利率的变化方向（长期的和短期的）、美国的房地产市场、机构和个人的资本流动、通胀率和失业率，所有这些因素都决定房地产和股票的价格。投资者不可能一直能够预测这些，对于99%的投资而言，预测纯属浪费精力。

最后，多数严肃的投资者不是为了获得快速而可观的资本利得而投资REITs，就像有些在技术、生物或自然资源股票上那样。REITs股票最适合那些寻求股利收入和温和价格升值的投资者。REITs的价格会随着现金流和资产价值的增加而上涨，而且他们和其他资产类别

只有很小的相关性。那些处理REITs最佳的投资者是那些有最大的耐心、愿意持有并度过偶尔的熊市并且不期望会击中纪录的投资者。

因此，声称REITs股票是最佳的操作工具，仅仅是一个迷思。聪明的财务计划者和顾问应当告诉他们的客户，在其分散性的投资组合里合理分配资金到REITs上，并且一直坚守，或许还要一次又一次地维护该分配的平衡。我们将在本书后面花费一些时间在这一主题上。

总结

很多年里，REITs被房地产投资者视为普通股票，而被股票投资者当作怪癖的房地产。

REITs是房地产组织，而不仅仅是物业的打包或是房地产共同基金。

决定长期的房地产风险的关键因素是债务杠杆、缺乏分散性和对物业和物业组合差劲的管理。

尽管房地产投资经常是高杠杆的，高杠杆比例而不是房地产本身才是主要的风险。

或许有些时候房地产所有人会从通胀中获益，但是通胀并不是持有房地产的主要原因。

在决定物业价值时，市场因素如供给和需求、利率、经济的现有和预期形势、投资者的偏好、预期回报和其他可获得的投资选择，比通胀更加重要。

资本充足的REITs组织有能力，也经常有机会为他们的份额持有人带来比他们持有的物业所能提供的更多的投资回报。

REITs股票不是投资工具，而应当在长期里因为股利和最温和的

资本升值被持有。

第6章 REITs业绩的历史

如果过去的历史会完全一样地重现的话，那么最富裕的人将是图书馆员。

——沃伦·巴菲特

作为投资者，我们想要装备尽可能多的分析工具。知道一个特定的投资类型是如何在过去表现的或许不是未来的一个必然的指示。然而，历史的确能够帮助我们理解投资优点和特定资产类别的特征。

REITs股票在可观察的超过50年的时间里，是如何表现的？是像一个孩子一样，还是像一个青少年一样或者是像一个成年人一样，取决于我们考察的REITs的不同发展阶段。我们将观察这些发展，尤其是REITs是如何在其婴儿期表现的，他们是如何在其青春期创造灾害的以及他们是如何成长到投资世界的稳定的公民的。我们还将考虑REITs在应对不同房地产和经济环境时是如何表现的。

20世纪60年代：婴儿期

国会通过1960年签署的立法，批准REITs组织。国会的意图是使得个人投资者能够容易投资商业房地产，以使得他们能够享受和直接持有与单个物业相似的投资益处。一旦该结构被创造，第一个REITs被迅速组织。然而，这些早期的REITs以今天的标准来看，其中许多不是漂亮宝贝。

根据高盛的报告“REITs投资总结（1996）”，在20世纪60年代，只有10家有显著规模的REITs。许多REITs是由外部顾问管理的，所有物业管理职能都是由外部公司发挥的。许多这类管理公司是REITs的受托人的联合机构，因此产生了重大的利益冲突。

REITs组合规模很小，从Washington REITs（少量存活者中的一个）的1100万美元到REITs of America的巨量4400万美元。在20世纪60年代，由整个REITs行业持有的资产规模非常小，大约只有2亿美元（在2010年年末，REITs持有的房地产资产由NAREIT估计约为5000亿美元）。这些早期的REITs的董事和管理层只持有非常少的份额，很典型地，小于1%。

除了这些弱点之外，高盛的报告显示，这些早期的REITs获得了令人尊敬的业绩表现，主要是由健康类房地产市场在1960年帮助实现的。现金流（如今的运营资金的早期版本）每年平均增长5.8%，平均

股利收益为6.1%。投资者愿意为这些REITs支付的每股现金流的乘数因子没有大幅变化，他们的股票为投资者提供了平均为11.5%的年化总回报。这是一个非常不错的业绩，考虑到1963~1970年，标准普尔500指数的年化总回报平均只有6.7%。因此，尽管他们有很多阻碍，这些新生的投资工具表现非常好（见图6-1）。

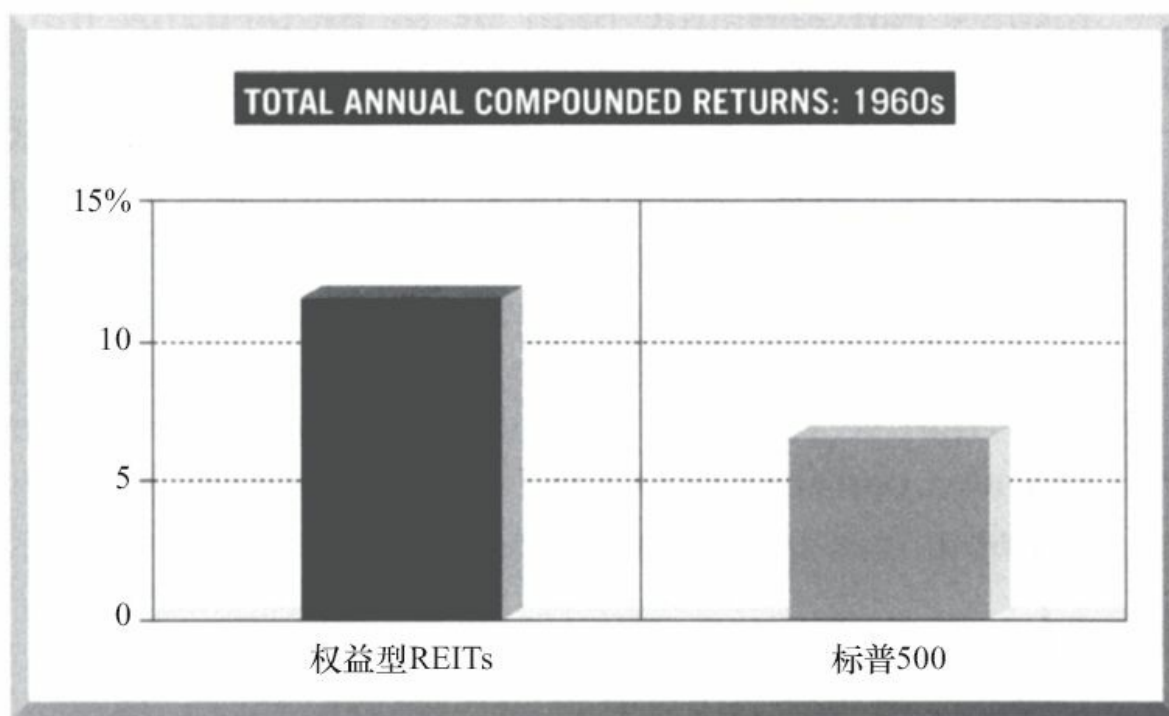


图6-1 总的年化复合回报率：1960年代

20世纪70年代：青春期和骚乱期

20世纪70年代是经济的骚乱时期，也是股票市场和REITs的骚乱时期。由OPEC的原油价格上涨引起的通货膨胀失去了控制。CPI在1973年上涨了6.3%，在1974年上涨了11%，1975年是9.1%，1979年是11.3%。

就好像这些逆风还不够似的，REITs行业还在忙于制造自身的问题。1968~1970年，行业产生了58家新的抵押型REITs。这些REITs多采用最小的股东权益和大量的借来的资金，为商业开发行业提供短期贷款，而这接下来在美国各地建造了数以百计的写字楼。

有实力的银行如美国银行、大通银行、Wachovia和Wells Fargo，还有很多别的银行，每家都发起了自己的REITs。或许它们的信念是“当音乐响起时，你就要去跳舞”，听起来很熟悉？主要是由于这些新的抵押型REITs的原因，REITs行业的总资产一下子从1968年的10亿美元爆发到20世纪70年代中期的200亿美元。但是许多由这些REITs发起或购入的开发贷款最后激进地被核准了。

当写字楼市场被足以压制通胀的高利率打压时，在1973年开始变得疲软，新的抵押型REITs发现债务杠杆有利也有弊了。被这些有问题的承销标准所致，不良资产在1974年上升到投资资产的73%，REITs股票的价格崩塌了，在1973年下降了21.8%，而在1974年下降

了29.3%。

【小知识】 由于他们对于抵押型REITs的令人感到恐怖的经验，20世纪70年代的投资者后来变得对整个REITs行业都不着迷了。

具有讽刺性的是，在这些抵押型REITs受困的同时，非借贷类的权益型REITs在20世纪70年代产生了良好的盈利。即使资产增长放缓，许多房地产市场仍保持了健康态势。联邦房产和新计划首次露面。这些零售类REITs在很多年里为投资者表现得很好。在那个10年里，10个由高盛的研究报告所标注的有代表性的权益性REITs，获得了平均为6.1%的现金流年化复合增长率，只有一年出现负增长。毫不奇怪的是，这些由超过5%的内部股份持有人的REITs比其他的REITs表现好得多。这10个具有代表性的REITs获得了平均年化4.2%的价格升值。当这个数值加到他们股利收益上时，在20世纪70年代产生了平均12.9%的年总回报，这一数据与标普500的5.8%的平均年总回报相比，很有吸引力（见图6-2）。

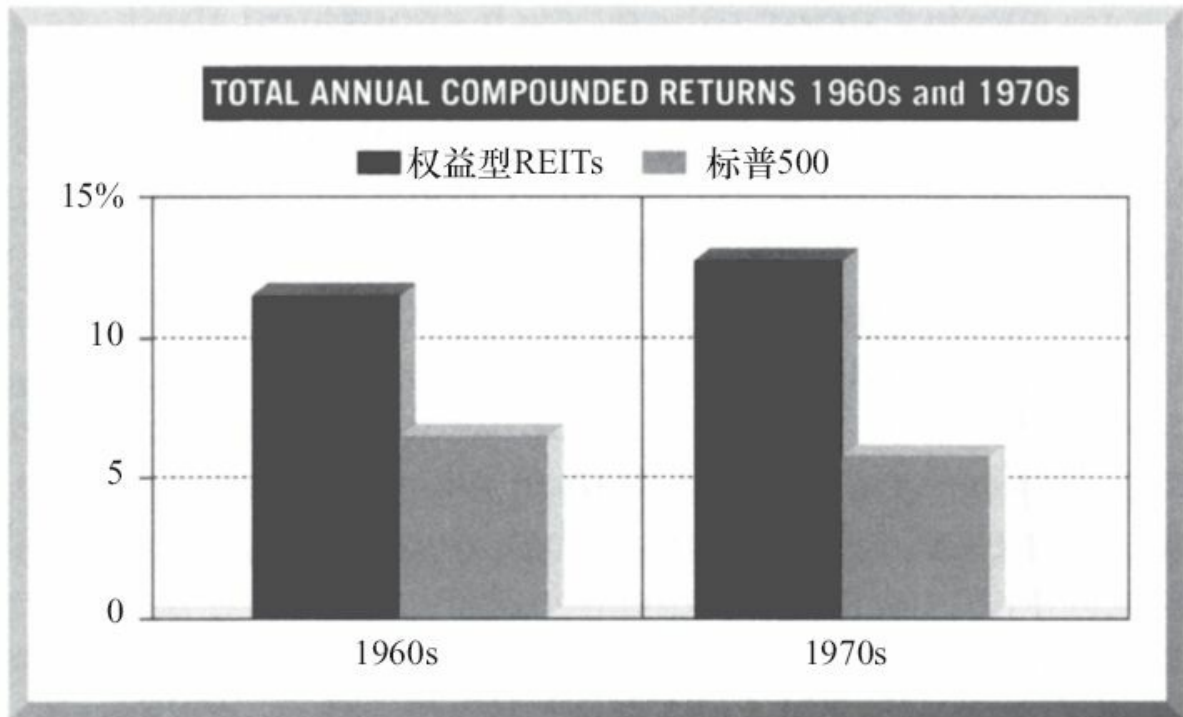


图6-2 总的年化复合回报率：1960~1970年代

然而，当该年代接近结束时，REITs仍然没有被投资界接受，或许是因为抵押型REITs的崩溃吧。在1979年年末，REITs行业的规模，以权益市场总价值来衡量（所有REITs份额的股票市场价值），低于1972年年底。在这一时期，事实上没有机构的资金配置到REITs行业。他们是未经验证的，流动性差的而且仍然（在大多数情况下）缺乏内部的、独立的管理。更进一步，除了一些例外（联邦房产和新计划），他们没有在准确规定的地理区域里专注于特定的物业部门。在该年代的末期，REITs仍然是一个年轻的孩童，遭遇到成长的烦恼。

20世纪80年代：过度建设

20世纪70年代的大规模的通胀使得建造成本像火箭一样上升，这些上升的成本和较低的租金率，加上新物业开发的受挫导致物业空间的新供给非常温和，这有利于物业持有人。最终，出租率以及租金率上涨。物业持有人（当然包括REITs）有一个非常完美的市场规模。

【小知识】 在20世纪70年代接近结束的时候，投资者为了应对通胀寻找硬资产，例如黄金、原油和房地产。

然而，20世纪80年代早期抵押贷款的特别高的利率，从12.5%到14.8%，显著地提高了REITs的借贷成本并且负面地影响了房地产空间市场，最终导致FFO增长放缓。根据高盛1996年1月的REITs投资总结，有代表性的REITs的每股FFO增长率从20世纪80年代的26.1%降低到1983年的4.4%。然而，在该年代的前半部分里，总的FFO增长好得令人惊奇，平均为8.7%，这是由于更高的租金率和非常温和的房地产新供给。在1980~1985年的6年里，该组合给投资者的平均年化总回报确实杰出，达到28.6%。

根据传道书（Ecclesiastes），“对于每个事物而言，都有他的季节”，良好的时期，该年代的前半部分是他们的季节，然而没能在后半部分持续。投资者，无论是公开的或是私人的，都禁不住提及20世纪80年代早期的杰出回报。每个人都持有房地产，大量的房地产。是

什么真正催生了房地产泡沫，或许是1981年由国会通过的经济复兴法案，为房地产持有人创造了很好的税收减免。授权物业持有人使用房地产资产的折旧作为税盾。

几乎是立即的，房地产经纪人和其他辛迪加组建了房地产有限合伙企业，而且把它们吹捧为不可错过的投资，提供了慷慨的税收利益和快速的资本利得。随着税收激励刺激的物业价格上涨到不可持续的水平，无法得到房地产持有的经济基本面的支持，无意的结果定律再次被证明是有效的。REITs，提供了更大的现金流稳定性但是较小的税收减免，因此被大大忽视了。

随着资本潮水般地涌入房地产，一些不幸的事件发生了。首先，REITs必须要和有限合伙企业及私人投资者竞争资本，而竞争者因为有限税收减免，不必须要有正的现金流。根本就没有竞争，后者能够为物业支付比REITs更多，因此严重阻碍了REITs的外部增长前景。

第二，由于购买狂潮，房地产价格飙升。即使是REITs募集到了并购的资本，物业被定价在这样的水平，以至于从并购中难以获得足够的投资回报。而且，只有很少的REITs愿意出售他们的物业来利用高涨的价格。

第三，也是最糟糕的，随着房地产被定价在高于重置成本的水平，新物业开发鼓起了肌肉并且掀起了新建设的波浪。实际上，每个开发者无论是曾经建设过任何东西或是根本没有建设过任何东西，造访他的友好的银行家，将计划和预算放在桌上，并大喝“建设贷款的

时机到了”，然后就带着90%的融资走了。

房地产市场在一些年里感到小小的疑虑，感受到了过度建设的影响，显著疲软了。就像那还不足够糟糕一样，国会通过了1986年税收改革法案，决定将税收减免的好处拿走，而这是投资的推动力。投资者不再为合并而获得慷慨的税收减免。在20世纪80年代后期，房地产变成了非常麻烦的投资。

【小知识】在20世纪80年代，当投资者寻找由有限合伙企业提供的税收庇护时，房地产价格上涨到无法维持的水平。

到20世纪80年代的后半部分，高盛研究中择取的有代表性的一组REITs，其平均的FFO增长率下降到只有2.5%。但是，REITs的股利上涨得比盈利要快，高盛组合REITs的平均FFO支付比例从1980年的72%增长到1986年的98%。但是，投资者没有注意到，或许是他们只是在注视股利收益。尽管REITs在这些困难年份里碰到很多问题，但是他们的股票并没有表现差劲。高盛组合的REITs的总年化回报从1985年的29.4%高点到1988年的3.7%的低点。他们在1985年、1988年和1989年轻微地差于标普500。但是在1986年和1987年要好于标普500。然而，这些高的股利支付比例和放慢的FFO增长，和房地产空间市场相关的问题一起，将最终在1990年赶上REITs股票的价格（见图6-3）。

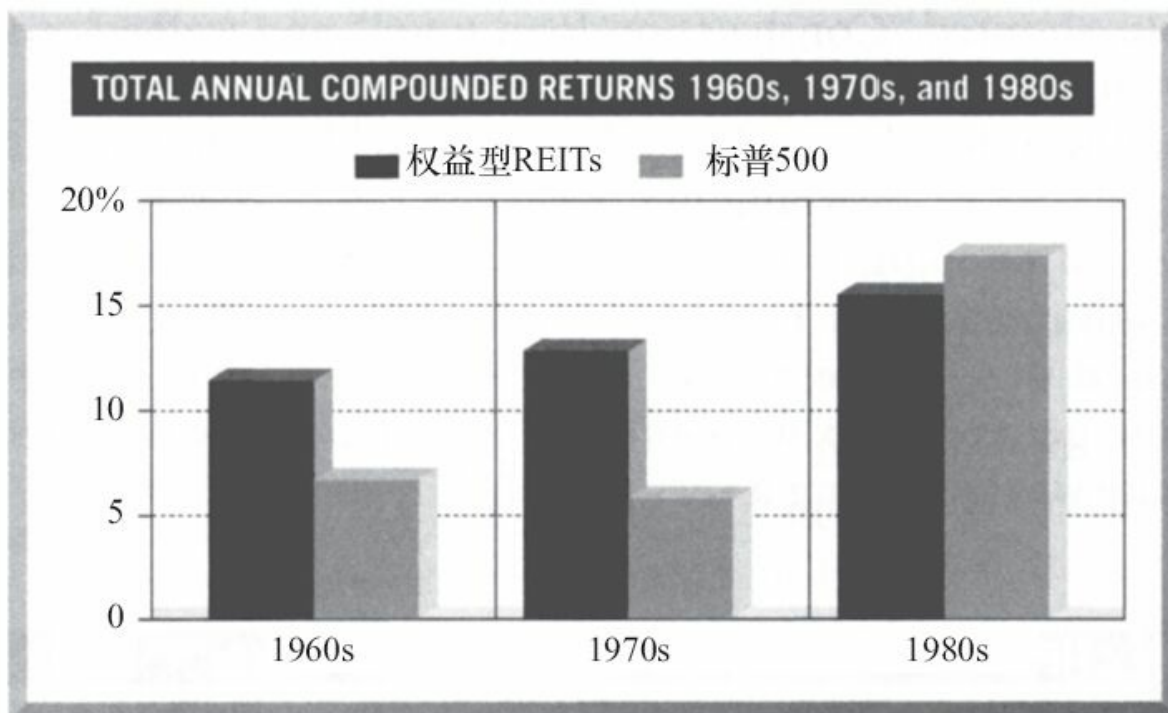


图6-3 总的年代总回报率：1970~1980年代

20世纪90年代：REITs的摩登年代——更多的成长烦恼

REITs从20世纪80年代的房地产过剩中兴起，在20世纪90年代的开局并不良好。REITs份额持有人在20世纪90年代遭受了熊市，他们持有的股票价格跌到自20世纪70年代以来没有见过的水平。NAREIT统计数据显示，权益型REITs的总回报，在1990年是-14.8%，这是自1974年以来最差的年份。这对于REITs投资者来说是一个很大的冲击，这些投资者本来已经有些过于自信了。从1975~1990年，权益型REITs只经历过一年为负的总回报，即1987年，当年总回报为-3.6%。

1990年的熊市

REITs的股票在1990年表现如此之差，主要是由于几方面的因素：写字楼和公寓小区持有人的问题是过度建设，这导致了空置率上升及停滞不前甚至是下降的租金率；零售类资产的问题，则是由沃尔玛和其他折扣商在传统零售商的领地里对他们发起持续的攻击造成的。许多REITs削减了股利，他们发现在这些艰难的房地产周期里，原先的股利发放比例过高了，显然无济于事。而且，尽管房地产证券出现减价是合乎情理的，但是投资者有些反应过度了（他们经常这样），REITs股票的价格下跌到低于合理的水平。

【小知识】在1990年年末，出现了完美的REITs买入价格，这些熊市的低价为接下来的1991~1993年的牛市开启了序幕，并且引致了1993~1994年的IPO大繁荣。

这十年的开局对于REITs而言十分艰难，但是REITs行业自身也在这一时段完成了蜕变。20世纪80年代末期和90年代早期的REITs是从60年代的REITs承接而来。内部持有增加了，而且，得益于1986年的税收改革法案，这一法案解放了REITs，许多REITs终止了他们的外部投资顾问关系，将他们的出租、维护服务、再开发及新的建设等业务全部内部化了。在1990年的熊市末期，一大群REITs，如HCP，Washington REITs及温加滕物业，能够夸耀自己有经验的管理团队和良好的业绩记录了。高品质REITs的等级也由金科地产集团的IPO得到提升了，只是当时只有少数投资者关注到了这些。但是，一直到1993年，很大数量的新的、高品质的REITs才能够被投资者获得。

1991~1993年：牛市归来

一系列因素导致权益型REITs在1991~1993年表现得超乎寻常。根据NAREIT的数据，在那一时段，REITs的年化总回报平均为23.3%。这一卓越的表现对于在1990年熊市中坚守REITs的耐心的投资者是一个充分的奖励。

为什么REITs股票在1991~1993年表现如此之好？从事后的观点来看则非常容易解释。第一个事情是，投资者在1990年抛空REITs股

票时，有些反应过度了。一些回报是来自REITs股票价格反弹至合理水平而获得的。然而，或许更重要的原因是，在20世纪80年代末期到90年代早期之间的房地产市场的过度建设周期和萧条期里，REITs能够有充分的议价能力，能任意挑取廉价的物业资产。到1991年，许多REITs再次能够募集资本。他们从银行、保险公司、房地产有限合伙企业及重组信托公司（RTC）等手中以“跳楼价”收购了规模巨大的物业大楼。当时，银行对于大量违约的房地产贷款取消了抵押品赎回权。保险公司想要降低其房地产的风险敞口。房地产有限合伙企业在20世纪80年代的狂暴后开始崩塌。RTC则由国会组建，从破产的贷款人或是濒临破产的贷款人那里收购并重新出售房地产和房地产贷款。REITs再次能够推行激进的收购项目，通过发行权益股票或是进一步的借款来募集资金并将资金以一个非常具有吸引力的回报水平进行投资。

【小知识】 价格从熊市低位反弹，能够获得大量的资本去进行有吸引力的收购，加以低利率，所有这些催生了REITs 1991~1993年的牛市。

在1991年1月到1993年年末的这段时间里，美联储逐渐降低利率以试图缓和已经变得程度较浅但是时间较长的衰退。在1991年1月，三月期美国国债的收益率是6.2%。到1993年年末，已经下降到3.1%。REITs股票，发放了高额的股利，加上直线上升的盈利增长，为投资者带来了难以抵挡的诱惑，这些投资者开始重新对REITs浪漫起来。

1993~1994年的REITs IPO大繁荣

REITs行业被开始于1993年的IPO巨浪完全转变。根据NAREIT，在1993年，有100家REITs进行了股票发行，总共募集了132亿美元，其中93亿美元是由50家新的REITs募集的，而39亿美元是由现有的50家REITs募集的。1994年又募集了111亿美元，其中包括45家新REITs的IPO募集的72亿美元和现有的REITs的52笔总计39亿美元的募资。根据美林1994年8月的报告“规模上涨的权益型REITs行业”，仅1993年一年募集的资金规模就超过了之前13年里募集的股票资金总和。

在1990年年末，所有公开交易的权益型REITs的市值总规模估计为56亿美元。到1994年年末，已经超过388亿美元，这主要是由于1993~1994年的IPO浪潮。募资活动在1995年开始放缓，当年只募集了82亿美元的新资本。当年IPO只有8家，仅募集了9亿美元资金。

【小知识】 尽管REITs的牛市在1994年出现了休整，但是20世纪90年代早期的IPO繁荣对于REITs世界产生了革命性的影响。它使得投资者能够参与的物业类型及REITs数量大大增加了。

不像其他行业的IPO一次次地把一些小的投机性的公司带给公众，REITs IPO繁荣把一些最坚实的和受人尊敬的房地产组织带给了公众投资者。这里只列举一部分名字：DDR、杜克物业、普增房产、金科地产集团、Post Properties、西蒙物业集团以及塔博曼中心。还有，REITs投资者能够接触到的物业类型的数量也大大增加了。这

些IPO的成功，使得投资者能够获得很多新的类型，包括区域性的购物广场、代销中心、工业地产、制造类房屋小区、自助存储物业及旅馆，这些加上原先就能够获得的公寓、邻里购物中心及健康护理物业等。

为什么许多公司要去上市？这一问题已经成为很多人研讨的主题。一些愤世嫉俗之徒声称，在许多公司里，内部人是要抓住机会以新的公众投资者为代价，来将其持有的权益在高位套现。尽管，这一声称在一些案例里是有道理的，也有很多显著的理由解释这一现象（大家纷纷上市）。在20世纪90年代早期，银行和储蓄贷款组织被房地产萧条带来的不良贷款严重损害，使得他们停止了以往常规的向房地产领域的资金支持。传统的私人资本（private capital）的融资来源被切断之后，许多房地产公司有充分理由（有一些可以说是被迫）去寻求获得“公众”资本（public capital）的通道。这类公众资本提供了非常显著的融资灵活度。

还有，市场上出现了一种在许多管理团队心里的认知，房地产通过REITs的证券化将成为主要的趋势并且将帮助他们的组织变得更加强大和更具竞争力。另一个原因是组织的创始人，想要将其流动性差的合伙份额权益转变成公开交易的股票份额，这使得公司能容易将其出售并分散化他们的投资，或是用于新的房地产计划。从这一角度而言，这些新的REITs和其他成功企业去上市没有两样，是把上市作为一种解决融资、流动性及房地产税务问题的手段。

许多在这一时间里组建并上市的新的REITs被其他REITs收购或是与其他REITs合并，还有一些则被私人公司或是机构投资者购买。尽管也有一些REITs表现平平，但是这些新一代的REITs中，很大数量都能够有理由声称自己是卓越的房地产公司，在未来能够为投资者提供优秀的回报。

1995~2000年：供需问题和“分蛋糕大赛”

甚至是在1993~1994年的IPO繁荣结束之前，许多REITs股票价格已经显著“冰冻”了。1994年，REITs的平均总回报仅仅只有3.2%。到1995年年末，许多REITs，尤其是公寓类的和零售类的，股票价格已经低于其1993年的高位。

然而，IPO浪潮中反映出来的对于REITs份额的热情立即重新点燃，在1995年股票提供了令人印象深刻的高达15.3%的平均总回报。其后对于REITs投资者是一个爆发的年份，股票在1996年里提供了35.3%的平均总回报。1997年情况仍然良好，REITs获得了20.3%的总回报。

解释股票表现从来不是一件易事，即使是以事后的观点来看也是如此。在相对较短期的股票市场的变化中寻求逻辑合理性经常就像是在寻找一个塔斯马尼亚的魔鬼。而我对于股票在1995~1997年表现如此之好的观点如下。

股票在1994年年末很便宜。在1994年11月，绿色大街咨询估计，

REITs价格基于预估的1995年的自由现金流，其股利收益率是9.7%。在那些年里，债券较低的收益率和相对强劲表现的股票市场使得REITs股票与其他投资相比起来，看上去更便宜。还有，投资者预期，由于较好的并购环境以及广泛的资本渠道，REITs将有高于平均水平的现金流及股利增长率。还有可能是，他们期望商业房地产价格的巨大升值，或许是因为温和的房地产周期、更低的通胀率和利率及更强劲的物业业绩。然而，另一个理由可能成立，对于机构投资者而言，是REITs股票的流动性及REITs投资选择的巨大增长。

但是，市场经常变得过于繁荣，这发生在1995年年末到1997年的时间段里。邪恶的熊市在1998年和1999年出现，将REITs股票打低了17.5%和4.6%（按总回报的基础）。如果只按价格来计算，则要下降更多。这是自1973~1974年以来，REITs投资者第一次连续两年遭受下跌年份。甚至，尽管这一崩溃发生在十年以前，我们来探究到底发生了什么或许有助于今天的投资者。有许多人和事需要为此承担责任。

在1996~1997年，大量的资金被投资者和投机者投向了REITs份额，他们乘上REITs快车仅仅是因为REITs表现良好。从这一角度来说，20世纪90年代中期是REITs首度成为交易工具的年代，这也是REITs股票波动性提高的先驱，而这种波动性在2007~2010年变得非常明显。临近1997年年末时，盛会显然已经结束，许多新的REITs投资者离场了，加速了REITs股票价格的下跌。这些投资者去哪了？即使是最激进的REITs也不可能像新的网络公司以及为这些网络公司提

供基础设施的技术公司那样高速增长。因而，许多投机REITs股票的投资者将其资金投向了芯片并且走向网络赌场。

除了对于REITs股票的需求消失，还有供给方面的问题。根据NAREIT的统计数据，在1997年，共有318个股票发行，募集了总计327亿美元资金。其中，仅有26家为首次公开发行（募集了63亿美元）。尽管REITs牛市在1997年年底已经结束，在1998年，仍然有和1997年那样规模的股票发行，许多这些都是在该年的早期发行的。到了1998年年底，REITs已经通过314次股票发行募集了另外的215亿美元，其中17次发行是IPO。这两年总计募集资金为542亿美元，是1996年年末REITs总市值规模（783亿美元）的69%。

【小知识】任何事物的供给大大超过需求时，价格下跌。REITs份额持有人在1998~1999年的经济中学习到了这一课。

除了这些技术性的但是非常重要的供需问题之外，投资者还高估了REITs的增加现金流的能力，投资者或许还将注意力集中在错误的投资标准之上。1996年和1997年的流行词语是“新时代、考虑箱子和并购管道”，这些意味着许多REITs将不再局限于传统的4%~5%的年增长率。在他们对高速的盈利增长的追求中，许多REITs（和以盈利为中心的投资者）忘记了对于长期投资价值而言更重要的价值创造，尤其是如果那些盈利增长是依靠额外的债务融资“买”来的。

1997年年末，许多人开始质疑REITs通过募集资本来提供支持的巨大规模的收购，除了扩大了他们的组织规模之外，是否还做了些其

他有意义的事情。这些收购产生了超过资本成本的回报吗？那些持怀疑态度者开始称REITs的收购为“分蛋糕大赛”。正如上面提及的，REITs的现金流增长可以通过债务或权益融资来“买”到，但是除非投资回报能够超过新资本的成本，否则没有创造任何额外的价值。我们将在第7章花更多的篇幅在这一关键概念上。同时，从REITs的1998年和1999年熊市里得到的一些教训总结如下。

1998年和1999年熊市的经验教训

1998年和1999年的REITs熊市是破坏性的。自从1974~1975年以来，权益型REITs第一次遭受了连续两年的负回报。不考虑股利，REITs股票价格在1998年下降了22.3%，在1999年下降了12.2%。在前面的内容里，我试图解释为什么会出现熊市。哲学家和诗人乔治·桑塔亚那（George Santayana）曾经说过：那些不能够铭记过去的人活该重复它们。因此，或许回顾一些教训会有所帮助。以下是四个教训。

1.1997年10月，在熊市开始前的数月里，典型的REITs价格相比估计的净资产价值（NAV）有30%的溢价。由于REITs必须将其大部分盈利以股利形式支付出去而只能保留很小的一部分，加上商业房地产资本密集的特性，只有很少的REITs能够以非常高的速率增加其利润。教训：投资者对哪怕是最好的和增长最快的REITs组织，也不应当支付过多的相对NAV的溢价。

2.新投资者群体，个体投资者或是机构投资者，在1996~1997年，紧紧拥抱REITs投资，为额外的REITs股票创造了史无前例的需

求。这一需求主要是由REITs的再融资股票发行得到满足。但是，很多REITs投资者购买这些股票仅仅是因为其价格在上涨。“动量投资”在20世纪90年代的后期非常流行，在股票价格下跌后消失得也非常迅速。教训：尽管REITs股票全是和房地产相关，因而它们的回报将非常依赖于商业房地产的价值和盈利能力，但是它们同时也是股票，而此，也受制于投资世界中一次又一次的投资风格的转变，他们的流行度也会上升和下跌。推导的教训：在短期或是中期内，REITs价格波动性都要超过直接持有房地产。

3.由于1996年到1998年早期，权益资本很容易获得，许多REITs购买巨大规模的房地产资产并且扩展到许多新的市场。但是这些REITs经常并没有获得议价能力，或是为其进入的新市场带来任何有意义的东西。在熊市中股票价格下跌部分地可以归因于投资者对于REITs在这些新投资上面的回报前景的失望。教训：REITs组织必须获得匹配或是超过资本的长期成本的回报，并且认识到资本配置是REITs能够做出的最重要的决策。

4.很多被广泛认可的REITs组织在1995~1997年，推行了一些激进的收购策略，经常过度使用短期债务和怪异的对冲技巧如远期股票交易。这些REITs，一度由于高增长速率而深受投资欢迎，变得过分扩张了，最终发现他们不得不以折扣价格发行新的股票以偿付到期的债务。教训：保守型的REITs投资者应当明白激进的外部增长策略的风险，尤其是使用短期债务为长期资产如房地产来融资的时候。一个合理且保守性的资产负债结构降低了风险。这一教训并没有被人们充分

领悟，在2007~2009年的熊市中，风险又重回市场，再一次教训了很多REITs及他们的投资者。

2000~2007年：可信度和市场接受度

最终，作为1998~1999年熊市的深度而痛苦的结果，REITs价格变得异乎寻常的低廉，在很多情况下，是以低于估计的NAV 20%~25%的折扣价格在进行交易。同时，房地产市场在那一时间段保持了良好态势，出租率和租金率由于强劲的经济而变得更高，推动了REITs的FFO增长和资产价值增长。在这种背景下，网络类和技术类股票变得异常昂贵，即将到达顶点。事实上，2000年3月，将达到纳斯达克和大多数技术类、网络类和通信类股票的高水位记录。价值投资将要变得再次流行，而REITs在新千年来临之前，是投资的精粹。从2000年早期开始，REITs股票发起了一场主要的牛市，几乎没有回调地一直持续到了2007年1月。根据NAREIT的报道，在2000~2006年这段时间里，权益型REITs的回报包括股利在内，幅度是从2003年的37.1%的高点到2002年的3.8%的低点，只有2002年REITs的投资回报没有达到两位数。

在为这一强劲的表现寻找解释之前，先看看2001~2004年REITs股票也表现得非常好的事实，可能会有所帮助。在2001~2004年，商业房地产空间市场在2000~2001年的经济衰退中挣扎。零售类房地产表现稳定，但是公寓类持有人由于上升的失业率、单户家庭房屋的不断流行等原因而受到打击。写字楼持有人则因为多数美国企业在20世纪90年代末期的繁荣之后减少员工雇佣和空间需求而遭受痛苦。

由于上述原因，租金率和出租率在多数商业房地产领域都出现下跌，而多数商业物业持有人的净经营收入下降，有些则下降显著。平均的公寓空置率从2000年的3%上升到2003年年末到2004年早期的6.8%，而可作比的小区净经营收入在2001~2004年是负的。写字楼领域的情形也好不到哪里去，同一物业的净经营收入在2002年变成负的，继而在2003年进一步恶化，在2004年虽然有所改善，但仍然疲弱。

还有，正如上面提及的，REITs股票在这一时间里表现得非常好，尤其是在2003年和2004年里。这些年里，每年的总回报都超过了30%。投资者仅仅是没有关注？他们没有注意到，由于挑战性的房地产市场，大多数REITs的FFO增长是负的而且股利覆盖变得非常紧缩？

一点也不这样。股票市场学生们都知道，股票价格并不必然与当前的经济或商业形势甚或是单个公司的运营结果保持一致。市场经常由一些和近期利润无关的因素驱动，这一现象不但可以应用于REITs股票，还可以应用于商业房地产。让我们来猜测在那一时间框架里，REITs股票价格和房地产市场形势脱节的原因吧。

我推断，REITs股票在2000年3月启动他们的牛市与同一月份技术类股票到达其顶点，这两者不是巧合。事实上，2000年标志着为当期收益而进行投资变得流行的一个时段的开始。这可能是对在技术、信息及网络类股票上的可怕投资损失的一种反应，使得增长型股票失

宠。或是由于回归基本的哲学，投资者想要以当期收入的形式获得其总回报预期的一大部分。在任何一种情形下，REITs股票，在股票市场里发放了最高的股利（在2000年2月，西蒙物业集团的股利收益为8.2%），明显要受益于这种新的趋势。

正如我们再一次看到的，在2010年，投资者将其资金转向高收益投资，而当这种情形发生时，REITs股票经常受益。尽管声称投资偏好长期存在转移，这一点有些推断的成分，但是很明显地这种转变的确发生了。婴儿潮一代已经接近退休年纪，或许会偏好让其大部分退休后的需求通过当期现金流（以股利支付的形式）来满足。养老基金和其他机构投资者现在越来越多地面临着相似的问题，例如，为不断增加的退休人员支付养老金和其他金额。股票市场中资本利得不能够一直可靠，因此当期收入，不管是房地产现金流或是REITs的股利支付，在未来要比过去变得更有价值。

另一个相关的因素是REITs的除高股利之外的许多投资属性在2000~2007年变得流行起来。REITs股票的价格变化与其他资产类别没有高的相关性，而这些相对低的相关性或许吸引了想要平滑其分散性的投资组合的波动性的新投资者。大多数时间里，REITs的现金流稳定且可以预期，这一特性还会让那些被负的“盈利惊喜”吓怕了的投资者对REITs产生喜爱。

还有可能的是，投资者在2003~2007年开始认为商业房地产市场将变得更加稳定。房地产市场的信息变得更加容易获得且透明，这是

由于互联网的发展和物业信息得到编辑开展的原因。这些使得投资者确信，过度开发的风险已经大大降低。由于过去十年的中期里，商业抵押担保证券（CMBS）的新兴，为这些资产提供融资，并且变得更加容易获得和更有效率。这些因素或许使得风险关注降低、商业房地产价格上升以及市场的资本化率降低，所以所有这些都为REITs股票的强劲表现做出了贡献，一直到牛市在2007年早期见顶。因此，REITs股票在这一时段里的优异表现很大部分可能是由于投资者增加了他们在房地产，或者说，REITs上的资本分配。

投资者还注意到，多数REITs的管理层在2000~2001年的衰退导致房地产市场下行的期间，在管理他们的公司方面表现得非常不错。他们还有效利用了资本，坚持了投资纪律并且提升了财务披露和公司治理的水平。这些在可靠性方面的提升，加上REITs份额提高了的流动性，对于推动REITs股票价格在这一时段上涨发挥了作用。

还应该注意，在2003~2006年间REITs价格的上涨很大部分是市场对商业房地产总体的估值提高了的结果。我们能够推断REITs股票的价格将持续对绝大多数的商业房地产市场的价格变化敏感，尽管历史上前者“引导”了后者。根据NAREIT投资事务与投资者教育部门的副总裁梅雷迪思（Meredith Despina）的观点，私人房地产市场的回报平均滞后公开交易的REITs的回报约15~18个月，但是这种滞后长度在不同的市场周期阶段是不同的。

2007~2010年：REITs从大衰退中幸存下来

在2007年2月7日，REITs股票已经上涨到从未企及的水平。这是一个好消息。坏消息则是REITs股票最可怕的熊市即将到来。MCSI US REITs指数（一个纯价格指数）在当天到达1233.66的高点，而接踵而来的熊市则持续到2009年的3月6日，指数跌到287.87。仅仅两年时间，指数下跌了76%。REITs投资者之前从未经历过这种情形。一些投资者甚至担心整个REITs行业存活问题，尤其是当最大和广受尊敬的REITs之一，普增房产在2009年4月16日提起破产保护时。然而，具有讽刺意味的是，REITs股票到那个时候已经到达底部并且企稳，并将在接下来的24个月里缓慢地收复大部分在熊市中的失地。

对于这一令人震惊的熊市的指责多数可以归结为“完美风暴”。就像美国经济中的任何事情都可能出错一样，美国的房地产市场、信贷市场也同样会出错。还有，商业房地产在2007年定价过高，这一事实在REITs股票的价格中得到反映。一些人声称，股票价格在那个时候存在泡沫。或许是的，但是我的观点是，就像所有资产类别一样，他们仅仅是定价在全球经济和房地产市场将持续扩张及通胀率低的基础之上。没有什么事物将会出错。

但是事物“的确”出错了，而且全部都在同一时刻出错。由房屋市场持续增强的问题引发，加上公众发现美国的投资银行已经将赌注押在那些价值高度依赖房屋价格维持稳定和房屋抵押贷款违约率维持低

水平的衍生品上，信贷市场开始变得敏感起来。贝尔斯登在2008年春季的崩溃只是冰山一角。到2008年9月，雷曼兄弟已经申请破产，美林不得不将自己出售给美国银行，美国国际集团也处于毁灭的边缘。这些事件导致的结果就是信用将不再可得，CMBS市场，对于商业房地产的融资如此重要，也崩溃了。国会和联邦政府认为，他们将不得不通过联邦项目如问题资产处置计划（TARP）来预防大型银行的倒闭，而且美国经济和房地产市场将会出现深度衰退。

因此，商业房地产价格，反映了功能失灵的信贷市场及空置率急剧上升和租金率下跌的预期，也开始快速下跌。但是，由于信贷市场失灵而且购买者已经变得过度回避风险，没有人真正了解商业房地产价值几何。最终，在2009年后期及2010年，流动性改善而购买者开始出现。但是，商业房地产价格随着资本化率飙升而受到重创。绿色大街咨询的商业物业价格指数反映出该公司的分析，商业房地产价格在2007年8月到达顶点，而在2009年5月到达底点时，下跌了38%。穆迪的商业物业价格指数（CPPI）则从顶点下跌了43%（在2011年2月，穆迪确认价格仅仅从周期低点反弹了0.8%）。世邦魏理仕公司指出，商业房地产价格在到达底部时跌回到了2003年的水平。在多数情形里，REITs的NAV的下降甚至比私人房地产市场的价格下跌更加严重，这是由于REITs在其资产负债表中持有负债，正是这些负债放大了他们的物业价格下降的影响。

大衰退重创了整个美国的空房市场，所有类型的房地产的空置率都出现上升。例如，里斯（Reis）报道，2010年三季度，美国写字楼

的平均空置率为17.5%，这是17年里的高点。世邦魏理仕公司在大约同一时期报道，工业物业的空置率是14.1%，是自1989年以来的最高水平。市场在2010年变得稳定，但是损害很严重。由于REITs股票是商业房地产市场的价格变化和运营趋势的先行指示器，难怪其在2007年早期就开始疲软。

REITs的投资还不得不面对另一个问题。REITs组织，就像大多数物业持有人一样，总是使用债务来购买物业，这提高了回报但也放大了风险。债务杠杆水平在进入2007年的下行阶段时，并没有达到令人担忧的程度。只有少数例外，如普增房产，债务到期仍处于可控水平。正如《REITs组合》的“REITs将如何存活”一文（2008年11月~12月）中提到的，REITs的杠杆比率接近于2003年的水平。杠杆比率约为45%，这和当今的标准一致，也处于投资者可以安心的水平。然而，债务相对EBITDA的比例已经上升，这或许是一个警告信号。

但是在一个商业房地产价格如秋风扫落叶的极端的时期里，之前可被接受的杠杆比例已经全不相关了。当物业的价值下跌了40%，则债务相对该物业的价值的比例就会变得令人不安了。运用50万美元的债务持有100万美元的物业，杠杆水平只有50%。但是，如果该物业的价值下跌到60万美元，杠杆水平就一下子上升到83%了。这在2008~2009年间，对于REITs组织是一个大问题。在那一段时间里，他们完全不清楚REITs的贷款人是否将继续愿意在接下来的年份里为这些债务提供再融资。一些REITs在那一段时间里，是基于生存可能存在问题的假设被定价的。

REITs对于物业价格下跌及租金率和出租率下降无能为力，但是他们可以通过降低债务杠杆来提升其资产负债表表现。他们确实也是这样做的。他们募集权益资本、出售资产或是与其他公司组建联合企业，解决近期到期的债务，削减股利（或是以股份来支付股利，本节后面将会述及）以及采取其他能够保留现金的手段。不同REITs采用的策略各不相同。

从2009年3月中期开始，跟随西蒙物业、亚历山大房产和AMB房产的步伐，REITs开始大量募集权益资本。这些早期的股票发行价格很低，通常会稀释NAV和每股现金流。然而，这些股票发行后二级市场的交易表现很好。更多的REITs募集了权益资本。到2009年年末，87家REITs的再融资完成，共募集117.5亿美元（根据NAREIT的数据），而REITs将这些资金主要用来降低债务杠杆。许多REITs还通过处理资产来降低债务杠杆，或是将他们对外出售，或是将他们转移至新的或已有的与机构投资者合伙的联合企业 [一个很好的例子是马塞里奇房产（Macerich），其在购物广场的资产里引入了大量的机构投资者权益]。

债务得到支付，使得总体的杠杆比率降低，而在1~3年里到期的债务得到特别处理。信用条款被修改，一些无他项权利限定的资产被用来抵押而现有有担保的债务被重新融资，这些扩展了债务的期限并且为近期到期的债务提供了融资。在贷款人铁腕且没有知道商业房地产价值的时候，这可不是一个简单的任务。但是大多数REITs组织足够强大，并且得益于与不同贷款人良好的长期关系，确实完成了任

务。这些早期的再融资的条件，就连当铺老板都会觉得不好意思。例如，西蒙物业，一家被高度认可的REITs，必须为其在2009年3月发行的新的10年期的高级无担保债券（包括一些初始以折扣发行的）支付10.75%的利率。幸运的是，随着与国债的利差最终缩窄，后面的再融资条件要好很多。

许多REITs采用的另一个策略是缩减股利，这很痛苦但也很必要。根据SNL的报道，在2008年、2009年和2010年，分别有35家、56家和7家REITs停止了股利发放。由于衰退导致了物业现金流收缩以及发行新的权益资本稀释了每股的现金流等，使得自由现金流出现突然且显著的下跌，这使得采取这类措施变得很有必要。在很多情况下，例如，西蒙物业，REITs削减的股利比绝对需要的还要多，这是由于谨慎过度。另外，如果在商业房地产市场上的大屠杀将提供不同寻常的购买机遇的话，还可以为资助物业收购来建造弹药库。

当然，一些REITs没有削减或停止股利发放。但是，全行业范围的股利削减非常痛苦。在2011年1月，我的一个朋友（REITs投资者）对REITs的股利削减做了一个非正式的研究，总结认为，当前股利支付比例的中位数（2011年1月）只有之前高点时的61.9%。而且，他指出，如果假定每年5%的增长比例，要花费10年时间才能够回到2006年和2007年的高股利发放水平。

在一些情况下，REITs利用了IRS收益程序2008-68（IRS Revenue Procedure 2008-68）在2008年12月发行，这些发行使得他们能够在满

足特定条件下以股票的形式发放部分股利。这种方式虽然不受许多投资者的欢迎，但是为债务削减和去杠杆保留了现金。到2010年年末，只有很小部分的REITs以股票形式发放股利。

尽管REITs份额在2007年和2008年里遭受了巨大的且痛苦的下
跌，但是在2009年和2010年，他们迅速反弹了。我们应当将那个近期的熊市详细研究透彻。REITs在任何一个足够长的时间段里，都表现得非常出色，这一点可以在图6-4证明。

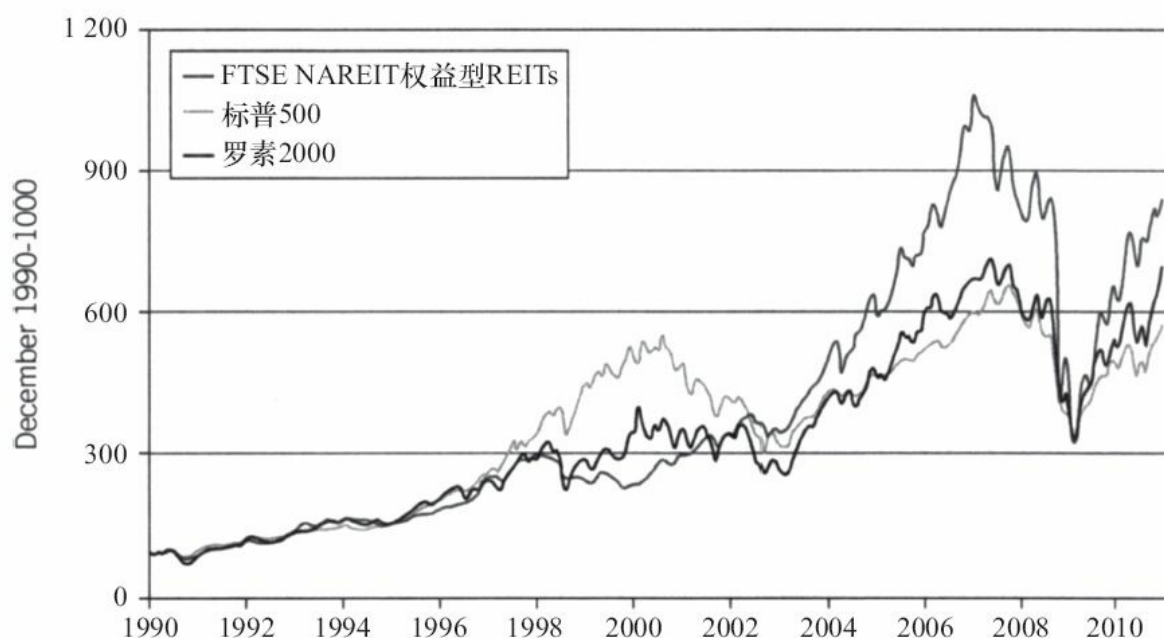


图6-4 20年REITs的表现，对照标普500和罗素2000

观察

我自己作为投资者在2007~2009年这一段混乱且担忧的时间里在REITs的战场上勇敢作战。我将一些个人的观察表述如下：

· REITs在2009年募集权益资本，非常痛苦但是绝对是那一时间里的正确策略。在很多私人投资者无法为他们的物业贷款进行再融资的时候，采取这一策略，也证明了公开交易的REITs有如此多的资本来源的价值。

· 在危机中所采取的行动还显示出了REITs的董事会和管理团队已经逐渐从早期的青涩发展成熟，能够做出艰难但是必要的决策。

· REITs的盈利比多数公司的盈利要更稳定和更可预期，在很多情况下，这主要是得益于长年租约。但是房地产空间市场总是周期波动的，尤其是那些猛烈的周期性波动会对现金流造成负面冲击，甚至造成股利削减。

· 可能从文艺复兴时代开始，债务就已经被用来购买或持有房地产了。但是，一个长期的问题是，房地产投资者是否过度使用了债务？绿色大街咨询的迈克·卡比（Mike Kirby）曾经研究过该问题，总结认为，债务杠杆在推动市场发展方面的正面作用不像多数人所认为的那样，并且认为使用债务并没有为REITs投资者带来任何利益。尽管少量的债务并不会为REITs投资者带来不可接受的风险，但是我们永远也不知道“黑天鹅”何时会飞来。许多房地产持有人一直认为，他们从适度的债务杠杆中获益。然而，这些好处是否能够抵补在信贷市场突发问题时的巨大风险？我不敢确信。或许不能吧。我们将在第8章进一步讨论债务问题。

一些经验教训

正如本章之前所述及的，每一次危机都是一次学习的机会。我们能够从REITs组织和其投资者在2007~2010年这一时间段遭遇的危机里学习到什么呢？下面是一些经验教训。

· 商业房地产作为一种资产类别，已经不再是基于其自身独特的特征来定价了。它现在已经成为一种被广泛认可的投资选择，并且基于其提供的令人满意的相对其他资产类别如债券和股票的风险调整回报以及对风险回避的变换水平，来进行定价。相应的，它的定价变得比过去更加波动。由于商业房地产定价是REITs股票定价的重要驱动因素——通常REITs价格比房地产价格以一个更快更早的步调进行变化，REITs股票价格也变得比他们在历史上的多数时期里要更加波动。我们必须学会面对这种情况。我们不能忘记房地产是一个周期性的行业，尽管一些周期阶段要比另一些更加激烈。

· 债务杠杆和债务到期日程在经济上升和信贷自由流动的时期，从来不是问题。但是，我们从来无法提前了解，什么时候一些无法预见的事件将突然出现并且导致之前所有的假设全都失效。当这些发生时——他们会更加频繁的发生——REITs的资产负债表就真成问题了，而且是个很大的问题。REITs股票的公允价值中的一个关键成分应当是其资产负债。“肥尾”的确会出现，而低债务水平将会减轻其严峻效应。

· 在1995~1998年，以及在2004~2007年，许多REITs发展了房地产相关的业务以获得高于平均水平的利润增长。投资者相当合理地以更高的股票估值回报了他们。只有少量风险的创新是一件好事情，但是投资者不应当假定这些业务会一直增长下去。他们应当对这种业务进行保守性的估值，或许还应当出售那些管理层带着玫瑰色眼镜的REITs。投资者对这些REITs股票的估值就像是这些非租金收入会一直涨到天上去一样。

· REITs组织已经从大衰退中存活下来了，并且保持了一个较好的市场规模，这是对作为投资工具的REITs及其管理团队的感谢。在2010年年末，REITs比其私人房地产投资的手们要健康得多。这里的经验教训是REITs享受到了很多有利的投资属性，而其他房地产投资者无法获得。这些包括更广的融资选择。因此，REITs将是持有商业房地产的最好的方式之一。

近来的趋势

在完成本章的REITs历史、REITs业绩以及业绩的驱动因素的讨论之前，让我们快速回顾一些在REITs领域的近期趋势。

规模增长

典型的权益型REITs的规模都大大增大了（见图6-5）。在1994年年末，只有几家REITs的市值超过10亿美元。主要是因为股票价格上涨、并购活动及股票发行等因素，在2010年年末，有83家REITs的市值超过了10亿美元，其中有20家权益型REITs的市值超过了50亿美元。西蒙物业市值在2010年12月31日为291亿美元，是当时最大的REITs。正如我们在第5章所看到的，最大的REITs的规模一直在增长，加上内部收益服务（IRS）规模对REITs的积极业务的影响，使得在2001年标普500指数将REITs纳入其中。这一事件和增大了的规模及整个REITs行业流动性及长期业绩的改善，已经显著提升了REITs的可信度，这些使得许多非REITs的股票投资经理也将REITs股票作为其投资组合的一部分。

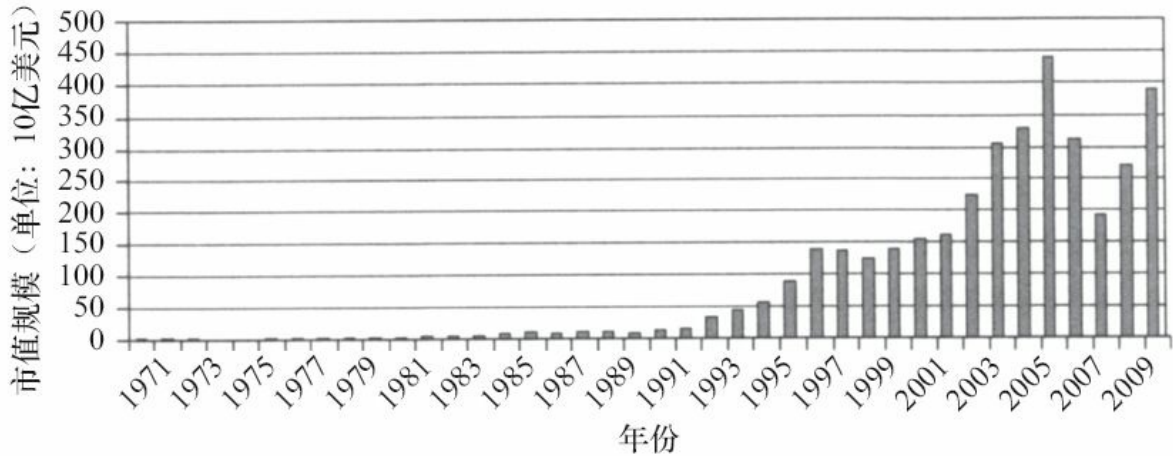


图6-5 权益型REITs的市值规模

资本再循环

资本再循环是另一个重要的而且是近期的趋势。其开始于1998年到1999年的早期，当时是作为对REITs熊市的一种反应。随着REITs丧失了募集权益资本的能力，他们需要一个进行特别有吸引力的项目开发甚至是利用并购机会的机制。一种聪明的方式是将REITs现有的上升有限的物业组合出售来为这些项目融资，甚至是退出整个在长期而言被视作是缺乏吸引力的市场，使用这些资金偿付债务之后的净额，来为新的投资融资。新的投资被期望能够获得比被出售的资产要更高的长期回报。

这一资本再循环策略被很多REITs采用，并且和REITs过去从事业务的方式有很大偏离。事实上，直到20世纪90年代末，出售任何资产还被许多REITs管理层视作是和卖掉一个首胎的婴儿相同。

又一次地，尽管有一些不同，资本再循环的阶段出现在最近。随

着商业房地产价格在2003~2007年急剧上涨，甚至即使是他们能够容易获得新投资的资本，一些REITs管理团队决定出售一些定价过高的房地产。他们在采取“市场择时”的行为，认为商业房地产的估值在一些情况下已经变得有点起泡沫了。他们是对的。将公寓大厦拆分成分户出售的机构竭尽全力用个人住房物业去喂饱那些鸭子的大胃。例如，他们以3%的资本化率（这一价格简直没有谁能够拒绝）来提供物业，这还有很多公寓类REITs乐意接受。根据NAREIT在2010年的一个特别报告估计，在2006年和2007年价格高点的时间里，REITs是净出售者，共出售了860亿美元的物业。有些时候，这些从出售资产中获得的资本并没有被循环用于新的并购中，而是以特别股利的形式发放给股票持有人。例如，波士顿房产（Boston Property）在2006年和2007年就是如此。

REITs出售或再循环资产的意愿和能力的重要性不应当被低估，它将成为REITs管理团队能够在没有新鲜权益资本的前提下为份额持有人创造价值的一种新的业务模式。即使是采取了这种获得资本的方式，REITs的管理团队也不断领悟到，权益是昂贵的，是最贵的一种资本形式。

机构联合企业

另一个由一些REITs组织创造的近期趋势是，与机构投资者组建联合企业（JVs, joint ventures）来持有、收购或开发投资级的商业物业。这些JVs可以采取多种形式，包括将成熟的或近期开发的物业转

移到JVs、并购已有的物业或是开发新的物业。这些策略有一个共同点，REITs能够将其内部管理以及一些时候他们在开发方面的专业技能，以合伙的形式联合那些有资本且有意愿和REITs一起投资的机构，以获得良好的回报。

这些JVs允许REITs控制更多的资产（以及维持租客的关系），以及通过收取管理及开发费来创造更高的回报。由于给JVs带来极其有吸引力的回报，REITs通常还要收取额外的激励费用。然而，对于分析师而言，REITs将变得复杂，并且使得预测更加困难。而且，如果JVs不能够被仔细组建并有效实施的话，可能会损害REITs股票持有人的利益。还有，一些投资者担心REITs可能舍弃了太多的上行空间，尤其是在一些项目开发上面。但是，如果JVs构建合理的话，REITs的利益和机构投资者的利益保持一致，对于REITs而言有充分的激励来从事目标业务，由JVs承担的债务和REITs自身的债务并不是特别相关。JVs有一个合乎逻辑和可被接受的退出策略，还有一个与双方都良好的工作关系，因此JVs的概念能够被有效用来为REITs的份额持有人创造额外的收入流和更多的价值。JVs已经被一些REITs有效运用，如AMB房产、DDR、金科房产集团、马塞里奇集团、普洛斯集团以及Regency Centers等。

一些可能是短暂的近期趋势

我认为，前面所提及的趋势如规模增长、资本再循环及JVs策略将在未来一直保持。这些趋势为REITs股票持有人带来了好处，也将

持续为他们带来好处。然而，有一些近些年里出现的REITs行业的发展，我们在2007年以后就再也没有见到了，但是他们最终可能会重现。我在此简要述及。

REITs并不是经常并购其他REITs，但是有些时期里，并购（M&A）活动非常活跃。很多这些交易发生在1996年和1997年，当时上涨的股票价格为进行收购的REITs提供了廉价的资金。许多公开对公开的（public-to-public）并购在1998~2000年间完成。由于这一并购浪潮，权益型REITs的数量从1995年年末的178家下降到2001年年末的151家。同时，进行收购的REITs变得更大。在过去几年里，这类并购的数量已经显著下降，但是他们可能再一次上升。我们将在第13章讨论未来REITs并购的可能性。

近来观察到的一个现象就是“私有化”狂热，虽然这一现象自大衰退以来就没有见到了。根据芝加哥商业的报告，在2005年和2006年，有21家REITs被私人商业房地产投资者和其他私人企业并购，总金额合计约为780亿美元。这一迷你趋势是由于2004~2006年商业房地产估值快速上升的原因。这一现象，根据并购者的逻辑，并没有体现在REITs的股票价格之中。最大的私有化交易是黑石集团在2007年2月对当时最大的REITs之一Equity Office Properties的并购。并购金额包括采取债务融资在内，高达390亿美元。许多这些交易是高度杠杆化的，使用了很多债务，随着大衰退导致的房地产价值坍塌，最后被证明是糟糕的交易。尽管这类交易在2009年和2010年几乎没有出现，他们将在正确的或是错误的（基于不同的观点）时机重返市场。

10年前，另一个在REITs世界比较流行现象是股票回购。尽管长期以来是公开股票市场的一员，但是REITs没有经常性地回购自己的股票。REITs是资本密集型的，每年必须支付90%的税前盈利作为股利。事实上，REITs更多的是出售新的份额来募集资金而不是买回股票。然而，股票回购如果在非常有吸引力的价格进行的话，能够为股票持有人创造价值。根据美林在那时的报告，从1998年年初到2000年年末的REITs股票熊市时期，48家REITs公告了股票回购计划，有41亿美元的股票被购回。尽管股票回购在近些年时不是REITs管理团队的关注重点，在下一轮REITs股票变得不再受欢迎而且以显著低于其估计的净资产价值的价格在交易的情况下，至少是对于那些资本实力雄厚的REITs，投资者在见到更多的回购时不应当感觉到惊讶。

总结

首批REITs在1960年诞生，规模在1000万美元到5000万美元之间。他们的物业管理职能由外部管理公司提供，而他们的资产合计约只有2亿美元。

由于之前关于抵押型REITs的负面经验，20世纪70年代的投资者变得对于整个REITs行业都不感兴趣。

在20世纪80年代期间，当投资者正在寻求由有限合伙提供的税务减免时，房地产价格变得膨胀起来，这限制了REITs通过并购来增长的能力。

REITs的业绩表现在20世纪90年代早期显著提升了，这是由于他们能够在开始于20世纪80年代后期的房地产熊市中有议价能力来挑选物业。

20世纪90年代早期的REITs IPO繁荣对于REITs世界产生了革命性的影响。它使得投资者能够参与的REITs数量和物业类型都大大增加了。

在1996年和1997年，机构货币管理人开始投资REITs，房地产的公开证券化趋势已经不可消亡地确立了。

REITs投资者在1998年和1999年经历了一个两年熊市，这是由过

度的股票发行、有问题的资本配置以及投资者在技术类股票里寻求更快速的资本升值等因素导致的。但是在2000年，虽然房地产空间市场仍旧疲软，但是REITs重回牛市。

REITs股票在2000~2007年都表现良好，这是由价值投资和收益导向的投资者以及由高速上涨的商业房地产价格所驱动的。

从2007年2月到2009年早期的这段时间里，摧毁性的熊市碾压了REITs股票。这一熊市是由大衰退、冻结的资本市场、下跌的房地产价格以及疲软空间市场，甚至是对REITs支付债务或为债务进行再融资的能力的关注所引致的。

面对大衰退和困境中的资本市场，REITs反应迅速，包括募集权益资本、出售资产、解决债务到期问题以及为了恢复而将自己合理定位。

近些年里，REITs行业可见的一些趋势包括资本再循环和联合企业（JVs）策略。这一策略使得REITs的管理团队可以在不需要募集过量的权益资本的情况下，为股票持有人增加价值。

第7章 REITs：增长和价值创造

一家公众公司应当在股票持有人信任他们的前提下以高于其资本成本的回报将其资金进行投资。你真的必须关注一下在一个物业上的现金流现值以及你认为他们在接下来的10年里将会达到什么样的程度。

——米尔顿·库珀 金科房产集团执行主席

沃伦·巴菲特有一句名言：在短期，市场就像一个投票器，但是在长期它是一个称重器。我想他的话意味着，股票价格在短期内是变化的，由于短期易变的投资者心理和一些不重要的信息引起的。但是在长期里，股票的价格由其内在价值决定。因此，如果一个股票的价格要想随着时间上涨，该公司的基于每股基本价值必须增长。有一系列方式可以衡量公司价值的增长，但是测量和估值收入及现金流是股票世界中最普遍采用的一种方式。

当然，也有一些其他方式。尽管在当今已经不再流行，但是账面价值被一些投资者用来评定一个股票的价值。然而，账面价值基于历史成本减去折旧，因此并不能反映出公司资产的当前市场价值。很多资产在今天可能价值更多或是更少。而且，账面价值如何能够帮助投资者决定像商标、卓越的管理团队和消费者美誉度等无形资产的价值呢？美国之外的很多国家采用了公允价值会计计量方法，这一方法对特定类型资产的市场价值进行实时估计。但是公允价值会计计量方

法还没有被美国采用。相应的，多数投资者已经普遍基于净收入加上一些补充性的计量如息税、折旧及摊销前盈利（EBITDA）以及运营资金（FFO）和调整后的运营资金（AFFO）来对股票进行估值，甚至是对那些拥有商业房地产的股票进行估值。

一些投资者将盈利作为决定一家公司股票价格的关键因素。在REITs世界里，稳步上涨的盈利，通常不但显示出一家REITs在从其物业中产生更高的收益，而且还意味着该REITs在进行令人满意的收购或是新的盈利性强的项目开发。简而言之，多数REITs投资者认定，随着时间流逝，现金流量的增长将会产生更高的股票价格、增加的股利以及更高的资产价值。然而，由于收入和现金流的增长能够通过增加债务杠杆来“买”到，这一假设并不总是成立，有些时候是短暂成立的。相反的情况是，REITs通过投资活动能够为股票持有人创造价值，虽然这些活动不会立即反映在当期收入或现金流上。然而，由于收入方法是最容易量化的而且被多数股票投资者运用，这一方法仍然是最重要的方法。让我们来首先考虑这一方法。

FFO和AFFO的重要性

股票投资者通常使用净收入作为衡量盈利能力的关键指标，但是在REITs世界时，惯例却是使用FFO。历史上，对FFO偏好而不采用净收入，是和折旧概念有关的。在联邦证券法监管下，美国证监会要求所有公开交易的公司提交经审计的财务报告。在财务报告中，术语“净收入”在广泛接受的会计准则（GAAP）下有一个被明确定义的意思。由于多数REITs是公开交易的公司，因此净收入及每股净收入总是能够在REITs的年度经审计的财务报告中找到，而未经审计的净收入每季度都被报告。

然而，对于REITs，这些净收入数字在衡量一家公司的运营成功方面，不像在其他类型的公司那样有意义。原因是，在会计上，房地产折旧总是被当作费用来处理，但是在真实的世界，许多物业不仅能够随着时间保留其价值，有很多还能够显著升值。这主要是由于上涨的土地价格、通货膨胀、上涨的建造成本、稳定增长的租金率和运营收入以及物业升级等导致的。因此，REITs在GAAP准则下的净收入，反映的是一个很大的折旧费用，被多数REITs投资者认定为在衡量一个REITs的现金流方面，相比FFO而言意义要小很多的指标。

FFO则将GAAP下的房地产折旧加回到净收入。

【小知识】使用FFO，或是直接看减去折旧前的净收入，或是将折旧费用加回到报告的净收入中，使得REITs及他们的投资者能够分

析持有的物业的现金流。

当计算FFO时，还有一些其他的调整，如将GAAP净收入中的从物业出售中获得任何资本利得收入减去。原因是REITs不能够同时以两种方式处理该收入：在计算FFO时，这一收入不能忽略折旧，折旧将减少一个在资产负债表上的物业的持有成本，而接着将从物业以高于持有成本的价格出售中所获得的资本利得包括进来。更进一步而言，GAAP净收入通常是由直线摊销后（after“straight-lining”）决定的，或是在租约期内烫平合同租金收入得到的。这是另一种会计惯例，但是在实际生活中，一个多年租约的租金收入并不平滑。它将经常随着时间上涨。由于这一原因，一些投资者在考察FFO时，调整租金收入以反映在报告期内实际的合同租金收入。另一些投资者在计算AFFO时，通过将租金直线摊销来解决这一问题。我们将在本节的后面部分讨论。

许多投资者认为在衡量盈利能力的时候，FFO的概念比净收入更加有用。然而，尽管在REITs世界里广泛使用，这一方法也有一系列的问题。首先，商业房地产的价值可能会（事实上也是如此）随着时间缓慢减少，这是由于破旧或是过时的原因。如果想要维持物业的价值，持有人将被迫不时地投资在提升及结构重置上面（例如新的天花板或是更好的照明）。因此，在决定FFO时，简单地将折旧加回到净收入中，会提供一个关于运营结果和现金流的过度美好的和变形的图景。这种方式没有考虑这些较大的而且是重复产生的资本支出。

还有，投资者在考虑普通的物业维护时的一些物件，例如公寓建筑的地毯、窗帘和洗碗机等，在会计处理上通常是资本化的而且是不断折旧贬值而不是升值的。但是由于在决定FFO时，这些物件的折旧费用被忽略了，FFO将会被人为地高估，这会产生一个REITs真实现金流的错误图景。实际的角度而言，地毯和相关的物件的确是随着时间贬值的，而替换它们的成本是真实的而且重复发生的。

另外，出租写字楼或其他物业时支付给租赁代理的费用，通常是被资本化了并且在租赁期内摊销。但是，支付租赁代理费用，或许有助于稳定或提高出租率，因此能够在租赁期时支持持有人的现金流，并没有为物业价值带来任何提升。事实上，这是真实费用而且在计算FFO时忽略这一费用将会高估盈利和现金流。同样的情形对于写字楼和零售物业的租客提升的租金减免也是如此。这些是持有人的真金白银的成本支出，而且经常是针对特定租客的需求。这些租客并不会增加物业的长期价值。

【小知识】许多被资本化的费用不能够被认为是提升了物业的价值，无论它们是如何被计量的，它们都应当从FFO中减去以得到一个关于REITs的经营现金流的准确图景。

最后，尽管NAREIT为FFO的标准化做出努力，不是所有的REITs在每季度报告FFO时都对相似的项目进行资本化或是费用化处理时采取相似的方式。例如，一些会忽略非现金投资的核减，而另一些则不会。一些REITs甚至在FFO中包含特定物业的出售利得。简单

地说，REITs在报告FFO方面，目前缺乏一致性。

但是所有都没有迷失。“调整后的运营资金”的概念，由一家领导性的REITs研究机构绿色大街咨询在很多年前提出，能够有助于补救FFO的一些缺陷。

调整后的运营资金

调整后的运营资金是在运营资金的基础上调整那些虽然被资本化的但是没有提升物业价值的费用支出，它还进一步将租金的直线摊销剔除。

尽管对于REITs投资者而言，FFO作为一种衡量工具比在GAAP下的净收入更加有用，NAREIT的白皮书却提示我们，FFO不能用于作为REITs产生的现金的一种量度，也不是REITs的股利支付能力的量度。但是AFFO是一种合理的，虽然不是精确衡量REITs运营业绩的工具。它完全是一个衡量自由现金流和股利支付能力的有效工具。遗憾的是，REITs并不是常规地报告AFFO，这是由于缺乏一个普遍认可的定义，而投资者或分析师必须通过研读财务报告和附注来自行计算AFFO的数值。即使REITs披露了AFFO值，各家REITs的计算方式也各不相同。下面是一个虽然过于简化但是或许有用的看待这种方法论的方式。

1.所有收入（包括资本利得）-运营费用、冲销、折旧、摊销、利息支出及一般的管理费用=净收入。

2.净收入-从房地产出售中的资本利得+房地产折旧费用=FFO。

3.FFO-正常的及经常发生的资本支出、租客改善和租赁佣金的摊销-租金的直线摊销，以及对提前偿还的债务的利得或损失进行调整=AFFO。

还有，由于AFFO试图测算当期的、经常性的现金流，由于损伤造成的物业投资的非现金核销（write-downs）经常在计算AFFO时候加回。

投资者在使用FFO及其相关的数值时面临的问题，NAREIT的财务准则部（Financial Standards）的副总裁乔治（George L.Yungmann）和董事戴维·陶布（David M.Taube），分别在《房地产组合》杂志上进行了讨论。他们提到：一个单一的方法可能不能完全满足补充性盈利测量和现金流测量的需求。他们建议使用调整后的净收入（ANI，这是GAAP的净收入去掉特别项目、会计政策变更的影响、非持续性运营的结果以及其他非经常性的项目）的概念，来衡量补充性盈利。每个REITs将能够在报告像FFO、AFFO或其他被REITs或分析师使用的术语如CAD（可分配现金）或FAD（可分配资金）等衡量现金流的数值时，将ANI数值补充进去。这个观点很有意思，但遗憾的是，该概念没有获得应有的重视。因此，我们只留下GAAP净收入、FFO和AFFO。

【小知识】 尽管净收入不应当被忽略，如果正确地计算，AFFO是衡量REITs自由现金流的一种有效工具。

一些分析师和投资者在确定AFFO的时候，会去察看REITs在报告期内承担的真实资本开销，而另一些则使用长期的平均数值来平滑特别高或特别低的资本开销。还有一些试图基于REITs在多年里的历史经验来确定一个“常规化”的数值。没有“正确”或是“错误”的方法，但是投资者将这些方法进行比较非常重要。

现在，我们已经区分了这些不同术语的差别。尽管FFO在跟踪REITs的自由现金流方面比其他术语更有意义，我们将更多地提到FFO而不是AFFO，这是因为便利，也因为所有的REITs都报告FFO的数值，而只有一小部分REITs报告AFFO。

当我们在后续的章节里讨论REITs股票的市盈率时，我们将使用（价格/FFO）或是（价格/AFFO）的数值。P/FFO使用得更加普遍，而且没有一个统一的计算方法。在任一事件里，我们必然一直注意这些GAAP下净收入的一些补充，都是由各家REITs或是为各家REITs单独计算的。

FFO/AFFO的增长机理

与其他高收益投资如债券或优先股相比，REITs的一个有吸引力的特性是他们的长期资本升值潜力和不断增大的股利。如果一家REITs被认为没有能力增长其FFO、AFFO或股利时，他的股票将仅仅是基于收益的基础上被交易。由于可以容易地削减或扣除股利，正常情况下有增长挑战的REITs股票的收益将比多数债券和优先股要高，他们的价格将更加和高收益债券（垃圾债券）相关。

有些时候，我们发现REITs的确是作为债券的替代品在交易，这是由于投资者认为他们只有很少的增长潜力。这些“债券代理”由于运营收益流稳定，质量可能很高。有一些则由于高的收益和可能无法维持的自由现金流，而被人们用来和垃圾债券比较。这些“垃圾债”REITs可能由投机者和底部渔夫很有盈利地进行交易。但是，我们必然了解，很少有免费的午餐。正常情况下，高收益和高增长在一个投资里并不是可以兼得的。

寻找最好的包括股利收益和资本升值的总回报的投资者，将寻找那些股利不仅仅安全而且在长期还有较好的增长前景的REITs。你更愿意持有一个当期股利支付为4%但是有5%的平均年化增长的REITs呢，还是更愿意持有一个当期股利支付为7%，但是没有任何增长的REITs？

在REITs被广泛追随之前，他们经常以一个如此低廉的价格在交易，使得同时得到两方面的好处成为可能——一个6%的收益和5%~6%的年化增长。根据NAREIT的统计，到2010年，权益型REITs近30年的平均年化总回报为11.87%。但是，如今REITs的定价更加有效了。如今一个有7%的股利收益的REITs通常意味着它被投资者视为只有很低的增长或是股票的风险特别高。

好吧，那么REITs如何产生FFO和AFFO增长呢？我们应当寻求什么呢？首先，以一个每股的观念来看待FFO增长非常重要。如果REITs通过发行大量的新股来获得高速的FFO增长的话，其对股票持有人没有一点好处。这种繁荣没有意义，就像政府在通胀时期印发更多的金钱一样。在接下来的讨论里，让我们不要忘记，REITs每年必须支付至少90%的应税净收入。但是，从实际的角度，由于在设定股利率时考虑了折旧费用（这没有真正的现金流出），许多REITs支付的比这更多。

【小知识】 FFO能够以两种方式增长，通过收购、开发以及辅助收入流的创造来获得外部增长；通过增加从REITs现有物业的现金流来获得内部增长（见图7-1）。

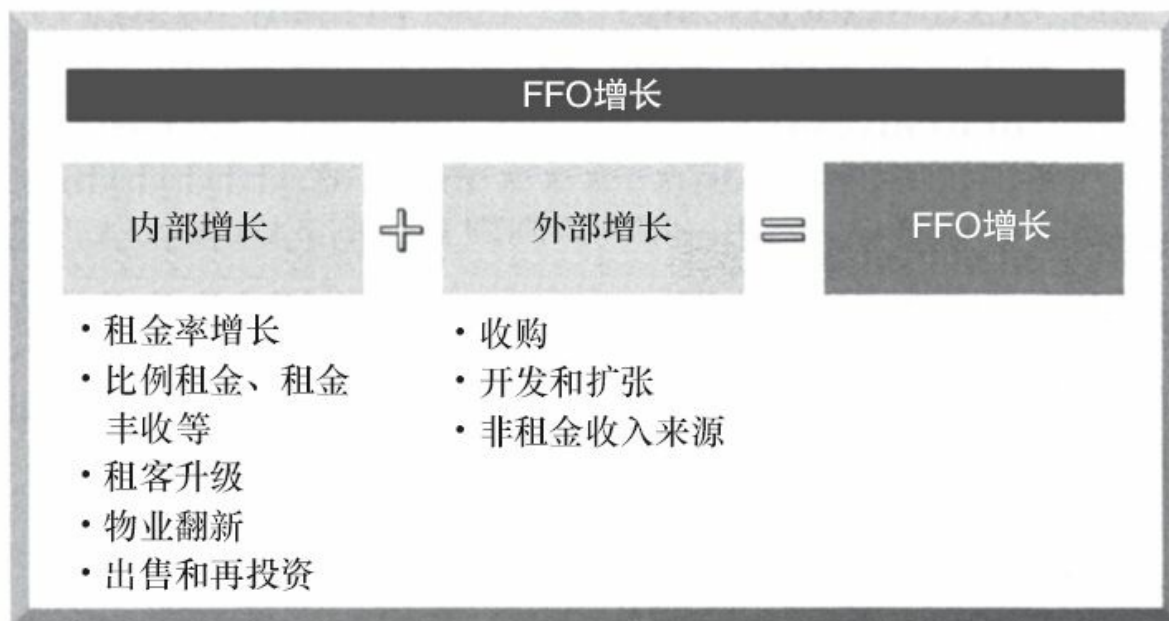


图7-1 FFO增长公式

REITs不能够保留大部分盈利来进行再投资。因此，如果他们想要通过收购或新开发来获得FFO增长，他将必须寻找进行这些投资的资金。这些资金从何而来？REITs能够出售现有物业获取现金。将其物业转移到新的联合企业（JVs）来换得现金。保留他们的自由现金流的很小部分，这些现金全部能够用于新的投资。但是他们进行扩张的大部分资金是来自向投资者出售新的股票。然而，这些新的权益资本并不是总能获得，有些时候，从稀释净资产价值的角度而言，会非常昂贵。底线是内部增长，这能够在不需要募集更多的权益资本或采用更多的债务的情况下来获得，对于REITs和其股票持有人而言非常重要。

REITs投资者和分析师需要了解REITs的增长有多少是通过内部增长获得的，有多少是通过外部增长获得的。由于缺乏可得的、高质

量的且价格有吸引力的物业，足够盈利性的开发机会稀缺，没有能力募集资金或是这类资本的成本过高，通过新开发、收购和辅助性收入流的创造等获得的外部增长，不是一直都有可能。然而，由于内部增长是通过REITs的现有物业“初始”产生的，管理团队能够更有控制力（尽管内部增长也受制于房地产市场的运行状态）。

但是，在我们考虑REITs增长其FFO的一些细节时，给出一些要点是非常重要的。通过使用FFO或其变体来衡量当期现金流，是一个重要的任务。但是，当对REITs股票进行估值时，许多成功的REITs投资者在衡量现金流方面关注太少，而将过多的注意为集中在估计的净资产价值（NAV）上，包括这些NAV是否已经增长及他们是否将随着时间继续增长等——以一个绝对的基础或是以一个同一物业部门的REITs的同类产品作基础。我们将在第9章讨论REITs股票估值时，更加深入地考虑NAV分析中的一些重要主题。在为REITs股票估值时，满足于仅仅关注FFO而将NAV排除在外，会将投资者带入歧途。

内部增长

当一个REITs通过增加租金收入（包括更高的租金率和出租率）和控制费用增长，能够从运营和管理其物业中增加利润时，我们就说该REITs享受了内部增长。控制公司的管理费用和利息费用也非常重要。如果这些与物业无关的费用比物业净经营收入增长更快的话，内部增长将可能会比应有的更小。由于内部增长率不依赖于收购、开发或募集额外的资本，他们倾向于更加稳定和可靠，尽管在多数经济环境里，经常会低到个位数中位。

然而，在我们审视REITs内部增长的特定来源时，我们应当回顾一些分析师用来提到内部增长的术语。术语“同店”（same-store）或“同区”（same-community）销售额或收入（或相关术语同店或同区净运营收入），是从零售业借用过来的概念。对于零售商，同店销售额是指那些开业至少在一年以上的商店的销售额，扣除那些已经关闭的商店和新开商店的销售额，这是因为新开商店通常都有一个暂时性的高于平均水平的销售增长。

【小知识】 术语同店销售额原本是一个零售业的观念，该概念及其同类概念同店净运营收入，被REITs借用来表示物业产生的内部收入，而不是通过新开发或收购获得的收入。

让我们看看这一概念是如何运用于REITs行业的。REITs每季度

都向其股票持有人报告物业的租金收入、费用和净经营收入（NOI）。这些数字会在同店（或更准确地，同一物业）的基础上，和前一年份的同一时期的相应数字进行比较。这些比较非常重要，提供了一个REITs在最近的季度或年份里，与之前的对应时期相比，是怎样运营其持有的物业的图景。有些时候，REITs将连续报告同店收入和NOI，比如，与最近的前一财务时期比较。

物业持有人，包括REITs，使用不同的工具来获得同店基础而言的增长。这些工具包括租金收入增长、辅助性的物业收入、提升租客质量以及升级甚或扩张物业。那些在使用这些工具时更加进取、有效且有创造性的REITs，随着时间推移，会更能够获得更高的内部增长率。当然，物业的选址策略，以及其地区的人口构成，也是非常重要的。一个在优越地点的普通物业能够很容易升级和维持，使得REITs能够享受高于平均水平的NOI增长。现在，让我们更仔细地查看这些工具。

租金收入增长

【小知识】最明显的内部增长类型——提高租金率和收入的能力，可能是REITs内部增长的最重要的决定因素。

租金率能够随着时间增长，如果物业对于租客而言非常合意，更高的出租率能够带来甚至更高的租金收入。高出租率使得持有人对已有租客或新的租客有更大的议价能力。然而，提高租金率并不总是可

行，而且，有些时间段里，每个部门都处于周期顶部，收入实际上都下降而不是上升。每个在20世纪90年代早期、在21世纪的早些年份或是在大衰退期间持有写字楼物业的人都知道，当租约到期更新时，没有什么能够保证租金上涨甚至是维持在相同的水平。衰退可不是物业持有人的朋友。甚至是租金有轻微的上漲，但是如果租客获得很大的租客改善补贴来吸引其签订租约的话，新的租约可能不是非常有盈利性的。

还有，从一些租客处获得的名义上的租金上涨，可能会被高空置率、免费出租或其他租金让步以及过重的市场营销和广告成本所抵消。这些问题在2008~2010年几乎出现在所有部门。当时，在为新的租约进行谈判时，高空置率将现有的和新的租客放在主导地位上。许多因素，如对特定物业类型的供给和需求（当然包括地点和新旧）、空间市场的总体形势、目前的经济形势、物业的年份与状况以及租客的意愿等，都能够提升或限制租金的增长。

许多零售商店持有人能够以一个健康的速率提高租金率，甚至是在2001~2004年房地产市场的困境时期也是如此，当时由于租约到期需要更新，尽管一直存在的零售商破产、来自沃尔玛和其他企业的挑战以及电子商务的兴起，形势非常不佳。购物广场的租客在销售额显著低于之前的时候，签署新的租约，承担了更高的租金率以替换在之前年份里签署的租约。然而，从长期来看，由于承租人的租赁成本相对于销售额的比率在长年里相当一致，租金增长通常不能够超过租客销售额的增长。邻里购物中心和代销中心的租金率增长却稍微不尽如

人意，这是由于新的竞争性的中心相对容易进入以及由沃尔玛和其他大型折扣商发起的攻击导致的。如果由大衰退引起的消费者支出的放缓、高失业率及缓慢的消费者收入增长，这些情形一直持续，甚至是购物广场的持有人也可能不能够以之前的那种速率来增长其租金或是同店NOI。

供给与需求在公寓部门一直比较均衡。然而，21世纪早些年里差劲的就业增长，和低利率一起，鼓励了新的建设并且激发了对单户房屋的需求，这些因素使得租客控制了形势。公寓出租率和净运营收入下降了。然而，它们在2004年的下半年开始再次增长。大衰退及火箭速度上升的失业率使得2008~2010年出现了同样的问题。在2010年中期，开始出现复苏。在这个部门的投资者应当期望长期内部增长率大致地与通胀率一致，或是有些时候稍微超过。

写字楼出租人在20世纪80年代后期和20世纪90年代早期的大规模过度建设时期里，遭受了痛苦。但是周期到底的时间比多数人预计的要早。租金增长从20世纪90年代中期到2000年保持强劲。租金率从2005~2007年，再次上涨，但是在接下来的几年里，由于大衰退导致的需求萎缩而再次下降。在很多情况下，工业地产的租金率增长的周期基本相似，但不是那么显著。

自20世纪90年代早期以来，自助存储设施享受了稳定的租金率增长，尽管增长在2001~2004年显著放缓。同店NOI在大衰退期间变成负数。尽管供给增加，这类物业的持续受欢迎，使得自助存储物业的

持有人能够频繁增加租金。尽管近期租金增长脚步有所放缓，自助存储物业的持有人应当能够产生相当的同店NOI增长。

旅馆行业是高度周期性的。就像一个小男孩在那个古老的托儿所一样，当市场形势良好的时候，旅馆持有人的利润是非常非常好。但是，当市场形势不妙的时候，房屋租金率、入住率及RevPar（每个可用房间的收入）等数据令人可怕。旅馆持有人经历了内部增长率非常大的波动，在1994~2001年增长率非常优秀，但在2001~2004年则是令人惊惧的（由于“9·11”事件及随后的衰退导致的旅游业的收缩）。从2004年开始，利润再次加速，并且在2008年再次下跌。但是市场形势（以及RevPar增长）在2010年再次出现改善。

健康护理类REITs的很多细分部门，享受了“三包”长期租约的保护，同时也由于在租约中有基于固定租金增加或和运营人收入挂钩的条款而使得租金有一定的上行空间。这里要考虑的一个关键问题是承租人的财务健康情况，就像我们在20世纪90年代所看到的那样。租客破产时，很难以一个很高的租金率找到替代者。这些设施的基本租金非常稳定。然而“协助生活”市场要更波动，这是由于其对美国经济和单户住房的价格更敏感。

尽管可能有些过于简单化，多数房地产观察者似乎认为，在供给与需求平衡的市场中拥有维护良好的物业的持有人，将在长期里，至少能够持续获得一个相当于通胀水平的租金上涨率。我们在这里只讨论广泛的市场趋势。一些REITs将在更新租约时获得比其他REITs更

大的租金增长，这取决于特定地点对特定物业的供需，以及物业质量与位置。当然，管理团队的出租能力也非常重要。努力找到哪家REITs或哪个物业将有高于平均水平的同店租金增长和NOI增长，是REITs投资中最有挑战也是最有意思的事情之一。

如何在租约中构建内部增长

许多物业持有人通过使用一些聚焦于租客的需求和支付更高的有效租金的能力的措施，能够获得高于平均水平的租金收入增长。这些措施包括比例租金、租金增长及费用共担和成本回收等。

在零售商店租约中的比例租金条款能够让物业持有人在商店收入超过一定的水平时，参与收入分成。一个零售租约中的比例租金条款可能是这样设计的。如果一个商店的销售额在任意一个年度里超过比如说500万美元，承租人必须以额外租金的形式支付物业主超额部分的3%。承租人接受这种收入分享的意愿和程度取决于物业类型及地点、市场状况、协商杠杆、基础租金和物业持有人维护并提升购物中心以保持物业对购物者持续的吸引力的状况。这一理念在健康护理部门也得到贯彻。REITs有些时候能够设计成，当持有人在同店收入增长超过特定的最低水平时分享承租人的收入。在一些情况下，潜在的租金增长被局限在事先确定的水平上。

固定的“租金增长”是这样的租约条款，能够周期性地提供租金增长。有些时候这体现为固定的美元金额，有些时候则是基于通胀指数如CPI。签定长期租约的写字楼和工业物业的持有人经常能够构建合同以使得他们能够周期性地提高基础租金，因此能够获得内在的同店NOI增长。租金增长在健康护理设施的持有人那里也大受欢迎。这些持有人在租约中运用租金增长条款以试图抵补随着时间不断上涨的运

营成本或是增加租金收入。

“费用共担”或“成本补偿”是指每个承租人都负担由物业主承担的物业费用的一定比例。持有人在他们的租约中包含费用共担或区域维护补偿条款以补偿上涨的物业维护费及有时发生的物业改进费用。这些条款可能还包括保安服务、门卫甚至是广告和促销费用。

在写字楼建筑的情况中，承租人被要求支付运营费用相对于基准年份增长的一定比例，包括更高的保险费、物业税及场地管理成本。

许多公寓小区持有人在他们的公寓里将用电、用水及用热分别计费，这有两个好处。持有人能够避免受到能源成本上涨的伤害而租客则受到激励节约能源。

成本共担条款由于平滑了每年的运营费用的波动，提高了NOI，因而也提高了FFO。它们能够被使用的程度取决于物业的供需形势和地理位置，以及物业持有人向承租人证明的自己的能力。大型购物广场，如西蒙物业集团，可能基于其自身的规模、市场地位及创造市场的声誉，能够获得满意的成本共担租约条款，而一些较弱的购物广场持有人则无法获得。

其他获取内部增长和创造股东价值的方式

除了宜人的经济和空间市场，房地产持有人还有两种能够获得更高的租金率的方式：（1）提升承租人的质量；（2）通过翻新或重新装修来提升物业。这两种方式都非常有效。

承租人升级

提升承租人质量主要是零售物业持有人的机会。他们经常能够通过将那些边缘性的承租人替换为更有吸引力的承租人来增加收入。那些以有吸引力的价格提供创新产品的零售商能够创造更高的客流量并且不但能够提高本店销售额还能够提高购物中心的销售额。另外，成功的承租人能够负担更高的租金。

这种提升承租人的能力的方式能够将真正创新性的物业持有人和其他物业持有人区别开来。例如，金科房产有一支在零售部门最受人尊敬的管理团队，维护了一个能够提升其购物中心的盈利能力的承租客户数据库。这一资源，以及金科和高质量的全国性零售商与区域性零售商的强大关系，使得其能够持续地提升其现有零售中心的客户基础。Regency Centers，另一家受人尊敬的零售类REITs，也采取了同样的策略，和强大的全国性的或区域性的零售商建立了长期关系。很多其他邻里购物中心类REITs，如温加滕物业在这方面的努力很成功。很多年来，许多购物广场持有人也采取了这一方案，一直寻找机

会来替换或减少差劲的承租人。对于他们而言，当零售链没有业务时（例如摩文斯）或商店关门时，租金会暂时减少，但是经常也创造了寻找更高租金的新承租人的机会。

在零售需求疲软时承租人升级更加重要。1995年后期和1996年，有一些零售商受到沃尔玛和其他折扣商的攻击及放缓的消费者需求的打击，申请了破产。同样的情况发生在2001~2003年及2008~2010年。那些以餐馆或其他新的独特的零售概念替代了表现欠佳的服饰店购物广场的持有人，收获了繁荣。那些没有这么做的持有人，遭遇了收入下降，空置率上升以及租约更新时停滞或下降的租金率。一个有生产力的零售商租客群体几乎和良好的位置一样重要。

物业翻新

翻新是一个能够将创新性的物业持有人和被动性的持有人有效区分开来的技能。该技能能够将一个破旧的购物广场、邻里购物中心、写字楼建筑甚至是公寓小区变成一个活泼的、有吸引力的物业，因而很容易吸引新的租客和顾客。

成功的翻新物业有几个好处。升级后的、更美化了的物业吸引更多稳定的承租人，收取更高的租金以及对于零售类物业来说更多的购物者。REITs物业持有人在这方面的投资回报经常达到两位数。

Federal Realty，另一个受人尊敬的零售类REITs，已经从将破旧的零售类物业转变成更令人兴奋的、高端的、开放式的购物混合体中

获得了卓越的回报。阿卡迪亚房产，一家较小的零售类REITs，已经完成了一些非常有创意的重新定位和翻新项目。许多公寓类REITs，包括Home Properties、中美公寓社区（Mid-America Apartment Communities）和UDR，已经购买了一些装修落后的或是能够以有吸引力的价格进行升级的公寓，然后成功通过更新窗户和升级厨房用具来进行升级和翻新。亚历山大房产的业务主要集中在写字楼市场的办公室及实验室领域，为制药、生物及其他生命科学公司提供场地，该公司的重新开发策略很成功，经常为其带来两位数的回报。在这里，对于投资者的经验教训是，有创新能力的管理团队REITs能够通过有想象力的物业翻新和租客升级策略为其股票持有人创造价值。

资本再循环

提升承租人质量和翻新已有的物业并不是REITs能够提升收入增长和NOI增长的唯一途径。他们还能够出售未来收入增长前景暗淡的物业，并将这些回收的资金投资于他处。这些新机会包括收购可能创造更高回报的物业、启动新的项目开发或是其他资本的机会性运用如股票回购、优先股提前赎回及提前偿付高成本的债务等。REITs应当一次又一次地“清理门户”并且考虑哪些物业需要保留哪些物业需要出售，使用这些出售物业所获取的资金进行有更多保障的再投资，或甚至是以特别股利的方式返还给股东。这种策略仍然被视作是有生产力的内部增长，这是因为其不需要新的资本。然而，在另一些时候，当出售所得资金用于股票回购、降低成本高昂的债务或是用于发放特别

股利时，可能对未来现金流增长没有有意义的推动了，但是对于REITs的股票持有人而言却创造了价值。

真正有企业家精神的管理团队经常寻求提升投资回报，而出售和再投资是一个值得考虑的且高度有效的策略。这种操作，经常被称为“资本再循环”，自从资本市场在1998年对REITs关闭融资渠道后，它变得很流行。许多REITs在2006~2007年的市场高位时，运用这种策略来出售物业。

这里有一个资本再循环的案例。一个物业可能是以6%的资本化率来出售的，但有一个年化为7%的长期回报估计，而净资金用于投资其他的物业，通过少许的资本投资和租客升级等，可能会提供一个9%或更多的年化回报。再投资于详细考虑和良好执行的开发项目同样具备盈利能力。一些时候，如果REITs不喜欢该市场的长期回报的话，他会决定退出整个市场。这种行为能够在不需要新鲜资本的情况下创造价值。

因此，和租客升级及物业翻新一起，资本再循环是提升投资者回报的重要工具。许多REITs管理团队经常警备新的机会，并且在REITs仅仅是短期持有一个物业或是该物业只是在过去表现不错时，没有热情去改善物业。比如，就在公寓领域，艾夫隆公寓、卡姆登、权益生活方式物业，Post Properties和UDR在这些年里就是成熟物业的大卖家。在短期，由于高质量的资产通常是以比低质量的资产更低的资本化率和进入收益率来购得的，或是由于出售所获资金被用于暂

时性的偿还债务，从盈利稀释的角度存在短期成本，但是如果这一战略执行得好的话，在长期会有益处。

NOI和IRR

在我们结束本讨论之前，让我们再讨论一些非常重要的有关房地产的概念——净经营收入和内部回报率，这能够有助于我们理解后面的内容。

净经营收入（NOI）通常用于衡量一个产生收入的物业的现金净额。因此，NOI能够被定义为一个物业的经常性的租赁收入或是其他收入，减去该物业所需要承担的运营费用。运营费用将包括房产税、保险费、水电成本、物业管理费以及有些时候设施更换准备金。这些费用不包括“公司”项目如REITs的管理费用、利息费用、价值提升的资本支出或是折旧费用。因此，NOI这一术语试图定义持有并出租一个商业物业所创造的现金数量。投资者可以合理地期望一个典型的商业房地产资产的NOI每年增长2%~3%，在多数经济周期里，大致和通胀率相当。

内部回报率（IRR）这一术语帮助房地产投资者计算其投资回报。IRR是所有未来现金收入以内部回报率贴现，减去所有现金投资和支出以内部回报率贴现，得到的净现值为零的数值。更简单地说，IRR是投资者进行投资时所期望的回报率，或是以事后的观点来看从该投资中所获得的回报率。

比如，如果一个房地产投资者对于一项投资要求10%的回报，如果一个物业的包括最终的销售损失或利得在内的所有未来现金流的净现值，可能不到10%的话，该投资者将不会购买该物业。当然，这一计算比较复杂（如今可以通过EXCEL来计算），包括许多关于出租率和租金率、物业支出、NOI增长以及该物业在未来预计的日期里出售时的价格的假设。

在20世纪90年代以及在2008~2010年，许多房地产投资者表现差劲的一个原因是，他们在之前的早些年里购买商业物业所做出的IRR假设过于激进。或许，IRR计算出来的潜在收购机会的“真实”价值不是一些单一的数学计算得出的数值结果。相反，价值来自要求预期的资产购买者在不同的业绩假设之下去测试回报率的敏感性。如果NOI增长只有2.5%而不是我预期的3.5%，IRR将下降多少？而如果在我的持有期结束时出售物业的价格比我购买时价格低5%的话，IRR又将下降多少？

正如我们在讨论中看到的，REITs的内部增长和价值创造机会非常多。在机敏的管理团队手中，这些选择权能够被最大化，使得不管是REITs还是其投资者都能受益。然而，内部增长并不是REITs用以增加收入、运营资金、股利发放能力以及为股东创造价值的唯一方式，还有一些其他方式。

外部增长

为了讨论的目的，让我们假设，一家广受认可的REITs能够获得稍高于通胀率的年化租金收入增长率，比如说3%。而物业支出和管理成本增长能够控制在3%以内。让我们进一步假设，这样的REITs在温和的及固定利率的债务杠杆下，在一个典型的年份里，能够获得4%的每股FFO增长。最后，让我们假设这个管理良好的REITs能够通过租客升级、物业翻新和其他内部方式获得额外的0.5%的年化增长。我们怎么样才能够使得这一4.5%的FFO增长达到一些REITs在过去经常能够获得的6%~7%呢。答案是，通过外部增长。外部增长是房地产组织如REITs，收购新增的物业或是从事新增的业务如物业开发等来为组织持有人创造利润的过程。让我们考察一些外部增长的方式。

并购

一个REITs的并购机会取决于很多因素，包括能否在资本市场募集资金以及资金成本，资产负债表的强健程度、留存收益的水平以及当前的资本化率及其想收购的物业的预期内部收益率。投资者想要收购那些有非凡的NOI增长潜力的物业，这些和初始的收益率一起，将能够提供等于或大于REITs加权成本的内部回报率。

【小知识】 外部增长能够通过物业收购和开发，以及物业扩张、创办联合企业及发起新的房地产相关业务等活动来获得。

收购机会

以有吸引力的初始收益率收购有显著NOI增长潜力的新增物业，在许多年里被很多广受认可的REITs成功运用。

比如，一家REITs可能通过出售股票或是中期无担保票据来募集1亿美元。新发行的股票和票据的加权平均成本为7%。REITs接着将这些资金用于购买物业，这些物业的初始回报及物业收入增长和物业价值上升所带来的额外增长，可以产生8%的内部回报率。这些交易的净效果是可以获得高于REITs的资本加权平均成本100个基点的收益。然而，我们必须记住，FFO的近期“增长”（来自一个新的投资上的初始收益，其能够在近期增加每股FFO），尽管很容易计算，对于投资者而言却远不如找到并收购能够带来不小于REITs的资本真实成本（这一概念将在本章后续部分及附录C中更全面地讨论）的IRR的物业那么重要。在一些特定时期，这非常困难，使得收购对于股票持有人的利益影响不确定。

对于REITs而言，一个有效的收购策略如果不能够募集权益资本（或许是因为之前不醒目的公司业绩，未被认可的业绩记录或是管理团队资本配置的拙劣历史表现）或是债务资本（当其资产负债表已经高度杠杆化时，或是当资本市场资金非常紧张），要实施起来非常困难。更进一步，如果出售新的权益股份将会稀释FFO或估计的NAV的话，投资者不愿意他们的公司这么做。稀释性的收购不受REIT投资者欢迎。

对于REITs而言，20世纪90年代是一个收购的黄金年代。这也是为什么在这个时段，那么多的房地产公司公开上市的原因。在20世纪90年代早期最当令的公寓类REITs，United Dominion（如今是UDR），能够以7%的名义成本募集权益资本，以8%的成本募集债务资本。他能够在20世纪80年代房地产萧条的一片混乱形势之下，以低于重置成本的价格收购公寓物业，这些物业能够提供11%或更高的进入收益率，而IRR甚至更高（出售者是那些困境中的合伙企业，杠杆过高的持有人、收回物业的银行及RTC）。

乍一看，能够以这么低的价格和这么高的投资回报购得物业，有些奇怪。然而，当市场上只有很少的意向购买者而有一大堆急迫的出售者的时候，购买价格将相对该物业的预期现金流而言要低，而物业购买者的IRR则异常高。在物业周期的底部，我们已经看到过这样的供需失衡的局面。这是因为在取消赎回权的威胁之下，不仅仅是持有人急于降低损失，物业的再融资也经常难以获得，而信心水平也非常低。贷款人经常急于处置那些已经取消赎回权的物业。然而，这种情况不是总是发生。在21世纪的早些年里，尽管房地产市场很疲软，持有人能够以很低的利率来为资产再融资，只有很少有过重的债务负担，有众多意向出价者愿意购买表现欠佳的物业。在2009~2010年的房地产空间市场和资本市场的困境时期，与许多行业观察家的预期相反的是，非同寻常的购买机会很难获得。

因而，REITs的收购机会众寡取决于房地产的价格和前景，包括竞争性的购买者的横行或缺席，以及REITs的资本成本（权益资本和

债务资本)。当房地产价格高企的时候，有吸引力的购买机会很少，而且将因此很可能带来相对历史正常水平要差的回报。这经常是由于抢夺进入市场的下一个物业的潜在购买者充裕，以及对于租金和收入增长的过于美好的预估所导致的。或许是因为商业房地产作为一个资产类别以及可用于分散化投资组合，这一点已经被广泛接受的原因，在近些年里，在好的地段的优质资产从来不缺购买者。

尽管存在挑战，投资者想要REITs耐心地寻找价格有竞争力的非常见的收购机会。他们相信，当REITs为一个资产支付了公平的价格时，没有任何价值被创造出来（除非是REITs能够比其他人更有效地管理这一资产或是通过联合企业策略获得非常高的回报）。

权益资本的成本

为了从外部增长中创造价值，REITs必须要在新的投资上获得高于所用资本的成本的回报。但是，当REITs通过发行股票募集新的资本时，其实际成本是多少呢？

计算这类权益资本的成本，有多种方式。权益资本的“名义”成本，要求一家REITs的当期现金流（FFO或AFFO）及其资产价值必须被分配到更大数量的股票上去。而权益资本的“真实”成本或“长期”成本考虑了在更长的时间段里的这种稀释并且估计了份额持有人在其所投资的资本上的总回报预期。我们需要记住，当REITs承担更多债务时，权益资本的成本将提高，投资者需要更高的回报来抵补更多的风险。

然而，尽管这一概念如此重要，权益资本的实际成本应当如何计算，在REITs和投资者之间却没有一个大概一致的方式。虽然如此，对于投资者最重要的是他们关注的不仅仅是一个并购对于FFO的初始增长，而且也关注从收购的物业（或物业组合）中获得长期IRR。后者是否超过了REITs估计的资本加权平均成本（包括权益成本以及债务成本）？关于权益资本成本的更多讨论，见附录C。

即使是存在有吸引力的机会，如果REITs的资本成本超过了可能的回报的话，REITs也不能抓住这一机会。我们运用一个或许是有些极端的例子。让我们假设一家REITs有一个激进的快速增长的商业战略（我们称其为Gazelle REITs），该REITs的权益资本的成本为12%。Gazelle REITs想要买一系列预期将会提供7%的IRR的优质资产。即使REITs通过以4%的利率借入相当于购买价格50%的资金，从投资者的观点来看，这可能还是行不通的。

为什么？Gazelle REITs的资本的加权平均成本将为8%（12%的权益资本与4%的债务资本各占一半），超过了7%的回报率。然而，如果Gazelle REITs的权益资本成本是8%而不是12%，资本的加权平均成本将是6%，该交易可能就很有吸引力了。

【小知识】有吸引力的投资机会对于REITs的FFO增长率，投资价值以及股票价格的重要性，怎么强调也不会过分。以低价格购买高回报的物业将为份额持有人带来显著的价值。但是，投资者应当仔细分析每一笔投资，并且判断是创造了价值还是摧毁了价值。

我们因此看到一家REITs聪明且保守性地估计其权益资本成本的重要性。幸运的是，债务资本成本相对权益资本成本要明显直接得多。债务资本成本就是REITs支付给所借资金的利息。然而，我们应当使用长期利率，因为信贷额度下面的提款或是一些其他类型的短期债务通常是暂时性的而且需要快速偿还。更进一步，他们受到利率波动影响。计算应当基于那些将持续5~10年的债务的利率（或许这也是对于所收购的物业的合理的持有时间），通常这将高于短期利率。使用短期利率将会扭曲现实图景，使得一家REITs借到利率为3%短期的资金，再用这些资金投资于有6%的IRR前景的物业，在长期债务成本为6%的时间里，将成为一个有吸引力的投资。而这明显是一个误导性的分析。

我们还应当注意到，当专业性的房地产组织如REITs收购一个物业时，他们经常能够比之前的业主更有效率和更有盈利能力地运营和管理这一物业。因此，REITs经常能够通过更好的费用控制，甚至在没有任何改变租金的情况下，能够从一个物业上面获得高于初始预期收益率的、高于平均水平的内部增长。最大的公寓类REITs，权益生活方式物业经常能够获得比那些将物业出售给他的业主们有更高的利润率，许多其他的REITs也同样能够做到这样。

在我们结束物业收购的讨论之前，我想再做两点最后的总结。

- 一家REITs的资本的加权平均成本常常随着投资者预期的变化、股票价格的变化、借贷成本的变化以及其他因素的变化而变化。

因此，我们一直都在射击一个移动的标靶。

· 一家股票在市场上是以相对高的P/FFO比例或是显著的NAV溢价在交易的REITs，可能在有一个低的“名义”上的权益资本成本的同时，有一个高的“实际的”权益资本成本。一个昂贵的REITs股票可能是基于激进的增长假设而交易，这类REITs可能是被预期可以找到一系列高于平均投资回报的物业收购机会。如果这些收购的长期总回报没有达到这些较高的预期的话，这些股票将会下跌，失望的投资者们将会因为该REITs只获得了平均回报而惩罚该REITs。

新开发

【小知识】 一些REITs能够通过开发全新的物业，无论是公寓、购物广场、邻里购物中心、写字楼或是其他类型的物业，来获得外部的FFO增长以及NAV增长。

一直到1993~1994年的REITs IPO浪潮之前，只有很少数的公众REITs有能力从头开始开发新的物业。这样做需要特殊的技能和经验。如今，有这种能力的REITs已经非常常见了，我们在各个物业部门都可以看到这类REITs。一个深思熟虑的开发项目需要资本加上相关知识。新开发需要在提前12~24个月（有些时候需要更长的时间）的时候进行融资，需要将其建造成型并且通过引入租客而使其稳定。拥有开发能力是在许多房地产环境中的关键优势，因为这种能力可以使REITs在租客需求强劲和新的竞争性的开发温和的时候，获得外部

增长和创造价值。可能会有这样一个时期，这个时期里由于物业的高价格而使得寻找良好的收购机会很成问题。

成功的开发在物业稳定之后，典型地为REITs的投资提供7%~9%的初始未用杠杆的回报，具体取决于物业部门，而这一数字通常要显著高于收购同等质量的现有物业的回报。更进一步，REITs的NAV将会提升，主是因为更低的资本化率应用到新的已开发并已租赁出去的物业上面。增量价值被创造，而这还将会提高REITs的价格。这些开发“利差”经常能够达到200基点。比如，一些购物广场类REITs，在一些时期里，能够开发出提供9%~10%的稳定回报的新的购物广场，并且能够以6%~7%的资本化率出售。这就是价值创造。

这种开发能力还能够让一家REITs利用独特的机会。比如，许多年以前，温加滕房产能够从休斯敦的风雨商业街廊林荫大道直接获得一堆物业，休斯敦的风雨商业街廊之前是美国的购物混合体，在该地区建造了有吸引力的新中心。在2004年，Macerich重新开发了在纽约的皇后中心，并且在该投资上获得了11%的回报。有些时候，一些写字楼和工业地产类REITs能够从开发和再开发项目中获得接近于两位数的回报。Regency Center的邻里购物中心的开发渠道一直到大衰退打压了稳定回报之前，都非常具有盈利能力。

这些年公寓开发的回报和资本化率已经一起下跌，但是AvalonBay及其一些同行们，在许多经济周期里仍旧能够开发出相对于通行的资本化率至少200基点的利差。最后，一些REITs，包括

AMB房产，金科，普洛斯和西蒙，甚至已经在海外开发项目，经常与当地的房地产公司一起组建合伙企业或是联合企业。

尽管一家REITs能够与一家外部开发商签订合同，获得一个新项目的联合产权，但是这种方式的盈利性较差，因为这些外部开发商也需要创造其自己的利润。然而，REITs的风险也减轻了，因为外部开发商承担了建造成本超额的风险和一些租赁风险。如果REITs完全开发自己的项目，他的预期回报和风险都将更高，尤其是当提前租赁很少或是没有的时候。

【小知识】那些想承担更高风险的投资者应当考虑在物业开发方面有成功业绩记录的REITs，这些REITs能够为他们提供每股FFO和NAV增长的另一个途径。

物业开发当然也有不好的一面，即风险。哪些可能出错？开发存在三个主要的风险领域。

第一，在建造期的成本超额会大大降低投资回报。这种情形在建造商缺乏某特定物业类型的经验或是在新的地点开发时或是REITs严重依赖未经证明的本地合约商时，尤其明显。

第二，租赁风险，包括未能将出租率达到预期水平，从新的租客中获得低于预期的租金率或是不得不做出很多租金折让，这种风险尤其是出现在宜人的房地产周期突然结束的时候，就像2001年及2007年那样。过度建设对于租金率和出租率也是一个威胁，由于它能够迅速

为市场提供众多竞争性的空间。旧金山湾区的一些公寓开发项目由于许多高科技和制造类企业在2001年的全国性衰退中的需求突然下跌而没有达到预期回报。

第三个风险是永久性的债务融资通常不能获得，直到项目完工及大部分出租出去，而这需要两到三年时间。谁知道利率在未来将会是个什么状况呢？长期利率的突然上涨会降低任何项目开发的预期的杠杆化回报。

底线是REITs的投资者和管理团队应当从开发中预期更高的回报以抵补所承担的更高的风险。目前仍旧没有明了的是，那些通过开发技能能够为股票持有人创造价值的以开发为导向的REITs，甚至在考虑了额外的风险因素之后，有没有被投资者支付合适的溢价。陪审团仍旧在该问题上缺席。很多可能取决于预期项目的利润率的规模和开发窗口的形式与大小。

外部增长的一个相关的方法是对现有物业进行扩张或是再开发。这也需要一些开发能力，但是风险却显著较小。有两个原因，现有物业已经证明了自己，而增加空间的成本比开发一个新物业要小得多。更进一步，尽管物业扩张的总利润潜能相比一个全新的项目可能更低，但是用于投资的资本的回报率经常要更高。成功的扩张能够在任何类型的物业上面进行，但是优越的和经过证明的地点倾向于提供更多的机会。当然，REITs必须持有或是收购邻近的地块。

投资者在一家REITs宣布对一个已经成功的物业进行二期或是三

期开发时，变得非常热情。这通常意味着现有物业表现良好、管理团队已经有远见地购买了邻近的地块，以及风险回报比例比较宜人。许多广受认可的REITs，其新开发者的地位并未被普遍认知，如零售类地产部门的联邦房产和马塞里奇，但是通过物业扩张和再开发创造了显著的投资者价值。

更多的外部增长途径

尽管物业收购、开发、再开发以及扩张是REITs进行外部增长的主要手段，但是也还有其他方式。正如前面提及的，一些REITs能够与机构性合伙人成立联合企业（JVs）去收购、持有以及有些时候开发物业。尽管这些JV结构使得一家REITs的战略和财务结构更加复杂并且产生了直接持有物业情况下没有的风险，但他们将为REITs创造额外的收费收入流，而这能够增加FFO以及为份额持有人创造额外的价值。当然，如果投资者想要从中获得的好处能够抵补风险和REITs的商业模式和收入来源中增加的额外的复杂性，每个JV战略将基于自身的特点进行检验。

REITs也有一些其他的外部增长途径。得益于REITs现代化法案，REITs能够参与房地产相关的业务，这些业务经常能够提供显著的新增收入与净收益。这些业务经常由纳税性的REITs下属机构来进行，因而他们的利润需要缴纳公司税。他们经常能够为股票持有人创造价值，尤其是如果他们能够将REITs内在的房地产方面的技能应用出来的话。很多年来，金科房产在这些业务方面表现良好，包括重构破产租客的租约、为其他零售商提供融资，以及帮助他们去掉多余的空间。一些开发导向的REITs，尤其是在工业地产部门的REITs，比如AMB房产，杜克房产和普洛斯，已经基于费用收入的目的，为其他机构开发了物业。

一些REITs如Vornado Realty，已经进行一些机会性的房地产相关投资，这些投资中他们本身并不持有基础资产。在2010年10月，Vornado宣布其已经收购了零售商（彭尼公司）JCPenney近9.9%的股份。一些REITs甚至发放夹层贷款，这种贷款风险高但是盈利能力也强。SL Green（SLG）是一家有市场领导地位的写字楼类REITs，长期以来在美国纽约的写字楼部门成功地从事高风险的借贷业务。在2004年，该REITs组建了一家新的抵押型REITs，Gramercy Capital，并且将其公开上市，但是该业务并未成功，反而成为大衰退和信用市场崩溃的牺牲品。

在这些非传统的业务中当然存在风险。他们从非租金来源处获得收入，因此比租金收入更加不稳定和难以预测，而且对于经济形势的变化更加敏感。投资者应当小心不要像对物业出租收入那样，给这些业务的收入给出高的估值。正如我们提起的在2008~2010年，当时许多非租金收入一下子人间蒸发了。这些非出租业务应当被视作是为REITs的股票持有人创造额外价值和外部增长的一种工具，而任何工具既可能被有效使用也可能被滥用。因此，REITs所从事的每种非传统业务都应当仔细检验并且基于这些业务自身的特征进行判断。

总结

使用FFO和AFFO能够让REITs及其投资者通过修正房地产折旧费用（通常是非现金项目）来估计自由现金流。

FFO和AFFO通常随着时间和增长的经济一起上涨，并且提供了股利增长一种方式。然而，衡量自由现金流未必是最好的估值REITs股票的方式，正如我们将在后续章节讨论的一样。

AFFO是一种估计REITs的经常性自由现金流的最有效的工具，但是如何计算这一数值却没有统一的标准。

FFO和AFFO能够以两种方式增长。外部的增长，通过收购、开发、构建联合企业以及从事其他业务来实现。内部的增长，通过提升REITs现有的物业的盈利能力来实现。

投资者应当高度关注REITs的价值创造能力，这是决定一家REITs股票价值的重要因素，但是从其中所获得的收入并不总是反映在FFO或AFFO中。

内部增长是FFO增长最稳定的和最可靠的来源，因为他不依靠募集新的资本或是进行收购，而仅仅是通过控制费用、提高出租率及租金率来实现。

外部增长能够通过收购有吸引力的物业、开发及物业扩张以及开

展费用相关的业务和投资管理业务来获得。

投资者应当尽量理解一些像资本成本和内部回报率之类的概念，这些概念有助于我们理解REITs在进行收购或是推行开发项目时是如何创造或摧毁价值的。

有吸引力的投资和开发机会对于REITs的自由现金流增长和企业价值增长的重要性，无论如何强调都不过分，但是外部增长策略的风险特性非常高，因此需要投资者仔细监督。

第8章 寻找蓝筹

赌博与投资的区别不在于活动的类型，而在于参与者的技能、专注性以及进取心。

——彼得·林奇

许多类型的投资策略能够实施于REITs世界，这取决于我们的投资目标。我们能够寻找最高质量的公司，购买它们并且在长期里耐心地持有它们。或者，我们可以承担更多风险并且在更加投机性的REITs上面获得大量利得。或者，我们可以专注于购买相对于NAV有深度折扣的REITs。我们能够试图去找出那些已经出现问题的REITs，并且期待事情发生反转。我们能够购买高股利的REITs，并且祈祷股利能够一直发放。我们还可能在一些非常小的REITs中寻找很少人知的美玉。所有这些都是我们的投资偏好、回报要求以及风险回避的问题。

投资风格

一些非REIT的投资者通过购买并持有大型的、稳定增长的且有长期完美业绩记录公司如可口可乐或沃尔玛。彼得·林奇称这些股票为“坚定分子”。另一些投资者寻找高速增长的公司如苹果、百度甚或是一些生物科技公司。价值投资者购买那些价格被负面消息深度打压的公司，期待负面消息最终将被驱散，或是隐藏的资产价格最终浮上表面。一些投资者喜欢购买那些大多数人们从未听说过的成长型公司的小市值股票。这些方式对于REITs以及其他股票都合适，如果投资者有投资纪律、有耐心并且有很好的判断力的话。对于哪种投资风格或是投资偏好是最好的，没有一致结论。而在REITs世界中一个沃伦·巴菲特这样的“圣人”还未出现（尽管这个奥巴马圣人自己也报告偶尔会购买REITs）。

最保守的投资者愿意强调蓝筹类REITs——我将在本章定义蓝筹。那些寻找高质量和安全的投资者显然也会。对于所有的REITs投资者而言，了解蓝筹类REITs和其他类型的REITs的区别非常关键。正是蓝筹设定了所有其他REITs需要遵守的标准。然而，在我们考察蓝筹之前，我们将检查一些其他的选择。

成长型REITs

一些人认为成长型REITs这一术语是一个矛盾修饰法。从REITs的自身特性来讲，REITs无法以很高速度来增长每股盈利。房地产企业是一个高股利但是低增长的企业，而且REITs必须按照法律规定，支付多数自由现金流给其股票持有人，因此不能够保留多数的盈利使得业务的增长受到影响。然而，的确在过去曾经有过一些时间里，一些REITs被认为是成长型股票，这种光景毫无疑问将会重现。

成长型REITs是那些被投资者视为有能力以远高于历史上正常的4%~5%的年化增长率来增长其运营资金（FFO）的REITs，有些时候或许增长率超过10%。这种增长潜力可能是由于一个特定的部门享受到其物业周期的繁荣阶段，这时租金率和出租率迅速上涨，或是业务战略实施了一种非常激进的收购或是开发计划，或是从基于费用的业务中获得迅速的增长。REITs的这种类型的增长经常需要显著的常规性的新的权益资本和债务资本的注入以扩张业务和物业组合。如果新募集的资本被用来进行收购那些定价较低且提供了强劲的租金增长和净运营收入（NOI）增长前景的物业，管理团队将被视为是聪明的且机会主义的，股票价格将会迅速上涨。另一种快速增长的方式是通过建造一系列新的物业并且这些物业出售给其他机构或是受控的联合企业（JVs）。然而，如果收购或开发机会减小，REITs的这种盈利增长将会放缓。REITs将难以满足投资者过高的预期，从而股价将显著

下跌。当然，程度轻重将取决于成长型REITs股票的溢价以及失望的程度。

【小知识】如果一家成长型REITs的步伐能够领先于投资者的预期一步，则其能够提供令人兴奋的回报，但是评估该增长率会在什么时候显著放缓非常重要。

一些旅馆类REITs在20世纪90年代处于高速成长的阶段。比如，喜达屋酒店（Starwood Hotel）和Patriot American Hospitality（PAH），享受了高于平均水平的内部增长，尽管收购了数以亿计的新旅馆。它们的FFO增长迅速。那些在1995年和1996年购买了这些股票的投资者在一段时间里获得了异常大的回报，但是那些迟些时候才跳上甲板的投资者或是那些持有了太长时间的投资者，发现他们的多数或是全部利得在接下来的年份里烟消云散。喜达屋得以恢复，但是PAH（如今是温德姆国际酒店，已经不再是REITs了），由于其资产负债表过于扩张并且实施了极度激进的收购策略，对于其股票持有人来说是一个噩梦。最近，工业类REITs中的AMB房地产和普洛斯，通过在海外开发物业得到快速增长，直到大衰退急剧地打压了其增长前景。甚至抵押型REITs在一些时候也能成为成长型REITs，募集巨量的资本并且发放大额贷款。成长导向的REITs投资者能够在一段时间里表现良好。但是，他们必须得明白什么时候一家REITs的超常增长阶段将会结束，避免为了一个暂时性的增长付出高昂代价。

价值型或“反转型”REITs

如果你是一个价值型投资者，你总是有一系列价格受到抑制的REITs可以选择。这些REITs相对其同类可比REITs以较低的价格在交易，或是以一个相对NAV有较大折扣的价格在交易。或许是他们一直处在多数投资者视野之外，或者是他们持有了表现差劲的物业，或者是他们由于管理团队的失误而被投资者打入冷宫。或者可能是他们的资产负债表惨不忍睹。如果这些REITs的股票是以足够便宜的价格买入的话，或者是在他们的运营前景或是财务状况发生反转之前买入的，他们将会是极度完美的短期或是长期投资。

卡尔美国房产（该REITs在2006年被私有化了）是一个很好的例子。这个写字楼类REITs在公开上市之后不久就开始衰落，在写字楼市场恢复的时期里，没有资本渠道去抓住收购机会。尽管管理团队非常优秀，但是该REITs的股票是以很低的价格在交易的。然而，在一个较短的时期以后，Security Capital Group，一个大型房地产投资组织，同意收购卡尔的控制性权益，那些在这个交易之前买入的投资者获得了极佳的回报。最近，由于投资者怀疑其是否能够幸存下来，一些REITs在大衰退和信用崩塌的恢复时刻，以很低的价格在交易。当他们完成新的债务或是权益融资的时候，他们的股票价格将会翻番甚至是上涨三倍。

【小知识】 投资者买入价格受到压制的股票，寄希望其能够反

转，能够获得较好的回报，但是想要知道REITs的价格什么时候完全体现其当期的或未来的困难，非常困难。

大多数REITs股票非常便宜，是有其原因的。问题可能包括下降的现金流、较差的物业或疲软的市场、高杠杆率以及让人不放心的管理团队。这些股票类似于垃圾债券，高风险有些时候带来高回报，但是有的时候仅仅带来更多的风险。

如果投资者碰到一个反转型REITs的话，他很有可能会表现出色，但是需要记住，如果是无能的管理团队出现问题的话，这些投资将可能永远无法全身而退，他可能将一直摧毁股票持有人的价值。在冒险投资这些REITs之前，做一些准备功课尤其重要，包括详细的资产负债表分析和物业分析。投资者在买入之前一定要弄明白，为什么这些股票价格如此之低。

类债券（Bond-Proxy）REITs

另一种经常吸引一些投资者的REITs是类债券REITs。这种REITs被认为是有一些相对较慢的FFO增长率和股利增长率，但是因为其较低的债务和较稳定的物业，他有一个较为安全的股利，且股利率通常高于大多数REITs。像“可靠的”和“一致的”这样的形容词经常用来形容这种REITs。这种REITs没有激进的外部增长策略，而且经常持有签订了长期租约的物业。寻求类债券REITs的投资者应当去看看那些管理团队保守、有能力且尽职、债券杠杆比较低、股利较高的REITs。当然，增长和资本升值通常也会较低。类债券REITs经常持有健康护理或其他以“三包”形式租赁给单一客户的物业。

【小知识】类债券REITs有高股利，经常达6%~7%，但是与其他REITs相比，其增长前景不是那么好。投资者是在以高的预期总回报来交换高的股利。

许多这些REITs非常适合那些视稳定且高的收入的重要性高于资本升值的投资者。然而，许多投资者如果将高的当期股利转化成蓝筹REITs所提供的高潜力、长期总回报的话，就会做得更好。

蓝筹REITs的优点

到目前为止，我们讨论了成长型、价值型以及类债券REITs。现在，我将介绍REITs世界中的中坚力量，蓝筹REITs。但是，首先我们必须警告，没有一个客观的或被普遍接受的关于蓝筹REITs的定义。所以，直到你发展出自己的定义之前，你将先接受我的定义。蓝筹REITs像所有的REITs一样，也受制于其所在部门的上行和下降周期，但是却有一个长的时间周期，能够提供FFO、股利、资产价值的持续一致的上升的长期增长。因为他们的财务实力强且广受尊敬，他们在多数时间里将拥有获得额外的权益资本和债务资本的渠道，能够为高于平均水平的增长提供支持。他们很少能够提供最高的股利收益甚或在很多年里最好的总回报，我们也很难以较低的价格买到这类REITs。但是他们能够提供7%~8%的年化总回报，而且只有较低的风险。

【小知识】 蓝筹REITs有一些特征使得他们和多数REITs区分开来。这些特征包括：

卓越的并且经受过检验的管理团队，既熟悉房地产持有和运营，又了解公开市场的奇事。

有获得债务资本和权益资本的渠道，以及能够有效利用资本并创造股东价值的业绩记录。

资产负债表强健且具有弹性。

聚焦于特定部门，且对区域市场或本地拥有专业技能。

保守的、机智的股利政策。

良好的公司治理。

有意义的内部股份持有。

蓝筹REITs并不需要完全拥有以上特征，但是要有大多数上述特征。让我们一一详细论述。

管理团队的绝对重要性

【小知识】 聪明的且有能力的管理是蓝筹REITs最重要的特征。

聪明的且有能力的管理是区分仅是物业的组合和其交易的份额碰巧是房地产超级业务的关键。即使是管理团队一般，如果其物业部门表现很好，REITs也会表现得很好。涨潮的时候，所有的船只都会漂浮起来。在部门繁荣期迅速上涨的租金率和出租率将会为整个部门带来强劲的内部增长，就像公寓类REITs在20世纪90年代、写字楼类REITs从1995年到2000年、零售类REITs从2000年到2007年曾经经历的那样。

但是真正的质量测试来自物业市场的艰难时刻，这经常会带来醒悟的痛苦及完美的购入机会。这也是优秀的物业管理、绝佳的资产地

点、非凡的出租技巧以及强大的接触资本的渠道，所能够发挥的作用产生差异的时候。当房地产空间市场疲软的时候，强大的公司能够在保留租客方面做得更好，从而减少了现金流的流失。在那种时候，房地产价格将会下降，一些过度扩张的物业持有人可能急于以打折的价格出售。强大的REITs经常能够通过挑选不错的、地点较好的廉价物业来利用这种形势。这些物业如果得到有效且有想象力的管理的话，可以回到正轨并且为股票持有人带来卓越回报。优秀的管理团队能够带领REITs度过房地产空间市场和资本市场的下行周期，并且以一个更加强大的规模出现。

当你要去购买蓝筹REITs时，我们要将重点关注放在那些管理团队已经建立了合理的物业组合并且只有较小债务的REITs上面，放在那些管理团队能够将股票持有人的资本明智地进行投资的REITs上面，放在那些管理团队知道如何评估风险及那些管理团队能够在机会来临时募集合理价格的资本以抓住收购或开发机会的REITs上面。这些REITs的管理团队能够在提升物业质量和租客质量的同时通过最大化租金收入和控制运营与管理费用增长，来获得内部增长。但是，我们需要了解如何识别他们。

在所有的环境中都能创造价值

我们已经讨论了在房地产市场受压的环境里的购买机会，但是优秀的管理团队还提供其他好处。他们知道哪些租客在哪里寻找空间。他们确信购买的物业的租金率是由基础的房地产价值所支撑的，这使

得他们能够在原有租客离去或是破产时，找到可以支付相等或是更高租金的租客。零售类物业和写字楼物业中的优秀管理包括紧密监视租客名单，以及一直寻找机会以好的租客替换差的租客，并且减低租客违约的风险。违约会带来现金流的减少，这不仅是因为失去租金及“下降时刻”，还可能因为中途改变的租客的中期租约可能要求为新租客提供昂贵的空间改进。

【小知识】 有经验的管理团队将持续寻找能够利用他们优点的机会。

REITs能够利用有挑战的零售环境的一个例子是Kimco Realty，这个邻里购物中心类REITs在REITs投资者中有非常好的长期声誉。零售商从事的是极具竞争性的业务，一些拥有自己商店的零售商在业务趋势恶化的时候需要额外的资本。抓住了他们这种困境提供的机会，Kimco在1996年早期从Venture Stores手中购买了大量的零售商店。那时，Venture Stores正在试图重组其业务。这些商店是以远低于市场价格来购入的，并且以一个约为13%的收益率租赁给Venture。投资者应当寻找那些有能力在即使是困难的环境中表现良好的REITs。这些REITs通过进行吸引力非同寻常的收购、提升物业及租客质量以及推行业务机会，为股票持有人创造价值。

额外的内部增长

有些时候，有吸引力的收购机会对于一家REITs并不可行，比

如，预期回报率低于REITs的资本加权平均成本，或是经常没有那种能够提供可接受的经风险调整后的回报的开发机会。这种情况在1998~2000年，显著地发生了。不仅仅是房地产市场竞争非常激烈并且处于周期的晚期阶段，而且REIT股票价格也高到使得募集新资本异常昂贵。Prudential Real Estate Securities的董事总经理及高级组合经理在那个时候指出，“低处的果实已经被人摘走了，我们已经不再处于一个人人可以获得议价能力的环境里了，而我们将在五年里处于一个恢复的模式里”。

在这种周期里，价值创造非常困难且极具挑战，而获得高于平均的内部增长是蓝筹REITs优胜的一种方式。比如，有创造力的公寓类REITs已经能够为租客提供有用的服务，包括门房服务。在小区设立教育性的和丰富生活性的项目以及网络光纤服务，而且以一个高度有效率的方式来管理他们的物业。许多高质量的零售类REITs，包括金科、Regency及温加滕，已经能够建立并且维护一个租客需求的数据库。由于他们与全国性的、区域性的及本地的零售商建立的长期关系，他们能够参照该数据库迅速填补空置的空间，无论是那些已经正常运营的物业还是新收购的物业。一些购物广场类REITs也拥有这种能力。在写字楼和工业部门，寻找那些能够使空置率保持在远低于美国平均水平的REITs。

我们在前面已经讨论，一家REITs是如何经常性地为其已经改进的物业来收取更高的租金。没有一本书写出来指导如何最有效率地改进某一特定物业的外观及吸引力，也没有书指出如何降低运营成本。

但是，有创新力的管理经常持续找到在他们的物业上产生高于平均NOI增长的方式。随着时间推移，这能够为股票持有人创造价值。

蓝筹REITs另一个与内部增长相关的关键优势是他们的物业通常是坐落在强劲的“客满”地点，新的竞争性的物业难以开发出来。优秀的管理团队能够识别这些地点，就像公寓类REITs AvalonBay这些年里一直做的那样。这种能力，使得REITs能够为其股票持有人提供超过其同类对手的长期回报。

【小知识】 外部增长机会是重要的，但是内部增长更稳定可靠。

“一次性的”（one-off）交易

我们将在本章后续关于有效利用资本的内容里讨论一些关于物业收购的细节。然而，我在这里要指出，高质量的管理团队的一个独特特征是它一次次地表现出进行不常见但是非常具有盈利性的房地产交易的能力。一个早期的例子是Vornado在1995年收购亚历山大房产。亚历山大房产是一家在纽约的百货商店连锁企业，在1992年提交了破产申请。它拥有七个百货商店以及一家邻近的区域性购物广场的50%的权益。根据绿色大街咨询在1995年3月17日的报告，这些百货商店非常有价值，包括一个在曼哈顿城中心的完整的大楼。在1995年3月，Vornado以5500万美元的价格从花旗集团手中买入亚历山大房产的27%的股权，这一价格与市场通行价格相比要低20%。Vornado将交易进行构建，来赚取管理、出租及开发亚历山大房产的房地产费

用。这不仅使得Vornado可以显著增加其FFO，也能够增长其每股NAV。

另一个通过进行交易来创造价值的例子是2002年，马塞里奇（Macerich）公司收购Westcor在亚利桑那的靠近凤凰城的购物广场组合。许多投资者在那时声称，马塞里奇为这些高质量的资产支付了过高的价格。但是他们在这上面投资的资本回报最终非常卓越。金科在这种令人心宜的交易方面的能力已经获得了投资者的广泛尊敬，包括在2006年的大型物业组合如艾伯顿地区的杂货店交易和“一次性的”较小的交易。在2010年8月，最大的购物广场类REITs西蒙物业集团宣告其已经完成了对Prime Outlets的收购，价格为7亿美元（不包括所承担的债务）。绿色大街咨询指出，在2011年1月Prime被以约为8%的资本化率的价格收购，但是“今天，公开市场将更倾向于将Prime的资产以一个5%的资本化率的范围来估值”。

商业房地产市场既具有广度又具有深度。在多数周期里，许多购买者为了讨价还价而进行竞争。但是，一家拥有优秀的管理团队的蓝筹REITs有些时候能够通过购买一个在优良地点的空置物业并且招满租客来达成一个漂亮的交易。例如，在2010年中期，Boston Properties以约为3.2亿美元的价格从哈里·麦克洛（Harry Macklowe）手中收购了在曼哈顿中城的麦迪逊大街500号的一个新的但是未出租的建筑。绿色大街咨询估计这一价格低于重置成本并且比在2007年支付给位于麦迪逊大街的相似建筑的价格低33%。该企业估计Boston Properties在该物业达到稳定出租状态后，可能会获得一个7%区间的

回报。这对于一个坐落在绝佳地点的优质建筑来说，是一个非常优秀的回报，尤其是在10年期的国债收益率低于3%的时候。

蓝筹类REITs拥有能够通过寻找并且达成非同寻常的有吸引力的交易来增加价值的管理团队，尤其是那些没被广泛识别的交易。任何人拥有资本都可以以市场价格购买房地产，但是只有很少人能够偷取他们。

吸引最好的租客

一个管理良好的REITs不应当对其租客的信用表示完全的仁慈。即使是在艰难的环境里，他也应当能够将空置的场地从一家财务困境的租客手中收回，并将其以一个可比的或是更好的租金率重新出租。零售商有个关闭商店甚至是退出经营的习惯。然而，除了在那些市场租金突然下跌的非正常时期里，优质的零售类REITs通常能够在困境时期商店关闭的事件里，保护他们的现金流。比如，在零售商1995~1996年以及2000~2001年的破产浪潮里。甚至是大衰退在导致零售类REITs的现金流出现缺口时，其对优质的零售类REITs的影响也比多数观察家所预期的低得多。蓝筹购物广场类REITs的同店NOI，即使是在大衰退后的一片狼藉中也只是轻微下降。有较强的发放标准及在优秀的地点有资产的写字楼类REITs和工业类REITs同样能够在许多经济环境里相对更迅速地“填回”其空置的空间。

不管再出租的技能如何，一家REITs吸引高质量租客的能力都是

非常重要的，尤其是在零售部门，如购物广场和邻里购物中心。对于一家购物中心，拥有有生产力的租客意味着更高的客流量，这也就意味着对于所有在其中的商店的更高的销售额。对于拥有中心的业主而言，这种零售的繁荣意味着租客将会支付在租约中规定的租金上涨，以及在销售额超过某一特定规模时为物业持有人支付额外的租金。在业主更新租客时，这也是收取更高租金的理由。最根本的是高度生产力的中心意味着对其持有人而言更高的运营利润和更高的资产价值。

【小知识】 蓝筹零售类REITs的管理团队将能够识别提升其中心的客流量方式。更多的客流量意味着更多的销售，而更多的销售意味着更小的租客离去率和更高的租金收入。

质量更高的租客，无论是在零售空间、工业地产还是写字楼建筑，将经常寻求扩展，而如果REITs与这些租客保持了好的关系的话，他们会在需要新增空间的时候来求助于该REITs。比如，工业地产类REITs中的AMB Properties&ProLogis（在2011年中期合并成为ProLogis），已经和美国物流空间的主要客户建立了长期的关系，而这随着时间会带来新增物业的开发以扩张本地及海外的租客。由于这两家REITs都有强大的海外开发能力，因此他们的合并使得其在满足许多大型工业空间使用者的需求方面更具优势。

【小知识】 有优秀管理团队REITs即使是在其租额处于困境的情况下也能够表现良好。

成本控制

在商业领域不言自明的公理是，低成本能够提供竞争优势。在当今REITs高度竞争的环境中这句话真是太对了，而运营一家商业房地产业务也不例外。卓越的REITs能够非常高效地管理他们物业的同时，保持其管理费用包括行政费用、法律服务、会计等费用处于严密控制之下。

我们已经谈到过REITs利用市场低迷时的购买机会。但是在一个健康的市场上购买物业是个什么样的情形呢？嗯，富裕也好、贫穷也罢，省钱总是件不错的事情。如果一家REITs能够使其物业的运营成本保持很低，他将处于一个优胜于其他竞买者的位置，并且能够在购入的物业上获得令人高度满意的回报。当一个物业组合每年产生1000万美元的租金收入时，每年节省仅仅2%的物业管理支出，总计能够节省20万美元。

但是，不仅是物业管理支出需要控制，间接成本也必须保持很低。让我们来考虑一家拥有5亿美元物业的REITs（以当前市价计算），这些物业能够产生未用杠杆的9%的NOI增长，或是每年4500万美元，而且没有债务。如果间接成本达到资产价值的1%，也即每年500万美元，该REITs的FFO（不包括利息支出，记住我们假设没有债务杠杆）将为4000万美元，或是资产当前价值的8%。我们将其与一家间接成本只有0.5%，即只有250万美元的REITs进行比较。第二家REITs将产生4250万美元的FFO，提供了年化8.5%的回报，每年节

省250万美元。

在评估REITs的管理团队时，成本控制以及在低成本架构下运营经常是被高估的因素。但是，在一个足够长的时间段里，那些能够保持其成本的REITs将为其股票持有人提供更大的长期回报。

价值创造的业绩记录

帕特里克·亨利（Patrick Henry）有句名言：“指导我前进的明灯只有一个，那就是我的经验。”评估REITs管理团队质量的一个最明显但也是经常被忽视的方法是考察其过往表现。该REITs在增长每股FFO和NAV方面，有一个长期的成功的业绩记录吗？该REITs有一个稳定上升的股利吗？该REITs公开上市多长时间了？该REITs在不同的房地产周期中是如何度过的？在房地产市场经受寒冬的时候或是遭遇新的开发项目的严酷竞争的时候，该REITs的管理团队是如何保护其现金流的？该REITs是如何投资其股东或是新投资者委托的资本的？该REITs是如何真正为其股东创造价值的？

在我们寻求蓝筹REITs的时候，这些问题必须被提及并且得到回答。在这些领域里有成功业绩记录的REITs将会受到许多REITs投资者的高度尊重。

但是，我们需要实际一点。美国经济和其空间市场是周期性波动的。而衰退将会导致市场租金率和出租率下降，显然会影响REITs的现金流。而且，当衰退特别严重时（就像2008~2009年那样），在意

识到时局困难时，股利会被缩减。因此，即使是最强的蓝筹REITs也难以做到在所有的衰退中毫发无损。甚至Boston Properties、西蒙房产和Vornado Realty这三家最大的、最受人尊重的REITs，在大衰退期间也削减了股利。

然而，如今的REITs投资者是幸运的。许多REITs在1993年就已经公开上市了，有些甚至在这之前就已经上市了。那些高度投入、极富经验以及在各种空间市场和资本市场的环境中通过实战检验的管理团队，得天独厚。通过仔细考察他们在很长时间段里的总回报的业绩记录（绝对回报的基础上和相比在同一部门的同类REITs的相对回报基础上），以及通过使用一些在本章中建议的标准，我们能够勤勉地搜出那些满足蓝筹要求的REITs。

如今的REITs最终证明了，他们能够像公众公司一样在整个商业周期中保持其成功的长期业绩。至少在过去10年里，他们的证据是令人印象深刻的。许多REITs在多数经济或是周期下行之前，在开发方面相对稳健，而且他们在2006~2007年市场高位是资产净出售者。他们在以有吸引力的价格清理物业组合方面非常积极，且在收购时具备纪律。而且，他们在应对由大衰退导致的诸多问题时迅速且高效，因此，如今蓝筹REITs比以往更多了。

资本的渠道以及有效地利用资本

在确定哪家REITs配得上蓝筹标签时，我们还需要看看他们的资

本渠道以及这些资本是如何被利用的。正如我们之前看到的，用以支持外部增长如收购或新的项目开发的资本渠道在决定一家REITs的长期回报潜能方面，至关重要。同样，一家REITs如何分配其资本对于股票持有人评估该REITs作为投资的长期价值也是非常关键。

资本的渠道以及其优势

一家有良好业绩记录的REITs，已经赢得其股东的尊敬，在为有满意回报的项目募集新资本的方面能力更强。尽管多数REITs在1996~1998年间都能够募集权益资本，但是只有少数能够到2001年还能够这样。由于很多REITs被认为在之前配置受托的资本方面表现拙劣，几乎所有的REITs都受到了惩罚。尽管有好些REITs在2008~2009年信贷崩盘时也募集到了权益资本，但是募集资本并不是REITs的天赋人权。

当市场处于均衡时，我们可以很合理地预期REITs作为商业物业组合的持有者，将能够获得略高于通胀率的NOI增长，为2%~3%。使用债务杠杆可以使REITs获得3%~4%的FFO增长。然而，如果REITs有额外的权益资本渠道，他就经常能够以预期能获得高于资本成本的价格购买新的物业或是进行新的项目开发。这种外部增长的潜能使得REITs能够以高于平均水平的速率增长自由现金流（同时为其股票持有人创造价值）。简单来看，这也是为什么许多卓越的REITs能够在许多年里报告5%~6%的FFO增长的主要原因。

【小知识】 通畅的资本渠道以及将资本明智地进行投资是区分蓝

筹RETI和其他REITs的关键因素。

明智地配置资本的重要性

但是，获得资本是一回事。高效地利用这些资本又是另外一回事了。一家蓝筹REITs将不会进行那些回报低于成本的投资而挥霍资本。相反，他们将会通过高效的投资在物业收购、新项目开发或其他方面，为其股东创造价值。而且，经过风险调整之后的投资回报和资本成本的利差，才是对投资者而言最重要的，而不是资本成本和投资回报的绝对水平。

一些REITs投资者使用“特许权价值”（franchise value）来描述REITs在新开发上创造高于资本成本的回报方面的能力。有些时候如20世纪90年代早期，由于REITs很容易获得高于常规的回报，特许权价值很容易积累，这可能是因为在房地产市场购买机会相当丰富。相反，经常有些另外的时候如20世纪90年代后期和21世纪的早些年份，只有很少REITs能够利用这些机会。还有些时候只有一些在特定部门运营的REITs能够利用这种机会。

但是，蓝筹REITs由于有想象力的管理和多元的价值创造策略（还有强健的资产负债表），无论是在经济或是房地产市场的哪个状态，经常能够比其他REITs有更好的价值创造机会。而且，他们明智地配置并且投资资本，创造了持续的特许权价值。他们是怎么做到的？

一家REITs可以有很多形式来配置资本，包括收购单一的物业或是整个物业组合，购买拥有房地产的公司（如一些其他的REITs），进行新的物业开发或是参与联合企业，回购股票，偿付债务，或是有些时候在一家运营公司发起新的房地产相关业务或投资。一些时候，这些投资是通过应税子公司（TRS）进行的。例如，Ventas，一家广受尊敬的健康护理类REITs，能够通过其TRS，更加直接地从他的护理社区业务获得收入增长。

对于投资者而言，关键问题是决定资本被用来投资或是被其他方式利用是否为其股票持有人产生强劲的回报，尤其是考虑到其中的风险因素时。最近的收购是以一个市场价格进行的吗？该REITs是否进行了一笔出色的交易？该收购的上升潜力或是预期IRR如何？新的开发项目将会成功吗？会有多大程度的成功？承担的风险是否值得？管理团队是否已经超出其专业领域？正如一个克林特·伊斯威特（Clint Eastwood）电影中的角色所言：“人应该了解自己的极限。”这一言论显然也适用于REITs的管理团队。购买整个公司经常问题不断。该REITs有充分的理由要这样做吗？他是否为了增长而增长？或是创造了一个物业的地理上的分散性，而这种分散性投资者可以自己通过购买一系列REITs做到吗？该REITs支付了多少溢价，而通过节省开支、更高效的物业管理、更强的与租客的谈判能力或是更高的增长速度，要赚回这些溢价得花多长时间？这些是通过什么方式来融资的？这是一个支付债务的良好时机吗？或是资产负债表应当进行扩张以抓住房地产市场明显的机会？管理团队在发起新的业务活动时是否保守

地进行策划？他是否增大了其核心业务的增长速度？募集新的权益资本是否是必须的？能通过资本再循环或是联合企业策略来获得更低成本的资本来以支持增长吗？

价值创造

价值创造被定义为资本的真实成本和运用该资本所获得的长期回报之间的差额，折成的现值。这可以表现为更高的收益或/和更大的净资产价值。这一概念适用于所有的企业。

这些有难度的问题，投资者在评定一家REITs是否有效率地运用资本并为其股票持有人创造了价值的时候，必须要不断反问自己。蓝筹REITs在这方面会持之以恒地表现良好。当然，这些问题多数只能在事后才有答案，一些时候在问题的答案明朗之前，需要很长一段时间。然而，一家REITs为证明自身能够获得信任来配置并且投资资本，他不仅将能够获得额外的资本，还必须在需要的时候，能够产生更高的增长速度以及被投资者估以更高的价格。

资产负债表的强健程度

能够帮助找出蓝筹REITs的第三个因素是资产负债表。物业持有人喜欢使用债务来为其收购提供部分融资。在一些特定时期，如当个人购买一个单户住宅时，债务的规模要远远高于投入的权益。开发商有些时候也能够获得90%甚至是100%的融资，对于商业房地产的购买者而言，债务价值比通常非常慷慨。

【小知识】债务杠杆增加了持有房地产的风险与回报，可能不会创造任何有意义的价值。

许多投资顾问不推荐以保证金的形式购买股票。这样做当然会增加收益或是损失，但更重要的是，有些时候会迫使投资者在市场面临恐慌时以一个临时的低价出售股票。那么，为什么房地产会如此经常性地以债务来购买，这种情形和以保证金形式购买股票没有什么两样？一个被长期接受的理论认为，商业房地产现金流的稳定性和可预测性以及商业房地产价格的低波动性，使得其能够以一个较小的债务杠杆来购买或是持有。债务杠杆倾向于提高投资回报。

但是，或许现在是要质疑该理论的时候了，为此有几个理由。大衰退和信用崩盘并不是可预测的，而且似乎到来得更有规则了。商业房地产的价格在未来会比过去更加波动，这或许是由于短期资本在全球范围内寻求最好的风险调整回报的集中度更高的原因。在大衰退期间，REITs行业经历了一次巨大的令人恐怖的保证金催交的过程。使用债务杠杆仅仅是在可获得的物业异常廉价或是现金流及物业价值上涨到足够抵补由于使用债务杠杆而增加的内在风险的时候，才可能为股票持有人创造显著的价值。但是这种情形通常只有在事后才能清楚。和在股票市场一样，在房地产世界伟大的市场择时者非常罕见。

尽管在正常的经济环境中，对于物业持有人而言，一定规模的债务并不是那么的极度危险，使用债务可能不会增加什么价值。使用过多的债务可能并不算是谨慎的行为。绿色大街咨询的迈克·科比

(Mike Kirby) 在2010年1月6日的《华尔街日报》中提到，“从本质而言，房地产应当是一个收入导向的投资，但是当你使用过高的杠杆时，你将这些优点抛掉了”。

或许最根本的是，当不会牺牲掉REITs的资产负债表的健康时，适度的债务杠杆是可接受的。当良好的投资机会充裕时，使用债务杠杆能够让REITs获得更大的投资回报。相反，即使是一家有良好管理的REITs，在面对着世界上最好的开发或是收购气候时，如果其资产负债表很差（这或许是因为过高的债务杠杆），将会被资本市场拒之门外而发现自己无法抓住这样的机会。

债务比率和利息覆盖比率

强健的资产负债表是什么样子？首先，相比REITs的市场价值总额、资产的总市场价值或是息税折旧摊销前盈利（EBITDA），债务的规模较小。其次，该债务的利息支付和其他刚性费用的覆盖率很大。最后，债务到期结构是可管理的。

债务比率

假定一家REITs有1亿份普通股（包括可以转换成普通股的合伙单位），每股的市场价格为10美元，市场总价值为10亿美元。该REITs还有1亿美元的优先股，6亿美元的债务。债务市值比率能够通过将债务（6亿美元）除以普通股市场价值（10亿美元）加上优先股（1亿美元）加债务（6亿美元）的总和得到，数值为35.3%。公式如

下：

$$\text{债务/市场价值} = \text{总债务} / (\text{普通股} + \text{优先股} + \text{总债务})$$

一些分析机构如绿色大街咨询，喜欢使用基于一家REITs持有的资产价值估计数来计算的比率，而不是债务/市场价值。比如，如果一家REITs有1亿美元的债务且总资产的价值为3亿美元，它的债务/资产价值将是1亿美元除以3亿美元，即33%。这种方法，关注REITs的资产价值而不是其在股票市场的股票估值，有两个优点。其一是其更保守（通常REITs在市场上的价格会高于其NAV），而且避免了债务比率的急剧波动（REITs的股票价格的波动性通常要高于其持有的资产价值的波动性）。这一公式的拥护者认为，一家REITs的杠杆比率不应当与股票价格暂时性的上涨下跌相关，如果该价格变化与运营或是物业价值没有任何关系的话。然而，债务/资产价值的使用没有债务/市场价值那么频繁，这是因为前者包含一个主观因素（估计的资产价值）。

$$\text{债务/资产价值} = \text{总债务} / \text{估计的资产价值总和}$$

对一家蓝筹REITs来说，多高的债务杠杆是可接受的？首先，让我们看一些历史的平均数。在1995年年末，罗伯特·弗兰克（Robert Frank），一个紧跟REITs行业多年的专家，估计REITs债务/市场价值的历史的平均值得到那个时候是34%（1995年12月18日的《巴伦期刊》）。根据SNL证券和NAREIT的数据，这一比率自那以后温和上涨，到2003年第四季度达到平均约为43%，到2006年下降到36.6%

（当时REITs的价格非常高），接着到2008年第二季度由于REITs股价下跌而回到44.8%。债务杠杆在2009年由于REITs价格成为熊市的牺牲者，而进一步上升。由于这一原因，债务在2009年和2010年不得不通过募集新的权益资本和出售资产来降低。在2010年三季度末，NAREIT数据显示，对于权益型REITs，平均的债务比率为41.1%。

如今，甚至是一些当令的观察家如科比（Kirby），也认为债务杠杆应当进一步降低，许多REITs管理团队和痴迷于REITs的投资者似乎对于债务比率处在低于40%的区间比较满意。无论如何，REITs投资者应当不要忘记，债务增加了投资风险，在决定任何REITs股票价格的时候，要考虑该REITs承担的债务规模。蓝筹REITs将表现出温和的债务比率。例如，在多数环境中，通常不会高于40%~45%。这为投资者提供了额外的安全保障并且允许REITs有更大的资产负债表的灵活性。

债务/市场价值

下面是一些与债务/市场价值相关的常规指引

高于55%的债务/市场价值会使得REITs投资者不自在，尤其是那些波动性大的部门，如旅馆，其现金流没有受到长期租约的保护。

低于40%的比率通常会被视为是保守的，而且是资产负债表强健的指标。

当房地产价格高到无可持续的时候，或是市场变得疲软时，甚至

是50%的债务比率也值得关注。

尽管他们在整个REITs的历史中被用来评定一家REITs的杠杆水平，债务/市场价值和债务/资产价值有些时候也会误导投资者，当REITs的股票价格或物业价格高企的时候，会提供一个过于美好的图景。这一教训在2008年和2009年让投资者领悟到了，当时，REITs的股票价格和其持有的物业价格由于大衰退而出现显著下跌，使得债务/市场价值和债务/资产价值飙升。一个“实践检验”是通过将REITs的债务与其之前或是之后的12个月里的预期的EBITDA进行比较。这使得投资者能够将REITs的债务与其自由现金流相联系，在支付利息前，债务对EBITDA的比率经常比其股票价格或是资产价值总和要更加稳定。使用这一方法，5~7倍的债务/EBITDA是可接受的，而4倍或是更低则被认为是保守性的，一个高于8~9倍的比率可能会使得保守型的投资者感觉不自在。

各类REITs部门的平均比率见表8-1，它由NAREIT在2010年第一季度末提供，提供了一个很近期的参考数值。注意在很多部门中较高的债务/EBITDA，由于下降的租金收入导致的和由大衰退引起的NOI下滑。幸运的是，这些比例有望随着开始于2010年的空间市场的稳定而得到改进。

表8-1 2010第三季度的债务比率

REITs 部门	债务 / EBITDA	债务 / 市场价值 (%)
公寓	8.2 ×	44.6
邻里购物中心	7.4 ×	45.6
购物广场	8.2 ×	52.3
健康护理	5.0 ×	28.2
寄宿	7.3 ×	50.0
写字楼	7.2 ×	47.1
工业	8.6 ×	44.8
自助存储	4.8 ×	31.3
分散化	7.3 ×	54.0

利息覆盖比率

另一个判定债务水平是否合理或是过高的方式是考察REITs的EBITDA超过其债务的利息支付的程度。这一联系经常被称为利息覆盖比率。一些时候，分析师还考虑利息支出之外的经常性的财务义务如优先股的股利支付义务或是到期的债务偿还（“固定费用”）。该比率如此定义，被称为固定费用覆盖比率，是一个比利息覆盖比率更加保守的测试。

例如，如果Trophy Office REITs有一个每年为1400万美元的EBITDA，并且承担了1亿美元的债务，每年支付利息700万美元，那么他的债务利息覆盖比率为1400万美元除以700万美元，即2倍。利息覆盖比率显著低于2经常会引起关注。

正像前面讨论的债务/EBITDA一样，许多分析师偏好以这种方式来衡量债务杠杆而不是看债务/市场价值和债务/资产价值，这是因为前者的方式提供了一个关于债务负担是如何与当期EBITDA来偿付的图景。换言之，如果一家REITs在特定期间内，在其物业上运作得很

好而且能够获得一个以合理利率定价的固定利率融资，它将没有任何困难来履行其债务义务，即使是其债务杠杆可能高于一个理想的水平。正如之前提到的，使用利息覆盖比率，固定费用覆盖比率或债务/EBITDA避免了在股价快速变化和资产价值波动下评估杠杆的困难。然而，这一比率也惩罚了那些持有暂时不能产生收入的资产的REITs，比如土地或是正在开发的物业。而且，这一比率还会不当地奖励那些在其资产上获得了非常高的但是临时性的回报的REITs。相应的，在对一家REITs的资产负债表的健全或是强健程度作出判断之前，最好是检查以上所有的公式。

【小知识】 一个细心的REITs投资者将会考察债务/市场价值（或是债务/资产价值）、债务/EBITDA以及利息覆盖比率或是固定费用覆盖比率，以判定一家REITs是否过度使用杠杆了。

在经济形势严峻或是物业价格下跌的时候，相比市场价值、资产价值或是EBITDA而言，高的债务杠杆以及低的利息覆盖比率或是低的固定费用覆盖比率，是一个随时可能爆炸的炸弹。昨天合理的杠杆和能被管理的债务可能成为明天的过于激进的杠杆和致命的债务。这里没有魔术数字让REITs投资者在所有时刻都能够心安，也没有普遍合适的债务水平或是覆盖比率，如果超过该值的话就是过度杠杆化的。很多依靠空间市场及资本市场的形势，资本的可获得性、现有现金流及预期现金流的稳定性以及其他因素，甚至是一家REITs与他的贷款人的关系。然而，蓝筹REITs的一个标志是保守性的和强健的资产负债表，不管是以绝对的观点，还是以相对于其对手的观点。

利率变动的债务

还有一个资产负债表的相关问题也需要考虑，那就是利率变动的债务。利率变动的债务使得REITs及其股票持有人在利率快速上升的时候，面临着显著上升的利息成本。REITs投资者投资一家REITs是基于其业务和房地产的前景，而不想看到他们的预期因为管理团队看错利率变化的方向而受到挫败。一些利率变动的债务是合适的，但是要有节制地使用。由于REITs的很大一部分支出是由利息费用组成的，更高的利息成本将会带来FFO的显著下降，甚至有些时候导致股利削减。相反，固定利率是积极的，因为它能提升FFO的稳定性并且降低了对于短期利率变化的风险敞口。

旅馆类RIET的管理层偶尔会争辩，一些变动利率的债务对于他们是合适的，这是由于利率倾向于随着经济走强而上升或是相反。在强势的经济下旅馆通常表现良好，因此利率变动的债务能够作为经济疲软的对冲，也就是低的旅馆入住率能够部分由低的利息费用所抵补。

固定利率债务

固定利率债务的优点是为债务工具的整个存续期设定了一个特定的利率。还有，如果借款人被允许在债务产生后利率发生显著下跌的时候提前偿付债务的话，借款人就有机会降低利息成本。在近些年里，许多REITs已经借入了利率变动的债务，但是也签定了合约，确定了一些利率高于当前的短期利率的利率顶。这些利率顶可能非常昂

贵，价格依赖于利率顶的存续时间以及利率变化的范围大小。通常而言，虽然有成本，有利率顶保护的变动利率债务是值得的，因为他是一个防范利率因为通胀或是过热的经济而飙升的保单。然而，所有这类利率顶以及相关的互换，都有一个到期日。

有些时候，一些REITs通过以更便宜的可变利率的债务来为物业收购进行融资而提高了FFO增长。物业收购的经济性应当基于以权益及固定利率的债务来融资而进行分析，而可变利率债务短期的应计利息是没有意义的。因此，一家REITs的FFO及其增长率的质量，在该REITs过于依赖可变利率债务的时候，是需要谨慎对待的。在投资者准备为REITs的股票支付相当于盈利的一定倍数的价格时，也需要意识到这一点。幸运的是，当今的REITs使用可变利率债务的水平是非常低的，尤其是蓝筹REITs。

尽管有缺点，REITs经常为外部增长寻求额外的资本，常常会发现使用一些可变利率债务也是有益处的。对于REITs而言，典型的模式是建立一个短期的且具备灵活性的信贷水平线，然后依靠发行股份、长期固定利率的债务或是资产出售来偿还债务。这里的关键是这些可变利率债务的规模要与REITs的企业价值如估计的总资产价值或市场价值相联系。

【小知识】 如果可变利率超过了REITs资产价值的10%~15%，该REITs将会在利率升高的时候暴露在令人失望的盈利水平中。

债务的到期

房地产是长期资产，因此不言自明的是需要长期资本来提供融资。

短期债务规模过大（这些债务需要在1~2年里偿还），使得借款人暴露在巨大的风险之中。如果贷款人出于任何原因而不愿意在债务到期后进行更新，而且如果在此时没有任何其他的再融资途径，那么REITs就要被迫以任何他人报出的价格来出售资产，以非常具有稀释性的价格来发行股份，甚至偶尔还要提起破产申请。伴随大衰退出现的信贷崩盘过程中，对于许多REITs而言，这一问题可不仅仅只是一个学术上的兴趣而已。无法展期融资的威胁能够使得REITs股票价格出现严重下降，因此会使得新的权益资本即使是能够获得的话，也是非常令人难以接受地昂贵。

Nationwide Health Properties，一家广受尊敬的健康护理类REITs，在2011年被Ventas收购了，由此在早些年里体会到了这一教训。在其初始管理团队的管理下，该REITs使用了显著的短期债务，而贷款人在债务到期日不愿意再进行展期。该REITs（如今是贝弗利投资房产）被要求出售很大一部分资产并且减少股利发放。General Growth Properties（GGP），一家领先的购物广场类REITs，在2004年收购劳斯公司（Rouse Company）时，积累了巨量的短期债务。尽管管理层相信债务是可管理的，但是资本市场在2008年和2009年被冻结了，而该REITs发现其时没有任何实际可行的方式能够在债务到期时进行再融资。尽管GGP的资产价值超过了负债，他在2009年4月也被迫提交破产申请以防止债权人夺走购物广场资产。尽管其在2010年从

破产法庭里走出来并且对其债务安排了偿付计划或是再融资，许多股票持有人还是损失了一大笔钱。

相应的，REITs投资者应当关注一家REITs的债务到期结构。一些分析师考察债务的平均期限，而聪明的投资者更倾向于那些债务在至少几年内都不会到期的REITs。一定的较小规模的短期债务当然是可接受的，但是大部分债务应当不能在很近的年份里到期，而且应当是固定利率的。蓝筹REITs聪明地使债务到期错开。

【小知识】明智的REITs管理团队会在昂贵的债务到期前进行再融资替换，如果这样做只有很小的提前偿付惩罚的话，而且他们会寻求一个较大范围的债务到期日。

部门集中与地理集中的重要性

许多年以前，在REITs行业处于婴儿期时，人们相信对于REITs而言，保持物业部门和地理上的分散性非常重要。这种分散性被认为对于降低投资风险很重要。但是，该理论由于下面两个原因而不再成立。

首先，REIT行业的扩张使得投资者能够通过持有一系列REITs来自己创建分散性的物业组合，这些REIT每个都在不同的地区开展业务，并且持有不同的物业类型。

其次，本地市场的知识对于物业投资业务的成功非常关键。让我

们详细考虑这一点。本地房地产市场有很多特质，像在“最好”的地段的需求、最强大的租客的特性、为竞争租客而需要做出的改进以及从物业开发而言的选址和获得授权证书，等等。每个物业部门有其自身的运营和投资特性。要购买、管理及开发物业需要在一个物业部门及特定的市场上有着深入的理解和多方面的经验。

【小知识】投资者的确应当分散化，通过购买多个REITs，每个REITs都是在不同的部门和区域从事业务，而不是购买一家试图提供所有事物的REITs。

一个专门化的REITs的例子是AvalonBay Communities，这是一家公寓类REITs，是从1998年的Bay Apartment Communities和Avalon Properties的合并而来。Bay自1970年以来就是北部加利福尼亚活跃的开发商及公寓持有人，在几年前公开上市了。Bay从未持有过其他类型的物业。管理团队从20世纪90年代早期加州的类萧条形势下生存了下来，并且在开发及翻新高质量公寓方面建立了优秀的业绩记录。Avalon Properties很多年里成功地持有、管理及开发公寓类小区。如今，AvalonBay在东西部海岸依然是一个强大的竞争者，对本地市场有极深的理解。

本地专门化的知识给了一家REITs在其所处市场上的优势。管理团队更能够获得那些被迫从物业中撤出的困境出售者的声音，或是更能获得出色的开发地块的信息。因此，管理团队能够利用非同寻常的机遇。相似地，他们能够在竞争性的买入报价出现之前就结束一笔交

易。如果他有开发的能力，他了解最好的及最可靠的承包商，并且熟悉获得开发许可的政治环境与挑战。他对本地经济形势及哪些本地市场将会最有前景，更为敏锐。如果他是一家零售类REITs，他将有一个更好的接近本地零售商的渠道。根本之处在于在多数房地产部门里，专注于特定地理区域的REITs有显著的竞争优势。

【小知识】对于一家REITs而言，集中于一个特定的地理区域非常重要，专注于一种物业类型更重要。

房地产的持有和运营一直以来都非常有竞争性。每种类型或是部门都有其特殊的经济特性。一个对某一部门的特质及供需问题熟悉的管理团队，比那些试图调整自身以适应在不同的物业类型里经济特性转换的管理团队，将能够更好地带领REITs穿越波动的水面，并且充分利用非同寻常的机会。只有很少的REITs如Washington REITs及Vornado Realty，在多种物业类型中都持续表现良好。

由于上述原因，许多蓝筹REITs将在部门上及地理区域上进行专门化的集中。在公寓部门的例子包括BRE Properties及艾塞克斯房产（Essex Property）。前者将自身业务限制在西海岸、亚里桑那及科罗拉多。后者将聚焦于加利福尼亚与华盛顿。

然而，也有一些例外。例如，拥有疗养院的健康护理类REITs，会发现地理上的集中会带来负面效果。疗养院的运营者依靠州政府的医疗补贴，并且受制于一系列监管。在一个州有过高比例的总资产意味着对该州的补贴政策变化无常的过分暴露。购物广场类REITs同样

也对地理集中的需求较小，对于投资者而言，缺乏地理上的集中不是一个大的问题。事实上，较大地理范围的业务，有利于购物广场的持有人与大型零售商租客的谈判。购物广场的经济特性在美国绝大多数地区都相似，而且很大一部分的租客也是全国性的零售商。例如，Gap Stores。自助存储类REITs如公共储存公司（Public Storage），已经从全国性的市场营销战略及遍及全美的品牌认知中获益良多。

许多蓝筹REITs已经将其业务扩展到了其他区域，一些甚至成为全国性的大玩家。对于一个零售类、健康护理类甚至是公寓类、写字楼类或是工业类的REITs，在几个邻近的州有地块可能是有益的，这是因为规模、市场领导力及租客的关系具有很高的重要性。Duke Realty是一个很好的例子。他在中西部和西南部的很多州都有运营的业务，由于他和需要工业地产和仓库的强大的区域性公司的关系，他的地理触角为其提供了大范围的潜在租客。

在其他的案例里，蓝筹REITs仅仅是从其大本营基地向周边拓展。Weingarten Realty在很多年里被视为是休斯敦的占领导地位的邻里购物中心的持有人，已经频繁地进入了阳光地带的新市场。另一家广受尊敬的零售类REITs，Regency Centers，业务范围已经远远超越了其初始起家之地佛罗里达。Camden Properties和UDR Inc.两个强大的公寓类REITs，已经大大地扩展了他们的版图。EastGroup，一家备受尊敬的工业地产类REITs，已经成功地扩张到了阳光地带的市场。一些REITs投资老手会谴责这种漫游癖好，但是在某些程度，许多运营良好且具备成长性的公司如上面所提的这些公司，将会寻找回报前

途有望的新市场。如果REITs能够将其创新能力与远见施于新的市场，投资者无须过多关注这点。但是，该REITs必须有一个经验丰富的本地管理团队并且试图成为一个强大的本地玩家。

最后，我们来看看在全美各地的主要市场都有资产的有权势的全国性REITs，Equity Residential，是一家最大的公寓类REITs，其业务范围遍及全美且都表现出色。其他一些REITs如AMB Properties和Boston Properties，在一些选定的区域市场上发展出了强大的业务。AMB，在2011年与ProLogis合并了，在主要的交通枢纽持有具有生产力的物流及配送物业，而Boston Properties在四个关键的市场纽约、华盛顿特区、波士顿及旧金山持有重要的写字楼资产。这些REITs持续成功的关键是他们在每个本地市场的竞争地位及强大的管理能力，以及公司总部能够为本地的业务发起与创造提供足够支持的能力。

因此，如果一家REITs想要赢得“蓝筹”的称号，仅仅将自身局限在少数几个市场是不够的。然而，我相信，一家REITs越小，他就越需要将其有限的资源聚焦于少数几个市场，他对这些市场充分了解并且能够通过本地合约和关系来获得竞争优势。而小型REITs有一个很重要的优点，抓住一个或是少数好机会能够真正在盈利增长及NAV累积的角度“移动指针”。

【小知识】 REITs投资者应当将一些限定置于那些出现在许多不同地理区域的REITs上，那就是他们能够显示出他们已经在每个不同的市场上成为市场领先者。

保守性的且明智的股利政策

另一个区别REITs“有”与“没有”的标准是股利政策。股利政策是否经过良好谋划，以考虑到REITs保留盈利能力的限制、REITs持有物业的空间市场的前景、外部增长机遇如收购机遇或是开发机遇以及REITs的权益资本和债务资本的成本。股利政策是否足够保守到使REIT能够在不可预料的不利市场形势下挺过来，又不是那么保守而疏远了收入导向型的投资者。

对于投资者而言，一个关键的问题是REITs的股利支付相对于调整后的运营资金（AFFO）的比率。由于新的权益资本是经常如此昂贵，管理最好的REITs倾向于保留其运营收入的很大一部分来进行收购、开发或是其他不时出现的机会。使用留存资本比募集债务资本或是出售新的股份要更便宜。

【小知识】 小的股利支付比率，如股利相对AFFO或是自由现金流的比率，使得REITs能够为外部增长保留现金。

小的股利支付比率也是一个抵御无法预期的能够导致自由现金流下滑的事件的保险。尽管REITs的盈利如果年复一年地攀升是一件好事，但是REITs是在一个周期性的行业里运营而且受制于各类如衰退、上升的空置率、租客违约、由于过度建设或是其他供需失衡导致的租金下降、或是高于预期的运营成本等的冲击。如果一家REITs支付了相对于其AFFO过多的股利，他将会给投资者带来其未来股利会

削减的疑虑，这将会影响股票价格并且带来对管理团队信誉的关注问题。

传统上，REITs投资者之所以被REITs吸引，是由于REITs的稳定且温和上涨的股利，而股利收益仍然是多数房地产投资者所关心的重要问题。然而，由于近来REITs在那些寻求总回报的权益类投资者之间的流行，以及通过利用留存资本创造价值的重要性被市场认可，保守性的股利支付比率（当然，是连续一致的符合法律的股利支付要求的）是一个值得认可的REITs特点。

【小知识】 股利支付比率低的REITs通常有更大的增长潜力以及在股利安全性方面更受投资者看重。

那么，我们在股利支付比率中到底想要什么？让我们假定AFFO比FFO在确定一家REITs的自由现金流方面更加合理。如果一家REITs声称赚取了每股1.10美元的FFO，但是将其中的0.15美元用于经常性的资本支出，他实际上只有0.95美元能够用于发放股利。更进一步，如果他将0.95美元全部用于发放股利，他将没有保留任何资金用于扩张业务或是以备恶劣市场环境。相应的，聪明的投资者将会察看一家REITs的股利相对于AFFO的比率，而不是相对于FFO的比率。如果AFFO是0.95美元，而股利是0.85美元，支付比率将为 $0.85/0.95=89.5\%$ 。或是我们能够将除式倒过来，以0.95除以0.85，这得到所谓的股利覆盖比率，在这个案例中，大约为112%。

NAREIT常规性地出版REITs各个时候的支付比率的平均数，使

用FFO而不是AFFFO，这是由于前者会由REITs每季度计算，因而容易获得。例如，我们看图8-1。在2010年三季度结束的时候，相对于FFO而言，平均的支付比率为69%。这一比率随着时间发生波动，在现金流弱的时候倾向于增加，比如在大衰退的一片混乱之后的时期。从1994年到2010年的长期平均数是72.6%，而且反映出个缓慢下降的趋势。当NAREIT首次计算这些比率时，在1994年和1995年，平均支付比率在85%~89%的区间。当然，这些比率每家REITs都各不相同。

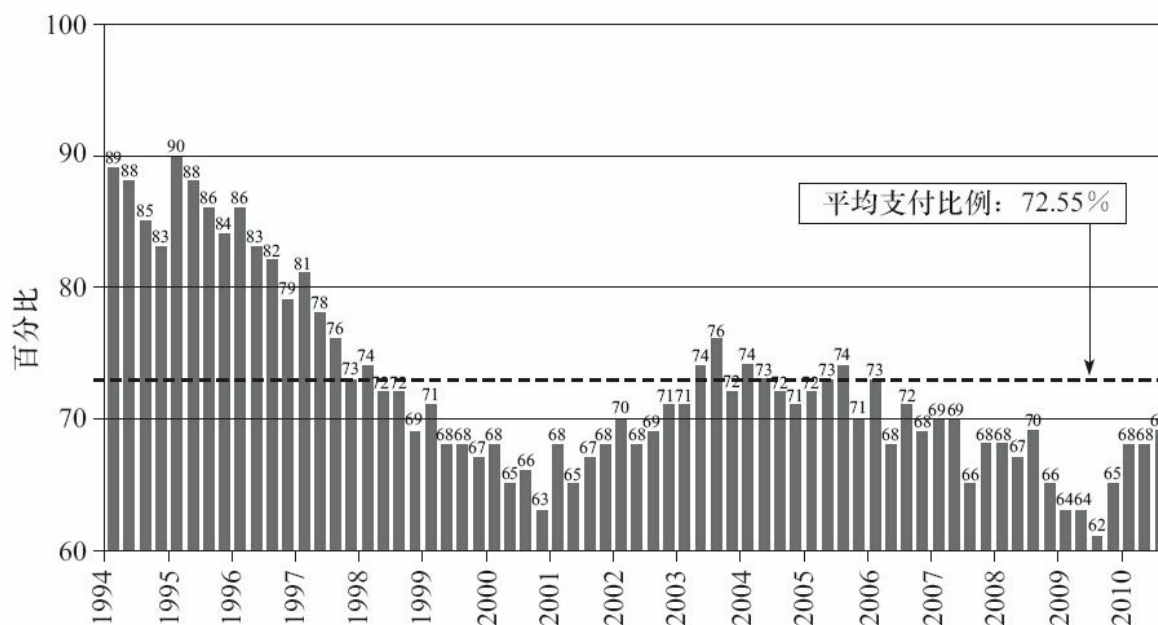


图8-1 REITs支付比例

资料来源：NAREIT，REITWatch，January 2011.

Equity Residential，一家在公寓类空间里大型的且广受尊敬的REITs，在2010年公告了其将在该财年的前三季度里支付一个非常保守性的常规股利。但是对第四季度“该公司倾向于支付一个股利使得

该年的总支付达到经过非可比项目调整后的FFO的大约65%”。这一有趣的方式平衡了投资者对稳定股利的需求与REITs保持其已有现金流的年化股利率的需求。我们还会看到其他REITs仿效这种弹性的股利政策。

高的支付比率并不必然意味着股利削减。许多REITs在能够预期由于走强的房地产市场而改善近期的现金流的时候，将会保持其股利完整。更进一步，许多REITs能够通过以有显著利润的基础出售物业来弥补很大部分的现金不足。但是，在很长的时期里支付高于自由现金流所能承受的股利并不是一件明智之举，而且意味着REITs的缓慢清盘。

还有一些关于支付比率的观点。REITs的商业周期中有些时候收购或是开发没有太大意义。在这种时候，更高的支付比率可能是REITs现金流最有效的运用方式。REITs甚至会出售物业然后将获得的资金以特别股利的形式分配出去，就像Boston Properties和其他一些偶尔有如此行为的REITs。增长并不是填鸭式的强制性行为，有些时候将留存收益返还给股票持有人是最好的资本利用方式。

尽管一些投资目的主要是收入而不是资本利得的REITs投资者会倾向于相对高的股利支付比率，大多数蓝筹REITs都有一个较低的支付比率，而这更有利于长期增长及更大的总回报。再一次强调，天下没有免费的午餐！

良好的公司治理

在公开交易的股票世界里，公司治理是一个含糊不清但是却非常重要的概念。我将其理解为描述：（1）一家公众公司由其内部“乘务人员”（董事会成员及管理团队）治理的程度如何；（2）这些“乘务人员”采取地方法规、规则、监管条例及政策来做出合理决策的程度以及外部股东被公平对待的程度；（3）这些规则和政策是否被诚实及公正地实施了。一家蓝筹REITs在上述每个方面都表现良好。

关于公司治理的角度很多，也有很多关于这方面的书籍。让我们简要回顾一些可能会在REITs世界出现的公司治理方面的问题。

许多年以前，利益冲突对于REITs投资者是一个关键的问题。有些时候，冲突非常激烈无耻，比如，将内部人的物业出售给自己所管理的REITs。在REITs是由外部顾问管理的时候冲突层出不穷。这些外部顾问的收入主要是基于所管理的资产规模而不是REITs的盈利能力或是为股东带来的回报。这给了外部顾问仅仅是为了获得管理费用收入而增长REITs的激励，做出一些并不一定是为了REITs的长期利益或是股东的长期利益的决策。如今幸运的是，绝大多数REITs是由内部管理的，管理团队的利益与股东的利益更加一致。当然，管理团队持有相当的股份会减轻这些关注。

尽管仍然存在一些潜在的冲突，但是如今这些冲突更细微了。偶尔会出现REITs的一个关键执行者不是全职雇员并没有全身心投入到

业务中去。执行者们可能持有合伙单位而不是股份，因此（由于相反的税收考虑）当出售一个资产会有利于股东的时候，可能不这样去做。一些薪酬计划激励执行者们去看重短期的FFO增长而不是长期的价值创造，而有一些薪酬计划则相对于公司的规模而言过于慷慨或是基于一些很容易达到的或是不合时宜的奖励标准。

还有一些其他类型的利益冲突，这反应在一些给予内部管理人员阻止敌意的合并提议或是购买意向的能力的文件授权或是规章制度上面。

公开市场见证了许多被董事会拒绝了有溢价的、非常有吸引力的购买报价，一些时候则是因为CEO或是主要的内部持有人的坚持。董事会和管理团队的动机是想尽可能长地一直运营该REITs，这可能是出于金钱上的或是心理上的原因。然而，公众持股人的动机经常是想要为他们的股票获得一个最好的价格，尤其是对于那些在过去没有优秀业绩的REITs以及那些未来前景不定的REITs。

REITs的董事会一直躲避那些不受欢迎的请愿者，对于那些非REITs的房地产机构有一个很大的好处。一个REITs相关的法律要求，“五个或是更少”的个人投资者不能够持有超过50%以上的股份。这使得REITs组织在其章程中加上禁止任何个人在未获得董事会批准之前持有超过10%的股份的条款。相应的，敌意的接管人在REITs领域非常罕见，已经确立地位的管理团队及董事会成员能够拒绝一个兼并与收购的报价，无论其有多大的吸引力。

这一战略还会得到其他防御手段的支持，如毒丸、呆滞的董事会、不同类型的股份（有不同的投票表决权），绝对多数的表决要求以及其他一些防止收购的措施以保障管理团队。

另一个不是严格的利益冲突但却影响公司治理的问题是董事会的构成。绝大多数的董事会成员是独立的、有意愿且有能力去拒绝不适当的管理团队薪酬计划或是其他对公众持股人不友好的政策吗？而在这些独立的董事会成员投入了个人资金在REITs的股份上时，他们就和游戏骨肉相连了吗？如果是这样，他们要投入多少？最后，REITs的内部人员对待公众持股人的态度可以从过往的历史中获得信息。REITs是怎么解决潜在冲突的，他有一个公平对待股票持有人的业绩记录吗？

所有的公众公司，包括REITs在内，必须应对这些问题。但是对于我们的教训是，我们要看到REITs的董事会成员及管理团队创造一个去保护并且实施最有利于所有股票持有人利益的结构。

显著的利益冲突或是非理想的公司治理对于股价影响的程度不是很明确。但是，我相信这些问题对于许多投资者非常重要而且不应当被低估。当然，这并不意味着我们不能持有一个治理糟糕的REITs。一个决策可能会对公众持股人的利益有负面影响，并不意味着该决策一定会做出。但是这是一个投资者需要当心的领域，而糟糕的治理可能的确会影响REITs的股价。作为一个集体而言，蓝筹REITs有良好的公司治理，在管理团队与股东之间只有很少的或是几乎没有利益冲

突。

内部持股

在投资的战争里搏斗了这么些年，我意识到对于REITs的长期成功而言，董事会成员和管理团队在REITs上持有充分数额的股票很有帮助。

【小知识】 利润是最大的激励，是资本主义的基本信条，一个在自己管理的REITs上有足够的股份的管理团队将会为股东挣钱的同时也为自己挣钱。

为什么如此，显然没有疑问。还有什么比管理人员自身也是REITs持有人更好的成功激励吗？在自己管理的公司有很大权益的管理团队和公众持股人的利益更加一致，并且会去寻求长期的升值而不是赚取快钱。如果有必要，他们会牺牲快速的短期FFO增长以达到一个长期目标或是创造更大的股东价值。他们将会避免通过采取过量短期的可变利率的债务来提振FFO，也不会仅仅是为了提高当前的财务年度里的FFO而购买那些只有有限长期增长前景的物业。更进一步，有更高内部持股的REITs管理团队对于新开发项目会更保守，这是因为他们个人的财富将会被考虑不周或是执行不当的开发战略而损耗。

历史上，相比其他公开交易的公司，REITs有一个更高的管理团队持股比例。这很大部分是因为很多REITs是在1993年和1994年公开上市的。许多这些REITs之前是非常成功的私人公司，而当他们成为

REITs时，原来的持有人仍旧在公众公司中持有很大的股份头寸。然而，由于时间的推移，这些年里REITs发行很多的股份，以及更年轻的职业经理人的加入，管理团队的持股比例下降了。因此，为了评价内部持股，我们需要考察一下管理团队每个成员持有的股份数量（及期权数量）以及这些股份的市场价值，而不是管理团队所有成员持有的股份。我们投资者更乐意看到关键的管理人员持有大额股份头寸（只有偶尔的小量出售）。这是蓝筹REITs的另一个标志。

【小知识】对于多数REITs投资者，持有一个蓝筹REITs组合——那些管理团队判断力良好的、能为股东价值创造良好的资本渠道、资产负债表强健、股利政策明智以及公司治理良好的REITs，将会在这一资产类别中提供高枕无忧的、最好的、财务上长期成功的途径。

总结

成长型REITs的股票可能会在一些时间段里迅速升值，而且倾向于以一个很低的股利收益进行交易，但是由于他们的激进的业务策略及较高的股东期望，这些股票的风险也更大。

价值型或是反转型REITs经常有更高的股利收益且更高的风险因子。一些时候，他们的确会反转并且升值，但是这些股票必须要严密监视。要掌握观察到的问题是否会被解决非常困难。

类债券型REITs提供了高股利收益，范围在6%~7%，但是与其他REITs相比，却只有很弱的增长前景。这也是一个取舍问题。

比起其他REITs，蓝筹REITs的股票看起来要更加昂贵，但是当以一个合理价格购得的时候，他们通常是对于保守性的REITs投资而言最好的长期投资品种。

蓝筹REITs的质量要求包括有良好判断力的经验丰富的管理团队、在需要时能够为价值创造机会提供资金的融资渠道、强健的资产负债表、部门集中及强大的区域或本地管理团队、明智且保守性的股利政策以及良好的公司治理。

当我们考察一个相对较长的时间段时，那些由最好的管理团队运行的REITs的表现倾向于要优于其同类对手。

困难的经济形势通常为那些有能力抓住机会的REITs提供机遇。

资本渠道以及明智且有利润地利用资本，是区分蓝筹REITs和其他REITs的关键因素。

有一个相对较低的股利支付比率的REITs在面对机会时有更多的资本并且在经济形势不佳及其他不利因素出现时，有更好的保护。

那些有强大的公司治理的REITs，包括管理团队与公众持有股人较小的利益冲突、显著的内部持股，也是一个很有利的因素。

对于多数投资者，持有主要由蓝筹REITs组成的投资组合将会为其提供最好的总回报，而且风险最小、波动性最低。

第9章 对投资价值的追求

“精确的公式与高度不精确的假设相结合，可被用于确立或证明一个人所想要获得的任意价值，不管其有多高……公式是一种对投资的深思熟虑的误导。”

——本·格拉哈姆（Ben Graham）《聪明的投资人》

成功的REITs投资是一场马拉松而不是一场短跑比赛。尽管常常存在令人讨厌的波动性和商业地产周期的上下起伏，聪明的REITs投资者仍会以合理的价格购买高质量的商品并持有。尽管如此，如果我们能够利用高估或低估状况将新股票加入到我们的REITs投资组合中，我们的回报将会更高。在本章中，我们将着眼于一些确定一只REITs股票投资价值的标准。

投资者困境：购买并持有VS交易

一种流派的想法是投资的关键是购买最大的、最稳健的公司的股票，或是购买共同基金（主动或被动管理的），以及无限期持有这些股票或基金。卖出的唯一时机，比如购买并持有理念所鼓吹的，是当你因其他用途需要资金时。购买并持有理念的鼓吹者在不久的过去因不稳定的股票市场而受伤，包括在过去十年中两次明显的衰退，但他们继续坚信，持续并准确地测定市场周期是不可能的，经济会随时间推移而扩张，运营良好的上市公司会不断成长——回报有耐心和决心的投资者。

另外一种流派的想法（一种更加实际的方法），据说，通过辛勤工作和良好判断，一个聪明的投资者可以击败市场或广泛的均值，通过机敏的股票挑选或通过聪明的市场时间选择。这种方法的一些鼓吹者，排斥市场通常是相当“有效的”理论，可能以例如沃伦·巴菲特和彼得·林奇一样的投资者作为例子表明一个有才能的股票投资者可能取得的成就，尽管这类人中的一些认为某些迹象（技术的甚或是天象的）可能预示着什么时候整个市场或特定股票会上升或下跌。

对和REITs有关的购买并持有的人群的建议很简单：建立一个蓝筹REITs投资组合或购买一个管理型或指数型REITs共同基金或REITs交易所交易基金（ETF）。而后，如果你选择明智，你可以将你的时间花在高尔夫球场上，将分红收入收进口袋，享受长期的价格上涨，

而不用担心价格波动，击败竞争对手或任何这类不相干的事。

对于那些希望比REITs市场表现更好的主动型REITs交易者的建议稍微有些复杂。第一，你必须有一种方法确定在给定了质量、风险特征、基础资产价值和增长前景的条件下，什么时候REITs股票被高估或低估。第二，你必须有一种方法判断作为一个类别，REITs股票什么时候是便宜或昂贵的。股票的估值向来都不容易，但是存在一些指导原则和工具可以帮助确定近似的价值。

但是在我们探究REITs估值方法之前，这些方法主要对那些想要主动管理REITs投资组合或想要试图测定市场周期的人有意义。让我们快速地归纳一下购买并持有策略。（那些想要被动投资于REITs的人，特别是通过共同基金或ETF——甚至那些仅仅是有一个非常长期的投资视野的人——可能想要阅读以下这个短短的部分，而后跳到第10章前。）

购买并持有策略

【小知识】购买并持有策略有一些优点。投资者不需要担心房地产周期，租金率或出租率，或者REITs的资产价值。相反，他们会仅仅是对有经验的REITs管理团队抱有信心，并且十分耐心。

而且，由于这些投资者不是主动交易者，佣金费用和资本利得税会低得多。此外，如果有效市场理论是正确的，以任何方式击败市场是不可能的，一个购买并持有REITs组合应该会略微胜过一个交易很多的组合或一个主动管理型共同基金。

然而，购买持有策略有一些缺点。如果利用一共同基金——特别如果是主动管理型——投资者将要支付一笔年度管理费用和其他费用，并且在一些情况下的市场或销售费用。共同基金投资通常涉及大量的账务记录，特别是当分红和资本利得进行再投资时。并且，有时所有物业类别可能在许多年表现不佳；购买并永久持有可能不会产生最好的收益。

在构建主要包括一些广泛多元化、具有我们在前一章讨论的大部分特征的蓝筹REITs的投资组合时，那些不想跟随REITs共同基金或ETF（在第10章我们将涉及ETF）的购买并持有策略爱好者应该谨慎。尽管有时房地产市场比较困难，这些REITs在价值上可能会随时间推移而增长；并且REITs有可以依靠的管理团队避免严重的错误。

它们可以与诸如卡特彼勒、可口可乐、埃克森等非REITs蓝筹股票进行比较。但是如我们在前一章讨论的，蓝筹REITs并不总是规模很大；有一些优秀的小型REITs具有作为蓝筹的资格并可以用作多元化持有。为了进一步的多元化，投资者可能也会将一些“增长”、“价值”和“反转型”（turnaround）REITs纳入其中。

当然，不是所有蓝筹REITs都会产生预期的收益，因为任何上市公司都会遭受到管理失误和有挑战性的经济状况，以及大量潜在的不利发展的影响。此外，所有股票包括REITs，都会受到周期性熊市的影响，有时与公司自身表现好坏无关。

REITs股票估值

【小知识】主动型REITs投资者会想要花时间分析并应用一个或多个估值方法，以寻求其组合投资效益最大化。

那些不满足于购买并持有策略的投资者，以及那些想要更加积极买入并出售REITs股票并利用价值低估状况的投资者需要懂得如何确定价值。

我们真的能在一个绝对的基础上或相对于其同类的基础上，确定一只REITs价值是多少吗？就REITs作为一个类别，是便宜还是昂贵而言，我们能做出明智的决定吗？职业REITs投资人和分析师各自有他们的方法；哪一个效果最好没有统一的认识。尽管不存在REITs估值的神器，但仍然有一些被普遍使用的方法和公式可以提供有益的思路，如理解REITs在特定时间作为一项投资的价值，基于历史先例的合理价值集合，甚至是对所有REITs股票作为一个整体定价公允性的评估。

房地产资产价值

直到近几十年，全世界的股票投资分析师和投资者才认为考察公司的“账面价值”是重要的。账面价值仅仅是在资产负债表中列示和记录的公司资产的净结存价值（net carrying value）（减去所有负债之

后)。但是这种估值方法有严重的缺陷。厂房、设备和存货通常只构成公司价值的小部分。此外，“智力资本”、品牌名称认知及“特许价值”目前常常被认为比实体资产账面价值更重要。尽管一些分析师和投资者可能会考察“私募市场”或清算价值而不是账面价值，他们中的大多数仍会关注盈利和盈利增长。实际上，除了极少例外情况，股票一般以远远高于它们账面价值的价格进行交易。

并且，账面价值在对房地产公司估值时从来就不是一个令人满意的方法，因为如一般公认会计准则（GAAP）所表明的，写字楼、公寓以及其他此类资产需要以每年固定比率进行折旧，尽管土地按成本持有但其倾向于随时间而增值。

然而，尽管目前的REITs大部分是专注于增长其现金流和分红的营运公司，并且很少被清算，但他们确实拥有可以对其价值进行分析和估算的房地产。并且，这些资产比制造业公司的固定资产、销售网络及品牌更具流动性。因而，确定REITs的资产的市场价值要比非REITs公司更容易一些。

【小知识】与其他公司相比，基于净资产价值对REITs估值要明显容易得多，并且许多经验老到的REITs投资者和分析师认为REITs的净资产价值在估值过程中非常重要，不论是单独还是与其他估值模型相结合。

利用NAV方法帮助评估REITs股票的一个主要倡导者是绿色大街咨询，它是一个独立的REITs研究公司，因为其优异的深度分析而在

REITs行业享有盛誉。绿色大街咨询的主要方法是首先确定一家REITs的NAV。这一点是通过以部门和位置评价该REITs的资产达到的，确定每一类资产近似收益率并将该收益率用于对净营运收入（NOI）进行一个12个月前瞻估算。然后加入估计的土地价值、在建开发项目、非合并合资企业股权、费用收入流的大概价值、非租金收入业务和其他投资。而后，减去债务和其他负债，对政府补贴融资及市场利率明显高于或低于REITs当前支付的利率状况进行调整。最后，减去未清偿优先股的金额。于是计算出每股NAV，它考虑了“价内”期权，营运合作单位及可转换证券。

绿色大街咨询认识到，REITs股票不应该仅仅以某一时点它们的NAV进行估值。因此，它通过考虑一些因素发展出一种“有保证的股票价值”方法，公司认为这些因素将对REITs股票应在何处按照其NAV进行交易产生一定影响。这些因素包括特许权价值，或“管理团队为股东创造价值的 ability”、资产负债表的强度、公司治理、股票流动性以及公司日常开支比率。

在绿色大街咨询的方法下，最终的结果是REITs股票“应该”以公平估计时的价格进行交易。该公司运用一种相对估值方法，将一家REITs的吸引力与另一家进行权衡。它没有在绝对的基础上确定什么时候一只特定的REITs股票便宜还是昂贵，尽管它对REITs部门估值提供了通用的指导方法。

基于NAV的方法确定一只REITs股票价值有很多优点，尽管它比

较困难并且常常不太精确。它结合了对基础房地产的价值分析和其他会影响投资者在某一特定时点愿意为REITs股票支付的价格等其他因素。由于REITs很少被清算，如果该REITs有破坏股东价值、过度资产负债表风险以及糟糕的公司治理的习惯，投资者通常不太愿意为该REITs股票支付甚至是百分之百的NAV（或者更多）。实际上，REITs公司的历史表明，一些REITs的股票应该以一个NAV折价进行交易。

相反地，如果该机构和其获取资本的能力，加上对外部增长和价值创造良好的策略使得它有可能提升营运现金流（FFO）和NAV，以及比单纯的被动购买并持有商业地产投资策略更快的增加分红，投资者会心甘情愿地为一家REITs股票支付超过百分之百的NAV。绿色大街咨询公司对特定REITs股票的相对表现进行预测的业绩记录十分突出，这种估值方法对绿色大街咨询和它的客户十分有效。

发现净资产价值

不幸的是，一家REITs的NAV并不是一项可以轻易获得的信息。REITs自身并不会评价他们的资产价值，他们也不会雇佣外部评估师做这件事，并且很少有REITs会提供有关其NAV的意见。因而，NAV并不是一个你可以在REITs财务报表里找到的数字。然而，中介公司发布的研究报告通常确实包括一个对NAV的评估值。并且，想要花时间这样做的投资者可以通过认真研究财务报表，向投资者关系人员询问问题以及与商业地产经纪人交流（或研究他们的网页）来确认现

有资本回报率。然而，认真且有用的NAV分析十分困难，并且耗费时间，或许这可以解释为什么它得到的关注要比应有的少。

在任何特定时间，一只REITs股票的出售价格相对其NAV的溢价或折价可能会非常显著。这很大程度上取决于特定的REITs，以及某个时期，投资者对于它增加收益和创造价值能力（或相反）以及持有该股票内在风险的认识。当然，另一个关键因素是市场对该REITs持有的物业的未来价值的认识。如果其资产市场价值有望上升，或许因为商业房地产价值整体上升，该股票的价格及其相对NAV的溢价将会因预期更有利的环境而上升。在2009年和2010年，REITs股票以明显的NAV溢价进行交易，在很大程度上是由于在大衰退后投资者对于房产价格恢复的预期。

利用NAV分析方法的投资者应该发展出自己的标准以确定对NAV大概的一个溢价或折价，不仅要考虑REITs的NAV增长率、FFO，或是相对于其同类及纯粹被动投资策略的调整后营运现金流（AFFO），还要考虑我们已在前面章节讨论过的所有其他蓝筹REITs的特征。当然，风险认知也应在此过程中扮演重要角色。

NAV分析的一个重要优势是它可以使投资者在不时发生的特殊的但是不可持续的FFO增长期间避免过度乐观。让我们看看公寓部门。1992~1994年，公寓类REITs通过有吸引力的收购享受着令人难以置信的FFO增长机会，这是因为资本廉价，有大量高质量的公寓社区以高于10%（north of 10 percent）的资本化率可供收购。此外，由

于在几年中全国大部分地方很少建造新的公寓单位，租用率不断上升并且租金不断上涨。因而，FFO迅速增长。但是，忽视NAV分析的估值模型的分析师可能将并购型REITs的股票估值过高——或许是未意识到具有异乎寻常吸引力的收购环境容易相对快速地消失。

随着市场反弹，由于公寓面积和资本市场重归均衡，增长在1995~1996年大幅度变慢。那些购买了按当时盛行的高的预期FFO乘数进行交易的公寓类REITs股票的投资者，从未看到FFO的增长达到预期，并且最终在相当长的时间里很少看到他们的股票价格升值。类似的情形发生在1998~1999年，当时大多数REITs外部增长大幅降低，那些无视1997年高NAV溢价的投资者经历了严重的股票价格下跌。

利用NAV模型也可能会防止投资者对那些仅仅凭借通过债务放大资产负债表杠杆而获得FFO绩效快速增长的REITs给予过多投入。在房地产中，债务利率通常低于收益率，使得REITs很容易通过承担更多债务特别是低成本可变利率债务来“购买”FFO增长。如果只是使用价格比FFO（P/FFO）模型，基于预期快速增长而不考虑这种增长是以过度杠杆化的资产负债表为代价购买而来，这样的REITs可能被赋予过高的FFO乘数。

如前面所表明的，在NAV分析中主要的不利方面是，为了使分析有效和有意义，它必须仔细进行并需要对不同市场和房地产资本化率进行广泛研究。如果被用于确定NAV的资本化率下降到只有1%，

推算出的NAV将与现实毫无相似之处。那些想要在REITs以外生活的投资者可能希望运用于欧洲的“公允价值”会计实践最终被引入到美国，该实践规定公司报告预期当前房地产价值。这种情况可能会发生。尽管会计界的变革之风吹得较慢，但在2011年5月财务会计标准委员会（FASB）宣布它已经对在美国GAAP下对投资房产以公允价值报告作出了初步结论，它将在6月颁布一个有新要求的披露草案。在这些即将发生的会计准则变化之下不太可能知道REITs何时会被要求报告其房产的公允市场价值——但这种前景比以往任何时候都更贴近现实。

归纳一下，关注NAV的估值模型是一种极好的确定REITs股票价值的方法。并且，如果能够明智地加以利用，它可以帮助投资者规避价值高估的REITs。当然，我们必须记得对NAV采用一个适当的溢价或折价以便为REITs的价值创造能力（或破坏价值的趋势）进行投入。这里适当的是重要的词语。聪明而善于把握时机的管理团队可以增加大量的价值和增长，远远超出我们原本可以从房产本身产生的预期。有时，会明显超出房地产价值。一些REITs，只需提及一些，包括Boston Properties，Kimco Realty，Regency Centers和Vornado Realty，已经能够在不同时期实现这一点，但是要持续创造大量的超额价值是十分困难的。相应地，这种溢价和折价应该按照作用于该部门的经济状况、房地产整体情况及每一个REITs独特的情况而变化。

我坚信，一个稳固的管理团队、一个聪明且被很好执行的业务策略、良好的获取资本能力、适度的债务杠杆以及充足的股票流动性足

以确保在大多数市场周期中一个适度的（例如，5%）NAV溢价水平。而显著的价值创造机会可能会使一家REITs有时获得高达15~20%的NAV溢价。然而，投资者对于超出这个水平的估价应该小心，除非他们认为商业地产价格将会显著增长，或者一家特定REITs具有异常有吸引力的外部增长或价值创造机会，且这种机会将会持续很多年。

P/FFO模型

一些REITs投资者排斥NAV分析并认为它有缺陷，因为一家REITs的实际市场价值不仅仅基于它的房产价值。他们认为NAV方法忽视了REITs作为商业企业的价值。这些投资者相信，因为REITs很少进行清算，它们的NAV并不是极度相关的。如果投资者想买的只是房产，它们将会直接这样做。这些REITs投资者与普通股票投资者共享着同一哲学理念，它们都想确定企业价值。如果我们利用市盈率（P/E），或乘数来对一般普通股进行估价和比较，则争议就会出现。我们应该使用P/FFO或P/AFFO比率还是乘数（这些术语将会交替使用）来对REITs股票定价和比较？

这种看法有一定的吸引力——而且比许多年前大得多——因为现在，更多的REITs是真正的企业而不仅是房地产的投资组合。这种观点在2001年为标准普尔所证实，当时它接纳REITs进入标普500指数和相关的指数中。此外，当前大部分经纪公司在讨论它们所推荐的REITs时大量使用P/FFO比率。然而，如果P/FFO比率分析在REITs估

值中有用的话，必须小心使用，并且将要基于一些非常武断的假设。这使得它用作单独的估值工具存在问题。尽管在比较REITs之间相对价值时，它可能有一定程度的帮助，作为一种绝对估值工具它的作用要小得多。现在我们来探讨这一方法。

【小知识】 由于不同类型的REITs估值模型在其价值结论上并不总是相互一致的，它们应该互相结合进行使用。并且，由于预言未来十分具有挑战性，我们应当铭记，所有的估值模型都是不精确的。

P/FFO比率方法原理如下：如果我们估计Sammydog房产未来12个月的FFO为2.5美元，并且我们认为它应该以P/FFO乘以15倍的未来12个月预计FFO进行交易，则它的股票价格公允定价将为15乘以2.5美元即37.5美元。如果它以低于此价格交易，它被低估；如果它以高于此价格交易，它被高估。简单，嗯？不，根本不是这样！

但是在我们讨论这个听起来简单的公式如何充满困难之前，让我们后退几步。首先，让我们看一下主要的房产部门的REITs的平均P/FFO乘数，这是基于NAREIT2010年12月的数据（这些数据去除了一个具有负的P/FFO的写字楼REITs，见表9-1）：

表9-1 主要房产部门的REITs的平均P/FFO乘数

物业部门	2011 年的 P/FFO 乘数
写字楼	13.4 ×
工业地产	18.3 ×
零售：购物中心	15.3 ×
零售：区域购物广场	13.5 ×
公寓类	19.1 ×
寄宿 / 度假	16.3 ×
健康护理	14.1 ×
自助存储	16.5 ×
分散化	13.2 ×
林地	16.5 ×

如我们在前一章讨论的，AFFO是一个比FFO更好地反映REITs自由现金流的指标。但遗憾的是，大多数REITs并不报告AFFO数据。投资者有一个选择，要么通过不同的披露文件挖掘并建立季度或年度AFFO近似数值，要么通过经纪公司或另外渠道获得AFFO。大多数经纪公司会跟踪REITs并发布研究报告。行业出版物SNL证券是另外的好来源，NAREIT在其网站上也提供大量数据。AFFO可以通过这些或其他来源近似计算得出。

现在我们来看一下应用P/FFO和P/AFFO乘数分析的主要困难。我们回到Sammydog房产的例子。我们怎么能确定Sammydog的P/FFO比率应该是15而不是12或20呢？Sammydog的过往价格可能是一个好的立足点。我们需要考察Sammydog过往的乘数。我们假设在2000~2010年间，基于对未来年度的预期，Sammydog房产的平均P/FFO比率是12。我们进一步假设Sammydog的管理团队，资产负债表和业务前景得到提升，并且该部门的前景要比过往好得多。这也许可以证明P/FFO比例为14、15或16而不是12是合理的。但我们需要做更多的事情。

过往统计的相关性

我们转一下话题。当构建基于可能回溯多年的统计估价模型时，一些人认为“现代REITs时代”直到1992年才开始。在此之前，几乎没有达到机构质量水平的REITs。然而，1992年前的统计仍与投资者相关。他们提供了一幅关于大部分投资者可获得回报的精确图景，这些投资者在如此广泛可得、备受尊敬的REITs中购买股票，诸如联邦地产（Federal Realty）、新计划地产（New Plan Realty）、新领地（New Dominion）、华盛顿REITs（Washington Reit）以及温加顿地产（Weingarten Realty），所有这些都是多年的上市公司。有人可能会争辩说，由于当今REITs质量更高，未来的回报可能要比1992年前好的多。然而，这大部分取决于购买REITs股票时的价格，因为对任何投资而言，更高的价格与当前现金流相关，通常意味着更低的未来回报。

如果我们认为REITs股票作为一个整体市场，比其过去要更加有吸引力或没有吸引力，我们可以使用更高或更低的乘数。我们也需要将利率考虑在内，从历史的角度，它影响着所有股票的价格。或许10年国债收益率1%的上升或下降可能等同于在该比率中一个类似的调整。但是这仍然不够。我们应该根据股票市场一般价格水平调整我们的有保证的P/FFO比率；在将REITs对比其他股票进行增长率和风险水平调整后，如果投资者愿意为大部分其他上市公司的每一美元收益支付更高的价格，它们同样也应该愿意为每一美元REITs的收益支付更高的价格。

我们也必须比较同一部门内Sammydog的P/FFO比率和其他REITs的P/FFO比率。当然，我们也不得不对负债进行调整。具有更高债务水平的REITs股票一定会以更低P/FFO和P/AFFO乘数进行交易，以匹配更大的风险；一家REITs债务的其他方面，例如可变利率对比固定利率、到期结构，以及其他相关的债务信息也需要加以考虑。

此外，我们应该考虑Sammydog房产的资本化率；一家REITs例如波士顿房产，它拥有5%的资本化率的资产，应该以比同一房产部门内拥有7%的资本化率的房产的REITs以更高的P/FFO比率进行交易。并且，我们也必须对定性指标加以考虑。一个强劲的，低风险蓝筹REITs应该以比不景气的REITs更高的P/FFO比率进行交易，因为风险是确定任何一只股票合理估值的重要因素。

同样存在一些前瞻性甚至“宏观的”问题需要考虑，特别是关于REITs股票整体层面。过去的P/FFO比率与未来一段时间相关的程度有多大？商业房地产的价格将会走向何处？在未来几个月甚至几年内，个人和机构投资者怎样看待REITs股票相对于普通股票的价值？这些都是将会影响Sammydog以及其他REITs的“有保证的”P/FFO或P/AFFO比率的因素。但是这些确定“合理”P/FFO或P/AFFO比率的尝试能比仅仅胡猜乱想好一些吗？

尽管存在困难，但得到合理的P/FFO及P/AFFO乘数在REITs股票估值中是十分有用的。多年前的一个例子在如今仍然有重要作用。在1997年10月31日，波士顿房产公司的股票，一个备受推崇的蓝筹写字

楼REITs，以32美元价格进行交易（高于平均P/AFFO的乘数18.6乘以预计1997年AFFO的1.72美元）。波士顿房产一直是一家优良的公司，拥有高质量的资产。然而，尽管该REITs在随后很多年实现了AFFO显著的增长，它的增长速度也随着写字楼市场衰退而变缓。从1997~1999年，波士顿不断增长的AFFO被更低的P/AFFO比率抵销，股价停滞不前，在1999年年末以31.13美元交易。那些两年前以相对高的P/AFFO乘数购买股票的投资者除了分红一无所获。

那些认为波士顿尽管公司质量和其增长前景不错但是P/AFFO乘数在1997年太高的投资者，避免了在未来两年一项非常平庸的投资。然而，同样需要注意的是，在1997年10月通过考察其NAV溢价，本可以更容易得出波士顿股票被高估的结论。它是极大的39%的溢价！

更近一些，在2010年，大部分REITs股票都以相对于历史标准很高的P/AFFO乘数进行交易。这可能是由于当时盛行的非常低的利率，或是由于对于房地产市场准备从周期底部复苏时收益上升良好的预期，或是因为预见REITs通过以非常有吸引力的价格进行房地产收购的大量外部增长机会而导致的。这种很高的P/AFFO乘数有保障吗？当本书出版时，对于这个难题仍然没有明晰的答案；我们仅仅在事后才有所了解（并且即使在事后，我们也只是猜测）。

最重要的是P/FFO或P/AFFO模型作为相对估值工具是最为有用的，可以确定在特定时间一只REITs的投资价值是否比另外一只更好。如果我们认为一只REITs比其同类别中的另一只具有更加强健的

资产负债表、更好的管理、更有价值的房产，风险更小的业务策略以及更好的增长前景，但是两者以相同的P/FFO或P/AFFO比率交易，那就是这种估值工具发挥作用的时候，可以帮助我们在两者之中进行选择。然而，因为以20倍的2011年的预计AFFO出售一只REITs股票，而当时我们的P/AFFO模型告诉我们它应当以只有18倍出售而做出价值高估的结论——好吧，不要在那个上面孤注一掷。不过，另一个估值工具也许会有帮助。

现金流和分红增长折现模型

另一种有用的REITs股票估值方法是将预期未来自由现金流总和或者可能是AFFO进行折现，以得到“净现值”。如果我们从当前或12个AFFO开始，估计一个未来比如说10、20或30年的REITs的AFFO增长率，并将所有未来AFFO以合理的利率（或折现率）折现到当前日期，我们可以得到所有未来自由现金流的近似当前价值。以这种方式折现AFFO在一定程度上夸大了价值，因为投资者并没有像这种方法所暗示的一样早地收到所有未来AFFO。股东只收到REITs的现金分红，剩余AFFO留存用于提高未来增长的目的。然而，在绝对的基础上确定一只REITs的公允价值而不仅仅涉及其同类别的REITs时，这种工具会很有用。

有几个方法可用于确定非常重要的假设利率或折现率，通过它们未来AFFO的总额可以被折现得到现值。一个方法是包含在投资组合中的房产的平均资本化率，对REITs使用的债务杠杆进行调整后得

到。如果一只REITs的投资组合房产资本化率平均值为7%，并且如果该REITs完全没有使用债务杠杆，我们可以适用7%的贴现率。当然，债务的使用要求我们增加适用的贴现率；债务杠杆越大，折现率越高。这种方法具有将商业房地产市场估值方法应用于那些拥有商业房地产公司的优点，并且允许资本化率的下降或上升转换成REITs更高或更低的当前估值。

这个方法的一个变异是运用混合的，（1）适用于REITs房产的私募市场的资本化率；（2）非常低风险基准，例如10年美国国债的当前收益，加上一个“风险溢价”。该风险溢价，在资本资产定价模型（CAPM）理论中，倾向于反应REITs股票与无风险证券，例如10年国债相比具有更高风险的程度。有几种不同的方法确定合理的风险溢价。如果有人认为自1972年起，REITs的年均投资收益超过长期国债收益大约330个基点，那么预期投资者希望在未来获得同样高于美国国债的收益差价也是合理的。因而，分析师可以设定这部分贴现率公式为10年国债收益率加上330个基点（从技术上讲，这个风险溢价应该包括一个“贝塔”因子，其基于每只REITs股票价格相对于整个市场指数的变化）。这个基于CAPM的数字随后可以与适用REITs房产的当前私募市场的资本化率进行平均，以确定一个合理的贴现率——假设该REITs没有债务（对于REITs的债务将使用一个更高的折现率进行调整）。

另外一种用于确定合理的折现率的方法是评估每个特定REITs股票固有的不同类别和程度的风险，而后决定当为该风险进行调整时我

们需要从我们的投资中获得哪种总收益。例如，如果我们认为我们需要一个8%的总收益，以适当补偿持有一只特定REITs股票的风险，我们将用8%作为折现率。投资于一只更高风险的REITs，例如一只具有非常激进的业务策略，或一只使用大量债务杠杆的REITs，将表明更高的总收益要求。这种方法可以产生更加一致的估值，但是对于房产收益波动的敏感会小得多。

我们所使用的每种折现率将会产生非常不同的结果。例如，以第一年AFFO为1美元的REITs，预言30年内以每年5%增长，如果我们使用9%的折现率，其净现值将为18.56美元。但是适用11%的折现率，给予我们的净现值只有15.01美元，而7%的折现率将意味着净现值为23.23美元。

因为复利的特性，试图在非常长的时间段里估计增长率是毫无意义的；实际上，未来收益增长对于净现值的贡献在仅仅5年后就开始大幅度减少。幸运的是，尽管预计收益十分困难，预计前5年的收益比后30年一定程度上困难要小得多！因而，这个方法的一个变化是估计后5年将会获得的AFFO并通过适用合理的折现率得到净现值；随后我们将通过估计第五年的AFFO加入“终值”或“剩余价值”，使用一个长期增长因子，例如2%~3%（它可能稍微偏高，取决于预期的债务杠杆），而后使用折现率得到这些长期现金流的净现值。

另一种类型的模型，尽管在许多方面相似，是分红增长折现模型。它以过去12个月的分红率而不是当前或12个月后的预期AFFO开

始，并在给定的折现率或假设分红增长率基础上预计所有未来分红，比如说30年。这种方法的一个问题是它可能对于那些相对于AFFO分红较低的REITs较为不利，除非较低的支持比率能够被假定较高的长期分红增长率所补偿。或者，可以创造一个模型假设只在近期内有较快的分红增长。这种方法的一个好处是，它只对预期以真实货币形式收到的现金流即分红进行估值。

现金流折现和分红增长模型都有一定的局限。净现值估计取决于对未来增长预期的精确性和我们给定折现率时的聪明决断。对于前者，如果我们预言6%的增长而只得到4%，我们的整个估值将会建立在有缺陷的假设之上，因而将会过高（并且，如果我们使用过于悲观的估计，我们一定会低估一只REITs股票）。

我们应该记得，当给定一个合理的折现率时，除了REITs的债务之外，我们需要考虑很多因素——即便是“定性”和主观的因素。这些因素可能包括管理团队的质量（及其声誉和业绩记录）、业务策略、债务结构（包括覆盖比率，固定利率相对变动利率债务和到期结构）、公司治理、股票流动性甚至股票内部持股状况。要记住，在所有这些定价工具中，科学与艺术的成分一样多。

将REITs作为一个整体估值

目前我们已经看到单个REITs如何基于NAV分析、P/AFFO比率和现金流折现及分红增长模型进行估值，同样，我们能对REITs作为一个资产类别在任何特定时候是否便宜或昂贵进行评估吗？

在1997年秋天或2007年春天，大量购买REITs的投资者认识到，让他们后悔的是有时所有的REITs都可能被高估。尽管这个深刻的见解常常只是事后的认识。事实上，紧接着高估阶段，未来股票价格的表现会十分糟糕。尽管幸运的是，在我们等待时，REITs支付了有重要意义的分红，但眼看着股票价格在很多年萎靡不振——甚至大幅度下跌是十分令人沮丧的。

在显著的或无法预见的衰退情况下，或者如发生在2007~2009年房产价值大幅下跌情况下，我们应该预见到股票表现会十分糟糕。然而，即使在收益增长并且REITs房产价值稳定的时候，紧随REITs股票价值高估的阶段往往是价格平坦或下跌。

例如，在1997年10月，最大的公寓类REITs，Equity Residential以50美元进行交易，即1997年FFO的3.68美元的13.6倍。三年后，在2000年10月，Equity Residential的股票售价47美元，即只有2000年预计FFO的4.97美元的9.5倍。FFO的增长明显，但是股票价格却停滞不前。“乘数压缩”使那些在1997年以“过高”的价格（我们事后才知道）

购买了REITs股票的股东受到了伤害。

【小知识】 我们应该知道辨别不可持续的过高的REITs股票价格的重要性，虽然这一点说到比做到要容易得多。

有没有什么可靠的方法来确定特定时间内REITs昂贵（或便宜）与否？如果我们使用P/FFO比率作为主要的估值方法，一个高质量的公寓类REITs像Equity Residential以比如12倍的预期FFO出售，且一个可比质量REITs如AvalonBay以10倍预期FFO出售，我们可以得出结论，相对于Equity Residential，AvalonBay价值被低估了。但是这并不能告诉我们它们是否都是便宜还是昂贵的。同样，一只股票可能以超过NAV15%的溢价，而另外一只可能以超过NAV5%的溢价交易，但是这并不能告诉我们任何关于这些或其他REITs应该以多少NAV的溢价进行销售。有没有办法走出这个困境呢？有没有一种方法确定整个REITs行业应该如何估值呢？

使用一种精心改进的AFFO增长折现或分红增长模型可能在此有所帮助。当整个REITs市场便宜的时候，大多数REITs的当前市场价格会明显低于此模型表明的“有保证的”价格，假定我们的预期增长和折现率是合理的。例如，如果我们跟踪的70家REITs中的60家因为明显低估而位于我们折现AFFO或分红增长模型“黑匣子”之外，这可能意味着REITs股票作为一个整体被市场低估。然而，这类估值模型需要对美国经济，房产和资本市场的未来可能的变化加以考虑；或许当它们能告诉我们存在大量便宜的REITs股票时，它们却不能分辨出房

房地产市场或经济中即将发生的不利状况。事实上，金融市场是十分复杂的系统。

因而，我们应该理解，由于没有人可以以很高的可信度预测未来，确定任何股票（或一批股票）最多只是经过训练的猜测而已。没有任何模型的有效性会胜过我们在模型中加入的假设和预测。然而并不是一切都失去了——我们确实有历史作为指引，尽管它可能并不完美。

例如，如果我们了解历史上REITs提供了略微高于低风险债券基准如10年国债的分红收益，我们至少会有一种有用的工具用于衡量当前的REITs估值。这个数据点可以从NAREIT获得。它的REITWatch可从其网站（www.reit.com）获得，定期提供的图表使我们能够跟踪这些信息（见图9-1）。在2010年年末，该图显示，在前20年中股票型REITs平均分红收益大约高于10年期国债收益100个基点。



图9-1 股票型REITs分红收益与10年期国债到期收益对比

资料来源：NAREIT, REITWatch, January 2011.

当然，这应该只是一个起点。当REITs分红收益大大高于或大幅低于10年期国债收益时，分别表明了便宜或昂贵的估值。同样，我们需要分辨出这种明显差异的原因；例如，或许REITs分红无法持续，或者国债定价反映了信用市场暂时或异常的状况，比如极端的风险厌恶。如果我们不能找到任何解释定价差异的原因，那么这个工具会帮助我们形成一个在评价期间REITs股票是否便宜还是昂贵的结论。

另外一种方式是将REITs当前平均P/FFO或P/AFFO与他们的历史标准进行比较。在2010年年末，这些乘数大大高于过去数字，表明REITs股票在当时是高估的。然而，P/AFFO乘数在2009年年末也高得异乎寻常，而且这没有妨碍REITs股票在2010年产生超过20%的收益。因而，投资者应该探寻较高或较低乘数的原因；高于平均值的乘数可能表明在未来几年将要出现的AFFO异常快速增长，或者甚至是市场认为，为反映在广阔的私人商业地产市场较低的收益率和较高的价格，NAV将要上升。

同样有用的是要知道是否以及到何种程度，REITs历史交易价格高于（或低于）他们的NAV，以及将这些信息与当前NAV溢价（或折价）进行比较。通常，与历史标准相比巨大的溢价或折价仅是反映了投资者对商业房地产价格未来变化的看法；换句话说，巨大的REITs的NAV溢价可能并不是REITs股票过高定价的证据，相反可能

仅仅反映了投资者对商业房地产价格是时候显著上涨的合理预期。

我们简要地看一些历史案例。在1998年（REITs以非常高的溢价，高于其NAV 27.4%定价年份之后一年），事实上，REITs股票表现非常糟糕，经历了-17.4%的总收益。因而，前一年度高的NAV溢价可能已经反映了REITs股票价值高估。但这种方法并不总是有用。在1996年REITs股票以NAV平均30%的溢价进行交易（一个异常巨大的溢价），但它们在随后年度仍然表现良好（1997年在总收益基础上为20.3%）。时间再往后推一点，在1993年和1994年，尽管以两位数的NAV溢价销售，但REITs股票仍实现了突出的总体收益。在2007年年年初，REITs的NAV溢价适中，通常低于5%，也未能阻止REITs股票的大熊市。以事后观点来说，较低的NAV溢价只是对私人市场中极端富有和不可持续的定价的反映。因而，尽管巨大的NAV溢价或折价不应该被忽视，并且在形成广泛基础的估价时有所帮助，但不能依赖他们作为REITs股票价格未来发展方向可靠和精确的预期方法（见图9-2）。



图 9-2

资料来源：Green Street Advisors.

另一种确定在特定时期REITs是否便宜，昂贵或是合理定价的有用工具是格林大街咨询公司在其房地产证券月刊客户报告中采用的方法（见图9-3）；或许这个方法的变体也被其他投资者使用。该表比较了私人房地产市场非杠杆回报预期（基于现有收益率和现金流增长预期）和某一债券指数收益如穆迪Baa级别长期债券指数，利用历史比较以确定私人房地产市场对商业房产的定价是否合理。随后，对REITs的NAV溢价进行考察以确定REITs股票价格是否已经对预期商业房产价格变动进行了折现（或未充分折现）。因此，例如如果看起来相对于长期中等级别债券，私人市场对商业房地产定价过低，并且如果REITs股票并未以巨大的NAV溢价进行交易以反映这些预期，则REITs股票可以被认为是便宜的。

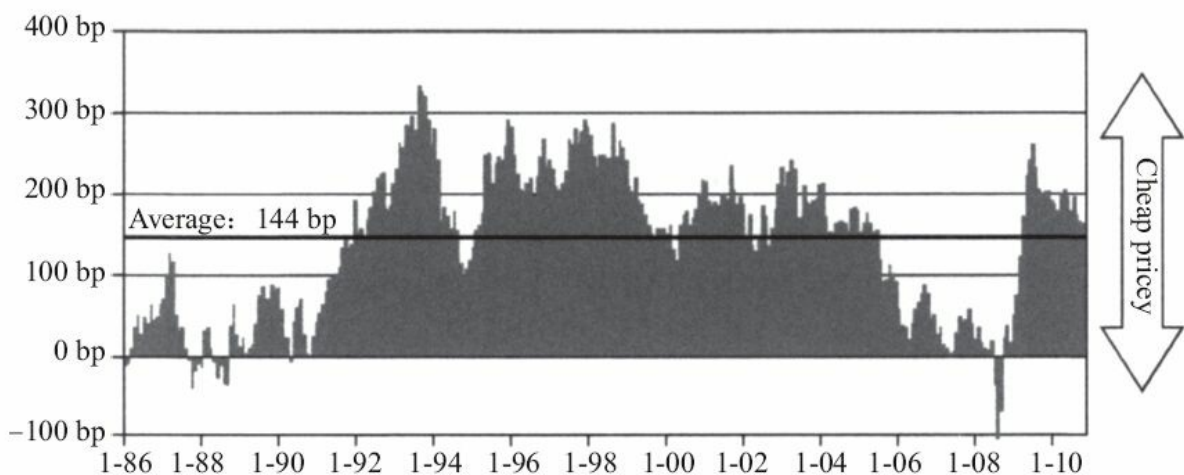


图 9-3

资料来源：Green Street Advisors.

从这个讨论中我们可能得到的结论是，所有这些模型都可以帮助我们形成关于在任何特定时间，REITs股票是否便宜还是昂贵的有根据的猜测。这种猜测基于它们的分红收益与10年国债对比，它们的收益乘数，它们相对于历史标准的NAV溢价或折价，或他们相对于商业房地产价格预期的价格。但是要确保有一些有益的质疑和谨慎；这些工具作为一般原则或指标是有用的，但是在根据美国经济、房产市场和信用市场的预期状况确定价差、溢价及乘数是否合理时，不论相对于历史标准多高或多低，多一份小心是必要的。我们也应该记住，商业地产和REITs股票不是在真空中进行定价，债券的价格和价值，非REITs股票和其他资产类别会影响REITs股票的定价。

对于基于定量和定性基础上的详尽事实调查及深度分析无可取代，并且历史方法告诉我们，我们到达的地方并不一定是我们要去的地方。尽管“这个时代很少不同”，但我们也应该留意彼得·林奇的忠告：“你无法通过后视镜看到未来。”

总结

购买并持有的投资者希望为了长时间的投资组合多样性和有吸引力的整体收益而持有REITs，他们应该更少关注相关的季度数据，如FFO增长率，租用率和租金水平甚至资产价值。

业绩导向型的REITs投资者需要花费大量时间分析并运用历史和预期定价方法，以努力实现他们组合投资业绩的最大化。

有很多方法帮助我们评估REITs股票。这些方法包括基于NAV的模型，P/FFO或P/AFFO模型，以及现金流折现和分红增长模型——所有这些模型都有其长处和局限。

因为REITs是流动性资产，通常与商品相似，它们的股票价格相对于其他上市公司更易在净资产价值基础上进行估值。许多经验丰富的REITs投资者和分析师认为，在估值过程中REITs的NAV是非常重要的，不论单独还是与其他估值模型相结合；然而，进行明智而有用的分析是十分困难并且耗费时间的。

因为不同的估值方法并不总是一致，它们最好相互结合使用，并且只是作为某一特定REITs股票是否便宜还是昂贵的一般标识。这些模型最好用于对一只REITs股票相对其他股票进行估值。

相同的工具可以帮助解决在特定时间里，REITs作为一个资产类

别便宜还是昂贵的问题。这包括相对于一个合适的高等级债券基准的REITs分红收益，相对于历史标准它们交易的NAV溢价或折价，以及相对于广阔的私人房地产市场和债券收益指数甚至股票市场回报预期它们的定价。

在股票定价中历史标准和模式常常是一种有用的工具，但是必须辅之以认真的调查和分析——甚至预测——关于经济、房产和信用市场展望，未来增长预期，认知的风险，以及其他资产类别的相对吸引力。

第10章 构建一个REITs投资组合

从精神状态上讲，华尔街与普通的大街没有什么区别。懒惰而贪婪，偏见且容易恐慌，它可以轻信任何事情而非常轻易地丢弃自己的信念。

——马丁·桑索夫（Martin Sonsoff），《华尔街上不才之人》

如果你已经读到这里，你一定会对REITs有了兴趣。你或许已经对那些可能满足你的投资目标的REITs的类型，甚至你中意的板块有了一些想法。但是，在你发出购买指令之前，让我们后退一步探索一下REITs作为投资的远景。

你想要一件好事有多好呢

几乎每本关于财务规划和投资的书都会讨论资产配置：一个人的投资组合中应该有多少在股票之中（国内和国际，大市值和小市值，成长和价值），多少在债券中，多少在房地产中以及多少在现金中。而且我们也不要忘记商品和其他“另类投资”。一些专家说，随着我们老去我们应该将更多资产转移到债券中，在股票中减少投入以便降低风险，而另一些人则建议我们的资产配置应该根据经济、利率和投资环境甚至是对风险的容忍度和波动性而进行调整。

我不知道是否有一个“正确的”答案，但我个人认为合理的资产组合应该取决于一个人的财务目标，消化组化价值损失的能力以及对风险的容忍。这些标准可能会帮助你决定你的投资组合中多少应该投入到REITs中。这不是一本关于财务规划的书。然而，我将会阐明一些关于REITs股票在多样化投资组合中作用的观点。

【小知识】在你做出任何有关你将投资于什么的决定之前，你需要明确你为什么投资——你需要界定你的投资目标。

如果在未来一到两年你有大量的支出需求，保留充足的现金以满足这些需求是非常重要的——即使是银行存款或定期存款利率低得令人难堪。至少在你需要时你手头能有。不论是股票、债券或是REITs，投资通常是一项不确定的冒险，特别是短期之内。股票价格

受到诸如利率，通胀，公司利润，预算赤字，美元的强弱，世界地缘政治、战争和世界贸易及其他我们甚至无法设想的变量的影响。并且投资风格一定会不断转换；如果你最中意的股票不再受欢迎，或许在一段时间内没有什么事情能够让它们表现良好。

我们假设你有20000美元或100000美元，你认为几年内你不需要它们，并且你已经为已知的未来支出需求留出了一些，以及一笔“应急”资金。或者也许你在401（k）计划账户中坐拥50000美元现金。你应该如何配置这些投资资金，取决于你对如下问题的回答。

- 作为投资者你有多激进？你从盈利中获得的快乐会多于你从损失中受到的痛苦吗？

- 你对市场波动和组合价值波动有多么适应？

- 如果你的投资蒙受大幅下跌你会感到多么沮丧，在一次可能的永久性价值损失的情况下你的生活方式会有进行调整吗？

- 每年你需要从你的投资组合中撤出多少以补充你的工资、养老金或社保支付？什么时候你需要这样做？

- 稳定的分红收入现金流对你有多重要？

激进的投资者在REITs中应该保持适中的敞口

【小知识】追求巨大回报的激进投资者，例如每年12%~15%，

一般不应该将大部分资产投入REITs中。

尽管事实是，在长期总收益基础上，REITs与标准普尔指数相比具有相当的竞争力，但是REITs投资者只能预期年化基础上适中的资本溢价，这与REITs适中的现金流和净资产价值（NAV）增长是一致的。尽管在一些年里，REITs股票溢价20%或更多，不应该指望这种情况总会出现。房地产是资本密集型的，不存在“最最新”的技术可以推动收益以异乎寻常的速度增长。因此，尽管有许多人认为，拥有房地产——只要避免过度债券杠杆——是一项低风险、适度回报的投资，即使是增长最快的REITs机构的股东也不应该期望年均总收益两位数的增长。因而，那些不满足于7%~8%收益的投资者不应该将过多资金投入REITs中。

价格大幅下跌的适度风险

REITs投资一个重要的方面是，在没有非常特殊的情况下——例如深度或突然衰退外加信用市场崩溃，如我们在2008~2009年看到的，REITs股票不太容易蒙受急剧的下跌。根据全美房地产投资信托协会（NAREIT）的统计，1971~2010年40年里，权益性REITs的股票只在两年里经历了低于负的20%的总体收益。即便当一只特定REITs遭受糟糕的房产市场、弱勢的资产负债表或管理失误拖累，REITs股票的下跌通常是逐步的，给投资者一个机会采取防御措施。

或许价格突然下跌的最大推手是非常虚弱的资产负债表，但这种

风险通常是可以量化的，并且保守的投资者一般可以避免。经常存在其他一些风险迹象，例如非常激进的业务策略。要当心相对公司自由现金流异乎寻常高的分红。如果它好得令人难以置信，它将不会长久地真实下去。然而，即使削减分红也不是致命的，如果投资者将其看作暂时性的；为了应对大衰退，写字楼类REITs SL Green在2009年5月大幅削减了分红，但是其股票在后来却表现良好。正如我们经常看到的，非REITs普通股对负面消息要敏感得多，特别是在过去几年里。收益不足，较低的收入“预期”，产品索赔，拒绝新药上市申请，或一项新型竞争技术一夜之间摧毁非REITs股票的情况一点都不罕见。

当然，正如我们在1998~2000年以及2007年到2009年年初所认识到的，如果REITs作为一种资产类别不再被投资者喜欢或中意，或者当突然和深度衰退发生时，REITs股票也可能大幅度下跌。但那种情况与因为第二年盈利预期急剧减少所导致的一夜之间10%~15%的价格下跌是完全不同的。

当稳定是你所寻求的...

“我的确认为REITs是独特的，”机构房地产公司的CEO杰夫·道尔曼（Geoff Dohrmann）说，“没有其他领域的股票市场享有基于相对稳定、可预期及约定收入（租金）的多样化投资组合的现金流，在大部分情况下，它是顾客（房客）持续开展业务能力中不可或缺的组成部分。因此，即使像其他任何公司一样受到业务周期约束，

REITs的现金流常常比大部分其他现金流更具防御性。因而，由于REITs的股票市场效应使得其收益依通胀进行调整，REITs提供了相对较高稳定的收益，它也常常在下降趋势时具有防御性。”

REITs提供了相对较高的当期收入

一些财务规划师甚至对接近或已经退休的人鼓吹较大的普通股票投资比重。他们认为债券不能使退休者免受通胀损害——退休者现在活得长得多，经过所有重要的阶段，普通股票实际上比任何类型的投资提供了更多的增值。

批评投资于普通股的看法的明智之处很难，便是许多投资理论表达的问题是这些看法建立在长期均值基础之上——众所周知，一个人可以在平均3英尺深的水中淹死。1999年以来对大多数股票来说是极好的年份，但是自那时起主要的股票市场指数却原地不动。熊市往往在我们最不希望的时候到来。许多退休或接近退休的投资者必须依靠他们的投资生活；在熊市中低价卖出一些投资并不令人愉快，并且可能严重破坏精心设计的退休策略。然而，持有REITs股票，其具有比投资级债券更有竞争力的分红收益以及潜在分红增长和长期价格增加前景，能够提供一个相对较高水平的当期收入。相比非REITs股票，REITs较高的当前收益可以使投资者更少依赖不断增长的股票价格来支付生活开支。

寻找“圣杯”：完美的REITs配置

在REITs投资的环境下，资产配置的问题存在两个部分。第一，在一个多样化的投资组合中，相对于其他投资例如非REITs股票，国际股票，债券和现金，REITs应该给予多少权重呢？第二，REITs投资本身如何平衡以便在REITs领域内获得充分的多样化呢？

解决第一个总体多样化的问题，投资者对于前面五个问题的回应应该有助于在一个投资组合中制定出最优的REITs配置方案；它们有助于确定舒适的风险水平。遗憾的是，存在太多的变量，从而无法给出一个严格的公式，并且这样做也超出了本书的范畴。但我会提供一些思路。

【小知识】对每一个投资者，在广泛多样化的投资组合中进行REITs配置是不同的，取决于投资者的财务目标，年龄，风险容忍以及对当期收入的期望。

由于它们独特的性质，尽管你发现REITs股票很有吸引力，你仍然不应该将它们作为投资组合的主要构成。随着时间的推移，一条基本的投资原则是，多样化是业绩稳定和保护资本的关键。如果你将大部分资产投入到REITs中，你可能已经有了优异的成果，但是没有人可以预见未来。即使是沃伦·巴菲特偶尔也会走弯路，并且在过去，房地产在一定程度上是一种周期性投资。

因而，投资者应当构建一个与多样化原则以及他们特殊的需求和投资目标相一致的投资策略和资产配置组合。不管怎样，我可以提出一些一般原则供你考虑。如果你是相当保守的投资者，寻求具有适度

风险和波动性的稳定收益，其中资本增值不是最重要的，在组合中REITs的配置介于20%~25%应该适合于你。如果股票市场似乎定价过高而REITs看起来定价合理，将比例提高到25%你会感到比较舒心。如果你认为相反的市场情况出现，可以降至20%甚至15%。但是如果你更加激进并且寻求更高收益，那么或许一个配置适中的5%~10%的REITs比例，将是合适的。当然，这些只是非常一般的原则。在投资中，很少有“万全之策”。

即便如此，基于逻辑和历史的先例，我认为以下的结论对大部分投资者是站得住脚并且适用的：依照一个人相信REITs股票可以持续产生等于其他资产类别总收益的程度及与其他资产类别相当低的相关性，将15%~20%的REITs成分加到多样化投资组合中应该会减少组合的波动性，甚至会增加整体投资收益。

REITs中的多样化

假设你已经确定了你的投资组合中多大比例应该配置REITs，我们现在开始着手解决配置问题的第二部分。在你的REITs配置中，在REITs提供的不同的房产板块、投资特征或地理区位中，怎么样才是一个合理的次级配置？

基本多样化

当然，这大部分取决于用于投资的资金的绝对水平。个人投资者进行多样化投资的一个简便方法是通过REITs共同基金或交易型开放基金（ETF），我们将在本章稍后讨论。通过此类基金和ETF获得多样化是很方便的，并且实质上是自动化的。但首先让我们看看，如果投资者更加愿意投资于单个REITs股票时进行多样化的方法。

【小知识】对大多数投资者而言，达到基本水平的多样化，至少6或8只REITs是必要的。

6只不同的REITs会提供一个最小可接受水平的板块多样化（或许在每一主要板块中有一个，如公寓、零售、写字楼及工业；或许在两个较小板块中有一个），但8或者10只REITs会更合适。如果你有一个头寸购买10只不同的REITs，好的配置是在住宅、零售和写字楼（主要板块）每个板块2只，在工业、健康医疗、自助存储及旅馆中

每个板块1只。拥有更多可用的投资资金，你可以试图加入一些子板块，例如，试验室、数据中心或大学公寓、林地，或三包租赁REITs。或者你可能想要在每一板块中扩大地理多样化。例如，在一个全国范围的板块中加入一只专注于西海岸的公寓类REITs。同样的方法可被用于其他板块，例如社区购物中心、写字楼和工业房产。一些REITs，例如Vornado Realty和Washington REITs，拥有不止一种房产类型，因而以这种方法取得额外的多样化是符合逻辑的。

【小知识】有10只REITs，一个合理的多样化可能是在住宅、零售和写字楼各2个，在工业、健康医疗、自助存储和旅馆各1个。

超配和低配

REITs投资者的一个主要的多样化问题是如何在特定房产板块中配置持有份额。即便是在机构REITs投资者之间，在这个话题上也有不同的看法。一些REITs的资产管理人不会按照他们喜欢或不喜欢一个板块的程度来设法调整他们的投资组合，而仅仅是利用“市场权重”。例如，如果购物广场类REITs占全部REITs股票的12%，利用市场权重方法的投资者，将会确保购物广场类REITs占到他们REITs投资组合约12%。与大部分在股票世界中的专业人士做法类似，这些投资者试图通过持有在每一房产板块中最具吸引力的股票增加价值，而无须对大的板块做出决断。这种方法的拥护者可能认为，像其他股票一样，REITs通常是有效定价的，假设任何人可能精确并持续预计哪个房产板块会比其他板块表现更好是不现实的。

REITs多样化

根据罗杰·吉布森（Roger C.Gibson），CFA，CFP，全国公认的资产配置和投资组合设计专家的看法，“以REITs达到投资多样化，对投资者具有特殊的价值。与直接持有房地产的情况不同，REITs投资者可以很容易地在地理上及通过如购物中心、写字楼及住宅公寓综合体等多种类的房地产投资将少量的资金进行多样化”。

其他投资者，通常是那些以短期业绩最大化为导向的，相信在任何特定时间他们可以找出最好的板块或房产位置。他们会仔细考察整个商业地产市场的基本面，并相应地对他们的板块配置进行超配或低配。他们会寻求那些对房产需求超过供给，租金和租用率上升最快，充满有利收购或开发机会，或一些其他因素使得一个或一些板块前景似乎特别有利的市场及房产类型。或者他们可能仅仅是将重点放在股票价格看起来最便宜的REITs板块中。知名基金经理肯尼斯·希柏纳（Kenneth Heebner）看起来已经在CGM实业基金中采用了这种方法，并且其他许多人也采用了类似的策略。

关于REITs板块比重的一个最终观点：超配“正确板块”是有欺骗性的，因为如果其他的投资者有同样的（并且正确的）看法，它们将会被作为因素归入到股票价格中，我们根本不会获得任何东西。有效超配或低配需要我们比市场知道得更多，而这通常是一个艰巨的任务。

作者的选择

我更喜欢的投资类型是将我的大部分REITs投资资金投入到了蓝筹REITs中，加上一些看起来价格偏低，被错误理解或是未被广泛接受的REITs，而后加入一些看起来具有快速成长潜力的REITs。尽管我只是偶尔持有，但我对抵押型REITs十分谨慎。他们常常受到利率上升和其他与信用市场相关变动的严重危害。幸运的是，如今REITs行业十分广阔，我们的选择非常广泛。在附录D中包含有更多我对REITs组合管理的个人看法。

【小知识】除非投资者认为他们可以确定在未来一两年中哪个板块会比其他板块表现得明显更好，按照REITs行业中每一板块的份额分配比重最为明智。

按照投资特征进行多样化

另外一种多样化的方法是不要过多担心板块或房产位置，而是持有一系列有不同投资特征的REITs。这种方法将使投资者配置一组在主要房地产市场具有高质量资产，由受尊敬的房地产管理团队领导，提供可以预期和稳定增长的REITs；另一组基于在预计NAV大幅折价或较低价格/调整后营运现金流（P/AFFO）乘数上的“有价值”REITs；一组看起来能提供高于均值增长预期的REITs；以及为了使组合完满，一些具有高收益、低波动性及适中增长预期的类债券型（bond-proxy）REITs。

通向均衡的投资组合

通向多样化的哪种方法是最好的？房产类型？地理？投资特征？还是以上所有的？我不知道有没有任何确定的统计证据表明一种方法好于另外一种。由于REITs行业规模显著的扩张是最近发生的，据我所知，没有足够的历史指导我们，也不存在任何关于该问题的学术研究。很少有REITs共同基金将他们自身置于一个特定的风格范畴中。尽管对如何多样化没有共识，但是对于需要多样化这一点是有一致共识的。

虽然投资者不应该忽视行业观察员不时对特定行业表达的关注，例如，在2011年1月《吉普林》（Kiplinger）的报道，题目是“为什么你需要现在卖掉健康医疗类REITs”，但也不应该太重视他们。对大多数投资者，REITs投资是一个长期的策略；对于任何特定板块的预期都会波动，但是基于长期的基础，没有理由认为一个板块会比其他板块表现更好或更差。因而，如果发现自己超配了一个当前不受欢迎的板块，如2009年时的零售类REITs，REITs投资者也不用过度担心，只要该板块长期前景看起来比较稳定。像股票投资一样，房地产似乎总是会回归平均。

同样，投资者对于有关购物广场类REITs、健康医疗类REITs和自助存储类REITs的地理多样化也不必过于担心，因为这些REITs大部分在房产位置上有广泛的多样化，并且在这些板块中对于区域市场

状况和机构详尽的了解并不是十分重要。

表10-1提供了一个可从一些主要板块中获得的多样化种类的样本，列示了主要位置。该表包括了截至2010年9月许多规模较大的REITs。

表10-1 房产类型，REITs和主要位置

REITs	主要位置
公寓	
公寓投资和管理	全美
AvalonBay 社区	西北, 中大西洋, 西海岸
BRE 房产	加利福尼亚, 美国西部
Camden 房产信托	阳光地带 (美国南部地区)
Equity Residential	全美
Essex 房产信托	加利福尼亚和西雅图
Home Properties	东海岸, 中大西洋
Mid-America 社区	阳光地带 (美国南部地区)
UDR Inc	全美
零售: 邻里购物中心	
Developer Diversified Realty	主要是综合商场, 全美
Equity One	西南
Federal Realty	华盛顿特区, 洛杉矶, 纽约, 费城
Kimco Realty	全美, 加拿大, 墨西哥
Regency Centers	东西海岸, 阳光地带 (美国南部地区)
Tanger Factory Outlet Centers	全美
Weingarten Realty	阳光地带 (美国南部地区)
零售: 购物广场	
CBL & Associates	西南, 中西部
General Growth Properties	全美
Macerich	全美, 特别在加利福尼亚和亚利桑那
Pennsylvania Real Estate	东海岸

(续)

REITs	主要位置
Simon Property Group	全美
Taubman center	全美
健康医疗	
HCP Inc	全美
Health Care REITs	全美
Nationwide Health	全美
Ventas	全美
写字楼	
Alexandria Real Estate	实验室, 沿海市场
Eiomed Realty	实验室, 沿海市场
Boston Property	纽约, 波士顿, 华盛顿特区, 旧金山
Corporate Office	政府 / 国防部租户, 中大西洋
Douglas Emmett	洛杉矶, 夏威夷
Duke Realty	西南, 中西部
Highwoods Property	东南
Kilroy Realty	南加利福尼亚
Liberty Property	中大西洋, 西南, 中西
Mack Cali Realty	东海岸, 中大西洋
Piedmont Office Realty	全美
SL Green Realty	曼哈顿城区
工业	
AMB Property	沿海“中心”市场, 欧洲和亚洲
DCT Industrial Trust	亚特兰大, 休斯敦, 达拉斯
Eastgroup Properties	阳光地带(美国南部地区)
ProLogis	加利福尼亚, 日本, 东欧
自助存储	
Public Storage	全美, 欧洲
Extra Space Storage	全美
U-store-it	全美
旅店	
DiamondRock Hospitality	全美, 高端
Hospitality Properties	全美, 长期居住, 高消费层次
Host Hotels	全美, 高端, 奢侈
LaSalle Hotels	全美, 高端
Sunstone Hotel Investors	全美, 高端
多样化 REITs	
Cousins Properties	写字楼及零售, 西南
Lexingto Realty	全美, 净租房产
Realty Income	全美, 净租零售房产
Vornado Realty	写字楼及零售, 纽约市; 华盛顿特区
Washington REITs	多种资产类型, 华盛顿特区

如何开始

我们REITs投资者可以从三种基础的非常不同的方法中进行选择去构建一个REITs投资组合：我们可以自己进行研究；我们可以依赖专业人士，例如股票经纪人、财务规划师或是投资顾问；或者我们可以购买REITs共同基金或ETF。让我们考察一下每种方法中涉及的内容。

自己动手

构建和监控你自己的REITs投资组合，所需的工具包括愿意每周至少花费几个小时跟踪REITs行业并监控你的REITs投资组合。订阅REITs即时通信或获得REITs研究报告也是有帮助的。

自己动手是最困难、最耗费时间的方法，但许多投资者发现它令人满意并有可能最具回报。有几种方法可以了解REITs领域发生的情况。例如，SNL Financial完整地覆盖REITs行业，提供重要的REITs数据，分红和盈利预期。大部分零售经纪公司也提供REITs行业和单个REITs研究报告。在网上可以得到比以往更多的信息，实际上所有REITs以及NAREIT都已经建立自己的网页。Motley Fool，REITs Cafe也提供REITs信息，有时还会提供一些房地产讨论区。

一旦我们掌握了门道，商业房地产并不是非常复杂的。而且

REITs的业务前景并不会很快改变。因而，与绝大部分普通股票投资比较，REITs投资可能更少是数据和研究密集型的。具有使用如SNL Financial和NAREIT提供的数据库的便利，收听季度电话会议和网络直播意愿（或阅读可在例如Seeking Alpha等网页上得到网络会议纪要），审阅公开可用信息必须的训练，例如在REITs网页上可获得的季度补充数据包，年度报告，10-Qs及美国证券交易委员会的各类其他文件，大部分勤奋的投资者可以在管理他们自己的REITs组合上做得很好。

自己动手这一方法有几个优点。第一，因为无须外部咨询，它节省了管理费用和经纪佣金，你可以至少在一些交易上利用折扣经纪人。第二，实现的资本收益和损失可对你个人的税务筹划需求进行调整。第三，许多REITs分红的一大部分被当作“资本返还”处理，股东并不需立即应税，而另一部分通常被当作资本收益。直接持有REITs股票确保你可以利用这些税收优惠，在附录A中将其进行详细叙述。最后，通过管理自己的投资组合获得的知识和经验可能会产生很好的投资成效及很多的自我满足感。

自己动手的投资者可以在 www.reit.com/IndividualInvestors/PubliclyTradedREITDirectory.aspx 上获得每个上市REITs的名单，带有他们网站的链接。在NAREIT的网站中另一个有用的工具是REITWatch，它是按月发布的。它包含了大量上市REITs的当期信息；进入www.reit.com，点击“NAREIT统计公开信息，”然后点击“REITWatch”。

表10-2提供了一些REITs投资者信息渠道的概要描述，但这当然不是一张详尽名单；注意网页地址可能有时会发生改变。如果你彻底探索了所有这些来源而仍然渴求更多信息，用单词REITs去做一个网页搜索吧。

表10-2 REITs投资者信息来源

“自己动手”投资者信息来源	地址	概述
CB Richard Ellis	cbre.com	全球房产市场新闻及报道
Colliers International	colliers.com	全球房产状况报道及评论
绿色大街咨询	Greenstreetadvisors.com	REITs 投资研究
机构房地产	Irei.com	商业地产信息
投资和经纪公司	联系一家主要或区域性公司的注册代表	REITs 和 REITs 房产板块研究报告
Motley Fool REITs 论坛	http://boards.fool.com/real-esate-inv-trusts-REITs-100061.aspx	
NAREIT	reit.com	REITs 行业数据和信息（及视频）的金矿
NCREIF	ncreif.org	商业房产数据和投资报告
Real Capital 分析	rcanalytics.com	商业房产和资本市场信息
REITs Cafe	www.iiralestate.com/ReitCafe_Home.aspx	REITs 行业信息、访谈及评论
REITNet	reitnet.com	REITs 投资者在线工具
SNL 金融	www.snl.com/Sectors/RealEstate/Default.aspx	REITs 和房地产通信数据和信息
《华尔街日报》网站及主页	订阅或报刊亭；在线，wsj.com 实际上所有 REITs 机构都有网站	商业地产和 REITs 定期最新报道 单个 REITs 数据，包括新闻稿、财务及其他信息

使用股票经纪人

【小知识】 那些不喜欢研读年度和季度报告、计算NAV和AFFO的投资者可能想要寻找一个熟悉REITs以及能获得其经纪公司发布的

研究报告的股票经纪人。

当他们能打高尔夫、带孩子去棒球场或在花园干活时，或许大多数投资者不愿意将空闲时间花在管理自己的投资组合上。然而，数年前个人投资者没有选择；找到一个熟知REITs的经纪人很困难。如今，这样的经纪人很容易找到。REITs的名气仍不断增加。我们可以在个人金融杂志，互联网以及主流报纸的商业/财经板块读到关于这些经纪人的内容；大部分经纪公司会雇佣一个或多个富有经验的REITs分析师。在大部分经纪公司找到至少一个通晓REITs的注册代表问题不大。

假定你找到了一个好的经纪人，这种方法的优点包括个人关注，决定你何时获得资本收益或损失的能力，无须研究或担心诸如NAV、AFFO、同店净营收、债务杠杆及其他REITs要素等问题的轻松感。经纪佣金会比自己动手投资者花费高。但是，如果你能小心避免过度交易，并且只购买那些与你的投资目标一致的REITs，稍高一点的佣金对于所提供的服务可能只是小小的代价。一些经纪公司甚至提供“包管账户”，允许客户将其资金的那部分配置到由专业REITs组合经理投资的REITs中。

财务规划师和投资顾问

现今，随着婴儿潮群体不断年迈，有更多的人关心为了更长的寿命预期和免于退休后的经济烦虑而进行的投资。

财务规划师可以以不同的能力发挥作用。一些直接在特定股票和债券上管理和投资他们客户的资金；另一些更喜欢运用精心研究的共同基金。仍有一些进行财务规划但将客户介绍给投资顾问进行投资过程。一些基于保险销售或其他投资的佣金获得报酬，而一些只是在一定费用基础上收取报酬。

纯粹的投资顾问很少或是不进行财务规划，他们专注于为客户在股票、债券或是其他证券上投资。大部分情况下，他们唯一的补偿是介于所管理资产1%~2%之间的年费。因而，投资顾问的费用会随投资组合价值而变化。一些顾问公司提供大量的个人关注和手把手的指导，而一些则不提供。一些公司对于投资组合的个性化十分关注，在做出买卖决定之前会考虑客户个人的税务情况，而另一些则只是基于客户投资收益的最大化进行买卖。

许多投资者发现利用财务规划师或投资顾问只有有限的优点，包括给予客户的个人关注或是基于财务目标或风险承受的客户投资组合定制。直到最近也很难找到足够了解REITs的财务规划师或投资顾问，以帮助想要投资于他们的客户。不过，现今在投资领域，REITs股票广为人知，如果任何阅读了本书的人无法找到一个具有至少作为投资的REITs工作知识的财务规划师或顾问，我将非常吃惊。

REITs共同基金

20年前，只有少量的共同基金专注于例如REITs的房地产相关证

券。现今，超过76家基金发起人提供投资于REITs股票的基金，其中一些提供不止一个REITs基金。这些基金的名单可以在NAREIT（www.reit.com/IndividualInvestors/ListofREITFunds/MutualFunds）网站上找到。更多有关REITs和房地产共同基金的信息可以通过晨星获得（www.morningstar.com）。让我们迅速查看一下这些基金选择。

【小知识】 REITs共同基金为那些只有一种或两种投资的个人投资者取得REITs多样化提供了很好的方法。

举一个纯粹主观的数字，如果我们假定一个REITs投资者想将其50000美元投资组合的20%投资于REITs股票中，整个REITs投资只有10000美元。以这样相对较小的金额获得明显的多样化是十分困难的。相比之下，以同样甚至更小的REITs预算，通过REITs共同基金可以取得更大的多样化。大部分此类基金持有至少30种不同的REITs。

或许更为重要的是，在REITs共同基金中，投资者可以获得专业投资管理人的优势，在进行投资决策时，他们可以利用REITs管理团队以及大量研究材料和专业估值模型。大部分此类基金相对于基准表现相当良好。即便是自己动手的投资者也可能想要投资于一些此类基金，以便将个人投资业绩记录与专业基金经理的成绩进行衡量。

虽然具有明显的优势，REITs共同基金也不是没有缺点。尽管在投资于免付发行费的基金时无须支付经纪佣金，但管理及其他费用可

能相当大，通常每年介于总资产的1%~1.5%。基金投资者不能获得个人关注，而且他们税务筹划的能力是有限的。在REITs牛市后，一只交易REITs股票活跃的基金会呈现给投资者一份巨大的资本利得税账单，因为由基金在当年实现的收益或损失会完全传递给个人投资者。最后，想要将分红和资本收益分配再次投资更多的基金份额以及那些买入和卖出同一基金的投资者，可能会发现保持其成本基础和税收得失信息的当前的、正确的记录会十分耗费时间。

现今，想要选择共同基金的投资者有大量选择。大部分基金是主动管理型的，并且每一只都采用了一个多少有些不同的投资策略。一些几乎只专注于大型REITs，而其他的试图通过关注较小的增加价值。高额的当前收益对一些基金很重要，但整体收益推动另外一些基金的决策。一些投资于非REITs房地产公司。一只基金可能大体根据基准持有房地产板块，而另一些会忽略这些市场权重。如果这本书你已经阅读这么多，你已经具备了足够的知识来分析大量不同的房地产基金以确定他们的偏好和策略，并选择一个或一些最能符合你的投资目标的基金。

投资者也可以投资于根据REITs股票指数设计的指数型REITs基金。或许最知名的是先锋REITs指数基金（代号：VGSIX），它以摩根士丹利美国REITs指数（MSCI US REITs Index）为指引并紧密跟踪该指数，减去一些相对较小的管理费用。

共同基金替代选择：ETF

在投资舞台上另一种相当新颖并为投资界欢迎的指数型基金是开放型指数基金（ETF）。ETF实质上是持有一篮子由发起机构组合的股票，并且在主要的交易所单个股票进行交易。ETF的策略是跟踪一个特定指数或一篮子股票，因而缺乏主动投资管理人；他们的目标是复制目标股票组合的业绩表现。因为他们被当作股票交易，ETF可以在交易日期间买入或卖出，甚至可以用保证金方式。因为他们没有雇用主动基金经理，管理费率常常很低。

根据NAREIT统计，在2010年10月有8家REITs ETF发起人，其中大多数发起了不止一个可用ETF，他们跟踪不同的指数；一些被限定于特定房产板块中，一些则盯住非美国基准（例如，亚洲和欧洲指数），而另一些使用杠杆放大业绩。由Proshares发起的两只基金，在REITs股票上开立空头头寸（其中一只利用杠杆放大业绩）。这些ETF的名单可以在NAREIT网站上获得。

如前面提到的，ETF的管理费率很低；例如，根据ETF数据库统计，先锋REITs ETF的管理费率每年只有0.15%。如果一个投资者目标是低成本、以指数导向方法进行REITs投资，他们都很值得考虑。摩根士丹利美国REITs指数剔除了抵押型REITs和那些大部分收入不是来自租赁以及小于最小规模的REITs。这种剔除意味着该指数可能会比更广泛的指数表现更好或表现更差。

近年引起REITs投资者兴趣的另一种基金是封闭式REITs基金。这些基金中的一些只持有REITs，而另一些则持有REITs以及其他收

入导向型股票例如公用事业类。在某些情况下，持有优先股。存在多种类型的这类封闭式基金，每种具有不同的资本结构和投资策略，但它们的两个共同特征是它们像股票一样进行交易，并且，不像传统“开放式”基金那样允许基金份额持有人以净资产价值赎回或再投资。这些特征使得这类封闭式基金可以迅速进行买卖，并且基金份额持有人无须担心在熊市中当不太耐心的份额持有人赎回时他们的基金被清盘。（然后，愤世嫉俗的人会注意到这些基金很少清盘，即使在以其相对NAV有大幅折扣的价格进行交易时，因为即使在表现糟糕时他们也能为其发起人产生收入。）

投资者需要仔细考察这些封闭式基金的结构，因为他们许多通过发行优先股或在信贷市场借贷以增加投资收益。以保证金或杠杆方式进行投资，当然是一把双刃剑。尽管在强势市场中收益可以提高，在REITs熊市中他们事实上也可能表现糟糕，例如在2007~2008年。当然杠杆也会增加封闭式基金份额的波动性。并且，由于利率上升可能对采用债务杠杆的封闭式基金产生更大的影响，它的份额可能在利率上升时表现极为糟糕。投资者也需要了解使用的杠杆金额，它的结构如何，以及基金资本结构的优先部分或借入金额是否是固定或可变利率。当然，后者会对这类基金投资者产生更大的风险，特别是如果上升利率的敞口没有对冲的话。

对于不想自己投资或没有资源对REITs投资进行充分多样化的投资者而言，基金、ETF或封闭式基金的优点超过了它们的缺点吗？显然是这样，特别是如果投资者克制不去频繁交易这些份额的话。在个

人退休账户和401（k）计划中，REITs共同基金特别具有吸引力，在这些账户中税收得失和成本基础都不相关。

总结

在我们做出精确投资于什么的决策之前，我们应该确定我们为什么投资，并且确定我们的投资目标和风险容忍。

寻求短期内巨大收益的激进投资者不应该将很高比例的资产投入到REITs中；他们是单打选手的游戏。

对每个投资者REITs投资的配置会不同，取决于其年龄、财务目标、风险容忍以及对当期收入的期望，但我认为对大多数投资者而言，将15%~20%配置于REITs是合适的。

投资于单个REITs股票时，为了达到基本水平的多样化，最小6或8只REITs是必要的。

除非一个投资者对中间期限内哪一板块表现最好很有信心，按照市场权重进行组合配置最为明智。

那些想参与REITs投资长期利益而不想担心经常监控REITs投资的人可以利用内行的股票经纪人、财务规划师或投资顾问的服务。

不愿进行任何单独REITs研究的投资者可以通过REITs共同基金进行被动投资——不论主动管理型或指数型——或者甚至是一个REITs ETF。这些选择为个人投资者提供了一个极好的方法，以最小的时间花费获得充分的REITs多样性。

第11章 投资于全球REITs和房产公司

史蒂文D.伯顿 (Steven D.Burton) 和肯尼思D.坎贝尔 (Kenneth D.Campbell) [1]

按照《纽约时报》专栏作家托马斯·弗里德曼 (Thomas Friedman) 的阐释，房地产投资的世界正在日益变平。科技已经将房地产的资本运动从局部、无计划、通常取决于你参加哪个鸡尾酒会的事情转变成快速发展的全球性业务。这种业务你可以从自己的桌面上进行管理。

当今，投资者生活在“一个技术提供市场间即时联系并允许任何人在任何地点做任何事情的世界”，詹姆斯·格拉斯曼 (James Glassman) 近期在《华尔街日报》这样写道，以解释为什么他的著作 Dow 36000 极大地偏离了目标。

此外，如今投资于全球REITs和房产公司的投资者的手头拥有的信息多得令人难以想象。信息来源将在本章海外投资实践部分进行讨论。

若干年前，商业房产的投资还是一项本地业务。股本资金通常由本地房产企业家或开发商在当地筹集，当地或区域银行提供建筑和（或）永久抵押融资。这种体系运作良好，因为交易中的各方都了解或认为他们了解本地市场对在建房产的需求，不论是写字楼、零售、

工业还是住宅。

随着更大的区域性银行和专门从事特定房产类型的跨城市开发商的出现，这一切自20世纪五六十年代开始改变。在美国，引人注目的纽约开发商William Zeckendorf Sr.，在1952年通过购并一家小型公用事业投资信托，成为房地产在公开市场寻求资本的先锋。而后在一次反向并购中在场外（美国）证券交易所上市并将公司重新命名为Webb&Knapp有限公司。通过成功开发梦幻工程，例如1955年纽约长岛罗斯福购物中心、1956年丹佛Mile High中心和一个国内首个真正成功的城市更新工程，整个50年代Zeckendorf的W&K公司占据了报纸头条。

但到了60年代，大部分城市的房产价值达到顶峰，危及到Zeckendorf的全速发展模式。开工于1960年的维莱玛利广场，几乎完全是投机行为，成本几乎比原有预计翻番而承租人表现得难以捉摸。洛杉矶世纪城动工于1959年，但全面建设直到很久后才开始。Zeckendorf新的项目受到限制：自由乐园，被认为是东海岸的迪斯尼乐园，开张于1960年并在困境中挣扎；一个计划的Zeckendorf连锁旅店从来就没有空置的地基用于开建。由一个英国金融家进行的救援努力在1963年夏天失败，迫使Zeckendorf在清算资产或以留存价值进行再融资之间做出选择。当Zeckendorf以高达20%的利率开始抵押资产时，他有著名的论断，“我宁可在18%时活着，再在基准利率时死去”。融资绷紧最终缠住了高杠杆的W&K，该公司于1965年5月申请破产。

20世纪60年代富有挑战的经济状况为另一些更加厌恶风险的企业创造了机会。在印第安纳州的印第安纳波利斯，梅尔文·西蒙在60年代创建了梅尔文·西蒙联合集团（Melvin Simon&Associates）并开创了建设郊区购物中心的事业。西蒙地产集团于1993年上市，目前是世界上最大的区域性购物广场所有人，在2010年年底股票市值接近300亿美元。

在几乎相同的时间，在澳大利亚，洛伊家族开始修建购物中心，以服务不断增长的郊区人口，并且在1960年9月将他们的西田集团发展公司（Westfield）在澳大利亚股票交易所上市。现在，西田集团在澳大利亚、新西兰、美国和英国拥有购物中心，它的合并市值达到290亿美元，常常与西蒙地产竞争全球最大区域性购物中心所有人的地位。这两家公司具有一个共同的特点：都已经转向公开证券市场以筹集将业务扩展到全世界舞台所需的资金。

在全球房地产的天空里，西田和西蒙都不是最大的公司。这个头衔要归于香港新鸿基地产有限公司，在2010年12月31日，其市值达到427亿美元。新鸿基由郭得胜和两个合伙人，冯金海和李绍基在1963年创立，其时，西蒙和洛伊正在其他地方兴建商场。当前郭氏家族控制着新鸿基大约42%的股份，其余的可供正常交易。新鸿基于1972年在香港交易所上市。

在全世界，CBRE列出了29家股票市值超过100亿美元的公司。尽管按公司数量，这29家巨头公司只占全球房地产公司领域3.5%，但

他们占全部股票市值和自由流通市值约28%。美国有11家这样的公司，而9家位于香港。三家位于日本，而澳大利亚、印度、韩国、新加坡、法国和西班牙各有一家全球巨头。

尽管西蒙与西田集团的竞争占据了报纸头条，在过去半个世纪中，成百上千的房地产建筑商、开发商、运营商和所有人为了他们所在城市、地区和国家的房地产财富展开竞争。无论时机好坏，这些企业家和他们创建的机构越来越多地借助公开市场作为最可靠的权益和债务资金来源。

本章介绍了充满活力和不断扩张的全球房地产资本市场。但这种繁华和扩张的市场并不适于每个人。个人投资者在构建全球性的投资组合时可能会遇到两个障碍：

- 1.全球房地产的差异。房地产的每个要素在每个国家各有不同：租赁结构和持有形式、法律和法规、税收结构，等等。

- 2.全球证券的差异。许多有吸引力的非美房地产公司在美国没有美国存托凭证，因而他们的股票必须在当地股票交易所以当地货币购买。对这些证券的托管历史上曾经是一个挑战。幸运的是，在过去几十年中一些全球性投行将重要的分析力量用于制作可用于比较、有重要作用的跨国公司数据。正如本章所讨论的，这些公司也可以提供几年前还不能实现的执行和托管服务。

于是，对于个人投资者而言，全球房地产投资可能比较复杂和耗

费时间，但是现在可以企及。

[1] 供稿人Burton和Campbell是CBRE Clarion证券公司资深投资专家，该公司是管理约230亿美元资产的全球咨询公司。

美国REITs革命是怎样扩展到全球的

年轻一点的投资者不能理解正在发生的已经改变房地产投资世界的剧烈变革，它在过去半个世纪产生了不是一个而是两个革命。本部分将详细地审视美国房地产投资的合理化改革和扩张。对澳大利亚房地产投资者相似的经验中与美国的共同之处进行总结。但类似的故事事实上可以在投资者购买上市房地产公司股票的所有国家中宣讲。这个故事在美国展开了两个阶段，然后随着REITs获得成功扩展到了全世界。

1960~1990年：美国权益型REITs前30年困难的成长

第一次革命开始于1960年9月，当时美国国会通过创立房地产投资信托（REITs）的法案。REITs是根据确定的目标而创立的，即使较小的投资者也可以获得专业管理的商业房地产投资组合（即，非单个家庭住宅）。为了达到这个目标，国会免除了REITs营运利润的所得税，使REITs对投资者分配应税收入达到90%的程度。这是美国共同基金自1940年起享受的同等税收待遇。为了确保没有单一个人或集团可以控制REITs，国会规定美国REITs只能拥有一类股票，必须有100个或以上的股东，并且不得有超过五名股东拥有超过50%的股票。

REITs被股票权益长期持有人视为产生投资收益性房产，因而该

法案实施了一项对于任何购入后不满四年被出售的房产获得的收益以100%进行惩罚性征税。由于一个新建筑的建设通常是房地产投资中最具风险的部分，对于新REITs的发展选择颇有争论。最终，立法者允许REITs改造或重建房产，甚至为了长期持有可以从头开始建设新的建筑。在实践中，权益型REITs通常将新建筑限制在总资产的约10%，提升了权益型REITs股东作为可以产生可靠收益现金流的收益性房产稳定持有人的形象。

在此之前，正如美国全国房地产投资信托协会（NAREIT）所言，“把获得商业地产权益投资收益作为一项核心资产只能为那些具有必备财务手段进行直接房地产投资的机构或富裕人士所使用”。在那以前，大众投资者可以利用的唯一大型的房地产投资组织是房地产联合投资团，或是有限合伙，其中大量的有限合伙人（LP）筹集购买一幢或一些大楼所需资本并依赖一个普通合伙人（GP）管理这些房产。普通合伙人通常是一个公认具有房地产“头脑”，富有经验的房地产开发商或经纪人，而有限合伙人则提供资本。（那个时代的一个玩笑显示了对联合投资的一种玩世不恭的看法：有限合伙人开始于资金而受伤于经验，而普通合伙人开始于经验受伤于资金。）换句话说，联合投资结构本身内含着资金来源与管理之间的冲突。

此类单一或小型房产投资的成功或失败不可避免地会依赖于一个或一些大楼的成功。1960年前的投资者构建多样化的唯一出路是购买几个联合投资项目的筹码，事实上构建了一个定制化的投资组合。

20世纪60年代的一些联合投资项目足够大，以至于为他们的股票发展了一个公共市场，这归因于1961年一项纽约州立法规定联合投资项目组织者发布招股说明书，告诉投资者他们计划怎么使用所收款项。路易斯J.格里克曼，一个著名的联合投资项目组织者，帮助组织了一个交易协会以防止组织者滥用并扩大联合投资项目份额的市场。但是大部分联合投资项目的股票有一个缺陷：缺少流动性。联合项目投资者通常会被告知他们必须持有份额达到规定的时限，5~10年是很常见的。只有在极端情况下，比如说清算一项房产或税收申报时，普通合伙人会同意从原始投资者手中回购份额，并且只有当普通合伙人有现金时。

尽管在1960年REITs的出现最终抢走了联合投资项目作坊式行业的风头，但两个事件的结合，延长了联合投资项目的生命周期。

投资者最初对REITs缓慢的接受

新的REITs结构最初并不为投资者广泛接受，部分是由于对于新事物的不熟悉，部分是由于1962年5月严重的股市暴跌，其事实上使当时超过25家REITs上市的计划胎死腹中。直到1967~1968年REITs才受到投资者关注，当时焦点转向抵押型REITs。由于1961年美国国税局一项裁定，抵押是一项“房地产中的利息”，这种新的抵押型REITs受到欢迎。这些抵押型REITs借入资金，主要是短期房地产建设和开发借款。尽管他们存在较高的风险，但短期抵押借贷型REITs由于他们相对较高的分红收益而逐步崛起。这些REITs将建设开发资金借给

开发商并持续兴旺直到1973~1975年的衰退，当时这是自30年代大衰退以来最严重的。不幸的是，这次70年代的股市崩盘使得一代投资者对“REITs”失望。那些受到价格下跌危害但在财务上幸存下来的投资者，在这个时候很少关注权益型REITs。

税收政策变化对联合投资项目比对REITs更有利

作为一种应对1973~1975年衰退的方法，全国税收政策开始向促进额外的房地产投资倾斜。80年代初罗纳德·里根时期在立法上达到顶峰，允许个人以从房地产联合投资项目中的损失来扣减来源于其他渠道的应税收入。折旧周期也被缩短，有效增加了可用于抵补现金流的非现金折旧费用。最终的结果是联合投资行业的复苏，1980~1985年期间筹集了预计1000亿美元的资本。当时这种资本的杠杆比例是4：1，撬动了约5000亿美元进入新的房地产投资。由于REITs不能与联合投资组织者提供的税收优惠收益竞争，对REITs的投资逐步萎缩。

到1986年时，许多联合项目投资收益预测变得十分乐观，导致的过度建设在80年代下半段将所有商业地产推向衰退。在1987年和1988年，REITs表现平淡，而后自1988年到1990年10月连续下跌了近两年。这种下跌导致大多数作为有效房地产持有人和营运人的联合项目投资组织者消失。曾经大量借贷给联合投资项目的储贷（S&L）协会在80年代下半段和90年代初实际上被美国重组信托公司接管和清算。然而，权益型REITs又一次在这些重大的房地产挫折中生存下来，并

开启了一个二次复苏的序幕。

90年代：现代权益型REITs作为经受考验的投资宠儿出现

到1991年年初，实际上美国所有大型的房地产机构都处于破产的边缘。大部分所欠银行债务超过了他们房产所值，而所有者权益要么耗尽要么损失。唯一经受住这些的房地产投资媒介是相对很小一部分的权益型REITs。尽管他们的股票在80年代末急剧下跌，但大部分没有过高使用杠杆并且他们的资本大体上保持完好。

但是如何使得严重受伤的私人房产营运商与不同的REITs结构相匹配呢？私人业主受伤如此严重，以致有些人怀疑他们是否可以存活下来。对于私人公司，这是一个黑暗的年代。他们面临着严酷的选择，“上市或是破产”。

在纽约，一小圈富有创造力的投资银行家，包括Richard Saltzman，他当时是美林（现在的美国银行/美林）房地产公司金融负责人，从理论上提出如果主要的所有者可以同意三个条件，垂死的私人运营商可以通过公开股票融资复苏成为有活力的上市REITs：

- 1.将未来债务杠杆限制在总市值约50%，比私人房地产普遍的75%~90%杠杆率大幅下降。

- 2.通过将所有房地产资产用同样的方法计量从而投资者可以通过单一的资产负债表评估他们的投资条件来消除个人冲突。

3.放弃他们对保密的偏好以交换在租金、租住率、其他组合营运标准和财务报表方面的公开透明度。

最初很少有接受者，因为这些前景很好的策略仍然不得不克服内含在潜在上市公司投资组合中的两个基本现实问题。解决这两个症结需要开创性的交易结构。在随后两年里，两家房地产公司以开拓性的交易向前迈出步伐，为美国现代REITs业的兴起提供了模板。

如何将包含有“好”和“坏”房产的投资组合放在一个雨伞下

当时的现实是实际上所有私人房地产投资组合都持有一个组合，包含具有强劲收入和现金流的“好”房产，和盈利缺失拖累综合盈利过多以至于对整个组合投资者滞销的“坏”房产。为了解决这种情况，投资银行家们借助于在以前储贷危机中形成的“好银行，坏银行”的策略，按照所罗门国王的方式将小孩子一分为二，这样“好银行”部分会对投资者有吸引力。

银行家如何克服“好”和“坏”房产所有人之间内在矛盾的例子可以在第一次切实可行的首次公开募股中看到，这是Kimco地产公司在1991年11月进行的。Kimco位于纽约市长岛纽约海德公园，通过将公司投资组合分成两部分公开发行股票上市。

1.大约126个具有正现金流的Kimco购物中心房产被囊括在计划的新上市公司中。

2.另外46个空壳或具有其他资金约束的购物中心，或全部投资组

合的27%，被置于一个单独实体中继续由管理层持有。新的上市公司被授予一项选择权在这46个落后者盈利时，购买他们。“新Kimco”的董事负责决定是否以及何时以何种价格将从Kimco管理人手中购买这些失败的房产。直到这些失败者被收购，以前的所有人将承担提高他们现金流的责任并承担他们的损失。

这种决策解决了挣扎中的公司的一个普遍问题：如何获得公众股票资本而不将坏的房产倾卸给公众投资者。因而Kimco的样板使其他具有类似情况的公司获得了使用公众股票资本的机会。

如何公正处理共同持有房产时持有目标的不一致

因为在持有利益中不同的税收成本基础，商业房产共同或公共所有人具有不一致的目标。这些不同的目标对房地产公司的公众投资者而言可能会是一个巨大的隐藏危险。具有高成本基础的共同或公共所有人通常会对房产销售的时间安排漠不关心，因为他很少有或不用支付税款。但是一个低基础的所有人通常会抵制销售，因为他在应税交易完成时会面临大额的税单。

在1992年10月，金科首次公开募股不足一年，一家底特律地区的购物中心运营商Taubman中心有限公司，试图在其准备IPO时弥合这个差异。Taubman拥有封闭式的区域购物广场，其创始人提供了房产初始股本，随后不久将组合中的一大部分股票以很高的价格出售给一家主要的养老基金。因而，可以预计该养老金对任何未来出售一个或多个商场漠不关心，然而管理层可能倾向于避免未来的出售，即使出

售可以提高或最大化组合利润。

为了弥合这种差异，Taubman采用了一种新的公司结构，彻底改变了苦苦挣扎的所有人和以下的商业房产的税收待遇。该结构创立了一种“伞形合伙REITs”（称作UPREIT），直接或通过在一个合伙企业中的控股权益持有一家REITs的所有房产。公众股东将以当前市场价格投资于这种伞形REITs，而在房产中税收非常低或为负的管理者和其他优先投资者被允许以他们的所有者权益交换伞形REITs中的营运合伙单位（OPU）。这些OPU可以根据持有人的选择交换股份。

在美国税收条例中这种交换是一种非应税交易，可以使这些财产所有人保持他们的税收基础并将应税收入推迟直到未来他们自己做出选择的时候。如果没有这种OPU选择权，这些所有人或许已经在新REITs成立时遭遇高额的税单。自Taubman IPO以来，美国许多REITs已经使用了伞形REITs结构，使得具有不同股票或份额成本基础的投资者可以与公众投资者一起投资于单个的REITs。

截至2010年12月，OPU的价值预计达到202亿美元，或约占所有美国REITs市值3790亿美元的5.3%。从而，这202亿美元OPUs的所有人将他们房产的控制权交给了上市REITs，但同时实质上将他们所持资产的所有税收延缓到他们决定处理这些股票的时候。这种妥协使得REITs的管理人在决定何时及是否出售房产方面拥有充分的话语权。

改变税收条例便于机构更广泛持有

国会在1994年1月生效的法案，改变了税收条例以终结大部分与税收相关导致许多免税机构回避投资REITs的理由。具体地说，国会调整了“五个或更少”条例对许多免税投资者的秘密适用。在1994年之前，许多免税投资者包括股票红利、养老金或利润分享计划在其REITs投资中受到限制，因为税法出于美国国税局“五个或更少”条例的目的将他们作为单一“个人”处理。该条例规定一只REITs不能“封闭”持有，意思是五个或更少的个人不能持有一家REITs的股票超过50%。该变革调整了这项条例，这样就能通过考察计划受益人按照信托中的比例非直接持有的股票对其进行应用。

通过这两项开创性的IPOs和1994年税收条例的帮助，美国权益型REITs的市场价值急剧增加，如图11-1所示。

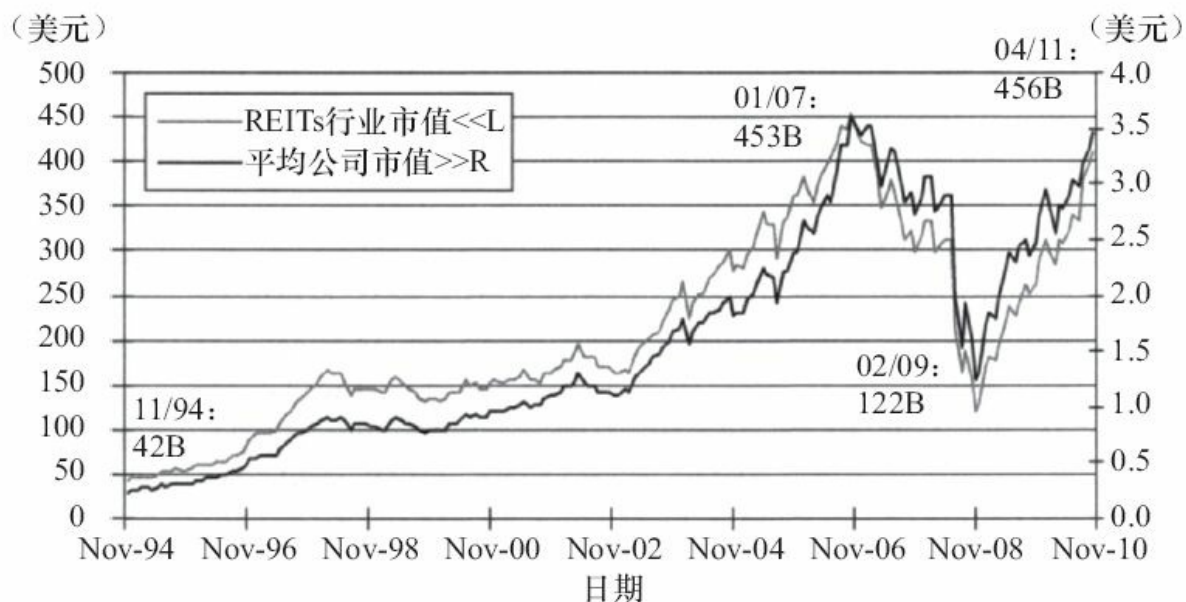


图11-1 REITs行业市值和平均公司市值，1994年11月到2011年4月

具体来说，自1994年1月算起，即NAREIT将OPUs价值作为全部

市值报告的第一个月，行业隐含市值在16年间从420亿美元上升略微超过10倍，在2007年1月达到最高峰4530亿美元。自那时起，市场价值在全球衰退中急剧下跌到1220亿美元，直到2011年4月漂亮地恢复到4360亿美元。

公司平均规模遵循了相同的轨迹，自1994年2.4亿美元达到2007年1月最高峰36亿美元。四年多后，在2011年4月美国REITs平均市值为36.2亿美元，略微超过前次峰值。

这种市场恢复反映了美国REITs筹集约650亿美元新发普通股股票的能力，包括从2009年1月到2011年4月600亿美元的IPO。自那时起，股票价格已经反弹到前次峰值的约75%。投资者快速将REITs股价推至接近前一次高点是有力的证据，表明在2008~2009年信贷危机期间，美国投资者愿意甚至渴望快速地为REITs提供资金。事实上，REITs有能力开发更广泛的资本来源，这些来源是大部分私人运营商无法获得的，他们由于选择不上市，融资渠道受到更多限制。这种经验有力地表明公开市场已经发展成一个深度的并随时可用的房地产资金来源。

半个世纪里这种对美国REITs作为一种优先的公共资产投资工具接受程度的逐渐增长正以同样的方式在全球近30多个国家上演。大部分遵循美国的经验，投资者热情显著起伏，但总的趋势已经上升。

澳大利亚：一个类似的投资故事

在某些方面，美国的经验在澳大利亚反映出来。如前面提到的，在房地产中的公共房地产投资始于1960年，当时购物广场公司Westfield在澳大利亚股票交易所（ASE）挂牌。1971年，通用房产信托组建并在澳大利亚交易所挂牌，成为第一家成立于澳大利亚的持有房产的信托公司。一些房产实体逐步跟进，上市房产信托成为澳大利亚房地产所有权的一种主要形式。在1985年当养老金缴费法律变革时，这种显著特性增加了。在2000~2005年，澳大利亚REITs或者他们称之为A-REITs，预计拥有澳大利亚所有机构级别的商业地产的约40%。A-REITs的增长曾借助于全国养老金计划，该计划强迫所有澳大利亚人支付9%的收入用于该国超级年金计划，当时其将约10%的养老金资产投入到房地产中。

截至2000年代中期，由于A-REITs拥有预计40%的全国商业地产，许多A-REITs开始购买海外房产。他们中的许多成为美国、英国和新西兰房产的重要所有人。这种趋势可以说明Westfield积极进军海外市场的原因，因为Westfield的增长超出了该公司在整个澳大利亚高效投资的能力。在其国际扩张中，Westfield专注于美国和英国。

A-REITs行业进军海外产生了一些意想不到的结果，正如大多数这类被迫行动的结果。Centro房产集团，曾是一家重要的澳大利亚零售房产信托，它激进地向美国扩张而严重负债，以至于在2008年12月全球金融危机期间陷入贷款人接管的重组。最终贷款人推动Centro清算了大部分持有的财产。在2011年2月一家重要的美国对冲基金公司黑石集团以大约94亿美元收购了Centro所有的美国房产。净收入将被

用于降低Centro房产和其上市房产媒介Centro零售信托的债务。

为了适应家乡相比海外投资机会的不均等比例，Westfield也调整了公司结构。在2010年12月将大约一半的澳大利亚房产分拆到一个单独的实体即Westfield零售信托中，其目的是创建一个更干净的纯澳大利亚媒介，改善公司资产负债表，并使剩余组合的潜在更高增长成为可能，该剩余组合大部分位于澳大利亚之外。

从具备流动性和增长性的全球资本市场为房地产投资筹集资金，美国和澳大利亚有利的经验为REITs模式作为全球许多房地产投资“可选工具”给予了显著的促进。

结果是，根据欧洲公共房地产协会（EPRA）2010年9月的一项调查，类似REITs的税务体系被35个国家接受。EPRA位于比利时布鲁塞尔，它受到大部分在房地产投资、证券、发展和融资领域活跃的金融机构的支持。除了其权威性的年度REITs体系和规则调查，EPRA为机构房地产投资者提供重要的指数服务。

表11-1是2010年9月EPRA对全世界类似REITs税务体系调查的一个摘要。EPRA的调查发现在22个国家里有597家实体在类似REITs的体系下运营。这些REITs看起来是更小的实体，由CBRE Clarion证券进行的一个类似调查发现，截至2010年12月31日只有327家REITs达到机构市场规模。在美国的REITs占EPRA调查中REITs组织全球市值的53.1%。其他占有REITs全球市值重要的国家是：（澳大利亚，11.2%；法国，9.6%；英国，5.4%；日本，5.4%；以及加拿大

4.3%。)

表11-1 全球REITs体系现状，2010年9月

国家	名称	制定年份	修订年份	REITs数量	全球REITs市场占比(%)	引用的授权立法	欧洲公共房地产协会数据	瑞银数据
活跃的REITs体系								
澳大利亚	A-REITs()	1971	1985	60	11.2	管理投资信托	1985	1971
比利时	SICAFI	1995	NA	14	1.0	公司不动产投资资本法案	1995	1995
巴西	FII	1993	NA	95	NA	不动产投资基金法案		
保加利亚	SPIC	2004	NA	19	0.0	特殊投资目的公司法案	2004	2005
加拿大	REITs/SIFT	1994	Sep-07	35	4.3	“通过实体的特定投资流”	1994	1993
法国	SIIC	2003	NA	44	9.6	公司不动产投资税法	2003	2003
德国	G-REITs	2007	NA	2	0.1	德国房地产投资信托法案	2007	2007
希腊	REIC	1999	NA	2	0.1	房地产投资公司法案	1999	
香港	HK-REITs	2003	2005	7	1.7	房地产投资信托法案	2003	2004
意大利	SIHQ	2006	NA	1	0.1	公司不动产投资法案	2007	2008
日本	J-REITs	2000	NA	36	5.4	投资信托法案	2000	2001
马来西亚	单位信托	2005	NA	14	0.5	马来西亚伊斯兰 REITs	2005	2005
荷兰	FBI	1969	NA	7	1.8	投资机构会计法案	1969	1969
新西兰	PIEs/ 单位信托	1960	2007	8	0.4	组合投资实体法案	1960 和 2007	
新加坡	S-REITs	1999	2002	21	3.7	房地产基金指导法案	1999	2002
南非	PUT 和 PLS	2003	NA	5	0.7	房地产单位信托 (PUT) 或房地 产贷款股票公司法案	2003	
韩国	REIC	2001	NA	6	0.1	房地产投资公司法案	2001	2001
中国台湾	REITs/REAT	2003	NA	8	0.4	房地产证券化法案		
泰国	PFPO	1992	2006	6	0.1	房地产基金上市法案	1992	2005
土耳其	REIC	1995	NA	15	0.3	房地产投资公司法案	1995	1999
英国	REITs	2007	NA	19	5.4	金融法案 2006	2007	2007
美国	US-REITs	1960	不同时间	173	53.1	房地产投资信托法案	1960	1960
22				597	100.0			
已经批准的REITs体系								
智利	FII	1998	2001	0	0.0	房地产投资基金法案	1998 (2001 年修订)	
哥斯达黎加	REIF	1997	2009	0	0.0	房地产投资基金 (7732 号法案)		
迪拜	REITs	2006	NA	0	0.0	投资信托第五号法案		
芬兰	REITs	2009	NA	0	0.0	特定有限公司税收优惠法案		
印度	REMF	1996	NA	0	0.0	房地产共同基金法案		
以色列	REITs	2006	NA	0	0.0	以色列税务条例 64A2 到 64A11 部分		
拉脱维亚	REITs	2008	NA	0	0.0	集合投资业务法案		
卢森堡	SIF	2007	NA	0	0.0	专业投资基金法案		
墨西哥	FIBRAS	2004	2007	0	0.0	房地产投资信托基金法案		
巴基斯坦	REITs	2008	NA	0	0.0	房地产投资信托基金法案		
菲律宾	REITs	2009	NA	0	0.0	房地产投资信托基金法案		
波多黎各	REITs	1972	2000/06	0	0.0	房地产投资信托基金法案		
西班牙	RECI	2009	NA	0	0.0			

“哥斯达黎加：法律也建立了房地产开发投资基金 (REDIF)，其与REITs的区别在于他们被允许投资的资产种类”。

德国：六种其他机构以类REITs形式进行预先登记。

希腊：四家合格REICs由银行管理。

马来西亚：证券委员会（SC）于2002年颁布了“地产信托基金”指导方针，该方针在2005年被新颁布的REITs指导方针取代。在2005、2006和2007年以指引方式进行了进一步的更新。以上方针被2008年8月21日证券委员会颁布的修订REITs指导方针所取代。

南非：PUT于1969年被引入市场，集合投资计划法案制定于2003年。

资料来源：欧洲公共房地产协会，布鲁塞尔，比利时，“epra.com”；全球REITs调查，2010年9月；及瑞银全球REITs分析，2010年11月18日

在全球市场背景下，根据CBRE Clarion的数据，目前REITs约占投资者可用商业地产证券的51%，基于公共持股量的市值，49%归于非REITs房地产运营公司（REOCs）。该数据在表11-2中列示。

表11-2 全球房地产证券：REITs和REOCs，2010年12月31日

公司	合计	市值规模 (美元)	固定市值 (美元)	比例 (%)	Avg.Co. (美元)
REITs	327	683B	607B	51	1.86B
REOCs	492	1 015B	581B	49	1.18B
合计	819	1 698B	1 188B	100	1.45B

图解全球房产股票市场的规模

在1990年，几乎不到20年前，并没有对与房产相关股票全球市场现成可用的衡量体系。以日元购买“跨过大洋”的房产股票的投资者不得不依靠那些以当前标准看非常原始的方法。例如，一个纽约个人投资者想购买伦敦股票交易所的股票，他首先不得不找到一家当地经纪人，愿意且有牌照在伦敦股票交易所执行交易。如此远的投资或公司营运信息很难得到，常常通过很慢的电报或传真到达。

从一个机构投资者的角度，在机构母国以外对房地产证券进行的配置几乎闻所未闻，因为没有广泛认可的全球基准可供利用，更不要说实时基准。

很少有个人投资者关注基准的可用性，但是机构资本的流动密切依赖于公认的基准，因为基准可以使一个机构做出三个重要的决策：

- 1.考察由一种资产代表的领域随着时间推移在不同市场条件下表现如何，评估它的总收益，标准差及与其他资产类别的相关性。
- 2.确定该资产类别符合该公司的整体投资组合的程度以及它经过一段时间提供高于超过平均或超额回报的可能性。
- 3.权衡该公司可能雇用的管理者或管理者们的表现相对于基准表现如何。

在机构领域，步骤一和步骤二发生速度极慢，几乎总是由一名雇佣的房地产顾问进行指导，为机构如何最好构建投资组合实现收益最大化和风险规避提供建议。在90年代，现实是全球基准正在发展中，没有全球基准，很少有机构进行投资。

在近20年间，一些机构介入了这个真空地带，如今为机构投资者、资产经理、托管人、咨询顾问及其他涉及全球房地产证券市场的人提供机构级的指数。两家主要的基准供应商是：

1.标准普尔（S&P）公司，是一家自19世纪30年代以来国际知名的证券指数和其他相关服务的供应商。标普全球房产系列指数是大约在1992年由一家之前的供应商引入的。标普随后将全球指数分为全球房产指数和新兴房产指数。它的基准基础价格回溯到1989年。

2.欧洲公共房产协会，或EPRA，成立于1999年，是为了通过向投资者提供更好的信息，改善总体运营环境，鼓励最佳实践、凝聚力和提升行业而鼓励在上市房地产公司中进行更多的投资。它试图在会计、报告和公司治理中建立最佳实践；为投资者提供高质量的信息；并为关键问题上的讨论和决策构建一个框架。EPRA是房地产权益证券化联盟（REESA）的成员，并与美国NAREIT和亚洲公共房地产协会（APREA）合作。它的全球房地产指数——官方称为FTSE EPRA/NAREIT发展指数——于2001年10月引入。该指数的欧洲部分在2000年6月引入。

在他们各自的数据库中，基准供应商将注意力集中于公司的“公

众持股量”。简单地说，公众持股量是可用于正常开放市场交易的股票价值，以区别于管理层和其他内部人持有的股票价值，其所持股份不能期望正常交易。

此外，每家指数供应商在他们构建指数的公司覆盖选择中具有不同的指导方针，因而特定的公司可能未被包括在特定指数中。一般而言，指数提供商关注于更大更具流动性的公司。因此，在标普开发房产指数399家公司中，在2010年年底以公众持股市值衡量平均规模为20.8亿美元，总市值为8280亿美元。EPRA指数包含282家公司，但按其7950亿美元的总市值，计算出每家公司市值28.2亿美元。由CBRE Clarion维护的一个扩展数据集合公众持股市值总计1.18万亿元，819家公司拥有平均11.4亿美元市值。

投资者通常认为全球投资组合中公司股票应来自四个截然不同的地区。每个地区具有不同的经济和金融标准，必须在选择组合权重时进行衡量。这些地区是：

- 美洲，包括北美和南美洲；
- 亚太地区，包括向北延展的国家，从澳大利亚、新西兰到中国和日本，向西到新加坡；
- 欧洲，包括欧洲共同体国家加上一些波罗的海国家；
- 中东及其他，包括以色列、土耳其、阿联酋及南非，新兴REITs市场的一些较小国家。

为了寻求投资机会，全球房地产证券的投资者常常比基准名单看得更远。目前未包含在指数中的国家及地区包括：

- **美洲**，阿根廷、巴西、智利和墨西哥；
- **亚太地区**，印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、中国台湾地区、泰国及越南；
- **欧洲**，卢森堡、波兰、俄罗斯；
- **中东及其他**，南非、土耳其和阿联酋。

在这些国家和地区的主要公司名字通常并不为美国投资者所熟悉。为了使读者熟悉每个国家最大的公司，在本书附录E中我们提供了截至2010年12月31日175家最大以及最受认可的全球房地产公司名单。建议读者在该名单上花费一些时间，因为它包含了关于这些主要公司和他们在其国家市场中地位的重要数据。

在表11-3中，我们也列示了一个按国家排列的全球房地产证券投资机会综合评价。重要的是要注意，对全球房地产市场规模衡量必须是以来源和日期为条件。按照这些条件，以下是来源于标普和EPRA指数的基本数据对比，加上由CBRE Clarion开发的房地产证券扩展领域。

表11-3 全球房地产证券市场地图，2010年12月31日

	公司数量			自由流通市值 (单位: 千美元)			指数权重 (单位: 百分比)		
	CBRE	EPRA	S&P	CBRE	EPRA	S&P	CBRE	EPRA	S&P
美洲	204	126	137	489 278	357 492	347 148	41.60	45.00	41.90
阿根廷	1			346			0.0		
巴西	24			33 355			2.8		
加拿大	29	20	23	56 995	34 147	19 193	4.8	4.3	2.3
智利	1			357			0.0		
墨西哥	4			3 758					
美国	145	106	114	394 468	323 345	327 954	33.5	40.7	39.6
亚太	383	73	158	481 803	313 987	350 331	41.0	39.5	42.3

(续)

	公司数量			自由流通市值 (单位: 千美元)			指数权重 (单位: 百分比)		
	CBRE	EPRA	S&P	CBRE	EPRA	S&P	CBRE	EPRA	S&P
澳大利亚	35	15	30	77 958	68 261	76 295	6.6	8.6	9.2
中国	16	3		11 341	12 410		1.0		
中国香港	96	19	40	170 093	108 937	112 022	14.5	15.4	13.5
印度	20			9 477			0.8		
印度尼西亚	13			4 732			0.4		
日本	64	20	50	106 959	82 623	112 081	9.1	10.4	13.5
韩国	3			5 367			0.5		
马来西亚	26			10 430			0.9		
新西兰	5	1	4	2 371	760	2 099	0.2	0.1	0.3
菲律宾	12			8 774			0.7		
新加坡	50	15	34	53 524	40 997	47 834	4.6	5.1	5.8
中国台湾	24			11 440			1.0		
泰国	17			8 312			0.7		
越南	2			1 026			0.1		
欧洲	198	82	90	182 897	122 584	126 604	15.6	15.4	15.4
奥地利	10	2	5	10 819	2 546	8 195	0.9	0.3	1.0
比利时	17	6	4	5 350	4 137	3 516	0.5	0.5	0.4
丹麦	3		2	483		302	0.0		
芬兰	3	3	3	2 066	2 547	1 823	0.2	0.3	0.2

法国	31	9	8	48 406	31 899	33 045	4.1	4.0	4.0
德国	15	8	9	6 033	5 584	5 393	0.5	0.7	0.7
希腊	3	2	2	236	215	168	0.0		
意大利	5	2	3	1 484	1 047	1 322	0.1	0.1	0.2
卢森堡			1						
荷兰	11	7	7	15 218	13 201	12 075	1.3	1.7	1.6
挪威	3	1	1	1 232	888	888	0.1	0.1	0.1
波兰	6			1 815			0.2		
俄国	7			10 025			0.9		
西班牙	11	1	2	12 769	250	703	1.1	0.0	0.1
瑞典	15	6	10	11 614	8 897	9 712	1.0	1.1	1.2
瑞士	7	4	6	9 066	7 948	8 933	0.8	1.0	1.1
英国	51	31	37	46 281	43 427	40 528	3.9	5.5	4.9
中东 / 其他	34	1	14	22 008	975	4 049	1.9	0.1	0.5
以色列	14	1	14	4 272	975	4 049	0.4	0.1	0.5
南非	14			14 247			1.2		
土耳其	3			1 186			0.1		
阿联酋	3			2 302			0.2		
合计	819	282	399	1 175 985	795 039	828 133	100.0	100.0	100.0
平均公司市值 - 千美元				1 436	2 819	2 076			

资料来源：Compilation of CBRE Clarion.

管理全球房地产证券投资组合

相对于从只代表一个国家的证券中获得的投资组合，管理全球房地产证券投资组合伴随着额外层次的风险。

货币风险和收益

投资于投资者本国货币以外的股票带来了货币风险敞口，它有可能有助于或妨碍整体的总收益，这取决于整体货币关系的净变化。对一个美国投资者，货币风险以公司所有权的形式出现，它们的股票以非美货币或以与美元挂钩的货币标价。由于美国代表了基准（FTSE EPRA/NAREIT）大约42%，而且由于香港（其货币与美元挂钩）约占全球房地产领域14%，货币敞口存在于不足一半的全球投资组合中（美国和香港占组合的56%，因而在其余44%中存在货币敞口）。看一下从FTSE EPRA/NAREIT开发指数得出的按货币品种的基准构成，它使得根据货币品种看出房地产证券世界是什么状况变得非常轻松（见图11-2）

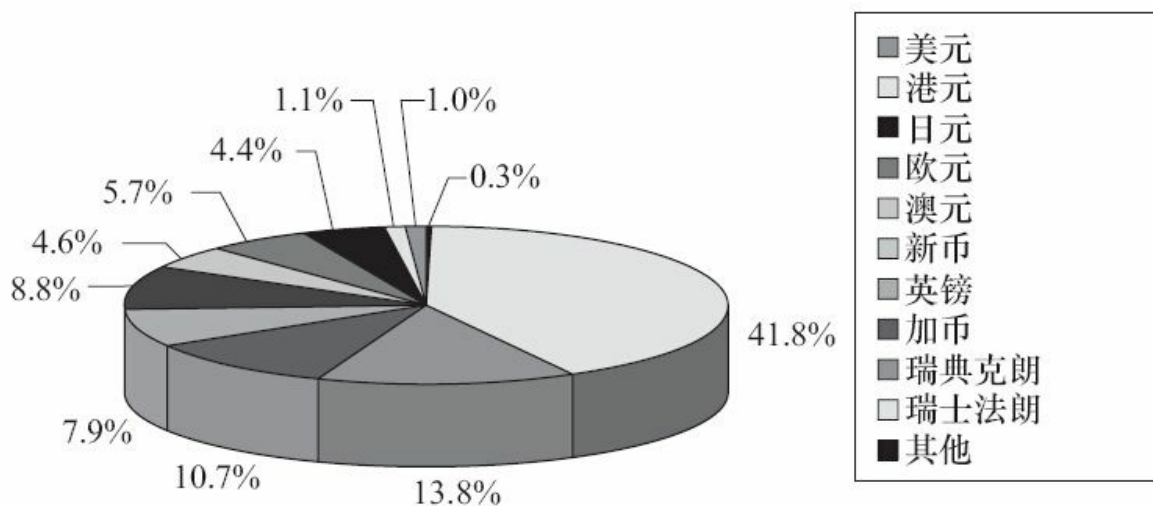


图11-2 全球货币权重 (截至2011年2月24日)

对于基础货币不是美元的投资者，货币关系是一个更加重要的机会或威胁，其中货币敞口通常可能超过整体投资组合的80%或更多。因而，非美国投资者可能已经更加适应货币风险的变幻莫测，并且对解决这个问题习以为常。一些投资者可能认为，货币风险是全部投资主题的一部分，因而货币不应去对冲。其他投资者可能决定去对冲货币，或许是认识到预测货币的波动超出了所考虑的投资目标，或者不是该投资者核心的差异化能力。重要的是要注意，100%对冲的投资组合只是构建了一个可以确保总收益大致相当于以当地货币确定的收益目标的结构，没有从货币波动中产生的收益或损失。对冲货币避免了在货币上方向性的赌博，除了在一个投资组合中表现的每种特定货币对冲没有达到100%的程度（赌博可能存在于任何未完全对冲的方面）。当投资者越来越多地考虑全球房地产证券投资策略时，对冲货币的能力似乎是一种有着更高需求的专业技术。

货币对冲

货币对冲可以采取多种形式。对有经验的大型机构来说，一种常见的策略是叠加项目，在其中对一个拥有多种投资的投资者的全部货币敞口进行考虑。货币叠加项目试图考虑一个投资者的全部货币敞口，例如，一家养老基金，它可能拥有不同货币多种资产类别的多个投资，试图将汇率的不利变化带来的风险作为一个整体限制在投资者组合之内。或者，如果投资者对汇率的方向有自己的看法，叠加项目可以构造出方向偏差，对特定货币关系具有净敞口，以试图获得增量总收益。

然而，一个特定的对冲投资组合，是对确定的组合进行对冲，它常常是一种集中投资策略。例如，一个投资者可能选择全球上市房地产证券策略去对冲美元。该对冲通常包括较短期限的远期合约（通常是一份三个月远期合约），在到期时它被不断滚动，以便在对冲策略确定的边界内对收益持续对冲。远期合约只是对基础投资的货币敞口提供了一种抵销。例如，如果一家美国全球房地产基金以1%的头寸投资于一家法国房地产公司，则这家基金现在以1%的规模“做多欧元”。除了其他投资特性，在该房地产公司的基础投资受到欧元对美元货币波动的影响。为了抵销这种波动，可以采用的一种对冲策略是达成一份一个月远期货币合约，以恰好抵补欧元投资规模的金额“做空欧元，做多美元”。在基础投资（在房地产公司）中任何欧元对美元的升值将恰好被远期合约中损失的价值所抵销，反之亦然，因而提供了期望的对冲。当远期合约到期，投资者仅需开始一个新的合约。假设有足够的外汇交易技巧，这样做的成本几乎无关紧要。

对冲通常被限定在全部投资组合的一定范围内，例如，5%的容忍水平。这意味着全部货币敞口必须保持在该投资组合价值5%以内，它表明货币敞口至多为5%（因而对冲可以使该投资组合收益波动在95%~105%范围内）。

在全球的交易和执行

全球投资交易执行需要交易执行能像太阳环绕地球一样方便。房地产公司投资的基础证券主要在每个国家的当地交易所进行买卖，例如，伦敦、阿姆斯特丹、香港、东京、悉尼、纽约、多伦多和新加坡。尽管一些较大的非美国公司可能拥有美国存托凭证（ADR），这些行为大部分发生在当地交易所而不是通过美国ADR。一项有效的执行策略必须包括利用可以找到指令流的交易平台，并在当地交易所执行交易。这包括与主要银行（有时是不重要的）交易平台进行沟通，以及知道如何执行电子交易，总体上它对投资者投资股票越来越重要。电子交易能够使交易者以全服务型经纪公司一小部分的成本（在美国区别是电子交易每股支付1美分，然而全功能公司是4~5美分；美国以外区别是电子交易大约4个基点一股，然而全功能公司是15~20个基点）用匿名的方式找到买方或卖方。在美国佣金报价仍然基于美分/每股，对比美国以外是交易金额的一个百分比。

交易平台必须证明擅长发现可用的大宗股票，并且擅长有效议价以取得折扣。一名有经验的交易员会与投资组合管理团队同步，并且经常在没有过多时间讨论交易时知道何时把握时机执行交易。交易平

台常常是一家房产公司资本募集行为信息的第一站，其中有些行为发生迅速。例如，许多美国REITs“隔夜”募集后续股本，这意味着该公司会在一个特定日期在下午4点市场关闭以后让世人知道它在做什么，通过指令最迟在第二天早晨开市前生效。对这种交易行为，交易平台常常是信息的第一站。

全球房地产证券的流动性通常是良好的。据估计每天平均有差不多70亿美元的交易量。一项2亿美元的新指令很容易在几天之内被投放出去，而不会影响市场价格。随着全球房地产证券领域规模和流动性增加，伴随而来的是大型机构在该领域配置大量资金的能力。大型养老基金，包括主权财富基金，越来越多地将房地产证券视为在房地产中投资的一条有效路径。

个人投资者在海外投资的实践

如前面指出的，房地产股票全球投资由机构投资者统治。这留给个人投资者两个现实的选择，将随后讨论。

投资共同基金

尽管开放式共同基金令一些反对传统的投资者厌恶，但对于许多投资者全球房地产证券（GRES）市场纯粹的复杂性使得投资基金为许多，即使不是大部分个人投资者规定了选择路径。这种选择看起来是合理的，不管个人投资者希望投入多少金额。

对于所有共同基金投资，投资者应该仔细考虑包含在基金募集说明书中的信息，记得过去的业绩并不能保证未来的业绩。在表11-4中，我们给出了截至2011年3月，在一定程度上投资于全球房地产公司的51家美国上市的共同指数基金汇总名单。这并不是350多家活跃于全球房地产证券基金的全部，而是具有多种投资目标和最低初始投资要求的美国基金的样本。在美国以外的国家也可以编制一个类似的名单。

依照投资目标，基金可以分成如下三个主要组别：

1.全球性。列出的22家全球性基金在全世界所有可以获得房地产证券的地方寻找投资。145亿美元的共同基金资产是相关市场很微小

的一部分，表明这个种类的基金拥有充足的成长空间。这个组别包括要求最低初始投资的零售基金，范围从要求1000美元的几家基金到200万美元的高端机构基金（伯恩斯坦联合基金）。该组别也包括两个在市场中活跃的交易型开放式指数基金（ETFs）：第一信托FTSE EPRA/NAREIT（代码：FFR）和SPR DJ Wilshire全球房产（代码：RWO）。该组别的年度管理费均值为0.76%，年度花费均值为1.14%。

2.国际性。显示的11家国际性基金在除了美国以外的全球所有地方对房地产公司进行投资。共同基金总资产55亿美元，相对于相关市场价值仍然较小。这些基金的发起人的基础理念是投资者可以通过选择一个美国国内基金和一个国际基金形成一个全球投资组合。最低投资从零售产品最低1000美元到该组别三家机构基金100万美元不等。该组别包括两只在市场中活跃的ETF，SPDR DJ Wilshire国际ETF（代码：RWX）和智慧树国际房地产（代码：DRW）。该组别的管理费均值为0.83%，年度费用均值为1.11%。

3.美国。18家国内基金通常在美国运行或在美国交易所上市的公司中寻求投资。共同基金总资产269亿美元，约占市值8%，与许多其他行业的基金相比，这是较小的渗透率。最低投资额从相对较小的零售基金500美元最小值（Virtus房地产证券）到机构基金门槛300万美元（Cohen&Steers机构）不等。列出了两家ETF：iShares道琼斯房地产指数（代码：IYR）和先锋REITs基金（代码：VNQ）。该组别的年度管理费均值为0.69%，年度费用均值为0.96%。

表11-4笼统地列示了开放式共同基金持有的A类和最普遍持有的股票种类，然而投资者应该留心几乎所有提供多种类别的股票基金，都要求不同的首次认购和末期费用，提前赎回费用和最低投资额。

表11-4 全球房地产投资者可用的代表性投资基金

基金类别	代码 -C -D	净资产 (百万美元) -D	开始日期	认购费用 (%)		先前 (%)	管理费 (%)	费用率 (%)	最小投资额 (美元)	资产日期	业绩记录 年份
				前期	后期						
全球基金	代码										
联合波斯特惠全球 REITs 基金二期	ARIIX	885.7	12/9/1997	0.00	0.00	0.00	0.55	0.62	2 000 000	3/9/2011	5
科恩斯蒂斯全球房产股 票基金 (A) -B	CSFAX	58.8	9/30/2004	4.50	0.00	2.00	0.90	1.56	1 000	10/31/2009	5
德莱威尔集合信托—全球 RE 证券组合	DGROX	58.2	1/10/2007	0.00	0.00	0.00	0.99	1.25	NA	3/9/2001	3
DFA 全球 REITs 证券组合	DFGEX	724.1	7/31/2008	0.00	0.00	NA	0.35	0.41	NA	3/15/2011	1
DWS 里夫全球 REITs 证券 基金 (CLI)	PPGIX	1 026.8	7/5/2006	0.00	0.00	2.00	1.00	1.00	1 000 000	3/9/2011	5
EII 全球地产基金— IN	EIIGX	90.4	2/1/2007	0.00	0.00	1.50	0.75	1.00	1 000 000	6/9/2009	3
富兰克林全球 REITs 基 金— IN	FAGR X	76.0	6/16/2006	5.75	0.00	2.00	0.80	1.35	NA	2/28/2011	3
ING 全球房地产基金— A	IGLAX	3 490.5	11/5/2001	5.75	0.00	0.00	0.72	1.39	1 000	3/9/2011	5
景顺全球 REITs 基金 (A) (AIM)	AGREX	889.9	4/29/2005	5.50	0.00	2.00	0.74	1.59	1 000	3/15/2011	5
雅努斯全球房产基金— CLI	JERIX	69.3	11/28/2007	0.00	0.00	2.00	0.80	1.32	1 000 000	2/28/2011	3
摩根斯坦利全球 REITs 基 金 CLI	MRLAX	1 527.3	8/30/2006	0.00	0.00	2.00	0.85	1.01	500 000	3/9/2011	3
北方全球 REITs 指数基金	NGREX	639.2	8/7/2006	0.00	0.00	2.00	0.35	0.65	2 500	3/9/2011	3
PACE 全球房产 (瑞银) — CIA	PREAX	99.3	12/19/2006	5.50	0.00	1.00	0.70	1.45	NA	2/28/2011	3
Principal 全球 REITs 证券— CIA	POSAX	146.4	1/17/2007	5.50	1.00	1.00	0.90	1.45	1 000	3/9/2011	3

保诚 12 投资组合	PURAX	671.7	5/5/1998	5.50	1.00	0.00	0.75	1.07	1 000	3/9/2011	5
拉塞尔全球 REITs 证券	RRESX	1 739.7	7/28/1989	0.00	0.00	0.00	0.80	1.09	NA	3/15/2011	5
T. 洛威普赖斯全球房地产基金	TRGRX	42.6	10/28/2008	0.00	0.00	2.00	0.71	1.05	2 500	2/28/2011	1
第三大道 REITs 价值基金 - CLIS	TAREX	1 873.9	9/17/1998	0.00	0.00	1.00	0.90	1.14	10 000	3/9/2011	5
泛美 Clarion 全球 REITs 证券 - I (IDEX)	TRSIX	284.4	3/1/2003	0.00	0.00	2.00	0.80	0.91	1 000	3/9/2011	1
统一全球 REITs 基金 - CLII (摩根斯坦利)	UGETX	95.7	4/28/2006	0.00	0.00	0.00	0.85	1.40	NA	3/9/2011	5
第一信托 EPRA/NAREIT 全球 REITs 指数基金	FFR	67.0	NA	NA	NA	NA	0.60	0.60	NA	3/15/2011	3
SPDR DJ Wilshire 全球 REITs 开放式指数基金	RWO	236.1	NA	NA	NA	NA	0.50	0.51	NA	3/15/2011	3
共同基金合计 / 平均	20	14 489.9					0.76	1.14			
开放式指数合计 / 平均	2	303.0					0.55	0.56			
国际基金	代码										
阿尔卑斯国际房地产股票基金	EGLRX	550.3	2/1/1989	0.00	0.00	1.00	1.00	1.20	1 000	3/9/2011	5
科恩斯蒂尔斯国际房产基金, CLI	IRFIX	1 400.0	3/31/2005	0.00	0.00	2.00	0.95	1.26	1 000 000	9/30/2010	5
DFA 国际房地产证券组合	DFITX	1 010.7	5/3/2007	0.00	0.00	NA	0.35	0.41	NA	3/9/2011	3
EII 国际地产基金 - CLI	EIIPX	631.4	7/1/2004	0.00	0.00	1.50	0.75	1.00	1 000 000	3/9/2011	5
富达国际房地产基金	FIREX	378.5	9/8/2004	0.00	0.00	1.50	0.71	1.14	2 500	2/28/2011	5

(续)

基金类别	代码 -C	净资产 (百万美元) -D	开始日期	认购费用 (%)		先前 (%)	管理费 (%)	费用率 (%)	最小投资额 (美元)	资产日期	业绩记录 年份
				前期	后期						
高盛国际 REITs 基金 - CLI	GIRIX	396.7	7/31/2006	0.00	0.00	2.00	1.05	1.13	1 000 000	2/28/2011	3
ING 国际房地产基金 - CIA	IIRAX	655.4	2/28/2006	5.75	0.00	0.00	0.94	1.50	1 000	3/9/2011	5
JP 摩根国际房产基金 - CIA	JIRAX	82.3	12/1/2006	5.25	0.00	2.00	0.90	1.40	1 000	3/9/2011	3
摩根斯坦利国际 REITs 组合 - CLI	MSUAX	394.7	10/1/1997	0.00	2.00	2.00	0.80	0.98	500 000	3/9/2011	5
SPDR DJ Wilshire 国际 REITs 开放式指数基金	RWX	1 696.0	NA	NA	NA	NA	0.59	0.60	NA	3/15/2011	3
智慧树国际房地产基金	DRW	120.2	NA	NA	NA	NA	0.58	0.58	NA	3/15/2011	3
共同基金合计 / 平均	9	5 499.9					0.83	1.11			
开放式指数合计 / 平均	2	1 816.2					0.59	0.59			
纯美国基金	代码										
阿尔卑斯周期增长地产基金 - CIY	EUEYX	63.3	9/1/1993	0.00	0.00	1.00	1.00	1.30	1 000	3/9/2011	5
美国世纪 REITs 基金 - CI	REACX	1 075.5	9/21/1995	0.00	0.00	0.00	1.15	1.16	2 500	3/15/2011	5
INV.											
CGM 房产基金	CGMRX	1 515.8	5/13/1994	0.00	0.00	0.00	0.80	0.89	2 500	3/15/2011	5
科恩斯蒂尔斯机构房地产股票基金	CSRIX	610.3	2/14/2000	0.00	0.00	0.00	0.75	0.75	3 000 000	10/31/2009	5
哥伦比亚 REITs 股票基金 - CLZ	CREEX	384.1	4/1/1994	0.00	0.00	0.00	0.75	1.02	NA	3/15/2011	5
戴维斯 REITs 基金 - CIA	RPFRX	301.7	1/3/1994	4.75	0.50	0.00	0.55	1.11	1 000	3/15/2011	5
DFA REITs 证券组合	DFREX	2 874.3	1/5/1993/	0.00	0.00	0.00	0.30	0.33	2 000 000	3/15/2011	5
DWS 里夫 REITs 证券基金 - CI.Inst.	RRRRX	1 109.6	12/1/1999	0.00	0.00	2.00	0.41	0.63	1 000 000	3/9/2011	5

富达房地产投资组合	FRESX	3 507.8	11/17/1986	0.00	0.00	0.75	0.56	0.90	2 500	2/28/2011	5
ING 房地产基金— C.I.I	CRARX	671.8	12/31/1996	0.00	0.00	0.00	0.70	0.90	250 000	3/9/2011	5
景顺房地产基金— C.I.Ins	IARIX	1 941.5	6/9/2004	0.00	0.00	0.00	0.73	0.90	NA	2/28/2011	5
景顺范坎朋 REITs 基金— CIA	ACREX	343.3	6/9/1994	4.75	0.00	0.00	0.80	1.46	NA	3/9/2011	NA
摩根斯坦利美国 REITs 组合— C.I.I	MSUSX	992.1	2/24/1995	0.00	0.00	0.00	0.77	0.98	500 000	3/9/2011	5
法国外贸银行 AEW 房地产基金— C.I.Y	NRFYX	303.5	8/31/2000	0.00	0.00	0.00	0.80	1.25	100 000	3/9/2011	5
先锋 REITs 指数基金	VGSIX	10 446.2	5/13/1996	0.00	0.00	1.00	0.22	0.26	3 000	3/10/2011	5
维图斯 REITs 证券基金— CIA	PHRAX	718.5	3/1/1995	5.75	0.00	0.00	0.75	1.48	500	3/15/2011	5
iShares 道琼斯美国房产指数基金	IYR	3 136.0	NA	NA	NA	NA	0.47	0.47	NA	3/10/2011	5
先锋 REITs 开放式指数基金	VGQ	8 499.7	NA	NA	NA	NA	0.12	0.12	NA	3/15/2011	5
共同基金合计 / 平均	16	26 859.2					0.69	0.96			
开放式指数合计 / 平均	2	11 635.7	k				0.30	0.30			
共同基金合计 / 平均	45	46 849.0					0.76	1.07			
开放式指数合计 / 平均	6	13 754.9					0.48	0.48			

注：A——基金由作者的雇主管理。B——在21世纪由美国转变成全球性。C——五个字母的代码表示开放式共同基金，三个字母表示交易型开放式指数基金。D——截至2011年3月月初的净资产。

资料来源：CBRE Clarion compilation from Bloomberg. Track record is numer of years compiled by Bloomberg (maximum five) .

每一类别的股票属性也应该仔细考虑，因为它们或许会与一段时间的总收益有重要关系。有很多富有经验的投资顾问善于选择共同基金，投资者在做出最终选择之前，向一个或多个这种顾问咨询是十分明智的。

因而共同基金的投资者具有多种多样的选择，从开放式到交易型开放式基金，提供不同的费用或无费用模式，多种最低投资额，并且管理费用和费用率反映了在基金顾问公司和发起人之间显著的竞争。随着GRES随时间推移而扩张，这类提供的事项在数量和多样性方面

有望增加，所有这些都对共同基金投资者有好处。

在21世纪早期，由于他们拍卖利率优先股增加资产杠杆取得高于平均水平的收益率，封闭式基金（CEFs）在美国相当受欢迎。然后，在2008~2009年金融危机期间，他们的受欢迎程度下降。当时，随着拍卖利率优先股消失，杠杆也随之消失。在写作此文时，只有两家CEFs在全球房地产领域运营，净资产为20亿美元。在2007年年末它们的受欢迎程度达到高峰时，在19家资产达145亿美元的美国CEFs在执行全球和国内投资策略。如今，CEFs对投资者最主要的投资吸引力是作为提供一个收入优先策略的工具，以及获得组合投资渠道，例如优先股等在开放式主动管理共同基金中无法广泛获得的投资工具。全球CEFs有时也以净现值折扣进行交易，现在范围从8%到15%不等。一些也通过银行借贷使用适度的杠杆，提供额外的收益和价值。

个人管理

富有经验、自力更生的投资者可能希望以自己的选择组建一个全球房产证券投资组合。几年中一些学术研究表明，通过将成本控制在尽可能低的水平以及坚守那些不可能被共同基金和其他投资者采用的个人化投资策略，个人投资者可以并且的确“跑赢了均值”。

对于剧烈下跌期间，共同基金投资者的股票的波动性使他们十分脆弱，因为共同基金组合经理可能被迫出售强势股票以满足赎回请

求。个人投资者不会受这些压力约束，可以熬过恐慌。当然，个人情况或偏好要求卖出所持股份的情况除外。

因为个人投资者某种程度上与这些暂时性的市场压力相隔离，他可能不受干扰地执行一个选定的投资策略。例如，如果一个投资者选择采用深度价值策略，在股票失去市场青睐时购买并长时间持有以恢复价值，他避免了机构面临的障碍。

然而，选择这条道路的人必须面对两个技术障碍：

1.在全球不同的股票市场执行交易。十年前，在外国简单地交易执行以及托管这些股份对个人进行全球投资是一个主要的障碍。如今，归功于互联网的盛行，个人投资者可以很容易地通过十几家或更多的全球投资银行公司中的任何一家开立账户，并且24小时不间断得到良好的执行。这些公司会持有所购的证券并提供市场价值、收入及其他要素的月度报表。大部分投资银行也为客户提供有助于所得税的年度文件，投资者可以并入纳税申报单或移交给纳税申报员。不管怎样，许多对采取全球投资策略有抑制的手续被去除了。

2.获得关于全球股票和当地房地产市场的实时信息。同样，全球性投资银行对场所进行装备以满足绝大部分投资信息需求。所有大型银行都在大部分海外世界级城市中（例如，伦敦、巴黎、东京、香港和悉尼）配备一二十名证券分析师，他们可以产生不间断的报告覆盖大部分主要市场的主要公司。

他们的成果由全球和区域性经济分析师的研究进行支持和提升，他们筛选经济财富变动对国家、区域和全球经济中房地产的影响。这些公司的个人客户可以收到大量的研究成果，只要他们能够利用和消化。

一些这类公司已经开始制作每周或月度研究报告，解决全球房地产投资者的特定需求。这些报告的范围从公司概要和每个主要国家或地区的经济新闻，到帮助指导个人投资者的模拟投资组合。投资者应向单个公司接洽索要他们目前可以提供的资料，这些资料可能并且确实随时间而变化。

此外，个人投资者要随时监测三个主要的房地产证券协会的网站。它们是：

NAREIT——REITs.com 美国全国房地产投资信托协会维护的网站，提供美国房地产证券市场一系列丰富的数据。著名的是它的FTSE NAREIT美国房地产指数系列的月度投资业绩，可以在“行业数据”中找到；房地产板块和子板块投资业绩；以及月度出版物《REITs观察》，在“NAREIT统计出版”中。

EPRA——epra.com 欧洲公共房地产协会向会员发布许多报告。然而，非会员可以收到他们的月度市场评论，它包含了大量有用的信息。

APREA——aprea.asia 亚洲公共房地产协会网站为非会员提供

了一系列新闻报道。研究报告和其他刊物只能被会员使用。

最后，投资者可能会希望通过几个公认的财经网站中的任何一个跟踪全球市场。Yahoo Financial.com是一个这样的潜在信息来源，还有Bloomberg.com及其他几个。这些主流网站通常提供美国、澳大利亚、香港和伦敦的股票报价、盈利报告和其他综合新闻等实时内容，但对于一些地方如日本、中国和较小的欧洲市场多少不太有用。

总结：适合所有投资季节的股票

全球房地产证券市场是动态和不断变化的，为几乎每种投资目标提供了大量不同的证券。本章为投资者介绍了存在于全球房地产证券中的潜在机会。今天的投资者可以从几乎被房地产投资信托（REITs）和房地产营运公司（REOGs）均等划分的全球房地产证券领域进行选择。这两种巨大的公共房地产实体具有不同的投资属性，机构和个人投资者可以构建能够达到多种投资目标的投资组合。

如本章所述，REITs主要专注于持有产生收入的商业房地产。它们一般青睐高于均值并且通常稳定的收入，因为REITs需要将他们的营业利润分配给股东。从投资角度看，大部分REITs因此可以被视为具有适度但并非无关紧要的增长潜力的收入工具。

如之前讨论的，公共房地产实体现在可以比所有私人运营商获得更加深入、更加多样的公共资本，范围从长期债券到股票。通过合资企业，他们的管理者已经成为每年数十亿机构资本通向房地产的通道。

据观察，一旦开始依赖公共资本，没有任何创新型、资本密集型的行业曾经回头。这是全球房地产证券的支撑基础。房地产，曾经是一个自力更生的当地企业家建设当地房产的堡垒，在半个世纪多一点的时间里已经作为一个全球市场出现。在这个市场里，资本可以流动

为有价值的房地产项目融资。在2010~2011年期间，有几家房地产公司每家可以在全世界主要的股票所以隔夜拆借形式筹集10亿美元或更多的资金；这种资金筹集的能力在5年前闻所未闻。

对任何使用电脑的投资者，科技使得任何地方营运的任何公司的活动信息在阅读时触手可及。当前，同样的科技和全球投资银行公司的出现使得投资于任何国家的任何公司在任何交易所交易的股票成为可能。

最后要说的是风险：历史上公共房地产证券曾经每十年遭遇一次重大的市场调整。一些相对较短，而一些则拖延得有点长。美国平均下跌周期是22.3个月。这种调整的价格下跌平均为46.9%，在2007~2009年暴跌70.4%是所有下跌中最深的。个人投资者需要在这种下跌开始时保持警惕并相应地采取防御措施。

一种最好的防御方法是持有那些在过去衰退期间的业绩记录与众不同的上市公司股票。这些公司的管理者非常清楚这种下跌期间可能发生的情况，每当他们发现风暴出现在地平线上时，他们会降低债务杠杆，削减开发规模以及采取其他预防措施。由于他们的业绩记录，他们成为全球房地产证券领域最受青睐的证券。在某种意义上，在下跌期间他们过往的业绩提供了一定保证，使得他们将会在未来安然度过这些特殊时期。

长期证据支持在全球房地产证券中投资

[该部分作为CBRE Clarion的白皮书在2010年6月发布，出现于此的原因是它整合了统计和学术证据支持在全球房地产证券中的投资。
全部数据更新至2010年12月31日]

在多元化资产投资组合中配置全球房地产证券为投资者提供了具有流动性、透明且有良好基准的机会介入符合机构投资者标准的房地产，它增加了资产的多样化和有吸引力的风险调整回报的潜力。

全球房地产证券的长期表现

随着时间的推移，全球房地产证券产生了有竞争力的收益。在该分析报告覆盖的过去约20年间，在五个主要资产类别中，全球房地产证券提供了第二高的年度总收益。此外，全球房地产总收益提供了相对于美国十年期国债收益第二高的风险溢价。这表明，一定程度上对于更高的波动性，投资者在近年里已经得到了补偿。表11-5检验了美国十年国债平均年化收益和该领域内五种资产类别的年化总收益之间的差异。 [1]

表11-5 平均年度总收益及与无风险利率利差，1991~2010年

(单位：%)

	FTSE EPRA/NSREIT 发展指数	MSCI 世界 权益指数	JP 摩根全球 债券指数	纳斯达克	私人房地产
年化总回报	10.9	8.2	7.5	13.7	7.4
美国 10 年期国债收益	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
风险补偿	5.7	3.0	2.3	8.5	2.2

资料来源：FTSE EPRA/NAREIT，彭博社，NCREIF，IPD，CBER Clarion 证券。截至2010年12月31日。平均年度总收益是1991年一季度到2010年四季度。私人房地产收益是美国NCREIF指数，英国IPD指数和澳大利亚IPD指数的加权平均值。

有竞争力的分红收益

对全球房地产公司的投资者而言，收益一直是一个关键要素。由全球性的主要上市房地产市场提供的近期分红收益通常高于各自政府债券的收益（见图11-3）。此外，房地产分红收益和长期政府债券收益之间的利差一般高于主要国家的长期平均收益利差，表明了其相对价值。

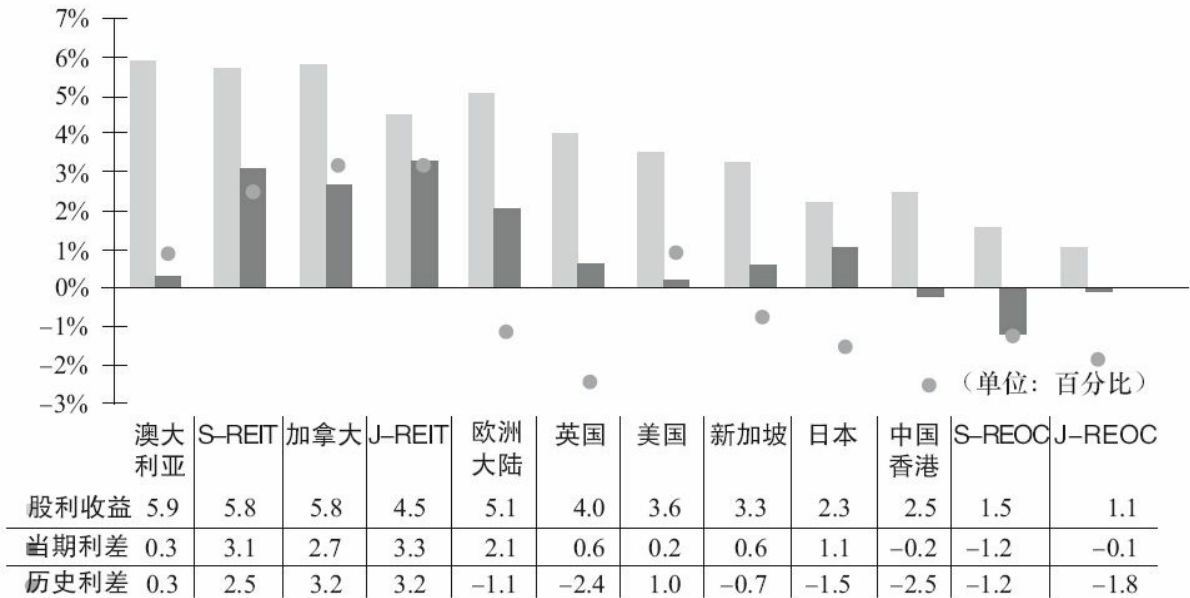


图11-3 相对于历史利差有吸引力的分红

资料来源：CBRE Clarion, FactSet, and Bloomberg as of December 31, 2010.

同样，对于主要上市房地产市场内分红覆盖比率的分析表明，这些公司有充足的现金流支付分红，如图11-4所示。

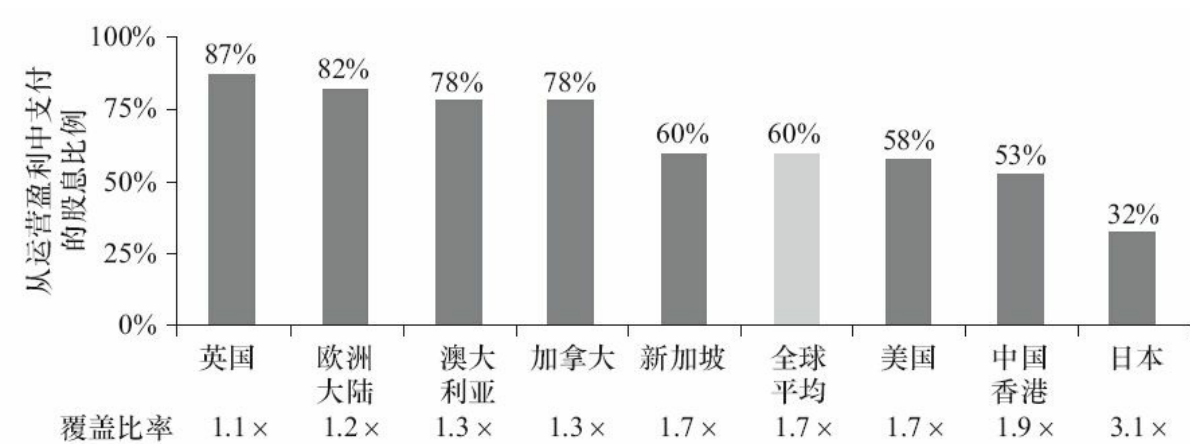


图11-4 运营收益的股利支付比例和覆盖比率

资料来源：CBRE Clarion.

多元化优势

全球上市房地产证券有助于从两个方面使投资组合多元化：通过不同市场间较低的相关性以及通过与其他资产类别较低的相关性。自1990年起，在全世界主要市场当地上市房地产股票指数一般表现出互相关低至中度的相关性，如表11-6所示。这种不同市场间较小的相关性具有直观的意义，因为房地产仍然是一种具有不同及独特的经济和房产周期的本地局部业务。

表11-6 主要市场年度总收益相关性，1990~2010年

美国	中国香港	日本	英国	澳大利亚	新加坡	
美国	1.00					
中国香港	0.41	1.00				
日本	0.45	0.34	1.00			
英国	0.71	0.33	0.41	1.00		
澳大利亚	0.59	0.33	0.43	0.55	1.00	
新加坡	0.47	0.70	0.37	0.40	0.39	1.00

资料来源：FTSE EPRA/NAREIT, CBRE Clarion as of December 31, 2010. Total return calculations in U.S.dollars.

全球房地产公司也表现出与其他资产类别较低至中度的相关性，特别是与固定收益证券。见表11-7。

表11-7 主要资产类别年度总收益相关性，1991~2010年

	金融时报 欧洲公共 房地产协会指数	JP 摩 根指数	摩根斯坦利综 合指数	纳斯达克 指数	私营 REITs
金融时报 欧洲公共房地 产协会指数	1.00				
JP 摩根指数	0.02	1.00			
摩根斯坦利综合指数	0.68	-0.03	1.00		
纳斯达克指数	0.38	-0.03	0.85	1.00	
私营 REITs	0.25	-0.23	0.28	0.02	1.00

资料来源：FTSE EPRA/NAREIT, Bloomberg.NCREIF, IPD, CBRE Clarion as of December 31, 2010.

总体上讲，低相关性伴随着稳固的收益特征，使得通过配置全球房地产公司为一个多元化的混合资产投资组合提高有效收益边界成为可能。将全球房地产公司配置到一个包含全球股票，全球债券，美国高科技股票和私人房地产的组合中（该组合对上市房地产和私人房地产有15%的限制）显示出对风险调整投资组合收益的改善（见图11-5）。确切地说，在一个多元化投资组合中15%配置于房地产股票应该会导致年度总收益增加额外10个基点（0.1%），而减少约50个基点（0.5%）的投资组合风险。与不包含全球房地产证券的投资组合夏普指数的0.5相比，包含全球房地产证券的投资组合产生的夏普指数为0.53。尽管在有效边界上的改进不像全球金融危机前的研究表明的那样引人注目，然而多元化资产持续受益于对全球房地产公司配置。

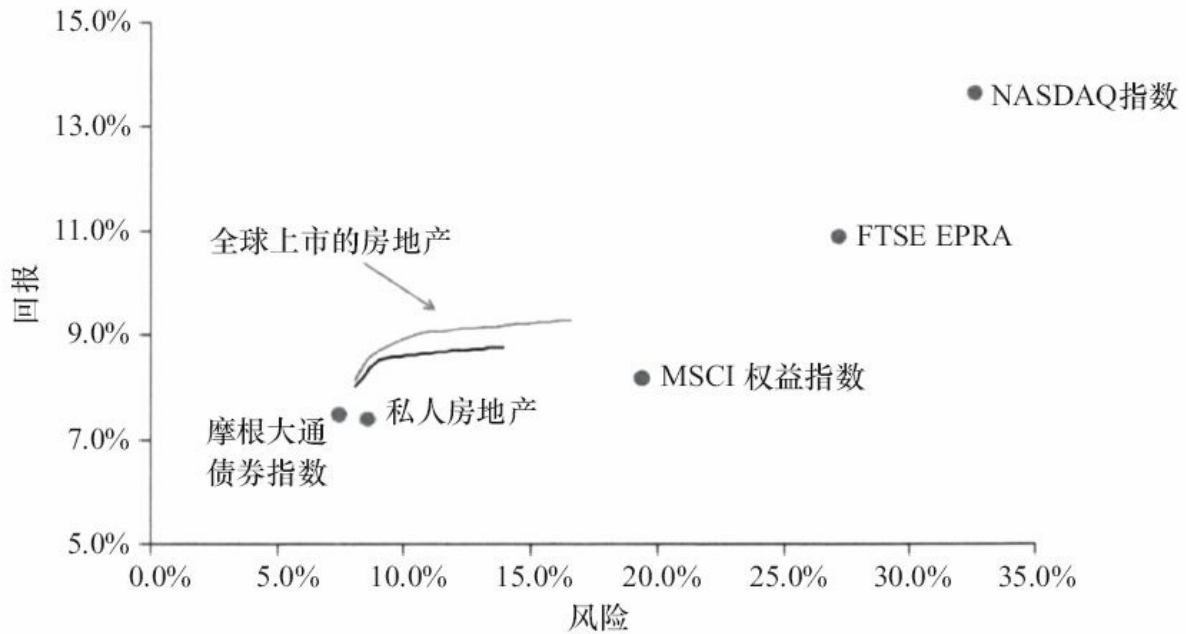


图11-5 全球房产证券拓展了有效边界

资料来源：FTSE EPRA/NAREIT，彭博，NCREIF，IPD，CBER Clarion Securities，2010年12月31日。

资本市场的力量：在2008年信贷危机期间全球房地产资本重组案例分析

获取资本的能力是私人和上市商业房地产发起人之间一个明显的区别。在2008年10月到2010年12月期间，上市房地产公司在全球成功募集超过900亿美元的股票资本，走出了引起经济衰退的信贷危机

（见图11-6）。这发生在私人持有房地产通常无法从金融机构获得再融资和贷款发放的期间。资本市场的重新开放是上市房地产市场价值急剧恢复幕后的催化剂，并且已经对缓解一些有关债务展期的问题起到了帮助。此外，在采取措施解决房地产公司需要在未来几年偿付的

到期债务方面，新近募集的资本有助于为投资者提供可见性和信心。

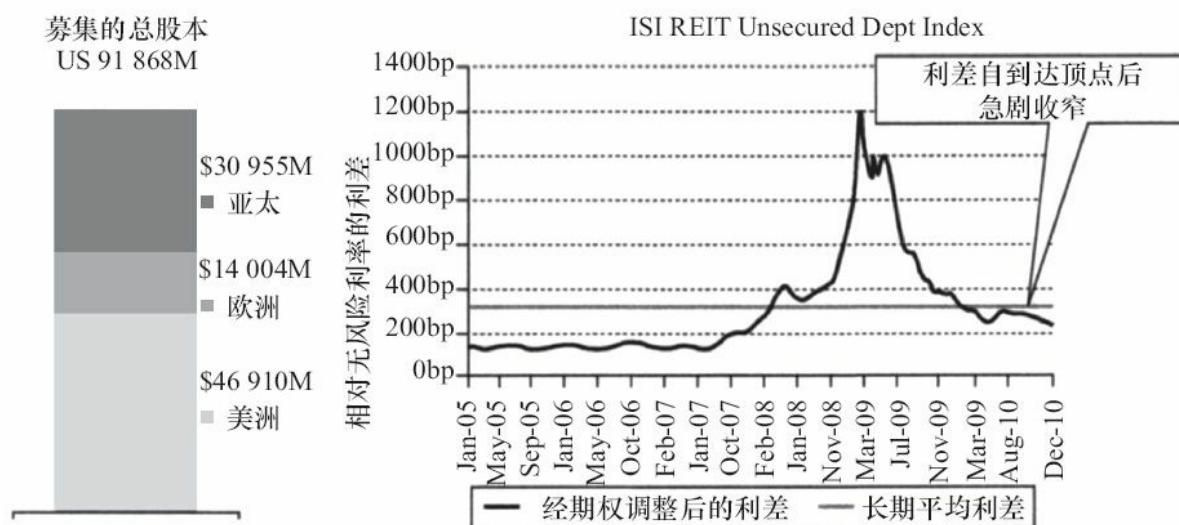


图11-6 全球股本募集和债务利差压缩

注：该信息是截至2010年12月31日CBRE Clarion证券的观点，有可能变化。并不构成对未来事件的预测，对未来结果的保证或投资建议。预测及任何讨论的因素并不一定表明未来的投资表现。股票募集期间是2008年10月到2010年12月。ISI REITs无担保债务指数是由30只平均待偿金额为3.7亿美元、平均期限6.1年的无担保债券构成。ISI REITs无担保债券指数数据为2010年12月31日。

资本重组可以实现一些目标，这取决于公司本身。对一些公司而言，募集股本代表着一种“防御性”行动，以减少杠杆率并提高利息覆盖率。对另一些公司而言，募集新的股本代表着一种“进攻性”行动，以增强在未来房产收购中利用潜在优惠定价的能力。募集新资本的数量和成功，展示了上市房产公司迅速募集大量资本的能力，即便是在有挑战性的资本市场环境中。资本募集导致全球上市房地产证券降低

杠杆。在全球范围内，杠杆水平已经从2008年年底48%降低到2010年年底38%（见表11-8）。

表11-8 全球房地产证券杠杆（单位：%）

	世界	美国	英国	欧洲大陆	中国香港	日本	澳大利亚
2006/12/31	30.9	35.0	30.0	32.6	14.3	28.1	27.0
2007/12/31	35.5	42.8	47.4	42.3	11.5	42.5	27.1
2008/12/31	47.9	51.9	63.4	50.8	26.1	60.6	41.7
2009/12/31	40.5	46.8	48.4	47.9	20.0	53.2	35.4
2010/12/31	38.2	41.6	46.2	45.8	20.2	51.0	34.7

资料来源：CBRE Clarion Securities, as of December 31, 2010.

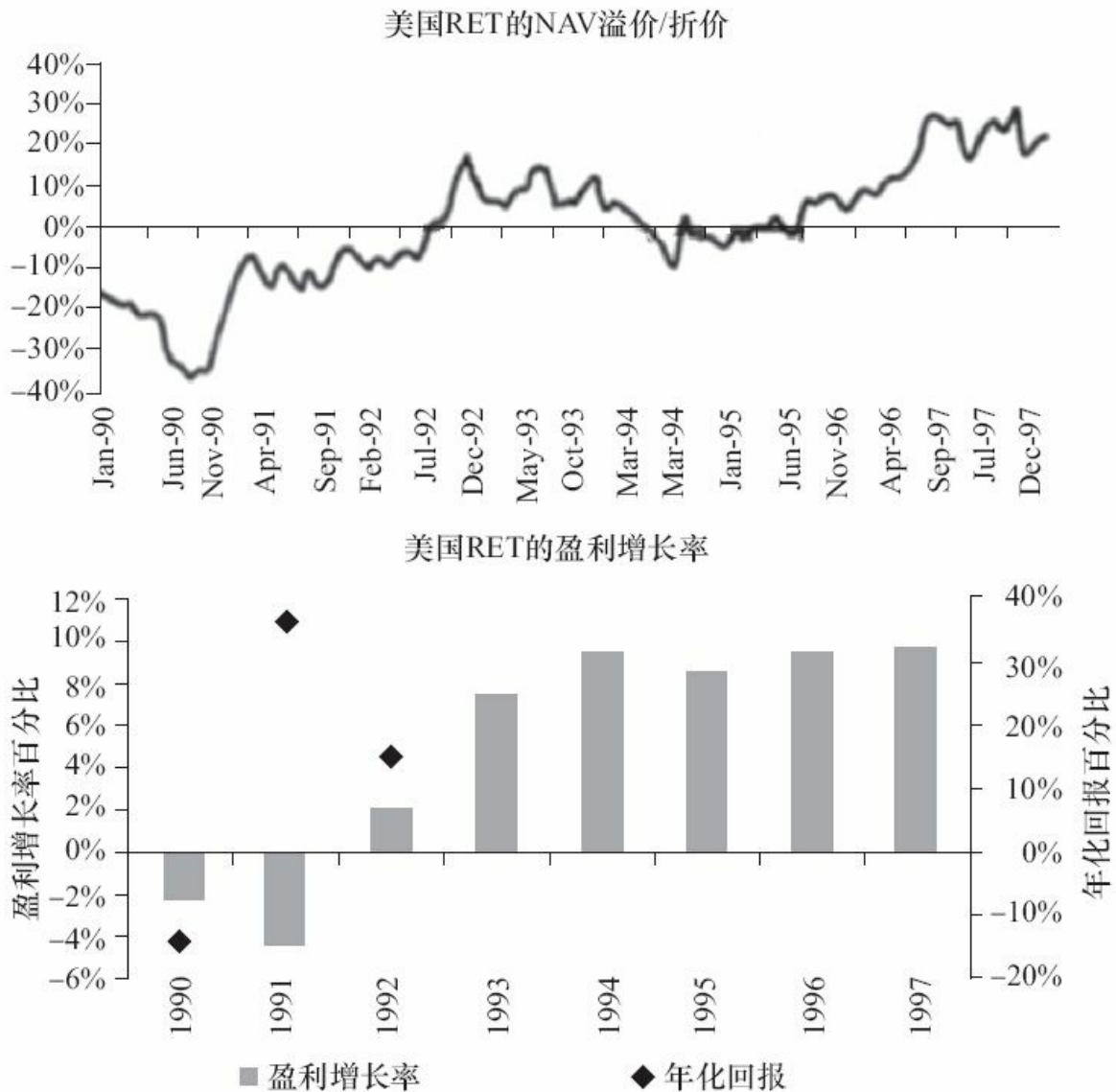


图11-7 储贷危机和衰退后美国REITs市场

资料来源：Green Street Advisors, NAREIT, Goldman Sachs, and CBRE Clarion Securities.

迄今为止，在复苏周期获取资本的能力已经作为上市和私人商业房地产发起人之间一项重要的区别指标出现。在资产负债表中具有很低的杠杆，有获取权益和债务资本能力的上市房地产公司，处于有利的地位并可以从任何可能出现的投资机遇中获益。回顾往事，有历史

证据表明，上市房地产公司正在利用相对于私人房产发起人超凡的获取资本的能力。在90年代早期，美国商业房地产市场极度低迷，价值急剧下跌并且信贷市场处于混乱的状态。这与自2008年以来的状况十分相似。然而，当房地产周期显示出改善的迹象，上市房地产公司能够进入公共市场。并且，90年代中期见证了美国现代REITs时代的出现。如图11-7所示，上市房地产公司实现了正的收益增长和强劲的总收益，摆脱了90年代早期深度的房地产危机。尽管历史的模式并不一定能在此时重复，但有关于上市房地产公司如何能在下一个地产周期的早期阶段实现增长，90年代早期到中期美国REITs的经验仍然提供了一些指导。

[1] 迄今为止没有强有力的全球指数衡量商业私有房地产的总收益。因而，我们利用来源于澳大利亚、英国和美国的年化总收益数据创立了一个综合加权指数。选择这三个国家确切地说是因为可用数据的质量和深度，市场的规模以及数据的可信度。

第12章 什么地方可能出错

这个世界看起来要比它本身更精确和规律一些。它的确定性是明显的，但它的不确定性是隐蔽的。它的野性却在潜伏着。

——切斯特顿 (G.K.Chesterton)

我写本书是为了帮助你们了解房地产投资信托行业，及与REITs投资相关的原理。我也试图解释为什么过去50年的大部分时间里，房地产投资信托股票都是一项很好的投资。但是如果不用一章阐明什么地方可能不时出错，这本书将是不完整的。哎，没有什么投资是无风险的（可能除了短期国库券，但它通常不能产生任何实质性的回报）。

通常情况下，REITs投资的风险可以分为两大类：可能影响所有REITs的风险和其他与特定REITs相关的风险。首先，我们将着眼于更宽泛的REITs行业风险问题。

【小知识】所有的REITs都存在三种主要风险：疲软的空间市场，利率上升和商业地产价格下跌，以及其他不太重要的风险。我将简要地逐一提及前面三种风险，然后更详细地探讨。

影响所有REITs的问题

当有数量过多的可用于租赁的空间提供给潜在承租人时，这种情况通常被称为“承租人市场”。这种情况下，供给和需求是不平衡的。在这样一个市场中，承租人处于主导地位，可以与房产所有人协商有利的租金价格和租赁条款。房地产过度供给有可能是新建筑超出市场消化能力的结果，或者可能是由于经济衰退导致需求大幅下降。但正如格言所说：你是死于斧子还是扳手，都无关紧要。不管怎样，疲软的房屋租赁市场，至少在短期内意味着房产所有人面临困境。

利率上升也会减少房产所有人的利润。当利率上升时，借贷成本上升，而房地产通常通过债务进行融资。高利率不但会影响房产所有人的利润，也可能影响REITs的营运现金流。但这里也常存在另一个问题。利率上升会放慢经济增长，反过来也会减少对出租房产的需求。此外，如我们稍后在本章中详细讨论的，利率上升通常会对REITs股价造成消极的影响。

REITs是与商业地产相关的。尽管在短期内，它们的股价会受到很多因素的影响，但是最终他们的内在价值会严重依赖于其所持房地产的价值。因而，对REITs投资者第三种主要的风险是商业地产资产价值的下降，这种情况最近发生在大衰退时期。

虽然疲软的房地产市场、利率上升和商业地产价格下降并不是仅

有的困扰REITs和其投资者的问题，但我相信它们是最关键的问题，值得深入探讨。

疲软的房屋租赁市场

早先，我们讨论了在一个典型房地产周期的不同阶段房地产投资回报如何变化。在周期早期，租金和地产价格上升最终会导致新的开发行为显著增加和房产过量。我们也讨论过，在一种地产类型上或在同一地理区域内的过度开发如何影响和加剧房产周期，这会导致租住率和租金下降，反过来也导致房地产价格下跌。当然经过一段时间，需求会赶上供给，市场最终会恢复。

【小知识】 尽管经济衰退有时会导致对房地产的需求暂时下降，但是过度开发造成的供应过剩是一个更大、更持久的问题。

过度开发会在局部、区域甚至全国发生，它意味着比承租人需求多得多的房产被开发出来用以出租。如果过度开发情况存在的时期较长，它将会对租金率、租住率和营运收入造成很大压力。它会增加持有风险，降低获利能力，这两者都会对商业地产价格造成负面影响。这会降低REITs持有的房地产的价值，并且最有可能降低他们股票的价格。因而，如果一个REITs的大部分房地产处于受过度开发影响的区域，或者其本身专门经营一种过度开发的房产类型，其股东将会因预期营运现金流（FFO）下降和净资产价值（NAV）减少而卖出股票。极端情况下，REITs将不能重新获得信用额度（credit line）或为

其抵押债务重新融资，这并不是一个好的情景。

同样，当经济疲软时，承租人会设法腾出未充分利用的空间，而不是签订新的租约。房产需求不足会导致租住率和租金率水平下降，而承租人翻修支出会上升。这也会对REITs股票价格产生向下的压力。在过去十年的前几年中，大部分写字楼类REITs的股价滞后于REITs市场，大体是出于写字楼空置率上升和市场租金率水平下降的原因。这种情况不是过度开发导致的，而是需求疲软及由于破产互联网公司和其他业务萎缩的公司分租增加的租赁空间所致。

当然这些问题是因供求失衡引起的，不论是因新开发项目过多还是需求疲软，只是程度不同。这些问题通常较为温和，并且是暂时性的，仅在一些市场引起较小的关注。有时这种问题具有破坏性，会对全美的众多部门造成严重破坏。我们曾见证过80年代末90年代初严重的过度开发对所有地产所有者和其贷款人所造成的影响。对大多数房产所有人而言，2001~2004年及2008~2010年供求失衡问题不是由于过度开发造成的，而是由于对房地产明显疲软的需求造成的。但不论怎样，当供给大大超过需求时，房产持有人将蒙受损失。轻微的供求失衡会很快自动平衡，特别是当就业增长没有严重缩减时。在这些情况下，有些投资者可能反应过度，以过低的价格抛售REITs股票，反而会为具有长远打算的投资者带来巨大的价值。

【小知识】 投资者必须设法区分是温和的、暂时性供给过剩或需求不足状况，还是严重得多的持久性状况。在后一个情形中，REITs

股价可能会下跌并持续低迷一两年。

与对存量房产需求萎缩相反，过度开发通常由过热的市场引起。当房地产营运利润因为租住率和租金率水平上升而强劲增长时，房产价格会快速攀升。所有人都看得见利益并想分杯羹。有时REITs本身也是过度开发的一个主要源头，为了应对投资者对营运现金流不断增长的需求，即使面临疲软的需求或是不完善的新开工建筑水平也持续不断地建设。现今，许多REITs具有专业技能并能获得资本用于开发新房产，这种在强劲市场里开展业务的能力通常能使其展示财务实力并建起新的建筑。然而，市场时点通常很难把握，即使是最负盛名的REITs也经常不能及早地放慢其开发进程。

尽管在帮助REITs筹集可用于以有吸引力的收益率进行投资的资金时，投资银行是必不可少的，但这些公司有时会为REITs机构筹集过多的资金。当个别的房产项目变得很受欢迎时，华尔街总是乐于满足投资者贪婪的胃口。但是投资银行家们通常不太愿意停止这种行为，他们倾向于喂饱嘎嘎叫的鸭子。REITs通常也无法抗拒筹集新的资金开发更多地产的冲动。在2005~2007年间，当房地产市场达到顶峰时，一些零售类REITs筹集了充足的资金并开发了太多的房产。然而，令人鼓舞的是，近年来大多数REITs的资金配置策略已经相当保守，近期地产市场的问题是由于承租人需求萎缩，而非REITs或其他公司的过度开发造成的。

奇怪的是，即使很明显的，我们已经处于过度开发的阶段时，建

设仍可能继续。90年代末，私人开发商建成了过多数量的写字楼，特别在“高科技”市场，即使当许多观察家和贷款人认识到吸收的速度是不可持续的。尽管一些人会以写字楼一旦开工必须很长时间才能完工来解释这种情况，更可能的情况是在开发商中有一些很大的自我意识在作祟。每个人都相信自己的项目能够完全租出。同时，贷款人十分短视，无法及早察觉问题。

正如狗总是会叫，开发商总是会开发，只要给予必要的融资。REITs可能是无辜的旁观者，但有可能遭受附带的损害。

向前看，特别是如果在未来许多私人开发商仍然难以获得资本时，REITs可能最终成为在特定板块或地理区域内占据主导地位的开发商，如今在购物广场板块内大体就是这样。如果这些情况发生，在某一板块内或市场里的新建筑可能会受限于投资者为REITs提供额外资本的意愿或REITs自身的原则。购物广场板块由大型REITs主导，近些年并未遭受过度开发之苦。管理层通常在其REITs股票中拥有重大的所有者权益，从这一事实来看，他们不会有想法通过制造过度供给搬起石头砸自己的脚。当然，重要的是应该记住这一切不能阻止因为经济放慢、就业增长乏力或为负，造成租赁空间需求冷却而产生的偶尔供需不平衡。

过多的“大方盒”

“大方盒”式的（大型）折扣零售商，如沃尔玛、塔吉特（Target）、好市多（Costco），吸引着寻求巨大折扣的购物者。有

时候，投资者给他们投入巨额资金以支持持续的扩张。一些投资者现在在质疑，或许由于大萧条造成消费需求疲软，大方盒式空间的供给超出了需求。在过去几年中，大方盒式空间的租金水平显著下降。美国的消费者能够支撑目前所有的大型折扣零售商吗？

现今，过度的新开发项目不是一个突出的问题，我们也许能够指望主要的房地产开发商和他们的贷款人已经变得更加聪明和慎重。税收法律不再对为自己开发的项目进行补贴。曾经“焦头烂额”的贷款人、养老金计划和其他来源的开发资金现在“一朝被蛇咬，十年怕井绳”，对于没有有效预租承诺的项目发放开发贷款十分谨慎。例如房地产专家萨姆·泽尔（Sam Zell），在2010年12月14日路透引用其话说，“我们现在接近三年半没有开发项目，并且我认为除了多户建筑，在随后12~36个月内很少有新增供应的可能”。

不论是由于过多新开发项目还是简单的对租赁空间需求贫血，关键的问题是租赁市场疲软对商业地产和REITs投资者是一种风险。

不断上升的利率

当投资者谈及一只特定的股票或一组股票是利率敏感的时候，他们通常意味着股票的价格严重地受到利率变动的影响。高收益股票是利率敏感的，因为在一个利率不断上升的环境中，在其收益与高收益股票相比变得有竞争力时，许多股票持有者会被诱惑进入更安全的国债或货币市场基金，因为高收益股票具有更高的风险而做出调整。

由于一些除了分红收益外的原因，一些公司的股票也可能是利率敏感的。住宅建筑商只是一个例子；他们支付非常低的分红，但是依赖于相当低的抵押贷款利率、贷款的可获得性及房屋的负担能力。而且，一家企业的盈利能力可能非常依赖借入资金的成本。在利率上升的环境中，此类公司开展业务的成本将会上升。如果增加的借款成本不能立即转嫁给产品或服务的购买人，利润边际就会缩小导致投资者出售股票。

【小知识】 不论正确与否，如果投资者意识到不断上升的利率会对公司利润造成负面影响，那么股票的价格会随利率反向变化。当利率下跌时股价上升，当利率上升时股价下跌。

那么，投资怎么看待REITs股票呢？它们是利率敏感型的股票吗？持有在利率快速上升期间其股价会大幅下跌的REITs有巨大的风险吗？在我们试图回答这些问题之前，让我们快速看看投资者为什么购买和持有REITs股票，以及不断上升的利率如何影响REITs的预期盈利能力。

传统上，REITs股票是由那些寻求有吸引力的整体回报和适度风险的投资者购买的。“整体回报”是投资者将要收到的分红加上股票溢价总合。从历史上看，分红收益占REITs总回报大约一半。例如，一个4%的分红收益和每年4%的股票溢价（或许由于每年4%的FFO或NAV增长，假定有一个稳定的价格和FFO比率[P/FFO]或NAV溢价）产生一个每年8%的总回报。因为分红部分在预期回报中十分主要，

在一定程度上，REITs在市场中必须与收益性投资像债券、优先股甚至公用事业股票竞争。

例如，我们假定投资级的“长期债券”（到期日长达30年）收益4%，REITs股票的收益也是4%。如果长期债券价格因为利率上升和通货膨胀压力而下跌，将收益推到6%，REITs的平均价格也有可能下跌，导致其收益上升以使它能相对债券仍保持竞争力。这是纯粹的逻辑。然而，至少从历史角度上，很有意思的是会看到REITs的价格与股票价格并不是十分相关。根据全国房地产投资信托协会

（NAREIT）的统计，在2000年12月至2010年12月期间，REITs股票与国内高收益公司债券指数之间的相关系数只有0.63，而与美林公司/政府债券指数的相关系数只有非常低的0.1。这些历史上较低的相关性可能是由于这样一个实际情况，利率上升经常发生在美国经济走强时，而这能改善租赁市场并使作为房产所有人的REITs受益。

虽然如此，事实仍然是一大部分REITs股票持有者为了可观的收益投资于他们，这已为他们提供了其总收益中重要的一部分。并且，同样重要的是，利率上升会增加房地产的市场化率水平，因而降低REITs的资产净值（NAV）。此外，如果认为利率会在不久的将来上升，一些大型投资者会在利率上升前出售甚至做空REITs股票。因而，投资者应该假定，像几乎所有投资的价格一样REITs股票的价格也不会很好地对更高的利率作出反应。

一个相关的问题是利率上升是否也可能在REITs投资中引起担

忧，伴随着资产价值下降，FFO增长将变慢。这是一个多层面的问题，并且更多地取决于单个REITs、它所在的板块及其房地产的位置。让我们来研究其可能性。

【小知识】高利率通常对任何企业都没有好处，因为他们降低了客户的购买力并最终导致衰退。

公寓类和零售类REITs，两者的房地产都依赖于消费者的收入和消费模式。如果高利率使经济放慢并减少消费者可用购买力，他们可能会受到高利率的不利影响。然而，即使是将房地产租给企业的写字楼类和工业类REITs也会受到不利影响，因为他们的承租人也会受到利率上升和经济放慢的影响。绝大部分板块的房地产所有人喜欢长期租赁，在经济放缓时，这可以提供一定的现金流保护。然而，如果经济放缓严重，在租约到期时房地产所有人将会遭受租用下降和预期租金下滑之苦。对公寓所有人而言，利率上升是一件好坏参半的事情。他们将会使租户搬到单个家庭住所（在2001~2004年对公寓所有人是一个大问题）的速度放慢；然而，如果利率上升使经济放缓导致失业，那将会明显影响他们的现金流。

对REITs来讲，利息通常是一项重要的成本，因为像其他房地产所有人一样，REITs通常利用债务杠杆以增加他们的投资回报，并会经常借贷为一部分房产收购和开发投资筹集资金。变动利率借款的概念是它允许贷款人根据利率情况调整利率。当利率上升时，一家REITs背负的大量变动利率借款可能影响其利润边际和FFO。但是即

即使是固定利率借款，REITs也必须关注利率。因为他们可能需要续借其中一部分借款或进行新的借款。新的开发项目通常通过短期变动利率借款筹集资金，而在完工时通过长期固定利率借款融资。利率上升会明显影响这些新开发项目的投资回报。

即使当一家REITs通过权益而不是债务融资筹集资金时，高利率仍可能有不利影响，如果他们压低REITs股价；这会增加REITs股票资金的名义成本，或许也会增加其长期成本。

如前面简要提及的，利率上升的另一个不利方面与REITs资产的价格相关。商业地产价格受到很多因素的影响，两个最重要的因素是借款成本和要求的投资回报（required investment returns）。利率大幅提高通常会影影响这些关键变量，因而会对房产价值产生压力。总的来说，房地产买方在利率上升后会要求更高的房产回报，这会影影响REITs持有的房地产的资产价值。如我们在第9章看到的及我们下面将简单探讨的，在确定REITs的内在价值时，资产价值是十分重要的，因而资产价值削弱通常会对REITs股票定价产生影响。在一份2011年1月的研究报告中，杰弗里投资银行（Jeffries&Company）声称：“我们的分析发现，自90年代新的REITs体系诞生以来，REITs股票的表现与收益率上升有85%的负相关关系。”

前面的探讨显示利率上升如何不利地影响一家REITs的运营效果、资产负债表、资产价值和股票价格。然而，我们可能也注意到一个重要的方面，REITs可能受到利率上升的帮助。这与过度开发的威

胁有关。建设新的竞争性项目，不论公寓、写字楼、酒店还是其他形式的房地产，必须进行融资。显然，高利率将会增加借贷成本并使开发新项目花费更多，或在一些情况下过分昂贵。高利率也可能影响开发商的融资合作伙伴要求的“最低预期回报率”，导致许多项目搁置或是放弃。显然，竞争性项目建成得越少，现有的房地产感受到的竞争压力会越小。

当然，我们应该记住，这里说的是普遍共性，利率上升影响一家特定REITs的业务、盈利能力、资产价值和财务状况的程度会有所不同。然而，总的来说在大多数时间里利率上升对大多数REITs是不利的。结合包括REITs在内的所有公司股票在利率上升时会下降的走势，REITs投资者需要意识到所处的利率环境，并预料到当利率看起来将变得更高时一些股票价格会看跌（weakness）。

【小知识】任何基础房地产财产价值明显的下跌很有可能对REITs股票价格造成不利影响。

最后，正如我们探讨过的，尽管利率上升对商业房地产和REITs价格造成了压力，我们也应注意到有时商业房地产的价格可能会由于其他原因下跌。如本书前面提到的，定价是由众多因素决定的，利率只是其中之一。

与多年前的情况不同，现在商业房地产是一个广泛的资产类别，并且其价格更有流动性，对全球资本流动的变化反应迅速。REITs投资者应该设法监测在任何特定时刻，房地产资产交易价格的合理性。

这或许可以通过察看房地产数据提供商的网页例如资本分析（其中一些信息是免费的），或是对报纸关于价格趋势的报道保持关注而做到。如果商业房地产的价格看起来高到无法持续，或许反映了很低的必要回报率，REITs投资者应该注意并对一些投资组合进行整理，特别是如果REITs股票已经因预期更高的房产价格而迅速上涨。

不利的资本募集环境

现在让我们考虑一下REITs投资者应该记住的其他一些风险。

REITs必须为其股东分配至少90%的应税收入，但大多数支付更多，因为在普遍接受的会计准则（GAAP）和美国税法的规定中，“净收入”是在扣除非现金资产折旧费用后确定的。在每一年年底，这种做法通常留给REITs比以净收入度量更多的净现金流。不过，因为REITs的分红规定和支出政策，他们不能保留太多现金用于新的收购和开发，因而如果他们想要将其FFO提高到比以其自身拥有的房产取得的净营业收入（NOI）所能达到的水平要高的话，他们在很大程度上要依赖在资本市场融资。

由于这些内在的限制，投资者必须留心即使是最负盛名的REITs，在大多数经济和房地产形势中，也不可能使其FFO以超过个位数的速度增长，除非它拥有其他手段获得权益资本用于房地产收购和开发。熊市总是会存在，当它来临时REITs会发现出售新的股票筹集资金用于这些新的投资十分困难或者代价很大。在1998年年初

REITs股票市场猛然关闭，直到2001年才重新开放。在大衰退期间资本市场再次冻结，直到2009年春才再次开放。这些资本市场偶然的收缩，当他们持续时几乎会影响所有REITs。

此外，个别缺少增长前景、拥有过多债务或在投资者中信用不佳的REITs会在吸收新的权益资本时遇到问题，那些被认为不能在新投资上赚取超过REITs资金成本收益的REITs也会遇到同样的问题。尽管一些REITs因为近期的“资本循环”和联合企业策略已经能够大幅减少他们对新股发行的依赖，吸收额外资本对大部分成长中的REITs机构仍然是一种非常重要的工具。管理层可能很少或不能控制的外部抑或是内部事件会切断REITs获取这种必需资本的渠道，因而影响他的FFO增长率，这反过来会影响投资者的情绪和REITs的股价。因为他们资产负债表管理的业绩记录、良好的资金配置能力和增长预期，投资者应该更愿意为这些REITs的股票支付一定溢价，这将最有可能在需要时以有利条件吸收额外的权益资本，或者这将减少他们对外部融资的依赖性。

立法

如果愤世嫉俗者的看法“当国会开会时，没有人的生命、自由或财产是安全的”是正确的话，我们必须承认国会可以给予，但国会也可以拿走一些东西。当本书出版时，一些观察家质疑国会是否可能会像对普通公司那样，对非公司机构如合伙企业、有限责任合伙企业甚至REITs征税以便补偿因为公司所得税税率降低而造成的税收收入损

失。尽管存在风险，但国会不太可能立法撤销对REITs支付给其股东分红的税收减免，从而使REITs的净收入以公司水平纳税。

这一点有几个公共政策的原因。首先，因为REITs对其股东大量的分红支付的规定，如果他们是可以增加债务和从收入中扣减大额利息支出以隐藏大量的其他方面的应税收入的传统房地产公司，他们会尽可能多地为联邦政府创造收入。第二，持有一家REITs手中的房产最有可能比持有一家房地产合伙企业中的房产提供更多的税收，正如其历史上表现出的一样。并且，也许是最重要的，不像大部分私人房地产所有人，REITs只运用了适度数量的债务杠杆。这将房地产置于更加稳定的所有人的手中。正如我们反复认识到的，过多的债务可能是美国经济中一个非常不稳定的因素，国会不大可能会想去推波助澜。

【小知识】 鼓励大量的债务融资可能大幅度破坏正常的业务，加剧房地产周期的摆动，在长期内损害经济。

一些年前提出的一个议案本来已经对REITs拥有在非REITs公司里的控制利益的能力加紧了限制；当时的规则设计是为了防止REITs通过所控制的子公司间接产生不被允许的非房地产收入。然后，这项议案被大幅度修改并最终并入REITs现代化法案（RMA）。之前在本书探讨过。事实上，REITs现代化法案和在之前也讨论过的REITs投资多元化和授权法案（RIDEA），包含了许多给REITs行业的利益和灵活性，及能够接受的限制。

多年以来，很大程度上多亏NAREIT的努力和简单的共识，国会已经放松了扩展REITs授权业务活动范围的法律。此外，REITs行业对2008~2009年债务危机快速有效的反应也提升了REITs的信用度，并且已经证明50年前国会批准REITs机构决策的正确性。因而，不利立法的风险尽管总是存在，应该不值得REITs投资者担忧。

投资普及性丧失

如前面一章讨论过的，REITs股票投资的特性使他们在许多投资者中被看作一种单独和独特的资产类别，仍然没有被广泛理解。也许因为这种不确定的状态和许多有关REITs的误解，有时REITs股票并不是很受投资者欢迎，尽管在大多数经济条件下他们有稳定和可预期的现金流和突出的整体回报表现。在1998~1999年，尽管有持续上升的现金流和强劲的房地产市场，但投资者看起来并不想要其中的任何部分（尽管估值问题和过量的资本募集也可能在那些年的熊市中发挥很大作用）。紧跟着那个REITs困难周期的是另一个不同的周期，2002~2006年投资REITs股票不会有错，尽管在此期间早期房地产市场疲软。从2007年到2009年早期（在这个时间是因为有相当充分的原因），他们又一次受到憎恶，但在当年年末和2010年，又受到欢迎回到投资者的投资组合中。

这种反复无常应该给我们REITs投资者一个重要的教训：我们需要对一些情况有所准备，此时REITs股票不那么受欢迎，即使在所有的商业房地产和资本市场明星正确站位时表现也不是很好。这意味着

持有REITs股票，一个额外的风险，是这些投资有时可能会由于一些与其内在估价或增长前景无关的原因跌价。

我们怎么能保护自己免受这种风险？简单地卖空，我们不能。然而，我们最好的防御是一个简单的方式：我们必须把REITs股票看作一种永久的投资，除了那些是股票交易者的人外，把他们当作我们投资组合不可分割的一部分长期持有。我们知道经过所有重要的时间范围，与我们的预期大体一致，REITs股票已经提供了显著的回报，没有理由去改变。

影响单个REITs的问题

不言自明，任何上市公司都可能犯错而导致其股票表现很差；毕竟，这是一个竞争的、复杂的世界，公司是由容易犯错的人类领导的。REITs机构也没什么不同。让我们看一看几种可能影响特定REITs企业价值和股票价格的风险。

局部衰退

早先，我们在可能影响整个REITs行业的问题时探讨过衰退。但是局部衰退也可能影响特定的REITs。这种衰退可能伤害房地产所有者，即使是在一个租赁空间供给和需求先前处于均衡或是需求异常强劲的特定市场。例如，一个零售房地产，位于一个95%的房地产可能被租赁的健康房地产市场，但是由于局部衰退，其承租人的销售额可能会下降。这会导致更低的“超额”租金（基于销售额超过预先设定最低值的额外租金收入），更低的租住率甚至承租人破产。公寓社区，特别是那些新近建成的，或许因为在特定局部市场就业增长下降，租赁可能十分缓慢。在衰退条件下，消费者和企业都可能削减支出和投资计划。在这种情况下，不可能提高租金而不损害租住率。

我们曾提到，对于多种房地产类型REITs，投资者宁愿他们的REITs专注于一个特定的地理区域，以使其对本地市场专业知识的价值最大化。然而，不足之处是局部或区域性衰退对一个在地理上集中

的REITs更具破坏性。尽管全国性的衰退不时发生，例如开始于2001年3月和2007年12月的衰退，我们已经知道美国的经济情况在每个地方不尽相同，局部的衰退不是很罕见。在西南部，可能会有石油行业的不景气，而全国其他地方则很好。或者佛罗里达和加利福尼亚可能遭受房地产危机，而中西部的经济正乘着农产品价格高涨的东风。在过去十年里的前几年，高科技领导的问题特别重创了一些市场，例如旧金山湾区和西雅图。由于预期FFO的下降和普通股东的担心，这类问题可能会对高度集中于这些市场REITs股票产生不利的影响。

不断变化的消费者和企业偏好

投资者也必须关注消费者和企业偏好的动态和变化，这可能会减少承租人对某种房地产类型的需求，导致现在供给超过需求并减少所有人的利润。

例如，当前因为我们不断增长的流动人口，自助仓储设施很受欢迎。情况会一直这样吗，或者储存物品会变得不重要吗？在2010~2011年，因为单户房产危机，公寓所有人情况良好，但是不断下降的房屋价格会增加房屋的可承受能力并对未来公寓单元的需求产生不利影响吗？美国人会更多地旅行，因而助长对旅店房间的需求吗？或者对旅店房间的需求会因为美国人口的逐步老化而变得更加稳定吗？远程会议会影响商务旅行吗？企业会继续租赁他们一直认为必要的工业房地产类型吗？或者新形式的商务行为会使许多现有的设施过时吗？

而且还有更多的问题。公司会继续像过去一样吸收大型写字楼里的租赁空间吗，或者远程办公会经历复兴并对传统写字楼空间的需求造成巨大影响吗？企业会寻求在大城市落脚或是更青睐也许有更低税率的城郊位置吗？持续增长的网络购物对传统零售商有什么影响？大型购物广场会失去作为一个玩乐目的地的吸引力吗？大衰退后消费者支出会继续沉寂多久呢？

这些问题事关我们如何生活，如何娱乐和如何工作的基本动态。没有人可以很有自信地回答他们，但是如果REITs投资者忽视了趋势变化的迹象，他们从REITs股票中获得的投资收益可能会令人失望。

信任度问题

或许投资者面临的特定REITs风险中最常见类型是在判断中犯的
错误，这提出了重要的管理层可信度问题。

例如，这里有一些前几年REITs投资者遭受的管理失误：

- 对所收购房产支付过高价格，随后不得不亏本出售（如，American Health Properties）。

- 扩张太过迅速，并在此过程中对债务过于依赖（如Patriot American Hospitality和Factory Stores of America）。

- 低估了消化一项重大并购的难度（如New Plan Excel）。

- 向全新的房产板块扩张，特别是未经充分的研究和准备（如Meditrust）。
- 为投资者提供不可靠的信息，例如，低估日常管理费用开支（如Holly Residential）。
- 过分估计未来FFO增长前景（如Crown American Realty）。
- 在新开发项目上未能产生预期收益（如Horizon Group）。
- 在上市时设定一个超过FFO水平合理预期的分红率，因而引起对分红覆盖充足性的担心（如Alexander Haagen）。
- 采用激进的对冲技术例如远期股票交易（如Patriot American Hospitality）。
- 提出没有多少战略意义的并购（如Mack-Cali和Prentiss Properties）。
- 未能提出合理的收购报价（如Burnham Pacific Properties）。
- 投资于新技术或互联网，并不得不将其核销（太多不需提及）。

这些情形中，大部分情形共同的一个表征是投资者认识到管理层对其业务失去了控制，缺少纪律，或者反之使股东资本承受了过分的风险。不知道你注意到没有，除了仅有的一个例外，上述所有REITs

都从舞台上消失了（Mack-Cali仍存在并重新受到股东的青睐）。

然而，当不能使管理层利益和股东利益一致的高管薪酬计划实施后，另外一种信任度问题产生了，例如，因为收购或开发数量而对高管们进行奖励的一个奖金计划——并未考虑他们的风险调整收益。一个与之相关的问题是过度的高管薪酬，或者在适用的时间段薪酬与为股东创造的价值是分离的。公司治理不善和薄弱或不完整的财务信息披露是另外一些担忧，有可能对某只REITs股票价格产生不利影响。

伞形合伙制REITs（UPREIT）模式现在广为接受，但是有可能造成利益冲突问题。伞形合伙制REITs，如你可能从前面章节回忆的，是那些资产由一个有限合伙持有的，其中REITs拥有控制权益，并且REITs内部人可能拥有相当数量的权益。由于这些内部人可能很少拥有REITs自身的股票，如果REITs准备收购报价，或是在它收到对其一些房产有吸引力的报价情况下，他们合伙利益的低税率基础会造成利益冲突。

类似这样的大部分问题可以由REITs管理团队补救，如果它能坦率面对投资者，迅速承认任何所犯错误，并立即采取措施纠正情况。

例如，在1999年9月，Duke Realty以低于大部分分析师确定的每股NAV的价格向一家大型的荷兰养老金公司ABP投资公司出售了1.5亿美元新的普通股。REITs投资者从来不愿看到他们的REITs以稀释NAV的价格出售股票。并且，事实上许多投资者愿意对那些能够持续以高于一般水平增加NAV的公司支付溢价。因而，他们对备受推

崇的写字楼类和工业类REITs即Duke，以稀释价格出售新股很不高兴，并在第二次新股发行不久以后将Duke股票打低了15%的幅度。一些人质疑管理层做出合理的资本市场决策的能力。不过，管理层反应迅速，不久宣布了一项新的“自我融资”的策略，它的发展渠道将用留存收益和资产出售来筹措资金，并且公司宣布它没有考虑额外的股票发行。Duke的股票价格在随后几个月恢复良好。

这些情况的关键问题是管理层丧失了投资者的信任。当某个REITs因决策失误使投资者失望，再重新获得他们的信任是很难的；极端情况下，这样一个REITs唯一的选择是出售或任用新的管理层。这种信任的丧失是导致一家制造型房屋社区类REITs，Chateau Communities，在前几年出售其资产并清算的一个关键因素。

【小知识】 资金配置对于资本密集型的公司是十分重要的；此外，REITs只能留存很小一部收益。因而，对管理层信任度的丧失有可能关闭REITs获得资本的通道，因而大幅降低其市场价值。

对投资者来说，很明显没有办法完全避免这类问题。人性如此，没有哪个经理能够避免在判断中出现偶尔过失。而且，一些此类问题只有在事后才会变得明显。保守的投资者因而会喜欢蓝筹REITs，他们具有经历多年（最好经历整个房地产周期）已经证实的可靠房地产业绩，良好的资金配置原则和优异的资产负债表。当然，投资者只在最受认可的REITs中进行排他性投资可能会导致他们错过那些不太知名的REITs，这些REITs的股票以便宜价格出售或者这些REITs正面临反

转。

另一个可能吸引风险厌恶投资者的策略是避开那些成为上市公司不久的REITs，因为大部分信任问题出现在“不当令”的REITs中。同样，这种方法可能意味着错过一些非常有前景的新进公司。在很大程度上，“正确”的投资策略有赖于单个投资者的风险容忍以及总体回报要求。我自己再次重申，在投资世界里很少有“免费的午餐”。

资产负债表灾难

债务总是一个潜在的问题，也是一个机会。对人，对国家如此，对REITs也同样。如果管理层以债务使资产负债表负担过重，投资者将会特别谨慎。高负债水平通常伴随着令人印象深刻的FFO增长和高的分红率，但投资者需要对这种由过量债务补贴的明显利益打个折扣。过多的负债，特别是短期负债有可能从实质上摧毁一家REITs，这一事实，普增房产的股东在公司重生前可能确实见证过。早先，我们提到一家蓝筹公司在融资时十分保守。强大的资产负债表的重要性不用过分强调，因为那些负债过多的REITs不仅会使投资者谨慎，也可能在房产市场恶化或信贷市场冻结时不得不以甩卖价格出售给更强的公司。或者更糟的，因为债权人的利益而被肢解。

如我们在第8章探讨过的，一个资产负债表可以从几个不同角度被判定为“虚弱的”。虚弱的资产负债表会严重地限制REITs通过收购或开发扩张的能力，并且过多的债务杠杆会放大营业净利润（NOI）出

现任何下降的效果。此外，一个虚弱的资产负债表会使股权融资变得昂贵（新投资者会有相当大的议价能力）；它也会造成贷款人在现有债务到期时不愿意续借，信贷合同的合约不被遵守，并且如果利率大幅度上涨时，REITs将被暴露于现金流快速恶化的情况之下。

市场通常在REITs感受其效果前，已经在股价中把像这样的潜在问题作为因素进行考虑。因而，某个被认为过于杠杆化或有太多短期（甚至可变利率）负债的REITs将会看到相对于其同等公司或其他REITs，其股价以一个很低的P/FFO的比率进行交易，有很多会以净资产价值（NAV）折扣的价格进行交易。因而，谨慎的REITs投资者会持续监控其REITs的资产负债表。

连带效应

在这里应该提到另一个风险，尽管在本质上它通常很短暂。曾经有很多次，当一个板块内的某个REITs遇到财务问题，此板块内所有其他REITs都会受到牵连。

下面是一个很好的例证：在1995年早期，McArthur/Glen和Factory Store of America激怒了投资者。前者是未能交付其向华尔街承诺的新的可盈利的开发项目，后者是扩张过于激进并举借过多债务。市场通常倾向于先行动再提问，认定这些问题遍及整个板块，不仅摧毁了这两个问题缠身的代销中心类REITs的股价，也同样摧毁了稳健的REITs切尔西和坦格尔的股价。然而，到1995年年底，切尔西

的股价回到接近历史最高位置，坦格爾的股票也处于恢复过程中。

那些以非常低的价格抛售切尔西和坦格爾股票的投资者，由于没有能力辨别主要的、遍及整个板块的问题和一些个别REITs遇到的问题，他们不得不吞下苦果，但也得到了宝贵的教训。而我们当前的REITs投资者需要记住的教训是，一些REITs会不时地受到牵连而被误判。好的消息是这种情况会创造非常有吸引力的买入机会。

适度的市场估价

REITs投资者需要承认，尽管REITs有50年的历史，但是与许多主要的美国公司相比，很少有大型的REITs公司。让我们以惠普为例（代号：HPQ）。在2011年年初，惠普有21.9亿流通股，以每股市场价格约48美元计算，惠普的股票总市值超过了1050亿美元。宝洁，另一更大的公司，当时的流通股几乎值1800亿美元。不说这些真正的巨头，让我们看看科思，一个大型折扣零售商。在2011年2月，它拥有股票市值327亿美元。

将这些市值与一些主要的REITs市场进行比较。西蒙物业集团，2010年年底最大的REITs，拥有股票市值约290亿美元。另两个较大的是公共存储和Vornado Realty，市值分别是173亿美元和152亿美元。包括刚刚提到的仅有10家REITs拥有股票市值超过100亿美元，只有20家股票市值超过50亿美元。

表12-1所示为2010年年末，每一板块内REITs的平均股票市值，

数据来源于NAREIT。

表12-1 平均板块市值

房产板块	REITs 数量	股票市值 (亿美元)
写字楼	18	25
工业	8	22
混合写字楼 / 工业	6	15
购物中心	17	19
区域性购物广场	7	81
独立式大厦	4	19
公寓	15	35
制造型房屋社区	3	8
多元化	14	20
旅店 / 度假区	13	18
健康医疗	13	33
自助存储	4	52
林地	4	54

整个REITs行业的市值，以及其中单个REITs的市值会随着市场状况的变化而波动，但确实随着时间推移而增长。在2010年12月31日，所有REITs的总体股票市值是3590亿美元，比1992年年底110亿美元、1995年年底500亿美元和2001年年底1470亿美元上升（但比2006年年底4010亿美元下降）。

尽管如此，虽然“主要的”REITs绝不是一个微型公司，它也很难成为一个重要的美国公司。在2010年年末，整个REITs行业的股票市值是3590亿美元，小于当时仅仅一家大型公司埃克森美孚的市值（3630亿美元），但领先于苹果的市值（2970亿美元）。

但是这一章是关于风险的，所以让我们想想很小的市场价值如何

对REITs投资者造成风险。

一个拥有很小市值的REITs，或许3亿美元或更少，可能无法获得使其能够筹集资本所需的公众认知和赞助。而且，尽管不断增加的养老金和机构持有REITs有可能是一个培育整个REITs行业成长的新趋向，因为其股票缺乏市场流动性，很小的市场价值也会阻止此类基金投资于某个REITs。

而且，综合和管理成本占总资产或现金流比例更高，包括为遵守《萨班斯-奥克斯利法案》要求付出的成本，对更小的REITs将会成比例扩大；这可能永久性地导致更低的利润边际。最后，一个小型REITs在管理上一个很小的错误判断可能对REITs未来的业务前景、FFO增长和在投资者中的声誉产生更大的影响。

一个小型的公司，如果它想要吸引更多的投资者并看到其股票公平定价，似乎必须做对每一件事情。

管理的深度和连续性问题

或许对很多REITs来说，一个更严重的问题不是规模，而是管理的深度和连续性。不论是REITs还是其他小型公司，因为他们有限的财务资源，通常不能发展出像一个大型公司那样建立的庞大机构。我们必须清楚REITs可能处于不利的竞争地位。如果是，或许它无法负担雇用最具才干的员工或是得到有关其市场领域内房产供给最好的市场信息。其他的问题可能与REITs房产收购团队或房产管理部门的深

度或经验有关，或者可能与REITs财务报告、预算和预报系统的复杂性和强度有关。

大型的公司有一些可能享有的效率，包括与供应商甚至租户更大的议价能力。这些是对每个REITs必须分别强调的问题，但是很小的规模可能会限制任何公司吸引高质量经理人特别是中级管理层的能力，而且缺乏管理深度会影响REITs保持强有力竞争地位的能力。

作为投资者，即使我们放心一个小型REITs的管理强度和深度，很小的规模通常意味着我们必须依靠一小部分有才华的人在最小的风险下创造长期的优秀成果。无疑有时投资者会在大型公司碰上“超级明星”，例如伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）公司的沃伦·巴菲特或苹果公司的史蒂夫·乔布斯。然后，当这些杰出的人物中有一个突然离开时，股东会处于风险之中。

一位备受尊敬的REITs经理人来说，当然是一个重要的积极因素。像金科的Milton（他仍在Kimco担任执行主席），Simon地产的戴维·西蒙，坦博曼中心的波比·塔博曼和Vornado的“活力组合”史蒂夫·罗斯（Steve Roth）和迈克（Mike Fascitelli）等经理人，在过去多年中已经帮助他们的REITs为股东（并为他们作为大股东本身）创造了巨大的价值。然而不论规模大小，如果REITs未能发展出一个杰出的管理团队，其中的某个人可以即刻踏上首席执行官的位置，当超级明星离开时，它会发现它的“特许权价值”将会下降，或许连同股票价格一起下降。对于任何组织，过分依赖于一个人绝不是好事，不论这个

人多么有才华。

管理连续性是一个敏感的问题，由于明显的原因，它很难在投资者和管理团队中都进行讨论，但对投资者这是至关重要的问题。在任何组织中，天赋很难被替代，但是在像大部分REITs一样的小型和中型市值公司中特别难以替代。早期一代聪明、有事业心的管理者终将退休，REITs投资者需要评估那些接班人的能力。然而，尽管连续性问题同样重要，这只是一个特定REITs在如何成功打造一个强有力、有深度和自我激励管理团队时遇到的大问题的一部分。

总结

REITs投资者受到这样一些潜在的、泛行业的风险制约，例如可用出租空间的过度供应（或对出租空间的疲软需求），不断上升的利率，下跌的商业房地产价值及其他风险。

尽管经济衰退有时会导致对出租空间需求的暂时性下降，由过度开发带来的过度供应可能是一个更大、更持久的问题。

REITs股票与其他股票竞争的程度，更高收益的投资、更高的利率可能导致REITs股票价格下跌，以使其在收益基础上保持竞争性。

不断上升的利率也可能从消费者以及企业中吸收购买力，并可能导致衰退；他们也可能影响REITs的利润和资产价值，导致REITs股票下跌。

REITs股票有时会不受投资者欢迎，甚至当REITs业务表现良好时。

过度杠杆化（或“坏掉的”）的资产负债表、不佳的资金配置决策和管理信任度问题可能会对特定REITs和他们的投资者产生问题。

幸运的是，在REITs中财务或行业灾难很少见，而股票的崩盘也不经常发生。

一些REITs较小的规模和缺乏管理深度可能是一个竞争劣势，可能会导致REITs股票永远表现不良。

连续性规划对所有企业都很重要，但对一些小型公司例如REITs特别重要，这些公司可能会十分依赖于某一个人。

第13章 后记：对未来的一些思考

预言告诉我们关于预言者的，通常要比预言本身多得多。

——沃伦·巴菲特

投资者与REITs股票的关系有点像某些爱情故事。它们可能很快由热变冷然后又恢复原状。1993~1997年，REITs受到投资者极大的追捧，而从1998年直到2000年又被投资者憎恶。在2000年价值和收入投资变得流行时，投资者又发现了REITs，就在2006~2007年把REITs的价格推到了很高的水平。但房地产在随后几年中变成了一个肮脏的词语，而且我是否被要求写这本书的另一版也成了问题。但是关于REITs的死亡报告好像一直被夸大了，然后他们如凤凰涅槃般从大衰退的和信贷紧缩的灰烬中重生，又重新受到投资者的欢迎。

我们应该预见到，REITs迟早会重新被贬谪为投资者的犬舍，然后他们会从犬舍中出现，也许会比以前更加受欢迎。然而，让我们记住，尽管有从股票市场经常发出的噪音和愤怒，REITs机构已经悄悄地实现了他们对股东的责任。除了在大衰退和其后的余波中，他们使其现金流、分红和资产价值实现了增长，他们的股票是很好的投资。他们中大多数在继续寻找明智的并购，一些在寻求有吸引力的开发机遇，而且都在坚持不懈地为其股东创造长期价值。

REITs将不会再搁浅于投资世界里的混浊死水中，现在他们颇具

规模以致这些不可能发生。但是因为他们的受欢迎程度起伏不定，像所有的资产类别，我们不能预言REITs股价近期的方向，当然我也不会尝试那样去做。然后，在这最后一章里，我想要突破这个水晶球——尽管它是朦胧不清的，并且审视一些在今后5~10年中可能影响REITs行业规模、前景和特征的问题。

不过在我们开始预测未来之前，让我们通过回顾过去和现在来获得一定的视角。REITs行业大器晚成。在1971年年底，只有12个公开交易的权益型REITs，距国会批准整整过去11年。直到1982年，整个REITs权益市场价值才达到10亿美元，距第一只REITs成立过去22年，直到1992年才达到110亿美元。然而，REITs权益市场价值在2004年年底达到2740亿美元，并在2010年年底超过了3000亿美元。因此，REITs行业的大部分增长只是发生在过去20年中，1993~1994年间首次公开发行（IPO）热潮所推动的；第二次公开发行大潮发生在1997~1998年间，许多REITs规模得以增长。大部分REITs股票价格的上涨，特别是从2000年到2010年间，也是一个主要因素。

尽管REITs有骄人的增长，但如我们在最后一章简短地讨论一样，与广阔的股票市场和美国商业地产总价值相比其规模依然较小。截至2010年年底，权益型REITs拥有大约5000亿美元净房地产投资（按照全国房地产信托投资协会估计），但那只占美国由机构持有的房地产总值的10%~15%。

因而，美国REITs行业额外增长的前景是十分可观的，在今后10

年中其市场价值可能会急剧扩张。但这真的会发生吗？为了大胆猜测一下，我们需要考虑以下两个关键问题：（1）数量可观的私有房产所有是否想变成REITs，或是将其房产出售给REITs；（2）个人和机构投资者是否想扩大其持有的REITs股票或者决定以另外的证券化形式拥有更多的商业房地产？

更多的房地产所有人将“REITs化”

一个成功的、成长中的房地产机构可以列出它可能选择以REITs上市的几个理由。与在大街上定价相比，一些机构不得在华尔街进行定价。然而，一些是由于REITs模式的优势。

套利

REITs股票在过去15年的大多数时期以高于其预计净资产价值（NAV）进行交易（主要的例外是1999~2001年和2008~2009年）。这种趋势持续和NAV溢价扩张到了一定程度，许多私人房产所有人——特别是房地产机构，由于这个原因和其他一些我们稍后讨论的原因，很有兴趣以REITs上市。这样做将能使机构获取房地产资产在私募市场和公开市场定价之间的“价差”，或“套利”。当然，在REITs股票以低于其基础房地产价值时，成为上市公司的动力就会少很多。实际上，如果NAV折价变得很大时，很多REITs会选择获取“反向套利”，要么通过私有化，要么被以相对被压低的市场价格一定溢价进行收购。这种情况发生在1999年年末到2000年年初，并在2005年下半年到2007年春再次发生。

在前一章中，我们看到当REITs股票以明显的NAV溢价进行定价时，例如，从1992年年末到1994年中期，REITs公开上市潮随之而来。另一次房地产公司的REITs上市大潮为1997年到1998年中期，当

时普通的REITs以很高的NAV溢价进行交易。另一波IPO潮，尽管小一些，在2003~2004年达到高峰，结束于2005年，并且自此新IPO的节奏一直适度。因而，REITs行业较其现有规模扩张（或者收缩）的速度将会明显受到REITs股票在公开市场如何定价的影响。如前面提到的，如果REITs股票以适中或明显溢价交易的趋势一直持续，我们可以预见更多房地产机构会以REITs方式上市，唯一的问题是规模和数量。

但是除了套利，一个强势的房地产公司以REITs方式上市还有其他的原因。这包括税收优势、更多获取资金的机会，增强和激发机构积极性的能力，及流动性和房产规划。作为一个私有房地产公司，金科房产已经成功经营25年，在1991年11月其完成了IPO，当时REITs股票依然不为人所知。Kimco上市不是为了获取任何套利，而是其他一些（更永久的）原因。而且已经有更多的公司利用了REITs结构的优势。我们现在来具体分析。

税收优势

也许一个拥有大量房地产的公司选择成为REITs最明显的原因是REITs通常不用缴纳企业所得税，这不同于大部分公司；相反，其股东在以分红形式得到分配时需对REITs收益缴税。这使得REITs和其股东避免双重征税。虽然近些年来，股利分红的税率要比大部分普通股持有者所付税率高。

尽管许多拥有地产的公司通过承担大量债务或扣除利息费用（地产折旧费用）可以显著减少，甚至完全避免税收，REITs模式允许私营房地产机构上市并以较小的债务杠杆经营因而风险也较小。在变化无常且有时充满挑战的信用市场，这是不小的优势。

甚至拥有房地产的已公开上市的公司也可能选择成为REITs，以利用无须双重纳税的优势。例如，在2010年，惠好

（Weyerhaeuser），一家大型木材和林产品公司成为一个REITs，而其作为传统公司成功营运多年。Host Hotels拥有大量的高档奢侈酒店，同样在一些年前选择成为REITs。Catellus开发公司，一个成功多年的房地产开发商，在2004年其被另一个REITs普洛斯收购前成为一个REITs。近年来，其他木材公司，如梅溪木材（Plum Creek Timber）和瑞安公司（Rayonier），也成为REITs。

【小知识】 REITs通常不缴纳公司所得税是刺激许多房地产公司跟随REITs化潮流的一个因素。

获取资本

也许以REITs方式上市一个更重要的诱因是上市REITs可以享受更多获取资金的机会和融资灵活性。商业房地产是资金密集型的行业，成功的成长型房地产机构通常需要额外的资金以建造和购买房地产，改善和升级其资产，并把握其他的机会。但是，正如Kimco首席执行官密尔顿·库珀提醒我们的，多年来当贷款人为房地产所有人、

开发商和运营商放贷时都很躁狂抑郁。有些时候他们几乎像是给这些企业扔钱，而有些时候他们却一毛不拔。在2009年信贷危机时，我们又被事实提醒了一回。有机会获得多种来源的资金（包括权益资本）是公开上市REITs享有的巨大优势，当他人没有这种来源时更是特别珍贵。最好的机会看起来就在其间出现。

当然，传统的融资渠道不会被称为REITs的公司抛弃。成功的REITs通常从银行获得短期融资和抵押贷款，也从各种不同的贷款人（如保险公司）那里获得长期的私人债务融资，做法和他们是私人公司时一样。这些融资渠道有时特别重要，尤其是当公开市场不愿提供权益或债务资金时。REITs也可以与养老基金或其他一些机构组成联合企业以获得额外的流动性；他们可以将一些资产的利息出售给这些合资企业并将所得用于更高利润的机会中去，而仍能继续管理基金资产并保持承租关系。主要是公开上市REITs比私有房地产机构有更多的灵活性和融资机会。

【小知识】 进入公开市场为REITs提供了灵活性和融资渠道，允许管理团队有机会获得合理定价的资金以用于长期规划，并为其提供了对私人贷款人偶尔的反复无常行为的一种保护。

发行普通股提供了最持久的融资，其没有义务偿还。而且，普通股发行允许REITs通过增加债务来放大这种额外资本。在借款人有资格取得无担保贷款之前，大部分贷款人会坚持要求以股东权益作为实质性保护（缓冲），也会要求对债务利息有最低下限的覆盖。因而，

出售普通股提供了永久资金并允许REITs在其募集的总资本中增加一个债务成分（如果它这样选择），减少了新资本的总成本。

出售优先股是另一条路径，通常只对公开上市公司开放。优先股是一种形式的杠杆，可以放大一家REITs的现金流变化。但是它不被作为负债计入公司的资产负债表，通常贷款人和信用评级机构也不会将其作为负债处理。而且，非转换优先股不会稀释普通股股东在REITs的权益。Public Storage和PS商务园区大量地运用优先股而非负债以使其资产负债表保持强劲和弹性，但是许多其他的REITs也已发现了优先股作为一种融资工具的优势。

发行和公开发售无担保票据和信用债券能使REITs摆脱对银行和其他私人贷款人的严重依赖，而为他们提供了在资产周转策略上更多的灵活性。出售一项没有抵押负担的资产要简单得多。将可利用融资选择进行广泛组合对一个房地产公司具有重大的价值。我们已经见证过因为低迷的市场状况或其他一些原因，公开市场有时对REITs是封闭的，而此时私人融资是现成可用的。相反地，另一些时候私人贷款人会过于吝啬，而公开市场会伸出援手。

最后，通过接纳运营合伙单位（OPU）成为伞形合伙REITs（UPREITs）或DOWNREITs，会为房地产机构收购可以递延资本利得税的卖方资产时提供一个重要的潜在竞争优势。这种融资工具有时对一些REITs很有好处。

通过普通股、优先股和非担保债券，及发行OPUs扩展获得资本

的途径是很多运行良好和成长型的房地产公司在前些年成为REITs的一个主要原因。

打造一个更有力的组织

现今，拥有和成功运营商业地产比过去任何时候都像一门生意，不论地产是公寓、写字楼、零售地产还是其他类型。一个有力的组织对于任何生意的成功都是必要的；每个地方的竞争都很激烈，但是营运良好的房地产机构通常可以以更低的成本经营并时常拥有议价能力——他们更有可能获得明显的竞争优势。

尽管私营公司也能建立稳固的组织并激励员工和管理层，但公开上市公司因股份的流动性使得其更易达到这些目标。股票期权和股票红利或购买计划更加灵活，其提供的流动性对员工是有效的激励工具——从最新招聘的员工一直到最高管理层。

【小知识】 现今，股票期权、权利受限的股票及股票购买计划（允许员工以一定折扣购买公司的股票）对包括REITs在内的上市公司而言是有效的员工激励措施。

当管理层寻求在竞争中领先时，严格的决策程序，适当的财务控制及敏锐的判断变得越来越重要。许多上市公司发现，施加于其自身的公司治理要求，尽管常常令人厌烦、代价高昂，但从长远看可以使组织变强。这些要求包括拥有独立外部董事的董事会，商业计划和项目必须经过其讨论和批准；符合股东利益的资本配置，成本控制，补

偿项目及其他股东关心的事宜；及实施有力的财务系统和控制。

因而，强化的组织和财务纪律使公开上市REITs成为更加有效的房地产所有者和管理者。由此，相对于更小的、未能很好资本化和财务纪律不太严格的房地产所有者，他们应该能够提高市场份额。

流动性和财产规划

另一个能诱使运营良好的房地产公司上市的因素是公开市场为管理层和员工的所有权权益提供流动性的能力。在所有的商业类型中——房地产，制造业或是服务业——管理层不时地更换，多年服务于一个成功的公司的人也许会想在退休时进行变现。甚至公司的关键人物有时也需要将其一些资本转换成现金，也许用于置业或是为其子女支付大学学费，或者仅仅是将其投资多元化。公开市场提供了必需的流动性，因为将私人持有的股份或是合伙利益进行转换代价高昂并耗费时间，有时甚至不可能转换。

对财产规划的关注也会诱使成功的房地产企业“REITs化”。山姆大叔拥有大量的财产，但上市改变不了这些。然而，它可以使继承人在支付财产税时，免于出售所有或部分业务，或是低价出售其房地产等资产。股票可以在公开市场出售，这可以使其业务本身免受干扰。

但是上市并不适于每个人

然而，我们应该记住，一些公司为什么不想上市，也存在一些原

因。管理层不得不在鱼缸里一样进行运作，因为几乎每个决策都必须向分析师和股东进行解释，他们会不断地对管理层进行监督。《萨班斯—奥克斯利法案》对玩忽职守的管理层施于严厉的处罚，合规的成本是巨大的。公司需要选择独立董事，并且需在所有主要的计划、政策和战略决策上进行咨询。公司运作压力巨大，而且常常是在非常短期的基础上。运营上市公司的成本很大，包括董事津贴和管理人员保险，昂贵的审计费用，维持投资者关系部门的费用，过户代理费用（transfer agent fees），及美国证券和交易委员会其他联邦法律规定的法律和会计费用。正如前面提及的，有时REITs股票以预计NAV折价进行交易的前景也会阻止一些私营房地产公司以REITs方式上市。

尽管有这些考虑，一个强劲的成长型商业地产企业以REITs方式上市，或是选择成为一个REITs，其利益是巨大的。他们的价值已经被过去REITs行业引人注目的增长所证明，不论是REITs的数量还是其市场总量。

然而，REITs行业能否经历如同发生在1993~1994年间那种大量私有房地产机构进行IPO那样的急剧增长，这是一个正常的问题。REITs行业为世人所知并重视已经很多年，大型房地产机构拥有大量机会变成REITs，如果他们想这样做的话。例如，位于旧金山的Shorenstein公司和几个纽约市的大型房地产公司。

许多这类公司也许只是决定他们不去对付成为上市公司后固有的

一些困扰。如果这些大型私营公司继续他们现有的路径，那REITs行业的扩张将会由许多更小的IPO来推动，同样也会由现有REITs的房地产收购（包括与机构房产所有人成立合资企业）或开发以及REITs所持房地产随时间推移逐步增值而推动。

投资者对REITs不断增长的需求

尽管投资者对REITs股票的兴趣会随时间的变化高涨低落，对长期投资者而言，重要的是对REITs股票的基础需求是否会随时间推移而建立以及哪种长期的力量会推动不断增长的需求。

个人投资者

一个敏锐的观察家曾经说过，婴儿潮一代就像一只刚刚被大蟒蛇吞下的老鼠，当肉在蛇长长地身体里移动时，它大大地改变了蛇的形状。婴儿潮时代出生的人，当20世纪50年代他们开始上学时教室过于拥挤；当60年代他们进行高等教育时，学费不断攀升；当70年代和80年代，他们开始工作并在公司里升迁时，宝马车和其他消费品的需求十分火热。他们购买互联网公司股票，加剧了90年代末的互联网泡沫。然后在前几年前他们将资金投入到了房产上，将其价格推动了难以维继的水平。也许我们不应“跟随金钱”，而是应该跟随婴儿潮时代出生的人。他们现在快速接近（或进入）退休，在2011年最老的婴儿潮时代出生的人已经65岁。

在他们的退休年月里，他们将怎么做以支付生活所需呢？他们许多人会寻求将社会保障支票投资以补充收入。这些新增投资资金的大部分将会流入专注于现金流的债券和股票共同基金。然而，REITs优良的业绩记录和高于平均水平的红利收益会吸引许多婴儿潮时代出生

的人将更多的投资资金直接或是通过共同基金或交易型基金

(ETFs) 投入到REITs股票中。许多人会自己投资，另一些人会求助于股票经纪人、财务规划师和投资顾问。

由这些收益导向型投资者新配置的投资资金中，REITs能获得多少呢？迹象显示这是一个可观的数目。新投资者开始于小的投资，共同基金是一个明显的受益者；共同基金对新投资者进入普通投资项目是一个划算的方法。共同基金投资者不需要成为财务分析师甚至不需要跟踪特定的股票。

受大众欢迎的401(k)计划也鼓励雇员通过共同基金进行投资。尽管由公司资助的401(k)计划提供REITs投资选择的仍属少数，这种情形将随时间而改变。甚至有可能出于本书读者的帮助，其会要求雇主创建一个。最近的发展令人鼓舞。NAREIT报告称美国分红制/401(k)委员会发布了一个2009计划年度调查，结论是“养老金固定缴款计划中，含有房地产基金投资选择的比例已经从2008年的24.8%跳升到2009的33.4%”。10年前，只有5%这样的计划提供房地产投资选择。

从一个投资者的立场

投资于REITs的动机是明显的：经过多年，REITs交付给其投资者的总回报等于并在许多时期超过了标普500指数。他们的关联性很低，这意味着一个人的投资组合中REITs部分不会随着其他资产类别的价格而步伐一致地变动。在绝大部分市场周期中，他们显示其自身

的波动性更小。他们提供了大量的分红收益，很好地超过了绝大部分普通股票。他们反映了与其他普通股票或资产类别不同的经济和市场状况。

随着时间推移，投资者的需求会随之增长并可能变得更复杂。一些投资者愿意自己更多地参与其中。由于税收原因，他们会想去安排投资交易的进度。股票经纪人、专业财务规划师和投资顾问将帮助他们实现这些。幸运的是，这些专业人员中的大部分对REITs有所认知。

更重要的是，投资者想要在不同的资产类别中分散他们的投资以使由于偶尔的熊市对一些特定的资产类别带来的不利影响最小化。开始于2000年的科技股票崩盘已经教给了新投资者分散投资的价值所在。正如我们前面看到的，REITs股票与其他资产类别的相关性相当低，而他们的历史总回报却令人印象深刻。如果投资界的一大部分决定将10%~20%的投资分配于REITs，其影响将是相当重大的。在2011年1月太平洋投资管理公司（PIMCO），一个大型的备受推崇的投资管理公司发表了一篇论文，“设计结果导向型养老金固定缴款计划”，其中推荐为了达到预定目标REITs投入比例最多可达到15%。当投资者的资产增加并且他们对投资世界更有认知时，他们会想去确保其在REITs投资上进行有意义的配置。

回到1997年，信诚房地产投资公司首席执行官伯纳德·温诺格拉德（Bernard Winograd）说，“市场供给产品和投资者的种类和质量正

在提高，REITs行业正在从家庭手工业转变成一个主流投资选择”。他补充说随着更多大型房地产公司上市，增长的流动性会吸引更多的投资者进入这个领域。

尽管有不时的挫折和熊市，温诺格拉德先生的评论已经证明是有效和具有先见性的。面向个人投资者的财经出版物又在REITs讨论投资的益处，个人投资者们正在倾听。

经纪公司也正在扩大其对REITs投资的覆盖范围，而且如今实际上所有主要的经纪公司都拥有REITs分析师。另外，NAREIT有一个培训财务规划师关于REITs投资的项目，是一种实现客户资产多元化极好的形式。它也在帮助扩大在所有主要的401（k）市场里可供选择的REITs数量。较以往更多的投资顾问将REITs看作对债券或其他高收益股票的一种强有力的补充。当我们的婴儿潮一代人大量退休时，由REITs提供的高的、稳定的和不断增长的分红收入以及其他有利的投资，对他们将会更具吸引力。

机构投资者

前文中，我们提到机构和养老基金对接受REITs有些迟缓。但是由于许多原因，这种情况正在改变——也许不像REITs行业想要的那样迅速，但是确实在改变。首先，直到最近REITs股票只是集中于有限的一些房地产部门。然而，现在实际上所有的房地产类型都可以在REITs机构的资产中找到。直到1993~1994年，REITs行业还被视为是

不重要的，而且在当今是主要的REITs行业部门的许多理想房地产类型如写字楼、购物广场、旅店和自助存储设施甚至未被列入，只有很有限的选择可供利用。

有人质疑REITs很小的市场价值，这使得机构投资者很难大量购买和出售REITs股票而不影响其市场价格。如果一家机构找到一个它想要投资的REITs，它会发现不可能在REITs中不取得控制地位而购得一个巨额头寸。如我们下面要讨论的，流动性在REITs行业是一个弱化的问题，许多REITs的市场价值急剧增长，而其流动性也有实质性增加。

许多养老基金在REITs中已有大量投资。其他的通过与有经验的REITs机构组成合资企业“试水”。最终，当他们的熟悉程度提高后，许多机构会通过直接购买REITs股票增加其投入。但是，在我们考虑主要养老、寿险及相关的基金在未来几年里会增加其REITs股票配置前，让我们试着了解我们如今的情形。

确定养老基金和其他投资基金对REITs股票持有的程度是很困难的。杰弗里（Geoffrey Dohrmann），机构房地产有限公司（IREI）的创立人、总裁兼首席执行官认为机构通过许多不同的方式投资于REITs。该公司为机构商业地产投资者提供咨询服务并提供信息需求。最近他告诉我，一些机构“将REITs作为一个独立的资产类别”，而很多其他机构不但通过指数基金进行投资，而且“通过他们的基金经理或通过自己的员工直接投资于REITs”。

无论他们怎样投资，看来机构拥有的REITs股票已经很庞大。SNL Financial跟踪这些数据显示，特别是一些REITs机构投资者的持有量十分巨大。例如，他们2010年编制的数据显示，649家机构包括共同基金拥有最大的REITs西蒙地产集团96%的流通股。然而大型机构投资者仍然只是将很适度的一部分“房地产”投资配置于REITs股票。在第5章中提及的IREI和金斯利联合公司2011年研究描述道，主要机构2011年有望投资于商业房地产的资金中，只有7.4%资金用于REITs股票。

但是动量正在聚集。上述提及的7.4%要比前一年目标3.5%翻番还多。在2010年10月，Callan Associates，一家咨询金额近10亿美元的大型投资咨询公司，发布一份白皮书，“REITs：一个平衡的视角”。它强调REITs的“强劲并可以测量的分散化优势”，并总结“与私有核心房地产相关的业绩引人注目……”。尽管较大的机构投资者不会用REITs股票代替其所有的房地产投资，但是随着时间的推移，仍有可能找到让REITs股票进入众多机构投资组合的方法。到时让我们更具体地考量为什么会这样。

REITs的质量和**管理强度**

自1960年REITs诞生起到大约20年前，大部分REITs由小部分房地产公司员工或外部咨询师以被动的方式管理。那种时期已经过去，而今内部管理是当前的规则。把这些旧式的REITs称为“组织”实际上已经是很宽宏大量了。正如我们在第6章里讨论过的，在多数情况下

内部人拥有股票不太明显，利益冲突很多，并且大部分REITs只能获得有限的资本。机构投资者会发现投资于这样的REITs几乎是可笑的。

然而，当前很多作为私营公司已成功营运多年、有经验并备受推崇的房地产公司已经成为REITs，尽管在途中存在不可避免的小问题，他们已经赢得了卓著的声誉。上市REITs与私营公司相比不相上下。这些公司包括：在购物广场类REITs里，马塞里奇公司，西蒙房地产集团及塔博曼中心；在邻里购物中心类REITs里，多元开发公司，金科实业公司及Regency中心；在公寓类REITs里，Avalon Bay社区和邮政房地产公司；在写字楼和工业地产方面，AMB地产，波士顿地产及杜克实业。确实，在1991年前有一些机构在REITs模式下运行出色，如联邦、New Plan、UDR地产，华盛顿REITs及温加滕，但是他们的数量稀少。今天投资者可选择的REITs机构的质量要比过去高得多。

一个有助于并将使机构资金流入REITs投资持续增加的相关甚至更重要的因素是，投资者现在正逐渐认可许多REITs管理团队的能力和其专业技能。在20世纪80年代末90年代初以及过去几年中，机构很遗憾地认识到，对一个投资组合的成功而言，管理可能是一个与地理位置同等重要的决定性因素。REITs广泛的管理能力、与承租人的联系、有力的财务资源、获取资本的能力、内部研究能力及在许多情况下开发和再开发的专门知识，应该能够使他们为股东创造出被动型商业地产所有者无法获取的价值，并且可以为其提供大于直接投资于商

业房地产或是投资于此类资产的私募股权基金的总投资回报。正如本书前面提及的，在这方面REITs过去的业绩令人印象深刻。

增长的市场价值和股票流动性

如果在过去很小的市场价值是阻碍机构基金经理投资于REITs股票的一个因素，当他们看到REITs市场价值增长从而也增加了流动性时一定会很高兴。在1993~1994年IPO高峰之前，没有一个单个REITs能够拥有多达10亿美元的市场价值。根据NAREIT统计，到1997年年底共有47家REITs超过了这个里程碑，到2010年年底有83家。由于偶尔的熊市（并且一些REITs会私有化），REITs的市场价值会不时萎缩，但是其会持续发行股票用以收购和开发房产；尽管新股发行有稀释现有股东所有者权益的效果，他们也会增加REITs股票的市场价值和可供交易股票的公开流通量（public float）。此外，当REITs股票达到以足够高价格交易的程度，以至于他们可以在收购私营房地产公司时被当作“货币”。在REITs行业将会看到很多拥有巨额市值的REITs机构。

现今许多REITs股票的交易量与许多中等市值和较大的非REITs公司相当，并且该交易量会随着其市场价值增加而增加。根据NAREIT统计，构成NAREIT综合指数的股票日均交易量从1995年大约1亿美元上升到2000年超过4亿美元，到2005年3月大约14亿元，到2010年10月大约34亿美元（见图13-1）。

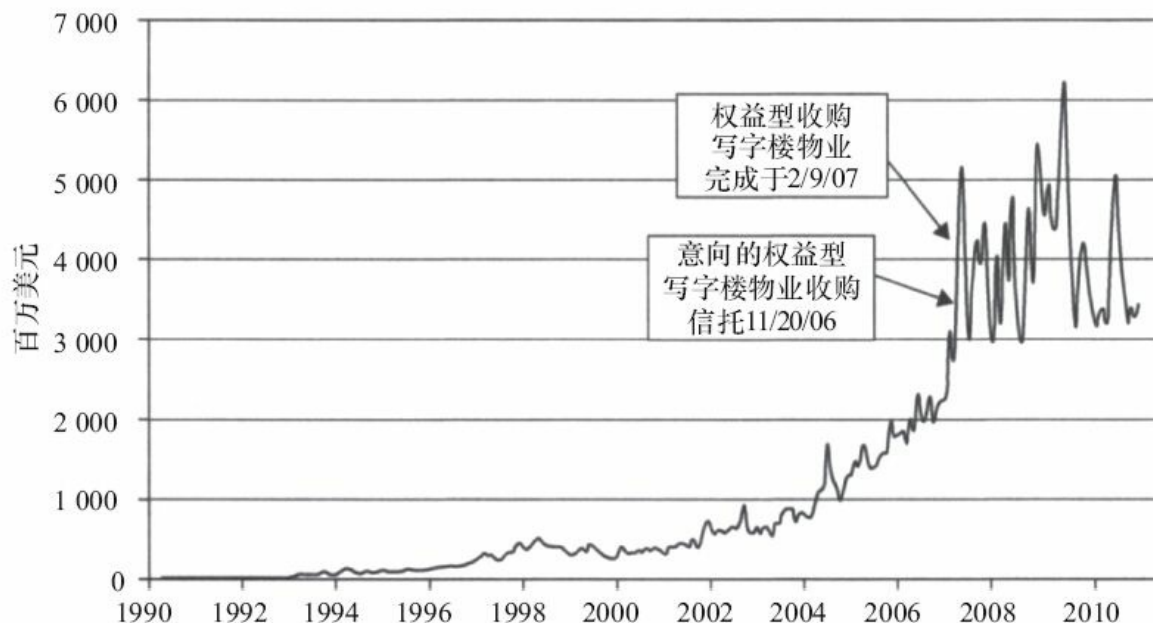


图13-1 股票日均交易量

现在大部分机构投资者在很多REITs股票里能够建立相当大的头寸而不会明显影响其当前市场价格。而且，当机构更加熟悉REITs时，他们或许会发现能在20分钟内卖光成千上万股股票并不太重要。

威廉·坎贝尔（William Campell）是一位经验丰富的REITs观察家，他提出了养老金和其他机构投资者持有REITs而不是特定的房地产其他几个好处。其中包括在房地产投资中使用债务杠杆（在养老基金直接投资中，法律上通常不允许这种做法）；REITs有更大的能力在某个单一地理区域内集合多种房产，这能够提高运营效率，为承租人提供更多的地段选择，并创造更好的房地产收益；大部分机构房产所有者因其管理风格、地理位置和房产类型不同，可以取得更多元化的房地产；在投资被证明令人失望的时候，易于变现。

机构将以什么形式继续投资于REITs呢？存在几种选择。他们当

然可以简单地从公开市场购买REITs股票。他们可以与某个REITs组成一个联合企业，建立基金用于收购满足特定要求的房产或用于开发一个或更多新的房产。或者他们可以用自己已经拥有的房产交换REITs股票。而且，有时他们会与某个REITs协商购买私募股票或参与新的优先股发行。机构的这种兴趣可以持续增加与房地产投资相关的REITs股票的信用度，并促使更多私人持有的成功房地产公司成为REITs。

【小知识】机构和养老基金选择如何投资于REITs并不重要；重要的只是他们正在选择将REITs作为直接拥有房地产的一个有力补充，及他们持续加大对REITs的投资。

一家大型的荷兰养老金计划ABP投资公司前高级组合经理马特·吉尔摩（Matt Gilman）（现任喜达屋房地产证券公司CEO）曾说过，相比购买单个的楼盘，REITs的流动性是“无限好的”。并且他说REITs投资让获得必要的分散化投资容易得多。

对机构而言，一个偶尔出现的问题是REITs是否应被视作“房地产”。如我们已经讨论过的，REITs是一个房地产与股票的独特混合体，任何为其贴上单一标签的尝试注定会失败。约瑟夫（Joseph Pagliari），凯文（Kevin Scherer）和理查德（Richard Monopoli），2003年在《组合管理期刊》发表了一份研究，将基于NAREIT指数的REITs股价表现和以美国房地产投资信托协会房产指数（NCREIF）为代表的私有房地产表现进行了对比。通过调整使NAREIT和

NCREIF指数更具可比性，作者结论认为，上市和私有（房地产投资）工具一定程度上应该被视为可以互相转换的，为投资者提供了风险回报连续的房地产投资机会。如果事实如此，那么认定REITs最好地结合了房地产和股票就不是没有道理的。不过，机构在增加REITs股票投资上速度缓慢或许部分是由于这个“股票还是房地产”的难题，也可能是由于前些年REITs较低的流动性（尽管正在增加）。

不管怎样，最终更多的机构投资者会得出结论，尽管REITs股票短期内受到股票市场的潮流和变化无常的影响，但从长远看他们会实现像房地产一样的回报，并且很有可能要比其更好。当然，如我们在第8章看到的，REITs管理团队的质量——随着时间推移他们表现如何——对吸引新的机构及个人REITs投资者是十分重要的。

但是，请不要轻信我的话。本章前面我提到的咨询师杰弗里（Geoffrey Dohrmann），他和机构商业地产团体有着密切的联系，在2010年年末告诉了我以下内容。

我想可以肯定地说，机构已经将更多的房地产投资配置于REITs，并且这种趋势很有可能持续下去。另外，随着REITs被计入主要的指数中，基金经理会受到鼓励将对应的股票纳入到其投资组合中，作为一种赶上指数或战胜指数的方法。最终，由确定的利益向确定的投入养老基金模式转换将持续为REITs股票投资管理公司创造机会，使其可以更广泛地分布其基金产品作为基金参与者的替代选择。因而机构投资者持有和专业管理的REITs股票投资将很有可能在未来

5~10年里持续增长。

这里的底线是，尽管大型养老基金和其他类似机构绝不会用REITs股票替换他们的直接房地产投资，但是随着时间的推移，仍有可能找到让REITs股票进入众多机构投资组合的方法。的确发展趋势正慢慢转向这个方向，特别是近几年。

大型REITs：更大真的更好吗

有关现今REITs的一个重要观点是，一直到1993~1994年的IPO高峰时，大多数REITs都是非常小的公司，能力有限。他们获得房地产，大多数都能将所持物业管理得相当好。许多能够不时地将其房产升级，因而相比采用单纯的被动式购买并持有的策略，他们能够以更快速度增加其企业的价值和营运资金（FFO），但是很少能够开发新的房产。然而，1993~1994年当一大批颇具开发能力的新REITs上市时，一切都彻底改变了。

在不同的房地产周期，至少从风险调整的基础上来看，有时开发新的房产不会有利可图，例如当现有的房租水平不足以弥补土地征用费用、房屋产权和建筑费用时，当利息和融资成本过高时，或者当承租人对房屋需求不足时。然后，在另外一些时候，如果构想和执行明智，开发新的项目很明显是有保障的，并且可以产生良好的投资收益。REITs在此类开发项目上的能力具有明显的优势，因为他们在条件合适时能够使自己抓住机会，因而能比那些没有如此好条件的机构更快增加FFO和NAV。

尽管一些投资者会选择投资于较小的REITs，他们中的一些会支付更高的分红，发展能力稍差。但更多的投资者特别是机构投资者将会投资于那些能为其股东产生最大的附加价值的房地产机构。这些公司具有知道什么时候去收购房产和在哪里以便宜的价格找到他们的购

并技巧；具有确定长期增长最强劲的地方的研究能力；具有以最有创造力和有效的方式管理现有房产必需的员工；具有成为低成本房屋供应商及在市场中与供应商和承租人协商最好价格必需的规模；具有开发最为急需的、在最佳位置的房产的能力；以及创造高度自我激励的管理团队和明智的后续发展计划的远见。这样的REITs，在绝大部分市场周期中可以通过他们的能力在适当的时机吸引新的资本，将会变得很大并吸引更多机构的追随。

然而，尽管有对大型REITs的未来前景和潜在发展的预期，REITs投资者可能会质疑规模巨大是否会有不利之处。当其资产在遥远的地方，一些投资者会对成为一个“全国性REITs”对股东的意义产生疑问；而另一些投资者有时也注意到REITs为了获得更大的体量付出了过大的代价，不论以现金还是股票的形式。2000年Prentiss地产和Mack-Cali实业的一项提议并购，在投资者不能从这个业务合并中发现价值创造时遭到了投资者的嘘声并随后放弃。1998年新计划房产（New Plan Realty）和超越房产（Excel Realty）并购的意义也值得怀疑。General Growth对Rouse的大规模收购对股东有好处吗？也许没有。稍后我们对并购（M&A）活动进行考量。

从空间上许多REITs确实成为全国性的，并会继续寻求在有前景的新市场中拓展业务。但他们也几乎在同时退出市场、卖出资产，并高度专注于他们十分强势并具有统治地位，或者那些他们看好最具有长期增长前景的市场。因而，许多REITs正在成为“本地神枪手”——像SL Green长期致力于曼哈顿地区——可能会为股东创造最大价值。

尽管一些大型REITs可以在市场中成为本地神枪手，但是从历史角度看，对公寓、写字楼、工业或是邻里购物中心REITs来说，在多个这样的市场中成为高效的竞争者是很不容易的，特别是如果其资产分散于整个美国。一些大型的REITs，如Equity Residential和Simon地产做到了这一点，但很多都摔了跟头。

现今，有许多大型REITs机构在地理上分散化（如Camden，Equity Residential，Kimco，Simon和UDR），另一些着重于全国性的细分市场（如AvlonBay，Boston Propertyies，Prologis和Regency），另外一些则专注于区域性市场（如Essex，Federal，吉劳埃房产公司，SL Green和Vorando）。每一种商业模式都有其优点和缺点，REITs投资应当确定一个REITs是否有财务实力、基础条件和管理能力以适应该模式。某个REITs执行的聪明策略对另一个公司来说可能就是愚蠢的：地理上的多元化并不是某个REITs进入新市场的充分理由，我们REITs投资者可以通过购买一系列REITs来使自己的投资多元化。

在REITs规模更大的环境下，现在我们来考虑一下REITs世界的兼并和收购问题。尽管更多的运营良好的私有房地产公司有可能在未来几年内成为REITs，我们也会不时地见证并购周期。前几期的《REITs投资》也许过分详细描述了1995~2004年许多“上市对上市”的REITs机构并购。在这一版中我不想再复述这些行为或更新它。可以说，大量有经验的REITs投资者曾经投资过的REITs机构，他们的名称在REITs世界里已不复存在。他们被很多当今的大型REITs并购或

是卖给了私募股权公司或其他房地产投资者。

【小知识】至少在REITs行业，在一些人看来驱动很多“上市对上市”的并购的原因是“越大越好”。是这样吗？

对投资者真正重要的问题是：越大的REITs真的是越好的吗或者，随着时间的推移至少一个强有力的竞争者可以为其股东创造高于平均的回报？并且，如果是这样，兼并或是收购其他REITs有意义吗？支持大规模的人提出以下论点：

- 由于规模经济的原因，并购者可以很容易提高所并购资产的获利能力。

- 并购可以通过减少管理费用和其他费用的形式产生“协同”效应。

- 大型公司在和供应商谈判时具有强势地位，可以获得可观的价格让步。

- 大型公司同样在与承租人谈判时具有强势地位，特别是在零售领域。

- 大型公司可以为承租人提供更多的服务，因而可以增加租金水平。

- 大的规模可以减少资本费用——在债务和权益上。

· 投资者喜欢并愿意为大型上市房地产公司提供的更强的流动性支付溢价。

这些当然是有效的论点。但是也存在一些反对观点。那些质疑某个REITs收购别的REITs机构（或是大型房地产投资组合）的人认为：

1.运营成本的节省是很小的，特别是当一个运营良好的REITs或房地产投资组合被收购时。

2.大部分REITs的管理费用并不臃肿，因而任何公司总体和行政成本的节省也是很小的。

3.公司文化通常很难融合，同时许多优秀并富有经验的经理会离职，因而会负面影响此类并购的长期价值。

4.当为一个公司付出的溢价大大超出其成本节省时，通常会产生“协同差距”（synergy gap），其通常需要很多年才能弥补（如果可以的话）。并且它通常会损害收购公司股东的价值。

5.REITs机构只是偶尔能够拥有以昂贵股票形式存在的有吸引力的“货币”，可以在收购中被有效使用。

6.变得越来越大使得极好的“一次性”收购或以独特的开发项目为股东创造有意义的递增值变得更加困难。

我的观点是有时并购可以为收购公司的股东产生价值——并且有

时越大越好，但是并购也可能损害股东的价值。这更多取决于房产的领域，交易的结构（和其定价）及其在2~5年内执行的好坏。每一桩交易必须就其本身评估。投资者变得更加聪明并有识别能力，他们只有在价值被作为结果创造出来时才会以增长和大的规模加以回报。当然，大型REITs在整个20世纪都是房地产市场里强有力的竞争者，但许多更小的、更加专注的REITs已经说明巨大的规模和业务量并不是在REITs行业里取得成功的先决条件。

在2000年许多更大型、更激进的REITs在其股价上享有更大的溢价，而更小一些、更平静的REITs股票显得缺乏活力。这种情形引起了一些想法，认为在“分离之年”之后REITs行业的并购将加速，是由于具有强势股票“货币”（以NAV溢价交易）的大型REITs能够以便宜的价格收购许多更小型的REITs。这种情况没有发生，因为许多在2000年表现良好的大型市值REITs股票在2001年将其良好表现

（performance edge）让位于小型的高收益REITs。只要小型的REITs能够有效竞争并为其股东创造价值，就很难断定并购行为会呈加速趋势。

当然，在REITs村落我们会继续经历并购，例如，2011年1月宣布的AMB房地产和ProLogis的并购，2011年2月宣布的Nationwide Wealth和Ventas的并购；然而，一波大型交易的浪潮不太可能发生。即便是General Growth Properties，当其2010年准备摆脱破产时，在一些大型基金投资者的帮助下依然能够保持独立，断然拒绝了Simon地产集团的收购要约。无论如何，对投资者而言投机于“下一个”收购候

选人可能不会很有成效。尽管《萨班斯—奥克斯利法案》对作为上市公司严格和加剧的合规性要求，可能使一些小型REITs去寻求一个并购伙伴，甚至大型REITs也可能选择合并或私有化，但我们无法提前鉴别。

当然，除了购买整个公司，REITs还有其它方法使其房地产投资组合增长，例如2002年Macerich对Wescor投资组合和2005年对Wilmorite资产的收购，或是2005年Regency与Macquarie Countryside（一家澳大利亚房地产信托）一个以27亿美元对Calpers——第一华盛顿购物中心投资组合的收购。经过严密构思、以有吸引力条件定价并能提供前述讨论的潜在优势，且能使提及的问题和担心最小化的大型房地产交易会收到收购和被收购公司股东的热烈欢迎并使其受益。其他构思不太严密、执行很差的交易，之后会使其股东极为不满。当然REITs行业会随着时间推移而扩张，但是购物中心是个例外，美国大多数最富成效的购物中心是由REITs机构拥有的。当商业地产的所有权被一些巨型公司、REITs和其它公司控制时，这一点（REITs行业的成长）值得怀疑。

标准普尔500指数里的REITs

几年来，REITs行业一直寻求将其一个或多个成员纳入到标准普尔主要的美国指数中，包括标准普尔500指数，标准普尔中型400指数及标准普尔小型600指数中（2001年前标准普尔对REITs股票有一个单独的指数）。纳入指数的主要理由是现代REITs已经从相对较小（从

1000万到5000万美元)、依靠外部咨询和外部财产管理的被动性房地产投资集合发展成为充分整合、自我管理的公司,很多市场资本总额已经大于一些标准普尔500指数中已有的公司。因而,争论的焦点是如果达到标准普尔500指数的条件,REITs应该像任何其他公司一样有资格成为这一指数的成员。

最终,标准普尔的决策者们被说服并在2001年10月3日宣布,标准普尔将承认REITs有资格纳入到他们广泛的美国指数中。随后标准普尔宣布,2001年时最大的REITs,Equity Office Property被选择替代Texaco(其被Chevron并购)进入标准普尔500指数;其他几个REITs随后被指定纳入标准普尔中型400指数和小型600指数。标准普尔声明它已经“对房地产投资信托(REITs)、他们在投资组合中的角色、会计和税务机构的处理及投资者的看法进行了广泛的审核”,并且“标准普尔认为REITs已经成为与在其他在美国证券交易所挂牌的美国上市公司一样,受同等经济和财务因素制约的公司”。

标准普尔决策的长期效果十分重大。参照标准普尔网页,2010年年末,与标准普尔500指数挂钩的基金总计9150亿美元,而指数本身代表了3.5万亿美元的股票。第一只纳入标准普尔500指数的REITs,Equity Office Properties最初代表大约0.1%的标准普尔500指数,或大约10亿美元新的投资。2001年年末,最大的公寓类REITs,Equity Residential也被纳入标准普尔500指数。另一些紧随这些REITs之后,在2010年12月,有14家REITs被纳入到标准普尔500指数中。REITs纳入指数的长期利益是其对REITs作为一种可靠的长期权益投资的可信

度起到了巨大的推动作用。股票基金经理现在必须认真看待REITs，而如果不这样做，将使他们承担业绩低于基准的风险。

一些行业领导人提出REITs机构应当被视为主流权益投资，为争取投资者注意应当与其他所有股票竞争。但“对你所期望的要谨慎”。对REITs股票的诉求中一个重要的部分是许多投资者将他们当作一个单独的资产类别，像债券和国际股票一样，并且将这样一种单独的资产类别纳入一个广泛分散化的投资组合中有很多优势，特别是在大多数时候，从他们与其他资产类别较低的相关性角度来看。如果REITs股票仅被简单地视作股票，像科技股或医疗保健股一样，这种优势会不会丧失呢？

也许，但不是必然。如果所持股票是一个能为投资者持续提供可观利益的分散化投资组合的一部分，为这一组股票放置何种标签并不重要。如果它们投资属性良好，包括适中的风险，较低的相关性及强劲的整体回报，投资者还会真正在乎财务咨询师将REITs股票称为一个单独的“资产类别”还仅仅是一个“行业组合”吗？无论如何，将一些REITs股票纳入标准普尔500和其他较小的标准普尔指数成为REITs行业的一个分水岭。

其他新的趋势

在第6章提到了一些REITs行业新的趋势，例如与机构投资者组成合资企业及资产循环策略（其中现有的资产被出售以提高资产组合质量或为开发项目筹集资金）。投资者也已看到其他一些REITs世界里的最新趋势，其中一些可能会影响REITs的估价和增长率，我们来探讨其中的一些。

债务杠杆

在本书的其他地方我们已经讨论了REITs运用债务增加投资回报的智慧之举及基本原理。放眼未来，一个明显的问题是久负盛名的REITs会在其资产负债表里背负多少债务。也许我有点过分疑虑了，但我一直不相信运用债务可以为REITs投资者创造任何长期价值，除了在非常时期商业房地产可以以异常低的价格购得。在经济和租赁市场表现良好时，债务杠杆可能会是一个温和的积极因素，但在市场情况迅速反转和信贷市场冻结时，债务杠杆就可能是一个定时炸弹。

但债务一直被房地产投资者使用，也许这种想法不会改变。2010年许多REITs有充足的机会募集巨额权益资本。进入2011年，当大量的资本被募集用于修补破碎的资产负债表时，许多REITs有意愿将债务削减到很低的水平，但到2011年春天，没有哪家主要的REITs（除了很少一些，例如Public Storage，其从未过多负债）的总资产的杠杆

率低于30%。可是这种情况在今后几年也许会发生。我猜想任何大幅度削减债务杠杆的REITs将会受到许多投资者的欢迎，特别是那些提前发出信号并解释的。这是有希望的：Kimco公司的密尔顿·库珀（Milton Cooper），一位REITs行业领导者，曾说过他的目标是经过一段合理的时间看到Kimco将债务杠杆降低到25%；也许它能够做到这一点，成为REITs行业低负债的一个典范。

但是我们还是现实一点。很少有REITs可能将债务杠杆率降得很低，比如说40%，特别是当利率很低时（就像前几年和进入2011年时）。而且在那个水平的杠杆也不应会使投资者太担心，如果REITs将其债务到期计划安排得非常保守，并且其利息支出前的自由现金流比例负担不是很重的话。

更好的信息披露

【小知识】 REITs机构的报告和信息披露已经十分全面，现在个人投资者通过前往一家REITs的网页，很容易获得以前仅能被分析师或机构投资者取得的财务和其他信息。

仅举一个例子是AvalonBay的网站（www.avalonbay.com），其包括季度财务信息和一些附件和附录，描述了公司的发展路径，收购和出售及子市场概况与其他主题。受到证交会披露规则FD规则支持，大部分上市公司包括REITs机构正在扩大其重要业务和财务信息的传播，投资者可以通过电话或是网络直播（并且重播已经可以获得）参

加很多季度业务会议。

披露本身也在改进。即使是在一个单一领域内不同的公司计算FFO也不同。尽管NAREIT持有努力改进定义，虽然REITs投资者仍继续受到这样一个事实的困扰，但向更加统一的披露和会计实践以及披露更详细的房产和其他数据的努力一直在稳步推进。投资者要求更加精确和有意义的财务信息，REITs机构正在越来越多地满足其愿望。

在不远的将来，也许有一天在美国我们会有“公允价值”会计，REITs将会披露其房地产的公允市场价值。这个进程已经开始。

REITs海外投资

因为有合理的理由，REITs习惯上避免在海外进行房地产投资。法律、行业惯例及持有管理房地产的经济性在美国以外通常是不同的；在任何地方房地产往往是一项非常专门化的业务，需要在当地强势的存在及了解政府规章，承租人需求，供给趋势和土地及建筑价值，以及其他许多信息的雇员。但是最近我们已经看到例外，例如一些激进的REITs已经在外国进行房地产投资。

也许最早的且可能是最成功的努力是由Chelsea房地产集团做出的，其在2004年被Simon房地产集团收购。Chelsea与日本两家主要的公司组建联合企业在日本建设和管理代销中心，效果非常显著。其他零售类REITs在获得海外房地产利益时也很积极。Simon，除了其位

于日本、墨西哥和韩国的Chelsea代销中心地产外，已经在华沙（波兰）、那不勒斯（意大利）和杭州（中国）进行投资，但随后处置了其中一些。2001年，Developers Diversified在俄罗斯投资了一个联合开发项目。Taubman Center正在澳门、波多黎各和韩国开发项目，Kimco Realty几年前开始在加拿大和墨西哥投资，近期正在拉丁美洲进行投资。

两家工业地产REITs在美国境外也很活跃。ProLogis扩展到18个国家，包括加拿大、中国、欧洲、日本和墨西哥（尽管由于大衰退的原因它出售了许多此类资产以降低债务杠杆），而AMB地产已经在加拿大、墨西哥、欧洲、日本、中国和新加坡确立了市场地位。Shurgard自助存储，自从被Public Storage收购后，在欧洲开发了许多仓储地产，而Host Hotels现在在6个国家拥有旅馆地产。然而，写字楼、住宅和健康医疗类REITs对在美国以外的投资没有太特别的兴趣。

投资于外国房地产必然引进新的风险（例如，外国货币损失，与外国合作伙伴相关的问题，独特的管理和税收问题等）。然而，如果规划和执行时谨慎并具有远见，规模适度的此类投资对REITs和其股东也可能非常有利可图，特别是如果这类业务规划可以利用REITs和其外国合作伙伴专业技能或者承租人关系的结合。但是一家REITs在外国一项单纯被动性投资看起来不会为REITs股东提供多少利益。如Kennith Campbell和Steve Burton在第11章解释的，美国投资者可以通过持有外国REITs股票、广泛普及的共同基金甚至ETF参与外国房地

产投资。真正的麻烦是，具体地说，一些REITs能够通过这些努力为其股东创造价值，而另一些却不能。

新的分拆型REITs？

2001年一个可能最终对REITs行业意义非凡的事件是国内税务局2001-29号裁决的颁布。该裁决认为REITs机构从事于“一种活跃的贸易或业务”，如果满足其他标准，这使得公司有可能在一个或许选择成为REITs的新机构内摆脱其原有股东股份，并且可以持有以前由较大公司持有的房地产。在此裁决颁布时，投资者立即关注快餐巨头麦当劳集团，猜想它是否可能将其所有的房地产放入一个新的REITs（McREIT），其可以将这些资产回租给麦当劳。所有持有大量房地产资产的重要公司都可能有动机将其财产分拆到一个新REITs中，希望增加其盈利能力和资本回报，而有可能减少公司税收。

但是这存在较多的障碍。这样一种分拆会减少公司对其业务场所的控制。并且，作为一个现实问题，投资者不大可能会接受这种类型的REITs，至少在最初时它会大量地将其资产租给一个大的承租人。投资者宁愿他们的REITs通过承租人组合实现分散化，并与每一个承租人保持一定的距离。一个新的“专属的”REITs可能承诺，经过一段时间购买更多的房产并将他们租给其他人，但是投资者会有足够的耐心吗？

作为2001年税务裁决的结果，第一笔完成的分拆交易是Plum

Greek Timber与一家新的REITs的并购，该REITs是由Georgia Pacific分拆其木材资产形成的。实际上，这笔交易是请求税收裁决的原因；Plum Greek在1999年时就成为一家REITs。Rayonier，一家更大的木材、纤维和木制品公司，在2004年转变成一家REITs；而Weyerhaeuser，另一家重要的木材和林产品公司，在2010年选择成为一家REITs。

直到近期，只有木材和林产品公司这样好地利用了这一税务裁决。但在2011年1月，一家大型零售商Dillard's宣布计划，将组成一个新的REITs子公司从Dillard's及相关公司接受不动产权益。其意图是为了将这些房产在三包租赁条款下租给Dillard's。在竞争非常激烈的零售环境中，一些拥有很多或大部分是自有商店的零售商，会猜测是否更多的零售商也会组成REITs。无论如何，我们应该记住，Dillard's的分拆如果发生，也仅仅是一种财务策略，可能不会为REITs投资者创造出一种新的商业利益模式。

与房地产相关的业务

在第3章对1999年REITs现代化法案的探讨中提到，在此法律下，一家REITs可以组建一个可应纳税的REITs子公司（TRS），开展以前未经授权的业务活动。很多REITs已经在其传统的REITs业务如收购、开发和运营商业房地产之外组建了新的业务企业，通常通过TRS。一些零售、写字楼和工业REITs已经在TRS的协助下，为其客户和合资企业基金开发了房地产。因为完工时就可以迅速售完房产，

通常可以获得大量的开发利润（即使在税后）并将其配置于其他传统与非传统的投资中，这些REITs也具有灵活性。

在2007年一桩220亿美元交易中被出售给Tishman Speyer-Lehman Brothers的一家合伙企业前，Archstone-Smith通过其Ameriton TRS为其他人管理房产，甚至开发和交易房产。几年前，在房地产市场泡沫期间，Equity Residential和Post Properties开发了一些公寓，以利用当时对此类房产的强劲需求（而不是出售他们的一些房产给公寓分租人）。Kimco Realty已经多年为零售商提供风险资本融资。一些REITs已经在房产技术上进行投资，例如宽带、电缆和互联网接入。其他一些甚至组建了他们自己处于起步阶段的科技、电子商务或通信企业。尽管这些经营得不是很好。一家健康医疗类REITs，Ventas，通过减少在其高级社区的第三方承租人，利用其TRS直接通过增加净营业收入增加盈利能力。（但这种策略当然也会使REITs更多暴露在日趋恶化的商业环境中。）

这些企业的成绩单情况复杂。在科技领域外的大部分表现相当良好，至少在他们受到大衰退不利影响前。但是他们看起来已经在“技术101”上失败。大部分与科技相关的投资在2001年被REITs机构核销。如果新的有利可图的收入渠道可以以这种方式创造出来，对REITs管理层应给予信任，但是REITs经理们是持有、收购、管理和开发商业房地产方面的专家，在将大量资金分配到他们并没有多少经验的新企业时应该谨慎。当然，在风险调整的基础上，这些新投资的大部分有可能产生最好的回报，是在他们能够使REITs利用现有的开

发和房地产管理技能时，或在其基本的房地产业务中通过增加承租人满意度使REITs变得更具竞争力时，换句话说，为其他服务提供商充当“看门人”，并为其承租人提供成本节约的机会。当然，一些REITs利用其TRS策略会比其他的REITs赚得更好的收益。和以往一样。风险需要和预期回报平衡。

更多的内容

在REITs报告1996年秋季刊中，房地产咨询公司Aldrich Eastman Waltch的创始人和共同主席彼特·艾尔德里奇（Peter Aldrich）预言说，“因为其市场价值每年25%的复合增长率，该行业现处于正轨。现在，除了不好的公共政策没有什么事情会使其增长放慢”。几年后，著名的房地产投资人萨姆·泽尔说道，通过REITs的房地产证券化是一个长期并将持续的趋势。Equity Residential前总裁兼首席执行官Doug Crocker最近说到更多，“我认为这个行业的规模将会增长。单个REITs的规模将持续扩大，而且投资者的基础将从现在以指数级别持续扩大”。

REITs机构和其投资者自然对REITs行业的未来保持乐观，这有充分的理由，即使再多的言语也不足以描述，因为这个行业已经变得更加理性和复杂。我们不再处于早期阶段，行业的增长已经远低于每年25%。正如本书自始至终提到的，令人沮丧的熊市和偶尔糟糕的资金配置决策有时使REITs行业受到创伤；而且，有时一些很好的REITs被私有化，例如，Archstone-Smith和Equity Office。然而，牛市一定紧跟熊市，而且此行业持续增长——在规模和复杂程度两方面。REITs投资者和REITs管理团队已经在很大程度上避免采用“非理性繁荣”的策略，并且在房地产市场非常困难的时期包括近期，保持专注于旧式阻挡和抢断及资本保全。REITs行业确实已经成熟。

投资者情绪的起伏在短期内总会影响单个股票和整个资本领域的价格变动，但是经过更长的时期，投资者会以业务前景、投资优势和风险调整后的整体回报作为购买和售出决策的基础。REITs机构，由一些最富经验和集聚了房地产领域内最富创新精神的管理团队带领，一定能够为其投资者持续提供满意的回报，特别是当对其较低的风险进行调整后。这个事实——比其他任何一个——将确保REITs在几乎所有投资者的投资组合中占有一席之地。我坚信，最好的时刻还未到来！

总结

REITs行业的快速增长已经为投资者创造了大量的机会——包括个人和机构，因为他们现在有更多的投资选择。

REITs工具也为有经验和成功的房地产机构提供了更多获得必须资本和更大的融资灵活性的手段，使他们能更容易提升业务并吸引和激励高质量的管理团队。

向更大更有能力REITs发展的趋势使个人投资者和大型机构都能够将其投资组合多元化，同时提供非常有竞争力的整体回报预期。

在美国REITs仍然只拥有很小比例的机构持有的商业地产，因而具有大量的机会扩大其资产并以更高的效率运作他们。

投资于REITs的理由是简单而完整的：在大部分时期，REITs提供了大量的、不断增长的现金分红，伴随着明显的资本增值的机会和适度的风险以及与其他资产相对较低的相关性。

通过房产收购、新的开发甚至有时收购其他REITs，当REITs的规模变得更大时，投资者可能会问自己对任何特定的REITs规模增长是净的优势还是不利条件。

REITs行业新的趋势包括资本循环、联合企业策略、增加透明性、不断改进的公司治理、更大的股票流动性和开发与房地产相关的

业务。

近几年REITs行业确实已经成熟，但是仍然存在一些渠道可以使REITs机构变得更强大，吸引新的投资资本及通过抓住随时间推移而呈现的大量机会而发展自身业务。

附录A 死亡和税收

当REITs股票被应税账户持有，例如不在退休账户（IRAs）或其他税收优惠账户如401（k）计划中，相对其非REITs表亲，他们有两个明显的劣势。假定一个典型的非REITs股票有8%的整体回报预期和2%的分红收益，如果持有超过12个月，它将以长期资本利得税率课税。国会最近将最大资本利得税率延长两年至2010年年末生效，此税率为15%（对低等级纳税人税率为5%）。因而，绝大部分从非REITs股票获得的预期收益将以优惠税率课税。此外，非REITs（“合格的”）分红目前以不超过15%的税率课税。

然而，对于REITs大约50%的投资者预期总收益来自分红收入，其以正常而非合格税率课税。

尽管如此，持有REITs股票确实经常为股东提供一些税收优惠。经常地，一大部分从REITs收到的分红不像普通收入全额纳税，一些分红可以当作长期资本利得处理，另一部分可以当作“资本回报”处理，目前对股东不需纳税。这种分红中的资本回报部分减少了股东在股票中的成本基础，并递延征税直到股票被完全出售为止（假定股票以超出成本基础的价格卖出）。假如持有至少12个月，资本利得以长期资本利得税率课税，实质上，股东已将分红收入转换成一个递延的长期资本利得。NAREIT的数据显示，例如在2009年大约13%的REITs分红由资本利得分配组成，10%为资本回报。

这些是怎样发生的？如我们先前看到的，REITs以营运现金（FFO）和调整后的营运现金（AFFO）作为其分红支付的基础，净收入是一个不太重要的考虑。FFO，简单地说是一家REITs的净收入，但加入了其房地产折旧，而AFFO是对资本化及未立即支出的直线摊销租金（straight-lining of rents）和经常性支出进行调整。因而，很多REITs向其股东支付分红超过了国内税收条例定义的净收入，而这种超支的一大部分通常被当作股东“资本回报”处理，不作为普通收入纳税。一家REITs分红中的资本回报部分，自1995年起，在9%（2007年）~28%的范围内变动，在一个特殊年份中介于12%~17%。

如果一家REITs从出售其某一些房地产中实现了长期资本利得，它可能会在出售当年将一部分分红指定为“长期资本利得分配”，对此股东将要支付税款，但通常以更低的资本利得税率。因而，向REITs股东支付红利分配主要包括普通收入、资本回报和长期资本利得。

表A-1所示为2009年Duke实业支付的分红如何在普通分红、合格分红、资本利得分配和资本回报中进行分配的。当然每一个REITs有不同的分配方式，而且一家REITs的分红也是逐年变化的，有时会很大。

表A-1 分红处理：Duke实业

Duke 实业 2009 年	每股分红 (美元)	占比 (%)
每股总分配	0.76	100
普通分红	0.524 687	69
合格分红	0	0
总资本利得分配	0.035 125	4.6
资本回报	0.200 188	26.3

举例

让我们假定一个投资者在2008年年底以每股11美元购买了1000股的Duke实业（DRE），总成本是11000美元（简单起见，我们将忽略手续费）。我们同样假设分红率为每股0.76美元。到2009年年底，他收到760美元的分红。根据上面所列DRE的2009年分红构成，在760美元总的分红里，524美元将以普通收入税率课税，35美元将以更优惠的资本利得税率课税，200美元将被作为资本回报进行税收递延。投资者必须在其成本基础中减去资本回报的数目（在这个例子中为200美元，或每股0.2美元），因此1000股DRE新的成本基础将是10800美元。最终，让我们同样假设股票在2010年年初以每股13美元出售，或总计13000美元（同样忽略手续费）。投资者届时将在Schedule D中报告长期资本利得2200美元（13000美元与10800美元之间的差额）。

仅靠查看REITs年报或季报中报告的净收入，股东不能预测将被递延征税的分红数目，因为递延征税部分基于超出根据国内税收条例确定的应税收入的分配。因财务报告目的的股东可用净收入和因税收目的的“应税收入”的区别主要与以下几点相关：

- IRC的折旧（通常采用加速法）和“账面”（通常采用直线

法) 折旧的区别

- 优先股分红的应付额
- 因税收目的对房产出售中某些资本利得递延（例如递延税收交换）

通常没有公开可用的信息允许我们提前确定REITs红利分配中将要作为普通收入课税的部分。这是因为，如前面提到的，为了税收目的某些收入和费用项目计算与其在当前年度报表中显示的不同。这个数字必须由REITs在其税务年度末确定，股东将不得不等到下一年年年初才能获得最终数字。

当然，前述的探讨没有一个与如果REITs在一个个人退休账户持有，401(k)计划或其他税收优惠账户有关。当持有在这样一个账户中，分红将不需纳税，但是分配（当最终从该账户中提取时）将按照普通收入进行纳税。

如果股东死亡时会发生什么呢？在当前税法之下，继承人获得一个“抬高的课税标准”，涉及被分类为资本回报的那部分分红将不用支付所得税（尽管必须支付遗产税）。在这种情景下，只有在死亡时才能够完全逃避一大部分REITs分红的所得税——但这不是一个值得推荐的税务筹划技巧。

当然，州税法可能会与联邦法律不同。投资者应当向其税收会计或财务顾问核实在联邦和州法律下，他们的分红的状态。

前述税收优惠都不会诱导一个REITs怀疑者拥有REITs股票；此外，如果税收节省是一个人唯一的投资考虑的话，在合格分红上的低税率仍然给了其他普通股票一个相对于REITs的优势。尽管如此，在REITs分红上可以递延一部分税收，并能将另一部分作为资本利得以更低税率纳税的能力，随着时间的推移将有显著的优势，不应该被忽视。

附录B 案例分析：FFO，AFFO，FAD和CAD

以下表B-1中的例子是一个利润表推导的调整后营运现金流（AFFO）和可供分配资金或现金（FAD或CAD），载于由Post Properties，一个公寓类REITs发布的季度收益报告中。尽管下面的计算是由该REITs在许多年前发布的，不过对大部分REITs在如何推算AFFO，FAD或CAD上它仍然是很有代表性的。

表B-1 Post Properties (PPS)：第三季度，1996年

(单位：千美元，除每股外)

收入	
租金——自有房产	40 583 美元
房产管理	722
景观服务	1 199
利息	50
其他	1 661
总收入	44 215 美元
房产支出	
房产营运 & 维护	15 115 美元
折旧—房地产资产	5 877
房产总支出	20 992 美元
公司和其他支出	
房产管理—第三方	558 美元
收入	
景观管理	1 013
利息	5 970
财务成本摊销	293
折旧—非房地产资产	197

(续)

收入	
日常和管理	1 769
少数权益	0
公司总支出 & 其他支出	9 800 美元
总支出	30 792 美元
少数权益和特殊项目前收入	13 423 美元
资产出售所得	693 美元
营运合伙中的少数权益	(2 535)
净收入	11 581 美元
加	
折旧和摊销	5 877 美元
少数权益	2 696
减	
出售资产净所得	(854) 美元
财务成本摊销	(55)
营运现金流 (FFO)	19 245 美元
每股营运资金	0.71 美元
减	
经常资本支出	(692) 美元
调整后营运资金	18 553 美元
每股 AFFO	\$0.69 美元
减	
非经常资本支出	(687)
可用于分配资金或现金	17 886 美元
每股 FAD 或 CAD	0.66 美元
加权平均股票数量	26 929
营运单位	

讨论

注意Post房地产从其调整后营运资金18553000美元中减去非经常资本支出账户中的687000美元。这提供了一个1996年第三季度Post公司可用于分配的现金的准确情景；然而，由于这类支出的非经常性质，它可能不能提供下一步净现金流的准确“运行速度”（按687000美元，其有可能更高）。

在会计惯例下，房地产资产的折旧例如公寓大楼或其他建筑有可能具有迷惑性。随着时间推移，房地产（尤其是优质土地）常常升值，特别是维护良好的；然而出于会计目的，为了推算净收入折旧必须被扣除。营运现金流（FFO）是通过将房地产折旧和摊销加回到净收入中计算出来的。然而，房产所有人承受那些是确实存在的经常资本支出，为提供所有者从房地产中获得的经常性现金流的真实情况，这些支出也要加以考虑。

例子包括时常必须更换的毯子、窗帘、外部灯光固定装置和屋顶。有些情况下，房地产所有人可能要做一些租户提升活动（或提供一些租客补贴），这些对于保持房产对现有和潜在租客的竞争地位十分必要，并可能要给外部经纪人一些租赁佣金。由于许多此类支出要资本化而不是在其发生时费用化（列支），他们必须从营运现金流（FFO）中扣除以便确定调整后营运现金流，或AFFO，这是经济现金流的一个更准确的描述。

一些采用可用于分配的资金或现金（FAD或CAD）的REITs和投资者经常用Post已经采用的方法来区别它和AFFO。不像AFFO，它从FFO中扣除与房地产相关的资本支出摊销，FAD或CAD通常通过扣除非经常（以及正常和经常）资本支出推算而来。而且一些计算FAD或CAD的REITs或他们的投资者，可能也要扣除抵押贷款本金的偿还金额。遗憾的是，当计算CAD或FAD时没有一个广为接受的标准进行这些调整。

以下几点需要记住，可能在分析REITs现有和预期收入与净现金流时有所帮助。

当评价一个REITs的收入时，对租赁有效期和现有租赁费率进行分析并将它们与REITs的房产市场内的租金水平进行比较是一个很好的主意。在以现有市场费率重新开始租赁时，这种方法可能在确定租金收入是否能增加或减少上有所帮助。这通常被称作内含式租金增长或租赁损失（对租赁费率低于市场租金）或租金下滑（对租赁费率高于市场租金）。

始终将源于服务的收入（不论是来源于房产管理，一项收费开发业务，还是联合企业费用或顾问服务）和源于租金的收入区别开来。租金收入常常更加稳定、可预期，而费用——在某种情况下，只有客房能够终结关系（和随之产生的服务或收入现金流）。然而，源于一些联合企业的收入常常能有相当长的时间。

始终分析REITs的债务种类和它的债务期限。REITs投资者通常更喜欢长期债务而非短期债务，更喜欢固定利率而非变动利率。一些REITs比其他REITs对不断上升的利率有更多的风险敞口。

注意经常性的资本化房产支出，那些面向维护的、并未改善REITs房产的或延长他们使用寿命的以及不常用的融资工具（例如，“买下”贷款利息票，期货股票交易等）。这些项目会影响所报告的营运现金流的质量并有助于计算调整后营运现金流。

附录C 权益资本成本

这个概念十分重要，在如何计算一家REITs的“权益资本成本”方面似乎没有普遍的共识。有几种方法处理这个问题。确定一家REITs的名义权益成本的一个快捷方法是估计未来12个月REITs的每股预计营运现金流。当发行新股时，因将要发行的新股和预计将从这些新股发行收入投资获得的增量FFO（或从支付债务中节省的利息成本），这个每股营运现金流应该进行调整。最后，我们再将这种“试算”每股营运现金流除以REITs从每个新股售出收到的价格。^[1]

例如，我们假定USA公寓REITs有1000万股流通股，以每股15美元交易，预言未来12个月中在FFO上将获得1000万美元。它打算发行另外1000000股票并收到每股15美元的收入（我们将忽略承销佣金），这将被用于购买一个提供6%初始收益的公寓大楼；这笔1500万美元的投资因而会提供900000美元的额外营运现金流（1500万美元的6%）。因而，在试算基础上，这家REITs将有1090万美元营运现金流，当除以1100万股流通股时，会得到每股0.99美元营运现金流。以15美元发行价格相除，将会得到一个名义权益资本成本6.6%。注意这个比率要高于在新公寓投资中可得到的进入收益（6%），是由于这个股票发行将会对现有每股FFO有轻微的稀释。

然而，如果我们假设USA公寓REITs能够以17美元净价售出其新股，它的名义权益资本成本将是5.8%。因而，一家REITs售出新股的

价格越高，它的名义资本成本将越便宜；这会使得新股发行和发行收入的投资更有可能对FFO是“增长性的”。

但是以上的方法只是衡量了权益资本的名义成本；它的实际权益资本更为重要，应该用一种截然不同的方法进行衡量。在第一种方法中，我们用每股净销售收入除以每股试算预期营运现金流，只用了未来12个月的预期营运现金流。但是用未来很多年将由REITs产生的营运现金流会怎么样？这个营运现金流将会被新发股票永久稀释，由于这个原因，短期的看待是十分不完整的。怎么能将更长的期间段考虑进去呢？

衡量一家REITs实际的权益资本成本的一种方法是运用投资者预期在其投资REITs上获得的总收益。例如，如果一家REITs股票以能提供一个预期10%的内部回报率（包括分红收入和资本溢价，并且在预期FFO或AFFO分红增长率、债务杠杆及其他因素的基础上）在市场上定价，这家REITs的实际权益资本成本不应该也同样是10%吗？一些REITs可能太过保守（或许因为在资产负债表里很少或没有债务及非常谨慎的业务策略）、久负盛名，他们的营运现金流和分红增长率不太出乎所料，以至于一个比较适中的7%年收益可能使绝大部分投资者满意；在这种情况下，该REITs的实际资本成本或许为7%。

然而，这种方法的一个主要困难是确定投资者要求的总收益；这不像它可能显现的那样容易，因为股东很少会向世人宣传他们所期望的。而且无疑一些投资者会比其他投资者期望更高的收益。所有这些

讨论把我们带入到资本资产定价模型中，“现代投资组合理论”等等，在不同的风险度量例如标准差和beta系数的基础上，这个模型设法确定投资者所要求的超过“无风险”收益，例如6个月短期国库券收益或10年期国债的收益。但是这些主题超出了此处讨论的范围，并且那里也存在很多的不同观点。

不过，那些想要深究这个问题的REITs投资者可能想要设法确定在特定的REITs股票中投资者预期的总收益，或者应该被投资者预期的总收益，并且运用那些数据确定该REITs的实际权益资本成本。

（在互联网上有很多涉及此主题的讨论和论文，例如“资本的实际成本”，《机构房地产证券》，1998年1月）有人可能会认为，从REITs历史总收益11%~12%的角度来看，REITs应该预计他们的实际权益资本成本处于哪个区间。然而，在利率异常低、房地产市值水平异常低的期间，或当从其他投资中获得回报预计异常低时，REITs投资者的收益预期也应该减少，REITs的权益资本成本也应该比他们长期的历史均值更低。

重要的是强调很多权益资本成本的计算依赖于REITs使用债务杠杆的程度；债务越多，权益资本成本越高。债务资本的成本（这是更直接的说法）可以与权益资本的成本混合以确定资本的加权平均成本（WACC），这有助于帮助确定REITs所做任何新投资是否明智，换言之，任何新投资的内部收益率（IRR）应该等于或越过它的资本加权平均成本。

法律要求REITs每年以分红形式支付90%的净收入给其股东，如果没有一个激进的资本循环策略或经常性回到市场取得更多的权益资本的话，一家REITs很难在FFO或AFFO上形成显著的增长（例如通过收购或新的开发）。保持低的债务水平当然可以帮助降低权益资本的整体成本，定期卖掉一些只有很低的长期内部收益率的房产一样可以达到此目的。

即便如此，那些持续寻找有吸引力的机会的REITs通常会需要不时地筹集额外的资本。因而，REITs投资者了解如何分析一家REITs的权益资本成本是十分重要的，特别是它的长期权益资本成本——即使是这样的计算不太精确。预期从外部增长方案中获得的投资收益应该仔细地与REITs的资本成本进行对比，以确保当新股售出时股东的利益不会被永久稀释——或价值被损害。

[1] 一些投资者单地看待一个REITs的分红收益，这是相当有误导性的；FFO和AFFO，以及其他定价指标，例如新股是否以NAV溢价或折价售出，在确定REITs定价及因发行额外股票造成稀释的情况下，要远比分红收益重要得多，and thus the dilution from issuing additional shares.

附录D REITs投资组合管理

以下是有关一个人如何管理他的REITs股票投资组合的讨论。这是从作者的一个内部通讯中节选的（或更新的），“必不可少的REITs”。

那些只有两三只REITs股票且不打算购买更多的投资者应该忽略这整个的附录D。它的主要目的是为了那些狂热者，他们拥有大量的REITs配置，或许持有10只，20只甚至30只，并且他们对于通往有效REITs投资组合管理之路上的陷阱和歧路充满好奇。

首先，提醒一下。这不是一个通常可以在《财富》杂志或金融报刊中看到的主题；投资组合管理常常是学院派、股市分析员和职业投资组合管理人的领域，许多文章常常充满那些晦涩难懂、难以理解的公式，这种类型我们可能会在MIT有关弦理论的研究生讲座黑板上找到。如果你不相信我，请查验在投资组合管理期刊中的任何期号。然而，因为我上的是法学院而不是商学院，后续的讨论明显不会涉及高等数学（就此而论，或者甚至不涉及低等数学）。这是个好消息；坏消息是它没有提供获得直接资本收益的五步方案。

好吧，让我们开始吧。我们知道所有的REITs不是生而平等的，他们本身的确也不平等。他们每个在不同的区域拥有不同的资产，奉行不同的业务策略，有差异地构建他们的资产负债表。他们管理团队的质量和深度明显不同。或许所有的古典音乐对不熟悉的人听起来都

一样，但是它的爱好者当然知道舒伯特和希伯格的区别。同样，所有的REITs在很多方面是相似的。他们都持有或借贷商业地产证券，但是彼此会十分不同。

这些不同的特点，以及不同REITs股票相关联的估价水平，使得一只REITs股票长期与短期收益预期和风险特征和另一只十分不同。因此，将REITs像考虑投资级债券一样考虑——“谁会在乎你持有哪一个？”可能会是一个巨大的错误。房地产市场，管理团队，资产负债表和业务策略影响风险和增长特征，并且确实在REITs投资中举足轻重。经过一段时间，他们确实会影响业绩和波动性。以这种方式考虑：如果你想投资于能源领域，你怎么购建你的投资组合？你会买综合性的重要公司，例如，雪佛龙、埃克森和荷兰皇家吗？还是小的“勘探和生产”公司？还是钻探公司？还是天然气管道公司？业主有限责任合伙企业？你偏爱石油还是天然气？你关注在一些“令人兴奋的”地区，例如西加拿大焦油砂地区或是巴西沿海吗，或是你对在一些已经探明区域，例如圣胡安盆地感到更安心呢？你的回答明显会影响你的投资组合表现和风险特征。

对REITs这是一样的。我相信，REITs投资组合管理应该由一个人的投资目标驱动。它能取得最好的可能业绩，风险最小化吗？它能以每年100个基点击败基准收益吗？它能成为一个主动管理型指数投资吗？风险有多重要——不仅是波动性，除了因为过度债务杠杆或非常激进的开发策略导致投资组合价值近乎永久下跌的预期？波动性重要吗？高分红收益呢？税后最大化收益呢？很早以前我们知道，在多

变的投资世界里没有免费的午餐，因而投资策略需要根据其收益要求和风险厌恶程度量身定做。所以让我们仔细地研究一下一些可能的投资目标。

1. 击败基准和风险管理

我们都想击败基准，对吗？对那些获得管理组合报酬的人，这是他们存在的理由，而且证明了他们收取的费用的合理性。对那些自己管理投资组合的人，优秀的表现满足了自我并证明了额外工作的合理性；要不然，指数基金会是一条可行的路。但是我们经常没有足够关注击败基准所需的条件——特别是如果我们想要粉碎它？老实说：尽管自1992年年底REITs行业已经扩张了超过20倍（在2010年年末股票市值超过3000亿美元），它在一定程度上仍然是一个小行业，并且我们的投资不是没有限制的，特别是如果流动性成问题的话。有很多新的投资者在REITs乐园里放牧，他们中的一些相当聪明。现今，公司通常发布指导，且大部分“市面上”的营运现金流、调整后现金流预测十分相似；当非经常项目被过滤后，一家REITs能以很大金额超过或是未能达到共识的数目，发生的可能性只比看到猪飞上天要大一点。

因此，那里十分具有竞争性——如果不是荆棘满布的话。精心挑选的少数几个人仅仅通过机敏地选股，一定程度上可能能够经常击败基准，但他们不会在超过5年的时间范围内，以超过比如一年2%击败指数。不管怎样，以每年5%击败基准，通常基本上犹如需要一个人

在10英里徒步后拥抱一大桶冰啤酒一样拥抱风险。因而，让我们假设一个投资组合经理想要非常显著地击败基准；他怎么管理一个全REITs投资组合呢？

有几个方法，包括：

（1）非常积极的交易，力争这里或那里刮取或抓取额外1%或2%，即使以很高的投资组合换手率为代价。

（2）严重超配或低配特定的房地产板块——REITs行业的表现板块之间一年一年变化巨大（甚至一季度到另一季度），大力重仓于一个表现强势的板块可能会在业绩上创造奇迹。

（3）同上，对于一些特定的公司，特别是如果他们在基准中未占据重要比例，例如占6%的位置，比如说Chesapeake Lodging, Monmouth房地产，Retail机会投资或Terreno实业能使我们很好地领先于或落后于基准。

（4）游离于REITs乐园之外并持有非REITs房地产股票，例如Brookfield, St.Joe公司，甚或是住宅建筑公司例如Pulte集团。

风险以不同的形式和规模来到，除了重仓或轻仓某些板块或股票，或是沉溺于大量交易。一些行业从本质上要比其他行业更具风险，例如，旅店类REITs的现金流更不易预测。并且，公司间的风险无疑差别明显。尽管没人能说在MPG Office Trust或Boston Properties短期股票下跌中是否有更大风险敞口，但无疑前者是一个更具风险的

公司——不仅因为它更大的股价波动性。

在公司特定的风险中也有不同之处；这可能出于一些因素，包括管理策略（策略有多大风险，把多少资本用于这个策略？），从房地产获得的现金流的稳定性和可预测性（及房地产相关业务），以及开发风险和海外投资风险的程度。在以前季度，管理及其预测有多可靠？存在不当分配资本的风险吗？当然，一些公司的资产负债表就是比其他的更有风险——由于高额的债务杠杆，大量的变动利率债务或近期到期债务。REITs股票的流动性也可能是一个问题，特别是如果公司令人失望的话。

在这里，本质是一个人有可能从满是MPG Office, Felcor Lodging和第一实业的投资组合中产生更好的短期业绩，但是它将是一个比重仓于像Equity Residential, Public Storage和Simon房产集团更有风险的投资组合。所以，我们不能跟自己开玩笑：优秀的业绩是极好的，但是它通常要付出代价——这个代价拼写是R-I-S-K（风险）。

2.减少波动性

如果低波动性是我们的目标，有一些事情我们可以做。一个明显的方法是重点关注那些历史上每天波动幅度不太大的REITs股票，换言之，REITs行业版的强生或金佰利·克拉克。但是要记住的是，昨天睡着的狗，因为各种各样的原因，会变成明天打了激素的袋鼠，反之亦然。在减少投资组合波动性上其他的几个工具也是有效的。让我们

看看其中一些：

一个明显的策略是增加现金水平。对把现金头寸保持在5%~8%，没有人会把你称作无用的人，而这样做无疑会减少波动性（尽管它一定会在牛市中惩罚你）。另一个策略是确保头寸不是集中的，换句话说，不要将超过例如你的总投资资产的3%投入到任何单个头寸中。此外，如果我们选股是对的话，这可能导致在业绩中付出一定成本，但波动性将被降低。波动性降低也可以通过将投资扩大到许多房产板块，因为这会常常使每日和每周的绩效变得平坦。

风险可以或不依据波动性专门定义，但是，实际上与在2008~2009年高杠杆的REITs一样，那些由于任何一个未来事件而更容易自我毁灭的股票很有可能更具波动性。关注REITs领域里更安全的公司——从对管理质量、业务策略、开发风险、现金流的可预测性和稳定性，资产负债表的实力，股票流动性，分红覆盖率及其他那些可能影响12个月后REITs股价水平的事项的预期入手。一些公司的股票，像AvalonBay、Boston Properties、Federal Realty、Public Storage和Simon Property，由于他们的投资特征包括规模和适中的债务杠杆，可能不太具有波动性。因此，如果低波动性是你的投资策略，坚决地装满弹药吧。

3.使税后收益最大化

许多精明的金融规划师不断提醒我们在向山姆大叔和州政府交税后，我们保留下的才是真正有价值的。我们可能在一个成功的短期交

易中赚得10000美元，但如果我们住在加利福尼亚或其他高负税的州，我们要是幸运的话可以保留其中的6000美元，而且仅仅为了弥补税款支付我们需要在任何一个新的替代投资上赚取高额收益。当然，许多投资者在个人退休账户（IRAs）和401（k）计划中持有REITs，“不需要厌恶税务筹划”。那好吧！但是其他人确实需要考虑他们的税收，或许在REITs投资中比其他地方更甚。

为什么？这样想一想。当州税和分阶段收取的替代性最低税（AMT）被抛入到等式中，即便是长期资本利得也可能以高于25%（不是15%）的税率征税。我们卖出另一个以含有REITs收益购入的股票时能产生足够的资本溢价使我们在一年或两年内保持完好无损吗？不大可能——如果我们合理地预期典型的REITs股票每年只有4%~5%的资本溢价。因此，我们中那些以个人资金投资REITs股票的人需要从获利角度认真考虑税收和税务账单的后果。

幸运的是，REITs股票市值蒸发的风险比起例如生物科技或互联网股票要低得多。一家REITs很大程度地偏离一致的预期是不太寻常的。大部分REITs的现金流受到长期租赁合约的保护。因此，持有一项具有巨大的内含资本利得的REITs投资不会害死我们，否则，我们将要卖掉这些资本利得以便利用在REITs领域里其他明显的合算交易。因而对那些想要使资本利息税保持在最小化的人来说，最好的策略是每次当一个股票看起来很贵或其风险状况适度增加时，抵制卖掉或削减股票的诱惑。从而，税收敏感的投资者应该特别关注那些他们可以很开心地持有多年的股票。并仔细观察那些REITs共同基金；他

们的任务是跑赢他们的同类或REITs基准，因此大部分的投资组合经理像我的金毛猎犬萨米关注谁将出现在下周人物杂志封面上一样关注税收。

4.为收益而投资

许多人认为收益是REITs投资游戏的名字。谁又能责怪他们呢？近些年来，大约一半从REITs投资中获得的总收益单单来自分红。我认识的一些做REITs的人承认，“嗨，资本溢价是很好，但如果我的REITs给我提供一个稳定的分红，还有在特殊情况下偶尔增加我就相当满意了”。

一个REITs投资者应该只关注收益吗？当然不是。但是他应该重视收益吗？是的，确实如此。收益的确是一个将REITs股票与广阔股票世界里他们的表亲区分开来的显著因素。雪佛龙或麦当劳，具有3%~4%的分红以更低税率纳税，将是具有相似或是更低收益的REITs一个强大的竞争对手。

但是让我们假定，Yield Hogg先生受到分红收益的高度激励。他应该怎样配置他的投资组合呢？“此处有怪物”，正如许多投资者在无尽的悲伤中认识到的，一个看起来好得不真实的收益通常不是真实的。但正如老生常谈，即使你可能发狂，并不意味着别人不会找你的麻烦，那些钟情于收益的人仍能够在REITs中投资成功。一些在REITs领域我最好的朋友更喜欢有高出平均分红收益的REITs股票，我很高兴拥有这些股票。

当然，“无免费午餐”的原则意味着当我们过多关注收益时，我们必须做出一定的牺牲。高收益REITs的成长率常会更低；这是由于几个原因。首先，由于一家REITs付出接近或超过其100%自由现金流所产生的更高分红收益意味着更少的留存收益可被用于为未来现金流增长进行投资（那些支付超过由自由现金流提供的分红的公司正在清算自己，除非他们能够持续地以高价出售资产并通过新的开发项目以正的差价水平替代他们）。第二，高收益通常是“市场先生”不为预期未来的增长前景所动，因而要求当前收益要足够高以抵偿这种可以感知的缓慢增长率。第三，高分红收益通常是REITs持有高资本化率房产的一种迹象，它可能预示着更低质量和更高风险的资产。

另一种代价是更大的风险。如果一家特定的REITs被视为是一种有着锋利牙齿和不可预测行为的动物，投资者通常会以更高的当前分红收益为其股票定价，以便他们能够因为风险提高得到补偿。尤其，抵押型REITs常常会因这个原因有很高的收益。从历史上看，REITs领域内一些最高的收益附属于一些你不该带回家的股票。

因而，通常有很好的理由为什么一家REITs会有3.5%的收益而另一家会有7%的收益。但是那些努力工作、研究管理团队和资产负债表并对一些高收益REITs股票内在风险有严格控制的人，可以构建一个相当好的投资组合。当然，这些投资者可能会想加进一个包括相当安全、更高收益优先股REITs的组成部分——尽管因这些通常要放弃所有资本溢价的机会。

5.个人REITs投资策略

我个人的REITs投资策略是什么呢？为了广泛的分散化，我设法把几个前述的风格混合起来。然而，在我生命的这个阶段，我重点强调的是风险规避；大部分投资者，包括谦卑的作者，购买REITs股票不是为了打出全垒打并且向邻居吹嘘他们最近的成绩，而是保护他们的资本（包括在上面赚得一个好的可预期的收益）并避免灾难——以及尽可能避免陷阱。因而，我倾向于关注那些不会做蠢事，让我感觉很舒适的公司。他们拥有极好的、经过证明的管理团队，在好的位置拥有高质量的房产，享有强劲的资产负债表。并且，嗯，如果你已经读了这本书，你懂的！

但这是一个最后的想法。投资REITs股票不存在一条“正确的路”；如果很明智地执行，不同的策略都能起到好的效果。格言说：“牛可以赚钱，熊可以赚钱，但是猪会被屠杀。”同样的，只有那些或许为了追逐“本周的热门REITs”从一个投资风格跳跃到另一个风格，和那些试图买进卖出的投资者，会因持有REITs股票受到伤害。

当然，关键是了解一个人的财务目标，业绩标准，风险和波动性承受度，收益要求和支付资本利得税收的意愿。但是每一个积极的投资策略需要了解关于买进或卖出REITs股票的情况，包括管理团队，业务策略，资产和地理位置，资产负债表和相关的注意事项，以及对相关估值和风险有一个很好的概念。那些不想玩这个游戏的人可以一直购买一个REITs共同基金或交易型开放式指数基金（ETF），或许

通常很少或不会有业绩损失（但是，在一些共同基金的案例中，有在每年年底处理大量税单的风险）。

术语表

以下是一个术语汇编，包含一些在商业地产和REITs领域中常用的术语。这些术语很多并不总是被所有投资者以相同方式使用，因而，你无疑会在其他地方碰到一些有点不同的定义。另一个REITs和商业地产术语好的来源可以在NAREIT的网页中找到，具体是，www.REITs.com/IndividualInvestors/GlossaryofREITsTerms.aspx。

Adjusted funds from operations (AFFO) 调整后营运现金流
(AFFO) 营运现金流（参见FFO），减去正常的被REITs资本化或摊销的经常费用，它对正常维护和租赁房产是必要的（例如，在公寓单元中新的地毯和织物装饰，租赁开支及用于租户提升的补贴）；为减少租金的直线摊销也会进行一些调整，这是一个会计惯例。

Base year 基准年度 在一个商业租赁中，被用作参考的年份，对后续年份的收入或支出进行衡量以确定额外的租金费用或租户在增加的房产运营费用中所占的份额。

Basis point 基点 1%的1% (0.01%)。因此，10年国债收益增加30个基点会导致收益从例如3.35%增加到3.65%。

Beta 贝塔值 一只股票价格随股票指数例如标准普尔500指数而变化的程度。

Bond proxies 类债券REITs 一个俗称，用于指一家REITs的股

票为其股东提供高于均值分红收益，但是其营运现金流/调整后营运现金流和分红增长率预计会相当低，例如每年1%~3%。 [1]

Book value (per share) 账面价值 (每股) 按照GAAP要求，反映在资产负债表中的公司的资产减去其负债，除以普通流通股。账面价值会反映所有先前的折旧、摊销，因会计目的它们被计入当期损益；当以当前市场价格或现行收益率定价时，账面价值与公司的净资产价值没有多大关系。另见净资产价值。

Cap rate 资本化率 一个房地产买家预期的初始收益，表示为全现金购买价格的一个百分比。它通常用购买价格除以未来12个月期间房地产预期净营运收入（在折旧费用、利息费用和所得税前）或NOI。对特定房地产，资本化率在任何时候差异很大，而且时有发生，但总的来说高的收益率预示着更大的可感知风险或者也许低于均值的净营运收入增长率。当计算从一项房产中得到的预期净营运收入时，大部分买家和投资者排除了正常但常被资本化的费用，例如新的地毯和织物饰物（例如在公寓单元中），租户提升支出或租赁佣金；这样计算的资本化率通常被称作“名义”收益率。一个“实际”或“经济”资本化率包括标准化的资本支出效应。

Cash flow 现金流 就一个房产（或一组房产）而言，所有人从房产中取得的租金收入减去全部的房产营运用费用，包括房产管理费用、设施成本和房产税。此术语忽略了折旧、摊销费用和房产税，以及为房产融资取得贷款的利息。有时会与净营运收入或息税折

旧摊销前盈利交换使用。

Commercial mortgage-backed securities (CMBS) 商业抵押支持证券 这是由一些商业房地产资产抵押提供支持的债券。他们通常被构造成房地产抵押投资通道 (REMICs) 以便使利息支付不在实体 (或信托) 层面纳税并被转移给投资者。CMBS 证券经常被分割成多个具有不同优先级和风险的“分级”。

Correlation 相关性 一种类型的投资的价格例如 REITs 股票跟随其他投资变动的程度。1.0 的完全相关表示价格变动可以根据其所比较的投资价格变动准确地预测。零相关表示根本没有相关性，而 -1.0 的相关表明投资在价格上的变动会与所比较投资完全相反。

Cost of capital 资本成本 一家公司例如一家 REITs 以权益形式 (普通或优先股) 筹集资本或债务的成本。权益资本的成本应该考虑对公司现有股票持有者利益的稀释。债务资本的成本仅仅是所发生债务的利息支出。

Debt capital 债务资本 一家 REITs 在其资产负债表中持有的债务 (而不是权益) 数量。这包括固定利率或可变利率债务，有担保或无担保债务，或向公众或私人投资者发行的债券，在银行授信额度下的借款或其他形式的债务组合。它不包括权益资本，例如普通或优先股。

Discounting 折现 当用在金融市场时，是指将会影响一项投资

的未来开发或项目以该投资在市场中以当前交易的价格进行预计或考虑的过程。

DownREITs 下REITs 一个下REITs构成非常类似于一个上REITs（参见上REITs），但通常形成于REITs成为上市公司之后，一般在REITs控制的合伙企业中，在合伙人中不包括REITs的董事和高管。

Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA) 息税折旧摊销前盈利 (EBITDA) 在利息、税款、折旧和摊销之前的盈利。

Equity capital 权益资本 通过出售或发行股票筹集的永久资本，发行公司无须偿还或赎回股票。优先股一般也被当作权益资本，尽管有时优先股发行时公司有义务在特定时期或特定条件下赎回这些股票。但大部分REITs的优先股可能不需要由发行公司在一段时间后赎回，通常是自发行之日起5年。

Equity market cap 股票市场价值 上市公司，例如一家REITs发行的所有股票的总价值，它由在特定日期以公司已发行的全部普通股票乘以股票的市场价格确定（另参见Market Cap）。有时“股票市场价值”包括由一个上REITs或下REITs发行的可由持有人转换为普通股票的营运合伙单位，一些投资者将已发行优先股的记载价值（或面值）包括在内。

Equity REITs 权益型REITs 一家拥有房地产或在房地产中拥有权益的REITs（而非一个以房地产抵押物为担保而发放贷款的REITs）。

Funds from operations (FFO) 营运现金流 扣除债务重组所得或损失及房产销售收入，加上不动产折旧，以及对在松散型机构如合伙企业或合资企业中所持有利益调整后的净收入（按照GAAP的定义）。

Generally accepted accounting principles (GAAP) 一般公认会计原则 上市公司财务报告必须遵守的准则。

Gross leasable area (GLA) 可出租总面积 衡量一家商业建筑中的可用于出租的空间的总规模。

Hurdle rate 最低预期资本回报率 在投资领域，在做出一项投资前要求的最低可接受的收益（通常表示为内部回报率）。

Interest coverage ratio 利息覆盖率 在REITs领域，任何特定时期一家REITs的营运收入（在摊销、折旧、所得税和利息支出之前）对全部利息支出的比率。这个比率衡量未偿还负债利息支出被目前现金流覆盖的程度。

Internal rate of return (IRR) 内部回报率 这个概念允许房地产投资者计算他的预计和实际投资回报，包括在投资上的回报和投资本身的回报。它考虑了所有从投资中获得的现金收入（预测或实

际)，与所有货币出资相平衡，因而当每项收入和每项出资折成净现值时，总和等于零。在持有期末，以高于或低于购买价格出售投资会影响实际内部回报率。

许多投资者认为内部回报率是衡量他们在一项投资上的回报的最好方法。比起简单地用当前收入，它是一个长期、更加综合的衡量一项投资回报的方式。绿色大街咨询估计，在接近2010年年末，大体上看商业房地产以提供给购买者大约7.7%的预计内部回报率进行定价。

Leverage 杠杆 房产所有人通过将借入资金增加到他已用于收购资产或企业的资金中，可能扩大经济利益和持有房产风险的过程。

Market cap 市值 某个REITs的（或其他公司的）未偿还证券和债务的总体市场价值。例如，如果某个REITs的2000万股股票以每股20美元交易，1000万股优先股股票以每股25美元交易，并且该REITs有1亿美元债务，它的市值是5.25亿美元。（4亿美元普通股，2.5亿美元优先股以及1亿美元债务）。另参见股票市场价值。

Mortgage REITs 抵押型REITs 某个REITs，它拥有以房地产抵押物担保的抵押贷款。这个术语有时也指那些在与房地产相关交易中借贷的REITs，尽管不总是以房产抵押物为担保，例如“夹层”贷款。

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) 全国房地产信托投资协会 (NAREIT) REITs

行业的交易协会，全国房地产信托投资协会为投资者提供关于REITs的大量数据和信息，赞助会议和教育论坛，以及与国会在可能影响REITs行业的立法上进行合作。

Net asset value (NAV) 净资产价值 某个REITs的所有资产预计净的当前市场价值。包括但不限于它的房产，减去所有负债。一些分析师也进行其他调整，例如，抬高或降低债务以反映当前的利率。这种通常在每股基础上表示的净资产价值，必须由分析师和投资者做出估计，因为美国的REITs通常不会获得定期的资产评估，按照通用会计准则他们也不需要这样做。

Net income 净收入 一个会计术语，用于衡量一家企业在收入中扣除所有费用后赚得的利润。在通用会计准则下（参见GAAP），持有的房地产折旧被作为企业的费用进行处理。

Net operating income (NOI) 净营运收入 从一项房产中获得的经常性租金和其他收入，减去所有可归于该房产或房产投资组合的费用。营运费用包括，例如，房产管理（包括维修和维护），保险，设施和积雪清理费用及房地产税收。他们不包括诸如公司日常管理费用，利息费用，房产升级，资本支出，房产折旧费用和所得税。

Overage rents 超额租金 (overage rent) 在零售或其他租赁中的条款，要求如果租户店铺销售或收入在测算期间超过某一规定的水平，除在租赁中规定的基础租金外支付的租金。

Overbuilding (or“overdevelopment”) 过度建设（或“过度开发”） 过多的新的房地产在近期完工并在一个或多个市场提供给租户，以致可用租赁面积供给显著超出承租人和使用人的需求，导致租用率下降，对租金率水平产生压力，并且对租户减让增加的一种局面。

Payout ratio 股息支付率 某个REITs每年分红率与其营运现金流或调整后营运现金流的比率。例如，如果营运现金流为每股1美元而当前分红率为每股0.8美元，营运现金流股息支付率将是80%。

有时投资者会用“股息覆盖率”而不是股息支付率；前者衡量当前红利由营运现金流或调整后营运现金流覆盖的程度。在此计算中，投资者用营运现金流或调整后营运现金流除以分红；即如果分红是每股0.8美元，营运现金流是每股1美元，营运现金流股息覆盖率是1美元除以0.8美元，或1.25倍。

Positive spread investing 正息差投资 以一个低于可从房地产收购中获得的初始收益率的名义成本筹集资金（股票和债务）的能力。这个术语只衡量当前收益，并不考虑实际的或长期的资金成本。

Price-to-earnings (P/E) ratio 市盈率 (P/E) 一家公司股价和其每股收益的关系。它是将股价除以公司盈利计算得到，要么在后溯12个月基础上，要么在前推12个月的基础上。在REITs领域运用的一个类似度量方法是“价格与营运现金流”比率 (P/FFO) 或“价格与调整后营运现金流”比率 (P/AFFO)。

Real estate investment trust (REITs) 房地产投资信托 要么是一个公司（最近不是太常见），要么是一个商业信托，具有某些联邦法律规定的税收特性，其中最重要的是如果满足一定的要求（例如要求将90%的税前年度净收入支付给其股东），机构可以获得与支付给其股东分红相等的联邦税收抵免。

Real Estate Investment Trust Act of 1960 1960年房地产投资信托法案 (Real Estate Investment Act of 1960) 由国会通过的立法并于1960年签署成为法律，批准建立REITs机构，目的是允许个人（和机构）进行房地产投资并获得类似于他们从直接持有获得的收益。

Real estate operating company (REOC) 房地产营运公司 通常指一个拥有、管理或开发房地产但在联邦法律下，没有资格获得REITs身份的上市公司。这些公司因而不需要向其股东进行任何分红支付，他们也不受其他适用于REITs机构的规定制约；这给予他们在资金使用方面更多的灵活性。然而，他们以正常的公司税率缴纳所得税。由于他们通常很低的分红收率，他们的股票可能比REITs股票更具波动性。例子包括Brookfield Properties, Forest City Enterprises, the St.Joe Company, 大部分住宅建筑公司和许多旅店公司。

Same-store sales 同店销售额 这个术语在历史上曾被用于对零售公司（例如JC Penney）的分析，是指开业至少一年的店铺的销售额；它排除了已经关闭店铺和新店铺的销售额，这些店铺通常有不正常的高额销售增长。“同店”的概念适用于REITs在前一年度同一会

计期间内持有并营运的房产租金收入、营运费用和净营运收入。

Securitization or equitization 证券化或权益化 一项有形资产所有权的经济利益，例如房地产，被分割到许多投资者中间并常常以公开上市交易证券形式表现的过程。然而，一些抵押贷款被打包成债券并以对投资者不同的风险水平分级进行销售，像在商业抵押支持证券市场；这些通常不是公开上市交易的。参见商业抵押支持证券。

Specialty REITs 专业REITs 一家REITs拥有或借贷一种不同于标准地产类型的证券，例如写字楼、工业地产、公寓或零售店铺。就此范围来说，一家木材REITs或一家电影院REITs是一种“专业REITs。”

Total return 总回报 一支股票在税收和佣金之前的分红收入加上资本溢价。例如，如果股票价格上涨4%，在测算期间提供4%的分红收益，则投资者的总收益是8%。

Triple-net lease 三净租赁 一种租赁类型，要求租客按比例承担房产所有重复发生的运营成本，例如公用设备、维护、房产税及保险。

UPREITs 上REITs 一家REITs不直接拥有其房产，而是在一个持有REITs房地产的有限合伙企业中拥有控制利益。其他合伙人（除REITs本身外）可能包括管理层和其他私人投资者。另参见下REITs。

Value creation 价值创造 尽管在REITs行业中，这不是一个精确定义的术语，但它对投资者极为重要。它通常指一家REITs的管理团队采取一定措施，不止是适当地管理和租赁其房产，而且使得REITs股票随时间的推移对投资者更有价值。这些措施可能无法反映当前收益的增加，但它们包涵了一系列的行为，包括有吸引力的房产（甚或是企业）收购，有利可图的房产开发或联合企业策略，形成并运作非租金房地产业务，以及有效管理资产负债表（包括在恰当时机出售股票及在利率较低时对债务进行再融资）。

Volatility 波动性 一支股票的市场价格每日甚至每小时倾向变动的程度。一只REITs股票或所有REITs股票的波动性会随时间变化而变化。具有适度债务杠杆和更加安全的现金流的REITs股票，在大多数市场期间可能比其他股票更少波动。

[1] 类债券REITs的投资特性非常类似投资级债券。——译者注