



Getting Started in Real Estate Investment Trusts

房地产投资信托基金入门

理查德·因佩里亚莱(Richard Imperiale) 著

施慧洪 译



中国金融出版社

WILEY

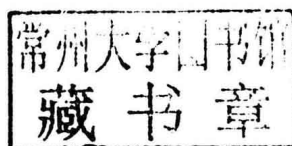
北京市自然科学基金资助项目 (9154025)

国家社会科学基金资助项目 (17BJY234)

房地产投资信托基金入门

理查德·因佩里亚莱 (Richard Imperiale) 著

施慧洪 译



 中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴
责任校对：潘洁
责任印制：丁淮宾

Title: Getting Started in Real Estate Investment Trusts by Richard Imperiale, ISBN 978 - 0471769194

Copyright© 2006 Richard Imperiale.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书中文简体中文字版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予中国金融出版社。未经许可，不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。

本书封底贴有 Wiley 防伪标签，无标签者不得销售。

北京版权合同登记图字 01 - 2017 - 5994

《房地产投资信托基金入门》一书中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资信托基金入门 (Fangdichan Touzi Xintuo Jijin Rumen) /
[美] 理查德·因佩里亚莱 (Richard Imperiale) 著；施慧洪译. —北京：
中国金融出版社，2018. 1
ISBN 978 - 7 - 5049 - 9309 - 0

I. ①房… II. ①理…②施… III. ①房地产投资—信托投资—投资基金 IV. ①F293. 338②F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 275030 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 167 毫米×235 毫米

印张 12.5

字数 200 千

版次 2018 年 1 月第 1 版

印次 2018 年 1 月第 1 次印刷

定价 66.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9309 - 0

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

前言

拥有庞大房地产投资组合的简单方法

你如何在房地产市场上大赚一笔？答：从一大笔钱开始！不幸的是，这是许多小房地产投资者的经验。房地产是一个讲究实力和规模的行业，如果没有大量的资金和知识储备，行业风险就会变得很大。事实上，即使你拥有资本和知识储备，这也是一个高风险的行业。那么，一个投资者如何才能在不拥有巨额财富的情况下，参与房地产投资组合呢？答案是，房地产投资信托基金，通过它的缩写 REIT（发音与 reets 一样）而被人们所熟知。这本书提供了对房地产投资信托基金的解释和分析，以帮助一般投资者开始在房地产投资信托基金投资。

房地产是美国最大和最普遍的行业之一，我们每天都接触房地产业。我们居住的房子和公寓，我们工作的办公室和工厂，我们购物的商店，孩子出生的医院，甚至是人们将度过余生的养老院。这些都是房地产投资对象的一部分。

这个庞大的房地产投资对象有很多形式。像养老金计划和保险公司这样的大型机构投资者就拥有大量的房地产投资组合。私人也拥有或大或小的房地产投资组合。大约三分之二的美国家庭拥有自己的房子，事实上，在很多方面，这就是房地产投资。

近年来，房地产投资的名声不好。在 20 世纪 70 年代，房地产处于通货膨胀和税收激励的时期，许多自然人和机构在各种税收激励的房地产投资中，投资并赔钱。房地产开发商和促销商，往往被认为是小贩和骗子。不幸的是，许多房地产开发商和促销商确实是小贩和骗子。开发商名声也不好，投资者认为这些房地产牛仔为了赚钱，可以建造任何东西。这也是真的！

20 世纪 70 年代，房地产促销商和开发商类似于 1999 年前美国网络泡沫中的网络公司（dot-com）管理层。随着投资者将越来越多的资本投入

到该行业中时，房地产促销商和开发商变得富有起来。1986年的《税收改革法案》通过终止助长房地产业资本形成的税收激励措施，改变了房地产的前景。由税收激励导致的房地产泡沫，以美国房地产市场上出现的最大的房地产过剩而结束。房地产过剩在很大程度上由储蓄和贷款机构提供资金。房地产泡沫的崩溃超脱触发储贷危机，因为房地产所有者通过高杠杆持有房地产，所以房地产贷款违约了。由于这些房产很少或根本没有投资人自己的资金，所以房地产价值和租金下降时，他们几乎没有动力不把钥匙还给抵押持有者，即储蓄贷款机构。处置信托公司（Resolution Trust Company）在20世纪80年代后期一直在努力地解决“储贷危机”。到20世纪90年代初，70年代的房地产过剩现象已经得到解决，但房地产投资在小投资者中名声一直不佳。1986年的《税收改革法案》为更加具有财务理性的房地产市场奠定了基础。传奇的价值投资者如山姆·泽尔（Sam Zell）和其他许多人都看到了房地产资产中的理性，并在市场发展的早期进行了投资。后来，这个阶段被证明是现代史上最稳定和明确的房地产复苏时期之一。房地产投资者变得更加自律，并且要求反映房地产资产投资风险水平的投资回报。抵押贷款的贷款方也更保守，他们不会向那些自己认为不太可行的项目提供资金。这给商业抵押贷款领域带来了资本市场纪律。最终结果是，房地产的扩张时间更长，扩张更稳定，房地产周期也不那么严重。从房地产业重塑的熔炉中，出现了一种新的房地产范式，这是由纪律严明的业主、理性的放贷人和较高的资本回报率共同孕育的。新的自律的业主阶层中，有房地产投资信托基金。它们在美国集体拥有超过10%的投资级房地产。房地产投资信托基金为小投资者提供了可以广泛参与房地产投资的机会，可以跨越大多数房地产行业 and 大多数地理位置。纪律严明的房地产专业人士，他们的财务利益与管理着房地产投资信托基金的股东基本一致。

房地产投资信托基金和房地产投资经历了一段曲折的历史。一般来说，房地产投资信托基金在历史上是房地产投资领域中小规模和被误解的部分。然而，在过去的十年中，这种情形改变了。目前，房地产投资信托基金是投资优质房地产的主要投资主体，也是机构投资领域的一支重要力量。对于正在寻求扩大和多样化投资组合的投资者来说，房地产投资信托基金是一种可行的、有竞争力的投资选择。它们提供有竞争力的且独立于股票和债券的回报。这一事实使得房地产投资信托基金，在成为与股票和

债券并行的投资组合的一部分时，增加了多样化的要素。

这本书描述了这些特点，并试图把它们纳入一个框架。该框架审视房地产投资信托基金的关键投资方面，以及推动房地产投资信托基金投资决策中房地产原则的理论化。作为房地产投资信托基金的专业投资者，我注意到，普通投资者在很大程度上误解了房地产投资信托基金。许多专业投资者和投资组合经理也有房地产投资信托基金的些许知识。此外，极少数有 REITs 主题方面的书。这些可获得的书，或者提供一个非常简单的概述，或者处理高度复杂的学术主题。大多数没有阐述房地产概念，这是房地产投资的基础，也没有提供将房地产投资基金纳入投资组合的方法。这本书正是试图解决这些问题。

第一部分，我们简要讨论了作为一种资产类别的房地产。然后，我们探究了房地产投资信托基金（REITs）的法律和金融历史。本节最后，讨论了房地产投资信托基金如何表现为一个投资类别，以及如何最好地整合到投资者的投资组合中去。第二部分，介绍了影响房地产整体的基本经济问题，并从房地产投资信托工具的角度分析了这些问题。本节得出作为一种投资的房地产投资信托基金的具体分析方法，以及涉及房地产投资信托基金的高级投资主题。第三部分，使用前两部分开发的理论结构，检查房地产投资信托领域内的每一种主要财产类别。几乎在每一章中，你会发现描述关键术语和“房地产投资信托基金思想”概念的栏目。所考虑到的所有情况，我相信这本书填补了现有的有关房地产投资信托基金的文献空白，促进了对新兴资产类别的更好理解。我希望广大读者也有同样的感受。

理查·因佩里亚莱

2006 年 5 月写于尤宁格罗夫，威斯康星州

译者前言

之所以有这部译著，是因为我国对房地产的调控进入了一个新的阶段。在这个阶段，我们可以借鉴国外经验，如美国 REIT 发展的经验，从而更好地发展国内经济，走出中等收入的陷阱。

一、我国房地产行业发展进入了一个新的阶段

因为房价高到了影响我国经济竞争力的程度，影响我国创新战略的实施，所以国家不得不出手采取一系列史无前例的政策来抑制房价。这种对房价的调控能力，只有中国政府有。我们知道日本 20 世纪 80 年代末、美国 20 世纪 80 年代与 21 世纪初，等等，都难以逃脱房地产泡沫破灭的命运。唯独中国政府因为国情特殊，成功地在短期内抑制了房价，从而没有触发房价随泡沫崩溃而至的银行危机，乃至金融危机与经济危机，为改革和创新创造了重要的平稳的经济环境。

在这个新阶段，国家要打击房地产投机，还原“住房是用来住”的房地产本质。

我国的房地产发展是以价格不断上涨作为前提的。(1) 政府需要卖地获得财政资源，也需要房地产交易税。(2) 房地产商需要房价上涨刺激销售，获取利润。(3) 房地产投资者需要价格上涨来出售获利。

但是，这些行为绑架了我国经济的长远发展。因为：(1) 消费结构被扭曲，消费能力被固化在房地产投资上，没有能力进行其他消费。(2) 产业结构被扭曲，挤占了产业发展资金，并滋生投机、政府腐败，影响社会风气。房地产发展与政府腐败似乎有着天然的联系。(3) 绑架了银行，这是引爆银行危机的定时炸弹。(4) 不利于社会稳定，不利于青年人的成长。

二、REITs 能够促进房地产的稳健发展，可以作为新的市场元素植入我国现有经济体系

1. 权益型 REIT 以及稳定的租金形式可以支撑新型大企业发展

美国沃尔玛、万豪酒店的发展都离不开 REITs 的支持。这种房地产租赁市场有利于经济的发展。毕竟，因为交易成本太高，小商小店的房地产租赁无法扶持大企业的成长。

2. REITs 以专业基金运作的方式，给投资者提供了较稳健的投资形式

REITs 可以持有、开发、买卖多种类型的房地产，地域可以分散，投资者也可以分散，从而减小投资者投资的风险。REIT 可以上市交易，也可以发行债券，这就向市场提供了一种新型的金融投资工具。

REIT 有免税抵税的能力，但它必须把回报的 90% 发给投资者，所以很多 REITs 的杠杆非常高。在美国，不少 REITs 的年收益率在 40% 以上，值得投资。当然，REITs 的回报率受利率的影响明显。

3. 随着租房比率的不断上升，REITs 的发展顺理成章

中央对于当前房地产价格调控，以及租房与售房的关系判断是从全局与长远利益角度出发的，但要落实这些认识就需要政策工具。当前，中央认为可以由国企来负责廉租房等房屋的建设。其实，依托市场的力量，进行新的制度建设，也许从效率上讲是更优的。

REITs 与资本市场相结合，能够吸引更多资金，并能提供市场化的租售等房地产服务。由于 REITs 连接到众多租房户等消费者，便于被保险公司等大型机构投资。同时，我们也需要这样的机构组织作为房地产调控的政策抓手。

三、该书提供了专业房地产投资知识

该书涉及居住型、产业型、办公型、制造型住家、酒店型、自储存型等房地产领域，对我国的房地产后续开发具有借鉴意义。

我国虽然整体上还是发展中国家，但是，一线城市面貌已经达到甚至超过发达国家的水平。然而，我国房地产市场细分市场的发育还不够，随着大规模居住型房地产建设作为支柱产业的时代成为过去，房地产的深入发展就必然需要借鉴现有的国外经验。

总之，翻译本书的初衷就是顺应时代的呼声，从专业建设的角度为我国的经济建设贡献智力。

本书是由北京市自然科学基金资助项目（9154025）和国家社会科学基金资助项目（17BJY234）共同资助完成。本书的适用对象为房地产从业者、金融从业者、信托从业者、相关监管者和在校学生。

目 录

第一部分 房地产投资信托基金 (REITs) 入门	1
第一章 作为资产类的房地产	3
第二章 房地产投资信托基金 (REITs) 的历史	12
第三章 作为资产类的 REITs (房地产投资信托基金)	21
第四章 房地产投资信托基金 (REITs) 作为投资组合多元化的 工具	31
第五章 将房地产投资信托基金 (REITs) 纳入投资组合	40
第二部分 房地产经济与分析	51
第六章 房地产市场的特征	53
第七章 房地产开发	62
第八章 合伙企业 (Partnerships) 与合资企业 (Joint Ventures) ...	71
第九章 分析房地产投资信托基金 (REITs)	78
第十章 高级财务房地产投资信托基金 (REITs) 主题	91
第三部分 公共房地产行业	101
第十一章 居住型房地产投资信托基金 (REITs)	103
第十二章 制造住宅社区房地产投资信托基金 (REITs)	110
第十三章 办公型房地产投资信托基金 (REITs)	117
第十四章 工业房地产投资信托基金 (REITs)	125
第十五章 零售行业房地产投资信托基金 (REITs)	130

第十六章	酒店房地产投资信托基金 (REITs)	143
第十七章	卫生保健物业	151
第十八章	自助储存房地产投资信托基金 (REITs)	169
第十九章	其他房地产投资信托基金 (REITs) 部门	174
词汇表		184

第一部分

房地产投资信托基金 (REITs) 入门

第一章 作为资产类的房地产

房地产投资比所有工业投资都要多。(安德鲁·卡内基, 1902)

如果要了解房地产投资信托基金 (REITs), 那么投资者需要对房地产资产类别有基本的了解。房地产投资的繁荣有助于使非机构投资者更广泛地接触到房地产投资机会。因此, 房地产仍是投资界保守最好的秘密之一。在 20 世纪, 主要投资机构已经正式地将房地产作为其投资组合的一部分。在机构投资者中, 优质的房地产可以提供良好的投资回报, 较高的当期收入并成为对冲通货膨胀的重要工具, 这并不是秘密。

房地产投资信托 (REIT)

一个致力于拥有、管理和经营不动产的税务管理公司, 如公寓、购物中心、办公室和仓库。被称为按揭房地产投资信托的一些房地产投资信托基金也从事房地产融资。

房地产作为投资对象的特点

在美国, 机构房地产投资者拥有 11.0 万亿美元的商业房地产投资。相比之下, 所有美国股票的总资本额估计为 12.9 万亿美元, 所有非政府美国国债的名义价值估计为 36.4 万亿美元。美国国内房地产作为资产类别排在第三位, 落后于股票和债券, 占三大资产类别总额的 18% (见图 1-1)。

房地产投资信托基金 (REITs) 简史

房地产投资信托基金 (REITs) 实际上可以追溯到 18 世纪 80 年代的信托和盗贼大亨。投资者可以避税, 因为收入如果是分配给信托受益人的话, 信托就不在企业层面征税。随着时间的推移, 这个税收优势被彻底改

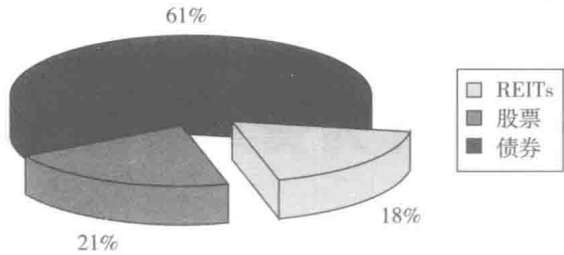


图 1-1 商业房地产与股票、债券

变了。1960 年，艾森豪威尔总统签署了《1960 房地产投资信托（REIT）法案》，将针对合格的房地产投资信托基金（REITs）的特殊税收考虑重新界定为传递实体。这使得房地产投资信托基金（REITs）可以在公司层面对向股东分配的收入避税。该法是当前房地产信托基金（REITs）的基础。

虽然 1986 年《税收改革法案》在很大程度上消除了房地产投资信托（REIT）的避税功能，房地产投资信托（REIT）投资在整个 20 世纪 80 年代一直在增加。1986 年的《税收改革法》允许房地产投资信托基金（REITs）直接管理它们的财产（译者注：以前是间接管理，有诸多不便）；1993 年，养老基金投资房地产投资信托（REIT）的壁垒也被消除。这些改革使得房地产投资信托基金（REITs）进行优质房地产投资的机会增加了。目前，在美国有 200 多家公开上市的房地产投资信托基金（REITs）。而且，房地产投资信托（REIT）的结构正在被全世界很多国家采用。

《1960 房地产投资信托法案（REIT）》是一部授权房地产投资信托基金（REITs）的联邦法律。它的目的是允许小额投资者将他们的房地产投资形成资金池，以便获得类似直接所有的那些好处。除此之外，这样做的好处还包括：分散投资风险，以及资金可以获得专业性的管理。

房地产资产类别的积极属性

每个机构在房地产方面通常都有自己特定的投资政策。通常情况下，机构会试图将其拥有的资产的寿命与预测负债的寿命相匹配。退休基金、保险公司和商业银行是房地产业的主要私营投资者。他们都需要预测未来某个时候必须满足的负债。

在匹配未来负债时，与房地产相对一致，且相对可预测的现金流量，能够使机构投资者获得高度的信心。现金流以支付给业主租金的形式出现。拥有这些建筑物的机构投资者往往拥有信用租户^①（对于这个概念，第十五章会有更多介绍）。

一贯和可预测的现金流只是房地产类资产有吸引力的特征之一。在通货膨胀的环境下，投资房地产的业绩表现也往往优于金融资产。在回顾房地产业绩的历史时，一些研究发现，通货膨胀期间房地产业的回报较高，而在通货紧缩期间回报则下降。因此，大部分金融资产组合通过房地产所有权，可以在一定程度上对冲掉通货膨胀的侵蚀效果。应税投资者也可以从房地产类资产获得额外的税收优惠。出于税务会计目的，土地以外的房地产价值可以按照一般大于物业实际经济寿命的折旧率进行折旧。在多数情况下，在好位置维护良好的地产的价值，随着时间的推移，实际上会以与通货膨胀率相近的速率而增值。这种加速的税收折旧导致了与延期税收类似的现金流保护效果，这通常被视作更有利的符合避税目的的长期资本收益。因此，房地产可以以现金流的形式创造当前收益，这部分现金流是因推迟到未来的纳税而存在的。对于免税投资者（如养老基金）来说，房地产的独特税收优惠特性很有吸引力。结构化的合伙和经营协议允许应税利益流向可以使用应税利益的人；同时也允许向免税投资者分配更高水平的现金流。这种方法使免税投资者从房地产的税收优惠中受益。在某些情况下，某些房地产项目的税收优惠可以由免税投资者出售给应税投资者，这样可以增加总收益。

这里还有一些大型机构投资者被吸引到房地产业的其他原因。机构经常引用的一个因素是，房地产回报与股票和债券的回报方式截然不同。一个投资回报对另一个投资回报的作用称为相关性。这种资产回报的低相关性，给投资组合提供了多样化的好处。一般来说，将房地产增加股票和债券这样的投资组合可以提高回报，并降低风险。有大量的学术和专业工作表明，投资 5% 至 15% 的资产组合的资金到房地产，可以增加总回报并降低投资组合风险。这与最大的 200 个退休计划平均的房地产总投资占 17% 的事实是一致的。

① 信用租户 (credit tenants)：那些全国性的、公开上市的零售型商户往往是信用租户。信用租户是这样的租户，有规模，财务力量较强，三大评级机构之一，穆迪、标准普尔、惠誉，评级为投资级别。投资级的评级增加了公司在困难的经济时期拥有继续支付租金的财务能力的概率。

商业地产

商业房地产是不包括单户和多达四户的住宅、原始土地、农场、牧场和政府所有的财产。大约商业地产总规模的一半，具有使机构投资者感兴趣的足够好的质量和足够大的规模，这些是被称作投资级别的房地产。

房地产回报的属性

解释特定投资的回报来自哪里的一个概念是回报的属性。房地产的回报属性可以通过一些特征来解释。其中一些特征是房地产独有的，另外一些是其他投资类型如股票和债券等共有的。如前所述，在好位置维护良好的地产的价值，实际上会随着时间的增加而增值。房地产资本增值与股权类资产长期回报的价值增长相似。投资者购买股票，因为他们期望，股价会随着时间的推移而上涨。购买房地产的投资者也是如此。但是，与股票不同，大多数房地产也具有一些债券特征。与房地产支付租金的一致和可预测的现金流是大多数机构投资者关注的焦点。归属某一特定财产或投资组合的稳定的租金收入非常像债券的息票。这些类似债券利息支付的条款，通常在房地产所有者与用户或租户之间的租赁协议中详细说明。在租赁协议中规定的这些期限和条件，其质量和完整性使给定财产的现金流分析变得可靠。租赁协议所规定的租赁期限，也与债券投资的“久期”类似。在债券中，久期是债券到期之前剩余期限的函数。房地产中租金收入的久期是租赁的时间长度或租金流剩余期间的函数。酒店和汽车旅馆的租金可以每天更改，其久期最短；其次是公寓租金，一般设定为一年或两年（见表 1-1）；办公楼、零售业和工业产业往往具有更长的租赁期，可延长 10 年至 30 年或更长的期限。

表 1-1 不同商业地产类型的平均租赁期

酒店	1 ~ 3 天
自助仓储	6 个月
公寓	1 年
办公楼	5 ~ 15 年
工业产业	5 ~ 20 年
零售业	10 ~ 30 年

房地产也有信用评分，很像债券的信用评级。其信用评分是由支付租金及占用房地产的租户的信用素质决定。例如，一个 50000 平方英尺的办公大楼，长期租赁给 IBM，比同一空间租给鲍伯极好电脑公司 (Bob's Pretty Good Computer Company)，一个经营历史不到五年的新企业，将有更高的信用评分。相似地，IBM 债券将比给鲍伯极好电脑公司的贷款获得更高的信用评级。鲍伯极好电脑公司风险相对较高。

房地产类资产的回报属性也很独特。给定房地产的物理属性会对地产价值产生影响。例如，两座郊区办公楼，在相似的位置，同样大小和房龄，一座是砖和石头砌成的，另一座使用简单的木结构，由于砖石办公楼的重置成本较高，因此可能会比木框架办公楼的价值更高。因此，建筑物的物理质量可以对其价值产生独特的影响。

位置也是影响房地产价值的一个独特属性。因为任何给定的房地产只能占据一个地方，每一块房地产在本质上都是独一无二的。在一个非常理想的位置的房地产可能比不理想位置的相同房地产有更大的价值。这个位置因素如此重要，在某些情况下，它是房地产资产包整体价值的决定因素。这就是为什么像美国沃尔格林公司 (Walgreen) 这样的公司会关闭一个位于交叉口西南角的商店，并在同一个十字路口的东北角重新开店。位置！位置！位置！永远要记住位置在房地产中有多重要。

也有房地产经济学中所谓的外部性的情形。当一个活动或事件影响（好或坏）另一个外部活动或事件时，则会发生外部性。如果唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 在一个边缘社区的中央建造一座闪亮的新摩天大楼，这将对许多毗邻物业的业主产生积极的外部性。这些业主，尽管他们并没有直接地进行什么价值增值的活动，他们持有物业的价值却一夜之间上涨。相反，如果在城市里公寓楼旁边的房子被转换为无家可归的住所，可能产生降低公寓楼价值的负外部性。

由于外部性问题对房地产价值至关重要，所以房地产市场存在较高的区位和权益^①。分区在城市规划时通常考虑如何才能最高和最好地使用土地。这要考虑其他毗邻的房地产、该地区的经济活动、区域规模以及新建筑物的预期设计和使用，以便确定本区的经济和物理上可行的用途。区位与权益还延伸到审查房地产的监管层面。许多地方都有低增长或不增长的

^① 区位，zoning，城市规划有工业区、商业区、办公区等分区。权益，entitlement。