

买房子还是买信托凭证

本报记者 姚进

REITs又一次进入了投资者的视野。继鹏华基金和诺安基金之后，广发基金亦成立了投资于美国房地产行业的REITs指数基金，覆盖美国整个REITs市场85%的市值，只包括市值在1亿美元以上的公司，有120个成份股，并涵盖房地产的17个子行业，主要有住宅类地产、医疗保健类地产、商业零售地产、高端写字楼物业以及工业用地等。REITs是Real Estate Investment Trust(房地产信托凭证)的缩写，是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益的绝大部分(通常为90%以上)按比例分配给投资者的产品。

R 真实的“痛”

进行直接独立的房产投资本是件费时费力的事儿：选择房产、交易过户、室内装修、寻找租户、出租获利……每个环节都需要投入相当的时间和精力。与此同时，在高房价的推动下，房屋租赁市场亦是“水涨船高”，高企的房租成了租户心头之“痛”。

“投资REITs基金，相当于和其他投资者一起购入房产，交由REITs管理机构进行管理、出租、维护，既能获取定期的租金分红，又能在房价上涨时获取增值，在免除投资者烦恼的

同时也转移了风险。”广发美国房地产指数基金经理邱炜说。

以诺安全球REITs为例，截至今年5月份，建仓完成一年的时间内为投资者共赚取了超过15%的收益。“因为当时主要的仓位在美国的REITs，不但美国经济开年表现超预期，房地产市场复苏有所加快，同时美国的市场利率下行至历史低位，这种宏观环境有利于REITs市场的表现。”诺安基金有关人士接受采访时表示。

E 房子还是指数？

8月以来，A股小幅下跌，全球主要市场如道琼斯工业指数、标普500指数、伦敦富时100指数和新兴市场如韩国综合指数、孟买Sensex30指数等均出现不同程度的下跌。进入9月，对于国内投资者来说，由于美国经济将进一步复苏，美股QDII将仍是核心配置品种。

“鉴于美国房地产复苏的较大确定性，通过投资美国房地产指数基金来对一系列REITs进行‘一篮子’的投资，既分散了风险又获得了代表美国房地产整体趋势的收益。”邱炜表

示，这样的话就不像房地产开发商及相关行业那样直接受房地产销售的影响。

“REITs以强大的二级流通市场作为支撑，流动性强；同时，其在公开市场交易面临着更为严格的监管和信息披露要求，对投资者而言，能够降低信息不对称带来的潜在风险；此外，收入预期更明确，REITs的收益包括租金收入和持有物业的价值增值，以租金收入为主，大部分租金收入在租赁协议中已明确。”在方正东亚信托研究发展部的杨帆看来，REITs拥有很多优点。

I 投资之“道”

“REITs相当于通过发行收益凭证将整个投资资产份额化，相对直接投资房地产业来说门槛降低明显，投资门槛的降低同时也使投资范围得以扩充，从而更有利投资者分散投资风险。”杨帆说，“还有就是责任有限，REITs投资者以投资额为限，而直接持有物业的潜在责任可能大于最初投资额。”

“个人在国内投资房地产时，通常会涉及到多项或全部费用。在美国，买房也要交纳地产税、维修费、管理费、保险等一系列费用。”邱炜表示，在购买房产以后还将面临比如说定期维护保养等问题，甚至曾经出现过由于房主长期在国内而租户破坏房产或是在房产内进行违法行为的事情，而要避免或是解决

这些问题，对于国内的投资者来说都是难度很大的。

数据显示，MSCI美国REITs指数于1994年12月发布，从1995年1月1日到2013年二季度，18年来的平均年化收益达到10.92%。另据彭博资讯统计，截至今年二季度，REITs指数2002年以来的累计收益达到229.68%，而同期标普房地产开发商指数的累计收益为56.67%。

“当然，直接投资房地产也有其天然的优点，例如可以直接持有物业产权以及具备办公、居住等功能。”也有业内人士指出，直接投资房地产适合资金量较大的专业房地产投资机构，一般投资者参与难度较大。

T 信托之“形”

从2007年开始，人民银行和银监会、证监会等部门便开始着手研究REITs的相关政策。2008年，银监会起草了《信托公司房地产投资信托业务管理办法(草案)》，并征求意见。同年12月，国务院工作会议的金融“国九条”中，明确提出通过房地产信托投资基金等手段拓宽企业融资渠道。此后发布的金融促进经济发展和关于促进房地产市场健康发展的126号文和131号文，其中明确提出要开展REITs试点。

囿于理财产品的形式，杨帆认为，影响因素较多将致使REITs短期价格波动较大，例如市场投资偏好受利差影响较为明显，利率的波动会影响投资者投资REITs的意愿；另外由专业投资机构代理收取的较高的管理费用也将使一部分投资者“止步于门外”。

不过邱炜表示，未来美国REITs指数盈利亮点表现在两方面：第一，房价在经济相对稳定的环境下将实现温和上涨；第二，REITs的租金水平是刚性向上的，因为租金上涨的动力永远存在，经济稳定复苏也将带动房租上涨。



国内REITs离我们还有多远

方正东亚信托研究发展部 杨帆

目前国内REITs发展呈现几个特点。第一，REITs已明确在银行间市场和交易所市场同时试点。第二，市场热情不减，首批试点城市都与相关证券公司、基金公司合作提交了试点方案。第三，曲线方式参与REITs市场。一方面，众多地产企业以内地资产为标的赴香港或新加坡上市，越秀地产、汇贤和凯德置地均是如此。另一方面，基金公司通过发行QDII产品投资海外REITs，譬如鹏华基金和诺安基金。

国内REITs市场之所以迟迟未能发展，主要还是由于在税收、登记制度、上市交易和退出机制等方面的规定不完善，并且涉及《信托法》、《公司法》等相关法律。首先，由于目前并没有税收优惠政策，在物业资产转让和投资者购买REITs产品两个过程中，各方都需要缴纳较高的税费，并且存在重复征税的问题，这使得REITs产品的净回报率很难达到市场要求，使其吸引力下降。其次，在物业转让过程中，由于过户登记制度还不完善、流程复杂，再加上资产评估等问题，可能使得转让方、受让方和投资者的利益受损。再次，REITs要求有成熟稳定的房地产物业租金收入和处分房地产物业的收入，国内目前具备该条件的房地产还较少。并且2010年以来中央一再对房地产进行严格调控，房地产企业融资一直未能松绑，REITs作为房地产企业直接融资的一种手段，自然也不能与政策方向相违背。最后，REITs上市交易还需考虑流动性问题。国内目前对于REITs投资者的准入、退出等相关措施也不太完备，流动性难以把握，如果大规模推行，难免会有部分房地产企业变相转移风险。

从目前的发展情况看，央行版REITs方案中，除了商业地产还包括保障房、公租房类型，而两者是更迫切需要资金投入的领域，这将是REITs发行的重大突破口。证监会版REITs虽然是成熟市场的主要类型，但由于需要进行股权转让，而大部分房地产商可能不太愿意把自身持有的良好物业资产转让，并且涉及的配套措施更复杂，所以短期内央行版REITs的信托方式可能更受青睐。在新型城镇化和创新融资方式背景下，如处理好顶层设计的问题，REITs或将真的离我们不远了。

集合信托走在河边上

范杰

根据信托业协会公布的数据，2013年上半年集合信托产品数量出现了先抑后扬的走势，一季度产品的成立数量与规模环比出现“双降”，二季度增速突然加快。预计下半年，集合信托产品成立数量有可能与上半年持平，增幅或降幅应该在10%以内，而成立规模可能出现小幅增长之势，预计增幅在10%至20%之间。

在收益率方面，我们对集合信托下半年的表现持悲观态度。

下半年资金面将维持总体宽松的态势。虽然不排除在季末、半年末货币市场资金利率走高，但这并不能迅速传导到集合信托市场上——相对于银行理财产品而言，集合信托的募集期较长，融资方和信托公司将会规避这些时点以降低融资成本。

另一方面，在去杠杆的过程中，被过度炒作的资产(如涨幅过大的艺术品、“鬼城”地区的房地产等)获得较高收益的可能性不大，市场归于理性，大多数项目的内部报酬率开始回落。

当前集合信托市场风险频繁暴露，某些信托公司甚至直言要打破“刚性兑付”的行业潜规则，投资者对信托可能难以再如以前那样盲目自信。

投资者对信托产品的再认识注定了信托不能再被简单地认为是存款的完全替代品，投资者需要更高的风险补偿。从这个角度讲，集合信托产品预期收益率有保持较高的动力。所以，综合来看，下半年集合信托产品收益率将稳中有降，不同风险产品之间的利差有扩大的趋势。

房地产信托是集合信托的主流产品，回顾房地产信托发展的历史不难发现，其发展与基础市场——房地产市场密切相关，而房地产市场，又与中央对其的政策密切相关。从下半年来看，一方面，解决经济中货币空转的问题需要抑制房价上涨；另一方面，如果房地产快速萎缩，可能会使经济增速低

于“底线”。总体来说，房地产行业的政策较前期会有所放松。实际上，部分信托公司对房地产的态度已经有一个较大的转变——从排斥到接受。预计2013年下半年，房地产信托产品占比将会有所提高——从产品成立的角度上，占比将从2013年上半年的12.60%上升到16.00%以上。

2013年上半年，房地产信托产品最牵动市场眼的是兑付问题，提前兑付、延期兑付的产品相比以前为多。在2013年下半年，房地产信托产品提前兑付和延期兑付的案例并不会减少。其主要原因是在前期业务发展过程中，部分信托公司的发展思路过于激进。下半年预计房地产并购将会是房地产融资的重头戏。

而由于房地产信托投资者的风险偏好一般不大，预计介入房地产重组的集合信托产品不多，但不可否认的是，此类投资确实有较高的价值。此外，我们维持对房地产信托市场的既有判断——虽然单个项目会零零星星出现问题，但发生区域性、系统性风险的可能性较小。

由于政府对地方债务问题持谨慎态度，加之部分信托公司的此类项目出现了流动性问题，近期信托公司对政信合作的态度出现了一定程度的分化：部分信托公司依然看好，而其余的信托公司则开始规避此类业务。我们认为，这是各家信托公司在专业化发展中的必然，下半年集合信托市场，很难再出现如2012年那样的强劲增长。此外，券商、基金公司子公司对政府项目的争夺也会拖累政信合作业务的增速。

温故

信神不如求己

吴益生

据说，孔子不谈论鬼神之事。因为在孔夫子看来，“神”属于造化之迹，“神”的“指示”总有人弄不明白的地方。

在中国的股市里，不光神仙众多，而且股神们还总想给出一些再清楚不过的意见，以资芸芸众生借鉴。也有很多股民愿意在投资不顺的时候听听他们的意见，毕竟，神仙肯定比普通专家强些不是？

不过，股神也有看走眼的时候，他们不仅预测不到“乌龙指”，对大势的判断也难说准确。中国高增长集团首席经济学家曹仁超又大胆预测：A股距离见底日子不远了，将来可能有机会上涨100%。他的理由听起来也有些道理，至少和他以前分析港股时差不多，无外乎A股市盈率低，并已完成三轮下跌，以及他特有的“历史重演”理论。不过，他对A股的乐观预测已经做过多次，结果……你知道的。

不光是境内股神不灵，外来的神仙也未必准。被称作“欧洲股神”的安东尼·波顿，不幸“晚节不保”，“栽”在了中国市场。今年6月，安东尼·波顿辞去“富达中国特殊情况基金”的

经理职务，这只基金主要在香港股市投资，间接投资A股。自2010年4月成立以来，该基金3年多累计亏了14.42%。

其实，不管是神还是人，都有盲点，在错综复杂的股市里，难免有栽跟头的时候。作为普通的投资者，与其汲汲于股神的开示，不如踏踏实实地研究自己的策略。相对于其他成熟市场，A股的确有自己的特点，比如资金供求失衡，熊长牛短等等，但也并非一点机会没有。在经历失败的折磨之时，与其祈求外界的帮助，不如用更多的时间来培养自己学习、研究和判断的能力。有了能力，还需要谋略。所谓“好谋而成”，凡事深思熟虑，策划周详，谋定而后动，才更容易成功。

子不语神，股民最好也不要再提什么神仙了，至少不要盲目地崇拜，甚至看都不看就跟着股神一同操作。市场瞬息万变，就算是股神真的看到了机会，机会也可能早已溜走了。

