动起来的不动产投资

本报记者 周 琳

过去10年，房子或许是最具吸引力的投资品，不过近期随着股权投资的兴起，房子的魅力正在发生改变，权益投资时代已扑面而来。再买房，相对不宜租，还不好管理，卖房子也比较费时费力。这些笨重的钢筋混凝土资产如何变出稳定的现金流？

REITs（房地产信托投资基金）是一种资产证券化方式。在日前举行的前海公募REITs金融创新高峰论坛上，鹏华基金董事长何如宣布，国内首只公募REITs鹏华前海万科REITs正式发行。这意味着，公募基金投资范围拓展到了房地产领域，对投资者而言也是优化资产结构，分享商业地产租金收益的机会。

变“轻”的秘诀

中信金石基金管理公司执行总经理罗霄鸣表示，REITs类似于上市的证券投资基金，其主要形式是把中小投资人的资金汇集起来去投资优质的房地产物业。REITs的功用有两方面，一是基于主动的基金管理，由金融机构主导，或者说由比较有资源的基金管理人主导，为投资人提供投资产品；另一个则是与房地产企业转型战略相契合的市场化工具。

REITs让房地产变“轻”的秘诀是资产证券化。大部分REITs基金的管理人有能力使REITs的现金流或红利跑赢通胀率，其优势有很多。一是与股票指数的相关性不高。统计显示，REITs和标普500指数在1980年至2010年间的相关性仅为0.55，说明这类资产相对于股指波动性不大。与债券比，REITs的价值会因不动产价格增长及租金收入的增加而变动，债券在投资前其收益似乎已经确定。

国外的权益类REITs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。许多外国公司还能够在经济形势合适时开发新物业，其优势是不需要为其收入纳税，而需要支付大部分净收入给持有人获利。

以前海公募REITs为例，商业物业、公寓资产都是重资产，给万科转型扩张带来一定负担，怎么办？通过REITs这种权益型工具，引入外部投资管理人，在减轻万科负担的同时，将市场资金与万科的资源进行整合，从而在重资产的投资中获取比较稳定的回报，以实现共赢。

对于以往以扩张型、重资产为标志的房地产企业，REITs可谓瘦身、增加流动性的“神器”。深圳万科财务总监刘波表示，在鹏华前海万科REITs这个项目里，房企让渡了万科企业公馆项目的租金及其他收入，把它做成具有收益权的产品卖给投资人。

中国REITs联盟秘书长王刚说，我国房地产行业转型的压力日益增大，过去全行业以发展住宅为主，所以国内的很多房地产基金还是明股实债或者偏债为主。商业地产不同，后者从拿地到开发需要3年左右时间，经历孵化过程，须再运营2、3年后才能进入成熟期，这样才能通过REITs进行运营。

国内公募REITs的推出，通过资本市场创新让本来无法流动的不动产转为权益类产品，为房地产企业提供了低成本融资工具，也为大众提供了稳定的低门槛投资渠道。

运营和风控是关键

优质的REITs一定有良好的基金管理和资产管理，两者缺一不可。有人说，直接持有不动产能比投资REITs赚更多钱。但事实是，多数人没有时间和经验全职介入不动产运营。持有REITs份额，流动性更好，专业管理团队和投资者之间的信息更透明，排除了管理者和投资者之间的利益冲突。

“离开优质资产的REITs是无源之水。实际上，我国REITs市场做大面临的重要挑战就是优质的不动产从哪来？”王刚说。运作好REITs的关键还在于物业的管理运营能力。前海控股副总裁舒东认为，REITs最大的影响在于房地产开发运营模式。传统房地产开发回笼现金以销售为主，讲个故事把房子卖掉。而REITs的操作规程是要先拿出物业运营的业绩来，再谈买卖REITs。

那么问题来了，投资REITs实际上面临不小风险。首先是物业管理和运营的风险，一旦遇到管理能力不佳的团队，REITs的业绩可能逐年下跌。其次是物业供给增加和需求衰退的风险。比如，购物广场类REITs面临着消费者支出习惯改变的风险，电商网站的增加，可能让实体购物店面临关门的危机。还比如，承租人也可能会破产。此外，利率上升和商业地产价格下跌，也是潜在的风险。

“不仅如此，在国内发展REITs还有收益率换算难度大的问题。”东方证券资产管理公司副总经理周代希认为，对于REITs而言，管理人职责以及物业权属、土地权属、如何换算估值等都需要建立一套完整的制度，目前REITs的制度构架在国内还需要进一步完善。

投资大师彼得·林奇说，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。成功的REITs投资是一场马拉松而非短跑比赛，尽管常常存在周期性价格波动，但有能力的REITs投资者会以合理价格购买到高质量的产品并持有。

会计师读年报

分红怎样影响你的选择

彭 江

买上市公司的股票，会遇到公司分红。当上市公司派发股利时，不知道投资者有没有思考过一个问题，就是公司分红会对公司的价值造成怎样的影响。对于盈利水平差不多的两家公司的股票，投资者是买高分红的，还是买低分红的呢。

现行投资学的理论是，不同的股利政策不会影响公司价值，真正影响公司价值的是公司的实际获利能力。假如一家公司没有分红，那么，该公司的股票价格就会包含分红的红利，投资者可以通过卖出股票，从而获得相应的收益。反之，如果公司分红了，未来的股票价格就不包含该部分红利。所以，公司分红与否，都不会给投资者的投资收益带来变化。

当然这只是理论，而且这个理论有一个假设的前提，就是所有的外部环境都是中性的。在现实生活中，上市公司股利分配方案在税收政策的影响下，直接影响到投资者的收益。

举个例子，我国现行的税收实务中，投资者买卖股票的收益是暂缓征收个人所得税的，但投资者在获得股票红利时需要缴纳10%的个人所得税。在这个税收政策影响下，原本分红与否，投资收益都一样的结果马上就有了区别。如果上市公司不分红，持有其股票的投资者就可免去分红所带来的税收负担，投资收益可能会更大。

或许马上就会有人质疑，那为什么在市场中，一家公司在发布高送转分红方案时，股票价格会很快上涨呢？排除庄家炒作的因素，高分红公司股票价格上涨有其内在逻辑。

实际投资中，股票价格受到信息的影响而波动，公司股利政策的变动，代表着信息的传递，市场通过公司分红方案的变化来判断公司的未来盈利能力。一家过去长期不分红的上市公司，今年突然高送转分红，市场通过这种变化判断该公司未来盈利能力会提高，从而给予该公司股票更高的估值；如果一家长期高分红的公司，股利政策突然变成低分红甚至不分红，那市场就会判断该公司未来盈利能力降低，从而影响该公司股票价格走势。所以，作为一家上市公司的决策者，往往会保持稳定的股利政策，来防止股票价格的异常波动。

至于是买高分红的股票，还是买低分红的股票？笔者的回答是，买未来盈利能力高的公司的股票。

量化投资中的那些技术因子

摩根士丹利华鑫基金 王联欣

多因子模型已成为量化投资领域的一个标配工具。不过，多因子模型在建模过程中比较复杂，任何环节有所疏漏都可能导致投资业绩偏离预期。此次，笔者谈谈对于超额收益有影响的技术因子，如规模因子、动量因子、流动性因子等。

规模因子一般通过总市值、流通市值或自由流通市值体现，其意味着小盘股的长期收益往往在大盘股之上，比如，纳斯达克指数基日以来的年化收益率已达17.05%，而标普500基日以来的年化收益为13.63%。我国股票市场中小公司的规模效应更加明显，而且，小盘股作为新兴产业的集散区，常具备更加优秀的成长性，也就自然可以获得更高的未来收益。然而，高收益往往意味着高风险，规模因子中的大范围风险暴露也会带来组合收益的大幅波动，尤其是在大小盘风格切换的时候，组合可能面临巨大回撤。

海外市场对动量反转效应的研究已有多年历史，其中比较著名的是BSV模型，BSV模型认为，保守型偏差导致投资者对新信息反应不足，使得股价在短期表现出动量效应，而选择性偏差会导致投资者对新信息反应过度，进而股价反转。不同于海外成熟市场，我国股市往往表现出反转效应，即过去超跌的股票可能在未来取得更高的超额收益，这与我国个人投资者主导的市场结构不无关系。相对于规模因子而言，反转因子的风险更低，当然收益也更低。

流动性因子的构建也是多因子模型中必不可少的一环。流动性溢价理论认为，低流动性的资产会获得额外的流动性补偿，该观点得到了学术界的广泛认可。然而，不同于规模和反转因子，流动性因子需要寻找代理变量，最简单的流动性代理变量非换手率莫属，即成交量与流通股本之比，反映了单个资产的交投活跃度，且事实证明以换手率作为流动性的代理变量确实效果不错，低换手率的股票具有更为明显的超额收益。

这些较为常见的几类因子，尽管投资逻辑均比较简单，但在具体投资模型构建过程中仍需要精雕细琢，一方面要确保因子绩效的最大化，另一方面则要适当创新，以避免模型的同质化。当然，市场中还有波动因子、预期因子、舆情因子等，因子的研究框架万变不离其宗，首先是要求逻辑清楚，其次是统计有效，这也是多因子投资的核心方法论。

陶教授来了

★茶座

【营销or推销】

爸爸对儿子说：“来练字。”儿子回答：“我不想练！”爸爸说：“不行，要坚持！”妈妈则说：“咱们家客厅的墙面是空白的，想不想把你的字挂在客厅？”于是，儿子开心地去练字了。启示：激发客户的需求，让客户主动购买你的产品或服务，这是营销；乞求、欺骗甚至强迫客户接受你的产品或服务，这是推销。

【帐篷经济学】

开公司就像搭帐篷，中心支柱越高越强，帐篷越大越稳，好比公司要有强有力的拳头产品；核心支柱竖起后，还需支点撑起空间，公司也需围绕核心竞争力拓展产品线；遇狂风帐篷易被卷走，得加固，对于公司而言就是要增强团队的凝聚力；帐篷要防虫，公司也得防范内部腐败。

【如何做好销售】

考官说：“请把我手中的笔推销给我。”200名考生中，有199名都在说这笔如何如何好，均未通过面试。唯有一名考生说：“您正在面试我，没笔如何做面试记录呢，请买下它吧！”该考生脱颖而出，通过面试。与其告诉客户你的产品如何好，不如证明这个产品是客户所需要的。

【职业发展的三个五年】

①23岁至27岁：水涨船高的阶段，最为重要的是强化专业能力；②28岁至32岁：从被管理者变成管理者的阶段，开始领悟学高为师，身正为范；③33岁至37岁：要考虑能否更好地独当一面，拿捏进退。总结一下就是，第一个5年做专业，第二个5年做管理，第三个5年做经营。

★课堂

【货币幻觉】

是指人们只对货币的名义价值作出反应，而忽视其实际购买力变化的一种心理错觉。货币幻觉告诉人们，理财时不应只盯着哪种商品的价格降了或是升了，花的钱多了还是少了，而应把精力用在研究“钱”的潜在价值在哪里。

【资产评估】

指专门的机构或评估人员，遵循法定或公允的标准和程序，运用科学方法，以货币作为计算权益的统一尺度，对在一定时点上的资产进行评定估算的行为。其是在社会化大生产和商品经济发展到相当高的程度后出现的。

【什么是热钱】

热钱又称游资，是投机性短期资金，只为追求高回报而在市场上迅速流动。热钱炒作的对象包括股票、贵金属、期货、货币、房产等，与一般投资最大的区别是热钱热衷于投机盈利，热钱的流出会使经济产生剧烈波动。

【产权的魔力】

产权具有明确性、专有性、可转让性和可操作性，产权人为占有更多利润，会如着魔般地提升效率，激发要素的活力。

（上述内容摘自经济日报法人微博）