

不动产投资组合的构建¹

威尔·麦克因托希²

摘要：国际经验表明，不动产是保险资金投资的重要领域之一。本文总结了国际上保险资金投资不动产的相关经验，介绍了保险资金通常可以投资的不动产种类、不动产投资的所有权分类、投资风格分类，以及不动产投资的四象限法。在此基础上，作者详细阐述了国际上保险人构建不动产投资组合时通常采用的 5 个步骤。

关键词：保险资金；不动产；投资组合

1 引言

随着金融全球化的发展，保险资金的投资领域日趋广泛。国际上保险资金通常的投资渠道是：40%的债权，30%的股权，10%的流动性证券，10%的抵押担保债券。此外，大约还有 5%到 10%的保险资金投资于不动产行业，这部分保险资金甚至高达上万亿美元，因而也是保险资金资产配置的重要组成部分。

保险资金为什么要投资于不动产？或者说，不动产投资具有哪些好处呢？我们认为，保险资金投资于不动产至少可以带来以下 4 个方面的优势：（1）保险人通过投资不动产能够得到更高的年收益率，以优化其投资组合；（2）可以将保险资产的风险分散化；（3）可以利用不动产对冲保险人资产面临的通货膨胀风险；（4）是保险人实现资产负债表上的资产和负债匹配的重要工具。

2 保险资金不动产投资的国际经验

2.1 不动产投资的物业种类

国际上保险资金进行不动产投资时，通常集中于以下 10 类不动产，包括：

（1）出租或出售的公寓楼。

¹ 本文是根据威尔·麦克因托希博士 2009 年 10 月 30 日在“中国保险公司投资不动产专题国际研讨会”上的讲话整理而成的，整理者：胡晓宁。

² 威尔·麦克因托希（Will McIntosh）现任美国范德依集团（FEG）首席投资官，前辛辛那提大学商学院院长和不动产金融学教授。

(2) 办公楼。投资人通常期望这些办公楼能在至少 5-10 年间产生收入性收益，此外在出售时能有一个更高的升值收益。

(3) 工业类用房，尤其是仓库。

(4) 出租给零售商的房产，租约期限通常是 3、5 和 10 年。

(5) 酒店。这类不动产尤其需要保险人谨慎关注，因为投资酒店既可能获得非常高的收益，也可能遭受非常惨重的损失，因而保险人需要一个非常优秀的合作伙伴来管理酒店的经营活动。

(6) 医疗办公场所。

(7) 学生公寓。

(8) 老年公寓。在全球老龄化背景之下，老年公寓是一个非常巨大而且有潜力的市场。

(9) 停车场。

(10) 开发用的土地。

2.2 不动产投资的所有权分类

不动产投资的所有权一般可以分为：(1) 独资；(2) 合伙制；(3) 公司制；以及 (4) 不动产投资信托基金 (REITs) 四类。其中，合伙制又分为普通合伙制和有限合伙制。普通合伙人需要负责日常经营管理工作，而有限合伙人的责任仅限于其出资比例，不负责日常经营活动。房地产投资信托基金 (REITs) 因为不需要交公司层面的税收，使投资人在市场竞争中处于更有利的地位，因而更容易获得保险投资人的喜爱。

2.3 不动产投资的投资风格分类

不动产投资的投资风格可以分为核心型、增值型、机会主义型。

(1) 核心型投资人，这类投资人极其厌恶风险，因而仅仅投资于已经存在的、高质量不动产，这类不动产通常每年能带来很高的收入。投资人倾向于以很低的杠杆长期投资于这类不动产，并且期望能够得到 7%-10% 的年收益率。

(2) 增值型投资人，这类投资人通常仅将投资组合中的 5%-10% 投资于不动产领域，他们通常愿意承担一定程度的风险来获得更高的收益。例如，老房改造等项目，其期望投资收益可以达到 11%-15%。

(3) 机会主义型投资人，这类投资人的投资组合中只有非常少的比例投资于不动产。他们追逐高风险和高回报，因而可能投资于一些开发项目，承受项目风险、市场风险、租赁风险等。他们的期望投资收益通常超过 20%。

核心型投资人通常进行长期投资，而增值型投资人和机会性投资人通常进行短期投资。

2.4 不动产投资的四象限分类

如图 1 所示，按照私人投资还是公开市场投资，股权投资还是债券投资，可以将不动产投资分为：

(1) 私人不动产股权投资 (Private Real Estate Equity), 此时投资人可以作为合伙人直接投资不动产。

(2) 公开市场不动产股权投资 (Public Real Estate Equity), 投资人通过不动产投资信托基金 (REITs)、不动产经营公司 (Real Estate Operating Company, REOC) 进行公开市场投资, 其优点是 1) 能够在短时间内快速获得更多的流动性, 可以更快、更容易地进入或退出市场, 2) 是一种风险分散化的手段, 3) 是一种向尚未开放的市场和不动产投资的途径, 4) 能够获得更专业的服务。

(3) 私人不动产债券投资 (Private Real Estate Debt), 例如抵押贷款 (Whole Loan Mortgages, WLM), 国际上保险人通常将投资组合中的 5%-10% 投资于这种抵押贷款。

(4) 公开市场不动产债券投资 (Public Real Estate Debt), 例如商业抵押证券 (Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS)。

投资人具体选择何种方式进行不动产投资是根据其投资理念来判断的。

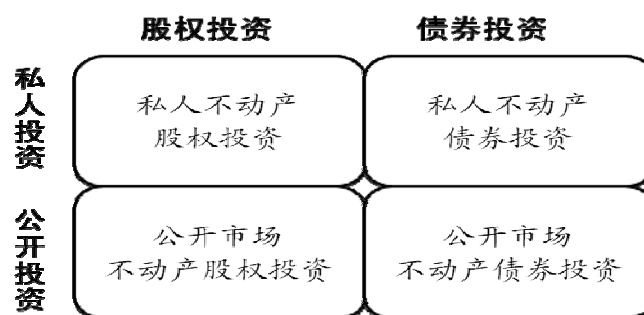


图 1 不动产投资四象限分类

3 不动产投资组合构建过程

图 2 显示了国际上保险人构建不动产投资组合时通常遵循的 5 个步骤, 这是一个非常基本的框架, 保险人通常不会改变其结构内容。



图 2 不动产投资组合构建过程

3.1 第一步：投资者的目标和约束

保险人首先要做的是确定投资的目标和约束。投资目标通常包括：保险人的期望收益率、愿意承担的风险、投资的标的等等。投资约束通常包括：保险人是否希望得到高流动性、投资的时间跨度限制、法律法规是否允许、税收政策的影响、不动产的类型、现有投资组合的影响、地理因素的影响、保险人愿意花多大的杠杆进行不动产投资，以及保险人的其他特殊需求等因素。

3.2 第二步：基于地点和不动产种类预测市场前景和期望收益

预测市场前景是十分重要的。因为在构建不动产投资组合时，保险人会需要了解诸如经济形势、资本市场和不动产市场的相关信息。此外，之所以要基于地点和不动产种类做预测，是因为不动产投资组合的风险分散化通常是在不同地点和不同物业类型间进行分散的。保险人可以采用的预测方法有许多种，例如基本面分析³、时间序列回归分析、多变量回归分析、情景分析⁴，以及专家意见。投资人可采用上述多种数学方法来预测市场前景和期望收益，综合考虑不同方法得到的预测结果，重点关注结果间的一致性。但是，即使保险人采用了最先进、可靠的模型进行科学预测后，仍然要特别关注专家们的意见。最终的预测结果通常将是模型预测结果与专家意见的综合统一。

3.3 第三步：确定不同地点、不同地产类型的投资组合目标

构建投资组合是非常困难的，即使仅仅构建国内市场的不动产投资组合也是如此。国际上，投资人构建全球不动产投资组合通常可行的出发点是预测相应地点、不动产类型的市场规模，将市场规模作为不动产投资组合在相应地点和类型间配置的权重，因为至少投资人可以持有市场组合（Market Portfolio）。表 1 显示的是作者将不动产市场规模作为权重，粗略预测的不动产投资组合在全球各地、各不动产种类，以及各种投资工具间的配置比例。

表 1 不动产投资组合的配置目标

不动产所处地区		不动产种类		投资工具	
美国	40%	写字楼	41%	私有不动产	85%
亚洲	32%	零售中心	22%	公开市场债券	8%
欧陆	28%	住宅	17%	公开市场股权	7%
		工业用房	16		

³基本面分析（Fundamental Analysis）是以基本面因素为基础的市场走势预测法，着重分析公司业绩及基本的经济、政治及环境因素，如市场供求状况、经济统计数据、政府政策和公司的财务报表。基本面分析主要关注价格应如何变动，而不是价格已发生的变动。

⁴情景分析（Scenario Analysis）是一种多因素分析方法，结合设定的各种可能情景的发生概率，研究多种因素同时作用时可能产生的影响。情景分析中所用的情景通常包括基准情景、最好的情景和最坏的情景。情景可以人为设定（如直接使用历史上发生过的情景），也可以从对市场风险要素历史数据变动的统计分析中得到，或通过运行描述在特定情况下市场风险要素变动的随机过程得到。

在不同地点配置全球不动产投资组合时，主要考虑的风险因素是不同国家的国家风险。图 3 列示了世界主要国家的国家风险等级分类。投资人可以根据自己愿意承担的风险，选择相应风险等级的国家进行不动产投资。中国目前属于中等风险国家，许多投资人将投资组合中相对较大的比例投资于中国，是因为他们预测中国的国家风险正逐步降低中。



图 3 国家风险分类

3.4 第四步：确定战略性资产配置

投资人可以基于当前的和预测的经济形势、不动产市场形势，以及基于对各地区、各类不动产期望投资收益的预测，确定策略性资产配置方式。当预测某地（或某类不动产）近期相对于基准而言将会有更好表现时，投资人可以短期内加大对该地（或该类不动产）的投资力度（增加相应权重），反之亦然。但最终必须符合上一步确定的投资组合目标。

表 2 和表 3 分别列举了长期和短期投资组合配置的例子。例如，当投资人看好亚洲的经济发展形势，预期其在亚洲的期望投资收益将会增长时，投资人将加大在亚洲的不动产投资比例；当投资人不看好欧陆的经济发展时，则减小其在欧陆的投资比例。这些投资组合配置都是基于投资人对相应地区（或不动产种类、投资工具）期望收益的预期。

表 2 长期不动产投资组合配置战略举例

不动产所处地区			不动产种类			投资工具		
权重	范围 (%)		权重	范围 (%)		权重	范围 (%)	
美国	市场	35-45	写字楼	市场	35-45	私有不动产	加重	85-95
亚洲	加重	35-45	零售中心	市场	17-27	公开市场债券	市场	2-12
欧陆	减少	20-30	住宅	市场	12-22	公开市场股权	减少	0-8
			工业用房	市场	11-21			

表 3 短期不动产投资组合配置战略举例

不动产所处地区			不动产种类			投资工具		
	权重	范围 (%)		权重	范围 (%)		权重	范围 (%)
美国	市场	35-45	写字楼	减少	35-40	私有不动产	加重	90-95
亚洲	加重	40-45	零售中心	市场	17-27	公开市场债券	市场	2-12
欧陆	减少	20-25	住宅	加重	17-22	公开市场股权	减少	0-5
			工业用房	市场	11-21			

事实上，机构投资人更倾向于在大城市投资。这是因为大城市拥有更多可以选择的不动产，拥有更多可以选择的合伙人。此外，大城市不动产市场的流动性更高，市场深度也更高（即市场不易受到某个雇主、某个新建项目的影响）。

此外，一些投资人可能仅仅只需要构建国内不动产投资组合。此时，投资人可以考虑在国内不同经济区域间配置投资组合，而不仅仅是在不同城市、地区间进行配置。在经济区域间配置不动产投资组合是一些投资公司、基金通常偏爱的方式，因为与地区（纯粹地理意义）间配置投资组合相比，在经济区域间配置投资组合是一种更为彻底的风险分散方式。其中，划分经济区域的过程其实就是采用某些可行的方法，将国内不同城市根据城市的经济特征、地理条件，以及城市的面积进行分组的过程。图 4 显示了划分经济区域的具体方法。例如，可以根据图 4 所示的方法，将美国的城市划分成以下 8 类经济区域：（1）首都地铁带；（2）纽约走廊带；（3）高科技中心带；（4）南方成长区域；（5）中原市场；（6）生活中心带；（7）南加州带；以及（8）机会型市场区。

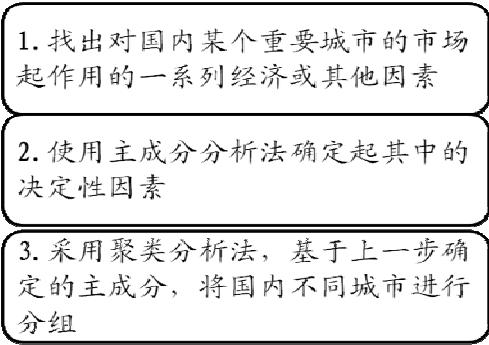


图 4 经济区域的划分方法⁵

将国内城市划分为几个不同经济区域后，就可以确定相应的投资组合。保险人可以用不

⁵ 主成分分析法（Principal Components Analysis, PCA），又称主分量分析、主成分回归分析法。这一方法旨在利用降维的思想，把多指标转化为少数几个综合指标。具体做法是：把给定的一组相关变量通过线性变换转成另一组不相关的变量，这些新的变量按照方差依次递减的顺序排列。在数学变换中保持变量的总方差不变，使第一变量具有最大的方差，称为第一主成分；第二变量的方差次大，并且和第一变量不相关，称为第二主成分；依次类推。

聚类分析法（Clustering Analysis），就是将数据分组成为多个类（Cluster）。在同一个类内，对象之间具有较高的相似度，不同类之间的对象差别较大。

同经济区域中城市的人口数（或就业人口数）估计该经济区域投资组合中的权重，形成保险人在不同经济区域配置投资组合的目标；然后，根据不同经济区域的风险，以及保险人对该经济区域内投资收益的预测，判断是否增加（或减少）该经济区域加大投资力度（或减少投资比例），即增加给经济区域在投资组合中的权重（或减小相应权重），形成最终的投资组合战略。表 4 和表 5 显示的是不同经济区域间和不同不动产之间长期、短期投资组合战略的举例。

表 4 长期不动产投资组合配置战略举例（根据经济区域）

经济区域			不动产种类		
	权重	范围 (%)		权重	范围 (%)
聚类 1	市场	10-20	写字楼	市场	35-45
聚类 2	市场	10-20	零售中心	市场	17-27
聚类 3	市场	10-20	住宅	市场	12-22
聚类 4	市场	10-20	工业用房	市场	11-21
聚类 5	市场	10-20			
聚类 6	市场	10-20			
聚类 7	市场	10-20			

表 5 短期不动产投资组合配置战略举例（根据经济区域）

经济区域			不动产种类		
	权重	范围 (%)		权重	范围 (%)
聚类 1	市场	10-20	写字楼	市场	35-45
聚类 2	市场	10-20	零售中心	市场	17-27
聚类 3	市场	10-20	住宅	市场	12-22
聚类 4	市场	10-20	工业用房	市场	11-21
聚类 5	市场	10-20			
聚类 6	市场	10-20			
聚类 7	市场	10-20			

3.5 第五步：确定投资组合策略

当保险人确定了不动产投资组合的投资目标和投资战略后，就可以制定相应的、具体的投资策略来实现投资目标和投资战略。其中，投资策略主要包括收购不动产、出售不动产、持有特定地点（或经济区域）的不动产、以及持有特定种类的不动产等。

Real Estate Portfolio Construction

Abstract: International experience shows that real estate is one of the important investment fields of insurance funds. This paper summarizes the international experience of real estate investment by insurers, and introduces the type of real estate that insurers can invest, the ownership types, the investment styles, as well as four-quadrant approach to real estate investing. On this basis, the author explains in a detail the portfolio construction process that international insurers usually follow.

Keywords: Insurance Funds, Real Estate, Investment Portfolio