

不动产投资的风险管理¹

约翰·格拉斯科克²

摘要：不动产投资的风险主要集中在四个方面：市场风险、关联风险、流动性风险和管理风险。本文从上述四个方面探讨了各类风险对不动产投资的影响，指出不动产市场的市场容量有限，不动产投资风险管理具有特殊性，一般的风险管理策略可能并不适用；并指出依据统计数据和数学工具做出的分析应用于不动产投资时必须谨慎；最后建议保险公司投资于不动产的比例应加以限制。

关键词：不动产市场；不动产投资；风险管理

不动产投资中的风险类别一般可以划分为四类：市场风险、关联风险、流动性风险和管理风险。流动性风险可能是不动产投资中面临的重大风险之一，而管理风险则是不动产投资面临的一个非常关键的风险。目前对于不动产投资者来说，风险管理从理论到实务还有待于进一步发展。

1 市场风险

不动产市场价格的变动导致了不动产的市场风险，具体来说，就是指卖方市场导致的不动产价格普遍下降的风险。1929 年的大萧条导致了不动产市场价格的急剧下降，这一影响直到上个世纪50 年代才逐步消除。一般来说，股票市场价格的恢复要快得多，而房地产市场价格的恢复则会慢很多，因此房地产市场的市场风险具有特殊性。

2 关联风险

关联风险是指不动产价格的变动受整个市场影响的风险。有的观点认为，不动产投资相对于股票投资是更安全的，事实并非如此。虽然不动产市场的风险相关系数beta值比较低，但不动产行业的负债比率一般较高，而高的杠杆比率会提高房地产投资的风险相关系数。因

¹ 本文是根据约翰·格拉斯科克先生在 2009 年 10 月 30 日“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：祝伟。

² 约翰·格拉斯科克（John L. Glascock）先生是美国辛辛那提大学商学院不动产研究中心主任，金融系教授，前剑桥大学不动产金融学教授，多个国际杂志编委及学术组织和行业性协会董事。

此不动产投资不一定比股票投资的风险更低。

从历史数据看，不动产投资的风险在每一个经济周期中的表现并不相同，总体上看，不动产的风险相关系数 β 值介于0.4 和0.7 之间（如果提高负债比率，风险系数将进一步提高）。作为不动产开发商面临的主要风险其实并不是不动产的关联风险，而是不动产的开发风险，该风险的系数是非常大的，介于2到5之间。

在2000年到2001年美国经济不景气的经济环境下，纳斯达克市场指数下降了34.5%，标准普尔指数下降了29%，道琼斯指数下降了8%，而房地产价格却保持着上升趋势（图1）；而在2007年的流动性危机当中，不动产市场则受到了显著的影响，价格持续下降。因此，我们需要小心，不能由于过去经济下滑当中不动产市场的坚挺从而得出现在也将保持坚挺的结论，要看到这个市场的复杂性。

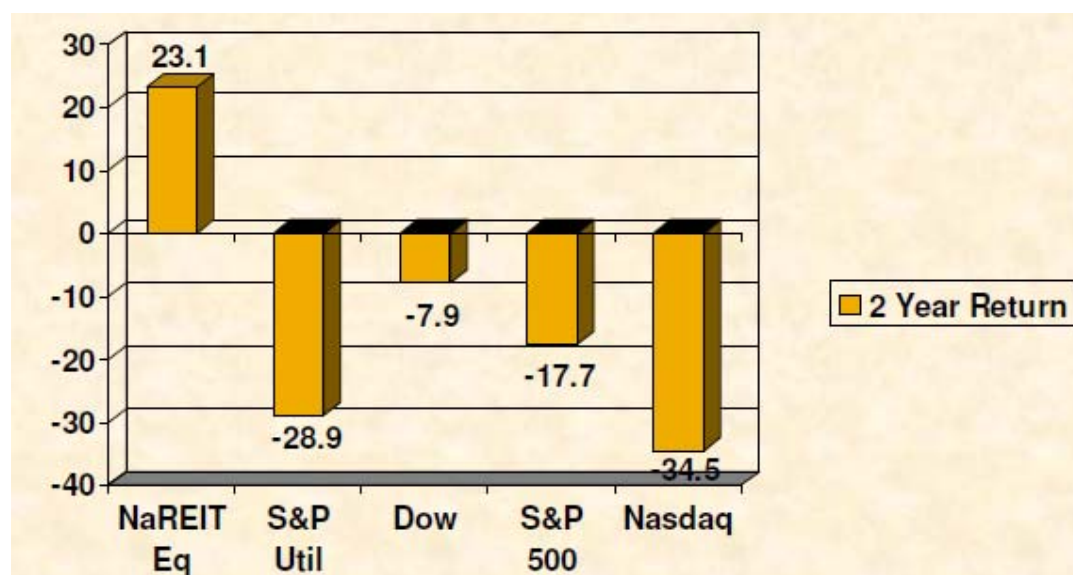


图1 2000-2001年美国主要的资本市场的收益率比较

3 流动性风险

流动性风险受两方面因素的影响：一方面取决于市场的容量，市场容量越大则流动性越好；另一方面取决于交易成本。例如，美国可交易的REITs（不动产投资基金）的总市值是世界上最大的，但其总量是比较小的，在某一时刻的总市值还小于沃尔玛的市值。因此一个公司在做市场投资量决策时是很困难的，即使REITs是很好的不动产投资渠道，但其市场容量造成的流动性风险也是令人担心的。REITs的交易成本不高，市场的买卖差价与股市相当。但由于REITs市场较小，使得不动产投资很难持有理想的投资头寸。我的一个学生，1968年大学毕业，现在负责一个美国大保险公司的投资交易，由于他负责的投资资金的数量较大，很难随意进出REITs市场，因此他没有选择REITs市场进行投资。对于非上市交易的不动产市场，包括商用楼和住宅楼。即使这个市场是世界上最大的市场（不动产价值占全世界资产价

值的55%，而股票市场大概占18%-21%），但其中的大部分资产是住宅资产，而住宅属于个人，其用途主要是居住，一般不会用来交易。不动产资产中第二大的部分是公司自用的土地和房产，像通用汽车，或者中国石油都有自己的不动产，但是我们不能直接投资这些公司的不动产，只能通过购买公司股票间接投资。因此不动产市场的资产总量很大，但可投资部分只占有限的比例。另外，非上市交易的不动产市场存在非常高的交易成本。

总之，无论是上市交易的或非上市交易的不动产市场，进行投资都存在较大的流动性风险，前者原因是市场容量有限，后者原因则是交易成本很高，因此，不动产适合长线投资，短线投资风险太大。

4 管理风险

由于上市地产的数量是有限的，保险公司和退休基金必须要投资于单个的不动产项目，由此就引发了管理风险——即使不动产市场表现良好，但由于管理不善依然会造成损失的风险。

来自REITs市场和澳大利亚不动产投资管理的证据表明，第三方公司管理不动产的收益比投资方自己管理的收益平均要低8%。此时出现了代理问题，因此投资方雇佣第三方公司进行不动产管理时必须非常谨慎。澳大利亚的REITs出现了同样的问题。澳大利亚建立了Stable REITs公司而不再使用第三方进行运营；美国对于8%的损失非常敏感，因此没有大的REITs雇佣第三方公司进行不动产的管理。

对个别项目的投资除了面临管理风险外还可能遇到一些特殊问题。我的一个学生告诉我，在德国由一家养老金公司持有的一处房产——Offenbach，非常漂亮，2004年到2008年我的学生每年都会去。该幢楼一直空置，现在只有15%占有率。该养老金公司就是雇佣了一家第三方公司进行管理。另外，在大连市有一幢20层的大楼，可在过去的5年里它周边的楼还没建成，因此即使在中国这样一个经济快速发展的国家，仍有一些不动产未能得到充分利用。

5 不动产风险的管理：原则比数字更加重要

风险管理的关键是如何理解不确定性和风险之间的区别。在大多数时候好的统计数据可能并不包含足够多的有用信息，即高质量的统计数据可能并不能有效地预测未来市场的变动。比如说一直到2004年—2006年以前，人们都觉得不动产是更好的投资选择，因为和以前（如在20世纪90年代及21世纪初时）相比，不动产投资和其他资产投资具有较低的相关性（20世纪90年代末的美国不动产市场表现不如股市，2001年不动产市场的表现又好于股市，因此，不动产市场与股市的相关性均比较低）。因此，我们似乎应该在投资组合里面增加不动产方面的投资。但实际上，有些时候或许是不应投资不动产的，正如2007-2008年市场所

表明的那样。

现代金融业正在出现一个不适当的趋势，就是将金融风险管理当成了数学建模游戏：如投资组合对冲、投资组合保险和在险值的广泛应用。实际上，上述应用均出现了失败的案例。如20世纪70年代，投资组合保险的失败；长期资本管理的失败和贝尔斯通对冲的失败等。

原则比数字更加重要。我们需要理解不动产市场跟社会的关系，如周期关系。2000-2001年周期时，出现了网络泡沫。那里没有过多的不动产，因此不动产市场经受住了衰退的考验。在最近的2007-2008年经济周期，则是流动性过剩引发的危机，影响范围广泛，不动产和股市均受到很大冲击。但统计数据并不能显示现在的形势是处于什么类型的周期，所以我们必须依靠经验，这时，原则比数字更加重要。

6 结论

不动产市场的市场容量有限，不动产也并不拥有特殊回报率；一般的风险管理策略并不适用于不动产的风险管理：建立一个连续性的风险对冲策略对于不动产风险管理是不可取的。所以，保险公司可能需要限制持有不动产的比例在3%到6%左右。中国政府的相关政策是投资比例控制在5%以内。实际上，亚洲的澳大利亚、日本、韩国和台湾这些地方的保险公司，投资不动产的比率都为零，最高的是新加坡为5%。

Risk Management for Real Estate

Abstract: The Risks of real estate investment consists of market risk, covariance risk, liquidity risk and management risk. In this paper, the impacts of different risks on real estate investment are explored. Some conclusions are given. Firstly, general risk management strategies cannot be directly used for risk management of real estate investment because the risks of real estate investment are special in some aspects. Secondly, we must be careful when we use statistical data and mathematical vehicles for risk analysis and management of real estate. At last, investment share of real estate by insurance companies should be limited since risk management of real estate is complicated.

Keywords: Real Estate Market, Real Estate Investment, Risk Management