

黑石集团房地产投资信托危机、 根源及启示

◎熊启跃 黄淑睿 盖新哲

摘要: 2017年,黑石集团创新推出房地产投资信托BREIT。BREIT采取有限合伙架构,主要面向金融机构和中产阶级投资者,并根据投资者特征差异化设计份额条款。2022年以来,BREIT产品申赎规模大幅上升,并触发赎回上限和赎回限制条款,最终演化为挤兑危机,产生了显著外溢影响。BREIT危机产生根源可归为四个方面:第一,美联储货币政策急剧收缩,房地产市场深度调整;第二,资产端集中度风险凸显,负债端债务成本抬升;第三,“半开放”式产品设计存在缺陷,大量散户成为挤兑主体;第四,公司治理存在漏洞,外部监管机制缺失。BREIT风波的主要启示包括,要客观看待房地产投资信托在促进市场平稳发展方面的积极作用;房地产私募产品应审慎设计赎回安排,并配套更严格的投资者准入标准;房地产投资信托应丰富投资内涵,降低集中度风险;鼓励向房地产行业投放固定利率贷款,推动利率互换、货币掉期市场发展;加强微观审慎监管,夯实投资者保护;货币调控应兼顾金融稳定因素,丰富风险处置工具箱。

关键词: 黑石集团;房地产投资信托;挤兑危机;金融稳定

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、黑石集团业务特征

黑石集团成立于1985年。成立以来,黑石集团通过扩大业务领域、并购重组上市等方式^①不断壮大,逐渐发展成为美国乃至全球最大的另类资产管理机构。当前,黑石集团主要由房地产部门、私募股权部门、信贷及保险部门和对冲基金部门四大业务板块构成。2022年年末,黑石集团的管理资产规模为9747亿美元,上述四个板块管理资产分别为3261亿美元、2889亿美元、2799亿美元和797亿美元。

作为黑石集团旗下管理资产规模最大、营业收入贡献最高的板块(见表1),房地产部门由房地产合伙人、房地产债务策略和房地产核心策略三大业务条线构成。房地产合伙人板块采取高增长、高风险、高收益的机会型地产投资策略,管理着面向全球的地产投资基金和专注于单一市场的欧洲、亚洲地产投资基金。房地产债务策略关注地产相关债权投资,管理多只债权基金。房地产核心策略采用核心增值投资策略,是2014年新设的业务条线,主要包括物业合伙人(Blackstone Property Partner, BPP)和房地产投资信托BREIT^②。BREIT采取较为稳健的投资策略,主要聚焦美国境内能够产生稳

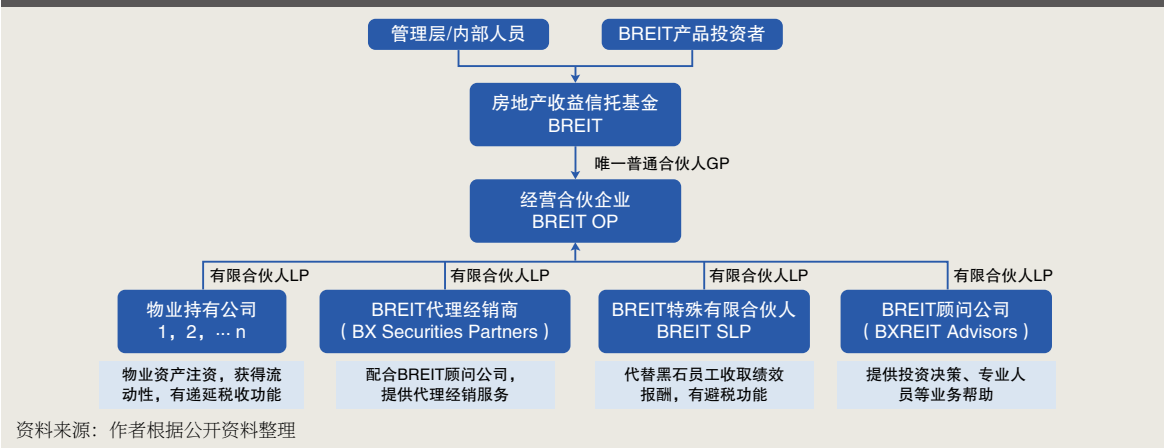
作者简介:熊启跃,中国银行研究院高级研究员;黄淑睿,中国人民大学财政金融学院硕士研究生;盖新哲,滴滴发展研究院高级研究员。
^① 1986年,黑石完成第一笔收购交易“运输之星”项目,确立“友好收购”扩张策略。1995年,黑石集团出售旗下黑石财务管理集团,该集团后演变为贝莱德资产管理公司。1997年,黑石完成第三只投资基金募集,成为全球第二大私募股权基金。2000年,黑石将业务拓展至再保险、秃鹫投资领域。2003年,黑石接受加州养老基金委托,开创养老金配置私募股权基金先例。2007年,黑石成功在纽约证券交易所上市。2008年,黑石收购另类资产管理公司GSO资本。2013年,黑石收购Strategic Partners,拓展二级私募母基金。2018年,收购Clarus生命科学公司,推出生命科学投资工具。
^② 物业合伙人主要投资产业园、生命科学园、物流仓储园、多户型物业和办公楼。BREIT重点关注美国商业地产,少量配置房地产债券。

表 1 2022 年年末黑石集团主要业务板块

	业务范围	管理资产 (亿美元)	营业收入 (亿美元)	营业收入与管理资产之比 (%)
房地产部门	杠杆收购、持有经营、房地产债券投资和信贷发放	3261	371	11.4
私募股权部门	能源特殊机遇投资、基建购买、生命科学投资、资本市场服务等	2889	242	8.4
信贷及保险部门	夹层贷款、不良债权策略、保险账户管理	2799	184	6.6
对冲基金部门	定制另类策略组合、种子投资、非公开另类资管投资	797	21	2.6

资料来源：黑石集团年报

图1 BREIT组织架构



资料来源：作者根据公开资料整理

定租金收入的房地产资产。

二、BREIT 主要运营特征

自 2017 年成立以来，BREIT 管理资产规模快速增长，2022 年年末达到 1427 亿美元，成为黑石集团成立以来规模最大的投资平台。作为近年来黑石最重要的业务增长点，BREIT 运营主要呈现以下特征。

（一）采取有限合伙架构，物业出让人可享受税收递延

BREIT 采取伞型有限合伙架构。“伞型”体现为由一个普通合伙人和多个有限合伙人构成^①。普通合伙人 BREIT 公司向投资者发行信托份额募集资金，用于购买合伙实体 BREIT 经营公司（以下称 BREIT OP）的权益份额，BREIT OP 负责运营 BREIT 持有的房地产资产。除普通合伙人 BREIT 公司外，BREIT OP 还有一系列有限合伙人。BXREIT

顾问公司负责投资策略并提供投研人员支持；BX 证券合伙人利用渠道优势推动 BREIT 份额销售；BREIT 特殊有限合伙人负责薪酬绩效管理，避免双重缴税^②；房地产持有人以房地产作价向 BREIT OP 出资，成为有限合伙人（见图 1）。

有限合伙组织架构，能够为物业出让人带来两方面好处：一是递延缴税。作为出让物业资产对价，物业出让人可获得合伙企业份额（Units），可避免直接出让物业须缴纳的资本利得税。二是增强流动性。相较于房地产资产，有限合伙企业份额能够与投资信托份额兑换，物业出让人可决定变现时间和规模，大大提升了资金运转灵活性。

（二）产品主要面向金融机构和中产阶级投资者，差异化设计信托份额

长期以来，黑石集团资管产品主要面向金融机构和高净值客户。近年来，黑石致力于拓展中产阶级客群，BREIT 是黑石推进新战略的重要“抓手”。

^① 有限合伙是一种包含普通合伙人和有限合伙人的企业组织架构。企业由少数普通合伙人经营并承担无限责任，有限合伙人仅以出资额为限承担有限责任。有限合伙机制下，每个合伙人在决策时公平拥有一票表决权，与出资额无关。
^② 有限合伙人收取业绩报酬可有效降低税负。特殊有限合伙人（员工）遵循 S 章节（Sub chapter S）有限合伙的缴税模式，只需缴纳个人所得税。如果在 BREIT 公司层面进行薪酬管理，则须同时缴纳公司和个人所得税，面临双重缴税问题。

表 2 黑石集团 BREIT 发行各类份额特点

账户特点	S 类	T 类	D 类	I 类	C 类	伙伴关系类
	交易经纪商渠道 (不含经纪费)	交易经纪商渠道 (含经纪费)	顾问、信托渠道, 有额外顾问费	机构投资者	再认购	黑石子公司
投资门槛 (美元)	2500			1000000	未规定	
前端费率 (%)	最高 3.5	最高 3.5	最高 1.5	0	0	0
期间费率 (%)	0.85	0.85	0.25	0	0	0
净值 (亿美元)	230.7	10.1	23.8	412.4	0.16	20.2
已发行股数 (千股)	1582436	70538	166792	2827354	1085	138773
净值占比 (%)	33.1	1.5	3.4	59.1	0.0	2.9

资料来源: BREIT 年报

注: 伙伴关系类包括 BREIT 特殊有限合伙企业及本公司外其他 BREIT 运营合伙企业权益; 投资门槛统一规定 S、T、D、I 类份额每笔交易的后续投资均不低于 500 美元。

作为私募“半开放”式信托, BREIT 无需在美国证券交易委员会登记注册。投资者准入需要满足以下两项要求之一: 一是净资产(除房屋、家具和汽车外)不低于 25 万美元。二是年收入不低于 7 万美元、净资产不低于 7 万美元。BREIT 的准入要求低于合格私募股权基金(年收入不低于 20 万美元)。相较于黑石集团其他产品, BREIT 投资者辐射范围更广, 对支撑资金持续流入发挥了积极作用。2023 年 3 月末, BREIT 份额的净值达 697.4 亿美元, 其中机构投资者持有份额为 59.1%, 零售投资者持有份额合计超 40%^①。

针对不同类型投资者, 设计差异化信托份额。BREIT 向机构投资者提供 I 类份额, I 类份额的管理费为 0, 但购买要求最低初始投资额不低于 100 万美元, 是其他份额购买门槛的 400 倍。针对个人投资者设立 S 类、T 类和 D 类份额。S 类和 T 类份额主要面向经纪账户买家, 投资门槛较低。但两者的前端费率^②最高可达交易额 3.5%, 而期间费率为份额净值的 0.85%。D 类份额适用于投资顾问渠道投资者, 每年顾问费率为 1%, 前端费率最高为 1.5%, 后端费率^③为 0.25%。针对 S、T 和 D 类份额, BREIT 还设计了随投资规模增加的销售佣金减免机制, 优惠幅度最高可达总净值的 1.5%。与此同时, BREIT 设置了管理费上限, 当前期销售佣金与股东服务费合计达到总收益的 8.75% 后, 将不再收取后续股东管理费(见表 2)。

(三) 申购无上限, 设置有利于发行人的赎回条款

BREIT 属于“半开放”房地产投资信托。其对投资者申购没有设定额度限制, 多多益善。由于不像其他公开上市的房地产投资信托具有二级市场, BREIT 投资者只能通过申赎方式退出投资、兑现收益。为防止投资者集中赎回产生的挤兑效应, BREIT 设计了有利于发行人的赎回条款。具体包括以下三方面内容。一是赎回和收益分派具有非强制性。BREIT 条款指出, 产品赎回和收益分派均不具有强制性, 不履行赎回要求或暂停收益分派不界定为违约。二是设置赎回上限和惩罚机制。BREIT 条款指出, 投资者每月赎回规模不能超过上月底评估净值的 2%, 每季度赎回规模不能超过前三个月平均净值的 5%。针对持有期不满 1 年的投资者, 赎回时须承担占交易价值 2% 的折价成本。三是赎回不按照“先赎先得”机制。当多个投资者申请赎回时, BREIT 条款规定, 投资者的偿付顺序相同^④, 不以赎回申请时间先后作为兑付依据。当赎回规模触及上限时, 剩余未满足请求将作废, 需下期重新申请。

(四) 资产集中于房地产领域, 租金为主要收入来源

作为房地产投资信托, BREIT 资产高度集中于房地产领域。2022 年年底, BREIT 资产中房地产

① BREIT 对单一投资者投资额度设有上限, 不允许超过 BREIT 净值规模或份额规模的 9.9%。由于 BREIT 不同类型份额价格存在差别, 所以设置了净值和份额两个集中度门槛。

② 前端费用: 购买基金份额时支付的佣金或销售费用。

③ 后端费用: 赎回基金份额时缴纳的相关费用。

④ BREIT 将在该月最后一个工作日收集回购请求, 交由董事会商议回购请求处理方案。BREIT 商议的回购份额保证投资者拥有相同的赎回优先级。

图2 2022年年末BREIT房地产资产结构

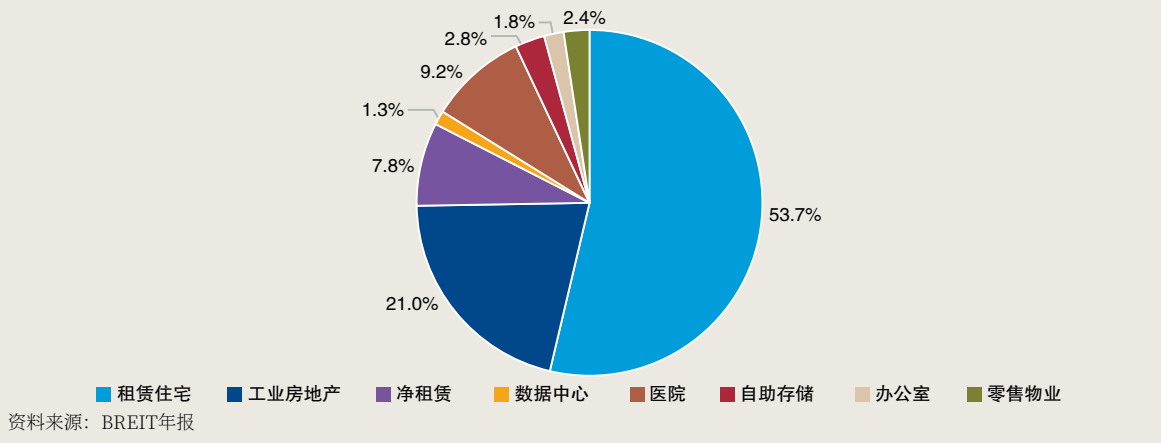
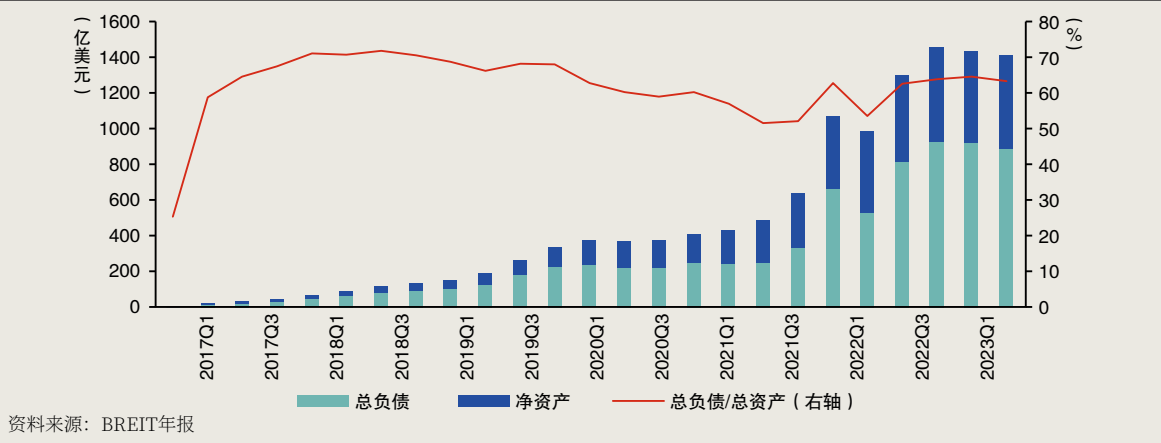


图3 BREIT资产及杠杆规模



资产占比高达 93%，剩余资产为房地产相关证券投资。按资产价值计算，BREIT 资产主要分布在租赁住宅^①（53.7%）、工业地产（21.0%）和净租赁住房^②（7.8%）等领域（见图 2）。以房地产为主的资产结构决定了租金收入是 BREIT 的主要收入来源。2020—2022 年，租金收入分别占 BREIT 营业收入的 83.2%、69.6% 和 62.2%。

（五）规模扩张依靠债务驱动，债务形式以房地产抵押贷款为主

自成立以来，BREIT 管理资产规模快速增长。2017 年至 2022 年第三季度末，BREIT 管理资产由 46.3 亿美元增至 1449 亿美元，增幅达 30.3 倍。

BREIT 资产扩张主要依靠债务驱动，负债 / 资产比例长期保持在 60% 以上。2020—2022 年美国货币政策极度宽松期间，BREIT 负债由 218 亿美元增至 923 亿美元，负债 / 资产由 58.9% 增至 64.4%（见图 3）。

由于配置了大量房地产资产，BREIT 偏好使用房地产抵押融资。通过抵押物增信，虽然可降低融资成本，但客观增加了融资成本对房地产资产价格波动的敏感性。2022 年年末，BREIT 负债中房地产抵押贷款及相关循环贷款占比高达 70.7%。此外，BREIT 负债融资工具还包括证券化工具 CMBS 及房地产债券质押式回购融资，两类负债的融资成本对利率变化较为敏感，在负债结构中占比分别达到

① 主要包括多户住房、经济适用房、学生住房、单户租赁住房等。
② 净租赁指承租人除支付租金外，还承担房产税、保险和维护费的租赁模式。

图4 2022年年末BREIT负债结构

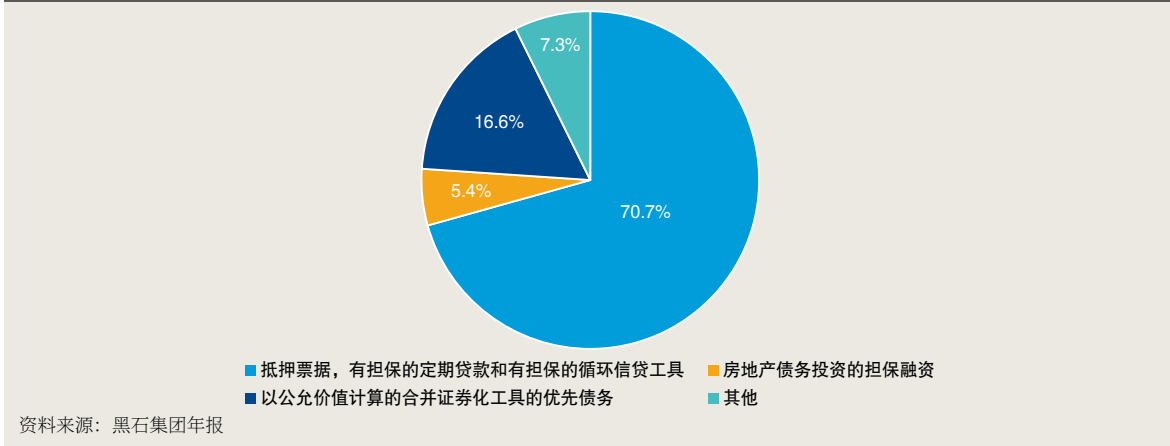


表3 BREIT 净值、管理费及业绩提成收入

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
净值 (亿美元)	18.0	48.5	131.0	210.5	540.8	685.2
管理费 (亿美元)	0.1	0.4	1.1	2.2	4.5	8.4
管理费集团贡献 (%)	0.3	1.4	3.1	5.5	8.6	13.3
业绩提成 (亿美元)	0.2	0.4	1.4	1.9	13.8	7.4
业绩提成集团贡献 (%)	0.5	1.9	7.6	8.6	23.3	12.6

资料来源：黑石集团年报

16% 和 5.4% (见图 4)。

(六) 净值核算不透明, 滞后于市场最新变化

BREIT 业绩考核、管理费和佣金核算高度依赖净值表现, 具有较强动机“粉饰”净值, 从而创造更多管理费和业绩提成收入。BREIT 的净值核算不规范、不透明度高。主要体现为针对部分影响净值结果的重要变量未明确算法, 例如, 房租收入增长、资产减值准备等指标; 净值估算结果没有经过独立的公共会计师事务所审计。尽管缺乏科学性, BREIT 还是将净值作为衡量业绩的核心指标^①。基于不透明的净值估算方法, BREIT 产生大量管理费和业绩提成收入。2017—2022 年, BREIT 管理费收入由 0.1 亿美元增至 8.4 亿美元; 业绩提成收入由 0.2 亿美元增至 7.4 亿美元。管理费和业绩提成收入对黑石集团贡献率分别由 0.3% 和 0.5% 升至 13.3% 和

12.6% (见表 3)。

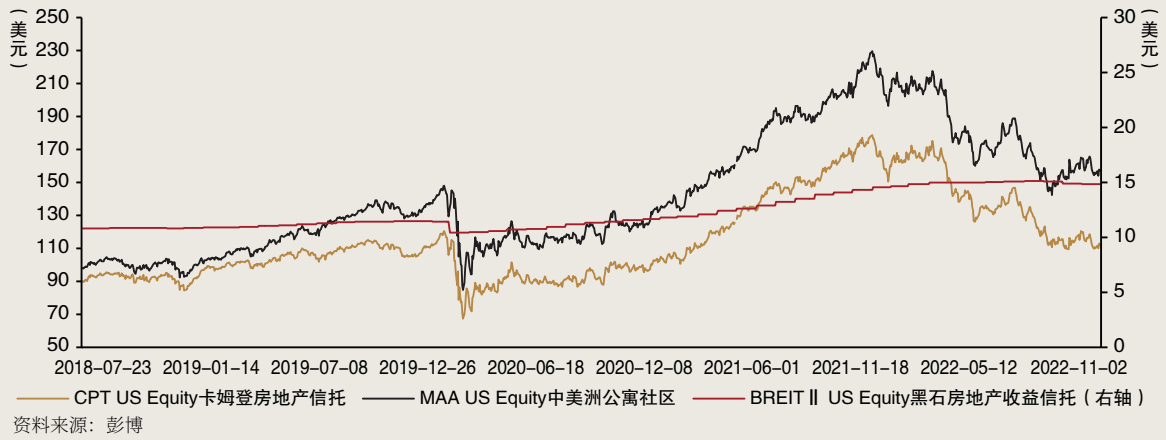
BREIT 份额交易价格取决于上月评估的份额净值, 评估净值显著滞后于市场变化。2022 年, 基于二级市场交易形成价格的美国房地产信托净值大幅下挫。例如, 卡姆登房地产投资信托 (CPT) 和中美洲公寓社区投资信托 (MAC) 净值分别下降 36.6% 和 30.6%, 而 BREIT 净值保持平稳增长态势 (见图 5)。BREIT 将净值增长解释为资产集中在住宅和工业房地产领域, 表现整体良好。然而, 上述两个行业 2022 年的业绩不佳, 不足以支撑 BREIT 净值表现^②。

三、BREIT 危机演化进程

自成立以来, BREIT 吸收的申购资金远大于赎回支出资金。2022 年以来, 为应对通胀压力, 美联储开启超级加息周期, 市场主体风险偏好调整,

^① BREIT 向美国证券交易委员会披露的 10-K 报告中指出, BREIT 净值仅能用来决定赎回和出售份额价格, 其衡量历史投资收益表现并不可靠。尽管如此, BREIT 仍在其官方网站设置绩效页面, 并将净值作为测度绩效核心指标。
^② 2022 年, 美国最大工业地产投资信托 Prologis 净值下降 31.3%, 最大租赁地产投资信托 Equity Residential 净值下降 32.5%。如按上述投资收益测算, BREIT 不可能实现净值的正增长。

图5 BREIT与主要房地产信托基金净值



BREIT 长期资金净流入的趋势发生逆转。2022 年前三季度，BREIT 产品赎回申请金额达 71.8 亿美元，分别较 2020 年和 2021 年全年申赎规模提高 5.3 倍和 6.5 倍。2022 年 10 月，BREIT 的申请赎回金额攀升至 18 亿美元，占 9 月末 BREIT 净值的 2.7%，超过 2% 的赎回上限。BREIT 董事会磋商决定，按 100% 比例满足赎回申请。2022 年 11 月，市场恐慌情绪并没有得到抑制，BREIT 申赎规模升至 30 亿美元。BREIT 按单月 2% 赎回上限满足了其中 13 亿美元赎回申请，投资者的赎回成功率仅为 43%。2022 年 12 月，申赎规模升至 38 亿美元。考虑到净值存在高估，如果持续满足赎回请求将加剧净值的错误定价^①。BREIT 决定实施赎回限制，将原来 2% 的额度上限调整至 0.3%，12 月投资者仅赎回 1 亿美元，赎回成功率为 3%。2023 年以来，BREIT 赎回压力并未减轻。2023 年 1—4 月，BREIT 累计赎回申请达 182 亿美元，BREIT 兑付了其中 47 亿美元（见图 6）。

作为 BREIT 重要产品特征，实施赎回限制并不违约，但加剧了市场恐慌情绪。2022 年 11 月至 12 月 BREIT 限制赎回消息发布后，黑石集团股价由 107 美元 / 股跌至 69.9 美元 / 股。与 BREIT 具有相似运作特征的喜达屋资本、贝莱德以及 M&G 集团的房地产类投资信托也纷纷采取类似的赎回限制

措施。2022 年第四季度，美国商业地产支持证券发行量同比萎缩 92%。2023 年 3 月，黑石集团价值 5.62 亿美元商业地产抵押贷款支持证券发生违约，市场恐慌情绪蔓延。

为缓解流动性危机，黑石集团通过折价出售优质资产、定向折价增发份额予以应对。在外部流动性趋紧背景下，黑石集团通过再融资化解危机的难度显著上升，不得不采取其他措施。2022 年 12 月，黑石以 12.7 亿美元价格出售拉斯维加斯米高梅酒店和曼德勒海湾度假村 49.9% 股权。2023 年 1 月，黑石以 4 亿英镑价格出售伦敦“圣凯瑟琳码头”地标综合体，低于 2017 年 4.35 亿英镑的收购价格。同月，黑石还以 2.5 亿欧元价格出售了位于西班牙巴塞罗那的相关房地产资产。2023 年 1 月 3 日，BREIT 获得加州大学首席投资官办公室 40 亿美元投资；1 月 25 日，该投资办公室追加 5 亿美元投资，合计规模达 45 亿美元。加州大学承诺投资 BREIT 的份额有 5 年锁定期。BREIT 承诺至少提供 11.25% 年化收益率^②以及 20% 的出售折扣。

四、BREIT 挤兑危机产生根源

BREIT 挤兑危机是一系列内部因素共同作用的结果，可归纳为以下方面。

^① 例如，房地产资产价值为 100，但投资者按照 120 价格赎回，这会导致剩余投资者所拥有的资产价值进一步减少。
^② 11.25% 年化收益率承诺相当高，这意味着 BREIT 可能会牺牲其他投资者的利益满足上述收益承诺。

图6 BREIT赎回申请与获批情况

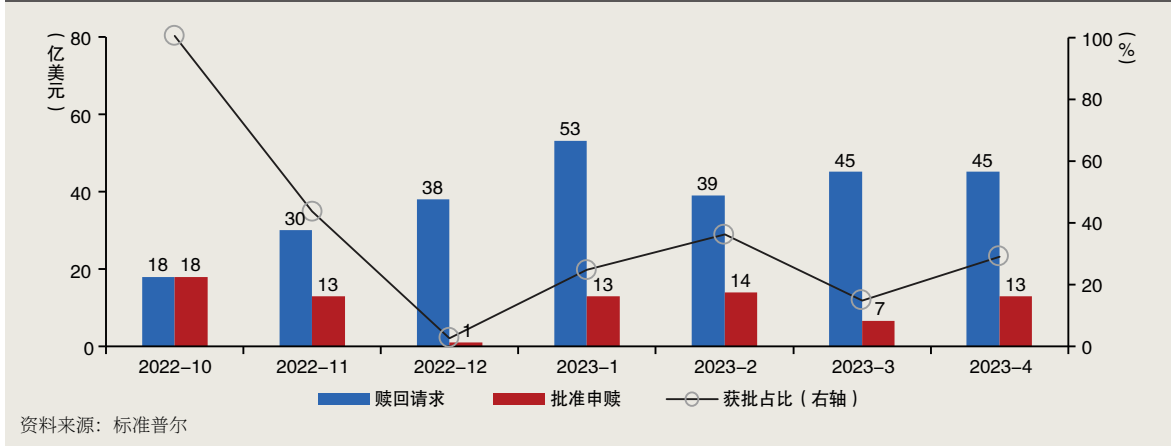
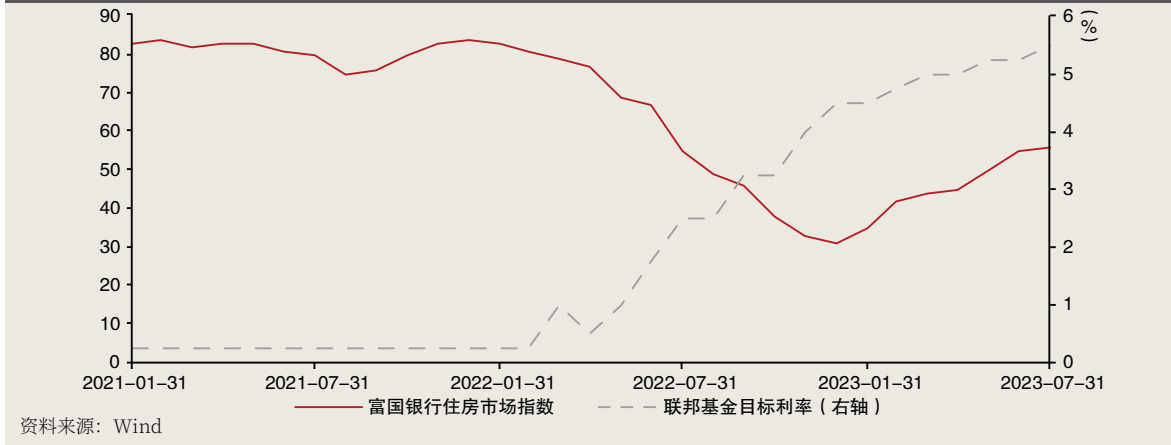


图7 联邦基金利率和富国银行房地产价格指数



（一）货币政策急剧收缩，房地产市场深度调整

房地产行业是资本密集型行业，对资金成本变化较为敏感。BREIT 底层资产集中在房地产行业。货币政策急剧收缩是造成 BREIT 挤兑危机的重要外部因素。新冠疫情暴发以来，美联储将联邦基金利率调至 0.25%，并推出资产负债表扩张政策。货币宽松使大量资金流入美国房地产领域，推动房地产价格上涨。2020 年 4 月至 2021 年年底，美国住房市场指数由 30 升至 84，涨幅超 200%。2021 年下半年以来，美联储放缓资产负债表扩张速度，并在 2022 年开启超级加息周期，联邦基金利率连续抬

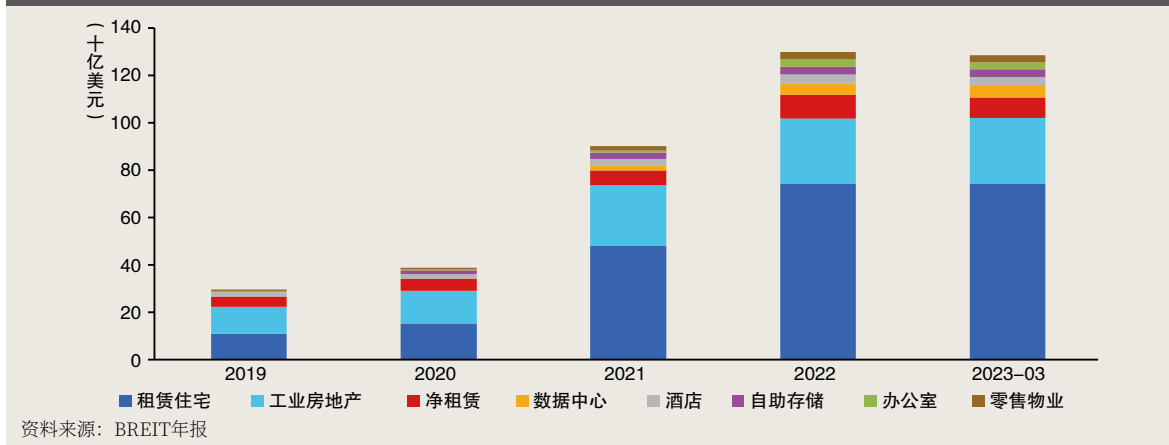
升 11 次，由 0.25% 升至 5.5%。随着货币政策收紧，美国房地产市场深度调整（见图 7）。

BREIT 重仓的多户住房租赁市场在 2022 年租赁需求严重收缩，比 2014 年至 2019 年的均值下降了 13%，房租增长预期显著放缓，由此租赁住房资产的资本化率（Cap Rate）在 2022 年第四季度提高了 25 个基点，是 2010 年以来首次扭转下行趋势^①。房利美^②认为，多户住房资产的资本化率将延续上升态势，未来 12~18 个月将从目前的 5.3% 升至 6%。资本化率不断调升意味着租赁住房资产估值倍数下调，租赁住房占据 BREIT 资产结构的 54%，必然冲击 BREIT 估值。

① <https://mf.freddiemac.com/viewpoints/steve-guggenmos/20230320-2023-multifamily-outlook-update>.

② <https://multifamily.fanniemae.com/news-insights/multifamily-market-commentary/2023-mid-year-multifamily-market-outlook-demand-subdued>.

图8 BREIT房地产板块资产结构分布



(二) 资产端集中度风险凸显，负债端债务成本急剧提高

2017年至2022年第三季度末，BREIT管理资产由46.3亿美元增至1449亿美元，增幅达30.3倍。特别是在新冠疫情暴发后，BREIT规模扩张幅度明显加大。在2022年房地产市场已经出现调整迹象背景下，BREIT仍逆势收购270个租赁住房物业、51个零售物业、34个自助仓储物业、13个工业物业以及5761个单户租赁房屋，总价值359亿美元。资产大幅扩张显著增加了BREIT资产负债结构的脆弱性，成为诱发挤兑危机的重要原因。

资产端，BREIT集中度风险凸显。BREIT将大量资产配置在长周期租赁住宅和工业房地产领域。2020—2022年，BREIT租赁住宅资产由151.8亿美元上升至736.7亿美元，占比从39.4%上升至57.2%。工业房地产由135亿美元增至271.9亿美元（见图8）。

租赁住宅和工业房地产资产价值对折现率和资本化率提高较为敏感。在折现率和资本化率分别提升25个基点的情况下，租赁住宅和工业房地产资产价值将分别减少6.77亿美元和2.44亿美元（见表4）。

除利率敏感性资产占比提高外，BREIT还呈现流动性资产下降趋势。2020—2022年，BREIT资产结构中现金及等价物占比由2.6%降至1.8%。2022年第三季度末，BREIT仅拥有93亿美元流动性额度，其中仅14亿美元是现金，剩余79亿美元是信贷额度。与现金相比，信贷额度成本随行就市，在利率

抬升环境下相应提高。美国银行体系流动性危机会通过影响信贷额度对BREIT流动性产生影响。

BREIT资产扩张主要靠负债驱动，加息背景下债务成本大幅抬升加剧BREIT脆弱性。2020—2022年，BREIT负债规模由218亿美元增至923亿美元，负债/资产由58.9%增至64.4%。从举债特征看，美国超低利率环境诱使BREIT压注短期浮动利率，持续加大短期抵押贷款融资。BREIT负债结构中，浮动利率贷款占比从2019年年末的26%升至2022年年末的48%，严重削弱BREIT抵抗利率上升的韧性。随着利率环境变化，BREIT融资成本“水涨船高”，2019—2022年，BREIT负债端抵押贷款融资由3.1%升至5.5%。

(三) “半开放”设计有风险，大量散户加剧挤兑

一般地，配置流动性较弱资产的资管产品会采用封闭式资金运作模式，即在产品到期前投资者不允许赎回。与美国主流公开上市的房地产投资信托不同，BREIT未上市，投资者缺乏二级市场交易退出渠道。为了吸引零售投资者资金，BREIT采取了“半开放”运作模式，允许投资者在特定条件下赎回。尽管BREIT推出了一系列发行人保护措施，但在市场恐慌环境下仍没能避免挤兑危机的发生。

BREIT净值估算存在漏洞，加剧投资者挤兑。租赁住房拥有大量未来现金流，BREIT采用现金流贴现法（Discount Cash Flow, DCF）对资产进行估值。估值结果取决于对未来现金流（包括租金、资

表 4 资产价值对折现率、资本化率变动的敏感性测试

资产类型	资产价值变动率 (%)		资产价值变动 (千美元)	资产价值变动率 (%)		资产价值变动 (千美元)
	折现率下降 25 基点	资本化率下降 25 基点		折现率提高 25 基点	资本化率提高 25 基点	
租赁住宅	1.90	3.00	751912	-1.90	-2.70	-676721
工业房地产	2.00	3.40	267340	-1.90	-3.10	-243751
净租赁	1.80	2.70	276543	-1.80	-2.40	-245816
数据中心	1.30	1.50	3537	-1.00	-1.40	-3301
酒店	1.70	1.40	47322	-1.60	-1.30	-43942
自助存储	1.90	2.80	27588	-1.80	-2.50	-24632
办公室	1.90	3.50	19597	-1.90	-3.20	-17917
零售物业	1.90	2.70	27581	-1.80	-2.50	-25538
平均 (总计)	1.80	2.63	1421421	-1.71	-2.39	-1281619

资料来源：BREIT 年报

产增值)的评估、贴现率、资本退出率的假设等因素。与在二级市场直接交易形成的价格相比,DCF估值存在时滞,不能及时反映市场变化。2022年以来,当美国房地产市场已出现大幅调整的情况下,BREIT 净值明显高估,投资者在积累了大量前期收益的背景下,纷纷选择赎回兑现收益。

长期以来,私募地产资管产品具有透明度较低、投资者门槛较高,主要由专业性较强、致力于长期投资的机构投资者参与的特征。黑石集团 BREIT 产品试图打破这一边界,通过设置差异化份额及账户体系,吸引大量零售客户。零售客户情绪交易多、抗风险能力差、投资决策受外部市场环境影响较大。此次申请赎回 BREIT 的投资者以散户为主,其中 70% 来自亚洲,他们对 BREIT 的底层资产、估值方法缺乏足够的了解,在市场大幅波动背景下,纷纷选择快速撤离。

(四) 公司治理存在漏洞,外部监管机制缺失

BREIT 挤兑危机暴露出其公司治理问题。BREIT 管理费收入、业绩提成收入均按净值固定比例提取,与净值表现直接挂钩。然而,BREIT 净值计算过程却极不透明,具有“操作”空间。另外,对净值考核过分看重,刺激了 BREIT 通过加杠杆推动资产快速增长的动机。BREIT 杠杆率显著高于同业,成为加息背景下 BREIT 付息成本上升、流动性枯竭的重要原因。

从外部监管看,美国对房地产投资信托监管存在漏洞。一是信息披露不充分。特别是涉及净值评估的关键信息,如复杂金融产品投资信息等内容,

缺乏统一的披露要求。二是对净值披露的会计准则、外部审计等工作缺乏事前安排。三是针对房地产投资信托的杠杆率和流动性比率的监管较松。四是对“半开放”未公开上市的房地产投资信托投资者准入缺乏必要规定。

五、启示

作为全球最大的另类资产管理机构,黑石集团长期深耕房地产投资领域,积累了丰富的投资经验和品牌价值。此次 BREIT 挤兑危机是货币政策环境调整,BREIT 负债端融资策略改变、资产端非理性快速扩张,产品结构不合理及内外部治理不到位等因素共同作用的结果,BREIT 挤兑危机对加强风险管理具有启示意义。

(一) 客观看待房地产投资信托对促进市场平稳发展的积极作用

BREIT 并不遵循“购买—维修—出售”的投机套利模式,而是采用与实体经济有更强互动性的“持有并出租”模式。BREIT 对缓解房地产持有者的资金压力,为房地产市场吸引低门槛增量资金发挥了积极作用。本质上,BREIT 是一种权益证券,相较于间接融资体系下负债端复杂的债权人结构,BREIT 投资者风险容忍度更高,具有长期投资属性。虽然由于产品设计不当,造成阶段性挤兑危机,但相比于由大规模债务违约或展期引发的烂尾楼、房地产租赁运营混乱等危机,BREIT 风险外溢性相对可控。对我国而言,对房地产这一资本高度密集型行业,要想推动其走向新发展模式、实现平稳健康

增长，应加大在直接融资体系建设上的改革突破，积极探索房地产投资信托等业务发展。

（二）房地产私募产品应审慎设计赎回安排，并配套更严格的投资者准入机制

BREIT 底层资产是房地产，房地产有大宗交易市场但流动性较差，房地产交易所需时间往往多达数月，如果没有审慎的开放赎回安排，一旦投资者集中赎回，而资产管理人现金不足，便只能被迫折价甩卖资产应对，引发自身损益和房地产市场混乱，使更多投资者受损。房地产私募资管产品以封闭式运作最为安全，封闭运作也是当前我国私募股权基金监管的原则性要求。当然，出于惠及更广大投资者的出发点，若考虑试点房地产私募资管产品创新设计开放认购和赎回安排，则必须配套更高门槛的投资者适当性要求，实现产品风险特征与投资者风险偏好的匹配，避免部分风险承受力较低的零售投资者过度情绪化交易。

（三）丰富房地产投资内涵，降低集中度风险

房地产投资信托的资产配置高度集中于房地产领域，极易受到房地产周期的波及。应不断丰富房地产投资信托投资标的，形成具有不同周期属性的标的资产，例如，增加基础设施、绿色、数据仓库等具有逆周期属性的资产配置比例。优化房地产投资信托的估值方法，审慎采用透明性较低的 DCF 估值。

（四）鼓励向房地产行业投放固定利率贷款，推动利率互换、掉期市场发展

BREIT 负债端房地产抵押贷款中，固定利率贷款占比超过 50%，这为其抵御美联储加息政策提供了一定程度韧性。在货币环境周期性调整过程中，具有重资产特征的房地产行业经营更加需要固定利率贷款规避风险，应加强企业的风险中性意识。与国际成熟市场相比，我国银行业固定利率抵押贷款业务发展滞后，帮助实体经济规避风险的服务能力还需要增强。相应地，应大力发展人民币利率互换、货币掉期市场的广度和深度，满足房地产杠杆融资

和金融机构利率风险管理的客观需要。

（五）加强微观审慎监管，夯实投资者保护

加强对房地产投资信托的微观审慎监管。一是关注杠杆率、流动性、关联性等维度风险特征。将审慎监管从金融机构层面向子机构或产品维度下沉。针对具有赎回、保证金追缴、抵押品加杠杆等特征的产品，优化监管制度设计，防止风险踩踏的自我强化效应。二是加强行为监管。应规范金融产品研发、销售和交易等环节，加强信息披露和监管协调，建立信息共享机制。三是完善风险处置机制。针对具有较强系统外溢效应的金融子行业，考虑建立行业处置基金，丰富行业处置基金的风险处置功能。四是打造稳健的激励机制。建立稳健、充分考虑各类风险的激励机制。业绩考核要建立在客观真实的指标基础上，建立维护指标客观性的配套机制。加强涉及客户利益关键信息的披露。

（六）货币调控应兼顾金融稳定，丰富处置工具箱

货币政策调控应关注对金融稳定的影响，特别防范短期、快速转向造成的外溢效应。在货币调控过程中应不断丰富政策工具，提升调控质效。综合运用结构化政策工具，把握好调控力度和节奏。另外，应积极发挥货币当局的金融稳定作用，丰富救市和市场化处置工具，发挥极端情况下托底救市功能。在风险处置过程中，应加大对过度冒险机构的惩罚力度。

（责任编辑：辛本胜）