

房地產

房地產基本面的前景正向，但風險仍然存在



Tim Bellman
Managing Director
Head of Global Research,
Invesco Real Estate

已開發國家的經濟成長強勁，應能繼續在短期內為有利的房地產基本面提供支撐。基本面預測仍相當正向，全球房地產證券獲利率高於地方政府債券的收益率，反映房地產證券價格仍然合理。然而，目前面對的總經風險可能高於過去數年，而且在性質上更為全球化。有關風險包括民粹主義升溫、中美貿易戰升級、貨幣政策正常化的失誤、英國脫歐時程失序或中國債務危機。若任何一項風險實現，可能顯著削弱全球經濟成長前景。

全球機會

過去數月的投資者調查顯示對房地產的投資意願升溫，機構投資組合對房地產的配置增至10%以上¹。美國和亞太區所佔的配置比重高於歐洲，而且不少投資者致力通過增值平台提高報酬，可能是由於預期資本還原率在未來的下檔空間有限(圖1)。歐洲方面，由於房地產價格較長期政府債券具吸引力，因此市場以房地產作為核心策略的意願較高。展望未來數年，市場上將會出現聚焦於地區的新產品，以滿足正在轉變的投資者偏好。

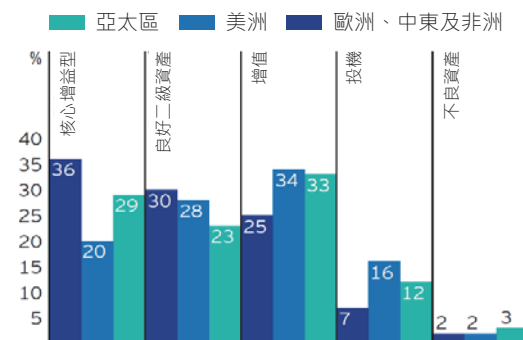


Joe V. Rodriguez, Jr.
Managing Director
Head of Global Securities,
Invesco Real Estate

千禧世代和Z世代的消費力增加，帶動消費模式轉變，並加快從線下銷售轉型至線上銷售，促使零售業資產表現進一步分歧。房地產零售業曾經是多個國家表現最佳的房地產次產業之一，但科技和人口結構的結合影響正在改變房地產零售業的面貌。我們認為上述的分歧走勢將會使最佳房地產零售業資產與其他資產間的差距擴大，並促使業界在未來採取直接的策略性應變行動。相關轉變已反應在公開市場中，相較於行業資產總值，購物中心和小型購物中心房地產投資信託的價格有大幅折價。這種情況在美國市場尤其顯著，當地提供的人均零售空間遠大於其他市場，因此可能是最受影響的地區。

由美國掀起的貿易戰為現今全球前景帶來主要威脅。至今，美國對中國進口貨物徵收關稅的規模約為2017年中國進口總額5,060億美元的一半²。中國採取類似的報復措施，宣佈對1,100億美元的美國貨物徵收關稅，相當於2017年中國從美國進口的總額近85%。³在中美兩國當中，只有美國仍然擁有龐大的加征關稅空間，但雙方均可提高關稅稅率、把關稅擴大至服務領域或採取更廣泛的資本控制措施。預期美國和中國將共佔未來數年全球經濟成長的42%²，因此中美貿易戰廣泛升級可能影響兩地的房地產基本面和資本市場。

圖1：各市場的投資風格偏好



資料來源：景順房地產團隊 (Invesco Real Estate)，使用世邦魏理仕研究部“Global Investor Intentions Survey, 2018”的數據。

地區投資主題

■ 亞太區

在過去數年，亞太區的報酬優於預期。市場回報強勁，而且亞太區成為MSCI IPD全球房地產基金指數(MSCI IPD Global Property Fund Index)內表現最佳的成分地區。展望未來，我們估計區內的預測總報酬將維持穩定成長，這在一定程度上是因為營業淨利的潛力提高。我們看好受惠於週期性上升(例如新加坡辦公室)或長期趨勢(人口老化、電子商務及科技)的市場組合。

歐洲

由於歐洲大陸的經濟成長持續，優質房地產的租賃成長範圍日益擴大。縱使面對英國脫歐的不確定性，英國房地產的基本面和資本市場至今保持穩健，但最不明朗的情況似乎尚未出現。由於籌備中的發展項目有限，加上需求出現結構性增長，使物流和酒店產業特別受青睞。機構投資等級



關鍵要點：

- 目前的風險正在具體化，而且多項風險在性質上更為全球化。
- 價格仍具吸引力，然而，收益率/資本還原率下降的期間已大致過去。
- 2019年的總報酬很可能由營業淨利增長所帶動。

兩大全球風險

目前，電子商務持續顛覆零售業，似乎帶來最實在的風險。雖然這並非一股新趨勢，但電子商務在全球的滲透率可能進一步提高，而且步伐可能較過去預期迅速。



現階段的風險相較過去幾年大，且越來越全球化

的多戶住宅市場處於初期階段，因而帶來額外機會，可望通過預先集資的發展項目參與投資。

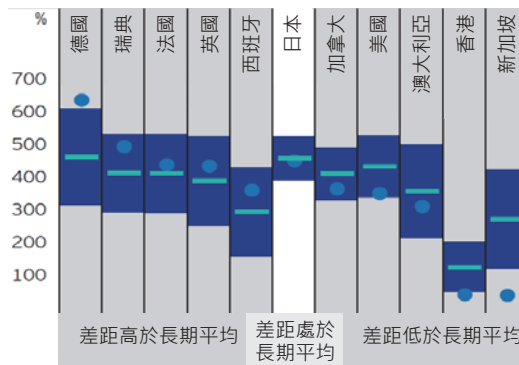


資本還原率下降的期間似乎已成過去，因此，收入增長可能在未來成為更重要的總報酬來源。

■ 美國

相較於其他地區，美國房地產週期可能處於最成熟的階段，但至今維持強勁的增長步伐。短期前景仍然正面，儘管勞動力受限可能開始讓成長受到壓抑。2018年的房地產報酬強勁，因此我們預計2019年至2021年的報酬將會下降。由於美國處於經濟週期後段，我們打算進入能持續提供持

圖2：資本還原率與十年期政府債券收益率的差距



資料來源：景順房地產團隊 (Invesco Real Estate)，使用Real CapitalAnalytics和Macrobond的數據，截至2018年9月。

*請注意，新加坡現階段數據截至2018年第一季

附註：當前差距為2018年第二季資本還原率與2018年9月10日十年期債券利率的差距。國家別則根據相較於長期平均的相對差距進行分類，繼而按當前差距由左至右排列。差距處於長期平均水準，也就是處於長期平均+/-25個基本點以內。

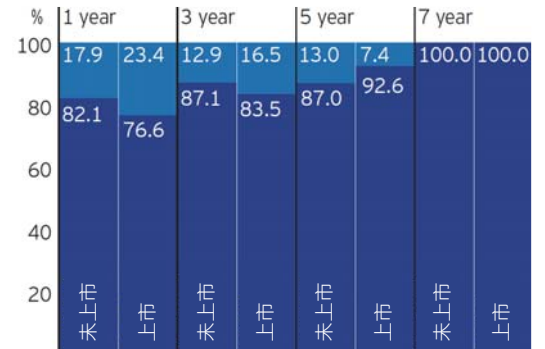
久價值和穩定收入的市場和次產業，同時考量個別增長契機。

價格和時機

未來12個月的憂慮之一是利率正常化對房地產價值的潛在影響。美國聯準會率先退出貨幣刺激政策，全球將有更多央行跟隨。退出量化寬鬆和利率正常化是一個史無前例和微妙棘手的過程。上述情況帶來什麼影響？隨著利率上升，投資者重新評估相對價格，可能為房地產收益率/資本還原率帶來一定壓力。然而，過去記錄顯示兩者並不存在單純的因果關係，而是主要在於房地產基本面的前景。收益率/資本還原率下降的期間已大致過去，因此，收入增長可能在未來成為更重要的總報酬來源。事實上，營業淨利增長可在某程度上抵消房地產收益率/資本還原率的變動。

比較房地產收益率/資本還原率與長期政府債券收益率的差距，是衡量房地產價格吸引力的有效方法之一。在三分二的時間，收益率/資本還原率與長期政府債券收益率的差距均處於較長期平均值高或低一個標準差的區間內。大致而言，在這個區間內，房地產價格可視為合理。當市場預期成長強勁時，上述差距通常低於平均值一個標準差或以上。

圖3：上市及非上市房地產的過去漲跌頻率



料來源：景順房地產團隊 (Invesco Real Estate) (使用MSCI IPD、彭博巴克萊和Macrobond的數據)，截至2018年9月。

附註：*全球非上市房地產的過去數據系列以MSCI IPD全球房地產基金指數為代表，反映2008年第一季至2018年第二季期間，是可供參考的最長期間。全球上市房地產以當時EPRA / NAREIT發達指數為代表，反映1990年第一季至2018年第二季期間，是可供參考的最長期間。所有報酬均以美元表示。

如圖2所示，目前收益率/資本還原率反映大部分市場的價格均處於正常區間的低點位置。歐洲是一大例外，主要由於長期政府債券利率處於極低水準，使房地產成為價格具吸引力的資產類別；然而，由於歐洲央行預期將在近期縮減量化寬鬆計劃，因此上述差距可能出現變動。

由於價格受到壓抑，投資者可能會質疑目前是否為投資上市和非上市房地產的好時機。若比較該資產類別在不同持有期的漲跌，可能會提供潛在答案(圖3)。歷史上，根據可供參考的最長過去紀錄顯示，上漲的期間多於下跌，意味著不論何時進場，當持有期間越長，上漲的機會便越高。對投資者而言，留在市場的時間可能較進場時機更重要。

總結

面對各項全球風險因素，房地產基本面和報酬的前景大致維持正向。景順房地產團隊觀察全球超過200個市場類別和2,000個次產業類別組合，我們預期超過90%的領域將於2019年出現租金成長，並以亞太區和美國所佔的比重略高於歐洲。

歡迎加入景順好友



景順投信

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
11047台北市松智路1號22樓
客服專線:0800-045-066
網址:www.invesco.com.tw

1 根據“2017 Institutional Real Estate Allocations Monitor”的調查結果，截至2018年7月。

2 資料來源：彭博巴克萊，截至2018年9月。

3 資料來源：牛津經濟研究院(Oxford Economics)，截至2018年9月。

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。