



Tim Bellman
董事總經理
全球研究主管

已發展國家的經濟增長強勁，應繼續在短期內為利好的房地產基本因素提供支持。基本預測仍甚為正面，環球房地產證券盈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，現時前面對的宏觀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、英國脫歐進程失序或中國債務危機。若任何一項風險實現，可能顯著削弱環球經濟增長前景。



現時的風險高於過去數年，而且在性質上更為全球化。

地區投資主題

地區總回報前景大致取決於我們的經濟增長預期，而且不同的本土和地區市場存在微細差別：

■ 亞太區

在過去數年，亞太區的回報優於預期。市場層面的回報強勁，而且亞太區成為MSCI IPD環球房地產基金指數內表現最佳的成分地區。展望未來，我們估計區內的預測總回報將維持穩定增長，部分原因是淨營運收入的潛力提高。我們看好受惠於周期性升勢（例如新加坡辦公室）或長期持續趨勢（人口老化、電子商貿及科技）的市場板塊組合。

■ 歐洲

由於歐洲大陸的經濟增長持續，優質房地產的租賃增長範圍日益廣泛。縱使面對英國脫歐的不明朗因素，英國房地產的基本因素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，使物流和酒店板塊特別受青睞。機構投資級別的多戶住宅市場處於初期階段，因而帶來額外機遇，透過預先集資的發展項目參與投資。



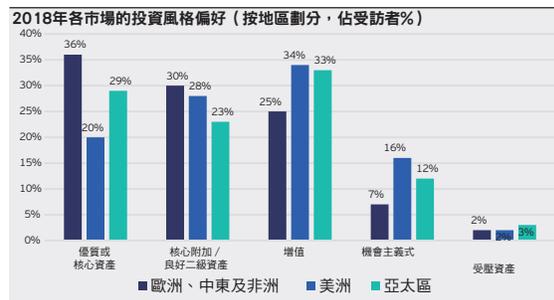
Joe V. Rodriguez, Jr.
董事總經理
全球證券主管

環球機遇

過去數月的投資者調查顯示對房地產的投資意欲升溫，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透過增值平台提高回報，可能是由於預期資本轉化比率在未來的下行空間有限（圖1）。歐洲方面，由於房地產價格較長期政府債券吸引，因此市場以房地產作為核心策略的意欲較高。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。

圖1：各市場的投資風格偏好（按地區劃分）

投資者日益青睞歐洲核心、亞洲和美國增值投資風格。



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



重點

- 現時的風險正在具體化，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／資本轉化比率下降的期間已大致過去。
- 2019年的總回報很可能由淨營運收入增長帶動。

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

■ 美國

對比其他地區，美國房地產周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令持續增長受壓。2018年的房地產回報強勁，因此我們預計2019年至2021年的回報將會下降。由於美國處於經濟周期後段，我們擬踏足一直提供持久價值和穩定收入的市場和板塊，並以個別增長主導機遇作輔助。

兩大環球風險

現時，電子商貿持續顛覆零售業，似乎帶來最實在的風險。雖然這並非一股新趨勢，但電子商貿在全球的滲透率可能進一步提高，而且步伐可能較過往預期迅速。千禧世代和Z世代的消費力增加，帶動消費模式轉變，並加快從網下銷售轉型至網上銷售，促使零售業資產表現進一步分歧。零售業曾經是多個國家表現最佳的房地產板塊之一，但科技和人口結構的結合影響正在改變零售業房地產的面貌。我們認為上述的分歧走勢將會令最佳零售業資產與其他資產之間的差距擴大，並促使業界在未來採取直接的策略性應變行動。公開市場對有關轉變作出回應，購物中心和小型購物中心房地產投資信託的價格較資產總值存在大幅折讓。這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環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。中國採取類近的報復措施，宣布對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徵關稅空間，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。預期美國和中國將合共佔未來數年環球經濟增長的42%³，因此中美貿易戰廣泛升級可能影響兩地的房地產基本因素和資本市場。



資本轉化比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回報成分。

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。美國聯儲局率先退出貨幣刺激政策，全球將有更多央行跟隨。退出量寬和利率正常化是一個史無前例和微妙棘手的過程。

上述情況帶來甚麼影響？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／資本轉化比率帶來一定上行壓力。然而，過往記錄顯示兩者並不存在單純的因果關係，而是主要視乎房地產基本因素的前景。收益率／資本轉化比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回報成分。事實上，淨營運收入增長可在某程度上抵銷房地產收益率／資本轉化比率的變動。

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。

比較房地產收益率／資本轉化比率與長期政府債券孳息的差距，是量度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／資本轉化比率與長期政府債券孳息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。當市場預期增長強勁時，上述差距通常低於平均值一個標準差或以上。

如圖2所示，現時收益率／資本轉化比率反映大部分市場的價格均處於正常區間的低位。歐洲是一大例外，主要由於長期政府債券利率處於甚低水平，使房地產成為價格吸引的資產類別；然而，由於歐洲央行預期將在近期縮減量寬計劃，因此上述差距可能出現變動。

圖2：資本轉化比率與十年期政府債券孳息的差距



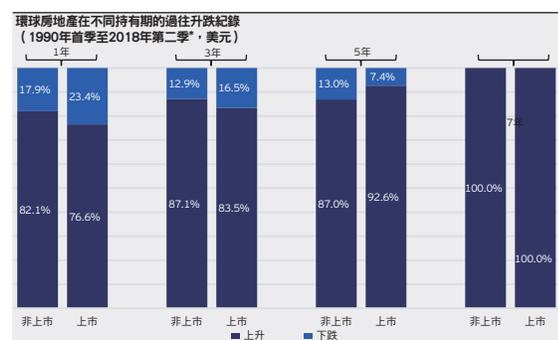
*請注意，新加坡的當前數據截至2018年首季

附註：當前差距為2018年第二季資本轉化比率與2018年9月10日十年期債券利率的差距。國家根據對比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平亦即處於長期平均 +/-25個基點以內。

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

由於價格受壓，投資者可能質疑現時是否投資於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升跌傾向，或會提供潛在答案（圖3）。歷史上，根據可供參考的最長期往績顯示，錄得升幅的期間多於錄得跌幅，意味著不論何時入市，當持有期間越長，錄得升幅的機會便越高。對一眾投資者而言，留在市場的時間可能較捕捉市場時機更為重要。

圖3：上市及非上市房地產的過往升跌頻率
持有期間越長，錄得升幅的期間比例便越高。



附註：*環球非上市房地產的過往數據系列以MSCI IPD環球房地產基金指數為代表，反映2008年首季至2018年第二季期間，是可供參考的最長期間。環球上市房地產以富時EPRA / NAREIT已發展指數為代表，反映1990年首季至2018年第二季期間，是可供參考的最長期間。所有回報均以美元表示。

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

總結

面對各項環球風險因素，房地產基本因素和回報的前景大致維持正面。景順房地產監察全球超過200個市場板塊和2,000個分類板塊組合，我們預期超過90%的領域將於2019年錄得租賃增長，並以亞太區和美國所佔的比重略高於歐洲。

重要信息

上述文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。它並非要約買賣任何金融產品，亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播上述文件的所有或任何部分。

上述文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

上述文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考量。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務資訊；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行上述文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬