

諾亞研究

2021 年 1 月 11 日

主題 | 香港房地產信託基金的未來機遇展望

夏 春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

展望未來，我們認為房地產行業中新的盈利模式有望為 REITs 帶來翻盤機會。

上周 1 月 5 日，美國出現民主黨同時控制白宮和國會參眾兩院的「大滿貫」，在隨後的三個交易日，三大指數連續上漲，齊創新高。

在上週五的文章我們已經解釋了背後的原因，不過這樣的結果相信依然讓很多朋友意外。原因在於美股的上漲還伴隨著特朗普的支持者暴力衝擊國會，最終導致 5 人死亡的惡性事件。全球媒體密集報導，美國和全球各國一致的批評，也沒對股市走勢形成可見的影響。

不過熟悉諾亞研究的朋友就不至於太意外，因為我們已經反復告訴過大家，儘管投資圈內外都熱衷於分析評論政治、國際關係、軍事行動、自然或人為災難性事件，但資料很清晰顯示，這些事件對資本市場影響通常十分有限而且短暫。

以去年為例，疫情發展與美國的「黑命貴運動」的嚴重程度與資本市場的走勢關聯度都不大，國會衝擊事件沒有影響資本市場也不算太大的意外。

資本市場的走勢主要受到經濟活動擴張或收縮、金融條件寬鬆或緊張、估值高或低等資料影響。市場目前的焦點在於民主黨實現「藍潮」後，將有利於基建和財政支出，助推通脹，利好「再通脹交易」。

當然，拜登政府對富人大企業的加稅方案，以及對大企業加強監管的計畫也都會陸續到來，只不過目前還不是市場關心的焦點。

今天我們和大家回顧一下香港 2020 年房地產信託基金 REITs 的表現，這是一個我們去年聊得比較少的話題。

在講 REITs 之前，我們簡單說一下香港住宅房地產的表現，根據香港最大地產仲介中原地產的資料，今年 1 月 3 日的中原城市指數，和 2019 年 12 月 27 日的數值一模一樣，都是 178.13，也就是說，2020 年，香港住宅地產在疫情嚴重衝擊，導致香港經濟同比下跌超過 6% 的背景下，實現了整體不漲不跌的表現。背後的原因，我們去年聊得比較多，今天就不重複了。

但我們還是要告訴大家一個可能讓人意外的資料：香港 2020 年二手房成交註冊量突破 4 萬宗，相比 2019 年的 35,702 宗，同比上升約 13%，創六年新高。除了貨幣寬鬆，房貸利率不斷走低之外，一個關鍵原因在於香港政府在 2019 年 10 月放寬了 1,000 萬以下房地產交易的可貸款比例，這刺激了交易活躍度。綜合分析，我們預計香港住宅地產在 2021 年有機會實現 5% 左右的增幅。

不過符合大家預期的則是，去年 11 月各個類別和地區的住宅平均月租為每平方米 239 港元，同比下跌 5%。受到社會運動和疫情的影響，私人住宅租金已經連續 14 個月錄得同比增長負值，持續時間較 2008 年金融危機的 12 個月更長。

同樣，香港政府公佈的私人寫字樓租金資料顯示，同比變化也已經連跌 14 個月。這自然就會影響房地產信託投資基金，也就是 REITs 的表現。

REITs 是以信託方式組成而主要投資於房地產項目的集體投資計畫，為投資者提供來自房地產專案的定期租金收入回報。而房地產項目則是購物中心、寫字樓、酒店等。今天分析的資料來自於香港差餉物業估價署、香港證券交易所、全球房地產服務商第一太平洋大衛斯 (SAVILLS)；資料更新至 2020 年 12 月 30 日。

REITs 從一定程度上看，替代了投資性房地產業務。而相較於實體投資的租金收入，上市的 REITs 作為替代品，除了具備普通證券化資產的優勢外，還有流動性高、門檻低、替換成本低等優勢。

目前活躍在港交所的 REITs 有 11 只，市值約 2,366 億港元；其中市值最大的是最早期上市的領展房產基金，佔總市值約 63%。從 2007 年底到 2018 年底，漲幅 384%，遠高於同期中原城市指數 161% 的漲幅，換句話說，買入領展比買香港住宅的回報高出大約一倍。

只不過領展在 2019 年 6 月底達到高點後，受到社會運動和疫情的衝擊而持續回落，到 2020 年底已經回撤了 32%，而同期中原城市指數僅僅下跌了 7.5%。這也再次提醒我們過去業績不代表未來回報。

由於這樣的變化，在 2011 到 2020 年這十年，香港 11 只 REITs 的平均年化回報率只有 5.7%，相對科技股自然比不過，也少於住宅地產年化 7% 的漲幅，但這一成績其實好於同期的恒生指數的 1.7%，也高於日本 REITs 的 4.0% 和新加坡 REITs 的 5.3%。

具體到 2020 年，香港 REITs 平均回報率為 -23%，既跑輸了恒生地產指數的 -17%，也跑輸了恒生指數的 -5%。

11 月初以來，隨著全球經濟形勢明朗化、疫苗研發成果相繼落地、政府對酒店、零售等行業補貼援助逐步到位，REITs 也逐漸向年初收復並回復平穩。目前看，結合過往十年 REITs 相對穩健，而且優於亞洲同區的投資回報率，在港的房地產信託投資基金仍然值得投資者配置。

從政策角度上看，港區政府給予了強有力的支持。特首在去年 11 月最新發佈的《施政報告》內表示，要銳意推動香港的房地產投資信託基金，令香港發展成為亞洲區蓬勃的 REITs 市場，加強香港作為首要資產及財富管理中心的集資功能，並為本地投資者帶來更多元化和提供較穩定回報的投資機會。

而香港證監會在進行了兩個月的業界諮詢後，於去年 12 月 4 日刊憲《房地產投資信託基金守則》的修訂，將使 REITs 在進行投資時更具靈活性。而此次改革，也將大大提高香港 REITs 制度的效率和競爭力。

從基金內部的運作標的看，在港上市的 11 只 REITs 中，有 8 只持有內地資產，其中 3 只僅含有內地資產。內地首先迎來疫情後的經濟復蘇，產能需求旺盛，假期出行率高；加上科技驅動下的地產科技改革發展迅速，持有內地資產將是香港 REITs 中長期的發展趨勢。

我們在 11 月 19 日的文章看好內地物業股。自 2020 年初以來，在香港上市的二十幾家內地物業管理公司的股價平均上漲超過 50%，個別漲幅超過 100%，這還是在 2019 年很多物業股漲幅就超過 100% 的基礎上。在 2020 年最後一個交易日，內地物業管理股板塊平均漲幅 13%，當天恒生指數只上漲了 0.31%。

展望未來，我們認為房地產行業中新的盈利模式有望為 REITs 帶來翻盤機會。

短期內，租賃成本下降有利於激發部分租戶需求。對於規模大、運營穩健的機構來說，由於整體租金成本的下降，他們可能借此機會提高工作環境的品質、擴大辦公面積等。另外，自主創業模式的擴張也會增加共用工作空間的需求。

這方面很好的一個例子就是，諾亞旗下的歌斐資產在近期完成上海黃浦區核心商業辦公樓項目歌斐中心的出售，以超 40 億元的總價，為這一項目的投資者創造了可觀的收益。

另一方面，出行受限的環境刺激線上消費，雖然傳統零售業大受打擊，但卻迎來了物流、中轉和倉儲等需求變革。同時酒店被政府納入海外入境人士隔離地點，也供本地人口苦中作樂度過「宅假期」(Staycation)。

中長期來看，疫情期間增設配套環境設施，如智慧清潔系統等的引進會給現時的辦公、住宿環境帶來長期效應。

去年 11 月份國際貨幣基金組織 (IMF) 組織的年度會議上，有研究自然災害對經濟的影響的文章 (Tran and Wilson, 2020) 指出，災難後往往房屋價格會升高，這部分歸功於重建過程中房屋品質的提高。雖然文章沒有明確針對去年疫情的影響，但是由此得到的啟發是，疫情危機下給各類地產商帶來產業整合、優化設施、提高競爭力等機會，最終能在長期的維度上給租賃管理業務升級。

儘管 REITs 收益相對穩定，但始終具有和掛牌股票相近的波動率；投資者也應該關注 REITs 運營背後持有房地產所處區域、行業等的分佈情況，REITs 物業集中程度不同，收益和風險也不同。

接下來，我們會和大家回顧美國商業地產以及 REITs 在 2020 年的表現，敬請大家留意。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開數據, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。