

諾亞研究

2021 年 1 月 12 日

主題 | 2020 年美國 REITs 表現最好的四大板塊

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

美國房地產中的住宅板塊，不僅獨樹一幟實現 V 型反彈，還成為經濟復蘇初期的重要助推力之一，新屋建造帶動了建築、材料、家居生產等一系列上下游經濟活動。

昨天我們和大家回顧了香港過去一年房地產信託基金 REITs 的表現，今天我們將接著昨天的話題，將觀察物件轉向美國房地產及 REITs 表現。

在美國實體經濟遭受疫情重創之際，房地產行業也未能倖免。但美國房地產中的住宅板塊，不僅獨樹一幟實現 V 型反彈，還成為經濟復蘇初期的重要助推力之一，新屋建造帶動了建築、材料、家居生產等一系列上下游經濟活動。

截至 10 月底的 Case-Shiller 全美 20 城綜合房價指數為 235.77，同比增長 7.95%，為 2014 年 6 月以來最大漲幅；10 月全美房屋成交數量為 686 萬，創下 2006 年以來新高。

利好美國住宅地產強勁復蘇的原因是多方位的，包括疫情下居民消費行為的改變，遠端辦公技術給予支援並逐漸完善，人們偏向於考慮更大的居住空間或者搬到郊區。

同時貸款成本大幅降低，美國 30 年期固定抵押貸款利率創下 2.66% 新低，目前仍在前所未有的低位徘徊。

供不應求也是刺激房價上漲的一個重要原因，房屋空置率為近 20 年以來新低，因疫情建築工程進度受影響，待售房屋供應短缺，成屋庫存最新報 128 萬創下新低。

我們曾在 10 月 8 日的文章《為什麼全球經濟衰退，房價不跌反漲？》中對這個問題做過深入的闡述。

不過，儘管住宅板塊在房地產中佔比不小，但整體房地產 REITs 市場表現仍然受制於辦公、酒店、零售等衝擊慘重的板塊所拖累。

從 2020 年全年表現來看，由富時 (FTSE) 和全美房地產投資信託協會 (NAREIT) 共同編制的 美國 REITs 指數來看，涵蓋 162 個在美上市 REITs 的全股權型指數 (FTSE Nareit All Equity REITs)，在 2020 年最終收跌 5.1%，稍稍好於覆蓋全球發達地區的 REITs 指數的 8.2% 跌幅 (FTSE EPRA NAREIT Developed Index)，而其中接近 10% 的價格修復都是在年末的最後兩個月實現的。

具體來看，錄得最大跌幅的是包括商場、購物中心在內的零售地產板塊，全年下跌 25.2%，其次為酒店/度假中心以及辦公空間，分別下跌 23.6% 及 18.4%。

而表現最好的毫無意外的，是數據中心板塊，上漲了 21.0%，同樣取得正回報的還有工業、個人倉儲、以及基建四大板塊。

Table 1: REIT Sector Returns

| Index / Property Sector | Constituents | Market Cap (\$M) | Total Return (%) | | | | | |
|-------------------------|--------------|------------------|------------------|---------|---------|---------|----------|-----------|
| | | | 2020:Q1 | 2020:Q2 | 2020:Q3 | October | November | 2020: YTD |
| All Equity REITs | 159 | 1,116,305 | (23.4) | 13.2 | 1.2 | (3.4) | 9.2 | (7.4) |
| Equity REITs | 150 | 882,450 | (27.3) | 11.8 | 1.4 | (2.6) | 10.9 | (10.9) |
| Infrastructure | 5 | 205,043 | (0.7) | 17.4 | (1.9) | (6.1) | 2.7 | 10.2 |
| Residential | 22 | 158,587 | (24.5) | 9.1 | (3.4) | (2.3) | 11.7 | (13.1) |
| Industrial | 13 | 127,437 | (10.3) | 14.1 | 6.5 | (0.4) | 1.2 | 9.8 |
| Retail | 31 | 117,505 | (48.7) | 23.3 | (4.1) | (4.5) | 23.8 | (28.3) |
| Data Centers | 5 | 113,896 | 8.8 | 9.5 | 5.6 | (2.6) | (4.4) | 17.2 |
| Health Care | 17 | 103,885 | (36.8) | 18.0 | 3.8 | (3.2) | 14.9 | (13.9) |
| Office | 18 | 79,823 | (28.0) | 4.9 | (7.5) | (8.2) | 25.1 | (19.9) |
| Self Storage | 5 | 61,384 | (8.0) | (1.7) | 16.9 | 4.8 | (2.5) | 8.2 |
| Specialty | 11 | 45,617 | (36.2) | 19.1 | 5.6 | (4.2) | 15.9 | (10.9) |
| Diversified | 15 | 43,125 | (39.1) | 14.0 | (3.8) | (5.2) | 20.7 | (23.6) |
| Lodging/Resorts | 13 | 31,192 | (51.3) | 5.5 | (1.4) | (1.9) | 46.6 | (27.2) |
| Timber | 4 | 28,811 | (39.3) | 26.7 | 22.1 | (4.0) | 7.6 | (2.9) |
| Home Financing | 21 | 37,272 | (56.4) | 35.6 | 6.7 | 0.2 | 15.7 | (26.9) |
| Commercial Financing | 13 | 21,177 | (55.4) | 42.8 | 5.9 | (1.7) | 23.3 | (18.3) |
| Memo: Russell 1000® | | | (20.2) | 21.8 | 9.5 | (2.4) | | |

Source: FTSE, Nareit, FactSet.

而住宅板塊中，儘管獨棟住宅的漲幅有 6.0%，但是高密度公寓的人流減少仍然使得整體住宅板塊下跌了 10.7%。這也顯示出公開交易 REITs 的資產價格變化，是與新屋銷售、成屋銷售等顯示市場活躍度的經濟指標並不完全匹配的。

以上這些都是來自上市 REITs 的回報數據，相對來說，公開市場的房地產投資信託基金價格波動往往較大，且受到股票市場的影響，而私募房地產市場的波動性相對較低，很多以穩定收入為導向。

實際上，投資於全球範圍內公開市場 REITs 的公募基金在 2020 年獲得正回報的寥寥無幾，但投資於非公開 REITs 的一些私募基金則在震盪的 2020 年繼續給投資者提供了正回報。

對於包括 REITs 形式在內的間接亦或直接的房地產投資，我們都建議大家以更長的時間維度來審視其投資回報。

從總回報角度，在過去美股十年牛市中，REITs 跑輸標普 500 指數，兩者過去十年的年化回報分別為 8.3% 及 13.0%，但如果拉長時間，過去 20 年兩者的年化回報則分別為 9.8% 及 6.3%，過去 30 年 REITs 年化回報跑贏了標普指數。

從收益率角度，在過去 30 年的大多數時間裡，REITs 的平均收益率都高於十年期美債。而普遍來說，美國平均租金收益率也一般高於歐洲及亞洲大多數地區，全球主要城市的租金收益率中，費城和芝加哥都較高，其中芝加哥租金收益率超過 8%；而歐洲和亞洲主要城市則在 1% 到 4% 不等。

圖：過去 30 年美國全股權型 REITs 指數收益率與十年期美國國債收益率



來源：NAREIT, Factsheet, 數據截至 2020 年 10 月 31 日，過去業績不代表未來回報

一些聲音可能會質疑疫情後美國房地產的部分板塊強勁僅是曇花一現或存在泡沫。但我們認為並非如此，與 2008 年金融危機相比，我們從數據上找到了一些支撐美國房地產板塊復蘇的依據。

首先，從可支配收入來看，疫情帶來的衝擊在前期較金融危機的衝擊更大。2008 年在危機爆發後的一個月，可支配收入下跌 2%，而新冠疫情帶來了超過 8% 的跌幅。

不同的是，疫情爆發後的兩個月，得益於政府補貼政策的迅速落實以及失業保險的及時到位，可支配收入反彈至環比增長 15%，較疫情爆發前增長了 13%。相比之下，可支配收入在金融危機爆發後五個月內仍維持跌勢，半年後才逐步恢復至危機前水準。

其次，疫情初期封城措施導致私人儲蓄佔可支配收入的比例上升至 34%，至今仍維持 10~20% 的水準，高於疫情前比例。而在 2008 年的金融危機並未見到這種分佈，僅在 5% 左右波動。

這與兩次衝擊的性質有關，疫情外部衝擊只是在短期內抑制了居民消費，並與高失業率下政府補助的作用有關，而美國在金融危機後內部產業結構調整使得實際消費力強勁，也會逐步釋放。

就目前來看，我們認為美國房地產行業中領跑的住宅板塊的銷售行情及房價漲幅並非曇花一現，但接下來或將放緩，考慮到短期內突然迸發的購房熱情可能被消化，住房自有率達到歷史較高水位，抵押貸款固定利率大概率已經處於下行趨勢的尾聲。

而從中長期來看，經濟復蘇、供需關係、較低貸款成本以及穩健投資環境等因素將提供支撐，而分散投資於住宅、工業、倉儲、數據中心等多元化組合，預計可以捕捉受損板塊未來價格修復及受益板塊的長期增長動力。

不過在大環境中我們也不得不關注以下風險。疫苗注射計畫在美雖然推行進展順利，但美國單日確診人數突破 30 多萬人的新高，而疫情反復與房地產中和實體經濟相關的板塊修復密切相關，這與疫情反復對於資本市場的微乎其微的影響並不相似。

其次，美國政治局勢明朗化的同時，由選舉導致的部分社會意見分裂、暴力衝突事件頻頻爆發。此外，我們也要關注財政、貨幣政策在後疫情時代離場後市場的自我調節，這對長期投資並具有週期性的行業至關重要。

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。