

2019年11月



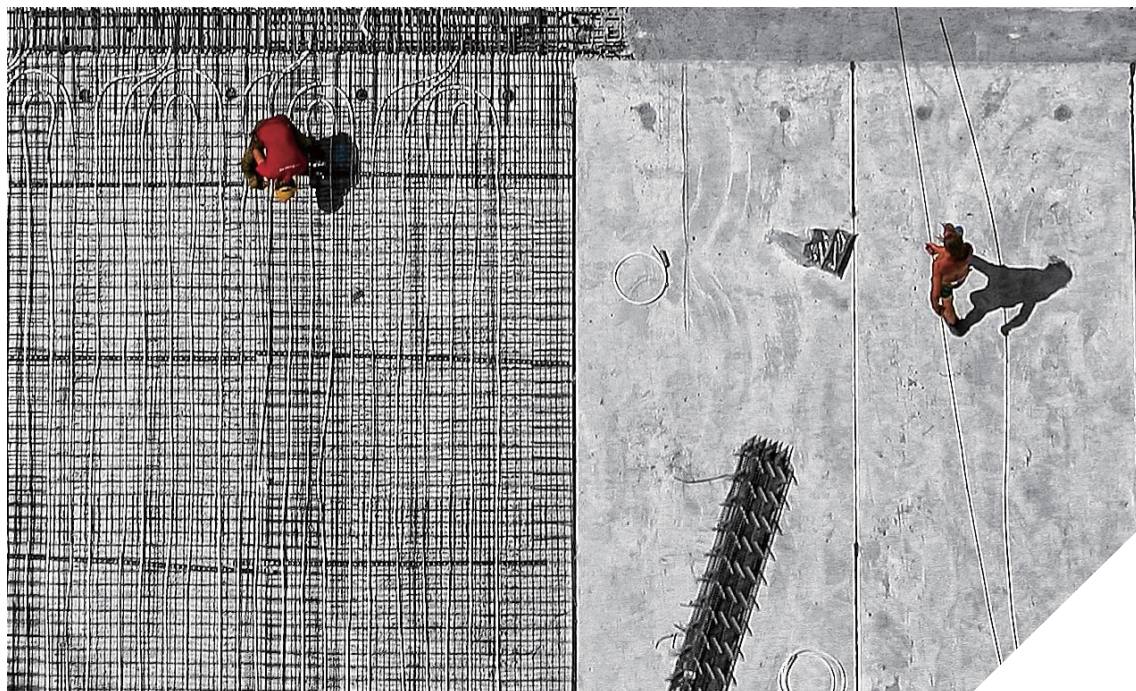
Tim Bellman

景順房地產全球研究主管



Joe Rodriguez

景順房地產全球房地產
證券主管



摘要

- 全球房地產在2020年的前景正面，但總經風險升溫。
- 經濟成長於2019年放緩，但仍足以支撐房地產需求。
- 如果一個或以上的總經風險實現，應在「結構性進取策略」(structural offense)也就是把握房地產需求的長期趨動力及「周期性防守策略」(cyclical defense)之間作出取捨。

一如預期，全球經濟成長開始放緩，但仍足以支撐房地產需求。邁向2020年，在長期政府債券收益率進一步下跌的情況下，房地產相對其他資產類別的價格似乎較2019年初更具吸引力，加上投資人擴大物色收益型資產的領域，可能因而推動更多資金流入房地產。雖然部分風險開始減退（即通膨和利率上漲壓力），但基於其他地緣政治風險成形，我們得改變執行策略，從而緩和這些風險。

成長前景和其帶來的風險

我們已有一段時間基於經濟成長放緩的預期，建立對2020年房地產市場的展望，而這方面的變化不大。事實上，幾乎全球各地的經濟成長都逐漸減慢，但幅度溫和。展望後市，我們可從兩方面來審視經濟成長前景：預期絕對成長率的變化，以及預期成長率對比長期趨勢（圖1）。這為我們提供更微妙的觀點：

- **成長高於長期趨勢**：牛津經濟研究院 (Oxford Economics) 預測在2020年，只有法國和西班牙的成長率高於長期趨勢；其他地區的成長料將低於長期趨勢。
- **成長加快**：新加坡、香港、南韓、澳洲及德國的國內 / 本地生產毛額成長預計將於2020年再次加速，但成長率低於長期趨勢。
- **成長減慢**：估計美國、英國和其他大部分歐洲國家的成長將於2020年減速，但對不少國家來說，這只是意味成長放緩至接近各自的長期平均成長率。

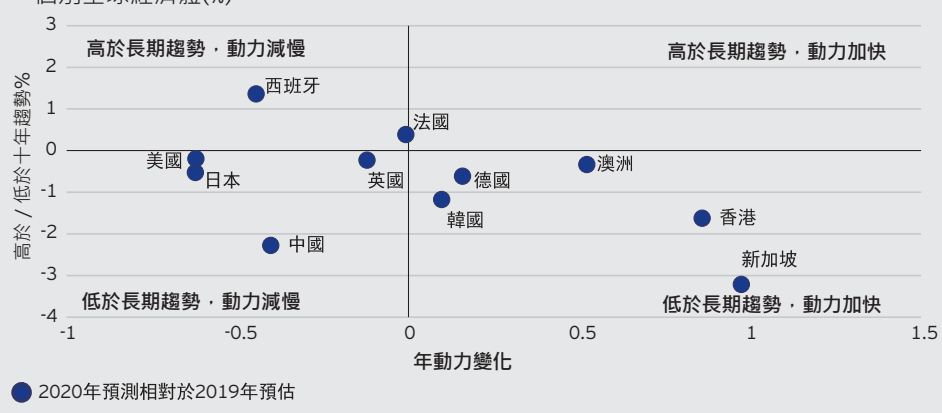
對房地產需求而言，這帶來什麼啟示？上述分析反映市場的基本因素普遍正面，而且全球大部分地區在一定程度上愈趨接近。不過，這同時顯示需求狀況可能受宏觀風險影響。

圖1：經濟成長：動力和長期趨勢

經濟成長：動力和長期潛趨勢

短期成長減慢，但只相對長期潛在成長率而言

實質國內 / 本地生產毛額成長動力變化，2019年(預估)至2020年(預測)及相對於十年趨勢，個別全球經濟體(%)



註：十年趨勢包括2009年至2018年期間

資料來源：景順房地產以牛津經濟研究院(Oxford Economics)資料為基礎，截至2019年9月。

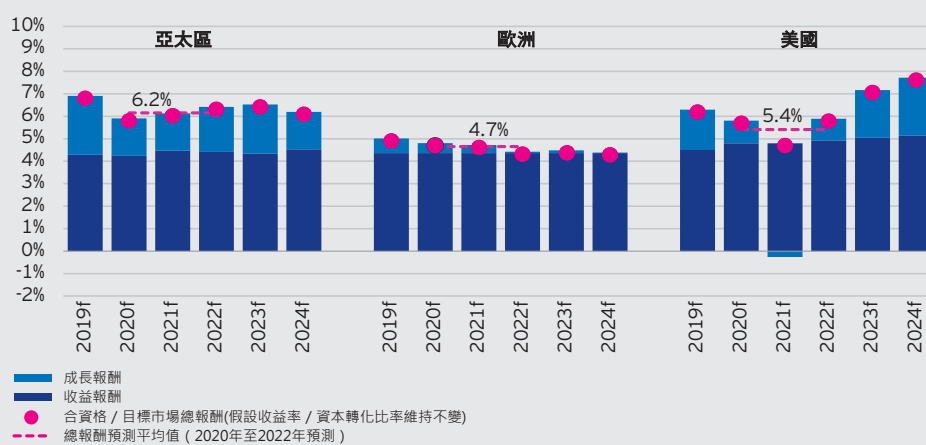
目前，不少較為重大的風險均屬地緣政治風險，而非經濟風險。貿易戰、英國脫歐及貨幣與財政政策失誤影響房地產基本面的可能性和嚴重程度依然最高。就風險範圍和性質來看，整體上並無一個國家或地區在抵禦有關風險方面更勝一籌。

這與我們對市場總報酬的基本預測變化不太相符，有關預期在未來數年仍看好亞太區 (圖2)。

圖2：地區平均市場總市場總報酬前景

地區平均市場報酬 (2019年預測至2024年預測)
 預料收益部分大致相若

景順房地產合資格 / 目標市場的非槓桿總報酬預測 (2019年預測至2024年預測，每年%)



註：預測假設收益率/資本轉化比率維持不變。f = 預測。

資料來源：景順房地產來自景順房地產2019年下半年的內部觀點，截至2019年9月。

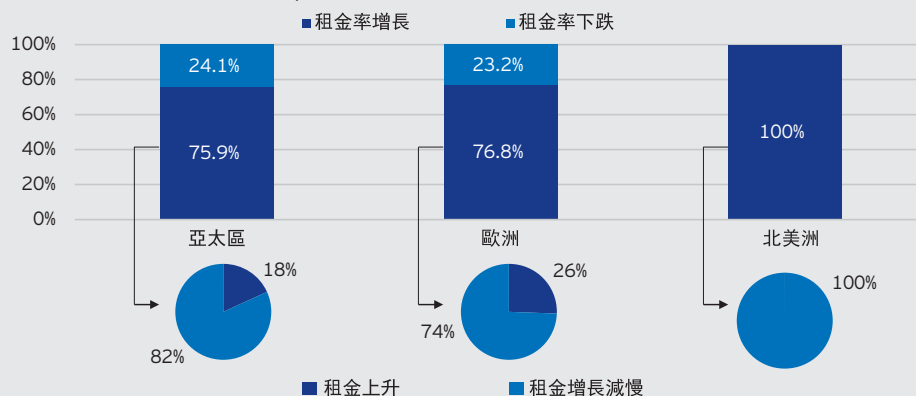
地區總報酬展望的差異部分源於市場對租金進一步成長的預期。根據景順房地產 (Invesco Real Estate) 的預測，全球大部分市場行業的租金可望在2020年持續增長。有關差異建立於成長動力的相對變化：

- **美國租金成長放緩**：預計2020年景順房地產涵蓋的所有合格美國市場的租金將上漲，但估計全部成長率均較2019年更為放緩。
- **亞太區和歐洲個別市場的租金成長加快**：預期亞太區和歐洲約四分之三的市場租金將於2020年上升。此外，其中18%亞太區市場及26%歐洲市場的租金成長步伐預計將在2020年加快 (圖3)。

圖3：2020年 (預測) 地區租金前景

地區租金前景 (2020年預測)
 大部分市場的租金將繼續增長

市場租金增長或下跌的比重預測 (按地區劃分)，以及動力加快與減慢的增長差別 (2020年預測)



資料來源：景順房地產，截至2019年9月。

緩和地區及個別資產風險






一般而言，我們相信多元化配置（市場、行業和資產配置等）可帶來優勢，並認為建構多元化投資組合是締造穩定報酬和降低波動的關鍵，尤其是在市場更為不明朗期間。展望後市，相信市場和產業內第一個四分位及第四個四分位的資產表現可能出現更大分歧。主動挑選和管理資產有助緩和可預見的下檔風險，其重要性或許會日漸提高。

傳統上，行業選擇一直是建構投資組合的重要元素。這個情況依然不變，但受新科技的長期顛覆趨勢影響，不同產業的表現特點似乎正在改變。過去，辦公室和零售投資佔傳統房地產投資組合的一大部分；雖然我們知道不少投資人一直減少對零售資產的投資，但這兩個產業的權重合計仍共佔MSCI全球房地產指數超過60%²。

為何我們認為資產表現可能出現分歧？這個情況已經發生。電子商務興起，已為零售業的表現和風險性帶來負面影響，但另一方面亦相應的有利物流業，因而形成表現優秀及表現失色的資產。考慮到未來許多顛覆市場格局的可預見因素，我們認為辦公室業務日後或會因科技顛覆趨勢加劇而受影響（圖4）。這亦可能造成優勝劣敗的局面。

圖4：科技對辦公室需求造成潛在阻力

科技轉變可能對辦公室需求造成阻力
許多顛覆因素正改變辦公室資產在投資組合的角色

顛覆因素		潛在影響
共享辦公空間		對傳統租賃的需求減少／租期縮短
5G技術		淘汰速度加快
智能建築		發展影響 淘汰速度加快
自動化		減少聘用辦公室僱員
自動駕駛汽車		位置偏好可能改變 改變停車場用途 需要裝卸空間

資料來源：景順房地產以世邦魏理仕、NAIOP、CNET和MSCI資料為基礎，截至2019年9月。

這實際上帶來甚麼啟示？以下兩個一般房地產執行主題可把握上述觀點所帶來的優勢：

只專注科技及生命科學成長領域：科技和生命科學產業或許會在未來十年成為新的高薪職位的主要動力，似乎很可能形成市場子群體，使房地產需求持續成長。

非主流行業可能提供周期性較低及分散的投資機會：城市填充物流、自存倉、健康護理或酒店等分類產業和非主流產業的需求看來較為分散，部分可能不太受周期放緩影響。

總結

展望2020年，總體經濟及地緣政治環境將持續不明朗，儘管經濟可望繼續成長，但步伐並不穩定。我們認為投資人可採取抗跌配置，以抵禦任何潛在的周期阻力，同時把握長期結構趨勢，便可望在市場波動期間取得較佳表現。因此，投資人需聚焦於具成長前景，並能緩衝目前和未來受顛覆影響的市場和產業。貨幣寬鬆政策擴大資本市場的執行空間，應可提供足夠時間以執行主動資產策略。

歡迎加入景順好友



LINE 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租金增長反映市場租金率（成本）在預測期間的預期趨勢（以百分比顯示）

²資料來源：MSCI全球全年房地產指數，截至2018年。MSCI全球全年房地產指數是一項市值加權指數，涵蓋全球25個國家的房地產總回報。不可直接投資於指數。

本文件可能載有性質並非純屬過往陳述的「前瞻性陳述」，包括（其中包括）收入預測、預期或估計。這些前瞻性陳述乃根據若干假設，而部分假設載於本文。實際情況難以預測，可能與假設的情況顯著有別。本文所載的所有前瞻性陳述乃根據截至本文日期取得的資料，景順不負責更新任何前瞻性陳述。因此，景順不確保可實現預計、前瞻性陳述將會實現或實際回報或結果不會大幅低於顯示的水平。投資風險：房地產相關工具投資可能受經濟、法律或環境因素所影響，因而影響房地產的物業價值、租金或出租率。房地產公司（包括房地產投資信託或類似結構）往往是中小型企業，而且其股份可能較為波動，流動性亦較低。對比較多元化的投資，集中於某特定行業或板塊的投資須承受較大風險，而且較受市場波動性影響。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。

Inv19-0344