

駿利亨德森房地產觀點：

視野清晰：全球房地產展望

2019 年 12 月

駿利亨德森全球房地產股票團隊共同負責人 Guy Barnard 和 Tim Gibson 回顧了該產業過去一年的表現，並討論了 2020 年投資人的主要機會和風險。

關鍵要點：

- 2019 年上市房地產類股表現良好，不過各城市、國家、與產業的報酬率卻有所不同，這突顯了採取主動投資的必要性
- 展望未來，房地產類股最大風險可能是成長和通膨預期的回升
- 投資團隊對受惠於科技與人口順風的產業保持正面態度，例如：數據中心，行動通信基地台，活動房屋(manufactured housing)和學生宿舍等

自 2019 年初以來，全球房地產類股取得了可觀的報酬率。總體而言，房地產在過去兩年中表現一直與整體股市保持同步（圖 1），但同時房地產的期間跌幅相對較低¹，為投資人提供了“較平穩的旅程”。

不過，只看平均值可能會產生誤導；我們在房地產內部看到分散程度很高，這反映了我們在不同城市、國家、以及(最重要的)產業間看到的房地產市場基本面不同。例如，美國活動房屋房 REITs 今年成長了 50% 以上，而美國購物中心 REITs 卻跌了 17%²。而這些房地產間報酬率率的差異為我們提供了具支撐力的背景，本團隊透過主動管理方法力求為

投資人提供不一樣的報酬率。雖然 2020 年產業內報酬率差異可能有所縮小，但我們仍預期 2020 年將持續這一趨勢。

圖 1：相對表現：自 2018 年以來全球房地產股票與一般股票



資料來源：彭博，駿利亨德森投資。全球房地產股票（FTSE EPRA / Nareit 已開發總報酬美元指數）與一般股票（MSCI AC 世界總報酬指數）每週數據至 2019 年 12 月 6 日相對表現。以 2017 年 12 月 29 日數據重新調整為 100。過去績效並不代表未來的表現。

房地產現在貴嗎？

儘管 2019 年初至 11 月底房地產報酬率約為 20%，但若計算過去三年與五年的年化報酬率，分別僅約為 8% 和 6%（其中一半以上來自股息）³，我們認為看來還算公平，並且也反映了我們投資公司所持有物業的報酬率水準。

比較公開市場與私有市場房地產的價格評價（見圖 2），其資產淨值（NAV）折價程度在這一年中有所縮小，目前看來與私有市場大概一致，亦即大致落在我們所認為的“公允價值”範圍間；這也顯示了：從現在開始所獲得的報酬率，將會來自收益與成長，而不是來自重新定價(re-pricing)。

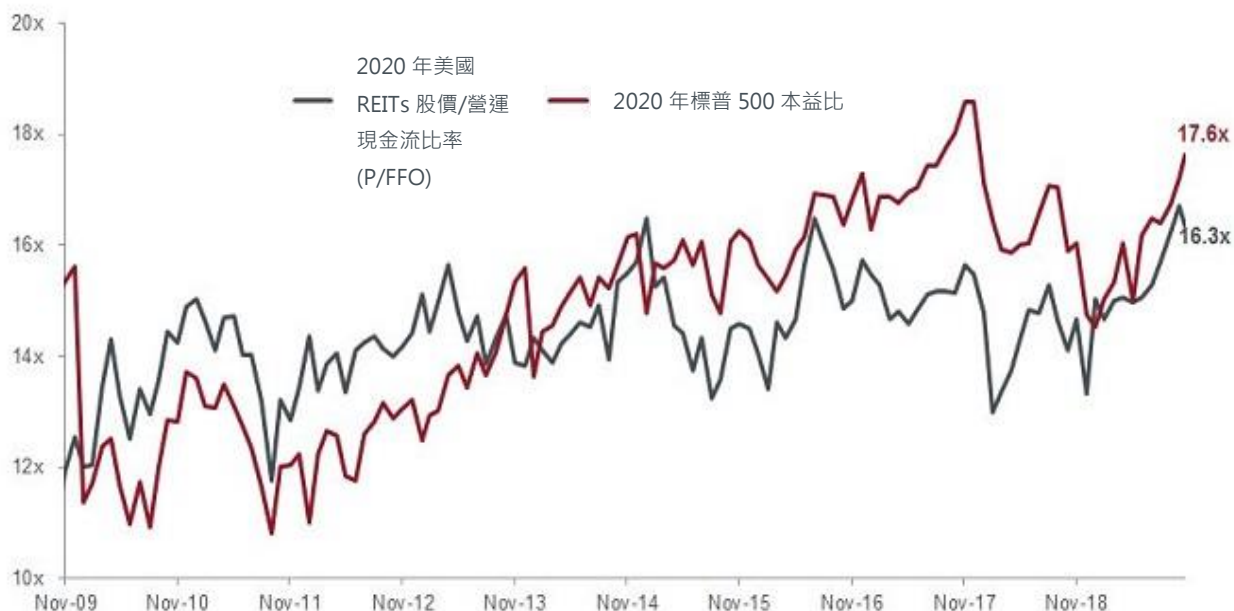
圖 2：近年來，全球房地產公司的交易價較資產淨值低



資料來源：瑞銀·駿利亨德森 投資。FTSE EPRA / Nareit 已開發總報酬指數自 2003 年 9 月至 2019 年 9 月每月數據。過去的績效並不代表未來的表現。

如果我們看一下美國的評價倍數，即使今天美國 REITs 2019 年以來報酬率超過 25%⁴，但其倍數仍然低於標準普爾 500 指數的本益比，也僅是回到美國 REITs 指數 5 年前的水準；這也意味著現在房地產類股並不貴（見圖 3）。

圖 3：不動產投資信託相對一般股票價格評價合理



資料來源：Capital One Research，截至 2019 年 11 月 15 日。P / FFO 與常被用來做股票價格評價的本益比相似。考慮到非現金因素（例如攤銷和折舊），股價/營運活動產生的現金流比率可以更準確地評估房地產股票。過往績效並不代表未來表現。

新的十年帶來新的機會

與大多數其他產業一樣，房地產產業也在不斷進展。一系列強大的結構性力量正在改變其產業樣貌。傳統零售房地產所面臨的壓力就明顯地提醒著我們：任何產業都無法從這改變的洪流中倖免。儘管我們仍然可以在所有產業中找到機會，但是在預測未來一些可能面臨逆風的產業(如：零售)報酬率時，適當地加上一些現實因素仍是必要的。

相比之下，我們對受惠於科技和人口順風的產業保持樂觀。儘管工業和物流業表現良好，我們認為在供給有限、電子商務成長、以及零售商在服務上競爭的需求等因素影響下，都將繼續推動價值上升。我們也在一些在特殊產業中看到持續發展的機會，例如數據中心、行動通信基地台、博弈、活動房屋與學生宿舍等。

拼積木

最後，儘管我們沒有強烈的總經觀點，但隨著我們進入經濟循環的後期階段，應該可以合理假設市場將呈現幾段市場波動與下跌的時期。而在這種環境下，REITs 可稱職地提供與其他資產類型低的相關性，在股市中較低的 β ⁵，並且於過去十年在市場下跌時，保持的更好。

明年房地產類股最大風險可能來自於成長和通膨預期的回升。任何債券殖利率的急升和循環性輪動都可能導致房地產表現相對落後。

在一個平衡但不確定的展望前提下，我們認為上市房地產股票在多元化投資組合中扮演著核心“積木”的角色，因為它擁有降低風險與提高報酬率的潛能。也因此房地產應可幫助那些覺得市場能見度沒有這麼高的人，在新的一年里領航渡過。

註：

¹ 彭博，截至 2019 年 9 月 30 日。產業是指 FTSE EPRA / Nareit 已開發總報酬美元指數。

² 截至 2019 年 12 月 12 日，彭博美國房地產指數分類。

³Morningstar。EPRA / Nareit 已開發總報酬指數至 2019 年 11 月 30 日的報酬率。

⁴ FTSE Nareit 美國房地產指數年初至 2019 年 12 月 11 日報酬率。

⁵資料來源：與其他資產類別的低相關性-歐洲公共房地產協會 (EPRA)；數據截至 2019 年 9 月 30 日；貝他值(beta)比較：EPRA / Nareit 已開發總報酬指數與 MSCI 世界指數的貝他值(beta)。

這些是作者發表時的觀點，可能與駿利亨德森投資的其他個人/團隊的觀點有所不同。本文中提及的任何證券、基金、產業和指數均不構成或構成任何買賣邀約。

重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com/> 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。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。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JHITL0120(3)1220.TW.retail