

商廈空置率升至19% 今年逾600億元抵押證券到期 美商業REITs融資難 恐引爆新危機

在低息年代被視為投資恩物的房託基金（REITs），如今卻要格外留神，否則隨時踩中地雷，尤其以美國寫字樓REITs的風險最大，皆因當地寫字樓空置率攀升至19%，又遇上樓價下跌。問題更大的是，今年將有總值78億美元（約為606億港元）的商業地產按揭抵押證券（CMBS）到期，84%面臨再融資問題。在市場逆風下，部分美國寫字樓REITs的股價已由52周高位回落超過50%。投資者現時入市撈底，可能撿到便宜，也可能接到燙手山芋。本期將為美國寫字樓REITs做「體檢」。

大公報記者 劉鏞豪



美國商業地產價格12年來首下跌



PayPal 前首席運營官 David Sacks 上周轉發推文指出，洛杉磯辦公大樓平均每呎負債230美元，但今年當地唯一售出的辦公大樓，售出呎價為154美元，而作為洛杉磯最大房東的 Brookfield Corp (BN) 今年拖欠貸款超過10億美元。波士頓諮詢公司估計，全美60%至65%辦公空間將因需求下降而空置，意味着大約15億方呎的辦公空間無人問津，業主將蒙受400億至600億美元收入損失。

美聯儲激進加息步伐，間接引發當地地區銀行流動性危機。正當地區銀行問題階段性緩和，商業物業到期債務成為另一把懸劍，有機會引爆新一波銀行流動性問題。穆迪分析 (Moody's Analytics) 指出，今年美國有總值78億美元的定息CMBS到期，估計有84%遇到再融資問題。銀行打閉門做生意，自然不會輕易放棄放貸機會，只是客戶質素不佳，隨時陪葬。

科企裁員 硅谷空置率破頂

首先是美國寫字樓空置率。據摩根大通指出，2022年第四季，美國寫字樓的空置率達到12.5%。穆迪分析最新指出，2023年首季美國寫字樓空置率為19%，是1991年以來接近30年高位。「19%」的全國平均數，部分城市寫字樓空置率高得離譜。美國加州是「零元消費」重災區，無業游民大模斯樣在店舖偷竊貨品，加上科技企業大規模裁員，導致大批居民遷離加州，寫字樓租務首當其衝。據《聖荷西信使報》報道，硅谷今年首季辦公室空置率升至23.1%，可能是歷史新高。露宿者滿街的三藩市，當地首季辦公樓空置率飆升

至32.7%。

穆迪料寫字樓跌價25%

寫字樓乏人問租，銷售價格也難有起色。穆迪分析指出，美國首季商業地產價格下跌近1%，是2011年以來首次下跌。須知道，商業地產包括寫字樓、商店、分層住宅，單計寫字樓應該更嚴重。穆迪分析估計，寫字樓銷售價格有可能下跌25%，在未來一兩年也難看好。據 CommercialEdge 指出，美國辦公室大樓 (office buildings) 首季銷售額按年下跌66%至65億美元。

78億美元到期CMBS規模並不算是天文數字，可是市場景氣轉差，而且大部分CMBS由地區銀行持有。美聯儲數據顯示，銀行向寫字樓、零售商業地產等物業授出的貸款逾7000億美元，其中超過5000億美元貸款集中在規模較小的銀行。在地區銀行忙於收拾爛攤子的情況下，是否願意冒險為寫字樓貸出款項，情況不會讓人感到樂觀。倘若持有人未能取得新資金，或被迫「賤價」出售寫字樓資產。因此，投資者是時候檢視持有的REITs的風險。

美國寫字樓 REITs 指數 [S&P 1500 Office REITs Sub-Industry Index]，在2020年新冠疫情大爆發前，該指數在當年2月14日觸及高位，收報138.08點；指數在2023年5月26日已跌至52.96點，調整幅度61%。

今年初以來，該指數累跌26%，而15隻成份股跌幅由4%至48%不等差異十分大。本周介紹2隻市值較大的 REITs: Alexandria Real Estate (ARE)、Boston Props (BXP)，剖析其間的危與機。

財務穩健

在 S&P 1500 Office REITs Sub-Industry Index 之中，Alexandria Real Estate (ARE) 市值最大超過190億美元。ARE 現時在波士頓、三藩市灣區、紐約市、西雅圖建設經營多個科技園區，租戶涵蓋生命科學、農業科技、先進技術等領域企業；截至2022年底，在北美洲擁有7460萬方呎物業，可供出租面積4180萬方呎。除做包租公，ARE 亦設立創投基金，方便引入科企進駐園區內辦公室。



Alexandria Real Estate (ARE) 經營數據

年份	收入 (億美元)	變幅	每股盈利 (美元)	變幅
2022	25.9	↑22.7%	3.18	↓16.7%
2021	21.1	↑11.6%	3.82	↓32.8%
2020	18.9	↑23.5%	5.69	↑35.1%
2019	15.3	↑15.0%	4.21	↑7.1%

BXP利息支出壓力增 估值誘人風險高

業績放緩

Boston Properties (BXP) 是美國最大甲級寫字樓REITs，可供出租樓面面積總共5350萬方呎，旗下193幢商廈分布於波士頓、洛杉磯、三藩市、華盛頓特區、西雅圖、紐約等六大城市。租客組合中，以生命科技公司為較大比重。

美國寫字樓空置率持續攀升，租金下降，對BXP構成一定程度影響。BXP於2019年至2022年度收入分別為29.6億、27.7億、28.9億、31.1億元（美元，下同）。再看2022年第二季至2023年第一季，收入為7.73億、7.9

億、7.89億、8.03億。表面上看，自2019年開始爆發，BXP當年收入跌幅大，及後就開始回升。不過，細看BXP盈利情況，就不甚樂觀。

分析REITs的盈利，應從「基金單位分派」或營運現金流 (FFO) 分析，但這裏用每股盈利 (EPS)。BXP於2022年第二季至2023年第一季EPS為1.42、2.29、0.78、0.5元。另外，2019年、2022年首季0.92、0.91元。小結，BXP近兩個季度業績有放緩情況。

每股可分派令人失望。BXP於2020年至2022年，每年分派股息3.92

債務方面，ARE無清楚註明長期債務金額，只註明到2025年前沒有到期債務；99.4%負債為定息3.53%；總負債連同優先股對比總資產為25%。再看2022年第三季至2023年首季利息支出，分別為2298萬、1752萬、1375萬元。小結，ARE負債似乎處於可控範圍。

最後是股價表現。受到新冠疫情爆發影響，ARE股價在2020年2月中旬曾經由高位159.7元，在一個多月時間回調至104.9元；其後再回升至2021年12月見頂214.2元。疫情對公司股價影響不大，反而是美國加息影響更甚。ARE到2023年5月26日股價收報111.7元，由高位調整47%。儘管股價大幅調整，以收息角度，ARE過去四季共派息4.78元，股息率4.27厘，遠低於美國聯儲利率5.25厘，投資價值未算吸引。

股息回報超8厘

債務方面，於2020年至2022年，BXP長期負債127.8億、131.4億、137.5億元。債務膨脹不算進取，但2023年首季利息支出就開始較快。於2022年第二季至2023年第一季，利息支出為1.11億、1.19億、1.34億元。

最後是股價表現。受到新冠疫情爆發，BXP股價由2020年2月高位127.718元，調整至同年10月結束，當時收報63.716美元，股價腰斬。期後逐步回升至2022年3月的124.222元，到2023年5月26日收報47.74元，回調幅度61%。BXP現價股息率達8.2厘，高於美國聯儲利率5.25厘。有見於公司業績變化，及股息派發長期不變，BXP是否具備投資價值，似乎是個問號。



Boston Props (BXP) 經營數據

年份	收入 (億美元)	變幅	每股盈利 (美元)	變幅
2022	31.1	↑7.6%	5.40	↑70.3%
2021	28.9	↑4.3%	3.17	↑103.2%
2020	27.7	↓6.4%	1.56	↓54.7%
2019	29.6	↑8.8%	3.45	↑25.0%



字樓及商店的空置率飆升。美國經濟陷入衰退邊緣，令寫字樓及商店的空置率飆升。

「六絕月」不絕 AI板塊龍頭值博

滄海桑田 倪相仁

「五窮月」魔咒見效，恒指跌幅超過8%，在全球主要市場中表現最差。踏入6月，隨着多項風險因素獲得一定程度釋放，在預期美聯儲6月後暫停加息，以及內地快將推出新一輪刺激經濟政策下，「六絕月」未必絕望，反而較大機會迎來反彈。兩大熱門板塊AI（人工智能）和「中特估」，均可布局。

今年對港股最不利的，除了一直受到地緣政治風險壓制，還有就是ChatGPT推出之後，美國科技龍頭股帶起AI板塊（包括芯片）的新一輪漲勢，大量資金湧去納斯達克市場，扯走了港股的部分流動性。年初至今，

納指因此而出人意外地跑贏主要市場。不過，內地AI行業有自身優勢，假以時日一樣會成為市場明星。

回顧港股過去20年的「六絕月」表現，共錄得13次上升、7次下跌，比大家印象中的要好。尤其是，如果當年出現「五窮月」大跌後，往往會在6月反彈。過去20年來，恒指曾有6年於5月跌幅超過4%，當中有5年均能夠在6月回升。今年的情況並不算很差，只需要在流動性和經濟前景出現輕微改善，港股就會追落後。

以估值來說，恒指動態市盈率已回落至9倍以下，市賬率亦低於1倍，下行空間並不大。美國的債務上限議案已獲得參眾兩院表決通過，違約風

險暫時解除。接下來有市場焦點是聯儲局本月的議息會議，利率期貨市場顯示暫停加息的可能性較大。周四美元指數回落，人民幣匯率轉強，亦促成周五港股的大反彈。若美元持續回軟，有助於港股的反彈行情。

內地經濟向好 增強市場信心

內地官方周三發布的最新製造業PMI數據，連續第三個月低於景氣線，較預期要差。不過，周四財新披露的5月份製造業PMI數據均在景氣線之上，環比更上升1.4%，顯示製造業的信心在恢復。兩個數據背離，主要在於樣本的不同：財新的樣本數據，以中小企業和民企為主，樣本只有430

家，而統計局的數據樣本主要是大型企業和國企。此外，財新的數據輕工業佔比較高，更多反映的是消費內需和出口情況，而國家統計局的重工業佔比較高，若剔除鋼鐵PMI影響，統計局5月份的數據也是環比增長。從樂觀層面看，財新數據似乎顯示出內地的中小企已走出谷底。

近期市場的悲觀氣氛太濃，跌得有些絕望。一旦出現利好傳聞，也會輕易帶動相關行業大升，周五的普漲就是很好的個案。如果要博6月份反彈，可以關注AI板塊的龍頭，因近期的調整較「中特估」更大，故值博率亦更高。人工智能正逐漸成為新興的產業

趨勢，今年以來全球人工智能技術發展迅猛，從ChatGPT到GPT4.0的誕生，有望推動新一輪產業級的投資機會。上周美股AI芯片龍頭英偉達公布的一季度業績超預期，為股價帶來實質性支持，並有望推動A股和港股的科技行情。英偉達CEO黃仁勳預計，本月前往內地拜訪各大互聯網龍頭和造車巨企，可望掀起新一輪AI熱潮。

現時人工智能技術已具備以ChatGPT為代表的核心產品應用，內地的AI產業龍頭自3月推出ChatGPT3之後，計劃很快推出ChatGPT3.5產品，加上其他互聯網大廠亦密鑼緊鼓攻關大模型，下半年將加速AI向各行業的滲透。