

# 利率對房託基金估值定價影響：利率變化與商業地產投資收益(二之一)

龐溟 經濟學博士、經濟學家

不動產投資信託基金 (Real Estate Investment Trusts, REITs) 又稱房託基金、地產信託，是不動產證券化的一種重要手段，最早起源於美國，通過發行收益信託憑證/股份匯集資金，由專業化機構進行房地產投資、經營和管理，並將投資綜合收益分配給投資者的證券。REITs投資的底層不動產涵蓋了交通、能源、市政、消費、倉儲物流、產業園區、數據中心等基礎設施及酒店、寫字樓、公寓、保障性租賃住房、景區等不同種類，收益主要來源於租金收入和運營管理的底層資產項目所產生的其他相關收益。

在筆者看來，REITs是通過資產證券化來盤活存量資產、降低微觀市場主體和宏觀槓桿率、擴大有效投資、提升運營管理效率、實現金融支持實體經濟發展的有益嘗試和有效工具。總的來說，其估值定價的內在邏輯受到基準利率和經濟基本面向下底層資產表現的雙重影響。

## REITs於加息周期表現非想像般弱

在加息環境下，利率上升往往會影響REITs的底層不動產組合及其自身的估值定價、增加REITs的

借貸成本、降低REITs的股息收益率給投資者帶來的吸引力。但與直觀印象不同的是，在利率上升的過程中，REITs的表現與回報率卻往往並不低。

在較早期的研究中發現，長端利率的變化可以部分解釋1973年至1979年間美國REITs的價格變化，而1980年至1985年間美國REITs的價格變化對長端利率和短端利率都較為敏感 (Chen & Tzang, 1988)。不過，其後有研究綜合分析了1972年至1993年的數據，發現REITs的價格變化與利率變化之間的負相關性較低，且低於REITs的價格變化與股票市場整體波動之間的相關性 (Mueller & Pauley, 1995)。

至較為晚些的數據 (1976年至2006年及1990年至2018年)，也發現在美國利率上升的環境中 (美國10年期國債收益率在3個月內上漲超過50個基點的時期)，以當時全美REIT協會不動產投資信託指數 (FTSE/NAREIT Equity Index) 或道瓊斯美國精選不動產投資信託指數 (Dow Jones U.S. Select REIT Index) 等衡量的REITs的總回報率，在3個月內通常低於以標準普爾500指數等衡量的股票市場回報率，但在隨後的6個月和12個月期間的

表現均有所恢復並普遍優於同期股票市場表現 (Orzano & Welling, 2017; Brian, 2018)。

## 租金上升利增股息 抵消加息影響

由於利率的溫和上升時期往往伴隨著經濟增長、就業增加和通貨膨脹率的抬升，REITs所依靠和衡量的不動產的表現通常在這些時期較為出色：通脹率的穩步抬升讓商業地產業主更有動機和能力對租戶、尤其是公寓、酒店和自助倉儲等租期較短的板塊提高租金，使租金收入增速超過以消費者物價指數衡量的通脹率；隨着其收益和現金流的改善，REITs通常會增加股息分配，並因此抵消利率上升對其估值的潛在影響。

此外，有研究發現不動產收益年期的縮短會顯著降低利率敏感性，不動產的自我對沖性 (self-hedge) 使其對利率波動的敏感性實際上低於平均現金流增長率相同的其他資產 (Chaney & Hoelsli, 2010)。有研究分析了1989年至2008年期間美國REITs市場的兩大結構性變化。《1993年收入調節法案》確定的穿透原則 (look-through) 將養老基金或其它符合該法規定的合格信託等金融投

資工具對REITs的投資不再被視為一筆單一投資人的投資，而是將該隻養老基金或合格信託的全部投資者視為REITs的投資者，吸引了大量機構投資者加入REITs的投資者隊伍起到積極的促進作用，增加了對REITs的外部監督；標準普爾公司在2001年將REITs納入其主要指數，則讓REITs市場的價格發現功能更為有效、與股票市場的聯動性更強。這兩大結構性變化都降低了REITs價格變動受到的利率變化的影響 (Wu, Huang & Chiu, 2011)。

## 個體差異大 利率風險敞口難消除

不過，不同REIT的個體特徵也會影響其對利率變動和股市波動的敏感性。通過最大限度地降低財務槓桿和自我管理投資組合，REITs能夠降低其收益對股市波動的敏感程度，但卻沒有證據證明REITs能有效地通過財務槓桿、管理策略、專業化程度或資產結構來影響其對利率變化的風險敞口 (Allen, Madura & Springer, 2000)，且不同市值和類別的REIT使用利率衍生工具的成本和動機也有較大差異 (Horng & Wei, 1999)。

# 外界盼多減息 美聯儲反應慢

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

正如筆者多次指出，在多國央行貨幣政策轉向初期，投資者普遍以為只需由領漲的美股科技板塊換馬至落後的傳統股，便可抵抗有關風險。然而，筆者亦多次向讀者溫馨提示，由於市場存在槓桿效應，當原本領漲的板塊轉而下跌，且跌幅愈來愈急時，則最終有可能令看似受惠的落後股以至相關指數亦一併受到拖累。如今看來，正如筆者所預料。



投資者普遍憧憬美聯儲會超前式減息，惟事實上美聯儲多年來皆用「後發」方式改變政策。圖為紐約證券交易所。資料圖片

上述的這種自我實現預言，其實在市場上屢見不鮮，問題是大家忽略了基本面和結構性因素，才會無視相關交易的潛在風險，而一面倒看到利之所在的吸引處。

## VIX高位回落 拆倉漸平靜

這個時候復有多國央行的貨幣政策不一致，日本央行勉強再加息，美聯儲堅持打官腔，英倫銀行乾脆按本身經濟先行，與歐洲央行或加拿大央行一樣，減之而後快，所有這些，在在加速了本身已經開始有點沽售意慾的，隨着日圓套息交易拆倉，進而加快相關行動。

短期而言，隨着VIX由高位回落，最急勁的拆倉有可能平靜下來，始終日圓與其他貨幣息差太大，收窄亦非一時三刻。

值得留意，打從近期的金融市場波動後，外界對於美聯儲於7月時沒有減息、甚至沒有為9月

減息作更多和更確切的明示，開始頗有微言。

大家明白，美聯儲主席鮑爾礙於崗位，根本不適宜太肯定，否則之後一言既出，再改變便有難度。

至於今次多個資產市場的變化，其實不是一個理由，公道一點說，日圓套息交易拆倉，美聯儲亦未必可以阻止什麼，難道要美元加息去維持同樣的息差嗎？

## 軟着陸？硬着陸？

不過，話說回來，基於美國最新公布的連串經濟數據，由失業率向上，新增職位減少，在在令人擔心，經濟衰退這個可能性，雖然遲來，但可能不會缺席。

是的，已經足足兩年多，外界一直在談是否軟着陸或硬着陸，但直到近期看，美國仍然好端端的，甚至有所謂美國獨善其身之說。

## 市場先發制人 央行後發先至

問題在於，美聯儲當前的決策模式，並非先發制人，而是等數據確認、趨勢確認，寧可後發先至地追加。故此，目前雖然很多人改觀，認為當局會在餘下議息會議上，不只25點子，甚至50點子的減，而且是連續幾次會期都如是。

但觀乎過去十多年美聯儲決策行事的往績，這倒不似他們的慣常作風。畢竟，他們的一套，打從伯南克任主席時期開始，最有期望管理的建立，維持原有期望最適當，任何轉折或改動，都是要害，投資者一廂情願主觀願望之餘，小心留意現實中局方大員的決策局限條件，方可客觀估計形勢。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

## 淺析環球股市大跌原因

Simon Webber 施羅德投資環球投資組合經理  
George Brown 施羅德投資資深美國經濟學家

最近幾天，環球股市出現了劇烈波動，環球主要指數大幅下跌。截至8月5日止的三天內，MSCI世界各國指數(ACWI)下跌6.4% (資料來源：FactSet，以美元計算的淨回報率)。

當中有幾項因素導致環球股市下跌。其中包括美國經濟數據疲弱，引發人們對經濟衰退的擔憂，以及對央行快速減息的預期。

美國7月非農就業人口新增職位回落至11.4萬，遠低於金融市場早前預期的17.5萬，同時失業率上升至4.3%。失業率上升引發了「薩姆規則」(Sahmrule)，當失業率的三個月移動平均值相對於過去12個月的低位上升0.5個百分點或更多。這個規則以往一直是可靠的經濟衰退指標，但亦出現過錯判的情況。

投資者憂慮的是，聯儲局是否已經錯過減息的最佳時機，若繼續保持觀望態度會否導致經濟陷入衰退。問題在於，6月聯儲局曾暗示只會在年內減息一次。這種偏向鷹派的立場導致它無法在7月份迅速改變政策的方向。聯儲局可能會在9月份減息50點子，以作彌補。然而，目前金融市場預計2024年聯儲局將減息五次，這是一種過度反應。

我們不應過度解讀某個月的就業數據，並至少需要等待數月時間，才能判斷是否出現明確趨勢。美國第二季度的經濟增長數據穩健，國內生產總值(GDP)年增長率達到2.8%。我們認為，最近美國經濟數據疲弱並不足以引發近期所見的大規模拋售行為。

## 預期與事實存落差 波動料加劇

由於普遍樂觀的金融市場預期、喜憂參半的經濟數據和明顯的風險定價失準，導致市場預期與實際情況存在落差，我們一直預期股市波動性將會有所增加。因此，我們保持高度多元化的投資組合，對金融市場的周期性和防禦性板塊進行均衡投資。(摘錄)

## 港樓挑戰與機遇並存 租金料續升

## 香港樓市的「六年之約」

廖偉強 利嘉閣地產總裁



李婉茵  
高力香港研究部主管

## 新盤低價加優惠吸客 二手受壓

整體一手供應情況方面，截至今年6月份，已落成但仍未出售單位為1.93萬伙，雖比今年3月份「樓市撤辣」後的數字跌8.5%，總結半年一手成交量為9,419宗，不過，若計及建築中及已批動工單位，未來一手潛在供應達仍然超過10萬伙。發展商在推售一手樓盤時，各出奇謀，除了開價克制，亦提供不少置業優惠予準買家，故此吸納了市場大部分購買力，同時對二手市場價格造成進一步的下調壓力。

鑑於經濟數據表現遜於預期，加上環球股市、匯率及美國債息波動連連，市場對於美國聯儲局在9月份減息的信心漸升溫，空間由0.25至0.5厘不等，但是在加息步伐並未完全跟隨的港元利

率，是否如期減息，仍然成疑，惟有助於釋放保守資金成市場潛在購買力，加上金融市場的波動表現，也衍生了市場的避險情緒，對穩定的固定資產及其收入，衍生一定需求。

香港住宅樓價雖然仍處下調周期，但受惠本港放寬的入境政策，私人住宅的租金持續上漲，踏入暑假旺季的更大租務需求下，相信仍會水漲船高，據差估署6月份的私人物業市場回報率數據，各類型私人住宅的租金回報達到2.3厘至3.4厘，以A類中小型單位領先，而據代理行統計，一些位處市中心的大型屋苑，更甚能高達4厘以上。

## 投資者入市料見更積極

金管局近日放寬物業按揭成數要求，在既有條件下，可出租高成數按揭的物業，以應付一時財務上的燃眉之急，惟須知道，承造高成數按揭買家，主要以用家居多，故政策未必有助短時間刺激租務供應，反而減息加上避險情緒彌漫，或有利下半年投資者入市收租的動機，從而激活交投動力。

而有意入市的買家，須留意銀行近日對物業按揭的取態都較為保守，對不同類型物業，包括樓花、現樓、小型單位、村屋、工商物業，在按揭批核上取不同程度的嚴謹態度，建議買家選擇置業或投資前需與多間銀行聯繫溝通。

香港樓市連續兩年都出現了「過山車式」先高後低，至今仍在艱苦掙扎。回頭看這次的樓市下行周期，由2018年的中美貿易戰開始，接連出現新冠疫情、美國暴力加息，經濟和樓市承受重壓，至今剛好已經有六年。筆者對過去半個世紀的樓市下行周期做了一些研究，看看這些長期的淡市，每次會歷時多久；發現在大部分情況下，由危機引發到完結，最多會維持約六年。

以1980至1986年期間為例，當時中英就香港問題談判，造成大動盪，並引發了地產及金融的危機，這個淡市維持了約六年。至於1997至2003年的淡市，香港人可謂記憶猶新。先有亞洲金融風暴、再有科網股爆破，以及沙士等，這段期間樓市跌幅最大，整體下挫了約七成，這次淡市，同樣歷時約六年。究竟蕭條期六年完結是否不變的定律？也許大家可以看看今年的樓市變化再下定論。

## 籲留港消費 助力復甦

2024年過了七個多月，至今市場的負面消息仍然有很多，香港經濟疲弱，零售及餐飲業面對巨大的挑戰，香港人的消費力不斷轉到內地，令市道持續淡靜。港人的負面情緒擴散，並且在網上放大及互相感染。這些年，港人聚

在一起閒談時，話題總離不開內地的消費有多划算，服務有多好；在這種氛圍之下，香港的經濟似乎仍難以突破。

筆者不會反對香港人到內地消費，這是一個市場導向的趨勢；北上消費幫助香港人用較少的成本去舒緩生活壓力，這也絕對是好事。不過，香港人也不忍看着這地方一直差下去，要激活香港經濟，香港人就應該同舟共濟，多一些留港消費，多給香港商家機會，說好香港的故事，香港才可以逐漸「康復」過來。

## 人口趨升 存剛性需求

雖然經濟復甦緩慢，但也不代表樓市會就此長期處於低谷；長遠而言，香港的住屋仍有巨大的需求。政府統計處的文件顯示，預計香港人口將由2019年的751萬，增加至2046年的819萬，合共估計增加68萬人，即是每年平均增加25,185人。這些新增人口對居住絕對有剛性的需求，但目前香港的每年供應量，並不能夠滿足這個增長速度，所以，樓價和租金在未來向上的機會必定大於向下。筆者相信「六六無窮」的定律，樓市經過了六年的困境，必定可以復元過來。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。