

利率對零售物業收益率的影響：利率變化與商業地產投資收益(二之二)

龐溟 經濟學博士、經濟學家

不管是大宗交易的商業地產資產，還是公募REITs項目的底層商業資產，投資者往往需要公允地判定可投商業不動產項目的價值預期。參考海外成熟REITs市場的估值方法和內地公募REITs估值規則的指引，收益法為目前主流的評估商業地產項目市場價值的方法。一般來說，其計算市場價值(Market Value)的方法為項目運營收益除以資本化率(Cap Rate)。

項目運營淨收益，是衡量不動產是否產生長期、穩定淨現金流的重要指標。資本化率往往反映資本市場對於商業地產這類資產的收益回報的要求。一般根據無風險利率(Rf)和風險溢價(Rp)作出判斷，而無風險利率一般取十年期國債收益率。

可參考美日REITs市場經驗

從投資回報特性來看，當十年期國債收益率上漲時，意味着投資者投資商業不動產資產需要承擔更高的風險補償。因此，投資者對商業不動產的投資回報要求(即資本化率)也會相應提高，使得他們在投資時更加謹慎。同時，Rf上升通常意味着相對緊縮的貨幣政策，導致流通中的貨幣量減少。結合投資者對商業不動產更為謹慎的投資態度和緊縮貨幣政策下其相

對受限的可投入資金，投資者對於可投商業不動產的價值預期整體將降低。反之，當Rf下行時，則其對可投商業不動產價值預期將向反演變。

海外成熟REITs市場的經驗也表明，在具有流動性的市場、不同的利率周期下，十年期國債收益率與優質商業地產的資本化率整體呈正向演變趨勢。過去20年間，伴隨着十年期國債收益率的整體下行，美國和日本的REITs市場中，資本化率也呈波動下行。美國零售物業資本化率從2000年年初的約10.1%降至2022年年初本輪加息周期前的約5.8%，日本則從2003年約7.6%降至2024年3月加息前的約4.3%的水平。而在美國的幾個加息周期中，零售地產的資本化率也處於相應的上行區間中，例如，本輪加息周期已帶動零售地產資本化率上漲約75個基點。

內地料續處於「寬貨幣」周期

未來一段時間內，為進一步釋放流動性，刺激消費和經濟復甦，內地或將繼續處於「寬貨幣」周期伴隨利率下行。借鑒國際市場經驗，若其他市場條件保持不變，資本化率亦將處於同向下行趨勢，疊加優質零售物業往往享有更低風險溢價，其市場價

值預期或將得到雙重抬升。

近年來，隨着內地房地產行業整體進入新的調整期，市場日趨理性和規範，更要求零售物業投資運營主體在微觀項目層面具備成熟的項目運營管理策略，以滿足市場對於優質零售物業更高的價值預期。

隨着首批消費零售REITs項目帶來的商業地產金融化破冰，內地迎來的商業地產金融化時代，對於擁有同等前期投入水平和相似經營表現的優質零售商業項目，其根據市場資本化率水平而選擇的項目REITs上市時機或將成為影響其項目內部收益率的最關鍵因素。

把握利率周期下資本化率變化

借鑑首批消費REITs項目中以優質購物中心為底層資產的三個REITs項目(華夏金茂—金茂長沙覽秀城、華夏華潤—華潤青島萬象城、中金印力—印力杭州西溪印象城)的開發運營REITs上市流程，通過內部收益率與資本化率的對數擬合，筆者發現零售物業IRR對資本化率的變化敏感，且呈顯著的負向相關性：在REITs發行年份不變的情況下，資本化率每下降30個基點，內部收益率大約提升50個基點。

因此，零售物業投資運營主體需要更加敏銳地感知利率變化周期下伴隨的資本化率預期變化，結合資本化率變動下零售物業內部收益率IRR的變化規律，更好地把握市場經濟周期和REITs上市時機，才能實現更優的項目收益回報。

以上述探討的消費零售REITs為例，在資本化率受利率水平影響之外，不同項目的收益還會受到建設周期、運營年期、租金水平和增速、運營淨收入等核心變量的限制和影響，歸根結底還是與底層資產和具體項目的實際運營、管理有關。

因此，從微觀層面看，REITs的投資運營主體需要更加敏銳地感知和精準地把握利率周期下資本化率的預期變化、底層資產內部收益率的變化規律，更加注重市場經濟周期、REITs上市時機和提升實體運營管理能力。

從宏觀層面看，應積極穩妥引入基金、年金、外資金融機構等長期、專業的機構投資者參與REITs投資，並在發展中討論、明晰、統籌、協調和解決資產範圍與估值、權益與破產隔離、治理機制、稅收優惠政策與避免雙重徵稅等方面的問題，持續提升REITs及其底層資產的質量，有效防範化解可能產生的系統性金融風險的傳遞共振。

幣策朝向減息 地緣風險未變

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆ 放諸當前現況，觀乎油價和VIX甚至美匯指數由高轉低，效果明顯。圖為美國紐約證券交易所。法新社

有恐慌指數之稱的VIX，已經漸漸由近一兩周的高位，徐徐回落。這個回落本身緩慢，皆因所有的風險因素，並未解決，投資者隨時面對又一次的風險升溫，不敢造次。

是的中東方面，連日來甚囂塵上的，便是伊朗將對以色列有所報復，而這一點，基本上不用中東問題專家，都可以看得出來。比較沒有那麼明顯可以看得出來的，倒是投資者應以何種態度應變。

地緣政局事件何以難預知？

地緣政治問題，正如筆者一直說，近年有所升溫，過去十多年，隨着金融海嘯後一眾央行的量寬和超低利率年代，衍生了更多極端思想或行徑。困難在，相關事件不易事前具體估計時間地點人物發生過程，但一旦觸發，往往牽涉很多歷史結構性問題，不易善罷。

上述本質性的難題，便是筆者一直研究的，如何以跨市場跨資產類別的方式，反覆印證，看看如何確認相關活動的變化。是的，本質如此，通常有關事件，應該把外界殺個措手不及，於極短時間之內，可以同步提升五大指標的水平，包括油價/金價/美債息/VIX/美匯指數。相反，若只能緩緩地向上提升，又或者並非同步，則反而是事件發生後，已經廣為人知，最震撼的時刻已經過去，才有的後續反應。

放諸當前現況，觀乎油價和VIX甚至美匯指數由高轉低，效果明顯，即便是金價，亦只是嘗試走高，未能重登早前所創歷史高位，債息則因減

息因素而受影響，未必作準。綜而言之，地緣政局風險未必如新聞所見的嚴重。

美通脹放緩 9月料減息

相比之下，沒有那麼多新聞片段，但具體量度金融市場行情客觀可見，這段日子以來，投資者關注焦點，始終是貨幣政策。

本周大量經濟數據，以通脹數據最有分量，PPI和CPI都是重頭戲。最新公布所見，兩者都有放緩跡象，如此一來，投資者的第一反應，自然是放下心頭大石，為已經存在於市場多時的憧憬，特別是9月份美聯儲議息時的減息，建立了相當穩妥的基礎。

市場與央行 思維大不同

的確，美聯儲決策者，本質上是一群技術官僚，他們的思維模式，跟市場人士可以有很大差別。官僚們按既定程序，有根有據，最好不要冒

風險，即使迫不得已要作選擇，都是有大量資料理據，好為他日萬一出錯時，可以作為下台階。

相反，投資者不用擔心這個，活在當下，這一刻看好，下一刻看淡，轉眼間又再加倍看好，經常發生，司空見慣。

如此一來，大家要明白，何以外界看來很簡單清楚的，可以馬上採取行動的，央行官員硬要等到明日黃花，才勉強以加倍力度加倍速度，追趕着外界看來早已知道的趨勢。

明乎此，投資者便不難掌握當中的分野，每當有市場人士批評央行決策時，不妨留意，究竟他們所說的是不是央行沒有根據市場人士的想法而行，抑或市場人士根本沒留意或沒在意央行所用的一套，其實是另一套？

(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。)

地契續期：續無前後 達者為佳

譚善恆 華坊諮詢評估特約資深顧問

香港特區政府近日刊憲公告《政府租契續期條例》生效，亦於同日刊登首份續期公告，為少於六年內到期的376個地段，均以法例方式獲續期50年而無需補地價，但須每年繳納相當於該地段每年評估的應課差餉租值百分之三的地租(如適用的話，當然還有差餉)。與此同時，還刊登不予續期列表公告，顯示「沒有」地段不獲續期，因為如有的話，意味到期後須交回作更重大的公眾利益用途，否則恐防地段持有人會提出法律訴訟。

續期公告成護身符

值得留意的是，條例以至公告均以「租契」取代地政總署慣常的「地契」稱呼，前者更清晰帶出土地有主權和租用權之分。第二，獲續期的地契並沒有像不予續期列表那樣安排，打算以地契描述明確列出，而對續期地契的描述是以原到期日作該公告的適用範圍，反映了特區政府屬意絕大部分地契該獲續期，相對小部分或有足夠法律基礎支持到期交回的地契才須明確列出。另一個實際考慮就是因為香港的地契紀錄由早期手寫，打字機打印，電腦輸入，再到土地註冊處地契影像數碼化，經歷百年，難免有「消失的地段」、「失契備忘錄」事件發生，而且地段經分割後可能曾跟政府執行了不同的改契安排，所以以原到期日而不以實際地契描述是權衡輕重的安排，土地註冊處已說明不會更新適用續期的地契年期資料，即是這些續期公告紀錄就變成土地業權人的護身符，因為它是融資按揭借貸考慮土地所有權(Land Title)時的最終法律依據。

「技術性換地」助舊契重建

以後發展商打算併購舊契拆卸重建再銷售的話，宜留意所併合之地契的到期日會否相距達數年，如可行的話宜向地政總署申請換地，以新契把土地所有權正名化，釋除買家疑慮，有助銷售物業。現行換地政策是有機會把新條款加進去及須評估補償金額，但若以鼓勵舊樓失修重建角度出發的話，希望地政總署考慮類似「技術性改契」的那種「小修小改小收費」安排，加設「技術性換地」以助這種舊契重建情況，而由土地審裁處根據《土地(為重新發展而強制售賣)條例》所批出的強行拍賣許可或需容許中標者向地政總署申請技術性換地。

立法續期能有驚無險順利啟動，關鍵在於前國家領導人提出「五十年不變」，這句話的大智慧是以時為始，而不以時為限。就好比一對情侶夫妻，縱有步伐差異，一前一後，但只要大家相信這個命運共同體，在前的開拓了新方向，在後的有了榜樣就能隨後趕上，延續未知的將來。相反，如果太在意「二人三足」的話，有時會舉步維艱。

港專業會計師可服務大灣區

張穎嫻 畢馬威中國副主席及香港區首席合夥人

勢，香港的普通法制度、中西文化交流特點、低稅率及簡單稅制、免簽政策等都是吸引國際人才的優勢。

促進兩地人才流動

香港擁有法律、會計、稅務、金融、建築、醫療等高質量的專業服務，能提供廣闊和合規的解決方案，為內地和國際的商貿聯通創造附加價值，同時，香港應積極融入國家發展大局，借助粵港澳大灣區政策優勢，鞏固強化自身條件。隨着大灣區金融市場互聯互通，為香港金融服務業的持續發展提供重要機遇，而促進香港專業會計師在其他大灣區城市提供服務，有助融入國家發展大局。

我們建議放寬香港會計業界在內地執業門檻，既進一步鞏固提升香港國際金融地位，又能培育大灣區專屬人才。若在大灣區設立專屬執業試，讓通過考核的香港會計師在大灣區內9個內地城市執業，將有助打通兩地專業人才的流動。政府亦可推出措施，讓香港會計師可向在大灣區發展的本地企業提供會計服務開拓內地業務，同時亦可為其他大灣區城市有意來港發展的企業提供協助。

另一方面，我們亦建議特區政府擴大人才清單至會計業，以吸引相關人才來港，紓緩行業人手短缺狀況，相信隨着人才庫的融合與擴大，將有效推動國家以及業界發展。

內地經濟數據反映仍需政策支持

宋林 ING銀行大中華區首席經濟師

內地最新經濟數據整體符合或略弱於市場預期，信心疲軟持續抑制投資及消費。內地增長指標持續反映經濟仍需進一步政策支持。

7月數據顯示，國家統計局抽樣的70個城市中，房價持續下滑，下降速度與6月大致相同。與周期高峰相比，新房價格下降7.6%，二手房價格下降13.7%。建築活動維持疲弱，合乎市場預期。與去年同期相比，新房開工量則下降23.2%，房屋完工量則下降21.8%。越來越多的跡象顯示，房地產市場需要更多政策支持方

能觸底。

房價尚未觸底 庫存仍偏高

固定資產投資或是7月數據中最令人失望的一項，按年同期及年初至今增長降至3.6%，低於市場普遍預期的3.9%。房地產投資仍然為最大的拖累因素，按年同期及年初至今累計下降10.2%。我們預期房地產投資在未來一段時間內仍將拖累整體經濟，因為房價尚未確認觸底，但房屋庫存仍然偏高。製造業固定資產投資則是有限的亮點，按年增長9.3%。鐵路、船舶和飛機

製造投資年初至今增長尤為強勁，按年增30.1%，主要得益於近期相關行業發展向好。由於內地推動科技自給自足，電腦、通訊和其他電子設備類別的投資錄得持續增長，年初至今增長14.5%。整體而言，在市場整體悲觀情緒下，投資意願很大程度受信心不足影響。

內地7月零售總額數據與我們預測一致，按年增長2.7%，高於6月疫情後低點2.0%。「吃、喝、玩、樂」主題持續推動零售增長。繼6月出乎意料放緩後，運動及休閒類別7月按年增10.7%，餐飲則按年放緩至僅3.0%，勉強跑贏整體數

據，不過，糧油食品類持續維持穩健表現，錄得9.9%按年增長。

其他類別表現則普遍反映消費者信心疲弱。汽車(-4.9%)、黃金珠寶(-10.4%)、服飾(-5.2%)、化妝品(-6.1%)均錄得負成長。家庭似乎正在削減可選消費，而削減成本的整體氛圍或會進一步影響消費決策。此外，7月調查失業率升至5.2%，且內地薪資增長普遍疲軟，或令市場更加謹慎。

工業增長動力遜市場預期

工業生產為內地經濟上半年的主要增長引擎之一，但增長動力似乎於下半年有所減弱，再加上高基數效應，我們認為實現全年5%的增長目標需出台更多政策以提振其他經濟領域。

雖然7月減息的作用或於下個月的數據開始顯現，但我們認為仍有空間於今年稍後時間進一步寬鬆。疲弱的信貸、低通脹和增長乏力應提供充足的減息理由。美國減息會減輕人民幣貶值壓力，為人民銀行減息提供有利條件。

投資放緩，以及民營企業和家庭信心低迷亦為加大財政刺激提供充分理由。雖然市場傾向於需求側政策支持，但目前決策者似乎仍在尋找合適的具體政策。在戰略領域加大投資或是支持增長的權宜之計。如果沒有進一步的政策支持，要實現全年5%的增長目標將會非常困難。

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。