



房地產價值被低估：吸引的投資機遇

Pearly Yap，股票收益基金經理，新加坡瀚亞投資

市場有言論指亞洲商業房地產即將衰退，我們認為是言過其實。能迎合本土顧客喜好的商場仍保持穩健，但在新冠肺炎疫情下，僱員在家工作或會成為常態，因此辦公室物業的長遠重要性受到質疑。同時，目前的市場估值為投資者帶來個別機會，讓其以多年罕見的價格買入優質資產。

新冠肺炎疫情肆虐，令廣泛市場揣測商業房地產或會步入衰退，尤其是商場和辦公室。市場的一般想法是：電子商貿興起，本已令商場業務受壓，再加上持續的防疫禁令和強制社交距離限制，商場將難以繼續生存。至於辦公室，在家工作已迅速發展成為常態，而僱員也顯然偏好有關安排，預料這趨勢將令辦公室物業市場萎靡不振。

這種邏輯並非毫無根據。舉例來說，根據房地產研究公司仲量聯行 (Jones Lang LaSalle) 的數據¹，相關物業成交量確實大幅回落，按年下跌32%。仲量聯行亦指出，辦公室、零售和酒店範疇最受打擊，而物流業的表現仍然最穩健。此外，該公司的數據也顯示近期辦公室物業的成交估值面對顯著衝擊，相對2018年至2019年的售價，香港目前的水平折讓達20%至30%，而中國內地則折讓約19%。(見圖1)。

雖然亞洲應對疫情的表現相對出色，但經濟前景仍相當不明朗，令不少投資者採取觀望態度。因此，租金、資本值和辦公室淨吸納量回落，空置率則有所上升。²(見圖2)。

亞洲商業房地產無疑深受新冠肺炎疫情的衝擊。事實上，根據高盛的數據³，亞洲商業房地產的股價於2020年1月17日疫情爆發前見頂後，至今一直是表現最遜色的範疇。

然而，投資者似乎把一次中短期調整視為長期跌勢。我們相信市場反應過度，低估了商場和辦公室等範疇的長期投資理據。事實上，商場已在迅速轉型，而儘管面對在家工作的趨勢，辦公室仍展現長期穩健的跡象。除此之外，稅務和租金寬免等政府支持措施亦帶來短期紓困作用，但目前價格並無反映這些因素。

成功轉型的商場將可克服危機

雖然大部份亞洲市場已放寬防疫封鎖措施，但對跨境旅遊仍然嚴加管控，導致境外旅客完全絕跡——境外旅客是不少商場的命脈，尤其在香港。此外，商場面對的挑戰遠較其他商業房地產市場嚴峻，主要

資料來源：¹<https://www.jll.com/mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-capital-tracker-2q-2020.pdf>

²http://cbre.vo.llnwd.net/grgservices/secure/Asia%20Pacific%20MarketView%20Q2%202020%20FINAL%20_v2.pdf?e=1596525439&h=75fee05eed-48ae4de7190915aa298444 ³高盛：Asia-Pacific Portfolio Strategy: Asian equity market impact of viral outbreak: daily update, 2020年9月1日。

源於商場在疫情爆發前本已存在結構問題，例如面對電子商貿競爭及租用成本高昂。

然而，不論零售物業的預期短期跌幅如何嚴重，我們卻不應把其與長遠前景混為一談。況且，各類零售業務的情況也不盡相同。若商場能夠改變焦點，致力爭取本地顧客和提供網上服務無法提供的體驗，便能有較大機會成功克服這次危機。

我們相信有兩類商場可望錄得較高租金增長⁴，其一是以日常用品為主的市郊購物商場，其二是管理完善的市中心購物商場，內設多類不同商店、食肆和活動，而且交通接駁便利。

市郊購物商場的例子包括香港的希慎廣場及由亞洲最大型房地產投資信託領展持有的商場。這類物業主要向本地客群服務，租戶多從事「防守性」行業，例如超級市場，以及牙醫診所、髮型屋和補習社等服務。

至於市中心購物商場，新加坡的福南 (Funan) 廣場正是一個好例子。這座商場集零售與體驗於一身，設

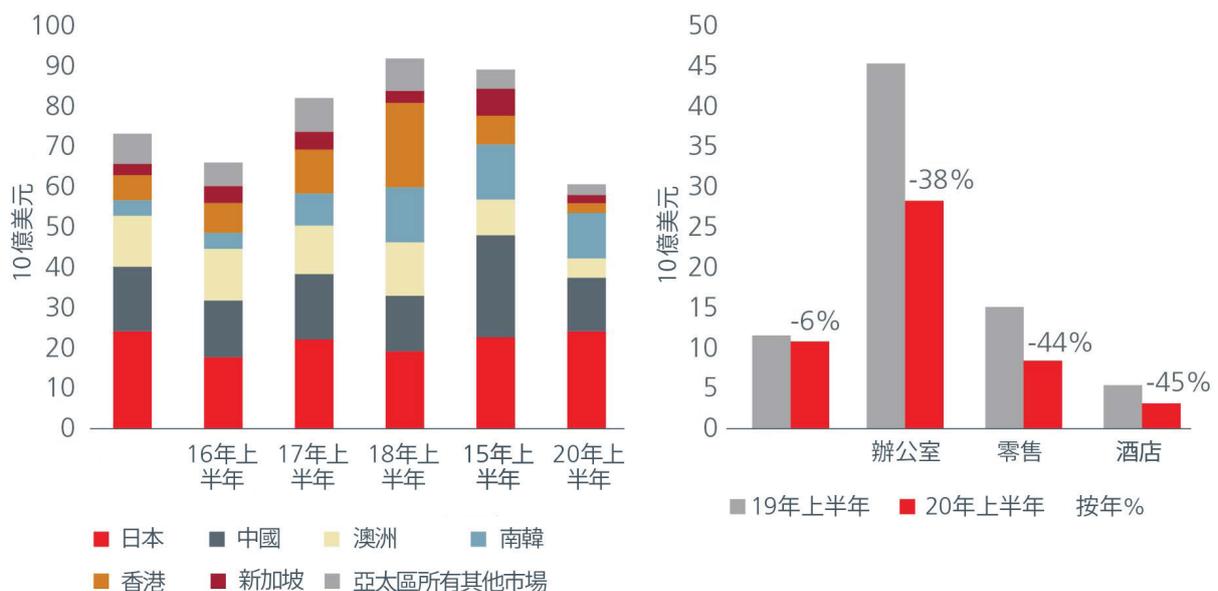
有室內單車徑、攀石牆、五人足球場、提供虛擬實境體驗的電影院，以及Edible Garden City經營的「城市農場」等設施⁵。這個商場亦被譽為「虛實合一」的商場，其糅合實體與數碼元素，把科技融入設計當中。舉例來說，商場的美食廣場食客可經Facebook Messenger訂餐，商場也設有互動式觸控螢幕，讓購物者瀏覽和新增商品至自己的願望清單⁶。

新業務模式支持實體零售業的長遠抗逆力

此外，新的業務模式興起，卻並非與電子商貿競爭，而是互補優勢，令實體商場保持存在價值。例如，阿里巴巴和京東商城等電子商貿巨企正拓展「全渠道交付」模式，開設實體店舖，與旗下網上平台相輔相成⁷。

此外，網上平台Fillogic亦可讓商場把非銷售零售空間轉型為科技化微型配送中心 (micro-fulfilment hubs)。在商場零售租戶當中，現時已有60%透過其商店處理電子商貿訂單，但只獨立運作，商戶之間並無聯繫。Fillogic這一類平台可協助商戶以綜合生態系統的模式營運，從而提高效率，令商場可盡量發揮資產

圖1：亞太區房地產成交量 (按市場和範疇劃分)



資料來源：仲量聯行資本追蹤報告，截至2020第二季。

資料來源：⁴<https://www2.colliers.com/download-research?itemId=966964f3-5af2-4c82-9f53-bb97441bc2bc> ⁵<https://www.timeout.com/singapore/shopping/guide-to-funan-singapore> ⁶<https://marketingmagazine.com.my/34066-2/> ⁷https://realassets.ipe.com/consumer-trends/retail-all-aboard-the-alixpress/10046550.article?utm_campaign=97414_21.7.20%20ipe%20ra%20daily%20news&utm_medium=email&utm_source=IPE&dm_i=5KVE,235Y,C64W7,7X6A,1

各方面的使用程度⁸。雖然該平台只剛在美國推出，但我們相信這種業務模式應很快會引入亞洲市場。

最後，商場在亞洲區內擔當的角色亦值得我們深思。它們並非只具實用性，以提供一個場所讓我們購買一些同樣可於網上輕易訂購的貨品。事實上，商場具有重要的社交功能，特別是考慮到區內的住宅普遍細小擠擁。

無論在家工作趨勢如何，辦公室將不會消失

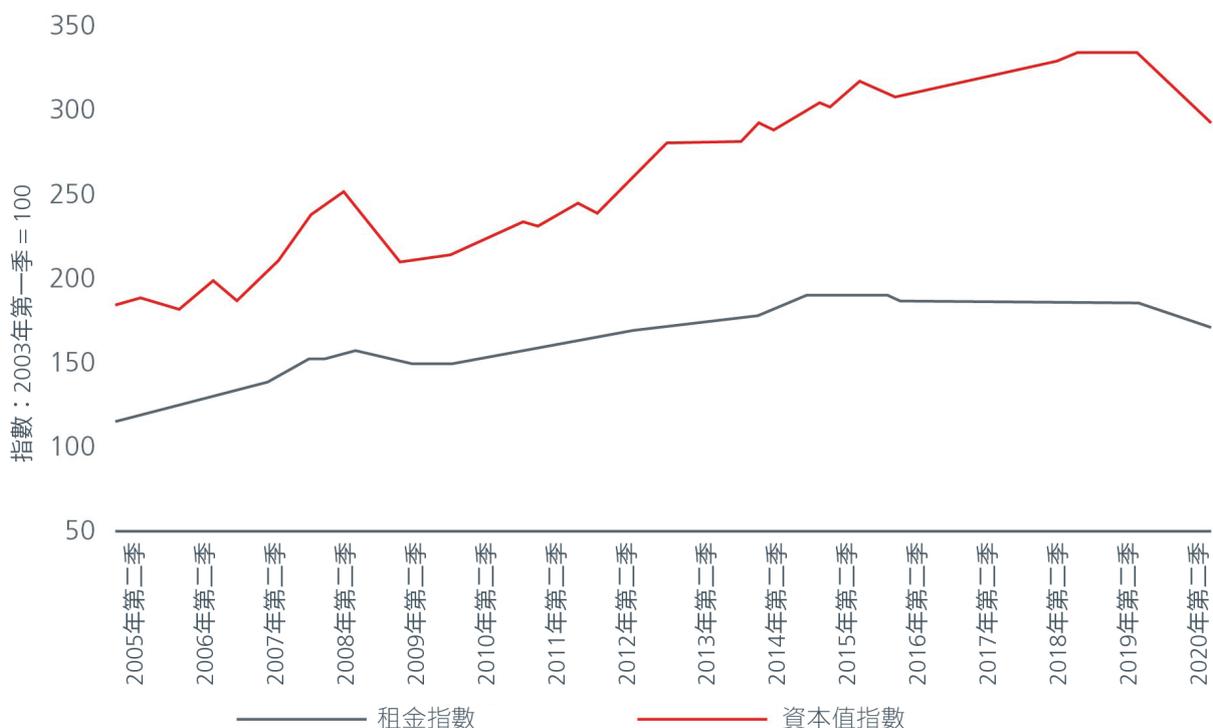
儘管在家工作會帶來一些不便，但大部份企業已適應這種工作模式。情況令不少人相信遙距工作比辦公室上班更好，因而認為即使在疫情結束後，在家工作的安排仍會持續。

不過，並非所有人均滿意在家工作的安排。遠程辦公

令工時延長，會議和電郵數目增加，更會使工作與私人時間的界線進一步模糊⁹。在亞洲，上文所述的家居空間限制亦會帶來影響（尤其是大家庭），令在家工作者難以專心工作。此外，辦公室具有一些無可代替的優勢，例如同事之間可即時協作。誠如Knight Frank所言，「科技會帶來顛覆轉變，但永不能取代人際互動」¹⁰。

當然，期望將來能夠完全回復疫前的辦公模式是不切實際，轉變已是無可避免。例如，由於社交距離限制措施收緊（在全球仍未推行全民接種疫苗前），辦公室內的員工密度很可能會降低。未來，混合模式可能日益普及；員工可自由選擇工作地點，而辦公室將較傾向擔當「協作中心」的角色。此外，企業可考慮把正式辦公室撤離核心商業區，遷往較近民居的區域，以建立軸輻式工作網絡（hub and spoke network）。

圖2：亞太區零售租金指數與資本值指數



資料來源：世邦魏理仕研究，截至2020年第二季。註：租金變動並未計及臨時減租，但反映租金叫價的變動。

科技公司 (出乎意料地) 推動辦公室空間的需求

此前，當員工被迫遙距工作時，科技公司能最快作出適應。因此，或會有人直覺上認為科技公司將支持永久在家工作安排。然而，數據顯示科技公司目前卻正在推動辦公室空間的需求。

根據世邦魏理仕發表的《2020年第二季亞太區市場觀點》¹¹，科技公司對辦公室的需求持續穩健，與仲量聯行的觀點吻合¹²。仲量聯行的報告顯示，2020上半年簽訂的最大宗租約來自字節跳動，阿里巴巴亦在5月買入新加坡AXA Tower的50%業權，作價8.4億新加坡元¹³。

疫情期間科技業的表現相對優於其他市場領域，意味其具備財力進行上述交易，而科技公司持續傾向設立實體辦公地點，則反映辦公室將始終是我們工作環境的一部份。正如Google前人事部總監曾就永久在家工作的趨勢向華爾街日報直言：「這股趨勢無法持續下去」¹⁴。不過，目前市場估值尚未反映這個現實。

目前市場估值與長期現實脫節

市場出現錯位，為精明投資者帶來機遇，這是2008年環球金融危機給予我們經驗。如上文所述，我們認為現時市場過度反映零售和辦公室範疇的下行趨勢。

雖然我們聚焦於商場與辦公室物業的長期主題，但亦相信隨著投資者重投亞洲商業房地產市場，這類物業將出現中短期升勢。例如，根據仲量聯行的報告，目前約有400億美元未動用資金正等待於亞太區入市¹⁵。雖然經濟陰霾揮之不去，令相當多資金保持觀望態度，但隨著亞洲市場改善，資金逐步流入區內，應可提供短期價格支持。

投資者亦應緊記，儘管面對租金和估值壓力，但房地產仍是具吸引力的資產。首先，租金承受的壓力不及企業盈利。考慮到低息環境將長期持續，房地產的收益率仍然吸引。舉例來說，按照瑞銀估算¹⁶，現時香港和新加坡的物業公司和房地產投資信託收益率略低於5%，並預期未來數年將升至5.5%或以上。

除了收益率吸引外，一般認為房地產亦能夠帶來較穩定的現金流。此外，極低息環境及央行向市場注入大量流動性，應會在2021年為資產價格帶來支持。

儘管亞洲商業房地產的零售和辦公室估值被市場低估，帶來了趁低吸納的機會，但投資者仍須審慎。即使在同一範疇和國家之內，表現和復甦的步伐也並非一致，意味投資者需要謹慎研究分析，才能發掘相關投資機會。

資料來源：¹¹http://cbre.vo.llnwd.net/grgservices/secure/Asia%20Pacific%20MarketView%20Q2%202020%20FINAL%20_v2.pdf?e=1596525439&h=-75fee05eed48ae4de7190915aa298444 ¹²<https://www.jll.com.mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-asia-pacific-property-digest-1Q-2020.pdf> ¹³<https://www.jll.com.mo/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/jll-capital-tracker-2q-2020.pdf> ¹⁴<https://www.wsj.com/articles/companies-start-to-think-remote-work-isnt-so-great-after-all-11595603397> ¹⁵<https://www.jll.com.au/en/trends-and-insights/investor/crossborder-investments-will-potentially-accelerate-despite-the-short-term-pause-in-apac> ¹⁶瑞銀：環球房地產主要估值指標：約200家房地產企業，2020年8月

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring
investments

英國保誠集團成員 

曼谷 | 芝加哥 | 胡志明市 | 香港 | 雅加達 | 吉隆坡 | 倫敦 | 盧森堡 | 盧森堡 | 首爾 | 上海 | 新加坡 | 台北 | 東京