

駿利亨德森地產觀點：

夏日凌波舞-收益率還能走多低？

2019年9月

駿利亨德森全球地產股票團隊共同主管 Guy Barnard 與 Tim Gibson，討論債券殖利率對上市房地產股票的投資意涵，且強調主動管理於當前環境的重要性。

關鍵要點

- 成長與通膨可能持續受到壓抑，這將為收益產生型資產 (income-producing assets) 如：不動產帶來支撐。分析顯示一個平衡式的投資組合如加入不動產投資信託(REITs)配置，潛在可改善風險調整後報酬
- 投資人如果相信較低的債券殖利率將持續，則市場可能預期殖利率進一步下跌(不動產價格上漲)。年初以來的交易證據顯示，大多數的不動產市場需求強勁，且許多行業的評價穩固
- 分析過去發生殖利率曲線反轉顯示，REITs 於未來幾個月潛在表現領先

每年夏天，隨著大家都在沙灘上享受陽光，交易量下降，整個金融市場似乎也跟著降溫。今年夏天，金融市場出現另一種降溫 - 降的是債券殖利率，因為全球央行的貨幣政策轉趨鴿派。大多數的市場觀察家已經棄守今年初的預測觀點，現在紛紛預期全球央行將進一步降息且歐洲央行將重啟量化寬鬆政策。

現在，全球有 16 兆美元的債券呈現負利率¹，因此了解並穩渡當前投資環境變得更加艱鉅。

全球房地產股票如何於負殖利率環境下勝任？

儘管我們預測全球總經前景的能力不見得優於他人，不過我們同意週期性與結構性的因素將使得全球經濟成長與通膨維持在低檔的觀點。

駿利亨德森全球地產股票團隊認為低成長、低通膨的環境將持續支持不動產與 REITs 等收益型資產的表現，這也是我們倡言應將 REITs 納入平衡型投資組合的原因之一。最近的投資組合最適化分析顯示，倘若在典型的平衡型投資組合配置 10% 的全球 REITs，投資組合便可達到最適夏普值（為一衡量風險調整後報酬指標）²。

近來債券殖利率的變化，將如何影響上市房地產股票？

就好的方面來看，我們開始思考在債券殖利率處於歷史新低、甚至出現負利率的環境下，什麼是最適的房地產股票的收益率（或資本還原率；cap rate）？從下圖可知，美國房地產股票收益率相對於長天期公債殖利率之長期「風險溢酬」約為 4% 左右，但是目前已逼近 5%。

倘若投資人認為偏低的債券殖利率將持續於此，或許我們可以預期接下來房地產股票的收益率將進一步下降（亦即不動產股票價格上漲）。今年以來的交易活動顯示大多數房地產市場的需求穩健，且許多次產業的房地產價格展現一定程度的韌性。

美國 REITs 收益率利差 vs. 淨資產價值溢價/折價



資料來源：CoStar, Factset, S&P Global Market Intelligence, Raymond James research，截至 2019 年 8 月。資本化率為房地產依據淨收益所預期的報酬率。CoStar 之資本還原率為以 40 個美國都會統計區域為代表，資料截至 2019 年第二季。過往績效不為未來績效的保證。

回顧過去，每當房地產股票出現風險溢酬升高與 REITs 的溢價交易有關，因投資人預期未來有資本增值的空間。目前，美國 REITs 的價格大約與淨值相當，而全球 REITs 的價格則較淨值便宜約 10%，意味著目前 REITs 的投資評價處於合理水準。此外，目前 REITs 的股利率相對於 BBB 評級公司債的利差接近 10 年來最高水準，進一步強化 REITs 目前評價的合理性。

低經濟成長下主動管理的重要性

首先，我們要瞭解債券低殖利率的原因為何，以及相關的總體與經濟風險。如果投資人認為房地產股票的收益可以依靠，且對房地產市場穩渡經濟下行的能力具備信心，此時房地產股票的收益率將只可能下降。

隨著經濟更缺乏成長動能，房地產股票的收益將會更具價值，而面對這樣的環境，更強化了我們認為布局房地產股票與 REITs 時主動式管理是必要之信念。然而，我們認為並非所有的房地產次產業都具備相同的投資吸引力。一方面，我們青睞景氣敏感度較低的產業--例如租賃住宅與淨租賃行業，以及受惠於科技革新的物流不動產與數據中心；另一方面，我們持續審慎看待易受經濟成長影響的產業--例如住宿，以及持續面對結構性逆風的零售業房地產。

從過去殖利率曲線反轉學到的一課

近來，經常被視為經濟衰退前兆的殖利率曲線反轉（10 年期公債殖利率低於 2 年期殖利率）在股票市場引發負面的反應。對美國 REITs 而言，過去每當殖利率曲線反轉後，接下來幾個月 REITs 常可締造領先表現。先前兩次的殖利率曲線反轉分別發生在 2000 年與 2006 年，而 REITs 在接下來的 1 年內締造超過 20% 的總回報，且表現領先廣泛股市表現³。

總之，別在夏日的海灘玩太久！

¹ 資料來源：彭博，為彭博巴克萊全球總合債券指數成份之負殖利率債券。

² 資料來源：駿利亨德森投資，截至 2019 年 6 月。以分析基準平衡型市場投資組合加入或排除 FTSE EPRA Nareit 已開發指數所形成之最適投資組合(最大夏普值)的各類資產權重與風險/報酬特徵為基礎。

³ 資料來源：S&P Global Intelligence, Jefferies, SNL 美國 REIT 指數，過去績效不代表未來績效之保證。

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。JHITL0819(11)1219.TW.retail