



## 亞洲地產投資信託的興起

長久以來，地產投資信託一直在投資組合中擔當著重要角色。地產投資信託於五十多年前在美國創立，是匯集產生收入的地產資產（例如酒店、辦公樓宇、貨倉和商場）的投資工具。至今，地產投資信託已蛻變成為重要的資產類別，吸引一些物色回報較高並有潛質對沖通脹的投資工具的投資者。

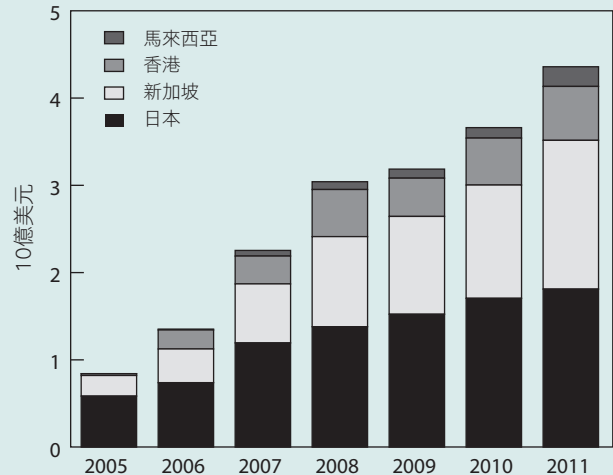
在亞洲，地產投資信託可能同樣會成為投資者的環球投資組合重要元素。大亞太區的大部分地產投資信託市場（澳洲除外）在1980年代末才開始迅速發展。首先起飛的是馬來西亞的物業投資基金。不過，單單在過去十年，地產投資信託已經在區內成為不斷增長的力量。現在，亞太區地產投資信託市場已經成為全球第二大地產投資信託市場，僅次於北美洲。及至2011年，亞太區地產投資信託市場在全球亞太區地產投資信託市場中大約佔21%，亞太區市場以澳洲的規模最大和歷史最悠久。日本的地產投資信託市場只是在十年前才首次公開交易，新加坡在2002年開始。此外，按國家劃分，香港和馬來西亞現時以市值計算躋身全球十大地產投資信託市場。在台灣、南韓和泰國，投資者也可以找到地產投資信託市場或類似的投資工具，其他亞洲經濟體的監管當局亦日益積極發展本身的地產投資信託市場。

\* 投資地產公司股票有以下風險：房地產的價值下跌、跟整體和局部經濟狀況相關的風險、建屋過度和競爭加劇、物業稅提高、營運開支增加和息率上升。美國的稅務當局一般視外國的地產投資信託為被動式外國投資公司（PFIC）。大部分以美國為基地的投資者必須就所有分派和股份升值支付入息稅，不管資本收益稅率一般是否適用。



### 收入的增長與多元化

亞洲四大地產投資信託市場的整體股息總額有所增長



資料來源：彭博、FactSet、MICM

### 為何考慮投資於亞洲的地產投資信託市場？

我們先討論亞洲專業管理地產資產的情況。在過去十年，亞洲的人均國內生產總值在投資和出口的主要帶動下增長強勁。隨著亞洲的下一階段增長，消費可能會進一步增加、服務業可能擴張和城市化不斷進行（預期在2025年之前，全球37個巨型都市之中有21個會位於亞洲）。另外，商業地產似乎有條件受惠——更多消費者表示對更現代化的商場需求更大、勞動人口更年輕和學歷更高應該會增加對更優質的辦公空間的需求、不斷增長的旅遊業應該會帶來更高的酒店客房需求、預期壽命更長會增加對更先進健康護理和護理設施的需求。

長久以，地產等硬資產一直被視為對沖通脹的有效工具。除了日本，亞洲的通貨膨脹率向來都高於西方國家，因此亞洲的地產可以有效對沖通脹。從重置價值的角度來看，優質地

## 「在過去十年，地產投資信託已經成為亞洲投資領域一股不斷增長的力量。」

產是對銷亞洲土地升值，以及建築物料成本和勞工成本上升的有利工具。整體而言，跟某些亞洲國家的住房物業市場相比，亞洲的商業地產仍然定價合理，這是因為所需資本不菲而令市場未能吸引大量投機者所致。以租值和資本值計算，亞洲的商業地產也落後於更發達的西方國家。

亞洲的股票投資者向來都是透過投資於區內的地產發展商而投資於地產市場。目前，這些發展商在摩根士丹利亞洲太平洋（日本除外）指數的比重大約是5%。不過，亞洲的地產發展商傾向於以興建和出售住宅物業為主而非擁有和經營商業地產資產。因此，出售所得的週期性往往更高，而且不及租金穩定。雖然一些公開上市的「業主」公司可能會產生穩定的租金收入，但這類公司一般都不能維持高派息比率，因此若以現金流量來衡量，投資者得不到擁有這類資產的全面實益。相反，亞洲大部分地產投資信託都需要按監管當局的規定，將大部分淨收入分派予投資者作為現金股息。

另外，較諸大部分發展公司，亞洲的地產投資信託通常會在其投資委託中訂明更明確的主要投資地域和資產類別。例如，這類公司可能會在新加坡特定作為餐旅業資產上市、在香港作為零售物業上市，或在亞太區作為物流物業上市。因此，投資者可以考慮像砌積木一樣，將地產投資信託組成包括不同資產類別和國家的多元化投資組合。

大型機構投資者有更多資金可動用和有能力承受流動性較低的投資，所以較諸擁有地產投資信託，可能會寧願直接擁有實物業。不過，對國際投資者來說，地產投資信託可能仍然吸引。吸引的因素包括其地區營運和融資專長、管理以及實地業績紀錄會有利於計劃項目的財務槓桿。

### 亞洲地產投資信託市場帶來了吸引人的總回報

在過去五年，亞洲的地產投資信託一直表現優秀。事實上，亞太區房地產協會最近一項研究發現，日本、香港和新加坡的地產投資信託自成立和全球金融危機展開以來，表現一直優於這些市場的股市。

另外，亞洲的地產投資信託的表現亦優於其他地區的地產投資信託。以彭博亞洲地產投資信託指數來衡量，在2008年1月在亞洲地產投資信託作出五年期投資<sup>1</sup>的累計回報會達到42%左右，以同期的FTSE NAREIT整體地產投資信託總回報指數來衡量，較美國地產投資信託累計回報的大約31%為高，而以同期的FTSE EPRA/NAREIT已發達地產投資信託總回報指數來衡量，較全球地產投資信託累計回報的大約14%為高<sup>2</sup>。跟美國和全球地產投資信託比較，亞洲地產投資信託在同期的波幅較少<sup>3</sup>，大約是20%，而美國和全球地產投資信託的波幅分別約為31%和28%<sup>4</sup>。

雖然投資者可能會將亞洲地產投資信託的優勝表現歸功於亞洲經濟體在此期間增長較強勁或復甦，但仍有一些結構性因素需要考慮。新加坡和香港對地產投資信託設有財務槓桿限制，最高的負債資產比率介乎35%至60%之間，視乎情況而定。其他市場的地產投資信託沒有負債水平上限。在最近的全球金融危機中，美國有數項地產投資信託因為債務沉重而面對嚴重的財政困難。結果，這些地產投資信託投資者損失了大量資本。在此期間，日本一些地產投資信託亦因為財務過度擴張而面對財政問題。不過，在新加坡和香港，由於監管當局定出審慎的限制，因此地產投資信託在這段期間的表現反而較佳。

美國的房地產市場在2008年之前旺暢，美國的地產投資信託在此時開始在住宅區發展投機物業、貨倉或零售物業，日本、香港和新加坡採取的防禦措施令投機發展對地產投資信託造成的影響很微。例如，日本和香港的地產投資信託往往被

1 投資以當地貨幣計算，股息用於再投資。

2 過往的表現並非未來業績的保證。

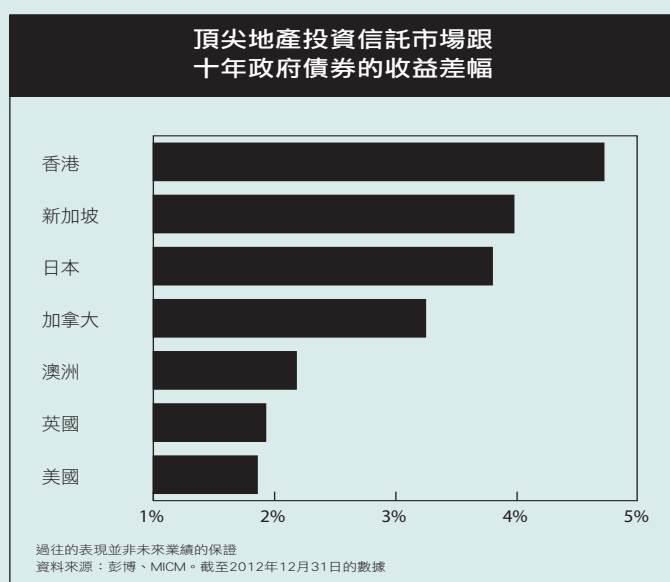
3 波動是藉着計算指數表現每日定價變動的年化標準

4 標準差是衡量回報偏離中位數的平均值，往往被用作衡量風險。標準差高代表波幅大。

## 「在臺灣、南韓和泰國，投資者現在可以找到地產投資信託市場或類似的投資工具，其他亞洲經濟體系的監管當局亦日益積極發展本身的地產投資信託市場。」

限制不得涉及風險較高的「綠地發展」或在先前未發展的土地上建屋。另外，新加坡的地產投資信託若在發展項目的投資額達到物業價值的10%，便只能負責物業發展。

除了歷史表現強勁，亞洲的地產投資信託亦在全球的地產投資信託市場產生最高回報，在無風險投資方面的收益差幅亦屬最大之一。



### 結構性挑戰

地產投資信託自然不會全無波動。當物業價格和租金下跌，地產投資信託的股價亦往往下跌。東京和香港的地產價格分別在1980年代末和1990年代末颯升，導致地產市災。

另外，區內大部分優質商業地產被少數當地投資者、發展商和政府擁有的公司持有。不過，對這些持有人來說，作為長期投資持有資產會令其資產負債表緊張，因為他們需要以更多股本或負債來維持。因此，將部分資產轉為地產投資信託往往是合邏輯的財務選擇。與此同時，這些原持有人依然可以是地產投資信託的最大股東，有時候還能夠以外部管理人的身份，依舊負責這些資產的日常運作、融資和物業管

理。在初階段成長期，這些地產投資信託還因為有能力收購新物業資產而受惠。此結構有助亞洲地產投資信託市場增長。

不過，亞洲地產投資信託的外部管理結構亦引起一些有關利益衝突的關注。例如，外部管理人收取的管理費主要是根據地產投資信託的物業價值釐定，而表現費一般是地產投資信託總物業淨收入的某個百分比。因此，地產投資信託管理人較積極擴大投資組合的規模，而地產投資信託投資者只能從股價上升和收入增長獲利，地產投資信託規模增加未必最合符投資者的利益。另外，當亞洲地產投資信託收購資產擴大投資組合時，賣方往往是外部管理人或最大股東。雖然監管當局規定要由第三方為這些收購估值並須呈示投資者，但定價的公平性往往受到質疑。

有關方面曾經進行研究，重新審視對地產投資信託結構的規管和地產投資信託管理人的薪酬，亦推出措施加強監管。不過，投資者仍須就費用結構、管理人往績、整體聲譽和董事會的獨立性評估地產投資信託的公司管治。如果外部管理人因為出售虛增資產而損害小股東的利益，便會失去股東的支持，令融資選擇受到限制。

### 前景

隨著更多亞洲市場成熟和發展地產投資信託結構，投資者應該繼續在這個新興領域物色值得投資的機會。中國、印度和印尼（這些國家目前尚未有上市的地產投資信託）等較大型的經濟體發展這類市場，它們有潛質成為全球最大規模的市場之一。有鑑於這些新的地產投資信託市場即將出現，國際投資者應該可以更容易利用這種吸引的資產類別不斷擴增的集益收入和多元化收益源。

張曉宇 (Sherwood Zhang), CFA  
研究分析師  
銘基國際投資公司



Matthews Asia

#### 披露及備註

於作出投資決定前，閣下應謹慎考慮銘基亞洲基金的投資目標、風險、收費及開支。關於基金的香港發售文件及其他資料可於 [hk.matthewsasia.com](http://hk.matthewsasia.com) 查閱。請先細閱香港發售文件所詳述有關投資於國際及新興市場的風險，然後才作出投資決定。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本報告載有截至刊發當日的觀點及資訊，有關資料其後可能有變，亦不一定反映撰文者現時的觀點。有關觀點乃針對於特定時點對市況所作的評估，僅屬意見性質，不應被倚賴為投資於特定資產或整體市場之投資建議。有關資料並不構成買賣特定證券或投資工具的推薦建議。不應假定任何投資操作將能獲利，或能獲得與本報告所述的投資組合、任何證券或任何板塊相等之表現。

銘基亞洲基金的董事會可就其相關子基金的分派股份酌情決定從股本撥付股息。本基金的董事會可以修改股息政策，惟必須事先取得香港證券及期貨事務監察委員會的批准，並向本基金股東發出不少於一個月的預先通知。從股本撥付股息相當於發還或撤回投資者的一部分最初投資額，或者撥付歸屬於該最初投資額的任何資本收益。有關股息可能導致相關子基金的每股資產淨值即時減少。如欲查詢過去12個月（倘子基金的成立時期不足12個月，則為自其成立日期起）分派股份支付的股息（如有）之成分（即撥付收益及股本的相對金額），可向銘基亞洲基金索取有關資料，或瀏覽其網站 [hk.matthewsasia.com](http://hk.matthewsasia.com)。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司概不就使用有關資料所造成的任何直接或間接責任或損失承擔任何責任。

銘基亞洲基金或其若干子基金在某些司法管轄權區不可向投資者發售，亦不得向美籍人士發售。在法例禁止要約或招攬購買銘基亞洲基金的任何司法管轄權區，本報告並不構成發售要約，亦非招攬購買銘基亞洲基金的要約。本文件未經任何監管機構審閱或批准。本文件由 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出。

©2013 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司

HK.MATAI - 2013年1月

誠邀閣下直接與 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司 聯絡，以取得更多有關基金的資料，惟閣下必須具有香港的專業投資者資格。

電話: +852-3901-0880  
電郵: [globalfunds@matthewsasia.com](mailto:globalfunds@matthewsasia.com)  
網站: [hk.matthewsasia.com](http://hk.matthewsasia.com)