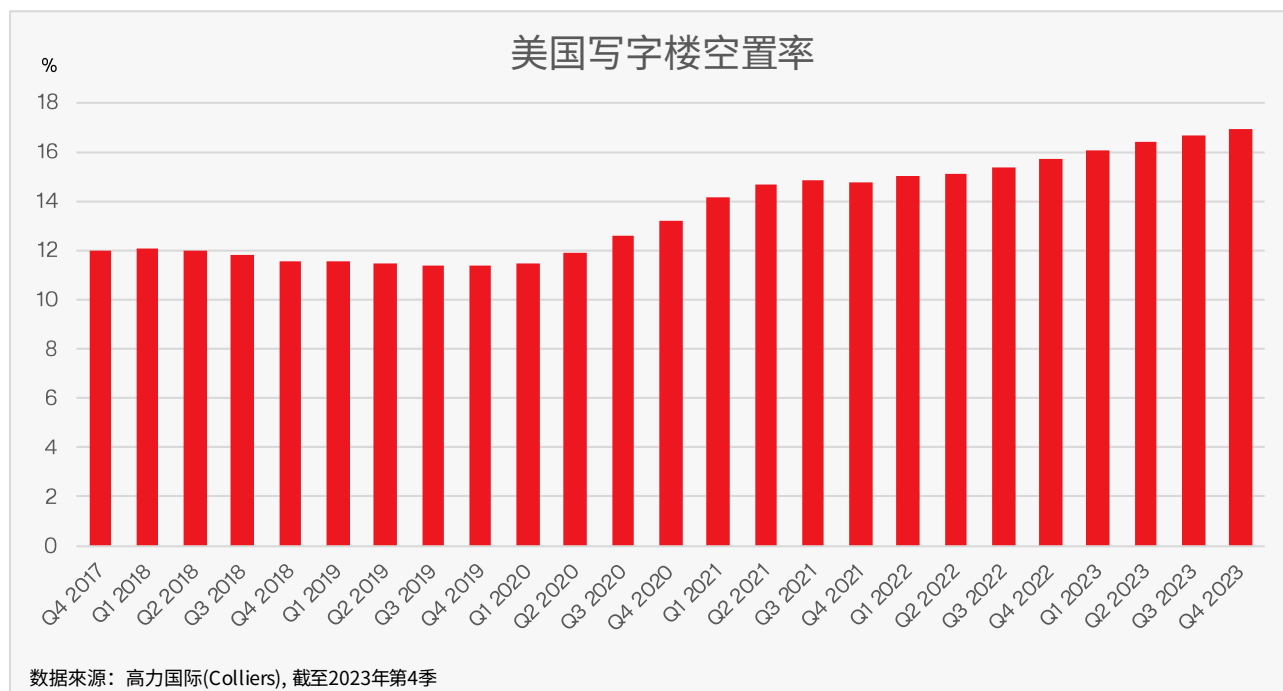


东亚市场纵横

写字楼市场冰封: 疫情后美国商业地产的困境

2024 年 3 月 21 日

东亚银行财富管理处投资策略团队



最近, 美国商业地产行业面临严峻挑战。一家美国中型银行因为商业地产贷款潜在损失而招致巨额拨备。某商业抵押贷款房地产投资信托基金亦在去年 12 月底宣告破产。同时, 非公开交易型的房地产投资信托(REITs)面临大规模的赎回, 这进一步加剧了美国商业地产的寒冬氛围, 引起了金融市场的广泛关注。

在过去 10 年的低利率环境下，投资者纷纷将地产业视为债券的替代品来投资。根据全国不动产投资信託协会(Nareit)的数据¹， FTSE Nareit All Equity REITs² (指数反映了涵盖工业，写字楼和商场等在内的整个商业房地产行业表现) 最近 10 年复合增长率为 6.8%(包括股息)。根据彭博³的数据， FTSE Nareit All Equity REITs 过去 10 年的股息率均保持在 3%以上，2021 年除外，而美国 10 年期国债息率⁴ (视为无风险利率)在过去 10 年仅有 2 年高于 3%，这表明 REITs 为投资者提供一定程度的稳健回报。值得注意的是，FTSE Nareit All Equity REITs 涵盖的众多板块中，写字楼板块增长率却录得负 0.9%，为所有商业地产板块回报最差的一个。

然而，自从疫情爆发以来，居家办公的兴起彻底改变了美国的商业地产市场。众多科技公司允许员工远程工作，而随着人工智能和办公自动化软件的不断进步，复杂的工作变得更加简单和自动化，导致对传统办公空间的需求下降。据高力国际(Colliers)统计⁵，2023 年第 4 季度，美国办公室空置率从前一年同期的 15.7%上升到了 16.9%，已经超越 2008 年环球金融海啸时 16.3%的水平。与此同时，商业地产价格连续下降，根据 Green Street Advisors⁶，专注美国商业房地产行业的咨询公司的统计，截至 2024 年 2 月，商业地产价格指数比 2022 年 3 月时的峰值下降了大约 22%。

在当前的环境下，若投资者有意进入市场，应密切关注每月公布的非农业就业数据和失业率，以评估劳动市场的变化，并考虑到人工智能对写字楼市场带来的影响。投资者还需评估不同级别的写字楼，尤其是高质量写字楼的长期趋势。房地产服务公司 JLL 指出⁷，地理位置优越且质量上乘的写字楼供不应求，疫情爆发后，2015 年以后建造的写字楼吸纳了 1.27 亿平方英尺的净需求，而上世纪 90 年代之前建造的写字楼则出现了 2.36 亿平方英尺的净流失。

¹ FTSE Nareit REITs 10 年复合回报增长率,截至 2024 年 3 月 14 日, <https://www.reit.com/sites/default/files/returns/DomesticReturns.pdf>

² 该指数的成分股包括所有符合税务资格的房地产投资信託基金，其总资产的 50% 以上为符合资格的房地产资产（不动产抵押贷款除外）。

³ 彭博，2013-2023 FTSE Nareit All Equity REITs 股息率，2024 年 3 月 20 日

⁴ 彭博，2013-2023 美国 10 年期国债息率, 2024 年 3 月 20 日

⁵ 高力国际，写字楼市场报告 2024 年第 4 季, <https://coydaavidson.com/u-s-office-market-report-q4-2023/>

⁶ 商业地产指数，截至 2024 年 2 月, <https://www.greenstreet.com/insights/CPPI>

⁷ JLL，截至 2023 年第 4 季, <https://www.brookfield.com/news-insights/insights/misunderstood-us-office-market>

此外，越来越多的公司在选址办公室和建立数据中心时，将 ESG（环境、社会及管治）因素纳入考虑，新型办公空间的发展正应对这一需求。

投资者亦需考虑目前的高息环境，商业抵押贷款利率攀升，物业价值下降，贷款价值比上升，使物业开发商面临着巨大的再融资压力。惠誉国际估计⁸，2024 年仅有 46 至 48% 的贷款能够完成再融资，远低于 2022 年 10 月至 2023 年 12 月到期贷款的 73% 再融资率，办公室和零售行业的再融资率在 2024 年更是低于 40%。尽管如此，放贷人修改贷款条款并延长到期日，以支持商业地产市场，美国抵押贷款银行协会指出⁹，部分原定于 2023 年到期的商业地产抵押贷款已被推迟至 2024 年，这导致 2024 年到期的商业抵押贷款激增 41%，达到 9,290 亿美元，届时市场能否消化，投资者须紧密留意。

⁸ 惠誉国际，美国商业地产贷款再融资状况，2024 年 1 月 4 日，<https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/us-cre-refinancing-to-decline-in-2024-raising-cmbs-delinquencies-04-01-2024>

⁹ 美国抵押贷款银行协会，2024 年 2 月 12 日，<https://www.mba.org/news-and-research/newsroom/news/2024/02/12/20-percent-of-commercial-and-multifamily-mortgage-balances-mature-in-2024>

免责声明及重要通知：

有关资料由东亚银行有限公司编制，仅供参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料并以「现况」的基础上制作而成，惟该等数据源未经独立核证。有资料所表达的预测及意见，并不构成招揽、建议、投资意见或任何保证。该等预测及意见，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关数据未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

东亚银行有限公司会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行有限公司(1)对有关资料内容的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何明示或暗示的陈述或保证 (2)对有关资料所引致的任何问题及/或损失概不负责。

投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

有关资料是东亚银行有限公司的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行有限公司事先书面同意，该等视讯及数据不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。