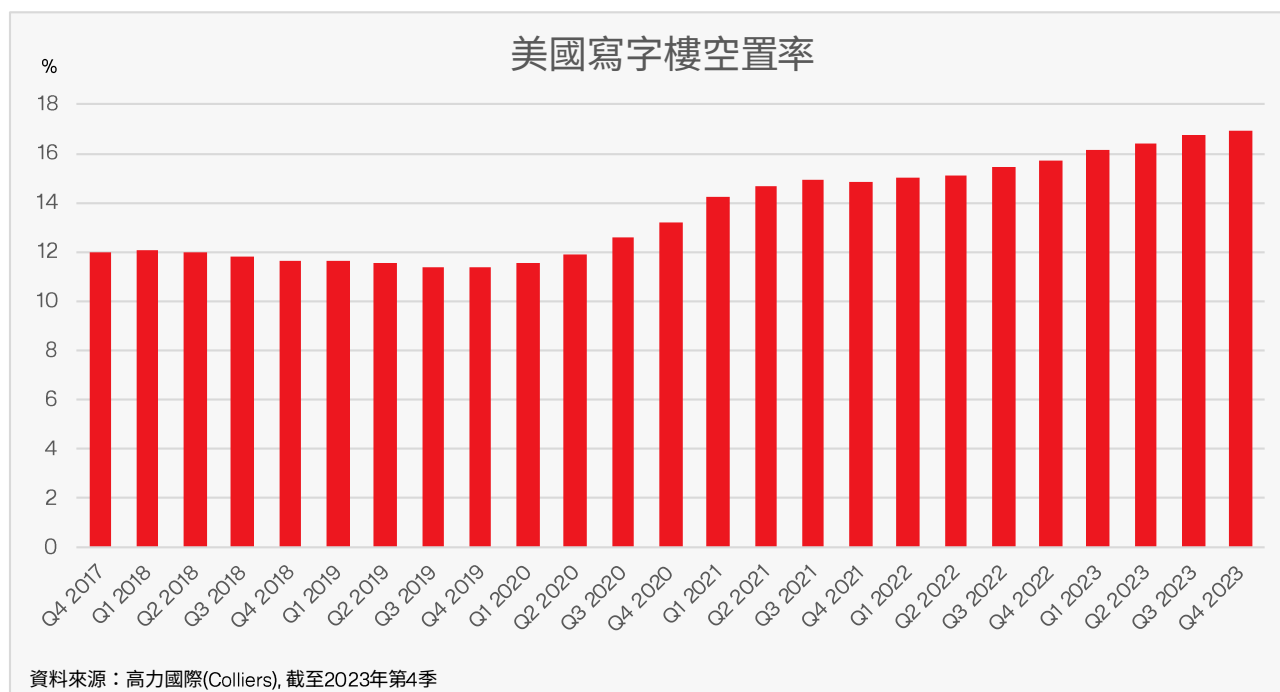


東亞市場縱橫

寫字樓市場冰封: 疫情後美國商業地產的困境

2024 年 3 月 21 日

東亞銀行財富管理處投資策略團隊



最近，美國商業地產行業面臨嚴峻挑戰。一家美國中型銀行因為商業地產貸款潛在損失而招致巨額撥備。某商業抵押貸款房地產投資信託基金亦在去年 12 月底宣告破產。同時，非公開交易型的房地產投資信託(REITs)面臨大規模的贖回，這進一步加劇了美國商業地產的寒冬氛圍，引起了金融市場的廣泛關注。

在過去 10 年的低利率環境下，投資者紛紛將地產業視為債券的替代品來投資。根據全國不動產投資信託協會(Nareit)的數據¹，FTSE Nareit All Equity REITs²(指數反映了涵蓋工業，寫字樓和商場等在內的整個商業房地產行業表現)最近 10 年複合增長率為 6.8%(包括股息)。根據彭博³的數據，FTSE Nareit All Equity REITs 過去 10 年的股息率均保持在 3%以上，2021 年除外，而美國 10 年期國債息率⁴(視為無風險利率)在過去 10 年僅有 2 年高於 3%，這表明 REITs 為投資者提供一定程度的穩健回報。值得注意的是，FTSE Nareit All Equity REITs 涵蓋的眾多板塊中，寫字樓板塊增長率卻錄得負 0.9%，為所有商業地產板塊回報最差的一個。

然而，自從疫情爆發以來，居家辦公的興起徹底改變了美國的商業地產市場。眾多科技公司允許員工遠程工作，而隨著人工智能和辦公自動化軟件的不斷進步，複雜的工作變得更加簡單和自動化，導致對傳統辦公空間的需求下降。據高力國際(Colliers)統計⁵，2023 年第 4 季度，美國辦公室空置率從前 1 年同期的 15.7%上升到了 16.9%，已經超越 2008 年環球金融海嘯時 16.3%的水平。與此同時，商業地產價格連續下降，根據 Green Street Advisors⁶，專注美國商業房地產行業的諮詢公司的統計，截至 2024 年 2 月，商業地產價格指數比 2022 年 3 月時的峰值下降了大約 22%。

在當前的環境下，若投資者有意進入市場，應密切關注每月公布的非農業就業數據和失業率，以評估勞動市場的變化，並考慮到人工智能對寫字樓市場帶來的影響。投資者還需評估不同級別的寫字樓，尤其是高質量寫字樓的長期趨勢。房地產服務公司 JLL 指出⁷，地理位置優越且質量上乘的寫字樓供不應求，疫情爆發後，2015 年以後建造的寫字樓吸納了 1.27 億平方英尺的淨需求，而上世紀 90 年代之前建造的寫字樓則出現了 2.36 億平方英尺的淨流失。

¹ FTSE Nareit REITs 10 年複合回報增長率,截至 2024 年 3 月 14 日, <https://www.reit.com/sites/default/files/returns/DomesticReturns.pdf>

² 該指數的成分股包括所有符合稅務資格的房地產投資信託基金，其總資產的 50% 以上為符合資格的房地產資產（不動產抵押貸款除外）。

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

⁴ 彭博，2013-2023 美國 10 年期國債息率,2024 年 3 月 20 日

⁵ 高力國際，寫字樓市場報告 2024 年第 4 季, <https://coydaidson.com/u-s-office-market-report-q4-2023/>

⁶ 商業地產指數，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，越來越多的公司在選址辦公室和建立數據中心時，將 ESG（環境、社會及管治）因素納入考量，新型辦公空間的發展正應對這一需求。

投資者亦需考慮目前的高息環境，商業抵押貸款利率攀升，物業價值下降，貸款價值比上升，使物業開發商面臨著巨大的再融資壓力。惠譽國際估計⁸，2024 年僅有 46 至 48% 的貸款能夠完成再融資，遠低於 2022 年 10 月至 2023 年 12 月到期貸款的 73% 再融資率，辦公室和零售行業的再融資率在 2024 年更是低於 40%。盡管如此，部分放貸人修改貸款條款並延長到期日，以支持商業地產市場，美國抵押貸款銀行協會指出⁹，部分原定於 2023 年到期的商業地產抵押貸款已被推遲至 2024 年，這導致 2024 年到期的商業抵押貸款激增 41%，達到 9,290 億美元，屆時市場能否消化，投資者須緊密留意。

⁸ 惠譽國際，美國商業地產貸款再融資狀況，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 美國抵押貸款銀行協會，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>

免責聲明及重要通知：

有關資料由東亞銀行有限公司編製，僅供參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料並以「現況」的基礎下制作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。有資料所表達的預測及意見，並不構成招攬、建議、投資意見或任何保證。該等預測及意見，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行有限公司會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行有限公司(1)對有關資料內容的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何明示或暗示的陳述或保證 (2)對有關資料所引致的任何問題及/或損失概不負責。

投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

有關資料是東亞銀行有限公司的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行有限公司事先書面同意，該等視訊及資料不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。