

摩根士丹利投資基金 環球房地產基金

實物資產型 | 全球上市實物資產團隊 | 每月評論 | 2019年06月30日

表現回顧

最近房地產證券市場由題材投資主導，潛在的房地產的價值幾乎不會被當作主要的衡量標準。在第二季之後，我們見識到各個主要地區區隔市場間，出現進一步前所未見的估值分歧（以利用價值對資產淨值比為準）。雖然辦公室與旅館的私人市場有明顯交易事實，但不少房地產股票都是以資產淨值大幅折價的水準交易。這造成區隔市場間股價估值的差異進一步擴大。因股價估值溢價，本基金持續減碼受惠於此種題材的產業，並加碼以非常吸引人的折價估值交易的產業。在本期末，全球投資組合以對資產淨值13%的折價交易，而全球房地產指數則以平價交易。

隨著更長期低利環境題材進一步發酵，全球已開發房地產證券市場以本地貨幣計價，6月呈現上漲。基金績效落後於指標。北美區與亞洲區拖累相對績效，歐洲區則有所貢獻。由上往下的區域配置相對中性。在亞洲區，基金受惠於加碼中國房地產經營公司（REOC），減碼日本；但這被香港與日本選股、減碼新加坡所抵銷。在歐洲區，本基金受惠於減碼德國住宅、加碼英國大型公司、歐陸零售選股；這有部份被減碼瑞士、比利時與瑞典，以及德國住宅選股所抵銷。在北美區，基金受惠於減碼美國淨租賃類股與旅館類選股；但有部份被美國頂級中央商業區（CBD）辦公室類股及商場類股的加碼與選股，減碼工業股，與醫療保健類股選股所抵銷。

市場回顧

在香港，商業資產的估值持續有力，從交易量增加可見一斑。香港辦公室市場的特徵是低空置率水準、租金持續成長，不過最近香港零售銷售的有力成長有所放緩。香港的房地產經營公司（REOC）仍代表全球投資組合中最顯著的加碼，由於私人估值與公開上市房地產市場公開估值整體差異極大，因此我們相信這些股份提供非常吸引人的價值。這些股份本期以較資產淨值平均折價42%的水準交易，儘管營運基本面健康，經常性現金流成長穩固，資產價值在私人市場中持續有力，且公司治理和資本管理都有所改善，但持續以全球最大的折價交易。香港REOC保持非常溫和的槓桿水準，進一步突顯折價估值。那些願意在資產負債表中回收資產以實現潛在收益，並重整企業以改善透明度與資本管理的公司，最終他們的資產淨值折價有可能縮小，且有可能消除任何控股公司折價，並且改善負面氛圍。在日本，現金流成長前景與未來資本化率壓縮仍舊溫和。J-REOC本期收在較資產淨值折價22%的水準，日本房地產投資信託（J-REIT）本期收在溢價14%的水平，兩者估值間的龐大差異，使J-REOC持續提供較更誘人的價值。J-REIT持有的資產品質普遍較J-REOC為低，但J-REIT股價一直受到投資人尋找收益率以及日本央行承諾貨幣寬鬆與資產購買計畫所提振。本基金整體減碼日本，主要是因為大幅減碼J-REIT。在澳洲，雪梨與墨爾本主要辦公室市場租金成長改善與資產化率壓縮，但零售業營運基本面相對於歷史水準仍然停滯不前。澳洲REIT類股期內收在資產淨值溢價16%的水準，估值間差距甚廣。辦公室、工業與住宅類股以資產淨值溢價交易，零售股則以折價交易。。由於澳洲估值在亞洲內遜於香港，本基金整體減碼澳洲。

在歐洲，英國房地產股票本期收在較資產淨值折價11%的水準，大型英國公司則以折價25%的水準交易，專營倫敦辦公室的公司以18%的折價交易。由於英國脫歐仍不明朗，在英國，現金流和資產價值有下檔風險，但這些風險看來過度反應在特定類股折價的股價上。歐陸房地產股票期間收在資產淨值折價11%的水準，不過在歐陸內估值有明顯差距，歐陸零售以大幅折價估值（-36%）交易。歐陸零售公司不斷交付亮眼的業績，我們預期，未來幾年他們會持續公布正面同比租金成長，尤其是集中在高端地點中心、商家品質與客流量高的公司。在歐洲我們維持加碼歐陸零售、英國大型公司和專營倫敦辦公室的公司，減碼德國與其他英國股份。

在美國，REIT市場本期收在約較資產淨值溢價8%的水準，不過這比一般類股中相對估值的差距明顯更大，幾個類股都以龐大折價交易。我們針對公司的研究讓我們決定在基金中加碼持有以對資產淨值最大折幅交易的紐約市辦公室資產，以及其他以大幅折價估值交易的核心類股如高品質零售、CBD、旅館資產的精選公司，並減碼集中持有淨租賃與醫療保健資產的公司。由於加拿大相對估值較無吸引力，本基金予以減碼。

投資組合活動

本投資組合由三個地區的投資組合構成，並在這三個主要地區根據我們對各個區域標的房地產基本面與公開市場估值，相對於指數對這三地進行全球配置。這三個地區的投資比重是依據我們對各區域相關房地產基本面，與公開市場價值相對吸引力的看法進行配置。此外，各區域投資組合反映了我們身為房地產價值投資人的核心投資理念，這使得我們持有相對於相關房地產具有最佳價值的公司股票，同時保持投資組合的多元化。基於公司的特定研究，使我們對各個房地產業和國家內的子產業持特定偏好。因為各區域之間並無龐大的估值差異，且由於總經不確定性對區域股價的影響可能遠甚於標的基本面與估值，因此最近區域曝險較為低調；我們比較專注於各個區域內的明顯差異。雖然整體全球房地產證券市場本期以約為資產淨值平價的水準交易，我們看到各個主要區域內不同類股間有龐大估值差異，預期報酬前景最吸引人的是專營美國CBD辦公室（尤其是紐約市辦公室）的公司、香港商業地產公司、美國與歐陸高品質零售、英國大型與專營倫敦辦公室、美國旅館等業務的公司，還有在幾個其他全球市場，以吸引人的折價估值投資於核心資產的機會。

策略與展望

頂級房地產資產的投資價值，由於投資人在多重資產投資組合中納入房地產，一直有強勁資金流入此一產業，故維持相對穩定。某些市場人士心裡還擔心，價值已經觸頂，或甚至在大幅升值後即將下跌，但今年以來下跌的債券殖利率，加上一直穩健的可用信用，減緩了此等憂慮。一般來說，支撐目前資本化率的一直是資本化率和融資成本間的龐大利差，且對房地產持續的強勁需求。此外，房地產資產價值與交易量，因為投資人配置於房地產的金額創紀錄而一直得到支持，創紀錄的目標配置、以及升高的已募集未投資資金水準。

雖然因為被視為具有防禦性，或將因為長期投資題材受惠，全球上市房地產市場有眾多股票以溢價估值交易；但是主要區隔市場的極端負面投資者情緒，造成資產淨值的極大折價，即使交易事實一直顯示資產價值有利亦然。特定市場類別，包括美國CBD辦公室（尤其是紐約市辦公室）的公司、香港商業地產公司、美國與歐陸高品質零售、英國大型公司與專營倫敦辦公室的公司、美國CBD辦公室和旅館，以吸引人的折價估值交易，可能提供最佳預期報酬前景。

基金資訊									
推出日期	基準貨幣			參考指數					
2006年10月31日	美元			富時EPRA Nareit均等加權已發展市場房地產除稅後指數					

投資績效（不含費用%）(美元)計價

	累計 (%)									
	3個月	6個月	年初迄今	1年	2年	3年	5年	10年	成立	
A類股	-2.33	10.99	10.99	0.85	6.78	10.24	9.89	119.00	24.04	
富時EPRA Nareit均等加權已發展市場房地產除稅後指數	-0.59	13.18	13.18	5.76	13.71	17.04	24.42	175.27	48.19	
日曆年報酬 (%)										
A類股	-9.78	13.15	-1.16	-2.09	10.21	5.90	30.48	-12.53	15.88	
富時EPRA Nareit均等加權已發展市場房地產除稅後指數	-6.42	15.34	1.66	-0.18	11.91	6.76	30.53	-9.03	17.95	
									39.15	

過去績效並非未來成果的可靠指標。報酬會因貨幣波動而有所增減。所有績效數據均以資產淨值對資產淨值計算，不含費用，且不考慮發行與贖回單位所發生之佣金與成本。所有績效與指數數據來源均為晨星。

指數資訊

富時EPRA/NAREIT均等加權已發展市場房地產除稅後指數為自由浮動調整市值加權指數，旨在反映已發展世界中，從事主要房地產市場／區域特定產業之公司股票績效。

本境外基金係經金管會核准或申報生效在國內募集及銷售，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；基金投資涉及新興市場，因其波動性與風險程度可能較高，且其政經情勢及匯率走勢亦可能使資產價值受不同程度影響；基金若投資於大陸地區證券市場以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資總金額不得超過本基金淨資產價值20%。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；有關基金應負擔之費用（含分銷費用）、投資風險等已揭露於基

金公開說明書及投資人須知（可至國泰投顧網站

<https://www.cathayconsult.com.tw>或境外基金資訊觀測站www.fundclear.com.tw進行查閱），投資人申購前應詳閱基金公開說明書。

所有基金績效數據來自晨星，其他資料來自Morgan Stanley Investment Management Limited。表現按資產淨值作為比較基礎，表現乃扣除投資管理費用後呈報，所得則再作投資。1993年12月以後晨星的數據所使用的匯率轉換係依據4pm GMT WM Reuters即期匯率。1993年12月底以前所使用的匯率轉換係依據4pm GMT Natwest匯率。本基金會將基金成立後整個首月的表現呈列。

本文件由國泰投顧於台灣提供

營業執照字號: 105年金管投顧新字第022號
公司地址設於: 台北市信義路五段108號6樓
客服專線: 02-77109696