



短期负面冲击，不改中国商办物业长期配置价值

2020年初以来，新冠疫情以“紧锣密鼓”之势，从国内到国外出现了席卷全球的态势。在当前疫情背景下，对商办物业显现出了最为直观的冲击。短期内，不可避免的对租金表现以及商办物业的资产价值产生一定负面影响与压力。

但与此同时，疫情亦为关注长期价值的投资者带来投资机会，主要表现在优质投资机会的涌现、有利的资产价格以及资金成本方面等。所以当下，保持对市场的敏锐嗅觉，可抓住市场窗口期下的投资机会。

一，疫情对于商办物业经营表现的影响概览

从需求端来看，疫情主要影响的是市场租赁节奏，导致短期内租赁活动放缓，部分写字楼出现了租户（特别是中小型公司）申请减免租金甚至退租的情况，但目前的波动更多是被动抑制而非主动退缩，长期来看市场需求依然存在，在疫情受控后出现一定程度的释放；供给端方面，受疫情影响，部分项目施工周期延长，造成产品入市推迟，一定程度减少供给压力。**整体来看，租金及空置率短期内存在压力，但长期仍由所处市场基本面决定。**

从区域来看，一线城市疫情防控措施较为完善，租户结构更为多样化、需求更具韧性，受影响程度相对较低。这是因为一线城市第三产业发展程度较高，其写字楼需求来源主要以金融业、专业服务业、TMT等行业为主，受疫情影响程度较低。

相比写字楼市场，不可否认零售业是自疫情爆发以来受影响最严重的行业，大多数购物中心与店铺缩短了营业时间并提升防控措施，客流量显著下降。为避免租户退租形成的空置使冲击扩展到中长期，购物中心普遍提供租金减免的政策，也有部分政

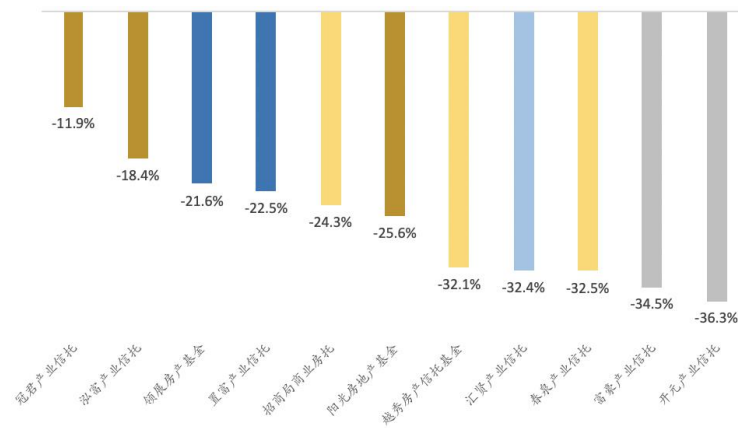


府扶持政策陆续放出，但考虑到零售业租户多为现金流型，短期内不可避免的造成零售业收益较大程度下跌。

疫情期间美国股市出现大幅震荡，在 3 月 9 日-18 日十天之内连续出现四次熔断；在这样的整体环境下 REITs 市场亦出现大幅震荡，二月初至三月末 2 个月内 MSCI US REIT 指数最大跌幅超过 40%，跌幅甚至超过了标普 500 大盘指数。对此，研究机构认为主要原因在于，资本市场对于 REITs 在疫情下的经营表现的不确定性，出现了恐慌情绪，其中，酒店、购物中心下挫程度最大。3 月最后一周，在美国有史以来最大的经济救援法案——2 万亿美元财政刺激计划等利好政策的支持下，美股大盘出现阶段性企稳，REITs 指数亦随之出现回升趋势。

与美国市场的情况类似，由于资本市场对于商业地产经营表现出担忧，香港 REITs 在疫情中的下跌幅度亦超出同期大盘表现。下跌态势亦在 3 月末受到外部刺激政策的支持而出现扭转，呈企稳态势。由于股价表现受到 REITs 资产规模、杠杆率、风险分散化程度、管理团队能力等公司层面因素及剩余租赁期限、租户组合等物业层面因素共同影响，无法进行单一的比较。

但整体来看，以零售物业为主要底层资产的 REITs（主要包括领展、置富、汇贤，以蓝色标注）相对以写字楼为主要资产的 REITs（以褐色标注）受负面影响较大；此外，由于大陆相比香港疫情先发生且控制难度更大等原因，以大陆物业为主要底层资产的 REITs（主要包括汇贤、越秀、春泉、招商局，以浅色标注）相对以香港物业为主要资产的 REITs（以深色标注）受负面影响较大；以酒店为底层资产的 REITs 受负面影响最大。



二，疫情对于商办投资的影响分析

上述疫情对于商办物业经营表现的不利影响将通过空间市场与资本市场的联动延伸，从而影响对于商办物业的投资活动，这主要体现在市场流动性、资本化率、资产价值等方面。

（一）对大宗交易市场流动性的影响：短期内出现下降、预计未来实现较快恢复

我们可以先看一下 17 年前类似的疫情 SARS 期间的大宗交易表现，根据世邦魏理仕对于在 SARS 期间的大宗交易市场的交易额分析可以发现，疫情期间由于投资活动受阻、投资者持观望态度等原因，大宗交易市场交易额普遍出现下降，但在疫情受控后实现较快恢复。这主要取决于宏观经济本身的状况，高力国际研究部预测表示境内大宗交易将于今年二季度开始出现快速提升。

（二）对资本化率（Cap Rate）的影响：由于风险溢价的扩大而在近期有所上升

资本化率为投资者对于风险的衡量，其影响因素构成包括无风险利率、风险溢价、以及投资者对于物业所在市场未来增长的预期。在疫情背景下，虽然政府往往采



取宽松的货币政策，但由于基本面风险增大、资本化率与无风险利率之间的收益率差预计有所扩大，可能导致 Cap Rate 升高。

参考国际市场的反应可以发现，目前虽然美国十年期国债收益率持续下行，**但资本化率却因近期不确定因素下的风险溢价扩大而并未同步下降，甚至有所上涨。**根据世邦魏理仕预测，境内主要市场的资本化率亦将呈现类似趋势，即由于风险溢价的扩大而在近期有所上升。

（三）对资产价值的影响：资本化率将随风险溢价的压缩而下降，对资产价值的修复构成支持

基于疫情对于租金、资本化率的负面影响，短期内可能造成商办物业的资产价值下降。从历史情况观察来看，SARS 疫情期间，由于香港写字楼租金的大幅下降、资本化率的上升，其全年平均交易价格同步出现较大程度的下降（环比下降约 15%）。

疫情结束后，随着宏观经济的刺激性政策、租赁需求的恢复、以及此前新增供应入市节奏的放缓，供需基本面将逐步恢复至健康水平，推进租金上升；资本化率亦将随风险溢价的压缩而下降，对资产价值的修复构成支持。

三，疫情背景下商办投资的挑战与机遇

新冠疫情对于宏观经济、商办租赁市场的需求端造成负面影响，并使得投资市场流动性减弱、资产价值出现一定下滑，但均属短期影响，租赁、投资市场将随着疫情的结束而回归正轨。短期之内，投资活动面临的挑战主要在于交易进程暂缓，但同时亦会因部分业主的流动性危机等原因出现一定机遇。



目前全球主要市场集体进入宽松周期。以美国为例，3月15日美联储宣布紧急降息100个基点并启动一项规模达7000亿美元的量化宽松计划，为半个月内的第二次超预期降息。与此同时，近期原油、美股熔断、美债收益率等市场走势显示出全球投资者恐慌的情绪，市场充裕的流动性需要进行避险配置。

由于我国最先遭受疫情冲击，政策最早应对，预计疫情形势最早得到控制，因此，人民币资产在疫情全球扩散的过程中，其避险资产的属性可能将会得到加强；与此同时，中外利差不断加大，特别是中美利差已经达到相对高点。因此，中国资产有望吸引追求超额收益的外资流动性流入。在人民币资产中，一线城市优质写字楼基于其现金流稳定、资产价值可预期性强等属性，预计将受到外资机构的普遍青睐。

新冠疫情对于房企造成一定流动性冲击。根据国泰君安统计，部分房企已将一季度销售计划调降50%以上。而在目前央行宽松货币政策、释放流动性的背景下，主体信用较好的房企纷纷选择海外发行的一年期内短债、境内短期融资券、以及供应链ABS等，应对疫情带来的短期资金压力。

由于标准化债权融资对主体资质的要求较高，部分规模较小的民营房企可能不得不出售其持有的核心资产，或以优质标的为条件进行相对优惠的融资。

综上所述，疫情影响下资产价值可能会由于租金、资本化率的负面影响而被压低。结合目前部分卖家的流动性压力，资金短缺的业主或企业可能会对资产更灵活地定价，投资者预计在上半年内可获得更多溢价空间；下半年资产价值预计会随着疫情结束而逐渐修复。



同时，央行已向货币市场投放了约 1.7 万亿元人民币的额外流动性，并降低了贷款利率支持企业渡过难关，稳定经济增长。**受此宽松货币政策的影响，资金成本较疫情前出现较大程度下降，有利于充分提高投资回报空间。**



作者：明了，现任远洋资本不动产投资业务中心投资总监，北京大学经济学学士、香港科技大学经济学硕士，2013年加入远洋，在不动产投资及不良资产处置方面有丰富的实战经验。