



华润置地提供

2017 年亚太区

房地产市场 新兴趋势报告 (节略版)



2017 年亚太区 房地产市场新兴趋势报告

城市土地学会，普华永道共同出品



2017年亚太区

房地产市场新兴趋势报告

目录

| | |
|----|----------------------|
| 1 | 报告摘要 |
| 3 | 第1章: 在一个没有收益的世界里寻找收益 |
| 4 | 交易量下行 |
| 5 | 房地产配置比例上行… |
| 6 | …这也使市场出现了扭曲 |
| 7 | 资本化率还会进一步下跌吗? |
| 9 | 核心资产——一房难求 |
| 10 | 中国: 关键主题 |
| 10 | 新核心资产策略 |
| 12 | 日本: 关键主题 |
| 12 | 平台交易涉及土地储备 |
| 13 | 实现资产类别的多样化 |
| 15 | 货币投机和汇率对冲 |
| 16 | 大都市圈的和卫星城 |
| 16 | 发展中市场 |
| 18 | 澳大利亚: 关键主题 |
| 19 | 可支付住宅迅速增长 |
| 20 | 价格上升, 户型变小 |
| 21 | 千禧一代和共享经济 |
| 22 | 共享工作空间迅速发展 |
| 23 | 利用联合办公趋势盈利 |
| 24 | 中国风险仍然可控 |
| 25 | 第2章: 房地产资本流动 |
| 25 | 出境资本增加 |
| 26 | 亚洲机构刚开始增加房地产配置 |
| 27 | 政府限制导致中国资金流动放缓 |
| 27 | 交易结构演变 |
| 28 | 日本资金持观望 |
| 29 | 英国脱欧是一场败局 |
| 29 | 进入资金保持稳定 |
| 30 | 现在机构投资占主导地位 |
| 30 | 资金筹措仍然艰难 |
| 31 | 投资者准备采用风险更大的策略 |
| 33 | 本地银行仍然提供低成本债务融资 |
| 33 | 新的债务来源增加 |
| 34 | 夹层融资市场有限 |
| 34 | 中国债券市场兴盛 |
| 36 | 公司治理导致股价下跌 |
| 36 | 亚太区房地产投资信托势头恢复 |
| 39 | 第3章: 值得关注的市场与领域 |
| 40 | 最佳投资城市 |
| 51 | 具有前景的地产业类型 |
| 56 | 受访者名单 |

节略版目录

| | |
|----|----------------------|
| 1 | 报告摘要 |
| 3 | 第1章: 在一个没有收益的世界里寻找收益 |
| 4 | 交易量下行 |
| 5 | 房地产配置比例上行… |
| 6 | …这也使市场出现了扭曲 |
| 7 | 资本化率还会进一步下跌吗? |
| 9 | 核心资产——一房难求 |
| 10 | 中国: 关键主题 |
| 10 | 新核心资产策略 |
| 12 | 日本: 关键主题 |
| 12 | 平台交易涉及土地储备 |
| 13 | 实现资产类别的多样化 |
| 15 | 货币投机和汇率对冲 |
| 16 | 大都市圈的和卫星城 |
| 16 | 发展中市场 |
| 18 | 澳大利亚: 关键主题 |
| 19 | 可支付住宅迅速增长 |
| 20 | 价格上升, 户型变小 |
| 21 | 千禧一代和共享经济 |
| 22 | 共享工作空间迅速发展 |
| 23 | 利用联合办公趋势盈利 |
| 24 | 中国风险仍然可控 |
| 25 | 第2章: 房地产资本流动 |
| 25 | 出境资本增加 |
| 27 | 第3章: 值得关注的市场与领域 |
| 30 | 受访者名单 |

编辑领导团队成员

《2017年亚太区房地产市场新兴趋势》编委会主席

K.K. So, PwC
Paul Walters, PwC
Kathleen B. Carey, Urban Land Institute

主要作者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

高级顾问和特约研究员

Anita Kramer, Urban Land Institute

高级顾问

John Fitzgerald, Urban Land Institute

参与研究员

Michael Owen, Urban Land Institute
Pauline Oh, Urban Land Institute

城市土地学会编辑制作人员

James A. Mulligan, Senior Editor
David James Rose, Manuscript Editor
Betsy Van Buskirk, Creative Director
Anne Morgan, Cover Design
Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer

房地产市场新兴趋势 (*Emerging Trends in Real Estate*) 是普华永道在美国及其其他国家注册商标。一切版权归普华永道所有。

普华永道致力于解决重要问题以及营造社会诚信。我们各成员机构组成的网络遍及 157 个国家和地区，有超过 20.8 万名员工，致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或需了解详情，请访问 www.pwc.com。

© 2016 普华永道版权所有。

普华永道系指普华永道网络及 / 或普华永道网络中各自独立的成员机构。详情请访问 www.pwc.com/structure

© 2016 年 11 月 普华永道和城市土地学会版权所有。

香港印刷出版。普华永道和城市土地学会版权所有。未经出版方书面许可，本报告的任何部分不得以任何方式在世界任何地区以任何文字翻印、拷贝、仿制或转载，也不得将其录入任何信息存储与检索系统。

推荐文献引用：

普华永道和城市土地学会：《2017年亚太区房地产市场新兴趋势》

华盛顿：普华永道和城市土地学会，2016

ISBN: 978-0-87420-397-4

普华永道顾问和研究员

澳大利亚

Andrew Cloke
Christian Holle
David Coogan
Ewan Barron
James Dunning
Jane Reilly
Josh Cardwell
Matthew Lunn
Naasha Dorabjee
Scott Hadfield
Tony Massaro
Vincenzo Dedé

中国大陆

Allan Zhang
Kathleen Chen

中国香港

K.K. So
Paul Walters

印度

Abhishek Goenka
Anish Sanghvi
Bhairav Dalal

印度尼西亚

Brian Arnold
David Wake
Margie Margaret

日本

Akemi Kitou
Declan Byrne
Eishin Funahashi
Hideo Ohta
Hiroshi Takagi
Koichiro Hirayama
Raymond Kahn
Soichiro Seriguchi
Takashi Yabutani
Takehisa Hidai
Takeshi Nagashima

卢森堡

Carolin Forster
Kees Hage
Robert Castelein

菲律宾

Malou Lim

新加坡

Chee Keong Yeow
Magdelene Chua
Wee Hwee Teo

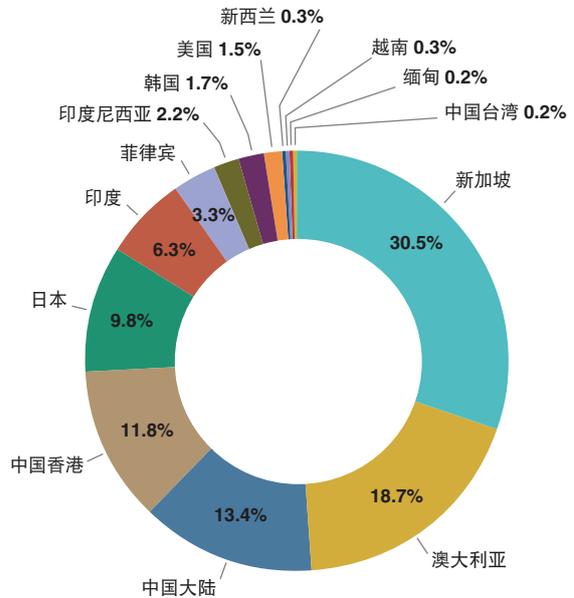
报告摘要

过去几年，亚太地区的房地产市场受到许多外部力量的影响，这些外部力量继续驱使资本涌入特定的资产类别和地理区域。一方面，随着债券利率进一步下探，不动产投资越来越具吸引力，因为房地产能给到投资者固定收益市场无法提供的回报率，投资者在拥挤的核心资产市场上展开激烈的竞争，推高了核心资产的价格。另一方面，一些基金经理，由于需要向投资人兑现一定收益，不得不被迫进入从未涉及过的细分市场以寻求较高收益。

今年新兴趋势报告的主要发现包括以下几点：

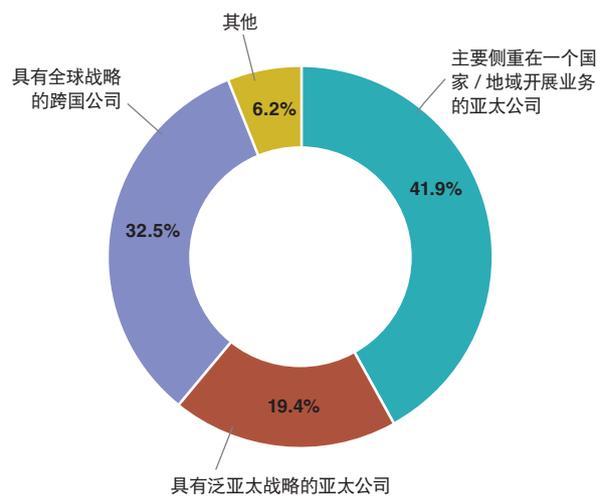
- 2016 年前 6 个月交易量少，反映了主要市场（尤其是东京）缺少可交易的资产，因为在低利率水平下，业主选择对资产进行再融资，而不是出售这些资产。总体而言，投资者反映，整体交易量下降了，但单个项目交易额上升了。
- 与此同时，收益率继续下滑，尽管下滑速度现在变慢了。大多数投资者认为收益率还有进一步下降的趋势，主要由于有大量新的资本在涌入房地产市场。然而，大多数区域市场内（澳大利亚除外），租金增长前景不佳，在这一背景下，收益率下滑的趋势可能快到尽头了。
- 核心资产仍然是受青睐的资产类别，尽管投资者越来越难取得此类产品。一种“退而求其次”的投资方式是“开发并持有核心资产”，但投资者要承担开发风险。虽然这样的做法并非传统意义上的核心资产策略，许多核心资产投资者现在愿意采用上述方法，尤其是当此类开发项目涉及到包括保险公司在内的买家时，因为这些买家很有可能会成为项目最终产品的长期持有者。
- 一些投资者，由于需要向投资人兑现较高的收益，从而进一步推高风险曲线，包括采取细分市场策略如投资配送中心或数据中心等，也包括前往新兴市场，比如说正在引起人们持续注意的印度市场等。
- 由于不断推进的城市化进程、城市中心土地稀缺、中央商务区项目仅提供较低收益等原因，在大都市圈（包括临近城镇和郊区在内）投资已经成为一项受欢迎的主题。包括悉尼、上海、孟买和雅加达在内的亚太区城市正致力于连接郊区、卫星城和城市中心的交通设施项目的建设。
- 与西方市场一样，亚洲也在拥抱“共享经济”。过去 12 个月，我们看到“共享式办公”的蓬勃发展：作为一门生意，有专门向个

参与问卷调查人士的分布 (按来源地)



资料来源：《2017 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

参与问卷调查人士的公司 (按公司所在地理区域划分)



资料来源：《2017 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

人或企业用户提供灵活办公场所的公司；作为一种工作方式，大型企业一改传统写字楼的布局，采用“无固定办公桌”的方式，营造协同办公的环境。在住宅方面，由于高企的住房价格，共享空间也正在变得更加突出。

关于资本流动,早在三年前,亚洲就开始经历大规模资金流出境外的境况,而这一情形还在继续发生。一部分资金流向了亚太地区的其他国家(澳大利亚尤为突出),但绝大部分资金流向了西方市场,尤其是美国。尽管英国“脱欧”,但大量资金仍在流向伦敦。

当地保险公司、养老基金和主权基金需要为他们持有的大量资本寻找投资渠道,这是大量资金流向海外的重要原因。他们的资金储备量巨大,同时,房地产占他们资产配置的比例目前尚处在较低的水平,未来几年,亚洲资本将继续走出国门,而规模之大将足以改变全球房地产投资市场来自私人领域的资金不断扩大机构资本,这包括当地开发商(尤其是来自中国)、企业以及高净值人士。

尽管目前这些出海资金的一大部分仍然来自中国(虽然中国政府做出努力想减缓资金流出的速度),资金规模排名世界前列的日本机构投资者也即将加入这场资本出海的盛宴。一些基金经理提到,一些日本机构资本开始投入全球房地产股权资本市场,主要是美国。

在资本市场上,地区性银行仍然向亚洲房地产投资者提供了他们所需资金的绝大部分。似乎商业银行提供贷款的意愿没有变化,但一些市场出现了变动,如澳大利亚的信用市场开始出现一些紧缩。即便如此,债券市场继续其快速扩张的势头,尤其是在中国,发行以人民币计价的债券成为当地开发商的一种主要融资渠道,利用较低的资本成本,当地开发商已开始对自身的债务组合进行再融资。

近年来,地区性房地产投资信托(REIT)市场继续向好,主要受益于下降的基准利率,投资者普遍认为利率在中短期内不太可能大幅上升。一些新兴市场开始建立他们自己的REIT框架,尤其是印度,许多投资者现在期待印度的第一支REIT上市,很可能在2017年底前发生。

本年度的投资前景调查中最受青睐的城市与去年的结果大相径庭。去年,受访者更青睐日本和澳大利亚的核心市场,而今年,新兴市场,包括(尤其是)印度、越南和菲律宾,更受大家欢迎。

投资者越来越清楚,他们很难在门户城市寻找可投资的核心资产,此外,他们也迫切得需要找到能满足收益要求的资产。虽然这些新兴市场无疑能提供高收益的投资机会,但一些老问题仍然存在——大多数新兴市场中的城市对新增供应往往没有足够多的租户需求,也没有大量可投资的资产来安放基金可以投资的巨量资金。

调查的其他主要结果包括门户城市排名的大幅下降(上海除外,排名反而上升)。尤其是新加坡,过去几年还是投资者的宠儿,现在排名已经接近底部,主要由于大量新增供应,而需求在下降,其住宅市场也经历了大幅度下调。

同时,现代物流设施的持续结构性短缺继续推动亚太地区最终用户对该等设施的需求,使其成为区域内最受青睐的物业类型。

读者须知

《亚太区房地产市场新兴趋势》是一个有关趋势和预测的出版物,今年发行的是第十一版,是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2017年亚太地区房地产市场新兴趋势》由普华永道和城市土地学会共同出品,提供了有关整个亚太地区房地产市场投资和开发趋势、房地产金融和资本市场、不同物业类型、大都市圈以及其他房地产问题的展望。

《2017年亚太区房地产市场新兴趋势》反映了在本报告研究过程中完成调查或接受访谈的个人的观点。本文表述的观点(包括引文所载所有评论)全部来自这些调查和访谈,不代表普华永道或城市土地学会的意见。受访者代表了各行各业的专家,包括投资者、基金经理、开发商、业主、商业银行、中介、咨询机构和顾问。城市土地学会和普华永道的研究人员亲自访谈了94位个人,收到604位个人的调查问卷回复,他们的公司隶属关系细分如下:

投资经理/顾问21.8%
房地产咨询/服务公司 20.8%

私人业主或开发商13.8%
股权REIT或公开上市房地产公司 10.7%
住宅建造商或住宅用地开发商6.9%
私人REIT或非上市房地产公司5.9%
机构股权投资人4.8%
商业银行2.4%
机构贷款人0.3%
其他实体 12.5%

在全文中,受访者的观点均为直接引用的参与人员的话,但未将有关论述与相关参与人员一一对应起来。受访者都有权利选择匿名,选择公布其身份的受访者的名单载于本报告最后所有。本报告中亦引用了选择匿名的受访者的话。请读者不要尝试将报告中的某些话语引用与某一个人或公司予以对应。

城市土地学会和普华永道向所有帮助此书出版的人士致以诚挚的感谢,感谢他们抽出宝贵的时间并分享专业知识。本报告的出版离不开这些人的参与。

在一个没有收益的世界寻求收益

“银行利率会在更长一段时间里保持低水平, 无论你是机构投资人还是高净值人士, 你的反应会是一致的——要么什么都不做牢牢攥住现金, 要么抢购你认为优质的核心资产并深藏起来, 或者你还可以减少在市场上的投资, 从事高风险的投资。”

作为一种机构资产类别, 房地产的魅力从来不在于那些让人眼花缭乱的交易手段。我们暂且把高杠杆率、结构性交易等等放在一边, 你的主食——优质写字楼资产通常只是一种未雨绸缪的手段, 不但不花哨, 反而有点乏味。但是, 鉴于各个国家的主权债券收益率正趋向于零, 甚至有时还会低于零, 固定收益投资者们会向临桌房地产投资小伙伴的餐桌上投来羡慕的一瞥。这份菜单, 对于因为风险调整收益而烦恼不已的房地产投资者看来, 萎缩得越来越厉害的资本化率似乎只够让他们塞塞牙缝; 而对于在负利率政策

(NIRP) 条件下节衣缩食的债券投资者来说, 这已经算得上是一顿丰盛的大餐了。

这是目前全球资本市场上普遍的心态。任何一个资产类别的价格变化, 尤其是房地产类别, 越来越受到强大的外部力量的影响, 而且这些影响因素难以预测, 更难以控制。在亚洲, 这些影响因素也是如此, 除了固定收益投资那一桌食客以外, 还有一批腰缠万贯的本地机构投资人也加入进来。他们手里擎着巨额支票簿, 迟早会把现金投入到收益型投资项目里去。毫无疑问, 这轮新增资本影响

图 1-1 亚太地区最活跃的商业房地产市场, 2016 年上半年

| 2014 | 2015 | 2016 年上半年 | 大都市圈 | 房地产销售额 (百万美元) | 同比变化 |
|------|------|-----------|------|---------------|------|
| 1 | 1 | 1 | 东京 | 8,628 | -52% |
| 3 | 3 | 2 | 香港 | 6,822 | 17% |
| 7 | 7 | 3 | 新加坡 | 4,194 | 35% |
| 2 | 2 | 4 | 悉尼 | 2,996 | -50% |
| 5 | 5 | 5 | 上海 | 2,421 | -63% |
| 4 | 4 | 6 | 墨尔本 | 1,830 | -67% |
| 6 | 6 | 7 | 首尔 | 1,602 | -17% |
| 9 | 9 | 8 | 大阪 | 1,385 | -55% |
| 10 | 10 | 9 | 布里斯班 | 1,198 | -58% |
| 68 | 68 | 10 | 重庆 | 1,064 | 816% |
| 8 | 8 | 11 | 北京 | 1,050 | -45% |
| 11 | 11 | 12 | 南京 | 824 | -58% |
| 19 | 19 | 13 | 孟买 | 818 | 182% |
| 17 | 17 | 14 | 珀斯 | 696 | 41% |
| 12 | 12 | 15 | 台北 | 549 | 66% |
| 38 | 38 | 16 | 马尼拉 | 496 | 99% |
| 18 | 18 | 17 | 福冈 | 458 | 12% |
| 23 | 23 | 18 | 九州 | 394 | n/a |
| 20 | 20 | 19 | 吉隆坡 | 364 | -53% |
| 36 | 36 | 20 | 深圳 | 302 | 9% |

资料来源: 美国不动产资本分析公司 (RCA)

的将不仅是价格，还会影响增加获得核心资产的难度。而实际上，其影响的将是所有的一切。

这也不仅仅事关收益率。2016年，房地产广受青睐的原因还有它起到的避险作用。正如一位接受采访基金经理所说：“现在市场上普遍感到不安。冷战后，政治风险从来没有这么大过。同时你还要承担经济上的风险，虽然媒体报道的经济数据看上去还不错，但收入不平等现象愈演愈烈，就业和薪酬也都没有什么起色。最后，大多数资产的价格都处在金融危机前的高位。综合起来看，虽然还没发生什么可怕的事，但感觉上，大部分市场都真的离顶部不远了。”

利润和风险这两股力量，把大部分投资者分成两个阵营。首先是那些以安全为主的投资者，他们看重的是保持长期的资产价值，因此主要投资于一线城市，如东京和悉尼。第二个阵营则致力于在一个价格已经岌岌可危的市场上跑赢市场。用一位受访者的话说，“他们是在一个没有收益的世界里寻求收益。”

交易量下行

按正常的逻辑，当前的资产需求这样高，交易量也应该增加。然而，2016年上半年，亚太区的交易量实际上却下降了。根据市场分析机构美国不动产资本分析公司 (RCA) 的报告，交易量回落了39% (以美元计)。

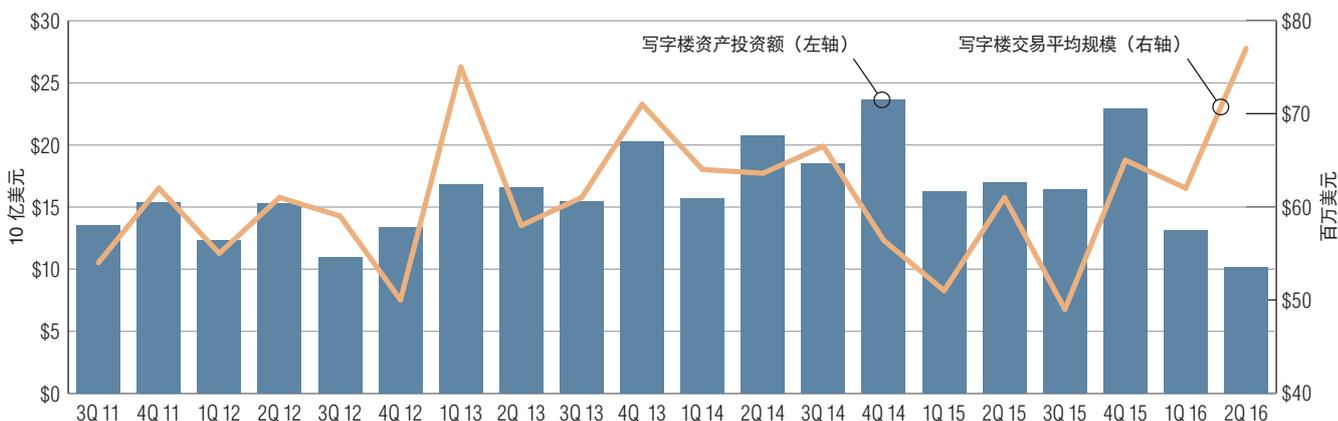
奇怪的是，从RCA的数据来看，唯一几个可以抵抗疲软态势的地方，正是投资者们通常因为价格太高而一直力图避免染指的。在香港，从中国内地大批涌入的资金蜂拥选购香港大大小小的写字楼；

在新加坡，一宗大的房地产交易就能提振原本低迷的市场交易额。亚太最大的三个市场，澳大利亚、中国和日本，交易规模同比下降了48%，即使考虑到美元走强等因素，这还是是一落千丈。

即便如此，其他来源的交易数据却乐观得多。其中，经纪公司仲量联行 (Jones Lang LaSalle) 的报告显示亚太的交易量仅仅“温和”下跌，同比跌幅只有4%。这样的跌幅，放在2013 - 2015年的背景下，是可以忽略不计的。一位区域分析师表示，亚洲销售数据疲软唯一真正的原因是日本房地产销售的下滑。在日本央行年初推出负利率政策以后，东京的业主们选择进行再融资而不是把手中的房地产脱手。“我认为当前的市场现实可能比你们预期的更稳定。”该分析师表示。“大量的资本在寻找进入该地区的机会，租户想要租用更大的空间，并且愿意支付更高的租金，同时，亚洲依然是全球经济增长的引擎。所以，如果有所回落，并不是市场的根本问题造成的。”

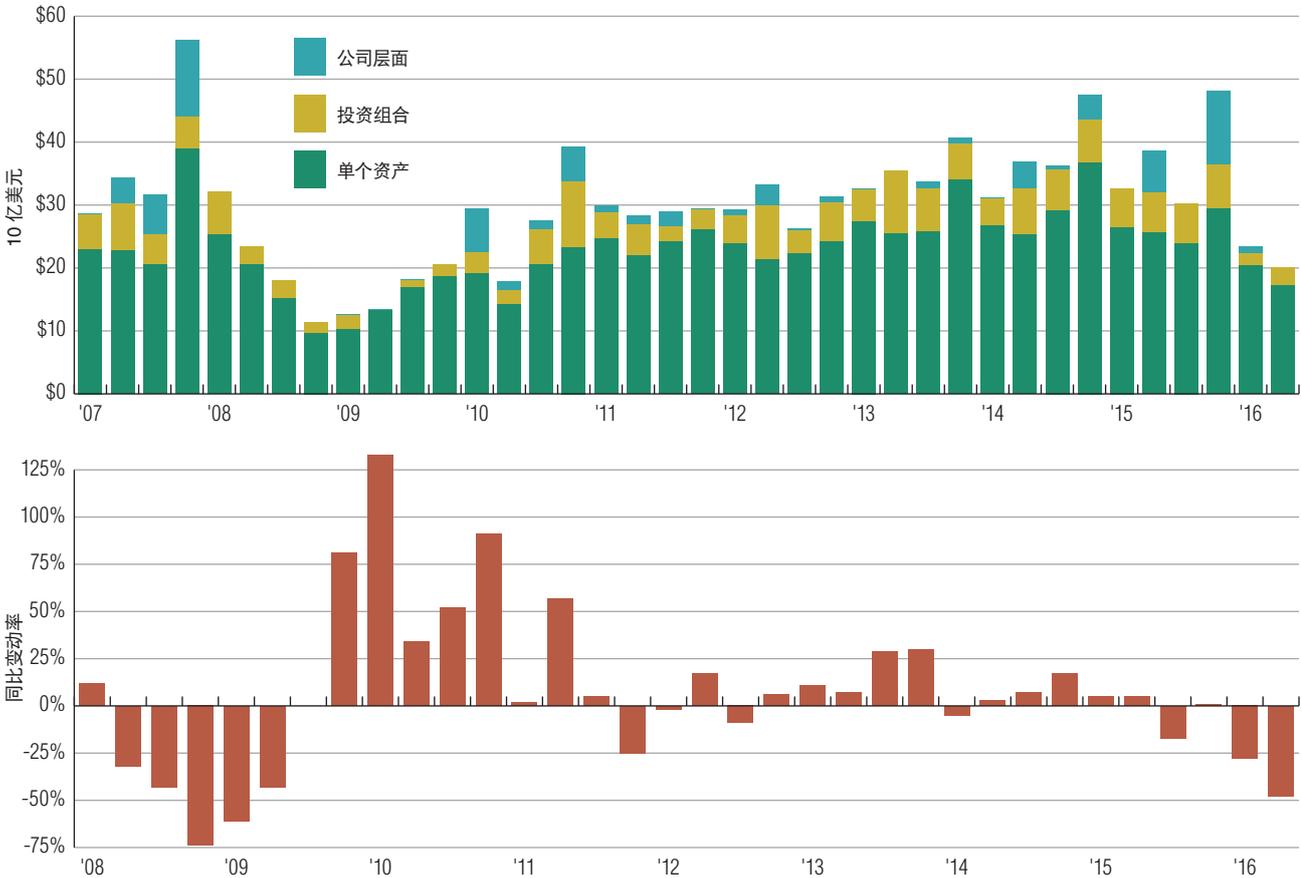
接受本报告访问的投资者表示，2016年出现的最主要变化是总体交易数量减少了，而同时大宗交易数量却有所增加。一般出手的都是财大气粗的机构买家，交易形式通常是俱乐部交易或平台交易。在收益率持续萎缩的同时，可供交易的资产却持续短缺。其中一部分原因是近期基金公司抛售全球金融危机以前所购置的房产已经基本结束；还有一部分原因是，在负利率时代，业主的沽售意愿实在不强。一位基金经理表示：“大部分亚洲房地产业主的思路是：现实条件是低利率，但如果再看看我所付的资产成本相对于我的收益率呢，几乎都比成本高多了，因为房价和租金已经涨了很多。几乎人人投资房地产都能赚到两位数的回报率，我干嘛还要把资产脱手呢？再说，我把钱拿回来又能干什么呢？”

图 1-2 2016 年上半年写字楼交易分析



资料来源：美国不动产资本分析公司 (RCA)

图 1-3 亚太区不同交易类型的交易量



资料来源：美国不动产资本分析公司 (RCA)

这些因素加在一起，让不愿意付高价购买资产的投资人陷入困境。某私募股权投资者评论说：“首先，所有的房产都确实很贵。所以，你除了要考虑收益率，还要权衡所承担的国家风险、政治风险、经济风险，然后你就会想‘我干嘛要跑到中国或菲律宾去赚5%或4%[的毛收益率呢]？’即使当租金确实很高，在经济下行时候，净收益可能也只有2%的3%。因此无论从理智上还是感情上，都会很难下决心支付这么高的价钱。”这可能在意料之中，行业利润预期已经受到打击，我们的调查显示，对未来前景的预测已经跌至2013年以来的最低水平。

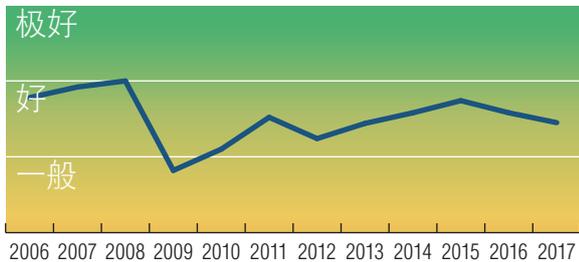
房地产配置比例上行…

与近期购买相对乏力形成鲜明对照的是，流向亚洲房地产的资本却越来越多。虽然现在还没有什么准确数据计算到底有多少新增资金将剑指亚太区房地产，然而，受访者也同意，房地产的配置比例将继续增加，特别是机构投资者和主权基金。

一位投资者表示：“一般来说，欧美保险公司历来的平均房地产配置比例是个位数，不过是最大的个位数，即，大约8%到10%。但是，有很多人预测说，该比例会增加到10%至15%。这可是一个大数字。从理论上讲，这等于是把房地产在投资组合中所占的比例增加了一倍。”而亚洲机构投资人的房地产配置比例就要相对低得多，或者根本没有配置。投资房地产市场所承受的压力仍然非常大。另一顾问评价说，“相比其他投资项目，现在你能投钱进去的首选可能只有房地产。所有与我们打交道的基金公司都在增加配置。这只会使本就流动性泛滥的市场雪上加霜。”

由于缺乏合适的可投资资产，大部分新增资金现在都挤在场边观望，甚至远远望去，还有更多徐徐而来的资本若隐若现。据某大型基金管理集团的一位经理说：“我认为，资金规模只会越来越大，因为趋势已经确凿无疑，肯定有更多的资金会配置房地产。”

图 1-4 房地产公司盈利趋势

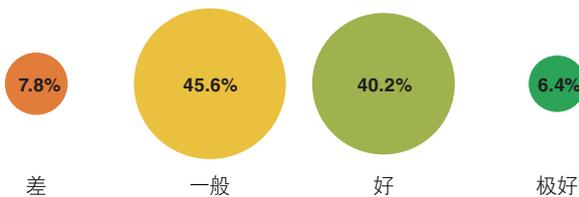


2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017

资料来源：历年亚太房地产新兴趋势调查。

图 1-5 2017 年公司盈利预测

2017 年盈利前景预测的受访者比例



资料来源：2017 亚太房地产新兴趋势调查。

配置上行的一个显而易见的原因是，亚洲机构投资人用来投资的资金比以前宽裕得多，尤其是现在。而实现投资多元化是另外一个原因。一方面，本土机构投资人并没有投资房地产的传统，即使有投资的话，比例也很少。另一方面，国际基金公司一直以来在新兴市场上的房地产配置就显得不足。

也许最主要的原因是对市场长期趋势的普遍看法。投资人和开发商一致认为，美国基准利率不可能再有大幅调升。一位基金经理评论说：“很多美国公司在身负债务的情况下仍然进行资产负债表再融资。但他们的总收入却并没有增加，如果利率上升，就有大麻烦

了。只要利率一上升，人们就都会开始谈房地产市场，但这个市场却并不是关键，因为真正推动美国经济的实际上是市值排名前十位的大公司。”

只要美国的基准利率保持低位，全球的主权基金表现可能就永远不会超过房地产市场。这个观点在日本市场上显得尤为正确，因为日本有大量机构资本开始从政府债券转换至其它另类资产类别。

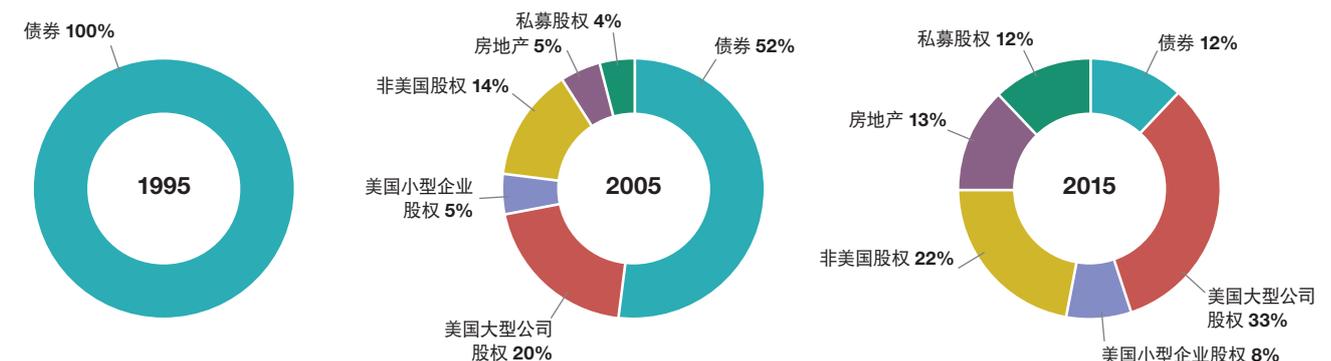
“这支持了那个长期低水平利率的理论。”一位基金经理说。“低回报、低利率，持续时间更长。我觉得，从一般情形来说，这就是现在对前景的基本预测，风险在于利率下降空间而不是上升空间。”

低利率的假设前景直接转化为对房地产的需求，尤其是成熟市场上的核心资产。正如另外一位基金经理人所说：“这是防御性策略，基本上你会同意这个事实，利率会长期保持较低水平。房地产是债券的替代品，而且，好吧，也许我的收益会低于历史基准，但是，说实在的，谁会在乎历史基准呢？我现在手里有了现金，我的实际回报率不可能为负。”

…这也使市场出现了扭曲

如此巨大的新增资本也带来了问题。其中之一是，这些资金使资本化率，风险调整后收益，跌到警戒线水平，尤其是与大家认为更安全的西方市场相比。从总回报的角度来看，证明西方市场的抗跌性更强，而中国大陆、中国香港（内地资本比较活跃），以及新加坡（正处于周期性衰退期）的资本化率则出现了大幅回落。一位基金经理表示：“这是个没有明确答案的问题，但是我倒确实觉得有更多人开始质疑相对的风险和收益了。这是一个情绪问题。当中国是区域增长引擎时，风险调整后收益可能还是不错的，但现在，就

图 1-6 1995 - 2015 年要实现 7.5% 年回报率的投资组合变化



资料来源：Callan Associates.

图 1-7 澳大利亚和东京收益利差扩大



资料来源：美国不动产资本分析公司 (RCA)

值得怀疑了，原来的光环已经有点褪色，可能这么说的理由挺充分的。基本上你会这么说，‘我觉得上升空间不太大’，这样说是合理的。而下跌空间呢，还跟以前一样没有变。”

说到资本化率下降的原因，经常会提到房地产收益率和主权债券收益率（目前其收益率已经极低，如果还没到负收益的程度）之间的利差这个因素，但从当前环境下来看，这个理论就开始站不住脚了，因为还存在一个风险，就是如果债券投资者明白自己持有债券只有零利率或负利率不仅是无利可图的，而且是绝对的危险，那么房地产收益率也可能出现大幅下降。

一位基金经理表示：“除了中国以外，很多国家的债券收益率相对房地产收益率的利差都很有吸引力。但你可以说，债券收益率只是看起来低，并不真正表示无风险，这只是你计算利差的基础。那么如果你从十年期债券30个基点 (bps) 的收益率算起，如果它一飞冲天，飙升到2%，从历史上看，也仍然是极低的，而因此产生的资本价值变化却非常巨大，这些债券已经不值那么多钱了，但你持有它们还能得到30个基点的收益。如果是这种情况的话，3.5%到4%的资本化率（在某些情况下，比如在日本仅有3%）看起来也没有什么价值。”

这可能就是投资者为什么在主权债券利差继续扩大的情况下，不愿意进一步压低资本化率的原因。然而另一个原因是，亚洲各国都普遍提供租金折扣，这会给人一个误解，觉得自己所租的物业的确物有所值。在澳大利亚，情况更是如此。用一位在悉尼的基金经理人的话来说：“现实是，你给[写字楼]市场的折扣率是27%到30%，而当你算进这笔成本时，再加上你的债务成本，相对于基本收益

率的有效利差可能只有大约1%。”其它提供大幅折扣的重要写字楼出售市场还有东京和首尔，虽然折扣没有悉尼那么慷慨。

提高配置比例带来的另一个问题是，私募股权基金现在经常被主权基金和亚洲机构投资者排除在外。主权基金和亚洲机构投资者往往能够享有较低的门槛和资金成本。一位私募股权基金经理人感叹说：“现在已经没有我们的容身之地了。”他说：“国际投资基金和主权基金以及国内机构投资者跟我们的差别很大。对我们这样的机构来说，投资环境相当恶劣——价格太高，因此不管是增值资产，还是投机性资产或者是核心资产，都很难实现投资人所期望的目标回报率，因为入场费已经那么高了。绝对没有什么可以唾手可得的资产。我看不到有任何明显的市场机会可以让你说出这样的话，‘好吧，我们可以去中国，比如说，买写字楼了。’而同时，购买其他能产生收入的房地产类型，价格又高得吓人，我们现在完全进入了租金增长周期。”

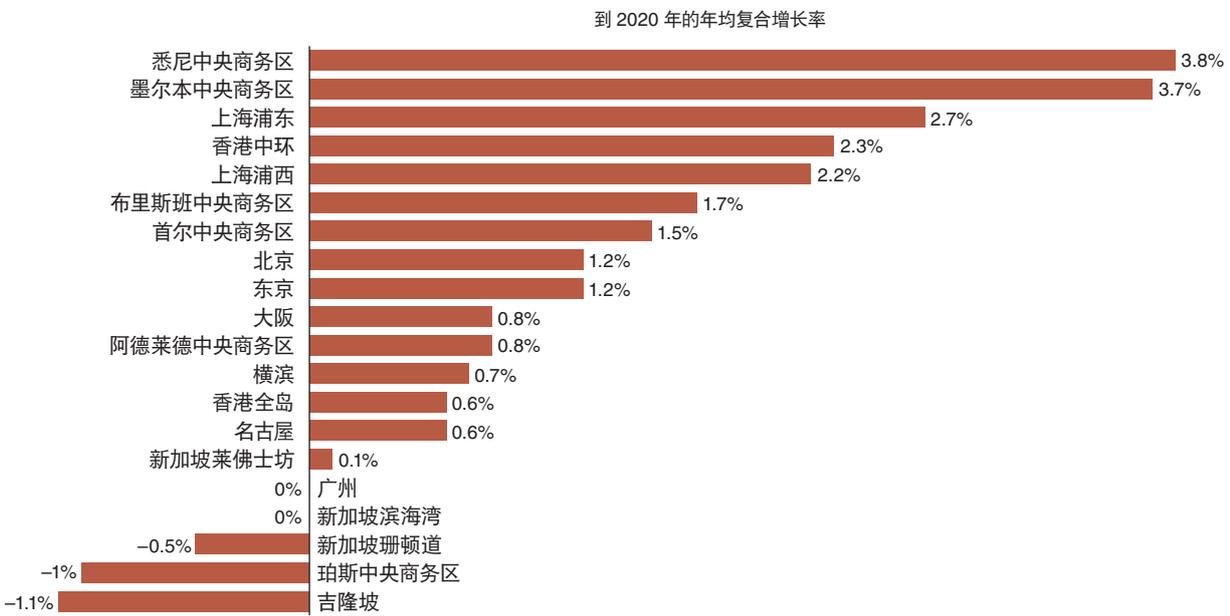
资本化率还会进一步下跌吗？

2015年，亚洲资本化率进一步下降的预期大致以租金增长预期为依据。12个月以后，租金增长的预期或多或少成为了现实，然而，近期商业物业租金进一步大幅上涨的可能性却很小。无论是日本的受访者（“有那么一点儿上升动力，但很缓慢。”）还是中国的受访者（“有点，但基本上要看资产的个别情况，而且也不会比通胀率高多少。”）或者香港的受访者（“没有什么真正的上涨动力。”）和新加坡的受访者（“租金已经跌了不少了，而且我觉得还会跌。”）都认为租金向上的可能性，如果有的话，非常有限。而悉尼却是一个例外，主要得利于供应量短缺的支撑，悉尼的房地产租金有望“在未来几年内，取得两位数的增长。”

鉴于现在亚洲各国的资本化率都已经低于历史基准，以及前文提醒的收益率利差的逻辑并不适合负利率时代，要想找到让资本化率进一步压缩的理由变得越来越困难。当然，这也不意味着资产价值不会上升，从本报告前几个版本的预测来看，市场往往无视投资人的预期。这似乎只是今年大多数受访者内心的感受，虽然有些人难以承认这一点。

资本化率到底会跌到多少？这个问题并没有简单直接的答案。一位日本的基金经理认为：“很多人觉得[写字楼]收益率降到3.2%是合理的，如果你是一个核心资产投资人，即使不再增长，这个收益率也可以接受，就是说，只要没有下跌的风险就可以，他们持有资产只是为了安全。我不知道他们如何预测对冲成本、利率等等，但我

图 1-8 2016 年到 2020 年写字楼租金增长率预测



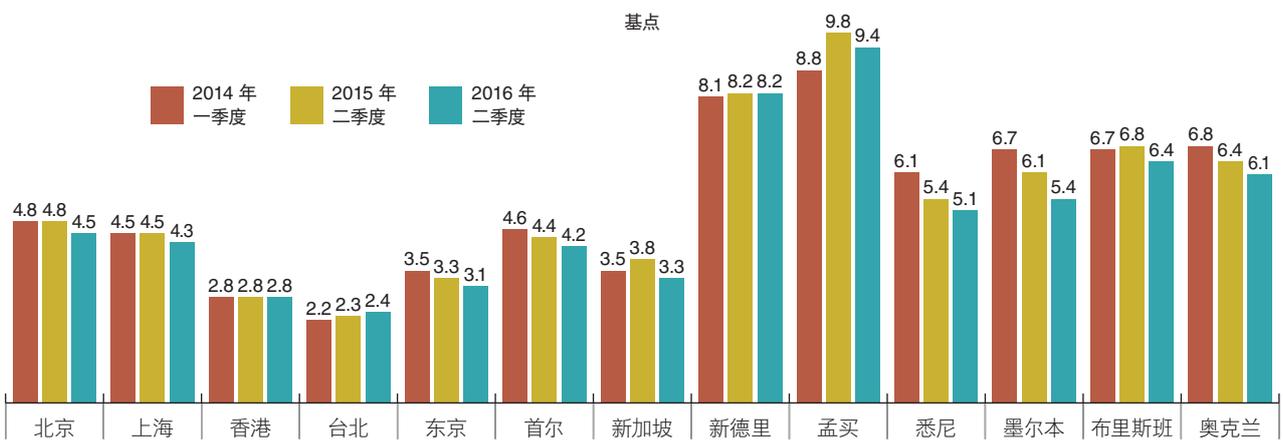
认为，我可以肯定地说，日本从宏观上来说，未来五年内不会有大幅度的利率调升。”基金经理还表示，2017年，东京银座地区高端零售物业的收益率将会跌至2%以下。此外，显然来自东京的多位受访者都认为写字楼收益率将低于3%。

当然，本土机构投资者资本所占的比重，更有利于资本化率的进一步下降，尤其是因为大部分亚洲投资人享有低廉资本成本的优势，（也许）更低的目标回报率。但如果换作国际投资人，资本化率进一步下降可能无法说服他们投资，但即使是他们，看法也开始转变了。一位机构基金经理说：“显然，虽然肯定不是所有欧洲和美国

机构投资者，但有一些，现在想购买或投资亚洲的核心资产，但他们看重的是增值，而不一定是收入。”

另一位投资者说：“我觉得慢慢地，特别是在核心资产方面，资本化率会下降，除非投资人决定持有现金。但是从我们的美国投资人书面和口头的言论来推测，国际投资人显然对核心和非核心资产都有倾向。因为他们的实际目的是增加投资的多样性，可能他们现在对回报的期望值也降低了一点，虽然他们并不一定会公开这样说。”

图 1-9 2014 年 - 2016 年高档写字楼租金收益率



核心资产 —— 一房难求

流通的机构资本如此充裕，同时又有那么多投资人采取防御策略，对核心资产的需求有增无减，导致亚太两大核心市场——东京、悉尼对房地产的需求持续上升，而这种情况短期内很难改变。悉尼的一位基金经理表示：“在当前情况下，市场需求很难逆转。这是个流动性过剩，又厌恶风险的市场环境。”

虽然需求如此强劲，然而，核心资产的供应量却从来没有这样稀缺过。一位分析师表示：“流动性非常充裕，然而却没有多少可供交易的资产。而且，价格和资产质量之间还不匹配。你想买甲级资产，可你只能在乙级资产里挑挑拣拣。”

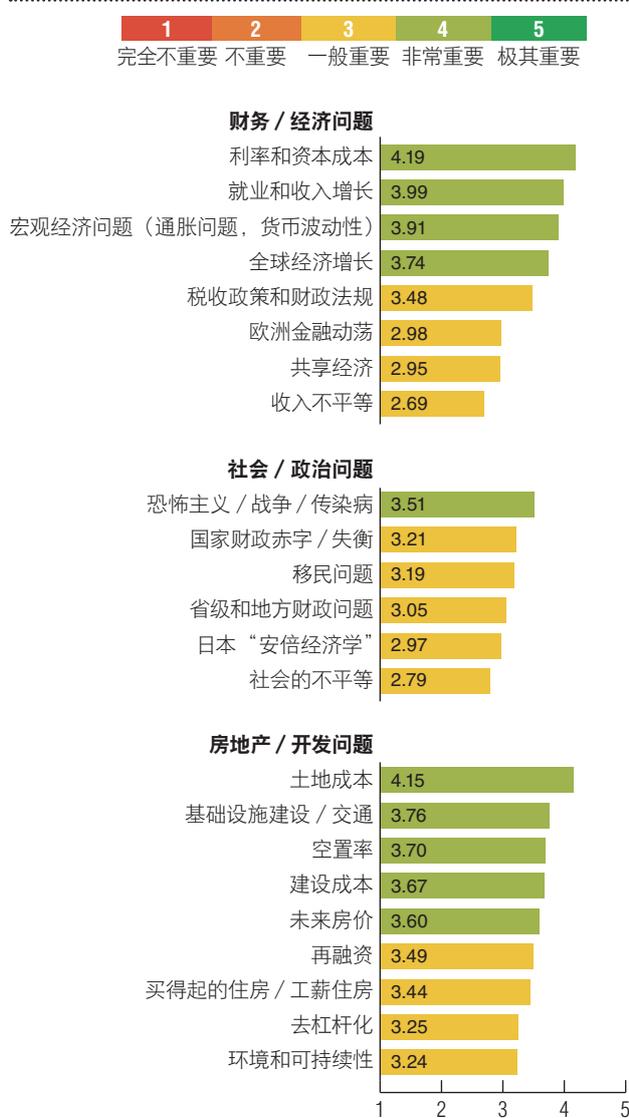
从一方面来说，这只是说明亚洲业主普遍惜售优质资产。正如一位投资者所说：“优质资产都被抓得牢牢的，这真是一个扭曲的市场。因此，你基本上看不到多少核心资产的买卖和流动，因为这里的业主们并不注重投资组合的调整，他们只是资产的长期持有者。”

然而，另一个最近才出现的原因是，一直在下降的利率也影响了交易的活跃性，即使是理论上愿意出让资产的业主也不会这样做了。相反，他们只会进行再融资并继续持有。有几位受访者表示，这是2016年上半年整个亚太区交易总体疲软的主要原因。其中一位受访者解释说：“人们会想，既然利息成本降低了，那么他们就能赚更多利润了。同时，人们还会想，如果他们出售了手里的资产，他们不知道应该如何重新配置这些资本。此外，他们还认为亚洲的不动产市场在资本增长方面仍然有空间。”获得核心资产困难重重，可能正因为如此，在今年的城市土地学会（ULI）投资前景排名中，东京、悉尼的受欢迎程度大幅下降。（见第三章）

核心资产紧俏导致的一个结果是，投资人重新把注意力转回香港和新加坡，而在此之前，这两个地方，因为价格过高，早已不是他们关注的目标。根据RCA数据，今年上半年，香港的商业物业上涨了大约17%。买家主要是来自中国大陆的中国企业投资人，而他们的购买行为主要是针对地标性资产，并不是纯粹的投资。一些国际投资人也表示会重新关注香港资产；然而，有传闻说，将会有更多中国大陆买家排着队收购香港知名独栋物业。如果这种情况真的发生的话，竞争将呈现白热化。

新加坡遭受重创的核心资产也重新引起了投资人的兴趣，即使价格还没跌到足以引来真正的买家。作为亚洲目前主要市场中唯一正在经历衰退周期的市场，基金公司需要找到在这里投资的理

图 1-10 2017 年房地产各种问题的重要性



资料来源：2017 亚太房地产新兴趋势调查。

由，但对大多数公司来说，并找不到这样的理由。一位基金经理表示：“人人都在留心，每个人都期待达成交易，但是我还是没有看到交易的影子。说实话，在这个市场上，各类资产的供应者不缺乏。”然而，几乎所有其它市场都缺乏供应，因此可能有一些人捷足先登。另一位基金经理人说：“如果你后退一点，站的稍远一些远来看待亚洲各经济体，我想，一个具有强劲的长期增长潜力的地方就是新加坡。所以，如果我能在以合理的价格买到优质资产，这可能是我第一个要做的选择。”传言中国投资人会关注新加坡，由于他们相对来说对价格不那么敏感，可能会成为最早出手的买家。”

中国: 关键主题

从投资角度来看,中国仍然是一个谜团,众多纵横交错的水流已经把一条清水河搅成浑水,让站在外面的外国投资人看不到里面到底在发生什么。

照例,那些摸透中国的特别国情,了解中国的特殊脾气,熟悉中国隐性低效率的人仍然可以在这里赚到大把的钞票。不过,可能公平一点说,在中国进行套利的机会越来越难找,有太多国际资本仍然对投资中国兴趣盎然,赚到大钱已经不会像以前那样是必然结果了。一位资深的中国观察家说:“显然,过去的一年或18个月里,我听到越来越多地人谈到他们在中国遇到的困难和阻力比他们预想的要大得多。我只是觉得,以前那种与商业地产一见钟情的事可能不会再发生了。”

发生这种情况,其背后的原因有很多。首先,经济下滑的形势持续恶化。虽然中国6.7%的GDP增长率仍然远远超过发达国家的经济发展,但随着宏观风险的增加(尤其是表现在企业负债水平上),发展动力愈加缺乏。第二,物价水平出现了扭曲,目前有大量国内资本寻求投资房地产的机会,既包括个人私有资本投资,也包括企业投资以及国内机构投资。房地产行业聚集了大量过剩资金,产业投资仍然长期不足。

结果导致一线城市住宅价格飙升至令人目眩的高度,地产价格暴涨,商业地产价格继续向上。正如一位基金经理所说:

“如果资本无法投资海外,银行和股票市场的回报率又没有吸引力,他们就只能把钱投在房地产上。世界上的每个其他市场都是同样的情况,但原因有所不同。所以你就只能掉进这个境内投资陷阱。当你感觉到落入了陷阱,你最后只能尽可能在国内寻找最好的资产。为了买到这样的资产,你就是多付点钱也无所谓了。”

目前中国市场上所采取的紧缩政策丝毫没有阻止当地投资者,对资本价值增长的信心让他们大胆地接受了较低的收益率,据传闻,甚至低于官方引用的数据。不过,对于外国投资人的影响就要小得多了。当然,很大一部分(很可能越来越多的)国际资本对估值持有异议,特别是本身已十分微薄的收益率进一步受到由交易结构所产生的税收增加,以及现金汇回国内成本的蚕食。

然而同时,大量外国投资者仍然看好中国。一位投资者说:“媒体上对中国的看法不太好,人们一般也比较谨慎。但我觉得,真正来到这里的人,还是觉得很满意。”

新核心资产策略

对于核心资产投资人来说,要在这样一个供应紧张的市场上寻找资产,其中一个方式是重新定义核心资产投资的含义。一位受访者表示:“核心投资资金都在蠢蠢欲动,但在很多情况下都会遭遇找不到投资目标的尴尬。所以风险格局正在发生变化,投资人会去投资一两年以前他们觉得投机性太强的市场,也会去投资风险过大的产品。”

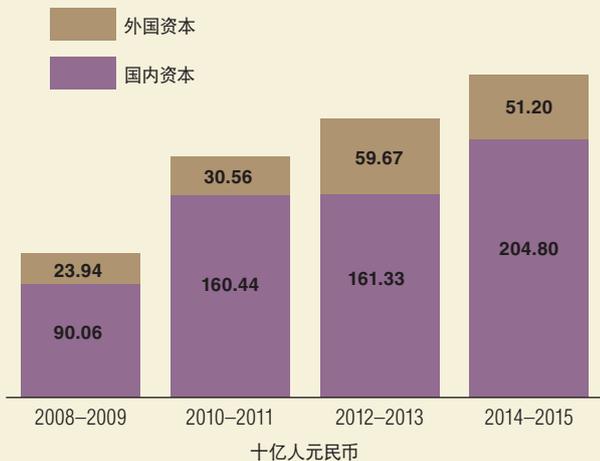
对这个问题的看法可能是见仁见智的,但这是一个会引起普遍争议的观点,因为这样的新核心资产往往带着鲜明的非核心资产级别风险的痕迹。一位基金经理表示:“我觉得我们不应该选择走这条路。我想,如果你开始为了追求回报而增加风险,那么你不应该采用一个开放性的核心资产结构。如果你够幸运,而且运作得当,增加风险可能会让你很快建立起开放性的核心资产结构,因为人们所关注的是回报而不是风险。但如果出了问题,而你的核心

策略又承担了过高的风险,你就会彻底失败。你可能需要花整整一个经济周期,或者更长的时间才能恢复到让投资人重新建立起对你的信心。”

与此同时,还有保守风格的基金经理愿意作出让步的情况。在亚洲,这种情况在核心资产建设项目中最为常见,一般其杠杆收益率常在13%到15%之间。一位参与核心项目开发的机会性投资基金经理表示,“过去12个月以来,潜在的机构合作伙伴出现了180度大转弯,他们愿意承担我们所承担的那一类风险了,因为看到了我们承担风险所得到的回报。”

许多核心资产投资人也开始认真考虑这一战略,尤其是对于澳大利亚的项目,因为这一策略给客户带来了真正实实在在的结果。”正如一位基金经理人所说:“如果你是一家投资核心资产的保险公司,或者主权基金公司,你认为你愿意承担当前的风险,来持有而不是出售这些资产,因为你有长期的负债。那么在位于优质地

图 1-11 中国商业地产交易量



资料来源: 仲量联行 (JLL)

近几年, 尽管房价仍居高不下, 外国投资者对上海核心资产的投资却又增加了。一方面原因是, 许多亚洲资产配置仍旧不足的西方机构投资人自然而然的把上海看做投资多元化的目标。另一方面, 中资保险公司, 以及其他大型国内机构的出现已经把上海变为真正的机构投资市场, 特别是那些愿意承担开发风险的投资者。

对于机会型投资者而言, 近几年的投资格局发生了根本性的

变化, 中国市场变得越来越分散, 难以把握。有一位机会型基金经理人说: “近十年来, 想要轻松赚钱就要成立住宅开发合资公司。但是我们发现这一块市场近几来不景气了, 我想这个领域的最佳时机已经消失。利润太微薄, 而土地销售价格是当前住宅销售均价 (ASP) 的好几倍, 我们认为这样的增长不会持续下去的。”

直到最近, 规模更小的三四线城市的回报率得到了提高, 但结构性供应量却不足。他们现在遇到了严重的 (虽然公平的说, 是改善了) 供应过剩问题, 可是一般而言, 这些市场太不成熟, 没有发展细分市场空间。同时最大的城市中, 即一线城市里, 高房价俨然已将提供机会型回报的机会排除在外, 因此机会投资资金被吸引到了二线城市来寻找机会。

不过中国是一个幅员广阔的国家, 在亚洲市场中颇为独特, 要找到真正的机会型回报可能也并不难。开发商持续的兼并整合、总体上缺乏项目规划和资产管理的经验、资产价格的波动、经济运行情况、资本的供应量等等都会给市场带来机会, 有经验的基金管理人能够发现并利用这些机会。这些问题不会自行消失。一位基金管理人表示, 市场的波动实际上可能会加剧。他预测, 未来经济周期可能会缩短, 而不是通常的长达五年, 且将更为本地化。

段的项目上, 我是不是愿意和优质的开发商一道承担开发或租赁的风险呢? 我想, 你会说这是核心类资产战略。同样的, 如果我建的是为一个特定的最终客户定制的项目, 我真的需要承担那么大的风险吗? 显然, 这不是核心风险。但如果我希望项目完工后再出售, 还有一家保险公司, 或者一家主权基金, 或是养老基金作后盾, 这是不是获得核心资产的好办法? 这可能要好过走投无路, 只能从开发商手上购买的情形。”

一位投资人认为韩国核心资产建设战略是执行得最好的, 因为采用了一种非常规标准的开发模式, 建筑公司一般需要担保项目的成功。最后, 为了保护建筑公司的利益, 新盘会分散销售, 而相应的, 长期以往会造成整栋物业资产的稀缺。采取投资核心资产建设策略的投资人因此很可能在一个核心资产项目完工时发现有一群机构投资者已经在盯着了。

要不然, 核心资产投资人就必须沿着风险曲线向上, 转向新的投资目的地, 或者新的资产类别。最好是这个市场的经济发展水平已经达到一定的程度, 风险程度已经降低。一位分析师认为, 非常显然, 候选投资目的地里包括上海。上海已经被认为一个彻头彻尾的国际投资人核心资产市场, 他们把上海看作一个地区门户, 受短期经济周期的影响很小。这与几年前的情况大相径庭。当时大部分外国投资人认为4%的收益率与风险调整回报相差太大。然而, 根据仲量联行 (Jones Lang Lasalle) 的数据, 自2014年年初起, 上海所有高档写字楼交易中的35%, 以及市值超过一亿美元房地产项目中的65%都有外国投资者的身影。

杠杆率是核心资产投资人提高回报率的另一种方式。因此在东京, 杠杆化的核心资产已经成为一种选择。日本固定期限, 利率1%的银行贷款也为杠杆化交易提供了更多信心, 有助于度过短期衰退。

日本：关键主题

虽然日本经济对市场信心没有丝毫提振作用，但大多数投资人仍然对日本保持乐观看法，并把日本作为房地产投资目的地。东京商业地产市场的深度和流动性使它脱颖而出，成为亚洲最大的核心资产市场。而实际上，东京绝大部分核心资产都被日本房地产投资信托（J-REITs）以及其他本土投资人占有，而且他们往往愿意出比外国投资人更高的价格。因此国际基金公司倾向于采取其他战略。所幸的是，其他机会并不少。一位基金经理人说：“我没有看出日本的外国投资有减少的迹象，情况很明显，投资依然强劲。”

当前日本市场的吸引力主要来自房地产资产收益与资本成本之间的利差。原因之一是日本央行推出的债券回购计划，吸收了大部分日本国债。这些国债都是由国内银行持有的，否则可以在公开市场上销售。而银行也别无他法，只能以“便宜得可笑”的利率贷款给房地产行业。

投资人一般可以得到七到十年固定利率贷款，这样他们就能以极低的成本达成高杠杆率的交易。虽然大部分投资者倾向于选择约60%到70%的杠杆率，但银行曾经一度愿意把杠杆率

提高到高达90%。许多投资者运用该战略时都小心翼翼，因为在全球金融危机爆发以前，类似的战略造成了灾难性的后果，理论上来说这意味着像一位外国机会型投资经理所说的那样的情况：“如果你在日本购买收益率4.5%的资产，然后保守一点说，以1%的利率贷款，你就可以用现金赚现金，得到7%的回报率，而且你还什么都不需要做。”

目前该策略看中的是住宅市场，因为入住率高，租金收入又稳定，这成了一种类债券的收入现金流。虽然由于资产竞争激烈，住宅收益率跌至4%或以下，低廉的贷款利率意味着杠杆化收益率将一直保持不变。租金可能上涨的预期显然使该策略更加受人追捧。虽然近期住宅出租领域竞争加剧，但现在的住宅物业也愈发难觅。

写字楼物业一直是东京最受欢迎的资产类型，然而近期此类资产渐渐失宠。原因是由于日元升值使出口受到冲击，企业采取观望态度，这导致市场上即将出现供应过剩，需求疲软的状况。目前的预期是写字楼空置率可能上升，而租金在取得连续数年两位数的增长后将出现滞涨或下跌。因此许多受访

平台交易涉及土地储备

核心资产建设策略越来越流行导致了另外一个结果，即，推高了亚太区各国门户城市的土地价格。据一位基金经理说：“看看现在竞标土地的投资人，你能看得出来，他们就是那么认为的。房地产开发回报率下滑是因为人们为土地付出的代价越来越高，现在人人都想购买土地。”

相应的，本来已经是投资人趋之若鹜的平台交易吸引力更大了，因为投资人可以通过平台交易获得目标公司手里的土地。要不然的话根本没有机会买得到这样的土地，即使能买到，也只能出高价。以上海为例，近期有几家国际养老基金公司投资了一家著名的本土开发商，这样做的目的是获得该公司计划中的开发项目。

虽然说参与这类交易的一般都是有资质的目标公司，但另一种情况也时有发生。有些有问题的开发商，因为他们手里的土地，也成为投资人感兴趣的投资目标。这是具有中国特色的情况，有许

多中国的开发商囊中羞涩，然而投资人买得起的土地又可谓少之又少。

一般而言，外国投资人会利用其当地合作伙伴来进行这样的交易，而不是直接交易。虽然交易的形式可能是兼并收购式接管，但机会型投资人一般对项目型的收购更感兴趣。据一位机会型投资基金经理人说：“过去你与中国本地合伙人谈的可能是整修旧办公楼，或甚至是接手烂尾的住宅楼项目。但现在他们再也不愿意做这种事了，因为直接从政府购买土地要简单容易得多。但是鉴于现在的土地价格，我们的合作伙伴被迫要更有创造性，甚至连银行也为他们寻找不良资产提供资金支持。我们还没有特别了解，但我们知道我们有些合作伙伴是有渠道的，因此我们会跟他们说，如果这事靠谱，就拿给我们看看。要拿到便宜的土地就得用这样的方法。”

印度是另一个极可能从拮据的开发商手里买到优质土地的地方。

者购买写字楼的意愿很低。一位受访者说：“我一直很青睐日本的写字楼物业，如果有合适的买入价。现在的买入价并不是很好。”

近年来零售地产的增长一直比较强劲，其中至少有部分原因是因为日元贬值吸引来了高消费的旅游者，尤其是来自中国的旅游者。现在，日元重新坚挺，旅游者的消费减少，导致零售地产的魅力大打折扣。

2016年上半年，各类地产交易量都意外地出现了下降。其原因有一部分是因为J-REITs发现，其股价持续上涨，导致很难再进行增值性收购；还有一部分原因是许多本来想出售资产的业主，转而在利率下调以后选择保留资产并进行再融资。资本化率持续萎缩。虽然J-REITs可能也会买资本化率3%左右的资产，但大多数位于市中心的优质资产目前的售价，资本化率大约为3.5%。

展望未来，预计会有更多的国内资本进入房地产市场。那些想对以前的债券主导型投资组合进行多元化调整的日本机构投资者有意重新进行资本配置。这将有可能对价格产生压力，也

可能迫使资本化率下跌，虽然受访者对此看法各异，不过，鉴于到目前为止利差的健康状况，这似乎是一个可靠的预测前景。

利率预计不会大幅上升。然而，有些受访者估计，大部分日本银行可能削减房地产贷款，因为从行业配置的角度说，房地产贷款类别已经达到配置极限。不过，虽然大银行现在可能会有区别对待，但你很难想象，在当前经济流动性极高的情况下，银行会不再进行贷款。

由于东京房价持续上涨，许多投资人转而选择以4到4.5%的资本化率投资日本二线城市。大阪近年来一直是投资的热点，然而已经出现写字楼资产供应短缺的迹象。福冈和名古屋也被受访者看好。一位投资者说：“我们青睐这些城市群，是因为我们觉得它们的租金增长率可能超过东京。部分原因是上涨时的起点比较低。这些地方的租金下跌幅度一度超过东京，所以就有更大的反弹空间。”即便如此，二线城市从传统上看仍然是高风险的投资，“这些地区的城市容量有限，经济周期也很短，因此存在供过于求的风险，市场很快会陷入疲软。”

监管当局曾经强迫银行注资替他们修复资产负债表。一位基金经理表示：“我们有机会得到非常优质的房地产，这样的资产以前都从来没有出售过，因为开发商无法进行再融资，银行又不愿意延长贷款期限。”

实现资产类别的多样化

资产类型多样化的主题也不仅限于核心资产战略，在投资人想方设法寻求利润时，也适用于一般策略。首先，这可以意味着投资人在寻找交易时的做法可能更激进些，比如在银行和企业产生对房地产的兴趣以前就与他们建立起良好的关系。一位基金经理人说：“我们认为有80%的资本在追逐20%的交易，如果换个角度说，竞争的资本太多，而交易又太少。市场上还有80%的机会，那80%的人却没有看到，或没有实施。在这里，你仍然可以得到非常优质的房地产和丰厚的回报率，而不必与市场另外那80%的投资人中去争夺。”

资产多样化也意味着挖掘非常规资产类别。有一位机会型投资基金经理表示：“我觉得现在人们一般不会像以前那样做太多的交易，大家都在寻求特殊的资产，寻找那些被市场遗忘，或被人忽视的资产。所以，每开两个会就有一个是讨论学生宿舍、员工宿舍或千禧一代住房——人人谈论的都是这些话题。”

直到最近，投资人开始花大量时间关注细分市场，但几乎没有人实际购买，主要原因是这些资产经常会涉及其核心能力以外，不熟悉的业务领域。一位投资者说：“我个人认为，这些细分市场战略很无聊，你只是想去证明你想做什么。如果我们想做细分市场，我们的确能投资学生公寓，但是我们能投资医院、数据中心、老年公寓吗？不能，因为我们不在行。我的意思是说，对这些资产我们有什么了解呢？”

尽管有这样的看法，但受访者普遍认为，在今天，细分市场可以尝试，而且会达成更多细分市场交易。一位基金经理人说：“如果你

在9个月之前来问我有没有投资细分市场的计划,我会说‘没有,完全没有。’,以前我们关注的是主旋律:城镇化啦,中产阶级啦,关注的是住宅。但现在,在中国很难再只关注主旋律了。如果说不得不投机的话,也许不大妥当,但这就是现实。所以我们肯定要寻求这些细分市场的机会。我们会说,‘那看起来很有吸引力,我们深入下去看看是不是真的值得做。’”

受访者提到的细分市场方案包括:

- **二级物流配送中心。**零售电子商务的发展突飞猛进,现代化的仓储却持续短缺,物流行业成为许多受访者青睐的资产类型,而建设大型战略设施(尽管这类投资往往由专业投资者和机构投资者独占)所面临的问题是“现在人人都在做这个,也就是说价格会被推得很高。”一位投资者说:“人们希望快递包裹能在几个小时之内就送到,所以你必须要有系列二级物流配送中心来配合大型现代化仓库。这已经吸引了大量投资人的关注。”
- **学生公寓。**该资产类型早已在全球形成了独立的资产类别。这一类别的机构投资者最初主要活跃在英国和美国。可是,经纪商第一太平戴维斯(Savills)的调查显示,随着这两个市场上的机会逐渐消失,投资人的投资兴趣转向了其他目的地,主要是在欧洲大陆。亚太区学生公寓投资主要集中在澳大利亚。目前在澳大利亚,该领域已经形成了一个价值150亿美元的行业。而亚洲其他地区的机会相对来说并没有被充分发掘,具有知名学术声誉的城市,如香港、新加坡和东京,显然有可供挖掘的潜力。
- **数据中心。**数据中心成为另一个投资人关注但还未触及的资产类型。不过,投资人决定采取行动,近期出现了若干数据中心项目。其中一个案例是一家国际基金公司投资中国某主营定制数据中心的运营商,目的是建立长期现金流并进入核心市场。虽然在中国进行此类项目涉及众多跟政府打交道的繁文缛节,但对他们来说获得土地却相对简单,因为该等项目被政府列为重点项目。此外,“在许多其他的市场上,数据中心业务已经高度商业化,很难取得盈利,而在中国,我们却认为会有丰厚回报,因为这个行业在中国极度复杂而且受到严格限制。”目前数据中心投资吸引力增加的原因还有,许多政府机

构正在努力建立全国性网络基础设施,因为担心数据保存在国外会有泄漏风险。同时本地化也需要考虑到带宽的问题,因为一直有大量数据要从个人用户电脑上传至云端。

- **老年公寓。**澳大利亚除外,老年公寓一直以来也是投资者谈得多,而采取实际行动过少的地方。投资人需要在这样一个传统上由子女照看老人的文化中发明出一种可行的商业模式。然而,毫无疑问,像这样需要一定投资规模的根本性和长期性需求,正适合需要配置大量资本的机构投资者。各种各样的形式因此应运而生。特别是,日本最近推出了一套医疗健康型房地产投资信托产品结构,专门针对老年公寓。但到目前为止,产品吸引力较为有限。一位日本的基金经理表示:“我们研究了一下,但没有发现什么好的投资机会。[我们发现的那些]一般规模又太小。有关老年公寓的日本房地产投资信托上市以后,在股票市场上的表现并不太好,所以他们并没有那么有吸引力。”另外一个在更多成熟市场,如香港、新加坡和日本进行尝试的模式,结合了“原居安老”的模式。退休老人购买一套房产的终身使用权,主要用于居住,但会按照老年人的特点进行重新改造。目标回报率在8%至10%之间。但是这个模式也同样没有获得多少关注,主要原因是在老人去世以后房产的继承权要回到开发商手中。一位投资者表示:“我觉得这个模式在这个特定的因素上需要调整和微调,要不然的话这种模式有可能将成为整个亚洲的趋势。”中国同时也在想方设法建立一个常规产品结构,鼓励私人资本投资于该市场上全新的资产类别。虽然文化和负担能力问题仍然会影响投资,但也有希望说服现金充裕的国内寿险公司投资与其长期负债相匹配的资产。
- **多户住宅。**虽然目前多户住宅还算是一个另类,但这个领域非常值得关注。虽然多户住宅(住宅租赁物业)在亚洲(日本除外)从来没有成为热门领域,但一些受访者认为这是一个潜在增长领域,就像在美国兴起的多户住宅热潮一样,自2006年起,创造了约7百万新型的租房家庭。其主要成因是在金融危机下,人们丧失了房屋赎回权,以及人们始终不会减少的在市区里生活的需求。多数亚太市场高昂的住宅价格让刚刚参加工作的年轻人觉得拥有自己的房子是一个过于遥远的梦,所以对他们来说除了租房别无选择,而别无选择的刚性需求似乎非常强烈。“现在人人都在谈论多户住宅,尤其是在澳洲,一

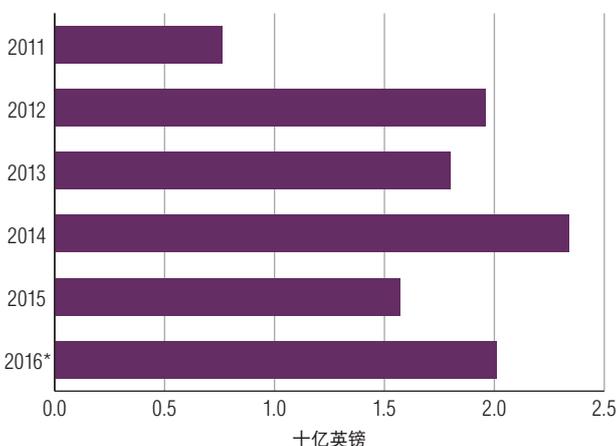
位投资人说,“多年来,香港这里[大开发商]会把很多街区保留下来用来出租,基本上就像是私人房地产投资信托。以前大家一直认为这是一种交易型资产,但现在人们打算建造这样的资产。”目前住宅资产收益率低,而管理成本却可能很高,还有不低的税收负担,同时大部分市场缺乏这样的独立资产,所有这些都可能影响该战略迅速推广。然而,据一位澳大利亚的基金经理说:“你可能不得不说,采取该战略的时机已经成熟了。如果你能让投资资本看到这个策略与建设用来销售的房地产一样有利可图,资金是不会缺的。所以我觉得我们会看到有开发商进入这个领域,投资资本也会随后接踵而至。我预计未来12个月就会看到该市场的活跃,享受低资本成本的海外资金将涌入这个市场。”

货币投机和汇率对冲

根据过去的经验,即使预期货币会上涨,大多数基金经理都仍不情愿参与汇市交易,而会选择房地产交易。但是目前的投资选择如此匮乏,至少有部分投资人更愿意关注汇率变动了,特别是出现大幅波动或汇率走势高于或低于历史标准的情况。以日本为例,有一位受访者提到,由于日元的升值预期,日本可以成为香港资本投资的目的,贷款日元,加入杠杆,然后“玩赚取收益率差价的游戏”。

货币投机更多的是本地高净值资本投资所采取的策略,他们一般会采用有点出格的方式进行投资。以英国退出欧盟为例,就被某些投资人视作锁定伦敦资产长期价值的黄金时机。一位驻香港的

图 1-12 内地和香港民众在伦敦市中心的房地产投资



资料来源: 仲量联行。

*截至9月。

图 1-13 2011 - 2015 年现行货币对冲年平均成本

| | | 外币 | | | | | |
|----|-----|-------|------|-------|------|-------|-------|
| | | 澳元 | 日元 | 人民币 | 欧元 | 英镑 | 美元 |
| 币种 | 澳元 | — | 2.1% | -2.4% | 2.1% | 0.9% | 0.8% |
| | 日元 | -2.2% | — | -4.6% | 0.0% | -1.2% | -1.3% |
| | 人民币 | 2.3% | 4.4% | — | 4.4% | 3.2% | 3.2% |
| | 欧元 | -2.2% | 0.0% | -4.6% | — | -1.2% | -1.3% |
| | 英镑 | -1.0% | 1.2% | -3.4% | 1.2% | — | -0.1% |
| | 美元 | -0.9% | 1.3% | -3.3% | 1.3% | 0.1% | — |

资料来源: 德意志资产管理公司; 彭博社, 2016年3月。

受访者表示,“很多亚洲投机资本,特别是高净值资本,以及家族理财室,把英国退出欧盟当作促进在英国投资的机会,主要关注的是住宅。一定程度上,这是纯粹的货币交易,但是如果他们的孩子在英国读书,就能省下一大笔学费,所以他们觉得还是买处房产为好。”

英国脱欧也促进了国内交易的增加,主要是机构和私募股权资本,虽然主要并不是出于汇率的考虑。某大型基金管理集团的一位经理表示:“我们有很多亚洲的基金已经花时间物色在英国被迫出售的资产,并做好充分的准备,如果有一些[在英国的]基金因为赎回压力而不得不出售,他们就能捡漏了。他们并不一定指望价格会有折让,而只当作一个难得的机会,能够买到本来根本不会出售的资产。”

此外大部分新兴国家市场汇率的波动使投资人更加重视汇率对冲,尤其是某些国家的投资人,以前这些投资人是不会选择进行对冲交易的。这又再次证明了许多投资人以前所采取的防御性为主的策略已普遍面临挑战,正如一位基金经理人所说:“特别是现在,你也必须得不停地盯着汇率走势了。”

再比如中国,近期汇率对冲已经成为常规做法,因为市场越来越达成共识,人民币未来将贬值,结束了在过去很长一段时间里,人民币只升不跌的局面。一位受访者表示:“2004到2015年期间,如果外国买家进行对冲交易会被人嘲笑。但现在每个境外投资人都都会警告说你必须要谨慎。”这给在中国的交易又额外增加了一层复杂性,如果资本账户不能转换就意味着此类交易必须以离岸无交割掉期的方式交易,但这个市场流动性差,而波动性却很高。”

然而，汇率对冲对于澳大利亚的外国投资者来说仍然是常规做法。澳大利亚政府可能更愿意看到该国货币进一步贬值。这可能很麻烦，因为汇率的高成本“真的会吃掉你大部分投资回报”，一位基金经理说。“这意味着你要投资核心资产，或比核心资产更高档的资产，而不能成为市场上的机会主义者。”韩国的汇率对冲成本也很高。东京在国际投资人中一直广受欢迎，日本低廉的资本成本应该是原因之一。

大都市圈和卫星城

投资郊区资产越来越流行，特别是在门户城市。这里有若干原因。最明显的，大都市圈城市群的资本收益率往往高于中央商业区（CBD）。其次，中央商业区的业主们看不出在当前经济环境下出售资产有什么好处，他们也没有变现资产的紧迫要求（如面临资金到期的压力）。这就是说，在大都市圈往往有更多可做的交易。

最后一点，可能也是最重要的一点，人口特征的变化趋势一直有利于向城区迁移，而中央商务区的地理空间有限，容纳不下更多人口，因此造成一种有利于向非CBD区域转移的长期结构性特征。

在上海，城市中心任何地方的土地价格都已经上涨到了不可思议的程度，用受访者的话说，这样的价格高得“离谱”、“不合理”、“不可持续”。而问题的原因总体上是“流动性的逆流、低利率，以及缺乏优质资产”，尤其是大型国有企业的购买。对这些国有企业来说，土地的实际开发价值并不是他们首先要考虑的。市政府的长期总体计划旨在通过限制中心城区人口增长的方式解决这个问题，同时把新需求转入到卫星城市（特别是杭州、苏州），通过高速铁路连接上海。最终，开发和投资活动可以长期转移到这些地区。

而日本在这个问题上的情况却有所不同，投资人外移时并不太倾向于迁移到东京的大都市圈，而是更乐于购买二线城市资产。目前，大阪的写字楼市场价格已经足够高，但日本一般区域性城市的资产收益率却很不错，有一些城市的收益率甚至超过亚洲的本国主权债券基金。其它各日本县会城市的很多资产也吸引了投资者的关注，市中心和站前优质地段似乎总是供不应求。投资者提到最多的城市是名古屋、福冈等。

在悉尼，投资需求也在向郊区转移。一位基金经理说，“我觉得投资策略是不是能够充分利用未来10-20年在[交通]基础设施上的投资非常重要，这同时也是一个巨大的机遇。”为此，中国投资者现

在已经开始从最初的以CBD为主的投资战略转化为多元化策略，最近开始投资开发悉尼西南郊区。据一位活跃在该领域的投资者说，“冒进”的投资者以5%的收益率购买了墨尔本郊区限制转让的零售中心。在一般情况下，他补充说，“距离省会城市100公里的城市十有八九都做得很好，我们会在这样的地方投资。”内部收益率（IRR）在8.5%，收益率6% - 7%很常见。

向郊区迁移也符合开发商采用得越来越多的混合用途项目开发模式。居民可以在同一个街区工作和生活。这对于这里的居民来说是一个难得的福利，因为亚洲有越来越多的城市会发生的交通拥堵问题，也意味着上下班要在交通上花费几个小时。这类项目如果要取得成功，需要形成一定的规模才能吸引人们入住。有一位受访者建议说，可以对这个模式进行小规模复制，就像在美国许多在建的住宅项目一样，在住宅底楼配置小面积的、配备完整的办公室供居民使用。

发展中市场

市场利好和资产回报率提升显示出市场情绪的好转，而这一点在ULI今年的投资前景排名中得到了最好的体现。在这份排名中收益率提高的新兴市场城市独占鳌头。这些城市排名中特别包括了印度的城市，这些城市排名原本一直停留在名单的末位。排名靠前的还有胡志明市和马尼拉市。

但我们要警惕的是，情绪是一回事，而实际把资本投在哪儿是另一回事。并没有明确指标表明，当投资兴趣从传统投资目的地转移到其它地方寻求收益时，投资人的想法也有了变化。用一位驻香港的受访者的话说：“我接触的所有投资者现在都在传统投资市场以外寻找机会。”

印度在排名榜上的异军突起预示着它将为先知先觉者带来长期增长，也就是曾经发生在中国的那种长期增长。更直接的原因，是由于当前的行政机构通过改革过时的税收结构，实施有利于投资者的法规而提高了政策透明度和办事效率。尤其是，政府标准税收（GST）的出台将极大地促进办事效率的提高，减少繁琐的手续，降低税收。同时标志性的房地产（规范和发展）法案于2016年3月通过，必将改变住宅项目开发的现有局面，增加透明度，加强问责，让这个因长期拖延而闻名的行业彻底改观。新的房地产投资信托架构正在筹备中，该框架将提供更好的退出机制，虽然很多人预计，其实施起来可能困难重重。

图 1-14 亚太区房地产交易透明度评分

| 透明度 | 市场 | 2016 年排名 | 2016 年得分 | 2014 年得分 | 2012 年得分 | 2010 年得分 | 2008 年得分 |
|------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 高度透明 | 澳大利亚 | 2 | 1.3 | 1.4 | 1.36 | 1.22 | 1.15 |
| | 新西兰 | 6 | 1.4 | 1.4 | 1.48 | 1.25 | 1.25 |
| 透明 | 新加坡 | 11 | 1.8 | 1.8 | 1.85 | 1.73 | 1.46 |
| | 中国香港 | 15 | 1.9 | 1.9 | 1.76 | 1.76 | 1.46 |
| | 日本 | 19 | 2.0 | 2.2 | 2.39 | 2.30 | 2.40 |
| | 中国台湾 | 23 | 2.1 | 2.6 | 2.60 | 2.71 | 3.12 |
| | 马来西亚 | 28 | 2.3 | 2.3 | 2.32 | 2.30 | 2.21 |
| 半透明 | 中国一线城市 | 33 | 2.5 | 2.7 | 2.83 | 3.41 | 3.34 |
| | 印度一线城市 | 36 | 2.6 | 2.9 | 3.07 | 3.11 | 3.44 |
| | 泰国 | 38 | 2.6 | 2.8 | 2.94 | 3.02 | 3.21 |
| | 韩国 | 40 | 2.7 | 2.9 | 2.96 | 3.11 | 3.16 |
| | 印尼 | 45 | 2.7 | 2.8 | 2.92 | 3.46 | 3.59 |
| | 菲律宾 | 46 | 2.8 | 2.8 | 2.86 | 3.15 | 3.32 |
| | 中国二线城市 | 55 | 3.1 | 3.0 | 3.04 | 3.38 | 3.68 |
| 低度透明 | 越南 | 68 | 3.5 | 3.6 | 3.76 | 4.25 | 4.36 |

资料来源：仲量联行“全球房地产透明度”报告，2016。

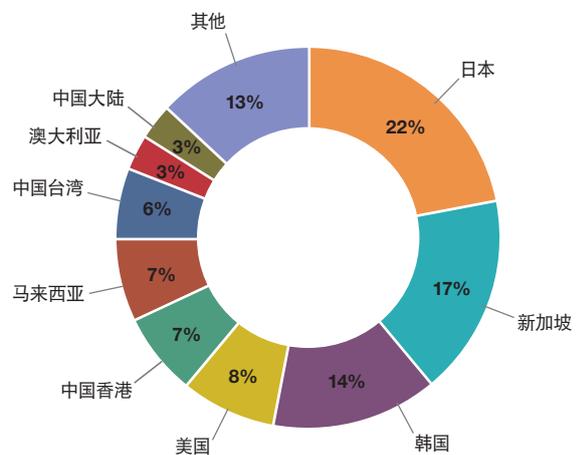
在已经有投资意愿的投资者中，大部分活跃在印度的外国投资者目前主要是物色大宗交易的主权基金、机构投资者以及大型私募股权基金。早期投资者大约是在五年前就进入了市场，主要投资商业园区，为印度欣欣向荣的外包行业提供了办公空间，特别是在班加罗尔。这些投资已经证明都非常成功。一位做写字楼投资的投资者表示，租金每年涨幅为15-20%，并补充说，“如果你搞到了适合的土地，你可以在印度的写字楼市场赚到12%到14%的资本收益率。”

由于印度有限的既有收益性商业地产都已经名花有主，投资人的关注点转向获取股本股权，或与当地开发商建立开发项目平台。有些机构投资者通过独立帐户的方式把资本配置在本地基金上。向国内住宅开发商提供结构性债权也是一种流行的方式，目前资本成本大约在16-18%一年，而几年以前，则高达20%出头。

同时，资本化率持续萎缩，从一年前的10%以上跌至现在的9%左右，且将一路向下。一位印度的受访者说，在一个即将达成的交易中，一家大型印度开发商与外国投资者谈判一处黄金商业地产投资组合，其资本化率约为7%。这位受访者表示，这“已经接近警戒线水平，在这个水平上，我觉得未来前景可能不太妙。”不过可能真的仍然有人会以这样的价格接手。

越南是另一个表现可圈可点的新兴市场。一位投资者表示：“我想如果说到新兴市场，越南应该排在前面，这几乎是所有投资者的共识。”从经济上来看，它的发展历程与中国类似。也历经了类似的阶段，建了大量轻工制造业工厂生产出口产品。越南的经济增长可能会加快，主要原因是，越南被看作是取代中国制造业的理想选择，因为中国的成本上升，商业环境对于外国投资者也已经变得更有挑战性。

图 1-15 有意购买越南资产的外国投资人比例



资料来源：世邦魏理仕研究，2015 年第四季度。

澳大利亚: 关键主题

澳大利亚长期以来一直是一个吸引着国内外核心投资者的目的地,这种吸引力在2016年丝毫没有减退——这要归功于透明、成熟的市场和跨多个资产类别相对较高收益率。为了规避其它发达市场逐渐加剧的风险(如英国脱欧),越来越多的外国投资者把澳大利亚视为安全的避风港。同时,今年整个地区普遍出现可投资资产严重短缺,澳大利亚更是如此,因为相对于日本等国家来说,澳大利亚的可投资资产规模不大,而且其市场过于集中在核心产品。据一位本地基金经理表示:“寻找机会的资本量远远超过可以利用的机会,因为机构品质的房地产数量有限。投资经理们一直在紧紧抓住优质资产不放,否则我们投资到什么地方?”

同时,传统上依赖大宗商品出口(珀斯、布里斯班)和更侧重于专业服务(悉尼、墨尔本)的城市之间,其基本面仍然存在分歧。在一定程度上,这反映出大城市国内生产总值呈现正增长,推动投资吸收。此外,说到悉尼的供应受到限制,其原因是目前的发展周期结束(特别是在布朗格鲁),再加上一系列住宅改造项目和正在进行的轻轨建设计划,这将减少大约36万平方米的市场(即当前库存的6%到8%)。预计在接下来的三四年租金将呈两位数增长,因此大多数澳大利亚受访者将悉尼写字楼市场列在第一位。同时,由于激励措施会越来越少

(到2017年底,可能会从目前的30%下降到约23%),预期收益会进一步增加。墨尔本的租金也应该会上涨,虽然上涨幅度不会太大。

特别是鉴于现金基准利率下降,大多数受访者预计上限利率会进一步收紧,虽然从净值来说,由于激励措施的影响,这些利率已经比明面所见的要低一些。写字楼收益率特别紧,只有5%多。于是很多投资者将投资重点转移到别处。

新的重点领域包括构建核心项目、买入B级资产(虽然这里的收益也在压缩),和在非中央商务区进行投资,尤其是在悉尼,悉尼正在实施一个巨大的基础设施建设计划,承诺在未来十年中改造外围地区(特别是西部郊区)。

此外,物流中心现在大受欢迎,特别受国内和新加坡机构投资者的热捧。一位新加坡的房地产投资信托基金经理表示,目前物流中心收益率“超过7%”,可提供“相比新加坡更像是个机构市场,并具有长期承诺、优质建筑物、良好的信用等优势”。对于已经具有高收益的房地产投资信托基金,物流中心一般也可增进收益率。许多本地大型投资机构也在未开发区域建造各种设施,所以这个空间也不大了。

过去在越南,大多数国际投资者都把目标对准住宅市场,重点通常是中端—高端住宅开发项目。但随着公寓市场目前已经“饱和”,经济增长迅速,“在越南,商业市场现在无疑是有待观望的市场,特别是胡志明市的写字楼,该市场目前发展非常强劲——这也正是我们积极寻找的市场。”在河内和胡志明市也有新兴的写字楼市场吸引机构投资。定价很高,收益率在7%到8%左右,而且“在接下来的几年里供应量也不多,”一位基金经理说。该市场很受日本投资人以及新加坡和香港大型综合开发商的欢迎。

越南的快速工业化表明,应该有投资物流和商业园区的空间,但到目前为止,这些领域还没有看到明显的增势。

印度尼西亚是第一个在城市土地学会的调查中广受欢迎的东南亚市场,尽管投资者仍然没有失去对这座城市(雅加达)的兴趣,但其排名已经下滑。尤其是写字楼市场出现了严重的供应过剩问题,就像随着资源价格的下降,石油和天然气公司的需求也在下降一样。

久而久之,空置率飙升,并且出现投资转移的情景。“人们正在寻求脱手,因为一些优质大楼的租金下降了50%。”一位当地基金经理说,他指出,资本化率已从约6.5%提高到10%或以上。但是,更大的问题是“没有真正的交易。所以现在是观望的游戏——如果你处在一个有利的位置,长期发展趋势会很不错;但是如果你是在

还有一个很受欢迎的市场就是零售物业。目前大型区域购物中心的收益率超过了本地写字楼领域,这是历史常态的逆转。一位本地基金经理表示,这提供了“该空间在未来12个月内大幅上升的潜力”,由于这种类型的资产很少进入市场,这可能很难实现(除了投资房地产信托基金)。除此之外,由于受到电子商务的威胁,低增长和次区域中心存在问题,但是比较邻近大城市的高增长区域商场则为百货公司的重建提供了很好的潜力。房东们开始对他们的资产进行重新定位或更新,这已经成为一个主要趋势。

由于价格飙升,住宅市场在一些地方仍然很受关注。美国市场分析公司Demographia的世界最贵住房市场排行榜上,悉尼位列第二(墨尔本排名第六),因此银行已经收紧了开发商和个人购房者(特别是国外开发商和购房者)的贷款要求。但是,人口增长仍然是一个不变主题,无论是从进入澳大利亚的外国移民方面来看,还是随着大宗商品繁荣逐渐消退,工人从外围地区搬回城市而言。当前较大的住宅供应得以吸收,特别是那些方便进入城市中心的区域,需求仍然很高。

大量的外国资本继续进入澳大利亚寻找交易机会,虽然2015年来自国内机构的收购在投资级别资产收购中占比居首,是多年来的第一次。这反映出澳大利亚国内养老基金所持有资

本比重之大带来的压力,随着个人缴款的增加和资金向房地产市场(相对于国内股票和债券,资金更青睐房地产)的重新分配,这种压力仍然在不断增加。

根据世邦魏理仕的数据,2016年上半年,全球主要投资者是美国(22亿美元)和中国(14亿美元)。中国开发商继续把重点放在住宅开发上,其中部分是从城市中心的乙级写字楼到高端住宅的用途转换。但出现了一些问题。据一位受访者说:

“一些[中国]团体已经为资产支付了巨额资金,理由是他们可以在当前的规划体制之上使他们的楼面面积翻倍,然后意识到情况不一定如此,因为制度是相当严格的。因此,一些人不得不进入下一个开发周期。”随着合适资产的数量不断减少,将来转换用途项目可能会慢慢消失。

对当地市场不熟悉意味着外国投资者通常不愿意从中央商务区搬出去,但缺乏可用的库存意味着如果他们想要进行投资,往往没有什么选择。特别是,据报告中国买家一直在悉尼郊区购买地块,用于土地储备和住宅开发,一般都在有好学校的地区。

一个几乎没有什么基础设施的地方,并且你的大楼设施欠佳,那么你的投资注定会失败。”

雅加达被认为是未来潜在不良资产投资机会的来源,这也许并不令人奇怪:“亚洲金融危机带来的并不全是不幸,反而可能是一个非常好的周期性进入点。”

菲律宾也在继续吸引外国投资者,几乎每个市场都有良好的增长,特别是以写字楼为导向的业务流程外包(BPO)市场。目前最大的挑战是获取土地,而且交易竞争加剧。

但是,对于国际基金而言,菲律宾存在的真正问题是,市场一直很难进入,因为它不太需要外国资本的加入。据一位本地开发商说:

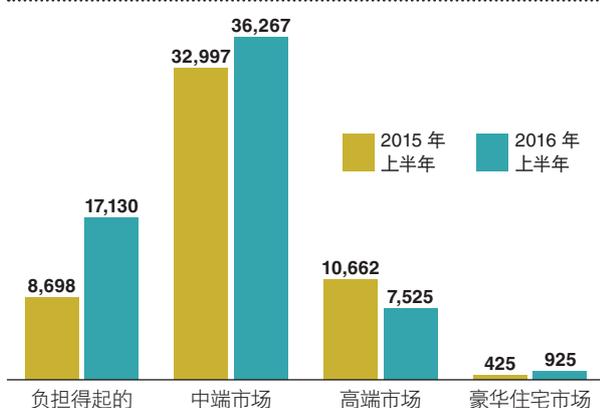
“现实是,虽然外国投资者喜欢菲律宾,但可以进行的交易不多,可以合作的人也不多。房地产资产在这里的交易或出售并不积极,退出策略也不明确——多数建筑物由开发商建造和持有,用于创收。”

一位外国基金经理的观点大致相同:“作为市场,我们喜欢它,但我们在很大程度上是以合作伙伴为驱动力,在过去五年我们只是没有找到合适的合作机会和定价。所以我们已经退出了。”

可支付住宅迅速增长

由于通常高端住宅能给住宅开发商带来更大的利润,因此新兴市场将大量投资(比例失衡)注入豪华住宅,尽管这些市场对所有价

图 1-16 印度负担得起的住房建设(套数)



资料来源:高纬物业

格点的住宅都有着强烈的需求。但这种情况正在发生改变,部分是出于地方政府的要求,也是由于新出现的供应过剩问题。

中国是第一个积极推动大规模开发经济适用住房的亚洲国家,2011年启动了一项计划,每年开工建设约500万套经济适用房。但利润很少,几乎是没有,因此私人股权投资者不太可能对这种项目感兴趣,尽管在一定程度上它们是不可避免的,因为大多数土地拍卖通常都会有固定的比例强制用于经济适用房。

一位雅加达基金经理表示,在印度尼西亚,中高端住房近期销售疲弱,与低价住房需求强劲(即售价在4万美元以下)形成对比。经济适用房计划现在吸引了国际基金机构的兴趣,“提供25左右的内部收益率和两倍的现金乘数——你也可以很快退出,因为建设技术非常简单。”

印度需求巨大,供应紧缺,也是给予经济适用住房强有力政策支持的市场。最近的税收减免产生了实际的开发利润,现在已经开始引起外国投资者的兴趣。虽然该领域长期受到土地短缺和官僚惯性的影响,但是穆迪政府已经采取行动,启动低成本住房建设,据经纪机构高纬物业统计,2016年上半年新开工率较上一年同期翻了一番。鉴于中高价格的房地产目前已经停滞,更多的投资者现在被吸引到一个提供长期现金流机会的领域。

其他新兴市场包括越南和菲律宾,政府很快将会出台推动经济适用住房计划的政策。

价格上升,户型变小

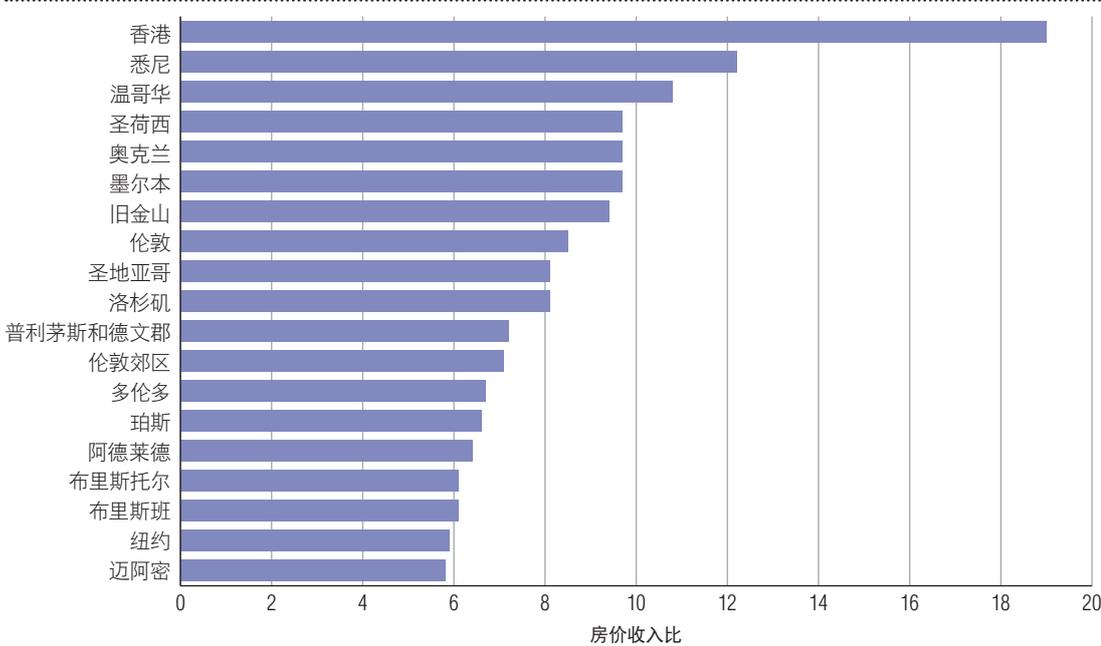
低利率、强劲的需求和持续的住房短缺继续推动大多数亚洲市场住宅价格的上涨。几年来,亚洲(除日本外)各国政府在监管方面的反应一直是稳步出台基于税收和其他限制的政策,旨在遏制投机性购房。最近,这些应对措施已经开始针对外国买家,特别是中国买家。

因此,由于澳大利亚的价格持续上涨,各州政府在2016年对外国购买者征收附加税,范围从3%(昆士兰州)到4%(新南威尔士州)到7%(维多利亚州)不等,2017年税率会更高。更重要的是,4月份,澳大利亚银行停止了对既不是公民也不是居民的外国购房者的新贷款,表面上是由于广泛的收入证明欺诈。这对外国买家造成了破坏性的影响,并导致结算风险上升,因为外国期房买家争相寻找融资。加上悉尼和墨尔本即将开始有一系列公寓项目竣工,以及最近中国政府出台限制资本出境的政策,按一位本地开发商的话说,这一举措对外国买家来说简直就是一场“风暴”。他说,到目前为止,这场风暴“尚未令市场情绪表现出大范围回落——目前大部分销售都大赚了一笔,所以这对于人们结算是一个很好的激励”。尽管整体影响可能需要一定的时间才会显现,但需要注意的是,其他区域市场出台类似的限制性规则之后,中国买家在这些市场中的购房活动也开始急剧下降。

同时,中国的房价仍然剧烈波动。小城市的巨量供应正在慢慢消化,市场情绪在2016年普遍大幅反弹,根据数据提供商中国房产信息集团的统计,排名前100的城市价格较2015年8月的低点上涨17%(排名前十的城市为24%)。

这导致政府出台了2011年以来最严格的一轮监管,采取新的措施,从提高首付款要求到禁止外地购买者。即使是这样,截至9月底,一位受访者表示:“从需求和市场情绪来看,这些措施似乎没有达到北京想要的效果。”现在大城市面临的一个特殊问题是供应缺乏,仅仅三到四个月,上海和北京的库存下降到“前所未闻”低水平。其结果是,“能卖的都卖了。”在个别市场,采取更紧缩的措施似乎是不可避免的。

图 1-17 2015 年主要住宅市场，按可负担性划分



资料来源：Demographia。

注：可负担性以房价除以家庭收入计算

尽管与2016年下半年达到的峰值相比，香港的价格略有下降，但2016年下半年购房势头却有所回升，主要体现于新建房地产，新建房地产可为开发商提供较高的贷款价值比融资。新加坡由此成为房价似乎已经得到有效控制的唯一主要市场。但是，尽管如此，在过去五年中，大众市场房屋的价格下跌仍然不大，下跌幅度较大的仅限于高端房地产。

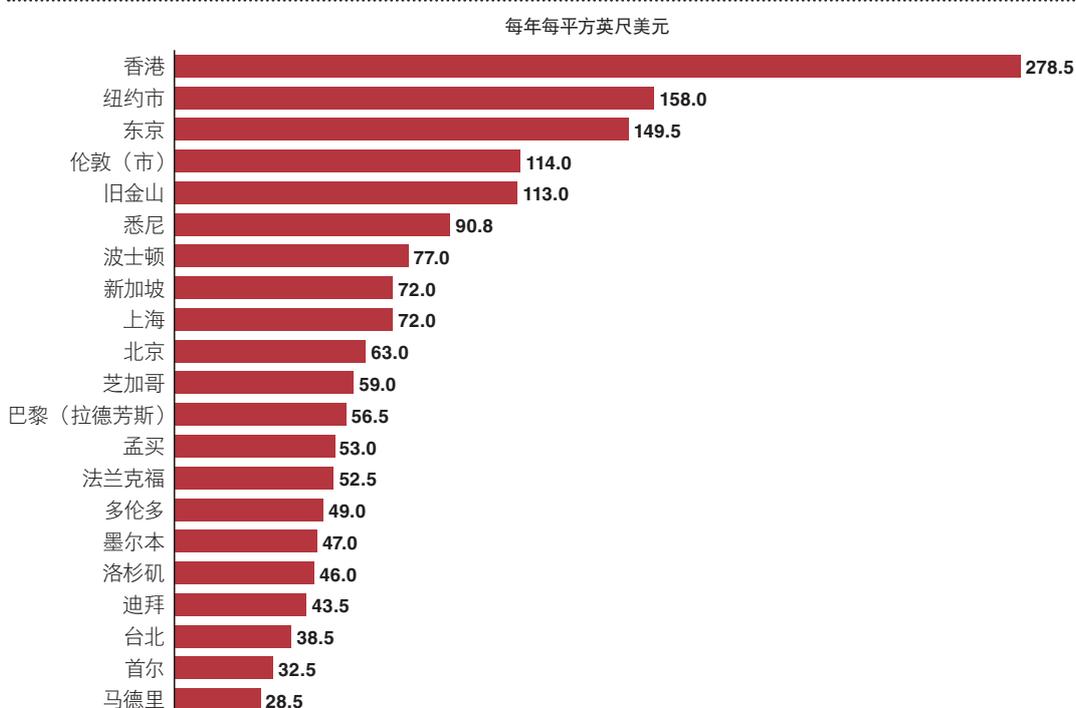
结论似乎是，在没有较高利率制度的情况下，亚洲房地产市场可能保持强劲。总体而言，价值大幅上升，没有下降的倾向。其中一个结果是，为了提供可以负担得起的产品，住房的大小继续缩小，有时达到几乎难以置信的水平。深圳和上海（这两个城市最近的房价一直是中国最坚挺的）一些作为“青年公寓”出售的开发项目面积只有130平方英尺。在香港，也存在这一趋势，至少有一家主要开发商采用“火柴盒”模式作为其发展战略的一个主要板块，以建筑面积刚超过160平方英尺的公寓为重点。

千禧一代和共享经济

还有一种关于亚洲住宅逐渐萎缩的看法（与美国新兴模式一致），即它反映了年轻千禧一代的需求，他们愿意接受较少的个人空间，只要他们可以获得共享的社会设施，如健身房、厨房、生活区，甚至在同一建筑物内的办公空间。当地开发商和设计师在一定程度上认识到了这一点，他们越来越多地在新住宅和办公项目中设计了更多更好的共享空间。

虽然这是否真的是千禧一代自愿的选择还有待商榷，但几位受访者指出，千禧一代生活习惯的变化可能对亚太地区生活空间的设计带来长期影响。面积越来越小只是其中一个方面。一位日本受访者指出：“我的员工是一样的，但20多岁和30多岁的人不再买房，也不买车或开车。”他暗示道，其结果是可能造成家庭型公寓增加，理由大概是孩子们将选择与父母一起生活。从更长远的角度来看，优步等共享运输服务的增加使汽车拥有率大大减少，缓解了对停车空间的需求。

图 1-18 摩天大楼高层高级写字楼租金



资料来源: Knight Frank, Newmark Grubb Knight Frank, Sumitomo Mitsui Trust Research Institute

共享工作空间迅速发展

目前, 亚洲共享型经济的影响主要在写字楼领域, 在该领域共享工作空间的概念 (哪怕是在一年前也几乎没有引起任何关注) 迅速得到认可和接受。共享工作空间提供基于订购的社区导向型办公设施, 开放式布局, 配备从免费咖啡 (或啤酒) 到快速Wi-Fi等共享设施。

最初的想法是吸引年轻的自由职业千禧一代和企业家, 联合空间的优势也逐渐吸引了大公司的目光。因此, 那些正在努力应对区域人员需求不断上升的跨国公司将视线转向这些共享设施, 可以提供可扩展性和便利性, 而不需要支付昂贵的长期租金和装修费用。最近, 一家大银行从香港一家新开的联合办公空间提供商那里为其数字开发团队租用了300多个工位。

最近, 联合办公和更多服务式办公室经营者对亚洲房地产市场的拉动作用非常明显。例如, 在香港, 根据高力国际的统计, 仅在2016年前六个月, 这类租赁空间达到约25万平方英尺。作为新兴科技创业中心城市的新加坡, 以及在科技创新方面有着悠久历史的北京和上海, 也成为联合办公运营商的目标。

转向不那么传统的工作场所, 也反映在许多银行和金融公司的行为中, 他们在自己的办公室采用办公桌轮用和基于活动的工作模式。这有双重好处, 既能降低成本, 又提供了协作的工作环境。根据世邦魏理仕最近的分析, 这一趋势在澳大利亚、香港、新加坡、北京和上海的写字楼租户中尤其明显。

由此导致的一个结果是, 许多新开发建筑物的设计正在改变。据一位悉尼大型非上市基金的经理说: “我们一直在进行大量的研究, 看看在五到十年内我们的租户和租客需要什么, 我们即将开始一系列的开发[在此基础上]。因此, 很多正在开发的新建筑的利用效率很高。密度要高得多, 而租户需要的空间更小, 即使支付的租金更高——这意味着他们可以通过更高效地使用空间降低他们的入住成本。”

大公司削减租赁成本的另一种方法是将行政和后台办公职能部门集中到更便宜的地点。这尤其适用于上海等价格最高的城市, (尤其是) 香港, 香港中央商务区的写字楼租金迄今为止是世界上最高的。该城市的中央商务区继续吸引大量中国大陆金融公司, 许多外国银行正在将其后台办公职能部门派往不那么集中的地点, 如东

图 1-19 中国债务占 GDP 的比率



资料来源: 国际清算银行。

九龙的新建第二中央商务区。悉尼和墨尔本似乎并非如此, 据一位受访者称, 一些银行现在正在将办公室召回到原来的中央商务区。

利用联合办公趋势盈利

对于投资者来说, 亚洲新工作场所战略的迅速出现提出了如何利用这种趋势盈利的问题。目前, 联合办公行业仍然以具有标准商业模式的专业运营商为主, 需要长时间租赁 (10至15年) 适当建筑中的多个楼层, 并每月向个人用户收取“会员”费。不熟悉此类业务的运营意味着, 现在, 经营联合办公设施的房东更愿意将管理外包给第三方运营商。这有时是在收入分享的基础上进行的, 但还没有出现固定的模式。

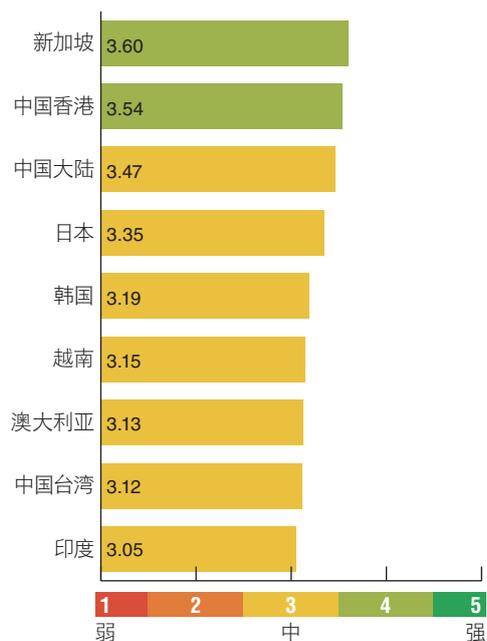
据一位基金经理说: “人们都在想这件事, 但没有人知道能从中赚多少钱。我有一些空置的办公空间[在我们的一栋大楼内], 我一直在想也许我们可以在那里搞一些联合办公。但是, 那么, 谁来经营呢? 我不行, 如果我找到别人, 他们会想在租金上要一个折扣, 他们会从中获得利润。作为房东, 你怎么抓住这种机会?”

办公空间策略也开始在增值投资中发挥重要作用, 投资者现在可以通过将办公室的一层或两层专用于开放布局的联合办公空间以及高科技会议室 (也许还有存储空间) 来使自己的产品与众不同。

据一位增值投资者说: “我们不是试图要与服务式办公室运营商或新兴的[联合办公企业]竞争, 但事实证明, 我们已经做了大量与

他们所做项目非常相似的项目。我们不提供免费啤酒, 但通过打造一些较小的套房, 提供一套共享的会议室, 相对于不提供家私和会议室的[非常]标准香港业主, 你绝对可以获得更高的租金。所以这就是我们要使用的商业模式。”

图 1-20 受全球经济影响的程度



资料来源: 《2017年亚太区房地产新兴趋势》调查

中国风险仍然可控

中国企业和国有产业高额的债务很长时间以来一直是人们关注的话题，再次提出这个问题有一些风险疲劳。尽管如此，受访者仍然将中国全局性危机的前景作为该地区最大的潜在关注点。根据中国社会科学院的统计，负债已经在继续增加，债务总额达到国内生产总值的约250%。根据香港投资银行里昂证券的统计，债务累积为经济增长率的两倍左右，到2020年，这一数字将上升到国内生产总值的321%。

政府对国有银行资金出借的限制如今正把新借款需求推入中国迅速发展的影子银行业的怀抱，影子银行对贷款人的管理不严，他们将债务打包作为债券、信托、P2P贷款和“理财”产品（通常由银行作为资产负债表外资产出售）。这些产品有时会经过杠杆作用，以期获得更大的回报。虽然转向影子银行融资有助于减少国有银行的风险，但它也将贷款风险转移给了那些财务（有时候还有诚信）往往不透明的新投资者，使得政府更加难以控制这个问题。根据里昂证券的估计，目前，影子银行贷款占中国国内生产总值的53%。

同时，中国金融体系内坏账的真实程度仍然是雾里看花。从官方来说，国有银行不良贷款与国内生产总值的比率不到2%。但是，甚至中央政府也认为这个数字是不准确的，独立估计显示要比这一数字高得多。里昂证券认为它占国内生产总值的15%-19%，而惠

誉评级则提出是15%—21%。同时，根据国际货币基金组织最近的一份报告，“整个供应链[包括在房地产市场]应付债务明显增加，表明广泛和不断上升的企业压力。”鉴于公司利润下降，并且中国借款最近的增长是由理财产品的激增导致，这些产品的回报率在14%以上，坏账率增加的可能性似乎很高。

但是，在西方经济背景下债务上升令人担忧这一事实并不意味着同样的标准适用于中国。在一定程度上，这是因为国有银行可以使用大量的客户存款来为其活动提供资金。相比西方银行，这是一个可靠得多的资金来源，其流动性依赖银行间市场。因此，雷曼兄弟式的流动性危机不可能在中国出现。此外，表面上，北京能够将政策授予大陆的私人银行，这意味着它可以有效地指示如何调解个别危机，不管是通过从某个来源注入现金，还是（例如）通过中国已经很高的利率利差提高银行利润冲销坏账。

当然，这并不意味着中国可以简单地避免高额的债务。最后，目前的政策反映了长期的体制性效率低下，最终导致增长缓慢，收益不高和生产率降低。这些似乎更可能是高额未偿债务带来的后果，而不是更常见的金融危机带来的。

房地产资本流动

“欧洲和美国基金正在力求将其房地产分配比例提高到15%；从我们所看到的来说，中国保险公司大约有1%是分配给房地产。如果他们有着和美国相同的看法，**达到15%意味着将有2400亿美元进入房地产市场。**”

近年来，亚太地区的房地产资本流出特点一直是大量新资本从区域机构进入市场，大约从三年前开始，主要来自中国、新加坡、香港和韩国。

同时，入境资本近年来继续稳步增长，虽然仍然不到全球金融危机前的一半。

出境资本增加

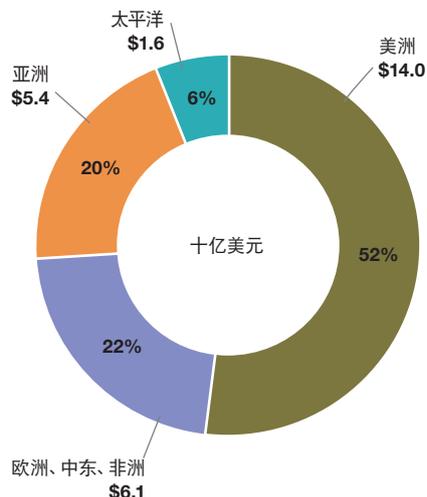
2016年亚洲资本持续加速流入全球房地产市场。根据世邦魏理仕的统计，2016年上半年的登记资本为270亿美元，远高于2015年同期的190亿美元。其中，大约60%来自中国，其中约一半来自国内保险公司。目前亚洲房地产资本流出是2010年登记流出量的十倍。鉴于其养老金体系中持有的现金数量，澳大利亚算不上是

资本输出大国，或许这并不奇怪，上半年只管理了大约40亿美元。

“在全球金融危机之前，澳大利亚有相当大一部分资本流出；事实上，它在2007年达到亚太地区总数的84%。”一位澳大利亚分析师说。“但是到2012年，资本流出占比是1%，而且从来没有真正回过。”

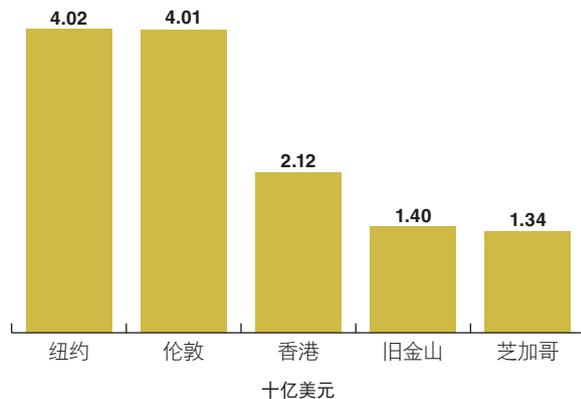
一般来说，大多数出境亚洲资本都以欧洲或美国的资产为目标，后者去年成为主导市场。在2016年上半年，约有140亿美元（占流出资本总额的52%）流向美国，其中61亿美元（占总数的22%）以欧洲资产为目标，主要是在伦敦。虽然纽约和伦敦之类的门户城市仍然最具吸引力，但亚洲投资者越来越愿意转移到欧洲大陆和北美洲未涉及的地区。

图 2-1 亚洲出境资本流，2016 年上半年



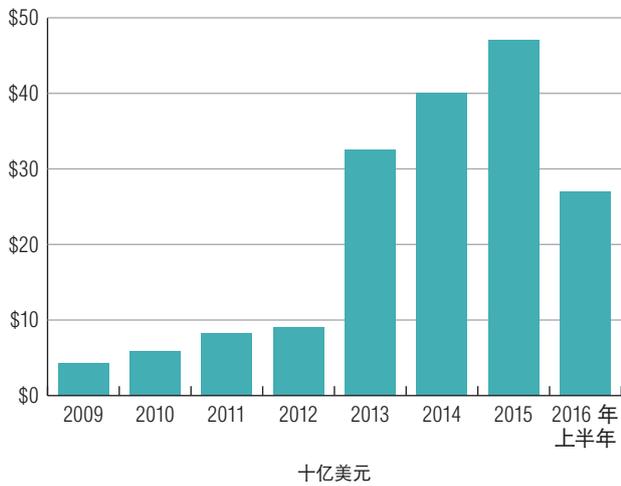
资料来源：世邦魏理仕调查

图 2-2 亚洲出境资本最大目的地，2016 年上半年



资料来源：世邦魏理仕调查

图 2-3 亚洲出境全球房地产投资



资料来源: 世邦魏理仕调查

流出数字迅速增长的主要原因是亚洲国内机构迫切需要找到一个投资地, 用于利用本地区不断积累的庞大资本储备, 因为本地区的可投资资产供不应求, 并且回报已经很低了。特别是, 这些机构包括主权财富基金 (SWF)、养老基金和保险公司。正如一位国际基金经理所说: “长期低利率意味着机构投资组合无法用传统的固定收益和权益配置来满足其回报率, 因此需要转向包括房地产在内的高收益防御型股票。”

值得关注的市场与领域

“在过去，新兴市场和开发风险——我们常常面临的——显然不是‘那么受欢迎’。但是在过去12个月中，潜在的机构合作伙伴发生了**巨大变化**，愿意冒我们为了产生回报而承担的风险类型。”

“在过去，新兴市场和开发风险——我们常常面临的——显然不是‘那么受欢迎’。但是在过去12个月中，潜在的机构合作伙伴发生了巨大变化，愿意冒我们为了产生回报而承担的风险类型。”

如果去年的调查结果（其中日本和澳大利亚的城市被称为投资者最喜欢的城市）可以被视为“投资安全转移方法”的投票，那么四个新兴市场目的地成为今年调查结果的首要选择则反映出截然不同的要求——“追求收益率”。向高风险战略的明显转变反映

出当地情况的变化。一方面，虽然门户城市对核心资产的需求仍然和以前一样强劲，但买家却无法以可接受的价格（或以任何价格）收购可投资资产。同时，随着整个区域的上限利率持续下降，确定能够提供较高回报率的投资的需求也越来越强。这些回报最为明显地集中在新兴市场目的地。

这并不意味着（有一些明显的例外）投资基金现在正在纷纷把目光投向这些城市。尤其是，新兴市场目的地的规模不足以容纳投

图 3-1 2017 年城市投资前景

| | 普遍差 | 一般 | 普遍良好 |
|--------------|-----|----|------|
| 1 班加罗尔 | | | 4.08 |
| 2 孟买 | | | 3.71 |
| 3 马尼拉 | | | 3.68 |
| 4 胡志明市 | | | 3.61 |
| 5 深圳 | | | 3.45 |
| 6 上海 | | | 3.41 |
| 7 雅加达 | | | 3.38 |
| 8 曼谷 | | | 3.36 |
| 9 悉尼 | | | 3.35 |
| 10 广州 | | | 3.34 |
| 11 北京 | | | 3.31 |
| 12 东京 | | | 3.28 |
| 13 新德里 | | | 3.26 |
| 14 奥克兰 | | | 3.24 |
| 15 大阪 | | | 3.23 |
| 16 墨尔本 | | | 3.22 |
| 17 首尔 | | | 3.14 |
| 18 香港 | | | 3.00 |
| 19 吉隆坡 | | | 2.87 |
| 20 中国 - 二线城市 | | | 2.85 |
| 21 新加坡 | | | 2.84 |
| 22 台北 | | | 2.84 |

资料来源：《2017 年亚太区房地产新兴趋势》调查

图 3-2 2017 年城市开发前景

| | 普遍差 | 一般 | 普遍良好 |
|--------------|-----|----|------|
| 1 班加罗尔 | | | 4.00 |
| 2 胡志明市 | | | 3.68 |
| 3 孟买 | | | 3.67 |
| 4 马尼拉 | | | 3.56 |
| 5 深圳 | | | 3.46 |
| 6 雅加达 | | | 3.35 |
| 7 上海 | | | 3.31 |
| 8 北京 | | | 3.30 |
| 9 悉尼 | | | 3.26 |
| 10 新德里 | | | 3.21 |
| 11 曼谷 | | | 3.17 |
| 12 墨尔本 | | | 3.13 |
| 13 广州 | | | 3.09 |
| 14 大阪 | | | 3.06 |
| 15 东京 | | | 3.02 |
| 16 奥克兰 | | | 2.86 |
| 17 中国 - 二线城市 | | | 2.85 |
| 18 香港 | | | 2.85 |
| 19 台北 | | | 2.84 |
| 20 首尔 | | | 2.83 |
| 21 吉隆坡 | | | 2.71 |
| 22 新加坡 | | | 2.57 |

资料来源：《2017 年亚太区房地产新兴趋势》调查

资资金需要共同部署的庞大资本。绝大多数投资者也缺乏关系、经验或风险承受能力,可很容易地利用这些机会。

尽管如此,这次调查很值得注意,它不仅证明了目前在将资本投向更成熟的亚洲市场存在的困难,同时也证明了几个亚洲新兴市场的经济状况快速改善,使一些城市在短短几年中从排名接近最后攀升到接近榜首。

根据经纪机构高纬物业的统计,班加罗尔和孟买这两个印度城市的崛起最为明显,反映出印度房地产私募股权投资近来的增长趋势,在2015年增长了55%,达到39.6亿美元。紧随其后的另外两个新兴市场目的地是菲律宾和越南,连同深圳、雅加达、曼谷等其他投资者罕至的城市。

新兴趋势调查的其他主要趋势包括:

- **主要门户城市受青睐程度大幅下降。**
与新兴市场兴起的戏剧性一样,之前调查中领先城市的衰落(特别是东京,现在是排名12位)同样值得注意。悉尼(排名第九)是另一个机构投资者长期以来非常青睐的城市,现在已经不那么受欢迎了。值得注意的是,事实上,现在表中位于中下水平的城市大约一半都是成熟的门户城市。
- 特别是, **新加坡的吸引力急剧下降。**受到办公空间产能过剩、零售销售下滑以及住宅价格连续五年下跌,该城市已经跌到排名最尾,就在五年前它还位于榜首。

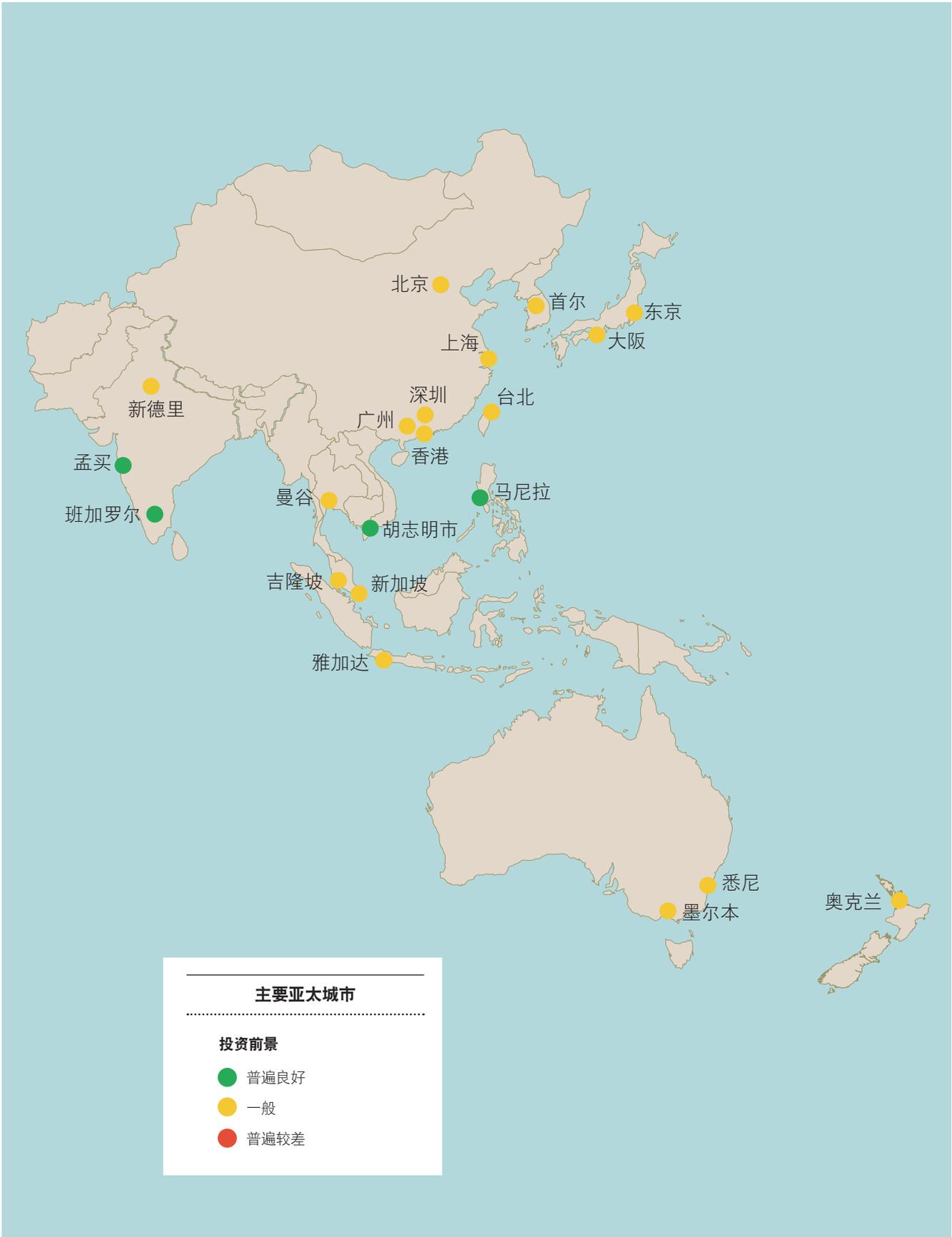
图 3-3 历史投资前景排名

| | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 班加罗尔 | 1 | 12 | 17 | 20 | 19 | 9 | 10 | 14 | 4 | 12 | 10 |
| 孟买 | 2 | 13 | 11 | 22 | 20 | 15 | 3 | 8 | 7 | 10 | 17 |
| 马尼拉 | 3 | 8 | 8 | 4 | 12 | 18 | 20 | 20 | 19 | 19 | 18 |
| 胡志明市 | 4 | 5 | 13 | 19 | 18 | 10 | 11 | 13 | 13 | 8 | 12 |
| 深圳 | 5 | 18 | 19 | 10 | 16 | — | — | — | — | — | — |
| 上海 | 6 | 9 | 6 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 5 | 1 | 2 |
| 雅加达 | 7 | 6 | 2 | 3 | 1 | 11 | 14 | 17 | 20 | 20 | 19 |
| 曼谷 | 8 | 19 | 16 | 11 | 6 | 14 | 17 | 19 | 18 | 18 | 8 |
| 悉尼 | 9 | 2 | 4 | 5 | 4 | 3 | 6 | 6 | 14 | 15 | 16 |
| 广州 | 10 | 20 | 20 | 6 | 15 | 6 | 8 | 12 | 16 | 9 | 7 |
| 北京 | 11 | 14 | 10 | 8 | 7 | 5 | 7 | 3 | 12 | 6 | 9 |
| 东京 | 12 | 1 | 1 | 1 | 13 | 16 | 12 | 7 | 1 | 3 | 3 |
| 新德里 | 13 | 16 | 14 | 21 | 21 | 12 | 5 | 10 | 9 | 13 | 14 |
| 奥克兰 | 14 | 10 | 15 | 17 | 17 | 20 | 18 | 16 | 17 | 14 | — |
| 大阪 | 15 | 4 | 3 | 9 | 22 | 21 | 19 | 18 | 15 | 4 | 1 |
| 墨尔本 | 16 | 3 | 5 | 13 | 10 | 7 | 9 | 9 | 11 | 17 | 6 |
| 首尔 | 17 | 7 | 7 | 15 | 14 | 19 | 16 | 4 | 6 | 7 | 13 |
| 香港 | 18 | 15 | 21 | 18 | 11 | 13 | 4 | 2 | 3 | 5 | 11 |
| 吉隆坡 | 19 | 21 | 12 | 14 | 5 | 17 | 15 | 15 | 10 | 11 | 15 |
| 中国二线城市 | 20 | 22 | 22 | 12 | 8 | — | — | — | — | — | — |
| 新加坡 | 21 | 11 | 9 | 7 | 3 | 1 | 1 | 5 | 2 | 2 | 4 |
| 台北 | 22 | 17 | 18 | 16 | 9 | 8 | 13 | 11 | 8 | 16 | 5 |

资料来源:《2017年亚太区房地产市场新兴趋势》调查
注:—=无数据

各类资产的主要买入/持有/卖出排名如下:

- 工业/物流 — 深圳买入,台北卖出;
- 住宅 — 班加罗尔买入,台北卖出;
- 写字楼 — 马尼拉买入,曼谷卖出;
- 零售 — 马尼拉买入,中国二线城市卖出;
- 酒店 — 班加罗尔买入,广州卖出。



受访者名单

AD Investment Management Co. Ltd.

Kenji Kousaka

ALE Property Group

Andrew Wilkinson

Altis Property Partners

Alastair Wright

AMP Capital

Tim Nation

Angelo, Gordon

Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.

Haruyuki Shinya

BAML

Sarah Cooper

BlackRock

Rio Minami

The Blackstone Group

Stuart Grant

Brookfield Asset Management

Niel Thassim

Brookfield Australia

Andrew McVeigh

Cache Logistics Trust

Daniel Cerf

CBRE

Henry Chin
Brent McGregor
Zoltan Moricz

CBRE Global Investment Partners

Alex Crossing

CBRE Global Investors

Tetsuya Fujita
Richard T.G. Price

Cbus Property Pty. Limited

Adrian Pozzo

Challenger Limited

Trent Alston

Charter Hall Group

David Harrison

Chongbang Group

Henry Cheng

Colliers International

John Kenny

Daiwa House Industry Co. Ltd.

Tetsuo Suzuki

Daiwa Real Estate Asset Management

Akira Yamanouchi

DBS Group Holdings Ltd.

Eng-Kwok Seat Moey

Deutsche Bank

Hugh Macdonald

DEXUS Property Group

Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.

Takashi Tsuji

ES-CON Japan

Takatoshi Ito

Far East Organization

Philip Ng Chee Tat

Fife Capital

Allan Fife

Folkestone Limited

Adrian Harrington

Fortress Investment Group

Akio Yamashita

Frasers Australand Pty. Ltd.

Rod Fehring

Fukuoka Realty Co. Ltd.

Etsuo Matsuyuki

GenReal Property Advisers

Ankur Srivastava

Global Logistic Properties

Seek Ngee Huat

Goldman Sachs Asset Management Co. Ltd.

Hiroyasu Kaizuka

The GPT Group

Matthew Faddy
Nicholas Harris

GreenOak

Dan Klebes

Hulic Co. Ltd.

Yoshito Nishikawa

Ichigo Real Estate Investment Advisors

Wataru Orii

IDERA Capital Management

Harumi Kadono
Takuya Yamada

Ingenia Communities Group

Simon Owen

Invesco Global Real Estate Asia Pacific Inc.

Ryukichi Nakata

Invesco Real Estate Investment

Louise Kavanagh
Saehee Kim

Investa Property Group

Jonathan Callaghan

IPC Corporation Limited

Patrick Ngiam

IREIT Global Group

Adina Cooper
Itzhak Sella

ISPT

Darren Schultz

J.P. Morgan Asset Management (Japan) Ltd.

Tetsuya Karasawa

JLL

Richard Fennell
Megan Walters

Kenedix

Masahiko Tajima

LaSalle Investment Management

Mark N. Gabbay

Mapletree Investments Japan K.K.

Norihito Matsushita

Marubeni Asset Management

Tetsuo Saida

Mercer Investments

Padraig Brown

Mirvac Group

John Carfi
Brett Draffen
Stephen Gould

Mitsubishi Corp.–UBS Realty Inc.

Toru Tsuji

Mitsubishi Estate

Tetsuji Arimori

Mitsubishi Jisho Investment Advisor Inc.

Takeshi Seki

Mitsui Fudosan Investment Advisors

Shuji Tomikawa

Mori Building

Hiroo Mori

The Net Group

Ramon D. Ruffino

Nippon Rescap Investors

Ken Fridley

Nomura Real Estate Asset Management Co. Ltd.

Naoki Kawahara

PAG Investment Management Limited

Naoya Nakata

Pamfleet

Andrew Moore

Payce Consolidated Limited

Brian Bailison

PGIM Real Estate

Benett Theseira

Professional Property Services Group

Nicholas Brooke

Property Council of Australia

Ken Morrison

PT Farpoint

Dougie Crichton

Quraz

Stephen Spohn

Savills Asia Pacific

Christian Mancini

SCA Property Group

Anthony Mellowes

Standard Chartered Bank

Brian D. Chinappi

Starr International

Alison Cooke

Stockland

Simon Shakesheff

Third Shift Enterprises

Jane Lloyd

TH Real Estate

Harry Tan

Tokyu Land Capital Management Inc.

Hitoshi Maehara

Touchstone Capital Management

Fred Uruma

Valad Property Group

Nic Lyons

Varde Real Estate Management

Japan K.K.

Masayuki Inagaki

Takahiro Tokunaga

赞助伙伴



普华永道房地产研究部帮助房地产投资咨询公司、房地产投资信托公司、公共和私人房地产投资者，以及房地产管理基金制定房地产投资开发战略；评估兼并收购以及为房地产进行鉴定和估价。普华永道房地产研究部在全球拥有最具专业性的房地产研究咨询顾问，根据客户的需要组成专门团队，提供专业服务。他们的专长领域有，资本市场、系统分析和实施、研究、会计和税收。

全球房地产研究部领导团队

Craig Hughes

Global Real Estate Leader
London, U.K.

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong, China

James Dunning and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Abhishek Goenka

India Real Estate Tax Leader
Bangalore, India

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow and Wee Hwee Teo

Singapore Real Estate Leaders
Singapore

David Fitzgerald

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Richard Watanabe

Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

www.pwc.com



城市土地学会的宗旨是在负责的土地使用的议题上担任领导角色，并促进全球活力社区的建立和持续发展。ULI 致力于：

- 汇聚房地产业及土地使用领域内的领袖人士，搭建交流平台，提供最佳范例及为社会服务
- 透过师友指导，讨论及从解决问题中促进ULI的会员与非会员的合作；
- 探索城市化、保育、再生、土地使用、资本形成和可持续发展等问题；
- 推动土地使用政策及设计实践，以维持建筑及自然环境的独特性；
- 通过教育、应用研究、刊物出版及电子媒体传播专业知识；
- 维系一个多样化的本地实践及咨询服务项目的全球网络，以应对当前和未来的挑战。

城市土地学会创立于1936年，学会拥有超过39,000名会员，涵盖了土地使用和开发领域的方方面面。学会代表的专业人士包括开发商、建造商、业主、投资者、建筑师、公共官员、规划师、房地产经纪、评估人、律师、工程师、金融家、学者、学生和图书馆员。

学会非常依赖其会员丰富的专业经验。正是通过会员的高度参与，以及信息的共享，城市土地学会才能制定出房地产开发领域的优秀标准。长期以来，该学会公认为是最受尊敬的权威机构，成为城市规划、增长率以及城市发展方面被广泛引用的客观数据来源。

Patrick L. Phillips

Global Chief Executive Officer, Urban Land Institute

Kathleen B. Carey

President and Chief Executive Officer, ULI Foundation

John Fitzgerald

Chief Executive, Asia Pacific, Urban Land Institute
<http://asia.uli.org>

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer

Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

城市土地学会
西北大街2001 L号200室
华盛顿，邮编：20036
美国
202-624-7000
www.uli.org

封面照片：中国深圳华润中心项目，一个成功的大型都市综合体项目，提供了一套强大的商业模式。本项目是“2012年城市土地学会全球卓越奖”最终入围项目，项目包括768套高档住宅“幸福里”（见封面图）。

照片来源：华润置地

2017 年亚太地区房地产新兴趋势

2017 年房地产最佳投资机会会有哪些？根据对房地产行业最有影响力的近 700 名企业领导人的调查，本预测报告将帮助您提前预知把资金投在哪里最好，哪些房地产板块和市场最有前景，以及资本市场会有哪些趋势影响到房地产市场。普华永道与城市土地学会共同出品的第十一期亚太区新兴趋势预测报告为您提供可靠的专家观点。

报告要点

- 告诉你未来会发生什么，以及最好的机会在哪里。
- 详细分析资本市场的趋势，包括股权和债权资本的来源和去向。
- 表明哪些房地产板块提供了机会，而哪些应避免涉足。
- 阐述经济发展，以及对信贷问题的忧虑会对房地产行业造成哪些影响。
- 探讨重要大都市圈市场潜力的大小。
- 描述社会和地缘政治趋势对房地产行业的影响。
- 解释区位偏好正在发生哪些改变。

ISBN 978-0-87420-397-4



Urban Land
Institute

www.uli.org



pwc
www.pwc.com