



PETER CLARKE

2016 年亚太区

# 房地产市场 新兴趋势报告



## 2016 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



以下企业对本报告  
中文版的翻译和印刷提供了资金支持



Morgan Stanley  
摩根士丹利



# 2016 年亚太区 房地产市场新兴趋势报告

## 目录

<b>1</b>	<b>报告摘要</b>
<b>3</b>	<b>第 1 章：魔镜之旅</b>
3	交易比看起来的要强劲
6	收益率是否会继续收紧？
7	其他人的看法则不太积极
7	卖方活动增加
7	风险曲线上移
8	澳大利亚：关键主题
10	租金增长还是收益率下降？
12	坚持买入核心资产的投资者
12	日本：关键主题
13	过气市场再受青睐
14	机会投资的寒冬
14	日本和中国市场给机会型投资者的回报
15	不良资产难以觅得
16	中国：关键主题
16	平台交易在增加
17	新兴市场难打入
18	新兴市场需校正？
18	改造项目慢慢受到欢迎
19	流转操作开始流行
19	绿色进程仍很缓慢
20	最大的风险
<b>23</b>	<b>第 2 章：房地产资本流动</b>
23	外流资本显著上升
25	大量资金仍将涌入
26	美国吸引了大部分资本
26	资金流入将回升？
27	中国主导亚洲内部资金流动
28	印度重获青睐
29	主权基金与机构资本仍在增长
30	机构资本改变了市场形态
31	交易规模更大
31	俱乐部式交易和独立账户
32	家族理财室行动迅速
32	银行仍然是借贷首选
33	夹层贷款的空间有限
34	印度转向股权资本结构
34	债券销售意外强劲
36	房地产投资信托交易放缓
38	新的房地产投资信托基金市场：中国、菲律宾、印度和印尼
<b>39</b>	<b>第 3 章：值得关注的市场与领域</b>
40	最佳投资城市
51	地产类型展望
<b>56</b>	<b>受访者</b>

# 编辑领导团队成员

## 《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》编委会主席

K.K. So, 普华永道  
Paul Walters, 普华永道  
Kathleen B. Carey, 城市土地学会

## 主要作者

Colin Galloway, 城市土地学会顾问

## 高级顾问和特约研究员

Anita Kramer, 城市土地学会

## 高级顾问

费约翰 (John Fitzgerald), 城市土地学会

## 参与研究员

Michael Owen, 城市土地学会  
Pauline Oh, 城市土地学会

## 城市土地学会编辑制作人员

James A. Mulligan, 高级编辑  
David James Rose, 稿件编辑  
Betsy Van Buskirk, 创意总监  
Anne Morgan, 平面设计师  
Deanna Pineda, 缪斯 (Muse) 广告设计师  
Marc Curtin, 资本市场项目助理

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](http://www.pwc.com)。

© 2015 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](http://www.pwc.com/structure)

© 2015 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: 《2016 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, 2015

## 普华永道顾问和研究员

澳大利亚 Adam Somerville  
Andrew Cloke  
Christian Holle  
Ewan Barron  
James Dunning  
Josh Cardwell  
Nick Rogaris  
Scott Hadfield  
Tony Massaro

中国 Allan Zhang  
Kathleen Chen

香港 K.K. So  
Paul Walters

印度 Abhishek Goenka  
Anish Sanghvi  
Bhairav Dalal  
Dhiren Thakkar

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  
Masaki Katoku  
Raymond Kahn  
Soichiro Seriguchi  
Takahiro Kono  
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

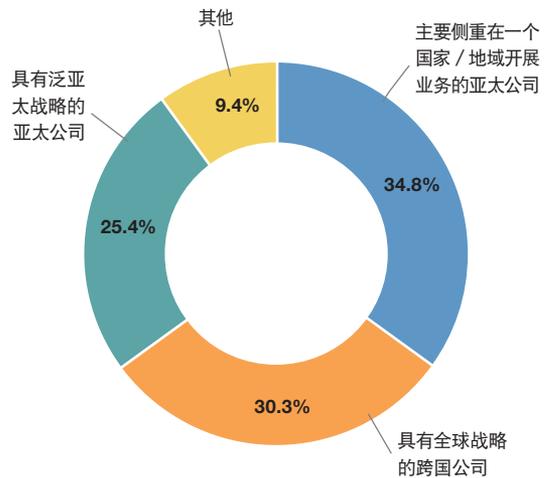
# 报告摘要

目前的亚洲房地产市场是近八年来全球央行宽松货币政策的产物。美国的量化宽松或许已经结束，但日本和欧盟继续提供资金流动性，而亚洲很多国家目前的利率都低于一年前。同时，本地和全球机构投资者也在亚洲房地产市场中分配更多的资金，其结果是更多的资金追逐更少的资产，即使在本轮格外长的周期看似快要见顶的情况下，推高了大多数市场的资产价格。

今年《新兴趋势报告》调查的主要结论如下：

- 今年上半年交易活动疲软主要是因为中国市场销售放缓。虽然一些国际投资者对大陆仍持谨慎态度，但下半年亚太区域交易回升强劲，目前预计将达到或超过去年的最高水平。
- 投资者对收益的追求推高了大多数市场的资产价格，但 2016 年资产购买的势头似乎不太可能放缓。结果，虽然一些投资者认为目前的资产价格已处于高位，不过大多数投资者相信，资本量的日益增长将继续推动资产价格上涨，因此收益率将降低，但资产价格上升的速度将有所放缓。与此同时，投资者越来越多地选择出货获利，退出全球金融危机后几年中达成的交易。
- 现在普遍认为亚洲的收益率水平无法与美国和欧洲的交易水平竞争，一些投资者继续拉升风险曲线，投资回报更好的资产类别和地区。不过，从去年开始这个趋势可能已经放缓。预见本轮周期可能见顶的投资者更可能倾心于门户城市的核心资产以便寻求资产安全。
- 虽然澳大利亚和日本等市场的收益率可能继续下滑，但现在许多投资者把租金增长（而不是资本化率下降）作为未来的利润来源。不过这种观点颇具争议。有些投资者认为持有这种观点的人是在自我安慰，因为澳大利亚和日本正处在支持租金增长的经济周期下。

## 调查反馈，按公司所在地理区域划分



资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

- 在当前环境下很难找到机会收益，但有大量基金（显然有利可图）投身于机会型投资领域。目前获取机会收益最佳的场所是日本（那里低廉的债务成本和高杠杆使得通过财务规划获得丰厚利润成为可能）和中国（那里的开发商现金紧张，流动性紧缺，而中国经济放缓又吓跑了其他的潜在资本来源）。然而投资者仍然难以找到不良资产的投资机会，不过中国和印度可能是例外。
- 随着越来越多的机构投资者涌进亚洲市场，他们想尽各种办法投入大笔资金，从而导致并购和投资组合型交易激增。
- 由于菲律宾、越南和印度尼西亚等新兴市场可以实现较高的收益率和增长，因此具有持久的吸引力。但在实践中，大多数投资者都选择远离这些市场，这是因为目前经济环境下投资风险正在增加：美国即将提高基准利率，美元汇率走高，而资本流动将出现大的波动。
- 尽管存在大量的风险，但人们最常提到的风险包括利率提高快于预期，以及一个长期存在的风险，即中国经济出现硬着陆并在亚洲其他市场产生一系列连锁反应。

在资金流动方面,今年从亚洲转移到世界其他地区的资金量甚至超过去年的破纪录的高位。而且这种资本外流也没有放缓的迹象。大多数投资者只看到流向西方房地产市场的资本不断增加,一位受访者将这一现象称之为“我们行业中最重大的事件之一。”

这一趋势的主要成因是中国。在亚洲,中国的机构、企业和私人资本主要涌入澳大利亚和日本购买资产,在亚洲以外,则主要是美国。新加坡也是主要的资本输出国。现在,大笔资本流向美国,与去年的资本外流正相反,去年,资本主要流向于欧洲,特别是伦敦。美国受到资本垂青的部分原因是对其货币升值的预期,另一方面是因为欧洲不良资产投资机会基本上不复存在。

在银行业方面,仍有大量的流动性向房地产投入资金。面对即将到来的加息,大多数地区的贷款条件基本没有变化,不过香港和新加坡可能是例外。日本仍然是债务融资条件最宽松的市场,以不到1%的利率就可以很容易地获得贷款。现在越来越多的国际银行活跃于亚洲市场,提供比传统的3至5年期更长的贷款。

在资本市场,债券融资仍然是一种被广泛使用的融资方式,可以说这已成为中国开发商筹集资金的头号选择,他们通常在国内发行债券,这种方式比在区域股票市场上(通常在香港)发行的外币债券便宜得多。

由于利率上升的预期降低了类似于债券的房地产投资信托(以下简称REIT)产品的吸引力,区域REIT市场已经从去年的高位有所下降。然而,相比前几年的交易情况,REIT指数仍保持在较高的水平。开发各个新兴市场REIT市场的计划正在实施,印度和中国已经取得了一些进展,然而让REIT市场在这些国家真正发挥作用还有待时日。如果菲律宾政府在即将到来的大选以后有所改变,那么菲律宾可能在这方面取得更多进展。

从今年的投资前景调查可以看出,投资者对该地区最发达的市场日本和澳大利亚表现出压倒性的购买偏好。东京在2016年再次排名第一,连续三年夺魁。大阪、悉尼和墨尔本紧随其后跻身四强,这强调了投资者在寻求资产质量和收益率。

其他主要调查结果还包括:受访者对投资中国继续持谨慎态度,这主要出于中国经济疲软、人民币贬值、市场供过于求以及资本化率已处在低位等一系列问题。上海是投资者仍较为积极的一个市场,显示出其作为中国唯一真正的门户城市的地位,那里的优质资产将始终有需求。

同时,由于工业/物流领域的资本化率低于平均水平,再加上长期的结构性供应不足,该领域也受到投资者的强烈青睐。

## 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,今年发行的是第十版,是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2016年亚太区房地产市场新兴趋势》由普华永道和城市土地学会共同承办,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、物业管理领域、大都市区以及其他房地产问题的展望。

《2016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问卷调查或接受访谈的343名个人的观点。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。受访者代表了房地产行业各领域的专家,包括投资者、基金经理、开发商、物业公司、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99个人,收到了来自244位个人的问卷调查回复,他们的公司隶属关系细分如下:

房地产服务公司	26.2%
私人物业公司或开发商	25.4%
机构/股权投资人或投资经理	20.9%
股权REIT或公开上市的物业公司	8.6%
银行、贷款机构或证券化贷款机构	4.1%
私人REIT或非上市房地产公司	2.5%
住宅建造商或住宅用地开发商	1.6%
按揭REIT或房地产债权投资者	0.4%
其他实体	10.2%

全文中,受访者的观点均直接引用受访者或问卷调查参与人员的论述,但未将有关论述与相关参与人员一一对应起来。今年调查访谈参与人员名单载于本报告最后部分。城市土地学会和普华永道向所有为本报告提供帮助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。

# 魔镜之旅

“它是一个标志，我们现在看到了它——人们开始据理解释，以一种更为宽容的方式看待事物。它反映出这些基金**在投资和兑现时**面对的压力。”

随着亚洲房地产牛市进入第七个年头，大多数市场的资产价格持续走高而收益率继续下探，在许多基金经理看来是一种利好因素，他们希望出售几年前即在全球金融危机之后购买的资产。当时的策略现在证明是有利可图的，但是对于近期购买的资产而言，前景似乎并非那么让人有信心。区域经济普遍疲软，出口下降，货币贬值。最重要的是，如今超压缩的收益率已经将价格提升到曲高和寡的水平，暗示我们可能正在接近周期性高峰。

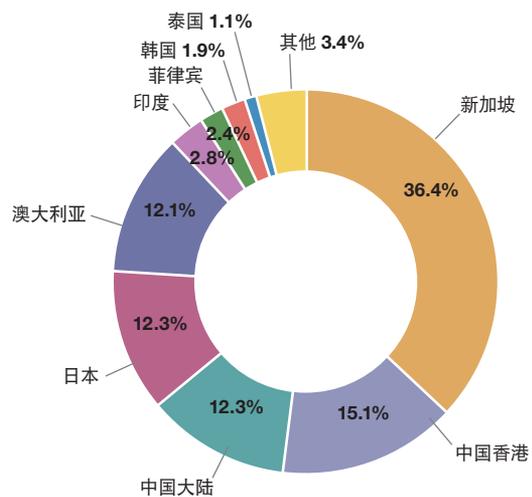
但是，与“本轮周期已见顶”的论调相反的是，种种指标继续表明情况并非如此，因为亚太区内新增的大量资金使得资本化率进一步下降。正如一位基金经理说：“当前的环境很难部署资本。没有什么资产是唾手可得的。市场上没有特别明显的交易。我在为之努力，如果你试图对大多数市场里发生的收购交易赋予正常的假设，你会发现这些收购交易是很难行得通的。”

即使是价格继续攀升，宏观层面的风险增加，当前的形势也显然是矛盾的。另外，这种矛盾也为它本身带来了问题，因为试图了解非理性市场的危险是，投资商开始据理解释。一家大型机构基金的经理如是说：“我担心的是，投资机构会失去耐心，投资委员会 [将] 对投资团队施加压力，让他们把钱投出去。结果，投资团队在项目立项时会把假设凑合起来。他们说服自己租金会按一定速度上涨，或资本化率还会再下降一些。而这一切将把市场推向危险的境地。”

## 交易比看起来的要强劲

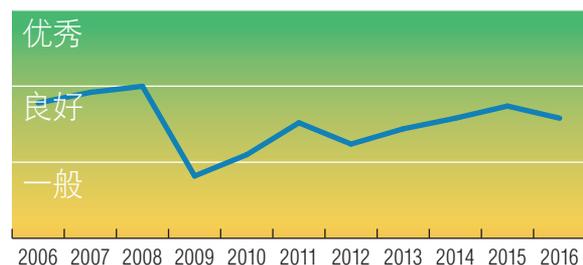
尽管整体需求可能上升，2015 年上半年的交易量疲软，根据

图 1-1 调查反馈来源，按国家和地区划分



资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图 1-2 房地产公司盈利趋势

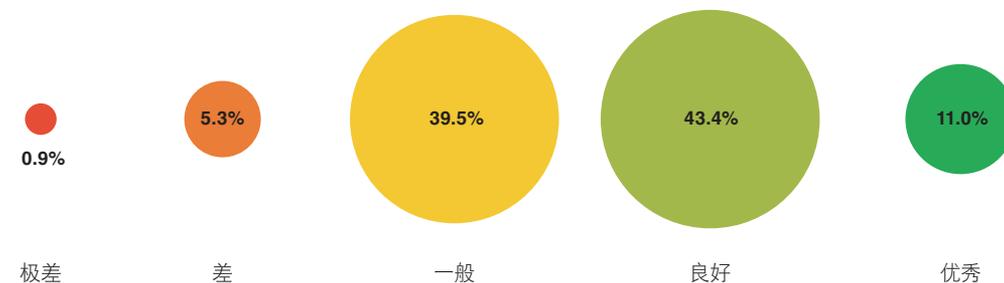


资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

数据提供商美国不动产资本分析公司（RCA）的统计，商业地产的销售额较上一一年同期的跌幅高达 41%（以美元计）。

图 1-3 2016 年房地产公司盈利预测

2016 年房地产公司盈利预测，按调查对象百分比划分



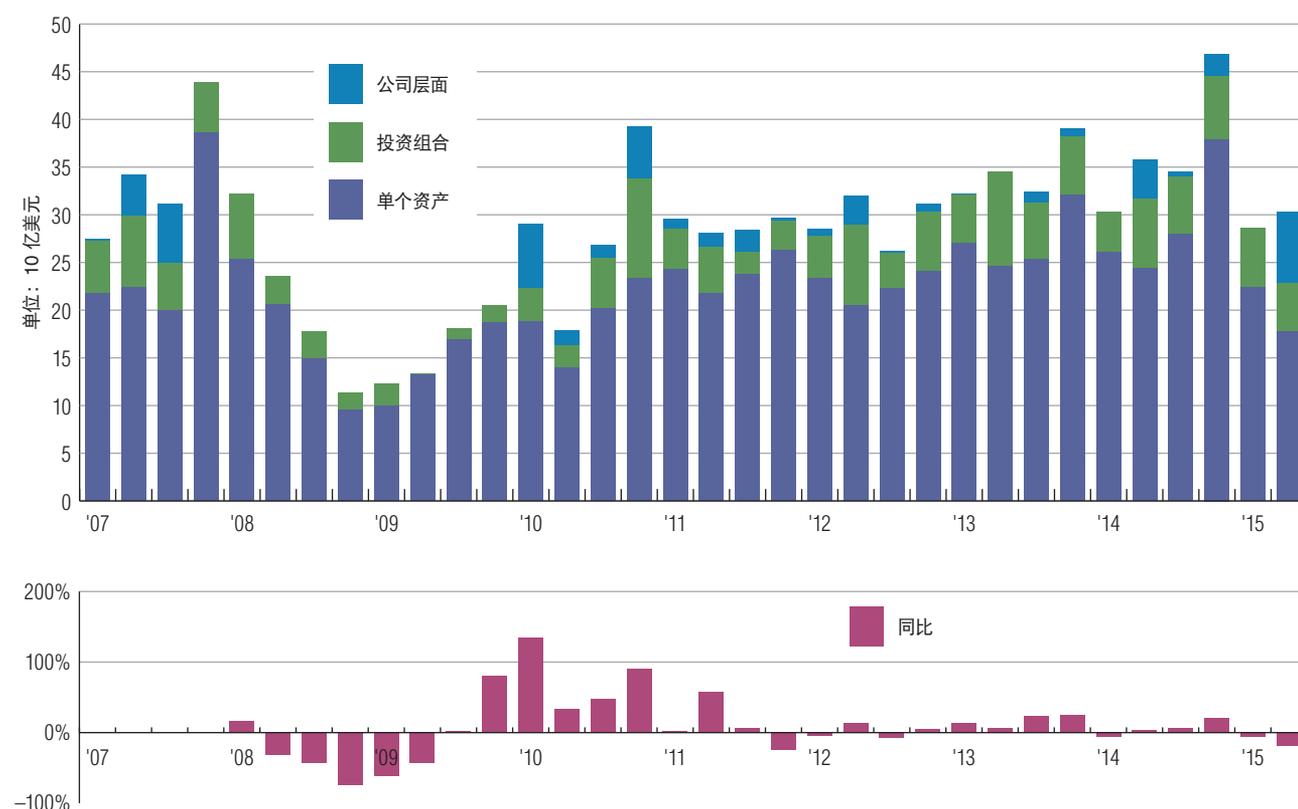
资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

但是，这个数字有一点误导性。其一，很大一部分下滑是由中国土地出让减少导致的，由于中国二线城市库存过剩，开发商没有了补充土地储备的动机。如果不考虑这个因素，根据 RCA 的统计，商业地产的销售额同比跌幅便只有 13%，而其中约一半是由于区域货币对美元汇率贬值造成的。

因此，上半年的数字实际上与去年创纪录的市场表现比其看上去的更具可比性，导致其下滑的则是其他一些因素。一位分析

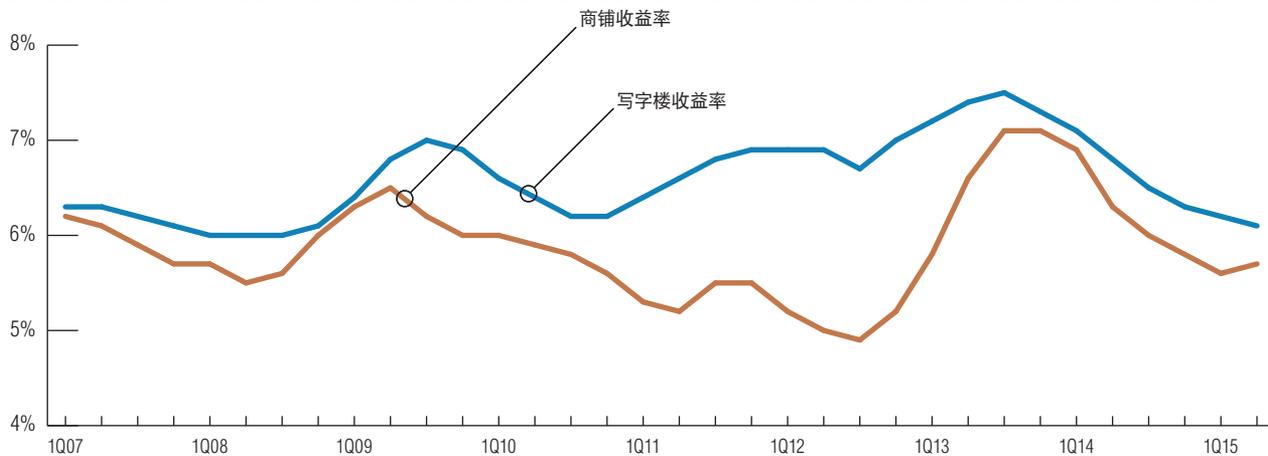
师表示，第一个是大家熟悉的因素：“投资者仍想购买，但只是没有多少可供市场交易的资产。”其次，中国买家在保持观望，在等待经济发展方向变得更为明了。最后，除了高价以外，没有任何诱因可以让业主出售他们的资产，因此，与世界其他地区的房地产相比，在风险调整后的基础上，购买行为很难证明其合理性。因此，许多潜在买家都拒绝按目前的市场价格进行收购。

图 1-4 亚太地区房地产市场交易量，按交易形式划分



资料来源：不动产资本分析公司，www.rcanalytics.com。

图 1-5 亚太区收益率 / 资本化率



资料来源：不动产资本分析公司，www.rcanalytics.com，2015 年 10 月。

注：收益率 / 资本化率是四个季度移动平均数。

但是，“墨西哥式困局”似乎不会持久。中介机构预测在 2015 年的下半年，几个大型私募股权平台交易将完成，市场上的预期是，到今年年底，交易量将收复失地，全年的数字将保持在 2014 年的水平。

亚太区内主要市场资产交易量的具体情况如下：

- **中国** 2015 年开局较缓慢，疲软的经济数据让投资者持观望态度。但是到年中时，以上海高档写字楼资产交易反弹为首，交易明显回暖。中国大陆即将有大量交易，其交易量有望加速，一直到本年年底。事实上，据一些人士的估计，全年的交易将比 2014 年的数字高 50%。
- **日本** 也经历了强劲的一年，2015 年前两个季度的交易量在历史上也能排进前三。尽管日元相比去年同期贬值了约 14%，使基于美元的回报率有所降低，但预计交易量将在 2015 年余下的时间保持强劲势头。
- **澳大利亚** 澳元兑换美元自从 2014 年第三个季度以来也经历了 21% 的贬值，但销售活动仍然是历史上最为活跃的。根据 RCA 的统计，今年上半年，由于成交了几笔大单子，交易量同比增长了 9%，但交易笔数较上一年有所下降，这也反映了资产短缺的问题。

大多数其他亚洲市场的交易活动也很强劲，新加坡是一个例外，未来几年新加坡将有大量甲级写字楼入市，这在未来会对租金和入住率产生下降的压力，一家中介说“过去六个月交易

图 1-6 高档写字楼收益率，2015 年第二季度

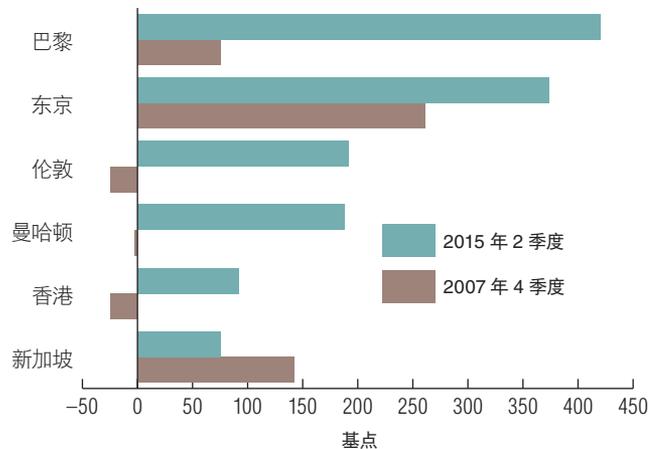
市场	收益率	与上一年同期相比的变化 (基点)
北京	4.8%	—
上海	4.5%	—
香港	2.8%	—
台北	2.3%	5
东京	3.3%	-25
首尔	4.4%	-15
新加坡	3.8%	15
新德里	8.2%	—
孟买	9.8%	80
悉尼	5.4%	-50
墨尔本	6.1%	-25
布里斯班	6.8%	-5
奥克兰	6.4%	-35

资料来源：CBRE 研究

量很少。卖家还没有急于要出货，因此他们试图维持目前的价格水平——目前我们仍然在以 3% 到 4% 的资本化率进行交易。”

经济相对疲软，住宅价格受到下行压力，大部分投资者对投资新加坡兴趣不大——至少是现在。一位基金经理说“新加坡的离岸金融服务行业有所增长，但增长速度不如以前。财富管理行业也一样。所以，新加坡面临着市场吸纳的问题，而来自国内的需求又相对更少，不足以支持新增供给。我认为新加坡看起来似乎会成为挂在低处的果实，在未来的 18 个月中会有更明显的交易。实际上，一些反经济周期的投资者已经开始涉足新加坡大幅下跌的高档住宅市场。

图 1-7 写字楼收益率与 10 年期政府债券利率之差, 按城市划分



资料来源: 不动产资本分析公司, www.rcanalytics.com。

### 收益率是否会继续收紧?

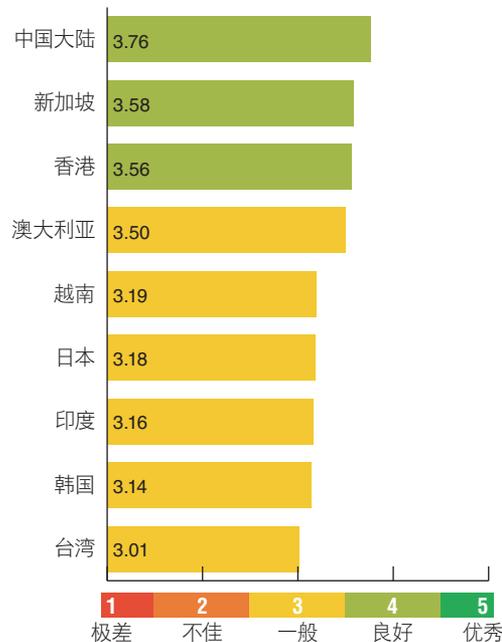
亚洲大多数主要市场(澳大利亚、日本、韩国)过去 12 个月资本化率持续下降。在其他一些国家和地区(香港、新加坡), 资本化率可能已经稳定在很低的水平上。而其中一个国家(中国)可能已经稍微回升了一些。现在的一个重要问题是: 资本化率是否会继续下降? 关于这个问题, 有两种截然不同的看法。

第一种看法是, 我们将看到更多同样的情况—过多的资金追逐过少的资产。特别是, 新的机构投资者将给市场带来更多新的资本。现有的机构投资者可能尚未完成本年度中期出资的目标, 所以将在下半年进一步增加投资。因此, 资本将继续堆积, 对资产价格和收益率造成明显的影响。

为什么如此多的新资金将目标对准亚洲房地产市场? 一位基金经理说: “不然的话我们还有哪些其他选择呢? 债券没有收益, 利率这么低, 股票估值不便宜, 而且经济基本面并不好。那么, 把钱投在什么地方最好呢? 人们把目光投向房地产, 并说: “嗯, 如果我能得到 4%-5% 的收益率, 那为什么不呢?”

除此之外, 也有其他原因。据一家大型机构基金的经理说: “非常确定的是该地区有很多主权基金和机构投资者。同时, 从该地区的现有投资者的资金分配来看, 这些投资人有拿出更多的钱投资的愿望。所以你有了更多的参与者, 更多的资金, 坦率地说, 这对我们是新鲜事物—这意味着资产价格继续上涨。总的来说, 你将看到一两年内资本化率可能会保持不变, 这取决于美联储什么时候以及以多快的速度提高利率。”

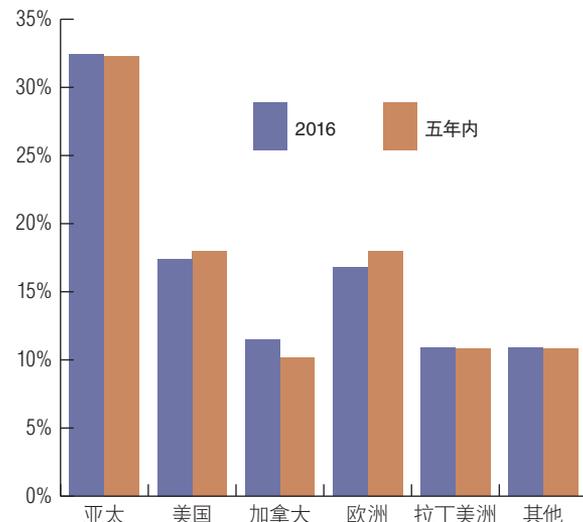
图 1-8 全球金融危机带来的影响



资料来源: 《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

最后, 另一位投资者表示: “这取决于市场, 如日本和澳大利亚, 那儿的资本化率可能还有更多的 [下降] 空间。如果你比较一下这两个市场的无风险货币成本 [即主权债券利率] 以及房地产的收益, 你会发觉这两个市场还是相当有吸引力的。所以, 如果你在悉尼以 5% 的资本化率买一栋写字楼, 可以按 2.5% 到 3% 的贷款利率融资, 所以你立刻获得一个正的利差。”

图 1-9 亚太区投资者在不同区域资金分配百分比



资料来源: 《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

然后你可以走得稍远点，以 7% 的利率购买郊区的资产、写字楼、或物流。我认为资本化率仍然可以压缩，因为资本的量仍然巨大。”

## 其他人的看法则不太积极

另一种看法则是认为市场已接近本轮周期的顶部。

一位投资者表示：“利率非常低，且有大量资本介入，我们看到的经济基本面不足以支持现在非常低的资本化率。我们的经济受到众多挑战：失业率居高不下、货币汇率不断下跌、贸易不断下滑、大宗商品价格不断下降、消费在减少等，但同时资金成本和资本化率持续走低。我们认为这是一种警示，标志着房地产的价格与基本面不符，需要进行某种调整。基于此原因，未来市场上会出现很多投资机会，但我们认为目前市场不平衡，这有点令人担心。”

正如一位分析师说：“我不认为资本化率会继续下降。有很多未知的问题，特别是利率。美国加息 25 个基点不会产生很大影响，我们仍然可能有 12 至 18 个月的低利率。但我认为，利率在美国 2017 年大选以后将有一个较大幅度的上调。如果你回眸历史，就知道美国的利率周期往往是非常激进的。在那之后，我们一定会看到资本化率回升。”

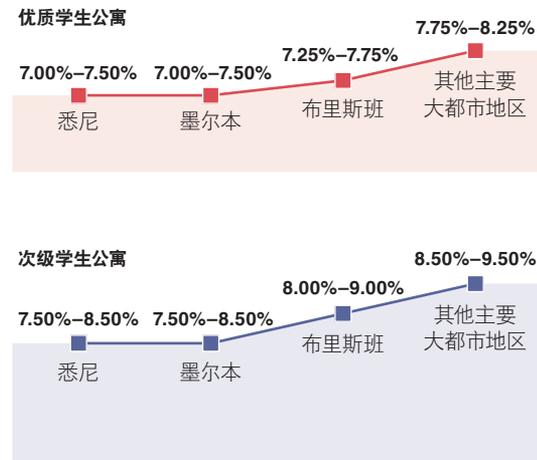
最后：“我们已经经历了六年的牛市。看看一个周期的平均持续时间；本轮周期已经快要结束——按照板球比赛的说法，已到第九局了。所以到某个时点时会发生转变。还很难说什么因素会触发本轮周期的结束——目前没有任何现象显示回调会立即出现，但我敢肯定，市场会找到一种方式让我们感到惊愕。”

## 卖方活动增加

虽然现在市场上大多数投资者寻找更多的是买入而不是卖出的机会，但也有越来越多的基金正在寻求出货的机会。在很大程度上，这种销售来自于对经济危机以后购入的资产的处置。一位投资者表示：“过去两年赚钱的机会一直还不错，但这都是因为四、五年前购入了资产的原因。因为 2009 年很少有人进入市场，目前这类资产的销售量还不是很大。但现在你开始看到人们赚很多钱——这只是刚刚开始，这种情况将持续两年或三年。”因此，基金退出可能会在短期内加速。

这种现象背后的另一个因素是，一些基金可能会为了赶在经济拐点前脱身而寻求出售。一位基金经理说：“过去几年在澳大

图 1-10 澳大利亚学生公寓收益率汇总，2015 年



资料来源：JLL 研究，2015 年  
注：对照相应的现金流；数字适用于单一“同类最佳”资产。

利亚我们肯定是单纯的卖方。两件原因——首先，资本化率已经下降了这么多。其次，澳大利亚经济正在经历其自身的转型。他们一直是中国发展的极大受益者，目前已发生改变，所以我们决定减少在那里的投资。我们绝对不会放弃澳大利亚，但是从投资组合角度，我们决定减少我们的风险。”

对东京也存在类似的情绪。正如一位投资人说，“我们还是很积极的，我们没有说东京的资产价格过高——但同时我们要卖掉很多资产。”

## 风险曲线上移

在过去的几年里，对寻求核心资产遇到的问题——价格高、竞争太激烈、资产短缺——投资者的标准应对方法一直是向上迁移风险曲线，或迁移到投资者不那么多的市场里。这种策略一直延续至今，但不那么流行了，因为从某种意义上说市场处于真空地带，随时有利率上升的可能性。此外，许多投资者已经在探索一些另类投资——学生公寓、个人仓储和老年公寓等——但投资者到头来发现这些领域的市场容量太小，亦或是这些领域缺乏现成的退出机制或投资者本身缺少必要的专业知识。

一些受访者警告说，在这个周期的这个时间点上，通过冒更多的风险来将投资合理化可能是一个错误，一些受访者表示，他们仅仅是因为这个原因而保存实力。澳大利亚的一位基金经理表示：“市场上有很多实力很强的资产，我知道我们在等待市场下行的时机。我们迫切地希望市场出现回调，因为我们有足够的资金来驾驭这种市场回调。唯一的问题是并不是只有

## 澳大利亚：关键主题

澳大利亚的商业地产一直受到与亚洲其他地区市场相同的压力，针对优质资产的激烈竞争使得资本化率越来越低。澳大利亚的高收益率和发达的经济，再加上澳元兑美元在第三季度末较上一年同期大约 21% 的下滑，继续吸引外国资金进入商业和住宅地产领域。

从交易来说，悉尼和墨尔本现在是亚洲最大的房地产市场，仅次于东京，根据 RCA 的统计，2015 年上半年新投入的资本约为 102 亿美元，很大一部分来自外国购买者，主要是中国、新加坡和马来西亚。现在悉尼约 30% 的中央商务区（CBD）写字楼资产由境外实体拥有，据中介机构 Knight Frank 说，即便不加快，外国资金潮至少会持续下去。

在过去的一年，交易竞争加剧，一方面是因为更多的外国主权财富基金和机构投资者正在寻找购买机会，另一方面因为可供选择的资产很少。正如一位基金经理说：“我们有国内、海外以及养老基金买家。每个人都非常积极地寻找合适的机会，但机会极少。”

这样一来，市场上交易较少，但交易额较大，往往是买方财团才能完成这样的交易。2015 年有两笔大交易——一栋写字楼，一个物流项目——均以刷新核心资产市场的价格

成交。尽管一些称部分楼宇涉及以 4.5% 的低资本化率出售的传言可能不正确，一位本地的基金经理预计这个数字更可能是约 5.25%，或比去年同期水平低了大约 100 个基点。

这两次交易的买家以及主要的竞标者都是外国公司。之所以如此，至少部分是因为“通常情况下，境外资本往往对总回报的要求比很多像我们自己这样的国内未上市的投资者优先，”该基金经理指出。相比国内竞争对手，国外资金也会利用更多的杠杆比率，他们的出价往往能够高于地方资金。

收益率能否继续下降？澳大利亚经济规模较大，但受到全球大宗商品市场疲软的影响，一直以来依赖大宗商品发展的经济已经出现颓势。现在澳大利亚，尤其是在悉尼和墨尔本，正在明显向服务业为主导的发展模式过渡。尽管本地分析师仍然对短期经济前景持谨慎态度，但外国资金买入暗示着一个更加乐观的经济前景。其结果是，大多数受访者认为收益率仍然有收紧的余地。正如一位投资人说：

“我们内部的看法是，悉尼和墨尔本高档写字楼市场的资本化率肯定还会进一步下降——这与珀斯和布里斯班则有很大的不同，虽然布里斯班的形势出奇的好。”

我们有这样想法。”香港一家大型机构基金的经理说：“我认为耐心会得到回报。在未来的六个月人们可能会很容易犯错误。你往往会想，如果我们停下来一年的时间什么也不做，一年后或许会比现在涌现出更多机会。”

在各种另类投资中，学生公寓已被证明是在澳大利亚很受欢迎的投资类别，其收益率仍然很高。近期澳元兑换美元的跌幅使当地的教育系统在国际层面上更具吸引力。一位澳大利亚的开发商评论说，现在正是这点“驱动着对[学生]公寓的巨大需求，尤其是在大都市布里斯班的 CBD，以及（在较小的程度上）悉尼和墨尔本。”投资者通常会采取开发并持有的策略。尽管这种趋势还没有蔓延到亚太区的其他市场，近期几家全球投资者进入到这个相当有限的市场中，这已经使这个市场有点饱和。这样一来，“我怀疑游戏不再像以前那样有吸引力了，”

一位机构投资者说。

老年公寓和医疗保健地产在访谈中也作为一个地区性受关注的领域被提到好几次，并且市场对该类产品有一定的需求。“你看看中国的人口数据，真可怕。”一位投资者这么说道。但是，构建此类交易仍然存在问题。尤其是这么一个根本性问题，即亚洲的老年人是否对此类产品有足够的支付能力。尽管政府提供的激励措施越来越多，但由此产生的官僚主义本身就是一个不利因素。一位基金经理表示：“我们仍然对老年公寓和医疗保健地产有兴趣，但问题是，在谈及老人时，你往往不得不对政府和监管方面的问题，这使得项目立项变得很难。”受访者也提到，中国刚起步的房地产投资信托（REIT）产品可能在以后可以作为老年公寓等投资的退出战略，这点将成为老年公寓等细分市场发展的一个潜在驱动力。

由于新资本量不断到达，再加上大部分新资本是不求迅速回报的长期资金，所以情况尤其如此。一位受访者说：“人们来这里不是为了冒机会风险。达成的交易没有使用高杠杆率。核心资产的回报率由资产价值本身而不是债务驱动的。即使我们现在更接近于本轮周期的顶部而不是底部，除此（核心资产）之外，还有什么地方能让你得到这种程度的收入回报和总回报？”

核心资产收益率相比其他资产类型下降得更快，因此，现在更多的市场关注度投向增值性投资、都会区或悉尼和墨尔本等以外的城市。一位投资者说：“非核心资产的资本化率已经出现了大幅下降，但还远不及上一个周期顶部时期的水平。”由于在上个周期，澳大利亚本地的机构投资者在非核心资产投资上吃过亏，他们现在一般只关注核心资产。然而，一些投资者，包括当地的非上市基金和一些国外买家，正活跃于非核心市场，尤其是在住宅方面。最近社区和次区域购物中心的交易也一直大幅增加，部分原因是因为它们被视为防御型投资，另一部分原因是零售收益率还没有下降到与其他资产类别相同的程度。

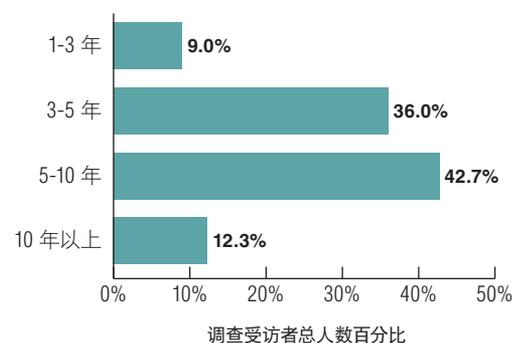
在住宅方面，价格继续飙升，三年内（截止 2015 年 9 月）全国涨幅达到了 24%（悉尼 46%）。投资银行高盛在

2015 年 9 月的照会中载明，全国的房价被高估 20%。加上强大的未来供应，导致长期以来的住房泡沫论再次被提起，特别是在大城市，价格上涨速度最快。预期上升的失业率（现在全国失业率超过 6%）和抵押贷款利率，以及预期减缓的人口增长已为这种论调打下基础。但是，相对较低的贷款价值比（LTV）以及 50 年来最低的抵押贷款利率（自 2011 年 11 月以来央行已进行了十次降息）也可能支撑目前的住宅价格。预计在近期或中期央行不会加息，这应该有助于保持按揭还款在一个负担得起的合理水平。

同时，悉尼和墨尔本市内写字楼改建为住宅楼的形势依然强劲，尽管这两座城市的政府最近的立场标明，在未来，这类改建规划可能会遇到困难。正如一位悉尼的受访者说：“市议会不希望看到商业空间不可避免地转化为住宅，因为他们认为，国际化城市必须有一个充满活力的商业区，而商业区一旦转化为住宅，就不可能再转换回来。”因此，说这种趋势正在放缓是很合理的。

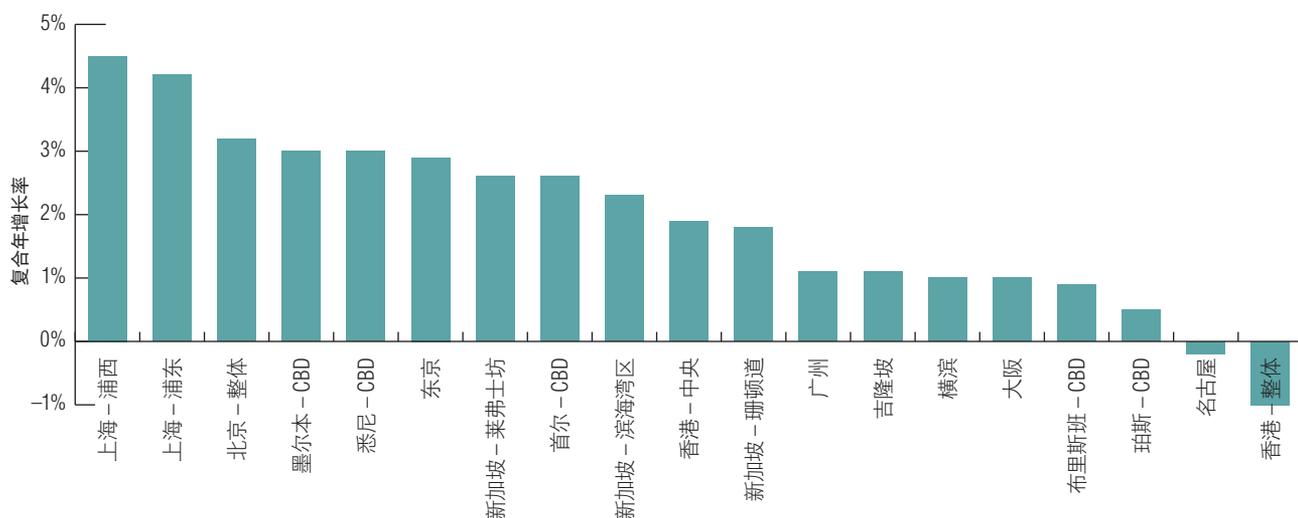
物流仓储设施虽然不再被认为是一个专业细分市场，但仍然受到高度关注，尤其是在中国，据经纪公司仲量联行统计，在过去的两年中，投资者在中国的物流仓储领域部署的资本超过 95 亿美元。尽管人们越来越担忧未来出现供大于求的问题，但投资回报率依然相对较高。一位活跃于该领域的投资者说：“比方说，开发的收益率可达 8% 以上，而资本化率可能是 6% 多一点，因此你有一个很好的 25% 左右的开发利润空间。如果按人均计算—中国物流仓储设施与美国或其他地方相比—仍然有大量的发展空间。目前已经有大量的资金进入该领域，特别是来自海外的资金。问题是时机，这些产品会在何时全部上线？如果你是一个短期的投资者，只是着眼于开发然后快速变现，也许你不想冒这种险，因为如果你的项目上线，而在附近有一个竞争对手，在租金上会出现竞争，而这可能会困扰你。”

图 1-11 投资期



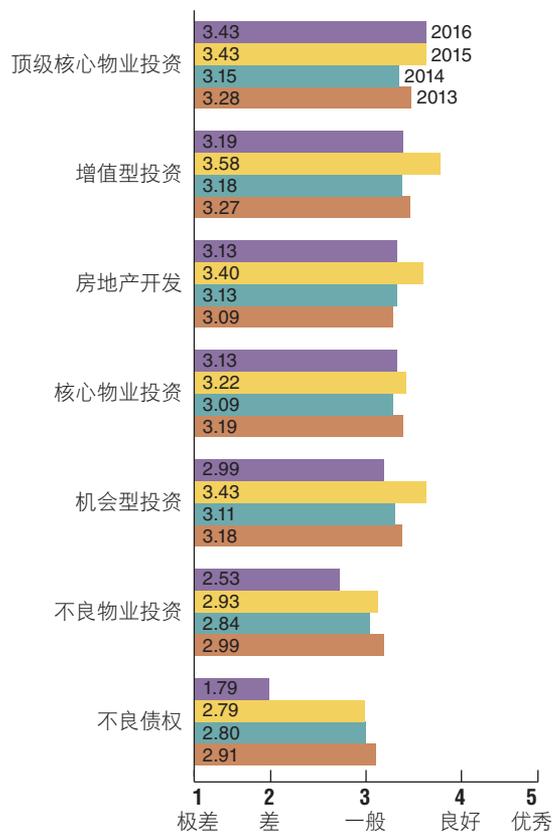
资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图 1-12 写字楼租金年增长率：2015 年至 2019 年预测



资料来源：德意志资产与财富管理公司

图 1-13 2016 年前景，按投资类别 / 策略划分



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

## 租金增长还是收益率下降？

由于收益率已经收紧，期望通过资本化率进一步下降得到更多回报似乎很有难度，这也就是为什么许多投资者在未来资本增值的情况下，正在寻求未来租金的增长，由此来支撑资本化率。一位受访者说：“每个投资者都在寻求未来租金的增长，这将使收益率在一个较长时期内恢复到一个更为正常的位置。所以，如果你现在准备买入一些资产，我想资本价值不会突然下降；我认为市场有可能变得更加稳定，投资者在寻找的是租金的增长。”上述论调尤其适用于日本，日本已经连续多年受到租金低增长或无增长的影响。

租金增长理论是否只不过是一厢情愿的据理解释仍有待观察，但对各主要市场租金的预测显示，租金并不会出现大幅增长。中国大陆可能是个例外，中国一线城市的租金曾经成功挫败供应过剩的看法和分析师的预期。

这可能就是在我们今年的调查中（见图 1-13）投资者对顶级核心物业投资以外的几乎所有资产类别的收益率期望值均有所降低的原因。

东京的一位投资者说：“人们期望租金上涨。问题是，尽管我们看到了一些增长——主要集中在写字楼和住宅——但幅度不大。市场上很多人现在质疑安倍经济学制造通货膨胀（这显然会导致租金上涨）的能力。所以，问题是：如果不涨工资，没有通货膨胀，租金能否持续上涨？我认为不能。”虽然目前东京的

图 1-14 排名最高的 30 个全球市场

排名	市场	2015 年中期销售额（百万美元）	同比变化
1	纽约市区	36,849	59%
2	伦敦市区	29,730	48%
3	洛杉矶市区	16,878	25%
4	旧金山市区	15,941	30%
<b>5</b>	<b>日本</b>	<b>15,752</b>	<b>-21%</b>
6	芝加哥	9,671	94%
7	特区都会区	9,182	37%
8	巴黎	8,315	-34%
9	南佛罗里达	7,120	88%
10	达拉斯	7,014	28%
11	亚特兰大	6,818	76%
12	波士顿	6,533	33%
13	西雅图	6,254	89%
14	休斯顿	5,567	37%
15	勃兰登堡	5,267	106%
<b>16</b>	<b>墨尔本</b>	<b>5,191</b>	<b>15%</b>
<b>17</b>	<b>悉尼</b>	<b>5,012</b>	<b>-20%</b>
18	阿姆斯特丹/兰斯塔德	4,856	40%
19	凤凰城	4,345	86%
20	法兰克福/莱茵 - 美因	4,325	44%
21	圣地亚哥	4,318	37%
<b>22</b>	<b>香港</b>	<b>4,138</b>	<b>-26%</b>
23	丹佛	4,042	26%
24	奥兰多	3,791	280%
25	奥斯汀	3,778	61%
26	夏威夷	3,716	28%
27	马德里	3,580	156%
28	鲁尔区	3,249	-18%
29	慕尼黑	3,011	18%
<b>30</b>	<b>上海</b>	<b>2,756</b>	<b>-33%</b>

资料来源：不动产资本分析公司，www.rcanalytics.com，2015 年 10 月。

注：不动产类型包括写字楼、工业地产、零售地产、公寓和酒店。基于价值 1000 万美元或以上的地产或地产组合。

租金远低于上个周期（上个周期的顶部出现在 2007 年）的租金，但从明年开始出现的新增供应意味着东京租金增长的契机可能会消失。

澳大利亚的租金增长可能同样难以跟上近期资本化率的下降速度。虽然悉尼的空置率在稳步下降，但墨尔本的空置率在继续上升，而即将到来的大量供应可能会抑制租金的大幅上涨，特别是目前的激励措施处于历史高位。

事实上，不少受访者怀疑历史上一由资本价值增长预期推动的区域市场是否可以如此轻易地转换到租金驱动的模式。一位活跃于该地区的顾问说：“对于几乎所有我们接触的投资者而言，他们考虑的是资本增值。显然，资本增值的一部分来自于

反映收入增长和需求增加的租金增长。但在我们的谈话中，重点总是围绕资本增长。”

一位受访者认为这个问题对于区域发展可能不利：“我认为，租金增长将相对放慢，我在关于亚太 [ 区 ] 地产行业的论文中也提到了这一点。如果我是一位全球基金经理，我可能会改变投资方向，此刻转投美国市场，大规模减持位于亚太区的资产。

一直以来，亚太市场交易的资本化率都比较低，不过没关系，我可以依靠租金的强劲上涨来弥补较高的买入价。但目前，亚太市场的资本化率都处于历史低位，如果租金不涨，你该怎么办？”

## 日本: 关键主题

和亚太地区其它市场一样（中国除外），日本市场的买家也多过可购资产，这意味着由于“市场上有太多的竞争，要买到合适的资产仍然困难。”今年，大量新的国外机构投资者注资日本市场，这些投资者主要来自亚洲，也有一些中东和欧洲的主权基金。日本本国房地产信托（REIT）把持的核心资产市场因此一改萧条，渐渐复苏，而本国的房地产信托目前减少了资产的购买量。

去年，资产价格出现了大幅上升，资本化率出现了大幅度下降。仲量联行称，2015年上半年，东京写字楼的市值比去年同期高出20.6%，房租上涨缓慢，资本化率已降到3.3%，越来越难受到投资者的欢迎。

目前零售和酒店业是日本经济的亮点，这很大程度上是受到迅猛发展的旅游业的推动，而旅游业的火爆则是受到日元贬值的影响（过去三年日元贬值近35%）。来日的中国游客人数尤其多，主要是由于中国大陆游客的出游目的地从传统的目的地如香港等转向其它国家和地区。受此影响，优质零售物业的房租已经上涨到2008年以来前所未有的高位，投资者则“非常非常的积极”，因此资本化率被压得更低。酒店也因旅游业的兴旺而生意兴隆。对客房的需

求日益增长，而客房的供应量不足，导致客房价格飙升，特别是高端酒店。

住宅市场比较稳定，几乎没有新开工量，说明供需平衡。资本化率在4%左右。租金增幅不大，仅为2%~3%，由于工资没有涨，所以房租增幅有限。

乙级写字楼市场曾经是增值型国外基金的避风港，但在过去一段时间里，这些国外基金受到出手阔绰的本国房地产投资信托的排挤，让乙级写字楼市场不再炙手可热。一名日本本国的房地产基金经理说，“乙级写字楼的租户已经搬到甲级写字楼，因为现在甲级写字楼的业主愿意把大面积的楼层分租给不同的租户，此前他们都是整租。”

问题是：接下来会发生什么？据传，现在投资者以资本化率低于3%的价格竞标甲级写字楼，不过这可能已是极限。一位投资者说，“我不是说房地产市场达到了顶峰，但我认为这是市场稳定的开端。所以人们在考虑现在是不是卖楼的良机。”

虽然过去的两年里，投资者在日本的获利一直很高，而且

答案也许是资本化率会持续走低。用一个区域基金经理的话说：“一般来说，资本化率可能会进一步降低，但我不觉得那是个很大的问题。我认为这是净营业收入（NOI）和资本价值的总体表现。我认为亚洲的资本价值会继续上升，和几年前一样，其驱动力仍是大量资本集中于核心资产市场。

## 坚持买入核心资产的投资者

投资者越来越偏爱核心资产，这也是亚洲房地产过去几年的不变主题。这种趋势一直持续到2015年，并带来了预料之中的后果。正如一位投资者所说，当时的问题就是越来越多的人对核心资产感兴趣，但是资产量并不是很多。资本充足的投资者之间的竞争是造成资本化率降低的主要原因之一。

对核心资产的需求不断增加的原因之一就是投资者结构的改变。西方国家的房地产给投资者提供了更好的风险调整后回报，因此流向亚洲的私募股权资金可能不是想象中的那样强

劲。但是机构投资者和主权财富资本从不同渠道涌入亚洲，造成了对区内核心资产异常高的需求。

另一个原因是全球宏观环境下，对防御性资产的需求正在增加，对风险的认识也在不断加深，而美国的基准利率依然维持为零。我们可以看到越来越多的投资者涌向门户城市，正如一位基金经理所说的：“如果你转投不熟悉的行业或外围市场的话，那就是自找麻烦。从事实的角度来看，回望我们所有的交易，即使必须以更高的价格才能在上海市中心购置一处地产，你也不愿意贪图便宜去南通购置一处地产。”

在此基础上，对定价和收益率的绝对关注显得没那么重要。一位受访者表示，“追求两位数回报的人们同时也正在追求期权价值，基本的情形也不会太糟糕。可能投资只能保本，但如果时机正确，资产管理策略不错或类似的情况出现时，你就可以得到丰厚的回报。”

预计会保持到 2017 年，但大多数受访者对未来的前景表示怀疑。和经济有关的问题（人们对安倍经济学没什么信心），如 2017 年可能会提高消费税，尤其是极易获得的低息银行贷款引发了人们对当前投资趋势的担忧。今年，资本成本从去年的 1.4% 左右降至 1% 以下，这样的低息短期贷款以及可达 90% 的财务杠杆引发了投资的井喷。正是这种策略让一年前或更早时候购置资产的人获得了丰厚的回报。但这种精心策划的财务杠杆安排非常脆弱，很容易因市场的变化而对投资回报产生极大的影响。

目前市场预计房租会上涨，“如果房租没有增加，而贷款房价比较高的贷款又即将到期，我想 2018 年市场会面临再融资的风险。”一位日本投资人士称，“这是因为现在的经济基本面不支持如此低的资本化率——资本化率的降低仅仅只是因为市场提供的低息贷款。如果取消低息贷款，重新以 65% 的典型杠杆率融资，尤其是在租金涨幅不大的情况下，投资人是无法按照目前的价格来收购资产的，从风险调整的角度讲，这样的价格是很不合逻辑的。”

考虑到这种风险，目前可以选择以 60% 的杠杆率获得十年

低息固定利率贷款，同时约定可转让条款。一方面，“这不仅让你的投资获得非常稳健的两位数现金的现金回报率 (cash-on-cash yield)，同时还为你的投资提供了下行保护，即使资产市值下降一点也不用担心。”另一方面，“十年内，如果你想卖掉房产，此时利率上涨，那么单从利率方面考虑，你已经赚钱了。”

东京仍然是日本大多数投资者关注的焦点，不过一些地方城市对投资者也有持续的吸引力。今年，二线城市与东京的资本化率差距缩小（例如，大阪，名古屋，福冈都缩小了 200 个基点左右），但二线城市的资本化率仍有巨大的下降空间。而且，因为没有首都那么激烈的竞争，在这些城市更易达成交易。

最后，目前日本另一个值得关注的点是它作为筹资地的潜力。政府把本国大量的养老金，尤其是政府支持的政府养老金投资基金 (GPIF) 向多个领域划拨投资资金，其中包括房地产领域。现在，许多全球私募股权基金期望从 120 亿美元到 180 亿美元的新资本拨款中分得一杯羹。

## 过气市场再受青睐

这也是为什么之前被认为价格太高或没有吸引力的市场如今再一次受到国外投资者关注的原因。上海就是一个例子。之前，上海核心资产的资本化率一直徘徊在 4% - 5%，低得让人吃惊。之前，很多海外基金经理人都觉得在风险调整后的基础上，上海没有任何投资价值。然而 2015 年，预计至少将有 8 个大型投资项目将在年底前完成交易，这些项目中都有海外资本的参与，一位位于上海的受访者说道。

那是什么原因使上海重获各国资本的青睐？一位基金经理称：在一线城市，如果你以合理的价格购置了一份良好的资产，那几乎不可能赔钱，另外，一线城市的资产还有额外升值的空间。在中国有件事情会让你费解，那就是你也不知道中国的房地产制度化会不会对你的资产有所帮助。因此，相对于银行存款的低利率，大陆投资者或许认为在北京或上海购置投资物业（产

生收入的资产）会带来比存款利率更高投资回报。为了保证投资成功，当地投资者一定要在思想上有所改变，历史而言，当地投资者没有像西方投资者一样考虑经常性收入对资产价值的影响。在中国，人们追求的是快速的资本回报，如果在未来一到三年此观点有所改变，那可能会为购置或抛售中高风险资产的投资者提供足够的策略技巧。

香港是另外一个资产价格昂贵的核心市场，不过这里投资者的思想有所改变。例如在 2015 年，主权基金参与了香港的 2 个大型交易。尽管香港的资本化率是亚洲最低的（核心物业交易的资本化率为 2.7% 左右），但在调查中，好几个受访者均认为香港是个非常有潜力的投资地。之前，香港岛 CBD 的写字楼被业主雪藏，鲜有交易，但是被称为“第二个 CBD”的九龙地区重建项目正在进行，为投资者提供了投资机会。一位投资者这样说：“虽然那儿的资产价格有点高，但如果你觉得你

会运气不错，而且市场会回到更正常的水平上，那不妨一试。而且，香港这个发达城市提供了高质量的资产以及尚未与资产价值背离很多的现金收入。我认为这是因为相对投资价值“陷阱”——如果你有成堆的现金，那么你会把它们投向哪里？所以，即便是在香港，当适宜的资产出现时，仍会被以收益为目标的资金围堵。”

最后，韩国之前并未受到核心（就此而言，非核心）资产投资者的关注，但近年来却吸引了越来越多的投资者。韩国之前没有多少投资的原因并不是价格过高。如今，这并不是多大的问题。只要有利可图，投资者就会关注。到韩国投资的另一个原因是因为如今还没有太多的离岸资本到那里寻求投资。

门户城市首尔是主要的吸引力。“如果比较每平方英尺写字楼价格，首尔是亚洲主要城市中最低的。”首尔的写字楼资产需求 / 供给关系平衡，资本化率虽然有所紧缩，但稳定在 4.5% 左右的水平，同时，资本成本低意味着投资者的债务成本低于资本化率。

## 机会投资的寒冬

过去的八年中，机会型投资者有所减少。不过，尽管目前市场上普遍缺乏符合机会型投资要求的资产，但机会型投资者依然非常活跃。据一位基金经理称，“机会型投资领域存在诸多挑战。由于针对房地产投资有一个规避风险的措施，所以近期我们在亚洲还没有看到很多关于机会型资本的资金募集，机会型资本的目光一直放在房地产开发和日本高杠杆的市场上。

当收益和回报都缩水时，什么样的资产符合机会型投资者的要求呢？如一位投资者所说：“我们的观点就是如果能接受 20% 的毛收益，那就能获得较好的风险调整后收益，这是非常有希望实现的目标，前提是有完善的投资方案和较强的决心。20% - 25% 的目标看起来是个小数字，但我认为实现起来还是有难度，因为还要考虑到风险等因素。绝大多数主权投资者以及养老金投资者对于收益的预期比这个数字还要低。如果将开发风险考虑进来，我认为如果能得到 16%，17% 或者 18% 的收益，机会型投资者就很满足了。”

由于机会型投资普遍缺乏主题，尤其在可获得资产普遍短缺的情况下，很难确定资产交易类型。一位机会型投资基金经理曾说：“随着这一轮经济周期的发展，人们要努力做的就是抢

占核心资产的先机。目前，核心资产的概念正在逐渐扩散，人们都在选择未来可能成为核心的资产或者地理位置。之后，为了对冲风险，你需要制定一些积极的资产管理方案，再加上债务成本低，获得百分之十几（的投资回报）应该不成问题。”

## 日本和中国市场给机会型投资者的回报

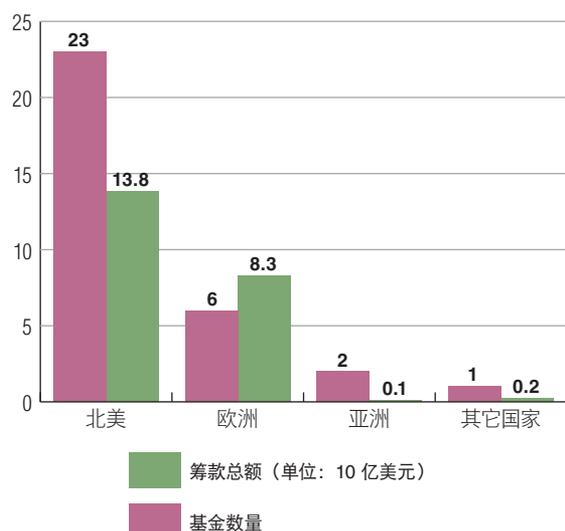
尽管投资主题比较分散，而且一些结构理想的投资策略开始引起质疑，但日本还是机会型投资者热衷的目标。东京的资本化率一直处于 3.3% 的极低水平，但极低的贷款成本配以 90% 的高财务杠杆，这也是目前为止该地区贷款价值比率的最高值。因此，越来越多的投资者都盯上了这里，希望用短期的杠杆和债务，以期资本化率进一步下跌获得巨大的资产回报。目前，这条路还是行得通的，但是很多有经验的投资者担心 2008 的危机重演，当时就是因为同样的方法导致了市场的崩溃。正如一位投资者所说，“市场景气时这么做效果很好，但如果市场发生变化，后果则不堪设想。”

中国也是机会型投资者的另一大市场。目前的经济问题，比如长期供应过剩，不断下降的开发利润都需要投资者有很好的辨别能力。但这也同样意味着潜在的高利润。据一位投资者称：“由于基本需求很旺盛，因此我们仍然认为还有很多机会。但是这些需求都是地区性的，存在于具体的某些市场中。在某种程度上，如果市场紧缩，那这种策略是可以起到一定作用的，但条件是投资者要有承担失败风险的强大心理素质。”

由于北京和上海市场竞争依然激烈，因此很多机会存在于一些二线城市。例如，在交通便利的黄金地段开发一个旗舰项目，并且找到当地比较靠谱的合作伙伴才能成功。而在过去，外国投资者可能根本就无法接触到这样的投资项目。一位机会主义投资者称：“对我们而言，投资的关键在于利益要一致，如今在经济上我们利益是一致的。目前，有利的一点就是开发商需要资金来填补他们的融资缺口并调整他们的业务模式。而我们需要的是自我保护，因此我们会参加和开发商有紧密联系的项目——要么在近期会产生现金流，要么规模大，他们必需关注的项目。因为经济周期总在循环，虽然罗马被付之一炬，但我还是认为你最好投资罗马，因为未来这里还是各种资源的汇集地。”

中端住宅投资目前仍然具有吸引力，尤其是在一线城市。最近一线城市的政策一直在改变，政策承诺会向之前遭遇限购的外

图 1-15 针对不良资产的封闭式私人基金的募集情况 按关注的地理区域划分, 2013-2015 年 \*



来源：先秦房地产在线  
\* 截至 2015 年 8 月 19 日

地买家开放市场。一位活跃的投资人称：“在很多城市供需关系仍然十分紧张，开发商获取资本的价格环境相比之前也有了很大的改善。目前，负债成本相对降低，国内资本的获得也更加便利，这也使得我们的资本更具竞争力，在这样的环境下，你能和更好的合作伙伴做成更好的交易。”

## 不良资产难以觅得

另一方面，在亚洲找到不良资产希望更加渺茫。多年来，投资者一直在全球金融危机的背景下寻求不良资产，但每一次都空手而归。主要是因为亚洲以关系为主的市场是通过关系紧密的各方来处理违约等各种问题，与贷款方形成折衷解决方案，而不是在公开市场上出售不良资产。因此，绝大多数基金经理都无法找到可以投资的不不良资产。

印度可能是个例外，除此之外，中国是当今亚洲唯一有可能获得不良资产的市场。因为中国中小型房地产开发商仍然为建筑资金煎熬，尤其是在二三线城市。即使是这样，这种情况更多只是停留在理论上，可操作性很小。尽管愿意出售或接受救援资金的开发商很多，但受访者却认为外国企业几乎不可能获得这样的机会。原因之一就是中国当权者不愿意看到不良资产进入市场交易。正如一位被采访人所说的：“我认为政府会有意去遏制，使离岸投资人很难获得投资机会。不良资产可能会重回资产管理公司，这一切就像回到了 2002 年，当时人人都认为将会出现大量不良资产可供交易，事实上不良资产确实大量存在，但在市场外被全盘吸收了。”

另一个原因就是绝大多数外国基金都认为这种合作关系有很大的风险。实体交易不受欢迎是因为中小规模的开发商资金都不怎么透明，而且可能在后续融资的过程中会遭遇一些区别对待。同时，项目层面的交易也没多大吸引力，部分是因为这些项目都在二线城市，一般都出现了供大于求情况；并且花在项

图 1-16 房地产透明度评分：亚太地区

透明度等级	国家 / 地区	2014 年排名	2014 年评分	2012 年评分	2010 年评分	2008 年评分
高度透明	澳大利亚	3	1.4	1.36	1.22	1.15
	新西兰	4	1.4	1.48	1.25	1.25
透明	香港	14	1.9	1.76	1.76	1.46
	新加坡	13	1.8	1.85	1.73	1.46
	马来西亚	27	2.3	2.32	2.30	2.21
	日本	26	2.2	2.39	2.30	2.40
	台湾	29	2.6	2.60	2.71	3.12
半透明	中国（一线城市）	35	2.7	2.83	3.14	3.34
	菲律宾	38	2.8	2.86	3.15	3.32
	印度尼西亚	39	2.8	2.92	3.46	3.59
	泰国	36	2.8	2.94	3.02	3.21
	韩国	43	2.9	2.96	3.11	3.16
	中国（二线城市）	47	3	3.04	3.38	3.68
	印度（一线城市）	40	2.9	3.07	3.11	3.44
低透明	越南	68	3.6	3.76	4.25	4.36

资料来源：仲量联行《亚太区不动产透明度调查》

## 中国: 关键主题

因为多方面的原因，2015年中国的房地产业一直都比较低迷。中国疲软的经济、人民币贬值以及年中股票市场的挫败，都导致了中国经济的下行。在2015年上半年，住宅市场的价格和交易量都普遍下降（一线城市除外），延续了2014年的颓势。在商业领域，尽管资产价格依然坚挺，但交易量也有所下降（根据RCA的数据，同比下降26%）。

因此，投资者对中国市场的观点呈现两极分化。一些投资者认为这些既是问题，又是机会。而另外一些人，尤其是西方的一些投资委员会，观点则相差甚远，他们认为中国的情况已经带来了信任危机。正如一位投资者所说：“所有投资者现在都处在一种观望的态度，因为目前很难让纽约人相信可以放心地将退休金投入中国市场。”

最终，这两类观点相互抵消。根据一位香港的经纪人所说：这种情况还没有过多地影响到开发，因为还需要一些时间，但对投资者却有很大的影响，因此一些投资计划都暂且搁置。另外，总是有一些投资人能发现机会，所以我不认为交易会明显下降，因为总是有一些机会型投资人。”

到2015年下半年，情况有所好转。原因是出台了一些政策，鼓励资本向房地产领域流动。自2014年11月份以来，央行6次降息，而这也很大程度上降低了开发商的资金成本。同时，在岸债券市场和家庭市场（比如消费者按揭贷款）的融资也相对更加便捷。因此，截至第三季度末，中国最大的十个城市的房地产销售额同比增长了30%。同时，一线城市的地产价格也稳步增加。

投资方的态度则像过山车一样。上半年外国资产对中国的兴趣有所减弱，主要原因是众所周知的经济问题。但是，之后投资者又认识到天没塌下来，投资兴趣又有了很大回升。一位活跃在中国的国外银行家认为：“今年年初，各种迹象表明今年似乎是很不错的投资机遇。但在夏天发生的一系列问题又让各种投资交易暂时搁置。不过目前我看到这些投资交易很快就会完成，所以到年底，将会有很多交易达成，这是一种久违的画面。”

为什么会有这样的现象？考虑到当前的环境，外国投资者理所应当会对投资中国小心谨慎。但越来越多的越来越好的交易让投资人的担心有所减弱，尤其是已经有投资意愿的投资人。一位香港的基金经理人指出：“我认为目前在

目协商、执行和退出上的时间很长，这些因素都会导致项目缺乏经济性。

最后，设计不良资产的交易结构也问题重重，因为打交道的是当地闻名的企业，所以即使有合同保证，执行起来也有很大的挑战性。一位基金经理说：“你以为和三线开发商签了合同就能完成这项不良资产交易，让这个开发商从他的地盘出局？这纯属妄想。至今，我还听到很多人在谈论他们打算如何交易不良资产，但却没有看到一宗实施的交易。我相信市场上会出现不良资产，但我认为最靠谱的方法是向当地的大型开发商提供资金，让他们买下这些资产，不过大型开发商也不喜欢购买不良资产。”

## 平台交易在增加

最近在中国，甚至整个区域都出现了一个新的现象，那就是出现了越来越多的平台交易和公司层面的交易。这些交易可能会牵涉到，举例而言，澳大利亚资产组合的并购或中国大型开发商股权的收购。对买家而言，这种类型的交易可以带来规模优势，这也是国内外私募股权基金和大型机构投资者看重的，他们需要通过相对较少的合适资产将大额的现金部署到市场之中。2015年，印度也出现了一些实体交易。

在中国，这种类型的交易不太会牵涉到不良资产。绝大多数国内开发商的资金状况还是很好的，而且在获取银行贷款方面可能也没有多大的问题。不过，和前几年不一样，中国的开发商如今热衷于和国外资产合作，主要是由于不断变化的行业格局要求他们改变自身的运营模式。中国房地产开发的利润已经从

亚洲市场中，中国是非常需要资金的一个。其他很多市场，比如日本，澳大利亚，香港，新加坡，资金相比产品和投资机会更加充足。虽然投资中国有很多风险，但是由于中国有大量的资金需求，而且竞争也相对较小，因此还是有很大机会的。”

究竟有哪些风险？除了一些例外的城市（比如南京，厦门和武汉），其他很多二线城市都存在过度开发建设的问题，这些计划欠考虑的项目要市场花好几年来吸收。一位投资者说：“之前，你会认为‘有了合适的合作伙伴，在不错的二线城市，即使项目选择不合理，巨大的增长也会让我们逃出生天。’但现在情况不一样了——你现在必须要更加细心地选择投资的市场。”

另外，中国政府开展的反腐行动拖延了决策过程，尤其是对于房产开发项目。一位香港的顾问说：“反腐行动使所有事情都慢了下来，因为没人敢做重大决定，担心会被指控从中获得了特殊利益。从我们的时间表可以看出，我们已经损失了 12-18 个月的时间。”

机构投资者和核心资产投资基金因此又回到了一线城市，

去投资一些基础的收益型资产（尤其是上海）。要求较高回报率的投资者又到二线城市去寻找一些房地产开发项目，他们关注的主要是一些中端的住宅项目，尽管此类项目市场库存很多。一位投资者称：“尽管权益乘数较低，但我还是更倾向于住宅项目。可能你为项目做了很多事，而且也有不错的内部收益率，可能达到了 20% 或者 15% 以上，而你的权益乘数只有 1.5 倍，而且风险还不小。所以我认为这并不适合所有投资者，但要说最好的投资的机会，我认为它大概就是一个。”

同时，零售业仍然对比较动荡，尽管目前出现了几个和外国资本合作的交易。一位投资者说：“我们需要格外小心，如果你发现某些郊区每天的购物需求都得不到满足，或者你有个好的住宅项目，并能够在项目内建设一些可管理的零售设施，那么你的机会来了。但在城市中心或者一二线市场，目前竞争太过激烈。在未来某个时点，是否会有资金重组或购置不良资产的机会？可能会有吧，但我们还没有看到这样的投资机会。”

十年前的 20% - 30% 下降到如今的 0% - 10%，大型的开发商不再追求资金密集，而是希望更加高效、多元化，并更加看重项目管理收入。另外，中国的开发商还想走向国际，这也是他们能做到的，因为他们有巨大的业务规模和大众市场的开发经验。

通过和世界著名的投资者和开发商合作可以达到那样的目的。另外，和著名的外方合作还可以提高自身的可信度，有利于他们在外国市场的运作，因为中国的品牌在外国还不是很闻名。

而对外方而言，在中国这样复杂的市场能够找到公司层面的合作伙伴也明显会带来很多利益。首先，外方有机会接触到大量的高品质交易，如果不和中国伙伴合作，这是完全不可能的。其次，还会给外国投资者带来一定程度的安全感。一位受访者

表示：“注资企业后安全感倍增，因为你可以深入到他们的全系项目中去。”

## 新兴市场难打入

过去几年来，外国投资者对于亚洲新兴市场可能带来的高回报一直抱有很大的兴趣，而这种兴趣近来更是有增无减。一位经纪人这样说道：“你会感到十分惊讶。亚洲的这些新兴市场都不大，但在亚洲没有许多其他的市场供你选择。当下我们在缅甸、柬埔寨和孟加拉国的操作很频繁，而这些地方一般不会出现在我们视野里的。这就反映出人们为了得到期望的回报需要去更远的地方。反之，在那些更为成熟的市场他们拿不到项目，或者是对出价不满意。”然而，对新兴市场和前沿市场的投资仍很艰难。

导致这种现象的原因有很多。其中一个原因就是这些市场往往都由一小部分土生土长的投资人主导着，他们可以轻松获得廉价资本，对于相对高昂的国外资本需求不大。正如一位投资者说的那样：“我们希望和更老牌、知名度更高的人合作，但他们不缺钱，也不愿意买单，更不准备给我们希望得到的控制率。”另一个原因则是这些新兴市场相对小规模的交易无法推动整个大局，基金需要部署大量的资本。另外，特别是对于那些机构投资者来说，可能会遇到潜在的腐败问题或是其他的政治丑闻，使整个局面变得十分敏感。

最后一个原因则是当地的投资人对风险有着不同的理解。一位活跃在越南的投资者向我们讲述了他的基金正在进行的项目退出是如何只招来了本地的购买者。“外国基金也来过并且考察过，但他们认为国家和政治风险是需要被量化且被代入公式的变量。然而对于当地投资者说，来自国家的风险无须担心，因为他们相信无论何种方式，最终一定可以化解。所以两者的风险预测是截然不同的，这也就影响到了竞标。这也是为什么我们常常看到当地投资者的出价要比境外买家的出价高 20% 到 30% 之多。”

菲律宾的情况也很类似。一位马尼拉的开发商是这样说的：“在大多数情况下，（购买）兴趣往往集中在本地。那些境外的投资者需要考虑汇率的影响，他们需要对冲，这就会占据他们 4% 到 5% 的资金。除此以外还需要考虑政治风险。所以通常境外投资者会要求 20% 到 25% 的投资回报率。相反的，本地贷款利率只有 3% 到 7% 且银行十分乐于贷款给投资者。”

阻碍外资进入市场的诸多壁垒也就意味着大多数包含外国资本的交易都会有某类特定的买家参与。这些人中就包括来自新加坡和香港大型开发商们，这些投资者对当地市场的操作情况十分熟悉。而最近，中东和亚洲的一些主权财富基金也加入到他们的行列。但无论是哪一种投资者，他们都更倾向以一种长远的眼光（比如十年以上）而非传统的以内部收益率（IRR）为导向的心态来看待这种投资。

另一种新兴市场的投资者规模更小、流动性更高、适应力更强。这类投资者愿意在缅甸（一位受访者称之为“2015 宠儿”）这类市场做初期开发承诺。他们中的一位代表是这样说的：“其实就是土地流转的过程。买下农田、将农田转化为建设用地、获得所有许可和投资许可证、清理场地、基建、再销售给当地的开发团体。”这种模式是以关系为基础的，所以不适合机构

投资者。风险固然很高，但回报也很高。在许多市场里，“将生地开发成熟地的开发利润可达 80% 到 90%。事实上，无论何种情况下，只要你是开发商，赚的钱就一定不会多。”

## 新兴市场需校正？

在过去的两到三年里，几乎所有亚洲新兴国家的开发活动都很频繁。然而，即便菲律宾和越南的市场持续看涨，但受访者对于东南亚的感觉却是“哪里都令人不安”。的确，在大多数的市场都出现了供过于求的迹象，特别是写字楼和高端住宅。

综合上述可能出现的经济波动，已经出现了一种猜测，那就是在那些不景气的市场，特别是印度尼西亚，可能很快会出现不良资产的投资机会。一个曾在东南亚进行过投资的机构投资者是这样说的：“我们非常想在那里进行开发，但有些时候适合投资，有些时候则需要耐心等待。我们认为一部分东南亚的国家正在经历这样一个校正的过程，而我们要做的就是做好投资的准备。也许有选择的投资一两个项目是可行的，但我不认为现在是大规模、系统性进入这些市场的好时机。”

另一名雅加达的投资者则是这样评价住宅市场的：“开发者如今开始将中高档的住宅定位转向中低档住宅，消费者更容易承受中低档住房消费。那些高端住宅投资将会明显放缓。因为房价高昂，人们纷纷节衣缩食。且对于有些背负美元债务却没有外汇收入的开发商来说，他们的项目可能必须停下来了。我们认为这就带来了不错的机会（收购不良资产）。”

## 改造项目慢慢受到欢迎

过去的三十年里，亚洲经济体的快速发展使得许多城市中心出现了大量老化或是土地用途不当的建筑。这些建筑的改造迫在眉睫，而这中改造又大多因为高额的成本而搁置。有顾问表示：

“我不认为我们在亚洲这片市场有着哪怕一点点清晰的思路，但最终的解决方法一定会是私人资金支持，或是公 / 私合资模式。这些土地是宝贵的，但实际上土地的补偿和居民的安置模式必须妥善解决，尽量避免社区瓦解并把社区中的人们迁移至新的家园，也就是传统模式的做法。”

即便如此，公共 / 私人资金支持的城市改造已经成为澳大利亚的一大主题，推动轻工业企业从城市中心迁移至郊区。那里的道路纵横交错，构成理想的产品配送网络。这类工程操作起来无疑比那些亚洲人口稠密的城市要简单，因为几乎无需考虑重

新安置的问题，而且成熟市场的成本效益比对投资者而言更具经济诱惑力。

当地一位基金经理是这样说的：“土地用途分区和基础设施正在提升土地的价值，从而鼓励或者使得工厂有可能接受搬迁。而公私资本的结合与合作为这些地区的改造提供了支持。就目前而言，想要在这些地区建设改造所需的基础设施是一件非常复杂的事情，需要大型私有企业与当地州政府以及联邦政府的通力合作。这个过程困难重重，必须郑重承诺，并有长远的眼光。但这个国家的每个地方都有这样做的意愿。到目前为止，除了完全的被动投资，还没有看到大批外国机构参与到类似的投资中来。”

## 流转操作开始流行

与此同时，更小规模的资产改造项目已经在市中心和市郊催生了数量可观的新商业建筑和（尤其是）住宅项目。比如说在中国，许多城市都和开发商就市郊地区农田的开发达成协议。据一位受访者介绍：“我们负责这些项目的设计、立项以及规划，并加入基础设施，然后交还给城市用以出售。城市则会给我们这块地 10% 的面积作为回报，或是他们认为合理的价码。市长们都欢迎这种模式，因为我们帮他们承担了责任，而且他们知道三年后就可以收回一大片可售的土地了。”

市中心商业建筑的用途转换也开始成为一个流行的主题。悉尼和墨尔本就是最好的例子：开发商（通常来自中国）买下乙级写字楼再改造成高级公寓。促成这一趋势的催化剂之一就是各个地区不断加剧的交通堵塞，使得市中心的公寓及混合用途的地产项目激增。

然而如此迅速地改变也有它的负面影响，且往往和规划许可有关。一位悉尼的基金经理表示，许多当初买下写字楼意欲改变用途的买家如今都陷入了困境，因为他们对规划的过程判断有误。“悉尼的规划制度与中国的规划制度大相径庭，所以我们看到不少当初为了改变用途（等待租赁期满并获得空地占有权）而买下的楼宇如今纷纷续租，那是因为，在悉尼，住宅开发许可不是半年或者一年就能拿到的，也不会自动批准 25% 到 50% 的额外建筑面积。”这也就意味着未来乙级写字楼资产的销售可能会减缓。不过这位基金经理还表示：“我确信未来某个时候会有成功的用途转变项目，但不会是在现在这个经济周期里发生。”

与此同时，墨尔本当局在总结了多条在中央商务区新建大量公寓楼不受欢迎的理由之后，于 2015 年 9 月出台了一系列新规定，包括限高、强制退红线以及新的容积率。这些改变将对当地地价产生了极大的负面影响，但给房价和租金带来利好前景。

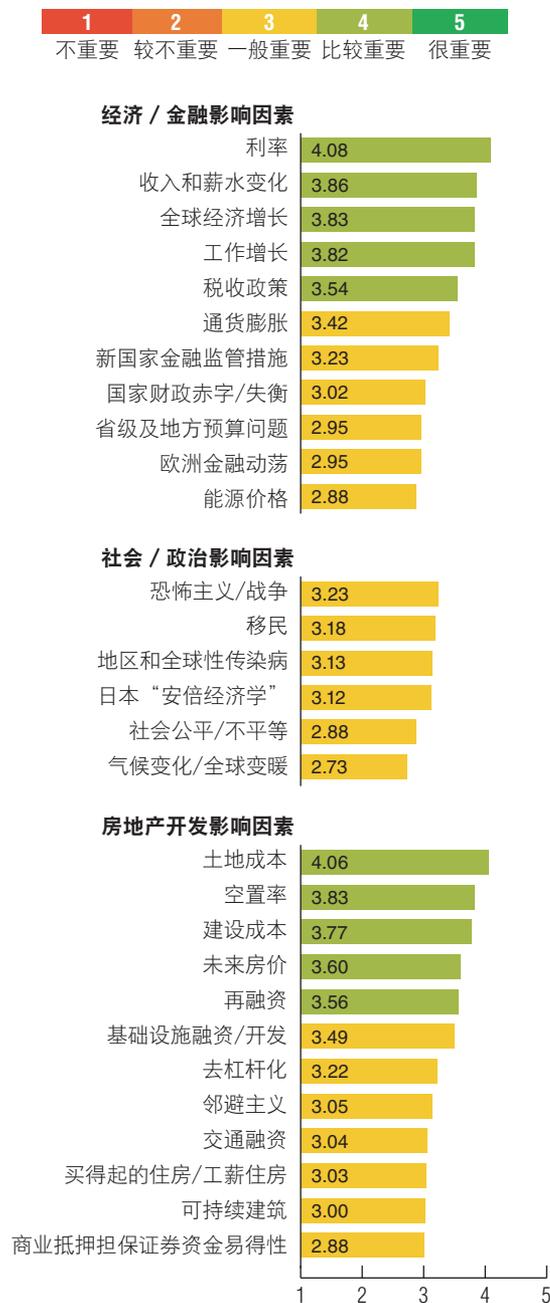
在香港，一项鼓励东九龙区老旧工业建筑改变用途的政府计划已经实施了近五年，而且政府没有针对其转作写字楼（大部分）而征收附加费。在 1000 栋符合条件的楼宇中，有超过 200 栋已经申请改变用途，有大约一半已经完成了用途转换。一位投资者是这样解释其中的价格变动的：“这里说的工业建筑每平方英尺的租金在 7 港元到 9 港元之间，而相同位置的普通写字楼租金是每平方英尺 35 港元。在这个过程中重建的写字楼租金定在每平方英尺 20 港元到 25 港元，这个价格对于租客很有吸引力。”然而随着这个计划将在 2016 年初到期，类似的投资活动有所减少。

## 绿色进程仍很缓慢

悉尼和香港这类城市中大量建筑的快速转变用途显示了政府在这些方面的参与对于结果而言是至关重要的。同样，政府监管也是如今亚洲绿色建筑应用的主要推动力。但问题就在于大多数政府仍然没有把绿色建筑当回事。一位香港的房产经纪人说：“政府究竟会推广还是强制推行是一个问题。我们有租客求租绿色建筑，但如果没有他们还是会选择普通的建筑。在我看来除非能够像新加坡政府那样强制要求，否则人们是不会主动选择绿色建筑的。”

即便如此，有更多的投资基金如今把地产的绿色属性作为评估潜在投资的重要标准，因为他们制定了自己的绿色标准，或是有限合伙人要求他们这么做，特别是那些来自欧洲的合伙人。除此之外，绿色建筑可以节约成本也得到了更广泛的肯定。正如一位基金经理说的那样：“因为从长远角度看，环保技术让经济体更具投资吸引力，所以更多动力促使我们在我们的建筑里增加环保科技的投入。如果你可以为房屋安装更先进的分区空调或是可以利用立面材料将太阳能转化而成的热能，那么就可以省下一笔不少的资金。由于投资收益率持续走低，建筑节能，就可以带来越多的利润。但你必须有长远的眼光，因为绿色建筑的经济效益只有当你持有这些建筑 10 到 15 年的时候才能体现出来。”

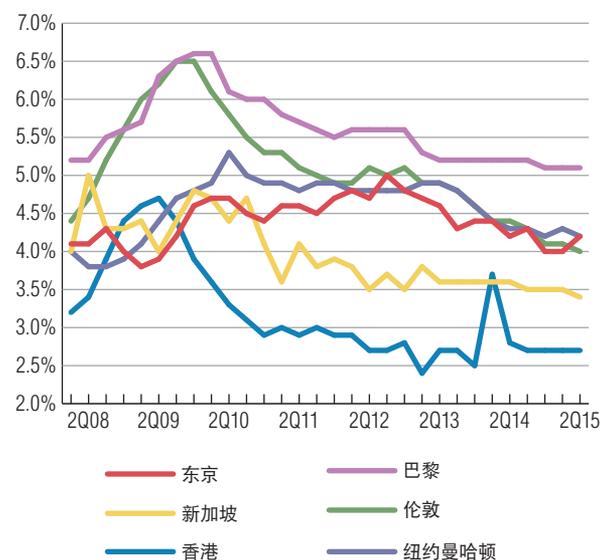
图 1-17 2016 年房地产行业影响因素重要程度统计表



资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

虽然这至少为新建筑的环保建设提供了动力，但在老旧建筑的改造推广上却进展缓慢。另一位受访者这样说道：“人们理解新建的建筑配备绿色的设施是很经济的做法。但如果是老旧建筑，除非迫不得已，否则他们不会费神对其进行任何改造。”

图 1-18 顶级写字楼季度投资效益图 12 个月移动平均



来源：不动产资本分析公司 (Real Capital Analytics) www.rcanalytics.com

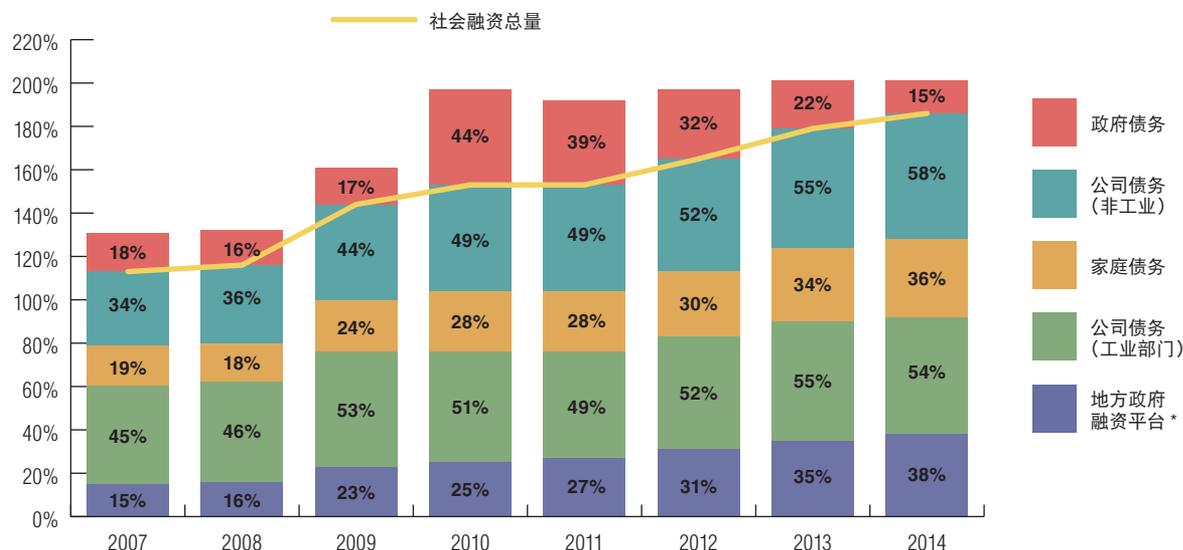
## 最大的风险

眼下的利润也许很可观，但是区域性和全球性的风险也一直存在。在这些风险中，最显著的如下所示：

- **美元基础利率上升。**当美元利率上扬时，区域性市场（特别是东南亚）往往会更容易受到资本外流和汇率波动的影响。本轮经济周期也不例外。2015 年下半年，马来西亚、印度尼西亚和泰国的主要货币汇率都出现了下跌，此次下跌至少一部分原因是美元基础利率上扬的预期。

另一个受利率上调影响极大的方面是资本成本和该地区已然很低的资本化率。利率提高的预期已经持续了几年，大多数投资者对房地开发现状并不担忧。首先，没有人预计近期利率会显著上调（即便有也不会太大）。事实上，中国和澳大利亚的央行在 2015 年多次调低利率，地区的趋势也指向宽松的利率政策，收紧利率可能性不大。一位基金经理表示：“全球范围内的通胀压力是良性的，你甚至会觉得通缩的压力其实更强。所以你会好奇什么将触发利率的上扬。如果出现了 150 到 250 基点的上升，实质性的变化就开始出现了。但 25 个基点的增长并不会带来任何变化，且基于现阶段战略对话我实在找不到可以触发更大幅度上调的因素，除非美国出现了快速的工资膨胀。”

图 1-19 中国信贷余额占国内生产总值比率统计表



来源：苏格兰皇家银行宏观信贷研究，国际货币基金组织

\* 地方政府融资平台包括所有地方政府债务，地方政府债券除外。

此外，基础利率的上调也不能等同于资本化率的上升。因为当前房地产投资收益率和无风险利率（例如主权债券）之间的差距要大于历史正常水平。所以虽然基础利率的上调会伴随着无风险利率的上浮，在它投资收益构成影响之前仍有巨大的空间使这种差距回到正常水平。就像一位分析人员说的那样：“就缩小差距来说债券市场必须完成大头的部分，因为房地产投资效益从没有像无风险利率那样偏离了历史平均水平如此之多。”

资本成本也是同样的道理。一名香港的投资者是这样说的：“利率已经维持低水平很久了，银行可以承受利润的下降，因为它们曾有机会提升价格。所以一旦利率上升，银行首先会吸收一部分到它们的利润中。”

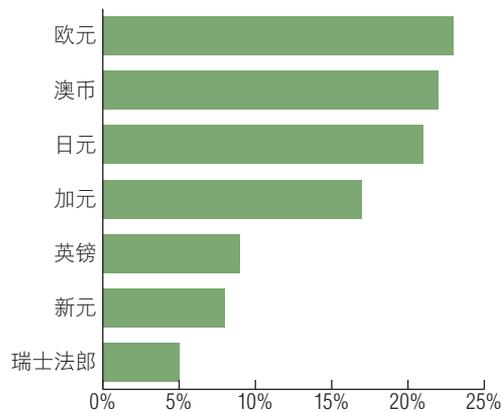
就算这个分析是错误的，但上升的利率的确会给资本化率带来实质且巨大的影响，那么哪些市场承受的风险最大呢？得出的答案是一致的，那就是那些资本化率下降得最多的市场，尤其是香港和新加坡。一位分析人员评价道：“我最担心香港，一方面因为市场过于不稳定，另一方面则因为它的经济周期和美国（的经济周期）截然不同。所以一旦美元利率上升，香港会做出同样的反应。但美国如今处在恢复模式，香港则处在巅峰期，所以不同的经济周期可能引发大问题。

● **中国经济。** 中国经济可能出现的硬着陆是经常被《新兴趋势》调查引用的另一个因素。2015年，这个因素再一次出现在了“这是一个巨大的风险，无论是上行还是下行”的论断中，特别是基于今年中国宏观经济数据出现显著疲软的背景下。2015年年中，中国股市的崩盘既不是经济放缓的原因，也不是因为受到经济放缓的影响，而这次崩盘对于稳定紧张情绪也没有起到任何作用。虽然本报告不是一份详尽的中国经济分析报告，但毫不夸张的说，人们的担忧主要集中在三点上。

- 巨额债务。这些债务很难量化为具体数字，但国际货币基金组织（IMF）的统计显示2014年这些债务已经跃升到了国内生产总值的193%，而2008年这一比重只有120%。
- 过度依赖投资拉动国内生产总值增长。
- 实行改革可能带来需求急剧紧缩的风险。

根据官方数据，2014年国内生产总值增长率回落至7.4%。根据国际货币基金组织推测，2015年增长率可能进一步回落至6.8%。

图 1-20 2014 年第二季度至 2015 年第二季度美元相比其他货币走强 (以百分比计)



来源：不动产资本分析公司 (Real Capital Analytics) www.rcanalytics.com 2015 年 10 月

那对于房地产投资有哪些影响呢？这个问题本身就指向了另一个弱点，因为显然中国经济就像一个“暗箱”，本身就抵制外界对它的分析。但更显而易见的是大多数熟悉当地市场的投资者仍然看好中国经济在短期和中期的前景。有位投资者这样说：“这是中央政府的好处之一，计划经济下，政府会动用各种工具进行调节。”另一位投资者则说：“我认为这些头条上的数字并不特别管用。这份报告可能写的是 6.9%（增长率），另一份写的则是 7%。这些报告其实都毫无意义，因为没有人知道实际数字是多少。但随着你在中国的时间久了，你会发现经济明显在增长，而且我认为只要头条上的数字在 5% 到 7% 之间，我们就不必太担心，因为即使只有 5% 的增长，绝对增长量已经非常巨大了。”

- **汇率变动影响到利润。** 在过去的许多年里，美元对大多数亚洲国家货币升值显著。在过去的一年里，汇率波动达到了顶峰，这些变动对以美元计价基金的利润率产生了实质性影响。一位基金经理评价道：“如果你是以美元计价的，那么资本化率回落是有利的，你的资产可以卖个好价并且从当地货币中获利。但反之很明显，当你需从本地货币转换成美元时，你会输的很惨。最终也是竹篮打水一场空。”

尽管基金经理们一方面声称自己不具备外汇交易员的技能，一方面指出涉及外汇的交易可以通过对冲获得保护。但鉴于这种风险对冲一般代价高昂，且考虑到市场波动的幅度，已经使其成为投资决策中的一个关键点。

在某种程度上，这些担忧可能是没有意义的，考虑到大多数货币可能已经出现了下跌，且未来波动更有可能出现在上行层面而非下行层面。尽管如此，历史已经证明汇率波动很难精准预测，与此同时许多发展中市场经济体也正在经受类似的由全球大宗商品不稳定价格带来的挑战，而宏观经济的潜在问题、资本外流、货币贬值这三者加在一起必然会加剧这种不确定性。一旦市场对美国收紧利率的猜测增多，区域市场（特别是在东南亚）会受到汇率波动更直接的冲击，就更能说明这一点。考虑到至少在未来的十二个月里对美元基础利率的关注依然会成为重中之重，在不久的将来出现更大波动的可能性仍然很高。

## 房地产资本去向

“资本流出是房地产行业每年都在经历的大事之一。  
再过五年，资本流出会愈加疯狂。”

今年的资本区域流动的大趋势是，资金从亚洲市场流向世界各地的房地产资产，因为机构与个人投资者希望分散投资并追求更高利润。投资者似乎更乐于在美国和欧洲购入新物业；据仲量联行的统计，2015年前三季度亚洲地区资本流出量同比增长近60%。同时，流入资本与2014年水平相同，机构投资人和主权基金筹集资金的增加抵消了私募股权资本的下降。

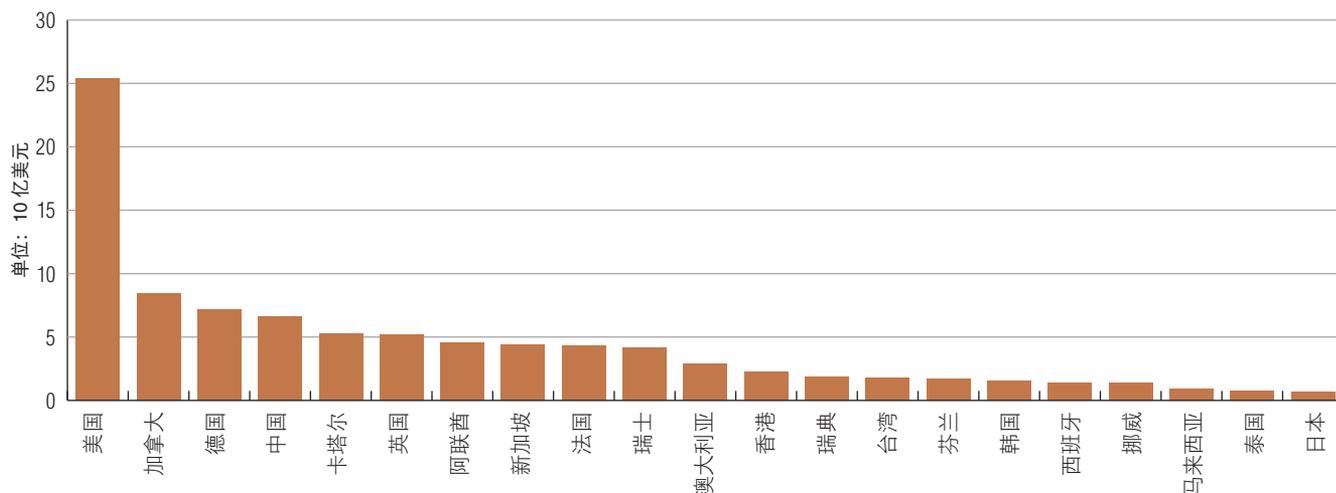
### 外流资本显著上升

亚洲呈现出的持续资本流出趋势，大约从两年前就开始了。但是，今年不同的是“量”——今年的资本外流情况比以往更加严重，而且没有任何缓和迹象。一位基金经理指出：“如果我

们五年后再来谈这个问题，我们不会回过头说‘天啊！2015年亚洲流出资本可真多！’因为我认为，2020年的资本流出量会更大——资本流出是我们行业每年都会看到的大事之一。再过五年，资本流出会愈加疯狂。”推动资本流动的主要是亚洲主权财富基金、养老基金和保险公司积累的庞大资本，它们的大部分资金仍投资在债券或其他低收益投资项目上。

外流资本的最大贡献者依旧是中国。中国目前占有亚洲商业地产海外资本的25%左右。据地产经纪公司世邦魏理士统计，2015年上半年中国流入美国房地产市场的资金达37亿美元，几乎比2014年同期高了四倍。大多数投资者瞄准的是开

图 2-1 2015 年上半年全球商业地产跨境资本主要来源（买方所在国）



来源：世邦魏理士研究部房地产资本分析

发中的项目而非已竣工资产。住宅物业一般是最受到青睐的资产类别，但是现在投资对象已涵盖全部资产类别。2015年亚洲第二大资本流出国是新加坡。这个城邦国家一直以来都是全球资本汇集地，但是目前国内市场对于本土房地产公司、房地产投资信托公司（REITs）和投资基金公司没有什么吸引力，导致最近大量资本外流。

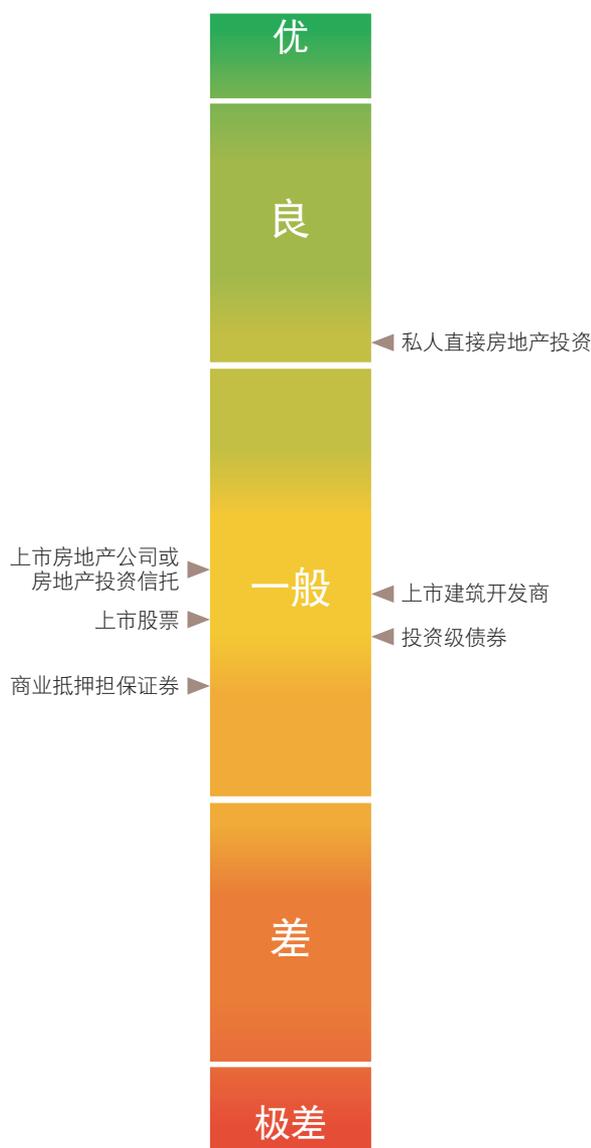
2015年9月，中国政府开始实施新政策，遏制当前中国大陆过高的资本外流，因为大量资本外流会对人民币的稳定产生不好的影响。这些政策包括限制通过银行向境外转账以及收取更高交易费，虽然这可能对机构或企业投资影响不大，但是个人投资者可能会减少国际房地产的投机性投资。这会对整体资本流动产生显著影响，因为总外流资本中，私人资本占了多数。现在来预测形势将如何发展还为时尚早，但是依据发稿时已知的有限证据，受访者怀疑政策会发生实质性的变化。

图 2-2 2016 年房地产资本可获得性变化



来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

图 2-3 2016 年不同资产类别的投资前景



来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

目前为止，亚洲投资者海外投资情况喜忧参半。在不熟悉的市场上，他们缺乏绕过陷阱的经验，特别是面对当地地方规划政策和官僚体制时，因此遭遇了出人意料的拖延。此外，一直会听到这样的新闻报道，亚洲买家在购买房地产时支付了过高的价格。公平地说，进入一个完全陌生的市场，任何投资者都可能遇到这样的问题。正如一位澳大利亚基金经理所说：“过去几年我打过交道的大多数中国的机构和个人投资者都目光长远，或许比澳大利亚的投资者看得更远些，所以我不觉得他们的行为不合理。”另一位受访者表示：“在价格方面，中国

图 2-4 最大的公共部门基金

排名	基金	国家	类型	截止 2015 年 6 月份资产 (单位: 10 亿美元)
1	社会保障信托基金	美国	国家养老金	\$2,789.5
2	政府养老投资基金	日本	国家养老金	\$1,150.0
3	全球政府养老基金	挪威	主权财富基金	\$882.0
4	阿布扎比投资局 (ADIA)	阿联酋	主权财富基金	\$773.0
5	中国投资有限责任公司 (CIC)	中国	主权财富基金	\$746.7
6	沙特阿拉伯货币管理局	沙特阿拉伯	主权财富基金	\$671.8
7	科威特投资局 (KIA)	科威特	主权财富基金	\$592.0
8	华安投资有限公司	中国	主权财富基金	\$567.9
9	国家养老金服务公司	韩国	国家养老金	\$455.0
10	国家公务员养老基金	荷兰	公共退休金	\$440.0

来源: 主权财富基金机构

投资者确实支付得更高。但是他们主要投资的是住宅物业，因为他们觉得住宅投资有明确的退出路径，所以从这个角度来看他们相当精明。而且他们的目标是供应紧缺的市场。他们现在看似多花了钱，但以后会有进一步升值，所以他们是做过功课的。”

## 大量资金仍将涌入

虽然到现在为止亚洲资本流出量巨大，但可能仍会有更多资金涌入。首先，许多亚洲金融机构或没有配置房地产资产，或根本没有流出资本。就算是配置了房地产资产，平均配置比例也只有 2%，而全球的金融机构，这个配置比例则在 4% 到 6% 之间。

例如，中国的保险公司已经配置了一些重大国际资产，但是仍有巨大的、不断增长的资产基础可投资。最近，仲量联行估计中国的保险公司在未来 10 到 20 年里共可向国际房地产市场投入 2400 亿美元，使他们跻身世界最大房地产机构投资者之列。

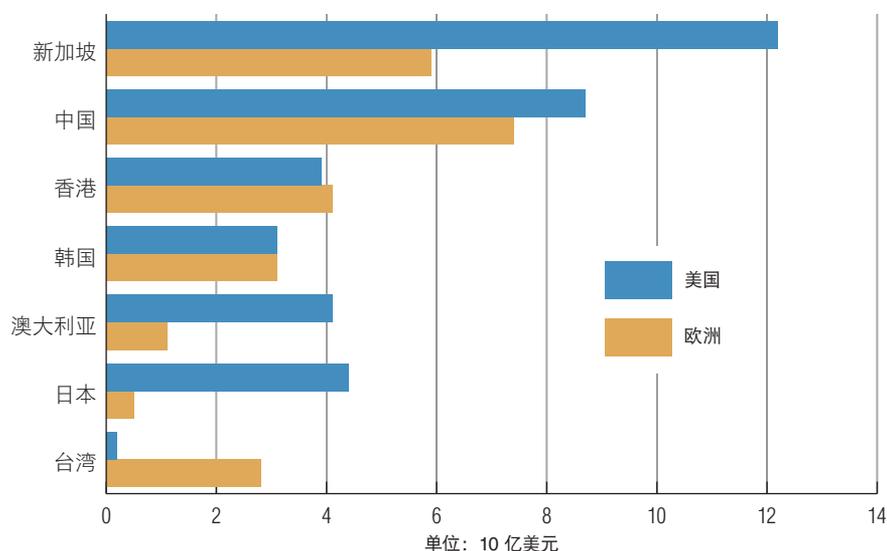
此外，一些拥有最多可供外流资本的国家并没有大规模资本外流。有一个国家到目前为止显然没有大量资本外流，那就是日本。日本养老基金，特别是政府养老投资基金 (GPIF)，坐拥 1.2 万亿美元，是世界上规模最大的基金之一，多年来一直专注于境内投资，购买了大量低收益的日本政府债券 (JGBs)。然而，这一切将开始发生变化，部分原因是日本快速老龄化的人口开始吞噬存款，所以他们需要获得更高收益；另一部分原因是日本政府购买了大量日本政府债券，这是政府当前量化宽松计划的一部分，因此市场上可买的政府债券已经所剩无几。

虽然 2014 年 10 月份，政府的一项公告显示政府养老投资基金（以及其他基金）将调整投资组合，将 5% 的资金配置分配到包括房地产在内的替代性资产上，但到目前为止还没有任何国际房地产市场活动迹象。不过，或许不久之后就会有所行动。在采访过程中，一些日本基金经理大致讲述了将把更多资金投向国际资产的计划，特别是投资到美国。一位机构基金经理说：“我们还没看到日本投资者出现，但我确定他们很快就会来了。”

尽管国内存量房地产长期短缺，但澳大利亚资本也迟迟没有再在国际市场上出现。主要因为上一轮周期中资本进军海外（主要是美国）使澳洲本土房地产投资信托产业遭受重创。在一定程度上，这种情况现在也在发生变化。据世邦魏理仕统计，2015 年上半年大约 29 亿美元澳大利亚资本投资于境外房地产，其中的大部分来自澳大利亚最大的养老基金，AustralianSuper。该基金已经在美国和英国进行了一系列投资。该基金还表示可能不会投资亚洲。

虽然澳大利亚养老基金可能会进一步进行国际投资，但是房地产投资信托基金似乎不可能在短时间内再投资海外。一位前房地产投资信托经理说：“过去五年，大部分房地产投资信托基金都把他们的境外投资脱手了，所以现在很难说服他们直接投资海外，而且房地产投资信托基金也不会去买别人管理的资产。其次是，一旦你进入那个市场，离开了，要想再回去很难，想被重视也很难。如果某位澳大利亚的上市房地产投资信托 CEO 说他们会再次进行海外投资，那么他真是勇气可嘉。”

图 2-5 2014 年 1 月至 2015 年 6 月亚太地区流入到美国和欧洲的投资



来源：仲量联行，房地产资本分析，www.rcanalytics.com

### 美国吸引了大部分资本

2015 年，亚洲资本加速流向美国。据仲量联行统计，2015 年前三季度亚洲境外投资同比增长 36%。同时，亚洲流向欧洲的资本（其中大约 80% 流向伦敦）同期下降 6%。部分原因是由于美国即将加息吸引更多资金进入、部分原因是欧洲经济前景疲软的反映，还有一部分原因是意识到在欧洲经济困境中能轻而易举赚到的钱已经到手了（这种机会几乎不存在了）。

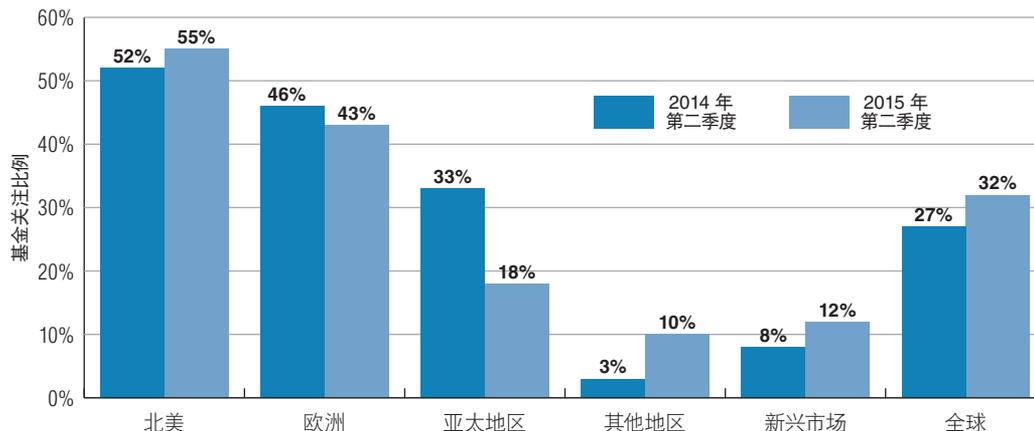
在任何情况下，直接投资门户城市一直是投资首选，但因为越

来越多的投资者涌入这些地区，资本化率进一步收缩，现在向二线城市转移，并与本土合作伙伴联合投资的意愿增加了。此外，亚洲投资者开始通过基金机构投资美国房地产，这样他们既实现了投资的多样化，又得到了妥善管理的房地产，还得到了更高效的处理税务的渠道。

### 资金流入将回升？

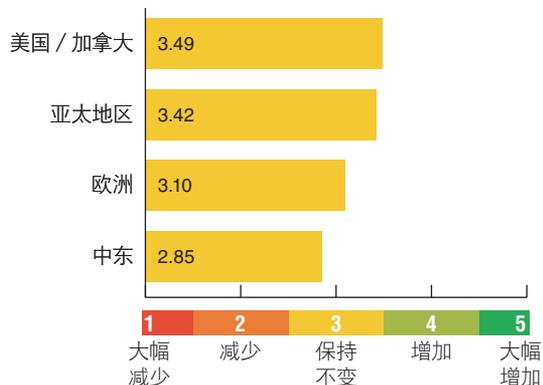
由于风险调整后收益比较高，流向西方市场的资金大幅增加，而与此同时，外部流入亚洲市场的资金量却停留在与 2014 年

图 2-6 2014 年第二季度与 2015 年第二季度，未来 12 个月私人房地产投资者目标地区



来源：普瑞奇

图 2-7 按来源地划分 2016 年房地产股权资本易获得性变动



来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

的水平止。数据显示亚洲私募股权基金筹资规模近期出现大幅下降（见图 2-6），不过，全球主权财富基金和机构投资者融资规模相应增加，弥补了所应出现的资金短缺。

不过，最近流入资金疲软的情况有望改观。据世邦魏理仕统计数据，2015 年上半年资金募集量增加，欧洲和（特别是）美国机构投资者持续在亚洲地区配置资产，几支主要基金在募集期结束时有望超出预计目标（见图 2-7）。

到 2015 年下半年，资金募集增速将减慢。一位香港基金经理表示，“部分原因是 8 月份股票市场的大幅波动，同时，市场普遍认为中国经济增速将放缓，也会对亚洲地区产生影响。”

在受访者眼里，未来一切仍将恢复常态。一位经纪人说：“英

国和美国逐渐失去吸引力，所以资金开始回流到亚洲寻找交易机会。”另据一家全球基金公司的一位香港基金经理说：“如今美国和欧洲[流向亚洲]的资金越来越多，比三四年前还要多，我认为这一定程度是因为在北美和欧洲，唾手可得的已经没有了。所以很难看到北美和欧洲的投资价值，而在亚洲，更容易发现增长的趋势，即使现在价格已经比较高了。亚洲的经济基本面相比欧洲，更能支持投资者的投资主题。由于资金回流和风险的重新定价，我们在欧洲已经看到了资产价值的巨幅提高。”

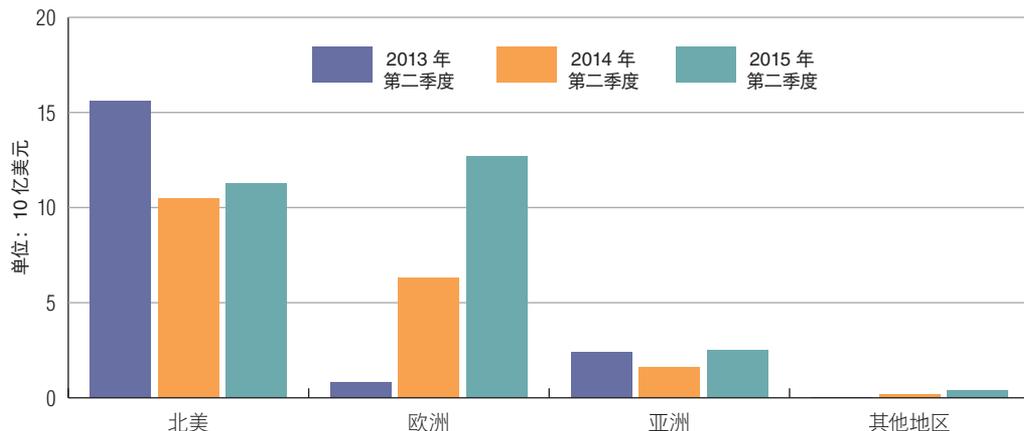
## 中国主导亚洲内部资金流动

据世邦魏理士统计，2015 年上半年亚洲内部资金流动减少约 40%。另据世邦魏理士统计数据，随着投资者逐渐瞄准西方市场，资产更加难觅，而且如今交易规模庞大，需要更多时间才能确定最终价格。然而，预计 2015 年末，众多计划中的平台和投资组合交易会促进亚洲内部投资资金的流动。

不出所料，中国是亚洲资金流出最多的国家，紧随其后的是新加坡。到目前为止，澳大利亚（特别是悉尼）是这些流入资金的最大接收者，但是资金正越来越多地分流到其他市场。一位分析师表示：“中国，在一定程度上，已经在澳大利亚完成了投资部署，现在中国开始把目光投向亚洲其他地方，特别是日本。”

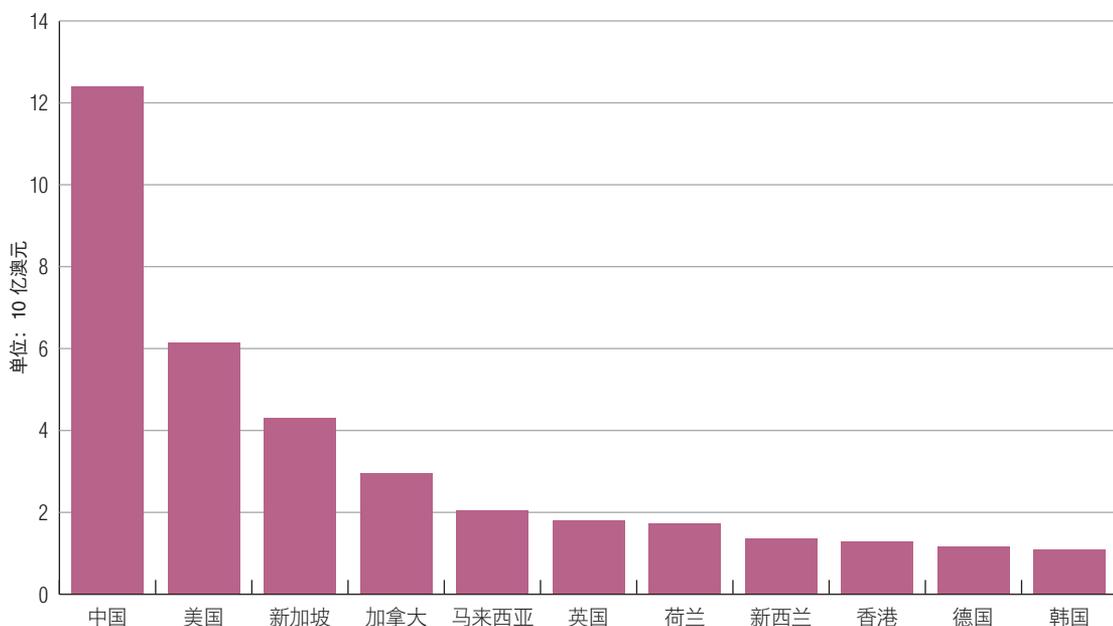
中国的境外投资有时数字极其巨大，这会对其所投资市场产生严重影响。特别是 2015 年上半年，中国投入澳大利亚的资金

图 2-8 2013 到 2015 年以不同区域为重点的封闭式房地产基金募资



来源：普瑞奇

图 2-9 截止 2015 年 6 月澳大利亚房地产行业最大境外投资者



来源：澳大利亚外商投资审核委员会

水平远远超过其他国家在澳大利亚的投资（见图 2-9）。

这在机构投资者和私募股权基金层面上可能不是什么问题，但购买澳大利亚住宅物业的个人投资者有所增加已经引起了争议。根据投资银行瑞士瑞信银行统计数据，截止 2014 年 6 月的年度，中国投资者花费了 87 亿澳元在澳大利亚购置住宅，同比增长 60%，约占澳大利亚该年度新房销售额的 15%。虽然大部分都是高端物业，但是这也让一些人联想到，正是这个原因造成了澳大利亚大城市房价的快速上涨。

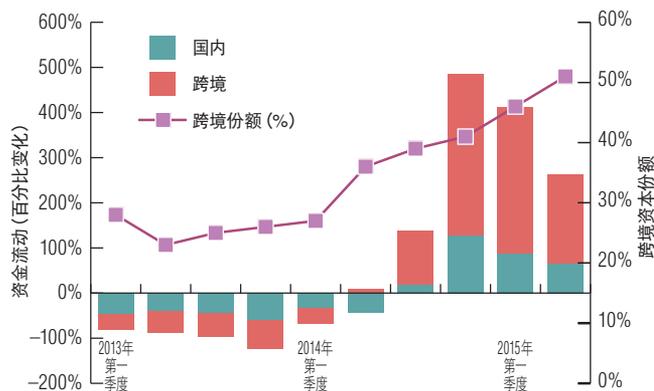
无论真相是什么，澳大利亚当局模仿前些年香港和新加坡政府的行为，在 2015 年 2 月宣布实施新的限制政策，并更加严格地执行现有规定，旨在限制外国投资者购买澳大利亚住宅。然而，这个问题仍将引起争议，评论家表示，这些规定仍然没有得到积极执行。

### 印度重获青睐

同样是在亚洲，2014 年末流向印度的境外资金大幅增加。据数据提供商房地产资本分析公司 RCA 的统计数据，到 2015 年中期印度获得的投资同比增长了近 200%。

同期境外资金占印度所有投资活动 50% 以上，而在 2013 年，

图 2-10 印度：12 个月资本来源移动平均线

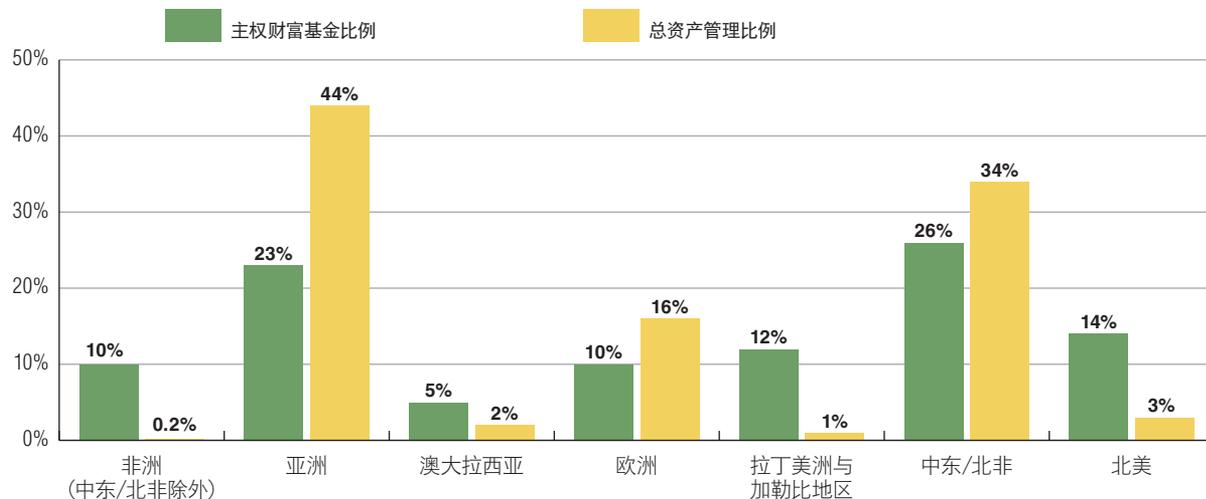


来源：房地产资本分析，www.rcanalytics.com

境外资金仅占全年所有投资的 26% —— 境外投资者明显恢复了对印度的投资兴趣。

一位德里的顾问表示，这有多种原因。首先，政府将境外投资者投资项目最小建筑面积的要求从 5 万平方米减少到 2 万平方米（既从 53.8 万平方英尺减少到 21.5 万平方英尺），“这增强了机构投资者的信心，这样他们就有更多投资的退出路径，因为即使他们找不到境外投资者，也能通过卖给本地的投资者从而退出项目。”

图 2-11 2014 年按地区划分主权财富基金



来源：《2015 年普瑞奇主权财富基金报告》

其次，由于印度开发商（特别是北部开发商）目前“已经山穷水尽，即使是支撑一个月的支出都要搜肠刮肚”。境外投资者的买入价格相当实惠，办公空间的买入价大多接近或低于折旧后的重置成本。因此，少数境外私募股权基金在 2011 年到 2012 年期间白手起家，现在已经成为印度最大的商业物业所有者。

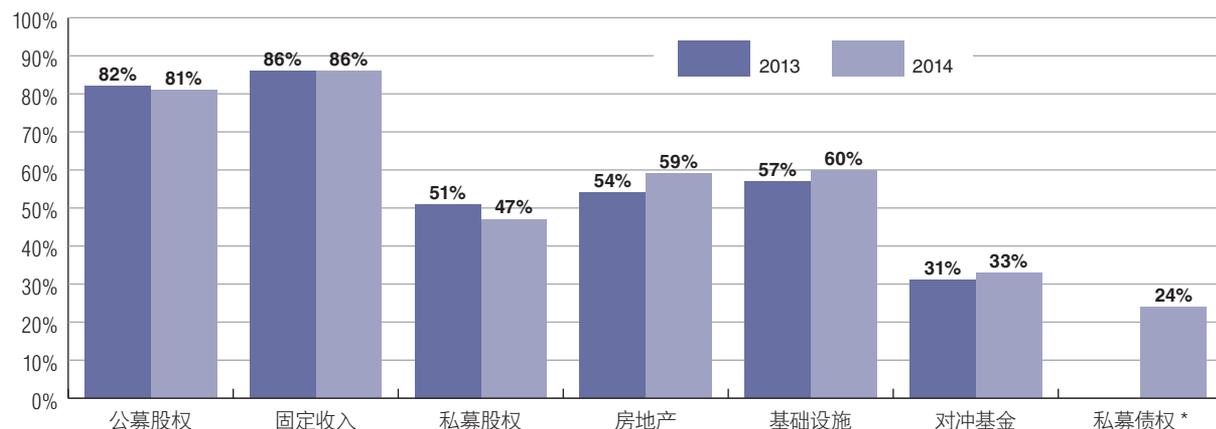
许多投资者仍然对投资印度市场小心谨慎，因为 2006 - 2007 年第一波进军印度的基金公司曾出师不利，但是他们近来成功的投资表明“他们现在已经吃一堑长一智了。不过这一次我非常确定他们能赚到钱，而且也会让人们相信印度是一个更加可靠的投资目的地。”

## 主权基金与机构资本仍在增长

近几年里，亚洲房地产行业发生的大事之一就是越来越多的机构投资者与主权基金开始积极关注亚洲市场。新增资金很多来自中东，包括卡塔尔和阿布扎比，还有很多来自欧洲，特别是挪威与荷兰。此外，亚洲的主权财富基金（特别是中国）以及机构投资者，如，本区域养老基金和保险公司等的资产配置仍然出现大幅增长。

这在某种程度上仅仅反映出亚洲新兴经济体外围累积的资本量正在增加，然而除此之外，这也反映出监管环境正在发生变化。监管机构意识到本土债券市场或其他本土资产的防御性投资的

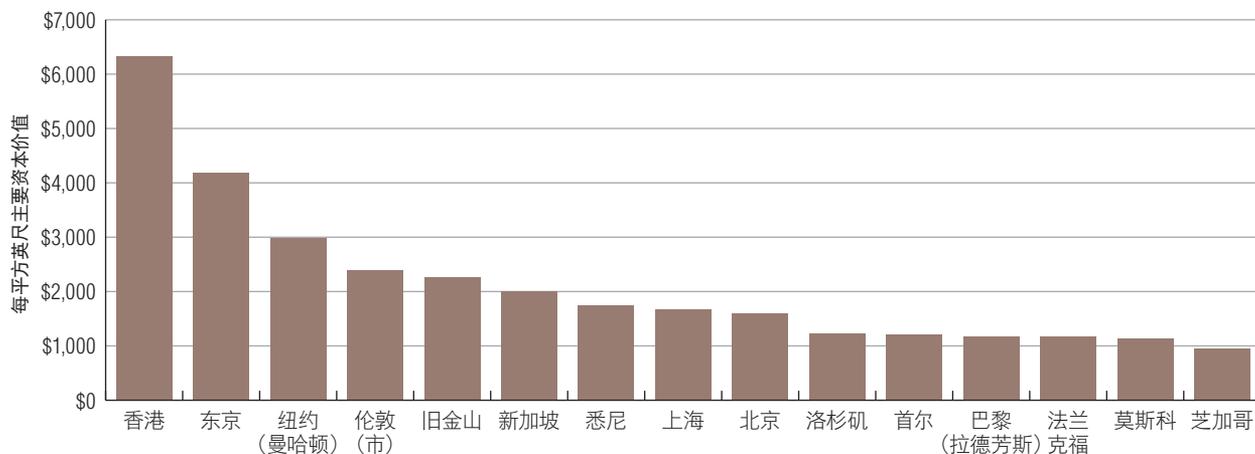
图 2-12 2013 年与 2014 年主权财富基金投资各资产类别比例



来源：《2015 年普瑞奇主权财富基金报告》

\* 数据只用于 2014 年。

图 2-13 摩天大楼指数



来源：莱坊《2015 年全球城市报告》，2014 年秋

回报率并不理想，也可能会严重拖累当地市场。这可能成为韩国和台湾等经济体允许或迫使养老基金和 / 或当地保险公司开始进行海外投资的原因。

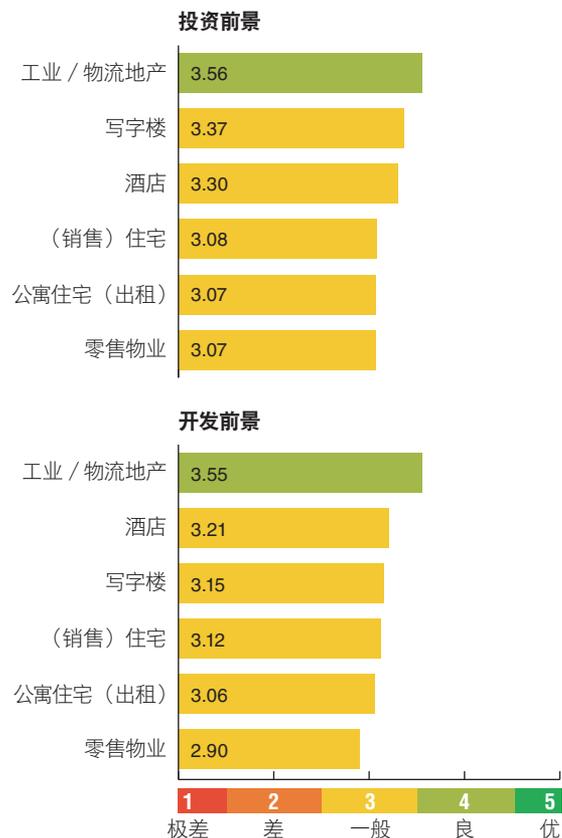
### 机构资本改变了市场形态

亚洲市场上机构投资者（特别是国内机构）如雨后春笋般出现——特别是本土成长起来的机构——从不同方面改变了市场形态。

第一，投资期限往往更长（如果是机构投资者，通常为 10 到 20 年）。第二，如前所述，这加剧了核心资产市场的竞争，相应导致了资本化率的下行。一位基金经理说：“举个例子，中国的保险公司对于中国风险的看法，以及他们的资本成本，与一家美国的养老基金公司对于风险的看法以及资本成本完全不同。他们会认为上海的一处写字楼投资风险比较低，并且他们当时的资本成本基本是零，所以他们付得起高得多的价格，这非常合理，而像我们这样的人管理的海外投资基金不会付这么高的价格。”

第二，这意味着房地产开发对于基金来说相对容易些。除日本和澳大利亚等主要市场以外，其它市场一直以来缺少投资者可以作为房地产投资退出机制的长期权益资本。但是现在“这一切都变了，而且是真正的结构性变化。所以你现在有理由开发高档写字楼、零售物业、酒店以及住宅用来出租。如果你管理得好，你不必分散出售，也不必把每个单元都填满，因为你有退出通道，包括国内市场，大部分情况下还包括机构投资市

图 2-14 2016 年主要商业房地产类型前景展望



来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

场。就算是五年以前，大多数市场也不存在这种退出方式，中国肯定没有，甚至连韩国和马来西亚这样的地方也没有。所以我认为市场形态确实变了，比如进行大规模商业项目开发你要

承担的那种风险，已经不一样了。”

## 交易规模更大

最后，交易规模变得越来越大。这两个原因。第一，基金规模越大，交易的质量就越好。一位基金经理说：“市场情况越来越严峻。中国或许是个典型代表。2010年以前，似乎想赔钱都很难，而现在，一切都变了。所以，以后房地产投资所追求的主要是差异性——不管是合作伙伴的品质、项目的品质，还是你提供产品的品质，必须要对症下药。我们从大型交易中看出，要想达到目的，要找到最合适的合作伙伴，既要有品牌，又要有合适的项目，你必须要有大手笔，成为竞争者中的佼佼者。你要显得有份量，就必须要花大价钱。”

另一个原因是，新涌现出这么多大型投资者一起争夺交易，就意味着流通中的新资本已经超过了可供购买的资产存量。因此，“许多大投资者现在非常重视平台或合作型投资”。这促使近期的高价成交项目越来越多，通常其中都有一家本土的大开发商。

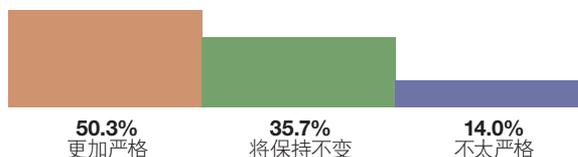
平台交易显然在规模上具有优势。此外，平台交易可接触到蓝筹性质的资产，这样的资产在其它情形下一般不会单独出售。但是，这也有缺点。一位基金经理说，如果基金能够进行这样级别的交易，“在某些程度上这不再是房地产投资，更多的是企业/运营型投资，你基本上是在做业务的经营。所以，如果你不花一文进入一个平台，而借助平台获得了什么是一回事，然而，如果你只有花钱购买了平台，才能获得资产，就是另一回事了。”

另一位基金经理也表达了类似的担忧，他说：“我们早就与开发商建立了关系，他们为我们提供交易机会。所以我们知道，我们的利益不必一致，因为并不是他们做的每一笔交易都能保证经济利益——他们有可能会出于某种原因，做些亏本的买卖。如果我可以选择，我也不想投资亏本买卖。所以如果你只是袖手旁观，然后说‘我会做你要做的每个项目，但我不会进行任何监督’，或者说‘我要监督，但我真的没有监督的能力，因为我不在现场’，或者说‘我人手不够’，或者说‘我的人不懂行’，这样你又怎么能保护自己的利益呢？”

## 俱乐部式交易和独立账户

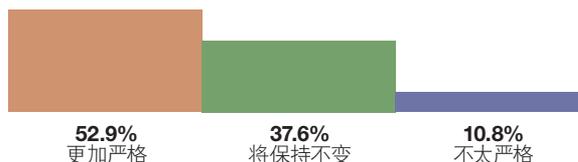
市场上的投资者组合不断变化又带来了另一种变化——大型基

图 2-15 股权承销标准预测



来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

图 2-16 债权承销标准预测



来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势报告》

金更多地通过协作完成交易。一位分析师表示：“需要配置的资金金额巨大，意味着交易规模也越来越大。但除此之外，风险的集中，以及分散风险的要求意味着你之后可以找两三家公司分担部分交易风险。”

这样的合作关系可以有不同的形式。一种方案是（被称为“我们预计的最大趋势之一”）是让机构投资者和主权基金投资者组成“俱乐部”直接投资，通常会有一位投资者来牵头，而不是经由一家本土基金公司来投资。一位受访者表示：“这事我们讨论了好几年，但是现在已经开始着手了。我觉得，全球金融危机之后，想获得更多掌控的愿望愈发强烈，也就是说人们更希望能自己掌握自己的命运。在俱乐部里，合作伙伴的数量少，能够更直接地控制。这并不表示他们不要基金经理，只是他们想要更多的自主控制权。”

另一种方案是利用独立的帐户，投资者能够在不同交易中挑挑拣拣，由基金经理操作资金。虽然这样的做法也很普遍，但也同样不是没有缺点。一位为机构投资者运作独立账户的基金经理表示，“纯粹的没有委托的独立账户，它的问题在于，还是有基金经理，即使他投了很多钱进来。这些人要花的时间太长。我们有很多人介绍生意给我们，大买卖，可当我们找他们（机构投资者）时，他们会说，“好吧，但我需要6个月。”可这是行不通的。”

另一位基金经理说，“人们往往认为他们想要（通过独立账户）投资，但他们很少能够做得到，除非他们以前有过经验。比如美国的公共养老基金，他们就有很长的运用独立帐户的历史。所以，在那样的情况下，你能建立一种能让你很有竞争力的关系，可以进行投资，有建立投资组合的具体流程。然而，许多投资者并没有那样的经验，也不具备那样的人员配备来做这样的事，所以他们经常遇到挫折，因为他们不可能有竞争力——在这样的策略的背后，他们并没有可以提供支持的流程。”

## 家族理财室行动迅速

现在有这么多的私人财富在全球流通，其后果之一就是家族理财室控制的高净值（HNW）资本规模越来越大。从本质上讲，这些机构的活动很难追踪。但从本地区周边的新闻轶事来看，亚洲的家族理财室日趋成为更有实力的竞争者。据一位经纪人说，“你可能会感到意外。在香港，如果不提那些特大型交易，而去看看大多数交易的情况，你就会发现这些都是用家族资金完成的，要是没有这些家族资金，经纪人可能都会饿死。”

如今，亚洲 HNW 资本的跨境交易多起来了，尤其是资金流向美国的交易。作为这些家族第二代家庭成员，他们通常接受的是西方教育，得到了更多对投资决策的控制权。零售物业和酒店投资都是很普遍的投资方向，而且投资往往会长期持有。一位投资者这样形容他们：“投机性很强，非常精明。他们行动迅速，不追求地标建筑——价格错位，救援资金，才是他们想要的。”

虽然他们不引人注目，但他们很可能占亚洲外流资本的很大一部分比例。受访者说参与投资亚洲前沿市场的家族理财室会在东京购买零售物业，或在美国大学城建设投机性住房，“然后直接回自己的国家，中国，或者无论哪个国家，进行推销。”

另一位在澳大利亚的受访者说，中国的私人资本在悉尼的城市边缘地带“购买老仓库，再把它改造成商住两用的公寓，底层的一些空间辟为零售店。你在报纸上读过不少这类的事——这种在不起眼的地方进行的投资。你都想不明白，他们怎么会听说这样的地方的。”

## 银行仍然是借贷首选

虽然统计数据表明，近年来亚洲银行贷款增长率有所下降，年平均增长率从全球金融危机之前的 15%，缩小到近几年的仅 7%，而现实情况是，银行贷款的价格仍然比较便宜，并且本地区大多数市场的房地产开发项目要从银行获得贷款都比较容易。除了通过预售得到的资金以外，银行贷款仍然是亚洲房地产融资的主要来源。

当然，利润率也发生了变动。以日本为例，现在向银行贷款比以往任何时候都容易得多，贷款价值比率（LTV）有可能高达 90%，而利率为 200 至 250 个基点。然而，在香港和新加坡，政府规定了贷款的限制条件，特别是对于贷款价值比率。这会对消费者抵押贷款的供应量产生重大影响，但对投资基金的影响却微乎其微。

据一位在香港的基金经理说，“香港和新加坡的银行仍然热衷于投资房地产。香港的贷款价值比率在一定程度上限制在 40%。但大多数银行仍然愿意借给你 50%，就是说他们可能会借给你 40%，再加上另外一部分用于资本支出的贷款，这个比例可能达到房价的 10%。而且他们对于放贷很有热情。我觉得他们可能认为大环境很乐观，尽管有些银行喜欢贷款给写字楼项目，但另一些则更青睐其他类型的物业。”

银行的贷款政策依然普遍如此宽松，也许令人感到惊讶，因为市场上广泛预期美国基准利率会上调，这将直接或间接影响亚洲贷款条件以及资本的供应量。但即使本土银行仍坚持宽松政

图 2-17 2015 年第二季度各大市场一般商业地产银行放贷条件

	贷款价值比率 (LTV) (全球性金融危机前)	贷款价值比率 (现在)	融资成本
澳大利亚	65%–70%	60%–65%	3.4%–4.0%
中国	50%	50% 或以下	6.3%–7.3%
香港	70%	40%	2.7%–3.2%
新加坡	60%–70%	50%–70%	2.8%–3.3%
日本	75%	65%–85%	0.6%–1.4%

来源：世邦魏理仕研究部、标准普尔金融数据库 S&P Capital IQ，以及各国央行和货币管理当局。

策，很多国际银行已经开始收紧贷款条件。一位银行家表示：“我们在提高利率，然而除非这些主要市场的本土银行也加入我们的阵营，否则我们这样做会很有挑战性。他们似乎并不像我们这样的大银行一样担心巴塞尔的要求。经常有投资者前来咨询，但是我们自己的放贷人员很少能把我们的存款贷出去，因本土银行的贷款价格要便宜得多，而且条件也更宽松。从投资的角度来看，这对借款人非常有利。”

中国的情况也是这样，和印度一样，信贷环境也非常严峻，至少纸面上看是这样。据一位在中国放贷的银行家所言：“我们在那儿拥有（大量）贷款业务关系，所以对情况了解得比较清楚。从放贷角度来看，他们仍然能得到信贷额度。所以我想是这么回事，因为整体贷款额并没有太大萎缩，所以贷款只是被分配给了实力最强的那些资金需求方。把钱（从实力较弱的借款人那里）拿回来，再拿去给他们。所以我认为这里面有赢家，也有输家。”

近12至18个月出现了一个趋势，那就是国际银行越来越多地开始提供期限更长的贷款——不管是在中国、日本，或者是在澳大利亚——而不再是传统的三到五年期贷款。据一位悉尼的基金经理说，“澳大利亚银行以前只肯提供3-5年的贷款期限，甚至贷到五年都是一种挑战。而现在，我们看到其他银行，日本、欧洲、美国，以及加拿大的银行都愿意做远比五年长得多的贷款——7-10年期，利率（比三个月银行票据掉利率高出）125到130个基点。以前，我们要达到那样的贷款期限，

唯一的办法是通过中期票据来实现。”因此，澳大利亚国内银行现在要被迫提供相同的期限的贷款。

## 夹层贷款的空间有限

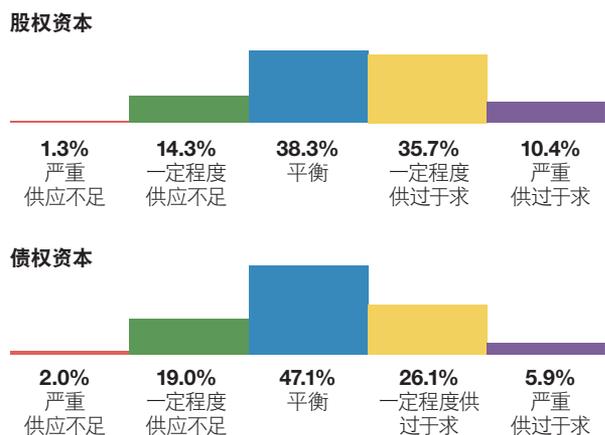
在亚洲得到银行贷款这么容易，就意味着非银行放贷机构的机会空间有限。但有一个重要的例外情况是在韩国。韩国由于历史原因，房地产的融资几乎全部由保险公司垄断。中国是另一个特例，由于银行信贷紧缩政策的持续实施，开发商被迫发明出了各种创新的方法来获得资本。从网络众筹集资到私募债券，以及各种类型从影子银行部门获得的表外信贷。

出于同样的原因，本土市场的替代融资机会也仍然比较有限。如一位银行家所说，“三、四年以前，我们可以做夹层贷款、优先股，比现在多得多，就是因为那时的流动性比较低。”由于供应的问题，投资直接股权交易的机会大大减少了，许多大银行都已经转向结构性融资，意图把它作为进入市场的另一种途径。然而，实际情况证明，收益甚少。“我们对此并不乐观。”一位银行家这样说。“在那样的利润空间里，你就没法买入太多。有相当多的机构来找我们，其中有些是主权基金，说他们成立合资公司，专门做夹层贷款。可是，我们找不到足够多愿意做的人。而且，我觉得这种情况不会改观，除非本地银行的流动性降低。”

这说明，夹层贷款在某些情况下仍有一席之地，包括在中国。据一位顾问说，“我们在中国有一些客户原本是开发商，而现在他们扮演起了银行家的角色，提供利率20%到30%的夹层资本。这是可以转换的，期限最长18个月，最坏的情况也就是最后留给你一大堆房子。”

然而，在中国的较大的外资银行，以及较大的国内开发商对债权资本都没有兴趣。一位银行家解释说：“如果我们在一个项目上投资30%，我们会得到优先回报，那么我们会从第一天起就用超额担保来保护自己。因为优先只能是离岸合同，不能是在岸的。所以，我们会说，‘我们要从第一天开始就持有该公司50%的股份’。现在，董事长说，‘什么？你不信任我吗？’我们会说，‘这不是信任不信任的问题。是银行，我们是有贷款的人。但是，这很难做得到，对那些大人物，你没有发言权。他们会说，‘你开玩笑吧？’有些人还可能买通银行。所以我们转而更多利用股权资本。”

图 2-18 2016 年房地产资本市场平衡展望



来源：2016年亚太区房地产新兴趋势调查。

在中国，食物链的底层就是夹层贷款的需求所在。虽然这里的投资者必须要问自己，愿意承担多大的风险。一位投资者说，“我觉得有的结构性交易是可以操作的。但你必须把要求降低，跟那种我们不感兴趣的开发商交易。”有许多规模较小，财务状况紧张的开发商，资产负债表上已经债台高筑了，要再增加债务可能是不可行的。此外，增加资本投资所带来的安全感在中国并不现实。因为，在中国，你手里有具有法律强制力的抵押品可能并不说明什么问题，假如要强制执行的对象是一个有实力的当地机构，可能就无法执行了。

未来，如果银行业进一步收紧贷款条件，这可能会发生在美国加息以后，那么夹层贷款这一块业务注定会更有吸引力。因此，有一位被采访者暗示说，东南亚可能成为最有潜力的结构性交易市场，因为印度尼西亚、马来西亚等国也开始面临经济放缓，以及流动性萎缩的问题。

## 印度转向股权资本结构

另一个提供了结构性融资机会的市场是印度。一方面，本土银行仍不情愿贷款给房地产开发商。另一方面，当外国投资者在2006年印度开放市场时首次进入印度时，他们最初的股权投资体验是负面的。因此，近几年来，外国投资者采用了涉及高级担保贷款（22 - 24%）的投资结构，或者，是近期所采用的优先股（21 - 23%）的投资方式。

然而如今，随着市场越来越多地由国外大型机构投资者主导，也出现了从债权资本向股权资本结构转化的趋势。一位本地顾

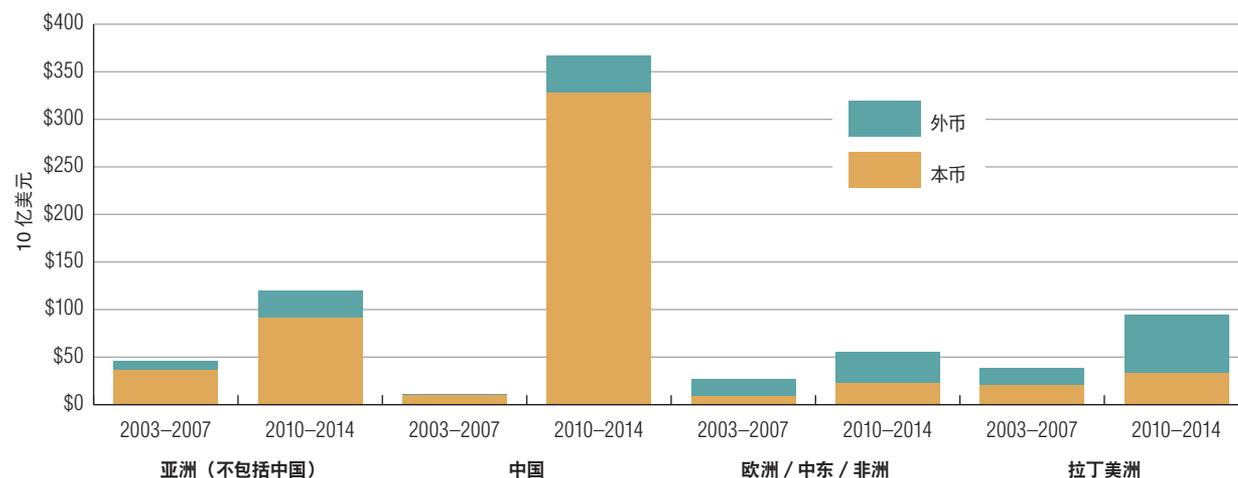
问表示，“大约80%流入印度的外国资本都是由大买家进行的全股权收购这样的大买卖，而且大多数交易都在商业地产领域，我说的是大型商业园区和IT园区。”这种情况与2006年的情形已经大不相同。在那时候，与房地产开发商建立股权合资企业才是标准的操作方式。现在，与房地产开发商成立股权合资企业的作法仍被视为高风险，特别是在住宅地产领域。

不过，就连在这个领域里，格局也在发生变化。尽管有大约80%的机构资本注入印度的住宅地产投资领域（几乎全部是国内资本），近期，还有结构性贷款（内部收益率（IRR）18%至19%），然而，外国投资者已经把目光转向了住宅地产领域。一位被采访者说，“明年的主题之一，就是外国资本将越来越多地关注共同投资住宅地产的股权合资企业。然而，仅限于在大城市，规模更大的交易，以及有来头的开发商。”

## 债券销售意外强劲

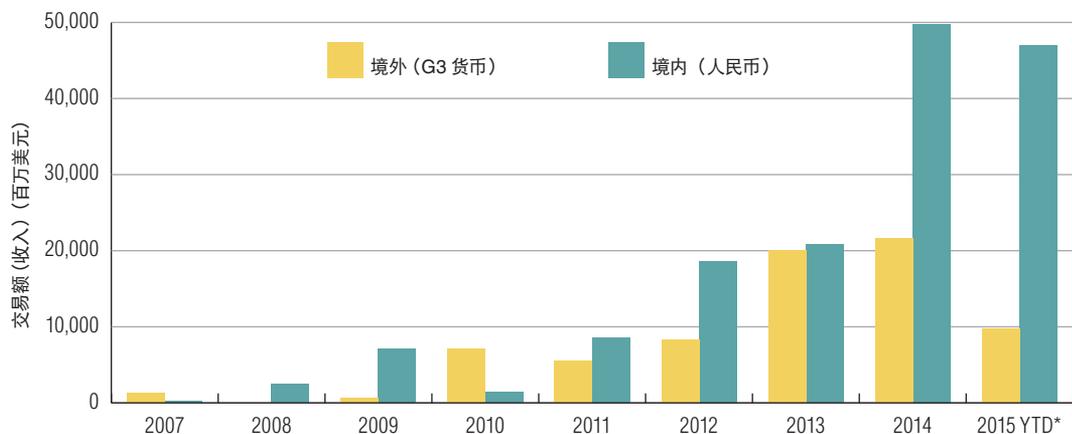
虽然亚洲的房地产开发商约75 - 80%的房地产建设项目资金一直依靠银行贷款，但目前，债券在其中所扮演角色的重要性也日益突出。部分原因是银行正想方设法寻求分散风险的良策；另一部分原因是债券现在对投资者的吸引力更大，因为在其他领域，投资的收益率很低。根据国际货币基金组织的统计，从2009年起，各个新兴市场的公司债发行量几乎翻了一倍，2014年已达到9000亿美元。绝大多数增长来自中国企业，特别是本土房地产开发商。它们转向债券市场，是因为其他融资渠道已经基本枯竭。

图 2-19 全球各区域年平均债券发行量



来源：国际货币基金组织

图 2-20 中国房地产业债券发行量



来源：研究机构迪罗基（Dealogic）。

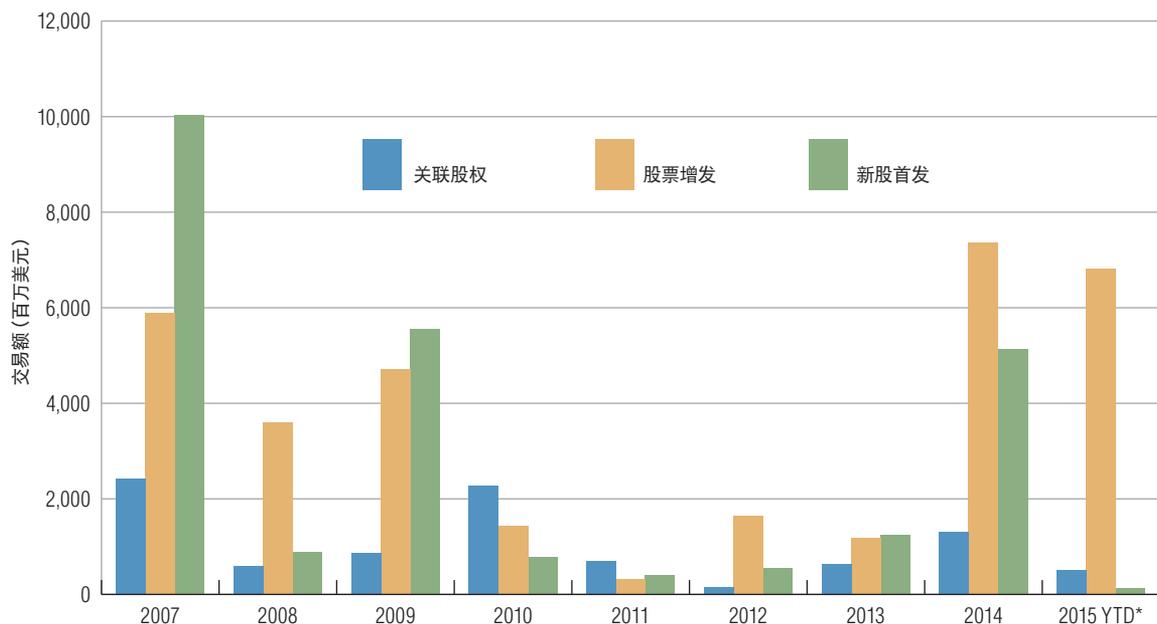
\* 数据截至 2015 年 10 月 9 日

以前，大多数中国开发商的债券都在香港作为外币债券发行。但自从中国政府 2014 年 4 月起放宽限制，国内上市和未上市的开发商也开始在境内发行债券，不论是私募债，还是通过公开渠道进行交易。这对捉襟见肘的本土开发商来说是意外之喜，因为中国绝大部分本土开发商是没有办法去海外发行外币债券的。不仅如此，投资者对国内债券的需求也很旺盛，这意味着本土债券的发行与国外债券相比，规模更大，价格也更便宜。事实上，当前的交易价格水平可能并没有如实反映出债券的信用风险。

因此，中国国内债券近两年如雨后春笋般发展起来，填补了信托基金撤离房地产行业以后留下的空白。而与此同时，外国货币债券的发行出现了下滑。

这一转变的主要受益者是中国的大、中型房地产开发商，他们一直在利用更便宜融资渠道来偿还现有债务。而同时，规模较小的开发商，却一直被排除在债券市场之外，仍然要继续为争取任何形式的融资而费尽心机。也许，与人们通常的认识相反，

图 2-21 中国房地产业股权市场交易量



来源：研究机构迪罗基（Dealogic）。

\* 数据截至 2015 年 10 月 9 日

近期中国股市的崩盘只会催生债券的春天。投资者的资本从股票市场上逃出来以后，债券市场将会成为他们存放资本的新场所。

2015 年中期，一个典型的债券发行案例，一家知名的中国房地产开发商在境内发行了相当于 9.43 亿美元，5 年期的债券，收益率为 4.2%。这是现今中国市场上最便宜的融资了，而同样也是这家公司，在今年年初时融到的美元债券收益率却高达约 7.5%。国内信托行业要求的回报率约为 11%，银行贷款利率为 6.5%。虽然房地产开发商的资产负债表已经普遍不健康（至少包括一次众所周知的到期违约），然而，在这个背景下，中国的债券市场仍然欣欣向荣，说明投资者仍然会接受这样的收益。如果美国利率调升，或者说在美国利率调升以后，外币债券收益率可能会上升，但国内债券的需求可能仍会保持强劲。

中国债券发行量占了亚洲总体发行量的大半壁江山（2015 年上半年，中国债券发行占 63%），但在该地区的其他地方债券发行量也很大。2015 年上半年新加坡发行的房地产相关债券约 21 亿美元，远远高于新加坡前一年的全年发行量 18 亿美元。

在股市方面，中国的房地产股在 2015 年中期的股市崩盘中遭受重创。然而，即使跌幅惨重，上海证券交易所房地产行业股价指数（即，11 月初）仍较去年同期高出 50% 以上。此外，中国房地产商也抓住机会，在市场上行途中发行了 200 亿美元的新股，大多数开发商的资产负债表将比他们在 2014 年底时好看得多。

## 房地产投资信托交易放缓

亚洲各主要房地产投资信托市场之前都经历了一轮强劲上升——日本、澳大利亚、新加坡——而到了 2015 年却止步不前了，因为投资者都要考虑美国基准利率上调这一预期。全球利率的调升可能导致房地产投资信托基金投资者流失，因为他们可以到债券市场找到其它投资机会。利率上升不利于房地产投资信托基金的另一个原因，就是如果他们要购买新资产，购买资产的借贷成本也增加了。此外，如果美国的房地产投资信托基金价格下跌，往往会对亚洲房地产投资信托基金产生连锁的负面影响，因为房地产信托的许多持有者是基金公司，它们必须保持股票价值的平均权重。

### 日本

尽管在 2015 年第四季度日本房地产投资信托基金的价格与去年同期水平大致相当，但仍比 2012 年 10 月上涨了 66%。当

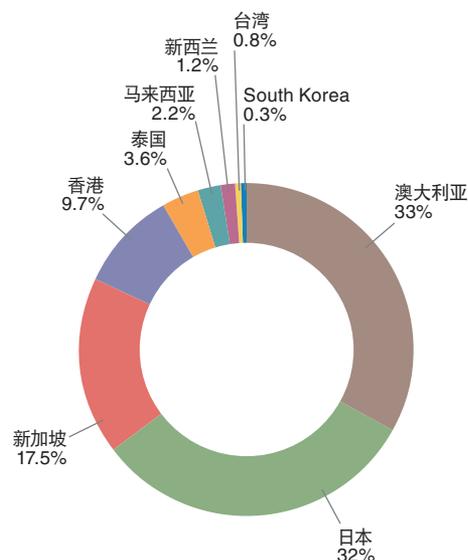
图 2-22 2014 年亚洲主要房地产投资信托基金

价格日期	发行商	市值 (百万美元)
6月29日	Hulic 房地产投资信托公司（日本）	\$683
9月18日	Impact Growth 不动产投资信托公司（泰国）	\$488
5月28日	景顺日本房地产投资信托公司（日本）	\$436
4月15日	日本 REIT 投资（日本）	\$375
6月23日	辉盛国际信托（新加坡）	\$320
1月17日	海外联盟企业有限公司（OUE）商业房地产投资信托公司（新加坡）	\$284
8月4日	IREIT 全球*（新加坡）	\$118

来源：研究机构迪罗基（Dealogic）

\* 不包括战略投资者的股份。

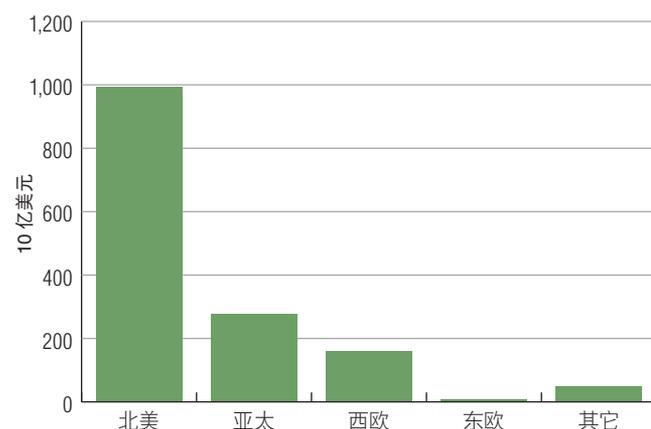
图 2-23 亚太各国房地产投资信托基金市场资本份额



来源：亚太房地产协会

注：市场资本数据截至 2015 年 11 月

图 2-24 全球各区域房地产投资信托基金市值

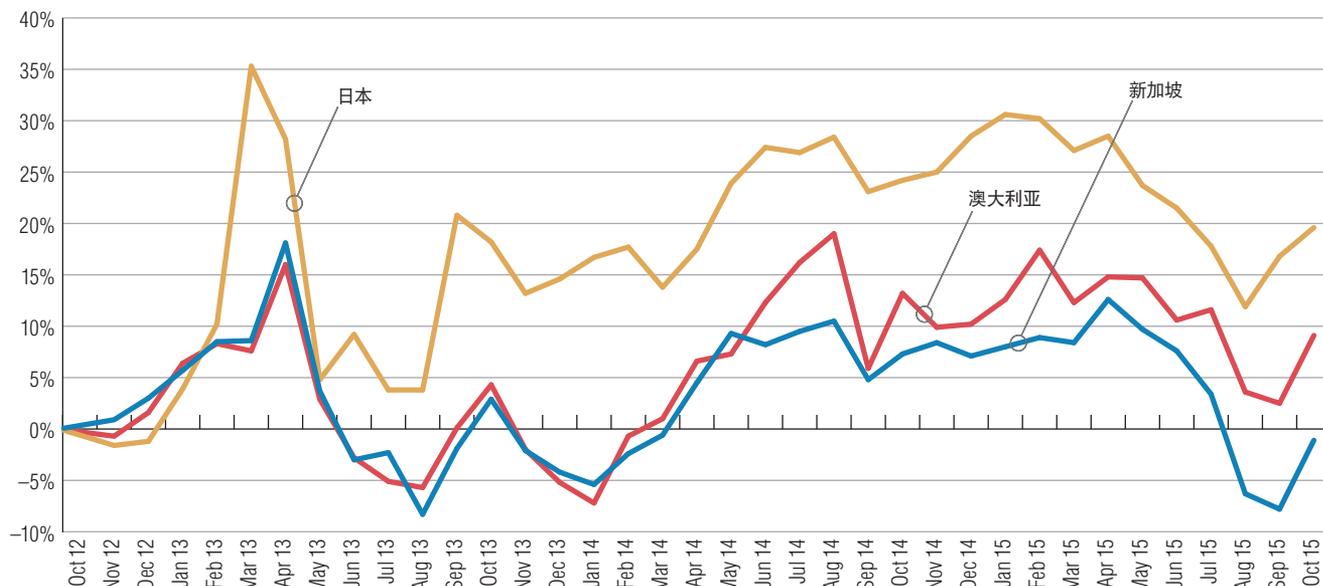


来源：亚太房地产协会

注：市值数据截至 2015 年 6 月 16 日

图 2-25 亚太区房地产投资信托基金市场的波动率（百分比）

与 2012 年 10 月的水平相比，变化率



来源：亚太房地产协会

时日本首相安倍晋三带来了安倍经济学时代，其中的任务之一就是由政府出资购买日本房地产投资信托基金。然而，与此同时，日本房地产投资信托基金的价格如今已较 2015 年 1 月的高点下跌了约 15%。

随股价上涨，他们通过增发筹集到了更多现金，房地产投资信托基金成为东京最大的房地产买家，占 2015 年上半年全部房地产交易总额 30% 强（根据德意志资产和财富管理的统计）。今年前 8 个月增发募集总额 43 亿美元（据研究机构迪罗基统计）。但他们的收购狂潮下半年出现下滑，原因之一是东京的资本化率下降，甚至连日本的房地产投资信托基金都不愿意再掏钱了，表明市场可能达到了一个临界值。

一位东京的基金经理人说，“现在日本房地产投资信托基金的市场参与度已经大幅下跌。很多基金要么没有赶上增发，要么就是其负债比率已经接近极限。所以很多大公司已经成为市场旁观者。”今年下半年，他们之前所扮演的主要买家的角色将由重量级外国机构和私募股权基金所取代。

截至 2015 年秋季，日本房地产投资信托基金平均收益率约 3.5%，远远低于本区域其它国家市场，但仍然保持比日本十年期政府债券高出 300 个基点左右的健康水平。

### 新加坡

今年夏天，新加坡房地产投资信托基金也出现了大幅抛售现象，尽管在临近年底的时候略有反弹。不过，收益水平仍然能达到非常有吸引力的 6 - 7%。

现在新加坡房地产投资信托基金的密度高，意味着能买到的合适的物业资产相对较少。这对国内房地产投资活动产生了显著影响。此外，这个城邦国家基准利率的调升也增加了房地产投资信托基金的融资成本。如果新元继续疲软，成本增长趋势只会继续持续下去。另一个问题是，尽管资本化率没有出现多大变化，但信托基金所投资物业的租金也普遍疲软。

因此，大部分购买资产的行为已经转移到了其它市场。一位当地房地产投资信托基金经理表示，“房地产投资信托基金都认为海外资产可能更具竞争力，因为收益率可持续，并在大多数情况下，不管是什么风险，不管是资金汇回本国、汇率、利率，或者其它什么可能的风险，都可以控制在一定范围内。”

2015 年，新加坡房地产投资信托基金收购澳大利亚房地产的交易非常多，还有一宗物流地产，交易金额尤其巨大。今年以来，新加坡的房地产投资信托基金还在日本、中国以及韩国置产。

图 2-26 亚太区房地产投资信托基金收益率

国家	平均年收益	上市房地产投资信托基金数量	上市房地产投资信托基金市值
澳大利亚	4.81%	55	\$88,377,068,218
香港	4.26%	11	\$25,796,413,248
日本	3.14%	51	\$84,717,235,584
马来西亚	6.29%	16	\$5,793,524,328
新加坡	6.35%	38	\$46,639,457,696
台湾	3.07%	5	\$2,135,666,112

来源：亚太房地产协会

注：收益率数据截至 2015 年 11 月

### 澳大利亚

2015 年第四季度，澳大利亚的房地产投资信托基金的价格同比增长了 15%。数字表现抢眼，物业价值大幅上升，但资本化率的缩水也重塑了市场的格局。贷款价值比率相对于金融危机时期要低得多。收益率大概是 5.5%，但预期将以健康的年均 4% 的水平增长。

澳大利亚的房地产投资信托基金受益于利率下降，以及对收益率的普遍追求，得益于不错的（扩大的）无风险息差，因此，回报率看起来仍然有吸引力。但随着资本化率继续下移，找到具有增值作用的收购项目仍然比较困难。

## 新的房地产投资信托基金市场： 中国、菲律宾、印度和印尼

今年亚洲房地产投资信托行业更有意义的发展是继续向该地区不同的新市场推广房地产投资信托基金的基本建设。特别是在中国，2014 年底和 2015 年初已经涌现了一些“原始房地产投资信托基金”。这些努力是为实行房地产证券化所进行的尝试。然而，到目前为止，完全没有迹象表明，中国会准备好发展房地产投资信托基金所需的监管框架。一位受访者表示，“未来两年里，房地产投资信托基金什么时候能够建立监管框架，没有任何人给出任何确定的日期。”特别是，也没有迹象表明，中国政府将推出或甚至讨论税收中立的问题，而如果没有税收中立，房地产投资信托基金也不可能给出有竞争力的收益率。

最重要的是，目前的中国原始房地产投资信托基金甚至都没有属于自己的地产，相反，他们只能获得特定资产组合所产生的租金收入。其结果是，中国的原始房地产投资信托基金纯粹以利润为主。在一个资本化率已经下降到“荒谬”程度的市场上，

投资者更关注的是资本的增值，而不再关注红利或防御性投资，房地产信托投资这样的产品被证明将少有人问津。

而同时，菲律宾却在建立房地产投资信托基金的监管结构上取得了更大进展。菲律宾在大约六年前就推出了一套规范。然而，所面临的障碍也是税收中立问题，而当届政府一直不愿采取这样的措施。随菲国大选临近，一位菲律宾的投资者说，下届政府可能更乐于改变实施指导方针，从而降低初始资产转为基金的税收，并废除三年内出售三分之二资产的要求。“如果（对那些）作了修改，”他说，“我们就会得到一个能惠及很多人的投资工具。”

印度正也在设法构建房地产投资信托行业的基础。现在许多活跃在印度的外国投资者都把房地产投资信托基金视为原来投资的退出策略。印度政府于 2014 年出台了一个监管框架，为房地产投资信托基金的结构制定了大致的规章制度，但争论的焦点还是围绕在税收中立问题上。这个问题在印度尤其复杂，因为，除了其它方面，目前有三个独立的税种适用于房地产信托投资结构。虽然其中一个现在似乎已经中止了，但到目前为止，对其它两个税种是否中止还没有达成一致意见。

决议的敲定可能需要数年时间。一位印度受访者表示，政府离解决问题“还有十万八千里”，仍有“很多灰色地带”。他说，印度缓慢的政治文化未来可能会造成僵局。尽管投资者有另一个选择，就是把印度的资产注入位于新加坡的房地产投资信托基金，但这从很多方面来看，都是很低效的做法。“印度（房地产投资信托基金）未来 12 个月内会有戏吗？”他问。“绝对不可能。事实上，如果这一届政府能在其五年的执政时间内通过第一个印度房地产投资信托基金，对我将是意外之喜，还剩下整整三年半的时间。”

最后，虽然印尼在几年前出台了适当的监管框架，但印尼是另一个因为税收问题阻碍了当地房地产投资信托行业发展的市场。然而，2015 年 10 月，当局宣布了一项税收制度的宽松政策，目前可能使在印尼注册的房地产投资信托基金更有吸引力。这些政策上的调整实际的实施效果还有待观察，因为具体的调整方案尚未披露。然而，值得注意的是，一家大型新加坡房地产投资信托基金已经宣布，有意迁往印尼。

## 值得关注的市场与领域

“现在的焦点是位于核心位置且能产生现金流的**已完工资产**”。

今年研究的主题反映出核心市场资本的充裕，而且出于投资安全的考虑，资本纷纷逃往亚太区最发达和流动性最高的市场。所以说今年的调查中最主要的四个城市均在最能体现这些特征的市场——日本和澳大利亚——就一点也不奇怪了。

东京在2016年排名第一，连续三年夺魁，政府的持续宽松政策继续推动资产价格上升。大阪持续受到投资者的青睐，加强了日本作为投资者最喜爱投资地的地位，重演了去年的强劲表现。而悉尼和墨尔本分别排名第二和第三，突显出投资者对资产质量和收益率持久的追求，国外和国内投资机构都努力在澳

大利亚不断缩小的资产池内谋求投资机会。

《新兴趋势》调查得出的其它主要趋势如下：

- 投资者对中国大陆继续持谨慎态度，集中关注经济疲软、货币贬值、供大于求和下降的资本化率等一系列问题。不过，上海是这场风暴的避难所——它在我们的调查里表现还不错，反映了其作为中国唯一真正门户城市的地位，在上海，优质资产始终会有需求。

图 3-1 城市投资前景，2016 年

	普遍较差	一般	普遍良好
1 东京			3.66
2 悉尼			3.52
3 墨尔本			3.43
4 大阪			3.39
5 胡志明市			3.21
6 雅加达			3.20
7 首尔			3.18
8 马尼拉			3.17
9 上海			3.15
10 奥克兰			3.14
11 新加坡			3.10
12 班加罗尔			3.06
13 孟买			3.06
14 北京			3.02
15 香港			2.99
16 新德里			2.98
17 台北			2.92
18 深圳			2.89
19 曼谷			2.86
20 广州			2.84
21 吉隆坡			2.76
22 中国二线城市			2.54

资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图 3-2 城市开发前景，2016 年

	普遍较差	一般	普遍良好
1 东京			3.49
2 悉尼			3.31
3 墨尔本			3.22
4 胡志明市			3.22
5 大阪			3.21
6 雅加达			3.16
7 马尼拉			3.15
8 首尔			3.10
9 新加坡			3.05
10 上海			3.04
11 新德里			3.00
12 奥克兰			2.99
13 孟买			2.99
14 香港			2.98
15 班加罗尔			2.97
16 曼谷			2.95
17 台北			2.91
18 北京			2.89
19 广州			2.79
20 深圳			2.74
21 吉隆坡			2.74
22 中国二线城市			2.56

资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

- 工业 / 物流领域由于其优于平均水平的资本化率与很可能是长期的结构性供应不足，继续受到追捧。
- 新兴市场具有持久的吸引力，虽然实际上国外资本很少能在那里找到出路——尽管被更高的收益率和长期增长潜力吸引，但投资者对那里的高经济、政治和商业风险仍保持谨慎。不过，越南在遭遇经济灾难和实施过度管制几年以后重新恢复为投资目的地，这点值得注意。

各种资产类别主要买入 / 持有 / 卖出排名如下：

- 工业 / 物流 —— 买入雅加达，卖出奥克兰；
- 住宅 —— 买入东京，卖出台北；
- 写字楼 —— 买入雅加达，卖出广州；
- 零售 —— 买入东京，卖出广州；和
- 酒店 —— 买入东京，卖出北京；

## 最佳投资城市

### 东京（投资排名第一，开发排名第一）

目前，东京可满足投资者所有的要求。其地位可以说是亚洲第一门户城市，具有最大的市场深度和流动性，这使得它成为防御性投资的目的地（虽然由于日本经济呈现慢性疲软，许多人持相反的观点）。另外，三年来持续的量化宽松政策一直是资产价格猛涨和资本化率疯狂下降的催化剂，由于本地利率和政府债券收益率超低，因此这里有极佳的现金的现金收益率。

图 3-3 投资前景历史排名

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

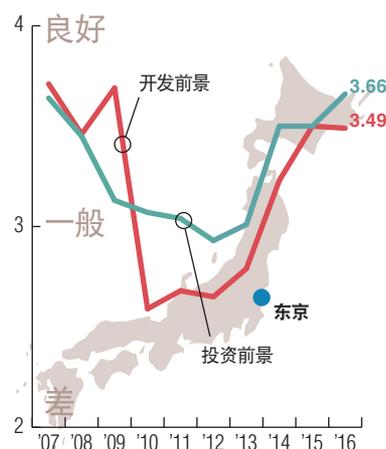
资料来源：《2007-2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查  
注：— = 无数据

最重要的是，当地银行愿意以只有 200 至 250 个基点 (BPS) 的利率和高达 90% 的财务杠杆提供贷款，这对进行财务策划的投资者来说一直是一种诱惑——一种迄今为止一直带来高回报率的投资。

现在令人担心的是，这种势头可能放缓。一位投资者说：“很多人觉得市场可能正在走向峰值”，即使大量新增日本养老基金资本即将到来，也许也不能挽回这种趋势。

这种担心其中一个原因是资本化率可能已经达到某个不可能再进一步降低的点。这似乎是很多国内投资者（在所有买家中占大多数）的共同看法。正如东京一位资深的基金经理说：“我不认为这里住宅市场资本化率会达到 3—3.5% - 在这个市场的投资者从来没有经历过这样的资本化率，国内投资机构也没有。”

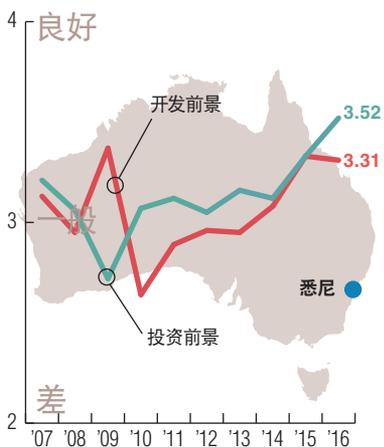
这就产生了一个问题——为了证明预期回报的合理性，目前很多的交易，投资者都假定资本化率会进一步降低。于是



这个问题变成：政府政策最终能否成为增长动力、实现承诺的经济增长，从而推动收益和租金上涨？如果不能，据一位投资者说，2018年将出现再融资风险，因为很多贷款价值比（LTV）高的贷款陆续到期。“如果这个地方没有通货膨胀会怎么样？如果安倍经济学失败，我们无法摆脱这种通缩[环境]该怎么办？”他问道。“这将对房地产市场产生非常不利的影响；然后在一年或两年后，有贷款到期了——那时可能就有点危险了。”

### 悉尼（投资排名第二，开发排名第二）

日本市场对所有类型的投资者（从机构投资者到机会投资者）来说都如一块磁石，不过澳大利亚的房地产投资主要是由寻找核心写字楼资产的投资机构驱动。此类资产短缺，再加上涌入大量新的机构投资者，悉尼最优质建筑的资本化率被拉低到接近5%——或者是与全球经济危机以前的最低水平相同。也就是说，明显的低收益率在租金补贴上涨至约35%的影响下，出现了失真。而且租金补贴似乎不太可能在可预见的将来大幅下降。



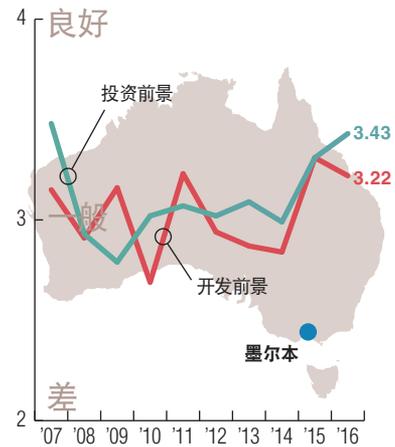
高租金补贴的强大刺激，再加上强劲的买方需求，以及收益率与无风险利率仍有很大价差，意味着资本化率还有下行的空间。去年澳元迅速贬值也起到一定的助推作用。一位投资者说：“认为最近价格已经太高的人现在在想，如果以美元计价，那么目前的资产价格非常实惠——这很可能会带来额外的好处。”

推动悉尼资产价格上涨的另一个因素是，投资者可以获得相对较高的收益率，尤其是在与亚太地区其他城市相比时，这一要素如磁石一般吸引了众多国际基金。外国投资者通常会支付比本地买家更高的价格，现在几家亚洲主权财富基金正在积极寻找购买目标，收益率下行压力预计会继续下去。悉尼的房地产市场也得益于澳大利亚经济的结构变化（从大宗商品驱动调整为服务驱动型模式）。

在过去的几年中，服务行业对写字楼的需求一直疲软。但如今，越来越多的新增白领就业机会吸收了一部分新开发的写字楼，而巴兰加鲁等地大量新建写字楼还在陆续入市。最近，悉尼成为写字楼改建为住宅或重新开发交易的来源。尽管住宅需求仍然强劲——在过去三年中悉尼房价上涨了近50%——不过由于当局收紧了中央商务区（CBD）的规划制度，获得改变用途项目的机会可能会减少。

### 墨尔本（投资排名第三，开发排名第三）

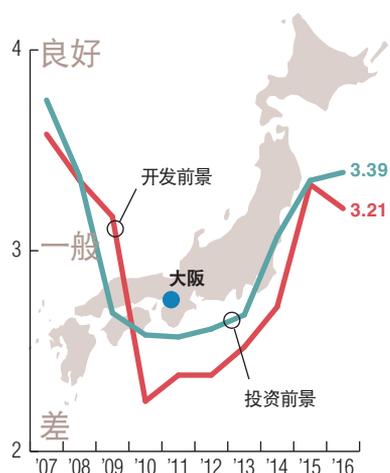
墨尔本吸引投资者的原因与悉尼大致相同——以服务行业为主的经济，相对较高的资本化率，和本国货币贬值的优势。但即使2015年墨尔本的资产价格强劲上涨两位数以后，墨尔本的资本价值仍然



比悉尼低得多。主要原因是向市场供应了大量的土地用于中央商务区的扩展。到2015年中期，租金补贴更是高达到32%，而目前高级CBD物业的资本化率是5.5%左右。

在过去的几年中，墨尔本不得不对比悉尼更大的供应量所带来的挑战。据CBRE统计，结果导致其空置率提高至大约10%。不过，中央商务区新进企业和从郊区搬到市中心的企业吸收了大量的空置物业。一位当地分析师说：“我们对房产的看法是，空置率将再次回升，但在一定程度上可能不会引起很大的关注——在临近本年代末的几年里，我们认为墨尔本将再次恢复到良好的状态。在供应方面，有少数几栋大楼将在2016年竣工，但也不会引起很多忧虑。”

和悉尼一样，墨尔本的写字楼改建住宅楼/写字楼重建项目也曾声势浩大，但随着城市规划者介入保护中央商务区日益减少的办公空间供应，用途变更项目的发展势头现已开始放缓。这意味着，亚洲——尤其是中国——的住宅开发商将越来越多地活跃在距离市中心10到12英里（16至19公里）的地区。

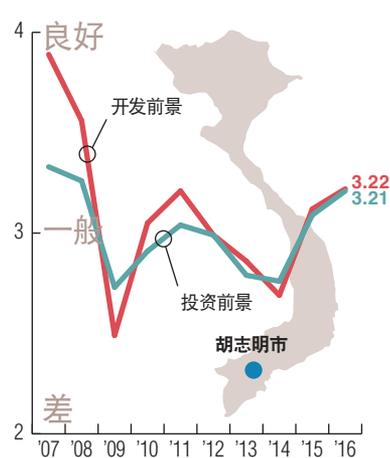


#### 大阪 (投资排名第四, 开发排名第五)

由于一线城市的竞争 (特别是来自 J-REITs [日本房地产投资信托基金] 的竞争) 太过激烈, 投资者逐渐将资本转移到竞争没有那么激烈的二线城市, 大阪因此继续获益于东京外溢的需求。和日本其他二线城市一样, 大阪的房地产收益率比东京高出很多。

其中住宅尤其受欢迎, 目前交易资本化率均在 4.5% 到 5.25% 之间。商业资产交易略低, 但下降的速度一直较慢, 这意味着“资本化率可能进一步降低的交易在东京以外的地方。”一位投资者说: “从所有我们目前看到的数据来看, 大阪[住宅]租金增长实际比东京更为强劲。这是供求关系决定的, 因为进入大阪的净移民人数不断增加。我认为, 大阪和福冈、札幌、名古屋等主要城市的住宅市场的发展都还不错, 租金具有很大的上涨潜力。当然, 我们看到入住率也在提高——我认为当前的形势很好。”

和东京一样, 2015 年大阪写字楼的资本价值增长强劲, 年中写字楼的价格与去年同期相比上涨了 24%。尽管如此, 据仲量联行说, 空置率继续呈回落态势, 已降至 5.9%。这标志着几年来一直困扰



大阪的供应过剩结束了。由于需求依然强劲, 但几乎没有新增供应, 所以从市场基本面来看资本价值将继续增长。不过, 一些受访者也警告说, 在经济周期达到峰值时, 通常首先转向的就是大阪等二线城市。

#### 胡志明市 (投资排名第五, 开发排名第四)

胡志明市从 2014 年的第 19 名跃升至今年的第 5 位, 投资者转战亚洲各市场的速度之快从中可见一斑。为了稳定本地货币、控制通货膨胀, 胡志明市执行了一个经济救援方案, 解决了数十亿美元坏账问题, 并调整了银行的资本结构, 目前本地银行已经重新开始向房地产行业贷款。目前, 该市的经济正以每年接近 7% 的速度增长, 这个速度是自 2008 年以来最快的。

房地产行业的反弹速度也很显著, 2015 年上半年的住宅物业交易量较上一年同期翻了一番, 开发商将自 2013 年经济衰退以来滞销的大量库存出售了一半。

2015 年 7 月推出的旨在降低外资准入标准的监管改革也推动了外资进入其房地产市场。这些政策会刺激大量新的购房者涌入越南, 因为数百万生活在国外的

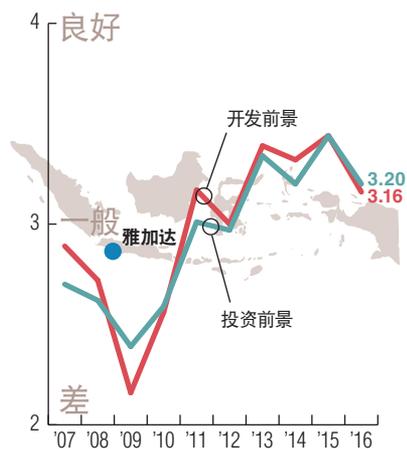
越南人会回国购买房产, 特别是高端物业。据传, 今年下半年外国人购买越南房产的势头非常强劲。

虽然住宅项目是外国投资者进入越南市场时最常用的切入点, 改革也涉及商业领域。现在越南允许国外企业以经营为目的购买写字楼和工厂, 外国投资者甚至可以全资拥有生产基地。虽然一位投资者警告说, “商业地产的供应量很大, 所以反弹将需要更长的时间”。这种变化意味深长——越南的外商直接投资 (FDI) 迅速增加 (2015 年前八个月飙升 30.4%), 这是因为老板们越来越多地选择在东南亚而不是中国建立新的工厂。

越南有可能会有更大的上升空间。不过由于现在大部分的反弹已经体现在价格上, 一些外国投资者因为没有更早采取行动而追悔莫及。一位投资者说: “他们已经解决了很多自己的问题, 银行里钱很多, 现在外资都想进来。我认为我们并没有完全错过, 但如果两三年前我们能进来就好了。在印度、中国和其他一些东南亚市场我能设法让我的投资者逆势投资, 但他们都拒绝在越南这么做——所以我们错过了绝佳的吃进机会。”

#### 雅加达 (投资排名第六, 开发排名第六)

在过去三年的《新兴趋势》调查中印尼曾跻身三甲, 但随着投资热情慢慢消退, 2016 年其排名有所下降。不过, 总体经济增长预期依然没变, 今年整个东南亚地区的经济不确定性增加, 部分原因是担心美国 (可能) 加息导致资本外逃, 部分原因是由于印尼经济在一定程度上所依赖的全球大宗商品市场整体低迷, 还



有一部分原因是雅加达商业地产供大于求的担心。

一位驻新加坡的基金经理说：“我会远离东南亚新兴市场的一切，因为那里有各种风险，而你又无法充分规避，无论它在仰光、雅加达或吉隆坡是否能真正得到额外利益。”尽管如此，雅加达仍是许多东南亚投资者的焦点，特别是新加坡和香港以外运营的机构和大型综合开发商。”这里仍然是长期投资者的市场，更加关注短期内部回报率 (IRR) 的私募股权基金可能不大关注。

在基本面方面，有关写字楼的主要问题是，自2014年下半年以来该市场的需求量减少，而同时却新增了大量供应。正如一位投资者说：“到处都是塔吊，一定会出现巨大的供应过剩。加之国内经济放缓，未来还可能出现一段时间的租户市场。”但是，供大于求对不同细分市场的影响不尽相同，有大有小。特别是，进出方便的国际级办公大楼仍会供不应求，这意味着此类资产的需求和价格会继续走高。

像往常一样，雅加达的风险仍然相对较高，今年将以资本外流所造成的可能的

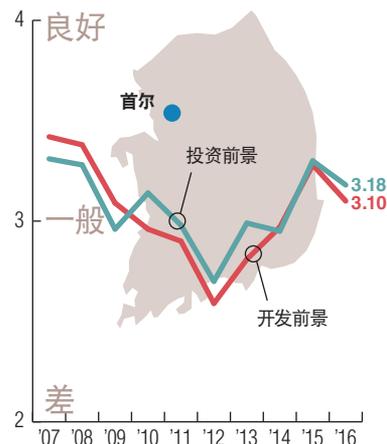
货币贬值为主。这已经影响到所有身负美元债务或以美元购进物料的开发商，可能重现危机。

### 首尔（投资排名第七，开发排名第八）

在过去的几年中，韩国已经重新受到外国投资者的关注，作为一个门户城市，首尔提供合理并且有吸引力的收益率（写字楼约为4.4%），再加上举债成本的正利差，吸引了许多投资基金。同时，随着韩国的大型机构投资者争相购买稳定的资产，发现可能出现资产存量不足的问题。因此，一些投资者正在把目光投向建造核心资产为重点的开发策略。

截至2015年中期，短期内可以入市的新建地产极少，资本价值较去年同期增长了8%左右，大多数受访者仍然看好首尔的前景，预计今年下半年将会达成几笔交易。

除此之外，事实证明韩国极受机会投资者的欢迎。一位基金经理说：“这里的资本追逐的往往是核心或优质核心资产，所以理论上存在一个允许更多风险型交易的空间。但投资者很难确立一个明确的投资主题，这还是与投资者在市场里找到什么投资机会或能发起怎样的

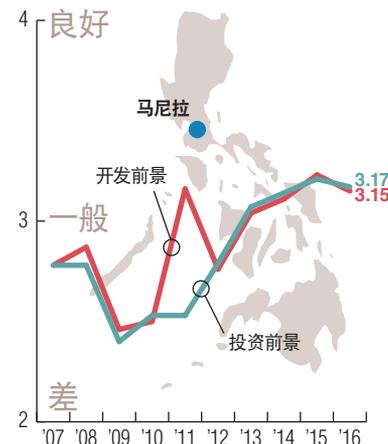


投资项目相关。你不需要把很多钱投在韩国，以获得我们期待的多元化收益。”特别是，一些受访者提到有兴趣投资韩国物流业，认为韩国物流业缺乏现代化的设施、收益率尚好以及对新物流设施的长期需求。

### 马尼拉（投资排名第八，开发排名第七）

菲律宾仍然是一个有吸引力的投资目的地，有欣欣向荣的外包产业，以及生活在国外的工人汇回国的强大外汇流。马尼拉商业地产的资本价值正在以两位数的速度增加，租金也呈现良好的增长势头。几位受访者认为，马尼拉是所有新兴经济体中最有投资前景的城市，但也提到把钱投入该市场的难度。正如一位投资者说：“如果我有机会，我会在菲律宾投资，甚至优先于越南，但菲律宾的进入门槛要高得多。”

主要是因为这里几乎不需要外国基金提供的资本类型。不仅本地银行可以向开发商提供建设用流动资金，他们也愿意提供快速再融资。据一位当地开发商说：“当我们做一个项目，并且严格施工时，我们能以60%至70%的贷款价值比 (LTV) 贷款。但是当地地产全部出租并且获得入住许可的那一刻，它们体现的



是企业价值，所以通常可以得到建设筹资时得到的双倍或三倍资金。于是你就没有兴趣出售给某个基金，因为你有的是正现金流——所以对在建筑业已经有一段时间的人来说，这是真正的买入并持有。”

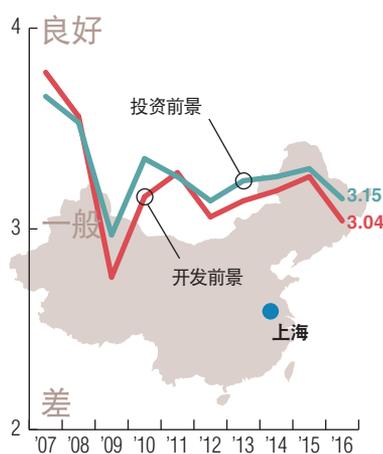
同时，对新建商业地产的需求依然强劲。由于外国跨国公司迁移到马尼拉建立呼叫中心和后勤部门，业务流程外包（BPO）继续具有吸引力。博拉法斯堡作为第二个中央商务区的焦点地位日益上升。在境外打工的菲律宾人向国内汇款的背景下，零售业也正在蓬勃发展。供大于求的问题意味着住宅——尤其是高端住宅——是目前问题最大的一个板块。

### 上海（投资排名第九，开发排名第十）

今年，针对中国的投资环境出现了大量的负面情绪，但上海依然受到了投资者的欢迎。其中一个原因是，与二、三线城市不同，上海没有大量未售出的库存。在任何情况下，住宅和商业地产的价格和交易都依然活跃。

上海作为中国最大商业中心的地位是它的一大优势。正如一位投资人解释说：“它是一个历史悠久的国际化大都市，作为一个国际投资者，我觉得我可以去上海，而且我会在这个发达的市场上得到的几乎所有类型的支持。我也可以收购资产，而且无需寻找合作伙伴或者把控制权交给本地人，而且政府干预也比较少。所以，与中国其他地方相比，这个市场有着更高的透明度。”

同时，与长三角附近得益于上海增长但并没有那么投资者争相涌入的城市相比，上海的住宅市场仍然“竞争激烈，



缺乏机会”。2015年尤其如此，尽管股市大跌，国内经济普遍疲软，但9月份上海的房价与上一年同期相比上涨了8.3%。相反，今年投资者已呈现重返核心写字楼市场的趋势。这多少有些奇怪，因为在未来几年中，我们将迎来“相当显著的供大于求”的状况。除此之外，今年资本化率可能略微提高一些，但风险调整后的回报大约为4.5%到5%。

核心地区重新受到青睐的原因之一是，随着本地投资人将注意力从股市转移，这些投资者便活跃在房地产行业。另一个原因是，投资者现在日益将上海视为门户城市，他们认为这里的资产价格能够经受住市场周期的考验。因此，上海具有一个吸引核心和优质核心基金的防御型投资目的地的资格。同时，它提供了潜在的上升空间，如果上海遵循其在过去20年中的发展轨迹，资本价值和/或资本化率将继续向有利的方向发展。

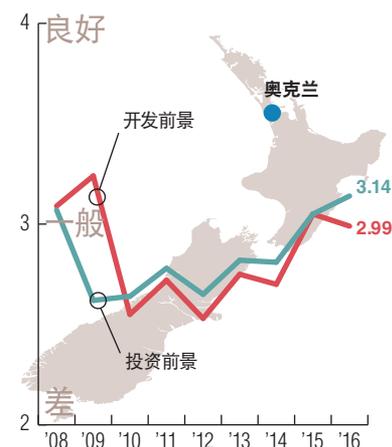
不过，并非所有人都相信上海核心写字楼是个不错的投资选择。一位投资者说：“我担心的是，中国只是很擅长基础设施的投入，使交通不便的地点便利、安全，并捆绑所有设施，现在即使写字楼

的条件并不好，买家也会以高价买进。因此，我们看到在我们的项目中确实存在恶性竞争，我们只能用高入住率来与他们抗衡，但我们不能推高租金。不过没关系，因为我们的地产品质更高。可是我们一直没能得到期望的租金水平。因此，我们将不得不等待新的转机，做我们需要做的事。”

### 奥克兰（投资排名第十，开发排名第十二）

新西兰一直被认为是亚洲房地产市场中的死水一潭，直到最近情况才有所改观。2014年，大批亚洲投资人陆续来到这里，奥克兰才如一颗新星再再生起。投资的大量涌入延续至今，多家全球性机构投资者加入到新加坡（尤其是GIC [新加坡政府投资有限公司]）和中国投资者的行列，购买收益率在7%左右的优质写字楼资产。呈两位数增长的资本价值也是吸引投资者的一大亮点，就像新西兰的低税率一样。

随着5%的空置率持续回落，并且由于在未来几年入市的资产数量不会很多，预计资本化率和价格都会收紧。市场上高端资产的短缺意味着，预计二级资产的资本化率也将降低。



在住宅方面，市场已经升温。快速上涨的房价迫使政府在2013年降低了贷款价值比（LTV），但是这对稳定市场没起到什么作用。新西兰房地产协会的数据显示，截至2015年中期，奥克兰的住宅价格较上一年同期上涨了26%，相比八年前，更是高出了50%以上。大量资本的流动，会继续推高房价，2015年中期，当局再次提高了贷存比（仅限奥克兰）至最低30%。

### 新加坡（投资排名十一，开发排名第九）

在2014年经历了相当不错的一年后，新加坡市场在2015年一直在为了获得发展动力而努力，2014年租金上涨了约14%到15%。大量即将到来的写字楼供应，加上金融业的租赁需求疲弱，与上个季度相比，今年第三季度租金的降幅高达5.5%。一位受访者说：“一些新项目，特别是城市中心的超大规模项目，将在一两年内完成。因此，对于未来的两三年来说，我认为租金不会上涨——如果我们能保持现在的租金水平，入住率会很高。”

此外，由于劳动力市场紧张，加上政府不断对聘请外国工作人员加以限制，许

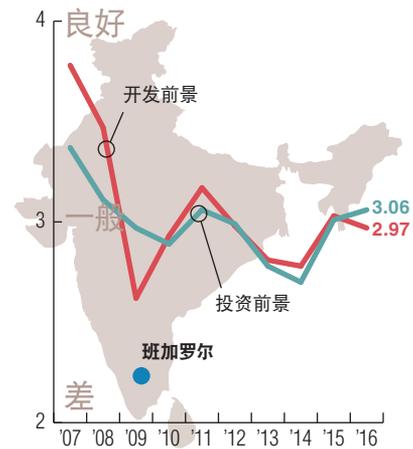
多企业在实现扩张计划中都面临一些问题。收益率有所提高，因此，尽管业主出售资产的压力不大，但资本价格迄今仍保持不俗的表现，收益率大约是3.8%左右。

尽管如此，新加坡始终是各投资机构寻找买入机会的市场，预计2015年年底会完成大量交易，主要是来自寻求出售资产变现的投资基金。一位基金经理说：“有一些暂时未实现的投资需求，还有

因各种原因想卖出所持有物业的卖家，那些超出其投资期限的基金。因此，购买这些资产时可能会出现一定的竞争，所以最后的价格会比较合理——但新加坡不是一个看起来会爆涨的市场。”同时，住宅市场正处于“一个极糟糕的状态，”

这主要是由于政府在2013年出台了一些遏制房价快速增长的办法。这些尤其影响到高端住宅市场。不过，一些受访者认为2016年住宅价格会见底，要么是因为政府决定改变政策，要么是因为暂时未实现投资需求的资金回到市场。同时，住宅市场的负面情绪正在对其他市场产生影响。正如一位投资者说：“它影响到所有可能本来打算购买第二套房和第三套房的‘阿姨和叔叔’，没有购买住宅的这些资金今年流入零售地产市场、写字楼和工业地产市场——所以说市场无疑冷了下来。”

**班加罗尔（投资排名十二，开发排名十五）** 预计班加罗尔在2015年将吸收大约10,800万平方英尺（1000万平方米）的新增地产，如今它是“印度房地产之都，”一位受访者说：“其写字楼的吸收量几乎相当于德里和孟买的总和。”国外大型私募股权投资公司将以合资企



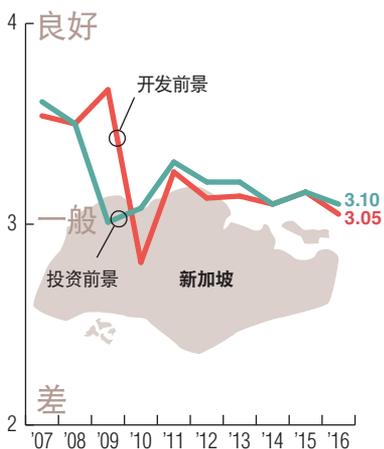
业的形式继续大量开发写字楼，供离岸外包和BPO（业务流程外包）公司使用。

此外，由于风险投资公司利用班加罗尔大量优秀的工程和支持人员扶持一些初创公司，该城市正逐渐成为印度的技术之都。一位当地的咨询顾问说：“在过去12个月中我们第一次看到，最初将总部设在新德里、浦那或孟买的公司，其市值已增长到6亿美元到7亿美元，并正在向10亿美元市值奋斗。然而这些公司受到其风险投资者的鼓动搬迁至班加罗尔，因为这里的人才能够帮助它们扩展业务。”

在未来两年即将入市的大量供应（据CBRE统计大约1800万平方英尺[170万平方米]）并没有引起人们对供大于求的担心，因为市场吸纳率仍然非常高。因此，预计目前只有6%的空置率不会增加，而租金和资本价值都应该继续攀升。

### 孟买（投资排名十三，开发排名十三）

虽然孟买的基本面反映出当前的供应水平较高，但在现实中，该城市各地区的情况有很大的不同。因此，尽管在纸面上写字楼的租金下跌，空置率为20%左





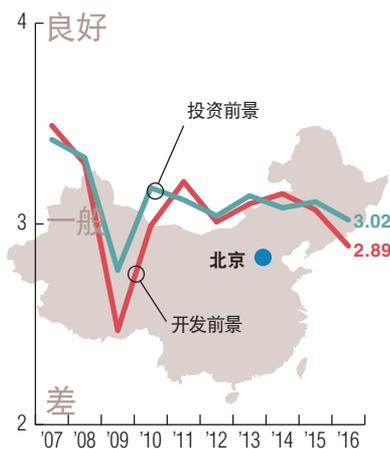
右，这些都表明该城市正处于经济低迷时期，很多过剩的资产都集中在特定区域，甚至是特定的几座大楼。金融或IT业公司所青睐的城市中心区地产的入住率和价格仍然很高。结果，“你已经看到了市中心地区接连达成大型交易，”资产继续受到外国机构投资者资金的追逐。正如一位受访者总结的：“孟买的商业地产市场正在恢复，市中心的地产市场已经趋于平稳。该市出现供大于求的其他区域还需要两、三年才能趋于稳定，因为开发商普遍缺乏资金。”

同时，住宅市场的情况也类似。市中心的住宅市场不断走强，但在其他区域的住宅市场则较为疲弱，供大于求的情况相当严重。

一位受访者说：“开发商们比较痛苦，同时郊区存在供大于求的情况，如果有人愿意拿钱出来投资，他们会发现很容易找到优质的交易。”最近新项目审批有所放缓，这将有助于缓解供大于求的局面。

#### 北京（投资排名十四，开发排名十八）

在许多方面，北京的房地产市场与上海类似。因此，北京已经成为国内投资人



进行防御性投资的市场，目前很多外国投资者已不再看好这座城市了。和上海一样，北京的写字楼市场一直保持坚挺，而住宅市场的表现更为突出，即使全国各地其他城市都处于挣扎状态，但这里的房价上涨势头依然强劲。

事实上，从某些方面来看，北京的写字楼市场可能比上海更有吸引力。尽管空置率位5%左右，但这个数字仍会下降，并且短期内不会有新的写字楼入市。此外，即使国有企业对写字楼空间的需求越来越大，并因此导致空置率稳步下降，但在过去的五年中，写字楼的租金和资本价值一直没有太大涨幅，基本处于停滞状态。

但同时，大多数外国投资者可能更愿意选择在上海投资。一位投资者说：“北京的投资交易不够多，因为大多数建筑都由国有企业拥有——上海则更多的是以私人投资为主。”另一位投资者说：“北京[最近]表现一直不俗，租金猛涨，零售形势也不错。这座城市一直是一个很好的市场，但现在政府出台了新的政策，让企业搬迁出北京的中心地带，这将略微抑制需求，所以我对北京市场可能不

那么乐观了。”

最后，“从基本面的角度来看，它是有吸引力的。但是，让我不敢在北京投资的是，这里政府干预比上海要多一些。由于某种原因，我发现外商投资经理在北京完成房地产交易的能力总是要比在上海低很多，其中必有原因。”

#### 香港（投资排名十五，开发排名十四）

自2011年起香港在调查中排名已开始下降。这主要是因为在这个市场上交易的优质商业资产太少——而交易价格通常过高，引不起国际买家的兴趣。但在2015年却发生了一些变化。在采访中，一些基金经理表示有兴趣在香港进行交易。此外，在这一年达成了两大笔有主权财富基金买家参与的酒店投资组合交易。

今年在一次香港资产投标中失标的一位基金经理说：“我们距离中标只一步之遥，我本来是可以接受那个价格的，但鉴于宏观环境，收益率比我预期的低，所以我们最终就此止步了。显然，有很多人同样的想法，所以这是市场在告诉你：有一定的风险。但从根本上说，在低利率环境下，我不能围着现金。如果有一项不错的资产，而且利差合理、品质良好，我就会购进。”

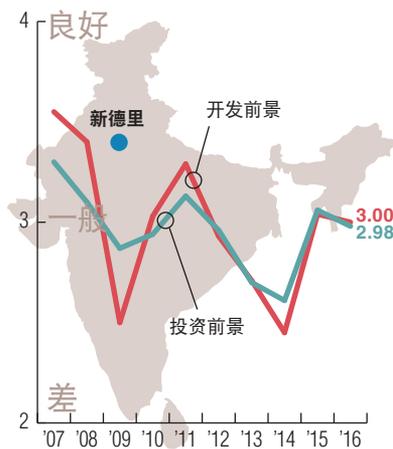
但是颇具讽刺意味的是，就在投资者对香港的兴趣似乎有所增加的时候，对当地经济和市场不乐观的情绪也一直在蓄积。尽管不断有中国金融公司进驻香港CBD，继续提振CBD写字楼的前景，但在其他细分市场，投资意愿已经变成了负值。多年来，本地零售行业一直靠大量涌入的中国内地游客支撑着，他们出手阔绰，在香港奢侈品店大肆血拼。但



是，经纪公司戴德梁行 (DTZ) 表示，随着 2015 年内地游客人数大幅下降，现在主要商业街的租金比 2013 年底的峰值低 26%-43%。投资者的兴趣现在转向消费必需品的零售资产。

在住宅市场悲观情绪也很强，现在香港的住宅价格差不多是世界最高的。由于担忧美国基准利率即将上升，许多分析师认为，市场即将逆转。不过，其他分析师则认为利率上升的幅度可能不足以对负担能力构成威胁。一位当地的咨询顾问说：“我的感觉是价格可能处于上升后的稳定时期，但要出现明显下降，[利率]至少要上调 2%，要看到这样的涨幅，还有待时日。如果有软肋，我想很可能会与中国大陆 [在经济上] 发生的事情有关。”

**新德里 (投资排名十六, 开发排名十一)** 印度北部房地产市场通常比南方疲软，至少部分原因是他们通常侧重于住宅开发，而住宅市场目前正面临着供大于求。结果，德里许多现金紧缺的开发商已经成为外国基金的资金救助目标。一位最近访问了印度的外国经纪人说：“我在那里遇到的所有基金经理都



在谈论向当地开发商提供资金进行住宅开发的事情。”

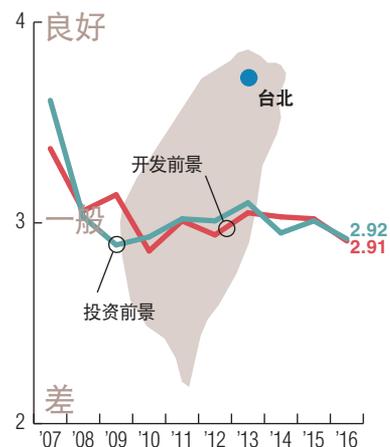
在写字楼方面，德里和附近的工业区新建的写字楼面积在亚洲地区数一数二，而且写字楼的空置率也是最高的 (约 30%)。不过，从根本上说，入住率问题主要集中在乙级或次级资产上，而不是优质地产，高品质地产的需求仍然很大。一位当地受访者说：“租金在涨，资本化率在下降——国内和国外投资机构都想大量购买这样的办公空间，优质大楼，所以写字楼市场的趋势是上升的。”

建立德里 - 孟买工业走廊的工作也在继续，这是当前政府的一项里程碑式项目，由日本资本支持，其目的是发展两个城市之间八个国际标准化产业集群。一位受访者说：“沿着古尔冈往下走，有大量资金流入那里，用于产业发展和基础设施建设，那里有大量的蓝领工人，所以中低端资产需求会高起。机构投资者的资金目前追逐的就是这些有需求的地方——没有人关注市场的结局是否圆满。”

**台北 (投资排名十七, 开发排名十七)** 近年来，在收益率降低至 3% 以后 (亚

洲最低之一)，外国投资者对台北商业地产的兴趣已经渐渐淡去。反过来，低收益率是由于多年来地方投资机构一直在买入资产造成的，现在他们几乎找不到其他可以投资的资产了。近期监管政策的变化意味着大量保险公司的资金已经转移到国际市场，但台湾的资产价格居高不下，外国投资者需求疲软。虽然大量新办公空间预计将于 2015 年完工，但鉴于近期强劲的市场吸纳量 (特别是外国公司) 以及多达一半的新物业用于业主自住，预计不会对租金产生太大的影响。

台湾住宅市场也出现相当大的通胀压力，在过去的 12 年中价格涨了三倍，部分原因是中国大陆的资本流入。2015 年 6 月，政府推出新的资本所得税政策，旨在遏制投机性投资。新的税收政策规定：购买后一年之内出售的房屋需缴纳高达 45% 的税，购买后超过十年出售缴纳 15% 的税。台湾因此与其他地区政府看齐——包括香港、新加坡、中国大陆和澳大利亚——采取宏观审慎的措施解决高房价的问题。

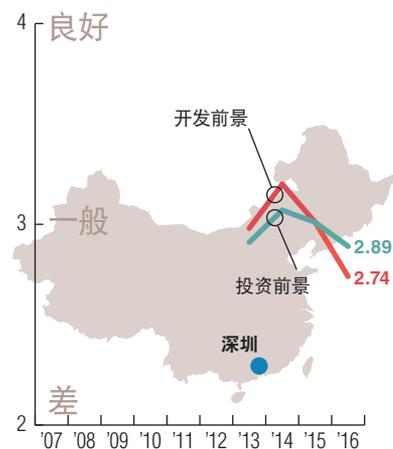


### 深圳（投资排名十八，开发排名二十）

深圳的投资前景可能一直被 2015 年在中国投资的总体悲观情绪笼罩，再加上今年的最后一个季度约 630 万平方英尺（585,000 平方米）新高档写字楼入市（占现有库存近 16%）。在今后几年深圳将推出更多的新建写字楼，可能很快就会超过附近的广州——中国南方最大的写字楼市场。

但是，尽管供应过剩，大多数受访者还是很看好深圳。今年年初写字楼的空置率只有 5%。预计随着新建写字楼的入市，空置率将上升，但最近市场吸纳一直强劲，预计市场能够合理地快速消化新库存。近期在深圳的前海地区建立了一个新的自由贸易区，预计会吸引大批国内和国际企业向这座城市迁移。

因此，当地投资者的情绪依然乐观。正如一位香港的基金经理说，“在 [中国] 南方，我们认为珠三角会非常成功，该地区逐渐实现互通，在未来 10 到 15 年将会出现较大的增长。我们想在那里投资，但我们还没有想出该怎么做——关于哪里会是投资热点，仍然存在很多不确定性。”



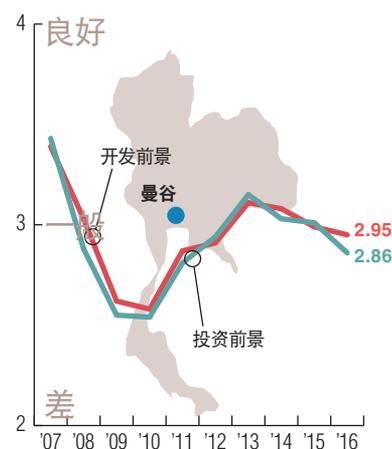
在住宅方面，深圳住宅市场历来是中国大城市中最不稳定的。尽管 2014 年价格停滞不前，在 2015 年深圳不负众望，购房者对中央政府出台的宽松政策迅速做出了反应。到 2015 年第三季度，房价较上一年同期上涨了 38%，增幅是中国最高的。

### 曼谷（投资排名十九，开发排名十六）

至少在过去几年中，泰国的政治动荡对国际投资者来说一直是一种阻碍。此外，经济增长放缓，加上近期由于预期美国加息，资本流到国外，泰铢不稳定，人们的信心并没有增加。很少有受访者表示有投资泰国的兴趣。尽管如此，国内的流动性仍然很高，写字楼地产的资本价值和资本化率继续稳步收紧。由于预计近期内空置率仍然较低，新增资产相对较少，这种状态似乎会持续下去。

在住宅方面，土地和公寓价格达到历史新高，高端住宅市场的需求依然旺盛，尤其是来自外国购房者。但在中端住宅市场，交易仍然缓慢，主要是因为供大于求和家庭债务较高。

2014 年的政治冲突最终导致军事政变，

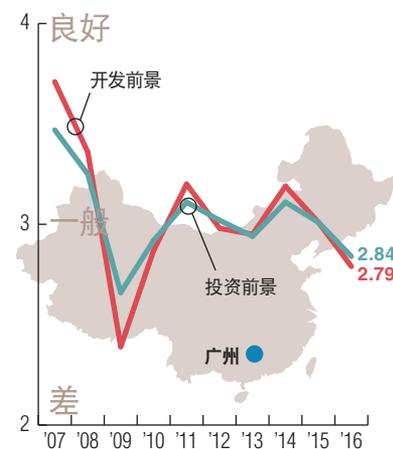


入境旅游人数下降，但在 2015 年大幅反弹，到 2015 年中期人数较上一年同期增加了 25%。中国游客增加是主因。因此，虽然预计年底前新增酒店将大量入市，入住率仍然有所提高。

### 广州（投资排名二十，开发排名十九）

虽然广州被列为中国四大一线城市之一，但在受欢迎的程度上仍落后于其他三个城市。正如一位投资人说：“我觉得广州在某种程度上与众不同。你看不到在其他三个城市所看到的需求或交易。”另一位投资者说：“我感觉广州有点太过荒凉了。”“不管怎么说，国外投资基金开展的活动相对较少。”

在过去的几年中，优质写字楼的空置率稳步下降，2015 年年底达到约 7%，大量新增资产都被吸收。但是，资本价值和租金的增长却从未能比肩北京和上海。特别是，广州的租金一直保持在北京或上海大约一半的水平。预计在 2016 年将新增 650 万平方英尺（61 万平方米）的办公空间——几乎是目前每年市场吸纳能力的两倍——租金和价格可能会再次停滞不前。目前投资活动放缓，大部分交易都是在散售的基础上进行的。

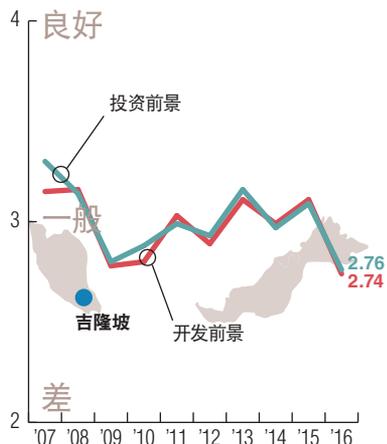


**吉隆坡（投资排名二十一，开发排名二十一）**在采访中，马来西亚经常作为基金管理人感兴趣的潜在投资目的地而被提及。当前的政治不确定性，再加上自从2015年年初以来令吉特（马币）贬值25%，为较有冒险精神的投资者创造了潜在的购买可能性。正如一位分析师指出：“现在有你在正常情况下看不到的机会，因为在马来西亚市场有迫不及待的卖家。因此，我敢肯定，这将是一个转投马来西亚的好时机，尤其是K.L. [吉隆坡]。”

相对较高的资本化率支持了这种想法（写字楼的资本化率是7%左右）。2015年下半年，一家大型外国机构投资公司与当地一位开发商成立了一家合资企业，在吉隆坡建设一个混合用途项目。

尽管如此，大多数投资者的结论是，目前情况太不稳定，不足以证明投资的合理性。一位经理说：“马来西亚正在进入投资者的视线，但那里存在很多政治不确定性，货币处于急剧下滑的状态。”

东南亚货币的波动性往往被看作是下滑多于上升，因为基金经理一般都不愿意



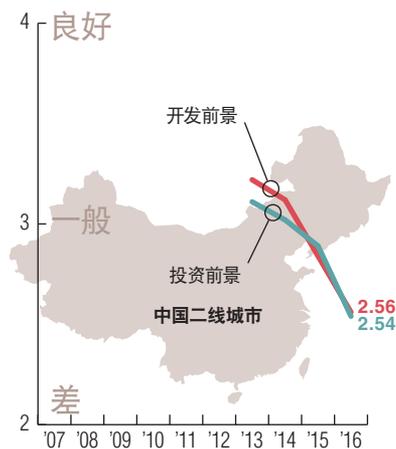
把房产投资转为某种货币投资。另一个问题是，“马来西亚大多数的地产板块完全是供大于求，并且会在未来几年变得更糟——有一大波在建项目。”

虽然写字楼地产的价值在过去的几年已经大幅上升，但马来西亚商业地产的价格趋于相对稳定。一位基金经理说：“保持马来西亚地产价格稳定和居高不下的是房地产投资信托 (REIT)，这些信托基金相对于机构投资市场的规模相当大，并永远只追求收益率。”

同时，住宅的价格也大幅上涨（虽然公平地说，并不比其他许多亚洲市场更多），如今本地购房者已无力负担高端住房的价格。

**中国二线城市（投资排名二十二，开发排名二十二）**中国二线和三线城市供应过剩并未显示出缓解的迹象，投资者对它们的兴趣依然不大，这一点也不奇怪。问题不单单是已经建成太多的资产，而且其中很大一部分项目的规划都是欠考虑的。一位投资者在谈到高端零售业时说：“我敢肯定，根据辽宁省的规模来看，沈阳支持一个或两个 [高端] 商场应该是没有问题的。但是在一英里半的范围内建了15个高档购物场所——你是在跟我开玩笑吗？”

另外，虽然有些库存现已经清掉，但是未来会有相当数量的新建资产入市。正如一位顾问所说：“他们吸收掉一些，但同时还在不断建设。[这是因为]在很大程度上这是一个以量取胜的游戏。如果净利润率在0%至5%之间，要得到不错的总利润，你必须要有大动作。所



以他们的建设规模更大了，因此仍然存在地产供应量越来越大的可能性。”

同时，虽然许多外国投资者现在不再考虑中国一线城市以外的城市，即使有的话，很多在中国有着长期经验的国际机会型投资者将二线城市的投资失当更多地看成是机会，而不是问题。对于他们来说，购买价格更便宜，或他们所提供资本的成本高于本来的成本，或者他们突然有机会获得在正常情况下无法涉足的更高质量的交易。



## 地产类型展望

### 工业 / 配送

几乎所有市场都缺少现代化配送设施，因此相关需求将继续增长，尤其是在中国。整个亚洲，蓬勃发展的电子商务、食品冷链扩建均推动着快速交付的需求不断增长，区域制造业重组使得越来越多的工厂迁移到越南等前沿市场，那里的物流基础设施仍然比较原始。

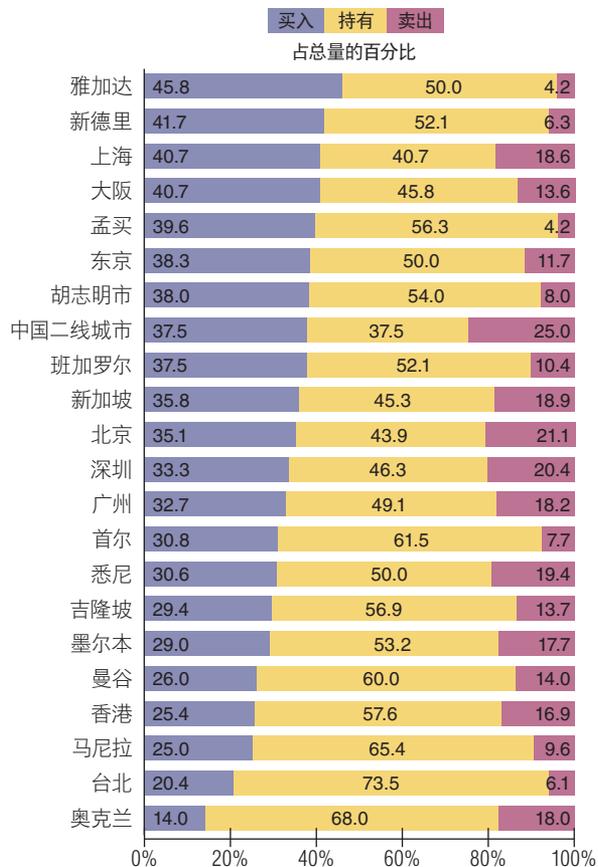
但在实践中，物流是一个复杂的业务，往往是专业投资者的专利。一位基金经理在描述中国物流地产时表示，“土地使用密度非常低，建设成本高，地方政府仍在执着于用出让土地换取最高密度用地和最高溢价的想法，所以他们不喜欢物流地产。”最重要的是，“你可以为客户量身定制物流地产，但很多物流运营商都有非常具体的需求，这意味着，在得到土地以前，你

得想好在这块地上为哪些物流运营商建造设施，这是很难操作的。”

除此之外，投资者担心短期内将有大量物流地产入市。这已经开始影响入住率和租金的增长了，整个亚洲的入住率和租金涨幅已经从五年前的两位数下降到现在的一位数了。据 CBRE 表示，东京、上海和墨尔本的形势最好。正如一位受访者说，“现在的物流让我想起了中国五到七年以前的形势—有这么多钱用于未开发区域的开发。对于定制建造，如果你能找到最终用户，这是一个很好的战略。但如果不是这样，我对这种缺乏仓储经验的盲目投资表示担心。”

地区的收益率继续下降，在过去的 24 个月可能平均降低了 200 个基点。目前收益率的范围从澳大利亚的大约 7%、中国的 6% 到东京的大约 5% 不等。但降幅有望在 2016 年趋于平稳。

图 3-4 工业 / 物流不动产买入 / 持有 / 卖出推荐, 按城市划分



资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

**最佳投资机会：**新兴市场在今年工业 / 物流地产买入 / 卖出排名中非常抢眼，尤其是印度尼西亚、印度和越南。在这些国家，由于制造业扩张的需要，工业 / 物流地产需求很高，特别是在越南。但是，操作依然艰难。正如一位物流专家所说，“在印尼投资太不容易了。做任何事情都让人头痛，而在中国还是有很多机会的。所以，我认为目前涉足新兴市场为时太早，在其他国家操作会更容易些。”还有一个问题是规模建设的需要：“在越南，物流地产肯定会作为一种资产类别。”另一位投资者说，“但我认为，即使是在发达市场，要想在物流方面进行任何大规模的建设都比较困难，何况在越南，操作过程会很不容易。”

但是，在印度，“你会看到甲级租客对全国各地设计良好的物流地产趋之若鹜，他们甚至愿意为优质物流地产提前支付高额租金。”部分原因是电子商务的迅猛增长，但同时也反映出外国零售商的生意日益兴隆，特别是在印度北部，他们需要更复杂的配送网络。现在机构投资资本开始投资印度的物流地产项目，预计会出现快速增长。

在访谈中多次被提及的一个前景很好的市场是韩国。一位分析师说：“韩国正处在结构改革的早期阶段，他们将效仿日本模式。到目前为止，唯一已经涉足这个领域的机构投资者是精明

的新加坡人。去年的资本化率是两位数。到今年年初，资本化率下降至9%，而现在已经降到了7%，不过还是相当高。但是，这个市场仍属于无人区；一直以来韩国投资者关注的都是写字楼。”

## 住宅

八年的低成本资本导致大部分亚洲市场的房价大涨（日本和韩国例外），许多国家的政府以推出高财产转移税作为抑制投机性投资的手段。虽然本轮住房周期持续的时间有点长，整个区域各国政府（即澳大利亚、新西兰、中国、台湾、印度）在2015年继续下调基准利率。虽然基本面可能暗示会出现逆转，但价格下行压力不大，而抵押贷款仍然负担得起。

**最佳投资机会：**和去年一样，日本再次荣登这个资产类别的榜首。一位东京的投资者说：“现在的住宅达到了很好的供应需求平衡。没有新的建筑项目，仍然有人入住，入住率上升，所

以现在是时候开始涨租金了。我们已经看到，我们的租金开始上涨。”

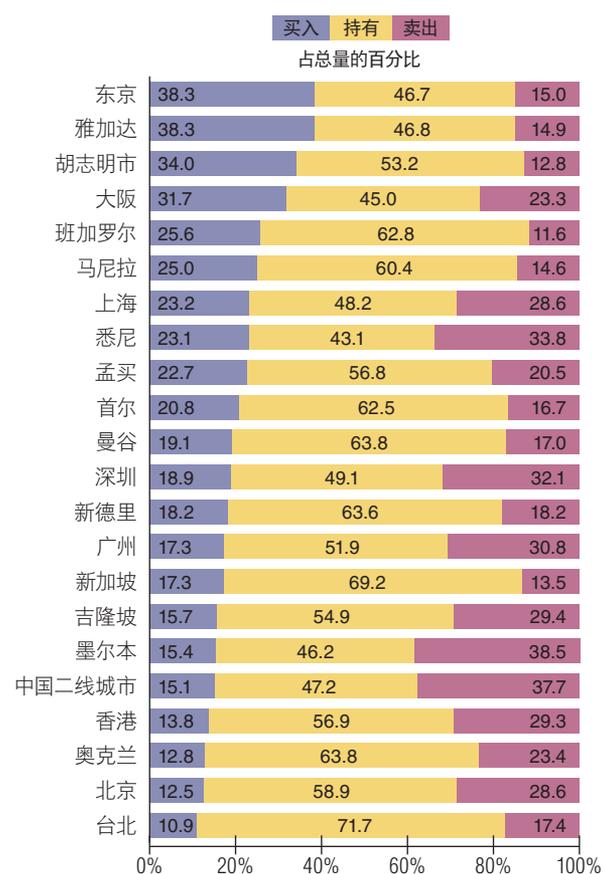
这就是说，新兴市场的发展势头也非常迅猛。其中，胡志明市也许是最让人感兴趣的。越南经济逐渐走出了多年来由于资本配置不当造成的困境，银行体系一度再次开始放贷，引发了资产交易和价格的快速反弹。随着近期监管政策的变化，现在外国购房者（包括一支庞大的在国外居住的越南侨民）投资越南地产变得更加容易，短期内的前景似乎不错。

同时，印度之所以受欢迎源于现金短缺的开发商所面临的问题，特别是在北方，他们在支付账单上都有困难。现在他们已经成为外国基金的目标，后者希望向他们提供以股权或结构化债务为基础的救援资金。

## 写字楼

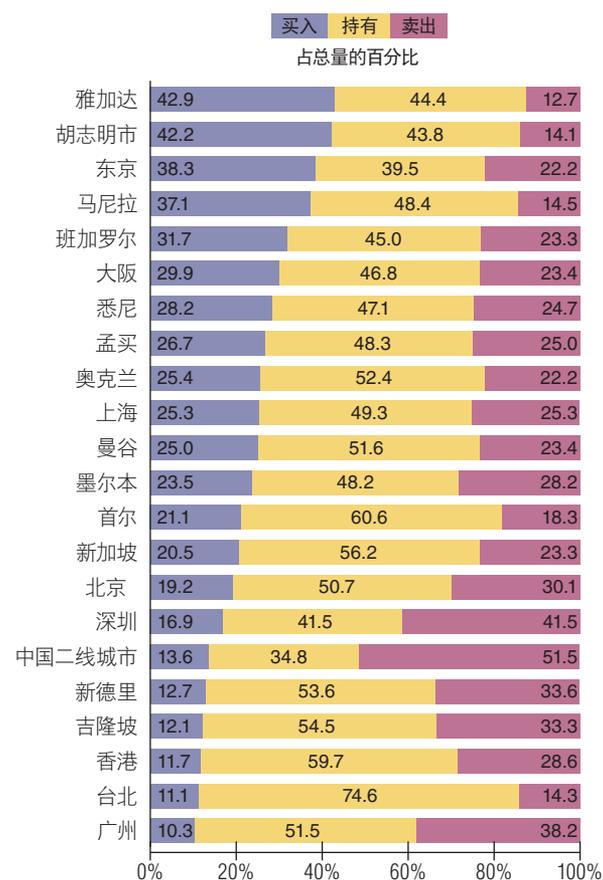
写字楼资产长期受到保守投资者的青睐，但随着越来越多的机

图 3-5 公寓住宅（出租）不动产买入 / 持有 / 卖出推荐，按城市划分



资料来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图 3-6 写字楼不动产买入 / 持有 / 卖出推荐，按城市划分



资料来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

构投资者涌进亚洲市场，这个领域的竞争日益激烈，意味着写字楼地产对于追求收益率的投资者来说“似乎不太容易”。资本化率持续下降，资本价值上涨，这些因素推高了一些在过去被认为是太困难（韩国）、太偏远（新西兰），或风险过高（印度）的市场人气。虽然许多投资者谈到租金增长是进一步提振区域市场的一种手段，但现在这个领域的绝对资本优势让人觉得希望不大，资本化率几乎没有可能会在短期内上升。

**最佳投资机会：**雅加达写字楼市场在购买/销售排名中的持久吸引力仍然是一个谜，特别是考虑到近两年来需求已经下降，租金趋于稳定，并且即将入市的新楼盘会带来新的空间过剩威胁。不过，高端市场的基本面依然不错，对于交通便利的国际甲级写字楼的需求仍然强劲。该地区大量大型多元化开发商继续保持活跃，他们希望通过建造核心资产并持有的战略占据高端写字楼市场。

除此之外，今年新兴市场的城市再唱主角。越南肯定有更多的办公地产需求，但目前该市场规模极小，没有交易稳定资产的空间，而对没有经验的人来说，开发是有风险的。一位基金经理说：“合规风险是问题所在，就看你的卖家是否已经检查了所有流程，并且已准备好所有需要的文件以及大量的灰色优势。这样，你们才能够在适当的时候拿出适当的批文，这样你就可以开始建设，并最终出售——这是非常难的。”

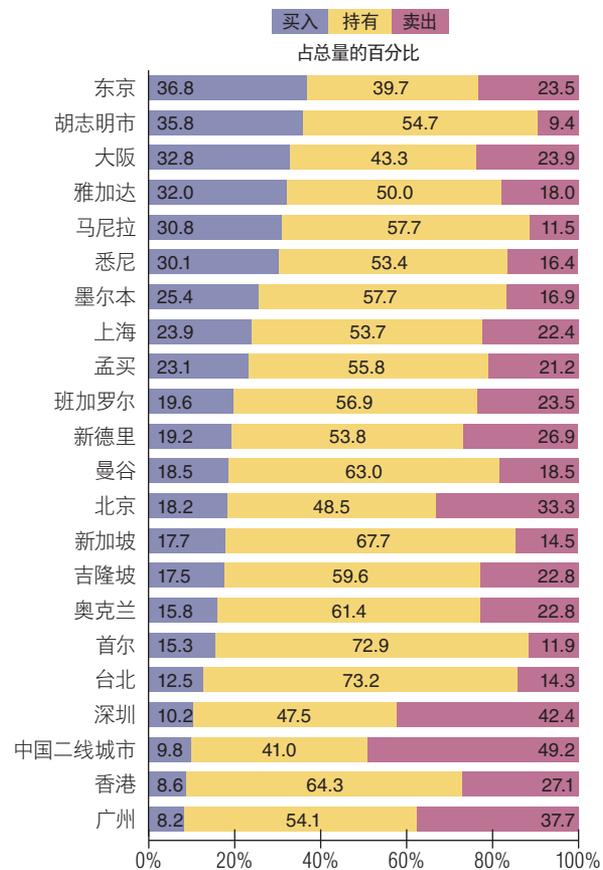
最后，马尼拉的写字楼市场也继续蓬勃发展，主要受BPO产业的驱动。这是一个许多外国投资者只要有就会很想涉足的市场。但是，菲律宾的国内流动性仍然很高，很少需要外国资本，要进入这个市场仍然很困难。

## 零售

亚洲零售市场仍维持着它的发展态势——以崛起的中产阶级为主要消费力量。但是，行业内的结构性变化正在导致可能难以预测甚至难以跟上的快速变化。

首先，许多新兴市场和发展中市场的开发商在建设成功商铺方面没有什么经验，导致没有良好定位和设计不佳的商场供大于求。一位投资者表示：“我几乎没有发现什么成功的商场，因为这些商场往往由没什么经验的开发商建设。他们总是试图在你并不需要的地方建立非常高端的商场——例如，我在[中国]

图 3-7 零售不动产买入 / 持有 / 卖出推荐，按城市划分



资料来源：《2016 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

二线城市见过很多这样的商场，里面进驻了知名的法国时装品牌。”

其次，目前许多市场的需求由中国旅游消费者决定，他们可能会在短时间内改变旅游目的地。例如，过去中国内地游客乐于前往香港购买奢侈品，让香港获利不菲。今年，中国内地游客更换了旅游目的地——特别是东京——所到之处，货架扫空。这反映了亚洲不同类型的消费支出之间不断扩大的差距。

一位投资者说：“我们必须把消费必需品的零售（这种零售与GDP增长高度相关）从奢侈品零售中分离出去。我们看到，这个地区的GDP相当不错，随着各城市开发新的居住区，必需品零售地产继续占据优势。相比之下，奢侈品零售地产可能建得过多了，管理也不善，并且由于它依赖于可自由支配的开支，该行业未来有可能遭遇疲软。”

当然，这尤其适用于中国本国，同时还可扩展到中国游客消费的其他市场。这也代表投资者朝向更具防御性的思维定式的转变，其中将目标对准消费必需品被看作是首选策略，旨在抓住明天可能就离开的高利润奢侈品消费者。

最后，亚洲电子商务的迅速崛起正在改变整个地区零售商场的发展形势。一位基金经理指出：“电子商务对零售业的影响将从根本上改变这些零售资产市场。购物商场将以不同的方式运作，他们将成为娱乐生活的中心，而不仅仅是商店。商店和商场运营商可以通过将其运作与实体店购物整合在一起取得成功。”

**最佳投资机会：**东京和大阪在这个类别中分别名列第一和第三并不奇怪——因受日元贬值影响，日本市场价格相对便宜，吸引了大量中国游客涌入日本。

新兴市场再次陪跑，由于目前各个新兴市场的经营举步维艰，所以它们跻身这个类别有些出乎意料。

在胡志明市，消费品销售的增长可能会非常强劲，但已经供大于求的市场目前正面临着严重的供应过剩。

在雅加达，零售地产暂停开发，而且零售资产大多被所有者牢牢持有，通常不进行交易。一位当地的投资者说：“雅加达的问题是，消费者没有新加坡人的消费能力，所以你可以有大商场，但你无法让租户付出更多的租金，因为那里没有现金充沛的消费群。尽管每个人都喜欢零售投资，但是这并不容易。”

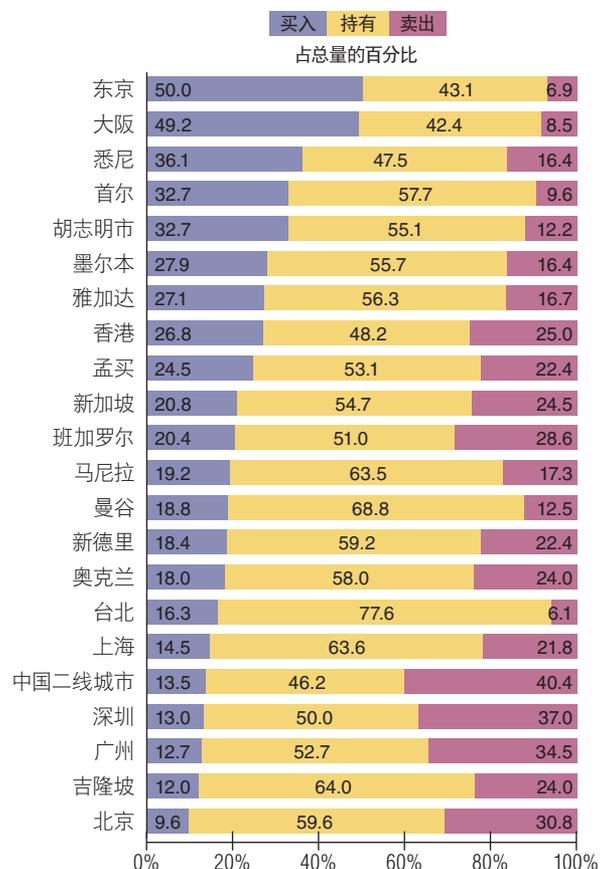
在马尼拉，零售业表现良好（特别是便利店），但获得市场准入这个老问题依然存在。

## 酒店

亚洲区域内旅游业持续兴旺继续带动酒店业的繁荣，尤其是中高端酒店，能满足大多数不太富裕的亚洲游客（主要来自中国）的需求。这就是说，客房供应短缺意味着整个行业的前景良好。2015年表现最出色的市场就是日本和澳大利亚。

尽管如此，情况总是有好有坏。例如澳门，2015年，中国大陆游客人数大幅下降让澳门举步维艰，至少部分原因是由于大陆政府发起了反腐运动。香港也有些疲软，部分是由于中国大

图 3-8 酒店不动产买入 / 持有 / 卖出推荐，按城市划分



资料来源：《2016年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

陆游客人数下降，但也许更多是由于目前港元汇率非常高。

日本再次位居榜首。其原因同样是大量中国游客涌入日本再加上酒店资产的总体短缺。东京2020年奥运会之前寻求在日本投资的需求也非常强，资本化率显著下降，同时资本价值飙升。尽管许多人仍希望买入，但大多数在日本的利润可能已经早就被赚走了。

在亚洲，澳大利亚可能是另一个不错的选择，其原因还是中国游客的大量涌入，尤其是在悉尼和墨尔本。正如一位投资人说，“有很多资金追逐优质酒店和写字楼资产，那里也有一点变动。我们已经看到了创下历史新高的价格，平均每间客房超100万美元，主要是悉尼的亚洲购房者。但酒店集团也很有兴趣在中央商务区追逐资产。”



# 受访者

**AD Investment Management Co. Ltd.**  
Kenji Kousaka

**AEW Asia**  
David Schaefer

**Altis Property Partners**  
Alastair Wright

**AMP Capital**  
Tim Nation

**Angelo, Gordon & Co.**  
Jon Tanaka

**Aoyama Realty Advisors Inc.**  
Haruyuki Shinya

**Asia Pacific Real Estate Association**  
Peter Verwer

**Aspen Property Group**  
Clem Salwin

**AXA Real Estate Investment Managers  
Japan KK**  
Tetsuya Karasawa

**BlackRock**  
Rio Minami

**The Blackstone Group**  
Stuart Grant

**Blackstone Tokyo**  
Wataru Goto

**Brookfield Asset Management**  
Niel Thassim

**Cache Logistics Trust**  
Daniel Cerf

**CBRE**  
Henry Chin

**CBRE Global Investors**  
Tetsuya Fujita  
Richard T.G. Price

**Cbus Industry Superannuation Fund**  
Adrian Pozzo

**Challenger**  
Trent Alston

**Colliers International**  
David Faulkner  
John Kenny  
Terence Tang

**Colliers International Japan**  
Douglas Smith

**Cornerstone Real Estate Advisers**  
Peter N. Gensheimer  
Kelly C. Hayes

**Daiwa House Industry Co. Ltd.**  
Tetsuo Suzuki

**Daiwa Real Estate Asset Management**  
Akira Yamanouchi

**DEXUS**  
Ross DuVernet

**Diamond Realty Management Inc.**  
Takashi Tsuji

**Fife Capital**  
Allan Fife

**First Eagle Capital Advisors Private  
Limited**  
Sudarshan Bajoria

**Folkestone Limited**  
Adrian Harrington

**Fortress Investment Group**  
Akio Yamashita

**Frasers Centrepoint Limited**  
Chia Khong Shoong

**Fukuoka Realty Co. Ltd.**  
Etsuo Matsuyuki

**Future Land Holdings Ltd.**  
Lu Xiaoping

**GENKAI Capital Management Co. Ltd.**  
Masatoshi Matsuo

**GenReal Property Advisers**  
Anckur Srivastava

**GIC**  
Bernard Phang

**Goldman Sachs Asset Management Co.  
Ltd.**  
Hiroyasu Kaizuka

**Goodman International Limited**  
Anthony Rozic

**The GPT Group**  
Matthew Faddy  
Nick Harris

**GreenOak Investment Management**  
Fred Schmidt

**Grosvenor Limited**  
Koshiro Hiroi

**Halifax**  
Alec Menikoff

**HULIC Co. Ltd.**  
Yoshito Nishikawa

**Ichigo Real Estate Investment Advisors**  
Wataru Orii

**IDERA Capital Management Ltd.**  
Takuya Yamada

**Invesco Global Real Estate Asia Pacific,  
Inc., Japan Branch**  
Ryukichi Nakata

**IPC Corporation Ltd.**  
Patrick Ngiam

**JLL**  
Ari Druker  
Richard Fennell  
Megan Walters

**Kenedix Inc.**  
Masahiko Tajima

**Landmark Capital**  
Ashish Joshi

**Landsea Group Co. Ltd.**  
Tian Ming

**LaSalle Investment Management**  
Mark N. Gabbay

**M3 Capital Partners**  
Danny Krefman

**Macquarie**  
Brett Robson

**Mapletree Investments Japan K.K.**  
Norihiro Matsushita

**Mapletree Investments Pte. Ltd.**  
Wong Mun Hoong

**Mercer**  
Padraig Brown

**Mirvac**  
John Carfi

**Mitsubishi Corp.–UBS Realty Inc.**  
Toru Tsuji

**Mitsubishi Estate**  
Tetsuji Arimori

**Mitsubishi Jisho Investment Advisors  
Inc.**  
Masami Amano

**Mitsubishi UFJ Trust and Banking  
Corporation**  
Yutaka Imai

**Mitsui Fudosan Investment Advisors Inc.**  
Ikuo Mori

**Morgan Stanley (MSREF)**  
Chris Tynan

**Mori Building**  
Hiroo Mori

**The Net Group**  
Charlie Rufino

**Nippon Rescap Investors**  
Ken Fridley

**Nomura Real Estate Asset Management  
Co. Ltd.**  
Naoki Kawahara  
Yuki Sugawara

**Nomura Real Estate Development**  
Masatsugu Matsuzaki

**Oakwood**  
Martin Fluck  
Eric Ishimaru

**PAG Investment Management Limited**  
Naoya Nakata

**Pamfleet**  
Andrew Moore

**Professional Property Services Group**  
Nicholas Brooke

---

**Property Council of Australia**

Ken Morrison

**Propertylink**

Stephen Day

**PT Farpoint**

Dougie Crichton

**Quraz Ltd.**

Stephen Spohn

**Shapoorji Pallonji Investment Advisors**

**Private Limited**

Rajesh Agarwal

**Springfield Land**

David Henry

**Standard Chartered Bank**

Marc Bosnyak

Brian D. Chinappi

**Starr International**

Alison Cooke

**Stockland**

Simon Shakesheff

**Third Shift Enterprises**

Jane Lloyd

**TH Real Estate**

Chris Reilly

**Tokio Marine Property Investment**

**Management Inc.**

Shinji Kawano

**Tokyu Land Capital Management Inc.**

Hitoshi Maehara

**Touchstone Capital Management**

Fred Uruma

**UBS**

Grant McCasker

**VFMC**

Campbell Hanan

# 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

### K.K. So

亚太房地产税收负责人，  
中国香港

### Paul Walters

亚太房地产审计负责人，  
中国香港

### Kees Hage

全球房地产负责人，  
卢森堡

### Uwe Stoschek

全球房产税收负责人  
欧洲、中东和非洲房地产负责人，  
德国柏林

### R. Byron Carlock Jr.

全美房地产负责人，  
美国德克萨斯州达拉斯

### Mitchell M. Roschelle

全美房地产咨询负责人，  
美国纽约

### Timothy Conlon

全美房地产审计负责人，  
美国纽约

### Paul Ryan

全美房产税收负责人，  
美国纽约

[www.pwc.com](http://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 36,000 名会员，涵盖了土地使用和开发领域的方方面面。学会依靠的是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

城市土地学会全球首席执行官

### Kathleen B. Carey

城市土地学会首席内容官

### 城市土地学会资本市场及房地产研究中心

### Anita Kramer

高级副总裁

[www.uli.org/capitalmarketscenter](http://www.uli.org/capitalmarketscenter)

### 城市土地学会亚太区

### John Fitzgerald

首席执行官

<http://asia.uli.org>

### 城市土地学会

托马斯杰斐逊西北大街 1025 号 500 室西  
华盛顿，邮编：20007

U.S.A.

202-624-7000

[www.uli.org](http://www.uli.org)

封面图片：澳大利亚墨尔本柯林斯街 171 号是澳大利亚房地产委员会（PCA）20 年来首个高端写字楼物业，为墨尔本中央商务区提供了超过 355,000 平方英尺（33,000 平方米）的新办公空间。

图片提供：Peter Clarke

## 2016 年亚太区房地产市场新兴趋势报告

2016 年房地产最佳投资机会会有哪些？根据对房地产行业最具影响力的近 350 位企业领导人的专访和调查，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。
- 探讨重要都市区市场潜力的大小。
- 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。