



2018 年亚太区

房地产市场 新兴趋势报告®



普华永道



**2018 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



普华永道

2018 年亚太区 房地产市场新兴趋势报告[®]

目录

- 1 报告摘要
- 2 读者须知
- 3 第一章：资本过于充裕引致的尴尬局面
 - 3 主要市场的交易放缓
 - 4 核心买家风险较大
 - 6 核心买家风险较小
 - 6 机会型投资回报继续下降
 - 8 核心投资和机会型投资的目标都是增值
 - 8 租金增长放缓
 - 9 另类资产日益受欢迎
 - 16 联合办公带来的巨大影响
 - 16 供需不平衡
 - 18 越南和印度是最受欢迎的发展中市场
 - 21 投资者依然看好零售业……
 - 22 ……但其他人看到商场存在的问题
 - 23 住宅市场不受限制措施的影响
 - 24 风险疲劳
- 25 第二章：房地产资本流动
 - 26 中国开发商受到遏制
 - 27 日本资金外流缓慢上升
 - 27 亚洲资金外流只会增加
 - 28 内流资本开始增加
 - 29 募资
 - 30 部分市场的银行收紧贷款
 - 31 新的融资选择演进中
 - 32 债券
 - 33 房地产投资信托基金
- 37 第三章：值得关注的市场与领域
 - 38 最佳投资城市
 - 49 最佳物业类型
- 56 受访者名单

编辑领导团队成员

《2018 年亚太区房地产市场新兴趋势》编委会主席

K.K. So, PwC

John Fitzgerald, Urban Land Institute

主要作者

Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

参与研究员

Pauline Oh, Urban Land Institute

Yusnita Baharuddin, Urban Land Institute

Michael Owen, Urban Land Institute

Kenneth Rhee, Urban Land Institute

Ariel Shtarkman, Urban Land Institute

高级顾问

Anita Kramer, Urban Land Institute

城市土地学会编辑制作人员

James A. Mulligan, Senior Editor

David James Rose, Managing Editor/Manuscript Editor

Betsy Van Buskirk, Creative Director

Anne Morgan, Cover Design

Deanna Pineda, Muse Advertising Design, Designer

May Chow, Senior Vice President, Marketing and Communications,
Asia Pacific

普华永道顾问和研究员

澳大利亚

Andrew Cloke

Anna Ellis

Christian Holle

David Coogan

Ewan Barron

Iain Boot

James Dunning

Jane Reilly

Josh Cardwell

Matthew Lunn

Morgan Hart

Scott Hadfield

Tony Massaro

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

Dhiren Thakkar

Tanya Tandon

印度尼西亚

Brian Arnold

David Wake

Margie Margaret

日本

Akemi Kitou

Eishin Funahashi

Hideo Ohta

Hiroshi Takagi

Koichiro Hirayama

Raymond Kahn

Soichiro Seriguchi

Takashi Yabutani

Takehisa Hidai

Takeshi Nagashima

Takeshi Yamaguchi

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

房地产市场新兴趋势 (Emerging Trends in Real Estate) 是普华永道在美国及其他国家注册的商标。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 158 个国家和地区，有超过 23.6 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.pwccn.com。

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。

© 2017 普华永道版权所有。

© 2017 年 11 月 普华永道和城市土地学会版权所有。

新加坡印刷出版。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：《2018 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，2017 年。

ISBN: 978-0-87420-415-5

报告摘要

在影响亚洲房地产近期投资流动的各种因素中，有一个因素仍然非常突出：即流动性过剩。大量储备积累现金的地方主权基金和投资机构将在区域范围和全球范围内增加投资。由此引发的资产竞争正在彻底改变这个行业，并且往往是以意想不到的方式：

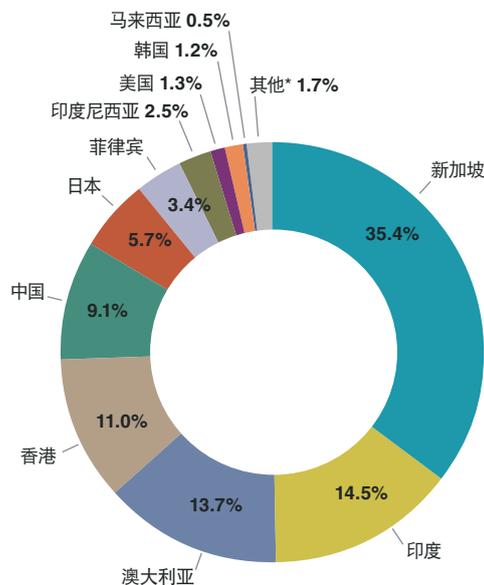
- 传统的风险/回报分类正在发生变化。核心投资者有的正在上调风险曲线（试图要达到目标回报率），有的正在下调风险曲线（以寻求无法再从主权债券获得的收益稳定但安全的资产类型）。
- 机会投资者也在改变他们对回报率的期望，通常是下调。正如一位投资者所说：“实际上这种情况已经持续了一段时间，只是每年都会增加一些下调风险曲线的投资者。”
- 核心和机会投资者在增值领域目标是一样的。因此，越来越多的投资者希望通过运作资产而不是通过杠杆或租金增长（现在许多市场的租金增长已经放缓）来赚钱。
- 资产竞争加剧造成的另一个后果是投资者转移到过去并不太受关注的市场和资产类别。特别值得注意的是基金经理现在愿意投资数据中心、经济适用房项目、自建出租公寓（或共享公寓）以及学生公寓和老年公寓。

在亚洲地区迅速兴起的另一个趋势是联合办公，这个地区的许多城市里联合办公运营商成为新办公空间需求的最大推手。这种变化速度让业主和投资者无法接受。但是，业主和投资者都认为，工作场所用途的改变将会到此为止——业主应该迎难而上，设计出一些能让它们从这些改变中获利的经营模式，而不是把它们当作一时的兴趣。

同时，亚洲发展中市场继续受到投资的青睐。在采访和调查中越南和印度都非常突出，后者预期将保持经济高速和长期增长，前者在经济增长方面预期与之类似，同时基数较低，投资机会大。

在美国市场大量商场倒闭后，亚洲零售业将如何应对电子商务

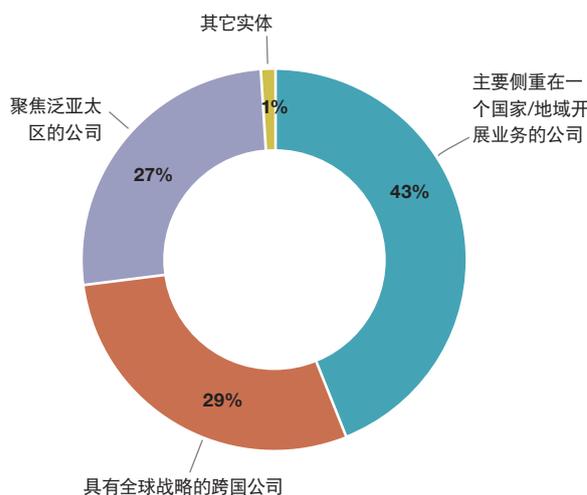
参与问卷调查人士的分布，按所在国家/领土划分



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

*包括德国，越南，斐济，荷兰，新西兰，台湾，泰国和英国。

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：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

所带来的挑战？投资者对此颇为担忧，同时也反映在我们调查的细分市场前景排名中——零售业排在最后。也就是说，受访者的意见呈两极化，有些人认为，区域零售商将能够通过改变租户组合、投资邻里零售设施（受电子商务销售的威胁较少）和利用热点图等技术提高商场运营效率来应对这一挑战。但有

的投资者就没有那么乐观了，他们认为业主低估了线上零售所带来的挑战，并且仍然没有正确了解消费者的偏好。

在资本流动方面，亚洲机构（主要以地方主权财富基金和保险公司为主）资金不断外流，在 2017 年持续增长。尽管中国监管机构重拳出击（迄今为止最大的区域资金外流来源），现在已经阻止了大量的中国资本进入国际市场。

就亚洲而言，这种影响往往仅限于中国开发商的投资，特别是在澳大利亚的投资。当地受访者表示，中国投资者可能会面临无法获得足够的资金来完成正在进行的开发项目的压力。但从长期来说，人们普遍认为，亚洲市场的资本外流可能只会增加，因为当地市场根本没有能力吸收机构需要部署的大量资金。

就资本市场而言，区域银行仍然是几乎所有地区投资者和开发商的资金来源。不过，大部分投资者认为，虽然多数情况下资金可以很容易获得，但在一些市场银行也开始提高贷款要求，特别是在澳大利亚和中国。一位投资者表示，这可能会为未来创造一些“有趣的投资管道”，包括提供次级债务。越来越多的投资者正在着眼于设立债务基金，以便为那些可能无法从银行获得资金的企业提供替代资本来源。

利率上升降低了与固定收益资产交易水平齐平的资产类别的吸引力，今年该地区的房地产投资信托（REIT）市场开始走低。但在三大市场中，只有日本出现大幅下滑。一些投资者预测，在 2017 年上半年私人投资者购买几个小规模区域 REIT 之后，该地区的 REIT 收购数量会有所增加。最后，经过数年的推测，印度似乎准备在 2018 年初启动其首批 REIT，为现在市场上活跃或想进场的投资基金提供一个期待已久的退出策略。

今年的投资前景排名反映出投资者在采用增长驱动或收益驱动型方法上存在越来越多的分歧。今年调查中涨幅最大的城市是那些租金大幅增长（悉尼和墨尔本）、收益率较低但仍高于主权债券收益率（东京）、或长期持续增长的新兴市场（越南）。另外，投资者重新燃起对新加坡的兴趣，新加坡的写字楼和住宅市场似乎均已触底。

在个别物业类型的前景方面，今年物流资产占据支柱地位，投资者对长期结构性供不应求的情况表现出新的信心。正如一位基金经理所说：“当前亚洲现代物流设施的供需情况似乎还算不错，我看好它。”

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，今年发行的是第十二版，是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。

《2018 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出品，提供了有关整个亚太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。

《2018 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 110 位个人，收到 600 位个人的调查问卷回复，他们的公司隶属关系细分如下：

私人业主或开发商 25.5%
基金 / 投资经理 24.4%

房地产咨询或服务公司 19.7%
住宅建造商或住宅用地开发商 9.1%
机构股权投资者 6.3%
银行贷款人或证券化贷款人 3.0%
其他实体 12.0%

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部分。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。

资本过于充裕引致的尴尬局面

“资本增加造成的问题之一就是重视执行能力。有一件事是肯定的：需要付出**更大的努力**才能获得相同的回报。”

随着全球和（尤其是）本地资本流动不断增长，持续涌入整个亚洲地区的房地产市场，在亚洲主要市场购买资产的竞争已达到前所未有的水平。另外，基准利率维持在低位，没有任何迹象显示主权债券收益率会很快上升，亚洲庞大的资本储备越来越多地转向收益率较高的房地产资产，特别是在大多数亚洲机构投资者在房地产领域的资金配置仍然不足的情况下，压力只会是越来越大。

这种由于资金充裕导致的尴尬使让那些想投资亚洲房地产的人觉得越来越不容易。买家增加不仅意味着竞争加剧，也意味着价格上升，收益率降低。他们也导致了风险承受度的增加，并且越来越多地涌入投资者通常不曾关注的各种另类资产类别和市场。

除此之外，新资本不可逆转地涌向亚洲房地产市场，改变了交易的来源和执行方式。一位基金经理说：“过去，当我们选择投资的时候，我们只会说，‘这是中国，所以我们预计资产价值会上涨。’你刚刚找到你认为满足要求的東西，然后进行投资——这是一个宏观经济导向型策略。”

如今，情况有所改变了。正如另一位投资者所言：“我们仍然把机会型投资视为目标市场，希望获得 20% 的回报，但是我们看到这 20% 大部分是来自于当前收入，而不是总回报或未来资本化率的压缩。这意味着你现在必须更加努力地寻找此类机会，而且你必须更加努力地运营你的资产才能提高现金流。”

例如，一位投资者在描述如今在日本物流领域找到交易有多难时是这样说的：“我们已经进入这个领域 15 年了。在早期，你可以买一块工业用地，在这块地上建一个仓库，交易也相当容易。稍后所有的钱都涌进了日本，大家都看好物流，现在买地没有那么容易了。所以，我们去购买受到污染的土地——我们把它买下来，然后清理。这是一个棘手的过程，但结果是你有了一块好地，而且位置也不错。但是最近进场的大多数投资者都不敢碰触此类交易，我们是凭借多年的经验才能够做到这一点。所以，你必须更深入地去寻找这些机会。”

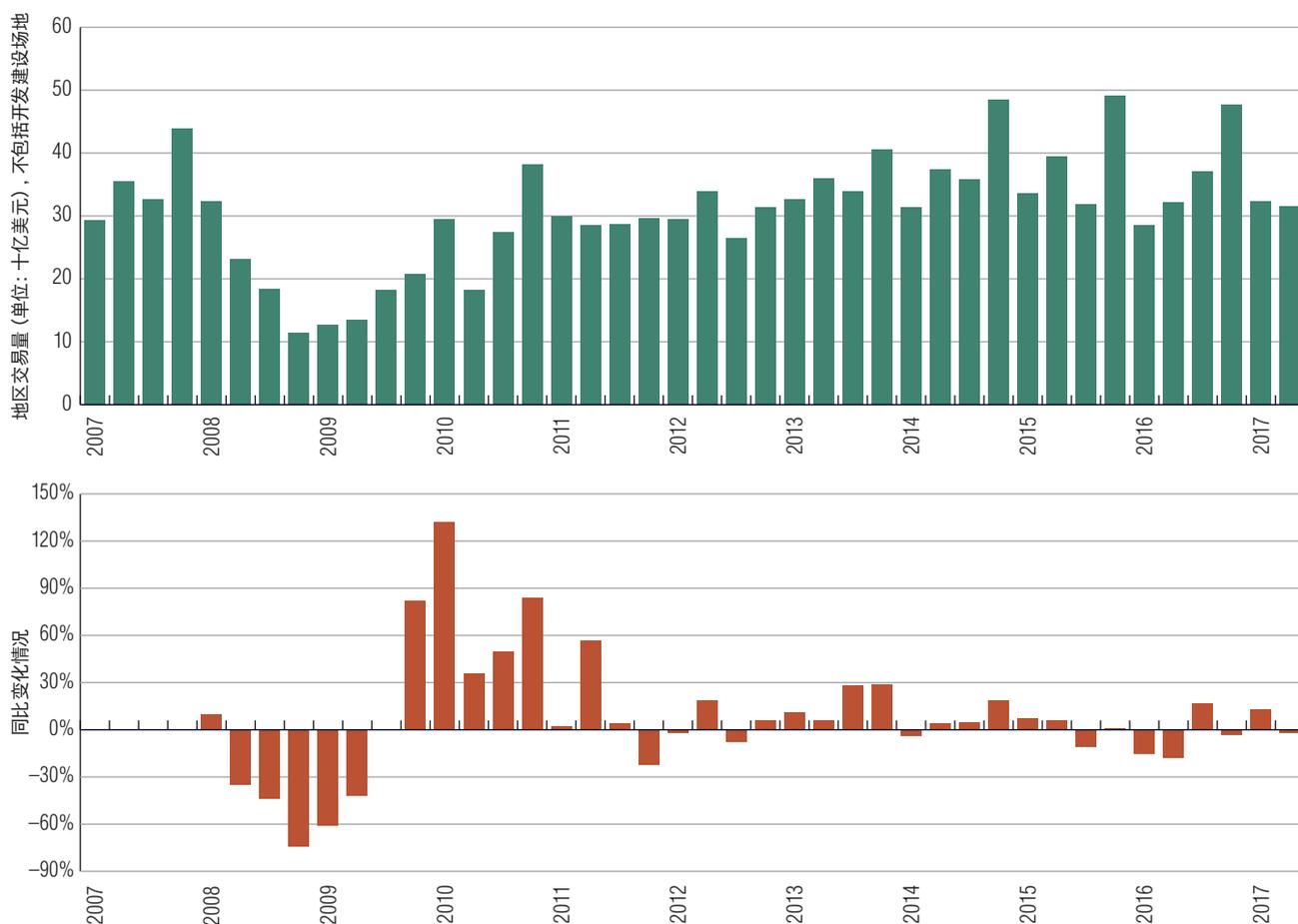
主要市场的交易放缓

今天的低利率、高流动性市场造成的另一个后果就是，反而减少了对业主出售物业的激励，特别是当该资产是一个主要市场上的核心物业时。这不仅仅是因为业主相信（可能是正确的），一个挤满买方的市场环境最终会出现顺从的购买者，此外，他们害怕（同样可能是正确的），如果他们卖了，将无法找到更好的方式来投资他们的资本。

根据 Real Capital Analytics (RCA) 的市场分析，核心市场交易转弱首次出现在 2016 年，并持续到 2017 年，其中有少量大型交易，使得整体活动看来似乎比实际情况更为强劲。这导致一种普遍预期，即主要市场将继续保持疲软，一些人认为，一些市场的银行现在已经开始提高贷款要求。

据 RCA 称，在亚洲的两大核心市场澳大利亚和东京，2017 年上半年的年度商业地产销售量显著下降：分别为下降 35% 和

图表1-1 亚太区收入型资产的交易量



资料来源: 美国不动产资本分析公司 (RCA)

33%。同样值得注意的是, 日本总体上交易量有所增长 (增长了 14%), 因为更多的资本从东京的主要资产转移到其他地区。这反映出整个亚洲范围内投资流向以往投资较少涉及的地区转移的趋势。

2017 年香港的销售量猛增, 主要是由于涉及中国内地资本的大量大宗土地和资产交易。新加坡在完成了大量大宗交易后, 投资率回升到 50%, 同时开发活动也相当强劲, 预示着经过几年的低迷, 市场已经触底。

与此同时, 中国的交易增长了 11% (一线城市更多), 这至少部分是由于加强资本控制的影响, 这些控制措施把本来要投资国际市场的投资重新转移回到国内资产。

核心买家风险较大

随着竞争加剧, 资本化率趋于平缓, 可投资资产数量下降, 更多的核心投资者选择上调风险曲线, 寻求收益率, 最明显的是通过开发项目。正如一位基金经理所言, 尽管这可能代表一种“典型的定价不当”, 但是今天核心投资者们更愿意接受通过 build-to-core (开发并持有核心资产) 或 forward-funding (提供远期资金) 的方式打造新产品的策略, 因为越来越多正在寻找投资机会的机构和主权基金为上述投资方式提供了一个可退出的机制。

这种趋势在中国最为明显, 国内保险公司乐于以高于全球标准的价格买单, 以便将资金投入市场。正如一位投资者所言: “他们表示目前他们面临的挑战并不是短期回报, 而是获得长期股权投资, 当他们的精算模式从资金的接受者转为收益支付者

图表1-2 2017年上半年全球最活跃房地产市场销售额

2016年排名	2017年上半年	市场	销售额 (百万美元)	同比变化
1	1	纽约大都会	20,180	-40%
2	2	洛杉矶大都会	15,112	-7%
4	3	伦敦大都会	14,759	0%
3	4	旧金山大都会	11,866	0%
12	5	香港	8,269	5%
14	6	波士顿大都会	8,064	1%
8	7	达拉斯	8,010	27%
7	8	华盛顿特区大都会	7,783	-3%
10	9	亚特兰大	6,515	27%
6	10	东京	6,207	-33%
13	11	上海	5,854	43%
22	12	新加坡	5,801	50%
11	13	迈阿密/南佛罗里达州	5,699	-33%
16	14	阿姆斯特丹/兰斯塔德	5,262	6%
20	15	柏林/勃兰登堡	5,041	11%
28	16	法兰克福/莱茵-美因	4,954	58%
23	17	莱茵-鲁尔	4,928	78%
25	18	休斯顿	4,918	41%
9	19	芝加哥	4,683	-38%
5	20	巴黎	4,568	-56%
15	21	西雅图	4,289	-26%
27	22	马德里	4,190	59%
24	23	奥斯汀	3,818	3%
21	24	凤凰城	3,678	-16%
19	25	首尔	3,631	16%
18	26	丹佛	3,469	-42%
40	27	夏洛特	3,390	48%
17	28	悉尼	3,279	-30%
39	29	奥兰多	3,260	45%
108	30	横滨	2,998	566%

资料来源：美国不动产资本分析公司

备注：包括写字楼、工业、零售、公寓以及酒店地产

时，期待长期股权投资届时会产生回报。目前，关于资金流入，他们是这样说的：‘我宁可今天多付一点钱，投资某种让我感觉在未来 20 年都值得拥有的东西，而不是陷入持有大量现金的困境，而错过某种可以在将来很长一段时间里可以向保单持有人提供保障的资产。’这并非完全没有道理。”

开发也不是提升回报的唯一途径，许多核心投资者现在也选择核心 + 或增值投资，作为产生额外收益的方式。

核心资金的另一个新趋势是重回过去避开的市场，既是多样化，也是把钱投入市场的一种方式。例如，多年来香港一直被大多数国际投资者边缘化，因为中央商务区的存量资产很少进入市场交易；而一旦进行交易时，一般是由中国大陆的买家

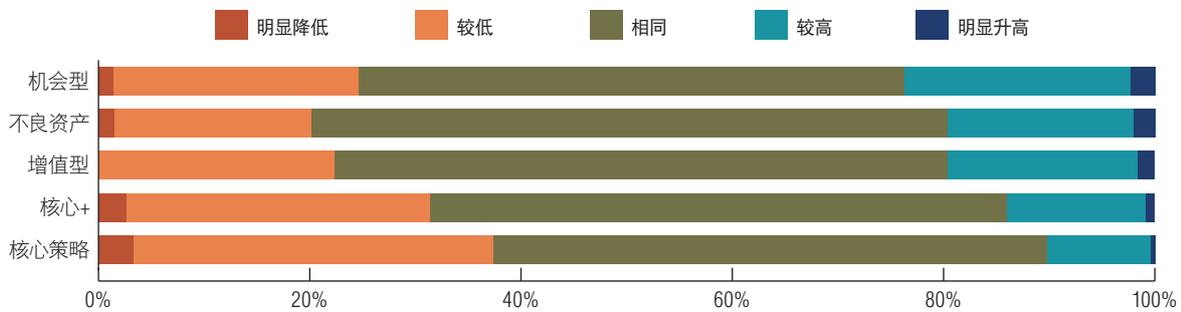
买进，他们准备支付更高的价格来购买旗舰资产。但 2017 年香港的交易一直很活跃，而据说很多核心投资基金正在积极布局，重点放在具有长期增长潜力的非中央商务区资产上。基本

图表1-3 房地产公司盈利趋势



资料来源：《2018 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表1-4 2017年目标回报率变化



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

上，这反映了其他核心市场的资本外逃，这些市场的资产不是难以获得（澳大利亚），就是租金增长前景暗淡（东京）。

一位本地基金经理表示：“看看过去五到十年在悉尼和东京投资的众多核心基金是否可以在香港进行投资，这将很有趣。我想有些人正在试图这么做。我们目前正在接洽的基金之一就是核心/核心+基金。香港的整体回报可能与悉尼和东京的预期并不相同，风险预测较好，但是相对于他们已经在亚洲进行的投资，这是一种多样化选择，我认为他们正试图在此基础上证明这一点。”

在核心投资者心目中首尔的地位也在不断上升，尤其是办公空间，主要是因为“收益率并不像其他地方那样低得疯狂。国内外都有很多投资者有兴趣购买具有稳定收入来源的新资产，人们对其收益率预期也相当低。我不确定韩国资产价值会不会有很大的增幅，但我认为人们正在韩国寻求投资机会以全面覆盖这个市场，作为他们亚太区计划的一部分。”

投资者们重新提起对新加坡的兴趣，投资基金开始抄底新加坡市场。一位本地基金经理表示：“就写字楼市场而言，你会看到需求量增加了一点，而且还有一些价格相对低但品质较高的写字楼。但是可能为时过早——现在已经缩小规模的一些银行产生了大量的空置的楼层，还有很多其他的空间没有被使用——人们不得不缩小规模，因为联合办公空间已经开始有了一些吸引力。”

核心买家风险较小

一些核心投资者从通常所谓的核心型风险转移是双向的。所

以，尽管现在很多经理人愿意冒风险，但是同样多的投资者（如果不是更多的话）正在反其道而行，寻求产生低于正常核心收益的保守投资。调查结果证实，投资者预期核心回报将会比其他任何资产类别的回报下跌更多。这也符合全球机构资本回报下滑的趋势，房地产咨询公司 Hodes Weill 最近发表的研究报告显示，机构资本平均回报率已由 2015 年的 11% 下降至 2016 年的 8.6%。

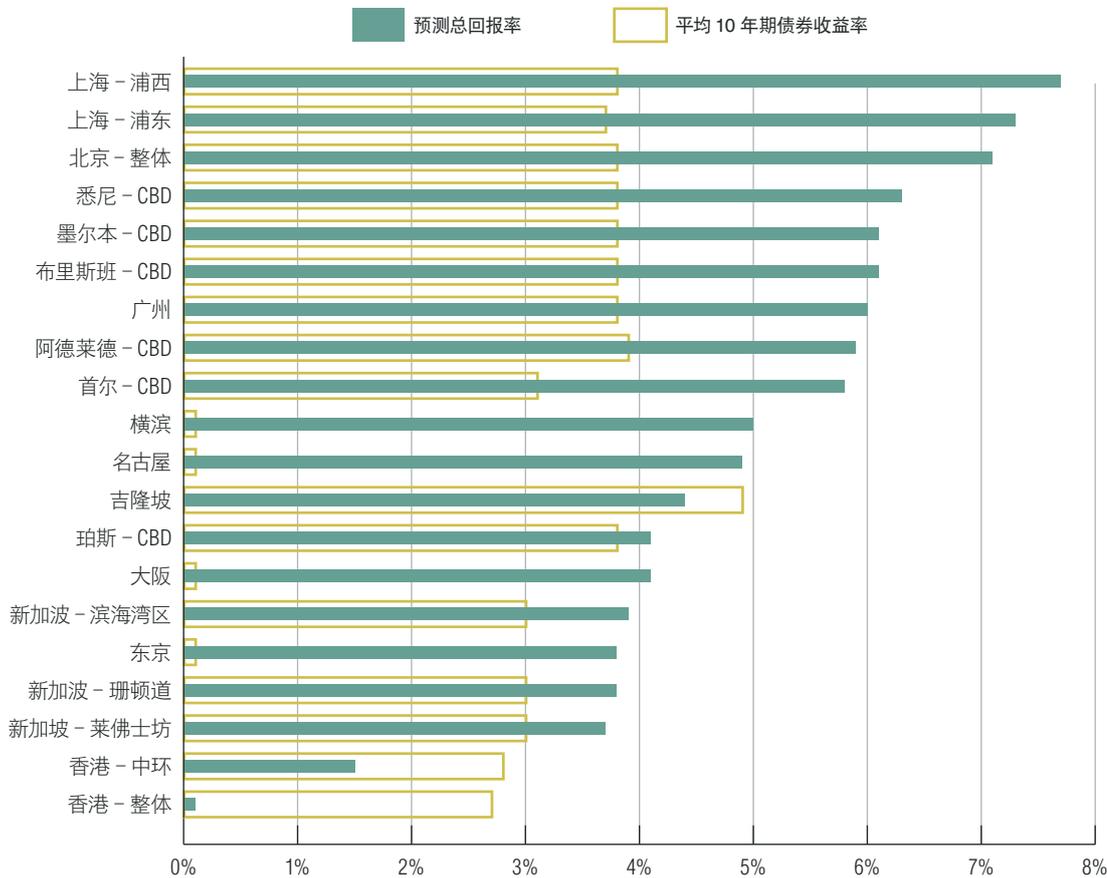
那些愿意承担更多风险的投资往往是需要达到预先设定目标（或至少不能低于目前的收益率）的现有资金，而那些首先考虑安全的投资通常是那些持续时间较长或资金成本较低希望从收益率利差获利的投资——也就是说，将产生长期可靠的收益率，比本地主权债券提供的收益率高出约 300 个基点。一位分析师说：“人们都在关注这种利差，这就是把资金投入房地产行业动力。就像人们希望租金同 GDP 一起增长，最终，大型养老基金和大型保险公司等因为两者之间的利差而增加了对房地产的配置。”

目前并不缺这类买家。除了亚洲投资机构和主权财富基金运作的大量新兴资本之外，大量的亚洲私人资金也在寻求避风港。一位活跃于日本的基金经理说：“我们最近一直在向国内高净值买家销售规模较小、出租率高、高质量的日本企业契约资产，这些买家定价与机构完全不同，3.5% 的收益率就能让他们感到满意。这通常不是出现在“年报前面部分”的优质房地产，但即使在日本的各县，流动性之多也让我们感到震惊。”

机会型投资回报继续下降

核心投资也并非投资者被挤出传统风险/回报分类的唯一类

图表1-5 2017年-2021年预期实现的写字楼资产复合年度回报率



资料来源：牛津经济研究院，德意志资产管理，截至 2017 年 1 月
备注：RC= 区域中心，SRC= 次区域中心，主权债券的利差由预期收益回报加资本增值决定。

型。机会型投资买家也被迫下调回报预期。一位香港的基金经理说：“我们的投资者对机会投资方面的需求正在减少。人们过去说 20（%）以上；现在是 15 到 20（%）。而且现在这种情况已经持续了一段时间，只是每年都会有更多的人下调风险曲线。”

现在核心资金选择采取开发战略，如今许多投资资金也纷纷跟风，集中在开发可出售给机构买家的终端产品上，无论是单一建筑物，还是其他另类资产，如数据中心。在香港等甲级和乙级资产价值差距较大的地区，这种策略尤其有效。此外，在本地市场内部效率低下的情况下，可以通过套利来产生更符合最终用户需要的产品。这包括韩国，那里的“经济非常成熟，但房地产实际上相当陈旧。”

机会投资回报率总体下滑的原因同样是收益率压缩——由于各种通常原因，资本化率下降，机会投资要想获得传统的 20% 以上回报率，需要承担的风险已经增加了。正如一位投资者所说：“最大的挑战是，机会投资者想要接受的风险与他们希望得到的回报之间不断脱节。我们仍然看到在几乎所有的亚洲市场，并非您需要承担多大的风险就能获得有针对性的回报。减少风险的唯一方法是，在风险调整的基础上接受稍低的回报区间。我想这样做会更好一些，但是由于在核心、增值以及机会投资之间，人们习惯于一种“对号入座”的心态，要说服人们非常困难。

也就是说，大量的机会投资型投资资金继续以传统的 20% 以上的回报率为目标。他们往往能够做到这点，因为他们的员工非常了解当地特定市场或特定资产效率低下的情况。可能需

要一种横向思维。正如一名分析师所说：“今天，是机会主义者——在创造性地思考如何提高回报率。”

但是同样，市场需要有一些癖好，这能够创造可供挖掘的差异性。正如一位受访者所说：“我们发现，在透明度较低的市场，我们能获得良好的机会投资回报。例如，日本在资产方面不像在香港和新加坡那样透明，在那里可以找到愿意以略低于市场价的价格出售一些资产的特殊市场投资者，他们不希望自己的名字被披露在报纸等媒体上，如果你的定位良好，可以很容易地找到此类资产，轻松获得超过 20% 的回报率。但在非常透明的市场，什么事情都是公开的，回报率就会大大降低。”

核心投资和机会型投资的目标都是增值

在实践中这意味着，来自核心基金和机会型基金的资本正越来越多地集中在增值类别上。一位增值型投资基金经理说：“很遗憾，我们现在看到的是，在我们活跃的增值型投资领域，新进场的人越来越多，部分原因是机会型投资领域一些传统投资者现在正在下调风险曲线。所以，增值型投资日益成为高风险核心投资战略或低风险的机会型投资战略。”

在某些方面，这是一个很不错的巧合，因为亚洲越来越多在 15 到 20 年前修建的房地产可以按照增值型战略重新定位，从中获益，能够通过资产管理获得目标回报。

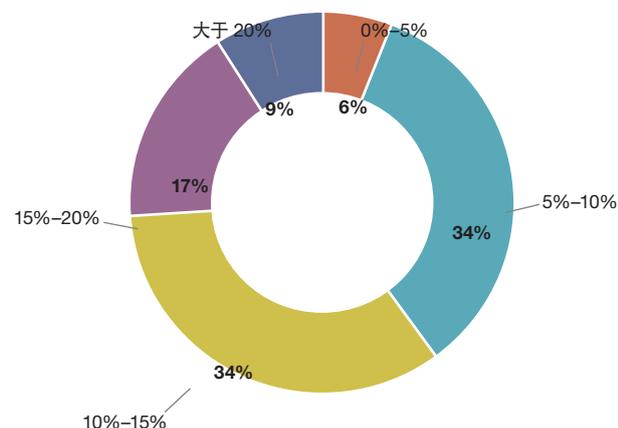
旧资产要么是本身已经过时，要么是周围环境已经发生某种变化，可能允许资产重新定位，因此在市场上受到追捧。正如刚才那位增值型投资经理所言：“我们在距离【悉尼的】布朗格鲁步行两分钟的地方买了一幢写字楼。这是一幢老建筑，我们要进行很多改造。但是这个建筑周围什么也没有，所以如果没有布朗格鲁，就没有这个项目。随着亚洲城市这些优质甲级开发项目的进一步发展，以及所有这些新基础设施的建设，五年或十前无人问津的建筑物突然间都变得让人感兴趣了。这些建筑旧了，但我们可以利用它们来做点什么。”

同时，随着更多的资本向中间投资策略转移，各种投资策略之间传统上的差异已经开始打破，在这个过程中产生了一种新的风险。“我认为增值型投资和其他所有东西之间的界限越来越模糊。”一位受访者说：“我们看到有人说他们正处于增值型投资领域，想要重新定位一个老旧的商场。对我而言，与选择一块从未使用过的地块建造写字楼相比，这样风险更大，但他们说这类资产投资的回报在 10% 到 15% 之间。所以，他们所说想要投资的项目定义与他们所认为的项目风险状况变得非常模糊。”

租金增长放缓

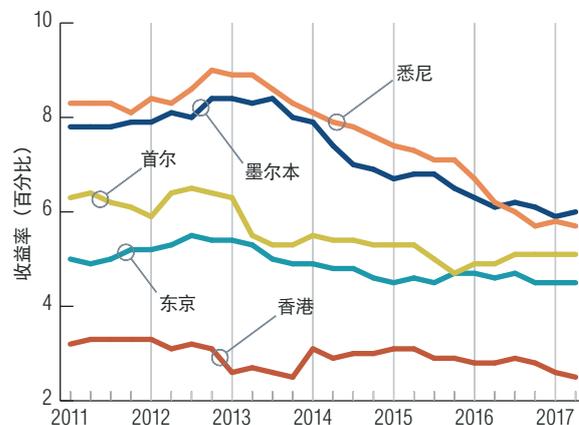
现在如此关注利用资产管理来提供回报的另一个原因是，一些投资者对作为推动因素的租金增长已经失去信心。例如东京，正是因为这个原因，写字楼领域的外国投资者大量流失，许多

图表 1-6 目前到 2018 年末投资者的目标回报率



资料来源：《2018 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表 1-7 2011 年-2017 年亚洲写字楼交易收益率



资料来源：美国不动产资本分析公司

备注：表中的数字是 12 个月滚动平均值

图表1-8 2018年租金最有希望增长的城市

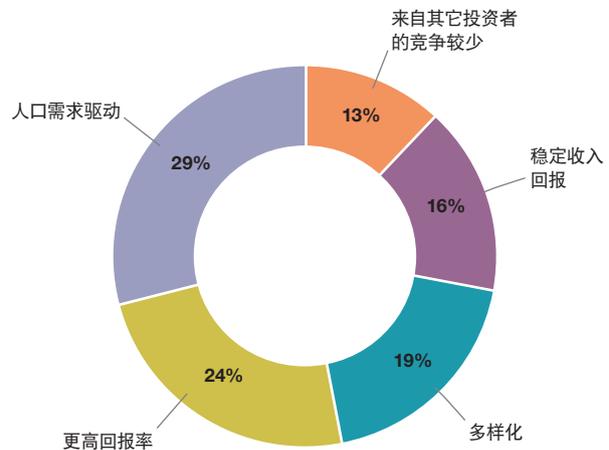


资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查
备注：总分9分

分析师预测，在许多亚洲市场，资产价值和资本化率都已经达到了顶峰。

同时，一些市场似乎还有大量的增长。预计澳大利亚资产在中短期内将继续保持强劲的租金增长，这是它们继续受欢迎的主

图表1-10 投资另类资产的理由



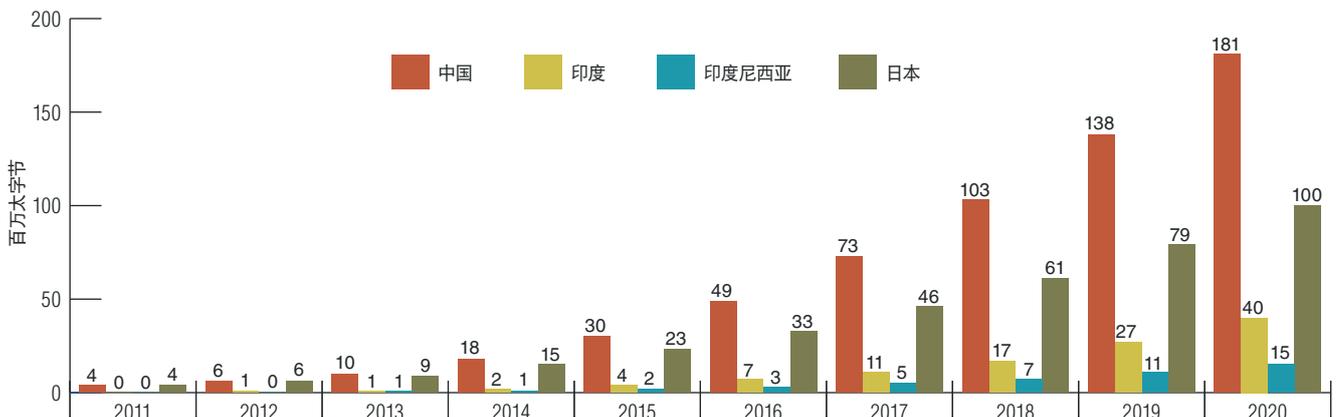
资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

要原因之一。长期租金增长的另一个来源可能在发展中经济体。虽然这些经济体显然涉及更多的风险，但是许多机构投资者越来越愿意在新兴市场进行投资，只要他们有足够的实力吸收大量资金。对许多人来说，这是指印度。一位这样的投资者表示：“我们觉得亚洲提供的真正多样化是投资新兴市场，从长期来看，那里有着3%至5%的长期、可持续租金增长。这是关键的特征；我们在世界其他任何地方都看不到。”

另类资产日益受欢迎

投资者提高收益的另一种方式是转移到非常规资产类别，那里

图表1-9 亚太区国家数据消费



资料来源：普华永道 2016-2020 年全球娱乐和媒体展望

中国：关键主题

过去几年（最近的是在2017年中期），中国政府已经逐渐加强了对国内资本外流的控制，以防止不负责任的国外市场投资行为。这一举措导致了一个意外的结果，原本即将专门用于国际房地产投资的大量国内资金重新转向国内资产，使得中国已经紧张的房地产市场更加紧张。

导致的结果是，2017年一线城市的资本化率大幅压缩，根据仲量联行的报告，上海写字楼在最后一个季度交易的资本化率约为3.5%。活跃在中国市场的投资者报告显示，资产价格大幅上涨。一位基金经理表示：“核心写字楼目前很火，交易收益率是我们所见过最低的。”另一位基金经理说：“投资者简直疯了，出价高得离谱。我们给出的价格之高令人惊异，在过去六个月里，价格飙升。”

对外国投资者来说，定价不是唯一的不利因素。监管风险（现在一位受访者认为它是“关键决定因素”）、短期的租赁结构、租户信用质量、纳税义务、供应过剩问题和利润汇回本国等经常出现的问题继续影响着国际资本的前景。

除此之外，交易变得比以前更加难以获得。据一位外国基

金经理说：“很多投资者正试图弄清楚未来五到七年来在中国如何赚钱，因为这会与过去十年中人们赚钱的方式有很大不同。”由于近年来利润率大幅缩水，住宅空间已不再是可以很容易获得利润的途径，而在商业领域，核心资产始终供不应求，因为很多商业存量都是以产权分散的形式持有。

这个问题同样适用于机会型投资者，但最近却被放大了，因为据一位基金经理说，中国经济越来越成熟，意味着现在可用于套利的资产之间大同小异。“在中国必须寻求差异化，因为通过开发商业地产赚取巨大利润的日子已经过去了。但比如，乙级写字楼面临的挑战是，所有一切都很好。基础设施很好，服务相当有效，事情都在正常运行。所以要找到某种可以推动利润增长的可重新定位的东西就更难了。”

因此，在一般情况下投资者正在进一步寻找买入的机会。这些可能包括投资个人仓储、学生公寓或数据中心等另类资产类别。较大的投资者在实体层面购买，或者与当地政府合作进行城市更新或新城开发。有些投资者开始转向二线城市，有选择地考虑一些已经度过了供过于求黑暗时期

的竞争没有那么激烈，收益率也更高。虽然这不是一个新的策略，但是今年转向另类投资的情况更加明显，投资者越来越愿意在他们以前由于意识到风险较高，或者需要专业的运营技巧而避开的领域进行投资。一位投资者说：“你真的必须在寻找房地产的同时找一个好的经营者。如果你能做到这一点，你能够获得的利润就不仅仅是购买一个核心写字楼的利润——是较大的个位数，而不是较小的个位数。”

今年，以下类型的另类资产备受青睐。

数据中心

过去，这个领域被认为太专业。但如今很多受访者（包括机构投资者基金）表示愿意考虑，通常是与专业运营商合作。其中一个原因是，亚洲的数据中心市场相当分散，这样就为并购活动

创造了很多空间。随着越来越多的企业将数据功能外包，新的宽带基础设施不断推出，消费者越来越多地使用云计算、大数据和物联网，未来需求可能大幅增加，会弥补目前区域能力的短缺，因此供需动态也很乐观。

随着这个领域已经成为一个机构投资型资产类别，开发风险正在下降。另外，其专业性现在被视为一种资产，因为它避免了竞争。据一位采取开发并持有策略的外国机会投资者说：“我们目前在中国投资的最大项目是数据中心，我们有一个团队操作此类项目。进入市场的障碍很多，这是执行起来比较困难的一个原因，但也阻碍了很多竞争，特别是来自当地开发商的竞争。”

投资者将香港、中国、印度和新加坡确定为潜在投资目的地，

的二线城市。中国受访者提到的这一类目的地包括成都、武汉、南京和杭州。

也就是说，上述问题似乎更多地是对机会投资型资本而不是核心资本起到遏制作用。这体现在，尽管价格飞速上涨，仲量联行的数据显示，2017年上半年涉外买家交易的价值（主要是上海及周边地区的大型交易，这里也吸纳了外商在中国的房地产投资额的60%以上）仍然保持强劲，在市场部署的大约130亿美元中占大约三分之一。

为什么外国投资者仍然在争相购买？部分原因是由于越来越多有意在中国投资的有限合伙人已经把资本投向了面向中国的投资基金，而投资经理们正在部署这种资本。此外，亚洲地区可投资资产整体不足，意味着核心投资者越来越多地转向中国部属资本，至少部分是因为可能出现的价格上涨抵消了资本的高风险和高成本，通常以开发并持有核心资产的形式出现。

一位基金经理说：“基本上，你不得不说，好吧，我将投资一个开发计划，以便获得存量并长期在这个市场占一席之地。我认为基于此把它称为“核心”会是一种延伸，但

作为一家公司，我们也认为现在制造核心收入流要比买入风险低一些。

在制造核心收入流时，投资者不仅将希望寄托在显然是永无休止的资本增值上，同时也在挖掘拥有大量资金的中国保险公司的需求，这些公司被禁止参与开发但对收购建成的主要房地产有极大的兴趣。一些投资者估计，到2020年，中国保险公司将为中国的商业房地产市场带来900亿美元的新增资本。

同时，对于国内投资者来说，竞争格局不平衡。大型机构投资者在激烈竞争一线城市主要资产的有限供给，其他当地投资者（包括越来越多由于开发利润率下降而正在开始进行资产管理的开发商）正在着眼于大城市外围地区的项目。他们也正在转向二线和三线城市项目，尽管这些地方往往存在流动性不足和供过于求的问题。越来越严格的融资条件继续推动行业内的整合，小企业成为收购目标。通常这样的收购只对国内较大的开发商开放，尽管外国投资者可能有机会与当地运营商合作。

预计内部收益率（IRR）为13%至15%。特别是，新加坡的长期政策是将城市重新塑造成为以科技为中心的城市，再加上制造业逐渐流失到其他亚洲市场，因此新加坡可能会鼓励创建数据中心设施。

经济适用房

另一种越来越受欢迎的资产类别是经济适用房。这个市场被认为是为了满足中低收入人群的需求，而贫困阶层住房的利润率低，所以对投资基金没有吸引力。不过，随着亚太区传统住宅物业的价格超过工薪阶层收入水平，并且政府出台了政策性刺激措施，这个市场开始进行大规模建设，机会越来越多。

最近，香港当局推出了一系列旨在启动建造低成本住房的措施。一位香港顾问表示：“权力基础将会有所改变，因为到目

前为止，开发商基本上是自己说了算。他们没有看到自己在提供任何形式的社会住房过程中所起到的作用，【所以】你会看到，对表示会提供（比如）35%经济适用房单位的开发商将有更优惠的政策，像在伦敦和纽约等地一样。”香港几位开发商看到了这种征兆，现在正在为新项目提供合适的场地。这种模式在中国也已经落实了，现在似乎可能会在亚洲其他地方实施。

在印度尼西亚，政府计划在2017年建成约90万套经济适用房（平均销售价格约为每套3.3万美元），去年完成了约70万套，主要位于离城市中心25-30公里范围内，但靠近通往城市铁路线的低密度项目。提供贴息存款和/或融资。一位当地开发商报告说，IRR在20%以上，两倍权益乘数，尽管这些可能并不普遍。据一位外资基金的投资者说：“回报率非常低，一旦与当地合作伙伴交易，回报率真的只有5左右的个数，

日本：关键主题

2012年10月，日本政府推出量化宽松的激进计划，日本资产价格开始出现持续多年的牛市，导致租金、资产价值和国内房地产投资信托（J-REITs）长期持续上升。资本化率压缩和当地银行提供高杠杆率，推高了利润，自2012年以来，许多本地和外国投资者获得了巨额利润。例如，一位核心基金经理在报告中说，最近脱手的写字楼投资组合的内部收益“超过28%”。

然而，尽管商业景气指数较高，交易量强劲，2017年第二季度GDP年化增长达到2.5%，但东京的市场态势似乎已经趋于平稳，许多受访者预计交易量将会随着日本房地产投资信托（J-REIT）收购放缓，市场对资金持更加谨慎的态度而使交易量下降。

其中至少有几个原因。首先，租金持续下滑，写字楼收益率压缩到3%以下，很多投资者表示，宽松货币周期已经结束。同时，随着供应继续收紧，国内外资金纷纷竞争越来越小的可投资资产池，在这种情况下，业主几乎没有降价的动力。正如一位本地投资者所说：“那里可投资的东西不多，任何人要出售东西在银行和政府方面都不会遇到什么压力，所以，出价/要价的差距越来越大，尤其是写字楼，因为很多卖家认为，即使买家现在对这种情况持较保守的态度，租金的增长仍然会很大。”

由于担心供应过剩，写字楼领域面临的问题更加复杂，预计到2020年将出现大量新空间。总体空置率只有不到4%，但在新开发的写字楼中，空置率近30%，据德意志

资产管理公司（Deutsche Asset Management）估计，在缺乏更有意义的经济增长的情况下，租户转向新的供应，老楼的入住率将面临风险。

回报预期越来越少导致的一个结果是，现在投资者关注的是收益率而不是增长。从这个角度来看，日本是一个有吸引力的机构投资市场，因为大约3%左右的收益率差距（即资产收益率与日本主权债券收益率之间的差距）可能是亚洲最大的。正如一家机构基金的经理所说：“你可能获得4%的租金或者NOI（净营业收入）收益，再加上你今天可以按不到1%的利息借到钱。所以你没有使用杠杆就获得这么高的利润，现金收益率约为7%到8%，能找到这种稳定的收入，在世界上任何地方都不多见。”

因此在实践中，许多基金经理也正在转移他们资产类别方面的重点。一位基金经理说：“现在我们已经不再投资写字楼，而是把我们的专长扩展到住宅，因为我们觉得未来日本将出现低通货膨胀、低增长和低利率，正因为如此，我们倾向于投资波动较小的资产类别。”由于缺乏工资通胀，对住房租金增长前景的看法不一，在这个领域的竞争已经使得东京的住宅交易收益率（三年前约为6%）“在过去的六到九个月里从3%下降到2%”，一位在该领域活跃的受访者介绍说。

另外，对供应的担忧也在加剧。一位长期购买东京住宅的投资者说：“交易量下降了。我们现在正在购买投资组合，但都是较小的资产。在九个月以前，我们通常会购买较

更像是亚洲开发银行的回报率而绝不是私人股权投资的回报率。”

印度是另一个由政府支持计划建成数百万个新住房单位的市场。经济适用房项目在2017年年初被中央政府授予“基建地位”，提供较低的融资成本及免税，并提升机构投资者的兴趣。据经纪机构Cushman & Wakefield表示，印度新建经济适用住房的供应量在今年前三个季度同比增长了27%，达到约2.6万套。

尽管政府支持力度越来越大，投资者仍然对把经济适用住房作为一个资产类别持谨慎态度。其中一个问题是，建造大量这种新房子将需要同样庞大的土地储备——这种资源要么太难找到，要么太昂贵，要么离城市中心太远，人们不想住在那里。

再者，政府的参与是助力，同样也是一种障碍。一位机构基金经理表示，在考虑投资之前，他宁愿看到这个行业立足于自己本身的优势，而没有政府补贴。另一位印度顾问担心政府的繁文缛节可能会影响利润：“审批过程仍然不是一站式的，其中

图表1-11 日本地区交易额加速



资料来源：美国不动产资本分析公司

备注：数字仅统计了金额在 1000 万美元以上的交易，包括开发场地。

大的资产，但现在要么是不再有这种大资产了，要么是它们的价格在上涨，因为卖家知道那里可以投资的东西不多了。”

同时，那些更重视高收益率的企业越来越多地看好二级市场。根据世邦魏理仕的数据，2017 年东京（特别是大阪和福冈）的资金外流大幅回升，现在日本五个主要边远目的地的交易量所占比例超过了东京。

但是，随着资本价值飙升，这导致了竞争加剧和收益率的迅速压缩。房地产资本分析 (RCA) 公司称，2017 年初，东京与边远城市写字楼资产收益率差距至少为 100 个基点，但这一差距正在缩小，这意味着二级城市的比较优势明显减弱。

在住宅方面，一位投资者表示，由于积极的供需动态，加上基数较低的平均租金，在二线城市有较大的上涨空间。但随着越来越多的资金将重心转移到东京以外，收益率正在迅速压缩。据一位基金经理说：“我们在 18 到 20 个月前开始在大阪购买住宅。我们完成了一些交易，但是其他市场参与者非常激进，市场发展迅速——资本化率从 5% 降到 4.5% 到 4% 多一点——我们因高企的房价而开始被迫离开市场。而当这种情况的发生，并不是一个好现象，因为一旦你把希望寄托在资本化率降下来，在某种情况下，你会根据东京的价格购买。所以，资本化率为 4.2% 的东京还是资本化率为 4.2% 的大阪？这不难决定。”

的挑战在于你不一定按利润投资，你是在按量投资。当你每年交付数以万计的房屋时，你的整个价值链必须顺利运行——你没有时间去应对你无法控制的超支。”

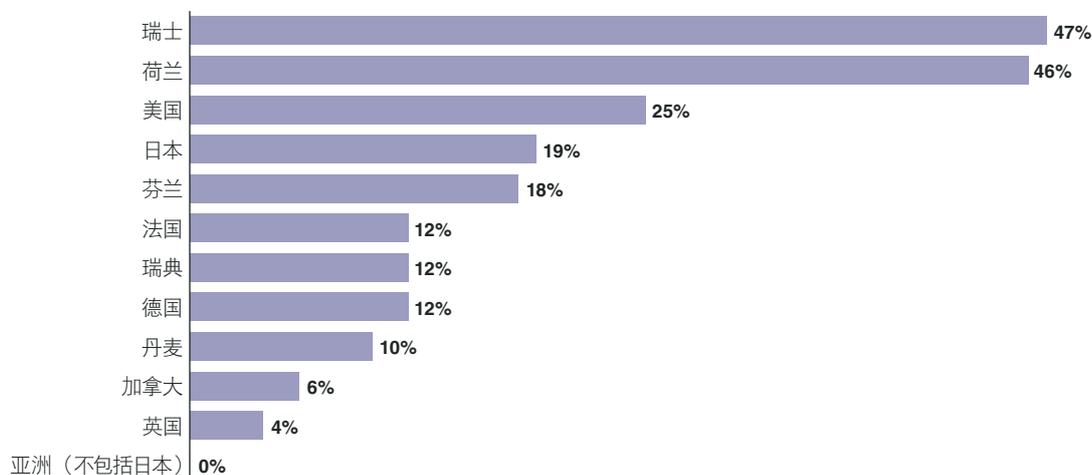
多户住宅

随着整个地区的房价越来越高得离谱，长期租赁住房的需求越来越大。这是一个在亚洲以及全球范围内对以收益率为导向的机构投资者具有明显吸引力的板块，但由于亚洲市场（除了日本）从未有过把“自建出租公寓”作为一种资产类别，投资者

现在正在寻找一个可行的商业模式。正如一位基金经理所言：“我们把它和退休公寓放在同一类别——从概念上说在那里有需求，这是有道理的，但我们还没有想出如何赚钱。”

在中国，国内外投资者（包括国内一些最大的开发商）正在积极建立运营平台，主要针对单人或双人年轻住户。目前活跃在该领域的一家外资基金已经在一系列老旧的租赁写字楼或零售资产的基础上建立了一个本土平台。这提供了一种比购买优质土地便宜得多的方法。然后将这些建筑物改建成约 22 至 25 平

图表1-12 2015年住宅资产占机构房地产投资组合的百分比



资料来源：IPD，全美不动产投资受托人委员会，领盛投资管理公司

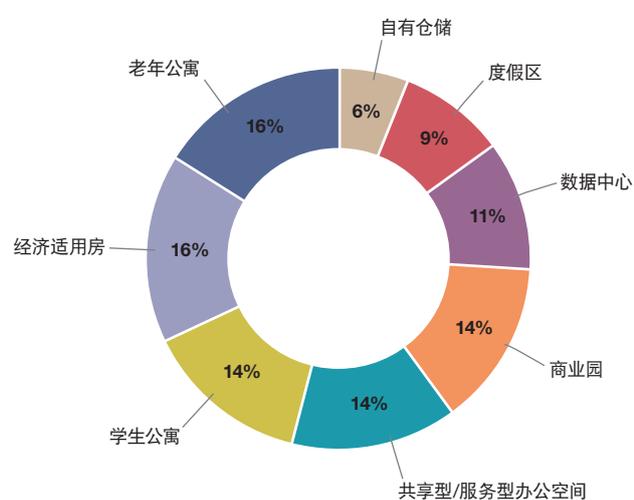
方米的一室公寓住宅，以每月 400 至 500 美元的价格转租。

一位基金经理解释说：“需求巨大，因为中国的租赁阶层已经达到了数亿人，但是我想多户住宅的概念及其部署方式将会与美国和日本的截然不同。而这并不容易——大多数房地产基金都是一栋大楼一栋大楼地建，但是我们其中一个平台是在 250 个地点有近 3 万个房间。所以，更重要的是运营——创建一个

标准化的模型，能够扩大管理团队。对于十个地点可能很容易，但对于 100 到 200 个地点来说要困难得多。”

高税率、租金收益率低至 2% 左右，以及中国缺乏适合自建出租公寓模式的正式法律结构，被认为是机构投资者越来越广泛采用多户项目的障碍。尽管如此，这种情况仍然是方兴未艾，在政治上尤其如此。最近政府支持项目的一大特色就是划分削价地块进行出租公寓开发，并允许将商业用地和农村用地改划为出租公寓用地。

图表1-13 投资者目前活跃或计划进入的另类资产市场



资料来源：《2018 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

中国政府似乎也打算建立一个融资框架，允许开发商剥离现行法律规定作为出租物业的低收益住宅资产。2017 年 10 月，中国的监管机构批准一家国内主要开发商发行 7.5 亿美元资产担保证券（ABS），由其租赁公寓投资组合的租金支持，息票利率为 4.88%。虽然目前还不清楚这些资产如何能够产生明显的高收益，但这可能成为更多此类 ABS 的前兆，当局似乎有意使用 ABS 框架（也可能是基于房地产投资信托基金的框架）来促进全国性机构住宅租赁平台的发展。这将是中国特色资产主要 ABS 机制的首次实施，也是除了在全球金融危机爆发之前注定会失败的日本人涉足抵押贷款证券业务之外，在亚洲的首个重大举措。

在香港自建出租公寓的概念也正在兴起，香港的房价是世界最

高的，越来越多的年轻人不得不考虑租房。一位本地的增值型投资经理概述了一个与中国所使用策略类似的策略，他把自己的模式描述为“年轻专业人士的学生公寓”，位于市中心、由共用公共区域和用餐区进行补充的大约 20 平方米的超小型空间。

主要的问题是，香港只有很少的整块土地存量可供转换为多户住宅用地。“即使你可以找到一栋整体住宅楼，或者至少是一栋住宅楼的较高楼层，你往往也必须和开发商竞争。除此之外，你还需要缴纳 23.5% 的印花税。所以，要找到用于打造多户住宅的地块或资产真的很难。”因此，一些投资者正在考虑购买酒店，特别是可以转换成住宅策略的铅笔式建筑乙级精品酒店。

整个地区的其他市场也遇到了和香港一样的所有权分散问题，包括澳大利亚，在澳大利亚，许多机构买家正在着眼于建立自建出租公寓战略。

还有一个障碍是，自建出租公寓策略的回报率通常低于标准的自建出售方法的回报率。澳大利亚的一位基金经理说：“目前多户住宅很受关注，但是麻烦在于从中获得收益，因为从开发商的角度来看，最好的投资回报就是对项目进行分割并将其出售。事实上，你甚至在卖掉 60% 或 70% 的期房以后才能得到融资。所以很难看到开发商如何购买土地，建造一个大型的公寓楼，然后把它卖给机构投资者，还能有利可图。投资者的毛收益率约为 3%，根本无法与零售和工业资产 4.5% 至 6.5% 的收益率竞争。”

中国有着和澳大利亚相同的低收益问题，中国目前住宅房产的

租金收益率低至 2%，明显低于自建分割出售的开发项目。但在日本不同，因为日本银行的利率很低。一位受访者说：“当我看风险 / 收益时，与澳大利亚相比，日本仍然比较突出，澳大利亚的收益率相当于 3.5% 到 4% 的借贷成本。所以，收益率还不够好，或者说至少不能与日本的情况相比，那里的收益套利远远高于世界其他任何地方。”

学生公寓

一段时间以来亚太区投资者活跃于市场的另一个领域是学生公寓。重点区域仍然是澳大利亚，那里的国际学生数量正在激增，城内学生公寓已经连续几年成为机构投资资产类别。

但是，尽管这个板块目前进行交易的稳定资产相对较少，问题是收益率已经下降到看似非常低的水平。一位基金经理说：“和其他所有事情一样，学生公寓收益率正在变得非常有竞争力，已经有三四个人来找我表示想在澳大利亚建立学生公寓的投资组合，学生公寓的开发收益率为个位数，从历史的角度来看，这样的收益率相对于你所有承担的风险而言是相当低的。因此，如果将 10% 的应急费用计入成本，而你的收益率会低于 10%，那么，如果你的应急费用用掉，收益率也会下降。”

亚洲其他地区教育型房地产的投资活动历来非常疲软，但近期在香港、韩国和日本等远东市场开始回暖。一位投资者谈到在香港和首尔辅导学校的投资，他将日本的一处房地产连同同一个女生宿舍一同租给已经成立的辅导机构。

老年公寓

多年来，鉴于亚洲人口老龄化，加上许多年轻人现在有全职工作，无法照顾老人，投资者一直在寻找一种老年公寓战略，来解决该地区的问题。尽管仍在继续寻找某种商业模式，但可以这么说，机构现在很快就要找到解决方案，只是因为区域经济和房地产价格的迅速上涨使亚洲老一辈人的生活比过去好得多，不管是在流动资产方面，还是在房产型资产方面。

澳大利亚是该地区最西化的市场，在找出切实可行的解决方案上已经取得了最大的进展。一位新加坡基金经理表示，最好的配置是一个比较年轻，比较健康的人群，可以住在一个独立的生活设施中，他估计澳大利亚对此的年需求量约为 2.8 万个单

图表1-14 澳大利亚学生公寓收益预测

城市	收益率区间
墨尔本	5.50%–6.25%
悉尼	5.50%–6.25%
布里斯班	6.75%–7.25%
阿德莱德	6.75%–7.25%
珀斯	7.00%–7.50%

资料来源：仲量联行

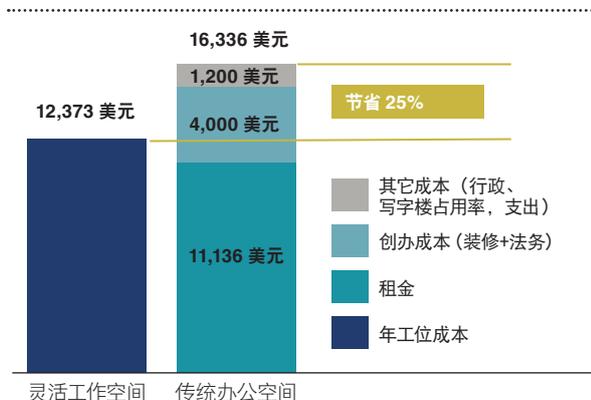
位，而目前的供应量约为8000个单位，大部分质量都不好：“机会在于为老年人建造公寓式高档住宿设施，这些老年人一般资产富有，但是现金不足，他们可以卖掉房子，住在现有的街区，并与家人、朋友聚在一起。”他说。此外，基金以老年护理设施（即养老院）为目标，作为核心投资策略的一部分。为避免运营风险，将与成熟的运营商合作，以租赁为目的建房。

亚太其他地区的投资者正在寻求采用类似的模式，充分利用日益富裕人群日益增长的消费能力。但到目前为止，他们还没有找到合适的解决方法。一位受访者表示：“我们非常注重这个领域，我们已经在该领域投入了相当多的资金，但是中国的现实是，没有人拥有正确的模式，是一种销售模式还是会员制模式，还是月租的模式？所以他们仍然在努力解决交付模式问题，在这一点上，我认为国内没有一家运营商会盈利的场所。”

在日本，细节上有所不同，但结果大致相同，尽管人口普遍更富裕。一位东京的投资者说：“这里运营商是问题所在，因为历史上日本的老年公寓一直是为了逃避继承税而建的，日本的每个老年公寓单位都很小，每栋大楼可能是40或50个单位，并且由家庭式经营的公司管理，机构投资者很难投资这么小的设施，尤其是在运营商还不成熟的时候。”

联合办公带来的巨大影响

图表1-15 联合办公成本节约，以香港为例



资料来源：高力国际

备注：基于每人120平方英尺为期3年的传统写字楼租赁模式，每平方英尺每月60港元（每平方英尺每年93美元）

在商业房地产领域内，很少有别的板块发展得像联合办公一样迅速。仅在24个月前，业界大多数人从来没有听说过联合办公。今天，它正在掀起办公领域的风暴，联合办公运营商成为亚洲乃至全球许多大城市新办公空间最大的需求来源。

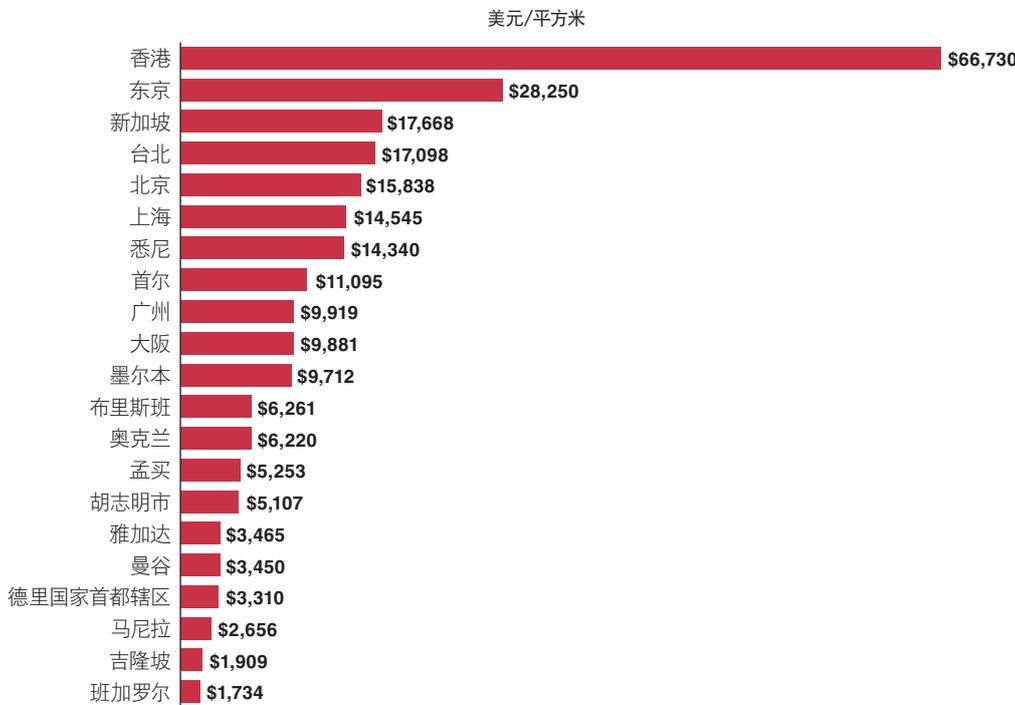
虽然这一趋势对业主和投资者的影响很大，但这一趋势是以承租者为主导的，这意味着很多业主都没能及时跟上改变的步伐。一位分析师说：“现在，越来越多的投资者来找我们，既不是问收益率也不是问租金，他们想了解建筑物的承租者——他们是谁，他们在想什么，他们的空间需求是什么？”这是因为一些投资者，特别是核心基金的投资者，更倾向于避免容易受干扰行业的租户。“他们知道，联合办公空间正在受到技术影响，还有金融行业，金融科技已经导致了大量的裁员。所以他们可能不希望自己的租户集中在银行和科技公司。在他们看来，刚签署一份三年租约，一个商业周期过去了，公司破产了，他们将会失去了两层楼的租户。如果租户多是律师事务所，使用传统的小房间布局，那么他们认为需求会长期存在。”

但是，这种逻辑是有问题的，首先是因为办公用途和配置可能在永久性不断变化，其次是因为科技公司不断发展已经成为整个地区的租户基础的一部分。仲量联行表示，科技公司目前占亚洲甲级写字楼租户的17%左右，他们正在进军长期以传统租户为主的中央商务区，以吸引优秀人才，这也是因为银行和其他传统租户的工作人员由于金融科技和人工智能的进步而被之取代。

其他问题也表明对现代化工作空间的需求不断上升：

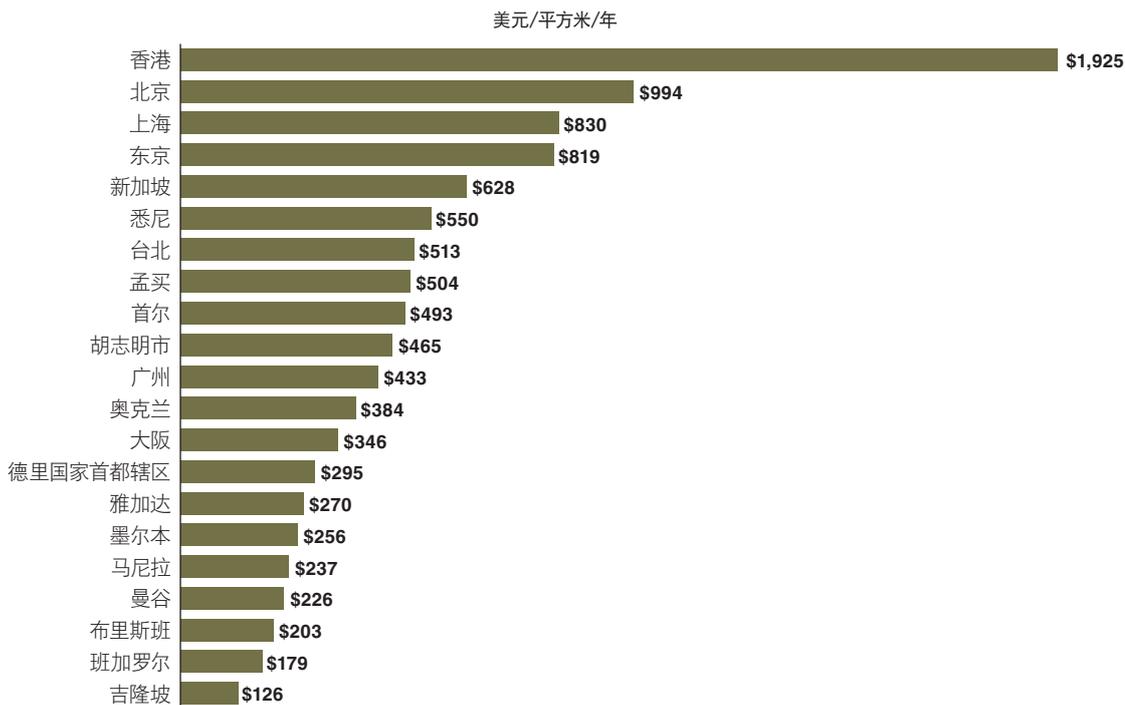
- 开放式布局能更有效地利用空间，从而降低成本。
- 不断改进的工作场所技术和更多地使用外包劳动力造成人员配置需求的不确定性，进而需要灵活的工作空间来临时或永久地适应人员外流。
- 最后，另一位分析师表示，从一种无形的意义上来说，早期采用现代布局的人会受益，因为“他们为建筑添加了的风格和感觉，创造了品牌建筑——包括在线和实体品牌。如果这有助于吸引千禧一代的人才，这便是承租人和投资者想要的效果。”

图表1-16 2017年第二季度亚太区办公资产价值



资料来源：仲量联行（房地产情报服务）

图表1-17 2017年第二季度亚太区甲级净有效租金



资料来源：仲量联行（房地产情报服务）

澳大利亚：关键主题

据仲量联行（JLL）报告，澳大利亚的市场是少数几个在租金增长放缓中逆势而行的市场，悉尼优质写字楼的有效租金在2017年第二季度上涨了25%（墨尔本为16%）。激励措施减少、供应有限以及中央商务区大量大楼撤出市场，有力推动了这两个市场，基本面表现强劲。

展望未来，积极的供需动态将有助于维持收益率方面的压力，悉尼和墨尔本收益率均降至5%以下。尽管现在资本化率处于2007年低点以下，但按亚洲标准来说资产定价一般没有那么高，因此如果（按照预期）租金和资本价值继续上涨，预期会产生健康的内部收益率（IRR）。据一位投资者说：“悉尼疯了，在我看来这将是一个漫长的周期，因为没有出口释放压力——当下没有新增供应，所有已有（已创造）的东西都会随着时光的流逝而老去。”

同时鉴于收益率与主权债券收益的高利差，澳大利亚仍然是外国投资者最青睐的地方（如今占投资活动的40%以上），悉尼和墨尔本在今年的投资展望排名中名列前茅。一位新加坡的经理人说：“澳大利亚的借贷成本要高一些，但如果你正在寻找强劲的现金投资回报率，那么这里看起来还是很有意思的，因为它可能是亚洲唯一一个不仅可以购买带有长期租约的资产，同时租金年增长率可达到3-4%的市场。”

然而，与往常一样，最大的问题实际在于寻找可购买的物业。据世邦魏理仕（CBRE）报告，2017年上半年的交易量较去年同期下降了37%，主要是因为业主不愿在没有其他物业可买的情况下出售。大约三分之一的交易活动来自外资，比往年略有下降。

与此同时，投资者正在采取一系列的策略将资金投入市场，包括在开发并持有核心资产和远期融资策略。但是，未来悉尼和墨尔本中央商务区的开发机会可能会枯竭。正如一位悉尼的基金经理所说：“我认为一直以来投资者面临的挑战是把地块整合到一起，中央商务区内的许多小型建筑物都是产权分散的，很难把他们整合到一起，提供一个大得足以吸引租户的地块。所以现在我们也看不到可以确实实地进行再开发的场地——我们目前所看到场地差不多就是这样。

由于中央商务区买家多卖家少，许多投资者（包括外国投资者）现在都愿意从中心搬出去。例如，位于悉尼中央商务区以西23公里处的一个郊区帕拉玛塔（Parramatta），在一位本地基金经理看来有望成为“悉尼未来的替代中央商务区”。另一位本地基金经理形容它为“一个租金低廉，近期租金增长强劲的大市场”。城市中心日益拥挤，已不再有开发的余地，而随着基础设施，特别是交通运输网络

大多数受访者也认为最好是现在欣然接受未来。正如一位投资者所说：“我们从来没有经历过如此迅速的变化。所以你如何回应这种变化，或者至少你如何让自己的收益能够作出回应？就好像最终的灵活性（无论是物质上还是财务上）才是最重要的主题。”

供需不平衡

毋庸置疑，办公空间持续变化的速度会带来很大的风险。主要的问题是：如何在非传统和传统用途之间取得平衡，如何建立一个适合每个人的租赁结构？

对于第一个问题，由于该板块的爆炸性增长已经模糊了用户的

真实需求程度，联合办公运营商很可能会面临供应过剩的问题。正如一位基金经理表示（有点带嘲讽）：“我觉得联合办公空间不过是其员工暂时受苦的地方，因为我感觉联合办公空间的员工最终都会被解雇，他们届时会从雇佣合同中找寻各种有益于自己的条款，从而从雇主那里伸张自己的权益。”

供需问题也会导致风险/回报问题：业主现在应该担起经营风险吗？正如一位基金经理所说，传统的心态是“他们向我们支付租金，除此之外，从租户那里得到超过其租金成本的收入约就是他们的业务”。但是，虽然业主普遍不愿意接受这个行业的短期租约以及建议的利润分配安排——毫无疑问，同时也注意到许多运营商正在亏损——他们还必须计算是否真的想把主动权交给运营商，仅仅是因为这一重大工作场所用途变革正在

的改善，预计这类边远商业区的兴起将会持续，特别是大型新兴商业区。

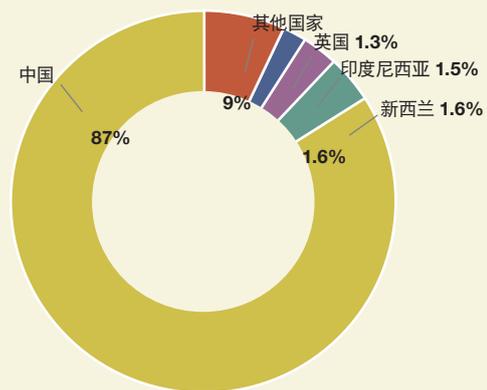
经过数年低迷之后，澳大利亚二级城市的投资活动现在也在回暖，基本面已经开始逆转。布里斯班（连同黄金海岸沿岸地区）的前景可能是最好的，根据世邦魏理仕预计，2017年至2018年有效租金将增长16%。另一方面，珀斯的租金可能已经触底，但投资活动仍然非常有限。

另类资产类别也引起投资者极大的兴趣，这同样与其他地区市场的发展趋势一致。尤其是，澳大利亚的学生公寓已经成为一种机构资产类别，而老年公寓似乎最终达到可观的规模。在访谈中，这两种产品一再被提及为潜在的投资目标。

此外，物流设施对本地和外国投资者仍然有很大的吸引力。据仲量联行报告，基本面保持强劲，交易量（包括投资组合销售）继续维持高位，收益率正在压缩，但仍平均在6.5%左右。一位外国投资者表示：“它符合机构投资者的要求，主要是因为其完全拥有地权的性质。在工业领域，我们倾向于获得短期租赁，所以这是其驱动因素。但最重要的是，租户能长期承租，租金也会上涨，这是澳大利亚的一种标准操作程序。再加上政府因素和透明度，澳大利亚要远远好于我们现在不得不选择的其他国家。”

在住宅领域，尽管政府努力想阻止这种趋势，但价格仍在上涨。分析机构 Demographia 的报告显示，目前悉尼的房价位列全球第二，是平均收入的12.2倍（墨尔本平均收入的9.5倍）。政府采取了各种监管措施，包括对外国买家征收惩罚性税金，在新南威尔士州这些外国买家占有所有购房者的25%。然而，这些措施并未对房价上升起到多少遏制作用。受访者预计价格将继续上涨。

图表1-18 2017年上半年外资购买澳大利亚住宅资产统计



资料来源：瑞信，新南威尔士国税办公室

推广，特别是当办公空间已经被联合办公提供商完全颠覆时。

另一种选择是业主可以在自己的建筑物内建造专门的联合办公空间，租给租户或任何其他人员。一位分析师说：“大多数租户可能会更喜欢业主提供整个楼层作为联合办公空间，因为这给了他们灵活性——他们知道，如果他们的空间（自己的办公室）不够用，他们可以去那里工作。这对于租户来说是一个增值性主张，我认为把空间租给联合办公企业的解决方案对业主更好。但目前，投资者只是没有超前考虑。”

越南和印度是最受欢迎的发展中市场

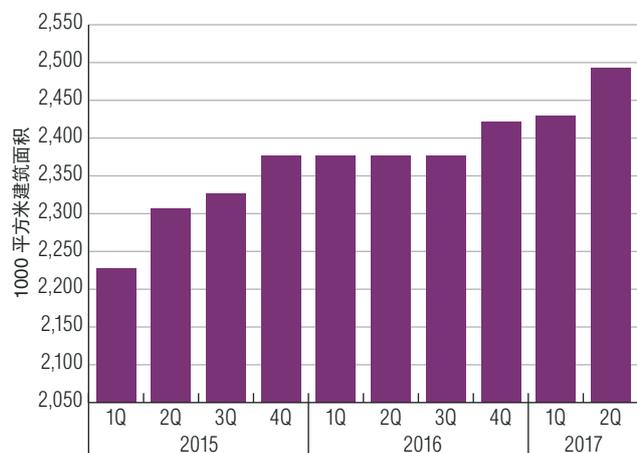
发展中市场继续保持其吸引力。在以前的报告中，一系列新兴

市场的城市（尤其是班加罗尔、雅加达和马尼拉）在我们的投资前景排名中名列前茅。今年，只有一个城市胡志明市较为突出，其他城市的势头有所减弱。

特别是，**印度尼西亚**继续受到写字楼供应过剩的影响。正如一位基金经理所说：“写字楼领域大量过度建设，再加上民粹主义政府的政治风险上升。”不过，雅加达的前景并非普遍是负面的。一位本地开发商表示，只要位于市中心，靠近轻轨（LRT）线，新的高级写字楼项目寻找租户没有任何问题。虽然租金下滑，但一旦市场逆转，这些房产将处于优势。住宅方面也一样。

同时，**菲律宾**仍然是一个健康的市场，在基础设施激增和经济

图表1-19 胡志明市甲级写字楼供应总量



资料来源：世邦魏理仕

增长为 6.5% 左右的情况下，租金和资产价值继续呈上升趋势。然而，由于对美国基准利率上涨的担忧，再加上国内政治问题，外国投资者的情绪不高，因为找到很好的当地合作伙伴是一个长期存在的难题。

在越南，投资者继续将其与十到十五年前的中国进行良性比较。这个地区的国内生产总值增长在 7.4% 左右，而官僚主义仍然是一个问题，监管环境正在慢慢变得不那么严格。值得注意的是，我们的调查显示，胡志明市在租金和资产价值增长方面排名最高，反映出经济实力的增强一定会影响到房地产价值的信心。毋庸置疑，越南仍然在发展中，虽然不管是在数量上还是规模上机会都相对较小。另外，近年来建成的优质写字楼库存很少，这意味着可供购买的稳定资产很少。

这使得住宅领域成为大多数投资者的默认选择，通常与当地的合资伙伴一起。一位基金经理表示：“经济全面复苏，但资产水平并未像其他市场那样上升至全球金融危机前的水平。所以从宏观的角度看到强劲的增长前景。我们的切入点是中端到可负担的住宅，这种住房有天然的退出机制。它在很大的程度上依赖于需求。我们现在正在执行这种策略。”

还有一个吸引国际投资者的发展中国家是印度。尽管印度城市在今年的投资前景排名中并不突出，但可能是由于投资家不断担心会出现经营困难，以及机构和主权财富型资本的强劲流动

仍在继续。与越南一样，印度的投资往往具有战略性，堪称政府为解决印度持久效率低下而推行的改革所带来的长期经济增长的领跑者。但与越南不同的是，印度的规模极大，这使得它在部署大量资本的基金中尤其受欢迎。

到目前为止资金流入一直是以大公司为主，但现在较小的资金也在加入。一位基金经理说：“在喜欢独来独往的大型有限合伙人和传统上有资金支持的有限合伙人之间存在真正的差距——可能只有在市场上我们才能看到仅仅是有兴趣和实际行动之间的最大差距。所以仍然有很多人在尝试。”

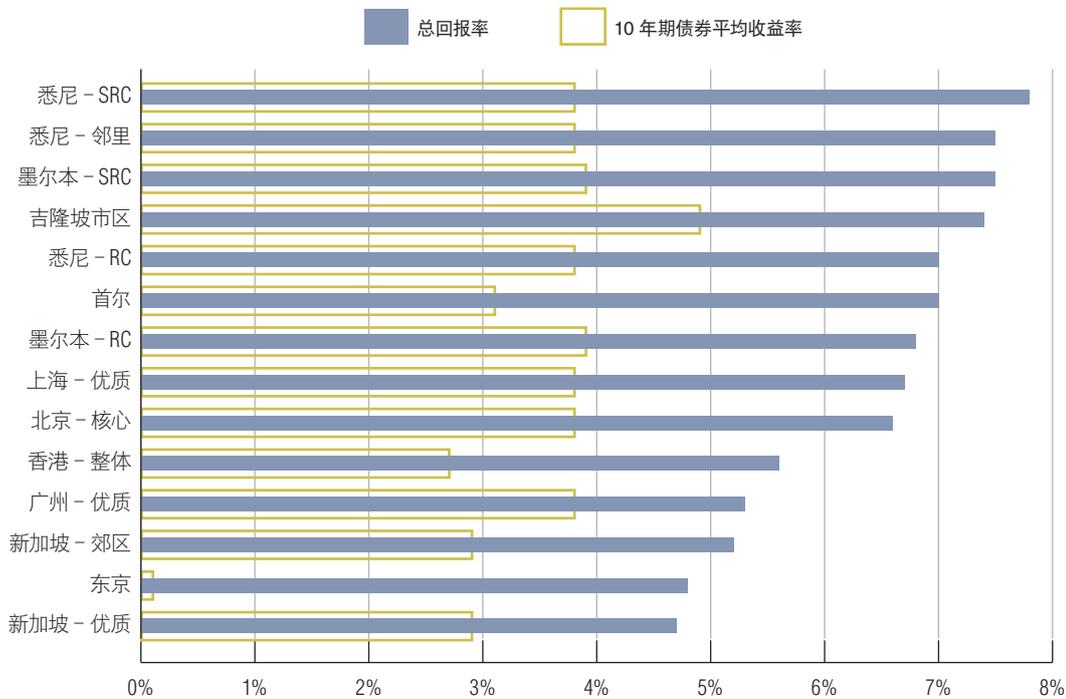
大多数国际投资者仍然偏爱印度的商业地产，目前商业地产的资本化率在 8.5% 至 8.75% 之间。在过去的几年里，各种大型全球机会型投资基金和机构投资基金大量投资印度的写字楼——主要是以商务园区的形式出现，而且这些早期进场的投资者很多现在正在巩固自己的控股权或者希望通过印度的新生房地产投资信托（REIT）市场退出，一些受访者表示，REIT 可能会在 2018 年第一季度首次公开发行（IPO）。随着大部分已然存在的优质资产已经被占据，越来越多的国际资金转向开发核心物业并持有型项目。最近的一个策略是利用当地企业主的土地储备与国内开发商进行三方合资部署。

印度的物流资产最近受到投资者的热捧，主要是由于税收改革。此外，零售资产现在也大受欢迎，一些平台或投资组合要么已经完成，要么正在进行。一位新德里的顾问表示，这不仅是因为写字楼资产已经吸收了如此多的资金，也是因为零售在资产质量和租金水平方面的起点较低，为投资者提供了更好的增长前景：“在全国大多数零售商场，租金平均每年增长 8% 至 10%，而写字楼租金几乎保持稳定，每年增长 5% 至 7%。”

同时，人们认为住宅开发商们既没有财力而且通常也不大可靠，住宅地产继续受此影响——近期政府的一系列改革在短期内加剧了这些问题，包括旨在消除“黑”（即见不得光的）钱的非货币化运动、新服务税，以及加大对房地产开发的监管力度。

一位投资者表示：“所有这些都造成了短期的情绪问题，但现在，我认为，当然，在更加经济适用的工薪阶层住房空间中，我们的项目销售情况相当不错，所以看起来改革是有效的。不

图表1-20 2017-2022年零售地产预期复合年度回报率



资料来源：牛津经济研究院，德意志资产管理，截至2017年1月

备注：RC=区域中心，SRC=次区域中心，主权债券的利差由预期收益回报加资本增值决定。

过高端住宅市场的增长仍然非常缓慢。”

还有一个持续存在的问题就是高端住宅供应过剩，导致大多数外国投资者全然回避这个领域。正如一位基金经理所说：

“我认为你需要更加深入地了解印度住宅市场。直接进行合资的大型企业似乎在写字楼方面有更多的动力——更容易形成规模。”而一位本地受访者称：“如今住宅市场不再是外国投资者的核心关注领域。尽管资金继续流入，但很多外国人正在着眼于办公地产的开发，试图与印度开发商建立理想的优先关系来创建平台。”

投资者依然看好零售业……

如果亚洲电子商务的竞争继续蚕食本地购物中心的市场份额，那么亚洲将重蹈美国覆辙，大量购物中心将会倒闭。但令人惊讶的是，对亚洲零售前景的看法却呈两极分化。

一方面，很多受访者对传统零售能否抵挡网络购物仍然持乐观态度，指出行业基本面依然普遍强劲，整个地区的租金和资产

价值保持不变或呈上升趋势，分析师预期接下来仍然会有健康的收益。同时，香港和新加坡等表现较差的市场更多的是由于入境游客减少，而不是明显转向电子商务。

保持乐观的一个原因是，亚洲零售业仍然不成熟：“就像一个十几岁的孩子，”一位零售地产开发商说：“成长快，变化快，不知道该如何做。”这意味着，亚洲购物中心的建立和运营方式有很多不足之处，这样精明的运营商就有可能让自己的产品脱颖而出。

另一个原因是，亚洲的购物中心一般不使用百货商店担当主要租户的模式，美国大量采用这种模式的商场倒闭。在亚洲的购物中心，待售商品往往更新鲜。除此之外，许多大商场正在重塑，保护自己免受电子商务的冲击。该基金经理又说：“我们刚刚将位于新加坡的一家购物中心进行了大规模的翻新。其中大约30%已经是超市，我们把餐饮的比例从20%提高到30%，这完全不会受到电子商务的影响。所以这就是你想要的——人们无法在网上得到的服务。”虽然这些类型的租户通

常比服装店支付的租金更低，但是对于大多数业主来说，对利润的这种冲击似乎是可以接受的。

另一个区分点是，亚洲的投资者在寻找受电子商务竞争影响较小的资产方面有更多的选择，特别是邻里或区域购物中心。部分原因是这种类型的购物中心所售商品中，消费者不在网上购买的必须支出项目所占比例较高。另外，这是因为它往往是亚洲高度城市化的副产品，随着外来务工人员涌入城市，城市不断向外扩张。例如，在中国，一些城市的发展速度迅速，全新的乡镇如雨后春笋般在城市郊区兴起，这里的消费群体需要专门的购物设施。

社区购物中心也被视为澳大利亚的避风港，尽管原因不同。最近网络零售商亚马逊登陆澳大利亚，可能会带来网上购物的长期繁荣，但是仓库和位于主要城市以外的客户之间距离遥远，这意味着电子商务的交付速度将会很慢并且很贵，将会减缓增长速度。虽然一些受访者对澳大利亚大型购物中心的未来表示怀疑，但这更多的是因为他们认为许多购物中心在概念上过时了，并且不能对目前不断变化的消费者偏好做出快速反应，满足其需求，而不是来自电子零售商的任何挑战。

推动社区购物中心发展的最后一个趋势是远程办公的兴起，这减缓了上班族通勤人数的增加，他们不再需要每天去公司上班。正如一位投资者所说：“人们变得越来越本地化。因此，人人都要开车去或乘坐公交车去工作的中央商务区整体概念正在发生变化。有了IT，你就不需要再那样做。人们仍然需要和

其他人一起工作，为什么不采用分散式工作呢？因此，在新加坡被称为区域购物中心的地方正在以与乌节路上相同的租金交易。它们不再是二级资产，它们具有同样的价值，因为人们打算去那里。”

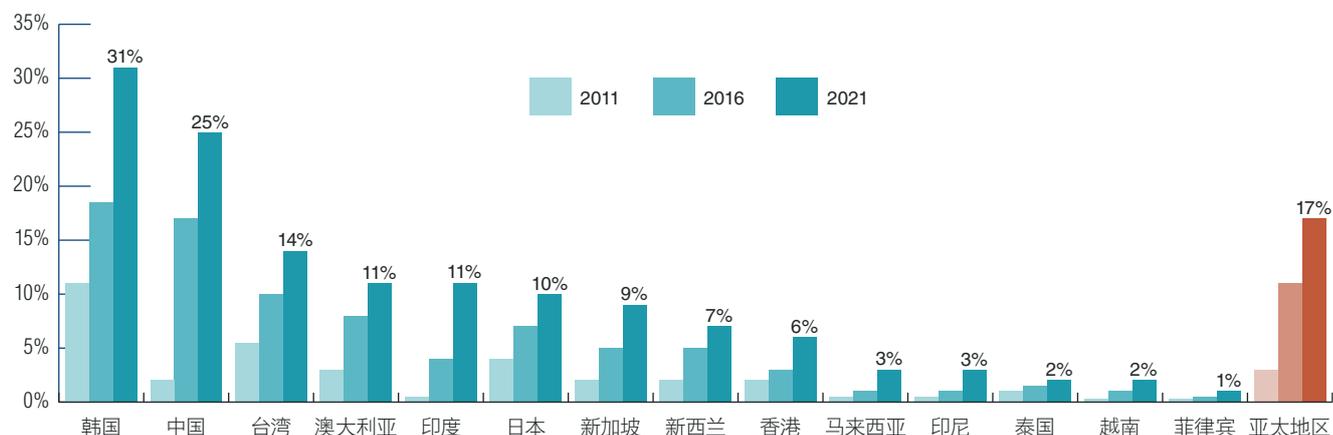
……但其他人看到商场存在的问题

但是，其他投资者却不太相信亚洲零售业能够躲过这场风暴。一位香港顾问表示，电子商务带来的长期挑战可能被低估，简单改变租户组合可能并不够，他说：“很多零售商都拒绝接受现实。他们所面临的挑战部分来自电子商务，但也有消费者期望的原因。消费者不再寻找传统的零售业务，他们想要一些更刺激、有趣和创新的东西，使用最新的实验技术等等。”

一些运营商在这方面比其他运营商更加乐于改变。例如在中国，一位经验丰富的商场开发人员正在打造一个创新平台，为商场运营模式带来根本性变化。其中包括传统房东/租户关系变为合作伙伴关系，共担风险、分享回报。另一个涉及“线下和线上”的概念，允许电子商务运营商在战略商场设立实体店铺，同时帮助商场租户开展线上销售。

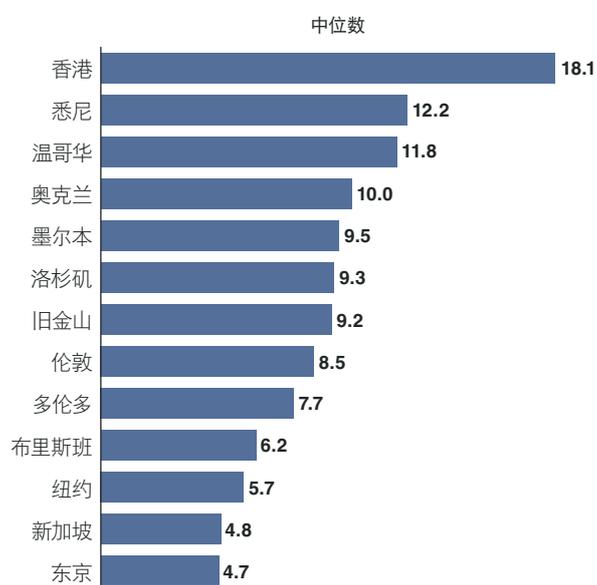
最后，在购物中心内设置了接待区、试衣间、收货退货等物流区域，并配有仓库和停车场设施。这种模式也可能有更广泛的应用，那些表现不佳的购物中心可将未占用空间转换为仓储设施，用于最后一公里交付。虽然这必然意味着租金的减少，但至少会得到一个有效运行的商场。

图表1-21 2021年预期网上零售占零售总值的百分比



资料来源：欧睿国际，2017年4月

图表1-22 主要住房市场按照可负担性排名



资料来源：《人口统计》，2017年第13届年度人口统计国际住房可负担性调查

备注：中位数是中间房价除以家庭收入中位数。数据来自2016年第三季度。

一位活跃在物流领域的新加坡基金经理表示：“城市内、商场内取货地点将会脱颖而出，因为电子零售商将不得不开始收取送货费。现在，没有人赚钱——送货上门非常贵，他们发现与面临挑战的高价位物业的业主进行租赁方面的谈判更具成本效益，让业主垂头丧气，然后将他们未能出租的大片空间用于配送服务。但是，这当然取决于商场，在乌节路上不会发生这种事情。”

住宅市场不受限制措施的影响

亚太区各国政府多年来一直在努力减缓住房价格的稳步上涨，通常是通过实施征收惩罚性的销售税和提高房贷首付等手段。但总的来说，他们的努力没有成功，大多数市场的价格继续上涨。造成这种情况的原因之一是恐惧因素：许多当地人认为，如果他们不买的话，房价将会高得完全无法承担，他们就会永远买不起房。

当然，加剧这个过程的根本因素是已经持续了差不多十年的低利率，虽然在一些市场也有供应短缺和外国购房者需求强劲的因素。从长远来看，由于开发商经常出很高的价格购买新的土地，房价进一步上涨的压力似乎会继续下去。因此，整个地区的置房情况正在收紧，特别是在价格最高的市场。以香港为例，

根据政府数据，在今年前五个月批准建设的新公寓中，约有30%的面积小于200平方英尺。

澳大利亚移民很多，随着住房短缺和外国有钱人带来的日益激烈的竞争，该国三大州开始对外国买家征收越来越高的税（现在在悉尼和墨尔本分别相当于收购价格的9.1%和13.8%）。各大银行也纷纷对按揭采用较高的贷款价值比率，而且目前完全拒绝贷款给外国买家。住宅项目的开发资金也受到限制。

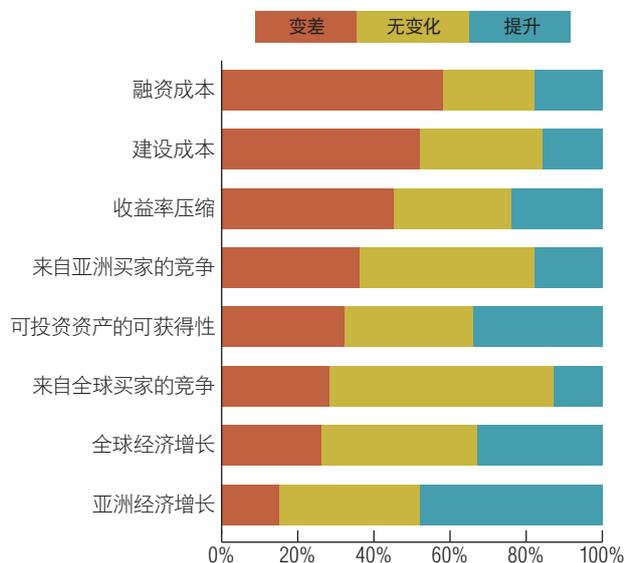
虽然澳大利亚住宅价格在2017年下半年似乎已经趋于稳定，但外国购房者的数量只增不减，表明即使市场目前正处于周期性高点，他们也将即将到来的价格下滑中起到缓冲的作用。一位受访者表示，中国买家不会因价格上涨或目前的高税收而收手：“我认为这对他们来说不是问题，更何况很多人希望在境外有居所，像北京和上海这样的大城市房价已经比这里贵了，中国的收入增长速度比澳大利亚的税收和房价上涨都快。

尽管其他市场实施更严格的限制和更高的税收，但房价上涨轨迹也是相似的。中国根据地理位置和其他标准对房地产销售征收了大量的潜在税费，而且在大城市，购买第二套房的首付在20%-60%之间。官方数据显示，截止到2017年8月，中国的平均房价上涨了8.3%。

房地产经纪公司美联物业（Midland Realty）称，香港在2017年第三季度交易量创下历史纪录，年化增长率达到10%，尽管香港已经对堪称世界上最昂贵的房地产征收了抑制性的销售税。目前，香港针对海外购买者征收极高的税费，让购买价格提高了30%，同时首付款至少是总价的40%。可以这么说，高房价的主要原因是新住房存量长期短缺，但另一个因素是现在开发商自己提供抵押贷款，用以填补银行贷款和买家负担之间的差距。因此，实际上在香港可最高获得90%以上的融资，但只能用于新建物业的按揭，因此对房价造成上行压力，因为年度需求远高于新建住房的数量。

新加坡是亚洲唯一一个政府成功抑制物价上涨的市场。2010年推出的房地产税导致2013年开始出现市场低迷，继2017年年初一些税收政策放宽以后，目前才显示出扭转的迹象。也就是说，大众市场住房的房价调整只有大约11%，小幅下滑。值得注意的是，新加坡与亚洲其他地区之间的主要区别在于政

图表1-23 未来3-5年经济因素的预期变化



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

府对卖地过程的严格控制，旨在强化供需不平衡在房价动态中所起的作用。由于这在大部分司法管辖区似乎是棘手的问题，在可预见的未来，价格上行压力很可能会持续。

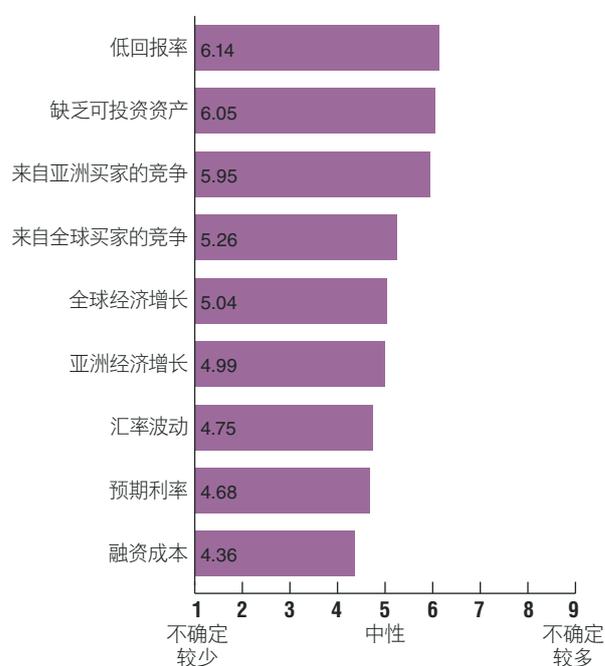
风险疲劳

在全球金融危机爆发近十年之后，影响全球投资决策（从零利率主权债务后果到政府资产负债表上不断增长的未被发现的漏洞）的经济担忧似乎终于消退了。虽然这些问题本身仍然难以解决，但现在投资者似乎更倾向于接受这样的现实，即当地的房地产市场已经提供了一些最好的回报，而不是质疑经济条件是否真正强大到足以证明这一点。正如澳大利亚的一位基金经理所说：“我担心宏观经济问题，所以这么做了。”

也就是说，一些背景风险值得注意：

当然，首先是现在已经被投资者放在次要地位的那些宏观经济问题的延续。从区域看，日本经济和股市可能比多年来的表现好一些，但预计涉及购买大量的政府自己债务的政策会表现突出，连同本地交易 REIT 和交易所交易基金（ETF）的股票。过度使用杠杆的中国经济是另一个已经证实的令人担忧的地方，现在可能与反全球主义的“白宫”【译者注：美国】发生贸易

图表1-24 房地产投资者面临的最不确定的问题



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

纠纷，加剧了这种情况。但事实上，大多数投资者认为这些都是次要问题。虽然针对日本和中国都有相当多的消极意见，但担忧主要集中在回报率和经营问题上，而不是经济问题上。

虽然美国基准利率进一步大幅上涨的可能性对房地产收益率有明显的负面影响，但受访者对中期利率的前景仍然持相对积极的态度，认为最有可能出现“长期下行”的情况。在今年的调查中，金融成本被列为一系列潜在问题中最不令人担忧的问题。

但是，现在人们更加关注的是地缘政治问题。特别是担心美国和朝鲜之间爆发冲突，即使在投资势头回暖的情况下外国投资者依然担心首尔的资本流入放缓。这可能正是首尔在我们的投资前景排名排在低位的原因。虽然大多数受访者表示自己的投资计划没有受到影响，但有一两位受访者表示他们的交易被搁置，至少暂时被搁置。一位大型核心投资基金的经理表示：“我们确实已经搁置了一些交易——我们认为我们还要做但是在完成筹资之前不想关闭的交易。我们只是不愿意冒险，让要去投资委员会办理审批的人不得不说：‘不过，这些交易在韩国’。”

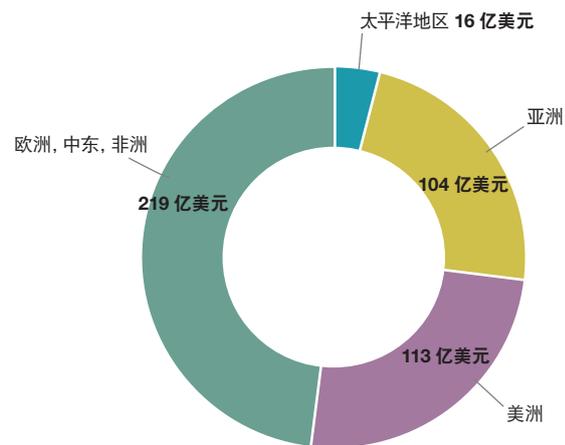
房地产资本流动

“中国的外流资本正在放缓，但日后的投资组合交易仍将完成——遇到更大阻力的将会是**单项交易**。”

据世邦魏理仕 (CBRE) 称，在 2017 年中，亚洲市场前所未有的资本外流依然持续增加，约 452 亿美元的外流资本于 2017 年上半年进入全球不动产，几乎是 2016 年同一时期外流量的两倍。根据分析机构 Real Capital Analytics (RCA) 的说法，亚太区目前约占全球资本跨境流量的 40%，与北美的份额大致相同。

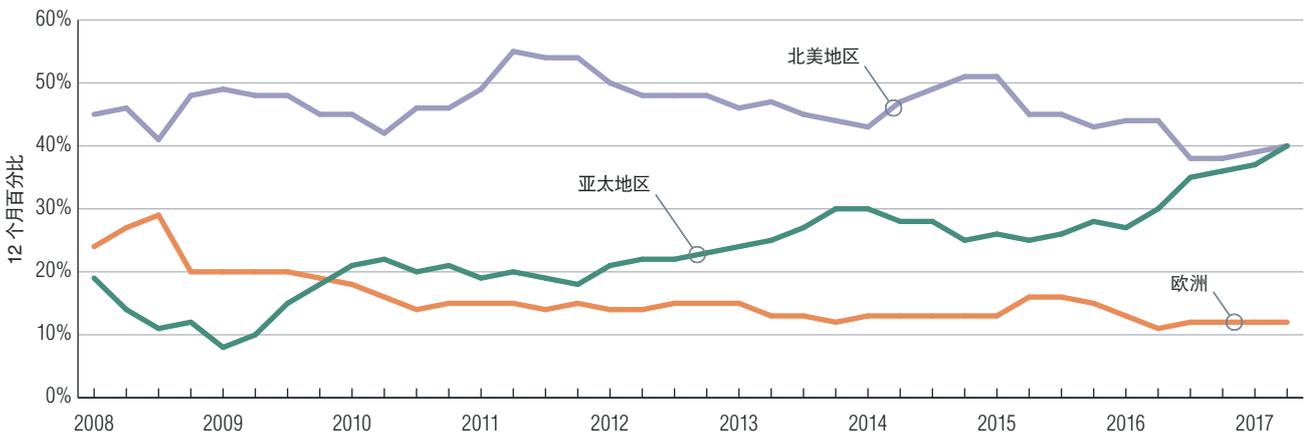
2017 年的资金主要流向了西方市场的大额交易，且青睐欧洲资产（同比增长 225%，达 219 亿美元，尽管其中一半以上为单一投资组合购买），其中北美则吸纳了约 113 亿美元（同比增加 47%），亚洲吸纳约 104 亿美元（同比增加 68%）。然而，流向澳大利亚的资金减少了 25%，主要原因是缺乏可供购买的房产。

图表2-2 2017年上半年中国资本外流接受方



资料来源：世邦魏理仕

图表2-1 按区域划分的跨界资本来源



资料来源：美国不动产资本分析公司

图表2-3 2017年上半年亚洲对外房地产投资来源



资料来源：世邦魏理仕

尤为值得注意的是从新加坡和香港到英国（主要是伦敦）的增量流动，吸引它们的是美国国内投资回报的下降以及英镑贬值后英国资产较低的相对定价。其他投资者注意到中国和韩国资本的增长（特别是保险公司贡献的增长），并将重心从美国转向欧洲资产。最后，为了实现规模和地方专业优势，投资组合交易的数量和价值正在增加，且通常为与当地开发商和运营商缔结伙伴关系的形态。

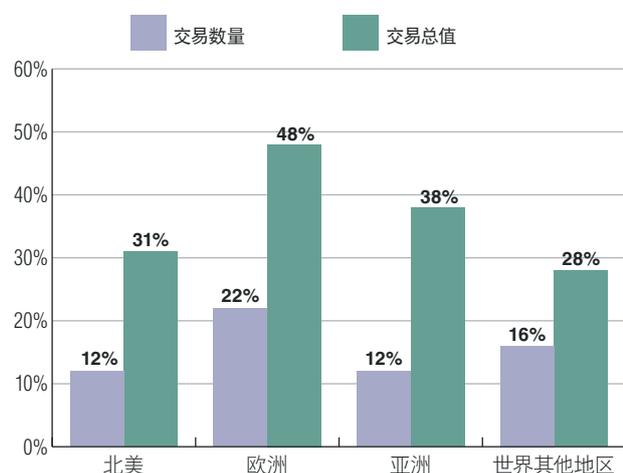
目前，绝大多数亚洲外流资本正从该地区转移到成熟市场，而非流入该地区内的市场。该一般性策略适用于之前未在全球市场配置资产的投资机构，这形成一个自然推论：一旦这些机构投资者在西方打造出重大投资组合，这些资金最终将再次转回

到亚洲。然而问题是，当地是否有足够的吸收如此大量新资本。虽然人们正以合理迅捷的速度打造新的投资级别的资产，但其中大多数并不参与交易。日本和澳大利亚以外市场的低交易量表明，大多数市场将难以提供大量新资本家园。

中国开发商受到遏制

中国外流资本的最大供应商为机构投资者（据世邦魏理仕所称，中国主权财富基金在2017年上半年贡献了资金外流总额256亿美元的一半之多），中国大陆开发商的资金流出对区域市场的影响已然增大。这主要是因为中国的机构投资者目前侧重于西方市场，而中国开发商倾向于投资亚洲项目。中国的开发商们往往愿意比当地竞争对手付出更多地价以获取开发地块，由此造成亚太众多城市地价飙升，尤以香港、新加坡和澳大利亚为甚。RCA的数据显示，在2017年上半年，亚洲的开发地块销售额同比增长38%，达到2397亿美元。

图表2-4 2016年-2017年7月投资组合交易占所有私募股权房地产交易百分比，按区域



资料来源：Preqin

然而，一些中国投资者的“非理性”的近期支出已引起中国当局的注意，导致2016年下半年开始的资本管制逐步加剧，并在2017年8月又进一步加强管制。虽然8月份管制政策的影响程度尚不明确，目前的共识是，首先主权和国家投资者可能不受影响，其次中国企业在境外已形成大量规模的自有资金（大部分在香港）不太会受到限制，基于以上两点，总体流出可能不会出现实质性下降。相反，资本流出的审查最可能落到私人投资者身上，包括保险公司、企业集团和其他私有企业和个人。至少有一些国有企业的活动也可能受到影响。

因此，最近对中国开发商流入亚洲的监管性限制确实力度巨大，尤其是 2017 上半年对其他区域市场的资本流出同比减少 59% 的情况下，尤为更甚。根据在澳大利亚较为活跃的一位投资者的说法：“我们注意到了这些监管措施的尖锐程度。以前我们看到中国开发商在悉尼和墨尔本开展大量投资活动，中国资本密切关注市场投资机会，形成了市场竞争压力，迫使其他投资者严阵以待。但现在他们已经撤退。这种压力并不会继续存在，所以我们认为这会导致资本化率的松动以及悉尼这类市场的热度下降。”

现在很多投资者关注市场会随之发生怎样的变化，因为在澳大利亚的中国项目“有点疲软”，一位基金经理称。“大多数当地开发商两年前便看到这种情况，于是离开了住宅市场，因此他们在市场上销售的产品几乎没有。现在仅有的达成和出售交易主要来自中国开发商，而且我们开始看到他们有所担心”。

人们也注意到同样的现象出现在美国和其他国际市场。中国投资者在等待主管部门批准时，难以达成交易。然而，这些机会是否确实出现在市场上或是否借助调低新建公寓单价或关联公司的协助手段（在中国常用），都有待观察。

中国资本管制可能会影响投资外流的另一种方式是将其重新导入到政策方面享有与北京类似优先地位的市场。一些受访者认为，这可能会导致更多资金从中国流入香港，有些是为了投资于香港，有些是为了将其当跳板再次输出。也许这并不奇怪，RCA 称在 2017 上半年中，香港是最大的资本净输入接收地（主要来自中国），同比增长 87%，达 86 亿美元。也就是说，中国开发商在香港开展的活动在下半年显著减少。此外，若投资于涉及中国“一带一路”基础设施建设政策倡议的国家，也可能得到监管机构的更多优惠对待。

日本资金外流缓慢上升

尚未出现在全球大小市场上的另一亚洲资本巨大来源是日本。在 13000 亿美元日本政府养老金投资基金（GPIF）的带动下，日本主要公共养老基金几年前决定配置 5% 资金用于投资房地产资产，并聘请了几位房地产管理人监督实施。然而，尽管国

内收益率低和缺乏合适资产意味着日本退休金和企业年金最终别无选择，只能冒险外出，但迄今为止，他们的试水动作依然缓慢。

据一位参与政府养老金投资基金对话的基金经理称：“他们谈着，让我们欢快起舞，完成应该是有史以来世界最长的一份建议邀请书 [RFP]。但我认为在日本可能存在一定程度的紧张度——很可能正是如此——他们可能重犯上次所犯的同样错误，所以他们会以一种更加有序、专业的方式进行，而不仅仅是到纽约购买洛克菲勒大厦。”

其他受访者还评论了日本养老基金的审慎做法。基金管理者在痛苦缓移之时，它们进入外国市场时，刻意避免大笔一次性交易策略，而此策略却是众多其他大型机构投资者在亚洲通过直接投资方式而加以运用的策略。一位基金经理评论道：“他们的投资方式正是我一直认为投资者应有的投资方式。我的意思是从开放式基金开始，然后转到独立账户或可能是封闭式基金，然后再转为一次性交易。我仍然无法理解其他亚洲机构的做法，他们把应该放最后的事情一开始就做了。”

然而，一些公共和企业养老基金已经开始投资于成熟市场的开放式基金，其中最大一部分资金流向美国。据 RCA 数据显示，日本对美国房地产的投资在 2017 上半年达到 13 亿美元，同比增长约 79%。

亚洲资金外流只会增加

除了即将到来的大量日本资本之外，鉴于亚洲本土经济所产生的资本超过其国内吸收能力，外流资本进入各亚洲市场长期增加这一基本事实肯定会继续存在。其他因素扩大了这种影响，包括分散风险的需求、根据国际准则调整对不同资产类别配置的需求以及许多国内资产或项目的投资收益出现递减。

尤其值得指出的是，尽管最近实施了监管与打压，受访者认为长期来看，中国资本流出速度显著减缓的可能性微乎其微，因为现在政府能够看到房地产收益率因近期一轮限制而受到挤压的程度。

图表2-5 投资期长度



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

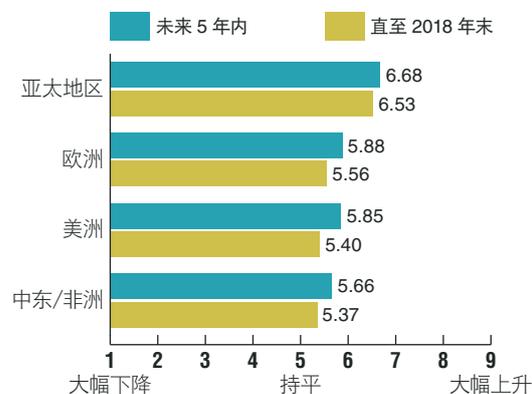
一位香港基金经理称：“我认为中国资金外流不会停止。实际上，资本流动可能主要取决于人民币在何处，是否保持稳定。我们刚刚有了一段[货币]相对稳定期，所以外流比起外汇储备下降到3万亿人民币的时候稍微容易些。只是北京发声口径并不统一，所以某些人某些时候不能赚钱。用我们在香港获得的经验来看——你会继续看到保险公司公开或不公开地到来，成为此处大宗交易的一部分。”

该区域目前活跃的机构资本数额急剧上升，它们来自亚洲内部或全球各地，继续对资产的持有时间产生影响。这也不仅仅是机构投资者对较长持有期有所偏好的因素。今年出现了投资者相比租金和资产增值更优先考虑收益率的现象，这也反映出投资者偏好持有能提供保守但安全回报的高质量资产。调查结果证实了这一变化，体现了投资者向五至十年投资期和十年以上投资期的明显转向。

内流资本开始增加

多年来，美国和欧洲的机构基金选择不按地区经济增长的实际情况来增加对亚洲市场的资金分配。然而，如今这种情况似乎有所改善，这是因为欧美投资者需要挖掘亚洲更高的经济潜力

图表2-6 流向亚洲市场的资本变化，按区域



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

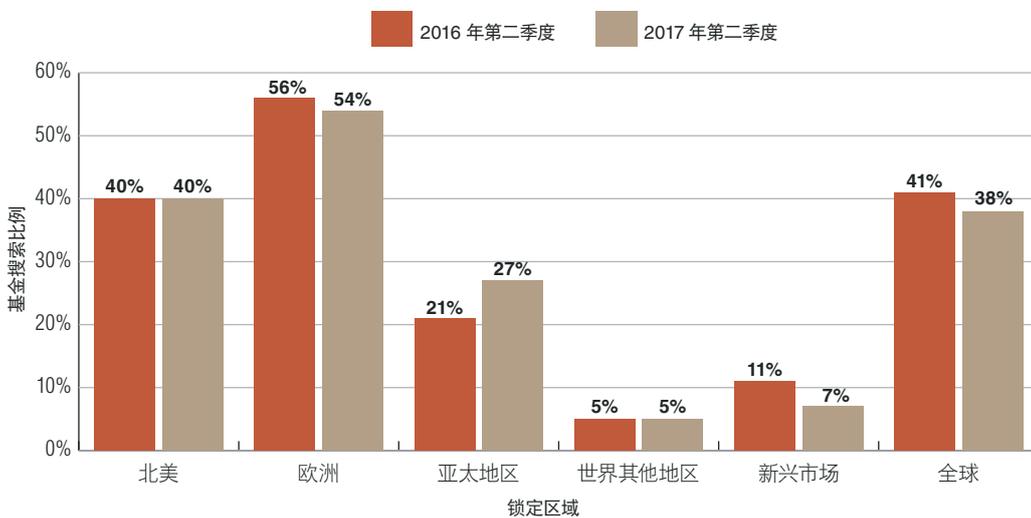
以提升长期回报，同时也为了资本配置的多样化。目前，西方市场已充分估值，而全球金融危机的大部分“挂在低处的果实”早已被摘走。

从美国流入亚洲的资金量继续超过来自欧洲的流入量。从历史上看，它们往往倾向于增值型或机会型投资，主要是为了提高收益率。但策略处在逐步演化中。据一位正在募集资金的美国基金经理称：“我现在看到的变动情况是，同我们之前募集的基金比较，我们手头正在募集的美国增值型基金可能正在经历资本增长。我们也看到更多的美国资本进入亚洲核心投资机构。因此，我们现在看到的是，除了高回报外，多样化也发挥了作用。我想这其中也有部分想法认为，在很多美国市场中，房地产价值高企，所以如今多元化更加重要。”

与此同时，欧洲投资者最近一直密切关注欧洲资产，但一位欧洲机构的经理表示，“现在开始以不同的眼光看待亚洲”，他留意到寻求核心和核心+投资的北欧投资者兴趣日益浓厚。

一位香港基金经理称：“与四年前相比，我肯定感觉到欧洲对亚洲的投资兴趣有所增加，那时我们筹集了第一批亚洲基金，只有7%的资金来自欧洲。当时，他们在全全球金融危机后非常厌恶风险，我认为他们过了许久才恢复平衡，并回到风险曲线上来。”

图表2-7 未来12个月房地产私有投资者锁定的目标区域（2016年第二季度与2017年第二季度进行对比）



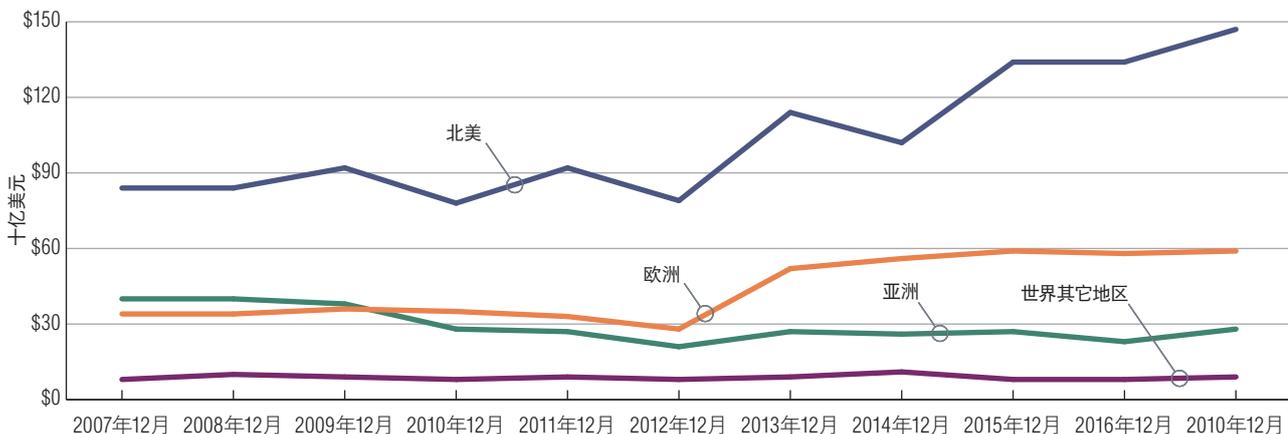
资料来源：Preqin

来自中东机构的投资者在过去几年中一直在市场上表现突出，但最近的活动似乎有所放缓，尽管他们仍然活跃于寻找市场机会的活动中。正如一位基金经理所言：“我认为，他们遇到的困境和油价的下跌确实产生了影响，但与此同时，我们看到越来越多的中东机构，无论是主权财富基金还是养老基金，之前并没有投资于亚太区，现在却开始行动了。这些缺乏经验的新手正在进入投资基金。”

募资

一般来说，募集资金对大多数区域性基金来说仍属不易，尽管过去几年对大型成熟基金或小型专业机构的偏好之势依旧持续。为某个以“人口变化”为主题的投资基金募集资金的一名基金经理称：“美国投资者对于‘核心+’策略有兴趣，这一点让我们感到鼓舞。许多核心投资基金采取的投资策略各有特色，而不是人云亦云，——因此，教育、人口老龄化、电子商务[即物流]是让我们反应强烈的重要主题。”

图表2-8 2007-2017年封闭式私人房地产投资现金总额，按基金主要关注地域来划分



来源：Preqin

与其他全球市场不同的是，亚洲的基金没有特别的多余“现金”的问题。但由于购买资产的竞争如此激烈，当资金进入市场时，仍然存在积压，尤其是寻求部署大量资金的投资者。因此，机构越来越关注俱乐部交易或直接交易，而不是与开放式基金一起排队等待。正如一位欧洲机构基金经理所称：“问题在于承诺资本和部署资本之间的差距——有时承诺的资本相当大，而部署的资本则缓慢拖沓。我们也面临着这个问题，所以我们现在试着和我们至少知道其拥有专用资金的基金经理达成交易。否则，最终便是错过亚太的周期，资本没用于投资。”

虽然亚洲的开放式核心基金按照西方标准来看数量稀少、规模很小，但需求却处于稳步上升中，因为更多投资者开始选择稳定收益而非大额回报。地方资金与区域性基金一同部署资本时，依旧小心翼翼。虽然来自该区域内的的出资额有所递增，特别是在机会型投资领域内，但绝大多数资产——特别是核心基金——仍然来自亚洲以外的投资者。

一位受访者称，地方机构对核心投资直接交易的偏好是“主权财富基金心态”，另一位受访者表示，这部分原因根植于许多区域核心基金的构造方式缺陷（即作为泛亚洲开放式基金）。虽然开放式结构通过较低费用和交易成本（因为房产销售较少）为投资者带来实惠，却未必是最佳方式：“投资于美元计价的基金，且该基金同日本、中国、澳大利亚等多元化市场交融，并必须将各种不同的租赁结构、货币、税收、所有权结构，以及经济和房地产市场周期并入一个产品，这根本不是核心投资者的追寻目标。这些市场目前都被集中在一起，是因为管理者受到创造长期费用收入的驱动，而不是因为投资主题言之有理的缘故。”

不管原因如何，地方资本通常都会避免通过这些核心基金进行投资。但一位基金经理表示，他的基金首次收到从中国内地财富管理公司和保险公司募集而来的资金，他估计目前该地区核心资本的不到5%来自亚洲，而美国类似基金的国内资金参与率却达到约80-90%。

当亚洲机构资本——特别是日本养老金与中国保险公司——已经在西方大量投资后，决定更多地关注区域市场，而假如当地

人的回报期望值比西方市场投资者更现实的话，则亚洲机构资本最终将受到核心基金经理的热烈欢迎。此时，上述的国内资金低参与度将发生改变。但在这之前，“亚洲核心基金仍规模较小，因此将面临挑战。”

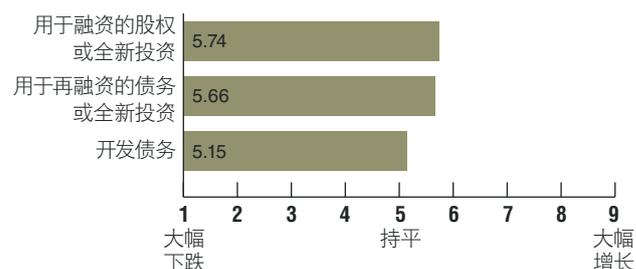
部分市场的银行收紧贷款

一般来说，区域银行仍然是房地产交易的明显资金来源。地区的流动性水平仍然很高，在大多数市场上，大投资者发现银行非常乐意提供资本来为主要资产交易融资，多年来均是如此。

然而，同时有些受访者谈到某些类型的交易在某些市场越来越难以融资，造成对于银行是否收紧标准和增加财务成本的一定顾虑。一位新加坡投机基金经理称：“我们看到放贷机构在一些市场中收紧了银根，尤其是澳大利亚和中国，我们认为，这难免产生某些后果，造成一些有趣的投资机会。”

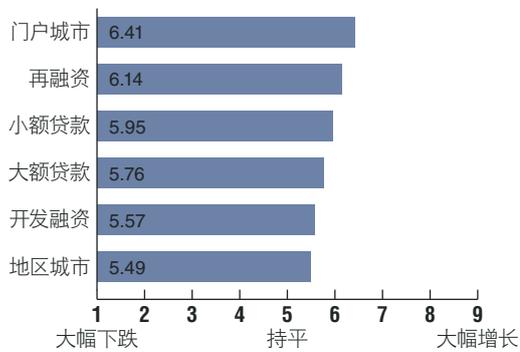
- 在澳大利亚，“银行继续向实力雄厚者提供广泛信贷，但他们对较小或较弱者的态度将导致紧缩。他们也变得越来越挑剔了。”最近在澳大利亚，贷款价值比率（LTV）在从60-65%下降到55-60%。该变化尤指住宅部门，那里开发商的贷款已经减少。乙级资产的购买也得接受更严格的审查。
- 在中国，政府对银行贷款政策的控制允许削减或增加开发商的融资渠道，作为对房屋供应和定价的一种调剂手段。政府正通过大幅降低银行的建筑和购地贷款（此外还有其他措施），以应对新一轮房价上涨。由于政府同时收紧抵

图表2-9 债务和股权融资可获得性变化



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表2-10 不同类型债务可获得性变化



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

押贷款，导致开发利润缩水和房屋销售下降，此举令小型开发商陷入困境。同往常一样，行业内部的反应一直都是寻找替代资本来源。多年来，包括信托业、点对点借贷业、国内债券和资产管理计划在內的一些资源丰富的另类融资渠道已然成形。

- 在日本，银行债务的成本依然是亚洲最低，甚至外国投资者也能以低于1%的利率借款。即便如此，日本贷款最近也已收紧。2017年6月，衡量银行放贷意愿的日本银行扩散指数记录到自全球金融危机以来最大的一次下跌，因为

图表2-11 亚洲（不包括日本）政策利率

市场	利率*	2017年第二季度利率下降幅度	2017年第二季度变化
澳大利亚	1.5%	0	0 bps
中国	4.35%	0	0 bps
香港	0.78%	0	-16 bps
印度	6.25%	0	0 bps
印度尼西亚	4.75%	0	0 bps
新西兰	1.75%	0	0 bps
新加坡	1.00%	0	+5 bps
韩国	1.25%	0	0 bps
台湾	1.375%	0	0 bps
泰国	1.5%	0	0 bps

资料来源：世邦魏理仕研究公司，各国央行及货币主管机构，2017年第二季度

*2017年7月底利率

备注：bps=基点。政策利率：澳大利亚=现钞汇率；中国=一年期贷款利率；香港=3个月期香港银行同业拆放利率；印度=回购利率；印度尼西亚=7天回购利率；新西兰=官方现钞汇率；新加坡=3个月期新加坡银行同业拆放利率；韩国=基本利率；台湾=贴现率；泰国=1天回购利率

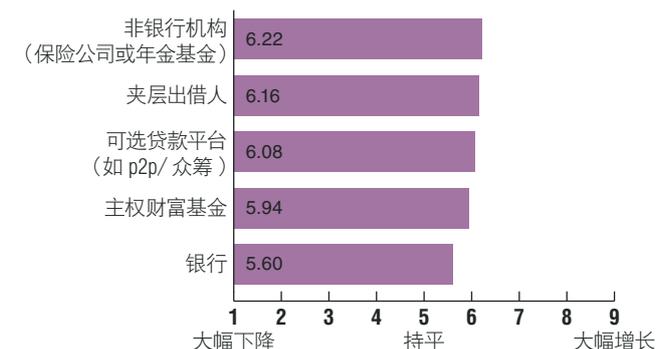
各大银行对于低廉交易融资的获得者更加挑剔。尽管债务成本似乎基本不受影响，但却是一个重大进步，近期交易量的下降意味着银行（仍有大量现金可部署）不能对借款人如此挑剔。

其他市场的投资者也面临银根逐步收紧的情况，但还未出现任何深刻的负面转变。例如香港，一位基金经理指出，银行贷款的决定“更可能是基于他们用掉了多少年度配额以及你跟银行的关系。[政府]继续非常小心地监控当地银行，他们的贷款不得超过40%的贷款价值，而且越来越多地限制他们对建设项目的贷款数额。因此，政策更为紧缩，但我不会说它大幅收紧。”

新的融资选择演进中

随着如今银行贷款收紧，以及传统房地产投资的回报率不断下降，一些债务基金现已在该地区设立，特别在东南亚，其中许多涉及当地资本。正如一位考虑进入该领域的基金经理所言：“我认为有机会将你的投资定位到第二损失位——也就是说，无论是优先股或夹层，因为有一个资金缺口形成，而高级贷款人人为此提供较低水平的杠杆。所以，我们会提供50-70%的贷款价值比率，还仍然可以获得非常迷人的风险调整后的回报，并有股权缓冲。”然而，与此同时“银行的撤退通常是有充分理由的，所以你必须非常谨慎，小心筛选借款对象。大多数情况下，资金需求方并不符合要求，因此必须有强大的筛选机制。但接下来的两三年里将有很好的收割机会。”

图表2-12 根据出借人划分的债务可获得性



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

但有趣的是，这些新供应商大多数债务规模都很小，迄今成功有限，部分原因是债务交易结构搭建在亚洲远非直接了当，另有部分原因是银行参与竞争，其中银行大部分仍乐于提供流动性。一位香港基金的经理观察到：“我们看到它们[即债券基金]，但我们还没有真正看到它们部署资本——它们的定价在香港很难有吸引力。”

也就是说，某些市场提供了比其他市场更多的机会。尤其是澳大利亚最近在这一领域取得了一些重要进展。在非银行债务领域，各种投资银行、主权财富基金和大型私募股权公司已经进入市场，以期填补市场空白，提供当地银行不提供的债务，这显然是住宅开发商以及非优质写字楼项目大幅提高贷款价值比率的一种方式。在最近的一个案例中，一家美国投资银行为墨尔本一个涉及中国大陆投资者的项目提供资金。

此外，其他业务定位直接与四大现有银行竞争，其对市场的有效控制导致了相当严格的融资环境，特别是短期限贷款。一些日本和中国的银行已现身澳大利亚，前者是为了摆脱其国内市场令人苦恼的低回报，后者则是为中国投资者提供融资方案。此外，澳大利亚退休金和各种外国投资者正在寻找机会。一家大型国际保险公司的一位经理说：“我们正在评估澳大利亚的一项直接贷款业务，其中我们可以提供贷款价值比率为

50-60%的长期借款，这些在市场上是找不到的。我们有能力借贷10至20年，而其他人却不能这样做。”外籍机构无法获得载有当地货币收入流的资产负债表，它们因对冲敞口的需求而受到阻碍——由于澳元套期保值的成本普遍高昂，将这是一笔巨大的额外开支。

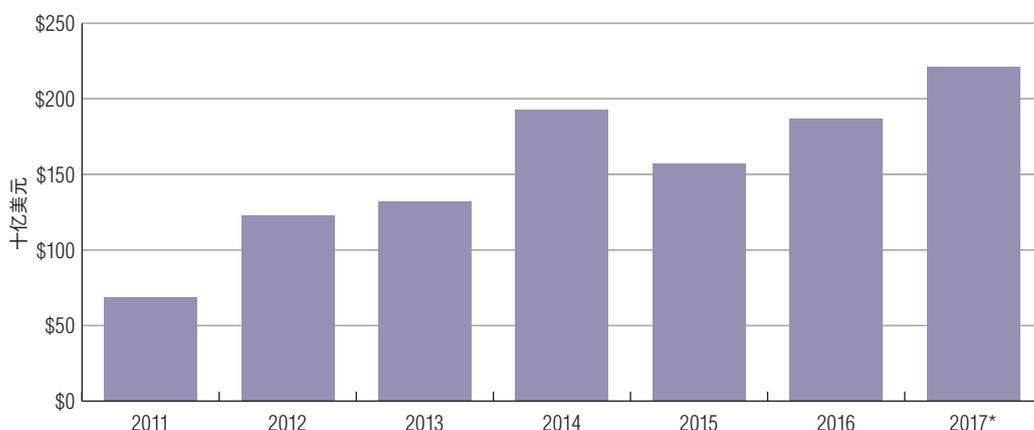
日本市场也吸引了外国对该领域的兴趣，并且关注重点仍然是期限，无论是长期债务还是短期过渡性贷款的形式。夹层债务在中国也可用，众所周知其回报率介于25-30%间。但对外国投资者而言，在中国进行夹层交易可能形同玩火，因为当地规定了破产时的优先权问题，可能将给债权人归为最底层的债主，具体情况取决于协议结构。

印度市场中，夹层仍是投资结构调整主因素之一。一位本地受访者称，现行利率为16-18%，而当地银行的标准建设贷款为12-13%。低税收流失使之成为外国投资者的热门选择，资金需求尤其来自当地住宅开发商，它们试图符合新规定中及时完成住宅项目的要求。

债券

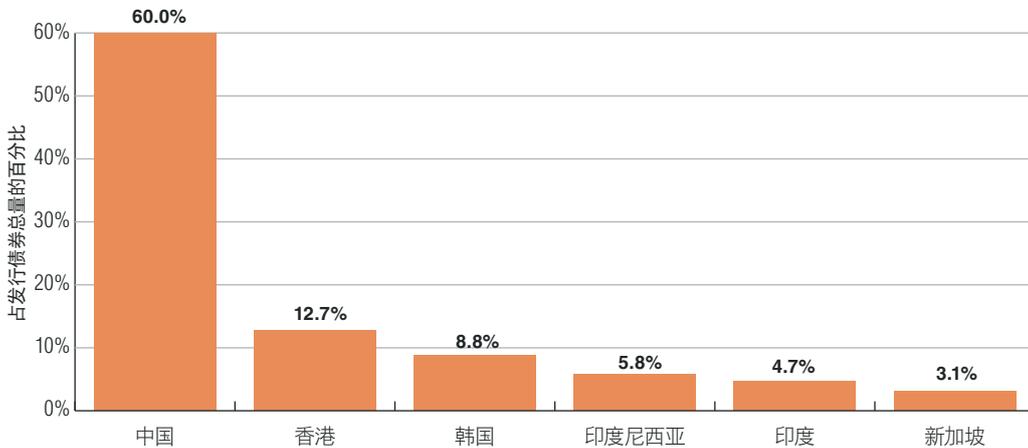
作为一种融资渠道，地方债券市场的发行仍占区域银行所提供开发资金的一小部分。但债券市场却成长迅速。2017年的前

图表2-13 2011年-2017年亚洲（除日本外）企业债券销售额



来源：彭博
*截至9月

图表2-14 亚洲（除日本外）以美元计价的企业债券发行量



来源：彭博

备注：数据截至 2017 年 9 月

九个月，除日本外的亚洲以外币计公司债券销售总额达 2210 亿美元，已然超越上一年的全年发行额。此中约有一半来自房地产开发商，其中大部分来自中国，且大多数离岸债券为香港发行。根据澳大利亚的 ANZ Bank 预测，该地区未清偿外币债券的总金额预期在三年内将超 1 万亿美元（目前为 7300 亿美元）。

除了地方债券发行数量的迅速增长之外，近年来，亚洲投资者对亚洲债券的兴趣也迅速增长，到目前为止，亚洲地区尤其是中国买家的需求轻易便可吸走该地区新发行债券中的绝大多数（2017 年为约 79%）。这种对亚洲企业债务的新需求意味着，由于当地投资者对风险的不同看法——无论是经济、监管还是地缘政治，因此债券市场趋向稳定。这给债券市场带来了一定程度的稳定性，而在过去，债券市场往往以剧烈波动而闻名。

因此，出台于 2016 年旨在打击中国住宅需求的政府措施实施之后，以外币计的中国开发商债券的收益率仍然保持低位。一位受访者表示：“国际投资者担心这会影响到开发商的收益，并开始减缓购买债券”。“但这并没有任何影响，因为当地买家迎难而上。现在国际需求又回来了，迫使收益进一步下挫。”

中国监管机构在今年下半年放宽限制之前，在 2017 年第二季度限制了中国开发商的新离岸债务发行数量。在那之后，开发

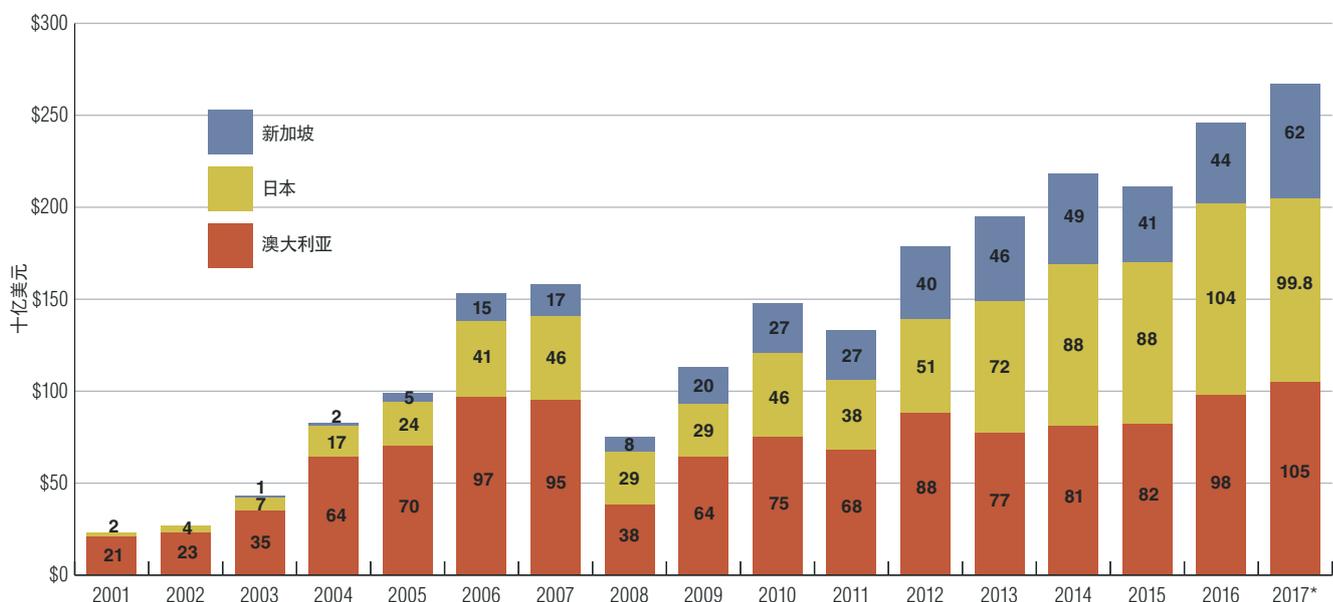
商的债务发行量飙升。举个例子，2017 年 8 月，由评级机构穆迪公司评为 BB- 的一家中国知名开发商发行了 2 亿美元债券，结果得到十倍的超额认购，定价为 5.12%，后于 10 月收紧到 4.03%。虽然该定价就高收益债券而言似乎较低，但即使在这些价位上，债券的回报率也高于西方市场上的同类债券。外国和本地资产管理公司准备以如此低的收益率买入的原因之一是，人们普遍预期，如果发生违约，大型开发商将获得中国政府的隐性支持。

同时，中国的本币债券市场在政府从 2015 年初限制放松后放开，让无法进入离岸债券市场的较小开发商首次能够发行自己的债券。优惠定价很快令其成为开发商的资金来源（取代贷款信托公司），但随着中国国内房价飙升，对债券收益率是否准确反映市场风险（宽松的审查意味着中国所有公司债中的三分之二拥有最高级别的 AAA 评级）的疑问加深，当局于 2016 年 10 月再次限制地方债券发行。为了避免开发商的资金危机，2017 年 7 月有所放松，但发行量很可能不会很快恢复到以前的高点。

房地产投资信托基金

由于基础利率似乎针对长期增长而设定，亚太区（除日本外）的房地产投资信托基金继续展现出惊人弹性。同时有迹象显

图表2-15 亚太区上市房地产信托投资基金市值



资料来源：美国不动产资本分析公司，彭博，德意志资产管理。

备注：数字不包括土地购置和开发、酒店以及公寓/住宅。

*截至2017年10月

示，房地产投资信托基金的吸引力可能走弱，这是由于全球股市因看好增长前景而继续反弹，同时市场利率可能会提高房地产信托基金（类似固定收益类投资）的吸引力。

也有越来越多的人猜测，亚太区的较小型房地产投资信托基金可能会面临收购。这主要是因为资产愈发难求的时期，它们提供的规模正是资产雄厚的投资者所寻求的规模。此外，许多地区的房地产投资信托基金杠杆过高（在利率上升情况下并不理想），或按照资产净值（NAV）进行交易折扣，这反过来又提高其作为分拆策略的吸引力。在新加坡，由于国内房地产投资信托基金拥有大量的房产，因此有更多的合并压力，因此房地产投资信托基金在其国内有机扩张的可能性有限。此外，许多新加坡房地产投资信托基金，特别是物流部门的房地产投资信托基金，正处于周期性的衰退之中。2017年中，该地区已有数个房地产投资信托基金被收购，其它的房地产投资信托基金可能成为潜在收购对象。

不过，收购并不简单。在某些市场，特别是日本和澳大利亚，房地产投资信托基金往往有手持大量股份的外部发起人，他们

可能难以被取代。其他（特别是在日本）市场采取了旨在遏制接管出价的“毒丸”策略。此外，据当地一家房地产投资信托经理的说法：“你需要在较短通知期内拥有足够的资金，所以买家需要雄厚的财力，因为资本市场可能不会给他们钱。房地产投资信托基金可以按资产净值给出巨大折价交易，虽然折价是这些房地产投资信托基金成为收购对象的原因，但除非有投资者愿意在当前的估值基础上提供较高的溢价，否则投资者很难获得足够多的股票来完成收购交易。”所以，即使流动性非常充沛，也很难看到有投资者试图收购较大型的房地产投资信托基金。经常会出现的情况是，如果股票价格够低，房地产投资信托基金会从股票市场上买回股票。阻力最小的道路似乎有利于将来实现更多的收购。

日本

由政府的量化宽松政策和房地产投资信托基金购买计划在日本房地产投资信托基金市场引发的热潮，在2017年似乎已经消失。截至十月底，尽管股市已上涨，本地证交所房地产投资信托基金指数同比仍下跌约8%。同时，日本房地产投资信托基金对资产净值溢价约9%进行交易，高于其他市场，但未高过

2015年初的58%最高点。这种下降的部分原因在于，部分投资机构因利率上升的预期出售资产，另有部分原因是当地金融监管部门针对国内共同基金的风险管理措施进行调查后，这些基金进行了抛售——他们持有全部日本房地产投资信托基金的20%。

于是房地产投资信托基金的购买动态生变，如今基金选择通过交易所交易基金进行投资。虽然这似乎满足了监管机构的要求，但它造成了资金流入市场方式的扭曲，这意味着更多的资本正流向规模较小、评级较低的房地产投资信托基金。因此，即使较大房地产投资信托基金的股票下跌，这些机构的股票股价还是上涨。

尽管政府对该板块的继续支持还能支撑价格，但截至2017年10月，日本房地产投资信托基金的收益仍紧缩到平均4.2%。这同主权债券价格构成了健康的420基点的利差，但日本房地产投资信托基金按其他地区市场标准来看仍是昂贵。同时，新资产的价格上涨意味着他们发现更难在提供增值收益的水平上进行购买。虽然日本房地产投资信托基金的收购仍占东京交易量的60%左右（这也是外国投资者很难在此购买核心资产的主要原因），受访者称2017年的收购活动减少，而政府要求增加透明度的规定减少了上市申请者的数量。

澳大利亚

随着利率和债券收益率将上升以及澳大利亚银行开始收紧贷款要求，澳大利亚房地产投资信托的股价在2017年上半年达到高点后蹒跚而行；而跟同期股市平和的整体表现相比，澳大利亚的ASX 200澳大利亚房地产投资信托指数在10月底下跌约4%。同时，收益率约为6%。由于美国电子零售商亚马逊即将登陆澳大利亚市场，激起的负面情绪导致零售房地产投资信托基金表现垫底。出于同样的原因，物流房地产投资信托基金则表现优异。

在商业地产持续租金全线上涨的前景刺激下，澳大利亚房地产投资信托的股票得到一定程度的支撑；负债率上升是一个迫在眉睫的问题，接近或超过40%杠杆阈值的情况如今越来越多。

就是说，近期澳大利亚房地产投资信托资产的资产销售一直强劲，售价常超过账面价值，这表明澳大利亚房地产投资信托的估计可能偏保守。此外，澳大利亚房地产投资信托目前交易高于其对当地主权债券的历史利差，这表明利息和债券利率的上升在无需调整资本化率的情况下，在一定程度上可在该利差之内吸收掉。最后，一些澳大利亚房地产投资信托已在2017年成功募集股本，作为收购资金。这预示着，随着房地产作为防御类资产而持续享有吸引力，资金筹集预计将继续一路前行。

新加坡

在2017年的前九个月，来自新加坡的新加坡房地产投资信托指数总回报率达21.4%（收益率平均为6.4%），对于国内房地产已多年低迷的市场而言，已是丰厚回报。

不过，随着新加坡市场的饱和，投机活动一直在进一步整合房地产投资信托基金板块，因为较弱的新加坡房地产投资信托基金已被大机构或财力雄厚的企业对手所吞并。随着跨越多个资产类别的管道出现大量新的供应（尤其是零售），尽管最近写字楼租金坚挺，房地产投资信托基金遇到的困难仍可能继续。

同时，许多新加坡房地产投资信托基金继续在海外寻找和采购新资产。澳大利亚仍然是最受青睐的落脚地，虽然澳大利亚市场缺乏已建成资产，且既有资产定价过高，使得外国投资者交易在2017年有所下降。韩国以其“尚未深入证券化的活跃物流市场”而闻名于世。

同时，中国仍有其追随者，但对于操作难度的顾虑一直在增加。正如一位新加坡房地产投资信托基金经理所称：“从波动性到监管风险的一切。他们进行了一系列改变，并迅速发展，但你的整个模式不再被考虑。私募基金采用短期观点，他们可以进出，可以解决某些问题。但我们是长期奋战，你会经常发现自己受制于额外税收或其他潜在问题，而这些问题被加以调整以符合他们自己的目标。”

新的房地产投资信托基金市场

在亚洲区域中已筹划数年的各种房地产投资信托基金框架，在2017年更加接近实现，但症结仍然是税收豁免这个关键问题。

菲律宾便是一个这样的市场。投资者曾希望最近的新政府能实施必要的改革，但政府官员似乎不确定减税是否对国内经济足够有益。

中国是免税问题尚未解决的另一个市场。不过，似乎有迹象表明进展，传言称政府正考虑发布一个基于出租房地产的房地产信托基金的新规章，该基金将在 2017 年底之前出售给国内公开市场的零售投资者。其他人仍持怀疑态度，并指出中国房地产超低收益的问题，因为失控上涨的资产价值远超租金上涨。

因此，**印度**仍然是真正的亮点。尽管印度令人窒息的官僚作风将有效扼杀任何尽早引进该国第一个房地产投资信托基金的机会，现在看来，印度首个房地产投资信托基金确实有望在 2018 第一季度末前上市。

因此，印度房地产投资信托基金剩下的问题似乎不再是一个监管僵局，而是如何为房地产资产定价，使价格水平能吸引发起人和房地产投资信托基金股东。正如一位基金经理所言：“日本、澳大利亚和新加坡的房地产投资信托基金在交易时所用的收益率约比 10 年期政府债券高 370 至 450 个基点。印度的十年期政府债券现在大约在 6.6-6.7% 之间，因此，房地产投资信托基金的交易收益率至少大致应达到其上 300 到 400 个基点。但从开发商、发行人或赞助商的角度来看，问题是：‘既然我能在市场上把资产卖个好价钱，为什么我还得通过房地产投资信托基金才能获得这样的回报呢？’当然，有增长的前景，但问题就变成了你在哪里划清界限？”

另一方面，印度对零售水平上的合法制度化投资机会有很高需求，并可能说服投资者支付更高水平的房地产投资信托基金股票。一位当地顾问说：“目前印度股市正处于历史新高，每一次首次公开发行新股都被数倍超额认购。因此，我认为从金融市场的角度来看，印度市场愿意付出合理的价格。印度国内的情况也非常带劲——来自印度中产阶级的大量资金正流入股市。因此，由于房地产直接投资目前在住宅方面非常明显，而且在没有优质投资替代品的情况下，我认为人们很可能考虑通过房地产投资信托基金的方式投资到写字楼，这是一个可行的选择，即使按行业标准来看代价昂贵。”

值得关注的市场与领域

“从就业市场的角度而言，这也是核心投资者的长期价值所在，问题在于**我们能够**在哪些方面驱动需求？在哪里实现租金的上涨？时至今日，要做到这些非常困难。”

根据对本年度的《亚太区房地产市场新兴趋势[®]》报告调查结果显示不同类型的投资者对同一问题的看法不一致，对某些问题方面的看法是非常不同的，因为不同类型的投资者采用截然不同的投资策略。

最为明显的是，采用增长驱动或收益驱动方式的投资者之间的差异越来越大：一方面，日益激烈的市场竞争让投资收益几近历史最低点，所以有些投资者希望能够从中获得最大的收益；另一方面，一些投资者——通常是实力较雄厚的投资者，正在

避免收益近乎为零的主权债券，并寻求稳定的长期收益，这样的收益率对于采用更为传统的投资策略的投资者来讲，似乎稍低了一些。

与此同时，其他一些投资者仍然会关注发展中市场（如印度和越南），希望能够从其长期的经济增长中获得回报。正如一位基金经理所述：“我们需要把眼光放得长远一些，考虑未来10到20年的情况，借势这一人口周期，抓住零售消费、办公需求、信息化需求以及还未出现的国内需求。所以谈论资本增

图表3-1 2018年城市投资前景排名

	普遍差	一般	普遍良好
1 悉尼			5.97
2 墨尔本			5.96
3 新加坡			5.67
4 上海			5.66
5 胡志明市			5.66
6 深圳			5.41
7 东京			5.33
8 广州			5.28
9 奥克兰			5.23
10 大阪			5.12
11 北京			5.10
12 孟买			5.04
13 香港			5.04
14 雅加达			5.01
15 班加罗尔			4.96
16 曼谷			4.90
17 中国二线城市			4.83
18 马尼拉			4.79
19 首尔			4.78
20 新德里			4.75
21 吉隆坡			4.52
22 台北			4.45

资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表3-2 2018年城市开发前景排名

	普遍差	一般	普遍良好
1 悉尼			5.81
2 胡志明市			5.76
3 墨尔本			5.68
4 上海			5.48
5 深圳			5.47
6 新加坡			5.42
7 奥克兰			5.33
8 孟买			5.20
9 班加罗尔			5.19
10 广州			5.19
11 中国二线城市			5.18
12 雅加达			5.17
13 东京			5.16
14 香港			5.01
15 大阪			4.99
16 曼谷			4.99
17 北京			4.94
18 新德里			4.92
19 马尼拉			4.89
20 台北			4.83
21 吉隆坡			4.77
22 首尔			4.75

资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

值，希望获得较高收益，进行压缩。而且还渴望长期收益，并希望能得到每年4%-5% 租赁收益增长。”

澳大利亚市场能够同时满足其中两个要求——其门户城市不仅具有稳定的投资环境，并且当前收益率相对较高，未来租金预计会有强劲的增长——非常符合许多亚洲投资者的要求，并且可以解释悉尼和墨尔本在本年度排名中的强劲表现。

从《新兴趋势》调查中所了解的其他主要趋势包括：

- **东京呈现出更为强劲的趋势。**纵使东京曾是表现最佳的地区，但因为租金增长的前景不容乐观，导致去年它的排名有所下滑。尽管人们仍然会关心租金增长的问题，但是日本仍然是收

益型投资者追逐的热点区域，因为日本目前的投资收益率和该国超低的主权债券价格之间存在利差。

- **新加坡之所以能够复苏**，主要是因为投资者认为新加坡市场已经从过去几年的低迷期中触底反弹了。

各种资产的领先买入 / 持有 / 卖出评级如下：

- 写字楼——胡志明市购入，台北卖出。
- 住宅——胡志明市购入，首尔卖出。
- 零售——胡志明市购入，台北卖出。
- 工业 / 物流设施——深圳购入，台北卖出。

最佳投资城市

悉尼（投资前景排名第一、开发前景排名第一）。多年以来，悉尼在诸多方面

一直都有吸引力，而且还拥有成熟的经济，它是亚太区少数几个主要目的地之一，能够将核心资产的深度市场和流动性市场与高于平均水平的收益率结合起来（对于优质写字楼而言收益率在5%或以下）。

然而，根据世邦魏理仕（CBRE）的数据，悉尼仍然颇具吸引力，能够提供强劲的租金增长势头，而且预计未来三年内写字楼资产的有效净增长率将达到每年5%。不出所料，根据仲量联行（JLL）的数据，悉尼依然受到国际投资者的青睐，2017年上半年，这些国际投资者的交易量约占总交易量的三分之一。

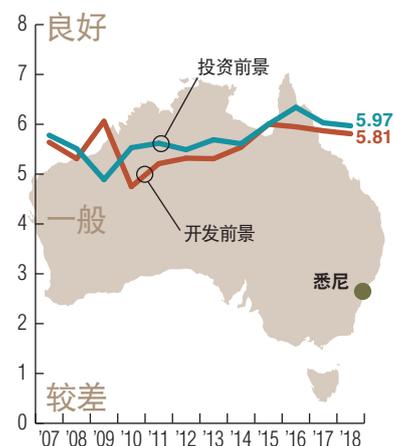
然而，实际上，在悉尼投资的问题是能否找到核心产品去购买。根据RCA的统计，写字楼交易在2017年上半年同比下降了37%左右，部分原因是许多最好的资产已经售出，另一部分原因是业主缺乏出售资产的动力。即便如此，受访者还谈到了一些基金为了取得利润会需要出售一部分资产，因此下半年的交易就有可能增长。

图表3-3 历史投资前景排名

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
悉尼	1	9	2	4	5	4	3	6	6	14	15	16
墨尔本	2	16	3	5	13	10	7	9	9	11	17	6
新加坡	3	21	11	9	7	3	1	1	5	2	2	4
上海	4	6	9	6	2	2	2	2	1	5	1	2
胡志明市	5	4	5	13	19	18	10	11	13	13	8	12
深圳	6	5	18	19	10	16	—	—	—	—	—	—
东京	7	12	1	1	1	13	16	12	7	1	3	3
广州	8	10	20	20	6	15	6	8	12	16	9	7
奥克兰	9	14	10	15	17	17	20	18	16	17	14	—
大阪	10	15	4	3	9	22	21	19	18	15	4	1
北京	11	11	14	10	8	7	5	7	3	12	6	9
孟买	12	2	13	11	22	20	15	3	8	7	10	17
香港	13	18	15	21	18	11	13	4	2	3	5	11
雅加达	14	7	6	2	3	1	11	14	17	20	20	19
班加罗尔	15	1	12	17	20	19	9	10	14	4	12	10
曼谷	16	8	19	16	11	6	14	17	19	18	18	8
中国二线城市	17	20	22	22	12	8	—	—	—	—	—	—
马尼拉	18	3	8	8	4	12	18	20	20	19	19	18
首尔	19	17	7	7	15	14	19	16	4	6	7	13
新德里	20	13	16	14	21	21	12	5	10	9	13	14
吉隆坡	21	19	21	12	14	5	17	15	15	10	11	15
台北	22	22	17	18	16	9	8	13	11	8	16	5

资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

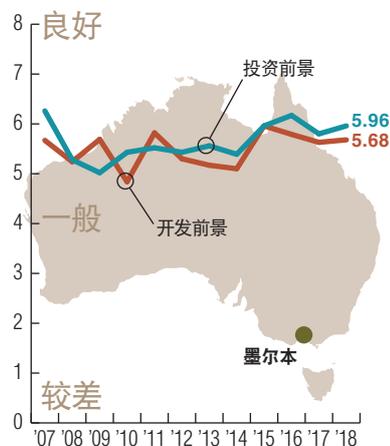
备注：— = 无数据



由于收益稳定的资产一处难求，所以投资者采取了很多策略。开发并持有核心资产或远期资金仍然是首选的方式，而许多现有的业主（通常是国内基金）也选择重新开发他们投资组合中的老旧物业，而不是试图买入。因此，悉尼在开发前景排名中，同样位居第一。同时，中国开发商启动了大量的项目，旨在将市中心的乙级写字楼改建为优质住宅。但由于受到中国国内资本管制的影响，其中一些开发商的现金流出现了问题，一些受访者表示有可能提供过桥融资来推进这些项目。

悉尼的许多投资者（包括外国投资者），现在更倾向于投资偏远地区。据一位经理透露，“要获得高质量的房地产是非常难的，因为这些地产被持有得非常稳定，所以要么需要支付刷新纪录的上限价格，或进入二级市场帕拉玛塔（Parramatta）或北莱德（North Ryde），因为相对于CBD而言，这些二级市场仍然具有诱人的收益率差价。”当前，得益于新建交通基础设施，这些边远地区受到越来越多的青睐。

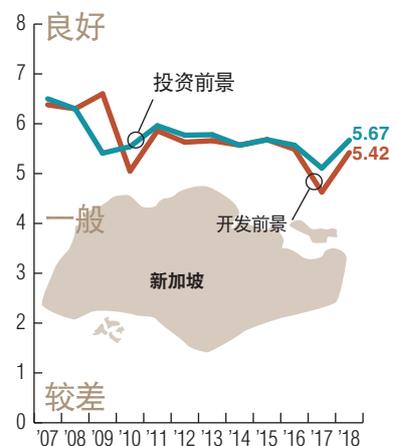
墨尔本（投资前景排名第二，开发前景排名第三）。作为投资目的地，墨尔本具有和悉尼一样的吸引力——成熟的市场、高质量的核心资产以及用亚洲标准衡量相对良好的收益率。仲量联行（JLL）还表示，就业市场将会保持强劲的趋势，是因为需求旺盛而新的供应量较少，预计，未来三年内每年净有效租金增长率为5.5%左右。由于国内外买家对优质写字楼有强劲的需求，所以导致供应紧张，预计未来几年内，优质写字楼的收益率将会进一步压缩至5%左右。



然而，和悉尼一样，由于缺少可供出售的存货，投资者在进行市场投资时就遇到了问题。世邦魏理仕的数据显示，写字楼交易在2016年就已经有所下滑，2017年上半年进一步下滑至3.15亿澳元左右，约为去年上半年的一半。如果强劲需求仍然持续，预计收益率将会从现在的5%左右进一步压缩。

尽管政府采取了抑制措施，但墨尔本的住宅价格继续上涨（2017年前三季度同比上涨12.1%），主要是受到人口快速增长以及国际买家（特别是中国买家）投资活动的驱动。尽管中国政府对资本输出实行更严格的规定后，现在的购买力已经下降，但亚洲开发商在住宅用地方面的巨额投资，也为未来价格上涨带来了额外的压力。新住宅的入市将对市场造成冲击，再加上抵押贷款的限制更加严格，导致销售放缓，市场可能已达到峰值的预期正在蔓延。

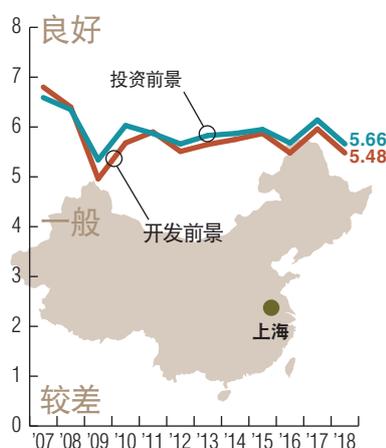
新加坡（投资前景排名第三，开发前景排名第六）。在经历经济低迷以及供应过剩导致租金下滑的两年之后，新加坡写字楼市场将触底的预期则使其排名一路飙升，从去年的倒数第二跃升至今年



的正数第三名。办公楼租赁情况可能早于预期时间出现好转。而2017年9月完成的该地区最大的写字楼交易，则刺激了当地市场，也为资产估值奠定了基础。今年几宗重要的办公楼交易的发生就是在活跃的外资参与下完成的。

然而，还有一些人认为抄底这件事现在谈还为时过早。一位活跃于该市场的基金经理称：“新加坡仍然处于困境之中。他们的商业信心不足，虽然供应不少，但大规模扩张却很少。引进外国劳动力并非易事，实则富有挑战性，因为政府对当地舆论回应，要保护本土劳工利益，同时，很多欧洲银行缩减规模，所以对空间的需求就更少了。我不想太消极，但是我们尚未发现感兴趣的大宗交易。”

住宅板块也呈现抄底态势，交易量上升，四年来价格第一次有了轻微上涨。在活跃的市场情绪推动下，尽管供应紧张，但开发商的楼盘销售出现了较大的增幅，同时开发商也在增加土地储备。鉴于消费需求被压抑多年，此次反弹似乎将持续下去。在购买土地方面，中国开发商尤为活跃，2017年，开发商大力推高了住宅用地的土地拍卖价格。



上海 (投资前景排名第四, 开发前景排名第四)。今年上海的表现优于预期水平, 交易量增长。一部分原因在于政府的管控制裁限制了国内买家的资本输出, 因此国内买家的对内投资需求激增; 另一部分原因在于外资核心基金迫切需要部署新注入的资金。因此, 正如一位投资者所说的那样, “出价人都疯了, 给出的价格高得离谱”, 在某些情况下, 收益率下降到4%以下。

对于一个发展中的市场来说, 这种异乎寻常的压力是难以承受的。但已然成为中国商业中心的上海可能已经超越了这种压力, 并且上海注定会成为全球主要金融中心之一, 而且宜早不宜迟。在上海, 投资者常打的一副牌就是提高租金/资产增值, 他们往往会无视传统观点, 而且由于对办公空间的需求不断增长, 即使大量新盘入市, 这些投资者似乎仍会故技重施。

现在, 外国核心投资者锁定中国市场的另一个原因是: 他们知道, 开发并持有核心资产的战略总会找到现成的买家——中国保险公司或其他机构, 这些买家乐意为优质产品支付高昂的价格。

与去年的情况一样, 由于黄金地段缺乏可用地段, 这将越来越多的投资活动推入中央商务区外围或远离城市的地区。同时, 机会投资者或增值投资者的投资活动也在下降, 因为投资者很难找到不同于市场上已有产品的产品。

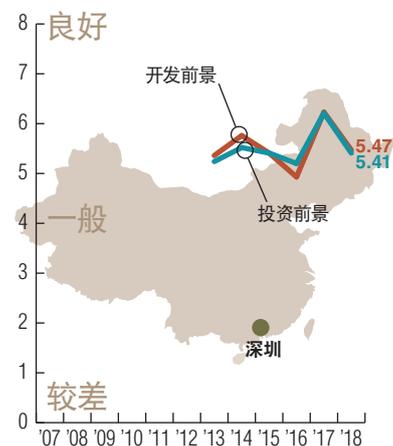
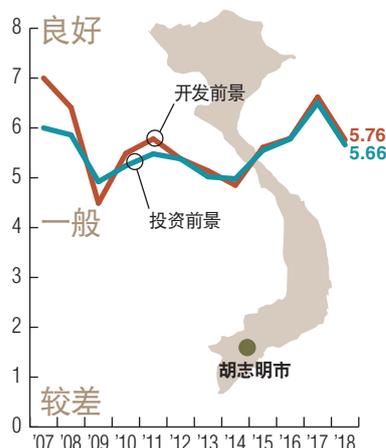
胡志明市 (投资前景排名第五, 开发前景排名第二)。人们认为越南经济轨道与早期中国经济的发展轨道相似, 本区域很多大型开发商以及越来越多的私募基金股权资金纷纷下注越南, 希望越南的房地产价格走势能复制中国大陆的走势。官僚主义始终是个问题, 但各种政策限制都有所放松, 与其他东南亚发展中经济体相比, 今天的越南似乎可以提供更加优质的市场准入。韩国和日本的投资者对其钟爱有加。

大多数投资者都关注住宅板块。过去三年来, 住宅销售以及定价一直很强劲, 但在波动的市场中, 有迹象表明本周期可能会达到峰值。正如胡志明市的一位投资者所言: “土地成本已显著上升, 从投资收益的角度来看, 这已经不是一个有利可图的投资了。当你看到开发商

们如何运用公寓购买者们所交的首付购买更多的土地, 而不是投入他们自己的项目, 你可以看到系统里存在压力, 如果销售放缓, 那么市场这列火车就要停滞不前了。”

考虑到可投资资产的数量较少, 那些侧重于商业地产的投资者主要关注市场的发展, 通常与当地开发商合作建立合资企业, 当地开发商也乐此不疲, 因为他们可以从合作伙伴那里获取优质的国外资本以及技术经验。但是, 已建成的房产是确实确实存在的。大部分国内开发商建造的房产, 都有机会进行购买或修复。据一位投资者称: “在标准及设计方面存在一些问题, 你必须做下整理, 因此这可能是一个增值的游戏。我们刚刚以7%到8%的收益率购买了一座办公大楼, 另外还以不到9%的收益率购入一座综合体大楼的底商部分。”考虑到国内开发商的负债水平普遍偏高, 因此还可以提供债务融资。

深圳 (投资前景排名第六, 开发前景排名第五)。目前深圳写字楼的收益率处于中国最低水平, 大约为3.5%左右, 比中国主权债券收益率还要低, 与中国其



他城市比，尤其考虑到新增供应量非常大，深圳的相对价值较低。近年来，深圳经历了全国最高的资产增值。

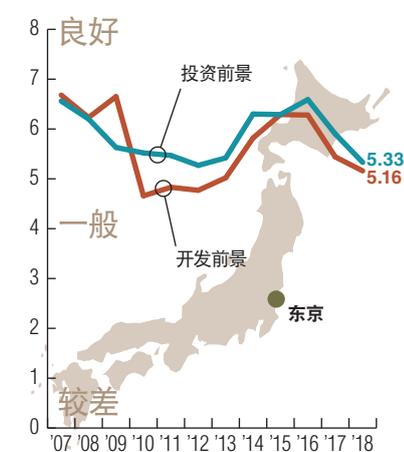
“粤港澳大湾区”（GBA）计划是房地产投资者长期看好深圳的原因之一，该计划是政府出资支持的项目，旨在打造珠江三角洲 11 座大都市组成的综合城市群，尤其是深圳、香港及澳门三大核心城市。虽然 GBA 这种政府干预的经济发展理念受到质疑，但毫无疑问，GBA 已成为大量新物业开发的催化剂，尤其加速了深圳占地面积为 2600 万平方米的前海自贸区的开发。

其他新的需求来自于各种当地城市再生项目。随着深圳罗湖、福田等传统核心区的崛起，人们将目光转向了传统核心区附近的前工业区，加快了深圳诸多轻工制造业向中国其他地方或东南亚逐步搬迁的进程。

2016 年，深圳的住宅市场在中国是最火的，但 2017 年开始持续放缓，主要是由于地方政府政策（复制中国其他地方的政策）要求下调新开发项目的价格。然而，对新房的需求仍然强劲，所以人们将注意力转向邻近的乡镇地区。乡镇地区又成为开发需求的新来源。

东京（投资前景排名第七，开发前景排名第十三）。过去五年来，东京的租金及资产价格的迅速上涨，加上首相安倍晋三（Shinzo Abe）于 2013 年引入的量化宽松计划，吸引了大量投资者。但由于日本已失去资产价格上涨的动力，所以近期依托租金增长的投资已经消退。

因此，今年东京排名上升，与迫切寻求



收益的新型投资者有很大关系，投资者寄希望于房地产收益与日本主权债券收益之间的较大利差，目前日本主权债券收益近乎为零。人们认为，利差虽小，但是一种安全稳定的方式，要比直接投资主权债券更好。正如一位基金经理所述：“即使投资回报率低得令人瞠目结舌，但人们仍可获得 200 到 300 基点的与政府债券收益率的利差。”

由于写字楼租金价格停滞不前，以及即将出现的新增供应问题，目前许多外国投资者打算转而投资住宅市场，投资者认为住宅资产是更安全的选择。因此，一位投资者表示，由于对现有资产的竞争加剧，在有些案例中住宅资产的收益率迅速降至 3% 以下。

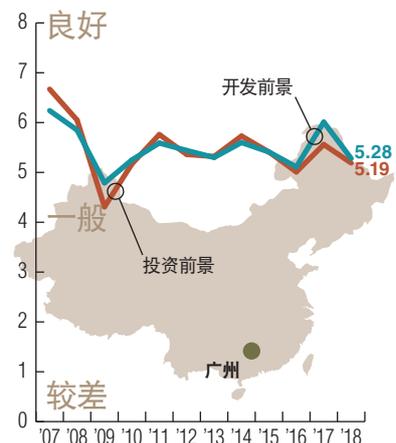
由于建筑成本高，而且当地开发商主导着市场，所以东京并非那些期望参与项目开发的外国投资者的理想之选。这也说明了为什么东京在开发前景排名中靠后。然而，时代在变。据一位本地基金经理说：“开发项目的经济帐也算得过来了，特别是对住宅市场而言，我们对它很感兴趣，并且正在积极寻找开发项目，因为你可以在租金较高的区域开发

住宅。但问题在于很难找到可用的土地，部分原因是市场没有压力出售，当然也是因为过去几年大量可用土地已经开发殆尽。所以我们现在购买的只是小型和中型开发商开发的楼盘。”

广州（投资前景排名第八，开发前景排名第十）。由于广州的写字楼租金差不多是北京和上海的一半，所以该城市（相对来说）还是比北部的同处一线的城市“穷”一些。尽管如此，经济的稳定增长意味着对甲级地产的需求依然强劲。所以虽然空置率很高（大约在 10%）且未来还会有更多新增供应入市，在主要次级市场新建的楼盘相对较少，这意味着目前市场上缺乏高质量的楼盘。

因此优质项目的租金增长仍然保持着强劲势头，2017 年上半年同比增长率为 6.1%。预计之后增长势头依然强劲。2017 年上半年的投资活动仍持续走高，但这仅代表了一部分主要交易，而市场基础没有发生大的变动。

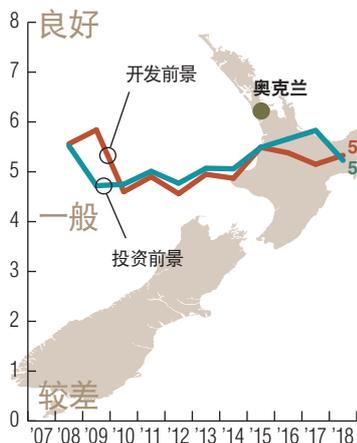
同时，由于政府计划将住宅和商业地产向部分卫星区县进行扩张，郊区的投资活动也在增长。这让国外开发商有机会参与建设这些区域的商业园区和住宅社



区，并通过铁路和公路将它们连接到广州和该区域的其他城市。中新广州知识城是一座在未开发土地上建立的新城，按照总体规划可以容纳 50 万居民。因为其规模较大，这种类型的项目需要大型投资者/开发商的协同合作。在中国其他主要城市，这类项目也成为了一个主题。

奥克兰（投资前景排名第九，开发前景排名第七）。除了规模大以外，新西兰在投资吸引力上与澳大利亚有很多相似之处。虽然奥克兰以前是一个相对落后的地区，但是近几年来已经快速走出了阴影，因为投资者们都会追求更高的利润回报。

根据仲量联行（JLL）的统计，虽然写字楼的收益率有所降低，但以亚洲标准来看 6.1% 的收益率还是很可观的。因为高质量的楼盘较少，写字楼的空置率仍会很低（顶级写字楼的空置率低于 1%）。其结果是，国际资本（大部分来自新加坡和中国）开始转向奥克兰以期开发新的空间，现在这些资本已登陆奥克兰。大部分空间都已经被提前租赁，说明需求量还是很高的。这些空间要求更高的

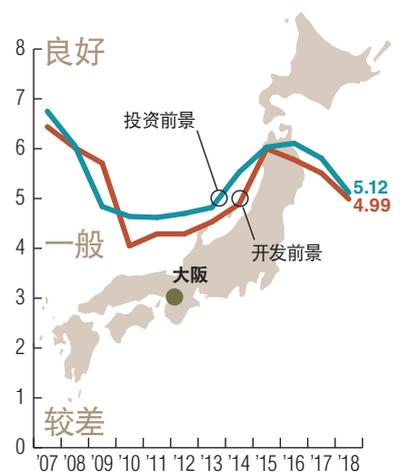


租金，这意味着租金在持续走高，在租户近期搬出的大楼中，不断上升的空置率为增值型投资者创造了新兴市场。但是，市场需要时间去消化新的供应。据一位本地中介说：“随着供应的提升，业主更关注的是如何提高入住率以及确保融资而不是租金的增长。”

新西兰本地的规划法堪称建设新购物中心的绊脚石，但为零售物业板块带来了良好的前景。随着入境游客数量的持续走高，尤其是有很多中国游客前来观光，酒店也成为了“热门的次级板块”。

新西兰的住宅价格涨幅明显，尽管政府为了阻止投机行为而制定了新的税法，但是住房成本仍在走高。高额房价已使国民无法承担，这个问题日益尖锐。政府似乎要采取类似澳大利亚的法律，即限制外国购买者进入市场。同时也创造了建造低价房产的机会，尤其是低层公寓。但是即使这样，高额的土地价格依然蚕食着开发商的利润，使得这一努力也变得复杂化了。

大阪（投资前景排名第十，开发前景排名第十五）。2017 年，为了获得更高回报同时避开东京的激烈竞争，投资者们开始快速增加对日本各道府县城市的投资。大阪开始得到投资者的青睐，接着是横滨、福冈和名古屋。在很多方面，大阪是亚洲核心投资者前往二级市场投资的典型代表。一位东京的投资者说：“必须要记住的一件事情是日本已经转变为服务型经济，相对于东京，大阪的生活成本较低，总的运营成本更低，如果你看到了这一点，大阪就是一个开展服务型业务的理想之地，因为你不用支付高额的工资。”



根据 RCA 的统计，虽然在 2017 年上半年东京的商业地产投资有所回落，因为更多资金流向日本其他地区的资产，相比去年，日本的投资额反而增长了 14%。买家现在还包国内的房地产投资信托（REIT），之前它们不会去东京以外的地区投资。

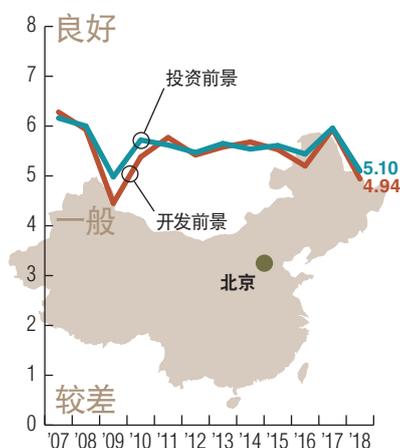
传统上，道府县城市的投资回报率要比在首都高出 100 到 200 个基点。收益已被大幅度压缩，在很多情况下已经低于这个回报区间，大阪写字楼交易回报率仅为 3.6%。但是仲量联行（JLL）的数据显示，2017 年上半年，资产价值已经同比上涨了 18.4%，租金上涨了 7.1%。一部分原因是空置率的快速走低，但是事实上这个行业的快钱已经一去不复返了。同时，投资者（尤其是外国投资者）对写字楼需求的持续走低意味着这部分的投资水平已经趋于稳定。虽然有些投资者开始转向住宅资产，但是住宅市场的回报率也在压缩，这也使得有些投资者开始质问大阪住宅地产相对于同等东京房产的相对价值。

北京（投资前景排名第十一，开发前景排名第十七）。尽管在过去的两年中新

建写字楼数量稳定，这依然满足不了北京对新空间的渴望，一部分原因是国内公司继续在首都设立总部。这意味着相比上海，北京的资产交易要少得多。一位基金经理称：“市场对自用空间的吸收率很高，尤其是在金融和技术领域，所以要在市场上找到高质量的房产很难——所以这些空间的投资回报率已低于4%。”

同时，这也意味着基本面仍然坚挺。空置率很低（大约为6%），租金只是稍有回落，目前的租金水平在全亚洲仍排名第二，仅次于香港。非CBD地区的新增供应（包括将更多政府和私人办公室移至卫星城镇的长期计划）从某种程度上会减轻市区的需求压力，但是在最受欢迎的CBD和金融街区，空间依然有限，那里的租金和价值只会增长，不会走低。

北京大量老旧和定位错误的地产为增值/用途转换提供了空间，许多业主和投资者开始寻找适当的零售或酒店资产，将其转变为写字楼，目标是让租金上涨30—40%。

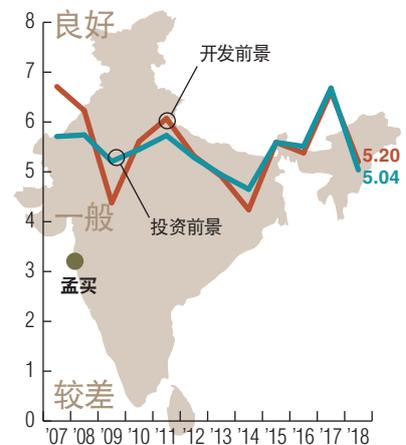


政府为首都新地块的拍卖制定了苛刻的条件，包括限制竣工房产的销售价格，这意味着开发商在购买住宅用地时，未来开发利润极少（或者说，有些情况下，根本不存在利润空间）。结果是，土地拍卖价格和土地出让价格暴跌，有几处地块的销售价格仍然很高，购买地块的开发商将不可避免地出现亏损。

孟买（投资前景排名第十二，开发前景排名第八）。在印度的所有大型城市中，孟买是拥有IT公司最少的城市。这意味着孟买从某种程度上丧失了了在班加罗尔等城市很普遍的通过业务外包走向繁荣的机会。与此同时，孟买还是印度的金融中心，它从印度的资本市场中近期的强劲走势中获益。此外在联合办公、制造业和服务公司需求的驱使下，吸纳能力也在走高。

虽然下降比较平稳，孟买的写字楼空置率（大约为17%）还是持续走高，新建写字楼的供应总量达到了现有写字楼的40%，届时基本面会比较糟糕。但是，事实上，孟买的甲级写字楼存量一直偏低，这也意味着新入市的写字楼会很快被吸纳，这些房产的租金增长也会保持强劲增长态势。一位活跃于印度市场的基金经理称：“从长期来看，印度的供需将持续井喷——这是一个供应量比存量更多的市场。”

持续吸引国外投资兴趣的另一个领域是零售业。虽然孟买普遍缺少好的零售空间，这也形成了一种需求，考虑到大都市的规模，位置的问题也变得尤其重要。一位基金经理称：“现今，孟买有五个较好的商场，但从城市外围到市中心要

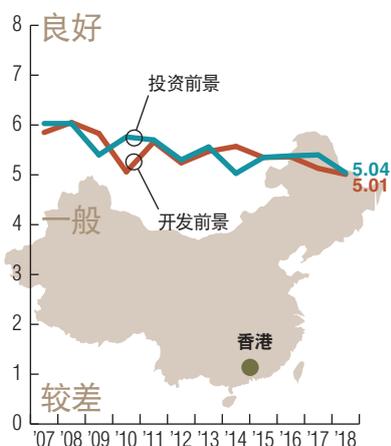


花费2个小时，这意味着许多人可能不会去市中心。所以，如果你将商场开在错误的地点，显然是不会有生意的。这也让人们想到在某个时间发展电子商务，因为交通问题，人们要去商场购物非常很困难。这就意味着物流业——尤其是印度当前正在实行税收改革——会变得更具有吸引力。”

香港（投资前景排名第十三，开发前景排名第十四）。今年的调查中香港排名较低，再次证明由于高价和流动性相对不足，造成了投资机会的减少，而不是担心即将到来的经济低迷使然。事实上，今年香港的排名比去年靠前的几位，反映出一系列因素的影响。

第一，总的投资活动更为活跃。虽然香港一直都是一个很少有核心资产交易的市场，但是2017年上半年的多宗大交易使其成为亚洲最大的投资目的地。此外，2017年香港还进行了一些大宗土地交易，许多参与其中的中国大陆开发商希望借此摆脱国内市场的低利润交易。

在经历了几年的下降之后，零售地产似



乎已经触底。正如一位当地基金经理所述：“香港的奢侈品零售地产存在一个周期性变动，非常有趣。在过去的几年中奢侈品零售地产被彻底击败，房租下降了40%甚至更多——这种态势似乎会有所变化，因为现在奢侈品销售数字呈上升趋势。”

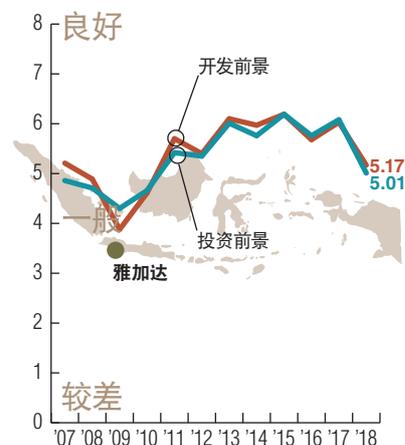
另一个有趣的现象是境外核心基金经理对寻找增值投资的兴趣持续走高，因为在该地区更活跃的核心市场几乎没有机会了。香港为这种交易提供了机会，因为这里的甲级和乙级写字楼之间的房租差额比其他市场要大得多。导致的结果是，境外和本地投资者都在寻求潜在的有利于重新定位的交易，他们通常会考虑联合办公或共享公寓。

最后，东九龙地区的二级CBD地区的交易活动有所回升。除近期在该地区进行的几个大型写字楼交易外，政府最近对重启一项暂停计划表示出兴趣，意在鼓励将老旧工业建筑改建为写字楼或住宅。如果这一计划得以实施将重新燃起投资者对再开发的兴趣。

雅加达（投资前景排名第十四，开发前景排名第十二）。

由于对供应的担忧，近几年开发商对雅加达的兴趣暴跌。仲量联行（JLL）提供的数据显示，空置率已经上升到近30%，2017年上半年租金同比下跌11%，延续了从2015年开始的下跌态势。这也说明，市场自己也乐于接受新的供应，靠近交通枢纽的优质建筑总会受到租户的青睐。正如本地一位投资者所说：“某些类型的租户适合某些类型的地区，虽然租金有一定的下调，但其降幅并未达到50%。我想多数开发商必将想办法降低空置率，然后用更长的时间让租金恢复。”从2018年开始供应量预期会减少，这可能会在租金低迷的尽头看到曙光。

在住宅方面，高端市场已经受到重创，即使近期市中心有些新项目（通常是综合体项目）引起了令人意外的热烈响应。据一位本地投资者说，其中一部分原因是受压抑的需求爆发，一部分是因为投资者和消费者正在寻找并购买类型独特的房产。“我认为首先位置是关键，所以任何具备基础设施的地产看起来都不错，尤其是靠近轻轨线的地产。其次是

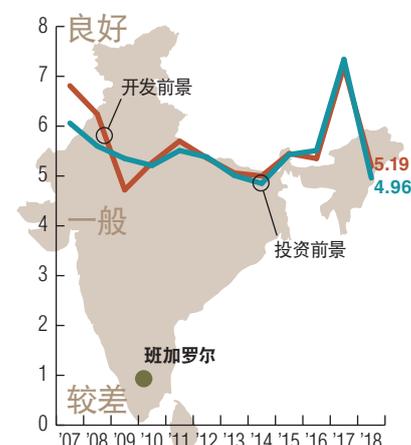


价格，这也意味着更小的面积。所以，你看的是40到50平方米的一室一厅，或者总价在50亿印尼卢比[约37万美元]以下的住房，超过这一总价的住宅则需多付10%的税。”

班加罗尔（投资前景排名第十五，开发前景排名第十六）。

印度迅速崛起为业务流程外包产业中心（BPO）主要是由班加罗尔牵头的，其作为一个IT中心就像磁铁一样吸引着大量的外国公司在当地设立外包服务公司。早期进入这一领域的外国投资者与当地合作伙伴一起商业园区购买了生息资产，并取得了一些重大成功。其中一些资产现已被指定出售，特别是通过印度新兴的房地产投资信托基金，预计将在2018年第一季度首次公开募股。

现今，班加罗尔BPO设施经营者的报告显示，租金每年大约增长8到9%，同时伴随着健康的新租户的需求。不过，班加罗尔的BPO故事可能会渐行渐远——因为自动化和人工智能技术的涌现，对全球后勤和客户服务功能的需求会产生长期的阻力。



一位活跃于印度市场的基金经理称：“IT外包给印度带来的繁荣已经消失，我认为你不会再看到20%的增长，也许你会得到5%到10%的增长，甚至更低。”如今，租客还是那些租客，但是这里的外包工作会有点不同。有更多的云计算，更多的机器人，人工智能，以及诸如此类的工作。与BPO相比，它们需要的空间更少，因为你不可能让5000个软件开发人员进行云计算工作，也许你只需要500个。因此，我认为需求减少了，但同时长期看来需求会变得更加有黏性。”

曼谷（投资前景排名第十六，开发前景排名第十六）。近年来无数次的政变及其它政治危机让外国基金经理们认为泰国是个动荡的市场。不过，尽管存在上述问题，但其经济和房地产市场仍在继续向前，租金和资产价格稳步上升。

鉴于此，在曼谷寻找可购买商业资产的外国投资者遭遇到的更大障碍是缺乏可投资资产存量以及流动性差的市场。资产交易一直由当地开发商和投资者主导。同样的情况也适用于优质的地块，可供交易的新项目相对较少。同时，来

自于日本、新加坡，以及新近进入的中国资金日益增多，它们希望与当地投资者合作参与CBD的写字楼项目。

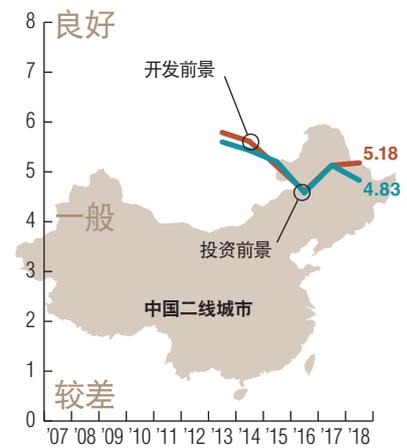
对于国际投资者来说，在泰国最显而易见的选择可能就是旅游地产，越来越多的投资者——尤其是来自于中国的——涌入这一领域。度假村和首都的酒店是投资者最常提到的资产类别。

对于泰国的国际投资者而言，另一个潜在的增长动力来自公寓市场，特别是在曼谷，在过去的几年中销售给外国人的量迅速增长。这为投资者提供了获利空间，外资投资者希望将属于自己的份额分散卖给其国内的买家。2016年，80%左右的销售涉及香港或中国买家。

最后，一位投资者提到泰国是针对富有客户开发退休社区的潜在目的地。

中国的二线城市（投资前景排名第十七位，开发前景排名第十一位）。中国的一线城市往往很少受到过度建设引发的常规问题，因为它们能持续享受快速增长带来的利益，原因是企业和人力都倾向于去最大的城市中心发展。但对小城市而言却并非如此，最近几年，它们中的许多已因严重过剩的住房和商业空间而陷入泥沼。

然而，在过去的两年里，有些二线城市已经可以消化大量的过剩空间。住宅资产要么被折价出售，要么被附近一线城市“溢出”的买家所收购，或由地方政府改为低收入住房项目。过剩的商业地产需要更长时间来解决，但受访者们提

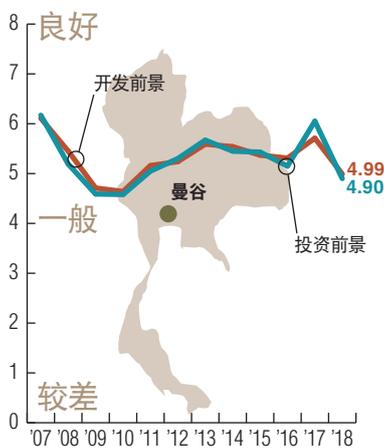


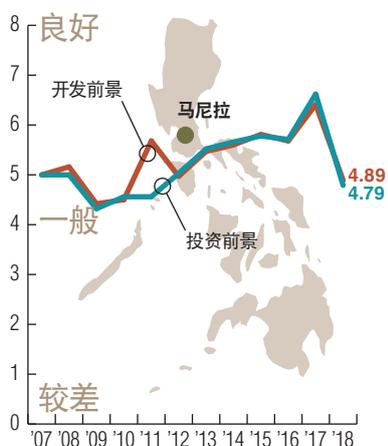
到越来越多的二线和三线城市，特别是长江沿岸的一些城市比如成都、武汉、南京和杭州等地，已经开始探索解决过剩商业地产存量的方法。

随着这些城市的空置率下降，二线城市的排名又开始回升，尤其是在开发前景方面。因为竞争和价格在一线城市高烧不退，现在一些国内和国外投资者逐渐愿意考虑在二线城市进行选择性投资。

此外，随着中国四大城市的租金和薪水不断上涨，在价格较低的地区建立服务设施的范围越来越大。正如一位本地基金经理所言，“一些二线城市已经明显扭转了局面，并在后勤功能和物流中心方面有着光明的前景。”

马尼拉（投资前景排名第十八，开发前景排名第十九）。近年来，菲律宾写字楼的需求受到大获成功的BPO行业所驱动。尽管这一领域的增长放缓，但写字楼基本面仍然非常强劲。据仲量联行（JLL）报道，空置率很低，仅为3%，而2017上半年的租金和资产价值分别比





去年同期增长 5.3% 和 8.6%。与此同时，在城市最受欢迎的地区，土地价格上涨了 25% 至 33%。

一位投资者表示，菲律宾证券交易所即将从马卡蒂搬迁到波尼法西奥，这意味着马尼拉的版图将发生大规模改变。我想这将会是伦敦的金丝雀码头，金融界的人搬出了马卡蒂，那里的存量地产都很旧，而且管理落后，这样更凸显出新建筑的光鲜夺目，只是近来这些新建筑出现了一定的空置。BPO 可能会回填马卡蒂，所以结构性的变化是会发生的。”

在某种程度上，BPO 的增长已经放缓，这种放缓已由海外在线游戏公司的新需求填补。据当地中介 Leechiu 物业咨询公司介绍，现在此类公司是继 BPO 之后马尼拉大都会办公空间的第二大租户。然而，一位投资者质疑这是否是一种可持续的趋势。

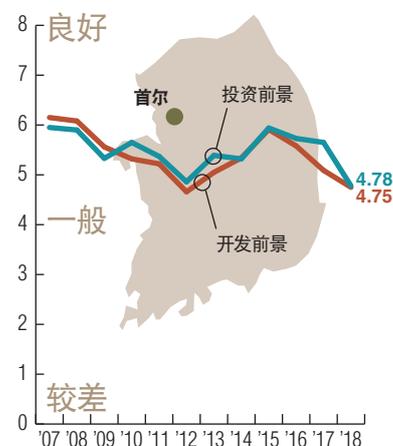
最近海外投资者的情绪一直受到政治争议的影响，包括菲律宾同中国的南海领土主权纠纷，以及与该国南部的武装分子正在进行的武装冲突。然而，似乎有

很多愿意投资马尼拉的机会投资基金，其中有一条注释是马尼拉“绝对需要更多的办公空间”。然而，与此同时，不止一位采访者抱怨寻找好的合作伙伴是多么困难。

一位投资者说，与在印度尼西亚投资相比，这是有利的：“我想他们[也就是当地开发商]一般都希望有一个合作伙伴，他们很乐意给你想要的控制权，并对它进行制度化，我不确定印度尼西亚的大多数团体，打个比方，会这样做。也就是说，这是整个东南亚都存在的一个问题，可能除了越南之外，本地或东南亚地区的集团开发地产所获回报将非常低，因此在风险调整的基础上，这会很有挑战性。我们有菲律宾的大集团，他们很乐意按当地货币 12% 的内部收益率来开发，我们难以接受。”

首尔（投资前景排名第十九，开发前景排名第二十二）。尽管首尔的排名低（可能是由于当前与朝鲜之间的危机），但它仍是这一地区许多核心基金经理关注的对象，主要因为这里交易的收益率略高于亚太区其它的核心市场，如东京和澳大利亚。此外，有效租金收益率（约 4%）和地方主权债券收益率（约 1.8%）之间的利差相当大。

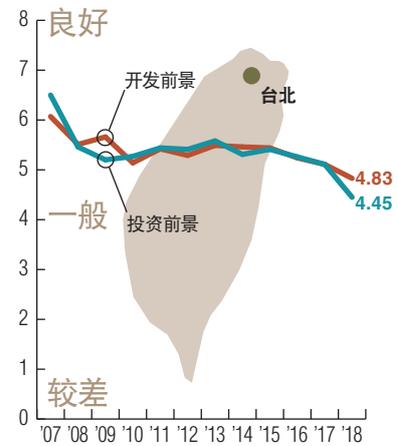
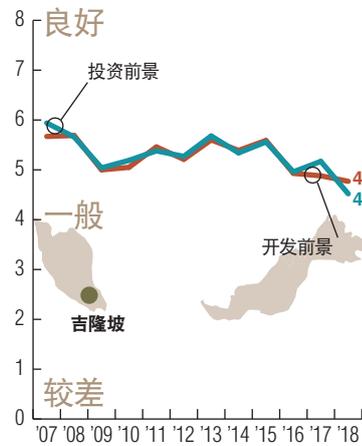
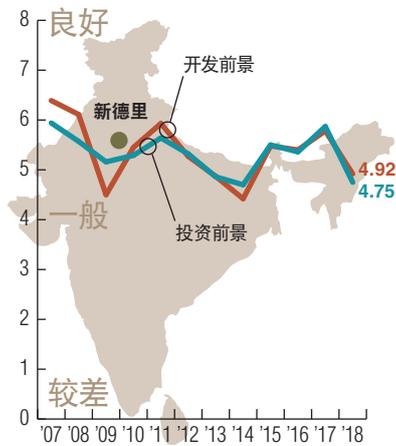
尽管基本面最近疲软，但多数投资者都专注于购买稳定的写字楼资产。增值策略现在越来越流行，这是一个合乎逻辑的举措，因为当地大部分的写字楼都很旧。然而，一些外国投资者似乎愿意冒险——在风险明显更大的市场，有一种令人惊讶的姿态，比如在中国，他们也乐于这样去做。据一位投资者所说，



在韩国开发地产是有利可图的，因为建设筹资方式非常混乱，从而导致存量设计不佳，而且多数都是分层所有权建筑。因此，开发并持有核心资产是有现实意义的选择，因为总体缺乏可用的优质资产。

目前在韩国流行的另一种资产类别是物流，据一位分析师称，“这与 15 年前的日本是一样的。”全球大型运营商在首尔发展缓慢，这意味着现有的基础设施大多是老化和质量低劣的。最近对该行业进行的投资有可能造成供应过剩，但在合适的地点建立合适类型的设施仍有足够的开发空间，特别是韩国的物流资产目前的收益率比写字楼高出 100 到 150 个基点。

新德里（投资前景排名第二，开发前景排名第十八）。与其他主要印度城市相比，新德里对于投资者来说仍然不受欢迎。据一位当地受访者说，这主要是由于对住宅开发的重视程度现在处于下降的趋势。虽然这创造了提供过渡性融资的机会，但并没有很多外国人选择这种方式。



作为一个群体，印度北部的开发商往往是过度杠杆化，他们通常持有大量高端住宅，这类资产供大于求。许多项目受到长期拖延，一些开发商因此名声不佳。用一位当地受访者的话来说：“德里市仍在遭受损失，但这对于那些了解这个故事的人来说也意味着更大的潜能——在（住宅）市场出现转折的时候，德里市将成为第一批看到上涨的城市之一。”

在写字楼领域，德里市错过了南部商业园迅猛增长的机会。据仲量联行（JLL）报道，虽然最近有一些来自 IT 公司的需求，但吸收整体缓慢，使得写字楼的空置率升高至 30%。结果是，德里市在“吸纳方面有点落后，但总的来说，租金一直坚挺。”然而，在孟买，租金较高，而且黄金地段的房地产空置率较低。

吉隆坡（投资前景排名第二十一，开发前景排名第二十一）。去年吉隆坡市场一直停滞不前，供应过剩的问题突出，原因是石油和天然气行业的跨国企业裁员。据仲量联行（JLL）报道，CBD 空置率已经上升到 15% 左右，考虑到入市

项目增加，所以不太可能很快消化。迄今为止，租金一直保持平稳，但许多分析师预计，未来几年租金将下降。

正如一位基金经理所述：“消费者的情绪很低，现在还有点慌乱。任何地方你所看到的一切都是供应过剩。这是一个非常与世隔绝的市场，我在过去的一年里一直在那里打探是否有突破。但没有。如果有些东西还没有租出，你就会担上很大的租赁风险。”

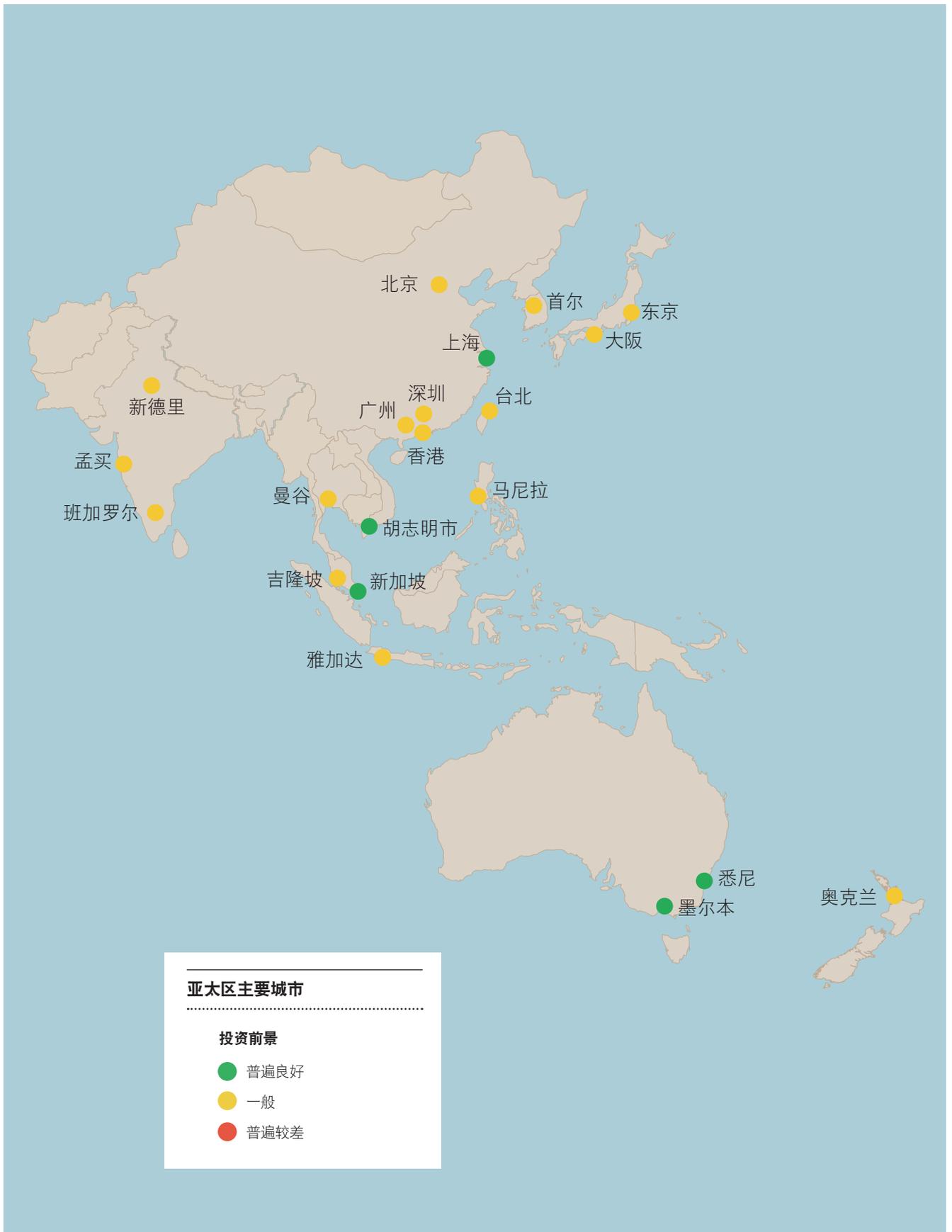
住宅地产也面临着同样的情况，因为未售出单位的数量继续上升，开发商不得不推迟上市。特别是，由于中国政府实施资本管制，中国买家此前的强劲需求已经弱化。这对中国开发商目前正在南部城市新山进行的大型开发项目的影响尤为突出。

台北（投资前景排名第二十二，开发前景排名第二十）。虽然几年前政府修订了法律，迫使台湾现金充裕的保险公司在台湾以外的市场投资，但当地商业地产市场仍然受制于机构所有者，资产交易很少，收益率在亚洲处于低位，约为

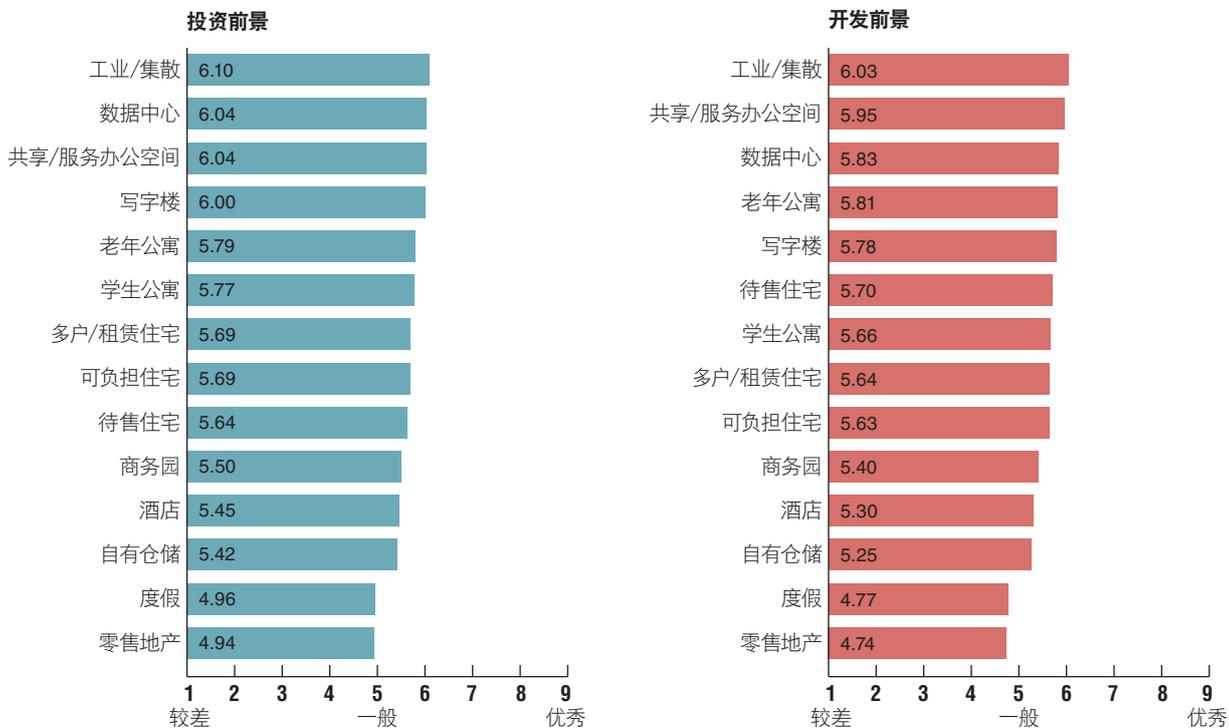
2.4%。2017 上半年的投资行为比 2016 年同一时期降低了 58%，因为买家拒绝接受高昂要价。结果，近期大多数的投资行为皆集中于再开发项目，因为保险公司开始升级老旧存量。

外国投资者的参与度依然最低，不仅仅是因为可供购买的资产很少。即便如此，最近进入商业地产领域的外国投资仍出现了上扬。尤其是 2017 年末敲定了一大宗酒店出售以及售后回租的交易。同时，位于台北火车站和机场捷运站附近的两大综合用途地产项目的开发也有望吸纳外资。

尽管政府提高了房地产交易税，导致住宅价格连续两年下滑，现在也许已经触底，但住宅市场仍然疲软。销售额在增加，价格开始攀升，土地交易也在增加，因为开发者开始增加土地储备。民众的支付能力仍然是一个主要问题。



图表3-4 2018年各种商业地产类型前景



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

最佳物业类型

写字楼

写字楼仍然是大多数投资者的一个选择，尽管在一定程度上，它在今年的表现不算突出，因为许多基金经理推断部分地区的租金增长在减缓，原因有很多。首先，投资回报率的低迷，暗示了资产价值也许已经通顶。第二，同样低迷的投资回报率也就意味着杠杆作用对回报的助推作用已经不大。比如，像中国和香港这样的市场，目前资产收益和借款成本之间的价差是最低的，也就是说，如同某位基金经理所言，“在获得更高回报方面，杠杆没能帮你获得任何利益；你能够从资产中获得的仅是租金的增长。”

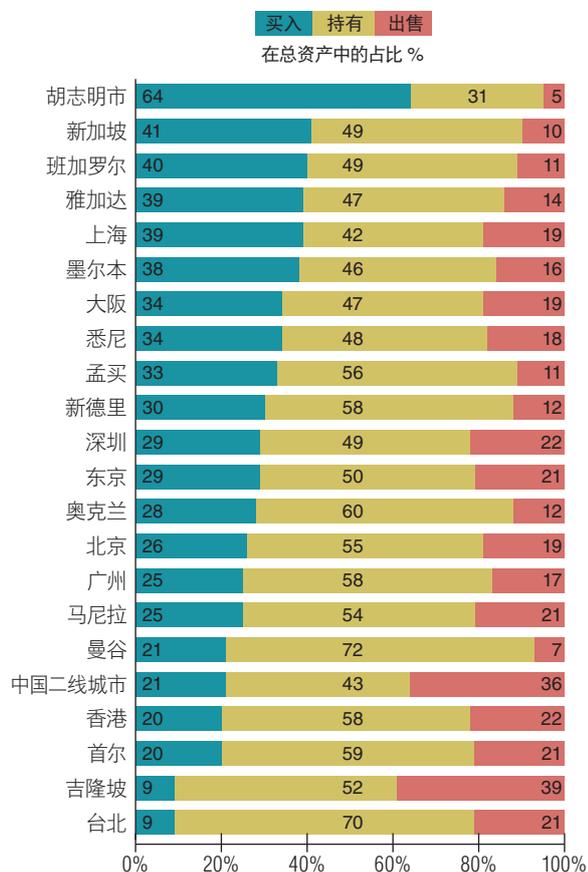
尽管关于租金增长前景的观点非常两极化，许多投资者仍然确信，租金会继续增长，至少在许多市场是这样。东京的租金预计会保持平稳，但是，澳大利亚的租金预测会有强劲的增长。对发展中市场的投资建立在租金稳定增长的前提上。因此，意见趋向于中立。如某位投资者所说：“对于业主来说整体供需状况仍然是有利的；所以，租金增长也许不会像过去七年那样

强劲，但仍然会处于一个以较低速度增长的水平。”

预期的最佳结果：GDP 急速增长，办公空间结构性供给不足，胡志明市现在成为关注点。预测增长是一件事，从中获利却是另外一件事。一个外国投资者提到在胡志明市购买资产，收益率在 7% 到 8%，其持有的观点是对其进行升级，达到增值目的。然而，实际上，越南可供投资的存量严重稀缺，这让开发成为更加实际的选择，尽管这里赚钱不再唾手可得。也就是说，当地开发商仍然愿意与国外资本合作，外国投资者仍然可以向越南开发商提供贷款，因为本地开发商们普遍面临现金短缺的问题。

新加坡的写字楼排名飙升，因为投资者预料这个市场在经历了几年的低迷后会有一个反弹。尽管有人仍然怀疑新加坡的基础设施是否真的在发展，一个基金经理做出如是意见总结，他说：“新加坡的发展趋势是周期型的，租金与当前周期的峰值相比下跌了 20%，所以我们认为，现在我们正处于谷底，也就是说未来两年的租金将迎来增长。”

图表3-5 2018年写字楼资产买入/持有/出售建议，按城市



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

上海的强劲表现着实令人惊异，价格飙升（现在写字楼交易收益率低于4%）。政府采取资本控制阻止了他们将资金输出到国际市场，因此当地机构蜂拥而上地投资本地资产。有些外国投资者描述了他们如何作壁上观，而另外一些则授权将大部分的资金份额配置到上海，并且为了这样做，全然不顾这里已经拥挤不堪。考虑到在中国买入的资金总量——包括国外和国内资本——收益率很可能因为可预见的未来而仍然有压力。

作为该地区的两大核心市场，对于澳大利亚写字楼的观点是，可以预见租金的增长仍然有望继续（警告，其实现在配置资本比任何时候都难），而去年东京的排名仅居中，今年却表现强劲，这是换班的结果——少些租金增长型资本的活动和多些寻求安全的机构和私人资本。这些收益驱动型投资者更乐意购买。定价更加严谨的东京写字楼（收益率低于3%）仍然可以享受到当地主权债券收益和借贷成本之间的利差，这样他们可

以利用适度的资金杠杆来增加投资回报率。正如一位基金经理所述：“日本是世界上最大的储蓄市场之一，如果你的零风险回报率为负数，放在银行的钱会贬值，那么即使回报率非常低的活动也会变得极其吸引人。”

住宅

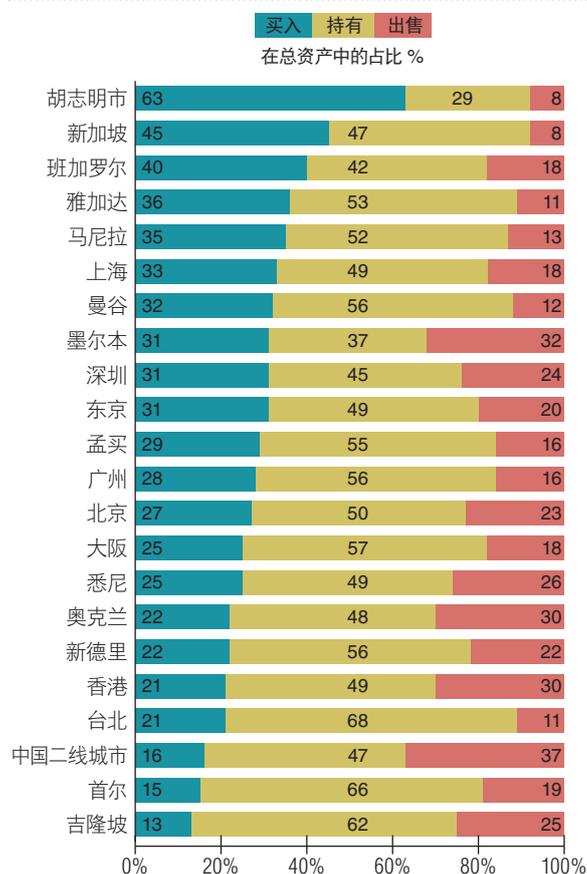
对每个市场的住宅资产投资预期差异巨大，这取决于每个市场所面临的具体情况。比如，在中国，住宅的利润降幅巨大，那些十年前开发商预计有20%到30%利润的，现在可能只有0%到5%。这是中国开发商纷纷离开，转战国际市场的原因，后者的开发收益更高。市场情绪也会因为政府采取措施遏制国内房价飙升而收到不同的影响——这些对于澳大利亚和新西兰都变得重要，也是多年来影响其他市场的因素，比如台湾、新加坡、香港和中国。

今年，亚洲市场租赁住房供应开始增加（除了日本，那里的租赁住房已流行多时）。这些和传统的西方多户家庭模式不一样，亚洲的单个个体倾向于面积更小的，并专注于更年轻的人口，这有可能会变成一个长期主题，因为对于大多数亚洲市场的很多人来说，国内的价格高到已经够不着，他们除了租赁，毫无它法。

预期的最佳结果：考虑到越南已建成商业地产的短缺，外国投资者自然转向住宅市场，后者需求强劲并持续增长。第一批投资者是在10年前进入该市场，并经历了一段艰难时光，但现在都已在离开时获得了属于自己的回报。据一位投资者称：“大概有七八年是挺艰难的，现在一切都变好了——我们出售的楼盘价格能够达到资产净值的150%到160%。”人们都已经准备好用明天的价格买到心仪的楼盘。”

这个案例说出了越南市场的长期性质和从低谷到喷发的动态发展（而且，确实，一般发展中市场都是这样），而今天“一切看起来都挺泡沫的，特别是公寓市场，有供应过剩的迹象。”根据一个投资者所言：“因为许多人手握大量现金正在观望，价格飞涨，很难去判断。”预计未来还是会有很大的增长，但是当你将租金和其他地方如曼谷进行比较，后者经济更强，价格会更高，而这是不应该的，因为这和你的经济规模有关系，和人们的收入有关系，和他们能为房地产花费多少钱有关系。”

图表3-6 2018年住宅资产买入/持有/出售建议，按城市



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

新加坡的住宅市场是写字楼市场的一面镜子——市场已经见证了一场持续很久的衰退，但是有可能现在就是谷底，部分原因是政府撤消了一部分打击市场的措施。然而，这对投资基金的帮助不大，因为适用的印花税额额外增加的成本对回报率来说是一种阻力。

另外，墨尔本和悉尼的住宅市场排位居高，反应了澳大利亚住宅定价持续呈螺旋状上升趋势。尽管两个城市的房屋价值看起来已经达到稳定期，来自国外和国内资源的需求仍然非常强劲，我们仍然在观望政府是否尝试通过向购买交易征税来抑制房价的成效，能否比亚太区其它市场的措施更加成功。

最后，投资者对东京的住宅市场产生了浓厚的兴趣，他们现在正在从写字楼市场逃离，同时寻求更加稳定的回报来源。从历史上看，东京的多户家庭住宅就是这样的回报来源，而且很有

可能会继续这样，所以，不管是否产生租金增长，其中的问题是意见非常不统一。然而，最近平均的投资回报率大概是4%，东京住宅的无杠杆回报率至少比写字楼资产高100个基点。考虑到日本借贷的低成本，这将使投资变得极具吸引力。正如一位基金经理所述：“无杠杆回报率看起来非常昂贵。但是当你的借贷成本低于1个点，突然你会发现做任何事情都会有6%的现金流净利，这是世界其他地方所买不到的。”

零售

因为网上零售商对亚洲传统零售商场的冲击仍然在增长，业主和投资者正在寻求可用策略，以确保已有资产有利可图。可能不出意料的是，零售地产在商业地产的预期中始终垫底。

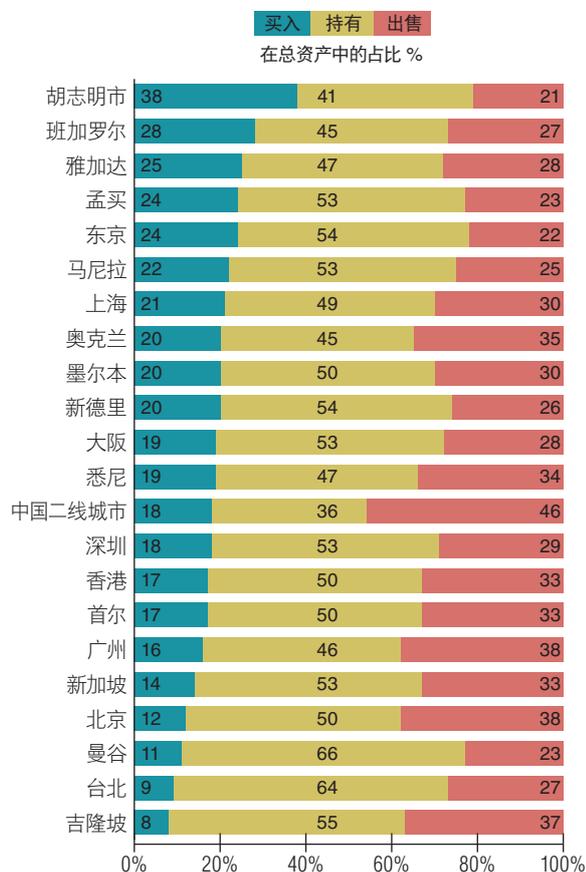
受访者意见不一。有些看到了其中存在的威胁，除非零售商能够改变商业模式，从经验的角度更新他们能给顾客提供的产品和服务，值得注意的是，许多零售商并没有充分地整合供应品，也不明白顾客想要的是什么，或者如何去吸引他们。如同一个在澳大利亚的受访者所言：“现在出现的是零售商不情愿走出去，不愿和顾客交谈，或者花一些时间观察他们在干什么，以及他们有哪些习惯。”

其他人觉得亚洲的商场已经不同于美国普遍存在的固定模式的失败的百货商店，许多已经转变为提供高档餐饮或者娱乐等服务的综合商场。另外，因为亚洲人口向城市迁移的趋势在持续，对售卖不可任意支配物品的社区设施的需求将会坚挺。新技术的采用，比如热点——这体现在商场追踪消费者在商场内的行为以及智能手机的wifi连接——也有助于用现有的设施提高效率。

预期的最佳结果：胡志明再一次名列前茅。然而，越南消费支出的急剧升高的走向（官方数据显示2017年前9个月零售额同比增长11%），无论是整个越南还是胡志明市，零售资产都已经供应过剩，2015到2016年，购物中心的数量增加了一倍，世邦魏理仕（CBRE）如是说。庞大的供应——约50万平方米——在接下来的三年就会陆续交付，是现有供应的两倍还多。因为它们的存在，零售地产的主要机会很有可能会被来自新加坡和香港的大型综合开发商抓住。

与此同时，上海的排位上升也很强劲。公平地说，虽然通常中

图表3-7 2018年零售资产买入/持有/出售建议，按城市



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

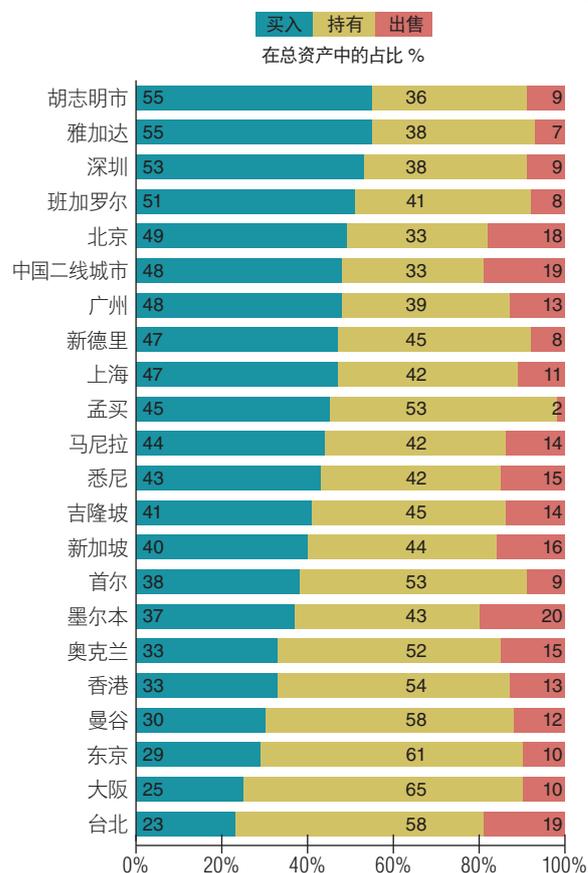
国拥有的是比较缺乏构思的执行性商场，但是现在也迅速转移去接受新技术和零售模式，以适应网络零售所带来的威胁，后者以指数方式增长。没有任何一个地方能够像上海一样，在某些方面已经成为商场如何顶住电商压力的试验场。

值得注意的是，香港的排位终于开始上升，很有可能反映了市场的触底反弹，至少是高端零售市场。高端零售业此前因大陆游客访港数量大幅减少而受到了负面影响。

工业 / 物流设施

图表3-4显示，问卷调查结果证实投资者继续将工业/物流设施资产看作所有商业房地产领域中最具吸引力的类型，大部分投资活动发生在中国、澳大利亚和东京。仲量联行(JLL)的数据显示，亚太投资继续增长，交易从2016年上半年的540亿美元飙升至2017年同期的610亿美元。许多投资者在开发

图表3-8 2018年工业/物流设施资产买入/持有/出售建议，按城市



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

资产组合的时候，另一些在收购现有资产。

需求反应了该地区持续的结构性的供给不足，特别是电子商业的发展，以及传统实体店的零售模式，迫使他们在仓库存蓄了更多的货物，而不是在店内。对现代设计设施的需求在增加，比如多个入口和楼层，还有市中心的设施，能够迎合最后一公里的交付——很可能是今时今日该行业增长最强劲的领域。

一位基金经理称：“有许多人在观望这一市场，所以并不缺乏竞争，但是亚洲当前的现代物流供需动态看起来非常好，我猜它们这是装上了翅膀。”另一位人士的说法是：“我们喜欢物流地产的一个原因是建造周期短。传统建造一般是一个4年期建造计划，物流地产的建造周期仅为12个月。我们喜欢是因为市场能够通过削减供应来进行快速矫正，如果有多种用途，你可以在接下来的4年继续进行发展。”

预期的最佳结果：从去年起深圳名列前茅。另外，其他大多数的大陆城市特点明显，根据 CBRE 统计，按照大小来说，中国范围内的正在开发与计划开发的总量比整个亚洲加起来还要多。中国的强烈需求是有很多原因的：该国国土及其经济规模庞大，之前缺少现代设备，政府长期的基础设施建设增建政策，和电商行业的极速增长。

中国的物流设施投资，由于多种原因，是非常艰难的，较大的机构投资者独占这一领域。一个新加坡房地产投资信托基金经理暗示，想要在中国建立一个平台的困难非常大，他情愿在澳大利亚投资，因为在澳大利亚投资者可以完全拥有地权、拥有更长的租期，面临较少的政府干预以及其他方面。

日本是另外一个由大型物流投资者主导的市场。尽管已经创造了许多新资产，仍然还有许多机会。根据一个机构投资者目前的观点：“尽管它是一个发达国家，现有的设备却并不是完全自动化或现代的，所以还是会有持续的过渡。”日本仍然是被低估了，特别是，如果你愿意冒一些开发的风险——可能这里是目前为止风险最低的地方，因为这里有最低价格保证合同。因此，如果买入物流资产的收益率是 4%，那么你的成本收益是 6% 到 7%。如果你卖出的时候收益率是 4%，那还是一类物有所值的投资类型。然而，在这场游戏里，已经有许多人走在了我们的前头。”

根据德意志资产管理公司的数据，亚太三大物流地产市场的投资回报率如下：上海和北京分别达到 8.7% 和 8.4%，墨尔本和悉尼分别为 8.3% 和 7.9%，东京为 5.7%。

另一个引人关注的物流地产市场是印度，尽管这一市场在我们的调查中并没有特别突出。印度引进了新的税收结构，取代了功能失调的老旧系统，提高了效率且在全国范围内开放了物流地产的开发。这引发了大量的投资洪流。据一位本地顾问说：“在过去的六个月，我们看到了将近 25 亿美元的外国资金流入印度仓储和工业房地产开发市场，而且还会有更多资金涌入。这还是最大的五、六笔投资而已。”目前，印度国内的仓库存量仅相当于中国可用存量的 1.5%，该领域的投资回报率是 9-10%，投资前景有一种淘金潮的感觉。

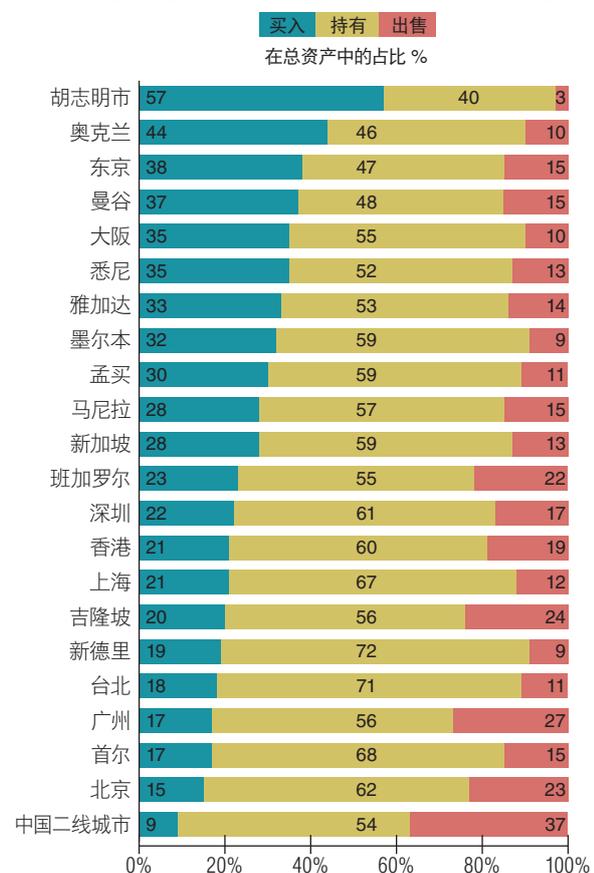
酒店

在 2017 年的上半年，亚太区的酒店地产交易仍然相当强劲，堪称领跑者的香港宣称五大交易总额达到 16 亿美元。交易活动主要由国内买家驱动。上半年澳大利亚的酒店地产交易也相当出色。

酒店领域总体活动的主要趋势可能反映了整个亚洲人口的流动，并会持续造就大量新的国际旅行者。这种流动主要由中国引领，而抓住机会的则是大大小小的私募股权资本。

特别是，家族基金倾向于该领域的精品酒店，特别是在东南亚地区。一个家族基金的经理坦言：“在我们酒店，客人的类型已经改变。过去，我们寻求的是企业客户，他们按团队价结算；但是随着时间推移，银行压力增大，因此削减了企业客户。与

图表3-9 2018年酒店资产买入/持有/出售建议，按城市



资料来源：《2018年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

此同时，我们也看到了休闲娱乐领域的增长。所以，在我们大堂穿着 T 恤的人可能比那个穿西装的人支付的钱还要多。”

另一位基金经理认为：“非常有钱的人都在旅行，但是很多第一次旅行的旅客对两三星酒店更感兴趣。”他们要的是干净、安全和可靠的住宿环境，他们愿意把多数的钱花费在旅行体验上，而不是酒店上。所以我们看好的两三星酒店市场的主要市场，比如日本、中国、新加坡和香港。”受访者们还多次提及澳大利亚是大量中国游客出境游目的地。

预期的最佳结果：在这一排名中胡志明市再次赢得了掌声。2017 年上半年整个越南酒店地产吸收的极少量投资（根据 CBRE 的统计，也就是大约 2000 万美元），很可能就是这里可获得投资机会的真实大小的最佳指示器（尽管大家都认为 2016 年将近 2.5 亿美元的投资足以勾勒出美好的未来）。不过外国投资者的兴趣还是很强的，而且收益通常也比较高。

主要市场如澳大利亚——特别是悉尼——继续在吸引新投资。据一位投资者称：“澳大利亚的需求特别强劲——入住率高达 85% 到 89%。所以，事实上需求受到了限制，在金融区已经有 20 年没有新建酒店了。”所以，现在地产价值是高于重建成本的，我们看到了开发的机会。”

最后，过去几年间，大量中国游客涌入日本，这种趋势延续到了 2017 年，日本政府数据显示，截至 2017 年 5 月到日客流量年增幅高达 17.3%。过去，东京是主要的目的地，现在大阪以及北海道的滑雪度假胜地也相当的受欢迎。据一位本地投资者说：“我们正在看滑雪场附近以及往北的度假住宅，因为越来越多的外国人，特别是亚洲其他地区的人们，对二世古的度假类产品需求强烈。”

中国游客的到来大大推高了日本所有目的地酒店的房价和每间可用房的收入。然而，现在大量的新增供应即将入市（至少其中一部分是为了迎合 2020 年东京夏季奥运会的需求）。因此有人担心中国旅客的喜好会多快转变。尽管如此，到目前为止仍然没迹象显示游客数量会下滑。



在丹戎巴葛地区水泥、钢筋、玻璃等城市景观映衬下，中豪亚酒店亭亭玉立于新加坡中央商务区，展示着她的婀娜——与众不同的深红色墙体披覆葱翠的绿植外衣。该建筑集酒店/写字楼于一体，共 27 层，商务酒店部分拥有 314 间客房，写字楼部分包括 100 间现代办公室。中豪亚酒店荣获 2017-2018 年度城市土地学会全球卓越奖。

受访者名单

AD Investment Management Co., Ltd.
Kenji Kousaka

AEW Capital Management
David Schaefer

Ale Property Group
Andrew Wilkinson

Allianz Real Estate
Rushabh Desai

AMP Capital
Tim Nation

Angelo, Gordon International LLC
Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.
Haruyuki Shinya

Ascendas-Singbridge
Jonathan Yap

Asia Pacific Land Ltd.
Simon McDonald

Asterisk Realty & Placement Agency
Yukihiko Ito

AXA Real Estate Investment Managers
Frank Khoo

**AXA Real Estate Investment Managers
Japan KK**
Yoshihiko Hayafuji

Bank of America
Ben Boyd

Bestland Co. Ltd.
Shigeaki Shigemasa

BlackRock Investments
Hamish MacDonald

BlackRock Japan Co. Ltd.
Chris Handte

Blackstone
Chris Tynan

B-Lot Company Ltd.
Makoto Miyauchi

Brookfield
Dev Santani

Brookfield Asset Management
Niel Thassim

Brookfield Property Group
Stuart Mercier

Cache Logistics Trust
Daniel Cerf

Capbridge Investors K.K.
Kenneth Fridley

CBRE
Henry Chin

CBRE Global Investors
Richard Price

CBRE Global Investors Japan K.K.
Tetsuya Fujita

CBRE Research
Brent McGregor

Charter Hall
Sean McMahon

Chongbang Group
Henry Cheng

Clover Advisors Company
Takeshi Endo

Colliers International
John Kenny

CRE REIT Advisers, Inc.
Tsuyoshi Ito

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

**Daiwa Real Estate Asset Management
Co. Ltd.**
Akira Yamanouchi

Deutsche Bank
Geoff Crum

Dexus
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Takashi Tsuji

ES-CON JAPAN Ltd.
Takatoshi Ito

Farpoint
Dougie Crichton

Fife Capital
Allan Fife

Fortress Investment Group
Akio Yamashita

Fukuoka Realty Co., Ltd.
Etsuo Matsuyuki

GenReal Property Advisers
Ankur Srivastava

**Goldman Sachs Asset Management
Co., Ltd.**
Katsuhiro Ishikawa

The GPT Group
Matthew Faddy
Nick Harris
Bob Johnston

GreenOak Investment Management K.K.
Dan Klebes

Hulic Co. Ltd.
Yoshito Nishikawa

Ichigo Investment Advisors Co. Ltd.
Wataru Orii

IDERA Capital Management
Harumi Kadono
Ryota Nagao

Ingenia Communities
Simon Owen

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

Japan Post Bank Co., Ltd.
Hiroyuki Tanaka

Japan REIT Advisors Co., Ltd.
Ikuo Yoshida

JLL
Richard Fennell
Megan Walters

**JPMorgan Asset Management (Japan)
Ltd.**
Tetsuya Karasawa

Kenedix
Taisuke Miyajima
Takahiro Uchida

Keppel Capital
Christina Tan

Knight Frank
Alan Liu

LaSalle Investment Management
Ian Mackie

Lendlease
Tarun Gupta

Mapletree Investments Japan K.K.
Norihiro Matsushita

Marubeni Asset Management Co. Ltd.
Tetsuo Saida

Mirvac
Susan MacDonald

Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.
Toru Tsuji

Mitsubishi Estate Co. Ltd.
Tetsuji Arimori

**Mitsubishi Jisho Investment
Advisors, Inc.**
Masaki Sakagawa

Mitsui Fudosan Investment Advisors, Inc.
Motomitsu Morimoto
Shuji Tomikawa

Mori Building Co. Ltd.
Hiroo Mori

PAG Investment Management Ltd.
Naoya Nakata

Pamfleet
Andrew Moore

PAYCE
Brian Bailison

PGIM Real Estate
Benett Theseira

Pontiac Land Group

Kwee Wei-Lin

Professional Property Services Ltd.

Nicholas Brooke

Property Council of Australia

Ken Morrison

Propertylink

Stuart Dawes

Quraz

Stephen Spohn

Savills China

James Macdonald

SC Capital Partners

Andrew Heithersay

Sekisui House REIT

Junichi Inoue

上海 University of Finance and Economics

Chen Jie

Shimao Property Holdings Ltd.

Feng Ke

Shopping Centres Australia

Anthony Mellows

**Soilbuild REIT Management Pte. Ltd.
(REIT Manager of Soilbuild Business
Space REIT)**

Roy Teo Seng Wah

Standard Chartered Bank

Brian Chinappi

**Starr International Investment Advisors
(Asia)**

Alison Cooke

Takara Leben Co. Ltd.

Yoshitaka Tejima

Third Shift Enterprises

Jane Lloyd

Tokio Marine Asset Management Co. Ltd.

Shinji Kawano

Tokyu Land Capital Management Inc.

Yutaro Tanaka

Touchstone Holdings Co. Ltd.

Masato (Fred) Uruma

Warburg Pincus

Joseph Gagnon

圆桌会议与会人员

ANREV

Alan Dalgleish

Blackstone Group

Florian Schaefer

CBRE

Henry Chin

Grosvenor

Tim Jowett

Heitman

Skip Schwartz

HOK

Josh Schroeder

LaSalle Investment Management

Tom Miller

Link Asset Management Limited

Nicholas Charles Allen

PwC

Paul Walters

Standard Chartered Bank

Brian Chinappi

Thomas Liu

UDP International

Sujata Govada

Urban Land Institute

Tiffany Lau

Ariel Shtarkman

赞助伙伴



普华永道

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、系统分析以及实施、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, United Kingdom

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
香港, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
香港, China

Gang Chen

China Real Estate Tax Partner

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
悉尼, Australia

Abhishek Goenka

India Real Estate Tax Leader
班加罗尔, India

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
雅加达, Indonesia

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
吉隆坡, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
东京, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
首尔, South Korea

Chee Keong Yeow and Wee Hwee Teo

新加坡 Real Estate Leader and Real Estate Tax Leader

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
胡志明市, Vietnam

Jason Liu and Richard Watanabe

Taiwan Real Estate Leaders
台北, Taiwan

www.pwccn.com



城市土地学会是一个会员制全球性组织，由4万多名房地产和城市开发专业人士组成，致力于推动学会的宗旨：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。

城市土地学会成员均为来自行业不同领域不同学科的代表，包括开发商、业主、投资者、建筑师、城市规划师、公共官员、房地产经纪人、评估人、律师、工程师、金融家和专业学者。学会成立于1936年，在美洲、欧洲和亚太区均设有分支机构，会员遍及76个国家和地区。

城市土地学会在土地使用决策方面具有很大的影响力，这是基于其会员所分享的有关各种影响建筑环境因素方面的专业知识，包括城市化、人口统计和人口变化、新经济驱动因素、技术进步和环境问题。

会员们在每年举办的数千次会议上分享知识，籍此实现同行间的相互学习，加强城市土地学会作为全球土地使用和房地产权威的地位。仅在2016年就在全球250个城市举办了1700多项活动。

学会利用其成员的工作，确认并分享城市设计和开发的最佳实践，造福全球社区。

有关更多信息，请访问 uli.org。或者在 Twitter、Facebook、LinkedIn 和 Instagram 上关注城市土地学会。

Patrick L. Phillips

Global Chief Executive Officer, Urban Land Institute

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

封面图片：澳大利亚悉尼布朗格鲁自然保护区掠影。该项目所在地原是悉尼港的一处废弃码头，设计人员对荒废多年的海岬进行了重建。由城市土地学会（ULI）城市开发愿景 J.C. Nichols 大奖获得者 Peter Walker 先生领导的团队设计了这个最受瞩目的开放空间，其中包括人行道、骑行道以及一座地下文化中心，这也是该地区长期发展愿景的一个组成部分。

图片：布朗格鲁交付管理局

2018 年亚太区房地产市场新兴趋势报告®

2018 年投资和开发的最佳方向何在？我们选择了一组最具影响力且经验丰富的城市土地学会会员，基于他们对行业前景的洞察力编制了这份预测性文件，帮助您决定资金投向哪里，提醒大家哪些地产领域以及哪些市场的前景最好，以及资本市场中会影响地产市场的发展趋势。由普华永道联手城市土地学会发行的《亚太区房地产市场新兴趋势》今年已是第 12 版，其中业内专家给出的专业意见定会帮您做出明智的投资决定。

城市土地学会构建了全球房地产和土地利用领域最大的跨学科专家全球网络。城市土地学会会员引领着城市开发的未来，并希望在全球范围内建设活力社区。请访问 uli.org/join 了解更多会员利益，并希望您成为城市土地学会全球网络的一员。

亮点：

- 告诉您可以期待什么以及最佳机遇是什么？
- 详细说明资本市场的发展趋势，包括资金来源、权益以及债务资本的流动。
- 提示哪些地产领域存在机会，哪些领域应该避开。
- 提供不同地产领域各种类型资产的排名以及评估。
- 有关经济以及对金融问题的关注如何影响房地产行业的报告。
- 阐述社会发展和地缘政治趋势对房地产行业的影响。
- 阐释地区偏好发生了哪些变化。

U.S. \$49.95

ISBN 978-0-87420-415-5



www.uli.org



普华永道

www.pwccn.com