



房地产市场 新兴趋势® 报告

2020年亚太区



普华永道



2020年亚太区
房地产市场新兴趋势®报告

联合出品方:



普华永道

目录

| | |
|------|------------------------|
| iv | 报告摘要 |
| vi | 读者须知 |
| 1 | 第一章: 对抗下行压力? |
| 3 | 地缘政治: 好的, 坏的, 丑的 |
| 4 | 贸易摩擦: 赢家与输家 |
| 6 | 更加谨慎, 更多核心 |
| 7 | 分散压力 |
| 7 | 收益开始增长... |
| 8 | ... 但并非所有市场 |
| 9 | 聚焦外汇 |
| 10 | 危难重重 |
| 12 | 可持续性: 时代的到来 |
| 13 | 共享办公: 可行吗? |
| 14 | 零售: 亚洲是否与众不同? |
| 16 | 聚焦终端用户 |
| 16 | 对利基市场感到紧张? |
| 18 | 气候变化的影响 |
| 19 | 拥抱科技 |
| | |
| 22 | 第二章: 房地产资金流动 |
| 24 | 全球资金配置不足 |
| 25 | 日本的缓慢退出 |
| 26 | 募资放缓 |
| 26 | 干火药堆积 |
| 27 | 银行贷款进一步收紧 |
| 28 | 非银行贷款趁势而起... |
| 29 | ... 但胃口还是不大 |
| 30 | 房地产投资信托基金 (REITs) 的崛起 |
| 30 | 新加坡 |
| 31 | 日本 |
| 31 | 澳大利亚 |
| 31 | 印度 |
| | |
| 34 | 第三章: 值得关注的市场和板块 |
| 35 | 顶级投资城市 |
| 47 | 各个地产类型透视 |
| | |
| 53 | 受访者 |

编辑领导团队成员

《2020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

Mark Cooper, Urban Land Institute Consultant

Alex Frew McMillan, Urban Land Institute Consultant

贡献编辑

Colin Galloway, Urban Land Institute

贡献研究员

Michael Owen, Urban Land Institute

Pauline Oh, Urban Land Institute

Yusnita Baharuddin, 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

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

Lawreane Jamie de los Santos, Designer

普华永道顾问和研究员(按地区)

澳大利亚

Andrew Cloke

Bianca Buckman

Chelsea Hancock

Christian Holle

David McDougall

James Dunning

James McKenzie

Jane Reilly

Josh Cardwell

Liz Stesel

Morgan Hart

Nick Antonopoulos

Nita Prekazi

Rachel Smith

Ross Hamilton

Scott Hadfield

Shannon Davis

Sue Horlin

Tony Massaro

中国内地

Gang Chen

G. Bin Zhao

中国香港

K.K. So

Paul Walters

David Kan

中国台湾

Jason Liu

David Tien

Bonnie Ho

印度

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

Kees Hage

Robert Castelein

菲律宾

Malou Lim

新加坡

Chee Keong Yeow

Magdelene Chua

Maan Huey Lim

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 157 个国家和地区，有超过 27.6 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.pwc.com。

普华永道系指普华永道网络及 / 或普华永道网络中一个或更多各自独立的成员机构。详情请访问 www.pwc.com/structure。

© 2019 普华永道版权所有。

© 2019 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：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势》® 华盛顿特区：普华永道和城市土地学会，2019年。

ISBN: 978-0-87420-442-1



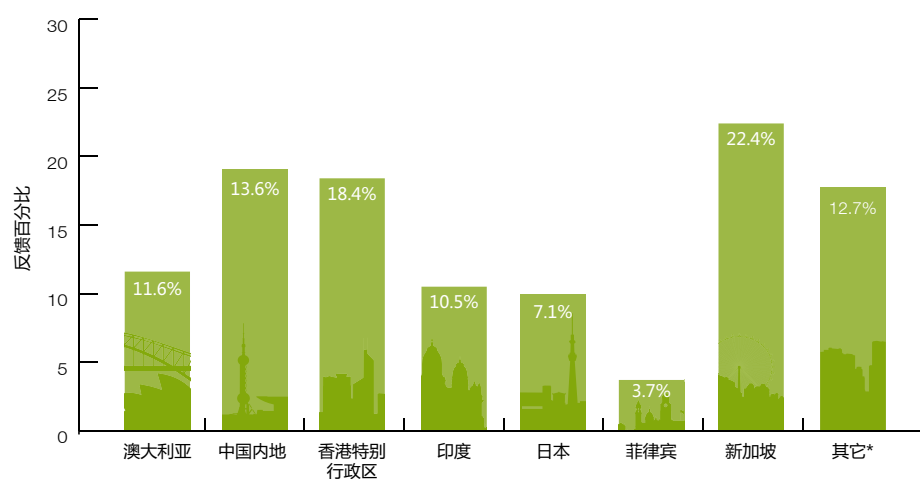
报告摘要

自全球金融危机以来的十多年中，亚太区房地产市场一直以来都能够产生不错的回报。不过随着本轮周期接近尾声，投资者的投资策略逐渐谨慎起来。

事实上人们对市场是否已经接近或达到峰值还未达成清晰的共识。但投资者之所以谨慎起来，在某种程度上是因为当地市场的发展参差不齐。正如一位新加坡开发商所观察到的：

“市场下行风险明显增加，当然这也要针对特定市场而言。”此外，亚太地区的各个市场和细分市场常常处于各自周期的不同阶段。例如新加坡刚刚从三年前的萧条中恢复，而其它市场要恢复到这个水平则需要6年或更久。最后，经济继续以合理的速度增长，利率仍然保持接近历史最低的水平，资本持续增长并期望在亚太区找到投资目标，很难看出下一轮衰退的刺激因素将来自哪里。用一位私募股权投资投资者的话来说就是：“如果把亚洲与发达市场在本轮周期中所处的位置相比较的话，我们认为我们的位置要好一些。”

参与问卷调查人士的分布，按所在国家/地区统计



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

* 包括新西兰、泰国、马来西亚、韩国、英国、德国、比利时、台湾、缅甸、美国、俄罗斯、印度尼西亚、越南以及荷兰。

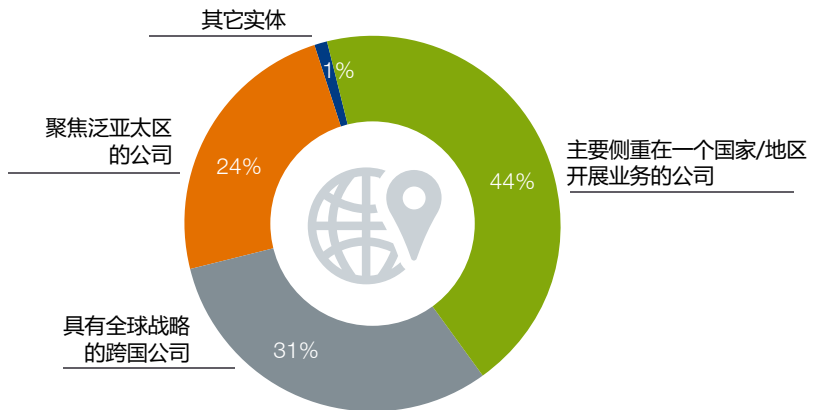
尽管如此，谨慎的态度广泛蔓延，尤其是当某些市场收益开始增高时。不过中美贸易摩擦、香港街头游行以及日韩之间的争端等地缘政治因素再次让形势变得不可预料，引起人们最大的关注。受访者重点指出了几个最易受到地方性不景气影响的市场或细分市场——中国内地，香港特别行政区以及印度——从长期来看这些市场可能会提供买入机会。

尽管如此，寻找交易机会仍然困难，投资者被迫寻找其它方法把资本投向市场。例如，有些投资者把目光转向合资公司，共同收购较大资产来分摊风险。同时，更大的投资者则聚焦核心市场，如最受欢迎的澳大利亚、日本以及新加坡等，希望伺机购入核心资产。胡志明市虽说不在核心市场之列，但却是非常受欢迎的一个新兴市场，其增长超过了更多表现趋缓的核心市场。

办公楼依然是最受欢迎的资产类型，尽管这个市场发展最快的组成部分——灵活办公空间的业务模式逐渐受到质疑。同时工业和物流地产仍是预期表现优异的市场。亚太区的现代物流地产仍然处于供不应求的状态，现在更多投资者正在这个市场的子市场寻求超额回报，如冷冻仓储或最后一公里仓储。

越来越多的人认识到亚洲的零售地产出现了过度泛滥，很多不错的资产都处境不佳，导致这种情况的原因在全世界其它市场也引起了注意。现在投资者逐渐重视调整现有资产，令其符合现代消费者不断变化的需求，因此他们在几个市场精挑细选，有时会大规模买入。

参与问卷调查人士的公司，按所在地理区域统计



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查

多年来被冷落的可持续性现在终于成为亚太地区最大的投资者以及许多较小的投资者优先考虑的事宜。业主纷纷转变立场，认为将可持续特性结合到他们的建筑中既可以降低运营成本，又可以提高租金。因为如果空间有助于吸引人才的话，那么租客更愿意买单。

资本流动方面，亚太地区的跨境投资模式受到世界范围的反全球化浪潮的影响，2019年第二季度来自美国和欧洲的资本同比下降了28%，跌至2012年以来的最低水平——25.4亿美元。同时，涉及亚太地区范围内跨境交易的价值同比增加77.6亿美元。这说明被地区机构和主权基金持有的巨额资本已经超过了亚太地区市场的吸收能力。

2019年中国出台了严格限制资本外流的规定，不过这一空缺已经被其它市场补位，尤其是新加坡和韩国，日本的外流资本也有所增加，预计未来几年将快速增长。

当前循环中资本的绝对比重意味着将资本争相投入地区市场的竞争仍然激烈。这种情况导致的结果之一是投资基金手里的资本越来越多，但他们却投不出去。但一旦达成交易，融资部分就相对轻而易举（除了中国和印度的国内市场受到银行紧缩影响）。贷款操作已经收紧到一定程度，但是对于信誉可靠的投资者，这方面不存在问题。正如一位香港顾问所说：“顶部基本上没有变化。我们看到优质借款人很容易达成低杠杆交易。”2019年下半年利率下降，银行贷款的总体趋势可能将继续调节。

2019年,在美国开始降息的时候,亚洲房地产投资信托(REIT)市场出现反弹。在亚太地区,尤其是新加坡,为了利用较低的资本成本,许多REITs都在疯狂的收购,投资者对能够产生收益的股票的兴趣也与日俱增,尤其是更愿意买入REITs而不是固定资产。

2019年印度国内首个REIT上市。其股价被迅速哄抬,直到2019年末,其隐含收益率已经压缩至6%以下——在这个被认为风险较高的市场,这已经是非常低的水平了。

今年的投资前景排名再次反映了投资者更喜欢亚太地区流动性好的大型防御性市场——因此新加坡、东京、悉尼以及墨尔本的排名靠前。这也在一定程度上反映了对全球经济不景气的担忧渐增导致的资金避险心态。此外,这些市场都能提供大量的核心资产,这些资产是地区机构投资者喜欢的目标,也是目前对资产新需求最大推动力。

出于对全球经济走势的担忧,当前投资者对亚太地区新兴市场的情绪逐渐低落,但是对胡志明市的所有细分市场却给以持续青

睐。由于当地市场的规模相对较小,通常缺乏投资级资产,在越南部署大量资本仍存在。但是由于越来越多的制造业从中国撤离,大量资本流入了胡志明市。非常明显,今年胡志明市在所有资产类别的买入/持有/售出排行榜上都高居榜首。

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,今年发行的是第十四版,是房地产业内最受认可且被广泛阅读的报告。《2020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。

《2020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。受访者和调查参与者代表了各行各业的专家,包括投资者、基金经理、开发商、物业公司、贷款者、中介、咨询机构和顾问。城市土地学会和普华永道的研究人员亲自访谈了94位个人,收到463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 | 26% |
| 房地产服务公司(例如顾问、财务、法律或地产咨询) | 23% |
| 基金/投资经理 | 21% |
| 住宅建造商或住宅开发商 | 10% |
| 机构股权投资者 | 3% |
| 银行贷款人或证券化贷款人 | 1% |
| 其他实体 | 15% |

在全文中,受访者和/或调查问卷反馈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。选择公布其身份的受访者的名单载于本报告最后部分,而且应该指出的是所有受访者都有权利选择匿名。本报告中有些部分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报告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他们的参与。

第一章: 对抗下行压力?

“在投资亚太区市场时, 我们需要更加谨慎一些, 尤其是在经济会受到中美贸易关系影响的那些地区。”

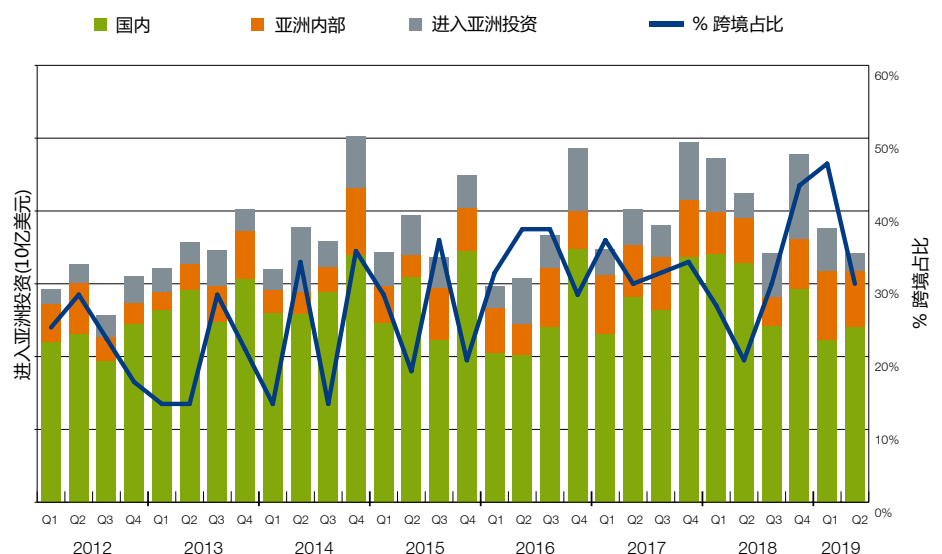
与过去几年相比, 整个亚太区的投资者对市场的前景明显更为谨慎, 对于是否到达或突破顶部仍然众说纷纭。不过, 比较确定的一点是, 如今大家对形势的态度比以往任何时候都更加忧虑。正如一位受访者所说: “多年来我一直持谨慎乐观态度——现在我只剩谨慎了。”一位澳洲的投资经理指出: “在过去的5到6年中我可能一直在老生常谈, 但今年情况有点不一样。”

正如一位受访者引述的那样, 最大的一个影响因素是目前如火如荼的中美贸易摩擦, 由于中国内地经济增长放缓, 整个区域都感受

到了这种影响。潜在的美国经济衰退的迹象渐显, 这只能加剧人们的忧虑。牛津经济研究院的分析师们在2019年9月的一份报告中指出: “在过去的45年中, 有七个指标与全球衰退紧密相关, 目前仅有其中2个在释放衰退信号。但是, 这两个指标中的一个, 也就是美国国债收益率曲线, 通常这线指标最为准确, 有着最早的预警作用。”

近期的统计数据加剧了这种不安感。今年的调查显示受访者对收益率的预期跌至8年来的最低水平, 来自RCA分析师的数据显示2019年上半年交易量同比下跌了20%, 同时

图表1-1 按资金来源分类的亚太资本投资



资料来源: 美国不动产资本分析公司 (RCA)

自 2018 年中期的历史高点以来成交量也连续下跌 12 个月。由于中国和日本两国的国内和跨境投资均出现骤降，两国的季度交易量都跌至 10 年来的最低水平。

不过，并非所有指标都是消极的。事实上，似乎没有可能引发大范围衰退的地区性不稳定迹象。通胀仍在可控范围内，金融系统资本状况良好，全球利率仍然处于或接近历史最低。

一位基金经理表示“对于多数资产类别而言，从占用率和需求方面来看，运营基本面都相当不错。新的供给数量有限，房地产行业的信贷增长在合理范围内，且新建项目的贷款标准合理。那些通常都是会引发周期性下行的领域。”

其它指标也同样具支持性。正如一位投资者指出的那样：“与债券收益率以及利率相比，房地产仍然是极具吸引力的资产类型。”另一位投资者则表示资产流动性也是一个因素

“过去 5 年来，我们一直在亚洲市场处于领先地位，每年我们都坐下来问‘是这样吗？我们是否做好了市场调整的准备？’之后，所有这些都拿着几十亿美金涌入亚洲投资房地产，当然，他们重视投资价值。”

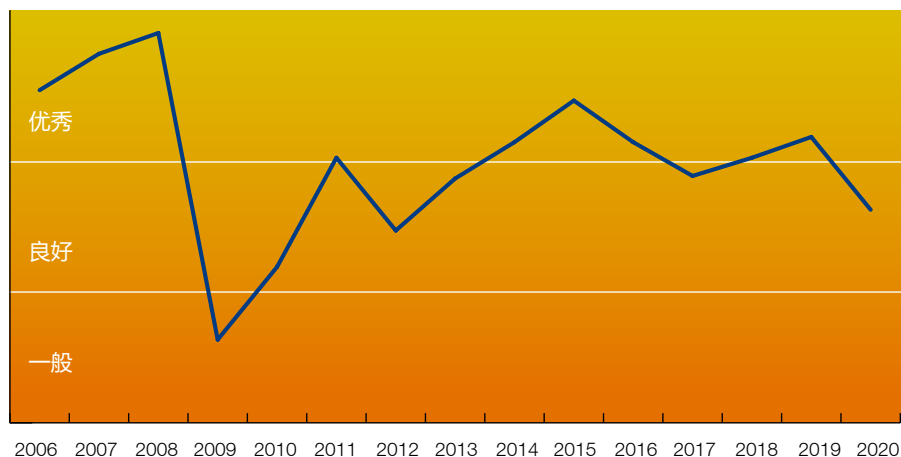
同时，DWS 针对核心亚太房地产的研究项目显示，2019 年到 2023 年，每年的核心无杠杆总回报率在 5.5% 到 7.6% 之间，大大低于 2018 年的 10%。

图表 1-2 2019 年上半年最活跃的亚太区大都市

| 2018 | 2019上 | 大都市 | 交易总额 (百万美元) | % 同比增减幅 |
|------|-------|---------|-------------|---------|
| 1 | 1 | 香港特别行政区 | \$10,637 | -46% |
| 2 | 2 | 东京 | \$9,719 | -19% |
| 3 | 3 | 首尔 | \$8,357 | -2% |
| 6 | 4 | 北京 | \$5,839 | 138% |
| 4 | 5 | 悉尼 | \$5,763 | 17% |
| 7 | 6 | 新加坡 | \$4,884 | 73% |
| 5 | 7 | 上海 | \$4,572 | -2% |
| 8 | 8 | 墨尔本 | \$2,821 | -14% |
| 10 | 9 | 大阪 | \$2,007 | 165% |
| 21 | 10 | 深圳 | \$1,257 | 1,233% |
| 26 | 11 | 天津 | \$1,237 | 295% |
| 9 | 12 | 布里斯班 | \$1,217 | -21% |
| 15 | 13 | 孟买 | \$1,074 | -23% |
| 11 | 14 | 台北 | \$679 | -33% |
| 13 | 15 | 横滨 | \$503 | -56% |

资料来源：美国不动产资本分析公司 (RCA)。

图表 1-3 房地产公司盈利趋势



资料来源：《2020 年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

地缘政治:好的,坏的,丑的

从历史来看,房地产投资者更喜欢自下而上而不是自上而下的宏观经济因素。因此:“位置,位置,位置”比“事件,我亲爱的孩子,事件”更占上风。

尽管如此,政治动荡已经成为2019年全世界的一个普遍性主题。中美贸易摩擦可谓是明显的末日先驱,但绝不是孤立事件。日本和韩国之间纷争再起,同时香港突然爆发长达数月的游行活动,严重影响了当地的零售和酒店业务。

从房地产行业的角度来看,这些风云变幻会带来哪些后果呢?无疑,这些变化对市场而言都是负面的,不过当前的混乱状况也酝酿着新的机遇。例如,中国目前正在进行监管打击另类金融产品的行动,同时央行也实施了信贷收紧政策,随后的贸易摩擦也给市场带来不小的影响。活跃于中国市场的受访者们警告说,不安情绪已经开始蔓延。用一位私募股权投资者的话说,经济“受到的打击未受到中国以外人们的足够重视。”

因此,许多跨国扩展计划暂停实施。“他们更希望原地踏步,而不采取任何措施,这当然会影响商业办公空间的出租,”一位中国投资者表示。但是,“如果你将市场看作一个整体的话,科技板块的增长仍然显著,中国的科创公司表现不错。他们消化了大量的空间。”

另一位基金经理表示,“很明显上海和北京市场都面临压力。尤其是上海,近期开发了更多办公楼项目,导致供应量激增,于此同时跨国公司因为贸易摩擦又缩减了对办公楼的

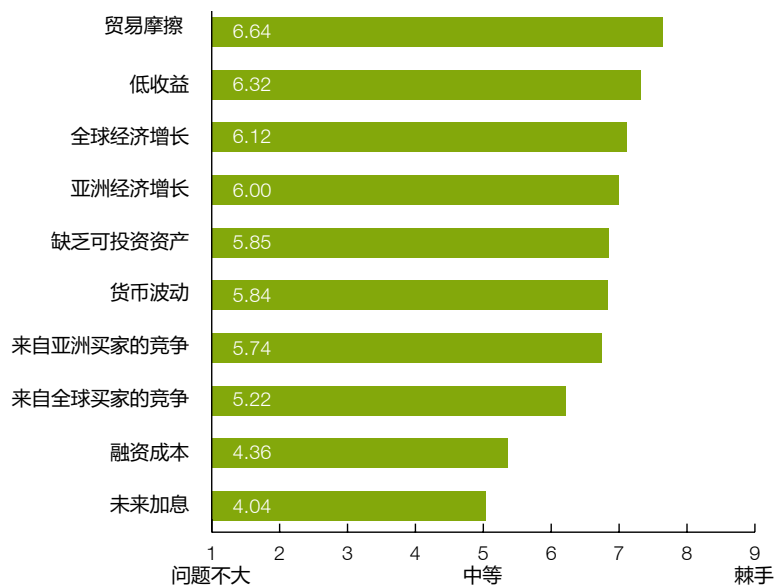
需求。话虽如此,上海最大的租户还是本土企业,经济由出口转向内需拉动的调整将较快地消化此些供应。因此,会出现一个短期买入的窗口。”RCA的数据显示2019年上半年中国市场的交易量为150亿美元,同比下跌19%,其中第二季度的跌幅巨大,达到了39%。由于国内机构受到资本准入的限制,国外买家在中国市场格外活跃。

同时在香港,大家深切地感受到了街头抗议对零售行业的影响。八月,到港游客数量同比下降40%,酒店平均入住率只有一半,零售方面,一家大型业主的报告显示同一家店铺同期的销售额下跌50%-90%。尽管如此,办公楼市场却没有受到影响。虽然空置率有所上升,核心商务区的租金也略有下降,但对于投资价值基本上没有影响。一家代理多家大型机构和主权财富基金的香港本土投资者

表示“几家大型主权财富基金询问这是否是一个机会,但是我不得不告诉他们市场上正在出售的项目并不多。公寓业主可能会恐慌性抛售,但是在商业地产方面看不到任何此类迹象。市场普遍持观望态度——如果没有必要,就不会有项目成交。基本上新加坡和韩国都将其视为一个突发事件——没有人预期持续性的金融灾难。”

从目前开始,舆论认为香港的企业不大可能大批撤离至其它目的地。特别是,由于香港可靠的法律制度、低税率及其与中国内地的亲近度,预计香港的金融业仍不大可能转移至新加坡或上海等地。鉴于中国内地不大可能开放资本流通,上海作为主要的金融中心仍然有改进空间。而新加坡也力有未逮,在提供最低成本方面无法比肩香港,并且它自己也面临一大堆挑战,包括为员工申请工作

图表 1-4 房地产投资者面临的最棘手问题



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

签证的困难等。

而且,该地区有如此多的资本在流动,某些市场可能有望获益。现在几乎没有新资本进入中国,必须寻找其它市场。正如一位基金经理所说:“我认为犹豫要不要把钱投到中国内地和香港的人们可能会更关注东京和澳大利亚。”也许中国目前的形势让新加坡也成为净受益者。

贸易摩擦: 赢家与输家

贸易摩擦改变区域内投资模式的另一个因素与制造业搬离中国有关。这种转移已经持续多年,但目前关税上涨加速了这一过程。虽然与总量相比,离开中国的制造业产能相对较小,像中国这么大的市场,哪怕是很小的一个改变,也会对新兴市场的经济产生巨大影响。迄今为止,最大的受益者是东南亚经济体,只是有的受益多有的受益少而已。一位受访者表示:“在过去一年里,25个主要的工业制造企业离开了中国,多数转移到了越南、泰国或缅甸。”印尼和菲律宾的活跃度欠佳。这是由于,尽管“它们一直都在四处比较并在税率鼓励政策方面展开竞争,这方面越南打败了菲律宾,尽管前者法律合同制度更加不透明。”

这种转移的结果之一是新兴市场的物流和商务园区的地产“炙手可热”,因为投资者们都争先恐后地为新工厂寻找落脚地。第一太平戴维斯的研究显示2019年上半年,越南几个省的工业地产租金同比实现了两位数的增长,其中平阳省上涨54.6%,西宁省和西北部胡志明市的涨幅均为31.1%。同时,今年前五个月,越南引进外资167.4亿美元,飙升69.1%。这使得越南成为备受青睐的中国加一模式。

另一个结果是曼谷正在逐渐扮演跨国公司地区总部候选地的角色。活跃于整个东南亚地区的一位高管表示:“泰国在人们心目中越来越有特色是因为高管们喜欢在曼谷工作。那里有高品质的生活产品,足以满足其家人的需要,人们已经习惯了乘坐空中列车或地

中国: 关键主题

尽管经济放缓,贸易摩擦如火如荼,监管环境收紧,越来越多的境外投资者却将目光转向了中国市场。今天,一线城市,尤其是上海,被认为是门户目的地,最大的全球机构感到在他们扩大投资组合的过程中,必须在上海占得一席之地。

根据仲量联行的统计,2019年上半年,中国商业房地产交易量达到250亿美元,创下历史新高。这样的交易量得益于第一季度的爆发,投资额同比增加了174%,达到大约170亿美元。与往常一样,多数投资活动集中在上海,交易额达到109亿美元,使其成为继

纽约、东京和巴黎之后,全球流动性第四大的城市。

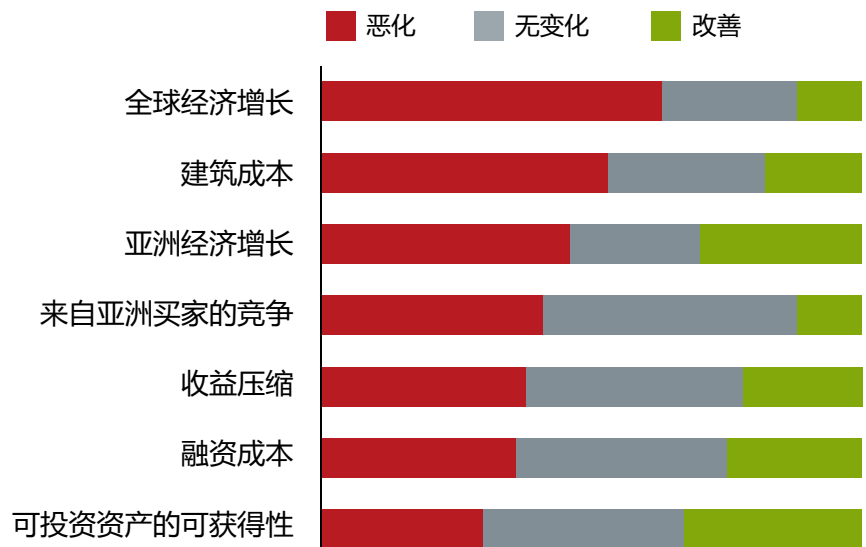
几年前,境外投资者在中国一线城市常常无法达成交易。但是今天,此类交易的数量和规模都大大提高。“我认为在过去几年发生了巨大的转变,”一位投资者表示。“从历史上看,中国严格控制国外资本进入市场,国外投资机构很难与当地投资者竞争。很明显,经济开始走低,咄咄逼人的国内资本减少,人民币走弱,而北京仍然希望看到更多外资进入中国。”

对于外国投资者而言另一个有利因素是北京不愿意放松对国内房地产买家的贷款限制,虽然对中小型企业会有所松动。“借贷市场依然对房地产行业收紧,(并且)当前我看不到这种现状会出现什么变化,”一位开发商表示。

中国办公楼市场受贸易摩擦的影响最大,尽管投资者仍然在一线城市选择目标资产。一位基金经理表示“我们更喜欢投资一线城市,因为一线城市意味着较高水平的增长、更高的流动性以及更多的机会。拥有最多创新企业的城市,尤其是科技公司,这样的城市就是你发展最快的地方。”

铁通勤，因此交通也不是问题。当然在房地产总体买卖方面，曼谷的资产流动性也是最佳的。由于很多公司都采用异地运营方式，管理也趋向区域化，像新加坡这样的目的地成本太高，签证要求收紧，且房价高，这使得像曼谷这样的城市成为设立总部的理想选择。”

图表 1-5 未来3-5年经济因素的预期变化



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

目前的监管环境下，开发商、投资者和消费买家都面临信贷收紧，在一些城市引入了针对住宅地产的价格控制措施，使得一些投资者不看好中国市场。但是，物流地产市场持续受到热捧。一位境外投资者表示：“我们正在中国寻找物流地产交易，高品质的仓储空间仍然供不应求，且拿地非常困难。需要几年的时间才能完成这些交易，但是这些地产出租情况良好，一旦建成很快就能租出去。尽管贸易摩擦还在持续，但国内消费大幅增长，令物流业蓬勃发展。”

一线城市市场中一个值得关注的变化是公共用地拍卖的需求，强调买家需接受长期持有。例如，一处多用途开发场地的买家被要求能够如常销售住宅部分，但在项目竣工后10年或更久的时间里必须继续持有其商业地产部分。这样的要求自然令基金经理的日子不好过，除非他们携手长期资本共同投资。其结果是，“我们更多地关注棕地以及增值项目，”一位基金经理解释说。“对于通过基金来投资的任何人而言，未开发土地的开发要求越来越高。”

最后，很多受访者预言在中国“轻而易举取得增长”的日子已经结束了。一位投资者表示：“我们仍然希望投资；但是，我们不得不认识到增长放缓的事实。中国的增长前景很好，但是不再可能达到曾经的巅峰。我们更热衷针对中国经内需的领域或资产。”

更加谨慎, 更多核心

不愿意承认经济的衰退并不意味着亚太地区房地产投资者在回避现实。越来越多的投资者转而采取防御策略, 以避免潜在的逆转。

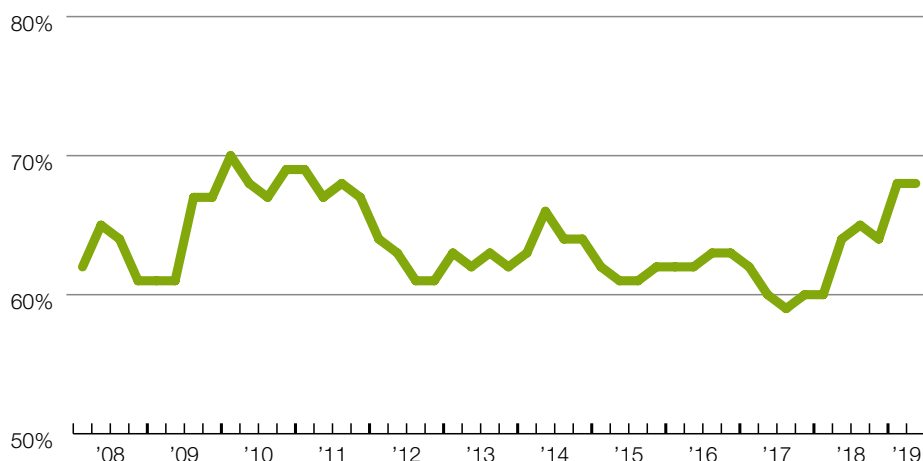
防御的途径之一是坚持较长的投资。我们的 2020 年趋势调查显示在过去 5 年里较短期投资稳步下降, 而较长长期投资相应增长, 表示希望持有 10 年或更久的受访者是 2016 年的两倍 (24%)。在一定程度上, 这种现象也反映了机构投资体量渐增, 并正在为之寻找一个投资港湾。

一位基金经理表示“在未来 12 到 24 个月里, 我们希望通过加强核心投资小幅恢复平衡, 利用长期加权平均租赁期和下行保护来买入稳定的现金流。这样, 即使出现市场调整, 我们依然有现金流流入, 而不必依赖资本收益。”

对于地理位置的要求也有所提高。RCA 的数据显示从 2017 年第三季度开始, 投资者就越来越慎重了, 主要表现在他们对核心市场的偏爱。“由于对估值和风险的担忧, 投资者普遍对机会 (投资) 更为谨慎, 更加趋向于核心战略。因此, 投资者更倾向低风险策略, 相较于周期性资产项目, 如酒店, 他们会偏好低风险资产”一位投资经理表示。

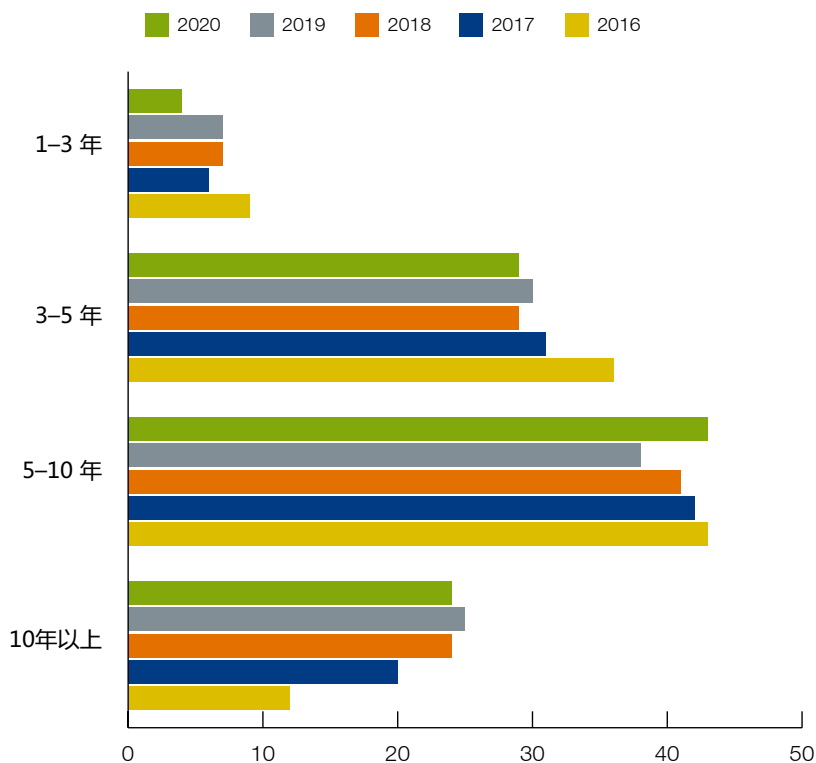
相关数据也支持这种主张。RCA2019 年上半年的统计数据显示酒店投资下跌 39%。2019 年上半年房地产交易量名列前茅的大都市区有香港、东京、首尔、北京和悉尼——都是大型核心资产市场。一位投资者表示: “过去 3 年中我们实施的是防御策略, 持观望态

图表 1-6 亚太地区八大都会区所占市场份额



资料来源: 美国不动产资本分析公司 (RCA)。

图表 1-7 投资期



资料来源: 《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

度，只有当地需求确实强劲或资产非常有价值才会出手。”

另一位投资者表示：“在财务预测和租金上涨幅度验证方面，我们非常谨慎。我们还需要关注租户激励、装修工程成本以及维护等各项成本。”

分散压力

降低风险的另一个途径是参与合作。因此，越来越多的大型投资机构愿意以合伙人的身份参与到交易中，为了实现多元化他们甚至采用募集投资的方式。仲量联行的报告显示，继忙碌的 2018 年之后，2019 年上半年亚太地区的投资者合作投资的交易总额达到 130 亿美元。“这些交易帮助投资者获得更多优质资产，同时又降低了集中风险，”一位投资顾问解释说。

中国的投资者尤其喜欢合伙和俱乐部交易，近期大量交易均是国内投资者联手国际同行合作完成，而且往往是联合多家合伙人。传闻称，一些在过去趋向于合资或俱乐部交易的大型投资机构现在开始将目光转向了基金投资。一位基金经理表示：“我们听说一些你不认为会投资基金的投资者目前有意涉足多个基金。我们理解此举意在降低风险，此外也是汇集信息的一种途径——如果你与 5 位基金经理一起投资，那么就意味着有 5 个研究部门和收购团队在为你服务。”

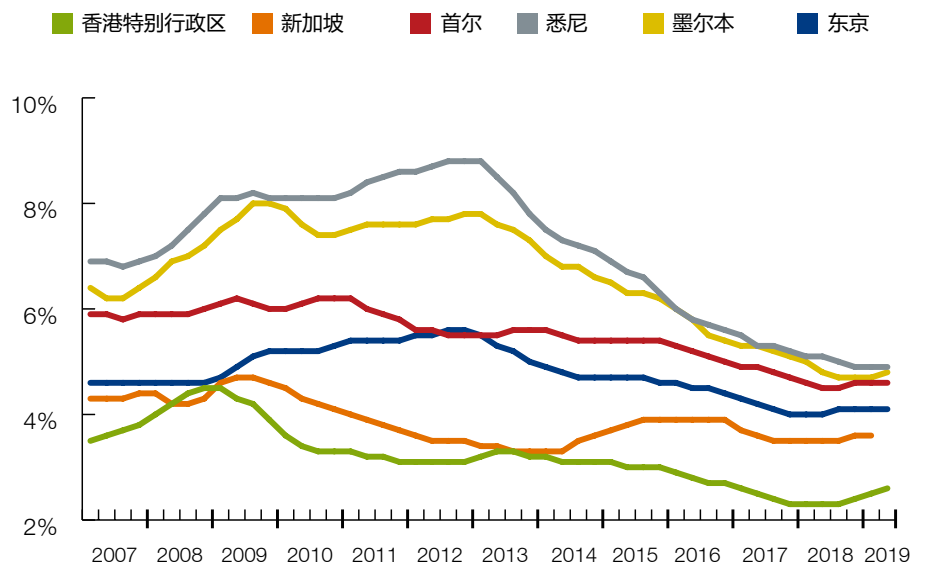
收益开始增长...

在过去 4-5 年中，许多市场的房地产业内人士总声称资本化率压缩不会继续。但是，到目前为止，他们仍是错的，交易收益率持续下跌，或者至少仍呈现压缩态势。

不过，近期某些市场的办公楼收益率开始发生变化。在香港，2019 年 6 月资本化率上扬 2.6%，比 2018 年的低点高出 35 个基本点。也许是社会动荡导致了这样的资本外移。不

过像墨尔本和东京等主要市场，收益也开始增长。无论这种转变是一种趋势与否，正如一位受访者所述：“我没看到资本化率继续走低。我知道美国已降息，但是我确实没有看到任何导致资本化率(继续)下行的合理机会”

图表 1-8 亚洲写字楼地产收益



资料来源：美国不动产资本分析公司(RCA)。

.... 但并非所有市场

但是, 很难说资本化率的逆转是普遍性的, 某些地方, 收益率持续压缩。

例如, 由于经济趋于成熟, 一些观察员看到印度高端办公楼资产的收益率出现大幅压缩。

“我认为印度将会书写下一个增长神话——与我们过去 15 年间在中国看到的一次性收益率压缩一样, 我们(也)将在印度看到一次性收益率压缩。”这就是投资者如此热衷于在印度耐心部署长期资本的主要原因。目前印度能够创造收入的资产供不应求——在海得拉巴以及班加罗尔等备受热捧的城市, 对于大型开发商开发的资产, 有些投资者愿意做长期投资。

一位活跃在当地的顾问表示, 现在每个上市的创收型资产都会吸引 8-10 个投资者(主要是外国投资者)前来竞价。“出价战通常始于 8.5%-9%, 我们甚至看到过 7.5% 的情况。从一个全球投资者的视角来看, 这也许不是坏事, 但鉴于印度市场的风险, 我认为人们有点过度兴奋。”

同时, 在澳大利亚市场, 近期利率下调, 加之悉尼办公楼市场租金持续上涨, 有些人认为可能会发生进一步的资本化率压缩。据一位悉尼的基金经理介绍, 其原因是“史上最强劲的就业市场和持续更久的利率降低的宏观叠加——目前十年期国债利率低于 1%。”

在任何情况下, 一些城市资本化率的温和放松仍将价格置于风险, 因为可售资产仍然供不应求。正如一位活跃于新加坡的基金经理所说——“资本权重已经重新调整了所有的回报。”因为缺少投资缺口, 所以风险被错误

定价, 你可以看到市场上很多资本化率非常低的资产, 坦白来说这就形同投机。这就是其可笑之处。从很多案例可以看出“到敲门的时候了”。

图表 1-9 2019年上半年核心位置写字楼市场资本化率

| 国家 | 城市 | 范围 | 展望 |
|------|------|-----------|----|
| 澳大利亚 | 悉尼 | 4.00-5.00 | ▼ |
| | 墨尔本 | 4.25-5.00 | ▼ |
| | 布里斯班 | 4.75-5.75 | ▼ |
| | 珀斯 | 4.75-6.50 | ▼ |
| 新西兰 | 奥克兰 | 5.00-6.50 | ▼ |
| | 威灵顿 | 5.50-7.50 | ▼ |
| 中国 | 北京 | 3.00-4.50 | ◀▶ |
| | 上海 | 3.00-4.25 | ▲ |
| | 广州 | 3.75-4.75 | ◀▶ |
| | 深圳 | 3.50-4.50 | ◀▶ |
| | 香港 | 1.50-2.80 | ◀▶ |
| 日本 | 东京 | 2.20-3.50 | ◀▶ |
| | 大阪 | 2.80-4.00 | ▼ |
| 韩国 | 首尔 | 4.00-5.00 | ◀▶ |
| 新加坡 | 新加坡 | 3.00-3.75 | ◀▶ |
| 印度 | 古尔冈 | 8.00-8.75 | ◀▶ |
| | 孟买 | 8.00-8.75 | ◀▶ |
| | 班加罗尔 | 8.00-8.75 | ◀▶ |

资料来源: CBRE。

聚焦外汇

全球货币市场的不稳定性意味着汇率和外汇套利策略对于收益而言日渐重要。

一位欧洲的投资者表示，货币是“每一桩交易中的重要因素，（但是）现在其对各个市场所产生的影响各不相同。在印度等地其影响巨大，（然而）在日本及新加坡等地，其影响较小。”

货币套利的方式大相径庭。概括而言，欧洲、韩国和日本投资者更趋向于对冲，而很大一部分全球投资者更愿意采用多元化作为传统

对冲策略的自然选择。海外投资者也倾向于以当地货币借款，以获得部分对冲。

在某些案例中，外汇套利会对收益产生重要的积极影响，这取决于货币配对。例如，新加坡投资者在 2019 年年中进入日本市场，在欧洲或日本获得了比在澳大利亚更高的货币回报。正如一位顾问所说：“目前，进入欧洲的亚洲投资者中盛行外汇套利，（而且）美国投资者在世界各地都玩外汇套利。”

尽管如此，货币走势会改变我们的生活。一位投资者表示“货币的影响日渐明显，也出

现了一些引人注目的走势。即使在资产层面做得很好，你也有可能兵败货币。总的来说，对冲代价巨大，你的回报会大打折扣，除非你确信知道自己的钱什么时候能出来，真正有效的套期保值很难实现。”

在过去的 12 个月里，最值得注意的趋势是美元的强势，尤其是与印度卢比、澳大利亚元以及中国的人民币相比较时。

图表 1-10 采用货币利率交换的方法计算的内部收益率对投资回报的影响

| | | 本币 (投资者资本来自...) | | | | | | | | |
|----------------|--------------|-----------------|---------|------------|----------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| | | 香港特别行政区 (港币) | 日本 (日元) | 中国内地 (人民币) | 新加坡 (新元) | 韩国 (韩元) | 欧洲 (欧元) | 澳大利亚 (澳元) | 英国 (英镑) | 美国 (美元) |
| 资产货币 (投资货币...) | 香港特别行政区 (港币) | N/A | -2.06% | 0.91% | 0.01% | -1.14% | -2.02% | -0.43% | -0.81% | -0.03% |
| | 日本 (日元) | 1.99% | N/A | 2.91% | 2.01% | 0.87% | -0.02% | 1.58% | 1.19% | 1.97% |
| | 中国内地 (人民币) | -0.92% | -2.96% | N/A | -0.90% | -2.04% | -2.93% | -1.33% | -1.72% | -0.94% |
| | 新加坡 (新元) | -0.03% | -2.07% | 0.90% | N/A | -1.14% | -2.03% | -0.43% | -0.82% | -0.04% |
| | 韩国 (韩元) | 0.88% | -1.16% | 1.81% | 0.91% | N/A | -1.12% | 0.48% | 0.09% | 0.87% |
| | 欧洲 (欧元) | 1.96% | -0.08% | 2.88% | 1.98% | 0.84% | N/A | 1.55% | 1.17% | 1.94% |
| | 澳大利亚 (澳元) | 0.39% | -1.65% | 1.31% | 0.41% | -0.73% | -1.62% | N/A | -0.41% | 0.37% |
| | 英国 (英镑) | 0.75% | -1.29% | 1.67% | 0.77% | -0.37% | -1.26% | 0.34% | N/A | 0.73% |
| | 美国 (美元) | 0.02% | -2.02% | 0.94% | 0.04% | -1.10% | -1.99% | -0.39% | -0.78% | N/A |

资料来源：仲量联行 (JLL)。

日本: 关键主题

在亚洲的发展中国家, 支持房地产投资的是人口和经济增长的基本面, 并且, 对于活跃于这些市场的投资者而言, 这种支持大于短期困难以及进入这些市场的壁垒。在日本, 情况正相反: 在过去5年中, GDP涨幅罕见地达到了2%, 而且日本是全世界人口前景最糟糕的国家。尽管日本仍然是大型投资基金青睐的目的地。它能够提供流动性, 可投资资产基础大, 很容易就能得到无追索权银行融资, 而且尽管过去几年适度收紧, 但利率仍然低于100基点。

在过去12个月里, 投资总量有所放缓, 但资产表现依然坚挺。办公楼和住宅地产均出现收益压缩。

一位私募股权投资投资者认为对办公楼资产的投资兴趣受到“超强基本面”的限制。“市场对办公楼的稳定需求让人印象深刻——我想出乎很多人意料的是2018年和2019年均有大量新建办公楼入市。但这一点众所周知, 因此东京办公楼市场的前景依然光明。”

然而, 日本房地产投资信托基金(REITs)的频繁活动以及本土开发商对高端办公楼的长期优势意味着除非是实力雄厚的境外投资者, 否则所有人都只能赚点蝇头小利。“我们正在市场上寻找买家感兴趣的潜在资产, 但是我们无法找到足够多的项目,” 一位基金经理如是说。“曾经购入办公楼的境外买家现已出售了大部分项目, 因此现在绝大多数卖家是日本公司, 而他们多半会将这些资产

卖给其它日本公司。”

在过去几年中, 办公楼地产的售价之高令众多投资者转而关注多单元住宅地产, 但是资产竞争推高了资本化率, 价格高到令部分投资者无法承受。一位活跃于东京的投资者表示: “由于价格毫无松动, 我们已经不再寻找住宅地产。我们仍然关注住宅地产, 只是东京的交易只有3%左右。”同样在公寓市场, 有些地产的每平米单价比全新公寓都高, 一旦将租赁、整修或换手成本考虑进去, 运营收入会进一步减少。“因此, 如果你想购进资产的资本化率是3%, 那么你可能正在以净现金流为基础考虑资本化率为2.5%的资产。”

危难重重

尽管总体而言高价格和收益的压缩仍是常态, 但有几个市场出现了压力信号, 尤其是缺乏获得资本途径的市场。比如印度, 办公楼资产获得出乎意料的成功, 住宅开发商则遭遇了走低。政府出手整治银行业的渎职行为, 再加上开发商的信贷风险逐渐增加, 银行不再支持房地产信贷。非银行金融领域同样处境悲惨, 开发商因此求告无门, 面临巨大的资金压力。

2019年7月, 投资银行高盛在一份报告中预测70%的印度开发商在未来两年内可能会破产。“未来将面临艰难时刻,” 一位活跃于德里的顾问如是说。“整个游戏即将被重新定义, 只有那些拥有可靠资本合作伙伴的开

发商才能够存活下来。开发商们都在垂死挣扎。”不过这个过程中也出现了重要的机遇。新近引入的破产法意味着更多的资产将通过银行打折拍卖。

利用债务构建这种投资的前景可能更具吸引力。“在印度有着足够的资本来应对危难的投资者都能从优先布局的后进先出优先债中获得类似股权回报, 潜在的内部收益率(IRR)在22%-24%之间,” 那位顾问继续道。“迄今为止, 几乎没有多少人意识到这种机遇, 只有少数基金进入到这个市场。”

同时, 中国政府也在打击非银行贷款, 此外央行新近颁布法令收紧了房地产贷款, 这意味着除了大玩家, 所有人都将面临资金问

题。尤其是在住宅租赁和共享办公细分市场硬撑的公司将面临更大的风险, 因为这两个细分市场出现不少经营失败的案例。

不过, 一部分人看到了巨大的机遇, 预言“大规模崩盘”, 另一些人则更为乐观。一位上海的基金经理说: “很多人都在谈论机遇, 但我几乎看不到任何市场交易, 原因是多方面的。首先, 这种机遇非常复杂。如果危机确实到来, 这种交易会包括法律、止损安排以及协商, 因此完成交易颇费周折。另一个原因是人们还没有到孤注一掷的地步。中国政府已经在谈论通过下调银行存款准备金率和其它措施来放宽货币供应了, 目前很难判断情况是否会变得更糟。”

尽管游客数量不断上升，日本零售地产的前景却不太喜人：世邦魏理仕的研究显示，东京、大阪和名古屋的优质零售地产平均租金分别在过去 16、12 和 6 个季度里没有变化。不过，增长点还是有的：东京主要购物区银座的租金渐长，投资者的回报也在不断增加。

一位投资经理表示：“人们正在寻找高街零售地产，但资源实在是太少。国内（投资者），尤其是贸易公司，始终都是最强买家，只要能吃进的统一一举拿下。不过，还有一些人对消费税的上浮表现出担忧，这种上浮是否可持续，尤其是如果日本与韩国和中国之间出现问题，旅游业是否会逐渐衰退。”

尽管日本购物者对于电子商务的魅力似乎仍然具有免疫力，但是现代仓储的结构性短缺为开发商和投资者提供了巨大的机遇。没有任何迹象表明物流业的繁荣将终结——大东京区、大阪以及名古屋核心市场的空置率正在下降。根据世邦魏理仕的调查显示，2019 年东京湾区的空置率下降至 0，这是 2008 年以来空置率首次下降至 0。

“你是否正在寻找聚焦电子商务的资产，或仅仅是普通的物流资产，这一细分市场涉及很多人，如果你能以 4.5% 左右而不是 3% 左右的资本化率购入，这个价格还是说得通的，”一位受访者表示。

东京投资难度正在令越来越多的投资者转向其它国内市场，那里是价格更低的交易来源。“流动性有所提升，”一位基金经理表示。“15 年前，你可以在这些二级城市追逐收益，但这些城市始终存在一个根本的流动性问题。但是，大阪、名古屋以及福岡在金融危机后对自己进行了重新定位并扩大了他们的经济基础。我认为这些城市已经不再是二级城市了——它们仅仅不是东京而已。”

主要省级城市的收益率仍然高于东京；目前首都的办公楼资本化率在 3% 到 3.5% 之间。大阪和名古屋的对等物产生的收益可能要高出 50 到 75 个基本点。

危机带来的其它机遇与产能过剩相关。比如在日本，过去几年旅游业取得了巨大的成功。不过这也许不是什么好事——酒店的过度建设也在酝酿危机形势。

如果当前日本与韩国之间的外交纷争不解决，危机可能会加剧，毕竟 2018 年赴日游客中将近四分之一来自韩国。一位东京的基金经理表示：“有很多建设中的酒店和涉世未深的酒店业主，一些资本不足的管理公司或是签订了出租或运营协议，但是他们没有能力执行。这些公司曾获得过支持，但是不能提供债务服务。因此我认为未来一旦旅游业出现下滑，就会出现上述机会。”奥运会之后

情况似乎会更糟，而一些缺少经验的业主和运营者可能更早出现问题。

越南和澳大利亚存在更多机遇。越南由于出现公寓的过度建设而持续遭受困扰。近年来中国买家在澳大利亚大量购入住宅资产，使得地价一路走高。不过，如今很多开发商有时候无法筹措足够的资金以至于出现很多烂尾项目。一位当地私募资本投资者表示他的公司曾经活跃于公寓销售市场，这个市场存在严重的过度建设，然而资本市场流动中断后，融资市场也被打乱。由此创造了一个机遇，而我们恰恰抓住了这个机遇。

可持续性: 时代的到来

在过去十年左右, 亚太地区的受访者表示渴望提高其建筑效率: 提升环保属性虽好, 但高昂的升级成本曾让人望而却步。但是随着新时代的到来, 人们对绿色成本的接受度越来越高, 对于优质房地产的开发商、业主和占用者而言, 可持续性在本质上已经与品质密不可分; 很难想象一座甲级办公楼未获 LEED 或其它当地认证计划的评级。

一位全球投资者表示: “我们现在需要为我们投资的办公楼申请绿色认证, 我们很乐于花这个钱, 因为这会让我们与众不同, 同时也是一种下行保护。”

这种趋势有两个驱动力: 资本和管理。一方面, 越来越多的人意识到对建筑基础设施进行升级能够创造真正的金融价值——即有电费等成本的降低又可提高租金。在吉隆坡参与一座建筑装修的投资者表示: “你在看的是云管理以及能够优化建筑运营的非常先进的人工智能, 这些优化包括利用大量不同的数据点(包括卫星天气预报)进行预防性维护、占用使用模式以及温度的优化等。”

此外, 私募股权投资者、大型房地产投资信托(REITs)以及多数大型开发商几乎不可避免地要迎合来自欧洲以及北美的机构投资者的需求。这些投资者基本上要求其投资的实体符合可持续性最低标准。举例来说, 更大一些的欧洲养老金基金则不会把资本交给未能出示环境认证信息的经理。

一位基金经理表示: “为了获得投资者的资金, 你需要建立一个真正的环境、社会和治理(ESG)计划及平台。每当我们收到征求意见

时, 大多数都是 ESG 方面的。从我们的角度来看, 对于任何资产而言, 能源有效性是主要要求之一, 只是因为如果其能源有效性不达标, 那么该资产在资本市场就会贬值。”

另一个因素是遵纪守法。亚太区各个国家的要求不尽相同, 澳大利亚和新加坡是环境可持续性的最强推动者, 而较小的发展中市场在这方面的规定较少。也就是说, 新兴市场的建筑往往效率不高, 意味着即使不采用强制性政策, 如果引进有效性措施, 他们获益更多。

在任何情况下, 当政府逐渐努力达到《巴黎协定》的要求时, 较大的房地产开发商更希望在效率方面进行管控。《巴黎协定》旨在建立碳中和经济体网络。一位投资经理表示: “大的风险在于你现在买入某资产, 未来它可能不符合某些方面的规定或投资者的要求。三年五载之后, 你可能会发现该资产租不出去也卖不出去, 因为它没有获得环境认证。”

在这方面, 另一个越来越明显的压力来自于跨国租户, 尽管目前亚太地区对环境认证的要求尚未像西方国家那么高。一位顾问表示: “在世界上的其它地区, 我们发现大公司开始将 LEED 金奖认证作为租赁的一个条件。不过在亚太地区还未出现, 但我认为最终这会是一个发展趋势。”

同时, 在亚太地区, 越来越多的房地产开发商在注册全球房地产可持续性基准(GRESB), 该基准要求资产经理报告环境政策和绩效, 并向投资者提供相关数据, 以便他们分配资本。

一位 GRESB 计划签订者表示: “GRESB 为投资者提供了一个数字, 他们可以看到公司 X 评分 86 分, 公司 Y 评分 50 分, 由此他们会认为公司 X 更好。他们甚至都不必知道公司 X 好在哪里。当然, 如果没有注册 GRESB 的公司就更加缺乏竞争力了。”

ESG 倡导者的挫败感之一在于很难将 ESG 举措与资产能效改善之间的因果关系展示出来。但是, 一位受访者表示: “如果看看吸引投资者的指数和基准, 更高的风险调整回报与更加广泛的 ESG 问题管理之间存在关联关系。”

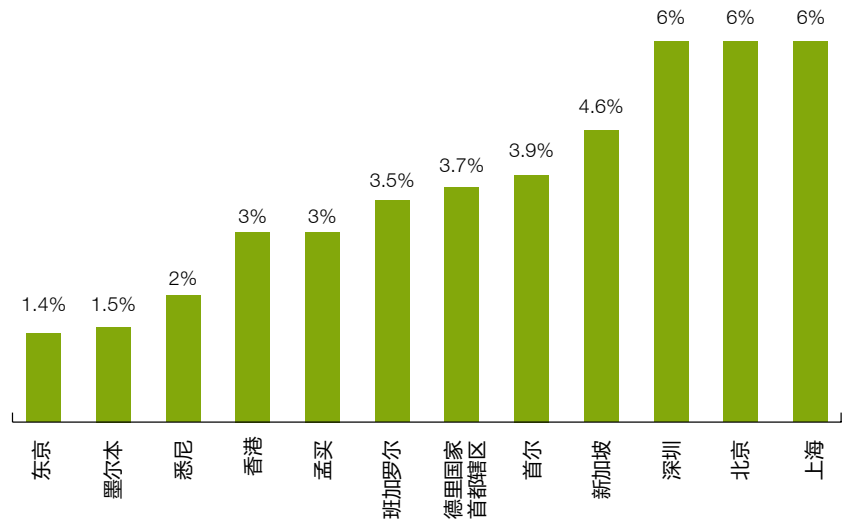
共享办公:可行吗?

2019年9月,全球最大的共享办公公司在纽交所首次上市(IPO)失败,投资者不得不在全球范围内重新考虑与制定行业租赁协议相关的风险。通常,运营者与业主签订长期租赁协议从而获得资产(通常包括很长的无追索权免租期,业主还承诺承担价值不菲的装备费用),之后他们会以短期租赁的方式转租给自己的终极用户。这种不匹配意味着经济下行时,运营者要承担失去租客的风险,同时仍要履行其与业主(如果运营者停业,业主也将随之遭受损失)所签订的长期租赁合同。此外,IPO流产暴露的损失程度引发了更多问题。尤其是从长远来看行业的业务模式是否可持续?而且,短期内更为重要的是,当前鲜有运营者能够盈利,而竞争愈演愈烈,在这种环境下运营者是否依然能够筹措股本和债务?

鉴于目前市场上共享办公空间的绝对数量,不仅共享办公空间的运营者面临这些风险,业主同样如此,而承办贷款的银行也面临潜在风险。根据世邦魏理仕的统计,目前亚太地区运营者运营的共享办公空间数量超过了2016年的300%,2019年3月达到了5400万平方英尺。目前该细分市场占到亚太地区办公空间供应量的3%以上,美国的这个占比只有2%。

上海一位基金经理表示:“中国很多较小的共享办公公司在(债务)偿还方面面临问题。市场确实有需求,但是投资者的困境是需要考虑定价是否对其退出产生负面影响,因为行业的信用状况正在恶化。”

图表 1-11 共享办公空间运营者在亚太区城市的渗透



资料来源: CBRE研究, 2019年5月。

现在,为了降低他们的风险,业主改变了其与共享办公空间占用者签订合同的方法。“我们正在避免将大楼整体出租(给运营者),”基金经理继续道“我们也许只将大楼的三分之一或四分之一出租给他们,之后尽力将其余空间出租,这需要大量保证金和担保。”

改变灵活空间作用方式的另一种途径是建立业主/运营者伙伴关系。无论是针对个别大楼还是整个投资组合的资产,运营者越来越希望确保通过管理合同来建立灵活的工作空间。共享办公公司因此可以接触到现有的大型企业租户客户群,同时可以大幅削减租赁开支以及建立新的共享办公中心所需的大额资本支出承诺。另一方面,业主能够为现有租户升级便利设施,也无需建立独立平台与运营者竞争。

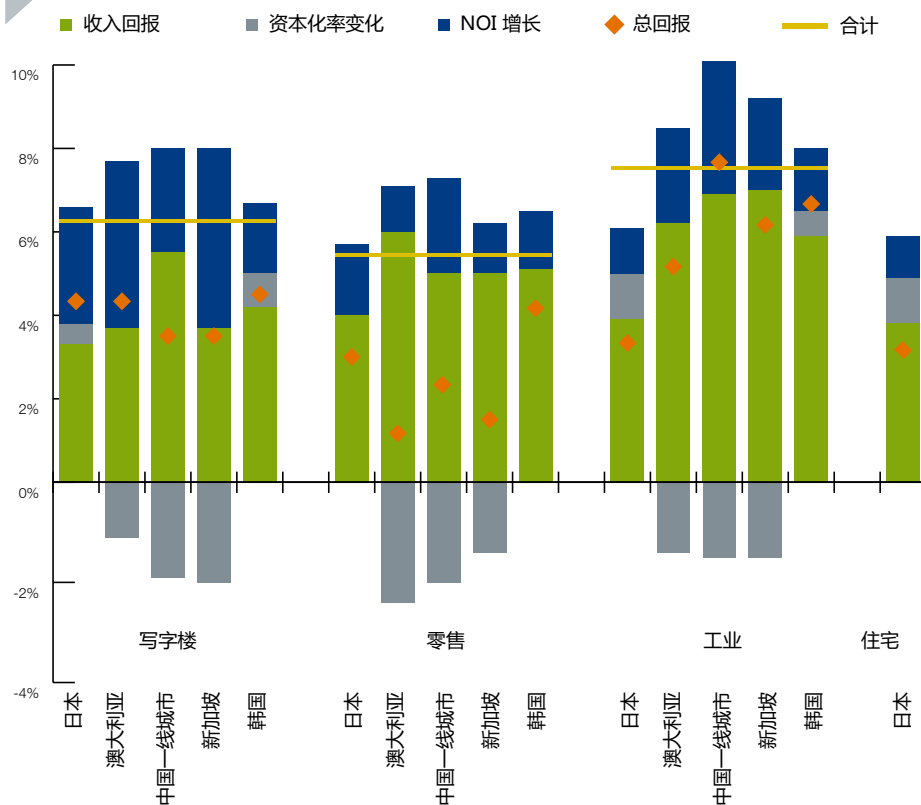
在美国这种关系日渐普遍。一位曾经洽谈过无数此类交易的美国共享办公运营公司的经理表示:“现在业主是我们的客户,所以我们构筑这些收入共享或利润共享结构,这会要求业主投入大部分资本,但作为回报可获得远高于市场的租金溢价。例如,在纽约我们所付租金是每平方英尺64美元,但我们对外的租金为每平方英尺380美元。我们会告诉业主‘你正错失良机——如与我们合作你可以获得比传统租金高出40%-50%的溢价。’”尽管目前这种模式在亚太地区相对少见,不过这种业主/运营者伙伴关系有望在中期快速发展。

零售: 亚洲是否与众不同?

从全球情况来看, 零售地产已经成为房地产行业中的灰姑娘, 不受投资者的青睐, 在其奋力抵抗来自线上竞争的威胁时, 不时出现在严肃的头条新闻中。在亚太区的情况也于此类似, 但略好过其他地区。RCA 数据显示 2019 年上半年亚太区零售地产投资额下跌至 165 亿美元, 跌幅达 7%, 与全球走势相比, 跌幅略小。报告受访者们认为该细分市场的前景最为黯淡, 低于我们 2019 年报告中的评级。

不过, 很多大型投资机构仍然热情高涨地投资零售地产, 并在中国内地、韩国以及香港等几个区域市场作出重大承诺。

图表 1-12 亚太区各细分市场和国家 2019–2023 财年预计年度总回报



资料来源: DWS, 截至2019年6月。

澳大利亚: 关键主题

“如果要我在亚太地区的任何地方做长期投资的话, 我会继续选择澳大利亚。”在今年的投资者排名调查中, 悉尼和墨尔本继续领跑, 这位基金经理的观点得到了广泛的支持。澳大利亚市场(为亚洲)提供高收益, 合理的流动性, 持续增长的租金, 可靠而坚挺的经济甚至还包括走弱的货币, 都对离岸投资者具有巨大的魅力。RCA 的数据显示 2019 年上半年澳大利亚投资额实现了同比 3% 的上涨, 使其成为亚太地区 5 个最繁忙市场中唯一一个交易增长的市场。

一位私募股权投资人士表示: “澳大利亚的资产定价已经很高了, 但是我认为可能是晚周期的人们受到最有效市场的吸引, 我会把澳

大利亚放入非常有效市场列表中。”

办公楼和物流地产市场持续坚挺的表现让投资者热情高涨。第一太平戴维斯的研究显示 2019 年第二季度澳大利亚租金持续上涨, 收益压缩继续, 即使是优质办公楼平均收益不足 5% 的悉尼也是如此。

正如一位澳大利亚基金经理所言: “基于史上最强劲的租赁需求, 办公楼市场日益壮大, 尤其是悉尼和墨尔本。这两个城市的空置率目前都处于史上最低。”

在过去几年中, 澳大利亚的住宅市场是亚太地区几个遭遇低迷的市场之一。经过两次利

率下调和税收减免, 以及放宽按揭贷款要求之后, 目前价格趋于稳定。由于街头游行一直持续, 香港投资者为了寻求安全的避风港, 在悉尼和墨尔本的购买激增, 极大地繁荣了这两个市场。一位开发商引述了新资本涌入导致一些市中心项目的销售出现复苏, 而这些项目从前都存在发展滞后问题。

尽管由于对境外资本的限制, 中国投资者的投资大幅减少, 澳大利亚仍然备受全球资本的青睐。一位基金经理表示: “很多与我们谈判的公司都是市场的新面孔, 主要是亚洲的集团——包括很多养老基金、保险公司或主权财富基金。”

他们这样做的原因是多方面的。其一，与发达市场相比，亚洲的多数市场存在结构性供给不足，只有澳大利亚的人均零售供应充足。

尽管中国和印度局部地区出现过度建设的问题，但这些市场的零售地产总供应量仍落后于欧洲和北美。

更重要的是，亚洲消费者是全球最热衷于网购的消费者，这样的事实催生了将数字技术集成到新零售地产开发的想法。这一点没有比中国更明显的了。现在中国的购物中心都提供线上线下相结合的购物体验，并且娱乐、教育、服务以及餐饮空间的占比更高。“中国会比其它市场更早地走出零售业低迷，因为在线上线下、物流以及新世代零售空间的结合方面，他们走得更远，”一位开发商如是说。“但是要实现这些结合，零售地产必须重新估价，

(因为) 如果你将更多零售空间用于娱乐或餐饮，通常收到的租金不会高于时尚店铺。”

同时，自由零售地产作为一种防御性资产仍然吃香因为购物者总是需要社区零售在中国，“零售和餐饮方面的必要支出使得一些购物中心表现依然不错，”一位投资经理表示。很多受访者也认为零售地产是房地产市场中最独特的一种，很难一言以蔽之。因此，即使周围的商业都在苦苦挣扎，但一座城市最好的购物中心依然可以生意兴隆。

零售地产往往是核心地产中最需要积极管理的物业板块，业主纷纷出招打造吸引消费者驻足的空间。一位受访者表示：“业主开始考虑在其购物中心内提供更具沉浸式体验，以及更为个性化的商品和服务，这些都离不开

技术的支持——也就是收集和分析数据的能力。”

购物中心管理的另一个重要因素是购物中心在其所在社区定位。“与其它地区相比，亚洲的购物中心往往距离社区核心地带更近，”一位开发商介绍说。“而且我认为这事实上购物中心的本质是一个城镇中心的范本。要创新非常简单，只需观察它的周围，看看什么能让它充满生机，然后全盘提供。”

通常，最具创新性的购物中心通常处于非常有特色的地理位置，有时候空间十分有限。“如果你走进像东京涩谷这样的地方，你会发现购物中心都在不断地进行有机重组。它们没有长期租约或主要租户，即使有，也是一些周转非常快的零售商。”

展望未来，日本的机构投资者也将很快成为澳大利亚市场的主要投资者，因为澳大利亚市场提供了日本资本所追求的透明和流动性，以及日本市场以外的多样性。

由于澳大利亚的大型国内银行从市场部分撤出，这些银行的放贷受到政策压力和更高资本需求的限制，使得目前澳大利亚的非银行债务越来越像是为房地产交易融资的一种手段。根据澳大利亚和新西兰商业房地产债务专家Maxcap Group的预测，到2023年融资机会将会增长至500亿澳元。正如一位投资者所说：“由于(国内) 银行不能进行同等程度的参与，或在某些情况下不能参与某些外国交易，非银行贷款人就获得了这样的机

会。这样的机会令人非常兴奋，尤其是在经济周期处于当前点——为了某些投资，你宁可有债务也不愿有股权融资。”

不过，有些投资者并不如此乐观。澳大利亚的许多优质资产都被当地的房地产投资信托基金牢牢掌握，而澳大利亚养老金基金持有的巨额现金意味着这个市场对于资产的竞争始终都很激烈。此外，几乎没有促进业主出售楼宇的动力，因为如果这样的话他们可能无法重返这个市场。

另外，资本化率继续全面压缩，一些资产类别失去往日的吸引力。例如，在过去几年中，澳大利亚物流地产令投资者趋之若鹜。今

天，情况发生了变化。据一位基金经理说：

“眼下工业地产的定价荒谬至极——你本可用类似的资本化率在悉尼或墨尔本买入优质办公楼资产，而你却以4.5%的收益率买入工业地产，我会认为你一定是疯了。澳大利亚地广人稀，有大片的土地。工业地产从未真正产生高于通胀的租金上涨，加上土地供应充足，我认为40多年的历史不足以改变太多的东西。此外，工业和物流地产还存在被淘汰的风险。”

不过，总体而言，前景依然光明；澳大利亚上一次经济衰退距今(2019年)已有27年。

一些受访者也在次级商场看到了机会。投资者往往低价买入这类商场,重新装修后,配备先进的设施,令其变身为共享办公空间及其它服务空间,或是现代零售综合体。一位建筑师表示:“项目改造并不是那么光鲜的工作,但我认为可能借此进行更多实验性尝试。”

在中国,一位境外机会投资者谈及高档商场改造来吸引前卫人群时表示:“我们正在寻找改变(资产)用途的战略,这种改变是建立在如古驰等(奢侈品店铺)林立的基础上。我们进来,以低价买入这些商场,抱着重新租赁的想法,将娱乐、零售、诊所在内的各种业态(它们的租金也大相径庭)囊括其中。但是如果你在城市的绝佳位置和合适的租金买下了资产,你就赚了。这种机会非常有趣。”

某些投资者更喜欢目前不景气的零售地产。一位澳大利亚投资经理表示:“我认为目前的形势孕育着机会,因为零售地产接收到大量负面观点的现实将会导致错误的定价。这个细分市场充斥着如此多的嘈杂之声,我相信不出12个月左右,机会就会出现。我们开始从较大型全球投资机构那里听到(的是)他们也认识到了这一点,他们确实是在寻找少数如果有的话)可进行交易的潜在购买机会。”

聚焦终端用户

整个亚太区的房地产投资者对其终端用户越来越感兴趣——那些购物者以及坐在他们办公楼里工作的白领——而不是与他们签订租赁协议的那些公司。

在办公楼细分市场,人们越来越关注办公楼本身在康乐方面的品质,无论这是指为骑行者提供旅程终点的设施、健康项目,还是为租户提供清洁的空气。“在中国,人们非常关注室内空气质量,这是办公楼里工作人员关注的焦点,也是人力资源部门关注的焦点。室内空气质量可以转化为租户粘性,”一位投资者表示。

“将空间作为服务”的概念至今一直在共享办公公司中流传,不过房地产投资者——即使他们已经签署了常规的租约——现在也开始寻找机会为最终用户提供更多服务,比如在办公区设置零售空间。

零售空间内的服务成分也日渐重要,因为全域渠道零售开始挑战传统业主/租户相互作用的方式。之前零售地产业主仅仅向租客提供空间,让他们聚焦客户。但现在他们直接参与了更多,并更加关注“程序设计”,如空间中的软件。一位开发商表示:“我认为为了把租户留在你的空间里,必须大幅增加程序设计方面的投入。之后,与一些技术公司合作,当他们推出新产品时,划拨展示厅以不同的方式展示他们的新品。这些努力都是为了打造更多独特的体验。”

一些观察者用更为哲学的方法解释这种现象。一位顾问表示:“不会有更多资本回报了,因此你寻求通过服务来赚钱——你希望在自

己能找到在人口最密集的地方得到一点地产,吸引最多的人,然后通过向他们提供服务来赚钱。说白了就是在城市人口高度集中的地方购入资产。”

对利基市场感到紧张?

过去几年中,另类资产市场带来的高回报为追求目标回报的区域投资者创造了一个颇受欢迎的避风港。今天,尽管以运营为重的另类资产市场得到了越来越多的关注,但仍然很受欢迎。学生住房、数据中心、个人仓储以及老年公寓都是需要关注的方面,这些方面的投资通常都是通过单独运营的公司完成的。正如一位投资者所说:“很多正在变化的事物房地产投资者都不明白——是一种不同的投资方式,你希望获取更多运营利润,并推动价值链前进。这种方式更为复杂,做生意的难度要远远大于收租金。它是介于房东和自住业主这个连续体的一部分。”其结果是,一些投资者不禁提出一个问题:运营一家公司所需要的投资是否真的稀释了房地产的回报。

在过去10年里,工业和物流地产被证明是最受全球房地产投资者欢迎的资产,大量资金被投入到现代物流设施中。如今,物流地产已经跻身核心资产之列,投资者开始将目光转向这一行业的一系列子市场。

最后一公里服务是一个新兴子市场。一位新加坡顾问表示:“很明显城市物流有很强的需求,因为如果你要线上下单,希望有人能在30分钟内骑自行车送达,那么配送中心距离你所在的位置必须在30分钟车程范围内。”

尽管最后一公里交付有些棘手，因为城市中心土地昂贵，仓库会出奇地小。但是，投资者在空间利用方面极富创造力。比如，鉴于购物中心因电子商务零售商的崛起而门庭冷落，其空置空间可以用于建设最后一公里服务设施。同样，较老旧的低级工业建筑，也可为其所用。地处边缘位置的办公楼里的空置楼层，也可用作物流空间。

冷藏设施是物流的另一个衍生品，也是随着网上超市的发展而崛起的子市场。Forrester 的研究显示，2018 年亚太地区网上销售总额为 807 亿美元，到 2023 年，这个数字将飙升至 2600 亿美元。

“有趣的是冷藏设施的兴起只是源于中产阶级的崛起以及冷冻食品相关的消费趋势，”这是一位私募股权投资者的看法。“不仅中国如此，像澳大利亚这样的地方由于食品出口量大，冷冻食品的增长推动了对冷藏设施的需求，而且该等需求之大远远超过了你对一个发达市场的预期。”

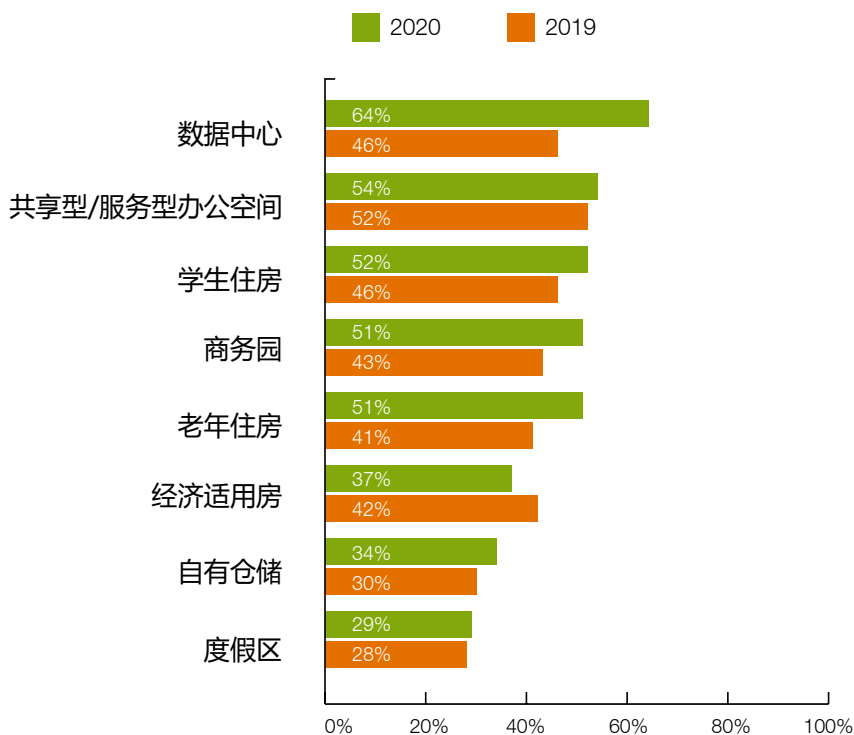
世邦魏理仕的研究显示如果在亚太地区建设与美国相同水平的人均冷藏设施，需要增加 4.11 亿立方米的设施供应。这位经纪人还说冷藏设施的收益比仓库高出 50 到 150 个百分点，而且租户的租期也更长，一般是 10-25 年。

数据中心是今年《亚太区房地产市场新兴趋势报告》中最受欢迎的另类资产板块，受到云计算服务提供商和即将到来的 5G 移动技术的推动，人们对数据的胃口越来越大。“市场对数据中心有着巨大的需求，”一位顾问这样表示。“这个市场可能与物流一样，每个人都想进去。对于大型投资机构而言这个问题是可扩展性，因为通常数据中心的物理体积不是很大，甚至其价值也不是很高。因此，如果你打算投资，你需要投很多数据中心，我想一些大型投资者会感到有些繁琐。”韩国，日本和澳大利亚是亚太地区率先推出 5G 服务的国家，它们与新加坡一样都是数据

中心投资者的首选目标。不过新兴市场也在使用越来越多的数据，从雅加达到马尼拉，投资者都将其视为当地具有巨大增长潜力的一个市场。

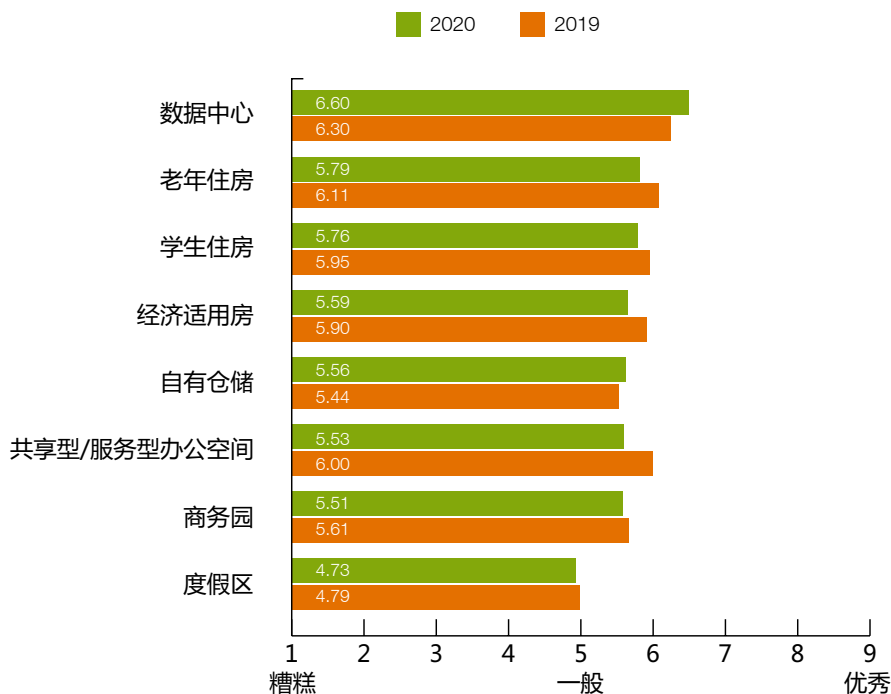
中国完全是一个独立的市场，政策壁垒和对数据安全的重视使得许多投资者宁愿远离这里。但是这里市场潜力巨大，且远未达到供需平衡。星展银行最近的一份报告声称发现了中国内地供需市场的严重不匹配，所有主要城市都存在供不应求的问题。中国数据中心面临的最大挑战在于在有需求的城市里寻找土地并确保所需电力供应。

图表 1-13 投资者目前活跃或计划于2020年进入的利基市场



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

图表 1-14 2020年各种利基资产类型的前景



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

气候变化的影响

对于房地产投资者而言,气候风险和韧性是相对较新的概念——一个资产或一个资产组合如何受到各种气候变化的影响,这些气候变化包括气温的升高、海平面的上升以及极端天气事件增多的风险。

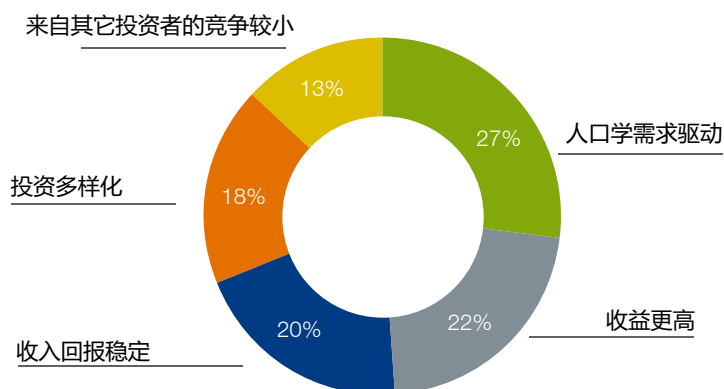
随着极端天气事件发生频率的增加,人们认识到其对资产价值潜在的长期负面影响,这迫使产业主和投资者改变他们财务预测的方式。一位基金经理表示:“多数商业地产都靠近水域——邻近大海或河流,因为这些地方是人们聚居的地方。因此,如果我们面临极端气候灾难,很有可能遭受洪水的侵袭。我认为房地产行业将很快在这方面采取行动,甚至要比降低碳排放更快。”

“大中华区以及(尤其是)大湾区都面临巨大的气候风险——海平面上升,存在很多风险敞口,”一位受访者表示。“像迈阿密这样的地区,会围绕气候韧性构建生态系统,但我不确定中国是否也能如此。”

整个房地产行业已经开始开发更先进的策略,以便识别、了解和控制气候变化风险,但是仍然主要依赖保险来应对多数短期气候变化风险。不过,虽然通常保险仍然会覆盖有风险倾向的地区,但投保并不能保护投资者免受资产流动性降低的损失。

正如一位基金经理所说:“很快,保险行业就会到达一个临界点,那时他们不再只通过历史事件来确定资产的保费,而是使用建模分析来确定未来可能发生什么样的事件。因此,他们会为一座大楼建立风险模型并据此收取保费。如果一位买家收到一份报告,显示在

图表 1-15 投资利基市场的原因



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

未来 10 年里, 该资产可能会遭受 6 次洪水侵袭, 却没有保护措施, 那么没人会为你这座楼买单。”

业主和投资者正在寻求令资产能够抵御极端天气事件风险的方法。他们还利用能源有效性和其它缓解措施来降低其风险, 提高资产有效性。例如, 澳大利亚的公司正尝试利用当地景观来吸收热量, 降低空调成本。

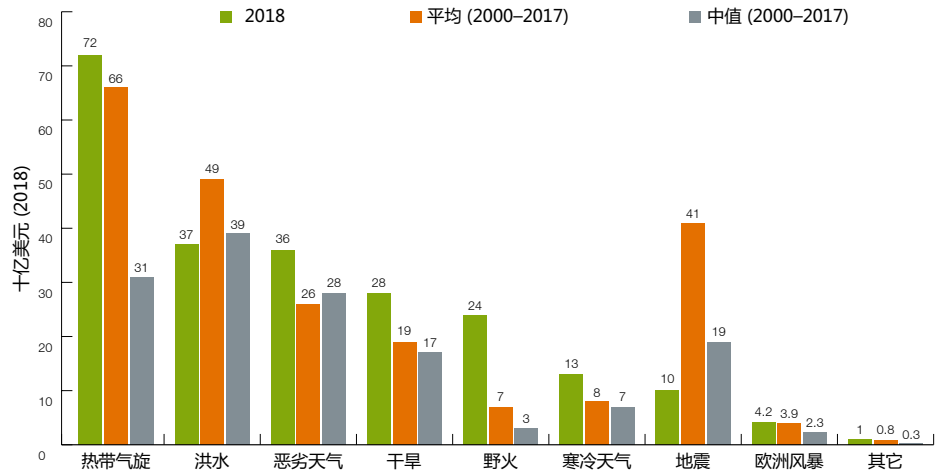
“我们不得不担心那些模型将会说明的问题, 因此必须确保缓解计划制定到位,” 那位基金经理继续道。“在多数城市, 我们作为个人资产所有者不能奢望政府会帮我们操这份心。”

拥抱科技

尽管众所周知, 房地产行业一向落后于新技术方面的应用, 但现在对地产科技战略的认识和投资正在迅速加强。一些开发商拿出了自有资金或孵化器以求获取应用程序, 以便适应游戏的潜在改变。这已成为必要, 因为现在地产科技方面的多数创新都是出自科技行业, 而不是房地产行业。

也许对于业主而言最简单(通常也是最便宜)的利用科技的方法是通过软件: 零售地产业主使用客户忠诚度应用程序, 该程序也可用于泊车或订餐, 不过该地区较大的办公楼投资者正在试用能够让租户预定设施和服务的应用程序。应用程序还可与传感器配合, 用于控制或监视楼宇的各种功能, 尤其是空调系统以及照明系统。创建“智慧”楼宇不仅可以降低成本, 还能够提供与占用率相关的至关重要的数据, 帮助提高楼宇的效率。

图表 1-16 灾害导致的全球经济损失



资料来源: 怡安保险 (Aon)。

即将到来的能够对房地产产生巨大影响的技术研发是 5G 移动网络, 韩国、日本以及澳大利亚均已推出。一位地产顾问表示: “5G 将更迅速地提供更为丰富的数据, 可用于调节供热和制冷, 自动化安保以及提升楼宇性能。”

在中国、印度、韩国以及日本, 很多城市正在进行智慧城市改造, 5G 设备将是高效处理交通、废物、水和电所需大数据传输的关键所在。

但是, 有关技术的争论从未停歇。有些观察者认为数据安全将成为需要业主治理的主要问题, 因为他们要处理的棘手问题是数据收集和使用。一位顾问表示: “数据保密将会成为房地产公司最高管理层的问题。在智慧城市, 运营日益数字化, 租户数据也将在不久的将来面临这些问题。”





第二章: 房地产资金流动

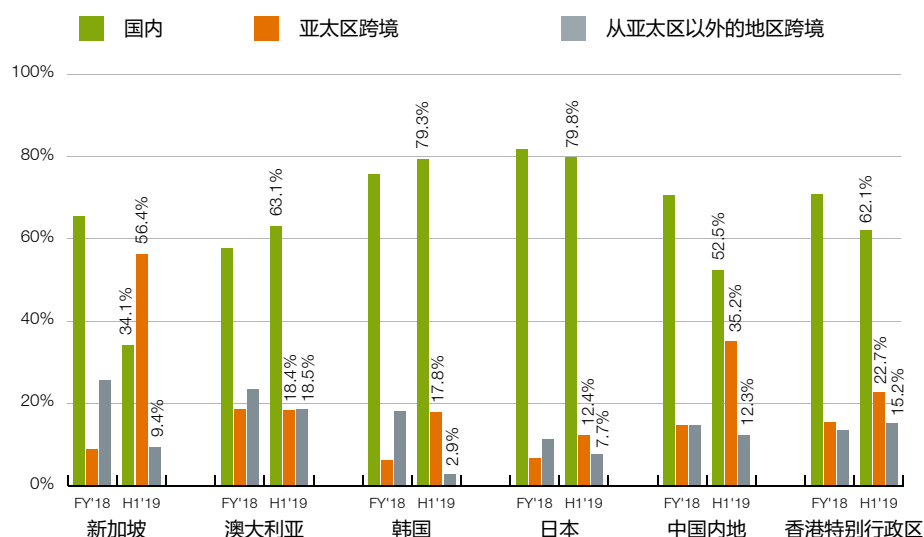
“在过去 6 到 9 个月里, 资金流入亚洲房地产的欲望受到了抑制。资金流入停止了吗? 当然没有。但是很多投资者正在想方设法降低风险, 因此他们投资亚洲房地产的倾向已经减弱。”

面对全球贸易萎缩和地缘经济阻力加大, 2019年跨境投资者变得非常谨慎。随着反全球化呼声在全球政治中日益突出, 据美国不动产资本分析公司 (Real Capital Analytics, RCA) 称, 亚太地区的跨境投资在2019年第二季度下降至总交易的30%左右, 而第一季度是历史最高水平41%。

毫不奇怪, 该等下跌主要由于美国和欧洲投资者活动减少, 其第二季度交易同比下降达28%, 仅为25.4亿美元, 为2012年初至今最

低额。但是, 涉及亚太地区资金的跨境交易额却显示显著上升 (即同比上涨23%), 达77.6亿美元。这说明了两件事: 首先, 反全球化的问题在亚太区没有西方那么严重; 其次, 过去5年间亚洲资本不断涌入跨境投资的势头并没有减缓的迹象。事实上, 亚洲内部交易在2019年上半年达到创纪录水平 (几近173亿美元), 意味着全年交易可能达到一个新高位。

图表 2-1 2018财年/2019年上半年按国家/地区划分的资本流动、资本来源占比



注意: 包括公寓、酒店、工业、写字楼、零售以及老年住房交易。包括实体层面的交易。不包括开发场地。
资料来源: 美国不动产资本分析公司 (RCA)。

亚洲跨境资本流出的主因不变：区域机构和主权财富基金所持的投资资本有巨大盈余，在国内再投资或造成资产价格扭曲。此外，投资者越来越认识到资本基础多样化作为国内市场风险对冲的价值。

2019年亚太地区最大的资本输出国是新加坡，与去年相同。尽管新加坡资本目前的主导地位部分是因为中国基金流出的减缓，新加坡在境外的跨境投资过去五年里一直以每年12%的速度持续增长。新加坡资本流出通常涉及投资组合收购，并由下列资金构成混合资本：主权财富基金资本、该城市国家各集成开发商的投资以及新加坡庞大且流动性极高的房地产投资信托行业的资本，后者因国内合适投资机会相对不足，不得不把眼光转向海外。此外，作为东南亚地区资本的聚集者新加坡将资金打包到本地的投资基金，然后转而进行国际投资。

在此同时，中国内地继续以政策为由限制资本外流，而且现状不太可能在短期内改变，由于大量不受国内出口管制的中国内地资本仍在流通，因此虽然流向西方市场（特别是美国）的中国内地资金已经暂停，但在亚洲内的投资保持稳定，资金主要流向香港和新加坡。据一个新加坡机构基金经理称，“这中间肯定还有中国的资本，特别是来自大型且资金充足的公司。这是已经在海外的资金，而且有大量资金都用于房地产投资。

韩国是另一个向海外输出大量资金的市场，而且是在2019年上半年资金外流增长的唯一亚洲主要市场。韩国的大多数资金均流出亚洲，但由于货币对冲的原因，重点已从美国

转向欧洲。据一位韩国咨询顾问称，“现在，外汇对冲使欧洲投资变得更加有利。比如说，如果我们在巴黎得到6%的回报，经过外汇对冲，我们将得到额外的1.5%。而在美国市场，情况恰恰相反 – 我们会损失100到150个基点。”因为韩国投资者倾向于关注现金对现金的回报，对冲成本已成为投资者的主要考量，欧元区的较低利率也一样。

韩国投资者的主要目标资产分布在巴黎、阿姆斯特丹和法兰克福，但是，他们对东欧一些地方的兴趣越来越浓厚。部分原因是国际资本长期青睐的伦敦因为脱欧产生的不确定性多少失去了其光彩。此外，因整个欧洲回报萎缩，波兰、捷克共和国以及斯洛伐克等市场日益吸引了国际投资者的关注。例如，一家韩国财团最近在斯洛伐克的首都布拉迪斯拉发收购了一栋办公楼，收购回报为5.75%。资本很有可能继续向新兴欧洲市场的转移。

就跨境资本的最大投资区域，澳大利亚和新加坡是2019年的主要赢家。有些出乎意料的是，尽管目前贸易局势紧张，中国内地表现也不逊色。究其原因，虽然很多境外资本因中美贸易摩擦引起的不确定性搁置了对中国内地的投资战略，但已投入大量资金的对华基金正在积极部署。

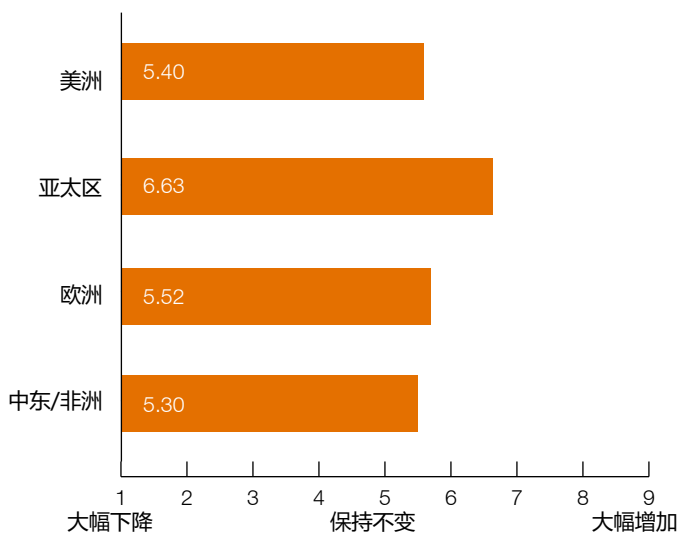
全球资金配置不足

尽管目前很多西方房地产投资者采取观望态度,过去几年的趋势显示,全球资本配置在亚太区市场增长强劲。这主要是分散投资风险的一种做法,基金经理积极寻求填补其投资组合中亚洲规模的缺口。所以原则上,虽然有人会质疑风险调整后收益是否足够,国际投资者对亚太区战略的优点心领神会。一家大型国际保险公司投资部的基金经理称,“与其他大洲相比,亚洲的人口特征和城市化显示了强劲的趋势。所以,尽管之前很多资金配置已经重回欧洲,现在有了更高的透明度、更多的信息和更多的人员流动,大家对亚洲的回报信心明显提高。”

一直以来,全球投资者所遭遇的绊脚石是寻找合适资产。“如果你问大型国际投资者,他们希望在亚洲进行更多的投资,”一位当地经纪人说。“很大程度上,亚洲缺乏机会。他们没有团队,没有机会,很难得到批准。”自全球金融危机以来,他们倾向于更安全的核心投资,但与通过基金投资相比,他们更喜欢直接投资,一来方便掌控,二来节省费用另外还能更好地理解其投资组合的成分。

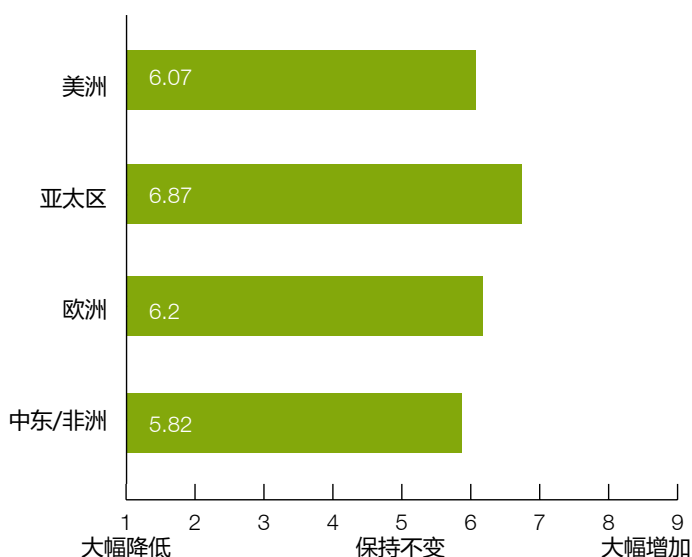
然而,因为能产生业绩影响的重量级物业存量不多,在亚洲的直接投资有一定的挑战性。一位机构基金经理称,“对交易量的任何分析都非常清楚地表明,相对于美国,当然还有英国,亚洲的流动性非常低。以人口只有上海三分之一的伦敦为例,这是一个流动性

图表 2-2 从现在到2020年末流入亚洲市场的资本的预期变化



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

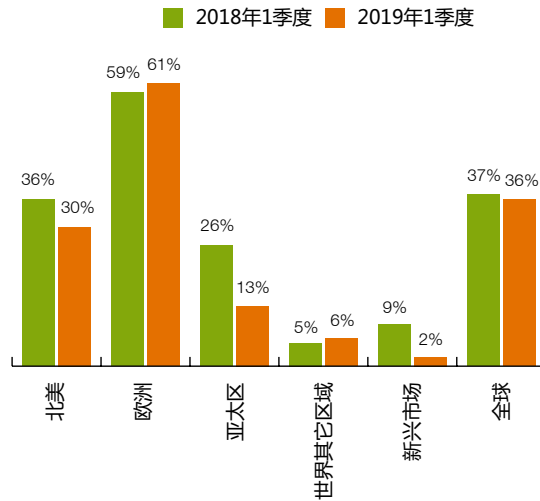
图表 2-3 未来5年流入亚洲市场资本的预期变化



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

很高的市场，每五年完全周转一次。即使包含流动性较大的日本与澳大利亚，【亚太区】交易量还是非常低。这表明 – 尤其是在核心类型资产方面 – 投资机会相当少。”这就是为什么在整个区域的机构投资者中，“自建核心资产”已经成为广受欢迎的投资策略。

图表 2-4 2018年第一季度与2019年第一季度未来12个月私有房地产投资者的目标区域对比



资料来源: Preqin Pro。

日本的缓慢退出

日本的机构基金（如管理 1.4 万亿美元的政府养老金投资基金）几年来一直计划将其部分资产搬至海外，原因之一是国内投资收益日益降低，之二是作为量化宽松策略的一部分，政府大量买进 10 年期政府债券（JGBs），导致资本市场可供购买的 JGBs 存量不断减少。

不过，迄今为止，资产转出日本是一个缓慢而不稳定的过程，同时因为日本的资产配置经常流向基金公司和基金池而非直接购买，因此也很难衡量其进展。

“日本资本很活跃，但非常侧重于成熟核心市场，主要集中在美国以及小部分在英国和澳大利亚，”一位投资顾问说。因此，据一位东京基金经理称，“你会看到机构开始部署了解这些市场的资产经理和把关人，同时投入更多资金。我们与多个不同公司打交道，他们花很多时间去了解市场，看看什么适合他们，什么是战略上最好的长期投资。这些让我印象深刻。”

迄今为止，相对而言，购买亚太区资产的日本资金并不多。目前日本银行正转向海外，在整个区域内的若干市场非常活跃，寻求比在日

本高的回报，而日本的借贷成本普遍远低于 100 个基点。此外，日本开发商正在积极投资东南亚，通常是在日本制造商设立新生产设施时为其提供支持。

基础设施是另一个重点。一位马尼拉开发商表示，“确实有些日本政府支持的工业投资四处寻找合适机会。他们很积极地鼓励【日本外包业务】，并积极为大型工业企业与菲律宾政府达成协议，尤其是在健康 / 医药和智能城市技术方面。”

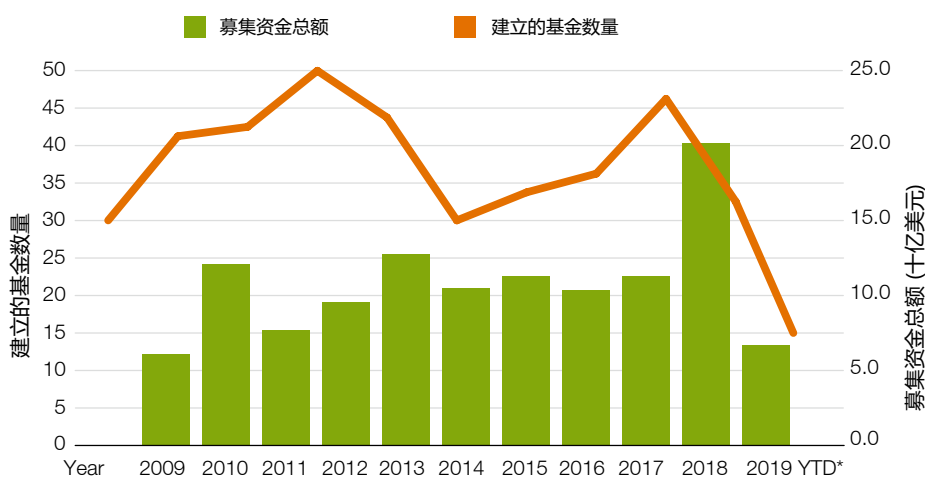
募资放缓

2018年亚太地区投资资金募集创下历史记录, 所募集房地产资金达202亿美元, 但资金募集在2019年跌幅陡峭。据行业分析机构Preqin称, 今年前9个月只募集了67亿美元, 意味着全年只能达到90亿美元, 为2011年以来最低。

这种下跌的速度令人惊讶, 对于在2020年举办路演型基金来说, 这不是个好兆头。基金经理已习惯制订5亿美元的目标, 但看来只能募到2.5亿美元或者更少。

基金部署资金的速度也在放缓。继2017年第四季度交易量达到历史最高纪录(496亿美元易手)之后, 房地产分析(RCA)公司称, 市场已经衰退, 在编写本报告时获得的最新数据显示, 截至2019年6月, 已经连续出现

图表 2-5 聚焦亚洲的房地产融资, 2009–2019 迄今为止



资料来源: Preqin全球房地产报告。

*截至9月4日。

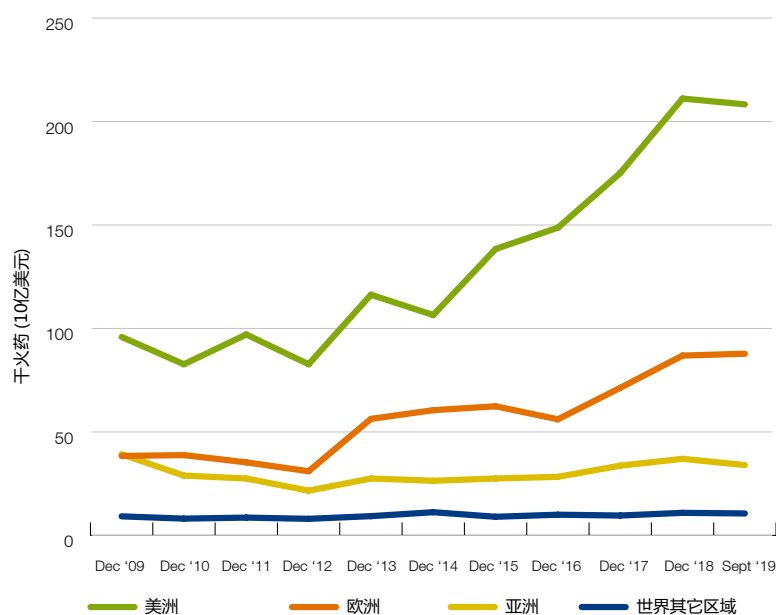
四个季度下的滑(在12个月滚动的基础上)。然而, 交易不足并不意味着流动性不足, 也不表示投资者已丧失了注资的欲望。合理的解释是, 资金无法获得足够的资产来满足其风险/回报特性。

干火药堆积

尽管募资在2019年大幅下跌, 大量已经募集的资金仍在整个地区内寻求投资机会。据Preqin称, 截至2019年9月, 亚太地区等待配置的资金仍有340亿美元, 相对于去年年底的370亿美元只有小幅下降, 而去年年底的待配置资金为2009年以来最高水平。

庞大的干火药存量加大了全球投资者向市场注资的难度, 同时也表明要修正一直以来在亚太区的资金配置不足问题是多么困难。正如一位香港基金经理所言, “欧洲与美国投资者在亚洲依然份量很轻 – 归根结底, 可能投资需求和比市场上合适的潜在交易要多得多。”

图表 2-6 按区域部署的房地产干火药, 2009–2019



资料来源: Preqin.

尽管如此，亚太区基金所持的未使用资金与西方所累积的场外资金相比还是微不足道。截至2019年9月，2080亿美元的干火药在北美等待配置，而欧洲基金持有约880亿美元。欧洲的资本配置自2012年以来快速上涨，而在2012年其资金水平与现在亚洲水平相仿。

银行贷款进一步收紧

2019年，银行进一步收紧了贷款。全球贸易和经济发展放缓导致贷款担保标准愈发严格。这样，贷方开始追求品质，而且贷款利率上涨，贷款期限下调。“如果你是信贷供给方，贸易纷争不会让你对发放高风险的贷款感兴趣，”一位债券专家表示。“进入衰退期后你还想要贷款给别人吗？或者像他们说的那样等待衰退的到来，然后在厮杀到血流成河的时候，买入房地产？”

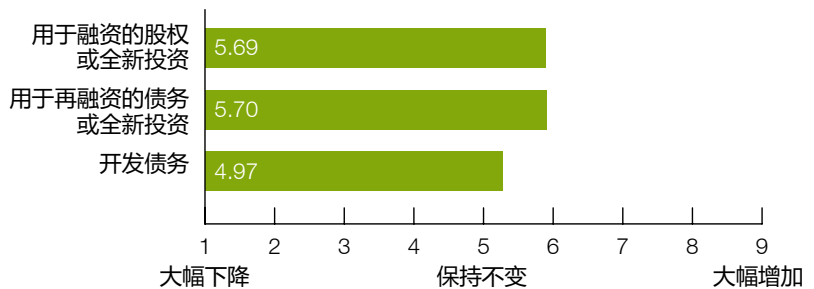
即便如此，到目前为止银行仍然是亚洲公共和私人交易的最大贷方，仅是因为他们手里有太多的资本需要部署。因此，在多数市场，资本不难找到高品质的资产。用香港一位中介的话来说就是：“在金字塔的顶端基本上没有什么变化。优质的担保人很容易达成低杠杆交易——由于他们的信用记录良好，因此融资不是问题。”

此外，在整个宏观经济遭遇危机的背景下，银行变得更加谨慎，他们进一步降低利率，并且消除了系统中的一些压力。2019年下半年，多数亚洲主要市场的5年期贷款利率下调大约100个基点，美联储也继续降息。利率下调的同时，银行还获得了扩大利差的机会，在不增加实际资本成本同时处理过多的风险。

此外，其它长期推动因素也在创造一种更长期的较低利率环境。首先，对于房地产市场和全球经济而言流动性大幅增强已是常态，意味着传统供需规律开始抑制借贷成本。除此以外，固定收益投资经理PIMCO近期发布的一份文件指出：“两个最重要的长期驱动因素是人口和技术。预期寿命的延长增加了所需的储蓄，而新技术可以节省资本，技术成本也越来越便宜，从而降低了对事前的投资需求。由此产生的储蓄过剩将会使‘自然’利率越来越低。”

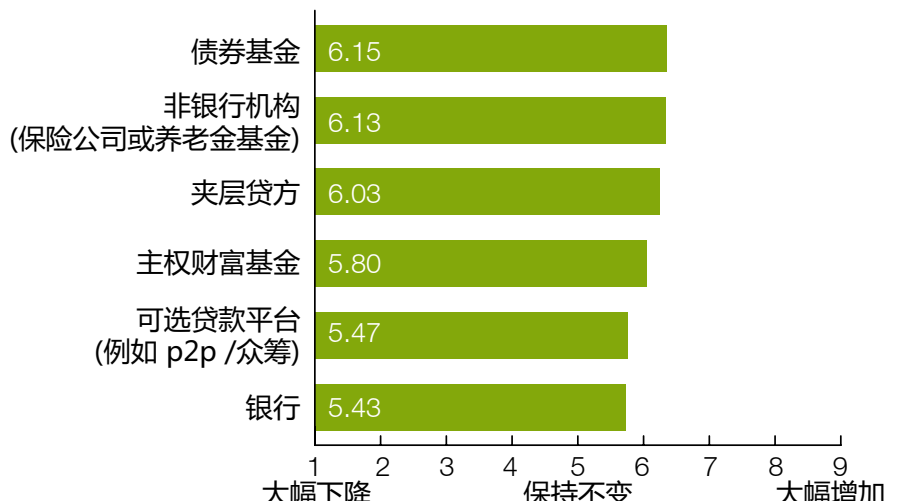
日本也许是长期低利率市场的典型代表，即使在过去的一年中日本的利率只是略微上涨，政府仍继续执行宽松政策。一位日本投资者表示：“收紧还将继续，银行对于贷款对象更加精挑细选。因此，对于非日本担保的真正无追索权（债务）而言，你仍然处于80-90 bps地带，贷款估值比率LTVs在55到60之间。”日本如此水平的利率已经成为吸引投资者的主要因素。资本化率可能很低，但是借贷成本的价差意味着这里的回报可以与收益较高的市场相提并论。

图表 2-7 债务和股权融资可获得性预期变化



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

图表 2-8 不同类型贷方债务的可获得性



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

图表 2-9 典型的商业放贷条款 (最多5年掉期)

| 市场 | 贷款价值比 LTV (%) | 基准参考率 | 息差 (bps) | 融资成本 (bps) |
|------|---------------|----------------------|----------|------------|
| 澳大利亚 | 50–50% | 5年掉期率: 1.40% | 140–190 | 280–330 |
| 中国 | 50–60% | 1到5年基准贷款: 4.75% | 200–500 | 675–975 |
| 日本 | 50–60% | JPY掉期率 + TL 息差: 0.2% | 40–60 | 60–80 |
| 韩国 | 50–60% | 4年掉期率: 2% | 120–180 | 320–380 |
| 新加坡 | 50–60% | 5年 KTB: 1.6% | 150–200 | 310–360 |

资料来源: DWS, Bloomberg, 截至2019年6月。

非银行贷款趁势而起...

不过,有些市场的监管压力正在(有时会极大地)削减银行融资的可用性。同时,越来越多的投资者寻求比债券市场更好回报,或者喜欢在房地产周期出现变化时保护性更强的担保性交易。

因此,供需双方都需要非银行贷款机构,例如离岸银行、私募股权交易者以及债券基金等,为市场提供从不良债务到夹层融资(后者“可能产生最佳(债务)回报”一位投资者表示)等服务。

在澳大利亚,监管机构迫使国内银行对商业和消费借款人采取更为严格的担保标准。2019年7月资本化要求进一步加强,四大国内银行无法通过通常的双边贷款组合或集资贷款来满足市场需求。由此,非银行融资逐渐为建筑以及土地收购交易填补资金缺口,偶尔也提供核心资产投资贷款。虽然国内银行很少提供贷款期限超过5年的贷款,但机构基金更愿意提供更长期限的贷款。

各方玩家纷纷试水。通常,澳大利亚的养老基金反应较缓慢,为外资银行获取业务提供了更多机会。但是,随着利率的下降,地方养老基金经理者被迫寻求收益更高的投资,通常会通过基金经理来提供借贷工具。

例如,2019年7月,一家国内大型开发商获得了澳大利亚养老金基金3.6亿澳元优先债务,用于布里斯班一座大型办公楼的重建,该办公楼的主要承租人是一家蓝筹公司。这笔交易被誉为澳大利亚史上最大的单一贷方非银行优先债务交易。一般来说,银行会把这样的交易纳入俱乐部交易,但是借款人希望只有一个贷方,该领域的一位顾问介绍说:“这笔交易之所以能达成是因为风险低,因为只有一个贷方。这也说明非银行资本也参与机构资产交易。”

更多(也更大)交易正在酝酿中,根据一家此类贷方估计,到2023年末,澳大利亚房地产行业借款人的非银行债务估计将会增长至500亿澳元。

然而,澳大利亚信誉良好的大型开发商能轻易获取非银行债务,但从长期趋势来看这会对风险较高的交易贷款产生不利影响,比如二线开发商、高杠杆市场参与者或者短期加权平均租赁到期(WALEs)的过渡产品,它们将会继续受到政府指导方针的影响。例如,“零售(资产)几乎贷不到款,”一位亚洲债券主管表示。

中国央行也缩减了国内银行对房地产行业的贷款,使得房地产行业失去融资渠道来收购和开发房地产和土地。这为离岸平台提供了机会,后者通常由资本充足的机构客户提供夹层贷款。一位投资者表示:“像中国这样的市场,这类担保只能获得非银行资本,因为各家银行难以提供5年或7年贷款期,或者60%的贷款估值比率,也很难与一家非同类的在岸银行进行离岸业务。”此外,据估计大约有700亿美元的商业房地产贷款将在未来五年内进行再融资。在中国提供不良资产贷款也是有可能的,正如我们在第一章所说

的, 尽管这类机会对于境外投资者是否有利可图还缺乏历史证明。

同时, 在过去 2 年中印度银行对商业房地产的贷款也保持不变, 部分原因在于监管收紧, 部分原因则是银行需要将发放给当地开发商的大量不良贷款压至最小。印度的非银行金融机构 (NBFCs) 最初趁虚而入, 但随后它们自己也现入了财务困境, 现在已经撤出。因此外国基金还是有可能会向面临巨大资金压力的开发商发放优先债务。

... 但胃口还是不大

尽管澳大利亚、中国和印度的机会引起了人们的注意, 但是在多数亚洲市场对非银行债的需求仍然较低。现在, 利率再次下调, 即使在利率上涨时银行也纷纷选择降低一些影响 (例如收紧息差), 非银行融资的发放量仍不及预期。一位投资者表示: “市场上有非银行资金, 但是我不太确定对其价格感兴趣的人不多。基于这种利率, 实际可用的非银行资金非常不足。”

在过去几年中有一类由债券基金提供的非债务融资在西方越来越受欢迎, 债券基金先构建私募股权资本池, 之后向借款人提供高级债或夹层债。但是, 即使不缺乏新建债券基金, 这种类型的融资可能已经达到巅峰。Preqin 的数据显示截至 2019 年 3 月, 全球房地产债券基金持有的“干火药” (待投资现金) 水平已由 2012 年的 120 亿美元增加至 610 亿美元。2018 年到 2019 年期间, 债券基金所募资金也出现锐减。

在亚洲, 几年来债券基金一直被吹捧为一种新兴的投资领域, 很快就会找到利基市场。

但是事实上, 当市场流动性泛滥的时候, 基金经理们就很难部署资金。银行有着较深层的借贷关系, 资金成本相对较低——在借贷利润如此单薄的情况下, 这是主要的差别。

一位亚洲债券资本专家表示: “在过去 12 个月里, (亚洲) 债券基金的数量没有明显增多——我听说很多人想做, 但是鲜少看到人们真正去做。”

其中一个原因大概是除了夹层债以外, 借贷利润通常都低。“ (现在) 银行可能没有 (贷出) 的欲望, 但是这不能解读为价格方面的巨大错位,” 这位债券专家继续道。“一家银行不参与 65%LTV 的高级债务不代表一家非银行机构能够介入并对那类资产加收 2% 的利息。”

此外, 债券基金和非银行贷方都缺乏信贷风险评估的专业知识也造成了一些问题。“一些人吃到了苦头,” 新加坡一位投资者表示。

“资产被过度资本化, 或者没有收入来源, 或者借款人存在系统性问题, 或者在“了解你的客户” (KYC) 方面没有做好。”只有少数成熟的非银行贷方在这方面有着不错的业绩, 他们可能会继续在此类融资市场占据主导地位。

设立亚洲债务基金的另一个问题是建立债务团队非常困难。通常, 债务基金通常是从现有股权基金团队所设立。但是由于相对回报更低, 因此股权基金通常更受欢迎。一位顾问表示: “债券基金方面没有上扬趋势——

如果你会从一笔债务交易中获得 6% 的内部收益率 (IRR), 而一项股权交易会令你获得 12%, 那么你的资源一定会聚焦能带来 12%IRR 的交易。如果说你能够让同一个团队在债务和股权交易之间来回切换难免有失公平。”

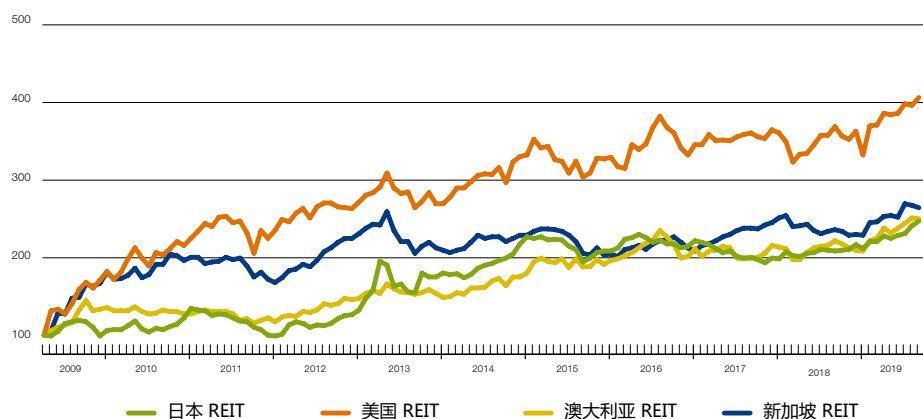
随着利率的收紧, 相对于股权交易, 债务交易会越发缺少上行动力。因此, 在亚洲资本化率很低的情况下, 他们仍能为私募股权投资者提供高于银行贷款成本的利差。例如在澳大利亚, 债务基金可以在 3 到 5 年期贷款中获得 3% 的回报。但是“为什么一个能够让股票产生 3% 收益的股票基金不会走强呢? 他们可以通过租金增长和收益压缩来实现这样的收益率。我的预测是下一波债务基金将寻求更低的息票, 那样他们就可以与银行就银行不愿意做的交易来一场真正的较量。”

房地产投资信托基金 (REITs) 的崛起

2019年,随着美国利率开始下滑,亚太地区房地产投资信托基金股价走强。区域内(尤其是新加坡)的很多房地产投资信托基金利用较低的资本成本以及投资者对有收益率股票的兴趣预期上升,正掀起新的收购热潮。甚至有传言说,相对于直接资产收购,机构投资者今年对区域房地产投资信托基金更有兴趣,部分原因是房地产投资信托基金本质上更具流动性,同时优质独立物业越来越稀少。日兴资产管理公司在新加坡上市的房地产投资信托基金——基本上一个专注于日本以外的组合型基金,在2019年首9个月的预期股票回报率为14.6%,平均股息率为3.7%。

日本房地产投资信托基金(J-REITs)同样表现良好。东京证券交易所的房地产投资信托

图表 2-11 按国家统计房地产信托 (REITs) 的指数表现



资料来源: DWS, Bloomberg, 截至2019年8月。

指数在2019年前9个月上涨了22.8%,这使得J-REIT的股价达到了2007年金融危机以来的最高点。3.8%的平均收益率也许比不上新加坡约5-6%的房地产投资信托基金

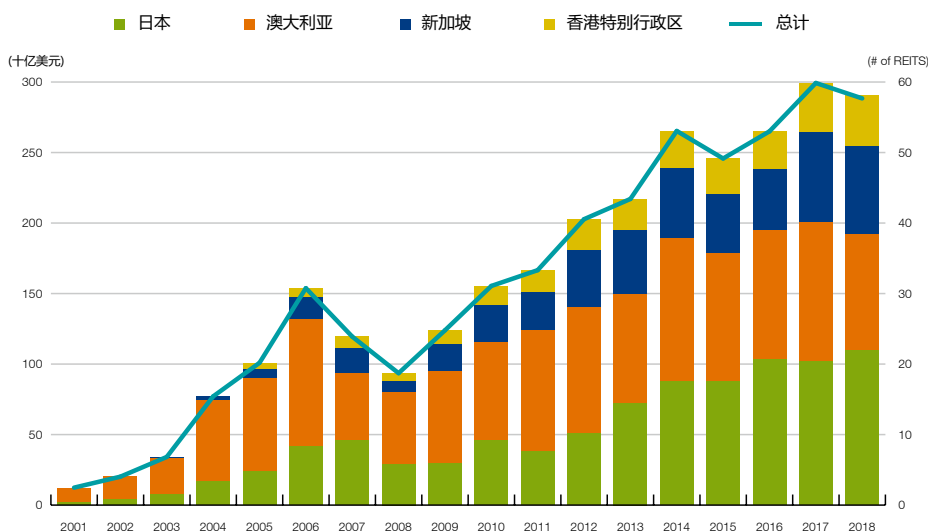
收益,但日本10年期政府债券的负收益仍提供400个基点的利差,这也是与新加坡相当的数字。

新加坡

新加坡房地产投资信托业的成功在很大程度上决定了其未来路向。在这样一个可投资资产存量较小的城市,大约有38个上市的房地产投资信托基金和物业基金。房地产投资信托基金之间的竞争形成了两大趋势。首先,小规模基金的整合成为必然;较大房地产投资信托交易更频繁,因为它们有更高的自由浮动,能吸引更多的分析师跟踪,同时也更可能被纳入主要指数中。此外,合并后的房地产投资信托将能够获得更多资金,因为它具有更大的资产基础,并且通常被放贷人视为更好的信用风险。

第二,房地产投资信托基金必须向海外转移才能找到可供购买的资产。目前,大约40%的新加坡房地产投资信托基金的控股公司位于新加坡境外,而这个数字在未来可能会上升。然而,在海外购买资产可能会很麻烦,因

图表 2-12 亚太区主要 REIT 市场的市值, 按国家/地区统计



资料来源: 德意志投资。

为房地产投资信托基金一般必须买为其收益增值的资产，多数亚太地区市场可投资资产的资本化率已压缩至低于新加坡房地产投资信托基金目前应付的分配收益率。这也是资本化率较高的澳大利亚成为首选目的地的原因。正如一位新加坡房地产投资信托经理所言，“新加坡房地产投资信托基金进军澳大利亚的规模超过了澳大利亚长期基金。”

尽管其收益率通常较低，但日本是新加坡房地产投资信托基金的另一个选择。正如一位基金经理所言，“这是件好事，因为可以使其部分资本多样化。但是，当你看到两个市场股息率之间的差距，我实在不明究竟。我们讲的是从3.5%(日本)到6%(新加坡)。(但是，)你可能会看到一些新加坡房地产投资信托基金来这里试图合并 - 这可能会奏效，特别是新加坡一些较大的赞助商在这里有不错的信誉。”

日本

在截至2019年3月，日本房地产投资信托基金继续主导日本商业地产市场的交易，约占东京全部商业地产交易的38%。据德意志银行称，日本房地产投资信托的主导地位是境外买家在今年的全部交易中仅占13%的一个原因，这是亚太地区所有国家中(中国内地和香港除外)境外买家参与程度的最低水平。

拥有1100亿美元的日本房地产投资信托市场庞大，但它通常效率低下，充斥着无数管理不善的小公司，交易远低于资产净值。原则上，这些房地产投资信托公司会成为希望在投资组合层面进行投资的大投资者的理想并购目标，尤其是目前东京市场上可购买的资产数量正处于低潮。然而，虽然市场急需整合，直

到最近，这种想法也只不过是空想，因为在日本，主动收购很少成功。

但是，继2019年9月对一家资产主要位于东京及其周边的5.7亿美元房地产投资信托公司的收购之后，情况可能正在慢慢改变。据一位东京基金经理称，“早就该有人主动收购业绩不良的房地产投资信托基金了。我想这个会越来越多地出现，使那些没理由存在的房地产投资信托基金得以被收购，而它们不能坐在那儿说‘抱歉，我们不感兴趣。’希望这能够开始改变房地产投资信托市场并开始改变视角，这样它们就能为信托单位持有人的利益得到妥善管理，并开始支付股息。”

通过敌意收购或其他方式来整合日本房地产投资信托市场是有利于长期发展的，这不仅是从公司治理的角度来看，而且这也将形成更大的房地产投资信托集团，从而有资格加入政府资产购买计划。作为其量化宽松政策的一部分，日本央行承诺，根据市场状况每年购买价值高达900亿日元(8.4亿美元)的房地产投资信托基金。但由于最低资本化和流动性要求，日本60多家房地产投资信托公司中，只有不到一半有资格加入该计划，意味着购买集中在数量有限的房地产投资信托基金中因此自该计划于2010年开始实施以来，持续的买盘使得日本央行(Bank of Japan)持有十几个大型房地产投资信托基金的5%，创造了一个自我实现的股价上升的预言。市场的整合可能会大大增加符合条件的房地产投资信托基金的数量，从而减少政府资产购买计划的扭曲效应。

澳大利亚

澳大利亚的上市房地产行业是亚太地区最古老的，也曾经是最大的。经过过去五年的整合，上市公司的数量从49家减至40家，上市房地产投资信托公司的数量几乎与新加坡(38家)持平。不过，澳大利亚的房地产投资信托基金规模大得多，总市值823亿美元，而新加坡为619亿美元。

鉴于澳大利亚市场上可投资资产的稀缺性，对于国际投资者来说，购买澳大利亚房地产投资信托基金是一种可立即接触澳大利亚地产的有效方式。2018年，一家加拿大投资者购买了一个大型写字楼房地产投资信托基金，而且似乎会出现更多涉及外国和澳大利亚买家的并购活动。

尽管这个行业的规模在缩小，澳大利亚的房地产投资信托基金对于希望在房地产市场特殊领域的投资者来说应尤其具有吸引力。在投资者寻求特殊行业敞口的时候，上市基金能提供由任何特定利基资产类别的专家管理的广泛投资组合，成为合适的投资工具。

印度

花了五年时间，走了许多弯路，印度终于推出了它的第一个房地产投资信托基金。Embassy Office Park房地产投资信托基金的投资组合包括七个办公园区和四栋办公楼，首次发行收益率约8.25%，股价在前六个月飙升约34%，将隐含收益率降至6%以下 - 对于一个风险较高的市场来说，这是一个非常低的水平。一位受访者认为，考虑到较高税收和较大汇率波动，印度房地产投资信托基金的交易收益率应该在12%至13%之间，才能在风险/回报基础上与该地区主要房地产投资信托市场相当。

“从逻辑上讲,不应该是那个价格,”一位当地顾问说。他提出了两个股票被抬高的原因。首先,当房地产投资信托基金能够为投资者提供第一季度股息时,它已越过了第一个障碍,增强了市场的信心。此外,印度写字楼市场持续的资本增值(不得不说,部分原因是 Embassy 上市本身),进一步提振了市场情绪。

“分析师群体是推动股价上涨的因素,而非散户,”该顾问继续说。“一般的观点是,如果你开始使用与其他近期交易相同水平的资本化率对这个投资组合的价值进行贴现,显然市场应该给这些家伙更高的价格。而你认为这些资本化率是否合理则是另一回事。”

所以,到头来,与大多数其他市场的房地产投资信托不同,“这并非关于回报率,因为印度的大型 IT 租户希望保持每平方尺 1 美元的租金,而 Embassy 组合的加权平均租金与这相去不远。所以,这与租金增幅无关,而是上限汇率压缩的故事推动了价值增长。”

毫不奇怪,Embassy 房地产投资信托基金的经验被视为未来印度房地产投资信托基金的好兆头。其他国内开发商,包括南印度和孟买的几个,正在考虑上市他们自己的投资组合,2020 年可能有两三个新的房地产投资信托基金上市。



HOTEL
ĐỒ

LIFE WINDOW

HAPPY
LIVING

HOTEL
VIỆT NGHỆ

GRAB
BME

第3章: 值得关注的市场和板块

“我告诉投资者,你应该来亚洲进行多样化的中长期投资,而不是谋求本国市场的溢价。这种溢价并非在整个经济周期内都可持续。”

本轮房地产周期临近结束,亚太地区房地产投资者正将资金投向大型流动性强的防御性市场。新兴经济体(除了一个显著的例外)正在逐渐衰退。

新加坡、东京、悉尼和墨尔本跻身投资前景最好的5座城市之列,而这4座城市都是流动性好且相对透明的市场。而且这几座城市也同样进入了我们2019年报告中首先释放出下行信号的5大城市之列。投资前景排名前十的其余几个城市同样也兼具极强的市场规模和流动性。

2020年最受欢迎的城市是胡志明市。过去5年中该市的投资排名不断上升,目前胡志明市已经是亚太区发展最快的城市,在投资榜上位列第三。值得关注的是,在我们所有资产类型的买入/持有/售出列表中,该市也名列前茅。

越南经济发展强劲,具有明显的人口优势,并且——也许最重要的是——它是制造业产能从中国转移过程中最大的受益者。不过越南市场的透明度有所提高,但依然是一个薄弱环节。

尽管如此,房地产投资者面临的问题是胡志明市仍然是一个可投资资产相对较少且风险较高的市场。的确,很多受访者表示已经有太多的资本被卷入了错误的地方。“越南需要真正的中产阶级负担得起的住房,但目前建起的住宅都太过高端了,”一位投资经理表示。

投资者对亚洲其它成长型市场的兴趣有所减弱:雅加达和马尼拉仍然处于投资排行榜的最底端,除胡志明市之外,唯有孟买跻身新兴市场发展最快的10座城市之一。由于担心美国市场隐现的衰退,投资者总是对新兴市场保持警惕——经验证明每当发生经济纷争时,新兴市场的流动性不足和货币波动使其特别不安全。

也就是说,投资者将继续将印度作为长期投资的目的地。“人们的想法正在从‘我再也不会做这样的事情了’转变为‘我必须在那里’,”一位投资者如是说。尽管积极情绪没有被反映于啊城市排名中,但这可能是由于印度市场深受几个大投资者的青睐,而不是整个投资界的大部分人。

中国内地的二线城市仍然不受欢迎,北京亦然,尽管与深圳和广州相比它的流动性更强,规模也更大,然而两者无论在投资还是开发方面都领先首都北京。这两座城市可能都会受益于大湾区的整合,为了提升珠三角的连通性,大湾区获得了大笔基建投资。同时,由于北京市场依然被富裕的国有企业主导(这些国企往往都是溢价买入然后无限持有),外资很难找到投资机会。

同时,香港无论在投资还是开发排名方面都会跌至谷底。连月来到港游客数量大幅减少,继而当地零售和酒店也造成了严重影响。不过同时,经纪人认为尽管与历史同期水平相比办公楼空置率略有上升,但近几个月来完成的交易极少,以至于核心区域的资产定

图表 3-1 2020年城市投资前景

| | 总体不乐观 | 一般 | 总体良好 |
|------------|-------|----|------|
| 1 新加坡 | | | 6.31 |
| 2 东京 | | | 6.11 |
| 3 胡志明市 | | | 6.06 |
| 4 悉尼 | | | 5.99 |
| 5 墨尔本 | | | 5.95 |
| 6 深圳 | | | 5.86 |
| 7 上海 | | | 5.73 |
| 8 大阪 | | | 5.69 |
| 9 广州 | | | 5.36 |
| 10 首尔 | | | 5.29 |
| 11 曼谷 | | | 5.11 |
| 12 孟买 | | | 5.07 |
| 13 北京 | | | 4.97 |
| 14 台北 | | | 4.95 |
| 15 新德里 | | | 4.93 |
| 16 班加罗尔 | | | 4.90 |
| 17 马尼拉 | | | 4.87 |
| 18 雅加达 | | | 4.86 |
| 19 奥克兰 | | | 4.83 |
| 20 中国二线城市 | | | 4.77 |
| 21 吉隆坡 | | | 4.73 |
| 22 香港特别行政区 | | | 3.93 |

资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

图表 3-2 2020年城市开发前景

| | 总体不乐观 | 一般 | 总体良好 |
|------------|-------|----|------|
| 1 胡志明市 | | | 5.96 |
| 2 新加坡 | | | 5.77 |
| 3 悉尼 | | | 5.71 |
| 4 东京 | | | 5.64 |
| 5 墨尔本 | | | 5.56 |
| 6 深圳 | | | 5.35 |
| 7 上海 | | | 5.32 |
| 8 大阪 | | | 5.28 |
| 9 孟买 | | | 5.21 |
| 10 曼谷 | | | 5.10 |
| 11 马尼拉 | | | 5.08 |
| 12 首尔 | | | 5.07 |
| 13 广州 | | | 5.06 |
| 14 班加罗尔 | | | 5.04 |
| 15 新德里 | | | 5.03 |
| 16 中国二线城市 | | | 4.91 |
| 17 雅加达 | | | 4.86 |
| 18 奥克兰 | | | 4.82 |
| 19 台北 | | | 4.76 |
| 20 吉隆坡 | | | 4.71 |
| 21 北京 | | | 4.63 |
| 22 香港特别行政区 | | | 3.96 |

资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

价几乎没有变化。

以下是各种资产类别首选的买入 / 持有 / 卖出建议：

| |
|--------------------|
| 办公楼 |
| 买入 胡志明市和新加坡 |
| 卖出 吉隆坡和香港 |
| 零售 |
| 买入 胡志明市和马尼拉 |
| 卖出 台北和奥克兰 |
| 住宅 |
| 买入 胡志明市和曼谷 |
| 卖出 吉隆坡和香港 |
| 工业/集散中心 |
| 买入 胡志明市和广州 |
| 卖出 香港和台北 |
| 酒店 |
| 买入 胡志明市和东京 |
| 卖出 孟买和马尼拉 |

图表 3-3 历史投资前景排名

| | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 新加坡 | 1 | 2 | 3 | 21 | 11 | 9 | 7 | 3 | 1 | 1 | 5 |
| 东京 | 2 | 4 | 7 | 12 | 1 | 1 | 1 | 13 | 16 | 12 | 7 |
| 胡志明市 | 3 | 7 | 5 | 4 | 5 | 13 | 19 | 18 | 10 | 11 | 13 |
| 悉尼 | 4 | 3 | 1 | 9 | 2 | 4 | 5 | 4 | 3 | 6 | 6 |
| 墨尔本 | 5 | 1 | 2 | 16 | 3 | 5 | 13 | 10 | 7 | 9 | 9 |
| 深圳 | 6 | 8 | 6 | 5 | 18 | 19 | 10 | 16 | - | - | - |
| 上海 | 7 | 6 | 4 | 6 | 9 | 6 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 大阪 | 8 | 5 | 10 | 15 | 4 | 3 | 9 | 22 | 21 | 19 | 18 |
| 广州 | 9 | 10 | 8 | 10 | 20 | 20 | 6 | 15 | 6 | 8 | 12 |
| 首尔 | 10 | 9 | 19 | 17 | 7 | 7 | 15 | 14 | 19 | 16 | 4 |
| 曼谷 | 11 | 11 | 16 | 8 | 19 | 16 | 11 | 6 | 14 | 17 | 19 |
| 孟买 | 12 | 13 | 12 | 2 | 13 | 11 | 22 | 20 | 15 | 3 | 8 |
| 北京 | 13 | 12 | 11 | 11 | 14 | 10 | 8 | 7 | 5 | 7 | 3 |
| 台北 | 14 | 21 | 22 | 22 | 17 | 18 | 16 | 9 | 8 | 13 | 11 |
| 新德里 | 15 | 17 | 20 | 13 | 16 | 14 | 21 | 21 | 12 | 5 | 10 |
| 班加罗尔 | 16 | 16 | 15 | 1 | 12 | 17 | 20 | 19 | 9 | 10 | 14 |
| 马尼拉 | 17 | 19 | 18 | 3 | 8 | 8 | 4 | 12 | 18 | 20 | 20 |
| 雅加达 | 18 | 15 | 14 | 7 | 6 | 2 | 3 | 1 | 11 | 14 | 17 |
| 奥克兰 | 19 | 20 | 9 | 14 | 10 | 15 | 17 | 17 | 20 | 18 | 16 |
| 中国二线城市 | 20 | 18 | 17 | 20 | 22 | 22 | 12 | 8 | - | - | - |
| 吉隆坡 | 21 | 22 | 21 | 19 | 21 | 12 | 14 | 5 | 17 | 15 | 15 |
| 香港特别行政区 | 22 | 14 | 13 | 18 | 15 | 21 | 18 | 11 | 13 | 4 | 2 |

资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。
备注：“-”代表没有数据。

顶级投资城市

新加坡(投资排名第一,开发排名第二)。直到今年,狮城所有资产领域的发展仍低于预期,在下行环境下这种低水平的发展已经持续多年,与亚太地区其它国家的上升趋势格格不入。经济困境和过剩的高端资产遭遇空置率飙升、资本价值和租金下跌。在我们2017年的报告中,新加坡在投资排名中位列第21,这也说明了市场风云变幻之迅速。如今,办公楼领域大量消化了过剩供给,目前空置率处于历史最低,办公楼市场新的供应有限,人们对中期投资前景重拾信心。

2019年上半年亚太地区只有几个市场出现了交易激增的情况,新加坡是其中之一,且多数交易是受跨境资本的驱动。RCA的数据显

示交易额达到49亿美元,同比飙升73%(增长的基数较低)。另一个交易呈现正增长的市场是澳大利亚,交易量增长3%,达到119亿美元。需要注意的是,新加坡受益于投资者的利息增加,目前这些投资者都在尽量避免中国内地和香港,认为它们都是地缘政治的热点所在。下半年交易量也有望继续增长。

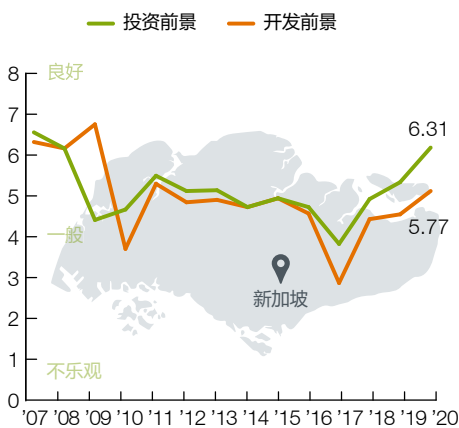
2019年上半年亚太地区只有几个市场出现了交易激增的情况,新加坡是其中之一,且多数交易是受跨境资本的驱动。RCA的数据显示交易额达到49亿美元,同比飙升73%(增长的基数较低)。另一个交易呈现正增长的市场是澳大利亚,交易量增长3%,达到119亿美元。需要注意的是,新加坡受益于投资

者的利息增加,目前这些投资者都在尽量避免中国内地和香港,认为它们都是地缘政治的热点所在。下半年交易量也有望继续增长。

受到近期街头抗议的影响,大量业务逃离香港,多数分析师也不看好香港的市场前景。

因此在2019年,香港资金稳定流向新加坡寻找避风港。奢侈住房市场由此受益,而且办公楼入住率也在一定程度上有所提高。“在新加坡私人银行业是需求的来源之一,”当地一位基金经理表示。“随着(新加坡)私人银行账户的激增,业主和中介正在疯狂地寻找空间。”

新加坡一直都是东南亚资金的首选离岸目的地。最近, 由于泰国为海外投资开了绿灯, 来自泰国的投资者以及泰国资产管理公司加入了印度尼西亚投资者的行列, 变得非常活跃。

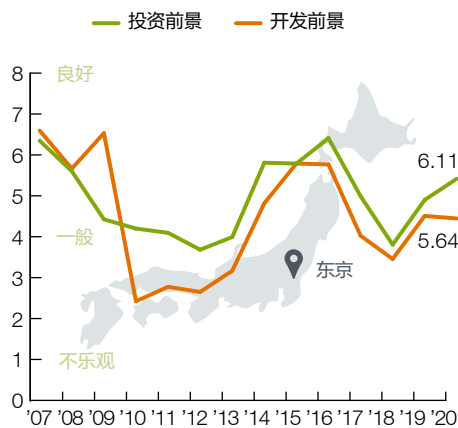


东京(投资排名第二, 开发排名第四)。日本首都仍然由本地投资者主导, 2019年上半年本地投资者的交易占80%。不过在这个亚洲流动性最好的市场之一, 外资仍然有机会。2019年香港和韩国基金都变得更为活跃, 不过来自美国的投资量降至2009年后雷曼时代以来的最低水平。

日本的历史最低利率意味着这个市场的借贷成本仍然是亚太地区最低的, 因此, 尽管东京的资本化率受到压缩, 但在债务成本上创造了良好的价差。尽管近期最大贷款额度与抵押品价值比率 (LTV) 趋于60%的峰值范围 (几年前这个比率达到90%以上, 说实话没什么意义), 投资者还可轻而易举地获得杠杆。此外, 对于投资委员会而言, 东京的资产不难出售——东京的投资机构职员不会失业。

“从宏观的角度来看, 几十年来经济学家对日本都是爱恨交加, 但是最近10年, 日本是回报率最高的市场之一, ”一家私人股本公司

的房地产亚洲主管表示。“即使不是全球最高, 回报绝对非常可观, 风险调整后回报甚至更高。”



不过, 办公楼收益率在3-3.5%之间, 定价仍然很高。一位当地基金经理表示: “人们正在犹豫要不要出售资产, 因为市场上资金还是很多的。当然市场从来不缺买主, 当买家竞价时, 竞争确实激烈。”然而在这些层面, 许多投资者止步不前。RCA的数据显示2019年上半年东京交易量下降19%。

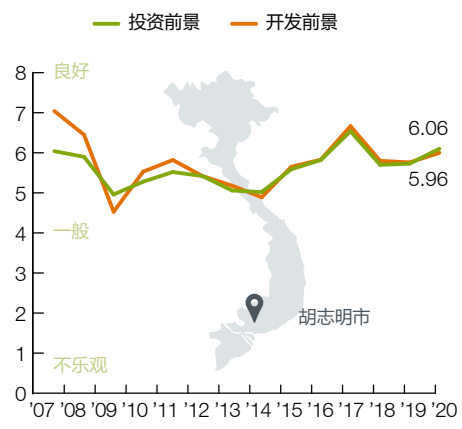
在办公楼市场渐失活力的同时, 多户住宅市场的资本化率也压缩至毫无吸引力的程度 (例如, 3%多一点), 许多投资者开始寻找其它市场。由于近期加征消费税, 以及日本与韩国和中国的政治纷争导致对外国游客数量下降的预期, 人们认为零售地产市场也存在不确定性。与以往一样, 物流地产仍是投资者的不二选择。

明年的夏季奥运会将在日本举办, 许多投资者担心奥运会之后常见的后遗症, 尤其是对酒店业的影响, 已经出现的问题包括供应过剩和新开业设施管理欠佳。因此不良投资的机会可能会更常见。

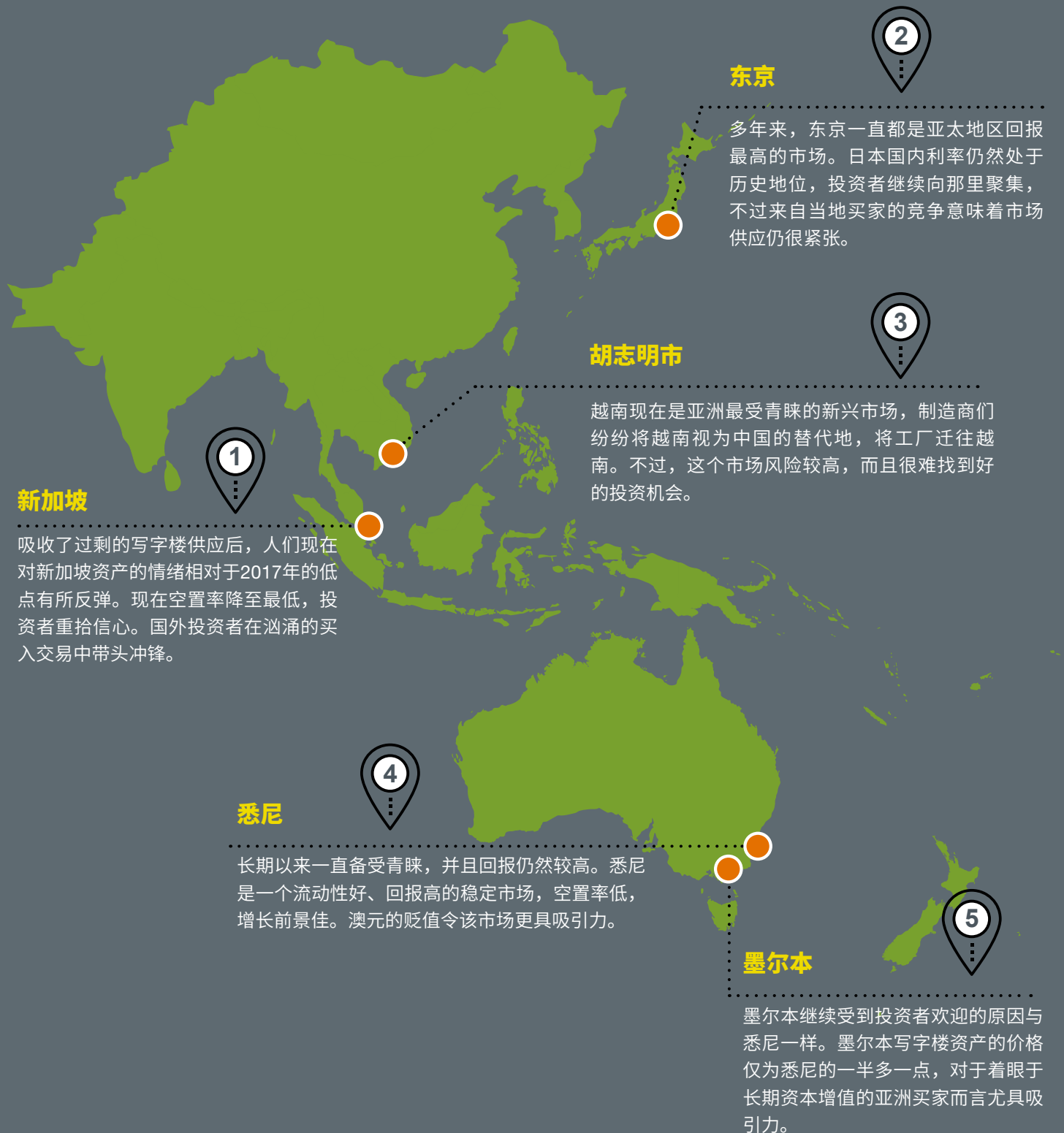
胡志明市(投资排名第三, 开发排名第一)。在过去5年中人口暴增的越南金融首都在投资和开发榜上均名列前茅。

“胡志明市还没有制度化, 但希望它能够按照中国内地一线城市的发展道路走下去——人口情况不错, ”一位在香港担任一家大型私人股本公司亚洲房地产部主管的业内人士表示。“很多投资者已经在胡志明市部署了10余年, 积累了更多的经验, 因此当地运营者不仅熟悉房地产行业, 而且与机构投资者和主管机构也非常熟络, ”该主管继续道。“我认为胡志明市比其它新兴市场更具潜力。”

但是, 目前胡志明市的外资规模与对该市前景的信心尚不匹配, 主要是因为市场规模小, 也就是可投资资产寥寥无几。正如一位投资经理所言: “如果一个十亿美元体量的基金决定给越南分配10%-20%的资本, 意义重大的一次分配, 那么这样的投资额在该市场房地产年国际投资额中的占比相当可观。”



五大市场



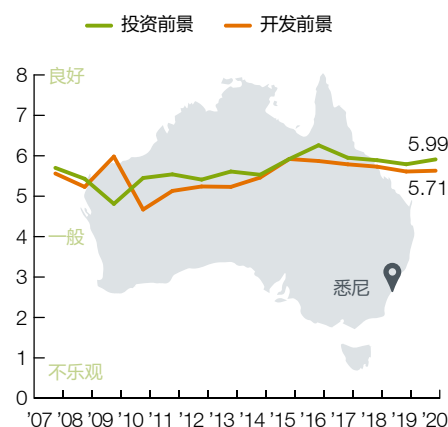
少数私人股权公司在越南进行了平台投资，但是多数进入胡志明市的房地产资本侧重于开发领域，尤其是住宅地产的开发。这样就引发了过度建设的问题。同时地价和租金飙升。一位受访者表示：“现在胡志明市的零售空间租金达到了马尼拉类似位置零售空间租金的3倍或更高。”

政府已经采取了一些措施，旨在解决目前出现的一些问题。同时反腐运动也在进行中，主要针对的就是地产开发商。此外，最近住宅地产市场的供给过剩问题引起了政府的重视，主管部门已经介入。一位活跃于越南的机会型投资者表示：“胡志明市不再发放住宅地产开发许可已经至少18个月了，因此需求有所减退，而市场上已无供应。我们刚刚推出了一个特别项目，一下午就售出200套住宅。”总体而言，对经济适用房和中端住宅的需求要比高端住宅高一些，高端住宅的供应过剩问题更加严重。

韩国和日本公司在越南尤为活跃，主要是为了支持由本国迁移而来的制造业，随着越来越多的工厂选择将业务转移到中国以外，当地工业产能扩建正在急速进行。但是，良好的物流设施仍然供不应求。

悉尼(投资排名第四, 开发排名第三)。澳大利亚对国内和国际资本都具有长期吸引力，其原因无外乎常见的几个：相对成熟的市场，流动性较强，好品质资产数量多，经济稳定，亚太地区首屈一指的高资本化率。跨境交易在所有交易中的占比大约为50%，唯一能够与之媲美的是新加坡(55%)。但是，业主都不愿意出售其资产仍是一个问题。

悉尼历史上最高办公楼收益率继续压缩，2019年中期达到4.9%，而5年前的收益率是8.0%。最优质资产的收益率已经下降至4.5%。租金持续走强，由于空置率仍然很低，在可预见的未来租金有望继续上涨(可能是以更为慎重有序的步伐)。国内债券收益率下降也预示着资本化率将继续压缩。



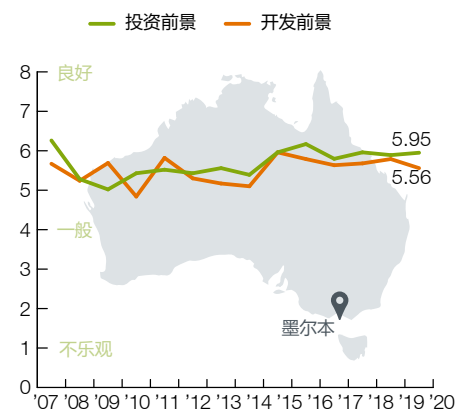
中介公司莱坊的数据显示，在2018年底前的5年中，每年都有25%以上的澳大利亚住宅用地被中国开发商买下。现在，由于中国的出口限制，这些中国资本不再那么明显。悉尼成为近年来很多交易的目标，包括将市中心的B级办公楼变身为奢侈住宅设施。过去两年中住宅地产价格的下降意味着一些住宅开发商可能会赔本减仓其持有的土地，尤其是那些面临筹资问题的开发商，为了项目完工不得不出售手里的土地。同时，中国开发商开始多样化投资，包括办公楼和低密度住宅项目——预示着他们要在澳大利亚打持久战。

在悉尼，所有类型资产的需求都很强劲，大约三分之一多一点的受访者正在物色买入办公楼、住宅、工业地产以及酒店的机会。零售地产是个例外，目前零售地产的卖家比买家多。

在过去两年中悉尼的住宅价格有所下降。2019年晚些时候出现触底信号，以某些标准来看住宅价格仍然较高。Demographia的数据显示在全球最贵房价排行榜上，悉尼目前紧随香港和温哥华之后，位列第三。

墨尔本(投资排名第五, 开发排名第五)。墨尔本在潜力方面超越对手悉尼(正如去年的排名所显示的那样)的时刻是短暂的。但是，维多利亚州的首府仍是亚太地区机构投资者投资的首选之一。

资本化率继续压缩。尽管仍然略微落后于悉尼，但落后不多。墨尔本办公楼空置率是澳大利亚各城市中最低的，不过由于明年将有新供应上市，该市空置率预期会升高。同时资本价值比悉尼的一半多一点，这对于普遍更关注资产单价而不是收益率的亚洲买家而言尤其具吸引力。



人口结构状况良好,加上当地经济的多样化,根据投资银行瑞士信贷的预测,未来5年墨尔本的办公楼租金将继续上扬,瑞士信贷还预测了该市将重新定位一些老旧建筑库存。墨尔本机场铁路线的建设将于2022年开工,这也将为商业和住宅开发开辟新的领域。

在墨尔本及周边地区,物流空间都极为抢手。核心资产开发以及“开发并租赁”仍然魅力十足,加之空置率如此低,上述开发策略的风险相对较低。总体而言,澳大利亚零售商在适应线上零售带来的革命过程中略显缓慢,因此投资者正在仔细评估零售资产的生命力,他们喜欢区域内主要的大型购物中心或者处于繁华商业街位置的零售地产,不会考虑地处郊区的购物中心。

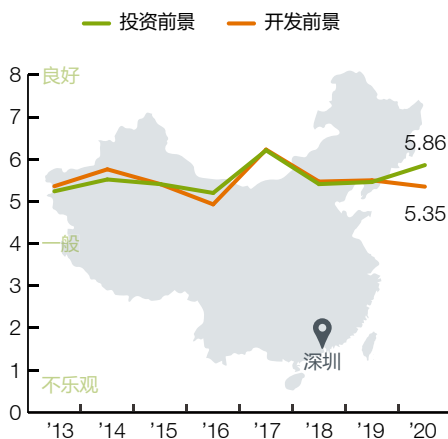
墨尔本住宅地产同样价格不菲,在全球人口优势排名中,紧随悉尼之后,位列第四。目前悉尼住宅是中等收入的11.7倍,墨尔本则为9.7倍。近两年悉尼和墨尔本房价的下跌令两座城市的住宅市场略有降温。

深圳(投资排名第六,开发排名第六)。作为全球最具活力的城市之一,深圳一直都在以新的形象示人,其历史地位也由纺织制造中心转变为硬件以及目前的软件和金融中心。随着深圳与大湾区其它城市之间交通运输设施的提升,这座城市将继续成为财富500强企业和华南地区的总部首选地。

虽然上海仍然是中国内地最重要的投资目的地,但是今年的调查结果显示深圳已经超越了上海。这很可能是深圳在大湾区(GBA)重要性的一种反映。大湾区是中央政府在珠江三角洲划定的一个大都会区,由包括香港、

广州等在内的11座城市组成,旨在加快该地区的经济增长。

一位驻上海的基金经理表示:“由于政府给以政策支持,并且基础设施得到了改善,现在(大湾区)越来越热门。谈到深圳,由于其GDP已经超过香港,人们对这座城市越来越乐观了。不过在那里完成交易并非易事。首先价格不菲,而且还存在过度供应问题,尤其是办公楼。所以如果你打算做一笔生意,需要有中、长期投资准备,而不是三年五载的事情。”另一个因素是深圳许多大型办公楼宇已经分割出售,按照所有权持有,因此可供整体购买的资产相对很少。



2019年,大量办公楼继续入市,预计将有15幢全新甲级办公楼交付。世邦魏理仕的数据显示这些供应已将空置率推至16.6%的历史新高,相当于大约2年的需求量。中美贸易摩擦对这座科技型城市的影响尤其大,因此供应过剩问题进一步恶化。为了降低成本,许多租户已搬出办公楼,搬进了共享办公空间。近半空置空间位于南山区,也就是重量级科技公司如ZTE,腾讯以及无人机制造商大疆创新等的总部所在地。

另外,深圳也是中国内地住宅地产价格最贵的几座城市之一。根据世邦魏理仕的最新调查,深圳房价波动剧烈,目前已经跻身全球房价最贵的五座城市之一。

上海(投资排行第七,开发排行第七)。中国的金融中心仍然是外国投资者喜欢的目的地之一,也是中国内地大多数跨境交易的发生地。今年,在中美贸易摩擦导致经济增长放缓的背景下,以及国内正在进行的对银行和非银行借贷的监管打击,极大地抑制了当地买家的购买情绪,同时国外基金发现不仅资产价格在下跌,而且可交易的资产也多起来。

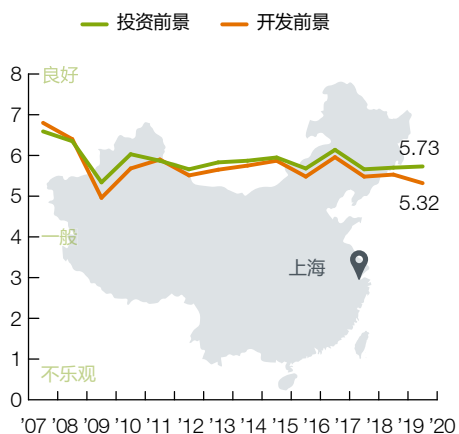
这与几年前的形势相比可谓急转直下,当时在上海,外国基金无法与国内资本竞争,后者往往不是从风险/回报角度来衡量当地市场,而是从一个不一样的角度。但是从2018年到2019年,上海的优质商业地产交易均有外国买家参与。

尽管目前在中国尚未活跃起来的亚太地区投资者可能暂时不会选择进入中国内地的交易中,但已经承诺投入面向中国的基金的资本正在积极部署。鉴于上海目前被认为是国际投资者进入中国市场的门户城市,最近大量资本已经排着队在等待部署了。RCA的数据显示2019年上半年交易量同比基本上没有变化,预计下半年交易通道良好。

上海办公楼价格的下跌很大程度上是贸易摩擦导致的不确定性的结果,贸易摩擦已导致国内外很多公司停止了扩展计划,同时在过去两年里大量新资产入市。其结果是,租金下跌,世邦魏理仕的数据显示2019年中

期空置率上升4.4%达到了18%，这是过去十年来的最高水平。只有14万平方米的新办公楼空间被出租，相当于2018年同期吸收量的20%。

上海市中心或靠近市中心的土地紧缺成为开发新项目的一大障碍。城市更新——个别资产或者以整个街区为单位的重建——已经成为这里的新主题。此外，投资者逐渐愿意试水上海郊区，许多新的开发项目在建。

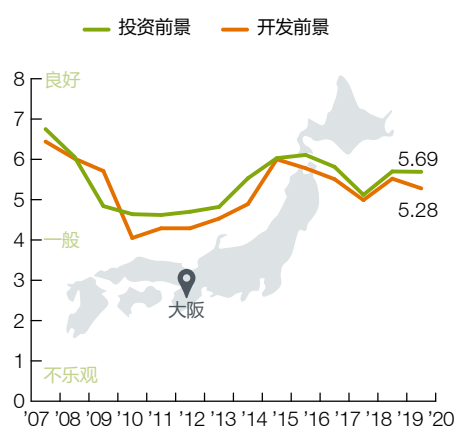


大阪(投资排名第八, 开发排名第八)。日本第二大城市大阪在办公楼市场方面的吸引力超过了首都东京。总体而言，39%的受访者释放了买入大阪办公楼物业的信号，占比仅次于胡志明市和新加坡。

表示买入大阪酒店空间的受访者占比为36%，令该市紧随胡志明市、东京、新加坡以及曼谷成为亚洲第五大热门城市。来自中国和韩国的游客以及逐渐富裕起来的东南亚国家游客令大阪旅游业升温，并有望在2020年东京奥运会之后仍能持续吸引国际游客。但是，大阪的酒店地产有过度供应的迹象，因此一些投资者正在大阪地区寻找潜在的不良资产，这一机会有望在未来2年延续。

大阪办公楼市场被认为更适宜海外买家交易，因为这里的场外交易要少一些。大阪办公楼的空置率在3%以下，与札幌、福冈和名古屋等地级市首府一样，都是处于亚洲最低水平。

一位东京的投资者表示：“所有次级城市——大阪、名古屋以及福冈——已经走出了经济危机的影响，并进行了重新定位，扩大了他们的经济基础，因此实际上它们现在都有了自己独立的流动性。这不仅仅是说一句‘好，我想要更高的回报，所以我来到大阪’这么简单，而是‘我去大阪是因为我喜欢那里的形势。我喜欢办公楼，我喜欢那里的旅游市场，那里还有24小时机场，那里做生意的成本更便宜——人们可以在那里购置公寓，但在东京他们却买不起。”

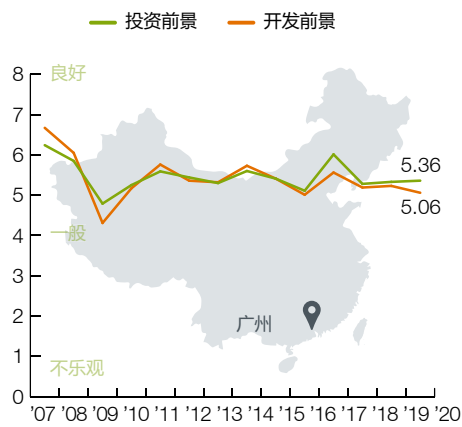


像大阪这样的日本城市逐渐受到资本青睐也意味着投资者更愿意追逐收益率，因此尽管这些次级城市仍然没有东京昂贵，但差距已经缩小。这位基金经理还表示：“目前大阪的办公楼和零售资产的资本化率在3.5%到4%以下。名古屋大约为4%，福冈也差不多，办公楼4%，住宅接近4%的样子。因此，如果你正在考虑东京的3%，办公楼3.5%，那么你能以50-75个基点完成交易，也可能是

100基点的差距，这取决于具体资产。因此与过去相比，(他们的)资本化率有所下降，但差距仍然存在。”

虽然东京中心城区的零售空间备受追捧，几位受访者却表达了对日本首都以外的零售资产的担忧。在这方面，日本的人口形势并不乐观。由于一家大型百货公司通常会在较小的城市开店，因此存在不续租的风险；而且零售资产的退出政策尚不明显。

广州(投资排名第九, 开发排名第十三)。新的高铁网络令广州南连香港，北接上海和北京，这座城市有望成为大湾区基础建设的最大受益者。“大湾区连通性提升的效果已经显现，因此我们看到了基础设施投资带来的利益，”一位投资顾问表示。



对中美贸易摩擦的担忧给广州带来的影响似乎快于其它中国内地城市。但是，2019年该市限制了新办公楼的供应，这种限制有望持续到2023年，这对于创收型资产是有利的。同时，国内和国际投资者积极寻求具有增值机会的资产，并积极寻求该市大量的老旧办公楼。另一位投资者表示：“我们最近在广州做成一笔交易，其它几笔交易也在考虑中。事实上广州市场不错，因为与深圳相比，这里

的空置率不算高。”

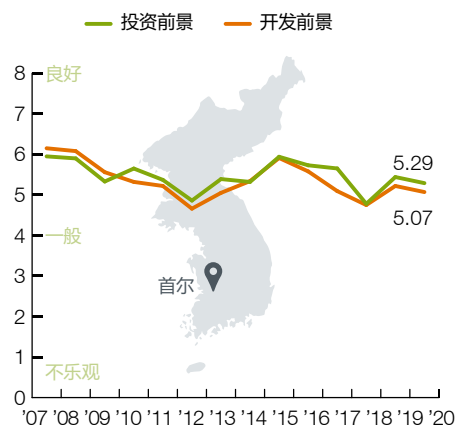
未来几年琶洲将是关键子市场，作为一个新兴商务区，这里可以为开发商提供更多的开发机会，为租户提供较低的租金。技术、媒体和电信行业仍将是办公楼市场的主要驱动力。

首尔(投资排名第十, 开发排名第十二)。直到 2015 年, 首尔每年的交易量还不足 50 亿美元, 但大量大型新楼盘入市后, 交易量便翻倍了。2019 年韩国首都为交易量前三大城市, 紧随香港和东京之后。高力国际的数据显示, 今年首尔全年的交易额约为 120 亿美元。

从历史上看, 首尔的投资市场一直由国内大公司主导, 但近年来外国投资者的参与度稳步提高。2019 年上半年, 跨境收购占到交易美元价值的 33%, 是东京的两倍香港的三倍。

甲级办公楼物业的资本化率随着利率的下跌以及市场流动性的提高而缓慢压缩, 2019 年第三季度达到 4% 多一点的水平。多年来, 空置率都在 10-15% 之间, 但 2019 年迅速下降至 6.7%。即使是在这个水平, 租金和资本价值仍然明显低于亚太地区其它门户城市。

直到最近, 多数活跃于首尔市场的外国人还都是机会投资者。不过现在, 越来越多的核心增值型以及增值型投资者也进入该市场。



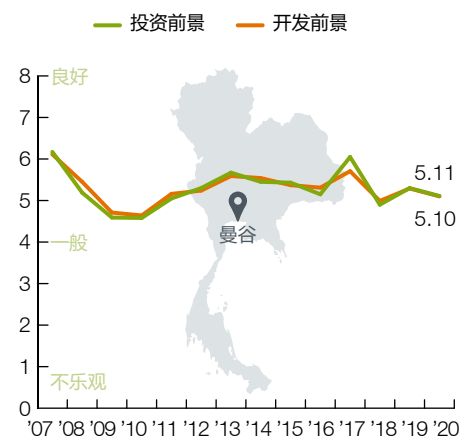
最近朝鲜试射导弹令一些基金不敢进入首尔。一位在首尔工作的顾问表示: “他们很难让投资委员会批准韩国的收购。但是其它投资者进入该市场是因为他们坐拥资本, 却别无选择, 只能在日本或澳大利亚投资。中国内地是另一番情景, 这是一个非常投机的市场, 新加坡价格昂贵, 香港也一样。所以, 他们希望在韩国碰碰运气——不会太多, 只是一个可以接受的限度。”

在缺乏多样性的市场中也存在一些增值型资产。一个典型的操作是在零售需求强的区域将小型或中型办公楼转变为混合用途设施, 在较低楼层引入能够付出更高租金的零售租户。

根据一位外国机会投资者的介绍, 另一个选择是将“非常简陋的、已经被散售所有的老旧办公楼转化为利用效率高、楼层面积大的挑高后勤办公空间(使用)。世界上其它地方都有这样的先例, 但首尔以前没有。因此我们在能够将核心区域租金降低 50% 的基础上交付了 100 万平方英尺的甲级办公楼空间。

曼谷(投资排名第十一, 开发排名第十)。泰国首都是亚太地区最具活力的城市之一, 也是颇受游客喜爱的旅游目的地。目前, 它还是表现较好的房地产市场之一, 过去 5 年中办公楼租金稳定增长, 资本价格稳定增值。住宅市场也健康发展。曼谷还投入巨资兴建了公共交通基础设施, 有望为城市拓展出新的投资区域。

政治不稳定性——尽管其对日常生活条件的影响明显失败——但继续令一些国际投资者怯步, 尤其是美国或欧洲那些需要投资委员会批准的投资者。对于亚太地区的房地产投资者而言, 市场不透明和在泰国很难做生意是阻止他们投资曼谷更为严重的障碍。一位投资者表示: “在泰国做生意非常棘手。暗流涌动, 许多不确定性, 我们在法务费用方面花了一大笔钱。”

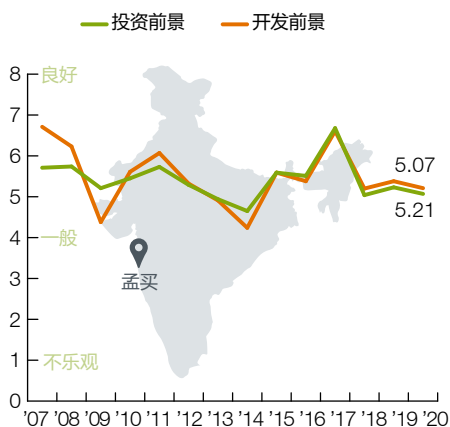


不过, 现在办公楼市场整体改善, 住宅存量也跨越了一道门槛, 越来越多的公司愿意将曼谷作为总部候选区域。仲量联行的数据表明 2019 年中期, 办公楼空置率下降至 5.7%, 租金同比上涨 7.9%。租金和价值有望继续上涨。

曼谷缺乏经济适用住房, 建筑质量较差, 并且对现有存量缺乏管理, 这为海外投资者提供了机会; 但是, 市场不透明以及获得建设融资的困难是国外投资者进入曼谷市场的障碍。

孟买(投资排名第十二, 开发排名第九)。孟买的商业地产继续日益走强。对于办公楼空间的需求持续上升。2019年, 一位外国投资者以每英亩1亿美元的价格买下了孟买国际展览中心一块3英亩大的优质场地。孟买国际展览中心及周边是规划中的商务区, 位于孟买北部首屈一指的金融区。这3英亩土地成为印度史上价格最高的地块, 说明当前市场条件下大家信心十足。

一位当地顾问表示: “房地产和有国外投资者做靠山的大型开发商继续做多, 只要他们认为市场需求旺盛, 就会积极收购定价资产, 之后进行再开发。”



当局继续建设交通基础设施, 改善新开发区域的连通性, 如建设了许多IT产业园的新孟买等。不过, 在未来3年, 潜在的过度供应情况可能会暴雷, 这些新的设施更便于人们进出, 生活成本更低。因此, 当孟买传统区域无

法再为更多新来者提供住房的情况下, 这些新设施会及时补位。

受租金上涨、国内外买家竞相竞价优质资产等因素影响, 资本价格继续上扬。当前资本化率已然达到了可疑的水平, 但目前商业市场的实力表明他们仍有前进的空间。

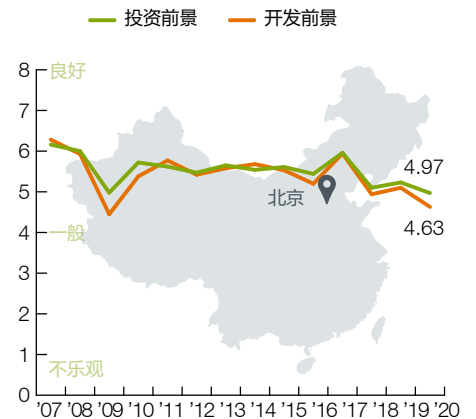
但是与商业市场相比, 住宅市场一片黯淡, 尤其是中端社区的开发极度缺乏资金。因此开发商之间似乎可能会进行进一步的整合。

北京(投资排名第十三, 开发排名第二十一)。土地缺乏, 加上经济下滑以及对中美贸易摩擦的担忧, 导致北京今年的开发预期排名大幅下滑。对于投资而言, 北京仍然处于中桌位置, 但该市也仍然是中国最不受喜爱的一线城市。2019年租金和资本价值双双下跌。

尽管外国投资者在2019年上半年完成了大量办公楼收购, 传统上北京市场被出价高于国外投资者的国内买家控制, 目前情况似乎也没有什么变化。

一位投资者表示: “五环内没有大量的供应, 因此如果你想在北京五环内找到价格合适的资产, 无异于痴人说梦。如果你想在当地技术公司主导的商务园找到一个可售资产, 那也是不太可能的。”

过去几年中, 科技公司一直都是最大的利润来源, 但现在科技公司的需求有所降温, 人们开始担心办公楼即将面临供应过剩的问题。房地产中介公司高力国际的数据显示2019年中期, 空置率上升到8年来的最高水平11.5% (预计2019年末将上升至15.1%)。不

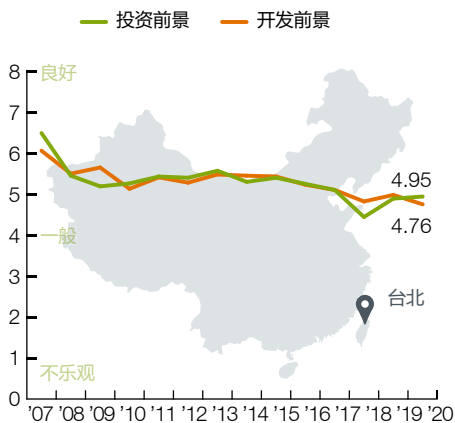


可否认, 过去北京遇到类似的供应过剩时能够不太费力地安然挺过, 不过国有企业的供应仍然在向首都渗透, 地方政府也继续在首都设立办事处。

北京市政府已发布了旨在重塑北京零售行业的规划草案, 长期来看将重点关注王府井和通州的零售项目。

台北(投资排名第十四, 开发排名第十九)。台北或许是亚太地区主要市场中流动性最差的一个, 主要是因为多数可投资资产被当地机构和保险公司持有, 形成投资组合, 因此多数都不交易。也就是说, 2019年租金出现合理地上涨, 导致年中的时候资本化率有所扩大。

仲量联行的数据显示, 2019年吸纳量比预期要强一些, 推动办公楼空置率下降至2.9%。由于全年几乎没有新的办公楼入市, 并且近期也没有新的供应, 租金可能因此进一步被推高。



在某种程度上，对空间的新需求是由于台湾诱导企业离开中国回归本岛的事实。回归的企业多数都属于资本密集型高价值的自动化制造领域，已经为台湾 GDP 做出了 0.4% 的贡献。东南亚是台湾企业离开后的业务拓展首选目的地，重回故乡则是第二选择。为欢迎回归企业，台湾政府发布了一个 3 年行动计划，帮助他们以优惠的价格找到土地。

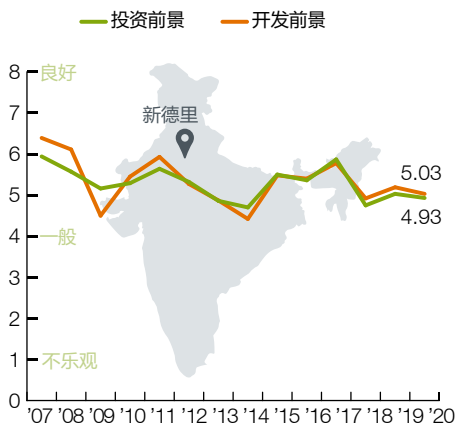
与往常一样，由当地机构持有的岛内资本继续主导台湾市场。由于当地机构对价格没有外国资本那么敏感，国际投资者在台湾的投资前景预计仍然有限。

新德里(投资排名第十五, 开发排名第十五)。传统上人们对新德里的关注更多的是集中在住宅开发上，因此与印度其它市场相比，这里更强烈地感觉到了全国范围内的住宅市场下行。从 2013 年开始，这一细分市场就出现了过度供应的问题，政府 2016 年推出“废钞”运动并加强行业管理后，情况进一步恶化。现在，印度的银行和非银行金融行业作为资本来源已经枯竭，许多开发商——尤其是中端住宅开发商——对现金求之若

渴。一位受访者表示违约已经司空见惯，未来 12 个月会有更多开发商破产。

同时，商业地产方面，市场不会犯错误。据德里的一位顾问介绍，新办公楼空间的年增长率大约为 30%，德里东南部卫星城诺伊达的增长尤其明显，2018 年甲级办公楼空间的吸纳量猛增至 350 万平方英尺，而历史年均吸纳量仅为 100 万至 120 万平方英尺之间。诺伊达的办公楼设施价格较低，并且由于德里其它区域租金成本上涨，诺伊达受益匪浅。“主要动力来自古尔冈（德里的另一座卫星城），每平方英尺办公楼的月租金上浮至 1.5 甚至 2 美元，令 IT 租户感受到了不能承受之重。”

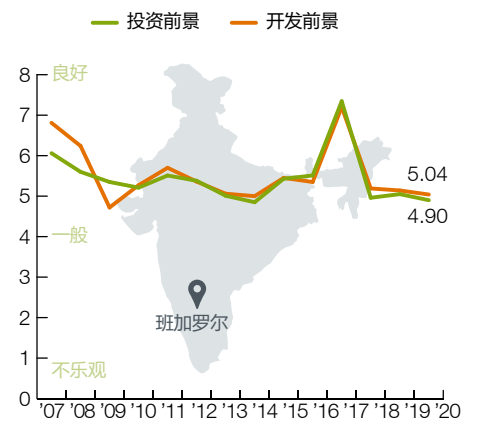
德里另一个欣欣向荣的细分市场是物流。一位受访者表示：“一个占地 100 英亩的地产，在其可交付使用前已有 60% 找到了租户——印度北部的需求就是如此旺盛。”不过在印度北部找到一个好的开发合作伙伴仍非易事，对物流和仓储设施的需求似乎“不可限量”，一般来说以合理的价格拿地不是问题。



班加罗尔(投资排名第十六, 开发排名第十四)。不可否认，班加罗尔在印度 IT 产业园和业务流程外包 (BPO) 方面取得了巨大的成功，多年里这座城市都保持强势增长以至于许多人怀疑这个市场是否已触顶。但是，出乎意料的是，班加罗尔的商业办公楼行业继续以极快的步伐扩展。2019 年上半年，吸纳量同比增长 30% 到 35%，租金继续上涨，大量资金已经做好进一步投资的准备。一位顾问表示：“今年班加罗尔将再次跻身全球最大的商业办公楼和 IT 空间市场之列。”

对如此强势增长可持续性的怀疑也许解释了为什么今年的调查中班加罗尔在所有印度城市中排名垫底，尽管几乎没有出现下行信号。

班加罗尔众多 IT 产业园（目前为 200 万 IT 产业工人提供工作机会）快速扩张的结果之一是城市的基础设施跟不上。印度的交通比以往任何时候都更拥堵。同时，尽管某些地区已通地铁，情况比之前有所好转，但地铁规划仍不理想。从互联网到电力和供水等基础市政供应也差强人意，同时污染日趋严重。

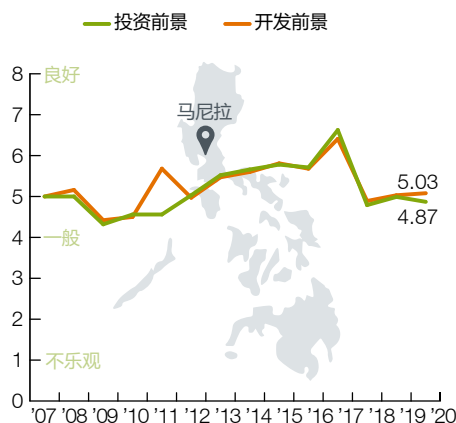


马尼拉(投资排名第十七, 开发排名第十一)

尽管马尼拉的房地产市场貌似健康, 但今年这座城市仍然憔悴地蜷缩于投资情绪排名的最底部, 而在2017年的调查中马尼拉雄踞榜单第三的位置。马尼拉对外资控股国内房地产资产的限制仍在持续, 这也许是原因之一, 由于办公楼空间空置率仍然较低, 租金继续上涨, 资本价值持续上扬(根据仲量联行的数据, 仅2019年第二季度就同比攀升1.8%)。

在过去几年, 马尼拉办公楼细分市场主要受到菲律宾离岸博彩运营商(POGOs)需求的驱动。POGOs主要针对中国赌客提供线上博彩服务。来自POGOs的需求约占该市新办公楼吸收量的40%。菲律宾和中国政府都抱怨这个行业发展太快, 影响太远, 不过此时出手控制未免影响重大。一位本地受访者表示: “很多盘踞在房地产和建筑行业的当地人, 不希望失去这些中国大客户——只要他们还在, 至少持续到明年, 我认为不会有太大变化。”

业务流程外包行业仍然是办公楼的最大租户。尽管步子不大, 但这个行业持续增长。迄今为止, 该行业已经能够抵挡以人工智能为基础的解决方案所构成的威胁, 近期更是受到了“圈养中心”大热的推动, 后者包括人力资源、财务以及IT等公司内部服务离岸外包。



同时, 今年人们对开发的情绪远强于投资。在某种程度上, 这反映了多数新兴市场的现实: 稳定的资产通常供不应求。另一个原因是马尼拉办公楼交易的资本化率(莱坊提供的数据是大约5.9%) 往往令国际投资者难以在风险/回报基础上作出合理辩护。

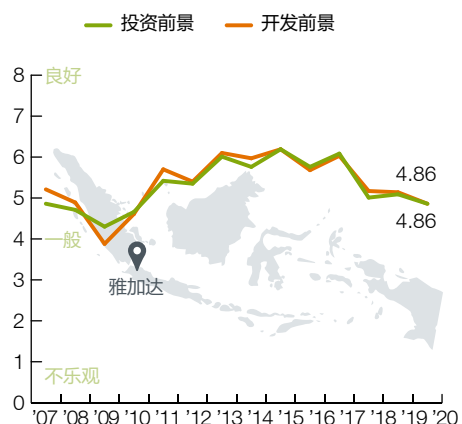
政府推出的“建建建”基础设施建设计划如今已经进行到第三年, 该计划极大地增强了当地发展前景的吸引力。该计划主要关注的问题包括启用马尼拉外围的卫星城, 意在缓解市中心长期存在的人口压力。政府项目主要集中在北部, 一位当地规划人员表示在南部“很多私营公司正在悄悄地开放大量的储备土地, 规模可能在500到2000公顷左右, 在横向连接基础设施和创造全新宽带连接的基础上建设准城市。你确实可以看到私营收费站经营者将南部与铁路线相连, 这一举措将会催生大量全新社区。”新推出的税务政策可能会鼓励业务流程外包服务提供者转移到这些卫星城。

雅加达(投资排名第十八, 开发排名第十七)

2019年上半年印度尼西亚经济继续以5.2%的增幅快速增长。近期佐科总统连任令投资者信心倍增, 认为整体投资环境仍然稳定, 政府将继续投资基础设施建设计划。

也就是说, 雅加达办公楼市场将继续饱受供过于求的折磨。放眼望去, 看不到任何缓解的迹象, 由于空置率接近35%, 租金将在下行通道继续前行。住宅方面, 雅加达高端住宅市场仍有过量供应, 尤其是生活在该国的外籍员工数量相对较少。

近期, 政府宣布了迁都(大约18万公务员及其家属从雅加达迁往加里曼丹的一个新基地)的意图, 引起了人们的担忧, 届时雅加达的空置率将进一步恶化。但是, 如果当局计划拆除新腾空的政府大楼, 并将其改造为绿地, 迁都举措将带来利好机会, 雅加达长期拥堵的内城有望局部重建。



由于雅加达正在修建城市轻轨(LRT)系统, 有些地区在一定程度上已经开始了重建。尤其是位于主要道路上且方便进出轻轨站的建筑, 出租率非常高。一位受访者表示: “轻轨站附近规划良好的城市改造令许多人大吃一惊; 他们回到雅加达后发现已经不认识这座城市了。改造后的街区, 设置了一部分步行区域, 全新的商业区熠熠生辉。在人们心目中, 雅加达的开发质量排名总是在吉隆坡和马尼拉之间, 有时候略落后于曼谷。但是也许在这些区域, 一些行业观察者会认为目前雅加

达在某些方面已经超越了曼谷，尽管它还是一座正在痛苦挣扎的城市。”

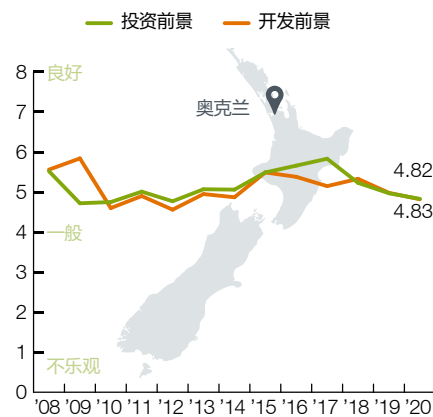
除此以外，大量地方性的低效率也给私募股权投资创造了机会。增值是非常明确的前景，现在许多当地开发商优先引入智慧建筑技术，作为降低运营支出的一种方法。此外，许多空置率长期居高不下的办公楼建筑，以及一些住宅综合体已经成为变身酒店或共享居住设施的潜在目标。

另外，几家大型私募股权投资者已经在考虑投资较偏远的大众运输导向型开发（TODs）项目，这些项目被指定为沿新建轻轨线建设，不过目前还没有出现第一个吃螃蟹的人。最后，物流地产继续受到青睐。但由于土地成本高、大量资产都是由家庭经营者运营，而后者不大可能租用较新的高科技（或更昂贵）的设施，因此实践中投资仍然存在问题。

奥克兰（投资排名第十九，开发排名第十八）。几年前正在寻觅更高收益的离岸投资者发现了奥克兰，他们的到来引发了商业资产的价格战，价值骤升，资本化率快速压缩。世邦魏理仕的数据显示，目前最高收益率在5.6%左右，2018年收入几乎达到20亿美元。

现在长在低处的果实已经被消化，2019年交易仍然保持在健康水平，离岸机构投资者（尤其是来自澳大利亚、美国、新加坡和中国的投资者）仍然是市场主力。但是，未来供应量可观，租金上涨已然停滞。据德意志银行预测，到2023年，年增长率将一直保持在较低的2.1%，资本化率压缩将继续稳步向前。

与其它市场的情况相似，奥克兰的物流地产发展态势良好。在过去5年中，工业用地的价值平均每年增长10%，多数工业地产的占用率都达到了百分之，租金有望继续上涨。

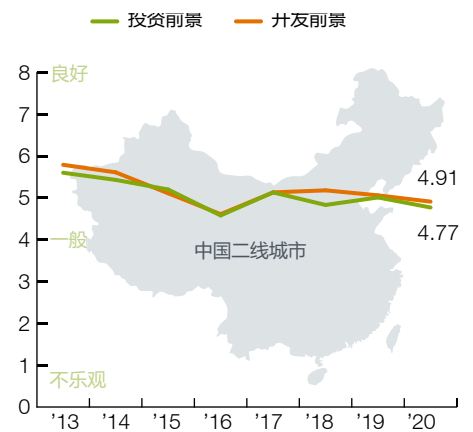


在过去至少10年中，新西兰的住房市场一直呈现供不应求的态势。加上来自外国买家的压力，房价不断攀升，以至于政府被迫于2018年出台了针对国际买家的限制。2019年，新西兰住房市场出现疲软，紧随澳大利亚的脚步，但是年底似乎出现了反弹迹象。

中国二线城市（投资排名第二十，开发排名第十六）。大批海外投资者撤离中国二线城市，转向更为成熟的市场，尤其是上海和北京。中国经济发展放缓，投资者开始关心欠发达城市的流动性。此外，中国二线城市逐渐受累于供应过剩，尤其是办公楼细分市场。

“许多外国资本在二三线城市受挫，”一位基金经理表示。“由于供应量巨大，除住宅市场以外，办公楼和零售地产均未真正出现租金上涨。而且由于流动性欠佳，项目后期资本外逃困难。”

不过，对于机会型投资者而言，还是存在一些机遇的。据当地一位基金经理介绍：“购物中心也许还可以——如果人口特征情况良好的话，购物中心在二线城市还是能够存活下来的。其次是备受青睐的物流地产，住宅方面，一些二线城市仍然比较活跃，销售情况良好。尽管市场放缓，但还是能卖出去的。交易量能够说明一切，尽管最近的统计数据显示30座大城市的楼价下跌了2-3%。”



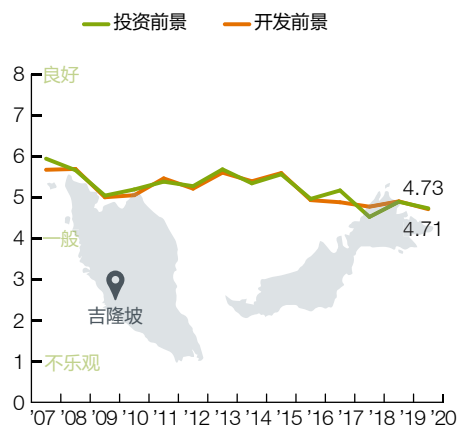
欣欣向荣的技术和教育行业令杭州、成都和苏州成为最受投资者欢迎的二线城市。同时，大湾区西部较小的城市有望得益于区域一体化而获得更多利益。

一位投资经理认为，大湾区“无非就是‘西岸’故事，与深圳和广州无关——因为后者已经足够大，不乏供应和交易活动。它们不需要帮助。但是较小的城市将会有很大的变化。我们关注的是住宅以及与住宅配套的开发项目，如教育和医疗等。”

吉隆坡(投资排名第二十一, 开发排名第二十二)。乍看起来, 总是不受待见的吉隆坡应该受到国际房地产投资者更多的关注。马来西亚的人均 GDP 位列东南亚第二 —— 比备受投资者青睐的越南高出 4 倍 —— 并且已经开发了金融市场, 包括房地产投资信托。此外, 马来西亚即将迎来大量中国科技制造商的投资, 后者正在将一些设施迁移到海外。

但是, 办公楼和零售地产的过剩供应再次让当地市场愁云惨淡。仲量联行的数据显示 2019 年中期, 办公楼空置率超过了 18%, 而 2019 年还将有超过 300 万平方英尺的新供应入市, 今年底空置率预计会突破 25%。而资本价值和租金双双走低也不足为奇。外国开发商在零售地产开发中的参与度创下了历史新高, 有些开发商还参与到了吉隆坡住宅主导的多用途项目当中。

近年来, 外国投资 —— 主要来自中国 —— 主要聚焦伊斯马来西亚南部依斯干达特区住宅项目的开发。不过目前由于中国对资本的限制, 这些项目也面临资金枯竭的困境。



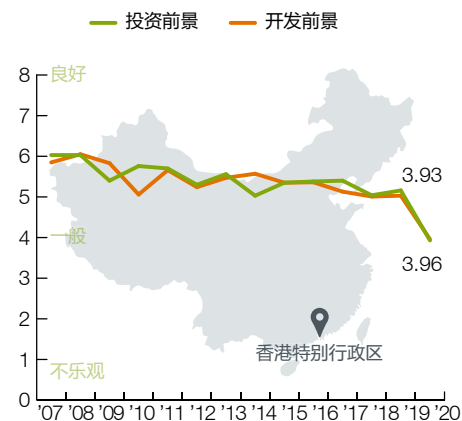
香港(投资排名第二十二, 开发排名第二十二)。香港以昂贵的房地产价格闻名于世 —— 即使不是全球最高, 也是亚太地区最高的。因此, 多年来香港一直处于我们投资调查排行榜的后半段 —— 资本价值如此之高, 资本化率如此之低, 以至于很多国外投资者看不到进一步获益的前景。但是今年香港要面对另一个不幸。几个月来的街头示威严重影响了旅游业和零售业, 引起人们对其长期投资前景的忧虑。其结果就是在我们的投资前景调查排名中, 香港彻底垫底。

就示威活动本身而言, 对经济的损坏比实际破坏更为明显。尽管 2019 年 8 月零售行业的销售额同比下降了 23%, 但某些地方相同的店铺销售额遭到腰斩。2019 年 8 月, 到港游客数量同比锐减 40%, 因此酒店的入住率通常也不过 50%。目前暴乱对商业地产价值的影响影响不大 —— 在此危难时刻遍寻交易机会的投资者可能大感失望, 因为业主们都选择坐等风暴过去。鉴于香港一直以来都是被紧握在手的市场, 业主通常不是高杠杆入市或缺乏资金, 因此出现这种现象也不足为怪。

尤其是, 相比之下香港的核心区域几乎没有受到多少负面影响。因为区域所处地理位置有限, 因此优质空间总是供不应求。仲量联行的数据显示与 6 月的峰值相比, 2019 年第三季度租金下跌 2.2%, 不过最新统计显示与 7 月份相比, 8 月份新出租空间骤降 72%, 核心区域甲级办公楼的空置率仅为 5.5% —— 对于香港而言算是很高了, 但若以国际标准来衡量, 这不算例外。

零售行业 —— 尤其是高端零售行业 —— 则可能面临较长期的负面影响。零售行业本就波动较大, 一旦形势好转就好像要收复所有失地。多数当地投资者将中美贸易摩擦视为更严重的威胁, 会对香港的经济造成重大影响。

同时, 住宅价值也开始下跌, 但仍高于 2019 年年初的水平。考虑到近年来房价上涨的幅度, 目前几乎没有业主产生负资产。虽然香港房价仍然是全球最高的, 但供求关系缓解了私人住宅价格持续上涨的压力。



各个地产类型透视

办公楼

办公楼依然是亚太地区投资者最喜欢的一个类型，在多数市场这种情况仍会延续。尽管大家普遍对定价表示担忧，而且一致认为收益可能已经触底，但很多市场仍然出现了收益压缩。

不过总体而言投资者对办公楼的热情稍有下降：84%的受访者表示正在或计划投资办公楼，而2019年这个占比是86%。投资者对办公楼前景的评估略低于我们2019年报告中的评估，现在工业/物流地产有望成为表现最佳的资产类型。

亚太市场体量巨大，这意味着更多资产被合资公司或集资买入。大量机构资本不断寻找进入亚太地区房地产市场的途径，伺机购买核心地产，这确保了办公楼地产在未来依然会受到追捧。

在多数亚太市场（尤其是在中国）对共享办公空间的需求依然旺盛，在开发商和业主不断怀疑传统共享工作业务模式的可持续性的同时，这个行业快速地确立了自己的地位，以至于人们都确信在可预见的未来灵活空间仍将呈现增长态势。

预期最佳赌注：人们对多数城市办公楼市场的看法与一年前一样——广泛积极；在多数市场，多数观望者将买入或持有。但是，他们中一小部分看到了办公楼的受欢迎程度发生了很大的改变，有的更受青睐，有的相反。

例如，胡志明市和新加坡的“买入”评级上升了10个百分点，而大阪则上升了5个百分点。

新加坡的办公楼市场是亚太地区从全球经济危机中恢复最晚的一个，优质办公楼的租金仍然低于2008年的巅峰水平。从那时以来，新加坡扩展并升级了核心商务区的办公楼存量，同时开发了大量的非核心区域的办公楼。

由于越南的人口状况和增长前景良好，而且租金增长强劲，胡志明市继续自上而下地受到热捧。但是，在该市的办公楼市场中海外投资占比很小。

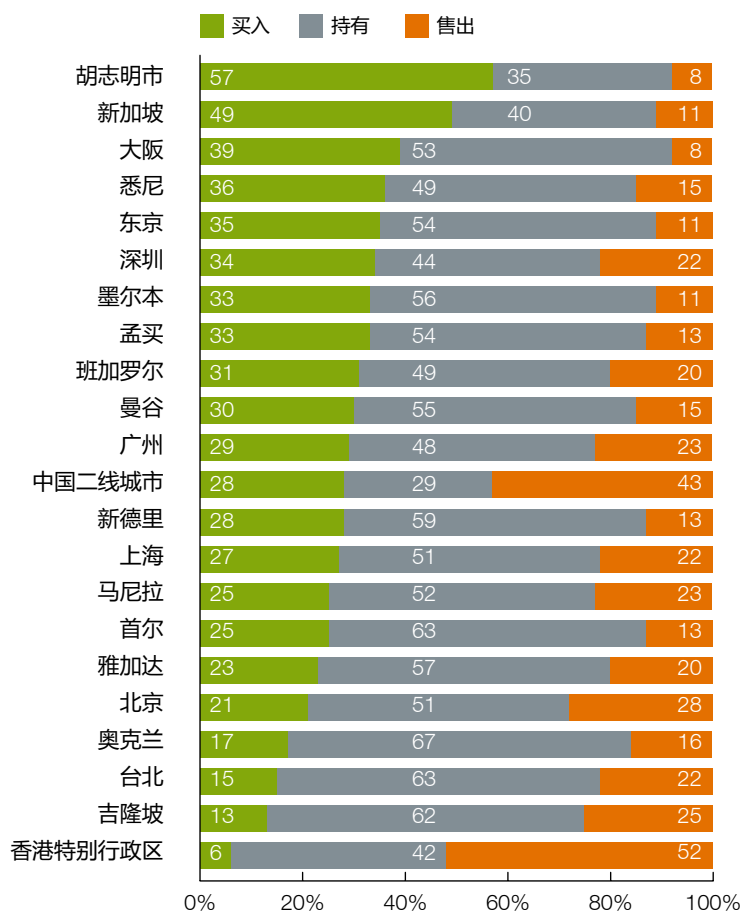
由于大阪近10年没有显著办公楼新增供应，且越来越多的投资者对日本省级城市感兴趣使得该市的房地产市场进一步复苏。东京的

排名略有下降，但是很明显投资者仍然对该市采取防守战略：其“出售”排名由第14位降至第11位。

只有两个城市或城市群的“出售”排名有显著上升，但原因则大相径庭。中国二线城市的“出售”排名由32%上升至43%。这些城市的办公楼供应趋于过剩，由于中国内地经济发展持续放缓，这将会对投资回报产生影响。

香港的“出售”排名急速上升。受到香港街头示威的影响，现在超过一半（52%）的投资者正希望出售其办公楼资产。

图表 3-4 2020年写字楼资产买入-持有-售出推荐，按城市



资料来源：《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

零售地产

亚太地区的房地产市场中, 零售地产依然失宠于投资者, 这很大程度上是由于电子商务销售越来越大的威胁。这是唯一一个遭遇投资者计划占比有所下跌的地产板块。

即便如此, 零售仍然是房地产的核心资产类别, 越来越多的投资者认为如果设施位置优越, 并且能够顺应消费者的需求在“体验式”服务方面进行调整, 那么零售物业将会继续繁荣, 尽管利润率可能会低于往年。不过投资者对其前景不如其它核心资产那么看好, 而且普遍认为会比 2019 年更糟。

尽管如此, 相比世界上其它地区, 亚太地区的零售物业似乎更受青睐一些。RCA 的数据显示, 2019 年上半年全球零售地产交易略高于工业和物流地产, 而在亚太地区, 零售物业的成交量是工业和物流地产的两倍还多。2019 年上半年, 亚太地区零售物业的成交量同比下降了 7%, 而全球范围来看, 则下降了 35%。亚太地区的零售更好地适应了电子商务的增长, 或者说由于多数城市的人均零售空间较低, 亚太地区的零售业受到的冲击也相对较小。

2018 年以及 2019 年上半年, 很多全球投资者在越南印度和大中华区部署了大量的资本, 这至少表明他们对亚太地区的零售物业还是有信心的。

总体而言, 投资者给亚太地区零售地产的“出售”评级要高于其它地产类型。对于其中 13 个城市, 表示要出售而不是买入其零售地产的投资者占比有所升高。

预期最佳赌注: 只有 8 个城市中, 表示愿意买入零售物业的投资者比愿意卖出的要多, 胡志明市是唯一一个买入零售地产的意愿明显占多数的城市。胡志明市的零售物业开发相对较少; 尽管住宅地产的零售底商管理欠佳, 但仍被视为一种增值提议。

世邦魏理仕的数据显示, 虽然之前大量项目延期完工, 但胡志明市的供应前景要好于预期。

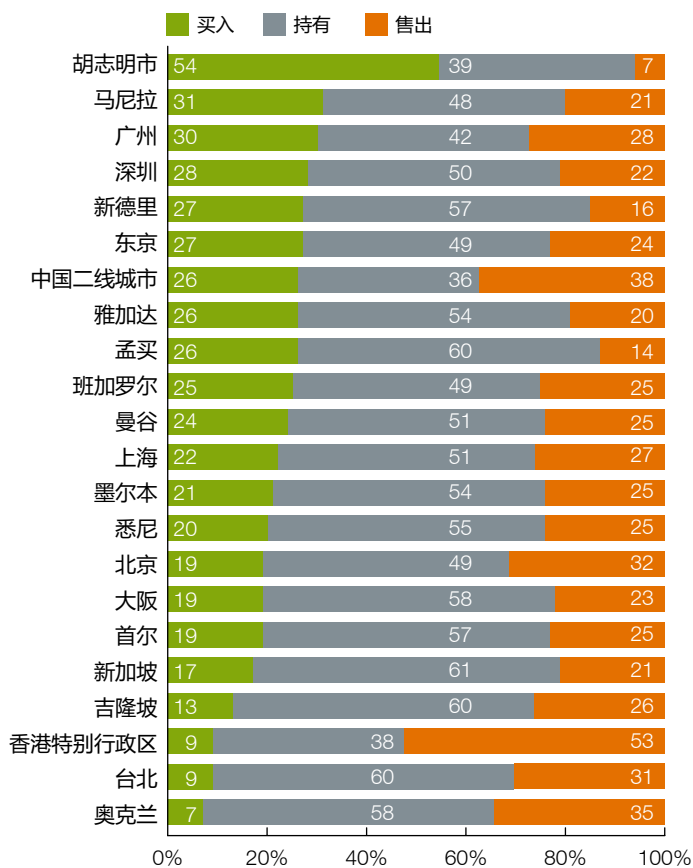
在印度和马尼拉等增长迅速的新兴市场, 人们对零售物业的看法也很乐观。对中国二线城市零售地产前景的看法则分歧较大, 这也许是每个城市前景差别巨大的一种反映。

相较而言, 中国一些二线城市仍然缺乏现代化购物中心, 不过另外一些城市则苦于供应过剩, 而且通常缺乏规划和管理。

由于东京银座购物区的巨大吸引力, 日本首都的零售物业仍受投资者的青睐。但是, 大阪零售物业的受欢迎程度仍不及办公楼地产。不过, 由于日本与中国和韩国的领土争端, 中韩到日游客数量下降, 日本的零售销售因此也受到一些威胁。

同时, 今夏以来的街头示威令到港游客数量锐减, 使得投资者对香港零售地产的情绪受到了打击。

图表 3-5 2020年零售资产买入-持有-售出推荐, 按城市



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

住宅

亚太地区的住宅仍然广受投资者欢迎，对多户 / 租赁住宅以及出售住宅的评级都高于 2019 年的报告。

但是，很明显也有一些人持有相反的看法，认为一些城市的房价已达到历史高点，而且存在政府干预的风险，因此投资者“出售”住宅资产的预估相对较高。一位投资者表示“我确实认为目前待售住宅现况不妙。”

尤其是在香港和澳大利亚，即使中国内地和新加坡的房价也在上涨，但不同的是前两个城市的房价增幅高于收入的增长。

很多受访者表示对亚太地区的多户住宅感兴趣，但也表示机会有限，因为与美国和欧洲市场相比，亚太地区的多户住宅市场开发度较低。尽管澳大利亚和中国的多户住宅市场也在发展，并有望成为整个住宅资产中的重要组成部分，但日本仍然是亚太地区唯一多户住宅地产占比较大的市场。

预期最佳赌注：胡志明市再次夺魁。但是，在胡志明市已经有大量海外资本投入到当地的住宅市场。外国开发商和私募股权投资者都投资了公寓开发，打造了大量全新的奢华公寓街区。

但是，一些有趣的证据显示对地价以及该市能够吸收多少奢华公寓的关注日益增多。很明显，许多新建的公寓已经在香港和新加坡大力推广，事实证明这些公寓在香港和新加坡是受欢迎的，因为这两座城市的房价已被投资客炒到天价。

新加坡住宅的受欢迎程度也有所提升。不过由于该市采取了住宅降温措施，对非新加坡

买家加征了繁重的印花税，开发商和投资者对其前景预估比较保守。此外，新加坡的反移民立场也抑制了对新公寓的需求。

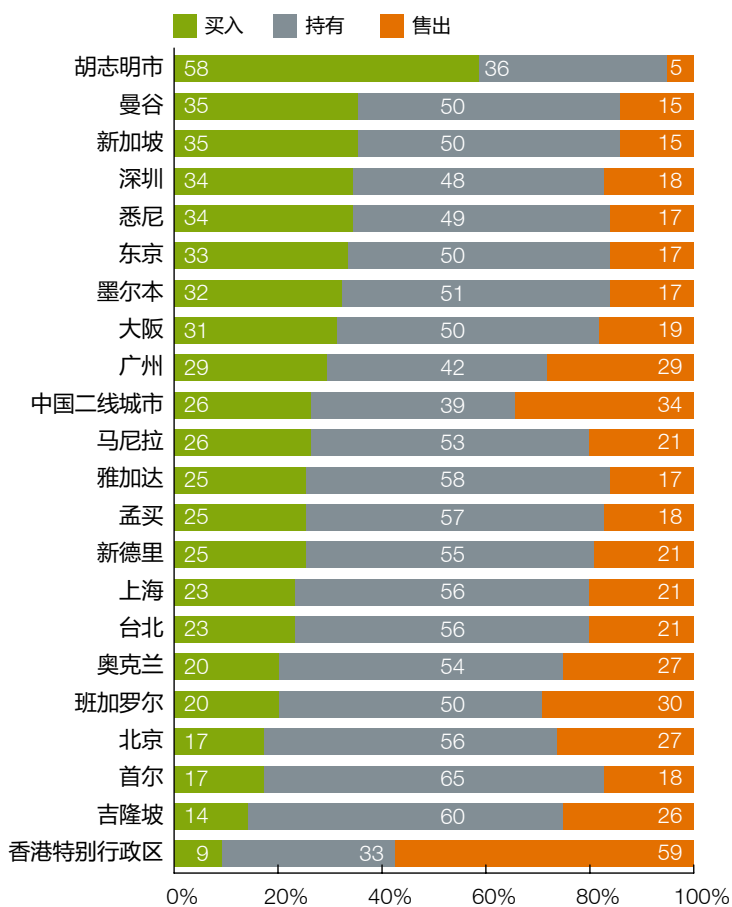
悉尼仍然炙手可热。经过两年的价格下跌和降息，看起来市场即将再次蓬勃发展。澳大利亚移民继续增加，极大地推高了对新住宅的需求。

投资者对东京也很感兴趣，由于日本其它地区的人们不断涌入首都，而且移民政策有所放宽，东京市场持续增长。东京多户住宅的稳定收入预期仍然颇具吸引力，但是价格比较坚挺。

同样，投资者对中国二线城市的感情错综复杂，许多城市表现出强劲的增长前景，但新增供应量也很大，各地房价调控措施不一，降低了盈利能力。由于中国发展减速，海外投资者逐渐将重点转回一线城市。

香港在该板块再次垫底。与其它城市 / 资产类别组合相比，更多的投资者 (59%) 将香港住宅列入出售的行列。几个月以来的街头示威活动极大地影响了该市的投资情绪。但是，直到十月底价格下跌仍然很小，基本面缺少供应可能足以推动该市的价格反弹。

图表 3-6 2020年住宅资产买入-持有-售出推荐, 按城市



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

工业/物流物业

尽管从理论上来说,工业、仓储和物流空间是很难不受到贸易下滑影响的,由于关税提高,经济增长放缓,此类地产仍受机构投资者的青睐,在今天的报告中,工业物流地产在投资前景排行榜中高居榜首。

整个亚洲消费支出以及电子商务的增长正在驱动对高规格、技术驱动型仓储空间的需求,此类资产在整个区域都存在供不应求的状况。但澳大利亚是个例外。现在,电子商务还催生了对位置优越的设施(远远不止是简易的库房)的需求,这些设施能够让使用者以闪电的速度集散商品。在多数发展中亚洲市场,由于中产阶级的快速崛起,这些趋势仍然非常有利。

“低端工业仓库受到贸易摩擦的影响。它们并非机构投资者所青睐的主要资产,”一家商业经纪公司的亚洲研究主管表示。关税和经济压力能够推动高端仓储的发展,进而更有效地对冲任何贸易成本的上升。

很明显,在蓬勃发展的亚洲,一提到物流就会令人心跳加速。越南、中国或印度等所有预期“买入”的城市,都是长期供不应求的市场,或者得益于政府振兴物流基础设施政策的市场,或者两者兼具。在10大目标城市中东京是唯一的发达市场。

预期最佳赌注: 胡志明市(买入兴趣榜第一)是工业地产中最具吸引力的目标市场,马来西亚和其它东南亚市场紧随其后。所有这些目的地都得益于中国日渐增多的制造业产能转移。尤其是,越南的亲商政策对希望投资的境外投资者和进驻的制造商融通有加。

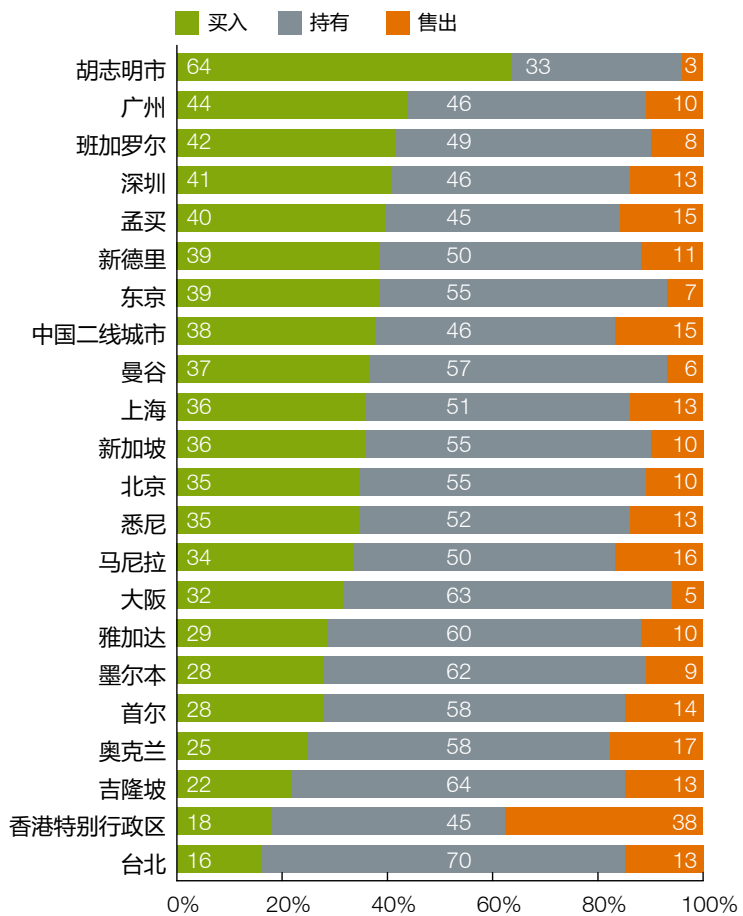
此外越南还有国内吸引力。“贸易摩擦暂且不谈,由于越南早已开始发展,因此对于想在零售物流地产有所作为的全球开发商而言这里存在巨大的机会。而且,越南拥有庞大且不断增长的中产阶级。”

对于寻求买入越南现有物流空间的机构投资者而言,一个主要的问题是符合国际标准,可买入资产中在这方面基本上是空白。因此,在我们的调查中,胡志明市与印度的其它城市——班加罗尔(第三),孟买(第五)以及新德里(第六)——高居榜首,成为仓储行业的开发市场。

在中国,高端空间的存量不断增加,开发商可能最终会将其出售至二级市场。广州(第二)和深圳(第四)在买入兴趣方面的排名分外高,领先于中国二线城市(第八)以及中国最大的商业市场上海(第十)和北京(第十二)。

当新兴市场 and 一线城市高居调查反馈榜首的时候,往往预示着这些市场在宏观上和人口方面极具吸引力,但在实际投资过程中机会很少。这些市场的渗透需要实力雄厚的当地合作伙伴的助力,主要是对那些愿意对长达数年的开发进行投资的投资者。

图表 3-7 2020年工业-集散资产买入-持有-售出推荐,按城市



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

一位资产管理人表示他看到客户对韩国物流领域有着巨大的利益。这一点并未在调查结果中体现，在集散地产“买入”排行榜上首尔是最缺乏吸引力的5个城市之一。全球贸易紧张的形势以及韩国与日本在战争赔偿方面的纷争，令韩国的汽车和计算机芯片出口大受影响。

即使韩国是亚洲主要的出口导向型国家之一，但它仍然缺乏服务出口商和当年地市场的高级物流空间。这也许会令更多投资者关注韩国市场。

“我对韩国充满希望，”这位资产管理人表示。“韩国人口远多于澳大利亚，你可以拥有永久产权资产，而我们的目标是摆脱租赁物业的束缚。他们确实没有那么多适合机构交易的资产。”

这位管理人还表示“你无法把眼睛从中国物流市场移开”。主要海外投资者如普洛斯，嘉民和安博继续大量入手新物业。之后他们需要通过组合出售或证券化将这些资产变现。

日本的工业地产是颇受投资者青睐的目标。但是对于机构投资者而言，识别好的交易从来不是易事。多数情况下，日本的现代化仓储空间仍然被开发商把持，而不是大型基金或机构投资者可以买入的稳定资产类型。

工业 J-REITs (日本的房地产投资信托) 是投资者可以找到流动性的途径之一，也是进入这个行业的一个入口。他们以 24% 溢价交易净资产价值 (NAV)，显示了渴望进入该行业的资本多于自由浮动的 J-REIT 份额。

酒店

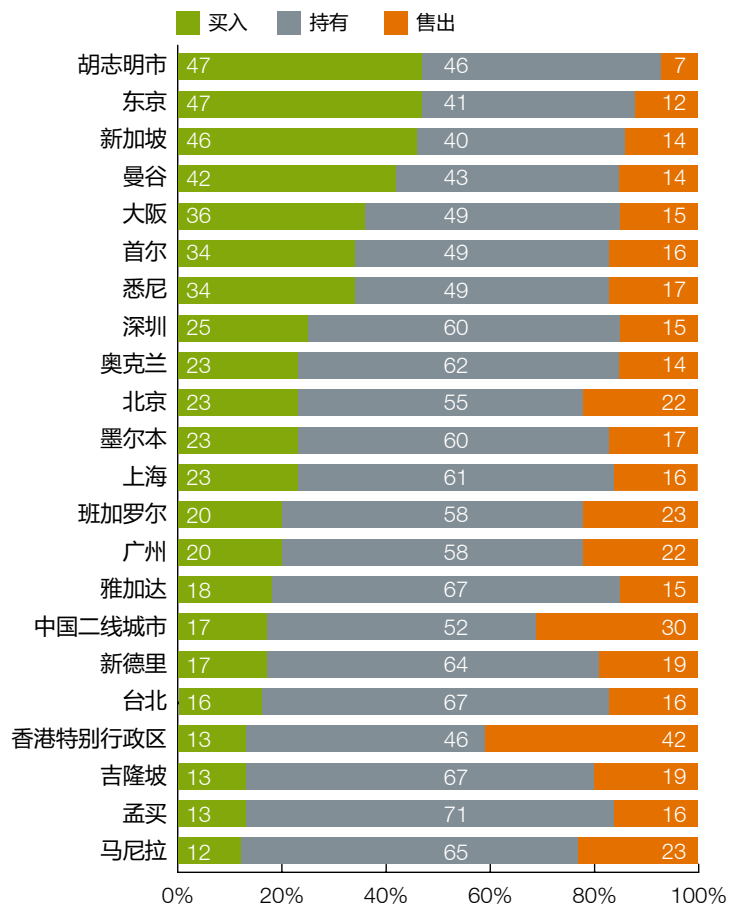
就像办公楼一样，投资者喜欢亚洲最发达市场的酒店。作为一种资产类型，在我们 2020 年针对行业增长进行的调查中，投资者对于酒店的兴趣处于中等水平。但是酒店行业偏向于一个专业行业，对于那些具有专业知识并在亚洲市场有过交易的投资者而言，极具吸引力，但其他人则看不到这些。

曼谷 (酒店购买兴趣第四) 是全球游客最多的旅游目的地。根据万事达信用卡的全球目的地城市指数，在过去的 7 年中，曼谷有 6 年都是接待国外游客最多的城市。

2018 年曼谷的国际游客过夜数为 2280 万，比位居第二的巴黎高出 19.3%。尤其是，它是中国内地游客的最爱，而在出国旅游游客数量方面，中国仅次于美国。

预期最佳赌注：在我们的酒店买入调查榜上，新加坡 (第三) 排名也很靠前。万事达信用卡的数据表明新加坡是亚洲第二大国外游客的目的地，吉隆坡位列第二。去年这两座城市的外国游客数量均有所增加，大约 1400 万，比纽约还多。新加坡不仅吸引了大量的中国内地游客，还有很多印度游客，因而令其酒店赚到盆满钵满。

图表 3-8 2020年酒店资产买入-持有-售出推荐, 按城市



资料来源:《2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查。

在我们的调查榜上吉隆坡(第二十, 酒店买入排名倒数第三)的吸引力却低得惊人。只有13%的投资者愿意考虑买入吉隆坡的酒店, 说明捡便宜的买家可能会寻找交易机会。马来西亚与越南一样, 也是贸易紧张局势的受益者, 国内经济将蓬勃发展。中国内地游客数量的增多(目前占比20.6%)令吉隆坡受益匪浅, 同时东南亚以外的游客也有所增加。泰国和印度尼西亚的游客在吉隆坡国外游客中的占比均不足12%。

万事达信用卡的数据还显示马来西亚首都游客的增幅高达9.9%。领先于它的东京优势极低, 增幅仅为10.0%。

在过去一年中有1290万游客到访东京, 令东京的排名增长。受到橄榄球世界杯以及2020年冬季奥运会短期利益的鼓舞, 日本是酒店投资者的首选目标。但是更大的驱动力在于近年来快速增长的游客数量。不过日本酒店行业的快速增长可能会给这座城市带来反作用。过度建设的迹象已经浮现, 此外日本与韩国和中国的政治纷争也会影响游客数量。许多分析师认为一旦奥运会结束将会出现缩减。

东京(第二)和大阪(第五)都处于我们的酒店资产买入兴趣榜前列。但是, 酒店地产J-REITs显示了净资产价值的最低溢价, 表明对定价的担忧渐甚。与工业和写字楼地产的J-REITs不同, 后者以大幅溢价交易, 而酒店REITs的溢价仅为2%, 零售地产J-REITs折扣则低至-(0.6)%。

“它是投资者喜好的明确指示标,” 东京一家投资银行资产经理的研究主管表示。“我不知道它们是否正确, 但这是市场反应的一种表现。”

胡志明市再次位居榜首, 与其在其它资产类别的表现一样, 问题在于投资者能否找到可交易的酒店资产。

受访者名单

| | | |
|---|---|---|
| Dougie Chrichton | Dexus Darren Steinberg | Mitsui Fudoson Investment Advisors Shuji Tomikawa |
| 151 Property Chris Chapple | DWS Investments Japan Koichiro (Ko) Obu | Moelis Australia Ben Boyd |
| Accord Group Holdings Richard Price | ESR Stuart Dawes | Mori Building Hiroo Mori |
| Actis Brian Chinappi | Fife Capital Allan Fife | NAB Healthcare Georgina Switkowski |
| AECOM Sylvester Wong | Frasers Rod Fehring | Nuveen Nick Evans |
| ALE Property Group Andrew Wilkinson | Frasers Property Australia Chamoun Malki | Ooedo Onsen Reit Investment Corporation Fuminori Imanishi |
| Allianz Real Estate Rushabh Desai | GenReal Property Advisers Anckur Srivastava | PAG Investment Management Naoya Nakata |
| AMP Capital Tim Nation | GPT Group Bob Johnston Nick Harris Chris Barnett | Pamfleet Andrew Moore |
| Angelo, Gordon International Jon Tanaka | Grosvenor Asia Pacific Benjamin Cha | PAYCE Will Morgan |
| ANZ John Hudson | ISPT Super Property Darryl Browning | PGIM Real Estate Benett Theseira |
| Aoyama Realty Advisors Haruyuki Shinya | Hulic Co. Ltd. Yoshito Nishikawa | PGIM Real Estate (Australia) Steve Bulloch |
| Arrow Capital Partners Kurt Wilkinson | ITOCHU REIT Management Junichi Shoji | Portwood Capital Peter Churchouse |
| Australian Unity Mark Pratt | Japan Post Bank Co., Ltd. Hiroyuki Tanaka Yuki Ogawa | Professional Property Services Nicholas Brooke |
| AXA Real Estate Investment Managers Japan Yoshihiko Hayafuji | Jerde Partnership Tetsuya Karasawa | Property Council of Australia Ken Morrison |
| Blackstone Group Christopher Heady Kimmo Tammela | JLL Stuart Crow Tim Graham Fergal Harris Megan Walters | Samurai Capital Ken Aoyama |
| Brookfield Asset Management Niel Thassim | JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd. Tetsuya Karasawa | Savills Christopher Marriott |
| Cache Logistics Trust Daniel Cerf | KaiLong Hei Ming Cheng | SCA Property Group Anthony Mellowes |
| Capbridge Investors Ken Fridley | Keppel Land Limited Tan Swee Yiow | Starr International Investment Advisors (Asia) Alison Cooke |
| CapitaLand Limited Andrew Lim | Kenedix Takahiro Uchida Hikaru Teramoto | Stockland Mike Davis |
| CBRE Henry Chin | LaSalle Investment Management Simon Howard Tom Miller | Swire Properties Ashley Hegland |
| CBRE Global Investors Tetsuya Fujita | Mapletree Investments Pte Ltd Hiew Yoon Khong Norihiko Matsushita | Telstra Super Andrew Bambrook |
| Centuria Capital John McBain | Metropolitan Real Estate John So | Tishman Speyer Ryan Botjter |
| Charter Hall David Harrison | Mitsubishi Corp.-UBS Realty Katsuji Okamoto | Tokyu Land Capital Management Yutaro Tanaka |
| Colliers International David Faulkner John Kenny Kichoon Jung | Mitsubishi Jisho Investment Advisors Naoki Kuwabara Toshiyuki Arai Eriko Kato | Touchstone Capital Management Fred Uruma |
| CRE REIT Advisers Tsuyoshi Ito | | UBS Grant McCasker |
| Daiwa House Industry Co., Ltd. Tetsuo Suzuki | | Vicinity Centres Justin Mills Carolyn Viney |
| Deutsche Bank Hugh McDonald | | Wing Tai Holdings Limited Cheng Wai Keung |



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。专长领域有：资本市场、系统分析以及实施、研究、审计和税务。

全球房地产研究部领导团队 (按地区)

Craig Hughes

Global Real Estate Leader
London, United Kingdom

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong SAR, China

Jim Chen

China Real Estate Leader
China

Alan Ho

South China Real Estate Leader
Hong Kong SAR, China

Gang Chen

China Real Estate Tax Partner
China

David Kan

Hong Kong Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Bhairav Dalal

India Real Estate Tax Leader
Mumbai, India

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate & Hospitality Leader
Singapore

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

www.pwccn.com



城市土地学会是一个会员制全球性组织，由45000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、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80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2018年就在全球330个城市举办了2200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。

W. Edward Walter

Global Chief Executive Officer
Urban Land Institute
<https://uli.org>

John Fitzgerald

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

ULI资本市场和房地产中心

Anita Kramer

Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

Urban Land Institute
2001 L Street, NW
Suite 200
Washington, DC 20036-4948
United States

202-624-7000

www.uli.org

封面图片: 新加坡星耀樟宜机场Rain Vortex室内瀑布
iStock图片提供方: Panuwat Dangsungnoen

iii 图片: 由SOM设计的北京中粮置地广场
图片提供方: ArchExist

第 20-21页图片: 东京车站
iStock图片提供方: Easyturn

第33页图片: 胡志明市Bui Vien街
iStock图片提供方: Kevin Miller

2020年亚太区房地产市场新兴趋势报告®

2020年投资和开发的最佳方向何在?我们选择了房地产行业463位最具影响力的行业领袖,基于他们对行业前景的洞察力编制了这份预测性文件,希望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14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,通过会员名录 (members.uli.org) 与其他会员建立联系通过导航 (navigator.uli.org) 获得仅向会员开放的机会,通过知识发现者 (knowledge.uli.org) 访问不断扩容的图书馆,遍览高品质内容,包括我们自2003年以来发表的所有《亚太区房地产市场新兴趋势®》报告。

亮点

- 告诉您可以期待什么以及最佳机遇在哪里。
- 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。
- 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。
- 讨论哪个大都会区具有最佳和最差潜力。
- 阐述社会和地缘政治趋势对房地产行业的影响。
- 阐释对地理和细分市场的偏好发生了哪些变化。