

2023

亚太区

# 房地产市场 新兴趋势® 报告



## 2023年亚太区房地产市场新兴趋势®



# 房地产市场 新兴趋势®

2023年亚太区

## 目录

iv	报告摘要	30	非银行债务猛增
vi	读者须知	31	绿色债务利润收窄
1	<b>第一章: 未知水域</b>	33	<b>第三章: 资产类型展望</b>
2	成交量下滑	34	办公楼
3	陷入困境的资本化率	34	远程办公带来的变化
4	防御性避风港	35	不断变化的办公空间
8	澳大利亚: 关键主题	37	去中心化步伐加快
10	通胀推高开发风险	37	变更老旧资产用途
11	承销的变化	38	物流地产
12	中国: 关键主题	39	资产收益被挤压之痛
14	主流市场退居次席	40	数据中心
15	不良资产: 放弃?	40	问题增多
16	日本: 关键主题	41	减少碳排放
18	净零未来	41	零售地产
19	让净零得以实现	42	重启齿轮
21	<b>第二章: 房地产资本流动</b>	43	分享零售蛋糕
23	开发前景排名	43	住宅地产
23	跨境交易呈上升趋势	44	全球浪潮
26	汇率波动	44	数字叠加会怎样?
27	筹资和可投资金	46	酒店地产
28	公共市场抛售	49	<b>部分受访者名单</b>
29	银行收紧条件	50	<b>赞助机构</b>

# 编辑领导团队成员

## 《2023年亚太区房地产市场新兴趋势®报告》编委会主席

Stuart Porter, 普华永道  
David Faulkner, 城市土地学会

### 主要作者

Colin Galloway, 城市土地学会顾问

### 城市土地学会编辑制作人员

James A. Mulligan, 高级编辑  
David James Rose, 管理编辑/手稿编辑  
May Chow, 亚太地区高级副总裁  
Diwa Law, 亚太区高级协理  
Karen Cheng, 设计师

房地产市场新兴趋势®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152个国家，有接近32.8万名员工，致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或需了解详情，敬请访问 [www.pwc.com](http://www.pwc.com)。

© 2022 普华永道一切版权归普华永道所有。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成员机构，每个机构都是独立的法律实体。如欲了解详情，请访问 [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure)

© 2022 年 11 月普华永道和城市土地学会版权所有。

香港印刷。一切版权归普华永道所有。未经出版方书面许可，本报告的任何部分不得以任何方式或手段（无论是电子或纸质手段）复制，包括影印和记录，也不得将其录入任何信息储存与检索系统。

推荐文献引用：

普华永道和城市土地学会：《2023年亚太区房地产市场新兴趋势®报告》。  
华盛顿特区：普华永道和城市土地学会，2022年。

ISBN: 978-0-87420-482-7

## 普华永道顾问和研究员

### 澳大利亚

Andrew Cloke  
Anthony Occhiuto  
Arash Azimi  
Bianca Buckman  
Cameron Carter  
Camilla Rillstone  
Christian Holle  
Debbie Miner  
Debbie Smith  
Hui Peng Phay  
James Rogers  
Jane Reilly  
Joe Sheeran  
Josh Cardwell  
Josie Hellstern  
Julian Susing  
Liz Stesel  
Matthew Lunn  
Nick Rogaris  
Ross A Hamilton  
Shujie Long  
Sue Horlin  
Tony Massaro  
Voula Papageorgiou

### 中国内地

G. Bin Zhao  
Kanus KM Yue  
Michael Ma  
Sally Sun  
Winnie Xian

### 中国香港

David KH Kan  
Paul Walters  
Raphael Chu

### 中国台湾

Bonnie P Ho  
Daisy H Hsu  
David Tien  
Jason Liu

### 印度

Atanu Bhattacharjee  
Janvi Wadhwa

### 印度尼西亚

Brian Arnold  
David Wake  
Margie Margaret

### 日本

Akemi Kito  
Eishin Funahashi  
Hideo Ohta  
Hiroshi Takagi  
Kenji Nakamura  
Koichiro Hirayama  
Mayumi Watanabe  
Mitsuaki Kukita  
Soichiro Seriguchi  
Stuart Porter  
Takeshi Nagashima  
Takashi Yabutani  
Takeshi Yamaguchi

### 卢森堡

Kees Hage  
Robert Castelein

### 菲律宾

Malou Lim

### 新加坡

Chee Keong Yeow  
David Lee  
Magdelene Chua



全新 ZUK Z1 旗舰级手机



旗舰级手机

- 骁龙820
- 4GB RAM
- 32GB ROM
- 1300万像素摄像头
- 指纹识别
- 快充
- 超薄机身

Lenovo



2022年，亚太市场逐渐摆脱区域性新冠相关限制影响，但当投资人展望2023年时，他们发现自己面临着一系列的挑战：高通胀、利率上调、公共和私营部门的债务水平不可持续，以及迫在眉睫的全球经济衰退。这些因素虽然各不相同，但都散发着危险的气息。

这种滞胀结合创造了一种没有可供当下参考的环境，许多房地产投资人因此在2022年下半年离场，静观事态发展。而分析机构MSCI的数据显示，亚太地区第三季度的交易量因此同比暴跌38%，创下10年新低。

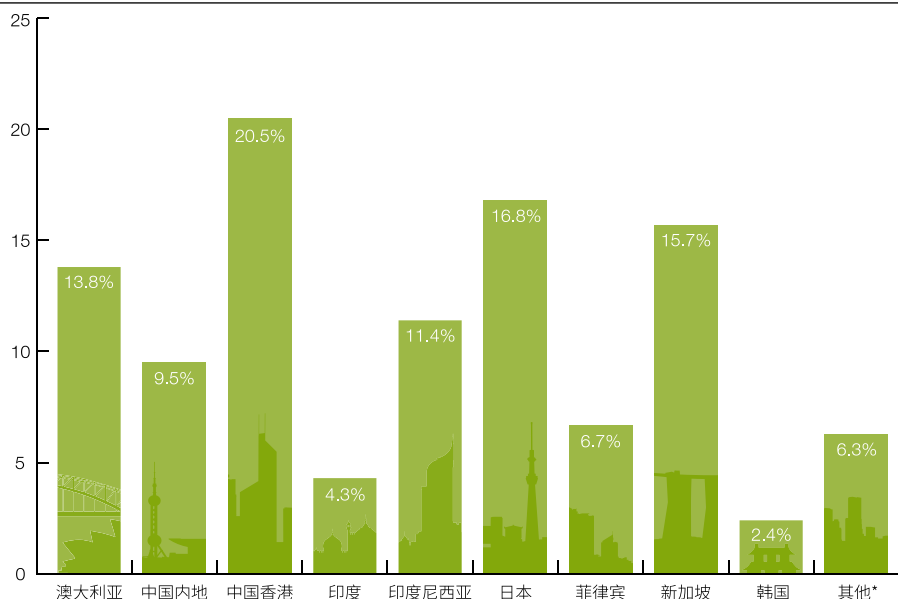
不过，投资人最终将不得不适应新的市场形势，顺应随之而来的一些重大变化：

- **资本化率将走出阴霾。**多年来由于廉价和易得等特点，流动性对房地产行业产生了可预见的影响，从而导致资产价格飙升，收益率被压缩。但是，过去一直处于上浮态势的利率现在开始恢复到平均值，房地产收益率必须随之变化，以

保持与债务成本的利差。到目前为止，这一过程在亚太区各市场进展比较缓慢，只有澳大利亚和韩国资本化率出现了上升的趋势。尽管如此，许多受访者最终预计2023年亚太区资本化率将平均上涨100至150个基点。不过日本可能会是一个例外，预计日本市场将保持其超低的利率环境 -- 因此，日本的资本化率应该保持相对稳定，使东京成为吸引外国投资基金的磁石。

- **投资人寻求防御性避风港。**投资人已经开始调整策略，倾向于更多的防御性资产类型，特别关注租金指数化、更容易上调租金的较短租赁期以及可靠的经常性收入等特点。“床位空间” -- 包括多家庭住宅、酒店、老年公寓和学生公寓等子类型 -- 就是具有上述特点的一个类别。物流地产将继续支撑需求，首先是由于结构性供应不足；其次，物流地产的租金通常在整個业务成本中占比较小。此外，数据中心、冷库和生命科学物业等专业资产类别颇具“粘性”，而且还具有

## 参与调查人士分布(按所在国家/地区)



资料来源：《2023年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

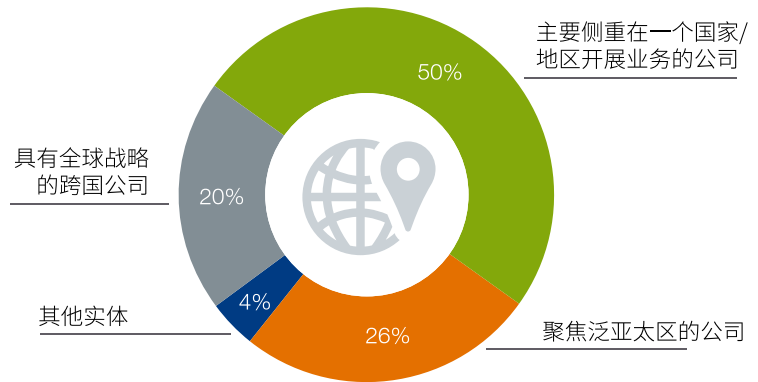
\*包括柬埔寨、马来西亚、缅甸、尼泊尔、新西兰、中国台湾、泰国、美国和越南。

与指数挂钩的长期租约和普遍的高租金等特点。

- **开发项目受到不断上升风险的冲击。**近年来，作为制造新产品的一种途径，开发并持有核心资产（Build-to-core）战略受到追捧，总体缺乏高品质建筑存量的环境。然而随着建筑成本和利率的上升，以及入住者需求前景的疲弱，许多新项目都被搁置了。
- **主流资产变得不那么受欢迎了。**办公楼一直是区域投资资本最为青睐的资产，但租户需求的问题，特别是远程办公还在继续，令办公楼的受欢迎程度有所降低。但是需求依然强劲，现代化、高品质的建筑，是希望吸引员工回到办公室的租户所需要的。尽管零售地产的收益率和价值在重新评估后大幅上升，促使越来越多的投资人积极寻求位置优越的优质零售资产，以期进行逆向投资，但投资人也正从零售地产中退出，转投物流等新经济主题资产。

持续多年的新冠疫情相关限制继续削弱现金流，许多房地产投资人曾预计会出现一波行情——破产企业廉价抛售。然而，到目前为止，此类抛售几乎没有多少，且随着经济逐渐正常化，投资人的预期也不再极端。尽管如此，一些市场和资产类别仍有许多资产需要再融资或重新定位。酒店地产（尤其在日本）具有多样化特征，即使在区域旅游回升的情况下。此外，影响中国开发商的长期流动性紧缩已经导致当地市场普遍面临压力和困境。由于买方出价与卖方要价之间的差价仍然过大，因此无法吸引太多外国买家。同时，韩国也可能陷入困境，快速上升的利率和高企的建筑成本让近期的一些买家陷入了泥潭：买卖不合算。

## 您的业务活动主要在哪些地理区域展开？



资料来源：《2023年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

实现净零碳已经成为许多地区投资战略的重要组成部分。这一主题得到推动的部分原因是政府采用了《巴黎协定》的目标，部分原因是新租户的需求，还有部分原因是业主意识到，如果现在或将来建筑物不能满足投资人的要求，很可能会变成闲置资产，难以出手。因此，遵守国际报告标准，特别是欧盟 2021 年出台的《可持续金融信息披露条例》(SFDR)，显得越来越重要。

然而，从整个亚太区来看，房地产的碳效率标准仍然很低。像澳大利亚和新加坡这样的市场在很大程度上处于领先地位。除此之外，合规性往往只是国际基金的事情，它们站在市场的顶端，很少关注亚洲大量老旧、碳密集型建筑的改造。然而，这一概念最近开始在一些司法管辖区得到重视，特别是在日本和中国。随着 2030 年最后期限的临近，合规性将继续加速。

尽管今年资本流动相对疲软，但门户城市再次脱颖而出，因为大型全球基金继续主动投放资金，不过国内买家鲜少活动。新加坡的海外投资呈现两位数增长，而在往年，这些资金可能被导向中国内地和香港。日本也吸收了大量海外投资。

因此，新加坡和东京在今年的投资前景排名中分别位列第一和第二。东南亚的新兴市场，如印度尼西亚、菲律宾和（特别是）越南，其排名也在上升，因为投资人追逐的是高速经济增长、新兴消费阶层，以及（对越南来说）不断流入新制造设施的外国直接投资。

得益于廉价和易得的贷款，房地产投资人在过去近 14 年中赚得盆满钵满。不过随着全球利率正常化，当前银行贷款相对昂贵、更难获得，并且有更多的限制条件。然而，在实践中，债务的可获得性因市场不同而有很大差异。在中国，由于利率下行，政府放宽了货币政策，因此贷款较为容易。在日本，政府压低债券收益率的决心意味着银行融资仍然可以以低于 1% 的利率获得。但在其他市场，如今的借贷成本明显提高（澳大利亚约为 4%），因为其利率随西方市场的行情而变化。虽然对于信用良好的借款人来说，贷款仍然广泛可获得，但条件和期限都更为严格，从而促进了区域非银行贷款市场的发展。

同时，个别资产类别仍处于深远变化频发的过程中。

**办公楼：**虽然眼下光芒略褪，但从长远来看，办公楼仍将是投资人首选的资产类别，因为投资人逐渐对新常态需求动态有所了解，如需要多少空间，办公楼应该位于何处（中央商务区还是郊区），以及在不断发展的混合工作空间中，用户需要什么样的装修等。

**物流地产：**亚太地区物流空间持续的结构短缺没有结束的迹象，尤其是在线上零售业持续呈现指数级增长的情况下。但近年来资本化率快速压缩让许多投资人怀疑这个行业是否发展得太快，尤其是在利率上升到现在的水平，几乎榨干了利润空间的情况下。而且，由于新空间短期不能交付，市场对物流空间的需求将持续存在。同时，

由于租金增长强劲，应该很快能重新收复收益利差，而不会损害资本价值。

**零售地产：**2022年的交易量有所下降，反映出主流投资人对传统零售资产的兴趣减少，尽管非自由支配的子类型资产继续受到青睐。然而，从长远来看，地段佳表现好的资产将继续取得成功，一旦业主和租户能够探索一条成功之路，以对双方有利的方式重新规划资产，利润率将会得到提升。

**住宅：**最近，亚太地区的建后出租多户住宅开发如雨后春笋般涌现，原因是全球机构投资者瞄准了这一市场，他们看好其具有长期、可靠的收入来源以及可轻松重置

以适应通胀压力的短期租金。长期以来，日本一直是亚太地区唯一的机构化市场，不过现在外国投资人也将目光投向了澳大利亚和中国，组局新的多户住宅市场。然而，某些方面仍然存疑：需求不明和激进的承销业务造就了大幅压缩的资本化率，如果不断上调的利率继续侵蚀利润，那么这一策略可能会适得其反。

**酒店：**尽管亚太地区的游客数量仍然远远不及西方市场，但旅游市场的回暖终于让挣扎的酒店板块看到了黎明的曙光。虽然现金流正在回升，但由于债务水平仍然很高，亚太地区的许多酒店资产仍然可能以折扣价交易。投资人将日本视为在2023年可能进行此类交易的目标市场。

## 读者须知

《亚太区房地产市场新兴趋势<sup>®</sup>报告》是一份有关趋势和预测的出版物，今年发行第十七期，是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2023年亚太区房地产市场新兴趋势<sup>®</sup>报告》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、不同物业板块、大都市圈以及其他房地产问题的展望。

注：在本文中，“中国”是指“中国内地”，“香港”是指“香港特别行政区”。

《2023年亚太区房地产市场新兴趋势<sup>®</sup>报告》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。本报告表述的观点（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，包括投资人、基金经理、开发商、地产公司、贷款人、经纪人、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101位受访者，收到233位受访者的调查问卷答复，他们的公司类别细分如下：

私人业主或开发商	24%
房地产服务公司（例如顾问、财务、法律或地产咨询）	27%
基金 / 投资经理	25%
住宅建造商或住宅用地开发商	8%
机构股权投资人	8%
银行贷款人或证券化贷款人	1%
其他实体	8%

全文中，受访者和 / 或调查对象的观点均通过直接引用参与人员的原话展现，但本文未将有关论述与相关参与人员一一对应。受访者均有权利选择匿名，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对号入座。

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，感谢他们抽出宝贵时间并分享专业知识。本报告的出版离不开他们的参与。



“在这个具有不确定性的时代，人们对如何赚钱没有达成共识，但同时人们也可能作出最好的投资决策。”

新冠疫情爆发至今，已有三年时间，随着亚太地区的大部分市场逐渐减少封控和其他限制措施，该地区终于恢复了一些往日的样貌。但随着一场风暴的褪去，另一场风暴已经不期而至。过去14年央行一直采取的宽松政策使得各个市场充满了流动性。但现在各国不得不处理该政策造成的经济后果——通胀迅速上升、资产价格高涨以及一堵赫然耸立的未偿债务之墙。

当然，问题不仅仅是利率上浮导致资本成本上升。美联储发起的快速加息带来了一系

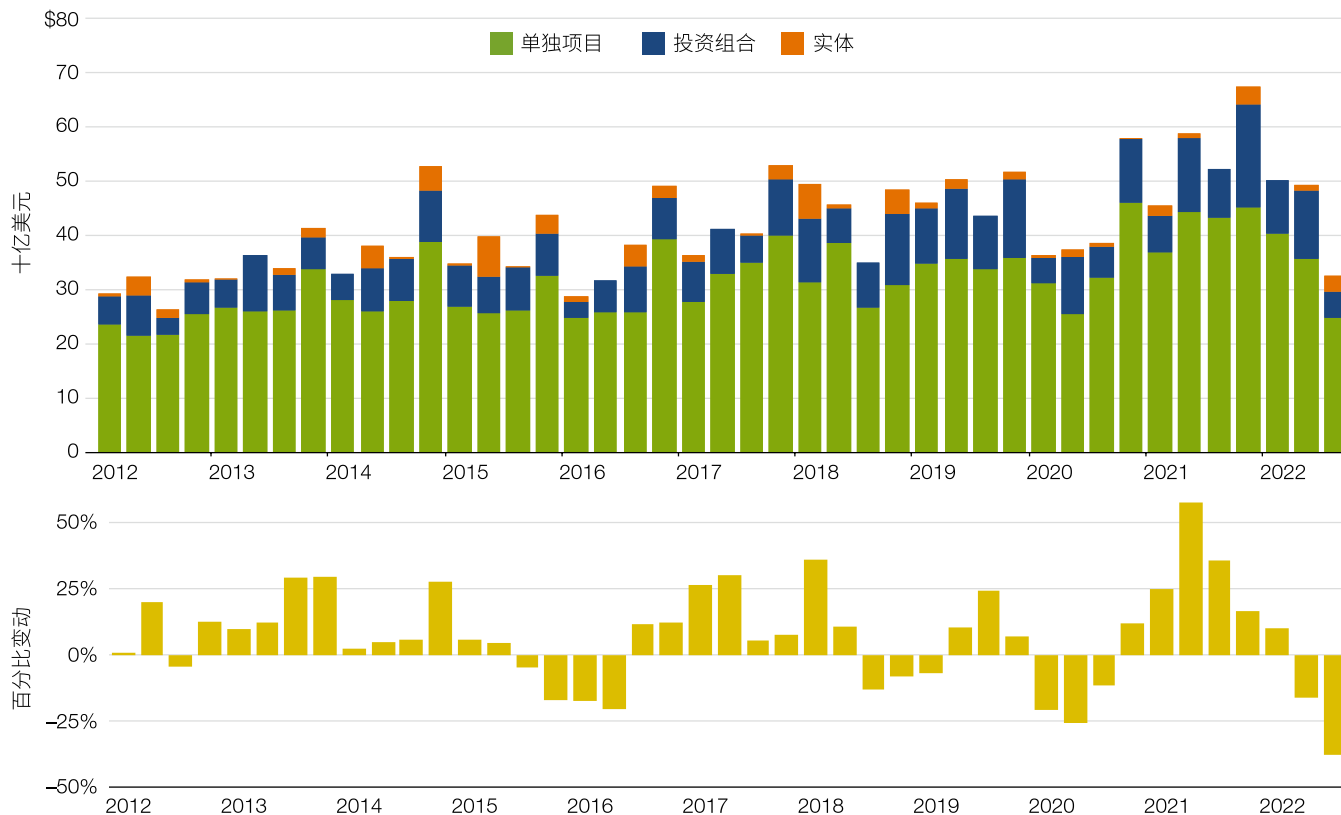
列意想不到的后果，这些后果反过来又搅乱了全球的股票、债券和货币市场。日元的暴跌，欧洲信贷收益率的井喷，以及美国抵押贷款利率从3%上调至7%——这些只是反射性加息的几个副产品，全球债务已经增长到全球经济规模的三倍以上。

由此造成了金融市场混乱，而其范围之大说明了系统性压力的深程度，以及人们对深藏于全球经济某处的某些东西即将因此而崩溃的恐惧。最近让西方国家焦头烂额的高通胀和能源短缺到目前为止似乎还未令亚

太地区的经济受到影响，但是这一事实放大了这种迫在眉睫的危险感觉。然而，这对房地产资产意味着什么却难以预测——虽然投资人看到了目前存在较高的风险，但不太清楚这些风险是什么。

不过，从目前的情况来看，投资人对加速波动的反应是放下工具，静待尘埃落定，并尽其所能地评估市场动态如何变化。据一位澳大利亚的基金经理说：“现在我们陷入了一个巨大的停顿——没有人采取重大行动，没有人离开市场，没有人急于出售而我

图表 1-1 亚太区房地产交易规模(按资金来源分类, 同比变化)



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.  
注: 包括公寓、酒店、工业、办公楼、零售地产和老年公寓地产交易; 包括实体级交易; 不包括开发地块。

们现在正在孤注一掷地买进。所有的一切都只是放慢了速度，而每个人都试图解决这些问题。”

## 成交量下滑

交易量的下降如实反映在区域交易量中，根据分析机构 MSCI 的数据，第三季度的买入量同比大幅缩水 38%，跌至 326 亿美元，这是亚太地区十年来最低的第三季度总买入量。交易数量和买家数量也都大幅下降，而且本季度终止的交易价值几乎占已完成交易的 20%，从目前的供应渠道几乎看不到好转的希望。

中国市场的跌幅最大（同比 23%），受疫情相关限制和持续流动性紧缩影响，市场上出现回避风险的心态，成交量也有所下降。日本由于利率仍然保持超低水平，是交易活动相对保持恢复力的为数不多的市场之一，尽管日元的大幅下跌扩大了以美元计算的跌幅。与此同时，新加坡成为扼制下行趋势的唯一主要市场，投资额同比飙升 47%，达到 91 亿美元。

在投资人的情绪方面，调查结果显示，投资人的心态相对积极。尽管预测的利润率比去年的水平有所下降，但仍然高于 2021 年新冠疫情最为严重的时候以及 2009 年全球金融危机爆发期间。这种围观的心态可能反映了这样一个事实：即现在西方市场上演的生活成本危机在亚洲还没有任何感觉。这也可能表明了一种不确定性——至少在过去八年中，机构对区域资产的强劲需求是否会继续支撑市场向前发展。

正如上海的一位基金经理所说：“风险与不确定性是对应的，我们正在一个更大的不确定性的世界里运营，在这里，你的预期

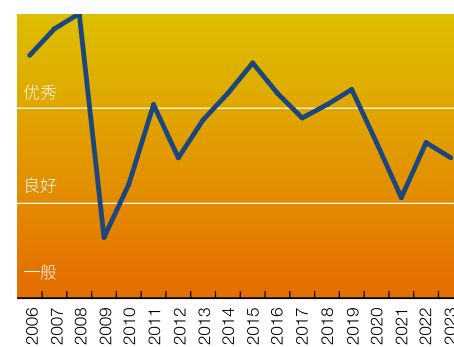
结果分布更加广泛。这促使你围绕承销业务进行更加谨慎的思考，有更多的缓冲，这在目前意味着我们已经把焦点下移了一点。”

至于投资人认为最棘手的问题（见图表 1-3），可以预见的是，头号问题是利率，在目前的定价水平上，利率问题使得交易融资越来越困难。去年的调查显示同样的问题只排在倒数第三位，这表明不仅是对加息的担忧快速加剧，更重要的是这种加剧的担忧可能会让市场遭受意外的打击。考虑到这一点，不少投资人现在正在重新审视承销结果，以了解在快速变化的投资环境中，数字是否仍然合乎情理。

## 陷入困境的资本化率

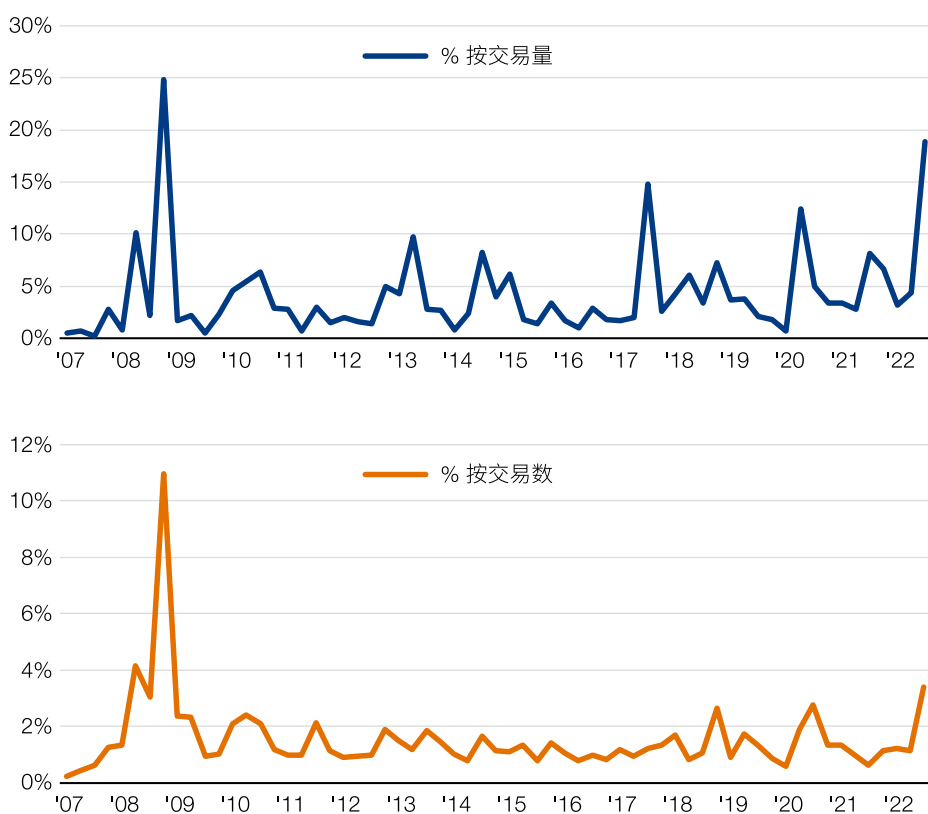
在过去十多年间，强劲的流动性和超低的利率使得亚太地区的资本化率已经压缩到

图表 1-2 房地产公司盈利趋势



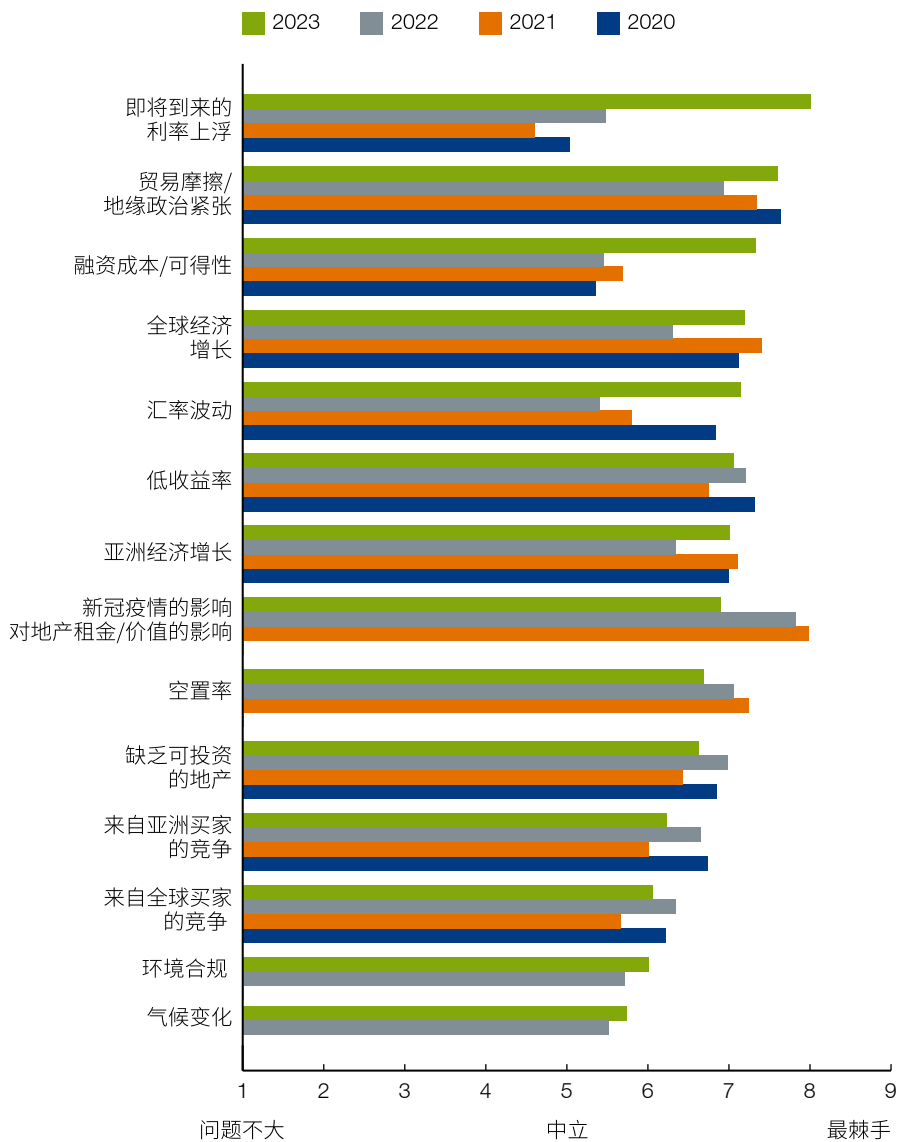
资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表 1-3 终止交易占总交易量和交易数百分比



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

图表 1-4 房地产投资人感到最棘手的问题



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

西方市场的常见水平。但如今基准利率正在全球范围内快速上升，最近亚太地区完成的许多交易的收益率已经下降至低于资本成本的水平。那么，从逻辑上讲，如果买家要保持与债务成本的价差有意义，那么资本化率必须摆脱目前的困境。

在美国和欧洲，资本化率扩张已经在顺利进行。然而，在亚太地区，到目前为止，仅在一些市场和资产类别中看到资本化率出现少许变化：

- 2022 年期间，**澳大利亚**的利率迅速上升，澳大利亚储备银行（RBA）的现金利率在 11 月攀升到 2.85%，达到 9 年多来的最高值。在此背景下，投资人的情绪已经明显低迷，但资本化率缓慢跟进（见图表 1-5），特别是在交易低迷的情况下，价格发现功能欠缺。一位基金经理表示：“我们预计资本化率会发生变化，但我们尚未看到相关变化。在市场的核心端，特别是在墨尔本，有一些交易，但它们并没有反映出太多的重新定价，这是你

图表 1-5 亚太地区甲级办公楼指示性资本化率

	3月 22日	9月 22日
1 悉尼	4.00-5.00	4.50-5.75
2 墨尔本	4.00-5.00	4.50-5.75
3 奥克兰	4.50-6.00	5.00-6.25
4 北京	3.50-4.75	3.75-4.75
5 上海	3.50-4.75	3.75-5.00
6 广州	4.00-5.00	4.00-5.25
7 深圳	4.00-5.00	4.00-5.25
8 香港	2.30-3.50	2.30-4.00
9 台北	2.00-2.60	2.00-2.70
10 东京	2.50-3.50	2.50-3.50
11 大阪	3.20-4.00	3.20-4.00
12 首尔	3.20-4.00	3.50-4.50
13 新加坡	3.10-3.50	3.10-3.75
14 古尔冈	6.50-8.00	6.50-8.00
15 孟买	8.00-8.50	8.00-8.50
16 班加罗尔	7.50-8.50	8.00-8.50

资料来源：世邦魏理仕研究  
注：调查于2022年9月26日至10月12日进行。

已经预料到的。因此，我们还没有承销很多办公楼交易——我们已经把它放到了目前太过艰难以至于无法承销的篮子里了。”

- 在**中国**，鉴于资本账户封闭，与世界其他地方基准利率没有直接联系，政府基本不会像西方那样采取量化宽松政策作为应对疫情的方式。

因此，中国现在有空间通过降息来刺激面临困境 / 挑战的国内经济，而且由于需求疲软抑制了通货膨胀，资本化率的压力更多是在减轻，而不是增加。尽管如此，资产收益率仍有扩张，主要是由于办公楼市场供大于求叠加经济持续下行而导致出租率下降。一位投资人评论说：“办公楼的收益率还没有完全（扩张）到投资人预期的水平。你得到了正的利差，但是租金有多坚挺？而且随着（经济）下行压力进一步加大，要达到人们想要的长期收入目的，还需假以时日。”

此外，中国的受压资产或不良资产越来越多，但价格还没有达到外国投资人期望的范围，尽管有迹象表明这些资产价格可能会松动。

- 同时，日本仍旧保持稳定的宽松政策，而且几乎没有丝毫改变此信念的迹象。因此，东京的资本化率依然坚挺，甚至在某些情况下，还在继续压缩。

这三个市场的概况不仅表明基本利率和资本化率的情况在不同市场有很大差异，而且资产业主还没有急于接受减值，导致买卖双方某种程度上陷入了僵局。

除了那些已经确定的原因外，还有各种原因导致了这一结果。首先，投资人在静观的同时也在消化目前的形势对定价会产生什么影响。其次，在亚太市场上寻找买家的未经分配的机构资本巩固了“卖方市场”仍然存在的印象。

最后，许多业主的承销业务是基于不切实际的低退出资本化率或租金增长的假设，因此不愿意承担损失。受访者列举了一些最近涉及澳大利亚物流和东京多户住宅资产的低资本化率交易作为例子。特别是，那些通过提高杠杆率以提高价格紧缩交易回报率的投资人可能会面临问题，尤其是未能实现假设租金增长的投资人。

另一个问题是由日本的一位基金经理发现的：“一些较大的投资人来自那些正在提高利率的国家。”他说：“因此，在某一点上，（亚洲）的杠杆风险游戏与你可以做的无杠杆、无风险、以本国货币进行的交易是不相连的。我认为我们可能正在接近这个点，因为央行将利率提高了四分之三，整整一个百分点。但还没有到达该点。”

目前的不活跃期将持续多久是很难预测的。一位来自澳大利亚的投资人说：“尽管可能不会那么快发生，但我希望圣诞节后市场情绪会有所改变。在情绪恢复之前，需要出现更多的确定性。通胀率要下降，失业率上升，地产价格下降，而银行则开始说，‘好吧，我们准备抓住这个机会放贷’。”

受访者认为，近年来，澳大利亚和韩国是亚太地区资本利率压缩水平最高的市场，而且现在其利率上浮也是最为显著的，因此在不可避免的新一轮资本化率减压之潮来袭之时，它们是最容易受到影响的市場。

### 防御性避风港

由于现在的情况，投资人开始重新调整策略，转而选择防御性房产，此类房产在当下这个不同寻常的时期——通胀率上升，利率上升，以及即将到来的全球经济衰退，更加具有韧性。

在实践中，这意味着迁移到具有某些特征的资产组合。这些特征包括租金指数化、较短的租赁期（这样可以很容易地上调租金），以及可靠的经常性收入。此外，投资人还偏好于选择那些租金通常在整体成本中占比较小的资产类别。

“空间”就是这样的类别。它包括以下子类型：

- **多户住宅**。尽管亚太地区多户住宅的资本化率通常出奇地低，但建成出租项目吸引了多样化的入住者群（从而降低了租户不续约的风险），加上短租期（即两到三年），使其能够定期加租。这种住宅也可能逐渐受到因为利率上升而无力购房的住户的欢迎。日本历来是亚太地区唯一的主要多户住宅市场，但现在

这种局面正在发生改变：投资人正在转向新的替代市场，特别是澳大利亚和中国（见图 1-5）。新加坡的一位开发商说：“我认为（多户住宅）的资本化率会扩张，但扩张程度不会像零售和办公地产那样大。首先，因为市场有需求但供小于求。它也是你对冲通货膨胀的途径，当人们四处寻找能够对冲通货膨胀的资产类别进行投资时，生活类资产便会脱颖而出。”

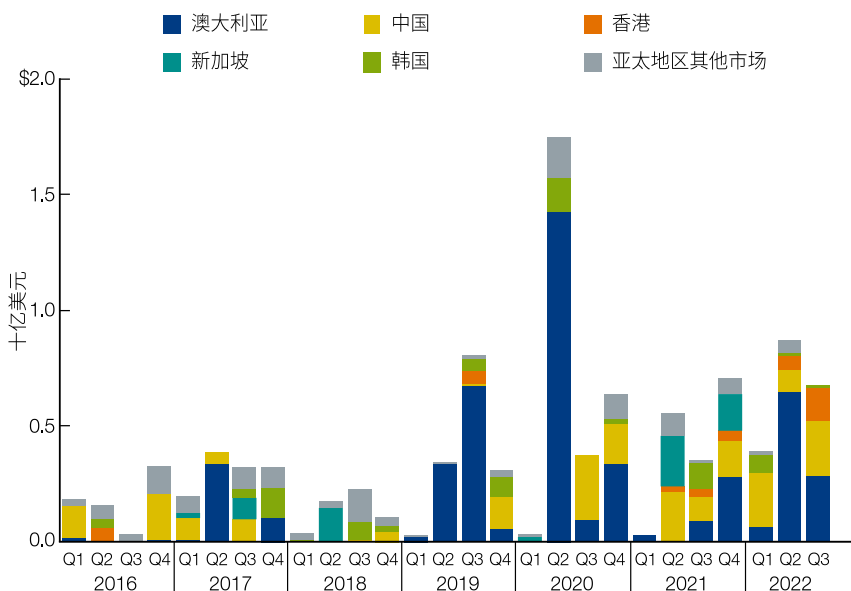
- **酒店地产**。在所有的租约中，酒店客房的租期是最短的（也就是说，它们是在“日租”的基础上收费的），这也使它们适合通胀驱动的价格上涨。投资人目前关注的是二星级和三星级酒店设施，而不是那些处于市场更高端的设施，因为后者可能会受到高投入成本所带来的通胀压力以及商务旅行的不确定前景之影响。

此外，酒店业数量巨大的受压资产开始进入市场。一位基金经理表示：“我认为人们正在关注酒店地产，看到很多业主和运营商经历了非常困难的时期，而且已经山穷水尽了。为了止损，他们忍痛把资产贱卖。因此我们看到一些相当好的资产正在悄然出售。”日本一直被认为是此类交易可能发生的地点。

此外，随着旅游业的回暖，对客房的需求也开始大幅上升，许多在压力或困境中挣扎的酒店也在此时向市场寻求资金。而一些投资人正在寻求改变，希望将表现不佳的酒店资产变成住宅。

- **老年公寓**。虽然一直以来日本是亚太地区唯一真正的养老公寓机构化市场，但MSCI的数据显示，最近澳大利亚呈现出良好的发展势头，成为如今亚太地区最大的老年公寓市场参与者。2022年的前9个月中，亚太地区达成了价值20亿美

图表 1-6 亚太地区各市场多户住宅投资规模, 不包括日本



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.

元的交易, 其中包括新西兰、中国内地、香港特别行政区、新加坡和韩国, 创下了史上最高前三季度成交记录, 意味着一个长期以来被认为困难重重的行业可能终于要蓄势而发了。这在一定程度上反映了新的运营模式。土地租赁社区——业主拥有房屋, 但从社区运营商那里租用土地——这种模式在澳大利亚渐受欢迎, 而在东南亚出现的模式是将提前退休的设施与医疗护理服务相结合, 既提供运营收入, 又具有房地产方面的长期租赁权。

● **学生公寓。** 由于大学入学人数对于经济周期具有较强的适应性, 而学生从某种程度上来说, 是一个稳定的客户群体, 因此学生公寓被看作是另一个避险资产类别。在这一点上, 澳大利亚仍然是亚太地区唯一的机构化市场。尽管 2021 年新冠疫情的相关旅行限制让该板块受到

了重创 (特别影响到约 20 万名在当地院校就读的中国内地学生), 大学的重新开放促成了学生住房领域的一些重大交易, MSCI 的数据显示 2022 年上半年的交易量比 2021 年全年的交易量还要高。一位在该领域颇具经验的投资人称, 由于澳大利亚市场目前已经相当成熟, 而且亚太地区其他市场的机会受限于缺乏规模, 因此该行业的主要区域扩张潜力可能有限。

**物流资产**也被视为抗经济衰退资产。在需求快速增长的环境下, 持续的结构性的供应不足往往会确保高租用率, 至少对于定位良好的设施而言确实如此。正如一位基金经理所说: “价格已经炒高, 所以寻找性价比高的资产越来越难, 但好在你仍然能够保证经营基本面, 这在有些板块是很难做到的。因此, 你可能会担心资本化率, 但你却不太担心收入。” 此外, 大多数物流租约都有年度指数化涨幅, 使其能够凭借现金流抵御通货膨胀。

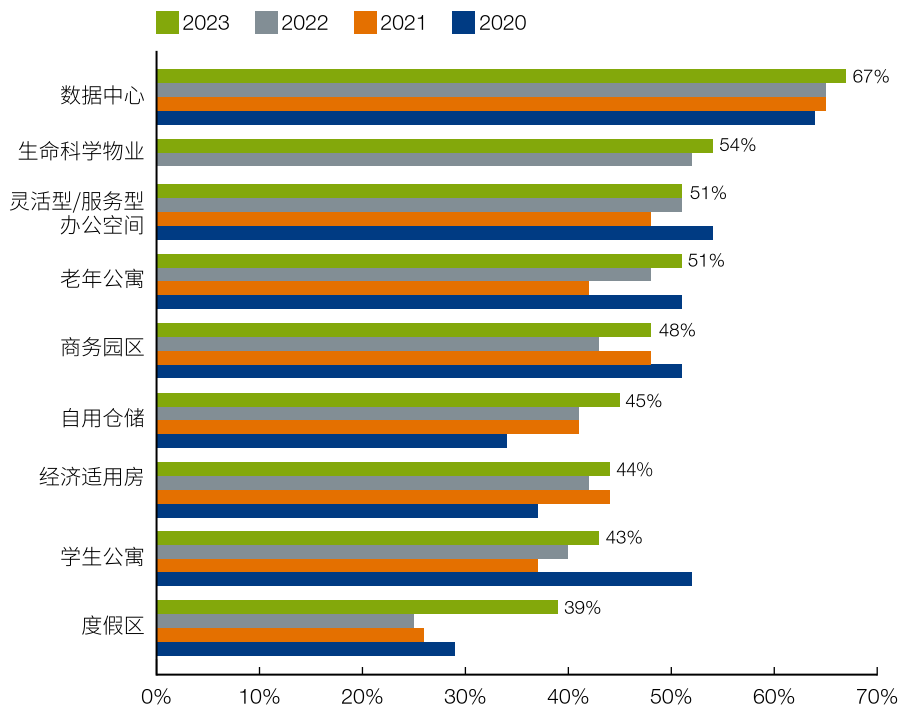
另一个令投资人信心十足的因素是物流设施的租金通常只占租户总成本的一小部分 (通常在 2-5%)。由于运输费用占到了成本的 50% 左右, 因此, 希望降低成本的租用者更有可能在运输方面想办法, 而不是从仓库下手。

由于其成本粘性, 定制式物流项目也被认为是防御性资产。因为租户对规格提出具体要求, 只有当租户被锁定在一个最短租期可能至少 10 年的类似年金的可靠产品中, 业主才会同意交易。通过增加自动化设施, 可以产生额外的成本粘性。根据一位物流投资人的说法, 应尽可能将安装自动化设备作为装修的一部分而让租户承担成本。可以包括从温度控制到有具体功能的任何东西, 这些功能在其他地方不大可能如此唾手可得。正如这位投资人所观察到的: “如果租户付款, 立刻会变得更具有粘性, 因为他们必须对自己的装修进行摊销。所以自动化、温度控制等等, 都会使设施变得更具有粘性。”

话虽如此, 但最近出现了两极分化的意见, 因为快速增长的需求导致物流业的资本化率压缩到一个极低的水平——澳大利亚低于 3.5%。在澳大利亚即使价值处于周期性高峰的时候, 由于利率较高, 收益利差有可能会变成负数。有人则反驳说, 在一个供应极度紧张的市场中, 强劲的租金增长将大幅抵消这一风险。(详见第三章)。

一位总部位于澳大利亚的基金经理称, 规避物流地产资本化率挤压的一个方法是避开竞争异常激烈的黄金地段, 而购买收益率在 5% 至 6% 左右的中端市场资产。较大的资本化率差异通常会压倒额外的风险, 创造一个更为重要的债务成本利差, 并保留能够比肩更昂贵设施所带来的租金增长故事。因此, 他指出: “即便不是处于市场

图表 1-7 投资人目前活跃或计划进入的另类市场



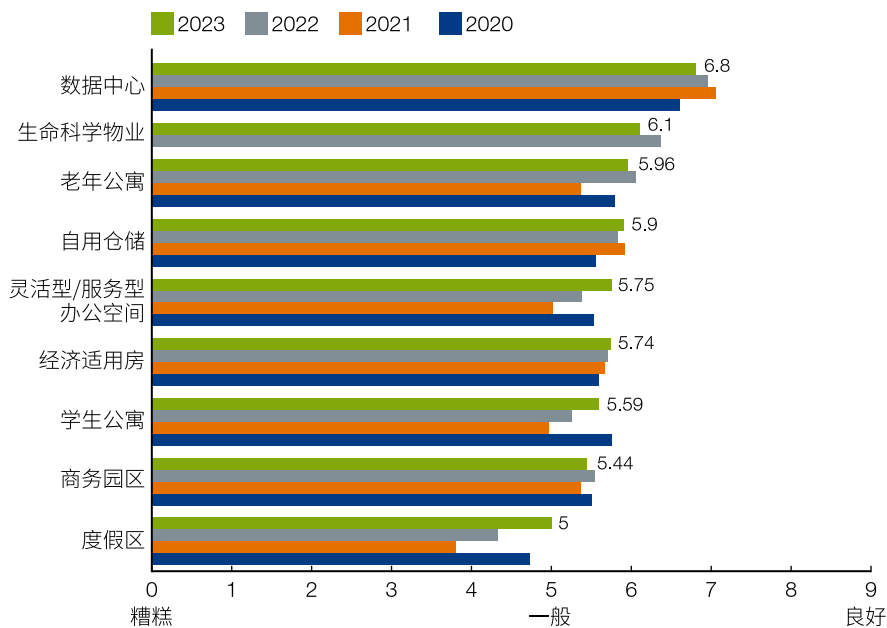
资料来源:《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

的最尖端, 我们仍然能够发现极具吸引力的机会。”

一些相关的新经济子板块也被认为是防御性的资产, 主要是受到颠覆性社会发展趋势的推动而快速增长的需求导致:

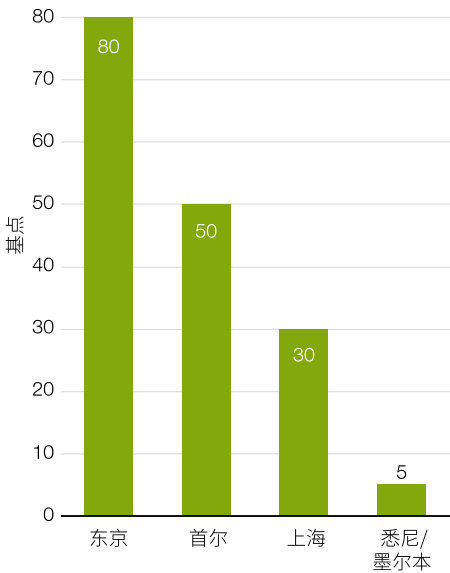
- **数据中心**由于自身的高碳足迹特征以及开发成本受到通货膨胀的影响, 该板块面临一些不利因素。但是, 数据使用激增导致了市场对新容量的巨大需求。基于各种各样的长期趋势, 从远程办公的普及到日益增长的5G应用, 投资回报期很短。而且鉴于其资本强度, 数据中心往往具有成本粘性, 因而租户流失率低, 可提供可靠的、类似年金的稳定收入流。

图表 1-8 另类资产类型前景



资料来源:《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 1-9 2021年第四季度亚太地区冷藏仓储和普通仓储收益差



资料来源：仲量联行

● **冷藏仓储。**目前亚太市场的冷藏仓储基础设施仍然远远不能满足电子商务买家的需求。此外，储存在冷藏仓储设施的货物主要是一些非自选杂货和医药产品——对经济周期具有一定的韧性，而较长的加权平均租赁期 (WALES)、较低的空置率以及普遍使用的租金上涨条款，都有助于创造一个超防御性的资产类别。

● **生命科学物业。**生命科学物业被视为当今房地产市场的香饽饽 (就像几年前的数据中心一样)。新冠疫情和地区人口迅速老龄化所造成的对医疗问题的高度关注，也使得生命科学行业的发展顺风顺水。不过，该类型是否会像数据中心那样具有持久生命力还有待商榷。一位投资人表示：“我认为它更像是一种周期性的机遇，而不是永久性的。我还认为它具有很强的可扩展性。”

其他挑战包括对运营专业知识的高要求，以及各种进入门槛，包括潜在租户的数量有限，缺乏合适的地点和基于不同的工作性质制定的通常较为严格的设计要求。这就是说，一旦启动并开始运行，生命科学物业的租金是很高的，而且设施又往往具有成本粘性，尤其是定制建造的设施。

一位投资人指出，最近由于监管方面的变化，美国食品和药物管理局认可的在中国实验室进行的工作已被禁止 (或至少更加复杂化)。这可能会导致聚焦国际市场的项目转而迁移到印度，在那里他们将承接跨国制药公司的外包工作，类似于该国的业务流程外包 (BPO) 业务，以满足全球技术板块的需求。目前，一些巨大的设施正在兴建中，其成本优势可能会从更为昂贵的西方实验室分流大量的基础研究工作。

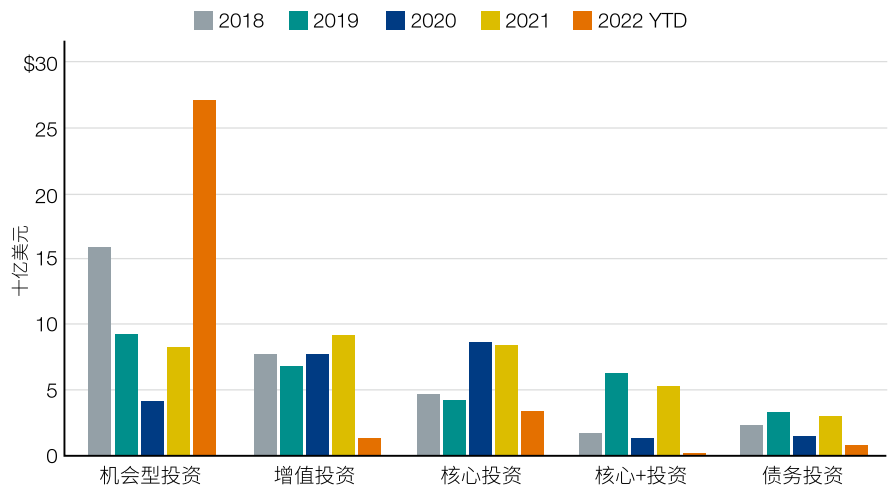
一位活跃在该领域的投资人说，最后的挑战是诸如韩国、日本和新加坡等其他

地区性生命科学设施集群，它们得到了当地政府的直接支持，获得了政府补贴的土地和设施。私募股权参与的机会因此大大减少。

● **自用仓储。**这是另一个易于重新调整租金以适应通胀趋势的板块。终端用户的需求将因家庭规模的缩小而回升。众所周知，全球投资人希望再现他们在美国和欧洲的成功故事，因此在亚太地区非常活跃。

从最近的新募集资本数据可以看出资本这种向新经济主题迁移的程度。分析机构睿勤 (Preqin) 的数据显示，截至 2022 年 10 月的一年中，区域投资基金共筹集了大约 160 亿美元，用于在亚太地区实施机会型投资战略。这个数字相当于 2021 年全年筹资总额的三倍多，并高于 2022 年所有其他资产类别筹集的金额总和 (见图表 1-9)。

图表 1-10 2018年至2022年目前亚太地区筹款 (按策略)



资料来源：睿勤 (Preqin)，截至2022年9月

## 澳大利亚: 关键主题

作为全球投资人首选市场的澳大利亚以其非凡的吸引力确保了商业地产在 2022 全年保持着强劲的交易量。尽管澳大利亚从 4 月开始上调利率, 由此导致交易量的下降(在 2022 年的前九个月, 交易流量同比下降 7%), 但总体交易量仍与历史数据持平。尽管资本化率和价值已经开始回落, 但到目前为止, 澳大利亚已被证明对利率压力相对具有弹性。

有人对此给出的解释是如今在澳大利亚谋求购买核心资产的资本已由海外而非国内资本主导, 堪称史无前例。造成此局面的原因众多:

- 尽管在利率上调的同时出现了回避风险心态, 但全球基金所持有的高额可投资金意味着买家仍然愿意为高品质的核心资产支付溢价。
- 澳大利亚公共市场的定价相对疲软造成一种分母效应, 抑制了国内基金对私有资产的投资。
- 在截至 2022 年 11 月的一年中, 澳元大约下跌了 12%, 导致当地资产对以美元计价的买家来说更便宜。
- 资本化率仍然太低难以满足国内投资人的承销标准, 部分原因是当地的资本成本较高, 还有部分原因是不断上调的利率要求收益率有所扩张。

一位悉尼工作的基金经理介绍说: “在过去的几周里, 我与(当地) 投资人进行了对话, 他们表示将在未来几个月保持冷静。目前, 他们的投资委员会在其他资产类别上有很多事情要做, 但从海外的角度来看, 情况就不是这样了——如果他们有一个在亚太地区进行配置的选择, 那就不会是中国, 这意味着澳大利亚市场仍然是投资人的最爱。

因此, 至少在未来 6 个月, 资本交易仍将由海外资本集团占据主导地位, 在海外他们可以看到相对价值。”

造成目前资本化率韧性(特别是对于办公地产)的另一个原因是, 人们相信居家办公政策并没有对 CBD 租用者的需求, 尤其是对优质资产的需求产生明显的影响。澳大利亚房地产委员会最近公布的统计数字显示, 悉尼和墨尔本的办公室出租率分别为 52% 和 41%, 占有率相对较低。不过这些判断没有考虑各方面的因素, 比如, 即使在新冠疫情爆发前的日子里, 大多数办公地产也从未被完全占用, 一位当地开发商的高管这样说。这也没有反映出近期的设计变更和设施升级。这些改变促进了对质量的追求, 让聚焦更优设计和可持续性的资产逐渐替代老旧或设计不佳的建筑。

一家大型国内开发商认为, 可能有助于支持办公楼板块基本面的另一个因素是, 租户续租更多的空间。“过去的经验法则则是每人 10 米,” 这位开发商介绍说, “(租户) 现在希望扩大这个空间, 人均使用面积更大。”

此外, 与其他亚太城市相比, 澳大利亚办公空间去中心化、向市郊分散的趋势相对疲弱。虽然一些中央商务区边缘的区域日渐崛起, 如悉尼的 Pyrmont、South Eveleigh 和 Surrey Hills, 但这些地区只是注入一种补充性的文化活力, 包括对历史建筑的适应性使用而不是建立服务通勤务工者的真正的中心辐射型设施。

与其他市场一样, 近年来澳大利亚表现最突出的资产类别是物流地产, 受现代仓储设施长期供应不足和快速增长的电子商务

驱动。时至今日, 即使在需求达到顶峰时, 市场仍保持结构性供应不足, 世邦魏理仕的数据显示, 在建面积与现有存量的比例仅为 2%。

一些投资人已经转而看空该板块, 因为最近的交易资本化率都低于 3.5%, 在高利率环境下这样的交易似乎是不可持续的。MSCI 的数据显示物流资产的收益相对于澳大利亚的无风险利率的利差到 2022 年中期从 12 个月前的 400 个基点下降到不足 100 个基点。由于买卖双方对峙, 交易量同比大幅下降。而一些资产的收益率已经开始走低。

同时, 其他资产也看到了这一趋势的自然抵消, 即空置率下降而导致的租金(以及资本价值) 上涨。一位基金经理表示: “今年租金可能会增长 25%, 所以如果你担心资本化率扩张, 那就想想每增加 7% 的租金将为你带来 25 个基点的资本化率保护。所以目前的租金增长的水平已经为你内置了 75 个基点的保护, 此外你还享有资产的零空置。”

这种观点上的分歧已经造成了买方 / 卖方不匹配。从买方视角来看, 对澳大利亚房地产投资信托基金来说, 目前资产价值并未处于增值通道, 即使是对低资本化率感到紧张的私募股权买家也不相信会像宣传的那样实现租金增长的预测, 因为需要高水平的激励措施(更不用说装修成本和现金捐助) 吸引高质量的租户。

同时, 对于业主来说, 没有什么出售的动机, 特别是当他们与可靠的终端用户签订了与资产捆绑在一起的长期租约时。一位在澳大利亚拥有重要物流投资组合的投资人表



示：“现在市场上的游戏就是买下这些人（即优质的租户），让他们搬进来，与他们签订长期租约，然后在三到五年内调整回市场价。这种情况下，在第五年，你的租金就会调整回非常高的水平，然后你就把它卖掉。”

2022年，投资人在另类资产类别里甩出大手笔。澳大利亚是亚太地区唯一拥有机构化学生公寓的市场，而在2021年，大学停课以及澳大利亚留学生大军的缺席导致该板块受到严重影响。然而，在2022年中期完成了一项大型交易，新加坡的一个主权财富基金买入了某学生公寓楼投资组合的股份，该投资组合的学生公寓楼遍布多个城市。虽然返校的留学生人数仍然比2019年低70%，但该行业的长期基本面被认为是坚挺的。本年度另外两项交易则是在墨尔本和珀斯完成的。正如本报告其他部分所述，老年公寓资产的交易也很活跃。

最后，澳大利亚的住宅房地产并不像其商业板块的资产那样具有韧性。尽管移民潮重新抬头，但这只会促进对住房空间的长期需求。2021年房价上涨强劲，未来有望保持其价值。在2022年4月，澳大利亚国民银行预计首都城市房价全年将增长0.4%。然而，到了10月，该银行已将其估计值修正为到2023年底大约从2022年4月的峰值下降20%。

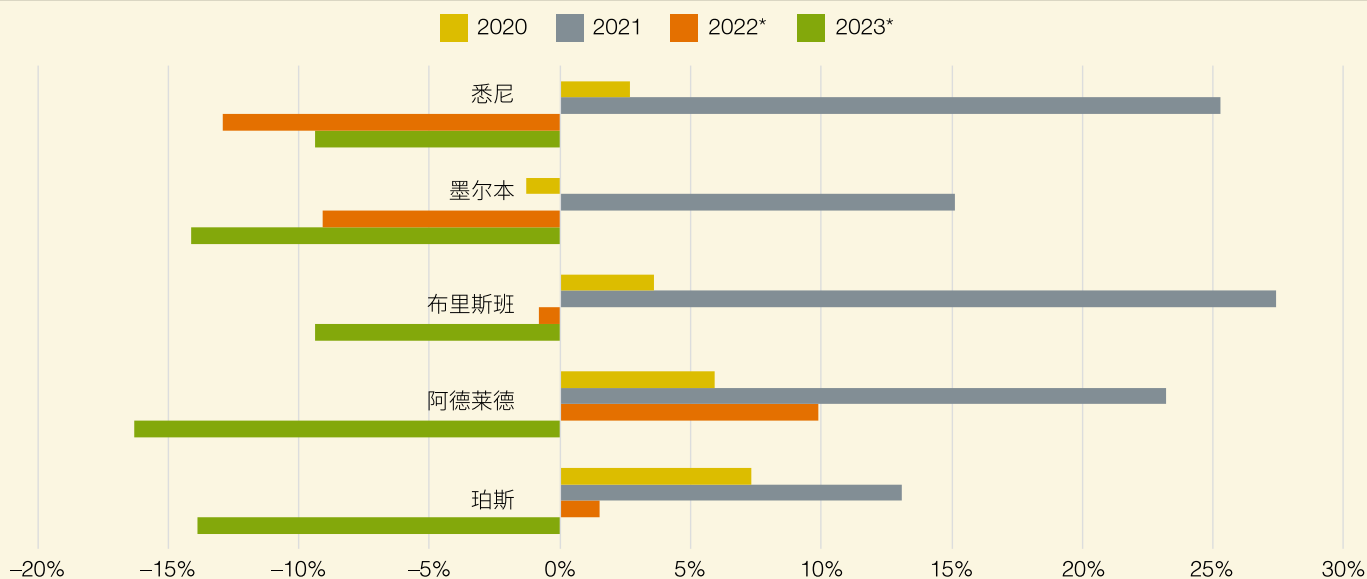
这种住房估价的突然转变几乎完全是由国内货币政策的反转造成的。因为澳大利亚储备银行启动了一个意料之外的紧缩周期，使得该国的现金利率从4月的0.1%提高到11月初的2.85%。

澳大利亚是一个对利率上升特别敏感的国家，根据国际清算银行的数据，该国家庭债务与GDP的比率高居世界第二，而且可变利率抵押贷款的比例也很高，这无疑给住房需求增加了额外的负担。

同时，虽然房价下跌20%貌似创下了前所未有的跌幅，但这一跌幅的起点很高，源于2021年房价的快速上涨。此外，不同城市和地区的逆转程度存在很大差异，地理位置较差的郊区已经感受到了房价下跌带来的冲击。

多户住宅开发是澳大利亚兴起的另一个强劲板块，目前有大量新项目上马，其中多数都是由外国资本直接或间接投资。然而，对于建后出租资产类别，不论从经济或文化角度，在澳大利亚是否可行（进一步讨论见第三章），人们仍然持不同意见。

### 澳大利亚首都城市房屋价值变化预测



资料来源：CoreLogic, NAB Economics.  
\* 预测

### 通胀推高开发风险

在可投资物太少，而投资资本过多的环境下，作为制造新产品的一种方式，开发并持有核心资产战略在近几年颇受追捧。虽然如此，但现在与开发相关的风险已大幅上升。本报告受访者认为建筑成本的通货膨胀压力是主要原因。这一观点在调查反馈中得到了证实（见图表 1-11）。

部分原因在于原材料的价格是以美元计价的。随着当地货币的贬值，原材料价格变得更加昂贵。

一位受访者说，在截至 2022 年 10 月的一年中，澳大利亚的钢铁和木材的价格上涨

了约 15%，但其影响因板块不同而有很大差异：“钢材约占办公楼建筑成本的 4%。”他指出，“但在一个（物流）仓库里，其占比达到了 50% 左右，因此不同的资产类别有不同的风险。”

在新加坡，一位当地开发商指出，2022 年建筑成本“毫不费力地上涨了 15%”，主要来自材料价格的上涨。

在韩国，一位参与了多个开发并持有核心项目的私募股权经理指出，“（建筑）成本大幅增加，以致于项目已不再具有可行性。”除了一般的通货膨胀压力外，韩国建筑成本的增加还受到劳动法以及健康和安

例变更的推动。

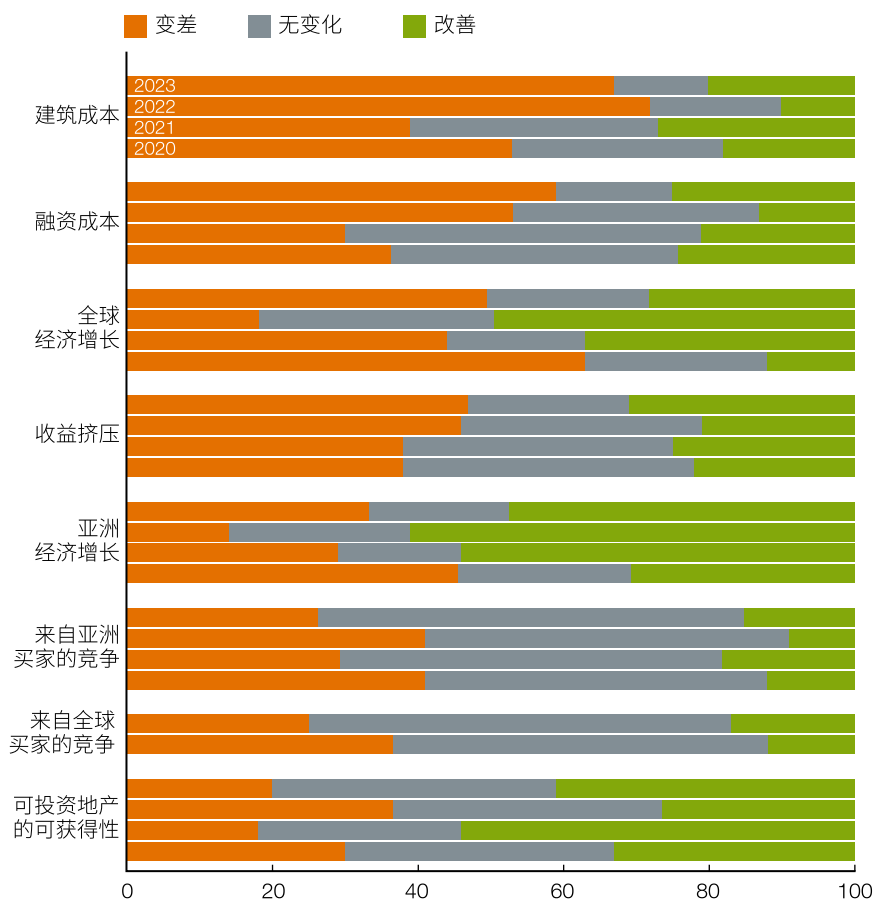
最后，定价压力将中国市场拉到了相反的方向。由于利率下降，一些材料（如钢铁）的成本在 2022 年下半年有所下降。

此外，建筑项目还受到其他各种问题的困扰：

- 供应链延误造成的材料短缺；
- 建筑融资成本和无风险利率的上升；
- 公用事业成本增加（尤其是能源）；
- 在许多市场，人力短缺导致了严重的施工延误，并且由于工资上涨而导致成本增加。这是一个世俗的现实问题，富裕人口逐渐增多导致建筑工作越来越不受欢迎。在香港和新加坡，由于出台了更加严格的劳动法阻止外国工人入境工作，这个问题进一步加剧。劳动力的短缺推动了向预制化的转变，将工厂建造的部件用卡车运到现场进行组装。尽管有些类型的预制技术已经使用了很多年，但现在模块化风头渐劲，即在场外制造完整的建筑部分（如浴室），将其作为一个装置。制造通常在中国内地或马来西亚等劳动力成本较低的邻近市场进行。模块化的成本仍然相对较高，但随着应用的普及，其成本也在下降。

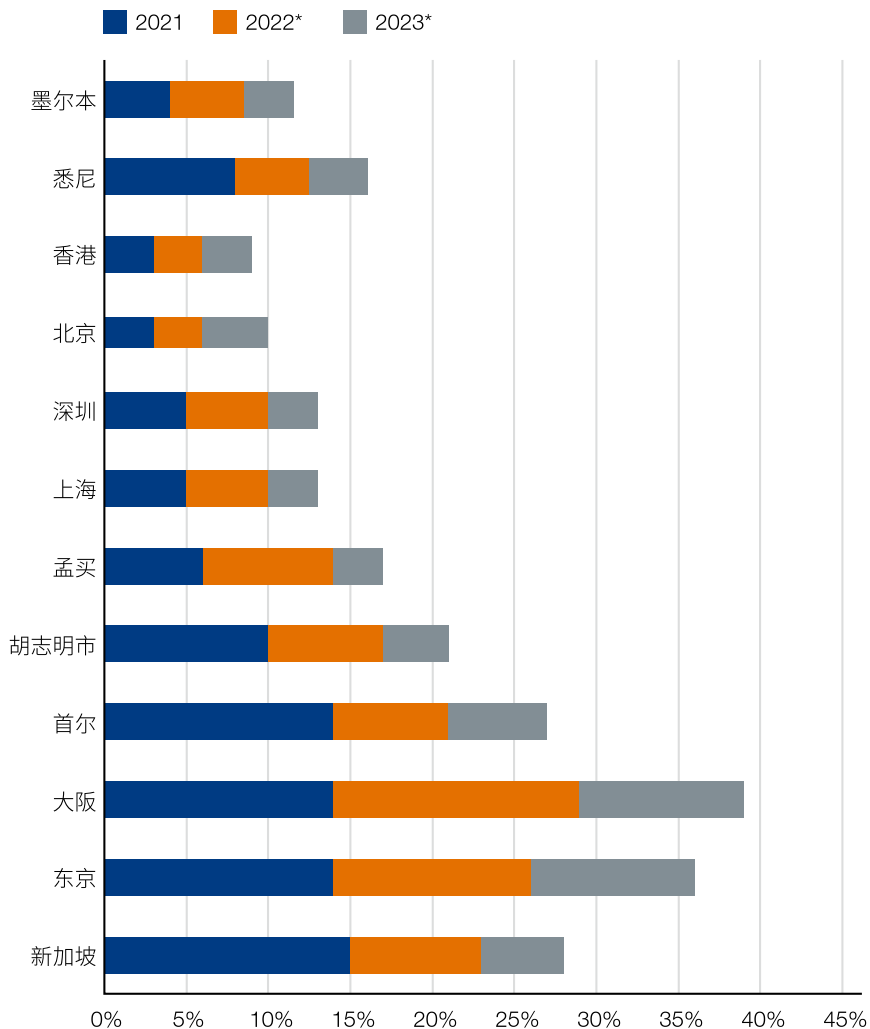
除了这些实际问题之外，对投入成本和用户需求缺乏了解也导致一些投资人推迟或完全避免“从头到尾”开发并持有核心资产，特别是对于规模较大、价格较高的建筑。一位投资人是这样说的：“如果你想要建造一座多层办公大楼，需要三年的时间来开发，而你必须考虑到三年后的市场和资本化率，我认为这是最难的。但物流地

图表 1-11 预计未来三至五年经济因素的变化



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 1-12 亚太地区城市实际和预测建筑成本通胀率



资料来源：2022年Turner & Townsend建筑市场调查  
\* 预测

产开发有 9 个月的施工期和 12 至 18 个月的开发周期, 因此是比较容易理解的。所以, 你所看到的是其中的一些逾期时间较长的开发项目被搁置了。”

同时, 这一领域当前明显的谨慎态度对于那些垂直整合的大型开发商而言最为有利, 他们在整个投资 / 开发过程中都拥有雄厚的资金和专业知识。

### 承销的变化

投资人根据上浮的利率和通货膨胀调整他们的承销工作, 最明显的变化是将设置更高的退出资本化率准备金。正如一位基金经理所说: “这就是房地产的运作方式——逻辑上说, 必须有高于无风险利率的流动性。”

问题是: 他们会发生多大变化? 受访者不愿意回答这个问题, 可能是因为潜在结果的

范围是如此之广。一位投资人指出, 在亚太地区制定定价基线的责任早已发生变化, 从国际资本转到区域资本, 鉴于区域性机构的规模不断扩大, 而且当地的投资人更倾向于延长持有期, 目前倾向于创建一个估值底线。

然而, 作为一个粗略的指导原则, 欧洲的市场, 甚至更多的是美国市场, 它们通常会根据变化的基本面进行更为快速的调整, 迄今为止, 资本化率上升了约 75 至 100 个基点, 预计 2023 年将上升到 150 个基点。虽然对于不同的市场和资产类型这个数字差异很大, 但这也提示我们未来可能会在亚太市场设定退出资本化率。

除此之外, 投资人正在尽可能地减少债务的使用, 并设立准备金以备不时之需, 如较高的运营成本或利率和无风险利率的进一步上调。准备金通常为延长持有期设置。在中国的一位投资人说: “我们承销三到五年持有期的资产, 这与之前类似, 但我们也要做好心理准备, 因为项目退出不易。所以我们会再持有一到两年的时间, 并且仍然能够确定会获得较为体面的回报。”

同样, 一些资产类别, 特别是那些供 / 求动态更加透明的另类资产类别, 往往能提供一个更加清晰的前进路径, 这使它们成为投资人的首选。如一位投资人所说: “这就是比如说, 物流地产比较容易承销的原因, 你可以对租金的走向有更坚定的信念, 因为供需不平衡, 而且一些宏观趋势在推动需求。在其他板块, 承销更加困难。”

对于开发交易, 现在更有可能提前采购材料, 项目经理们指示要采用“价值工程”法。基本上, 这涉及到通过更严格的设计参数

## 中国: 关键主题

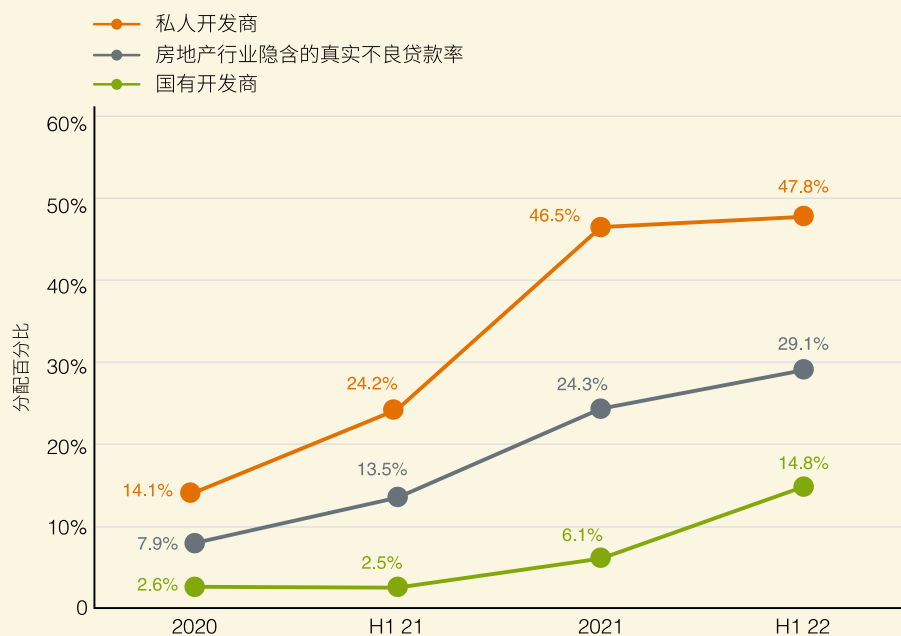
尽管中国采用清零政策来遏制新冠疫情的传播, 在疫情爆发的最初阶段卓有成效, 然而随着传染性毒株扩散, 大范围封控和制造业工厂关闭在全国多地屡见不鲜。工业产出和消费支出的下降随之而来, 此外, 由于国际市场疲软, 中国产品的出口有所减少, 各种因素相互叠加。根据国际货币基金组织 (IMF) 预测, 中国 2022 年全年国内生产总值 (GDP) 预计下滑至 3.2%。而在 2021 年, 中国 GDP 同比增长 8.1%。

中国的房地产行业, (连同相关产业) 占经济总量的 20% 至 30%, 在疫情封控出现之前, 已经感受到了压力。政府引导的融资紧缩 (始于 2020 年 8 月, 被称为“三条红线”) 成为促使 2021 年部分房企出现违约的因素之一。随后的 2022 年, 由于经济的疲软, 违约率加速上升, 创出历史新高。

根据花旗集团的估计, 今年上半年开发商坏账增长到房地产贷款总额的 29.1%, 2021 年底该数字为 24.3%。离岸债券市场情况更不乐观。据彭博社报道, 在 2022 年 11 月初, 中国开发商 94% 的美元现钞以低于 70 美分 / 美元的低价进行交易。

虽然政府现在已经放宽了限制, 并鼓励银行增加对开发商的贷款, 但是全行业范围内的复苏在短期内似乎不大可能实现。一个问题是, 中国的房地产市场在过去三十年间的快速增长造成了顺周期的财富效应。资产价格的上涨使企业和房主感到自己更加富有, 进而驱使他们增加消费。额外的支出继而推动了其他经济领域的收入增长 (包括地方政府出售土地的收入), 从而促进了增长和繁荣。

### 不良贷款 (中国, 2020年至2022年上半年)



资料来源: 彭博社, 花旗研究预测。

但财富效应是在双向发挥作用的。一旦平衡被打破, 高估的资产价格开始纠正, 会加速下行势头。在这种情况下, 由于开发商的融资压力延伸到 2022 年 (远比预期的时间要长), 住房销售和定价大幅下降, 更多的项目停滞不前, 今年前 8 个月, 开发商的拖欠款项超过 250 亿美元, 而且尚无结束的迹象。据彭博智库估计, 至少有 7,360 亿美元的负债仍有被重组或削减的风险。

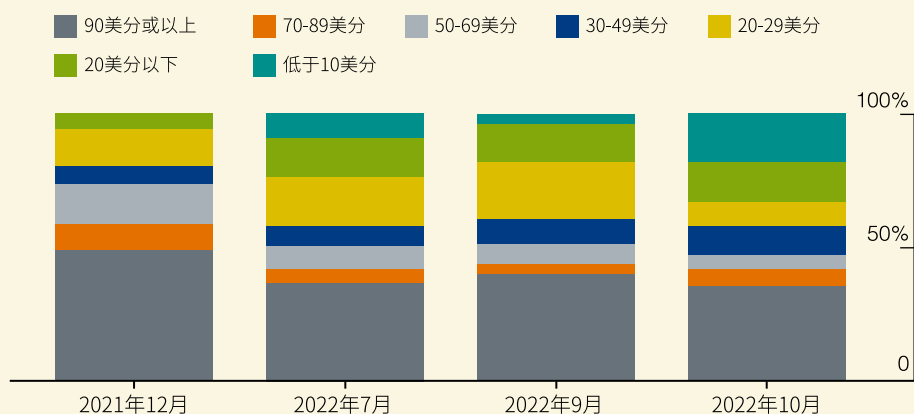
正如国际货币基金组织在其 10 月份的报告《2022 年世界经济展望》中评论的那样: “住房销售和开发商压力之间负反馈环的进一步加剧, 有可能导致更大和更持久的房地产调整。此外, 银行部门遭受损失的可能性或许会引起更广泛的宏观金融溢出效应, 这将严重影响中国的中期增长。”

问题越来越多, 商业房地产的交易量也在下降。MSCI 的数据显示, 2022 年前 9 个月, 中国内地和香港的交易量同比下降了约 23%。

虽然务实并被授权投入资金的外国基金仍然持开放态度, 但全球投资人 (尤其是来自西方市场的投资人) 多数都选择离场。部分原因是房地产开发板块的持续低迷。但更重要的是, 由于担心新冠清零政策给经济和运营所带来的潜在不利影响, 风险私募股权投资人说他们正在撤离。

驻中国的一位外国基金经理说: “与新冠清零相关的挑战是存在着大量的操作障碍。如果你新收购了一项资产, 然后面临资产或城市层面的隔离, 那么挑战来了, 你的问题不是能否执行你的资产增值计划或租赁计划, 而是发现自己陷入了与 100 个租

## 中国开发商高收益美元债券(面值打折)



资料来源：彭博社

户的租金减免谈判。”

另一位驻香港的顾问表示：“坦率地说，目前中国采取的是限制性保护措施，所以现状很难。我接触的外部投资人并没有在看中国的项目。虽然他们还在关注市场，但当他们去找董事会或投资委员会时，会被告知‘现在不行’。”

尽管西方基金可能暂时关闭了他们的账户，但中东和亚洲投资人的情绪更加积极，尤其是新加坡的投资人，他们是迄今为止亚太地区对外投资资本的最大来源。一位驻新加坡的投资人说：“我感觉许多机构没有去（中国）是因为对他们而言，很难说服他们的投资委员会。但我们不存在这样的问题——对于我们而言，只有一个赚钱的问题，在中国仍有机会，特别是考虑到对本地开发商的重拳干预。”

耐人寻味的是，虽然国家对发展前景持乐观态度，一些外国投资者却选择谨慎对待。

全球市场利率大涨之时，中国市场利率在下降，且有大量背负压力的开发商寻求通过缩减资产负债来募资。在一个竞争减少的环境下，资本化率又具有吸引力，收益利差也不错，同时在国内房地产投资信托基金行业初步成型后，一些资产类别被重新评级，一些受访者瞄准了以前难以买到的资产，现在以重置成本的大幅折扣进行交易。

其中包括增长型板块的资产，如物流业（尽管存在宏观因素导致的租赁放缓），以及一线城市的多户住宅资产，一位投资人称其为“一个伟大的资产类别，具有充分的流动性，租户的需求强烈，且被证明是长期具有韧性的资产”。

债务，尤其是夹层债务，已经成为中国市场另一个受欢迎的投资板块，对于投资人而言具有更高的安全性。他们希望开拓一种支持未完成项目的过渡性融资需求，或缓解眼前的现金流短缺问题。尽管人们普

遍认为，这些抛售机会的降价程度还没有达到投资人的预期，而且人们也在担心可能受到潜在的或有负债的影响，但大家对资产最终会进入市场还是充满了信心。一位驻当地的基金经理说：“人们争论说，价格还有下降空间，但我认为现在是时候开始寻找目标了——如果你行动得晚，当价格降至你的心理价位时，你可能没有足够的时间操作了。”

与此同时，新冠疫情导致的关停及消费者支出减少，使大量零售资产被搁置。而位于中央商务区的办公楼在经济疲软时期，同时受到供应过剩问题的影响（特别是在上海）以及对未来出租率的质疑。随着新建办公楼集群在外围地区涌现，日渐明朗的去中心化趋势进一步加剧了CBD供应过剩的问题，这可能需要几年的时间来消化。

最后，虽然国内开发商仍处于困境，消息人士认为政府还是会专注于实现其广泛的行业整合的目标。一位观察家表示：“（政府）正在考虑的基本有两个战略。一是大幅干预，在一些领先国企的帮助下将住宅市场国有化。另一种是对国有企业和市场领导者表示，‘有六个月的时间振作起来，请做好合理化和整顿工作。政府会提供便利，但业界需拿出最终解决方案。’无论是政府引导还是政府协助，我认为最终干预都将会非常激进”。

分析来寻找经济效益，但又不影响项目整体质量。

传统上，许多建筑承包商——特别是在日本和韩国，开发并持有核心资产战略比较普遍——通过固定价格（又称最高保证价格 GMP）合同来承担通货膨胀风险。虽然在原则上，这种做法可以通过锁定成本来保护投资人，但在实践中，GMP 会产生反作用。如果投入成本上涨，承包商可能因此破产。因此，在两年前低通胀环境下达成的一些合同现在正在重新谈判。

同时，关于新交易的讨论也出现了问题，让一些可能已经购买了土地的投资人被迫搁置他们的开发计划，因为其建设成本基础已被通货膨胀推高到大大高于其按照惯例预估的承销的水平。

一位投资人表示：“我的期望是，放弃韩国锁定材料成本的 GMP 合同，听说在日本也是如此。我认为仍然会签署 GMP 合同，但会受到材料价格通胀的影响——对于这两个市场的开发并持有核心资产项目而言会是一个巨大的变化。”

### 主流市场退居次席

从上述讨论可以看出，目前的高通胀以及衰退经济环境与对快速增长行业有关的资产利好，通常涉及如数字颠覆、现有产品过时或迁移等主题所驱动的另一类资产或服务。可购性资产是另一个主题，指能够提供未来现金流保证的资产，并能将租金与通货膨胀挂钩。

不过，一般来说，主流资产类别中鲜少（有时甚至没有）出现这样的品质描述。当然，这并不意味着主流资产已无生机，不过它可能有助于解释为什么有些交易大幅放缓。

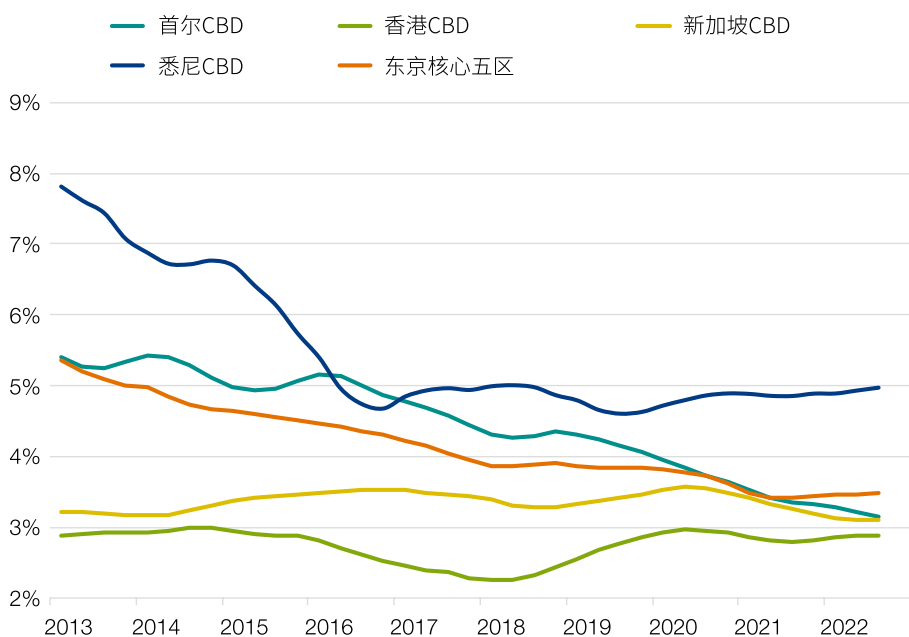
例如，办公楼仍然是迄今为止亚太地区最大的资产类别。尽管 MSCI 的数据显示在 2022 年第三季度亚太地区办公空间的交易量同比下降了近一半，人们也无法忽视这个类别。尤其是中央商务区的优质资产总是供不应求，因此一直是区域核心基金争相投入资金的目标。最近，为了吸引员工从居家办公模式切换为公司办公，一些公司将其办公地址迁入高品质办公楼，办公资产因此获得更多关注。相比之下，非优质资产已失去吸引力，原因是难以评估当前和未来的资产价值。特别是，这导致了办公楼资产优化项目的魅力大减，尽管按道理说这些项目仍然有一定的吸引力。

虽然办公楼一直被视为资产类别中的常青树，但在如今的市场，即使是优质资产也会受到负面趋势的影响。首先，买家不再像过去那样出价了，同时，如果

没有如资金到期退出义务等迫不得已的原因，业主也没有出售的意向。因此形成了巨大的定价差距。前几年，这种定价差距一般能够得到解决。但在目前的环境中，由于办公楼资本化率扩张，人们期望买方市场能够迅速成型。

2022 年，新加坡的办公楼资产交易强劲，而且在我们的调查中新加坡被认为是仅有的几个具有租金上涨潜力的区域市场之一。但即便在这里，办公楼板块的前景也相当暗淡。一位当地开发商称：“这取决于利率，但最近利率飙升，因此前景不容乐观。银行已经停止发放固定贷款，所以可能会没有足够的钱来购入地产。（买家）无法控制利率（他们的）电费在上涨，而且也不能轻易涨租，真是求出无期啊。”

图表 1-13 亚太地区 CBD 办公楼收益 (2022 年第三季度)



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.

图表 1-14 2023年最有可能出现租金增长的城市

	下跌	增长
1 新加坡		5.81
2 东京		5.12
3 悉尼		5.03
4 胡志明市	4.94	
5 墨尔本	4.80	
6 大阪	4.58	
7 上海	4.55	
8 首尔	4.49	
9 香港	4.45	
10 雅加达	4.40	
11 深圳	4.35	
12 新德里	4.16	
13 北京	4.15	
14 广州	4.08	
15 马尼拉	3.98	
16 吉隆坡	3.98	
17 曼谷	3.91	
18 孟买	3.90	
19 台北	3.90	
20 奥克兰	3.68	
21 中国二线城市	3.55	
22 班加罗尔	3.40	

资料来源:《2023年亚太区房地产市场新兴趋势》调查  
注:数据按9分制打分

零售地产也正面临着阻力,因为市场情绪低落,而且资本转移到其他板块,特别是物流资产。MSCI的数据显示,2022年第三季完成的零售业交易数量,4连同筹划中的交易数量,与2021年同期相比,下降了一半以上。不过抛售可能有点过头。零售业低迷背后的原因是显而易见的,不过现在该板块的重新评估已基本完成,该行业的风险已经消除,而且有许多有利可图的资产可供低价购入。

正是因为这个原因,一些受访者认为零售地产是一种逆向投资。未来,零售地产不一定要为更高和更好的用途而改头换面,或成为一个增加体验性功能的平

台,而只是一种反映,正如一位基金经理所说,“如果你只看零售地产的资本化率,那市场的定价一定是错误的。回到10-15年前,零售地产,尤其是大型购物中心,是你可以拥有的最有价值的资产。现在,它是个晦气的词,而且相对于其他板块,可能已经被超卖。”

### 不良资产:放弃?

自2020年以来一直在等待亚太市场出现不良资产的投资人大多数空手而归。现在他们中一大部分都不再认为新冠疫情会引发大范围的不良资产抛售。即将发生的经济衰退是否会带来更好的机会是一个问题,可能取决于利率上调的程度和持续的时间。

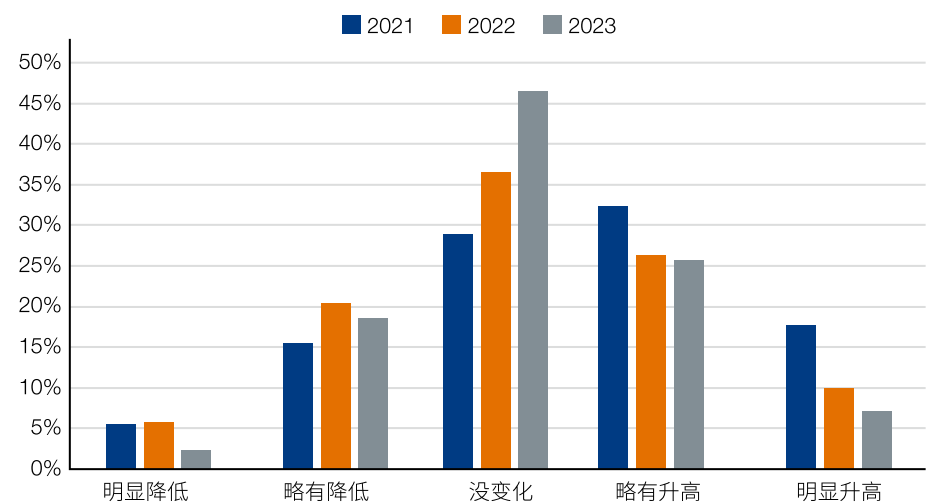
这种情绪的走低在我们的调查中有反映,只有7%的受访者预计抛售策略的回报率会“显著提高”,相比之下,去年有10%的受访者持此观点,而在2021年的报告中,这一比例为17.7%(见图表1-15)。

这就是说,经济下行通常有可能造成不良资产。尤其是当交易是在高杠杆和低利率的基础上进行承销的情况。据悉,最近进行的许多交易中有一些是以这种方式构建的,现在已经资不抵债,因此可能会被以某种非自愿的方式处置。

此外,受访者暗示不同资产类别和市场仍有可能出现不良资产抛售,其中包括:

- **酒店。**尽管被寄予厚望,但到目前为止酒店板块的抛售还未出现。而且随着旅游市场再次回暖,这样的希望估计要落空,因为现金流已开始恢复。以澳大利亚为例,去年该市场被认为是酒店潜在抛售的一个主要来源,现在却成为一个“快速上行”的市场,一位澳大利亚消息人士如此评价,因为国内和国际需求反弹。“总之,”这位投资人表示,“不可能占得一席之地了,特别是以你愿意支付的价格。”

图表 1-15 2021, 2022和2023年不良资产策略的目标回报率变化



资料来源:《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

## 日本:关键主题

如果说利率上调是 2022 年大多数亚太地区房地产市场投资放缓的主要原因,那么日本银行(BOJ)正在实行的收益率曲线控制政策无疑是日本仍然如此受国际投资人青睐的原因之一。该政策将 10 年期日本政府债券的收益率设定了上限——仅为 0.25 个基点,并反过来将银行借款利率也维持在较低水平。

由于商业地产仍然可以借到既便宜又可以自由获得的银行贷款(大约或少于 100 个基点),日本现在是亚太地区除中国外唯一一个外国买家可以享受到债务成本可靠利差的市场(即约 200 至 300 个基点)。

一位驻当地的投资人称:“在过去的几周里,我频繁会见希望在日本投资的外国投资人。他们当中,有的在寻找平台,有的在寻找交易,每个机构房地产投资人都已将其提上自己的议事日程——如果以前不是这样的话,现在已然如此。”

MSCI 的数据显示,2022 年前三季度投入日本资产的海外投资增长了 11%,达到 81 亿美元——如果不是因为日元疲软,这一数字将达到 30% 以上。

外国资本对日本市场的追捧让新冠疫情爆发前普遍存在的资本过剩而可购入资产短缺的问题再次浮现。造成这种局面的原因之一是业主没有出售日本资产的动机,因为他们正在等待有关全球和国内市场波动性的一个决定,或者至少是等待某种明确的信号。另一个原因是,如果以美元计价的基金卖出资产,然后将收益汇回国内,那么货币贬值会对他们不利——他们并不急于看到这样的结果。

然而,由于国内房地产投资信托基金现在是净卖家,而且一些外国投资人也在寻求在基金寿命结束时出手资产,预计会有更多的可交易资产涌入市场。

即使办公楼租金下降,定价仍然将是可预见的高,中央商务区办公楼的资本化率在 2.2% 左右。事实上,一位投资人称,“我们看到的是资本化率的紧缩,而不是逆转,这再次反映了资本过剩,而不是市场的基本面。”

在这些资产类别中,办公楼资产的投资已经出现复苏,到 2022 年中期,交易量同比增长了 25%。这反映了两年来办公空间空置率稳步上升的趋势达到了顶峰。导致这一趋势的原因是,年轻的日本上班族对居家办公的喜爱程度令人惊讶,现在他们显然已经从传统的工作惯例中解放了出来。

正如一位驻东京的投资人所观察到的:“人们更愿意在家工作的原因是通勤时间非常长——如果你每天上班单程要花一个半小时,那么在家工作就极具吸引力了。我之所以感到惊讶是因为我以为他们愿意重返办公室。因为我所接触到的所有公司都在努力让他们的职员回到办公室。”

日本“居家办公”趋势的另一个后果是,位于东京市中心的一些公司开始退还租赁空间,部分原因是如果员工灵活办公,所需的办公空间就会减少。此外,更多的公司打算租用位于郊区的卫星办公室,因为那里更接近员工生活的地方。例如,日本的银行正在利用其分布在各地的分行网络作为其后台办公人员的办公空间,这样更靠近他们居住的地方,一位受访者举例称。

酒店是另一个外国资本和国内资本都很活

跃的领域。新冠疫情期间,由于外国游客锐减,日本的酒店业受到了严重的影响。而为迎接东京奥运会,掀起的过度建设浪潮,加剧了供应过剩。

最近该国重新对外国游客开放,再加上日元的急剧贬值,新一波游客潮即将到来,届时酒店业主终将获得一丝慰藉。交易的僵局似乎也被打破了,2022 年第三季度成交量超过了 10 亿美元,特别是三星级和四星级的区域资产,多数都是低价抛售。

其中一个原因是,在经历了近三年的困境之后,人们已经筋疲力尽。另一个原因是利率上调带来的额外负担,放大了未充分利用设施所背负的额外债务负担。

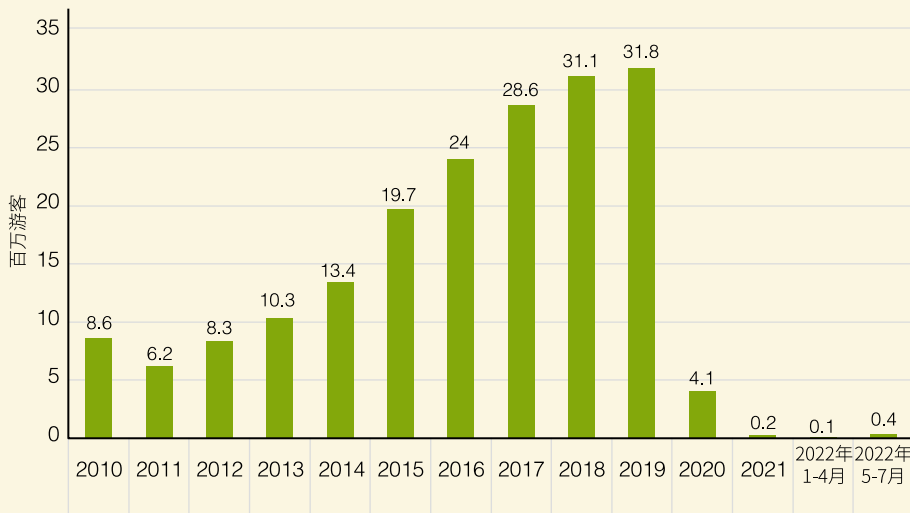
“酒店是需要交易的,”一位基金经理说,“问题是以什么价格交易?目前,要价和出价之间仍有相当大的差距。很多人都在寻找受压资产或不良资产。而卖家,尤其是随着国家的开放,认为他们资产的占用率会回升到 80%,这个差距必将被填补。但我仍然认为,如果(投资人)懂行,并能引进一位运营者,特别是如果他们通过运营平台获得一些规模经济效应,那么这些都是不错的资产。”

外国机构投资者对于日本住宅板块的需求依然强劲,他们在很大程度上已经把当地房地产投资信托基金挤出该细分市场。近几年来,作为亚太地区唯一成熟的多户住宅市场,日本一直是机构投资人青睐有加的市场。他们往往凭借杠杆交易而愿意忍受收益率的日益收窄,并希望租金上涨和资本化率进一步紧缩能够帮他们实现这一跨越。

此外,由于宏观风险增加,投资人选择多



## 2010年–2022年7月日本入境游客人数



资料来源：日本国家旅游局 (JNTO)

户住宅作为一种防御性资产类别。一位活跃在该领域的机构投资人称：“多户住宅具有租期相对较短的特点，而且非常颗粒化，这样即使有一两个租户离开，也不会是世界末日。但是，如果你拥有一栋大型办公楼，里面有一两个大租户，那么一旦某个租户离开，那将对你的现金流产生重大影响。”

多户住宅资产的另一个有利因素是，随着建筑成本的上升，待售物业的价格越来越高，甚至高不可攀。出租房的身价也在上涨。由于大多数大型多户住宅投资组合在很久以前就被收购了，因此找到足够大的项目

来满足机构买家所需的规模已经成为一个问题。这就导致了机会主义基金加紧将多个较小的项目合并为一个资产包，或通过与当地开发商的交易，以预购的方式购买资产。然后，将这些资产剥离给国际核心基金。现金充足的大型机构通常会提出购买资产，然后在交易完成后进行再融资。

尽管作为一种资产类别，多户住宅一直备受追捧，但一些投资人对其持怀疑态度，他们指出以前涌入东京的净移民流量一度确保了对住宅空间的强劲需求。但如今移民流首次变成了净负值，这很可能是由于上述原因，即日本年轻人开始居家办公。

除此之外，东京多户住宅资产紧缩的资本化率（目前为 3.00% 至 3.25%）被认为是不稳定的，尤其是在利率上升的情况下。承销的假设稍有变化，就很容易让收益利差变成负数，特别是高杠杆交易，而实际情况往往如此。因此，风险并不小（关于多户住宅讨论的更多内容，见第三章）。

此外，融资条件也已放宽，可投资的机会隐隐在望了。日本就是一个例子，几位受访者均将日本作为一个潜在的打折市场而提及，如第 16 页的“日本：关键主题”部分所述。MSCI 的数据显示，2022 年上半年被收购的酒店总价值超过 24 亿美元，占区域所有酒店投资的四分之一，它们将被再开发（主要用作住宅）。

此外，一位驻泰国的酒店投资人称，出于对资本化率的担忧，现在一些机构将目光从物流等资产转向其他领域，他说：“他们正在考虑购买那些本来不会出现在市场上的资产。这些都是优质资产，

价格还算可以，但不是以不良资产定价。他们也不能购买票据，所以他们买入一些能够重新定位、清理的好资产，令其产生更高的回报，然后再出售。”

- **中国。**政府于 2021 年 1 月出台的“三条红线”流动性紧缩政策促使开发商债券违约加速，包括本币和外币。现在受压资产和不良资产在整个房地产开发行业普遍存在。

尽管如此，外国投资人的机会再次低于预期。“你认为会有（机会），我想我们也看到了一些，但我觉得买家和卖家之间总是存在出价 / 询价（价差），”一位基

金经理说，“中国仍有很多看涨的卖家，所以你看到的可能比你预期的要少，假如你只是通过媒体获得相关内容。”

尽管如此，还是出现了一些值得注意的交易，而且预计会有更多。典型的项目涉及烂尾的大众市场多户住宅开发项目，由于公众对住房价格长期以来的上升轨迹失去信心，因此这些项目的前景受到了影响。在 2022 年 9 月之前，房屋销售交易连续 14 个月下滑，开发商的现金流持续受到挤压。

在中国，参与不良资产交易的另一种流行做法是提供浮动利率的债务，其风险调整后的回报往往比股票投资更具吸引力。这种机会已经从住宅领域扩展到了商业地产领域，目前该领域存在“一个相当广泛的拖延策略元素在发挥作用”，一位活跃在市场上的投资人如是说。

然而，这是一个胆小勿入的游戏。随着交易量的减少，价格发现的功能变弱，缺乏警惕性的投资人很容易血本无归。一位驻香港的顾问报告了为烂尾的混合用途开发项目提供夹层贷款获得了高达30%的回报率。“如果出了问题，你会得到一些资产，”他说，“这些资产可能不是你特别想拥有的，因为存在诸如退出等问题。因此，30%的回报率意味着这是一个高风险游戏。”

- **韩国。** 鉴于韩国最近在投资人中的受欢迎程度，现在它也有可能成为不良资产的来源地或许令人感到惊讶。近年来，财力雄厚的韩国机构是西方市场的大投资人。但新冠疫情相关的旅行限制，再加上韩元的急剧贬值，导致他们从2021年开始转战国内市场。由于可供部署的资本如此之多，导致价格虚高。

同时，韩国银行积极加息，使得借贷成本超过了4.2%，即商业地产的平均收益率。随着建筑成本的飙升，许多投资人才发现他们的资产买贵了，而且可能很快就会被迫撤资。正如一位在韩国投资经验的外国基金经理所说：“新冠疫情爆发后，当本地资本无法去国外投资时，如此多的本地资本进入市场，且变得非常激进。所以我认为，如果我们纵观市场，就会发现韩国的压力比其他市场要大。”

## 净零未来

过去的几年里，在亚太地区，环境、社会和治理(ESG)问题的重要性呈指数级增长，以至于重要的商业房地产投资都必须将其作为尽职调查协议的一部分。虽然在美国现在最重要的是社会问题，而在欧洲治理因素也越来越重要，但迄今为止亚太市场上最重要ESG因素仍然是环境因素。

以往，投资人和业主主要强调的一直是建筑的“绿色”，即更具有可持续性，关注的主题包括能源效率、健康、材料使用和水消耗。

时至今日，虽然这些仍然很重要，但焦点已经集中在净零碳的问题上了。正如一家亚太地区大型基金的可持续发展负责人所说：“两年前，这更多的是一个理论性的工作，即我们要做什么才能在2050年达到净零碳目标，人们才刚刚开始思考这个问题。但是在过去的两年里，人们开始认真对待，提出报告和监管要求，使得这个问题逐渐升温。”

与ESG要求一样，净零报告标准的采用也是由亚洲以外地区的发展来推动的，特别是欧盟2021年出台的《可持续金融披露条例》(SFDR)。在房地产领域，这要求基金经理披露他们如何评估建筑中所包含的相关可持续发展风险(例如，效率和性能特征)以及该评估最终如何在财务方面进行量化。由于SFDR具有域外影响，这意味着它适用于任何至少有一个欧洲投资人的亚太基金——实际上这意味着大多数在亚太地区运作的私募股权基金。

SFDR和类似法规都存在的问题是，现有的建筑碳效率评估系统是非常不具体的，而且仍然有待完善。一位投资人表示：“这很困难，因为除了朝着2050年前实现净零碳目标是一致的之外，不同的监管标准希

望你做的事情并不一样。至于你如何实现目标，以及你必须报告什么，堪称众说纷纭。因此，从某种意义上来说，如果你想遵守所有这些措施，无疑是步入了一个雷区，因为他们本身步调就不一致。”

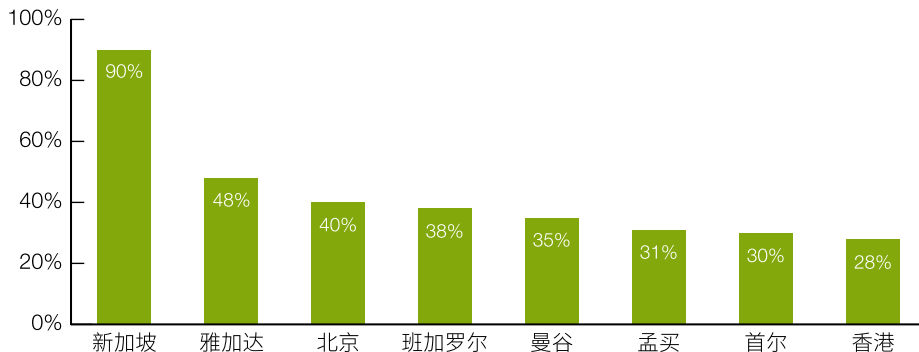
一些国家也建立了当地的监管框架。澳大利亚是世界上碳效率最高的市场之一，新加坡也在这方面取得了快速进展。同时，中国目前还处于较为落后状态，但由于其就各种多边碳减排计划作出了承诺，因此目前正在经历着快速变化。2022年，中国将深圳作为试点，推出了空前严格的规定，尽管与《可持续金融披露条例》一样，这些规定也被指有时显得教条和主观。一段时间后，深圳规则的改编版本可能会在中国其他城市陆续推出。

虽然净零排放的概念已经开始扎根，但迄今为止亚洲在碳效率承诺方面仍落后于西方，尤其是欧洲。正如一位受访者所说：“他们只说不做。”

虽然意识还不强，但在市场力量的驱动下，业主不得不遵守规定，至少在投资基金最活跃的高端市场情况如此。一位基金经理表示：“我们认为我们先于监管机构采取了行动，因为我们必须将(建筑)租给租户，而他们中很多都是有自己碳要求的企业。而且，我们有长期投资人，他们可能持资产有20或30年，他们知道净零碳政策不会取消。”

除非投资人使其持有的资产符合规定，披露有关问题，如为提高碳效率而投入的资本以及未来可能需要投资的数额，否则投资人持有的资产有可能会闲置。“几年前，即使是机会主义者也会说‘我们不必担心2050年发生的事情’”，这位基金经理继续说道，“但现在情况不同了，如果你要卖给长期持有者，他们会问的，所以忽视这个

图表 1-16 绿色认证甲级办公楼的百分比(按总建筑面积计算)



资料来源：仲量联行

问题会令你自己陷入险境。”

这表明，无法达到规定标准的资产价值最终会被未来的潜在买家打个折扣（即“棕色折扣”）。可能出现的更糟的情况是，未来的监管框架将禁止业主租赁未能达到能源强度目标的建筑。这样的法规已经在一些欧洲国家生效，尽管设定的目标并不太高，但随着时间的推移，几乎可以肯定会收紧。

确切地说，这种棕色折价的量化是一个非常棘手的问题，就像适用于合规建筑的“绿色溢价”的价值也很难计算一样，因为无论其是否合规，许多亚太地区的买家仍然愿意投资于资产。

即使目前它仍然是一种或有负债，但棕色折扣的存在是真的，而且随着时间的推移可能会越来越高。一位澳大利亚投资人称：“我认为（合规）在澳大利亚已被视为一件平常事——人们不再认为这是资产管理，它只是任何经理都应该做的事情，没有什么特别之处。所以我不确定你在买入资产时是否有溢价，但你在出售时肯定被罚。”

### 让净零得以实现

究竟如何实现可持续发展和碳减排目标是一个大课题，超出了本报告的范围。然而，在最基本的层面上，实现净零碳的努力始于划出一条基线，用以量化建筑的碳排放，然后制定一个减排策略，并跟踪其进展。因此，收集准确和全面的数据（例如，通过水电费账单、能源审计和建筑管理系统）是至关重要的。

在整个亚太地区，许多新的办公大楼正在按照净零标准进行建造。特别是澳大利亚，堪称这方面的领跑者。日本政府最近也举起了可持续发展的火炬，据当地的一位投资人说，为推进相关进程，政府正在积极采取措施，提出碳效率相关的要求。东京证券交易所（TSE）已经引进措施，要求上市公司遵守气候相关财务信息披露工作组（TCFD）的要求，否则从2024年4月起，将从东京证券交易所的主要板块中除名。

因此，该国所有的大型开发商都从长计议，现在所有的新开发项目都是在独立的净零基础上进行。租户支付的租金溢价一般在10%到20%之间，一位当地的投资人介绍说。由于融资成本很低，开发商能够消化额外的费用而不影响收益。

然而，要想让亚洲城市普遍达到净零标准是困难的，甚至是不可能的，因为这受制于该地区建筑的整体密度和能源强度。据一位顾问说，在绝大多数情况下，通过改造的方式使现有建筑达到50%的碳效率也是不可行的，尽管原则上来说，这一差距可以通过向电力公司购买绿色能源（目前在越来越多的城市可以实现）部分弥补，或者通过购买碳抵消来完全弥补。

目前，为房地产资产购买碳抵消还是一片监管的荒野，对所提供信贷的质量几乎没有标准或规定。因此，许多潜在的买家对参与该市场持怀疑态度，而且暂时没有这样做的压力，也就是说供大于求。

然而，这种情况将在几年内发生改变。一家泛亚基金的发展主管称：“当2030年临近时，这些承诺纷纷开始生效，那时候人们必须有50%的储蓄和所有其他承诺的东西。但是，2030年碳的价格将更加标准化，可能比现在更高，因为高质量的碳抵消供应商将被所有人竞相追逐。如果迫于监管机构的要求，你突然之间不得不开始购买这些碳抵消，那么这将花费你多少钱？对一个基金经理来说这无异于一个恶梦。”



## 第二章：房地产资本流动

“没有人敢断定资本化率将扩张，价值将下挫。在过去几个月一直处于僵局，我们也因此处于一个恶性循环中。”

与前面两年的调查相比，从今年的城市投资前景排名中可以看出，积极情绪有小幅提升，有 7 个区域城市得分在“普遍良好”范围内（去年有 6 个），1 个在“普遍较差”范围内（去年有 3 个），总体得分与 2021 年或 2022 年的报告相比都稍有提高。

这可能反映了由于封控结束和更多业务回归正常的景象，投资人的展望更为积极；但今天较高的资本成本和迫在眉睫的衰退暗示着可能会有下行趋势，二者难以调和。然而，这确实与我们在第一章中提到的对于盈利能力相对积极的看法一致（见图表 1-2）。

就单个城市的排名而言，今年占据榜单头部的城市并不让人意外。最受热捧的目的地是新加坡——这座城市在前三年的报告中都位列第一或第二，在今天的投票中也拿到了过去 10 年中的最高分。

新加坡受益于资本转向，原本可能会被投向中国的资本转而投向新加坡。新加坡还有大量的企业，包括离岸资产管理公司，它们更愿意选择落户在新加坡而非香港。因此，根据一家本地开发商的说法，“（建筑）成本方面的不利因素已被营收方面的有利因素抵消了。”例如，根据世邦魏理仕的数据，预计 2022 年新加坡全年办公楼租金将增长约 8%，为区域内增长最高的城市之一。

根据仲量联行的数据，在截至 2022 年 10 月的一年中，新加坡在房地产领域获得的

投资超过 110 亿美元。虽然同比增长达到 87%，但这更多是反映出 2021 年的基数之低，而非 2022 年增长量之出色。由于收益率紧缩，这些交易中很大一部分来自于购买办公资产的全球投资人，不过在年下半年，这一势头似乎已有所放缓，买卖价差不断扩大。一家区域性基金的经理表示，“我们看到许多公司在搬迁新址，包括从香港搬来，引发了对新加坡办公室的需求。虽然市场仍然活跃，但是由于如今融资成本的上升，投资人将更为谨慎。”

在调查中排名靠前的城市中，日本也榜上有名。尽管日本因其深厚和流动的市场对国际资本一向有吸引力，但今年的吸引力尤为突出，这是因为在全球利率急剧上升的情况下，日本国内的利率以及由此得出的资本化率仍然保持稳定。

日本央行致力于将利率维持在一个接近零的水平，这让资产估值更为容易，同时也保持与债务成本的正收益利差。正如一位分析家所评论的，“我们与客户交谈时，他们都在担心定价、担心债务，因此日本就此脱颖而出——其他所有市场在 Q3 都大幅下跌，因为他们不知道如何定价、或者利率会如何变化。”

不仅如此，低利率承诺还导致了日元价值的急剧下跌，意味着如今以美元计价的日本国内资产比前几年要便宜很多。

图表 2-1 2023年城市投资前景



资料来源：《2023年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

还有一组城市今年的排名有所提升，包括东南亚新兴市场如越南、印度尼西亚和菲律宾等国家的城市，排名都有所上升。发展中市场在全球经济压力下的表现历来不佳，这似乎有悖常理。一方面，外国投资人往往会紧缩开支，从当地资本市场撤出资金；另一方面，随着发展中市场的货币对美元贬值，偿还以美元计价的债务成本增加，同样以美元计价的农业商品的成本也有所增加。

不像世界其他区域，如今的东南亚新兴市场对外币投资的依赖程度有所降低，这是

因为它们已经吸取了过去的教训，而且有充足的本地资本供自己利用。因此，尽管这些国家的货币对美元汇率下跌，它们如今的外债规模远低于全球金融危机时的水平。

此外，虽然这在全球基金看来投资金额仍然太小，但鉴于如今新兴市场较高的经济增长率和新兴的消费阶层，总体上它们对外国投资的吸引力仍有提升。正如一位新加坡的受访者所说，“东南亚的另类资产市场，特别是越南、泰国、马来西亚，尤其是印度尼西亚，正见证着各色目的的（外国）资本流入。你能看到一些大公司的私募股权，还有基础设施——从收费公路到电信到电力基础设施，形形色色。它们可能本身不是房地产投资，但也因此会催生其他房地产项目。”

特别值得一提的是，越南继续受益于全球制造设施从中国外溢的长期趋势。得益于供应链的深度和复杂性，中国内地对于制造商仍然至关重要，但由于持续实施疫情相关的旅行和运营限制，2022年新工业产能已加速向其他区域迁移。

在快速增长的市场中，随着资本急于满足新需求而带来的过剩产能累积将是一个值得关注的问题。最近，以现成工厂为特色的工业园区在越南成为焦点，特别是在二线省份，在此之前，黄金地段的房地产在早期的供应链迁移中被购进。2021年因疫情停工而延期交付，也造成了2022年供应过剩的情况。一位基金经理表示，“大量的外国投资人和主要股权基金扎堆在越南租

用现成的工厂，但现在供应过剩是（因为）终端用户——一些小型部件制造商正在大幅减速。所以我认为他们会艰难一些。”

印度尼西亚的数据中心的高速建设也引发了对于项目存量过剩的担忧；但是行业将保持长期活跃，意味着过剩的供应可能更容易被消化。

图表的底部是中国内地的二线城市。如前面解释（见第12页的“中国：关键主题”

部分），因为投资人担心中国的清零政策对经济产生影响，当前中国吸引到的外国资本较少，香港也因此受到影响。老实说，香港现在已经大大放宽了疫情相关的限制，尽管作为亚太区最昂贵的商业和住宅市场，香港更容易受到当前高通货膨胀和衰退环境的影响。

## 开发前景排名

今年大家对开发项目更为青睐，但这似乎

图表 2-2 历史投资前景排名

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
新加坡	1	2	1	1	2	3	21	11	9	7
东京	2	1	2	2	4	7	12	1	1	1
悉尼	3	3	3	4	3	1	9	2	4	5
大阪	4	6	8	8	5	10	15	4	3	9
首尔	5	5	4	10	9	19	17	7	7	15
墨尔本	6	4	6	5	1	2	16	3	5	13
胡志明市	7	8	5	3	7	5	4	5	13	19
深圳	8	9	9	6	8	6	5	18	19	10
雅加达	9	18	16	18	15	14	7	6	2	3
上海	10	7	7	7	6	4	6	9	6	2
曼谷	11	16	14	11	11	16	8	19	16	11
孟买	12	17	15	12	13	12	2	13	11	22
新德里	13	19	18	15	17	20	13	16	14	21
吉隆坡	14	22	20	21	22	21	19	21	12	14
奥克兰	15	11	13	19	20	9	14	10	15	17
马尼拉	16	21	19	17	19	18	3	8	8	4
台北	17	13	11	14	21	22	22	17	18	16
香港	18	14	22	22	14	13	18	15	21	18
北京	19	12	12	13	12	11	11	14	10	8
广州	20	10	10	9	10	8	10	20	20	6
班加罗尔	21	20	21	16	16	15	1	12	17	20
中国二线城市	22	15	17	20	18	17	20	22	22	12

资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

与采访中所表达的、整体较差的前景并不一致——投资人提到诸多障碍，如建筑成本大幅提高，以及未来职业和资本化率趋势也存在不确定性；许多受访者表示，亚太区的开发项目也会因此有大范围的延迟。

另一方面，韩国近年来一直是开发持有型核心资产项目的焦点，而如今被认为发展存在问题。一位专注于该区域的基金经理说，“韩国是最容易受到（全球宏观问题）影响的国家，也最能映射世界其他地方的通货膨胀趋势——利率上升、银行贷款活动减少、建筑成本大幅提高——所有这些都意味着，在韩国曾经一直活跃的开发并持有核心资产的趋势将有所改变，高质量的仓储设施和办公空间的投资吸引力在减少。”

图表 2-3 2023年城市开发前景



资料来源：《2023年亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

尽管如此，具体情况因市场和资产类别的不同而大不相同。例如，越来越多的企业迁往新加坡，今年当地对办公空间的需求增加。日本也被广泛认为风险较小——即便是建筑成本显著上升，至少预计中期利率保持超低，投资人也受此吸引。

然而在结构性短缺持续的情况下，租赁需求旺盛的资产类别、以及其他提供适当防御型特征的资产类别的开发，仍会受到追捧。因此开发并持有型核心资产仍将是公寓等板块未来发展的主旋律，特别是在日本和澳大利亚市场。

物流地产也被视为常青资产类别。例如澳大利亚的仓库持续严重短缺，预计租金在几年内会以两位数增长。

值得一提的是，大家对公寓住宅和物流的看法是两极分化的，有人认为它们的风险越来越大，因为高度压缩的资本化率可能会随着利率的上升而破坏承销条款。因此机会通常因具体地点而异。

投资人已通过寻求转移风险，来应对开发持有型核心资产项目中更大的不确定性，特别是当前越来越多的建筑承包方拒绝固定价格的建筑合同时。一位基金经理表示，“我们已经更有效地将更多的开发审批风险转移给卖方。所以我们会锁定土地并将其做成期权，但完成交易的先决条件是（卖方）交付完整的一套批准文件。这会减少长期融资的风险，因为从内部收益率的角

度来看，你已经通过不投入资金来管理风险。所以这在承销方面确实给了我们缓冲。”

胡志明市今年在开发前景方面排名很高，从去年的第五位升至第二位。GDP 快速增长，加上富裕的中产阶级出现，让越南成为开发资本的目的地，因为多数类型的建筑存量总体短缺。例如，一位越南的开发商指出，上海最近登记的仓库空间比河内多 25 倍左右、比胡志明市多 13 倍。

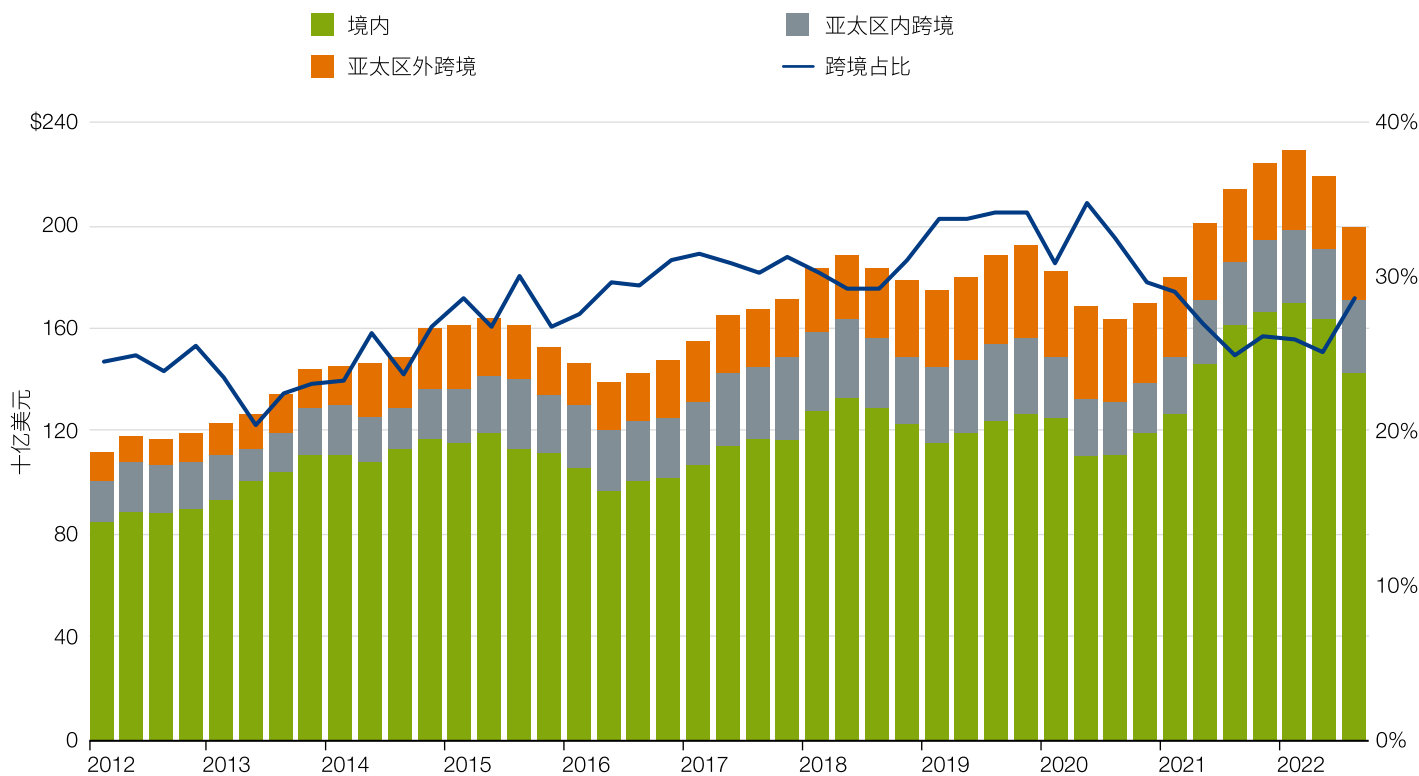
尽管如此，由于过度建设和价格泡沫的倾向，在越南做开发并不容易。历来是外国投资人最爱的国内住房市场对这种现象并不陌生，目前正面临各种类型的投机过度。特别值得一提的是，土地价格已经飙升。根据世邦魏理仕的数据，在截至 2022 年 8 月的一年里，胡志明市的有地住宅价格上涨了 48%，令人瞩目。为解决这个问题，政府已指示银行减少对开发商和购房者的信贷，使许多人难以获得贷款。土地出售的审批程序也被收紧。虽然这可能为冒险者提供机会，但风险也很高。

### 跨境交易呈上升趋势

许多区域性的房地产投资人决定在经济前景明朗之前暂停购买，这导致了 2022 年前九个月亚太区本地投资活动同比下降近 50%。相比之下，跨境活动在第三季度出现大幅反弹，导致同期的交易量同比增长 24%。根据 MSCI 的数据显示，这导致跨境投资的份额提升至 29%，为 2021 年初以来的最高水平。

日本、新加坡、印度和韩国的海外投资以两位数增长。澳大利亚的海外投资保持（高水平）稳定，而在中国则大幅下降。

图表 2-4 亚太区投资 (按资金来源划分)



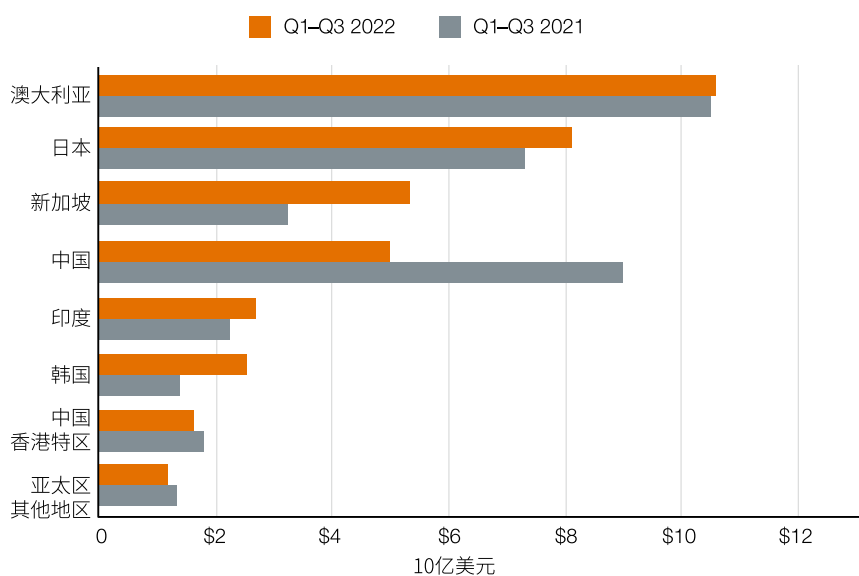
资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

大多数受访者认为，由于机构基金在亚太市场的投资比重仍然偏低，并致力于逐渐增加投资比重，全球资本流入该区域的长期趋势不会受到太大影响（另见图表 2-6）。

不过，一位供职于某大型北美基金的经理说，西方长期或深度衰退可能会导致资金外流严重下降。他提出了两点原因：“首先是主场优势，美国机构投资人在自己家后院看到了深度价值，会将更多资金分配在此而非国外。第二是投资组合份额问题，投资人的公募投资组合按市价计算大幅下跌，让他们无法将更多资本投入到私募市场中（即受投资组合份额限制）。”

从跨境资本的来源看，来自美国的投资继

图表 2-5 跨境投资目标



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.



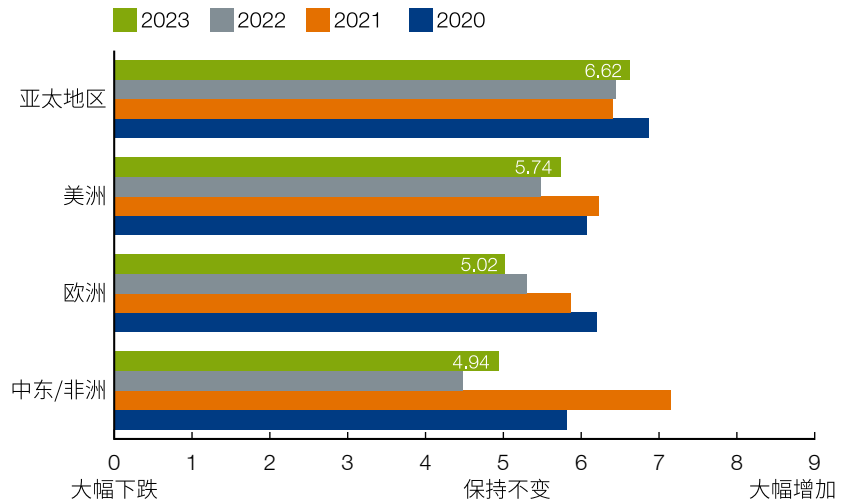
续保持强劲，这无疑得益于美元的强势，同时也因为美国有诸多全球基金，必须在全球范围内进行配置。在所有条件相同的情况下，2022 年前 9 个月美国基金在亚太区的主要目标是澳大利亚，这种情况还将继续。预计日本也会吸引大量的外部资本。

一些基金经理表示，由于中国在很大程度上已经不再是欧美投资人的首选市场，韩国将成为更多外国资本的焦点。尽管其国内信贷市场收紧，境内机构基金竞争激烈，但由于韩国经济由工业化和出口驱动，在许多方面与中国相似。事实上，在 2022 年的前 9 个月，韩国跨境交易几乎翻了一番（虽然基数低）。此外，随着国际投资人将目光投向首都以外的地区，仁川和板桥有望在未来获得更多外国投资。

在亚太地区，新加坡外向流动的资金——主要来自集成开发商和主权基金（尽管不是其 REITs）——几乎与美国流入该地区的一样高，这是因为最近越来越多的家族办公室和其他区域资本来源在这座城市设立基金。澳大利亚仍然是新加坡资本的一大目的地。

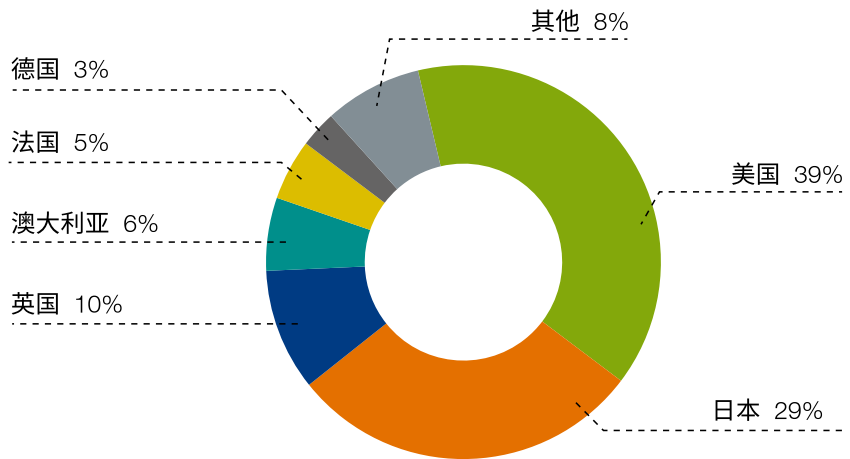
同时，先前主要投向美国的日本资本将越来越多地流入亚太区的交易中，特别是澳大利亚。部分原因是在新冠疫情期间，西方市场不太容易进入。但现在，日本持有的庞大的养老基金逐渐流向国际市场，这种情况也日渐明显。这些基金中最大的基金——日本政府养老投资基金（GPIF），在截至 2022 年 3 月的一年中，对房地产的配置增加了 43%（即从 5,440 亿日元增至 7,730 亿日元），其中 71% 的投资在日本

图表 2-6 未来 5 年预计流入亚洲市场的资本变化



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 2-7 GPIF 房地产投资组合份额 (按国家划分)



资料来源：GPIF.

境外进行（主要是核心物流和办公资产），数据来源于该基金最近的年报。

2018 年成立以来，GPIF 在国外房地产投资的内部回报率（IRR）为 10.3%，但由于日元大幅贬值，这一数字在 2022 年将有所上升。由于其在替代品上分配的份额仍远

未达到目标水平，预计未来几年，GPIF 的房地产投资在超过 50 亿美元（基于目前美元价值）的基础上还要大幅上升。

## 汇率波动

由于美元对亚太区多数货币意外升值，汇率变动已成为 2022 年投资人面临的一大问题。这在日本最为明显，美元的强势被相对应的日元疲软所强化，截至 2022 年 11 月，产生的同比差异接近 30%。

这样的美元折扣是日本目前受到外国基金热捧的原因之一，尽管传统观点认为在测算时应忽略汇率波动。一家大型全球基金的经理说，“我们总是进行对冲，因为通过汇率赚钱不是我们战略的一部分。但是机会型玩家往往不进行对冲，因此他们很乐意在 [ 日本 ] 定价上表现激进，因为他们预计会在汇率上获得巨大收益。如果你是一只以美元计价的基金，希望持有三到四年，有很大可能从汇率上赚钱，所以较为激进的境外投资人在日本有可能获得机会。”

还有一个问题是对冲的价格，它可以因货币不同而差异很大。许多西方国家货币的日元对冲成本目前是负的，从而为流入的资本创造了投资收益。例如，资产管理公司 DWS 表示，以欧元计价的投资人现在为日本投资获得了超过 150 个基点的对冲收益。其他货币必须支付正的对冲溢价，于是拖累回报——目前澳元为 200 个基点，新加坡和韩国的资本为 100 个基点。

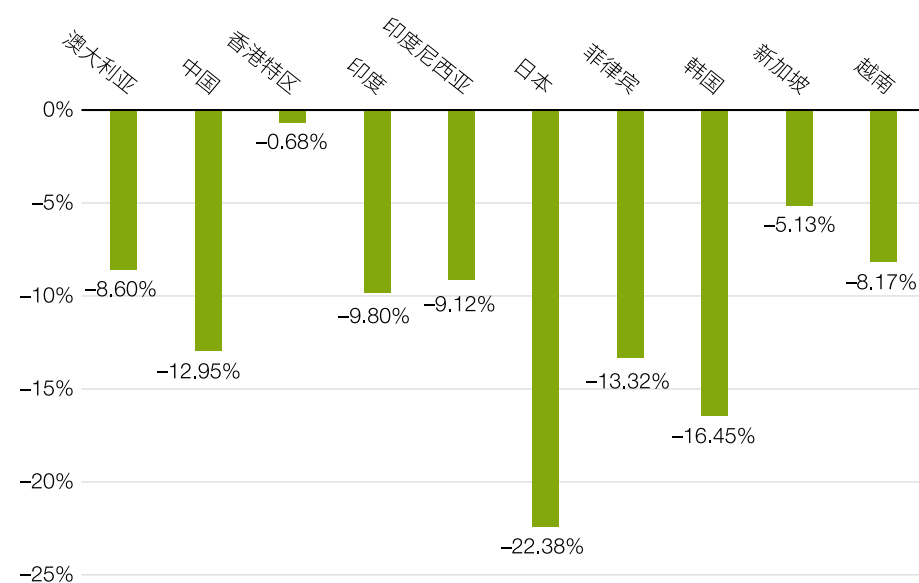
汇率波动也可能是破坏性的。例如，韩元在截至 2022 年 11 月的一年中已经下跌了 20% 以上。一位香港的基金经理说，“在过去几年间，韩国是巨大的资本输出方，但目前已大大放缓了。原因有几方面——对一些投资人而言是监管方面的变化，以及（国内）信贷市场内部的变化。但是，汇率也是导致韩国资本输出放缓的一个主要因素——他

们很难进行投资，因为所有东西最终都必须回头以韩元计算。”

虽然美元强势通常被视为以美元计价的投资人的意外之财，但汇率波动也可能是金融市场潜在扭曲的症状。就日本而言，当前日元疲软从根本上说是公共债务水平增长至很高的结果，如果允许日本政府债券（JGB）的收益浮动，需要偿还的利息会超过政府收入。

这使得日本央行在过去七年间一直受制于接近零（甚至是负）的 JGB 利率政策，而且随着 2022 年全球利率上升，也相应地成为日元疲软的主要原因。日本央行已经在 150 日元 / 美元的价位上画线，并通过出售美元储备来捍卫这条线，但鉴于过去货币干预策略的结果普遍令人生疑，如果美国联邦储备局加息政策持续，就无法保证日元不会继续下跌。

图表 2-8 亚太区汇率, 2022年对美元的年度变化\*



资料来源：AsianBondsOnline。  
\* 数据截至2022年11月4日

另一方面，如果日本央行作出反应，允许日本国债收益率上升，那么对投资人来说，鞭子效应可能是痛苦的。正如一位基金经理所观察到的，“从表面上看，当前有一个诱人的机会来投资本——但还有一种可能，如果日本央行转变策略，从 2 倍资本化率到 3 倍资本化率，远比其他市场上从 6% 到 7% 的收益率变化更令人崩溃。”

这个例子说明了全球利率回归均值如何引起连锁反应，暴露了之前隐藏在廉价债务墙后面的不平衡。正如一位投资人所说，“每个人都在自说自话，认为一切都不会改变，汇率问题会消失。但现在情况不同于我们先前所见——美元的强势是一个未知的领域，特别是当你看基本面的时候。但从

历史上看，当你处于这些情况时，没有什么好事发生，而且往往是在好转之前会变得更糟。”

## 筹资和可投资金

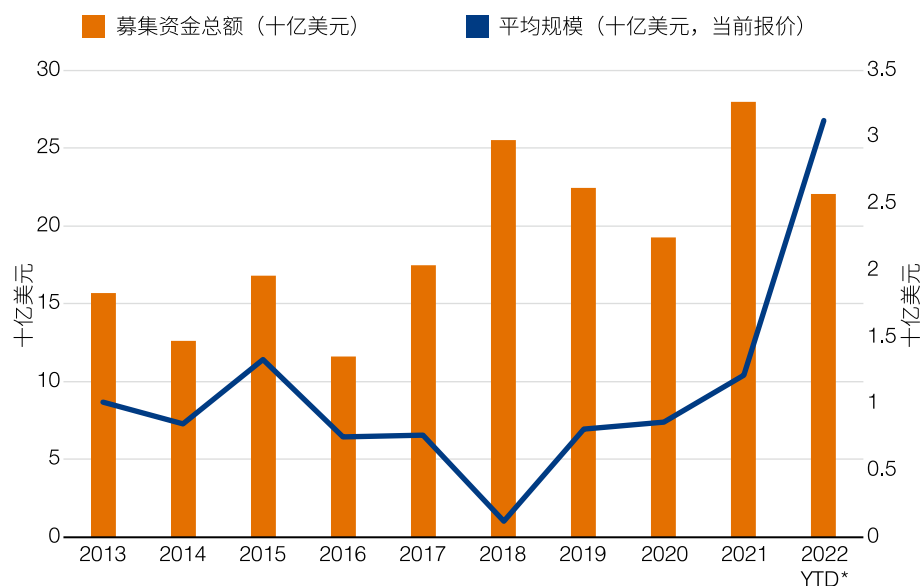
尽管在 2022 年，亚太市场的投资筹资相对疲软，但在截至 11 月的一年中，筹资总额略微超过 220 亿美元，与前几年的数字相当（见图表 2-9）。然而更值得注意的是，平均筹资额明显高于先前几年，这表明大型全球基金成为主导力量。

还有其他值得注意的趋势，包括可投资金的水平达到历史新高，将为资本化率提供长期支持，以及当前为机会型战略筹集的资金数额不断膨胀（见图表 1-10），即便其他战略的筹资额急剧下降。这反映了新经济主题受到热捧，如数据中心、物流和生命科学资产类别，如第一章中讨论。

小型基金在市场上缺乏优势，这些小型基金既不太可能单独行动，也不可能向盲目的集合基金投资，而是希望作为俱乐部、合资企业及合伙企业的一部分进行部署。

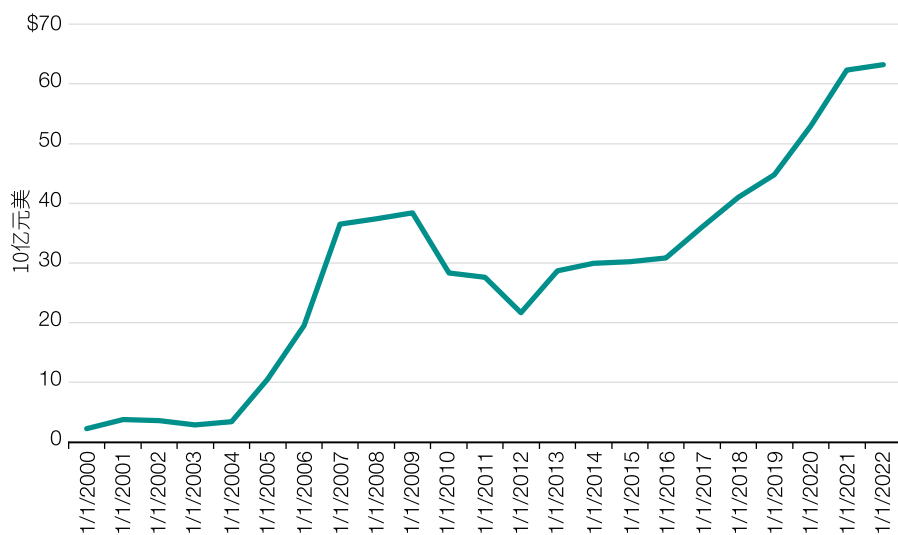
一位香港的基金经理表示，“总的来说，现在对投资亚洲感兴趣的群体要比形势好的时候少得多。我认为原因包括地缘政治，成本缩减等，他们希望在距离本土更近的地方投资。在历史上亚洲与西方市场相比总是有风险溢价。而那些仍然积极关注的团体希望对他们的资本投资方式和地点有更多的控制，所以你会看到更多的俱乐部交易和与大的有限合伙人 (LP) 组成的合资企业。”

图表 2-9 聚焦亚太地区的房地产历史筹资情况



资料来源: 睿勤 (Preqin)  
\* 至2022年10月

图表 2-10 专注于亚太地区的可投资金 (2000年至2022年第一季度)



资料来源: 睿勤 (Preqin)

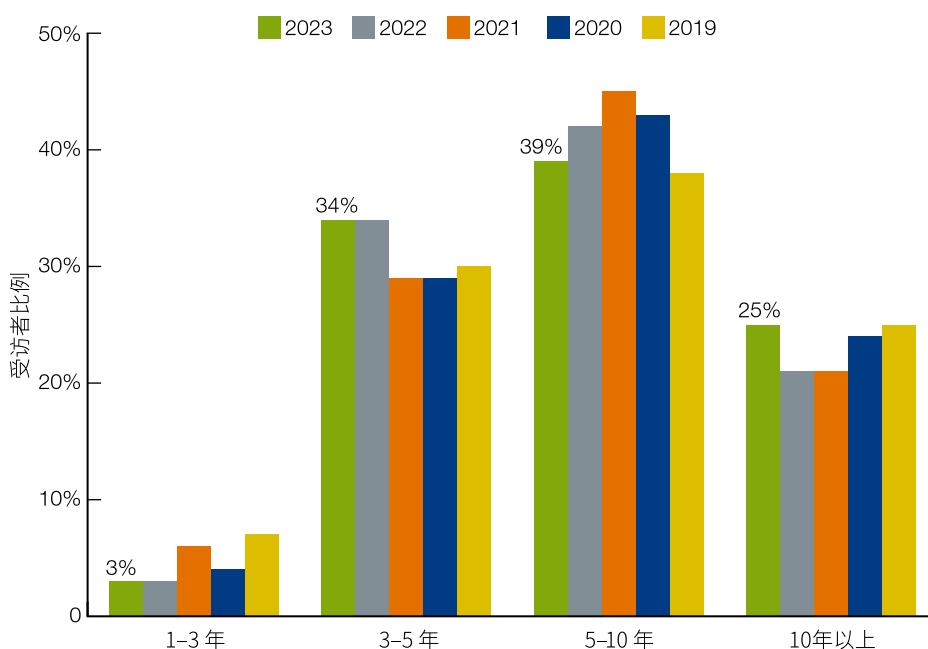
由于参与方之间的利益可能不一致，这种结构存在一定程度的风险，但它们也起到了分散风险和增加灵活性的作用。此外，集资窗口缩短可能使资产以更快的速度组合，在购买受热捧的新经济资产时提供先发优势。

还有其他方面，可能会使基金管理受到不断变化的宏观环境影响，包括通过投资时间跨度和降低回报预期。一些投资人谈到，至少在基金结构允许的情况下，他们会在承销时设置较长的持有期，以度过周期性的下滑。

此外，随着市场在历经 14 年左右的宽松环境之后走向正常化，近期的高回报似乎不会太容易复制。正如一位经验丰富的基金经理所言：“在低利率环境和资本化率压缩的背景下，每个人都断了获取超高回报的念头，他们在过去 10 年或更长时间里一直在赚钱。但好日子已经过去了。此外，风险太高了，如果你现在想要低风险，那就不得不接受相当低的回报。”

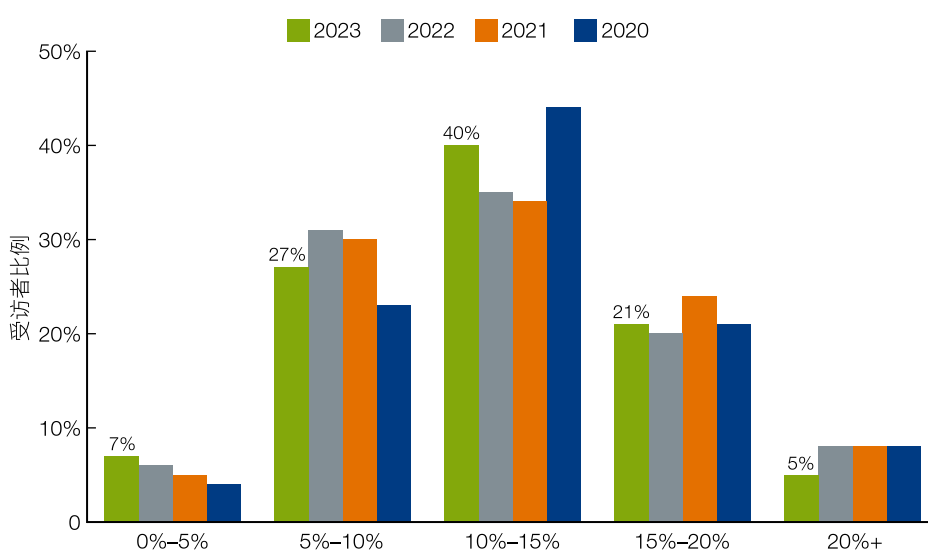
然而，这种情况是否被投资人广泛接受似乎存疑。调查回复显示，投资期限与前几年相比变化不大（见图表 2-11），而目标收益至少与近几年的水平持平。（见图表 2-12）。也许，看涨的情绪反映了在近三年的新冠疫情相关限制放宽之后预期的反弹。在更高的利率，以及大多数受访者预期增长缓慢、无增长或负增长时期会延长的背景下，事实是怎样呢？

图表 2-11 投资的时间跨度



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表 2-12 投资人的目标回报, 介于调查和2023年底之间



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

## 公共市场抛售

虽然到目前为止，私募股权所有者持有的房地产价值在亚太地区保持良好，但公开上市的开发商和 REITs 的股票在 2022 年却大幅下跌。这应该是私募股权资本化率下跌的预兆，因为上市资产的额外流动性意味着它们能更直接和有效地反映市场基本面。

在利率更高的环境下，REIT 的价值自然会倾向于下降，因为利息支出会侵蚀其净收入。此外，他们利用杠杆购买新资产的空间变小，其他类型的收益驱动型投资变得更具竞争力。也就是说，整个 2022 年亚太地区 REIT 价格的跌幅很大，截至 11 月的一年中，标准普尔亚太 REIT 指数下跌了近

30%。受货币贬值和相对较高的利率环境影响，澳大利亚的 REITs 在区域内表现最差。

该地区的许多 REITs 目前的交易价格远低于资产净值 (NAV)。按行业划分看，工业 REIT 出现了最大的回调，在 2022 年前三季度下跌 35%，再次突显出调高的利率如何侵蚀相对于债务成本利差较小资产的盈利能力。

尽管如此，按当前价格，REIT 的派息率越发具有吸引力，几名受访者表示，购买目前收益率在 5% 至 6%（在日本为 4%）的 REIT，优于押注于风险更高的私募股权资产。

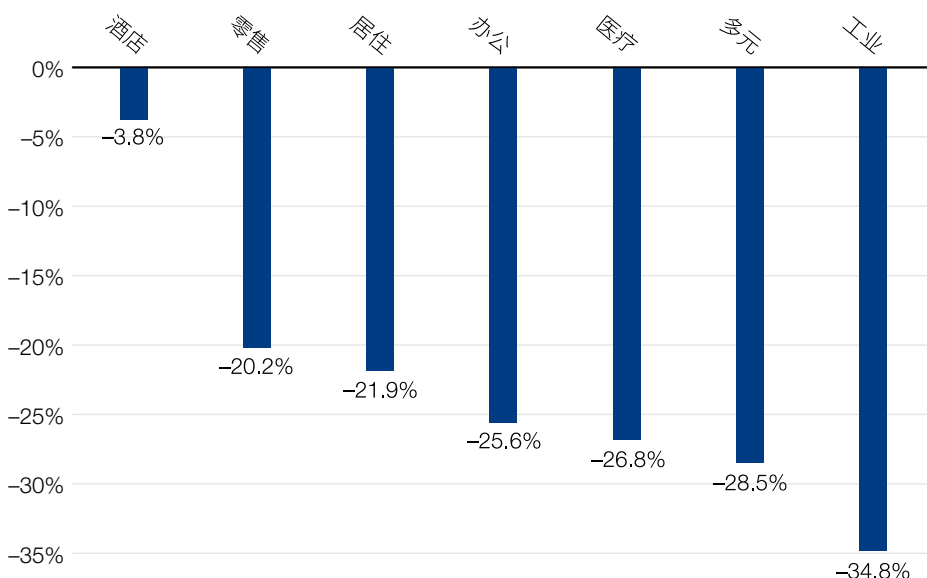
除此之外，由于许多 REITs 目前的交易价格低于资产净值，已成为收购或私有化的目标，尤其是考虑到该区域优质资产长期短缺，以及如此多的可投资金等待观望。值得注意的是，J-REIT 的第一次私有化是发生在 2022 年初。目前更多项目正在计划中。

### 银行收紧条件

房地产投资人在过去 14 年左右的时间里表现突出，便宜和容易获得的贷款是其命脉；但随着全球利率正常化，银行贷款可能会更昂贵、更难获得，并受到更多限制性条款的约束。调查回复确认，不同类型的房地产融资将不会像去年那样容易获得，尽管预期的减少量并不大，只有开发债务预计会出现小幅的实际下降（见图表 2-15）。

在实践中，债务可获得性似乎因市场和个体情况而有较大差异。在日本，日本央行致力于压低政府债券收益率，这意味着银行融资

图表 2-13 2022年初至今亚太区REITs表现 (按行业划分, 截至2022年10月)



资料来源: S&P Capital IQ, S&P亚太REIT指数美元总回报

图表 2-14 亚太区政策利率

市场	利率	至2022年11月1日 (%)	截至今日的
新加坡	3M SORA	3.89	369 bps
越南	折现率	6.00	350 bps
中国香港	3M HIBOR	3.50	324 bps
澳大利亚	现金利率	2.85	275 bps
新西兰	现金利率	3.50	275 bps
菲律宾	回购利率	4.25	225 bps
韩国	基本利率	3.00	200 bps
印度	政策回购利率	5.90	190 bps
印度尼西亚	七天回购利率	4.75	125 bps
中国台湾	折现率	1.63	50.5 bps
泰国	一天回购利率	1.00	50 bps
日本	关键政策利率	-0.10	Stable
中国内地	贷款基础利率	3.65	-15 bps

资料来源: 经济指标

成本基本保持不变，仍可获得低于 1% 的贷款。同时，贷款条款也普遍收紧。百分之七十的杠杆率已不像过去那样容易获得，特别是对于信用风险较高的借款人或被认为风险较大的交易。

例如，一位基金经理称，最近一笔酒店板块交易只能获得 40% 的杠杆率。还有一位基金经理说：“日本一些大的出借人对住宅板块很紧张，因为他们看不到租金的增长。他们中很多人一直非常看好物流板块，但现在发现租金开始有点疲软，空置率有一点增加，或者一些新设施的租出期延长，（银行）在贷款方面将更加保守，特别是开发项目。”

硬币的另一面是，由于企业债务也更难保证，在当前环境下难以获得同样的银行贷款的日本中小公司越发愿意剥离非核心资产，从而推动售后回租交易市场，近几年来在日本颇为流行。

中国的利率也逆势上涨，政府目前希望放宽而非收紧。因此，银行贷款既便宜（据一位基金经理，便宜大约 150 个基点），也更容易获得。政府最近还向国内银行发放了最低贷款配额，一方面是为了启动开发，另一方面是为了驱动市场整合，只有规模较大、实力较强的企业——主要是（但不完全是）国内企业——才有机会获得优惠。

一位私募股权投资人说，这项政策带来的一个重要不同是，过去银行更乐意向住宅开发商放款（利率在 5% 至 6% 之间），因为一出售房产就能立即偿还贷款，而现在优先考虑的是可通过租金或分层产权销售获得现金流长期偿还贷款的商业房产。

在香港，一位当地的顾问说，开发商能够借到土地价值的 50% 以及建筑成本的约 50%（利率约 4%），而先前“你可能得到土地价值的很大部分，当然还有全部的建筑成本”。

最后，在澳大利亚，规模较大、信用良好的借款人仍然可以不受限制地获得贷款，虽然借款成本明显提高（在 4% 左右，一位当地基金经理说）；当地现金利率从 2022 年初的几乎为零上升到 11 月的 2.85%。澳大利亚四大银行“筛选相当严格，非常注重历史记录和建筑的质量或潜力”。银行往往不愿意借款给那些不合格的建筑项目，或者贷款期限超过五年的情况。

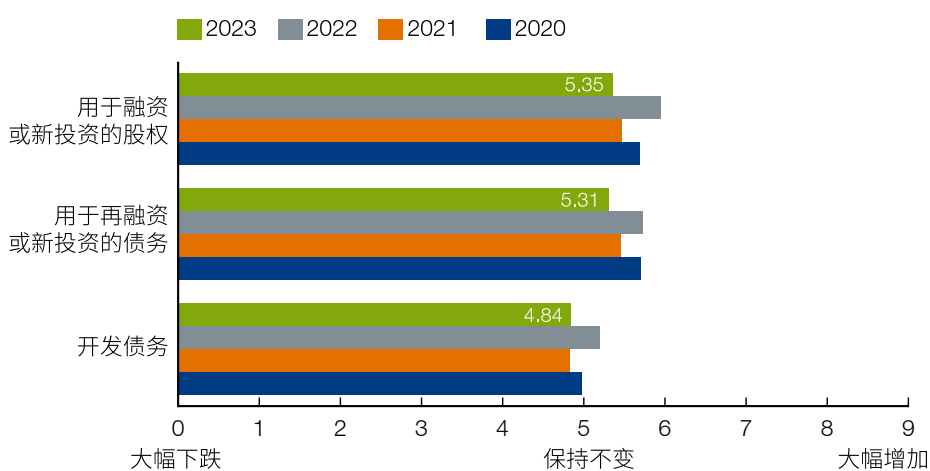
### 非银行债务猛增

2022 年银行贷款条件的迅速收紧成为非银行贷款市场发展的催化剂，直到最近，由于区域银行提供的宽松流动性，非银行贷款市场降级为利基状态——澳大利亚除外。如今银行后撤，私募股权投资人却在越来越多地关注提供房地产债务的前景。

一位活跃在该领域的投资人说，“如果你要看投资人的胃口和市场机会在哪里，我认为信贷肯定是一个关键的焦点。这些年来，人们已经将他们的一些固定收入投资组合转移到房地产或实物资产上，我认为房地产投资组合的一部分也可以再投资于特定的信贷策略——特别是在我们今天这样的市场中。”

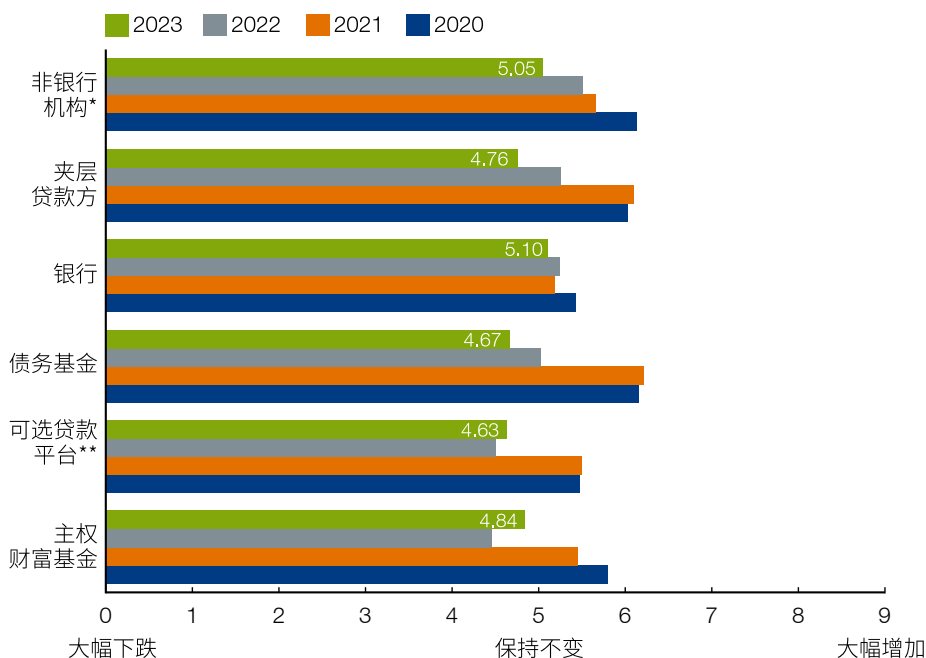
虽然非银行借贷的成本几乎总是高于银行，但在整个资本堆栈中，它仍然是有竞争力、也是可获得的。这位投资人补充道，“获得传统信贷的机会已经显著减少，所以这为一些非银行的私人信贷战略开始活动带来了机会。因此，你在世界各地都可以看到，无论是延伸高级战略、夹层机会，还是建筑型贷款——这取决于市场，只要有一个良好的风险 / 回报平衡，可能所有这些都

图表 2-15 债务及股权融资可获得性预期变化



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 2-16 不同类型贷方贷款的可获得性



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势报告》调查

\* 保险公司或养老基金

\*\* 例如点对点信贷及众筹

空间。”

## 绿色债务利润收窄

房地产基金经理和业主迫于来自监管机构、他们的有限合伙人及租户的压力，不得不让建筑物符合越来越严格的环境、社会和治理（ESG）规定。人们更多地聚焦使用绿色金融来完成资产购买、物业升级，或以其他方式追求 ESG 这一议题。

亚太区的绿色债券市场在 2021 年加速，根据气候债券倡议组织（CBI）的数据，这一年发行的绿色债务创下纪录，达到 1,295 亿美元，相当于该区域前几年发行的所有绿色债券总和的三分之一。各国政府正在发放绿色贷款，以推动清洁能源和可持续基础设施投资，而商业银行和机构投资人也正在投资于一些板块的脱碳项目，包括越来越多地投资于可持续房地产项目。此

外，绿色贷款也有一个较小的市场（在亚太区约为 105 亿美元）。

CBI 的数据显示，2021 年亚太区绿色债券收益的约 25% 用于开发绿色建筑项目，包括用于建筑升级，如提升能源效率、建筑系统电气化以及现场可再生能源发电。

然而，尽管绿色债券基本上已在亚洲兴起，一些房地产投资人质疑，以较低利率形式获得的边际效益，是否值得支出与绿色债务发行相关的感知报告成本。

在过去，借款方被要求采取的核实绿色借款的步骤往往非常基础，并且没有密切的监督。因此，许多此类贷款的可持续发展目标并未全部实现，特别是在难以核实的市场。然而今天，随着报告要求更加严格，借款方必须报告绩效指标和建筑指标，往

往需要花费大量时间和费用。

绿色金融所提供的折扣不大。例如，根据 2021 年花旗银行的一项研究，绿色债券在亚洲提供的成本效益平均为 11 个基点。但并不是所有的基金经理都能拿到这个数字，而且由于没有来自有限责任合伙人的压力，要求他们投资的基金使用绿色金融，他们认为没有什么动力去报名。正如一位基金经理所观察到的，“如今在我们的世界里，拥有绿色融资并不是什么难事儿，所以要遵守他们要求的所有这些东西就能得到一点折扣，我们就会开始报名。在美国和欧洲，你可以在利率上省点钱，但在亚洲，到目前为止，还没有。”

尽管如此，情况因市场而异。例如，在日本，一位基金经理说，银行向当地的 REITs 提供优惠绿色融资条款，全部成本为 20 至 30 个基点，为期 10 至 12 年，而正常的房地产投资信托基金融资成本为 60 至 80 个基点。他补充说，“我们还没有做过绿色融资，但我们看到有足够的折扣，来使其发挥作用。不仅仅是利差，还有一个事实是，你可以获得长达 20 年的期限。所以对我们来说，做长期的售后回租，可以把它放在那里，与固定利率的绿色债券同期限，如果机构这样做，可以获得一个不错的赢利点。”

绿色金融还可能在一个领域为借款人提供更大利益——银行对于绿色贷款有配额，虽然不比传统贷款便宜很多，但会提供其他实物福利。这可能包括更高的杠杆率、更好的条款，或者在没有余地获得银行其他贷款组合的情况下，拿到绿色贷款。





# 第三章：资产类型展望

“如果你在探寻究竟是什么推动了各个行业的发展，你会发现要么是城市财富的密集化，要么是数字化的颠覆，要么是现有存量的更新换代，然后是开发并持有核心资产——每个人都希望在后端有所收益。”

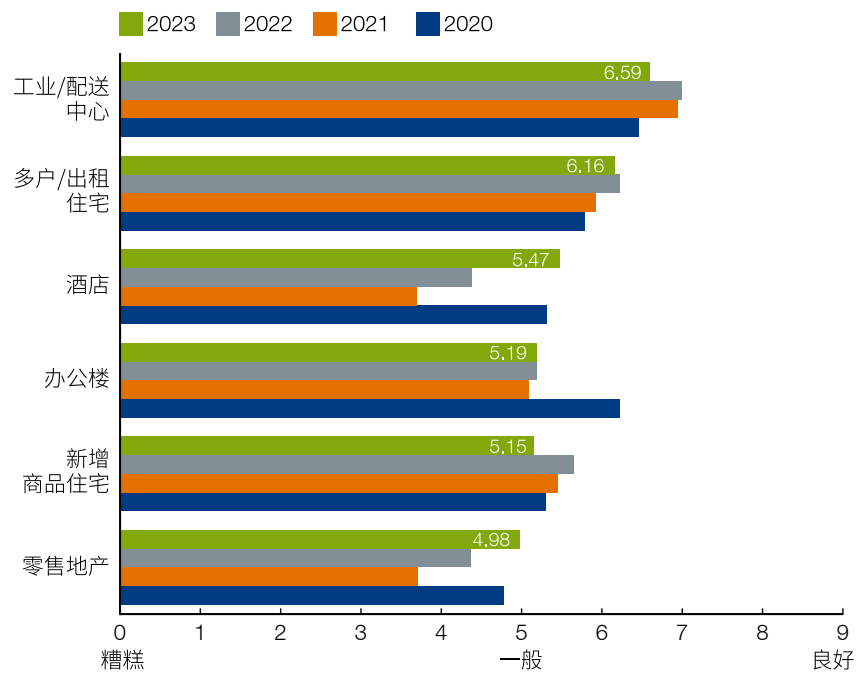
尽管亚太地区在 2022 年席卷全球市场的经济动荡中仍相对孤立，但对于持续加息的担忧，以及即将到来的衰退的潜在影响，正促使投资人通过两种主要方式来保护自己。首先，退出这个板块，暂缓新资产的购买。其次，从传统资产类别转向新经济和防御性主题资产，后者可以在经济紧缩时期提供更好的保护。

第一个主题中提到的惯性可以很容易从数据中看出——如第 2 章讨论的，MSCI 的数据显示，2022 年第三季度区域交易量同比下降 38%，降幅惊人。第二个主题可以从与个别资产类别相关的更细分的数据中看到。因此，亚太区办公楼交易长期以来是核心，也是增值投资人的主要交易来源，在 2022 年第三季度同比下降近一半（见图表 3-3），其他热门类型的商业地产也出现了大幅下跌。

一个中国的投资人说，“在传统板块，写字楼并不好，尤其是在上海，因为供应过剩；由于受到疫情和电子商务的影响，零售业也在苦苦挣扎，所以很多人都在关注物流地产——这在过去一直是一个重要的投资主题，但其收益率正在下降到可能无法持续的水平。这意味着，中国的主要领域是新经济。”

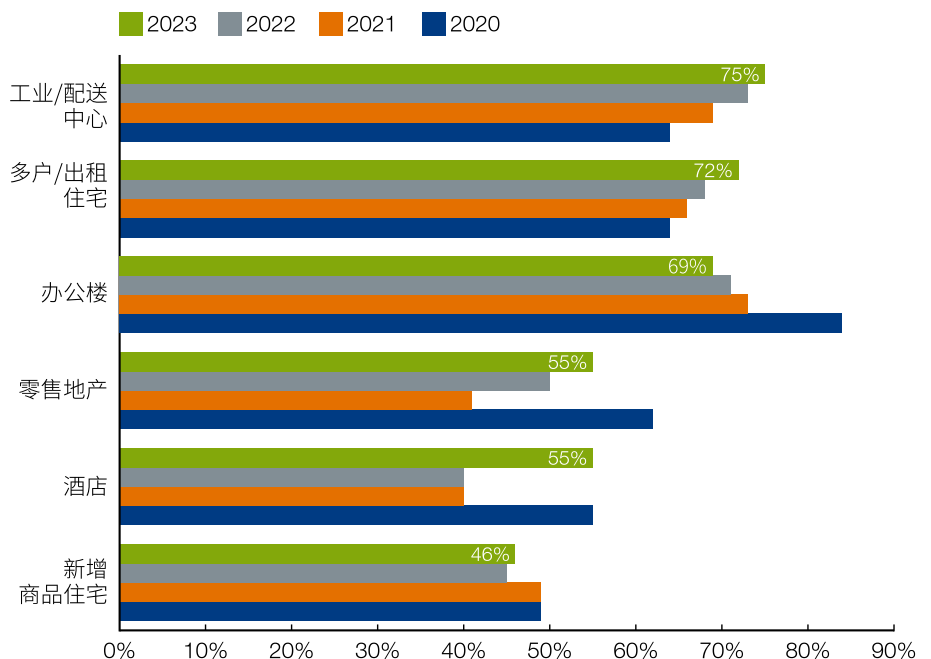
这些新经济主题包括由数字化颠覆或不断变化的社会习惯直接或间接推动的行业，包括第一章所讨论的物流、数据中心、冷

图表 3-1 各类型商业地产前景



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 3-2 投资人目前活跃或计划活跃的市场板块



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

藏仓储、生命科学和自用仓储等领域。此外，投资人也在关注那些往往对于通胀加剧具有韧性的资产（例如，通过较短的租期或租金指数化），或者是提供可靠经常性收入或粘性元素的主题，如量身定制的开发项目。考虑到这些资产类型的多数或全部所提供的特殊化元素，它们往往有着比传统资产类型更高的租金优势，特别是在供不应求的情况下，而通常都是这种情况。

## 办公楼

2022年第三季度写字楼交易量大幅下降，以及调查反馈中反映的看衰情绪（见图表3-1和图表3-2），可能会被一些人视为破防的标志，但这可能只是一时的。到目前为止，办公楼仍然是亚太区最大的资产类别，而且毫无疑问，在未来一段时间内，对于众多寻求长期核心资产的区域机构来说，办公楼仍将是主力。

下跌的背后有多种原因。一个是在以美元计算的交易中，区域货币的大幅贬值产生了一定影响。还有一个原因是，一般来说，长期的办公室租约不太容易调整租金，来跟上不断加剧的通货膨胀。第三个原因是，需要看到有利可图的退出资本化率的意愿买方和通常习惯于和通常习惯于更积极的基本面的富有业主之间，形成了对峙。

最后，与其他资产类别相比，办公楼可能更能代表整体经济的情况，因此面临着租客需求不确定性的两面夹击：一方面，随着经济增长放缓，对空间的要求可能会下降；另一方面，租客不确定在后疫情环境下，有多少员工会继续远程工作。一位悉尼的基金经理说，“从我们的角度看，我们无法看

图表 3-3 亚太区成交量(按物业类型划分)

	2022年Q3成交量		2022年Q1-Q3成交量	
	十亿美元	同比增长	十亿美元	同比增长
办公楼	14.9	-45%	60.0	-12%
工业	8.7	-24%	29.2	-30%
零售地产	4.2	-54%	22.2	-27%
商业地产总计	27.8	-42%	111.4	-20%
酒店	2.4	-8%	11.6	19%
公寓	1.6	-13%	7.0	16%
老年公寓及护理	0.8	241%	2.0	105%
创收地产	32.6	-38%	132.0	-16%
新开发地块	174.1	2%	436.1	-2%
总计	206.7	-8%	568.1	-6%

资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

到长期的需求是否需要重新调整。目前，受人力资源影响较大的大公司与中小企业之间存在着一种对立，后者现在已经恢复到疫情前的出勤水平。这样就很难为今后的租金增长等事情提供保障。”

就单个市场而言，韩国成交量的下降最为明显。首尔的资本化率多年来持续下降，在2022年初达到略高于3%的低点——与香港和新加坡等地产昂贵的市场相当（见第14页CBD办公楼收益率的图表）。但是，随着利率猛涨，韩国的资本化率正在迅速下降。由于当前买卖差价接近10%，而且国内机构的购买力在2022年面临枯竭，一些外国基金经理对首尔的办公楼交易前景持积极态度，包括可能的不良资产交易。

在其他较大的亚太市场，如悉尼和墨尔本，出现了大量高端市场的交易（主要由全球基金赞助），东京仍然颇有韧性（尽管买卖差价正在扩大），而中国的活动——特别是上海——仍然缓慢，原因包括供应过剩，以

及清零政策对经济的持续影响。

## 远程办公带来的变化

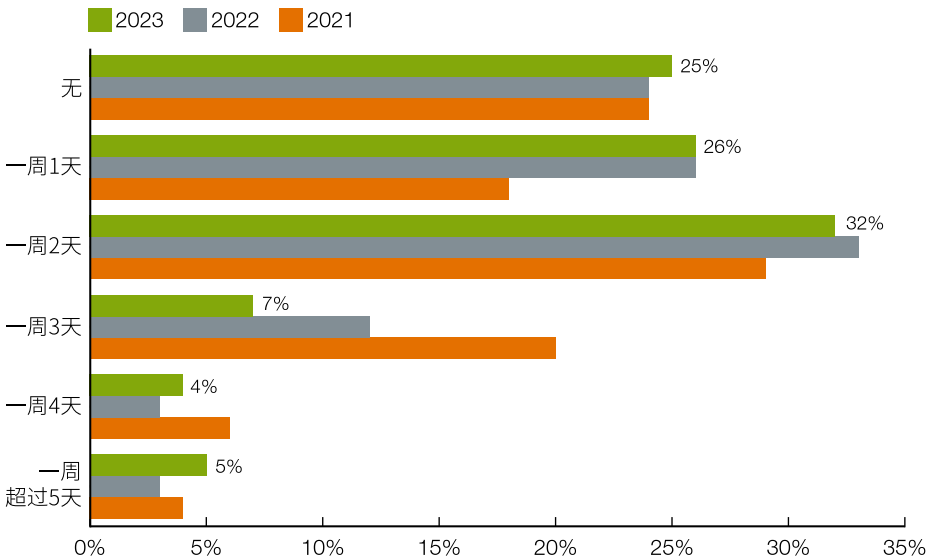
尽管办公楼作为一种资产类别仍在发挥着作用，未来员工如何使用，以及在多大程度上实际使用办公楼的问题仍存在不确定性。员工工作习惯的改变意味着建筑使用模式也正在发生深刻的变化，这会长期影响办公楼及相关房地产的资产价值。

其主要原因是，远程办公已经成为职场的组成部分，并且根深蒂固。

调查结果显示（见图表3-4和图表3-5），大量员工每周有1到3天时间远程办公，约44%的企业乐于接受长期混合办公的实践。

不过，各国之间差异很大，结果有时令人惊讶。例如，通常具有独立意识的澳大利亚人似乎更多地致力于“返回办公室”，而

图表 3-4 疫情爆发后平均每周居家办公天数



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

在日本——尽管历史上有办公室为导向的文化——年轻的员工在选择职场方面有更大的自主决定权。不过，总的来说，雇主们倾向于以办公室为中心的工作，但在城市中远程工作却出乎意料地有韧性，尽管通常人们认为城市中住房太小、无法让员工高效工作。

在某种程度上，长期致力于远程工作，反映了劳动力市场比较紧张，目前给了员工更多的主动权。如果经济情况恶化，主动权转移到雇主手中，情况可能会发生变化。但就目前而言，这意味着公司正寻求构建房地产投资组合，并着眼于远程员工的雇佣留存。

这也会带来一些变化。首先，它有助于推动租户搬到现代化、高质量的建筑，提供一系列特色功能，包括健身房、安静的房间，或是绿色建筑证书。一位写字楼开发商说：

“我们的研究显示，随着疫情结束，最后出现利用率下降的是优质建筑——在它也不能幸免、利用率下降之后，最先被（再次）租用的（也）是优质建筑。”

此外，当前租客对高端市场的关注，反过来也吸引了买方的注意。一些投资人原本对相同建筑就有需求，现在这些需求进一步增加，即作为“风暴中的港口”性质的资产，可以借此度过经济下行期，也有买家为满足有限合伙人命令或 SFDR 披露要求而寻求符合 ESG 要求的建筑（见第一章）。

导致对现代建筑需求增加的还有一个因素，就是由于在任意特定时间内，办公室里的员工都会减少，许多大公司开始增加员工总数与建筑面积的比例。这是一个缓慢的过程，因为除了少数高调的早期行动者之外，许多公司都选择保留现在明显过剩的空间，等待办公室使用偏好归于明确。

澳大利亚一家知名开发商的高管说，“虽然我们并没有看到进入市场的公司要求较低的人均面积，但我们看到，他们离开旧有空间后，不会为那些人开辟新的办公室，而是把他们塞进已有的办公室。”

换句话说，以前为 1 万人租用 10 万平方米空间的公司，现在可能让 1.4 万至 1.5 万人使用同样的空间。在这个过程中他们放弃了旧有的建筑，并出于节约成本相关原因，对保留的空间进行升级或重塑。“这表示，”这位开发商继续说，“对质量的追求，对技术先进的建筑的追求，特别是对可持续建筑的追求，以及对能够提供优质客户体验的地点或建筑的追求。这是我们所聚焦的三个领域，因为我们明白，只要做到这些，也就能吸引到租户。”

### 不断变化的办公空间

为适应灵活的工作队伍还有一种调整工作场所的方式，是改变办公室的用途和功能。相关有很多方面，而且澳大利亚可能会又一次优于亚太区其他市场。

- 布局升级。其中一部分是降低员工密度。雇主也在增加员工总数与建筑面积的比例，这似乎有悖常理，但如果在任何特定时间到办公室的员工数量更少，这两点就可以同时做到。降低员工密度，一部分是为了健康，一部分是为了确保在繁忙的日子可以容纳更多的员工（尽管我们的调查也显示，这个问题的优先级在今天不如几年前了，见图表 3-5）。

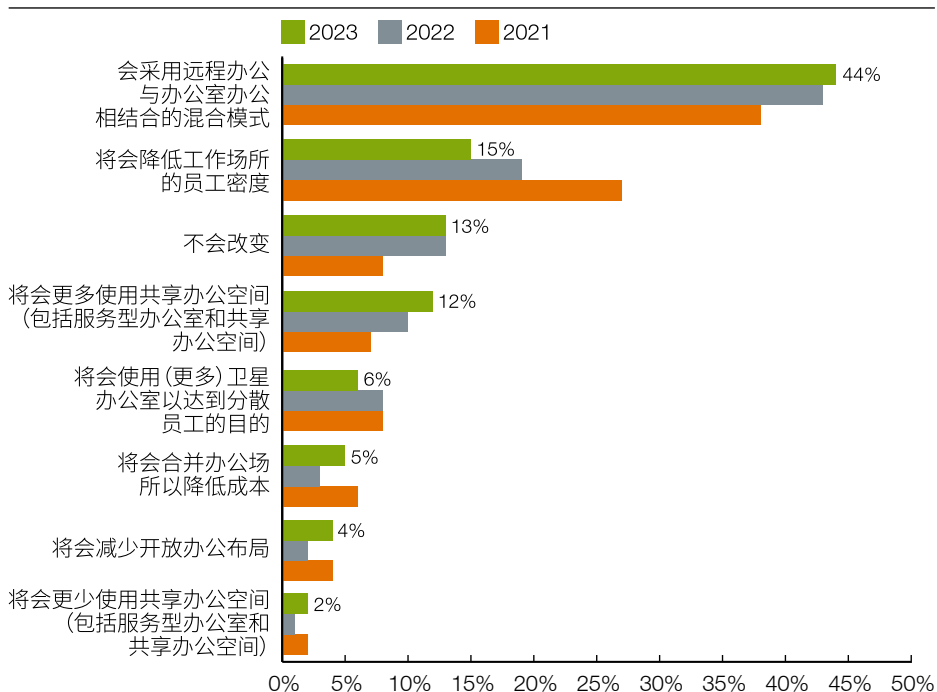
此外，很多公司现在优先考虑办公时间和空间，更强调社交和业务的联系，而

不是“聚焦”工作。因此，办公桌空间在急剧萎缩。同样，由于员工现在更多的是远程互动，办公室现在提供的设施更适合于举行在线会议。除此之外，后疫情时代办公室的设计将如何演进，还需要广泛的试验，并且仍然是一个开放的问题；但它将需要一种新的空间几何，不仅要优化混合办公，还要优化通勤到中央商务区的员工工作类型。

- 一位开发商称之为“作为平台的投资组合”的兴起，在这种模式下，一个业主所拥有的位于不同地点的所有建筑物都可以供租户使用。随着时代的发展，我们可能会开始在购物中心看到办公空间，例如，当你把职场与我们的办公室和建成出租（住宅）空间结合起来，就有机会让人们在其中工作，然后他们还可以利用其中的技术设备，可能会说，“今天我在建成出租空间，明天在城市总部，下周在墨尔本。”这些都是互联的，是一个一体化的工作平台。与这个概念异曲同工的是共享空间的创建，包括传统的协同办公设施，但共享的概念也已经演变为包括其他类型的共享环境，如图书馆类型的重点空间或协作性的、技术性的空间，团队可以聚集在一起召开会议或研讨会。

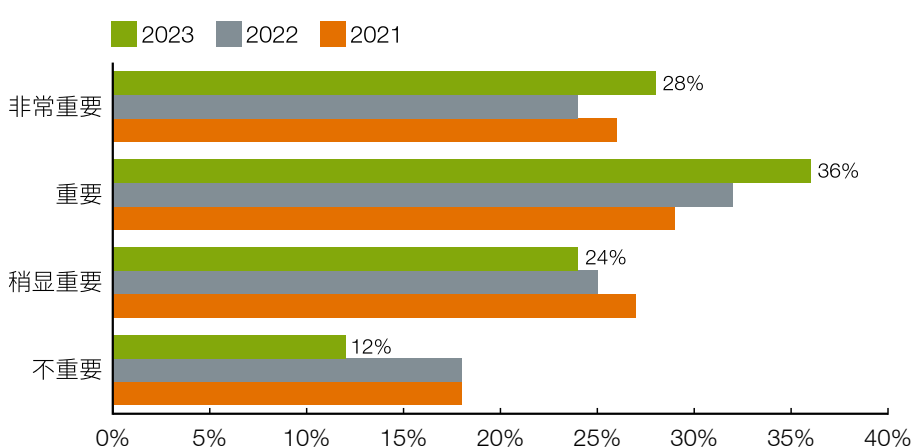
- 或许毫不意外，还可以更加强调身体和心理的健康。这不仅包括现在已经成为高端建筑标准的无接触式通道，还包括对开放和室外空间（如屋顶）的要求，以及激活这些空间以支持健康的活动——可能是瑜伽或心理健康服务。

图表 3-5 受新冠疫情影响，贵公司的工作空间模式将有何改变？



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表 3-6 对贵公司而言目前灵活办公空间之于安置员工的重要性如何？



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势》调查

- 随着千禧一代和 Z 世代在数量上超过婴儿潮一代，办公室使用者将被一群数字原住民所定义，他们会需要并精通技术语言。因此，建筑将需要体现技术，并在简化、顺畅的基础上提供技术。这方

面有一个例子，一位建筑业主将其称为“动态人员管理系统”，使用 AI 帮助员工有效计划他们的时间，以及同事的工作量和时间表，或“流动工作”的运营模式，创建（通常是人力）资源池，可按需灵

活地部署。截至目前，租户与建筑业主在执行这一主题方面进展缓慢，但从需求来看，中期内可能会变得越来越普遍。

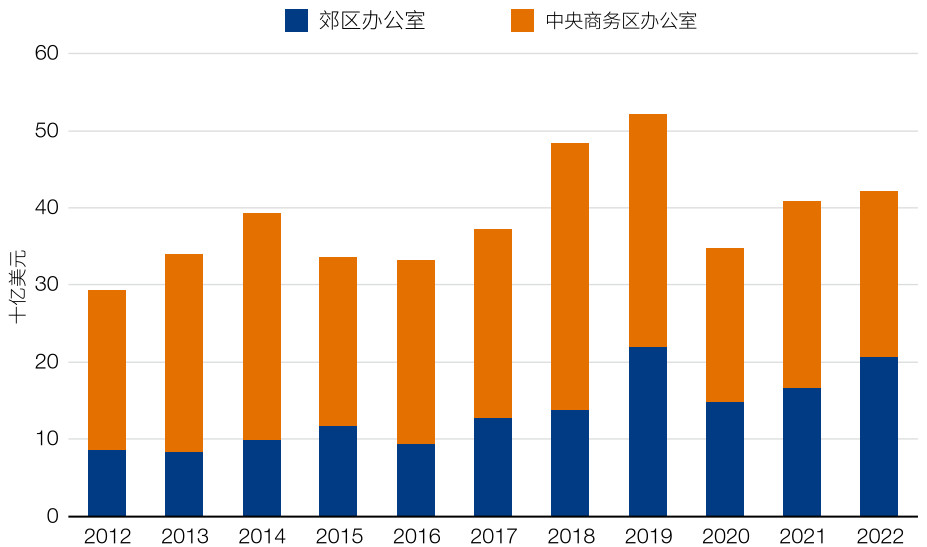
- 可持续性——特别是碳效率，将变成关键。其中包含多个因素，许多已被讨论过了。租户会提出相关要求，因为当前或将来的员工也会这样要求他们。投资人想要可持续建筑，因为他们在出售时可以获得绿色溢价（尽管无法量化）。业主要求他们的建筑成为可持续建筑，要么是因为不这么做的话潜在买家的数量会减少，要么是因为不断变化的监管要求会迫使他们升级。用一位日本投资人的话说，“他们要达到 ESG 要求，这样才可以进行交易；否则，很多机构就不会购买——这些资产在许多时间点就无法交易。”

### 去中心化步伐加快

租客搬离老旧二流楼宇不仅仅刺激了对于中央商务区内更现代化办公室的需求，而且产生了更广泛的影响。其中一个影响是去中心化的工作习惯正在促进对位于市中心外面、城市边缘或郊区建筑的需求。通过外迁，公司不但争取把办公室搬到离广大员工住处更近的地方，而且争取以更少的租金租用市区外的优质办公室。以郊区为导向的趋势获得了数据的确认，MSCI 指数显示市区外办公室在 2022 年上半年吸引了将近一半的区域性办公室投资（见图 3-7）。

然而，各城市中央商务区去中心化的过程和程度有所不同。在澳大利亚，如之前提到的，这一想法迟迟没有得到重视。据一位在悉尼的基金经理说：“在疫情期间，有

图表 3-7 根据子类型划分的办公室投资额



来源: MSCI Real Capital Analytics.

一种理论是去中心化将成为澳洲一个普遍皆知的想法，企业会考虑建立城市或郊区的卫星城，但我们实际看到的正好相反——在单一地点整合高质量的办公空间。因此，相当多的租赁现象正出现在更突出的核心资产。”

在香港，东九龙和鰂鱼涌已经涌现了二级中央商务区，吸引了行政职能部门和越来越多的专业服务公司逃离这座城市租金奇高的区域。在上海，多个地方的大型周边集群也已开业，主要集中在火车站、北外滩和前滩一带。上海的一位投资人表示，与中国经常发生的情况一样，经济增长如此之快，以至于出现了供应过剩的问题，尽管这些问题应该在两到三年的时间内得到消化。

在日本，二级办公地点也在蓬勃发展。一位驻东京的基金经理认为这是首选的投资

策略，他表示：“理想情况下，我会将目光放在非中心地段的大型乙级写字楼，那里交通便利，空间大到足够容纳企业战略集团并进行能源改造。品川区就是一个很好的例子，附近有许多住宅，交通也便利。”

### 变更老旧资产用途

二流建筑使用者减少带来的第二个问题是，它产生了大量未充分利用和多余的存量（可能占整个市场的 10%），它们现在需要重新开发或重新利用。

然而，尽管这为重新规划如此大规模的市中心空间创造了一个明显而独特的机会，但重新利用旧存量（多数是在地区经济不发达时期预算紧张的情况下建造的）的可用选项可能是有限的。原则上，考虑到原始结构所包含的隐含碳（即与关键建筑材料的制造和运输有关的温室气体排放和建筑的温室气体影响），增值的方法是理想的。然

而，尽管近年来对许多投资基金来说，升级旧办公室是一个有利可图的选择，但鉴于远程办公的兴起，现在对新办公空间的需求值得怀疑。除此之外，在利率长期居高不下不下的环境下，转换资产可能很难融资。

建议的一个备选办法是将这些存量重新利用作为可以根据市场需要灵活使用的“通用空间”。这种方法在经济上可能行得通，因为许多老旧的建筑都属于财力雄厚的当地开发商（或个人业主），因此不受银行贷款约束。与香港开发商共事的一名驻香港顾问表示：“在预测和决定市场需要什么和应该为市场提供什么方面似乎发生了转变。因此，建筑围护结构的内部将被拆除使之大体合适，并安装逃生（设施）和公用设备。但围护结构内会变成什么将由市场决定。它可能是零售和办公空间的混合体，可能是混合住宅，也可能同一栋建筑内有不同用途。总之，这是一种更自然的占用方式。”

原则上，让更多的人居住在中央商务区肯定有利于营造更强的社区感和活力。新加坡的一名顾问表示：“我们把它们描述为中心活动区，其概念是：这里不仅仅是工作场所，你应该尝试建立一些混合的东西。我所在的来福士城，即使就在海边，在周末都死气沉沉。新加坡的市区重建局非常清楚这一点，正在想办法把更多的住宅注入中央商务区，试图让这里全天候充满活力。因此，工人会减少，但其中一些土地可能会开发为住宅或更多的酒店，这最终也会对零售业产生积极影响。”

但在实践中，考虑到亚洲城市中常见的老旧小楼板建筑，由此导致的效率低下通常

不适合企业战略集团升级，而这类升级在私募股权交易中迅速成为常态，重新利用可能很难执行。这意味着，未来业主打算出售资产时，变更用途资产可能会陷入困境。

一位驻东京的投资人表示：“对于一些小型建筑来说，一个大问题是没有人愿意住进去，因为在经济上不可行，所以（企业战略集团升级）最终无法进行。他们不能住在里面，所以你必须不得把它们拆掉重建——但如果它们的占地面积真的很小，你该怎么办？”

解决这个问题一个办法是，将重新开发变成一种聚集性的玩法，那就是将相邻的地块连接起来，以实现更大的占地面积。不过，这种解决方案也存在其他问题。即使是表现不佳的建筑，银行通常也不愿收回贷款（尽管一旦不良资产司空见惯，这种情况可能会改变）。因此，在同步的基础上聚合地块在缺乏某种强制监管干预的情况下，不太可能普及。

不过，随着各国政府在推动环保议程方面越来越积极主动，这种选择仍有可能实现。例如，一名投资人评论：“日本政府似乎在推进这一计划方面相当积极。因此，很容易迫使这些小型建筑尽快采取行动——银行只会收回融资，然后说，‘政府不会让我们继续下去，所以你必须做点什么’。”

#### 物流地产

亚太地区对物流设施看似永无止境的需求，主要受到电子商务和科技行业以及从传统零售资产转移出来的机构投资的推动。尽

管消费和工业产出停滞不前，但事实证明，这一需求仍然很强劲。

亚太地区物流板块的动态与西方不同，因为现代设施的结构供应不足非常普遍。正如一位投资人所观察到的：“对现代物流的很多需求不一定是净新吸纳，有一些是需求升级。一家公司以前的工厂是开放式的，有一个铁皮屋顶，现在正在考虑引入自动化设施，或者至少是冷库，这样冰淇淋在到达商店之前就不会融化。”

因此，尽管净新吸纳可能会放缓，但需求往往强劲，因为它提供了一种性价比较高的增效方法。“就日本而言，这种情况已经持续了20年。”这位投资人继续说道，“因此，我认为从物流实现的角度来看，中国、韩国或其他在发展曲线上远远落后的市场无法跟上同样趋势，这种想法对我来说是站不住脚的。”

就单个市场而言，韩国（50%）和中国（43%）的电子商务普及率在世界上是最高的，这创造了巨大的持续的履行能力，这引发了巨大且持续的物流实现能力，令其传统的出口导向型经济所需相形见绌。

澳大利亚同样存在严重的供需不匹配，原因是电子商务渗透率在过去处于低位，但现在却在迅速赶上全球标准。根据世邦魏理仕的数据，澳大利亚的仓库空置率是世界上最低的，2022年第三季度为0.8%。由于在建的新空间相对较少（仅相当于现有存量的2%），租金增长也相应很高，截至2022年6月的一年里增长了13%，而且还在酝酿更高的租金涨幅。这就解释了为什么澳大利亚物流资产在过去几年一直是全

球机构投资者最看重的目标之一。

区域物流行业格局的进一步转变是由中国以外的产业多元化的总体趋势造成的。由于中国新冠疫情动态清零政策加剧了一些经济问题，外来投资正越来越多地流向其他市场，2022年10月中国美国商会进行了一项调查，三分之一的受访者表示，在过去一年里，计划在中国进行的投资已经流向了其他地方。

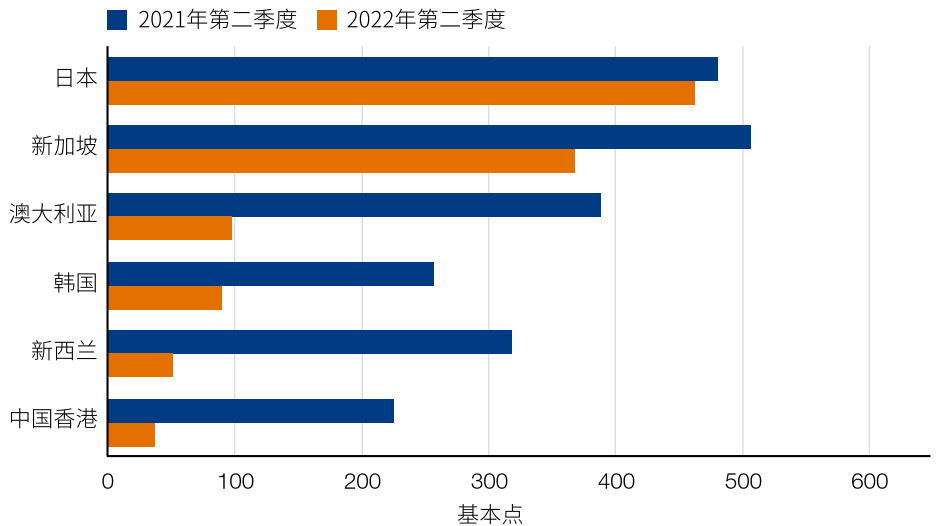
中国新增工业产能赤字变成了其他市场的过剩产能，加剧了原本就在缓慢流失的产能，这些产能来自奉行“中国+1”多元化政策的企业。虽然流出的产能只占中国内地工厂产能的一小部分，但对于柬埔寨、泰国、印度尼西亚，尤其是越南等东南亚国家接收方来说，这仍是相当可观的流入。

### 资产收益被挤压之痛

然而，尽管亚太地区整体结构性短缺没有结束的迹象，但2022年区域物流资产交易大幅下降。根据MSCI数据，在2021年创纪录的交易量之后，第三季度的交易量同比下降了25%。虽然2021年的基数公认很高，但2022年的数字是由中国的一笔大交易支撑起来的，如果没有这笔交易，总额将是五年来的最低水平。

其原因是，物流主题的炙手可热已经将资本化率推高到一些人难以理解的水平（例如，澳大利亚在3.5%以下）。一位日本投资者表示：“如果你比较写字楼、零售和物流，它们的交易几乎处于相同的（资本化率）水平。如果你看到这笔交易的土地价值和其他房地产参数，可能会认为这不太合理。”

图表 3-8 工业债券收益率与10年期政府债券收益率之差



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

随着利息和债券利率的上升，几个主要市场的物流地产收益率已被压缩至100个基点以下（见图表3-8），尽管日本和中国的利率走势一直持平或为负值，仍接近历史正常水平。

尽管存在这些问题，但根据世邦魏理仕的数据，许多人认为，该行业的基本面仍然证明目前被压缩的回报率是合理的，因为仓库库存存量短缺将持续数年，该亚太地区预计的新供应（即每年2,000万平方米）低于物流行业的新需求（即2,300万平方米）。租金上涨是一个长期的趋势，这将提高物流业地产的盈利能力，并在不影响资产估值的情况下有效地推高其回报资本化率。

虽然这种说法是合理的，但考虑到信誉良好的租客通常会获得高达标价15%至20%的长期租金回扣，这种说法可能并不像看起来那么有吸引力。根据一位新加坡投资人这样说：“你必须给他们一些甜头，这样他们才会续租。所以人们说租金涨了，但你看你能拿到多少，并确切地了解他们

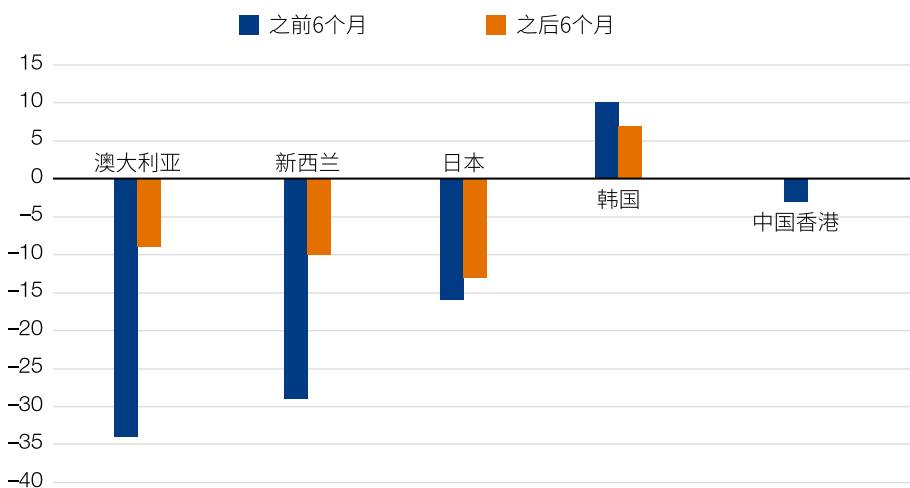
净得多少？”他说，“他们拿到的远没有说的那么多，不过是为了留住最优质的租客。”

此外，尽管长期趋势是上升的，但物流需求市场的周期性可能会大幅波动，从而导致现金流中断。新冠疫情期间，许多电商经营者选择了囤积库存商品（部分出于对供应链中断的担忧），随后将其出售。

但随着疫情影响消退，线上零售的需求增长也随之放缓。“这是一个周期，”这位新加坡投资人表示，“所以当它回落时，你会发现有很多（空着的）空间，因为人们将不需要所有的库存。你必须敏锐地了解客户（第三方物流和电子商务运营商）的需求，以及对仓储空间需求的影响。因为他们获得多少钱具有很强的周期性，这是一个能否安度难关的问题。”

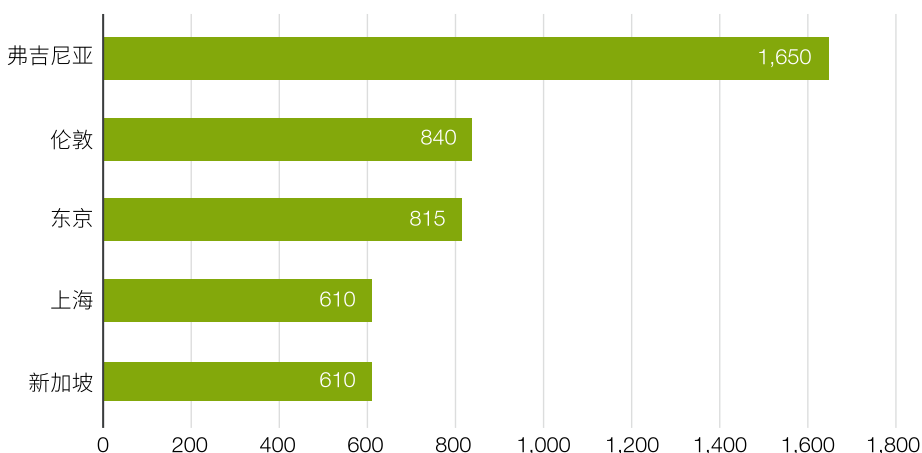
无论如何，整个亚洲地区的资本化率紧缩现在似乎已经结束，并显示出向外扩张的迹象，尤其是在那些进一步推动新产能需

图表 3-9 2022年第三季度选定市场工业板块收益率变化



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

图表 3-10 2021年数据中心市场规模(兆瓦)



资料来源：戴德梁行

求的市场(见图表 3-9)。在韩国,建筑成本上升、供应链不断增加以及机构购买力下降共同挫伤了市场人气。在截至 2022 年 9 月的一年中,收益率上涨了近 20 个基点。有趣的是,澳大利亚 10 月份的交易也显示出资本化率扩张的迹象。

## 数据中心

亚太市场对新网络容量的需求似乎是无底洞,目前大量资本正被投向该领域。与西

方相比,虽然该地区基础设施安装基础较一般,但数据消费在持续增长,而且电子商务零售和高速 5G 连接的渗透率普遍更高——往往远高于世界上任何地方。除此之外,亚太地区各国政府越来越多地要求将与国内经济有关的数据强制存储和控制在本国主权边界内,这进一步推动了对新产能的需求。根据仲量联行的数据(不包括开发项目),2021 年稳定的数据中心交易约为 52 亿美元,比 2019 年的水平增长约 61%。

其中,中国境内资产交易规模超过 37 亿美元,是 2020 年的两倍多,是 2017 年的 5 倍多。

尽管有这些长期利好因素,但对数据中心容量的新需求规模正在引发各种问题,甚至现有基础设施也难以跟上不断增长的网络流量。因此,随着资产交易减少,开发项目面临延期,2022 年的交易规模已经缩小。

## 问题增多

经济活动放缓的一个原因就是大多数新的数据中心容量是在未开发场地上创建的,这些场地(由于潜在原因)需要位于市中心附近。如今,这样的场地越来越少。此外,数据中心开发是一项资本密集型活动,在当前环境下,银行不太倾向于为其提供资金,尽管这是一个粘性强、相对不受衰退影响的板块。

不仅如此,从建设到核心项目的经济效益普遍变得脆弱。这在一定程度上是由于融资成本上升,但也反映了建设过程本身的问题。一位驻日本的分析师表示:“通常情况下,承包商会给你一个固定的价格,但今天他们不那么渴望这样做了,可能只会为他们的长期客户这样做——有很多项目正在经历相同的阶段,寻找相同的承包商。因此,房价上涨——在韩国,建筑费用上涨了 30% 到 40%;在日本,这个数字是 40% 到 50%。”

另一个更重要的问题是,数据中心消耗如此多的能源,以至于从当地公用事业公司获得可靠的供应来源可能是一个问题。根据绿色和平组织 2022 年 4 月发布的一份报告,到 2035 年,中国光伏行业预计将消耗



7,820 亿千瓦时的电力,占全国用电量的 5% 至 7%。相比之下,2020 年这一数字为 2.7%。

至少从 2021 年起,中国部分地区就开始普遍出现电力短缺,确保可靠的供应——或者有时供应——变得越来越困难。数据中心现在必须申请能源配额,理论上会保证它们有足够的能源,但即使有配额,有投资人反映,2022 年夏天,当该国受到另一轮能源短缺的影响时,新完成项目的电力接口被推迟进行。

即使在更发达的市场,电力输送也很复杂。一位投资人表示:“尤其是像首尔和东京 CBD 这样的大都市,这似乎是一个挑战——不一定是供应短缺,而是长期大量供应的能力。”

## 减少碳排放

另一个固有的问题是,数据中心作为能源密集型的运营设施,政府已经把注意力集中在它们产生的高碳排放上。在监管机构的压力下(如同房客和投资人的关系)。运营商们忙于减少运营程序,目前的运营程序仍远远落后于美国和欧洲的标准。在这样做的同时,他们不得不重新考虑未来的投资是否符合新标准。通常情况下他们不会减少程序,这样做的风险太高了,会导致许多在一两年前就能通过审查的项目无法达到更高的标准。

事实上,能源效率如今已成为数据中心可行性的最突出问题。电力使用效率(PUE)是一种适用的效率标准,用于测量设备使用的总电量与计算环境使用电量之间的关系。全球大型数据中心的年平均 PUE 约为

1.57,但亚太地区的监管限制正在压低这一数字。

特别是中国引入了严格的标准。尽管地方和中央政府在历史上试图促进数据中心建设,有关部门目前正在收紧对现有和新项目的监管。中国的一位数据中心投资人表示,上海的新项目 PUE 必须达到 1.3,而北方已被设定为 1.2,而中国南方(那里的气候更热)是 1.35。如果 PUE 超过 1.7,现有设施将被关闭,所有数据中心将接受实时监控和快速检查。“所以基本上,要求很高,”他说,“这仍然是可行的,但需要在设计阶段有最好的团队来帮助设计,MEP(机械、电气及管道)也必须很节能。”

现在起作用的另一个环境因素是水利用效率(WUE),第三个是可再生能源的使用。一家大型数据中心的高管表示,越来越多的数据中心正寻求通过使用可充电电池和安装屋顶太阳能电池板来降低能耗。其他公司则转向创新解决方案,日本一家数据中心利用设施外堆积的雪来冷却管道内的防冻剂。

与此同时,在新加坡,数据中心的用电量占整个城市用电量的 7%。由于对电力消耗和可持续性问题的担忧,政府在 2019 年暂停了新建项目。虽然这项禁令在 2022 年被取消,但新项目的投标现在要接受严格的评估要求。

其中包括一些条款,似乎有利于拥有全球业务的互联网零售运营商,而不是规模超大和规模较小的运营商。此外,规范侧重于 PUE(设置为最高 1.3)、可能对未来设计

产生重大影响的能源使用创新以及整个地区设施的运作。目前的建议包括使用新加坡液化天然气气化终端的“冷能源”,以及建造一个使用海水冷却的浮动数据中心。

## 零售地产

人们对实体零售的普遍看法仍然是,在大多数市场和子类中普遍是负面的——这是多年来的一个明显结果。甚至在新冠疫情将更多可自由支配的客户转移到网上商店之前,电子商务平台的同类产品就已经出现了。因此,资产价格仍处于或接近底部,而交易量也有所走软。根据 MSCI 的数据,零售业在 2022 年第三季度经历了所有资产类别交易的最大收缩,已完成和正在进行的交易数量与 2021 年同期相比下降了一半以上。澳大利亚是唯一成交量稳定的市场。

与此同时,过去几年零售资产的抛售程度对抄底者具有吸引力,他们现在认为零售资产超卖,特别是根据一位行业顾问的说法,许多市场的店内购买已经反弹到“与新冠疫情前的水平不远”的程度。不仅如此,从本质上讲,还包括该行业的重估。总的来说,与其他资产类别相比,封顶利率的下降空间可能更小,其他资产类别的收益率目前已降至接近甚至低于资本成本的水平。

一位基金经理表示:“我们仍然认为,零售是一种必要的资产类别,而且已被超卖,因此存在机会。许多投资人或市场参与者认为零售是一个晦气的词——对我们来说,我认为你必须了解具体情况。”

这些投资人也不一定希望重新变动资产,他们认为,适当定位的资产具有稳定的质量,

在价格降低和具有一定回报率情况下，或多或少可以盈利。

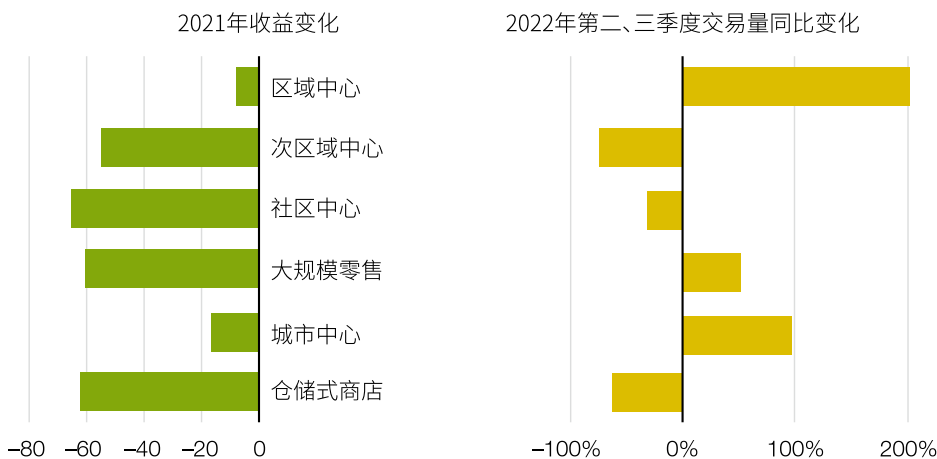
这种逆向投资思维可能是近期投资人对澳大利亚自由支配式零售资产兴趣上升的原因。去年，随着邻近社区、次级区域、大规模和仓储式零售资产回报率的大幅萎缩，自由支配式资产日渐式微，非自由支配式次级资产已成为焦点。这是有道理的，因为人们总是需要有地方购买杂货和其他生活必需品。但同样自由支配式资产变得超卖，非自由支配式的子类型现在似乎定价完美。因此，随着购物者开始回到他们的老地方，对市中心购物中心和其他自由支配式场所的兴趣已经恢复，2022年的交易量大幅高于2021年的水平（见图表3-11）。

不过，目前认为零售业触底是一种不稳定的策略，因为如果经济增长转向负值或急剧减速，非必需品零售业将是最先受到冲击的行业之一。**中国就是一个例子。**正如上海的一位基金经理在评论2022年初城市封控结束后的当地零售环境时所言：“反弹肯定已经到来，从客流量和销售角度来看，我们基本上恢复了。但这很难维持，例如，与我们在2019年的预期相比，增长速度已经下降。这意味着，在未来的6至12个月里，我们将看到回报仍然不错，但需要付出更大的工作和努力。除此之外，这就变成了一个宏观问题，即就业、工资增长和消费方面的经济状况如何。”

### 重启齿轮

最后，随着电子商务继续吞噬消费者的支出，许多自由支配式设施将不得不重新改造。问题是：“传统”零售业应该如何发展？

图表 3-11 澳大利亚零售子板块：收益率和交易量变化



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

特别是对亚洲这个问题变得更加复杂，因为购物中心是作为非常具有地域性的社会和城市文脉的产物发展起来的。也就是说在美国或澳大利亚可能是可行的，但不一定直接适用于新加坡。

追求主题体验，这是大多数商场的默认策略，毫无疑问将继续下去，但业主们仍在努力弄清楚如何在一个残酷的运营环境中实现这一目标。毕竟，只有那么多经验是可以消化的。雅加达的一名开发商表示：“以前，每个人都可以复制其他人，而且每个人都分得了一杯羹——现在，这是赢家和输家的区别。（现有购物中心）面临的挑战是：如何重新利用这些基本已死的空间？这个占地2万平方米的百货商店将何去何从？锚定租户怎么办？对于新的购物中心来说，你只能把食物推到这里。如果你有一家200至300平方米的星巴克，但一家（百货公司）面积达2万平方米。你真的能用200家星巴克取代一家购物中心吗？”

在许多情况下，要取得平衡是不可能的。

因此，根据一位散户投资人的说法，“你必须对你合作的运营商、资产以及它的位置有所选择——因为好的真的有用，坏的真的没用。”

传统零售业与数字商务达成协议的另一方式是将自己定位在线下销售、线上销售和物流配送之间的交叉点。全渠道策略已经酝酿了很长时间，但是现在达到了临界点。在这种模式下，零售连锁店可能有一个线上存在，少量大型商店，以及大量分布广泛的小型商店，这些商店也充当传递中心，将从大型商店发送给它们的库存商品交付给上门顾客。

正如一位驻新加坡的顾问所说：“它们的物流系统就是它们的商店系统，这越来越成为他们的工作方式。所以每个零售商针对这个连锁店必须考虑的问题：‘我如何建立一个线上系统和一个配送系统，这是我的实体零售连锁店的一部分？’这就是我们所说的‘未来是全方位的’的意思——很大一部分零售业将在未来以这种方式运营。”

## 分享零售蛋糕

这种模式的发展要求租户和房东重新审视一个棘手的问题，即如何区分线上交易的哪些部分可归因于数字空间，又有多少可归因于实体店。这种区别在今天比以往任何时候都更加重要，由于受疫情的影响，许多商店正在按营业额支付更大比例的租金，而不是按租金标准的约 95% 和按营业额的 5% 支付。“这是一个为难的模式，”顾问承认，“但是我认为这将逐渐成为一种运作方式，特别是对那些进入实体店的线上零售商来说，这是我们已经看到的一些成功的地方。”

另一种潜在的模式还没有实现，但也可能在将来被采用，那就是更少关注销售额，更多关注客流量，现在通过精确测算已能算出客流量。在此基础上，租金将根据进入商店的人数来收取。该顾问表示，这或许是可行的，“因为对这些商店来说，其价值常常体现在其品牌上，所以将租金与客流量相结合可能是获得其价格的另一种因素。”价格的更大因素是激励房东通过促进人流进入购物中心，从而创造与租户共生的关系。

也就是说，说服房东接受这种前瞻性的概念是一项艰巨的任务。尽管中国的房东更愿意采用更具冒险性的租赁模式，但新加坡等市场的做法非常保守，尤其是因为大多数商场都是由不动产投资信托基金 (REITs) 所有，其重点是在尽可能少的变化下实现日常现金流最大化，因此通常不愿采用高风险、高回报的模式。

## 住宅地产

在过去的 14 年里，伴随着持续性的城市化、

移民和住房供应短缺大趋势，整个亚太地区的住宅市场都是长期低利率的主要受益者。自 2010 年以来，资产价格强劲上扬，远超住宅租金的涨幅。

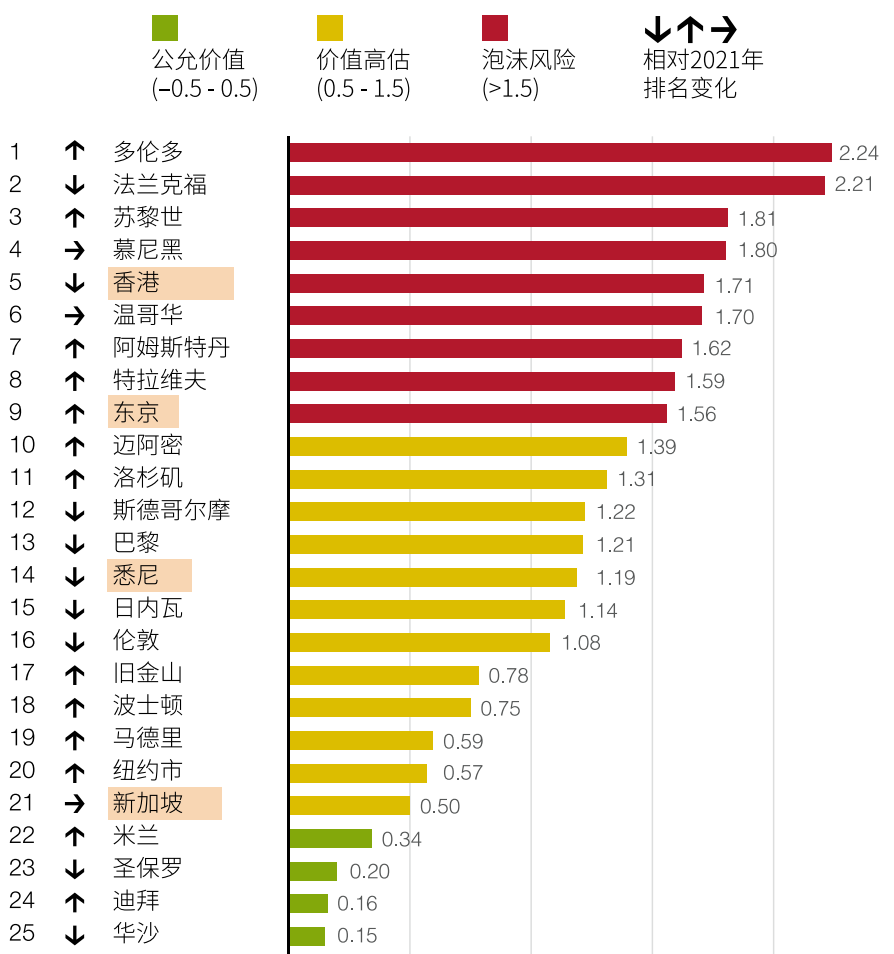
然而，如今，随着许多市场（除中国和日本外）利率迅速上升，抵押贷款问题正在浮出水面。大多数市场的交易已经停滞，住房价格开始向下调整。根据高盛投资公司 (Goldman Sachs) 数据，悉尼住房价格自 2022 年 1 月达到峰值以来，10 月份下跌了 9%，截至 2022 年 10 月香港住房价格下跌了 8%。根据中国官方数据，其住房价格也

在发生逆转，10 月同比下降了 1.5%。

迄今为止，只有日本和新加坡成功扭转了这一趋势。日本的利率仍处于低水平，新加坡的私人住宅价格在截至 10 月的一年里上涨了 7.8%。

房贷利率较高的后果之一是，现房购买价格超出了更多人的承受能力。此外，鉴于房价显然已经见顶，买家进入市场的动力就会减弱。影响区域住房市场的另一个因素是人口。千禧一代通常在移民和生活方式方面更灵活。对于更注重财务稳定性的上

图表 3-12 瑞银集团2022年全球不动产泡沫指数



资料来源: UBS.

一代亚洲劳动者来说，这是有违其理念的，对他们来说，拥有自有住房常常是结婚的先决条件。

因此，随着越来越多的人选择租房而不是买房，各种情况结合在一起启动了一个新的周期。尽管到目前为止，日本是亚太地区唯一一个拥有真正机构化的多户住宅市场的国家，这些积极变动与不断增加的集中开发该区域新的多户住宅项目的投资人不谋而合。

### 全球浪潮

在很大程度上，这一举措是由渴望已久、拥有可靠收入来源的全球机构投资者主导。它们通常已经在西方拥有大量多户住宅的投资组合，并正在向该区域扩张，以满足其全球配置目标。因此，它们的回报率通常要比那些区域性的 REITs 和投资基金更激进。

日本拥有一个成熟的多户住宅部门，已经存在至少几十年了，并继续是外资机构的主要关注点。根据 MSCI 数据，在 2022 年前三个季度，东京房地产的外国投资总额为 120 亿美元，其中多户住宅部门整体就占了超过 25%。

一般来说，市场上有两类参与者。首先是愿意为规模化和多样化支付溢价的大型全球性机构，它们希望购买 2 亿至 4 亿美元或更多、地段上佳的投资组合。然而，考虑到历史上的购入成本，合适的资产已经变得稀缺。随着需求持续超过供给，出现了第二类溢价参与者或投机型参与者，如今他们将较小资产组合打包，或者通过与当

地开发商的预售交易把这些资产制造出来，然后卖给更大的公司。

根据当地一位基金经理所言，“这些中介类投资人现在正变得越来越积极，希望能够最终实现退出。作为纯粹的价值投资人，我一直在等待市场节奏放缓，看是否有好的机会，但到目前为止，市场仍在快速增长，并没有真正放缓。”

然而，日本不再是遵守规则的唯一市场。在过去的两年里，已有大量资金进入该区域其他地区的多户住宅项目，几乎全部为租赁房。其中特别包括上海、悉尼和墨尔本的项目。尽管在 2022 年的前 9 个月，这些投资额占东京多户住宅投资总额中的比例都没有超过 10%，但它们共同标志着在亚太其他地区建立新市场的重大决心（见第一章图表 1-6）。

尽管投资人通常以中高端住宅为目标，但也有一些投资人关注经济适用房。例如，澳大利亚的一家大型欧洲机构正在与一家价格公道的协会合作开发一个租赁项目，目标针对诸如护士、消防员和警务人员等工作者——这类人员往往难以在悉尼的好地段找到可以负担得起的房子。

就这一点而言，项目与基金 ESG 原则中的“社会”（或“S”部分）部分吻合了。此外，这些策略还迎合了澳大利亚国内支持地方政府分配其部分庞大的市中心财产的呼声，以解决经济适用房日益短缺的问题，这些房屋通常是供关键的公共部门人员使用的。

在中国，外国基金过去一直瞄准高端住房，但近年来，政府已将创建一个深度租赁市

场作为一项重要的政策目标。因此，根据仲量联行的数据，2022 年第二季度，租赁住房项目在新建房地产开发项目的占比为 15%，高于 2021 年同期的 7.6%。

由于现在中国的租赁住房开发项目可以获得打折地块，资金更有可能囤积在满足更底层住房需求的项目上——通常是当地白领和年轻专业人员的住房需求。尽管总体而言，中国的项目风险可能更高，但最近即将推出的经济适用租赁房 REITs 通过提供可行的退出策略降低了风险。

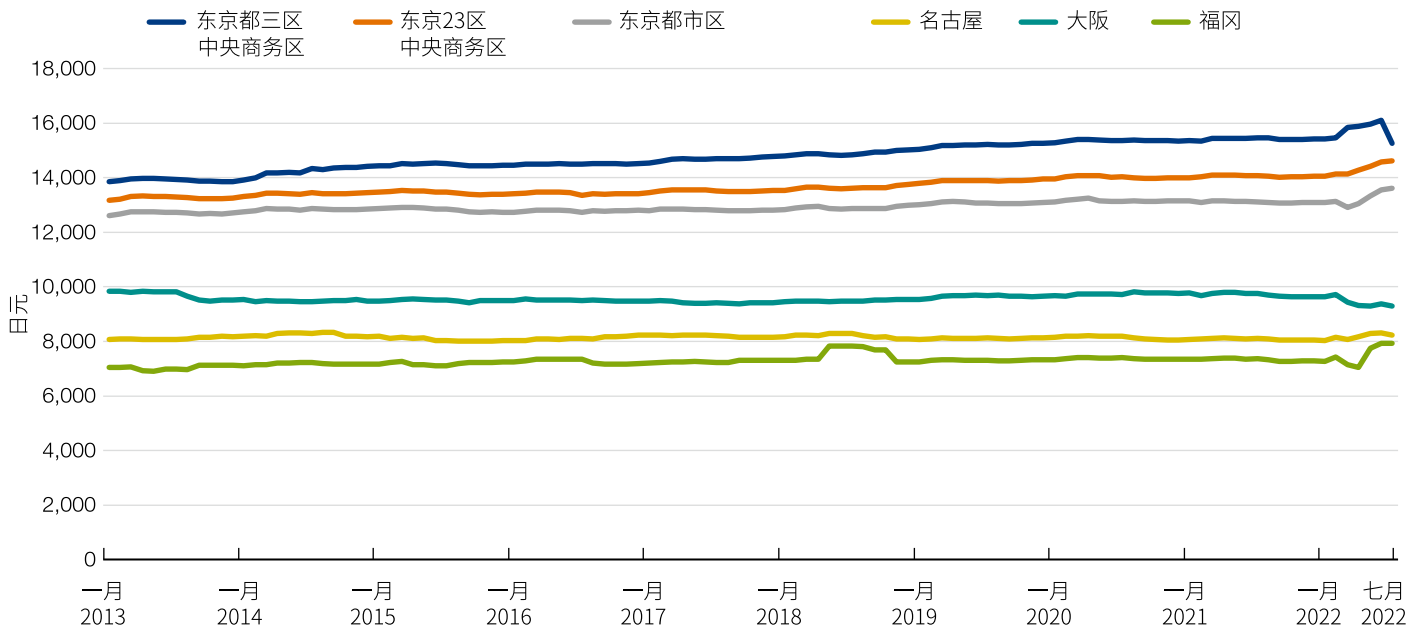
根据上海的一位基金经理所言：“传统上，收益率是以住宅公寓的成本为基础的（即公寓收益率是很低的），而鉴于一些政策变化，我们现在可以把收益率建立在可负担的、有意划块的、不会与住宅开发商竞争的的土地上，因为这些土地开发的项目不向个人销售。因此，与其他资产类别相比，经风险调整后的成本收益率非常有吸引力。”

此外，由于许多本地开发商目前缺乏资金，以比过去低得多的成本收购受压住宅开发项目或改造商业项目的机会是存在的，而且有可能增加。2022 年下半年，一家大型全球机构在上海至少完成了一笔类似的交易。

### 数字叠加会怎样？

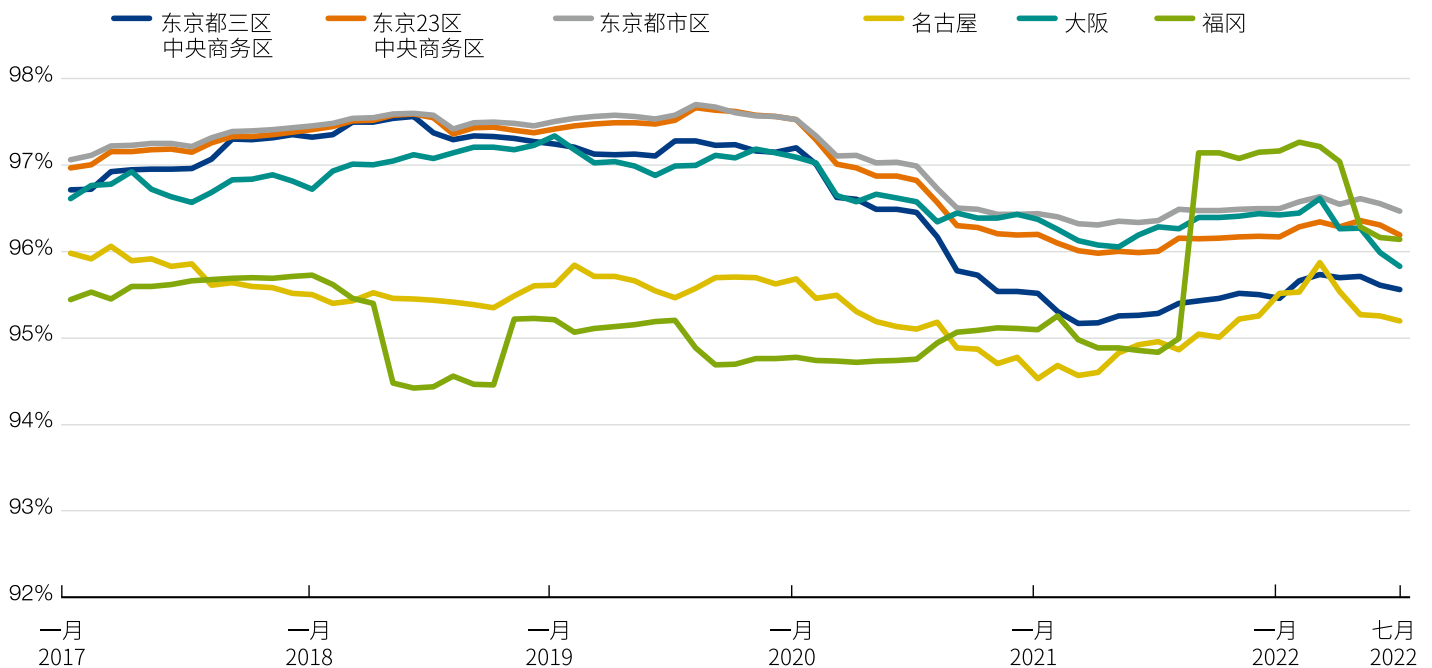
当然，在亚太区投资建造多户住宅似乎是合理的，它符合机构基金寻求的资产类型，规模化、期限、稳定的现金流、短租和分散而密集的租户群体，它还借助了整个亚洲地区正在出现的有利于房屋租赁的长期趋势。与此同时，其也并非没有弱点，受访

图表 3-13 2013至2022年日本多户住宅平均租金



资料来源: ARES, 截至2022年8月

图表 3-14 2017至2022年日本多户住宅租住率



资料来源: ARES, 截至2022年8月

者有时会质疑亚太区的投资是否会和在美国和一些欧洲国家一样成功。

最大的问题是收益率。亚太市场的多户住宅资产交易资本化率如此之低（日本为 3.00 - 3.25%），假设出现意外，需要承销，则投资人将陷入困境。

其中一个假设是关于利率及其对退出资本化率的潜在影响。尽管正如本报告其他部分所指出的，日本尤其注重保持低利率，但日本经济中存在的系统性问题无论如何构成了危险。这些问题已经导致日元大幅贬值，使得未对冲的投资价值（很多是这样）按美元计价缩水。尽管这使新流入的资本购买成本更低，但这是市场危险的一个明显警示。

另一个假设涉及租金增长，一些投资人已经承租了租金增长，因为他们为资产支付的价格很高。然而，从历史上看，日本的住宅租金一直很少增长，甚至没有增长，许多日本长线投资人认为这种情况改变的可能性很小，尤其是考虑到工资增长乏力，通胀压力不断上升，食品和其他必需品的价格也在不断被推高。

事实上，更有甚者，租金面临下行压力。据一位驻东京的基金经理讲：“住宅租金已明显趋缓并开始下降。举个例子，我们听说在一份两年期的住宅租约中，一些经理为了让租客签订 24 个月的租约，会放弃 5 个月的租赁佣金并给予 3 个月免租的优惠。所以很显然，尽管他们想让租金表面上上涨，但事实上租金正在下降。”

东京持续、积极的净移民假设也存有疑虑，因为年轻人口越来越倾向于在家工作的生活方式，他们正搬到非中央商务区里更大、更便宜的住所。

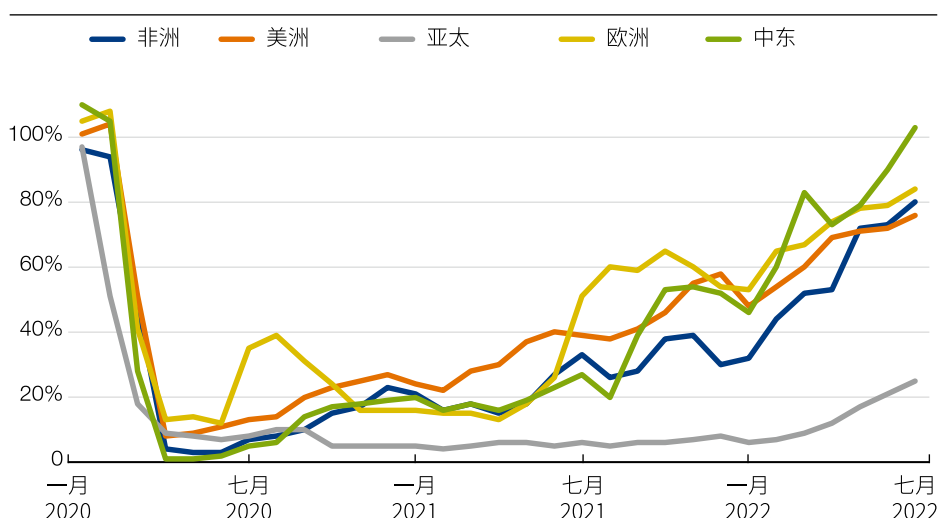
最后，还有退租的问题，这比假设更为常见，并将产生再租赁和修复成本问题。上述基金经理还说：“如果你有大量的退租，你的净现金流（NCF）就会急剧减少，假设租金处于稳定的情况下。让我们看看你的情况：杠杆率在 80% 到 85% 之间，并且你已为这笔交易支付了 3 个点的费用。然后，你的租金下降了 10%，出现更多退租情况。用不了多久，你的 NCF 数字就会出现赤字，你可能就有偿债的麻烦了。”

与此同时，在澳大利亚，移民潮的重启应该会促进房地产市场。考虑到对拥有自有住房的文化偏好，以及绝大多数租赁房开发针对的是高端市场，因此也产生了一些关于多户住宅租赁的长期需求的问题。

当地一位基金经理说：“如果我拥有一套公寓房，我就把它租出去，每周 500 美元，这些租赁房的提供者希望以每周 600 美元的价格出租，因为他们说人们将愿意支付一笔溢价款用于门卫、免费借用自行车等所有用途。但那些租房者会这样做吗？如果我 20 几岁，我可能会选择便宜的房租并自己解决余下的问题。”

另外，收益再次收窄。正如这位基金经理所指出的：“你不再因为是先行者而得到回报，因为这些资产还没交易，现在要把它们变现，你要有 4% 到 5% 的退出回报率才行。但这未经验证，所以这不像你先期获得的诱人总收益，也没有因冒险而得到回报，这种好事已不复存在。”

图表 3-15 国际游客抵达人数占2019年总数的百分比\*



资料来源：联合国世界旅游组织  
\* 与2019年同期相比百分比

## 酒店地产

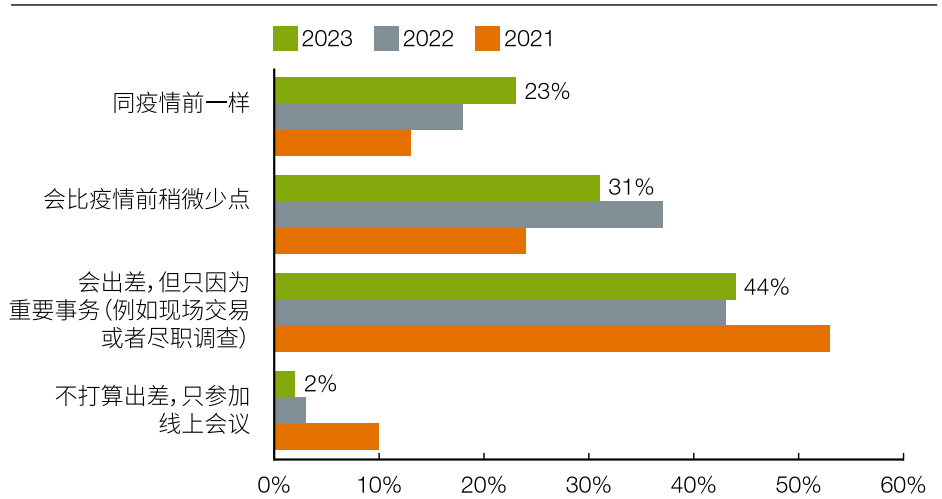
在所有资产类别中，酒店行业受新冠疫情旅行限制的打击最严重。尽管随着旅游和商务旅行的恢复，亚太地区许多市场在2022年大幅反弹，但考虑到仍有约1.26亿中国游客无法出国旅游，该地区的游客人数明显落后于世界其他地区（见图表3-15；注：图表数据仅截至2022年7月有效）。因此，根据酒店分析机构STR数据，2022年9月，美国和欧洲的入住率和房价超过了疫情前的水平，但亚洲的入住率和房价仍在下降（分别下降了18.2%和9.4%）。

新冠疫情对酒店业财务状况的灾难性影响吸引了机会型投资人，他们在该地区寻找机会，以低价（至少是折扣价）购买资产。仲量联行的数据显示，自2020年以来，针对亚太地区酒店的封闭式基金已筹集了52亿美元的资金，比新冠疫情前增长了72%。此外，对酒店交易增加的乐观情绪也反映在我们的报告中（见上，图表3-1和3-2）。

然而，预期中的不良资产抛售迟迟没有出现，部分原因是酒店业主出乎意料表现出来的忍耐力，其期待一旦限制被取消，旅游业重现繁荣；还有部分原因是银行（也是在政府的支持下）不愿收回借款和持有大量未被动用和未被担保的资产。

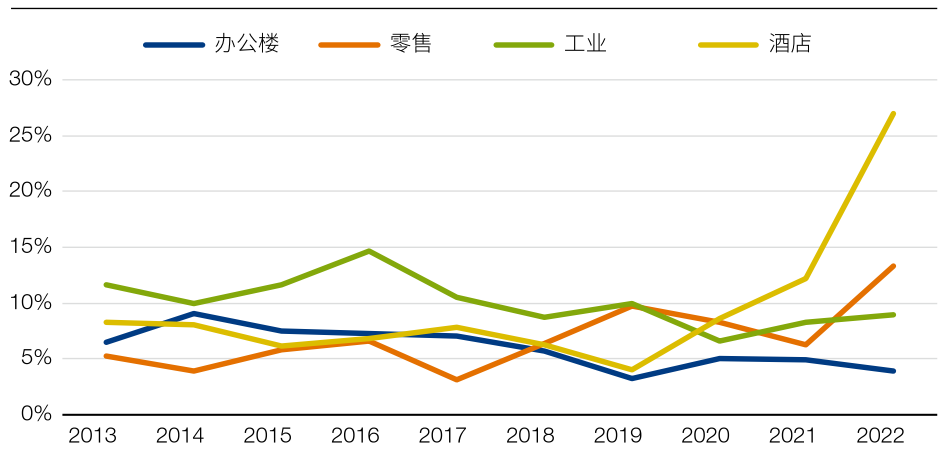
然而，2022年上半年，随着业主开始抛售，市场情绪终于发生了转变。根据MSCI数据，今年上半年酒店资产交易总额达到90亿美元，为历史第二高，澳大利亚、新加坡和韩国的投资都创下了历史新高。其中超过24亿美元用于重建项目，主要改建为住宅。

图表 3-16 一旦地区旅游限制解除，你的出差计划是什么？



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

图表 3-17 涉及亚太地区再开发的总投资份额



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

一位专业酒店投资人表示：“目前还没有多少真正的不良资产交易，因此他们可能正在考虑购买那些原本不会上市的资产。（有）优质资产，价格合理，但他们没有拿到抛售价，而且他们也不能购买票据。”

缺乏不良资产的一个原因是银行仍不愿采取行动。一位持有包括几家表现不佳酒店的投资组合的投资人称，在被告知经营和

现金流困难后，银行“什么都没说”。另一位泰国投资人评论道：“很多酒店都远远无法偿还利息和本金，银行非常有耐心。他们在把罐子踢到路上，但罐子现在差不多是一个油桶，所以我们不太确定会发生什么。”

如前所述，韩国是酒店交易的首选目的地之一，通常考虑改造成住宅。“在韩国，我

们正在考虑收购三星级酒店，”这位投资人继续说道，“如果一家三星级酒店的价格是每平方米 3,000 美元，如果我们能够将其改造为住宅，那么每平方米价值 6,000 美元。因此，我们开始特别关注韩国，因为住宅有如此高的溢价。”

此外，在过去两年里，那些寻找位于区域城市或郊区的较小的三星级和四星级酒店设施的投资人被日本吸引。不过迄今为止，他们的努力大多是徒劳的。然而，根据 MSCI 的数据，在 2022 年第三季度，日本酒店物业的交易额超过 10 亿美元。部分原因是日元贬值，对于酒店买家和入住的外国

游客来说意味着日本的价格更便宜，因此纷至沓来。另一个原因是在新冠疫情爆发之前，日本的入境游客数量激增，不过这股势头因疫情戛然而止。许多人预计这一数字将迅速反弹。如今，据高盛估计，外国游客的支出可能比疫情前增加三分之一以上，达到每年 6.6 万亿日元 (453 亿美元)。

出于这个原因，日本的投资策略不是变身开发，也不一定不良资产。当地一位投资人表示：“酒店会需要交易；问题是以什么价格交易。目前，买入价 / 卖出价仍有相当大的差距。很多人都在寻找受压资产或不良资产，而卖家（尤其是随着国家的开放

认为情况会恢复正常，他们的入住率将达到 80%。因此，卖方将不得不现实一点，买方将不得不支付更高的价格来购买这些资产，而不只是不良资产的价格水平。”

当然，挑战在于如何填补中国游客留下的空白。与此同时，投资人押注亚洲其他地区，无论是香港和台湾地区，新加坡还是东南亚，都将有大量需求。



# 部分受访者名单

<b>Actis</b> Brian Chinappi	<b>ESCA International</b> Jean de Castro	<b>Lendlease</b> Dale Connor Simon Dixon Andrew Gauci David Hutton Ng Hsueh Ling Penny Ransom
<b>ARCH Capital Management</b> Winson Chow Eric Manuel	<b>ESR-LOGOS REIT</b> Adrian Chui	<b>M3 Capital Partners</b> Danny Krefman
<b>Arthaland</b> Sheryll Verano	<b>Forum Partners</b> Andrew Faulk	<b>Mirvac</b> Paul Edwards Campbell Hanan
<b>AXA IM Real Assets</b> Laurent Jacquemin	<b>Frasers Property</b> Chia Khong Shoong	<b>Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation</b> Hiroyuki Seki
<b>BentallGreenOak</b> Dan Klebes	<b>Gallant Equity Ventures</b> Katrina Gaw	<b>Moelis</b> Ben Boyd
<b>Blackstone</b> Mark Harrison Nina James	<b>GPT Group</b> Callum Bramah Anastasia Clarke Mark Fookes Bob Johnston	<b>NEO</b> Charlie Rufino Raymond Rufino
<b>Brookfield Asset Management</b> Alok Aggarwal Stuart Mercier	<b>Highbury Partners</b> Ben Roberts	<b>Oeodo Onsen Reit Investment Corporation</b> Fuminori Imanishi
<b>CBRE</b> Henry Chin Christopher Johnston Takashi Tsuji	<b>Hulic</b> Yoshito Nishikawa	<b>PAG Investment Management</b> Naoya Nakata
<b>Cistri</b> Jack Backen	<b>Invesco Global Real Estate Asia Pacific</b> Ryuichi Nakata	<b>Professional Property Services</b> Nicholas Brooke
<b>City Developments</b> Frank Khoo	<b>Investa Property Group</b> Pete Menegazzo	<b>Radisson Hotels</b> Christine Angela Sevilla
<b>Colliers International</b> Paul Chua	<b>Japan Hotel REIT Advisors</b> Shigeo Nakazato	<b>RF Corval</b> Tim Nation
<b>CRE REIT Advisers</b> Tsuyoshi Ito	<b>Japan Post Bank</b> Hiroyuki Tanaka	<b>Santos Knight Frank</b> Rick Santos
<b>Cushman &amp; Wakefield</b> Claro Cordero	<b>JLL</b> Jacob Swan Andrew Quillfeldt	<b>Schroder Pamfleet</b> Andrew Haskins Andrew Moore
<b>D.M. Wenceslao &amp; Associates</b> Julius Guevara	<b>JPMorgan Asset Management</b> Tetsuya Karasawa	<b>Starr International Investment Advisors</b> Alison Cooke
<b>Daiwa House Industry</b> Tetsuo Suzuki	<b>KaiLong Group</b> Hei Ming Chan	<b>Strategic Asset Solutions</b> Ken Fridley
<b>Destination Capital</b> James Kaplan	<b>KENEDIX</b> Takahiro Uchida	<b>Xander Investment Management</b> Arpit Singh
<b>DevinQi Advisors</b> Dan Cerf	<b>KJR Management</b> Naoki Suzuki	
<b>DEXUS</b> Keir Barnes	<b>LaSalle Investment Management</b> Tom Miller Ryota Morioka	
<b>Diamond Realty Management Inc.</b> Ryuta Takeuchi	<b>Leechiu Property Consultants</b> Alvin Magat	



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人、公司及房地产管理基金制定房地产投资开发战略；进行收购及处置评估以及房地产鉴定和估价。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

### Thomas Veith

Global Real Estate Leader  
Germany

### Jeroen Elink Schuurman

Global Real Estate Tax Leader  
The Netherlands

### Stuart Porter

Asia Pacific Real Estate Tax Leader  
Tokyo, Japan

### Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance  
Leader  
Hong Kong SAR, China

### Jim Chen

Mainland China Real Estate Leader  
China

### Michael Ma

Mainland China Real Estate Tax Partner  
China

### Kanus Yue

Mainland China and Hong Kong Real  
Estate Risk Assurance Leader  
China

### David Kan

Hong Kong Real Estate Tax Leader  
Hong Kong SAR, China

### Raphael Chu

Hong Kong Real Estate Assurance  
Leader  
Hong Kong SAR, China

### Joe Sheeran

Australia Real Estate Leader  
Sydney, Australia

### Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader  
Jakarta, Indonesia

### Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader  
Kuala Lumpur, Malaysia

### Mitsuaki Kukita

Japan Real Estate Leader  
Tokyo, Japan

### Taejin Park

Korea Real Estate Leader  
Seoul, South Korea

### Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate and Hospitality  
Leader  
Singapore

### Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader  
Ho Chi Minh City, Vietnam

### Jason Liu

Taiwan Real Estate Leader  
Taipei, Taiwan

[www.pwc.com](http://www.pwc.com)



城市土地学会是一个会员制的全球性组织，由超过4.5万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：塑造已建成环境的未来，影响并改变全球社区。

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、投资人、建筑师、城市规划师、公共领域官员、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、欧洲和亚太地区均设有分支机构，会员遍及80个国家。

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已建成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，借此实现同行间的互相学习，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2021年，学会就在全球城市举办了2,148场活动。

通过利用其成员的工作，学会认可并分享城市设计和开发的最佳实践，造福全球社区。

如欲了解更多信息，敬请访问

### Ron Pressman

全球首席执行官  
城市土地学会  
[www.uli.org](http://www.uli.org)

### David Faulkner

亚太区总裁  
城市土地学会  
[www.asia.uli.org](http://www.asia.uli.org)

### ULI资本市场和房地产经济中心

Anita Kramer  
高级副总裁

城市土地学会  
美国华盛顿特区西北大街  
2001L号200室，邮编：20036-4948

1-202-624-7000

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

封面图片：新加坡 PARK ROYAL COLLECTION, Pickering  
图片由 UOL 提供

第 iii 页图片：北京 Lenovo Global Headquarters (Beijing) Campus  
图片由 Callison RTKL/Lenovo Group 提供

第 20 页图片：墨尔本 Olderfleet, 477 Collins Street  
图片由 Mirvac Group 提供

第 32 页图片：悉尼 Wesley Place  
图片由 Charter Hall 提供

## 房地产市场新兴趋势报告® 报告

预计 2023 年最佳的投资和开发选择是什么?我们对 233 位房地产业界最具影响力的领袖进行了个人访谈和调研后,编制了这份预测性文件,希望它能在您作出投资决定时起到前瞻性提醒作用——您的资金投向哪里,哪些市场、哪些板块的前景最好,以及哪些因素将会影响房地产市场的资本市场发展趋势等。由普华永道联手城市土地学会发行的《房地产市场新兴趋势报告》今年已是第十七期,业内专家给出的专业意见定会助您作出明智的投资决定。

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。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。作为城市土地学会会员,您能通过 Member Directory (members.uli.org) 与遍布全球的 ULI 会员建立联系;通过 Navigator (navigator.uli.org) 参加会员专属活动,登录 Knowledge Finder 访问最新研究及最佳实践内容,包括自 2003 年以来出版的所有《房地产市场新兴趋势® 报告》。请访问 [uli.org/join](http://uli.org/join) 了解更多会员权益。

## 亮点

- 了解后疫情时代投资人如何配置资产
- 告诉您什么值得期待以及最佳机会在哪里
- 详细说明资本市场的各种趋势,包括股权和债务资本的来源和流向
- 指出哪些资产板块提供机会,哪些则应避免投资
- 有关经济及对信贷问题的考量如何影响房地产行业的报告
- 讨论哪一个大都市区潜力最大或最小
- 描述社会和地缘政治趋势对房地产行业的影响
- 说明地理位置及板块偏好正在发生何种变化