

2024

亚太区

房地产市场 新兴趋势® 报告



2024年亚太区房地产市场新兴趋势[®]



房地产市场 新兴趋势®

2024年亚太区

目录

iv	报告摘要	31	第三章:资产类型展望
vi	读者须知	32	办公楼
1	第一章:重塑优势产品	33	变更中央商务区的用途
2	办公楼交易大幅下滑	34	何谓完美工作空间
3	资产重新定价步履蹒跚	35	物流地产
5	澳大利亚和韩国首先行动	38	数据中心
6	押品估值高折扣或是低折扣?	38	人工智能改变游戏规则
7	对外国基金而言,中国内地风险过高	40	电力问题
7	转向另类资产	40	零售地产
8	澳大利亚:关键主题	41	识别错位
11	运营挑战	42	住宅
11	投资人回避开发风险	45	老年住宅
12	中国:关键主题	45	学生宿舍
14	向品质靠拢	46	酒店
15	新兴市场吸引制造商	49	部分受访者名单
16	日本:关键主题	50	赞助机构
18	能源密集度得以提升		
21	第二章:房地产资本流动		
21	城市投资前景		
23	开发前景排名		
24	全球跨境投资萎缩		
25	全球资本退缩		
26	筹资减少,待投资金增加		
26	REITs提供私有化选择		
27	银行贷款放缓,条件收紧		
28	私人信贷增加		

编辑领导团队成员

《2024年亚太区房地产市场新兴趋势® 报告》编委会主席

Alan Beebe, 城市土地学会

Principal 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

Libby Riker, 高级编辑

Laura Glassman, 出版物专业人士有限公司/手稿编辑

May Chow, 亚太地区高级副总裁

Caneel Chua, 亚太区项目经理

Karen Cheng, 设计师



美联储在 2022 年年中启动的一系列快速加息标志着自 2008 年全球金融危机以来的低利率投资时代已经结束。从某种意义上说，资本成本回归到历史常态。但与此同时，在市场已习惯于大量廉价债务供应的背景下，利率上调意味着投资人测算交易的方式发生了巨大变化。这对于房地产市场的影响体现在多个方面：

利率上浮导致资产价值重估。 融资成本增加，投资人所需的收益率也理应提高，以使资产收益高于投资成本。这意味着，亚太地区市场普遍存在的超压缩资本化率也应随之下降，资产价值也会相应下调。然而，到目前为止，资产所有者对这种新常态尚未接受，主要是因为他们几乎没有感受到来自地区银行要求他们执行贷款契约或重新定价的压力。

许多投资人已转向观望。 在资产价值没有重估的情况下，现在能够带来增值回报的交易少之又少，投资人不得不暂时撤出，等待观望。全球大型投资人都采取了缩减投资的策略，在很大程度上已经在市场上销声匿迹了。日本却是一个例外，其利率仍保持在约 80 个基点的最低水平，从而得以维持所需的债务成本利差。对许多外国基金经理来说，目前日本是他们在亚太地区唯一愿意部署资金的地方。

传统资产类别黯然失色。 全球投资人撤出区域市场的原因之一，他们历来追求的交易类型 -- 大型、核心、办公楼和零售资产 -- 已不再受青睐。办公楼投资受到的影响尤为明显，由于业主不愿意让资本化率扩大到与潜在买家承担的价值相匹配，导致出现买卖僵局。此外，西方一些办公楼市场出现价值坍塌也使办公楼资产的价值

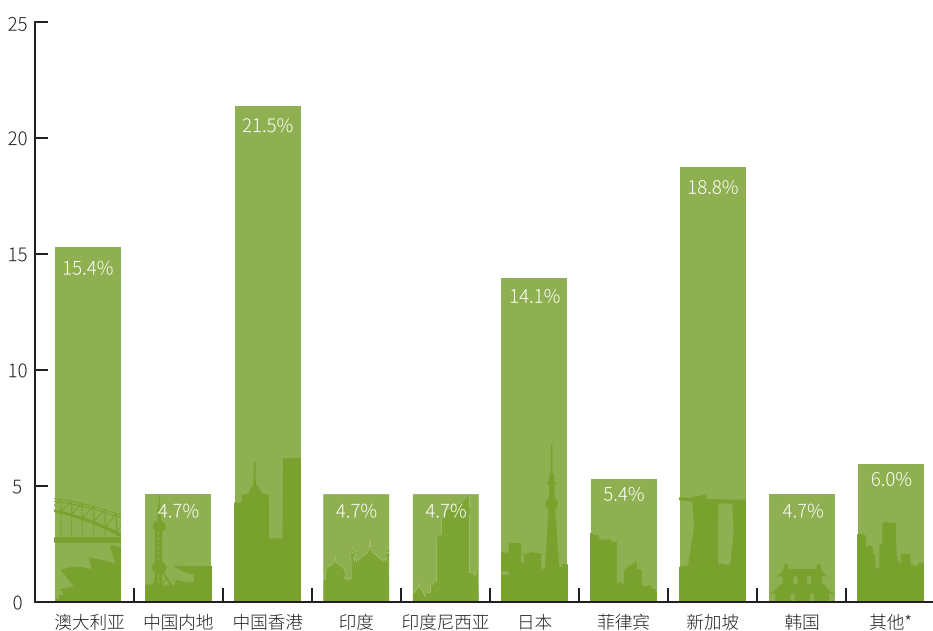
受到影响，其办公楼资产使用率停留在新冠疫情（下文中简称“疫情”）爆发前水平的 50% 左右，这引发了对长期需求可能下降的担忧。

投资人的目光转而投向另类资产。 各基金都在寻找的资产是能够提供与其修订后的测算阈值相匹配的收益率，因此另类资产类别已成为其关注的重点。另类资产具有一些传统资产类别所不具备的特点：长期增长潜力更大；有可能搭上技术、人口或社会趋势所产生需求的顺风车，而这些趋势与宏观经济波动无关；结构，如较短的加权平均租约到期时间（WALE）和可抵御通货膨胀；以及融入运营成分的趋势，从而产生超出纯房地产回报的利润。最受欢迎的另类资产包括“床位空间”类（多户住宅、学生宿舍、老年公寓和酒店）。此外，投资人正在转向物流、数据中心和生命科学资产。

转型风险凸显。 市场力量让我们明白一个现实——鉴于能源密集度问题得到了极大的重视，越来越多的投资人、租户和监管机构对不符合基准环境标准的建筑物予以差别对待，因此这样的建筑在市场上的估价可能会打些折扣。尽管如此，不同市场（澳大利亚、新加坡和日本目前处于领先地位）和不同类型的资产所有者对转型风险的认识存在很大差异。不难理解的是，虽然成熟的国际参与者拥有更多的信息和资料来支持他们的观点，但整个亚太地区的许多资产管理人，尤其是在非门户城市，对能源密集度和其他环境相关问题仍然相对缺乏了解。

再融资问题迫在眉睫。 当今高利率环境不仅对寻求新交易融资的投资人产生了影

参与调查人士分布 (按所在国家/地区)



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势®报告》调查

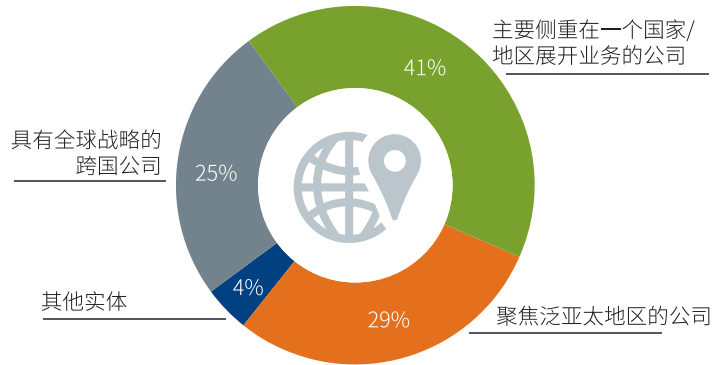
*包括柬埔寨、马来西亚、中国台湾、泰国、美国和越南。

响，对于近年来在债务成本较低时购进资产的业主而言也同样有所影响，他们现在必须在贷款再融资时向放款人证明其测算价值。在西方，银行不愿意接受这种测算假设的持续有效性，因此只在资产价值大幅降低的基础上提供再融资（如果有的话），从而迫使业主要么调整其资产的资本结构以符合新的贷款价值比，要么出售其房产。这就是西方市场的资产价值下降如此之快、降幅如此巨大的原因之一。在亚太地区，银行在处理融资过程中更多地采用关系驱动法，在估值问题上历来较为宽容。然而，在目前的环境下，银行未必会继续采用传统的做法，这就有可能出现“再融资墙”，致使无法或不愿调整资本结构的业主引爆抛售潮。

私人信贷下场以填补融资缺口。新近收紧的银行贷款制度带来的结果之一是，大量非银行机构，包括现金充裕的机构和越来越多的纯私募股权基金，开始提供房地产融资。这或许标志着一个根本性转变的开端——传统银行主导的房地产贷款转向非银行债务结构，这种转变与美国和欧洲更为成熟的私人信贷市场类似。目前，对非银行债务的需求往往集中在特定地区、资产类别或特定情况。尽管开发融资是人们感兴趣的一个领域，但由于银行拒绝对现有贷款进行再融资，迫使业主要么出售，要么从私人放贷者那里寻找更为昂贵的资金，因此填补“资金缺口”成为特别关注的焦点。根据世邦魏理仕的估计，为满足上述需求，近期预计需要高达 58 亿美元的再融资资金。

在亚洲内部，购买仍在继续，但全球资金流动正在萎缩。 A 在整体投资急剧下降的

您的业务活动主要在哪些地理区域展开？



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势®报告》调查

背景下，虽然区域跨境资金流动所占份额保持良好（即 2023 年第三季度同比持平），但全球资金交易量却出现暴跌（同比下降 64%）。亚洲内部资金流动（尤其是来自新加坡的资金流动）相对强劲的原因之一是亚太地区的经济韧性，另一个原因则是为寻求更高回报而从日本流出的资金增加。同时，全球基金受到多种不利因素的影响，如较高的回报门槛、对传统办公楼和零售资产缺乏兴趣，以及“分母效应”，要求它们重新平衡投资组合以改善固定收益资产的价值下跌。

今年的《房地产市场新兴趋势》显示，投资前景排名中，日本继续凭借低成本成为跨境投资人的最爱，东京和大阪分别位居第一和第三位。多户住宅项目尤其受到追捧。悉尼和墨尔本的表现也很突出，这反映了全球投资人一贯以来对澳大利亚核心资产的偏爱，尽管由于卖价与出价之间的差距过大而导致近期交易乏少。而在另一端，大多数外国基金目前尚未考虑中国的房地产。尽管中国市场有很多潜在的交易目标，但持续的地缘政治紧张局势和

国内经济结构性问题仍然让投资人保持谨慎。

与此同时，个别资产类别仍处于深刻变革期：

办公楼：如上所述，由于租户需求的潜在结构性下降，办公楼板块已风光不再。虽然亚太地区（除澳大利亚外）的办公楼使用率还没有下降到接近西方城市的水平，但基金经理们选择静观其变，而不是以貌似虚高的估值购买资产。

物流地产：从纸面上看，现代物流基础设施的结构性供不应求似乎使投资论调一如既往地看涨，大多数市场（尤其是澳大利亚）的租金增长证实了持续的需求。同时，一些投资人认为周期性高峰即将来临，资本化率仍然受到严格（也许是过度）的压缩，实际租金往往明显低于于表面租金，租金增长的故事也许不像空置率所暗示的那样可信。与此同时，新的 AI 应用程序浪潮带动了数据容量需求，数据中心增长惊人。

零售地产：长期受困的零售业似乎正在好转，大量投资人表示原则上愿意购买零售资产，尽管实际操作的投资人还很少。如果实现了预期的租金增长，那么投资量可能会迅速反弹，但目前的资本化率仍然高度压缩。

住宅：在亚太地区，多家庭住宅可能是最受欢迎的资产类别。这是多种因素共同作用的结果：一方面，高房价和潜在的经济衰退状况在说服消费者租房而不是买房，另一方面，该板块可提供可靠的收入流以及短期租赁结构，后者的特点是易于重新设置以应对通胀压力。但是，也有人质疑多户住宅的低回报是否是长期趋势。此外，出于同样的原因，

投资人撤资，转而对“床位”板块中的其他资产类型产生兴趣，尤其是学生公寓和老年公寓。

酒店：在经历多年的低迷（受疫情影响）后，地区旅行和旅游市场出现反弹，如今投资人正积极寻求酒店交易，尤其是日本的酒店资产，在2023年第三季度的所有交易中，几乎有一半发生在日本。尽管如此，买卖双方定价预期之间的巨大差距抑制了购买活动，致使私人投资人、家族办公室和高净值买家成为该市场的主要参与者。鉴于接待能力不足以及更多中国内地游客逐渐回归亚太地区市场，尤其是日本和韩国等

以往的热门目的地，预计从2024年开始，客房需求将继续强劲增长。

读者须知

《亚太区房地产市场新兴趋势[®]报告》是一份有关趋势和预测的出版物，今年发行第十八期，是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2024年亚太区房地产市场新兴趋势[®]报告》由城市土地学会出品，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。

《2024年亚太区房地产市场新兴趋势[®]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。城市土地学会和研究人员亲自访谈了54位受访者，收到149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	22%
房地产服务公司（例如顾问、财务、法律或地产咨询）	25%
基金 / 投资经理	31%
住宅建造商或住宅用地开发商	2%
机构股权投资人	2%
银行贷款人或证券化贷款人	2%
其他实体	15%

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。

注：在本文中，“中国”是指“中国内地”，“香港”是指“香港特别行政区”。

城市土地学会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。

第一章：重塑优势产品

“我们所看到的不景气趋势是价格发现的结果，而这是债务成本造成的——除了日本，目前亚洲再无第二个市场的投资是增值的。”

自全球金融危机爆发以来的13年间，我们经历了漫长的超低利率时代，整个亚太地区的房地产市场都被推向了一个单一支柱战略：利用廉价杠杆购入核心资产，搭乘压缩资本化率的顺风车，然后以普遍可观的回报退出，像众多机构买家一样，坐收该地区日益增长的投资资本盈余。多年来，这种简单直接的交易带来了丰厚的回报。然而，一旦赚到了快钱，价格就会在市场惯性的推动下继续上涨，投资人就会无休止地“追求收

益”，直到负担能力达到上限，价值和租金不能继续上涨。

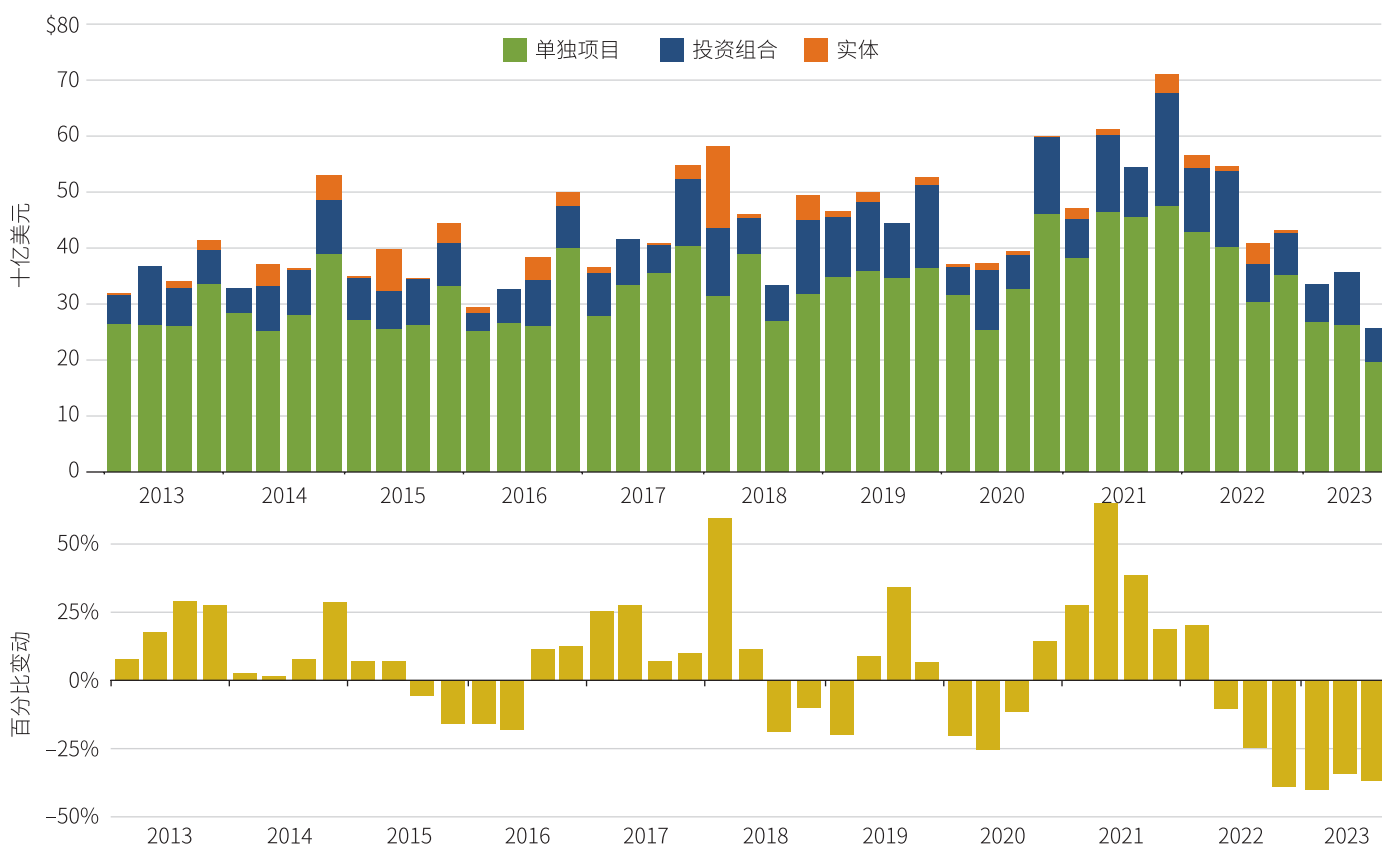
如今，这一循环已被打破。西方市场的利率以史无前例的速度上升，旧有的杠杆加压缩资本化率的公式已不再适用，迫使投资人寻找其他方法来获取利润，因为市场预期将围绕新的价值衡量标准进行重置。

这一变化带来了若干后果。首先，整个亚太地区的买家都在观望，等待某个事件发生

从而触发该重置，后者势必造成系统性压力，这是“更高以便更长”利率制度的结果。其次，该地区以关系为基础的银行业务根深蒂固，这意味着卖家几乎没有感受到来自放款人的压力而降低要价。因此，大多数市场都出现了买卖价差，其中澳大利亚和中国香港的价差最大，新加坡和韩国的最小。

最后，交易冻结尤其适用于传统上全球买家聚集的大宗交易领域。正如一位投资人所说：“除日本外，东北亚甚至澳大利亚的

图表 1-1 亚太区房地产交易规模(按资金来源分类, 2023年第三季度)



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交易。包括实体级交易。不包括开发地块。

市场交易量都在萎缩，因为投资的只有国内资本，而不是外部大资本。”

截至本文撰写之时，也看不到任何解决方案 -- 地区市场仍然受制于高企的美国股价、棘手的高通胀率以及表明经济持续强劲的主要经济数据，即使其他指标暗示基本面正在恶化。

因此，市场当前正悬而未决。一位基金经理表示：“我预感我们还要在困境中挣扎一年，因为我找不到任何促成变化的动力。人们将埋头苦干，全力以赴地管理自己的资产。但随着时间的推移，必定会出现一些压力或困难情况，贷款方开始介入控制，而人们开始违反财务契约。要打破这种局面，需要对某些特定环节产生冲击，这样才能解锁现状。”

办公楼交易大幅下滑

分析机构 MSCI 的数据显示，从 2022 年下半年开始所有资产类别的交易量均呈现下降趋势，且跌跌不休，2023 年第三季度整个地区的交易量同比下降了 37%，降至 257 亿美元（见图表 1-1）。尽管所有主要市场都出现了急剧下滑，但按百分比计算，跌幅最大的当属澳大利亚（同比下跌 65%），原因是要价太高导致买卖双方的预期差距不断扩大。

然而，令人惊讶的是，我们的调查发现，地区交易萎靡似乎对利润预测影响甚微（见图表 1-2），利润预测仍远高于 2021 年和 2009 年正值全球金融危机时的水平。这或许反映出行业和经济基本面并没有想象中那么疲软。空置率和租金可能疲软，但投资人的杠杆率普遍较低，国内生产总值（GDP）的增长仍可接受，银行似乎仍在

观望，而且一旦估值最终找到合适的水平，盈利性投资的新前景极富吸引力。一位投资人评论说：“自全球金融危机以来，我们一直在等待这一刻。”他暗示了一个基本现实，即当前的事件既是回归均值，也是行业模式的转变。

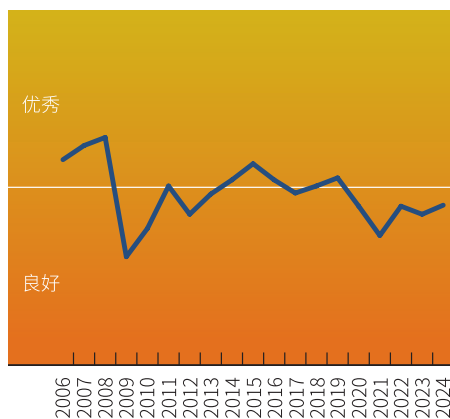
地区交易趋势中最有趣的方面与单个资产类别的不同表现有关。因此，多家庭住宅和工业地产的表现相对较好，而零售地产，

尤其是办公楼 -- 核心投资人曾经的最爱 -- 则大幅下跌（见图表 1-3）。新加坡一位基金经理表示：“买家对办公楼兴趣的转移令我感到震惊。过去，办公楼曾经的标签是机构级契约、长租约、核心、简易、大宗交易规模等。但现在，从投资经理的角度来看，这种论调已经发生改变 -- 办公楼不再像过去那样带来高质量的有保障收入。”

正如一位澳大利亚基金经理所评论的那样，这意味着“人们正在避开办公楼这种惯常的老路。对于这一板块我们会有选择性地自下而上地进行研究，但作为一个地产板块，它所面临的诸如混合办公和供需动态等结构性阻力，使其在整个亚太地区（除韩国外）的大多数地方都堪称一个极具挑战性的租赁市场。”

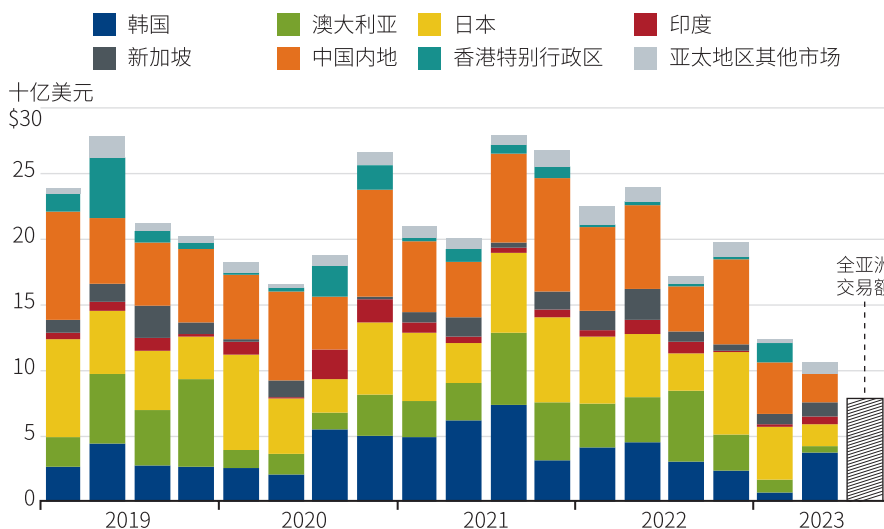
在疫情爆发前的 2019 年上半年，亚太地区办公楼交易额约为 406 亿美元（占商业地产交易额的 56%），而 2023 年上半，这个数字缩减至 230 亿美元（占总额的 37%）。

图表 1-2 房地产公司盈利趋势



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

图表 1-3 2023年第三季度各市场办公楼季度交易额



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

跨境投资人的交易量跌幅更大，在许多情况下，他们的活动已趋于停滞。

交易量骤降的原因之一是担心利率上升会影响收益率。日本虽然保持了平稳的低利率水平，但也出现了大幅下滑，而其他资产类别的下滑幅度没有如此惨烈。毫无疑问，办公楼板块的疲软也是对长期需求的结构性担忧所致。正如一位基金经理所说：“这不仅仅是办公楼的金融危机，考虑到办公楼的用途，这堪称是一场生存危机。”

这也不足为奇。针对最近办公楼板块的情况，投资人以实际行动做出了反应。在西方国家，尽管雇主要求职场办公的呼声越来越大，但“居家办公”的现状仍然难以改变，导致许多城市的办公场所占用率已达到令业主在经济上难以为继的水平。

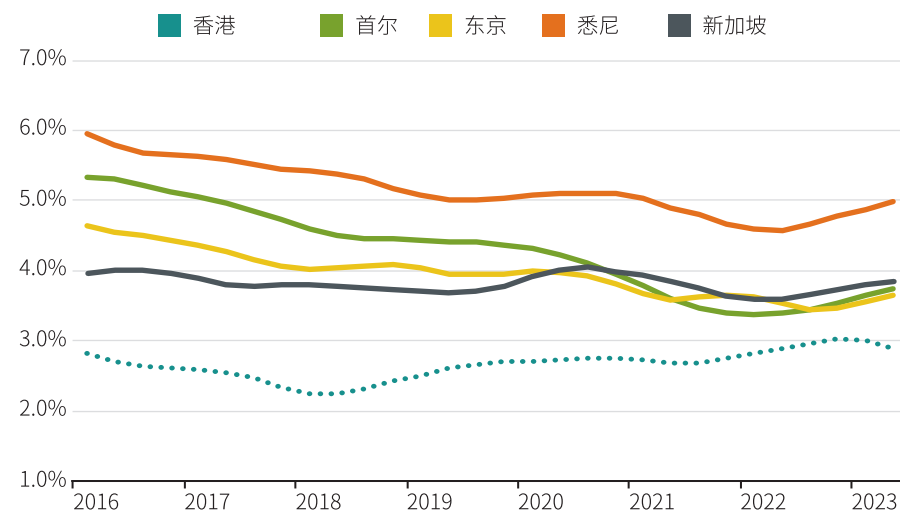
XY Sense 是澳大利亚一家工作场所传感器供应商，其在 2023 年 8 月发布的一份报告中指出，全球办公室利用率仍停留在疫情爆发前利用率的 50% 左右，而管理咨询公司麦肯锡在 2023 年 7 月发布的一份分析报告中预测，到 2030 年，包括纽约、旧金山、伦敦、巴黎和东京在内的九个“超级明星”城市的办公空间需求将比 2019 年下降 20%（在最糟糕的情况下将下降 38%）。

即便如此，亚太地区的情况要好一些，“居家办公”的半衰期通常比西方短得多，空置率和使用率的变化都更为平缓。世邦魏理仕在 2023 年中期的估计显示，亚太地区的占用率仅比疫情爆发前的水平低 10% 至 15%。

资产重新定价步履蹒跚

尽管如此，欧洲和美国商业地产价值的同比大幅下降仍不容忽视（根据加利福

图表 1-4 亚太地区CBD办公楼收益率, 2023年第三季度



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.

尼亚州分析机构 Green Street Advisors Investors 的数据，2023 年第二季度的降幅分别为 21% 和 19%)，尤其是办公楼板块再次受到冲击，降幅分别为 29% 和 31%。在伦敦、纽约和旧金山等主要市场，办公楼的价值跌幅更大。

不过迄今为止，亚太地区的房地产在诸多变化中仍然苦苦支撑，据一位地产经纪公司的消息人士称，截至发稿时，资本化率仅略有扩张，亚太地区大多数市场的价格下跌了 10% 至 15%（悉尼下跌了 20%）。这更加激励投资人静观其变，他们一直在等重新定价，而这是利率上浮不可避免的结果。

利率上浮迫使资产价值重估，在一定程度上反映了这样一个财务现实：如果投资收益低于买入这些资产所付出的债务成本，那么这样的投资通常就没有意义。因此，从逻辑上讲，资本化率应该有所上升，以便重新构建与目前较高的资本成本之间的利差。不过，尽管受访者认同亚太地区的资产将重新定价，但也表示亚太地区的资产减值将不会像西方国家那样令人震惊，

因为西方国家的资产价值重估已进入尾声。

原因是多方面的。首先，亚太地区商业地产交易的结构与其他地区不同。以美国为例，穆迪 (Moody's) 的数据显示，银行贷款约占商业房地产债务总额的 40%，其余部分由政府机构、保险公司、非银行贷款机构以及商业抵押贷款支持证券 (CMBS) 等证券化工具共同分担。除此之外，债务在各方之间的分配方式也使其相互依存。例如，银行在发放贷款时，通常会预期这些贷款会被拆分为证券化债务，如 CMBS。同时，银行和保险公司也是优先级 CMBS 的最大买家，因此银行资产负债表的流动性也会影响 CMBS 市场的流动性。

在权衡是否应针对某违约采取措施时，这些相互关联的关系，减少了放款人的自由裁量权，导致不良资产迅速流入市场，并在此过程中为即将进行的交易创造了新的定价基准。

然而，在亚太地区，至少有 80% 的商业房地产贷款通过建立在人际关系基础上的地

区银行进行安排，这类银行历史上较不倾向于严格执行违约条款。另外，与西方相比，亚太地区的房地产投资通常采用更为保守的杠杆策略，这使得银行对于抵押品的足够性更加自信，同时也避免了一位投资者所述的“天然的结构性触发器”，该触发器可能会引发一系列连锁违约事件。

重新定价缓慢进行的另一个原因是，亚太地区的资产价值是由评估师根据最近成交的其他交易来确定的，而不是如世界其他地区那样根据市场情绪或长期抵押贷款门槛等指标确定。然而，在瞬息万变的市场中，亚太地区的这种方法造成了一种“两难”局面，即由于近期没有其他交易，因此缺乏基准，以至于无法设定基准。正如新加坡一位债务专家所说：“现实情况是，估值应该已经下降了，但这并不是系统的运作方式。这个系统的运作方式是，估值者受借款人的影响，他们（共同）维持着毫无意义的超低资本化率。这就是为什么当你以 6.5% 的利率借贷时，香港资产的资本化率仍然是 3.5%”。

不过，为了让市场发挥作用，重估必须在某个时候进行，而 2023 年下半年开始出现的迹象表明，由于银行要解决贷款抵押品质量不断恶化的问题，因此他们越来越愿意推动这一进程。

一位受访者说：“未来将会发生这样的情况，你会发现越来越多的交易中，贷款人会说‘我不干了，你必须做点什么’，结果将是其中一些 [资产] 最终会被抛售。”

亚太地区许多市场常见的超压缩资本化率可能会加速这一进程，因为资本化率从 3% 上升 100 个基点，对净营业收入的影响要比资本化率从 5% 上升 100 个基点对净营业收入的影响大得多。

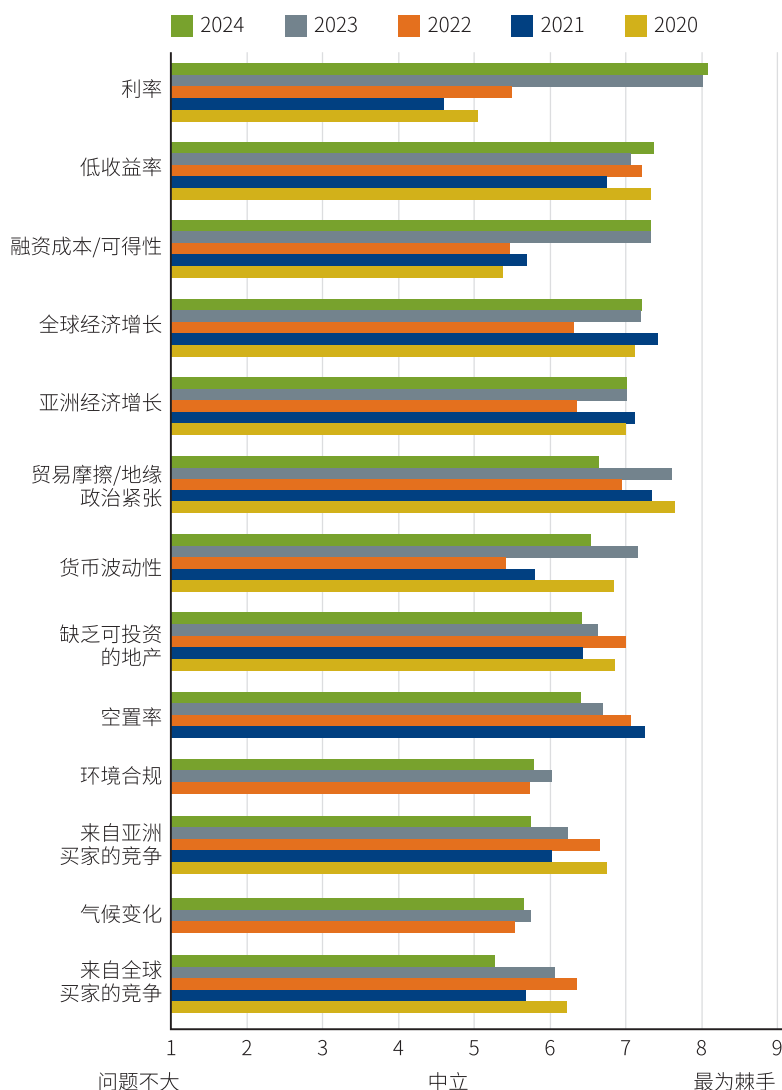
可能会出现两种主要的违约情况：

1. 在某些情况下，银行拒绝在贷款到期时进行再融资，或者即使给予再融资，也要求以较低的贷款价值比 (LTV) 进行，要求借款人注入更多的抵押资产净值。这位债务专家指出：“目前正处于这种情况发生的早期阶段，因此资产要么会寻求私人资本以更昂贵的利率进行再融资，要么被出售。”
2. 如果资产价值下降到违反杠杆契约的程度，借款人就必须提供更多抵押资产

产净值或出售资产。除去一些例外情况，这种情况在亚太市场不太可能发生，因为 LTV 普遍较低。最高的是日本，但由于日本利率保持平稳，似乎不太可能出现 LTV 问题。另外，如果借款人无法达到利息保障比率 (ICR)，则可能再次被迫出售。

银行对 LTV 和 ICR 的审查可能会因资产类别的不同而大相径庭，例如，考虑到近年来资本价值的大幅上涨，他们不太可能认为多家庭住宅和工业地产杠杆过高。与此

图表 1-5 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

同时，零售物业在很大程度上已经重新定价，而酒店因其交易收益率较高且目前具有强劲的现金流，也被认为是相对安全的。相比之下，中央商务区（CBD）办公楼的风险更大，因为资本化率持续压缩，而且租户需求也值得怀疑。

不同地域也存在差异。例如，香港的风险更大，因为许多商业地产（尤其是办公楼）的当前价值甚至低于银行规定的 50% LTV 门槛。有传言称，央行至少在一个此类案例中进行了干预，以促成出售。不过，人们认为首尔、悉尼和墨尔本等市场在一定程度上不会受到这种审查，因为近年来这些城市的资产价格已经上涨了很多。

不过，地区性银行在违约问题上究竟会变得多么激进，这仍然是一个关键问题，而且很可能是一个不可知的问题。这个问题的不确定性导致市场停滞不前，因为投资人选择囤积现金以备对其资产进行资本重组之需，但许多业内人士认为，银行只会恢复原样，试图避开风暴，而不会对大量技术上违约的贷款采取强制措施。

当然，目前投资人的整体担忧程度似乎并没有提高（见图表 1-5）。除香港和澳大利亚外，其他市场的利率没有西方市场那么高，虽然占用率不及 2019 年的水平，但远没有美国和欧洲那么成问题。正如一位新加坡基金经理所言：“没有感觉市场上压抑已久的焦虑情绪会让市场触底反弹。现在与全球金融危机时期的不同之处在于，[如今] 银行资本充裕，因此，尽管他们可能不同意商业地产的估值，并因此会出现违约 -- 如果不是今天，那也是 6 到 12 个月之后 -- 但他们不会 [像 2009 年那样]

被迫转卖资产。”

澳大利亚和韩国首先进动

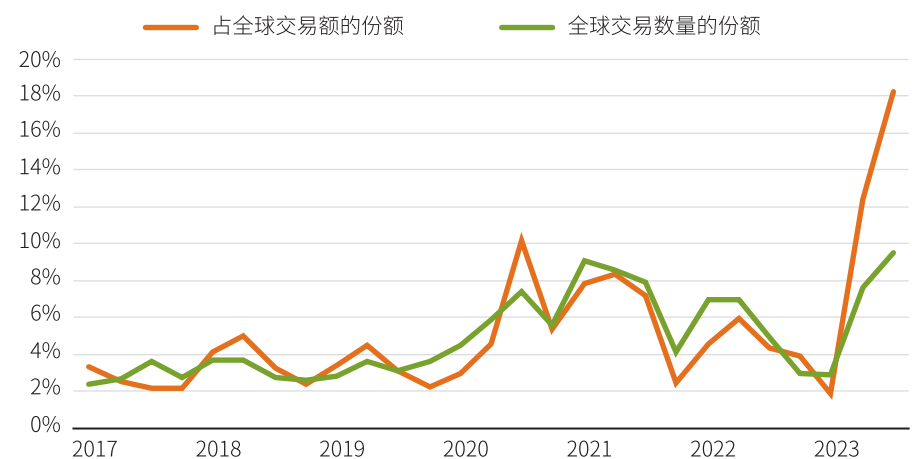
实际上，受访者表示在重估方面他们看到澳大利亚和韩国先行一步。澳大利亚处于风口浪尖的原因之一，其国内利率的上浮速度几乎高于亚太地区其他市场。另一个原因是，澳大利亚房地产投资信托基金（A-REITs）每年两次的按市值调整已经启动了重估进程，2023 年前九个月的重估下调幅度高达 10%。考虑到办公楼 A-REITs 股价跌幅较大，这个下调幅度可能仍然低估了所需的减值，但至少表明市场已经开始行动了。

除此之外，人们认为相较于私营部门的同行，A-REIT 更愿意接受价值调整，因为它们需要腾出资金为预先承诺的开发项目提供资金。悉尼的一位基金经理表示，这意味着 A-REIT 可能会出售更多资产。澳大利亚的非上市房地产基金也可能被迫出让资产，因为投资人伺机撤出资金，因此处置资产的压力越来越大。

2023 年年中，一家 A-REIT 在悉尼的城市边缘以 6.6% 的资本化率剥离的一座办公楼，与其 2022 年 12 月的账面价值相比折价 17%，这可能是未来此类交易的一种迹象。相比之下，疫情爆发前市场的资本化率可能在 5.5% 左右。悉尼这位基金经理称，虽然此次出售涉及的是“一种特异性资产，而非真正意义上的优质高档办公楼”，但此次出售在某种程度上开创了一个先例，甚至是树立了一个坚实的基准。

交易也不会仅限于核心资产。上述基金经理表示：“市场上有一部分资产是由较低机构级别的经理人所拥有的，这些资产的质量较低，出租遇到困难。从 ICR 契约的角度来看，它们可能会面临压力，因为契约是几年前利率基本为零时制定的，所以相当保守。我们认为此类资产目前的业主可能会面临一些挑战，因而存在收购机会，即持有低端产品、更高级一些的资产或非传统资产的业主。2023 年年中交易的一项此类资产引发激烈竞争，吸引了 30 多人竞标。

图表 1-6 2023年第二季度韩国全球办公楼收购份额



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

韩国也出现了重新定价的趋势。最初，这一趋势出现在物流资产板块，原因是供过于求。最近，从 2023 年第二季度开始，办公楼板块大量资产被迫出售，伴随着约 75 个基点的资本化率扩张。摩根士丹利资本国际公司 (MSCI) 的数据显示，在这一波操作中，被交易资产总值 38 亿美元，占该季度全球办公楼交易额的 12% (占亚太地区交易额的 35%)。

首尔的“办公楼困境”具有启示性，原因有以下几点。首先，尽管该板块的基本面极为强劲，但还是出现了这种情况。目前首尔办公空间严重短缺，空置率低至 1%，而且租金增长前景良好。其次，买家愿意以远低于债务成本的资本化率伺机入市。

一位投资人表示：“这样，他们以 4% 的 [资本化率] 买入，以 5.5% 的资本化率融资。这意味着他们使用的是负杠杆。但租金增长强劲，所以他们在想：‘三年后，如果只按市价计算，我的成本回报率可能是 5，但如果租金也有增长，我的回报率可能是 5.5 到 6，到那时我就有正杠杆了。也许还会更高，因为两三年后利率可能会下降’。”

押品估值高折扣或是低折扣？

虽然亚太地区的价值重估不太可能像西方国家那样急剧，但价值最终会定在哪里，仍然不甚明了。这是因为，与全球金融危机不同的是，此次危机的起因不仅仅是经济因素（即利率），还涉及未来空间需求的结构变化。这一点尤其适用于办公楼资产，并意味着不同市场和资产类别的价值重置将大相径庭。

依照韩国的经验，如即使是在困境中，只要买方看到价值会随着时间的推移而增长，

他们也可能愿意接受非增值交易，不管是因为交易涉及的资产本来永远不会进入市场，还是因为供应短缺有可能带来强劲的租金增长。

同样，需求也可能受到盈利下降（如中国香港）、过度建设（如中国内地）的影响或被居家工作有关的需求破坏（如西方）。

除了利率长期处于低位之外，另一个原因是日本办公楼的交易价格与历史价值相比几乎没有任何降低，尽管日本办公楼的预先承诺仍然很高，而且居家办公的剩余影响似乎有限。同样，尽管 2023 年新加坡的办公楼交易很少，但希望在新加坡开展业务的跨国公司不断涌入，导致该市场办公楼板块潜在交易的买卖价差缩小。

与此同时，在疫情过后办公室市场复苏最慢的市场当属澳大利亚，而澳大利亚的文化规范（以及在家办公的做法）也更倾向于西方。世邦魏理仕的数据显示，截至 2023 年第二

季度末，澳大利亚中央商务区的平均空置率为 12.8%，达到 25 年来最高水平。

同时，由于这些空置房主要位于较小和较旧的物业中，而不是均匀地分布在中央商务区的楼宇中，因此受访者认为，重估将以类似非线性的方式发生作用，质量较高的资产将受益于强劲的需求和较低的重新定价压力。悉尼的两位基金经理认为，应采用比澳大利亚“长期债券”（即 30 年期政府债券）高 100 至 150 个基点的传统利差作为基准，重新确定具有租赁优势的中央商务区物业的资本化率，并针对二级资产提高 50 至 100 个基点。鉴于长债在 2023 年 10 月中旬的交易价格为 4.85%，这意味着资本化率将扩张到 5.85% 至 6.35%。

亚太区其他市场的受访者也提出了收益率提高 150 个基点的粗略估计，并给出了 12 至 18 个月的时间框架，在此期间，交易可能会持续低迷。

图表 1-7 亚太区银行的典型商业贷款期限

	贷款价值比	参考利率	%*	基点利差	债务最低成本
澳大利亚	50%	3个月期银行票据互换利率	4.33	200-225	6.30%
印度	75-90%	1年期边际成本贷款	8.55	150-400	10.00%
中国台湾	50-65%	1年期存款	1.59	60-120	2.20%
新加坡	50-60%	3个月期新元隔夜利率	3.7	125-175	4.90%
日本	55-75%	3个月期东京银行同业拆借利率	0.07	70-170	0.80%
香港特别行政区	50%	3个月期香港银行同业拆借利率	5.21	150-250	6.70%
中国内地	40-50%	5年期基准贷款	4.2	-40-260	3.80%
韩国	50-60%	3个月期存单	3.93	125-175	5.20%

资料来源：世邦魏理仕、全球经济指标、印度国家银行、台湾银行、新加坡金融管理局。
*截至 2023 年 10 月 27 日。

自 2022 年 4 月以来，澳大利亚现金利率上浮了 400 个基点（亚太地区其他国家也有类似的利率上调），相比之下，收益率上浮 150 个基点似乎比较适度。

其中一个原因是，银行并不急于引发一系列违约事件，从而损害抵押品的价值，或者（更糟糕的是）让自己背负违约资产，然后去管理这些资产。用一位香港顾问的话说：“重新定价的过程会有些缓慢，因为并没有任何交易证据 -- 所有这些交易都是秘密进行的，只有在年度账目和公司报表公布时才会显现。银行最不希望看到的就是多余的房产 -- 我以前就遇到过这种情况，我们想奉上物业的钥匙，银行却说“不可能”，即使是被认为有利的条件下。很明显，这些都是边缘房产，这就是原因。我认为这反映了市场的结构 -- 只是我们没有美国那么成熟”。

对外国基金而言，中国内地风险过高

与此同时，中国内地仍然是一个未知数。与日本一样，中国内地也是亚太地区为数不多的利率没有上升（实际上已经下降）的市场，这使其能够保持正收益率差。但是，大多数内地资产类别的前景仍然不容乐观，原因包括宏观经济疲软、开发商持续动荡，以及办公楼和零售地产长期供过于求，压低了价格和租金。正如一位投资人所说：“客气一点说，上海是一个对租户有利的城市。特别是由于政治因素带来的一些不确定性，预测具体的定价时机和地点变得较为困难，这导致许多外国投资者选择保持观望，等待市场趋稳，尽管内地市场上存在许多潜在的不良资产投资机会。

在很大程度上，香港的情况也是如此，许多全球投资基金会将香港特别行政区与中国内地划入一类。在亚洲所有市场中，香港的利率最高、资本化率压缩最甚，而且空置率（至少部分）最高。

与此同时，尽管收益率仍然维持在令人难以置信的高水平，但许多资产的价格已经大幅下跌，以至于一些基金经理开始为交易摩拳擦掌了。一位投资人表示：“如果你看单价，香港不贵。回报率低是因为空置率高、租金低，但基数低，比过去便宜，而且还有上涨可能。因此，只要你能找到合适的交易，并能承受相关风险，这是一个不错的投资机会。”

转向另类资产

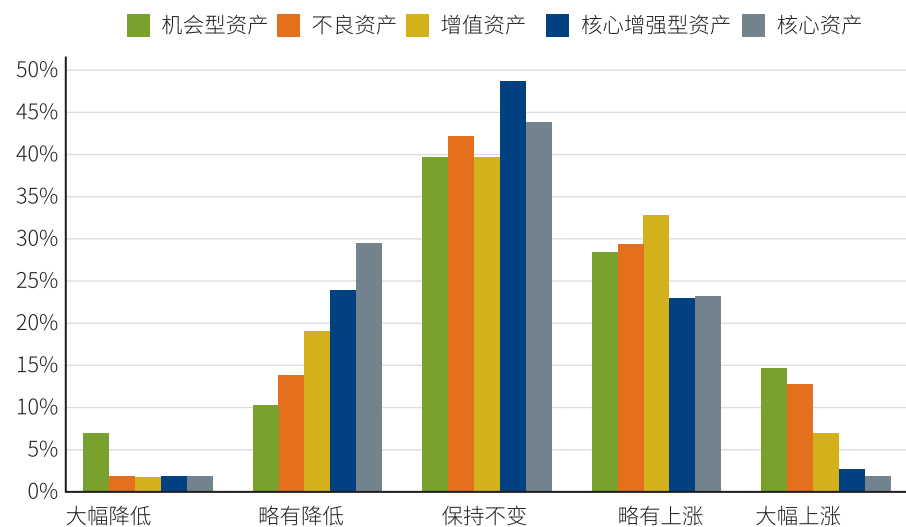
如前所述，零售和（尤其是）办公楼等主要资产类别目前不大受欢迎。原因之一是人们对空间的需求有可能发生长期变化。另一个原因是较高的利率迫使投资人采用新的策略。用新加坡一位负责私人信贷策

略的基金经理的话来说就是：“如今，我们向借款人提出的问题是：通过资本收益获得更大总回报的时代已经过去了，所以请告诉我们你们的资产管理将如何运作。利率很高，从资产管理的角度看，你们的收入增长将来自哪里？

要解决这个问题，一个合理的办法就是在投资结构中减少债务或完全不举债。虽然这种方法降低了获得超额回报的可能性，但在银行融资成本过高无法满足审核要求或根本无法获得银行融资的情况下，这种方法堪称是获得交易的关键。因此，全股权收购变得越来越普遍。

从本质上讲，此类交易往往适合养老基金和保险公司等现金充裕的买家，或者由高净值买家组成的私人资本财团。一家大型机构基金的基金经理表示：“有时，我们会做纯股权交易，比如不良资产抛售以及我们希望速战速决的时候。在这种情况下，我们会等到市场好转，一两年后再融资”。

图表 1-8 相比2023年目标回报的变化情况



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势®报告》调查

澳大利亚：关键主题

据 MSCI 统计，2023 年澳大利亚商业地产交易额急剧下降，第二季度交易额同比下降 68%，自 2011 年以来排名季度交易额倒数第二。下降的主要原因是投资人不愿意买入大型 CBD 办公楼，而办公楼在过去一直是机构投资交易的支柱。

交易乏少的原因是多方面的。最明显的是，澳大利亚的办公楼板块与全球其他市场一样，也受到了“居家办公”后遗症的影响，墨尔本尤为严重，因为墨尔本的活动限制比悉尼更加严厉，而且墨尔本的租户中更多是国内租户。此外，自 2022 年年中以来债务成本急剧上升，截至 2023 年 11 月澳大利亚官方现金利率已升至 4.35%，但资产价值和资本化率尚未做出相应的上调，由于投资回报不再具有增值性，导致投资人不愿或无法买入资产。

不过，交易僵局不可能永远持续下去，澳大利亚可能是亚太地区第一个打破此僵局的国家。部分原因是，除香港外，澳大利亚利率的上升速度和水平高于该地区其他发达市场，这意味着与其他市场相比，这里的资产价值受到了更大的扭曲。此外，受访者预计国内 REITs 和非上市房地产基金将很快把资产推向市场，以便为开发管道融资，或为寻求退出投资的股东提供赎回资金。2023 年年中的几笔交易表明，重新定价正在进行，其中位于悉尼城市边缘的一项资产以 6.6% 的资本化率售出。

另一个值得注意的趋势是买家类型的构成发生了变化。以前在核心市场占主导地位的全球机构投资人在今年上半年明显缺席，本地 REITs 和国内机构亦是如此。尽管有

澳大利亚市场交易额(按地产类型, 2023年第二季度)

	2023年第二季度交易额		2023年上半年交易额	
	十亿美元	同比	十亿美元	同比
办公楼	1.0	-83%	3.0	-73%
产业地产	2.4	-62%	4.7	-63%
零售地产	1.8	-57%	3.4	-68%
所有商业地产	5.2	-68%	11.1	-68%
酒店	0.4	-16%	1.5	16%
公寓	1.4	50%	1.4	39%
老年公寓	0.1	-36%	0.2	-72%
收益型地产	7.0	-61%	14.2	-62%
开发地块	1.7	-50%	2.3	-61%
总计	8.7	-59%	16.6	-62%

资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

注：公寓/建后出租板块包括多户租赁物业，也包括学生公寓。

传闻称机构活动开始升温，但与此同时，真空已被高净值资本财团所填补。

一位基金经理表示：“现金的现金回报率为负数，因此 [大多数基金] 除非投资策略说明书另有要求，否则无法进行投资。这就是为什么我们看到私人资本不断涌入，并不断击败机构投资人。他们非常活跃，因为他们不需要借贷，很多交易都是 100% 股权交易。我们看到所有板块都出现了这种情况。”通常情况下，这类交易涉及的手数较少，在银团市场无法获得足够资金的情况下，还以卖方融资（即卖方基于购买价格借给买房部分资金）为特色。

现在，办公楼和零售地产板块已不再受青睐，而开发项目的风险调整回报率也普遍较低，投资人的选择范围越来越窄。

最受欢迎的仍然是物流地产，几年来，物流地产已发展成为澳大利亚最令人垂涎的资产类别。截至 2022 年底，资本化率稳

步压缩，最优收益率降至 4% 以下，虽然到 2023 年年中反弹了约 50 个基点，但由于长期供不应求（部分原因是缺乏合适的土地，部分原因是建筑成本上升），因此该板块的基本面依然乐观。

从纸面上看，该类物业的空置率接近零，再加上强劲的租金增长（仲量联行的数据显示，2023 年中期的同比租金增长率为 22.8%），因此将继续吸引投资人投资工业资产，但这取决于定价和可用设施的规模。一家全球机构基金的经理称：“租金增长仍然大于资本化率扩张带来的价值下降，因此我们仍然看到了价值提升。”同时，MSCI 的数据表明，物流地产凭借 2023 年上半年 47 亿美元的交易额成为澳大利亚迄今为止最大的资产类别。

与此同时，周期性顶峰的警示信号也在显现。利率上浮使交易承销复杂化，导致工业地产的买卖差价进一步加大，远远超过当地办公楼资产的买卖差价。悉尼一位基

金经理表示：“尽管某些核心关键市场的空置率非常有限，但我们怎么能坐视租金继续增长（至少是从中期来看）？事实上，现在在很多投资组合进入市场，也有非常机构化的产业地产开发商和基金经理在提供基金权益，这或许值得关注。”

同时，尽管市场普遍回避开发项目，但对澳大利亚多家庭住宅开发项目的兴趣却持续增长。在一定程度上这是资本从办公楼和零售地产转向避险、收入型资产的结果 -- 机构基金越来越多地采用这一战略，以生活板块为目标，实施总体战略（通常是全球战略）。

鉴于快速增多的移民带来的持续需求，以及供应新住房存量的建筑活动不足，“建成出租”板块的市场基本面仍具支持性。此外，2023年上半年宣布的针对“建成出租”

板块的各种税收减免措施进一步激发了投资者的积极性，并引发新交易的增长。今年上半年，主要集中在墨尔本的大约 2500 个新单位破土动工。

不过，鉴于高房价导致低收益率，至少在可预见的未来不太可能满足基金经理的最低收益率要求，在澳大利亚开发多家庭住宅的经济可行性仍存在争议。

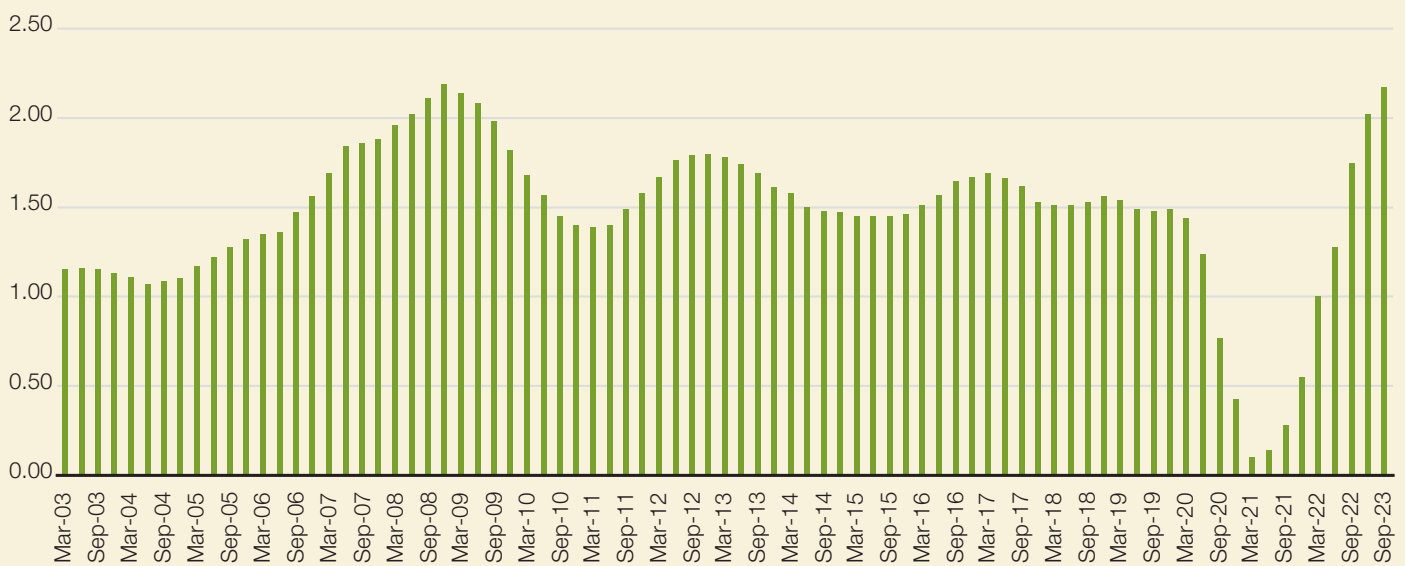
未来，越来越多的业主将被迫将其商业地产组合标价上市，因此受访者预计 2024 年上半年资产价格将继续呈下降趋势。与此同时，虽然购买也会相应回升，但与历史标准相比，购买活动可能仍会受到抑制。

造成这种情况的原因有很多：该市场的买卖差价仍然是亚太地区最高的；基本面疲软（空置率和激励机制升高）；在利率趋稳以

及全球和国内宏观经济背景更加明朗之前，大多数国内和全球机构参与者可能会继续观望。

一位基金经理说：“因此，我们又回到了‘追求质量’的时代。你不想购买 B 级资产或边缘地段，因为高评级和低评级资产之间的租金差距会拉大，这意味着估值差距也会拉大。此外，我认为负债累累的房地产业主会进一步抛售，由于他们不得不降低资产负债率和利息支出，因此价格可能会折扣。在此背景下，如果你今天以折扣价买入，也许三五年后，当长期利率收益曲线看起来更稳定一些时，你就可以套利卖出了。”

2003年3月-2023年3月澳大利亚人口年度变化(同比变化百分比)



资料来源:澳大利亚统计局:2023年3月全国、州和地区人口。

解决问题的另一种方法是投资于利润较高且租金增长潜力大的资产类别。无独有偶，调查反馈显示，追逐机会型、不良资产和增值型交易的投资人显著增多，他们的目标是“更高一些”或“高得多”的回报（见图表 1-8）。过去，工业 / 物流业扮演着这种高增长、高回报的角色，并使其成为主要的资产类别。事实上，2023 年第三季度该类资产的交易额约为 83 亿美元，甚至超过了办公楼，成为亚太地区最大的资产类别（见图表 1-9）。然而，如今虽然需求依然强劲，市场仍普遍供不应求，但物流资产的资本化率已大幅压缩，以至于许多投资人对进一步推高行情持谨慎态度。

因此，大家的注意力转向了起点较低、长期增长潜力更大的另类资产。至少自 2019 年以来，亚太地区的另类资产一直不断增长，尽管该板块不再是全球基金的专利（越来越多的本地投资人进入这一市场），但其交易活动仍远远落后于西方国家的水平，在西方国家另类资产自成一统，几乎已发展成为一个主流资产类别。

虽然另类资产投资的概念对不同的人有不同的含义，但它一般都包含几个关键特征。最重要的是，它搭上了新技术、人口或社会趋势的顺风车，而这些都与宏观经济的波动无关。此外，它还具有一些特性，如加权平均租赁期（WALE）短，可抵御通货膨胀。除此以外，它往往还涉及到运营部分，所产生的利润超出了纯房地产的回报。

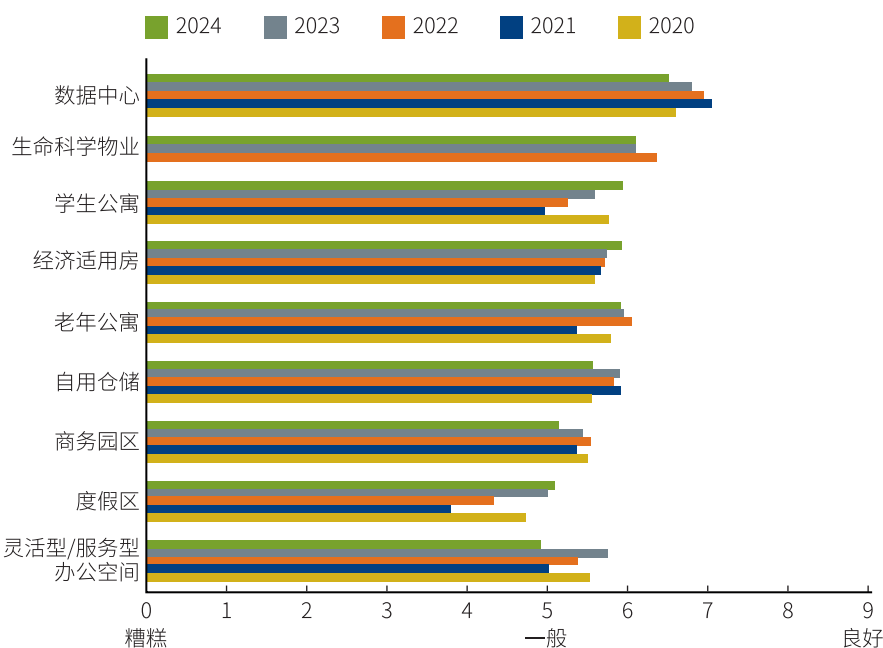
这些运营叠加本身就能累积巨大的企业价值，有时其买卖完全独立于所依附的房地产实体（如酒店）。悉尼的一位基金经理表示：“我们感觉这个板块正在向准私募股权发展，我们要考虑的不再只是建筑物，也不

图表 1-9 2023年第三季度交易额(按地产类型)

	2023年第三季度交易额		截至目前最近一年的交易额	
	十亿美元	同比变化	十亿美元	同比变化
办公楼	7.9	-54%	31.8	-51%
产业地产	8.3	-27%	24.9	-31%
零售地产	4.1	-27%	19.3	-29%
所有商业地产	20.4	-41%	76.0	-41%
酒店	3.2	-7%	9.4	-26%
公寓	2.0	-13%	8.7	1%
老年公寓	0.1	-91%	0.9	-58%
收入型地产	25.7	-37%	95.0	-37%
开发场地	118.8	-33%	315.2	-29%
总计	144.5	-34%	410.2	-31%

资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

图表 1-10 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

再只是对租赁收入流进行估值。如今，我们要真正了解管理公司、实体、人力资源政策，乃至设计、品牌建设以及所有其他之前由他人考虑的东西。

另类资产的最后一个特点是，为投资人提供了尽早进入新兴行业的可能性，因为这些行业竞争稀少，可能出现爆炸性增长。就

在几年前，数据中心还被大多数房地产投资人认为是难以完成的任务，因为数据中心的运营特点要求投资人同时管理复杂的非房地产业务，而这些业务具有各种难以量化的风险。但最终，第一批吃螃蟹的人在这个迅速蓬勃发展的市场中获得了丰厚的利润。

如今，投资人都在积极寻找新的投资机会，以期找到下一个全垒打。今年有几位受访者表达了对电影制片厂、半导体生产园区等的兴趣，有时候这些投资机会在早期表现得不太起眼。

运营挑战

虽然目前人们对另类投资的兴趣似乎与传统资产类别不相上下（有时甚至黯然失色），而且可能会继续如此（至少是在重新确立适当的收益差之前），不过同时也意味着重大挑战。正如一位澳大利亚基金经理所言：“很多人都会看到其中的机会，并希望自己的投资组合也能乘此需求之东风，但实际执行起来却很困难，操作风险也很高。唯望租金增长，这一点有望实现，但目前的资本化率相当紧张。”

风险之一是，很少有基金经理拥有相关经验，因为这通常仅限于圈内人，这意味着需要引入外部专家。根据基金规模和/或投资规模，聘用合格的员工、买入现有的服务公司或建立合资企业。

上述任何一种选择都需要在资金和人力资源方面进行大量投资，因此投资于运营密集型资产往往有利于大型基金，后者有能力集中招聘专业人才，而这些基金往往会在全球范围内进行招聘。这种战略除了提高运营效率外，还能让地区投资人引进国内市场缺乏的一流专业技术。通过这种方式，为自己赢得优势，同时提高当地的行业标准。

一位东京的基金经理介绍说：“对于这些运营资产，[在当地]建立整个团队需要时间，因此肯定会考虑从平台的其他部分或其他市场引进运营专业人才。亚太地区的数据中心

也是如此 -- 很多领先企业最初都不是日本企业，真正现代化的数据中心业务都是由其他海外企业发展的。

虽然这些资产具有明显的回报上升空间，但也带来了额外的复杂性。”这位投资人继续说道，“这是一种增值更高的房地产，先行者面临的挑战之一就是：日本市场如何消化这些地产？它们在运营方面非常出色，但与此同时，并没有人知道如何管理它们。因此，需要多少流动资金来管理这些资产？银行又该如何融资？这些都是先行者所面临的挑战。”

另类资产面临的另一个挑战是难以实现规模化，而实现规模化既是实现效率最大化的必要条件，也是建立足够大的投资组合以实现机构化的必要条件。另类资产，顾名思义，是新兴商业模式的产物，虽然增长快速，但尚未充分发展，因此缺乏大量的稳定资产。澳大利亚的一位投资人表示：“如果你在寻找有规模的生命科学投资组合，很遗憾，还没有，需要你来建设这样的地产。自用仓储也类似，我们有几个大的投资组合，但也有很多零零碎碎的家庭所有资产。这本身就是一个机会，但要扩大投资组合的规模，还需要具体的方法。

即使另类资产已发展到相当大的规模，如日本的多家庭住宅板块，但由于稳定资产的总体短缺，投资人不得不搜罗较小的资产来拼凑投资组合。

然而，这种方法也会带来问题。首先，盈利能力被削弱，因为每个组成部分都有自己的运营成本基线，这破坏了规模经济的前景。其次，以这种拼凑的操作方式组建的投资组合可能会出现资产质量低下的问

题。举例来说，日本的一位投资人介绍说，最近有外国投资人采取了一种策略，将一些新开发的四层木结构无电梯公寓集中起来，组建了一个多户型投资组合。然而，组合完成后，却很难售出，因为当地买家对其形式和质量有异议。”这位投资人表示：“别指望这种房子的租金会增长，因为木结构房屋很快就会老化，而且人们也不愿意住在四层的无电梯公寓里。“所以价格很高，但无人出价”。

最后一个风险因素是，不同地方的市场前景可能大相径庭。因此，某种另类资产在某一地区获得了成功，并不能保证它在其他地区也能成功。这也是澳大利亚新兴的“建成出租”板块的前景仍然存在争议的原因，在澳大利亚，收益率非常有限，而且当地文化普遍抵制房屋租赁的制度化。

投资人回避开发风险

在利率较低时，基于“开发并持有核心资产”而开发的项目堪称绕过稳定资产过度竞争的好方法。不仅开发贷款成本低，而且由于投资级产品长期结构性供不应求，大量待投资金正在寻找目标，因此产品一旦竣工，退出时通常也能确保有利可图。

如今，开发前景发生了变化。一方面，由于最终用户的需求不确定，以及资本化率走势的不确定性，令承销困难重重。另一方面，由于材料和（特别是）劳动力短缺，致使建筑成本持续攀升。一位来自新加坡的受访者认为，造成这种情况的原因之一可能是沙特阿拉伯大兴土木，对熟练工人的需求激增。那里大量的建筑项目“正在吸走世界各地的人员和资源”。我们认识的

中国：关键主题

2023年第三季度中国国内生产总值(GDP)同比增长4.9%，尽管这个数字高于预期，流露出经济反弹的早期迹象，但中国经济仍受到累积债务和房地产行业持续挑战的拖累。

过去，政府可以通过放松或收紧中央政府实施的措施来管理房地产业的基本面，保持车轮转动的同时，在幕后努力缓解过度行为。然而，由于消费者和企业在过去三年遭受了巨大影响，如今这一策略不那么可行了。一方面是银行贷款紧缩，另一方面是市场情绪看跌，开发商的违约行为在2023年仍在继续，其产生的影响波及整个经济。

投资银行高盛2023年8月的一份报告显示，截至2022年底，开发商负债总额约为19万亿人民币(2.6万亿美元)，占GDP的16%，其中约75%的贷款由国内银行发放。高盛的结论是：“由于潜在损失集中在银行内部，因此中国房地产债务的全面重组可能需要对中国银行业的某些部分进行资本重组。”

不过，人们经常引用的“中国目前正面临债务危机”的观点有失偏颇。虽然已知和潜在的债务数额确实很大，但其中很少是以外币计价的，而且与西方国家相比，中国经济(尤其是银行业)的构架使政策制定者能够更直接地控制经济增长的杠杆。

用一位本地基金经理的话来说就是：“中国的金融渠道结构与众不同，这为政策制定者提供了许多额外的工具。因此，如果一家中国国有银行向一家中国国有企业提供

贷款，尽管该工具也有利率和到期日，但从根本上说，它就是股权，只要中央银行愿意——在美国等市场情况并非如此。”

2023年9月，政府出台了一系列旨在刺激购房需求的措施，包括增加银行贷款、放宽核心城市的购房限制、降低首次购房者的房贷利率和首付比例。

然而，一些经济学家认为，如果说中国的计划经济为其抵御经济下行提供了支持，那么它的僵化也限制了经济的上行，使刺激经济的重启比过去更加困难。30多年来，基础设施和房地产投资一直是中国经济增长的主要动力，不仅提高了生产率，也创造了数百万个就业岗位。但随着经济的成熟，通过这种方式进一步提高生产率的空间已经缩小，每投入一美元刺激资金对GDP的增量推动作用也随之减弱。

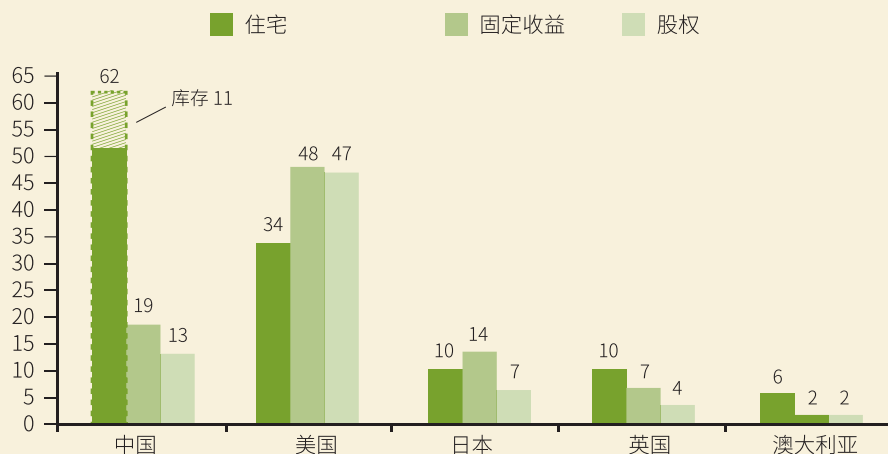
因此，许多经济学家认为，中国面临着一个选择：要么沿用旧式刺激政策接受收益递减，要么通过引导经济更多地向消费支

出方向发展来解决失衡问题(2016年，消费支出在GDP中的占比稳定在38%，而美国为60%)。不过这种政策转变是否可行仍是未知数。

与此同时，当地房地产板块几乎没有反弹的迹象。尤其是开发商的流动性问题，原本仅限于住宅开发商，现在已蔓延到商业地产领域。因此，获得银行贷款的机会有限，在通货紧缩压力持续存在的情况下，开发商都不愿意投资。MSCI的数据显示，2023年前九个月，中国商业地产交易量同比下降了25%。

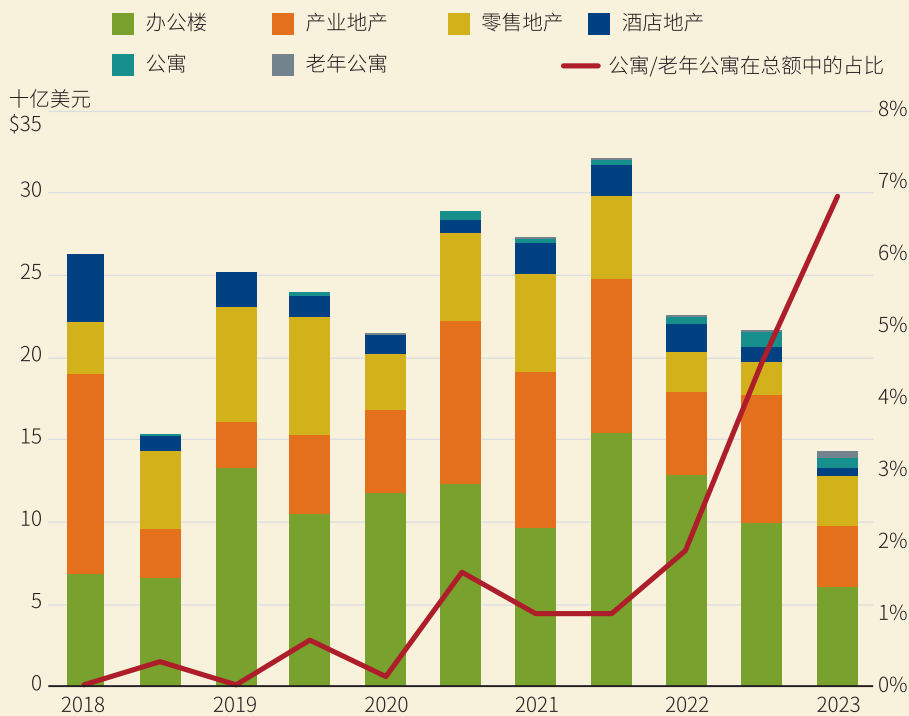
在前几年，缺乏本地竞争会成为国际投资人抢占先机的一张金牌。不仅有越来越多的不良资产进入市场，而且利率的下降也使融资交易变得更加便宜，目前除日本外，中国内地是亚洲唯一一个能够提供债务成本正利差的市場。正如一位投资人所评论的，“这是过去15到20年来，我们第一次看到上海写字楼出现正利差”。

全球房地产资产类别规模比较



资料来源：彭博社，花旗研究预测。

中国房地产各板块投资额



资料来源:MSCI Real Capital Analytics.

然而，在目前的情况下，大多数国际基金都选择暂时退出市场。用一位中国运营经验丰富的人士的话说：“与我们合作的一些机构在做任何新投资决定的时候，都采取了中国市场零投资政策，不管是什么交易，也不管回报如何”。

不过，仍有少数外国投资人愿意在中国内地投入资金。除了全球大型机会主义投资人外，那些已在国内开展业务的投资人（尤其是来自新加坡的投资人）以及来自中东的主权基金也对中国内地市场感兴趣。

与其他市场一样，非传统资产类别也是这些投资人关注的焦点。此外，由于现代基础设施结构性供应不足，物流地产备受关注。

“建成出租”住房是更受欢迎的板块，自2022年初以来，该板块在中国商业地产投资总额中所占比例急剧上升（见上图）。一位香港的基金经理说：“也许现在还为时过早，但上海，可能还有北京的多家庭住宅会很有趣。如果你不担心国家风险和地缘政治（大约90%的[美元]投资人都有这种担忧），只是从纯粹的房地产角度来看 -- 长期出租住宅[地产][有]政府的大力支持”。

未来，多家庭住宅板块的增长有赖于各种因素的支持，包括中国一线城市大量年轻人等流动人口、政府通过有利的分区规则形式给予的支持，以及面向中国全新住宅房地产投资信托基金或其他国内机构买家销售等有利退出战略。

同时，投资人随时可以从在岸银行获得杠杆。一位外国基金经理表示：“现在在中国投资的唯一途径是利用国内人民币资本，因为（本地资金来源）不会像境外投资人那样将国家风险计价。现在有几家不错的多户住宅开发商 -- 可以买入并运营，与他们合作将其开发管道资本化，或者通过他们从需要流动资金的待售住宅开发商那里获得富有吸引力的地块。”

话虽如此，尽管整个开发商圈子仍面临挑战，但当地银行不愿催收违约金，故此资产价格调整依然缓慢。因此，即使是愿意投资的外国投资人也只能徘徊场外，静待估值调整、压力或不良资产增加，以及/或入住率和新租赁需求上升等表明最终用户信心恢复的迹象出现。

不过，从积极的方面来看，人们仍然高度期待中长期内将出现此类机会。一位基金经理表示：“过去，除了几个非常特殊的细分市场外，我们一直认为中国市场很难做。自2013年以来，我们就不看好住宅板块，也不看好办公楼板块，因为供应量一直在增加，而物流板块又是非常特殊的细分市场。我认为现在恰逢一次大的重置，这将是未来几年最好的投资时机。实际情况是，受地缘政治因素影响，并非所有人都适合投资中国，但奇怪的是，现在我对中国的兴趣比疫情之前还要浓厚。”

一半开发经理最后都去了利雅得，这在开发市场引起了连锁反应，因为亚洲和中东之间存在很多重叠”。

目前不愿意实施开发战略导致的后果之一是供应管道逐渐萎缩。此外，据说由于融资和建筑成本增加，大量计划中或正在进行的开发项目处于搁置状态。

在需求已经紧张的市场，空间将变得更加紧张，这反过来有助于支撑价格。一位新加坡基金经理如是说：“目前，鉴于利率和大宗商品投入价格的情况，开发地图具有挑战性，这表明你更可能是处于买方市场而不是建方市场。特别是首尔市场，实际上未来三年内市场不会有高质量新产品交付，这意味着这个市场会给业主带来利好。

另一个后果是，需求的下降导致土地价格也在下降，日本的一位投资人指出，现有的土地价格下跌幅度约为 10% 至 15%，还有一些投资人表示，价格还将进一步下挫。

尽管开发速度有所放缓，但预计需求坚挺的项目仍有资金不断涌入，通常是涉及另类资产的项目。例如，日本的多家庭住宅项目，作为一种需求旺盛的新产品，一再被列为开发目标。

一位基金经理介绍说：“日本的建筑成本通胀率可能低于亚太地区其他市场，凭借我们在当地的团队，以及我们与开发合作伙伴构建交易的方式，我们更有信心在早期即引入承包商参与来降低建筑成本风险。此外，缩短开发时间，规划更清晰的流程，也会使你对建筑成本风险的承销更有把握”。

向质量靠拢

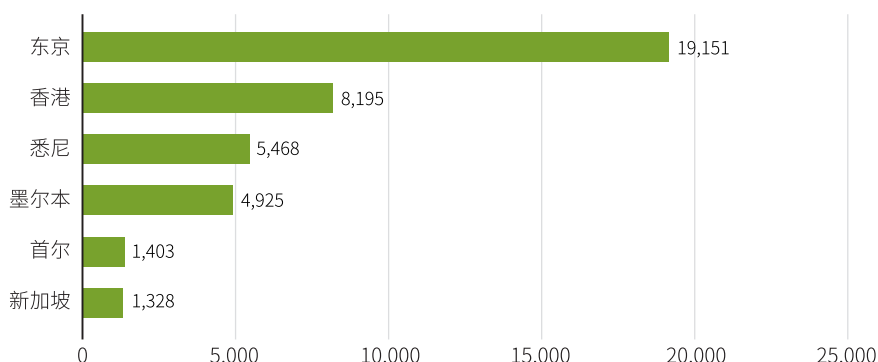
在疫情爆发前，中央商务区建筑的设计和使用往往遵循落后的标准，而没有另辟蹊径，建造先进和方便用户的设施。因此，无论是从建筑设计还是从场所营造的角度来看，城市中心的建筑往往都是传统而缺乏想象力的。

但是，疫情期间“居家办公”的要求对城市中心的办公楼影响较大，白领们开始习惯于这种更加独立的生活方式，力量的平衡发生了变化。由于大多数市场的办公楼出租率仍然偏低（尽管不如西方国家那么严重），雇主和楼宇业主正试图通过重新规划或升级工作空间来召唤员工重返办公室。因此，高质量的 CBD 办公楼所提供的便利设施得到了显著改善，健康、餐饮、弹性工作制和为通勤者提供的人性化设施已成为标配。能效是另一个关键指标。正如一位投资人所说：“ESG（环境、社会和治理）要求在人们的交谈中越来越系统化，因此对于大租客而言，他们只考虑过去 10 年中建造的物业，否则根本不会去看。”

虽然这些改进有助于提高物业的可用性，但升级周期有时会演变成一场设计竞赛，因为业主和雇主都试图超越同行以激励新老员工。由于目前大多数中央商务区的空置率较高，这种竞争已经变成了一场零和博弈，那些无法在地理位置或设施方面更胜一筹的建筑将被淘汰出局。在租客越来越多地迁往更高质量楼宇的同时，缺乏现代标准所需设施的楼宇就不成比例地成为了使用率低的楼宇。

租户不断逃离二线和位置不佳的办公楼，这一过程的最终结果将是使用率下的办公楼存量过剩，最终需要改变用途。升级改造，作为增值措施之一，可能是解决这一问题的一种方法，尽管现在中央商务区的密度降低似乎已成为一种长期趋势，但升级改造的成本可能不低。另一种可能性是改建为住宅。这一战略在亚太地区具有明显的吸引力，因为该地区住房存量长期短缺，尤其是在城市核心地区。例如，新加坡启动了一项“中央商务区激励计划”，开发商将 20 年以上历史的办公楼改建为住

图表 1-11 办公楼改建为住宅带来的潜在新住房存量



资料来源：仲量联行

注：办公楼改造为住宅所创造的住宅单位的名义数量。基于 30 年或以上的中央商务区资产。

宅或酒店，可额外获得 25% 至 30% 的可开发面积。

在美国，这种改建已成为一种流行趋势，因为那里积聚了大量近期淘汰的办公空间。在亚太地区，许多 B 级资产由于年代久远、楼面面积小、天花板低或建筑方法不当等因素导致并不适合改建。总体而言，许多现有建筑在设计上缺乏灵活性，也阻碍了变更用途改造。

东京的一位基金经理表示：“两级分化已经开始，ESG 是其中的一个驱动因素，尤其是对办公楼而言。但很多老旧的 B 级资产将无法交易，如果机构无法购买，如何能够将其转换成住宅？对于一些规模较小的资产来说，这并不容易，可能因为楼面不够大或管道不合适。我知道有很多基金经理都在考虑将办公楼改建为住宅楼，但就我所知，还没有人能够将其付诸实施”。

因此，买家很可能是为了土地价值而购买资产，然后进行再开发，特别是如果周围的土地可以整合成一个大块的话。原则上，政府的激励措施对这种做法有促进作用，但这种做法始终是次优选项，现有建筑的隐含碳是问题所在。此外，由于亚洲城市的土地所有权通常比较多样化，而且土地面积较小，因此在实践中很可能会遇到困难。

更大的挑战来自于政府规划法规，在大多数市场（除了一些明显的例外），政府规划法规在促进建筑改造计划的实施方面远远落后于形势。香港的一位顾问说：“许多建筑都是 30 到 40 年前建造的，对它们进行改造在施工上是可行的，但在目前的规则

制度下却不可行。规则往往是僵化和规范性的，将建筑物从一种用途改为另一种用途的能力具有挑战性，而这本应该仅限于消防和安全方面的考虑”。

新兴市场吸引制造商

全球地缘政治紧张局势的升级，导致外国投资人加快了将生产基地从中国转移到其他国家的趋势。这一方面是由于“中国加一”的既定因素，另一方面是由于国际买家（尤其是科技相关生产商）越来越倾向于采购在中国以外的地方生产的产品。

虽然制造商确实在外流，但中国产业基础及其配套基础设施的巨大纵深使得任何撤资都是一个渐进的缓慢过程。这或许也是好事，因为比照中国的体量，外流的产能占比仍然很小，但对于流入市场（主要是东南亚），如果接纳了其中大部分产能，则意味着对其经济的巨大促进。

其中，泰国和马来西亚正在吸收与中国新技术相关的生产，而印度尼西亚的低劳动力成本则吸引了大量大规模制造业，尤其是电动汽车行业。

而从中国制造业产能外渗中获益最大的市场仍然是越南。虽然越南政府近期打击了向国内开发商发行新债的行为，导致其经济发展滞后，但越南政府为外来制造业提供了一系列长期支持，包括对外商投资的支持、劳动力支持以及不断扩展的供应链基础设施网络等。

更重要的是，如一位活跃在越南的外国基金经理所说：“如果对制造业进行深入研究，越南还是得益于与中国的 [物理] 联系。与

物流相比，我们更关注产业和工厂，但我们认为越南（相对于其竞争对手）的优势在于，从运输的角度来看，越南北部实际上只是中国的一个南部省份。从客户那里我们看到，他们 [因此] 可以对供应链进行非常有管理的调整，这种调整的破坏性要小于转去印度或甚至泰国 / 印度尼西亚等地。

因此，近期外国投资人新建工业产能的活动主要集中在越南北部，大部分以现成工厂的形式出现，而南部则更倾向于满足日益增长的国内需求。由于越南北部的基础设施相对欠发达，投资人往往还须充当租户的解决方案提供者，以期解决众多官僚主义和运营方面的问题。

在越南和整个东南亚市场普遍存在的另一个问题是如何为大型投资基金找到能够推动其发展的投资机会。“这有点像‘那又怎样？’”一位基金经理说。“有这样的机会，但作为 GP，我们要努力让资本发挥作用，我们该怎么做呢？我们发现，除了数据中心这种需要大量资本的大型资产外，物流和产业领域也存在很多规模较小的此类资产。”

要解决这一问题，方法之一是转向印度，因为印度在制造能力和国内市场方面都能提供群聚效应。从历史上看，大部分外国投资都投向了印度的办公园区，尤其是业务流程外包空间。但现在外来投资越来越多地在工业地产领域寻找机会，因为当地政府推出了激励计划，而且大型制造商也在寻找新的基地。

日本:关键主题

2023年，流向亚太地区房地产的全球投资萎缩，但日本仍然是唯一一个受到入境机构投资者广泛青睐的主要市场，尽管与前几年相比水平有所下降。一位基金经理如是说：“国际投资人要扣动扳机，几乎都是[去]日本，印度则是有选择地去”。

这种持续的积极态度有多种原因支撑：

- 中国市场遭遇资本流出，澳大利亚因高利率和普遍不愿对资产重新定价而令资本却步。因此，投资亚太地区的全球投资人几乎没有其他符合其测算标准的选择。
- 一位受访者称日本是“正利差的最后堡垒之一”，日本继续提供80个基点或更低的超低商业贷款条件。杠杆也普遍可得。与债务成本相比，交易继续提供正利差，因此资产价值大幅重新定价的压力很小。
- 日元经历18个月的贬值后，2023年11月，其交易价格远低于其历史正常水平。这让许多投资人相信，美元/日元汇率水平最终会回归均值，为房地产回报带来可观的货币红利。
- 日本企业界正在经历一场期待已久的复兴。董事会改革使得他们在员工多元化、股票回购、员工加薪等问题上采取了更加开明的政策，而效率的提高正在转化为利润的增加。2023年上半年，日本每股收益的年复合增长率达到了10%。股价也紧随其后，许多人预计，工资增长--消费增长和业主定价能力提高的先兆--也将随之而来。

日本公司改革的另一个副产品是鼓励公司分拆非核心房地产（通常包括未充分利用的工业用地），然后变更其用途，用于物流设施或与制造业相关的专业研发空间等更有效的用途。

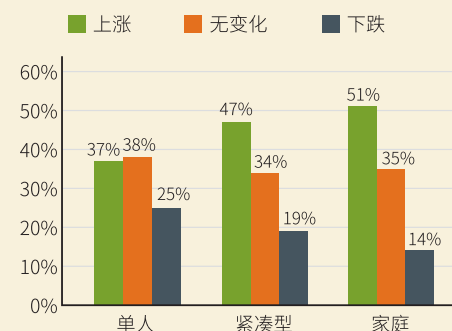
即使日本基本面相对强劲，但外国投资人在很大程度上回避传统资产类别，与其他市场一样。正如一位基金经理所说：“你无法让外国人接触办公楼，但国内投资人仍对其青睐有加，因为市场本身的表现仍然很好，零星的空置占比较小，空置率平均可能为8%到9%，但不像美国或欧洲市场（那么糟糕）”。

2024年将有新的办公楼入市，高端办公楼的租金压力因此会增加。不过，这些资产很少交易，而日本中小型企业青睐的甲级和乙级小型写字楼，由于商业趋势强劲以及对“居家办公”文化的接受程度有限，出租率下降的可能性较小。

因此，买家的关注点再次落在了另类资产上。除了遭受重创的酒店板块外，多户住宅资产继续受到资本的青睐。作为亚太地区唯一一个成熟的“建成出租”市场，几年来日本一直吸引着全球机构投资人的目光，他们既希望分散投资，又希望增加对这一资产类别的投资，因为该类别符合长期、稳定收益投资组合的要求。事实证明，迄今为止他们的投资是成功的，将资本化率推低至3%。

展望未来，人口发展趋势将继续有利于多户住宅项目。后疫情时代，越来越多的工人返回东京市中心，人口的迁移推高了对具有居家办公功能产品的需求，从而推动

按公寓规模分列的东京住宅租金同比变化情况(截至2023年8月)



资料来源: Haseko Livenet.

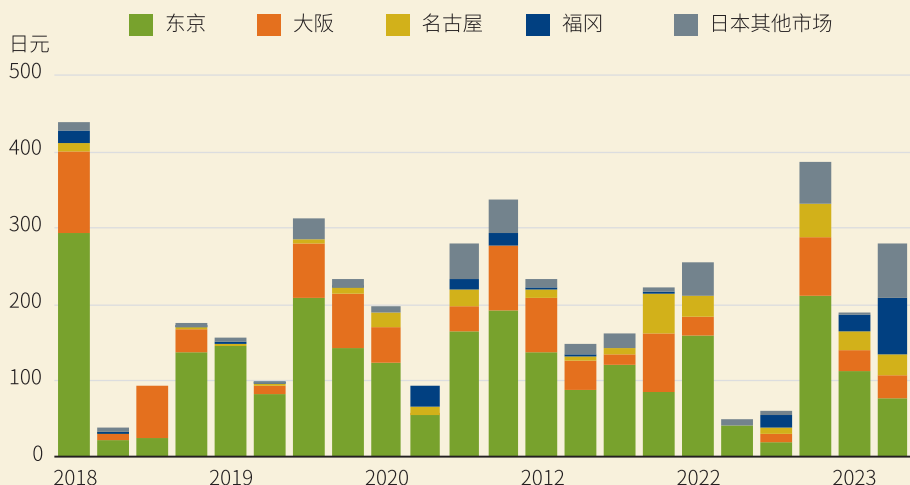
了对包含居家办公功能的大型租赁单位的需求。

与此同时，多家庭住宅的资本化率被压缩得如此之低，以至于投资人都变得十分谨慎。鉴于政府财政政策的变化，国内利率上调的可能性始终是一个威胁，而其他人则认为该板块可能已经过了高峰期。2023年，该板块投资势头有所减弱，一部分是上述原因导致，此外一些外国机构投资人已撤回本国市场也是投资减弱的一个原因。

此外，现代仓储设施的长期短缺也支撑了强劲的工业资产市场，而近期租金的上涨又为该板块带来了额外的利好。另一个促进需求的因素是最近掀起的日本制造商回流浪潮，尤其是从中国市场回流。一位受访者称，半导体行业的回流势头尤为突出，随之而来的还有整个供应链的附属产业和支持产业。因此，自2022年第四季度以来，工业资产的交易量一直居高不下（见下页图表）。

尽管日本的受欢迎程度经久不衰，但市场仍存在巨大的下行风险。首先，整个市场

2023 年上半年日本工业地产交易额



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.

的资本化率被高度压缩, 这意味着利率的任 不断扩大, 日元将面临持续贬值的压力, 何上升都会导致一轮痛苦的资产重估, 尤其 这对以美元计价的投资将会产生负面影响。是在交易杠杆率很高的情况下。

然而, 对未来的货币和利率走势进行解析 并非易事。如果 (如一些人所预期的那样) 货币政策是把双刃剑, 其另一面是, 如果利 率不上升, 日本利率与全球利率之间的差距 美国利率达到顶峰, 日元面临的压力可能

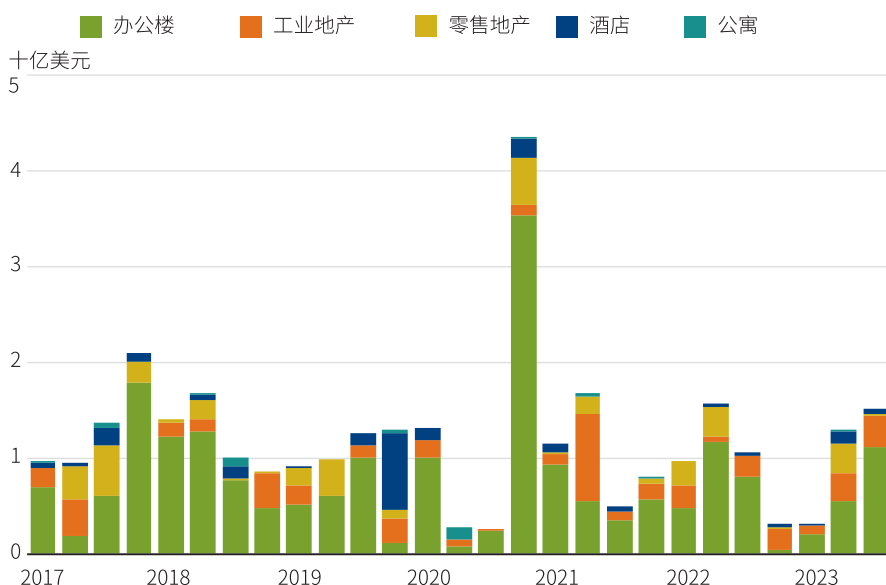
会减轻。除此之外, 投资人目前还可以选 择以非常优惠的汇率对冲货币风险 -- 根据 一位本地基金经理的说法, 美元 / 日元对 冲实际上可令房地产交易增值高达 400 个 基点。

尽管如此, 对日本的一致看法还是让进场 投资人在一片波涛汹涌中同舟共济。当然 也不是每个投资人都看涨该市场。一位香 港基金经理表示: “日本具备其他已重新定 价市场的所有特征 -- 高度透明、发达、高 度集中, 而且以办公资产为中心。它之所 以没有重新定价, 是因为利率仍然受到央 行的严格控制, 但这又回到了那个问题上: 央行能否保持低利率? 因为在这个资本化率 极度压缩的市场, 仅仅 25 个基点的变化就 可能掀起风暴。因此, 打破平衡并不需要 做太多。”

一位香港的基金经理说: “越南面临的挑战 是, 它是一个纯粹的出口市场。”而在印度, 这是一个两全其美的选择 -- 它就像过去的 中国; 你既要为本地制造, 也要满足出口 需求。近年来, 由于印度当局努力实施一 系列监管举措, 从非货币化政策到税收改 革, 再到对开发板块的打击行动, 外商在 印度的投资一直受阻。不过, 外国投资人 越来越感觉到: “现在很多事情都已经完成 了, 基础设施已经基本到位, 这对经济增 长确实很有帮助”。MSCI 的数据, 2023 年 印度的交易额仍然相对强劲, 第三季度录 得 15 亿美元的交易额 (见图表 1-12)。

此外, 正如几位受访者所指出的那样, 中国 制造业产能外流似乎不会减弱, 因为新兴 市场经济体对工业空间的需求越来越多地

图表 1-12 按板块分列的印度投资额 (季度投资额, 2023年第三季度)



资料来源: MSCI Real Capital Analytics.

来自国内生产商，而不是像过去那样来自外国公司。这位香港基金经理认为，这是由于中国企业需要创造新的扩张空间。他说：“他们的客户坚持要求他们这样做，但一旦这种情况开始发生，就不会逆转 -- 我们的观点是，多元化可能导致中国 20% 到 30% 的供应链转型，而且不会再回头。”

能源密集度得以提升

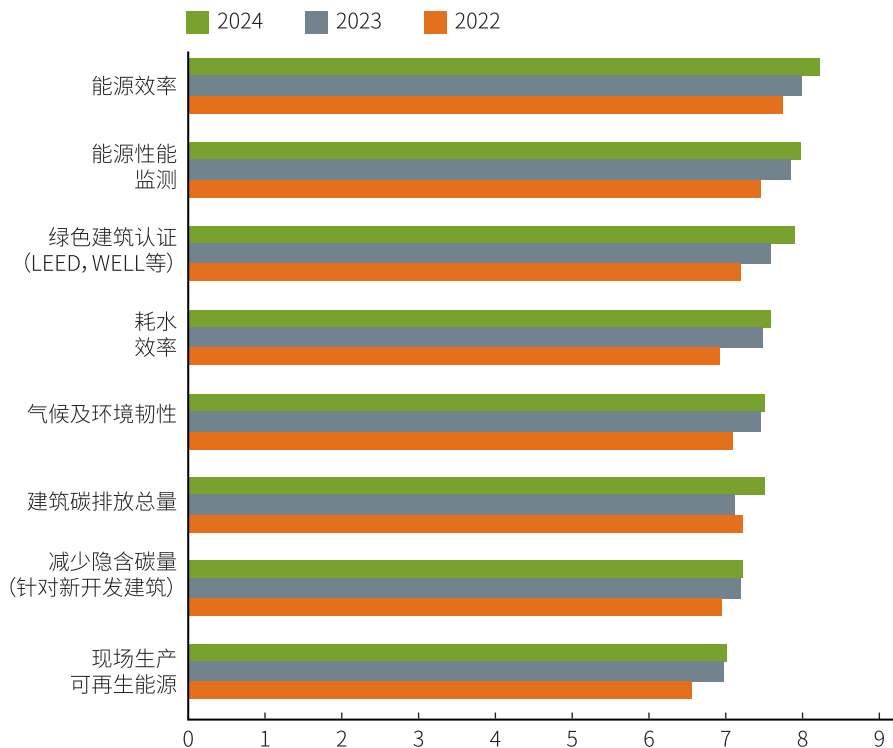
在亚太地区的发达市场，环境、社会和治理 (ESG) 问题已成为业主和投资者的首要考虑因素。在这三个标准中，治理标准仍然相对落后（主要是债券投资人感兴趣），而社会因素则开始取得进展（主要与健康问题有关）。不过，与前几年一样，投资者的注意力仍然主要集中在环境问题上，未来的议程会越来越多地倾向于棘手的能源密集度问题。

能源密集度问题之所以发展如此迅速，是因为市场上的各种力量正在促使业主和投资人认识到变动风险所带来的威胁 -- 从长远来看，一系列因素都有可能令不符合要求的建筑被淘汰出局。

转型风险可能以多种形式出现：

- 首先，由于越来越多的投资人（最初由欧洲机构基金牵头）受利益相关者的委托，在购买资产时必须优先考虑碳效率。因此，能效低的建筑不太可能被选中。
- 其次，希望留住和招聘员工的潜在租户通常会带着评估可持续发展绩效的清单前来，因此不太可能租用未达标的建筑。

图表 1-13 最重要的绿色建筑标准



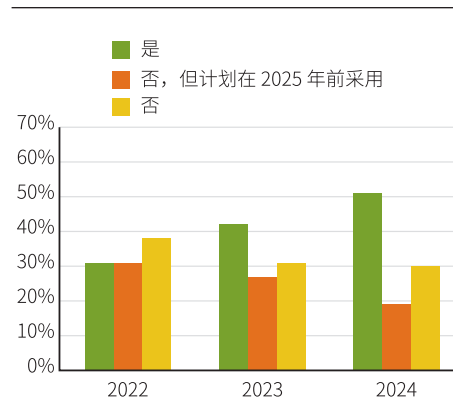
资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

- 第三，由于欧洲和美国，监管改革新框架即将生效，而改革后的真实前景可能是企业将被迫遵守标准，否则将受到严厉的处罚。据美国的一位可持续发展专家称，德国和英国等国不断收紧能效和环境标准，带来的影响是“如果最终不能达到标准，那么将无法获得这些建筑的使用证书。如果不能获得使用证书，就不能举债，你就可能失去租户，因为他们有理由毁约，你也不能为你的房产投保。因此，这些房产的价值很快就会大打折扣。”亚太地区也会出台类似的规定，可能只是时间早晚的问题。

世邦魏理仕于 2022 年 12 月发布了一份研究报告，该报告对亚太地区的各个市场进行了比较，得出的结论是：日本是唯一一个

可被称为“转型领导者”的国家，原因是日本拥有先进的技术、完善的基础设施和高度的意识。韩国也名列前茅。然而，具体到商业地产板块，亚太地区其他市场，如新

图表 1-14 有净零碳排放目标的受访者比例



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

加坡和（尤其是）澳大利亚，在私营和公共部门致力于提高建筑环境能效方面更胜一筹。

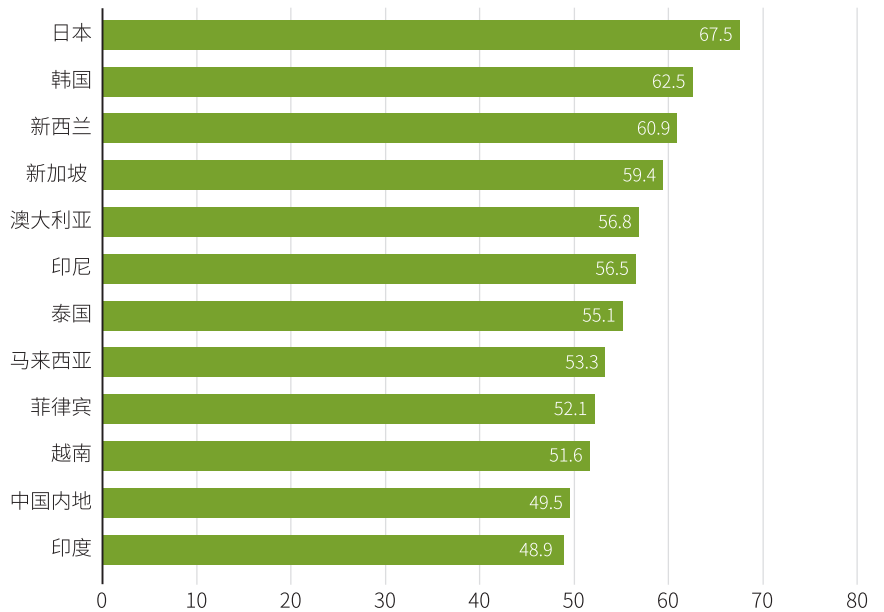
尽管变动风险已成为外国投资人和建筑业主的重要考虑因素，但由于目前全球经济面临诸多不确定性，以及资产价值下降和建筑成本上升令投资人日益焦虑，资产业主已降低了对碳效率议程的关注，因为他们目前的重点是确保能够获得资产再融资，同时获得目标回报。

正如一位东京投资人所说：“你想要在 ESG 方面取得成效，就必须付出更大的成本，但在经济上有时是难以承受的，因为你还有其他成本压力。因此，虽然不能代表所有人，但我认为人们将被迫重新调整 ESG 措施的实施 -- 也许他们不得不推迟一些想做的事情，因为负担不起。

碳中和议程的另一个副产品是，一些全球基金越来越倾向于绿色能源基础设施方面的交易。部分原因是这些基金将其视为有利可图的业务。同时，由于对节能建筑的需求不断增加，投资人受此激励将这些基础设施的节能效果与自己和其他房地产项目的需求结合起来。

一家此类基金的经理介绍说：“我们在东南亚开展了一项业务，重点是公用事业规模的发电（在越南是太阳能和海上风能），还有 [另一项] 就是向终端用户销售电力的业务。我们将此视为一个巨大的机遇，因为我们所有的租客（包括数据中心等用电大户）都有净零需求，而实现净零的唯一途径就是利用可再生能源发电。因此，将这些业务结合在一起确实至关重要。”

图表 1-15 2023 年变动绩效指数



资料来源：CBRE。
注：指数越高，变动风险越低。

不过与此同时，相较于西方市场，尤其是欧洲市场，亚洲市场对环境、社会和公司治理（尤其是能源效率）议程的意识仍然滞后。因此，虽然经验丰富的投资人和机构级资产的业主继续高举净零的火炬，但这一群体以外的人对净零的认识水平可能比较薄弱。

首尔的一位净零咨询师表示：“即使是在经济好的时期，当你们闭门谈论有益健康或节能建筑的理念时，门外的人们也不会知道相关情况。他们也许听说过，也有一小部分亚洲房地产公司持此论调，对降低碳排放确实感兴趣。但他们中的很多人，我认为 90% 的人，并不觉得这有多重要。”

例如，数据收集现在已被广泛接受，许多投资组合管理者将其视为解决能效问题的第一步。但除此之外，人们往往很少了解这些数字意味着什么，以及如何利用它们来提高碳强度。“首席财务官和首席执行官会

看这些数据吗？”这位顾问提出这样一个问题。“我认为只有极少数人会看。在这些大型建筑的地下室里，他们关注的不是千瓦时乘以用电费率，也就是电费；他们关注的是用电峰值，担心烧坏保险丝。因此，对于投资级办公楼、酒店或物流地产而言，我认为真正了解这些数据并让首席执行官关注这些数据并帮助降低（能源耗量）的比例不足 10%。”

因此，他建议，要想在亚太地区实现碳效率的目标，除了与处于市场高端消息灵通的业主和投资人进行常规对话外，最好还能采取更有针对性的方法，让管理着大部分建筑存量（通常是较旧的）的广大业主参与进来。在此过程中，信息的传递应该从最基本的层面出发，重点放在逐步改善上，并向人们宣传符合 ESG 标准的建筑如何能够吸引到出价更高的租客，提高资产在全球投资人心目中的价值，并消除被搁置的风险。

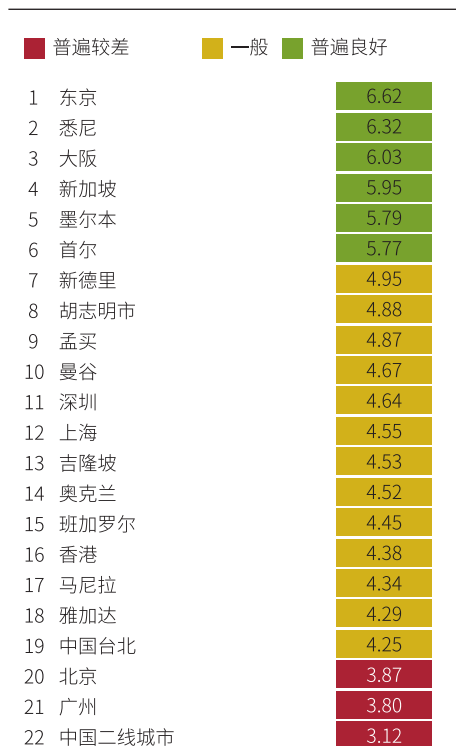


第2章：房地产资本流动

“如果银行不愿意继续纵容和视而不见，业主可能希望推迟行动并祈祷情况好转——但如果银行不允许他们这么做，这将迫使他们出售财产，从而使市场对价格进行真实的反映。”

今年的《亚太区房地产市场新兴趋势》报告中的投资前景排行榜显示，在全球经济形势晦暗的背景下，尽管我们面临着高通胀率持续、全球经济可能陷入衰退、货币紧缩政策达到近代最为严格的境地等多重困难，但投资前景出乎意料地显得乐观。有六个城市的评分处于‘普遍良好’的范畴（去年为七个城市），三个城市的评分处于‘普遍较差’的范畴（去年为一个城市）。总体而言，这一年的市场情绪水平略低于2023年的报告，但与2021年和2022年

图表 2-1 2024年城市投资前景



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势》报告调查
注：城市按九级制评分。

的调查结果大体相似。

这种善意的预测在很大程度上可能反映了亚太地区市场迄今为止在多大程度上避免

了欧洲和（尤其是）美国办公楼市场目前正在发生的慢动作瓦解，欧美市场的办公楼使用率仍然仅为历史水平的50%，据估计，其价值将比疫情前下降40%至45%。

除此之外，这也反映了一种预期，即亚太地区的经济在某种程度上仍将不受世界其他地区经济衰退的影响，尽管亚太地区商业房地产的价值在重估后最终会降低，但不会降至欧美市场目前的低谷水平。

从单个城市的排名来看，前六名城市与“一般”范围的城市之间再次呈现出泾渭分明的差别，前六名城市与去年相同，但排名不一定相同。东京和大阪分列第一和第三位，这并不令人意外，因为日本的低利率使其成为除中国内地以外唯一一个在债务成本方面提供正利差的主要市场。

此外，如今日本已成为资本的受益者，否则这些资本可能会被指定投向中国，得益于庞大且流动性强的市场，日本长期以来一直被视为经济紧缩时期的安全港湾。最后，由于国内和国际利率之间的差距不断扩大，日元贬值使日本房地产对美元资本来说比前几年便宜得多，这让许多投资人有理由将其视为日元最终将回归均值的附带赌注。

尽管如此，一些投资人还是对日本表示了担忧，不仅是因为许多外国人将日本视为他们唯一愿意在亚太地区投资的市场，还因为超高压的资本化率使得犯错的余地非常小。一位投资人认为低利率“让人们期望能够获得投资回报”，“但现在我只是觉得我们已经进入了本轮周期的尾声”。

尽管甲级办公楼的交易量有所下降，但悉尼和墨尔本在排名上仍然位列前茅。这反映出，尽管全球机构在今年的前九个月明显减少了参与，人们对澳大利亚资产的兴

图表 2-2 2024年办公楼租金最有可能增长的城市

城市	2024	2023
1 新加坡	6.24	5.81
2 悉尼	6.09	5.03
3 首尔	5.98	4.49
4 东京	5.96	5.12
5 大阪	5.73	4.58
6 墨尔本	5.70	4.58
7 班加罗尔	5.58	3.40
8 孟买	5.55	3.90
9 曼谷	5.44	3.91
10 马尼拉	5.42	3.98
11 新德里	5.41	4.16
12 胡志明市	5.33	4.94
13 吉隆坡	5.33	3.98
14 雅加达	5.17	4.40
15 中国台北	5.16	3.90
16 深圳	5.05	4.35
17 奥克兰	5.02	3.68
18 上海	4.86	4.55
19 香港	4.81	4.45
20 北京	4.63	4.15
21 广州	4.52	4.06
22 中国二线城市	3.91	3.55

资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势》调查
注：城市按九级制评分。

趣仍然浓厚。办公楼市场一直受到诸如买卖差价过大、出租率低和利率高（与香港相同，为亚太地区之最）等因素的影响。据受访者透露，2023年的最后一个季度，全球基金再次聚焦在澳大利亚中央商务区的核心资产，仍在寻找低于市场的价格。

特别是，几位受访者认为租户将从地理位置较差的乙级办公楼升级为甲级办公楼，因此他们看好2024年悉尼甲级办公楼市

场。一位投资人谈及第一章中提到的“向质量靠拢”的趋势，他说：“租客希望在四通八达的交通枢纽找到更优质的办公楼。”

在排名靠前的其他两个城市中，新加坡依然保持着其一贯的受欢迎程度。尽管如此，业主们仍然坚决反对资本化率扩张的想法，导致甲级资产的交易量有所下降。然而，在此期间，高净值的买家持续积极地收购小型物业，例如商铺和分层产权资产。

投资人们继续把新加坡视为一个潜力巨大的核心市场（参见图表 2-2 中的调查结果）。吸引他们的原因包括供应有限、强劲的空间需求以及在亚太地区其他城市中名列前茅的租金增长前景。据悉，目前一些机构业主至少开始愿意考虑以更高的资本化率进行交易的谈判，这预示着 2024 年可能打破交易僵局。

首尔也位列前茅，近年来一直是个市场之谜。尽管首尔的办公楼市场空置率几乎为零，属于全球最紧俏的市场之一，2023 年上半年的银行业流动性危机却引发了一波抛售潮。这导致众多竞购者蜂拥而至，使首尔成为今年第二季度全球交易量最大的办公楼市场之一。展望未来，首尔可能会持续面临供应短缺和租金增长的情况，当前的市场环境恰恰反映了投资者正在寻求的抗通胀特征。

虽然外国买家对首尔仍然保持兴趣，但首尔市场的独特动态表明它现在主要由资金雄厚的国内投资者推动。这些投资人在全球市场遭受损失后，近几年纷纷撤回国内，这加剧了他们对本地资产的关注。一位外国基金经理这样评价道：“我们考虑过韩国市场，但韩国的（高）利率和银行运作模式无疑让其市场面临挑战，甚至可能陷入

困境。与日本相似，韩国银行有时对于极其核心的资产也表现得非常激进，因此我们决定暂时放慢在韩国市场的步伐。”

除了这些排名靠前的城市外，亚太地区其他城市的发展前景并不十分引人注目，只有几个例外。其中最主要的是印度城市，近年来，历了疫情和非银行金融部门的商业危机之后，印度的城市排名一直处于较低水平。然而，如今印度正逐渐成为一个有潜力替代中

国的工业基地，这一点正引起越来越多的关注，特别是考虑到印度与中国在人口规模和市场深度方面的相似性。由于该市场的投资活动相对活跃，印度所有城市的排名都较去年有所上升。展望未来，许多投资人正在考虑从传统的办公园区向工业和物流领域扩展。

在排名靠后的位置上是中国的一些二线城市，而像深圳和上海这样的一线城市则位

图表 2-3 历史投资前景排名

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
东京	1	2	1	2	2	4	7	12	1	1
悉尼	2	3	3	3	4	3	1	9	2	4
大阪	3	4	6	8	8	5	10	15	4	3
新加坡	4	1	2	1	1	2	3	21	11	9
墨尔本	5	6	4	6	5	1	2	16	3	5
首尔	6	5	5	4	10	9	19	17	7	7
新德里	7	13	19	18	15	17	20	13	16	14
胡志明市	8	7	8	5	3	7	5	4	5	13
孟买	9	12	17	15	12	13	12	2	13	11
曼谷	10	11	16	14	11	11	16	8	19	16
深圳	11	8	9	9	6	8	6	5	18	19
上海	12	10	7	7	7	6	4	6	9	6
吉隆坡	13	14	22	20	21	22	21	19	21	12
奥克兰	14	15	11	13	19	20	9	14	10	15
班加罗尔	15	21	20	21	16	16	15	1	12	17
香港	16	18	14	22	22	14	13	18	15	21
马尼拉	17	16	21	19	17	19	18	3	8	8
雅加达	18	9	18	16	18	15	14	7	6	2
中国台北	19	17	13	11	14	21	22	22	17	18
北京	20	19	12	12	13	12	11	11	14	10
广州	21	20	10	10	9	10	8	10	20	20
中国二线城市	22	22	15	17	20	18	17	20	22	22

资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

居中等位置。这些排名反映了外国投资人几乎一致地避免购买中国非一线城市的资产。同时，这也显示了他们认识到中国内地市场的巨大潜力是不可忽视的，特别是在当前国内开发商正面临资产负债问题日益严重的情况下，未来可能出现更多的购买机会。因此，位于中国最繁华商业区的公寓和物流资产仍然是投资人的关注焦点。

开发前景排名

如第一章所述，对办公楼和零售楼宇长期需求的疑虑不断加深，导致在过去几年不断增加的开发风险一直是一个迫在眉睫的问题。到 2023 年，随着经济指标的下滑，人们的担忧只会进一步加深，因为经济周期的逆转可能会加剧长期下滑的可能性。

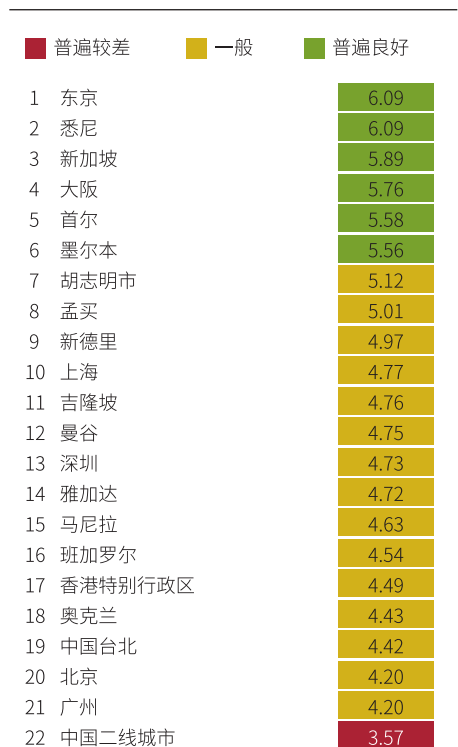
因此，建筑工程开工率有所下降，某些正在进行的开发项目也停滞不前。东京的一位开发商说：“我认为，开发方面已亮起了黄灯，主要原因是通货膨胀、供应链问题以及人力资源问题。当然，就物流地产而言，建筑成本已经增加了约 20%。

这位开发商指出，这些影响因素正在导致租金上涨和地价下降。他解释说：“现在，在我们投标企业工厂用地时，我们的经纪人会告诉他们的客户，时代已经变化，价格也不再是过去的水平。因此，我认为地价会有所调整。这是我们在六个月前甚至未曾遇到过的情况。”

随着开发管道的不断减少，原本就面临空间短缺的市场可能会经历租金的增长，同时出现更多优质的‘定制开发型核心资产’。这种情况在包括首尔（在开发前景表中排名第五）和新加坡（排名第三）等城市尤为显著。首尔在 2023 年第三季度的办公楼出

租率高达 99%，而新加坡则见证了大量新的跨国公司从香港迁入或在此设立地区总部。

图表 2-4 2024 年城市开发前景



资料来源：《2024年亚太区房地产市场新兴趋势》调查注：城市按九级制评分。

此外，在那些因旺盛需求预期租金将长期增长的板块中，投资人仍然愿意承担开发风险。从定义上讲，这些板块包括几乎所有的另类资产，因为这些细分市场目前还没有存量资产，或者至少还没有完全建成。

在日本，大部分成熟的住宅资产已经被纳入机构投资者组合，而多户住宅项目则继续吸引开发资本。一位在日本持有大型多户住宅投资组合的机构投资人表示：“我们对市场有深入的了解，因此我认为应该更加注重增值，由于单纯购买稳定资产并依靠降低资本化率来实现增值的做法已不再可行。因此，现在的关键问题是如何进行建设，分

享开发所带来的利益，或者承担一些租赁风险，因为在日本的多户住宅市场上，你仍然能够获得非常有利的融资条件。”

在澳大利亚，尽管当地市场的特性引起了人们对‘建成出租’战略长期可行性的疑问，但各大城市中‘建成出租’项目的开发依然在迅速进行。一位基金经理这样表述：“这个过程非常艰难，且每笔交易的情况都有所不同。投资人期望的回报率与土地定价、建筑成本以及当前租金所能支撑的回报率之间仍然存在差异。这就是为什么在澳大利亚，围绕多户住宅开发的讨论很多，但实际行动却相对较少的原因。

在开发前景排名中，另一个引人注目的城市是胡志明市，其排名从去年的第二位下降到今年的第七位。虽然全球和中国内地的制造商正将产能从中国转移到其他新兴市场，人们对越南的兴趣仍旺盛，但最近越南政府对银行业和开发行业的严格监管导致本国开发商面临流动资金的严重短缺，进而使得许多在建项目延期。然而，根据越南过去的经验，这种情况很可能只是短暂的，预计明年将恢复正常。考虑到该市场对基础设施的巨大需求和存在的结构性供应不足，对工业产能的需求可能仍将保持强劲。

总体而言，尽管当前风险的上升使得投资人对开发项目的兴趣有所下降，但亚太地区持续的经济增长和人口结构的不断变化意味着对新存量的长期需求仍将增加。因此，新项目的开发无疑将继续推进。此外，这些风险也将类似于已完工资产，按照市场情况进行重新评估和定价。

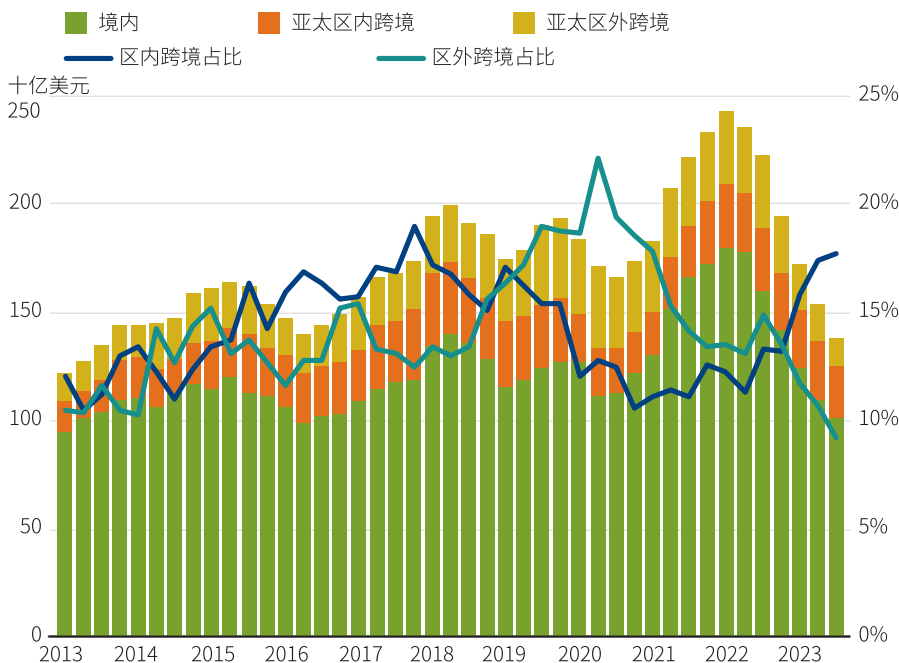
一位基金经理如是说：“过去，人们进行开发是因为他们买不到想要的资产，所以他们说‘如果我买不到物流地产，那我不如建造一个’，或者‘我买不到好的办公楼，那我就出资建造’。但过去，承担这种交付风险的额外成本并不高。然而在今天，如果你想这么做，我认为你必须明白，风险越大，潜在的回报也越高。因此，关键在于如何有效隔离和降低这些风险。”

全球跨境投资萎缩

2023年第三季度，亚太地区的整体交易额同比下降37%，降至257亿美元，其中跨境投资所占比例出现了惊人的两极分化。一方面，来自亚太地区其他市场的资金同比接近去年的水平，另一方面，来自亚太区以外（即全球投资人）的资金骤降64%，仅为127亿美元，接近历史最低水平（见图表2-5）。

亚洲内部投资持续强劲（2023年第三季度新加坡占一半以上）的原因之一是亚洲投资人对地区前景保持乐观，另一个原因是日本对外投资激增。今年上半年，日本对亚太地区其他市场的投资总额达到25亿美元，其中一半以上投资于澳大利亚的几项大型交易（其中一项为办公楼交易，一项为住宅交易）。

图表 2-5 2023年第三季度亚太区投资(按资本来源划分)

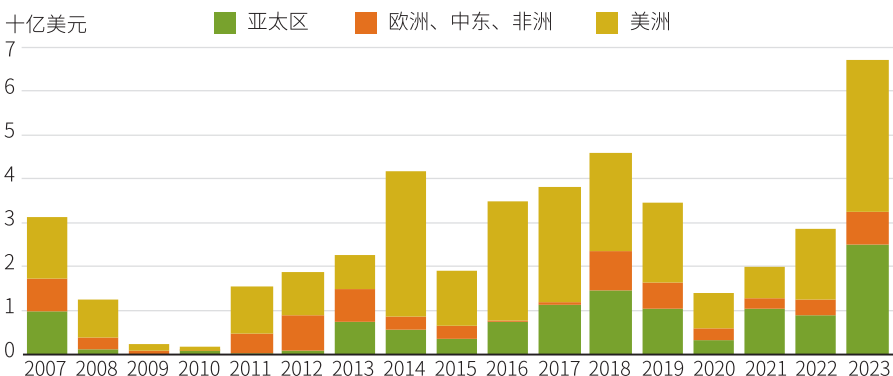


资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

在2023年决定将更多资金投资海外显然是出于提高投资回报的考虑，尤其是在国内超低利率导致回报微薄的背景下。然而，重要的不仅仅是这种增加对外投资的决策本身，而是这一决策的实际发生。长期以来，日本庞大的机构资本一直被投资于低收益的渠道，例如收益率接近零的日本政府债

券。到目前为止，尽管存在关于将资金转投海外以获得更高回报的讨论，但实际上几乎没有人采取这样的行动。因此，如果资金外流的显著增加预示着阻止资金外流的障碍正在崩塌，那么在亚洲已经积累了大量待投资本的情况下，将有更多资金源源不断地流向海外市场。

图表 2-6 2023年第二季度日本对外资本流动情况



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

讽刺的是，在 2023 年，不仅有资本从日本流出，也存在资本的反向流动（这一点在本报告的其他部分有所讨论）。日本目前是亚太地区（印度除外）唯一一个吸引大量外国投资的市场。因此，根据仲量联行的数据显示，今年第二季度，流入日本房地产市场的资金约占总投资额的四分之一，其中物流和工业地产板块吸引了大部分资金（具体详情可参见‘日本：关键主题’侧栏中关于日本工业地产交易额的图表）。

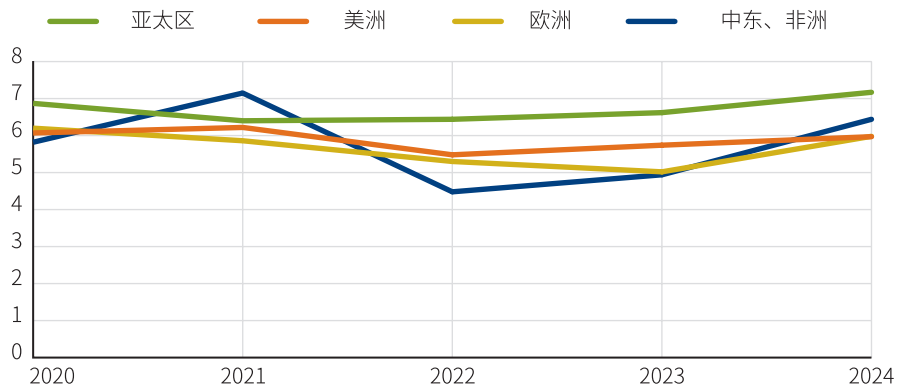
然而，同时也有一些投资人认为，日本的市场动态已经进入了当前经济周期的晚期阶段。正如一位受访者所述：“我们逐渐感觉到，一旦美国市场重新定价并开始走向正常化，日本市场的吸引力可能会减弱，市场平衡有可能被打破。如果真的发生这种情况，那么澳大利亚、美国以及欧洲的市场就会变得更加吸引人，资本可能会转向关注这些市场。”

全球资本退缩

尽管亚洲国家之间的资本流动仍然活跃，但来自区域以外的跨境资本却出现了显著下降。这种逆转现象的原因是多方面的。首先，在经济承压时期，全球投资人往往会自然倾向于将资金撤回本土。一位投资人这样解释道：“从长期来看，亚太地区的基础面仍然合理，会继续作为全球投资组合的一个重要部分。但在动荡和困难的时期，你必须优先解决眼前的紧迫问题。”

此外，许多全球机构投资者管理着多元化的投资组合，目的是在不同类型的资产之间保持平衡。由于目前西方国家交易所监管的市场（尤其是债券市场）普遍表现不佳，许多投资人几乎没有余地将更多资金投入私募股权等资产中，这主要是由于‘分母效应’。一位私募基金的基金经理解释道：‘通常，

图表 2-7 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

房地产投资的回报目标在 8% 到 10% 之间，但由于分母效应的影响，这个数字一度升至 12% 至 13%。这意味着从全球角度来看，当前的趋势是稳定甚至略微减少对房地产风险的敞口，直到固定收益类资产的占比增加。’

还有其他一些因素也在发挥作用。首先，机构投资者愿意投资的资产类型大大减少，办公楼和零售地产这类过去受欢迎的资产类别的租客需求大大减少，需求发生了变化。尽管亚太地区可能不太会出现类似的结构性的衰退，但投资人在目睹欧美这些板块的持续下滑后，更倾向于采取预防措施，而非试图找出亚洲市场可能与众不同的合理理由。”

另一个问题是，随着债务成本的上升，全球基金在大型项目上所需的回报率变得越来越难以实现。一位机构基金经理这样表述：“在当前情况下，使各方面因素协调一致变得非常困难，因为如果你为了避免过多债务而增加股权投资，那么股权的绝对回报率不可避免地会降低。”

由于业主不愿意让资本化率高于借贷成本（尤其是在新加坡和香港等市场），这个问题变得更加复杂。他们说，资本价值已经下降，因此测算价值应包括市场反弹的前景。但买

家并不这么认为。一位买家说：“我明白，但我们正处于衰退期，没有租赁需求，我们怎么能保证价值会增长呢？这一点在投资委员会很难通过”。

全球资金流动的变化模式也与亚太地区的区域分配有关。特别是，那些过去大量投资于中国的基金目前不再愿意或无法继续这样做（例如，受限于有限合伙人的协议）。然而，这些资金仍然需要流向其他地方，这意味着对日本和澳大利亚等地的资金投入可能会增加。

尽管目前投资部署暂时处于停滞状态，但中短期内全球投资者重启对亚太地区的投资配置的前景仍然看好。这主要是因为他们认为亚太地区的经济基础相比于西方国家更为稳健。一位来自东京的基金经理这样表示：“与美国甚至欧洲的投资人对话，你会发现他们对市场在未来两到三年内复苏几乎没有任何期望。与此同时，我与许多来自加拿大和欧洲的养老基金进行了交流，当他们重新考虑自己的投资配置时，往往会将目光投向亚太地区。”

筹资减少，待投资金增加

自 2022 年年中以来，亚太地区市场整体交易量下降（尤其是对中国资产的兴趣减少），导致有限合伙人对亚太地区房地产战略新资金分配的动力不足，特别是在交易放缓且待投资金额已经较高的情况下。因此，筹资总额急剧减少。根据分析机构睿勤的数据，2023 年前三季度，亚太地区房地产私募资本的筹资额同比下降了 35%。预计全年的筹资总额将降至十年来的最低水平。

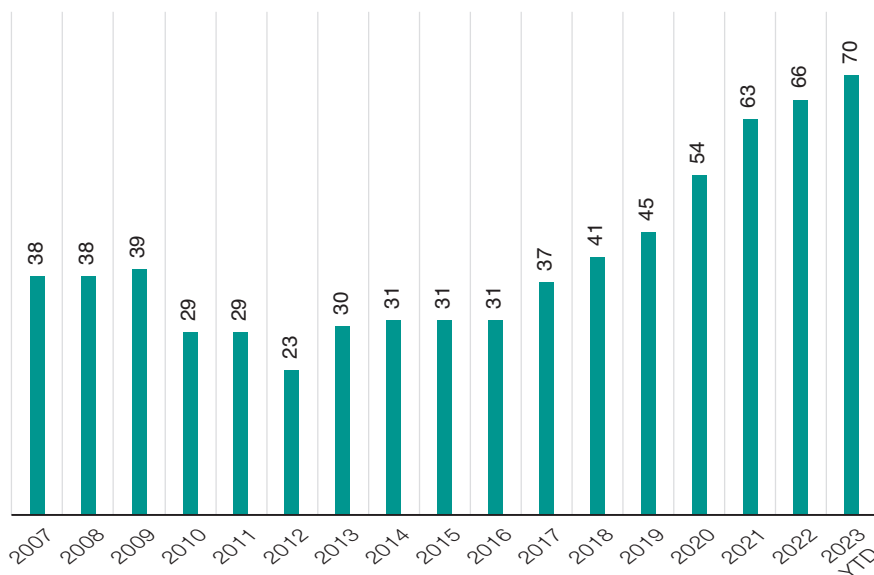
最近筹集的资金大部分都是由少数几家最大的基金主导的，这使得其他基金难以匹敌。一位基金经理指出：“对二线企业而言，募集私人资本几乎是不可能的——一些与亚洲资本关系良好的基金表现尚可，但除了最大的基金外，其他人很难找到资金。”

然而，并非所有资产类别和 / 或市场都受到严重影响。例如，澳大利亚的“建成出租”和物流地产市场吸引了大量资金，尤其是来自日本的资金。根据睿勤的数据，2023 年最后一个季度，在亚太地区基金所持有的所有资本中，几乎有一半专门用于机会主义策略。

市场缺乏交易的一个问题是，基金在市场上的停留时间可能更长，导致一些因分母效应寻求资本平衡的投资基金在市场上滞留。

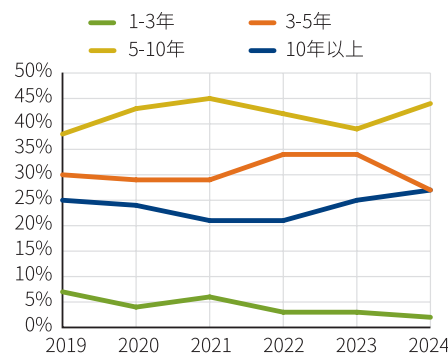
由于亚太地区缺乏成熟的二级市场，这个问题变得更加复杂。为应对这一挑战，许多全球基金管理公司希望通过招标方式促进交易，并通常为二级市场买家提供向基金注入新资本的机会。然而，市场反应并不热烈，特别是在亚太地区，招标交易的定价常常打折。根据基金配售顾问公司坎

图表 2-8 专注于亚太地区的可投资金 (2007年至2023年, 单位:十亿美元)



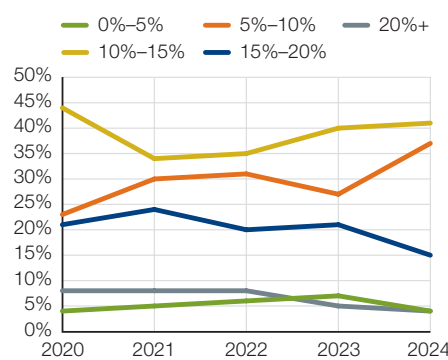
资料来源：睿勤、仲量联行，截至 2023 年 9 月。

图表 2-9 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 2-10 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

贝尔 - 鲁伊腾斯 (Campbell Luytens) 的数据，2022 年亚太地区由投资基金主导的二级市场交易仅占全球此类交易的 4%。一位投资者表示：“基本上，我们这个地区没有二级市场，所以我们被困住了。”

REITs提供私有化选择

通常情况下，当利率上升时，房地产投资信托基金 (REIT) 的价格会下降，因为较高的借贷成本会拖累净收入，同时削弱 REIT 购买增值资产的能力。此外，随着债券收益率与利率同步上升，考虑到其较高的风险特性，REIT 的股票变得不那么具有吸引力。最后，大多数 (但绝非全部) REIT 资产包括了目前投资者不太青睐的传统资产类别，例如办公楼和零售物业。

自 2022 年年中利率上升以来，亚太区的房地产投资信托市场已经出现了抛售现象。截至 11 月初，标普高收益亚太精选房地产投资信托指数的交易量同比下降了约 6.4%

(参见图 2-11)，尽管其表现仍优于美国和欧洲的同类产品。除日本外，所有市场上的 REITs 交易价格都大幅低于其净资产价值 (NAV)，而日本政府作为其量化宽松计划的一部分资助的交易推高了 REITs 的股价。

公共市场和私人市场资产价值的不同走势产生了不同的后果。首先，有人提出，尚未大幅重新定价的私人拥有资产应以 REITs 的净资产价值为基准进行重新估值。这个想法虽然方便，但并不受资产所有者欢迎，因为公开上市的资产（无论是 REITs 还是区域开发商）的交易价格往往低于私下交易的同类资产。此外，在熊市中，公开市场往往会过度反应，因此可能并不是准确的价值衡量标准。

其次，REITs 逐渐成为私有化的目标。新加坡的 REITs 被认为受到过多政府控制，而香港的 REITs 资产质量普遍较低，因此日本（对缺乏本地投资者的 REITs 而言）和澳大利亚被视为最适合此类策略的市场。

悉尼一家大型机构基金的经理表示：“我们认为，如果 REITs 的交易价格远低于其有形资产净值 (NTA)，那么对没有资金管理部的 REITs 进行私有化是合理的。首先是一个是否相信 NTA 的问题，然后是你是否有资本实际进行私有化。因为在全球金融危机后，REITs 进行了大量整合，现在已经没有多少规模足够小的纯粹 REITs，能够通过银团内的两三个大投资者进行私有化。”

此外，一位受访者说：“在公开市场，[澳大利亚 REITs] 可能比净资产价值 (NAV) 低 40%。但如果以 15% 到 20% 的折扣卖给私人市场，就能在公共工具上获得巨大

图表 2-11 亚太地区房地产投资信托五年期指数 (美元)



资料来源：标准普尔道琼斯指数。

收益。因此，REITs 希望通过出售筹集资金，而投资者认为 20% 的折扣已足够。这就是市场开始活跃的时刻——这是一个双赢的局面，但我们还没看到太多这种情况。”

银行贷款放缓，条件收紧

十多年来，全球房地产市场最根本的变化是美联储自 2022 年年中以来推出的一系列快速加息措施，这是有史以来最快的加息周期。正如第一章所述，亚太地区（日本和中国除外）市场的资本成本上升，迫使投资者放弃自 2009 年以来的商业地产投资理念：利用低成本杠杆购买核心资产，等待资本化率压缩，然后在几年后退出，转而投资其他基金。

如今，银行贷款不再便宜和易得，甚至在某些情况下根本无法获得。特别是国际银行，它们在提供新贷款时持谨慎态度，常拒绝续签现有交易。同时，由于银行希望

降低风险并加强尽职调查，办公楼投资的贷款尤其面临风险。

一位新加坡的基金经理表示：“不同市场情况各异，但在测算方面肯定会更加注重细节，借款人也会进行整合。这意味着不是所有人都能获得贷款，这与一年前大不相同，而且贷款的发放倾向也肯定不同。不同市场的定价也不同——美国价格上涨了 500 到 600 个基点，而在新加坡、印度、日本，价格上涨了 50 到 100 个基点。但同时，我认为，能够执行这一定价的交易对手也急剧减少。”

受访者指出，在香港、中国内地和韩国等市场，银行更不愿意贷款，尽管对某些资产类别（例如中国内地的大众住宅市场、韩国的物流资产或澳大利亚的多户住宅开发项目）而言，这种不情愿的程度可能更高。

在债务可获得的情况下，不同市场的借款成本差异很大。截至 2023 年 11 月，可获取的最低银行贷款利率介于 0.8% 至 6.7% 之间（参见图 1-7）。此外，其他贷款条件也有所收紧，平均按揭成数下降了大约 10 个百分点，许多情况下利息保障比率（ICR）的要求也更为严格。

日本和中国是两个与全球利率上升趋势不同的市场。尽管全球利率迅速上升，但日本选择维持自 1999 年作为财政刺激措施而实施的长期零利率政策。不过，根据当地受访者的说法，日本银行的贷款条件仅略有收紧。截至 2023 年 11 月初，日本央行（BOJ）已提出再次允许利率浮动，但考虑到过去 10 年发行的大量国债隐含的利息支出增加，许多分析师认为日本央行将无法允许利率大幅上升。

自 2022 年年中以来，中国稳步降低利率，以应对经济结构性疲软。对房地产投资者而言，这成为了再次投资的动力，尤其是在开发商普遍面临困境的背景下。然而，目前的地缘政治和宏观经济不利因素仍在阻碍大多数外国投资人。

尽管许多亚太市场的利率迅速上升，但资本化率却迟迟未能跟进。例如，一位基金经理表示：“在香港，目前的债务成本是一年前的四倍，再加上 1.5% 到 2% 的息差，债务成本可能接近 7%。但在香港你买不到这个水平的资产——资本化率仍然在 3% 到 4% 之间。”

收益率与利率之间的巨大差距不仅让新投资人望而却步，也给最近购入房产的业主带来困扰。租金下降，空置率上升，很多业主（至少按实际价值计算）已处于负资产状

态，同时也违背了综合投资回报率。一位投资人指出，随着现有贷款到期，挑战随之而来：“面临再融资壁垒，特别是在办公楼市场，人们预期估值将下降，需要对资产重新估值。然而，有多少业主能够或愿意这样做，还有待观察。”

尽管目前香港（甚至中国内地更甚）已出现一些不良资产的出售，但市场对这种新现实的接受仍然缓慢，这可能是由于银行并不急于执行违约。然而，如果央行认为持续下降的真实估值对银行系统构成系统性风险，那么在长期利率持续走高的情况下，这种情况可能不会持续。澳大利亚、香港、新加坡和首尔等其他亚太地区城市在资本化率与债务成本之间也存在较大的利差（因此构成潜在的银行资产负债表风险），不过后两个城市的租赁市场活跃，这可能大大降低风险。

私人信贷增加

近期银行贷款制度的收紧导致房地产市场扩大，吸引了大量非银行参与者。这些参与者包括资金充裕的机构，如养老基金和保险公司，或者（越来越多地）是纯粹的私募股权基金。尽管亚洲一直存在着一个小型的非银行债务市场，但直至今日，绝大多数需求都由历史上资金充足的地区银行系统满足，这些银行向借款人提供的贷款利率是私营部门贷款人无法比拟的。

然而，今天的情况已经发生了变化，标志着可能的根本性转变，即按照美国和欧洲成熟的私人信贷市场的思路，为非银行债务创造了空间。对于私人信贷借贷机构而言，亚太地区新兴的债务市场伴随着与股权投资环境日益严峻的风险。因此，不少

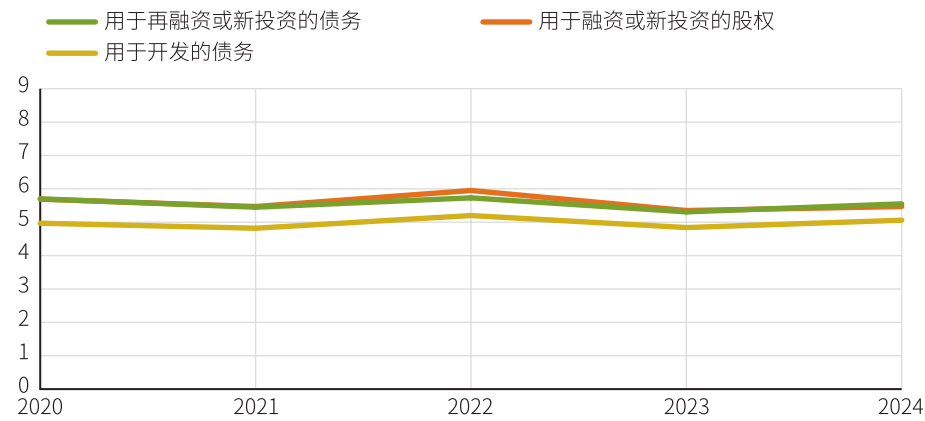
私募股权基金愿意出售其全部或部分硬资产投资组合，以为新推出的债务战略筹集资金，同时转向更具防御性的姿态。

一位新加坡私募股权基金的经理表示：“现在大多数市场的基准利率都在上升，利差也在扩大，存在波动性，投资者们都在考虑：‘如果我必须配置资本，为什么不投入到信贷工具中，因为作为高级担保贷款人，我可以有 40% 到 45% 的先损头寸。另一个有趣的动态是，信贷的期限通常比股权投资短，因此，在不确定何时结束的动荡时期，这实际上是部署资本的理想方式。开发贷款的期限是 24 个月，稳定贷款可能是三到五年，但这绝对对比一般的股权投资期限短，一旦波动期结束，我还有选择的余地。”

建立一个真正的非银行借贷区域市场的好处是，虽然私人债务可能更加昂贵，但总体上更灵活，其条款可能更具创造性、更宽松或对债务人更有利。此外，特别是保险公司提供的私人债务还提供了锁定长期固定利率（5 至 10 年）的可能性（其他债务无法提供这么长期限），为日本等利率仍远低于全球标准的市场创造了规避长期利率风险的机会。

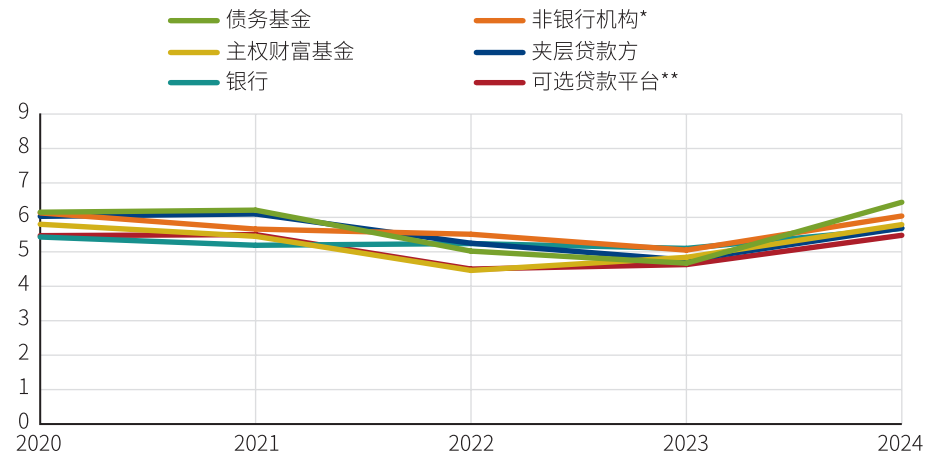
目前，非银行债务的需求通常集中在特定地区、资产类别或特定情况。一位受访者表示：“亚洲的贷款人都在密切关注他们的观察名单中的资产，他们希望减少风险敞口的主要资产是办公楼，因此那里可能会有一些（私人信贷）交易。特别是在我们已经进入了紧缩周期一年多的情况下，即便是较小的贷款人也在推动借款人进行再融资，从而导致对更昂贵资金的需求增加。世邦魏理仕估计，在亚太地区总共 1770 亿美元的未偿优先商业房地产债务中，由于银行不愿向借款人提供再融资所需的全部金额，造成了高达 58

图表 2-12 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 2-13 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®》调查

* 保险公司或养老基金。 ** 例子包括点对点借贷和众筹。

亿美元的‘资金缺口’。这一缺口可能需要通过某种形式的私人信贷交易来解决。”

此外，大量私募股权投资人现在可能无法说服银行为任何特定交易的预期承销杠杆水平提供全额融资，特别是在增值投资领域。因此，私募股权投资人可能会以高于银行债务的溢价提供必要的贷款。

受访者还发现了其他一些私人信贷机会：

- 在澳大利亚，由于商业银行面临监管限制而放慢了贷款速度，非银行融资

银行担保的优先股。需求通常来自外国投资者，他们无法从国内银行获得所需资金，因为他们的贷款价值比率普遍较低。

- 香港的开发商面临困境，同时拥有大量可抵押的优质资产，这为资本重组创造了机会。
- 韩国和新加坡也被视为进行私人信贷借贷的潜在市场。

尽管许多私募股权基金都在寻找进入私人信贷领域的机会，但很少有人将其视为新借贷市场长期结构变化的一部分。对于亚太地区的稳定机构投资者来说，这个机会可能更具吸引力（至少在规模上），因为他们一直在寻找合适的途径来投资大量的存量资金，对他们而言，提供稳定利息和本金偿还的固定收益投资非常符合他们对高度可预测收入流的偏好。

一位基金经理说：“真正的信贷业务已经如箭在弦。有些公司在亚洲已经运营了很长时间，他们的业务是总回报，有时涉及贷款，有时涉及投资。但我认为，在未来两到三年内，你会看到真正的贷款平台、履约信贷平台的出现。”

市场已经连续多年增长，因此，向开发商提供优先担保贷款的机会日益增多，特别是在多户住宅项目中。此外，表现稳定的资产所有者可能会寻求债务来升级其物业，但条件可能略微“偏离商业银行的贷款范围”。

- 目前中国内地的利率正在下降，外资银行往往选择完全退出市场，而国内银行可能不愿意参与贷款展期。这为投资银行类资本创造了机会，或许是夹层资本，或许是优先股，或许是非



“这就是未来—未来已来, 情况还不算太糟。”

如果说在过去 14 年中, 债务成本低是影响亚太地区房地产投资战略的主要因素, 那么如今利率提高则再次影响了资金的流向和未来房地产的使用方式。

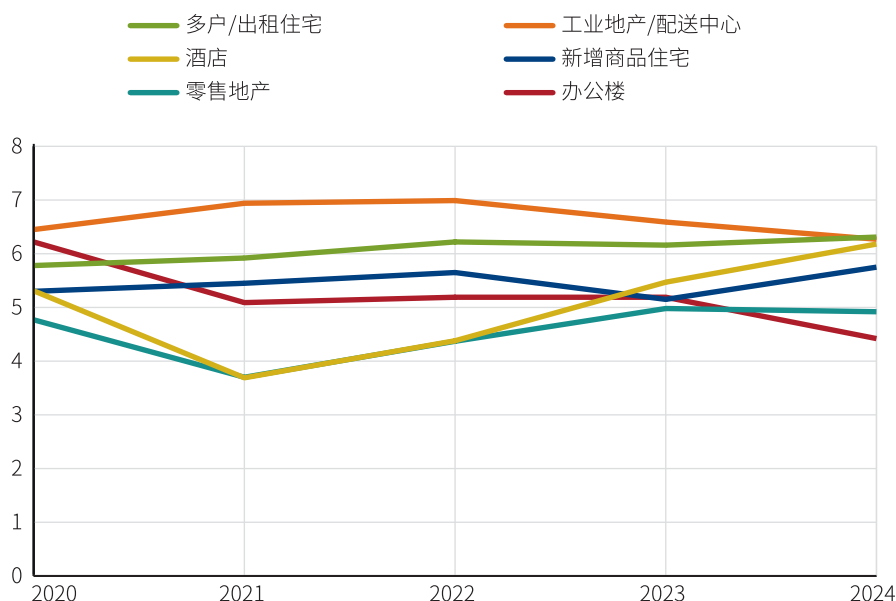
尽管这在一定程度上暗示了角色的转变, 但并不意味着两种旧机制下的主要资产——办公楼和零售地产的重要性有所下降, 尽管投资人目前不太愿意购入。然而, 即使它们的经济和社会作用将继续存在, 这些传统板块的价值主张也正在被重新定义。

首先, 这意味着它们的金融价值将被重新评估, 评估依据是其产生以风险调整回报的新常态的能力 -- 尽管当今市场停滞不前, 但这一进程现已深入发展。此外, 这还意味着投资人将设法从资产中榨取价值, 找出新的方法使资产与用户更加相关, 不过, 这一进程一直被搁置, 因为既定方式已让投资人取得了良好的回报, 到目前为止还没有什么理由让他们偏离这一方式。

与此同时, 新需求驱动因素作为推动这一价值挤压行动的催化剂, 也促进了这两种资产类别用途的重塑。因此, 办公楼业主需要改善其产品, 以激励员工重返工作场所。同样, 零售业运营者也需要为消费者提供类似的激励措施, 否则消费者会继续向互联网购物的方向迁移。

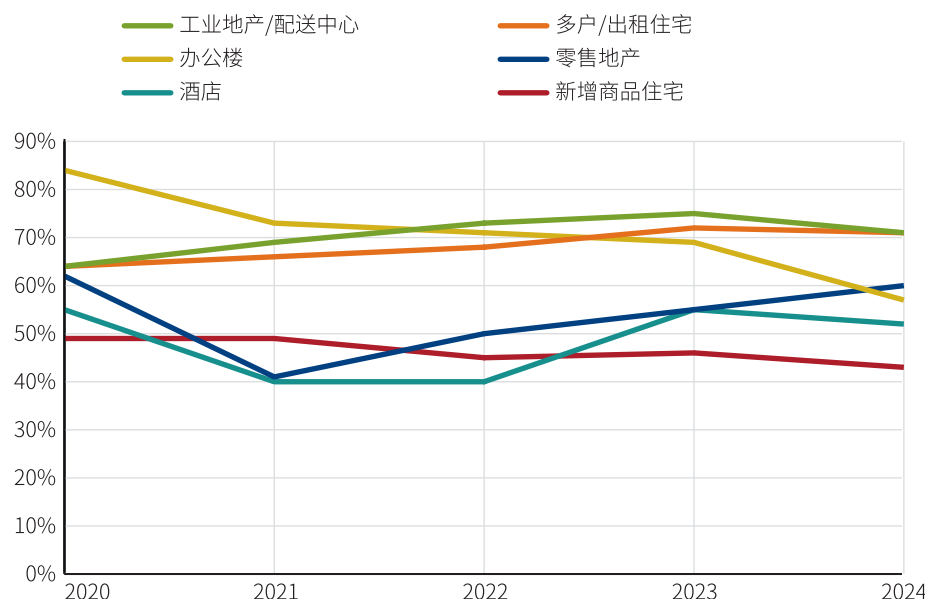
西方市场上大量的办公楼和零售空间从中央商务区 (CBD) 消失, 这导致了一些拆除事件的发生, 也可以说是一种创造性的破坏。这种结果至少在某种程度上将被亚

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

太地区市场所吸收，尽管目前人们只能远远地观望该地区的市场。

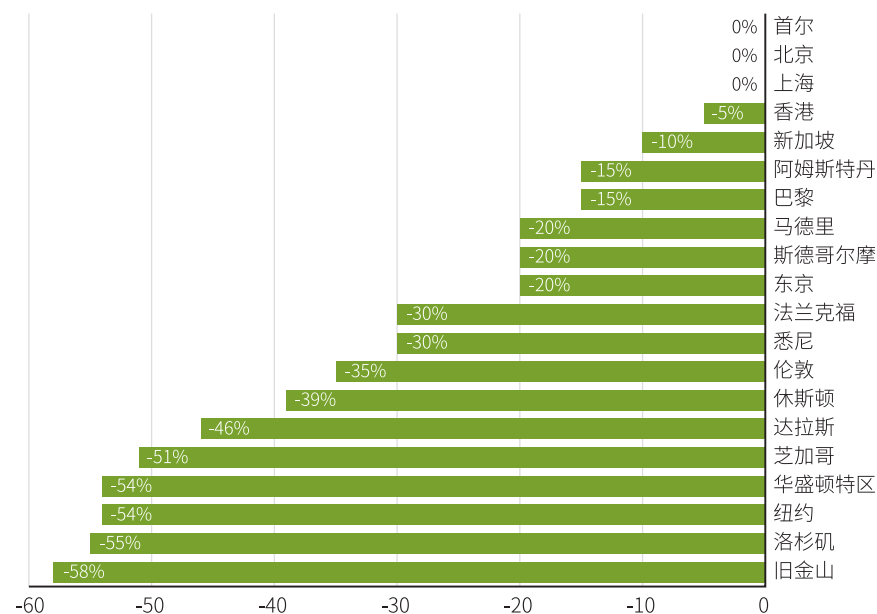
如前文所述，利率快速上升的另一个结果是，越来越多的投资者倾向于投资于另类资产。这些资产主要包括多户住宅、数据中心和老年住宅等主题。此外，尽管物流地产经历了多年的高速增长，但现在已经不再算是另类资产，尽管其资本化率仍然被顽固地压缩，但物流地产板块仍具有吸引力。最后，随着旅游业在报复性消费浪潮中的反弹，长期以来受到疫情封锁影响最严重的酒店业也卷土重来。预计所有这些细分市场都将成为投资者更加关注的焦点，因为在当前高利率环境下，需要重新制定承销计划以获取更高的回报。

办公楼

尽管疫情引发的“居家办公”已成为过去，但西方的办公楼市场仍在承受着自身版本的“长期新冠”的影响，因为混合工作方式导致大城市的办公空间大量过剩。此外，利率上升也影响了办公楼的价值，因此，曾经是最大、最活跃的房地产资产类别的办公楼板块出现了大幅下滑。

截至 2023 年上半年，西方市场的估值同比下降了约 30%，正如第一章所述。虽然损失分布不均，但受挫最严重的往往是一些最大的市场，如旧金山。更重要的是，随着西方市场全面恢复办公室工作的前景迅速消退，其中大部分空间最终将不得不改变用途。这不仅从经济学角度提出了一些深刻的问题，而且还提出了如何让重新开发的空間更有效率地利用，尤其是在一些大城市中心最繁忙、人口最稠密的街区。

图表 3-3 2023 年 5 月全球办公楼重新入驻率



资料来源：仲量联行（与疫情前基线相比的办公楼入驻量变化）。

了解西方市场商业地产的衰退对亚太地区具有启发性，不过由于东西方市场实际情况不同，可能会产生不同的结果。最重要的是，北美和欧洲办公楼市场的空洞化不太可能在亚太地区重演，因为亚太地区的员工普遍不太习惯在家办公。

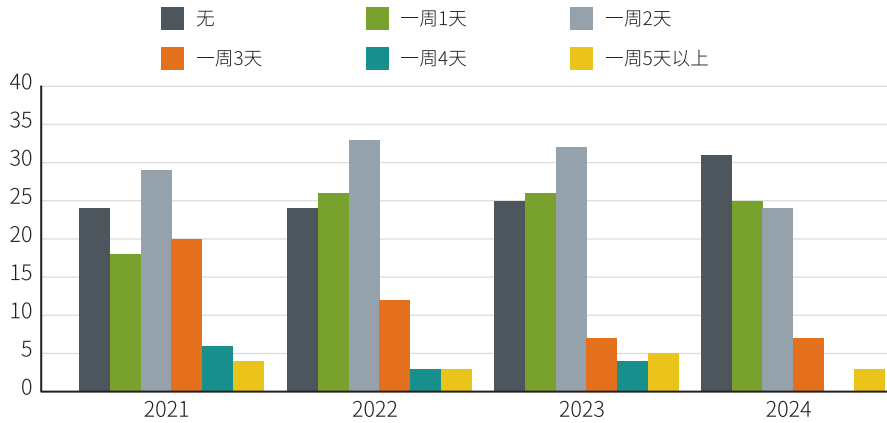
仲量联行在 2023 年中期的一项研究中指出，亚太地区的办公楼重新入驻率差异很大，但都在 70% 到 100% 之间，相比之下，欧洲（65% 到 85%）和北美（45% 到 65%）的同类比率稍逊一筹（详见图表 3-3）。值得一提的是，首尔和上海等城市的办公楼重新租用率已经恢复到疫情前的水平。

澳大利亚的情况却截然不同，依然存在着居家工作的强烈倾向。这一现象可能部分原因在于澳大利亚家庭环境更适合工作，另一方面则反映了职场文化上的差异，澳大利亚人更倾向于不完全听从雇主的指令。

调查反馈显示，亚太地区逐渐回归原有的工作规范趋势似乎也得到支持。例如，今年居家工作的天数显著减少（见图表 3-4）。此外，选择混合工作方式的企业比例也大幅下降（见图表 3-5）。

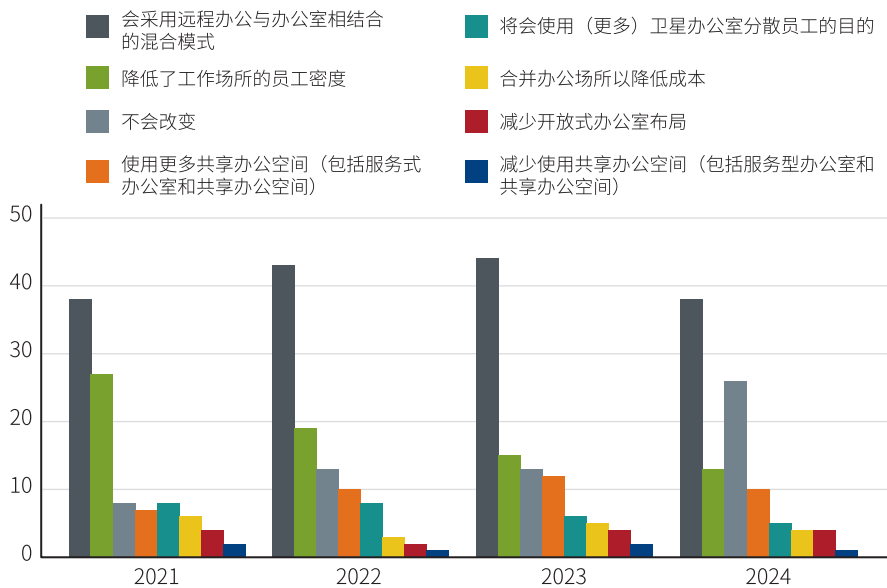
虽然亚太地区的办公楼出租率受到的影响已经有所减轻，但办公楼资产仍未能摆脱当前全球经济复苏所带来的冲击。首先，办公楼资产已经受到了连锁影响，投资者对办公楼避之不及，因为他们从西方办公楼价值崩溃中得到了启示。另一个原因是，尽管澳大利亚和中国最近出现了一些迹象，但房价尚未因利率上升而调整。因此，根据摩根士丹利资本国际公司（MSCI）的数据，2023 年前三季度的交易额同比下降了 50%，是迄今为止所有核心板块中降幅最大的。

图表 3-4 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

图表 3-5 疫情令贵公司的工作场所模式发生了哪些变化?



资料来源:《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查

此外,许多方面的基本面依然疲软。尽管亚洲的“居家办公”趋势可能正在减弱,但入住率下降的幅度仍然很大,目前的使用率平均比疫情爆发前的水平低 10%。据世邦魏理仕的数据显示,由于经济疲软导致需求下降,再加上一些城市(尤其是上海和东京)供应严重过剩,使得亚太地区的空置率在 2023 年中期打破纪录,达到 18.7%。

高空置率值得关注的原因不仅仅是因为它加剧了人们对结构性需求的担忧,还因为高空置率主要是在低端市场累积起来的。这种情况的主要原因是混合办公政策允许企业在较小的建筑面积容纳相同数量的员工,然后用节省下来的资金升级到质量更好的楼宇。这种现象催生了第一章中讨论的“向

质量靠拢”主题,实际上正在形成一个双层市场。

尽管入住率和使用率的统计数据相对低迷,但办公楼的整体前景并非如此悲观。一位香港基金经理表示:“在美国,办公楼常常因负面新闻而登上头条,但在亚洲,人们的工作、通勤方式以及整体生活方式截然不同。因此,我认为在向全球投资委员会提交与办公楼相关的内容时,人们由于过于谨慎,宛如几年前的零售地产一样,成为了一个不受欢迎的词汇,因为相关负面新闻太多。”

写字楼交易停滞不前,待售资产不断增加。一些逆向投资人正在考虑投资悉尼等城市的中央商务区办公楼。这些办公楼风格现代、受欢迎、设施全、出租率高,而且有着良好的租金增长前景。他们希望能够在估值上找到一个中间点,同时还能避免此类资产历来所引起的恶性竞争。

中央商务区用途的变更

除此之外,低端市场前景黯淡,许多楼宇处于空置状态,这就提出了一个问题:如何处理即将过剩的闲置办公空间?尽管一些投资人指出,对于合适类型的乙级办公楼来说,有可能实现增值升级,但这很可能只是例外情况,而非普遍现象。正如一位悉尼的基金经理所指出的那样:“这又回到了‘追求质量’的问题上——你不想购买乙级资产或位于周边地段的资产,因为高级资产和低评级资产之间的租金差距会拉大,估值差距也会随之拉大”。

除了进行增值升级,原则上也可以考虑改变建筑物的用途。这一点在住宅改建方面

尤其适用——美国已经在这方面进行了广泛的探索。亚太地区长期存在住房短缺问题，同时也需要减少隐含碳排放，这些因素使得这一选择在表面上看起来相当吸引人。此外，亚太地区城市中现代建筑所占比例较高（见图表 3-6），这似乎有利于变更用途战略，因为从本质上讲，较新的建筑往往更适合进行改建。

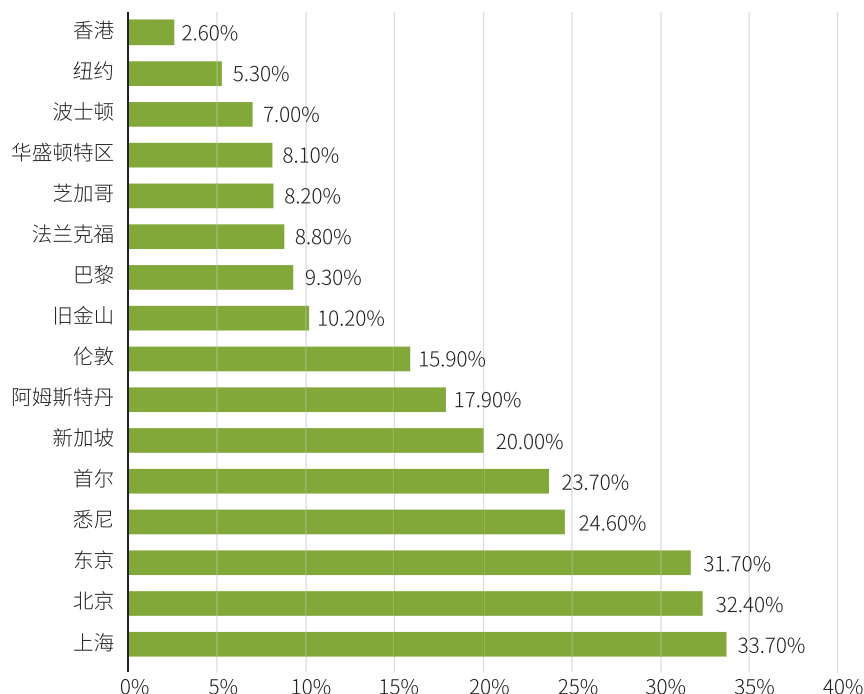
然而，在实践中，所能达到的目标是有限的。美国的经验表明，在大多数情况下，由于成本高昂、资产维护责任繁重、管道系统不完善、楼板尺寸不合适等原因，拆除通常是唯一现实的选择。

另一方面，需要考虑的是如何将变更用途的过程应用于整个中央商务区（或部分区域），从高密度商业用途转变为能够提供更好社会效益和宜居性的不同业态。

在这方面还有很长的路要走，尤其是在亚洲城市，尽管亚太地区各国政府在创造变更的催化剂方面有所努力，但行动仍然缓慢。以 20 世纪 70 年代在北美兴起的商业改进区（BIDs）为例，社区企业结合起来，通过合作来改善当地环境。通常情况下，这个集体会投资于政府可能无法充分提供的服务的完善，例如清洁街道、改善特定场所、建设步行区和改善街景，以及促进营销。

新加坡目前已经建立了亚洲首个 BID，而自从澳大利亚在 2021 年在悉尼建立了 BID 试点以来，也建立了其他几个 BID。其他一些略有不同任务框架的组织也采用了类似的概念方法，例如悉尼的 24 小时经济专员办公室，其工作重点之一就是促进夜间经济的发展。

图表 3-6 2015 年后建成的全球写字楼存量比例



资料来源：仲量联行2023年5月研究

优化工作空间的定义

业主和租客都将重心放在资产管理上，不仅要巩固投资价值，还要提高资产对潜在租户和员工的吸引力。他们关注的焦点落在一些具体问题上，其中最基本的问题是如何配置现代工作空间，以适应混合工作方式或不断变化的员工偏好。然而，事实证明，要找到两全其美的方案并不容易。雇主们通常会轮番尝试各种方案，在成功和失败中不断调整。

例如，建筑设计咨询公司 Gensler 进行了一系列年度调查，邀请来自 10 个不同国家的员工说出在办公室工作而不是在家工作的最重要原因。在疫情爆发后不久完成的第一次调查中，员工们认为与同事的面对面合作比在传统的小隔间工作更重要。为此，许多公司用开放式协作设施取代了现有的办公桌空间。然而，这种基于各种选项的研究可能不够可靠——随着时间的推移，新

空间不再受欢迎，许多空间的使用率可能只有一半。在 2023 年被问及同样的问题时，受访者又恢复了他们对小隔间的热爱，公司又将开放式协作空间恢复为原来的办公桌隔间模式。

这种经历并非个例：几位受访者讲述了类似的经历，都是关于工作场所设计或做法的创新。然而，他们的结论非常一致：工作场所的升级是一项长期并不断发生变化的工作。尽管租客和业主愿意投入大量资源来实施员工友好的方案，但完美的工作场所是一个不断变化的目标，每时每刻都在实现这一目标的路上。

工作场所改进的其他重要方面涉及员工健康。对于 Z 世代的年轻员工来说，他们将身心健康放在首位已成为一个重要问题。很难说这是否与疫情的经历有关，但他们表达这一愿望的强烈程度往往令老一代管理层

感到惊讶，因此很容易被低估。在以健康为导向的装修中，非接触式门禁、锻炼计划以及针对通勤员工的人性化设施和户外空间都是优先考虑的选项。

一个相关的主题是可持续性，尤其是碳效率。对于持有投资级资产的业主来说，这一点并不奇怪，因为这个问题已经成为交易承销的标准要素，而且逐渐被认为是资产价值的潜在长期威胁。然而，正如第一章所概述的，亚太地区的可持续发展问题并不像西方国家那样总是备受关注，而错综复杂的监管议程、令人困惑的术语以及盘根错节的实施框架使问题更加复杂。

然而，随着时间的推移，上述不足可能会有所改变，因为租客和员工对可持续发展

的重视程度越来越高。不符合不断提高的可持续发展标准的建筑，其租金和价值可能逐渐被迫打折扣，而不断变化的监管要求可能很快就会迫使建筑升级。一位来自东京的投资人表示：“这种情况会越来越多，因为许多机构无论作为租客还是投资人，都对 ESG（环境、社会和治理）提出了要求，尤其是在办公楼方面。因此，如果你不能满足这些要求，你的资产最终将无法交易或租赁。”

物流地产

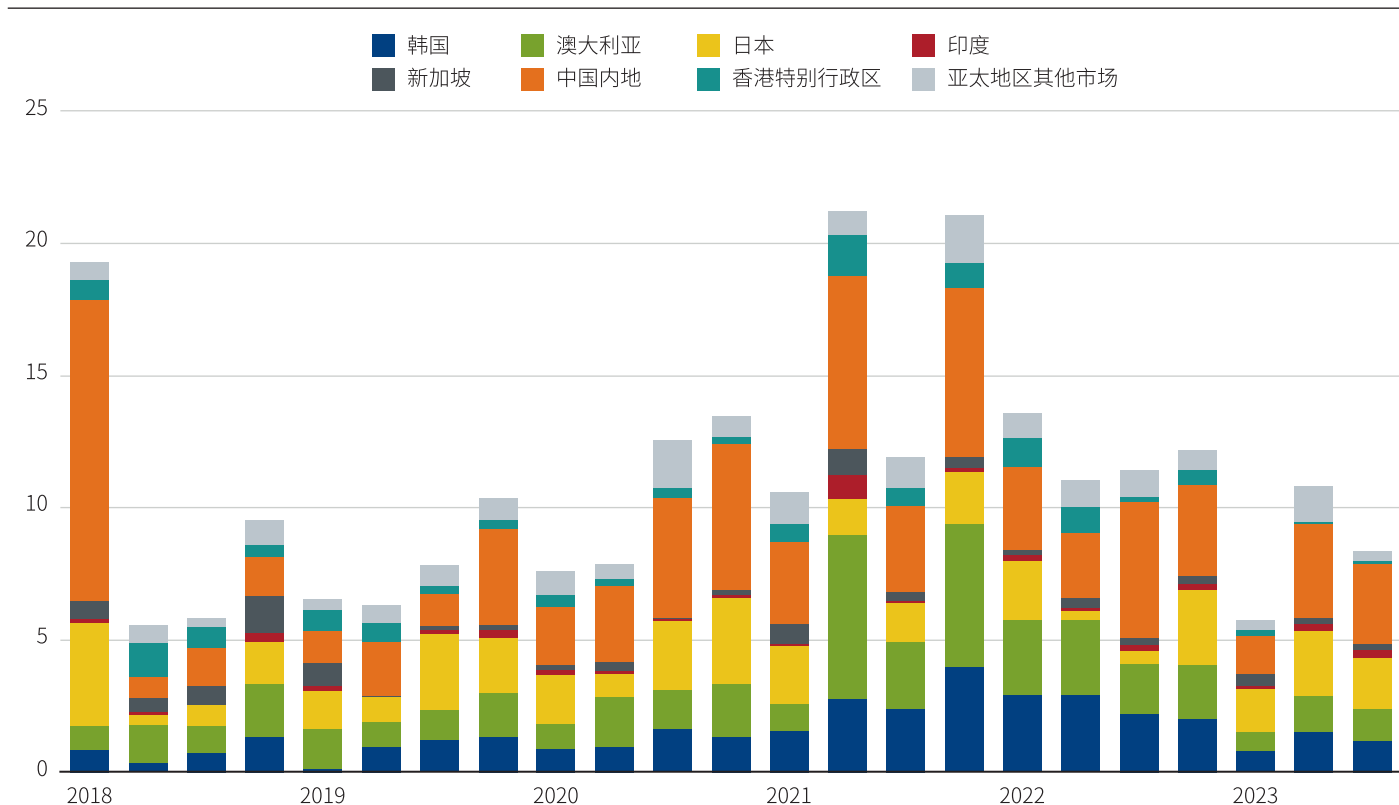
2023 年，资本流向发生了变化，以往主导的办公楼和零售地产逐渐转移到工业和物流地产领域（包括数据中心），其中部分闲置资金被吸纳。根据摩根士丹利资本国际

公司(MSCI)的数据显示,2023 年前三季度，亚太地区的交易额达到 249 亿美元，尽管同比下降了 31%，但仍然紧随办公楼板块，其同期交易额达 318 亿美元，在亚太地区排名第二。

全球投资者纷纷将目光转向物流地产。在截至 2023 年 10 月的一年中，全球投资者对办公楼和零售地产的投资比例分别降至 38% 和 10%，与 2013 年的 60% 和 24% 相比大幅下降（见图表 3-8）。工业和物流资产填补了大部分的空缺，其占比从 2013 年微不足道的 5% 上升到目前的 30%。

投资人不断将资金投入物流地产，主要有两个原因导致这种需求呈现指数级增长。首先，亚太地区现代物流设施存在严重的结

图表 3-7 2023 年第三季度亚太地区各市场的工业地产交易量



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

构性供不应求。其次，互联网零售业的蓬勃发展，其中许多是通过新建的“最后一英里”设施实现的，以及制造商不断提高的准时化要求。

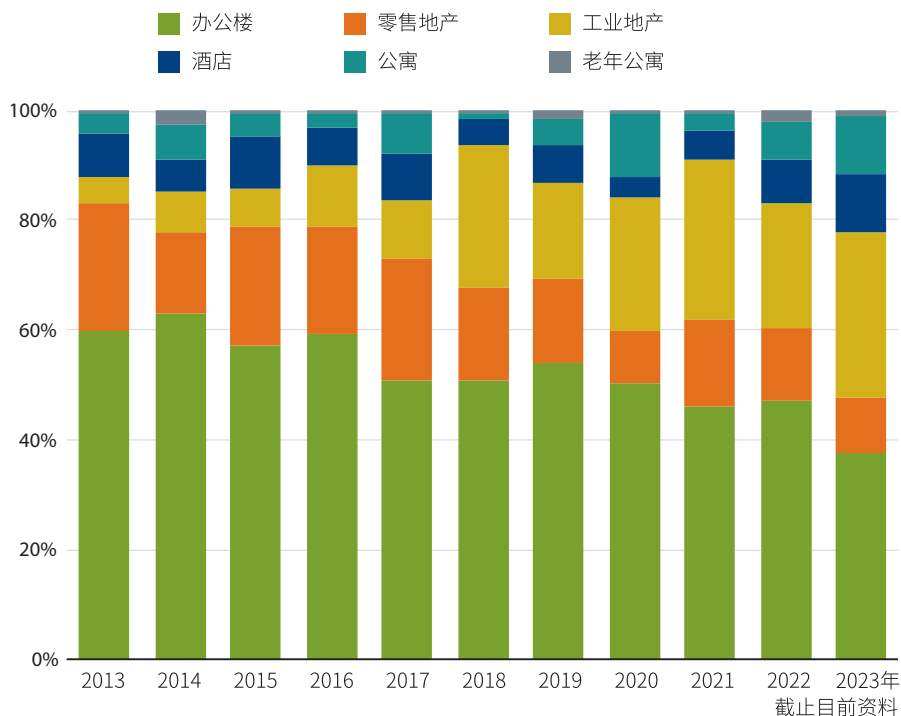
衡量新的高科技配送中心需求增长水平的一个标准是，在过去五年中，对新开发的工业设施的投资远远超过了对稳定资产的投资。据摩根斯坦利资本国际公司 (MSCI) 的一项研究显示，2022 年期间，日本开工建设的新物业达到了约 129 亿美元，而已完工资产的收购额仅为 51 亿美元。而在澳大利亚，这两个数字分别为 49 亿美元和 26 亿美元。

虽然如此，2023 年新开工量急剧下降的情况可能是结构性供大于求逐渐减少的一个迹象。这一观点在投资者界逐渐得到认同——如果仅仅因为这些原因，新开工量和租金双双高速增长似乎难以持续。

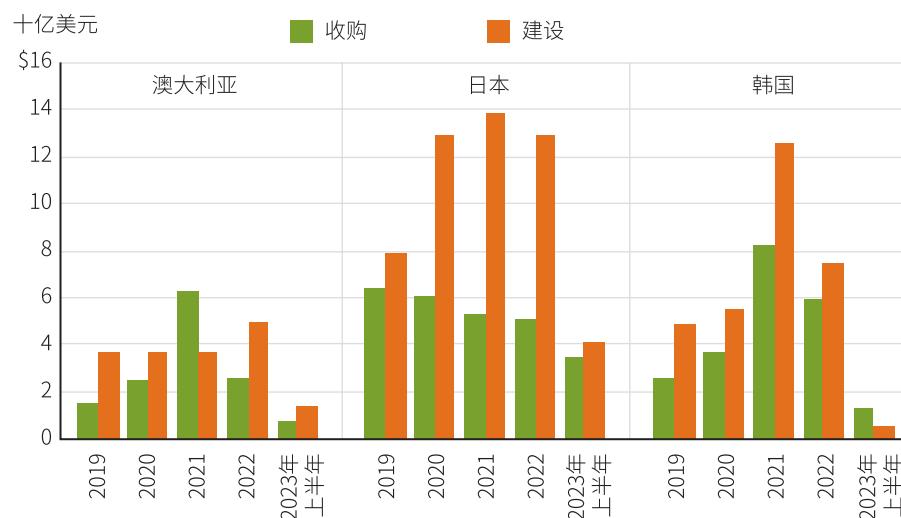
与此同时，业主和买家也会提出异议：统计数据表明情况并非如此。在所有亚太区大型工业和物流地产市场中，现代化设施的比例仍然只占现有存量的一小部分，新供应量的大幅增长似乎是一种可持续的趋势，完全符合长期需求的轨迹。

尽管这个观点可能是正确的，但随着后疫情时代互联网销售增长的减缓，需求激增的势头也开始减弱。此外，物流地产新库存的质量比旧库存要好得多 -- 天花板更高、自动化程度更高、楼面承重更大 -- 因此，与过去相比，今天的租客可以从同样大小的设施中搬运更多的产品。因此，对新空间需求的预测可能被高估了。2023 年期间，亚太地区一些次级市场的空置率将保持稳定，这支持了需求正在放缓的论点。

图表 3-8 亚太地区机构配置情况 (按板块)



图表 3-9 亚太地区物流地产建设和收购额



正如一位受访者所评论的那样：“他们只是不需要额外的空间，即使需要，也不需要那么多。而且，可能更多的是在履单部门，因为那里的基础设施不需要那么好 -- 他们可能会选择各种不同的设施，但实际上是由一个大型地区枢纽和几个履单中心组成，这些就足以使他们满足市场需求。”

在澳大利亚，就在 2022 年年中基准利率开始上升之前，工业和物流资产的资本化率已被压缩至 3.5%，但从那时起，业主一直不愿让资本化率随着银行债务成本（截至 2023 年 11 月初约为 6.3%）的上升而上升。他们提出的理由是，由于存量严重不足，租金每年增长高达 20%，从而提高了资本价值，使设施的估值不断增长。许多业主选择持有资产，等待当前租约到期后租金大幅上涨，而不是出售（以他们认为是折扣价）。因此，出现了较大的买卖差价。

投资人围绕这一论点争论不休。“一位物流业顾问和前基金经理说：“我只是认为租金不会增长。你可以开发(新仓库)并将其租出，但你知道租金是人为压低的，这是吸引最终用户入驻的诸多激励措施之一。而且你无法对租金进行定价，因为你很难获得可比数据来了解租金在一段时间内的变化情况，所以你必须要在租约中加入一定的加价条款，使其对机构资本具有吸引力”。

因此，问题不仅在于有效的租金补贴，还在于合同租金加价幅度（可能为 2.5%），而这种加价很少反映实际的通胀率，更不用说租金增长了。这位顾问继续说，“大的租客在其品牌契约中拥有如此高的价值，以至于如果他们能占用大量空间，这些开发商就会千方百计把空间租给他们，因为开发

商必须让那些拥有良好契约、有实力的长期租客入驻。因为他们需要大客户来填充大量的空间。

无论是在澳大利亚还是亚太地区的其他地方，解决这个问题一个可能的办法是购买位置优越、租约到期早的现有资产，此类资产的特点是能够快速按市价计算其价值、具有良好的租金回报，还有升级旧基础设施的机会，从而在未来迎来租金的进一步增长。这种战略灵活性在澳大利亚另一个快速增长的另类资产类别（即多户住宅）中是不可能实现的，因为目前交付的“建成出租”项目太少，开发成为唯一的选择。正如香港一位基金经理所评论的那样：“工业地产项目的资本化率令人担忧，但如果你对租金增长和现金流有信心，那么最终会比购买收益率更高的项目要好，因为后者的

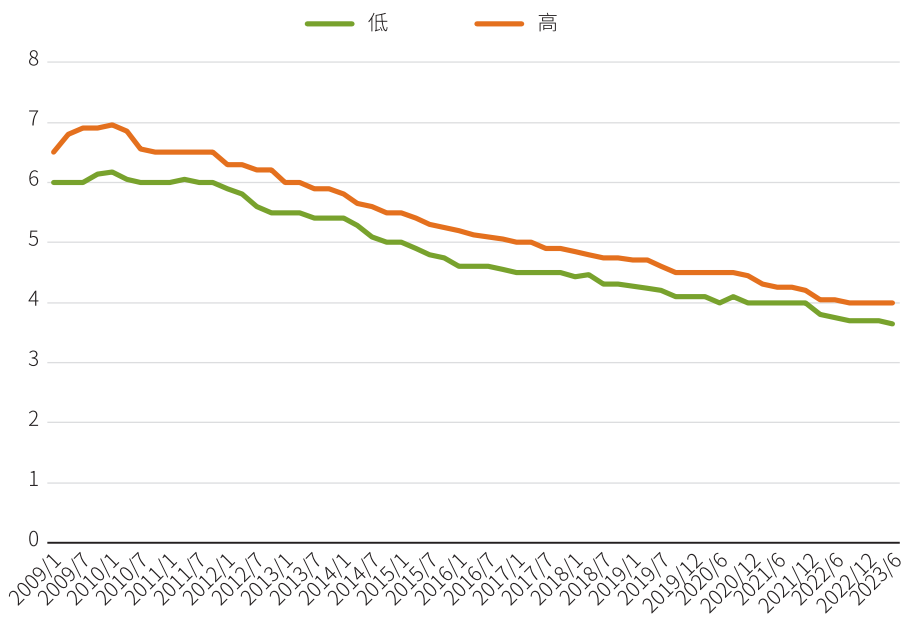
收入可能会大幅减少。因此，我更愿意投资于那些我们对其增长更有信心的项目。”

与此同时，日本在 2023 年出现了几笔大型物流和数据中心交易，部分原因是外国买家在寻求投资办公楼和零售资产以外的项目。另一个推动因素是日本产能重新布局的浪潮，尤其是半导体制造领域。

然而，供应问题迫在眉睫，尤其是在大东京地区，2024 年将有大量新房入市，而目前的空置率相对较高，约为 8%。这也是大量投资流入日本市场的原因之一。

由于如此多的资金追逐交易，截至 2023 年中期的资本化率仅为 3.65，这意味着定价也成为一个问题。一位投资者表示：“尽管仍然有增值，但在这些水平上‘收益’就不够吸引人了。”“这个收益率太低了，与其他

图表 3-10 2009 年至 2023 年上半年东京湾工业地产资本化率



资料来源：世邦魏理仕

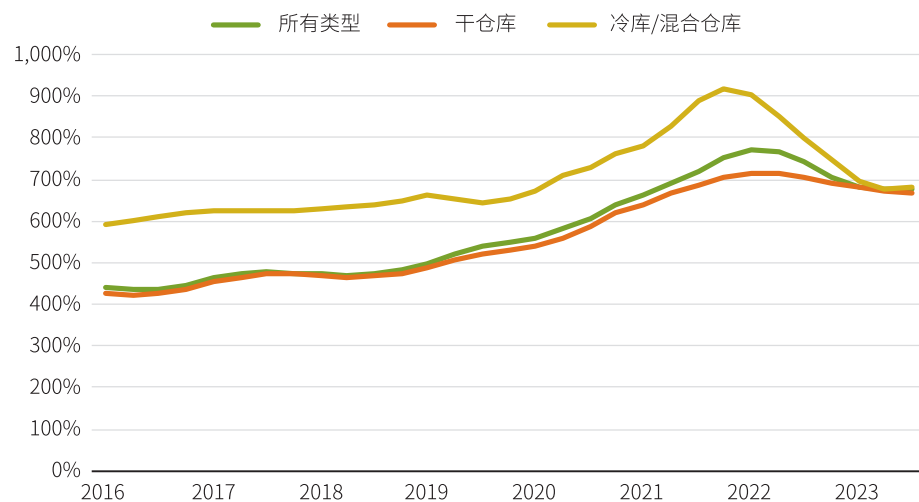
风险调整后的资产相比，对于投资者来说挑战性很大。基本上，它与写字楼一样，有些情况下甚至更紧缩。在澳大利亚，拥有承诺和最终用户的优质工业物流，以及长期可依赖的租赁期，将比写字楼定价更有优势，因为你根本不知道[物流]的占用率将会如何。”

日本对新物流设施的需求可能会受到几个持续趋势的推动。首先，“2024 问题”涉及即将实施的法规，将限制日本卡车司机的工作时间。考虑到卡车司机已经供不应求，这很可能会使日本的运输能力在全国范围内减少约 14.2%，根据政府的一项研究，这将迫使物流运营商在大城市之间建立新的中转地点。

日本（以及韩国和中国等市场）的另一个趋势是在土地成本和人口密度上升的大城市中，逐渐增加多层设施的使用。一位来自一家大型地区物流服务提供商的高管表示：“从最终用户的角度来看，供应链成本中大部分不是租金，而是运输和劳动力成本。因此，如果（使用者）能够缩短他们的运输成本，并在更城市化的环境中吸引更多的劳动力，即使他们不得不支付更高的租金，也能节省大量资金，因为垂直建造的成本更高。”

最后，韩国继续消化由两年的过度建设所导致的物流库存过剩。根据 MSCI 的数据，首尔在 2021 年和 2022 年新建了约 1260 万平方米的建筑面积，而在同一时期，日本市场则新建了约 1300 万平方米的建筑面积，尽管日本市场规模更大。因此，韩国的银行在向物流项目提供贷款时变得非常谨慎。此外，压力正在出现，价格已经上涨，尽管主要物流库存的资本化率达到 5.0 至 5.5，但涨幅并不足以满足潜在买家的需求。

图表 3-11 2016 年至 2023 年第三季度韩国仓库定价(按类型)



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

数据中心

2022 年数据中心交易下降，当地投资下降了 64%，并不准确反映市场上的实际活动水平，因为绝大部分资金都是通过发展项目流入该行业的。

开发项目激增的部分原因是需求似乎永无止境。与西方国家相比，亚太地区的基础设施安装基数较低，但数据消费量却在不断增长。此外，电子商务零售和高速 5G 连接的普及率普遍较高，而且往往远高于世界其他地区。另一个原因是，现代数据中心需要在空间和机电设备先进性方面进行重大升级，老旧设施日益过时。

据摩根士丹利资本国际公司 (MSCI) 称，除中国外，2022 年亚太地区破土动工的新项目估值约为 150 亿美元，而用于现有资产交易的资金仅为 24 亿美元。2023 年上半年，又有 90 亿美元的新项目开工。2023 年市场动态发生重大变化的一个方面是地域因素。日本和澳大利亚等一线市场在前

两年占据主导地位，而现在的重点已转向新兴市场，特别是印度和东南亚（新加坡除外）。

人工智能改变游戏规则

整个数据中心市场继续由服务于云和 5G 应用的大型园区设施驱动。延迟对于这些中心非常重要，对于边缘数据中心更为重要，后者主要以虚拟方式向终端用户提供缓存的内容。

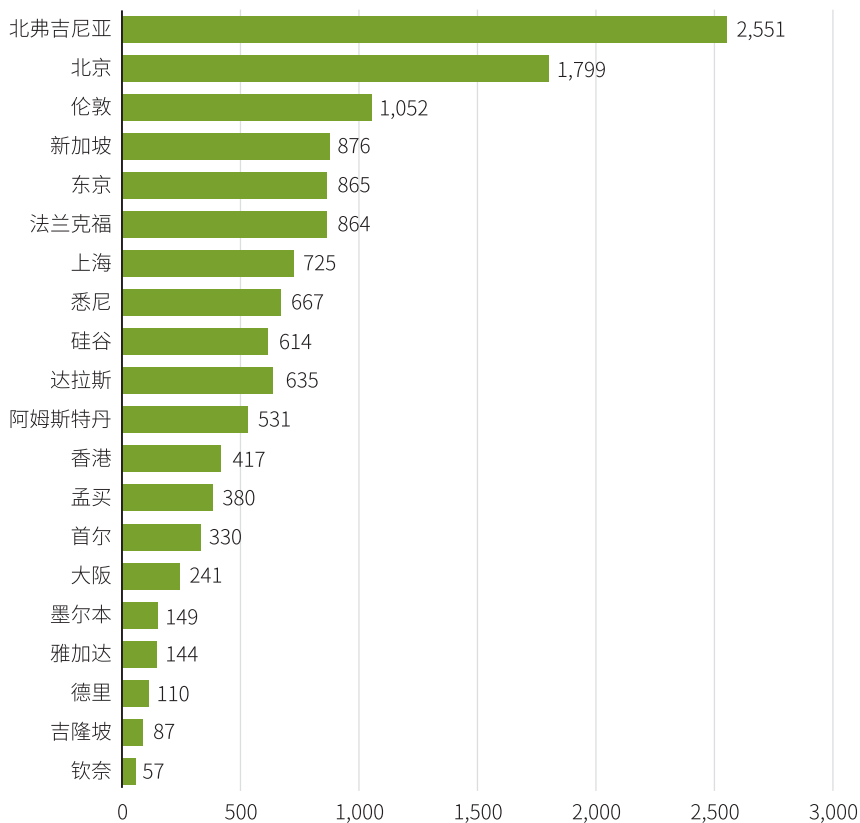
然而，2023 年一个新的催化剂出现了：人工智能 (AI) 应用。一位新加坡的基金经理表示：“驱动这些人工智能数据中心的英伟达 (Nvidia) 新型芯片的密度和能耗意味着 [这些设施] 变得更大，因此市场正在从讨论兆瓦级数据中心转变为千兆瓦级数据中心。每个人都在试图弄清楚这意味着什么，但总之就是，这次机会的规模要比 12 个月前大得多。”

因此，对数据中心容量的需求将增加一个数量级。一家地区性数据中心运营商的高管表示：“即使在一年前，大型云部署的租赁需求每次也只有 10 到 40 兆瓦。但现在需求发生了变化，因此我们在亚洲讨论的是 50 到 100 兆瓦的设施，而且在规模和选址方面都会随之成倍增长。目前，亚太地区甚至连 50 兆瓦的数据中心都不多见。新加坡几年前颁布了禁令，导致那里大多数数据中心都在 10 兆瓦以下。那么，如今 50 兆瓦的数据中心是否是小菜一碟呢？”

满足人工智能需求的设施有一个值得注意的特点，与其他类型的数据中心不同，它们大多不需要高延迟响应，这意味着它们可以建在偏远地区（例如马来西亚柔佛州），偏远地区能源便宜，也不会蚕食人口稠密地区设施的工作负荷。如果不考虑电力供应的问题，这也意味着，以人工智能为导向的设施原则上甚至可以转移到气候寒冷的地区，如日本北海道。这样能够降低能耗 -- 其密度和处理器密集型配置会产生大量热量，这是一个重要的考虑因素。

人工智能基础设施市场的快速发展可能会打破数据中心传统的地理分布方式。一位参与了大量数据中心投资的基金经理表示：“我们认为，由于人工智能和机器学习的应用，我们将看到，在为有重要延迟要求的用户提供服务的城市和边缘数据中心将出现越来越多的分岔，而人工智能和机器学习数据中心将大量转移到枢纽位置，这些枢纽提供大规模可持续电力的能力将成为关键驱动因素。因此，目前为低延迟 [应用] 提供服务或不具备可持续性和可扩展性的一些中间位置可能会随着时间的推移而消失。

图表 3-12 2023 年上半年数据中心的市场规模, 按功率 (兆瓦)



资料来源: Cushman & Wakefield Research.

从投资的角度来看，数据中心与许多其他另类资产不同，它们的资本密集度极高，因此很容易达到投资基金通常寻求的资本部署任务的规模。事实上，数据中心的投资规模非常大，因此通常以俱乐部交易的形式进行，以降低资本需求和开发风险。

数据中心的开发需要大量资金，耗费大量时间，这就意味着很难判断当地的供需动态，尤其是对于缺乏经验的投资人而言。正如一位基金经理所说：“这些超大型计算机确实需要时间来扩大规模，因此，特别是如果你是在基金内进行投资，即使长期供求关系对你有利，你也可能会陷入供应过剩的局面。如果出现这种情况，而你又

没有提供解决方案的独特专长，你就会成为价格的接受者。因此，我认为数据中心的故事将成为双城记 -- 你将会看到取得强劲成果的情况，而亚太地区也会继续出现一些丑陋的现象。

施工持续延迟和电力供应挑战叠加，致使新建供应存量难以跟上，新需求驱动空置率持续下降。世邦魏理仕的数据显示，截至 2023 年年中，东京和香港的空置率同比从 3.5% 降至 2%，新加坡的空置率则创出历史新低，不到 2%，尽管如此，该市场仍然是亚太地区供应最紧张的国家，同时也是费率最高的国家。根据世邦魏理仕的数据，250-300 千瓦的需求每月费率突破

300 美元，新加坡是亚太地区主机代管租金最高的城市，也是世界上成本最高的城市之一。

电力问题

新建数据中心最关键的部分仍然是从当地公用事业部门获得可靠的电力来源。即使当地电网容量充足的情况下，任何特定设施的需求强度都会对当地供电构成挑战。因此，与当地公用事业公司和政府主管部门建立良好的联系是解决能源供应问题的关键。

另一个问题涉及能源效率。由于数据中心本质上是能源密集型的设施（国际能源机构的数据显示，到 2022 年，数据中心的总用电量占全球电力需求的 1% 到 1.3%），因此监管机构和有限合伙人（LP）要求数据中心达到的电力使用效率（PUE）标准都越来越高。然而，实现这一目标的成本可能会很高，从而推高开发成本。据报道，2022 年全球大型数据中心的年均 PUE 为 1.55，但亚太地区的监管限制让这一数字仍处于不断降低的态势中。特别是中国和新加坡有严格的能耗门槛，阻碍了新数据中心的建设。例如，新加坡和上海的新项目 PUE 必须达到 1.3，而在中国北方，要求的 PUE 则低至 1.2。

冷却系统约占数据中心总能耗的一半，因此提高冷却系统的效率可以大幅降低能源密集度。如前所述，一种方法是在寒冷的气候条件下建造数据中心处理低延迟类型的工作（包括大多数类型的人工智能），另一种方法是开发新的冷却技术。新加坡按道理说是亚洲监管制度最严格的国家，该国

政府已批准建设基于海洋的数据中心模块，采用海水冷却系统，并由来自澳大利亚的液态氢提供动力。项目预计 2030 年首次交付使用。浸入式冷却系统可将冷却所需的能源减少 97%，这种技术目前已成熟，将广泛应用于新建数据中心项目。

第三种提高能效的选择是使用绿色能源，这种策略通常是由投资人（有时是监管机构）强加给运营者。虽然有些数据中心会在现场安装可再生能源系统，但典型数据中心的电力需求量非常大，要产生一些实际影响，需要外包绿色能源，当地公用事业公司（如果有的话）可以提供，此外更常见的是与独立的可再生能源生产商签订购电协议。目前，一些投资基金正在收购可再生能源生产商，旨在将绿色能源生产与其内部房地产资产相结合，并将其出售。数据中心显然是一个需求来源。

数据中心市场演变的最后一种方式涉及数据安全。在过去几年里，亚太地区各国政府越来越重视安全问题，因此出台了禁止在跨境设施中存储敏感（甚至非敏感）数据的法规。不过，各国政府会对这些法规进行微调，很可能会允许离岸数据处理功能。这将有助于推动在有利的发电地点开发超大型数据中心枢纽。

一位活跃在亚太地区数据中心开发领域的投资人表示：“有一个趋势似乎越来越明显：数据可能会被允许在枢纽地点处理，这样只要原始数据和处理后的数据最终存储在岸上，就可以将数据发送到海外并进行处理。人工智能和机器学习所需的大量批量处理也会获得允许。因此，这将是一个非常积极的信号，但同时也在改变行业格局”。

零售

自疫情爆发的几年来，传统零售业的销售受到封锁和在线销售额上升的冲击，市场情绪一直低迷。当然，就投资前景而言，目前整个亚太区的购物中心似乎比普通办公楼资产更有优势。虽然经济疲软和通胀不断加剧有可能影响消费者的消费，但零售地产的出租率普遍较好，资产价格较低，买卖差价缩小，同店销售额在正常合理范围内。因此，人们有理由期待，零售地产租金在经历多年疲软之后有望反弹。调查结果显示，目前零售业景气度呈上升趋势（见图表 3-2）。

一位香港基金经理表示：“人们一直不看好零售业，如今大部分结构性的故事都已经讲完，因此挑战可能更多是周期性的。零售业可能正在触底或接近底部。”

不过，投资人在交易承销方面的处境还有待商榷，因为即使资产价格下降，但利率提高仍使大多数市场的资本化率大幅压缩。仲量联行的数据显示，2023 年第三季度亚太地区的交易额仅为 32 亿美元，这是自 2009 年以来最低的季度销售额。

正如一位新加坡分析师评论所说：“这是在收益率和资本化率相冲突的情况下发生的。利率上调会导致资本化率上升，资本价值会随之降低。但新加坡零售业的收入情况确实很乐观 -- 由于基数很低，租金绝对会企稳并回升。因此，只要收入能够抵消利率上涨，实际资本价值可能无需做出那么大调整。

只有当投资人认为租金上涨是可持续的，转折点才会到来，但至少目前人们似乎已经

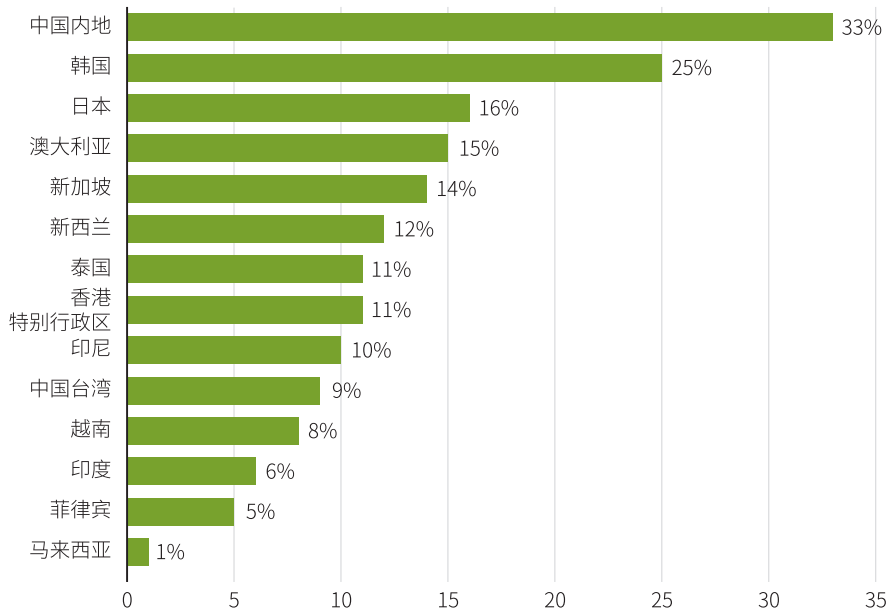
达成共识，即预言中的传统零售业末日大决战不会到来。支撑亚太地区零售业发展的一个重要因素是餐饮业，作为向互联网零售转变的一个重要组成部分，餐馆仍在实体店经营。总体而言，与其他地区相比，全渠道有望在亚太地区发展成为一种更重要的模式，从而再次加强对零售店需求的支撑。此外，虽然零售业的组成发生了变化，但出租率的下降并不像人们担心的那样严重。正如一位受访者所说：“这就是未来 -- 我们已经来到未来，情况还不算太糟。”

识别错位

利率走势、资产估值以及消费者支出模式的不明确，导致难以厘清可购买前景。不过，通常情况下，都会利用市场错位或消费者消费模式的变化来考量。亚太地区最明显的机会可能在于整个地区供过于求的大型综合购物中心。疫情爆发前的 10 年里，亚太地区旅游业兴旺，游客众多，其中很多来自中国内地。此类“山寨”购物中心亦如雨后春笋般出现，通常建在非中心地带，为说服品牌商迁入而展开激烈竞争。由于数以百万计的游客带动了人流量和销售额，尽管这些购物中心大同小异，但在当时这些并不重要。

如今，游客人数大幅减少，短期内也不可能回升到从前的水平，大量的“山寨”空间没有得到充分利用。并非所有这些空间都能够被挽救，但至少可以对城市边缘的物业进行改造，战略重点是创造“差异点”，并改变其用途。一位香港的零售专家说：“如果我们有 100 万平方英尺的面积，我们会择其一半，尽可能地经营好它，然后再研究其他战略，以便更精细地评估消费群体。”

图表 3-13 2022 年电子商务在亚太地区零售总额中的占比



资料来源：Statista.

改变用途的过程中，主要针对当地消费者将大量剩余空间重新调整，由之前的购物空间转变为餐饮店或是基于购物空间的休闲活动设施。这位专家说：“这一概念已被证明有效可行。因此，照此运营的零售中心已经成为人们日常生活中习惯去的地方，将其视为城市的一小部分”。

改变大型商场的用途是业主不得已而为之，因为供过于求，而供过于求又是规划不当的结果。过去 10 年中的建设决策往往有些随性，许多零售项目的失败让开发商深刻认识到了正确分析的重要性。正如一位受访者所说：“这些市场的开发商变得更为理智，他们意识到，如果过度开发（即建造过多的购物中心），就会失败 -- 这方面的证据在整个亚洲比比皆是。但如果够聪明，就能成功；所以如今一些开发商貌似知道自己想要什么，而在 10 年前，他们只想在路边建一百万平方英尺的商场。”

然而，零售业的规划不善并不仅限于过度建造大型购物中心，还包括在开发人们需要或想要的各种不同类型的资产方面普遍效率低下。因此，如今的重点已经从大型零售业态转移到通过现有开发项目改建或新建独立项目来创造利基型且往往复杂的业态。在实践中，受访者指出了市场演变的各种方式：

- 餐饮已成为商场变更用途的主要选择，尽管选择范围已经大大扩展，但这一主题在很大程度上已经过时。
- 娱乐设施是增加人流量的可靠途径已是不争的事实，然而高成本和低租金意味着这一主题只能进行到这一步。
- 改善公共领域已成为一项日益重要的策略。根据一位零售顾问的说法，“创建一个非常酷的地方，仍然拥有餐厅和娱乐场所，让人们愿意在那里闲逛”

和放松。这就是将娱乐经济与餐饮相结合的理念。因此，如果你能从经济角度使其运转良好，它就可以在某种程度上为你的娱乐项目提供资助。这是一个真正可以促进不同于人们在家中所拥有的东西的增长领域。”

- 户外空间在疫情期间脱颖而出，因为人们认为比室内场所更安全。例如，中国的室外型商场因运营限制较少而蓬勃发展。虽然维护成本较高，但这种形式仍然很受欢迎，中国一些新开发的商场融入了室外设计元素，令人耳目一新。一位受访者表示：“这是业主主导的公共空间，周边租户从中受益。这是一种场所价值主张 -- 人们开始明白场所营造的价值所在。”
- 便利的社区零售是一个与消费者支出新兴模式相契合的概念。对非必需品的关注使其在经济疲软时不太容易受到消费者紧缩的影响，而由于居家办公员工数量的增加，对本地购物选择的需求正在增加。在一些市场上，如澳大利亚、香港，以及在一定程度上的新加坡，这种形式已经得到了很好的发展，但在其他地方，这个概念仍然未被探索或执行不佳。根据一位零售分析师的说法：“对我来说，那个空间最有趣。大型购物中心供应过剩，而次区域购物中心的空间很难处理——它因为缺乏规模而受到在线购物的重创。但社区是有趣的，因为它涉及到食品和杂货便利空间，而且并不是很多人都做得很好。我认为这是一个真正的增长机会，基本上是从购物中心的角度来确定零售层级。”

住宅

多年来，“床位”板块一直是全球范围内备受青睐的投资策略，2022年，仅多户住宅资产就占全球交易量的33%左右。然而，在亚太地区，除酒店外，“床位空间”作为投资主题只是最近才兴起的，因为之前投资人都争相杠杆化押注主流办公楼和零售资产，现他们开始从中抽离。

近期对床位相关资产的需求增长，原因是这些资产能够搭上需求的顺风车，共同抵御当前市场条件带来的许多风险。尤其是住宅、学生和老年住宅设施，最近机构投资人才将这些设施作为日本（多户住宅）和澳大利亚（学生和老年住宅）以外的投资目标。

最突出的子类型是多户住宅。根据RCA的数据（见图表1-19），几年前，“建成出租”住宅还相对默默无闻，但在2023年的前三个季度，它已成为唯一交易量增长的区域资产类别。而且交易增长也不像以前那样主要局限于日本这个传统的多户住宅领跑市场，而是分布在亚太地区的各个主要市场，尤其是澳大利亚和中国。

最近亚太地区兴起的“建成出租”热潮是由全球机构投资者主导的，后者通常是保险公司和养老基金，为了匹配其内部负债他们一直在寻求可靠的长期收入流。短期租约是吸引投资人的主要原因。悉尼的一位基金经理称：“多户住宅的吸引力在于它的现金流与通胀挂钩 - 每年可以根据市场对租金进行调整，而办公楼租赁则需要签订5年或10年的租赁协议，与通胀挂钩的保障较少”。

由于这些全球基金已经在西方国家持有大量的多户住宅投资组合，而该资产类别在西方许多市场都已成熟，因此抓住亚太地区大部分尚未开发的机会成为这些基金实现其全球配置目标的理想途径。

这些机构采取的长期战略意味着它们的承销标准通常没有当地房地产投资信托基金（REITs）和私募股权基金那么苛刻，买家因此可以绕过与地区性多户住宅开发最密切相关的问题：高房价带来的租金收益率相应较低。然而，由于资本化率压缩严重，考虑到众多风险因素，如利率上升、可负担性和租金增长前景、房价走势、汇率波动、开发成本、消费者偏好、人口趋势和租户流动等，投资人必须谨慎行事。因此，目前的多户住宅战略是否有利可图引起了激烈的争论。

虽然这样的争论可能多年后才能见分晓，但实际情况在2023年已经发生了变化，从多角度证明该板块有利可图。目前，亚太地区多户住宅存量占比最大的日本，其利率仍保持在约70个基点的低水平，这使得3.00%至3.25%的资本化率几乎没有扩张的压力。与此同时，由于房价不断上涨，更多的潜在购房者被挤出市场（租房者因此增加），而东京的劳动力净流入量多年来首次转为正值。

最后，鉴于日本住宅租金长期没有变化，许多分析师此前曾对租金增长前景提出质疑，但现在情况似乎有所改善。东京的一位多户住宅运营商表示，租金增长1.0%至1.5%是可以实现的，但由于租户流动率较低，租金增幅很难超过2.0%。他表示：“对于可以容纳一个或两个人的单个单位，你

管理起来相对容易，因为租客年均流动率在 20% 至 25% 之间，如果有人离开，你只需提高租金即可。但在租期内，提高租金几乎是不可能的。如果单位面积较大，提高租金也会相对容易。但归根结底，还是要对投资组合进行精细化管理。不仅要看到租金的增长，还要看对物业的广告宣传、入市速度、空置时间等。如果能在 60 天内找到租户，那就是市场常态，如果在 30 天内就很快了。”

日本多户住宅市场最近出现的一个变化是海外投资人有所减少。尽管日本通常被许多外国基金认为是目前他们在亚太区唯一考虑部署新资本的市场，但一些全球投资人目前选择完全暂停离岸投资，还有一些投资人则已达到资产配置目标（见图表 3-14）。

因此，现在国内投资人发挥着更大的作用。由于他们倾向于购买规模较小的资产，市场

对规模的需求已经发生了变化。一位驻东京的基金经理说：“过去，规模的溢价很高，但现在大型投资组合很难交易。在过去六个月内，我们遇到了四到五个大型投资组合，它们现在仍处于在售状态，所以现在经纪人开始拆分（大型）投资组合，以提高流动性。”

另一个问题与远期购买策略有关，由于可供购买的已建成资产总体不足，这种策略近年来很受欢迎。就亚太地区而言，鉴于当前的经济状况，通常认为开发风险很高，但日本的情况有所不同。用一位大型多户住宅投资人的话说：“我们的交易结构是，让总承包商尽早参与进来，这样我们对成本的走势就更有把握，从而降低建筑成本风险。此外，由于开发时间更短，规划流程更清晰，而且相对于其他市场而言，时间框架被压缩得更紧，[因此]承销建筑成本

风险更有把握一些”。

另一位基金经理表示：“建筑成本涨幅在 20% 至 30%，但开发商对利润率的要求大大降低。而且，由于（项目）价格仍在朝着好的（即上涨）方向发展，项目开发仍然有利可图。但总有一天，价格会变得过于紧张，届时开发商将面临压力。”

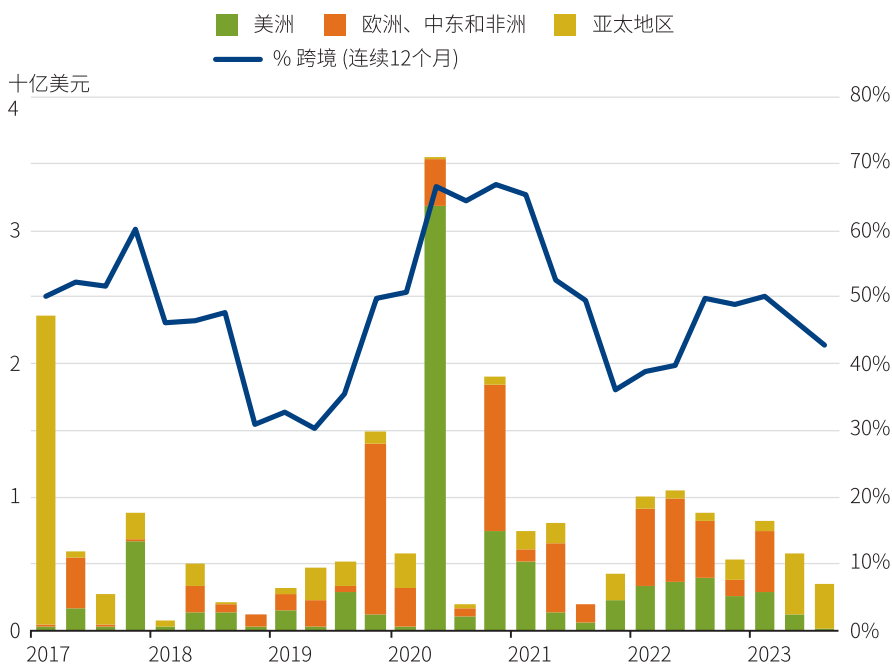
在中国内地，多户住宅投资的巨大潜力使“建成出租”成为外国基金最青睐的单一策略。因为，尽管整个住宅开发板块普遍面临困境，但结构性利好因素依然存在。尤其是人口趋势，在经济和房地产行业低迷的情况下，流动人口中大量年轻专业人士无法或不愿购买房产，这将对租赁市场继续起到支持作用。

政府通过各种政策和监管举措对该板块进行支持，使“建成出租”交易得以顺利进行。此外，投资人还可以从本地银行获得本地货币融资，条件比离岸银行更为优惠。最后，越来越多的退出选择可以让投资人从中获益。这些选择包括新成立的国内房地产投资信托基金（REITs），这些基金最近获得授权购买住宅资产，还有越来越多的国内机构希望建立生息资产组合。

外国投资人希望买入的中国多户住宅可分为两类。第一类是面向年轻专业人士的中高档高层公寓。这类住宅通常距离市中心较近，通常由外国基金以折扣价从有资金压力或陷入困境的开发商手中整体购买，然后再将资产用途转为多户住宅。

另一种模式涉及由专业运营商开发（也可能是变更用途）的配置更密集的商品房。这些单位面向相对更年轻的租户 -- 通常是刚

图表 3-14 2023 年第三季度跨境流入日本多户住宅的资金流



资料来源：MSCI Real Capital Analytics.

毕业的大学生 -- 租金更便宜，以社区为导向，以共享居住为主题。这种模式具有可扩展性，尽管迄今为止大多数开发项目都在上海进行，但随着时间的推移，这种模式很可能在各个一线城市广泛推广。

一位最近在中国投资多户住宅资产的外国基金经理说：“你可以购买土地，从头开始，建造定制产品，或者利用重置成本法以折扣价从有资金压力的卖家手中购买现有资产，并将其改造成多户公寓。这样做时间更短，风险也许更小，但这意味着你将受到天花板高度和电梯位置等实物资产的限制，因为它们大多是为不同的客户和不同的市场建造的。例如，它们可能是位于郊区的多居室资产，而你真正想要的是人们工作地点附近的单间公寓。实际上，最近完成的大多数交易都属于后一种类型。

最后，在澳大利亚，目前新兴多户住宅产业的发展得到了一些结构性需求驱动因素的推动。首先，2023年第三季度的出租房空置率不到1%，主要是产能严重不足，部分原因是移民数量出现反弹，还有建筑业不景气。受劳动力短缺和建筑成本急剧上涨的双重挤压，2023年建筑商破产数量飙升，令新房供应量大大减少。

因此，租赁成本急剧上升。SQM 的研究显示，截至2023年10月，悉尼的租金同比上涨了16%，而且几乎没有缓解的预期。这对多户住宅运营商来说是利好，因为他们的产品通常针对中高端市场。租金上涨也意味着，随着时间推移租金收益率有望提高，出于这方面的考虑，投资人更愿意忍受最初的低资本化率。

尽管抵押贷款利率居高不下(2023年10月的抵押贷款利率远高于6%)，通常会导致房价下跌，但持续的住房短缺又对房价产生了通胀影响。越来越多的人被挤出购房市场，多户住宅板块潜在的房客数量将继续增加。

尽管有这些推动因素，但在澳大利亚建立多户住宅市场可能比日本更加艰难。主要障碍之一是开发风险高。眼见太多同行破产，如今大型建筑公司不愿意接受固定价格合同，这样成本超支就要由投资人承担。

2023年下半年建筑成本上涨有所放缓，虽然这可能有助于缓解这一问题，但澳大利亚消费者是否真的愿意参与机构化租赁市场，以及如果他们愿意，他们可能愿意租住哪种类型的房屋，这些房屋应位于何处，价位如何，这些问题依然存在。因此，运营风险也很高。

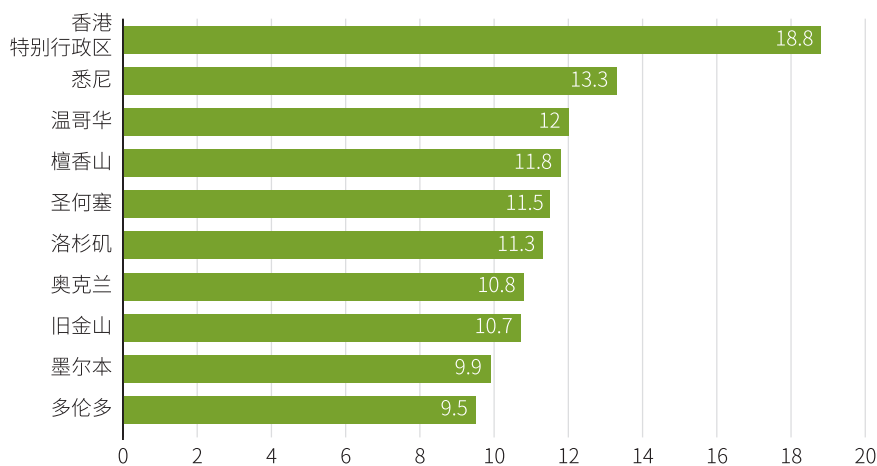
在澳大利亚建立多户住宅市场得到了政府的支持，后者为“建成出租”开发项目提供

了一定程度的优惠待遇，这意味着该板块未来可期，或许会以某种方式得以实现。尽管仍存在巨大的监管风险(包括复杂的规划和审批流程)，但政府最近出台了多项政策，如降低印花税、提供拿地优惠，以及从2024年开始减免海外投资人的预扣税等，旨在刺激租赁住房的开发。除此之外，据说“建成出租”开发项目的融资渠道也比同等的建成出售项目更便捷(就经济适用房项目而言，融资成本也更低)。

老年住宅

MSCI 的数据显示，老年住房是“床位空间”的另一个子类别，在2022年成为亚太地区仅次于生命科学的第二大另类资产，当年的交易额飙升43%，达到26亿美元。在澳大利亚，该板块现已成熟，除此之外，老年住房投资主要集中在日本，其中房地产投资信托基金是主要的机构参与者。截至2022年底，日本各地的资本化率约为5.2%。

图表 3-15 截至 2022 年第三季度各大都会市场最高房产价格中值/收入倍数



资料来源：Demographia.

不可否认的是，亚洲的供应不足和人口现实都支持着需求，但投资人一直在努力寻找一种可行的商业模式，以促进机构化老年住房资产类别的广泛发展。因此，尽管受访者普遍对此感兴趣，但现实情况使其成为一项极具挑战性的工作。一位在该领域拥有丰富经验的日本本地投资人表示：“问题在于，很多人为了照顾父母会与他们同住，因此需求并不旺盛。另一个问题是，照顾老人的很多都是家庭成员或非机构经营者，他们无法融资，因此把资源聚集起来很困难。”

另一个问题涉及到现有老年住房项目的复杂结构，其中包括建立一个非营利性部分和一个营利性医疗服务公司，这样才有资格获得政府给付的保险费。这种错综复杂的运营结构使业务变得不透明，据这位投资人说：“吸引了一些不怀好意的人，他们把所有的钱都抽走了。因此，这是一个非常难做的行业。当然，也有一些优质的运营商，只要能买到这样的资产，那就再好不过了，但我还没看到该板块扩大规模。医疗保健房地产投资信托基金自首次公开募股（IPO）以来就没有购买过多少资产 -- 交易速度实在是太慢了。”

另一位总部位于新加坡的投资人也讲述了同样具有挑战性的运营环境。他说：“首要问题是开发商不想受制于运营商。在酒店板块，某种程度上也是如此。但在医疗保健板块，如果你做的是辅助型的生活服务，起步于护理的某个阶段，就必须要有个运营商，后者会要求你明确说明需要他们做什么。但是这些关系还没有很好地建立起来 -- 运营商方面还不够成熟，因此这种关系根本不存在。”

解决这一问题的方法之一是由一群医生发起项目开发，或者干脆收购一家医疗保健运营商，以合资企业的形式经营老年生活方面的业务。在一些案例中，拥有现有住宅资产的开发商采用了这一策略，简单地附加了老年生活部分。然而，在这种情况下，从老年生活方面赚取的利润往往不足以达到财务平衡。这位投资人说：“他们从老年生活方面赚到的钱远远比不上从医院中赚到的钱，因此，他们最好是把资源投入到技术领域，以提高利润率，并建立更多的医院。”

因此，对于大多数投资基金来说，仅从生活方面以纯房地产的方式操作似乎更为合理。在澳大利亚，这已经是一个成熟的机构化资产类别，有许多不同的设施，都是基于“递延管理费”模式（尚存争议）或“土地租赁”社区模式。

然而，这些措施能否广泛适用于亚洲还是个问题。一位投资人表示：“问题在于，你说的是 30 年租赁权，而亚洲人不会购买仅有 30 年租赁权的住宅。”不过可能有一个例外，就是在巴厘岛或普吉岛等国际旅游胜地建立退休社区，一些集团已经开始尝试这一方案。

学生宿舍

学生住房是另一种以运营为导向的住宅形式。在这个板块，澳大利亚模式同样非常成熟，其特点是海外学生（尤其是来自中国的学生）在当地大学学习的比例很高（几乎占三分之一），从而形成了一个成熟而制度化的资产类别。疫情期间，大学停课，边境关闭，该板块受到重创，但在 2023 年强

劲反弹。与传统的多户住宅项目相比，该板块的回报率往往较高，政府通常会通过税收减免或优惠的土地购买协议来鼓励该板块的发展。

大量受访者表示有兴趣投资学生宿舍，不仅在澳大利亚，还在日本、新加坡、越南和印度尼西亚等多个亚洲市场。一家同时涉足澳大利亚和日本市场的大型机构基金经理表示，不同市场的运营模式各不相同。他介绍说，“在澳大利亚，我们承担经营风险，也就是说我们投资于一个投资组合，由运营商出售客房，我们的收入是向运营商支付费用后的净营业收入。这类似于酒店的管理合同，与美国和欧洲的（模式）相同”。

在日本，结构恰恰相反，基金将运营风险嫁给运营商，运营商承担总租约并支付年租金。这位投资人表示：“与多户住宅相比，这种形式的收益往往更好。但面临的挑战是，如果租期为 10 到 20 年，由于指数化在日本非常罕见，这样你的净营业收入会下降，因为在租期内你的收入是持平的，而你的支出通常是指数化的或受通货膨胀影响的。这与我们的多户型资产形成了很好的组合，因为它为我们提供了一个混合型投资组合，既能为学生公寓和老年公寓的收益率提供额外的利差，又能通过捕捉多户型的租金增长来提高回报率。”

其他投资人对学生住房在亚洲市场的发展持怀疑态度，理由是输送规模难以扩大（因为普遍缺乏外国学生），而且从文化上看，学生上大学时更愿意与父母住在一起。

东京的一位投资人表示：“日本有很多外国留学生，所以当你看到这些数据时，会认为日本可以有一个学生住房产业。但事实并非如此，因为与其他市场不同，日本有很多 25 至 30 平方米的单身公寓，租金非常实惠。因为有这么多选择，所以没有理由为学生住房项目支付高价。一些国际投资人已经来日本尝试过了，但事实证明此类投资并不具有扩大的可能，我认为在这里行不通”。

酒店

MSCI 的数据显示，多年来饱受疫情影响的亚太地区酒店地产板块在 2023 年出现了强劲反弹，第三季度的交易额达到 32 亿美元，成为仅次于多户住宅的第二大类最活跃资产，交易量同比下降幅度相对较小，仅为 7%。

虽然这一强劲表现的部分原因是中国内地的交易数量不断增加，但真正的重头戏在日本，第三季度几乎一半的交易都发生在日本，且达到近十年来的最高水平，其中既有投资组合交易，也有单一资产交易。值得注意的是，日本的酒店尤其受到跨境投资人的青睐，本季度酒店地产吸引的外国资本超过了亚太地区任何其他资产类别。

2024 年，中国出境航班预计将恢复到历史水平，内地旅游人数激增，入住率也将回升，因此香港是另一个交易活动有望回暖的市场。事实上资产已经开始交易，但价格与比 2019 年有大幅降低。

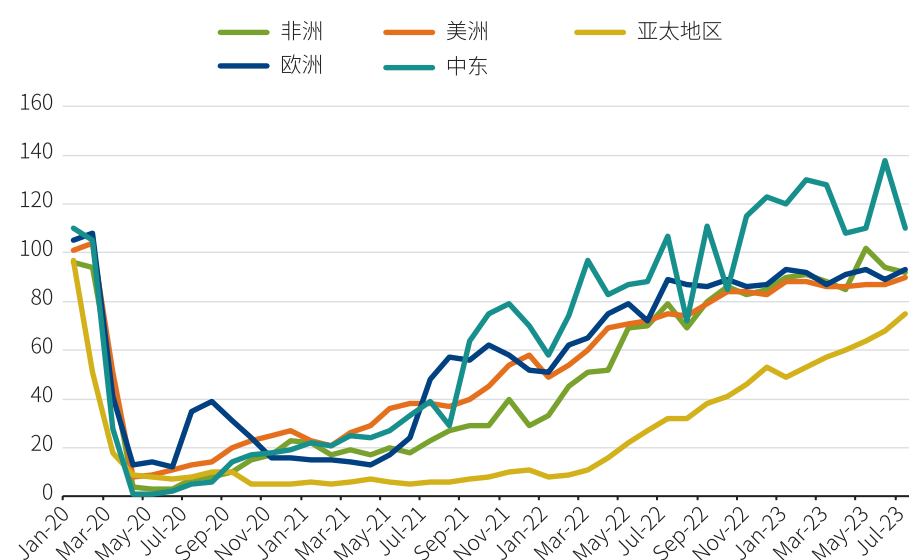
虽然大多数酒店交易都以已建成资产为交易对象，但长期供应短缺已导致一些基金经理开始实施“开发并持有核心资产”战略。然而，在当前环境下，获得开发贷款可能会很困难。此外，不断上涨的建筑成本也增加了开发风险。世邦魏理仕预计，从 2020 年到 2023 年底，亚太地区各市场的总体建筑成本平均将增加 25%（日本高达 40%），许多酒店开发项目已被搁置，进一步加剧了供应短缺。

尽管整个酒店业的收入增长前景广阔，但由于行业资本化率缺乏扩展，买方出价/卖方要价之间仍然存在巨大差距。由于私人投资人、家族办公室和高净值买家资金充裕，而且没有最低预期回报率限制，因此他们成为该市场的主要参与者。

除了买卖差价僵局之外，2023 年阻碍旅游业发展的最重要因素可能就是中国内地游客的缓慢回流。虽然中国游客的出境游人数正在逐步上升，但仍远未达到之前的高峰水平。

目前东南亚是最受中国游客欢迎的旅游目的地，但游客人数仍未达到预期。泰国政府曾预计，2023 年中国游客将达到 500 万人次，不足 2019 年的一半（2019 年：1100 万人次）。然而，今年前九个月的入境人数不到 250 万人次，虽远高于 2022 年的 25 万人次，但远低于预期。不过，展望未来，预计中国的出境客流将会恢复，尤其是前往日本和韩国等以往备受青睐的目的地。

图表 3-16 2023 年 7 月全球国际游客到访人数*



资料来源：UNWTO。
* 与 2019 年同月相比的增减幅度。

酒店行业面临的另一个问题是长期缺乏员工。在新兴市场，因为普遍薪资低和工作条件差，许多在 COVID 期间被裁员或休假的员工在 COVID 结束后拒绝回归。而在发达市场，劳动力限制阻止了劳动力的引入，但当地人对酒店工作并不感兴趣。因此，根据一家日本酒店连锁的一位高管的说法：“我还没有看到任何可以降低劳动力成本的有效技术，这是一个巨大的问题。招聘人员是日本酒店业面临的头号挑战 - 大多数月份我们失去的人比我们雇用的还要多。”区域内各市场普遍感受到的人员短缺问题，导致许多酒店只能开放可用客房的 70。

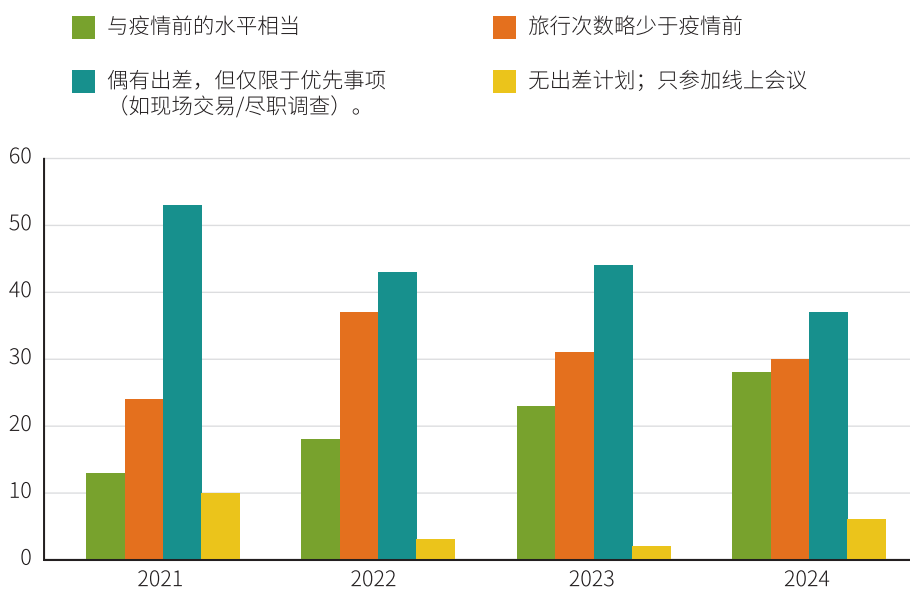
酒店之所以成为外国投资人关注的焦点，原因有很多。首先，亚太地区预计将迎来报复性旅行消费（自 2019 年以来，当地居

民几乎没有国际旅行机会），这意味着酒店入住率在可预见的未来仍将保持高位。此外，多年来一直资金紧张的大量业主现在可能愿意出售其房产。最后，酒店板块被视为相对抗通胀的资产类别。

香港一位基金经理表示：“从每日定价的意义上讲，酒店仍然是一个另类资产板块。但这也是一个专业人士能够胜出的板块，这才是令人兴奋的地方 -- 找出自己在酒店领域的专长，然后找到机会所在。我认为在日本有很多这样的机会，无论是长期供不应求的高端酒店，还是与国际旅游相关的酒店，都是如此。如果你注重的是增值，那就把经济型酒店改造成中型酒店。同时，日本的问题在于，过去六个月里价格涨幅如此之大，以至于很难让数据发挥作用”。

东南亚市场也出现了同样的走势，这些市场同样受到外国游客下滑的影响，但由于印度和俄罗斯游客大量涌入，现在已经出现反弹。雅加达的一位分析师说：“在经济上大家确实遭受了损失，也有人拖欠了银行贷款，但在巴厘岛，情况已经有所好转，就入住率或挂牌价而言，在某些情况下，甚至比 2019 年还要好。不过，一些业主还是不得不出售他们的酒店资产，因为他们可能还没有对酒店进行翻新，没有钱去翻新，所以他们只好说‘罢了，现在就退出吧’。

图表 3-17 疫情之后，您的商务旅行计划发生了哪些变化？



资料来源：《亚太区房地产市场新兴趋势®》调查



部分受访者名单

Acacia Capital Partners
Kumar Kalyankakumar

Actis
Brian Chinappi

Altis/Barings
Alastair Wright

Alyssa Partners Japan
Ken Fridley

ARCH Capital
Winson Chow

AXA IM Real Assets
Laurent Jacquemin

Blackstone
Mark Harrison

Brookfield Asset Management
Stuart Mercier
Leonie Wilkinson

CapitaLand Investment
Patrick Boocock

CBRE
Henry Chin

CBRE K.K. Japan
Takashi Tsuji

Cistri
Jack Backen

Colliers Indonesia
Mike Broomell

CRE REIT Advisers
Tsuyoshi Ito

DAIS Private
Ben Dodwell

Daiwa House Industry Co., Ltd.
Tetsuo Suzuki

DevinQi Advisors
Dan Cerf

Dexus
Ross Du Vernet

Diamond Realty Management Inc.
Hisashi Ishiwata

ESR
Phil Pearce

ExtraM Partners K.K.
Ryota Morioka

Frasers Property
Khong Shoong Chia

Goodman Group
Nick Vrondas

Hines
Jon Tanaka
David Warneford

Hulic Co., Ltd
Yoshito Nishikawa

Invesco Global Real Estate Asia Pacific, Inc.
Ryukichi Nakata

Japan Hotel REIT Co., Ltd
Shigeo Nakazato

JAPAN POST BANK Co., Ltd.
Hiroyuki Tanaka

Jerde
Phil Kim

JLL
Paul Brindley

JLL Japan
Ryuta Takeuchi

JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.
Tetsuya Karasawa

Kenedix, Inc
Keisuke Sato
Takahiro Uchida

KJR Management
Naoki Suzuki

LaSalle Investment Management K.K.
Kunihiko Okumura

LendLease Japan
Andrew Gauci

LHN Limited
Kelvin Lim

M3 Capital Partners
Danny Krefman

Mirvac
Campbell Hanan
Courtenay Smith

Mitsubishi HC Capital Inc.
Itsuo Wakao

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation
Hiroyuki Seki

Nuveen Real Estate
Louise Kavanaugh

PAG
Andreas Hacker
Naoya Nakata

Professional Property Services
Nicholas Brooke

Reimagining Cities Foundation
Chungha Cha

Schroder Pamfleet
Andrew Moore

Stockland Group
Justin Louis

UBS
Grant McCasker

UBS Asset Management
John Mowat

Wentworth Capital
Alastair Nash



城市土地学会是一个会员制的全球性组织，由超过 4.8 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、房地产经纪人、评估人、律师、工程师、金融家和专业学者。学会成立于 1936 年，在美洲、欧洲和亚太地区均设有分支机构，会员遍及 84 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 2022 年，学会就在全球城市举办了 2800 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 uli.org 或者在 Twitter、Facebook、LinkedIn 和 Instagram 上关注城市土地学会。

Alan Beebe

亚太区首席执行官
城市土地学会
<https://asia.uli.org>

ULI资本市场和房地产经济中心

Anita Kramer

高级副总裁
www.uli.org/capitalmarketscenter

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

封面图片:悉尼“大桥街50号”大楼
图片由 AMP Capital 提供,Adam Mork 摄

第 iii 页图片:上海曹杨百年公园
图片由刘宇扬建筑事务所提供

第 20 页图片:维多利亚州不伦瑞克的南丁格尔社区
图片由Nightingale Housing提供

第 30 页图片:布里斯班安街 80 号,遗产巷
图片由 Mirvac、Brett Boardman Photography提供

第 48 页图片:悉尼“大桥街50号”大楼
图片由 AMP Capital 提供,Adam Mork 摄

2024年亚太区房地产市场新兴趋势® 报告

预计 2024 年最佳的投资和开发选择是什么?我们对 203 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》今年已是第十八期,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 了解更多会员权益。

亮点

- 后疫情环境下投资人如何定位。
- 告诉您应该期待什么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。
- 指出哪些房地产板块有机会,哪些板块应避免。
- 有关经济和信贷问题对房地产产生怎样影响的报告。
- 讨论哪些都市区潜力最大,哪些潜力最小。
- 讲述社会和地缘政治趋势对房地产的影响。
- 阐释地理和板块偏好是如何变化的。

