



2019 年亚太区

房地产市场 新兴趋势[®] 报告



蜜蜂内参

让您深入洞察整个商业世界

每天精挑细选3份最值得关注的学习资料

关注公众号：**mifengMBA**

回复“入群”加入“蜜蜂内参”城市群

(不需要转发哦.....)




扫一扫
回复“入群”

**2019 年亚太区
房地产市场新兴趋势报告[®]**

联合出品方



目录

	1 报告摘要
3 读者须知	
4 第一章：周期见顶？	
7 中国：关键主题	
7 巨额资金追逐缓慢增长	
9 资本化率会逆转吗？	
10 战略演变	
11 日本：关键主题	
11 增值型投资满足所有的要求	
13 以机构投资者为目标开发并持有核心资产	
14 再次陷入困境？	
14 新兴市场依然具有吸引力	
15 细分市场依然需求旺盛	
17 员工住房缩短通勤时间	
17 政府政策推动可支付住房建设	
18 共享公寓 — 未来住房的模板？	
18 多户型物业 — 发展缓慢但稳定	
19 澳大利亚：关键主题	
21 联合办公问题仍然存在	
22 加息隐约可现	
23 第二章：房地产资金流动	
25 日本投资浪潮	
26 中国热潮的消退	
26 新加坡和香港撑起大局	
26 韩国投资者转向欧洲和债务	
27 美国投资者加快亚洲投资的步伐	
28 募资	
30 银行变得更加谨慎	
31 新贷款机构还在涌现	
33 中国的债务机会	
33 市场压力与不良资产	
34 北京紧缩流动性，债券市场停滞不前	
35 房地产投资信托基金	
38 第三章：值得关注的市场与板块	
41 排名前位的投资城市	
51 各类地产前景	
56 受访者名单	

编辑领导团队成员

《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》编委会主席

K.K. So, PwC
John Fitzgerald, Urban Land Institute

主要作者

Alex Frew McMillan, Urban Land Institute Consultant
Mark Cooper, Urban Land Institute Consultant

贡献编辑

Colin Galloway, Urban Land Institute

贡献研究员

Michael Owen, Urban Land Institute
Pauline Oh, Urban Land Institute
Yusnita Baharuddin, Urban Land Institute
Tanya Lee, Urban Land Institute

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, 亚太区市场营销与传讯高级副总裁

普华永道顾问和研究员

澳大利亚
Andrew Cloke
Bianca Buckman
Iain Boot
James Dunning
James McKenzie
Jane Reilly
Joseph Carrozzi
Josh Cardwell
Kirsten Arblaster
Kristen Stubbins
Morgan Hart
Scott Hadfield
Shannon Davis
Sue Horlin
Tony Massaro

中国大陆
Bin G.B. Zhao
Kathleen Chen

中国香港
K.K. So
Paul Walters

印度
Anish Sanghvi
Bhairav Dalal
Dhiren Thakkar
Tanya Tandon

印度尼西亚
Brian Arnold
David Wake
Margie Margaret

日本
Akemi Kitou
Eishin Funahashi
Hideo Ohta
Hiroshi Takagi
Koichiro Hirayama
Raymond Kahn
Soichiro Seriguchi
Takashi Yabutani
Takehisa Hidai
Takeshi Nagashima

卢森堡
Carolyn Forster
Kees Hage
Robert Castelein

菲律宾
Malou Lim

新加坡
Chee Keong Yeow
Magdelene Chua
Wee Hwee Teo

房地产市场新兴趋势 (Emerging Trends in Real Estate) 是普华永道在美国及其他国家注册的商标。一切版权归普华永道所有。

普华永道致力于解决重要问题以及营造社会诚信。我们各成员机构组成的网络遍及 158 个国家和地区, 有超过 25 万名员工, 致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或需了解详情, 请访问 www.pwc.com。

© 2018 普华永道版权所有。普华永道系指普华永道网络及 / 或普华永道网络中各自独立的成员机构。详情请访问 www.pwc.com/structure。

© 2018 年 11 月 普华永道和城市土地学会版权所有。

香港印刷出版。普华永道和城市土地学会版权所有。未经出版方书面许可, 本报告的任何部分不得以任何方式在世界任何地区以任何文字翻印、拷贝、仿制或转载, 也不得将其录入任何信息存储与检索系统。

推荐文献引用:

普华永道和城市土地学会: 《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》
华盛顿: 普华永道和城市土地学会, 2018 年。

ISBN: 978-0-87420-420-9



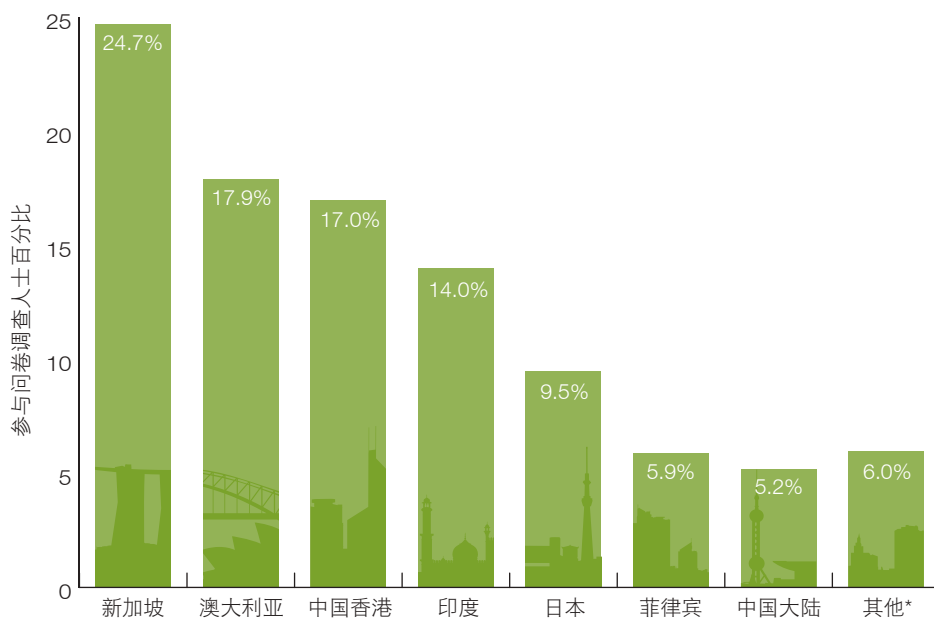
经过九年的不断扩张，亚洲房地产市场正面临越来越猛烈的逆风。山雨欲来的贸易战、利率上升、信贷渠道收紧，以及商用和住宅地产价格高企引发的买家购买力疲软，这些都使投资者怀疑长期牛市周期是否已登顶：“市场就像盘子里的果冻一样摇晃，”正如一位投资者称。“我们正处在历史高位。”

尽管如此，2018 年的市场基本面依然强劲。亚洲几个最大经济体的机构资本继续增加，使得今年的交易额不断创出新纪录且价格强劲。

目前还在高歌前行，尽管一些投资者正寻求减持资产并重新定位，在房地产领域寻求归宿的巨额资本意味着，即使其他指标出现逆转，房价也不会大幅下跌。

因此，和往年一样，投资者必须比以往更多地考虑多样化的策略，才能将资金投入市场。

参与问卷调查人士的分布，按所在国家/领土划分



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

* 包括德国、印度尼西亚、马来西亚、韩国、中国台湾、泰国、阿拉伯联合酋长国、英国、美国和越南。

当前环境下，发达市场具有最广泛的吸引力。因此，澳大利亚仍然是最受欢迎的选择，部分原因是其基本面依然稳健，提供较高收益率和良好的租金增长前景。此外，该国兼具深度和流动性的市场提供了一个风暴中的避风港。日本也拥有许多相同特征。

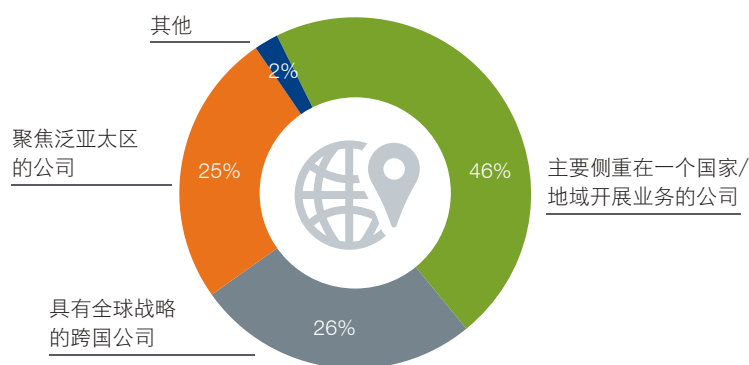
但是，针对门户城市资产展开的竞争意味着越来越多的投资者正在被淘汰，他们不得不转向其他战场。

首先，这意味着越南和印度等新兴市场继续吸引关注。赌注再次押到风险更高的策略，价值增值和“开发并持有核心资产”两种方式最为流行。后者一般要求更多地关注地块、施工质量和合作伙伴，而非仅关注地理位置。物流和数据中心之类高收益率项目也符合该要求。

今年，投资者瞄准了更高回报率，充分体现了这种风险偏好。超过一半（53%）的调查对象期望在2019年底之前年化收益率能达到或超过10%。而去年每五个投资者中仅有两个（41%）期待如此高的回报率。

与此同时，一些投资者正在思考经济低迷时期市场将如何表现。显而易见，这意味着他们将面临更多困境，这是近年少见的。包括印度在内的市场已经出现了一些困境，中国、印尼、甚至日本亦如此。此外，

参与问卷调查人士的公司，按公司所在地理区域划分



资料来源：《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

尽管目前流动性巨大，价格可能不会大幅下跌，但交易量将萎缩。如前所述，调整还意味着借贷成本更加昂贵，借债机会受到限制，以及逃向安全资产的心态，即青睐成熟市场。最后，新兴市场的资本流动可能会逆转。

此外，一些现代概念渐受追捧。在过去几年中，亚洲的共享办公空间开始腾飞，为古板的服务型办公室市场提供了技术优势，承诺给房东更高的回报。然而，对于现有操作模式的可行性，人们仍然存有疑虑。

另一方面，共享公寓在亚洲超高成本的居住环境中具有明显吸引力。亚洲门户城市是探索共享公寓在亚洲环境中如何实现的完美培养皿，尽管共享公寓中的租户并非总是关注成本节约。

与此同时，在资本流动方面，尽管中国的监管力度加大，导致2018年资本外流量急剧下降，但亚洲各地的资本流动性持续增强，大量资金继续跨境流出，投资于外国资产。其他资本，尤其是来自新加坡和美国的资本，已站稳脚跟，而日本新增巨额资本储备预计将于2019年加入这股洪流，因此亚洲强劲的资本流出似乎势必继续。

虽然即将实施的加息和贷款紧缩预计将对未来贷款产生限制作用，但在大多数市场上，房地产投资者可轻易获得银行贷款。因此，资方正在建立更多的债权基金，主要寻找中国和澳大利亚市场的机会。夹层债的回报率高于银行融资，而且被视为比购买实际房地产更安全——如果市场调整的话，它将是重要的安全保障。

房地产投资信托市场在 2018 年的表现相当低迷。随着资本向高收益主权债券迁移引起全球利率上升，这样的结果不足为奇。新加坡房地产投资信托的表现稍逊于其他大型的地区房地产投资信托中心。在新兴市场中，印度终于开始着手启动国内房地产投资信托产业，在监管部门出台国内房地产投资信托法规 4 年后的 2019 年初，大量商业地产组合将开始推出。

最后，从今年的投资前景排名来看，发达市场门户城市缓慢但稳定的回报具有持久吸引力，其中墨尔本、悉尼、东京和大阪尤为突出。这些城市的投资回报率均高于本地利率和主权债券收益。新加坡从去年低点反弹后继续受益，而在上海和深圳，尽管政府限制开发商贷款，这两地仍取得了可观的业绩。

读者须知

《亚太区房地产市场新兴趋势》是一个有关趋势和预测的出版物，今年发行的是第十三版，是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》由普华永道和城市土地学会共同出品，提供了有关整个亚太区房地产市场投资和开发趋势、房地产金融和资本市场、不同物业类型、大都市圈以及其他房地产问题的展望。

《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》反映了在本报告研究过程中完成调查或接受访谈的个人的观点。本文表述的观点 (包括引文所载所有评论) 全部来自这些调查和访谈，不代表普华永道或城市土地学会的意见。受访者代表了各行各业的专家，包括投资者、基金经理、开发商、业主、商业银行、中介、咨询机构和顾问。城市土地学会和普华永道的研究人员亲自访谈了 89 位个人，收到 373 位个人的调查问卷回复，他们的公司隶属关系细分如下：

私人业主或开发商	24%
房地产服务公司（例如顾问、财务、法律或地产咨询）	24%
基金 / 投资经理	22%
住宅建造商或住宅用地开发商	10%
机构股权投资者	6%
银行贷款人或证券化贷款人	3%
其他实体	11%

在全文中，受访者的观点均为直接引用的参与人员的话，但未将有关论述与相关参与人员一一对应起来。受访者都有权利选择匿名，选择公布其身份的受访者的名单载于本报告最后部分。本报告中亦引用了选择匿名的受访者的话。请读者不要尝试将报告中的某些话语引用与某一个人或公司予以对应。

城市土地学会和普华永道向所有帮助此报告出版的人士致以诚挚的感谢，感谢他们抽出宝贵的时间并分享专业知识。本报告的出版离不开这些人的参与。

第一章：周期见顶？

“无论在租金还是资本价值方面，我们都接近了这个周期的顶点。”

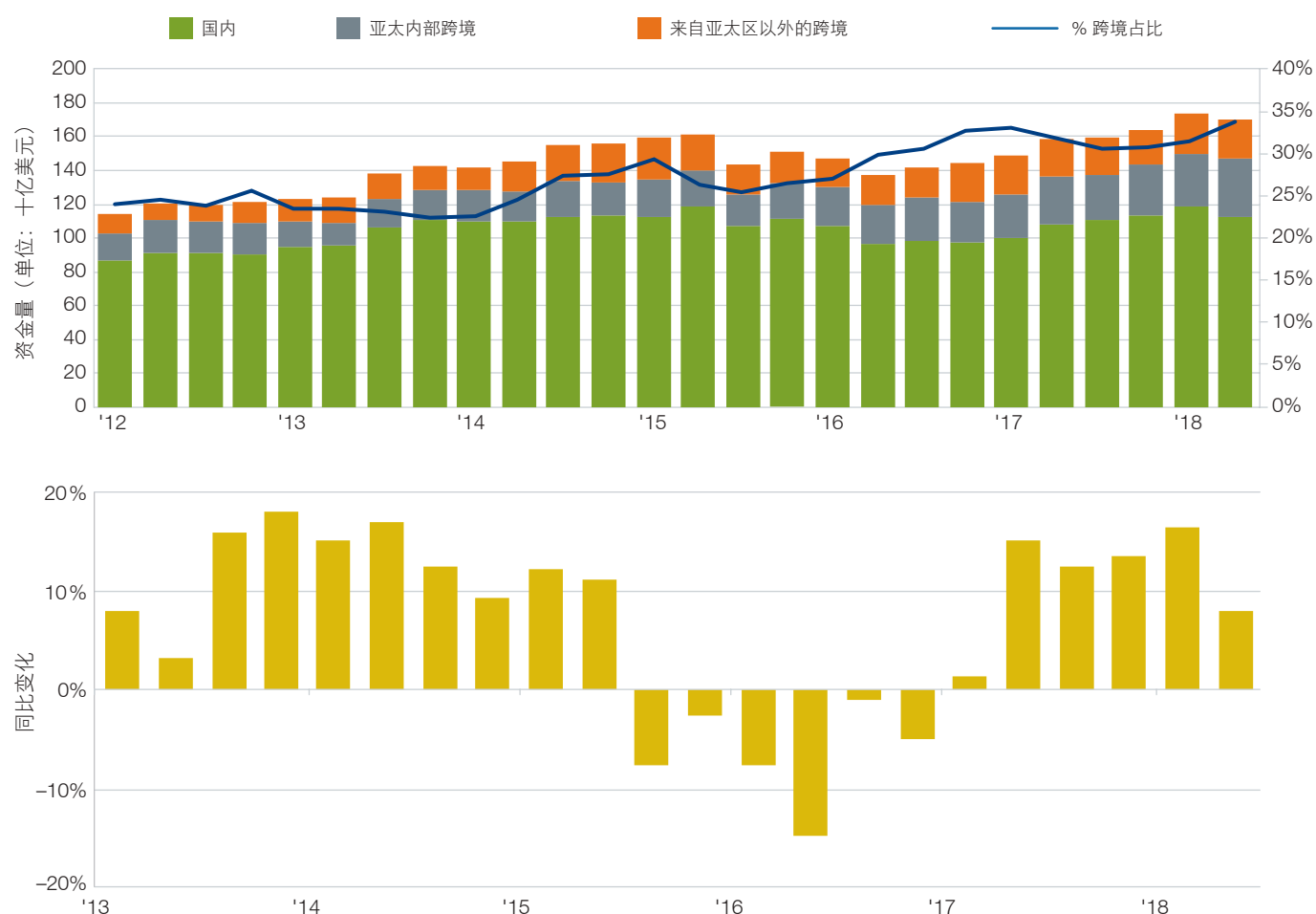
除了在 2016 年底出现过 18 个月的异常情况外，亚洲的跨境交易量自金融危机以来唯有一个方向：上升。各国央行保证货币即便不算自由也至少为宽松状态，房地产市场加入股市，携手共攀新高。

然而在去年，亚洲房地产投资者开始重新思考。在整个亚洲地区，不断上涨的价格、受到压缩的资本化率和不祥的宏观和地缘政治指标均让基金经理和资产所有者怀疑市场是否终于到顶，以及若到顶，他们应

该如何应对。可以肯定的是，同样的问题多年来一直困扰着亚洲投资者，但这一次，警钟响声之高前所未有。

尽管亚洲房地产市场的基本面略显疲软，尚未显示出明显的下降迹象。事实上，根据美国不动产资本分析公司（Real Capital Analytics, RCA）的数据，因受众多大宗交易的推动，商业交易量在截至 2018 年上半年的连续 12 个月达到历史新高。

图表 1-1 按资金来源分类的亚太资本投资



信息来源：RCA

在香港，尽管该市以资产易手稀少闻名，但由于大陆投资者参与的数笔重大交易产生了巨额款项支付，从而将香港送至全球排行榜顶端（仅次于纽约都会区）。

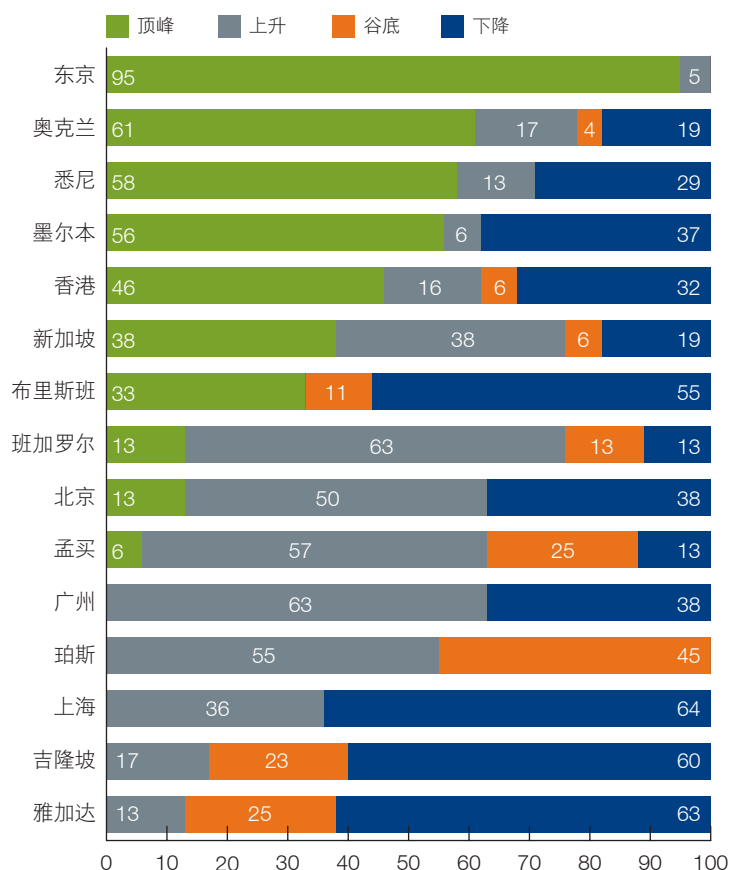
此外，由于国内机构的推动，东京和首尔的交易量也较高，其中首尔 2017 年的交易流量同比增长 66%。其它亚洲市场如悉尼、上海和墨尔本则跻身全球排名前 30，核心投资者在这些门户城市完成了对亚洲核心资产的收购。

我们的调查结果显示对于区域投资和开发而言，这些市场也是最有吸引力的市场（见第三章），这也是意料之中的。与此同时，资本化率继续压缩，尤其是澳大利亚和韩国。

虽然无论交易统计还是我们 2019 年调查中的盈利预测（见 10 页），均未显走出弱的特定迹象，但亚洲各地的受访者表达了对形势的负面看法，认为市场处于或接近周期性顶峰。其中一些不必继续持有手中资产的投资者称，他们寻求在此波强势行情中出售所持资产。

香港的一位机会型投资者评论说：“市场现在就像盘子上的果冻一样摇摇晃晃。没有什么能使我们崩溃或融化，也没有什么能使我们上升，但是很难看出市场会从这里走向何方——我们处于历史最高点。”

图表 1-2 地产周期 — 受访者认为市场条件处于周期的哪个阶段百分比



资料来源：英国皇家特许测量师学会。

悉尼的一位住宅开发商说：“随着美国 10 年期公债 [收益率] 上升，不得不说我们处于周期的顶峰，所以多数人认为资本化率只有一种趋势，即逆势上行。前几天有人对我说，如果你把房地产周期看作一个时钟，那么现在主要商业市场似乎在 11:30 的位置停滞不前。”

在受到核心投资者常年青睐的日本，一位外国基金经理称：“我确实认为日本市场肯定会做出修正。当收益率下降如此之大以至于人们开始看到很小的区域性银行来

到东京，试图直接为房地产融资，而不是作为某家大型银行财团的一部分，对我而言便意味着市场已接近顶峰，这种趋势必将不能持续。”

因此，投资者正密切留意可能导致下跌的事件。在过去几年中，人们一致认为“黑天鹅”——即未知的未知物，将是催化剂，如 2008 年发生的情况。然而这一次，普通事件似乎更可能成为诱因——比如利率上升、债券或股票价格下跌、贸易战恶果，或仅仅是等待市场转折点到来前的投资者

疲态。

从许多方面来说，缺乏标志当前长期牛市终止的重大事件，或许可视为市场状况健康，表明回归到正常的周期性动态，其后果比黑天鹅更可预测（也可能严重性较低）。不少投资者似乎欢迎熊市的回归，在熊市中项目数量将激增，而且可能比目前投入更多资金。正如一位基金经理所言：“我每天早上醒来都会说，‘请来点压力’，这是一种很好的方式，表达的是我们需要在市场上找回一些不良资产。”

图表 1-3 2018 年上半年全球最活跃房地产市场销售额

2017 年 排名	2018 年 上半年排名	市场	销售额（百万美元）	同比变化
1	1	纽约大都会	\$26,034	23%
7	2	香港	\$19,681	89%
3	3	伦敦大都会	\$17,476	7%
2	4	洛杉矶大都会	\$15,867	4%
5	5	旧金山大都会	\$11,188	-7%
6	6	华盛顿特区大都会	\$10,663	24%
9	7	东京	\$9,276	11%
4	8	巴黎	\$8,479	19%
13	9	芝加哥	\$8,182	42%
8	10	达拉斯	\$8,012	-12%
21	11	首尔	\$7,785	66%
12	12	亚特兰大	\$6,233	-8%
26	13	菲尼克斯	\$5,984	59%
24	14	西雅图	\$5,722	27%
11	15	阿姆斯特丹 / 兰斯塔德	\$5,662	-6%
19	16	迈阿密 / 南佛罗里达	\$5,208	-21%
18	17	休斯顿	\$4,915	-9%
14	18	波士顿大都会	\$4,621	-45%
20	19	悉尼	\$4,346	-2%
25	20	丹佛	\$4,226	9%
28	21	多伦多	\$3,944	32%
31	22	慕尼黑	\$3,775	18%
17	23	莱茵 - 鲁尔区	\$3,706	-37%
10	24	上海	\$3,687	-48%
22	25	法兰克福 / 莱茵 - 美茵	\$3,499	-32%
30	26	费城大都会	\$3,227	17%
15	27	柏林 - 勃兰登堡	\$2,920	-51%
34	28	奥斯汀	\$2,891	-27%
32	29	墨尔本	\$2,852	50%
35	30	圣地亚哥	\$2,769	21%

备注：包括办公、工业、零售、公寓、酒店、老年公寓以及老年护理房地产。

信息来源：RCA

中国：关键主题

随着中国国内生产总值（GDP）增速降至全球金融危机以来的最低水平，以及高层官员就抑制房价进一步上涨的必要性发表了毫不妥协的声明，中国大陆市场在 2018 年惨淡收官，行情低落，弥漫着酝酿变化之感。“目前中国的宏观观点是，大多数私募股权投资者以前的赚钱方式并非他们未来的赚钱方式。”一位特殊机会投资者表示。

像往常一样，政府通过出台政策对开发商和零售买家施加信贷限制，从而实现强制执行。因此，一家专门投资于中国的家族理财事务所负责人称：“我们看到住宅价格正在大幅下降。”这些措施对房地产行业其他细分市场的影响也很明显。无论是住宅、商用还是工业用途地产，“政府正在实施针对房地产公司的信贷紧缩。”

雪上加霜的是大城市的土地价格已然过于

昂贵，让人望而却步，迫使许多开发商只得观望。

“政府定价太高了，”一位投资者说。“根本算不过来帐。”由于资金匮乏，开发商现在也没有足够的资金用于补充土地储备。

因此，土地拍卖常出现流拍，而土地拍卖以前是许多地方政府的主要收入来源。

这导致一些主管部门采取激进措施。“有迹象表明，政府逼迫企业在土拍中投标，因为企业不愿这样做，”该家族理财事务所负责人说。

机会型策略

机会型投资者可能会寻找购买土地的其他方式。一位特殊机会投资者看中了中国 13% 的稳定回报率。这位投资者说：“我们非常关注以更低成本开发出超出租户预

期的、质量更好的产品。”为实现这样的目标，通常是与当地伙伴合作，从而尽量压低二级市场地块价格，低价出售也许是因为卖方处于困境，也许是地块处于办公需求“溢出”的非核心区域，用于开发企业后台支持部门办公场所。而后，国际专业人员提供全球地产标准和财务管理，而当地合作伙伴提供劳动力和运营成本。

在中国积累起来的大量机构资本至少为愿意承担发展风险的投资者提供了一个出口。这就是“开发核心资产并持有”。“在我们所有的市场中，对于本地机构投资者和外国投资者来说，缺少优质的机构投资级收益性资产，”这位投资者说。这为开发或投资增值型项目提供了退路。因此，“我们正在寻求开发优质的机构级资产，以便销售到该市场中。”

在中国，机会型投资活动可以获得低双位数的回报，特别是贴近实际、当地合作伙

巨额资金追逐缓慢增长

随着市场流动性达到历史最高水平，对即将出现周期性逆转的担忧也随之而来，一些全球最大的机构投资者（主要位于亚洲）将资本继续投入地区性房地产资产，这是因为投资者渴求获得高于地区或全球债券市场的收益。他们曾经将房地产投资作为一种非流动性的另类资产，现在他们逐渐把它视为自己投资组合的主流部分。

因此，过去地产占资产 5-8% 曾被视为激进型资产配置，而如今已远远不止这样的比例，一些投资经理称，顶级规模的机构

正将该比例推进到 10% 以上。“有数万亿美元等着投资房地产，数额巨大，”一位机会型投资者表示。因此“有大量资金推动市场上涨，但对租金增长的期望并不高。”

由于目前资金充裕，在亚洲寻找核心投资比全球金融危机以来任何时候都要困难。一位核心投资者称：“很显然，问题在于价格——它让我们的日子更加艰难，而且与五年前相比，要完成一项投资需要做大量的工作。”但作为一家保险公司，我们是具有某些独特特征和长期持有能力的长期投资者。”

对于欧洲或北美的养老基金和保险公司等机构而言，亚洲资产提供的回报比其国内收益更高。尤其是若将现行租金利率的超额回报率与当地借贷成本进行比较，日本和澳大利亚的市场是颇具吸引力的选择。

机构买家享有比私人股本机构更多的竞争优势。特别是投资收益不一定被视为主要考虑因素，这就允许大型基金考虑其他因素，包括长期资本增值、资产多元化以及在全球经济衰退时提供避风港。

伴实力强大的增值型项目。产品和合作伙伴的选择才是利润率的关键决定因素，而不是市场的选择。“我认为近期上海、北京、深圳、广州没什么巨大的差别。”“重庆、武汉——它们都是数百万平方英尺的巨型市场，”一位亚洲机构投资者称。“这些城市机会众多，而且我认为你真的不必担心身在何处。”

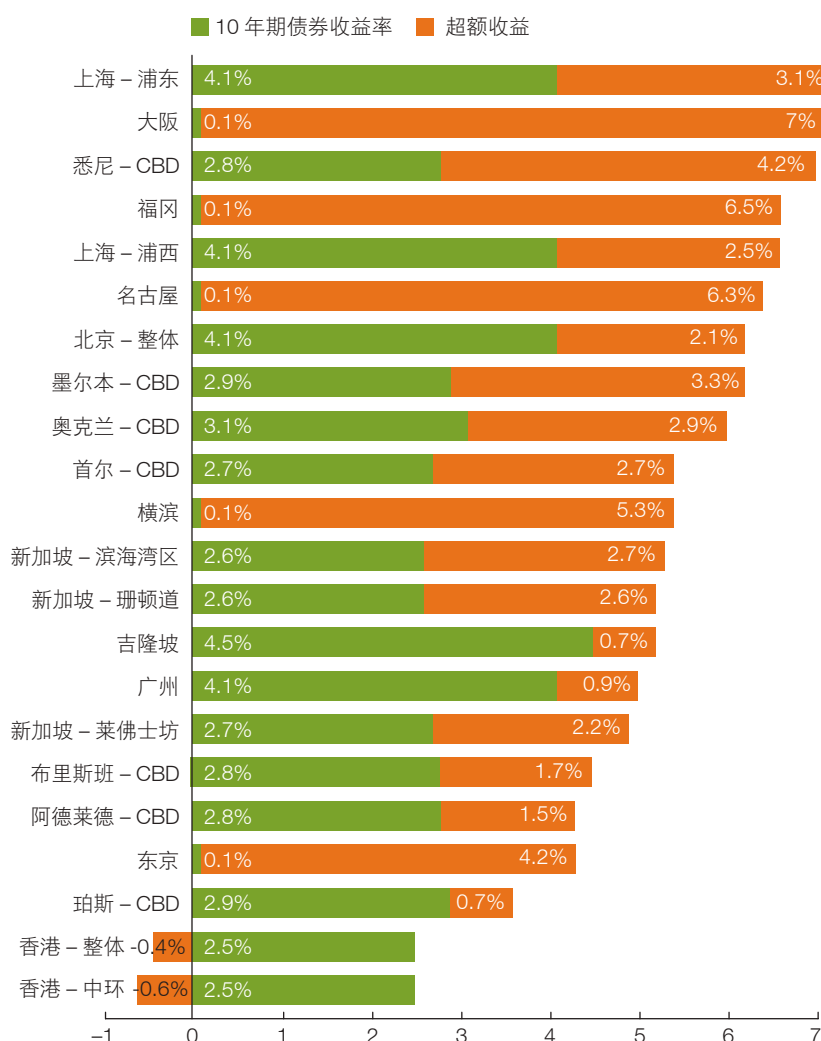
然而，竞争是激烈的，尤其是政府严禁投资海外房地产的政策出台后“意味着中国有更多的钱试图投资，而且他们往往不是老练的投资者，对风险的看法不同，”该投资者称，“所以外国买家在下手购买时必须非常积极、迅速。”

中国政府大力推动臃肿的国有企业改革，这可能间接支持了房地产投资者。国企被迫提高效率，着手剥离其业务的非核心部

分，此类非核心部分可能不再匹配母公司的核心业务。

大型开发商有时会剥离其业务中具有经验的细分市场小板块，为海外投资者提供投资和运营经验的机会。这位特殊机会投资者指出，通过重组，“这些集团现已不是这些待售资产的自然所有者。以前大开发商对此并不感兴趣，因为这种机会太小了。”

图表 1-4 写字楼市场：2018-2022 年预期年收益率



注：预期复合年收益率。超额收益等于当地 10 年期主权债券的总收益率加上资本增值。

资料来源：DWS, 截止于 2018 年 7 月。

此外，由于养老基金和保险公司可以少用杠杆甚至进行无杠杆操作，利率上升所产生的风险较小，也不会受制于私人股本基金的有限投资期限限制，允许他们“跨周期运行”，正如一家大型保险公司的投资者所称。

亚洲机构在国内市场投资享有更多优势。当然，他们对当地情况更熟悉。此外，他们也不受一系列因素的影响，如货币对冲成本、外汇管制、针对海外实体的税费以及资金跨国流动的成本。因此，“在收购核心资产方面，我们很难与本地资本一争高下，”该投资人表示。“几乎可以肯定的是，如果加上税费以及货币对冲成本后，购入同样的资产，你的资金成本势必会比国内竞争者要高。”

资本化率会逆转吗？

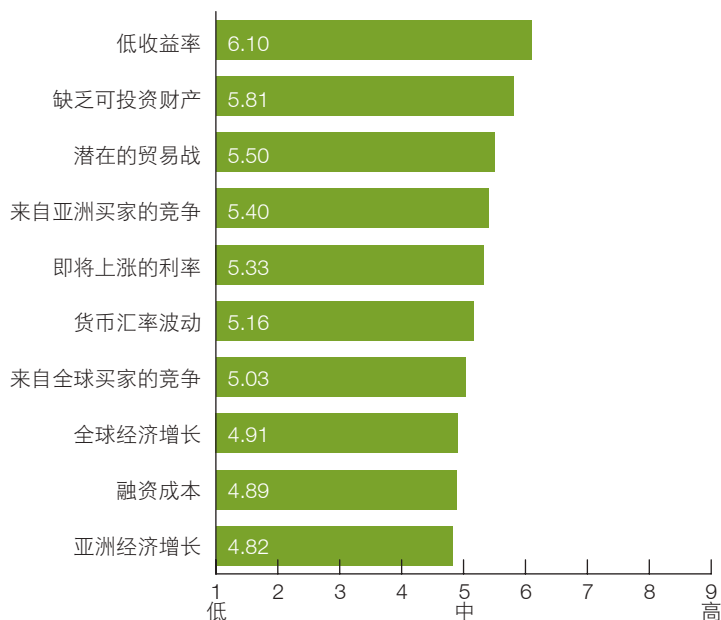
由于在亚太门户城市中流通的机构持有的用于投资核心资产的资本量出现过剩，现在更多对收益敏感的投资者被迫扩大投资交易的地域范围。这意味着，不仅资产比以往任何时候都更难寻觅，而且资本化率也会持续过度收紧。

但是，今年的一个不同之处在于——澳大利亚可能不在此列——人们越来越多地认为，收益率压缩可能最终达到极限。正如一位投资者所说的那样：“我们逐利的资本仍然多于可获得资产，这就是为什么资本化率依然如此之低——在我看来，这本该在前些时候就已有所变化。但我不会说他们还在紧缩，半年前可能如此，现在，我想——虽然每年我都如是说——资本化率已经触底。”

然而，这并不是说，资本化率紧缩的情况即将在短期内得到逆转。美国利率上升的影响开始渗透到亚太地区，从逻辑方面而言，这意味着美国的资本化率也应开始上升——一部分原因在于投资者的资本成本更高，另一部分在于其他投资类型（如债券）因此更具吸引力。

尽管如此，正如投资者所指出的那样：“你不得不去想，资本市场的供需平衡是否允许资本化率上涨，因为如果你想购买一幢建筑物，你必须给出一个房东无法拒绝的价格，通常要高出其他买家的出价，但是市场上有大量的其他买家正在寻求各种投资机会。我敢断言，任何改变都将进展缓慢。您可能会看到住宅市场的反应有所不

图表 1-5 房地产投资者面临的最棘手问题



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

同，因为住宅市场主观因素较多，而商业市场很大程度上将取决于买家是否持续以这样的水平买入。而且我认为他们的确会持续买入，很多私募股权基金必须不断寻求投资——钱存在银行是不会生钱的。”

随着中国进一步收紧资本流出的监管限制，中国投资者投资活动放缓，可能会影响利润率。在一些地方（特别是澳大利亚和香港），这已经造成了一些投资真空，因为中国买家一般更愿意在定价方面突破极限，尤其是在高端市场。日本保险公司和养老基金现在开始涉足这些空出的领域，但它们的资本配置仍处于初期阶段，规模较小。

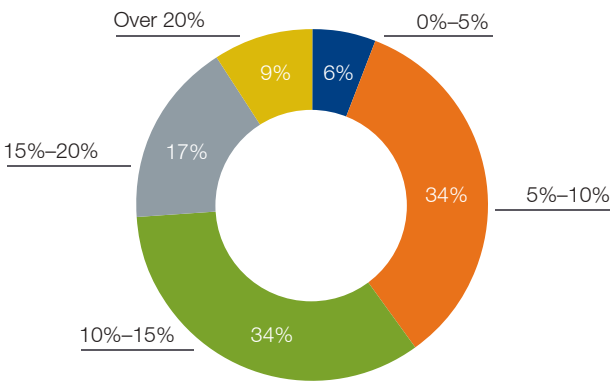
“我们的逐利资本仍然多于可获得资产，这就是为什么资本化率依然如此之低——在我看来，这本该在前些时候就已有所变化。但我不会说他们还在紧缩，半年前可能如此，现在，我想——虽然每年我都如是说——资本化率已经触底。”

战略演变

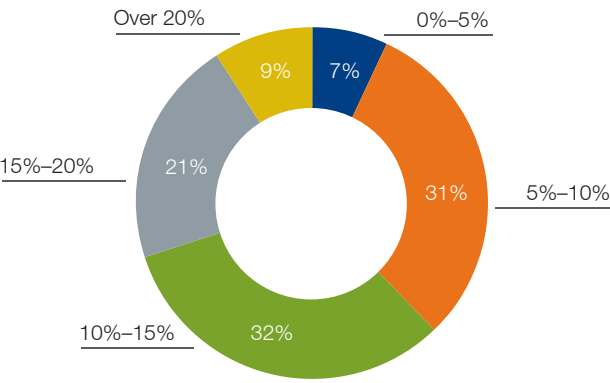
投资者之间持续的资本投资竞争将继续影响投资者购入资产的方式。因此，今天的买家更可能关注地点的选择，更关注自下而上，而不是自上而下的策略。一位欧洲机构投资者表示，他的公司仍然从宏观角度对亚洲中产阶级的出现和该地区的快速数字化等“大趋势”分析开始研究投资。然而，它不得不日渐深入到特定的城市，进而深入到城市的细分市场，寻求交易——基于土地收购价格、建筑质量和市场细分等问题的资产个案——这与自上而下投资的观点大为不同，“相比过去“我们投资东京办公楼吧，成交”这种粗枝大叶的做法，我们需要进行更多的投资计算。”

如果目前核心资产价格对许多投资者来说太高了，那么还有其它选择吗？对于某些人——而且可能越来越多的人——答案是毫无其他选择。目前许多基金的未使用资本储备日渐增多，都在期盼市场逆转，提供买入机会。然而，对于那些拥有更多机会型投资授权或者应当配置机会型投资的基金来说，显而易见的选择是转向风险更高的战略和市场。现在，更多的投资者别无选择，只有这条路可走。因此，虽然收益率压缩意味着对于既定的回报率，买家必须承担更高的回报风险，但我们的调查仍然表明回报预期会出现较高的偏差。2019年的调查显示，约有21%的投资者目标回报率为15%至20%，高于2018年的17%（见图表1-6）。

图表 1-6 目前到 2018 年年底投资者目标回报率

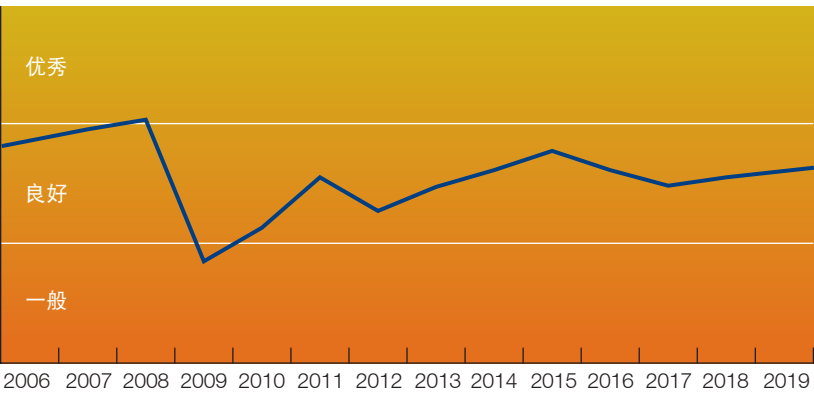


目前到 2019 年年底投资者目标回报率



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表 1-7 房地产公司盈利趋势



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

日本：关键主题

在投资者质疑日本市场是否已失去动力的几年之后，日本城市在今年的投资前景排名中已上移至前列。这也许很令人惊讶。但日本投资市场的复苏可能反映了这样一个事实，即东京是机构投资者可以在亚太地区寻得兼具深度和高流动性资产组合为数不多的几个目的地之一。

东京拥有稳定而优质的办公楼资产，在过去几年中的回报超出了预期。一家欧洲开发商的亚洲首席执行官表示，“我们曾经预测 2017 年和 2018 年的租金持平，但令我们惊讶的是，租金上涨了 3% 至 7%。”

由于资本增值强劲，过去五年，收益率一般下降了约一个百分点。尽管如此，日本首都的许多最优质建筑都被本土公司牢牢掌控，或者成为了开发商与其发起的房地产投资信托公司之间的交易目标。即使这些办公楼转手通常也会采取闭门交易，国外投资者很难分得一杯羹。

日本市场的一个特点在于，借贷成本低（即低于 1%）、可获得相对较高的杠杆率，以及 7 至 10 年固定利率融资（这一有利因素从一开始就基本上锁定了最低回报水平），因此可获得的回报率可以超高。根据 DWS 数据，在亚太地区，仅香港写字楼的年度总回报率低于东京。但是，无风险（即日本政府债券）利率仅为 0.1% 的情况下，东京每年 3% 的资本化率在资本成本和主权债券成本方面提供了可观的收益。即便如此，投资者报告说借贷利率注定会缓慢上升，由于新的银行政策会对贷款征收前期费用，实际借贷利率可能已经上升。

去年，投资者关注焦点从办公楼市场转向住宅市场，后者收益率略高，而波动性较低。然而，目前住宅市场收益率已急剧下降。尽管日本工资开始增长，因此租金略有上升，但由于合适的住宅供应枯竭，投资者对住宅市场的兴趣有所减弱。

住宅市场一位活跃的投资者表示：“我认为部分原因在于贷方担心定价问题。他们通常说，‘我们愿意做资本化率低于 3% 的投资吗？’我一直认为 3% 的水平是东京难以跨越的一个障碍。有人指出资本化率可以下降到 2%，但是一旦到 2%，这时你会发现，公寓单位估值会高出你将其分散销售的价格——显然这不支持你的投资策略。”

因此，部分投资者现在正在转向乙级写字楼资产。根据一位基金经理的说法：“如果你正在考虑乙级和低于市场的租金，我认为这仍然是一个很好的投资。尽管这可能仍然属于防御性的投资，但面对支付每坪（约 3.3 平方米）不超过 2 万日元租金的租户，我感觉更宽心，我还可以略微提高租金，即使在经济低迷时期，也不用担心找不到租户。在东京，基本上此类资产的资本化率在 4% 左右。

那些关注高收益率的投资人继续在二级城

增值型投资满足所有的要求

虽然投资者有很多方法提高风险承受能力，但目前最普遍的方式可能是去年报告中提到的增值型操作，特别是通过更好的设计和技术改进产品以提供更多的灵活性、更好的用户体验——诸如此类的方式推动房产收入增长。

通过适当翻修改造，大型写字楼周边的“下铺上居”的店屋也能吸引科技企业入驻。旧警察局也可以改造成零售店和艺术馆。时运不济的购物中心可以通过快递上门取货、共享办公空间和健身房等方式来重获人气。

一方面，这种策略是对缺乏核心资产以及其前所未有的高价格的明显反应。与此同时，从亚洲建筑物中挤出额外的效益是一个显而易见的做法：

- 许多建筑都存在固有的低效问题——物理缺陷、业态组合或商业用途问题——可能都会得以解决。
- 经济和人口结构的长期结构性变化正改变着我们的工作、生活方式和零售空间的使用方式，为重新定位资产创造了新的机遇。
- 亚洲城市中有许多建筑物现已风光不再。资产增值非常契合城市更新的总体主题，可以继续为整个地区提供发展动力。

市寻求机遇，尽管二级城市的投资收益率也已受到挤压。一位当地的基金经理表示：“大阪基本上已经过热，特别是住宅市场，现在资本化率低于 4%。我们不是那个层级的投资人，但是对于办公楼投资而言，资本化率达到 4.5% 左右，这也是它仍然合理的原因之一——大阪办公楼市场情况较好可能仍归因于相对低廉的租金。

与此同时，名古屋和福岡的价格“已上涨，对我们来说，不太合理”，这位基金经理补充道。“因此，我对东京以外市场的看法是，你必须谨慎为之；必须关注地段与房产质量。但与 10 年前相比，其不同之

处在于流动性。这些市场已形成了自己的特点。它们都有自己的经济基础，所以流动性仍然存在，而在过去，流动性差则是最大的问题。虽然流动性问题还有待改善，但我认为这种情况不复存在。”

与此同时，区域零售商业市场却是另一番景象。开发商仍可能会在大城市建设投机性办公空间，但却不会投资零售场所。“大盒子”运营商对区域人口统计数据有着深入的理解，并且只针对最好的地段。这对于胆大的投资者很有用。“区域零售是一种非常两极化的策略，”一家区域型经纪公司的亚洲首席执行官表示，其中包括了

中东主权基金买家。“其中四五个城市的市中心很有前景，但周边地区却正面临不可逆转的盛极而衰。”

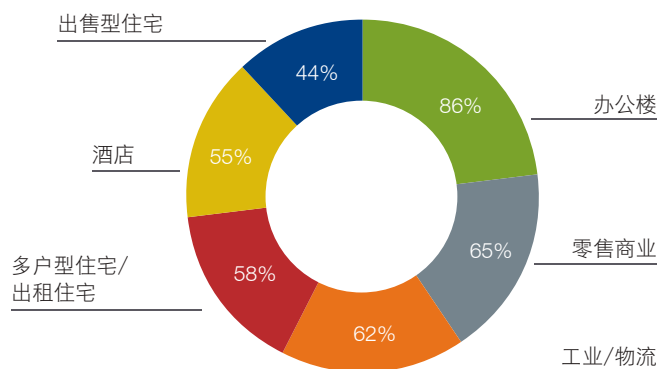
然而，正确地应用这些数字，在操作层面上投资是有效的。该经纪商表示，“有收益，有优惠，那么，你是完全可以实现投资回报目标的——对于世界范围的其他各种投资，可能获得更好的回报。”但资金可能会被冻结，因为投资的购物中心几乎找不到买家。只有当你的租金收益和续期费用超过您的初始投资时，这种数学计算才有效。“当音乐停止时，你是否还想一个人呆站在舞台上？退出机制模糊不清。”

不过，重要的是不要将增值策略视为灵丹妙药。投资者必须选择合适的资产，并且通常需要深入了解当地市场，以判断投资能否成功。

例如，在东京，一些外国投资者已将丙级建筑物改造升级为乙级建筑，或更新低等级办公楼，以满足当前抗震或防火要求。不过，这不是一项简单的练习。“如果你贸然做出这样的投资，[你可以]打包回家了。你不会获得成功”，一位驻东京的顾问说，“如果你在一年内能够翻新升级一栋建筑，那就太好了。自 20 世纪 90 年代中期以来，好多团体一直在寻求这种机遇，大家的目标都一样。这种策略在 10 年前就已出现过吗？当然。”

对于这种策略来说，顶级地产和日本房地产泡沫随后建立的物业之间的差距太大了。防灾成本变得如此昂贵，建筑改造升级不如推倒重来。“丙级建筑要么太老旧，

图表 1-8 2019 年投资者目前表现活跃或计划参与的广泛投资领域



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

要么楼面板太小，或者地段不佳”，该顾问说到。“我无法想象，在建筑物上涂上一层新油漆和门面装饰，还不如推倒重建。”

以机构投资者为目标开发并持有核心资产

开发是越来越受到投资者关注的另一种战略，特别是市场上有如此之多机构投资者的情况下。亚洲市场核心资产的总体缺乏，加上对核心产品的无限渴望，意味着即使对于那些通常不愿承担风险的投资者而言，开发并持有核心资产战略已成为一种首选。

因此，开发并持有核心资产项目，特别是印度甚至首尔等缺乏供给市场的办公建筑项目目前非常常见。“如果我们想要在印度不断扩大业务，那么未来5年、10年、15年还会有存量吗？”一位核心投资者问道。“如果答案是否定的，你可能会选择开发这些核心项目了。”

我们称这些开发商为偶然的，甚至是不情

愿的开发商。暂时通过顺利交付物业获得回报是非常可取的，但其最终的目标是拥有一座未来几十年基本无风险的建筑。投资者解释说：“你会因风险获得回报，但最后你会留下核心投资组合”。“最终，我们追逐的是收益型资产。”

印度市场是另一个成熟的项目开发目标：

“市场正迅速制度化”，一位机会型投资者评论说，“你想要的就是开发办公楼，然后再卖掉它。印度的办公楼投资需求非常强劲，过去两三年价格大幅上涨。”

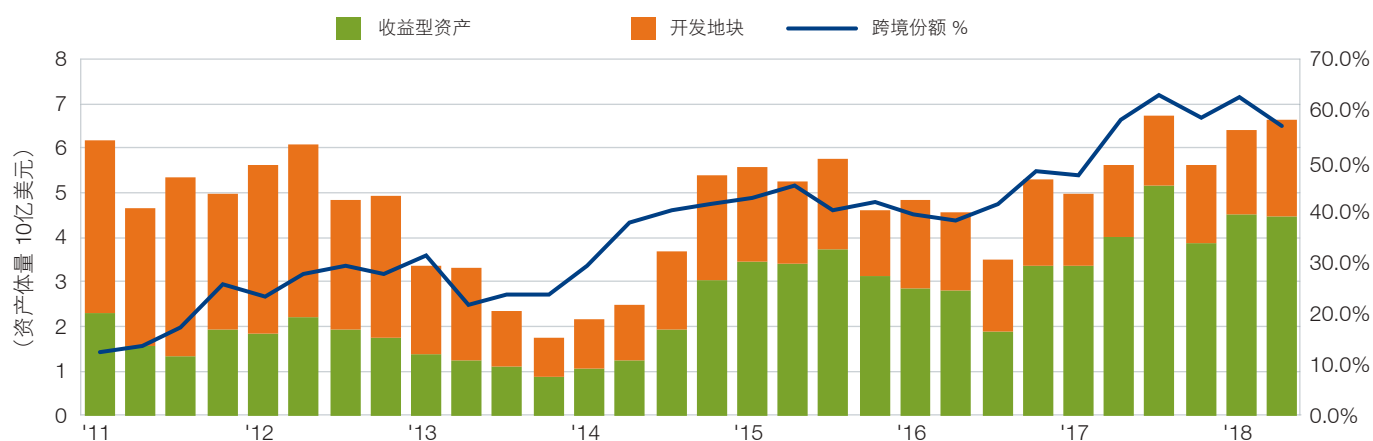
开发目标是建设超越市场上已有资产的优质资产。另一位特殊机会投资者表示，“中国所有细分市场均面临供应过剩”。“但是在理想的市场，理想的城市却没有理想的资产。”因此，项目开发将填补这一空白。

有趣的是，这一位投资者认为，中国最大的城市现在达到了与伦敦和纽约等城市相当的市场成熟度。由于市中心没有土地可供出售，并且周边数英里范围以内也进行了大量开发，因此规划者和开发商自然会将注意力集中在购买破旧、表现不佳或过时的城市中心资产，之后重新定位或重新开发这些资产。

对于中国市场而言，这标志着重新开发渐渐成为价格压力不断增长的市中心区域的出路，而不是向郊区延伸创造新的空间。这种方式有望为外国基金开辟一个新的市中心开发机遇范式，因为在政府土拍中他们不可能与国内大型开发商竞购土地。

“我们正与合作伙伴合作开发当前供不应求的地产”，该特殊机会投资者解释说，并提到了这样一个项目。“最终用户需求的复杂程度超越了现有可利用地产所能满足的程度。”

图表 1-9 印度不同类型物业的资产体量



资料来源：RCA

再次陷入困境？

最后，特别是考虑到周期拐点即将来临的说法，投资者开始再次关注亚洲市场陷入困境的可能性。多年来，除了中国之外，亚洲其他地区再次陷入困境的可能性一直不大，尽管基金经理现在已经清楚地意识到，亚洲背景下的这种困境并不像西方那样容易被发觉，但是对于有时手持大量资金的基金经理而言，高回报的潜力是不可错过的机遇（更多内容见第2章[“压力和困境”]）。

有趣的是，在今天的访谈中，困境这个话题是一个反复出现的主题：

- 在日本，一位本地投资者讲述了较小的地区银行如何与东京的基金经理接洽，希望他们对银行的不良贷款（NPL）投资组合进行投标 - 这是几年来日本陷入困境的第一个重要迹象。
- 在印度尼西亚，据报道，外国咨询公司正建议当地银行出售银行的房地产不良贷款资产。
- 在印度，在房地产行业活跃的大型非银行金融机构违约后，国内银行重新评估了他们的投资组合，并于最近停止向中端市场住宅开发商提供债务资本。据一位当地受访者称：“在过去的几年中，住宅销售量没有增加，因此开发商不得不依靠再融资，即从其他银行或非银行金融机构贷款偿还原有银行债务的方式，得以生存。抢椅子游戏暂时停滞不前。“结果，许多中等规模的开发商被迫合并储备土地或投放市场以偿还债务。

- 在澳大利亚，中国加强了对资本输出的监管后，中国开发商无法完成部分在澳投资交易。尽管这涉及强制撤资，但这并非完全是一种困境。根据一位当地开发商的说法：“到目前为止我看到的交易可能不会出现损失，市场价格很好，只是存在融资问题。但最终，如果市场继续下滑，即使下滑幅度不高，也可能导致定价调整。”

新兴市场依然具有吸引力

更具冒险精神的投资者长期以来一直将亚洲新兴市场视为高回报的潜在来源。虽然新兴市场不适合胆小者，但随着经济增长，新兴市场投资正在增加，而可投资资产基数也随之增长。据一位顾问说：“目前全是投向东盟各国 — 投资者对菲律宾、印度尼西亚、马来西亚、泰国很有兴趣。越南目前大热。”

投资者兴趣上升的另一个原因在于，发展中的经济体可能受益于美国与中国之间萌发的贸易战。一位马尼拉开发商表示：“菲律宾主要依赖国内市场，出口量不大，因此贸易问题通常不会对我们产生影响。但我们很快就会看到更多的中国公司将搬迁菲律宾，以避免美国关税。”在多个新兴市场国家有业务经营活动的受访者表示，这一过程已经开始了，随着中国企业的进入，对当地工业和商业园区的需求激增。因此，贸易战已被证明是这种搬迁的一个催化剂。正如一位顾问所说的那样：“我认为，所有这些市场中，物流地产将会大热，因为其他市场都需要物流服务 — 如果你要选择一个细分市场，物流地产是必选项。我逢人就讲物流地产，这可是‘时下最流行的’话题。”

“我认为，所有这些市场中，物流地产将会大热，因为其他市场都需要物流服务 — 如果你要选择一个细分市场，物流地产是必选项。我逢人就讲物流地产，这可是‘时下最流行的’话题。”

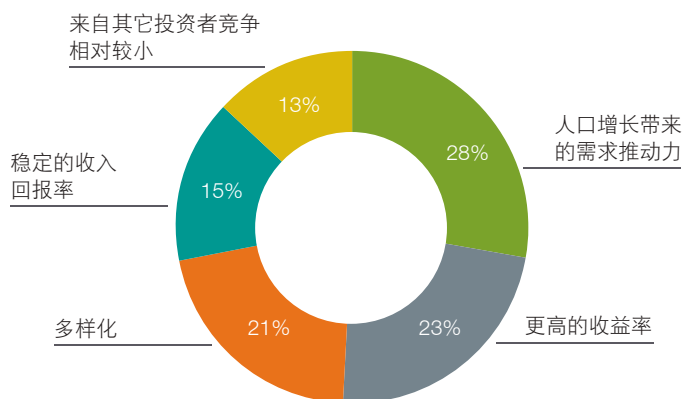
越南依然是新兴经济体投资者的焦点，在我们的投资前景调查中，胡志明市在此类市场中排名最高（排名第七）。越南国内生产总值（GDP）增长率为6.8%，是该地区增长率最高的国家，有大量中国和日本制造商在此设厂。

在越南，住房历来是外国投资者关注的焦点，他们通常与当地开发商合作开发。此外，去年发生了大量外国投资者购入本地开发商平台的投资交易。城市化导致了大型城市中心对住房的持续需求，因此市场细分现已从高端转向中级市场。胡志明市的新住房需求量预计将达到约40万套/年。因此，面向工薪阶层的住房市场具有广泛的吸引力。一位追求机会型投资策略的受访者特别关注55%至65%收入百分比的阶层，在胡志明市，面向上述阶层的房屋价格约为80,000美元。这很简单，“这是他们能负担得起的价格”，他说道。

过去，尽管制造业蓬勃发展，现有基础设施普遍较差，但越南的物流设施并未成为投资者的优先考虑因素。然而，现在情况正在发生变化，国家放宽监管，允许外国企业在该市场获得更大的运营自由。

多年来，**印度尼西亚**一直受到新兴市场投资者的关注，2015年，雅加达被列为我们调查的第二大投资前景目的地。但最近，由于办公楼与住宅持续供过于求，其储备量近期下跌。据一位当地咨询顾问称，由于现代设施供应严重不足，目前市场整体仍然疲软，目前外国投资者对物流业的兴趣很大。然而，即使在这里，由于建设工业园区的工业用地地价高昂，活动依然趋缓。私募股权投资者感兴趣的其他潜在市场是不良贷款资产（投资者必须警惕诈骗）以及直接从开发商那里购入大量住宅单元，进而将其转变为服务式公寓。

图表 1-10 投资细分市场的原因



资料来源：《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

细分市场依然需求旺盛

与此同时，收益率较高的另类资产类别也将继续受到关注：

鉴于先前存在的结构性短缺和电子商务零售推动下的巨大新需求，**物流**仍然是一个首选主题。这可能是唯一一个投资者一致看涨的市场，不出所料，该市场再一次名列我们细分市场调查的前位。开发商在没有租户预先承租的情况下建立新设施的意愿证明了市场的实力。

2018年，该细分市场的投资分配大幅增加，投资活动集中在中国的主要城市以及澳大利亚和首尔。新兴的最后一英里交付中心成为一个快速增长的新趋势，再次成为了推动电子商务增长的手段。这显示了对建立市中心配送中心的需求，投资者尤其关注市中心附近未充分利用的低档办公楼、零售空间和工业设施。它还推动了对新技术的需求，特别是可以提高交付速度的自动存储和检索系统。

由于近乎完全缺乏现代化库存设施和制造业的快速增长，今年，新兴市场的物流基础设施也成为了投资焦点。越南、印度尼西亚，尤其是印度的需求蓬勃发展；2017年中期，印度推出的全国政府销售税（GST）彻底改变了货物在全国的运输方式。据一位当地投资者称，政府现在也在根据基础设施匹配仓储项目，“大型定制仓储设施的需求量巨大，因为几乎没有现成的需求。”“因此，现在的投资在于购买土地和建造，或者如果你可以选择购入已获批的棕地，建造相关设施。这是需求大大超过供给的罕见细分市场之一。对于每一块获批的土地，每个好的地块至少都有两三个租户在等着。”正如另一位投资者评论的那样：“在印度北部，给我找一个比物流业更具吸引力的资产类别？——我敢打赌，给你一年时间都不可能找到。”

数据中心此前曾被房地产投资者视为太过专业，但后来成为另一个炙手可热的细分市场。关于它们属于哪类投资组合（如基础设施、技术或房地产？）的争论仍在继

续，但目前获得的回报逐渐消除了这些担忧。

目前为止，数据中心的“四大”市场分别为新加坡、东京、香港与悉尼，但规模有所缩小。在亚洲，这实际上就是“云”技术所在地。目前价格已经稳定下来，由于土地价格高，只能重新开发低端建筑以及改变棕地用途。

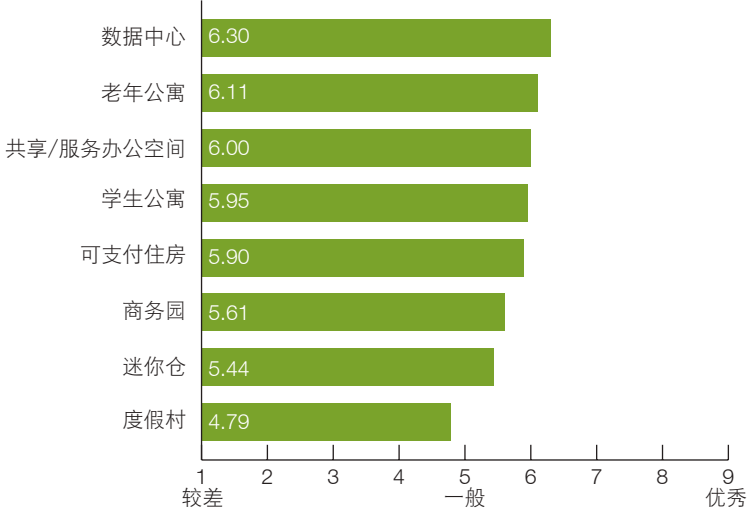
增长最快的机遇可能在中国，中国的网络服务需求持续快速增长，但相关基础设施长期短缺。“这是一个非常独特的机会，与其他地方的产品无关”，中国的一位机会型投资者表示。低双位数的现金收益率是可以实现的，例如，与目前收益率低于4%的上海办公楼相比，这是非常好的收益率。

投资者指出，虽然普遍存在供应不足的情况，但数据中心空间特别短缺，无法支持不断增长的云数据。云数据是中国所有最大的私营企业——阿里巴巴、腾讯和百度等——都在寻求投资的领域。中国政府要求所有中国数据都存储在国内，这加强了数据中心空间的短缺。

中国的数据中心行业还存在准入门槛高的特点。许可牌照是个问题，还需要申请从中国电网获得足够的电力供应。具有适当许可权的经营者因此可以精挑细选他们的投资者。

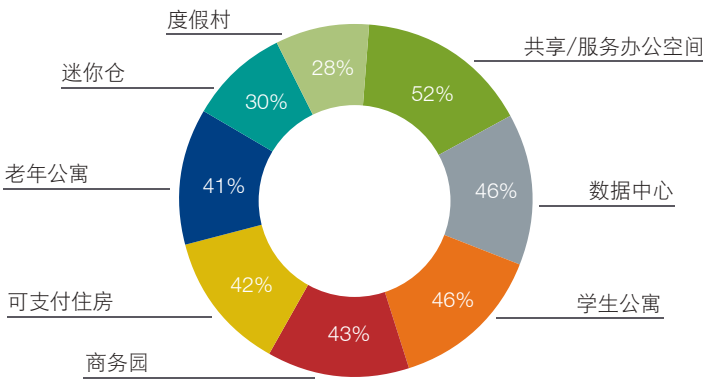
支持者表示，其他亚洲国家数据中心的制度化也是不可避免的，正如亚洲的数字化本身不可阻挡一样。从许多方面来看，韩国是地球上网络最普及的国家。在印度和东南亚等新兴市场，越来越多的农村或低收入居民继续通过手机数据网络上网。

图表 1-11 2019 年不同物业类型前景



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表 1-12 2019 年投资者表现活跃或计划参与的细分市场



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

这些地区数据中心行业的增长现在呈碎片化，并且存在各种监管难题，但在整个亚洲仍有很大的发展空间。

员工住房缩短通勤时间

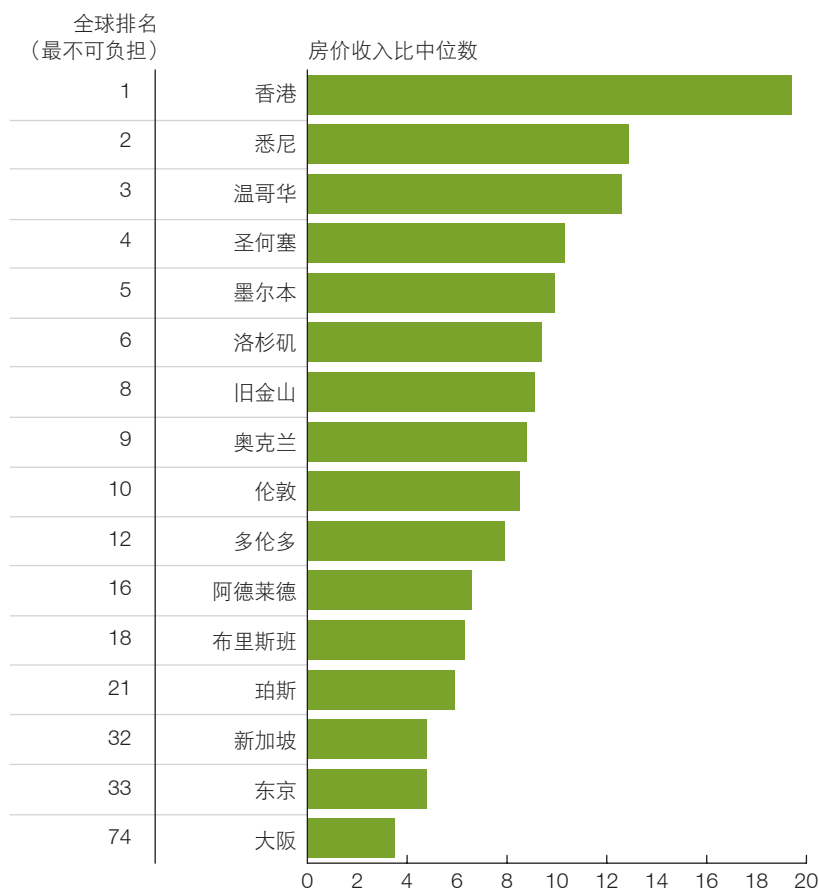
随着大量人员进入城市从事更高薪的工作，亚洲各国的城市化进程带来了更高的工资和生活水平。然而，与此同时，人口快速增长导致的城市扩张意味着每日上下班的通勤成了一个大难题。因此，马尼拉、雅加达、曼谷等城市日益恶化的交通堵塞问题带动了对员工住房或宿舍的需求，以此解决上下班通勤的不便。一位热衷于员工住房投资的投资者表示，通勤也不是唯一的问题——市场细分也是一个问题。目前，“很多[现有住房]是不合理的——包括面积大小、位置与市场营销手段——没有公共交通工具，你无法使之发挥作用。”

菲律宾已成为这一领域的一个大有前景的市场。在菲律宾，许多员工居住地点离新的业务流程外包（BPO）中心很远。“部分人已在马尼拉、克拉克及其附近开始投资建设员工住房，这是非常聪明的做法”，一位投资者说，“但它规模太小——达到你所需要的规模以及透明度和回报很难。这有点儿碎片化。”

政府政策推动可支付住房建设

长期超低利率导致的亚洲住房成本空前上升使得亚洲各国政府出台了各种抑制房价增长的新政策，最明显的是通过征收新税来调控房价。虽然这些对房价上涨的影响有限，但在某些情况下，政府住房政策已经证明非常成功。特别是，一些新兴经济体的相关机构在规划和审批方面采纳了补贴、土地和基础设施供给以及简化程序措施，并且通常通过开发新建有连接市中心的交通设施的住房项目，促进了中低收入者住房市场的蓬勃发展。

图表 1-13 世界各地房价最高的住房市场



注：房价收入比中位数是房价中位数与家庭收入中位数的比率。

资料来源：Demographia。

此前当地开发商偏好高端市场的高利润住宅开发，因此，忽略了这类住房开发。然而，过度建设和/或高价导致高端住房的前景大为疲软，越来越多的投资者——无论是本地投资者还是外国投资者——目前都在寻找“负担得起住房”细分市场机遇，目标是面向比务工人员收入更高的群体。

例如，根据官方数据，在印度尼西亚，总统宣言要求自2015年以来每年建造100万套可支付住房，到2017年底将达到约240万套住房。政府最近通过取消抵押贷款机构的最低贷款价值比率（LTV）要求，原则上购房者可以获得100%的抵押贷款，为可支付住房项目注入了催化剂。据报道，印度尼西亚还考虑将3D打印技术应用于可支付住房施工。在往期亚太区新兴趋势报告中我们也多次关注该市场的发展情况。

印度政府也在雄心勃勃地计划建设数以千万计的低成本住房。政府机构采取了一系列激励措施，通过降低税收、公私合作、替代技术和更高的容积率，以及利率补贴、简化审批流程、基础设施建设和加速土地转换过程等促进住房建设。同以往一样，印度官僚主义导致的低效率预示着住房数量并不能按计划如期完成，但仍然取得了重大进展。在过去的12个月中，一些大型外国投资者已宣布计划直接或通过印度可支付住房基金参与低成本住房开发。

据一位当地参与者称，外国投资者在这一领域的主要障碍是征地、土地转换和审批风险，这可能需要数年才能解决。他说，在过去，“外国人在这个领域的挫败，并非因为缺乏需求或开发能力不足或技术不符合标准，而是因为他们原本认为一年内即可购得土地、获得审批，而实际上却需

要长达三年以上时间。他们所有商业计划因此泡汤。”政府目前计划通过向外国投资者提供已获得批准的政府持有土地储备来促进住房开发。

共享公寓 — 未来住房的模板？

随着开发商继续缩小单套住房面积，亚洲主要市场的住房成本上升导致居住空间越来越小。其中一个后果是在房价最高的城市地区出现了共享公寓。与西方一样，这些共享公寓通常包括一个酒店房间大小的生活区，连接着厨房、起居室、休息区、屋顶和健身房等公共空间。

根据Demographia的年度排名，香港是世界上房价最高的城市，非常适合开发共享生活设施。这个概念的目标群体是年轻的大学毕业生，他们刚开始自己的第一份工作，同时，希望在时常拥挤的家庭住宅之外拥有一个自己的生活空间。低档酒店往往是改造为共享生活空间的良好选择。但缺点在于资本支出相对较高；它主要是一个实验性概念，特别需要考虑的是，如果共享生活概念最终不可行，那么改回酒店或办公空间的成本是否很高。“在像香港这样的高成本市场中，没有理由不能通过这种项目赚钱”，一位投资者对此策略说，“但失败的代价也是很昂贵的。”

亚洲的共享生活空间在各种方面与西方的模式有所不同。例如，在共享生活空间大受欢迎的中国社会，租户不仅仅是考虑成本问题。虽然他们通常是一个年轻的群体，但他们往往有足够的资金，受过高等教育，女性比例很高，并且通常更重视周边社区的便利性、安全性和时尚性。

与此同时，设施管理往往非常依赖于手机

应用程序，部分原因是因为中国千禧一代非常擅长使用手机，此外，手机应用程序为经营者提供了一种连接整个相关服务价值链的方法。因此，从房产搜索、合同问题到维护请求，再到门到门搬运服务，几乎所有与中国共享生活方式相关的事务都可以通过应用程序完成。一些大公司甚至提供在线室内设计，销售私人定制系列家具等服务。

共享生活空间可能在亚洲获得成功的一个原因在于小生活空间已成为一个常态。因此，用户可能会从一个狭窄的空间搬至另一个，但是他们可以自主地讨价还价。易用性是另一个因素。一位驻东京的投资者表示：“我认为对于单身人士而言，共享生活空间概念将成为未来的常态，但我认为关键因素不在于共享厨房和公共区域，它与灵活性相关。所以你有灵活的租赁空间，家具配套齐全的公寓非常方便来来往往的租户，你不需要支付四到五个月的押金，不需要中介费等等，你只需支付一个月的月租，你就可以入住家具齐全的住房了。事情变得如此简单。”

多户型物业 — 发展缓慢但稳定

虽然亚洲开发并出租住宅的市场继续取得进展，但进展仍较为缓慢，实际上，机构参与多户型物业开发（日本以外）的情形几乎没有。尽管如此，过去几年中，由于政府要求开发商所有新建项目的一定比例进入租赁市场，受政府这些政策的激励，中国市场得到快速增长。据新闻报道，私募股权基金——其中许多是外国基金——现正积极参与中国的多户型物业市场，目前最大的经营者控制了超过50万套出租房间，全国总库存量现在约为166万套。

澳大利亚：关键主题

在今年的新兴趋势投资者前景调查中，墨尔本和悉尼占据了前三名中的两个位置，澳大利亚仍然是亚太地区最受欢迎的投资目的地。不出所料，基本面仍然强劲。根据仲量联行的数据，2018年上半年，悉尼和墨尔本的优质写字楼租金分别比去年同期增长了12.5%和10.7%。

原本已经很低的空置率继续下降，而且新增供应量很少，租金压力似乎将持续，预计增长将超过4.5%的长期平均值的两倍——属于该地区最高的。更重要的是，几年前一些大型租户将部分员工转移到郊区实现分散式办公的实验性改革现在看来已经结束——会计师事务所和“四大”银

行在遭遇吸引与留住员工的问题后，改变了他们的政策，重新回到了中央商务区（CBD）。这对入住率造成了进一步的压力。

虽然澳大利亚的收益率继续压缩（机会型投资收益率低至4%以下，投资组合交易收益率略低于5%），但仍然高于其他亚太门户，这进一步增强了对国际投资者的吸引力。最后，容易扭曲本地实际收益率水平的高额租户激励形式，即资本化率“漏损量”，也开始下降。

然而，像往常一样，澳大利亚的真正问题在于实际上是否有资金进入市场。虽然中国买家的投资活动在2018年因资金流出中国受限而逐渐消退，但其他外国机构买

家（尤其是美国买家）乐于接替他们的位置。结果是，外国买家目前占澳大利亚所有优质资产交易的约40%。一位当地投资者表示：“迫使国内房地产投资信托基金和其他基金退出该市场的问题在于[他们的]资本成本缺乏竞争力——基本上是外国资本取代了本地资本。”

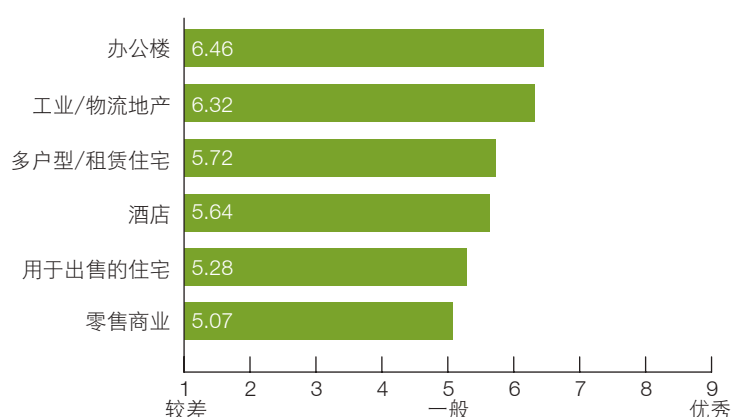
为何澳大利亚如此吸引外国人呢？原因在于“我们满足了全球投资的所有要求——澳大利亚是AAA评级的市场，这满足投资者要求，此外其优质的商贸环境，再次顺应投资者的需求。这也是因为即使在[低]资本化率的情况下，投资者仍然可以获得良好的风险溢价。”

外国和本地资本进入市场的另一种方式是

然而，这种快速增长也带来了意料之中的成长阵痛。租赁公司违反了政府要求开发新的租赁房的法令，他们从房东那里租用现有的公寓，翻新后以高价（甚至是双倍价格）转租出去。

除此之外，中国（实际上整个亚洲）租赁物业的机构市场的出现面临着一个根本性的挑战。一位中国专家表示，“问题在于收益率低得令人失望”，投资者回报率低至了2%。“这意味着，如要想开发一个行业平台、赚取收益，你必须将目光放长远。”

图表 1-14 2019 年商业地产前景



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

通过非上市基金，这种机会开始大量出现。这方面的驱动因素在于，如果资产价值上升（现已上涨），使得投资者在地产板块的份额超过其资本分配计划允许的占比，澳大利亚退休基金和其他持有大量当地物业的机构就会被迫出售手中资产。“这是过去六、七年被我们忽略了一个机遇”，一位悉尼开发商如是说。过去，开放式基金“排队进入市场。而目前我们所看到的，则是境外投资者终于能够通过现有的二手物业进入这些基金。”

如此庞大的资本正对着悉尼和墨尔本核心资产虎视眈眈，因此，投资者的目光开始日渐转向其他城市。鉴于这些市场的不稳定性，对资本的吸引力也是有限。珀斯和布里斯班的房产空置率目前都在 20% 左

右，而且迁移到这些地区的人口也大幅放缓。一位当地投资者表示：“这可能更像是一种理论，而不是一种持续的趋势。大量的资本迫使人们不得不进入这些市场，因为除此之外，已无处可投资了。他们不一定在寻求更好的回报，尽管本质是追逐回报，[他们]只是在寻找投入资金的地方。但投资这些市场需要相当谨慎，[因为]它们更具周期性。”

在住宅投资方面，随着房价走低，投资活动放缓。据当地一家住宅开发商称，房价下跌的主要原因是投资市场疲软，这主要是“让外国买家望而却步的累进税，以及投资者贷款的战略性逐步减少”导致的。除此之外，“产品也在枯竭，因为信贷定量配给政策意味着发展无法继续，所以我

们也看到该市场资本的供应量逐步下降。”因此，”我认为目前已经过了交付周期的高峰期。现在需要等着看多长时间才能恢复正常，因为未来的 18 到 36 个月里不可避免地会出现一个低谷。结束需要很长时间，人们可能会继续做足准备，等待市场的回归。”

今年，中国资本在当地住宅项目投资中势头减弱，部分原因是中国资本流出控制收紧，另外，内地开发商现在更熟悉澳大利亚市场。一位悉尼开发商表示：“[中国资本]现在正在各个方面发挥作用，其中一部分投资购买城市土地进行开发，一部分投资购买乙级办公楼，计划进行后期再开发——他们渴望获得更符合澳大利亚市场的各种资产类别投资。”

从长远来看，政府可能不得不降低成本，借此扩大这个分散的行业规模。投资者表示，“如果土地价格合理，那么就会吸引感兴趣买家”。“如果你在各个城市都设立业务公司，你就有能力在微型公寓、租赁、共享社区等类型地产领域打造一个良好的品牌。”

与此同时，更为重要的是，突破性增长正在引发现金流并发症，这只会进一步压低利润。据报道，在 2018 年，至少有七家中国租赁公寓经营者宣告失败。

在其他市场，成长阵痛也很明显。在澳大利亚，最近推出的减税政策试图提供一定程度的支持，但迄今为止收效甚微。一位悉尼开发商表示：“很多本地开发商都在谈论多户型住宅业务，我们这里的市场上有几个美国开发商已持有授权。但税收优惠政策还没有真正解决这个问题，所以我们没有看到任何真正的投资。一些较大的开发商只会建造多层公寓或独立产权公寓并将其出租，是为打入市场而进行的一些试探。但是当你与住宅开发商竞争同一块

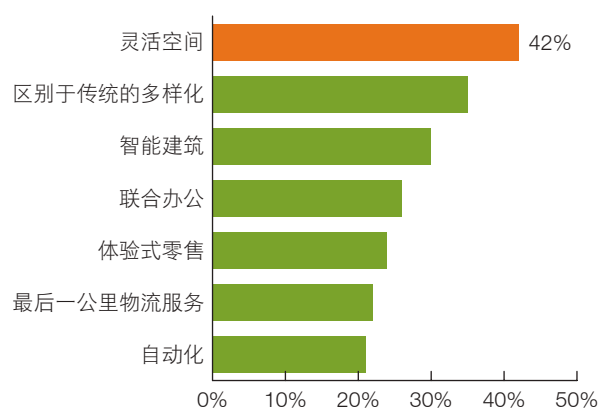
土地时，租赁用途的发展商无法脱颖而出的——在土地购置方面，多户型住宅发展商与销售型住宅开发商无法竞争。部分原因是税务优惠不起作用，而且土地用途规划也不具体，因此从土地用途规划的角度来看，没有任何优势。”

在多户型住宅领域受到追捧之前，需要政府采取更积极主动的方法，为开发商提供真正的激励措施，促进多户型住宅项目的开发。这同样适用于整个亚太地区。

联合办公问题仍然存在

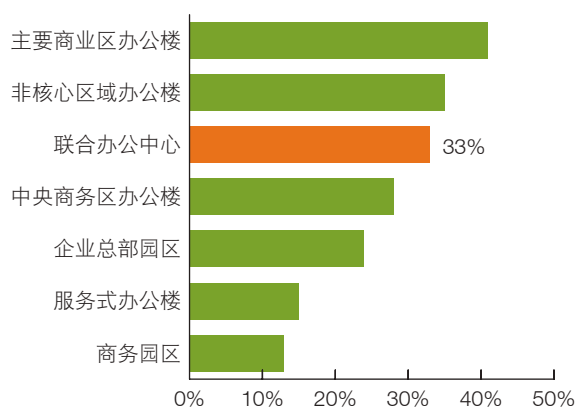
过去三年中，全球范围内出现了联合办公以及更为普遍的开放式工作空间环境，这可能是商务办公领域所经历的最快速的演变。在亚太地区的每个主要市场都推出了联合办公风格的空间，并且呈指数上升，没有一点放缓的迹象。“这像杂草一样”，一位驻东京的投资者对此描述道，“你无法杀死它，它只会不断增长。”

图表 1-15 投资者认为对房地产价值最有影响力的承租者趋势



资料来源：CBRE

图表 1-16 未来两年承租者计划扩大办公空间的办公区



资料来源：CBRE

但是，虽然开放式工作空间的固有优势——更高的效率、更低的成本、更高的员工满意度——意味着这种形式仍会持续下去，但对于商业模式的可持续性和行业的发展方向方面，存在不同意见。由于大多数主要经营者仍然是私人经营者，他们的财务状况仍然不透明，但足以推断出的是行业总体上不挣钱。据中国的一位业主说：“我们有一栋建筑，我们租给了一家非常有名的联合办公运营商，每平方英尺租金相当于 200 元。而该地区的普遍价格仅为 180 元，甚至可能低至 170 元。我不知道他们如何能够找到愿意支付超过 200 元的客户，从中赚取利润。”

这意味着，当行业增长和风险投资融资最终放缓时，清算随之出现。“在某些时候，显然我们将经历周期性的变化”，日本一位基金经理评论道。“这将产生一定程度的修正，而没有人知道[行业]将如何处理这个问题。我个人不知道它是否适合于低迷的市场环境。“这是因为在经济低迷时期，按月租用联合办公空间的一些租户通常可能会离开，留下联合办公租赁公司——他们可能以 5-10 年的租赁期限从房东那里租来办公空间——独自承担租金。

一个普遍的观点是，房东最终将自己进入经营者角色，开发内部联合办公品牌，扩展其投资组合，并将其建筑的某一部分设置为灵活的工作空间，供租户按需使用。实际上，在全球范围内，已有部分人采用了这种方法。

但是，反过来，资产管理者总体上是否具备发挥这一作用的能力，尚存疑问。根据一位基金经理的说法，“我不希望我是第一个出局的人——大多数资产管理公司都无法接管联合办公空间并提供相同水平的服务[作为联合办公经营者]。因为如果可以，他们不会租给 WeWork，他们自己就可以这么做了。”

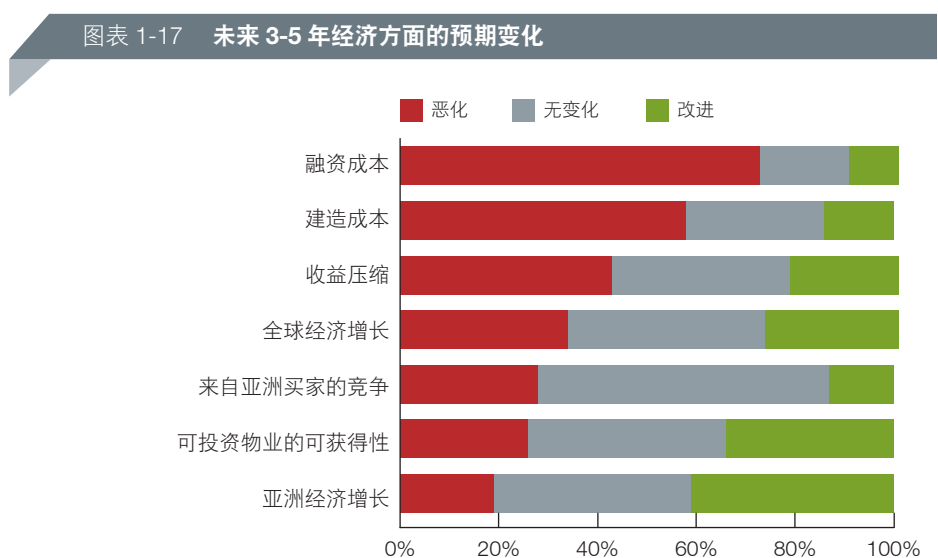
另一个解决方案是，房东和联合办公租赁经营者可以建立合作关系，后者直接向业主提供设计和运营服务。或者，经营者可能会购买整栋建筑（正如 Airbnb 在其细分市场内开展的业务那样），并成为资产管理者。

当然，很可能还会出现各种各样的模式。唯一可以肯定的是，该行业肯定会向前发展。

加息隐约有现

美国利率缓慢但稳定的上升在决定全球资本流动方面发挥着越来越重要的作用。人们普遍预期，联邦储备银行将在 12 月宣布加息 25 个基点，2018 年以来的第四次加息，并且预期将在 2019 年两次加息。根据我们的调查，加息的威胁并未成为我们大多数投资者特别关注的问题，而且，财务成本在潜在问题列表中排在最后（见图表 1-5）。“我认为人们不会期望利率会暴涨”，一位机会型投资者表示。“但是每个人都希望看到下一步压在你肩膀上的是什么。”

美国利率上升使得美国固定收益资产更具吸引力，因此，资本开始流出新兴市场，希望在美国寻得投资机遇。这种转变具有各种（并且可能是深远的）影响，尽管这



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

种影响因市场而异。新兴市场可能会感受到最大的影响，因为新兴市场货币兑美元将出现贬值。因此，印度、印度尼西亚和菲律宾都提高了利率，以支持其国家货币并对抗通货膨胀。

利率上升可能会对东南亚的房地产市场产生重大影响，其国内银行的低成本资本一直是区域繁荣发展的推动因素之一。一位马尼拉开发商认为利率上升是“当地最大的担忧之一”，并指出这可能对多年来参与本地市场竞争的外国投资者有利。与当地银行贷款或债券方式的融资成本相比，外国投资者所持资本的最低要求回报率使得他们缺乏竞争力。

日本也面临着利率上升的问题。自 2013 年以来，政府一直执行着前所未有的财政和货币宽松政策，国内利率降至了零附近。然而，目前市场上越来越确信日本央行 (BoJ) 最终可能会缓慢提升资金成本。最近几个月日本央行购买日本政府债券 (JGB) 的数量一直在逐渐减少，高盛 (Goldman Sachs) 10 月份的一份报告显

示，到 2019 年底，量化宽松的量可能会降至 2013 年的水平。

一位东京基金经理表示：“如果你有研究过日本公司，你会发现，他们的资产负债表上出现了创纪录的利润和现金。因此，企业现在可以承受更多的贷款利息，[利率]不需留在目前零附近的水平，账上有足够的现金用于支出。因此，如果日本央行开始考虑何时略微上调利率，我认为现在是最好的时机。”

与此同时，澳元兑美元也在走弱，预计将进一步走弱。然而，澳大利亚储备银行的利率已两年以上维持不变，预计最早在 2019 年下半年才会加息。

最后，虽然香港主要是股权驱动的房地产市场，但银行利率也刚刚开始上调。然而，一个更严重的担忧在于港元与美元挂钩，这意味着随着人民币兑美元汇率继续下移，本地资产对中国内地买家的吸引力将下降。

第二章：房地产资金流动

“亚太地区投资者基本上对亚洲的投资资金分配不足，并且他们了解到该地区的基本面明显愈发强劲。”

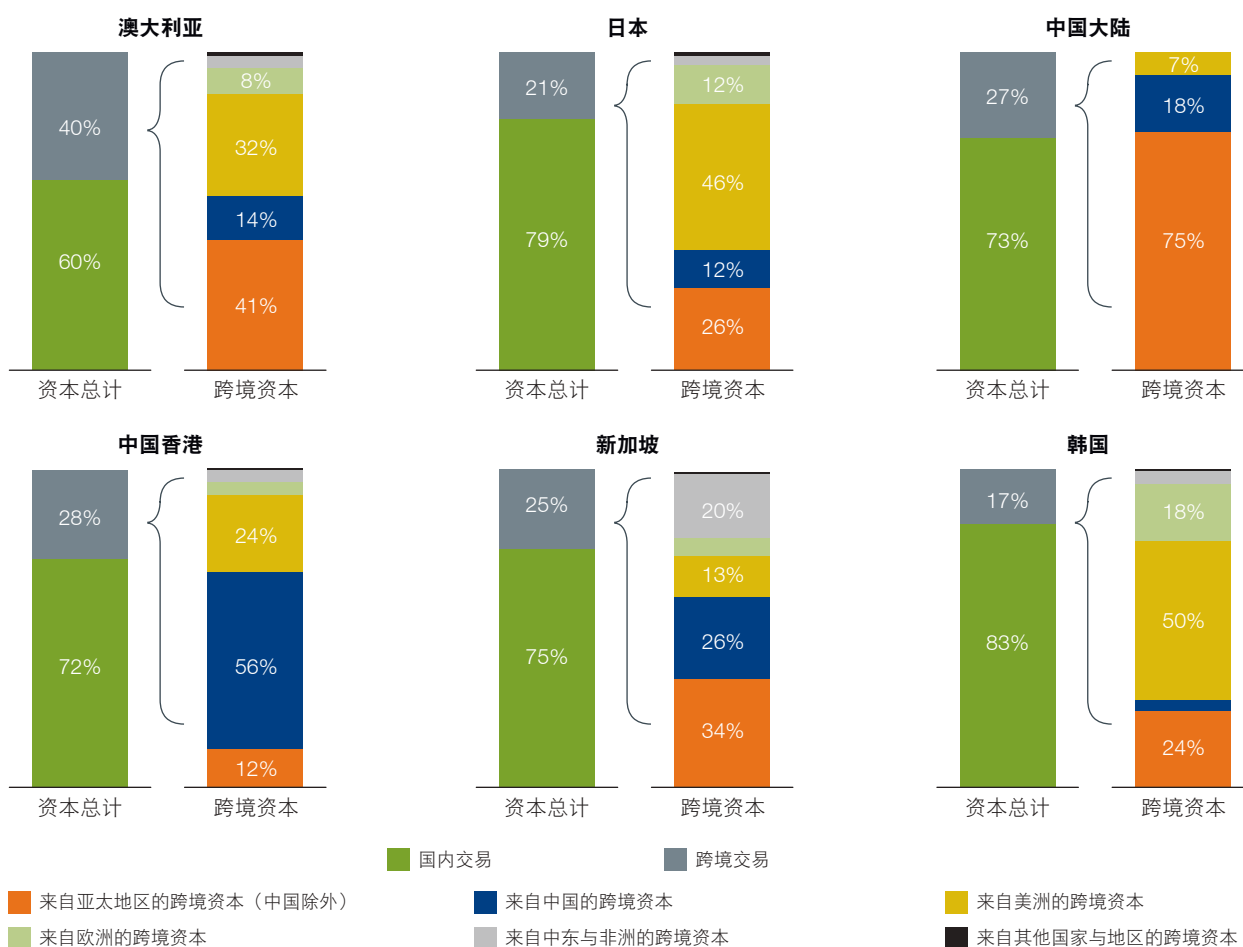
跨境资本作为亚太地区商业地产投资的重要参与者之一，目前其参与度处于十年来的最高水平。根据 Real Capital Analytics (RCA)，在截至 2018 年 6 月的财务年份中，大约 34% 的交易涉及来自亚洲或全球的跨境资本，而 2017 年同期跨境资本则为 32%。

来自美国的资本在亚太地区的投资参与度上升是最近资本流动的一个显著特征，RCA 数据显示年内总计达到 86 亿美元。

日本是最受欢迎的投资地，其次是香港（其中一笔单笔大额交易拉高了其排名）和澳大利亚。

然而，与往常一样，本地投资者仍然是该地区跨境投资的主要资本来源，年内区域内资本流动达到一个 343 亿美元的历史最高纪录——是十年前同期的 2.5 倍多。尽管如此，中国的资本流出量在 2018 年大幅放缓，主要是受到国内监管限制。

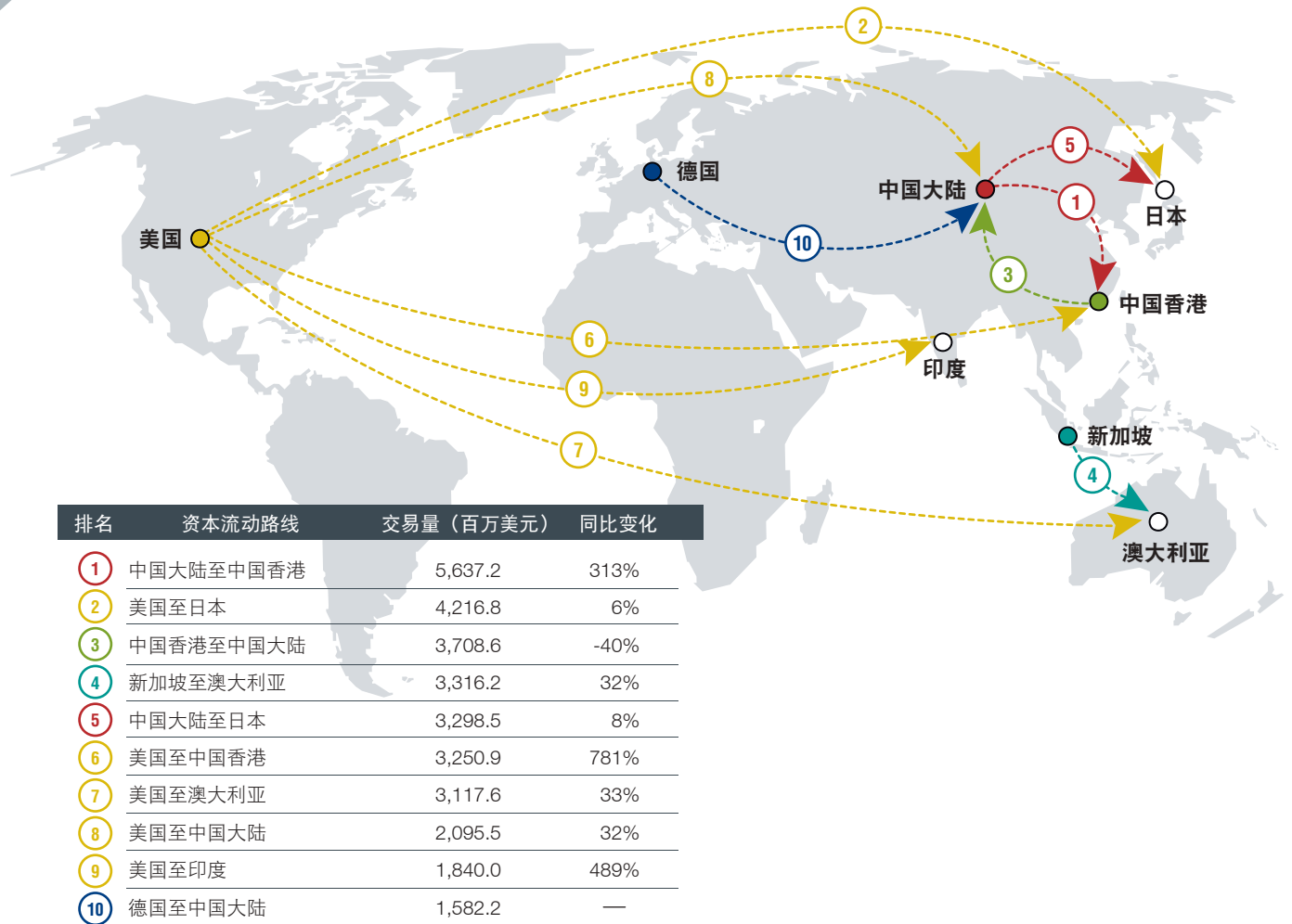
图表 2-1 按买方情况统计的交易量（2012 年 -2018 年上半年平数值）



注：根据有关收益型物业与投资组合的独立报告，达到 1000 万美元或以上交易量。收益型物业包括下列类型物业：公寓、办公楼、零售商业、工业厂房及酒店。

资料来源：Real Capital Analytics

图表 2-2 亚太地区主要资本流动



注：包含了公寓、酒店、工业厂房、办公楼、零售商业与老年公寓地产交易，公司层面交易，开发地块不包括在内。选取的数据时间段为2018年6月31日前12个月。

资料来源：Real Capital Analytics

虽然国内资本仍然主导着所有市场的收购（在韩国，跨国资本长期市场份额在17%左右变动，在澳大利亚为40%），但全球资本在高端市场占据份额较大。据一位美国投资经理称，“如果你专注于1亿美元及以上的交易，我相信你会在这些市场上，更多的资本是来自海外机构。获取十年前的数据比较困难，但[目前]平均约25%的跨境资本交易份额在当时不到20%。”

澳大利亚一位开发商表示，澳大利亚仍然是该地区最具国际化的市场，离岸资本“大

量快速流入”主要城市。这是“受众多因素驱动，但澳大利亚是一个AAA评级的国家，所以对机构投资者非常具有吸引力。我们也看到来自新加坡和香港的亚洲高净值资本在逐利优质资产。”

相比之下，澳大利亚的境外投资仍然低迷，但考虑到国内市场表现优异，以及全球金融危机后澳大利亚投资者对国际市场的不良投资经历的挥之不去的记忆，这不足为奇。目前，对外投资者仅限于少数大型开发商、最大的退休基金和澳大利亚主权基

金。然而，根据仲量联行数据，鉴于退休基金资金的快速增长——每年增加约7.5%使得国内核心资产存量的增长相形见绌，后者每年增长率不到2%。

2018年，外汇交易和对冲成本也成为影响投资流向的一个重要因素。一家大型全球基金表示，货币影响使全球房地产基金第三季度业绩下滑一个百分点。与此同时，也带来了一些好处——相较一年前，日本和澳大利亚对美元标价的投资者更具吸引力。

日本投资浪潮

日本的机构控制着世界上部分最大的投资资本池，但到目前为止，并未出现该地区其他地方出现的大量资金外流的情况。但是，未来情况可能有变。今年9月，管理着全球最大的退休储蓄资金池、拥有近156万亿日元（1.4万亿美元）资产的日本政府养老金投资基金（GPIF），将首次面向全球房地产投资——此举有望引领国内规模较小的养老基金纷纷效仿。

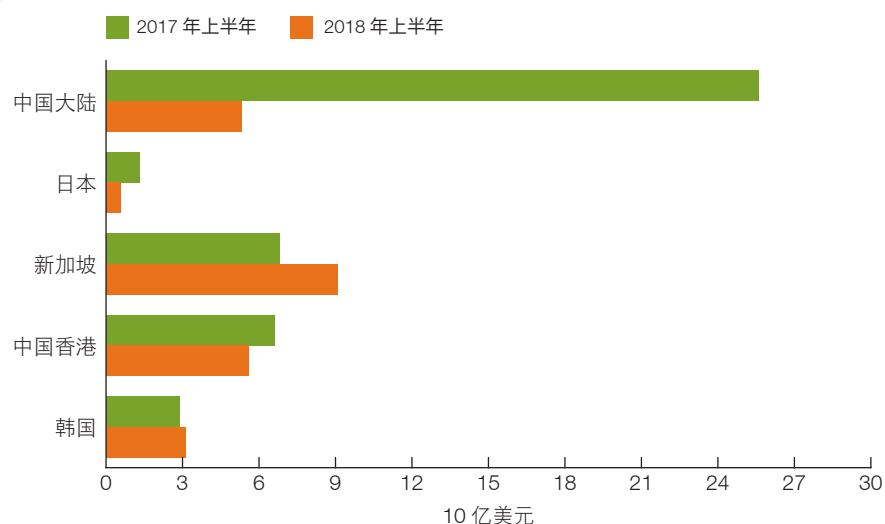
因需要提高回报，日本资本被迫转向海外。由于日本政府国债（JGB）目前几乎没有什么收益，而日本国家人口的快速老龄化需要当地机构增加资产以承担即将到来的养老债务，购买低收益的日本政府债券（JGBs）的这种常规策略现在已经变得难以为继。

日本政府养老金投资基金并未透露此次海外投资授权规模或房地产配置额度，但其中5%的养老基金投向了房地产、私募股权与基础设施等另类资产领域。即使假设只分配1%至房地产领域，投资金额也达到了约140亿美元。

“这是非常巨大的资本”，一位基金投资经理表示。“他们的资金池巨大，将达到数十亿美元，其它公共养老基金和小企业养老基金将闻风而动；日本政府养老金投资基金将为此设下了一个基准。但是，对于任何进展快速的事情，我都不会太兴奋。”

与2013年至2017年间出现的中国房地产直接投资浪潮相比，预期日本机构将更

图表 2-3 亚洲对外投资



资料来源：Real Capital Analytics、CBRE

多地关注间接投资，并采取更加谨慎的方法。日本政府养老金投资基金委托一家采用多经理人策略的大型全球基金进行投资管理，并任命了一名日本管理代表监督账户的使用。预计其他日本机构也会采用类似的做法。因此，与日本管理代表建立关系对于寻求获得日本机构资本的国际基金经理来说可能至关重要。

根据一位日本投资经理的说法，起初日本基金“开始时资金量少，却配置多名经理人”，每名经理人只配置了5000万美元的托管任务。“在了解业绩之后，他们会减少经理人，并开始变得更有选择性，而投资更大。”

尽管如此，日本方面并不指望基金管理会有什么出色业绩。最初的目标是美国的核心理念开放式基金，因为这些基金具有不同于

亚洲投资风险的多样化特点，具有一定程度的安全性和流动性。“我们在风险曲线上看不出什么收益”，一位资本筹集者表示。一旦加入货币对冲成本，这些基金的回报将在3%以下，但比日本政府债券的回报要好上一个数量级。

在亚太地区，投资地区核心基金的问题更多，部分原因在于大多数泛亚核心基金已经对日本进行了重大配给，另一部分原因在于日本正在寻求国内市场以外的市场多元化发展。然而，随着日本机构开始追随国内开发商开拓的发展道路，特别是进入东南亚市场，对亚洲的投资即开始逐渐展开。一位日本投资经理表示：“很多时候，当你看到大型开发商[投资]资产时，它只是部分来自资产负债表——而大部分资金实际上来自日本养老基金。”

日本投资者上一次进行海外风险投资的时间是在 20 世纪 80 年代后期的房地产泡沫期，当时在衰退期的投资导致了巨额亏损。然而，“这次的经济泡沫不会再次发生，与过去相比，大多数投资者都训练有素。”

中国热潮的消退

几年前，中国房地产投资者大量投资了大量炫耀性资产和开发地块，自此走向世界舞台。然而，今日的时局已有所变化：中国政府开始限制了过热的投资，并在某些情况下强迫出售最近购买的资产。此外，监管限制大大减少了中国的境外资本流动。

世邦魏理仕数据显示，2018 年上半年中国对外投资仅为 52.6 亿美元，而 2017 年上半年为 256 亿美元，2017 年全年达到了 354.1 亿美元；如果这种下降速度在 2018 年下半年重演，中国对外投资将降至 2013 年以来的最低水平。

与此同时，RCA 数据显示，2017 年下半年中国对美国的净投资平均每季度不到 1 亿美元，中国在 2018 年第二季度首次成为了市场净卖方。根据 CBRE 提供的数据，亚太市场也受到了中国紧缩政策的影响，特别是在澳大利亚和香港，二者的商业地产交易量在 2018 年第三季度同比下降约 65%，仅为 25 亿美元。

一位基金经理表示，“中国资本参与程度大幅下滑，但我们看到不同行业板块的部

分利益与政府政策是相符的”。“因此，对医疗或生命科学相关的老年地产等行业仍有投资兴趣。而完全受禁的领域在于投机或炫耀性投资。”

然而，即使限制仍然存在，中国对海外房地产的投资也不太可能完全枯竭。首先，中国投资有限责任公司等主权基金不受限制，将继续在海外投资。此外，在海外运营的中国公司仍然可以根据自身办公运营需求自建房产。工业园区、科技园区、仓储和物流园区等以工业用途的基础设施项目投资也在继续。

一位经理表示，中国投资者也将房地产平台视为房地产投资的替代。“仍有兴趣投资平台以控制管理公司的股份，我们已收到很多关于中国投资者对相关投资机会的咨询。”

也许与海外投资有关的最重要的澄清是“境外股权分拆”，其规定中国公司可以投资海外房地产，前提是债务和股权资本都不是由中国公司或个人提供。这提高了中国投资者可以循环利用已在海外投资的资本并利用境外债务继续支持房地产业务的可能性。

目前，最大的问题是中国境外投资何时会复苏。“很多人都对此进行猜测”，一位投资经理说。“我们内部不断讨论这个问题。很明显，中国投资机构，特别是保险公司，希望加入房地产行业，而现在，他们持有的房地产股份最多仅占总资产的

1%或 2%。之前，我们乐观地认为这种投资限制将持续一到两年，然后以渐进的方式开始再次开放。目前我仍然保持这种观点。”

新加坡和香港撑起大局

世邦魏理仕 (CBRE) 的数据表明，2018 年上半年新加坡是亚太区外流资本的最大来源，部署资本总额达 90.6 亿美元。因国内投资回报和机会的不足，新加坡房地产投资信托 (REITs) 和开发商一直在海外投资，特别是在澳洲、东南亚和欧洲。此外，新加坡还充当来自东南亚或者说全球的资本的直通港，如同香港为中国资本所起的作用。据世邦魏理仕 (CBRE) 称，2018 年上半年新加坡资本的首选目的地为欧洲，投资额为 34 亿美元。

2018 年上半年，高达 26% 的亚洲外流资本流向伦敦，新加坡与香港投资者在英国资本市场均很活跃，并未理会关于迫在眉睫的英国脱欧的种种担心。

韩国投资者转向欧洲和债务

韩国投资者仍为主要外流投资者，但出于对货币与回报的担心，已经在某种程度上改变了策略。

目前，对冲美元的高昂成本使韩国投资者在美国房地产的股权投资回报下降二个百分点。但是，韩国机构投资者却可以投资于房地产债务而无需进行外币对冲。结果，

2018 年上半年韩国投资者成为美国房地产债务单个最大的外国投资者。对债务的偏好同时也反映了韩国投资者的这样一种想法，即因美国市场现处于周期的末期，债务投资在市场调整的情况下可以提供更多的下行保护。

外汇（FX）环境的好转也促使韩国投资者到欧洲投资。如同一位投资顾问所言：“我们注意到韩国机构对欧洲的兴趣大为增加。货币对冲是个有趣的情况，因为在欧元计价市场投资【的韩国人】实际上得到了汇率溢价。”近年来，韩国机构投资者的欧洲投资已从英国转到欧洲大陆，德国、法国和比利时都是首选目的地。

最后，韩国资本开始通过上移风险曲线来寻求较高回报，此举可能预示其他亚洲机构的未来计划。就目前而言，这暂时局限于国内市场，投资者的历史偏好一直是单

项资产或侧重于核心资产的大型交易。但这种情况已在开始变化。“韩国投资者倾向于追随少数市场领头人。我们认为，在不久后，更多的机构会更注意国内的增值市场，”该投资顾问补充道。

美国投资者加快亚洲投资的步伐

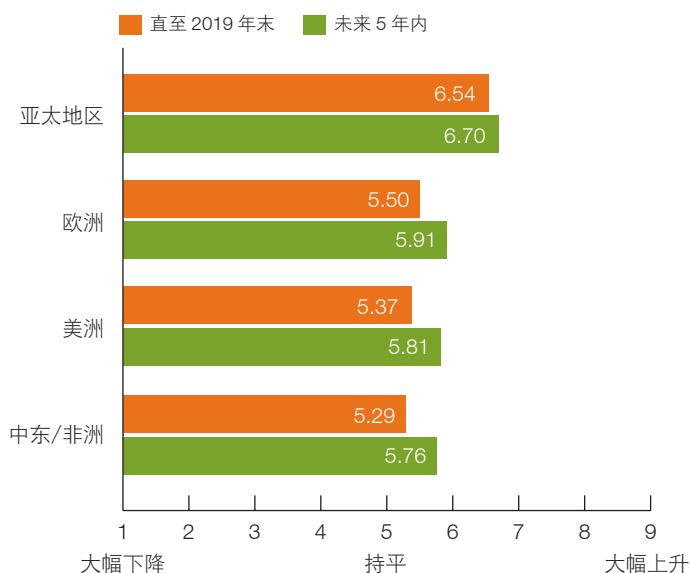
房地产分析（RCA）公司的数据表明，作为全球跨境资本的头号来源，美国投资者在 2018 年上半年的活动比去年同期增长了 20%，部署了 286 亿美元。投往亚太区的资产份额大幅提高，占总额 30%，而前一年只有 17%。

最大的变化在于美国投资者增大了在中国和澳大利亚的投资，资本流量分别上涨 215% 和 138%。异乎寻常的是，美国投资者还在香港进行了重大投资，同时也占了投资印度房地产的外资的绝大部分，2018

年上半年投资额为 18.4 亿美元，增加了五倍。

尽管如此，日本仍然是美国投资者在亚太区的最大市场，资本流量为 42 亿美元。亚洲最大的发达市场仍然是美国投资经理所管理的核心泛亚洲基金的心爱之选。“这些基金中约 30% 到 40% 配置到日本，这是因为亚太区没有很多地区可称为核心，”一位日本投资者称。“这些基金均以美元计价，所以在以日元投资时会有货币对冲，而目前对冲溢价为 2%。它们投资大胆，因为 3% 的日本资产投资回报加上货币对冲溢价就变成了 5%。”

图表 2-4 流向亚洲市场的资本变化（按区域分）



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

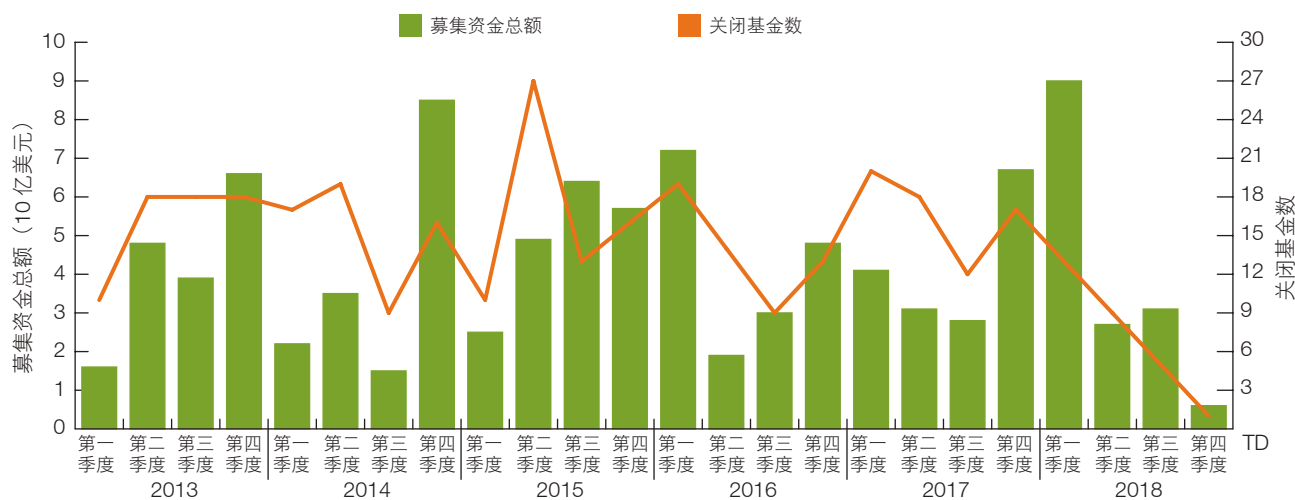
募资

2018 年第一季度创下了亚太区房地产资金募集的记录。据行业分析机构 Preqin 称，13 支基金共募集了 90 亿美元。

大部分资金都投向了一支知名机会型基金。这与 Preqin 所提出的趋势相吻合，即近年来房地产基金所募集的大部分资金均流向 10 大基金管理人。然而，与此同时，康奈尔大学 / 《霍德威尔 2018 年度机构房地产配置监测》报告显示，整体而言房地产配置在上升，而比以往任何时候都多的投资者表达了对亚太区的兴趣。

据 Preqin 称，2018 年房地产平均目标配置上涨到 10.4%，比 2017 年增长了 30 个基点（bps），自 2013 年以来增长了约 150 个基点。受访的 208 位投资者的几乎一半（47%）表示其计划在亚洲投资，36% 表示会在澳大利亚投资。对澳大利亚的兴趣自 2016 年以来保持不变，而对亚洲感兴趣的投资者从 2017 年的 43% 增长到目前的 47%。

图表 2-5 亚太区房地产私募基金 – 季度数据（2013 年第一季度至 2018 年第四季度）



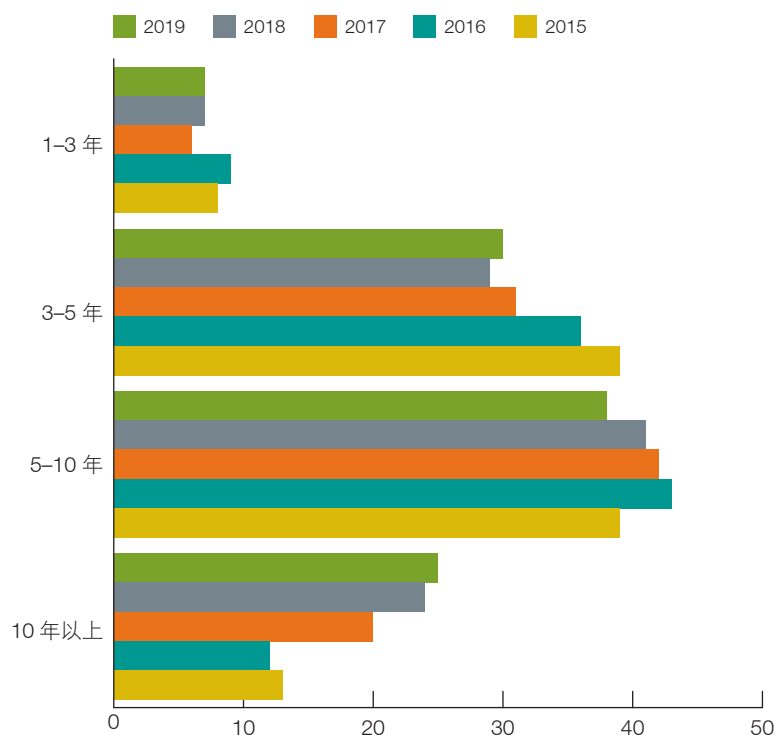
资料来源: Preqin

据募集泛亚太区资金的经理们称，其大多数投资者为养老基金，中东资本和欧洲养老与保险资本紧随其后。来自机构和家族理财室的亚太投资相对较少，但也在增长。

一位基金经理解释了其所在区域基金投资者细分：“进入亚洲的投资者组合范围已经扩大，并包含了来自亚太区内部的一些新晋投资者。美国和中东投资者占了四分之三，15% 投资者来自亚太区，10% 来自欧洲。”

受访者称，为侧重于中国的投资机构募集资金如今比将机构投资引进泛亚洲基金要难，后者一般主要投资于日本和澳大利亚。中国与美国之间最近的贸易战使该问题变得更加严重，加剧了关于中国回报不断萎缩的长期担忧。如一位中国投资经理所言：“中国投资的风险溢价提高，但其与所能获得的回报并不一定相当。”

图表 2-6 投资期长度



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

募集亚洲高净值资本很困难，但受访者指出高净值来源对亚太地区内外的房地产兴趣均在增长。一位资金募集人称：“我们看到家族理财室将资本直接投入机会型策略，因为此举让他们接触到他们自己做不到的事情。我们也看到全球私人银行在募集有意义的亚洲家族理财室资本投放于机会型策略。”

尽管在过去几十年里大量资本投资于亚太区，而且在透明度和经济表现方面均有改进，但很多投资者还是确信亚太区风险高于西方市场。一位基金经理提到：“跟我们的投资者关系（IR）同事聊天很滑稽（他们涉及全球的养老基金）：基金对我们在欧洲和美国进行投资要满意得多；但事实上，相比亚洲，我们在该等地区投资得多，而回报低得多。”

经理们反映的一个日渐流行的趋势是与某个基金一起进行共同投资，家族理财室和母基金投资者尤其喜爱这种方式。投资于基金可提供渠道，但共同投资可得到更多的控制权，收费也低。

此外，亚太房地产基金的新近资金募集使得该地区的现有的未投资资本池得到增

长。所谓的“干火药”更多的是欧洲和美国的问题，但现在在亚太区也开始堆积。Preqin的数据显示，该地区目前有 340 亿美元的干火药 – 少于欧洲 700 亿美元的一半，只是北美市场 1,840 亿美元的一个零头。

银行变得更加谨慎

整体而言，虽然可供亚太区房地产投资的银行债务还是很充足，受访者谈到商业银行已经收紧贷款条款。目前仍有少数市场银行融资过度，但商业银行和监管机构已开始叫停。

一位泛亚洲房地产基金的经理称：“在整个地区，债务的可得性普遍良好。受监管机构和四大银行在房地产方面的风险推动，澳大利亚紧缩最为严重。我们在新加坡和其他地方也看到些许紧缩。日本商业银行变得有点挑剔；杠杆和成本没有改变，但他们对担保人和资产组合挑剔起来。然而，实际上银行还是相当理性的；我认为在回应此晚周期方面，债务市场是所有市场中最理性的。”

一位香港债务顾问称：“核心 CBD 写字楼

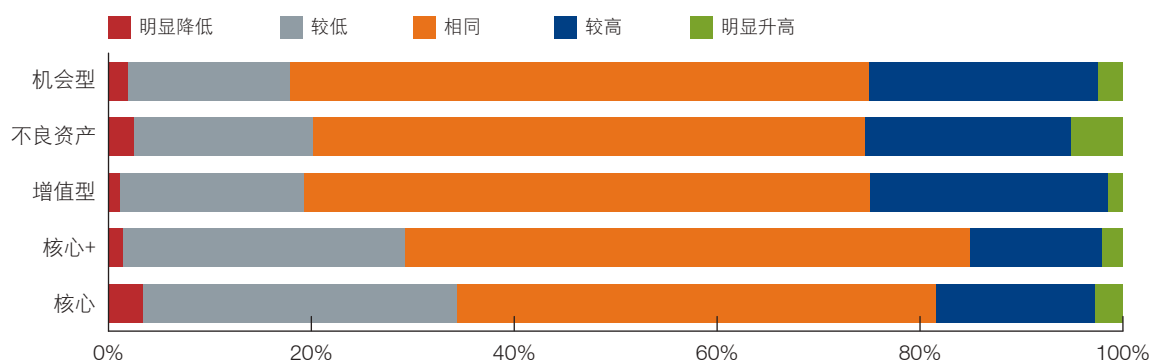
整天都能得到债务融资，每天如此。市场关注的是哪里有满租的故事，或资产是否不够优质，或产权是否完整。如果资产有什么不妥，那你不太可能从主流银行得到债务融资，除非是关系交易。”

澳大利亚的“四大”商业银行自 2016 年以来一直在收紧商业房地产放贷，而来自监管机构的压力意味着这不大可能改变。这导致了承销标准的收紧、贷款杠杆大幅减少、贷款价格提高以及可得性下降。“获得贷款绝对要难得多，还有一系列的银行强制措施。在某些情况下，因担心某些方面供过于求或风险太大，他们可能对其进行限制。贷款的条件变得几乎让人望之却步，而事实上银行并不想做大量贷款，”一位澳大利亚投资者称。

利率近乎零且银行业庞大的日本仍然提供便宜而充裕的债务，至少对于优质资产如此。但是，虽然大银行仍热衷放贷，较小的区域银行相对审慎，特别是在最近发生地方银行欺诈性房地产贷款丑闻之后。

此外，虽然表面上仍维持低利率，贷款条件已在收紧。一位日本基金经理称：“目前利率并未有大变化，但贷款价值比（LTVs）

图表 2-7 2018 年目标回报率变化



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

已经改变。大家都想通过降低贷款价值比而不是提高利率来管理风险。所以，虽然你看到的全部利率仍然是 100 个基点以下，但是银行和某些人寿公司开始收取预付手续费（以前是不收费的），同时也以预付手续费来抵消部分贷款价值比。”

2018 年印度也同样经历了放贷收紧。在一位当地顾问描述为“动荡”时期的下半年，印度卢比的贬值，加之当地股市的下滑、国际利率波动造成的不确定性以及一家知名地方融资公司的债务违约，导致了“房

地产债务资本极为稀缺”，因为银行开始重新评估市场风险。这对当地开发商造成重大打击。他们不能为现有债务进行再融资，这在某些情况下对他们的偿付能力产生灾难性后果。

图表 2-8 亚太区指示性融资条款：核心资产

	香港	首尔	新加坡	上海 (RMB)	悉尼	东京
3 个月银行间同业拆借利率 (%)	2.10	1.80	1.65	4.35*	1.95	0.05
典型利润率 (bps)	80	150	100	1.3x	180	70
全部债务成本 (%) (可变)	2.90	3.30	2.65	5.65	3.75	0.75
典型贷款价值比率 (%)	40	40-60	40-60	30-40	40-55	50-70
交易回报 (%)	2.7	4.5	3.6	3.3	4.6	2.9
债务成本收益率分布 (bps)	-20	120	95	-235	100	215
现金收益 (%)	2.6	5.7	4.6	2.0	5.8	6.1
利息支付倍数	2.3	2.7	2.7	1.7	2.5	6.4

注：所有市场的主要交易收益率（澳大利亚同等收益率和美国资本化率除外）代表仲量行（JLL）的“市场观点”，后者基于可得的市场证据和专家意见调查。债务成本基于投资级借款人以及典型市场成熟期的核心稳定资产定价。

* 中国优惠贷款利率

资料来源：仲量行，截至 2018 年 10 月

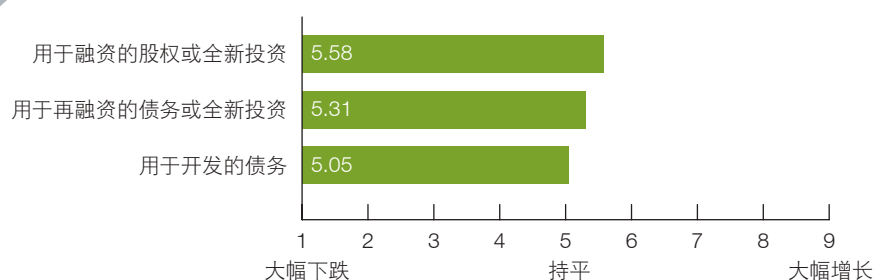
新贷款机构还在涌现

非银行融资在区域内正成为越来越受欢迎的选择。一位香港顾问称：“因为在某些市场银行被认为有失众望，而在其他市场又被认为监管过度，我们注意到很多人转向非银行来源获取债务。”

这个趋势在澳大利亚尤其明显。四大国内银行对房地产借贷的收紧为小银行和非银行放贷人提供了机会。据测算，四大银行每减少 1% 借贷，便会出现 27 亿澳元的债务融资缺口。

据称日本商业银行在澳大利亚也更为活跃，经常贷款给涉及澳大利亚项目的澳洲开发商。仲量行的一份报告称，在澳大利

图表 2-9 债务和股权融资可获得性变化



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

亚的日本银行准备以高达 65% 的贷款价值比提供 10 年期贷款。有些受访者称，法国和中国银行也在考虑在澳大利亚放贷。

更重要的是澳大利亚非银行贷款市场的增长。最近，投资经理、养老基金和保险机

构已建立了若干平台。一位澳大利亚投资者评论道：“在过去的 12 个月到 18 个月里，非银行贷款市场显著增长，主要是投资管理公司拉动的高净值货币池。其中有养老基金，但我认为它已开始退出。”所提供的债务融资种类各有不同，但是该投

资者称：“我们发现大家都不愿意做夹层债务，所以通常他们有一流的抵押贷款，而且会做混合债务。夹层贷款成本高昂得不可思议，因为在上个周期很多人在夹层借款上吃了大亏。

在过去 12 个月到 18 个月里，亚洲债务基金也越来越受欢迎。原因很简单，“很多股权资金找不到股权投资；按当时的价格，他们反正也不想做。他们宁愿放贷给愿意【购买】的人。我想他们认为短期投资安全一点——如果你建立一个 5 年期的基金，

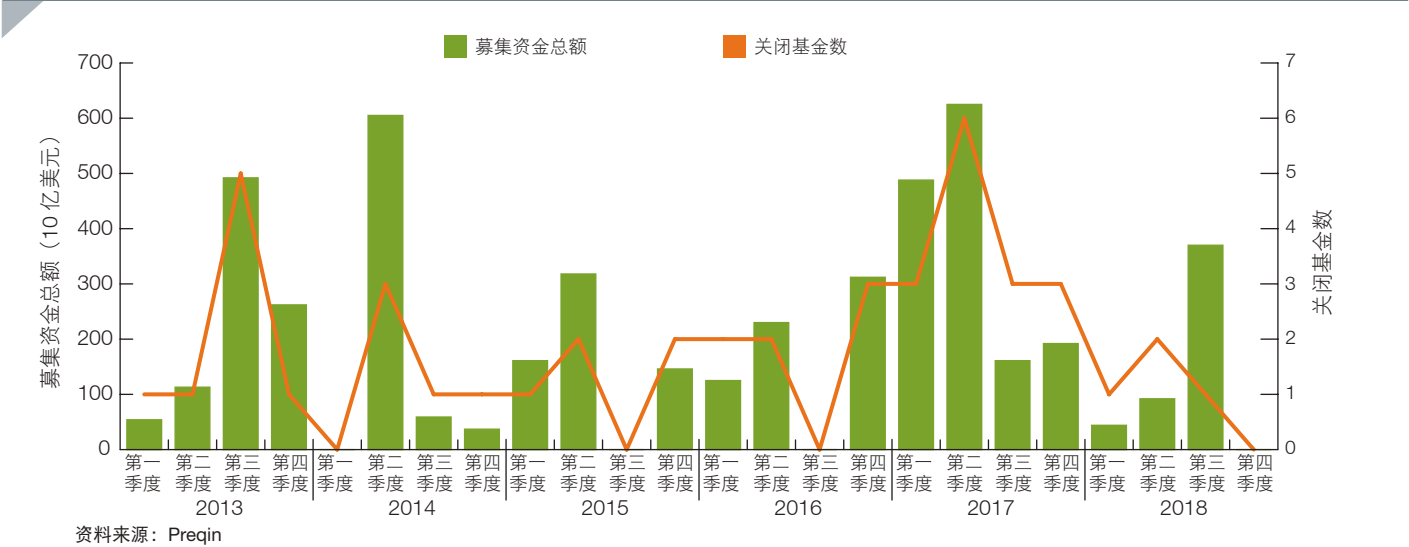
来回买卖大型房地产会有很多限制；而如果你放贷三、四年，你能确定期满时你会拿到钱，因为【买家】得进行再融资。”

但是，债务已证明在西方市场比在亚太区更受欢迎。据 Preqin 称，2017 年全球通过此等工具筹得的 320 亿美元中，只有 14.7 亿美元是为亚太区，而 2018 年上半年，该地区只筹到 5.7 亿美元。

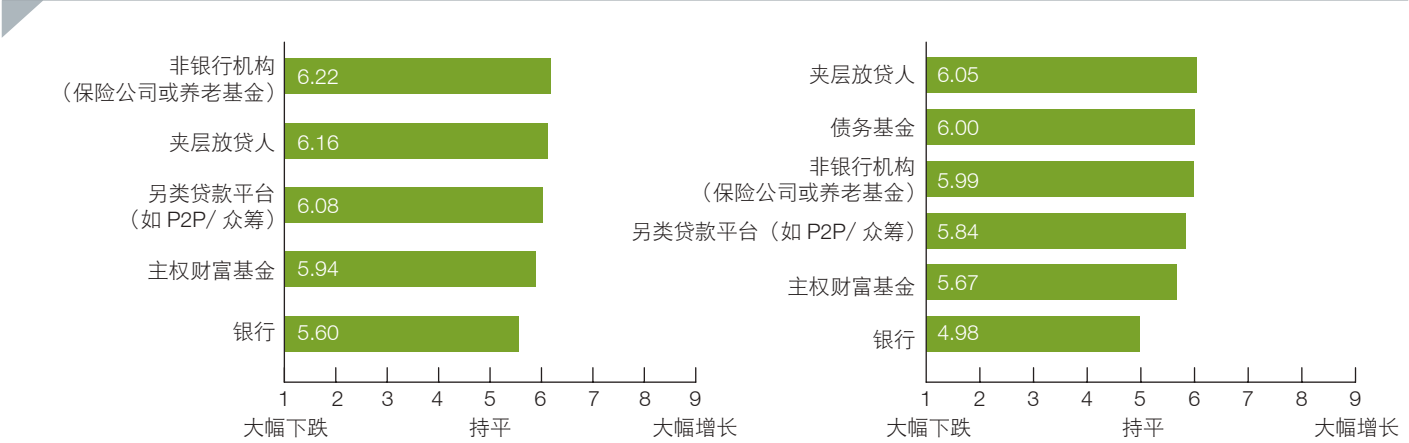
长远而言，另一个潜在的融资来源可能来自技术部门，其在某些区域市场已开始推

出消费金融产品。特别是，市场观察员已经注意到，中国最大的电商公司已快速地进行多元化，业务延伸至金融服务领域，且其中部分已计划开发消费抵押产品。如同一位物业顾问所言：“在中国，我们使用支付宝、Applepay 和其他类似支付工具来买食品杂货，甚至支付水电费和房租。我想下一步这些工具将进入住宅抵押。当然，到时间问题将是，政府什么时候介入并开始监管？”

图表 2-10 亚太区房地产私募基金债权融资 - 季度数据（2013 年第一季度至 2018 年第四季度）



图表 2-11 根据放贷人种类划分的债务可获得性：2018，2019 年调查



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

中国的债务机会

中国的房地产周期一直以来受政府调控。政府在觉得市场——特别是住宅市场——过热或需要刺激时就会出手。

2016年年中以来，中国的去杠杆政策减少了债务（尤其是非银行融资）的可获得性，以提高金融稳定性，降低国家总体债务与GDP的比率。这种去杠杆化挤压了大量房地产开发商，特别是私营部门的开发商。

结果之一是，无法得到海外融资的中国开发商成为提供夹层贷款的海外私募股权集团的目标。这样一来，私募股权房地产公司成为地方开发商最后的贷款人。一位私募股权从业者称：“我们为一线城市卫星城市的住宅开发项目提供资金。以往我们接洽的公司以中国标准而言都是较小的公司。而现在，这些借款企业是10亿美元级的公司，贷款利率达中双位数甚至更高，而在12个月到18个月前，利率只要一半。”

房地产行业依赖于中国政府固定的紧缩和放松周期，但现在有迹象表明，美国/中国贸易战可能会结束这种机会，因为中国放松国内信贷政策以对抗美国对其出口产品征税的影响。10月份，中国人民银行宣布其将把大多数国内银行的存款准备金率降低100个基点以支持国内流动性，降低融资成本，刺激增长。据世邦魏理仕（CBRE）估算，此举将为经济注入7,500亿人民币（1,070亿美元）。

市场压力与不良资产

随着流动性下降以及区域银行开始收紧放

贷条款，更多的不良资产开始出现在亚太区市场上。对于投资者来说，这是好消息——不仅因为其提供新的利润机会，还因为其标志着对一个正常化的（基本上更健康的）房地产周期的回归。

在中国市场，开发商正倍受压力。但是，受访者提到，行内的国内专家极可能会得益于意外收获。据中国东方资产管理公司称，到2018年年底，中国的房地产不良贷款（NPLs）预计将高达人民币855亿元（136亿美元）。但是，其大部分将最后落在国家支持的资产管理公司的资产负债表上并出售给地方公司，就像以前发生的一样。

如同一位地方投资经理所言：“好多人都在关注中国的不良贷款，因为这是一个巨大的机会。为此目的已经成立了真正大型的资产管理公司，而且已在中国收购了偿债企业。但是，迄今对国际投资者而言机会甚少——并未出现大家所预期的交易浪潮。”

即使能得到不良贷款投资组合，该投资经理也认为不会轻易赚到钱。“中国是一个非常大的市场。你的不良资产组合将由上百种资产支持，而且它们不一定在一个城市或一个省里面。此外，你的服务商可能只擅长在某些城市或省里运作。这将是具有挑战性的工作。”

其他市场也同样出现了压力。例如，在澳大利亚，几家中国开发商也许无法完成前几年所购买土地的交易。一位当地开发商称：“我认为接下来的8到12个月那些购买了土地期权的投资者将面临最大问题。他们已经为购买土地期权支付了钱，

他们曾期待获得规划结果，然后在两年内开始开发并交割土地。但我觉得好多投资者因自身的资金配给而不再有钱来进行最终交割了。这样其他投资者就会进入市场，获得他们的土地期权——这种情况在未来6到8个月将会涌现。”

日本是受访者认为风险较大的另一个市场。这次的原因是即将实施的消费税上涨，再有就是潜在的贸易战——如果美国政府对日本汽车征税的威胁成真。一位东京投资者称：“我看到了很多裂缝，而裂缝要变大是很容易的事。我认为应该在奥运之前，因为明年消费税将开始伤害市场，美国征收汽车税的可能性也很大。所以在接下来的12到18个月，我们还是得观望一下。”

最后，因银行收紧信贷，印度的开发商也深受其苦，特别是很多中端住宅开发商。他们在寻求对债务进行再融资，感觉已经喘不过气来。银行不愿意先拿出钱，最新出台的监管要求使得对股票市场的准入也受到限制。这样一来，中等规模的开发商可能被迫出售土地储备以偿还贷款。但是，迄今为止，外国投资者行动缓慢，虽然最近至少一家外国开发商宣布其有此打算。一位当地投资者称：“是时候让你的大钱大展身手了——如果你有精兵良将，可以把市场一网打尽。但是因为之前有人吃过苦头，所以现在就畏首畏尾。不管怎样，等未来6到12个月政治局势明朗之后，将有大量机会。”

北京紧缩流动性， 债券市场停滞不前

在经历了国内和海外债券发行的困难时期之后，中国房地产开发商将在 2019 年遭遇再融资障碍。

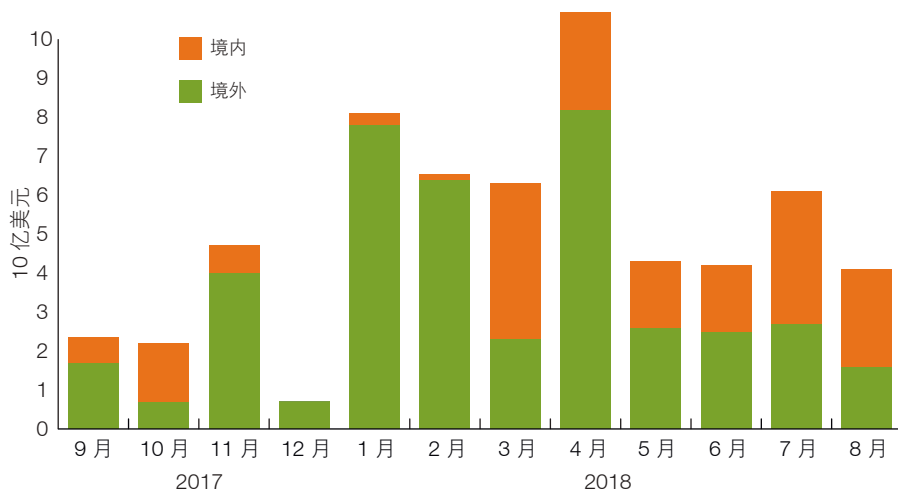
预计在 2019 年第一季度，开发商将须对 230 亿美元的境内外债券进行再融资，而自 2017 年末以来债券销售一直疲软。2018 年夏天，若干大开发商暂停了国内债券发行，而市场观察员将之归咎于监管压力。但是，环境很快转好，彭博数据显示，到了 8 月，开发商设法发行了 420 亿人民币（60 亿美元）的境内债券。

评级机构穆迪投资者服务公司称，在接下来的 12 个月里，排名前 50 的已评级开发商将有约 185 亿美元的境外债券和 369 亿美元的境内债券到期或即将到期。“从其手上持有的现金、房地产销售带来的现金以及我们对其继续获得资金的能力的预期来看，这些公司中的大多数将有足够的流动性来履行他们的义务，”报告称。但是，因为未来 12 个月里房地产销售将会放缓，对于某些小开发商而言，其信贷质量和获取资金的能力将会降低，再融资风险将会提高。

未来境外债券发行前景也不乐观。9 月，一家当地开发商打破了一项糟糕的记录：以创下 2018 年债券发行记录的利率 13.7% 发行了 2.8 亿美元 27 个月期的债券。与之前相比，其他开发商在 2018 年下半年支付的利率要高得多。

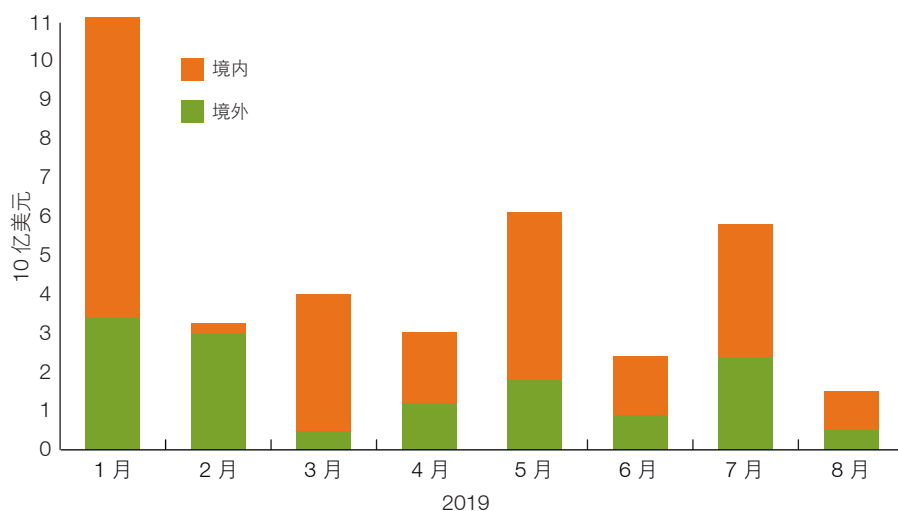
据仲量行（JLL）企业融资部门称，与前一年比，如果中国开发商真能发行新债券的话，他们境外债务的平均成本在 2018 年中高了 100 个基点（bps）。据说，负责

图表 2-12 已评级中国房地产开发商的债券发行



资料来源：彭博、Wind、穆迪投资者服务公司

图表 2-13 已评级中国开发商再融资需求



资料来源：彭博、Wind、穆迪投资者服务公司

批准企业债券发行的中国国家发展改革委员会自 2018 年 4 月以来已基本停止发放新配额，即自那时起，多数境外债券发行来自之前未用完配额的开发商。

境内债券发行可能被某些开发商用来对境外借款进行再融资。一些分析师认为，该

等限制将于 2019 年得到放松，因为北京虽然不想看到住宅市场过热，但更不愿意房地产开发商破产。

自 2016 年起，抵押支持债券（MBS）的发行在中国一直增长，通常是通过“准房地产投资信托基金（REIT）”的结构来进

行。星展银行房地产部门估计，2016 年和 2017 年发行了 660 亿人民币（95 亿美元）的商业抵押支持债券，而 2014 年至 2017 年共发行了 2,000 亿人民币（287 亿美元）的住宅抵押支持债券。

然而，星展银行认为这些结构并未为外国房地产债务买家带来多少潜力。中国抵押支持债券的估值一直比较激进。此外，星展银行将中国的信用评级系统描述为“黑盒子”，并称某些债券的利息覆盖率甚至不超过 1 倍。

房地产投资信托基金

2018 年的前 9 个月，亚太区房地产投资信托基金表现一般，摩根士丹利资本国际亚太投资信托基金指数的 9 个月收益率为 1.89%。该指数跟踪发达市场和发展中市场的房地产投资信托基金。

该地区三个主要房地产投资信托基金的表现与总体趋势保持一致，而新加坡房地产投资信托基金的表现略差于市场。相比之下，美国房地产信托投资市场近年来表现出色，鉴于美国的增长超过了亚洲房地产投资信托基金国家，这也不足为奇。据摩根士丹利称，亚洲房地产投资信托基金的平均收益率为 4.24%。世邦魏理仕的研究显示，2018 年上半年，亚洲房地产投资信托基金在购买上花费了 100 亿美元，延续 2017 年的趋势。

亚太区房地产投资信托基金的总市值不到美国的一半，但这个差距会随着中国和印度发展房地产投资信托市场而减小。但是，目前进展极其缓慢。

印度市场还在等待第一支房地产投资基金上市，虽然证券交易委员会早在 2014 年就已推出房地产投资信托法规。不过，一

些房地产投资信托基金的上市正在酝酿之中，尤其是黑石的里程碑式的 6.8 亿美元及其印度伙伴使馆集团的 3300 万平方英尺的商业园的上市计划，将使其成为亚洲总楼面面积（GFA）最大的房地产信托投资基金。原计划在 2018 年上市，现已推出至 2019 年初。

即将推出的房地产投资信托基金普遍被认为认购率高且定价保守。其目标为 6.5-7% 收益。从表面上看，因市场上的收益率通常高得多，其将面临挑战。然而，受访者认为该房地产投资信托基金将作为资产价格上涨机会予以推广。

不过，如同一位受访者所称，“一支房地产投资信托基金不会成为市场。”至今只登记了一支其他的潜在基金，而房地产业主一般不会急于将投资组合证券化。一位印度投资者称：“我们永远不会是第一个。我们会等待，让这个东西成长。我们的投资组合表现极佳。我们大可再持有个五、六年，坐收高收益。”

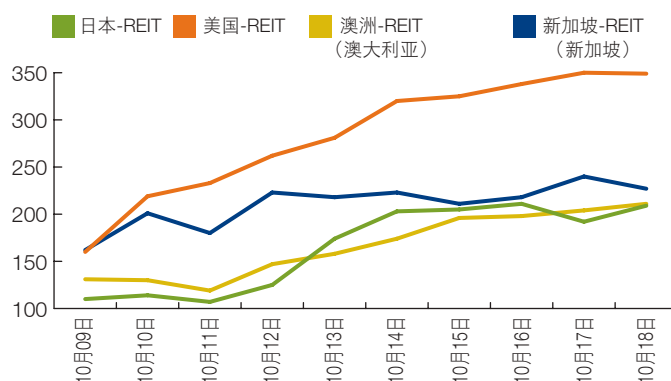
与此同时，中国试水准房地产投资信托基金已近 20 年。但是，这些工具至今大部

分并未上市，而且由债务组成，而不是股权证券化。亚太区房地产协会估计目前大约有 30 支准房地产投资信托基金。但是，它们都不像世界各地投资者所熟悉的房地产投资信托模式。

启动中国房地产投资信托业的一个潜在途径可能是通过住宅租赁平台的快速增长。政府已优先创建公寓长期租赁平台，为投资者提供包括土地供应和税收等一连串激励措施。2018 年 4 月，中国证券监督管理委员会（证监会）发布通知，鼓励租赁房产证券化，指出北京即将推出股权房地产投资信托基金试点方案。

但是，虽然北京政府对住宅出租物业的支持将大量大陆和海外投资者的资金吸引到该行业中，中国房地产市场目前的情况使得潜在的中国房地产投资信托业的资金难以积累。目前中国投资物业的平均回报只有 2-3%，远低于债务成本。在这种情况下，中国房地产投资信托无法与亚太区其他同行所提供的收益相比，除非市场重新定价。此外，中国尚未制订能让潜在投资经理满意的房地产投资信托的法律结构和税务框架。

图表 2-14 全球房地产投资信托基金比较



注：东京证券交易所房地产投资信托指数（J-REIT）、富时美国权益类房地产投资信托指数（US-REIT）、标准普尔澳洲 200 房地产投资信托指数（A-REIT）、富时新加坡房地产投资信托指数（S-REIT）。

资料来源：彭博、DWS，截至 2018 年 10 月。

新加坡

尽管新加坡的房地产年度投资回报率仍为 6.56%，但在截至 2018 年 9 月 30 日的九个月中，标准普尔房地产投资信托（REIT）指数以当地货币计价下跌了 1.2%。

然而，相对于更广泛的新加坡股票市场（主要海峡时报指数同期回报率为 -10%），新加坡房地产投资信托（S-REIT）一直保持正的业绩。虽然部分房地产投资信托在 S-REIT 上进行了首次公开募股，但 IPO 市场一直保持平静。

与此同时，一只新的新加坡房地产投资信托基金在美国以 4.48 亿美元价值上市，提供了一个包含 11 栋位于美国的写字楼的投资组合，突显了新加坡房地产投资信托基金领域的一个重要新兴趋势。美国、欧洲和澳大利亚的高收益率大大吸引了新加坡投资者。

较高的境外收益率也是推动新加坡房地产投资信托基金投资其他市场的一个因素。

“房地产投资信托基金已在境外活动一段时间了”，一位经理说。“这里可证券化的存量资产是有限的，人们对出售资产有所保留，因为通常业主在很大程度上会自己持有资产，除了分层和较小的物业，这不是真正的 REIT 类型的投资。展望未来，我们会特别关注境外投资。”

在新加坡房地产投资信托基金市场，小型房地产投资信托基金开始合并整合，其主要驱动因素来自对扩大规模与增强流动性的需求；从广义上讲，房地产投资信托基金需要至少 10 亿新元的市值才能获得机构投资者的关注，并获得流动性。此外，投资者认为，市场上保荐人数量少，意味着对保荐人的实力要求比较高。

较小的新加坡房地产投资信托基金一直以净资产价值大幅折扣交易。原则上，这应

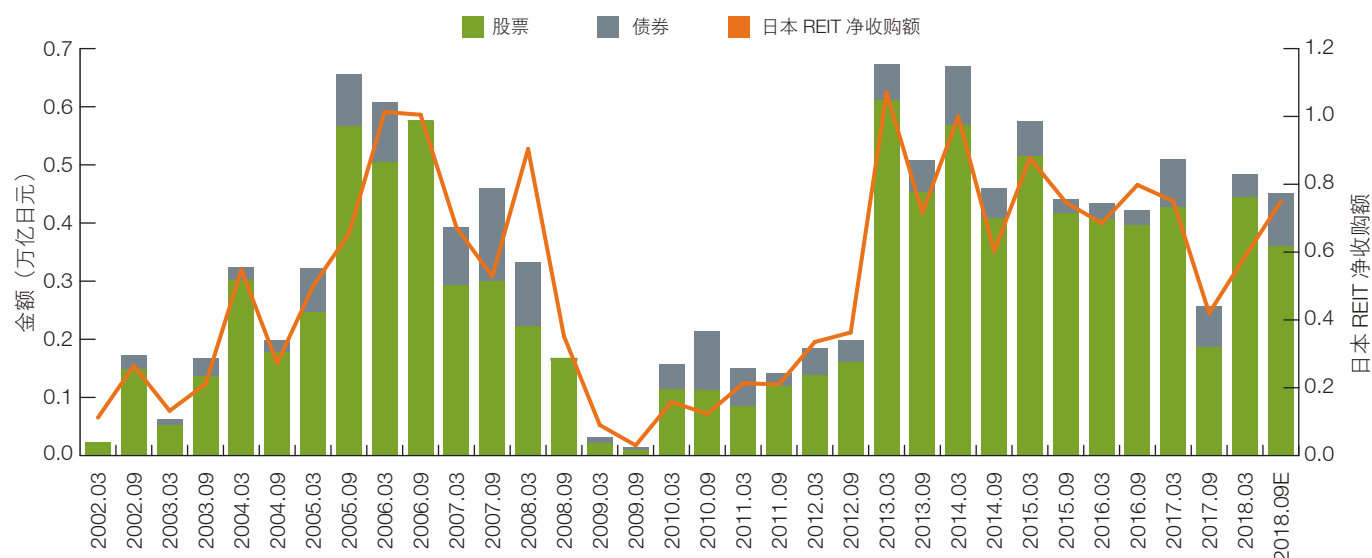
该使得收购更容易。然而，一位新加坡房地产投资信托基金经理表示，新加坡的外部管理模式却成了收购流程的阻碍。“有几个房地产投资信托基金没有实力足够强大的保荐。然而，我们有一个外部管理的制度，使得二者僵持不下，在很多情况下，定价或经理人就是一个阻碍。但房地产投资信托基金需要迅速扩大规模，因此，需要进一步合并。毋庸置疑，它将有有利于新加坡的房地产投资信托市场淘汰没有投资活动的投资信托基金。”

日本

日本房地产投资信托基金（J-REIT）在 2018 年表现强劲，标准普尔日本房地产投资信托指数回升 9.3%，保荐人利用市场资源筹集新股权资本。

DWS 数据显示，2018 年上半年，通过日本房地产投资信托基金的公开募股募集了

图表 2-15 日本不同房地产投资信托资本筹资与交易情况（6 个月滚动平均值）



资料来源：ARES、DWS，数据截止至 2018 年 10 月

3640 亿日元（32.3 亿美元）资金，通过两次 IPO 募集资金 380 亿日元（3.4 亿美元）。日本房地产投资信托基金仍是日本较具吸引力的投资，2018 年 6 月基金平均收益率为 4.1%，与 10 年期政府债券的收益利率差为 404 个基点（4.04%）。而美国的房地产投资信托基金与 10 年期国债利差仅为 126 个基点。

此外，2018 年，日本房地产投资信托基金的投资活动出现反弹。2018 年上半年，日本房地产行业总计收购交易金额为 1.024 万亿日元（90 亿美元），而日本房地产投资信托基金参与的交易占据了 57% 的份额。但是，部分日本房地产投资信托基金投资活动观察者更关注的是行业短期债务的使用情况以及最近的购销模式。一位投资者认为，在 2018 年下半年，日本房地产投资信托基金处于只卖不买状态。“由于市场价格较高，他们出手了大量物业。我们看到他们出售了低收益资产，货真价实的核心资产，买入了区域资产或老旧资产等高收益物业。这些资产资本化率非常高，但我想说的是，考虑到物业年限与地段，这些资产真的并非房地产投资信托基金能够处理的。”

尽管如此，行业受访者认为，房地产投资信托基金并未改变策略，将继续关注成熟资产。

澳大利亚

过去 12 个月，澳大利亚的写字楼和物流仓储方面的房地产投资信托基金一直是激烈竞标的焦点，反映了其基础资产对国际资本的吸引力。

海外投资者对澳大利亚房地产投资信托基

金（A-REIT）的兴趣源于近期澳元的疲软，因此资产以美元计价更便宜，并且，这是购买澳大利亚主要资产组合的难得机会。此外，澳大利亚房地产投资信托基金无法在公开市场上购买新资产也推动了并购业务的产生。以低价或净资产价值折扣交易的并购机会最容易受到外国投资者或其上市同业的关注。

尽管并购（M & A）市场亢奋，但 2018 年，该行业的业绩一直疲弱。截至 2018 年 9 月的 9 个月内，标准普尔澳大利亚房地产投资信托基金指数下跌 2.2%，略微落后于更常用的房地产指数（-1.3%）和标准普尔 ASX 200（-2.07%）。投资者已开始注意到，国内 10 年期国债收益与澳大利亚房地产投资信托基金股息收益之间的差距在缩小。在 2018 年 9 月底，已收窄至 178 个基点，而今年早些时候还高于 200 个基点。

一位澳大利亚投资者认为，由于资产负债表资金充足，澳大利亚房地产投资信托基金可能成为未来低迷市场的受益者。“澳大利亚房地产投资信托基金交易均表现良好。对比当下与全球金融危机 [GFC] 时的房地产投资信托基金，你会发现，当时一般性房地产投资信托基金的市盈率为 18 倍，而且资产负债率为 50%。目前一般性房地产投资信托基金的市盈率为 10-12 倍，资产负债率为 20%。负债率都非常低——实际上，大部分基金都紧盯市场，伺机而动——如果市场开始下滑，海外机构开始退出之时，就是他们出手的最好时机。”

香港

香港以其活力充沛的房地产市场，而不是

房地产投资信托领域的活跃性而闻名。除了一个非常大的房地产投资信托基金——亚太地区最大且唯一采取内部管理的房地产投资信托基金——自 2005 年第一批房地产投资信托基金成立以来，香港房地产投资信托基金一直没有什么大动作。

尽管如此，根据标准普尔指数，随着房价上涨，香港房地产投资信托基金在截至 2018 年 9 月的 9 个月内回报率为 6.7%，尽管该行业交易的净资产价值折扣高达 40%。此外，最近登记了其首起恶意收购，其中一位激进的基金经理试图接管在英国和中国持有资产且在香港上市的房地产投资信托基金。

不管收购要约是否成功，由于其他外部管理的香港房地产投资信托基金背后的强大保荐人不太可能开展合作，因此，不太可能有进一步的并购活动。

经理人抱怨说，香港房地产投资信托基金管理条例在灵活性和投资者友好性方面都落后于新加坡，因此阻碍了新房地产投资信托基金的推出。自 2005 年领展房地产投资信托基金上市以来，香港仅有 10 家房地产投资信托基金首次公开募股，而新加坡——首次进行房地产投资信托基金首次公开募股发生于 2002 年——现已拥有约 50 家上市信托基金，这个事实也印证了经理人的看法。

正如一位投资者所说的，“香港监管机构更多的是听从于 REIT 保荐人，而不是投资者，他们不会修改房地产投资信托基金管理条例，为投资者创造一个良好的环境。大部分香港 REIT 都是通过寻求上市，为开发商处理掉二级物业，而非追求有所变化。”

第三章：值得关注的市场与板块

“转向增值型项目是一个绝佳的战略——面对已知的风险情况，你可以做一些更有趣的事儿。”

目前，亚洲市场正在变得越来越分散，中坚核心投资者继续逐利于他们已知的价格高企的旗舰写字楼。但目标的不易寻求正迫使投资者和开发商转向增值型和机会型战略以及二级市场。

长期以来，办公空间一直是亚洲投资者的首选资产。然而，工业和物流地产几乎同样受欢迎，随着电子商务的强势崛起，这些地区的现代仓库和物流设施正不断地拔地而起。

“物流仓储持续发展。无论你想说什么，它仍然是一个突出的机遇。”一位商业经纪人说道。

值得注意的是，我们投资前景排名前五位城市中的四个（位于澳大利亚和日本）都具有两个重要特征：它们提供了高于债务和/或主权债券成本的良好收益率，以及具备强流动性的成熟核心市场，因此，投资者对这些市场很放心，即使在经济低迷期，这些市场中的资产仍能持续交易，并取得良好收益率。新加坡是排名前五位的另一个城市，它在一定程度上也具备了这些特点，但排名第二的表现更能说明其逆周期而行的状态——在去年市场触底后投资者寻求进一步的收益。新加坡写字楼市场似乎已做好未来一年租金上涨的准备了。

另一方面，考虑到利率上升、信贷收紧以及贸易战紧张局势等因素，2019年调查涉及的所有中国城市的投资排名均有所下降。

然而，只要你可以获得土地和实力雄厚的当地合作伙伴，在上海和深圳的投资开发看起来仍然不错。为了多元化全球房地产持有情况而授权在中国投资的外国基金仍然处于买家的地位，市场受到大量国内流动资金的支撑，特别是本地保险公司继续建立投资组合，并可能在未来数年持续成为活跃的市场买方。

尽管目前印度的外国投资者主要还是由大型机构投资者组成，他们普遍不关注潜在

的短期波动，但大多数受访者还是认为印度是目前他们想要抓住或进入的机会和市场。今年，印度的零售和工业/物流仓储资产交易情况超过了写字楼资产。

与此同时，胡志明市仍然是排名最前的新兴市场，并且在开发方面表现尤为突出，排名第二，仅次于墨尔本。它也是写字楼、零售商业和住宅三个领域收购市场的最热门市场，在酒店业方面仅次于2020年奥运会东道主东京。

图表 3-1 2019 年城市投资前景

	较差	一般	良好
1 墨尔本			5.89
2 新加坡			5.88
3 悉尼			5.87
4 东京			5.86
5 大阪			5.70
6 上海			5.70
7 胡志明市			5.69
8 深圳			5.46
9 首尔			5.44
10 广州			5.33
11 曼谷			5.30
12 北京			5.23
13 孟买			5.23
14 香港			5.16
15 雅加达			5.09
16 班加罗尔			5.05
17 新德里			5.03
18 中国 - 二线城市			5.01
19 马尼拉			4.99
20 奥克兰			4.97
21 台北			4.90
22 吉隆坡			4.89

资料来源：
《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表 3-2 2019 年城市开发前景

	较差	一般	良好
1 墨尔本			5.79
2 胡志明市			5.72
3 悉尼			5.69
4 东京			5.67
5 上海			5.53
6 大阪			5.52
7 深圳			5.50
8 新加坡			5.48
9 孟买			5.38
10 曼谷			5.29
11 广州			5.23
12 首尔			5.22
13 新德里			5.19
14 班加罗尔			5.14
15 雅加达			5.14
16 北京			5.10
17 中国 - 二线城市			5.06
18 香港			5.03
19 马尼拉			5.03
20 台北			4.99
21 奥克兰			4.98
22 吉隆坡			4.90

资料来源：
《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

买入 / 持有 / 卖出优先推荐



写字楼

买入 胡志明市、东京资产

卖出 台北、奥克兰资产



零售商业

买入 胡志明市、班加罗尔资产

卖出 吉隆坡、奥克兰资产



住宅

买入 胡志明市、孟买资产

卖出 台北、吉隆坡资产



工业/物流地产

买入 班加罗尔、孟买资产

卖出 台北、吉隆坡资产



酒店业

买入 东京、胡志明市资产

卖出 台北、北京资产

图表 3-3 历史投资前景排名

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

资料来源：《亚太地区房地产新兴趋势》调查。

注：- 表示无数据。

排名前五位市场

东京

东京在受机构买家青睐度的排名方面上升至第四位，驱动力来自于低廉的融资成本、极具吸引力的杠杆率、利率方面的良好利差以及大量的投资级资产储备。

大阪

对于那些未能在首都东京抓住机会的投资人而言，日本一些二级城市具有一定的吸引力，因为这些城市的收益率相对略高一些。

新加坡

周期性低迷过后的市场反弹之后，对商业物业的偏好持续上涨。

墨尔本

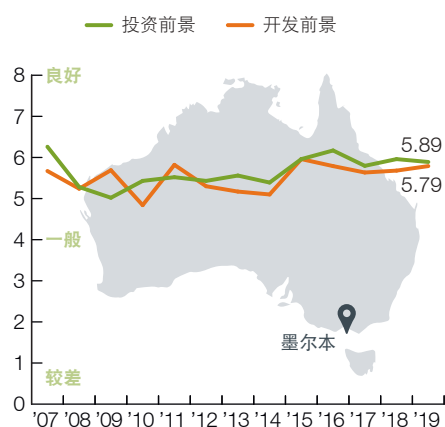
提供了一个受限的写字楼供应渠道；债务成本与主权债券方面具有良好的收益利差；流动性好的深度核心市场；租金上涨前景好。

悉尼

相对较高的回报率、安全的投资环境，悉尼依然深受全球投资者的青睐。买方竞争有助于维持定价，而低空置率与需求上涨意味着未来租金将持续上涨。

排名前列的投资城市

墨尔本（投资前景排名第一，开发前景排名第一）。过去，墨尔本在投资城市排名中排列第二，仅次于悉尼，在今天的2019年调查中，在投资与开发前景方面，墨尔本以略微的优势胜出，成为亚太地区投资和开发前景最佳的城市。除了上面提到的原因，墨尔本排名上升的另一个因素是，其写字楼资产供应渠道受到限制，这与悉尼情况有所不同。随着空置率迅速萎缩，这可能会推动租金上涨。



在2018年期间，这两个城市的租金增长均是“惊人的”。收益率已经压缩，但从国际标准来看，仍具有吸引力，优质写字楼或优质零售商业资产的收益率约为4.5%，好的工业资产收益率为5.5%。墨尔本的价格略微合理，再次体现了投资焦点的转变。

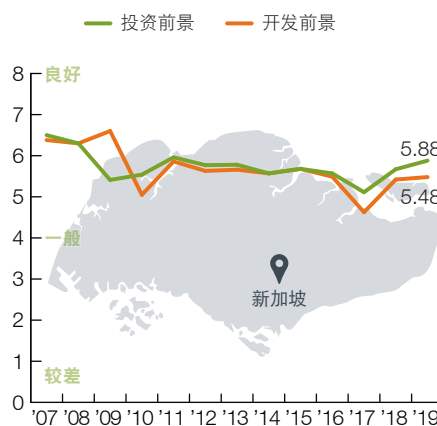
这两个澳大利亚城市都是核心市场，但由于可投资资产的数量明显低于日本，投资资本的竞争因此非常激烈，特别是有许多国际投资者对此虎视眈眈。物流仓储和大型零售商业资产也大受关注。但投资者对“杠铃效应”持谨慎态度，“杠铃效应”即只有占主导地位的地区型购物中心和特色本地零售空间胜出，而中型市场和邻里购物中心表现不佳。

由于中国政府限制海外采购，2018年中国开发商和投资者激增的投资兴趣消失了。

根据Cushman & Wakefield的数据，2017年中国资本在澳大利亚的交易量缩小了60%，并且在2018年继续下降。但与此同时，美国养老基金增加了资本分配，并且由于日本养老基金和保险公司开始布局海外房地产，收益率下行压力似乎注定要持续。尽管他们最初的重点可能主要集中在西方市场，但澳大利亚可能是亚太地区最早的投资目的地之一。

就住宅物业而言，墨尔本实际上是澳大利亚表现最差的市场，1月份房价下跌，随后全年下跌。根据房地产数据提供商CoreLogic的数据，2018年首10个月期间，住宅价格下跌了4.9%。房价下跌很大一部分原因在于开发商和消费者的银行信贷收紧，这反映出监管机构和澳大利亚四大银行对市场过热的担忧。然而，从长远来看，持续的移民模式有利于住宅市场的发展，因此长期下滑似乎不太可能。

新加坡（投资前景排名第二，开发前景排名第八）。继2017年市场报告中降至第21位后，新加坡写字楼市场的回暖使得受访者又全面评估了这个城市的投资前景。



自那时以来，由于楼市供应不足和租户需求反弹，办公室租金一直在强劲上涨。联合办公和其他灵活办公空间运营商已成为

写字楼的最大租赁方之一，而科技公司在市场中也表现活跃。

在过去的12个月里，已达成了许多重大的写字楼交易，其中最大的买家是国内投资者。然而，一位在市场上表现活跃的基金经理表示：“市场可能对写字楼市场过度看涨，对于新加坡经济而言，2019年可能是充满挑战的一年，预计2020年和2021年将出现新的供应。”即使2020年之前中央商务区未出现新的写字楼供应，第二年非核心市场写字楼也会出现新增供应。

尽管采取了多年的降温措施，但住宅市场仍具有极强的韧性。

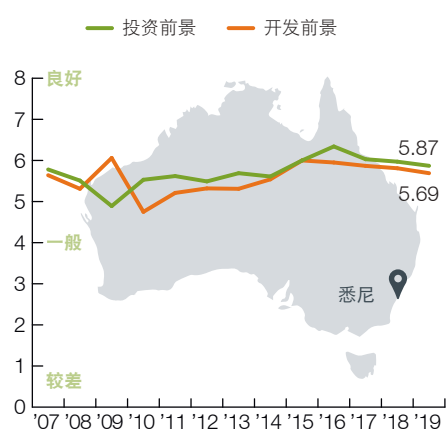
为应对价格上涨，新加坡政府在2018年7月采取了进一步的监管降温措施，在接下来的几个月里，市场逐渐放缓。在未来12个月内，由于政府紧缩政策，开发商和购房者变得更加谨慎，住宅市场的前景仍将阴云密布。

与此同时，由于新加坡业主努力适应新的零售模式，在多年业绩表现不佳之后，优质零售空间的租金和收益率开始保持稳固。2018年，稳定的经济增长和大量的游客为市场提供了大力支持。

物流资产市场继续受到供过于求的困扰，抑制了租金的上涨，但有迹象表明目前已有租户承租过剩的空间，预计2019年租金将略有改善。

悉尼（投资前景排名第三，开发前景排名第三）。悉尼和墨尔本的写字楼空置率都很低，约为4%。目前，在亚太地区，只有香港中环和日本主要城市的商业市场比悉尼和墨尔本的空置率更低。与此同时，悉尼每年20%或更高的租金增长非常显著。

悉尼是澳大利亚最大的写字楼市场，也是国内和国际投资者的首选地，这意味着这里的逐利资本远远超过市场所能容纳的资本。机构投资者对房地产的更高的资本配置意味着悉尼位于投资经理人的投资目的地名单中。仲量联行的估计数值显示，每澳元的写字楼产品就有 6.30 澳元资金在争逐，悉尼写字楼市场占全国机构交易的 55%。



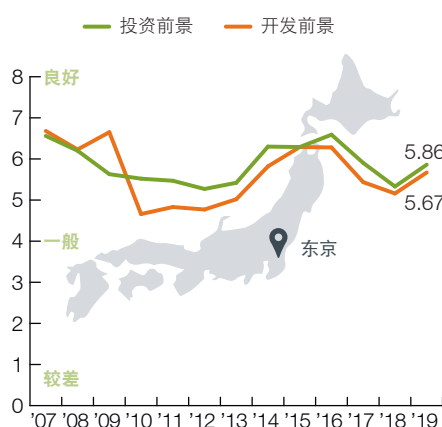
悉尼写字楼市场由四大银行和其他金融机构主导，正在实现多元化。大型科技公司正在迁入，亚马逊（Amazon.com）澳大利亚总部入驻了联邦银行（Commonwealth Bank）、安联（Allianz）和加德士（Caltex）此前的办公空间。

与墨尔本相比，悉尼的写字楼库存通常更为老旧，因此，位处中心地段的老建筑存在重建的可能性。20 世纪 60 年代高达 18 层左右的街区现在正被拆除，打算就地重建两倍高度的大楼。当然，也在重新规划建筑的用途。许多办公大楼改建成公寓楼，但至少将保留一座住宅大楼作为“新”摩天写字楼的核心。

悉尼房价下跌已超过一年，但悉尼仍然是世界范围内房价最不可负担的城市之一，其特点是由于移民和内部迁移，城市绝对人口不断上升，形成了一种奇怪的推动力，但也有当地出生的悉尼人为了获得面积更

大、价格更可负担的住宅而搬迁到郊区或其他城市，导致一定程度的人口减少。

东京（投资前景排名第四，开发前景排名第四）。投资者去年表示，东京可能即将失去势头，但今年调查中排名的上升表明买家并未因此受到阻吓。虽然资产价格非常高，但对于许多大型机构基金而言，东京的吸引力依然持续不减，拥有迄今为止最多的可投资级房产，以及低廉的融资成本、极具吸引力的杠杆率和不断上涨的租金。对于寻求可靠收益和安全投资环境的机构基金经理来说，东京满足所有这些条件。



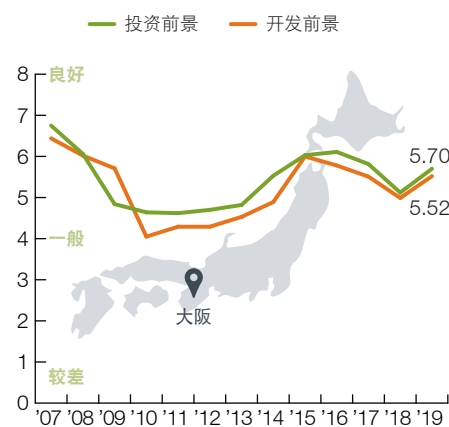
资产高价格迫使潜在买家更多地关注资产所处的区域与地段，今年更加关注具备资产管理提升空间且租金门槛较低的乙级资产（后者意味着随时能够吸引租户）。

随着资本化率大幅下跌，资产供应枯竭，去年对住宅市场的关注热度现在似乎已经消退。物流仓储资产是另一个较受欢迎的细分市场，包括购买投资组合和开发独立设施，特别是定制承建的情况。

2020 年奥运会筹备阶段，投资者对高端酒店或三星级酒店的兴趣一直很浓厚，但现在似乎已经开始消退。一位当地的基金经理表示：“我们听说酒店正准备出售，而此前因举办奥运会，投资者们争先购入酒

店——现在他们终于意识到奥运会不过是为期两周的活动。我们甚至听说一些即将上马的酒店开发项目现在被砍掉了。”

大阪（投资期间排名第五，开发前景排名第五）。东京定价合理的核心资产的缺乏继续驱使投资者进入本地经济更为成熟、在市场修正的情况下仍能保证流动性的日本其它地区。作为日本的第二大城市的大阪持续受到青睐。日本房地产的一位负责人表示，以时钟表示租金市场发展情况，虽然东京的写字楼租金接近 11 点，但大阪和其他地区城市仍然还在上午 8 点 30 分。



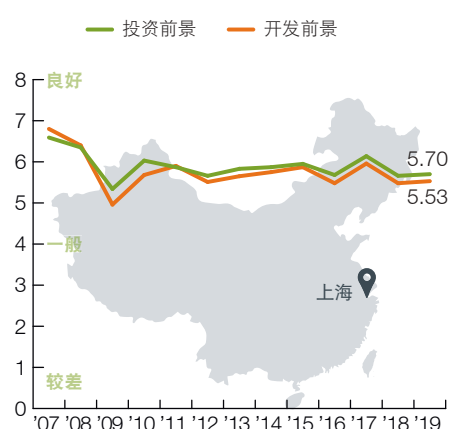
写字楼资本化率约为 4.5%（东京资本化率低于 4%），收益率仍有空间，特别是大阪的租金仍然很低。由于写字楼供应不足，大阪可能成为首都东京以外的最佳市场。在住宅方面，大阪的资本化率已经下降至 4% 以下，在这个资本化率条件下，它们与东京的住宅市场收益率水平相当。尽管日本各地最近的工资增长推动了住宅租金上涨，但消费税有可能增加到 10%，因此可能会阻碍租金的进一步上涨，拖累住宅市场的进一步发展。

调查显示，大阪仍然是一个供应紧张的市场——与亚洲任何地方相比，出手写字楼和住宅资产的卖家都偏少。因此，市场交易量只是东京的零头，与中国的广州类似，

这并不奇怪。

日本所有二级市场的写字楼空置率是亚洲最低的。大阪以及名古屋、横滨和福冈的存量空间很少，而且几乎也没多少在建写字楼。然而，一位投资者表示，与东京相比，目前这些城市的写字楼资产价格很高，相对价值很小。

上海（投资前景排名第六，开发前景排名第六）。上海作为中国大陆市场最具流动性的市场，无论市场多么紧缩，都有许多交易和投资机会。尽管一些上海写字楼资产的现金收益率为4%或更低，但对于寻求购入核心资产多样化全球投资组合的外国投资者来说，上海仍是首选城市。鉴于当地保险公司现金充足，将持续投放高端市场，资本化率有望继续下降。



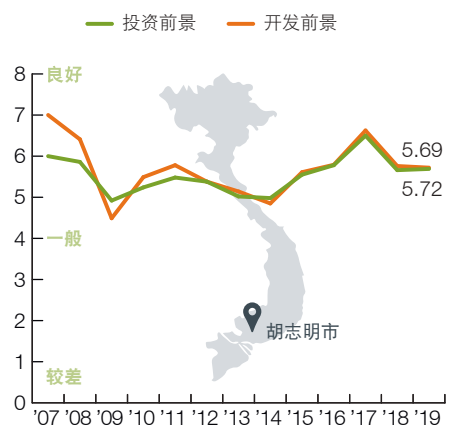
鉴于市中心的高房价，机会型外国投资者继续关注非中心地段投资的可能性。增值型资产也是上海目前越来越受欢迎的一个主题。但事实证明这些项目比较难以实现。

中国试图对经济去杠杆化的努力使得信贷在整个2018年都难以获得，监管机构对银行的指导意见是今年上半年不再放贷给房地产收购项目。对海外和本地债券销售以及对投资者购买拥有土地的项目公司进行了进一步的限制。这影响了上海和其他一线城市的投资资本的获得，但对二、三

线城市的打击尤为严重。由此产生的对开发商资金的挤压为外国投资者敞开了新的机遇，他们可能通过提供借款或投资不良资产，但从以往情况来看，这对外国资本来说并不是一个富有成效的行动。

到2018年底，有迹象表明，由于与美国的贸易战愈演愈烈，上海又重新放宽信贷。如果中国经济陷入深度或长期衰退，房地产可能会受益于进一步的宽松信贷政策。

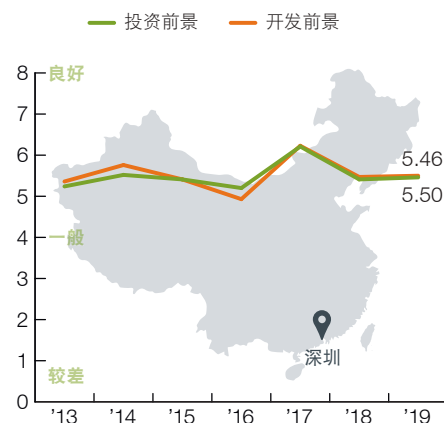
胡志明市（投资前景排名第七，开发前景排名第二）。越南最大的城市和商业之都，仍然是最具吸引力的投资和（尤其）开发新兴市场。人口年轻，收入正在增加，标准普尔预计未来三年年均增长率为6.6%。对于机会型投资者来说，有很多的投资机会。



胡志明市收入是全国平均水平的三倍，因此住房负担能力要高许多，鼓励雄心勃勃的投资者进入并瞄准大众市场、中产阶级住房市场。现代写字楼空间也供不应求，租金远远高于曼谷等城市，吸引着投资资本进入商业地产。并且投资者认为这些商业地产潜力巨大。此外，全国范围内基本上没有符合国际标准的物流空间。但投资者对物流资产市场仍保持观望，因为少有迹象表明依靠物流设施现阶段的租金水平能够盈利。

越南政府鼓励外国资本投资越南市场，与其他东南亚发展中市场相比，对外资参与房地产行业设置的障碍较少。除了外国资本，越南海外人口寄回的资金形成了国内投资资本的一个补充。最后，越南一直是一个很受欢迎的旅游目的地，来自邻国—中国—的大量游客进入越南，推动了沿海地区酒店设施的大力开发。

深圳（投资前景排名第八，开发前景排名第七）。科技市场的增长使深圳成为了中国的硅谷，吸引了创业公司和风险投资公司逐利其中。深圳的个人收入高于中国任何地方，吸引了许多雄心壮志的大学毕业生，而体面的办公空间也是吸引人才的一个因素。这一切预示着深圳地产的良好长远前景。



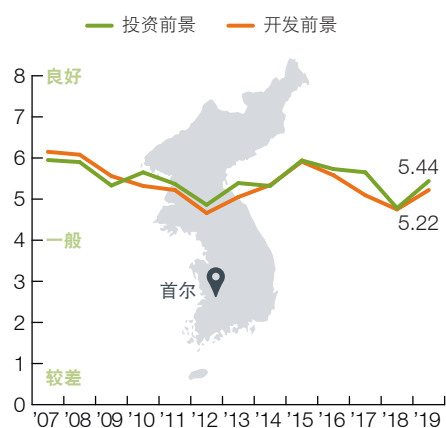
最近，在深圳市，官方对房地产市场的影响力也高于全国任何地方。“深圳政府特别坚持”，一位持有该市资产的投资者表示。谈到深圳和广州的预售禁令，“令很多开发商感到恐惧”。

在土地储备方面，开发商对价格的敏感度越来越高，只对比较有吸引力的地块出标。政府不愿意开放商业土地进行公开招标，而是倾向于针对同意进行特定运作的公司进行定向土地拍卖。

珠江三角洲作为“大湾区”的品牌建设项

目得到了广深港高速铁路和港珠澳大桥等基础设施的大力支持，这些基础设施均于2018年下半年开通。港珠澳大桥的通车改善了珠江三角洲欠发达的西部地区工厂的交通条件，推高了生地的价格。

首尔（投资前景排名第九，开发前景排名第十二）。韩国首都属于卖方市场，对新写字楼的需求旺盛。核心商业资产的资本化率达4%至5%，而且有一大波的买家在排队购买资产。而核心机能的短缺引起了国际资本对核心+和增值型资产的投资兴趣。

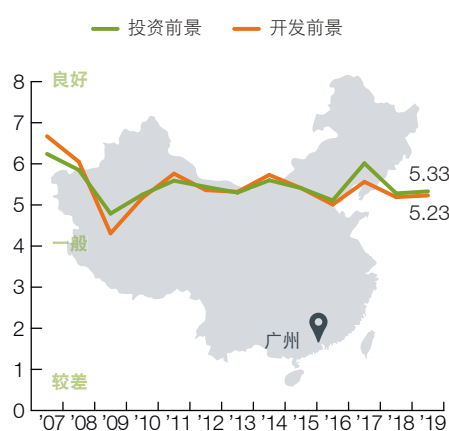


首尔写字楼交易活动的速率创下了历史记录，韩国的一些大财阀/集团首次开始出售房产，或投资成为长期房东。业主/租户也愿意出售其持有的房地产。在经历了六年的停滞之后，韩国银行在2017年年底开始缓慢加息，从而推动了写字楼市场的发展。这为欧洲、北美和亚洲内部买家打开了投资大门。

韩国在产品出口方面的强劲表现也激励着投资者们开始进入写字楼以外的物流仓储行业。随着行业的成熟和制度化，首尔开发建设了许多大型现代化物流设施。就业增长缓慢以及电子商务的强劲增长使得零售商业方面的投资面临挑战，特别是对高街商业的投资，而地缘政治问题和与中国的紧张关系使得以游客为主的酒店等资产

的表现极不可预测。

广州（投资前景排名第十，开发前景排名第十一）。黄金地段物业交易量极少，因此，投资者若想投资广州地产，需要考虑其他非核心地段的资产。总体而言，广州是一个相对活跃的市场，与北京的交易量相当。写字楼交易占据了主导地位。此外，投资者对有可能重新定位和改善承租群体的商场的整体交易也很感兴趣。



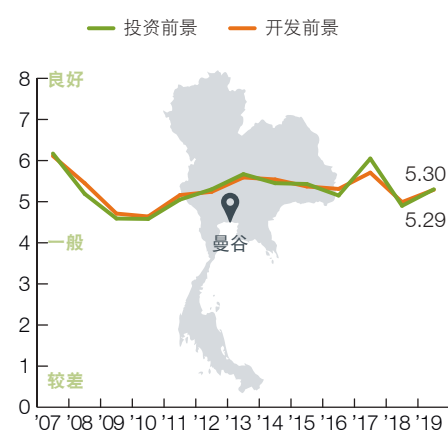
大珠江三角洲地区的开放为愿意进入三角洲西部区域的投资者提供了机遇。借助深圳和香港高速发展的东部三角洲地区房价迅速上涨，而高企的价格使之无法适合工业用途需求。与之相比，西部地区长期以来一直是一潭死水。广州处于整个三角洲的尖端地区，无论发展方向如何，都将受益于此。

和深圳一样，开发商正在紧张地等待政府是否会取消期房预售。地铁线延申以及道路改善，使得郊区不断被纳入蔓延的都市范围内。

曼谷（投资前景排名第十一，开发前景排名第十）。偶尔的军事政变似乎并没有影响到泰国经济或吓走游客，但跨境房地产投资者进军曼谷时确实会有所顾虑。尽管如此，曼谷这座城市今年受欢迎度已在上升，并且仍然是亚洲最具活力和宜居城市

之一。

曼谷还将受益于基础设施的投资热潮，预计这将改善曼谷的公共交通，并开辟新的房地产投资和开发地段。低空置率和有限的新办公空间供应促使曼谷逐渐形成一个有利于房东的市场。在截至2018年6月30日的12个月内，写字楼租金攀升了9%，金融服务和快速消费品（FMCG）行业需求强劲。到2023年，新增写字楼库存将不到250,000平方米，仅占现有空间的5%。



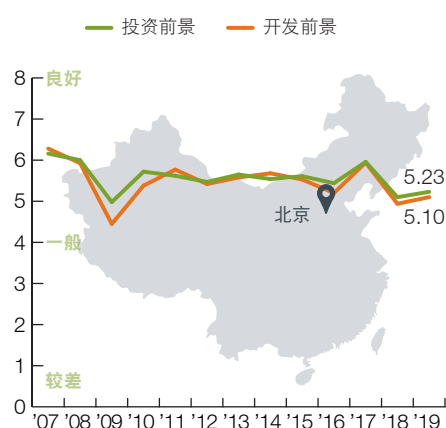
另一方面，零售商业新增了大量物业供应，仅2018年就有近700,000平方米的供应量。尽管如此，在截至2018年中期的12个月内，租金仍有所上涨，虽然上涨幅度微不足道，主要是游客数量增加带来的需求支撑了租金上涨。

曼谷的专业性外籍人口越来越多，这有助于支持曼谷市服务式写字楼市场的增长。游客人数增加意味着酒店业的繁荣发展，预计到2023年存量将增加27%。

2017年新住宅供应量居高不下，市场有所放缓，促使开发商推迟启动新项目。此外，随着来自香港、新加坡的居民开始寻求更便宜的城市开展投资，开发商们也越来越多地瞄准外国买家。

北京（投资前景排名第十二，开发前景排名第十六）。

尽管投放市场的地块往往会吸引大量投标人，但实际上中国首都可供购买的土地所剩无几。北京政府已经有效地关闭了三环和四环区域的新发展机会，将开发商推向远郊。一位开发商表示，如此“很难获得有意义的机会”。



北京政府未快速对美国发动的贸易战做出回应，使得大型中国公司对购入交易保持了谨慎态度。未来出口限制的不确定性在某些情况下搁浅了写字楼扩张计划，而中国经济增长放缓则在一定程度上迫使企业进行整合。

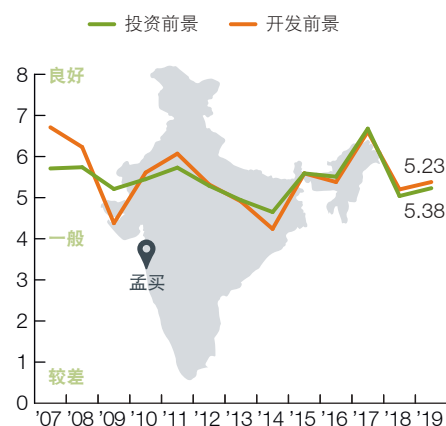
目前，几家老旧的酒店正重建成办公大楼。首都的零售商业资产交易也比较活跃。信贷紧缩意味着“现金为王”，并且，与以前本地人占主导地位的市场相比，外国合作伙伴更受欢迎。

孟买（投资前景排名第十三，开发前景排名第九）。

由于孟买更像是一个金融中心，而非技术中心，所以其写字楼市场不像班加罗尔和德里那样以IT主导的产业园和特别经济区为导向。印度的资本市场仍然在快速增长，这就意味着在孟买对高品质写字楼的需求依然会很旺盛，因此，尽管空置率貌似较高，未来必定会面临现代化写字楼短缺的情况。毫无疑问，新增写字楼将会很快被消化掉。地产租赁业务不仅

在中央商务区非常活跃，同时也蔓延到了边缘地区。与亚太地区其它市场一样，孟买的共享办公地产也显示出强劲的增长势头。事实上，根据一位当地顾问所述“在印度各大城市中，近15%的写字楼空间是被共享办公空间运营商消化掉的。”

此外，孟买的零售地产市场也特别活跃。如果管理得当，高端商场仍会取得不俗的业绩。中档商场则因其定位问题，常常难以盈利，因为越来越多的印度人转向在线消费。因此，一些商场试图通过回购前些年售出的分契产权空间或腾空商场后重新装修，以便营造更为适宜的环境来提振自己的业务。这些工作都是跟随一些大型境外资产管理机构的脚步进行的。在过去的18个月中，这些大型境外资产管理机构与当地开发商合作，打算从印度全国的零售资产中筛选出地段绝佳但业绩欠佳的资产进行翻新。

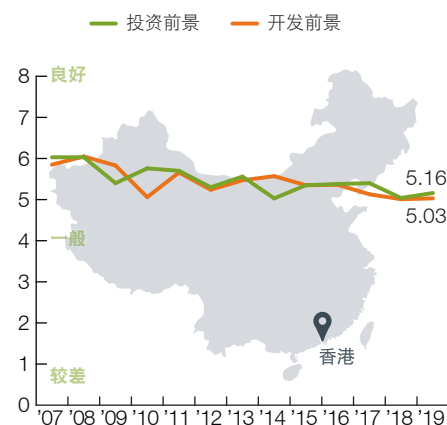


香港（投资前景排名第十四，开发前景排名第十八）。

香港房价在世界排名最高，住宅和写字楼价格正处于历史最高水平，而和零售商业资产方面，尽管过去两年租金和价值均有下降，但价格依然很高。

香港的高房价使投资者难以承销资产，但也有些区域和国际投资者在整个当前周期表现活跃，看准时机购入高层办公大楼

或投资增值型写字楼、零售商业资产与多用途项目。



其中一位基金经理表示，尽管价格飙升，但“目前香港的资本化率不低于全球金融危机以来过去10年来任何时间的资本化率”，因此可以通过整修和重新定位来增加物业价值。虽然房东们紧抓香港优质的中环写字楼不放，收取着世界最高的租金，但香港还有供应十分充足的、有待改造的乙级和丙级写字楼。

在高端市场中，中国大陆的金融服务公司不断迁往香港并寻求最佳的办公空间，而跨国公司则转向边缘或非核心的办公区域。国际和本土的联合办公运营商也正在接手更多的写字楼物业。

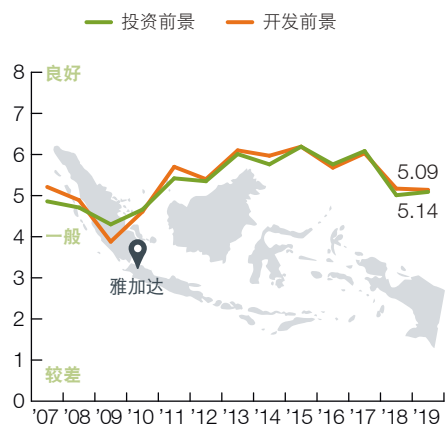
许多酒店由于盈利能力较低，现在正逐渐改造转变为办公空间。部分酒店也正在改造，为学生或年轻专业人士提供共享生活空间。

在经历了两年的租金和房价暴跌之后，零售商业资产似乎已触底反弹，大量的外国私募股权投资者已经开始出手购买资产，促进了市场的复苏。然而，租金尚未显露上涨趋势，一定程度上取决于内地的消费能否支持香港众多奢侈品牌的业务增长。

越来越多的迹象显示住宅市场出现疲软，

开发商降低了新推出楼盘的价格。然而，大众市场的潜在需求依然强劲。中美贸易战可能会在短期内抑制对超豪华物业的兴趣。

雅加达（投资前景排名第十五，开发前景第十五）。雅加达写字楼第四年创下新增供应量纪录，继续压制了市场的基本面。根据仲量联行的数据，虽然新供应物业的质量越高意味着它通常将会吸引租户承租（联合办公运营商尤为活跃），但整体影响仍为负面，2018年中期的写字楼空置率接近35%。因此，雅加达是亚太地区唯一一个在上半年出现资本价值和租金大幅下降的大城市，并且自2015年初以来一直呈现这种趋势。此外，稳定资产方面未产生多少交易量。不仅市场普遍缺乏交易，而且尽管租金和资本价值下降，本地业主也不愿意削减房价出售。



雅加达住宅市场也面临供过于求的局面，特别是在高端市场，交易仍然疲软。然而，随着需求的强劲增长和新供应建筑建设的蓬勃发展，可负担性住房方面形成了一个良性的市场。随着新零售资产供应的暂缓，零售商业资产交易甚少，进而导致整个市场表现平静。

但是，私募股权投资投资者继续对印度尼西亚表现出兴趣，正在考虑各种投资选择。其中一种可能性是大量购入开发商账面仍显

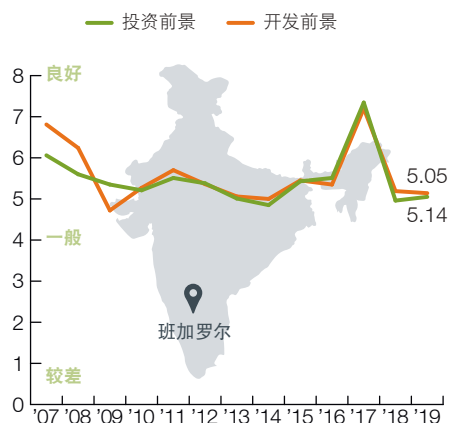
示继续持有的未出售住宅，然后将其改造为服务式公寓。2018年投资者与开发商即达成了一系列此类交易。另一种选择是，考虑到就业机会减少、工资增长放慢将导致住宅销售进一步疲软，租赁需求相应增加，将这些套房改造为共享单元。

随着电子商务的增长和现代物流空间的结构性短缺，物流仓储也吸引了大量外国投资者。但是，目前存在着准入障碍。据一位当地顾问说：“物流仓储未能蓬勃发展的原因在于工业用地价格过高——基本上想要建造棚屋建筑的人无法以有利的价格购得土地。”因此，物流仓储放慢的交易活动急剧下降。根据Cushman & Wakefield最近的一份报告，2018年上半年雅加达工业用地销售同比下降60%。

班加罗尔（投资前景排名第十六，开发前景排名第十四）。IT业依然是班加罗尔的经济增长引擎，其经济增长点正转移到外环路以及曾经属于外围区的其他地区。但是，班加罗尔的写字楼/商业园区已繁荣多年，虽然其吸引力依旧强劲，但投资者对市场饱和、增速放缓和租金上涨的担忧开始加剧，特别是，人工智能和其他技术开始吞噬业务流程外包产业中心(BPO)的市场份额，而BPO曾是房地产需求的强劲驱动力。尽管如此，大量新租户仍然涌入班加罗尔。根据仲量联行(JLL)提供的数据，尽管班加罗尔新增加了510万平方米的房屋供应，但到2018年中期，班加罗尔已经很低空置率继续降低到3.3%。由于班加罗尔写字楼/商业园区的出租吸纳量在亚太地区预计仍将处于前列（2018年至2020年预计总面积将达到2500万平方英尺），因此投资者对房地产市场停滞的担忧可能被夸大。

一位当地顾问说：“可以肯定的是，班加罗尔的经济增长率将难以保持现状，班加

罗尔的基础设施已经举步维艰，且污染程度在不断上升。但是，班加罗尔的集群效应非常明显，特别是从技术角度来看，即使在今天，寻求专业技术人员的大型IT公司发现班加罗尔依然非常具有吸引力。因此，虽然海得拉巴的崛起抢走了班加罗尔的一些风头，但班加罗尔仍然是写字楼租户的首要选择。”

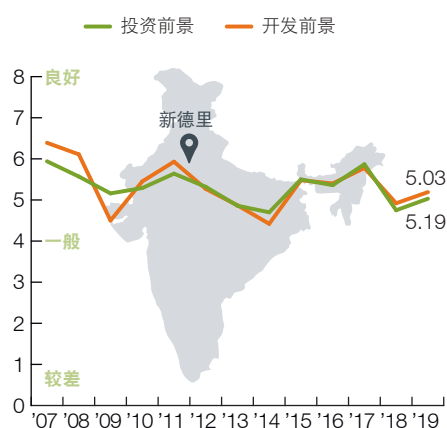


同时，班加罗尔的优质零售地产继续表现良好，物流行业也后来居上。“只要有土地，就不用愁找不到投资者，”一位当地投资者说。

新德里（投资前景排名第十七，开发前景排名第十三）。与印度其他地区相比，德里地区的房地产市场以投机著称，造成德里地区的房地产市场波动剧烈。同时，德里更倾向于开发住宅市场，但在住宅市场，开发商近期受到监管限制，这些监管活动意在摆脱德里长期存在的行业弊端。因此，2018年，德里地区中端房地产市场开发商“继续被视为一大痛点”，经常有媒体报道开发商违约或被逮捕。此外，由于2018年下半年地方银行进一步收紧对开发商的融资，德里地区一些中小开发商的处境正变得益发艰难。

商业地产方面，前景则更加乐观。根据仲量联行(JLL)提供的数据，德里地区写字楼整体继续表现良好，优质资产的收益率达

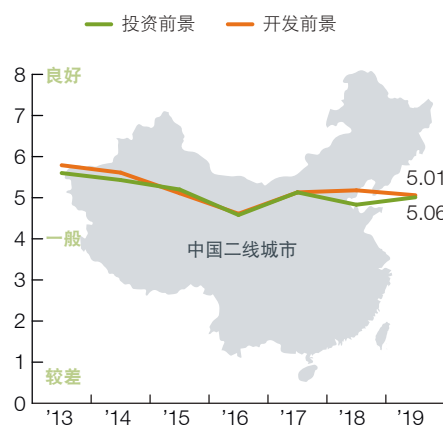
到8%。特别是，在商业地产方面，诺伊达地区“是印度表现最好的地区，”一名当地投资者说。自政府宣布在该地区新建一个机场并改造当地其他交通基础设施以来，甲级IT园区和写字楼的出租吸纳量同比增长超过10%。甲级写字楼的租金仍然可达到0.8美元/平方英尺/月，这对投资者而言意味着“一个极佳的权益投资机会。”



中国的二线城市（投资前景排名第十八，开发前景排名第十七）。除开中国的四个一线城市，中国房地产市场的投资信心尤其不足。现有机构级投资物业的存量越少，投资者和开发商对地方政府的依赖越大，以确保获得便宜的土地供应。但现在这一现象将不再可能，原因在于中央政府对省市级政府部门的限制愈发严格。这些二线城市的流动性最差，造成这一现象的原因包括银行受到新借贷政策的拖累，债券市场门槛过高，信托银行和“影子银行”系统关闭。

尽管如此，如果你认为中国将成为自由贸易的新赢家，活跃在丝绸之路沿线并建立新的丝绸之路，则中国的工业腹地有可能从中国崛起中获得最大利益。重庆、成都和武汉等城市各拥有约2000万人口，这些“二线城市”的人口约等于荷兰的总人口数。

“如果你是冒进型投资者，你应该投资中国的二线城市，”一位在重庆持有资产的家族办公室负责人说。“这些城市就像是英国的利兹市或美国的堪萨斯市。”但在城市规模方面，这些城市是这两个城市的40倍。

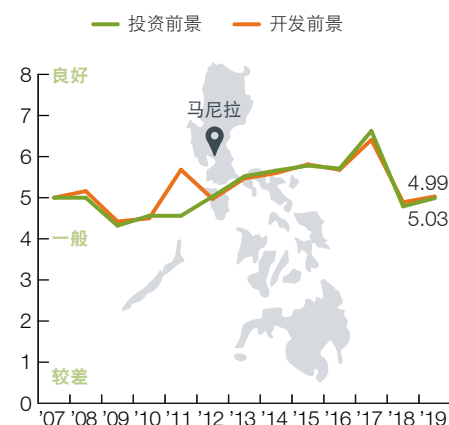


中国的二线城市迫切需要国际级别的写字楼、工业区和零售地产。投资者面临的挑战是在合适的价位出手，同时避免供过于求，供过于求是低质量地产的常见现象。产品差异化和品牌化是关键，这要求投资者对具体城市有深度了解。

马尼拉（投资前景排名第十九，开发前景排名第十九）。在去年对马尼拉开展的一项调查中，马尼拉的排名急转直下，这一趋势依然延续到今年。然而，马尼拉的基本面仍然非常强劲。写字楼租金和资本价值不断上升，空置率已经跌至较低的2%，该地区的收益率达到8%，在线博彩和BPO行业继续强劲地吸收了新增量。

然而，海外投资者的情绪受到菲律宾国内政治争议和监管准入壁垒的影响，菲律宾规定，海外投资者在本地房地产资产中持有的权益最高不超过40%。此外，近期菲律宾国内和美国利率上涨，导致菲律宾资本外流，其引起的潜在经济影响也吓退了外国投资者。

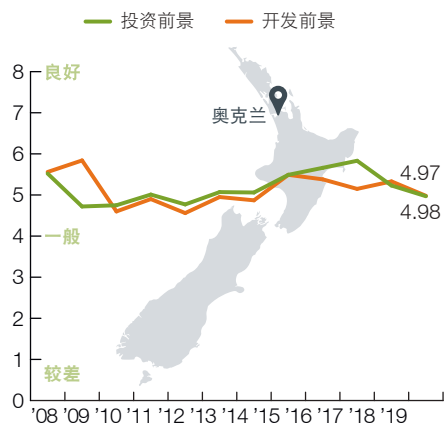
此外，长期充作外国资本间接壁垒的一个基本问题仍未得到解决，即本地资产市场充斥着价格便宜的国内资本。要求获得较高的风险调整后投资回报（往往是高单位数）的外国投资者被本地银行挤出市场，而本地银行的融资利率仅为2.75%。



尽管如此，本地开发商正日益开放，寻求与外国投资者合作，以期利用外国投资者的运营专业知识及其国际关系。此外，投资者正获得更多良好机会找到值得信赖的本地合作伙伴并打破陈规，特别是在另类资产类别或新兴板块方面。虽然自动化和人工智能(AI)技术正在蚕食BPO的市场份额，导致BPO行业增长率开始逐步降低，但其他领域出现了新的机会。政府的基础设施建设是其中一个投资主题。另一个投资机会是物流业和工业园，这不仅是因为现有设施存在不足，更因为中国的制造商正加紧将产业转移到亚洲新兴市场，以尽力避免受到即将到来的美国贸易战的影响。

奥克兰（投资前景排名第二，开发前景排名第二十一）。尽管奥克兰的房地产市场很小，但在许多方面，奥克兰的房地产市场结构完好。新西兰地处偏远，使得多年来奥克兰一直未受到关注，但当来自澳大利亚、新加坡、中国和美国的投资者意识到奥克兰的房地产市场需求强劲，投资回报率高，供应紧张并且在许多情况下房

屋供应陈旧时，这些投资者开始对奥克兰感兴趣。



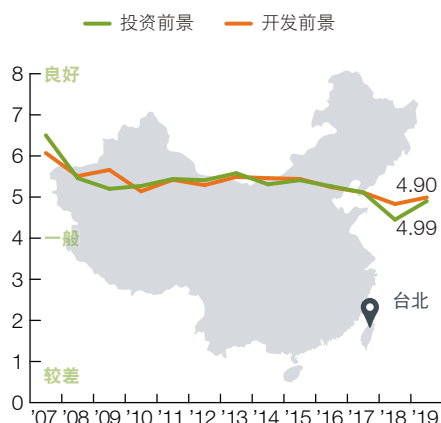
现在，不断上涨的租金和（特别是）资本价值意味着新西兰的投资故事已经开始落幕。鉴于投资规模有限，商业地产行业的国际投资者已经在奥克兰市中心获得了大量的优质存量和可开发土地。根据 CBRE 提供的数据，2018 年上半年资产回报率继续下降，奥克兰交易的主要资产的资产回报率为 5.5%。尽管外国投资者的投资活动仍然活跃，但在这些层面上，收益率的下行压力有限。

同时，供应短缺和（根据某些机构的统计）外资流入使得奥克兰的住宅价格在过去十年内翻了一倍，这引起当局的强烈反感，导致当局严格限制外国买家购买房产（澳大利亚和新加坡买家除外）。

因此，在今年的投资前景排名中，奥克兰的排名猛跌。尽管像往常一样，写字楼仍然是广受欢迎的板块，但工业资产需求开始变得十分强劲，使空置率下降到不足 1%。

台北（投资前景排名第二十一，开发前景排名第二十二）。台北已经连续多年在调查排名表中排名垫底，这主要是因为岛内投资环境迫使本地机构投资者将资本投向岛内资产，使收益率降到亚洲最低水平，同

时将大多数可供投资的物业从市场上下架。虽然现在这一情况已经发生改变，本地机构正在争相投资海外市场，但长期以来对岛内投资格局的持续影响仍然存在。因此，台北依然不受国际投资者欢迎，国际投资者更倾向于避开与本地机构竞争，原因是本地机构购买的房产的收益率约为 2.5%。



2018 年所有地产类型的交易均不活跃，大部分买家为自用业主。2018 年租金增长预期为 2%-3%，因此极少有令投资者感兴趣的地产。台湾的经济相对较强，预计 2018 年 GDP 增长率将达到 3%，失业率将下降到 4% 以下。写字楼需求主要来自金融和科技行业。

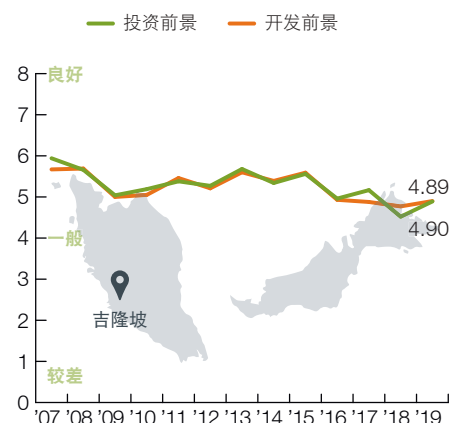
台湾的保险公司多年前便已经能够投资海外市场，但由于审批过程冗长，导致保险公司的海外并购进展大幅放缓，使他们几乎无法与更加灵活的买家竞争。

台湾当局近期宣布开展多项公共 / 私营合作项目，涉及新开发项目和改建项目，项目主要位于台北市主要交通枢纽附近政府拥有的土地。这些项目可能为外国投资者提供难得的机会参与当地市场。

鉴于两岸之间持续存在的政治差异，自 2016 年来自中国大陆的游客达到巅峰后，此后游客人数便不断下降。因此，台湾的

酒店业遭受重创，台湾正尝试将自己营销为 MICE（会议、奖励旅游、大型企业会议、活动展览）目的地，以吸引来自美国的游客。

吉隆坡（投资前景排名第二十二，开发前景排名第二十二）。吉隆坡的写字楼租金在 2018 年出现下降，预计 2020 年共有 2000 万平方英尺的新写字楼将投入市场，短期来看，吉隆坡的写字楼市场仍然低迷。虽然吉隆坡的写字楼需求疲软，但这引起了当地和全球联合办公公司的兴趣。



受到巨大供应的影响，主要零售地产的租金继续上涨，但涨势温和。现有主要商场与新建零售商业中心之间的租金表现差异较大。2017 年，共有五家新商场开业，总面积接近 300 万平方英尺，且目前仍然有大量的大型购物中心和精品商场正在建设中。大量海外开发商在零售市场和混合用途房地产开发市场表现活跃。

住宅市场也受到政治局势的影响。但是，不断增长的人口、低失业率和相对强劲的经济增长意味着潜在需求依然强劲。2017 年房地产供应充足，但 2018 年房地产供应增速放缓。若 2019 年马来西亚政局恢复稳定，观察家预计，吉隆坡的房地产市场将在一定程度上出现好转。





各类地产前景

写字楼

写字楼仍然是投资者在亚洲的首选目标。绝大多数（86%）接受调查者已经活跃于该资产类别或有此意图。

写字楼收益稳定，可以确保资本收益，其需求同所在地普遍强劲的经济相关联。门户城市的核心位置仍被视为抗风险之选，优于其他资产的写字楼提供了一次性投入巨资的机会。

令人担忧的是，所需金额日益增多。必须具有像保险公司和养老基金一样的长远时间跨度，才能承受一些低收益和高资本价值的资产。即便如此，参与者也愈发挑剔，他们会对选址和建筑物进行微观控制，还可能将搜索范围扩展到主要商业区之外，以搜寻合适机会。

行事较灵活的业主和投资者称，若知晓如何找寻并拥有强大、可信的当地关系，交易机会和廉价土地依然存在。增值型、机会型投资和开发活动提供了市场入口，而在此类市场中，当地人可能为优质资产付出过高代价。

由于寻求进入亚洲的资金远多于现有核心资产，“开发并持有核心资产”成为流行策略，即使最厌恶风险的投资者亦是如此。

预期的最佳结果：新加坡市场的修正已经结束，租金也在上升中，同时空置率有所下降。可能有大量资金支撑开发核心办公空间的机会。悉尼和墨尔本的办公室租金增长势头强劲，虽无人声称市场见顶，但参与者质疑这种情况能持续多久。珀斯和

布里斯班这两个资源依赖型市场与新加坡的逆周期模式相同，同时外资扶持交易再度复苏已然可见。

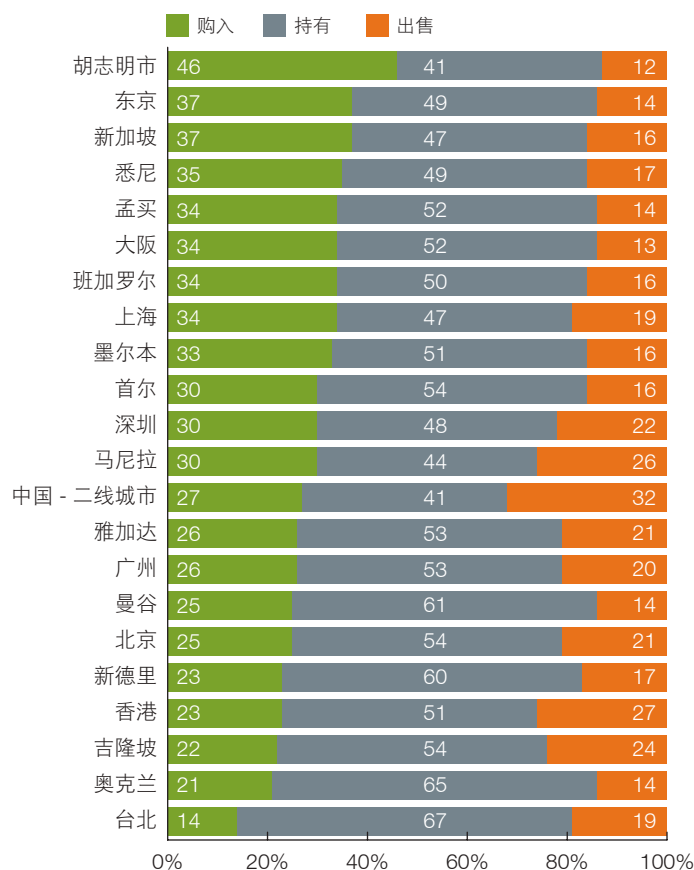
胡志明市虽然机会规模小，但它也是一个表现突出的开发市场。机会型投资者称越南优点众多，尤其是具有充足的壮年劳动力。由于缺乏高质量的办公空间，人们简称之为“迷你版中国”。但毫无疑问，需求驱动的经济提供了宽松环境，尤其政府新近对商业亦持友好态度。与中国相比，越南政府需要外国投资提供的资金，目前非常欢迎外国投资者。

许多投资者说，日本其实只有一个市场：东京。因货币政策宽松，日本的受欢迎度

相当稳固。但日本稳步实施经济扩张且政治稳定——安倍晋三首相是日本战后任职时间最长的领导人——这鼓励人们开拓其他市场。若按人口大小降序列出日本城市名单，便会发现哪些是商业投资和开发的首要目标。支持者认为，随着日本农村和首都以外地区的老龄化和空洞化，这些巨型大都会便是受益者。

信贷紧缩让人们开始质疑中国经济的走向，与此同时，印度却吸引了巨额资金。随着商业园区的开发，全新的郊区正在孟买、班加罗尔等城市周围出现。密切关注新毕业大学生去向的做法非常值得，会让你注意到普纳等二线城市。印度实施的新房地产法提升了印度的透明度，也使开发

图表 3-4 2019 年写字楼资产买入 / 持有 / 出售建议，按城市



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

商的做法进一步靠近国际标准。

住宅

胡志明市在住宅投资者的购物清单上名列前茅，其中面向大众以及中档住宅市场被视为最佳选择。目前来看，这只是一场纯粹的开发游戏，而且市场分散，难以形成规模。

东南亚人口的强劲增长也加深了人们对雅加达、马尼拉和曼谷住宅市场的兴趣。收入增加提升了经济承受能力，也刺激了整个地区对中产阶级住房的需求，而该地区经常缺乏适价的优质住房。

东京的写字楼市场是机构投资的可靠选择。不过，他们对租赁住宅地产的兴趣也日渐上升，同时日本是该地区唯一拥有足够深度的市场以吸引巨头的国家。

目前在中国，只有大胆的买家才敢于参加住宅用地招投标。在中央政府控制房价的指示下，各省和市政府纷纷采用控制市场的行政手段，导致经营环境变幻莫测。

预期的最佳结果：胡志明市和稍逊一筹的河内都在住宅开发方面颇具吸引力。它们规模相似，在都市区有 700 万人口，在东南亚仅次于雅加达和曼谷。预计 2019 年其经济将稳定增长 6.6%，与中国的增长率相近，而且目前政治复杂度较低。

东南亚城市现有的可投资存量规模小，这意味着选择当地的开发伙伴将是交易的关键组成部分。雅加达和马尼拉可能是许多海外投资者“值得关注的地方”，他们对此有兴趣但尚不活跃。合适的产品应该能够吸引风险偏好型投资者。

孟买是印度住宅市场的首选。然而，这需要精通该国的专门知识。许多全球投资者青睐该国其他资产类别，尤其是物流地产以及零售地产。从在建项目中产生现金流方面，住宅开发商面临更严格的限制，而这种情况有利于投资巨头参与其中，并可能导致弱小开发商的破产。

在发达市场，东京仍是机构投资者的兴趣所在，东京是首屈一指的住宅市场，大阪紧随其后。日本的开发标准是世界级的，但这个市场由知名大型开发商所主导，而这些有声望的开发商很可能并不需要外国投资。国际投资者可能希望从资深开发商处获得已有的投资组合产品。针对外国买家的度假或投资房产存在一些空间，因为

日本目前几乎是亚洲唯一未限制外国人拥有房屋所有权的国家。

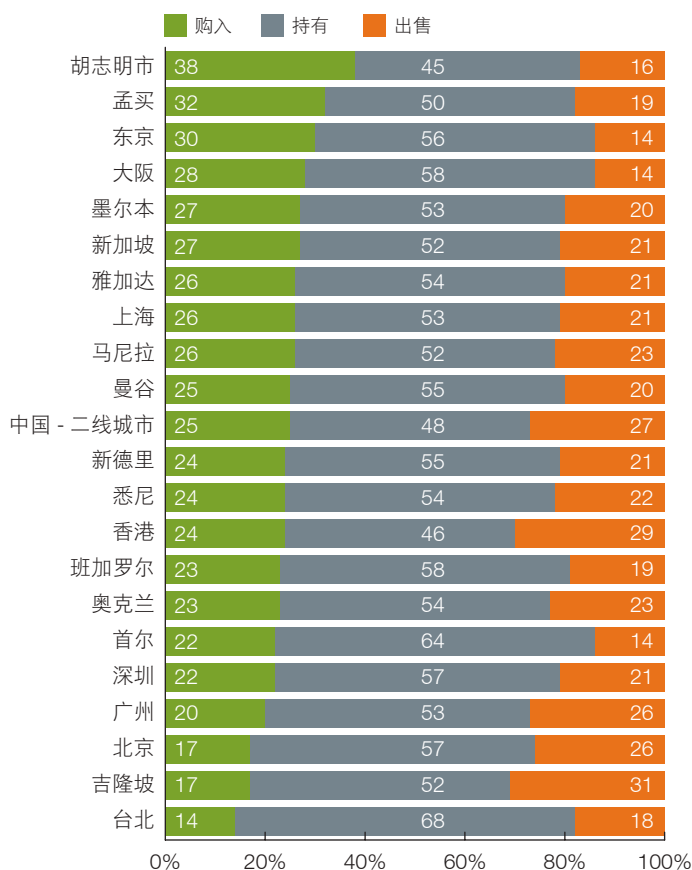
悉尼和墨尔本的房价已经下跌，已有人看衰，认为当地市场将跌势漫漫。香港的购买力问题更为突出，由于美国 / 香港的利率上升导致股市抛售，因而更加人心惶惶。

零售商业

对房东和零售商本身而言，零售地产仍颇为艰难，因为他们得试着适应技术驱动下购物习惯的变化，如电子商务和移动支付。

在 22 个城市中，零售地产在其中 16 个城市的偏好细分市场排名中仍垫底。卖方比例高于买方比例，高于其他地产细分市场。

图表 3-5 2019 年住宅资产买入 / 持有 / 出售建议，按城市



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

一些零售业主称，因为零售地产在亚洲是个较新的概念，亚洲尤其是中国在应对电子商务的挑战方面比西方发达市场要强。这种观点认为，在中国，购物中心的开发与网上购物的发展同时出现。此外，在商场里拥有更多的餐饮设施以及将餐饮设施置于商场中心位置方面，亚洲处于领先地位。

一位零售业主提到，英国和美国的购物中心“把餐厅放在边上或某个特定角落。我觉得这简直是要了商场的命。大家去商场就是去吃饭、社交。你把餐厅放到不起眼的地方，商场就吸引不了人流。”

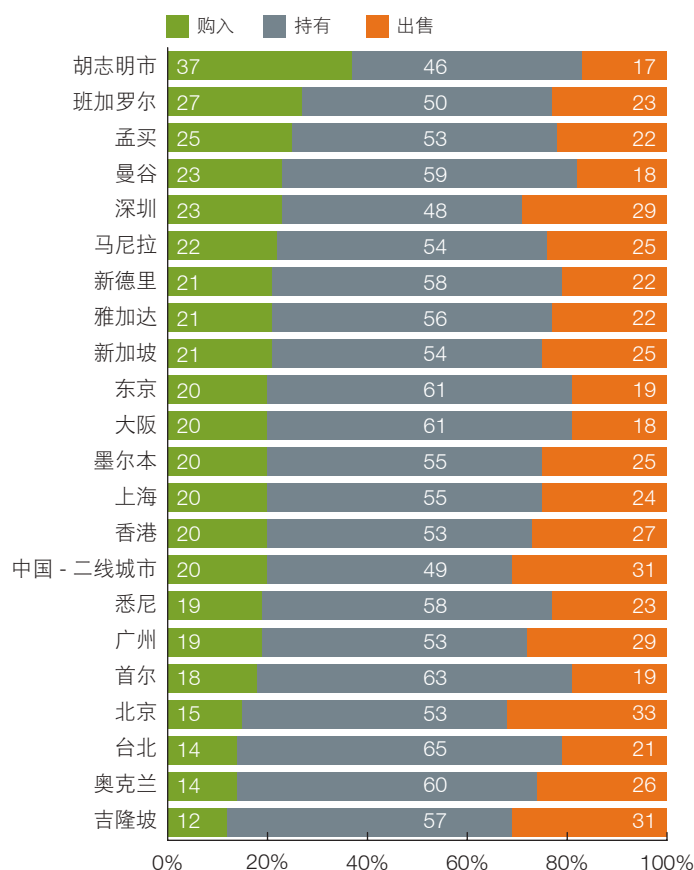
也许是应了这种观点，模仿美国商城的亚太区城市的零售地产在买入 / 出售 / 持有排名榜上大幅下跌，奥克兰跌了 13 位，墨尔本和悉尼人气也均已下降。

然而，在过去 10 年里，亚洲欠缺考虑的零售物业比任何其他地区都多。随着业主认识到零售开发需要专家管理，这种情况正在改变。品牌建立和社区建设对购物中心的成功与否变得至关重要。

千禧一代购物者的变化无常令零售地产开发商倍感头痛，因为建商场耗时很长，中间还得适应不断变化的购物习惯。“五年对于零售而言是很长的时间；实际上，五个月对零售来说都很长。什么东西过时了，什么东西流行了，我们都得确保能灵活适应。”

预期的最佳结果：胡志明市再次成为投资零售地产的人气之选，但是，像往年一样，不太可能有太多的跨境资本流入该领域。正如戴德梁行预计，60 多万平方米的新零售物业将于 2020 年前竣工，相当于该城市现有零售物业供应的一半。

图表 3-6 2019 年零售资产买入 / 持有 / 出售建议（按城市分）



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

班加罗尔和孟买以及其他印度城市也颇受青睐，大型全球投资者一直在其中投资零售项目。在过去十年里，印度零售物业一直供应充裕，但其中很多位置不佳，管理不善。投资者认为这是通过改善资产管理增加价值的机会。

东京和大阪也受到一些关注；零售地产买家不是很多，但还是多于卖家。然而，日本零售物业的前景黯淡。推迟的销售税上涨明年将实施，预计将打击零售市场，而此前后者已得益于工资和旅游人数的增加。

工业 / 物流设施

虽然受访者将办公楼评为首选领域，物流设施仍是亚太区房地产投资者的心仪之选。如同在所有领域一样，受访者在过去一年变得更加谨慎，一些买家成为持有人。

虽然所提供的服务看似直截了当，这个领域由少数专业区域和全球运营商主导。他们敢于扩大规模，并能消化来自全球养老金和主权投资者的大块资本。与全国性和全球性的第三方物流公司建立良好关系的能力和寻找土地并将其按正确规格开发的能力一样都是成功的关键因素。

现代物流设施的资本化率在过去十年里已大幅压缩，行内人士声称他们应该进一步行动，“我们成熟的日本仓库99%已出租，即使是在全球金融危机期间也只降几个百分点。这个行业收益稳定，不应像其他部门一样折价交易。”

美中贸易战可能会影响中国的工业设施，但受访者认为如今中国大陆物流市场的主要驱动因素是内需和电子商务，其实在整个亚太区都如此。

物流设施开发的下一步是从大型市外分销中心转向较靠近或在市中心的较小设施，以便满足“最后一步”交付的需求。

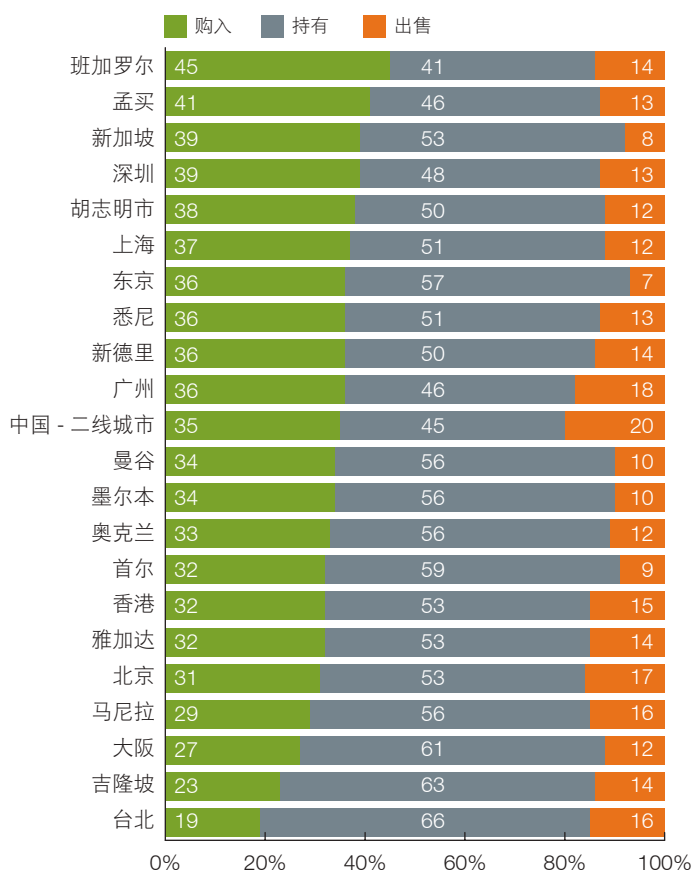
中国和日本是亚太区最大的物流市场，但在过去12到18个月，对印度和东南亚的兴趣与日俱增，而这些地方目前几乎没有现代仓储设施。

另一个趋势是物流设施的业主为租户提供越来越多的服务，如机器和技术解决方案。一个看似简单的行业正在迅速成熟，更多地从事运营业务，将房地产作为一种服务提供。

预期的最佳结果：印度城市孟买和班加罗尔飙升至买入/持有/出售排名的前列，41%和45%的受访者将其分别评为“买入”。在过去差不多一年里，随着一系列增强吸引力的立法措施的实施，印度对该行业进行了大量投资。这些措施最主要的一条是国家商品服务税取代了大量错综复杂的地方税，而后者阻碍了全国性分销网络的开发。然而，印度仓储的投资者会发现土地供应和基础设施缺乏将是一个令人头痛的问题，虽然政府已保证解决后者。

中国的较大城市仍然是首选，因为虽然经过了十多年的开发，现代仓储空间仍然供

图表 3-7 2019 年工业 / 物流设施资产买入 / 持有 / 出售建议（按城市分）



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

不应求。市场参与者要不是纯当地企业，要不是大型区域性或全球性行业专家，能够与市政府和国际第三方物流企业达成交易。

胡志明市排名也很靠前。在制造商因担心中美贸易战而将工业设施搬出中国的过程中，其将从中得益。2018 年，随着私募基金企业对本地开发商的支持，国际资本进入越南的物流和工业领域。

东京仍然是该领域的热门选择，而大阪情况却不太妙。第一太平戴维斯的研究表明，大阪的短期供过于求已造成约 12% 的空置率。

酒店

发达与发展中市场旅游业的发展使投资者持续关注酒店领域。世邦魏理仕的数据显示，2018 年投资者对酒店的需求仍然强劲，在截至 2018 年 6 月的 12 个月里，总投资额同比增长了 17.8%，达 119 亿美元。

亚太地区旅游业最重要的驱动因素是中国。其庞大的规模和新兴中产阶级的消费能力意味着很多国家都欢迎中国游客。包括日本和菲律宾在内的若干国家正在开发综合赌场度假村，预计顾客主要为高消费的中国赌徒。

联合国世界旅游组织预计亚太区游客人数在 2018 年将再度上升。世邦魏理仕的数据显示，在截至 2018 年 6 月的 12 个月里，亚太区酒店入住率增长了 120 个基点到 71.3%。但是，世邦魏理仕称，香港、新加坡、悉尼和东京等成熟市场酒店入住率都在 80% 以上。

但是，投资者非常关注开发旅游市场，将其视为一个增加价值的机会。一位区域顾问称：“大家都想进入旅游休闲行业，因为这被看作是启动经济的一种方式。这是一个开发欠发达地区的方式 – 你也许地处偏僻，但如果你有一片美丽的海滩或奇幻风光，就不愁没有游客。”

在 2018 年的上半年，越南的游客人数增长最大。由于营销推广加强，加上越南对几个国家的签证放宽，游客同比增长了 28%，达 780 万人次。同一时期，泰国游客数量也增长了 12.5%，大部分增长来自中国。

在过去五年里，日本的游客人数也大幅上升，预计此强劲增长将延续至 2020 年东京奥运会举办之时。访日游客现多为第二次或以上的访客，更可能访问东京和大阪之外的城市，而且以自由行居多。

预期的最佳结果：今年东京在酒店首选城市中名列前茅，虽然很多观察家认为现在在东京进入酒店业已经太迟了。尽管奥运会将改善所有与旅游相关的数字，东京旅游业的长期增长将受限于其机场的能力 – 两个机场的容量都已接近饱和。另一方面，大阪和区域性城市仍然可见大幅增长。

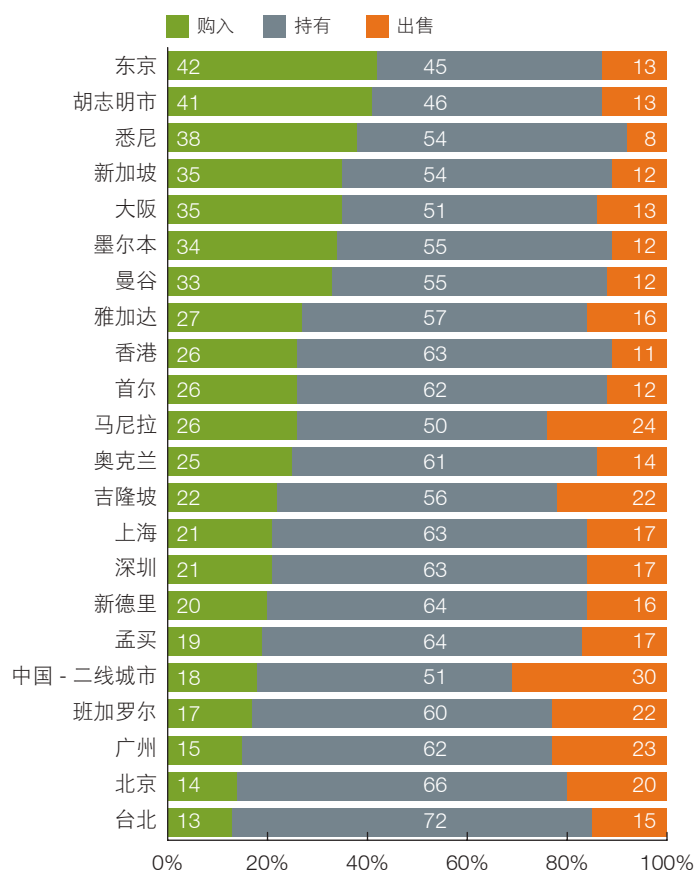
胡志明市仍然是人气之选，虽然东京拔了头筹。日本游客人数的上涨说明潜在增长可支持该城市成为酒店投资者的目标。但是，城市规模小，资本价值低，意味着很难在其中部署资本。

今年新加坡一跃成为酒店投资前五城市之一，但其在过去几年已经建造了一批新酒店，所以在新加坡投资于该行业的最佳时

机已经过去。

悉尼酒店依然是供不应求，因为酒店和现有资产已被转换以服务蓬勃发展的办公楼和住宅领域。在一段时间内，酒店投资者很难与潜在的二次开发商竞争，至少在城市的核心地区。但是，悉尼缺少五星级酒店和优质的四星级酒店，所以未来一定有机会。

图表 3-8 2019 年酒店资产买入 / 持有 / 出售建议（按城市分）



资料来源：《2019 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

受访者名单

Dougie Crichton

Richard Price

Actis

Brian Chinappi

AD Investment Management Co. Ltd.

Kenji Kousaka

ALE Property Group

Andrew Wilkinson

Allianz Real Estate

Rushabh Desai

AMP Capital

Tim Nation

Angelo Gordon

Jon Tanaka

Aoyama Realty Advisors Inc.

Haruyuki Shinya

Aqualand Australia

John Carfi

ARA Trust Management (Cache) Ltd.

Daniel Cerf

AXA Real Estate Investment Managers Japan KK

Yoshihiko Hayafuji

b-lot Co., Ltd.

Makoto Miyauchi

Bank of America, Merrill Lynch

Ben Boyd

Bank of Melbourne

Jim Serafim

Blackstone

Chris Tynan

Brookfield Asset Management

Niel Thassim

Capbridge Investors KK

Ken Fridley

CBRE

Henry Chin

Charter Hall

David Harrison

Colliers International

David Faulkner

John Kenny

CRE REIT Advisers, Inc.

Tsuyoshi Ito

CVS Lane Capital Partners

Lee Centra

Daiwa Real Estate Asset Management Co. Ltd.

Akira Yamanouchi

Tetsuo Suzuki

ES-CON JAPAN Ltd.

Takatoshi Ito

Far East Organization

Philip Ng

Fort Street Advisers

Richard Hunt

Fortress Investment Group (Japan) GK

Akio Yamashita

Fukuoka Realty Co. Ltd.

Etsuo Matsuyuki

GenReal Property Advisers

Anckur Srivastava

Goldman Sachs Asset Management Japan

Katsuhiro Ishikawa

GPT

Matthew Faddy

Nick Harris

GreenOak Investment Management K.K.

Daniel Klebes

Grosvenor Asia Pacific

Ben Cha

Hodes Weill

Alfredo Lobo

Hon Kwok Land Investment Co. Ltd.

James Wong

Hulic Co. Ltd.

Yoshito Nishikawa

IDERA Capital Management

Harumi Kadono

Infrared Capital Partners

Stuart Jackson

Hans Kang

Ingenia Communities Group

Simon Owen

ISPT

Darren Shultz

Japan Post Bank Co. Ltd.

Yuki Ogawa

Hiroyuki Tanaka

Japan REIT Advisers Co. Ltd.

Norimasa Gaun

JLL

Fergal Harris

Megan Walters

JPMorgan Asset Management (Japan) Ltd.

Tetsuya Karasawa

Kenedix Inc.

Hikaru Teramoto

Takahiro Uchida

Keppel REIT / Keppel Capital Holdings Pte. Ltd.

Paul Tham

LaSalle Investment Management

Chris Chow

Mark Gabbay

Lendlease

Tarun Gupta

Link Asset Management Ltd.

Eric Yau

Mapletree Investments Japan K.K.

Norihiro Matsushita

Mitsubishi Corp.—UBS Realty Inc.

Katsuhisa Sakai

Mitsubishi Estate Co. Ltd.

Tetsuji Arimori

Mitsubishi Jisho Investment Advisors, Inc.

Eriko Kato

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation

Hiroyuki Seki

Mori Building Co. Ltd.

Hiroo Mori

PAG Asia

Jon-Paul Toppino

PAG Investment Management Ltd.

Naoya Nakata

Pamfleet

Andrew Moore

PGIM Real Estate

Benett Theseira

Professional Property Services

Nicholas Brooke

Property Council of Australia

Ken Morrison

PropertyLink

Stuart Dawes

Savills

Chris Mancini

SCA Property Group

Anthony Mellowes

Scentre Group

Peter Allen

Starr International Investment Advisors (Asia)

Alison Cooke

Swing Property

Richard Johnson

TH Real Estate

Chris Reilly

The Blackstone Group Japan KK

Wataru Goto

The Net Group

Raymond Rufino

Tishman Speyer

Ryan Botjer

Tokyu Land Capital Management Inc.

Yutaro Tanaka

Touchstone Capital Management Co. Ltd.

Fred Uruma

UBS

Grant McCasker

Wee Hur Holdings Ltd.

Goh Yeow Lian

Wing Tai Holdings Limited

Cheng Wai Keung



普华永道房地产研究部帮助房地产投资咨询公司、房地产投资信托公司、公共和私人房地产投资者，以及房地产管理基金制定房地产投资开发战略；评估兼并收购以及为房地产进行鉴定和估价。普华永道房地产研究部在全球拥有最具专业性的房地产研究咨询顾问，根据客户的需要组成专门团队，提供专业服务。他们的专长领域有：资本市场、系统分析以及实施、研究、会计和税收。

全球房地产研究部领导团队

Craig Hughes

Global Real Estate Leader
London, United Kingdom

K.K. So

Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

Paul Walters

Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong, China

Gang Chen

China Real Estate Tax Partner

Jane Reilly and Josh Cardwell

Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Bhairav Dalal

India Real Estate Tax Leader
Mumbai, India

Brian Arnold

Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Jennifer Chang

Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and Hideo Ohta

Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park

Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow

Singapore Real Estate & Hospitality Leader
Singapore

Nguyen Thanh Trung

Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu and Richard Watanabe

Taiwan Real Estate Leaders
Taipei, Taiwan

www.pwc.com



城市土地学会是一个会员制全球性组织，由 42000 多名房地产和城市开发专业人士组成，致力于推动学会的宗旨：在负责的土壤使用的议题上担任领导角色，并促进全球活力社区的建立和持续发展。

城市土地学会成员均为来自行业不同领域不同学科的代表，包括开发商、业主、投资者、建筑师、城市规划师、公共官员、房地产经纪人、评估人、律师、工程师、金融家和专业学者。学会成立于 1936 年，在美洲、欧洲和亚太区均设有分支机构，会员遍及 80 个国家和地区。

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

会员们在每年举办的数千次会议上分享知识，籍此实现同行间的相互学习，加强城市土地学会作为全球土地使用和房地产权威的地位。仅在 2017 年就在全球 290 个城市举办了 1900 多项活动。

学会利用其成员的工作，确认并分享城市设计和开发的最佳实践，造福全球社区。

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

W. Edward Walter

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

John Fitzgerald

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

ULI Center for Capital Markets and Real Estate

Anita Kramer

Senior Vice President
www.uli.org/capitalmarketscenter

城市土地学会
西北大街2001 L 号200 室
华盛顿，邮编：20036
美国

202-624-7000

www.uli.org

封面图片：成都远洋太古里是一个以零售为主导的综合体，周围还有熙熙攘攘的开敞式巷弄设计的商业区以及甲级写字楼楼。

图片来源：太古地产有限公司

第 49 页图片：OMA/Ole Scheeren 作品 The Interlace。

摄影：Iwan Baan。

2019 年亚太区房地产市场新兴趋势报告®

2019 年投资和开发的最佳方向何在？我们选择了一组最具影响力且经验丰富的城市土地学会会员，基于 373 位受访者对行业前景的洞察力编制了这份预测性文件，帮助您决定资金投向哪里，提醒大家哪些地产领域以及哪些市场的前景最好，以及资本市场中会影响地产市场的发展趋势。由普华永道联手城市土地学会发行的《亚太区房地产新兴趋势》今年已是第 13 版，其中业内专家给出的专业意见定会帮您做出明智的投资决定。

城市土地学会构建了全球房地产和土地利用领域最大的跨学科专家全球网络。城市土地学会会员引领着城市开发的未来，并希望在全球范围内建设活力社区。请访问 uli.org/join 了解更多会员利益，并希望您成为城市土地学会全球网络的一员。您可以通过会员黄页 (members.uli.org) 与其他会员互动，通过领航平台 (navigator.uli.org) 获知仅限会员参与的机会，并通过知识平台 (knowledge.uli.org) 获得高质量内容，包括 2003 年以来出版的新兴趋势® 报告。

亮点

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

U.S. \$49.95

ISBN 978-0-87420-420-9



Urban Land
Institute

www.uli.org



www.pwc.com