2021年 亚太区

房地产市场新兴趋势®报告



pwc 普华永道

ULI Urban Land Institute

2021 年亚太区房地产市场新兴趋势报告 ®

联合出品方：

Urban Land Institute

pwc 普华永道

目录

iv 报告摘要
vi 读者须知

1 第一章：拐点将至
3 不确定的市场
5 ...直至曲终
7 不良资产—— 漫长的等待
10 企业资产出售
10 关注开发风险
11 继续转向安全资产
12 卖旧买新
12 建后出租住宅
12 物流地产
13 数据中心
15 有悖常识的赌注
16 中国内地新热潮
17 疫情加速环保议程
20 适应性很关键
21 总体规划滞后

24 第二章：房地产资金流动
26 跨境投资大幅收缩
28 银行仍在放贷
29 债务基金仍处于困境
31 没有路演，就没有融资
31 投资人转向公开市场
32 绿色债券和“漂绿”

35 第三章：资产类型展望
36 写字楼
37 各执己见
38 轮用办公桌让位开放空间
38 灵活空间仍有市场
39 若隐若现的去中心化
40 物流地产
40 一个拥挤的战场
41 中国加一
41 冷链存储—— 一个大热的市场
42 开发并持有核心资产
43 零售资产
43 服务本地消费者
44 重新规划混合用途地产的用途
44 小既是美
45 新的租赁结构
45 住宅
46 基金围绕多家庭资产布局
46 能否积少成多?
47 酒店
48 房间过多

49 受访者名单

编辑领导团队成员

《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》编委会主席

K.K. So, PwC
David Faulkner, Urban Land Institute

主要作者
Colin Galloway, Urban Land Institute Consultant

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，亚太区高级副总裁
Diwa Law，亚太区高级顾问
Lawreane Jamie de los Santos，设计师

普华永道顾问和研究员（按地区）

澳大利亚
Andrew Cloke
Azam Malik
Bianca Buckman
Christian Holle
Devina Kusnadi
Ewan Barron
Garrick Pepper
James Dunning
James McKenzie
Jane Reilly
Josh Cardwell
Nick Antonopoulos
Matthew Lunn
Max Sangrigoli
Rachel Smith
Ross Hamilton
Scott Hadfield
Tony Massaro

中国内地
Gang Chen
G. Bin Zhao

中国香港
K.K. So
Paul Walters
David Kan

中国台湾
Jason Liu
David Tien
Kathryn Lin

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
Soichiro Seriguchi
Takashi Yabutani
Takehisa Hidai
Takeshi Nagashima
Takeshi Yamaguchi
Wataru Wada

卢森堡
Kees Hage
Robert Castelein

菲律宾
Malou Lim

新加坡
Chee Keong Yeow
Magdelene Chua
Maan Huey Lim

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

普华永道致力于解决重要问题以及营造社会诚信。我们各成员机构组成的网络遍及 155 个国家和地区，有超过 28.4 万名员工，致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或需了解详情，敬请访问 www.pwc.com。

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 。© 2020 普华永道版权所有。

© 2020 年 11 月 普华永道和城市土地学会版权所有。

中国印刷出版。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或手段（无论是电子或纸质手段）复制，包括影印和记录，也不得将其录入任何信息存储与检索系统。

推荐文献引用：

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

ISBN: 978-0-87420-467-4



报告摘要

纵观整个 2020 年，亚太地区各国政府在防止新冠肺炎扩散方面成绩不俗，缓解了疫情对本地经济和房地产市场的影响。不过，与此同时，人们感觉目前是多种暂时性因素在支撑资产价值，如政府支持措施、银行宽限处理政策、健康的企业资产负债表等，而这些因素不可能持久。随着资金日渐枯竭，越来越多投资人相信，市场修正将不可避免。

普遍相信，区域市场的不景气不及西方严重，因此投资人预期 2021 年资产价格会下降。三个市场将会出现潜在压力：

中国 — 政府主导的流动性紧缩使得规模较小的开发商无法获得银行融资；

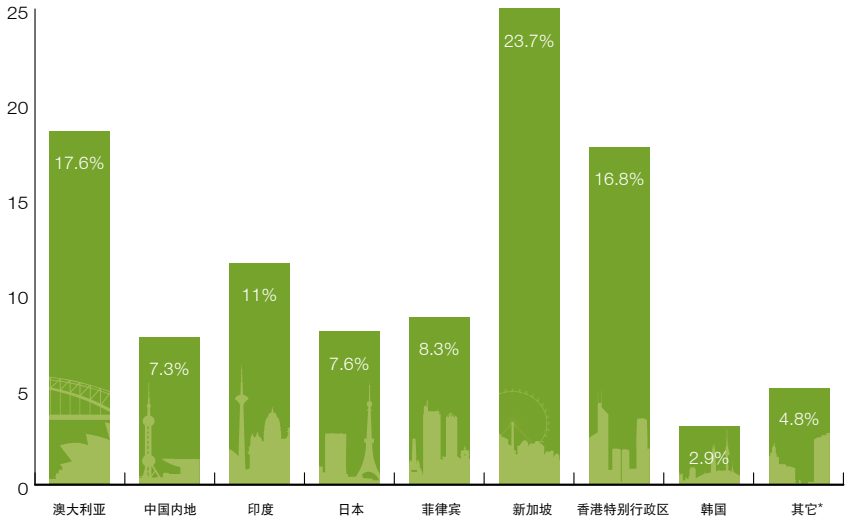
印度 — 本地非银行金融公司的崩溃再次为私募基金带来机会；

澳大利亚 — 在亚太区中所受经济影响较大，而较大的市场透明度短期内可能会提供更多的购买机会。

随着经济衰退后果凸显，其他机会也在出现。尤为明显的是，长期持有大量以房地产形式作为公司资产的亚洲公司将考虑变现所持资产以获取营运资金。通过出售 - 回租的形式将此等资产剥离，并根据需要继续使用该等资产（通常作为公司总部），使得公司可以过渡到轻资产经营模式，有利于更有效地利用公司资本。

投资人与时俱进的另一个做法是将资金从目前备受季节性或长期性压力的主流资产类别（如办公楼、零售物业、酒店等）转向下行市场中能提供可靠收入流的资产类别（如物流、多单元住宅、数据中心等）。值得一提的是，物流作为唯一因疫情而基本面得到改善（主要因为网上零售商需求

参与调查人士分布，按所在国家/地区划分



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

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

高涨）的主资产类别备受投资人青睐。随着投资人的争抢，此类资产类别的资本化率正在不断压缩。

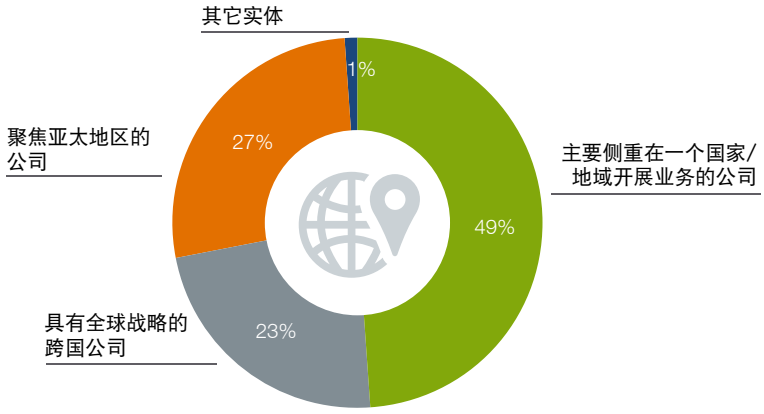
整个地区有个共同点，就是疫情作为催化剂加速了新冠肺炎爆发之前已经在酝酿的趋势。环境、社会与公司治理（ESG）主题是其中之一。ESG 在高端市场对买家和业主来说一般更为重要，但随着健康和环境问题的关注度越来越高，越来越多的人认识到建筑节能可以直接转换为公司利润。

全球房地产可持续评估体系（GRESB）等标准正在帮助创建一个可持续性合规的事实标准，而更新和更严格的 CPD 标准（衡量建筑物的净零碳战略）也将出台。以后，随着各国开始履行 2016 年生效的《巴黎协定》所规定的义务，CPD 将变得更加重要。

新建筑物的设计变得越来越灵活，进一步反映了在当前日新月异的环境中变化的速度。开发商寻求建设可适应新用途的通用楼房，目的是在其使用年限内可做多种用途。而整体规划（速度放慢以获取更多认可）可能也将变化，尤其是在当地人流集中区内创建提供日常需要设施的分散居住区和城市。

在资本流动方面，与去年同期相比，2020 年的交易额大幅下滑。部分原因是边境关闭限制了买方的行动，另外卖方希望在疫苗上市后，市场会迅速反弹，所以拒绝降低资产价格。跨境资本流动也在下降，韩国与日本仍相当活跃。这是因为投资人本着“逃向安全资产”的心态搜寻内需强劲且受地缘政治影响较小的市场。因同样原因，对中国的跨境投资也非常可观。尽管存在贸易摩擦，境外资本仍将中国视为重要的投资目的地。

参与调查人士的公司，按公司所在地理区域划分



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

毫无悬念，今年投资前景的排名依然显示了对流动性强、稳定而且内需来源可靠的区域门户城市市场的偏好。继去年之后，新加坡仍然是投资人首选。尽管其并非符合传统的投资人标准的根基稳固的门户（如排名分别为第二和第三的东京和悉尼），新加坡已成功地建立了中立的声誉，这在日益分化的世界中显得很可贵，帮助其在 2020 年从中国吸引了大量投资。同时，因国内机构投资人将原定用于海外购买的资本转回国内，韩国的投资额与去年同期相比大涨 71%，达到创纪录的季度新高。

虽然在有些市场银行收紧某些条款，在整个亚太区市场，一般仍可得到银行融资，即使银行对某些种类的交易（物流）有明显偏好而对其他物业（零售、酒店）则明显不感兴趣。

如果说疫情对投资环境可能影响深远，资产类型的影响也不可小觑：

办公楼：投资人多年来一直将办公楼视为必选类别。目前，因各种影响因素，即社交距离、居家办公趋势、经济萎缩以及租客削减成本的需要等，优质办公空间的未来需求仍是个问号，投资人变得更加谨慎。整个亚太地区的受访者普遍认为，尽管与过去相比，员工在家办公的时间会更多（也许每周一天），但这不太可能成为一种趋势，起码不像在西方市场那样。所以，市中心办公楼将无大碍，不过工作场所的布局和设施可能会发生重大变化。

物流地产：在新冠疫情爆发之前已经是最受欢迎的资产类别，而疫情期间由于网上购物激增，以及制造商开始建立零部件库存（而之前为及时采购方式），物流地产前景看好。但是，尽管物流设施的结构性供应不足意味着需求将持续走高，投资人有以下担心：首先，网上销售增长可能将达到顶峰；第二，随着资本化率的不断压缩，行业对定价的影响将超过市场。冷库设施目前需求也很旺盛，同样是因为网上销售增长导致需求上升。

零售地产：因疫情引起的网上零售激增再次为之前已存在的趋势推波助澜。然而，虽然长期而言，实体零售的前景严峻，但也并非不可救药。首先，传统零售销售在某些类别依然强劲，如奢侈品和非刚需商品。其次，零售经营者加紧调整他们的资产，通过重新设计以服务本地社区，同时引进其他商业型态以及住户。

住宅：作为一个资产类别，住宅在经济衰退周期会受投资人青睐。这是因为（尤其是在亚太地区）通常需求会很强劲，而且有良好的按揭贷款和租金支付记录。虽然只有日本有相当数量的机构持有出租物业，超低的国债收益率意味着投资人可能会更愿意接受住宅资产的低回报率。

酒店：同零售业一样，酒店业倍受疫情打击，主要原因是旅游业几乎瘫痪。尽管在重新设计酒店使其专注于国内旅游业方面仍有一些希望，目前该行业似乎供过于求，很多资产正在售卖，转作他用（例如作为出租住宅）。酒店是目前出现在市场上的首批困境资产之一。

读者须知

《亚太区房地产市场新兴趋势》是一份有关趋势和预测的出版物，今年发行的是第十五期，是房地产业内最受认可且被广泛阅读的预测报告。《2021 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。

注：在本文中，“中国”是指“中国内地”，“香港”是指“香港特别行政区”。

《2021 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 134 位个人，收到 391 位个人的调查问卷回复，他们的公司隶属关系细分如下：

私人业主或开发商	25%
房地产服务公司（例如顾问、财务、法律或地产咨询）	26%
基金 / 投资经理	22%
住宅建造商或住宅用地开发商	8%
机构股权投资者	8%
银行贷款人或证券化贷款人	3%
其他实体	8%

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：拐点将至

“这是需求危机，因此我认为其影响还未显现。但是迎接我们的将是一场大风暴 —— 除工业 / 物流地产外的各类资产都将遭遇一个漫长的寒冬。”

2008 年全球金融危机以来，房地产市场一直萎靡不振，亚太地区的投资人对投资持谨慎态度，同时由于定价和资本化率持续收紧，流动性与低利率贷款的金字塔不断被加高，使得他们心头时常笼罩着一种不安感。然而此后 11 年的恢复并不具有真正的说服力，因为它无异于沙上城堡，基础不牢。还有人认为无论取而代之的是什么，都如梦如幻，虚无缥缈。

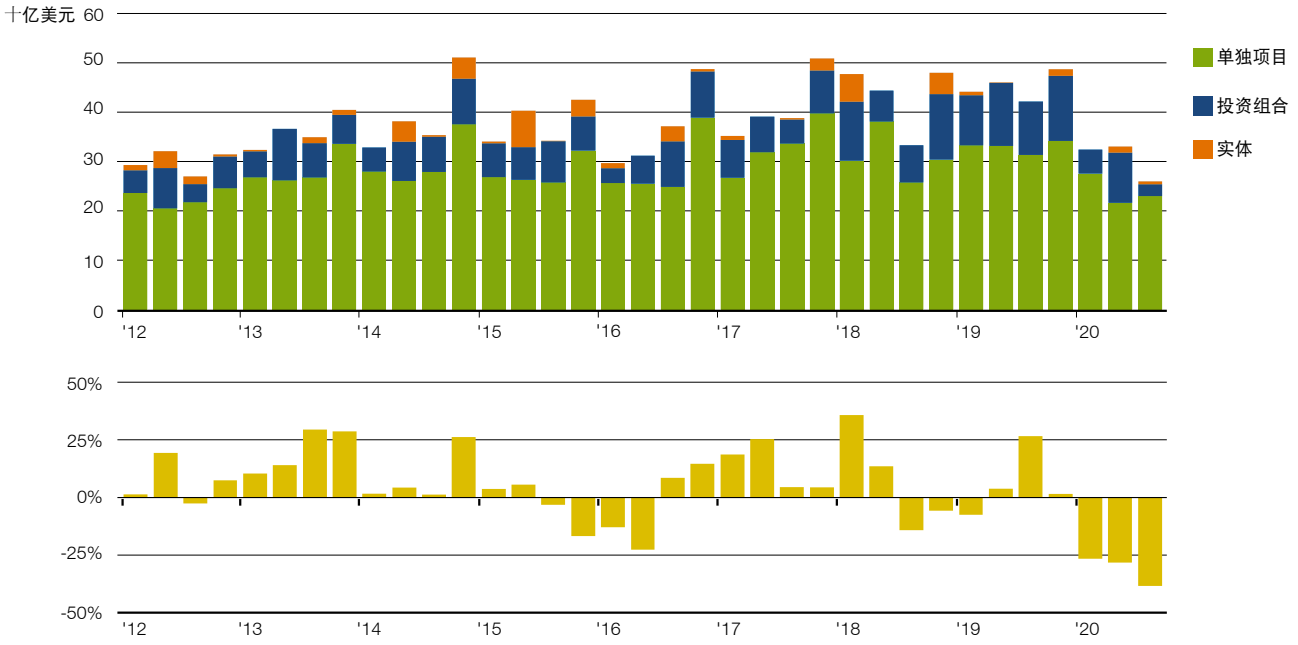
同样，在这个最无法预测的时代里，在我们从此次黑天鹅事件中逐渐恢复的过程中，发现其产生的后果不仅击倒了世界各个经济体（中国内地市场除外），而且也毫无疑问地波及了房地产市场，带来了大量的如疫情本身一样意想不到的结果。

首先是亚洲各国采取了比发达国家更为有效的措施来保护自己的社区少受疫情影响，而这些国家无论在医疗卫生和财力方面都远远不及那些发达国家。经济余波对亚太地区各市场的影响似乎也有所减弱。

其次，从房地产的角度而言，新冠疫情带来的最重要的影响是以一种具有变革能力且最终被证明富有成效的方式加快了之前已经存在的长期和周期性趋势。正如香港特别行政区一位顾问所说：“之前我们正处在一个转变过程中，但是新冠疫情将所有的一切都加快了，加快到一种难以想象的程度。如果按照正常的方式演进，我们预期会在 10 到 20 年的时间里得到一个最终答案 —— 但现在我们只用了几个月就得到了。”

最终，很多目的地的房地产市场反常地发展失速。尽管有些国家 —— 尤其是日本、中国内地以及韩国 —— 的情况比其他国家好一些，但基于经济衰退而预期一系列违约的投资人大失所望。分析公司 RCA 的数据表明与 2019 年同期相比，2020 年第三季度投资额减少了三成多；与 2020 年前两个季度相比，交易量下降了 20% 左右，但同时资本化率大致保持了稳定。

图表1-1 **按资金来源分类的亚太资本投资（同比变化情况）**



资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：包括公寓、酒店、工业、办公楼、零售和养老住房地产交易。包括实体级交易。不包括开发场地。

图表1-2 **2020年第三季度亚太地区最活跃都会地区，按细分市场评估**

2018年	2019年	2020年	细分市场	都会地区	交易总额（百万美元）	同比变化	同比变化
3	2	1		首尔	8,992	-3%	$ 8,991,931,312
2	1	2		东京	7,714	-42%	$ 7,713,848,772
5	4	3	办公楼	上海	4,843	-29%	$ 4,842,824,665
10	6	4		北京	4,632	-2%	$ 4,631,719,475
1	5	5		香港特别行政区	2,336	-67%	$ 2,336,336,167
3	2	1		悉尼	2,225	69%	$ 2,224,605,370
1	1	2		香港特别行政区	1,307	-33%	$ 1,307,490,634
5	3	3	工业	墨尔本	905	-15%	$ 904,990,554
12	27	4		北京	877	1,645%	$ 876,636,908
10	10	5		首尔	758	84%	$ 757,703,236
5	4	1		首尔	1,860	-6%	$ 1,860,011,931
9	31	2		广州	1,666	2,477%	$ 1,665,941,231
4	6	3	零售	东京	1,435	-28%	$ 1,434,629,685
1	1	4		香港特别行政区	1,350	-65%	$ 1,350,189,709
2	5	5		上海	743	-67%	$ 742,636,817
1	1	1		东京	2,021	-18%	$ 2,020,682,086
4	2	2		大阪	1,326	218%	$ 1,326,260,693
20	9	3	公寓	悉尼	803	549%	$ 802,970,663
19	5	4		名古屋	497	781%	$ 497,121,390
6	8	5		福冈	282	300%	$ 281,809,115
1	1	1		东京	967	-38%	$ 966,747,729
25	13	2		中国台北	909	265%	$ 909,298,603
5	6	3	酒店	上海	806	32%	$ 806,028,821
18	20	4		京都	758	513%	$ 757,905,895
3	4	5		香港特别行政区	332	-69%	$ 332,414,422

资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：包括公寓、酒店、工业、办公楼、零售和养老住房地产交易。包括实体级交易。不包括开发场地。

一位投资人表示：“教科书里教的那些根本不奏效。正常情况下，如果经济下行，资本市场也随之下行，公司收益降低，租金降低——所有事情都是相互关联的。但现在的情形是经济糟糕透顶，公司收益低得吓人，政府持续采取措施保障民生，但是股市却处于历史高位，资本化率仍然如此之低。”

导致交易停顿的原因众多。首先，对未知的恐惧。正如一位新加坡基金经理所说：“我们已经成功融资，但是缺乏立即部署的动力。事实上，像我们这样已经筹集到资金的大型投资公司当前没有一家主动开展投资部署。大家都在观望。每家公司都在各处有些交易，但确实没有充分铺开。”

此外，旅行禁令也让投资人难以实地考察预期的采购项目。“除非你在当地有人，否则我们没有谁敢购入没有看过的项目，”一位基金经理表示。“这个行业是需要实地看一看、感受一下的，因为有太多的可变部分。”旅行禁令对于国际投资人比例较大的市场影响更大一些，如澳大利亚。

其次，在定价方面出现了僵持状态。买家基于较低（或0）增长的假定以及租金下跌的预期背书了较低的价值和资本化率。“问题是增长多少、下跌多少、持续多久，”如一位基金经理所述。

“目前大家都在观望。投资人都在各处有些交易，但确实没有充分铺开。”

同时，业主们通常财力雄厚，从而避免了由于资金压力而被迫出售资产，并且他们希望疫情早日结束、经济能够好转，因此一直在坚持。此外，他们认为房地产投资基金持有大量资金，正在择机而投，因此进一步坚定了自己的期望。

新加坡的一位机构基金经理如是说：“价值没有下跌，这就是我们当前面临的最大挑战。租金在降——人们都在说租金下跌了 10% 到 20%——但是价值没跟着降，由于持有力太强，价值最终又重回高位。”

不确定的市场

为暂时延缓多数经济体受到深度经济衰退的影响，全球各国政府纷纷推出大规模刺激和就业扶持计划。这些持观望心态的人因此深受鼓励。亚太地区各国政府都尽力在最大程度上防止开具空头支票，银行和业主则积极支持现金短缺的客户，而不是收回贷款或终止出租。这样，很多基本上不具备清偿能力的租客得以惨淡为继，粉饰了空置率，而且让业主的资产负债表看上去仍然接近新冠爆发前的水平。

但是，随着 V 型复苏希望的快速落空，人们又转而相信人为的高资产价格（以及与之相应的高投资利润）应该会下跌。一位分析人士称：“政府对经济体资金支持的影响已经转化为更低的（房地产）交易量，因为政府的支持公司业务得到了支撑，从而推迟了市场衰退的出现。但衰退迟早会来，这是一定的，无论是公司出售资产还是收入流枯竭的投资人无法达到利率偿债能力比率或者银行或破产管理人自己介入做为债务人。”如图表 1-4 所示，投资人盈利能力预期由此下降至接近 2009 年全球遭遇金融危机的水平。

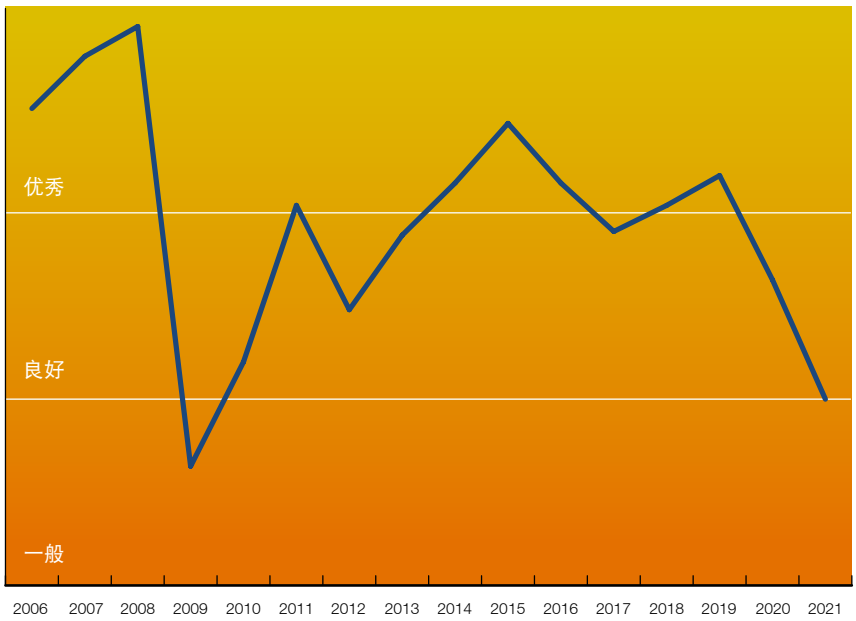
图表1-3 **2021年租金最有可能上涨的城市**

下降　无变化　上涨

1	胡志明市	5.33
2	新加坡	5.18
3	深圳	5.16
4	东京	5.11
5	首尔	5.01
6	大阪	4.97
7	悉尼	4.92
8	上海	4.89
9	广州	4.87
10	中国台北	4.78
11	北京	4.68
12	墨尔本	4.67
13	中国内地二线城市	4.63
14	孟买	4.60
15	班加罗尔	4.59
16	奥克兰	4.58
17	香港特别行政区	4.57
18	曼谷	4.55
19	新德里	4.55
20	马尼拉	4.42
21	雅加达	4.37
22	吉隆坡	4.32

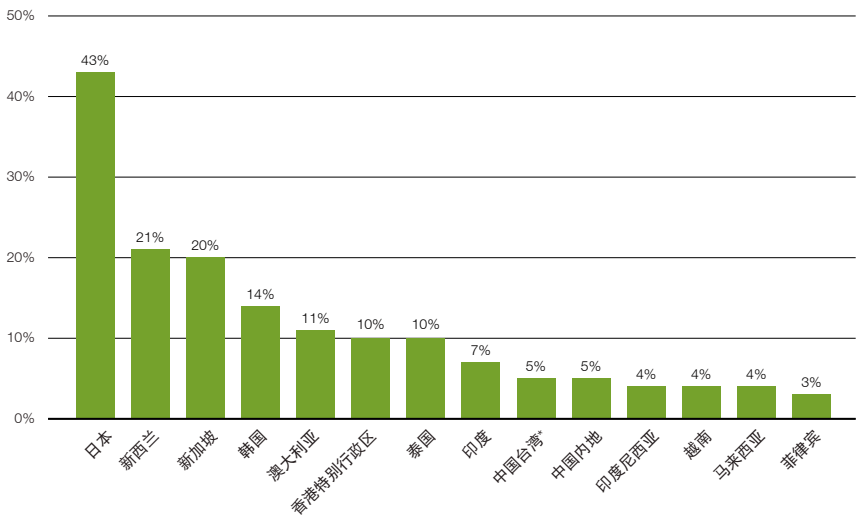
资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表1-4 **房地产公司盈利趋势**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

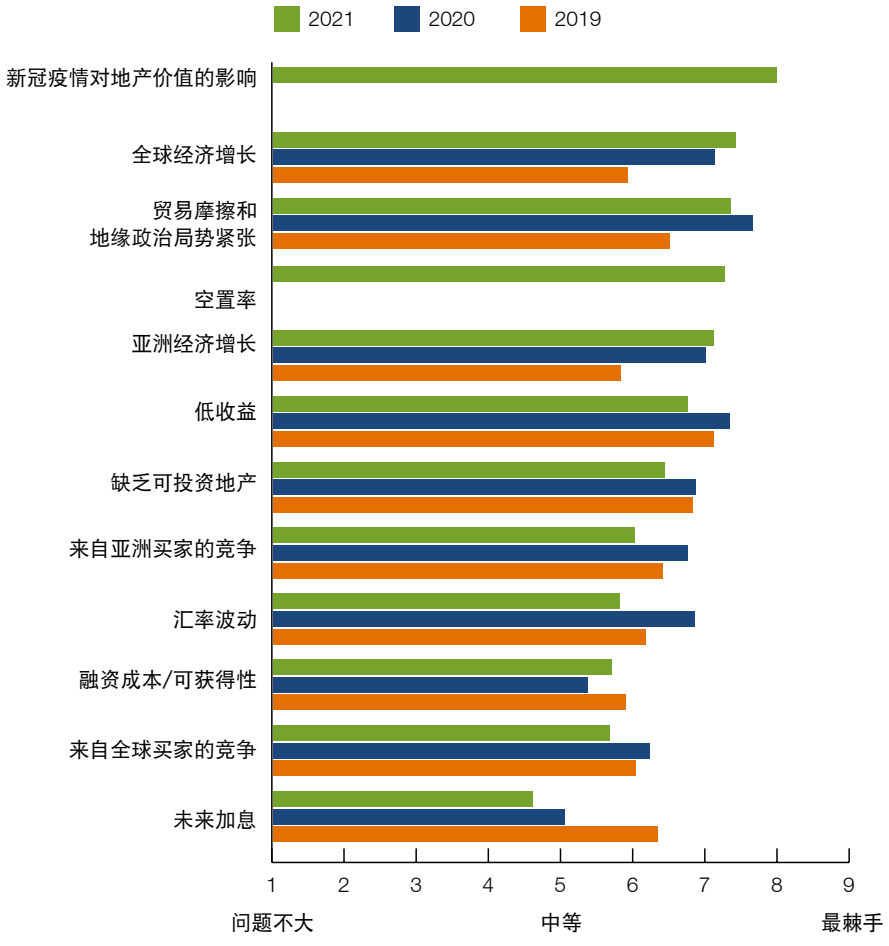
图表1-5　财政刺激方案金额占国内生产总值的份额（截至2020年7月30日）



资料来源：国际货币基金组织（IMF）。

* 中国台湾的数据来源于中国台湾政府新闻发布数据。

图表1-6　房地产投资人感到最棘手的问题



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

导致定价仍顽固不化地维持在高位的另一个原因是估价者不愿看到资产价值下跌，一方面他们依赖技术说明对市场的不确定性进行判断，另一方面他们希望 2021 年经济能够反弹。为此，估价者紧跟美国股票和债券市场，后者则在 2020 年 11 月屡创交易量新高。同样地，机构资产管理人在重建房地产资产组合平衡以保持法定资产分配水平方面也毫无压力。

此外，由于各国央行基本上肯定会在更长时间内维持更低利率，这样资产收益与债务成本之间的价差将进一步加大，资本化率进一步被挤压，从而导致资产估值更高。正如一位投资人所说：“由于人们一直以来都希望在资产推出时以低利率吃进，因此资产收益与债务成本之间的价差仍在拉大。但是，如果这种期望发生了改变，那么无疑将会证明资本化率进一步被挤压的正当性。”

实际上，无论如何目前的资产价格水平都太高了，这是银行对计划中的放贷交易进行资产估值后得出的重要结论，他们目前的估值比计划的交易价格低很多。正如一位顾问所言：“我认为估值人员是不愿意接受这样的现实的。（资产）收益下降了大约 25 到 50 个基准点，但是到头来，对我的考验是：现在有人愿意花那个价钱买下它吗？我认为实际的变化可能比反映出来的降幅还要低 15 到 20 个基准点。我还认为核心和非核心（资产）之间存在较大分化，比以往任何时候都大 —— 人们只是在推迟一个不可避免的纠正过程。”

. . . 直至曲终

现在的问题是：这种纠正过程何时开始？怎样发生？尽管银行“继续竭尽全力和保持沉默”，但一些受访者认为 2021 年第一季度当大量政府扶持计划到期之时，也许就是破釜沉舟之日了。

一位澳大利亚的受访者表示：“股市表现良好，因此房地产资产应该可以保值，因为我们还没有突破极限。但是，这也是为什么明年第一季度将会非常重要的原因。届时疫情期间的工作补助将会停发，失业率将会上升。其他资产类别也将重新定价。我认为到那时候据实对其资产进行估值的业主将会承受更大的压力。”

一位中介分析师这样评价：“我们认为 2021 年交易量将会强力回升，即使可能不会在 2021 年早些时候回升，毕竟这需要一些时间，因此或许在 2021 年下半年，当地产进入市场，出现价格调整后，这种强力回升也许会出现。事实上交易量已在回升中，我们已经接受了一些需要出售资产的客户的委托。不过与通常的交易者相比，他们更趋向一次性交易。”

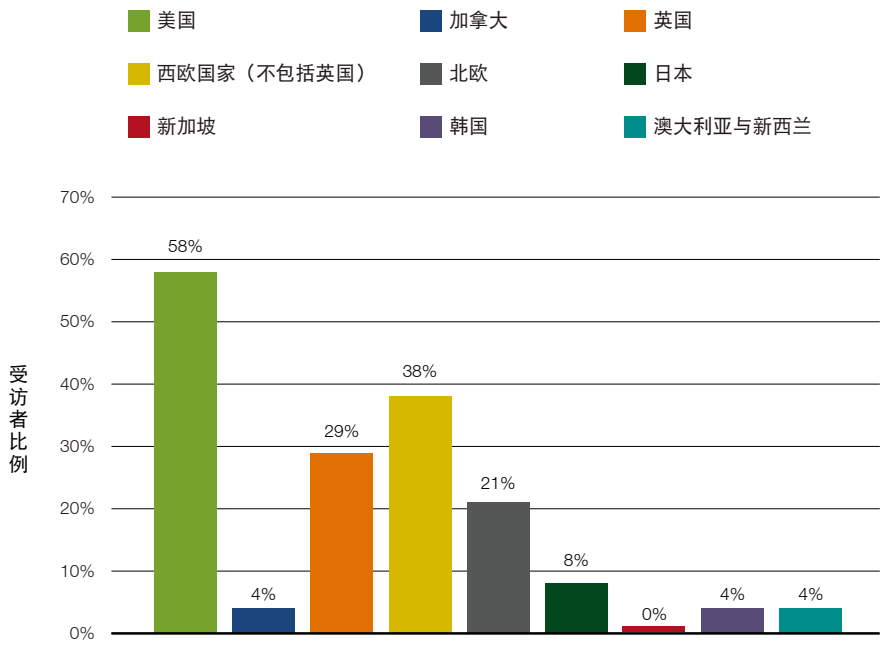
纠正的程度很难计划。但是，虽然如今的经济下行比全球金融危机时更为严峻，至少与西方市场相比，多数投资人期待其副作用能够得到控制。正如一位负责全球基金的经理所言：“相较于美国和欧洲，我们不认为亚太地区会遭遇困境，所以我们会为这两个市场准备更多投资弹药。”

原因是多方面的。首先，在控制新冠疫情方面，亚太地区多数市场相对较为成功，从而降低了对经济的影响。其次，“我们只是没有债。杠杆是导致危险的原因，无论好坏，我们即没有高杠杆，也没有深度证券化市场。”这与美国形成了对比，美国存在大量的证券化债务，因而催生了一种结构，特殊催讨机构在催讨贷款的过程中常常会看到更多机会，因此他们往往更趋向于占有资产，而不是采用折衷办法让业主保留其资产。

在亚太市场，仅仅是因为借款人违约而致使银行与大规模违约相关联的只占少数。此外，与全球金融危机时期的情况不同，如今的银行资本充足，而且更精通如何管理系统性威胁。各家银行也更趋向于与银行业监管机构共同解决经济的不良后果。第三，利率超低，也许还将更低。

除此之外，银行整体催讨贷款的成本奇高，而且往往弄巧成拙。用一位债券市场专家的话来说：“我认为不会出现类似全球金融危机期间的违约潮。经济控制方式以及银行发挥其作用的方式，并非随着他们的利益而使局势发生突然的变化，因为最终违约会反噬他们。因为你的借款人好战且不愿合作，你将潜在风险资本的成本提高两倍，你为一个无论如何也不会再筹资的交易耗费了大量的管理时间，却仍然需要支付交易成本。”

图表1-7　**投资人眼中能够提供最佳机遇的已开发房地产市场**



资料来源：普瑞奇 (Preqin) 投资人访谈，2020 年 6 月。

日本：主要观点

在全球投资者都转向安全资产以躲避风险的大背景下，日本市场已成为投资者们的必选地。日本市场拥有成熟与流动性兼备的核心资产，拥有现金流充裕的租户，以及对外贸依赖程度相对较低的成熟的国内市场。值得注意的是，2020 年前 9 个月亚太地区多国市场出现的交易量大幅下滑的现象，在日本市场却没有出现。得益于海外投资人的购买和少量大宗交易的成交，市场交易量小幅下滑 22%。

日本市场之所以不难预测，一方面这要归因于长期的低利率水平。低于 1% 的利率扩大了债务成本利差，并抑制了投资者通过加杠杆来获得收益的动机。此外这也是为何低于 3% 的资本回报率仍有下行空间的原因。

未来几年，日本（尤其是东京）有望持续吸引国际投资者。一位驻香港的基金经理表示：“我推测未来几年，所有资产类别的租金都会下降，但日本市场的资本回报率仍有压缩空间，因为我看到越来越多的国际资本将日本市场作为避风港。像中国一样，日本人开始重新回到工作岗位，经济基本面和流动性依然不错，产能正在逐步恢复。与中国不同的是，它有可自由兑换的货币。因此，就算你不打算在纽约市区投资，你仍可能会考虑在东京市区投资。”

截至 2020 年 10 月，甲级写字楼租金水平略有下降但仍相对稳定，空置率较低，增量供给有限。尽管对于长期交易东京写字楼资产的现金充裕的国内买家来说这些已足够有吸引力，但一些外国投资人却在规避这类资产，他们担心受疫情影响改变办公场所的行为可能导致空置率激增。“我预计明年会有更多租户归还租赁空间，”这位基金经理说，“日本公司一般不会裁员，但需要削减开支，而实现这一目标的方法便是放弃办公空间，让员工在家继续兼职工作。因此，如果东京和大阪的 A 级写字楼出现更多的空置，我也并不意外。“

与此同时，物流和多户住宅目前是“推动房地产市场发展的主要动力”。近年来这两类资产在日本市场都很受欢迎，尽管目前的资产收益率已被过度压缩（物流类资产约为 4%，多户住宅类资产不到 3%），但由于市场对物流的需求仍然强劲，这仍然是投资者愿意投资的领域。

另一方面，多户住宅资产的回报率也可能已经压缩到了极限。受居家办公人群的新需求驱动，投资人仍热衷于在东京市场上挖掘更大面积的多户住宅类资产（大约 35 到 40 平方米），尤其是在像品川一样交通便利、条件设施较好的区域。

多年来城市去中心化的趋势也促进了日本二线城市的发展。这些城市日益增长的吸引力源于他们欣欣向荣的经济基础、低人口密度的市中心及比东京低 30% 左右的生活和运营成本。一位基金经理表示：“我认为，人们要关注的区域不应仅限于东京市，而应拓展到整个日本。你可以很轻松地坐在大阪或名古屋工作，因为乘坐新干线（高铁）很快就到了。一旦磁悬浮开通，城市之间的距离就更近了。“

像其他国家市场一样，日本市场也会面临困难前景，但影响程度相对轻微，而且很可能仅限于特定的交易场景和资产类别。如本报告中别处所述，比如面临资金压力但资产丰富的企业进行售后回租交易就有可能受到影响。

酒店业是另一个受影响较大的领域。新冠疫情开始前，大量与奥运相关的投资已涌入日本的酒店行业。疫情开始后入境旅游交易量的骤降让酒店行业遭受冲击。一位东京的基金经理表示：“我认为亚洲其他地区的旅游业似乎复苏得比日本更快，尽管如此，未来几年日本的酒店类资产依然是有意思的投资领域，毕竟有许多场所即使在市场行情好的情况下建成也无甚意义，因此我们不妨大胆地只用房地产投资的视角来看待这类资产 —— 如果你把酒店改为他用，土地资产又会值多少钱呢？“

各资产类别销售额以及最活跃的地域/市场

	国家/地区	2020年第三季度销售额		截至2020年9月销售额	
		美元（百万）	同比	美元（百万）	同比
1	韩国	6,791.3	22%	15,654.0	0%
2	中国内地	5,164.8	-36%	21,714.5	-25%
3	日本	4,472.8	-62%	26,352.0	-22%
4	澳大利亚	2,933.8	-61%	11,484.0	-43%
5	香港特别行政区	2,633.8	-4%	5,337.9	-62%

资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：包括公寓、酒店、工业、办公楼、零售和养老住房地产交易。包括实体级交易。不包括开发场地。

不良资产 —— 漫长的等待

尽管本次亚太地区的纠正也许不会像全球其他地区那样严重，多数投资人期待 2021 年会有大量潜在不良资产和不良资产浮出水面，并且正在进行相应的资本部署准备。即使是交易和估值依然强劲的日本也似乎出现了一些压力抛售。正如当地一位投资人所言：“我认为不会是大河奔流的状态，甚至可能都不会是潺潺溪流，但是我确信水龙头要打开了。”

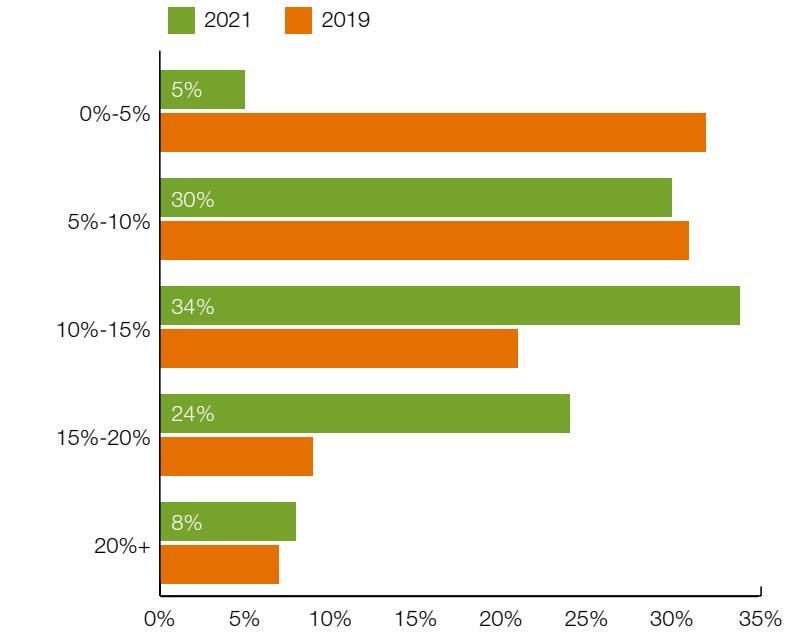
具有讽刺意味的是，在这个节骨眼上亚太地区的机会主义投资并不充足。多年来亚太地区机会主义投资基金筹集的资金一直在减少，2019 年更是达到了 10 年来的最低（根据仲量联行的数据，仅为 50 亿美元左右）。不过其他类型的资本却在增加。如一位投资人所言：“并未超出正常范围，但是与 4 或 5 年前相比，稍有不同，那个时候各投资团队聚焦的大多是普通型的交易。”与前些年相比，着眼于高回报的投资人在增加，尤其是机会主义投资和不良资产投资，这一点从图表 1-8 和我们的调查结果图表 1-9 可见一斑。

从地理上来说，受访者预期了可能出现大量被迫出售资产的三大市场。

中国内地 — 尽管中国内地一直以来都有大量的不良资产交易（部分原因是开发商们都有巨额贷款），这样的情况也只是相关方和地方政府进行调解的结果，而非公开市场的行为。不过在此时刻这种情况将何去何从仍是个待解决的问题。

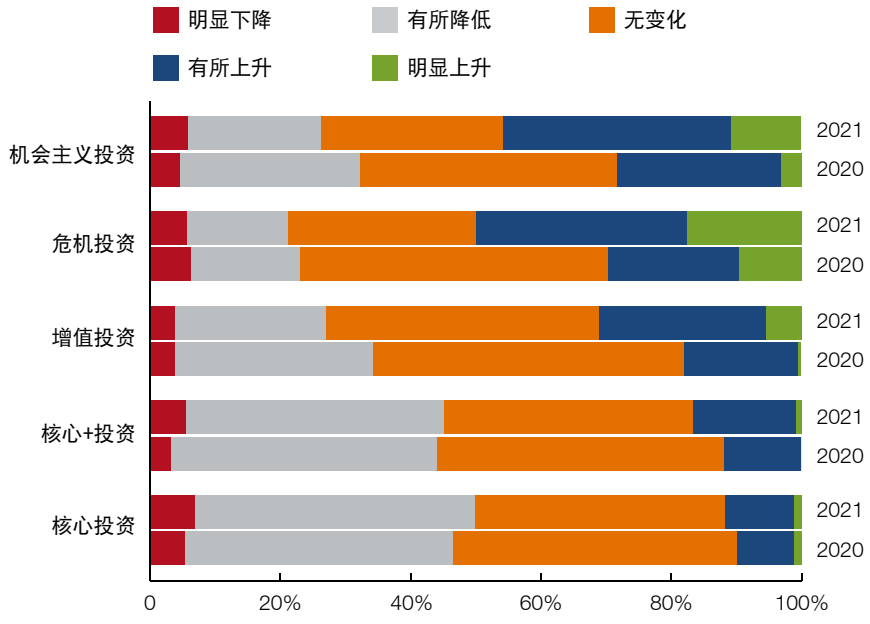
即便如此，尽管中国内地经济继续恢复，政府出台政策收紧针对开发商的银行贷款，包括最近公开（但尚未发

图表1-8 **从目前到2021年末投资人的目标回报率**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表1-9 **与2020年相比目标回报率的变化**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

布）的“三条红线”政策，正在产生重要影响。银行针对较小的和杠杆率较高的开发商收紧贷款，而这些公司目前正在寻找机会售出资产以便施工和买地。

然而急于出售资产的不仅仅是这些压力较大的小型开发商。根据上海一位境外投资人介绍的情况来看，大型开发商可能也在找机会售出资产以便“重新部署火力，从而继续疯狂收购。”

这是因为目前小型开发商正在以相对市场价值较大的折扣进行交易，这给较大型开发商创造了以较低估值增加土地储备的机会。但是，如果没有银行贷款的助力，一些开发商就不得不出售资产（包括商业地产），以便为那些交易筹措资金。“对于他们而言，可能是机会成本的问题，但是对于我们而言，是以较低成本涉足该等资产的机会——这正是我们的安身立命之本，”这位投资人表示。

此外，中国内地市场对新住房的需求似乎永无止境。不过几位投资人认为某些地区可能出现了供大于求的情况。其中一位投资人表示：“我确实认为有迹象表明中国内地住宅市场供过于求。针对住宅市场泡沫破裂的问题，我们已讨论多时，不过我认为泡沫不会在当前破裂，我们会看到更多违约和不良资产，可能以一个可控制的节奏。此外，由于国外投资人出行受限，无法亲眼看到此类交易，我认为中国政府将会抓住这个大好时机，与本地资产管理公司坐下来好好谈谈此类问题。”

到目前为止，中国内地仍然是亚太地区（也许是全球）经济最为强劲的市场，因此这些机会更像是周期性、而不是系统性经济疲弱的反映。一位国内开发商以自己公司在“十一黄金周”期间住宅销售同比增长 30% 为例，指出第四季度消费者需求出现了强有力的反弹。因此，中国内地的开发商也许仍然能够足够快地处理住宅资产，从而避免信贷短缺，尤其是当他们愿意打折出售的时候。

印度 — 继 2019 年政府对开发商融资中存在的不法行为进行了打击之后，印度房地产行业在 2020 年再次遭遇风暴——新冠疫情的爆发与监管收紧的双重打击。因此，目前开发商比任何时候都缺钱。“可能 95% 以上的印度开发商都在承受着巨大的现金和流动性压力，”一位当地顾问表示“目前正处在发展的关键点，能挺过去的就能活下来，其他的则可能倒下。”

多数国际投资人继续关注经过实践验证的商务园资产，他们也是迄今为止成功试水的印度房地产投资信托（REIT）的目标。考虑到该国庞大的业务流程外包（BPO）产业，该行业还可能受益于多数在应对与新冠疫情相关的问题的西方公司逐渐增加的离岸业务需求。

不过，目前印度正在进行的宣泄过程也在创造可观的行业联合，并产生了大规模的解困资本需求。因此，印度被许多国外机构性基金和私募基金视为解困机遇的来源。

对于此类交易的重点关注对象仍是住宅市场，据德里一位顾问透露，在优先担保基础上为中等住房项目提供最后一英里施工融资所获得的内部收益率（IRR）高达 23%。

澳大利亚 — 疫情对地区经济（尤其是墨尔本）的消耗性影响已经反映在空置率的上升和租赁激励上，由于失业率上升，政府扶持政策措施到期，预计租金将进一步降低。但是，投资人认为澳大利亚是不良资产的来源，与当前市场疲弱的关系较小，而与经济发挥结构性功能的关系更大一些，因为在西部，处理不良资产的机制成为热点话题。“我个人认为澳大利亚是最透明（亚太地区）的不良资产市场，”一位受访者表示。“因此一旦机会出现，（投资）基金就会出击，他们手里都备好了资金，不过他们目前不得不等待——即便是核心基金也在奋力部署资本，因为旅行禁令他们出不去。”

很明显，市场和资产不同，纠正的程度也必然不一样。多数投资人仍然不希望以批发价议价。一位关注亚太地区的分析师表示：“一切都与经济相关。我们不希望经济崩盘，我们也不希望地产泡沫继续下去。我认为小幅调整比较好，10% 到 15% 的调整足以保证健康的重置。如果能够实现小幅调整，则无需 30%，40% 及 50% 的大幅调整。”

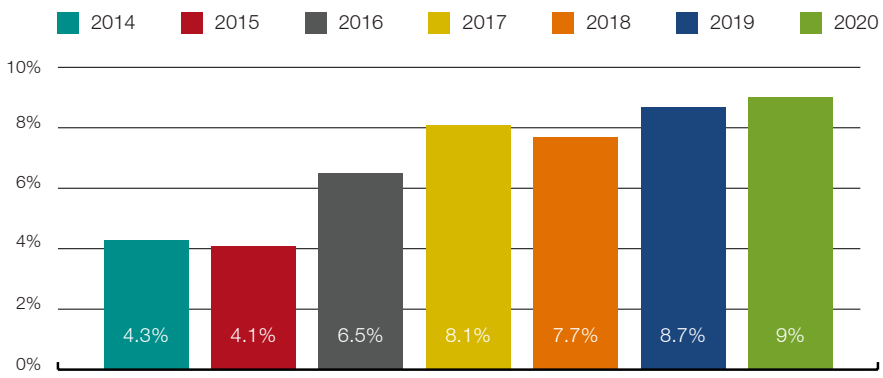
不过有些市场正在经历更深的下行。香港特别行政区一位受访者在谈到当地市场时表示：“如果我们在讨论 15% 到 25% 的调整，那么我们可能属于这个范围，核心层级物业可能 15%，二三层级物业可能达到 25%，如零售地产。”

也许导致这种方式下行的主要原因是近年来没有投出去的投资资本不断积聚。世邦魏理仕（CBRE）的数据表明，2020 年第一季度，亚太地区限额基金持有的希望投资当地房地产的资金约为 510 亿美元。由于长期投资人手里的钱比可供购买的资产多，尤其是考虑到未来即将上市的许多资产貌似都是一次性销售，他们也许不会浪费自己的优势。

另一种能够继续支撑中长期价值和资本化率的长期转变是利率的持续走低。上海一位基金经理称：“我们现在面对的现实是全球基本上都加入了日本的实验，也就是我们都要长期维持 0 利率。对于能够带来收入的高品质商业地产而言，这无疑是令人难以置信的强劲顺风，这种长期转变也加速了从固定收入到有收益的收入的实体资产的转变，相关的资产，从 0 收益的债券，到 2%，3%，4% 的商业地产，将会极具吸引力。考虑到仍在观望的投资人数量，我认为事实上市场还未充分定价。”

这样的扩展不仅看上去更具吸引力，它还鼓励机构投资人将更多的资金分配至他们的地产投资组合。根据资产管理公司 Invesco 进行的一项全球主权财富基金调查，2020 年，全球主权投资人平均将其管理资产中的 9% 指定用于房地产投资，与 2015 年的 4.1% 相比，增幅可观（见图表 1-10）。

图表1-10　**主权财富基金房地产布局趋势(所管理资产百分比)**



资料来源：景顺集团（Invesco）。



企业资产出售

由于各经济体发展放缓，企业资产负债表出现了明显的负面暗示。同时，许多亚洲公司将大量资本系缚于房地产上，这些资产可以用来处置获得资金。一位受访者表示：“亚洲公司，尤其是大型制造商，都偏重资产，而美国公司则在很早以前就采取了轻资产策略。有些公司可能在寻求营运资本，无论如何，出售资产能够起到一定的作用，因为进入亚洲市场的大量长期资本正在鼓励结构性转变。”

有时候，此类资产是很少拿出来交易的优质产品。比如一位菲律宾投资人表示最近市场上出现了马尼拉中央商务区最好的楼盘。“过去几年中我一直在寻找这个区域的产品，最近突然就出现了三个，价格与新冠疫情爆发前持平，都是高净值家族持有的资产，”他介绍说。“他们并不打算甩卖，但是要知道这些业主通常根本不必考虑出卖资产。”

许多以这种方式出让的资产采取了售后回租的结构，无论新冠是否爆发，这都是更好地利用公司资本的方式。一位投资人如是评论：“如果你通过出售和回租能够继续使用你的资产并扩大潜在信贷实力，那你为什么还要持有他们呢？此外，你没有充分发挥你的信用评级、你的品牌以及你的权力的作用。这样，你获得了很好的合作伙伴，实现了资本组合多样化，也许还有其他你希望利用这些资本做的事情。”

售后回租交易往往涉及的是位于非核心区域的高品质资产（包括土地），而且价格通常比正常情况下同等楼盘的价格要低，至少有一个风险调整的基础。除公司写字楼外，投资人也在寻找包括物流设施（尤其是新加坡）以及大学在内的潜在交易，这些交易通常包括大量的房地产投资组合。当收费型收入枯竭时，他们通过出售这些设施来获得现金。

有些交易的结构颇具创新性。新西兰的一个出售回租交易设立了一个信托，交易涉及一个加油站便利店投资组合，该投资组合随后出售给一家房地产投资信托，后者通过私人配售将一部分资产转给了合格的股东。其他交易则包括了回购条款，允许卖家在给定的时间框架内重新买回该资产。

在日本，由于近来出现了提高企业治理实践的趋势，售后回租交易在新冠疫情爆发前就已经存在。然而在亚洲其他地方，随着家族经济的世代变迁，公司管理也在朝着相同的方向发展。

同时在印度，售后回租交易却少得可怜。一位当地人士称：“尽管这种想法合理，但是在印度还未展开。最大的挑战是很多地产已经充分利用了杠杆。此外，市场上的买家也不多 —— 即便卖主诚心想卖，金融提案也可行，可面临的挑战是找不到下家。”

关注开发风险

全球不景气导致商品和服务需求减弱，从而不可避免地导致对空间需求的降低。空置率上升，投资人对经济衰退的深度和长度的不确定，导致他们对场地开发的欲望减退。

其结果之一是，尽管核心资产定价依然坚挺，但整个区域的开发活动被延期或者减少。据悉尼一位基金经理介绍：“这意味着寻求额外风险回报的人们需要到开发产地实地考察。所有资本都不在关注风险，风险最高的开发是需要你实地考察其定价是否发挥作用。因此在墨尔本，主要是因为这里开发机会多，我认为应该关注墨尔本的资产，因为他们价格上涨的潜力最大。”

但是，对于对的产品，尤其是具有长期吸引力的资产，需求依然强劲，而且大量机构资本仍然密切注意着亚太地区的核心资产。

因此，机会主义基金继续寻觅开发并持有核心资产的机会。正如一位机会主义投资人所说：“投资人对于收入生成型资产可谓贪得无厌，他们希望构建非常核心的收入流。这就带来一个问题，怎样定义核心？有人说如果不是甲级写字楼就不能称为核心，但是我们不认为甲级写字楼是核心资产，因为有些华而不实的甲级写字楼很难产生具有韧性的收入流。对于我们而言，核心是要找出需求所在，之后创造一个我们能够销售的持续收入流。在此框架下，我们的目标是管理风险，始终致力于为满足国内需求而开发，无论是地缘政治还是外汇风险，这是最具免疫性的做法。”

事实上，聚焦买入满足国内需求的资产是适用于所有资产类别和地理位置（尤其是中国）的定海神针，因为在出口增长已经不大可能的时代投资人选择这种方法保住他们的财富，部分原因是出于对地缘政治的考虑，另一个原因是西方市场短期 - 中期经济前景黯淡。

继续转向安全资产

由于投资人将自己定位在处于一个经济周期的末尾，因此规避风险也是多年来投资区域门户趋势的驱动力。现在，预期已久的黑天鹅事件已然到来，投资人的主题仍然是转向安全资产。一位中介分析师表示：“如果对我们的客户进行调查，那要问他们接下来要买入什么，多数客户可能会首先考虑具有不良资产的地方——虽然目前还没有。此外，如果你在寻求安全和保险的投资机会，你可以去日本以及澳大利亚找某些类型的资产。”

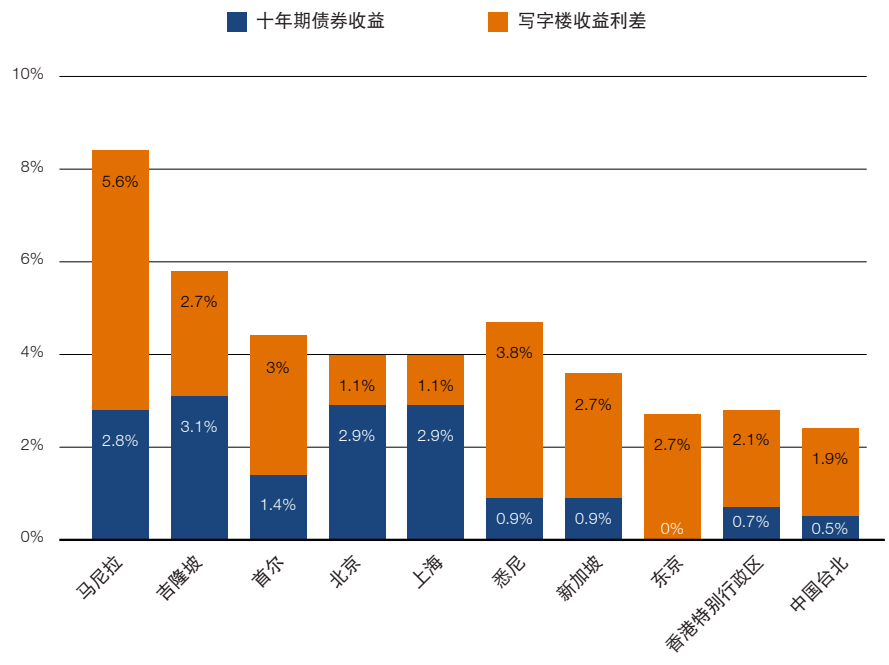
今年的投资前景排名中，以流动性和透明性著称的东京和悉尼名列前茅。东京依然是投资人的心头好。RCA 的数据显示，2020 年前 9 个月，尽管交易量总体下降 22%，但东京依然是继韩国之后交易量最大的地区。尽管东京的投资市场依然被当地开发商和保险公司把持，但境外投资人有望获得更多机会购入他们寻找的资产类型，尤其是大公司出售的非核心资产。

一位当地基金经理表示：“日本的财富都被大公司驱动，而这些公司的情绪往往滞后，要等到他们看到海外业务如何应对危机才会做出反应。我们目前就处在这种之后中，总体情绪不是很好，但人们认为也许情况也没有那么坏，这也是为什么我认为房地产相关的市场情绪会有一个从坏变好的过程。在那个转折点会出现机遇，因为安倍经济学令房地产价值持续上涨，我认为企业的管理层可能会希望适时收割这部分收益。”

新加坡也属于第一梯队（去年，新加坡名列第一），但是与其它两座城市相比，它在流动性方面有些逊色。新加坡引以为豪的是其拥有大量的核心资产，而且其甲级写字楼的定价比香港特别行政区低 30% 左右。

> *“如果你在寻求安全和保险的投资机会，你可以去日本以及澳大利亚找某些类型的资产。”*

图表 1-11　**甲级写字楼资产收益率与无风险折现率利差**



资料来源：第一太平戴维斯研究与顾问咨询部。

卖旧买新

总体而言，投资人对特定资产类型的关注度要高于对特定地理位置的关注度，尤其是在下行市场仍韧性十足，能够带来收入流的资产。在当前的环境下，这意味着资本循环要远离正在经历周期性或长期逆风的支柱资产类别（例如写字楼、零售地产以及酒店地产），趋向于之前被认为是另类资产的资产类别（例如物流、多家庭住宅、数据中心、入驻了诸如生命科学等学科的技术导向型产业园）。

因此，在投资人纷纷转向安全资产的过程中，另类资产类别的资本化率也在不断压缩。

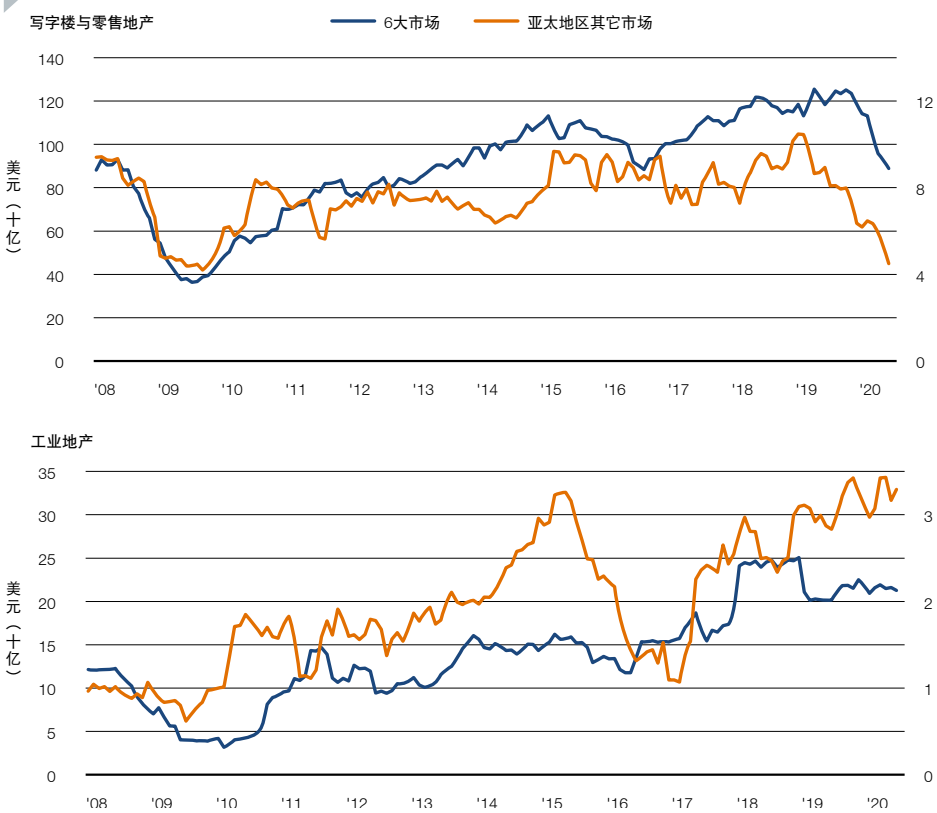
建后出租住宅

建后出租住宅也是一个需求领域（更多详情见第三章）。一位受访者表示：“新冠疫情期间客户们告诉我们零售地产投资组合仅收回了 25% 到 30% 的租金，而且有些市场这种情况仍在继续。写字楼的情况稍好一些，可能在 70% 到 80% 之间，不过有些人对此也表示怀疑。不过多家庭住宅的表现很不错 —— 多数市场收回了 90% 及以上的租金。因此，投资人喜欢该等收入的可持续特性，他们会开发更多这类资产以获得收益。”

物流地产

物流地产是投资人竞相追逐的另一个收入流强劲的市场（详情见第三章）。物流地产在新冠疫情爆发之前已经备受追捧，疫情的爆发导致线上购物飙升，制造商开始囤积所需零部件（之前他们都是无库存采购的），这进一步利好物流地产的前景。

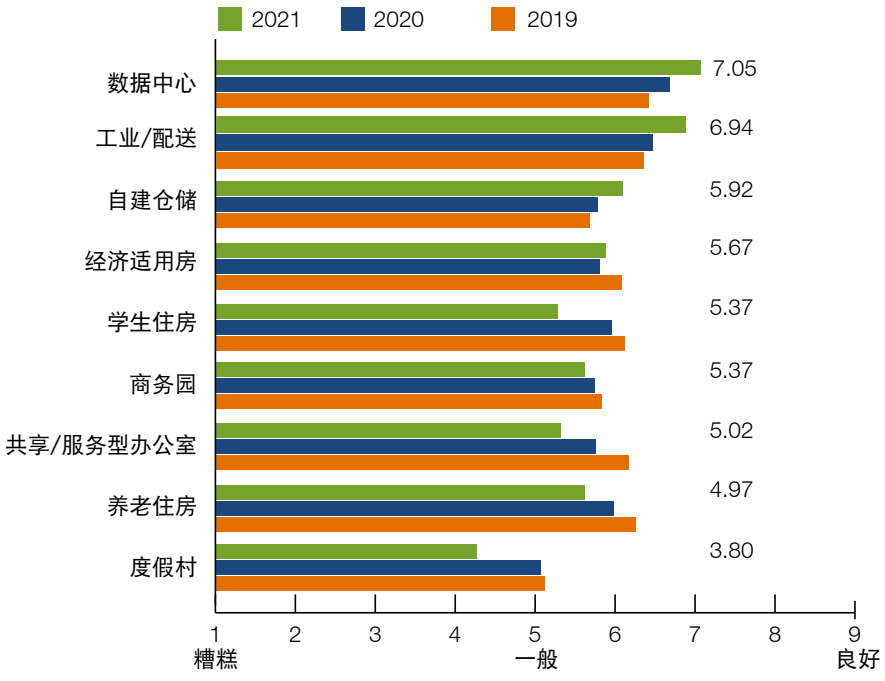
图表1-12　**亚太地区6大市场与二级市场12个月滚动交易量（2020年上半年）**



资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：6 大市场包括澳大利亚，中国内地，香港特别行政区，日本，新加坡以及韩国。

图表 1-13　**2021 年另类地产前景**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

由于整个亚太地区物流设施都出现结构性供给不足，这意味着在可预见的未来，需求仍将持续。投资人担心的是：首先，线上销售的增长可能见顶甚至出现下降；其次，由于资本化率进一步压缩，行业定价变化力度会超过市场。一位投资人分析说："如果你想进入这个市场，就必然会考虑这些事情，但是问题在于这些事情都显而易见。因此，其他人也在尝试，那么价格肯定就上涨，最后你可能很难获得收益，因为你已经付出太多。"

数据中心

同时，数据中心已经成为另一个令投资人趋之若鹜的资产类别。仅仅几年前这个细分市场的专业性及其密集操作的特性令许多房地产基金望而却步。如今，他们的想法已经发生了变化。亚太地区互联网宽带安装容量的强劲拓展（据数据中心运营公司 Equinix 称目前的年增幅为 56%）令数据中心开发也创出历史记录。多数数据中心都是投资级资产，如超大规模数据中心。中国内地在这方面的支出尤其高，RCA 的分析表明 2020 年 10 月之前的一年中，中国内地的科技、电信以及数据中心交易额几乎达到 15 亿美元。2020 年上半年，亚太地区对数据中心的总投资占该地区房地产交易总量的 2%，而 2019 年全年该占比不足 1%。

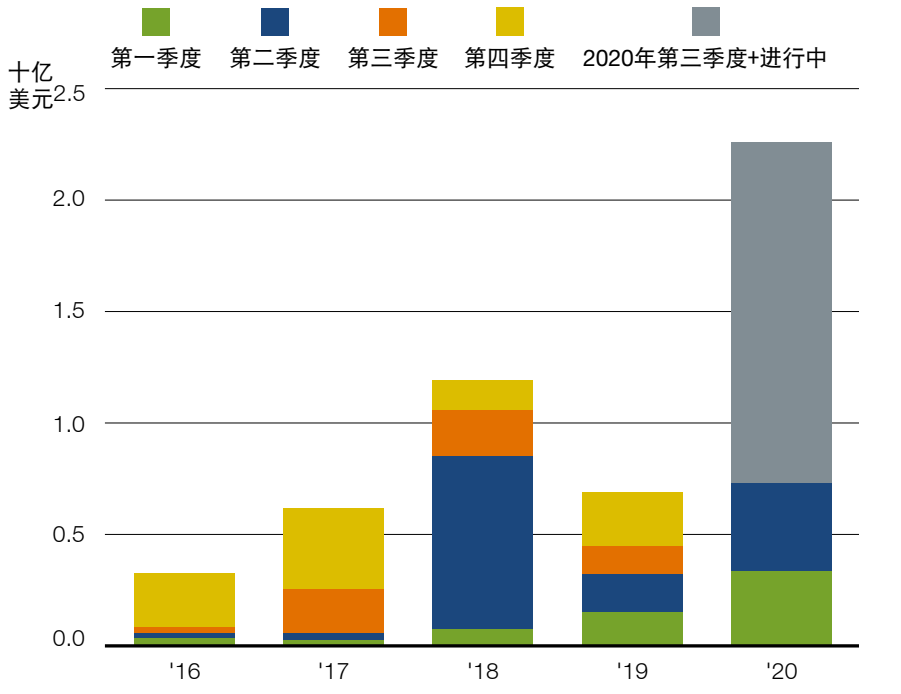
新加坡、香港特别行政区、东京以及悉尼被认为是数据中心一线市场，中国内地则是发展最快的市场，印度目前接近临界水平，很多大型运营商和投资人纷纷在印度境内开设办事处。

尽管宽带容量需求不断增长意味着在可预见的未来数据中心的开发将会继续，对于投资人而言这仍是一个具有挑战性的细分市场。收入逐渐集中在一小群大用户手里，给进入造成障碍，也造成了议价实力的不均等。此外，因为数据中心越来越大、越来越复杂，运营压力也逐渐加大。

由于对服务质量要求苛刻，既要保证资产价值又要稳住租客，投资人更趋向于将数据中心构建为集成业务的一部分，而不仅仅是一个房地产资产。在此过程中，他们与运营者建立了伙伴关系，而且逐渐建立起自己的内部专业团队，有时通过买入整个经营团队实现。此外，他们将目光放得更加长远，通常会将目标设立为可以出售的资产组合，既可以作为一个平台出售，也可以通过 IPO 上市。

一位活跃在该市场的投资人表示："我对数据中心的信心要比物流地产更大，因为物流地产几乎没有进入门槛，更容易定错价格。因为，如果你在考虑什么因素能让数据中心的成本增加，答案不是土地。你可能很难同时发现土地和电力配额，如果地价上涨一倍，建造成本也仅上涨 10%。你的机械、电力和水暖（MEP）就是你所有的成本，由于这些都可以全球采购，因此更加灵活。这意味着这些部件价格被哄抬的可能性不大。"这位投资人援引了 2020 年中期数据中心的内部回报率大概在 25% 左右，假设期末资本化率为 8%，非杠杆现金成本收益率在"10% 到 15% 之

图表1-14　**亚太地区数据中心投资额**



资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：数据包括高端写字楼和工业建筑。

澳大利亚：主要观点

表面上看澳大利亚的房地产市场依然表现良好。尽管疫情状况不断恶化，墨尔本又延长了封锁期，但甲级写字楼的租金水平在 2020 年第三季度依然保持稳定。毫无疑问，联邦和各州采取的经济刺激措施对房地产市场的维稳发挥了一定作用。

然而，若透过现象看本质，便可窥见当前市场所承受的压力。本地投资人的购买力已然枯竭。悉尼的一位投资人表示：“国内的投资变得非常谨慎。澳洲养老金的投资在经济状况良好的时候也相当保守，所以当前他们更不会在市场上进行交易 —— 眼下的资本市场一片死寂。“

租金水平自高位疲软多年后，最近呈下降态势，但截至 2020 年 10 月，已然反弹 25%-30%。仲量联行数据显示，悉尼写字楼的转租空置率也同样维持在 2.7% 左右的高位，即 13.5 万平方米，同比 2017-2018 年间只有 0.3%-0.4%。

澳洲政府的主要经济支持项目 —— 工作人员报酬计划（JobKeeper Payment Scheme）将于 2020 年 12 月到期（小型企业将于 2021 年 3 月到期），预计到 2021 年初澳洲国内经济将出现恶化，大量办公空间将被退租。正如一位受访者所说：“当这些 (计划) 结束时，需求端经济要素将异常疲软，投资回报也会更低 —— 市场上将涌现更多的不良资产。”然而，由于尚存在不确定性，目前没有人愿意以低于账面价值的价格处置资产。”

虽然市场基本面已然恶化，但截至 2020 年 11 月初，投资市场仍然表现强劲。透明、稳定和成熟的悉尼和墨尔本的写字楼资产向来是海外投资者们的心头好，而在当前的市场环境下，此类资产的避风港属性及长租赁期限（如 10 到 15 年）可以为资金提供稳定的收益保障，因此愈发显得有吸引力。

当地一家房地产开发商称，银行已于 2020 年停止了止赎，但对于新贷款，“可以看到有更多的限制 —— 从澳大利亚银行贷款越来越难，成本也越来越高，因此我们依然倾向于购买外国资本和债券。”同时，另一位投资人表示，“利率正处于历史最低点，如果市场认为这种情况会长期持续 —— 非常有可能会持续，那么人们可能会考虑降低房产投资回报率。”

尽管价格有所回落，但投资人仍持乐观态度。用悉尼的一位基金经理的话来说：“如果把一个出租率高的写字楼资产放在市场上出售，尽管目前转租空置率持续上升，但海外市场对澳洲写字楼资产的需求依然相当强劲，因此你依然可以期待 4.75%-5% 的投资回报率。考虑到未来租金增长水平会降低的事实，投资人也会欣然接受更低的总投资回报，但我仍然认为他们对这个市场持相对乐观的态度。”

当前市场面临的主要问题是销售疲软。一定程度上来说，这是由市场定价的买卖价差所致，但也与澳大利亚养老基金保守的投资风格脱不了关系。此外，这也反映了澳大利亚市场在外国投资者眼中的受欢迎程度。就整体比例而言，国际买家在澳大利亚市场一直比其他亚太地区市场更为活跃。眼下由于旅行禁令限制非澳大利亚人进入澳大利亚，国际买家的缺席进一步导致澳大利亚本土买家投资行为的放缓。世邦魏理仕数据显示，2020 年前三个季度的交易量仅为 150 亿澳元，同比下降 46%。一位本土基金经理表示，“我认为在可预见的一段时间内，“封国“禁令可能会成为市场发展的最大障碍，因为我们确实依赖境外资本。”

零售板块也呈现出意料之中的低迷态势，一位投资者称其资产估值下降了 15%。此前一向被视为“刀枪不入”的 CBD 商区资产受到的影响最为严重。

与此同时，疫情也让住宅房地产市场陷入新一轮颓势。随着新移民和国际买家（尤其是中国人）购房行为的戛然而止，市场的萎靡态势将会加剧。这将进一步打击投资者积极性，特别是在市中心地区的投资。值得一提的是，近年来学生公寓住宅作为一类机构投资资产在澳大利亚市场迅速崛起，眼下因停课和外国学生无法进入澳洲的现状而遭受重创。

物流部门的近况则相对乐观。和亚太地区其他国家市场一样，澳大利亚的物流业发展势头强劲，2020 年前 9 个月的交易量与 2019 年同期大致持平，约为 47 亿澳元。

未来，建后出租的住宅资产有望成为澳大利亚市场的抢手货。这一方面是由于政府规划和税收政策的变化会导致更多的人倾向于租房而非买房，另一方面投资基金也一向对其青睐有加（将其视为一种保守性投资工具）。

与此同时，大城市居民往农村迁移的行为也导致区域性房地产市场的价格和租赁活动飙升。SQM 研究数据显示，2020 年 3 月至 10 月期间，悉尼和墨尔本市中心地区的房屋空置率增长了两倍多，分别达到 12.9% 和 11.1%，与此对应的是许多区域性房地产市场的房租空置率下降了不到 1%。虽然受访者普遍怀疑亚太地区的城市居民是否会接受远程工作的方式，但考虑到澳大利亚大城市市中心高昂的住房成本，澳大利亚市场可能会是例外。

有悖常识的赌注

到 2020 年 11 月初，投资人中间弥漫着的日益增长的悲观情绪已经非常明显。不同地方的投资人对特定地理位置或资产类别的观点大相径庭，指向了通过反向押注实现套利潜力的负面情绪。尤其是：

- 酒店地产前景黯淡，因为银行开始将财力薄弱的运营者赶出市场。但是国内旅行需求的增加好似黑暗中的一线曙光。此外，酒店地产也被列入了适应性再利用的名单，尤其是以多家庭住宅的形式亮相。承销模式将不得不改变，不过在一定的定价水平内，有很多再定位方向可供选择（更多有关酒店地产的信息请参阅第 3 章）。

- 写字楼依然是让投资人举棋不定的资产类型，因为当前的危机让人们不得不思考一个问题：一旦疫情过去，其对传统空间的需求将会产生哪些影响。大多数受访者看到了居家办公和分散化趋势。不过，与西方国家相比，亚洲好像不是很适用，因此买家有所退缩，价格也许会更优惠，或者至少对资产的竞争会有所减弱。特别地，在亚洲（澳大利亚除外），写字楼长期租赁不是很普遍，因此通常会提供其它类型资产无法比肩的更为舒适的途径。

- 在网络零售崛起的冲击下，零售地产供过于求，被普遍视为市场毒药。一位投资人如是抱怨：“零售前景不明朗。”另一位则表示：只要你一提零售地产，人家分分钟失去兴趣，顾左右而言他。人们对于核心市场较大规模的商场更是悲观。举例来说，2020 年 10 月香港特别行政区的零售总额与 2018 年的巅峰时刻相比，几乎腰斩。此外，由于中国内地高消费人群不再返港，改变似乎也迫在眉睫。

  新加坡的零售地产也在劫难逃。正如当地一位分析师所说：“给你的感觉是即便新加坡城郊的购物中心资本化率达到 5，高于历史平均值 4，也起不到什么作用。”

  然而，有关零售地产的意见并没有一致的负面。一位中国内地基金经理表示：“对于我们而言，这就是反向押注，我们之所以还活跃在这一细分市场，是因为总体而言投资人将零售地产作为一种平均资产类别进行定价。但是以我们的经验来看，并非如此，其定价完全依赖于地产的具体情况。比如，设计得是否合理？视野是否良好？周围是否有大型社区顾客来源？是否享有便利的公共交通？因此，如果我们有机会以目前的平均零售地产价格购入高品质或者管理不善（可以通过有效运营来改善）的此类地产，就可能是捡了个大便宜。”

  例如，在香港特别行政区，一位开发商指出，细分市场不同，效益可能会天差地别。比如，如果货品搭配得当，既有奢侈品，也兼顾大众生活必需品，那么效益应该不错。中端市场最痛苦。他认为，总体而言，面对当地消费者的零售设施要比面对游客的更具韧性。

  另一个有着积极经历的细分市场是不可任意支配空间。这尤其适用于位于城郊、交通便利、周边有大量居民客源的较小规模设施。一位中介如此评价：“我们看到了极强的流动性 —— 以超市为基础，包括酒铺、药店、报刊经销店等满足民众日常生活所需的店铺。澳大利亚市场有不少出售项目，但因为无数双眼睛都盯着那个设施，因此不存在降价的可能性。但是换个大一点的设施，情况就不一样了，光是收房租就让人头疼。”

在中国内地，“尽管也有供过于求的可能，但你仍然可以建个大型购物中心，如果路子对了，大可自信满满，因为消费者基数太大。”收入的增加以及相对较低的零售设施渗透率，使得定位良好的资产依然能够取得成功。官方数字显示，2020 年 9 月，中国内地零售销售额同比增加 3.3%，这说明经济的快速反弹缓和了任何与疫情相关的需求下降所带来的冲击。

因此，细分市场和位置的挑选和选择非常关键。事实上，舆论如此不看好的事实反而鼓励了那些逆势而为的博弈者。悉尼一位基金经理这样说：“在未来的 24 个月里，这可能是最大的机会了。每个人都惧怕这个细分市场，将其划入普通资产类别，但事实并非如此。几十年来它都被完美定价，但是我认为在接下来的几年里，它可能会给与我们一些有趣的机会。”

最后，无论前景多么黯淡，只要价值降得足够低，即便是不可行的设施也会有转机。正如一位新加坡投资人所注意到的那样：“每一件东西都有一个颇具吸引力的卖价和买价，因此，如果价格足够低，那么事情就会有趣起来，因为将会上演一出重新定位的大戏，重新找到适合它的用途 —— 市场仍然需要实体零售地产，问题只是你如何利用这些资产。”

中国内地新热潮

整个亚洲城市中心的强劲增长导致城市土地严重短缺，同时很多场所逐渐老化或者不能满足当前的使用需求。因此，各地政府希望对其城市进行改造，从而挖掘更多城内可开发土地。

尽管各个市场所采用的模式各不相同，但城市更新最积极的拥护者无疑是中国。城市再开发已经成为国内开发商获得新地块的主要来源。

自 2016 年以来中国掀起了城市更新热潮，其促进因素是多方面的，各级政府也不断推出各种倡议，以便简化相关规定、批准程序以及土地转化过程。此外，还出台了详细的规定，正式确定了相关行政流程，从容积率到土地使用权转化再到土地溢价计算都有章可循。在土地严重短缺的区域，主管机构持续简化相关程序并委托其他方处理一些环节，确保新项目能够更快地上市。

广东省 —— 尤其是深圳周边地区 —— 城市更新活动最为活跃。部分原因在于该区域承载着一些全国试点计划，另一部分原因在于大湾区已经开始全面开发。官方数字表明 2009 年以来，广东省已经通过城市更新获得 5.34 亿平方米的土地，占其已建成面积的 9%。

地方政府积极推动城市更新进程，在选址上充分考虑特定的用途，通常包括一个村庄或者一间废弃不用的工厂（深圳作为制造业中心的辉煌时期遗留下来的设施）。由于当地投入巨资打造基础设施，因此规划者通常会考虑公共交通导向型开发。由于补偿丰厚，受其影响的居民和土地拥有者很少反对（至少原则上不会）。

大多数场地用于居民区建设，因此还会配套综合用途设施。此外，规划指导方针毫无例外地会根据环境、社会和治理（ESG）合规性要求设置一个基准，其中规定总建筑面积的 8% 到 12% 要用于建设经济适用房，需要交还给政府。

对于开发商而言，除了拿地方便之外，此类项目的另一大吸引力在于拿地成本极低。一位活跃在当地城市更新领域的开发商表示，目前在深圳此类项目的平均地价为每平米 1.4 到 1.5 万元人民币，而常规土地拍卖地价则在 4 到 5 万元人民币之间。只此一项，开发商即可获得 40% 到 50% 的毛利润，大大高于常规项目 20% 到 25% 的盈利水平。

同时，风险也相应更高一些。时间线拉长，不确定性增加，与当地居民就重新安置和补偿事宜等问题进行协商也是潜在的瓶颈，由于讨价还价过程的不确定性，这个瓶颈很难量化。平均开发周期长意味着资本再利用变慢。

目前，城市更新已然成为中国内地房地产行业的一个主题，投资前景非常广阔。从历史角度来看，对外国投资人来说，深圳是个具有挑战性的市场，但是在深圳投资的优点是，其流程更加透明，可开发选项更多。此外，作为大湾区开发计划的重要组成部分，深圳有中央政府支持，这意味着其基础设施投资以及各种投资刺激将继续利好资本流。

正如那位开发商所言：“位置很重要。广州和上海与深圳的情况就大不一样，位置不同，项目的价值也千差万别。如果所处地点土地供应极其有限，那么土地价格就会更高，这意味着利润要降低。”

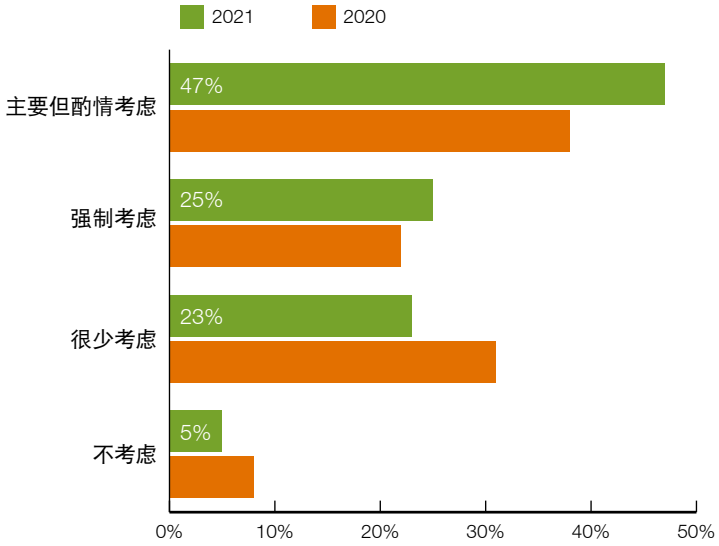
疫情加速环保议程

在新冠疫情爆发之前，亚太地区的投资人已经开始推动 ESG 问题了，地区房地产行业已经达成共识，认为符合 ESG 要求不仅是担起社会责任。特别地，大家对 ESG 的认识得以深入，通常直接解释为达到底线要求，因为建筑如果不达标，那么对于投资人而言吸引力就会打折扣。

基于 2019 年全球房地产可持续性基准（GRESB）调查，澳大利亚和新西兰在亚太地区的 ESG 排行榜上名列前茅，尤其在降低碳排放方面，可持续性认证已经成为其投资级写字楼建筑的规范。在澳大利亚，根据相关法律规定，大型写字楼必须披露能效等级，截至 2019 年已有 1800 座楼宇获得了相关认证。日本约有 1000 座楼宇根据当地基准获得认证；韩国大约有 1.5 万座；新加坡 300 座（约占目前存量的 40%），政府的目标是到 2030 年 80% 的当地建筑要获得可持续性认证。

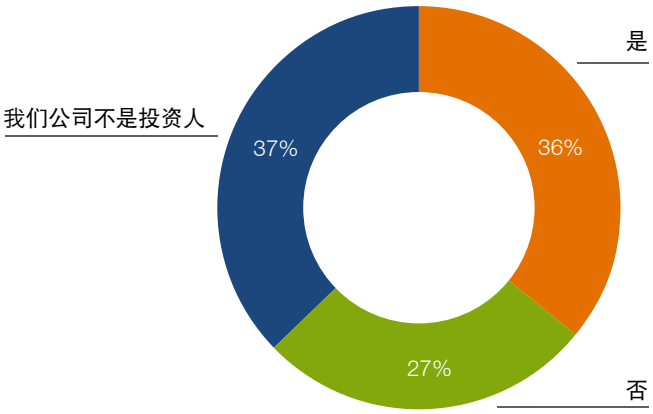
业主执行 ESG 规定的主要驱动力是机构基金——尤其是欧洲基金——越来越多的欧洲机构基金规定仅购入符合一定 ESG 标准的资产（或者将资金放至购买资产的基金）。正如一位受访者所说：“如果不符合 ESG 规定，则会导致不可承受之重。有关通过打造绿色建筑而提升租金的讨论也一样。从长期来看，我们有可能会以底线标准进行衡量，但在短期到中期内，你最好声明自己无法承担不符合标准所带来的后果。如果做不到，就相当于在暗示你地产的价值、声誉以及市场的反应，可能是租客也可能是投资人。最初，估价者打算对其价值给出比较反常的评论，但是不久以后，我认为他们会在楼宇估价中对此进行反映。这样事情就很清楚了。”

图表1-15　**ESG因素在投资决策中起到的作用**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表1-16　**您的公司要求所投资资产符合一定的ESG基本标准吗?**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

现在，诸如气候相关风险、机遇和财务影响（TCFD）等新标准开始规定企业负债表如何记录气候变化可能对资产估值带来的影响。

也就是说，在资产价格达到最高、业主希望将其出售给国际投资人时，ESG 将会对资产估值产生一小部分影响，或者资产的租客可能会赞赏其 ESG 特征。对于大多数资产而言，ESG 符合性认证堪称一件奢

侈品，而非必需品。正如一位基金经理所说：“老实讲，并非所有（我们的楼宇）都符合 ESG 要求。不过我们心里清楚谁会是最终的买家，如果我们认为一个资产或一个市场的买家更可能是当地买家而不是国际买家的时候，我们不会花费巨资只为获得一个毫无意义的能源与环境设计先锋（LEED）金级认证。毕竟，为了获得 LEED 金级认证需要进行很多准备，比如即使窗户能打开也要额外花费 50 万元安装一套高端通风系统。确实意义不大。”

也许，认识到 ESG 俱乐部偶尔的排他性后，位于同一区域、有条件进行 ESG 升级的楼宇业主们的观念会发生重大转变，通力合作，扎堆进行 ESG 认证。香港特别行政区一位行业顾问表示：“众多私营企业正在就如何携手以社区为基础做一些事情进行严肃的讨论。因此，一个社区的不同业主正在讨论应该做些什么，同时也邀请城市规划师和领袖参与，讨论需要公共和私营部门进行哪些方面的合作。我参与了与几位客户的讨论，他们坚持自己的观点，决定领跑试点项目，向公众展示其项目价值，之后提交给政府，以便在更大范围进行推广。”

由于不同的获得授权的有限责任合伙人（LPs）对 ESG 的要求各异，因此不存在一个唯一的衡量标准。不过一位负责一个大家族投资基金 ESG 事务的投资人介绍说，目前 GRESB 比较受欢迎，因为“（有限责任合伙人）借此很容易对资产进行评估。通常，很多机构投资人希望确保你在其它基金的资产也具有良好的 GRESB 评分；如果你有，他们就会信心十足，认为不必通读所有细节，对每一个问题都进行深入分析，因为对于他们而言工作量很大。”可能约有 80% 获得 ESG 授权的有限责任合伙人是这样的，当然还有一小部分对符合性有着更加严格的要求。

GRESB 是 ESG 符合性的可论证实际标准，不过一个新的（也更为严格）与气候变化相关的标准也出现了。CDP（之前被称为碳披露项目）是一个与企业净零碳战略相关的标准。上述 ESG 投资人表示：“从历史上看，我们应该从投资人那里获得有关气候变化计划的通用问题，但是现在要求较为详细。因此我预测明后年，净零碳类型的问题将会以更快速和更激烈的方式出现，无论是净零或其它。您如何适应现在大家都在谈论的 2050 净零碳目标？您是否为达到该目标而努力？”

在实践方面，符合 CDP 要求包括创造一种途径用以展示建筑如何实现净零碳排放目标。这通常包括确保建筑外墙和内部设备的能效，这是一个起点。之后，“您需要做两件事情：定期进行深入的改造，通过升级楼宇内的主要系统真正实现节能目标。之后，经过 10 到 15 年，对外立面进行更换，更换暖通空调系统，更换为超级节能的设备。”

此后，业主可能还需投资接入可再生能源，如果楼宇结构允许，则现场更换，否则需要从其它设施为楼宇接入可再生能源。最后，节能所得的剩余 10% 或 20% 可能要以购买碳补偿的方式实现。

有关达到 CPD 的严格净零碳标准是否将成为主流目前还不太明确，但考虑到所需支出，“我认为只有监管机构开始要求才可能得到推动。多数国家都签署了《巴黎协定》，根据协定条款，很多国家承诺到 2050 年要实现零碳排放的目标。如果政府着手将这些承诺付诸实践，制定相应法规，那么，是的，净零标准的实施也为期不远了。但如果政府不强制执行 —— 很多人就会说太难了 —— 那么人们就要转身而去了。因此，只有政府制定了相关规定，市场才能将其推上轨道。”

同时，ESG 投资人设立的较低门槛将继续扮演基准角色。虽然在 ESG 报告和评定方面还没有实现标准化，将是一个长期问题。2020 年欧盟推出了一套新的基准（即《分类方案》），其中定义了欧洲投资基金购置资产时，建筑必须符合的“绿色”标准。由于欧洲基金有意做 ESG 投资的先锋，这套新基准很有可能成为亚太地区以及其它地区渐具影响力的标准。

“因此我预测明后年，净零碳类型的问题将会以更快速和更激烈的方式出现。无论是净零或其它要求，你将不得不制定一些长期计划，以便降低碳排放。”

中国：主要观点

官方数据显示，在卓有成效地应对新冠疫情后，中国经济出现了显著反弹，2020年第三季度国内生产总值（GDP）增长4.9%。杠杆率持续上升，全国范围内再现购房热潮，9月份国内平均住宅价格同比上涨4.6%，中国政府为减缓疫情冲击出台的经济宽松政策现已逐步退出。

投资方面也是利好形势。2020年前9个月中国市场以美元计的投资交易额下降了约25%，但亚太地区其他国家市场的降幅更加触目惊心。同时，RCA数据显示，2020年中国市场的投资交易数据一直高于去年。

尽管国内经济的强劲势头意味着不太可能出现被银行捆绑的传统债务危机困境，但中国政府正在进行的宏观经济调控仍可能对市场造成抛售压力。一位外国基金经理表示："这算不上真正的困境，但也反映了当前的现状，即银行信贷收缩，新投资机会越来越少，开发商故而转向更关注财务健康，开始寻求出售资产。"

一家上海的房地产开发商指出，大型房地产开发商依然存在盈利机会："疫情和【政府】的新政策加速了中小房地产开发商的边缘化，因此我认为明年在不良资产领域会有不少机会。"

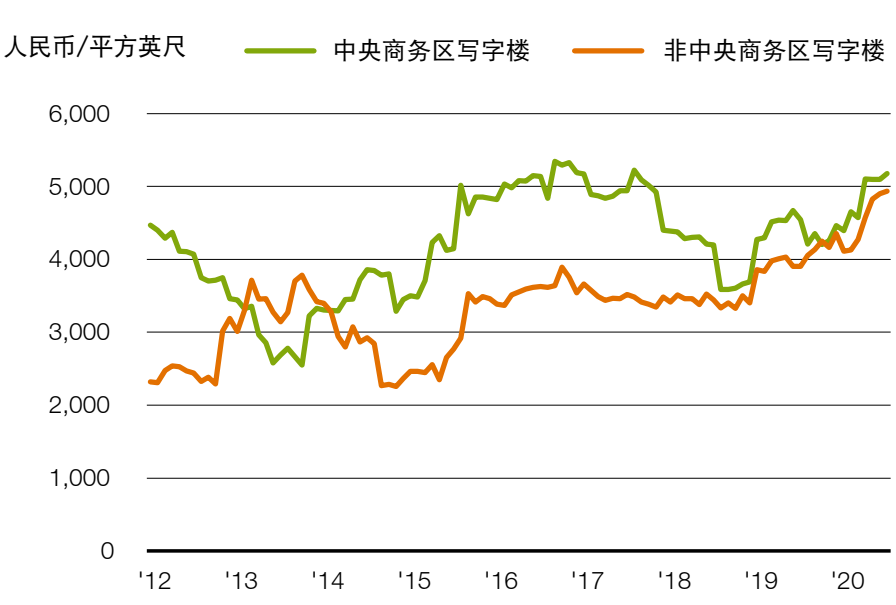
中美贸易形势曾让人担心会影响国际投资者在某些领域的投资。然而在现实中，外国投资者情绪似乎没有什么变化。个中原因多种多样，包括外国机构资金需要多元化的投资组合，中国持续强劲增长的国内市场需求太有吸引力，中国是全球主要市场中为数不多能够持续正常运转的市场，这些都让投资者们踏实笃定地继续与中国开展交易。

一位受访者说道，"一些美国投资机构更为谨慎。但我们看到的现象是，中国的本土投资机构受益于海外资本无法尽调的现状，所以大部分的投资交易都是本土机构成交。如果你持续跟踪便不难发现（中国本土头部投资机构）一直在买入那些他们往常不得不在国际市场上参与角逐并且不一定能顺利拿下的资产。一些外国资本在中国的本地团队也非常活跃，但我接触的大多数外国投资机构都因为无法进入中国市场投资而苦恼万分。"

当然，资产类别不同，投资前景也各不相同。尽管一些受访者指出，中国的物流行业和数据行业呈现出结构性供应不足的状态，相较之下诸如办公和零售等传统行业的基本面就没那么明显了。

世邦魏理仕数据显示，随着新建供应量的激增，截至2020年9月底，北京、上海和深圳CBD商业写字楼的空置率分别达17.7%、20.4%和20.1%。尽管如此，一位本土的基金经理认为，虽然租金下降了，

中国一线城市写字楼定价（人民币/平方英尺）（2020年上半年）



资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：一线城市包括北京，上海，深圳及广州。

但资本价值仍然惊人的强劲，上海 CBD 商区的资产回报率依然在 3.5% 至 4.5% 之间。

“资产价格一直都相对稳定，”他说，“但交易在未来 6 到 12 个月才会发生，这只能说明交易发生的合理性，我们很难从中推断出长期趋势，因为一切结果都取决于当前市场的具体情况。除此之外，随着经济基本面的改善，我们预计市场定价会依然强劲和稳定。”

与此同时，中国市场的零售部门发展迅速。由于在线销售成交量所占比例（约 24%）高于世界上其他任何主要的经济体，实体店看似面临切实存在的威胁。然而，实际情况并非如此。在过去几年里，线下传统的零售商场已经迅速地向全渠道零售和产品体验的主题转变。零售资产估值在后新冠疫情期间保持上涨，尤其是零售额反弹。

一位投资者表示：“中国一直在尝试从零售运营的角度整合线上体验 —— 零售商们已经实现了线上线下活动的无缝衔接，通过创造线上无法复制的体验，找到了吸引线上消费者走入实体店消费更多的方法，这是确保中国零售市场前景有别于世界其他国家市场的原因之一。”

适应性很关键

投资人花费大量时间从哪个价值角度考虑如何让资产变身的时候，也逐渐意识到 —— 再次由疫情作为催化剂 —— 建筑的功能性特点必须进行改变。这是因为建筑如果不随着时代的快速变化而改变（无论是从 ESG 符合性方面考虑，还是从健康、福祉或成本有效性等方面考虑），最终将会失去其市场价值。

一位给开发商提供未来用途咨询的顾问表示：“我认为很多楼宇不再能满足我们新用途的要求。您可能需要适时地对其进行改造，使其成为能够满足一般要求的空间，外面没什么变化，但内里大有乾坤。我们谈到‘这是住宅、这是写字楼、这是零售空间’时，要站在历史发展的角度认真思考，并且我们建筑楼宇的时候要进行详细分类。但是我认为我们应该在未来楼宇用途方面进行综合考虑，每一个空间都应被设计为一个一般用途概念，这样它既可以用作写字楼，零售空间，也可以用作住宅。”

这个开端意味着要对规划制度进行重新评估，从设计的角度去除目前对空间用途的一些约定俗成的规定。此外，希望在一座楼宇内实现更多灵活用途空间的愿望 —— 允许建筑的一些部分被拆卸、重新校准、或移动 —— 意味着可以采用更多用途的预制件。其结果是，“除了这个一般用途的概念以外，你还可以赋予一个建筑更多的思考并使其成为现实，包括将更多的价值转移给土地的潜在想法，思考一下过去我们是不是把太多的价值转嫁给了建筑。”

目前，这些类型的转变趋势仍处于概念阶段。不过一旦遭遇突然事件，业主可能会因此进行前摄性考虑。其结果是，用一位受访者的话来说：“我认为催化剂可能是人们认识到生活已经从价值的角度发生了变化。迄今为止，价值几乎没有变化，但是随着 12 月的到来，我感觉任何负责任的地产公司都会说‘加油，可能会很痛苦，但我们需要咬紧牙关，接受我们不能按照过去的估值水平出售这些资产’，从这一点上讲，他们更愿意变更资产用途。你会说‘好的，它的价值降低了 25%，但是我能做点什么让它增值 10% 呢？’”

“我们需要咬紧牙关，接受我们不能按照过去的估值水平出售这些资产的事实。你会说：‘好吧，它的价值降低了 25%，但是我能做点什么让它增值 10% 呢？’”

总体规划滞后

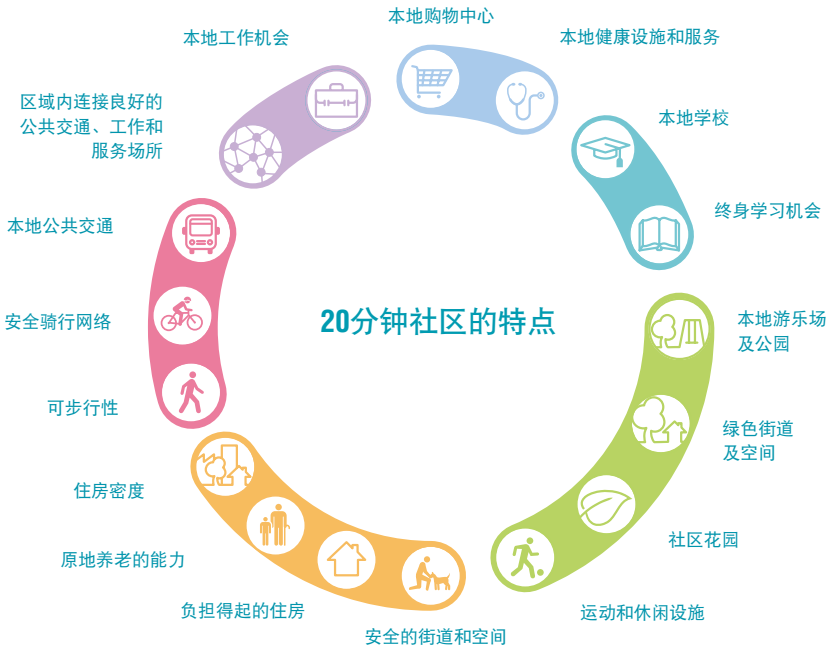
假设疫情是一个拐点，为我们开启了一种新的建筑设计和施工方法，相同的逻辑也可以应用于总体规划过程。

迄今为止，没有迹象显示亚太地区各国政府着手接受对规划指导方针进行包罗万象改革的概念，而不只是短期的保持社交距离或健康保护措施。一位聚焦区域规划的规划师表示：“欧洲和北美的城市将 2020 年视为变化的契机，尤其是在交通方面，希望从汽车手里夺回街道，但是亚洲在这方面却没有采取任何行动。也许结论是新冠没有令中国内地、香港特别行政区、越南以及新加坡等地发生任何改变，只是因为他们控制了疫情，那么为什么要改变呢？”

即便如此，近年来亚太地区在已建成环境的使用方面还是进行了很多改变，这提供了一个框架，在这一框架内疫情可能会发挥催化剂的作用。例如，新加坡新近推出的《2040 土地运输总体规划》是在将新加坡及其运输系统建设成为 45 分钟城市和 20 分钟城镇的基础上制定的，旨在为居民们提供当地生活区内满足日常所需的综合用途设施。

澳大利亚也在追求类似的概念。一位当地规划师介绍说，维多利亚州政府新近宣布了一项建立 20 分钟社区的推动方案。“相关的政策和规定还未出台，”该规划师表示，“但是确实有很多声音，我认为新冠疫情给政府提供了更多弹药，政府希望尽力消除疫情的影响，进而应对气候问题，资源管理以及之前已经存在的所有问题。从不浪费任何一个决定性时刻 —— 他们希望利用这个机会呈现几十年来一直构建的很多东西。”

图表1-17　**20分钟社区特点**



资料来源：维多利亚州政府。

除此之外，在疫情爆发前很多亚洲城市已经行动起来，进行分散化，将一些功能从中央商务区移出，移至二级商务区。而后疫情时代的居家办公趋势将推动分散化需求，受访者对于其它卫星商务区的态度呈两极分化趋势。二级商务区似乎将继续发展，部分原因是越来越多的商务区租客注意到了成本问题。

驱动这一趋势的另一个催化剂是科技产业集群。在西方国家，此类产业集群通常集中在大城市中心，往往都是由技术公司组成。在亚太地区，此类产业集群也在发展壮大。

在某种程度上，以产业集群为导向的分散化已经在亚太地区扎根，尤其是深圳、班加罗尔这样的城市，以及近期跟上的北京。随着本地技术产业的持续发展，向产业集群转变也成为潮流。一位分析师注意到：“在过去的 10 年里，（空间）需求由金融和技术公司驱动。未来，尽管此类公司依然重要，但我认为生命科技集群将会渐

成规模。生命科技不会以中央商务区为基础。即便科技公司不再打算入驻中央商务区，他们也将分散化。一旦这些新的集群开始盈利，更多的服务行业便会趋之若鹜 —— 这将是未来 10 年的发展方向。”

促使打破传统土地利用方法、促进卫星产业集群或多城市中心发展的最后一个因素是亚太地区许多城市规模太大，导致通勤不便。用工需求旺盛的往往是位于城市中心、设计完好的新建商务区，如在马尼拉和雅加达，要跑到那里上班，员工不得不花费 2 到 3 小时，这还是单程。

为解决这样的问题，私营公司的应对方法是把设施建设在距离员工的住处近一些的地方。在这方面菲律宾堪称榜样，通过建设新的卫星城，如位于马尼拉市郊的克拉克，来缓解大城市的人口压力。

马尼拉一位规划师表示：“我认为这不是一种城郊模式，而是多中心模式，因为我们所讨论的人口密度和数量 —— 以马尼拉为例，主城区外一个小型集群也有 30 到 50 万人口，远远超过澳大利亚 / 新西兰等国的闹市区。因此，我们所讨论的是多中心问题，而不是将人们赶到一个拥有 500 到 1000 万人口城市的中心，那显然是一种不可持续的模式。人们认识到了人类生存所需的理想密度。经过世世代代的演进，我们的身体大小并没有发生太大变化，因此人类的步行能力决定了每个集群的最佳规模。”



第二章: 房地产资金流动

“我们确切地预计，房地产资金流动减少的趋势会持续到 2021 年，而且坦白讲，之后的 2022 年，资金流动就是一颗水晶球，但简单来说，这种情况在好转之前会变得更糟。”

从 2018 年开始，房地产市场新兴趋势的调查结果反映出亚太区投资人的偏好从高速发展的新兴市场目的地转向了区域性门户。由于投资人已做好对冲投注，预计周期性高峰即将到来，这种避险主题应运而生。目前市场正处于回落的边缘，这一主题依然存在。我们的 2021 年投资前景排名主要由具有稳定和长期前景的大型防御性市场所主导：去年排名前 6 的城市中有 5 个再次跻身 2021 年投资前景最好的 6 座城市之列。

虽然在全球经济可能陷入深度、长期衰退的背景下，延续安全第一的主题不足为奇，但值得注意的是，我们所调查的 22 个亚太区城市平均投资前景的得分与去年报告中显示的无太大差别。在 2020 年的报告中，8 个城市的得分为“总体良好”，一个为“总体不乐观”，其余为“一般”。唯一不同的是，排名最后的 8 个城市（主要是新兴市场经济体）的得分明显低于去年的同位次城市。

这些相对高的得分或许很难用专业术语来解释，因为资产可能会产生较低的租金和资本价值，不过最终得分可能是多种因素综合作用的结果：

- 区域性限制措施的有效性意味着经济衰退或许不会那么严重。
- 或将随着经济放缓出现的困境应该可以提供更多赢利的投资机会，即便现有投资组合的价值有所下降。
- 上一章提到的长期变化的加速所掀起的资产再利用浪潮将创造大量和新型的投资机会 —— 这是 5 年或更久时间以来未见的现象。

新加坡再次荣登榜首。从表面上看，就规模、流动性和经济成熟度而言，新加坡想要与东京、悉尼或墨尔本等城市相媲美并不容易，后者们是公认的更成熟的亚太门户城市。但是，尽管租金不断下跌，未来两年供应渠道完整，新加坡仍能提供其他国家所不具备的品质。

图表2-1 **2021年城市投资前景**

普遍糟糕 一般 普遍良好

1	新加坡	6.24
2	东京	6.04
3	悉尼	6.00
4	首尔	5.72
5	胡志明市	5.66
6	墨尔本	5.58
7	上海	5.55
8	大阪	5.54
9	深圳	5.51
10	广州	5.11
11	中国台北	5.06
12	北京	4.98
13	奥克兰	4.93
14	曼谷	4.83
15	孟买	4.82
16	雅加达	4.67
17	中国二线城市	4.64
18	新德里	4.62
19	马尼拉	4.56
20	吉隆坡	4.48
21	班加罗尔	4.37
22	香港特别行政区	4.18

资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

首先，新加坡在保持中立方面享有一定声誉 —— 一位受访者将它称为“亚洲的瑞士 —— 在日益敌对的全球环境中塑造了一种避风港形象。这吸引了源源不断的投资人和企业。备受瞩目的新投资人包括在当地设立总部 (即中国境外) 的中国大型科技公司。这些企业可能选择在香港上市，但在东南亚开展业务，他们预计自己的大部分新用户将集中在东南亚地区。

不太引人注目的是，许多获得授权的中国养老基金和保险公司正在积极地探索当地市场，用一位当地投资人的话来说，他们的任务是“在看好的任何地方购买优质资产”。“他们不太关心价格，供求疲软也不重要 —— 对他们来说，这的优质资产就是便宜。”

另外，新加坡希望从全球金融服务和资产管理公司处获得更多投资，这些公司可能会选择避开香港当前的不确定性。

在今年的投资前景排名中，位次急剧上升的城市是首尔（排名第 4）。与日本和中国一样，韩国受益于雄厚的国内经济，这允许投资人购买或建造资产，以服务于国内需求，而非国际需求，从而减少暴露于外部地缘政治风险的机会。这种做法的优势体现在首尔经济基本面的弹性上，2020 年第三季度的数据显示，首尔的租赁活动强劲，租金不断上涨。此外，由于境内机构投资人将专门用于海外收购的资金重新引向国内资产，首尔的投资规模同比增长了 71%，创下季度新高。韩国可获得的机构投资资本的数量之大表明，韩国市场的定价一直会受到支撑。

尽管投资人经常将韩国视为核心资产市场，但长期以来，该国一直为增值型投资人提供机会，因为市场上各种错位的存在表明，合适类型的资产不一定会在被需要的地方获得。

物流设施的历史性短缺也为境外投资人提供了大量的交易资源，尽管这一窗口可能正在关闭。一位活跃于首尔的境外基金经理表示：“我们在那里达成了几笔物流交易，但很难形成规模，因为那里有很多已经建好的设施 —— 无论如何，我们认为那里负担不起，因为土地太贵了。”

此次调查排名中其他值得注意的趋势还包括印度城市受欢迎程度的下降。房地产行业正在经历一场持续的偿付能力危机，扼杀了国内开发商的融资选择，在迷雾散去之前，该行业将进行大规模整合。雅加达和菲律宾等其他新兴市场，几年前还曾位居排行榜前列，但现在却处于垫底位置，原因是在全球经济紧缩时期，他们受到了东南亚“高风险投资地区”称号的拖累。

图表2-2 **历史投资前景排名**

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
新加坡	1	1	2	3	21	11	9	7	3	1	1
东京	2	2	4	7	12	1	1	1	13	16	12
悉尼	3	4	3	1	9	2	4	5	4	3	6
首尔	4	10	9	19	17	7	7	15	14	19	16
胡志明市	5	3	7	5	4	5	13	19	18	10	11
墨尔本	6	5	1	2	16	3	5	13	10	7	9
上海	7	7	6	4	6	9	6	2	2	2	2
大阪	8	8	5	10	15	4	3	9	22	21	19
深圳	9	6	8	6	5	18	19	10	16	–	–
广州	10	9	10	8	10	20	20	6	15	6	8
中国台北	11	14	21	22	22	17	18	16	9	8	13
北京	12	13	12	11	11	14	10	8	7	5	7
奥克兰	13	19	20	9	14	10	15	17	17	20	18
曼谷	14	11	11	16	8	19	16	11	6	14	17
孟买	15	12	13	12	2	13	11	22	20	15	3
雅加达	16	18	15	14	7	6	2	3	1	11	14
中国二线城市	17	20	18	17	20	22	22	12	8	–	–
新德里	18	15	17	20	13	16	14	21	21	12	5
马尼拉	19	17	19	18	3	8	8	4	12	18	20
吉隆坡	20	21	22	21	19	21	12	14	5	17	15
班加罗尔	21	16	16	15	1	12	17	20	19	9	10
香港特别行政区	22	22	14	13	18	15	21	18	11	13	4

资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

注：-= 无数据。

与此同时，在经历了两年社会动荡和由新冠疫情引发的经济衰退后，香港的得分仍然垫底（尽管今年的得分高于去年的3.93）。不过，虽然鉴于当地的房价极高且经济面向全球，境外投资人目前认为香港是一个高风险投资目的地，但香港的业主和投资人的看法却更为积极。

这其中涉及很多原因。就商业前景而言，由于美国资本市场对中国企业的监管或将更为严格，预计中国企业在香港上市的数量将大幅增加，这应该会在一定程度上提振香港低迷的经济。此外，越来越多的人认为，中国政府和投资人可能会为香港提供额外的支持。尤其是考虑到目前在西方投资面临的实际障碍，投资人可能会再次被香港的资产吸引。

最后，尽管当地经济的多个领域仍在痛苦中挣扎，但这种痛苦并非普遍存在。一位当地开发商表示："在香港，你必须划分不同行业。作为酒店行业和零售行业的中心，香港的压力自然很大，因为旅游业的发展已经跌入谷底，而且还引发了各种各样的问题。但作为商业中心，我对香港的发展前景依然保持乐观。我们的写字楼租金是世界上最高的，而且依然保持，没有暴跌。相比于非常高的基数，可能只跌了 10% 到 15%。我们如今在国内似乎也达到了平衡。中国内地市场似乎又恢复正常——我了解到我们在内地的购物中心的销售额正在飞速增长，所以相比于过去很长一段时间，我现在更加乐观。"

在我们的开发前景排名中，较低的整体得分表明，鉴于地区经济衰退期间需求受到质疑，开发商面临更加艰难的环境。不过，这其中也存在一些亮点。胡志明市再次成为唯一一个跻身排行榜前列的新兴市场城市，其前景显然得益于对疫情的成功抑制，

图表2-3　**2021年城市开发前景**

普遍糟糕　一般　普遍良好

1	新加坡	5.72
2	悉尼	5.70
3	东京	5.68
4	胡志明市	5.65
5	深圳	5.43
6	墨尔本	5.32
7	首尔	5.31
8	上海	5.30
9	大阪	5.22
10	广州	5.09
11	中国台北	4.90
12	北京	4.75
13	马尼拉	4.72
14	奥克兰	4.71
15	中国二线城市	4.71
16	曼谷	4.69
17	孟买	4.64
18	雅加达	4.61
19	班加罗尔	4.57
20	新德里	4.51
21	吉隆坡	4.47
22	香港特别行政区	3.95

资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

以及经济的快速增长。随着很多企业开始在中国之外寻求新的供应链，以防范贸易紧张局势升级，这种经济增速会更快。

深圳的开发前景排名位列第五，明显高于其投资前景排名。这反映出该城市投资完成额和住房的短缺。此外，随着中国加大在粤港澳大湾区的建设力度，深圳未来的开发活动可能会激增。粤港澳大湾区是一个类似东京或旧金山的新兴超大城市群，由包括香港和广州在内的 11 个珠江三角洲城市组成。

跨境投资大幅收缩

受持续的旅行禁令以及买卖双方在资产定价问题上僵持不下的影响，2020 年亚太区的交易量大幅减少。根据美国不动产资本分析公司（RCA）发布的数据，第三季度跨境投资环比下降 15.7%，同比下降 23.4%。销售量萎缩的一个结果是，亚太区封闭式基金所持有的创纪录数量的待投现金堆积在场外。美国商业不动产服务公司世邦魏理仕（CBRE）的数据显示，截至 2020 年第二季度，亚太地区的待投资金约为 510 亿美元，且此后可能还在增加。

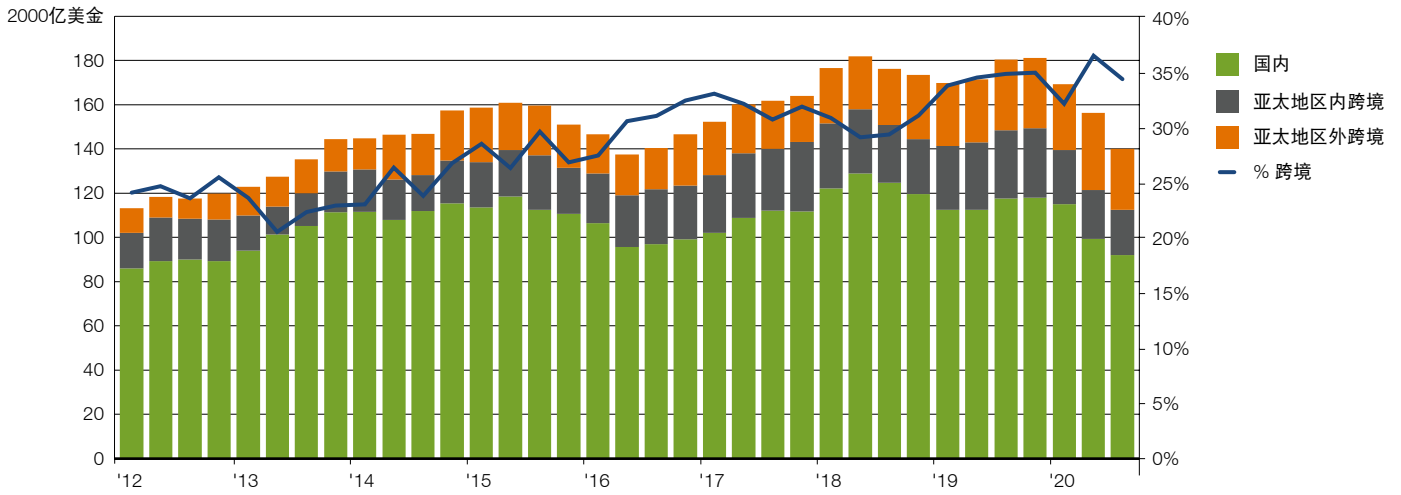
其中大部分资金流向了日本（尤其是美国基金），而中国也从美国和新加坡获得了大量资金流入。虽然外国基金在中国的高销量导致跨境资金净流出，但国际资本强劲的采购活动足以证明，贸易紧张关系在很大程度上没有减缓外国资本进入中国房地产领域的步伐。中国强劲的经济，加上监管机构收紧国内银行贷款导致替代性融资需求量的增加，为外资提供了更多机会。

由于边境关闭，流入澳大利亚的资金一直有限，尽管国际投资人对澳大利亚的兴趣依然浓厚，但中国可能是个例外（第三季度买进的资产较去年同比下降 80%），一些当地投资人暗示，中国对澳大利亚资产的热情可能不如从前。

迄今为止，亚太区以外的交易比地区内部的跨境交易表现更好，前者的交易量下降了 12.5%，后者下降了 34%。

不过，随着时间的推移，这种差异可能不会一直存在。一些投资人表示，以往会进入西方市场的某些类型的亚洲机构资本，现在或许更有可能留在亚洲。一位香港的基金经理表示："我们看到亚洲有限合伙人对亚洲的兴趣大增。我认为其中部分原因是，在新冠疫情暴发之前，他们认为发达市场价格昂贵。而现在，他们关心的是定价——这将是在西方采购的巨大良机，

图表2-4　**亚太地区投资，按资本来源划分：12个月滚动投资额**



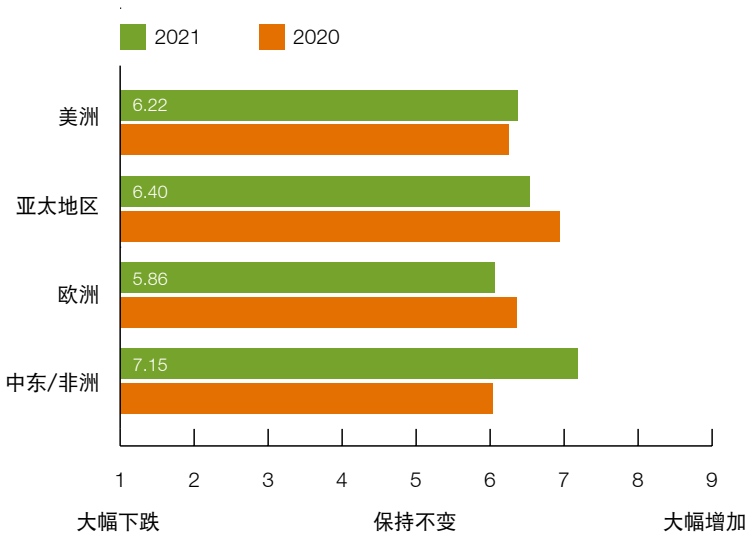
资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

注：包括公寓、酒店、工业、办公楼、零售和养老住房地产交易。包括实体级交易。不包括开发场地。

但什么时候开始行动呢？他们会说，‘嗯，西方似乎没有很好地应对疫情，所以我们会再等等看’。但他们仍需配置资金，因此总体而言，亚洲的情况要好一些。他们了解这里，因为这里离家乡很近，而且虽然他们不能飞到纽约和伦敦等地，但他们可以在这里与当地的团队见面，与熟悉的人做生意。”

与此同时，过去 5 年左右将西方资本推向亚太区的投资组合多元化主题在后疫情时代或许会减弱。一家全球私募股权基金公司的亚洲经理表示：“过去 12 个月，(全球投资人) 对亚洲的兴趣程度可能出现了分歧，更多投资人抱着观望态度。因为对于北美投资人来说，当情况变糟时，他们会考虑风险规避，而且这时人们往往会打退堂鼓。然后你可以再想想眼下美国市场的经济混乱程度，未来 6 到 12 个月，美国将出现一些非常有趣的机会，所以我们的大多数投资人当前在亚太区的投资可能比以前更少。”

图表2-5　**未来5年预期流入亚洲市场的资本流动变化**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

新加坡仍然是最大的资本出口国，政府和房地产投资信托基金（REITs）都很活跃。然而，从韩国流出的资金大幅减少，9 月份仅 13.8 亿美元，而去年同期为 117 亿美元。

与此同时，中国企业输出的资本仍然很少，至少官方资本如此，而且中国企业还在继续清算前几年的国际投资，尤其是在美国的投资。

银行仍在放贷

澳大利亚、中国内地和香港特别行政区的一些银行在面对房地产交易资金时变得更加谨慎，但总的来说，他们仍然可以自由获得融资，即使银行已经明显倾向于贷款给物流等行业，而非零售、酒店等行业，并且为前者提供较低的杠杆率（上限约 60%）。除此之外，银行仍拥有充足的资本，并借助基础利率的下调将利率保持在低位。

在亚太区超低银行贷款利率的典型代表日本，针对非本国借款人的无追索权贷款的利率不到 100 个基点，与去年基本持平。调查结果显示出一种预期，即尽管放给开发项目的贷款可能会收紧，但债务融资依然可以自由获得。

一位新加坡基金经理表示：“银行扩大了利差，但这部分被较低的基准利率抵消了，因此总体融资成本下降了。对于核心的、收益型资产来说，几乎没有什么问题，但对于任何增值性或发展性更强的资产来说，肯定会更加谨慎。”

在某些情况下，贷款规定实际上已经放松。例如，在香港，有关部门将商业房地产贷款的杠杆上限从此前的 40% 放宽到 50%，希望以此缓解当地市场的压力。当地的一位基金经理表示：“我确信，银行有严格的承销标准，但我们仍在收到新交易的报价，而且价格合理，没有提高利润率。但他们以前也经历过非典和全球金融危机，而且一般来说，香港的杠杆率并不高。所以，总的来说，我没有听说过任何违约案例。我想一些人会看到他们的股本受到打击，但整体来讲，银行仍在正常运转。”

与此同时，由于交易量低迷，排在银行门外的队伍并不长。澳大利亚的一名分析师称，联邦政府与银行业达成了一项不成文协定，即不对房地产借款人“落井下石”，继续放贷，直到前景更加明朗。因此，“银行按下了暂停键。一些交易正在进行，一些开发商正在融资，一些非银行机构正在贷款。不过，在全球总体活动较去年减少至约 30%-50% 的背景下，1.5 亿澳元听起来很多，但从总体计划和 2800 亿澳元（银行部门）的账面价值来看，这些微不足道。”

分析师还指出，银行部门（不单指澳大利亚，而是基于全球范围）是否愿意与监管机构合作，以减轻疫情危机对经济的影响，是你永远不能忽略的，这可能在未来改变银行业的形态（如果不改变职能的话）。“携手合作，继续为经济创造信贷，看这种关系如何向前发展将很有趣，但这肯定与疫情前有很大的不同，当时，我们和他们之间的关系更具斗争性。”

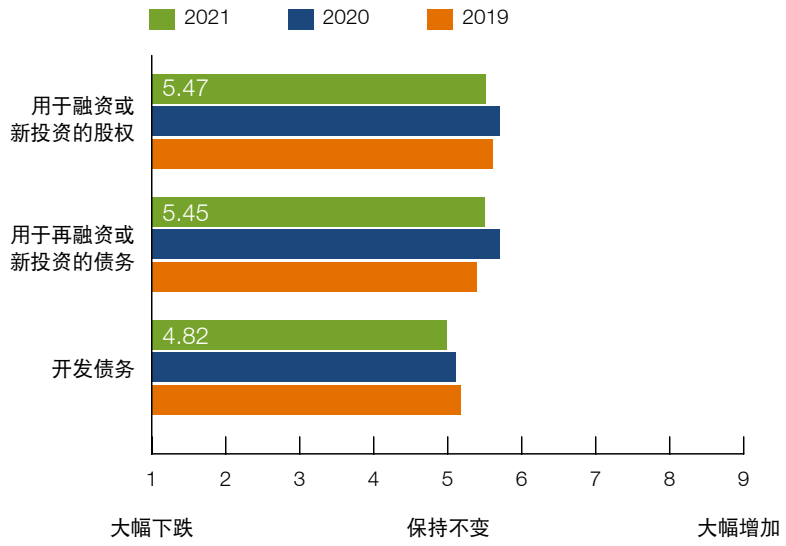
当然，银行选择不强制暂无偿还能力的借款人去偿还大量债务是出于自我保护的考虑。但这意味着，从这次事件中吸取的教训可能会让贷款人相信，更具协作性的方式最终或将实现社会和商业价值的双赢。

图表2-6 **亚太地区典型商业租赁期（最高5年掉期）**

市场	LTV (%)	基本参考率	利差（基点）	融资成本（基点）
澳大利亚	50–55%	5年掉期率：0.25%	150–180	200–230
中国	50–60%	5年贷款基础利率：4.65%	100–185	565–650
日本	50–60%	5年日元 掉期率+TL利差：0.2%	60–80	80–100
新加坡	50–60%	3个月掉期率：0.15%	150–210	165–225
韩国	50–60%	5年KTB：1.1%	150–180	260–290

资料来源：Sources: 德意志资产管理（DWS），彭博（Bloomberg）。基本参考率来源于彭博。

图表2-7 **债务融资和股权融资可获得性的预期变化**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

债务基金仍处于困境

随着信贷环境的恶化，高资本风险需求的不断增长理应会带动非银行债务需求的增长。因此，可以预见的是，调查结果显示，债务基金预计会增加放贷。几位受访者还暗示，他们的基金正在积极考虑发行债券，或在陷入困境时发行，或在银行可能不愿意提供足够的杠杆来完成交易的情况下作为过渡性贷款。

然而，事实上，亚太区的债务基金在西方市场上的吸引力已不如过去几年。一名地区债务专家分析称，这其中存在各种各样的原因。首先，对在全球金融危机暴发前很受欢迎的高杠杆交易的需求不复存在：“原因是，从股权的角度来看，作为量化宽松的结果，系统中有太多的钱，以致于你不想要 80% 的杠杆率。即使你能接受，但由于你的贷款方和你一样，也想将一大笔钱投入使用，那你为什么不直接用你自己的钱呢？因此，想成为债务基金并获得与股本相当的回报率是非常难的。”

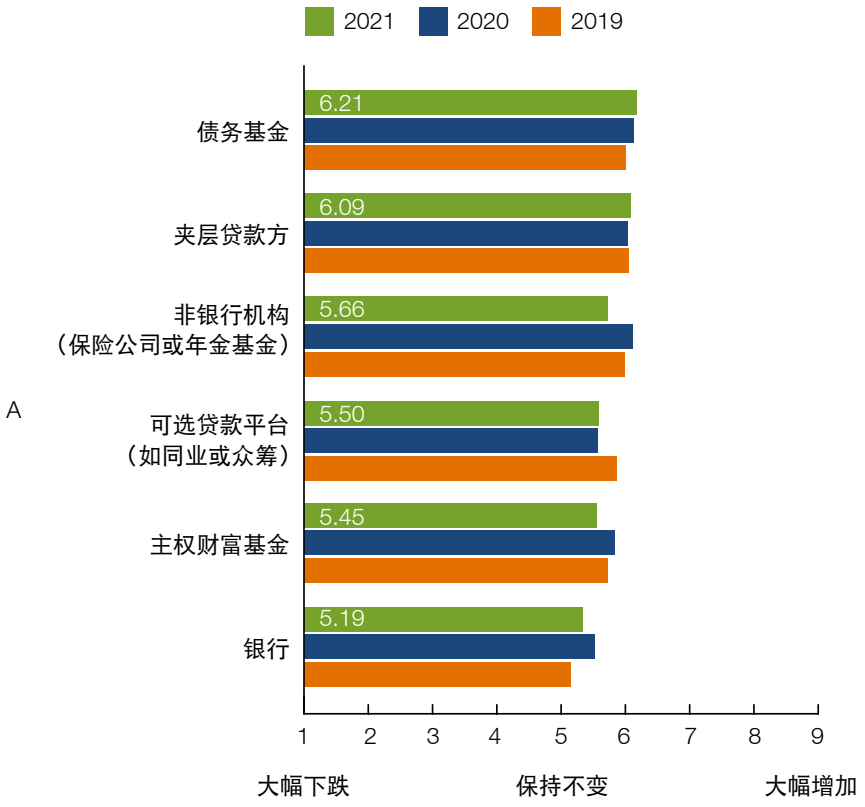
另一点基于这样一个事实：与美国和欧盟不同，亚太区有太多不同的借贷环境、货币政策和银行体系。“如果你是一家非银行贷款机构，想要做真正庞大的泛亚洲基金，你必须有一些真心的支持者，助你发现并抵消中国、新加坡和澳大利亚的贷款敞口，”该分析师称，“除此之外，从监管的角度来看，向三个不同的管辖区放贷是非常成问题的，特别是当这些市场的监管机构可能更希望看到贷款机构对当地银行市场进行某种形式的保护，或者去监管银行，而不是非银行机构。”

这就给债务基金提供过渡性融资留下了空间。然而，所涉及的成本意味着投资人的兴趣还是会很低。“如果出现整合，情况可能会改变，”分析师表示，“因为并购通常会产生更多的搭桥机会，助你渡过难关”。

并购交易可能发生的一个原因是，陷入困境时，会出现这样一种场景，即人们可能会对以基金价格为基准的债务产生需求。以印度为例，该国一直是亚太区唯一陷入困境的重要市场。一些外国基金为此在当地建立了团队，寻找机会向因当地非银行金融部门崩溃而搁置的住宅项目提供债务性资金。

印度德里的一位顾问表示：“他们只关注中端市场的住宅资产。而且由于印度当前

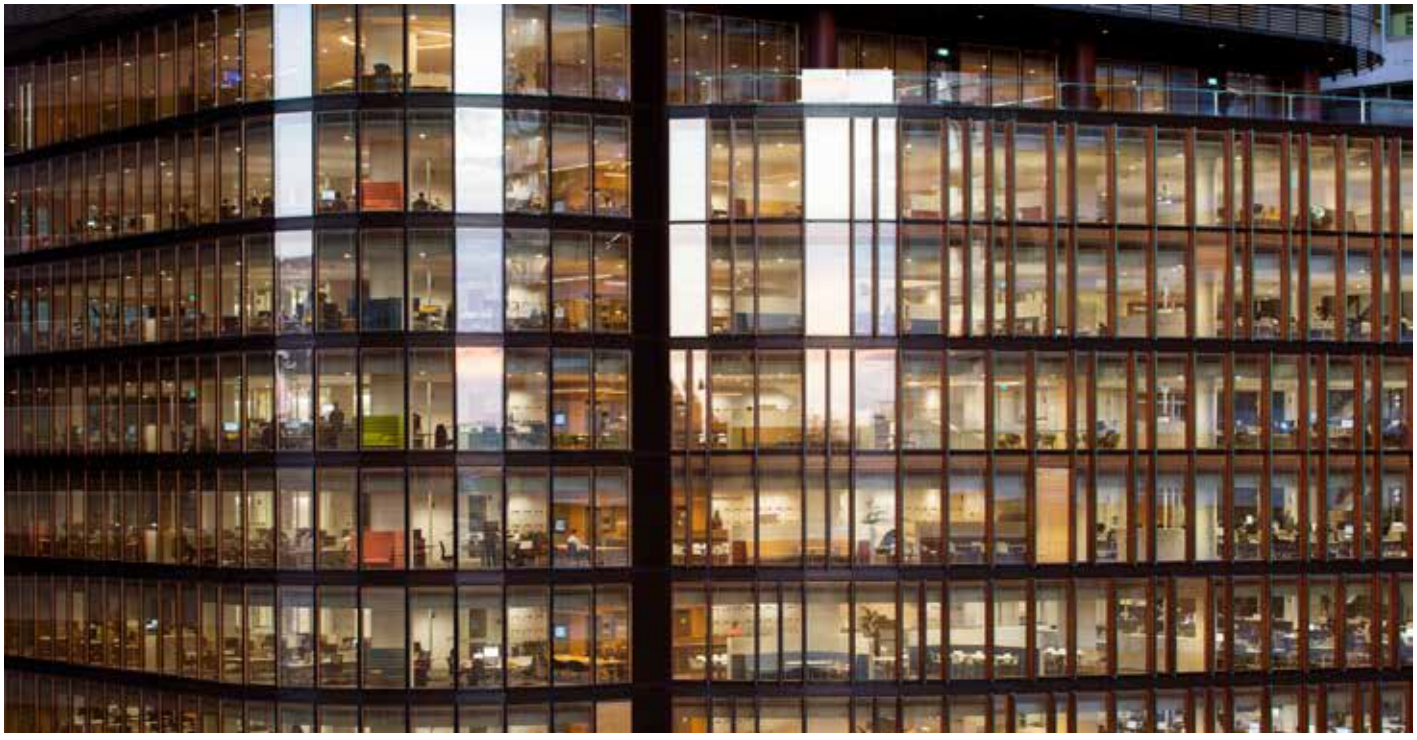
图表2-8 **债务可获得性，按贷方类型**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

没有一个项目有足够的资金可以维持 3 年的不良债，等其产生回报，这些项目引进的资金只能看最后一英里的资金状况，或不超过 12 个月的建筑竣工周期，或 6 到 12 个月的出售和退出时间。在此基础上，高级担保贷款为贷款人提供 23% 到 24% 的内部收益率。

利用印度不良资产的另一种方式是由当地处境艰难的房地产融资公司形成投资组合。当地开发商违约后，许多房地产融资公司要么资不抵债，要么无法再继续运营。目前，价值数百亿美元的贷款可以实现证券化，投资人可以折价购买投资组合，并在“后进先出”的基础上获得偿付款和利息。



没有路演，就没有融资

多数受访者表示，为新基金筹集资金即便不是不可能，却也非常困难，因为旅行限制使投资人无法举行旨在向有限合伙人销售产品的路演。以澳大利亚为例，境外投资人尤为突出，开放式基金的主导地位意味着投资人会想要检查基金投资组合中的资产情况。“也就是说，代表澳大利亚相当一部分机构所有权的非上市基金不会表现得太活跃，因为很明显，如果你不能筹集资金，就难以购买任何东西，除非你的资产负债表上有很多待投资金。而且由于在海外投资人回归市场之前，真正参与市场运作的将是非上市基金和 REITs，因此资本市场将呈现相当薄弱的状态。”

尽管如此，行业分析机构 Preqin 提供的数据显示，亚太区的封闭式基金在 2020 年上半年筹集了约 116 亿美元的资金，与 2019 年和 2018 年的数据相当。其中，有 67 亿美元是专门为物流资产筹集的资金，其中大部分是针对中国的。

这表明，尽管举行巡回推介存在一定困难，但融资的速度可能仍会加快。一位地区中介分析师表示：“人们有一种这可能是个短期问题的感觉，但实际上，新冠疫情将促使投资人重返基金领域，因为他们无法旅行，也可能没有实地投资的能力。机会就在眼前，因此在接下来的 18 个月里，你要把钱投给可以利用这个机会的人。这意味着大型基金管理公司将继续发展，单一行业、单一国家的基金会有点困难，新成立的基金管理公司也会非常困难。但可以肯定的是，大型企业将获得更多资金，基于此，他们将能够迅速将这些资金配置到具有吸引力的市场。”

一家正在筹资的机会主义基金的经理表示：“一些疫情有关事宜让筹资变得困难，但我认为，人们会去找他们熟悉和信任的基金经理，并获得更高的收益。所以，如果从我们基金构成的角度来看，我们的投资人数量会比我们最初预计的以传统方式融资的数量要少，但最终的集中度会更高。我们看到的另一点是，大量的共同投资和独立账户资产管理的比率为 2:1、3:1 和 4:1。人们说，‘我们会支持这个基金，但还有 4 亿美元可以投资侧挂车和独立管理账户’。所以我们的这部分业务 —— 对此我并不感到惊讶 —— 也因为疫情而加速发展。”

另一个应该会增加房地产资本数量的问题是，由于基准利率将在较长时期内保持在低位，固定收益产品的回报率也将保持在近乎零的低位，这迫使投资人在寻求收益率时转向其他资产类别。

正如一名受访者所说：“这种情况以前就发生过。每个人都试图增加资产配置，而且这将给他们更大的动力去这样做。但与此同时，还存在分母效应 —— 人们受到资产配置者的引导，只会将一定数量的资金投入房地产。也许这个数量现在上升了，但同时，从多元化的角度来看，他们不希望房地产在他们的投资组合中占太大比重。所以，如果他们的股权投资组合缩水，那将成为一个问题。”

投资人转向公开市场

有这么多可用的资金，又有这么多基金经理无法远走他处寻找潜在交易，因此一些投资人面临的压力日益增大，需要找到其他资金配置渠道。公开市场是一个显而易见的选择，即便是对没有购买上市资产授权的投资人来说也是如此。在 2020 年 3 月的股灾期间，一些投资基金购买了知名房地产上市公司的股票，而这些公司的股价已经受到重创。尽管美国市场在量化宽松浪潮的推动下已回到先前高位，但选择性买入定价错误的股票的机会依然存在。

一位受访者表示：“如果 (资产) 估值没有被减记，为什么还要购买实物资产？”现在有一些不错的 REITs 折扣力度很大。你甚至可以尝试收购一些实力较弱的基金，特别是在日本，那里有很多实力较弱的 REITs。我可以以折扣价慢慢增持，等市场恢复正常后再将其私有化。”

购买 REITs 和上市资产的投资人都要认真考虑估值和远期收入，但不同类型 REITs 的净资产价值 (NAVs) 存在巨大差异。“如果你观察 NAVs，你会发现物流交易溢价 50%，这很可笑。再看看酒店，他们提供 60% 的折扣。零售的情况也差不多，写字楼 REITs 的交易价格也低于 NAVs。所以，我认为这是有价值的，因为存在流动性。我确实觉得，私募市场中的 NAVs 被提的非常高，但估值可能不会有太大变化，因为太多 REITs 是由规模更大的企业发起的。”

在日本，一位东京的基金经理表示：“如果我有一些被动资金，我会购买（日本大型开发商）的写字楼 REITs，因为这些基金的交易价格较 NAVs 有很大折扣，而且写字楼市场不可能跌至交易时的水平。他们最近有所回升，但仍在下跌。部分原因是他们将失去一些租户，但由于这些大型 REITs 中存在很多外资所有权，这些外国业主看待这个问题的角度不同。当世界各地的写字楼市场开始因疫情受到影响时，他们开始抛售，所以我才会得出那样的结论。”

绿色债券和“漂绿”

随着越来越多的机构投资人希望通过发行贷款和债券来为“绿色”项目融资，流通的绿色资本的数量之多使其成为投资人日益主流的选择。气候债券倡议组织提供（CBI）提供的数据显示，2019 年，亚太市场发行了价值约 1836 亿美元的绿色债券（面向所有行业，而不仅限于房地产），同比增长 29%。尽管这使该地区排在欧洲和北美之后，但若以债券发行数量衡量，该地区轻松成为全球最大的绿色债券市场，其中中国和日本占据了大部分市场份额。

受疫情影响，2020 年上半年该地区绿色债券发行的数量降至不到 2019 年全年的一半（即 120 亿美元 ,2019 年全年为 640 亿美元），这在很大程度上是由于中国“抗击新冠专项债券”的发行。不过，仍有积极迹象表明，绿色债券的需求量在不断增长。

与此同时，围绕绿色金融这个长期存在的问题，业内的讨论开始增多，他们探讨有关融资项目是否真的是绿色的，还是只是“漂绿”或“贴标签”，让不具资格的项目以优惠的利率或条款获得资金。评估系统一直以来都存在缺陷，但 2020 年发起的两项重要倡议应该有助于确定标准，用于衡量项目对缓解气候变化或实现其他环境价值目标的贡献程度。

第一个是欧盟的《可持续金融分类方案》（简称《分类方案》），第二个是中国人民银行修订的《绿色债券支持项目目录》（简称《目录》）。由于这两份文件适用于累计温室气体排放量达 34.7% 的市场，因此他们提供了关键的监管分量，使其他政府能够遵循类似的条例（特别是《分类方案》）。这将为绿色资质的评估提供标准化的衡量指标。

具体来说，《分类方案》及其附属条例将于 2021 年生效，该方案为 70 种不同的经济活动制定了一份不断更新的可持续发展标准清单，并就欧盟六项环境目标设立了“不造成重大损害”门槛：

- 缓解气候变化
- 适应气候变化
- 水资源和海洋资源
- 循环经济
- 污染防治
- 生物多样性和生态系统。

图表2-9　**截至2019年底各地区绿债发行情况**

地区	绿债市场	发行人	发行金额（十亿美元）	2018年到2019年的变化（金额）
欧洲	25	269	307.4	74%
北美地区	2	167	190.4	46%
亚太地区	18	345	183.6	29%
超自然现象地区	–	11	79.4	9%
拉丁美洲	11	47	12.9	216%
非洲	5	16	2.7	485%

资料来源：气候债券倡议。

图表2-10　**截至2019年底绿债发行10强所在地**

国家	发行人	交易数量	发行金额（十亿美元）	2018年到2019年的变化（金额）
美国	105	1,128	51.3	44%
中国	79	99	31.3	1%
法国	19	54	30.1	113%
德国	–	25	18.7	144%
荷兰	15	17	15.1	105%
瑞典	40	106	10.3	66%
日本	47	66	7.2	73%
加拿大	14	17	7.0	63%
意大利	10	11	6.8	128%
西班牙	11	17	6.5	3%
10强总计	**352**	**1,540**	**184.3**	**49%**
10强所占百分比	**69.6%**	**85.5%**	**71.2**	**-0.9%**

资料来源：气候债券倡议。

此外，《分类方案》还要求借款人披露其投资活动的环境绩效，为投资人评估其所持资产的环境影响提供一个框架，这可能会按活动类型细分。

与此同时，《目录》只适用于绿色债券的发行。它更新了 2015 年一份较早的目录，收紧了合格标准，否认了一些项目的“绿色”地位，这些项目依照旧规则具备绿色属性。此外，新目录（已进入征求意见阶段）采取了重要步骤，使中国制度与全球标准以及在定义同一主题时偶尔会有差异的国内标准相协调。与《分类方案》（主要关注气候变化）相比，它的权限更广，还涉及资源效率、资源保护及环境改善问题。

尽管各司法管辖区对绿色不同的定义方法将继续挑战绿色金融的发展，但目前全球范围内出现了调整绿色标准的真正动力。

与此同时，市场上可获得的绿色融资数量的不断增加正促使开发商通过标榜绿色来获得原本无法获得的融资。例如，在中国，开发商必须遵循这样一种监管制度，即由监管机构来做流动性管理，收紧或放松对房地产行业的银行贷款。当地开发商的一位高管表示，在面临流动性紧缩时，“我们确实看到更多开发商推出绿色债券，进行绿色融资，他们尤其瞄准国际投资人”。

另一家国内开发商在 2020 年年中发行了海外绿色债券，其定价成本比传统债券低 15% 至 20%，不过这种做法的主要益处是获得融资，而不是利息。

迄今为止，中国开发商只发行了少量绿色债券。然而，这种债券的潜力是巨大的，尤其是考虑到中国其他行业发行的绿色债券的数量之大，特别是减污项目发行的绿色债券。上述高管继续说：“我见过四五支与房地产有关的绿色债券或可持续债券，都是今年发行的。但我了解的所有开发商目前都在准备制定相关框架，从代理机构那里获得第三方意见，所以明年会有更多这样的开发商。与此同时，投资人基础正在扩大，这应该有助于压低融资成本。”



第三章: 资产类型展望

未来的空间将会具有“通用”性，这意味着他们可以提供最大的灵活性，以何种方式和做什么事情都可由你安排。

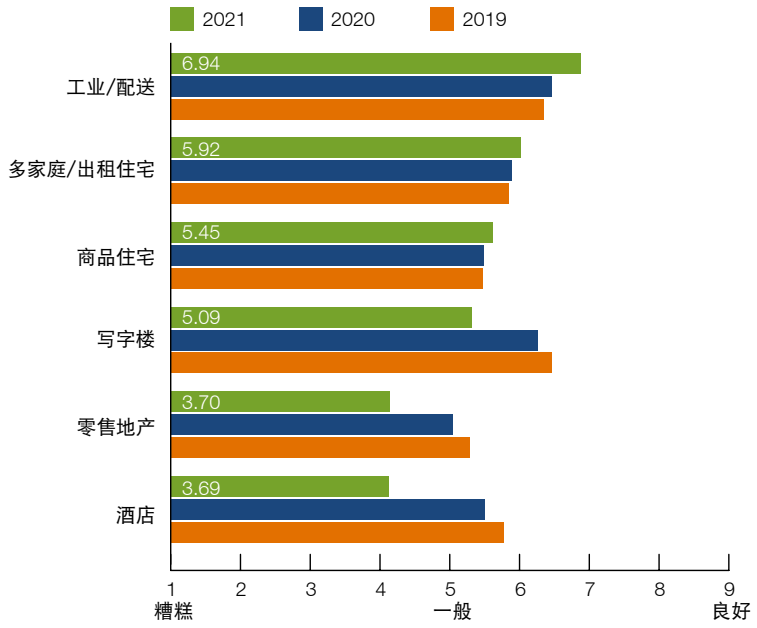
如果说新冠疫情给房地产投资力度带来了重大改变的话，那么其对建筑用途以及房地产行业各个领域的未来发展所产生的影响将更为实际且深远。

正如第一章所述，其中许多（如果不是多数的话）改变在新冠疫情爆发前已然发生，只是现在被病毒诱发的改变加快了（通常是指数级的加速）。因此，狭义地说，疫情的影响实际上是积极的。一位投资人如是说：“我们所处的行业还在沿用老方法，因此在封城后，一切活动都停了下来。但是现在，我们加快了一些事情的进程，若按照之前的趋势也许要 5 年时间。”

到了投资人无法知晓将会发生怎样的变化或新常态对他们的影响会有多大的程度时，他们才会减慢资本流进入资产的速度，直至可能的效果渐趋明朗。例如在办公楼细分市场，导致亚太地区投资交易大幅下降的原因（除了不希望降价之外）之一是大家对于市场需要多少中央商务区空间缺乏一致意见，因为我们面对的是一个需要不断应对各种影响的世界 —— 保持社交距离的要求、居家办公的趋势、经济紧缩、租客降低成本的需求等等。

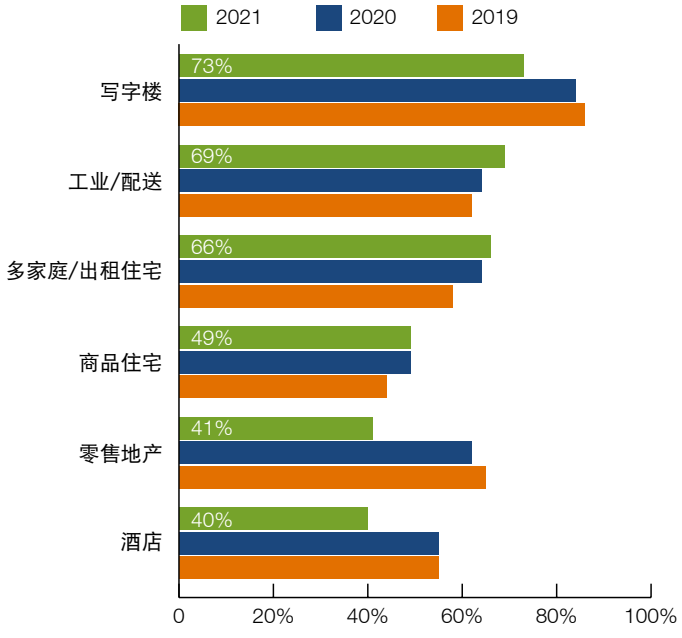
这也同样适用于零售地产以及酒店行业，这些行业对改变的需求如此迫切以致于业主们已经开始采取措施，毕竟赶早不赶晚。

图表3-1　**2021年各类型商业地产前景**



资料来源：《2021 年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2021年计划活动活跃的细分市场**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

写字楼

对于多数投资人而言，多年来写字楼一直是首选的资产类别。我们的 2021 年调查结果（见图表 3-2）表明直至现在情况仍然如此，虽然受欢迎程度和预期盈利能力有所下降。

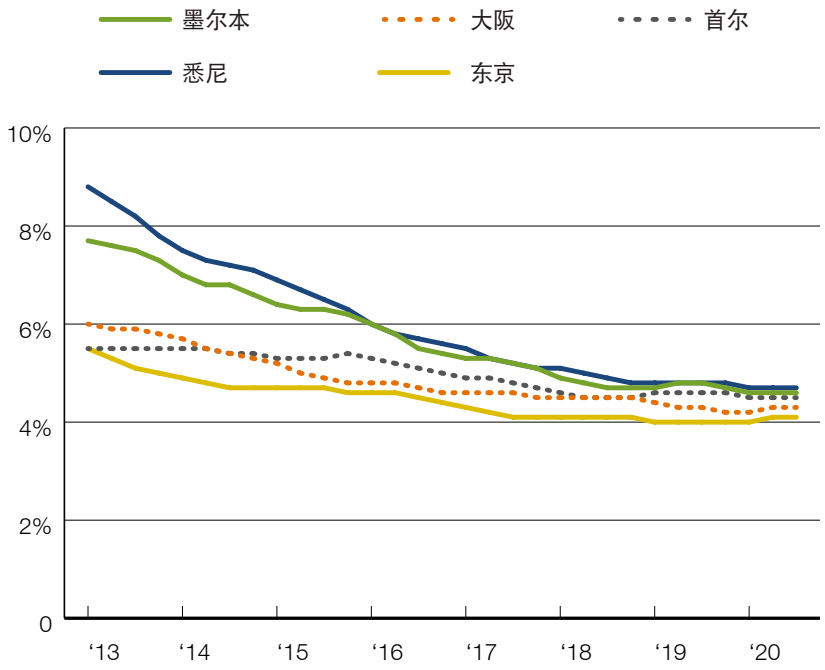
如上所述，2020 年第四季度有关写字楼细分市场的大辩论是关于租客需求在后疫情时代会下跌至何种程度的讨论。在亚太地区几个受新冠疫情影响极小的城市中几乎没有出现需求减少的迹象。中国台北的租赁市场依然坚挺。在中国内地，由于 2020 年写字楼市场总体供大于求，一些城市空置率继续上升，但仍然出现了强劲的需求。

不过一些受访者提到的坊间证据表明很多写字楼租客计划一旦目前的租约到期就降低空间需求。租赁需求的大幅下降会对业主造成双重打击，一方面空间空置，另一方面收不到租金。

例如在新加坡，一家大型设计公司的主管表示：“我们公司搬了，空出了一整层——我们不需要那么大的空间了，因为大家都在家里办公，我们调整了团队的结构、让员工回去工作，以及整体的运作方式。因此，我们的办公室变化很大，我想其它很多公司也在做同样的事情。我们的租期明年到期，很多办公楼空间都不会续租了。”

日本有着偏爱集体工作和办公室等级制度的文化，因此可能不愿意接受居家办公这么重大的转变。正如一位境外基金经理所说：“我已经在日本工作和生活了 30 多年。

图表3-3　亚太地区精选写字楼交易收益



资料来源：美国不动产资本分析公司（RCA）。

无疑这里有着团队工作的文化，各大公司也有自己的公司和团队管理方法，我认为目前他们趋向于让大家在办公室工作尽量长的时间。”

但是，实际上，远程办公在日本迅速扎根，许多公司明确表示计划将其作为永久战略，至少也是成本控制措施的一部分。一位当地基金经理表示：“几个星期前，我与（一家大银行）谈了一次话，他们认为整个服务行业大约 20% 的雇员将会 100% 居家办公。大公司则会将 20% 的员工，无论是人力资源部的，还是财务或行政人员，转移至控股公司，将其变为合同制雇员。这种趋势将会导致很多服务公司可以选择一部分员工居家办公。”

无论这代表一种直到发布有效的疫苗长期趋势，或者只是某些公司高层（疫情爆发前他们多半反对远程办公）的本能反应，都不得而知。正如一位受访者所说：“我们公司可以说是一个誓不接受任何形式的居家办公或灵活工作安排的典型，尽管我已经唠叨了好多年。现在，突然来了一个 180 度的大转弯，我们的领导希望 80% 的人完全居家办公。”

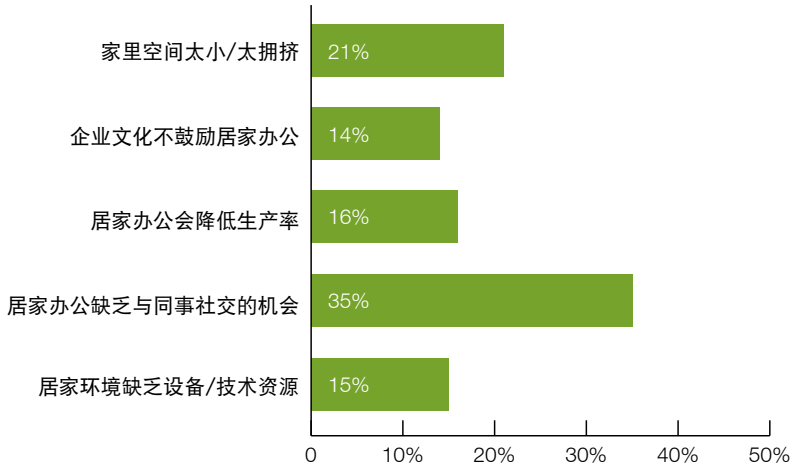
各执己见

整体而言，亚太地区的受访者中对长期居家办公趋势持赞成态度的比例要低于西方国家的受访者。调查结果（见图表 3-4）显示造成这种情况的主要原因有缺少与同事社交的机会，亚洲家庭住宅面积小 (在这方面需要说明的是由于中央商务区的办公室提高了病毒防控水平，因此多数还在运营)，因此阻止了大批居民来往于中心城区。几乎毫无例外，纽约和旧金山的鬼城感觉在亚太区并不常见。

不过同时，受访者对于工作场所解决方案的意见则出现了严重的两极分化。尤其是有着设计或技术背景的受访者，更赞成远程办公，而那些金融领域或具有开发背景的受访者则往往希望保留在办公室办公的模式，哪怕是每周一天也可以。

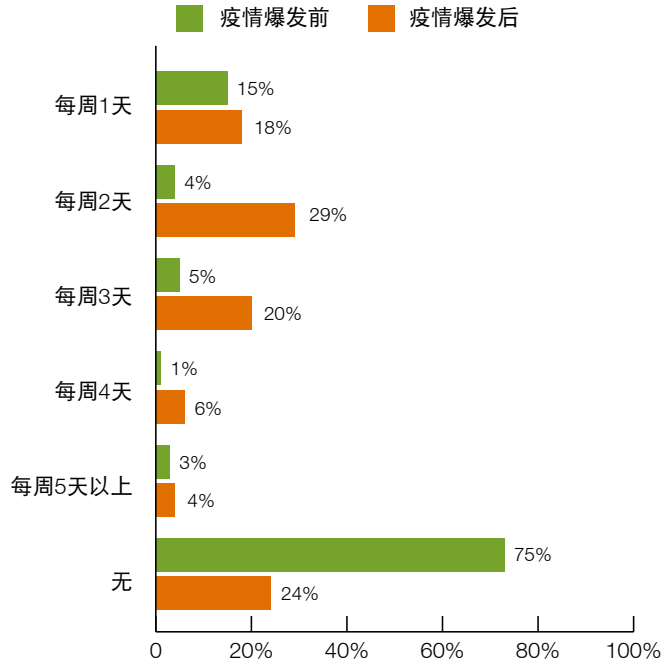
所有这些办公楼需求的驱动因素对该市场产生的影响难以估量。目前，多数雇主趋向于减少日常在办公室办公的人员，这样就降低了对办公空间的需求。同时，包括社交距离要求等平衡因素也要求办公人员密度降低，其结果会导致对空间需求的增加。这些博弈因素中谁将占得上风尚待分晓。

图表3-4　**您所在城市执行居家办公政策最大的障碍是什么？**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

图表3-5　**疫情爆发前后平均每周居家办公天数**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

轮用办公桌让位开放空间

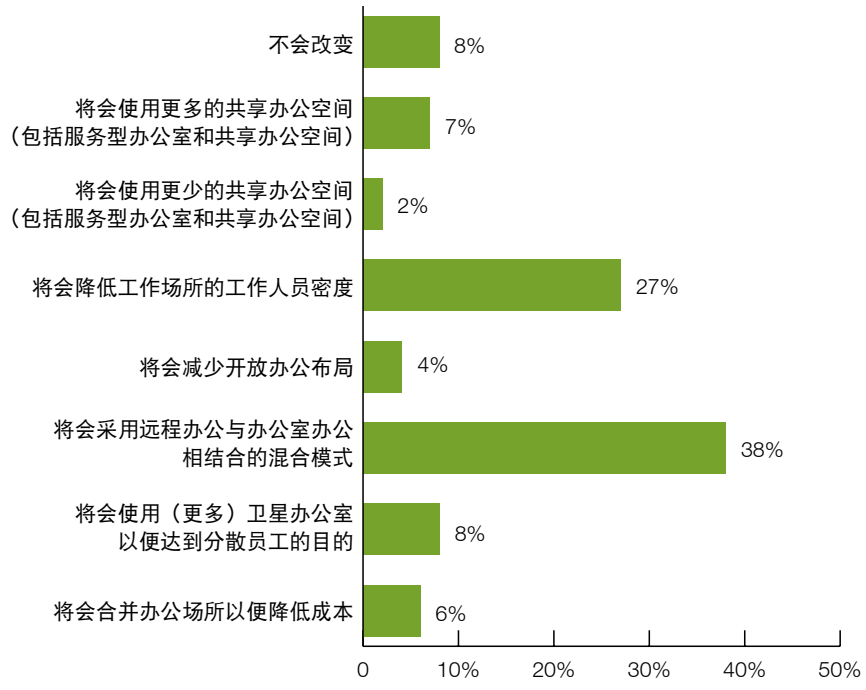
从全球范围来看，近年来开放式楼层平面布局越来越受欢迎，由于人们抛弃了单独的办公室，选择聚集在一起协作办公，因此工作场所的空间有所收缩。在这方面，没有哪个地区能够超过亚太地区。CBRE的数据显示目前亚太地区工作场所的平均密度大约为每张办公桌 80 平方英尺，有的低至 50 平方英尺，而美国和欧洲的数字则是 100 到 150 平方英尺。这意味着单从健康卫生的目的而言，降低办公室密度也势在必行。

办公室用途和布局也会以其它方式进行改变。一位香港特别行政区的基金经理表示：“什么都是开放的，过去几十年流行的座位和轮用办公桌现在要以健康的视角重新审视。假设办公室里一半同事出去服务客户，因此不再需要专门的办公室，共享办公空间会高歌猛进吗？如果这样行之有效的话…谁知道呢？”

未来，视频通话可能成为常态，可以取代面对面会议，尤其是经过这么多次访谈后，我们发现这种方式比老套的方法都更为高效。在办公室工作的员工增多的话，租客对空间的需求也将会增长。

轮用办公桌可能也会成为过去。那位基金经理继续道：“每个人每天都在一张桌子跟前忙活，还有交叉污染等风险，这有意义吗？我个人的观点是我们可能会回到过去的模式，仍然是开放型，但每个人都有自己的空间。所需的楼层面积可能会增加，因为人们之间的距离不再狭小。因此，办公楼问题也存在很多可变性，这些都不会导致办公楼市场的崩溃。我认为事实上这将是一场有关我们如何配置办公楼以及人们如何利用空间的变革性改变。”

图表3-6　**受新冠疫情影响您公司的工作场所模式将会进行怎样的改变？**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

当然，那意味着改变的不仅是个别办公室，而是整个楼宇。业主要对楼宇进行现代化改造，安装有利于健康的设施，如无接触科技设施、访问控制设施、防病毒涂层以及（尤其是）楼宇空调系统。空调系统升级成本可能较高，取决于现有系统的类型。如果像 ASHRAE（美国暖通空调工程师协会）这样的行业协会开始升级建筑标准规范，那么这样的升级就会越来越重要。

正如一位受访者所说：“具有无触摸等先进科技设施能够满足客户需求的现代楼宇将会成为赢家 —— 老旧一些的地产将会被淘汰，员工不想在那样的环境工作。”

灵活空间仍有市场

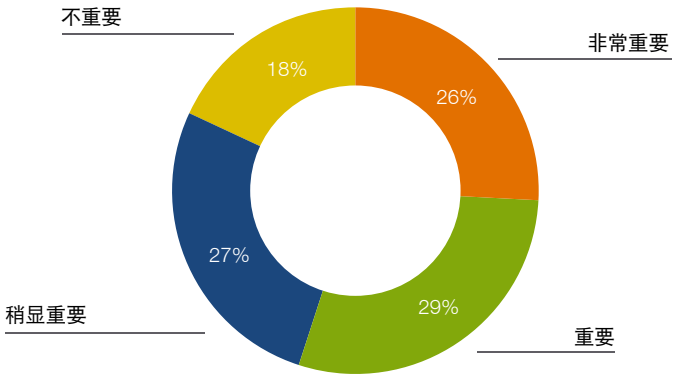
有关新常态下租客需要多少空间的问题涉及一个对于灵活办公空间使用的意见。近年来，从全球来看，共享办公空间的运营商已经成为闲置办公空间最大的接盘侠。但是这个细分市场也引发了大量关于这种经营模式可持续性的论战。到了 2020 年，由于用户选择离开拥挤的开放式工作场所，各种问题交织混合在了一起。目前，他们不仅停止了扩展计划，还不断地将空间还给业主。

尽管新冠疫情给灵活办公空间造成了深远的负面影响，但是目前租户对很多问题的答案尚不明确，包括保持社交距离的办公

室应该是什么样的、员工居家办公的频率如何以及至少从中期来看，能够照亮灵活空间市场前景的新的需求驱动力将会是什么？

因此，结论是灵活空间将会继续发挥重要作用——只是需要注意几个问题。首先，相对于传统的开放式平面布局共享空间，公司更愿意租赁服务式办公室。一位马尼拉业主表示，如果空置率开始上升，那么“我们会对空间进行切割，改造为灵活的服务式办公室，也就是 1000 平米的楼面会分割成 10 个 100 平米的空间。我认为这只是个时间问题，尤其是大型办公室用户，他们迟早会说：‘我用不着这么大的空间了，但是我还是需要一半，你能否允许我重新装修一半的空间，将其改造为小一点的办公室，能够容纳 20 个员工，带墙壁和工作空间？’因为那种类型的空间仍然很受欢迎，但是（开方式）风格却不是那么回事。”

图表3-7　目前对于贵公司而言灵活办公空间之于安置员工的重要性如何？



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

其次，如今更多的业主选择开办自己的灵活设施，而不是仅仅将空间出租给共享办公空间运营商。虽然很多业主仍然不愿意参与到复杂的设计、装修以及此类业务的运营，但大型业主希望亲历亲为或采用混合分红模式的意愿越来越强烈。

上海一位基金经理表示：“我认为服务型办公空间运营商与业主的关系将朝着酒店型工作关系发展，那样的话他们之间的经济利益和风险 / 回报将会得到更好的平衡。最后问题将会归结为运营质量、使用体验以及业主想要提供给租客的便利设施。”

若隐若现的去中心化

可能影响未来中央商务区办公楼需求的另一种相反的趋势与价格有关。现在，很多租客的盈利能力有所下降，为了降低成本，越来越多的租客会选择搬到租金便宜些的地方。一位香港特别行政区的行业顾问表示：“他们所关注的不是他们是否应该回来（比如回到他们的办公室），而是他们应该回到哪里？眼下，我正在为客户制定大量突发事件预案，其中关注的重点是成本——新冠疫情让人们有机会重新评估，并反思自己是否需要在中央商务区办公。”

推动租客离开中央商务区的另一个因素是迎合员工远程办公的需求，目前公司员工更有可能居家办公，至少有一些时间是远程办公。正如一位受访者所言：“我认为形势发生了一些变化，以前绝对是以雇主为中心，但现在在办公空间的选择方面似乎需要更多地考虑员工了——因此，至少在副中心的基础上，他们会将办公地点设置在员工居住的地方。招募新租客时，如果雇主能够为员工提供便利的办公地点，那么招募的成功率会更高。”

无论是受员工居家办公驱动，还是更多公司选择在中央商务区以外的地方寻找更便宜的空间，分散型工作场所的任何大规模变化都必然会导致副中心办公空间需求的上涨，还会促进更多二级中央商务区的发展。但是如果他们要求本来在市中心工作的员工搬至新建设施工作，这一辐射状解决方案将很难起作用，因此这个执行方案略显棘手。

因此，位置是关键：占据交通优势，接近中央商务区，依托大型居住区，房租价格

适宜，零售配套便利等都是加分项。能够同时满足这些要求的分散化位置并不多，不过悉尼的帕拉玛塔、上海虹桥、马尼拉的克拉克、新德里的诺伊达、中国台北的南港以及新加坡的很多分散的非中心位置，正在崛起。

即使没有如此大规模的分散型位置（毕竟这样的位置需要多年的发展），有一个快速而简单的办法可以满足居家办公的需求，那就是灵活空间。因此，直到现在仍然以市中心最好的位置为目标的共享办公空间运营商们可以改变他们的战略，寻找大量中央商务区工作人员聚居的非中心城区开设较小型设施。

东京一位基金经理谈到他的基金管理的楼宇正在努力吸引更多共享办公公司入驻，希望籍此实现资本化：“我个人认为现在我们面向创新办公空间和临时办公空间招募租客的举措有些激进，因为我们看到在目前的背景下这类办公空间表现较好。现在我太太得以从美国回到日本，我确信人们对办公空间的需求将会增长，毕竟有些人希望能在办公室、而不是自家的起居室办公。”

物流地产

在亚太地区所有主要资产类别中，物流地产是唯一一个历疫情而弥坚的类别。RCA 的数据显示 2020 年前 9 个月，亚太地区物流地产交易量同比上涨 15%，而同期办公楼地产交易量下跌 38%，零售地产的降幅更是达到了 53%。此外，2020 年上半年，为了在亚太地区部署物流项目，投资基金筹集了将近 70 亿美元的资金，占所有资产投资的一半还多 —— 这足以证明投资基金对仓储资产的持续青睐。

由于长期存在结构性供不应求，再加上大量周期和结构性因素的驱动，尤其是电子商务交易的增长，早在新冠疫情爆发前整个亚太地区对物流设施的需求就已经很旺盛。这也成为之前已经存在、被新冠疫情催化的另一个进程。亚太地区电子商务增长率已然超过了美国或欧洲，而新冠疫情爆发后采取的社交距离限制进一步推动了它的发展，无异于给火爆的电子商务市场又添了一把柴。

刺激物流设施需求的另一个因素是新冠疫情期间暴露出的现代“准时制”供应链的诸多弊端。“准时制”最初的设想是尽量减少全球制造商库存部件的数量。但是，疫情爆发后，部件工厂停产，配送网络暂停，导致整个行业全球活动减缓或停止，“准时制”的弊端曝露出来。为了扩大零部件库存，提高产品配送努力，现在制造商背离了“准时制”（至少是短期背离），开始增加库存，这样进一步增加了对物流服务的需求。

迄今为止，中国依然是新建物流设施的最大市场，因为这里有着巨大且迅速扩展的市场，并且现代物流设施一直处于严重短缺状态 —— 仲量联行的数据显示，当前中国可以称之为现代化仓储设施的占比仅有 5%。

一个拥挤的战场

不过，尽管物流设施具有不可否认的基础性，市场也没有供过于求的风险，但物流资产也并非一个稳赢的赌注。其中一个问题就是他们太受欢迎了，几乎所有受访者都将其视为最喜爱的资产类型，调查对象认为它是迄今为止投资前景评级最高的资产类别（见图表 3-1）。正如新加坡一位投资人所说：“这个市场将会非常拥挤，到了某一时刻，价格很可能被推高至不合理的水平。虽然现在还没有高到那个水平，但是可能会很快 —— 我们关注的每一笔物流设施交易的定价都比一年前要高。”

一位澳大利亚基金经理表示：“对于我而言，挑战在于能否真正把您的钱投出去，因为直至现在物流依然是三大细分市场（写字楼 / 零售 / 工业地产）中最小的一个。我认为这个市场在投资组合中仍能占有 10% 到 12% 的份额。此外，让我倍感纠结的还有如此低的资本化率 —— 物流资产的资本化率只有 4.5%。从历史的角度来看，澳大利亚经常出现的情况是，在最初的租期到期、固定租金上涨后（体现在租赁结构中），对于租客而言退租然后租用一个花费 10 年时间建成的新设施，支付更低的租金。我不认为短期内会有什么改变。”

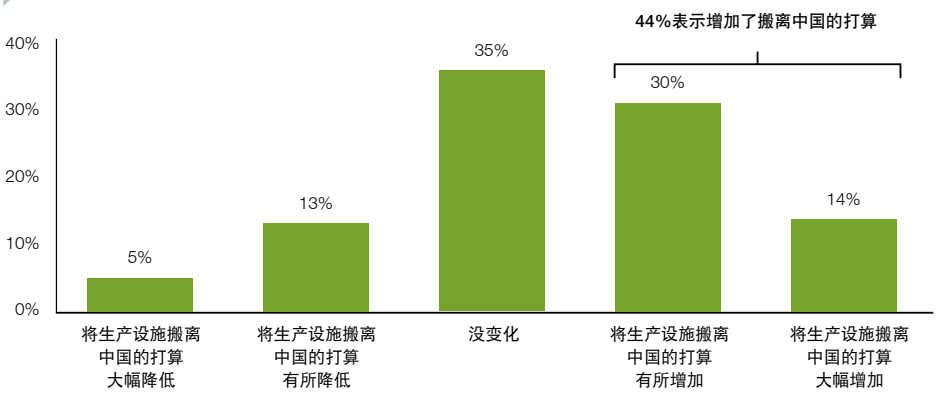
另一个潜在的问题是，有些市场可能很难获得土地，租客更愿意与已经建立起合作关系的运营商合作，建设或运营设施本身并不难，因此相对于如数据中心这类设施而言，物流地产的进入门槛不算高。出于自身利益的考虑，仓库通常提供长租服务，这也成为后疫情市场另一个受追捧的属性。出于同样的原因，租金涨幅通常较低，并且（与办公楼或零售资产不同的是）他们几乎不会进行整修或重新配置。

即便如此，并非所有市场的资本化率都压缩到了日本（收益下降至 4% 以下）或澳大利亚的水平。例如印度，仅仅几年前才通过监管改革催生了现代物流产业，因此物流供应依然紧张。而市场风险却很高，开发内部收益率为 16% 到 17%，资本化率则在 9% 到 9.5% 之间，利润在健康范围内。

中国加一

2020 年，东南亚新兴市场对物流基础设施的需求激增，部分原因是国内经济增长以及与疫情相关的线上零售主题。此外，由于全球贸易形势紧张以及供应链的脆弱性，越来越多的制造商可能将其生产设施搬离。投资银行瑞士联合银行（UBS）近期就中国生产能力邀请美国 450 家公司的高管参与了一项民意调查，结果显示，44% 的参与者认为新冠疫情促使他们进一步考虑搬迁事宜。

图表3-8　新冠疫情对于将生产设施搬离中国的决策有着怎样的影响?



资料来源：瑞银证据实验室（UBS Evidence Lab），北亚首席财务官调查。

举例而言，一位菲律宾开发商介绍说以往马尼拉商业建筑使用的玻璃 90% 都由中国供应。2020 年初这些工厂由于新冠疫情关闭后，本地的建筑活动出现了明显的延迟。因此，菲律宾供应商开始寻找更多供货来源以便降低风险：“大型品牌公司正在努力令其供应链多样化，这样才可以向我保证在建筑竣工后不会转过身来告诉我‘嗨，您的电梯在这儿呢（另一个国家）’。现在，无论我们什么时候拿下一个大项目，无论是新电梯还是其它设备，我们都会问一下从哪里进货。如果你说是从中国内地进货，而且另一座楼宇的设备也来自中国内地，那么我就会要求你从泰国或中国台湾或其它地方进货。”

这不意味着大批制造商要撤离中国内地——“中国加，而不是中国减”正如一位物流专家所言——但是按照绝对价值计算，因为中国有如此众多的工厂，即使一小部分迁至新兴市场，对后者而言也是一个巨大的数字。

冷链存储——一个大热的市场

另一个与疫情相关的影响是消费者涌向线上超市，无论他们是自愿选择还是受社交距离所迫。对冷藏仓储——需要配备复杂的机械基础设施以确保满足恒温恒湿的要求——因此需求急剧增长。

弗雷斯特（Forrester）预计到 2024 年亚太地区冷藏需求的复合年增长率（CAGR）为 30%，线上渗透率将翻倍，由 2020 年的 5.1% 增长至 2024 年的 10.6%。冷藏用途不只限于食品，还包括药品。而预计将于 2021 年推出的新冠疫苗将会是巨大的潜在市场。

与其他类型的物流基础设施一样，亚太地区现代化冷藏设施也面临着巨大的结构性短缺。例如，根据 CBRE 估计，为了达到美国的人均冷藏水平，运营商将不得不新建大约 4.11 亿立方米的空间，几乎是现有容量的一倍。

与数据中心一样，冷藏仓库的复杂程度意味着投资人需要与运营专家合作，亲历亲为。这不仅能够给予租客信心，而且在出售资产的时候还可以提高其价值。

一位活跃在这一领域的投资人介绍说，目前该领域出现了一种新趋势，那就是将传统仓库空间与冷藏概念相结合。由于线上杂货销售增长，对于冷藏设施的需求激增，需要更多更大的冷藏设施，而这并非现有冷藏资产所能满足，尤其是像中国内地以及韩国等市场。

由于亚太地区缺乏冷藏设施，冷藏设施作为一种资产类别，与传统物流设施相比，其交易溢价高达 300 到 350 个基准点。

越南被视为是最具吸引力的投资选项之一。除了它的国内经济实力以外，其对境外物流公司的监管制度相对较开放，100%外资企业可以涉足仓储项目。此外，在推动打造绿色供应链方面，该国也取得了显著的进步，新的立法允许国内仓库采用太阳能屋顶，同时还可以直接从场外买电。目前，许多跨国公司都在寻找合作伙伴，希望与在环境问题上有着良好业绩记录的公司合作。越南采取的措施被证明是一种智慧的做法，吸引了大批外国制造商。

同时，亚太地区的各个市场都出现了愈演愈烈的土地争夺战。中国的大型电子商务公司也加入其中，为他们自己的设施囤积土地。“所有东南亚国家都面临土地紧缺的问题，但是在欠成熟的市场，土地已经成为最大的挑战，”一位投资人表示。“我认为将来想要获得土地以便建设仓储设施的买主之间一定会出现激烈的争夺。”

与柬埔寨、泰国和马来西亚一样，印度尼西亚也是投资人青睐的一个市场。不过他们都不及越南老道。一位当地物流投资人表示：“纵观各个新兴经济体，印度尼西亚市场广大，而且每个人都很兴奋，但是做起来确实很难。印度也是一个很大的市场，虽然做起来也很难，但它实现了飞跃，跑到了印度尼西亚的前面。人们忘记了印度尼西亚其实只有雅加达，因此需求要低很多。而印度或中国都有十几个大型或中性城市，都是非常好的市场。”

另一位投资人认为印度尼西亚存在的另一个问题是合适的土地所有权都比较集中：“所有的一切都为10大家族所有，”他说，“因此如果你不出个好价钱，休想从他们手里拿到任何东西。”

开发并持有核心资产

因为多数买家更愿意长期持有，投资人对物流地产的火热需求令已竣工资产的收购分外困难。因此，物流地产已成为大家竞相开发并持有的核心资产，投资人希望将开发风险转移至将成品出售给核心基金的售价中。一位机会主义投资人这样评论：“如果两年前你问我是否打算在中国内地投资物流地产，我会说不——投资人已经筹集了过多的资本，基于风险调控的考虑，对于我们而言定价不起作用。但是，我们所看到的是这些大型平台上筹集了如此多的核心资本，他们为抓住了无机收购的机会而感到高兴。我们突然发现了很多这样的机会，因为愿意承担开发风险的人不多，但是愿意购买核心资产的人不少。”



零售资产

与西方国家的情况一样，多年来整个亚太地区的传统零售设施受到线上零售的打击，节节败退。eMarketer 的统计数据表明，从线下到线上的转变来得的确太过迅速，以致于 2020 年全球 62.6% 的线上销售额都由亚太市场贡献。

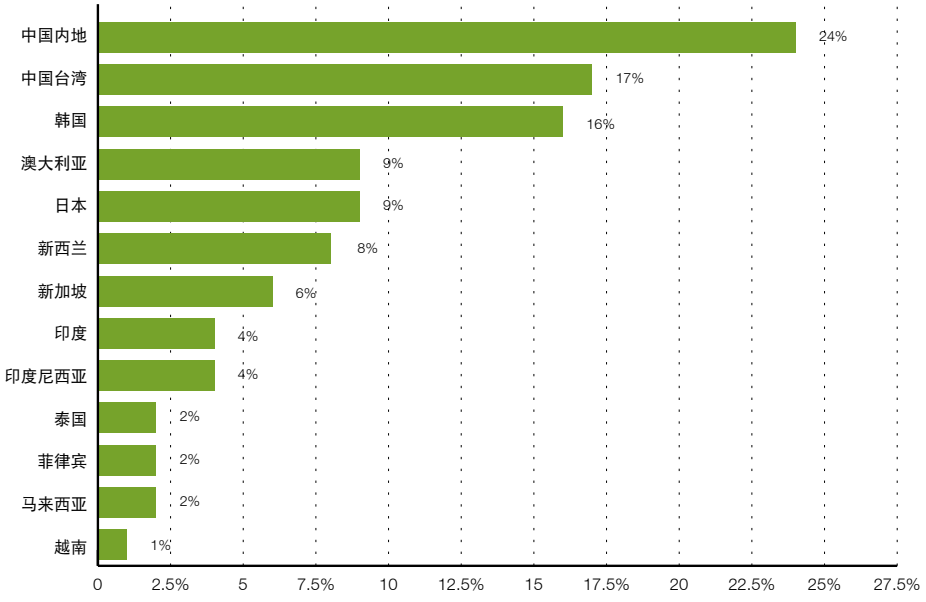
因此，使用线上平台的趋势本已强劲，而疫情毫无疑问进一步加快了这种趋势。分析公司弗雷斯特（Forrester）预测，从 2019 年到 2024 年，线上销售额将从 1.5 万亿美元增长至 2.5 万亿美元。年均复合增长率达到 11.3%，这一数字比世界其它地区的增长率高出一倍多。

在这样的情况下，亚太地区的实体店前景可能会非常黯淡。但是面对实体设施生意的流失，受访者们却一致认为对于总体零售地产的前景不必消极，或者至少有选择地不消极。

原因是多方面的。首先，线上零售份额持续上升的同时，亚太地区消费者消费总额也在迅速攀升。Bain & Company 近期的一份研究显示，目前亚太地区为全球零售额的增长贡献了 75%，这意味着传统零售虽然份额缩减，但依然从快速增长中分得一杯羹，使其得以调整以适应市场的变化。

其次，不同的零售类型所受到的影响也大相径庭。例如，奢侈品零售具有极强的抵御力。部分原因是奢侈商品消费者更喜欢实体店的购物体验，还有一部分原因是旅行禁令让很多有钱人倍感无聊。一位商场运营商表示：“我们发现销售奢侈品的最高端购物中心也跻身业绩最好的零售类型之列。因为消费者不能像之前一样前往海外目的地购物，所以只能经常光顾国内的高端购物中心了。”

图表3-9　**2020年亚太地区电子商务占零售总额的份额**



资料来源：Statista 2020。

通过区别不同的细分市场，投资人以火眼金睛考察零售资产，判断其优势。正如一位涉足城郊零售资产的投资人所言：“现在人们认为社区杂货店类零售设施与其它类型的零售设施完全不是一个资产类别，当然我们也明白资本对此类资产的青睐也是导致这种差别的原因。”

但是，近来线上购物平台高歌猛进，业绩飙升，对于购物中心的业主而言，这无疑是一种不祥之兆，激励他们对设施的用途重新定位并且 / 或着手改变运营模式。

服务本地消费者

这种激励的结果之一是商场运营商开始更多地关注其客户群的需求。在通常依靠游客消费的市场或社区，这种转变更为明显，运营商开始关注本地消费者。商场开始减少品牌店、推出更为积极而有意义的项目、接纳针对本地消费者的店铺。

一位香港特别行政区的建筑师表示：“我认为目前商场运营商关注的更多的是增加访问频率 —— 这样，消费者会定期或不间断逛商场，运营商还应做足安全措施。目前这种本地化的色彩非常浓厚。”上海一位大型零售地产业主表示，新冠疫情爆发高峰期间，中国政府颁布了国内旅行禁令，致使零售运营商“将目光转向本地消费者，并着眼于忠诚度和促销手段。我们还开展了一些再促销活动，引进了领先上市最新商品的旗舰店以期吸引当地和外地消费者。这是积极的举措 —— 尽管顾客人数尚未增加，但销售额增加了。”

同时，促销也比过去“更实在”，策划者更多地关注场所感的营造，而不再以榨取途经此地的游客钱财为目标。一位受访者表示：“从运营角度来看，零售设施运营商现在更多的是站在市镇中心的角度思考问题，而不是以一个商场的角度。他们仍叫商场，但有人认为你就是一个积极的管理者，更像一个镇长，仅仅是确保从更大范围内招揽各色观众进来而已。”

由于游客看样子不会很快回归（或至少，有些情况下），这样的战略会起到双重作用。一方面可以支撑收入，另一方面可以鼓励零售设施服务当地社区 —— 在香港特别行政区等国际性大都市这一功能已被遗忘多时。

重新规划混合用途地产的用途

由于购物商场损失了部分传统租客，空置空间逐渐被非零售商租用，致使租客结构更加复杂。在某种程度上，这也是之前的既有趋势被加快的体现。近年来，商场出现了体验提供型趋势，很多娱乐、餐饮等设施纷纷出现在商场里。疫情期间，尽管这些新业态也遭遇沉重打击，一旦恢复正常，他们仍然有望成为购物中心的焦点。

此外，商场提供的体验类业态不仅限于音乐和餐饮等，“点击取货”（网上订购，实体取货）也是一种选择。此外还有产品试用。面对线上零售增长做出有效应对的一位中国内地商场投资人介绍了上海一家零售中心如何成功逆袭：它率先推出独特的活动，为消费者带来了其它地方无法提供的体验，包括与当地一家喜剧剧场的合作设施，他们还在商场内建设了一座小型的植物园。

上海另有一个在建商场则规划了一个 4000 平米的多层室外绿色露台，设计有水道、天桥以及瀑布；还有一个 5500 平米的穹顶、一个大型日式水族馆。一位中国内地投资人表示：“水族馆的设计非常宏大，需要大型机电设备和结构工程，因此既有商场不可能通过翻新来营造此类设施。但这已经成为一种发展趋势，越来越多的项目在早期设计中就将提供娱乐和创新体验确立为核心，旨在为消费者提供一流体验。”

提到即使是成功的零售商场现在也希望先发制人对其地产进行升级时，一位行业顾问表示：“很显然，他们不希望自己只是被动地反应或应对，而是能够采取主动，推出与众不同的新事物，确保商场能够不断推陈出新，用有趣的东西吸引顾客，令他们激动兴奋，也让他们看到商场为应对当前形势所做出的努力。在此背景下，他们引进了很多新技术，打造令顾客赞赏并买账的元素。”

这引发了一个问题：现有零售空间是否有能力满足此类新用途的需求。一位设计师介绍说：“建筑师、零售设施运营商以及开发商一直以来都把商场当作摄影场景来构建，这很奇怪，因为零售一直在不断演进。好在，人们现在已经接受了改变将更快地发生这一观点 —— 那种认为每 10 年做出一次调整的想法早已过时。”这意味着，为了便于拆卸，设计师们逐渐采用临时地板以及轻钢结构，这样更便于商场根据市场需求进行改造。

其它非体验类的租客，如教育或医疗服务，也渐趋普遍，尤其是在地面以上楼层。一位受访者表示：“通常，他们的租金并不高，但是由于多数商场的运营商不打算在其租客中施行租金收益最大化政策，为了吸引顾客、实现顾客的多样性，他们对这种再混合持开明态度。”

在商场建立现场履单中心也是一种潜在用途。尽管目前在市中心建立此类设施仍只停留在假设阶段（尤其是此类设施往往受到区域划分规定的禁止），全渠道和线上零售最后一英里送达的需求是一种共生诉求，对于城郊未得到充分利用的商场以及配送范围太广的物流运营商而言都是利好。在澳大利亚，目前几个类似的改造项目正在进行中，当地的零售商有望采用类似的模式，因为有时候在处理与当地居民之间的关系时会遇到一些困难，居民们可能会持反对态度，因为此类设施的建立会增加交通运输量。

最后，无论是谁接手了刚刚腾出的零售空间，结果都是彻底改造，将其变身为真正的混合用途设施。一位活跃于该领域的建筑师表示：“对于我来说有趣的部分在于，过去只有四分之一或更少一部分用作特色服务或设施，而现在这个占比高达 40%。过去这些设施可能存在于所谓的生活方式中心（如今他们更像是社区中心了），现在人们需要他们出现在商场里。因此，对于一些运营商而言这样的改变开始变得有意义起来。”

小既是美

此外，追求高大上的购物中心已成为一种历史，现在的主题是广泛分布于各处的数量更多的较小设施。过去，此类较小型购物中心（建筑面积（GFA）大约 60 到 70 万平方英尺）被认为缺乏竞争力。如今，“人们认为这个规模刚刚好，因为这是基于设施周边消费者的需求进行调整的结果。规模越大，越趋于一般化，失去了应有的个性。因此，这是一个契机，可以利

用人们希望买到个性化商品（甚至包括他们购物的地方）的心理，来打造不一样的购物场所。”

运营性零售空间几乎确定在收缩，赋予他们新用途意味着总体而言每个项目的空间有可能会扩大，在未来多用途项目中，零售的占比可能更小。正如一位行业顾问所说：“未来，商场里几乎一半的空间都将变身为普通用途空间。”

在澳大利亚，这种转变已经开始。对于业绩不佳的大型零售中心，业主们已经开始重新规划其用途了。一位此类项目的投资人 / 业主拥有一个占地 20 公顷的项目，目前他正在对其进行多用途改造，增加了 30 万平米的住宅，学生公寓以及卫生保健设施。这位投资人说他认为该资产的前景很好，但是需要向基金的有限合伙人解释一下。“我们不得不带着客户们踏上这样的旅程，”他说。“最初，投资人买入了一支购物中心基金，因此我们需要向他们展示这将是零售业的未来。我们能够用很多方法来缓解你们目前担心的问题，因为很明显现金流多样化起来，不再只是来自于租客。然而更为重要的是，这些潜在的价值没有体现在当前的资产估值中 —— 我认为这将是一个巨大的机会。”

新的租赁结构

零售空间以这种方式变身的一个副作用是租金和价值将不可避免地受到影响 —— 通常是负面的影响 —— 因为正在消失的品牌店支付的租金要比取而代之的新租客高。特别地，履单中心的租金比其它多数零售租客都要低。这将意味着，首先，受影响的地产业主在估值方面要受到打击；其次，租金的计算方式也可能发生变化。

一位大型零售资产业主表示：“大量闲置的空间将被重新规划，变身为医疗、共享办公等空间。不收取基本租金，按照店铺的营业额订定租金，以此为基础来限定租赁能力。”

香港特别行政区一位大型零售资产业主表示：“我认为基础租金和按营业额订定租金可以同时存在，因为这样业主和租客都吃到了定心丸。不管各种营业活动的营业额比例是否会变化（这种情况是可能出现的）。但是我们确定会看到的是灵活性在增强 —— 有些商场里出现了越来越多的快闪店，签订了更多的短期租赁合同。在香港，典型的租期是 3 年，现在这个期限可能缩短至 6、12 或 18 个月。这种灵活性令翻新改造得以实现，也令一些新想法得以尝试。”

随着全渠道战略的发展，业主需要找到货币化服务途径，至少一部分发生在线上。上述业主继续道：“之前就已经出现、由于新冠疫情爆发而被加快、现在正在发生的是店铺将会扮演更多角色。店铺可以是展示厅，可以让你试用产品，或者你可以在这里收货退货。在这种情况下，你如何衡量这家店铺的实际业绩？一些业主已经向零售商提出了这个问题，并且在计算店铺的库存时将库存周转也计入其中，不管购买发生在线上还是线下。还有许多问题会出现，虽然可能是逐个出现。”

零售商也在考虑收取全渠道租金，希望将一定比例的销售额与实体零售空间联系起来（按照履单量计算），一部分与线上购物联系起来。在人口密度较大的城市，这些措施实施起来都比较困难，因为“细节决定成败”，而且确定消费者区域也非常困难。不过，模式在演进，随着线上线下活动的继续融合，这个领域的问题也越来越重要。

住宅

与其它类型的资产相比，亚太地区的住宅市场无惧新冠疫情的影响，依然出乎意料的坚挺，尤其是考虑到经济下行对消费者收入和情绪的影响。在多数国家，交易量出现了下降（中国内地除外），但是在新加坡、香港特别行政区以及日本，定价降幅有限，尤其是结合近些年的涨幅来看。究其原因，实际上是高储蓄率、有个属于自己的家的文化以及中档住房长期供不应求所致。

不过也有一些例外。针对学生和移民的边境管制让本以疲弱的且依赖国际买家的澳大利亚市场进一步走低。2021 年初政府经济扶持计划结束后，价格很可能会再次下跌。而中国内地恰恰相反，由于政府的金融扶持资金进入楼市，加之正面情绪回归后被压抑的需求得以释放，受此驱动 2020 年 8 月，中国百强开发商的住宅销售额同比飙升 31%。

在一个充满不确定性的环境里，消费者这种可靠的乐观情绪，加上同样可靠的长期按揭偿还历史记录，令投资人将住宅地产视为一种具有防御性资产类别。

基金围绕多家庭资产布局

特别地，建成出租（也称多家庭）资产非常受欢迎。在亚太地区，多家庭资产作为一种资产类别还未受到太多关注，只有日本登记了大量的建成出租资产，并在总住房数目中占有一定的比例。亚太地区一直以来存在的一个问题是，住宅类资产的收益太低，如果不加大量杠杆的话，很难给多家庭住宅投资背书一个漂亮的回报率。

不过现在人们的看法发生了一些变化，主要原因有：

- 经济萧条背景下租赁房屋更具吸引力，因为可能的购房者往往付不起首付款。

- 政府会推出税收减免以及折衷规划等政策手段刺激市场。中国内地几年前就采取了此类刺激措施。不过开发商往往将其看作领导的失职，并依靠政府通过其它方式弥补差额。澳大利亚也在向这个方向发展，香港特别行政区也有类似传闻。在定价偏高的市场，投资人很难从多家庭住宅获得较高的回报，除非是面向中等收入人群。

- 时下，全世界的利率都可能长期维持较低水平，多家庭住宅的收益虽然少得可怜，但也聊胜于无。一位顾问表示：“我们似乎要回心转意接受未来的收益可能会更低的现实了，如果多家庭住宅能够带来 4% 到 4.5% 的净收益，我们的投资人也许会觉得还不错。更有可能的是，如今这些住宅的租金是与生活指数挂钩的，很多情况下你不止要考虑 2 年的租金，而是 5 年或更久。因此，数据都在变化。”

- 机构基金目前正在考虑买入多家庭资产的事实可能会促使开发商兴建更多的多家庭住宅，因为他们随时可以退出。

- 现在很多先进的资产管理方法被普遍采用。一位受访者表示：“一直以来管理和维护都是这一领域的障碍，不过我们现在有了新生代的管理人员，他们的办事效率更高。”

能否积少成多?

不过，作为疫情的副产品，多家庭住宅渐受欢迎并未获得普遍接受。一位基金经理表示：“在日本之外，除了中国内地，多家庭住宅并未深入人心，就我个人而言，我不愿意在文化转变中充当先锋角色。如果观察一下中国内地，你就会发现共享生活空间出现了大量的破产，大厦将倾的感觉。”

这位基金经理强调了两个问题。第一，除非你能拿到指定了租赁住房用途的补贴地价，否则只能向更高的层次重新配置。“但是这样租金就会上涨，只能面向外国人，而非本地人。那么这个市场有多大呢？”他分析说。第二，投资人都希望最终卖个好价，但这种期待貌似与政府的政策相违。“政府低价出让土地用于建设出租房，因为他们希望租金低廉，”他表示。“因此，你进入这个市场，然后抬高租金获得投资回报的想法最终毫无疑问会导致冲突。而且，如果租客没付房租，你是不是要赶他们出去呢？”

一位目前在日本管理着一个多家庭投资组合的投资人对于该市场持有类似的怀疑态度，主要原因是资本化率被严重压缩，收益水平仅为 3.5% 左右。“部分原因是多家庭资产受到太多资本的追逐，对此卖家很清楚，因此他们没有必要降价。你要做的是想办法涨房租，这样才能盈利。迄今为止，租金确实有所上涨，投资人也获得了更多的利润，但是这纯属市场调节的结果，而不是管理的成果。”

愿意出高价拿下多家庭资产的大型机构投资人的出现令日本多家庭资产市场的竞争更加激烈。

除多家庭资产外，调查还包括了其它类型的住宅市场，包括越南和印度等新兴市场的中档项目，都是在面积和子市场等方面精挑细选，且与当地著名开发商合作的项目。正如本报告其它章节所讨论的那样，印度也出现了很多让人头疼的交易，涉及债务而不是股权。

最后，在印度还有另一个选择。由政府推进的巨型低收入住房项目计划在全国范围的二、三线城市兴建 1100 万套住房。这样的建设规模在亚洲乃至全球都是罕见的，加之由于是面向政府，可以获得大量的财政激励，因此这将是一个很好的影响力投资机会。

一位当地顾问表示：“政府已经推出了各种类型的支持机制，包括政府补贴、单窗口审批、利息补贴、资本补贴、印花税减免以及基础设施和优先贷款等。最重要的是售价由政府来定。但是迄今为止，机构投资人对此类机遇进行估价时还未走出历史舒适区。”

酒店

酒店地产与零售地产堪称难兄难弟，是所有资产类别中受疫情打击最大的重灾区，疫情爆发后，国际旅游业陷入停顿。尽管联合国的数据显示 2020 年前 6 个月亚太地区的到港人数下降了 72%，但各个市场的数据（如日本，见图表 3-10）显示了更为巨大的降幅。2020 年亚太地区酒店 RevPAR（每间可供租出客房产生的平均实际营业收入）骤降，从财务角度看已达到不可持续的程度。

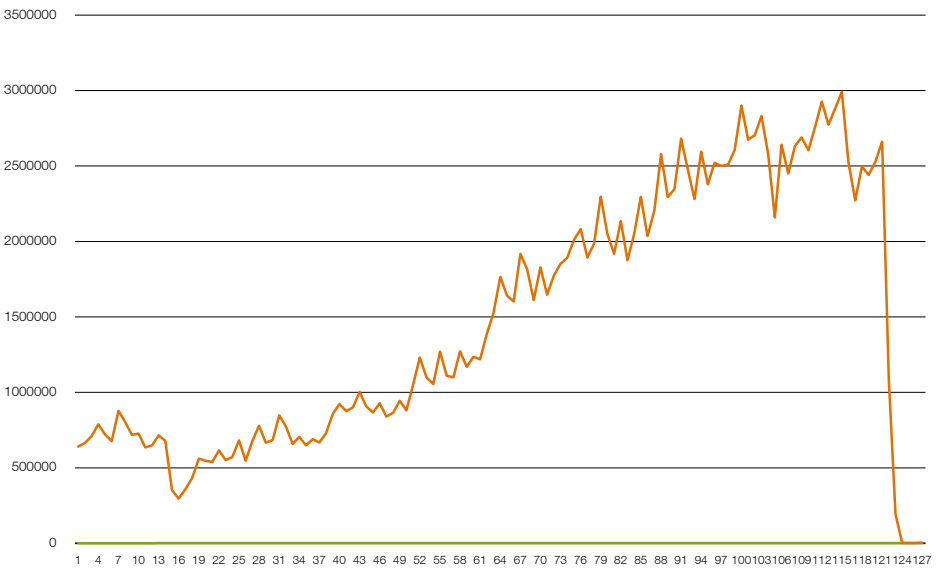
因此，酒店也是市场上最早出现在困厄销售行列的资产之一。10 月初受访的香港特别行政区一位基金经理表示：“光是这给星期就有三个人来找我 —— 就在周二 —— 我们正在计划筹资买进抛售的酒店。”

尽管前景黯淡，但酒店行业的前景并非毫无希望。首先，不同的市场其酒店行业的前景会大不相同。据日本当地一位基金经理介绍：“即使所在市场非常好，很多酒店也可能垮掉。因此我认为除了地理位置好之外，还需要有更多活动助力，才能让酒店走出困境。”

在中国，随着经济恢复到半正常状态，酒店的生意也相应渐有起色。同时，CBRE 的数据显示新加坡也想方设法将上半年的入住率保持在 75%，主要是通过政府的检疫隔离和危机管理计划实现。

国内旅游的恢复对酒店行业的拉动也不可忽视，尤其是像中国和日本这些有相对较多富裕的国内游客的国家。中国台湾的一些投资人也表示岛内旅游一定程度上缓解了因海外游客锐减而对旅游业造成的冲击。

图表3-10　**2010年1月至2020年7月到达日本的访客数量**



资料来源：日本政府观光局。

图表3-11　**2019年12月及2020年6月亚太地区酒店每间可供租出客房产生的平均实际营业收入（RevPAR）**

城市	RevPAR（美元）		
	2019年12月	2020年6月	2019年12月到2020年6月的变化率
新加坡	173	51	-70.6%
仁川与首尔	109	31	-71.0%
香港特别行政区	75	31	-58.8%
上海	58	31	-46.5%
悉尼	135	29	-78.3%
中国台北	155	26	-83.4%
河内	102	25	-75.9%
北京	60	22	-64.0%
马尼拉都会区	80	21	-74.1%
东京	160	18	-88.7%
孟买	106	18	-82.9%
胡志明市	82	15	-81.5%
雅加达	44	12	-72.8%
曼谷	98	12	-88.0%

资料来源：STR。

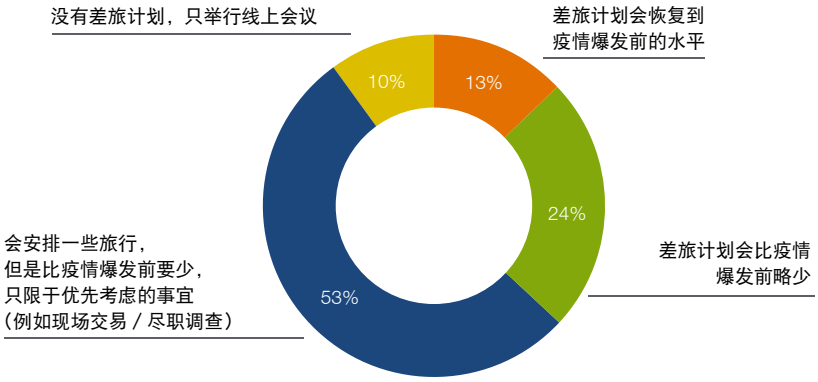
房间过多

即便如此，由于国际游客和商务人士锐减，国内销售不足以将酒店的业绩拉升至新冠疫情爆发前的水平，酒店行业面临着供给过剩问题，这无疑会迫使很多资产出局。

严重依赖国际游客的新兴市场度假酒店或者提供会议空间的大型连锁酒店首当其冲，因为他们的生意更难好转。即便未来疫苗就能把病毒消除，地区旅游业也很难迅速回弹至之前的水平，因为商务差旅可能发生了永久性的改变，之前出手阔绰会以挂牌价入住的顾客一下子不见了。

与零售资产细分市场一样，投资人正在考虑通过翻新或拆毁重新规划业绩不佳的酒店资产的用途。例如，一位日本投资人建议将东京市中心的酒店改为数据中心。“一些受到疫情影响规模适宜的四星级酒店或许是最佳选择，”他表示。“你必须有勇气继续持有，估计还需要几年时间。但是商务酒店已经无路可走了，因为商务酒店太多了。”

图表3-12　**一旦区域旅行禁令解除您有哪些差旅计划?**



资料来源：《2021 年亚太区房地产市场新兴趋势》调查。

另一个选择是将酒店改为多家庭住宅。总体而言，酒店拥有适宜的暖通等基础设施，因此在这方面有较大的优势。一位顾问表示：“我的一些客户在购入酒店资产的时候就已经想好了怎么做，他们入手的都是两星或三星的酒店，通过内部改造，令其变身为共享居住或共享办公空间。”

在新加坡，一位基金经理表示：“人们都在等着降价。我认为如果你现在想购入酒店并仍打算把它当酒店用的话，你只能寄希望于国内旅游。我们目前考虑的酒店都是打算将其改建为老年公寓或住宅。虽然有改造好的，但是价格还没上去。所有这些卖家仍然试图基于酒店收入模式售卖，但这种方法已经不适用了。国际旅游将会出现一种新的模式，我们所看到的是（旧有模式）已经不再适用。”

受访者名单

Actis
Brian Chinappi

AECOM
Scott Dunn
James Kirkpatrick
Vishal Kundra
Tim O'Loan
Sylvester Wong

AEW Asia
Jason Lee

Alpha REIT Managers
Shireen Iqbal Binti Mohamed

AMP Capital
Tim Nation
Kylie O'Connor

Angelo, Gordon Asia
Jon Tanaka
Zoe Zuo

APN Property Group
Joseph De Rango

ARCH Capital Management
Jonathan Umali

Arena REIT Management
Rob De Vos

Arrow Capital Partners
Kurt Wilkinson

ArthaLand Corporation
Leonardo Po

Asia United Bank
Leo Intalan

Atkins
Eli Konvitz

ATR Asset Management
Ronald Benjamin Roa

Australian Unity
James Goodwin

BentallGreenOak
Dan Klebes

Blackstone
Chris Tynan

Brookfield Asset Management
Veronica Huang
Stuart Mercier

Capbridge Investors
Ken Fridley

CBRE
Henry Chin
Takashi Tsuji

Charter Hall
Ben Dodwell
David Harrison

China Life Capital Investment Company Limited
Carrie Liu

CIFI Holdings Group
Xin Yang

Colliers International
John Kenny
Richard Raymundo

CRE REIT Advisers
Tsuyoshi Ito

Cushman & Wakefield
Claro Cordero Jr.

Daiwa House Industry
Tetsuo Suzuki

Development Victoria
Ronan Mellon

DM Wenceslao and Associates
Buds Wenceslao

EDMUND TIE
Choon Fah Ong

EG Funds Management
Adam Geha

ESR
Michael de Jong-Douglas

Frasers Property Australia
Rod Fehring

GenReal Property Advisers
Anckur Srivastava

Grocon
Christian Grahame

Hongkong Land
Raymond Chow

Hong Kwok Land Investment
James Wong

Hulic
Yoshito Nishikawa

ING Bank
Hans Sicat

Ingenia Communities Group
Simon Owen

Investa Property Group
Jonathan Callaghan

Jerde Partnership
Phil Kim

Japan Post Bank
Hiroyuki Tanaka

JLL
Stuart Crow
Fergal Harris
Andew Quillfeldt
Janlo de los Reyes
Jacob Swan

Jingrui Holdings
Maochun Liu

JP Morgan Asset Management
Tetsuya Karasawa

Kaisa Group
John Fitzgerald
Ken Suen

KENEDIX
Hikaru Teramoto
Takahiro Uchida

KMC Savills
Michael McCullough

KKR
Bryan Southergill

LaSalle Investment Management
Adam Donahue
Tom Miller

Leechiu Property Consultants
Tam Angel

Lendlease
Hsueh Ling Ng

Lobien Realty Group
Sheila Lobien

LOGOS Property
Sandra Fan

M&G Real Estate Asia
Chiang Ling Ng

Macquarie Group
Samuel Green
Andrew Taylor

Metropolitan Real Estate
John So

Mirvac
Stephen Gould
Stuart McLaren

Mitsubishi Corp.-UBS Realty Inc.
Katsuji Okamoto

Mitsubishi Estate
Tetsuji Arimori

Mitsubishi Jisho Investment Advisors
Toshiyuki Arai
Eriko Kato
Naoki Kuwabara

Mitsui Fudosan Investment Advisors
Shuji Tomikawa

Moelis & Company
Ben Boyd

Mori Building
Hiroo Mori

Nuveen
Nick Evans
Louise Kavanagh
Carsten Kebbedies

Ooedo Onsen Reit Investment Corporation
Fuminori Imanishi

PAG Investment Management
Naoya Nakata

Partners Group
Rahul Ghai

PAYCE
Will Morgan

PGIM Real Estate
Benett Theseira

Pontiac Land Group
Wei Lin Kwee

PRIME Philippines
Jet Yu

Professional Property Services
Nicholas Brooke

Pronove Tai & Associates
Monique Pronove

Property Council of Australia
Ken Morrison

Samurai Capital
Ken Aoyama

Santos Knight Frank
Rick Santos

Satterley Property Group
Nigel Satterley

Savills Investment Management
Alex Jeffrey
Brett Kauffman

Savills Singapore
Christopher Marriott

Savills Malaysia
Dougie Crichton

SC Capital Partners Group
Andrew Heithersay

Scape
James Ma
Tim Peel

Schroder Pamfleet
Andrew Moore

Seazen Group
Youdong Guan

Shimao Property Group
Ke Tang

Starr International Investment Advisors
Alison Cooke

Tan, Frankum & Associates
Trent Frankum

Touchstone Capital Management
Fred Uruma

Value Partners Group
Durraini Baharuddin

Villaraza & Angangco
Maria Concepcion Simundac

Wing Tai Holdings Limited
Wai Keung Cheng

Yida China Holdings Limited
Cai Wang

Zig Inge Group
Peter Inge

151 Property
Chris Chapple

赞助伙伴

普华永道

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

全球房地产研究部领导团队（按地区）

Craig Hughes
Global Real Estate Leader
London, United Kingdom

K.K. So
Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Paul Walters
Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Hong Kong SAR, China

Jim Chen
China Real Estate Leader
China

Kenny Yeung
South China Real Estate Leader
Hong Kong SAR, China

Gang Chen
China Real Estate Tax Partner
China

David Kan
Hong Kong Real Estate Tax Leader
Hong Kong SAR, China

Jane Reilly and **Josh Cardwell**
Australia Real Estate Leaders
Sydney, Australia

Bhairav Dalal
India Real Estate Tax Leader
Mumbai, India

Brian Arnold
Indonesia Real Estate Leader
Jakarta, Indonesia

Jennifer Chang
Malaysia Real Estate Leader
Kuala Lumpur, Malaysia

Hiroshi Takagi and **Hideo Ohta**
Japan Real Estate Leaders
Tokyo, Japan

Taejin Park
Korea Real Estate Leader
Seoul, Korea

Chee Keong Yeow
Singapore Real Estate & Hospitality Leader
Singapore

Nguyen Thanh Trung
Vietnam Real Estate Leader
Ho Chi Minh City, Vietnam

Jason Liu
Taiwan Real Estate Leader
Taipei, Taiwan

www.pwccn.com

Urban Land Institute

城市土地学会是一个会员制全球性组织，由 4.5 万余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：在负责任的土地使用的议题上担任领导角色，并促进全球活力社区的建立和持续发展。

城市土地学会成员均为来自行业不同领域不同学科的代表，包括开发 商、业主、投资者、建筑师、城市规划师、公共官员、房地产经纪人、评估人、律师、工程师、金融家和专业学者。学会成立于 1936 年，在美洲、欧洲和亚太区均设有分支机构，会员遍及 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，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 2019 年就在全球 332 个城市举办了 2443 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。

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。

W. Edward Walter
ULI全球首席执行官
https://uli.org

David Faulkner
ULI亚太区总裁
https://asia.uli.org

ULI资本市场和房地产中心
Anita Kramer
高级副总裁
www.uli.org/capitalmarketscenter

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

(202) 624-7000

www.uli.org

封面图片：新加坡 Funan 商业综合体
图片由凯德置地提供

第 iii 页图片：香港特别行政区 K11 ATELIER
图片由新世界开发有限公司提供

第 9 页图片：中国佛山岭南天地
图片由瑞安房地产提供

第 23 页图片：大沙河生态走廊
图片由AECOM提供

第 30 页图片：悉尼EY中心
图片由Mirvac提供

第 34 页图片：新加坡 New Futura
图片由城市发展有限公司提供

第 42 页图片：曼谷 Gaysorn Centre Atrium
图片由Gaysorn Property Co., Ltd提供

2021 年亚太区房地产市场新兴趋势报告®

人们对 2021 年投资和开发的最佳预测是怎样的？我们对 391 位房地产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，希望它能在您做出投资决定时起到前瞻性提醒作用，提醒您资金投向哪里，哪些市场、哪些细分市场的前景最好，以及将会影响房地产市场的资本市场发展趋势等。由普华永道联手城市土地学会发行的《亚太区房地产新兴趋势》今年已是第 15 版，其中业内专家给出的专业意见定会帮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。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 了解更多会员权益，欢迎您加入城市土地学会大家庭，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 (knowledge.uli.org) 访问不断扩充和更新的高品质内容，其中就包括自 2003 年以来出版的所有《房地产新兴趋势》® 报告。

亮点

- 新冠疫情给亚太地区各市场和各类资产带来了怎样的影响。
- 告诉您什么值得期待以及最佳机会在哪里。
- 详细说明资本市场的各种趋势，包括股权和债务资本的来源和流向。
- 指出哪些资产细分市场具有机会，哪些是应该避免的。
- 有关经济和对信贷问题的关注如何影响房地产行业的报告。
- 讨论哪一个都会区提供最多和最少的潜在机会。
- 描述社会和地缘政治趋势对房地产的影响。
- 说明地理位置与细分市场的偏好正在发生哪些改变。

Urban Land Institute

www.uli.org

pwc 普华永道

www.pwccn.com