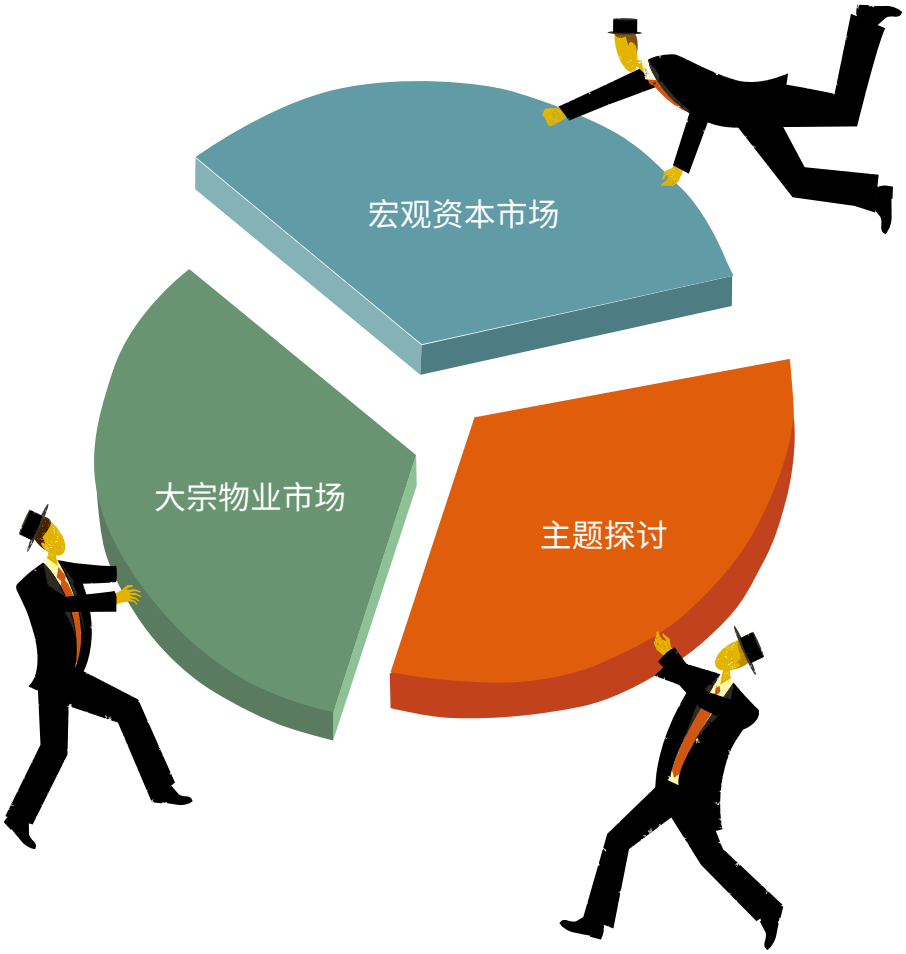
savills
第一太平戴维斯

焦点 | 2019

变局辩局

中国房地产市场投资报告

第一太平戴维斯中国区市场研究部
savills.com.cn/research



欢迎阅读 2018 年第一太平戴维斯中国房地产市场投资报告。

在此报告中，我们将从融资环境、投资资产类别表现等多个方面来考察中国投资市场，并分析包括平台收购、利基资产收购在内的各商业地产投资表现，最后我们还会讨论一些市场中主题性的话题。

自从 2016 年年末中国政府实施了经济降杠杆政策，中国房地产投资市场的活跃性以及投资者类别已经发生了很大的变化。国内投资者及开发商融资日益艰难，融资成本与日俱增，这给到境外投资者更多的收购机会。一线城市仍然是最受投资者欢迎的投资目的地，同时一些高速发展的二线城市凭借强劲的发展潜力，也吸引了许多投资者的目光。另外，利基资产由于收益率更高、发展潜力可观且竞争较少，同样获得许多投资者的关注。

我们希望您能够喜欢这份研究报告，也期望获得您的反馈。

JAMES MACDONALD
第一太平戴维斯市场研究部主管

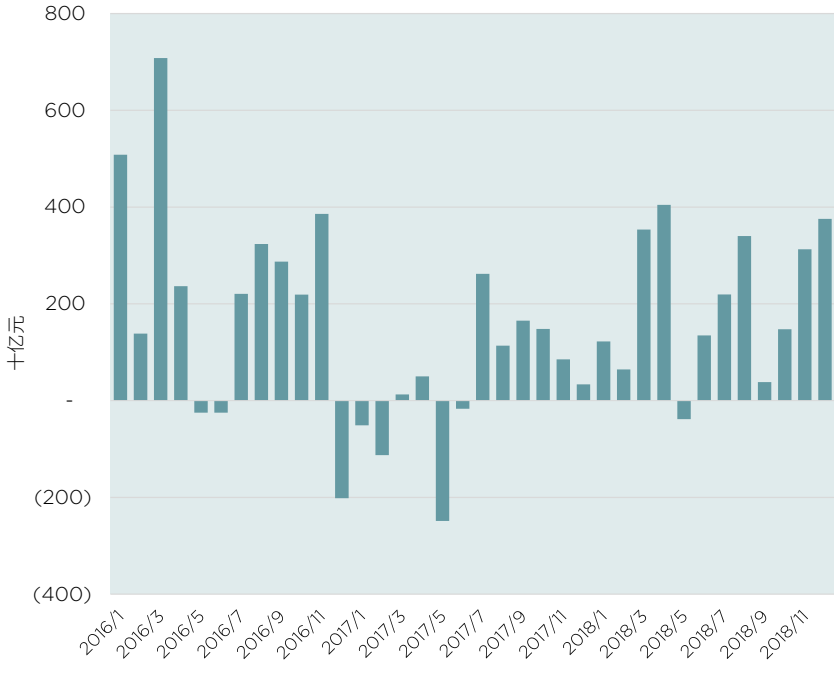
融资环境严峻

2008 年全球金融危机以来，中国无论企业还是个人负债率都已大幅上升。多年来高负债率的大型投资项目驱动了国内生产总值两位数的增长。但 2016 年年末起，政府采取一系列去杠杆政策，其中包括打压影子银行以及提高境内债券发行要求。这使得一些中小型私营企业资金状况受到极大影响。在 2018 年前 5 个月，有 13 家公司的 20 笔债券出现违约，合计金额达到约人民币 148 亿元。违约债券的数量以及合计金额都远高于 2017 年同期。2018 年下半年，由于与美国贸易战的压力，政府对于经济去杠杆的态度出现一定程度松动；不仅准备金率下调，境内债券的发行量也有所上升。然而，中小企业的融资问题仍然充满挑战。

面对巨大的融资困难，房地产开发商尤其是中小型开发商和投资者继而转向海外债券市场以及夹层贷款等成本更高的融资方式。在 2018 年前四个月，中国上市开发商境外债券发行额达到人民币 996 亿元，平均融资成本相比 2017 年上升 1 个百分点达到 6.98%。雪上加霜的是，在一些核心城市，开发商面临政府限购限价政策，住宅销售速度迟缓。另外，很多开发商以往利用高杠杆拍地开发，通过预售提前收拢资金，但一些城市已开始试行取消预售制，或规定土拍前须资金到位，从而令开发商面临更大的贷款偿还压力。预计房地产行业 2019 年第一季度到期的债券将达到 230 亿美元，如果有投资者要求提前偿还债券，金额或将达到 430 亿美元。

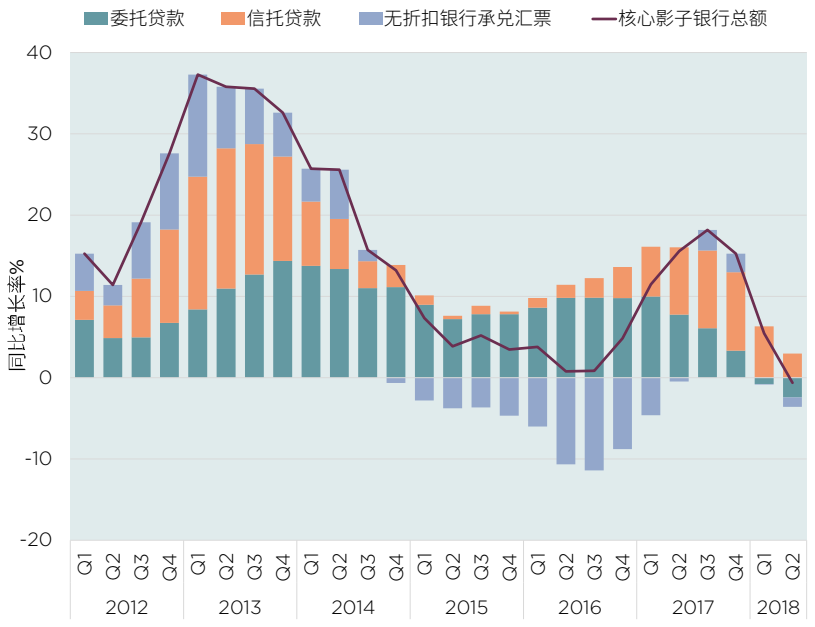
中国开发商偿债能力达到三年来最低水平。根据彭博数据来看，其统计的 80 多家上市房地产公司 2018 年上半年的平均短期偿债能力比率达到 133%，为 2015 年上半年以来最低，较一年前的 297% 有显著下滑；有约四分之一的开发商比率在 50% 以下。

境内企业债券净融资额，2016 年 1 月 - 2018 年 12 月



来源 中国人民银行、第一太平戴维斯研究部

影子银行贷款发行额增长率，Q1/2012 年 - Q2/2018 年



来源 中国人民银行、穆迪研究、第一太平戴维斯研究部

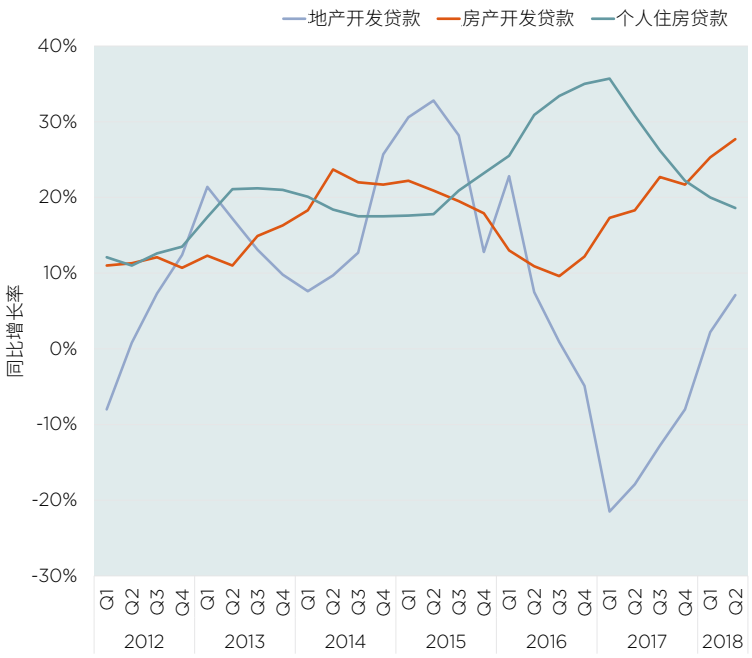
积极因素

中国基本养老保险基金（以下简称“养老保险基金”）投资潜力巨大。全国社会保障基金理事会从 2012 年开始投资管理广东省养老金，截至 2018 年 6 月底，全国已有 14 个省（市、区）与社会保险基金理事会签署委托投资合同，总金额人民币 5,850 亿元，其中人民币 3,716 亿元资金已经完成投资安排。2018 年 7 月，上海和四川追加养老金委托投资共计人民币 1,300 亿元。政府还将继续鼓励更多地区将养老金交由全国社会保障基金会统一投资，同时加强风险管理来确保长期稳定的投资回报。在美国、新加坡以及加拿大等成熟市场，养老保险基金是投资市场上核心资产的主要买家。随着中国养老保险基金的投资管理更加完善，支持政策进一步落实，我们预计会在商业地产投资市场上看到中国养老基金更多身影。

保险资金的房地产投资存在很大增长空间。随着 2015 年万能险的普及，保险公司获得了大量的资金累积。据估计，截至 2018 年上半年中国保险公司合计有人民币 17.6 万亿资产。目前中国政策允许保险公司将最多 30% 的资金用于房地产投资，15% 的资金用于海外投资。然而，目前险资只有很小一部分布局在房地产市场。此前，平安集团首席投资执行官陈德贤在“2018 年平安传统金融主题开放日”上表示，未来几年平安保险计划将房地产投资占比从目前的 2% 提高到 10%。与养老保险基金类似，险资如果提高投资房地产的比例，将会对大宗市场产生重大影响。

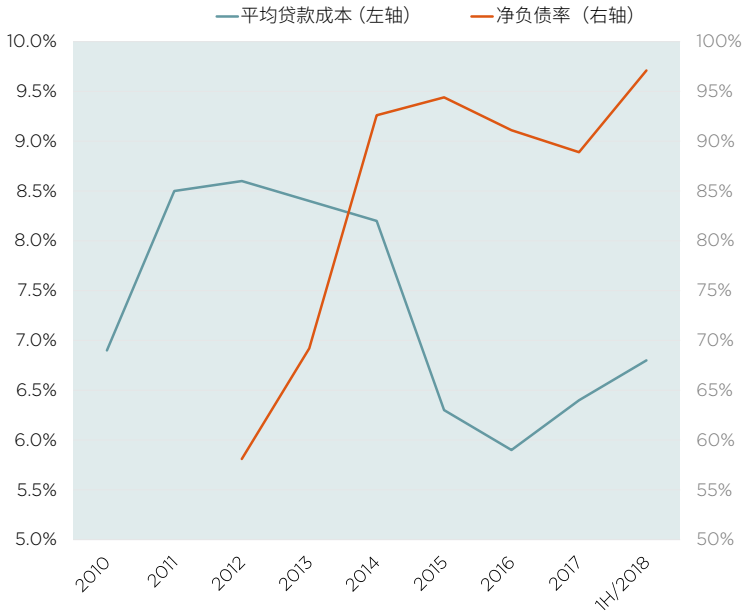
市场预计房地产信托投资基金 (REITs) 发行将列上日程。2018 年中国证券监督管理委员会以及中国住建部均发文鼓励推进长租公寓项目证券化。尽管目前中国大部分的证券化产品都是以资产为抵押，明股实债，但是市场上许多专业人士都认为中国会在不久的将来发行真正意义上的房地产信托投资基金产品。北京大学一份研究报告估计，如果法律和税务障碍得以解除，则中国的房地产信托投资基金市场规模将会超过美国，同时这将为投资者提供一个重要的退出渠道，对于投资市场是极大的利好。

房地产行业贷款额增长率，Q1/2012 年 - Q2/2018 年



来源 中国人民银行、穆迪研究、第一太平戴维斯研究部

中国房地产开发商平均贷款利率以及净负债率，2010 年 - 1H/2018 年



来源 花旗银行、第一太平戴维斯研究部

不良贷款越来越受欢迎?

自 2008 年全球金融危机以来，中国一直实行比较宽松的融资环境来促进经济增长，这也导致了中国经济负债比例一直较高。国际清算银行数据显示，非金融企业债务与 GDP 比率由 2009 年第一季度的 96.3% 上升到 2018 年第一季度 的 164.1%。

2017 年年底，中国国内银行贷款总额达到人民币 120 万亿元，同比上升 12%。与此同时，经济增速不断放缓，GDP 实际增速由 2007 年的 14.2% 下降到 2018 年上半年的 6.8%。另外，境内外企业债券的发行受阻以及住宅销售市场的降温都给开发商带来偿债压力。

在此背景下，中国不良贷款市场迅速发展。根据普华永道报告，截至 2018 年 6 月，中国商业银行有接近人民币 2 万亿元的不良贷款，而 2014 年第一季度总额仅为人民币 6,460 亿元。另外，根据国际标准，金额巨大且仍在不断增加的特别关注贷款（special mention loan）中也有很大一部分属于不良贷款。Fitch 估计中国不良贷款的真实总额约人民币 19 万亿元。

在政府压力之下，内资商业银行启动资产负债表清理。银监会在 2017 年初发布新规以控制金融系统中的一系列风险，其中包括要求银行加强信贷管理，扩大处理渠道，加速处置不良贷款。这使得不良贷款市场在过去的六个月里出现许多变化——资产管理公司更为积极地买卖不良贷款资产包，同时市场上也出现了更多高回报率的资产包产品。通常而言，不加杠杆的中国不良贷款资产包内部收益率在 12% 至 15% 之间，加上 50% 至 60% 杠杆以后内部收益率可以达到 17% 至 22%。

中国不断发展的不良贷款市场受到了越来越多国际投资者的关注。较活跃的投资者包括高盛、黑石、贝恩资本、孤星基金（Lone Star Fund）、PAG、新岸资本（ShoreVest Capital）、橡树资本以及 KKR。中国的不良贷款收购多与房地产相关。国际投资者收购的资产包规模一般在 1 亿美元左右，相比两年前有很大提高。考虑到小额资产包一般会有很多国内投资者竞争，国际投资者开始关注大额资产包的收购机会。

尽管投资者兴趣升温，但是挑战仍存。主要问题包括市场尚未成熟，资产包价格预估不切实际，市场缺乏透明度与流动性。由于中国银行结构的特殊性，不良贷款的收购一般还会涉及漫长的法律诉讼程序。另外，现在市场上也有很多新的途径来处置不良贷款，比如 2016 年发行的 14 笔不良贷款资产证券化产品。

债券

自 2017 年末，中国十年期国债收益率呈现下降趋势。然而长远来看，从整体回报及宏观角度而言，中国债券为投资者提供了布局于世界第二大经济体的机会，对投资者仍然充满吸引力。中国在过去几年一直致力于开放债券市场，更将从 2019 年 4 月起被纳入彭博巴克莱全球综合债券指数。随着政府降低准入限制，未来境外投资中国债券总额预计将会有大幅上升。

中国十年期国债即期收益率，2010 年 -2018 年

来源 CEIC、第一太平戴维斯研究部

股票

由于中美贸易战的持久不确定影响，加之股权质押风险和经济增长担忧等原因，中国股票市场在 2018 年呈现低迷状态。上证指数及深证成指这两个主要股指双双从 2018 年初高点回调，跌幅接近四分之一。尽管许多开发商 2018 年年报表现良好，营业额和利润都有所上升，但是大部分开发商的股价都出现大幅下挫。例如，万科和绿地 2018 年年末股价与 2017 年年末相比分别同比下降了 20% 和 10%。财务表现和股价走势相左，主要是因为股价通常直接反映公司和行业的整体状况及未来预期，而财报反映公司当下运营状况且通常存在一定滞后性。从长期看，市场普遍预计 A 股会出现一定程度的回暖。A 股已被纳入 MSCI 新兴市场指数，再加上 IPO 改革、资产管理改革以及发行中国存托凭证等一系列市场政策，将为 A 股市场提供支撑。

亚太区大宗物业交易

亚太城市大宗成交额及排名

2016	2017	2018	城市	成交额（亿元人民币）	同比变化率
3	1	1	香港	1875.3	20%
5	5	2	首尔	1326	60%
1	2	3	东京	1070.9	-17%
4	4	4	悉尼	855.4	-2%
2	3	5	上海	720.5	-31%
7	6	6	新加坡	552.2	-14%
8	7	7	墨尔本	465.3	-9%
6	8	8	北京	397.7	18%
10	10	9	布里斯本	277.7	-17%
9	11	10	大阪	189.9	-39%
17	19	11	台北	175.6	115%
20	16	12	奥克兰	122.3	-23%
31	14	13	广州	110	-20%
19	9	14	横滨	109.4	-67%
15	18	15	珀斯	108	23%
13	54	16	孟买	93	568%
51	26	17	曼谷	78.6	72%
14	29	18	福冈	69.3	39%
24	30	19	天津	62.1	68%
18	22	20	重庆	55.1	-6%
27	28	21	阿德莱德	51.1	-10%
30	21	22	崎玉	39.5	-37%
46	—	23	大连	36.7	0%
32	53	24	西安	28.7	98%
21	25	25	名古屋	25.5	-51%

来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

亚太地区 2018 年商业地产市场面临不断持续的贸易战、利率上升、融资收紧等消极因素。RCA 数据显示，亚太地区 2018 年总成交额（不含土地成交）达到人民币 1.1 万亿元，同比下降 6%。其中，香港、首尔、东京以及悉尼录得大量成交，分列第一至四位。此外，孟买成交额较上一年增长近六倍，成为增长最快的亚洲城市。受个别大额成交项目的影响，台北以及包括重庆、西安、天津在内的个别内地城市同样录得成交额显著增长。相比之下，上海、新加坡出现成交下滑。

每一个亚洲城市都有其独特的地理、文化、经济和社会特色。例如，中国资本市场较为封闭，香港作为资本进入中国市场的一大渠道，金融行业未来发展潜力依旧可期；作为东南亚传统金融中心的新加坡同样如此。东京是日本商业的集中地，聚集了大批国内外大型企业。印度的高科技产业高速发展，且政府发布一系列行政措施不断开放市场，预计会获得更快的经济增长。印度 2019 年将会有首个 REIT 产品上市，这将会为私募投资者提供新的退出渠道，金融市场会变得越来越成熟。

新兴市场

- 资本价值高增长
- 经济增长强劲
- 市场波动，通货膨胀风险
- 货币波动风险

典型市场：印度、菲律宾、印度尼西亚

核心市场

- 收益率高于融资成本
- 流动性高
- 透明度高
- 监管完善
- 市场安全
- 货币稳定

典型市场：日本、香港、澳大利亚、新加坡、韩国

中国处于哪个市场阵营？

中国发展阶段独特，目前并不具备核心市场的全部优势，但也不完全符合新兴市场的特点。中国资产收益率仍然低于融资成本，市场流动性和透明度较低；同时，资产资本价值已经达到较高水平，考虑到中国近年来追求平稳、可持续经济增长的基调，未来一两年内预计不会出现资产的大幅增值。然而对于外资投资者而言，中国市场巨大，已经成为其资产配置中不可缺失的一部分，投资者不希望错失未来中国经济持续增长带来的机会。

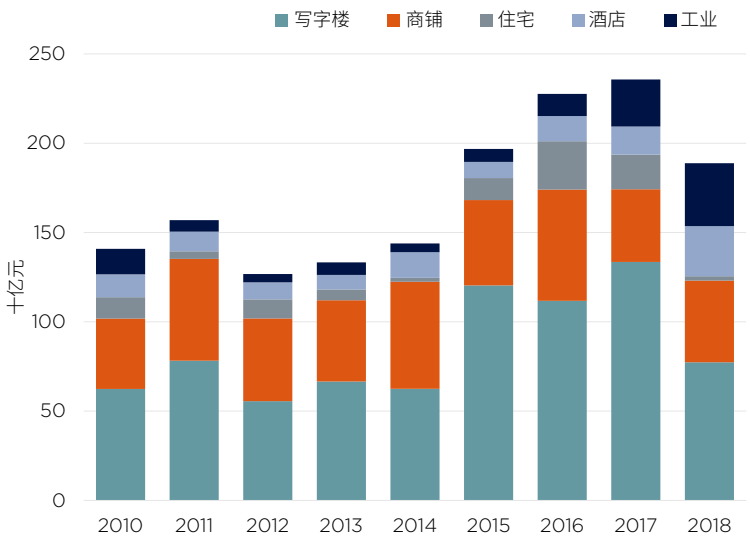
大宗物业市场

2018 年中国商业地产投资市场表现低迷。大宗成交（人民币 1 亿元以上的成交，不含开发地块）总额达到人民币 1,888 亿元，相比 2017 年同期下降 20%。凭借出色的流动性以及透明度，写字楼资产仍然是最受欢迎的资产类别，最活跃的市场仍然是一线城市以及重庆、杭州、武汉、成都和西安等发展迅速的二线城市。零售商场的成交额保持平稳，成交集中在一线城市。

从酒店成交来看，2018 年初富力地产以人民币 189 亿元从万达集团收购酒店资产包，含 74 家酒店。除去这项成交，酒店资产成交总额同比下降 42%。市场上仍然存在不少投资者有意收购酒店物业进行改造，然而此类资产有限。根据酒店物业的状况，例如建筑结构、土地性质以及终端需求，酒店通常被改造为长租公寓或者写字楼。以北京为例，最近一两年完成的多笔酒店成交均意图改造为写字楼。由于北京核心区域写字楼供应有限，位于核心区域但运营不良的酒店改造成写字楼后，获得大量的租赁需求。回到酒店市场基本面，在可支配收入及旅游需求持续增长的刺激下，酒店行业基本面不断提升，也成功吸引一些投资者开始关注酒店运营。

在工业地产板块，以万科、厚朴、高瓴资本、SMG 以及中银集团组成的财团在 2018 年以人民币 199 亿元收购了普洛斯。除去这项成交，工业地产成交总额在 2018 年同比下降约 40%。然而成交额缩减主要是因为供应端而非需求端的影响。由于物流地产基本面表现出色，租金具有上升潜力，加之收益率相对较高，投资者仍然在积极寻找投资机会。

中国大宗成交总额统计，2010 年 - 2018 年



来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

中国 2018 年主要大宗成交（不含资产包收购）

项目名称	城市	资产类别	成交日期	总价（亿元人民币）	买家
星港国际中心	上海	综合体	2018-Q4	205.0	凯德集团
盈科中心	北京	综合体	2018-Q4	105.0	北京愿景明德管理咨询有限公司
丰树商业城	上海	综合体	2018-Q4	110.0	黑石集团
乐峰广场	广州	零售	2018-Q1	33.4	凯德集团
海洋大厦	上海	写字楼	2018-Q4	30.0	基汇资本，Quadreal地产
北京京通罗斯福广场	北京	零售	2018-Q4	25.6	领展房产基金
方恒时尚中心	北京	写字楼	2018-Q4	22.3	北京字节跳动科技有限公司
祈福集团中心	广州	写字楼	2018-Q1	14.9	祈福集团
大连希望大厦	大连	写字楼	2018-Q1	11.8	中国人寿
禾盛京广中心A座	西安	写字楼	2018-Q1	10.1	中国人寿

来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

买家分析

私募基金
境内融资难度加大为境外私募基金带来更多机会

机构买家
机构投资者看重稳定的现金流以及中国物业的长期估值

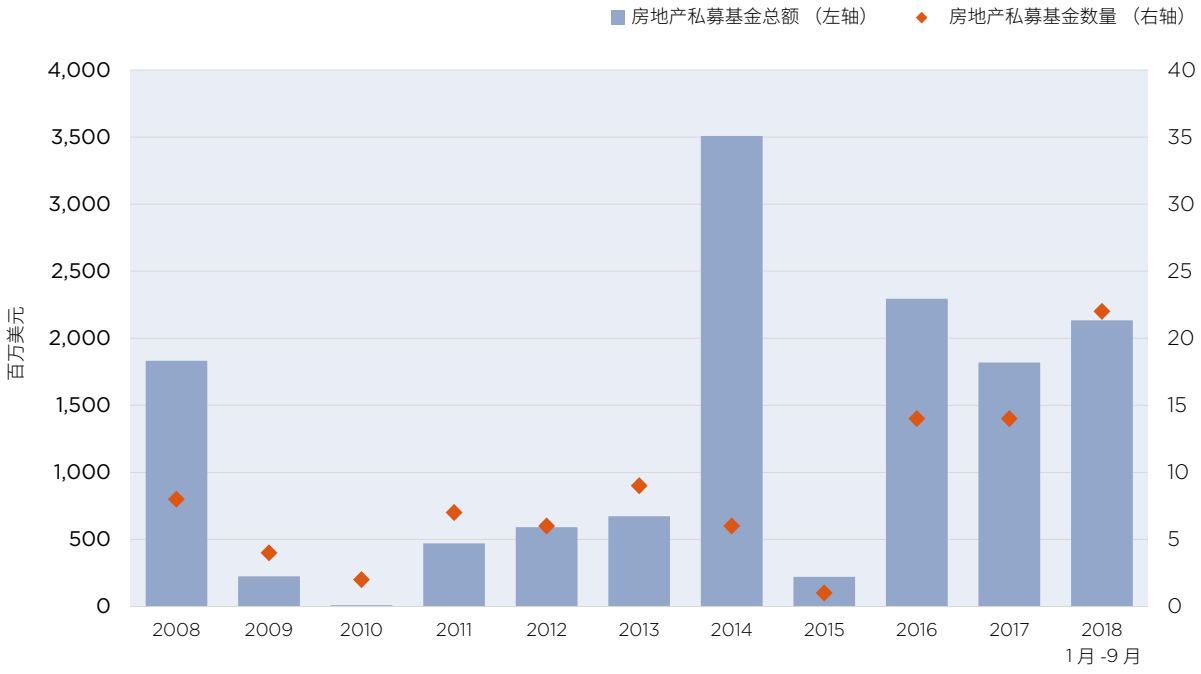
开发商
大型开发商融资成本较低在当前收购中更具优势

自用买家
自用办公需求保持活跃

从 2008 年全球金融危机以来，中国一直保持较为宽松的融资环境，市场资金流动性充沛，投资市场活跃。2016 年底前，中国开发商和私募股权基金通常可以较低成本获得充足的融资，因而成为大宗商办市场主要买家。然而，这种借助高杠杆进行投资、寄望于资产短期增值的策略，在融资形势严峻的市场中难以为续。2018 年 1 至 9 月，中国房地产私募基金发行总额为 21 亿美元，较 2017 年全年增加 17%。然而，发行基金的单支平均金额相比 2017 年下降 25%。

境外房地产基金之前在报价上通常不占优势，而市场形势的转换为境外投资者打开新局面。预计在未来 12-18 个月间，境外投资者在市场上仍将保持活跃，并且可能会联合当地开发商或国有企业进行投资。根据 PERE 2018 年一份报告，目前在市场上投资目的地为中国的境外房地产私募基金一共有九支，总规模约为 38.3 亿美元。

中国房地产私募基金发行数量与发行总额，2008 年 - 2018 年（1 月 - 9 月）



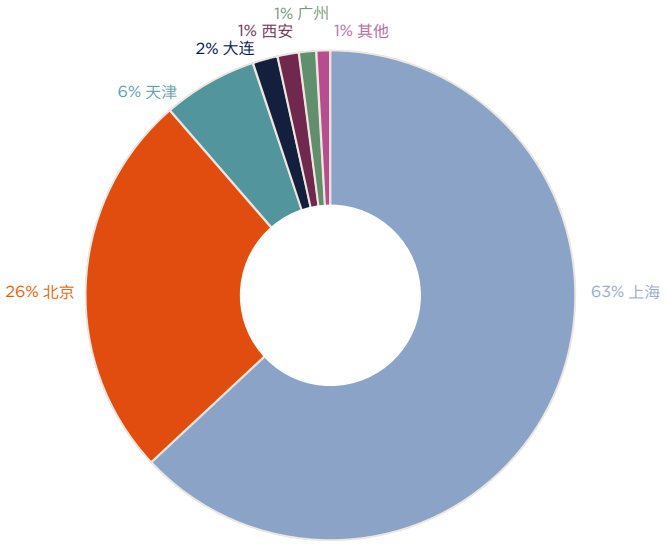
来源 CEIC、投中集团、第一太平戴维斯研究部

保险公司一直是市场上的主要买家，主要收购提供稳定现金流的核心资产，与其风险承受能力相匹配。除了核心资产，保险公司也在通过信托基金收购总部大楼、养老地产以及开发项目。他们是许多大额成交的真正买家，例如中国人寿在 2016 年年底通过亚腾资产管理收购上海世纪汇广场，交易价格为人民币 200 亿元。在 2018 年，保险资金也被允许进入长租公寓领域。总的来说，国家鼓励保险资金用于投资稳定物业并长期持有，限制保险公司收购风险较大的投资项目用于短期牟利。从 RCA 历史数据来看，保险公司主要投资对象是位于核心城市的写字楼资产，过去五年单笔交易平均金额超过人民币 10 亿元。投资积极的保险公司包括中国人寿保险、上海人寿保险、华夏人寿保险以及平安保险等。

除了保险，包括养老基金和主权基金在内的其他机构投资者也将在国内融资渠道收紧的市场中表现更加活跃。他们资金储备充沛，对风险偏好较低，投资周期大多在 5 至 10 年。机构投资者看重稳定的现金流以及中国物业的长期估值，因此愿意承担物业改造升级成本，以在长期持有过程中获得价值提升。

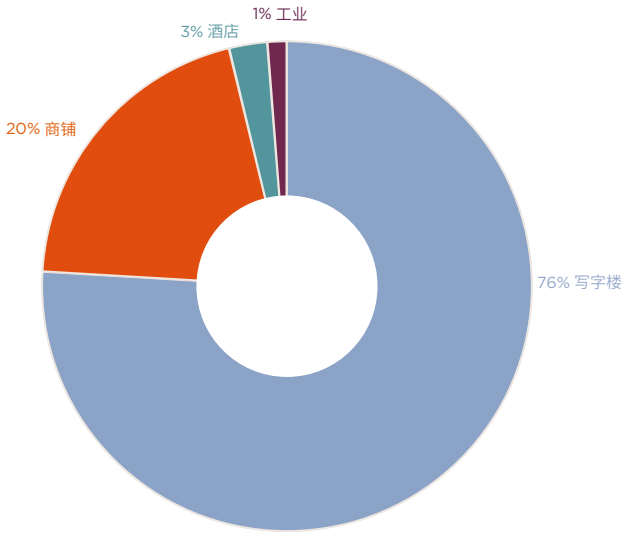
企业也活跃于写字楼投资市场，主要收购楼宇自用。该类企业的主营业务往往与房地产行业无关。基于公司性质，有时会要求冠名权，并要求写字楼所处的区域符合公司行业定位。互联网及高科技公司在中国迅速发展，在成长到一定规模，例如上市之时，会倾向收购房地产作为其资产的一部分。在北京，国有企业是核心资产的主要买家，用途基本为自用，且大部分成交由买卖双方直接达成。

保险公司的物业收购，按主要城市分类，2016 年 -2018 年



来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

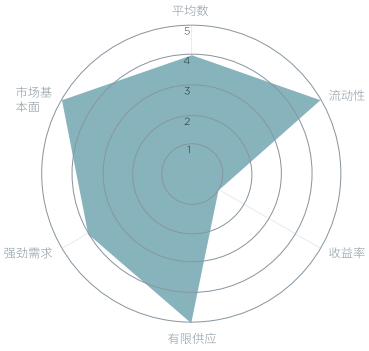
保险公司的物业收购，按物业类型分类，2016 年 -2018 年



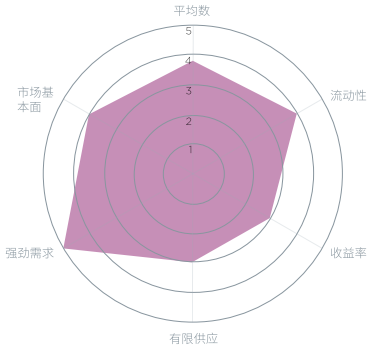
来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

投资战略

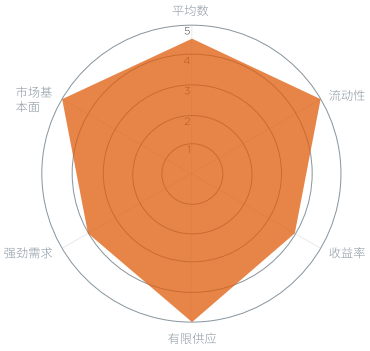
投资者寻求与其风险承受能力相匹配的投资机会，
投资战略随着市场变化而改变。



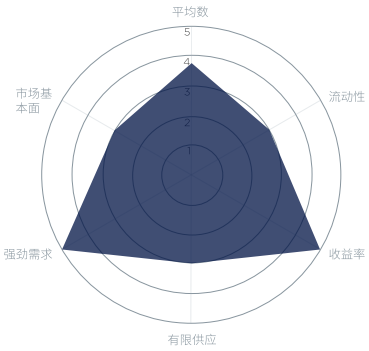
一线城市甲级写字楼



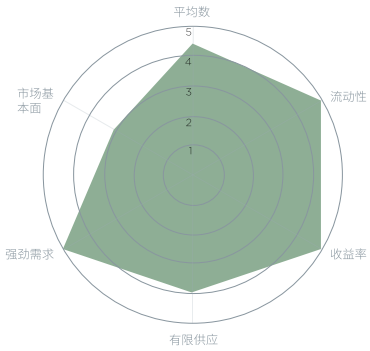
非核心商圈优质写字楼



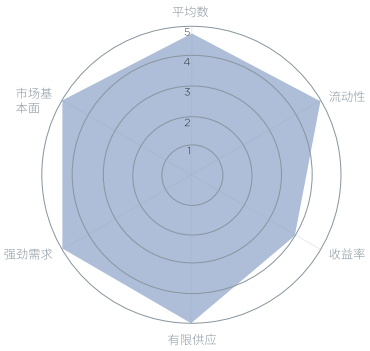
市中心商场项目



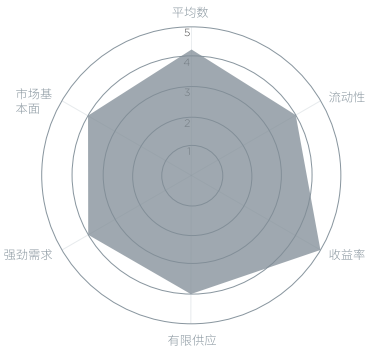
运营不良的零售商场



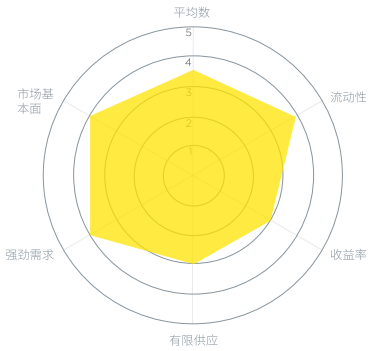
项目改造



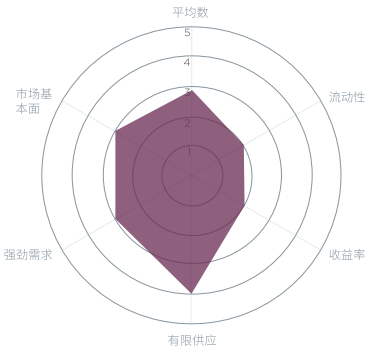
物流资产



不良贷款



长租公寓



养老设施

流动性	数字从低到高代表该物业在市场上的流动程度	5 表示该类别资产市场流动性最强	1 表示该类别资产难以在市场上周转流动
收益率	数字从低到高代表该物业的回报率程度	5 表示该类别资产投资收益率最高投资风险最高	1 表示该类别资产存在较小的风险同时收益率也是最低
市场基本面	数字代表物业类别综合基本面表现，其中包括租金表现和空置率情况	5 表示该类别资产租赁表现良好， 租金处于较高水平，空置率较低	1 表示该类别资产租金处于较低水平且空置率高企
有限供应	数字代表物业类别短期和中期的供应情况， 过度供应会影响资产的价值	5 表示该类别资产存在有限的供应，价值受过度供应影响会较少	1 表示该类资产存在大量的未来供应，资产价值可能会有严重的影响
强劲需求	数字代表投资者对该类别物业的需求程度	5 表示大量投资者关注该资产类别充满投资兴趣	1 表示投资者对该资产类别投资兴趣有限

核心型

一线城市甲级写字楼和市中心商场项目

一线城市甲级写字楼市场凭借较好的流动性、透明度以及基本面支撑，继续获得核心资本追逐。尽管一些城市在未来一到两年可能会出现过度供应，继而面临空置率上升、租金下滑、资本增值空间有限的情况，这些城市的核心写字楼资产仍是长期投资者最安全的资本投放地。

零售项目同样如此。尽管可售的高品质商场及优秀的商场管理团队有限，实体零售也面临来自电商的激烈竞争，但高品质的商场项目凭借其物业的独特性和稀缺性仍然对许多投资者具有很强吸引力。

核心增值型

非核心商圈的优质写字楼、运营不良的零售商场及物流资产

由于市中心增值型资产的上涨空间日趋有限，核心增值型投资者开始转向非核心商务区有租金提升机会的物业，从而获得更高的回报率。这些物业通常位于交通便捷的商务园区或者写字楼群。此外，中国目前有很多运营情况欠佳的商场，一些拥有丰富零售商场管理经验的投资者亦在寻求收购此类资产，以期后续提升运营表现实现增值。

甲级物流资产大部分由业内几大公司掌握，投资级别的物流资产受到投资者热烈追捧。在电子商务快速发展的刺激下，市场对物流资产的需求高涨，租金增长稳健。

机会型

项目改造及不良贷款

机会投资者会更多地关注运营不良资产的改造机会。近期即有一些酒店和零售资产被改造成办公空间，通常以联合办公的形式运营，或者改造成长租公寓。从联合办公以及长租公寓的发展势头来看，这类改造的趋势可能会持续较长一段时间。

由于政府要求银行清理资产负债表，同时公司偿债压力不断上升，不良贷款市场规模与日俱增。境外投资者在积极寻求投资大额不良贷款资产包的机会，以获得较高回报率。

近年主要平台收购案例

平台收购

除了单项资产及资产包收购，平台收购也吸引众多买家参与，这也是一些大型私募基金进入新的投资领域或市场之时倾向的入场方式。平台收购胜在 “一举两得”——不仅为投资者带来资产，经验丰富的运营和管理团队亦已配备到位。

平台收购可以是整体收购，也可以是部分资本注入。随着越来越多的开发商和投资者尝试扩大业务领域，平台收购为其提供了一个较为安全的试水方式。例如，万科已从单纯的住宅开发不断发展成一个多方位的综合性地产商，开拓出零售、物流以及酒店业务。这一转型的多个阶段均通过不断收购平台完成，其中包括从黑石集团收购印力集团、太古集团收购冷链、与悦榕庄合作以及收购普洛斯。另外，中国投资者也在海外学生公寓、养老公寓市场进行平台收购。这几类资产对于中国房地产市场而言仍相对陌生，待未来时机成熟投资者将海外经验带回中国，对中国市场来说将具有重要的借鉴意义。

利基资产

传统资产市场竞争激烈，为了获得更高的回报率，一些投资者转向非传统物业领域寻求投资机会。但鉴于可投资标的供应有限，该类投资通常采取向资产管理公司或运营平台进行股权注入的形式。目前比较热门的非传统型资产有物流资产、长租公寓、养老设施以及数据中心。

物流资产
回报高但供应有限

中国电子商务蓬勃发展，且投资级别的物流资产不断增加，使物流资产成为交易气氛最活跃的利基资产类别。该市场目前由几个主要运营商垄断，多数成交都涉及这几家旗下的资产和开发项目。两三年前，投资物流资产的主要方式是通过土地拍卖拿地并进行开发，但如今物流用地供应有限，绝大多数的物流资产投资都是在二手市场完成。

大规模物流资产投资者正从单纯的仓储业主转变为公司物流解决方案提供者。随着物流市场越来越成熟，回报率预计会不断压缩，但与前几年相比压缩空间更为有限。为了提高收益、控制成本，仓储业主不断引入高科技来提高资产效率。物流资产投资活动集中在例如苏州、东莞、嘉兴等一线城市的卫星城市以及二、三线物流枢纽城市。

养老产业
需要盈利配方

根据麦肯锡报告，中国的养老市场将以 12% 的复合增长率增长，并在 2020 年达到 1 万亿美元的规模（2011 年该市场规模为 3,570 亿美元）。随着人们健康意识的提高以及对养老设施观念的转变，预计养老设施需求将会大幅增加。很多投资者已在试水市场，其中大部分是希望扩大业务范围的开发商。由于养老设施需要大量的资本投入，而出售资产可能导致负收益率，投资者普遍没有找到合理的盈利模式，这成为目前投资养老设施最大的难题。

长租公寓
政策东风助力

中国政府不断推进国内主要城市长租公寓市场的发展。境内外投资者包括大型开发商都在积极组建长租公寓运营平台。目前主要的运营模式分为分散式和集中式，而从资金角度来看分为重资产和轻资产模式。一般来说，开发商多以重资产手段进入市场，将市场上的租赁需求导入其闲置物业。然而，重资产策略需要前期大量的资本投入，这对很多公司来说使一大挑战，另一方面也促进了包括类REITs、商业房地产抵押贷款支持证券、资产支持证券等新兴融资产品的发展。选择轻资产方式的投资者一般前期积累资金较少，意图通过转租的形式在短期内快速扩展市场，但是这样的模式要求物业能够快速周转，尽可能维持低空置率。已有一些长租公寓投资者为获得资产增值的收益，逐渐由轻资产向重资产转型，盛煦即是典型。

长租公寓市场在高速发展的同时也出现了一些问题，例如大量供应与实际需求不相符，投资者缺乏管理经验，市场缺乏监管机制等。随着长租公寓市场的继续发展，预计政府会发布更多条例，以规范市场、加强品质监控。

数据中心
仍然高度受限

尽管中国的数据中心板块一直受到严格限制，且由国有企业主导，仍有投资者愿意入场期待在这一领域觅得机会，通常是以与专业运营商合作的形式进行投资。百度、阿里巴巴和携程等大型互联网平台以及网游行业的不断发展，催生出大量的数据储存需求，进而演变成对数据中心的需求。另外，中国于 2017 年 6 月发布新的网络安全法规，要求在中国境内运营的外资公司将敏感数据储存在境内服务器上。面对新政策，苹果公司在贵州建立了其在中国的首个数据中心。由于数据中心进入门槛高，竞争压力也就相对较小，这一特殊属性成为了这一资产类别的一大优势。

投资物业，打造下一代人才“聚宝盆”

现在的人力资源市场已经成为公司争抢人才的竞技场，而吸引优秀人才的不仅仅是高薪，还有富有灵活度的工作、良好的工作环境、优秀的企业文化以及适当的挑战。人才的争夺将不仅限于公司之间，还会在城市之间，甚至在写字楼之间。出生在 90 年代中期至 2000 年代早期的 Z 世代，作为千禧世代之后的一代人，将成为未来办公楼的主力用户。预计到 2020 年，全球 Z 世代将会达到 25.6 亿人，他们常被认为是最精通高科技、也是最具有企业家精神的一代人。

重视隐私 - 千禧世代渴望开放的办公空间，而 Z 世代则希望一个井然有序、可预测的办公空间，并有一定的私人空间。他们对界限和隐私十分注重，希望办公场所既有合作办公的区域，也有相对清静的个人空间。同时他们希望办公空间能够容易理解和使用。

让科技融入办公 - Z 世代从小就暴露在高科技环境下，所以认为在办公场所融入新科技设备辅助是理所当然，但是他们仅将高科技产品作为工具而不是全套解决方案。与千禧世代相比，Z 世代更重视面对面的交流。

为未来劳动力提供的工作场所需要能鼓励合作，有效连接个体以及促进社区交流。未来的公司会倾向于搬到能够最好适应新一代劳动力的办公场所，从而激发出员工所有的潜力。投资者需要关注这新一代劳动力的特点以及办公空间偏好，以便做出明智的投资决策。投资者需要选择正确的城市、社区，打造合适的环境来吸引优秀的企业和员工入驻。

共享经济如何影响房地产投资？

共享交通扩大了投资范围

截至 2017 年底，中国约有 1600 万辆共享单车服务于约 1.3 亿注册用户。共享单车的出现为不完善的公共交通、拥挤的街道以及交通堵塞提供了解决方案。同时还填补了人们从公交站点到目的地这“最后一公里”的空白。腾讯企鹅智库 2016 年底的调查显示，有 62.9% 的用户使用共享单车解决“最后一公里”的出行问题。共享单车的出现提高了城市的连通性，扩大了投资区域选择范围，更使资产升值从地铁周边向外延伸到骑行可至的区域。

联合办公提高了写字楼使用率，但也带来了潜在风险

与传统的写字楼布局不同，联合办公创造了一个大家可以共享公共功能空间以及资源的办公环境。同时，联合办公也为公司扩张或者缩小规模提供了更多的灵活性。一方面，会议室等公共空间的共享提高了写字楼使用率；但另一方面，联合办公运营商通常租赁很大的办公面积，租赁期限较长，对于业主存在一定风险。目前联合办公市场处在高速发展的阶段，受到大量资本的追逐。然而喧嚣过后，经营不佳的联合办公运营商可能会面临现金流压力，招租困难可能会大规模撤退，造成写字楼大面积空置，影响物业价值。因此，业主一般会将联合办公的比例限制在 10% 以下，或者仅面向市场信誉度较高的优质运营商。在一些案例中，联合办公运营商正在转变成为二房东、物业管理公司或是资产管理公司，其目标用户与传统业主的定位大同小异。

境外投资 – 不甘雌伏

境外投资受限

在最近几年，考虑到企业境外收购的速度太快，收购对象类型与企业主营业务不相关，政府对于企业境外收购设置了很多限制。截至 2018 年 9 月，中国投资者境外投资总额（除开发土地收购）较 2017 年同期下降了 37%。

中国境外房地产投资最初一般都是与当地开发商合作投资一些住宅开发项目，但在 2010 年以后，出现不少公司竞相收购海外的炫耀型物业，而这些公司的主营业务范围与房地产开发以及投资并无联系。一般情况下，此类海外物业收购伴随很高的杠杆率，并且高于市场价格。投资人并不了解当地的法律、税务以及市场操作方式，只是期望投资的物业会不断增值。

我们预计经历近两年调整，中国境外投资的总量有可能在未来几年有所回升，但是选择的物业标的与过去相比会有很大的变化。

一带一路

中国对外政策中的“一带一路”规划被称为现代丝绸之路，这个规划计划通过中东和非洲投资于中国和欧洲之间的基础建设。“一带”（北区）是“丝绸之路经济带”，通过铁路、高速和光纤电缆连接中国与欧洲、非洲和中东。“一路”（南区）是“21 世纪海上丝绸之路”，意在通过海上航线连接东南亚、大洋洲以及北美。

事实上，“一带一路”规划中的项目并不都是新的投资项目，许多是在该规划提出之前已经被讨论多年。整个“一带一路”投资规模没有一个确切的数字，预计在 1 万亿美元至 8 万亿美元之间。伴随全球地缘政治带来的不稳定因素日益增加，以及逆全球化思潮崛起，“一带一路”的推进正面临新的争议及阻力。然而，新兴经济体对于投资的需求依然存在。根据亚洲发展银行估计，为了维持现在的发展并且更好地适应气候变化，亚洲在 2016-2030 年间需要做出 26 万亿美元的投资。

市场展望

- 2019 年投资市场充满诸多不确定因素，地缘政治、融资前景乃至科技应用对市场的影响难以估量。
- 信贷偏紧、经济放缓、供应持续增加意味着部分细分市场及项目将迎来价格盘整。从价值角度而言，合适的买入机会将有所增加。
- 随着周期性拐点将至，投资者也将持续寻找风险较高的资产类别，通过改造提升价值；或在利基资产领域挖掘机会。
- 整体而言，中国市场风险虽仍与新兴国家市场相当，但投资回报展现出的稳定性愈发受到国际买家认可。

市场研究部

James Macdonald
高级董事 - 中国区
+8621 6391 6688
james.macdonald@savills.com.cn

Cloudy Li
助理经理 - 上海
+8621 6391 6688
cloudy.li@savills.com.cn

Chester Zhang
董事 - 华东区
+8621 6391 6688
chester.zhang@savills.com.cn

Vincent Li
助理董事 - 华北区
+8610 5925 2044
vincentx.li@savills.com.cn

Carlby Xie
董事 - 华南区
+8620 3665 4874
carlby.xie@savills.com.cn

Dahuang Chen
助理董事 - 华西区
+8623 6370 3388
dahuang.chen@savills.com.cn

中央管理部

Robert McKellar
中国首席执行官
+8621 6391 6688
rmckellar@savills.com.cn

Siu Wing Chu
董事长 - 华东区
+8621 6391 6688
siuwing.chu@savills.com.cn

Anthony McQuade
董事长 - 华北区
+8610 5925 2002
anthony.mcquade@savills.com.cn

Woody Lam
董事长 - 华南区
+8620 3665 4777
woody.lam@savills.com.cn

Eric Wo
董事长 - 华西区
+8628 8658 7828
eric.wo@savills.com.cn

投资部

Nick Guan
副主管 - 上海
+8621 6391 6688
nick.guan@savills.com.cn

Simon Ha
董事 - 上海
+8621 6391 6688
simon.ha@savills.com.cn

Jack Zhang
董事 - 上海
+8621 6391 6688
jack.zhang@savills.com.cn

Daniel Chu
董事 - 上海
+8621 6391 6688
daniel.chu@savills.com.cn

Andy Shen
董事 - 上海
+8621 6391 6688
andy.shen@savills.com.cn

Michael Yang
董事 - 上海
+8621 6391 6688
michaelyl.yang@savills.com.cn

Nathan Lin
董事 - 上海
+8621 6391 6688
nathan.lin@savills.com.cn

Spring Cao
高级董事 - 北京
+8610 5925 2048
spring.cao@savills.com.cn

Nick Wang
董事 - 北京
+8610 5925 2092
spring.cao@savills.com.cn

Anthony Pui
高级董事 - 广州
+8620 3665 4853
anthony.pui@savills.com.cn

Sunny Wang
高级董事 - 广州
+8620 3665 4854
sunnycs.wang@savills.com.cn

Ray Wu
主管 - 深圳
+86755 8436 7008
ray.wu@savills.com.cn

Fennie Zhao
高级董事 - 深圳
+86755 8436 7010
fennie.zhao@savills.com.cn

Suzie Qing
董事 - 成都
+8628 8658 7418
suzie.qing@savills.com.cn

第一太平戴维斯是一家在伦敦股票交易所上市的全球领先房地产服务提供商。公司于1855年创立，具有悠久的历史传承以及无可匹敌的增长态势。第一太平戴维斯是行业引领者而非跟随者，在全球设有600多家分公司与联营机构，广泛分布于美洲、欧洲、亚太、非洲和中东地区。本报告仅作一般信息用途。未经事先许可，任何人不得对其相关内容或全部内容进行出版、复制或引用。同时本报告亦不构成任何合同、计划书、协议或其他文档的依据。第一太平戴维斯已尽全力确保报告内容的准确性，但对于该报告的使用而导致直接或间接的相关损失不承担任何责任。本报告版权所有，未经第一太平戴维斯研究部书面许可，不得以任何形式对该报告的部分或全部内容进行复制。

savills
第一太平戴维斯