中国房地产年度展望 - 2022

SPOTLIGHT
Savills Research

通时合变

savills
第一太平戴维斯





通时合变

2020年，疫情令公众健康和经济复苏倍受考验，2021年政策环境又为房地产市场带来巨大的挑战，2022年又将怎样？

2022年上半年仍将充满挑战。由于债务偿还事件不断出现，尽管2021年末政策有所松动，对信贷市场的传导作用及效果在2022年上半年难有明显结论。但随着官方进一步明确信用违约和破产事件的处理方案，并努力确保信用良好的开发商能够获得融资，市场将陆续对后期走势达成共识，为稳健增长打下基础。

在住宅销售方面，各市场差异较大。低线城市将由新房销售主导，并受价格增长驱动，这部分城市在2022年可能经受更多挣扎，需要一定政策扶持。另一方面，在成熟的核心城市，强劲的终端客户群体支撑、部分原先非常严格的政策放松，都将使价格水平保持稳定。同时，长租公寓持续获得市场关注，销售市场观望情绪带动租赁需求增长，而资本持续涌入，也令租赁市场产品品质不断改善。

商办市场前路仍不明朗。2021年写字楼市场持续回暖，优势行业租赁需求稳健增长，然而金融压力及监管风险叠加其他经济阻力，仍旧给2022年的展望带来不确定因素。2021年，奢侈品销售和“国潮”品牌带动了零售市场的反弹，但消费者对住宅价格、经济前景及零星疫情反复的担忧也在一定程度上抑制了消费情绪。

工业物业市场预计将成为一大亮点。开发商、REIT和基金等新的资金来源持续投入开发、改建及稳定资产项目，丰富其资产组合之余，资产价格也将顺势推升。同时，政府对国内研发、产业税收补贴等支持措施及租户结构基本面的变化，将推动干仓和冷链物流、互联网数据中心及生命科学产业领域的新需求。

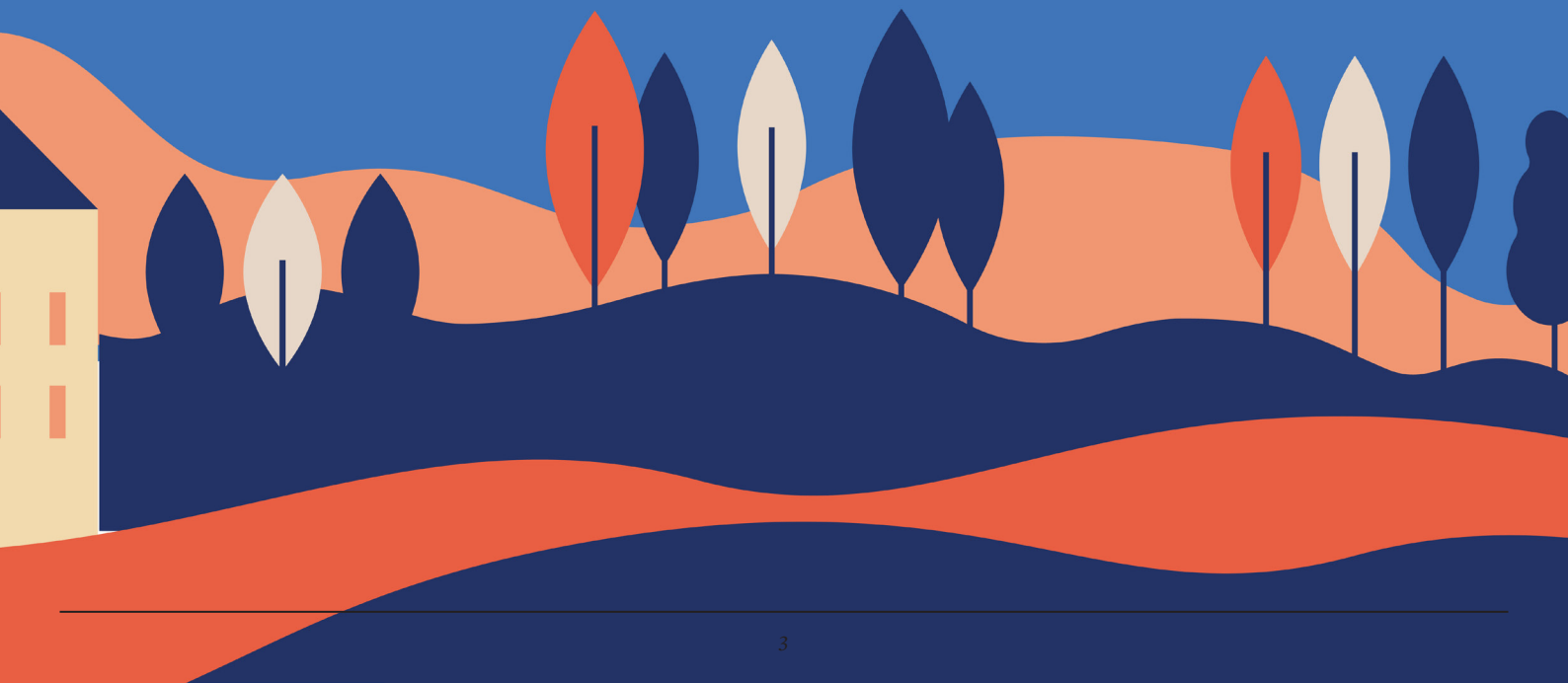
投资市场将会出现更多的资产和投资组合出售、债务救助和并购活动，或是政府主导的资产重组及针对以房产为抵押的银行不良贷款的处理，市场交易量有望因此提升。此外，对现有资产重新定位和改造，以提升资产价值，实现项目可持续发展，已成为广泛的市场趋势。许多城市已经在可持续发展方向努力，包括提高城市宜居性、建设海绵城市、改善空气质量等，减少城市的无序蔓延，给公众活动和绿化留下更多的空间。



朱兆荣
中国区首席执行官
(8621) 6391 6688 - 8889
siuwing.chu@savills.com.cn



James Macdonald
中国区研究部主管
(8621) 6391 6688 - 8605
james.macdonald@savills.com.cn



信贷风险下的突围之路

预计投资者会继续把收益率相对较高的利基资产放入其投资组合中

18%

首批REITs非加权股价增幅

负债高企的开发商

融资状况对投资市场及房地产行业至关重要。投资者能获得多少融资、借款成本高低决定了他们选择在何时点收购何种物业。在过去十年，依赖于低成本的融资，中国房地产市场实现了爆发式的增长。2017年至2019年之间，上海大宗投资成交额连续三年达到人民币一千亿元左右。

然而依赖高负债实现增长带来的副作用也很明显，开发商负债率攀升令现金流风险与日俱增，一旦资产价值停顿，开发商资金面将面临很大的挑战。部分开发商的债务危机为行业敲响警钟。当外部环境困难时，对一个企业来说，风险控制有时甚至比收入增长更为重要。进入2022年，随着政府坚持降低房地产行业风险的长期目标不动摇，预计整体的融资环境难有大幅改善，开发商将会继续面临较高的债务偿还风险。

慎之又慎的银行

政府主要从三个角度实现对资金流入房地产市场的把控：利用“三道红线”等政策严控高负债率开发商继续融资；对购房者进行更为严格的背景调查；限制银行资金流入商业地产和住宅市场。同时，银行需要做到控制坏账和逾期风险，并为实现自身收益和支持经济平稳增长做出努力。为了控制风险，预计银行会对借款方进行更为严格的背景调查，一些大中型企业，资金状况较好，抵押物也集中在一线城市和核心二线城市，还款记录良好，将会受到银行的青睐。另外，对于物流等基本面较强的资产项目，银行放款态度也会更为宽松，然而给出的利率仍主要取决于具体资产品质、所在位置及借款人授信。目前政府选择性地对资金困难的国企提供支持，因此仅是国企已不能成为企业的“免死金牌”。

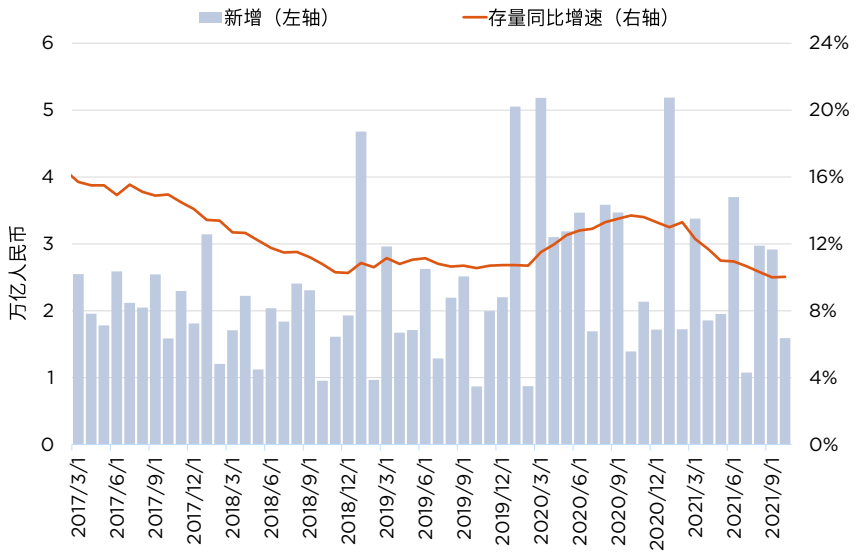
投资者何去何从

目前中国写字楼和零售等传统资产的收益率仍低于借款成本，这与其他一些发展中国家情况类似。对绝大多数投资者而言，投资中国传统资产仍是寄望于资产价值的不断增长。然而，纵观当下市场，融资成本增加，基本面回归常态化走势，资产价值很难再延续过去十年大幅增长的情景。在此背景下，预计投资者会继续把收益率较高的利基资产放入其投资组合中。物流资产一直是投资者青睐的利基资产类别。然而，随着物流资产竞争愈发激烈，收益率不断下行，包括数据中心、制造类产业园区、生命科学园区以及长租型住宅等资产类别将获得越来越多的关注。这些资产终端需求积极，政府也给予一定的支持政策，未来发展可期。

REITs带来新希望

融资困难之时，房地产行业中越来越多的人意识到了寻求可持续性长期融资的重要性。房地产投资信托基金（REITs）在全球很多市场中被验证为重要的长期投资形式，而中国在2021年年内推出房地产投资信托基金显得非常及时。首批9个REITs的股价表现十分瞩目，截至2021年12月1日，首批REITs平均股价增幅达18%（非加权）。随着第二批房地产投资信托基金的出炉，预计中国会不断尝试扩大底层资产类别，并推出一些形式的税收优惠来鼓励更多的投资者和开发商选择房地产投资信托基金。然而，债权融资也不可能完全被取代，其形式可能会发生一些变化。政府也将在融资各方面努力实现更高的透明度。与此同时，例如绿色债券等产品也会更为常见，不断促进市场的可持续发展及整合。

图1：社会融资总量



来源：CEIC、第一太平戴维斯研究部

关键趋势

境外投资者回归

过去两年境外投资者成交额有所下降。多因素造成这一情况。由于新冠疫情下旅游限制，许多境外投资者无法来到中国进行项目考察和商务谈判。另外，市场基本面疲软及相对较低的收益率也让境外投资者有所退却。然而，随着境内投资者由于资金短缺而放缓收购的脚步，境外投资者也迎来更多机会。2022年一些受资金端困扰的开发商可能出售一些非核心资产或寻求股权融资，市场上可能出现一些折扣较大的收购机会。但国际投资者仍会对市场上一些不稳定因素存在顾虑，从而在测算和决策时保持一定的谨慎。国际投资者担忧的方面包括零新冠政策对市场的干扰，核心产业受到过多政策影响以及房地产市场增速减慢影响了整体经济的增长。

资产管理日渐重要

随着租赁市场竞争日趋激烈，业主和投资者将会在提升物业品质上花更多的功夫，来争取更高的租金和更多的租户，提升整体项目运营水平，最终获得资本市场认可。更高的运营水平也能提高整体利润和项目可持续性标准。

尽管目前ESG的身影随处可见，但很少有人能道出个中原委。对于资产管理来说，资产管理经理在培训后能够将ESG贯彻到工作的方方面面，对于项目本身，乃至整个社会都颇具意义。ESG有很多实现形式，包括培训员工在日常工作和生活方方面面保持ESG意识，在项目管理程序上进行相应改进，并在设备上做升级。可以肯定的是未来ESG战略将从“锦上添花”变得“不可或缺”，这将反映在资产价值上，也将成为考量资产管理者的重要标准。

另外，由于资产管理公司的收入性质及风险敞口不同，更多的公司资产管理与投资业务分拆，以获得更高的公司估值。例如，凯德置地近期宣布将其业务拆分重组为房地产投资管理业务和房地产开发业务两部分。其中房地产投资管理部分会以新的主体在新加坡交易所上市，而房地产开发业务部分将会实现私有化。这样做将能有利于公司真正成为一家轻资产和资本高效的企业，为投资者提供更高收益。



数字经济驱动市场向荣

互联网效应、投资增长和支持举措共同助力科技行业繁荣

50%

2025年数字市场对国内经济贡献预期

2021年，写字楼市场需求继续复苏，前三季度10座重点城市全年甲级写字楼净吸纳量达到320万平方米，预计全年吸纳水平将同比翻一番。尽管监管环境趋严，鉴于企业决策与政策之间存在时间差，加上部分公司寻求多元化业务以抵御未来市场环境变化，以及行业巨头垄断局面被打破，来自科技、金融、在线服务等领域的办公需求仍然十分强劲。作为办公需求关键驱动行业之一，科技公司通过在国内主要城市租赁和购置写字楼实现办公场所的扩张。

过去十年，中国数字化进程不断加速。中国的数字经济规模已从2010年占GDP的20%扩大到2020年的39%。近年来，国内蓬勃发展的电子商务业和共享经济领域也成为创造就业的新引擎，这也意味着需要更多的办公空间以满足企业扩容。

数字行业吸引了众多国内资本聚集，与此同时外资也持续流入中国科技业，看好中国在科技业创新引领的重要角色。根据Pitchbook的数据，吸引风投资金进入中国数字技术的主要细分领域包括大数据、人工智能和金融科技。商务部数据显示，2021年1-9月，我国高技术产业实际利用外资金额同比增长29.1%。一些知名投资公司例如淡马锡正积极布局数字化趋势所孕育的投资机会。

政府对数字基建的持续投资亦是科技行业欣欣向荣的重要驱动力。北京、天津、上海、四川、重庆、广东等20多个省市发布了包括加大5G基站等数字基建投资或相关措施的计划。而为支持科技初创企业及中小企业发展，政府还提供激励举措，如税费减免、对于发展初期阶段企业放宽监管、奖励新专利以鼓励创新等。

表1: 国内标杆城市科技产业集聚区

城市	区域	办公形态	主力租户	租金范围 （人民币/平方米/月）
北京	中关村	传统商务区	联想，谷歌，字节跳动，腾讯，英特尔	300-550
武汉	光谷	产业园	华为，小米，科大讯飞，字节跳动	50-120
上海	漕河泾	产业园	微软，腾讯，字节跳动，商汤	150-180
深圳	科技园	产业园	金蝶，腾讯，中兴通讯	110-240
成都	大源	传统商务区	字节跳动，乐狗游戏，IGG	90-110
重庆	大石化	传统商务区	字节跳动，阿里巴巴，T3出行，京东	55-70
杭州	未来科技城	传统商务区	字节跳动，快手，滴滴，阿里巴巴，蚂蚁集团	75-115
广州	琶洲	传统商务区	阿里巴巴，腾讯，欢聚集团，树根互联	120-170

来源：第一太平戴维斯研究部

需求井喷

国内科技行业正以前所未有的速度发展。近期上市获得融资和现金流充沛的公司正积极寻求办公空间升级/扩张/整合，购置办公用地，或寻求建立全国或区域总部。

2021年内瞩目购置交易包括：一季度，快手购入北京上地11.42万平方米的办公物业；三季度，字节跳动购入上海杨浦区约19.5万平方米写字楼和一宗5.8万平方米可建面积的办公文体用地；三季度，蚂蚁集团购入杭州西湖一幅32.6万平方米可建面积的商业用地。同时，科技公司的租赁需求不减。在上述购置交易前，快手和字节跳动已分别在北京上地和上海新江湾扩租11.95万平方米和4.2万平方米的办公面积。

选址考量

科技行业覆盖众多细分领域公司，每家公司办公选址需求各异。在传统形态写字楼持续受青睐的同时，仍有许多公司倾向于选择产业氛围更为集中的产业园或创意园，这类区域往往以产业集聚、政策利好、标识权、人才资源、宜居、配套便利等优势吸引企业入驻。全国总部通常设在一线城市（如：微软→北京）或起家城市（科大讯飞→合肥），区域总部往往设在省会城市或直辖市（小米华东总部→南京），而一些大公司的功能性总部/分支则往往取决于行业增长更为突出的城市（腾讯新文创总部→成都）。现金流充裕的内资公司通过购置、租赁实现办公扩张，外资科技公司则倾向于租赁。

政府支持及干预

数字化进程为国内经济发展带来红利，却也兼具挑战。2021年，有关部门加大了对金融科技、电子商务等在线服务领域的监管，旨在确保市场平稳有序，反对垄断和不正当竞争。根据工信部《“十四五”大数据产业发展规划》，未来还将完善数据安全保障体系，落实网络和数据安全保护相关条例的立法和实施。

行业监管或使部分企业增长受阻，但这并不影响行业的整体增长势头。在庞大的互联网用户规模、健全的网络生态系统、完善的数字基建和消费者驱动的数字化系统带动下，中国科技行业有望继续快速增长，成为经济增长新引擎。预计到2025年，中国数字经济规模将达到80万亿元人民币，占国内生产总值的比重将超50%。

关键趋势



随时随地办公

过去两年，当全球其它国家仍被疫情笼罩，中国有效的疫情控制使多数日常和生产活动得以较快恢复。然而，人们的工作方式仍有不小的变化。技术变革的加速，使人们能够改进工作和协作的方式。共享工位在几年前曾风靡一时，但实行效果不如预期，尽管如此，过去几年技术和社交方式的变化已意味着人们的工作方式趋于优化。

移动办公模式对员工工作方式和公司办公空间的影响可谓更具意义。例如可增加协同办公点、减少固定办公点，采取“固定+灵活”的混合办公模式，以及办公室可开放更长时间但无需满负荷开启，实行弹性工作。

小体量总部办公

10,000-15,000平方米小体量的独栋总部办公产品越来越受到拥有独立办公、标识权和购置需求企业的欢迎。如今也有更多开发商以主塔+数座独栋企业总部的形式来打造其产品，在丰富产品组合的同时亦满足了此类独立办公需求的增长。此类产品是寻找独栋办公却仍想待在市区办公企业的不二选择。

商务区“百花齐放”

随着各城市写字楼市场的持续增长，及为缓解城市化进程中出现资源紧张、交通拥堵等“大城市病”，城市规划正不断得到优化。写字楼市场则见证了更多新兴商务区的建立和发展，在刺激市场发展的同时也形成了新老商务区之间的竞争。为创造长期稳健的营商氛围，差异化产业发展和功能定位是有效策略。这也是提高土地利用效率、优化资源配置的重要途径。

在今后的五到十年里，这一现有趋势还将延续并加速。上海大虹桥核心区域，北京丽泽，深圳前海如今在中国写字楼市场中已不再是“新面孔”，而30平方公里占地、3,000万平方米开发体量的虹桥前湾，“五大新城”，扩容至120平方公里的前海合作区和106平方公里的横琴粤澳深度合作区将书写未来。

峰值渐过

无论开发新建或整栋交易市场，长期资金已成为零售市场主要投资来源

10%

2021年主要城市存量规模平均增速

2021年，上海的全年零售供应量达到139万平方米，创下历史供应高峰。事实上，部分城市如成都、天津的购物中心增量在2017年就已触达顶峰。随着多个主要城市的零售市场供应量在近年陆续触顶，我们预计中国主要城市零售市场在供应端已步入后高峰时期。在我们重点关注的15座城市中，2021年每个城市的零售存量规模平均增长10%，而之后将回落至个位数，并逐年下滑。

整合之势

供应高峰已过，但商业运营的开发整合之势或许才刚开始。主要一二线城市的核心净地愈发稀缺，政府对商业项目予以极高期待，寄望成为城市的未来标志，进而导致商业用地出让对开发商要求愈加严格，对开发商资质、自持比例和持有年限都有一定限制，甚至将配套设施与引入产业也纳入硬性要求。例如年内开工的新世界淮海中路新K11所在地块须按出让年限整体持有商业和办公物业，自持期间统一运营管理；与境外知名文化艺术机构签订长期战略合作且每年主办的国内外文化艺术活动不少于6场。杭州萧山SKP所获的一幅地块要求自持比例不小于55%，自持部分含面积不小于17万平方米的商场；可销售部分其中一幢须以整幢形式销售,且地上建筑面积不小于8万平方米。高壁垒的拿地条件使中小开发商难以进入，导致未来供应极大概率将由优质开发商主导，其强大的融资能力、品牌资源及长期经营理念，不断刷新项目品质标准，势必进一步冲击存量市场。

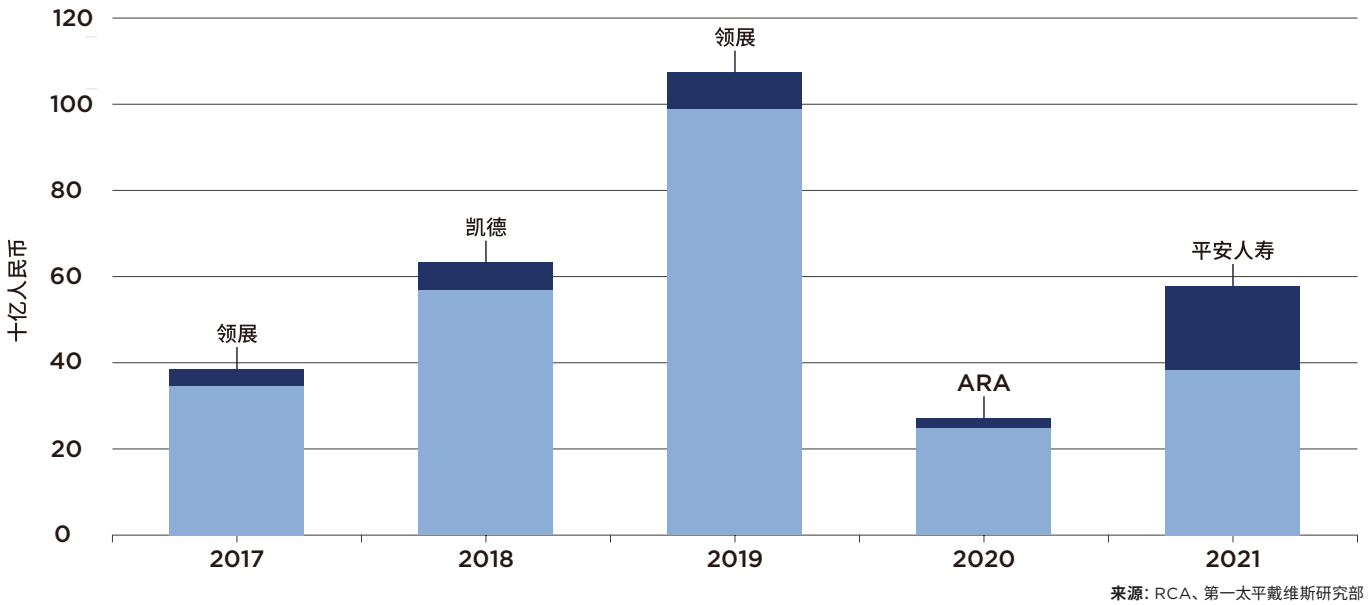
长期投资主导零售交易

房地产行业融资端持续受抑，即使市场预期2022年政策有一定程度的修复，但仍将相对利好财务状况稳健的大型企业。在此背景下，零售市场的投资者同样向实力雄厚的长期资金靠拢。包括险资、核心基金等买家看好消费市场长期增长潜力，对零售项目灵活性及韧性抱有信心，正积极寻找机会建立大体量平台资产包。这也使得2021年，中国内地零售物业投资市场总额较2020年显著复苏，达人民币578亿元，同比上升107%。其中前三大买家收购金额占比则创下近年新高，达到60%。其中，平安人寿及博枫均进行了资产包收购，而领展则将收购物业陆续注入其上市房地产信托基金。

改造焕新

对于中小规模的投资基金而言，小体量项目的更新改造仍是热门投资方向。这一领域同样也为一些小型商业资产运营团队带来机会。从传统菜市场改造、老厂房更新到社区商业，此类资金往往与政府平台或当地资本合作，通过翻新改造、全新业态注入，实现项目价值显著提升。在为区域带来更多消费活力的同时，对就业、税收乃至生活环境的改善，也体现了企业的社会责任承担，进而建立运营品牌形象。

图2: 整栋零售物业交易额及最大买家



来源: RCA、第一太平戴维斯研究部

不同零售项目投资策略趋势

	规模型开发商	中小型开发商	核心基金	机会基金
挑战	资产组合庞杂，往往涉及多个区域及各类形态	缺乏具有标杆意义的代表项目及商业品牌	需有强大内部或外部合作的专业运营团队	需要在相对较短的持有期限，实现资产升级及价值提升
融资	视企业背景及财务状况而有所差异	融资渠道渐窄 现金流承压	融资能力及现金流较为充足	融资渠道收窄
产品	与品牌形象契合的产品线组合	明确商业模式 建立品牌声誉	依托专业运营团队 建立品牌	小而精
策略	强化品牌IP 维护品牌关系 持有项目为主，长期运营	单体项目为主 多为住宅 或综合项目配套	持有多个项目 或零售资产包 或投资资产管理公司	单体项目为主 有较明确的退出期限



科技应用与可持续理念

智慧物流在“双碳”环境下将提升全环节的节能减排能力，更好的服务消费者

15%

2015至2020年，按营业收入统计，冷链物流行业市场规模的年化增长率

科技应用落地

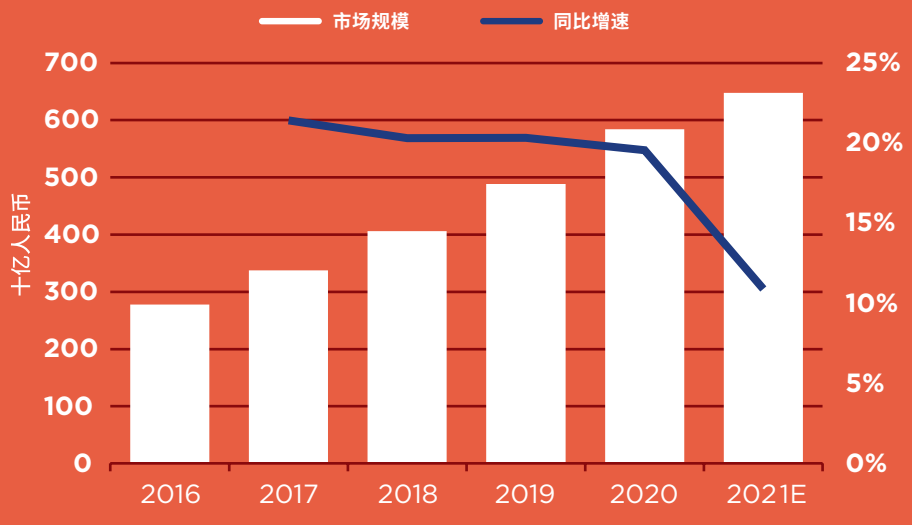
电商的蓬勃发展、第三方物流的迅猛增长、制造业向智能制造进化等行业趋势，从需求端不断对供应链提出运行效率、准确性及智慧化运作的更高要求。作为整条链上最重要的一环，物流地产亟需积极拥抱落地的科技应用，在物理结构及运营管理等多方面接纳行业提出的迭代需求。仅基础的立体仓库应用，即可帮助普通仓库提升5-10倍的存储能力。而自动分拣系统、多样化的AGV机器人以及云系统应用等都在不同维度为提升整体仓库智慧化及安全高效的运营提供了可靠保障。

相较普通仓储，冷链物流对技术应用要求更为突出。射频识别（RFID）等技术应用大范围落地，不仅将节约劳动力成本、提升整体运行效率，亦将减少人为识别错误，在“双碳”环境下亦将提升全环节的节能减排，更好的服务消费者。目前中国冷库市场较为分散，但市场规模增长迅速。公开资料显示，2015至2020年，按营业收入统计，冷链物流行业市场规模的年化增长率达到了15.0%。近年来不乏积极扩张的冷链物流开发商在贴近消费终端的重点城市攻城略地，行业投融资及整合频发，预计2025年市场规模将达4,660亿元。冷链仓储领域的投资和并购活动也有所增加，投资者日益关注物流市场更为细分的领域，同时开发商也希望将资产货币化，以便在新的机会窗口关闭之前灵活部署。

从租赁需求增长迅猛的几大行业来看，无论是电商、新零售，还是医药、冷链等对科技应用的依赖都有增无减。京东在中国各地积极落子的亚一仓库以及众多租户企业自发升级智慧物流应用无不体现着科技赋能给物流地产带来的正面效应。但值得注意的是，科技物流对于已有项目改造而言投资仍然十分巨大。尤其对现有非高标仓来说，往往具有位置不集中且规模较小的特征，业主对于科技物流应用的落地接受程度有待提升；另一方面在运营端有教育用户的成本，而缺乏运营经验或使得业主难以利用科技支付成本及获取利润。

长远来看，随着中国适龄劳动人口数量下降及工业物流用地地价上涨，智慧物流升级的趋势非常必要，新技术在物流仓储及运输管理过程中的应用将有助于行业在降本、增效、提速等方面不断深化发展。物流智能信息化亦将在整个行业加速发展的过程中起到助推作用。

图 3: 智慧物流市场规模



来源: 中商情报，第一太平戴维斯研究部

关键趋势

绿色可持续发展

早在2018年，普洛斯与博枫便各出资50%成立合资公司，承诺在接下来三年时间内在普洛斯位于中国的物流及工业基础设施的屋顶上开发并运营300兆瓦的光伏发电项目，未来更将推广至1吉瓦，相当于75万家庭的年用电量。“双碳”背景下，物流企业在绿色可持续发展道路上可践行的途径十分多样，例如循环快递箱、商品包装减量化，以及仓库物联网节能检测应用等。

在ESG报告的指引下，业主及租户开始愈发重视自身环境及社会责任方面的义务。为应对未来可能趋严的排放要求以及吸引优质租户，物流仓储业主或在未来加强对于各范畴碳排放的监控。此外通过提升入驻率及租金、降低运营成本及对电网的依赖亦可对减排做出贡献。而针对物流租户，尤其是第三方物流企业而言，通过践行可持续发展路径，不仅为企业营造了良好的外部环境，亦有效降低了运营成本。企业的绿色减碳行动不仅仅是对政府政策的回应，亦是出于对于环境、社会和企业管治的重视。

多元企业入局

随着传统地产行业红利逐渐式微，由制造、电商、第三方物流及零售等带动的物流地产在近年来备受追捧。多元化发展为目标的开发商，甚至是物联网企业将脚步迈向了物流业。凯德中国信托即在2021年首次收购了位于上海、昆山、武汉和成都的四个优质物流资产；而宇节跳动随着电商业务的不断扩张，亦布局投资了涉及仓储服务、跨境电商基础设施服务以及物流机器人等多家物流行业企业。在物流开发企业逐步聚集在头部的当下，入局物流业的机会或将更多的通过收购成熟物业资产包或入股物流企业达成。



走向新时代

预计2022年上半年市场困难仍存，下半年逐步企稳

6%

33家头部开发商预期完成年度销售指标的比例

回顾

本轮全国房地产市场调控始自2019年，虽然各城市表现不一，但短期的限购、限售、限贷等政策不断趋严。而从国家政策层面来看，大方向仍为市场健康有序发展，政府对于政策把控整体而言“有保有压”。调控政策方向主要取决于各地区经济发展、人口、产业等基本面因素，调控政策调转方向灵活。2021年前11个月，中国住宅销售成交面积达到14亿平方米，与去年同期基本持平。但在银行涉房类贷款受限及买家观望情绪的双重作用下，2021年下半年，全国住宅市场成交面积同比下降35%。

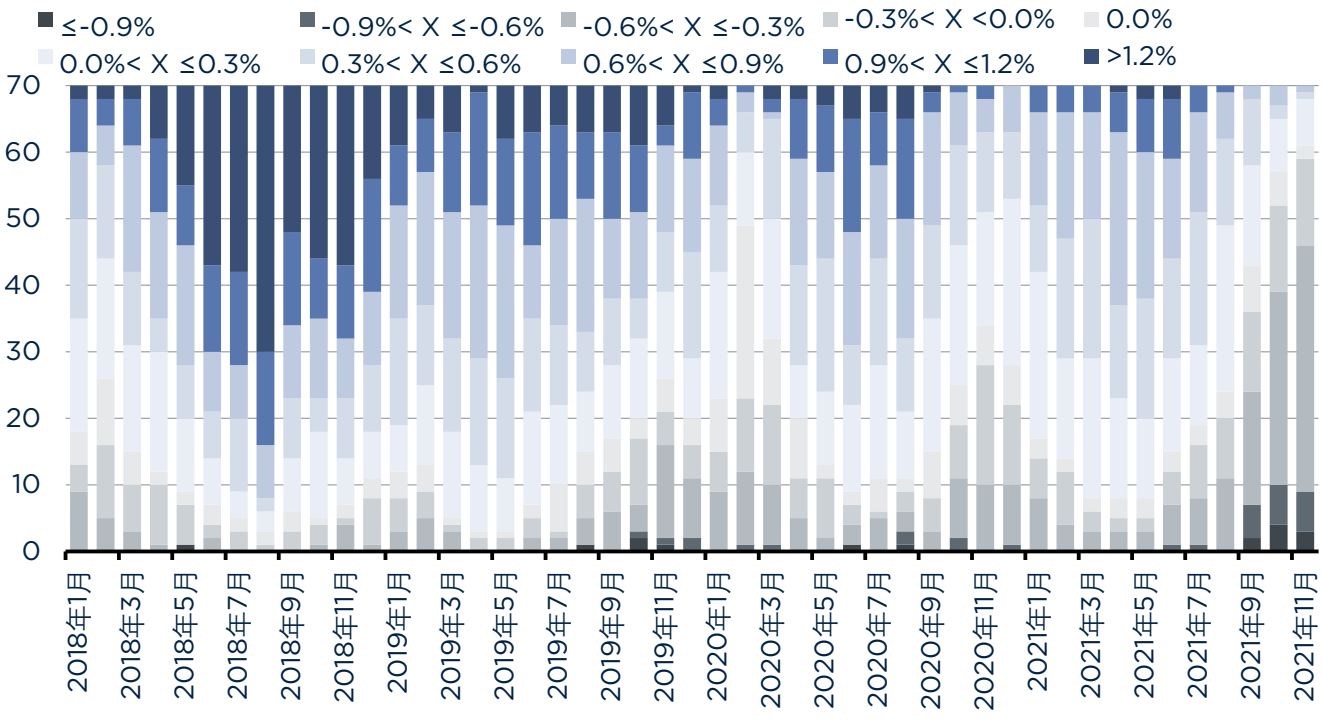
展望

在2021年末，住宅市场调控政策底逐渐显现，政策迎来调整预期，整体不会再度收紧。在“两集中”的供地模式下，受到土地拍卖规则调整、企业资金压力增大等因素影响，全国重点城市第二批土地流拍率达到30%。针对第三批土地出让，多个地方政府不同程度调降了竞拍门槛。例如，杭州第三批挂牌土地中多宗为前两批流拍地块，挂牌价格相较之前有了明显下调。而在信贷层面，市场普遍预期小幅改善。针对房地产企业及个人抵押贷款的“两集中”政策在2021年底都有小幅放量。然而，一方面政策的传导落地需要一定时间，另一方面市场观望态度普遍，政策小幅调整的作用预期将在2022年逐步现显。预计目前部分开发商融资趋紧的局面将有所缓解，企业资金流动性向好，而整体房地产政策环境仍将趋紧。

新政

针对进入转型期的房地产市场，政策和税制将不得不进行调整以适应这些变化。许多行业，不仅是房地产行业，都在出台新的法规，以鼓励更健康的商业实践及发展。房地产税的引入可以为地方政府创造另一种收入来源，以帮助减少对土地财

图4: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比变动情况



来源: CEIC、第一太平戴维斯研究部

政的依赖及其逐渐规模下降所带来的损失。此外亦可以通过政策设计合理提高持有成本，以提升市场的公平性。税基公平、税率累进、所得款项用于提供本地服务，从长远来看，这对市场和社会都是有利的。

房地产税试点工作的推进或将涉及对现有税收的征收的调整，以期令家庭税收支出维持在可控范围内。从现有讨论以及上海、重庆的经验来看，低税率以及针对特定人群的免征是试点城市税收设计大概率会采用的形式。如果这项税收的实施对市场产生较大的冲击，那一些现已存在的短期政策，如限购政策等，可能会被有一定程度的削弱或取消；若新税的推行对现有市场影响较小，那其他短期的调控政策可能会持续一段时间。中长期来看，政府仍将灵活调整政策，稳定市场预期，持续落实“房住不炒”的基本方向。

关键趋势

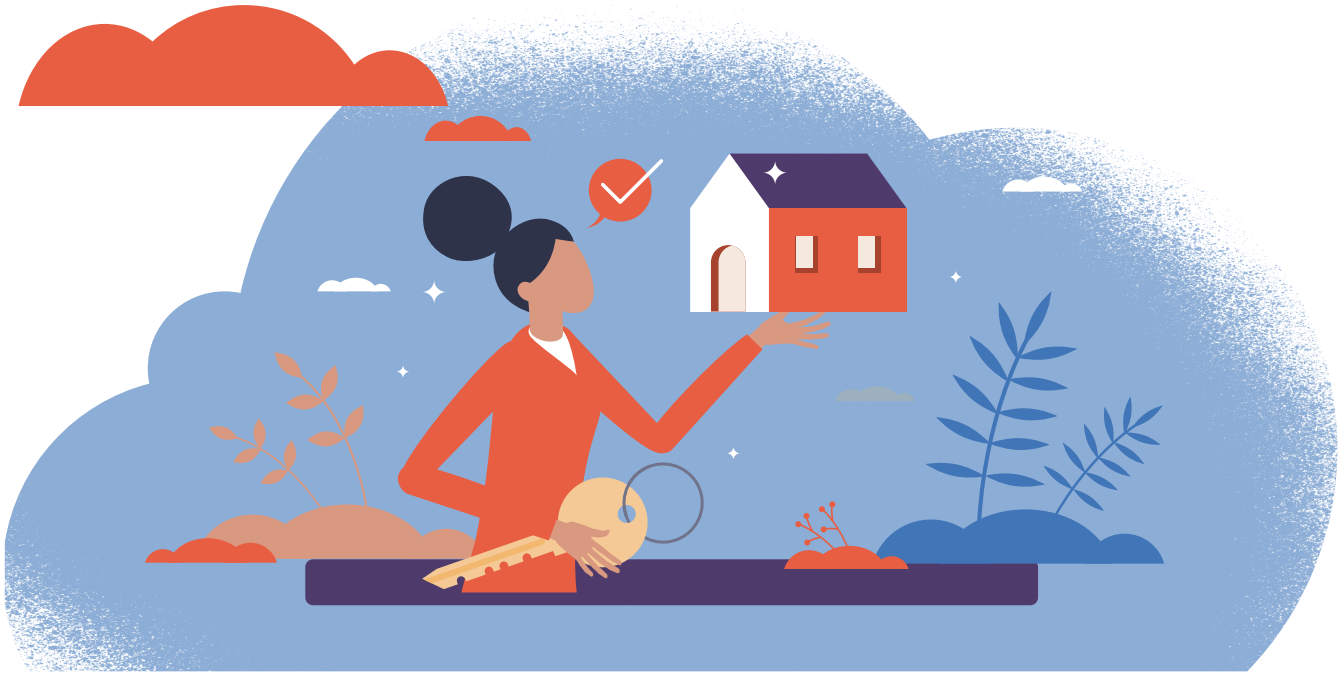
租赁住宅

作为介于商品住宅与保障性住房间的产品，租赁住宅经历了近五年的发展历程逐步有了清晰定位，市场参与主体在经历过洗牌阶段后亦趋向稳定。自2017年首批租赁住宅用地入市以来，为保障人才住房需求，各地政府对于租赁住宅提出了持续性的政策支持。在房地产市场受到较强政策监管的当下，租赁住宅市场却受到财税政策的有利支持，来自中央及地方的专项资金支持及税费减免推动租赁市场的进一步发展。此外，保障性租赁住宅作为底层资产纳入基础设施公募REIT亦为未来加快发展租赁住房提供了可选支撑。

住宅租赁产品为流入人口众多的城市提供了可负担的多元化选择。针对不同城市，租赁住宅对商品房销售市场的影响程度亦不尽相同。考虑到大多数租赁用地地处城市核心区域外围，诸如广州、杭州和成都等人口流入较大的城市，销售市场需求仍然保持强劲及稳定；而天津等人口增长缓慢的城市，由于当前商品住宅销售市场承压，租赁住宅对其影响相对而言更大。

国企/央企及城投拿地活跃

在土地市场，地方政府对于各地块土地价值愈发清晰，规划专业性日益增强。土地分批入市表现来看，在重点城市的第二批、第三批集中供地市场上，获地企业中，国企、央企及地方城投正逐步占据主导。一方面由于多数房企资金端受限，既有开发模式在多项调控下回款压力较大；另一方面，央企或国企凭借自身稳健的财务状况及协助政府维持土地财政的意愿，在未来成为重点城市的拿地主流。对于中小开发商而言，在重点城市的一些定制属性较强、较据挑战的地块仍有较好的机会。



供需向上

入门级服务式公寓及高品质长租公寓正吸引不同类型的投资者密切关注，以期在竞争激烈的大众市场脱颖而出

5.4%

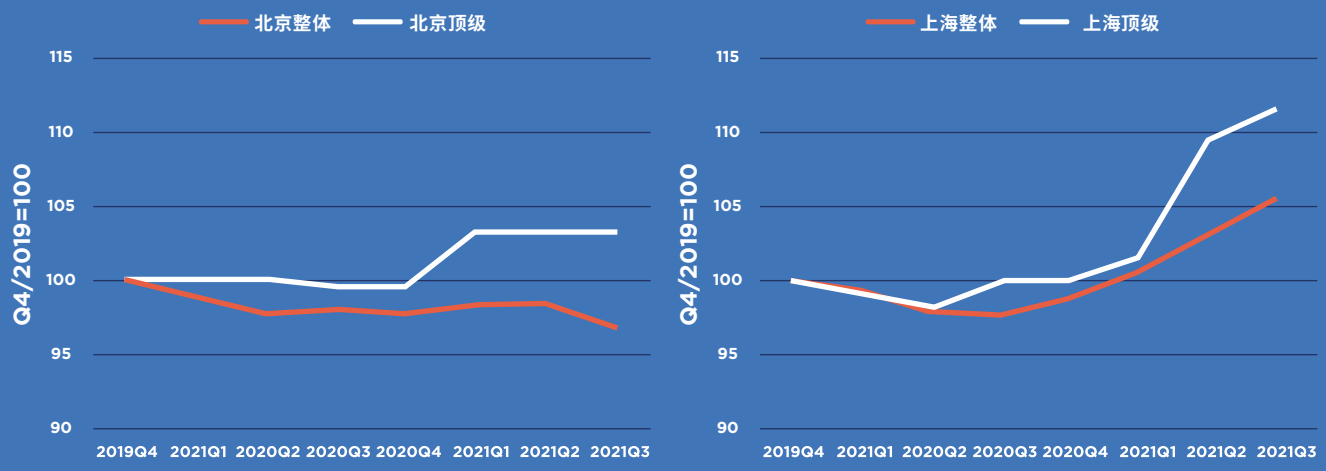
2021年上海及北京顶级服务式公寓租金平均增速

高端服务式公寓的租户结构正发生深远的结构性变化。由于中国仍施行严格的出入境及防疫隔离措施，外籍客户在新增租户中的占比极其有限。但与此同时，国内客户需求则有所增长，在一定程度上弥补了前者需求下滑带来的负面影响。在企业端，新媒体、IT、生物科技等新兴行业迅速发展，为高端租赁市场带来较为充沛的国内客户需求。越来越多的国内企业正将员工租赁住房预算，作为管理层及员工福利以吸引人才。而在传统的商务型客户需求之外，以提升居住品质、体验舒适生活的个人租户数量也有所增加。服务式公寓租户群体更加多元化，加之市场不断成熟，租户对项目要求愈发细致，为供应端产品打造提出更高诉求。

在长租客户之外，越来越多的高端项目也在通过介入短租市场，抢占旅游市场客户。考虑到短期内，大幅开放国门的可能性依然较低，因此尽管国内疫情偶有反复，旅游市场整体温和复苏的趋势仍将延续。2021年，中国民航客运量累计达到44,040万人，同比增长5.4%。五一及国庆假日的国内游客人次分别达到疫情前2019年的103%和70%。由于各地防控措施不同，旅游复苏程度各有差异，但核心城市及热门旅游目的地的客流表现依然理想，为短期住宿需求提供支撑。业主更加灵活的推出各类房源，捕捉市场机遇。

受益于以上需求利好，开放力度更强的上海在四座一线城市中，已率先恢复甚至超越疫情前水平。截至第三季度末，服务式公寓整体市场租金同比上涨7.9%，其中顶级市场的表现尤为强劲，涨幅高于整体3.9个百分点。即使在防疫措施极为严格的北京，虽然整体服务式公寓市场租金有所下调，顶级服务式公寓租金依然同比增长3.7%。高收入人群的资产及收入受疫情带来的负面影响较小，承租能力强，在旅行受

图5: 疫情后服务式公寓整体市场与顶级项目租金指数对比



来源: 第一太平戴维斯研究部

限、居家时间延长的背景下，对居住品质的要求更为提升，但租赁市场能够真正提供高端软硬件品质的服务式公寓项目极为有限，使得一些顶级公寓房源更显紧俏。

在供应端，入门级服务式公寓及高品质长租公寓正吸引不同类型的投资者密切关注，以避免在竞争激烈的大众市场与普通长租公寓、小业主公寓和保障型公寓等产品竞争，也为意图提升租住水平的客户提供了更多品质选择。例如雅诗阁旗下全新品牌lyf已在杭州开业，并将扩张至上海、北京、西安等热门一二线城市；锦江酒店推出憬黎品牌，定位中高端长租公寓型产品；中骏集团旗下方隅已布局15个城市。为与传统商务型服务式公寓有所区别，优质长租公寓往往通过更具现代感的设计元素及多元而丰富的配套设施，吸引年轻客户关注。

高端住宅租赁市场多样化需求



新兴客群

互联网蓬勃发展造就大批行业新贵，使高端租赁市场租客背景更加丰富。新媒体从业客群、创业及自由职业者对办公地点的选择灵活，令其居住地选择更为多样。与此同时，越来越多年轻富裕的租客出现，促使运营方尝试引入创新服务并提供个性化室内设计，满足新兴群体偏好。



互联网企业

中国互联网百强企业城市分布数量前五位为北京、上海、广州、深圳、杭州，包括京东、快手、哔哩哔哩、腾讯音乐、字节跳动等互联网头部企业2021年内均在这些热门城市拿地自用以实现办公扩张，预计将成为住宅租赁行业带来更多租户客源，其相对较高的薪资待遇也将支撑优质租赁市场需求增长。



购房需求转移

热门城市及成熟地段住宅供应有限，价格高企，对年轻人及新移民购房形成较大负担，加之贷款及购房资格限制、交易税费增加，使购房买卖周期延长，其租赁需求及租房时间有所增加，利好租赁市场发展。



外籍租户家属

此前因疫情原因导致跨国企业员工家属的签证难以获批，单身租户逐步增多，令市场一居室租赁需求占比最大，但随派遣员工家属入境政策逐渐放开，二室、三室等大户型的租赁需求将得到恢复，市场空置率有望得到进一步缓解。

上海环贸广场二期25层
陕西南路288号
上海
中国

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。