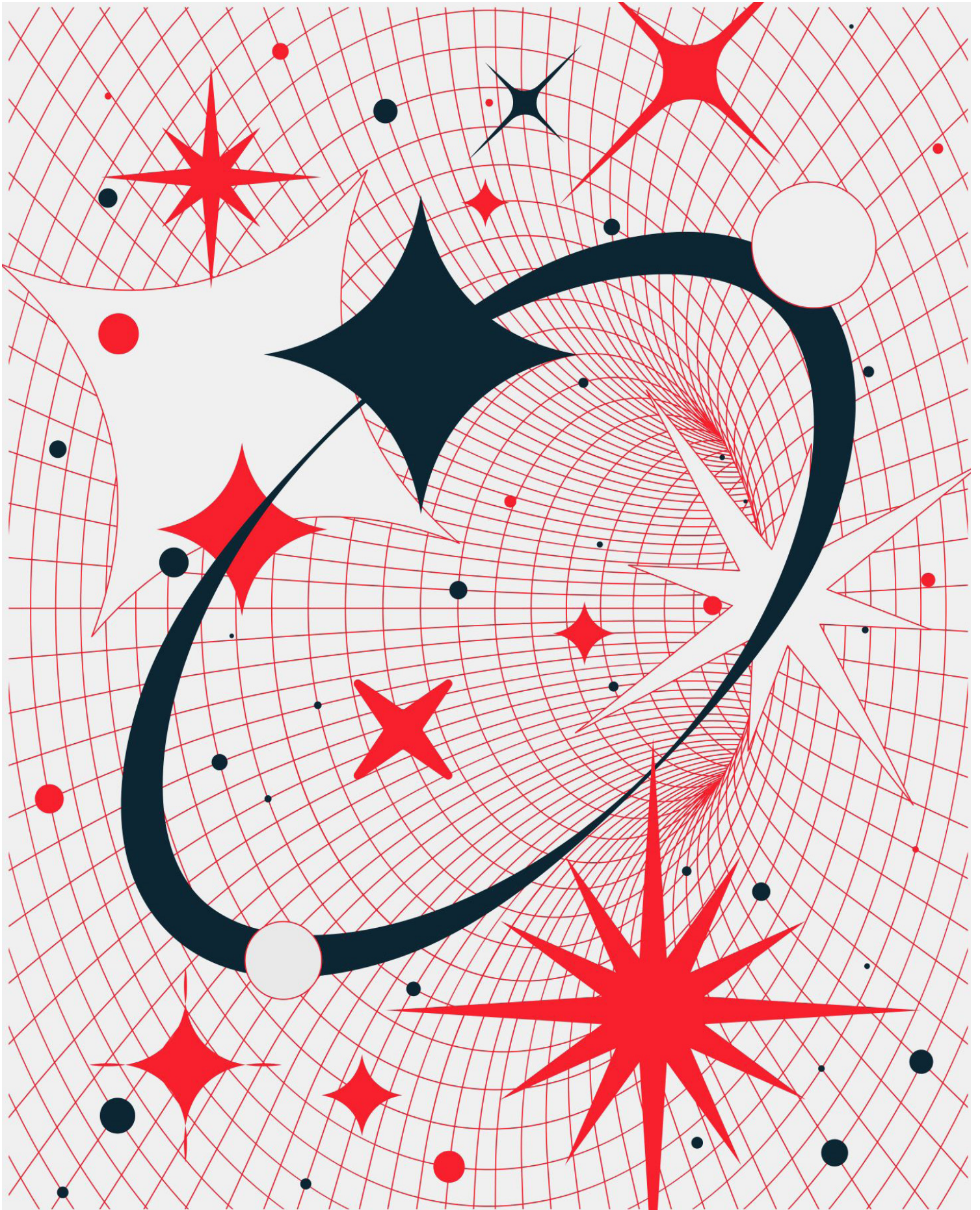


中国研究部 - 2024

Q
SPOTLIGHT
Savills Research

中国房地产市场展望



目录

居住

住宅销售市场能否止跌企稳？	4
如何看待租赁公寓的投资价值？	5
人口结构的变化对未来住宅的发展趋势会有怎样的影响？	6

工作

写字楼市场何时转好？	7
大量新供应入市, 是否意味着乙级楼宇完全没机会了？	9
各行业未来的办公需求几何？	11

消费

中国消费者们还在消费些什么？	13
零售市场在面临消费降级吗？	14
购物中心之外的消费选择？	15

生产

2024年会见证物流市场回暖么？	16
绿色仓储需求或将持续上涨？	17
循环经济下逆向物流是否还有提升空间？	18

金融

未来债务危机是否会有所缓解？	19
C-REITs未来市场规模有多大？	20
下一个投资机遇在哪里？	21

居住

住宅销售市场能否止跌企稳？

住宅销售市场正呈现显著的供给侧改革特征。随着保障房开发建设的细节政策陆续出台，中国住宅市场由保障与商品双轨并行有望在未来数年逐步形成。在四座一线城市的十四五规划中，保障性租赁住房占新增供应比重都在40%以上。包括租赁住房在内的保障房体系面向刚需群体，尤其是大城市的刚需人口住有所居；而市场化住房则针对改善型需求，提供更加优质的居住环境。

近三年来，住宅占整体房地产开发投资额比重均在75%左右，对整体市场乃至经济平稳运行至关重要。考虑到行业体量庞大，我们认为整体住宅市场转型不会短期内即完成，或将持续数年。行业正逐渐告别传统高周转高负债模式，向更为可持续、高品质及双轨制方向转型。

自2021年下半年以来，地产开发及购置情况持续低迷，地产投资持续下跌。截至10月，全国住宅销售面积同比增速已连续下

跌26个月。虽然整体趋势下行，但在不同的细分类别中，市场的分化表现尤为值得关注。

- 一线及强二线城市成交面积仍有所增长，一线城市中上海、二线城市中厦门的同比成交面积都超过了9%，而三线城市成交普遍下滑明显，四五线城市更为明显。

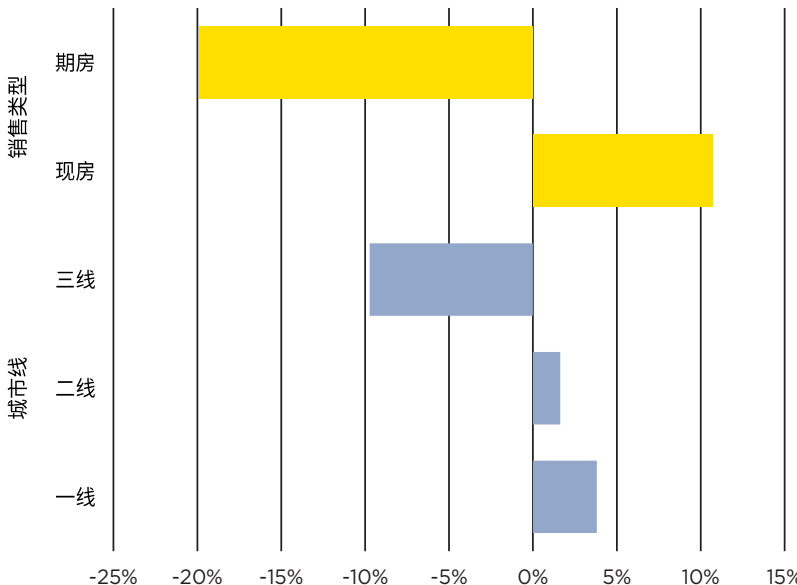
- 现房销售面积同比增长11%，显著好于整体销售表现，其占比也已提升至18%。

尽管销售表现尚未显著好转，但第三季度开始，供需两端的扶持或放松政策正开始适度发力。如广州和深圳已将二套房最低首付比例降至40%，南京、苏州、青岛等多个二线城市宣布取消限购。我们预计住宅市场的整体销售表现有望在2024年温和改善。高能级核心城市、具备扩张能力及有国资背书的房企仍将领先市场。

75%

近三年来，住宅
占整体房地产开发
投资额比重

图 1: 住宅销售面积同比增速, 2023年前十个月





如何看待租赁公寓的投资价值？

七普数据显示，中国人口总量不再快速增长，流动人口规模却不断扩大。截至2020年末，流动人口占全国人口比例约27%，达3.76亿人，较2010年增长约70%。经济发达地区的住宅租赁市场有望迎来长期稳健的强劲需求。而对核心城市而言，除了在此寻找事业发展的非本地年轻人群之外，不同背景的情侣、家庭、老人等群体同样有租住需求，值得市场挖掘之余，也意味着产品端具备更多元化的发展潜力。

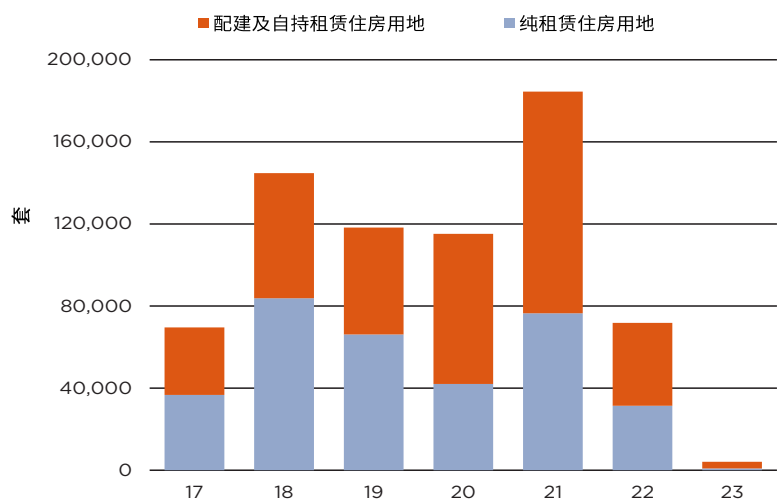
作为房地产市场转型的重要组成部分，保障性租赁住房在中国住宅市场正发挥其独特作用。项目是否具备纳保能力也成为投资者投资租赁公寓项目的首要考虑因素。2021至2025年，全国将筹建约900万套保障性租赁住房，将极大扩充机构房源在整体住房租赁市场的规模。其中由土地出让而新建或配件的租赁公寓数量预计约100万套，仅占总供应的11%。盘活存量、资产收购及城中村改造预计将成为供应主力。市场将迎来更为多元的供应形态。

从单一建筑至规模化大体量社区，为市场提供的房间数量小至不到50间，多则数千套，对项目的运营管理能力提出不同要求。投资者期望租赁公寓的租金回报率多在4.0%以上，作为一项管理要求极为细化的细分赛道，运营商的成本管控能力、租户服务及管理能力，决定了项目是否实现稳定的租金增长及较高的续约率。

多元化的产品形态，对项目前期的市场定位能力也提出更高要求。不同城市及板块之间租金走势正趋于分化，投资者需对项目所处环境加以审慎判断，以确定目标租户、租金水平及建造成本。此外，对于市场化租赁项目，更需对附加服务的提供范围、商业及休闲设施的配套水平加以细化，从多维度满足租户需求，提升项目收益，都是租赁公寓在未来提升价值需更加关注的。

4%
租赁公寓的租金回报率约为4%

图 2: 近年出让的涉租用地可供应的租赁住房套数



来源 CEIC, 第一太平戴维斯研究部

人口结构的变化对未来住宅的发展趋势会有怎样的影响？

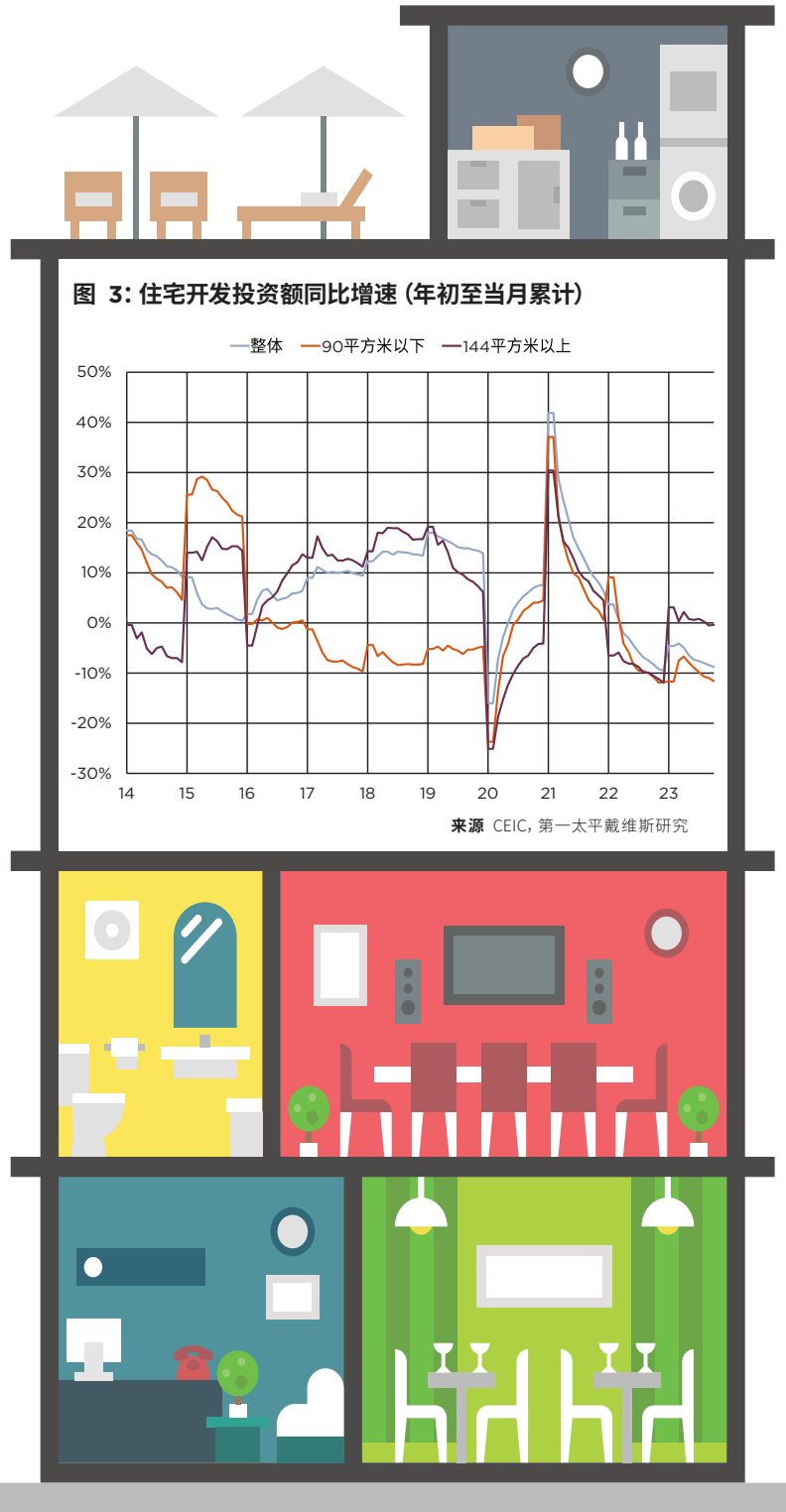
人口增长速度放缓、出生率降低且寿命延长是全球趋势。预计到2033年，全球50岁及以上人口的比例将达到28.4%，有47个国家的比例将达到至少40%。据牛津经济研究院数据统计，未来十年中国50岁以上人口将增加17%，届时50岁以上人口比例将达到43%。

人口结构的深远变化，意味着未来需求将与房地产高速发展期呈现不同的结构。光大证券曾预测自2021年起，改善性需求占比将超过60%，成为支撑住宅市场稳定发展的类别。市场对此已有所反应，如住宅开发投资额自2022年持续下跌，但2023年的月度数据显示，单套面积大于144平方米的大户型面积投资表现显著好于90平方米以下的中小户型，两者在前十个月的累计同比增速分别为-0.4%和11.6%。

年纪越大的群体往往也更加富裕，对居住环境的要求也更高。核心一二线城市之外，多数居民的刚性居住需求已得到较好满足。因此对未来的新建住宅而言，以改善性需求为主要目标的房屋，需要以更为细致的定位和设计，为住户带来更高标准的舒适健康环境和与住户适配的完善配套。

具有一定经济基础、年纪较长的成熟改善性买家并不是一个同质化的群体。他们之中既有忙于工作的父母，也有没有后顾之忧的退休人士。中年买家对科技产品具有较好的接受度，或将推动住宅智能化发展，以更好地匹配居住需求；对于老龄住户，则应关注住宅内及更广范围的社区内的适老化改造，如淋浴间扶手、防滑地板、报警设施、医护关怀等。

未来的社区构建，离不开生态环保、降低碳排。绿色生态的空间是城市生活人们的普遍向往。包括LEED、绿色建筑认证等认证体系将会更加得到重视和应用，通过生态构建、达成景观环境升级、增强清洁能源的利用，迎合国家低碳发展目标。





工作

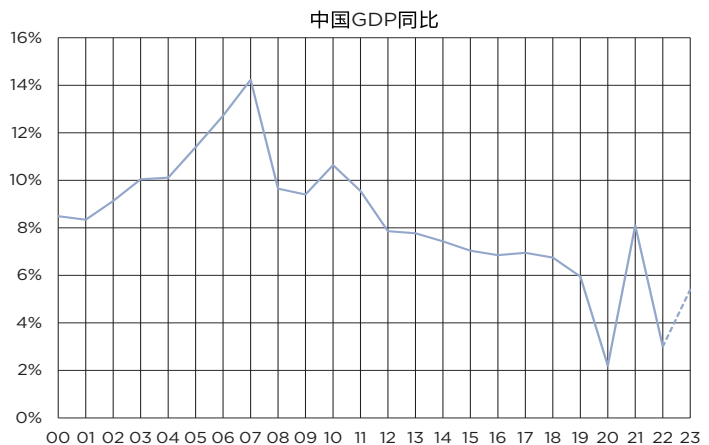
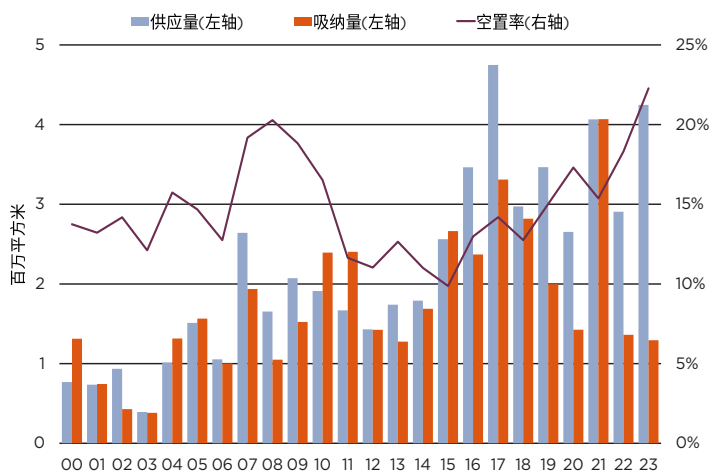
写字楼市场何时转好?

尽管疫情防控限制已经结束，但国内整体经济和写字楼市场并未如期呈现V字型反弹。据上海美商会2023年中国商业报告，仅52%的受访企业对未来五年的商务前景持乐观态度，系1999年报告首次发布以来的历史最低点。

2023开年租赁市场的良好复苏势头实则为2022年底因疫情扩散搁置的交易的落地，给了市场短暂信心，却以持续疲软的需求表现收尾：多数到期企业将续租作为优先方案，新租、扩租量十分有限。尽管一些企业已积极参与搬迁谈判，但原业主为挽留租户诚意给出更优惠的商务条件，加上搬迁成本考量以及2024年经济、经营表现依然充满不确定性，使得租户最终还是留在了原楼宇。

由于远程办公的广泛采用，数个国家见证了办公需求的结构性转变，与此相反，中国面临着更传统的挑战——供应过剩伴随需求低迷。市场周期的轨迹取决于两个关键因素：需求的复苏和供应的稳定。这些因素均与宏观经济环境有着密切联系，即当经济反弹，企业业务扩张，招聘需求增加，房地产预算增长，写字楼市场吸纳量见长。仅在这种情况下，且供需恢复平衡，租金方能保持上扬。

图 4: 写字楼市场的周期性波动与经济周期密切相关



来源 国家统计局, IMF, 第一太平戴维斯研究部



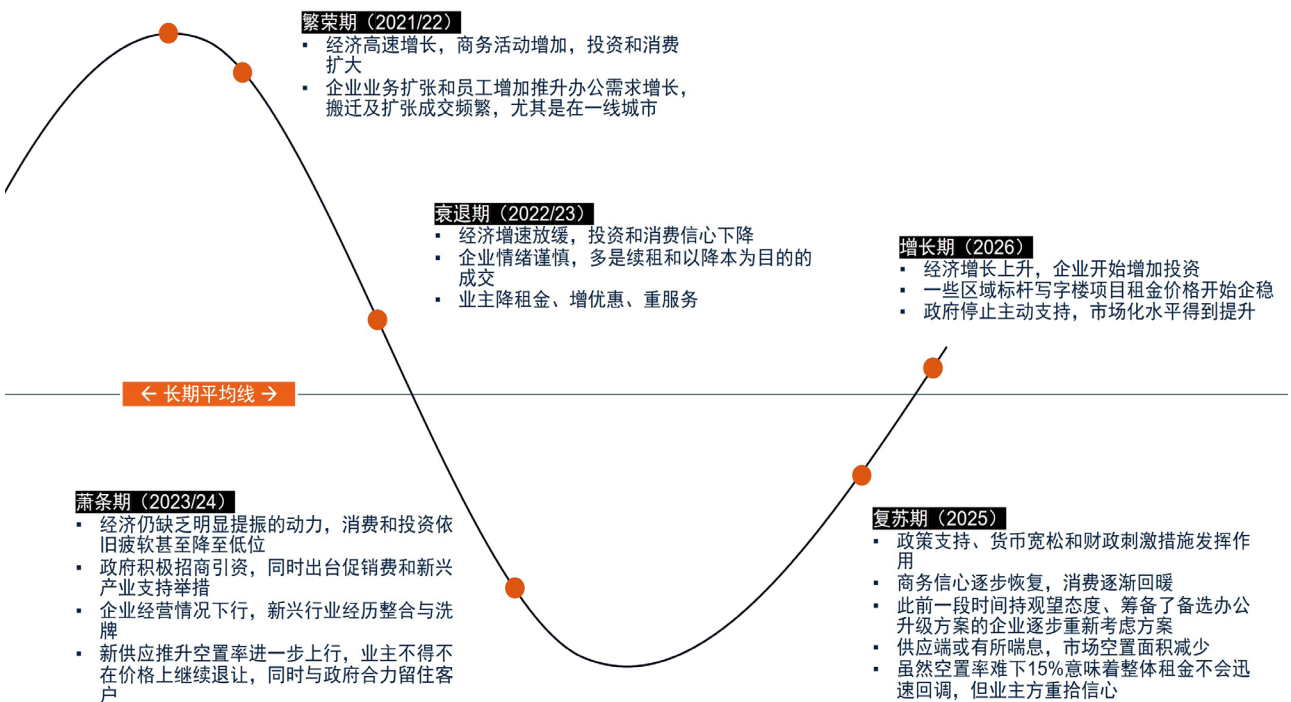
回顾过往挑战是预测未来的先决条件。2008年全球金融危机爆发后，中国经济和房地产市场也受到了严重影响。中国政府迅速采取了大规模的刺激措施，包括“四万亿计划”拉动内需、加强基础设施建设、加大金融和房地产业支持等，同时加强监管和风险控制，以稳定金融市场。随着政策刺激的效果显现，消费者信心提升，就业市场改善，中国经济逐步复苏。同时政府也加快了对高新技术和创新产业的投入和发展。

商务和经济前景产生影响。2023年，政府为扩大内需已出台一系列刺激措施，但总体影响相对温和，需在2024年进一步给到支持。

市场复苏的轨迹仍充满不确定性和复杂性。经济和商业信心复苏的持续时间将在很大程度上影响供需失衡的出现。恢复期延长将加剧这些不平衡，导致空置率降至健康水平的时间拉长。

历史经济周期通常约为4-6年，取决于具体背景。当前周期始于2022/23年，以疫情防控及封锁带来的挑战为标志，对消费信心、

图 5: 基于五年市场周期理论的办公市场预测



注 排除重大突发事件和政局动荡等外在影响因素

来源 第一太平戴维斯研究部

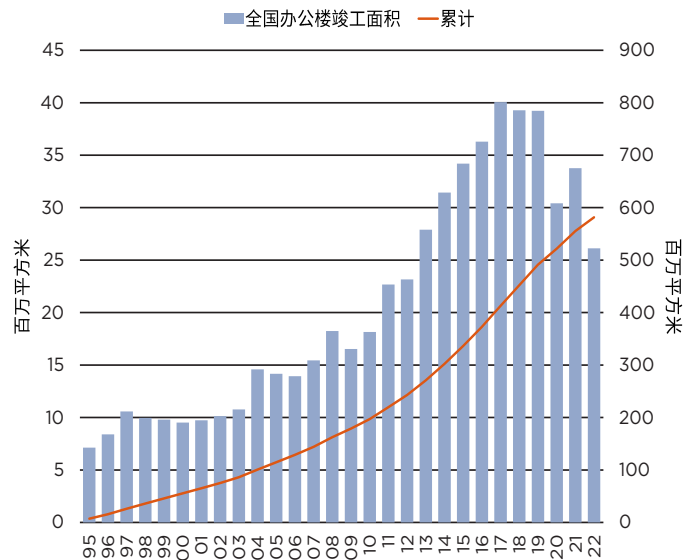
大量新供应入市, 是否意味着乙级楼宇完全没机会了?

随着城市化进程的推进, 新办公大楼继续塑造着城市的天际线。除了楼宇硬件, 物业管理和运营, 包括房地产科技的运用、物业管理标准、业权结构、租户品质等软性指标也是判定楼宇等级的重要标准。普遍而言, 乙级项目租金通常低于同板块甲级写字楼平均水平的30-40%。

全国乙级办公规模有多大? 我们可以做个估算。先以上海为例, 根据上海统计年鉴, 截至2021年上海所有办公建筑的存量为1.04亿平方米, 同期第一太平戴维斯监测的上海甲级办公存量达2,600万平方米(含自用和园区), 这意味着甲级办公存量约占1/4。对比香港, 同年办公总存量为1,290万平方米(香港差饷物业估价署数据), 其中甲级办公占到了全港总存量的65%。考虑到一线以外城市的甲级办公、业主统一运营的占比更低, 假定全国这一比例为15%-20%, 基于1995年以来全国办公楼已知累计竣工面积5.81亿平方米(2022年末, 国家统计局数据), 那么全国至少有4.7亿平方米非甲级写字楼——这个庞大量级的市场不应被忽视。

事实上, 核心地段的一些乙级项目出租情况并不比同区域甲级项目逊色。主要原因在于配套设施成熟、交通便捷, 叠加极具竞争力的价格, 产品性价比较高。此外虽然楼龄较早但租务管理接地气、物业管理有序, 使得一些租户的租赁稳定性较高。

图 6: 中国办公楼竣工面积



来源 国家统计局, 第一太平戴维斯研究部

表 1: 乙级写字楼租户流动的推拉因素, 包括但不限于:

	租户特征	原因归纳
粘性租户	租金承受力有限但偏爱核心地段	租金节省
	长租约租户、业主方的关联单位或合作企业	业主服务、定向优惠, 作为业主下游关联公司
	以医美为代表的消费者服务企业	甲级楼宇较为排斥的租户类型
	对私业务销售办公点	大堂无门禁, 销售人员出入便捷
	企业注册地	注册地一般情况变动不大, 且较少 / 不一定有人员办公
	讲究运势 / 风水的企业主为选址决策人的私营企业	企业入驻楼宇至今业务发展的顺利与运势 / 风水相联系
迁出租户	业务 / 行业增长型企业	业务扩张衍生办公升级和扩租需求, 后者无法在楼内得到满足, 例如楼内空间不够、单层面积较小或者同层有其它租户, 无法实现整层或连层的租赁诉求
	企业着力降本增效	在控制总体成本不增加的前提下, 抓住租户市场契机置换到性价比更高的楼宇
	获得自持楼宇、自建楼宇交付了的企业	迁入 / 整合至自持总部物业
	重视 ESG 和员工健康的企业	欲迁至高品质楼宇以同企业 ESG 目标相一致

来源 第一太平戴维斯研究部



当前全国写字楼市场供应端充沛，新项目多以甲级标准建成交付，早先交付的项目随着楼龄增加，硬件设施难以同新项目正面竞争。散售类项目内部难以管控，但对于统一业权/大业主的老旧楼宇，在租赁淡季期间对项目进行局部优化不失为提升楼宇竞争力的一大解决方案，例如公共区域的翻新，对于空置面积充裕的项目，业主可以考虑腾出部分面积改造成功能性配套或便利设施，以满足楼内或周边企业的商务需求和差异化优势。业主还应评估在这些升级过程中的运营成本降低、能源效率提升和可持续性标准方面的策略。

然而业主还应注意到的，即使在甲级写字楼市场的竞争也正不断升级，租金收入的任何增加都可能是微不足道的。当前市场的升级改造关键旨在留住租户、维持入驻率。因此为升级而花费的开支需相当谨慎地把控。

绿色建筑：聘请第三方顾问细看项目标准和操作，可以为潜在的改进和能源/成本节约提供有价值的见解和建议。如果可以实现显著的节能，便有机会获得绿色建筑的认证。

第三方运营合作：考虑通过租赁和转租模式、利润分享制或管理协议引入联合办公/商务中心运营方。

短驳班车服务：对于交通便捷度欠佳的情况，业主可提供往返于项目至附近重要交通枢纽的短驳班车，方便员工通勤。

商办联动：针对项目里包含商业配套的楼宇，可以考虑增加商办联动效应，例如楼内租户可享受零售消费折扣，以及业主将预留展厅面积、店铺租金折扣纳入到写字楼租赁谈判的商务条件中。

商改租：在翻新或不足以恢复资产活力的情况下，业主须考虑项目能否在其它方面发挥价值。尽管高投入、风险大且耗时长，但例如将物业改为长租公寓或带来新机会，尤其是在居住成本较高的一些城市。这种办公改租赁公寓在上海等一线城市已有落地案例。

表 2：楼龄10年以上且入驻率较高的写字楼案例

项目名称	商务区/等级, 城市	楼龄 (年)	2023年出租率	较周边甲级产品租金节省
瑞金大厦	淮海中路/核心, 上海	37	95%	25-30%
广州国际电子大厦	越秀/核心, 广州	27	90%	15-20%
威斯顿联邦大厦	人民南路/次级, 成都	20	90%	15-25%
万通中心D座	CBD/核心, 北京	14	90%	20-25%

来源 第一太平戴维斯研究部INKC

各行业未来的办公需求几何？

中国写字楼租户代表着不同的背景与行业，经济和行业特定趋势的变化都有可能重塑写字楼市场。

2024年，中国经济格局依然存在挑战，包括房地产市场和地方债务问题。幸而中国对外持续放宽外资准入限制，对内稳增长提供政策支持，消费和服务业正稳步复苏。此外新兴产业发展、绿色转型也将持续提升经济质量与可持续性。

反映到写字楼市场，在整体成交有限的背景下，金融、专业服务、IT、医疗健康等传统行业依然是支撑办公需求的稳固主力（70-80%）。新经济行业需求尽管整体占比有限但正经历快速

发展。以集成电路、新能源汽车为代表的高端制造业，以人工智能、大数据、云计算为代表的新兴信息技术行业，和以绿色低碳、环保节能为主要方向的能源类企业成为了国内写字楼市场的新势力。新经济领域的需求具有不可预测性，特定行业因资本、补贴、政策支持、盈利能力等因素经历一波又一波的扩张和整合。

2024年中国经济的不确定性依然较高，这也增加了对各经济行业办公需求预测的难度。外部因素包括贸易关系、全球经济实力和利率，以及政策支持、货币政策、经济改革和消费者信心等内部因素，均将影响需求预测的动态性与多变性。

表 3: 2024年主要城市甲级写字楼市场关键指标预测

城市	供应预测 (平方米)	空置率预测	租金变动预测
北京	582,900 ↓	22.4% ↑	-3%-(-)0.5%
上海	1,906,900 ↑	23.5% ↑	-5%-(-)3%
深圳	890,100 →	29.8% ↑	-3%-(-)0.5%
广州	1,077,600 ↑	24.5% ↑	-5%-(-)3%
成都	318,800 ↑	34.0% ↑	-0.5%-0.5%
重庆	282,600 ↑	32.0% ↑	-3%-(-)0.5%
西安	335,000 ↑	30.0% ↑	-3%-(-)0.5%
天津	80,000 ↑	36.0% ↑	-3%-(-)0.5%
武汉	309,500 ↑	40.1% ↑	-5%-(-)3%
杭州	0 ↓	24.1% ↓	-3%-(-)0.5%

注 箭头方向系同比变化

来源 第一太平戴维士研究部INKC

表 4: 主要租户行业办公需求展望

	短期需求	长期需求	办公硬件要求	相对承租能力	单位需求面积	值得期待的行业增长点	依据/展望
金融						保险 投管/资管	对支持经济至关重要;更注重金融稳定和风险管理;金融科技/绿色金融为增长点。
专业服务						律所	法律相关的分支行业持续增长个性化与定制化服务;企业更注重新型人才吸引和培养。
零售与贸易			视情况			综合零售 互联网零售	庞大市场,短期疲弱但长期增长潜力仍在;零售商更加关注供应链管理及物流配送效率;实体零售加速转型;与其它行业跨界融合。
房地产						建造及工程	债务问题仍然存在,支持力度不及预期;预计将出台更多利好政策稳楼市;城中村改造的成果受关注;租赁市场热度提升。
信息技术						新一代 信息技术	需求增长强劲以支持各行业数字化转型,但竞争加剧;政府寻求科技力量推动成长;更加重视网络安全问题。
制造						高端制造	全球化逆风问题;高端制造业突出表现;制造业服务化。
健康医疗						创新药 医疗科技	人们健康意识提升;政府重要目标领域,迫切需要更多在生命科学板块的投入;医疗旅游的兴起。
传媒娱乐						互联网媒体	传统媒体受挑战,新技术、新渠道为行业带来新形态;商业模式的演变带来新商机;版权保护和内容原创性受到关注。
能源与 原材料						可再生能源 节能环保 能源基建	能源安全需要紧密的全球合作;向新能源过渡亟需大量投资;绿色/新材料的逐步应用推广。
联合办公 &商务中心						不适用	社区文化/社交功能的增强;因工位灵活而引发的数据安全和隐私保护问题;业主须警惕其背后的潜在风险。
消费者服务			视情况			食品餐饮	休闲娱乐和服务类细分行业逐步复苏;消费降级的背景下,食品餐饮需求仍在,预制菜产业链形成;个性化消费需求见长。
联合大企业			视情况			不适用	监管部门继续施压,企业更加重视合规经营与风险控制;聚焦核心业务,降本增效;跨界合作与创新,以应对市场变化与行业竞争。
交通						智能交通 快递快运	国内外商品运输和个人旅行恢复;共享出行持续发展、自动驾驶逐步推广;政府加大对交通基建的投入和升级,国内交通网络更四通八达。

说明:

1. 色块颜色越深,代表前景越乐观或硬件要求/承租能力/需求面积越高;
2. 其它写字楼租户行业还包括公共机构、公共事业;
3. 本预测基于EIU对2024年中国主要经济行业的展望,结合第一太平戴维斯研究部的行业经验。

消费



中国消费者们还在消费些什么？

旅游、娱乐和餐饮等体验类消费是目前备受消费者青睐的类别。国内铁路及航空运输量已超过疫情前水平，尤其是暑期国内铁路和航空运输量均达到历史最高值。而境外旅行恢复速度依然缓慢，航班少、价格高及签证难等问题依然存在，导致国际航空旅客运输量仅恢复到2019年水平的一半左右。

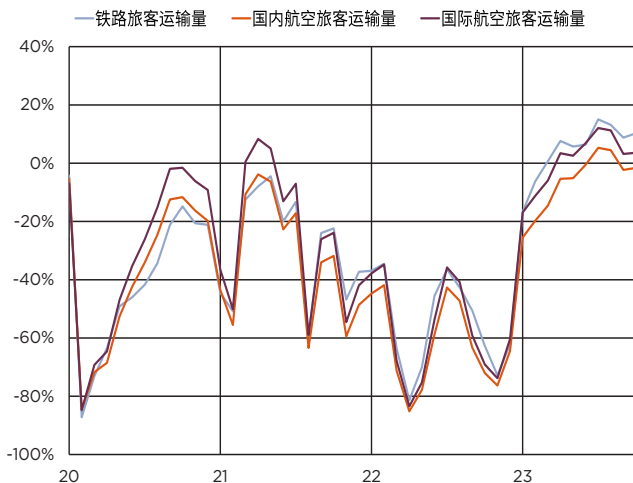
国内旅游的复苏带动主要一二线城市以及海南、云南等热门旅游目的地商业氛围持续提升。标杆开发商亦关注多个热门旅游零售市场，并着手布局重点项目。随着2025年海南自贸港封关临近，三亚成为发展商布局重点市场，多个中高端项目入市将改变三亚高端零售市场格局。例如华润集团的三亚万象城、太古及中免集团合作的太古里已开工建设，并均预计于2024年分阶段开业；DFS迪斐世亦计划在2026年前建成其与申亚集团合作的DFS迪斐世亚龙湾项目。拉萨王府井购物中心将以商业建筑面积18.2万平方米成为拉萨最大商业体。此外，默林集团旗下深圳、上海

及四川乐高主题乐园预计将于2024年开业，北京乐高乐园也即将开工建设，以强IP优势的主题乐园度假区吸引游客前往。

与此同时，体验成为消费者前往线下消费的主要动力之一，购物中心内休闲娱乐业态整体占比也随之逐年提升。第一太平戴维斯数据显示，上海零售市场该业态占比由2019年的13.6%增长至2023年的16.5%，而武汉休闲娱乐业态占比在过去三年内亦回升并超过疫情前水平达到16.0%。该类门店为消费者线下社交和悦己生活提供多样化的空间选择。

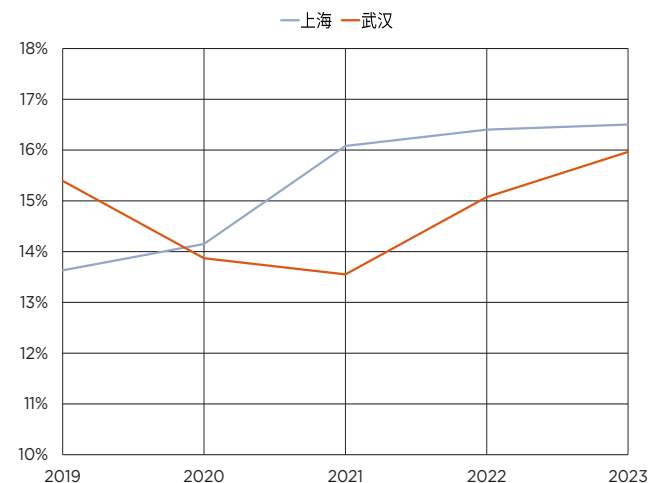
各类传染疾病的流行，令身心健康成为不同客群共同关注的重点，各类细分运动门店正恢复其开店节奏，并不乏多样化的新兴品牌不断涌现。此外，当代消费者更加关注内心需求和真实的情感交流，愿意在学习、艺术等方面以追求内心平静和精神满足，带动了包括展览、画廊在内的各类空间走入更多大众视野。

图 7：铁路及航空旅客运输量，2020年以来与2019年同期比较



来源 CEIC、第一太平戴维斯研究部

图 8：样本购物中心内休闲娱乐业态面积占比



来源 第一太平戴维斯研究部INKC



零售市场在面临消费降级吗？

面对经济下行周期及就业市场的不稳定，消费者正重新进行消费权衡与选择。往常消费降级是指在日常生活中选择更低价、降低品质或减少购买数量或频次来削减消费开支，如选择廉价商品、减少旅游出行或减少用餐次数等。但目前消费者更倾向于理性消费和生活方式的转变，注重产品的性价比与精神满足，而不是简单地锁紧钱包。据艾瑞数据显示，经历疫情后，超过92%的消费者表示自己的消费观念更为冷静，需要更精细地规划消费。而麦肯锡调查显示，约有一半消费者会从价格更低或打折渠道购买自己喜爱的品牌，他们未必会转向更便宜的替代品，而是会通过不同的购买平台、促销活动或调整消费数量及包装尺寸来以更低的成本获取需要的商品。

在零售业态，消费趋势有所分化，在高端消费和低端消费两个领域呈现出复苏的现象。如奢侈品类头部品牌Chanel和Louis Vuitton年内数次提价以保持品牌稀缺性，而在日常消费方面，“低价”、“折扣”、“平替”产品愈发受到欢迎，消费群体更加注重产品品质而不是品牌营销。包括盒马和山姆会员店等注重品质的超市采取折扣化的新策略，以更低的售价吸引更多用户到店消费。

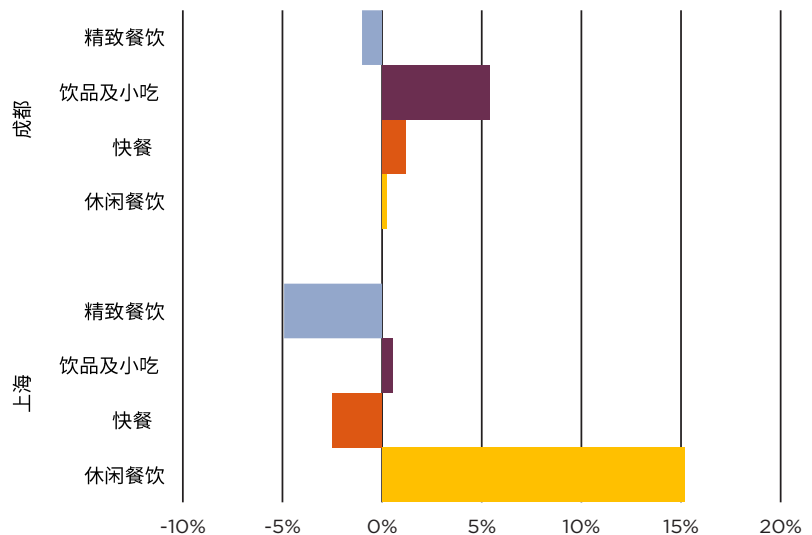
就餐饮业态而言，2023年平价餐饮较高端餐饮品牌扩张更为显著。例如，上海的休闲餐饮新租占比同比增长超过15%，但高客单

价的精致餐饮下降4.9%。在成都，休闲餐饮之外，快餐的租赁面积增速更高，但精致餐饮增速录得下降。预计短期内，性价比、细分度及创新度较高的餐饮品牌拓展速度仍将维持高位。

此外，上海与成都购物中心内的饮品及小吃新租面积占比分别增长0.5%和5.4%。包括饮品及咖啡品类的品牌布局策略、门店

店型和面积均有所调整。受审慎消费的影响，以低价单品吸引到店消费的咖啡品牌开店速度堪称惊人，选址不仅广泛分布于购物中心，且快速占领商业街区、写字楼和住宅底商；并不满足于一二线城市或核心区位，深度下沉至低线城市及新兴区域。与此同时，众多茶饮品牌放开加盟，以更小的店铺面积但更为激进的扩张策略触及更多区域，并不断将品牌版图扩充至海外市场。

图 9：2023年购物中心内餐饮细分业态新增租赁面积占比同比变化



来源 第一太平戴维斯研究部/INCC

购物中心之外的消费选择？

中国的商业形态经历了街铺集市——百货——购物中心的发展路径。我们预计未来五年仍将有较为可观的购物中心项目供应入市，如上海、深圳和武汉在2024年将仍有建筑面积超过70万平方米新增供应入市，为市场带来更多购物选择。但另一方面，存量改造带来的街区化、微体量、小尺度的特色商业正在为市场带来别样风气。越来越多的商业项目出现在城市各个角落，它们未必都处于城市中心核心板块，但满足了其所在区域内日常消费需求，或通过其独特设计与主题吸引着特定客群。

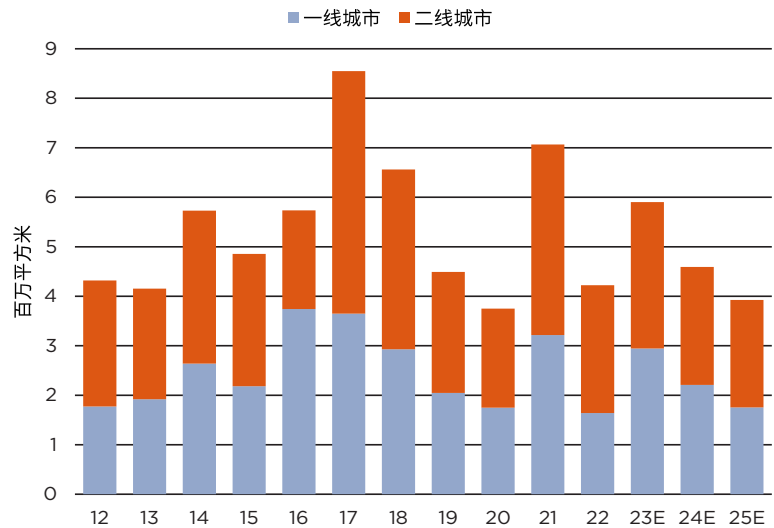
非标商业通常采取开放式的形态布局，以标新立异的建筑空间设计营造出独特且强烈的感官体验，以大面积挑空或留白营造更为自由的空间感受，并将商业空间融入城市公共空间，弱化其表面的商业属性，加入更多休闲娱乐、艺术体验等功能性场景并结合当地历史或在地文化，以达成项目与消费者的情感共鸣或社群认同。

国内新兴品牌热衷于选择非标商业项目开设其旗舰店或品牌首店，以更为自由的商业氛围与独立性迎合其品牌内核。而现在国际品牌对非标商业及特色街铺的兴趣也与日剧增，社区型商业与时尚品牌的结合，通过快闪、联名、共享资源、活动等方式，将更多创业业态品牌赋予社区生活，可以摆脱其受限的服务范围与传统商业项目内有限的营业时间，提高其知名度和社群影响

力，从而带动业绩增长。零售品牌亦选择 Showroom、咖啡厅、书店、花店等各种店铺形式来营造品牌话题度，拓展客群触达范围。包括香氛、潮流服饰、家居生活方式乃至奢侈品牌在内，均选择非标项目来扩充其门店体系并渗透入日常生活消费场景，以多元和个性化迎合消费者喜好，增加随机、非目的性消费发生的可能性。

年内数个商业项目以其独特的定位与空间设计保持着市场高关注度，吸引众多客流前往。如上海嘉里合集与海粟文化广场，有别于传统单一的零售或办公用途，而是将商业、办公乃至公园复合于一身，在小体量的建筑尺度中融合多种可能性。着重青年文化的北京The Box朝外和成都COSMO以及注入良渚文化基因的杭州玉鸟集则是打造主题商业的优秀案例。

图 10: 部分城市购物中心供应



注 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括成都、重庆、天津、武汉、杭州和西安

来源 第一太平戴维斯研究部INKC



生产

2024年会见证物流市场回暖么？

近年来在政策鼓励及资本注入下，物流市场不断受到关注。自2020年来全国非保税高标仓的供应量不断攀升，逐渐出现过度供应，主要集中在以京津冀、上海等城市为代表的华北、华东市场，相应空置率也持续走高。虽自2023年初以来部分城市新增供应已开始逐步减少，但除大湾区以外的市场仍面临去化压力。

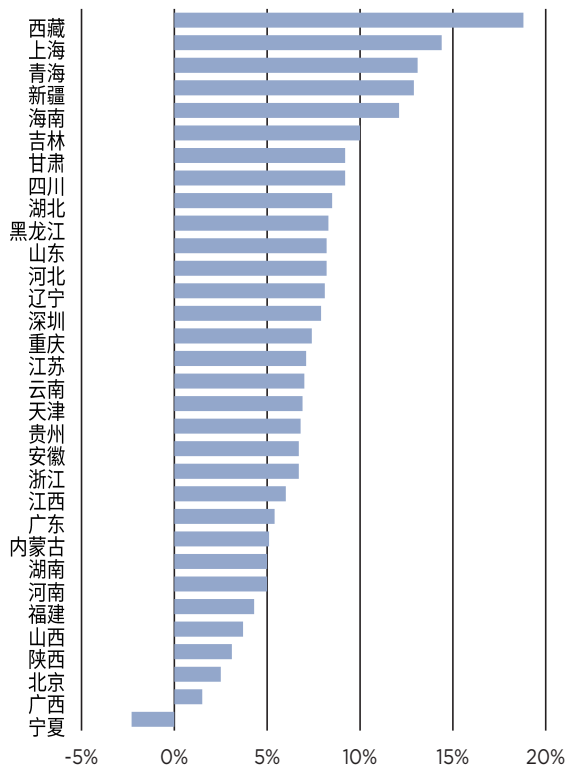
从未来新增看，虽然2024年市场供给将会有所减缓，但不少物流地产在管理时仍面临出租压力。由于各类租户在签约或续约时对价格优惠的需求较强，使得很多物流仓储为维持出租率而实施“以价换量”的策略，平均租金面价上涨空间有限。同时我们也观察到，部分开发商也选择将未来项目延期入市，延长招商期限以确保更好的出租率及更高质量的租户。

尽管全国市场整体承压，但华西市场已逐渐显现出一些缓解迹象。与华东和华北地区不同的是，2020年以来，华西的新增供应量稳步下降，为市场提供较大的去化空间。同时，在一带一路供应链的整合下，其城镇化水平不断提升、高端制造业基地有序建立，居民消费也出现回暖，各因素叠加影响下本地物流需求稳定增长。

其中，重庆作为全国唯一集港口、陆路、空港、生产服务能力于一体的“四型”国家物流枢纽，进出口货运量近年来大幅增长，促进了当地高端制造业、跨境电商等一系列贸易业态的发展。而四川的文化和旅游产业也在“二十条”等政策支持下得到提振，并于2023年前9个月录得社会消费品零售总额增长9.2%的显著成绩，超出全国平均水平2.4个百分点。此外，制造业

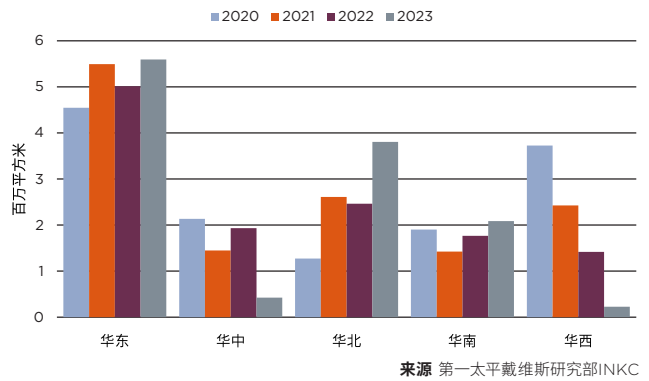
方面也表现突出，新能源汽车生产基地的建设带动制造业投资增至22.9%。值得注意的是，四川在过去三年中一直保持着较为活跃的物流土地交易，不仅是中国最具活力的市场之一，并且与新冠疫情之前的水平相比也有所复苏。未来，在内外双循环的驱动下，以川渝地区为代表的华西市场或将加速回暖。

图 11: 社会消费品零售总额同比增速, 2023前三季度



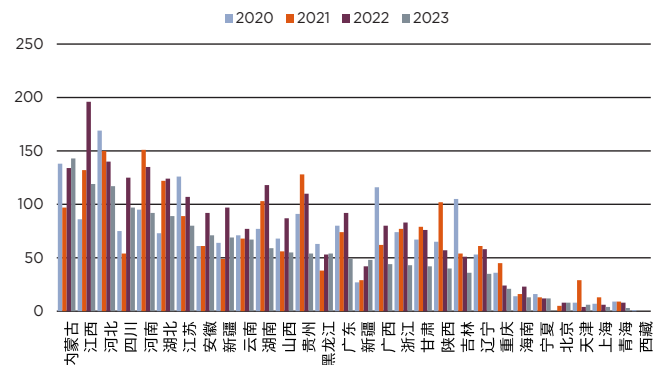
来源 国家统计局、第一太平戴维斯研究部

图 12: 中国非保税高标仓供应



来源 第一太平戴维斯研究部INCK

图 13: 物流土地交易宗数



来源 CERIS、第一太平戴维斯研究部



绿色仓储需求或将持续上涨？

随着公众对气候变化的意识增强以及环境保护的迫切需要，政府不断对环保政策给予支持，绿色仓储也在中国市场呈现出迅猛发展的趋势。因此，近年来中国具有LEED认证的绿色仓储数量集聚增长。而对租户来讲，使用绿色仓储不仅可以降低运营成本，还有助于满足企业可持续发展的需求。

为更好地完成“双碳”目标，中国政府持续推进低碳管理标准的完善，同时也对制造业、轻工业、物流等一众行业进行供应链脱碳管理，相应的碳排放审核也将变得更加严苛。

随着对三类碳排放的采用越来越广泛，物流行业对其各个环节中的排放界定也更加清晰。虽然多数企业对范围1和2的排放（直接排放以及来自电力和供暖等来源的排放）有较好的了解，但这些排放通常仅占公司碳足迹的不到三分之一。为了更好地实现净零目标，企业必须了解其价值链上下游产生的间接排放（范围3）。针对使用3PL公司服务的仓库租户、零售商和制造商而言，也需要考虑其间接使用仓库产生的温室气体排放。因此，随着未来对企业碳排放披露要求的加强，制造商、3PL和其他客户对仓库的选择势必更加谨慎，而将可持续发展纳入考量的绿色物流设施也将能够更好地满足未来租户的需求。

从长远来看，建设可持续的高标仓对于开发商来说可能更具成本效益，因为虽然其建设的初始成本较高，但可以节省未来潜在的改造费用。这种改造需求可能来源于相关政策的颁布、绿色仓储的租金优势显现，或是绿色仓储较低的运营成本。

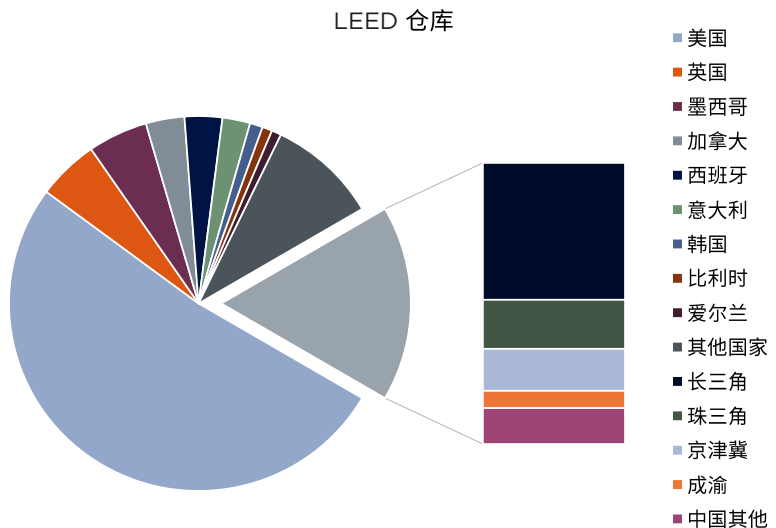
在市场租金稳定的背景下，拥有绿色认证的仓库通常拥有较高的入驻率及较长的合约租期，所以对寻求优质基础资产的投资者更具吸引力。尽管现今市场担忧情绪下投资人行趋于谨慎，但高质量的绿色仓库对市场波动的抵抗力普遍较强，因此可为投资者提供较可靠的退出保障。

2023年以来，虽然非保税高标仓整体的市场供应减缓，但绿色仓储逆势而上呈现集聚增长。在中国LEED认证的近800个仓储项目中，有近三分之一的项目为2023年新增认证。其中，长三角地区作为中国绿色生态发展示范区和最大物流市场，LEED认证的仓储数量占到全国近一半。此外，

嘉民、万纬等一些头部开发商早已提前入局并不断打造具有领先性的项目。例如，万纬已完成11个冷链园区的LEED金级认证，并实现新建冷库分布式光伏全面覆盖以及100%的电动叉车使用，节能率更是超过30%。

随着全球绿色仓储数量稳定增长，中国已成为除美国外全球拥有认证数量最多的国家，占据全球LEED仓储近五分之一的市场份额。在新建需求不断增长且陈旧设施亟需升级的背景下，中国绿色物流设施的数量预计将继续增长。新一代仓储也将向更加智能和多功能的方向发展，以满足制造业不断变化的转型及升级需求。

图 14: LEED 仓库



来源 USGBC、第一太平戴维斯研究部

循环经济下逆向物流是否还有提升空间？

逆向物流是指包含了产品回收、检验、分类、再制造、报废等流程的物流活动。据彭博最新显示，2022年全球风投公司为逆向物流初创企业注入了近2亿美元资金，相比于2021年增加了约2.5倍，这一表现在当下的融资环境中格外亮眼。

逆向物流具有无序性和繁杂性，处理时间往往是正向配送的3-5倍。操作的难度也使逆向物流长期处于发展瓶颈，阻碍了供应链发展的循环性和可持续性。

据Research and Markets数据显示，全球逆向物流市场规模在2022年底已超过6000亿美元，并预计于2023年底达到约6400亿美元。其中，按照中国市场占全球物流市场的比例（约18%）保守估算，2023年中国的逆向物流市场预计可超过1100亿美元。在Grand View Research全球逆向物流统计中，电商平台将带动全球近一半的逆向物流需求，而基于中国电商较高的市场渗透率，这一数字在中国可能会更高。

中国领先电商平台的退货率已超过10%，部分品类更是高达30-50%，退货成本的管理已成为电商企业管理中的重要考虑因素。近年来，各大电商平台为提高客户满意度并保持市场份额，不断提升售后服务，投资于更加便利的退货退款流程以及更高的运费险比例。同时，随着国内线上消费者购买习惯逐渐从“买买买”转变成“精致省”，退货频率相应提升。目前电商品牌大多选择与第三方物流公司建立合作，将商品回收至仓库进行逆向物流的集中处理，从而也对这些3PL公司的分拣服务和仓储设施产生了新的需求。

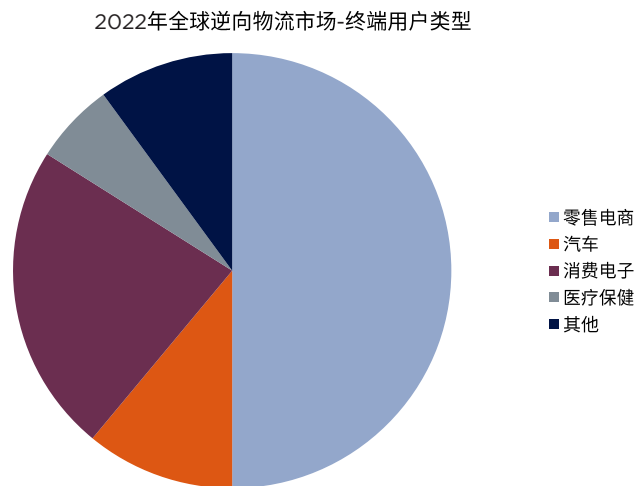
物流中的退货过程普遍具有挑战性且较为混乱，而存储空间不足和自动化程度不足会加剧这种情况。许多公司尚未建立专门的退货区域，缺乏空间进行重新包装、回收或报废等流程。此外，由于产品的SKU通常种类繁杂且分散，是否拥有先进的仓库管理系统则在产品信息验证、质量检验、重新包装和库存跟踪等环节显得至关重要。因此，较为老旧的仓库则需要升级或更换为更加智能的高标仓，以更好地满足柔性供应链的需求。

中国一些领先的物流公司已经开发了逆向物流仓库网络，以增强现有的供应链能力并满

足各种品牌的需求。短期内，各企业需要扩大并普及对此类设施的应用，以便在中远期服务于更广泛的市场。百世供应链就为其合作伙伴建立了品牌专用逆向仓，不仅采用公司自有的仓库智能管理系统，实现了全节点可视化覆盖，还可根据品牌产品的属性进行货物的清晰调配，展现了其对可持续发展和提高供应链效

率的重视。而京东也在全国建立了七个逆向物流处置中心和四十多个逆向前置仓，同时配备独立的检验和维修中心以更好完成退货循环的流程。因此，京东的业务不仅限于退货处理，更是延伸到了残品处置及二手商品变现的一系列增值服务，形成较为完整的逆向物流网络。

图 15: 全球逆向物流市场-终端用户类型, 2022年



来源 Grand View Research、第一太平戴维斯研究部





未来债务危机是否会有所缓解？

中国房地产市场在2023年第一季度经历了短暂的“小阳春”行情后，全国商品房销售额环比重回下跌态势，行业景气程度持续低迷。虽然政府持续逆周期加码政策，但不足以抵消居民收入预期减少及房价上涨预期被打破所带来的消极情绪。

事实上，政府早在多年前就在积极调整产业结构，以逐步摆脱经济对房地产的过度依赖。然而随着整个房地产市场以超预期的速度进入下行周期，行业前期累计的风险开始显现，引发了对系统性金融风险的担忧。截至2023年6月末，18家重点上市银行的涉房不良贷款余额共计2970.26亿元，较2022年末增加7.6%。不良贷款的飙升导致银行的资产质量面临压力，增加了银行的经营风险。民生银行因其房地产风险敞口的安全性和合规性问题被叫停其500亿元融资计划，这使得其面临更大的再融资挑战。为避免大规模债务危机，我们预计政府在短期内将会继续刺激住宅需求，加大政策的宽松力度。同时加大房企融资支持，助力房地产市场平稳发展。

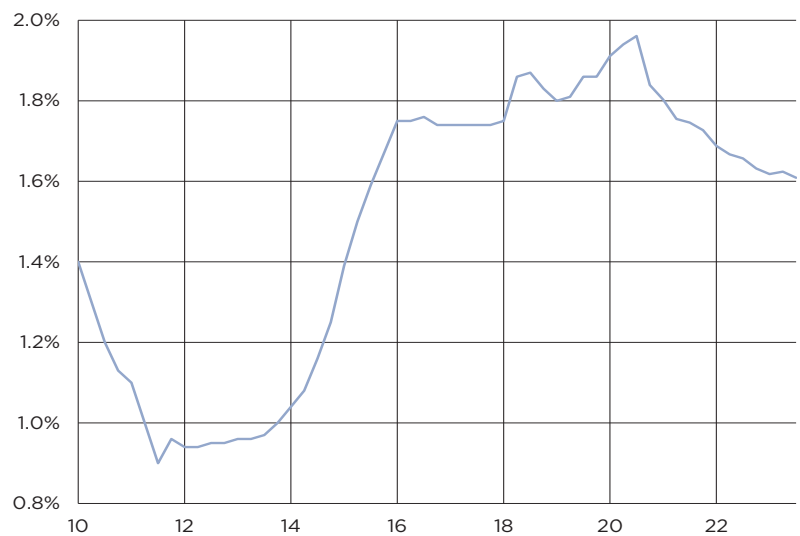
2021年开始，随着房地产开发商降杠杆提速，融资环境持续趋紧，导致部分房企出现流动性危机。开发商爆雷事件频现，境外评级机构下调了多家房企的信用评级，总体发行规模下降、发行成本大幅上升。同时，除中国以外的全球各大经济体在过去两年整体通胀高企，利率迅速上升，美元对人民币

汇率走强。多重原因导致的境外借款成本攀升使得一些境内房企的债务违约风险增大，境外债务重组成为诸多已经风险暴露的房企的求生之道。

11月，融创宣布正式完成境外债务重组的全部流程，这为境内首家房企，约百亿美元的现有债务将被置换为新票据、强制可转换债券、可转换债券及融创服务的股票。

融创成功的债务重组策略也为其他出险房企提供了缓解债务危机的范例。正荣、龙光、旭辉、中梁及碧桂园等出险房企均在积极推动境外债的重整工作。但值得注意的是，债务重组的本质并非使既成事实的债务消失，而是以“时间换取空间”。房企化解债务危机的核心在于销售端，如何盘活存量项目、加快销售并改善经营现状将是诸多出险房企在来年共同面对的课题。

图 16: 不良贷款比率



来源 中国银保监会、第一太平戴维斯研究部

C-REITs未来市场规模有多大？

我国首批房地产投资信托基金（REITs）于2021年6月上市，从收费公路、商业园区和仓储物流等基础设施领域切入，在随后的两年扩展至保障性租赁住房及零售物业领域。试点启动以来，相关制度逐步完善，市场规模不断扩大。截至2023年11月，已有29只公募C-REITs上市交易，首发及扩募规模合计已破千亿。

然而在目前发行的C-REITs产品中，仅两只的原始权益人为民营企业。这主要是因为经营权C-REITs具有重资产、运营资质严格及资金回收周期长等特点，民企持有的经营权项目基数有限。同时，对原始权益人及底层资产近乎“完美”的标准，也使得民企对所有权REITs望而却步。民企的低参与度使得C-REITs发行需求错配，偏离REITs让开发商回收资本，降低杠杆率的初衷。

然而，政府似乎也意识到这个问题。2023年三季度开始，相关部门多次提及将提升民营企业参与REITs的积极性并鼓励民间投资项目发行REITs。随着未来更多的民企通过REITs有效盘活存量资产，中国REITs市场将在未来数年内迎来快速发展期。

美国是世界上最早、目前规模最大及最成熟的REITs市场之一，超200支REITs的总市值达1.3万亿美元，约占全部上市证券总市值的3%和GDP的7%。新加坡共42支S-REITs的总市值超千亿新元，约占其全部上市证券总市值的12%和GDP的16%。假设未来我国REITs可达股市市值的2%，C-REITs市场规模则有望达到1.7万亿元人民币。

图 17: 国际房地产投资信托基金市场规模，2022年12月31日

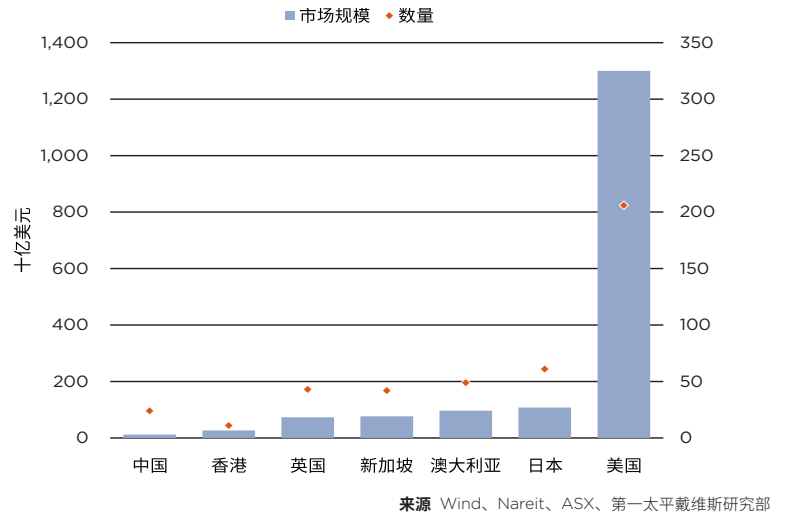
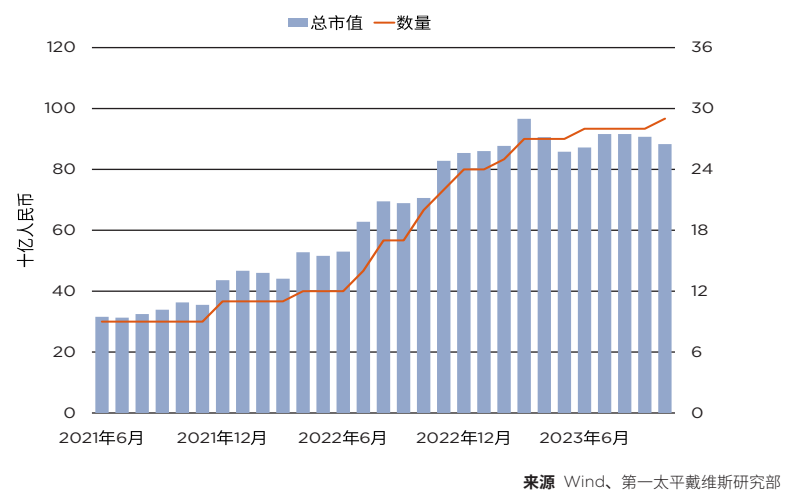


图 18: 中国房地产投资信托基金规模



下一个投资机遇在哪里？

2023年对全国商业地产大宗市场而言都是艰难的一年，几乎所有资产都正在经历价格重置。价格的快速调整使得买卖双方对待售资产的定价更加困难，并导致交易活动放缓。投资者需要仔细甄别并判断资产降价的原因，是否存在潜在的债务、楼宇质量问题，并考虑经济脆弱性和潜在的政策变化。持有多元化的房地产投资组合，包括跨区域、跨资产类别及不同的投资策略（股权及债券）投资，将有效的分散投资风险。资产价格存在仍未达底部的可能性，但从长期投资者角度来说，以低于近几年资产价值收购一些优质资产可以带来更多的安全垫以抵御未来的不确定性。

短期内，租赁市场疲软、供应过剩等问题难以修复，同时对经济前景的担忧导致投资者信心处于低位，观望情绪浓厚，这会推动一些急需资金流的业主再次调整价格。中期来看，政府将持续出台政策刺激经济，租赁市场的企稳将驱动资产估值的修复。

建议投资者保持谨慎及耐心，瞄准那些与政府规划相符，可以提供稳定租金收入的资产类别。但需要注意的是，处于热门赛道的资产往往会在短期内吸引过多资金流入，使得投资人对于资产的收购价格过高，压缩持有期收益率。同时，政府规划及投资热点的转变也可能导致投资人届时退出困难。

零售：REITs激发新机遇

自2023年3月REITs试点扩容至百货商场、购物中心、农贸市场等商业地产领域，零售资产的投资需求日益俱增。2023年11月，随着第一批零售REITs正式通过审批，投资人信心提升、市场透明度及流动性得到增加。同时，财政政策中短期内着力扩大内需的方向不会改变，零售业有望多维度受益。

● 购物中心

对于拥有丰富的购物中心运营经验的投资者而言，通过提升资产的运营能力、吸引热门品牌入驻、调整定位等可实现客观的资本收益。预计险资和境内基金将继续对大型、运营良好、成熟、优质的零售资产感兴趣，以进行投资组合配置，并在未来通过REITs上市退出。

● 社区零售

社区零售的租金收入相对稳定，更适合资金预算及零售运营经验有限的投资者。同

时，一些急于补充流动资金或还债的开发商正在出售这些非核心资产，市场存在“捡漏”机会。投资者也可以通过收购价低、老旧的小型商业项目并将其改造成其他用途来实现价值提升。

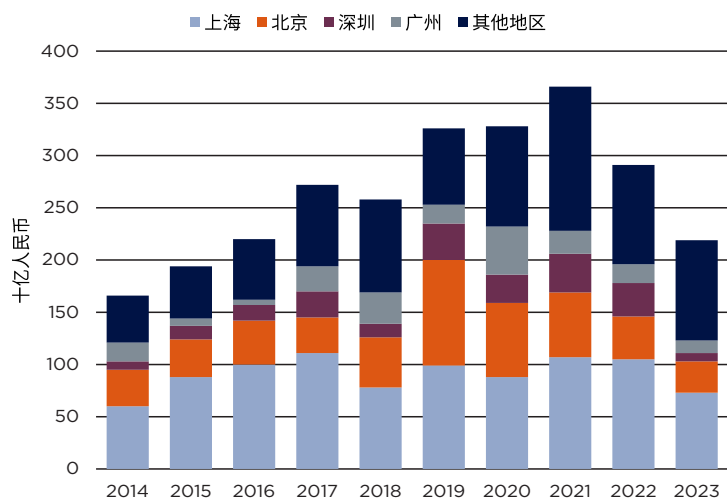
长租公寓：可负担性和政策支持的推动

尽管全国房价正在经历价格调整，但国内居民的住房负担能力仍较低。同时，房价上涨预期的打破抑制了居民购房意愿，越来越多的人选择租房以获得更灵活的租住方式。得益于政府对长租公寓包括税收优惠、贷款政策等在内的金融支持力度加大，以及市场产品的多元化，长租公寓的大宗市场交易量近年明显提高。由于2023年全国大部分城市的涉租地块供应都大幅减少，

存量项目盘活及改造将成为短期开发商与投资者关注的重点。

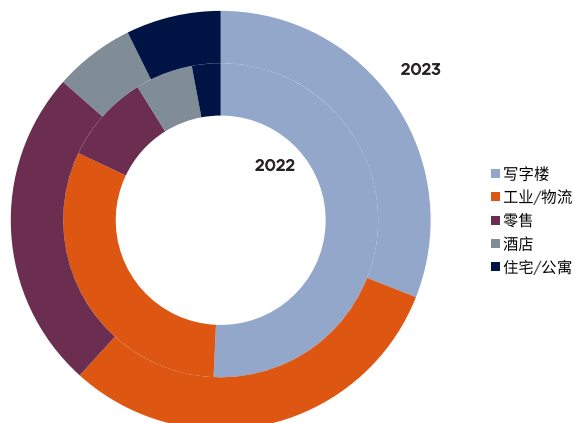
“新经济”资产：可持续发展驱动需求
虽然“新经济”资产的热度已持续多年，但随着政府“稳增长”的主基调不变，“新经济”领域的持续发展将继续推动对生命科学、制造业、研发设施和数据中心等园区及工业资产的需求。今年以来，一些境内“新经济”基础设施开发运营商、资金雄厚的险资及对中国新经济的产业潜力持有长期兴趣的境外投资机构正在积极收购”新经济“资产包，并不断提升资产质量和服务能力以提高在租赁市场上的竞争力，强调可持续发展。

图 19：中国大宗交易成交总额（按地区）



来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

图 20：中国大宗交易成交总额（按资产类别）



来源 RCA、第一太平戴维斯研究部

表 5: 各资产类别投资趋势与策略

	中短期趋势	长期趋势	2024年投资策略	未来3年热门细分行业
零售	<ul style="list-style-type: none"> REITs扩展后, 投资者正在寻求优质资产 	<ul style="list-style-type: none"> 政府持续刺激需求, 但零售过剩的情况难以解决 	<ul style="list-style-type: none"> 自用型买家收购需求增加, 价格敏感度较低 	<ul style="list-style-type: none"> 社区零售 奥特莱斯
办公	<ul style="list-style-type: none"> 大量资产待售, 但买家数量有限 	<ul style="list-style-type: none"> 稳经济政策释放效能 REITs有望扩容 	<ul style="list-style-type: none"> 关注低价购买机会并长期持有 	<ul style="list-style-type: none"> 地理位置优越的高品质写字楼
工业/物流	<ul style="list-style-type: none"> 租户粘性更高, 租赁需求支撑估值 待售资产包较多, 出售压力大 	<ul style="list-style-type: none"> 注重质量的升级及改造 	<ul style="list-style-type: none"> 追求品质 老旧项目需要进行升级及改造 	<ul style="list-style-type: none"> 生物医药 高标厂房
酒店	<ul style="list-style-type: none"> 防控政策开放后, 酒店业回暖明显 高额的投资使得投资回报率相对较低 	<ul style="list-style-type: none"> 随着中国进一步扩大开放, 来往中国内地的旅行需求有望进一步释放 	<ul style="list-style-type: none"> 一些持有者正在出售非核心资产, 存在捡漏机会 	<ul style="list-style-type: none"> 经济型酒店
服务式公寓	<ul style="list-style-type: none"> 房价调整使得一些居民延迟购房 外籍租客及企业外派客户缓慢回流 供地减少, 存量资产需求扩大 	<ul style="list-style-type: none"> 销售端的稳定还需时间 公寓长期租赁需求不变 	<ul style="list-style-type: none"> 利用低利率环境, 加速扩张并树立品牌形象 	<ul style="list-style-type: none"> 中端公寓 学生公寓 养老公寓

来源 第一太平戴维斯研究部

第一太平戴维斯中国

简可 James Macdonald

高级董事

研究部

+8621 6391 6688

james.macdonald@savills.com.cn

黄国钧 Jim Wong

高级董事

估价部

+8621 6391 6688

jim.wong@savills.com.cn

钟芳芳 Aileen Zhong

高级董事

商业及零售服务部

+8621 6391 6688

aileen.zhong@savills.com.cn

唐华 Shirley Tang

高级董事

住宅销售部

+8621 6391 6688

shirley.tang@savills.com.cn

谭旭阳 Troy Tan

董事

项目管理部

+8621 6391 6688

cntroy.tan@savills.com.cn

罗瑾 Louisa Luo

高级董事

投资及资本市场部、产业及物流地产部

+8621 6391 6688

louisa.luo@savills.com.cn

招启怡 Joey Chio

高级董事

交易及顾问部

+8621 6391 6688

joey.chio@savills.com.cn

陈绮宁 Elaine Chan

高级董事

商业地产资产管理部

+8621 6391 6688

elaine.chan@savills.com.cn

周玉 Michelle Zhou

高级董事

国际住宅部

+8621 6391 6688

michelle.zhou@savills.com.cn

朱逸卿 Louisa Zhu

董事

公寓运营及资产管理部

+8621 6391 6688

louisa.zhu@savills.com.cn

孟喆 Marco Meng

高级董事

物业及资产管理部

+8621 6391 6688

marco.meng@savills.com.cn

朱锋 Nicky Zhu

高级董事

策略顾问服务部

+8621 6391 6688

nicky.zhu@savills.com.cn

童欣 Cindy Tong

高级董事

日本业务部

+8621 6391 6688

cindy.tong@savills.com.cn

张立诚 Chris Zhang

高级董事

战略客户服务部

+8621 6391 6688

chris.zhang@savills.com.cn

扫一扫 小程序
查看更多研究报告



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700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。