

# 全球资本市场概览

## 2024年第一季度写字楼

savills

# 全球展望

## 经济维持韧性但仍处于低谷

全球经济依然保持韧性。PMI数据显示，经济增长势头有所转变，已出现触底反弹迹象，但是对经济迅速好转的预期并不强烈；尽管通胀放缓和利率下降将在年内提供一些动力，2024年经济很可能仍然低迷。

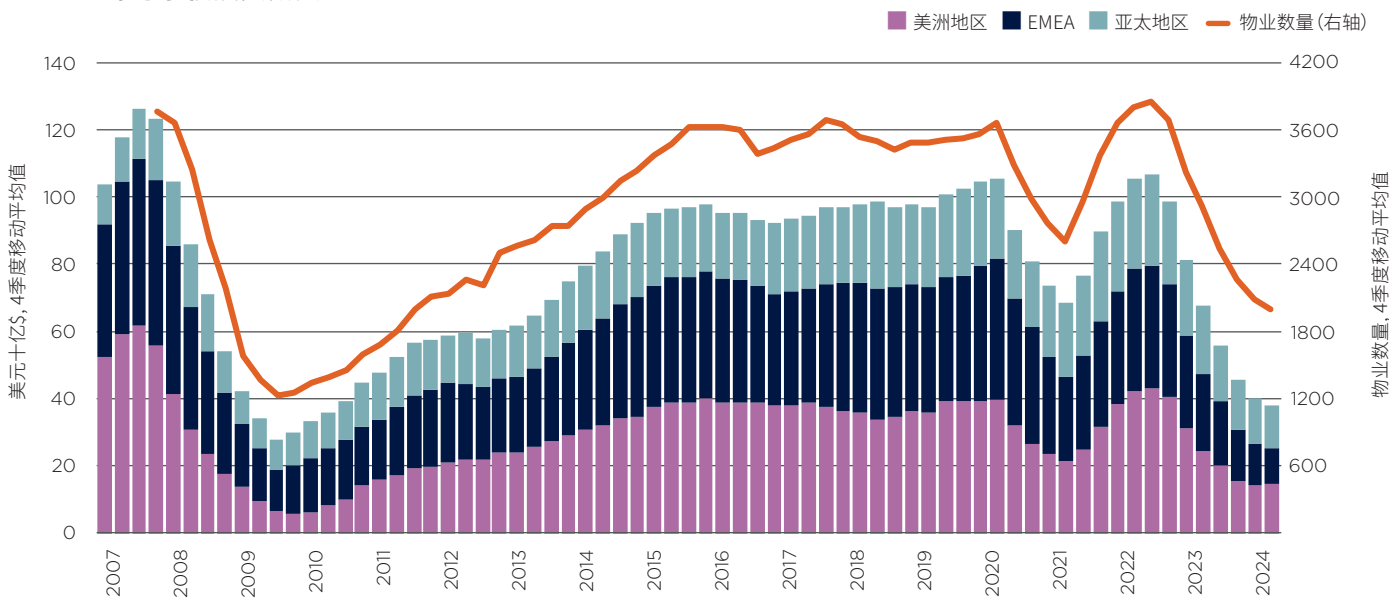
美国经济仍旧是个例外，遥遥领先于其他国家。部分观点将其归诸于“美国例外论”，而还有些观点认为这是巨额财政赤字的结果。两种观点都有一定道理，但近几个月通胀率已经高于预期，强劲的需求引发了对通胀的担忧。

利率预期因而急剧逆转，年初市场曾六次预测美国年内降息，而目前该预期仅有一次。美国国债收益率再次突破4.5%，为人工智能推高的牛市踩下刹车，并支持美元普遍走强。

欧洲的经济前景更能接纳降息，停滞的增长几乎不会导致需求驱动的通胀反弹风险。德国经济尤为挣扎，在能源价格冲击和全球贸易放缓的阴影中难以着手发展。欧洲央行和英国央行都发出了六月政策利率转向的信号，预计今年下半年将降息75-100个基点。

3月份，日本央行结束了长期的负利率，通胀在这里仍然是一个相对积极的现象。在制造业的支撑下，中国经济增长在2024年第一季度意外上扬，但中国国内需求依然疲软，日益引发了对产出销往何处的担忧（尽管中国实际上是在输出通货紧缩）。鉴于今年是美国大选年，紧张局势将贯穿整个2024年。再加上乌克兰和中东地区冲突持续不断，地缘政治事件仍将是社会和投资者关注的头条。

## 全球写字楼投资成交量



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI RCA数据。基于物业及资产组合独立报告。不含开发地块。

“第一季度成交数据不太理想，或有人解读为买家入市意愿不高，但我认为这可能是个误读”

**Rasheed Hassan, 全球跨境交易部主管**

## 等待时机

长期维持高利率的做法使房地产资本市场更为萎靡。第一季度全球写字楼成交额360亿美元，录得2009年以来的最低季度成交额，如果没有美国两家大型医疗办公REITs的合并，成交额还会更低。明晟（MSCI）数据显示，机构管理的房地产市场规模在过去十年翻了一番，因此可以说，以相对于市场整体规模的成交额为基准，目前的市场活动要弱得多。

投资者大多都在等待转机。合理假设下（掉期利率已经反映了政策转向），如果市场考虑到政策宽松趋势已经进行了充分定价，降息本身对于减轻借贷成本负担并没有什么帮助。但这是个非常重要的信号，因为它意味着央行认为通胀已经得到管控，趋势转好。当然，除美国和中国外，其他地区写字楼市场的基本面不能很好地解释投资者目前的谨慎情绪。

在此期间，虽然成交量急剧下降，但还是有迹象表明市场正趋于稳定—至少高端市场可见端倪。季度内基准核心地产收益率基本保持不变，只有马德里、首尔和悉尼的收益率进一步收窄，但幅度均小于15个基点。未来12个月的展望也更加均衡，伦敦金融城的收益率预计会随着利率下降而有所压缩。流动性仍主要集中在小型市场，私人买家以及本地和全球投资机构保持活跃。

我们坚持认为，随着今年推进，市场活动将加速。令人鼓舞的是，机构在今年年初成为净买家。然而，写字楼的“去机构化”—近年来许多大型机构买家退出市场—仍然构成风险。这反映了配置永久性的结构转变，意味着即使在周期环境改善后，也可能有相当一部分资金不会回流。



# 区域展望

## 欧洲、中东和非洲 (EMEA)

欧洲投资额达到84亿美元，相比2023年第一季度下降了45%，比全球金融危机期间最疲软的一个季度还要低18%。尽管各市场的波动是成交量低的结果，远高于大宗交易（或没有大宗交易）对年增长率的影響，英国和法国的大幅交易量下滑还是拖累了区域内的季度表现。

在欧洲大陆核心市场内，包括法国和德国，定价继续抑制市场活动。大体量的竞拍难以引起兴趣，卖家仍然不愿将存量推向市场，活跃买家难以得到满足。

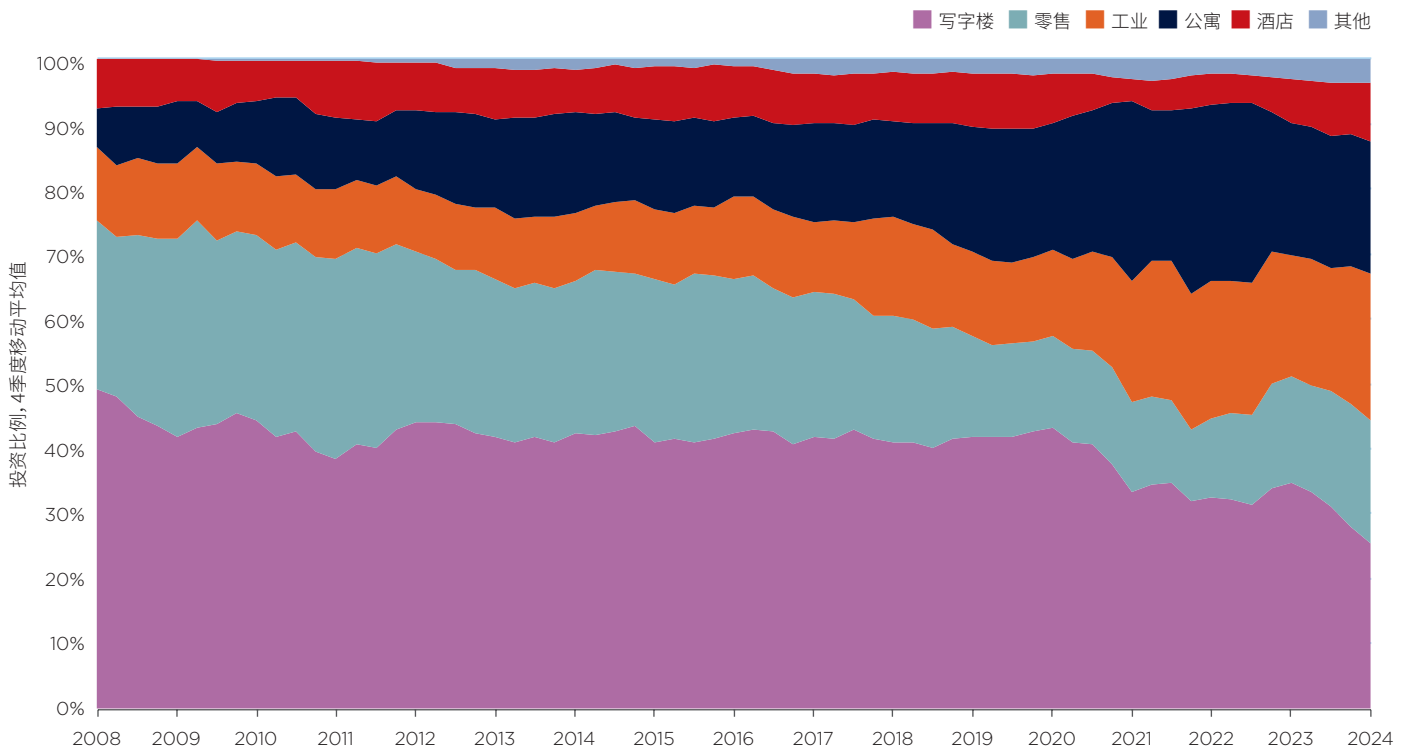
随着部分销售推进，德国市场供应略有起色。在5000万欧元以上交易流动性极低的市场情况下，慕尼黑一栋写字楼以7亿欧元的价格售出，成为一个突出的例外。本季度，优质写字楼的收益率保持稳定，尽管降息在即，收益率仍有上升趋势。租金增长可能会抵消顶级物业资本价值收益率的增长，而建筑业的衰退必将导致对业主友好的环境最终形成。

英国的投资额为16亿英镑（21亿美元），同比下降50%，伦敦金融城的成交额也在第一季度创下了28年来的新低。存量物业不足是一个原因；与欧洲其他地区相比，英国的

定价被认为更接近公允价值，尤其是在伦敦以外地区。季度内最大的一笔交易体现了整个写字楼市场的总体趋势，Meta迁出后空置的1 Triton Square被英国置地（British Land）售出50%的股份，为支持大楼改造用于生命科学和实验室业务筹集资金。

在欧洲以外地区，博枫（Brookfield）剥离了迪拜ICD Brookfield Place的部分股权，据称物业估值高达15亿美元，成为疫情后全球最大一笔写字楼交易。对这个资产交易稀缺的区域来说，这可能是一个决定性的时刻，且为其他机构投资者提供了一个模板。各基本面情况均令人信服：租赁需求依然强劲，供应紧张的甲级写字楼更是推动了两位数的租金增长。ICD Brookfield Place所在的迪拜国际金融中心（Dubai International Financial Centre）去年平均租金上涨了22%。

EMEA投资额，按板块



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI RCA数据。基于物业及资产组合独立报告。不含开发地块。

## 北美

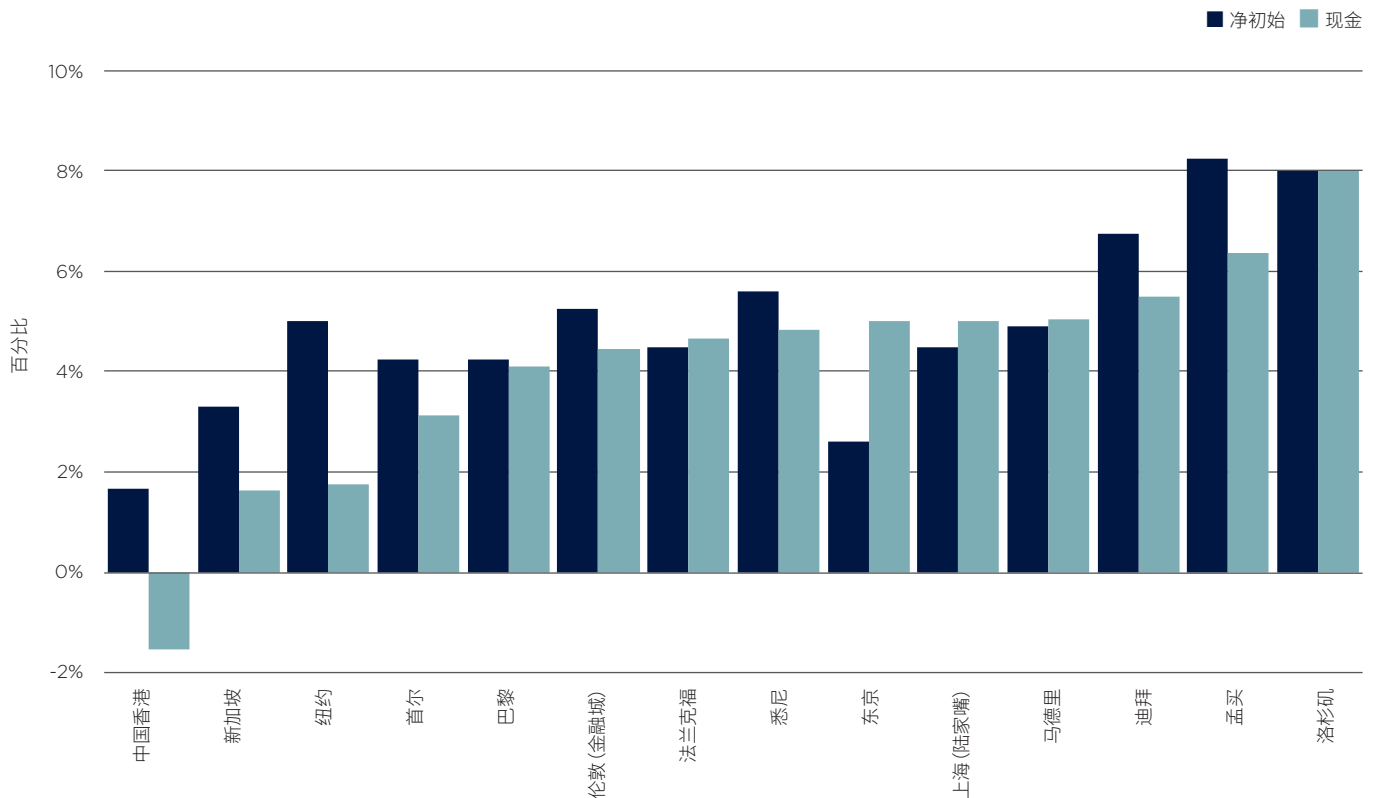
美国第一季度投资总额为107亿美元，同比下降12%，录得自2010年以来最疲软的开年表现。私人买家继续主导市场，但机构和跨境资本支持的收购有所增加（这两类投资者都是净卖家）。自用买家占到成交量的17%，达到长期平均水平的两倍以上，由于租户想要充分利用目前的低估值，这可能是未来的一个趋势。CoStar进行“财务战略收购”为弗吉尼亚州阿灵顿的总部活动购置新办公室，据报道，购入价比2019年的上一次销售折价27%，这就是一个典型的例子。

基于MSCI分析，2023年折价急售在投资中所占比例不到2%，但这也逐渐形成趋势。季度内部分交易在大幅折价后完成，如华盛顿特区的Market Square，售价为10年前购买价的50%，以及纽约公园大道南360号的资产，以象征性的1美元出售。但并不是所有投资者都摒弃了市场。在纽约公园大道这笔交易的背后，买家是美国最大的业主之一波士顿地产（Boston Properties），非常直接地表明了对区域板块的信心，但他们也是市场上的一个例外。

今年年初，利率环境继续对业主不利，全球银行都预留了准备金，以备未来美国写字楼贷款组合损失之需，这将导致信贷条件收紧，债务融资缺口扩大。总体而言，自疫情以来，市场估值从峰值到谷底已下降了近30%（根据MSCI数据），今年资本价值可能会进一步下降。

写字楼市场的持续疲软更使情况雪上加霜。租赁活动依然不景气，而且主要以到期租赁为主，很少有行业寻求扩张。这与经济的基本健康状况以及稳步提升并达到疫情后新高的出租率不符。好消息是，部分市场的可用转租空间正渡过峰值。季度内纽约的空置率超过了20%，洛杉矶上升到了27.6%，尽管质量仍然是区别写字楼的关键因素，且纽约和洛杉矶的基准核心收益率似乎已经趋于稳定，但从根本上说，市场仍然供过于求，这将继续决定市场动态。

核心写字楼收益率，2024年第一季度（截至3月底）



来源：第一太平戴维斯

## 亚太地区

亚太地区第一季度投资额为121亿美元，同比下降近21%，区域内成交十分分散。

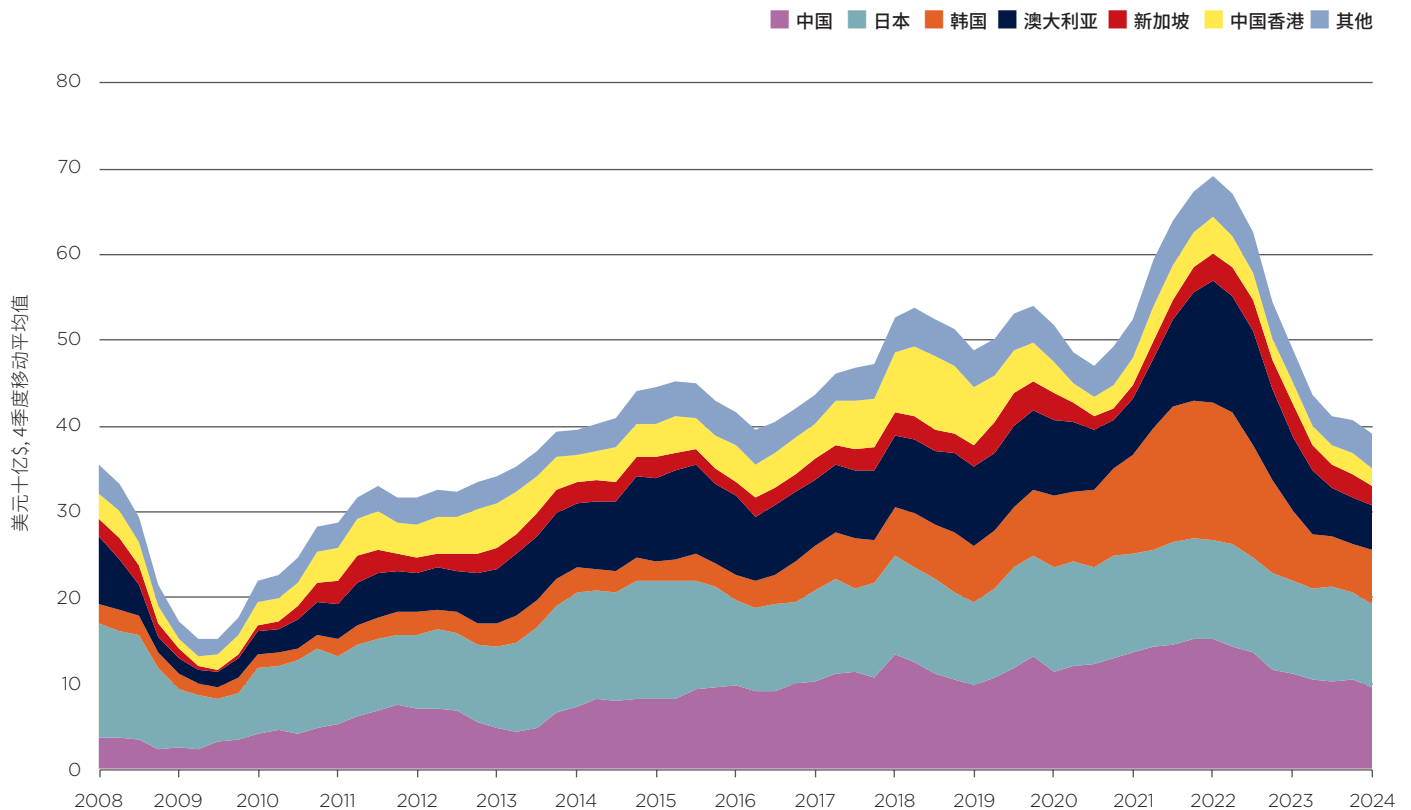
中国投资额同比下滑63%，从356亿元人民币（52亿美元）跌至不足137亿元人民币（19亿美元）。租赁需求疲软，许多市场写字楼空置率居高不下，买家因而兴致不高。上海目前的空置率高企在21.7%，且还在上扬。租金因此下降，租户友好的条件可能会持续数年。外国投资者寻求退出，但国内资本不愿在市场下跌时支付要价。我们预计未来12个月的收益率将进一步走低。

澳大利亚、中国香港和新加坡的写字楼投资同比均下降约50%。澳大利亚市场中，买入价与卖出价之间的价差仍然很大—更恰当地说，是买入价与估值之间的价差。监管机构担心估值没有根据市场的实际情况进行调整，在1月份启动了“资产估值深度审查”。如果估价师们还在等待交易的实证，那么悉尼乔治街255号据称初始收益率超过6%的散售交易可能有助对标市场价格。我们的基准核心收益率为5.6%，预计在未来12个月内还会上升。

日本市场显示出相对较强的韧性，这也是贯穿本轮周期的主题，以当地货币计算，日本投资额同比下降1.6%。写字楼市场表现稳健；2023年大量新增供应被充分消化，租金及空置率显示出良性发展。由于合适的存量不足，市场活动受到阻碍；但随着投资者寻求在利率上升（以及与美国的利率差缩小）前退出市场，市场上可能会出现更多供应。

尽管2023年第一季度的基数较低，韩国投资额人仍旧同比增长了一倍多。市场活动回升得到大型交易的支撑，其中包括Blackstone在大规模翻新后出售给Koramco的Arc Place，售价比2016年的买入价高出40%。最终成交价与季度内上升10个基点至4.25%的基准核心收益率保持一致。但收益率可能也只会维持在这一水平；供应紧张的写字楼市场将继续支撑租金的强劲增长，预计首都主要街区的空置率将保持在3%以下。

### 亚太地区各市场写字楼投资



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI RCA数据。基于物业及资产组合独立报告。不含开发地块。

# 市场观点

Rasheed Hassan, 全球跨境投资部主管

第一季度成交数据不太理想，或有人解读为买家入市意愿不高，但我认为这可能是个误读。

今年以来市场的一个主要特点是，卖方不愿以目前能给出的最高价放弃资产。这标志着一种情绪转变，因为持这种观点的不仅仅是资本雄厚、能够“经受住风雨”的企业集团。在不止一个案例中，我们观察到即使马上就要进行再融资（重置条款更为不利，且要求注资）、资产已被接管、集团普遍面临流动性压力，就算销售过程进展顺利，卖方还是在最后一刻改变了主意。

尽管公认利率可能会在更长的时间内走高，但普遍看法认为价格似乎正在趋于稳定，如今我们正处于或接近底部，情况将会好转。时间会证明卖方提出的是否是正确的诉求。买家因投资机会不足感到受挫，我们看到那些期望在波动中入市的买家不得不做出更积极的假设来证明有理由提高出价达到卖家的愿望。

我们看到，被接管的资产数量在稍有增加，但这总体来说仍是少数情况，远未成为主流。

当然，也有许多投资者对目前的投资持谨慎态度，部分人认为写字楼投资面临挑战，还有人则认为核心收益率仍然过低（各行业的情况均如此，而不仅限于写字楼），且还有一些风险较低的替代品能带来相似甚至更高的回报。然而，经历了过去的动荡，市场已表现出超出了许多人预期的韧性和乐观。

无论是向上还是向下，在方向不明确的时候市场总会停滞不前，这可能是今年的一个关键主题。

“  
买家因投资机会不足感到受挫  
”



核心写字楼收益率2024年第一季度（截至3月底）

城市	核心收益率	未来12个月收益率展望	一般贷款价值比	总债务成本	现金收益率	风险溢价(相对政府债券)
香港	1.68%	↔	40%	6.50%	-1.53%	-2.03%
东京	2.60%	↔	60%	1.00%	5.00%	1.87%
新加坡	3.50%	↔	50%	5.00%	2.00%	0.39%
首尔	4.25%	↔	60%	5.00%	3.13%	0.84%
巴黎	4.25%	↔	55%	4.37%	4.10%	1.43%
上海(陆家嘴)	4.50%	↑	50%	4.00%	5.00%	2.21%
法兰克福	4.50%	↑	55%	4.37%	4.66%	2.21%
马德里	4.90%	↑	50%	4.77%	5.03%	1.75%
纽约	5.00%	↔	50%	8.00%	1.68%	0.80%
伦敦(金融城)	5.25%	↓	55%	5.91%	4.44%	1.33%
悉尼	5.60%	↑	50%	6.35%	4.85%	1.63%
迪拜	6.75%	↔	50%	8.00%	5.50%	2.55%
洛杉矶	8.00%	↔	50%	8.00%	8.00%	3.80%
孟买	8.25%	↑	60%	9.50%	6.38%	1.19%

来源：第一太平戴维斯、Macrobond

注：在习惯使用总值而非净值的市场，收益率与报价或有偏差；数值基于季末数据；详见研究方法。







# 主要成交

**首尔** 



**物业:** Arc Place  
**租户:** Warner Brothers Entertainment, Dyson, eBay, ADA, Viva Republica, Lotte Capital等  
**租期(加权平均未到期租期):** 未披露  
**面积:** 675,000 平方英尺  
**成交价/初始净收益率:** 5.88亿美元 (7920亿韩元) / 4.3%  
**卖家:** 黑石集团  
**卖家国籍:** 美国  
**买家:** Koramco  
**买家国籍:** 韩国  
**备注:** Arc Place为韩国年内最大的一笔交易,在大规模翻新后出售,溢价为2016年买入价的40%。项目现定位为首尔江南区核心“备受青睐的顶级办公资产”。

**悉尼** 



**物业:** 乔治街255号  
**租户:** 澳大利亚税务局、昆士兰银行等  
**租期(加权平均未到期租期):** 6.8年  
**面积:** 420,000 平方英尺  
**成交价/初始净收益率:** 2.38亿美元 (3.64亿澳元) / 6%以上  
**卖家:** Mirvac  
**卖家国籍:** 澳大利亚  
**买家:** 吉宝REIT  
**买家国籍:** 新加坡  
**备注:** 吉宝REIT购买了该资产 50%的股权, Mirvac保留其余 50%的权益。乔治街 255 号位于中央商务区,交通便利,ESG资质较高。项目出租率约为 93%,租户稳定。这笔交易为澳大利亚优质写字楼定价提供了可以比较的基准。

**迪拜** 



**物业:** ICD Brookfield Place  
**租户:** 美国银行、法国巴黎银行、瑞银集团、摩根大通、高伟绅律师事务所、安永等  
**租期(加权平均未到期租期):** 未披露  
**面积:** 115万平方英尺  
**成交价/初始净收益率:** 7.5亿美元/未披露  
**卖家:** 博枫  
**卖家国籍:** 加拿大  
**买家:** Olayan Group及Lunate  
**买家国籍:** 沙特阿拉伯、阿联酋  
**备注:** 此次交易是中东地区最大的单笔商业地产交易之一,为更多机构资本进入该地区提供一个先例。博枫成功退出该项目 49%的股权。ICD与博枫的合资企业于 2011 年成立,项目 2020 年开业,并在两年内实现 98% 的出租率。

## 研究方法

初始净收益率由第一太平戴维斯当地专家估算得出,代表位于CBD的假设甲级写字楼项目可实现的收益率,包括成交额和不可收回的成本,面积超过50,000平方英尺,长期出租给优质的单一租户。一般贷款价值比(LTV)和债务成本代表每个市场上预期的竞争性贷款条款。在上述假设

贷款利率和债务成本下,现金回报率表现股权的初始收益率。风险溢价通过初始净收益率减去期末的国内十年期政府债券收益率(相关无风险收益率的代表)计算得出。数值基于季末数据。



### Savills Research

We're a dedicated team with an unrivalled reputation for producing well-informed and accurate analysis, research and commentary across all sectors.

#### Capital markets

**Louisa Luo**  
 China Head of Capital Markets/Industrial & Logistics  
 (8621) 6391 6688  
 louisa.luo@savills.com.cn

**Eric Zhao**  
 Director  
 Global Cross Border Investment  
 (8621) 6391 6688  
 ezhao@savills.com

**Rasheed Hassan**  
 Global Capital Markets  
 Head of Global Cross Border Investment  
 +44 (0) 20 7409 8836  
 rhassan@savills.com

#### Research

**James Macdonald**  
 Senior Director  
 Head of China Research  
 (8621) 6391 6688  
 james.macdonald@savills.com.cn

**Oliver Salmon**  
 Global Capital Markets  
 World Research  
 +44 (0) 20 7535 2984  
 oliver.salmon@savills.com

**Charlotte Rushton**  
 Analyst  
 World Research  
 +44 (0) 20 7016 3856  
 charlotte.rushton@savills.com

