

低利率 高需求

利率降至历史低位，投资者不断增加房地产投资配额。本节将对投资策略、关键市场及结构性机遇进行系统分析

文 Eri Mitsostergiou
第一太平戴维斯欧洲研究部董事

若干年后人们回顾2020年，印象最深的应该是这一年出现的若干个转折点。世界各地同步遭受冲击与创伤，但也会因此变得更加明智、强大，更懂得未雨绸缪。

在不确定充斥的时期，房地产一直被视为财富避风港。尽管经济和政治形势复杂，疫情的短期及长期影响仍不明朗，但市场上依然有价值可寻。

利率已在相当长一段时间里处于历史低位水平。单凭这一点，房地产的吸引力已经非常明显。

房地产的吸引力还体现在长线投资潜力上。发达国家的退休人口日益增加，房地产为养老金提供了良好的投资渠道。

当然，经济、政治和周期性风险始终存在。在这样的环境中，投资者如何通过定价和多元化来应对风险，值得我们观察。投资者在国内市场的发展前景往往会影响投资决策。例如，亚洲机构型投资者如主权财富基金、养老基金和保险公司等，由于其房地产投资配额无法在本地消化，必须在全球范围内进行多元化布局。

在实际操作中，投资者可采取不同投资策略从市场中寻找符合其风险/回报预期的资产。对核心型投资者而言，市场透明度和流动性是首要考量，供求基本面对于降低风险至关重要。趋“质”若鹜将是2020年房地产投资的主题。这意味着主要全球市场，如纽约、洛杉矶、巴黎、东京、悉尼以及德国城市的核心写字楼和物流业将继续受到追捧。Real Capital Analytics数据显示，纽约、洛杉矶、旧金山、巴黎和伦敦是2019年最活跃的投资市场。具有主场优势的本土投资者也可能考虑二级城市的核心机会，尤其是拥有优质租户并签有长期租约的优质物业。

“在不确定充斥的时期，房地产一直被视为财富避风港”

左图：
巴黎，拉德芳斯商务区

核心型投资者也会关注人才吸引力、长期风险防御力兼备的创新型城市。这类城市既包括纽约、东京、伦敦、新加坡和洛杉矶等成熟城市，也包括斯德哥尔摩、巴塞罗那等欧洲小城，此外还有上海、北京和深圳等新晋热门投资市场。在2019年，投资增长最快的三座城市依次为西雅图、北京和慕尼黑，同比增幅分别达到59%、55.9%和53.6%（详见第27页图表）。

其他投资者则采用增值型投资策略来驾驭经济周期。在越南、荷兰、中欧以及东欧国家，租金增长前景较好的成长型及新兴资产板块即属于增值型投资，其中最具有代表性的是物流资产。据MSCI数据，2019年全球产业地产净运营收益率平均为4.6%，同期写字楼为4.1%。

一些投资者更加青睐基于结构性变化的投资机会，如针对老龄化人口的养老地产，以及城镇化水平较高城市中的租赁住宅。这类投资通过积极的资产管理和翻新改造在低增长环境中创造价值，更看重资本的运营。

零售巧投资

机会型投资者可从市场的结构性调整中发现机遇，正如我们在零售市场中看到的那样。在全渠道零售和创新理念不断推动零售业变革的当下，投资者如巧加甄别，应可在英、美等市场发现回报丰厚的投资机会。可以一步到位直接寻找租金调升的优质项目，也可以低价买入物业并升级改造，把握调升租金的主动权。

从未来发展的角度来看，投资者还可对资产进行重新定位，融合更多空间功能，打造符合市场需求且有吸引力的混合用途物业。

从长远来看，投资者将面临更多挑战；用户将对空间灵活性提出更高要求，这将

导致租期缩短，而另一方面，养老基金对长期收益的诉求也将更加强烈。投资者需要加强资产运营来降低未来风险。

此外还要考虑政策监管的影响，尤其是在租赁住宅领域。在柏林、纽约等城市，地方政府正逐步落实租金控制措施以保护租户权益。这将限制租金回报的增长空间。

应对气候变化风险也是投资界面临的一大议题。碳中和目标和相关监管政策可能会对投资者的资本支出和营运收入产生负面影响。极端气候条件也会影响资产的长期价值（详见第14-19页）。

更广泛而言，由年轻一代推动的环境、社会和治理（ESG）现已成为公司和机构投资策略的必备标准。健康、安全以及可持续性的考量有助于抵御下行风险。由于事先充分考虑了长期风险，应可有效提升收益水平。

2021年及以后的经济复苏是个见仁见智的话题。但可以肯定的是，低利率环境将为房地产的投资吸引力提供保障。资本储备充足，而优质资产供应有限，因此竞争激烈、收益率低位的局面将会持续。在不确定时期，租金增长的前景有限。部分资产领域会随着经济下行而持续低迷，也会有一些领域能够较快恢复。

面对不确定性和风险充斥的环境，投资者将需继续调整适应。谨慎挑选资产、多元化投资、正确评估长期风险将是成功的三大关键。

结构性变革带来的机遇归根到底在于满足对新产品的需求、对不符合需求的产品重新定价。对于此类投资，获得高回报的秘诀在于重新定位、重新开发和积极的资产管理。

“预期韩国向欧洲的高强度资本输出将会继续”

全球投资策略



Alex Jeffrey
第一太平戴维斯
投资管理公司全
球首席执行官

投资者持续增加各区域市场的房地产配置，不仅因为他们看到了房地产在资产组合多元化中起到的关键作用，也因为固定收益市场的回报非常之低。

本土市场收益率更低的投资者尤其有动力投资房地产。日本的国债收益率一般为负值，这为日本投资者的海外投资提供了强烈动机。

我们还注意到，美国投资者日益关注欧洲和亚太区，且其风险预期往往高于其他区域的投资者。亦有关注核心型基金的投资者，但只占少数。

与此同时，亚洲市场的结构性增长特征和人口格局吸引着越来越多的欧洲投资者。

新冠肺炎疫情的蔓延对经济造成冲击，房地产市场亦未能幸免，投资策略和资本流动至少会在短期内受到影响。3月初以来，全球房地产投资成交出现明显下滑。这是由于供应面、需求面均呈疲态；这两个指标分别通过入场交易数量、保密协议签订数量来评估。

全球房地产投资活动应会继续低迷走势，直到疫情得到全面控制，隔离措施及出行限制有所放松。而随着限制

放松，最先活跃的应该是国内的资本流动。

股市的大幅下跌可能会导致房地产投资超过限定配额，阻碍资本向房地产的进一步流动。到目前为止，卖家急于出售的情况不多。投资者往往优先考虑剥离境外资产，将投资重心回归国内市场。

当然，房地产市场的后市走势将取决于经济受冲击的范围和持续时间，同时也受到违约数量（租户违约和贷款违约）以及就业形势的影响。对短期内全球经济走势的担忧也可能影响资金募集。

复苏之路

风险规避心态可能会导致信贷市场短期紧缩，此时拥有稳定收益流、避免过度杠杆化的重要性不言而喻。RCA对全球写字楼市场的分析表明，流动性更好的市场往往能够更快恢复危机前的定价水平。该分析结果应能给这些市场的投资者带来些许安慰，也说明在流动性更好的市场，资产价格更高无可厚非。

房地产相对于其他资产类别的投资吸引力并未丧失。由于全球动荡，股票市场波动加剧；在主要国家央行降息操作、重启量化宽松计划的背景下，债券收益率恐将在更长时间内保持更低水平。

尽管近期资金部署方面会面临一些挑战，但现有资金储备规模仍不容小觑。欧洲非上市房地产投资协会（INREV）数据显示，2019年房地产新增投资融资总额超过2,000亿欧元，系有史以来最高水平，截至2019年底仍有39%未完成部署。

避险情绪和信贷环境趋紧也带来了其他机会。非传统贷款机构、债务基金可关注亚洲市场，因为该区域市场缺少这类融资产品。

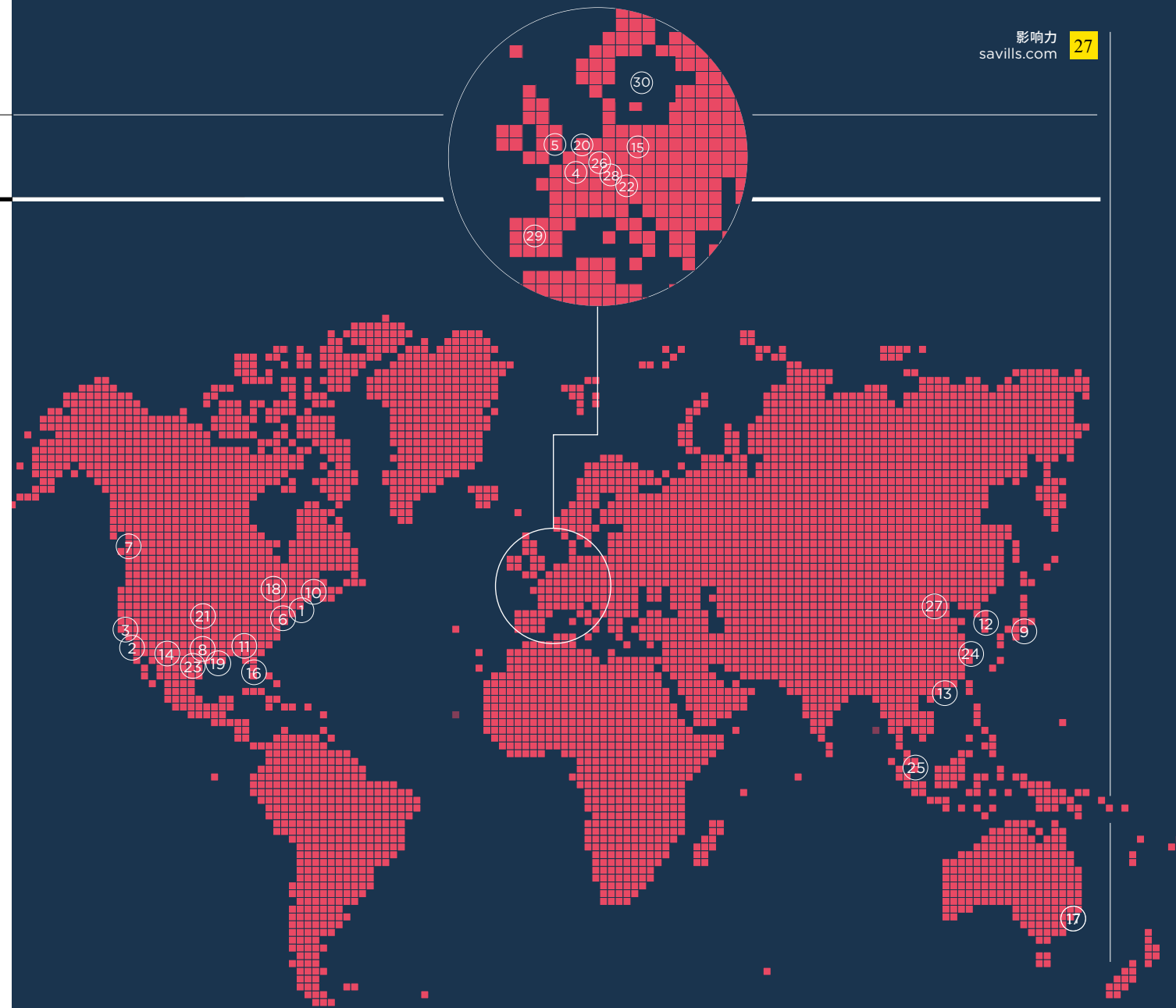
随着经济和房地产市场开始在一定程度上恢复稳定，预计韩国向欧洲的高强度资本输出也将继续。韩国投资者拥有规模庞大且增长迅速的储蓄资源，而本国房地产市场已经无力消化。对于他们来说，转战海外蔚为关键。

届时，对优质资产的竞争可能会很激烈。投资者越来越依赖具有强大地影响力的第三方来帮助他们达成交易。他们也在进行积极的风险控制，例如通过不同层级市场的多元化配置、寻找出色的本地团队提供投资和资产管理，以及审慎而巧妙地使用杠杆。从历史经验来看，房地产的高杠杆属性容易导致市场的恶性循环。如今，投资者在投资策略的选择上更趋保守。

替代策略

在房地产日益重视运营的背景下，投资者在租赁住宅、

学生公寓等替代资产领域的风险承受能力，往往取决于其在国际市场的经验水平。没有欧洲房地产投资经验的投资者将采用相对传统的策略，首先投资成熟行业。而已在海外拥有广泛、多元布局的投资者将关注可能实现更高收益的替代资产领域，来对冲写字楼、物流资产收益率下降的影响。这些新兴领域多以市场的结构性调整为支撑，而不是依赖周期性的稳健经济表现。■



最活跃的都会区
2019年投资额

图例
■ 投资额
■ 同比变化

1. 纽约 ■ 470亿美元 ■ -22.2%	6. 华盛顿特区 ■ 230亿美元 ■ -0.5%	11. 亚特兰大 ■ 170亿美元 ■ 1.3%	16. 迈阿密 ■ 140亿美元 ■ 13.9%	21. 丹佛 ■ 110亿美元 ■ 0.8%	26. 鲁尔 ■ 100亿美元 ■ -22.4%
2. 洛杉矶 ■ 390亿美元 ■ 1.5%	7. 西雅图 ■ 230亿美元 ■ 59%	12. 首尔 ■ 160亿美元 ■ -5.1%	17. 悉尼 ■ 140亿美元 ■ 1.6%	22. 慕尼黑 ■ 110亿美元 ■ 53.6%	27. 北京 ■ 100亿美元 ■ 55.9%
3. 旧金山 ■ 350亿美元 ■ 23.3%	8. 达拉斯 ■ 220亿美元 ■ 2.9%	13. 香港 ■ 150亿美元 ■ -42.2%	18. 芝加哥 ■ 140亿美元 ■ -33.5%	23. 奥斯汀 ■ 100亿美元 ■ 38.5%	28. 法兰克福 ■ 100亿美元 ■ -27.2%
4. 巴黎 ■ 310亿美元 ■ 4.7%	9. 东京 ■ 200亿美元 ■ -2.7%	14. 菲尼克斯 ■ 150亿美元 ■ 10.7%	19. 休斯敦 ■ 140亿美元 ■ -14.8%	24. 上海 ■ 100亿美元 ■ -14.4%	29. 马德里 ■ 90亿美元 ■ -2.0%
5. 伦敦 ■ 260亿美元 ■ -28.0%	10. 波士顿 ■ 180亿美元 ■ 33.5%	15. 柏林 ■ 150亿美元 ■ 22.5%	20. 阿姆斯特丹 ■ 130亿美元 ■ -14.0%	25. 新加坡 ■ 100亿美元 ■ 26.4%	30. 斯德哥尔摩 ■ 80亿美元 ■ 52.5%