



影响力

全球房地产市场的未来

—— 2018年全球房地产趋势报告

目录

3 引言

Yolande Barnes, 第一太平戴维斯世界研究部主管

10 全球房地产市场概述

Yolande Barnes, 第一太平戴维斯世界研究部主管

12 美国

Keith DeCoster, 第一太平戴维斯斯达德利公司研究部董事

16 欧洲

Eri Mitsostergiou, 第一太平戴维斯欧洲研究部董事

18 德国

Matthias Pink, 第一太平戴维斯德国研究部主管

20 法国

Marie Josée Lopes, 第一太平戴维斯法国研究部主管

22 英国

Lucian Cook, 第一太平戴维斯住宅研究部董事

Mat Oakley, 第一太平戴维斯欧洲商业物业研究部主管

24 亚太区

Simon Smith, 第一太平戴维斯研究及咨询顾问部资深董事

26 日本

Tetsuya Kaneko, 第一太平戴维斯日本研究咨询及顾问部董事

28 新加坡

Alan Cheong, 第一太平戴维斯新加坡研究及顾问咨询部主管

29 越南

Troy Griffiths, 第一太平戴维斯越南副董事总经理

30 中国大陆

简可 (James Macdonald), 第一太平戴维斯中国区市场研究部主管

32 韩国

JoAnn Jieun Hong, 第一太平戴维斯韩国研究及顾问咨询部董事

34 澳大利亚

Chris Freeman, 第一太平戴维斯澳大利亚资本策略部主管

36 香港

Simon Smith, 第一太平戴维斯研究及咨询顾问部资深董事

38 非洲

Mark Latham, Pam Golding Commercial 董事总经理

Pam Golding, Pam Golding 创始人兼董事长

41 全球乡村物业市场

Ian Bailey, 第一太平戴维斯乡村物业研究部主管

44 第一太平戴维斯联系人

引言

Yolande Barnes, 第一太平戴维斯世界研究部主管

本报告是第一太平戴维斯专家团队对全球主要房地产市场的综合预测。我们摒弃了以历史数据为基础回顾传统物业行情走势的一贯模式，而是重点展望市场未来趋势，探讨房地产专业人士更感兴趣的一些“小众”资产领域。

本报告主要服务于投资者、业主、出资人以及顾问，便于其了解全球经济、技术、社会及环境领域的发展趋势对各自业务的潜在影响。报告选取《影响力》首刊中的一些大局趋势，应用到具体市场进行具体分析。分析结果表明，全球趋势已经在很多国家和地区引起了共振，即便它们属于不同的区域市场。

各个趋势的具体表现形式略有差别，发生地点及时间节点也不相同，但始终围绕着同一个中心思想：房地产风险的本质已经变化，业主看待传统及新型资产领域与市场板块的方式亦不同于以往。

房地产业内人士均需深入认识这些全球性影响因素，并举一反三以灵活应对各自市场或资产领域的行情变化。

《影响力》季报

我们将以邮件方式与您分享未来全球房地产研究的最新动态，欢迎访问《影响力》报告官网 savills.com/Impacts 订阅季报，助您运筹帷幄应对2018年及将来的房地产挑战。

美国

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|-------------------|-------------------|--|
| 核心型 | 物流仓库 | 门户城市 | 洛杉矶、达拉斯、沃斯堡、新泽西北 |
| | 核心地段甲级写字楼 | 中央商务区 (CBD) | 贝尔维尤市区、西雅图、旧金山、硅谷、波士顿 |
| | 豪华公寓 | 一线沿海城市 | |
| 核心增益型 | 研发/生命科学中心的开发与改造 | 高需求地段 | 波士顿、旧金山湾区、圣地亚哥 |
| | 写字楼与综合用途项目 | 趋于成熟的阳光地带以及较低成本市场 | 夏洛特、罗利-达勒姆、纳什维尔、波特兰、匹兹堡、印第安纳波利斯 |
| | 商办/商业混合项目 | 近郊区 | 圣地亚哥市中心 |
| 增值型 | | 非门户城市CBD | 达拉斯CBD |
| | 项目改造打造“最后一公里”物流 | 交通主干道贯通的近郊区 | 人口密集区域 |
| | 酒店 | 旅游、本土、商务 | 华盛顿特区、曼哈顿 |
| 机会型 | 企业园区改造 | 环城公路沿线偏远郊区 | 芝加哥、新泽西、费城 |
| | 交通基础设施开发区域的混合用途项目 | 新建通勤交通线路 | 亚特兰大MARTA公交、南佛罗里达Brightline 圣何塞BARTline |
| 替代型 | 公寓 | 经济住房 中端市场 | 高增长型市场 |

欧洲

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|---|-----------------|--------------------------------------|
| 核心型 | 优质写字楼市场 | CBD | 柏林、马德里、斯德哥尔摩、奥斯陆、阿姆斯特丹、布鲁塞尔 |
| | 优质零售物业 | 商业街 | 巴黎、伦敦、米兰、阿姆斯特丹、慕尼黑、法兰克福、马德里、巴塞罗那、维也纳 |
| | 优质仓储物业 | 电商渗透率高的国家 | 英国、法国、德国、荷兰、瑞典 |
| 核心增益型 | 适合长期投资的优质物业领域以及替代型物业 | 市场基本面强健的中欧、东欧城市 | 布拉格、布达佩斯、布加勒斯特 |
| 增值型 | 次级街区购物中心 | 需要社区零售枢纽的地段 | |
| | 零售园区的重新设计 | 客源辐射较强的郊区 | |
| | 陈旧写字楼改造为学生公寓 | 市区地段 | |
| 机会型 | 新兴物业领域，如联合办公、共享居住、新型服务式写字楼、微型公寓、学生公寓/酒店 | 年轻态城市 | 柏林、阿姆斯特丹、伦敦、都柏林 |

德国

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|------|-------------------|--------------------------------|----------------|
| 核心型 | 传统核心物业领域 | 高需求、低空置率、租金看涨 尤其是写字楼/住宅 | 汉堡、慕尼黑、法兰克福、柏林 |
| | 租赁及长期持有型住房 | 正经历中产阶级化的外围住宅区 | 柏林、汉堡、慕尼黑 |
| 增值型 | 运营不佳的零售单元的重新定位与改造 | 零售运营不佳、适宜开发混合用途 项目甚至物流物业的地段 | |
| | 物业改造：由单一用途改造成混合用途 | | |
| 机会型 | 高收益率的数据中心 | | |

法国

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|---------------------------|--------------------------|------------------------|
| 核心型 | 收益率略高于巴黎内城的核心型资产 | 巴黎市边缘区域，但临近公共交通节点 | 楠泰尔 |
| 核心增益型 | 法国“大巴黎计划”及其配套交通枢纽的部分新开发项目 | “大巴黎计划”中新建、升级或连通线路上的交通节点 | 鲁瓦西、克利希-蒙费梅伊、奥利、伊西、凡尔赛 |
| 增值型 | 重新定位或变更用途的空置/部分空置建筑 | 巴黎近郊、远郊 | |
| | 学生公寓、养老公寓 | | |

英国

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|-----------------------------|----------------------|-------------------------|
| 核心型 | 2017年估价过低的优质零售资产 | 运营良好且受创新型租户青睐的商业街与商圈 | 伦敦中心区 |
| | 城市物流物业 | 临近城市中心，解决“最后一公里”送货问题 | 伦敦M25高速公路 |
| | 区域物流物业 | 交通便利且客群辐射广的优势地段 | 米德兰兹 |
| | 临近人口密集区域的农田物业 | 可耕作、混合型优质农田 | 英格兰南部 |
| 核心增益型 | 租赁型公寓 | 高需求城市 | 伯明翰、曼彻斯特、布里斯托、牛津、剑桥、爱丁堡 |
| | 林业与林地（脱欧后的环保补贴） | | |
| | 经济型写字楼 | 租金合理、交通便利、员工向往的办公地点 | 就业人数不断增加的地方城镇 |
| 增值型 | 用于翻新、改造的乙级、丙级写字楼 | 区域性城市 | M25高速公路沿线城镇、布里斯托、利兹 |
| | 位于资本增值潜力区域、收益率较高的住宅物业 | 英格兰西北部 | 利物浦、曼彻斯特 |
| 机会型 | 与住房协会合资，获取长期收益流 | 英格兰各地人口密集、不断增长的城市中心 | |
| | 对英国脱欧影响下经营不良的农场、农田的管理与多元化运作 | | |
| 替代型 | 用于住宅开发的战略土地 | 拥有最新地方规划的区域 | 英格兰东南部 |

亚太区

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|-------------------------|---------------------|---------------------|
| 核心型 | 甲级写字楼 | 收益率可能会在投资需求支撑下进一步压缩 | 新加坡 |
| | 甲级写字楼 | 财富储值 | 中国大陆 |
| | 优质零售中心 | 管理有善、能与电商抗衡 | 中国大陆 |
| | 住宅 | 劳动力需求强盛的地区 | 日本 |
| | 甲级写字楼 | 空置率低的楼宇 | 首尔核心区 |
| | 超级商场 | 附售后回租条款 | 韩国一线城市 |
| | 持有悉尼写字楼资产的房地产公司 | 2017年资产增值部分将被计入每股单价 | 澳大利亚 |
| | 写字楼 | 就业增长势头强劲的低供应区域 | 澳大利亚 |
| 核心增益型 | 甲级写字楼 | 高收益率的新兴市场 | 越南 — 胡志明市、河内 |
| | 收益率较高的甲级写字楼 | 非中心区；写字楼群及郊区商务园区 | 中国大陆 |
| | 有中期升值潜力的甲级写字楼 | 核心地段 | 澳大利亚 — 阿德莱德、珀斯、布里斯班 |
| | 运营不佳的零售资产 | 需要专业管理与重新定位 | 中国大陆 |
| 增值型 | 运营收益良好的零售物业 | 郊区 | 新加坡 |
| | 高收益率写字楼的扩建、翻新及配套商业的租金优化 | 非核心商务区 | 新加坡 |
| | “最后一公里”物流物业 | 人口中心城市附近的卫星城镇 | 日本 |
| | 写字楼低区楼层改造成零售 | 零售需求强劲/不断增长的区域 | 韩国 |
| 机会型 | 混合用途 | 写字楼、零售、住宅公寓 | 越南 |
| | 工业物业 | 物流及制造业增长区域 | 越南 |
| | 项目改造，打造联合办公空间 | 业绩不佳的陈旧资产 | 中国大陆 |
| | 债务融资 | 融资难、需求高的市场 | 中国大陆 |
| 替代型 | 租赁住宅、医疗地产、数据中心 | 股权注入资产管理公司与运营平台 | 中国大陆 |
| | 纯租赁住宅 | 将因基础设施改善而获益的住宅区 | 人口不断增长的澳大利亚城市 |

日本

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|------|---------------------|---------------------|----------|
| 核心型 | 优质写字楼 | 收益型 | |
| | 优质商铺 | 城区 | 东京、大阪 |
| | 住宅 | 劳动力需求强盛的地区 | |
| 增值型 | 中高端酒店 | 旅游业需求旺盛、豪华酒店供应有限的地区 | 东京、大阪、京都 |
| | “最后一公里”物流物业 | 人口中心城市附近的卫星城镇 | |
| | 区域市场写字楼 | | |
| 机会型 | 资产组合的拆分（以发掘管理与开发机会） | | |

新加坡

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|------|-------------------------|---------------------|----|
| 核心型 | 甲级写字楼 | 收益率可能会在投资需求支撑下进一步压缩 | |
| 增值型 | 运营收益良好的零售物业 | 郊区 | |
| | 高收益率写字楼的扩建、翻新及配套商业的租金优化 | 非核心商务区 | |

中国大陆

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|----------------|---------------------|----------------|
| 核心型 | 优质甲级写字楼 | 财富储值 | 一线城市 |
| | 优质零售中心 | 管理有善、能与电商抗衡 | 一线城市 |
| 核心增益型 | 高收益率的甲级写字楼 | 非核心地段；写字楼聚集区与郊外商务园区 | 一线城市及需求较高的二线城市 |
| | 运营不佳的零售资产 | 需要专业管理与重新定位 | 大型人口城市 |
| 机会型 | 项目改造，打造联合办公空间 | 业绩不佳的陈旧资产 | 中国多地 |
| | 债务融资 | 融资难、需求高的市场 | 中国多地 |
| 替代型 | 租赁住宅、医疗地产、数据中心 | 股权注入资产管理公司与运营平台 | 一、二线城市 |

韩国

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|-----------------|------------------|-------|
| 核心型 | 甲级写字楼 | 空置率低的楼宇 | 首尔核心区 |
| | 超级商场 | 附售后回租条款 | 一线城市 |
| 核心增益型 | 年代较久甲级写字楼的现代化升级 | 核心地段 | 首尔 |
| 增值型 | 写字楼低区楼层改造成零售 | 零售需求强劲/不断增长的区域 | |
| | 半空置楼宇的管理及租赁改善 | 核心地段 | 首尔 |
| 机会型 | 物流物业 | 设计合理，能最大范围辐射首尔大区 | 首尔大区 |

澳大利亚

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|-----------------|---------------------|--------------|
| 核心型 | 持有悉尼写字楼资产的房地产公司 | 2017年资产增值部分将被计入每股单价 | |
| | 写字楼 | 墨尔本供应较为有限的区域 | 圣基尔达路 |
| 核心增益型 | 有中期升值潜力的甲级写字楼 | 核心地段 | 阿德莱德、珀斯、布里斯班 |
| | 工业物业 | 土地供应有限的地区 | 西墨尔本 |
| 机会型 | 估价过低的零售物业 | 能经受电商冲击的商圈 | |
| 替代型 | 纯租赁住宅 | 将因基础设施改善而获益的住宅区 | 墨尔本新增的电车线路 |

香港

| 投资类型 | 物业类型 | 地段特征 | 举例 |
|-------|----------------|----------------------|-----|
| 核心型 | 甲级写字楼 | 未来供应有限、面临内地企业高涨需求的区域 | 中环 |
| 核心增益型 | 住宅 | 财富保值 | 香港岛 |
| 增值型 | 陈旧甲级写字楼的翻新与改造 | 高需求、低供应的区域 | 中环 |
| | “最后一公里”物流物业 | 邻近人口众多的住宅区，利于战略布局 | |
| 机会型 | 估值过低的零售资产的重新定位 | 能经受电商冲击的商圈以及人口密集的住宅区 | |
| | “最后一公里”物流物业 | 交通连接便利、客群辐射范围最广的地段 | |

全球房地产市场概述

文：Yolande Barnes，第一太平戴维斯世界研究部主管 +44 207 409 8899 ybarnes@savills.com

房地产：风险格局不断演变

收益主导投资、核心市场过热、“小众”资产升温，依然是全球房地产投资市场的主要特征。由此可见，投资者看待风险的态度在不断变化。

风险态度的变化在中国市场表现得尤为明显，有巨额资金涌入房地产领域；投资者或许已经发现，目标资产领域的门槛似乎高得难以企及。部分投资者诉诸于债务融资来换取入场券，其他投资者则选择向运营平台、资产管理公司注资的参与模式，有取有舍——取净运营收益，舍资产的直接投资。

这一现象并非中国独有，且我们预期在没有永久产权的市场会尤为盛行。设有有效期限的租赁使用权是许多新兴市场常见的所有权形式。在租赁使用权环境下，投资侧重点自然落在固定期限内的收益的规模、可靠性及持久性等方面，而非通过未来交易实现的资本增值。

房地产：国债的替代选择

在政局动荡或财政不确定性充斥的国家，房地产被赋予了一个特定角色——固定收益的稳定来源，而这正是全球房地产风险重估的又一迹象。

在盎格鲁-撒克逊法系地区（通常为原英属殖民地），产权收到法律保障，房地产投资者对财产享有一定主权。这意味着在违约风险下，投资者或可享受优先于地方政府债券获偿的权利。历史经验显示，城市、建筑的存续时间往往久于政府乃至国家的存续时间。无怪乎这些地区的房地产收益率会低于债券。

过热的市场

传统资产领域的投资机会有限，这是许多世界城市的共同困境。可投资资产供不应求，尤其是在全球金融危机后房地产开发债务融资渠道匮乏的城市。

然而，对于愿意尝试新鲜事物的投资者而言，2018年及未来会出现更多投资机会。以亚洲为例，中产阶级的不断壮大为房地产市场带来重大机遇，但仅在产权清晰有保障、透明度高的市场才会有符合投资者风险预期的机会。

一些房地产市场的法律体系及所有权结构非常独特，与全球投资者业已熟悉的市场大相径庭。若固守成规、缺乏变通，则投资者的活动范围将颇为局限。房地产投资增长更可能来源于尚未得到广泛关注的新的物业领域及板块。

向日本取经

如今西方市场也进入低通胀、低利率时期，“双低”三十年的日本应该有不少经验可以分享。日本核心住宅投资市场的行情将演变成一个全球现象：离开租金增长（前景），则资本增值无望。

部分替代型资产正晋级为核心资产

我们分布在全球各地的研究员普遍建议关注替代型资产的潜力及其不断增长的需求。这并不一定代表投资者已跨出“舒适区”，愿意尝试更高风险。我们发现，在供应紧张的局面下，投资者并没有退而求其次，滞留在传统资产领域挑选次级或更低等级的资产；而是继续择优而取，转战新的资产领域物色优质投资机会。这使得全球房地产市场的可投资资产类别得到了扩充。

并非所有的替代型资产都能成功“晋级”

有迹象表明，一些新晋核心型资产（如学生公寓、物流）的成功与当地市场特定的人口结构或社会趋势密不可分，不能简单复制到其他市场。例如，美国人口的老龄化并未直接转化为对新型老年公寓的需求。相反，机器人陪护、智能养老系统等非房地产相关的解决方案得到了更多关注。因此，社会及人口结构的新趋势虽然真实存在，但不见得会在房地产市场找到“存在感”；还可能造成意想不到的局面。

干扰持续

技术变革将继续干扰房地产的走势。电子商务、自动驾驶、新型交通、机器人、人工智能等技术，仅仅是一支支先行部队，后面或将有百万雄师以排山倒海之势而来。这些变革还将继续改变房地产风险的本质，因此在后续报告中，属于“核心型”投资的资产类别也会发生变化，显著区别于当前阵容。

一些资产在20年前应该会被视为“核心型”投资机会，如今则因为具有翻新、改造潜力被归入“机会型”或“增值型”。投资者对长期稳定收益流的追捧或许意味着短期持有的单一用途资产已经“过气”，多元资产组合的长期管理以及持续的地段营造将成为主流。

周期性拐点？

我们的美国市场专家指出，不是每个小镇或板块都有潜力成为下一个技术/人才/创新枢纽。美国市场的发展经验或有助于我们了解新的替代型资产的局限，并对房地产的新一轮周期做出预测。美国新屋开工量录得2008年以来的首次上涨，2018年似乎会成为过去十年理性投资结束、未来十年过度繁荣开始的转折点，市场进入调整期。

因此，2018年全球房地产市场的演变也将别有一番趣味。投资者需要仔细甄别，看清哪些是顺应市场趋势向“新秀”资产领域的理性转变，避免被传统领域的“周期晚期”、过度繁荣以及过度扩张现象所迷惑。

美国

文：Keith DeCoster，第一太平戴维斯斯达德利公司（美）研究部董事 +1 212 326 1023 kdecoster@savills-studley.com

综述

全球房地产趋势通常始于美国，因此本篇的讨论应可为全球其他国家及区域市场在2018年以后的走势奠定基调。

美国2017年的经济表现令人惊喜。经济韧性强于预期，就业增长、商业信心指数、消费者信心指数等多项指标均有突出表现。在不断成熟的阳光地带市场如亚特兰大、达拉斯-沃斯堡，经济迎来强劲增长，这与我们在2016年底所做的预测一致。技术城市的不俗表现令人尤感意外；技术企业为求人才不惜成本，推动租赁需求高涨，甚至赶超1999年互联网泡沫膨胀期的最高水平。

然而投资热度有所下降，成交额连续第二年缩减。2017年投资总额（含组合及实体交易）同比减少7%。写字楼投资额同比减少8%，其中曼哈顿录得同比最大跌幅。其他市场的同比跌幅不到8%，如洛杉矶；更有一些次级市场录得同比增长。

跨境投资者对次级市场表现出浓厚兴趣，但这类市场的成交仅占10%。中资撤退是其中一个主要因素：RCA数据显示，2017年中国在美房地产投资同比减少38%。

卖家应对此负主要责任。买卖双方的价格预期逐渐拉开差距。资产价格达到有史以来最高水平，然而卖家亦无让步压力。随着价格继续微幅攀升，投资成交额下跌也完全符合逻辑。低收益率环境刺激买家接受更高风险，以换取更高收益。新开工项目的增加、开发贷款审批要求的放宽，正是对这一趋势的佐证。

买家应该已经听取了我們一年前给出的一些投资建议。不少投资者调整策略，将人口结构的长期发展趋势与消费模式的结构性变化作为投资决策的基础。对于风险厌恶型投资者而言也依然是个不错的考量方法。

在流动性有限的小城市，投资风险相应升高。我们曾提醒过投资者，次级、三级市场的核心型与核心增益型资产极为充足，长远而言过多布局可能会带来较高风险，因为资产再次出售时市场的流动性水平得不到保证。

然而，“核心型”的定义亦有所拓宽。根据外国房地产投资者协会（AFIRE）的最新调查，洛杉矶取代曼哈顿成为首选投资市场，这很大程度上归功于其炙手可热的工业市场。此外，西雅图排名上移，华盛顿特区排名下移。投资者的市场偏好正反映出2017年投资销售额的走势。2018年试图打入这些市场的投资者都将发现，核心型的定义要比以前宽泛得多。

要警惕那些标榜“不可错失”的投资计划书。不是每个小镇或板块都有潜力成为“创新/人才枢纽”的中心，因此当看到住宅开发商“房子建好，人自会来”的美好设想时，请避而远之；这在一些混合用途项目以及公寓领域尤为常见。

买入黄金地段、打造高端板块并成功出售，是每个开发商的梦想。我们认为，目前处于转型阶段的街区拥有最大的增值潜力，但潜力的发掘可能需要几年时间——甚至几个周期。

核心型

工业物业，具体指物流物业/仓库（洛杉矶、达拉斯-沃斯堡、北新泽西）

工业物业领域依然面临供应紧缺局面，因此最有潜力实现高于平均水平的净运营收益增长。事实上，工业物业是2017年唯一录得投资额增长的主流资产类别（属于利基领域的养老地产同样实现增长）。

配备领先技术的工业设施与老旧物流物业的价格相差很大，这与地标写字楼、高街商铺的情况类似。亚马逊、联邦快递等大型物流公司不惜重金打造顶级现代化设施，正是预见到了效率提升所带来的可观回报。

写字楼

在贝尔维尤市中心、西雅图、旧金山、硅谷、波士顿等中央商务区，优质甲级写字楼租金存在进一步上涨空间。这些物业的售价一般每平方英尺400美元起步，资本化率介于3%至5%之间。

在曼哈顿、华盛顿特区，优质甲级写字楼资产依然是安全性较高的长期投资选择，但净运营收益已经达到增长极限。为确保租赁活动进展顺利，业主不得不给出大力优惠。洛杉矶（去年写字楼投资热门市场之一）娱乐行业的租赁势头有所减退。

房价最高沿海城市的豪华公寓

根据2017年行情判断，一些豪华公寓开发商似乎高估了租户家庭的经济承受能力，但如今美国税改法案的落地或可提振顶级都会区豪华公寓的租赁需求。美国国会于2017年底通过税改法案，下调了房屋按揭贷款利息抵扣额度，取消了房屋净值信贷利息抵扣，并设置了房产税抵扣额度上限。这可能会提高大多数高房价市场的购房门槛，打击购房积极性。

核心增益型

研发中心/生命科学中心的开发或改造（波士顿、旧金山湾区、圣地亚哥）

生命科学相关设施、研发中心以及弹性空间的需求高涨，导致供应趋于紧张。然而全国只有少数业主/开发商专攻这一“小众”物业领域。生命科学、生物制药设施的投资风险较高，容易被并购，但目前而言，该领域正在迅猛增长。“财大气粗”的大型企业可以选择量身打造，中小规模的创新企业则处境尴尬——孵化器不够容身，又付不起旧金山使命湾、旧金山南区以及剑桥的租金。

不断成熟的阳光地带/较低成本市场的写字楼及混合用途物业

一些次级市场不仅拥有充足的人才储备，生活与经商成本也相对较低，可为投资者提供核心增益型投资机会，例如夏洛特、罗利-达勒姆（北卡罗来纳州）、纳什维尔（田纳西州）、波特兰（俄勒冈州）、匹兹堡（宾夕法尼亚州）以及印第安纳波利斯（印第安纳州）。此外，一些两三

年前仍被视为高风险的微板块如今已晋级核心增益型甚至核心型，例如丹佛的乐都（LoDo）/樱桃溪（Cherry Creek），达拉斯-沃斯堡的普莱诺（Plano）和弗里斯科（Frisco），以及亚特兰大主城区。

与门户城市相比，以上城市/区域的物业价格仍处于合理区间，一般不到每平方英尺400美元，资本化率在6%上下。由于低门槛市场的房地产建设一度收到限制，如今供应处于本轮周期的低谷（同期很多高房价市场迎来建设热潮）。

增值型

近郊区或非门户城市中央商务区的混合用途物业或写字楼/零售物业

从技术到法律、金融再到一般商务服务业，但凡关注人才招聘及挽留的企业都在努力改善员工办公环境，因此零售或写字楼的业主或可通过重建显著提升净营业收益。一些业主不仅拥有自主品牌，更以打造环境舒适、配套齐全的楼宇著称，他们能“化腐朽为神奇”，将30年前的写字楼或商务园区打造成核心资产。

租户将需为配套设施支付溢价，无论是物业所在板块的配套，还是物业内部的便利及共享设施。联合办公品牌的出现，使“先天”缺陷有了“后天”弥补的可能。

郊区（如迈阿密的多拉市、马萨诸塞州的沃尔瑟姆市）物业的业主更是下足了功夫，将综合环境的打造从单个建筑延伸到整个片区。他们认识到员工对多功能城市环境的向往，选择将部分地块出售，用于零售及公寓开发，以打造功能齐全、自给自足的“村中城”。

在甲级物业供应迅速增加的市场，例如华盛顿特区、曼哈顿，建筑翻新势在必行。不进行升级的业主最终只能下调租金；但在部分市场，由于启动大型整修升级的物业不计其数，业主将需付出更多努力来打造差异化。美国新税改放宽了符合奖励折旧政策的物业定义标准，必将助长物业翻新的趋势。（新法案包含屋顶改良、供暖、通风、空调、消防、警报以及安保系统等折旧抵扣项。）

在圣地亚哥市中心、达拉斯CBD等市场，即便是乙级物业，设施升级以及空间布局优化都可成功提升资产价值。这些非门户城市的写字楼单价往往不到每平方英尺250美元，资本化率一般高于6%。

用途改造，打造“最后一公里”物流

地方物流设施的需求不断上涨，意味着在交通主干道贯通的近郊区，写字楼、商铺的改造将得到更多关注。投资者需要注意行政审批问题；在一些辖区，住宅区内部写字楼或零售物业的改造可能非常棘手。面对异常强劲的物流设施需求，一些企业甚至将商场改造成物流配送中心。

酒店

尽管年初曾有入境游客减少的顾虑，但美国居民薪资的加速增长、欧洲经济前景的改善以及商务差旅的回暖，继续支撑着旧金山、华盛顿特区、曼哈顿等主要城市休闲及商务旅游的增长预期。

机会型

郊区商务园区

有更多投资者热衷于投资开发项目，因为他们意识到，提升现有顶级资产的净营业收益将是一项艰巨挑战。位于高速公路沿线的偏远郊区商务园区（例如芝加哥、新泽西、费城的郊区）将需要长期的巨额投入，但开发融资的难度已经有所降低。

深入了解当地开发许可及分区规划尤为关键。面临人口及企业流失的郊区或需进行彻底的重重新定位，物业价格一般不超过每平方英尺200美元。空置率在20%及以上的综合体项目，售价甚至不到每平方英尺100美元。

以交通为主要功能的开发地块

在以公共交通为功能定位的地区，基础设施的投资有望显著提升市区空置地块开发以及通勤沿线物业改造的价值。在亚特兰大、南佛罗里达、硅谷与旧金山之间的中半岛-南湾区一带，由于公交设施终于启动全面升级，大型混合用途项目的开发也变得很有吸引力。圣何塞市区的湾区快速有轨公交（BART）与高铁、南佛罗里达的Brightline高铁线路、亚特兰大的捷运巴士（MARTA），为住宅及商业物业的开发、改造提供了坚强后盾。

在波士顿、硅谷、旧金山等核心市场，资产价格业已高企，但投资者如愿意考虑投资大型改造/再开发项目，将可发现一些增值型/机会型投资。

正在经历转型的街区，例如芝加哥的富尔顿市场/西环区、亚特兰大的中城区，有不少微板块的物业大幅增值，但多为体量较小的精品写字楼或创意写字楼。也可以进行规模较大的开发与地段营造，切实提升所在区域的品质。这类投资的风险类型与等级均不同于机构型投资者所熟悉的投资。投资者或许需要与市政部门合作，进行大规模拆除，有时还要进行环境修复。

替代型

一直有观点称养老公寓即将迎来突破式增长，但目前来看，需求水平与人口结构并不对称。平均每年只有约22,000套公寓完工交付。截至2016年，美国65岁及以上人口约为5,000万人，约占总人口的15%。预计到2030年，这部分人口将达到7,550万人，占比达到21%。

由于老年人口健康水平以及自理能力的提升，老年护理机构的需求尚未开始膨胀。面向老年人口的智能家居健康检测仪器不断更新换代，成本也逐渐降低，亦便于老年人口独立居家养老，无需搬入专业护理机构。

站在年轻用户的角度，学生公寓同样面临需求低迷的尴尬处境。在许多高增长市场，经济型中端公寓供应不足，且可能日益稀缺，这源于美国税改的一个“无心之举”——企业税的下调削弱了低收入住房税收抵免的价值，继而可能打击开发商建设经济适用住房的积极性。

欧洲

文：Eri Mitsostergiou, 第一太平戴维斯欧洲研究部董事 +31 630 973 409 emitso@savills.com

综述

我们曾在去年做出预测，认为尽管近期收益率压缩，增长机遇也依然存在，且仍有一些市场处于上涨周期的早期阶段。事实与预测相符，欧洲房地产投资行情升温。其中，德国投资额同比增加4.4%；比荷卢经济联盟区域的交易活动尤为活跃，投资额同比上涨15%；南欧地区同比增加11%。

我们还曾预期，大多数市场的优质物业收益率会在2017年企稳。然而，调查区域中约有73%的市场录得收益率下跌，平均同比下降25个基点。这证实了房地产在投资者资产配置策略中的重要分量。

我们预测，由于收益流取代收益率成为投资目标，替代型资产会继续成为投资者的关注重点。确实，替代型资产已更具规模，约占2017年欧洲投资交易的三分之一。其中住宅领域（公租房、学生公寓、老年公寓）占据最大份额。

房地产投资比重不断提升，优质板块基本面走势强劲，收益率显著高于长期利率，再加上经济前景积极，这些利好因素都将支撑欧洲房地产投资市场，将资本流入维持在高位水平。我们预测2018年欧洲房地产投资将再次交出满意答卷，投资总额同比增加5%到10%。

核心型

我们认为投资者将会审慎衡量风险，继而加剧核心资产领域的竞争，将收益率推至历史新低水平。有清晰迹象表明，当前欧洲市场处于周期晚期阶段，收益率继续压缩的空间有限，但租金增长应可弥补这一短板。优质物业资产的供需失衡问题为租金上涨创造了有利条件。

今年我们对柏林、马德里、斯德哥尔摩、奥斯陆、阿姆斯特丹的优质写字楼颇为看好，预期CBD写字楼租金可同比上涨至少8%。预期巴黎、伦敦、米兰、阿姆斯特丹、慕尼黑、法兰克福、马德里、巴塞罗那、维也纳的优质高端商铺将成为国际品牌进驻的主要目标市场；而在电商渗透率最高的英国、法国、德国、荷兰、瑞典，优质仓库物业也将面临旺盛需求。

核心增益型

优质资产的收益率会维持低位水平，且欧洲核心板块的行情大同小异，因此投资者已开始向非主流市场及资产领域转移，在多元化投资的同时提高投资回报。

在经济表现高于欧洲平均水平的经济体，例如欧洲中东部地区，非核心市场应可吸引愿意接受更高风险以换取更高收益的投资者。替代型资产领域例如住宅（公租房、学生公寓、老年公

寓)、酒店、医疗保健、数据中心等,由于结构性因素而非周期性因素的影响,市场基本面表现强劲,适合长期战略投资。

增值型

愿意承担项目改造风险或追加资产管理投入的投资者,可以找到增值型机会,尤其在受到结构性变化负面影响的领域。例如,次级街区的购物中心可以升级为社区商业枢纽;位于郊区、客源辐射能力强的零售园区可进行设计升级以吸引新租户;市中心地段的陈旧写字楼可被改造成学生公寓。

机会型

技术的更新与社会的变化,意味着用户需要与众不同的新型空间。新的物业类型不断在我们眼前出现并且迅速演变。它们通常是传统物业类型的“混合体”,但更看重服务、灵活度以及共享性,例如联合办公、服务式写字楼、共享居住、微型公寓、新型休闲以及学生公寓/酒店。若论市场深度与流动性,这些板块恐不及更加成熟的传统物业资产,但它们恰似一味药引,是投资资本进入新型物业领域的催化剂,包括目前尚未出现的领域。

德国

文：Matthias Pink, 第一太平戴维斯德国研究部主管 +49 30 726 165 134 mpink@savills.de

综述

德国漫长的郊区化历程在大约15年前走到了尽头。随后，一些大城市开始吸引更多人回到市中心，流向郊区的人越来越少。自此城市居民一直在增长，然而房屋建设却踟躇不前。于是形成了当前供不应求的局面。

在德国七大城市（柏林、科隆、杜塞尔多夫、法兰克福、汉堡、慕尼黑、斯图加特），所有物业都接近满租，同时租金不断上涨，尤其在住宅及写字楼领域。因此，核心甚至次级市场的写字楼与公寓都成为安全的投资选择。但投资者也愈发清楚地认识到，收益率已无继续压缩的空间。租金增长是提升资本价值的唯一途径。

核心型与核心增益型

对于不满足于七大城市收益率的长期投资者来说，区域城市依然是不错的选择。这些城市也在繁荣发展，虽然流动性远不及一线城市，但市场基本面同样坚挺。

就住宅市场而言，柏林、汉堡、慕尼黑等大城市外围住宅区的投资吸引力与日俱增。主要城市的传统市中心存在（经济型）住房短缺的问题，因此有更多人转向外围新城以及城市周边寻找合适房源。预期将会推动当地租金上涨，尤其在发展势头良好的新兴区域。这些外围市场的流动性一向不足，但对于长期持有型投资者而言应该不是问题。

增值型

顶级购物中心与优质商业街铺依然属于核心型/核心增益型资产，零售物业的其他细分领域均不在此列。德国零售销售额停滞不前甚至萎缩，大量店铺及零售业态备受拖累，即便占据优势地段也于事无补。其中百货商店是最广为人知的例子。许多品牌在计划缩减店面或减少门店数量。

然而，零售租户的需求萎缩，并不能说明这些物业对其他租户没有吸引力。作为传统零售业态的补充，餐饮业态的重要性与日俱增，这也使得零售中心对于中短期逗留的访客更具吸引力。休闲品牌亦能得到一些戏份。

住宅、联合办公、城区物流也在“觊觎”地段优越的零售物业。将单一用途的物业改造成混合用途项目，不失为一箭双雕的增值策略：不仅使项目（未来）租户获益，也为项目周边的用户提供了更多资源。

机会型

八年繁荣期过后，高收益率的投资机会已经寥寥无几。许多一度被视为替代型的资产类别，

如学生公寓/微型公寓、医疗保健及酒店，已上升为主流资产，收益率在过去数年中经历了大幅压缩。但数据中心依然非常“小众”，市场规模小且定位模糊，但若干年后在德国投资需求过剩的情况下，行情或许会有所改观。

法国

文：Marie Josée Lopes, 第一太平戴维斯法国研究部主管 +33 1 44 51 17 50 mjlopes@savills.fr

综述

受经济增长的提振，法国房地产需求迎来了迅速增长期。此外，巴黎获得2024年夏季奥运会主办权，不仅使得城市魅力升级，更为未来数年的持续发展提供了动力保障，尤其是在交通枢纽设施的建设方面。

英国脱欧事件以及法国全新的政治环境也为巴黎带来了有力助推。

房地产投资继续受惠于良好的市场行情以及收益与风险的完美均衡。市场供应短缺，继续支撑租金坚挺，然而成交难以进一步放量，尤其是1亿欧元以下的交易。2017年，法国房地产投资总额约达250亿欧元。投资气氛依然活跃，2018年投资额应能延续高位水平。

核心型

巴黎依然是核心投资的首要战场，全市写字楼投资中有94%属于核心型。竞争激烈程度达到空前之高。

黄金地段写字楼与工业资产的初始收益率在2017年基本企稳。收益率连续数季度下跌，如今投资门槛似已形成。巴黎优质写字楼收益率目前在3%。

巴黎写字楼空置率达到历史新低，投资者预期租金将出现上调。未来资本价值的上涨动力或将来源于租金增长，这与许多收益率已见底的市场一样。

为小幅提升当期收益率，众多核心型基金计划购买位于巴黎边缘地区且紧邻公交设施的物业资产。位于巴黎西郊楠泰尔（Nanterre）的甲级写字楼West Park即为一个典型案例。该大楼总建筑面积约20,100平方米，2015年被私募股权公司LBO France买下并进行大规模翻新。翻新过程中即完成预租（2017年3月），租户为法国保险集团Groupama。2017年7月，大楼再次转手，买家为安盛投资管理公司。融资环境优异，为投资回报的显著提升创造了有利条件。

核心增益型

核心增益型投资者的投资策略一般围绕两个主导思想展开。其一是对带短期租约（1-3年）的物业进行重新定位，通过翻新实现增值。这也可以通过变更建筑用途或完善配套设施来实现。其二是投机开发，只要项目位于优越地段或板块，则随着所在市场的发展，定能从中获益。大巴黎计划中不乏此类操作，例如鲁瓦西（Roissy）、克利希-蒙费梅伊（Clichy Montfermeil）、奥利（Orly）、伊西（Issy）、凡尔赛，都是大巴黎环城地铁网络建设的重要节点与受益者。

增值型

目前，巴黎市区房地产资产的增值面临极大阻力，因此近郊及远郊等外围市场更受追捧。

增值型基金一如既往地专注于非核心市场空置或部分空置物业的重新定位机会，此外还有项目开发与物业改造机会。面临市场的激烈竞争，增值型基金调整策略，广撒网将替代型资产也纳入投资范围。过去五年中，增值型基金占法国投资总额的平均比例达到12%，其中以专注学生公寓与老年公寓这两个领域的基金最为活跃。

英国

文：Lucian Cook, 第一太平戴维斯住宅研究董事 +44 207 016 3837 lcook@savills.com / Mat Oakley, 第一太平戴维斯欧洲商业物业研究部主管 +44 207 409 8781 moakley@savills.com

综述

随着英国进入脱欧过渡期，持续的不确定性成为近年市场的核心主题。市场格局仍不清晰，投资者决策信心缺乏，风险规避成为主导心态。优质资产及稳定收益因而成为热捧对象，投资者进入多个物业领域寻求机会。

我们预期，未来五年中主打长期收益的投资机会将日益受到追捧，且收益回报约占投资总回报的60%。我们认为英国与很多市场类似，核心领域收益率继续压缩的空间已非常有限，投资重心将逐渐分散至其他领域。

2018年英国市场的投资机会多源于脱欧后期的资产定价偏差，抑或英镑的贬值，而非伦敦上涨连带作用的影响。

农业方面，应将脱欧引起的短期不确定性与英国土地的优良品质、供应短缺、配套设施以及税收优惠等因素相结合，来综合考量。我们依然看好林业、能源以及替代食品的生产。

核心型与核心增益型

在英国市场不确定气氛愈发浓厚的背景下，核心/核心增益型领域的优质投资机会尤受追捧，资源亦非常稀缺。这说明尽管脱欧冲击市场，该领域的投资热度依然维持，收益率没有显著上升。

核心型投资者可适当关注优质零售资产板块。由于脱欧以及对电商冲击过分担忧的影响，一些优质零售资产的定价偏低，适合抄底。

不是所有的商业街都会受到电商扩张的负面冲击。部分纯电商计划开出实体店，将为实体零售物业需求带来支撑。

鉴于“最后一公里”配送的重要性，城市物流物业依然是我们最为看好的投资领域。

增值型

未来五年内，次级写字楼的翻新改造或将受到更多关注，尤其是在人气较高、租金合理、就业人口不断增加的地区。

住宅领域，核心市场的优质资产价格似已登顶，但其他区域仍有上涨空间。英格兰西北部发展势头良好的城镇应能保证可观的投资回报与资本增值潜力。

机会型及替代型

属于“替代型”范畴的资产领域已为数不多。物流仓库、学生公寓、酒店以及农田等资产领域凭借强劲的基本面，对投资者的吸引力与日俱增。

由于传统收购渠道收窄，投资者将需考虑新型投资方式，例如通过与住房协会合资合作，或向小型私人投资者收购并组建住宅资产包。

亚太区

文：Simon Smith, 第一太平戴维斯 (香港) 资深董事 +852 2842 4573 ssmith@savills.com.hk

综述

在全球房地产及股权市场的阵阵“涨”声之中，市场开启调整模式的预期也在不断发酵。场内焦虑情绪似乎与中国债务危机、经济显著放缓，甚至某种能源危机有关。

朝鲜及中国南海的地缘政治紧张局势，以及民粹主义、民族主义、保护主义等“思潮”，也引发了部分担忧。亚太区还面临外围风险的威胁。英国脱欧、希腊脱欧、意大利银行业危机等国际风险事件可能会给全球经济环境带来不利影响。美国股市的暴跌让全球哗然（尽管尚未造成明显的灾难性后果），仍有人士担心量化宽松退出的紊乱无序或使市场不稳定性进一步加剧。

东京向来是亚太区最大的房地产投资市场，增长迅速的上海紧随其后。然而在2017年，香港以明显优势反超东京与上海，1-9月投资额即已接近150亿美元。

来自中国大陆的巨额资金流入香港购置资产，收购目的多元（自用、拿地开发等），助力香港成为2017年亚太区最为活跃的房地产投资市场。与此同时，上海、北京、深圳等内地一线城市在市场周期性因素的影响下，亚太区投资表现排名有所下滑。广州、成都等增长相对滞后的城市则后起发力，排名上移。

澳大利亚、日本两国城市的市场氛围相对成熟，是亚太区备受瞩目的投资目的地；2017年录得10亿美元以上入境投资的城市不在少数。曼谷、吉隆坡等小型发展中市场奋起直追，排名迅速上移，但可投资资产无论规模还是品质，都不及成熟的发达市场。

核心型

由于巨额资本追捧有限资产，收益率压缩依然是众多核心市场的共性。我们的专家团队认为亚太区的核心市场包括：新加坡、首尔核心区、中国一线城市的甲级写字楼；韩国一线城市的超级商场；以及中国一线城市的优质零售中心。

核心增益型

甲级写字楼市场也存在核心增益型投资机会，但多见于非热门城市，例如澳大利亚的珀斯、阿德莱德、布里斯班，以及越南的胡志明市与河内。在中国市场，有望通过管理升级、重新定位实现升值的零售物业以及收益率较高的甲级写字楼，也都属于此类范畴。如果时间倒退十年，这两类资产很可能会被归为“增值型”。

增值型

高收益率、高现金流是这类资产的两大特点。投资者可对新加坡、韩国的写字楼翻新升级，或将其改造为混合用途项目；日本“最后一公里”物流物业的开发也很有增值潜力。

机会型

在越南，将原有建筑改造为混合用途项目抑或开发全新混合用途项目，其风险要略高于其他市场，物流物业同样如此。而在中国市场，这类投资机会来自传统写字楼中的联合办公项目。此外，我们的中国市场研究专家创造性地指出，对于部分投资者而言，债务融资或许是其进入房地产供应紧缺市场的唯一途径。

替代型

尚未成为主流类型的房地产资产已为数不多，然而在澳大利亚，租赁公寓仍是刚刚起步的新鲜事物。我们预测市场会出现旺盛需求，迅速助推租赁公寓升级为主流资产。

中国市场情况雷同。一线城市收益率在低位徘徊，新房购买需求高涨，导致租赁住宅的发展被长期搁置，且刚刚开始有所改观。医疗保健地产、数据中心等“小众”资产预期也将迎来一定程度的增长。

日本

文：Tetsuya Kaneko, 第一太平戴维斯日本研究咨询及顾问部董事 +81 367 775 192 tkaneko@Savills.co.jp

综述

投资需求强劲，投资者激烈争夺优质资产。收益率继续下行（例如甲级写字楼实际收益率低至3%），但依然显著高于香港等市场，说明资本增值可能还有一定空间。

养老基金以及政府机构类投资者有意进一步布局房地产市场，因为房地产收益率要高于固定收益以及股权投资类产品。如果单价趋于稳定，日本房地产投资信托亦可能返场寻购资产。

核心型与核心增益型

这是日本市场最为热门的板块。无论哪个市场哪类资产，具有稳定回报的资产都面临日益增长的投资需求，导致收益率继续压缩。写字楼市场预租成交势头迅猛，整体表现优于预期。城市优质零售物业同样稳健，有数据为证：东京、大阪优质零售物业的资本化率分别为2.5%与3%。住宅租金处于逐渐上涨通道，且随着就业需求走强，租金涨势应可维持。

增值型

入境游客呈指数增长，助推酒店需求，带来增值型投资机会。与经济型酒店相比，中高端酒店更值得买入，因为供应有限，且可借助差异化产品来实现更高租金。

随着日本电子商务的扩张，分布于城市/区周边的“最后一公里”物流设施也将面临更高需求。然而，由于土地价格不断上涨、物流用地稀缺，开发机会恐将有限。

区域市场写字楼的租金增长势头强劲，且由于空置率较低、供应有限，增势有望继续；然而，可租空间有限亦会限制成交放量，继而对租金增速形成抑制。

机会型

日本的资产组合投资行情或在2018年继续。日本房地产投资信托基金的收购可能更加艰难且耗时更久，除非基金折价率达到较高水平。如能发现未得到充分利用的资产，则可发掘交易机会；此外也可通过租户组合调整、物业翻新改造以及服务升级来提升净运营收益。

替代型

替代型资产依然面临规模化及市场碎片化等问题，但该领域的先发优势也非常明显。可观收益率的美好愿景吸引了不少投资者。医疗保健地产、数据中心、学生公寓、自助仓储等资产类别日益受到投资者青睐。先驱投资者的行动如能推进碎片市场的整合，则这些替代型资产有望吸引更多机构型投资者。

日本房地产市场行情表现

| | 市场/资产领域 | 过去12个月租金增幅 | 过去12个月资本增幅 |
|-------|----------|------------|------------|
| 核心型 | 东京甲级写字楼 | 14.8% | 4.0% |
| 核心增益型 | 东京优质零售物业 | 14.6% | 3.9% |
| | 东京中端住宅 | 13.2% | 4.7% |
| 增值型 | 东京酒店 | 7.9% | 1.2% |
| | 大阪酒店 | 4.4% | -1.5% |
| | 东京物流物业 | 5.6% | 1.4% |
| | 大阪物流物业 | 0.1% | -3.5% |
| | 大阪高端写字楼 | 11.0% | 6.6% |
| | 名古屋高端写字楼 | 7.1% | 3.1% |
| | 福冈高端写字楼 | 18.7% | 16.5% |
| 替代型 | 日本医疗保健物业 | 1.9% | 0.0% |
| | 日本数据中心 | n/a | n/a |
| | 日本学生公寓 | n/a | n/a |
| | 日本自助仓储 | n/a | n/a |

来源：第一太平戴维斯世界研究部

新加坡

文：Alan Cheong, 第一太平戴维斯新加坡研究及顾问咨询部主管 +65 6415 3641 alan.cheong@savills.com.sg

核心型

中央商务区的甲级写字楼依然备受追捧，亚洲企业以及新加坡本地开发商的投资热情尤为高涨，因此尽管近期租金涨势欠佳，收益率仍继续下行。新加坡写字楼的净实际收益率延续下滑走势，不断逼近世界城市的低位水平。

2017年，亚洲广场2座写字楼（Asia Square Tower Two）以20.94亿新加坡元的价格成交，显著提振次级市场，更助力新加坡全年投资额实现同比上涨。然而如此大宗交易以及非公开交易均难以预测，有便有、没有便无。

可投资资产本就稀缺，加上一些投资者收购后计划长期持有，致使2015年起可供交易的核心资产存量骤减。鉴于此，2018年的核心写字楼投资将有所降温，交易主要来自非公开市场，除非有卖家打包出售写字楼资产。各路资本严阵以待，然而供应有限、卖家不愿让步，或将进一步推高交易价格。

2017年下半年，CBD新建甲级写字楼吸纳强劲，业主信心受到提振，开始上调租金报价。利率上涨导致收益率进一步压缩的担忧尚未完全消除，但确实有所减退。2017年第三季度起CBD甲级写字楼租金已开始上扬；另一方面，资本价值在持续高涨的投资需求支撑下，亦有上涨之势。预期2018年收益率将维持平稳走势。

增值型

郊区零售物业以及CBD非核心写字楼依然能带来可观收益。整体而言，零售商场的收益率仍高于写字楼。这一局面或刺激机构型投资者及亚洲企业买家调整策略，寻购为数不多的可能会在2018年出售的郊区商场。除郊区零售物业以外，投资者亦可关注CBD写字楼，通过增加可租面积、改善内部布局，抑或优化低区零售租赁方案等途径实现增值。

越南

文：Troy Griffiths, 第一太平戴维斯越南副董事总经理 +84 38 3823 9205 tgriffiths@savills.com.vn

核心型

市场流动性依然有限，第一太平戴维斯最近促成一宗位于胡志明市的甲级写字楼交易，收益率达到6.75%。考虑到越南大范围修订法律法规、持续推进国家治理制度改革的背景，这笔交易物有所值。货币与政治风险系数较低，投资风险有限，但执行过程可能会遭遇重重挑战。

机会型

核心资产有限，因此寻求进驻越南市场的机构将需自行开发。丰树集团已着手在胡志明市打造大型综合体项目，包含VivoCity购物中心、丰树商业中心写字楼、服务式公寓以及住宅公寓。境外大型开发商在Thu Thiem半岛的布局将刺激更多开发商参与进来。

酒店行业繁荣发展，各大品牌蜂拥而至，主打生活方式的产品销情良好。但这很大程度上得益于酒店开发商为吸引买家而做出的投资回报承诺，也正是这一承诺使得酒店资产变得更加脆弱。工业物业是越南房地产市场的黑马；物流业发展混乱，制造业迅速增长，如切入得当应能发掘市场潜力。

中国大陆

文：简可，第一太平戴维斯中国区市场研究部主管 +86 21 6391 6688 james.macdonald@savills.com.cn

核心型

一线城市优质甲级写字楼依然“一枝独秀”，凭借良好的流动性、市场透明度以及潜在支撑，继续吸引核心资本。有一些市场可能会在未来12到24个月中出现供应过剩的局面，继而推高空置率、压制租金，继而限制资本价值上涨。即便如此，写字楼市场对于长期投资者来说，仍是安全性最高的投资“保险箱”。

优质零售中心同样吸引着大批投资者，但投资机会在不断减少。优秀的资产管理者如凤毛麟角般难寻难求，此外实体零售依然面临来自电子商务的竞争。

核心增益型

市中心地段增值型资产的上涨空间日益有限，核心增益型投资者开始向非核心区甲级写字楼市场转移，寻求更高的投资回报。这些资产往往位于交通相对便利的商务园区或写字楼密集区。

中国市场存在大量运营欠佳的零售资产。一些拥有零售管理经验的投资者正在寻找这类资产，以期通过重新定位实现升级/升值。

机会型

机会型投资者可能会重点关注项目改造，升级年代较久且运营不良的资产，提升物业品质与使用效率。近年内有一批酒店及零售资产被改造成写字楼，其中多数被联合空间品牌承租并运营。联合办公品牌的租赁需求继续增长，因此2018年资产改造潮可能还会继续。

为避免房地产泡沫风险，中国政府收紧房地产信贷政策，首当其冲的是中小型开发商。这部分开发商因而调整策略，转向投资者寻求融资渠道；债务融资也因而成为投资者进军房地产市场的新途径。

替代型

传统资产领域竞争激烈，基本面支撑也不断被削弱，将一些投资者推向替代型资产领域寻求机会。可投资资产存量有限，因此投资者一般以股权注入的形式投资资产管理公司及运营平台。当前比较热门的替代资产领域包括租赁住宅、医疗地产以及数据中心。

租赁住宅市场得到了中央及地方政府的大力支持，主要措施包括出让纯租赁地块、提供租赁补贴等。市场人士认为，这一举措旨在吸引潜在购房者进入租赁市场，从而抑制房价上涨，同时为开发商创造新的商业机会。

“十九大”提出实施健康中国战略，对医疗基础设施的建设完善做出进一步要求。近年来中国民营医院、诊所数量持续增长，而国内开发与运营经验不足，为国际医疗品牌的扩张提供了机遇。

由国内电信运营商占据主导的数据中心领域也得到了更多关注。《网络安全法》规定，关键信息基础设施的运营者在中华人民共和国境内运营中收集和产生的个人信息和重要数据应当在境内存储。再在消费端，国内移动数据流量预计将从2017年的7,300万太字节增长到2020年的1.81亿太字节。这些将为数据中心奠定坚实的需求基础。

韩国

文：JoAnn Jieun Hong，第一太平戴维斯韩国研究咨询及顾问部董事 +82 221 244 182 jhong@Savills.co.kr

综述

首尔写字楼市场当前的形势相当复杂。过去五年中有大量供应入市，实际租金持续下跌或仅勉强维持（名义租金则一直处于上行通道）。

核心型

首尔核心区域的甲级写字楼在过去五年中始终维持着两位数的平均空置率，但其中40%的写字楼空置率不到5%。

写字楼在韩国房地产投资中占据最大份额。国内投资者购置甲级写字楼用于自用兼投资；收益稳定的核心资产则作纯投资用途。

带有售后回租条款的一线城市超级商场依然受到追捧，但这类核心型投资机会日益稀缺。

核心增益型

近年来写字楼市场迎来大量新增供应，业主之间争抢租户的竞争非常激烈。需要进行现代化升级或存在一定租赁压力但位于首尔核心区的甲级写字楼，仍受到一些投资者的青睐。

还有一些投资者则在物色存在潜在需求的半空置写字楼，借此在核心区域站稳脚跟。这个投资策略的成功几率值得期待，因为韩国经济预期整体向好，有望支撑租赁行情更趋活跃。

增值型

一些投资者开始寻求改造利用效率较低的资产。例如，写字楼低区楼层可改造成零售空间，尤其在零售氛围比较成熟或日益浓厚的区域。

首尔的半空置写字楼吸引了一些希望通过资产管理实现增值的投资者。

机会型

物流市场增长缓慢，且大量现有设施日渐陈旧、品质低下。然而，韩国是全球电子商务发展最快的国家，因此对类型、地段均合适的物流设施的需求也在突飞猛涨。类型合适指拥有现代化设计布局，如配有多个前装式卸货台，拥有开阔的操作场地。地段合适指能最大限度辐射首尔大区——韩国最大的消费者市场。

韩国房地产市场行情表现

| | 市场/资产领域 | 过去12个月 资本价值 增幅 | 过去12个月 租金增幅 | 未来五年 资本价值 增幅预测 | 未来五年 租金增幅 预测* |
|-------|--|----------------------|----------------|----------------------|---------------------|
| 核心型 | 首尔核心区的甲级写字楼， 附有售后回租条款的一线城市 超级商场 | 3% | 1.5% | 10% | 与CPI增幅 一致 |
| 核心增益型 | 位于首尔核心区、需要进行 现代化升级或存在一定租赁 压力的甲级写字楼 | 4-5% | 3% | 15+% | 高于CPI 增幅 |
| 增值型 | 首尔拥有改造潜力或半空 置的物业 | 7-8% | 3% | 20+% | 高于CPI 增幅 |
| 机会型 | 首尔大区附近的物流物业 开发 | n/a | n/a | n/a | n/a |

来源：第一太平戴维斯世界研究部 注：*基于名义租金

澳大利亚

文：Chris Freeman，第一太平戴维斯澳大利亚资本策略部主管 +61 282 156 093 cfreeman@savills.com.au

综述

近年来大多数机构型投资者都被一股强烈的风险规避情绪主导。房地产收益率高于债券，同时安全性相对有保障，对投资者非常有吸引力。这个逻辑如今依然成立（因此核心物业将继续受到追捧），但投资者也有足够理由踏出“舒适区”，尝试风险更高的投资机会。

就业人数强劲增长，将刺激租赁需求，增强次核心资产的接受度甚至投资吸引力。风险调整后，核心增益型资产在2018年的表现将优于核心型资产。

2017年，澳大利亚房地产投资收益率如预期般继续下降。与众多发达国家不同的是，2008年全球金融危机之后，澳大利亚利率不降反升，累计上浮175个基点。直到2011年底才开始回落，可以说澳大利亚的信贷周期相对滞后；随后债券收益率、房地产收益率亦纷纷开启下行通道。

近年来，悉尼集“万千宠爱”于一身，是名副其实的投资热门城市。由于开发受到严格限制，过去十年中CBD写字楼存量仅增加了7.0%。与此同时，悉尼内城人口增加近26%，澳大利亚养老基金的金融资产翻番。悉尼写字楼供应紧缺且受到巨额资金追捧，导致资本价值快速增长，收益率显著压缩；仅2017年一年资本价值即上涨17.9%。

然而，资本价值的增长未完全转化为收益率的压缩。甲级写字楼平均租金上涨16.3%至每平方米1,000澳元。内城边缘以及郊区市场的行情类似。悉尼北区的写字楼资本价值上涨17.7%，莱德市麦考瑞公园的涨幅高达27.3%。在城区开发改造的推动下，帕拉马塔写字楼布局得到优化，品质亦有所提升，资本价值猛涨41%。

长期来看，悉尼的供求状况将继续利好价值上涨，然而周期性因素的影响也不容忽略。无论是与其他澳大利亚城市相比，还是参照历史趋势，悉尼的写字楼价值都已接近本轮周期的顶点。2018年增速或将放缓。

从经济角度来看，澳大利亚在2017年经历了几大重要转变。全国就业人数同比增加3.1%，其中昆士兰州以4.8%的涨幅居全国之首。招聘广告（与租赁需求高度相关）数量整体有所增长，其中南澳、西澳的涨幅分别为15%与12.6%，新南威尔士州保持平稳。在这些重大转变的影响下，房地产投资重心应该也会发生变化。

核心型

由于就业人数增加，写字楼市场有望在2018年迎来突出表现。因为2017年写字楼上涨行情会在资产估值中得到体现，深度布局悉尼写字楼市场的房地产公司将继续受到基金管理公司垂青。

维多利亚州经济表现突出，应可继续助推首府墨尔本的房地产需求；但考虑到当地的高位供应，这股推动力难以在租金及资本价值上得到体现。供应紧缺区域的房地产表现可能会继续超越中央商务区，因此投资者在决策时需要同时考虑当地市场的经济表现及供求水平。

核心增益型

阿德莱德、珀斯、布里斯班等市场开始反弹，且资产品质相对较高，为投资者提供了增长后劲充足的投资机会。这些市场也许要到2018年以后才会有出色表现，但可以肯定的是，资产买入门槛要低于悉尼、墨尔本等热点城市。

工业物业也将延续良好的行情走势。由于土地资源充足、新增供应租金低廉，墨尔本西区工业物业市场多年来一直走势平缓，如今前景趋于积极。2017年土地价值上涨，应能带动工业物业租金及资本价值走高。

机会型

零售物业市场面临挑战，但电商对传统零售的影响似有夸大之嫌。第一太平戴维斯对澳大利亚约2,100个区域的零售驱动因素进行分析后发现，零售物业市场依然存在投资机会，但资产选择非常关键。面对电子商务的影响，一些区域的“免疫力”较强，另一些区域则容易受到冲击。了解两者差别的投资者应能发现机会，建议投资者特别关注估值偏低的零售物业。

替代型

2017年住宅市场放缓，目前价格在高位徘徊，预期2018年行情将较为平淡，尤其在悉尼和墨尔本。然而，市场依然存在机会，尤其在基础设施升级的辐射区域。租赁住宅是一个新兴资产领域，在2017年得到广泛关注，预期随着住宅投资者多元化策略的推进，今年还将吸引更多资金投入。

香港

文：Simon Smith, 第一太平戴维斯 (香港) 资深董事 +852 2842 4573 ssmith@savills.com.hk

综述

尽管不同物业领域走势各异，香港房地产市场去年的表现基本符合预期。意外的是，资本价值继续以超越租金的速度上涨，导致收益率进一步下滑。零售物业是唯一例外，因为投资者对市场的悲观心态要甚于租户。

中环甲级写字楼租金继续上涨（6%），吸纳动力主要来自内地企业，此外联合办公品牌也日趋活跃。内地租户约占中环、金钟及上环甲级写字楼2017年吸纳量的25%，预期随着时间的推移比例还会增加。联合办公品牌的承租面积超过50万平方英尺。

中环写字楼存量紧缺，同时租户对其他区域持开放态度，受此提振，金钟、上环、湾仔、尖沙咀等板块的甲级写字楼租金也录得同比增长。投资者密切关注甲级写字楼，因此收益率进一步下滑，资本价值增幅亦显著超出我们在年初的预测。

住宅物业资本价值的增势同样强于预期，豪华公寓、联排别墅同比分别上涨12%与10%。在联排别墅租金意外下滑2%的背景下，资本价值的增长恰恰反映出投资者对财富储值工具的极大热情。豪华公寓租金有所上扬，与此前预期一致，但涨幅（5%）未能与资本价值同步。

多层厂房的行情表现令人惊喜，租金同比上涨5%；同期仓库租金维持平稳走势。投资者心态相对平和，因此收益率压缩并不明显；厂房与仓库的价格分别上涨8%与10%。市场依然存在大量改造与翻新机会。

香港零售物业市场是2017年主要的“亏损方”：优质街铺租金下跌2%，购物中心租金下跌1%。投资者较租户而言更加谨慎保守，亦有可能看跌长远租金表现。受此心态影响，零售物业价格同比下降4%。尽管如此，租金与资本价格的跌幅均小于先前预测，因为新品牌的入场在一定程度上缓和了奢侈品牌缩减门店的影响。

中期（2018-2021）而言，预期香港经济将继续增长，年均增速可达3%，但与过去20年相比已有所放缓。商业信心饱满，各行各业积极招聘，且在对金融企业至关重要的IPO市场，排队企业依然维持一定数量。

与世界上很多城市一样，随着收益率触底甚至小幅回升，香港房地产投资回报对租金增长的依赖性将略微高于资本增值（但资本价值对投资回报的推动力一如既往，未曾减退）。因此，租金预测对于来年投资行情预测的重要性愈加凸显。

核心型

预期2018年新落成的甲级写字楼面积超过350万平方英尺，比过去三年的新增总体量还要

多，应能显著改善市场供应状况。2019年同样会有大量项目完工，但新增供应主要位于九龙东、港岛东等中环以外区域，因此中环将延续供应紧缺状态。与往年相比，中环与其他供应充足区域的租金增长走势或将进一步分化。

核心增益型

在香港，电子商务的崛起同样不容小觑，“最后一公里”配送仓库的战略布局将变得日益重要。因此，交通便利、辐射范围广的工业大楼与仓库甚至社区商场的部分区域，都将面临日益高涨的投资需求。且与零售物业及写字楼相比，仓库投资的回报空间也相对更高。

增值型

中环的写字楼相对陈旧、配套落后，难以与其他区域的高端现代办公空间相抗衡。投资者不妨考虑收购年代较久的甲级、乙级写字楼，对其重新定位。

住宅租赁市场方面，租户开始从港岛向其他区域转移，尤其是九龙、新界。这股趋势是多个因素共同作用的结果：企业招聘意愿积极；倾向于向外籍人士提供“一价全包”薪资福利，不再额外补贴；港岛租金高企；港岛以外教育资源选择更多。因此把握增值机会的关键在于精准辨别人气渐长的住宅区。

机会型

2017年，来香港购物的大陆游客略微多于往年，但消费额创下2012年以来新低。本地经济走势强劲，具体表现为失业率低位、消费者信心高涨、收入增加、房价不断刷新纪录，这些为零售消费需求带来支撑。由于大陆游客数量回升，连跌三年的零售销售额似在2017年迎来转机，因此有理由认为部分商圈将迎来租金上涨。街铺平均价格约在2012年基础上下跌30%。

香港房地产市场行情表现

| | 租金 | | 资本价值 | |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2017 (实际) | 2018 (预测) | 2017 (实际) | 2018 (预测) |
| 中环甲级写字楼 | 6% | 0% ~ 5% | 25% | 5% ~ 10% |
| 整体甲级写字楼 | 2% | -5% | 15% | 0% ~ 5% |
| 优质街铺 | -2% | 0% ~ 3% | -4% | 0% ~ 5% |
| 购物中心 | -1% | 0% ~ -5% | | |
| 豪华公寓 | 5% | 0% ~ 5% | 12% | 5% ~ 10% |
| 住宅——联排别墅 | -2% | 0% ~ 5% | 10% | 10% ~ 15% |
| 多层厂房 | 5% | 0% ~ 5% | 8% | 5% |
| 仓库 | 0% | 0% ~ -5% | 10% | 0% ~ 5% |

来源：第一太平戴维斯世界研究部

非洲

文：Mark Latham, Pam Golding Commercial (非洲) +27 72 053 9797 malatham@savills.com

综述

非洲幅员辽阔，陆地面积约与欧洲、澳大拉西亚（澳大利亚、新西兰及附近南太平洋诸岛）以及南极洲的陆地总面积相当。非洲有54个国家，文化、历史及语言丰富多元，所处的经济发展阶段也不尽相同。将非洲所有国家放在一个篇章里讨论几乎毫无意义，但考虑到各类投资者及潜在投资者对非洲市场的兴趣渐浓，我们将选择部分市场重点探讨。

非洲大陆虽然地域广袤，但可投资资产的规模可以说是微不足道。许多市场都存在土地权属、市场透明度、流通性以及资产供应等多重棘手问题，因此国际投资者一向十分谨慎、挑剔。此外，非洲经济体的规模普遍较小，且经济增速也不及亚洲新兴国家。

南非是撒哈拉以南非洲地区唯一一个可直接与欧美市场进行同类比较的市场。虽然存在地缘政治纷争以及货币波动风险，但南非的产权结构与资产类型更为来自发达国家的投资者所熟悉。

同众多大型国际房地产市场一样，南非的物业产权及法律体系与英语国家市场非常类似。因此，南非市场能给投资者一种其他非洲国家无法营造的亲切与熟悉感。或许可以得出结论，房地产法律体系更接近英美市场的非洲国家，更有可能发展成为国际性的房地产市场。

尼日利亚的拉各斯以及肯尼亚的内罗毕均已吸引投资者关注，但外来投资尚未具备规模。尼日利亚与肯尼亚的经济规模在非洲处于领先地位，但近年来经济增速呈差异走势——国际油价下跌，以石油为经济支柱的尼日利亚收到拖累。

由于近几年货币汇率走低、市场信心受挫，拉各斯与内罗毕双双陷入房地产需求低迷、租金下滑、资本价值跟跌的困境。外国投资者对这些市场的兴趣寡淡，甲级写字楼成交寥寥无几。

油气及相关企业、油气服务企业未有积极进驻动作，因此拉各斯的租赁行情极为疲软。其余租赁需求主要源于本地，且有别于跨国企业的需求。本地租户一般选择租金相对低廉的乙级办公空间，而非高规格的甲级写字楼。然而市场现状是，甲级写字楼供应过剩，不仅租金高昂，与本地租户的实际需求也不全然匹配。

内罗毕同样处境尴尬。虽然经济未受油价下跌拖累，且租赁需求维持良好水平，但因为写字楼供应充足，租金表现相对温吞。即便是在内罗毕的跨国企业，也更钟爱配置相对简单、租金更加优惠的次甲级办公空间，国际投资者青睐的优质项目几乎无人问津。

南非或许勉强称得上是世界级房地产市场，但除此以外，其他非洲国家的国际级房地产市场无论规模还是需求都极为有限。经济增长迅速的国家也不例外。国际投资者（尤其是中国投资

者)对这些国家的投资往往集中在基础设施相关领域,甚至还有农田;写字楼等西方市场主流资产类别反而遭到冷落。传统房地产资产的供应有限,租户需求同样更集中在租金合理的低层乙级写字楼。

南非市场恰恰相反,楼龄较短的现代楼宇尤受租户钟爱。几乎所有领域的优质物业都处于满租状态,导致大批乙级资产空置。因此投资者需要考虑折旧问题,且南非物业的折旧速度可能会非常快。

核心增益型

开普敦是南非唯一一座存在供应不足现象的城市。开普敦以其特有的生活方式吸引着大量外来人口。正因为此,住宅物业市场行情坚挺,尤其在高端板块。近期南非货币走强,可能影响了海外投资者的积极性,但从基本面长期走势来看,开普敦的投资吸引力应能继续保持。

在约翰内斯堡,住宅租金的涨势相对温吞,酒店资产对投资者来说仍有一定吸引力;南非其他门户城市的酒店资产同样如此。

增值型与机会型

在南非以外的非洲市场,投资风险可能要远远高出传统资产的风险上限,但非洲无疑是全球最具房地产开发潜力的市场。但投资者需要拓展思路,跳出传统开发模式,还要避免照搬国际经验,寻找“接地气”的解决方案。

针对酒店市场而言,投资者可在重要门户城市开发国际级酒店,主要服务于商务人士。旅游业的发展也将为其中一些条件优越的度假区创造机遇。

与大多数国际市场类似,物流在非洲还是一个非常新鲜的事物,但也在持续增长;此外物流与基础设施尤其是运输与交通的联系也最为紧密。

零售仍在不断演变,但有迹象表明,非洲对传统集市的需求不会亚于现代西式商场。非洲零售市场很可能会跳过若干个中间阶段直接“进化”,尤其是在20世纪购物理念尚未扎根,电子商务即已落地的情况下。我们建议每个投资者在行动之前密切洞察当地市场风向,做好进入全新市场环境、投资新型资产的准备。

撒哈拉以南的非洲GDP排名前20的国家

| | 区域 | 2016年GDP (十亿美元) | 2016年经济 同比增幅 | 2015年人口 | 人均GDP (千美元) | 国土面积 (平方公里) |
|-------|----|--------------------|-----------------|-------------|----------------|----------------|
| 尼日利亚 | 西非 | 406.0 | -1.7% | 181,563,000 | 2,236 | 923,768 |
| 南非 | 南非 | 294.1 | 0.5% | 54,957,000 | 5,351 | 1,221,037 |
| 安哥拉 | 中非 | 95.8 | 0.9% | 25,326,000 | 3,783 | 1,246,700 |
| 埃塞俄比亚 | 东非 | 72.5 | 6.5% | 103,764,000 | 699 | 1,104,300 |
| 肯尼亚 | 东非 | 68.9 | 6.0% | 45,533,000 | 1,513 | 580,367 |
| 坦桑尼亚 | 东非 | 47.2 | 7.2% | 51,046,000 | 925 | 945,203 |
| 加纳 | 西非 | 43.3 | 3.3% | 27,414,000 | 1,579 | 238,534 |
| 刚果(金) | 中非 | 41.6 | 3.9% | 77,267,000 | 538 | 2,344,858 |
| 科特迪瓦 | 西非 | 34.7 | 8.0% | 23,126,000 | 1,500 | 322,460 |
| 喀麦隆 | 中非 | 29.3 | 4.8% | 21,918,000 | 1,337 | 475,442 |
| 乌干达 | 东非 | 26.2 | 4.9% | 37,102,000 | 706 | 236,040 |
| 赞比亚 | 西非 | 19.1 | 3.0% | 15,474,000 | 1,234 | 752,614 |
| 津巴布韦 | 西非 | 14.7 | -0.3% | 13,503,000 | 1,089 | 390,757 |
| 塞内加尔 | 西非 | 14.6 | 6.6% | 14,150,000 | 1,032 | 196,723 |
| 马里 | 西非 | 14.2 | 5.3% | 17,796,000 | 798 | 1,240,192 |
| 加蓬 | 中非 | 14.2 | 2.5% | 1,873,000 | 7,581 | 267,668 |
| 博茨瓦纳 | 南非 | 12.7 | 2.9% | 2,176,000 | 5,836 | 581,726 |
| 莫桑比克 | 东非 | 12.5 | 3.6% | 28,013,000 | 446 | 801,590 |
| 布基纳法索 | 西非 | 11.9 | 5.2% | 18,450,000 | 645 | 274,000 |
| 毛里求斯 | 东非 | 11.9 | 3.5% | 1,263,000 | 9,422 | 2,040 |

来源：第一太平戴维斯世界研究部

全球乡村物业市场

文：Ilan Bailey, 第一太平戴维斯乡村物业研究部主管 +44 2072 993 099 ibailey@savills.com

综述

农田自2000年起即已成为一个强大的资产领域。第一太平戴维斯全球农田指数显示，2002年至今农田价值平均每年上涨13.3%，过去五年年均增速为2%（见43页图）。农田价值长期保持着稳步强劲上涨，且波动幅度不大。跨地域多元资产组合的优势由此可见一斑，不同市场的波动以及行情变化可以相互抵消。

过去五年中全球大宗商品价格普遍承压，导致农田价值承压下行。与其他大宗商品相比，农田价格波动性较低，受2008年信贷紧缩的影响也弱得多。市场基本面也提供了利好支撑。在食物产量增加（浪费减少）、土地竞争激烈的背景下，农田作为中长期投资选择的吸引力得到巩固。

核心型与核心增益型

农田市场的核心投资机会稀缺，收益率已无下行空间，因此核心型、核心增益型投资者需要通过多元组合投资以及资产管理来有效均衡风险。随着更多投资者寻求乡村物业及农业资产包，投资需求应会日益复杂、分散，覆盖更多领域。

当今世界上靠地“吃饭”的企业在全球各地都有分布，且从食物生产到能源生产覆盖众多领域，为投资者提供了分散风险、优化回报的机会。农田资产组合可以由位于不同国家与区域、不同土壤质地、不同气候环境、不同企业持有的资产组成。如此可缓和和市场波动的影响，便于投资者平衡投入与产出，实现稳定的收益与资产增值。

在多元化投资的指导思想下，几乎无法推荐某一个领域或者市场。提升未来投资表现的关键在于，通过土地改良以及最新技术的有效运用来增加土地的单位产出。长远来看，合适市场的合适资产可为投资者带来正收益，但可能更多表现为长期净运营收益，而非再次出售的资产增值。稳定收益以及土地改良势必推动资产升值。

深入了解市场应是一则雷打不动的投资法则，尤其是在面对不同市场纷繁复杂的文化、政治管理、所有权结构、税务机制、外国投资规定的情况下。

增值型

寻求多元化投资与长期产权保障的投资者可考虑投资林业。这类投资将木料生产与土地持有权合二为一，且随着树林的成熟将可实现资产增值。

林业用地的未来价值与木料价格挂钩，因此长期来看可以对冲通胀。随着全球人口增长、需求增加推动通胀，木料价格预计会上涨，尤其在可持续采伐森林的存量趋于紧张的情况下。投资

回报的实现方式有两种：土地升值后整体出售，或者采伐成熟树木并出售木料。

英国不是世界唯一的林业投资市场，但英国的森林资源日益收到投资者热捧。这类资产升值前景积极、享受多项税收减免，更得益于发展完善的木材加工业——大量境外资本涌入该领域，在全国多地投建顶尖水平的木材加工厂。英国是世界第三大木材进口国，国内木材产量相对恒定。英国对进口木材的高度依赖意味着国际木材价格的走势将对国内市场产生重大影响。

英国林业资产的近期表现可圈可点，长期年化回报率约为10%，与其他类别的资产相比优势明显。虽然回报空间会随着需求的增加而被压缩，但考虑到林业种植属于长线工程，因此我们认为未来二十到三十年内都会有较大的增长空间。

投资者可以根据各自目标，从资本增值或税收优惠角度着手进行投资规划。但遗憾的是，投资机会有限。英国林业物业市场的年投资成交额仅8,000万英镑左右。希望扩大规模的投资者可转向世界其他区域寻找拥大型资产组合，但也注意权衡具体国家的投资风险。

机会型

罗马尼亚农田市场正迅速发展。罗马尼亚地价相对低廉，继续吸引着许多来自西欧与斯堪的纳维亚半岛的投资者。罗马尼亚拥有优质的农地，且与包括英国在内的西欧成熟市场相比，价格也较为合理。

罗马尼亚拥有大量成熟的农田资产，20世纪90年代到21世纪初的进入障碍已不复存在，为新入场的投资者提供了收益可观的投资机会。成熟度具体表现为：产权清晰可交易，租户资质较高，运营商经验丰富，基础设施网络覆盖合理。对于主流投资者来说，罗马尼亚曾是一片尚未开拓的全新疆域，而现在已经出现一些优质资产以及拥有丰富成功经验的长期租户。

顶级耕地的价值介于每公顷5,000-7,500欧元之间，可投资资产包括以玉米、大豆、小麦为主要作物的大型农场。如果有水源保证和灌溉设施，更可实现增值，因为可耕作旱地经灌溉有望被改造成菜地。此外，罗马尼亚作为欧盟成员国，可享受欧盟的共同农业政策（CAP）补贴。

替代型投资

鉴于食物生产的重要性，农田作为主要的粮食来源，其投资价值不言而喻。而能源用地亦不失为提升投资表现的可靠选择。过去十年中，能源生产逐渐成为一类收益稳健的替代型产业，回报远远超出传统农业。

风能继续占据主导地位，但太阳能光伏发电也已相当成熟，此外能源储备也将在供电网络中扮演重要角色，这些都将成为土地所有者提供新机遇。

电力储备技术若与电力生产相结合，则可实现几乎即时的间歇发电，从容应对电力需求的起伏。由此创造的商业价值不仅惠及公共事业及传输企业，也将造福终端用户与房地产所有者。除此以外，还可实现峰谷分时账单管理、单位成本降低、电力自给以及备用电量等多重便利。

启动这一变革的是信息技术、交通运输、能源这三个价值以万亿美元计的产业。得益于三大产业的集成投入，能源密度不断提升，设备使用寿命延长，成本节约效果日渐显著，与传统火力发电的成本差距逐渐缩小。

未来或将打开广阔的市场空间。世界各地出现无数商业驱动型项目，包括旧金山优化高峰用电管理、纽约推迟配电系统升级（通过分布性资源建设延迟系统升级、降低能源成本）、德国推行以可再生能源为核心的能源转型战略，以及英国一体化商业开发项目。





第一太平戴维斯联系人

Ian Bailey

乡村物业研究部主管
+44 2072 993 099
ibailey@savills.com

Yolande Barnes

世界研究部主管
+44 207 409 8899
ybarnes@savills.com

Alan Cheong

新加坡研究及顾问咨询部主管
+65 6415 3641
alan.cheong@savills.com.sg

Lucian Cook

住宅研究部董事
+44 207 016 3837
lcook@savills.com

Keith DeCoster

美国研究部董事
+1 212 326 1023
kdecoster@savills-studley.com

Chris Freeman

澳大利亚资本策略部主管
+61 282 156 093
cfreeman@savills.com.au

Troy Griffiths

越南副董事总经理
+84 38 3823 9205
tgriffiths@savills.com.vn

JoAnn Jieun Hong

韩国研究及顾问咨询部董事
+82 221 244 182
jhong@savills.co.kr

Marie Josée Lopes

法国研究部主管
+33 1 44 51 17 50
mjlopes@savills.fr

Tetsuya Kaneko

日本研究及咨询顾问部董事
+81 367 775 192
tkaneko@savills.co.jp

Mark Latham

Pam Golding Commercial (非洲)
董事总经理
+27 72 053 9797
malatham@savills.com

James Macdonald

中国区研究部主管
+86 21 6391 6688
james.macdonald@savills.com.cn

Eri Mitsostergiou

欧洲研究部董事
+31 630 973 409
emitso@savills.com

Mat Oakley

欧洲商业物业研究部主管
+44 207 409 8781
moakley@savills.com

Matthias Pink

德国研究部主管
+49 30 726 165 134
mpink@savills.de

Simon Smith

研究及顾问咨询部资深董事
+852 2842 4573
ssmith@savills.com.hk

本刊发表的内容未必代表第一太平戴维斯或出版方的观点。报告所含信息在付印时均正确无误。版权所有。未经第一太平戴维斯许可，不得使用本报告所有或部分内容。我司已采取一切谨慎措施确保内容的真实性与准确性，但我司不对本刊物引起的任何结果负责。

第一太平戴维斯是一家领先的国际房地产顾问公司，在伦敦股票交易所上市。公司在美洲、英国、欧洲大陆、亚太、非洲以及中东地区设有600多家分公司与联营机构，凭借强大的业务网络为全球客户提供一系列广泛的专业顾问、管理与交易服务。
