

文：OLIVER SALMON

适应世界 新秩序

在 未来回看的时候，疫情之前的十年可能会被视为商业地产投资的黄金时代。彼时资金低廉且充裕，宏观经济背景也维持稳定。

许多规模最大、信誉最好的全球机构以低于通货膨胀率的利率筹集资金——实际上是以资金撬动资金。对于房地产投资商来说，极低的实际借贷利率支撑了杠杆式地产回报和超常利润。

与此同时，宏观经济和地缘政治的低水平波动几乎没有带来任何结构性变化，无从打破相对被动的买入-持有-卖出的投资策略。

因此，作为一种资产类别，商业地产热度快速上升。由于全球央行都为努力解决长期停滞的问题而压低利率，追求收益的投资者可选择的创收途径相对较少。

风平浪静之时

“过多的资金追逐过少的商品”，诺贝尔奖经济学家是这样描述通胀原因的，而这正是这一时期在商业地产领域发生的情况。机构对商业地产的部署目标上升了约两个百分点，全球过剩的储蓄流入了少数几个足以吸纳这些储蓄的市场。在截至2019年的十年间，封闭式商业地产基金



新冠疫情开启了利率上升和宏观经济波动加剧的新时代。房地产投资者如何应对这一拐点？接下来又会发生什么？



在全球募集的资金翻了两番，相当于每年增长15%以上。

所有这些流入该行业的资金推高了资产价值，并鼓励投资者在更多新兴行业和市场追逐回报，承担更大的风险。风险偏好的增加和全球资本流动壁垒的下降，促进了跨境交易的增长。2018年，跨境交易额达到峰值，约占全球商业地产投资交易额的30%。

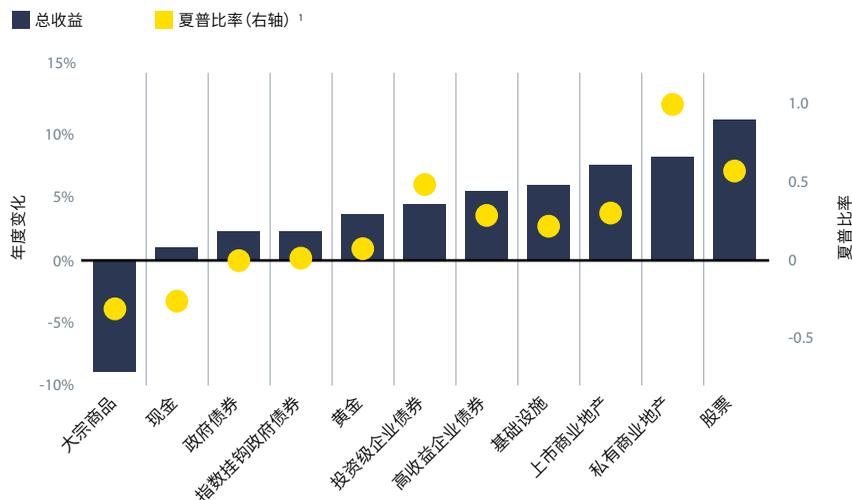
在此期间，房地产投资在投资领域的层次结构中占据有利地位。在高风险溢价（房地产收益率与无风险利率之间的差额）的支持下，它的回报率稳坐于上市股票和固定收益之间。证券市场 and 私募市场都是如此，而私募地产基金由于流动性较低、波动性低于上市公司股票，也因此享有了更高的风险调整回报。

然而，近年来，支撑这一黄金时期的基本条件已基本消失，取而代之的是利率上升和宏观经济波动加剧。在这两种情况下，我们都有充分的理由期待一些稳定性。

持续走高？

过去两年，全球主要央行为应对全球通胀压力的飙升而在疫情期间的释放宽松政策，导致利率急剧上升。在此期间，我们看到了政策的代际交替；自2021年底以来，G7经济体（不包括日本）的利率平均上升了近500个基点，这是自20世纪70年代以来最显著的紧缩周期。

美国资产收益比较：年度总收益，2014-2019年



来源：第一太平戴维斯研究部引用Macrobond及标普全球数据。私有商业地产以无杠杆收益为基础。

目前的政策利率过高，无法维持稳定的经济增长，随着通胀率恢复到目标水平，政策利率将会回落。现在的问题只是，到底是在“持续走高”的预期下逐步下降，还是通胀和增长动态转变，敦促央行视情况应对。

无论短期动态如何，普遍观点认为，在地缘政治、人口、气候变化和科技进步等长期趋势的支撑下，我们正处于向更高资本成本过渡的阶段，利率将长期调整至更高水平。

而当这一切趋于稳定，发达经济体

的长期债券收益率预计将保持在高于疫情前的水平—亚太地区高于50-100个基点，北美为100-150个基点，欧洲为150-200个基点。

所有资产类别的回报情况都将受到影响。资本资产定价模型的核心是无风险收益率的概念，这是所有资产定价的基准。因此，无风险收益率更高也意味着较高风险投资的预设回报率也更高。

从短期来看，适应高利率环境的过程正在推动一系列的估值调整。我们

在地缘政治、人口、气候变化和科技进步等长期趋势的支撑下，我们正处于向更高资本成本过渡的阶段

¹ 夏普比率是金融市场常用的风险调整收益指标，它以相对于无风险利率的超额收益和这些收益的波动性为基准。

可以通过收益率变动看到这对欧洲优质商业地产投资的影响。尽管存在一定的离散性——“最佳拟合”线解释了约32%的数据变化——但总体而言，在政策紧缩周期开始时收益空间最小的物业在过去两年中的升幅最大。

这导致写字楼和物流板块价值调整幅度更大，而收益率较高的零售板块则更好地适应了利率的上升。

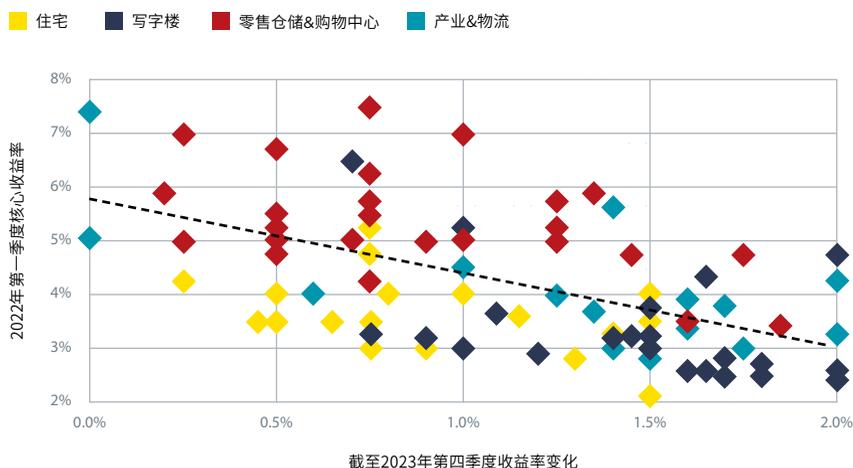
尽管有所调整，但很明显，过去几年房地产收益率的外移并没有完全适应无风险收益率的上升。在欧洲，优质资产收益率的平均外移幅度约为80-100个基点（零售仓储和购物中心）到140个基点（写字楼）不等。与欧元区10年期政府债券平均收益率250个基点的涨幅相比，很明显商业地产的风险溢价受到了挤压。

收益率是不同物业、板块和地区均可比较的具体时间点的回报估算。简单来说，收益率就是租金收入除以物业的当前价值。因此，在其他条件相同的情况下，房产收益率的上升表明房产价值的下降。

然而，商业地产收益率的一个持久魅力在于它同时具有固定收益和股票的特征（因此收益率曲线介于两者之间）。分子和分母都会随着供需基本面的变化而变化。

这些基本面在很大程度上反映了全球经济的广泛韧性。本轮周期的独特之处在于，虽然资本价值下降，但在整个经济低迷时期，许多板块的租金还在持续增长，尤其是市场的核心板块。这在一定程度上抵消了利率驱动的收益率扩张对资本价值的影响，也部分解释了为什么尽管风险溢价较低，但许多投资者仍在这一时期继续买入。此外，值得注意的是，与其他资产类别相比，在

欧洲核心商业地产收益率变化(部分城市), Q1/2022-Q4/2023



来源：第一太平戴维斯研究部

本轮周期的这个节点上，总体而言，房地产投资再一次在很大程度上填补了股票和固定收益之间的缺口

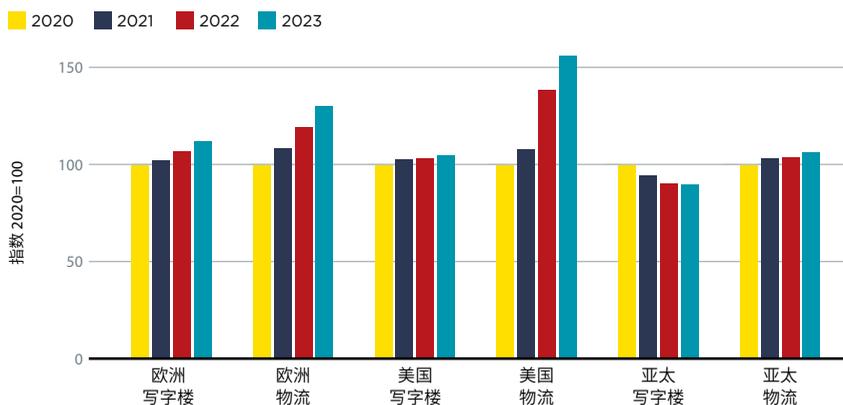
大幅波动

随着利率的持续走高，制度环境也会发生变化，两者并不相互排斥。由于宏观经济和地缘政治环境相对稳定，过去40多年因此被定义为“大稳

健”时期（尽管曾被全球金融危机短暂打断）。在此之前，20世纪60年代和70年代经历了一段波动时期，之后成为“大通胀”时期。

1985年到2019年之间，美国GDP年增长率平均偏差约为第二次世界大战后前四十年一半的水平。其中的大部分时间，核心商业地产各板块的

核心商业地产平均租金



来源：第一太平戴维斯研究部。平均租金基于主要地区市场的简单平均值。

回报率几乎没有分散。

现在，地缘政治、气候变化和科技进步等推动利率上升的结构性趋势正在引发更广泛的制度变革。这导致核心商业地产各板块的回报率波动加大，同时也推动了数据中心等新兴行业的出现。截至2019年的40年间，美国四大核心商业地产板块的年回报率平均偏差为2.8%。自2020年以来，这一偏差增加了三倍。

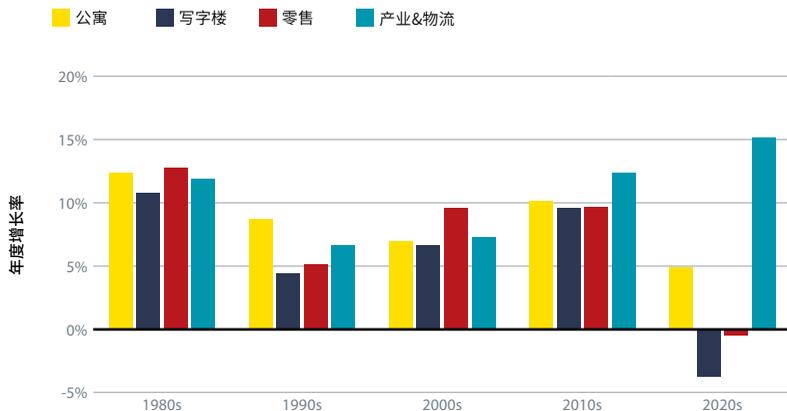
零和游戏

商业地产的结构性变化在某种程度上是一场零和游戏。一个板块的下行往往会催生其他板块的强劲回报。作为一种资产类别，商业地产的价值来自于其支持经济产出的能力；而随着经济变化，所需的商业地产类型也发生变化。

电商的增长曾重创了美国的实体零售业，其次是欧洲的实体零售业，然而却是过去十年间产业和物流板块发展的助力顺风。远程办公导致写字楼的出租率下降，却支持了部分市场郊区实体零售的复苏——这样的城市中心空心化被称为“甜甜圈效应”。

科技的进步更推动了这些趋势的发展，需要更多的设施来处理和存储数据。与此同时，气候变化也在分化不同板块的表现，支持拥有绿色认证的优质建筑获得回报，而环保程度较低的老旧房地产则会受到冲击。

美国商业地产各板块回报率



来源：第一太平戴维斯研究部引用Macrobond数据。以无杠杆投资为基础。

在这个“大波动”的新时代，存量选择至关重要，投资者行为已经受到影响。从根本上说，没有迹象表明全球投资者在减少对商业地产的投资配置。相反，他们似乎正在调整不同商业地产类别的投资，以配合宏观环境中这些重大主题的转变。十年前，写字楼约占全球商业地产投资的40%，其次是零售业，占22%，住宅占20%。去年数据显示，22%的商业地产投资在写字楼，住宅和产业与物流占到一半以上。投资意向调查显示，这一重新分配的趋势在未来几年将进一步显现。

转折点

商业地产投资的光辉岁月很可能

已经过去，取而代之的是利率走高、宏观经济更加动荡的新时代。从近几年的情况来看，市场也在迅速适应这种新常态。

在房地产收益率外移的支撑下，估值已经在很大程度上适应了较高的利率环境。展望未来，关键的问题是：当利率回调时，市场将如何定价未来的风险溢价？有一种观点认为，鉴于支持有力回报的各种利好因素，过去十年并不是风险溢价的合适基准。

然而，波动意味着更多的风险，投资者希望为此得到补偿。不断加剧的市场波动性导致各板块之间及板块内部的相关回报更加分散。在这个新时代，商业地产将一如既往地发挥重要

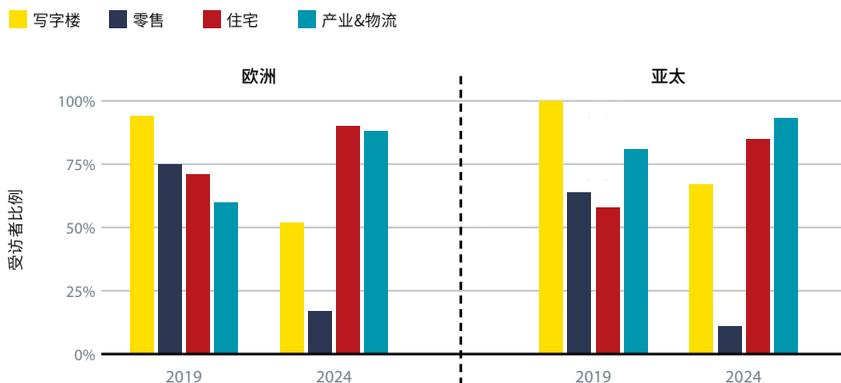
这个“大波动”的新时代， 存量选择至关重要，投资者行为已经受到影响

商业地产投资的光辉岁月很可能已经过去，取而代之的是利率走高、宏观经济更加动荡的新时代

作用，但投资者为应对波动，正转向配置那些更符合长期结构性增长动力的板块，同时也在探索更多新兴的商业地产领域，为降低被淘汰的风险也变得更加精于运营。

站在更远的未来回望我们所处的时代，如何应对投资格局中的这一转折将是其中的点睛之笔。■

投资意向：未来12-24个月投资偏好板块



来源：第一太平戴维斯研究部引用投资INREV/ANREV意向调查。

ADAM IRÁNYI
UNION INVESTMENT
REAL ESTATE
全球投资管理部主管



利率出现60年来最高的涨幅，再加上战争和高通胀水平，我们行业的长繁荣周期已戛然而止。造成当前严峻形势的并非“房地产”资产类别本身，而是更广泛的宏观经济形势。

资本市场的交易活动非常低迷，而租户市场却朝着另一个积极的方向发展。尽管在板块和地域上存在差异，租金表现一直非常强劲。

从收购的角度来看，我们仍然仔细甄选，保留资金储备，以便充分利用市场错位进行反周期投资。我们的重点仍然是更有韧性的资产类别，如物流、住宅和以食品为主的零售业等高度稳

定、多样化、具备持续现金流且易于管理的资产类别。

我们继续看好写字楼板块，虽然行业正经历分化，面临着疫情期间实施的居家办公所带来的挑战。符合ESG资质且交通便利、设施齐全的优质写字楼将继续受益于强劲的租金表现。随着各企业纷纷制定战略，让员工回到办公室工作，我们认为基金中“合适的”写字楼物业仍具有吸引力。

尽管投资市场并不景气，我们一直在积极出售资产，通过筛选或场外交易退出非战略性资产或业务计划已完成的物业，并将销售收益纳入我们的流动性持仓。

目前，房地产市场的模式正在发生转变。近年来，我们通过远期交易专注于新开发项目，但如今对现有物业的投资愈发重视。我们愈加重视对现有物业进行改造，以扩大规模、改善环境和ESG认证，从而吸引并留住高质量的租户。

资产管理的要求更严格，因此也变得更加重要。办公场所、购物中心和酒店需要更新服务才能满足用户的需求，而将用户需求与可持续发展相结合尤其需要创造力。