

文：OLIVER SALMON & CHARLOTTE RUSHTON

跨境投资及未来房地产市场

我们正处于全球宏观经济及地缘政治的转折点上。
跨境投资者的动态将如何影响房地产投资市场的演变？

根 据MSCI Real Capital Analytics的数据，去年，按照价值计算，跨境投资者占全球商业地产交易的20%（欧洲超过40%，亚太地区约25%，北美10%），在2010年代中期曾达到近30%的峰值。然而数据只考虑了买方所在地，通过第三方资产管理公司间接进入市场的全球资本被忽略。

跨境投资者如何应对全球宏观经济和地缘政治环境的拐点，将是房地产资本市场未来发展的关键。

混合资产类型

跨境投资主要有两种类型：一种是直接投资（FDI），通常是长期投资，一般涉及对企业权益的所有权；另一种是组合投资，时长较短、被动性较强，一般仅限于购买上市证券和其他金融资产。

跨境房地产兼具这两种投资的特

点。它是中长期投资—投资者通常按照五到十年的商业计划进行投资—且通常涉及直接所有权，会对资产有一些运营投入。由于回报的主要驱动因素相似，它和FDI也步调一致。总的来说，和投资组合流动（与利率差密切相关）不同，两者都以经济增长为基础。

不过，房地产也表现出证券投资的特点。它比FDI更加“国际化”，在这方面大致与金融市场类似，并由私人机构和基金经理主导—策略通常是分散上市投资风险，提高风险调整后的回报。

跨境投资者过去通常偏爱大型的较新的资产，并向门户城市倾斜。英国建筑性能评估体系（BREEAM）和能源与环境设计先锋奖（LEED）等环境认证为非国内投资者提供了建筑质量的有效标识，减少了与国内机构竞争时的信息不对称。在过去十年中，跨

境投资者在这些认证建筑的全球市场中所占份额平均超过45%。

由于机构资金占主导地位，这些投资者的策略往往具有明确主题，尤其是长途¹资本。这一点从近期的投资配置变化中可见一斑，随着相对回报率的变化，长途资本从写字楼转向物流业，走在了投资的前列。

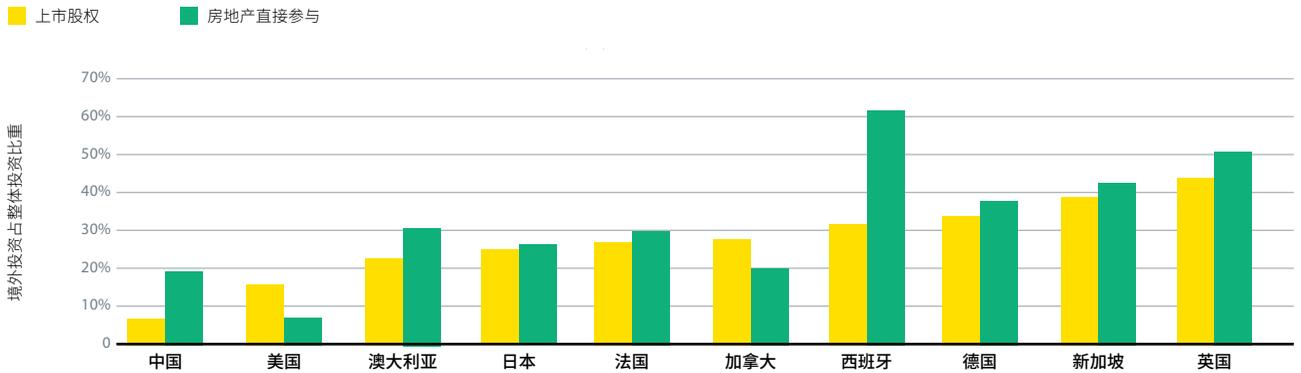
“慢全球化”而非去全球化

全球金融危机结束了1990年中国加入世界贸易组织（WTO）后开启的“超全球化”时期。此后，随着贸易自由化步伐放缓，全球一体化停滞不前，地缘政治紧张局势加剧，经济增长停滞不前，人们对全球化的热情也随之减退。

部分跨境交易—如直接投资—目前显示出放缓或去全球化的迹象。而其他一体化程度更高的全球贸易市场 ▶



境外资本在各国公开及私有市场参与情况



来源：第一太平戴维斯研究部使用MSCI Real Capital Analytics及经济合作与发展组织数据。数据为最新可用数据。

(以及作为其基础的复杂价值链)，则更适合用“慢全球化”来描述。

房地产市场属于后一类。作为全球GDP的一部分，跨境地产投资在2010年代上半期持续上升，然后在在更广泛的FDI流量萎缩的下半期趋于稳定。近期的投资下降很大程度上可以用周期性因素而非结构性因素来解释。

鉴于房地产市场的不透明性，跨境活动高度集中在规模最大、流动性最强、透明度最高的市场。这些市场通常营商便利度更高、企业管理充分、法规更加完善。过去十年中，超过三分之二的非国内投资发生在对房地产没有明显法规限制的市场²。

然而，这种情况正在发生变化。在过去十年中，尽管总体上趋于平缓，但跨境投资者已进入多元化的新市场。2014年，世界最大的五个城市（伦敦、纽约、巴黎、悉尼和东京）集中了全球30%以上的非国内交易。但去年，这些城市仅获得了18%的全球资本。在此期间，二线市场日趋成熟，投资者变

得更加成熟和多样化，推动全球投资广泛分散，这一趋势很可能还会延续。

随着市场成熟，跨境投资者也提高了风险偏好。虽然私人资本继续偏好核心资产（尽管不同板块会有差异），但私募股权和其他机构资本正更多寻求拥有和/或创造优质资产，而不论其国籍如何。

长途资本的短期投资

在全球交易分布方面，房地产与其他市场大致相同。研究表明，距离是预测跨境投资时的核心变量。这与预测广泛的全球贸易、移民和资本流动的“引力”模型一致。

这是可以直接观察到的。与国内投资者相比，海外投资可能缺乏机构

外商直接投资(FDI)及跨境房地产投资



来源：第一太平戴维斯研究部使用MSCI Real Capital Analytics及Macrobond数据。数据汇总自十大跨境房地产市场：澳大利亚、加拿大、中国、法国、德国、日本、新加坡、西班牙、英国和美国。四季度移动平均值。

¹ 在本文中，“长途”定义为任何区域外的资本流动，如美洲到欧洲、中东和非洲地区或亚太地区。

² 以经济合作与发展组织FDI监管限制指数为依据。

知识，因此风险更大。文化和商业惯例、语言等方面的障碍往往会随着距离的增加而增大，这些信息不对称可能会随着距离的增加而加剧。

随着风险增长，波动性也会增加。长途资本通常比短途资本更容易变化，因此在面临当前风险环境的拐点时更容易出现极端偏差。这在全球金融危机、疫情期间和近期利率驱动的经济衰退中都很明显。在不确定性加剧的时期，跨境资本也倾向于转向避险市场。

作为最大、流动性最强的市场，美国也是全球房地产的避险市场。在当前全球跨境投资周期性下滑的背景下，北美机构已经缩减了其全球活动，转而将重点放在国内部署上。这一在写字楼板块最为明显；尽管美国国内市场的基本面也处于低谷，2023年美国的对外投资仍比疫情前下降了近90%。

有意识的脱钩

地缘政治紧张的局面带来高昂



GETTY IMAGES

的代价。国际货币基金组织 (IMF) 估计，在最坏的情况下，地缘经济分裂造成的全球GDP损失可达7%，相当于英国和日本经济规模的总和。除了直接冲突之外，中美这两个超级经济大国的脱钩也是主要的催化剂，过去十年中，这两个国家实施的大多数政策干预措施共同影响了全球经济。

然而，房地产市场明确脱钩的直接证据有限。中国的资本账户保持相对“封闭”。2017年针对受限行业（包括房地产）“非理性”对外投资的管制收紧，以阻止资本外流并支持人民币。这是中国对外房地产投资活动明显下滑的主要驱动因素（而不是因为美国地缘政治局势紧张）。

对外房地产投资从2017年每年超

过300亿美元的高峰（其中大部分部署在美国），下降到去年23亿美元的低点，其中只有11%部署在远距离市场。

相比之下，入境投资则保持了相对韧性。在2017年特朗普政府挑起贸易战期间，美国投资者仍继续购买中国房地产，而亚太地区投资者则大幅增加了对中国大陆和中国香港的投资，资金来源没有明显的“中国倾向”或“美国倾向”之分。近期对中国的投资放缓主要由于其结构性经济放缓和国内房地产行业疲软，而非地缘政治因素，虽然确实因此中国作为投资目的地对某些机构更具挑战。

跨境投资活动未来展望

房地产资本市场不太可能受到去

世界日益分化, 经济增长疲软, 行业未来回报也会受到影响

64%

的全球投资者认为地缘政治是影响其
2024年投资决策的关键因素

\$1450亿

2023年跨境地产投资价值

全球化或地缘经济分化的重大干扰。双边跨境投资通常是在“友方”之间进行的, 意味着现有地缘政治紧张局势加剧的所造成的冲击有限。而全球货物贸易、直接投资或移民则不然。

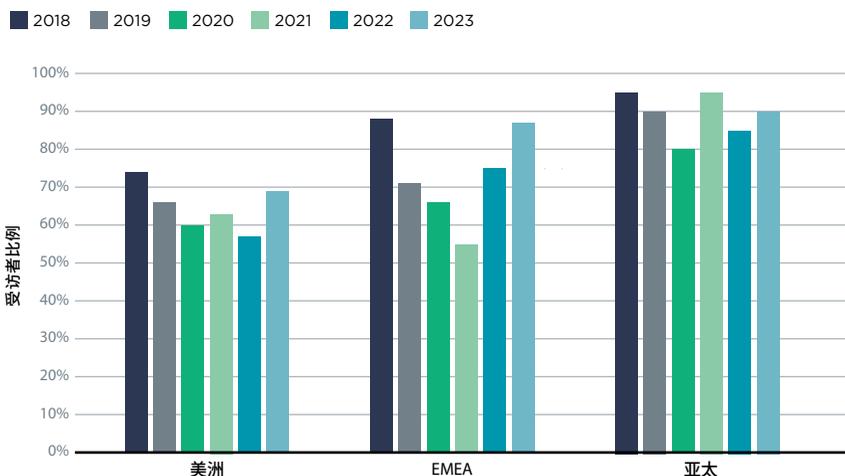
然而, 由于房地产是与GDP挂钩的资产类别, 世界日益分化, 经济增长疲软, 行业未来回报也会受到影响。与敏感行业相关的资产也面临地缘政治事件的风险, 例如, 物流中心对具有重要战略意义的商品流通不可或缺; 生命科学对提供医疗服务至关重要; 住宅板块也具有政治敏感属性等。但是, 风险和机遇是同一枚硬币的两面, 同样的板块既为跨境资本提供投资机会, 也使其接触到这些地缘政治趋势 (如近岸外包/在岸外包等), 并实现本国市场以外的多元化。

随着风险情绪改善 (尤其是长途资本), 全球投资者对投资非本土市场的愿望提升, 这将支持跨境投资的周期性复苏。近年来, 中国对全球一体化的态度变得更加保守, 放松资本管制并促使对外投资复苏的可能性较低——在高峰时期, 中国对外投资约

占全球跨境交易活动的10%。但是, 随着价值回归、投资者认识到美国以外地区投资回报的差异, 预计美国大型私募股权投资集团将重返全球市场和写字楼板块。

第一太平戴维斯跨境投资主管 Rasheed Hassan 预计, 中国资本的缺席将被其他投资来源的增长所弥补。他说: “其他地区的主要资金管理方, 如澳大利亚养老基金, 目前仍专注国内地产投资, 但未来将需要

计划进行境外投资的机构



来源: 第一太平戴维斯研究部使用2023年机构房地产配置监测数据

地缘政治问题

脱欧后英国重新成为优秀的欧洲跨境市场

拓至本国市场以外,进行多元化投资,”Hassan表示。“加拿大养老基金也可能继续扩大在欧洲和亚太市场的业务。”

中国以外的亚洲投资者更有可能拓展其全球业务。与美国和欧洲的机构相比,区域内的机构在房地产方面的配置普遍偏低,而且在配置中普遍表现出较少的本土偏好。

Hassan说:“总体而言,我认为找到投资者还未涉足的空白还是相对容易,但要找到他们未来方向的模式及原因比较困难。”

他最后强调:“多元化始终是探索新市场的一个有力的根本理由,但进入某些地区市场仍然充满挑战。例如,在亚洲,只有少数几个市场既容易投资,又能为长期投资者提供让人信服的回报,而美国市场虽然规模庞大,但如果没有强大的当地合作伙伴,也很难进入。” ■



虽然房地产投资者的动态可能不会明显体现去全球化的溢出效应,但地缘政治的紧张局势仍旧会产生影响。由亚洲非上市房地产投资协会 (ANREV)、欧洲非上市房地产投资协会 (INREV) 和养老地产协会 (PREA) 开展的一项调查显示,64%的全球投资者认为地缘政治是影响其2024年投资决策的关键因素,重要性仅次于利率和通货膨胀。

回顾过去,我们可以看到地缘政治事件是如何直接影响投资的。2016年英国脱欧公投后,尽管英镑汇率大幅下跌带来了积极的货币套利,英国在欧洲跨境入境投资中所占的份额仍从35%左右下降到2019年的20%以下。虽然同时还有其他因素作用,但由于英国脱欧的实际意义不明,部分在英投资情绪仍受到抑制。自2020年(英国脱欧)以后,英国重新成为欧洲突出的跨境市场。

在其他地区,2022年俄乌冲突爆发后,很多投资者停止在区域内的活动,与乌克兰、白俄罗斯和俄罗斯接壤的欧洲市场投资急剧下降。2023年,这些市场的投资与10年平均水平相比共下降了72%,而同期全球总投资仅下降了34%。

“多元化始终是探索新市场的一个有力的根本理由”