



房地产投资

新策略

SHUTTERSTOCK

上一周期是房地产投资的黄金时代——但这样的盛况不太可能重现。投资者需采取新策略才能锁定期望的回报

文：OLIVER SALMON

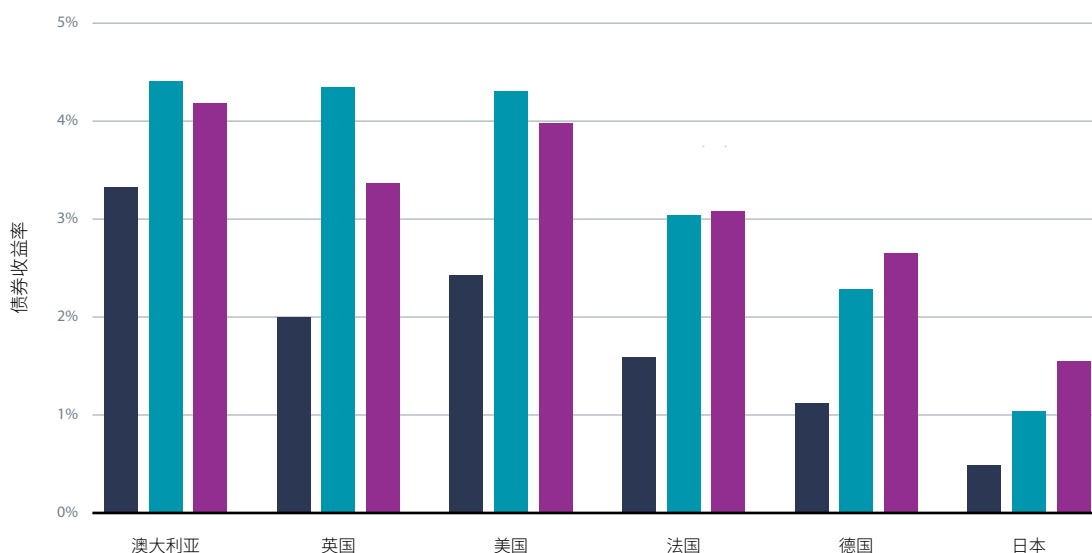
随着新的房地产周期到来，我们需知历史不会简单重复。上一个周期从全球金融危机的废墟中开启，堪称投资者的黄金时代，但希望能够复制同样成功的人可能会失望。新冠疫情已经引发宏观经济格局的范式转变，未来需要新的策略来应对三大挑战。

首先，结构性变化加速将导致更多波动。未来存在更多不确定，商业周期缩短，资产回报之间的差异拉大。其次，利率正经历实质性重置。再次，全球经济正回归长期停滞的环境，人口老龄化和劳动力萎缩都将导致个人需求疲软。

房地产市场也在演变。“资本市场规模更大、透明度更高、更成熟，这意味着竞争更激烈，获取超额利润的机会更少，”第一太平戴维斯全球跨境投资主管Rasheed Hassan表示。“机构配置趋于稳定，新入资金更加稀缺，租户需求也变得更加复杂及多样化。租户要求在使用建筑和与房东签约时拥有更大的灵活调整空间。”

长期政府债券收益率

■ 2010-19年平均水平 ■ 2024年底水平 ■ 2030年水平预测



来源：第一太平戴维斯研究部引用牛津经济研究院数据

投资房地产的核心理由

这些挑战并非无法克服，但投资环境的变化也要求投资者采取更积极主动的策略。要理解这一点，首先需要思考投资者为何选择投资房地产。

对多项资产的投资者来说，最常提到的理由是分散风险。过去，房地产一直提供的是与其他资产类别相关性较低的稳健回报——介于股票和债券之间，既能提供稳定的收入，又能实现资本增值。然而，尽管投资者常常强调稳定租金收入的重要性，但是真正让他们坚定持有的是资本价值的增长。

这一点在未来几年会更加重要。随着利率重新上调，追求收入的投资者如今在固定收益领域有了更多选择。例如，目前美国投资级公司债券的到期收益率为5-6%，欧元区为3-4%——与优质房地产的初始收益率相差无几，但前者流动性更高，违约率极低。此外，较高的利率也限制了投资者通过低成本债务杠杆化收入回报的空间。

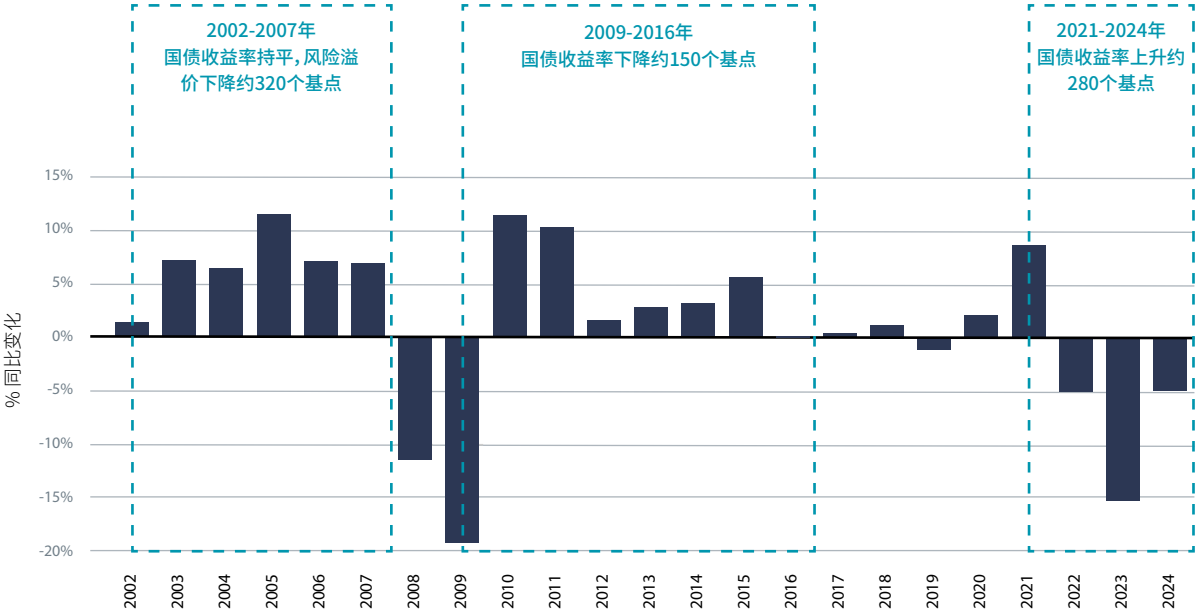
因此，当前投资房地产需要对资本价值的前景拥有更强的信心。资本价值增长主要依赖两大驱动力：收益率压缩和租金增长。但在本轮周期中，两者均无法保证。

首先，房地产收益率与长期政府债券收益率加上风险溢价同步变动。对过去两个主要房地产周期的分析显示，债券收益率和风险溢价均对回报产生影响。2002-2007年，风险溢价的下降得益于充裕的资金、金融市场风险偏好上升以及强劲的经济增长。而在2010-2019年，关键因素是债券收益率的下降，这源于央行资产负债表扩张和零利率政策。

展望未来，尽管央行政策利率仍在放松，长期利率已经达到或接近预期稳定水平。同样地，由于房地产收益率未能跟上债券收益率的上升步伐，风险溢价已处于极低水平。因此，在复苏阶段，收益率压缩的空间非常有限。

在收益率仍有压缩空间的时候，这一过程将迅速完成。事实上，在竞争性投标的推动下，部分市场和行

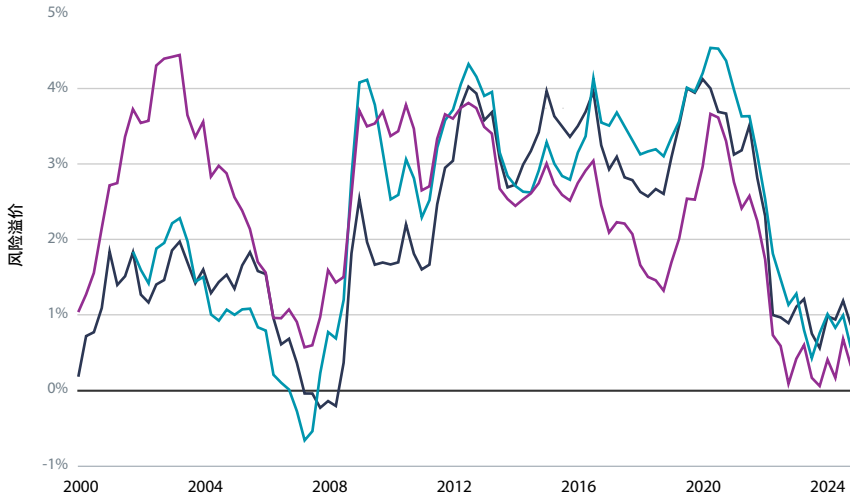
美国基于收益率变动的全物业资本价值增长



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI数据

房地产风险溢价处于或接近历史低点

■ 澳大利亚 ■ 英国 ■ 美国



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI及Macrobond数据。风险溢价为全物业收益率与十年期政府债券收益率之差。

业已经出现收益率下降。这也解释了为什么私募股权等更偏向机会型的投资者在过去12个月愈发活跃。

如果没有收益率压缩，资本升值就只能依赖租金增长。但租金的前景同样喜忧参半。房地产是和GDP挂钩的资产类别，因此租金增长与经济增速密切相关。全球经济增长持续放缓，意味着租金前景不容乐观。

因此，被动投资策略在本轮周期中可能表现不佳，投资者想要实现以往的回报还需加大投入。Hassan提出的一种策略，即向风险更高的领域转移。“增值型与机会型投资者将继续寻找市场中的错配机会，探索新兴行业与地区，并通过翻新或改造现有物业的策略来创造价值。”

“但这一赛道正变得越来越拥挤，且对于许多支撑全球房地产资本市场的风险厌恶型机构投资者并不适合。而高风险投资者则依赖这些机构作为退出策略，因此核心投资者的流失将引起整个市场的连锁反应。”

另一选择是制定更有可能实现收入增长的策略来支撑资本价值，投资者围绕这一目标已形成广泛共识。 ▶



ALEX JEFFREY

第一太平戴维斯投资管理首席执行官

“

过去几年的资本市场相当平淡，许多机构选择观望。然而，自2024年年中以来，美联储开始行动，全球一些选举问题尘埃落定，部分资金重新流入市场。

但我们并不预期市场活动会出现急剧的V型复苏。部分原因在于利率不太可能快速下降——鉴于系统中仍存在顽固通胀——同时许多主要市场仍缺乏经济增长动力。因此，机构和基金管理公司需要加速重返市场。

从更长远的角度看，房地产配置比例已不再增长，全球平均水平趋于稳定。过去十年市场受益于目标配置比例上升和投资者对房地产配置不足的双重利好，和现在的情况形成鲜明对比。

这一变化从根本上改变了投资者的心态，焦点转向真正具备行业运营专业能力的领域。投资者不能再依赖收益率压缩——尽管这在抓住周期中的恰当时机入场仍可实现——而是需要通过基础收益率以及提升资产吸引力来获取回报。

”

另一种顶层视角：主题投资

从自上而下的角度来看，“主题”策略正日益流行。在充满不确定的时期，投资者往往会寻找能够跳脱商业周期的策略。为实现这一目标，主题基金会关注长期结构性经济增长驱动力而非传统行业和地区。

许多主题投资的趋势相对可预测。例如，我们知道人均寿命延长和出生率下降导致目前全球人口的老龄化。即使某些趋势的影响尚不明确，高确定性的主题依然存在：以人工智能为例，它将会对社会产生广泛影响，且无论如何都将催生更多对数据处理和存储能力的需求。房地产作为生产要素，在塑造所有大趋势中都扮演着核心角色——无论是支撑城市人口持续增长，还是缓解人类行为对气候变化的影响。

这种向主题投资的转变并不是房地产业独有的。晨星(Morningstar)数据显示，全球主题股票基金的资产管理规模在过去五年已经翻倍，截至2024年年中达到5620亿美元。这一增长很大程度源于新冠疫情的催化，它加速了结构性变革，推动主题投资的流行。

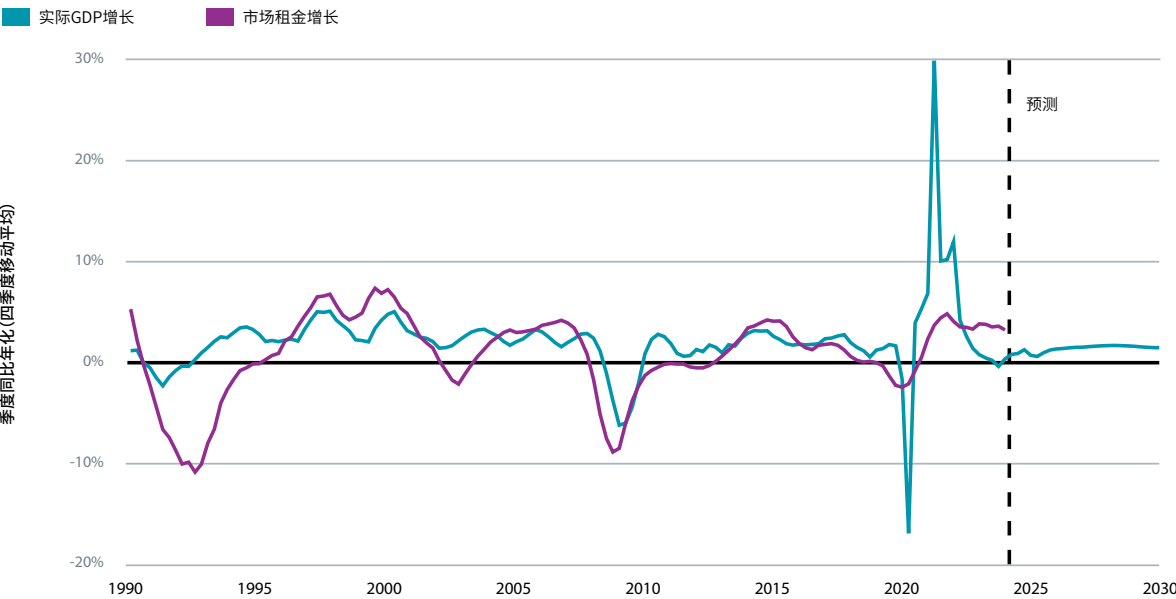
主题投资也不是新现象。在这一趋势推动下，房地产配置转向结构性需求驱动的领域，如“居住与仓储”(beds and sheds)。同时，投资范围也在扩大。投资者不再局限于传统行业，而是探索更广阔的居住领域(学生公寓、养老社区、共享居住)、数据中心、医疗、教育及自助仓储等资产。这些范围的全球投资占比从2008年的不足4%升至去年的近13%。

所有房地产都是运营性资产：投资者需关注租户需求

自上而下的主题策略需搭配更主动的自下而上执行。这包括标的筛选和灵活的策略实施。标的筛选的重要性贯穿房地产业的始终，因为与公开市场不同，投资者难以广泛分散风险。更重要的是，随着“所有房地产都是运营性资产”成为共识，未来投资者需要更积极地管理资产。

在运营性房地产中，回报与租户表现高度相关。房地产业本质上是运营密集型业务——部分收入和成本是由建筑性能及租户表现决定的。过去，许多运

英国全物业市场租金增长与GDP长期关联



来源：第一太平戴维斯研究部引用MSCI及牛津经济研究院数据

房地产的价值创造正从物理空间的设计与使用， 转向为租户提供附加服务

营风险被转嫁给租户（例如通过“全维修保险”租赁条款，租户自行承担多项运营成本），或外包给第三方（如租金收取和物业维护）。

这一模式正在发生变化。主题投资的核心观点在于，房地产不应是可标准化交易或租赁的商品，而是“产品+服务”的结合体，为租户业务增值并提升其福祉。

投资者可以从租户体验出发，设计更符合其需求的空间，帮助租户提高出勤率或生产力（如提供合作空间或完善的配套设施）或助力实现更广阔的企业目标。投资者需紧跟租户的脚步：能够吸引租户入驻的物业自然也可以支撑更高的回报，降低被淘汰的风险。

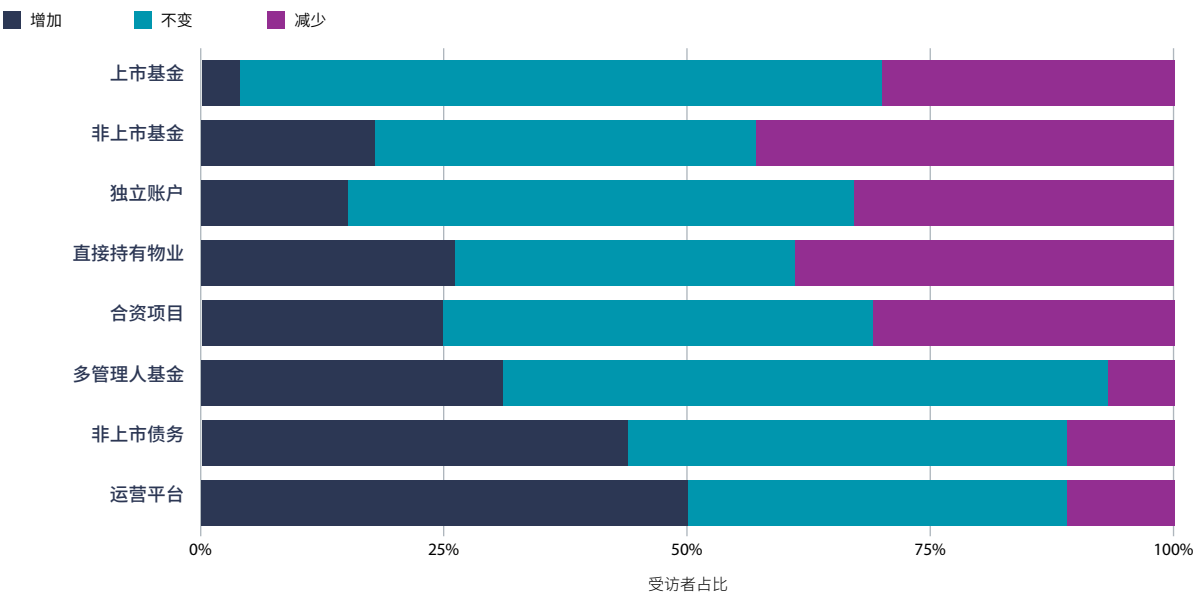
房地产的价值创造正从物理空间的设计与使用，转向为租户提供附加服务（即“房地产即服务”模式）。

这种转变不仅能开辟新的收入来源，还能实现收入多元化。以办公空间的“酒店化”为例——借鉴酒店业的用户中心理念，打造更注重体验的办公环境。同时，智能建筑和数据分析的应用可提升运营效率并降低成本。

这一模式要求投资者与租户深化协作，以快速响应需求变化。更紧密的业主与租户关系能增强客户黏性，从而获得租金定价权，既支持租金与资本价值增长，又减少资产淘汰风险（尤其是在租期缩短的大环境下）。

大型机构投资者已敏锐捕捉到这一趋势。未来两年，欧洲机构投资者将优先选择“以服务为核心”的运营平台作为房地产市场的关键入口。新一轮的房地产周期虽刚刚起步，其轮廓已逐渐清晰。 ■

未来两年欧洲机构房地产配置预期变化



来源：第一太平戴维斯研究部引用国际房地产基金会 (INREV)《2025年投资意向调查》