

房地产市场展望

2019

大中华区

CBRE

03

报告摘要

05

经济展望

中国大陆

09

写字楼

中国大陆

16

零售物业

中国大陆

23

工业物流

中国大陆

30

投资市场

中国大陆

35

香港市场

50

台湾市场

大中华区市场趋势

贸易争端前景未明

2019年中美贸易争端将持续影响大中华区的企业经营预期，并拖累经济增速至少0.5个百分点。制造业料将继续考虑搬迁中国大陆的生产设施，而中国台湾地区的需求则因劳动密集型制造业企业回归而上涨。尽管目前仅有少数中国港口城市的贸易公司缩减办公面积的实例，但商业环境的进一步恶化可能会波及金融和商业服务行业的写字楼需求。

科技企业需求增长预期放缓

2018年，北京、上海和香港的TMT租户总计租赁面积逾50万平方米，同比上涨117%。然而，融资、招聘和行业统计数据表明TMT企业2019年的增长可能放缓，这一趋势下我们预计TMT企业将适当增加共享办公空间的使用以应对，而非诉诸于长期固定租约。同时行业的积极面继续孕育，人工智能、云计算等新技术在金融、制造和零售板块的广泛运用将会催生新的写字楼租赁需求。

共享办公持续活跃

2018年，共享办公在大中华区写字楼市场上高歌猛进，全年吸纳面积约50万平方米，为2017年的三倍。2019年共享办公将继续扩张，但增速可能放缓。一方面，在香港等空置率较低的市场，业主对引入共享办公空间持谨慎态度，尤其是欠缺经验的运营商。另一方面，共享办公运营商更多要求业主提供租金补贴和利润分成的轻资产倾向也将拖慢其脚步。规模效益将日益为领先的国际和国内共享办公品牌带来竞争优势，并可能促成更多的并购交易。

零售革新继续演进

世邦魏理仕预计，零售商和业主将更多地运用大数据、增强现实等新技术手段来整合线上和线下的平台，最终实现全渠道模式。这一进程不仅将催生更丰富的新零售业态并激发新的租赁需求，而且有助于优化效率及推升门店运营表现。2019年的另一大趋势在于跨界门店的不断涌现，该模式将延长消费者的店内逗留时间并增大交叉销售的机会。

新基础设施加速城市群崛起

作为中国目前增长最快的经济区域，包括港珠澳大桥在内的新建跨境基础设施正加速粤港澳大湾区内人员、货物和服务的流动。粤港澳大湾区、长三角和京津冀这三大城市群的区域一体化进程将继续带动周边二三线城市的物流设施需求。这些大城市群和物流枢纽的成熟尚需时日，并在未来引领大中华区的经济增长。

大宗物业投资市场谨慎乐观

尽管面临中美贸易争端、写字楼需求渐弱等压力，2018年大中华区商业地产投资市场依然录得3,970亿人民币的可观业绩。2019年诸多影响因素犹存，但在货币宽松政策的支持下，预期内外资买家将继续在中国寻求投资机会。自用型和长线投资型买家料将活跃于香港市场。台湾市场将继续由本地需求驱动，中美贸易争端影响下的台企回归将激发当地的工业土地和物业的投资。2019年，不断累积的经济风险将使资本价值更加理性，大中华区整体收益率预计将稍有上升。



2019年主要城市物业市场租金及空置率预测

城市	年增长或变动方向	写字楼	零售	工业物流
香港	租金	-2.5%	0.0%	2.5%
	空置率	↑	→	↓
台北	租金	1.5%	0.4%	N/A
	空置率	↓	→	N/A
北京	租金	0.1%	1.8%	4.9%
	空置率	↑	→	↑
天津	租金	-1.3%	0.5%	2.5%
	空置率	↑	↓	↓
大连	租金	-1.6%	0.5%	0.0%
	空置率	↑	↓	↓
沈阳	租金	-4.0%	0.4%	0.0%
	空置率	↓	↓	↑
青岛	租金	-1.6%	-0.5%	-0.3%
	空置率	↑	→	↑
上海	租金	-0.3%	1.0%	5.5%
	空置率	↑	→	↓
南京	租金	1.8%	2.0%	5.5%
	空置率	↓	↓	↓
杭州	租金	0.3%	2.0%	3.0%
	空置率	↑	→	↓
宁波	租金	-0.5%	1.0%	3.0%
	空置率	↑	→	↓
苏州	租金	0.3%	2.0%	3.5%
	空置率	↑	↓	→
无锡	租金	-0.5%	1.5%	2.8%
	空置率	↑	↓	↓
广州	租金	5.7%	1.4%	3.0%
	空置率	↑	↓	↓
深圳	租金	0.1%	1.0%	3.0%
	空置率	↑	↑	→
成都	租金	0.0%	0.9%	0.5%
	空置率	↑	↓	↑
重庆	租金	-1.8%	-0.5%	-2.5%
	空置率	↑	↑	↑
武汉	租金	-3.0%	0.5%	0.0%
	空置率	↑	↓	↓
长沙	租金	-2.8%	0.1%	N/A
	空置率	↑	↑	N/A



经济展望

中国大陆

由于去杠杆化、供给侧改革和中美贸易冲突，2018年中国经济下行压力显现。2018年第四季度GDP增长率降至6.4%，是2009年第二季度以来的最低增长率。



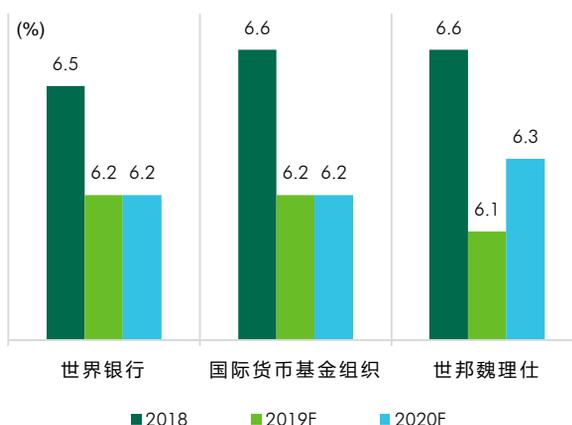
逆风前行考验经济韧性



2019年，面临中美贸易争端和国内经济转型的双重压力，中国GDP增长将进一步下探。减税、区域一体化、刺激国内消费和扩大开放等多项措施将令中国经济更具韧性。

2018年，内部持续去杠杆、供给侧改革与外部中美贸易摩擦快速升级相叠加，中国经济下行压力有所显现。全年GDP增长6.6%，但同比增速逐季下滑，第四季度增速降为6.4%，创出2009年二季度以来的新低。12月经济数据显示，出口、制造业、消费、房地产投资和销售增速继续下滑。世邦魏理仕最新预测将2019年中国经济增长下调至6.1%。

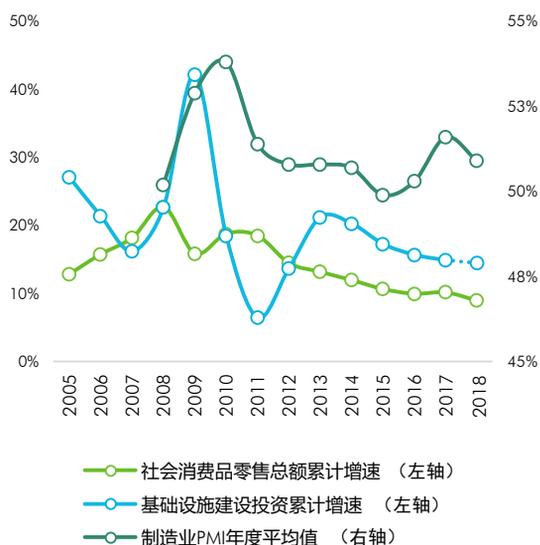
图表1：中国经济增长预测



数据来源：万得资讯，世邦魏理仕研究部，2019年1月

逆风前行考验经济韧性

图表2：制造业PMI、基础设施建设与社会消费品零售总额



数据来源：国家统计局，世邦魏理仕研究部，2019年1月

12月初中美两国领导人在阿根廷G20期间会晤后，中美贸易争端迎来了90天的“休战期”。美国暂缓对价值2,000亿美元的中国进口产品施行25%的额外关税（现行10%额外关税），中国则表示将从2019年1月1日起的3个月内暂停征收对原产于美国的汽车和汽车零部件的加征关税，并恢复美国大豆进口。

尽管缓和迹象已经出现，但中美贸易争端或者说竞争关系的长期性将成为2019年乃至此后影响中国经济的重大不确定因素。2019年中美贸易最具可能性的走向有二：贸易摩擦继续升级或者贸易更为平衡，而这两种走向叠加2018年“抢出口”透支效应均意味着贸易顺差减少后净出口将拖累中国经济增长。

贸易争端下制造业亦面临更严峻的宏观环境。官方制造业PMI新出口订单指数2018年6月以来持续处于荣枯线以下，11月广交会上对美出口订单金额骤减30%，规模以上工业企业利润增速也已出现高位回落。2019年，受大宗商品价格下跌、国内外需求减弱影响，预计工业企业利润增速将随PPI一起继续下行。制造业增长和投资的亮点仍将是代表供给侧改革和产业转型升级方向的信息技术、生物、装备制造等高科技制造业和战略性新兴产业。

受经济和收入预期变差、车辆购置税优惠取消后汽车消费大幅下滑影响，2018年国内消费减速明显。全年社会消费

品零售总额增速为9.0%，较2017年下降1.2个百分点，为2000年以来最低值。2019年随着个税起征点调高、个税专项附加扣除的利好效应逐步释放，预计消费增速下滑趋缓并有望企稳，继续担纲经济增长的主引擎。

12月的中央经济工作会议对2019年的经济下行压力并不讳言，同时表示需要加强逆周期调节以稳定经济总需求。2019年的财政政策将加力提效，预算赤字率预计将向3%靠拢，减税规模在2018年1.3万亿的基础上将进一步提升：个人所得税专项附加扣除的实施细则也已公布且将与2019年开始执行，而增值税税率有望继2018年5月后再次下调。

积极财政政策的另一个发力方向是基础设施建设。受非标融资和政府隐性债务监管趋严的影响，2018年上半年基建投资增速持续下滑。下半年随着基建补短板启动，10月起基建投资增速出现复苏信号。中央经济工作会议提出2019年要较大幅度增加地方政府专项债券规模，且新增地方债限额将提前至年初下达，预计2019年基建投资增速将温和反弹托底经济。投资重点除乡村振兴和粤港澳大湾区、长三角、京津冀为代表的区域一体化等传统领域外，人工智能、物联网等新型基建投资的力度将加大。

2019年的货币政策将以稳增长为导向，松紧适度，保持流动性合理充裕。在稳金融大背景下，2019年不具备推出大水漫灌式的强刺激货币政策的可能性，预计M2和社融增速均较2018年温和回升。改善货币政策向实体经济、尤其是受贸易战影响较大的民营经济的传导机制、实现结构性宽信用是关键所在。除继续使用降准、中期借贷便利（MLF）和逆回购等数量型工具外，央行2019年降息或定向降息的可能性正在上升。12月19日央行创设定向中期借贷便利（TMLF），利率3.15%，较MLF优惠15个基点，申请条件为获得资金后具备进一步增加小微企业、民营企业贷款的潜力的大型银行。事实上，此举已经可以被认作是针对民营企业的结构性宽松和降息。

2019年国内货币政策宽松的外部制约因素依然存在，但约束性开始逐渐减弱。12月20日美联储如期进行2018年内的第四次加息，将联邦基金利率目标区间上调25个基点至2.25%-2.5%。同时美联储表示当前利率已抵达中性利率低端，点阵图预示2019年将加息两次，低于9月议息会议预期。美联储加息预期减弱意味着国内货币政策将获得更大的腾挪空间。

逆风前行考验经济韧性

当前中美经济周期错位和货币政策分化将对2019年人民币汇率形成一定程度的贬值压力，尽管近期人民币1年期NDF隐含的贬值预期低于1%，但贸易战导致的不确定性对贸易顺差乃至经常账户顺差的负面影响可能进一步拖累人民币汇率走势。贬值预期和顺差减少对外汇储备形成的威胁将令政府延续资本管制。

2019年房地产市场的政策定调有所放松，在坚持“房住不炒”定位的同时，强调因城施策和构建长效机制，意味着此轮调控的政策底部已经出现。近期少数城市已部分放松限售、限价、限购等调控措施，商业银行房贷利率也有所下调。预计2019年库存水平较高、财政压力较大的三四线城市有进一步政策松绑的可能，但市场基本面的投资潜力欠缺以及棚改推进力度和规模缩小将抑制销售提振的空间。

鉴于开发商土地购置增速2018年三季度后逐渐趋缓，其滞后效应预计将带动2019年房地产开发投资增速下滑。松紧适度的货币政策和结构性宽信用背景下，2019年开发商的国内融资环境将较2018年有所改善，但幅度有限；销售放缓和债务到期高峰双重压力下中小发展商的现金流仍面临挑战，行业兼并收购将保持活跃。

2018年是中国改革开放40周年。2019年，改革开放将沿着产业升级、区域一体化、制度创新、行业开放等多个方向进一步深化：粤港澳大湾区规划出台、科创板设立、医疗和教育领域扩大开放等大事件都将为面临内外挑战的中国经济带来新的活力。

2019年房地产市场的政策定调有所放松，在坚持“房住不炒”定位的同时，强调因城施策和构建长效机制，意味着此轮调控的政策底部已经出现。



写字楼

中国大陆

部分科技子行业的活跃需求和共享办公的持续扩张，有望在2019年支撑写字楼租赁市场。

中美贸易争端影响持续



2019年，中国写字楼市场将在中美贸易争端、科技行业增长放缓、新增供应持续井喷等诸多挑战中奋力前行。共享办公继续整合并转换经营模式，而中国经济的进一步开放有望激活外资企业的写字楼需求。

与2018年中国经济的起伏脉络仿佛，写字楼需求亦呈现前高后低的趋势。TMT和共享办公继续扩张，但受下半年经济增长减速和P2P在严监管、去杠杆下再次爆雷的影响，全年新增需求为537万平方米，同比下跌12%。2019年，中国经济增速将进一步放缓，中美贸易争端前景未明也给企业在华业务决策增添了不确定性。有鉴于此，我们预测2019年全国17个城市写字楼新增需求总量将小幅下滑至约530万平方米。

中美贸易争端对写字楼影响将更加清晰

中美贸易争端是2018年全球大事件之一。爆发至今，中美贸易争端对国内制造和贸易领域的影响最为直接和重大，并已开始影响工业地产市场。在写字楼市场上，除广州、

宁波等地出现零星外贸公司缩减面积的个案外，贸易战的影响迄今并无明确表现。

然而，贸易战对市场预期的潜移默化或已开启，且不容小觑。从2018年的净吸纳量数据来看，经济贸易依赖度更高的港口和沿海地区城市的写字楼新增需求出现较为明显的滑坡，而内陆城市则表现相对平稳。这一差异可能与贸易战不无关系。世邦魏理仕对各主要城市产业结构和写字楼租户构成受贸易战的影响程度进行分析，结果显示贸易战对写字楼存量需求的直接影响为10%左右，其中四个一线城市受到的影响较大。

科技企业高速扩张能否持续

图表3：写字楼市场净吸纳量（4个季度移动平均）



注：港口城市包括大连、天津、青岛、宁波、上海、广州、深圳；沿海地区城市包括沈阳、北京、无锡、南京、苏州、杭州；内陆城市包括武汉、长沙、成都、重庆。
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

科技企业高速扩张能否持续？

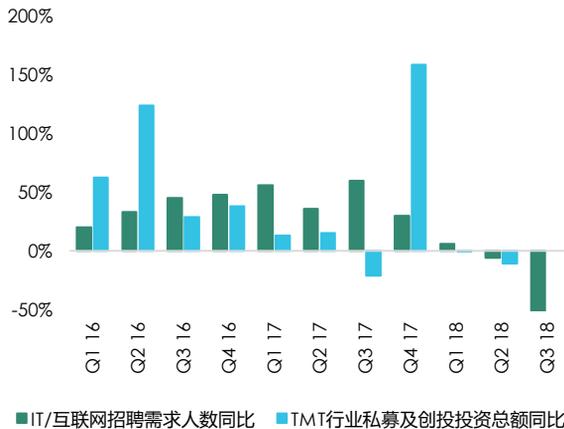
2019年国内写字楼需求的另一重不确定性来自于前些年大热的TMT行业。普华永道最新的《MoneyTree中国TMT报告》显示，2018年上半年TMT行业风险投资总额为363亿美元，有统计数据以来首次出现同比下跌。从中长期来看，中国移动互联网活跃用户已突破11亿，2018年新用户增长仅为2,000万。企业用人数据也反映出相似的趋势。智联招聘数据显示，进入2018年以来，IT/互联网行业招聘需求人数同比增速明显下滑，二季度和三季度连续出现负增长。

尽管我们认为2019年TMT租户的写字楼需求增长将有所放缓，但同时看到行业积极的一面也正在孕育。人工智能、

云计算、物联网等子行业继续高速发展，并通过与金融、制造、零售、医疗、教育、交通等各个经济领域的融合创造出新的商业机会，尤其是企业端业务。5G在2019-2020年逐步推向商用不仅将开启新一轮的通信行业投资大幕，更为重要的是，它将为上述TMT子行业的加速发展铺设新一代的基础设施。

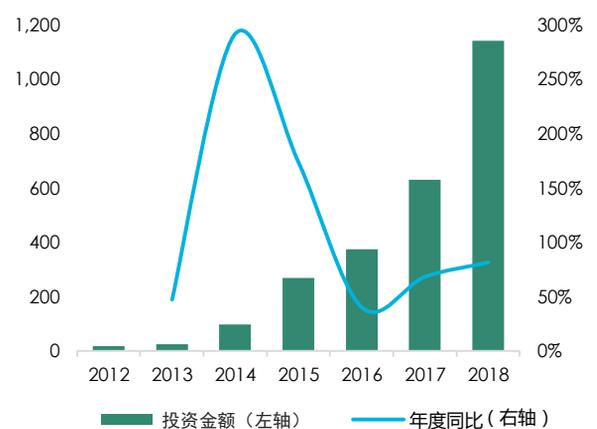
此外，移动视频、数字阅读等集中度相对较低的消费者端子行业仍有充足的增长空间；而2018年底网络游戏版号审批重启和2019年科创板的推出也将为TMT行业的需求增添积极因素。

图表4：TMT风险投资金额与互联网行业招聘需求人数（同比变化）



数据来源：普华永道，智联招聘，世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表5：人工智能风险投资金额与增速（人民币，亿元）



数据来源：IT桔子，世邦魏理仕研究部，2019年1月

共享办公力争成为企业房地产常规选项

共享办公进入下半场，能否成为大中型企业的房地产常规选项是未来发展关键

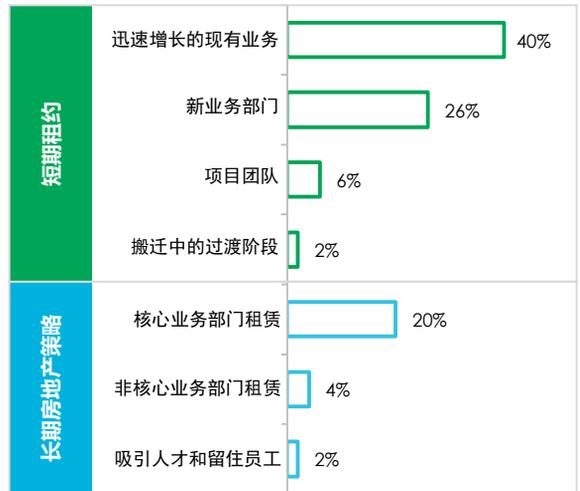
2018年共享办公在国内主要城市继续跑马圈地。世邦魏理仕的研究数据显示，2018年9个主要全国性共享办公品牌在7个国内主要城市新增125个网点，新增工位超过10万个，均较2017年有明显增长。上海已成为亚太地区最大的共享办公市场，共享办公在写字楼面积中的占比高达3.5%。

大举扩张之际，共享办公的行业集中度也不断提高，并购整合频繁出现。2018年，我们从公开资料获取的共享办公大型并购交易达6笔，而2017年仅为2笔。同时，资本投向也呈现向头部企业集中的趋势，2018年优客工场、氩空间、梦想加等国内共享办公规模排名前五的企业获得投资接近95亿元，在行业总计获得投资额中占比超过九成。

2019年，随着行业整合继续推进，预计共享办公的扩张速度将略有放缓。根据我们的初步调研，主要共享办公运营商2019年在国内六个一二线城市总体将保持积极扩张态势，但在北京、上海这两个共享办公主要市场，四成左右的运营商表示2019年的布点速度将有所放缓。此外，共享办公运营商更多要求业主提供租金补贴和利润分成的轻资产倾向也将拖慢其脚步。但与此同时，共享办公在选址上更为青睐核心地段（81%）和写字楼（76%），因此对写字楼需求的影响并不会明显弱化，而这一选址偏好也与共享办公意图吸引更多大中型企业租户的发展策略契合。

世邦魏理仕对2018年大中型企业租赁共享办公案例的分析显示，TMT租户对采用共享办公的接纳度最高，占全部租赁交易的50%；而金融业单个租户租用工位数最大。目前大部分大中型租户（74%）对租赁共享办公仍持短期态度，主要目的是兼顾业务发展和办公地点的灵活性。2019年，由于经济不确定性的上升，共享办公反而为经营预期不明的企业业务单元提供了一种理想的解决方案。此外我们同样看到，在20%的租赁案例中，大中型企业已经将共享办公纳入到其核心部门的企业房地产长期策略中。未来共享办公能否成为大中型企业的常规房地产选项，如何妥善解决企业在信息安全、企业文化完整性等方面的诉求将是关键所在。

图表6：大中型企业租赁共享办公的原因



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

进一步改革开放利好外资企业写字楼需求

进一步改革开放的积极因素将逐步显现

2018年是改革开放40周年，中国对外开放的力度进一步加强。7月，2018年版《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》实施，在金融、汽车、农业、矿产等多个领域推出22条开放措施。随后，习近平在11月上海进博会的主旨演讲时表示要放宽教育、医疗等领域的外资股比限制。

随着证券、期货和寿险行业外资股比提高至51%，以及后续进一步开放路线图的公布，相关领域的外商投资表现活跃。新能源汽车的股比限制完全取消则换来了特斯拉超级工厂在上海落地以及宝马的增资扩股。

我们预计这些新增外商投资以及2019年更多此类案例的出现将成为今年写字楼上外资租户需求的新增长点。此外，国内金融政策体系的变革也将为写字楼需求带来积极影响。银保监会于12月初发布《商业银行理财子公司管理办法》，随后中国建设银行和中国银行的理财子公司同月获批，另有24家银行业已宣布将成立理财子公司。国内商业银行大举进入资管业务虽然对现有的证券基金行业有一定程度的冲击，但对写字楼需求而言无疑利大于弊，北京、上海、深圳等金融中心城市将获益最多。

图表7：新设立/筹建的外商投资企业案例

企业名称	行业	注册地点/办公地点	投资事项/状态
安联（中国）保险控股有限公司	金融/保险	上海	新设立/筹建
工银安盛资产管理有限公司	金融/保险	上海	新设立/筹建
大韩再保险公司中国分公司	金融/保险	北京	新设立/筹建
香港集友银行有限公司深圳分行	金融/银行	深圳	新设立/筹建
连通（杭州）技术服务有限公司	金融/银行	杭州	新设立/筹建
瑞银证券有限责任公司	金融/证券	北京	增持股比至51%/获批
特斯拉（上海）有限公司	汽车	上海	新设立
特斯拉融资租赁（中国）有限公司	金融	上海	新设立

数据来源：公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2019年1月

新增供应将持续井喷

新增供应预测

按我们最近调研所得的项目交付时间表，2019年全国17个城市的写字楼新增供应预计将突破1,000万平方米，同比增长超过60%。上海新增供应持续破百万平方米，京津和成渝的新增供应将大幅上升，广州市场也将随着琶洲楼宇的逐步落成而走出前3年持续的供应不足。2018年中国经济减速影响下，写字楼交付延期比例超过30%；故此，我们调整2019年写字楼实际交付的新增供应面积预测至750万平方米左右。

2019年供应量分布的一大特点是：新增供应重回核心区。预计核心区新增面积占比近55%。北京CBD、广州珠江新城、深圳福田CBD等都将迎来优质楼宇交付。由此来看，2019年对计划在核心区位扩租和整合的租户而言，是一个较佳的时间窗口。当然，这也将对新兴区域的去化形成挑战，尤其是部分二线城市中交通和商务配套欠成熟的区域。

新兴区域的快速发展历来离不开交通配套的支持。在对17个城市轨道交通建设情况进行整理后，我们认为右表中写字楼板块的通达度在2018-2019年间将得到改善。

空置率预测

经济增长放缓所导致的写字楼需求下滑与持续充沛的新增供应叠加，预计至2019年末，17个城市平均空置率将突破20%，其中15个城市的空置率将同比上升。天津因滨海新区大批楼宇预期交付空置率将迫近50%，而武汉、长沙、

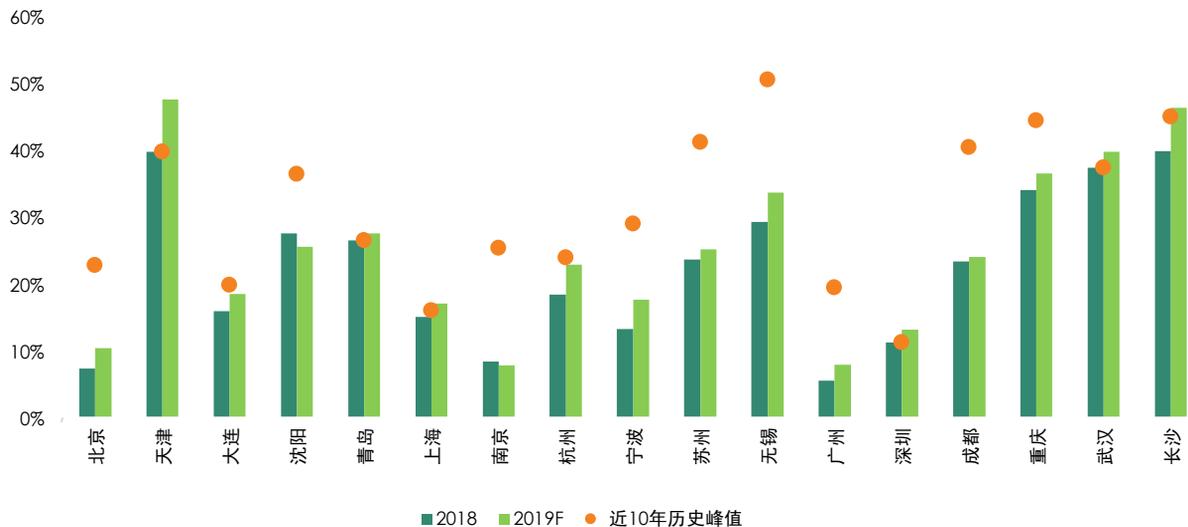
图表8：2018-2019年受益于轨道交通的写字楼板块

城市	2018-2019通车轨道交通线路	受益写字楼板块
北京	房山线北延伸、北京新机场快线一期	丽泽
	6号线西延伸、八通线南延伸	通州
上海	13号线	浦东世博
	14号线、15号线	真如
深圳	9号线二期	高新园区、南油
	3号线延伸段	福田保税区
杭州	4号线一期	滨江
	5号线	城北
成都	1号线三期、5号线一期、5号线二期	金融城、大源、天府新区
	3号线二期、3号线三期	人民南路
武汉	7号线一期	武汉CBD
	11号线东段、2号线南延伸	光谷

数据来源：公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2019年1月

青岛也将迎来历史上的空置率峰值。广州和南京两个城市的空置率仍将保持在10%以下，沈阳的边际性改善将会继续，而成都2019至2021年新一轮的供应高峰来临将令其空置率重回上升通道。

图表9：中国17个城市写字楼空置率预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

大部分城市租金承压

租金预测

2019年各城市写字楼租金表现将继续分化。

北京：CBD和丽泽诸多项目于2019年集中入市将拓宽租户的选择，市场空置率将略有上行并对现有老旧项目的租金形成一定压力，预计租金增长将收敛至仅微幅上涨。

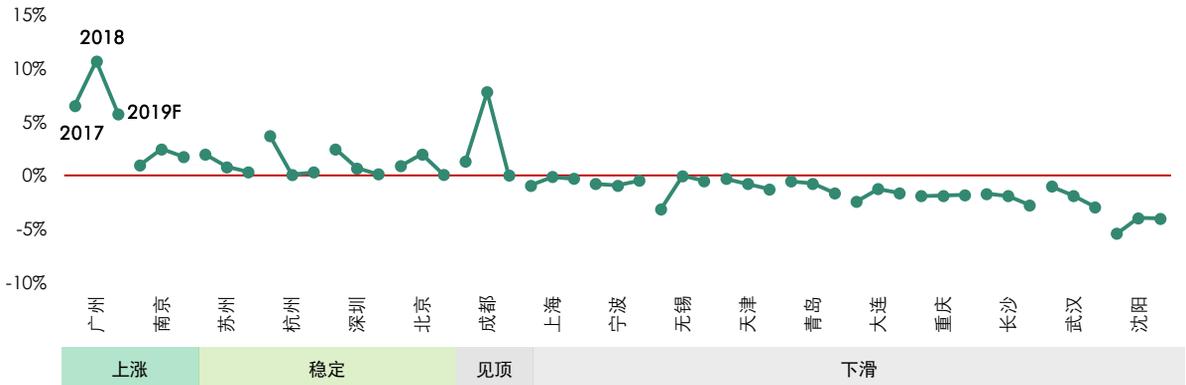
上海：去化仍是2019年上海市场的关键词。随着新增供应分布进一步向核心拓展区和新兴商务区倾斜，北外滩、前滩、徐汇滨江、虹桥商务区等板块将加速崛起，对优质租户的竞争将是业主间的主题。新兴区域的租金将面临更直接的下行压力。

深圳：前海等新兴板块供应将持续放量，但交通和配套不足令租户仍偏好福田等CBD区域，尤其是金融租户的升级需求将利好核心区甲级写字楼需求。我们预计2019年深圳写字楼租金走势将在核心与新兴区域间出现分化。

广州：2018年广州写字楼租金上涨10.7%，领先全国。2019年较低的空置率将使广州延续业主市场的态势。而随着新增供应不断入市和琶洲等新区逐步成熟，写字楼租金增速将有所放缓。

二线城市：近30%的空置率意味着大部分二线城市供过于求的状况并未得到改善，2019年二线城市写字楼平均租金预计将下跌超过1%。需求走弱及供应高峰使得华北和华中二线城市租金将基本呈现加速下跌走势。经过2018年接近8%的增长，2019年成都的租金反弹动能将在供应高峰冲击下大幅减弱。华东仍是二线城市表现最稳健的区域，南京将领涨全国二线城市，杭州、苏州的租金也将小幅上涨。

图表10：中国17个主要城市写字楼租金增长预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月





零售物业

中国大陆

新科技将进一步推动全渠道零售的演进，
2019年“融合”与“创新”将继续引领中国零售物业市场。



2018年，国内消费增长有所放缓，但对中国经济的拉动作用进一步提升。2019年，“融合与创新”将继续引领中国零售市场。科技驱动下，线上和线下零售加速融合，不断涌现的新商业模式将持续改变零售物业市场。

2018年，中美贸易摩擦不断升级，外部不确定性明显上升。在此背景下，国内消费对整体中国经济的拉动作用进一步提升。2018年社会消费品零售总额达38万亿元，同比增长9.0%。最终消费支出对GDP的贡献率达78%，较2017年大幅度提升19.2个百分点。展望2019年，借助内需弹性来稳定经济和削减外部冲击仍是主基调，政府陆续出台的个税改革措施将进一步提振消费市场，国内消费预计将保持9%左右的增速。

纯线上红利触顶，电商全面进驻线下

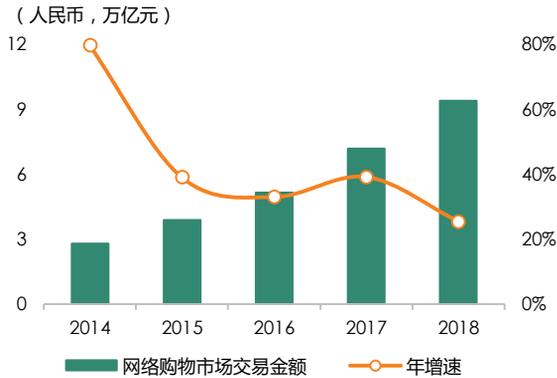
在历经数年的高速增长后，网购市场进入饱和期，网购用户规模增速的持续放缓使得电商的人口红利正在消失，2018年网购用户增速约为6.8%，2019年预计将进一步减缓。

用户增量失速直接影响了线上流量和交易规模。网上零售额亦在增速放缓的通道内。

与此同时，电商的成本正在快速上升。相关统计显示，2016/17年主流电商的获客成本较2014/15增长近10倍，获取新客的成本高于300元/人。销售和运营成本的高企正在不断挤压电商的利润空间，电商步入实体商业以寻求更广阔的消费市场成为共识。

电商加速布局线下

图表11：中国网络购物交易金额和增速



数据来源：国家统计局、电子商务研究中心、世邦魏理仕研究部，2019年1月

从业态上看，**电商生鲜超市加速扩张，城市下沉趋势明显，门店新科技不断迭代**。新增门店数量从2017年44家增至2018年137家*，一线城市仍然是此类商户的战略重点，全年新开59家。二线、三线及以下城市门店数量亦在快速上升，且新店占比自2017年39%、7%分别上升至2018年44%、13%。与此同时，门店通过不断引入新科技来吸引客流并优化运营。

盈利能力上，电商生鲜超市因整合线上、线下双渠道销售而录得可观的业绩。我们了解到，一些电商生鲜超市的成熟门店坪效可以达到传统超市的5倍左右。

销售业绩好、吸客能力强，并推行酷炫的零售新科技使得此类商户在商场走俏，2018年超过七成的门店于购物中心或百货内开业，并在改造项目中受到业主青睐。

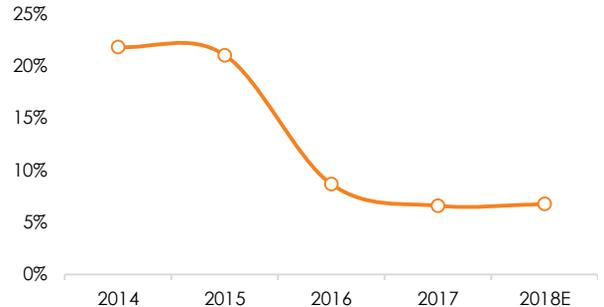
图表13：2018年大型电商开设线下首店案例

品牌	开业时间	城市	入驻项目	面积 (平方米)
苏宁极物	2018年3月	南京	新街口商圈街铺	400
天猫国际	2018年4月	杭州	西湖银泰	300
淘宝心选	2018年4月	杭州	亲橙里	300
网易考拉	2018年4月	杭州	杭州大厦中央商城	300
有品见 (小米)	2018年4月	上海	七宝万科广场	1,000
小红书	2018年6月	上海	静安大悦城	300
一条	2018年9月	上海	凯德晶萃/置汇旭辉广场/仲盛世界商城	700
唯品会	2018年10月	北京	国瑞城购物中心	待确认
MOGU STUDIO (蘑菇街)	2018年11月	杭州	西溪银泰城	1,000
网易严选	2018年12月	杭州	杭州解百购物广场	300

数据来源：公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2019年1月

* 少量新店的实际开业时间延至2019年。

图表12：网购用户数量年增速



数据来源：国家统计局、电子商务研究中心、世邦魏理仕研究部，2019年1月

我们预计，2019年电商生鲜超市将保持较强的扩张意愿，加之业主对其普遍持欢迎态度，新店开设速度将保持或略快于2018年，且入驻优质项目的门店数量还将进一步增加。

此外，**纯电商平台转战实体店的趋势蔚然成风**。世邦魏理仕数据显示，10家大型电商平台在2018年开出线下首店，大部分门店选址核心商圈的优质购物中心。与电商生鲜超市不同的是，此类商户租赁面积较小，线下空间更多地承担展示和互动的功能，通过广泛运用AR、AI、电子价签等科技在面积有限的门店内虚拟陈列更多的单品，提供虚拟试用的服务并增强互动性。与此同时，线上销售数据为线下选品也使得店内单品高度迎合消费者需求。

2019年，电商平台将进一步在线下扩张。位于一、二线城市内、定位年轻时尚的优质商场将是拓店首选，但预计不会有大规模的展店计划。

风投资本继续助推实体商业

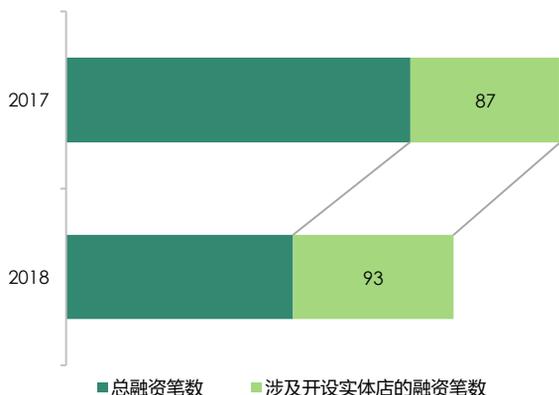
在线上向线下融合的浪潮中，风投资本持续发挥强大的助推力。世邦魏理仕在连续两年跟踪文娱和消费领域的风险投资案例后发现，尽管2018年投融资交易总笔数（219笔）较2017年（287笔）下滑约23%，但C轮及以上的投资案例数比上一年翻了一番，且涉及开设实体店的交易笔数由2017年的87笔上升至2018年的93笔。融投资金的到位将勿容置疑地继续推进“网红”品牌、互联网品牌开店的进程。

从业态上看，以咖啡茶饮为主的餐饮品牌依然是最为热门的投资项目，在资金充足的前提下，网红茶饮品牌加快拓店速度，并覆盖至更多的城市。2018年，喜茶和奈雪的茶分别完成B轮和A+融资，前者2018年新店数量同比增加近30%，并由2017年覆盖13个城市扩充至2018年的17城；而奈雪的茶同年新店数量较2017年增加2.2倍，由原先的9城拓展至25城。在城市层面，杭州、南京、苏州、成都、重庆、武汉、长沙、西安为品牌在一线城市外的重点拓展区域，而宁波、无锡、天津、沈阳、福州、珠海、厦门、郑州等地亦在2018年迎来品牌首店。我们预期，2019年更多

的新增门店将聚焦此类二三线城市。与此同时，资金还支持了品牌持续丰富门店类型和单品研发。

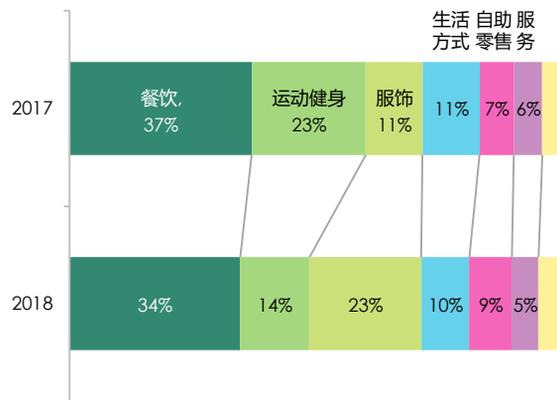
值得一提的是，服饰类品牌投资关注度在2018年显著提升，占比自2017年11%上升至2018年23%。从获投品牌来看，拥有线上设计师平台的集合店受到关注，该投资趋势亦印证了消费者在服饰消费上进一步的升级需求。以设计师品牌集合平台AnyShopStyle为例，通过数据驱动帮助成立0-5年的新兴设计师品牌建立销售渠道，全年新款单品逾三万件，并通过每家店所在位置的客户消费数据反向配货，提升单品的入店转换率。平台于2018年在上海来福士广场、北京三里屯太古里开设新店，并在北京颐堤港推出全国首家联合零售空间品牌WeMarket。未来还将推出AnyShopStyle Jewellery饰品店，并铺设更多集合店。

图表14：文娱和消费领域风险投资案例



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表15：文娱和消费领域风险投资案例业态分布（按笔数）



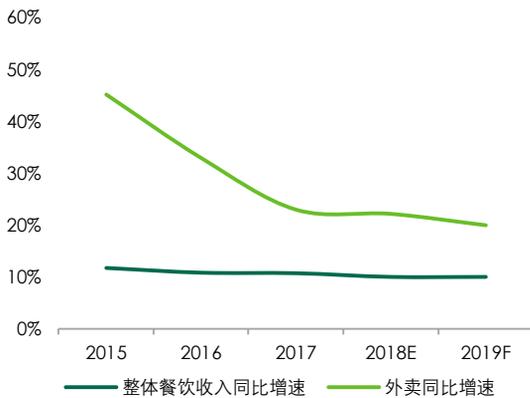
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

全渠道零售催生餐饮业新模式

全渠道战略催生餐饮新型门店需求

体验的本质，让外卖回归实体商业。近年来，中国整体餐饮市场保持较为稳健的增速，而餐饮外卖服务发展迅速，显著快于整体餐饮业，外卖占整体餐饮收入的比重亦在逐年提升。随着外卖业务的不断扩容，一些外卖平台和由外卖起家的餐饮品牌开始寻求线下的发展机遇，从外卖到堂食，从效率到服务，逐步升级品牌。

图表16：整体餐饮收入和外卖收入增速



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

我们看到，智慧餐饮服务商“美味不用等”在上海日月光广场开出全国首家不设厨房的“共享餐厅”，餐厅面积400平方米，消费者可在餐厅内通过“美味不用等”APP订购商场内近10家餐厅的餐品。该“共享餐厅”计划开设更多门店，主要选址国内各大城市的核心商圈。阿里旗下“筷马热食”在上海陆家嘴开业，餐厅面积100平方米。与前者不同的是，筷马热食设有简单的烹饪设施，根据饿了么平台的大数据选取外卖热门单品，并提供简单加热服务和堂食。该模式未来3年内计划开出万家门店，选址区域为写字楼或社区集中的零售物业内。

而传统实体餐饮店也在全渠道的进程中不断发展智能门店。截至2022年，麦当劳还将新增2,000家门店，智能化的麦当劳2.0未来餐厅*覆盖率将达90%，有75%的门店提供外送服务**。更多传统餐饮品牌亦在挖掘“门店+外卖”的新零售模式，西贝莜面村、海底捞火锅、望湘园等均推出外卖服务。门店叠加外卖的业务使得原本餐厅的营收增加，坪效增长。但是，外卖服务的增长将从一定程度上影响堂食的上餐效率和店内客户体验。因此，如何均衡配置资源、优化供应链是此类商户亟须关注的课题。同时，全渠道餐饮也将重新定义品牌选址的要求，与目标消费群的物理距离将纳入考虑因素，租赁面积也将因消费者的聚集度而更具弹性。

* 麦当劳2.0未来餐厅主要包含以下元素：自助点餐、送餐到桌、星厨系列、数字化软件（手机下单餐厅取餐、微信小程序等）、移动支付、移动支付、电子餐牌
** 非第三方外卖平台

新增供应增速趋缓

供应：新项目品质和招商看好，现有项目压力增大

2019年，中国17个主要城市预计将迎来760万平方米的新增供应，略高于2018年，考虑到商场延期开业的现象时有发生，实际开业面积预估将与2018年持平。从新项目品质来看，经验开发商运营面积近60%，略优于2018年的57%。而2018年新项目平均开业率达85.6%，在租赁需求更多元化的前提下，2019年新项目开业率预计将持平或略优于2018年。

然而，优质新项目的吸附力对商圈内的老旧物业持续施压，2018年，17个主要城市录得新歇业零售面积逾70万平方米*，另有多家商场空置面积大幅提升，后续不排除闭店的可能。但值得看好的是，前期进行闭店调改的项目陆续入市，录得满租或接近满租开业，且租户质量提升明显，市场反馈向好，比如上海世茂购物中心、长风大悦城、新天地广场、北京房山天街等。

图表17：中国零售物业市场供需情况



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

从城市层面的供需关系来看，17城中除苏州、无锡以外，其余15个城市均维持了与2018年相当的风险等级，苏州和无锡的供应风险均有所下降。一方面，苏州整体购物中心供应不多。另一方面，苏州成为活跃品牌在华东地区继上海、杭州、南京之后的又一个拓展热门城市。无锡亦受惠于优质项目调改完成。与此相反，我们对重庆仍然维持较

高的供应风险评级。2019年，重庆将迎来逾86万平方米的新增供应。尽管新供应有包括来福士广场在内的优质项目，并有更多品牌借此契机入渝，但整体而言，全年较大体量的新增供应势必加剧项目间的品牌争夺压力。同时，重庆特殊的多山地形给运营提出更高要求。

图表18：17个主要城市供应风险预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

*仅为整体歇业的项目，不包括局部调改的项目

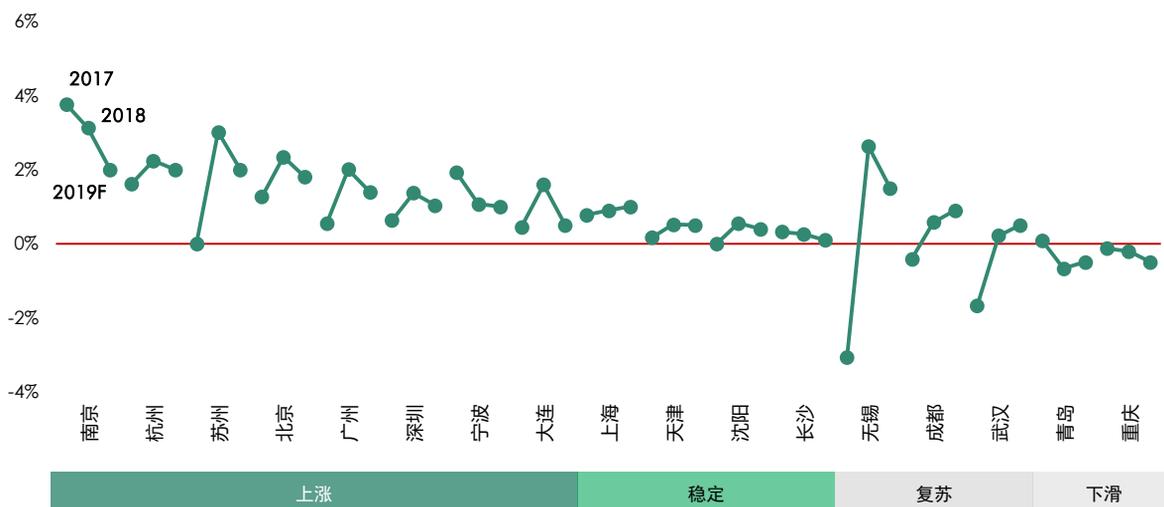
租金继续小幅上涨

租金：走势稳定，但增速依然乏力

2019年，因老商圈持续低迷和供应过剩压力，青岛和重庆的购物中心首层租金仍在下行通道内，其余城市租金均保持3%以内的缓速增长或持平状态，尽管租金下跌的城市仅占2席，但整体来看，租金仍将维持小幅上涨趋势。

运营经验对购物中心租金收入提升的作用明显。根据世邦魏理仕的统计，2018年上半年，主要上市购物中心开发商（经验开发商）在可比项目上继续保持两位数的租金收入增长（14.3%），其中一线、二线和三线城市项目的租金收入增长分别为11.5%、14.9%和13.9%。

图表19：中国17个主要城市购物中心首层租金增长预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月





工业物流

中国大陆

供应失衡和需求的不确定性将导致2019年市场表现的两极分化。

供应分化加剧



2019年，主要城市物流市场在供应不平衡与需求不确定的影响下将出现分化，京津冀、长三角和大湾区三大城市群将维持稳定的增长，中西部与华北二线城市将面临更多挑战。同时我们期待交通基础设施的持续改善助力区域级物流枢纽城市的崛起。

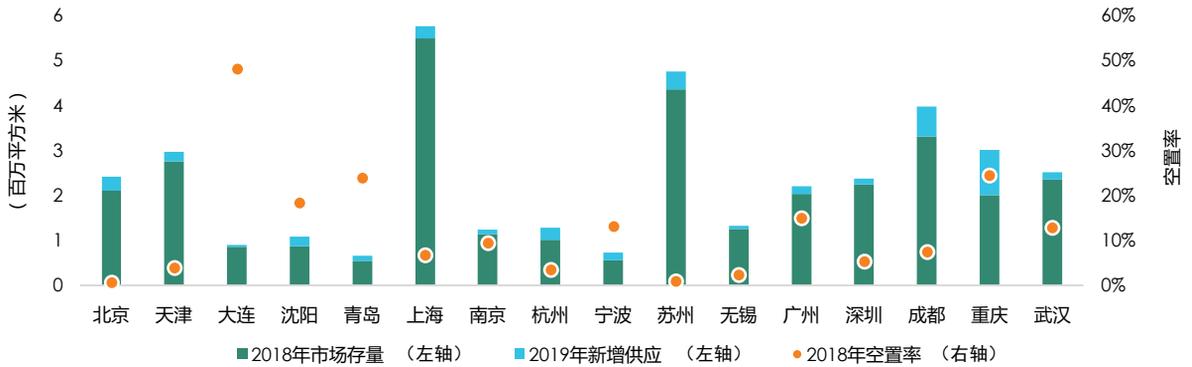
二线城市供应小幅回升，西部城市供应压力重现

2018年主要城市高标仓库的新增供应和净吸纳量分别为约375万平方米和430万平方米，供不应求使主要城市平均空置率从2017年的12.6%降至2018年的9.0%，为2019年高标仓库市场的走势奠定了良好的基础。

2019年全国高标仓库新增供应预计将超过2018年达到430万平方米。供应量主要来自于华西，重庆、成都二城的新增供应将占总量的39%；其他华东和华南城市供应量将继续下降，未来可租面积仍然有限。

供应分化加剧

图表20: 2019年主要城市高标仓库新增供应

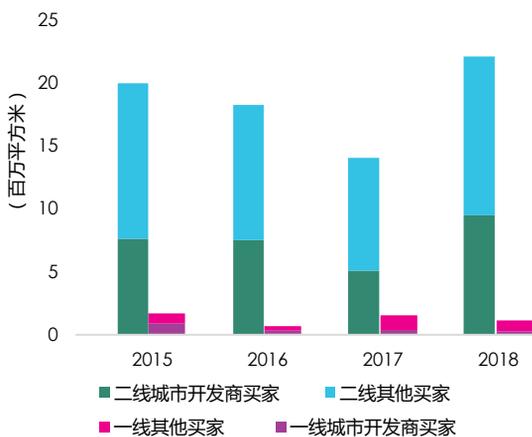


数据来源: 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

二线城市物流用地供应短暂回升, 一线城市用地政策持续紧缩

一二线城市高标仓库未来新增供应的分化趋势与物业用地供给情况不无关系。数据统计显示, 2018年青岛、重庆、成都和南京等二线城市明显增加。相比之下, 一线城市的物流供地持续紧缩, 且对物流用地的利用要求日渐严格。如北京对物流用地的租户行业和最低纳税额提出了严格的规定, 上海及周边部分二线城市也开始对物流项目实施了最低落税标准。严格的产业和税收要求抬高了租户的门槛, 并延长了物流项目的前期招租过程。

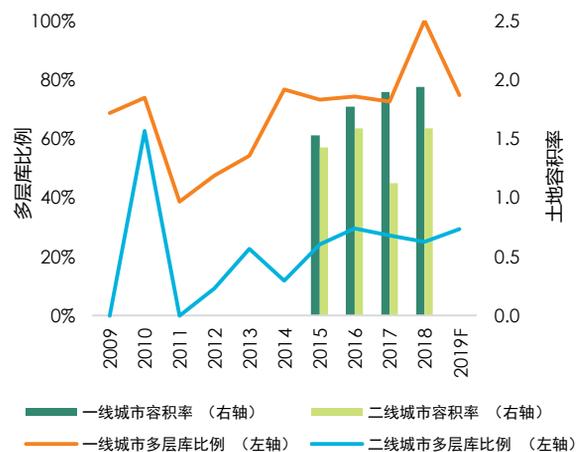
图表21: 2015-2018年主要城市物流用地供应情况



数据来源: 中指数据, 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

土地资源紧张的背景下, 一线城市物流用地的容积率要求逐年提升。2015年物流用地最高容积率多为1.5-2.0, 而2018年我们看到多幅物流用地的最高容积率达到了2.5-3, 多层坡道库已成为一线城市主流的仓库形态。

图表22: 物流用地容积率与多层库面积占比



数据来源: 中指数据, 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

智能仓库关注度持续提升

智能仓库是我们持续关注的发展趋势之一。为改善配送效率、提高客户体验, 一直以来电商都是智能仓库的倡导者, 但对物流地产开发商来说, 智能仓库建设的高成本和高风险往往成为其投资决策时的阻力。

近期我们看到在提高物流土地利用率的驱动下, 电商以外的物流用户也开始关注智能仓库。由于政府对于物流用地税收要求逐步提高, 智能仓库的建设能使运营效率提高2-3倍, 可以帮助用户增加收入以达到税收标准。同时智能仓库所涉及的智慧产业、自动化、AI等概念也成为仓库开发商和用户获得政府资源的桥梁。上述有利因素正驱动物流开发商和租户共同投入到智能仓储的建设中。

需求增长面临不确定性

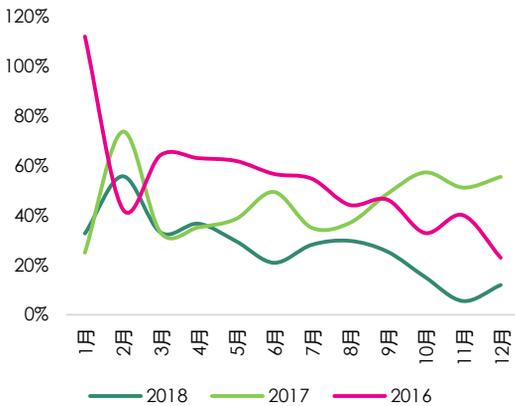
需求增长面临不确定性

电商、第三方物流和制造业是中国高标仓储市场的三大主要需求。相较往年，2019年这三大物流市场需求将面临更多的不确定因素。

消费增速的收缩使电商的业务扩张速度有所放缓。2018年社会消费品零售总额和实物商品网上零售额增速开始出现下降趋势，全年增速分别为9%和25%，为三年最低。

中国物流与采购联合会数据显示，近年来电商物流总业务量增长也逐年放缓。由于中国高标仓储市场近十年的快速发展很大程度上得益于网上零售迅速扩大所带来的电商和第三方物流仓储需求，电商需求增速放缓则意味着仓储需求的增速也将有所收缩。

图表23：电商物流总业务量增长率



数据来源：中国物流与采购联合会，世邦魏理仕研究部，2019年1月

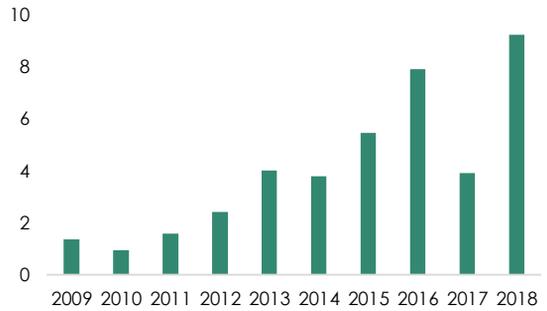
2018年中美贸易战对沿海城市经济和制造业供应链带来了一些负面的影响，2019年贸易战的走势及其对第三方物流行业、制造业物流需求的影响仍值得继续关注。

自建库分流租赁需求

作为高标仓库租赁市场的需求主力，电商企业自给自足、从政府购地自建仓储设施的历史已超过十年，据不完全统计，2009年至今六家大型电商在全国范围内获取的物流用地可供建造的仓储面积超过4,000万平方米。而今电商自建仓库对物流仓库租赁市场的影响已经逐步显现，2018年我们在多个城市记录到电商租户从租赁仓库中退租搬迁至自建仓库的案例。

图表24：主要电商所购土地可建仓库面积

(百万平方米)

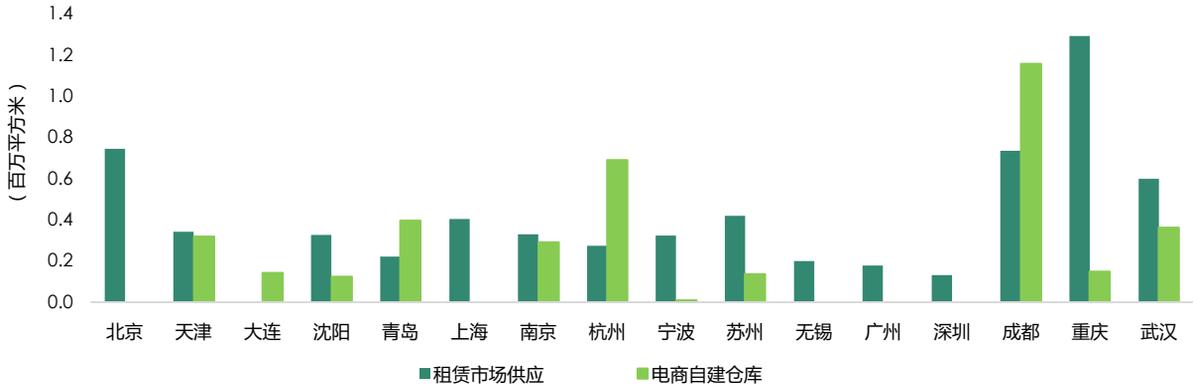


注：包括阿里巴巴、京东、苏宁、唯品会、顺丰及国美。
数据来源：中指数据，公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2019年1月

在满足自用需求之外若自建仓库仍有空余面积，电商企业也会将其投入到租赁市场，从租户转变为物流地产开发行业的竞争者。未来两年电商自建仓库对租赁需求的影响还将延续，在世邦魏理仕所关注的16个主要城市中，六家大型电商的自建库交付面积预计将达到380万平方米左右，主要集中在成都、杭州、武汉、青岛等城市。

基础设施补短板催生区域级物流枢纽

图表25：主要城市高标仓库租赁市场供应与电商自建仓库供应（2019-2020）



数据来源：中指数据，世邦魏理仕研究部，2019年1月

基础设施补短板催生区域级物流枢纽

基础设施建设加速推进。2018年10月国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求进一步完善基础设施建设，并分近期、中期、长期三类储备基础设施补短板重大项目，因此未来交通基础设施建设的覆盖范围将更广，建造速度也将更快。

对京津冀、长三角和大湾区三个城市群而言，基础设施建设短板的补齐将加速其一体化，使城市群内的次增长极城市持续受益，并催生辐射城市群的区域级物流枢纽城市。

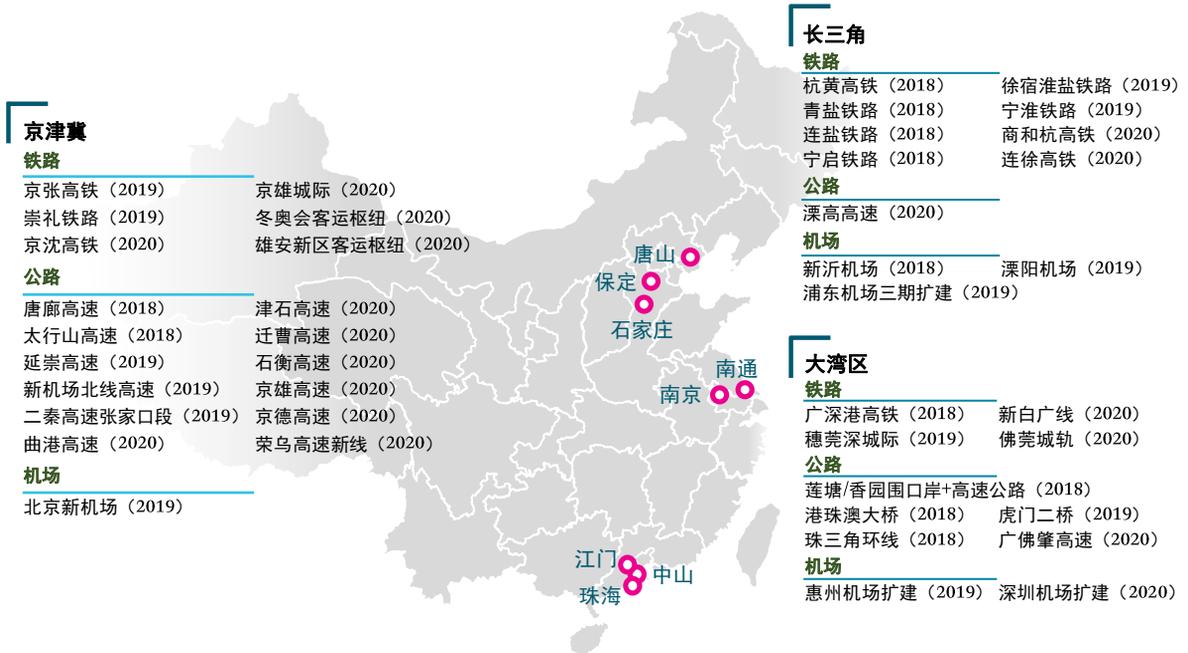
京津冀城市群中除了北京、天津两座超大型城市之外，石家庄、保定、唐山不仅拥有自身庞大的人口基础，交通基础设施逐步完善还将帮助这些城市形成辐射整个城市群的影响力。目前高标仓储物流设施在这些大型城市正处于起步发展阶段，随着北京物流市场的饱和和物流需求的转移，这些城市将产生更多的高端物流需求。

长三角区域中南京和南通的物流仓储市场将加速发展。除了本地庞大的需求和对江苏南部的辐射优势之外，南京江北新区的开发将使南京的物流辐射扩展至江苏北部地区。在完善南通通往江苏南部的交通通道之后，除了对江苏北部的物流辐射，苏锡常沪也将囊括在南通的辐射范围之内。由于这些城市的土地供应相对充足，我们也看到许多开发商活跃在当地的土地市场。

同样，港珠澳大桥、虎门二桥、深中通道的陆续竣工将进一步提升大湾区两岸的通行能力并推动珠江西岸相对欠发达区域的经济的发展，加上广州、深圳两个增长极城市物流需求外溢的推动，预计珠江西岸的中山翠亨新区、珠海洪湾港区和江门鹤山将形成新的物流枢纽。

基础设施补短板催生区域级物流枢纽

图表26：三大城市群近期部分基础设施建设项目（2018-2020年竣工项目）



数据来源：世邦魏理仕研究部公开信息整理，2019年1月

除了基础设施之外，我们在去年的展望报告中提出中西部物流枢纽加速崛起的中长期趋势，2019年这依然是物流仓储市场的关注重点之一。2018年上半年社会消费品零售增速排名前十省份中，八个为中西部省份，增速全部在11%以上。2017-2018年间主要电商企业的拿地布局可以从另一面印证中西部枢纽城市不断增长的物流需求，长沙、成都、合肥、郑州、南昌、贵阳均在前十之列。

图表27：主要电商拿地可建面积前十城市（2017-2018）

城市	可建面积（平方米）	城市	可建面积（平方米）
长沙	1,142,938	郑州	627,508
成都	974,186	河源	603,973
石家庄	700,000	南通	528,297
杭州	687,778	南昌	504,229
合肥	637,926	贵阳	469,464

数据来源：中指数据，公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2019年1月

一线城市和华东二线城市租金稳步增长

中西部和华北二线城市租金增长承压

2019年物流市场需求所面临的不确定性和电商自建仓库的影响将为部分城市租金增长带来压力。大连、青岛、重庆、武汉等需求较弱或供应量较大的城市，租金将持平或向下

调整。但一线城市及华东二线城市由于供应紧张，对需求不确定性风险的抵抗能力较高，因而仍可期待租金维持稳定的增长。

图表28：中国17个主要城市物流设施租金增长预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月



一线城市及华东二线城市由于供应紧张，对需求不确定性风险的抵抗能力较高，因而仍可期待租金维持稳定的增长。



投资市场

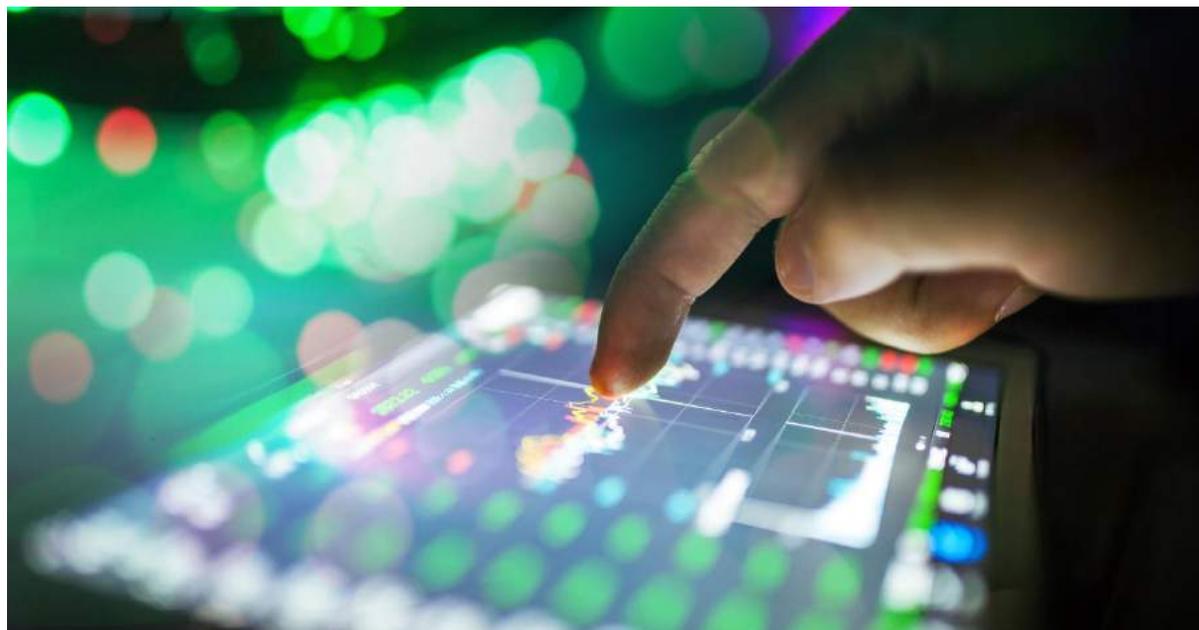
中国大陆

2019年，伴随着融资环境的改善，内资与外资投资者都将继续寻求合适的投资机会。



289.33

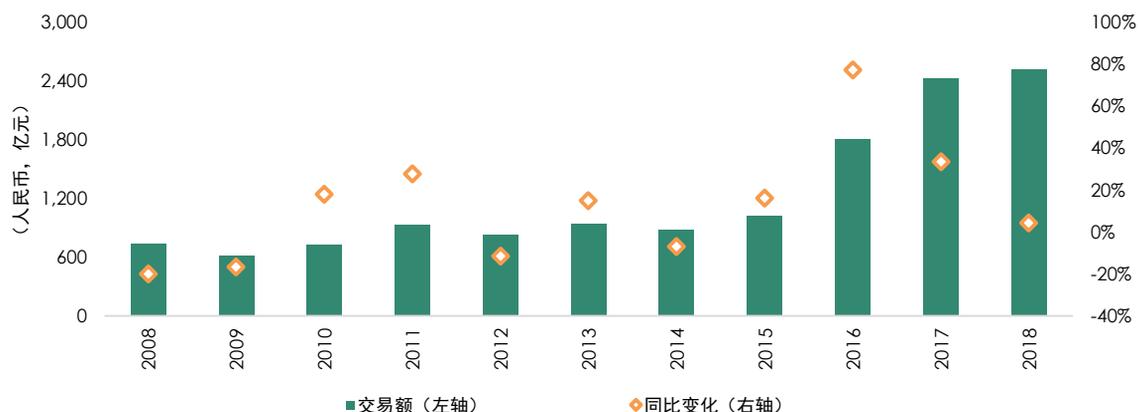
中国大宗商业地产投资金额再创新高



2018年，中国大宗商业地产投资金额再创新高，达到2,517亿元，同比小幅上涨4%。在国内资本受到去杠杆影响陷入低潮之时，这一成绩的取得殊为不易。开发商并购交易增加激活了大宗物业投资市场买卖两端，而持长期乐观态度的海外投资者在市场价格向理性回归之时积极出手是交易量能够更上一层楼重要原因。

2019年，中美贸易战前景未明以及美联储持续加息是否会对投资者的决策形成影响？市场交易活跃度和资产价格趋势如何？投资机会有哪些？以下是我们对2019年大宗物业投资市场的分析预测和投资建议。

图表29：中国大宗商业地产交易金额与增速



注：仅包括成交金额达1,000万美元以上的房地产大宗交易，不含土地和住宅交易。
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

国内货币环境改善，市场交易料将持续活跃

国内货币环境改善，可投资资产充裕，市场交易料将持续活跃

在2018年连续四次定向降准之后，2019年开年第一周央行即宣布1月两次全面降准共计1个百分点，再次确认货币政策保持稳健取向的同时，流动性管理目标已转向合理充裕。尽管社融数据仍在下行，但M2数据已逐步企稳，货币供给持续改善后的信用扩张有望在2019年体现。我们认为国内房地产融资环境总体将较2018年有所改善，但改善幅度受制于政府对资金流向房地产行业的管控程度。

图表30：10年期国债收益率、大型存款类金融机构存款准备金率与中长期贷款利率



注：大型存款类金融机构存款准备金率，更新至2019年1月
数据来源：万得资讯，世邦魏理仕研究部，2019年1月

2018年全年资金价格呈倒V型走势，与我们2018年初的预测一致。流动性持续改善推动十年期国债到期收益率在2018年一季度接近4%后不断下行，年底收于3.2%左右。12月央行行长易纲讲话中表示，2019年货币政策在兼顾外部因素的同时，要以内部均衡为主。中国央行在2019年跟随美联储加息的可能相当小，国债收益率具备进一步降低的空间。

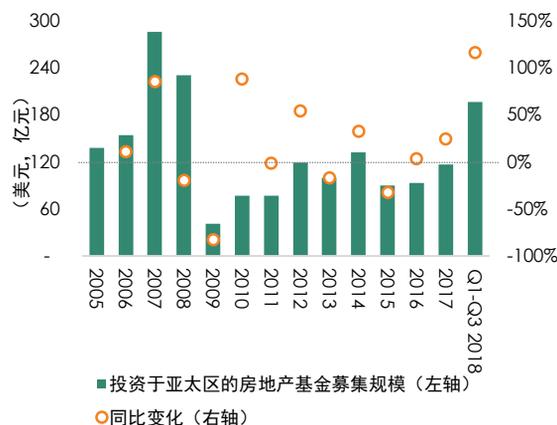
我们判断2019年，国内机构资本的房地产配置需求将有所增加。流动性改善将逐步传导至国内房地产基金的募投资活动，这一趋势可能在2019年下半年变得更为清晰。债券收益率持续低位则将推动保险机构对房地产等另类资产的投资需求。

2018年外资在国内大宗商业地产的投资总额为780亿人民币，同比增长超过60%。从近期外资地产基金募集资金的情况来看，其活跃的投资需求将在2019年延续。根据世邦魏理仕研究统计，2018年以亚太区为投资目标区域的房地产基金募资大幅增长，仅前三季度就达近200亿美元，同比增长

* 已计入杠杆率因素

116%；2019-2023年间，将有620亿美元*地产基金进入亚太房地产市场，其中超过350亿美元瞄准中国市场，且聚焦于增值型和机会型物业。

图表31：投资于亚太区的房地产基金募集规模及同比增长



数据来源：Preqin, INREV/ANREV, 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

另一方面，资产端的供给也将较为充裕。2015-2017年期间是国内房地产基金投资的上一轮高峰，累计收购金额达1,017亿元；若以3年左右为投资期限，2019-2020年期间将是相应的投资到期处置窗口。

此外，鉴于房住不炒基调下2019年住宅销售增长大概率持续低迷，而当前国内发展商负债率处于80%左右的历史高位，2019年发展商仍有降杠杆轻资产的需求。

图表32：上市房地产企业股权并购规模及住宅销售额累积同比增速



数据来源：万得资讯，世邦魏理仕研究部，2019年1月

物流仓储被广泛看好，租金回报率将继续下行

2019年主要城市各类物业租金回报率预测：国内资金供给和定价对资产价格形成一定支撑

2019年，受经济下行预期和资金供给改善的交叉影响，我们对国内商业地产的租金回报率走势预测如下：

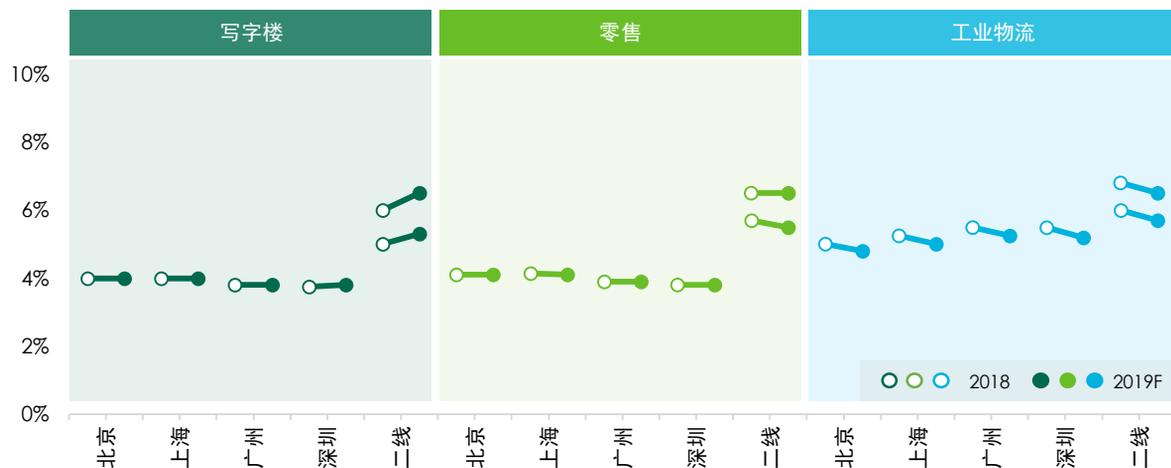
写字楼市场上，租赁需求和租金增长动能减弱将对回报率形成向上牵引，尤其是在供应过剩严重的二线城市。但二线城市可投资优质资产规模较小将使租金回报率上行空间控制在25-50个基点之间。一线城市的租金回报率将基本平稳运行。深圳和上海的市场空置率相对较高，或令写字楼资产价格在上半年具备一定议价空间，但流动性改善和大湾区概念发酵的利好传导至投资需求，预计下半年资产价

格即回复坚挺。

零售物业投资2018年以来明显复苏。2019年，核心区内运营不佳、具备改造价值的零售物业以及城市外围消费人群众多的区域型购物中心将持续受到资金青睐。一线城市的零售物业租金回报率将保持平稳，成都等零售面向好、具有成长潜力的市场的收益率有小幅压缩的可能。

2019年，租金稳定增长、投资需求旺盛的仓储物流设施的回报率将进一步小幅下行。一线城市回报率将逼近5%，其中供应极度短缺的北京物流市场的回报率甚至将降至5%以下；主要二线城市的回报率也将有25个基点的下行空间。

图表33：2019年主要城市各类物业租金回报率预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

2019年投资建议

写字楼：

2019年建议继续优先关注一线城市增值型投资机会，尤其是区位良好但楼宇品质具提升空间的项目以及所属板块价值处于快速上升通道的优质项目（推荐板块请参见世邦魏理仕于2018年8月发布的研究报告《无界》）。此外，南京、杭州等租赁市场基本面稳健的二线城市物业也值得关注。

零售物业：

共享办公、长租公寓等新热点业态的高速发展使位于核心商圈及其边缘的老旧中小型零售物业迎来改造和价值重估的重大机遇。此外，处于零售物业供给侧改善阶段的新兴区域的购物中心也将是不错的投资选项。

工业物流：

除可售资产稀缺的一线城市外，建议关注都市圈内基建提升利好的二三线城市机会，特别是2018-2020年间京津冀和大湾区内高速路网与桥梁集中交付将令石家庄、保定、中山、珠海等城市的物流设施更具投资价值。我们提示投资者应密切关注电商自建仓库这一趋势，在更谨慎对待电商自建项目密集的市场之外，通过平台或者项目投资的方式与电商合作是值得考虑的投资思路。

除了上述主要的投资领域，美元加息升值加上开发商面临债务到期高峰，离岸债权投资也是2019年一个不错的投资机会。此外，我们建议投资者关注长期趋势下的投资机会，比如医疗养老地产、长租公寓、数据中心等。

资本出境管制依旧

海外投资：政策管控力度不变，资产处置继续活跃

受资本管制措施影响，2018年上半年中国资本海外房地产投资仅为52.6亿美元，为近五年的最低值，且同比大幅下滑80%。其中，对美投资下降超过九成，而对亚洲房地产的投资则保持平稳。2018年，中国投资者出售海外地产项目的步伐有所加快，仅上半年，资产出售交易金额较2017年同期增长超过100%。一方面很多前期投资的获利颇丰，已经到了退出阶段；另一方面，部分中资企业需要及时处置一些境外资产用以缓解其所面临的债务困境。

2019年，考虑到人民币贬值预期和贸易顺差缩小对外汇储备的影响，以及中美货币政策分歧可能给国内金融体系带

来不确定性，我们预计政府放开资本出境管控的可能性很低，海外房地产对于国内资本而言仍将属于被限制的敏感类行业。

有鉴于此，我们认为2019年中资出境的房地产投资将继续受到抑制。自用以及物流、工业园区、医疗养老等和产业相关的投资相对具有较高的操作灵活度。另外，中资企业使用境外资金投资将是资本的主要来源。亚洲市场将继续成为中资出境的首要目的地，而中美关系、美国经济和地产周期将继续影响中资对美的房地产投资。平台型的合作和投资近来受到更多中国投资者的青睐。

图表34：中国资本海外房地产投资金额（按半年）



注：不含土地和住宅交易。
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表35：2018年中资出售海外房地产项目的部分案例

卖方	市场	物业类型	价格 (亿美元)
海航	纽约, 美国	写字楼	3.0
海航	明尼阿波利斯, 美国	写字楼	3.2
复星	里斯本/波尔图, 葡萄牙	公寓	4.9
万达	洛杉矶, 美国	公寓	4.2
华彬	伦敦, 英国	写字楼	1.7

数据来源：RCA，世邦魏理仕研究部，2019年1月

世邦魏理仕预计，2019年，海外投资仍趋谨慎，境外资产处置继续活跃。



经济展望

香港

一方面，裁员压力与按揭成本的不断增加对本地消费造成了影响，但另一方面，在新上市规例、旅游业造好、粤港澳大湾区长足发展的前提下，香港经济也将获得一定支持。



不确定性阻碍经济增长



在2019年，受到中美贸易冲突及加息影响，香港经济增长预期放缓。虽然在担忧裁员和按揭成本增加的压力下，本地消费将受到影响，但另一方面，在新上市规例、旅游业造好、粤港澳大湾区长足发展的前提下，香港经济将获得一定支持。

GDP增长放缓

承接着2017年的强劲增长，2018年前三季度香港GDP增长达3.7%。但在中美贸易战的影响下，第三季度增长开始明显放缓，单季GDP增长仅2.9%。与此同时，香港2018年1-9月的累积贸易额同比上升10%至8,430亿，创历史新高。政府预测2018年香港GDP增长将由2017年的3.8%下降至3.2%。

股票及房价下跌

财富效应已在香港支撑投资市场多年，但该现象在2018年的下半年出现逆转。恒生指数全年高低波幅达8,900点，是全球金融危机后该指数在2009年反弹以来，最为波动的一年。2018年9月，银行决定提高最优借款利率12.5-25.0个基点至5.125%-5.5%，这是自2006年以来的首次加息。住宅市场受其影响，房价在7月触及历史高位后开始下滑，7月至11月房价累积下跌7.2%。

零售业销货额强劲

2018年前三季度的零售业销货额同比增长达11%，是自2013年以来的最高值。增长主要是由历史新高的访港旅客人数及稳定的本地消费所驱动。虽然经济存在不确定性，但香港失业率已跌至2.8%，创二十年来新低。

贸易摩擦成为市场主要挑战

经济增长取决于贸易摩擦进程

中国和美国是香港两大贸易伙伴，根据现有美国和中国的加征关税清单，受影响的香港转口货物价值约为700亿港元（约90亿美元）。虽然这仅是香港2017年整体贸易额的0.9%，但贸易摩擦对香港经济产生的连锁反应却可能超乎预期。贸易及物流业是香港四大支柱行业之一，行业内的就业人口及香港总就业人口的16%。倘若贸易战持续发酵，市民失业恐慌或持续升温，也将会削弱消费者信心，并对投资市场构成负面影响。

加息影响消费意愿

尽管美国预计在2019年会再度加息，但香港是否会跟随其加息脚步仍属未知之数。倘若香港随之加息，将会增加家庭的经济负担，消费者将会减少非生活必需品的购物支出。

新股市场上市减慢

虽然香港在2018年修订了上市规定，并在2018年重夺全球新股上市集资额的首位，但受2019年的全球股市潜在波的影响，香港新股上市集资活预计动也将放缓。银行及相关的专业服务类企业的经营环境也可能面临严峻挑战。

新基建带动旅游业

伴随高铁和港珠澳大桥相继开通，2018年第四季度，访港旅客数明显增长。基础设施日益改善将巩固了香港作为大湾区内重要节点城市的引导地位，世邦魏理仕预计访港旅客增加的趋势有望在2019年持续。但另一方面，由于内地游客占访港旅客的80%，若人民币持续贬值，将令中国游客消费减弱，对本地零售市场的负面影响不容忽视。

大湾区概念吸引投资

大湾区预期将在未来数年进入高速发展，并最终有望成为未来全球最大的湾区经济体。中央政府为了推动大湾区发展，政策利好与推动将促使国内外资金持续流向该区域，香港经济将得以受惠。作为大湾区内中发展最成熟的金融市场，香港将继续吸引国内及国外的公司设立办公场所。2018年，529间境外公司在香港成立新地区总部、地区办事处或当地办事处，数字是自2004年以来最高。在大湾区的带动下，这个趋势有望持续。

图表36: 香港GDP增长(%)



数据来源：香港政府统计局，2019年1月

图表37: 香港商业银行利率 (%)



数据来源：香港金融管理局，世邦魏理仕研究部，2019年1月



写字楼

香港

预计今年将出现两极局面，核心商务区的租金下调，但非核心地区的租金将继续增长。

写字楼租金触顶



中美贸易摩擦和内地仍趋谨慎的境外资金管控，削弱了2018年香港写字楼市场的租赁需求。预计今年将出现两极局面，核心商务区的租金将有所下滑，但非核心区的租金将继续增长。

新增供应释放市场需求

2018年，香港写字楼市场需求强劲，全年净吸纳量录得300万平方英尺，为自2010年以来最高值。大量甲级写字楼新增供应释放了租户积存已久的扩租、整合与升级搬迁的需求。2018年新增供应共录得200万平方英尺，虽然均位于非核心区，但出租率已达到81%，当中至少60万平方英尺来自于核心区的搬迁需求。

灵活办公空间继续扩张

2018年，包括共享办公、商务中心在内的灵活办公空间持续扩张，甲级写字楼中灵活办公空间总存量由87万平方英尺扩张至110万平方英尺。其中，九龙区的最受灵活办公空间运营商的青睐，同比增长53%。在大型营运商持续扩张布点的同时，年内也录得多个新晋品牌亦进驻香港写字楼市场。

中资企业租赁需求减弱

2018年，中资公司仍然是香港核心地区租赁市场主要的需求来源，共占全年新增需求的24%。但来自于资金外流管控及因贸易战掀起的经济不确定的影响已经逐步影响写字楼租赁市场需求，2018下半年中资公司需求有所下滑，只能增租赁需求贡献下降至39%。

所有区域市场租金均上涨

虽然2018年的租金同比增长6.7%，大幅高于2017年的3.1%，但租金涨幅均都集中于2018上半年。低空置率继续推核心商务区的租金增长，中环、尖沙咀及湾仔/铜锣湾的租金分别同比上升7.1%、9.3%及8.9%。迁离核心区的需求促使港岛东及九龙东的租金向上调，分别同比上升11.0%及6.7%。

2019年核心区租金走势趋弱

中资公司需求转弱

在中美贸易摩擦的影响下，世邦魏理仕预计中资企业的租赁需求将会在2019年上半年持续下滑。资金外流管控及人民币贬值预期将进一步削弱中资机构负担高租金的能力，因此大部分中资企业在甲级写字楼的扩张需求将有所减弱。若中美贸易争端持续趋紧，也将促使一些经营不善的公司收缩甚至倒闭。预期业主会基于租务稳定性为由，对中资企业租赁办公空间的态度转趋审慎。

企业继续迁离核心区

在全球经济不稳定的因素下，成本控制将继续成为跨国公司中租赁决策中的主要考量。在过去十二至十八个月中，不同行业都有数宗迁离核心区的大型个案，这将驱使更多企业重新评估其租赁核心商务区写字楼的必要性。2019年七个甲级写字楼项目预计落成，将为市场带来共计240万平方英尺的新增供应，当中八成位于非核心区，这将继续催化迁离核心区的趋势。

灵活办公空间扩张将放缓

2019年，灵活办公空间的扩张将有所放缓，原因在于营运商的合作模式逐步向要求业主采用营利分红及资本补贴的方面发展。但基于目前甲级写字楼空置率处于低位，业主对于此种合作模式意愿较弱。因此，2019年灵活办公空间将活跃于非甲级写字楼，同时提升现有布点的入驻率。

租金走势预期两极化

中美贸易纠纷所带来的影响很大机会将在2019年上半年维持，对物流及贸易行业的影响亦随之增加。尽管该行业于甲级写字楼中的租赁面积仅占16%，但若其行业前景遇上下行迹象，这将会为写字楼需求带来负面影响。

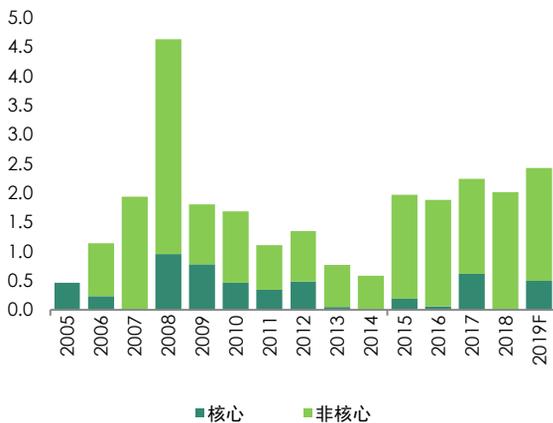
高增值服务行业如银行与金融、法律及其他专业服务行业的办公需求亦可能因股市不稳及资产价格下跌而受到冲击。因此此类该行业的租户不会承担比现时巅峰更高的租金成本。

世邦魏理仕预期核心商务区的写字楼租金2019年将持平。但若市场情绪转弱，企业有可能开始收缩，将为市场释放更多可租赁面积。虽然目前写字楼市场整体空置率仍处于较低水平，但企业租赁需求的不确定性将增大业主租赁压力，因此核心商务区租金水平将会下降0%至5%。

相反，非核心区租金的预期向好，来自于核心区域的搬迁需求将进一步降低其空置率水平。预计业主将保持其目前较高的租金预期。随着新落成而优质写字楼逐渐交付，非核心区的平均租金将持续攀升。预计2019年，非核心区域写字楼租金涨幅将上升0%至5%。

图表38: 甲级写字楼供应

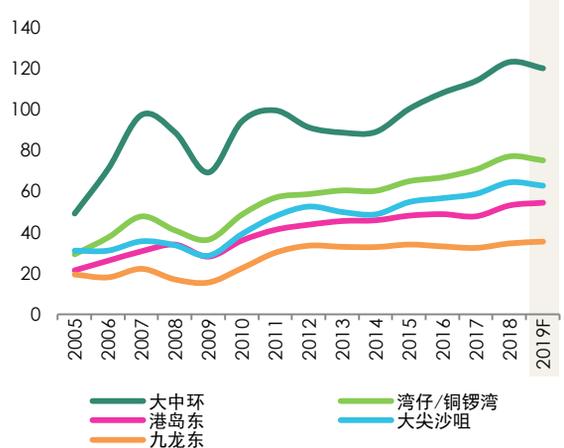
实用面积(百万平方英尺)



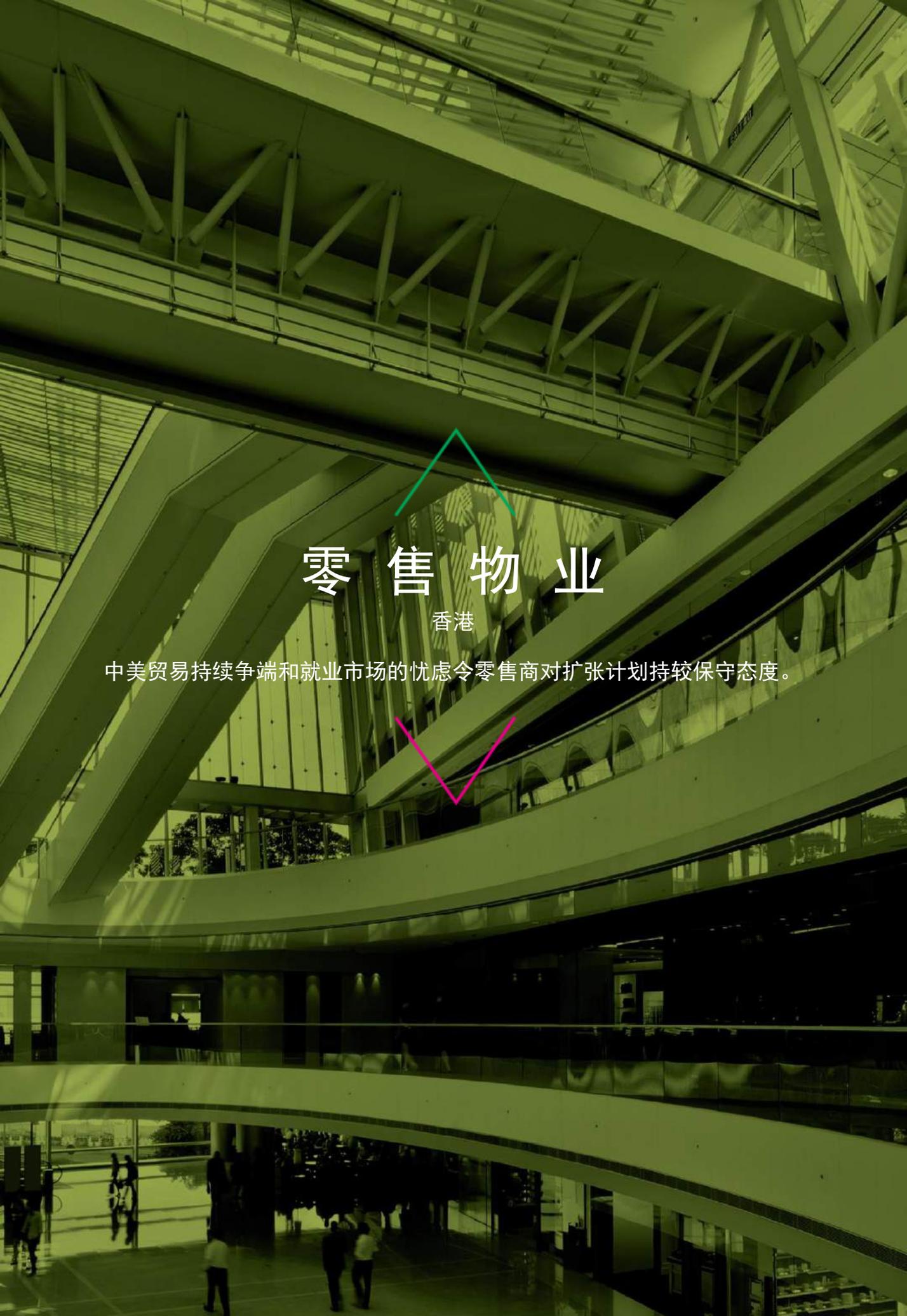
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表39: 甲级写字楼租金走势

净有效租金(港元/平方英尺/月)



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月



零售物业

香港

中美贸易持续争端和就业市场的忧虑令零售商对扩张计划持较保守态度。

零售消费情绪好转



2019年预计新落成的跨境基础设施将继续刺激访港旅客人数增长。然而，因应外围经济不确定性，按揭负担增加以及财富效应减弱，预计零售商会采取谨慎乐观态度，业主在租赁谈判间将亦会持较开放态度。

访港旅客持续增长

2018年1-11月累积零售业总销货价值的上升9.7%，较2017年全年增幅上升2.2个百分点。随著广深港高速铁路和港珠澳大桥正式通车，2018年全年访港游客人数有望打破2014年的记录，尽管过夜旅客的人均消费仍低于2014年的高位。

零售业总销货价值持续增加

2018年前11个月，与旅游业相关的手表及珠宝等奢侈品的销售额同比增长16.2%，同期包括药品化妆品及电子产品在内的非奢侈品销售亦表现良好，同比分别增长 16.3%和 10.3%。餐饮业运营持续走好，2018年前三季度的餐饮收入同比增长录7.4%，是自2008年以来最理想的表现。

核心区街舖租金终录正增长

改善中的零售业及增强的消费情绪，都令街舖租金在2018年终录正增长，全年租金录小幅上涨0.2%，这是继连续四年下跌后的首次增长。另外，购物中心租金水平2018年全年大致持平。

零售租金将基本持平

消费情绪减弱

2018年本地零售消费信心保持稳健，但预计2019年的低基数效应会续渐减弱，意味着零售销售增长势头将有所消退。此外，因应近来股市波动，住宅价格下跌和潜在加息影响下，市场情绪尤其是对非日用品商品上会渐趋谨慎。预计2019年消费者对餐饮、日用品和医疗保健产品的需求仍将推动零售租赁市场的发展。

旅游业前景好转

广深港高速铁路和港珠澳大桥相继正式通车。两项新基建项目预计能带动入境旅客人数持续增加，并促进香港旅游市场的中期增长。在可预见的未来，手表和珠宝、化妆品和医疗保健等与旅游业相关的商品的租赁需求将保持乐观。

零售商持更开放心态

尽管旅游业增长情况较为乐观，全球经济不确定性却可能会影响就业信心，并令零售商对扩张计划持谨慎乐观态度。对于部分试水市场反应的零售商而言，期间限定店/快闪店仍然是一个他们在签长约之前的合理选择。同时，预计零售商会运用零售新技术节省成本和采集零售大数据。全渠道零售和电子支付亦预计将在未来被更广泛地使用。

更多业主将大面积店铺划分成小单位放租

随着快时尚营运商专注开发其在线零售平台，其位于黄金地段的大型旗舰店的租赁需求亦有所减弱。因此，预计将有更多业主把大型零售店铺细分为较小单位，以便提高商铺出租率。

租赁成交继续集中于核心区

预计2019年将有约250万平方英尺的商业楼面在香港落成，当中约70%位于四大核心区，其中包括尖沙咀两重点项目: K11 Musea 和 H Zentre。预计2019年零售租赁交易将继续集中于这些核心的传统零售区域市场。

业主在租赁谈判间将亦会持较开放态度

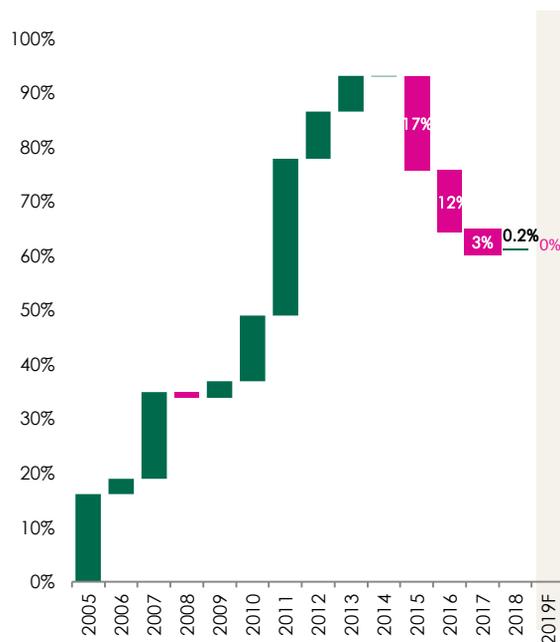
因应零售商对2019年零售市场持谨慎乐观态度，预计业主今年在租赁谈判间接受程度会较高，租赁条款将更加灵活。租金增长将通过增值策略来实现，但在整体经济环境未明朗前，市场仍趋于谨慎。世邦魏理仕研究预测，2019年街铺和购物中心租金将大致持平。

图表40: 私人消费开支，零售销售及食肆总收益同比增长



数据来源: 香港政府统计处, 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

图表41: 街道商店租金增长 (核心购物区; 每年及累计)



数据来源: 世邦魏理仕研究部, 2019年1月



工业物流

香港

中美贸易摩擦及相关的不确定性预期将对本地物流市场构成负面影响。



租赁需求强劲



2018年环球经济增长强劲，促使物流业表现良好。然而，贸易冲突和其涟漪效应将预计结构性改变全球供应链及潜在影响本地物流业市场于2019年或之后的表现。

2018年出口增长强劲

虽受贸易战影响，2018年前11个月香港商品出口到亚洲、北美和西欧国家的出口量分别按年增长8.1%、9.2%和8.6%。同时，香港商品总进出口货值录得七年以来最快增速，按年增长8.7%。

高价值品带动租赁活动

2018年前11个月，香港集装箱吞吐量同比下跌5.4%，而空运货物吞吐量则同比上升2.6%。这足以印证电子商贸日益重要，而且相关物流服务亦将迎合包括电子产品和医药保健产品在内在的高价值和附有时效性商品的增长需求而有所提升。此类高价值项目占2018年整体租赁活动接近一半。

物流项目用途变更持续

2018年内，有4幢货仓，达75万平方英尺面积进行重建或改装成商业、住宅和数据中心项目。这促使物流商搬迁需求增加，使得供求失衡。2018年货仓空置率更由2017年5.2%下降至1.9%。强劲的需求及有限的可租用空间使物流租金于2018年上升2.8%，四年来最快增长。

不明朗加剧

贸易战影响仍未浮现

美国与中国贸易冲突仍处于胶着状态，但物流需求暂未受到明显影响。但情况一旦恶化将会使美国向所有中国进口商品征收关税，将有相当于8.5%的香港整体商品出口会受到直接影响，而货仓租赁活动亦将有机会受到牵连。

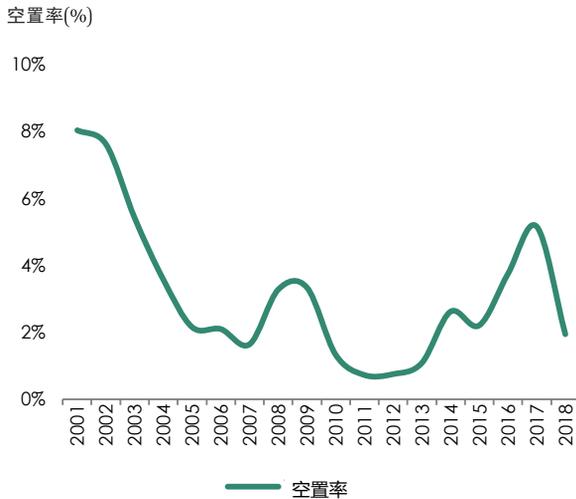
美国重新审视香港地位

美国国会及行政部门中国问题委员会最近提出重新评估香港在香港关系法之下获得有别于中国的特别关税地位。此法例让香港可以进口美国的敏感科技，所以一旦失去相关特权，这将大大打击香港作为区域物流枢纽地位。而事实上，高科技产品出口亦占香港出口达六成。

大湾区带来新机遇

最近通车的港珠澳大桥和即将开通的莲塘/香园围口岸将令香港与大湾区城市进一步整合，大大减低主要工业区与边境的通达时间。同时，这也将进一步强化香港作为大湾区内主要物流中心的地位，并持续为香港工业地产带来稳定的需求。

图表42: 货仓空置率



数据来源: 世邦魏理仕研究部, 2019年1月

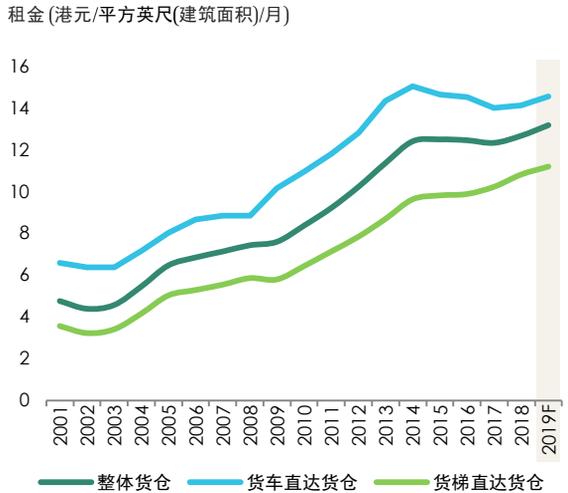
空置率维持低位

未来五年, 将有5百万平方英尺货仓楼面面积改装或重建成住宅或商业用途。与此同时, 因走向5G年代, 科技产业将会加大对数据中心需求。由于绝大部份数据中心多选择在合适的工业大厦运作, 数据中心增长亦会同时带动工厦的市场需求。因此, 活化工厦政策将迫使租户搬离工厦的现象将在2019年表现得更加明显。即使整体物业投资市场放缓, 但对改装或重建工厦项目的影响甚微, 这意味着一些目标工厦运营的租客将面对租约不稳定的风险。未来一年, 在缺乏新供应的情况下, 货仓空置率将维持低企。

强劲需求带动租金上升

虽然环球消费趋弱, 包括保健护理产品和食物杂货在内的需求将维持坚韧。此外, 据Euromonitor International预计, 亚太区及本地电子商贸将在未来五年继续保持双位数的年增长, 这将持续推动来自第三方物流商的租赁需求。在2019年, 稳定的需求及低空置环境预期将带动货仓租金有最多5%的升幅。

图表43: 货仓租金



数据来源: 世邦魏理仕研究部, 2019年1月



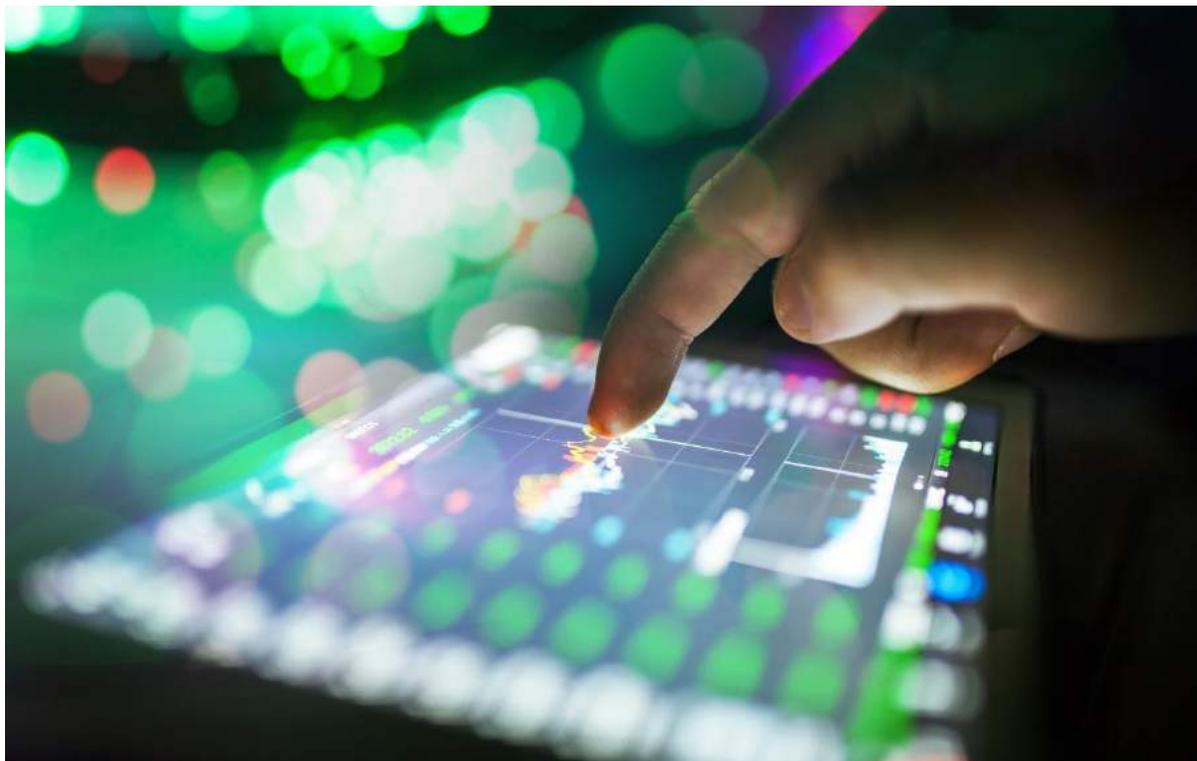
投资市场

香港

中美贸易磨擦及进一步加息令投资者在2019年采取谨慎的策略。

289.33

市场气氛趋保守



由于地缘政治紧张局势升级和利率趋升，投资活跃度于2018年下半年尤见明显减弱。全年商业房地产投资总额达1,416亿港元*，同比下跌23%。2019年，在中美贸易冲突继续、利率继续攀升、租金将触及最高位的前提下，投资者将会变得更为谨慎。

投资活动冷却

2018年上半年商业房地产投资总额*录得纪录以来第二高的半年投资额，达958亿港元。然而，地缘政治紧张使2018年下半年投资气氛明显转差，只录得458亿港元，仅为上半年的二分之一。

负利差窒碍投资活动

写字楼买卖仍然是投资者主要焦点，录得771亿港元投资总额，占整体55%。写字楼投资活动由14宗整幢物业成交带动，达486亿港元。另外，分散业权物业投资量受到利息上升令物业投资进入负利差环境影响。写字楼价格2018年按年上升13.4%，而回报率则下降了14个百分点。

中国投资者变得保守

2018年中国资金占香港整体商业房地产交易达21%，略高于2015-2017年的平均值。然而，此比率却在2018年按季不断下降，由2018第一季度的28%跌至2018第四季度的5%。这主要受到中美贸易冲突及资本管制影响，导致部份中国买家须选择与本地买家合资。

* 仅包括成交金额达1,000万美元以上的房地产大宗交易，不含土地和住宅交易。

物业投资额将下降

市场流动性收紧

欧洲中央银行正准备于今年结束量化宽松政策，而随着通胀率已达到目标水平，日本银行亦有机会追随相同货币政策。因此，流动性缩减将限制购买力。同时香港货币供应M2增长减慢，由美国进行第一次量化宽松(QE1)到第三次量化宽松(QE3)期间的10.5%按年复合增幅率跌至最近2018年10-11月合计的按年增长2.2%，也比2015年第四季度到2016年第三季度市场放缓时段更慢。流动性减少最终会反映到利息负担以及为投资回报率带来上升压力。可是部份机构投资者于2018年已筹集资金，这确保了市场资金池仍然充裕。

2019年，包括全球经济放缓、美国利率上升及房地产租金步入上升周期末段的各项不确定性因素，将有机会令投资者投资意向减弱。因此，尽管中美贸易谈判结果趋好将有可能带动投资量急剧提升，但世邦魏理仕预计香港地区的商业房地产投资额将于2019年有所降，尤其在上半年会表现得更加明显。

非核心区需求增加

虽然核心区写字楼租金受到中资公司租赁放缓而受压，但非核心区租金有望受到去中心化需求支持。而且，过去三年，非核心区写字楼价格升幅一直落后核心区的表现达17

百分点。世邦魏理仕预计过去压抑的投资需求将会流入非核心区。同时，包括交通接驳提升、即将开通的沙中线由大围到红磡段和中环湾仔绕道都将推动非核心区的投资额稳步上升。受核心区租金调整和回报率上升预期的影响，2019年整体写字楼价格预测会有轻微下降达5%。

社区型购物中心受惠

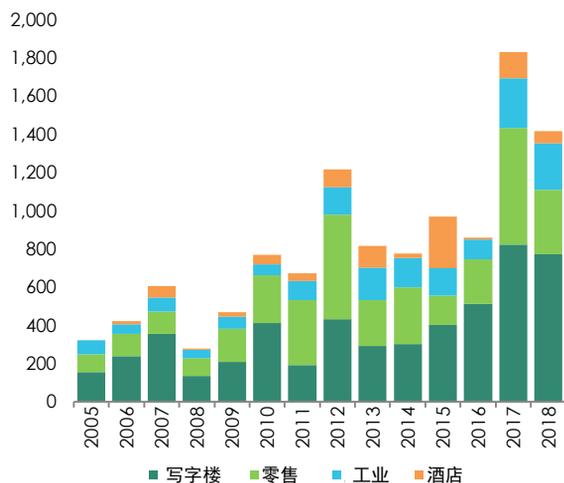
基于社区型零售项目于经济环境下行中仍能保持韧性，零售物业投资将会集中此一版块。增值型投资策略仍继续受欢迎，但当本地消费受到来自资产价格调整和股票市场波动带来的负财富效应影响，此策略亦有机会失去一定吸引力。一些发展商可能考虑放售非核心资产让资金回笼，而个人投资者或房地产基金则会借着此机会进行收购。2019年零售物业价格预期平稳。

工厦活化政策回归

香港政府最近宣布重启活化工厦措施及鼓励1987年以前落成的工业大厦重建。这将导致更多以重建为目标的整幢物业成交或资产包交易。数据中心、实验室等需求逐步上涨也将都会带动相关工厦投资。因此，2019年工厦物业价格将会有机会录得约5%增长。

图表44: 商业物业总投资额

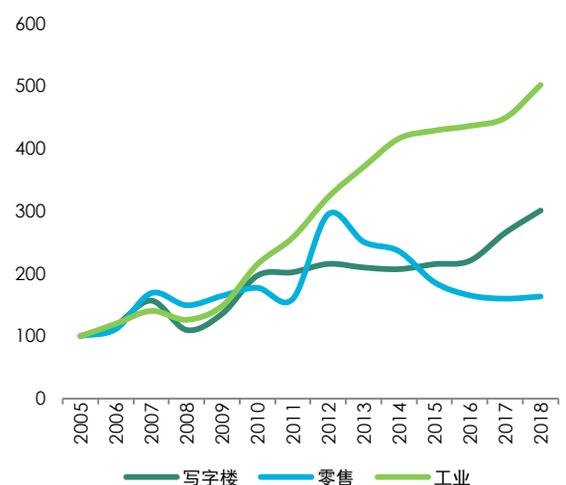
总投资额*(港元, 亿元)



* 仅包括成交金额达1,000万美元以上的房地产大宗交易，不含土地和住宅交易。
数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表45: 资产价格指数

指数(2005=100)



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月



经济展望

台湾

在内外需求稳步扩大的支持下,台湾经济将在2019年继续复苏。



台商鲑鱼返乡将推动经济成长



美中贸易冲突将继续冲击全球经济增长，对台湾出口产生负面影响，但一些在中国大陆拥有生产基地的台湾制造商正计划将生产线迁回台湾，预计工业地产短期内将受益。

回顾2018年台湾经济表现，2018年整体经济温和成长，实质GDP成长率达2.66%，成长动能主要受惠于外需稳定，使得全年出口贸易较上年成长6.2%。于此同时，因2017年比较基数相对较低，加上营建业者投资增加，2018年固定资产投资年成长率达3.2%。

据主计总处薪资统计结果显示，2018年前10个月平均每人每月总薪资年增率达4.08%，薪资实质成长促使台湾消费者更愿意增加消费支出。然而，全球和台湾股市的波动程度大，台湾加权股价指数在2018全年下跌9.2%，削弱了消费者信心并抵销部分的财富效果，惟民间消费于2018年仍有2.2%的实质成长。

据英国牛津经济研究院（Oxford Economics）预测，在内外需求稳定扩张的支撑下，2019年台湾GDP成长率将达2.1%。出口部分，由于全球经济成长速度放缓，将使2019年出口总额成长趋缓，年增率预估为1.96%。另一方面，虽然美中贸易争端产生的不确定性将阻碍全球经济增长，进而抑制台湾出口需求，但是部分制造业者在短期内有望受益于美中贸易冲突带来的转单效益。此外，越来越多在中国大陆设厂生产的台湾制造业者，计划将产线重新移回台湾，以避免节节升高的惩罚性关税。近几个月以来，已有部分厂商着眼于未来扩张需求，陆续购入工业地产。

低利环境可望持续

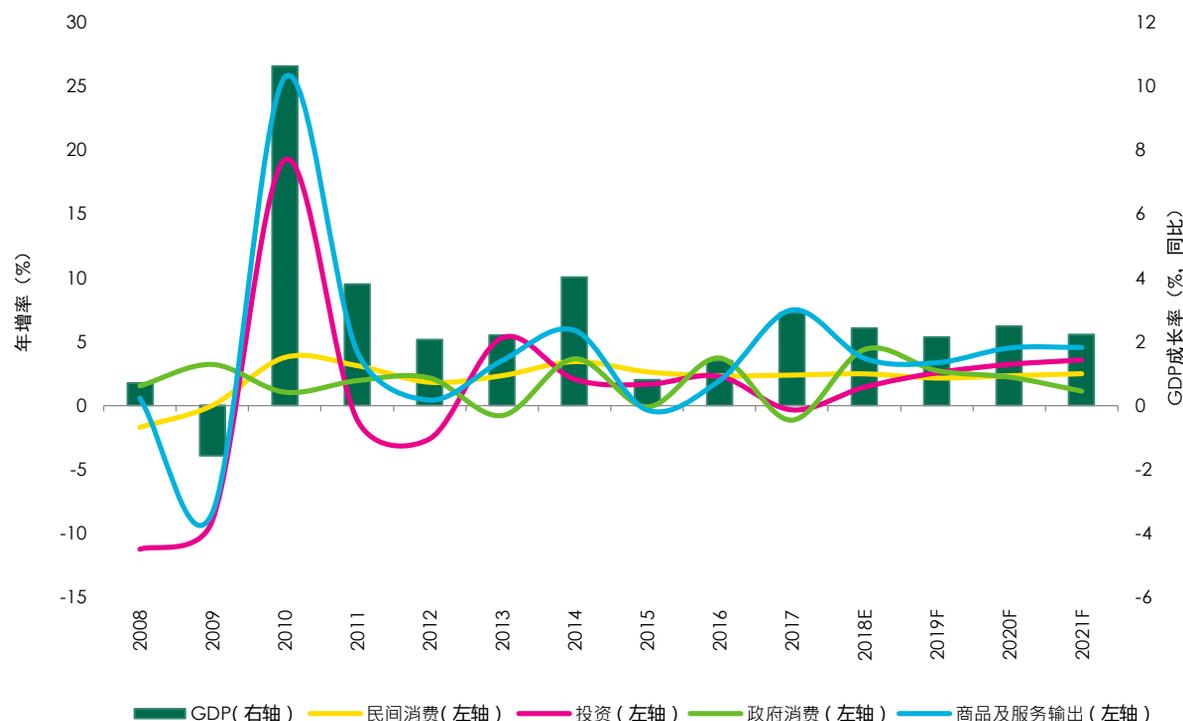
台湾政府积极推动前瞻基础建设计划，积极投入基础建设投资，计划在2019至2020年间投入新台币2,275亿元，其中18.6%的预算将用于全台大众运输系统的兴建与优化，预估将促使2019年政府支出大幅成长11.0%。在政府大力推动基础建设的兴建之下，预期未来台湾各主要城市，如台北、桃园和高雄等，将具备更完善的捷运路网，而有效提升交通便利性，可望吸引本土及国际开发商或投资人寻求运输节点周边的投资机会。

2019年民间消费年增率有望达2.5%，主要系台湾经济情势稳定以及就业情况良好。劳动市场方面，2018年11月台湾失业率为3.70%；据劳动部最新人力需求调查显示，五分之一的雇主有意于近期内增加员工人数，预计中短期内

台湾失业率将维持在低点。此外，自2019年1月起，每月基本工资上调5.0%，达新台币23,100元。在薪资调高的利多带动下，未来一年台湾消费者的消费意愿将可望增强，进而促使更多零售业者开设新店。

尽管2018年美国联准会四度调升利率，台湾央行自2016年7月以来即维持其政策利率不变，以适度宽松货币政策支撑经济成长。展望未来，由于台湾通货膨胀温和，且经济成长速度放缓，预料央行在中长期内升息的可能性低。因此，在低利环境延续的情况下，有利于本土企业购买自用型商用不动产。住宅市场方面，因大多数自住型买方仍持观望态度，住宅市场将持续经历价格修正。

图表46: GDP成长率及需求组成



数据来源: 牛津经济研究院, 2019年1月

大型开发案将吸引国外投资人目光

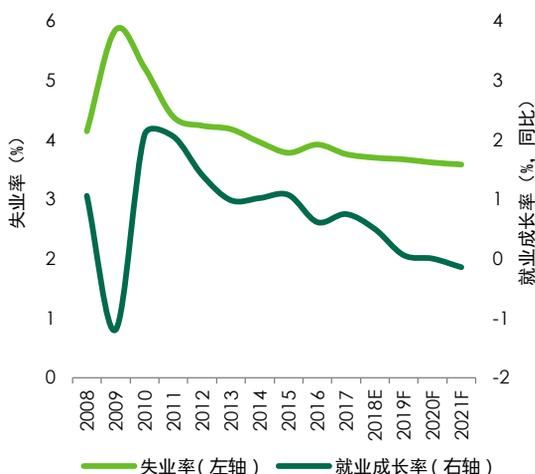
台湾地方首长选举于甫2018年11月落幕，选举结果显示选民对于执政党的施政结果并不满意，特别是当前的经济情势及中央政府的部分施政。因此，预料新就任的县市首长将采取更积极的策略，吸引更多来自私部门的投资，带动地方经济复苏。

为振兴台北市西区的发展，台北市政府预计推出多个大型开发案。当中最受瞩目者为台北车站特定专用区双子星C1D1开发案，2018年底公开招标时共吸引两家厂商投标，最终评选结果由香港商南海发展有限公司及马来西亚商马

顿有限公司合组之团队，获选为最优申请人，预计将于2019年3月前与市政府完成投资契约签订。

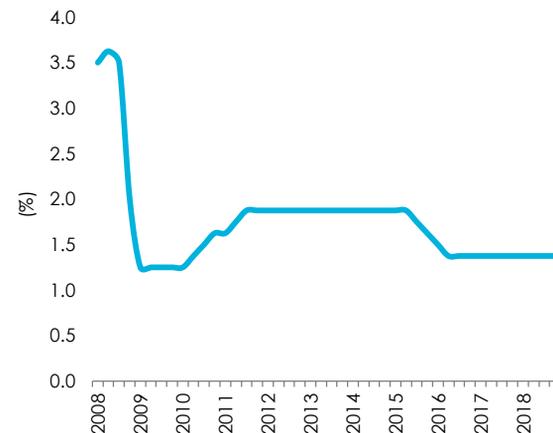
此外，台北市政府预计在信义基隆区推出两笔大型开发案，可望吸引包含本土保险公司在内的多家业者投标。其中，世贸三馆地上权招标案将受到高度瞩目。世贸三馆位在信义基隆区的核心地区，坐落土地面积广大4,860坪。考量市中心内可开发素地稀少以及写字楼市场需求强劲，境内外投资人将对此展现高度投资兴趣。

图表47：劳动市场走势



数据来源：牛津经济研究院，2019年1月

图表48：重贴现率



数据来源：中央银行，2019年1月

由于市中心内可开发素地稀少以及写字楼市场需求强劲，精华地段可开发素地释出将吸引国内外投资人的高度兴趣。



写字楼

台湾

企业增聘员工的需求维持正向，为写字楼市场带来稳定的租赁活动。



共享办公空间可望增加



企业对于增聘员工的需求维持乐观，可望为2019年写字楼市场带来稳定的租赁活动。另一方面，共享办公业者预料将在2019年强势崛起，成为新兴的租赁需求主力。

租赁需求维持稳健

2018年全年台北A办市场净化量达34,386坪，创下自2006年以来最高水准，主要系本土及外国企业选择迁往新落成大楼所致。租赁活动主要来自升级需求，尤以专业服务业及TMT产业的需求最为旺盛。

2018年全年台北市市场共有三栋A办大楼落成，总计为市场新增53,265坪的楼地板面积。因此，尽管去化水准表现强劲，2018年第四季A办平均空置率仍自2017年底的9.59%上升至12.0%。

供给驱动的搬迁活动将持续

受惠于2018年落成的三栋A办大楼，为市场注入2004年以来大量的新供给，长期以来大型连续面积供给欠缺的情况稍微获得舒缓。因此，多个大型租户，特别是跨国企业，基于办公空间扩张或整合的考量，选择迁往新大楼内大面积单位，带动新大楼去化表现优于预期。据世邦魏理仕观察，2018年底台北A办大楼中，具备800坪以上连续面积的大楼仅剩五栋，且78%的A办大楼空置率低于10%。部分A办大楼虽因大型租户基于升级需求而产生大面积的空空单位，然而这些空置面积炙手可热，陆续收到多家B办租户的询问。

升级需求仍是关键

新供给带动租金成长

2018年台北A办平均租金为新台币2,705元/坪，年增率达2.53%，部分原因来自新落成大楼的租金水准高于市场平均行情。另一方面，面对租赁需求畅旺，信义基隆区的A办房东对租金态度转趋坚定，带动2018年信义基隆区A办平均租金年增2.56%，达到新台币3,075元/坪。

租赁热度可望延续

2019年台湾经济可望延续复苏态势，惟成长步伐略为放缓。根据2018年第四季度劳动部的人力调查结果显示，五分之一的雇主有意于近期内增加雇员人数，以达成更高的生产需求，预期未来就业市场将维持稳定态势。台北办公室租赁市场方面，来自科技业的跨国企业为了容纳因业务自然增长所增加的员工，将持续展现稳定的搬迁及扩张需求。世邦魏理仕认为，随着数个租户陆续迁入2018年落成的新大楼，将带动2019上半年净去化量表现强劲；考量2019年未有新的A办大楼完工，A办平均空置率预料将在2019年底下降3.6个百分点，来到8.3%。

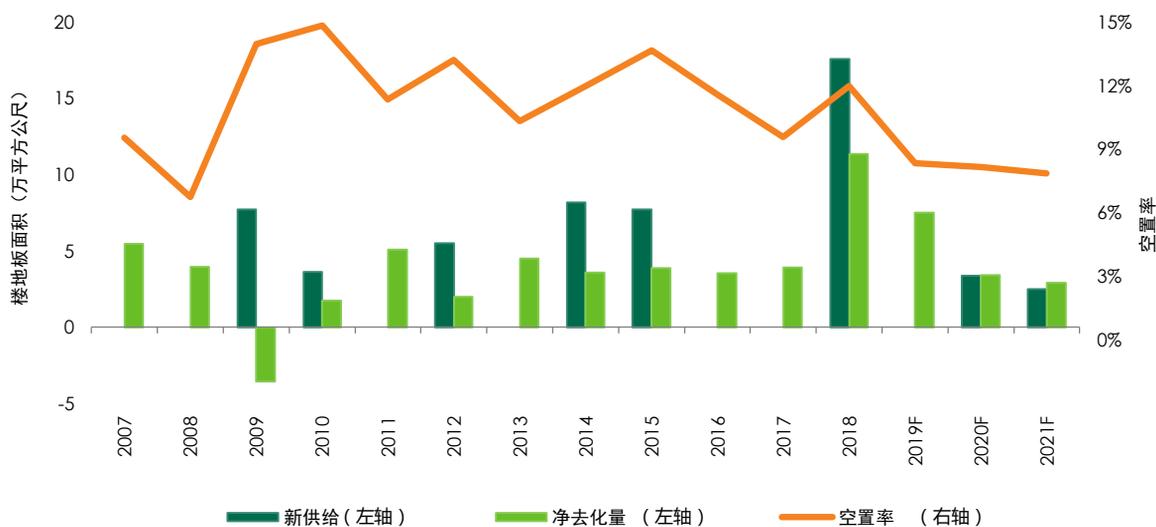
大面积单位的选择有限

世邦魏理仕预期，有鉴于过去一年台北租赁市场需求旺盛，部分主要商圈的房东将尝试在续约时提高租金；因此，2019年台北A办平均租金可望年增1.5%，成长动能部分来自于市中心内缺乏大型连续面积。对此，建议有搬迁需求的租户提前规划租赁策略，以确保适合的办公空间。

升级需求将是关键趋势

由于台北市中心优质商办供给缺乏，使得少数租户选择迁往非核心地区，2019年非核心地区可望出现零星的租赁活动。尽管来自金融业及科技业的多家跨国公司基于节省成本的考量，对于迁往非核心地区抱持高度兴趣，惟该地区偏低的空置率将阻碍企业搬迁。值得注意的是，在非核心地区内目前兴建中的商办大楼，已收到多组来自市中心租户的询问，显示非核心地区实惠的租金水准，对租户仍具相当吸引力。

图表49：A办市场新增供给、净去化量与空置率



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

短期租约将获得青睐

共享办公室积极进军台北

近年来多家国际共享办公室业者已在亚洲主要城市积极扩张版图，惟共享办公室在台北的发展仍相对有限。截至2018年底，仅有三家国际共享办公室业者于台北开设据点，然近几季国际共享办公室业者对于进军台北市场的兴趣高涨，持续寻求适当的地点设立新据点。世邦魏理仕预期，2019年共享办公室业者将崛起，成为台北办公室租赁市场的需求主力。

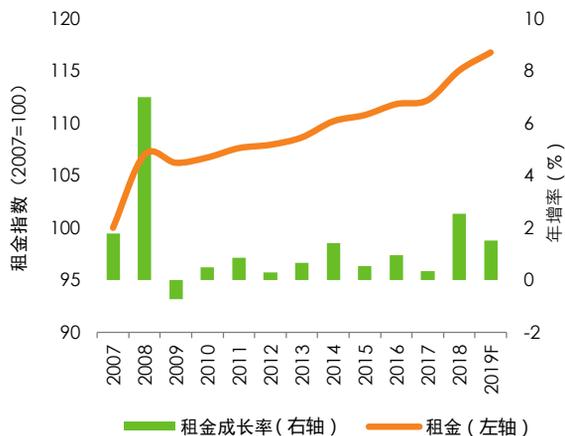
近期生效的国际财务报告准则（IFRS）第16号，将助长共享办公室的扩张。由于该准则已消除资产负债表外的报告，并要求承租户将资产负债表上的大多数租赁契约确认为负债；惟短于12个月的租赁契约，可确认为费用。世邦魏理仕预期此一准则将鼓励更多租户签订短期租赁契约，并增加如共享办公空间等灵活空间的使用比例。

图表50：有意增聘员工的雇主比例



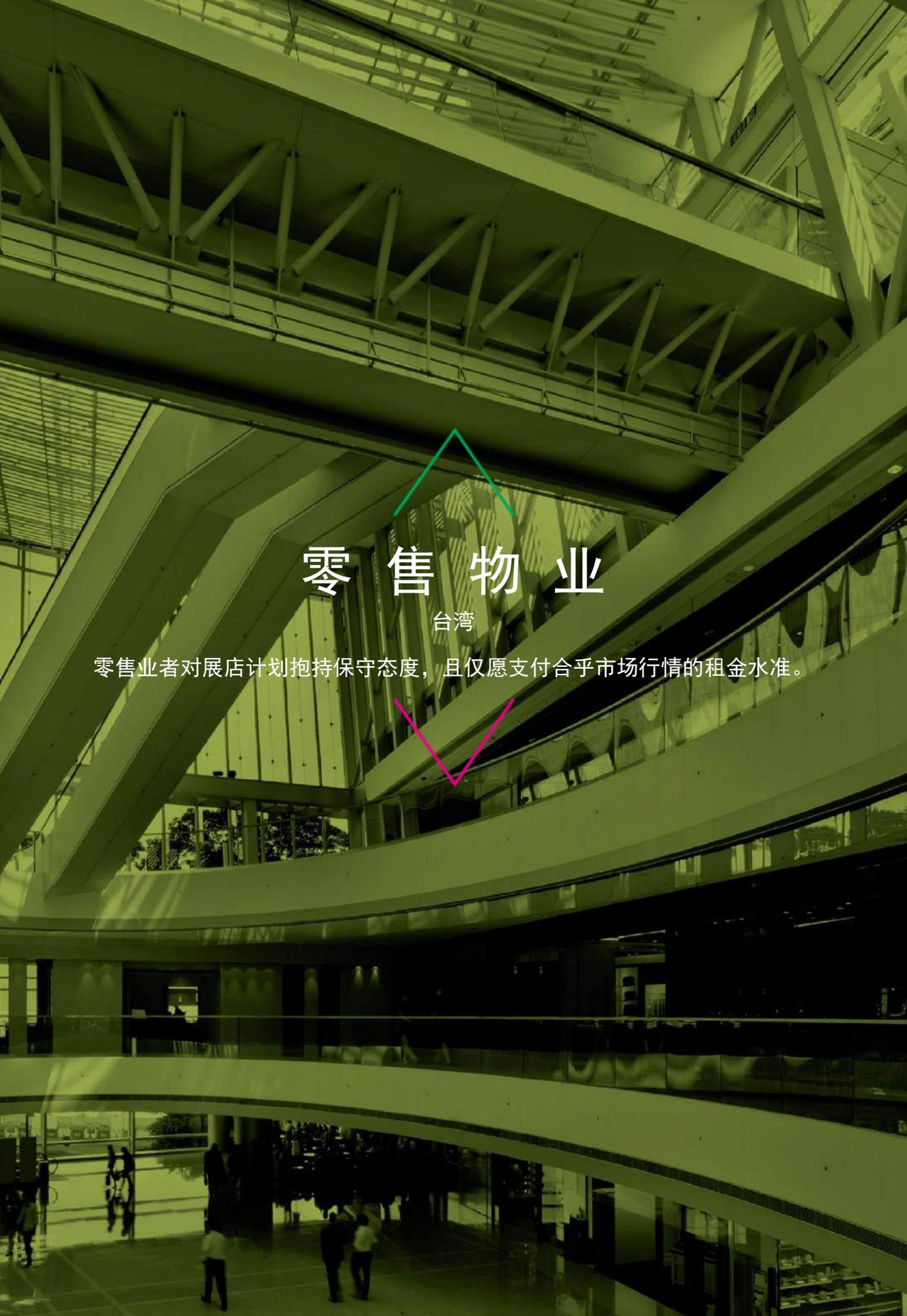
数据来源：劳动部，2019年1月

图表51：A办租金变化



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月



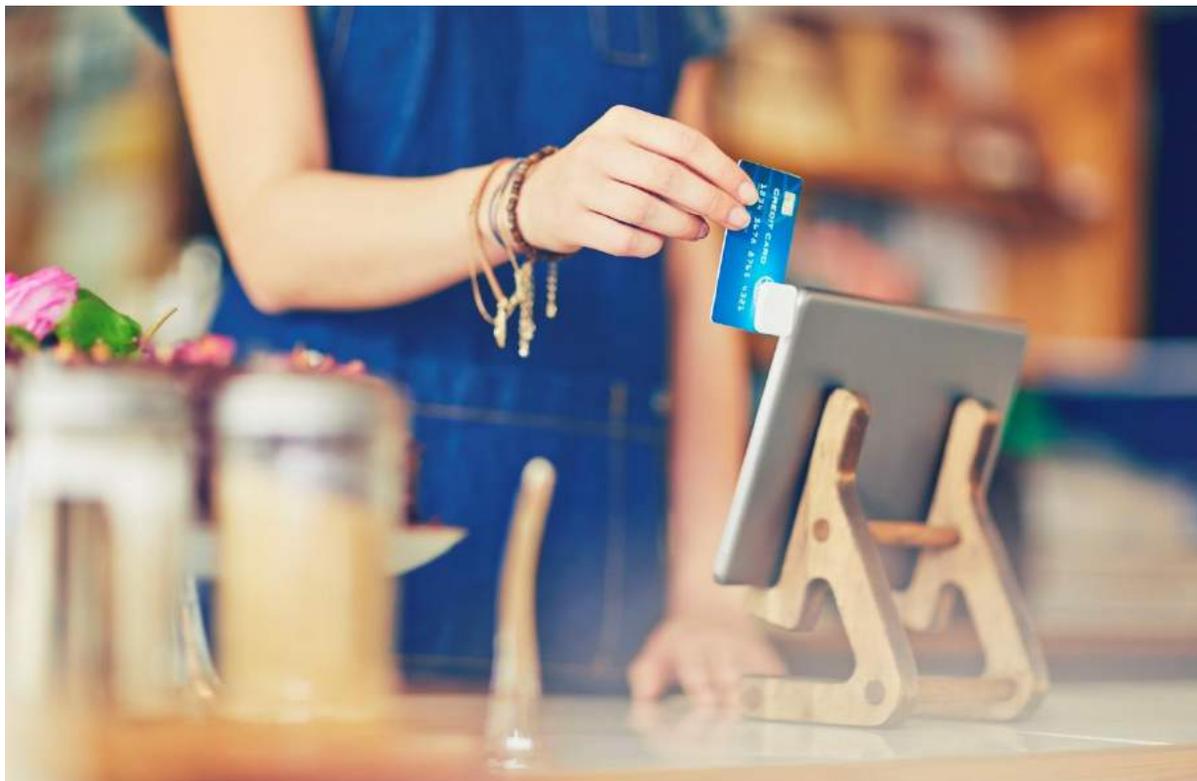


零售物业

台湾

零售业者对展店计划抱持保守态度，且仅愿支付合乎市场行情的租金水准。

市场氛围审慎乐观



尽管旅游消费支出增加，但是零售业者对于财富效果感到忧虑，促使多数业者在2019年选择采取审慎乐观的展店计划；其中，餐饮品牌及体验式娱乐业者将较为活跃。

零售业营业额维持正向成长

2018年1至11月台湾零售业营业额成长3.27%，主要来自综合零售业强劲的销售表现。百货公司及购物商场推出一系列促销活动，带动销售营业额年增长1.79%。而排除汽机车与燃料零售业的销售额后，核心零售营业额同样年增3.01%，显示在经济稳健复苏的情况下，越来越多的消费者愿意增加消费支出。值得注意的是，随着电子商务发展更加蓬勃，带动2018年前11个月无店面零售业营业额年增长率达6.55%。

来台旅客人数增加

2018年前11个月，外国来台旅客人数达994万人次，较上年同期增加3.26%，并在12月初迎来该年第1,000万名的国际旅客，卸下连续四年外国旅客来台突破千万的里程碑。观察来台旅客组成，来自东南亚的旅客人数成长显著，年增率达14.86%；反观，两岸关系不确定升高及台湾地方首长选举，使得大陆来台旅客人数成长持平。受惠于整体观光市场持续成长，2018年1至11月纪念品店及免税店营业额年成长达5.03%。

台湾政府积极开拓观光客源

观光新政可望持续吸引国际旅客来台

为了开拓国际旅客的客源市场，台湾政府持续推动多元化政策，2019年来台旅客人次可望见到更快速的成长。主要的新措施包括给予俄罗斯旅客14天的免签待遇，以及调降中国旅客申请来台旅游的应备存款条件，以提升旅客来台的旅游意愿。另一方面，为了增进外国旅客消费时的便利

性及刺激旅客的购物支出，财政部将自2019年元旦起放宽现场小额退税的消费金额上限至新台币48,000元。依照现行规定，外籍旅客单日于同一免税特约店家的消费金额低于新台币24,000元，便可直接申请现场小额退税。上述新措施预料将增加外国旅客消费诱因，本土零售业者可望因此受惠。

图表52：来台国际旅客人次及年增率



数据来源：交通部观光局，世邦魏理仕研究部，2019年1月



台湾政府持续开拓多元国际旅客市场，2019年来台旅客人次可望见到更快速的成长。

租赁市场弥漫保守气氛

零售营业额将稳定成长

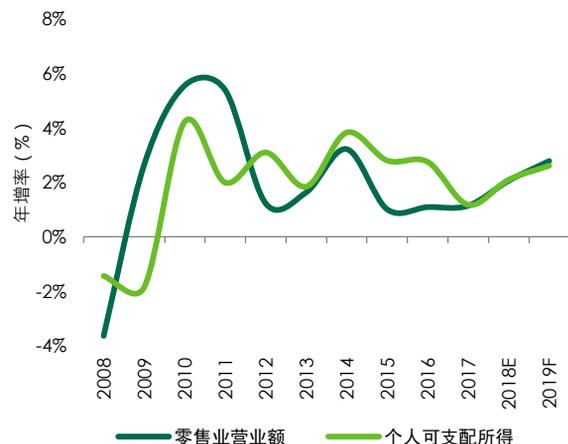
除了成长动能稳健的观光市场，台湾整体零售业的表现也可望在新的一年里持续改善；2019年全年零售业营业额年增长率预测达2.8%，主要受惠于境内劳动市场条件改善，包括基本工资上调5%以及中短期内稳定的人力需求等。然而，股票市场的变动性可能继续抵消部分财富效果。

世邦魏理仕预期，2019年多数零售业者将维持审慎乐观的展店态度。观察2018年全年，部分主要商圈的空置情况有所改善，主要系房东的开价租金释出更多弹性，试图提升沿街店面的进驻率，以致2018年台北主要商圈沿街店面租金微幅下跌0.8%。展望来年，零售业者对展店计划持续抱持保守态度，且对租金敏感度高，仅愿支付合乎市场行情的租金价格，因此预料2019年台北沿街店面租金将微幅上升0.4个百分点。

餐饮业者需求强烈

餐饮业方面，在台湾民众外食风潮持续下，2018年前11个月创下稳定的销售表现，营业额年增长率达4.35%。世邦魏理仕认为，以日本餐饮品牌为首，以及本土餐饮集团持续推出新品牌，以迎合台湾消费者多变的口味，2019年有望见到国内外餐饮品牌持续拓点。除此之外，百货商场经营者将持续调整租户组合，尤其是增加商场内餐饮的比例，以提高来客数。

图表53：零售业营业额及个人可支配收入年增长率



数据来源：牛津经济研究院，2019年1月

体验式零售掀起风潮

由于运动健身风气日渐盛行，运动品牌业者可望持续拓展销售据点，成为零售租赁市场的主力，惟历经过去几年的快速扩张后，2019年运动休闲品牌业者展店的步伐将明显放缓。另一方面，部分化妆品及保养品牌则将活跃于零售市场，以提供更完善的咨询服务及宽敞的体验空间，然而租金行情仍是主要的考量因素。面对电子商务平台普及程度越来越高，快时尚集团可望推出新品牌的同时，也将持续专注于改善网路商店系统。

由于台湾消费者对精品需求逐步回温，再加上大陆来台观光人数稳定，带动2018年1至11月间珠宝钟表零售业营业额回升，年增长率达3.44%。世邦魏理仕预期2019年精品业者，特别是轻奢品牌，将逐渐展开拓点计划，选址上则以主要商圈的百货商场柜位为首选。

展望2019年，娱乐取向及体验式零售业者将逐渐崛起，成为零售市场新的需求来源。对于百货商场及购物中心的经营者而言，体验式零售将有助于吸引更多来客数，并创造与同业间的差异性。

图表54：沿街店面租金年增长率



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月



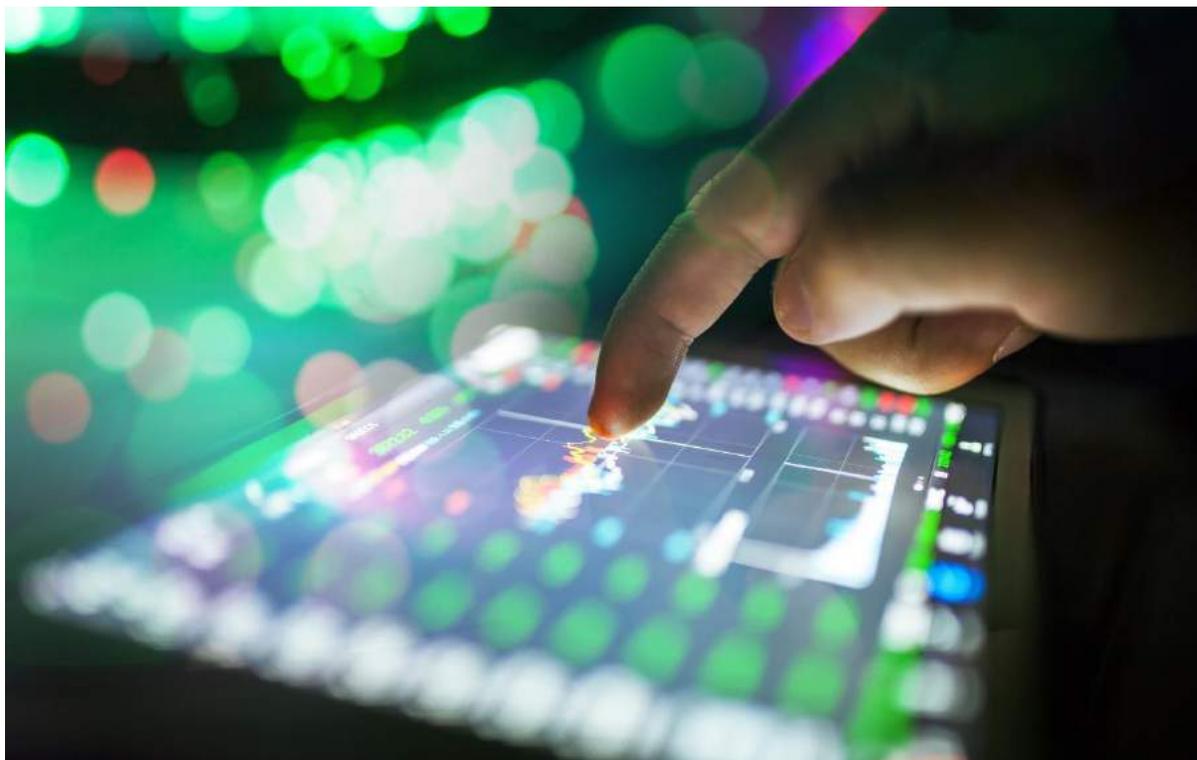
投资市场

台湾

政府加强对闲置工业土地的管理，加上大陆台商回流，工业地产需求升高。

289.33

工业地产需求升高



展望2019年，办公室投资需求由自用型买方主导。值得注意的是，受惠于政府加强对闲置工业土地的管理，以及生产基地位于大陆的台湾制造业者考量将产线迁回台湾，工业地产可望维持活跃。

稳健的投资需求

综观2018全年，台湾整体商用不动产投资金额年增率43.8%，总额达新台币1,074.5亿元*，写下近四年来的新高。其中，尤以本土企业最为积极，占总成交金额的52%。多家大型制造商积极购入厂房及厂办，推升工业不动产投资总额达新台币584.9亿元，较前年增长88.4%。办公室投资市场方面，受惠于台北市中心内多笔优质商办大楼释出，办公室成交总额较去年成长一倍，达新台币250.7亿元。

资产价值微降

由于2018上半年投资市场较为沉寂，促使部分卖方下修开价，以加速交易速度，导致资产价格较2017年下半年微跌0.4%。而据世邦魏理仕观察，2018下半年越来越多卖方采取较为弹性的价格态度，使得资产价格持续小幅下降。另一方面，租金在稳健的租赁需求支撑下，使得2018下半年收益率略有回升。

* 仅包括成交金额达1,000万美元以上的房地产大宗交易，不含土地和住宅交易。

资产价格回升力度小

土地市场需求强劲

尽管2018年台湾住宅市场销售表现持续低迷，本土建商趁势加快土地储备的脚步，带动整体土地市场交易量年增50.6%，达新台币1,555亿元。世邦魏理仕预期，随着越来越多的卖方采取较为实际的价格态度，2019年本土建商将持续在各主要城市购地。

低利环境带动自用需求

2018全年台湾中央银行维持政策利率不变。着眼于2019年GDP成长速度将趋缓，央行升息的可能性低。预期政策利率不变下，有利于自用型买方持续购入商用不动产，且低利环境有利商用不动产投资活动，惟买家对于不动产价格及区位的敏感度仍高。

保险公司将专注于本土不动产

考量台湾保险公司对核心不动产投资要求的收益率高，预料2019年保险公司将维持保守态度，仅考量报酬率较高的物件。然而，由于可投资的优质物件持续稀缺，将阻碍投资活动的进行。世邦魏理仕预期，保险公司除了持续关注具稳定租金收入的优质办公室及厂办大楼外，亦可望将投入主要城市的大型开发案件，以获取较高利润。海外投资方面，节节升高的投资风险，以及来自各国投资人之间的竞争激烈，台湾大型保险公司对海外不动产投资的兴趣较为有限。

资产价格回升力度小

2019年不动产投资市场预料将持续以自用型买方为主，此类买方普遍对价格敏感程度高，较不愿追高价格，办公室价格预计将较前一年度微幅下跌5个百分点。因此，世邦魏理仕预期，在稳健的租赁需求支撑下，2019年全年收益率可望上升12个基点至2.68%。

零售商场方面，由于无店面零售业者持续抢占市场，使得百货商场经营面临相当大的挑战。然而，台湾大多数百货商场经营者财务压力小，且业者出售商场的意愿低，预料2019年零售商场交易有限。优质零售商场收益率可望于2019年小幅上升至3.20%。

旅馆投资维持低点

由于目前台湾旅馆市场竞争十分激烈，将拖累2019年旅馆交易量，惟部分大型机构投资人可望基于多样化投资组合的考量，陆续布局旅馆市场。

图表55：不动产投资金额



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

闲置工业用地可望释出

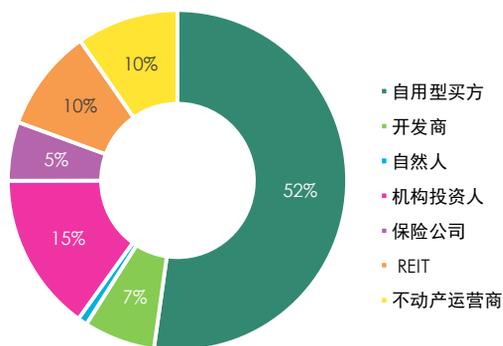
工业市场更加活络

为回应工商业反映工业用地缺乏的困境，经济部工业局于2018年9月底公告辖下工业区内闲置土地清单，面积达214.4公顷。此344笔土地因厂商取得所有权后逾三年未建厂使用，而遭主管机关公告列册。若经限期改善、处以罚鍰及协商未果者，将以市价为底价，透过公开强制拍卖释出土地。世邦魏理仕预期，部分闲置工业土地的厂商因无利用土地的意愿，有意于将处分闲置土地列为优先选项，因此工业土地的供给可望增加。

台商回流潮成为新需求

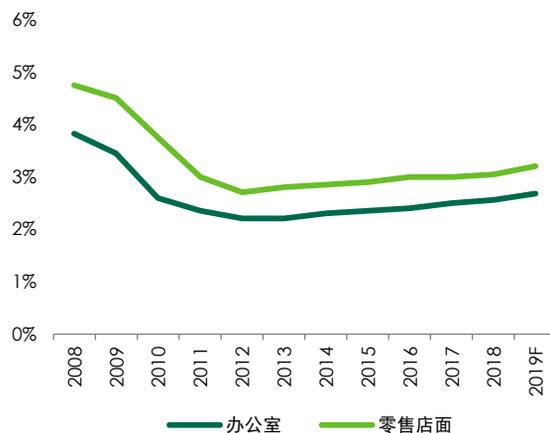
美中贸易纷争带来高度不确定性，导致部份生产基地位在大陆的台湾厂商，有意将产线移回台湾，以避免遭加征惩罚性关税。台湾政府对于2019年起，展开为期三年的「欢迎台商回台投资行动方案」，加速大陆台商回台发展。该行动方案将整合提供土地、人力、税务、水电及资金等资源，具体措施包括符合资格的厂商将享有进驻经济部开发工业区前二年免租金之优惠。因此，世邦魏理仕预期，在大陆台商返台设厂需求强劲的支撑下，中短期内工业用地及工业地产的需求将稳健增加。

图表56：2018年商用不动产投资人类型



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

图表57：收益率走势



数据来源：世邦魏理仕研究部，2019年1月

在大陆台商返台设厂需求强劲的支撑下，中短期内工业用地及工业地产的需求将稳健增加。

如需获得更多关于本特刊的信息，敬请联系：

中国区研究部

香港、台湾研究部

谢晨

中国区研究部

主管

sam.xie@cbre.com

陈锦平

香港、台湾及中国华南区研究部

主管

marcos.chan@cbre.com.hk

陈洁莹

香港研究部

副董事

sharon.chan@cbre.com.hk

胡乐毅

中国区研究部

副董事

shirley.hu@cbre.com.cn

夏侯蓓华

中国区研究部

副董事

hera.xiahou@cbre.com

李嘉珮

台湾研究部

副董事

ping.lee@cbre.com

伍铭洸

香港研究部

高级经理

jerry.ng@cbre.com.hk

钱琦琦

中国区研究部

助理经理

ashley.qian@cbre.com

曲文雪

中国区研究部

分析师

aubrey.qu@cbre.com

黄方欣

台湾研究部

分析师

francine.huang@cbre.com

梁启康

香港研究部

高级分析师

peter.leung@cbre.com.hk

梁隽邦

香港研究部

高级分析师

kendrew.leung2@cbre.com

如需获得更多关于世邦魏理仕全球研究的信息，敬请联系：

Richard Barkham, Ph.D., MRICS

Global Chief Economist and
Head of Global Thought Leadership
richard.barkham@cbre.com

Neil Blake, Ph.D.

Global Head of Forecasting
neil.blake@cbre.com

Henry Chin, Ph.D.

Head of Research, APAC/EMEA
henry.chin@cbre.com.hk

Spencer G. Levy

Chairman of Americas Research
spencer.levy@cbre.com

Follow CBRE



世邦魏理仕研究部

本报告由世邦魏理仕大中华区研究部撰写。大中华区研究部是世邦魏理仕研究部的成员。世邦魏理仕研究部是一个由优秀的研究人员组成的网络，协力提供房地产市场研究和经济预测方案。

免责声明

除非特别注明，本报告的所有信息版权均属世邦魏理仕。世邦魏理仕确信本报告所刊载信息及预测来自可靠来源。本公司不怀疑其准确性，但并未对此资料进行核实，亦不会对资料做出任何保证或陈述。阁下需独立对信息的准确性和完整性作出审查。本报告仅限于世邦魏理仕的客户和专业人士使用，不可作为证券或其它金融产品的买卖依据。世邦魏理仕保留对本报告的所有权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式进行翻版、复制、引用和转载。由于任何人使用或依赖本报告中出现的信息而导致的任何损失和费用，世邦魏理仕概不负责。

To learn more about CBRE Research, or to access additional research reports, please visit the Global Research Gateway at www.cbre.com/research-and-reports