

守得云开见月明

——基于写字楼周期的一些思考

战略发展部 黄清华

引言：

2020年新冠疫情给写字楼市场带来了巨大挑战，表现为一线城市优质写字楼空置率攀升，其中上海、深圳更是超过历史高点。而到了2021年第一季度，写字楼空置率开始下行，同时普洛斯、安联集团、平安不动产等知名机构开始大手笔买入写字楼资产。这一现象引发了我们一系列思考：当前写字楼市场是拐点还是短暂回调？抄底时机是否已经到来？如何看待中国写字楼资产的长期投资价值？

为解答上述问题，本文将从长期、中期、短期视角对一线城市写字楼市场进行系统性分析。

图 1：全文逻辑图

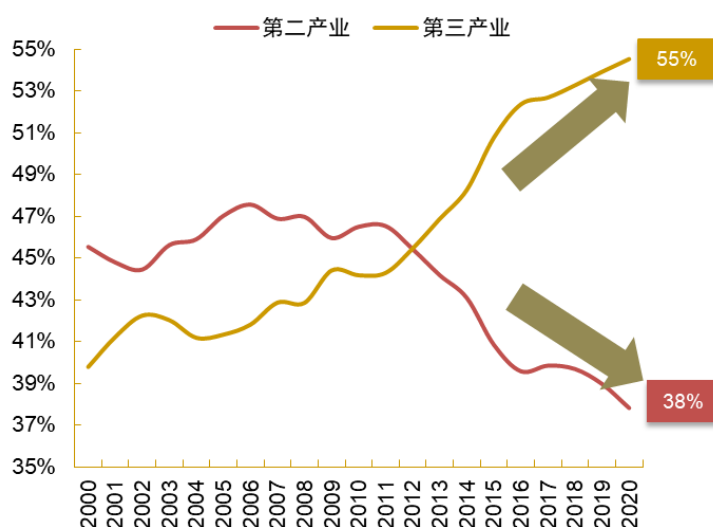


一、长期视角，中国经济转型升级下，写字楼资产具备长期投资价值

(一) 中国经济走入新阶段，楼宇经济崛起，城市更新时代到来

中国经济结构从工业化迈向服务业化，而服务业更依赖写字楼办公，因此写字楼需求随之增加。近 20 年我国第三产业占 GDP 比重由 40% 大幅上升至 55%，金融业、现代服务业对写字楼租赁需求明显增加。但与美国、日本等发达国家比，我国第三产业占比仍偏低，随着我国经济持续转型升级，对写字楼需求也将继续加大。

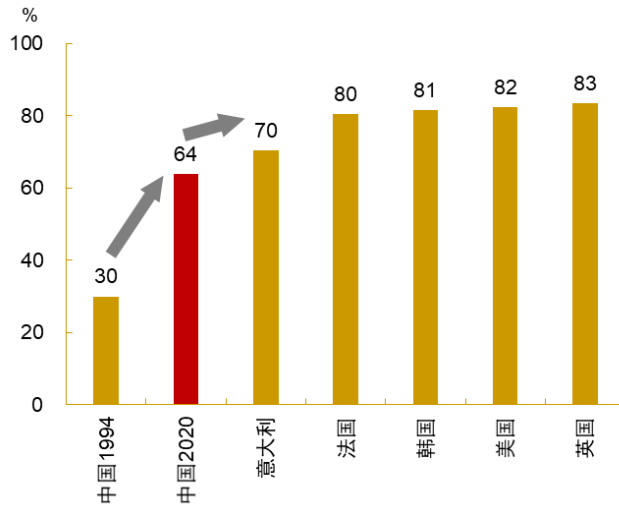
图 2：我国第三产业占 GDP 比重持续提升



资料来源：Wind，远洋资本战略发展部

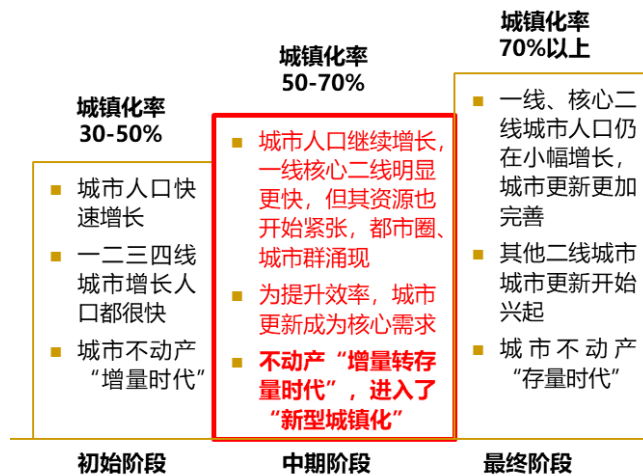
与此同时，中国城镇化进程放缓，城市更新时代到来。2020 年中国常住人口城镇化率为 64%，逐渐接近发达国家，与此同时，核心城市和区域的资源开始紧张，大量低效资产亟需盘活。由此，为城市更新注入更多动力，包括对老旧小区和商办的更新改造，投资机会也应运而生。

图 3：我国城镇化进程已进入下半场



资料来源：Wind，远洋资本战略发展部

图 4：城市更新为“新型城镇化”核心需求



资料来源：远洋资本战略发展部

(二) 城市更新、持有型物业为国家政策鼓励方向

“十四五”规划提出畅通国内大循环、促进国内国际双循环，战略定调城市更新。习近平总书记多次指出，要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。这一格局下，中国将向包括战略性新兴产业、现代服务业在内的高附加值产业延伸，承载这些新兴产业的写字楼市场也将迎来新机遇。此外，“十四五”规划更是明确提出“实施城市更新行动”，政策支持力度空前。

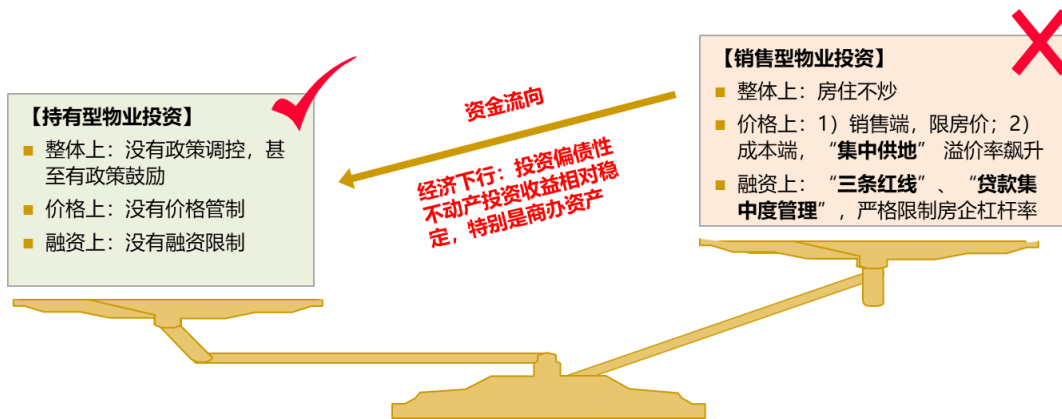
图 5：“十四五”规划关键主题



资料来源：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，远洋资本战略发展部

近年来，政策对住宅开发的调控力度持续加大，但持有型商业地产未受影响。自 2016 年底首次提出“房住不炒”后，从“限房价、竞地价”到近期的“三条红线”、“贷款集中度”等，政策关于住宅开发的调控不断升级。在销售型物业承压的同时，持有型物业没有受到冲击，加速了地产业的天平向持有型物业倾斜。

图 6：住宅开发调控加剧，持有型物业不受影响

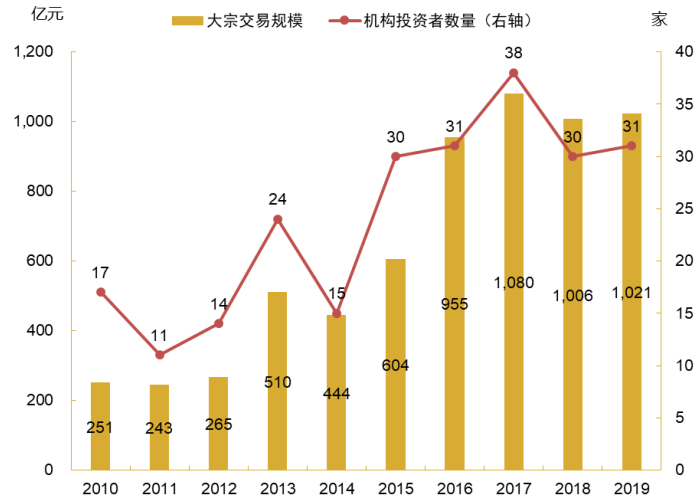


资料来源：远洋资本战略发展部

(三) 中国写字楼市场发展迅猛，机构投资者关注力度加大

一线城市写字楼市场明显上涨的机构投资者关注度和大宗交易额也为上述观点提供佐证。近 10 年，一线城市写字楼市场机构投资者数量翻番，大宗交易额增长 3 倍，写字楼资产越来越受到机构投资者青睐。

图 7：一线城市写字楼大宗交易规模和机构投资者数量



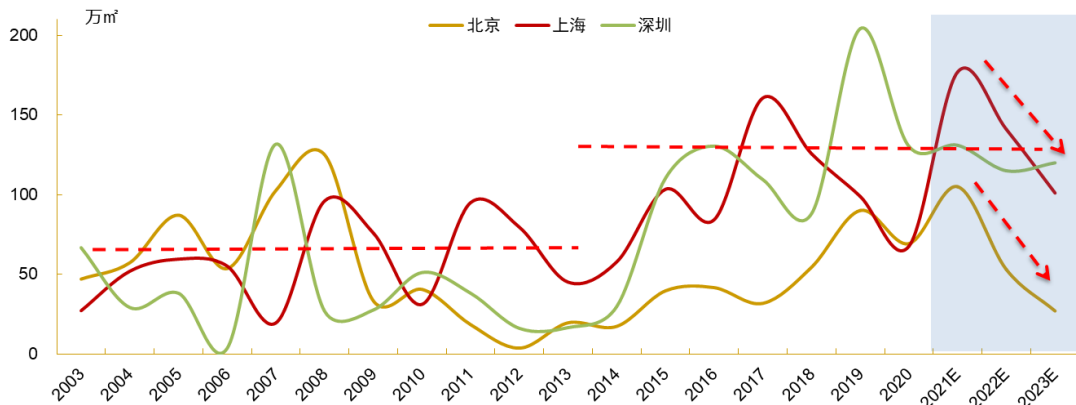
注：1、统计范围不包括综合体；2、机构投资者包括私募股权基金、保险公司、资产管理公司、投资公司、房地产公司，不包括自用需求的公司和个人投资者
资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

二、中期视角，中国写字楼市场具有典型的周期性

（一）供需角度，写字楼市场具有明显的周期波动特征，目前正处周期底部

一线城市优质写字楼供给呈周期性波动，近年来中枢有所上行。受各地政府供给节奏影响，写字楼新增供应呈现一定的规律性，尤其是上海和深圳，平均 3~4 年一个周期。近年来新增供给中枢有所上移，但未来 3 年北京、上海新增供给将进入下降周期，其中北京最为明显。

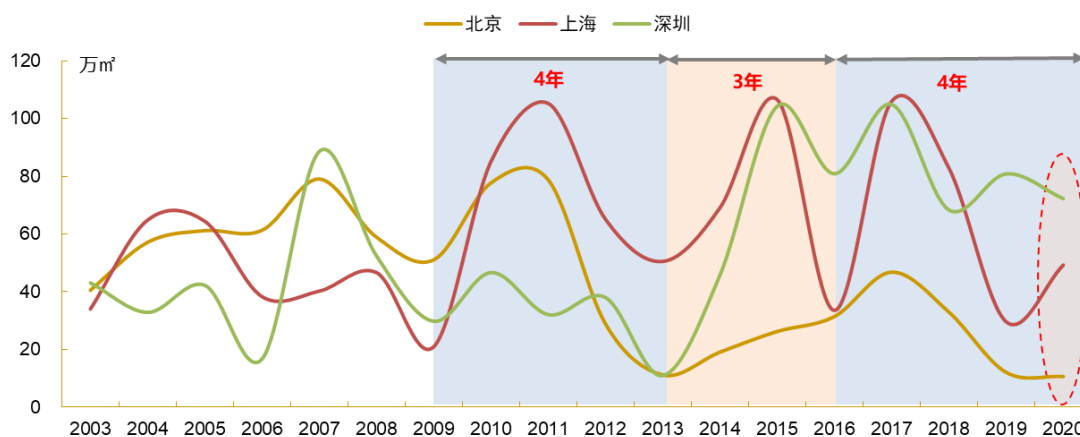
图 8：北京、上海、深圳优质写字楼新增供应



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

一线城市优质写字楼需求也呈现 3~4 年的周期性，目前处触底企稳期。 写字楼需求与经济发展相关性极大，经济发展好时，企业会扩租，而经济不好时，企业则会缩减租赁面积，因此净吸纳量也呈现约 3~4 年的规律性波动。

图 9：北京、上海、深圳优质写字楼净吸纳量



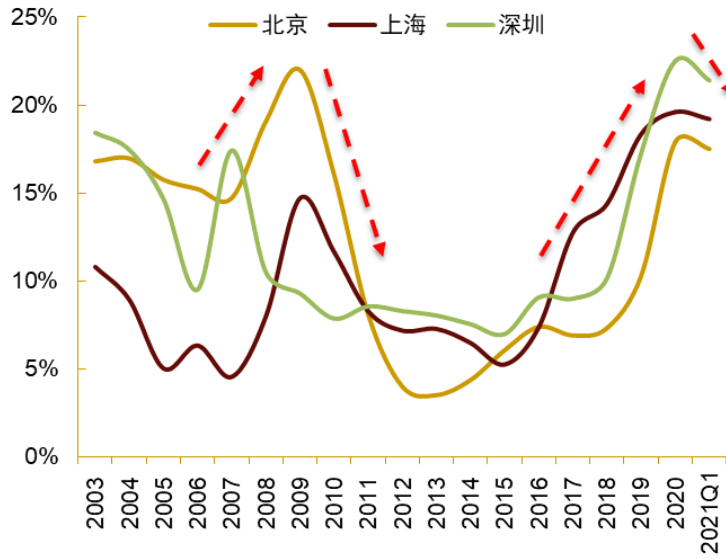
资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

(二) 受供需影响，一线城市优质写字楼空置率处历史高位，租金也有所下滑

一线城市优质写字楼空置率也经历了一轮完整的周期波动，目前正处第二轮波动顶部。

以北京为例，第一轮大幅波动是从 2005 年到 2012 年，受金融危机影响，北京写字楼空置率不断上行，2009 年甚至达到 22%，随后下行至 2012 年的 3.5%；自 2015 年起北京写字楼空置率又开启新一轮上升周期，从 6.1% 上升至 2020 年的 17.9%。

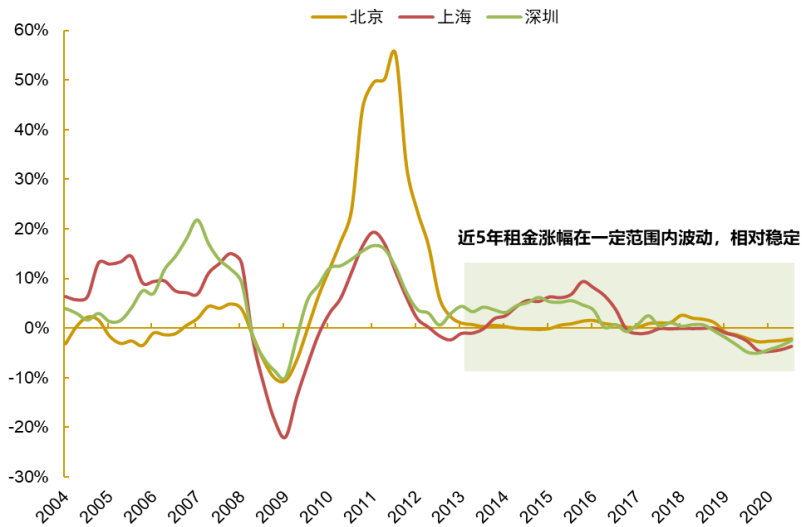
图 10：北京、上海、深圳优质写字楼空置率水平



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

一线城市优质写字楼租金涨幅相对稳定。自 2013 年以来，一线城市写字楼租金涨幅一直保持在一定范围内波动，其中北京最为稳定。但受经济下行、新冠肺炎疫情影响，2019 年之后一线城市优质写字楼租金有所下降。

图 11：北京、上海、深圳优质写字楼同样本租金涨幅



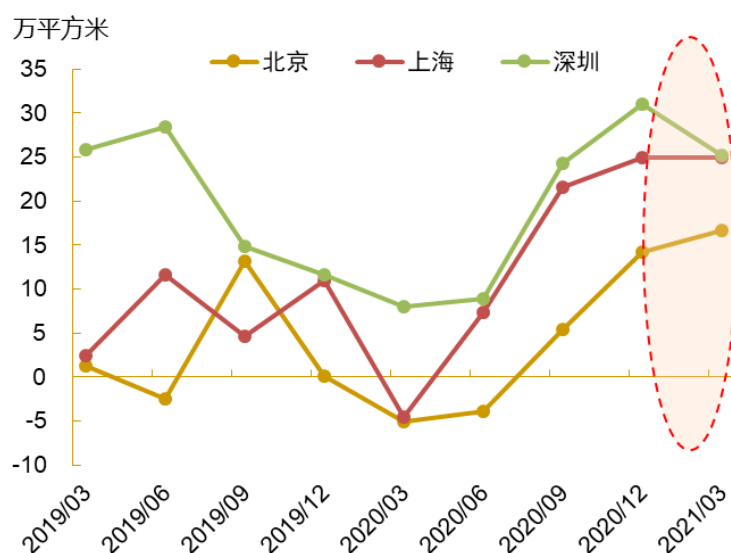
资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

三、短期视角，中国写字楼市场即将触底反弹，开启新一轮上升周期

(一) 新冠疫情下，尽管写字楼市场受冲击较大，但目前净吸纳量已实现深 V 反弹

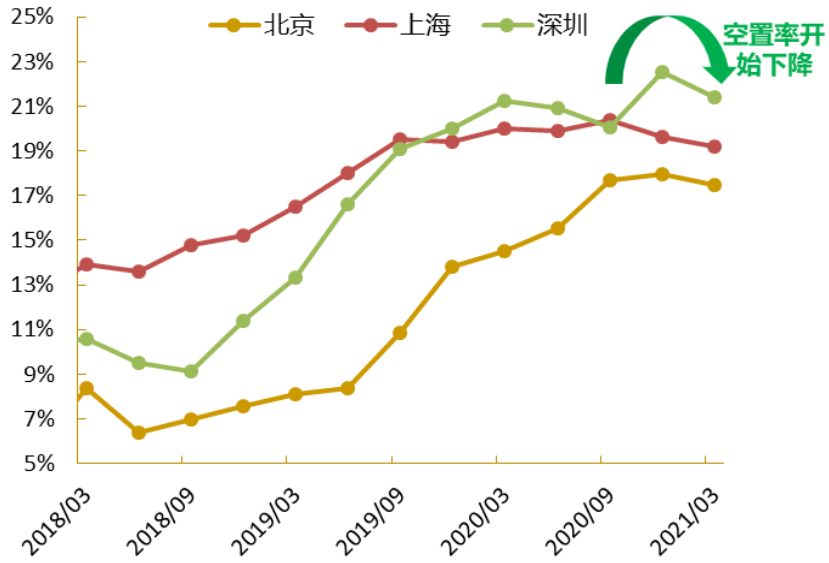
从 2021 年第一季度数据看，一线城市写字楼需求远超预期，空置率随之下行。2021Q1 北京、上海、深圳净吸纳量分别达到 16.6、25、25.2 万平方米，其中北京第一季度的净吸纳量几乎达到机构全年预测的一半，远超市场预期。在如此强劲需求下，北京、上海、深圳优质写字楼空置率分别下行 0.4、0.4、1.1 个百分点，北京更是自 2018Q2 以来首次下降。

图 12：2021Q1 一线城市优质写字楼净吸纳量远超市场预期



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

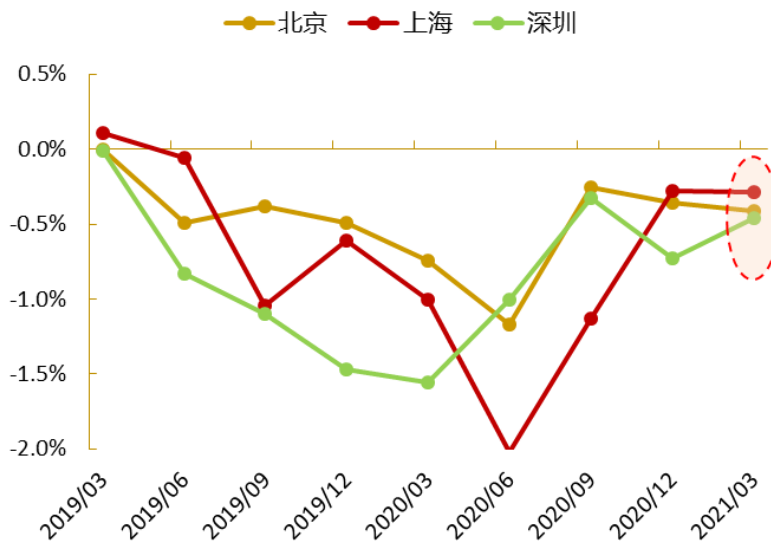
图 13：2021Q1 一线城市优质写字楼空置率开始/延续下降



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

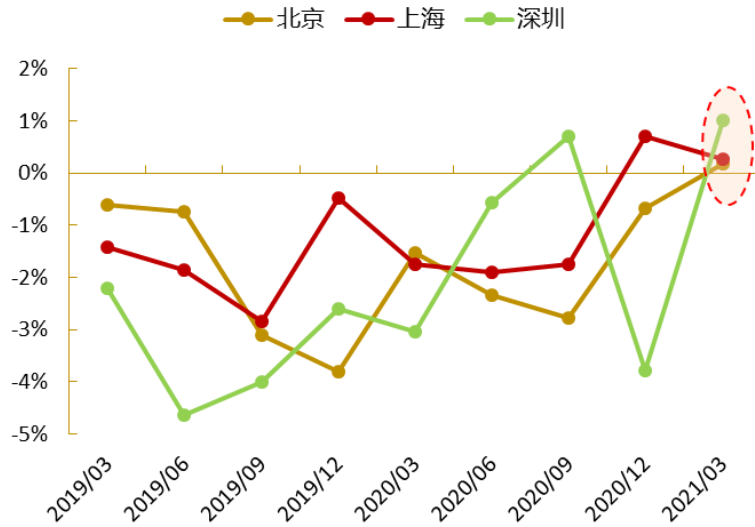
与之相对应，2021年第一季度一线城市优质写字楼租金下跌幅度收窄，有效租金也已环比正增长。2021Q1 北京、上海、深圳同样本租金环比降幅为 0.4%、0.3%、0.5%，与 2020 年相比明显收窄，并且有效租金环比涨幅也已由负转正，其中北京是近两年首次实现正向增长，上海延续上涨趋势，深圳更是由深度负增长大幅转正。

图 14：一线城市优质写字楼同样本租金环比涨幅



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

图 15：2021Q1 一线城市优质写字楼同样本有效租金环比涨幅由负转正



注：同样本有效租金=同样本租金* (1-空置率)

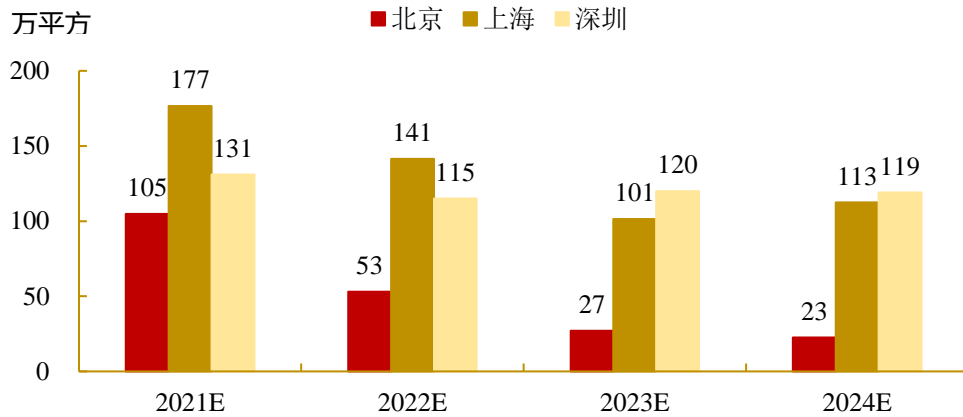
资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

（二）长期新增供给呈下降趋势，写字楼市场正处触底企稳阶段，北京将率先反弹

长期看，新增供应呈下降趋势，其中北京下降最快。机构普遍预测，北京空置率将于 2021 年率先触顶，随后进入下降通道，到 2024 年空置率有望稳定在 15%以下，整体租金将保持平稳或上扬态势。

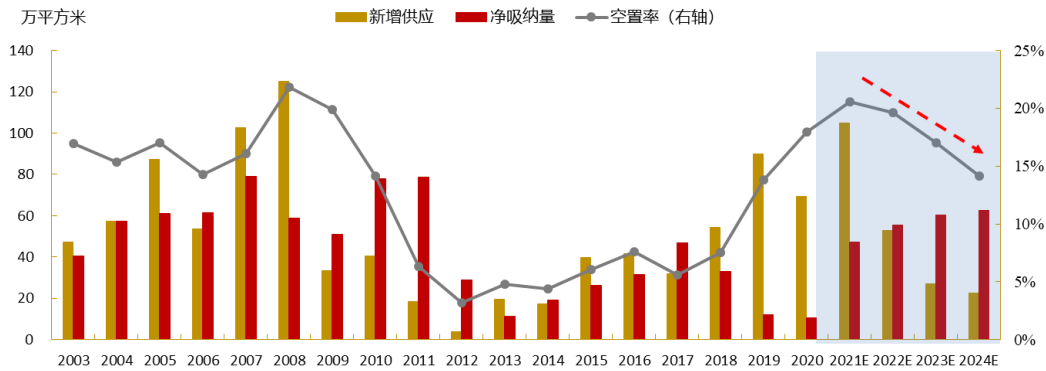
从新增供给分布区域看，核心区域的供给量小于非核心区。未来 4 年北京写字楼市场来自于核心中央商务区、核心拓展商务区、新兴商务区的新增供给占比分别为 28%、27%、45%，核心商务区去化压力较小，将率先触底企稳。对于上海，未来 4 年 90%新增供给来自于核心拓展区和新兴商务区，因此，上海也存在结构性投资机会，主要集中于核心商务区和诸如徐家汇、虹桥、外滩等供需均衡的核心拓展区。

图 16：一线城市优质写字楼未来新增供应



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

图 17：北京优质写字楼市场未来研判

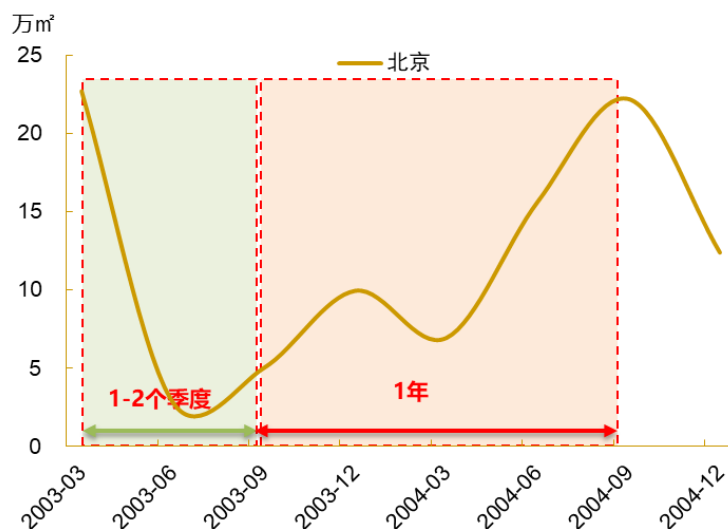


资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

(三) 历史经验和机构投资者交易数据也显示市场即将触底企稳

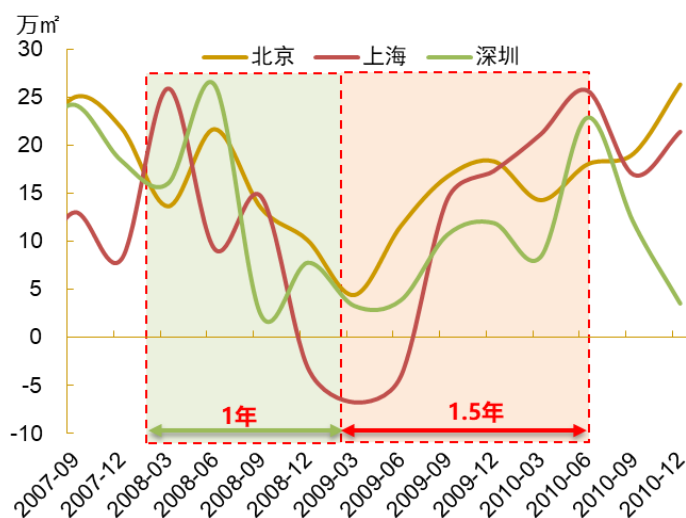
写字楼市场也受到过 SARS、金融危机的负向影响，但最终均恢复至危机前水平，本次新冠肺炎疫情也不例外。从历史危机看，SARS 和金融危机对一线城市优质写字楼市场需求有较大负向影响，表现为先大幅下降，随后上升至疫情前水平，影响时间分别在 1.5 年、2.5 年左右。本次也不例外，目前写字楼需求已经大幅反弹，写字楼市场正在加速复苏。

图 18: SARS 期间北京优质写字楼市场净吸纳量



资料来源: CBRE, 远洋资本战略发展部

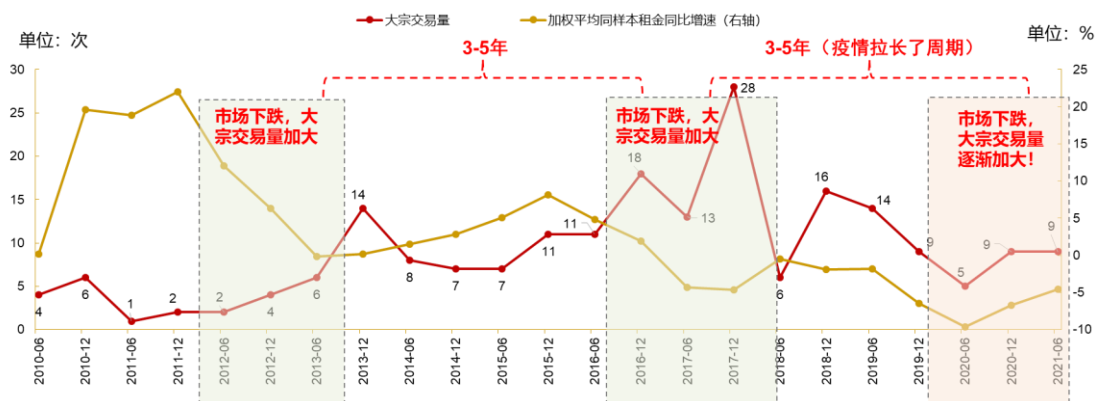
图 19: 金融危机期间北京、上海、深圳优质写字楼净吸纳量



资料来源: CBRE, 远洋资本战略发展部

新冠疫情为投资者提供了难得的投资机会，机构强者纷纷“抄底”中国写字楼市场。从历史数据来看，写字楼机构投资者大宗收购次数与有效租金涨幅呈现负相关性，尤其是市场下跌时，平均 3~5 年一个周期，疫情之下，周期拉长，因此现在又到了抄底时期，黑石、GLP、平安等强者都在北京、上海开始出手，更是表明中国写字楼市场即将触底企稳。

图 20：写字楼机构投资者大宗收购次数 VS. 写字楼有效租金涨幅（北京和上海）



资料来源：CBRE，远洋资本战略发展部

四、总结

通过从长期、中期、短期三个视角分析，前述问题的答案显而易见。

长期视角，在中国经济转型升级影响、多项政策支持下，中国写字楼资产具有长期投资价值；

中期视角，中国写字楼市场呈现明显的周期性波动，疫情之前写字楼本就即将触底企稳，疫情只是拉长周期，不改变写字楼市场向上趋势，一线城市写字楼市场拐点即将到来；

短期视角，新冠肺炎疫情对写字楼市场造成了较大冲击，但危机中孕育着机遇，也为投资者创造了难得的投资窗口。目前，写字楼市场正在加速复苏，长期市场终将恢复至疫情前水平，因此现在投资于写字楼市场恰逢其时！