

智慧投资

2024 中国房地产 市场展望

年度报告

世邦魏理仕
中国区研究部

2024年2月



报告目录

01 **宏观经济**

02 **写字楼**

03 **仓储物流**

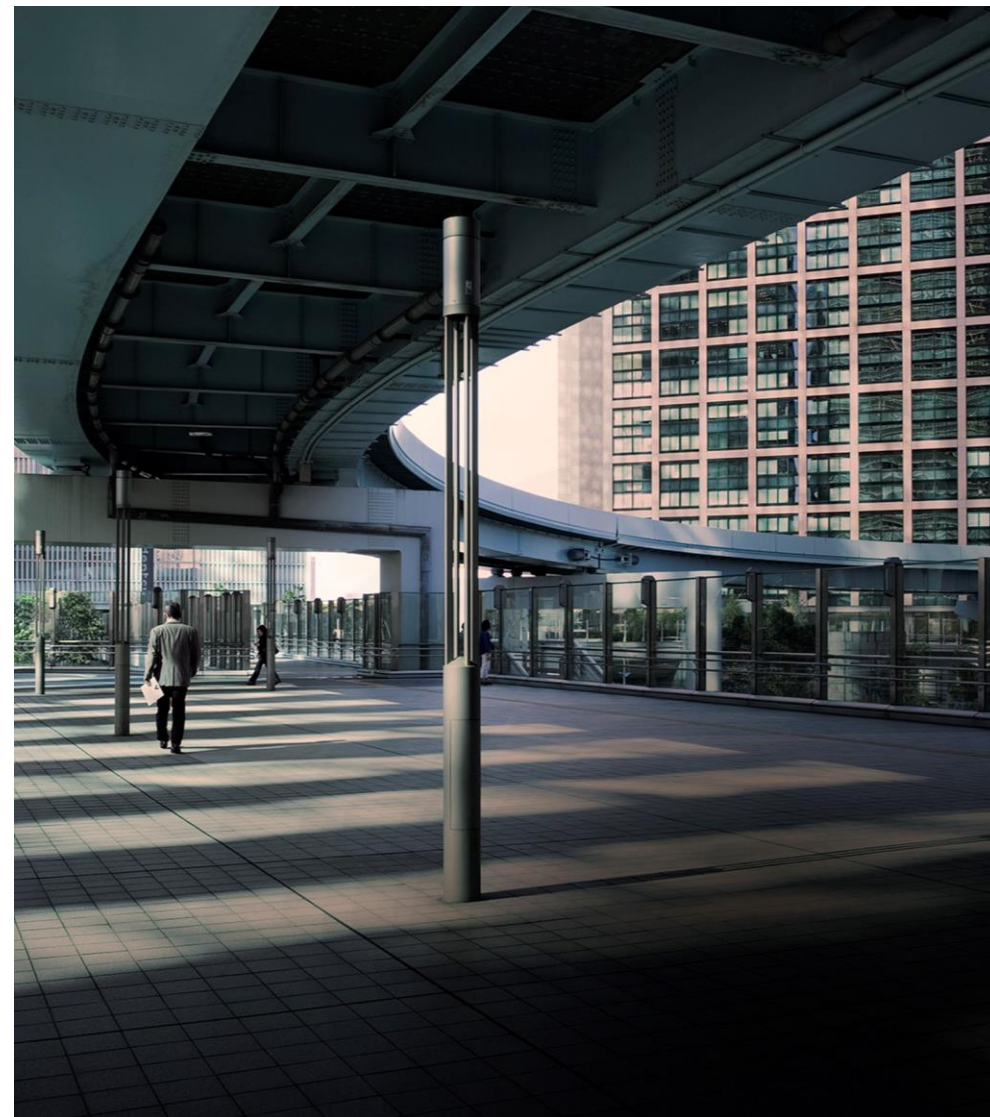
04 **零售物业**

05 **大宗投资**



宏观经济

- 2024年中国经济预计增长4.6%，居民消费进一步修复是主要动力。
- 财政政策适度加力，配合货币政策继续宽松，发力推动产业升级转型和促进内需。
- 政策松绑效应逐步释放，住宅销售有望在年内企稳。



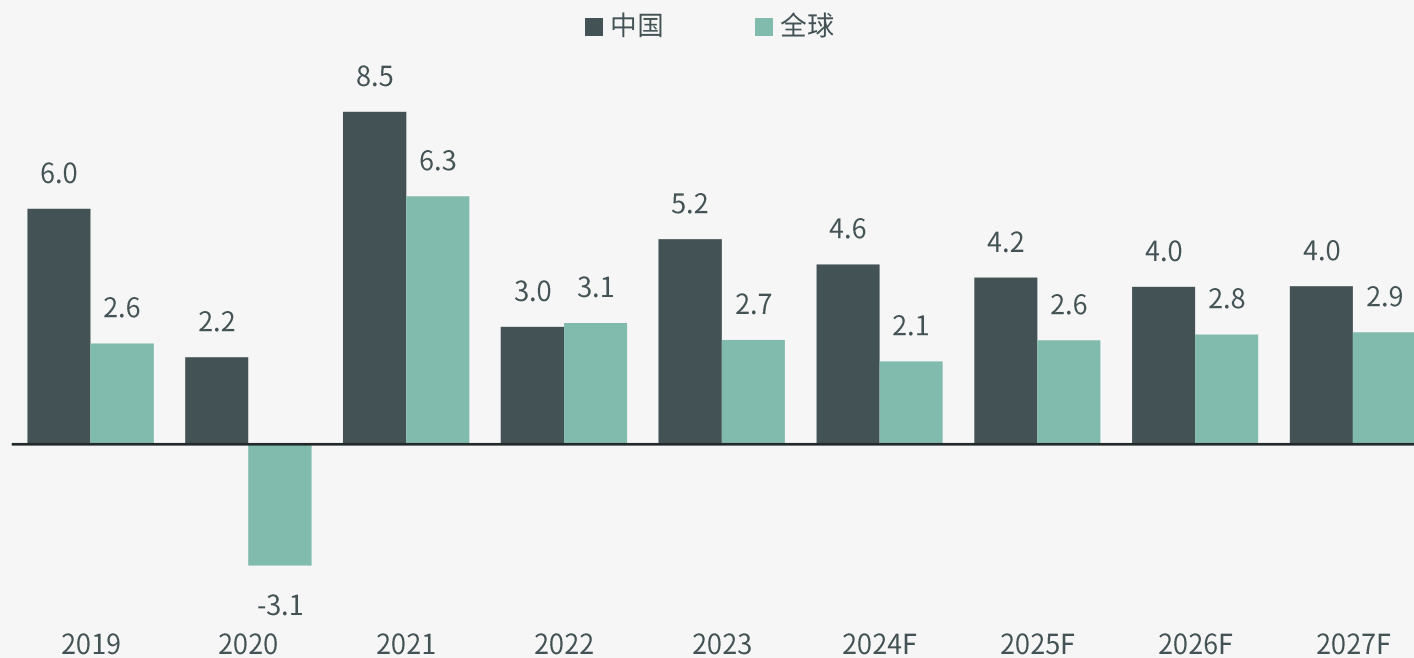
消费复苏是2024年中国经济增长的主要动力

2023年，中国经济在结束三年疫情后波浪式复苏，GDP同比增长5.2%，去除基数影响后2022-2023年两年平均增速为4.1%。展望2024年，我们预计中国经济将进一步向常态化运行的潜在增速回归，全年有望录得4.6%的GDP增长。

居民消费的进一步修复是今年经济增长的主要动力。伴随疫情“疤痕效应”进一步减弱和就业市场的逐步改善，2024年居民消费信心有望底部抬升，并推动疫情期间的超额储蓄持续释放。

2024年财政政策定调“适度加力、提质增效”。去年四季度中央财政增发1万亿元特别国债，赤字率升至3.8%，彰显了宽财政以稳增长的决心。今年财政预算赤字率或将继续突破常年3%的约束，宽财政在对基建及先进制造业投资形成支撑的同时，支出结构有望进一步向社会保障和公共服务等民生领域倾斜，从而更好地发力促消费。

图表1：全球和中国经济增长预测



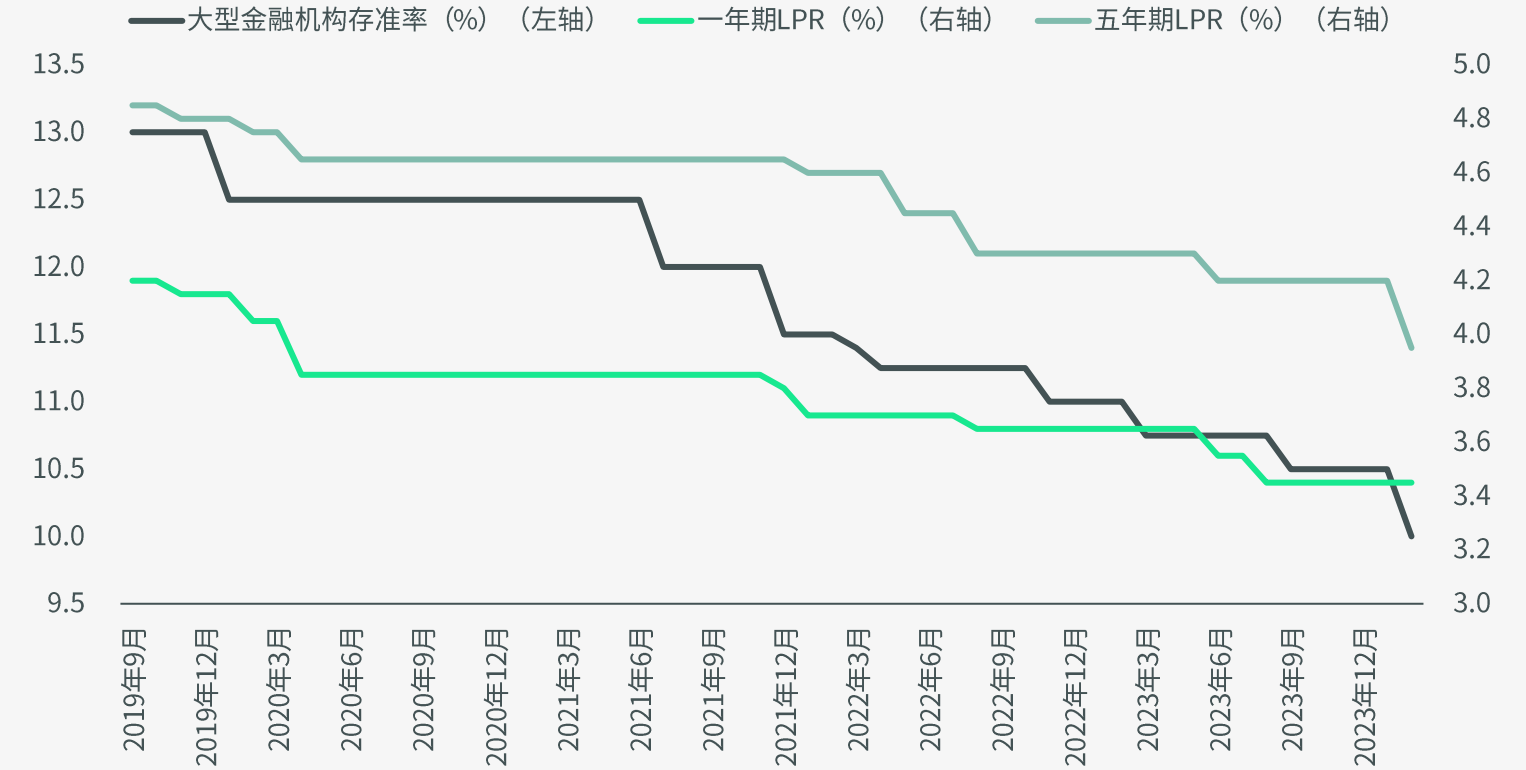
数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

货币政策将保持适度宽松。2月5日央行将存款准备金率进一步下调0.5个百分点，释放约1万亿元的长期资金；2月20日，5年期LPR大幅调降25个基点至3.95%。监管层对房地产行业的信贷支持不断加强，经营性物业贷款新政将今年内的贷款用途扩大至偿还房地产开发企业及集团控股公司存款债务和公开市场债券，而各地房地产项目“白名单”也接连出炉。

房地产销售市场方面，2023年全国商品住宅销售面积9.5亿平方米，同比下降8.2%，但降幅较2022年大幅收窄18.6个百分点。2023年下半年以来，降低二套房首付比例和贷款利率等支持合理住房需求的措施接连落地，超大特大城市城中村改造加速推进，而近期广州宣布不再对120平方米以上的住房限购，成为实质性松绑限购的首个一线城市。随着上述政策效果的逐步叠加和释放，我们预计住宅销售将于年内企稳。

2024年国内制造业尽管将面临部分新兴行业产能过剩的挑战，但欧美主要经济体库存周期临近底部以及政策端对高技术制造业的持续支持将帮助制造业投资保持稳定增长。

图表2：中国存款准备金率与贷款市场报价利率（LPR）



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

写字楼

- 2024年写字楼租赁需求温和复苏，净吸纳量预计达400万平方米，与2019年相当；但充裕的新增供应将令供需平衡持续有利于租户方。
- 非银金融和互联网需求改善，人工智能和先进制造带来增量需求。
- 升级需求将持续流入一线城市新兴商务区，办公品质升级是长期趋势。



2024年写字楼租赁需求温和复苏

2023年写字楼租赁市场复苏不及预期，全年净吸纳量为277万平方米，略高于2022年的历史最低值。

展望2024年，随着中国经济逐步向高质量增长迈进，企业经营预期摆脱疫情影响后归于明朗，写字楼租赁需求将底部回升。CBRE预计2024年全国净吸纳量达400万平方米，为2020至2022年均值的90%，与2019年水平相当。

租户扩张意愿略强于疫情三年

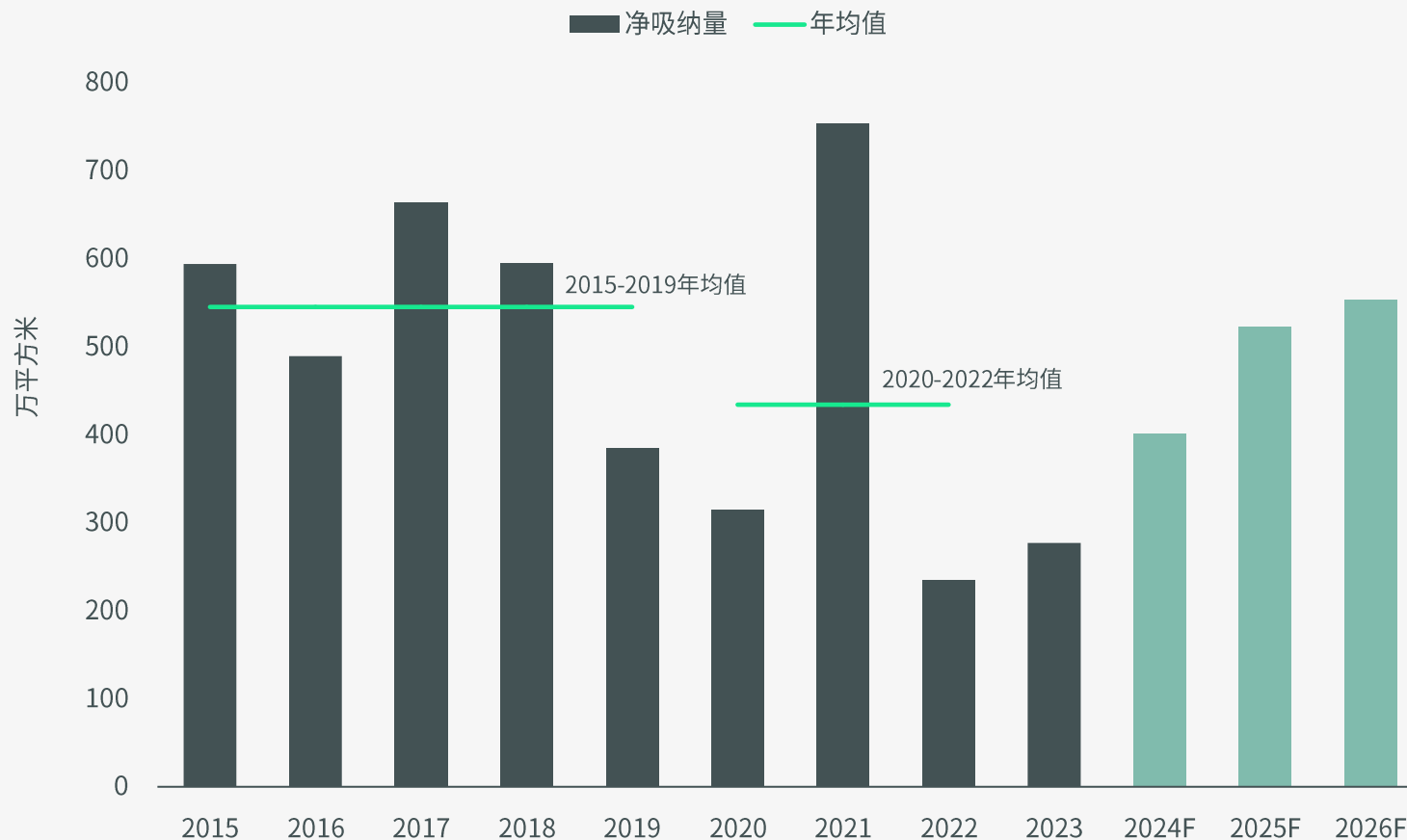
CBRE《2023年中国区写字楼租户调查》显示，未来三年42%的受访企业计划增加国内办公面积，扩张意愿较疫情三年（2020-2022年）的37%抬升。

高能级政策接连出台提振民营和外资企业信心

2023年下半年以来，促进民营经济发展壮大的“31条”、优化外商投资环境的“25条”等顶层政策接连出台，破除民营和外资企业市场准入壁垒，提振投资信心，优化营商环境。

今年1月出台的“浦东23条”（《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》）将制度创新和高水平开放方面进一步突破，有序放宽电信服务、医疗健康等外资准入限制，支持符合条件的外籍人才担任境内企业要务等措施预计将大幅提升外资来沪、来华的信心。

图表3：全国写字楼市场净吸纳量预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

金融和互联网行业回暖，人工智能、先进制造的需求增量仍可期

根据Capital IQ对主要企业的营收预测，两大写字楼需求主力行业 - 金融和互联网行业的增长预期将在未来两年持续改善，这将为2024年写字楼租赁市场的逐步回暖奠定基础。

业务转型和对外开放利好非银金融租赁需求扩张

2024年，金融行业的租赁需求仍将主要来自于证券、保险等非银机构。

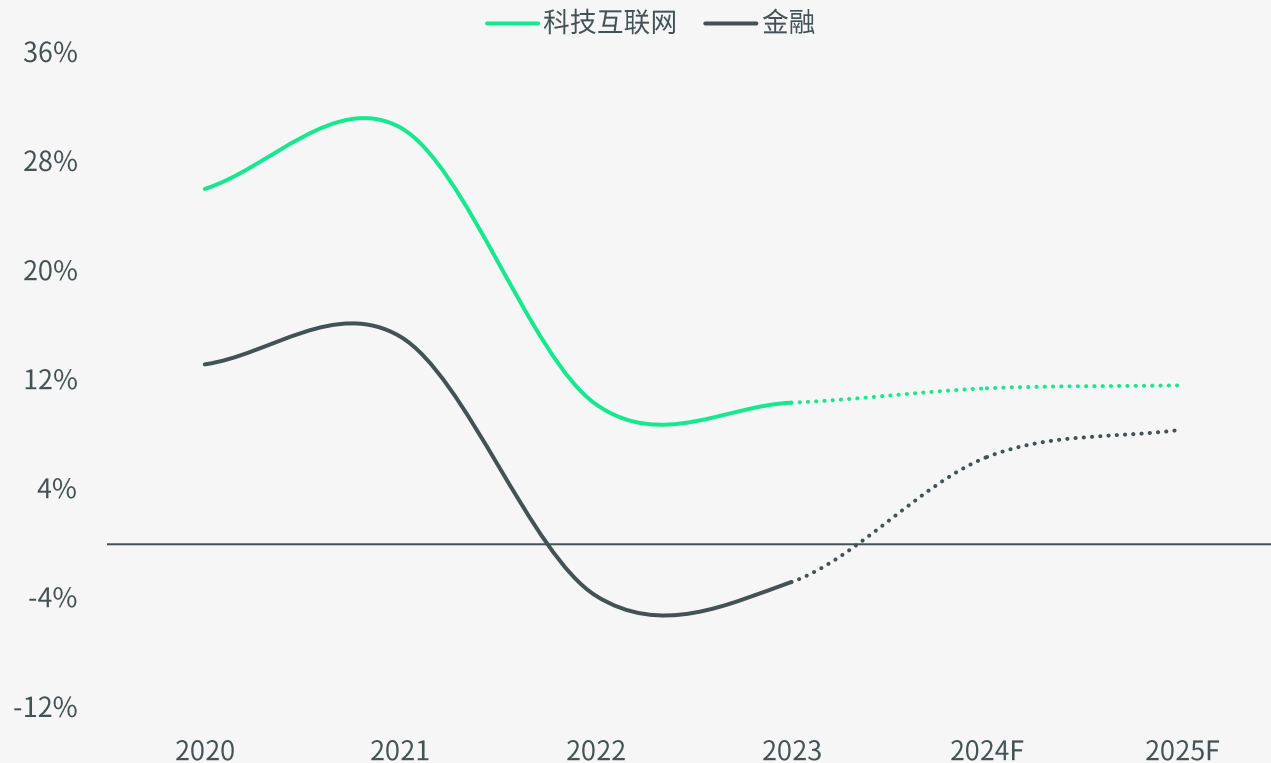
保险行业从疫情中复苏的势头明显。国家金融监督管理总局披露的数据显示，2023年实现原保险保费收入5.12万亿元，同比增长9.1%，增速为2020年以来最高。

与此同时，国内证券机构加大财富管理、资管、投顾业务发展力度，并相应新设及将营业部升级为分公司的转型将持续释放对优质写字楼的需求。此外，去年底央行和外汇管理局旨在进一步提升QFII和RQFII资金管理便利的征求意见稿亦有望在今年促进相关外资金融机构在华业务的扩张。

人工智能高速成长，平台互联网需求有望企稳回升

科技互联网行业中，人工智能仍将是高速成长的热门领域。企查查数据显示，2023年人工智能相关企业注册量同比攀升24%，增速同比加快6.5个百分点。大量创新企业的出现和持续活跃的融资预计将为今年的写字楼需求带来增量。

图表4：金融和科技行业主要上市企业¹营收年增速预测



注释1：选定科技企业包括腾讯、阿里巴巴、美团、京东、百度、网易、小米、拼多多和快手；金融企业包括中信证券、广发证券、海通证券、申万宏源、中国银河、中信建投、国泰君安、工商银行、交通银行、农业银行、建设银行、招商银行、中国人寿、中国太保、中国平安和新华保险。行业营收增速基于选定企业年增速的中位数计算

数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

此外值得一提的是，在业务调整 and 成本管控等措施初步显效之后，去年四季度起，平台互联网企业的租赁需求出现回暖迹象，租赁成交量环比增长85%。

先进制造势能强劲，消费服务显著回暖

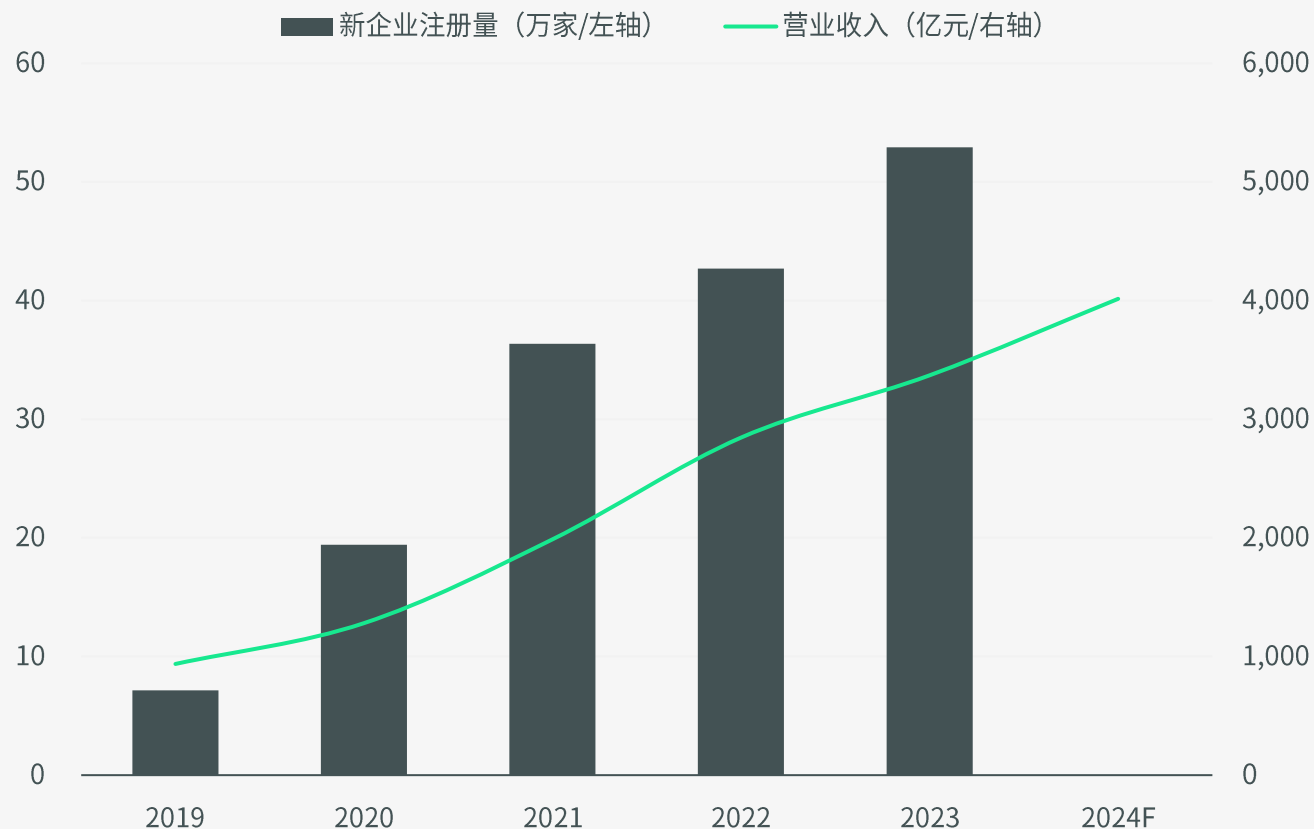
根据猎聘网的统计，2023年应届生新发职位同比增长前五的细分行业分别是：AI大模型、新能源、新材料、新能源汽车和网络信息安全。可见，除互联网科技外，高技术制造已经成为中国产业升级和就业增长的另一重要引擎。

高技术制造企业对研发设计、营销服务以及管理支持岗位的强劲需求正在成为写字楼租赁的新势能。2023年以新能源汽车为代表的车企及上下游写字楼新租成交量同比增长84%，并推升整体制造业需求占比突破10%。

疫情后消费场景的完全修复令旅游休闲、餐饮和生活服务等行业的经营情况显著改善，2023年消费者服务和住宿餐饮企业新租交易量和占比均录得2019年以来的最高值，此类租户的需求也有望在2024年迎来持续的增长。

综合以上对各行业写字楼需求趋势的判断，CBRE预计2024年一线城市和杭州、成都、武汉、西安等高技术行业集聚的二线城市的租赁活跃度将保持领先。

图表5：中国人工智能市场发展情况



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

未来三年供应充沛，利好租户升级扩张

未来三年写字楼市场供应保持充沛，年均供应量780万平方米，与疫情前五年的平均水平相当。其中，受疫情期间延迟项目交付的影响，2024年全年新增体量预计将超过800万平方米。

供需平衡仍利于租户方，但一线城市核心区高品质楼宇紧俏

结合前述需求预测来看，2024年整体写字楼市场仍将处于对租户方有利的供大于求态势，全国整体空置率继续上升至26%左右。

在供应品质方面，2024年全国甲级写字楼新增供应占比84%，一线城市高达97%，支持租户升级型租赁需求的释放。

从供需比分析来看，一线城市供需关系相对健康。上海和深圳过去三年的净吸纳量与未来三年新增供应比例超过70%，而随着朝阳CBD、丽泽等板块的项目交付告一段落，北京的这一比例接近130%。

一线城市核心商务区的超甲级和甲级楼宇可租面积将保持紧俏。未来三年一线城市超甲级和甲级新增供应中仅有6%位于核心商务区，预计其空置率水平在2024年为11.7%，与2023年持平。

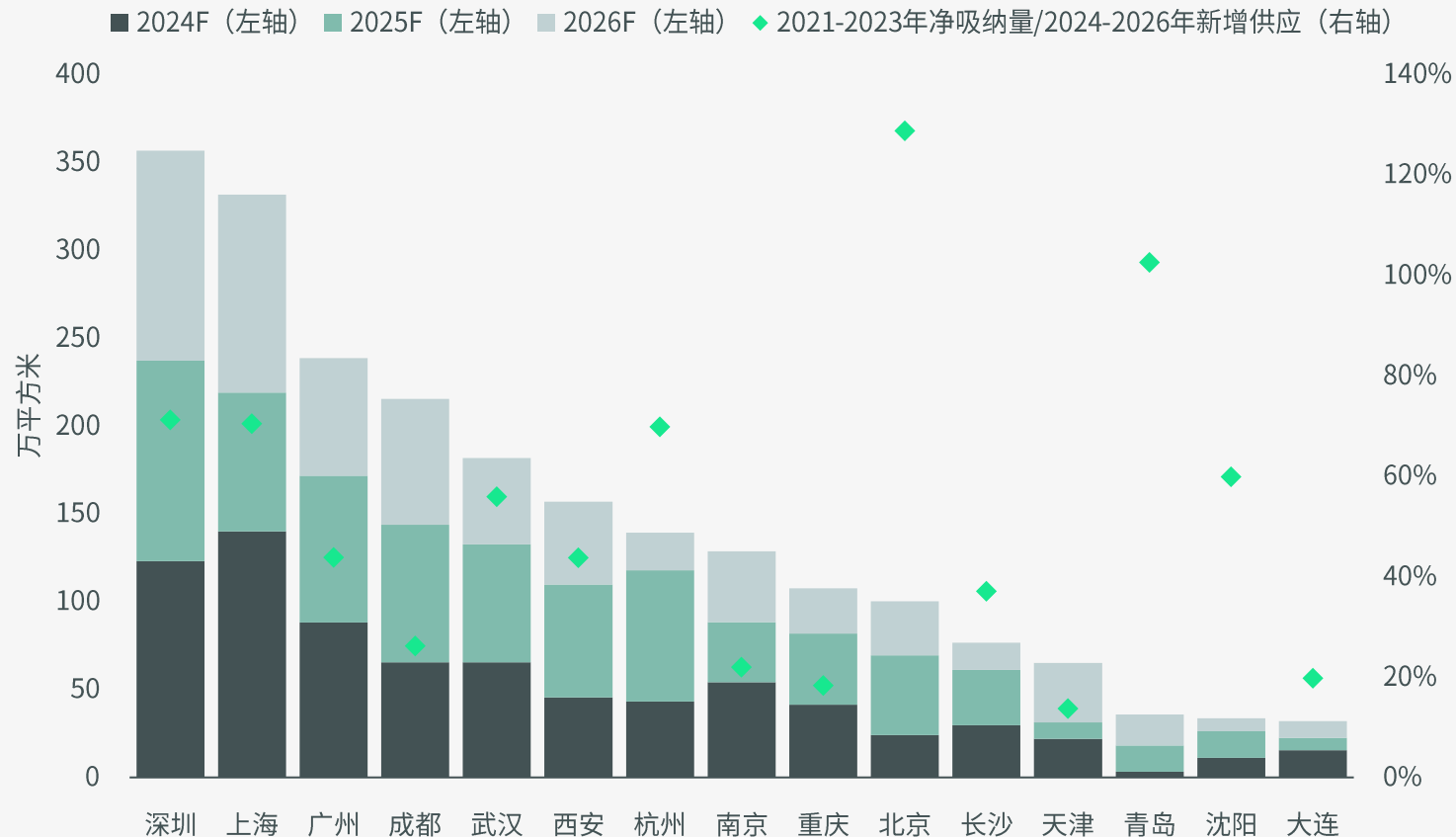
6%

未来三年一线城市超甲级和甲级楼宇核心商圈供应占比

11.7%

2024年末，一线城市核心区超甲级和甲级楼宇空置率

图表6：2024-2026年主要城市新增供应预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

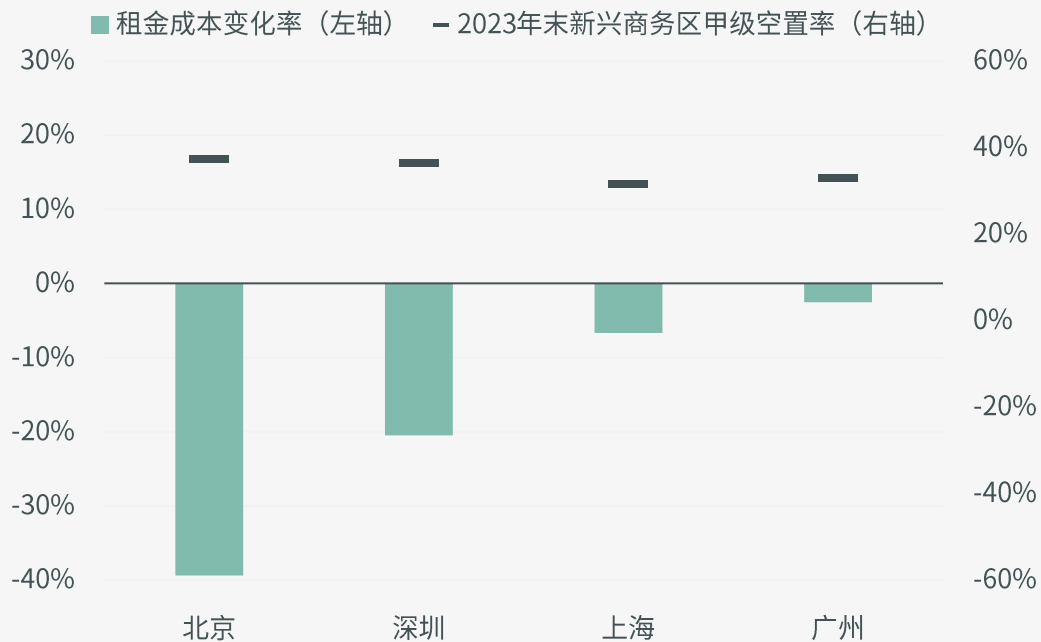
升级需求将持续流入一线城市新兴商务区

成本和品质的平衡是企业当下寻求最优化房地产解决方案的关键。CBRE发布的《2023年中国区写字楼租户调查》显示，七成租户希望未来写字楼租金占运营成本比重保持不变或更低。与此同时，“升级至更高品质的楼宇”已连续三年成为租户未来房地产策略的前三选项。

在此背景下，CBRE预计一线城市新兴商务区将成为2024年租赁需求流入的活跃区域。

基于对过去三年（2021-2023年）市中心乙级写字楼租金变动和目前市中心乙级楼宇和新兴商务区甲级楼宇租金差的分析，我们认为，2024年租户将位于一线城市市中心乙级楼宇的办公室向新兴商务区升级搬迁仍可实现不同程度的租金成本节降。此外，新兴商务区充裕的可租面积也为租户推进整合扩租等企业房地产战略决策创造了有利条件。

图表7：租户从市中心乙级楼宇搬迁至新兴商务区甲级楼宇的租金成本变化率²及新兴商务区甲级楼宇空置率



注释2：租金成本变化率=2021至2023年市中心乙级租金变化率+2023年新兴商务区甲级和市中心乙级楼宇租金差，租金为有效租金。

以上分析选取的市中心商务区包括：北京朝阳CBD、金融街、中关村、燕莎、东二环、王府井；上海南京西路、淮海中路、陆家嘴、人民广场、徐家汇、竹园；广州珠江新城、天河体育中心、越秀；深圳福田CBD、华强北、蔡屋围、车公庙。

选取的新兴商务区包括：北京丽泽、石景山、望京、奥体；上海前滩、徐汇滨江、北外滩、浦东世博、黄浦滨江、虹桥商务区、大宁、火车站；广州琶洲、万博；深圳前海、蛇口、宝安CBD、南油。

数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

110%

2023年一线城市甲级写字楼净吸纳量占比

337

万平方米

2024年一线城市新兴商务区甲级写字楼新增供应总量

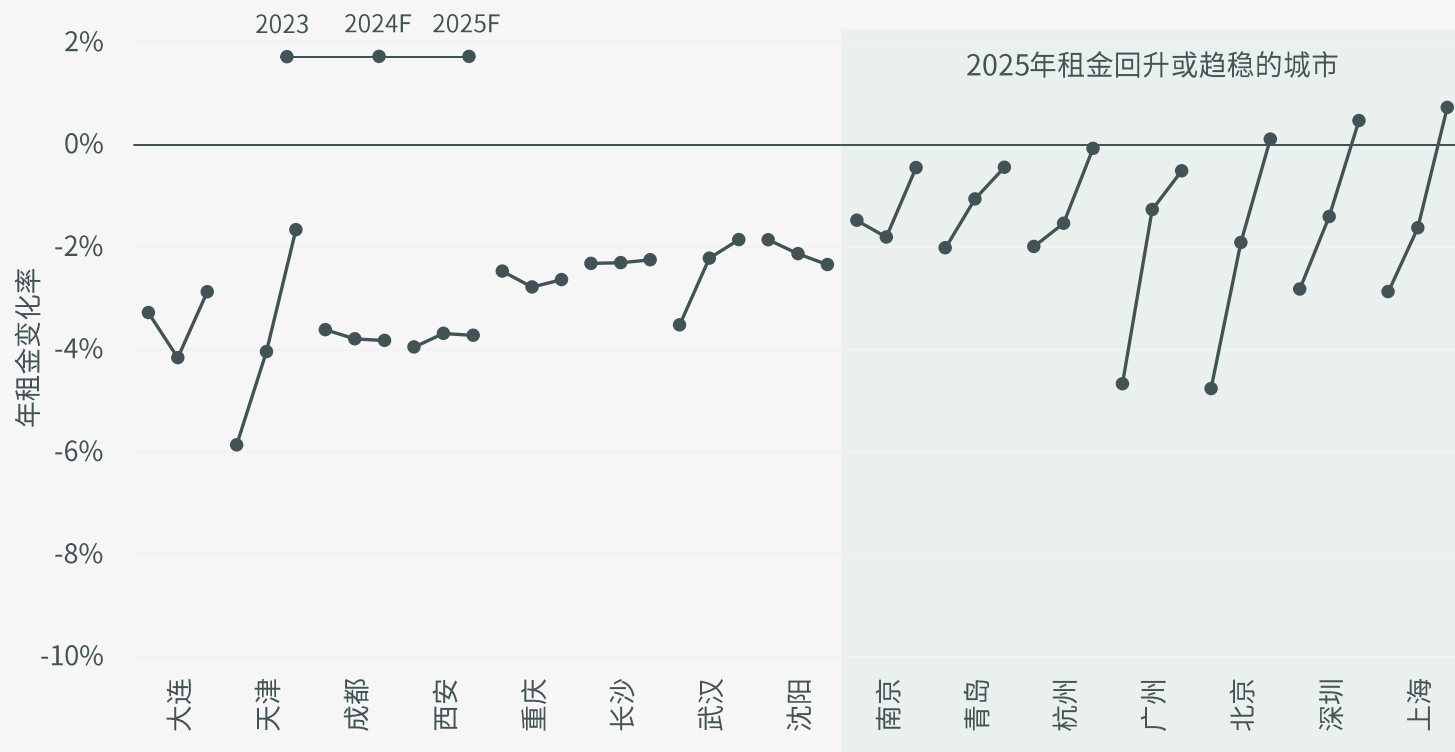
大部分城市租金跌幅收窄， 一线城市核心商务区最具韧性

受新增供应和空置率走高的影响，2024年主要一二线城市写字楼租金将继续下跌，但租赁市场情绪改善有望令下行动能放缓。CBRE预计，2024年全国写字楼平均租金指数将同比下滑2%，较2023年收窄1.3个百分点。

分城市来看，一线城市租金走势将普遍强于二线城市，市场韧性主要来自于新增供应有限的核心商务区的超甲级和甲级楼宇。其中，空置率维持在10%左右的上海南京西路、深圳福田CBD有望率先实现租金企稳。在升级搬迁需求的推动下，北京丽泽等成本优势明显的新兴商务区也有望迎来租金向上拐点。

与此相反，空置率较高或需求补给疲软的华北及中西部二线城市2024年租金跌幅仍然较大，止跌企稳还需要更长的周期。

图表8：2023-2025年主要城市租金变化率及预测

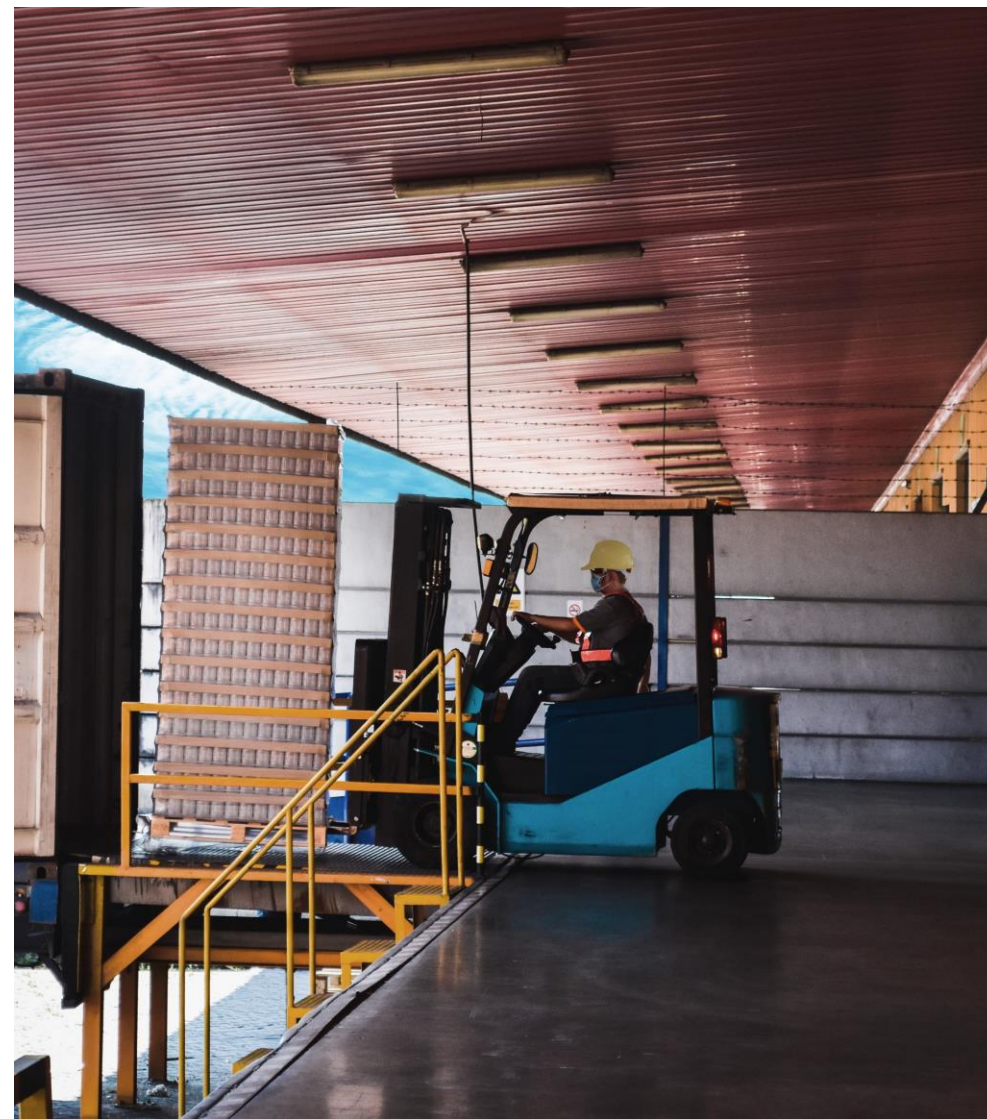


数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

[前往CBRE中国数据 360](#)

仓储物流

- 2024年供应高峰已过，供需进入再平衡阶段。
- 跨境电商的高速增长有望延续，供应链物流租赁需求日益增长。
- 租金下行压力减弱，城市走势分化。



高标仓供需再平衡

2023年仓储物流市场在跨境电商大举扩张下净吸纳录得722万平方米，同比增长44%，为仅次于2021年的第二高峰。新增供应则达到了创纪录的1,200万平方米，推升年底空置率至21.8%的历史高位。

2024年新增供应显著回落

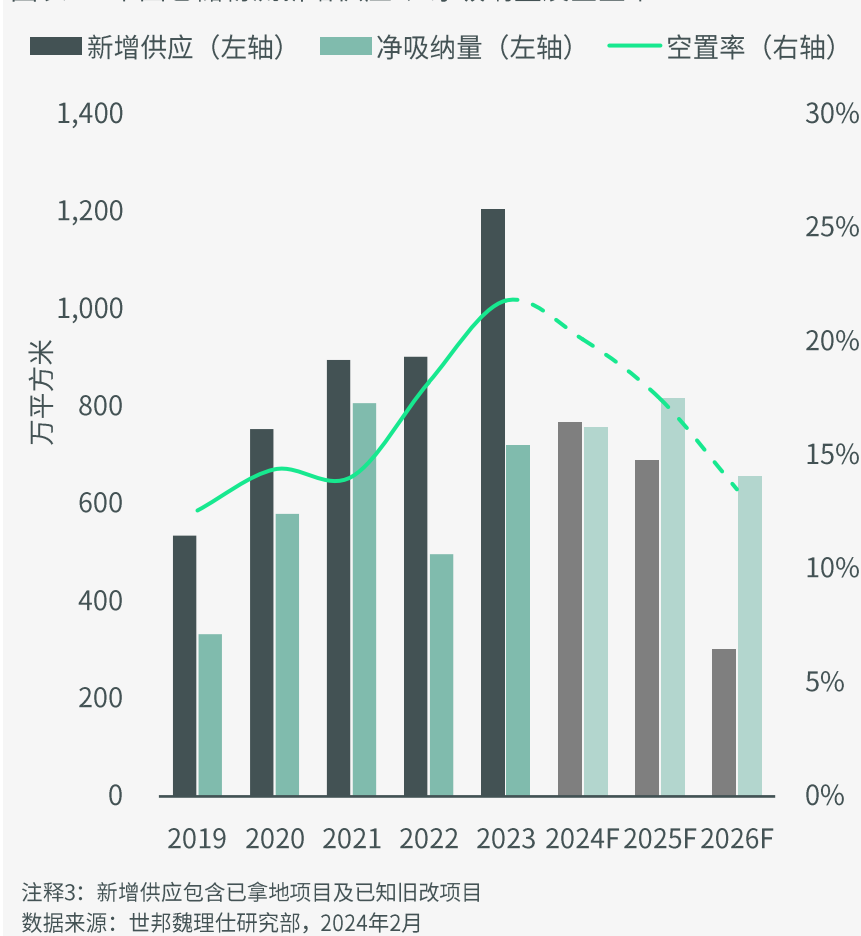
2024年国内高标仓市场最重要的变化来自于供应端。根据我们的统计，预计今年高标仓新交付面积将下降至780万平方米，且2025年将进一步小幅回落。这意味着过去三年年均1,000万平方米的供应高峰已经画上句点。

在廊坊、苏州等华北和华东区域内的环一线城市，2024年高标仓新增供应量将同比大幅下降超过60%以上，推动市场进入存量去化阶段。二线城市中此前供过于求较为严重的武汉也将进入供应收敛期。

租赁需求保持高位活跃

2024年国内消费的进一步复苏，以及制造、零售餐饮等行业的供应链物流增长将为高标仓储租赁的持续活跃奠定良好的经济和行业基础。而我们于2023年开展的租户调研提供了另一侧面的证明：59%的受访企业计划在未来三年增加在国内仓储租赁面积。

图表9：中国仓储物流新增供应³、净吸纳量及空置率



国家邮政局预计2024年全国快递业务量将增长约8%，来自国内电商和快递快运的仓储分拨需求将相应增长。

另一方面，随着国内制造业升级和餐饮连锁化的推进令供应链物流需求加速增长。从CBRE的统计数据来看，过去三年制造、零售餐饮等行业直接或通过供应链物流外包服务企业租赁的高标仓面积的年复合增速超过40%。2023年这部分需求在新租面积中的贡献已经超过1/3。

除此以外，作为去年狂飙突进的因素，跨境电商的扩张需求仍有望在2024年保持强劲。

综上所述，CBRE预测2024年国内主要城市高标仓净吸纳量将达到750万平方米左右，同比小幅增长，并带动整体空置率回落至20%的水平。

跨境电商继续快速扩张

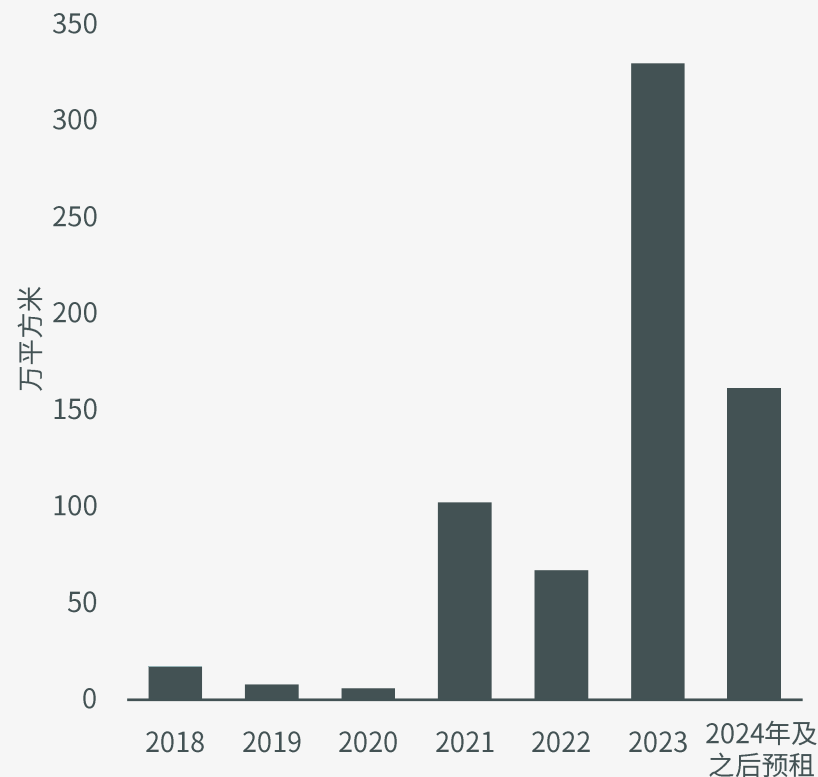
从公开渠道所获取的信息来看，2024年中国跨境电商“四小龙”- 速卖通、希音、Temu和TikTok的成交金额（GMV）将继续高速增长。

除了成交金额快速放大的推动，2023年跨境电商高标仓需求陡峭的增长需求在很大程度上源于Temu为代表的全托管模式的全面爆发。全托管模式下，跨境电商平台全接管支付、物流、仓储、运营环节，境内集货、质检、拣货、分拨和发货所带来的仓储需求急剧上升。

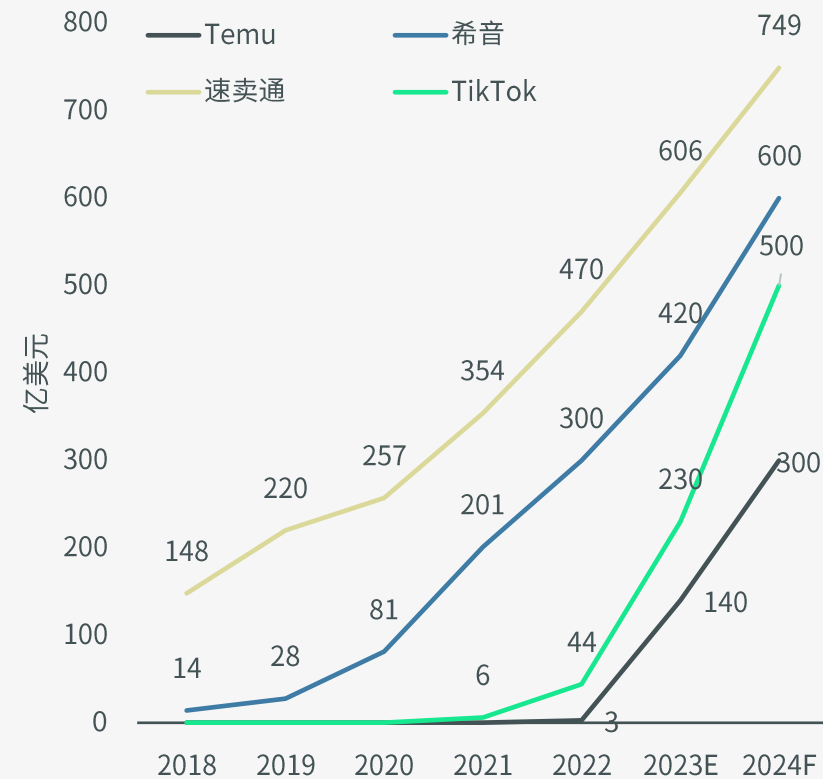
2024年伊始，全托管模式方兴未艾之际，半托管模式成为行业新的助燃剂。1月速卖通联合菜鸟全面上线半托管业务后，优选仓备货量与去年同期相比增长600%。

半托管模式为跨境电商卖家提供了兼具自主运营和物流售后效率的选项和更多的灵活性，进一步拓宽了卖家基数和商品类型，也将相应促进国内高标仓需求的增长。与此同时，更多商品品类的中小型卖家的入驻预计将推动跨境电商租仓需求向广东以外的浙江、福建等区域蔓延。从CBRE目前了解的情况来看，预计在2024年后交付使用且已被跨境电商预租的高标仓面积已经超过150万平方米。

图表10：跨境电商新租仓库面积



图表11：跨境电商成交金额（GMV）



数据来源：晚点新闻，36氪，Bloomberg，Statista，世邦魏理仕研究部，2024年2月

跨境电商平台不同模式下的物流履约和国内仓储需求

图表12：跨境电商运营模式更迭及高标仓需求

	商家自运营模式	半托管模式	全托管模式
运营和商品定价	商家	商家	平台或平台与商家协商
适合商家类型	产品运营能力强，具备一定海外仓资源和物流履约能力	有经验卖家，产品运营推广能力强，积累一定客户资源	工贸厂商，少SKU，大批量，产品运营能力和物流履约能力弱
跨境物流履约	商家负责，自行发货至海外仓（海外仓模式）	平台负责	平台负责
国内高标仓需求	低	高	高
国内仓库职能	不适用	仓储、质检、集货、拣货、分拨、包装及发货	
代表跨境电商平台	亚马逊	速卖通	Temu

数据来源：公开资料整理，世邦魏理仕研究部，2024年2月

图表13：2022年以来跨境电商运营模式的快速更迭



未来三年，大部分市场存量去化，供需平衡改善

以每三年的一个跨度来看，2024年将是国内高标仓市场供需格局扭转的分水岭。

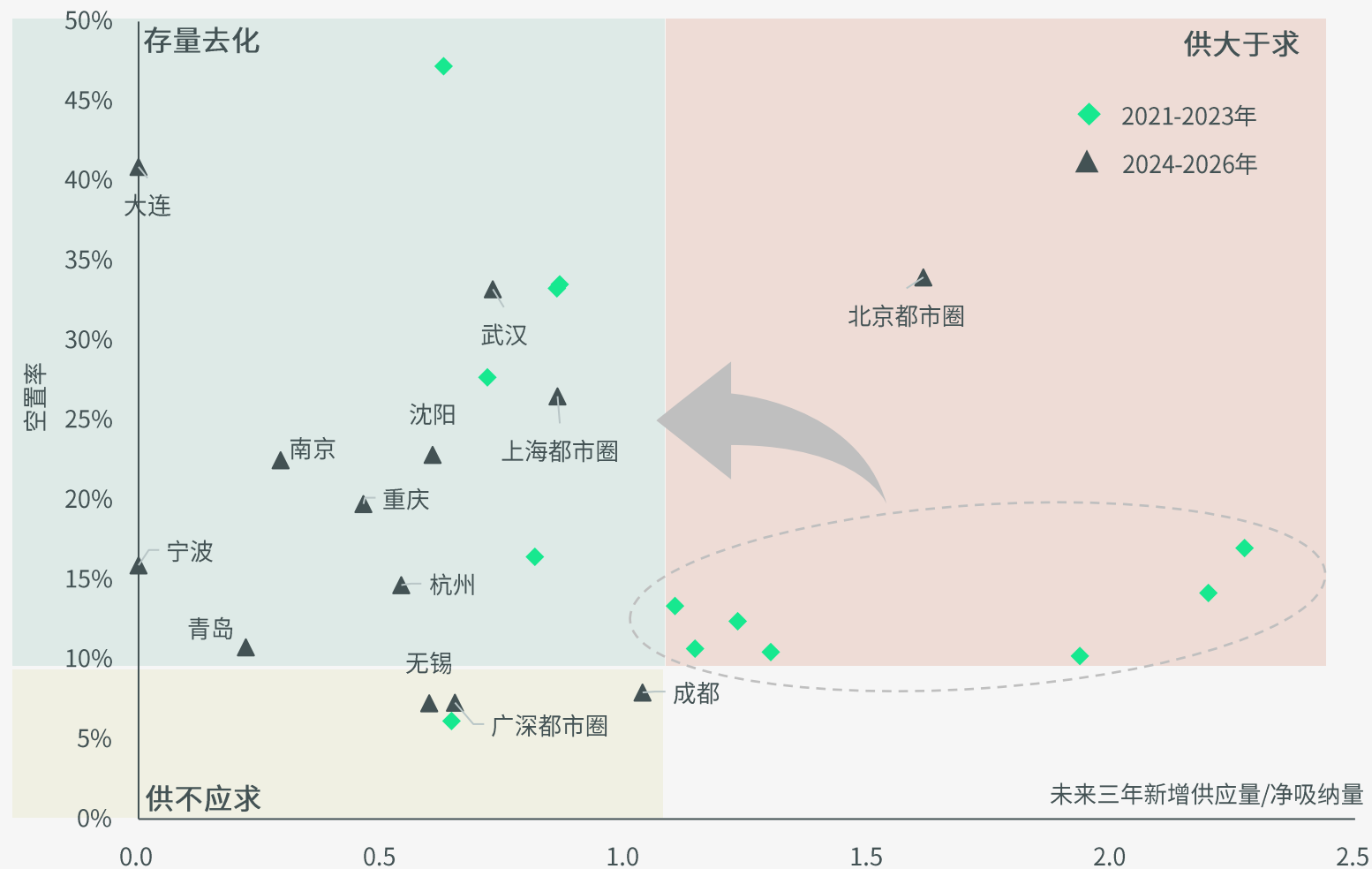
我们以10%为市场的均衡空置率，2024-2026年期间，大部分市场将进入存量去化的阶段 - 2023年末空置率在10%以上；同时未来三年新增供应与过去三年净吸纳量的比值低于1.1。

杭州、南京、青岛、重庆这四个市场的空置率有望在未来三年间陆续回到10%以下，而广深都市圈、无锡、成都将面临持续供不应求的环境。我们建议租户应尽早锁定理想区位与租约条件。

平谷板块新项目在2025-2026年的集中上市将令北京都市圈去化压力上升，但同时也为租户在北京的布局提供了窗口期。

新增供应的另一个特征是项目日趋大型化。未来三年，体量在20万平方米以上的项目贡献总新增供应面积的45%，相比前三年16%大幅提升。这意味着城市内的新增供应分布并不均匀，板块间供需分化加剧。

图表14：国内主要城市高标仓供需格局：2021-2023年 vs 2024-2026年⁴



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

注释4：

2021-2023年：纵轴为2020年末空置率，横轴为期间新增供应量/期间净吸纳量

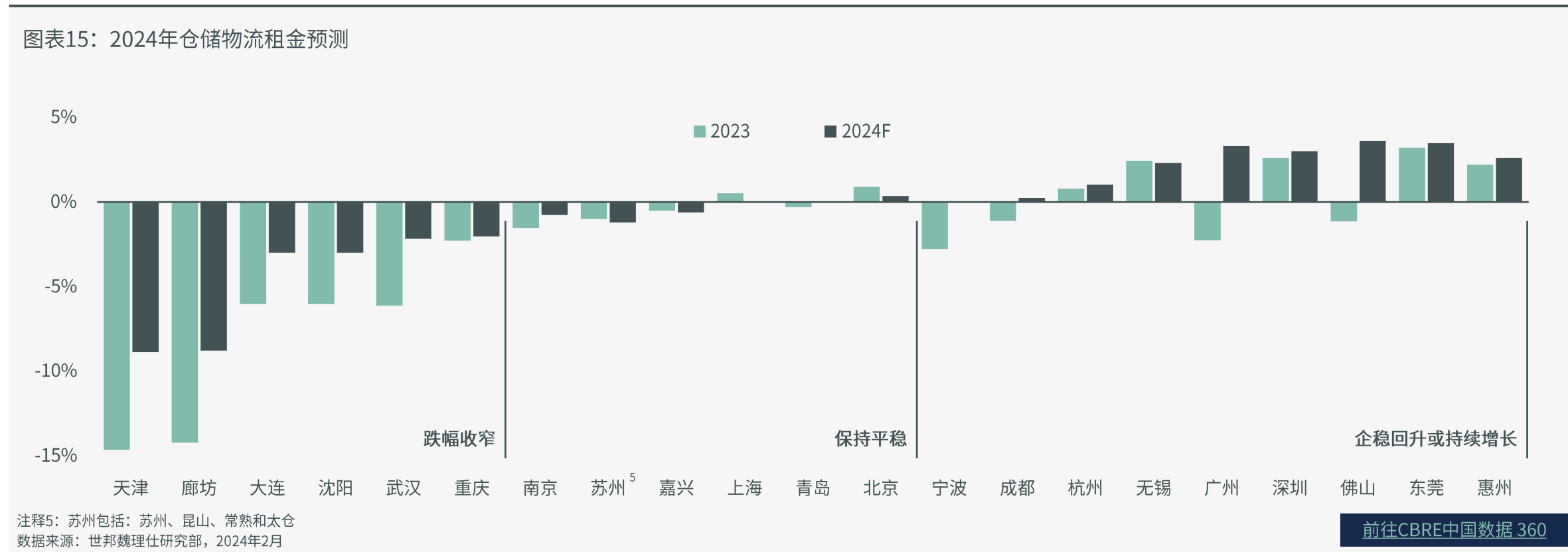
2024-2026年：纵轴为2023年末空置率，横轴为期间新增供应量/2021-2023年净吸纳量

2024年租金下行压力减弱，走势分化

随着供需平衡的逐步改善，2024年高标仓市场总体来看租金下行压力将有所减弱，而城市间的走势存在分化。

跨境电商的继续扩张将令广深都市圈进一步供不应求，主要市场的租金涨幅将接近或超过3%；与此同时，空置率回落至10%以下的宁波和成都市场今年将迎来租金的企稳回升。

空置率高企的廊坊、天津仍是租金下行压力最大的市场，而上海的供应高峰将令上海都市圈内的各个市场持续处于去化优先的情绪中，2025年前租金仍将小幅下行。



零售物业

- 居民消费信心进一步改善，运动户外和餐饮持续引领购物中心租赁需求。
- 线下门店成为沉浸式消费的重要场景，品牌大店选址更加注重空间和环境独特性。
- 购物中心供应高峰已过，大部分城市租金有望企稳或实现小幅增长，但租金仍低于疫情前水平。



2024年中国消费市场将进一步复苏

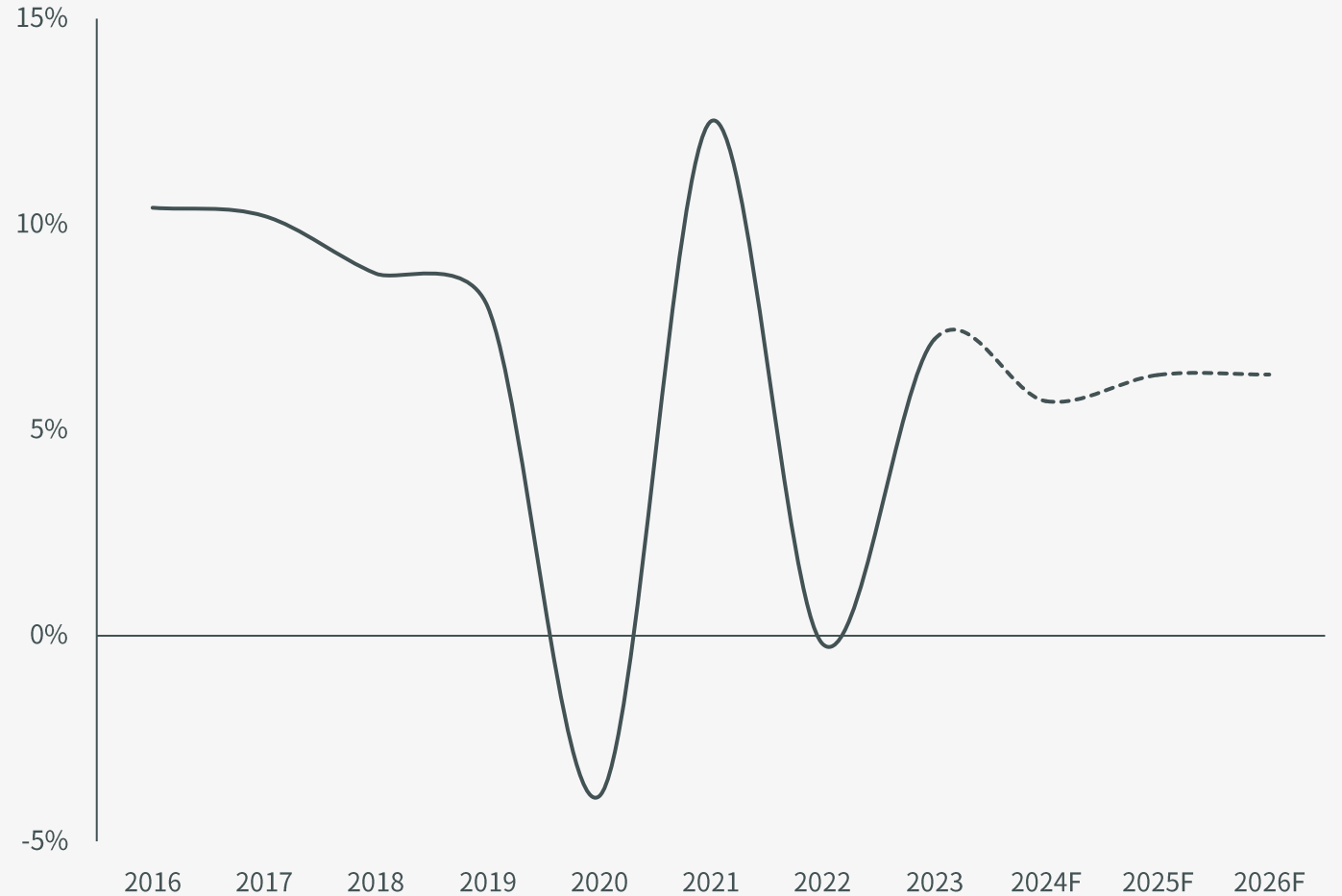
2023年消费市场恢复向好，在2022年较低基数的前提下，社会消费品零售总额同比增长7.2%。展望2024年，随着居民消费信心的逐步提升，消费相关的税收优惠和财政补贴持续发力，国内消费有望温和复苏。根据Oxford Economics预测，2024年中国社会消费品零售总额增速预计将达到5.7%，高于2022-2023年的平均值3.4%。

消费信心有待进一步恢复

2023年城镇居民平均消费支出占可支配收入的比重为63.7%，消费倾向较2022年有所反弹，但离2019年同期的66.3%仍有2.6个百分点的差距；与此同时，12月消费者信心指数为87.6，仍显著低于100的强弱临界线和疫情前水平。

去年四季度全国城镇调查失业率已经回落到5.0%-5.1%区间，与疫情前2019年同期相当。我们认为，在经济和就业预期持续改善的前提下，预计2024年居民消费信心有望进一步提升，而前期积累的超额储蓄释放对可选消费的改善弹性更大。

图表16：全国社会消费品零售总额同比增速及预测



数据来源：Oxford Economics, 世邦魏理仕研究部, 2024年2月

健康和美好生活主导零售类品牌扩张，餐饮需求动能继续增强

根据Euromonitor的预测，主要零售业态的线下经营面积将在2024年保持稳步增长，其中与健康 and 美好生活相关联的运动、家居、休闲个护品类增速位列前三。

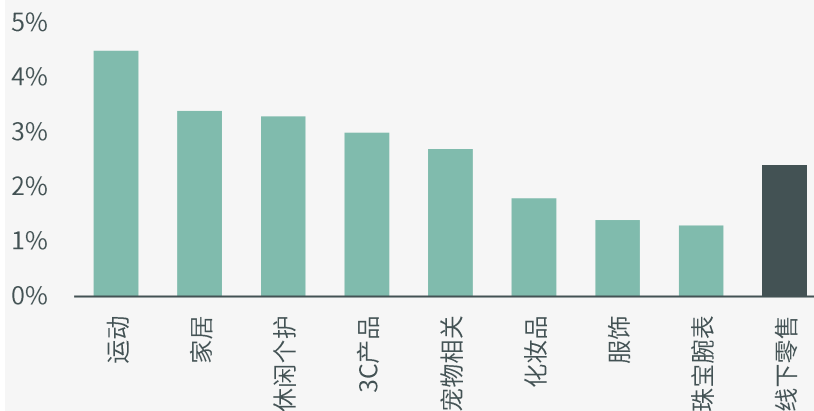
专业化运动户外品牌租赁需求保持强劲增长

如我们在2023年发布的《后疫情时代中国零售物业市场趋势与机遇》中所测算，目前中国人均体育用品消费仅为美国的12%左右，随着中国消费者对健康积极生活方式的认同和实践不断加深，运动相关消费增长空间巨大。

近年来运动消费专业化和个性化趋势方兴未艾，Lululemon、亚玛芬体育等专业运动和户外机能品牌去年前三季度中国（或大中华区）的销售同比增速超过50%#，2024年扩店动能预计将保持强劲。

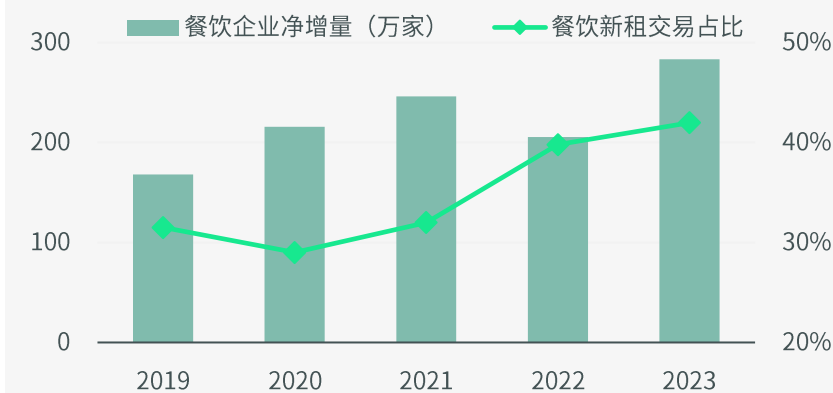
2023年国内零售商加大了收购国际专业户外运动服饰及装备品牌的力度，主要案例包括三夫户外收购瑞典Klattermusen、李宁收购Haglofs、特步收购Saucony等。这些品牌在2024年的加速落地将为零售物业租赁需求增添新的活力。

图表17：2024年不同品类零售商线下经营面积增长率预测



数据来源：Euromonitor，世邦魏理仕研究部，2024年2月

图表18：餐饮企业净增量⁶和主要城市⁷购物中心餐饮新租交易占比



数据来源：企查查，世邦魏理仕研究部，2024年2月

咖啡茶饮和特色美食继续积极拓店

疫情结束后社交聚会需求的报复性反弹推动餐饮业在去年大幅扩张，新注册和净增餐饮企业数量均突破历史新高。而零售物业租赁市场上，在CBRE追踪的9个主要一二线城市中，餐饮贡献了2023年录得的所有新租交易的42%，位列所有业态的首位。

基于餐饮企业经营情况的显著改善，以及业主对餐饮业态聚客能力的日益重视，我们预计2024年餐饮业态在购物中心的门店扩张将保持活跃，尤其是菜品标准化程度高、场地要求灵活的咖啡茶饮和特色美食。网上公开信息显示，2024年Tims天好咖啡和霸王茶姬分别计划开设300和2000家新店；赛百味、夸父炸串、呷哺呷哺计划新开500、1500和100家。

注释6：餐饮企业净增量为当年新注册餐饮企业数扣减注销餐饮企业数

7：主要城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南京、成都、西安、武汉
#相关企业上市公告，2024年2月

提升线下消费带入感， 小店选址融合更多考量因素

随着消费者对实体门店的体验化和社交化需求不断提升，品牌在旗舰店或首店这类投资较大的门店选址时对区位、物业形态、周边环境的考量因素也随之改变。

CBRE选取服饰、美妆、生活方式和餐饮的典型品牌，并对其在2023年开出的首店和旗舰店进行了分析。结果显示四大选址共性：核心区位（73%）、跨层店铺（50%）、特色物业（61%）和周边历史文化环境（67%）。

这一趋势对购物中心运营而言既是机遇，也是挑战。一方面，拥有独特空间和品牌体验的首店和旗舰店将成为购物中心差异化招商引流的利器；另一方面，业主需要审视和优化现有租约和店铺布局，对独栋空间、跨层空间的出租尽早规划，以应对品牌日益个性化、主题化的需求和来自区域内非标物业的竞争。

图表19：2023年品牌旗舰店/首店选址情况

品牌店铺	品类	物业	核心区位	跨层店铺	特色物业 ⁸	毗邻历史街区或文化地标
始祖鸟博物馆	服饰	上海会德丰广场	●	●	●	
Lululemon亚洲旗舰店	服饰	上海静安嘉里中心	●	●		
UGG中国首家旗舰店	服饰	上海新天地	●	●	●	●
Kolon 1973	服饰	上海上生新所		●	●	●
安踏Palace“奥运殿堂”门店	服饰	北京王府井大街	●	●	●	●
National Geographic城市户外亚洲旗舰店	服饰	北京西单大悦城	●			
波司登全球首家户外概念店	服饰	杭州万象城	●			
Peak Performance华南首店	服饰	深圳罗湖万象城	●			
Patagonia西南首店	服饰	成都祠堂街		●	●	●
i.T blue block	服饰	苏州仁恒仓街	●		●	●
LE LABO中国首店	美妆	上海新天地	●		●	●
观夏云坊	美妆	南京万象天地	●			●
MINISO广州旗舰店	生活方式	广州北京路	●	●	●	●
Chapter Home章回	生活方式	上海长宁来福士		●	●	●
Ampm全日营	生活方式	深圳万象天地	●			
M Stand全国首家复古剧院旗舰店	餐饮	成都麓镇		●	●	●
茶颜悦色天下粮仓	餐饮	长沙太平老街			●	●
tea'stone西北首店	餐饮	西安曲江大悦城	●			●

注释8：特色物业包括沿街店铺、古建改造等非标准购物中心的商业建筑

数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

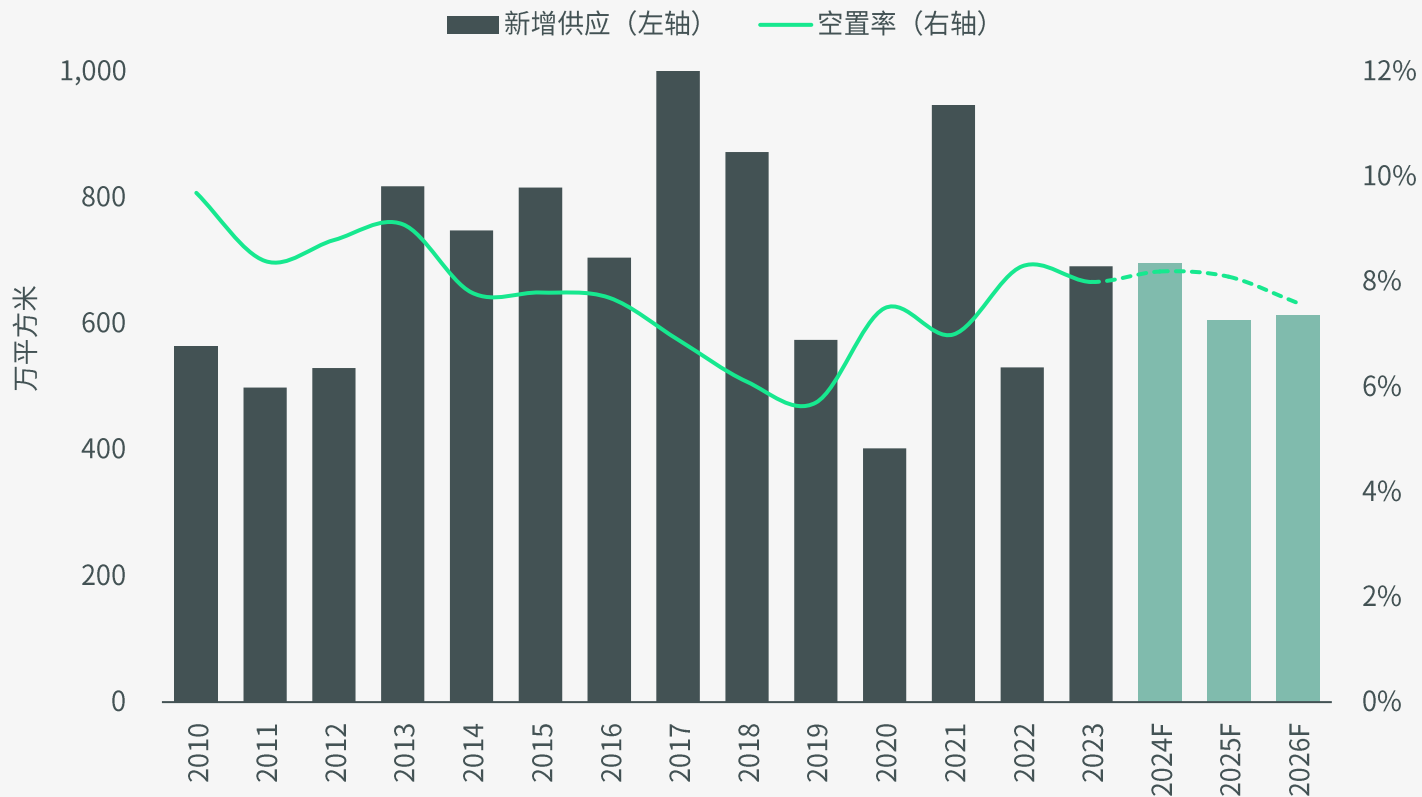
供需总体平衡，部分城市 老旧物业调改推升去化压力

CBRE预计2024年国内主要城市优质零售物业净吸纳量将同比小幅增长5%至570万平方米；与此同时，全年新增供应690万平方米，供需基本保持平衡，空置率小幅上升至8.2%。2025-2026年，随着全国零售物业新增供应有所回落，空置率水平将逐年下降。从更长周期来看，国内一二线城市的优质零售物业供给高峰出现在2013-2018年，城镇化进入中后期后购物中心市场将进入提质增效的发展阶段。

分城市来看，一线城市及杭州、南京和长沙等部分二线城市的空置率已处于8%或更低水平，存量中空置面积的去化压力较小。在2024年新开业项目中，有近七成项目面积为招商能力更强的经验业主运营或轻资产介入，开业率对整体市场空置情况影响不大。

但部分中西部城市核心区仍在进行的老旧物业调整和改造将推升市场空置率，这些城市供需平衡的步速将缓于上述城市。另外，尽管新增供应较为有限，但品牌对华北二线城市扩张意愿较弱将使得这些市场的空置率保持在10%-15%的水平。

图表20：全国零售物业市场新增供应与空置率预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

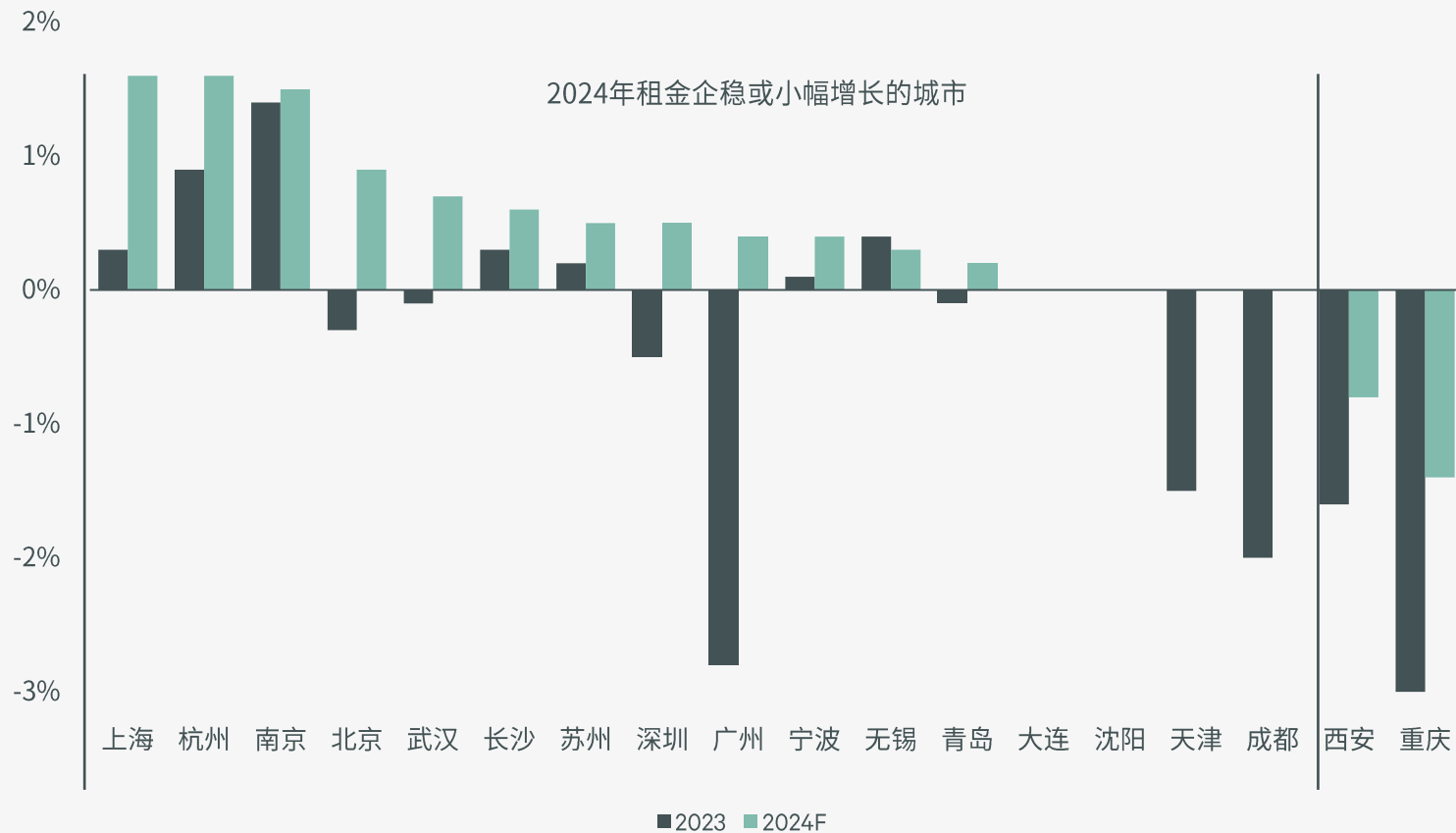
租金走出底部，但仍低于疫情前水平

受益于居民消费和品牌租赁需求的持续回暖，2024年18个主要城市中的16个将迎来购物中心租金的企稳或小幅增长。

供需关系更加健康的一线城市及华东和华中二线城市的租金增幅领先。而在继续受到市中心老旧项目经营乏力和调改影响的西安和重庆，市场平均租金仍有下行压力，但预计跌幅较2023年有所放缓。需要指出的是，至2024年底，大部分城市的租金水平仍低于疫情前（2019年）5-15%，因此对于品牌扩张开店而言，仍是较佳的窗口期。

另外，城市间、区位间、项目间的分化将不断强化。受益于零售品牌旗舰店和首店选址的高度倾向性，以及有限的新增供应（未来三年核心商圈新增供应占总量15%），核心商圈的租金将在2024年回升0.8%，其中一线城市核心商圈的增幅预计达更高的1.7%。

图表21：全国购物中心首层租金预测



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

[前往CBRE中国数据 360](#)

物业投资

- 投资者情绪触底回升，低利率环境延续，2024年中国大宗商业地产投资交易额有望小幅增长。
- 资本化率预计继续小幅上行，但已趋近顶部区间。
- 投资策略继续以长租公寓、产业地产、一线城市核心写字楼等受益于中国经济转型中长期红利的结构性机会为主，同时关注零售物业等周期性投资机会。



2024年大宗物业交易额 预计将小幅增长

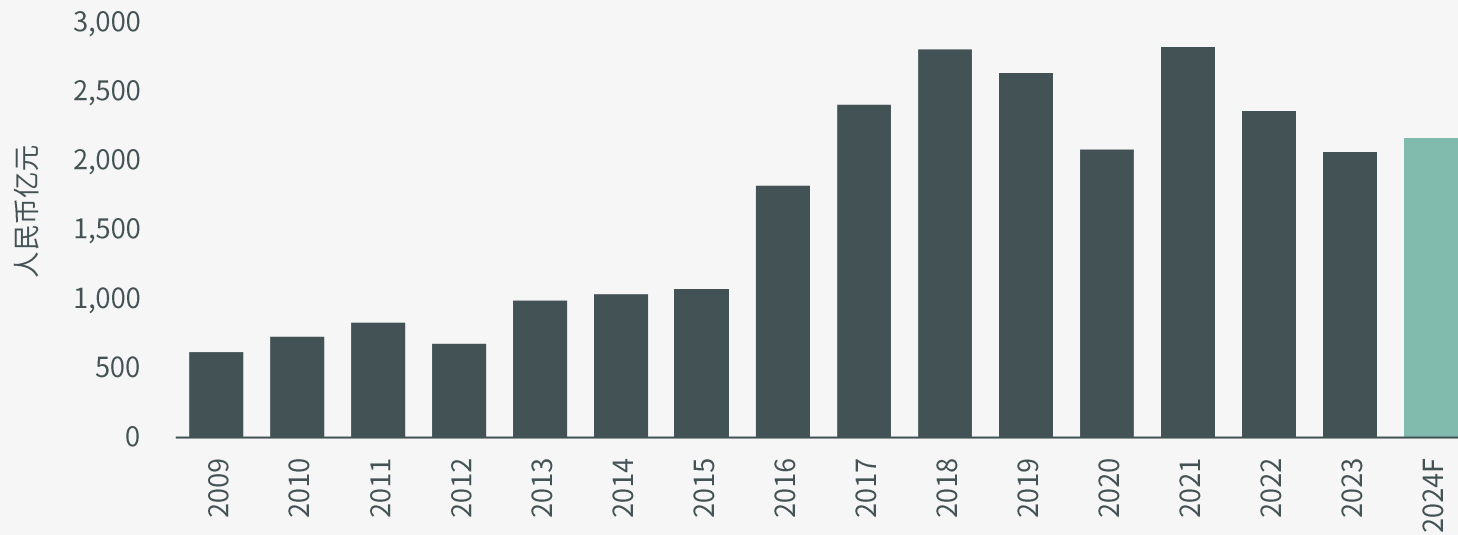
2023年中国大宗物业投资总交易额2063亿元，同比下降13%，创2017年以来新低，租赁需求复苏不及预期、境外高利率环境以及地缘政治局势为掣肘市场的主要因素。

展望2024年，国内低利率环境延续、国内险资及产业资本积极的投资情绪有望成为提振大宗交易市场表现的有利因素。CBRE的2024年投资者意向调查显示，选择“更积极投资”的受访者比例为47%，相比2023年增加13个百分点；境内机构投资者净投资意向⁹达50%，相比上一年提高10个百分点，呈现出最强的投资意愿。

但另一方面，我们的投资者调查也表明，2024年大宗物业市场依然面临租赁市场去化压力、买卖双方对资产价格的预期差等挑战，而跨境投资者对中国商业地产的投资将继续保持谨慎。

顺风与逆风交错之下，我们预计2024年中国大宗物业交易额将呈现低个位数增长。

图表22：全国大宗物业投资交易额及预测



顺风



国内低利率环境延续
经济回归常态化增长
国内险资及产业资本表现活跃

逆风



租赁市场去化压力
买卖双方对资产价格的预期差
境外投资者保持谨慎

数据来源：2024年中国投资者意向调查，世邦魏理仕研究部，2024年2月

注释9：净投资意向=选择“更积极投资”的受访者比例-选择“更积极出售”的受访者比例。

资本化率趋近顶部区间

2024年影响商业地产定价的因素复杂交错。一方面，国内外利率有望双降和投资者情绪的触底回升将对市场释放积极信号；但另一方面，租赁市场供过于求、开发商资产处置案例预计高发仍将对资本化率形成向上牵引。但总体来看，鉴于2025年后经济和商业地产租赁市场持续复苏和全球利率周期下行的预期，我们倾向于认为本轮起于2019年的资本化率上行调整正在趋近顶部区间，而国内各类型商业地产投资目前均享有明显正杠杆。

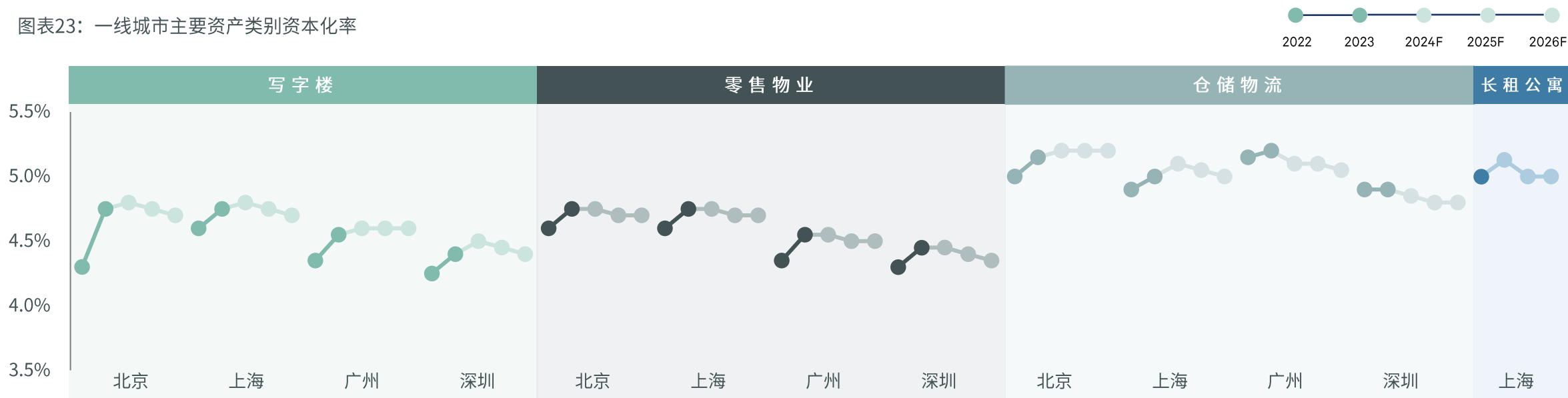
分物业类型来看，基于投资者对租赁市场去化压力的担忧，一线城市优质写字楼资本化率仍将走扩，但不同品质物业之间资产化率明显分化，拥有稳定现金流的核心型资产资本化率相对平稳。

随着租赁基本面稳步复苏及公募REIT加速推进，2023年下半年以来零售物业交易活跃度显著提升，我们预计一线城市优质购物中心资本化率有望于2024年保持稳定。

2024年一线城市仓储物流资本化率走势预计将呈现城市分化的特征，考虑到京沪租赁市场供需压力犹存，资本化率或将继续走扩，而广深在低供给及跨境电商强劲需求的支撑下，资本化率有望出现回落。

自2023年起，CBRE将上海长租公寓资本化率纳入监测，2023年末大致处于4.75%-5.25%区间。受2023年起保障性租赁住房集中入市影响，预计2024年上海长租公寓资本化率短期仍有上升压力。

图表23：一线城市主要资产类别资本化率



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

[前往CBRE中国数据 360](#)

投资策略与建议

鉴于2024年的商业地产投资仍将面临租赁市场复苏进度、资产价格波动等不确定因素，我们建议投资策略上以结构性投资为主，以处于周期拐点的物业类型的机会型和增值型投资为辅。

长租公寓

尽管2023年弱于预期的国内经济和就业市场，以及政策性保租房的加快入市令投资者对市场化住宅租金的增长预期趋于谨慎，但目前尚低的机构化公寓渗透率和住房消费趋势的转变意味着长租公寓是最值得关注的结构性投资机会之一。

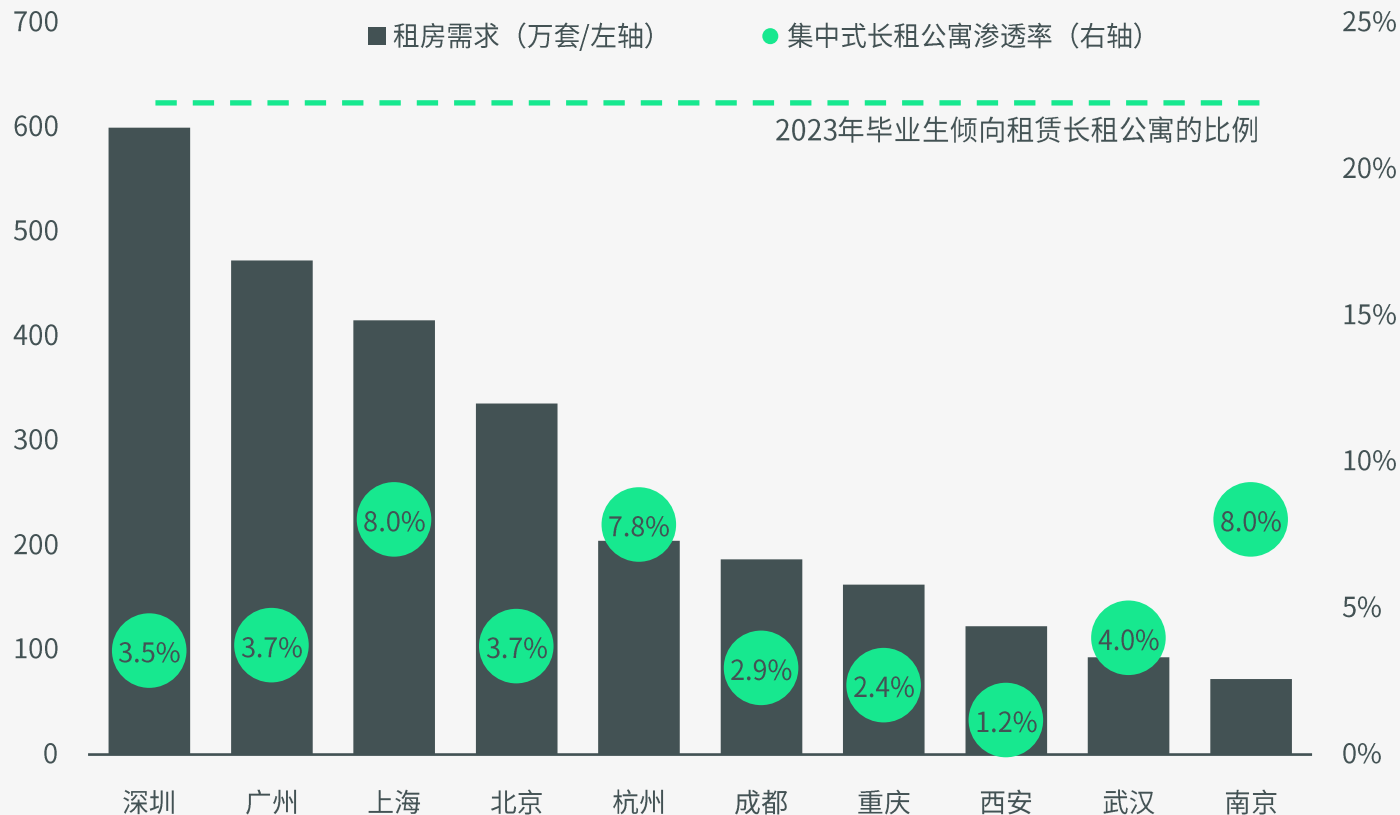
CBRE的测算显示，国内主要城市的机构化长租公寓渗透率均低于10%。与此形成对比的是，58同城和安居客发布的《2023年毕业生租住报告》显示，倾向于租赁长租公寓的毕业生占比达到22%，这一年轻群体无疑更能体现住房租赁消费的未来演变方向。

我们建议投资者重点关注租赁人口规模显著领先的一线城市，以及杭州、成都、西安、武汉等人口流入活跃、机构化公寓渗透率较低的二线城市。写字楼、酒店改造以及pre-reit型收购仍是主流的投资者策略。

先进制造厂房

作为制造业升级的重要空间载体，高标厂房的租户集中于新一代信息技术产业、高端装备制造业等战略新兴行业，基于上下游集聚及设备投入的租户粘性较高，租约结构较为分散。从投资的角度看，高标厂房的运营管理较物流园区略为复杂，但兼具现金流的“稳定性”及“成长性”。

图表24：主要城市住房租赁需求规模和集中式长租公寓渗透率测算



数据来源：国家统计局，中指，58同城，安居客，世邦魏理仕研究部，2024年2月

以底层资产为高标厂房的两只公募REITs为例，其90%以上的租户主要分布于精密机械、汽车装备、高新材料、信息产业和生物医药等先进制造和高科技产业，2021年以来出租率始终维持在90%以上，最近半年的租金收入总体保持稳定。

目前资本市场相对较高的市净率估值体现出投资者对高标厂房所具备的稳定现金流和租赁市场乐观预期的积极反馈。过去1-2年，高标厂房逐步获得普洛斯、中金资本、东久新宜、高麓等越来越多机构投资人的青睐，先进制造业聚集的长三角和大湾区一二线城市产业园区是优先关注的目标。

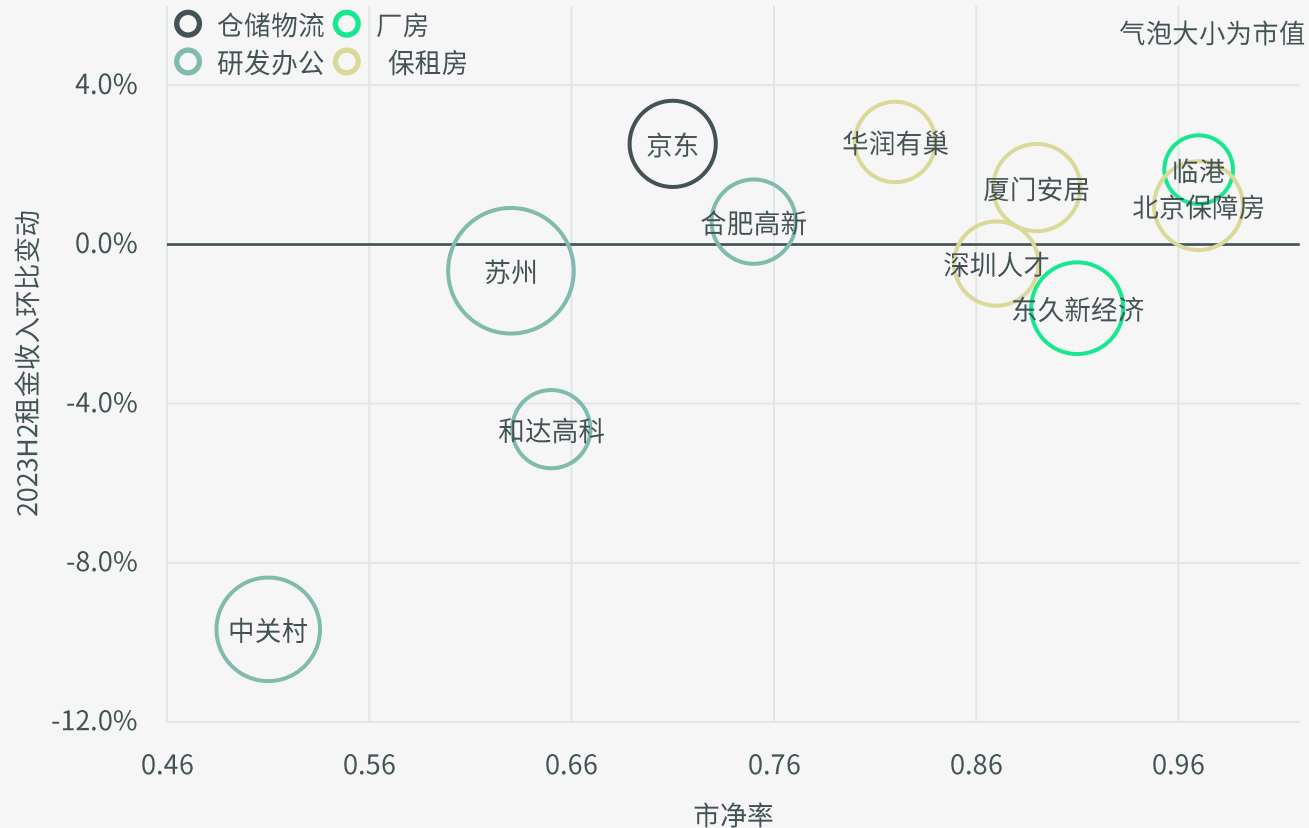
写字楼和研发办公

鉴于2023年租赁需求复苏不及预期和充裕的未来新增供应，我们建议现阶段写字楼和商务园区投资仍以核心资产长期稀缺性所推动的结构性机会为主。

目前五年期LPR已经降至4.2%，一线城市核心区写字楼投资普遍具备正杠杆。而如我们在报告的写字楼部分指出，一线城市核心商务区的写字楼空置率仍位于10%左右；2024-2026年期间，一线城市新增甲级和超甲级写字楼供应中仅6%位于核心商务区，供需关系总体健康。最近北京朝阳CBD区域凯德星贸项目的交易体现了这一结构性的投资策略。

与写字楼略有不同的是，研发设施的稀缺性更多来自于高科技产业集聚所形成的护城河。我们建议投资者持续关注京沪成熟商务园区内的核心物业，尤其是因环评管理、人才和产业集聚度、空间载体和设备要求行业特征明显而具备高专业度、高租户粘性和稀缺性的生命科学地产。

图表25：产权类公募REIT 2023H2租金收入环比变动及估值¹⁰（截至2024年1月29日）



注释10：不包含扩募及数据缺失REIT

数据来源：招募说明书，公告，中证评估，世邦魏理仕研究部，2024年2月

尽管过去两年全球生物医药行业遭遇周期下行，但领先药企对研发的持续投入令京沪生命科学地产的租赁表现明显优于同板块的其他研发设施。

仓储物流

去年四季度以来泰康购入ESR物流资产包、东久新宜购买上海奉贤冷库等大宗交易，以及普洛斯数支基金的成功募集表明物流资产仍被结构性看好。我们的研究分析发现，目前中国高标仓规模约1.2亿平方米，不足美国的三分之一。

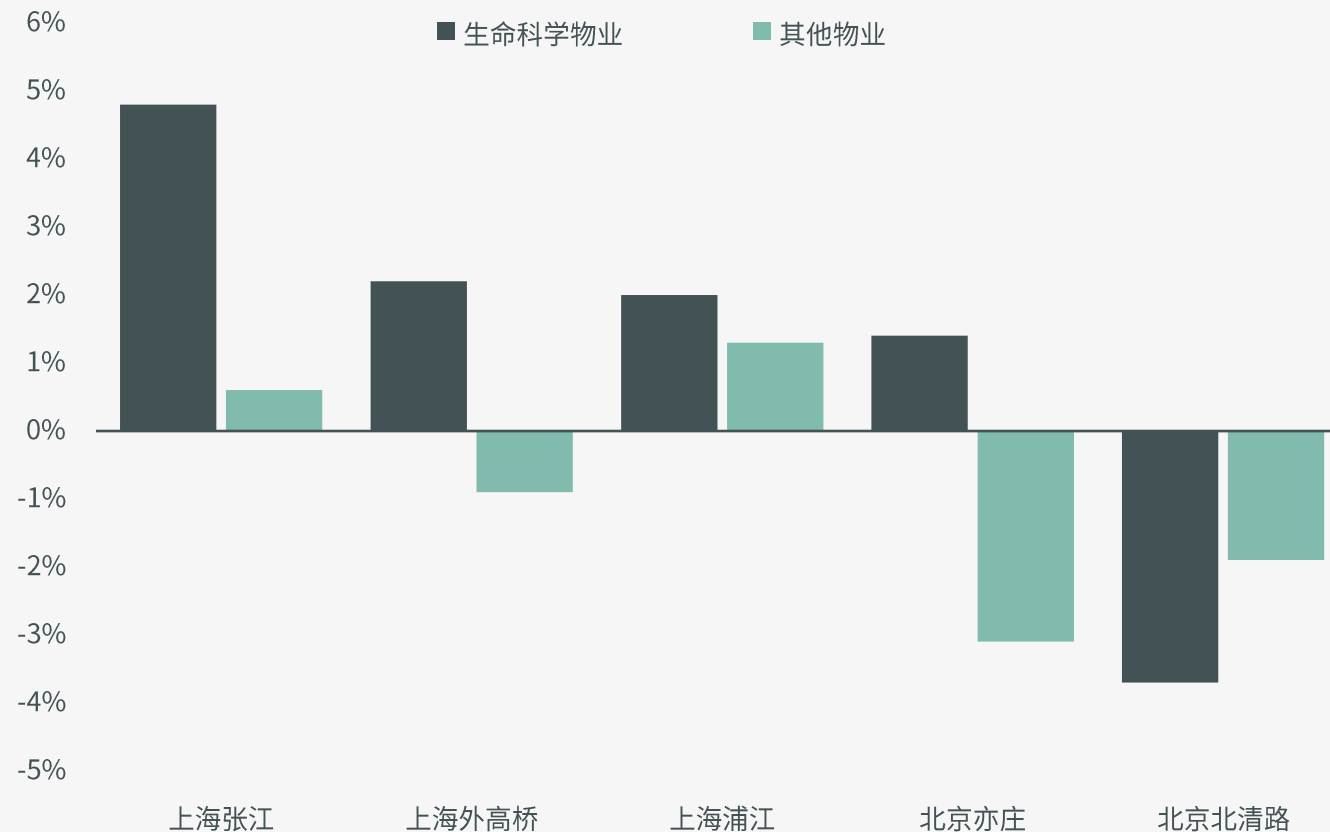
考虑到除华南区域外，2024年大部分市场仍面临较高的去化压力，我们建议现阶段投资者仍以一线都市圈内的绿地开发和核心类资产为优先标的，同时密切关注今年下半年至2025年期间市场供需平衡重塑后的周期性向上的机会。

零售物业

受益于租赁市场持续回暖的确定性预期，2024年零售物业投资将迎来周期性机遇，尤其是基于运营能力的 α 收益有望在未来两年快速提升投资回报。

CBRE建议投资者优选可租面积稀缺且品牌扩店意愿强劲的一二线城市核心商圈零售物业，以及PRE-REIT相关投资机会。自身运营能力尚有欠缺的机构投资者应考虑与领先的购物中心运营商开展合作。

图表26：2021年四季度至2023年四季度京沪商务园区出租率及租金变化：生命科学物业 vs 其他物业



数据来源：世邦魏理仕研究部，2024年2月

联系我们

中国区研究部

谢晨
负责人
中国区研究部
sam.xie@cbre.com

胡乐毅
资深董事
中国区研究部
shirley.hu@cbre.com

胡优优
副董事
中国区研究部
molly.hu@cbre.com

吴祎仪
高级分析师
中国区研究部
joey.wu@cbre.com

陈智旭
高级经理
中国区研究部
tracy.chen@cbre.com

刘泽萌
分析师
中国区研究部
ezra.liu@cbre.com

全球研究部

Richard Barkham, Ph.D., MRICS
Global Chief Economist
Head of Americas Research
richard.barkham@cbre.com

Neil Blake, Ph.D.
Global Head of Forecasting and Analytics
neil.blake@cbre.com

Henry Chin, Ph.D.
Global Head of Investor Thought Leadership
Head of Research, APAC
henry.chin@cbre.com.hk

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。