



中国 | 2021年3月

研究部

穿越周期，展望2025

中国经济与华西商业地产未来研判

Hello

世界经济正在经历“全球化”和“逆全球化”的碰撞与冲突，新冠肺炎疫情爆发加速“保护主义”思潮抬头。贸易争端在不同国家、地区之间不断升级。外部环境的变化加速成长中的中国开启新一轮社会经济发展格局变革，“双循环”发展格局应运而生，即“深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。

千禧年，中国加入世界贸易组织（WTO），中资企业开始融入全球产业链，中国经济才真正意义开启向全世界开放的序幕。彼时，中国在全球产业价值链中处于相对末端的位置，依托丰富的劳动力资源和成本优势，“中国制造”开始走出国门，走向世界。同时，外资企业来到中国，带来资本与技术，加速中国产业体系和产业链的建立和发展。此时的“外循环”必然是中国经济向世界经济的靠拢和融入，中国用市场换技术，换回中资企业、国内产业体系未来的无限可能。

今非昔比，二十年后的“双循环”是“中国制造”向“中国质造”、“中国创造”的蝶变转型。全球经济早已离不开中国这个制造业超级大国。2020年，新冠疫情后中国成为全球主要经济体中唯一实现经济正增长的国家，中国经济的影响力正在世界范围内不断延伸。今时今日的中资企业已开始在世界舞台崭露头角，并在部分领域引领行业发展。中资企业经过二十年的努力，在全球产业价值链上不断攀爬，部分产业已成为价值链主。唯一不变的是中国庞大的内需市场。然而，今天的中国市场已然是属于全世界的中国市场，内需不仅是中资企业赖以生存的基石，也是全球企业的需求支点。疫情后的中国市场挽救全球奢侈品消费市场、原油市场、电影市场等新闻频频见诸报端。可见，现如今的全球经济更离不开中国持续增长经济动能，必然主动融入中国经济体系，融入中国“内循环”，分享庞大内需带来的市场红利。

二十年前，中国走向世界；二十年后世界向中国靠拢。这便是“双循环”在过去二十年悄然发生的“质变”。

面临这一场社会经济的变革、全球地缘政治的角力，我们对中国经济持乐观谨慎的预期。无论是消费、投资还是进出口贸易，中国都将继续在世界舞台扮演“引领者”的角色。这样的经济背后则是支撑中国商业地产市场发展的底层逻辑，产业投资与发展是办公楼市场可持续发展的风向标，消费活力则是零售物业市场基石。展望2025是对商业地产的研判，却也离不开对经济形势的把控。在波动的经济周期中，如何精准预判、未雨绸缪、伺机而动，对于商业地产市场以及单个市场主体的意义不言而喻。报告将基于经济形势研判，探讨“双循环”下商业地产市场的未来走势。市场主体如何穿越周期，发掘未来机遇，长期最大化市场价值，也是报告的价值所在。

朱建辉

中国区研究部零售地产负责人
华西区研究部总监
仲量联行



展望2025：十大关键词

双循环



产业价值链

中等收入陷阱



“箭式”城市群

疫后转危为机

穿越周期

场景无界

房地产科技



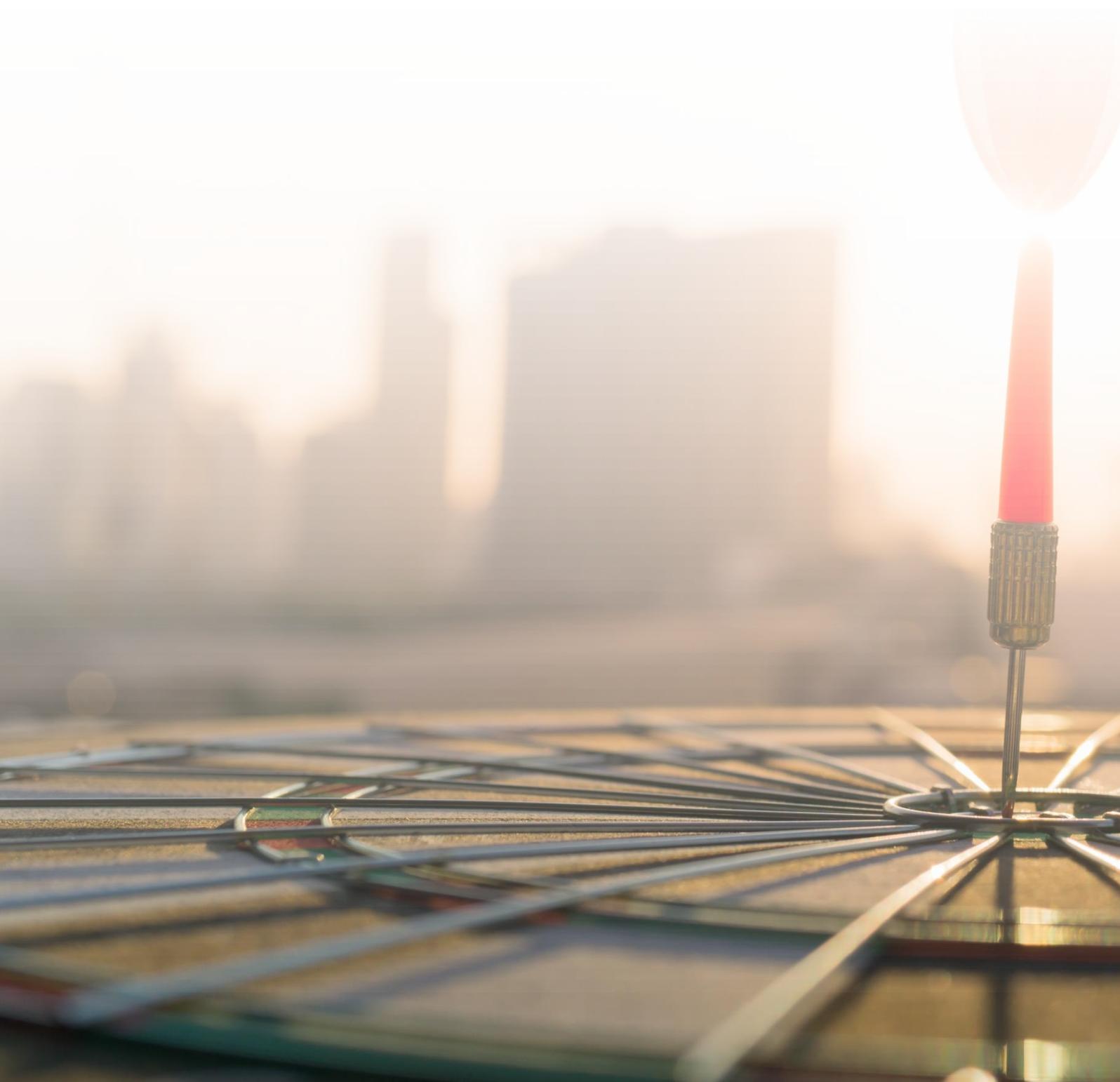
全面资管时代

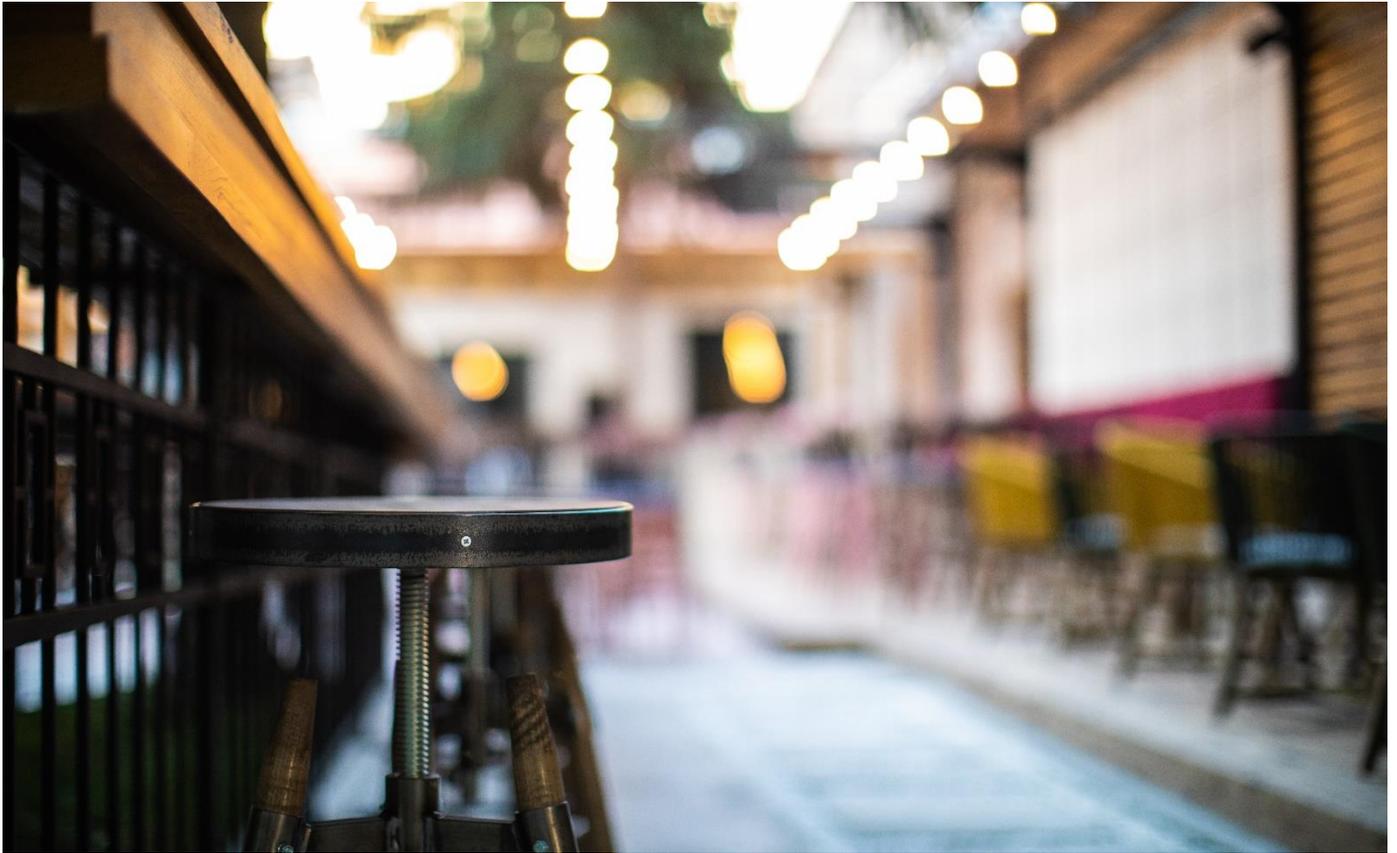
城市运营商



经济

双循环下，中资企业在全球经济版图“反客为主”，晋升产业链主；疫情加速外资企业融入中国经济，共享“内需”红利。





中资企业“反客为主”

近年来，依托中国庞大的内需市场，中资企业快速成长，并开始在世界舞台崭露头角，从产业价值链的底端向上游甚至顶端攀爬，扩大影响，逐步引领全球经济的发展。
“中资时代”就此到来。

2020年，中国有133家企业成功进入世界500强榜单，超过美国，成为全球世界500强企业最多的国家。中资企业扮演着连接中国经济“内循环”和“外循环”的桥梁：一方面，中资企业是构筑、完善中国产业链的基石，是中国经济的稳定器，扮演着把控国民经济命脉的角色；另一方面，“走出去”的中资企业将中国经验、中国制造业的水准带到全世界，让世界各国的消费者看到中国数十年来的巨变，也让中国的实物产品和服务贸易惠及贸易伙伴国，提升全世界消费者福利。从世界对中国“新四大发明”的赞誉便可见一斑，“中国制造”在世界范围的不可或缺性已毋庸置疑。

科技是第一生产力，也是驱动产业结构转型升级的原动力。自2015年开始，中国开启“双创”国家战略，一大批科技互联网企业如雨后春笋般涌现。经过市场的激烈竞争，新兴行业在优胜劣汰中茁壮成长。最后，站稳脚跟的企业成为行业的头部企业，并开始走向世界，与世

世界科技巨头同台竞技。这里面包括华为、大疆等科技制造型企业，也包括以字节跳动为代表的新媒体企业。华为手机、大疆无人机、抖音短视频在西方国家的大热，便是中资企业在世界舞台“逆袭”的典范。当然，快速崛起的中资企业也加速欧美国家贸易保护主义抬头。

2020年，中国GDP首次突破100万亿元大关，同比增长2.3%，由负转正。中资企业在其中扮演的角色不容小觑。在经济不确定性的预期下，我们预测**资本、劳动力等要素资源会进一步向战略新兴产业和头部企业汇集**，因此中资龙头企业将继续成为驱动中国经济发展的核心动力。在“外循环”格局中，中资企业虽然面临贸易保护主义的打压，但依然会继续全球化布局的战略，提升自身在全球产业价值链中的地位和影响力。贸易保护主义国家对中资企业的打压，实则牵一发而动全身，亦不敢贸然行动。而在“内循环”格局中，中资企业在与外资企业的竞合关系中，持续引进先进技术和国际经验，完善国内产业链和供应链体系，并尽可能提升本国制造业的“国产化率”。短期内，“内需”仍是中国经济与欧美经济体博弈的不二法宝。**中国经济在后疫情时代的加速崛起，提升后市研判的信心。中资企业尤其头部企业的未来发展走势，对产业办公市场的影响不言而喻。**

外资企业融入中国经济

一百多年以前，满清政府在国难中体悟到“师夷长技”的必要性，摈弃闭关锁国、故步自封的落后思想，向世界各国学习先进生产力，中国方能迈上复兴之路。而二十一世纪的“师夷长技”则是中国经济对世界开放的胸怀。从刚入WTO时期中国融入全球经济，到今天“双循环”下中国经济影响力在世界范围的延伸，中国在对外输出的同时，仍在向世界的先进领域学习。

中国加入WTO的二十年后，世界政治经济地缘格局不断被重塑。面对“内卷”的经济形势，贸易保护主义抬头，市场竞争已不再局限于企业之间的优胜劣汰，国与国之间、产业链与产业链之间的竞争加剧，或成为未来一段时期内全球经济发展的主线。全球主要经济体尝试布局由本国主导的贸易体系，导致数十年形成的多边自由贸易体系开始遭遇挑战，这便是“逆全球化”的迹象。作为应对，中国开始构建对中国本国及友邻经济发展更加友好的贸易体系。2020年，中国与十五个贸易伙伴国签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），标志着覆盖世界人口最多的自贸区最终形成。年末，中国与欧盟签署《全面投资协定》，中欧贸易协定达成。上述贸易体系的建立，一方面有助于中国制造业扩大海外市场份额，另一方面已将吸引更多境外企业投资中国。

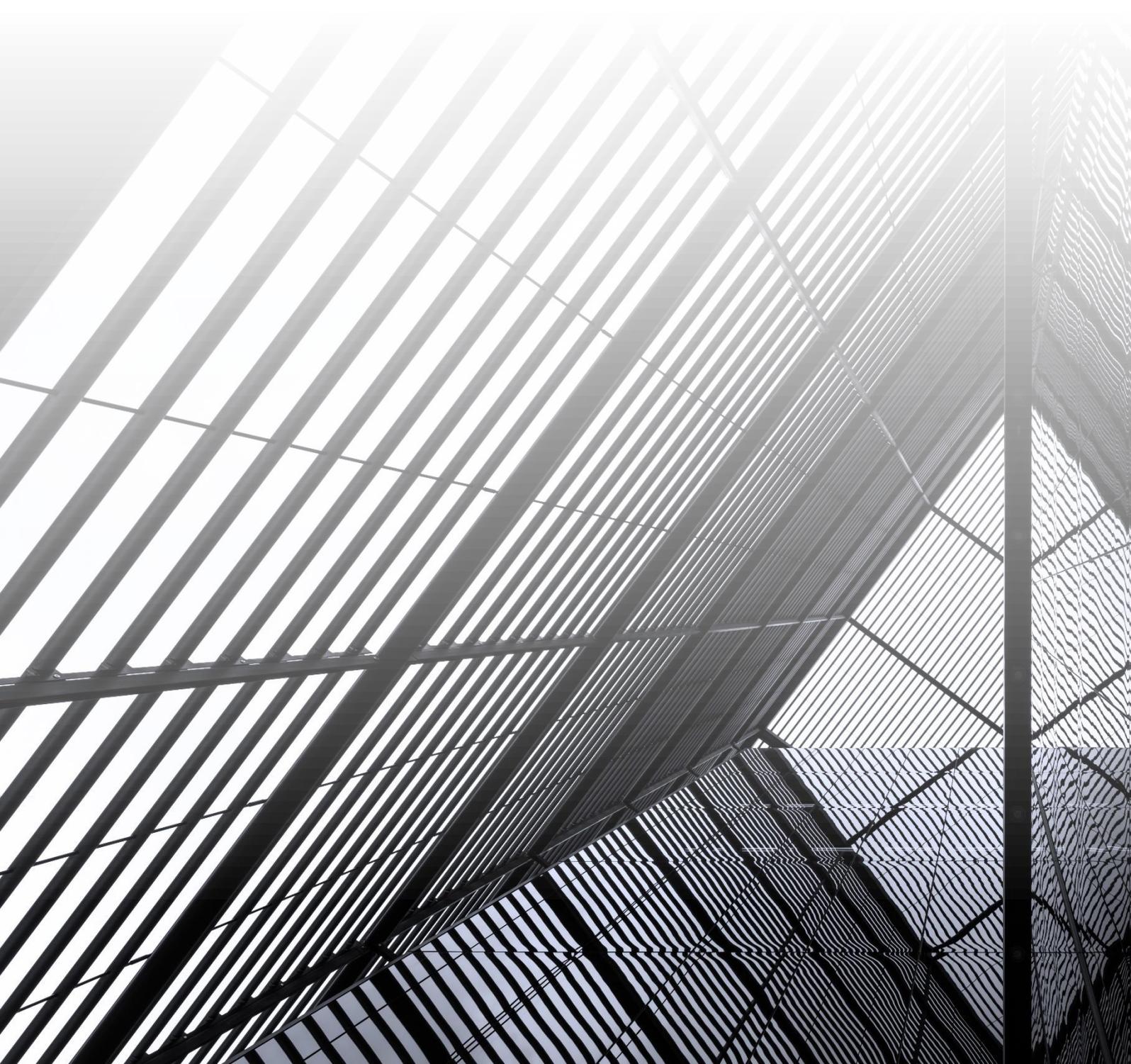
外资企业的比较优势往往在于领先的技术优势和实践经验。“以市场换技术”是过去二十年中国对外开放的底层逻辑。诚然，外资企业入华有效加速中国产业链、供应链的建立和完善。但近年来，伴随全球经济进入调整周期，加上新冠疫情的冲击，各国经济正面临系统性风险的巨大挑战。而中国经济的稳健性和快速恢复给予更多外企加大投资中国的信心。因此，虽然未来全球经济依然面临较大的不确定性，中国的“内需”规模以及后疫情时代的经济韧性仍将吸引外资企业聚焦中国市场。对于以消费品为代表的部分行业来说，中国市场规模和疫后经济韧性甚至已成为某些行业、企业是否能够维系生存的最后稻草。从这个视角讲，中国经济正在扮演“救世主”的角色。

总体而言，虽然世界经济环境依旧波折，仲量联行预计**越来越多的外资企业将主动融入中国经济“内循环”体系，共享内需红利。今天的“外循环”绝非独立存在，而是对“内循环”在全球范围的延伸。**基于此研判，外企对中国产业办公市场的影响仍不容小觑。尤其在京沪两大一线城市，外企仍是影响市场走势的重要因素。



格局

双循环下的中国西部新机遇，破局“中等收入陷阱”，经济发展的要素资源流向中国西部，成渝坐稳中国经济增长“第四极”。



破局“中等收入陷阱”

在世界产业链顶端的经济体，其经济发展的驱动力往往来自科技创新。相反，底端的经济体的经济发展则更加依赖廉价劳动力的规模效应。一个全球化的产业链在世界范围不同国家的布局或显示出两种截然不同的产业特征，它可以是研发、设计端口的“技术密集型”产业，亦可是生产、制造端口的“劳动密集型”产业。产业链底端的国家伴随经济发展，自然不甘于“世界工厂”的角色，便会顺着产业价值链的方向向上攀爬。早期依托劳动密集型产业的经济体或因劳动力成本提高，在世界范围内逐步丧失这一因素带来的比较优势，其世界工厂的角色开始被劳动力成本更低的国家取代。此时，找寻产业发展的新动能便大势所趋。伴随产业价值链的提升，科技往往成为经济发展的新动力。因此，此时的产业竞争的主体便从过去产业链底端的经济体演变至顶端的经济体。行业的“挑战者”必然遭遇“在位者”即利益既得者的打压。这样的案例在过去百年时间里，无论在国与国之间，或者企业与企业之间，早已屡见不鲜。挑战者则同时面临“劳动力成本增加”和“科技发展”两大挑战，这便是发展中国家普遍面临的“中等收入陷阱”问题。

中国经济是否能突破中等收入陷阱，产业的梯度转移以及科技创新能力的培育成为关键。一方面，中国亟需加速科技创新和产业孵化，补足产业链的短板，提升关键领域的国产化率，避免受他国技术壁垒钳制；另一方面，依托庞大的内需市场和相对完善的国内产业链体系，中国仍须加大招商引资力度，吸引产业链上的头部企业加大在华投资。前者是中国经济内功的持续修炼，而后者则是中国产业海纳百川、汲取各家之长的重任。中国允许特斯拉在华独资投产，足见中国对于发展战略新兴产业、吸引头部企业的决心。同样，一国完善的供应链体系对于以苹果为代表的科技生产厂商亦至关重要，虽然面临美国政府号召美资企业将工厂回迁美国本土的压力，但苹果截至目前仍十分依赖中国的制造业产业链，足以说明中国完整产业链对制造业厂商的影响力。毕竟，企业终以利润最大化为目的。

综上，中等收入陷阱对一个经济体的挑战虽不可避免，但国情不同，各个发展中国家可以打的牌亦大相径庭。随着中国在科技创新领域的重视和持续投入，我们相信中国产业的未来发展将朝向可持续发展的路径突围，继续沿着产业价值链向顶端发展，最终实现质的飞跃。





中国西部弯道超车

中国的科技发展方兴未艾，优势的奠定需要时间的积累。影响中等收入陷阱的一大因素——劳动力成本是否在国内产业转移中有效降低呢？这或许成为解决中等收入陷阱的应对策略。一线城市以及沿海地区劳动力成本伴随物价、房价不断攀升，已开始削弱中国产业发展的“成本”优势。因此，过去几年部分外资企业开始将东南沿海的工厂向劳动力成本、房地产成本更低的东南亚国家转移。面对这样的产业转移，中国庞大的市场难道无法提供与东南亚经济体相媲美的投资环境和生产要素？答案自然是否定的。**中国西部在这一轮产业转移中，完全有能力扮演承接产业梯度转移的角色。从这一维度讲，中国西部的竞争对手绝非中国的沿海地区、沿海城市，而是东南亚国家。**

近年来，我们欣然看到中国的产业诚如前文所述，逐渐从东南沿海地区向内陆地区实现梯度转移。仲量联行于2020年初发布《中国西部区位价值报告》，报告详细阐明中国西部地区吸引“人、财、力”的比较优势。事实证明，中国数百年的东西差异已开始向南北差异转变。中国西部在西部大开发二十年后已悄然崛起，成为拉动中国经济发展的又一增长极。

2020年，中国西部省份的经济增长速度高于全国平均增速，且高于沿海地区。西藏、贵州、云南三省区的GDP增速分别高达7.8%、4.5%、4.0%，位居省一级单位前三位。重庆、甘肃、宁夏、四川紧随其后，均超过3.8%。从地理区域视角看，中国西部地区尤其是西南地区的经济发展，已成为中国经济的新增长点。

在“双循环”格局下，中国西部更面临更多新的发展机遇。西部陆海新通道的建立让西部省市成为中国连接东盟和欧盟、中东国家的新门户。依托中欧班列、泛亚铁路，西部省份早已不再是封闭、落后的代名词，反而成为世界地缘政治新格局下的开放高地。劳动力成本相对较低的比较优势以及科技行业后来居上，让西部地区能够在新一轮产业调整中脱颖而出，并同时承接东南沿海的产业转移。**这并不意味着，转移的产业都是亟待淘汰的落后产能，可持续发展的战略新兴产业更受西部省市欢迎。**

“箭式”城市群



中国“箭式”城市群发展新格局：

- 引领中国经济发展的长三角、大湾区、京津冀三大城市群以及沿海地区，即为“箭首”
- 依托长江黄金水道串联东西，将经济发展动能延伸至内陆地区的长江经济带，则是“箭身”
- 以成渝双城为支点、由西部陆海新通道打通西南和西北两大通路的广袤西部地区，便是“箭尾”

改革开放以来，中国经济长期呈现出“东强西弱”的地理特征。然而，伴随二十多年“西部大开发”战略的推进，中国西部利用后发优势后来居上，现阶段中国“南强北弱”的格局雏形初现。以四大一线城市和香港引领的沿海地区三大城市群是中国经济与世界竞赛的主舞台。长江经济带依托长江黄金水道和沿江头部城市的带动作用，将中国经济发展的动能延伸至中西部内陆地区，并借力西部陆海新通道向西南和西北腹地延伸，进一步跨境连接东南亚、中亚和欧洲大陆。长三角、大湾区、京津冀三大城市群及其所处的沿海地区即为箭首，串联东西的长江经济带则是箭身，以成渝双城为支点、由西部陆海新通道打通西南和西北两大通路的广袤西部腹地便是箭尾。中国借此形成“箭式”城市群的全新发展格局。

纵观“箭式”城市群的发展新格局，成渝双城作为长江经济带和西部陆海新通道的战略支点，既是内陆地区的经济中心，又坐拥交通枢纽的优势，成为继三大城市群后内陆地区最具潜力的增长极。

从地理格局视角分析，三大城市群均位于东八区的太平洋沿海地区。然而，中国幅员辽阔，东西横跨五个地理时区，广袤的内陆市场需要一个甚至多个具备经济辐射能力的城市群汇聚生产要素，拉动经济发展。而中国GDP前十大的城市中，除三大城市群外，成渝城市群是唯一由直线距离不到300公里的两大头部城市为核心所构建的城市群，且深处中国西部，与沿海三大城市群相距甚远。经济增量方面，过去十年间，重庆和成都在GDP经济总量、社会消费品零售总额、固定资产投资、进出口贸易总额等重要经济指标均表现亮眼，并阶段性在中国主要城市排名中名列前茅。成渝的商业地产与工业物流市场更具竞争优势，两市的办公楼、零售物业、高标准仓储市场的开发规模均位列新一线城市前两位，尤其是零售物业市场成渝分列中国第三、第四，超过广深。综上，仲量联行认为成渝双城已坐稳中国经济增长的“第四极”，是中国内陆地区的第一增长极，是中国“箭式”城市群新格局下纵深内陆广袤腹地、连接亚欧大陆的战略支点。

周期

祸兮福之所倚。中国经济在疫情危机中的表现杰出，社会经济转危为机，加速中国全球崛起之路。谨慎乐观的经济基本面亦利好商业地产发展。





下行周期， 转危为机

2020年爆发的新冠疫情对全球各国的经济造成的冲击早已超出预期。本已出现波动的经济周期加上新冠疫情的冲击，让全球经济蒙上一层厚厚的阴影。关于“长达十年的扩张经济或将结束”的言论开始影响市场主体的未来预期。

但中国应对疫情的表现杰出，理应成为世界各国抗疫及疫后调控经济的典范，为其疫后经济迅速复苏注入了动能。2020年，中国成为全球主要经济体中唯一实现经济正增长的国家，在疫情这场突如其来的风波中转危为机。机遇便是一个经济体的稳健与韧性。全球化的企业在经济危机中，必然会加大对相对更加稳健、更具韧性的市场的投资。因此，**虽然整个基本盘或面临收窄的风险，但中国市场对世界的吸引力反而因为多数国家的抗疫表现不佳而得到提升，这便是下行周期中，中国经济“转危为机”的开始。**

市场这只“看不见的手”虽然在资源配置中发挥基础性作用，然而宏观经济调控在经济下行乃至萧条时期往往扮演着至关重要的作用。在经济下行预期不断加强的市场背景下，积极主动的产业导入以及消费刺激政策是必需且有效的。逆周期而上，通过前瞻性的产业导入，增加就业、引进人才，进而刺激消费、拉动经济，是各个地方政府突围的砝码。国与国之间亦如此，中国扩大对外开放，放宽外资进入国民经济更多领域的限制，即是对国际多边政治经济形势的应对，也是在经济逆周期阶段的主动出击之策。



替代效应， 崛起之路

中国在本轮疫情危机中的杰出表现带给本国经济发展的机遇不仅仅只是自身经济的韧性，在与世界主要经济体的竞争中，中国经济的比较优势进一步凸显，让困境中的跨国企业在地缘经济角力中更加看好对中国市场的投资。这便是后疫情时代，全球经济体博弈中的此消彼长，经济体之间在招商引资方面的“替代效应”得以显现。一项数据便足以佐证观点：尽管世界经济形势严峻，但2020年中国进出口规模创历史新高，货物贸易进出口总值高达32.16万亿元人民币，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，贸易顺差增加27.4%。同期，中国实际使用外资逆势增长6.2%，接近万亿元人民币，实现引资总量、增长幅度、全球占比“三提升”。古人云“祸兮福之所倚”的道理，在当今经济博弈中被印证。虽然新冠疫情之于全球任何一个国家及其人民都是灾难，但是天灾当前，人的作为应是成败关键。

无论是“引进来”还是“走出去”，中国与全球经济的纽带并未因疫情隔断，反而进一步深化。可以说，**中国经济之于世界的影响力在后疫情时代得到加强，跨国企业选择投资中国的意愿未来将不断提升，利好中国经济的未来预期。**从这一视角分析，突如其来的疫情危机却让中国在新一轮全球经济竞赛中赢在了起跑线上。

市场

穿越周期，探索未来发展的界限与“无界”，畅想行业变革的可能性。存量时代，商业地产谨慎乐观。去库存、提质增效，突破载体边界，实现多元场景，房地产科技助力“资管时代”。



穿越周期

总结前文观点，尽管疫情加剧经济周期波动，引致国际经济形势紧张，但中国在后疫情时代的杰出表现，让国际市场主体对中国经济的未来预期优于世界主要经济体。基于此，我们对中国未来产业和消费持谨慎乐观的预期，尤其是坐拥中国庞大内需的消费端。产业和消费是商业地产市场发展的上游市场，基于产业投资和消费市场的未来走势预判，**我们对商业地产市场同样持谨慎且乐观的未来预期。**

尽管经济的周期性从宏观层面讲是一个“外生变量”，即对于任一微观主体而言，是不可控的环境因素。但这并不意味着，市场主体在下行经济周期面前只能坐以待毙。跳出经济周期的惯性思维，将战略视角延展至中长期，方能穿越周期、避免管中窥豹导致在战略战术层面的“短视”。

行业的趋势研判决定市场主体的策略制定。在探讨市场主体策略问题之前，我们将从三个视角切入，分析商业地产市场未来发展的主要趋势。

视角一研判未来趋势，视角二探讨市场边界，视角三畅想行业变革。



视角一：以“量”“质”“效”三大市场指标为标准，对商业地产市场基本面的未来走势进行研判。



视角二：从载体和场景的维度，探讨商业地产的发展边界问题，如何扩大商业地产的外延，或从根本突破范式思维，改变市场原有“均衡”，实现路径突破。



视角三：科技创新是“十四五”时期中国经济发展的内生动力。房地产科技的创新与应用或从根本改变地产行业数十年发展的底层逻辑。因此，我们将从房地产科技视角探索未来地产行业或将出现的重大变化。



“量” “质” “效”

判断商业地产市场发展是否健康，重点考量三大维度指标，即“量”“质”“效”。**量：市场存量是否能够有效去化；质：产品品质是否得以梯度培育，提升产业发展能级；效：楼宇空间是否高效利用，增强行业发展的正外部性。**这三大维度的核心问题取决于需求是否足量且能够高品质、高效导入。把“质量”放在一起，市场应避免资金高周转逻辑下的“粗制滥造”，高品质办公空间的打造是关键，从产业视角看，当产业进入载体中，即是高品质产业空间。“效”则反映了空间的利用效率，中观市场的空置率水平与微观主体层面单位空间的产业承载能力是两大决定因素。

“量”的问题一直是困扰中国商业地产市场资产表现的关键，供需关系的不平衡是问题的根本。过去十年，无论是一线城市还是二三线城市，短期超出经济承载力的集中供应，导致市场空置率大幅攀升。一线城市的办公楼空置率也开始突破20%的警戒线，而二三线城市动辄30-40%以上的空置率数据早已司空见惯。华西三个城市的去存量问题依然严峻，成都和重庆在甲级办公楼存量达到300-400万平方米数量级背景下，市场空置率依然控制在30%以下，表现优于多数新一线城市；相较而言，西安在200万数量级存量下，平均空置率高达35%，市场风险相对较高。中国主要新一线城市在甲级办公楼存量达到250-300万平方米数量级的时候，会面临资产表现下滑的挑战，这便是所谓的**“250万存量魔咒”**。**2013年的成都、2015年的重庆、2017年的武汉、2019年的西安均进入租金下滑的市场周期，短期的集中供应是根源。**展望2021-2025的中国办公楼市场，新区开发带来的大量未来供应仍将迫使市场承压，空置率难有大幅回落的可能性。基于研判，市场主体如何在产品策划、空间打造、运营管理等多个维度有所突破，或决定成败。

同样，零售物业市场加速“优胜劣汰”的步伐，高企的存量和供应增量是根本原因。成都、重庆和西安的优质零售物业存量分居中国第三、第四、第六，超过广深。零售物业与产业办公的差别在于“两极化”，后者个体项目之间的差异性相对较小，一荣俱荣，一损俱损；相反，前者的行业发展更能体现竞品项目之间的优胜劣汰与行业与时俱进的产品迭代。这也是为什么我们能够在最具价值的核心区域看到城市更新持续带来的存量改造。

总体而言，无论是办公楼还是零售商业市场，中国主要城市短期开发过剩的现状已是不争的事实，未来3-5年内亦不会出现根本性的转变。假如将问题前置至城市规划阶段，政府须前瞻性考虑商业供地的总量和区域协调问题。而面对无法改变的现状，商业地产“即售模式”已无法让幡然醒悟的中国个体投资者买单。土地资源的稀缺性决定了开发商“拿地难”的痛点，经营性物业的占比提升乃大势所趋。至于如何提升经营管理能力，本文将放在最后一个篇章探讨。

如果“量”的问题是时间维度上的不平衡，那么“质”的问题则更为棘手，产品的同质化和开发商的情性思维惯性客观上加剧市场开发过速的危机。在中国有实力的开发商往往带给市场的办公产品和零售商业产品更具吸引力。而这部分开发商大多是外资或港资企业，例如九龙仓、新鸿基、恒隆、太古等港资背景集团。从香港到京沪，再下沉到成渝等新一线城市，具有国际开发经验的开发商将地标项目带到中国头部城市，重新定义地方优质商用物业的标准。例如成都的国金中心、太古里，重庆来福士，武汉、沈阳、天津、昆明的恒隆广场等商业综合体都已成为当地的城市地标，也成为业界津津乐道的标杆项目。

然而，早期城市商业用地出让并未对业权形态进行强制性规范，导致核心城区的办公楼甚至零售物业大部分面积被散售给个人投资者，进而影响后期物业的经营管理。过多的散售业权物业也是当今存量市场“金玉其外、败絮其中”的根源，而这一现象在非一线城市极为常见。汲取经验的地方管理者开始从源头治理这一粗放式的开发模式，当然城市可开发用地的稀缺性也不允许长期粗放式的开发模式。未来，部分新一线城市的新区开发已不允许对商用物业进行大规模的销售，经营性物业占比逐年提升，有力保障了未来商业综合体开发项目的交付品质。以成都为例，截至目前仲量联行统计一千万平方米优质办公楼存量中，超过六成比例为即售型资产。相反，以成都天府新区秦皇寺CBD板块的未来供应为例，主要商用地块开发的办公楼均以持有型资产为主。因此，我们预计未来二线城市的商用物业市场开发将步入一个更加集约化的发展阶段。即便是社区商业，未来由开发商持有且后期统一运营管理的项目也将提升社区商业的整体品质，业态和社区功能也将得到进一步完善和提升。

“效”即“效率”，其具有不同维度的涵义：效率之于“市场”代表商用物业的使用频率，市场空置率的高低是衡量标准；之于“终端用户”代表一个空间的利用程度，例如同样的办公空间可以通过办公策略优化容纳更多的员工；之于“经济”则体现在空间产生的经济价值，例如亿元楼宇的标准设立体现的便是楼宇经济之于经济本身的价值。不难看出，行业关注市场的存量楼宇多少被终端企业使用，企业在一定空间中能容纳多少员工，而通过空间的使用企业最终能创造多少税收、就业、GDP等经济价值，皆是关乎效率的问题。未来，空间的利用率通过定制化的办公产品和办公策略可以得到进一步提升，移动办公、联合办公等灵活办公策略都是在单位空间使用效率方面的尝试与突破。此外，地产行业通过规范化的拿地政策，规避早期粗放式的开发范式，减少长期闲置空间造成的资源浪费。政府近期“两集中”拿地新政的出台便是规范之路的开端。最终，楼宇经济的健康发展必然贡献更多的就业、税收和GDP。

综合分析“量”“质”“效”三个维度，未来中国主要城市商用物业的市场存量仍将进一步攀升，阶段性的供求关系失衡具有普遍性，高能级城市凭借经济规模拉动的需求增量更容易缓解短期供过于求的压力。开发商加大产品研发投入，主动或被动减少粗制滥造的即售型物业的比例，终端用户在同样成本基础上能够承租更高品质、更灵活、更具适用性的商用空间。对整体市场而言，一方面，阶段性调控土地供应以及“两集中”拿地新政出台有助于管控市场开发端；另一方面，可变空间的场景营造提升单位面积的使用效率，降低企业的经营成本，提升存量资产的经济价值。**在不考虑经济基本面的变化的前提下，“量”“质”“效”的提升有助于商业地产往“集约”方向发展。对一国的实体产业而言，房地产成本的减少和空间利用效率的提升都是极大的利好。**

场景无界

现阶段我们对市场基本面的研判更多是基于传统商用物业的研究，实则选定符合仲量联行定义的优质样本。然而，**未来商业地产市场的载体及其营造的场景将朝向“无界性”的方向实现革命性的发展。**

在阐释这个问题以前，我们需要厘清两个概念，即“**载体**”和“**场景**”。载体是硬件，是承载某种经济活动的商用空间，例如传统的办公楼、商场、酒店等商用物业业态。场景则是基于“某种经济活动”需要营造的功能性环境，例如办公场景，消费场景，会议场景，接待场景，运动场景等。那么，“载体”和“场景”是不是一一对应的关系呢？二三十年前的答案可能是肯定的，而今必然是否定的。简单举例，在星巴克办公的白领一族将咖啡厅这一“零售物业”载体，从早期简单的“餐饮场景”衍生发展出“聚会场景”“会晤场景”“办公场景”等多元场景组合。反过来讲，“办公场景”是否就一定需要在办公楼才能得以营造呢？刚才的举例也说明，“办公场景”可以走出办公楼来到购物中心、街区商业乃至火车站、机场或社区。讲到这里，结论跃然纸上：

“载体”和“场景”伴随经济活动多元化，不再是一一对应的关系，场景开始跳脱传统载体的束缚，从需求出发，向“无边界”的可能发展，即称为“场景无界”。

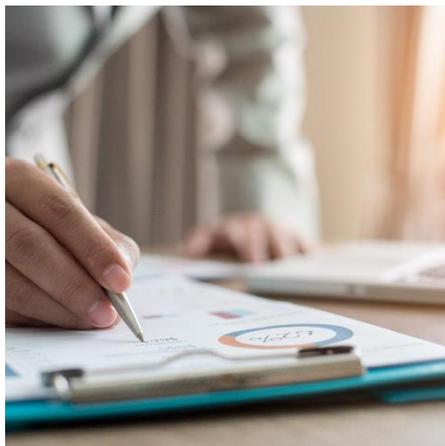
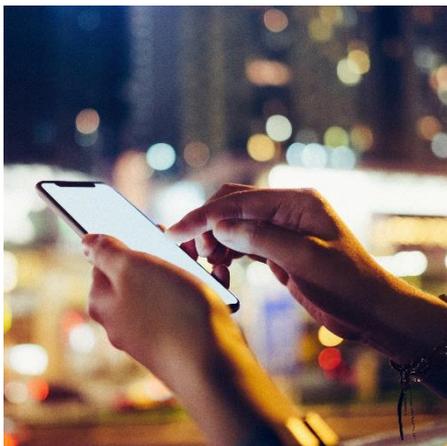
场景折射出终端用户对载体的真实需求。近年来，经济不确定加剧导致企业租户开始反思房地产成本的投入，重新审视企业的房地产策略。同样的场景是否可以嫁接于成本更加低廉的载体呢？答案早已浮现。早期的垂直商业便是成功的范例，理发店、咖啡店、健身房乃至餐饮业都开始考虑往上走，来到办公物业。相反，部分联合办公品牌例如梦想加开始尝试在购物中心开设门店，将办公场景带到实体零售物业中。因此，**场景在载体间的流动性不断提升，也为不同载体的业主拓宽客群基数奠定了基础。**

展望未来，场景的无界性赋予城市更新、资产盘活、楼宇改造更多的可能性，多元化、分层的商用物业需求则可以获取更具性价比的空间，宏观和微观层面都可以实现“帕累托改进”。



房地产科技

仲量联行在《楼宇经济3.0》报告中提出，**未来房地产行业的核心驱动力是科技创新**。科技创新正以迅雷不及掩耳之势影响房地产行业的未来走势，房地产科技的应用早已下沉至行业的各个领域，工程建设、资产估值、营销策略、物业管理等等，方兴未艾的发展潜能已无需赘述。本文将从行业视角探讨科技或对地产行业产生的深远影响。



首先，科技互联网公司进军地产领域的策略，从踟蹰不前到雄心勃勃。地产业对地方经济的拉动作用不容小觑。虽然中央将向“民生保障”的方向定调，但短期内房地产领域在固定资产投资的占比依然高企，且对上下游产业的拉动作用以及金融业的利润输出仍举足轻重。因此，地产业本身仍在持续吸引资本，而科技企业也嗅到这一块跨界合作的蛋糕。现阶段，交易环节或是科技互联网企业率先突破的领域，相对轻资产的模式更符合科技互联网企业的投资逻辑。

其次，地产企业则须主动拥抱互联网行业，学习互联网思维，包括但不局限于产品服务快速迭代、聚焦客户需求、大数据应用、线上与线下的融合等方面。举例来说，以客户为中心的产品研发模式被越来越多地产头部企业接受，产品更新换代的周期也进一步缩短，具有创新性的产品加速面市。这一切都是现代敏捷型企业应对市场变化的标准操作。

最后，从数字化到智能化，怀揣愿景的地产企业逐年加大科技领域的投资。近期有媒体报道，2020年中国前五十大房企中约六成在数字化领域的投入超1亿元。虽然对于重资产的房地产企业而言，1亿元的投资并不足以影响企业的营利，但投入的决心凸显企业战略开始重视科技领域。这一变化带给市场的价值在于：越来越多的房企的确更加重视长期投资，看重资产运营，重视投入产出比，正在向集约化发展模式转型。短期难有回报的科技投入也有助于提升行业对经营性资产开发与运营的未来预期。

策略

破局求新，房地产市场进入“全面资管时代”，多元扩张、聚焦收敛，进退维谷，从地产开发向城市运营突围。





全面资管时代

经济高速增长带动城市化进程提速，产业和人口导入引致商业地产蓬勃发展的增量时代已悄然结束。经济形势的不确定性带给中国商业地产市场的挑战，体现在需求端。无论是产业办公还是零售消费，需求盘子的规模或陷入“盘整时期”，市场规模相对稳定，因而市场份额的争夺便愈加激烈。进入存量时代，企业如何破局求新，“资管”一马当先。

“拿地难”倒逼地产商转型经营理念。土地是房地产市场的第一生产资料，其成本价格在房地产产品中的占比伴随地价飙升，已占主导地位。因此，土地市场作为房地产市场的要素市场，在中国其“垄断市场”的结构决定了下游的产品市场（即房地产市场）的商品价格形成机制越发接近垄断市场的特征。土地资源，尤其是核心地段的土地稀缺性，注定其市场价格的上涨趋势。高企的地价并不能阻止房地产开发商中止拿地的策略，毕竟土地是最核心的生产资料。对于企业而言，没有生产资料，便没有产品，企业便无法盈利、无法在市场生存。高地价伴随其他限制性准入条件让越来越多的开发商丧失长期赖以生存的“路径依赖”，高周转的经营策略自然无法适应现如今的房地产市场。加上政府出台“两集中”的新政或导致土地资源向头部企业集中，小规模开发商拿地的难度或进一步增加。

土地资源的稀缺倒逼房企尝试经营性业务。商业地产的开发与运营之路犹如千军万马过独木桥，艰难万分却又势在必行。部分房企将业务拓展至文旅、养老、长租公寓，甚至教育、农业等非地产关联产业。在多年尝试后，又有部分房企开始聚焦自己的主营业务，剥离核心资产。无论是聚焦或是收敛，房企都是在尝试通过各种途径获取住宅开发用地。尽管披上华丽的外衣，企业盈利的内核逻辑并未发生根本性转变。

在经历一波优胜劣汰的“兼并潮”后，市场残酷的现实迫使房企以壮士断腕的决心破局求新。**回顾近年来房企的战略调整，破局之道无非涵盖以下四大策略：**



拿地：

转型城市运营商，与政府合作共建美好城市



物管：

剥离物业管理业务，物管企业收并购频发



活化：

盘活存量资产，以资产证券化等多元方式退出



输出：

将核心资管能力，以轻资产模式对外输出



城市运营商

近年来，中国头部房企纷纷更新自己的发展愿景，尽管官宣的口号各有侧重，但**本质上转型“城市运营商”之路已是必然选择**。土地市场的供给侧由国家政府主导，即市场具有寡头特征，政府完全决定土地的出让规则和政策。与早期拿地方式不同，现在政府对土地出让的要求较高，产业导入带来的税收是核心关切。因此，房企也被迫做出改变。如果一个房企无法带来实质产业，那么到底能够带给一个城市什么样的价值呢？这便是核心问题。要回答这个问题，看看这几年城市的发展需要什么样的助力。

第一，城市更新。中国城市的老城区因建成年代久远，多数楼宇老旧，功能性丧失，且影响城市形象。早期旧城改造主要以整体动迁为主，而今伴随房价、地价攀升，大规模的城市搬迁成本让开发企业望而却步。替代方案则是城市更新的发展路径。一方面，政府需要借助外力实现城市更新，改善民生；另一方面，房企具有这样的经验和能力；双方一拍即合。因此，不少头部房企选择参与政府主导的城市更新项目，并后期输出运营能力，成为与政府合作的“城市运营商”。

第二，社区商业。新冠疫情将中国社区商业配套的缺失和品质的不足暴露无遗。后疫情时代，政府对社区商业乃至整个社区生态系统的建立更加关注。现如今，社区商业多数以散售型物业为主，后期缺乏系统性的经营管理，大多任其自身自灭。因此在疫情爆发时，缺乏合理业态规划的社区商业自然无法满足禁足在家的消费者的日常生活需求。未来，愿意在社区商业领域投资更多的房企，更契合今天城市发展的痛点。而持有型社区商业以及后续招商、运营能力的打造便是考验房企未来可持续发展的关键之一。

第三，公建基建。城市发展的功能性越来越受市民关注，这对于城市形象和吸引人才影响深远。房企可以通过代建、配建外加运营的模式参与政府的公建项目，例如运动场馆、文化设施、公园绿道等。通过大规模的区域开发，房企可获取区内可观的住宅开发用地。

除上述三个主要合作模式外，房企仍在探索更多“城市运营商”的可能性，而非简单的住宅开发业务。不过，道阻且长，能够走到这一阶段的房企本身已是激烈市场竞争中的幸存者。

物业管理

存量时代，实现资产最大化市场价值离不开资产本身。大批存量物业的“管理”需求催生出大规模且可持续的业务模式。**从增量时代的开发盈利，转向存量时代的经营性盈利，资产在不同时期的价值通过不同途径得以最大化。**伴随住宅与非住物业存量激增，物管的市场规模亦随之增大。随后，物管公司开始从地产母公司剥离上市，部分企业的市值甚至超过地产母公司的市值，足见物管业务规模之庞大、未来发展潜力与行业稳定性。

近年来，物业管理行业的收并购动作频繁。2021年2月（信息更新截至2月底），四川蓝光发展股份有限公司发布公告称，向碧桂园服务转让其子公司四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司约64.62%股份。一石激起千层浪，虽然这只是一桩地产商在物管业务板块的收并购案例，但发生在大型房企间，也说明经营性业务对于每一个房企仍须精心耕耘。总体而言，这一片市场蓝海仍是头部地产商看中的存量业务发展方向。

物业管理公司的收并购不仅限于中资企业，中资与外资企业的合作同样见诸于报端。中资房企多数更擅长住宅板块的物业管理，而在华发展的外资企业的物业管理业务则不断强化其在商业地产领域物管的经验与优势。强强联合，短板互补，这便是两者合作的基础。

因此，面临拿地难挑战的房企必然不会放弃物业管理这块巨大的蛋糕。当“增量”开发难以维系的时期，“存量”资产的管理，包括物业管理，应是维系企业长期可持续发展的基础性保障，亦或是企业面临生存危机时的最后一根稻草，不得不抓。





资产“活化”

前文已阐明中国商业地产市场因阶段性集中供应问题，面临较大的去化压力。进一步讲，激烈的市场竞争必然造成资产承压，部分项目甚至出现举步维艰以致于最终闲置的困境。那么，盘活既有资产便成为市场主体尤其在拿地难之时的重要破局之策。

从运营视角思考，盘活资产的本质仍是资产之于终端用户的使用价值，而建立在市场价值之上的金融方案只是资产变现的手段而已。商用不动产的改造实现路径有多种思路，例如城市更新对老旧物业的改造升级，再如传统物业最终用途的转变等等。资产之所以能够盘活，是因为资产虽然老旧或者功能不匹配，但仍具有一定的核心竞争力，例如区位价值以及所处核心商圈的综合配套等。而项目改造的难度现阶段多数是由非集中性的业权所导致，小业主的利益诉求难以统一。此外，对融资成本高企的业主方而言，改造的经济效益即投入产出比或是导致改造方案不断搁置的主因。十年前的市场价值不足以让业主方下决心改造物业，而十年后或因区位价值提升达到财务测算要求。然而，现实中的商业地产市场再过去五至十年皆处于调整或者下行时期，十年前算不过账的改造项目，现如今更是难以推进。因此，虽然老旧物业、老旧资产在城市中大面积存在，但是城市更新、楼宇改造只是以“点状”方式进行，难以大规模铺开。

资产“活化”从金融视角出发，可以理解为资产的有效变现，即资产退出。伴随中国公募REITs相关政策和规则的陆续出台，以基建、仓储物流领域为代表的资产有了更多的融资渠道。全球来看，REITs已成为仅次于股票和债券的第三大类基础性金融产品。虽然中国公募REITs的发展仍需时日，市场的规范性有待进一步加强，但未来商办、工业、物流资产有机会通过更加灵活、多元的渠道实现退出，便是对市场的利好。至少从发展趋势看来，市场给业主方提供的可能性将更加开放。

视野从资产交易端转移至租赁市场端，盘活资产可以依靠为终端用户定制的金融服务方案，缓解其短期资金压力的顾虑。资产之所以需要盘活，是因为失去了市场需求的活力，而活力的丧失与阶段性需求端的萎缩关系密切。因此，在市场基本面尚难根本性逆转的当今市场，如何激活市场需求便成为“防微杜渐”的关键。终端用户的需求流失往往不是来自需求本身的“消亡”，更多源自供需两端的“失配”。市场早期的失配主要来自需求本身不被满足，而现阶段资金端的短期压力也可能导致供需失配。因此，灵活的金融解决方案便是解决企业资金压力的有效策略。



轻资产输出

一个房企之于经济的价值不局限于其产品本身，行业积累的经验 and 实力本身同样也是可以对外输出的新型“产品”。前文提及的物业管理实则也是运营管理能力体现。然而，房企对外输出的服务不仅仅是物业管理这一项，从前端的营销策划，到后期的招商、运营、管理等诸多维度，都成为企业实现市场价值最大化的有力抓手。因此，想要突破“高周转”的传统盈利模式的束缚，房企或许可以从“能力输出”方面有所建树。相较于过去尾大不掉的资本密集型地产开发模式，“能力”输出则更显“轻装上阵”，因此称之为“轻资产输出”。零售商业的运营管理需要长时间的行业沉淀和经验积累，对于多数高周转房企而言，零售商业的招商运营往往是综合体开发中的难点、痛点。因此，商业运营管理能力输出便成为轻资产输出中的核心一环，也是目前市场最常见的输出模式。

轻资产输出并不只是单纯在项目投用后才开始。一个物业的招商运营成败，往往从拿地后的产品策划开始产生影响。“巧妇难为无米之炊”，建筑设计的缺陷往往让后期的优质品牌租户望而却步。因此，成功的轻资产输出案例往往需要输出方前置性参与早期的定位策划，甚至拿地方案。然而，往往业主方求助于轻资产输出方的主要原因是项目呈现后的不尽如人意。所以，目前市场上多数的轻资产输出案例并不是“未雨绸缪”下的“强强联合”，往往是“黔驴技穷”背后的“孤注一掷”。相信，未来伴随经营性物业的存量高企，业主与运营商之间的资源能力整合乃大势所趋。因此，**市场是具有潜力的，只是现阶段轻资产输出的商业模式仍有待成熟。一个具有良好市场口碑的轻资产输出能力对资管时代的价值，不亚于一个房企的拿地能力。**

结语

从经济基本面到商业地产市场，再到市场主体的未来策略，我们既看到经济周期下市场主体的“无可奈何”，也见证了行业引领者穿越周期“伺机而动”。中国经济的基本面不会脱离世界经济的大环境与大周期，但祸福相依、危中有机，中国正以崛起之势展现经济大国的世界影响力。而“双循环”经济格局既是中国经济海纳百川的胸怀，也是中国对全球经济增长不可磨灭的贡献。中国西部在中国构建的全新地缘政治经济版图中开始扮演不可替代的角色，它正在快速崛起，成为中国经济增长的“第四极”。

行业对商业地产未来走势的研判离不开经济基本面的研究本身，否则亦不过是空中楼阁，缺乏根基。相反，仅仅停留在经济宏观面的分析亦无法演绎商业地产市场纷繁复杂的细致逻辑。简言之，我们对中国经济的预期谨慎且乐观。然而，商业地产的未来不在于对经济周期的妥协，要需求、要客户、要土地、要资金，已然变成市场主体的普遍性、常态化诉求。当房地产开发企业无法有效获取生产资料—土地时，他们的未来道阻且长。归根结底，“经营”思维应贯穿始末，根植于决策层的底层逻辑。这既是妥协，亦是重资产的地产企业的唯一出路。

基于这些基本诉求之上，行业的演进瞬息万变，它带给市场的反思不只是数量规模和分配问题的争夺，更多的是发展模式的变革。要跟上行业的变化，成为行业的领航者，市场主体便不能囿于经济周期下的“饮鸩止渴”。穿越周期，看到市场发展的真正机遇，才是发展之道。就像地球上消失的一些商品甚至行业，改变你的、替代你的或许不是你自以为是的竞争对手，而是一个新兴的技术。房地产科技便是如此，或改变、亦或颠覆传统的地产模式。

本文结尾浅尝辄止，所提及的破局求新之策只是方向性的索引，引发的思考是后续研究工作的主要方向，我们仍将在求索之路上竭力前行。



仲量聯行

作者

朱建辉 Jacky Zhu

研究部资深董事
中国区研究部零售地产负责人
华西区研究部总监
jackyjh.zhu@ap.jll.com

仲量联行华西区研究团队

张潇嘉 Donna Zhang

研究部董事
donna.zhang@ap.jll.com

杜婷 Ting Du

研究部高级经理
ting.du@ap.jll.com

卢晓曦 Sissi Lu

研究部经理
sissi.lu@ap.jll.com

万嘉栋 Harold Wan

研究部经理
jiadong.wan@ap.jll.com

李睿奇 Vickie Li

研究部副经理
vickie.li@ap.jll.com

田若沛 Sherrie Tian

研究部副经理
sherrie.tian@ap.jll.com

何嘉悦 Nicole He

研究部分析师
jiayue.he@ap.jll.com

吴晓川 Jonathan Wu

研究部分析师
jonathan.wu@ap.jll.com



仲量聯行

仲量联行大中华区分公司

北京
北京市
建国门外大街 1 号
国贸大厦 A 座 11 层
邮政编码 100004
电话 +86 10 5922 1300
传真 +86 10 5922 1330

成都
四川省成都市
红星路 3 段 1 号
成都国际金融中心 1 座 29 层
邮编 610021
电话 +86 28 6680 5000
传真 +86 28 6680 5096

重庆
重庆市
渝中区民族路 188 号
环球金融中心 45 楼
邮政编码 400010
电话 +86 23 6370 8588
传真 +86 23 6370 8598

广州
广东省广州市天河区
珠江新城珠江东路 6 号
广州周大福金融中心
2801-03 单元
邮政编码 510623
电话 +86 20 2338 8088
传真 +86 20 2338 8118

杭州
浙江省杭州市
江干区新业路 228 号
杭州来福士中心
T2 办公楼 802 室
邮政编码 310000
电话 +86 571 8196 5988
传真 +86 571 8196 5966

南京
江苏省南京市
中山路 18 号德基广场
办公楼 2201 室
邮政编码 210018
电话 +86 25 8966 0660
传真 +86 25 8966 0663

青岛
山东省青岛市
市南区香港中路 61 号
远洋大厦 A 座 2308 室
邮政编码 266071
电话 +86 532 8579 5800
传真 +86 532 8579 5801

上海
上海市静安区
石门一路 288 号
兴业太古汇香港兴业中心一座
22 楼
邮政编码 200041
电话 +86 21 6393 3333
传真 +86 21 6393 3080

沈阳
辽宁省沈阳市
沈河区惠工街 10 号
卓越大厦 1808 室
邮政编码 110013
电话 +86 24 3109 1300
传真 +86 24 3109 1330

深圳
广东省深圳市
福田区中心四路 1 号
嘉里建设广场第三座 19 楼
邮政编码 518048
电话 +86 755 8826 6608
传真 +86 755 2263 8966

天津
天津市
和平区南京路 189 号
津汇广场 2 座 3408 室
邮政编码 300051
电话 +86 22 5901 1999

武汉
湖北省武汉市
江岸区中山大道 1628 号
武汉天地平安金融中心 3202-03
室
邮政编码 430014
电话 +86 27 5959 2100
传真 +86 27 5959 2144

西安
陕西省西安市
雁塔区南二环西段 64 号
凯德广场 2202-03 室
邮政编码 710065
电话 +86 29 8932 9800
传真 +86 29 8932 9801

香港
香港鲗鱼涌英皇道 979 号
太古坊一座 7 楼
电话 +852 2846 5000
传真 +852 2845 9117
www.jll.com.hk

澳门
澳门南湾湖 5A 段
澳门财富中心 16 楼 H 室
电话 +853 2871 8822
传真 +853 2871 8800
www.jll.com.mo

台北
台湾台北市信义路 5 段 7 号
台北 101 大楼 20 楼之 1
邮政编码 11049
电话 +886 2 8758 9898
传真 +886 2 8758 9899
www.jll.com.tw

joneslanglasalle.com.cn

仲量联行

©仲量联行2021年版权所有。保留所有权利。此处所载所有信息来源于我们认为可靠的渠道。但我们不对其准确性做出任何保证或担保。

仲量联行官方微信



仲量联行服务介绍

