

上海市写字楼运营情况及对写字楼类证券化项目的影响

结构融资四部 段彤 韩雨潮 张雪茹

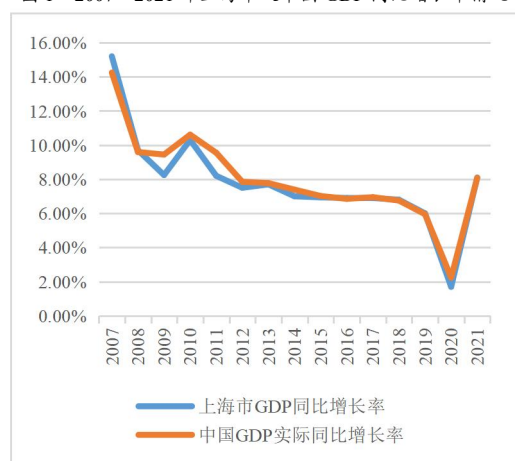
引言

上海市作为中国国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心，近年来写字楼租赁市场表现优异。金融业与信息传输、软件和信息技术服务业是上海经济发展的两大助力点。高速发展的 TMT 行业和金融业成为上海优质写字楼租赁市场发展的坚实基础。此外，《上海市新城规划建设导则》中上海市聚力全面推进五个新城建设，优化城市空间布局，上海市写字楼租赁市场将呈现多中心化趋势。本文将结合宏观及区域经济环境、政策、城市规划等方面对上海市写字楼租赁市场 2007—2022 年 6 月的运营状况进行分析，并结合历史运营状况对未来写字楼租赁市场发展进行展望，进而为资产证券化项目中上海区域写字楼类标的资产价值衡量提供参考。

上海市写字楼租赁市场历史运营情况

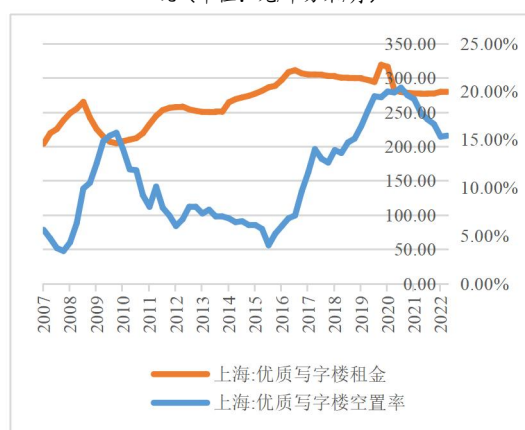
2007—2009 年，在美国次贷危机演变的全球金融危机的影响下，上海 GDP 同比增长率从 15.20% 下降至 8.25%，下降 6.95 个百分点；同期，上海优质写字楼空置率从 2007 年 12 月的 3.40% 上升至 2009 年 12 月的 15.70%，上升 12.30 个百分点；租金水平由升转降，由 2008 年 9 月的 264.84 元/平方米/月下跌至 2009 年 12 月的 204.53 元/平方米/月，跌幅达 22.77%。在金融危机发生后，我国出台了降准降息等货币政策，并推出了四万亿政府开支计划的财政政策。2010—2016 年，上海市经济运行情况基本稳定，在较为宽松的货币政策的影响下，上海市优质写字楼空置率持续走低，于 2015 年 9 月达到 4.00%，租金水平于 2016 年 9 月上涨至 311.00 元/平方米/月。

图 1 2007—2021 年上海市及中国 GDP 同比增长率情况



资料来源：Wnid 数据

图 2 2007—2022 年 6 月上海市优质写字楼租金、空置率情况（单位：元/平方米/月）

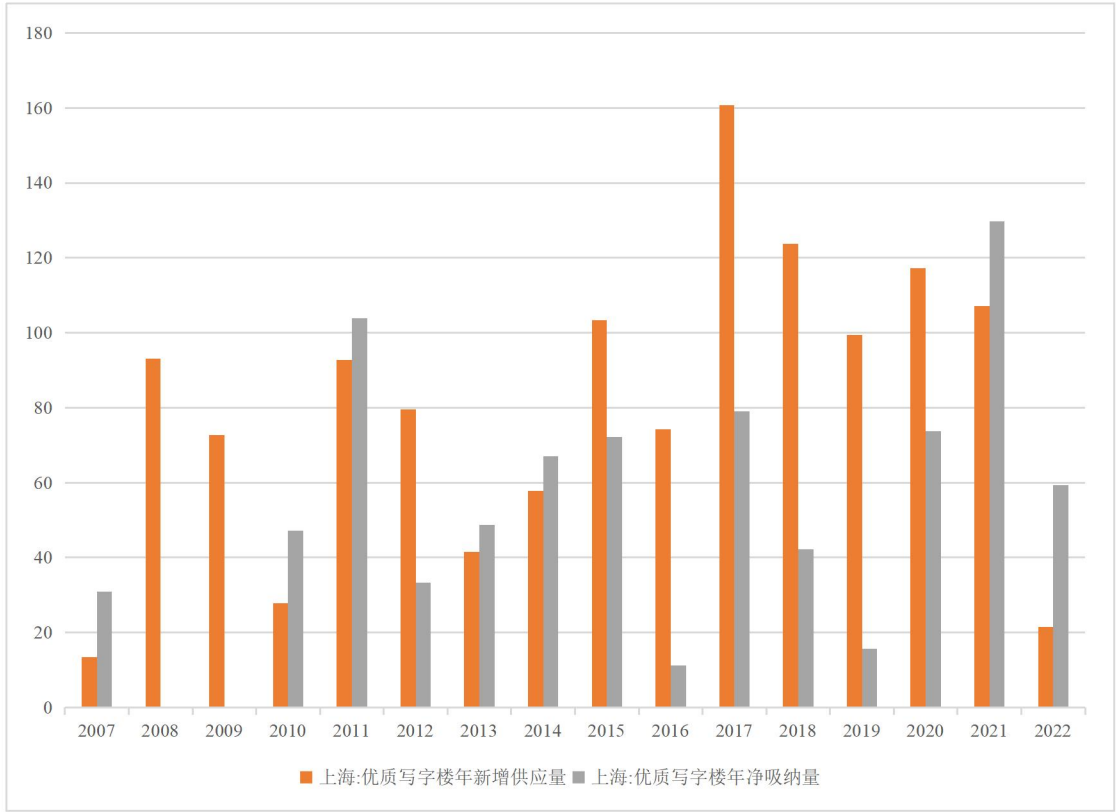


资料来源：Wnid 数据

2016 年后，受国内经济下行压力影响，叠加上海优质写字楼供给量整体增长，上海优质写字楼空置率开始上行。仅 2017 年一年，上海优质写字楼新增供应量就达到 160.67 万平方米，但受制于宏观经济形势，上海优质写字楼净吸纳量并没有显著增加，上海优质写字楼空置率持续走高，特别的，2019 年起全球金融环境收紧，中美贸易摩擦进一步加剧，加之内需动力不足，上海市 GDP 同比增长率继续下滑，2019 年上海市优质写字楼净吸纳量仅为

15.60 万平方米，空置率增至 19.40%。相较空置率，上海市优质写字楼租金水平仍保持一定韧性。2016 年 9 月上海优质写字楼租金水平由升转降，但由于写字楼租约期限相对较长，截至 2019 年 4 季度疫情爆发前，租金下降幅度相对有限。

图 3 2007—2021 年及 2022 年 1-6 月上海市优质写字楼供求关系（单位：万平方米）



注：部分年份无公开净吸纳量数据
资料来源：Wnid 数据

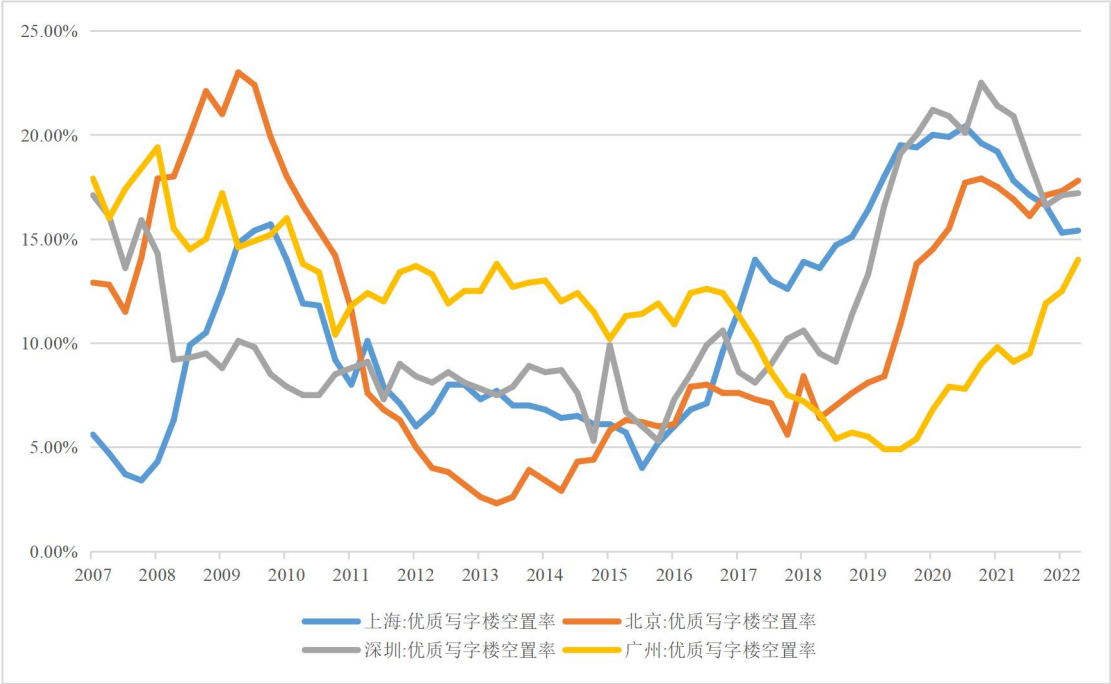
2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，推动经济逐季复苏，GDP 全年同比增长率为 2.34%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，但受疫情影响，上海市 GDP 同比增长率仅为 1.70%，优质写字楼空置率于 2020 年 9 月达到新高的 20.40%，租金由 2019 年 12 月的 318.81 元/平方米/月下跌至 2020 年 12 月的 278.10 元/平方米/月，下跌 12.77%。

2021 年，我国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。2021 年全年上海市 GDP 同比增长率回升至 8.10%，优质写字楼年净吸纳量近 5 年来首次超过新增供应量，优质写字楼空置率下降至 16.60%，较 2020 年 9 月下降 3.80 个百分点，同期租金水平基本稳定。上海市优质写字楼在 2021 年实现稳定去化，吸纳量合计达 129.80 万平方米，创下历史新高，市场需求显著回暖。2022 年上半年，上海市优质写字楼净吸纳量为 59.30 万平方米，较 2021 年同期略有增长。2021 年，上海市写字楼市场 17 个新项目陆续入市，2021 年累计优质写字楼新增供应量达 107.10 万平方米。2022 年上半年，上海市优质写字楼新增供应量 21.50 万平方米，较 2021 年同期减少 48.93%，主要系上海二季度新冠肺炎疫情影响所致，大部分新项目将推迟于下半年正式交付。

总体看，上海优质写字楼市场空置率情况与租金水平受到我国宏观经济环境、政策，

上海市区域经济环境及突发事件以及市场供给等因素的复合影响。

图 4 2007—2021 年及 2022 年 6 月上海市、北京市、深圳市、广州市优质写字楼空置率情况

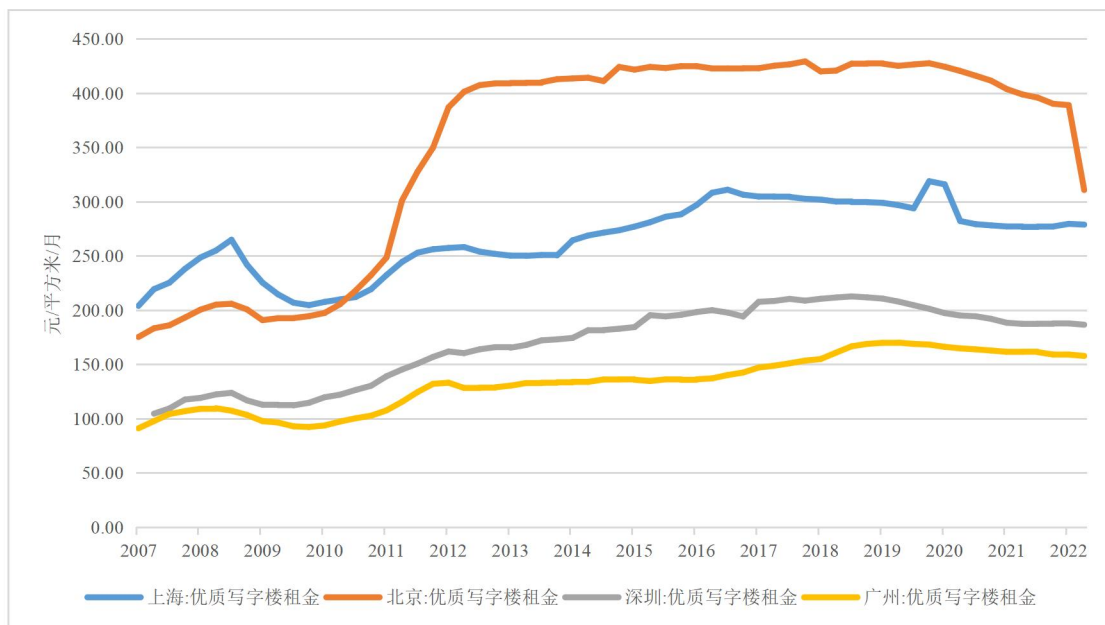


资料来源: Wnid 数据

2007—2009 年, 上海优质写字楼空置率上升幅度高于其他一线城市 (北京、广州、深圳)。2010—2015 年, 上海市优质写字楼空置率持续走低, 下降幅度仅次于北京。但 2016 年后, 受上海优质写字楼供应量显著提高的影响, 上海优质写字楼空置率相较于其他一线城市不断走高, 直到 2020 年下半年才有所缓解。**截至 2022 年 6 月, 上海优质写字楼空置率略低于北京、深圳, 但仍处于较高水平。**

2007 年—2010 年 9 月, 上海市优质写字楼租金水平高于其他一线城市。**2010 年 9 月至今, 上海市优质写字楼租金水平相对稳定, 在一线城市中仅次于北京。**

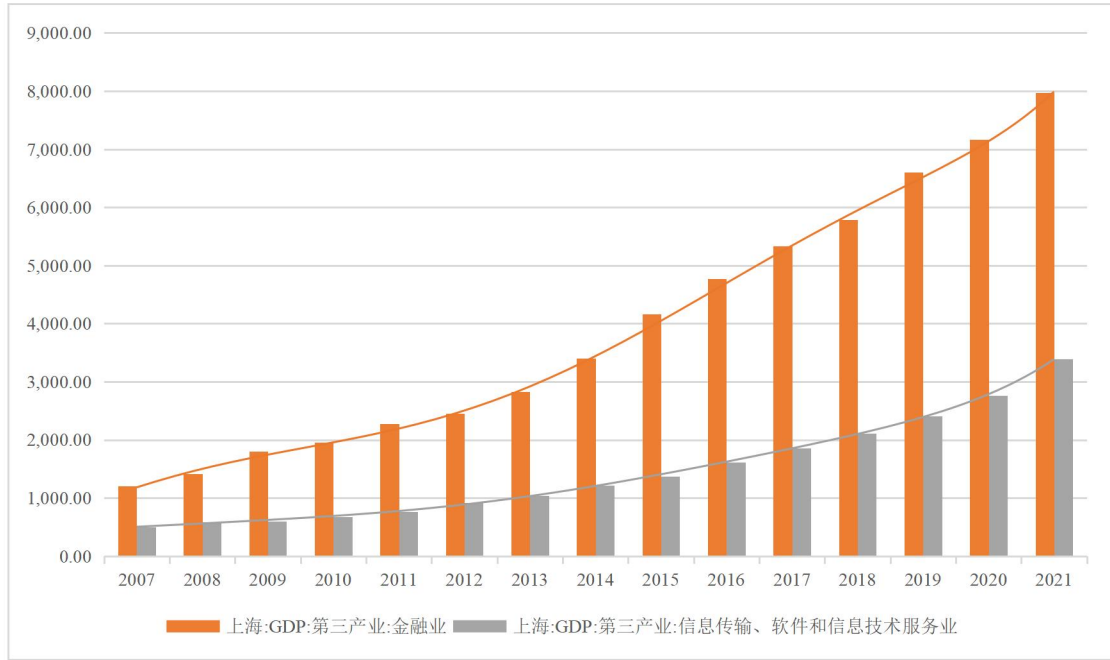
图 5 2007—2021 年及 2022 年 6 月上海市、北京市、深圳市、广州市优质写字楼租金情况（单位：元/平方米/月）



资料来源: Wnid 数据

金融业与信息传输、软件和信息技术服务业是上海经济发展的两大助力点。《上海市国贸经济和社会发展规划第十一个五年规划纲要》中提出“重点发展金融业”，“全力推进信息技术的应用渗透和融合发展”，“做大做强信息产业”。《上海市国贸经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》提出到 2015 年“金融业增加值占全市生产总值的比重达到 15%，主要金融市场规模保持或进入世界同类市场的前列”，“信息服务业经营收入达到 6000 亿元，成为全国信息服务高地”。《上海市国贸经济和社会发展规划第十三个五年规划纲要》提出“到 2020 年基本建成国际经济、金融中心”，“扩大信息消费，促进基础软件、行业应用软件等信息服务业快速发展”。2021 年，上海市金融业 GDP 达到 7973.25 亿元，占上海市 GDP 的 18.45%；信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 达到 3392.88 亿元，占上海市 GDP 的 7.85%。2007—2021 年，上海市金融业 GDP 年均复合增长率达到 14.42%；信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 年均复合增长率达到 14.75%，高于上海市 GDP 年均复合增长率。根据世邦魏理仕（CBRE）发布的《2021 上海房地产市场回顾及 2022 年展望》，2021 年上海优质写字楼市场新租需求中，TMT 行业占比达到 27%，金融业占比达到 20%，高速发展的 TMT 行业和金融业成为上海优质写字楼租赁市场发展的坚实基础。

图 6 2007—2021 年上海市金融业、信息传输、软件和技术服务业 GDP 情况（单位：亿元）



资料来源：Wnid 数据

上海市写字楼租赁市场未来运营情况展望

“十四五”规划提出要保值增效，实现经济持续健康发展，将国内 GDP 年均增速保持在合理区间。中国社会科学院认为不断降低的总和生育率和人口老龄化趋势都将对供给侧因素产生直接的负向影响，最终会导致潜在经济增速放缓，预测“十四五”期间我国潜在 GDP 增速将持续下行（由 2021 年的 5.87% 降至 2035 年的 4.21%）。而上海作为长江三角洲城市群的核心城市，区域经济发展位于全国前列，且具有明显的经济优势，对于经济发展的负面冲击具有很强的弹性。预计未来几年上海市地区 GDP 增速将呈现基本稳定态势。另外，政府的规划政策对于上海市写字楼市场具有强烈的导向作用。相关规划政策见表 1。

表 1 上海市主要规划政策

政策文件	主要内容
《国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》	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。 全社会研发投入经费投入年均增长 7% 以上；数字经济核心产业增加值 GDP 占比提升至 10%。稳妥推进银行、证券、保险、基金、期货等金融领域开放。以服务业为重点进一步放宽准入限制。
《上海市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	“五个中心”功能实现整体提升。 基本建成国际经济中心、国际金融中心、国际贸易中心、国际航运中心，形成具有全球影响力的科技创新中心基本框架。 聚焦“五型经济”增创经济发展新优势。 发展具有引领策源功能的 创新型经济 ，培育和吸引高能级创新主体，提升实体经济的创新含量和质量。发展辐射区域大、附加值高、具有品牌优势的 服务型经济 ，增强集聚辐射带动功能。发展具有全球影响力和控制力的 总部型经济 ，着力培育吸引集聚多功能、高能级的国内外企业总部。发展融入全球产业链价值链中高端、体现高水平投资贸易便利化自由化的 开放型经济 ，着力提升“引进来”的吸引力和“走出去”的竞争力。发展传统线下流量和新型线上流量并重的 流量型经济 ，促进资金、人才、技术、信息、数据等要素资源高频流动、高效配置、高能增值。
《上海市城市总体规划（2017—2035）	以提升全球城市功能和满足市民多元活动为宗旨，结合城乡空间布局，构建由主城区、郊区两类地域和城市主中心（中央活动区）、城市副中心、地区中心、社区中

年)》	心等四个层次组成的公共活动中心体系。 主城区公共活动中心体系由城市主中心(中央活动区)、主城副中心、地区中心、社区中心等四级构成。郊区公共活动中心体系由新城中心/核心镇中心、新城地区中心/新市镇中心、社区中心等三级构成。城市主中心(中央活动区)是全球城市核心功能的重要承载区;城市副中心是面向市域的综合服务中心,兼顾强化全球城市的专业功能,包括9个主城副中心、5个新城中心和2个核心镇中心。
《上海市新城规划建设导则》	聚力全面推进五个新城建设,优化城市空间布局。 新城作为独立的综合性节点城市,新城中心应具备比主城区副中心更加完备的功能,形成鲜明特色,强化集约紧凑发展,提高就业密度,成为功能更综合、特色更突出的城市副中心。引导头部企业、千亿级产业集群向新城集聚,大力发展先进制造业和战略性新兴产业。 嘉定新城 以汽车研发及制造为主导产业; 青浦新城 以创新研发、商务贸易、旅游休闲功能为支撑; 松江新城 以科教和创新为动力,以服务经济、战略性新兴产业和文化创意产业为支撑; 奉贤新城 为杭州湾北岸辐射服务长三角的综合性服务型核心城市; 南汇新城 以新型贸易、跨境金融、总部经济、航运服务、先进制造为支撑。

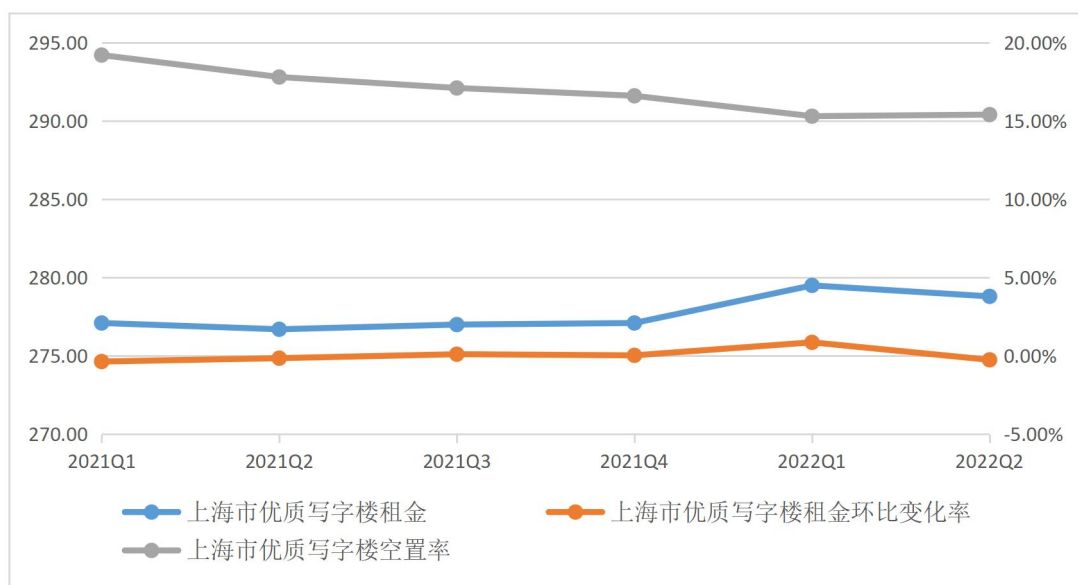
资料来源:联合资信根据公开资料整理

结合经济环境、历史运营情况及上述政策,我们认为未来上海市写字楼运营情况有如下发展趋势:

上海市陆续出台的政策规划可以一定程度上预见未来写字楼供给量增加。规划政策方面来看,“五个中心”建设将持续吸引金融、科技和贸易类等跨国企业入驻上海;“五型经济”将培育和吸引高能级创新主体,激发上海的整体创业活力;全面推进五个新城建设,将形成新的产业集群。**上海市规划政策将为上海市带来更多的写字楼供给和租赁需求。**

根据世邦魏理仕公布的数据,2022年入市的优质项目多分布于“一江一河”沿岸的徐汇滨江、前滩、北外滩及苏河湾,将为2022年承接全球城市功能的提质转型需求提供更多办公场所。交通方面,上海市14号线在内多条地铁线路开通,将有望促进浦东、浦西商务板块间的联动,利于城市多元格局发展。**主城副中心和新城中心的未来建设和发展将逐步承接城市主中心租赁需求,写字楼租赁市场将呈现多中心化。**

根据Wind数据,受益于良好的吸纳情况,2021年上海市优质写字楼空置率持续下降至16.60%;2022年上半年上海市优质写字楼空置率波动下降至15.40%。鉴于未来上海市稳中趋好经济发展态势以及相对稳定的供应量,**预计未来写字楼市场将进入去化期,短期内空置率水平仍处于高位但将呈波动下降趋势。**根据Wind数据,2021年以来,上海市优质写字楼租金水平保持稳定且有回升态势,于2022年一季度达到279.50元/平方米/月。2022年二季度受到上海疫情影响有所回落,但仍处于平稳态势。**在全国经济全面复苏的背景下,上海市租金水平预计将呈现平稳向上趋势,但鉴于2022年二季度上海疫情的严峻形势,短期内租金水平或存在一定不确定性。**



资料来源：Wind 数据

“十四五”规划明确提出稳妥推进金融领域开放，以及提升数字经济核心产业对国民生产总值的贡献。在庞大的用户群体、逐步健全的网络环境、不断建设的新型基础设施等因素的带动下，TMT 行业将有望继续快速发展，成为经济发展的驱动力。根据中国（深圳）综合开发研究院技术团队预测，2020—2025 年，中国数字经济年均增速将保持在 15% 左右；到 2025 年数字经济规模有望突破 80 万亿，占 GDP 比重达到 55%。同时，上海市已发展成为全国的科技创新第三位，在全球 50 个主要的科技创新中心中位列第 14¹，是中国唯二排名进入前五的城市（都市圈）。根据世邦魏理仕公布的数据，2021 年，上海市甲级写字楼行业新租需求中 TMT 行业和金融行业占比分别为 27% 和 20%。TMT 和金融行业仍为上海市写字楼市场租赁需求的主要来源，TMT 行业将贡献最大新租需求。

上海区域写字楼类标的资产价值对资产支持证券（票据）的保障作用

写字楼作为资产支持证券（票据）项目的传统标的资产类型，区域环境、租户质量、历史运营情况（空置率、租金水平、租金增幅等）都是关注重点。结合前文写字楼市场情况分析以及以往项目经验，评级机构对上海区域写字楼类标的资产价值对资产支持证券（票据）的保障作用从如下角度进行分析：

空置率方面，2007 年起上海市优质写字楼空置率呈现波动上涨的趋势，区间为[3.40%，15.70%]。我们认为未来上海市优质写字楼短期内因受 2022 年初疫情影响平均空置率水平仍将处于高位，长期将呈波动下降趋势。此外由于地段、质量水平、管理水平和成熟度的不同，写字楼长期稳定空置率个体差异将普遍存在。

租金水平方面，2007 至 2022 年 6 月期间，上海优质写字楼市场租金水平受到我国宏观经济环境、政策，上海市区域宏观经济环境及突发事件以及市场供给等因素的复合影响，租金水平呈现波动上涨的趋势，此期间内在 2020 年 6 月以后租金价格趋于平稳。但鉴于 2022 年二季度上海疫情的严峻形势，未来租金水平短期内会存在一定波动，长期将呈现相对稳定的增长趋势。

区域位置方面，因主城副中心和新城中心的未来建设和发展将逐步承接城市主中心部分

¹ 资料来源：《国际科技创新中心指数 2021》

租赁需求，写字楼租赁市场将呈现多中心化。我们认为随着未来政策规划的逐步落地，配套设施的逐渐完善，新兴区域的写字楼租赁市场潜力将得到释放。不同区域位置的写字楼的运营情况（空置率、租金水平）等差距或将趋于缩小。但成熟区域的写字楼运营状况（包括但不限于交通便捷度、周边配套、空置率、租金水平等）相对更加稳定，且历史运营情况可参考性较高，位于成熟区域的标的资产价值保障作用相对更强。

租户方面，高速发展的 TMT 行业和金融业是上海优质写字楼租赁市场发展的坚实基础。我们认为上述行业的租户续租能力较强，写字楼租户涉及 TMT 和金融行业的比重将与其价值保障程度成正向关系。

总体来说，标的资产价值受多方面因素影响，稳定的空置率及租金水平以及良好的区域位置、租户质量将有助于支撑标的资产对资产支持证券（票据）的保障作用，项目实操中针对上述因素过于乐观的预测需谨慎对待。