


2016酒店投资展望



酒店及旅游地产投资咨询部 | 2016年1月

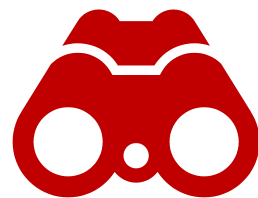


同心合力,
共铸辉煌



2015年对酒店业来说是风起云涌的一年。多家酒店业巨头先后宣布对其它酒店集团的大型收购交易，其中最引人注目的是两大巨擘万豪国际与喜达屋酒店集团有望在2016年完成的合并。更多的酒店集团合并交易也正在洽谈中。尽管2015年多宗并购交易宣布成交，但是与其它以知名品牌控制市场份额的大型消费行业相比，酒店业结构依然相当分散。我们预计酒店管理公司以及房地产业主中间将会出现更多合并交易，无论是投资组合交易还是公开市场私有化交易。

2016酒店投资展望



2016：同心合力，共铸辉煌

2015年是历史上酒店交易量第二高的年度，增长率较前年实现50%的大幅增长，远远超出其他类型房地产的表现。2015年，全球完成的酒店交易额突破850亿美元，创下多项记录：单项资产交易额达到470亿美元，为历史新高；纽约、香港等城市也实现了有史以来最高的年度交易额；黑石集团在2015年年末收购Strategic Hotels & Resorts，此举成为8年来最大的投资组合交易。跨境收购交易占比也创下新高，显示出酒店地产持续增长的活力和全球化趋势。

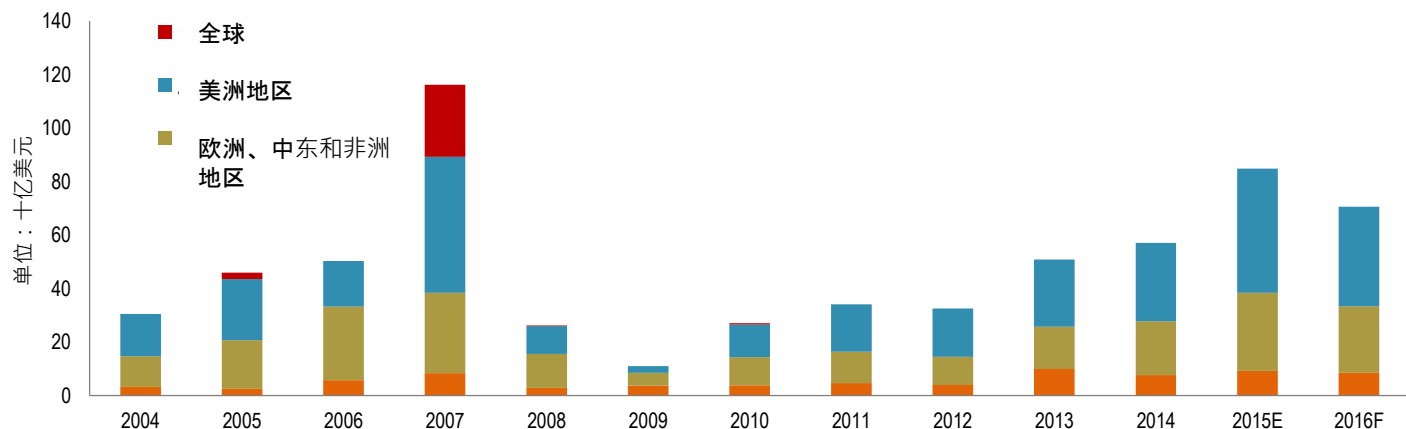
全球酒店交易额				
单位： 10亿美元	美洲地区	欧洲、中东 和非洲地区	亚太地区	全球总计
2015年 估计数	\$46.4	\$29.2	\$9.2	\$84.8
2016年 预测数	\$37.1	\$24.8	\$8.5	\$70.4
变化率 %	-20%	-15%	-8%	-17%

数据来源：仲量联行研究部

尽管投资者的购买预期表现得更为慎重，我们预计2016年仍会继续呈现出强劲走势，预期交易额将达到700亿美元。因此预计2016年交易额将在本轮经济恢复周期中位列第二，高于我们对2015年交易额的最初预测。

鉴此，在本轮经济扩张周期中，市场呈现出积极势头，但投资者将表现得更为谨慎，同时投资者开始考虑在经济下行周期应持有何种资产，并对融资结构做出更为审慎的考量。

全球酒店交易额



数据来源：仲量联行研究部

2016年，全球股市将动荡不安，并对投资者的情绪产生影响，但酒店市场的基本面依然向好。尽管一些门户市场的增长已接近峰值，但大多数市场，尤其是一些二线城市的酒店利润仍然有持续增长的空间。

美洲酒店交易量有望实现370亿美元

预计美洲地区交易量将达到370亿美元。与近年一样，美国有望成为交易量流动性最高的国家。美国酒店交易量在2015年创下新的记录，这在一定程度上是由黑石集团于2015年12月以60亿美元收购Strategic Hotels & Resorts的交易所推动的。整个地区的交易活动在2016年可能会回调20%。

在美国，投资者正在对此轮经济恢复初期购买的资产进行转售交易，而私募股权融资、大宗单项资产与投资组合交易将加速推进这一势头。随着初级市场资本化率创下历史新低，我们预计中西部等二线地区交易活动会保持活跃。鉴于房地产投资信托基金（REIT）股价较低，其有望成为净卖方，房地产信托基金在资产出售时时常实现溢价，原因是他们能够以折价回购股份。考虑到在许多情况下，基金整体交易额少于单个资产的总价值，我们预计会有越来越多的房地产投资信托基金私有化。

由于房地产投资信托买方不够活跃，海外投资者将成为继私募基金之后的第二大买家。酒店所有权的构成依然呈分散状态，少数较大业主拥有更多股份。我们预计整个酒店行业的交易将会进入与写字楼相似的周期，即投资者会不断买入卖出。鉴于美国宏观经济环境保持健康，资本将继续流动，我们预计未来资产交易环境将日趋正常化。

欧洲次级市场单项资产交易年

2016年，欧洲、中东和非洲地区的酒店交易额将继续增长，预计可完成交易额250亿美元，较去年减少约15%。销售受单项资产交易驱动增长，次级市场的份额不断提高。2015年投资组合增长显著，目前的投资组合收购将回归正常水平。鉴于2016年精选投资组合和优质单项资产投放市场，我们预计单项资产交易将增长35%。尽管欧洲近来出现的恐怖主义活动令游客有所踌躇，欧元对美元的相对疲软将促进欧洲入境旅游增长。

为寻求投资收益，投资者将关注主流市场以外的其他地方。英国周边地区、德国二线城市、西班牙（包括主流及度假旅游城市）、意大利和葡萄牙都受到了更多关注。融资机构在非门户城市也愈发活跃。

从买方而言，私募基金和主权财富基金将成为主要参与者，中国大陆投资者将继续购买酒店资产。卖方将包括早期买入的投资基金和私募投资者。欧洲有望成为2016年海外资本的最大目的地，将获得来自美国私募基金、中东投资者和亚洲的资本流入。

在中东，酒店市场日趋理性，部分原因是俄罗斯等大型旅游客源市场经济疲弱。同时，鉴于政府支持酒店开发项目，新的酒店供应将保持旺盛势头。

日本和澳大利亚将成为亚太市场的佼佼者

2016年将是亚太地区交易增长最强劲的年份之一，交易额有望达到85亿美元，较2015年减少5-10%。日本2015年交易量达到历史第二高的水平。除了美国私募基金表现出兴趣以外，日本市场也将继续迎来大批国内投资者。我们还看到中国投资者开始考虑评估日本二线地区资产交易的迹象。

澳大利亚市场将保持活跃，投资组合方面尤其如此。鉴于近来大量优质单项资产出售给长期持有者，市场上此类产品数量将会减少。中国大陆近年来每年的酒店交易额均超过10亿美元。2016年交易额即使没有增长，也会保持这一水平。

新加坡的酒店股份被所有权人牢牢持有，导致交易量稀少。香港交易量在2015年达到历史最高水平，酒店业绩大多也已达到峰值，因此投资者将更多地采取观望态度。东南亚和印度洋地区也缺乏足够流动性。

印度酒店业则正经历变革。市场从以开发为主导转变为以交易为主导，而持续改善的酒店业绩促进了一些地区的并购活动。

概而言之，如果实体层面的税收结构改变能为投资者带来像美国税收系统下那样的收益，亚洲市场依然存在构建更多酒店类地产投资信托基金的机遇。

市场影响因素综述

市场的波动对一些投资者构成了挑战，例如，低油价对中东经济体产生的影响；股权投资市场的不可预知性；中国经济增长的长期放缓；巴西和俄罗斯等新兴市场的经济不景气等等。尽管如此，未来12个月依然有大量方式可以从不动产资产中获得收益。

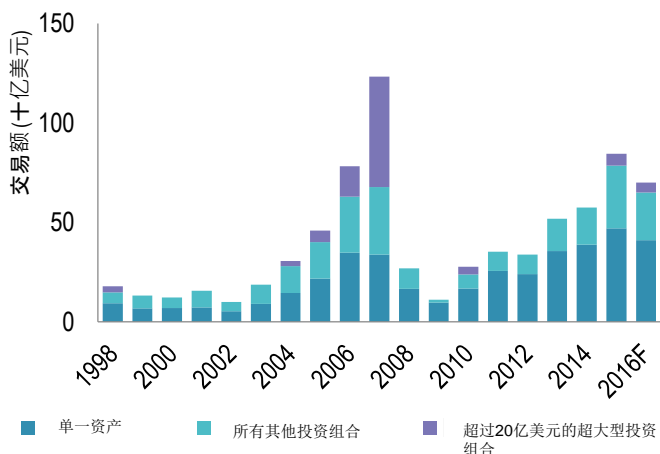
多个因素可能影响酒店交易量。有利方面，高于预期的中国和 中东资本输出者可能会带动交易量上行。美国刚刚立法放宽对外国投资美国不动产交易税收长达35年的限制，这有望为海外投资者打开在美国购买不动产的大门。集团并购和私有化收购（预计会达成一些交易）都将促进交易额进一步冲高。

不利方面，恐怖主义、政治冲突、自然灾害、流行性疾病及普遍的需求冲击都有可能影响人们的出行和旅游。尽管对恐怖主义的恐惧并没有在全球范围内对人们旅行造成严重影响，但一些市场还是感受到了压力——就连巴黎也未能避免游客数量的减少。不过，根据过去遇袭城市的经验，这种对人们出行的干扰应该只是暂时的。



预计并购和整合交易将会增加

按交易类型划分的全球酒店交易额



数据来源: 仲量联行研究部

2015年, 各个酒店集团纷纷宣布收购竞争对手, 成为轰动一时的新闻。许多大宗交易, 如万豪国际与喜达屋酒店及度假村集团的并购交易预计于2016年完成, 更多的整合活动还在洽谈之中。

尽管2015年宣布了大量的并购交易, 但就市场份额而言, 整个酒店行业比其他大型消费行业更加分化, 酒店行业的市场份额主要由部分知名品牌所占据。预计酒店经营者和房地产业主内部将出现更多的整合, 包括投资组合优化和公开市场私有化交易等。

酒店品牌整合表明公开市场鼓励增长。各个酒店品牌不断寻求更多酒店开发项目。鉴于物业的自然损耗以及新增供应增长受限, 酒店品牌最可靠的发展途径往往是收购那些签有战略性管理合同或特许经营合同的酒店管理公司。在服务范围和地域分布方面, 股权投资分析师更青睐于那些囊括所有领域产品的酒店品牌。此外, 随着各个成熟市场每间可出租客房收入增长的放缓, 各个酒店品牌和酒店管理企业正寻求通过增加物业数量, 来提高息税折旧摊销前利润 (EBITDA), 提高经营效率。

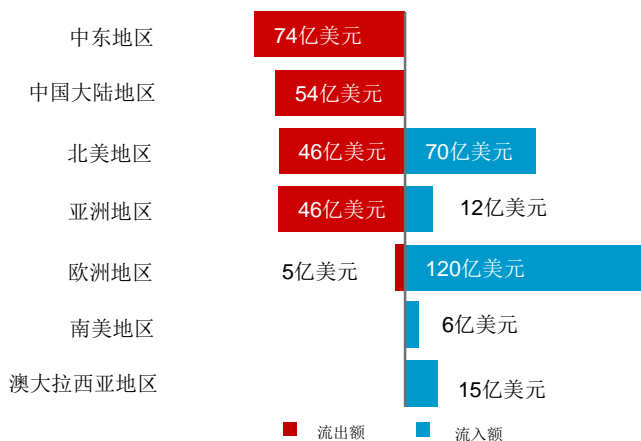
最后, 市场规模的扩大将使酒店管理公司针对业内的重大问题做出更好的回应。比如, 一些市场颠覆者, 如共享型房屋租赁网站、另类住宿服务以及在线旅游网站的市场份额不断增长。此外, 市场上有太多酒店品牌和小型酒店公司。它们每家都有自己的企业管理支出、市场销售团队、数据架构和预订平台。这样既不经济, 效率也低。

对于拥有5000-15000间客房的全球酒店品牌来说, 整合交易似乎可提供最大的商机和效益。从经济型酒店到豪华酒店, 全球约有100家此类酒店品牌母公司, 整合的机会很多。

大量跨境交易活动正在洽谈中

预计跨境交易将继续保持活跃势头: 2015年酒店跨境收购资本额约300亿美元。尽管2016年总的交易额预计将有所下降, 但跨境交易活动仍将占据较大比重。

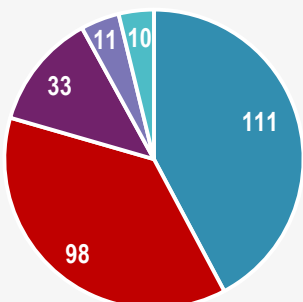
其中, 那些在全球范围内寻求高收益商机的美国私募股权基金将是规模最大的交易商。西欧地区的次级市场将成为其中一个较大的目标市场, 日本的酒店市场也将如此。毫无疑问, 将有更多的资本进入市场, 最大的挑战将来自于如何找到价格适宜的投资机会。








2015年数据
数据来源: 仲量联行研究部

即便油价下挫, 中东地区的当地经济体受到压力, 但中东地区的投资者并未减少投资。不过, 鉴于国内市场的投资规模相对较小, 今后中东地区的投资者将把注意力继续投入到对外投资上。2015年中东地区投资者在全球酒店市场的投资额接近75亿美元, 2016年即便有所下降, 预计也将是有史以来投资额第二或第三高的年度。即便大型机构基金投资者放慢大肆收购的速度, 预计高净值家族财富私人理财机构仍将增加在海外安全避风港的投资。

按客房数计算的酒店品牌母公司数量:



-  2,500-5,000 间 [相对所获得酒店区域分布而言, 所付出的成本过高]
-  5,001-15,000 间 [获得规模效应最佳亦是最主要的投资机遇]
-  15,001-50,000 间
-  50,001-125,000 间 [对于绝大多数的投资者来说规模过大, 价格过高]
-  全球前十大母公司 [对于绝大多数的投资者来说规模过大, 价格过高]

数据来源: 仲量联行研究部, Smith Travel Research

2015年，中国大陆地区的投资者在世界各地酒店房地产市场的对外投资额超过50亿美元，占整个亚洲地区跨境投资额的一半左右，这一点与我们此前的预测一致。中国投资者为交易选择带来了新的视角，在2015实现了交易额的迅速增长。

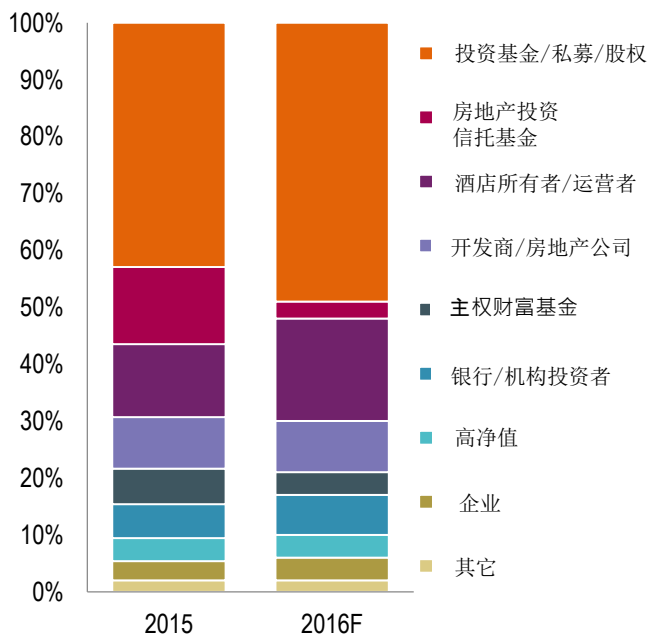
不过，鉴于中国国内市场动荡不定以及来自政府方面的压力，预计短期内保险公司和大型基金将会退出。但是，富裕的家族企业将继续对海外投资显示出强烈愿望。此外，中国投资者也开始寻求次级市场的投资机会。中国大陆乃至整个亚洲地区的对外投资预计将不仅瞄准单项资产和投资组合，而且包括品牌、平台和经营性企业，从而在整个休闲旅游行业扩大其规模并控制更加大型的企业。

2016年谁将成为买家？

目前，私募股权基金仍然现金充足，对资本配置的需求使得他们积极参与交易。对于那些在投资周期初期募集的资金来说，在投资周期内进行资本配置的压力将不断增大。总部位于美国和西欧地区的私募股权集团将成为领头羊，美国、英国、德国、西班牙和日本的次级市场将成为它们最大的目标市场。

在美国更为盛行的房地产投资信托基金在其股价反弹之前并不急于进行收购，因此海外投资者将在美国投资领域占据主导地位。

按买家类型划分的酒店并购交易额



数据来源: 仲量联行研究部

另一方面，有自主决定权的投资者在资金配置方面的要求或市场投资时机掌握方面的压力相对更小。这些投资者包括主权财富基金、机构投资者、房地产开发商和高净值投资者。此类投资者只有对某个物业或交易非常感兴趣时才会选择进行投资。2016年，预计这些投资者将继续专注一级市场。同时，鉴于长期持有的性质，他们将更多关注投资机会和资产质量，而非进入市场周期的时机。



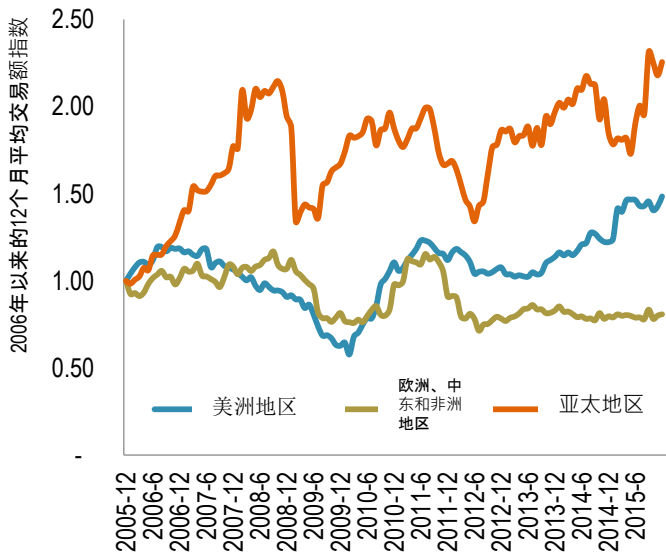


预计2016年将成为又一个投资强劲的年度。不过，由于目前投资者更为小心谨慎，2016年的投资额可能更接近2014年的水平，而非2015年的水平。我们预计2016年的投资额将为700亿美元，在历史上位列第二，超过我们此前对2015年投资额的预测值。

欧洲地区市场将创造最大价值

由于伦敦和巴黎以外欧洲地区的酒店资产每间客房的价值仍低于西欧和新兴欧洲地区此前的峰值水平，因此整个欧洲地区在恢复曲线上仍有更多的上升空间。将单一资产每间客房的交易额与过去十年间的12个月平均交易额相比，结果表明欧洲、中东和非洲地区（EMEA）仍有价值上升空间。

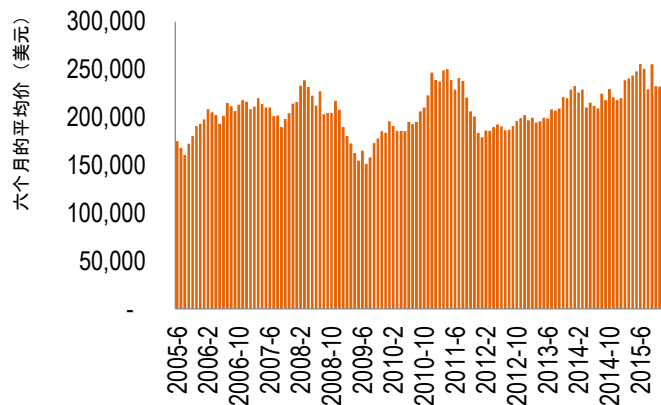
单一资产酒店交易额



数据来源：仲量联行研究部

在美国和加拿大，酒店出售价值现已超过此前的峰值水平，是此轮经济反弹一个重大的里程碑，同时购买价格也出现了上升。整个亚太地区的酒店估值也总体超过了全球经济衰退前的峰值水平，其部分原因在于亚太地区的酒店估值跌幅不深。由于总体交易额下降，整个亚太地区的趋势线波动性更大。

全球单一酒店交易每间客房的平均价格



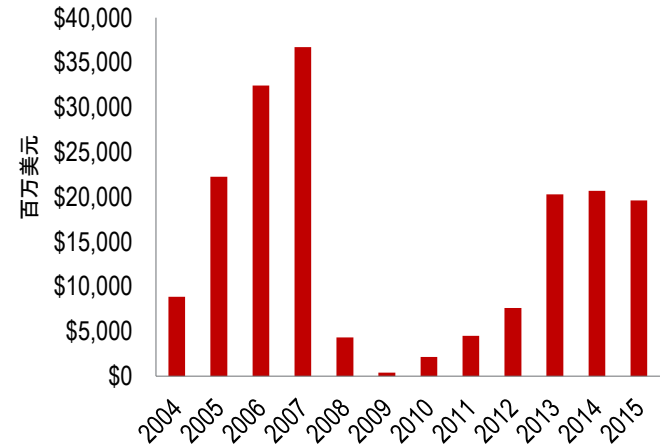
数据来源：仲量联行研究部

2015年，尽管酒店交易额创出历史新记录，但每间客房的资产价值增长仍然受到良好的支撑，并不说明已进入供应过剩期。预计2016年酒店价值将继续上涨，其中最大的增幅预计将来自未来新增供应仍然受到抑制的次级市场。不过，资本化率上涨这一点几乎确定无疑。

贷款政策将更宽松，但仍需警惕风险

目前，债务市场保持公开、活跃和流动性，但贷款机构的活跃度与2014年和2015年相对有所减弱。尽管面向酒店行业的债务市场将较为宽松，但仍须警惕风险。随着贷款逐渐到期，贷款机构对有关未来有关承保责任更为审慎。鉴于各大银行涉及酒店业务的风险再度上升，在2016年全球经济显著好转之前，银行在对酒店物业的选择方面将更为苛刻。

美国酒店商业抵押担保证券（CMBS）



数据来源：商业抵押贷款提示

针对商业抵押担保证券，评级机构现采取略微审慎的态度，其定价面临部分上涨压力，而在非最佳市场，贷款价值比可能会下跌。因此，贷款机构将享受最为强劲、延续最长的增长轨迹，乐观心态将成为市场主流，在恢复曲线上尚不发达的次级市场将因此受益。

银行利率环境处于可控状态

美联储决定上调美国银行利率，标志着全球货币政策进入一个全新时代。不过，当美联储首次上调利率时，市场已经预计到这一点，并已体现在绝大多数的投资活动之中。美联储首次上调利率，既有金融方面的影响，也有心理方面的影响，并被普遍视为美国经济走强和对美国市场充满信心的信号。

预计2016年美国仍将保持相对良好的利率环境，利率对资产定价的影响微乎其微，投资者并不会因此而改变其重大的投资决定。尽管货币政策会影响投资者的投资心态，但不会影响他们的投资策略。

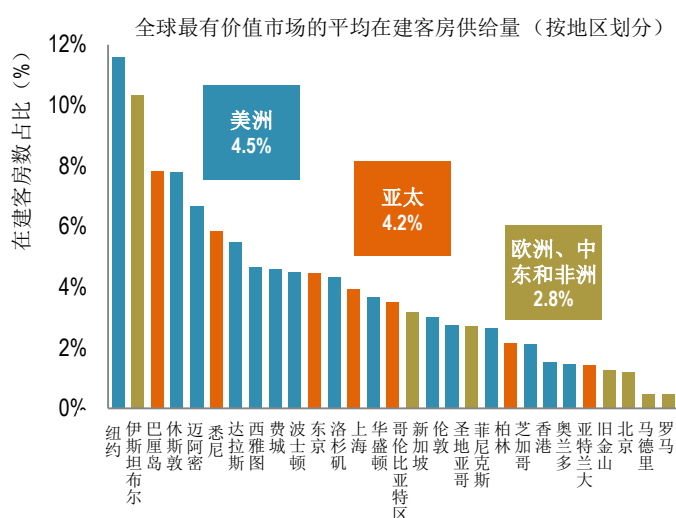
毫无疑问，投资者将同时密切关注其它市场。英国、日本或澳大利亚央行可能步美联储后尘，纷纷上调银行利率。但这些国家可能会先观望美联储做出后续上调利率的决定，之后才会调整自身的货币政策。

平均每间可出租客房收入 (RevPAR) 增长周期何时结束？

2016年，全球酒店平均每间可出租客房收入 (RevPAR) 预计将增长4%-5%，但各个地区之间仍会存在差异。很多成熟经济体的酒店每间可出租客房收入将连续第七年实现增长，投资者也因此对这种积极势头的未来可持续性心存疑问。不过，酒店业以往的扩张周期可持续至少十年。基于此，尽管存在需求冲击，市场估计还会有一段繁荣时光值得期待。

在主要经济体中，美国酒店的每间可出租客房收入增长势头最为强劲，其推动力主要来自团体和休闲旅游者的增加，以及少量新供给。目前，很多欧洲国家的入住率已达到上限，因此每间可出租客房收入的增长来自于平均房价的提升。英国和德国的二线城市以及西班牙和意大利的每间可出租客房收入预测增速最高。在全球最有价值的30个酒店市场中，美洲和亚太地区市场的在建房平均占比为4%，而欧洲、中东和非洲地区的在建房平均占比略低于3%。

全球最有价值的30个酒店市场的供给量



注：与城市区域有关；不含迪拜（其在建客房占现有库存的27%）。
数据来源：仲量联行研究部，Smith Travel Research

投资者对中东地区的酒店交易增速持较为温和的预期，而非洲地区酒店的每间可出租客房收入将在某些时候实现两位数的增速。预计亚洲地区每间可出租客房收入的增速将放缓，但很多市场仍会实现一位数的增速，其中日本和澳大利亚将会是需求层面的两大亮点。

未来机遇

凭借众多的新兴经济体、日益增多的跨国企业入驻和人口红利，非洲在全球酒店投资版图上的位置越来越重要。该地区的投资仍由当地和区域性投资者所主宰，他们在把握这些商机方面处于有利地位。

与此同时，全球房地产资本对该地区的兴趣日益增高，众多私募股权酒店开发平台和收入型基金正在形成。该领域的进一步成熟以及新型投资平台的引入会导致本地投资者出售其所投资资产，增加市场流动性，从而降低全球资本所追求的风险溢价，并让他们投资者能够实现合理规模的地区投资组合。

过去十年，占非洲酒店客房总数 43% 的撒哈拉以南非洲地区一直在加快投资，其中南非、肯尼亚、尼日利亚和毛里求斯是最成熟的酒店投资市场。尼日利亚、安哥拉等资源型经济体的增速正在放缓，而非洲东部和南部地区的其它市场仍保持强劲的增长态势。

鉴于该地区酒店投资领域尚处于起步阶段、房地产市场缺乏透明度以及众多市场缺乏关键的开发技能和专业知识，非洲地区的开发和投资非洲仍然面临挑战。随着该领域经验和专业知识的不断丰富，就中期而言，这种交割风险应该有所改善。

鉴于非洲地区仍处于初步发展之中，该地区的酒店投资累计交易量仍维持在10亿美元以下，而且多数是场外交易。2015年的新建项目投资达到了21亿美元。



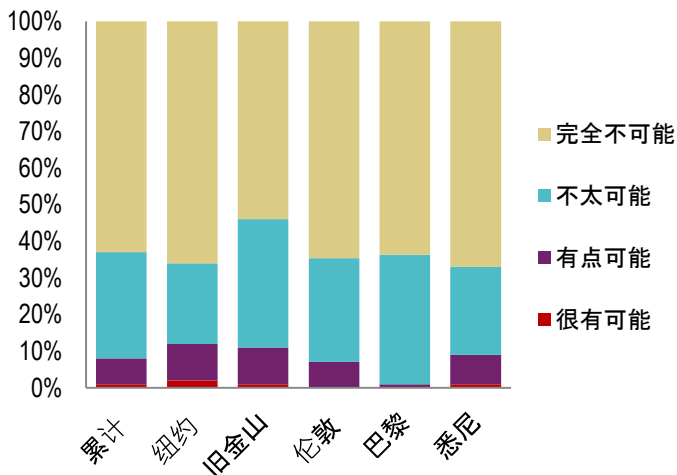
新兴颠覆力量

酒店和酒店房地产投资者通常不会走在技术投资的最前沿。然而各个行业利益相关方近来正逐步接受来自技术领域的这股颠覆性力量，新兴的商业模式也悄然扎根。虽然酒店行业最基础的业务，即利用酒店房间接待宾客住宿的业务模式基本保持不变，但新的商业竞争者已经到来，其中最著名的商业模式是Airbnb、Homeaway等家庭住宿共享网站。

在规模庞大的全球酒店领域，来自家庭租赁和替代性住宿领域的颠覆性力量仍然较弱。在纽约、伦敦等全球顶尖的门户市场，家庭租赁和替代性住宿市场约占酒店房间预定量的10%。在全球范围，通过Airbnb和其它类似平台预订的间夜数约占酒店入住间夜总数的2%。

虽然家庭共享网站在很多榜单上显示增速极高，但我们预测，门户市场中愿意租房的人数终将达到顶峰。目前，全球主要门户市场中约有7%的家庭表示他们曾通过替代性住宿网站出租过他们的房间，另有8%的家庭表示他们将会考虑出租自己的房间。因此，我们的数据显示，该市场仍将是一个小众市场。小型城市以及亚洲各个市场是前景最为广阔的家庭住宿共享市场。

被调查者明年通过家庭共享网站出租房间的可能性



注：与那些未曾出租过他们的房间的个人有关。
数据来源：仲量联行研究部

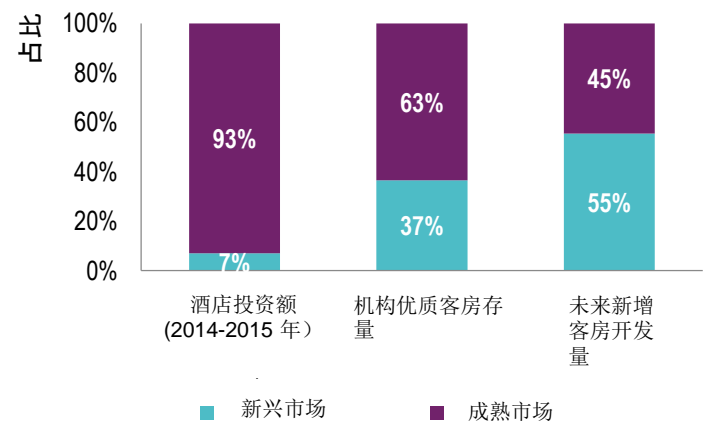
人们对家庭共享网站在未来能否大量款待商务旅行者的可能性充满了憧憬。考虑到当今数码时代各种创意日新月异、迅速普及，我们预计越来越多富有创造性的合作关系将会涌现。尽管此市场仍存在风险，在尝试中也会犯错，但我们相信：传统酒店业与新兴参与者之间的合作将会带来业内最值得关注的“联姻”，例如凯悦酒店集团对总部位于伦敦的Onefinestay（高端私人住宅共享租赁网站）进行了投资。

其它消费性行业更加依赖于社交媒体、数字化通信和大数据分析——这些都是定义和满足顾客需求的重要因素。酒店所有者和经营者应积极应对这些问题，以确保每间可出租客房收入的创造者继续喜爱他们的品牌。酒店管理公司应该学会认识和适应这个瞬息万变的世界，在服务方面变得更加“支持移动端”（完善移动端如手机和平板电脑用户的体验），并将工作重点转移到通过数字平台打造、增强和延伸他们的品牌。

呼吁增加资本配置

目前，新兴市场占全球酒店房间总数的35%，在全球酒店房地产交易中的比重却不到10%。随着新兴市场的酒店供应增幅超过成熟市场的两倍，这种失衡状况将继续加剧。而新兴市场中日益增大的流动性缺口，正在形成一种有利于市场先行者的失衡状态。

日益增大的流动性缺口



数据来源：仲量联行研究部，Smith Travel Research

目前，私募股权基金似乎是最应该重新定义其要求并更加积极参与新兴市场投资的最合理群体。它们在成熟市场的交易额占总交易额的45%，但在新兴市场仅占25%左右。后者对它们来说潜力巨大、且竞争力较低，然而它们的投资活动还远不够活跃。投资这些市场既能够满足私募股权基金配置资本的需求，也能满足它们把握具有实际意义投资机遇的要求。

与此同时，众多基金增加房地产配置的新闻不绝于耳。例如，全球最大的主权基金——挪威主权基金正在评估是否将其商业地产配置比例大幅提升至5%。虽然地产配置需要一定时间才能进入酒店行业，但这些基金对新兴市场日益增长的关注，对该领域而言是个好消息。关注该领域的另一个群体是加拿大养老基金。

在过去三年中，三分之二的酒店投资都来自于跨领域投资者，而不是那些只关注酒店行业的投资者。这是酒店领域吸引广泛基金投资的先例，为增加资本配置奠定了良好的基础。

增加酒店行业的资本配置，对于促进新兴国家在酒店投资领域逐步缩小与美国、西欧、澳大利亚和日本之间流动性水平的差异至关重要。

目前，新兴市场占全球酒店房间总数的35%，在全球酒店房地产交易中的比重却不到10%。随着新兴市场的酒店供应增幅超过成熟市场的两倍，这种失衡状况将继续加剧。而新兴市场中日益增大的流动性缺口，正在形成一种有利于市场先行者的失衡状态。





关于仲量联行酒店及旅游地产投资咨询部

仲量联行酒店及旅游地产投资咨询部在全球共促成的酒店资产投资交易案例领先于任何一家酒店及旅游业房地产服务机构，在过去的五年里总交易额逾**680亿美元**。

350人的强大全球团队完成了**4,400**个酒店咨询、资产价值评估和资产管理项目。

仲量联行酒店及旅游地产投资咨询部为全球投资者塑造战略、调整投资组合，**最大限度发挥其资产的价值**。作为**全球领先**的酒店及旅游业房地产服务机构，仲量联行酒店及旅游地产投资咨询部专注于为各类酒店提供专业的咨询服务。我们的咨询建议建立在**强大的专业研究基础**之上。

我们的业务广泛涉及资产价值评估、酒店交易、资产管理及咨询服务，涵盖整个酒店投资生命周期的各个阶段。相较于其他地产服务机构，我们帮助更多的酒店投资者、业主、品牌管理公司实现资产高回报。

无论您的目标是想买入还是卖出酒店，我们都将整合我们的资本市场**专业意见**、酒店行业**知识**及国际**关系**，最终达成超出您预期的交易。

详情请[垂询仲量联行](#)。

www.jll.com/hospitality

供稿人

Mark Wynne Smith

全球首席执行官

Mark.Wynne-Smith@eu.jll.com

Jessica Jahns

欧洲、中东和非洲地区研究部总监

Jessica.Jahns@eu.jll.com

Lauro Ferroni

全球酒店研究部总监

Lauro.Ferroni@am.jll.com

Frank Sorgiovanni

亚太区研究部总监

Frank.Sorgiovanni@ap.jll.com

Kent Michels

美洲区研究部总监

Kent.Michels@am.jll.com

本出版物属于仲量联行的独有资产，未经仲量联行事先书面同意，不得以任何形式或方式复制或传播本文。

© 仲量联行2016年版权所有