

PIMCO 品浩



全球房地產展望
2026 年 7 月

從重新定價 走向價值重塑

商業房地產正步入新階段：人工智能及地緣政治局勢波動，重塑了實體空間的用途與估值模式。

A company of Allianz 

作者

John Murray

董事總經理
投資組合經理
私募股權

François Trausch

董事總經理
行政總裁兼投資總監
PIMCO Prime Real Estate

Russell Gannaway

董事總經理
投資組合經理
另類信貸

Kirill Zavodov

董事總經理
投資組合經理
私募股權

前言與核心主題

房地產市場的核心課題不再關乎估值是否已經觸底，而是在資本化率料將長期高企的環境下，回報增長的動力從何而來。

投資者應審視在資本架構中，哪個層面能夠提供最佳的風險補償。股票投資可以帶來收益，並透過主動的資產管理創造增值潛力；債券投資則在提供收益之餘，發揮緩減下行風險的作用。

重點概覽

01

靈活應變至關重要。

隨著實體空間的功能不斷改變，面對當前充滿變數的環境，投資者必須在資產用途、租戶組合、業務計劃、持有期、資本結構及地理佈局等範疇保持靈活性。

02

優質收益是投資回報的基礎。

以優質收益作為核心保障，主動型基金經理可透過精心挑選無可替代的獨有地段，以及具關鍵用途價值 (mission-critical) 的資產，進一步帶動投資表現。

03

在重疊的行業中，執行力勝於一切。

在數碼、社會及國防相關的基建資產中，我們發現吸引的投資機遇。憑著在選址、開發及資產管理等房地產執行範疇的專業優勢，投資者可於這些領域創造超額回報。

本文的重點摘要僅代表品浩及PIMCO Prime Real Estate作為一個綜合房地產投資平台的觀點。截至2025年12月31日，品浩管理全球其中一個規模最大的商業地產投資平台，由逾280位投資專家管理約1,690億美元的資產，涵蓋公開發行與私募地產債務和股權投資策略。PIMCO Prime為品浩旗下的公司，當中包括PIMCO Prime Real Estate GmbH、PIMCO Prime Real Estate LLC及其附屬公司和聯屬公司。PIMCO Prime Real Estate GmbH獨立於品浩營運。

相關性的時代

商業地產市場趨於平衡。營運基本因素大致靠穩，資本化率則已處於「長期偏高」的範圍，而多數領域的新供應亦受到限制。

然而，我們預期這種平衡狀況將為房地產業開啟新階段。人工智能及地緣政治局勢，或將重塑實體空間的用途及估值模式。當中以人工智能的影響最為深遠，其對生產力、租戶行為及空間用途的影響，或需多年時間方能全面浮現。地緣政治力量雖非新鮮事物，但其重要性未減。(品浩的同事在**長期展望**《變局中尋求韌性》中，分析了由人工智能基建開支帶動的資本開支熱潮，以及地緣政治發展對全球經濟的潛在影響。)

過去兩年，市場在大部份時間討論估值是否已經見底，但我們認為這並非癥結所在。投資者應轉而思考：當回報不再主要由資本化率收縮來推動時，增長動力將從何而來？隨著租戶、資金提供者及政府重新審視實體空間的角色，基金經理必需準確判斷所持有、提供融資或買入的資產，能否在市場中保持「相關性」。

不明朗因素不再是短暫現象，正成為市場的結構性特徵。我們預計傳統行業的兩極化將會加劇，特別是當原本投向傳統行業的資金，轉往數據中心及其他人工智能相關資產時，這種情況將更為明顯。

然而，面對不明朗因素並不代表投資者應止步不前。我們認為「靈活性」將成為這個階段的決定性優勢，包括資產用途、租戶組合、業務計劃、持有期、資本結構及地理佈局的靈活性。在多個行業中，這種靈活性往往建基於無可替代的獨有地段或具備關鍵任務或用途，儘管各個市場對「關鍵任務」(mission critical) 的定義各異。

估值重估及新開發項目減少，亦為追求持久和穩健收入及資產層面超額回報的投資者，提供最佳的入市時機。不過，這並非「盲目入市」的訊號，而是提醒投資者必須使用主動管理、靈活運用資本及嚴謹的投資審核準則。



人工智能對房地產市場的影響

人工智能正改變需求格局，並增加市場的不確定性。

若資金由其他資產轉往人工智能基建（包括數據中心）的建設，人工智能將加劇各個行業的內部表現差異。單是興建具備人工智能運算能力的數據中心，預計到2030年所需的資本開支將達5.2萬億美元。^{註1}隨著時間推移，這種資金流向的轉變或會對資本化率造成上行壓力。

此外，人工智能可能導致傳統行業的營運表現兩極化。那些管理得宜、位處獨有地段或擁有關鍵任務用途的優質資產，可望取得卓越表現。儘管如此，根據我們的經驗，當行業內的營運表現出現分歧時，在資本市場能完全識別優勝劣敗之前，整個行業的資本化率往往會普遍擴大。卓越的表現需要時間方能得到證實。

人工智能亦可能大幅提升生產力，繼而改變各行各業對空間的需求，但這種影響難以預測。一項研究指出，人工智能可自動化處理美國目前25%的工作任務。該研究同時指出，美國企業需要十年時間，才能廣泛應用人工智能，而在這段期間，約有6%至7%的勞工可能會被取代。^{註2}

雖然這些數據只是推算而非定論，但大勢所趨，不言而喻。人工智能未必會消除對實體空間的需求，但很可能會改變空間的用途。對於房地產投資者而言，「相關性」（而非單純的「出租率」）將成為關鍵的衡量標準。

資產管理人應該運用人工智能來改進自身流程，但更重要的是在人工智能重塑的經濟環境中，維持資產的「相關性」，同時不應對

相同行業的資產一視同仁。傳統的房地產基本因素，特別是獨有地段，其重要性將不跌反升。

在此階段，與那些綑綁於長期且缺乏彈性的業務計劃、用途單一的物業比較，具備另類用途潛力的資產將展現更強的韌性。靈活性成為創造價值的關鍵動力，並涵蓋業務計劃、資產用途、持有期、資本結構及地理佈局等層面。



房地產與基建的融合

房地產與基建之間的界線日趨模糊。長期以來，基建投資一直受投資者青睞，因其提供長期、穩健且通常與通脹掛鈎的回報。某些房地產資產亦能提供類似的收益特性，亦能在投資組合中發揮分散風險的作用。

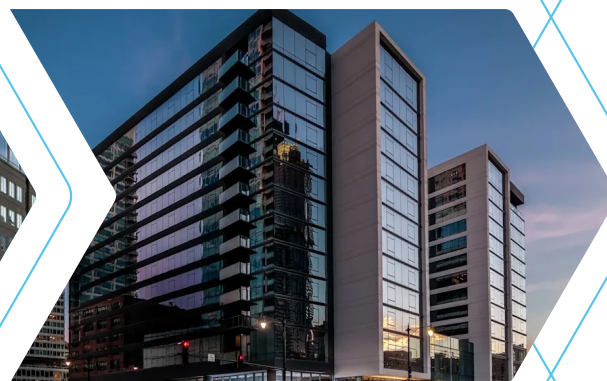
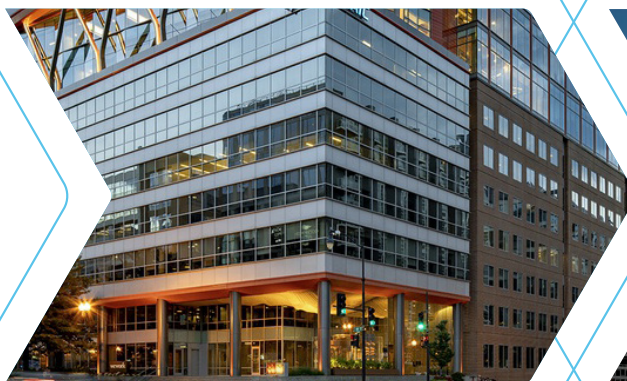
數據中心是最明顯的例子。當透過土地、土地規劃審批、發展及租賃產生價值時，可將之納入房地產投資審核；但當其價值取決於電力、散熱、運行時間、電網接入及運作可靠性時，其特性則較接近基建。

社會及公共基建亦出現同類的模糊界線。醫療保健、學生宿舍、資助房屋、長者住宅及民生零售在本質上仍屬房地產領域，因為它們的回報取決於地段及資產管理質素。然而，由於其需求與基本服務、人口結構、公共範疇需求及經常性消費掛鈎，其收益狀況接近基建。事實上，就是透過發展房地產的專業技能，讓不少比鄰基建的資產得以落成。

警察局、法院、公共安全設施及政府辦公大樓等市政資產，在形式上屬於房地產，但功能上則屬基建。它們支援關鍵的公共服務，需要長期維修與現代化，且通常依賴公共範疇的信貸。公共設施老化及長期積壓的維修需求，或可透過公私合營、售後租回、土地租賃及其他長期結構，為私人資本創造參與投資的機會。

國防業提升了公私合營的維度，特別是歐洲。在海牙舉行的2025年北約峰會上，歐洲成員國承諾到2035年，每年將國內生產總值的5%投放於核心國防需求及國防與安全相關的支出。預計約1.5%的國內生產總值將用於國防相關基建，涵蓋物流、培訓及招募中心、軍方宿舍、數據中心、生產製造、研究開發及社會基建等領域。

投資者應發掘房地產擁有優勢的關聯主題。與核心基建比較，房地產在資金部署方面通常速度較快，執行難度亦較低，特別是數碼、社會和公共基建，以及國防領域，但投資者仍需具備相關的專門知識。



投資啟示：房地產投資策略框架

房地產業正步入營運基本因素大致靠穩，但回報因素持續轉變的新階段。我們傾向採用建基於以下重點的策略框架。

精挑細選，靈活變通。

由於市場並無明顯的單一贏家，投資者應避免廣泛涉足整個行業，而應透過多種情境對資產進行審核。在用途、租戶組合、業務計劃、持有期、地理位置及資本結構方面保持靈活，對於保存價值及捕捉潛在升幅至關重要。

優先考慮可持續收益及抗跌能力。

收益質素較整體孳息更為重要。投資者應著眼於租戶質素、租賃結構、租金負擔能力、續租機率、資本開支需求，以及可預測的供求因素。目標是區分哪些是可持續的現金流，以及哪些是容易受需求疲弱、成本上漲或加速淘汰所影響的收益。

專注於無可替代的獨有地段及營運相關性。

地段質素依然是重要因素，但「關鍵任務」的定義因應行業而異：數據中心在於電力供應、網絡連接及低延遲 (latency)；物流在於與客戶的鄰近程度及勞工供應；住宅在於負擔能力及人口結構；零售在於日常消費客流；辦公室則在於地段及功能。若資產無法適應租戶不斷變化的需求，可能面對流動性減弱及加速淘汰的風險。

明確審視需求風險。

人工智能與地緣政治重塑實體空間的用途及價值。雖然它們能創造新需求，但亦使資產面對租戶、成本、技術、監管及流動性等風險。投資者應就每項資產的需求因素進行壓力測試，不應假設整個行業的利好因素將均衡分佈。

善用整體資本結構。

股票投資可提供穩定收益，並在重新定價、營運因素改善或具備重建潛力時帶來創造價值的機會。債券投資則可在不承擔最終損失風險 (last-dollar risk) 的情況下，帶來可持續的收益及抵押品保障。關鍵在於根據具體的房地產風險，選擇提供最佳回報補償的資本結構。

規劃流動性及明確的退場機制。

兩極化現象不僅體現於表現，亦體現於流動性。需求疲弱、資金需求偏高、買家深度有限或退場路徑不清晰的資產，其融資或出售難度將會增加。然而，當行業內部的營運表現出現分化時，資本市場未必能在短時間內全面辨別優劣。因此，投資審核應包括對再融資、買家領域、時機及下行退場情境的合理假設。

物色穩健行業及強勢主題的交疊機遇。

具吸引力的機會通常出現於穩健的行業（例如社會基建、物流及數據中心）與強勢主題（例如地緣政治及主權要求）的交疊領域。重點在於投資者不應純粹著眼於行業標籤，而要了解資產在支持基本服務、生產力、安全、網絡連接或可靠性方面的作用。

總結：在接下來的階段，房地產投資者應聚焦於穩健收益、可預測的供求動力因素、抗跌能力，以及由執行力主導的超額回報。我們相信，最理想的投資機會來自主動結合穩健行業及結構性主題，並運用靈活資本及嚴謹的投資審核，確保資產在各種潛在情境下均能保持其「相關性」。

1 麥肯錫，截至2025年4月

2 高盛研究，截至2026年3月

過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。**住宅／商業按揭貸款及商業地產債務**的投資須承受若干風險，包括提早還款、拖欠還款、斷供、損失風險、償付風險及不利的監管發展，如屬不良貸款，有關風險可能會增加。**房地產**價值及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。投資於**按揭及資產抵押證券**是非常複雜的工具，可能對利率的變動表現敏感，而且涉及提早還款風險。**股票投資**的價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌，而債務投資則面對信貸、利率及其他風險。

投資於以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險。若投資於新興市場，有關風險可能更高。**實質資產投資**(包括數據中心)**面對多項內在風險，包括但不限於：經濟及市場風險、租金水平、物業的吸引力、地理位置及物理狀況；物業租戶、買家及賣家的財務狀況；營運成本、利率水平、能源價格、融資渠道、環境法規及其他監管責任、自然災害、社會動盪及流動性不足。

概不保證所述趨勢將會持續。有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。展望及策略可予更改，毋須另行通知。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對在任何司法管轄區買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

PIMCO Prime Real Estate為品浩及PIMCO Europe GmbH的聯屬公司兼全資擁有的附屬公司，當中包括PIMCO Prime Real Estate GmbH、PIMCO Prime Real Estate LLC及其附屬公司和聯屬公司。PIMCO Prime Real Estate LLC的投資專才透過Pacific Investment Management Company LLC以雙重角色同時提供投資管理和其他服務。PIMCO Prime Real Estate GmbH獨立於品浩營運。

本文載有作者現時的意見，有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。 | PIMCO Asia Pte Ltd (地址為新加坡濱海景八號#30-01亞洲廣場第一大廈，郵編018960，註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。 | 品浩投資管理(亞洲)有限公司(地址為香港中環金融街8號國際金融中心二期22樓2201室)獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資管理公司(註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述本資料的任何內容。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2026年，品浩。