



不動產市場展望

2025年6月

彎而不折：

經濟不確定時期的不動產投資



作者：

John Murray
全球私募不動產
投資組合經理人

Francois Trausch
PIMCO卓越不動產
執行長暨首席投資長

Russell Gannaway
投資組合經理人

Kirill Zavodov
投資組合經理人

重點摘要：

- 地緣政治緊張局勢、持續的通膨，以及不可預測的利率走勢導致的結構性不確定，將形塑2025 年的商業不動產市場格局。
- 廣泛的產業配置以及動能驅動的傳統投資策略，已不足以應付當前環境。
- 在日益不確定的環境中，我們認為投資人應更加謹慎，優先考慮能夠提供長期收益的投資機會，並力求在市場平穩或動盪時都能有所表現。我們認為，數位基礎建設、集合住宅、學生宿舍、物流與民生必需品零售等產業，目前相對更具彈性。

直到最近，商業不動產似乎才迎來期待已久的反彈。然而，2025年揭示了一個新現實：不確定性已成為結構性問題。貿易局勢緊張、通膨、經濟衰退風險與利率波動擾亂市場，並延緩決策速度。廣泛、動能驅動、資本化率壓縮、租金成長等傳統投資策略不再提供可靠的基礎。以本地洞察與卓越營運為基礎的嚴謹投資流程，比以往任何時候都更加重要。

我們在PIMCO 近期發布的**長期展望報告《破裂時代》**中指出，市場環境瞬息萬變，貿易與防禦聯盟的變化造成了不均衡的地區性風險。地緣政治緊張局勢與關稅是亞洲的關鍵議題，尤其是中國，在債務上升和人口結構惡化的背景下，中國經濟成長放緩。在美國，不利因素主要包括僵持不下的通膨、政策的不確定性與政治動盪。歐洲面臨高昂的能源成本以及監管變化的問題，但國防與基礎建設支出提高可能會帶來利多。

由於不同產業和地區的風險不同，傳統的報酬驅動因子不再那麼可靠，尤其是在負槓桿環境下。我們認為，穩定的收益和強勁的現金收益越來越需要本地洞察力與主動式管理，以及股權、開發、債務結構和複雜重組等專業知識。投資的目標，應該是在市場平穩或動盪時都能有所表現。

債務是 PIMCO 不動產投資平台長期以來的基石，因為其相對價值仍具高度吸引力。我們在去年的**不動產展望報告《面對現實：當今商用不動產市場的挑戰與機會》**中提到，預計到 2026 年底，美國將有約 1.9 兆美元的貸款到期，歐洲將有 3150 億歐元的貸款到期。¹

我們相信，這波到期債券創造了許多債務投資機會。這些措施包括提供緩解下行風險的優先貸款，以及次級債務、紓困融資和過渡性融資等混合資本解決方案。這些方案旨在滿足需要額外時間的發起方，以及解決融資缺口與貸款需求。

我們也看到了信用投資機會，包括土地融資、第三項淨租(triple net leases)以及具穩定現金流和韌性的核心強化資產。股權則是保留給有效率的資產管理、具吸引力的穩定殖利率收益和具長期競爭優勢的特殊投資機會。

越來越多投資人認為學生宿舍、可負擔住宿與資料中心是避風港，²它們提供類似基礎建設的特質，如穩定現金流與抵禦總經波動的潛力。

在此週期中，我們相信成功將取決於嚴謹執行力、策略敏捷性與深厚的專業知識，而不是市場動能。

這些觀點呼應了我們在PIMCO於5月在美國加州新港灘舉行的第三屆年度全球不動產投資論壇的看法。與PIMCO的週期市場展望及長期展望論壇類似，不動產投資論壇邀集全球投資專家，討論商用不動產的短期與長期展望。截至 2025 年 3 月 31 日，PIMCO 管理全球最大的商業不動產投資平台之一，包含300多名投資專家、約 1,730 億美元的資產管理規模，以及橫跨公開發行與私募不動產債務和股權投資策略。³



總經觀點：區域差異加深，利基市場顯現

不同的總經條件正在重塑全球商業不動產的格局。貨幣政策、地緣政治風險和人口結構變化等關鍵驅動因素不再同步。投資策略必須更加區域化、更有選擇性、更適應當地。

在美國，利率走勢的不確定性蒙上了一層陰影。再融資活動急劇放緩，尤其是在辦公大樓和零售領域；交易量依然低迷，估值也下降。由於經濟成長預期將保持低迷，很少有人認為經濟會迅速反彈。明年年底即將到期的 1.9 兆美元債務是一個風險來源，但對於資金雄厚的買家來說也是一個潛在的投資機會。

歐洲面臨一系列不同的挑戰。疫情爆發之前，該地區的經濟成長就已放緩。如今，受人口老化和生產力低迷的影響，經濟成長進一步放緩。通膨依然僵固、信用環境緊縮以及烏克蘭戰爭持續影響市場情緒。儘管如此，仍有部分國家的經濟具韌性；增加國防與基礎建設支出可能會提振部分國家。

在亞太地區，資本流向更穩定的市場，包括日本、新加坡和澳洲；這些市場以法律透明度與宏觀可預測性而聞名。中國則仍面臨壓力，其房地產產業依然脆弱、債務水準高、消費者信心不穩定。在整個亞太地區，投資人更加關注透明度、流動性與人口因素。

我們也觀察到投資意圖重新分配的跡象，這可能有利於歐洲，不利於美國及亞太地區。這種轉變反映了從跨洲戰略，轉向更加聚焦區域的資本部署。

儘管全球格局破碎，但這種複雜性為獨具慧眼的投資人提供潛在投資機會。

產業展望：假設分析

這些對商業不動產市場有何影響？在分化且不確定的環境中，籠統地涵蓋各產業已不再適用。不動產週期不再同步，它們因資產類別、地理位置甚至次級市場而異。很顯然地，投資人應採取更細緻的投資策略。

成功將取決於詳細的資產層級分析、實際營運管理以及對當地市場動態的深入了解。這也意味著要找到宏觀變化與不動產基本面的交匯點。例如，歐洲的國防建設可能會刺激物流、研發、製造設施與住房需求，尤其是在德國和東歐。

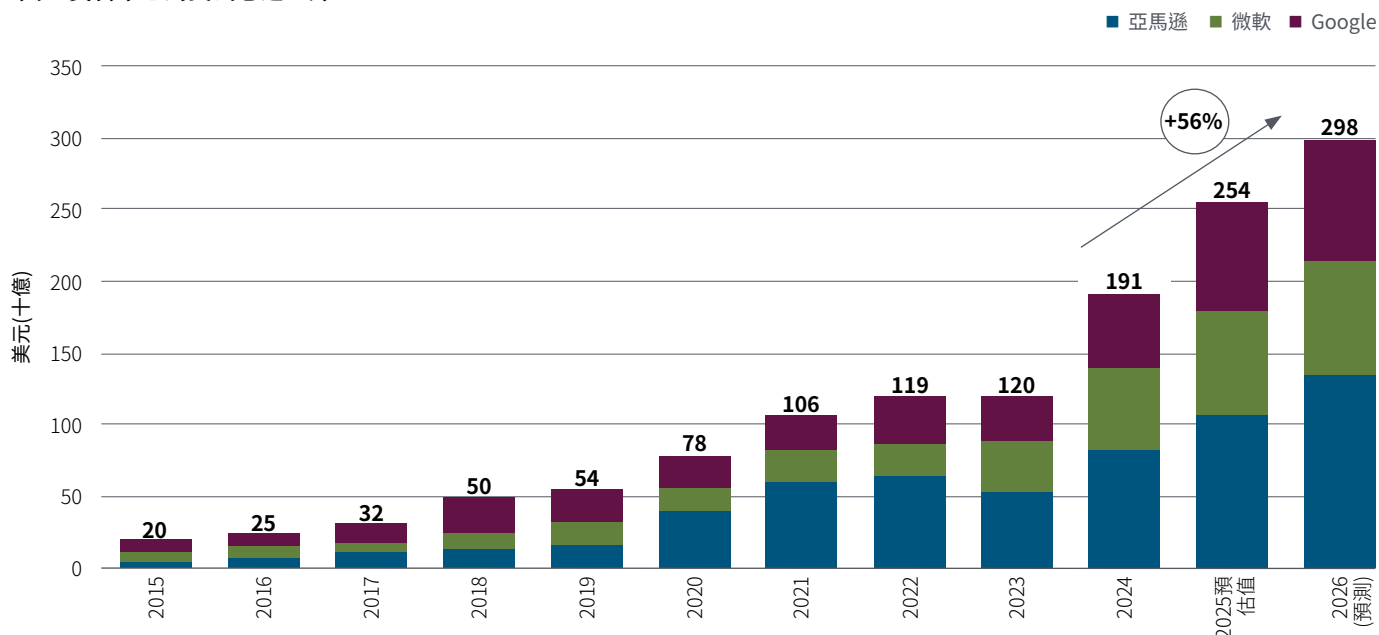
對於投資人而言，關鍵在於聚焦特定資產、次級市場，且能夠帶來長期收益並抵禦波動的投資策略。在此週期中，超額報酬投資機會比 Beta 更重要。以下我們將探討那些部位可能帶來報酬。

數位基礎建設：可靠的需求，不斷提升的紀律

數位基礎建設已是現代經濟的支柱，也是機構資本的焦點。AI 人工智慧、雲端運算與資料密集型應用的蓬勃發展，已使資料中心從小眾資產類別轉變為策略性基礎設施。但這又引發了新的問題：電力限制、監管障礙與資本密集度上升（見圖 1）。

在全球市場中，問題不在於需求，而在於在哪裡以及如何滿足需求。在北維吉尼亞和法蘭克福等成熟的資料中心樞紐，亞馬遜和微軟等超大規模企業提前數年鎖定產能，尤其是針對 AI 人工智慧推理和雲端工作負載的設施。這些資產或許能提供彈性和定價能力。但專注於計算密集型 AI 人工智慧訓練的設施（通常位於成本較低、電力豐富的地區）存在與電網可靠性、可擴展性和長期成本效率相關的風險。

圖1：資料中心的支出急速上升



資料來源：彭博、高盛、亞馬遜、微軟、Alphabet和 PIMCO，截至2025年5月2日。

註：亞馬遜報告的收入反映了外匯變動的影響；然而，該公司並未披露外匯對亞馬遜網路服務公司 (Amazon Web Services, Inc.) 收入的具體影響。Google 報告的收入也反映了外匯變動，但該公司並未單獨揭露外匯對 Google 雲端收入的影響。

本資料僅供參考。概不保證上述趨勢會持續。

隨著核心市場在需求重壓下不堪負荷，資本開始外流。在歐洲，電力短缺、批准延遲，以及低延遲和數位主權要求，迫使企業從傳統樞紐轉向馬德里、米蘭與柏林等新興的二三線城市。這些中心具有成長潛力，但基礎設施差距、不同的監管框架和執行風險，要求企業採取更務實、更貼近本地市場的方法。

在亞太地區，重點在於穩定性和可擴展性。日本、新加坡和馬來西亞等市場憑藉其強大的法律框架和機構參與，持續吸引資本。在這些地區，即使成本上升和政策監督收緊，投資人仍優先考慮能夠負荷混合工作與實踐ESG的資產。

隨著數位基礎設施成為經濟表現的核心，成功不僅取決於容量，亦取決於如何應對監管和營運的複雜性、土地管理和電力限制，並建立具彈性、可擴展，且針對分散式、數據驅動、節能效率進行優化的系統。

住宅：需求穩健，風險分散

住宅持續提供收益潛力與結構性需求。城市化、人口老化和家庭結構改變等人口結構利多因素，持續支撐長期需求。但投資格局分裂。監管框架、負擔能力的壓力與政策干預措施差異擴大，投資人應謹慎面對。

全球租屋市場需求依然強勁，這得益於高房價、高抵押貸款利率以及不斷變化的租屋偏好。這些因素延長了租戶的生命週期，並引起市場對集合住宅、建後出租 (BTR) 和勞動力住宅的興趣。

日本因其結合了市郊移民、可負擔租房和機構參與而脫穎而出，為長期住宅投資提供一個穩定且具流動性的市場 (見圖 2)。

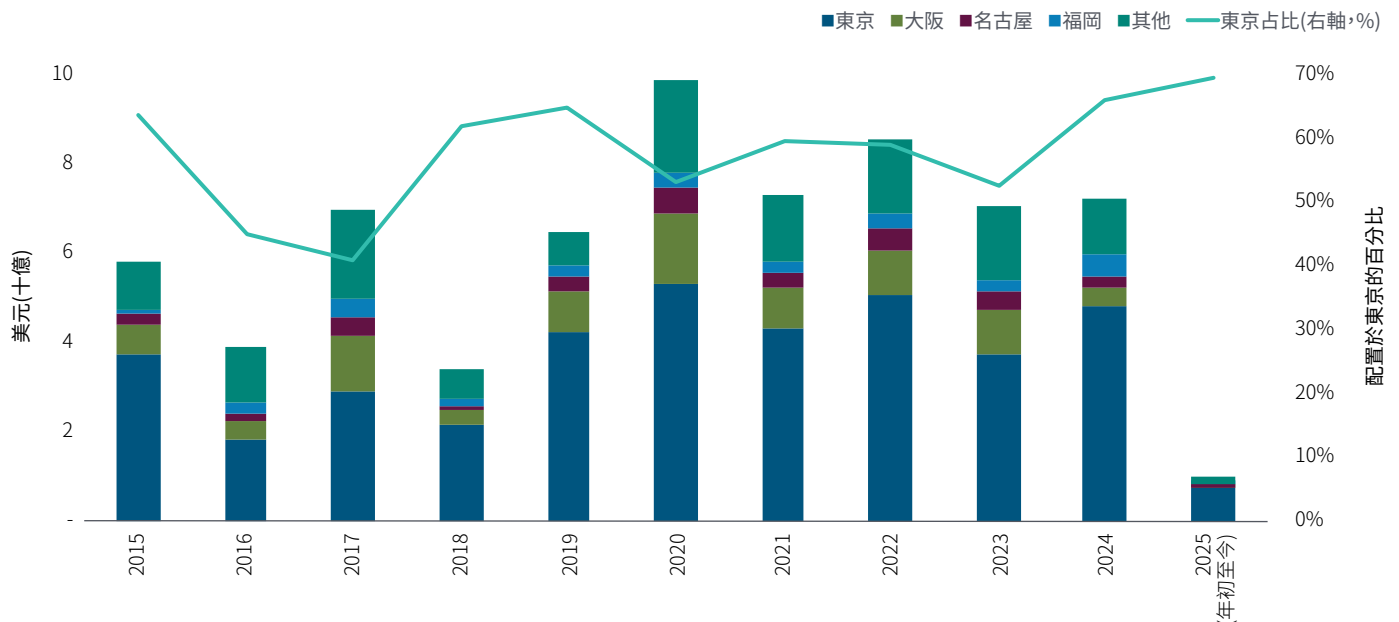
然而市場並不是單一的。在部分國家，機構平台正在迅速擴張；在其他國家，對負擔能力的擔憂引發監管問題。包括更嚴格的租金管制、分區限制以及對機構業主日益嚴格的政治審查，特別是住宅可取得性已成為社會焦點的情況下。

學生宿舍已成為一個具吸引力的利基市場，因為入學人數攀升且市場供應有限。專用學生宿舍，受益於可預測的需求與不斷成長的國際學生群體。結構性供應不足、有利的人口結構以及高等教育長期以來的吸引力 (尤其是在英語系國家)，持續支撐此資產類別。

然而，區域動態至關重要。在美國，頂尖大學週邊的需求仍然強勁，儘管市場越來越擔心更嚴格的簽證政策以及較不友善的政治風氣，可能會抑制未來國際學生的流入。相較之下，英國、西班牙、澳洲和日本等國家在更優惠的簽證制度和不斷擴大的大學網絡支持下，國際學生的宿舍需求持續上升。

整體住宅方面，投資人必須結合全球思維與本地洞察。營運可擴展性、應對監管的能力與人口統計觀點日益重要，因為這些是在此關鍵、複雜且不斷發展的領域中，展現永續價值的核心。

圖2：資本跟隨著日本的人口變遷流入核心城市



資料來源：Urban Land Institute、MSCI 公司、RCA 和 Savills，截至2025年5月。本資料僅供參考。概不保證上述趨勢會持續。

物流：仍在運轉

工業不動產包括倉庫、配送中心與物流樞紐，現已成為當代經濟的關鍵。該產業曾是功利主義下的一潭死水，如今儼然為全球貿易、數位消費與供應鏈策略的中心。其吸引力體現在電子商務興起、近岸外包帶來的供應鏈重構，以及對更快配送速度的持續需求。儘管近年租金的快速成長正在放緩，但擁有續約合約的業主仍占據有利地位。機構資本持續流入，特別是流入城市物流和冷藏等利基領域。

然而，該產業的前景越來越受到地理位置和租戶狀況的影響。各地區皆反覆出現特定主題。首先，貿易路線持續演變。例如，美國東岸的港口與內陸樞紐受益於供應鏈回流以及海上航線轉移；這反映更廣泛的全球模式：靠近關鍵物流走廊的資產具備溢價，無論是港口、鐵路終點站還是市中心。然而，即使在這些受青睞的地段，租賃趨勢也已放緩，租戶變得更加謹慎，決策受到推遲，且部分物流走廊的新供應量甚至可能超過需求。

再者，城郊需求正在重塑物流。在歐洲和亞洲，租戶優先考慮的是消費者鄰近性以及永續性，強化對建築填充(infill)和綠建築的興趣。然而，監管障礙、需求不平衡以及不斷上升的建築成本，也考驗著投資人的耐心。雖然日本和澳洲的房屋吸收量持續成長，但東京和首爾等城市的供應過剩抑制租金成長，儘管長期基本面保持不變。

最後，資本的眼光變得更加敏銳。黃金地段的核心資產持續受到強烈關注，二級資產則面臨越趨嚴格的審查。貿易政策不確定性、通膨以及租戶信用風險，使得投資人更加關注地點與租賃品質。工業基本面依然穩建，但隨著產業成熟，投資考量也日益複雜，並變得更加注注重區域差異。

零售：重塑格局中的選擇性優勢

零售不動產已進入選擇性恢復的階段，取決於必要性、地理位置和適應性。該產業在商業不動產中曾是薄弱的一環，但得益於受基本服務支撐的業態長期吸引力，如今已站穩腳跟。以食品雜貨為主的購物中心、零售園區與門戶城市的商業街，如今是該產業的支柱，其提供了潛在的收益持久性並緩解通膨。在高利率和謹慎的資本環境下，這些資產之所以受到重視，是因為其可靠性而非吸引力。

市場狀況明顯分化。一方面是具穩定客流量、租約較長且新供應有限的優質資產，這些特質持續吸引資本，並透過租戶重新定位或混合用途重建提供創造價值的空間；另一方面，次級資產受到結構老化、租戶流失和相關性下降等因素拖累。

這種差異反映在各地區。在美國，以食品雜貨為主的購物中心和零售園區，在持續的消費者需求與防禦性租賃結構支撐下，仍然保持彈性。相較之下，依賴百貨公司的購物中心和實力較弱的郊區購物中心則持續面臨長期衰退。然而，隨著奢侈品牌在特定城市市場重新占領旗艦商店街，浮現重塑的跡象。

歐洲也正在經歷一場追求品質的浪潮。以雜貨店和其他民生必需品為主的零售中心表現優異，而非民生必需品產業仍承壓。該地區已更全面地擁抱全通路零售，一些業主將未充分利用的空間轉變為「最後一哩」的物流中心。

在亞洲，旅遊業復甦了日本與韓國商店街零售業，但受到通膨與可自由支配支出疲軟的影響，郊區購物中心的表現低迷。貿易緊張局勢亦加劇了情勢的複雜性。

辦公大樓：仍在尋找底部型態

辦公大樓市場持續經歷緩慢且不均衡的調整。利率上升和信貸緊縮，加劇了空間利用率不足和工作場所規範不斷變化的挑戰。雖然租賃和利用率已初顯穩定跡象，但復甦仍然不均衡。優質資產和次級資產之間的鴻溝已經固化，形成結構性斷層。

中央商務區的甲級辦公室持續吸引租戶，這得益於重返辦公室要求、人才競爭以及ESG優先考慮等因素。這些資產具備靈活性、效率與聲望。較老且適應性較差的建築面臨被淘汰的風險，除非其能投入大量資金重新定位。

這種分化是全球性的。在美國，紐約和波士頓等沿海城市的租賃市場已經回暖，而陽光帶則面臨供應過剩的壓力。即將到期的債務威脅較弱的資產，資本再融資仍需謹慎。展望後市，資產吸收緩慢、選擇性重新定價，以及非核心資產持續低迷。

在歐洲，倫敦、巴黎、阿姆斯特丹等城市正在出現甲級辦公空間短缺的情況。但新的開發案受到法規、建築成本和不斷提升的 ESG 標準限制。投資人已從大範圍策略轉向特定資產承銷。

亞太地區表現出相對的韌性。資本持續流入日本、新加坡和澳洲，這些地區以透明度和穩定性而備受推崇。在文化規範和人才競爭的推動下，重返辦公室的現象正在改善。需求仍然集中在高品質資產上。

然而，該產業仍面臨結構性問題。機構投資組合仍大量配置於辦公大樓，這是前幾輪週期的遺留問題。這種遺留風險可能會限制價格回升，即使對於頂級資產也是如此。隨著「辦公大樓」概念的重新定義，成功不再取決於宏觀趨勢，而更多地取決於執行力。

引領不動產的下一個階段

隨著商業不動產進入更加複雜和更具選擇性的週期，投資重點正從廣泛的市場曝險轉向股權和債務的精準執行。宏觀經濟分化、產業重組和資本紀律正在重塑投資人評估投資機會和管理風險的方式。

在這種環境下，我們相信成功的關鍵，取決結合本地洞察與全球視野，區分結構性趨勢與週期性雜音，並始終如一地執行。挑戰不僅在於參與市場，更在於清晰且有目的地駕馭市場。

儘管前景的道路可能更狹窄，但對於那些能夠靈活調整的投資人而言，向前有路。將投資策略與長期需求結合，並有紀律地應對複雜市況的投資人，仍可能找到長期穩健的投資機會。



- 1 抵押貸款銀行家協會 (截至 2025 年 3 月)
- 2 「避風港」(safe haven) 一詞是指在市場動盪時期，預計將維持或增值的投資。投資人尋求避風港，以控制市場波動時所造成的損失。所有投資均有風險且可能造成價值損失。
- 3 所有資料截至2025年3月31日。所有統計數據代表PIMCO和PIMCO Prime 不動產業務的綜合數據。資產包括 PIMCO Prime Real Estate ("PIMCO Prime") 管理的 977 億美元資產。PIMCO Prime的管理資產規模包括未催繳的承諾資本。PIMCO Prime是一家PIMCO公司，其中包括PIMCO Prime Real Estate GmbH、PIMCO Prime Real Estate LLC及其子公司和附屬公司。PIMCO Prime Real Estate LLC的投資專業人員透過Pacific Investment Management Company LLC同時提供投資管理和其他服務。PIMCO Prime Real Estate GmbH獨立於PIMCO營運。

PIMCO Prime Real Estate是PIMCO旗下公司。PIMCO Prime Real Estate LLC為PIMCO LLC的全資子公司，而PIMCO Prime Real Estate GmbH 和其附屬公司為PIMCO Europe GmbH的全資子公司。PIMCO Prime Real Estate GmbH獨立經營管理。PIMCO Prime Real Estate 是 PIMCO LLC 的商標，PIMCO 是 Allianz Asset Management of America LLC 在美國和全球各地的商標。

過往績效並非未來結果之保證或可靠指標。

所有投資均有風險且可能造成損失。投資於住宅／商業不動產貸款與商業不動產債券可能面臨的風險包括提前還款風險、逾期繳款風險、法拍風險、損失風險、償債風險以及不利的法規發展趨勢，而且不良貸款可能會推升前述風險。不動產乃至於布局不動產之投資組合的價值均可能波動，此係意外、傷亡、當地或整體經濟狀況變動、供需消長、利率起伏、不動產稅率、法定租金限制、區域計畫法規以及營運支出等造成損失所致。房貸與資產抵押債券屬於高度複雜的投資工具，且可能會受到利率變動之影響與提前清償之風險。結構性產品如擔保貸款憑證（CLO），亦為高度複雜的投資工具，通常風險較高，且可能涉及損失有可能高於原始投資本金的衍生性金融商品。私募信貸涉及投資帶有低流動性風險的非公開交易證券。投資於私募信貸的投資組合可能以槓桿策略進行操作，並涉及投機行為，進而增加投資虧損的風險。投資於外幣計價及／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，相關風險可能更高。匯率可能會在短期內大幅波動，且可能降低投資組合之報酬。大宗商品存在較高風險，包括市場、政治、監管和自然狀況等風險，可能不適合所有投資人。特定一檔證券或一整類證券的信用品質，並不足以確保整體投資組合的穩定或安全必然無虞。多元配置概不擔保絕無損失。

無法保證所提及的趨勢將會持續。有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述與聲明，均以當前市況為準，市場狀況仍將有所波動。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資人。個別投資人應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資人在作出投資決策前，應先諮詢投資專業意見。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。

PIMCO提供服務給合格機構、金融中介機構及機構投資人。個別投資人應諮詢財務專業意見，根據自身財務狀況做出最適合的投資選擇。本資料包含基金經理人的見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在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。品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理 | 本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段 68 號 40 樓，電話：(02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(112)金管投顧新字第 015 號。