

零售复兴2025



六课：纲要

2025

六篇探讨其他房地产领域能从中学到什么
零售业的衰落和不太可能再次上升

knightfrank.com/研究



内容

P3 前言

P4 课程 #1
了解你的结构驱动因素

P8 课程 #2
告别自满和投资不足

P13 课程 #3
理解/管理/避免过时和过剩

占领者掌握着决定权

P24 第5课
更大=更好（可能），更相关=最好（确定）

P29 第6课
展示我收入

P33 联系方式

前言

零售市场已经历过、见过、做过。好坏不论。但无论如何，这段旅程都堪称非凡。

危机使人集中精力。触发重新基准化、收缩、重新校准、重置——重新做所有事情。



史蒂文·斯普林厄姆 – 合伙人，零售洞察主管

五年前说零售业摇摇欲坠毫不为过。这并非暂时的周期性低迷，而是深层次的永久性结构性变化。人们本以为线上兴起是这场结构性变化的主要催化剂，但现实是众多因素合力打压零售业——产能过剩、过度扩张、沉重的成本基础、投资不足和自满情绪，我们在对市场进行毫不避讳的全面评估时直言不讳。然后新冠疫情来了。这简直离谱。

快进到如今，这是一个截然不同（但仍不完美）的故事。零售占用市场正处在一个远更稳定、更好的境地，空置率正在下降。零售商们再次投资于他们的实体资产，并以远比以往更谨慎、更有选择性的方式再次进行收购。零售租金去年增长了+2.3%，所有零售渠道和子部门的租赁增长都实现了全面增长，这是自2014年以来未取得的成就。最重要的是——零售再次变得可信且可以投资。锦上添花的是：零售在2024年实现了总计+8.1%的总回报率，使其成为表现最好的商业地产类别。



EMMA BARNSTABLE – 助理，零售洞察

没有人能假装新冠疫情对商业街有好处，但我们初步建议其中存在一些积极且非预期的后果。最重要的是，它加速了结构调整的过程。虽然仍然很痛苦，但它加快了整个淘汰过程。它迫使零售商踏上自我救赎的旅程——本质上，适应并匹配健身，否则就灭亡。没有什么比全球大流行和生存

这轮零售复苏并非偶然发生，而是批判性反思过程和痛苦自我提升之旅的产物。这并非仅仅是周期性复苏的结果。这六篇洞察性文章探讨了其他房地产领域可以从零售那充满残酷的旅程中学到的经验，因为它们可能现在或未来都要面临自身版本的结构性变革。

零售复兴2025

第一课：了解你的结构驱动因素

第一课：了解你的结构驱动因素

拥抱你所在行业的结构性驱动因素，或者在市场变化时被淘汰。

作者：EMMA BARNSTABLE – 主管，零售洞察 / STEPHEN SPRINGHAM – 合伙人，零售洞察负责人

3 关键点：

- 了解你所在行业的结构性和周期性驱动因素，以免在市场不可避免地转变时措手不及。
- 没有哪个领域或资产能免疫。变化是持续且不区分对象的。早些适应比否认不可避免的事情更好。
- 结构性破坏很少意味着完全崩溃。影响通常是更微妙的，实际上充满了机会。

听起来很简单，但要了解推动你所在行业的动力。太经常地，获得这种理解会被日常交易中的杂音所搁置。但当市场变化，它们不可避免地会变化时，缺乏结构意识可能是致命的。

结构性变革并非大张旗鼓而来。它悄无声息地渗透进来，然后一夜之间重塑一切。那些误读它，或者完全无视它的人，最终只会对症状做出反应，而不是预先解决根本原因。零售业就是用惨痛的教训学到了这一点。

在线零售常被视为主要颠覆者，虽然它已经重塑了该行业，但它并非单独行动。零售业早已在至少九个其他深层结构性缺陷的重压下摇摇欲坠（参见我们的“变化的价格”报告以获取更多详细信息：

产能过剩、历史性过度扩张、臃肿的投资组合、租金上涨、品牌稀释、负债累累的资产负债表、长期投资不足、成本通货膨胀，以及——也许最具有破坏性的是——自满情绪）。这些挑战中的大多数被忽视，甚至更糟，被 игнорировал。这种疏忽被证明是昂贵的。

真正的发展直到该行业及其顾问最终直面那些结构性缺陷才到来。从那次清算中产生了革新，最终，一个更可持续的未来开始了（或“零售复兴”）。

结构 vs. 周期性

结构性变革重塑了游戏规则。在技术、人口结构或社会变革等力量的驱动下，影响往往是不可逆转的，并且与近期历史上的任何情况都不同。想想老龄化人口、工作与地点的脱钩，或者电子商务的兴起。打个比方：结构性变革类似于气候变化，完全重置了基准线。

周期性变化则不同，这是市场熟悉的繁荣、衰退和介于两者之间的循环。这是房东和投资者所期望看到的：需求上升，租金随之上涨，收益率收窄。然后周期转向，一切都开始逆转。继续这个类比：这些是天气事件和季节性变化，在变化的气候之上展开。

两者不能互换，但它们确实相互作用。结构衰退可以伪装成周期性疲软。投资者赌反转，期待旧模式回归，

在线零售通常被视为主要的颠覆者，虽然它已经重塑了该行业，但它并非孤军作战。零售业早已在至少九个其他根深蒂固的结构性缺陷的重量下摇摇欲坠。

仅仅是为了发现基准已经永久性转移了。零售就是一个例子。许多房东将租金下降和空置率上升视为暂时性波动，并等待需求反弹。但这并没有发生。模型已经失效了。长期积累的结构性弱点被简单地暴露出来。

这两种力量也可以相互叠加。以工业为例。在过去十年中，它受到许多真实（且很大程度上是积极的）结构性尾流的推动而激增：电子商务、准时制物流、地缘政治风险推动的再近岸化。但结构性优势现在遇到了过热租金和过度紧缩收益率的周期性泡沫。

周期也可能掩盖潜在的结构性变化。在经济复苏期间，上涨的潮水能托起所有船只——但如果一个行业处于结构性衰退中，有些船只还是会沉没。而在经济下行期间，结构性赢家也可能被不公地卷入其中一起下跌。

了解什么驱动你的市场

大多数顾问声称了解他们所在行业的基本面。实际上很少能做到。市场知识通常

停留在租赁水平、投资回报和占比的表面，但真正的理解意味着要 grappling with 之下的结构力学。

我们识别出的十个结构问题 变革代价 报告并不晦涩。许多问题都明摆着。但他们要么被当作是暂时的，要么更糟，被视作别人的问题。

建议客户的人员需要更严格地审视他们所在的领域。趋势是循环性的还是结构性的？如果是后者，它们的起源是什么？它们能被缓解吗，或者应该被接纳吗？提出这些问题，否则会导致建议质量低下，最终导致资本错配。自大也很危险。仅仅因为一个行业目前表现良好，并不意味着它能免疫。办公楼房东曾经可能嘲笑零售业的下滑。现在，他们正在为自己的账单买单。

工业——从宠儿到颠覆者？

工业一直处于赢 streak 之中，受益于别人羡慕的结构性价尾风。但唯一不变的是变化，而变化可以是双刃剑。以自动驾驶技术进步为例。如果物流不再需要人类司机，24/7 运营可能很快就会变得可行。曾经因时间限制而青睐英国中心枢纽如 Midlands 的 Golden Triangle 的中央化优势可能受到威胁，突然发现自己供过于求，因为需求正转向外围的低成本地点。当卡车票据不再关注中心化时，为何还要支付中心化的溢价？

“大多数顾问声称了解其所在行业的基本面。但在实践中，能做到的寥寥无几。市场认知往往停留在租金水平、投资收益率和吸纳速度的表面。但真正的理解意味着要深入探讨其底层结构机制。”

一个“末日场景”？也许吧。但这并非完全不可能。没有哪个领域能免疫自身的结构性动荡，但它可以建立防御工事。保持警惕，而不是忽视可能的风险，才是关键。

在线零售——被误解的颠覆者？

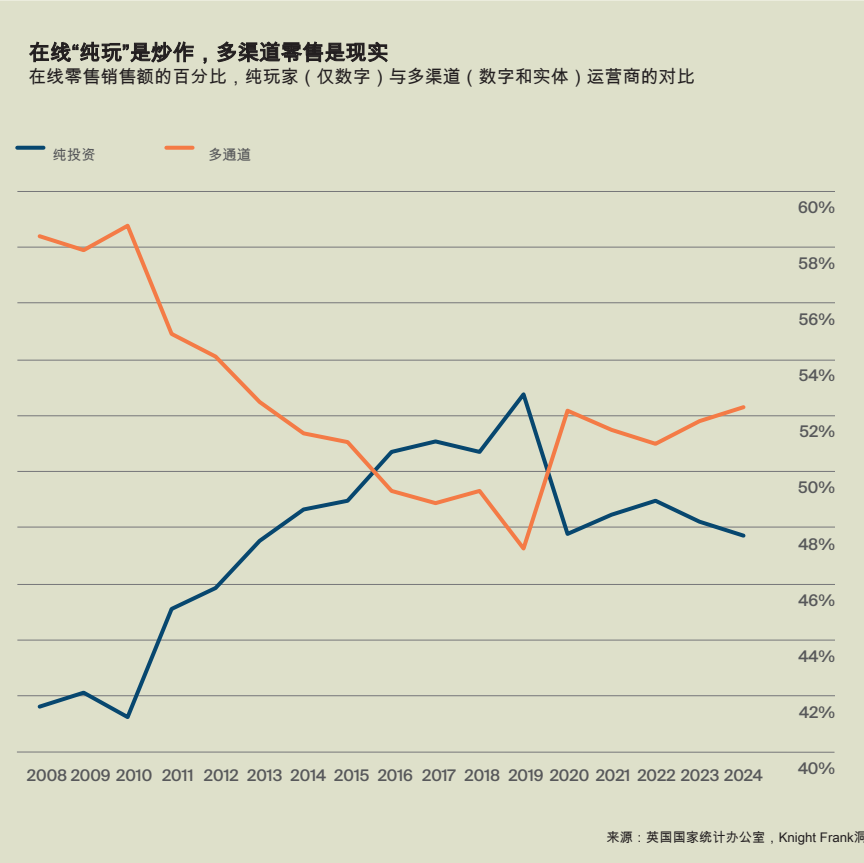
结构性转变很少像最初看起来那么简单。电子商务从来都不是要彻底取代实体店，而是要重新定义它们的用途。但最初，在线渗透率的上升引发了恐慌。投资者担心零售末日，实体店被淘汰。许多零售商助长了这种叙事，将投资从实体模式转移，并将大量资本投入在线基础设施。数字“空间竞赛”成为新的神圣目标，但这种热情是有代价的。在线平台建设成本高昂，通常利润率低，在疫情期间人为炒作。

在线零售销售额的一半（52.7%），较十年前的41.1%有所上升。这引发了一波狂热的乐观外推预测，预计在线销售额将在几年内占有所有零售销售额的50%。

现实情况更为复杂和微妙。线上并非取代了实体零售，而是迫使它进化。并非所有零售商都屈从于数字力量。普睿玛ark、Aldi和Lidl成为不轻易适应线上模式的企业的突出例子，但它们依然繁荣。

市场开始认识到，实体店和网店并非对立关系，而是共生关系。两者可以相互促进，一方成功时另一方也能增长。在许多情况下，它们共同运营表现更佳。实体店成为新的多渠道生态系统中的关键组成部分，促使了更多对实体店的投资。自2020年起，多渠道零售商（同时拥有实体和数字渠道）持续主导线上销售，平均市场份额达到52%，而纯线上零售商为48%。但这也带来了更大的竞争压力。

在线零售的份额从2019年的19.2%飙升至2021年初的37.8%。纯在线运营商（那些没有实体店）占比超过



表现不佳的店铺被轻易裁撤，因为它们所做的贡献受到了前所未有的严格审查。

线上从根本上改变了衡量店铺绩效的方式。问题不再仅仅关乎店内销售额，而关乎更广泛的“光环效应”——一家店铺的存在如何提升品牌知名度，并推动周边区域的在线交易。这种转变重新点燃了对物理空间作用的赞赏，不再将其视为遗留成本，而将其视为战略性资产。

如今，市场可以说已经走出了隧道的那一头。在线销售已经成熟，在2024年和2025年期间，有效地在总零售销售的26%到27%之间徘徊。它不再构成曾经看似存在的生存威胁。狂热已经冷却。在经历自己的“虚荣之火的洗礼”之后，市场已经接受实体店还有其存在的位置——尽管只有那些更好、更精简、更有相关性的空间。

下一站的CEO沃尔夫森勋爵在公司的三月份捕捉到了这种转变

2025年交易声明：“零售至在线的结构性转变最糟糕的阶段[似乎]已经过去”。五年来首次，该零售商计划将其实体交易空间增加+0.4%。这或许是个小动作，但具有高度象征意义。

办公室——面临自己的“线上时刻”？

办公室开始认识到类似的教训：你不能假装远程工作没有发生。但你一旦停止假装，你就可以就它对市场真正意味着什么进行更细致、坦白说，更成熟的对话。

该行业现在正在从其结构性颠覆因素（远程办公）中得出自己的结论。人们越来越接受魔瓶已经打开，且不会回去的事实。办公室市场不再抵制变化，而是开始适应。‘你的空间’研究正在实时追踪这种转变，超越对“办公室消亡”的懒惰假设，以揭示

实际上正在发生的事情以及机会所在之处。

五年过去了，疫情引发的“全球职场大实验”基调已改变。早期“是否有人会回来？”的担忧，随着限制解除后变成了职场人士的“错失恐惧症”(fOMO)。此后又发展成‘FOBO’（对过时的恐惧）随着人工智能的加速发展，引发了员工对在变化的工作场所中落后和失去相关性的担忧。

虽然这种中断令人痛苦，但它并非毫无方向。它迫使该行业面对令人不安的真相，并在这样做的同时，提供了一个松散的未来蓝图。一个需要空间证明通勤价值的蓝图。一个需要建筑提供厨房桌子无法提供的某种东西的蓝图。一个整体上办公室规模在缩小，但变得更富有目的性、更具目标性，甚至更相关的蓝图。

听起来熟悉吗？应该如此。零售业已经先一步做到了。

代理视图

早期的结构变化担忧现在看来有些过分夸大了

山姆·沃特沃斯 – 合伙人，零售资本市场



“要说零售是‘回归时尚’可能有点言过其实，但市场已经从2010年代末的CVA浪潮和疫情期间的强制关闭走了很长的路。当时，感觉结构性变化颠覆了一切。估算租金变成了猜测，通常假设租户会在租约到期时退出。”

今天，情况看起来大不相同。在核心城镇，租金已经

已稳定，目前出现温和增长的迹象。这是基于显著的租金重估——这是一次痛苦但最终必要的调整。我们现在看到的是零售商更谨慎、更具选择性的策略。他们不再是追求规模，而是许多企业正投资于更强大、更有利可图的市场。

M&S 公司迁往利物浦、巴思、布里斯托和利兹的现代办公空间是一个很好的例子。约翰·刘易斯公司也回到了投资模式。这不是一个行业撤退的迹象，而是一个行业重新定义自己的迹象。

收益率仍然偏高但呈下降趋势，涵盖所有零售子行业。在主要街道上，核心地段收益率约为6.50%，而2017年为4.00%。考虑到重新定基准的租金，资本价值可

不到峰值的一半。这种重新定价已经开始吸引投资者回流，尤其是在基本面更清晰的地方。

早期关于结构变化是终结的担忧现在看来有些夸大了。我们所看到的是一个循环性复苏正在展开。并非处处如此，并非所有资产都如此，但确实是在位置优越、租赁情况良好的股票中。我们最近就一个主要区域城市街道资产的（成功且盈利的！）转售提供建议，该资产仅18个月前购置。这是一个好结果，也是一个提醒，即在已经吸收了主要结构变化的行业，机遇仍然存在。这对于那些正在应对当今办公市场动荡的人来说，可能是一个有用的参考点。

零售复兴2025

第二课：结束自满和投资不足



第二课：摆脱自满

忽视的危害。

投资不足

作者：STEPHEN SPRINGHAM – 合伙人、零售洞察负责人 / EMMA BARNSTABLE – 助理、零售洞察

3 关键点：

- 房地产市场很复杂。结构性变化可能挑战围绕周期性和需要积极发展管道的坚定观念。

- 零售——尤其是，但不限于——是一种资本密集型房地产资产类别。有效的资本支出部署是先决条件。

- 在房地产中不存在自满——最终这总会落回自己身上。

自满和投资不足。零售业最严重的结构性缺陷之一，正如我们确定的那样。‘价格变动’研究报告。实际上最难量化和最不可衡量，但可以说最具破坏性。而且，零售业复兴中需要首先解决的缺陷。

自满和投资不足对关键零售利益相关者——零售承租人、房东、开发商、投资者、地方政府和中央政府——意味着不同的事情。将指责指向任何一方都是小气的，因为所有人都以自己的方式对零售习以为常，共同忽视了喂养他们的人，当事情出问题，他们才会左右为难。

零售商 – 投资失误？

将在探讨中 论文4，许多零售商在变得懈怠方面和周围的人一样有罪。这种表现的关键是过度扩张，加上未能解决和淘汰表现不佳的现有门店。从2000年代末开始，宏观经济市场收紧时，大多数人处于太多的门店的危局，其中许多门店在亏损。随之而来的是大规模裁员、租金崩溃以及2010年代大部分时间里租户大量流失，而COVID-19从2020年开始加剧了这种情况。

如果认为零售商在这个时期完全没有投资是不准确的，但是那笔支出的去向并不一定是最需要的地方——核心业务组合。对空间的追求意味着不合理的投资大量流向了新店。

同时，人们追逐着“线上空间”，导致大量投资涌向电子商务所谓的圣杯。线上还很处于初期阶段，是一个巨大的未知数——但它必须被拥抱，因此占去了大多数零售商投资预算的巨大比例。对线上和新店的投资完全将现金从业务的基石——现有门店中抽走。

私募股权（PE）无疑有很多需要负责的地方。很少有零售商能从PE的短期行为及其典型的投资模式中获益。这种有限或不存在的

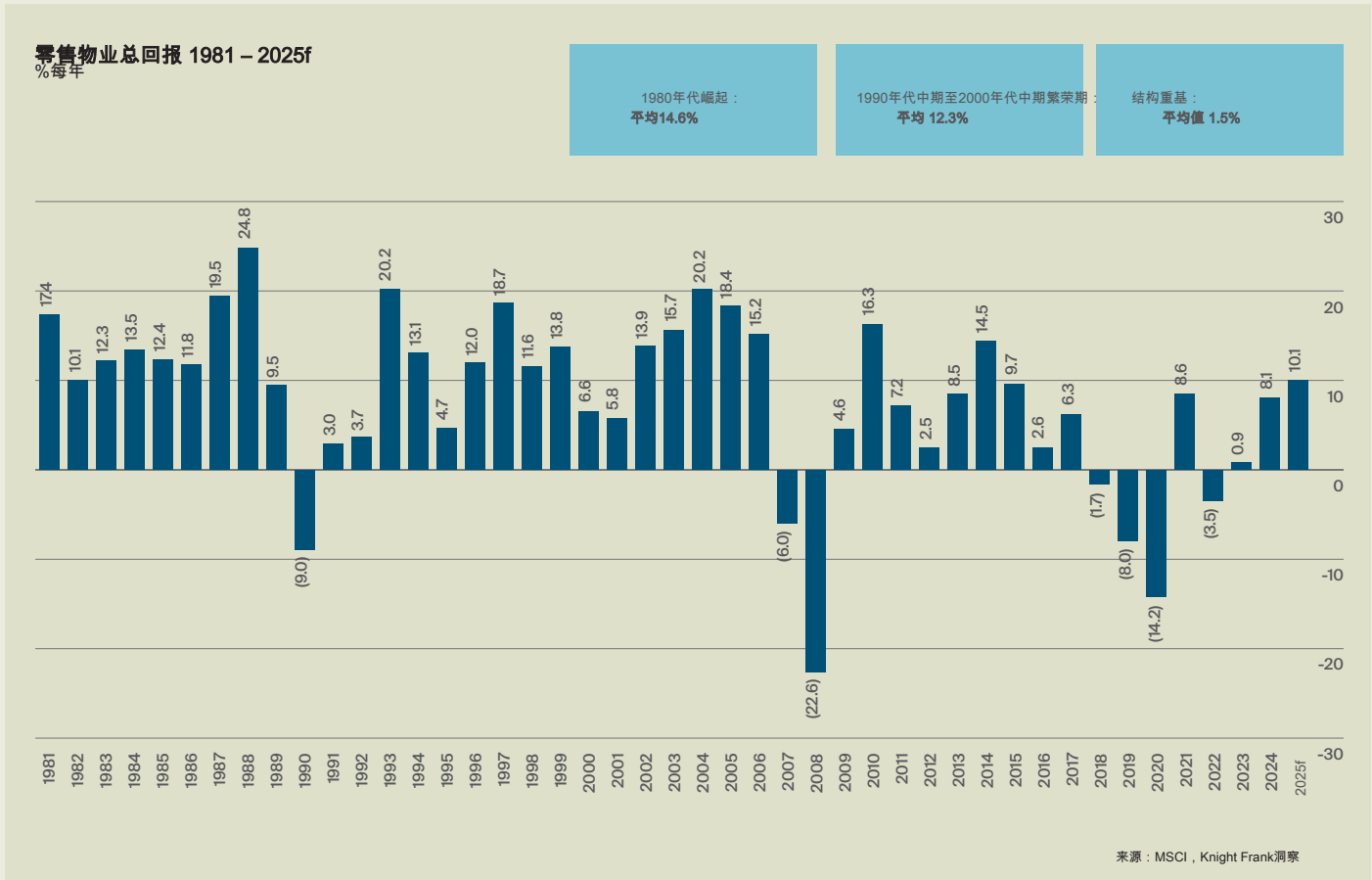
随着2000年代后期宏观经济市场的收紧，大多数零售商都处于门店过多的危险境地，其中许多门店在亏损。

对核心业务进行投资，但加大扩张力度以营造良好的健康形象。幕后剥离资产。然后在账面出现任何严重问题之前退出。私募股权并非零售占用市场动荡的唯一罪魁祸首，但有些人当然可以将其归咎于私募股权。

房东们——杀死那只下金蛋的鹅？

历史上，零售几乎总是为地主提供商品。1981年至2006年间，它无疑是表现最佳的房地产资产类别，提供年平均总回报率为12.3%。市场确实有其起伏，但这些大多是周期性的，可以根据一般房地产趋势进行计算和推理。

如果零售已经在进行，房东投资的动力就有限了。他们的优先事项始终是推动租金增长以最大化房产价值。对于他们资产维护的重大投资需求，尤其是购物中心，很大程度上被忽视了，慢慢地但肯定地，零售库存变得非常过时。



开发者们有着同样自满的心态。如果零售业正在取得成效，那就再多建一些。从20世纪80年代开始，一段极具侵略性的零售业发展管道随之而来，直到全球金融危机（GFC）爆发时才被突然切断。但是，正如在文中所探讨的 **论文3**，没有过时管理流程，第一代和第二代方案有效地留在市场上，但面临衰落的螺旋式下降。我们像梦游者一样陷入了一种拥有巨大

供过于求的市场——这是我们至今仍在应对的问题。

零售业长期以来为房东和开发商提供服务。直到某一天，这种情况不再发生。而且，变化的催化剂是结构性因素，而不是周期性低迷。多年的自满、忽视、过度开发和投资不足在一夜之间反噬，许多人在其中吃了亏，一些伤疤至今仍然可见。

价格。最极端的情况是INTU公司倒闭，但哈姆森森（Hammerson）也必须大幅裁员并出售大量资产。英国土地（British Land）和Landsec等公司要么转向远离零售，要么转向那些被认为更具弹性的零售子部门，例如零售仓库。

无论整体交易量和资本流动如何变化，市场情绪都发生了根本性的转变，远离了零售。对一些人来说，这被证明是“一朝被蛇咬，十年怕井绳”的案例。即使是那些已经回本的投资者现在也认识到，零售是一个高度复杂的资产类别。

投资者——资本

栈约束

资本市场有效反映了这些零售市场的动态。

当零售业在交付时，资本毫不奇怪地从所有来源流入该行业——机构、房地产投资信托基金、私募股权和私人投资者都如此。当结构性变化吞噬市场且资本价值暴跌时，投资者纷纷逃离。特别是基金，它们希望大规模地重新平衡其资本配置，以远离零售业。

同样地，由于众多原因，对实际零售基础设施的投资一直严重不足。首先，如果资金在规模上没有流入该领域，那么对实体库存的维护和翻新的实际投资动力就很小。其次，由于股价被压制，房地产投资信托公司（REITs）在部署资本支出方面的能力受到限制。第三，资本堆栈虽然是在促进零售交易中的关键工具，但对于主动投资来说仍然远不太有利。

尽管新冠疫情无疑具有挑战性，但它仍然带来了一些积极的、虽然并非故意的后果。它实际上突显了零售行业的韧性，而此前它更多地以其脆弱性而闻名。

专注于零售的房地产投资信托基金在其各自的股票中看到了剧烈的下跌

但是，现在零售业的所有利益相关者都认识到市场很艰难，很少有快速的成功，任何低垂的果实早已被吃掉。

本质上，零售业从四面八方都被剥夺了投资——资本市场当然也没有提供多少安慰。

救赎之路漫长
A 零售复兴 一个在痛苦的自我提升之旅中缓慢改善的黯淡局面。这一旅程的第一阶段是理解结构性变化的含义，并承认零售市场的结构性缺陷（参见 **论文1**）。否认不是选项。

认识到形势的严重性是摆脱历史性自满情绪的第一步。随后，在新冠疫情的漩涡中，任何最后一点自满情绪都被涤荡干净，这场生存危机以任何其他事物都无法比拟的方式使人们集中了思想。

尽管新冠疫情无疑充满挑战，但它仍然带来了一些积极的、虽然并非故意的后果。它实际上突显了零售行业的韧性，而在此之前，人们更多地以其脆弱性而闻名。零售业经受住了前所未有的风暴并安然脱险的能力，使投资者的信心有了明显的提升，最初更多是对城外渠道（食品店和零售仓库）的信心，但后来也蔓延到了城内子行业。

但现在零售业的所有利益相关者都认识到市场很困难，很少有什么快速的成功，任何低垂的果实早就被吃光了。但这仍然是一个能够表现和带来合理回报的市场。最重要的是，现在没人再在零售业有什么是理所当然的了。

投资——从点滴到流淌？

也有越来越多人认识到需要来自各利益相关者群体的资本投资。

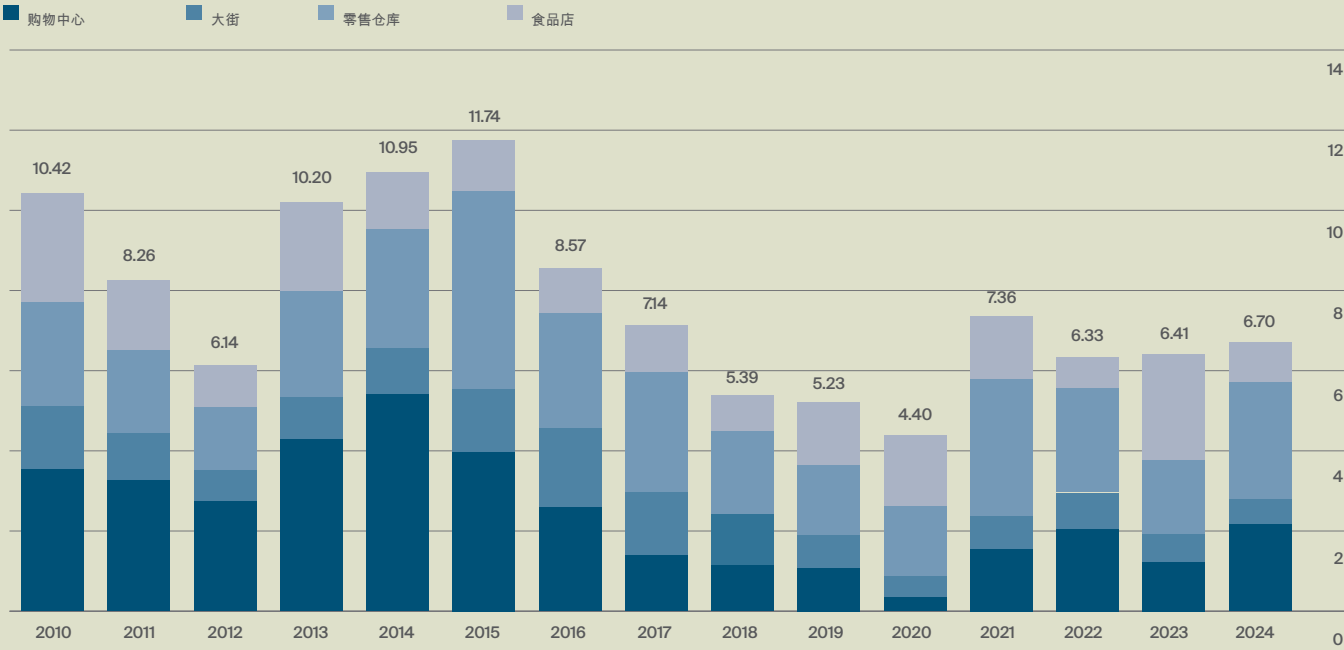
虽然未必手头宽裕可用于投资，但零售商们有

他们重新调整了资本支出优先级。大多数企业对其投资组合进行了合理化，并淘汰了闲置空间和表现不佳的店铺，这个过程对市场整体健康至关重要，但对受影响的房东来说却很痛苦。剩余的核心投资组合是重新投资的焦点，在线和线下资本支出部署采用更平衡的方法。总体上采取“回归基础”的心态，其根本目标是在核心层面维持一个有吸引力、适合用途的店铺物业。现在任何新的店铺收购都是经过精选而非盲目扩张，任何地点规划策略都是务实而非激进。

这次经历也让许多房东意识到了问题的严重性，从而促使人们更广泛地认识到滚动资本投资的重要性。

现在任何新的店铺收购都是有选择性的，而不是盲目的。

零售物业投资总额 2010年 – 2024年
亿英镑



来源：Knight Frank洞察

项目，如果其资产要保持对购物者和租户都具有吸引力。但同时，需要一种高度管理的流程，避免浪费金钱，并产生实际的、可衡量的回报，无论是即期的还是长期的。而且，所有最好的情况下，房东和租户协同工作，以最大化资产的质量和价值。

零售业的复兴也正逐渐影响到投资市场。公道地说，投资者的需求通常仍然最强烈于那些资本要求较低的行业资产类别，特别是零售仓库和杂货店。相比之下，购物中心仍然处于一些投资者的“太难处理”类别中。但需求也逐渐回归到购物中心，变化在于对资本支出需求的评价更加现实。

短期和长期。与其回避棘手的资本支出问题，现在至少将其纳入收购过程。有些交易可能因此失败，但我们看到越来越多的证据表明，一些投资者可以使它奏效。

在表演布丁中的证明

自满已消失，并以更务实的态度对待资本支出和投资。这是该领域的两个关键基石之一——零售复兴过程。

结果如何？零售在2024年获得了8.1%的总回报。这不仅是自2015年以来最好的年度表现，还使零售成为去年表现最佳的商业模式资产类别，超过了工业（7.8%）和办公楼（0.7%）。关键的是，这不仅通过收入回报（5.8%）实现，还通过资本

增长（+2.2%）。并且，在十年来首次，所有零售子行业的租金增长实现了全面增长。而且，最重要的是，这并非昙花一现，而是未来的预兆。预计未来五年，这种水平的表现将进一步改善。

一场巧合，还是得益于一个不那么傲慢、更利于投资的市场呢？后者的可能性很大。而且，这是在不遵循房地产市场的既定准则（例如周期性和活跃的开发管道）的情况下实现的。

零售可能不适合胆小者，也不适合那些缺乏专业市场知识的人。但对于拥有这些知识、渴望迎接复杂市场挑战且不吝投入的人而言，回报可能相当丰厚。

代理视图

从防御转向进攻的一个积极举措

伦德·威尔 – 伙伴，零售资本市场



受限于资金。对许多所有者而言，在过去五年内为改善资产而主动配置非必要的资本性支出根本就不可能。由于许多房地产受到限制性条件的束缚——无论是收购以来的巨额资本损失、沉重的贷款人将多余现金用于偿还旧债，还是接管/清算程序（或者三者高度有毒的组合！）——仅仅保持“不破产”就明显是优先事项。对一些人来说，情况仍然如此，而且物理布局

某些市中心资产尤其意味着，无论多少资本都无法改变它们的运气（这是对市外投资更强的投资需求和食品零售行业提供的“净额三重”租赁的驱动因素）。何必将好钱扔在坏处？

有意义的资本增长很可能仅限于最强劲的（通常是但并非总是）规模最大、配置最完善的优质资产。许多更旧的二级资产将被维持陈旧基础设施所需的高昂账单所拖累，尤其是在租户需求持续两极分化的地区。

然而，我们看到一个从防御转向进攻的转变，这部分是由许多零售资产的改善运势驱动的。凭借一个有韧性的租户市场、稳定的收益和一个更好的认可

通常情况下，许多业主都看到了收入和资本价值的提升。自新冠疫情以来出现新一轮所有权，我们正看到从零售投资中获利，在这种情况下，资本已经更加积极地去探索主动资产管理计划。

占用投资是一个关键催化剂——正如我们在 论文4

在本系列中，零售商现在正在告诉房东：“如果你不能促进销售额增长，你就是在阻碍它”。很难忽视租户要求进行实体改善以提供最佳购物体验的要求。

“占卜者就是国王”——我们系列的另一句口号——他们的满意将成为资产表现的最终衡量标准，并在他们用脚投票之前推动进一步投资。

零售复兴2025

第3课：理解/管理/避免过时和过剩



课程 #3：理解 / 管理 / 避免

重新定位不一定是默认选项。

过时和过剩

作者：STEPHEN SPRINGHAM – 合伙人、零售洞察负责人 / EMMA BARNSTABLE – 助理、零售洞察

3 关键点：

- 否认是一种危险的选择。过剩和过时
需要首先被承认，然后加以解决。或者
，更好的是，完全避免。

- 如果主动管理，过时问题会更易于接受，
而不是被动地、事后地处理——
预防胜于治疗。

- 再利用是一项高度复杂的任务，需要定制
解决方案。没有手册或蓝图——而且
也不必是首选的行动方案。

过剩+过时=再利用。房地产的E=mc等价的²？
或者2+2=5？供过于求是复杂的。过时也是
复杂的。把它们加起来，产品是无限复杂的东西。

过剩和过时都是行业热词，通常被并列为房地
产恶行的交织双胞胎。实际情况是，它们是
分离的力量，既经常独立作用，也经常协
同作用，并且都以多种形式出现。

重用唯一的平衡方程式？毫无疑问作为一个
市场是供过于求的，有超出其应有份额的过
时库存，

零售被迫成为这场重大重新定位实验的终极
小白鼠。虽然有一些超出控制程序的有效测
试结果，但几乎没有确定的疗法，当然也没有
万灵药。而且，活动远不及围绕每个尝试
所产生的喧嚣。

确实，我们现在已经兜了一圈。越来越多的
拟议的零售再利用项目现在正在……零
售中找到未来。比以前更相关的零售。尽
管如此，仍然是零售。

过时 – 以其所有诸多形式

老式。过时。不再使用。在房产术语中，过时
是指建筑物不再满足当前需求——法律上、物
理上、功能上或财务上。它有多种形式。我们
的“可持续发展系列”（“应对商业地产改造挑
战——第一部分：定义策略”），将这些风险
分为四个主要标题下：

1. 监管

不满足监管或法律要求的风险。在英国，最低
能效标准（MEES）要求商业建筑从2023年4
月1日起必须具备最低能源绩效证书（EPC）
评级E才能出租。有提案将此最低标准提高到2
027年的C级，到2030年提高到B级——尽管时
间表和具体实施尚未确定。

2. 功能

跨越两个领域：可持续性和经济性。前者与
租户偏好的转变以及建筑物不再满足租户的
ESG需求的风险有关。后者与影响租户的经
济构成变化有关，例如，对于办公室而言，
从金融租户转向生命科学租户——这需要不
同类型的空间并可能改变用途。

3. 物理

这些影响主要是由气候变化驱动的，可以归
为“急性”（事件驱动，例如热浪、飓风或干
旱）或“慢性”（长期气候变化，如温度变化
、海平面上升或土壤侵蚀）。

4. 金融

与保险和融资的获取及成本相关。随着物理
风险的上升，保险建筑的成本正在增加，并
且，在一些地区，融资的可用性有限或根本
不存在。

零售业中的过时解码

许多（但重要的是，并非全部）通往过时的
道路都与ESG相关。这一系列研究论文的一
个基本主题是，零售业在其发展中走在了
前列——更处于出血的边缘而非切割的边缘
——其他房地产部门可以从零售业那往往令
人不安的旅程中吸取教训。

不论对错，ESG在零售领域的叙事主导地位，远不如其在办公室领域那样显著。

ESG可以说是这一普遍主题的例外或异类——零售业在ESG的许多方面无疑是一个落后者。无论对错，ESG在零售业中的叙事主导地位远不及在办公室中那么显著。然而，在零售房地产中，它也是一个同样重要的问题，甚至可能更为突出。正如我们“零售复兴”报告显示，零售业在MEES分类方面与其他地产用途类别相比肯定处于不利地位。目前仅1.4%的零售物业被评为A/A+评级，此外仅有22.4%被评为B级。

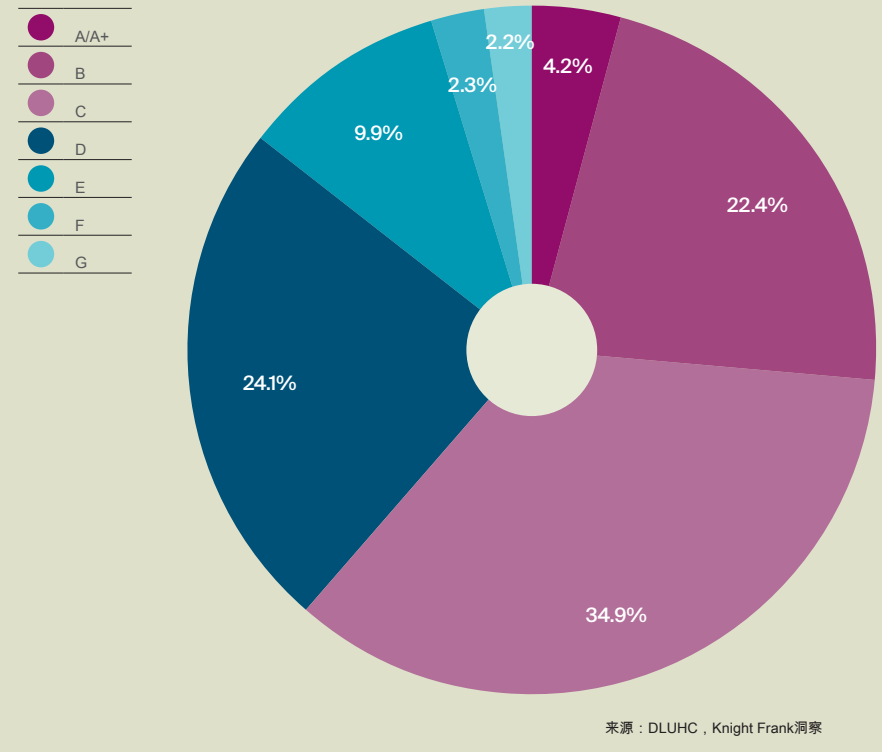
如果mees提案成为立法——诚然现阶段这是一个巨大的假设——到2027年，38.5%的零售单元将无法出租，到2030年，73.4%的零售单元将无法出租。这些数字是耸人听闻的，并会引发耸人听闻的媒体标题，但关键点是，零售业在esg的“E”方面不如其他房地产领域成熟（尽管它在“S”领域可能表现更好，正如我们也在探索的那样）‘零售复兴’报告）。

为什么零售业是落后者？在某种程度上，这是占用者和房东之间沟通破裂的负面影响，前者认为这是后者的责任和财务义务，而后者则认为是前者的责任。这种僵局并没有给零售业带来光彩，也很少能从中吸取有益的教训。

颠倒这个论点，其他房地产领域已经对ESG变得如此着迷，几乎到了偏执的边缘。这并不是要贬低或轻视其在任何方面的重要性，但存在所有其他事情都可能成为次要的风险。追求获得必要的ESG资质压倒其他同样关键的运营基本面。

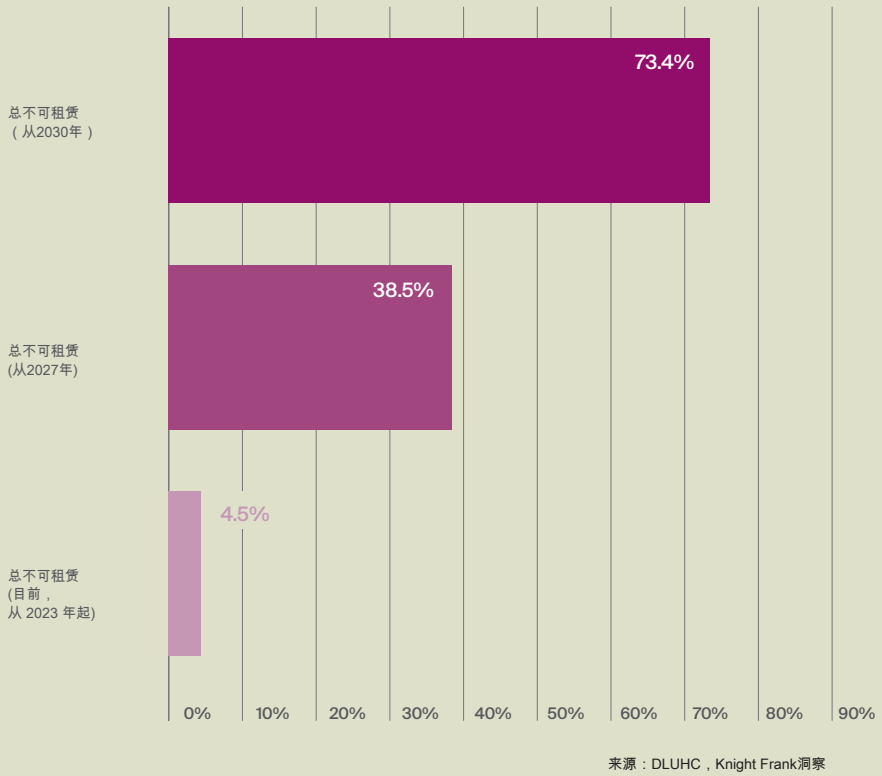
零售的淘汰监管风险：只有26%的库存符合2030年EPC B目标

EPC评级零售资产占比



未来十年面临无法出租风险的商业零售面积比例

潜在空置可出租面积百分比，按EPC里程碑划分



零售市场供过于求，毫无疑问，无可否认。

但正如之前所暗示的，过时不仅与ESG有关，也可能因财务或商业壁垒而起。在BREEAM卓越或MEES A+商店与ESG品质高度可疑（但零售商能赚更多钱）的商店之间选择时，任何零售商都会选择后者。这可能是一个令人不适的真相，但商业决策总会胜过“做正确的事”。

从延伸来看，一座全新、高端、符合ESG标准的大楼，如果没有入住需求，仍然会过时。即使是最优质、最核心的资产，如果与供需基本面无关，也会过时。

当然，零售业一直与其他主要商业地产领域有所不同，因为它具有运营性——从基本层面来说，零售空间必须以销售额或每平方英尺的利润/盈亏来体现，这一点是可以量化的。店铺要么赚钱，要么不赚钱，这本质上决定了它们是否适用或过时。

随着办公室越来越多地渴望向更注重运营的模式发展，从零售业中 surely 有一些值得吸取的教训

高度商业化地处理过时间问题？

供过于求—识别与行动

零售市场供过于求，毫无疑问，无可否认。这种情况是如何产生的，有一点更具争议性，但本质上零售业在好时光里犯了过度发展的错误，没有进行过管理流程。这些根本性缺陷线只有在结构性变化的巨浪中才真正显现出来，探讨了 论文1 本系列中。市内和市外（尤其是）建造了过多的零售店面空间，过剩或陈旧的库存被任其闲置，而结构变化的多种力量却在一旁伺机待发。

实际零售过剩的实际数量是一个悬而未决的问题。有记录显示，一家最大的房地产投资信托公司表示，零售市场可能高达45%过剩（尽管有趣的是，他们所有的零售资产都没有落入这个类别）。如果真的需要的话，全国14-15%的空置率可能是一个更好的标准。

一个有争议的问题还是完全无关紧要的问题？专注于量化国家零售过剩会错过诊断问题所在并提供有效解决方案这一更严重的问题。过剩是一个非常局部化、特定于资产的问题。城镇层面的指标深入一个层级。

在某种程度上具有启发性。Knight Frank的核心三个零售供过于求指标（空置率、租金下降、空间生产力）提供了一个相当不错的起点。

为了总结全面分析，在300个PMA PROMI S中心：

- 空置率介于3.7%至38.0%
- 10年区A租赁表现范围在+25%至-233%
- 空间生产率从每平方英尺30英镑到每平方英尺542英镑不等
- 46个中心有空缺率高于25%的“临界阈值”
- 64个中心租金下降了超过>100%
- 55个中心有空间生产力低于‘临界阈值’<100元/平方米
- 10个中心令人担忧地超过了所有三个‘临界阈值’

存在大量我们可以部署的指标和方法，以识别和理解地区或城镇层面的零售过剩。但这些仅仅是将问题转化为具体资产层面并采取主动措施解决问题的途径。

办公室在拥抱ESG方面可能比零售更先进，但在应对产能过剩方面？从纯粹零售的角度来看，许多办公室空间的内部人士似乎仍在否认，利用关键指标和不断变化的定义来迎合，而不是解决某些地区确实存在的产能过剩。

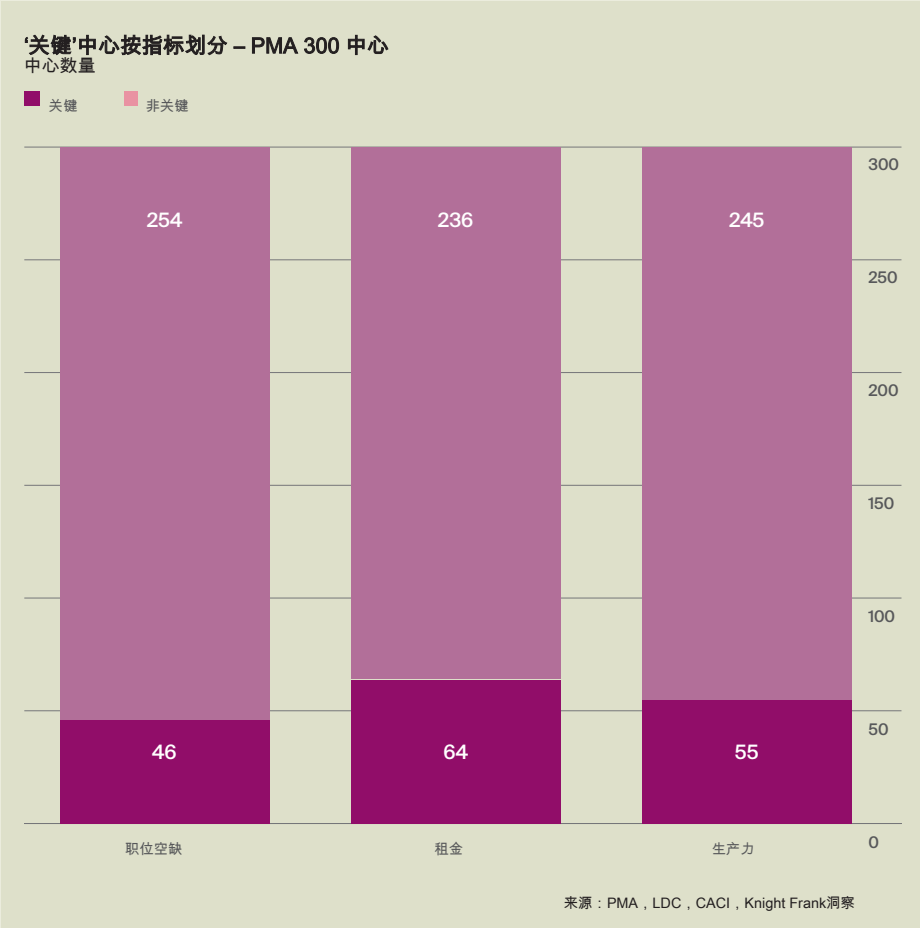
零售过剩指标：性能基准和临界阈值			
度量标准	职位空缺	租金下降	空间生产力
平均值	18.3%	-65%	182英镑/平方英尺
班级最差	38.0%	-233%	50英镑/平方英尺
顶级	3.7%	+25%	542英镑/平方英尺
临界阈值*	>25%	-100%	<100元/平方米
零售中心数量超过临界阈值	46	64	55

*资产表现表明存在结构性问题而非仅仅是周期性问题的时间点 Source: PMA, LDC, CACI, Knight Frank Insight

从零售业中可以学到什么？理解和区分哪些库存正在努力工作并且仍然适合使用。并且寻求为不合适的库存找到解决方案，越快越好。

通过再利用实现相关性
改造被视为失败或过时房产库存的默认选项，无论用途类别如何。如此之甚，以至于它已成为一个普遍的热门词汇。

现实挑战远大得多——必须跨越许多重大鸿沟，才能让任何潜在的再利用项目变得可行。



是的——确实有关于零售改造项目的正面案例研究。但是，总体而言，这些项目规模相对较小，多是百货商店而非购物中心。后者的案例确实存在过，但通常来说，这些案例比较稀少，许多提议中的项目仍然处于进行中。尤其对于购物中心而言，相关的讨论水平尚未转化为相称的活动水平。另一方面，由160家前德百斯商店组成的资产组合正在缓慢地重新回归市场。

有趣的是，到目前为止为德贝恩斯商店发现的各种替代用途。从酒店、健身房、电影院、F&B以及在休闲方面的竞争性社交模式，通过学生住宿和住宅方面的BTR，一直到生命科学、标准及配套办公室，仅列举几个。这是这个改造过程中的一个关键学习——过时的库存没有“一刀切”的解决方案，改造是资产特定的，需要反映当地需求和动态。

在我们 *英国城市DNA报告《再利用的五道重大障碍》*，我们将挑战提炼为以下通用鸿沟：

1. 地理

⌄
2. 配置/所有权

▶
3. 资产妥协/织物问题

⌄
4. 规划

£
5. 价值对齐

%

这些中的部分或全部将在任何潜在的重新用途项目中以不同的程度适用。这就是事物的本质。但最终，所有这些星星必须对齐，如果项目要有起色的话。

作为在日益严格的ESG合规要求下面临加速淘汰风险的超供给市场，零售业是一个显而易见（即使并非完全愿意）的志愿者，为广泛再利用做准备。但零售业并非如其声称的那样是再利用的典范，它实际上揭示了这些已识别的障碍所面临的大量复杂性。仅以价值一致性的问题为例：在零售业中，除非在非常特定的地点（例如伦敦大区、一些最大的区域城市、东南部某些富裕市场城镇），否则实现价值一致性非常困难。

可以说，未来我们看到的零售空间再利用很可能比几年前预计的还要少得多。

另一个关键教训是再利用很少是二元选择的。存在从一个用途类别直接替换到另一个用途类别的情况，但这些只是例外而不是规则。许多成功的再利用项目是混合用途，利用不同房产类别之间的协同效应，这再次受当地需求支配。普遍认为任何/所有过剩的办公楼可以转变为住宅，这种看法过于简单化，需要更开阔的心态才能成功抓住潜在的再利用机会。

零售——回到未来？
再利用具有挑战性，但通过必要的专业知识（详情请参阅 *英国城市DNA报告《规划再利用之旅：王国的关键》*，但这公平地说，我们可能不太可能在未来看到远少于几年前预测的零售空间再利用。

如果 anything，我们现在正看到一点从零售再利用转向翻新和改造的趋势。

这种转变的一些关键案例包括英国土地公司对特鲁罗克购物中心的大转弯。该房地产投资信托公司于2021年以8200万英镑（每英亩380万英镑）的价格从努维恩手中收购了该方案。在引起广泛关注的情况下，它于2023年底获得了规划许可，将该方案改造成一个66.4万平方米的城市物流项目。将一个失败的行业（零售）改造成一个繁荣的行业（城市物流）似乎是一个十足的易事。直到

最近的决定是将零售空间……转变回更多的零售。

几年前，Landsec同样雄心勃勃地转向零售业务外，宣布计划重新利用格拉斯哥的布坎南画廊等关键购物中心方案。那是在他们在2024年底以4.9亿英镑收购利物浦一号之前。这标志着一次重大转变，可能会看到对核心购物中心进行再次投资，而不是剥离或全面重新规划。这次投资可能会重新定义零售业务范围——并使其变得更好——而不是完全降级。

转向零售……回归零售。但更好的零售。

将之改用以使其相关。或者更新并使其相关。相关性无论如何都是最终目标。并且重新发现相关性是任何过剩供应或过时挑战最终必须遵循的路线图。

“可能重塑零售足迹并使其更优的投资。”

代理视图

“为零售而零售”

萨姆·沃特沃斯，丹·塞弗顿——合伙人，零售资本市场



萨姆·沃特沃斯



达恩·塞夫农

即使在俄罗斯/乌克兰冲突之前，零售业再利用的可行性就面临挑战。随着由此产生的建设成本通货膨胀、一个远更稳定的就业市场以及确保空置产权所面临的挑战变得更加清晰，我们现在，主要上，是为了零售而评估零售。

对于市中心零售业，明显的例外是百货商店和外围摊位。如果一个曾经的百货商店到目前为止还没有被接管并且重新占用，那么很可能需要进行功能转换。随着国家大街

空置率为13.7%（购物中心为16.8%），很明显许多城镇供过于求。然而，这最明显体现在二级/三级场地中，其中现有用途价值（EUVs）较低，这也是项目开始变得可行，开发商开始关注的地方。

相比之下，外地零售业供过于求的程度要低得多，这从仅6.4%的空置率就可以看出。迄今为止，改造驱动因素通常是更高价值的用途而非过时，但随着零售仓库价值的增加，天平正逐渐倾斜。因此，改造速度正在放缓，并且有许多潜在开发者选择维持现状。然而，我们看到投资者正在现代化他们的公园，特别是在脱碳方面，以获取最佳零售仓库的一流ESG溢价，而核心地方政府养老金计划（LGPS）资金通常有最低EPC要求。

我们见过的一些最有趣的再利用项目：

• 林顿之家，里士满 – 前弗雷泽之家，2022年被收购

约350英镑/平方英尺。全面改造，提供两家高端餐厅、一家Third Space健身房和Lindt全球总部。

• 以前的山姆士超市，考文特里奥斯特汀大道——一个供过于求的食品店市场，已获得规划许可用于改造为自助存储空间。

• 约翰尼·沃克，爱丁堡——前弗雷泽百货公司改造为约翰尼·沃克的75000平方英尺旗舰店游客体验。

• 以前的B&Q和Homebase，沃森斯——一个改造为更高价值用途的例子，两个零售仓库改建成1000多套急需的新住房。

• 前德贝恩姆斯，卡迪夫——或许最不寻常，但无疑触及了ESG的“S”，兰德赛德正将这家前百货公司改造成一个带有喷水游乐场、游乐场和带两个俯瞰城市广场的抬高露台的公共广场。

有趣的项目，成功的再利用——但这更像是例外而非规则？”

零售复兴2025

课程 #4：占领者说了算

课程 #4：占领者说了算

无论使用者需求如何，房地产都必须随之变化。

作者：EMMA BARNSTABLE – 主管，零售洞察 / STEPHEN SPRINGHAM – 合伙人，零售洞察负责人

3 关键点：

- 占用者创造市场，房产是辅助行为。建筑物自身并不创造价值，是占用者的需求创造了价值。忽视这一点房东是在玩一场输局。

- 可负担性是策略而非慈善。追逐头版租金而挤压租户是短视之举。这会损害价值并招致风险。收入只有可持续才能长久。

- 忠诚已经死了。占领者流动性强、策略性强，并且越来越挑剔。如果空间不服务于他们的目的，他们会继续前进。

市场是由需求塑造的，而非设计。商业地产行业可能大部分时间都专注于建筑物，但真正的权力掌握在使用它们的人手中。零售业比任何其他行业都更痛苦地学会了这一点。其他人——尤其是办公楼和工业——或许应该引起重视。

剥开一切，一个真理仍然存在：使用者就是市场。只有当建筑服务于某种需求时，它才有价值。零售业最近的史实不乏忽视这一点的例子——以及当使用者被重新置于中心时，时运如何快速转变的例子。

零售业的警示故事：使用者优先

房地产业常常认为自己才是故事的主角。实际上，它只是配角。有一个非常明确的等级秩序：居民处于顶端，地主在他们之下，而在零售业中——消费者排在所有这些人之上。

零售业最动荡的时刻都发生在这种层级关系被颠倒的时候。从20世纪80年代持续到21世纪初的那段长时间里，其特征是不惜一切代价扩张。受激进增长目标驱动，零售商以惊人的速度开店——一年开20家、30家，有时甚至50家。开发商和房东也相应地大规模提供空间，需求（至少在一段时间内）似乎无穷无尽。

到2010年代，裂缝不仅开始显现，而且还在扩大。零售商的资产组合变得难以掌控，店铺过多、选址不当、租赁条款失误。零售商通过关闭店铺、重组租赁合同，并在许多情况下使用公司自愿安排（CVA）来重置他们的负债。房东发现自己暴露了，并且处于不利地位。

对于零售商而言，他们清醒地认识到市场并非围绕资产运转。市场围绕承租方运转，承租方不仅影响房地产价值，更定义了其价值。

当占领者受苦时，其他人也同样受苦

零售的有效重生 – （或称文艺复兴） – 基于一个基本原理，空间必须

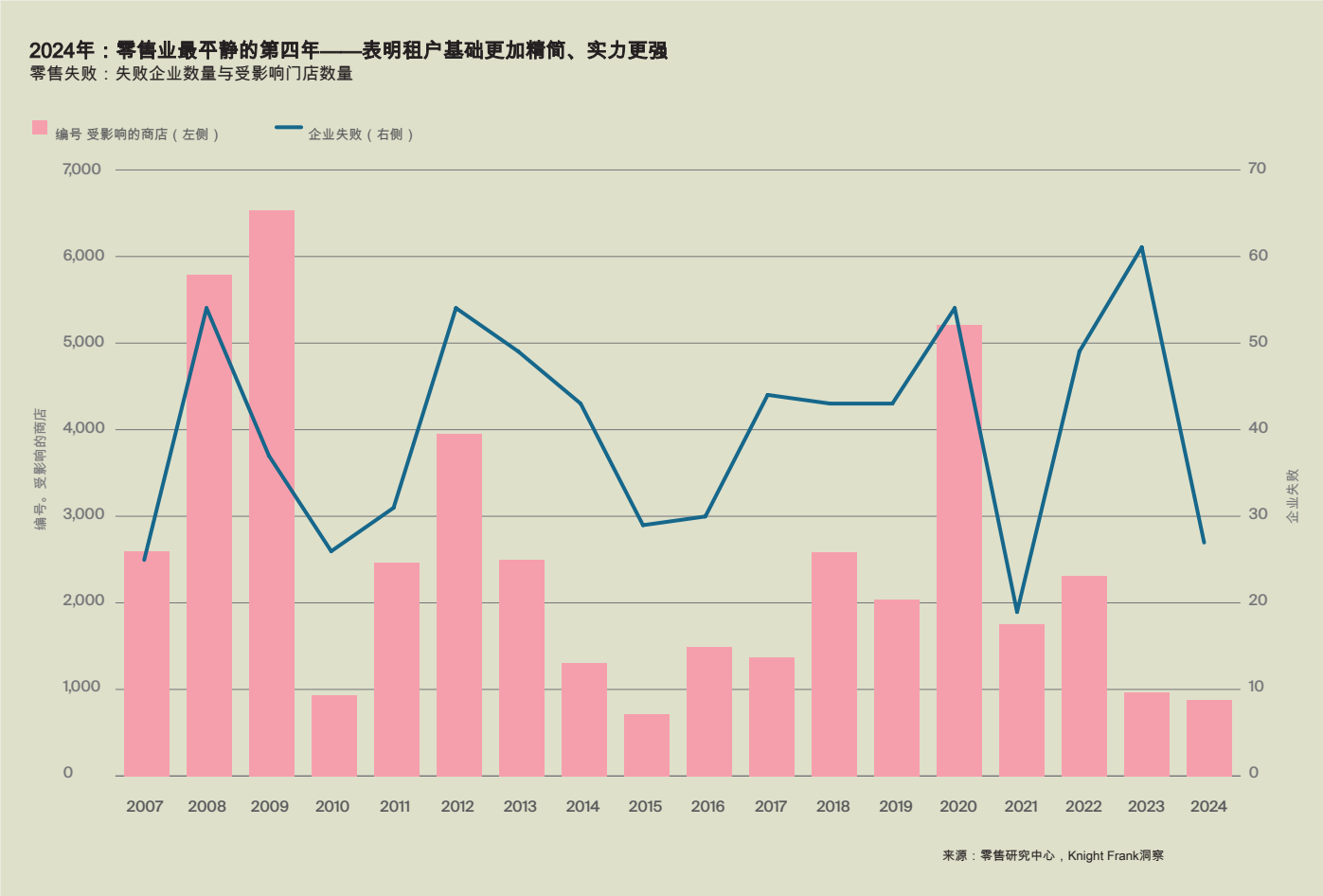
市场是由需求塑造，而非设计。商业地产行业可能将大部分时间专注于建筑，但真正的力量掌握在使用它们的人手中。零售业比任何其他行业都更痛苦地学会了这一点。

工作。不仅仅是美观，也不仅仅是租赁时间表上的一条线，而是从商业角度来看。如果它不能为使用者服务——无论是运营上、战略上还是财务上——它就不会被允许。其后果是空置和客户流失，所有这些都扰乱了现金流并损害了资产表现。

太经常地，房地产行业对事情的处理方式是倒果为因。默认模式是房东优先。长期租赁、僵化结构、以评估为依据的增长假设——尤其是在零售领域——普遍对真正的租户关系投入不足。这种关系是交易性的，而非战略性的。而最终，这被证明代价高昂。

上一个十年的调整中涌现出的零售租户基础更精简、更专注，并且可以说是比近期记忆中的任何时刻都更强。新冠疫情的洗牌清除掉了实力较弱的经营者，留下了一个更精简、更专注的群体，他们拥有更精明的策略和更契合的房产。

投资者反过来调整了他们的预期，现在零售业是



“重操旧业” 零售业，曾被视为结构挑战过大而遭到边缘化，现预计将在所有行业中实现最高的收入回报，预计2024年至2028年间每年增长5.7%，超过办公室（5.4%）和工业（4.6%）。这反映了零售业租户基础的信心重燃。投资者支持的不是该建筑——他们支持的是租户。

在整个商业领域，这一原则都适用，信心从下往上传递。如果使用者坚定不移，其他人就会跟随。

当房地产试图领先时，它会迷失方向

零售业的失误并不难发现。它们通常发生在房地产开始相信自己的宣传的时候——推出由设计野心驱动而非运营和职业匹配的开发项目。这些就是所谓的“虚荣项目”，其中许多出现在21世纪初中期

发展热潮。通常视觉效果突出，但商业上脆弱。

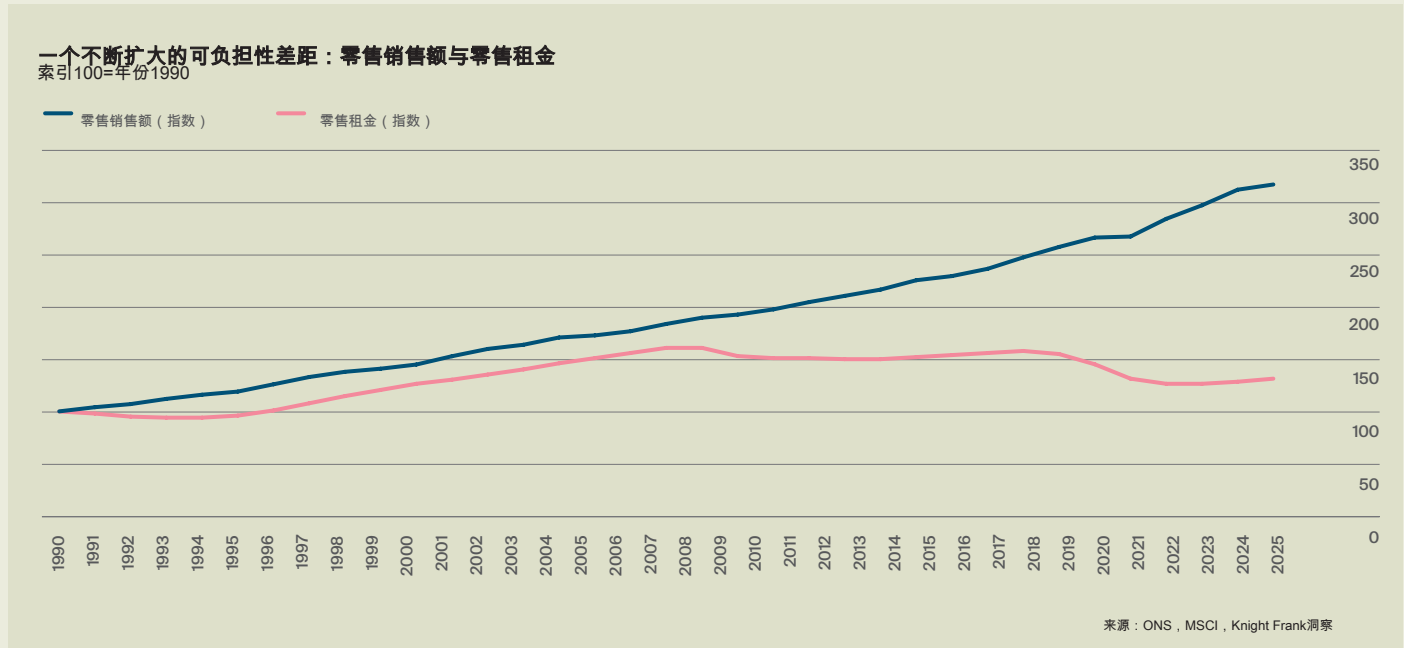
缺陷始终如一：使用者被视为次要考虑。租金设定是为了满足资金模型，而不是使用者资产负债表。规格优先考虑美观胜于运营效率。商业案例基于一个错误的假设：“如果你建了，他们就会来”。有时候他们会来，但只是暂时。有时候他们根本就不会来。

零售业的失误并不难发现。它们通常发生在房地产开始相信自己的宣传时——启动由设计雄心而非运营和职业契合度驱动的开发项目。

相比之下，最能经受住时间考验的购物中心、零售公园和主要街道项目，是通过合作方式建造的。房东和零售商一起合作，创造出与零售商实际交易方式相一致的场所。重点在于合作，而非规定。

那种想法现在开始要 过滤至办公楼区域 许多房东仍在追赶进度，而租户则深入重新评估他们需要多少空间、在哪里需要以及如何支持他们的员工。最富有远见的房东们更早地参与其中——与租户共同设计空间，理解办公室不再仅仅是工作场所，而是品牌表达的一部分、人才战略的一部分、文化资产的一部分。

一个可负担性问题
或许 零售中发现的最显著的结构性缺陷 过去几十年间，租金水平与销售额之间的日益脱节



绩效。随着头租价格攀升，租赁结构越来越依靠慷慨的激励和现金贡献。与此同时，许多承租人正面临停滞或下滑的交易环境。其结果是可负担性差距不断扩大——这在短期内被掩盖了，但从未得到妥善解决，直到数据不再支撑，承租人开始反抗。

可负担性成为首要考虑。在许多情况下，这意味着通过谈判直面挑战租赁合同，或者在某些情况下采取法律行动。更根本地，租赁模式发生了变化，以周转为基础的结构获得了关注。包含租金、服务费和费率的综合套餐提供了简单性和成本可预测性，尤其对于管理紧绷利润空间的运营商而言。

重要的是，零售商开始不再将灵活性视为一种让步，而是一种防御性资产

因此，忠诚不再被默认——它必须被赢得。这意味着要了解租户看重什么，他们愿意为什么付费，以及物理空间如何融入他们的战略优先事项。

管理。一项能够使租户盈利的租赁更有可能得以持续。一个经营状况良好的租户更有可能续租。而一个能够适应需求的资产更有可能保持价值。这些不仅仅是理论原则，而是可持续收入的基石（参见 [论文6](#) of this series）。

无论是办公室还是工业，现在都发现自己正处于一个相似的十字路口——或者如果还没有，很快就会如此。
一种更加谨慎的占有者心态正在迫使人们重新评估什么构成了价值——标题租金在某些市场上可能会继续上涨，但越来越多地通过总成本的角度来评估，其中包括服务费、运营成本、资本支出和租赁灵活性。

零售业已经明白，租金增长只有真正可以负担得起才是有意义的。如果创纪录的租金是通过过度透支租户或通过激励措施隐藏真实成本实现的，那么它们真的反映了价值，还是掩盖了风险？更好问题是，可能不是“我们能收多少钱”，而是“他们会待多久？”

服务费：成本对抗价值
这种性价比审视最清晰的一个例子或许就是服务费。在零售业中，它们曾经被动地被视为必要而承担，

如果有时不透明。但这种情况已经发生了变化，零售商现在在如何审问整体占用成本方面要远为缜密。他们想要透明度。他们想要合理性。最重要的是，他们想要价值。

A 办公室里现在也出现了类似的紧张情绪 优质方案因服务费高昂而面临压力——特别是在便利设施更像是噱头而非真正生产力工具的地方。攀岩墙、滑梯和乒乓球桌或许对某些人有所用，但如果它们不能提升运营绩效，就很难为许多人辩护。

各行各业，信息都是一致的。每一平方英尺都必须自食其力，并产生明确的投资回报，这不仅仅是在（零售销售额）收入方面，还通过效率和品牌契合。零售业早在一段时间前就达成了这一结论。现在，其余的市场正在赶上来。

不要假设忠诚——赢得它
如果零售业有明确表明的一点，那就是占用者并非被动。零售商现在更有目的地管理空间，逐个地点、逐个租约地审查组合。业绩至关重要。如果一家商店表现不佳，就会被关闭；如果一份租约不合适，就会被重新谈判。假设租户如果不满意就会坚守原地，这一前提现在已经不再成立。

很少有比马克斯与斯宾塞 (Marks & Spencer) 更能说明这一点了：削减表现不佳的店铺，同时加倍投入提供全面产品线的店铺和食品展厅。这不是特例，而是更广泛承租人心态的体现。零售业中CVAs (租户退出协议) 的兴起，尽管仍存在争议，但反映了同样的权力转移——它不仅用于削减成本，还用于重置与房东的条款，并发出明确的信息。即使面临英伦土地公司 (British Land)、M&G 以及哈默森公司 (Hammerson) 等人的挑战，法院也常常支持承租人。拉扎里诉新 Look (Lazari v New Look) 就是一个明确的典型案例：房东不再主导条款。

因此，忠诚不再是被假定——它必须被赢得。这意味着要理解租户看重什么，他们愿意为什么买单，以及物理空间如何融入他们的战略优先级。租户有

选项。而且，他们越来越频繁地使用它们。

伦敦的办公市场或许是清晰的类比。租户正在重新思考他们需要多少空间，以及他们需要交付什么。我们的2025年伦敦系列对此进行了强化：**租客将搬走，但只有当存在明确、可证明的益处时** 如果报价在成本、质量或适配性上没有改进，他们根本不会考虑。租户为了凑合平均空间或为了邮编而支付过高的价格的想法已经不再有效。审查非常严格，市场也太有竞争力了。

与需求现实远为契合。可能不存在完美的蓝图，但存在路线图。

其核心在于一个简单而持久的真理——使用者决定了市场。建筑并非孤立地创造价值。忽视使用者，数据最终会追上你。但理解他们，价值往往会随之而来。

认为租户会为了平均空间而妥协，或为了邮编而多付钱的想法已经不再成立。审查得太严格，市场也太有竞争力了。

零售路线图

零售地主与承租人之间的关系一直不容易，但它很有启发性。逐渐显现的是一个更具韧性、更具实用性的行业，

代理视图

“如果商店表现不佳，它就会离开”

大卫·莱加特 – 合伙人，国家零售机构



迫使更集中的关注成本。工资增长、社保缴费比率变化以及迫在眉睫的商业税率改革都在挤压利润空间。零售商并非全面放弃实体店，但他们正变得更具选择性，加倍重视高绩效的地点，并重新思考边缘店铺的作用。这不一定意味着广泛关闭，但确实意味着房东需要更仔细地审视每个单元的可行性。

以更长时间的租赁或与绩效挂钩的租金的形式返回。

可负担性已成为共同优先事项。对租户而言，这是关乎生存。对房东而言，这是关乎收入韧性。这种转变促使人们就服务费、租赁结构以及在某些情况下，一家商店是否仍然符合其在房产中的地位进行更开放的讨论。这在次级地点尤为明显，那里的选择更少。

“占领者掌控着局面。到了2025年，他们的行动将比以往任何时候都更加明确，妥协更少。零售商仍在交易，消费者仍在消费，但游戏规则已经改变。这不是关于营业额，而是关于利润，那些不支持利润的空间正被砍掉。”

我们看到资金流向核心门店，那些高利润、战略地位重要的门店正在进行翻新、扩建、重新定位。这并不仅仅局限于明显的“黄金地段”。但随着资金紧张，这些计划越来越多地附带条件：房东需要投入自己的资金。在多年削减奖励之后，房东们被要求更加投入，尤其是在有明确

总体趋势并非撤退，而是精炼。对表现不佳的容忍度很低，忠诚度的假设也已消失。占据者正就哪些空间留存、哪些空间淘汰做出刻意且 Often 残酷的决策。对房东而言，信息明确：如果你不能帮助推动绩效，你就是在拖后腿。”

真正的压力不是在顶线，而是在其下方。当前的运营环境是

零售复兴2025

第5课：更大=更好（可能），相关=

相关性追求。

最佳（绝对）

作者：史蒂芬·斯普林厄姆——合伙人，零售洞察主管 / 艾玛·巴恩斯台布——助理，零售洞察

3 关键点：

- 在大型/主要指数中存在一定优势——但这并不能完全抵御市场力量的影响，最大并不意味着最好。
- 躲在陈词滥调和公认的术语后面是危险的——泛化很少能公正地反映市场的复杂性。
- 了解特定资产至关重要——相关性高于一切。一点不错。

“一次前往主要目的地的航班”。哈欠。房地产中最常被滥用的短语之一，是最陈腐的陈词滥调，我敢说，你几乎会在每一篇关于办公室的报告中找到它。实际上，它是“最大/最新/最闪亮/最好就是最好的”这种懒惰的简称。

就公平而言，零售业也可能有这方面的过错，但现在可能不如一个周期前那么严重。零售市场被迫经历的自我提升之旅，让许多所谓的房产真理受到了质疑。头等舱真的总是至高无上吗？最大就一定最好吗？

规模中的某些优势

理论中一定仍然有一点真实的成分。如果并非完全，规模确实至少提供了一些抵御市场力量和挑战的保护。

在三个核心零售子部门——购物中心、零售仓库和主要街道上都说得通。

最顶级的购物中心是14个区域购物中心（例如两个Westfield项目、Bluewater、Trafford Centre、Merry Hill等），再加上英国最大城市中的卓越项目（例如伯明翰的Bullring、曼彻斯特的Arndale、爱丁堡的St James Quarter等）。虽然它们并非完全免疫于零售业的普遍挑战，但它们比许多规模较小的同类项目经受住了风雨。它们仍然享有强劲的租户需求，并保持着巨大的消费者吸引力，虽然它们的价值也进行了重新定位，但仍然 commanding 显著的投资溢价（收益率约为7.00% - 7.50%）。最重要的是，它们是，也将永远是购物中心，完全孕育于整个 repurposing 辩论之中。

在零售仓储方面也是如此，最大的购物中心（例如福赛公园、卡斯特波因特、福特金纳瑞德、格拉斯哥福特、新梅西等）持续享受着强大的目的地吸引力和强劲的租户需求所带来的良性循环。租金相应较高（福赛公园105英镑/平方英尺，卡斯特波因特62.50英镑/平方英尺，福特金纳瑞德、格拉斯哥福特、新梅西均为55英镑/平方英尺），但保持可持续性，投资回报率处于高端（5.25% - 5.50%）。它们无疑仍然是“同类中的佼佼者”。

伦敦市中心——永恒的局外人

在高街上情况稍显微妙——而且这正是在

“零售市场被迫经历的自我提升之旅，使许多所谓的房产真理受到了质疑。头等舱真的总是至高无上，最大就一定最好吗？”

一些粗略的、笼统的关于优质资产的定义开始显得捉襟见肘。伦敦核心区属于独立类别，是一个独特的市场，值得单独划分。尽管进行了基准调整，租金和价格显然远高于其他市场，这是由对标杆性资产的需求支撑的。西区旗舰店不一定遵循“普通”零售店相同的损益指标，需求往往更随性，更多的是想要做出声势，而不仅仅是赚钱。

远离伦敦市中心，很难进行概括。大城市凭借其规模确实能带来高客流量和高潜在消费，但这就能保证零售商在那里能赚钱吗？这种假设是危险的，尤其是在考虑到众多可选择的场地和可变的租赁租金等无数变数的情况下。高销售额潜力往往伴随着高运营成本，这会极大地侵蚀盈利能力。正所谓，销售额是虚荣，利润才是理智。

尺寸等于力量吗？按零售中心类型划分的空置率

零售中心类型	零售中心数量	平均空置率 (%)
区域购物中心	14	14.1%
主要城市	9	18.2%
区域中心	25	16.1%
亚区域韧性城镇	29	13.6%
次区域薄弱城镇	37	20.9%
平均韧性城市	29	16.2%
平均弱区	72	22.7%
小镇	72	16.8%
较小的伦敦中心	22	10.5%

来源：PMA，LDC，Knight Frank洞察

平衡这个难题是零售业的一大挑战。这也让“主要”定义的限制变得十分突出。“摊位”只是因为主要城市就“主要”吗？一个小城镇在定义上不能有任何“主要”库存吗？一个二级/三级摊位在一个“主要”中心，会比一个二级中心的“主要”摊位更“主要”吗？这就是“涌向主要区域”这个说法不再只是懒惰或值得怀疑——而是完全无意义的地方。

相同的下行风险也适用于区域购物中心。根据LDC的数据，所有14个项目的平均空置率是14.1%。但Metrocentre（23.9%）、Lakeside（19.3%）以及或许更令人惊讶的Westfield London（24.0%）都显著超过了这一数字。面积超过200万平方英尺，很难说Metrocentre尤其没有过度布局。

负面的另一面

更大可以是最好的，但这并不总是必然的情况。较大的中心也带有主要的固有风险，关键的有供过于求和租金过高。供过于求是在“变化的价格”研究报告。由此可见，中心越大，过度的楼层空间风险就越大。这一点有实证证据支持，其中九个“主要城市”（由PMA确定）的平均空置率（18.2%）高于“区域中心”（16.1%）和“小城镇”（16.8%）。三个主要城市的空置率超过20%（利兹20.8%，纽卡斯尔22.3%，卡迪夫23.0%）。在供应大量非优质资产的优质中心，误差范围非常大。

同样地，关于运营成本。头版主要区域都是每平方英尺300英镑及以上的价格，在Bluewater、Meadowhall和Trafford Centre，以及西场两个项目的每平方英尺350英镑/400英镑及以上。再加上高额的服务费和高企的商业税率，零售商实际上在区域购物中心稀有的“主要”空间中赚钱可能很困难。也许并非违反测量法的字面意思超租，但在许多零售商的承受能力方面却负担沉重。最重要的是，假设这些是大多数零售商的“最佳”店址是非常危险的——正如我们所建立的，也正如我们所建立的。 论文4， 占领者就是王。

租金是衡量恢复力的有用指标。但再次，证据完全不具有结论性。比较黄金地段300个PMA中心在新冠疫情前（2019年）与当前水平，只有12个没有倒退。

在这些人中，只有爱丁堡可以声称是“主要”中心。相比之下，韧性谱的另一方则有伯明翰和纽卡斯尔等大城市，以及其他主要目的地，如克罗伊登、金斯顿、雷丁和南安普敦。

同样，伦敦的界限提供防御？奇西克和克拉珀姆 junction 的案例完全与布里克斯顿、里士满、伊斯灵顿和卡姆登镇的案例相矛盾。与此同时，像希丁、佩斯利、布列丁顿、雷丁和斯坦福这样的地方几乎不符合任何人的“顶级”标准，但在租金方面，它们已被证明是英国最有弹性的中心之一。

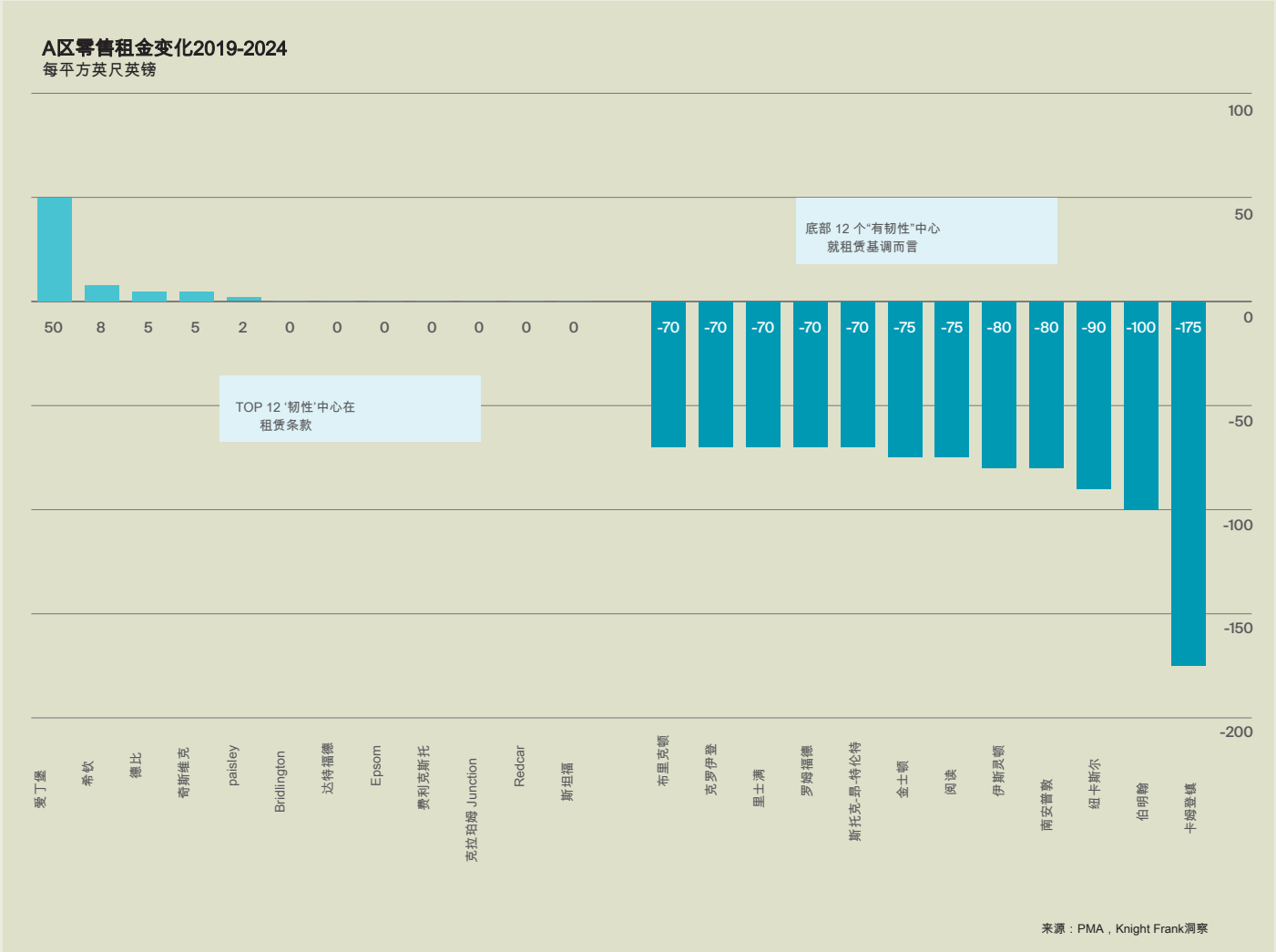
不充分的结论远不能及——这完美地说明了许多概括的局限性。

为“次级”辩护

‘flight to prime’是否完全排除了小中心？当然不是，恰恰相反，许多状况不佳、人口结构面临挑战的中心实际上表现非常出色。它们可能不像‘prime’中心那样表现突出，但它们满足了所有最关键的需求——它们符合其服务区域的需求。

这或许并非极度理想化，但它注重实用性和便利性。较少高端时尚，更多日常需求（食物、健康与美容等）。整体人流量较低，但频次更高/更规律，可支配收入较低，但消费倾向更高，职业成本较低，零售租户的购买力更高——与备受推崇的“核心”商圈截然相反。

“过度供应是我们在对‘变革代价’研究报告中发现的关键零售结构性缺陷之一。由此推断，中心规模越大，过多的楼层面积风险就越大。”



所以，大、小或中等——什么最好？经验告诉我们，这个问题的答案总是“完全取决于”。

存在一种过度两极化零售的倾向——即所谓的“主要目的地中心”和“基于便利性的粗糙钻石”，但这又是一种危险的重大简化，因为它假设所有处于中间地带的都被挤压——而这可能是市场最大的部分。许多中间地带的城镇和中心可能

确实面临着巨大的挑战，并且处于多年忽视的最严峻阶段。但许多并非如此，将所有人都用同一标准来评判将是极其错误的。

所以，大、小或中等——什么最好？经验告诉我们，对这个问题的答案永远都是“完全取决于”。这个“完全取决于”绝不能被理解为推诿或“我不知道”，它是对那些无法公正地体现理解和衡量零售绩效复杂性的便利性笼统的局限性的承认。“完全取决于”认识到了理解和能够评估特定资产的重要性，特别是它与其服务的受众的需求和愿望相符合的程度。

“体验式”的局限性

“体验式”已经成为零售业中的一个热门词汇，其推论是只有“体验式”零售才能以任何方式繁荣。问题是，“体验式”是一个非常模糊的术语，无法给出任何具体的定义。普遍的假设是，“体验式”必须包括高科技零售店和涵盖餐饮在内的多方面休闲提议，以及大量具有竞争性和社交性的刺激活动。在合适的位置这样做很好，但它不是万能药，也不是每个零售中心的前提条件。

存在比“体验”好得多的衡量标准。可能不那么诗意，但“还算不错”是个不错的起点。现实是，许多城镇和零售目的地遭受了

多年来的慢性忽视和投资不足（同样，请参阅我们的“价格变动”报告）而这如今已自食恶果。值得庆幸的是，许多人现在正看到这种投资不足的问题得到解决，但与此同时，许多人并没有。投资可以有多种形式，但未必需要延伸到接近“体验式”的程度。将“还算不错”读作“维护良好”或仅仅“得到了投资”，而不是一定所有方面都完美。

相关性的相关性

但是“相关”是所有尺度中最好的。是的，“相关”是一个笼统且模糊的术语，但它比“体验”更恰当和有意义。“相关”是包罗万象的，同时也是无神论者。“相关性”将意味着非常

不同的事情对不同中心和资产类型——一个区域购物中心要成为“相关”的要求，将非常不同于一所小型的社区中心。

尽管这些细微差别在变化，但零售中的“相关性”确实包含某些共同点。正如之前所暗示的，“相关性”的标志是满足并超越中心或资产所服务的周边地区和受众的需求和期望。其中隐含的是要实现吸引和培育合适的租户组合的良性循环，从而吸引这部分受众前来消费。租户满意，愿意并有能力支付合理的租金。这背后是由一个滚动投资计划所支撑，以保持运转并实现渐进式变革。

可能出现在大型资产或小型资产中，或者同样存在于两者之间。“一条相关性之旅”可能不会像“一条主要性之旅”或“一条高质量之旅”那样脱口而出。但寻求“相关性”已经彻底重新定义了零售市场，使其远离了更成熟的热词。

其他房产领域也应注意...

“最大不一定最好。“相关性”才是最好的。而“相关性”可能存在于大的或小的资产中，或者同样存在于两者之间。”

最大不一定最好。“相关性”才是最好的。而“相关性”

代理视图

“Prime很有吸引力，但并非唯一选择”

伦德·威尔 – 伙伴，零售资本市场



坚持自己所熟知的还是仅仅随大流？也许很容易理解为什么许多投资者在不确定时期涌向“优质”资产，但是就此划清界限，排除对其他同等相关的资产的投资，也许会是天真幼稚的。

通常规模较大、主导性强且能从最广泛的集水区获取资源，这些优质资产往往是多功能混合的一部分。所有者已投资于开发其资产内的特色区域，现在休闲、活动、社交、餐饮和零售已成为必要

占据混合部分 — 有时与生活和工作空间用途一起。

话虽如此，但在核心领域获得投资是极具挑战性的。这些机会中，很少有人有机会公开。少数购物中心股权已被出售（但都是50%或以下的持股），而在往年的交易中则完全没有。在少数情况下，核心投资的少数股权进入市场时，已被现有股东迅速收购。这清楚地表明，所有者相信这些资产的未来，并不愿意以今天的折价市场价格放手。

我们预计未来几年将逆此趋势的一个例外是前Intu组合的资产——其中像Lakeside、曼彻斯特阿德莱德和德比都将被视为“一级”超区域中心。但新冠疫情过后出现的困境时期

在我们身后。所有这些中心都进行了再投资，调整以适应现代需求并进行了重组。如果他们的所有者在决定退出时，他们会寻求溢价价格。

随着许多投资者进行他们的首次零售收购（以及可能首次英国收购），他们关注“最好中的最好”并不令人惊讶。但随着对如何运作和管理优质资产有了更清晰的理解，一些人开始涉足市场的其他领域：瞄准收益、目的，或是一些太好的机会不容错过。

更小、更注重便利性的投资——尤其是以食品为支撑的资产——有其存在的价值。随着供应更加充足和持续提高的收益率，我们预计买家在这里也将保持活跃。如果它们确实相关，那么“好东西往往也小”这句话或许是真的。”

零售复兴2025

第六课：向我展示

收入回报——被低估但不应被低估。

收入

作者： 史蒂芬·斯普林厄姆——合伙人，零售洞察主管 / 艾玛·巴恩斯·台布尔——助理，零售洞察

3 关键点：

- 切勿低估收益回报的重要性——无论风暴多么猛烈，稳定的收入来源都至关重要。
- 收入必须得到保护，不能想当然——它是被保障的，但仅在某些条件下。
- 收入易受结构性变化的影响——为保护它，房东必须认识到更广泛的市场力量并相应行事。

租赁增长。资本增值。高总回报。收益率收窄。毋庸置疑，这些无疑是几乎任何房东或投资者愿望清单上的首选。收入回报？某种意义上是次要考虑，与其他指标关系疏远——但绝非差劲。

收入——是骰子还是国王？

实际上有一种观点认为收入就是王者，收入回报凌驾于一切之上。一些投资者和房地产投资信托基金（例如伦敦指标公司）对此毫不掩饰，这更是他们投资策略的核心支柱。而且，在当前（以及我不得不承认的未来的）全球地缘政治动荡和经济脆弱性中，这种宣扬收入的观点可能会吸引更多成员和追随者。

将收益置于优先地位可能看似与其他上述的房地产绩效指标相比有些极端。但它实际上是所有事情中最根本的东西，是赚钱房地产的基本前提。房东拥有一栋建筑，他们把它租给一个支付租金的租户。协议时间越长，这个收入来源就越固定和稳定。简单得令人难以置信。

零售和收入 -

惊人的同床异梦？

收入历来一直是零售市场的一大优势。早在过去，零售业在投资方面有很多手段，在很多情况下，就是本文开头概述的所有愿望清单元素。但显然，自2000年代末以来，零售市场经历了巨大的磨难，这是外部力量（全球金融危机和新冠疫情）和深层结构性变化的毒性组合造成的。租金和资本价值重置（以及一些），收益率放宽（以及更多）。但零售收入保持稳定，在好几年里，这是零售业在谚语般的投资弓上留下的最后一根弦。

为什么零售业一直能带来如此稳健的收入回报？这个问题历史上比后来更容易回答。历史上，它实际上更多归因于现在看来非常不合时宜的因素——只有向上调整的长期租赁。所有渠道（商业街、购物中心、零售仓储）的零售租赁通常为25年，租金要么受公开市场审查，要么与RPI/CPI挂钩。无论哪种方式，它们都不会下降。只要那个承租人没有破产，收入回报就是有保障的。

零售物业市场自那以后发生了变化——暗地里说，但可以说是在好转。

零售物业市场自那以后发生了变化——私下说说，但可以说是有所改善。租赁期限已显著缩短，而且比以前有更大的灵活性，而且一般来说，一切对租户都更加有利。如今，大多数购物中心租赁期限最长为10年，而且更可能是5年，并写入了多个中止条款。收入不如过去那样有保障和稳定。

尽管如此，零售收入回报并没有崩溃，尽管市场在过去十年/15年中经历了所有磨难。简单的说，许多零售租户仍然原地经营并继续支付租金。是的，空置率确实上升了，当然，由于许多有据可查的零售商CVA（公司自愿安排）和管理，出现了大量的租户流失。但令人惊讶的是，大量被空置的空间实际上被其他租户重新吸收，以某种方式，收入得到了保留。

在25年租约和只涨不降的租金审查的“轻松时代”，如今保护零售收入是一项艰巨得多的任务。但在零售业走向复兴的旅程中，这是一条痛苦的教训。如本系列其他论文所述，自满和投资不足是惰性的罪行，房地产必须

零售收入回报——稳定且仍有竞争力					
按行业划分的历史收入回报率（%）					
板块	自 入股 (1981)	10年 平均值	5年 平均值	2 年	2024
所有办公室	5.9	4.1	4.1	4.5	4.7
所有工业	7.2	4.5	4.1	4.1	4.5
所有零售	5.7	5.2	5.5	5.7	5.8
零售仓库	6.6	6.1	6.4	6.3	6.3
购物中心	5.9	5.4	6.1	6.6	6.5
标准商店	5.3	4.1	4.2	4.3	4.4
超市	6.3	5.4	5.6	6.3	6.4
来源：MSCI，Knight Frank洞察					

始终处于主动地位，不断发展的租赁必然还会更长
与其职业市场。并且要明确10年以上，可能是20年以上。

主动的和被动的。

在各个零售物业子行业中仍然存在一定层次，至少差异并不悬殊。在最长时间段（自1981年MSCI/IPD成立以来），所有零售物业均提供了平均每年5.7%的收益回报。零售仓储（6.6%）和购物中心（6.5%）回报略高，而街道商店则提供略低的收益回报（5.3%）。

在我们探索的 食品店：一场喂食狂暴的报告 的原因很简单：商店对所有超市运营商都至关重要，他们致力于持续的占领。不是任何代价，而是进行防御和钉住以维持。

尽管预测数字可能非常微弱地较低，但收入的风险远低于其他零售行业，承诺像超市一样稳健、低风险、长期收入。目前市场上可能对莫里森和阿斯达的契约存在一些担忧——即使是有根据的。

（尽管我们不相信这是真的），它们作为运行中的食品店的持续状态是毋庸置疑的，即使被竞争对手占据。

结构变化——伟大的平抑者

复合收益的优势与伦敦度量衡公司创始人兼首席执行官安德鲁·琼斯形成了一种回响：“我们是一家专注于结构性支持领域、拥有优质资产且租户满意度高的主题性三重净收入投资者。物流仍然是我们对加速租金增长的坚定看好，特别是城市物流，随着我们从非核心和增长类资产出售中再投资收益，该权重预计将实质性增加，自年底以来已有约1.8亿英镑已经售出或正在洽谈中。”

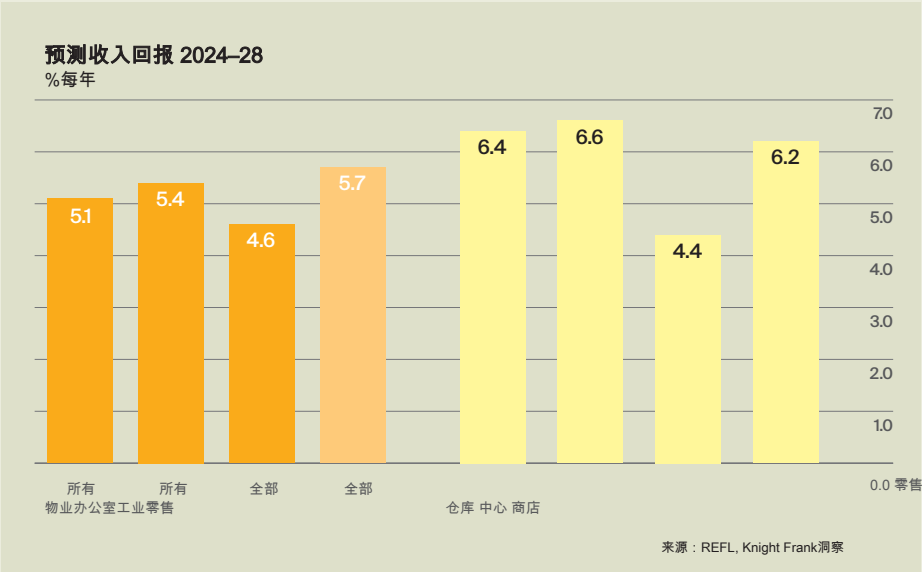
“结构支撑领域”是关键所在。在伦敦度量标准看来，购物中心和高街商店是“受挑战领域”，因此不受其投资范围。零售仓储和超市更“结构支撑”，因此符合其投资标准，优先。但正如文中所述，论文1更倾向于结构性进攻调整是他们要拼尽全力战斗力量，可以以任何形式打击任何行业。最重要的是，这再次突出了持续的需求

波涛汹涌中的稳定性

不确定性

近年来出现轻微逆转，预计未来五年将延续这一趋势。考虑到其持续结构性变化的更大敞口，购物中心在过去两年实现了最强的年度收入回报（6.6%），高于写字楼（4.5%）和工业地产（4.1%），我们预计这一数字将在未来五年内得以维持。

购物中心五年预测收入回报率（6.6%）略高于零售仓储（6.4%）和超市（6.2%）。然而，这些子行业之间存在明显的差异。零售仓储的租赁期限通常会比购物中心更长。在超市中，新的



纵观全局，认识到潜在的架构变化，并相应地制定策略。

如前所述，显著的收入增长很可能是当前及未来地缘政治和经济动荡的副产品。在一片不确定性的海洋中寻求一丝保障。鉴于当前的10年期政府债券收益率（截至2025年5月22日）为4.75%，6%+的平均收入回报率当然颇具吸引力。随着股票市场的波动性加剧，英国商业地产作为防御性、能产生收入的资产类别脱颖而出——历史被视为全球投资者的避风港。而零售业是

能够像其他使用类别一样骄傲地举起手。

最终思考

这一洞察系列中的最后一篇，收入的重要性将与其他许多洞察文件紧密联系在一起。强劲的收入回报绝非唾手可得。任何结构性变化的威胁都必须首先被理解，然后在最坏的情况下被 neutralised，在最好的情况下被 embraced。潜在的过度供给和过时风险必须被积极主动地解决和管理。规模提供了一些抵御风暴的保护，但压倒一切的目标必须是相关性，无论那是什么。

在任何特定位置或环境下都可能意味着。保持合适的投资水平至关重要，绝不能有丝毫松懈。使用者是关键，毕竟是他们提供了收入。而满意的租户能带来良好的收入。

零售业早已身经百战，历尽沧桑。这是一段漫长而痛苦的旅程，但我们已走过大半，正迈向救赎之路。不幸的是，这条路永无止境，这也是我们在过程中不得不吸取的又一项痛苦教训。尽管如此，其他地产行业最好能听听零售业用苦心换来的经验教训。

预知风险，方能防患未然。

代理视图

“投资者加大长期收益押注”

丹·塞尔夫泰因 – 合伙人，零售资本市场



从投资角度来看，富有弹性、长期稳定的收入仍然是核心与核心+投资者的主要关注点——考虑到当前的经济背景，这一点日益明显。地方当局养老金继续主导核心市场，倾向于专注于主导零售公园，通常由食品或DIY运营商作为承租人，是稳定且强劲收入的保证。

尽管许多零售商的标准立场是5年租赁期，但我们看到了像B&Q这样的主要核心租户提供更少见的15年不间断期限的增长。零售商选择更长的而不是更短的期限，谁曾想过呢？但净结果是来自房东的核心租户的长期稳定收入。在一个像B&Q这样的品牌有不少店铺因重新开发而关闭或被

其他零售商，如家乐福或利德（针对业主自用），再加上合适的替代选择严重缺乏（由于空置率低和开发的新库存有限），这些长期租约使承租人能够“保护”他们最好的经营店铺。对零售商而言是一次防御性胜利，对房东而言是一次收入胜利。

前往长期收益的投资，或许最能以法国SCPI基金为例，它们目前是零售仓储市场中最为活跃的核心+买家。与Realty Income类似，SCPI基金向投资者支付月度分红。因此，获取长期收益（同时提供收益率）是投资的一个绝对必要标准。

那么，零售业真的回归“保证金”和“保险租赁”的旧日时光了吗？曾经这仅仅是邦德街和牛津街的专属领域（这些象征性的位置，零售商们必须入驻，并且愿意为此支付高昂的特权费用）？在某些情况下是的，但显然并非普遍如此。这些核心买家将专注于最好的、最安全的收入机会（我们听说过零售商们竞争入驻最佳公园的故事）。

但其他更偏好冒险的投资者，在零售子领域确实仍存在机会。信不信由你，仍然有职业缺陷的零售公园，这将需要主动的资产管理（和资本支出）来纠正。正是在这些例子中，更具机会主义的买家可以与众不同，利用更积极的企业计划和更短期的收入概况。

同样地，对于愿意接受更细粒度、更积极的投资策略的开明买家而言，购物中心行业也显示出最近的韧性。历史上较低的租金、减少的商业税义务以及更关注运营成本为市中心环境中的零售商创造了积极的动态。这里的空置率也在降低，房东终于有了替代现有租户的选择（即使他们极不可能在盈利的商店行使腾退选项）。

与此同时，我们预计寻求零售业敞口的风险较低资本将找到其归宿——在极具弹性的零售仓库和食品店投资市场。

我们喜欢问题，如果你对我们的研究有任何疑问，或者想获得一些属性建议，我们很乐意收到你的来信。



斯蒂芬·斯普林哈姆
合作伙伴，英国市场洞察负责人 stephen.springham@knightfrank.com



埃玛·巴恩斯台布尔
合伙人，商业洞察力 emma.barnstable@knightfrank.com



查理·巴克
合作伙伴，资本市场负责人 charlie.barke@knightfrank.com



Lund Will
合作伙伴，城内零售资本市场负责人 will.lund@knightfrank.com



dom walton
伙伴，外出零售及休闲资本市场负责人 dom.walton@knightfrank.com



大卫·威利斯
合作伙伴，购物中心资本市场 david.willis@knightfrank.com



罗斯·尼德汉姆
合作伙伴，购物中心资本市场 ross.needham@knightfrank.com



阿拉斯泰尔·伯德
合伙人，高街资本市场 alastair.bird@knightfrank.com



山姆·沃特沃斯
伙伴，高街资本市场 sam.waterworth@knightfrank.com



丹·塞尔夫廷
合作伙伴，零售仓储及休闲资本市场 dan.serfontein@knightfrank.com



弗雷德利·麦克科勒
伙伴，市外零售及休闲资本市场 fred.die.maccoll@knightfrank.com



大卫·莱加特
合作伙伴，国家零售代理 dave.legat@knightfrank.com