

房地产行业深度报告

日本不动产有望迎来主升浪

增持（维持）

2024年04月15日

投资要点

■ **日本不动产价格已步入上升通道。**对日本地产众所周知的是“失去的二十年”，但众所不知的是日本首都圈的新屋平均成交价格从2013年开始持续上涨，并在2021年突破了90年代的高点。日本三大都市圈的不动产价格早已步入上升通道。但日本不动产价格的回升存在明显的分化，体现在三大都市圈与非都市圈地区的分化、三大都市圈间的分化和东京都市圈内部显分化，这种分化是符合城市化进程和人口集聚情况的。东京都市圈过去10年的平均房价上升了75.9%，其中都区部累计涨幅实现翻番，年化涨幅7.2%，非核心区的埼玉县和千叶县年化涨幅亦有4.1%和4.0%，均跑赢日本的CPI。

■ **日本不动产价格回升，既是人口的聚集的结果，更是资本聚集的结果。**首先，海外资金在边际上推动成交的恢复。海外资金进入的原因有二：一是日本几乎不对海外购房人购置不动产设置限制条件，仅在首付比例和贷款政策上与本国国民略有区分。二是非常有吸引力的租金回报率。其次，持续宽松的宏观政策推动资产价格上涨。“安倍经济学”促使利率一路下降，至2016年进入负利率时代。低利率对应更低的借贷成本，同时也使固收类产品收益下降，凸显不动产更优的投资回报率。再次，人口的持续聚集带来稳定需求。1974年后人口加速向东京都市圈聚集，总人口占比上升至29.5%，人口聚集对冲了老龄化的影响，维持东京都稳定的成交量。最后，不动产金融属性的恢复，促使本国居民参与购买。2000年后日本职员薪酬增长停滞，但同期房价开始恢复上涨，开始让新一代日本国民重新思考不动产在其资产负债表中的定位。日本国民开始认识到不动产除了作为消费品可以居住之外，还可以作为一种投资品并产生稳定的投资收益，因此开始参与不动产置业。

■ **日本不动产价格即将进入快速泡沫化的进程。**首先，宏观政策转向不会一蹴而就，低利率环境仍将持续。虽然日本取消了YCC，但本次调整的主要是政策利率账户的短端利率且幅度很小，同时日本央行还会继续购买长债，保持QE。其次，并未经历过上轮地产危机的年轻平成一代逐渐成为主力置业人群，叠加越来越高的女性劳动参与率，未来在面对开始增长的收入以及上涨速度更快的房价时，一定会在低成本的杠杆资金帮助下提高对不动产的投资力度。最后，日本政府在通过核心区域的超级综合体的改造更新维持顶豪高端项目的供给，形成价格锚定效应，也会在一定程度上推动房价的进一步上升。

■ **总结。**综上所述，短期不会改变的低利率环境、工资上涨和不动产价格上升的通胀螺旋逐步形成，同时对购置不动产持更开放态度的年轻平成一代成为主力置业人口，再叠加持续且体量可观的海外投资资金，我们能得出一个比较明确的结论：日本东京都市圈的房价可能已进入快速上涨通道，将有望再次泡沫化。

■ **风险提示：**货币政策超预期；人口聚集不及预期；海外资金流入放缓。

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

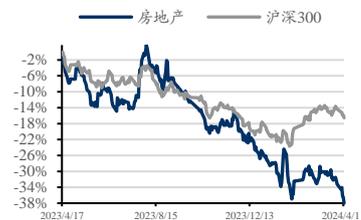
yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 陈梦

执业证书：S0600122090071

chenm@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《新房二手房成交环比下降，多地推行房产“以旧换新”政策》

2024-04-09

《新房二手房成交环比持续增长，北京放松离异购房政策》

2024-04-01

内容目录

1. 日本不动产价格已步入上升通道	4
2. 日本不动产价格回升，既是人口的聚集的结果，更是资本聚集的结果	6
2.1. 海外资金在边际上推动成交的恢复	6
2.2. 宏观政策的持续宽松，终将推动资产价格的上涨	7
2.3. 人口的持续聚集带来稳定需求	9
2.4. 不动产金融属性的恢复，促使本国居民参与购买	10
3. 日本不动产价格即将进入快速泡沫化的进程	11
3.1. 宏观政策转向不会一蹴而就，低利率环境仍将持续	11
3.2. 平成一代成主力置业人群，带动本国国民置业恢复	13
3.3. 上行周期中，高端项目的价格锚定效应	14
4. 总结	15
5. 风险提示	15

图表目录

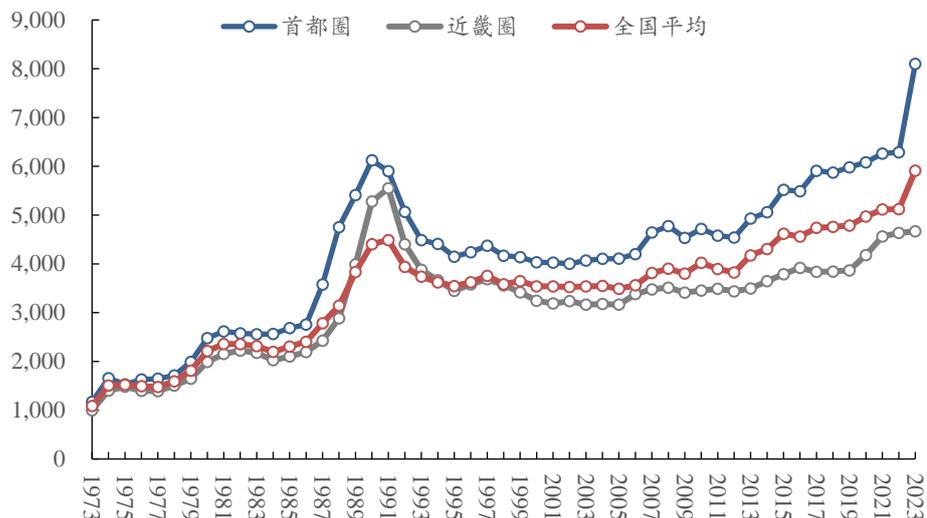
图 1:	首都圈新房平均成交价格已创新高 (单位: 万日元)	4
图 2:	日本不同地区公寓价格指数 (2013 年=100), 东京都市圈一枝独秀	5
图 3:	东京都市圈各地区新建公寓单价涨幅情况 (单位: 万日元/平)	5
图 4:	首都圈成屋成交量逐级而上	6
图 5:	东京 23 区租金回报率情况	7
图 6:	日本主要银行长期贷款利率	8
图 7:	日本住房贷款数量	8
图 8:	日本房地产收益回报相对稳定	8
图 9:	日本 J-REITs 规模	9
图 10:	日本地产主要交易量 (投资者类型划分)	9
图 11:	日本三大都市圈人口变化情况	9
图 12:	2000-2023 年日本全职劳动者月平均收入变化情况	10
图 13:	日本 CPI 同比	11
图 14:	日本 10 年国债收益率与隔夜拆借利率	11
图 15:	日本央行购债情况	12
图 16:	日本“春斗”涨薪目标和结果	12
图 17:	东京都市圈及全国主力置业人口占比情况	13
图 18:	1991-2023 年日本女性劳动参与率情况	14

1. 日本不动产价格已步入上升通道

我国房地产行业自 2021 年开始进入调整周期，销售、投资、新开工等核心指标均已经历大幅度的调整，引发市场的忧虑，研究人员和从业人员纷纷开始向外探寻可供借鉴的解决路径，而我们的东亚邻居日本就是一个非常有价值的研究样本。根据我们的研究及实地走访，得出了一个比较明确的结论——日本不动产价格在经历了多年的修复后，即将进入快速泡沫化的进程。

对于日本地产，众所周知的是“失去的二十年”，但众所不知的是日本首都圈的新屋平均成交价格从 2013 年开始持续上涨，并在 2021 年突破了 90 年代的高点，而后的 2022 和 2023 年持续突破新高，可以说日本（尤其是三大都市圈）的不动产价格早已步入上升通道。

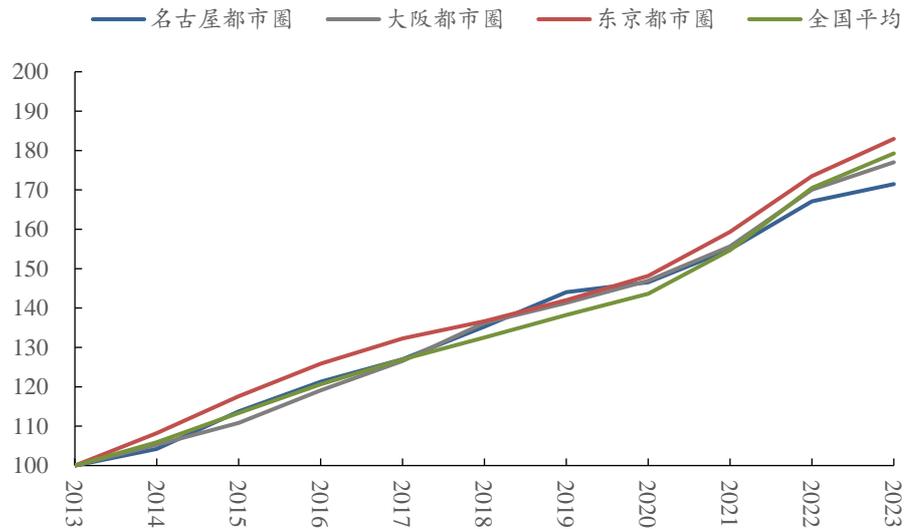
图1：首都圈新房平均成交价格已创新高（单位：万日元）



数据来源：日本不动产经济研究所，东吴证券研究所

但需要说明的是，日本不动产价格的回升存在明显的分化。第一层分化是三大都市圈与非都市圈地区的分化。第二层分化是三大都市圈间开始出现明显的分化，东京都市圈一枝独秀，这与日本的城市化进程及人口迁徙情况是一致的。第三层分化是东京都市圈内部亦出现明显分化，首都核心区都区部房价涨幅明显远高于都下区、神奈川县、埼玉县和千叶县等非首都核心区。

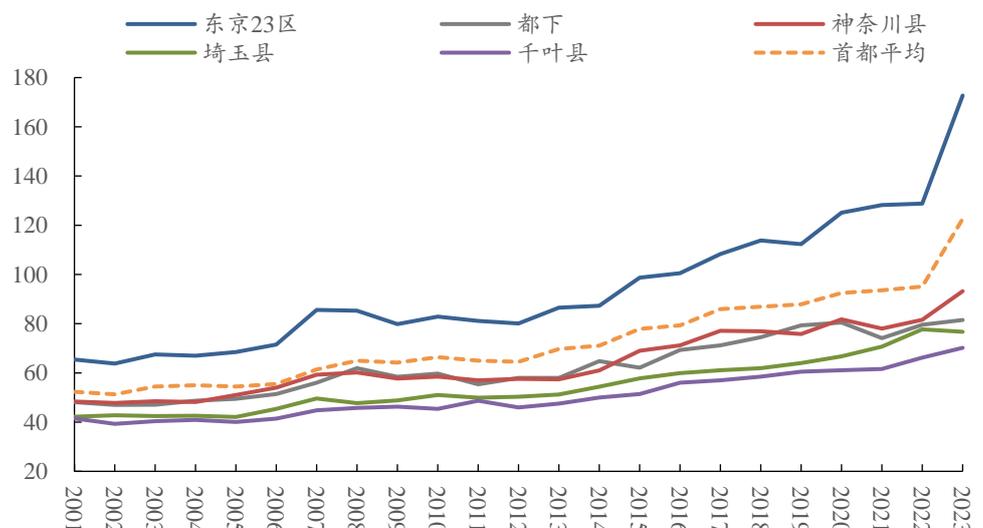
图2: 日本不同地区公寓价格指数 (2013年=100), 东京都市圈一枝独秀



数据来源: 日本不动产经济研究所, 东吴证券研究所

具体来看东京都市圈的房价变化, 若以 2013 年为起点, 过去的 10 年间, 首都圈的平均房价上升了 75.9%, 年化涨幅为 5.8%。其中涨幅最大的都区部累计涨幅 99.7%, 年化涨幅为 7.2%; 而神奈川县累计涨幅和年化涨幅则分别只有 62.4%和 5.0%。这是一个非常典型的都市圈形态对应的房价涨幅, 核心区由于供给的相对稀缺, 房价涨幅通常会远高于外围区域, 但即使是更外围的埼玉县和千叶县, 在过去 10 年的房价年化涨幅亦有 4.1%和 4.0%, 均跑赢日本的 CPI。

图3: 东京都市圈各地区新建公寓单价涨幅情况 (单位: 万日元/平)



数据来源: 日本不动产经济研究所, 东吴证券研究所

2. 日本不动产价格回升，既是人口的聚集的结果，更是资本聚集的结果

2.1. 海外资金在边际上推动成交的恢复

不可否认的是，90年代地产泡沫破裂给那代日本国民带来的冲击是刻骨铭心且持续的，居民部门资产负债表严重受损甚至出现大批资不抵债的情况，虽然日本政府之后实施了异常宽松的货币和财政政策，但仍无法抵挡企业部门和居民部门的持续缩表。因此，在所谓的“失去的二十年”阶段，日本本国国民并不是推动不动产成交恢复的主要交易者，相反一批以新加坡和欧美为代表的海外资金成为日本地产恢复初期的助推者。

根据世邦魏理仕的数据显示，进入21世纪后海外资金流入日本不动产市场的速度开始提升，带动不动产尤其是成屋成交量有所恢复。以几大都市圈为例，首都圈成屋平均年度成交量从1991-2000年的3.8万套提升至2001-2010年的4.3万套，增长13%；近畿圈成屋平均年度成交量从1991-2000年的1.5万套提升至2001-2010年的2.0万套，增长31%。

图4：首都圈成屋成交量逐级而上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

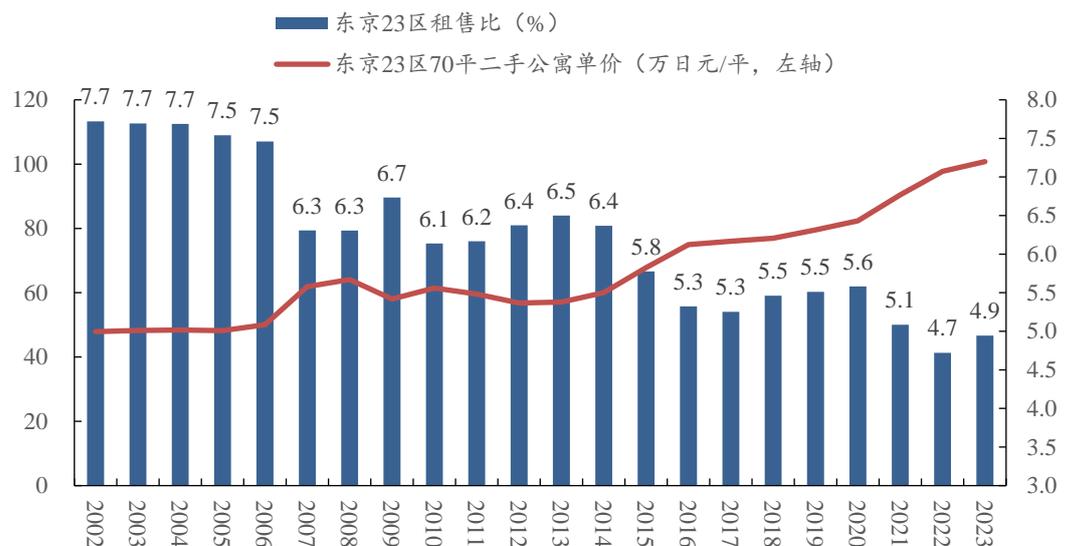
海外资金大量进入日本不动产市场的核心原因有二：

首先，日本几乎不对海外购房人购置不动产设置限制条件，仅在首付比例和贷款政策上与本国国民略有区分。外国人在日本购房无法享受零首付，另在申请贷款时需要满足一定条件才可申请利率更低的个人贷款（一般不超过1%），否则只能以公司的名义申请利率略高（1.8-2.5%）的商业贷款。考虑到相当比例的海外投资人并不需要贷款，故

上述两条政策的实际影响就更为有限了。

第二，是非常有吸引力的租金回报率。日本 90 年代的地产危机中，全国房价平均跌幅约 44%，但同期租金价格的跌幅显著低于房价跌幅，这就造成了 2008 年价格止跌后，日本不动产的租金回报率已经具备相当高的吸引力。我们仍以东京都为例，2002 年东京 23 区普通公寓的租金回报率已经达到 7.7%，即使扣除 1.2-1.5% 左右的持有成本，依旧是一个具备吸引力的长期回报率，因此吸引了一批新加坡和欧美的地产私募基金进行投资。

图5：东京 23 区租金回报率情况



数据来源：Tokyo Kantei，东吴证券研究所

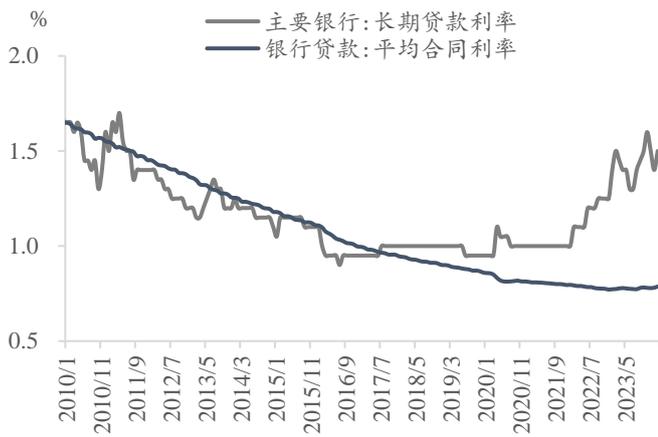
虽然随着房价的逐步攀升，租金回报率有所回落，但海外资金对日本不动产的投资热情并未减弱。根据世邦魏理仕的数据，2015 年至 2019 年海外投资者占到日本房地产投资市场的平均比例为 24%，2021 年这一比例甚至来到了 30% 创下了历史新高。由此可见，海外资金是推动本轮日本不动产价格恢复的重要因素。

2.2. 宏观政策的持续宽松，终将推动资产价格的上涨

安倍晋三上台之后，为刺激经济，发射了“三支箭”，形成了“安倍经济学”。其中最重要的“一支箭”是超宽松的货币政策，政策实施后，日本利率一路下降。到 2016 年，日本正式进入负利率时代。宽松的货币政策有利于推动日本不动产价格上涨。

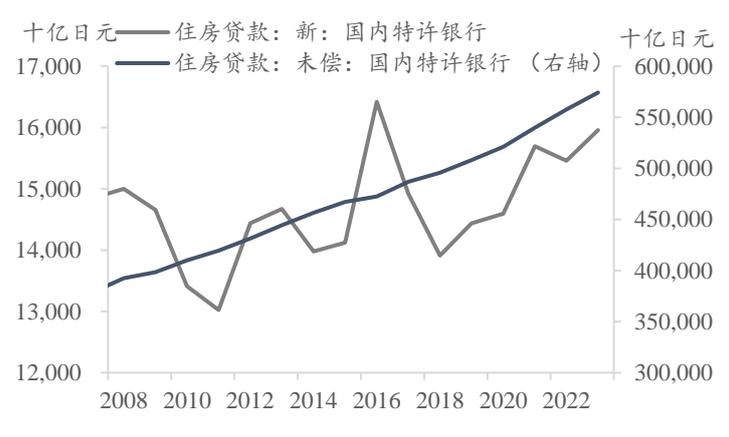
一是，低利率意味着购房者、开发商的借款成本下降，降低购房成本，从而刺激房地产市场交易活动，进而推动了房价的上涨。

图6: 日本主要银行长期贷款利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

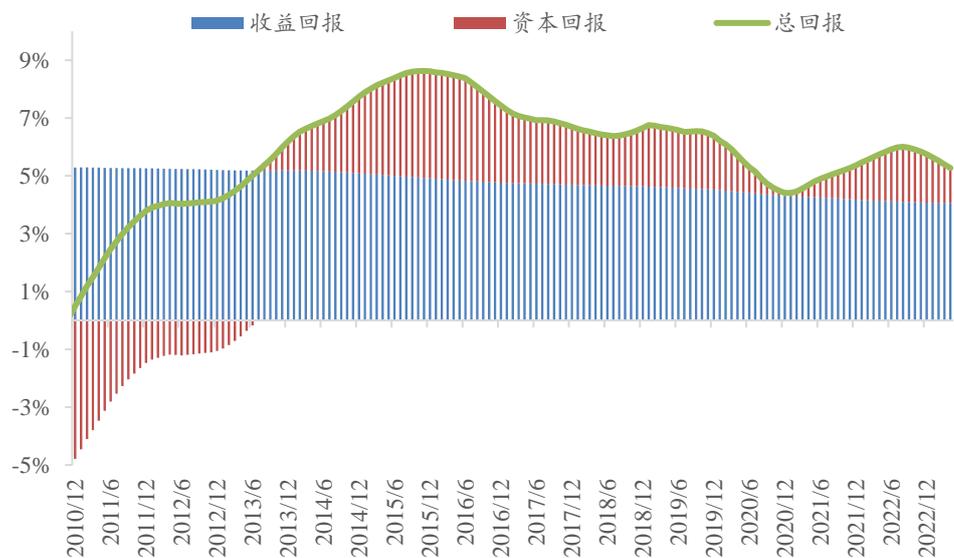
图7: 日本住房贷款数量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

二是, 在宽松的货币政策环境下, 固收类产品收益率下降, 房地产的收益率相对凸显, 所以会吸引更多人转向地产投资。日本房地产的回报率相对稳定, 有强吸引力。

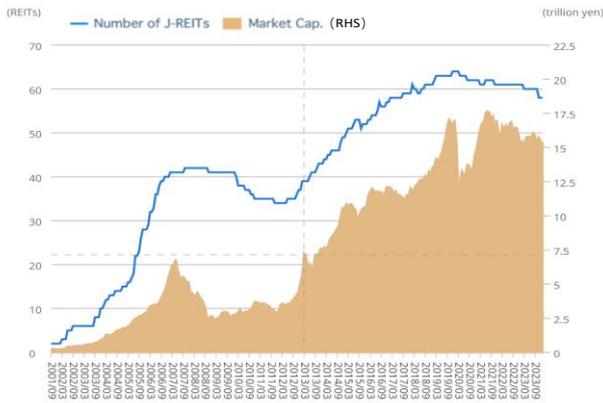
图8: 日本房地产收益回报相对稳定



数据来源: ARES, 东吴证券研究所

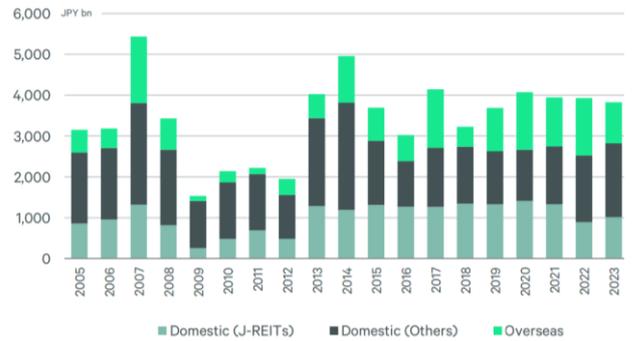
此外, 日本通过设立房地产投资信托 (J-REITs) 进行房地产资产证券化, 将房地产资产打包成基金, 并将基金份额在公开市场上进行交易, 也间接推动了日本房地产价格的上涨。2013年后, J-REITs 的发行数量和整体规模显著增加。

图9: 日本 J-REITs 规模



数据来源: ARES, 东吴证券研究所

图10: 日本地产主要交易量 (投资者类型划分)

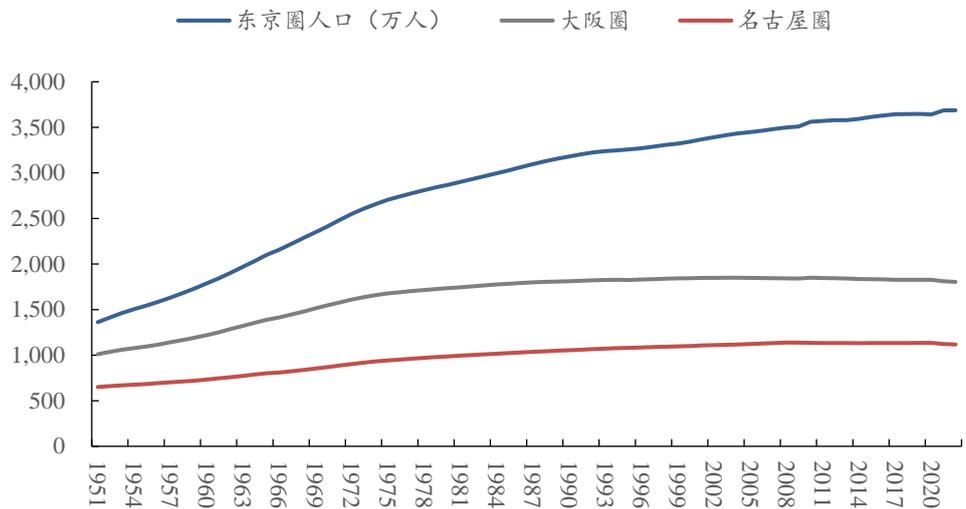


数据来源: CBRE, 东吴证券研究所

2.3. 人口的持续聚集带来稳定需求

在日本城市化进程中,人口随产业持续向大都市圈集聚,尤其是从20世纪80年代开始,人口的聚集开始从向东京圈、大阪圈、名古屋圈“三极”集聚转为向东京圈“一极”集聚,大阪圈和名古屋圈人口基本维持自然增长,缺乏净迁入人口,但东京都市圈一直保持人口净流入,1974-2022年,东京圈人口净迁入量超过400万人,而2010-2022年,东京都市圈人口从3562万增至3687万,占总人口比重从27.8%增至29.5%。

图11: 日本三大都市圈人口变化情况



数据来源: 日本总务省统计局, 东吴证券研究所

人口的集聚必然会带来住房需求的增长,东京都市圈这种级别的人口流入,足以抵消人口老龄化带来的置业需求的下滑。可以发现,尽管20世纪90年代起地产泡沫破裂

后房价大幅下跌，但东京都市圈的成屋成交量却并未出现明显下降，并且从 2000 年后开始稳步提升。从历史数据看，成屋成交量的变化与人口流入情况是基本匹配的。

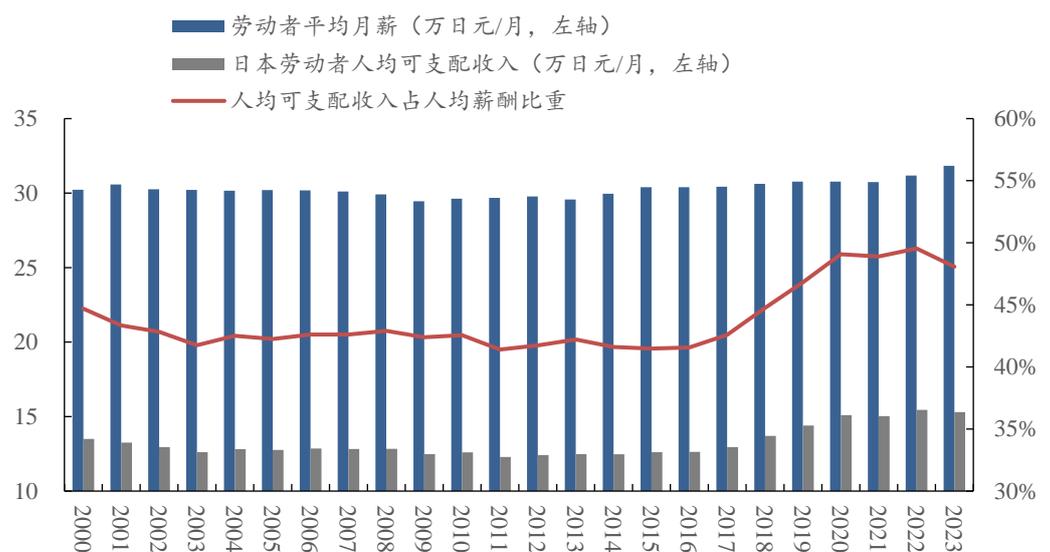
2.4. 不动产金融属性的恢复，促使本国居民参与购买

但持续的人口流入并不一定会带来购房需求的增长，因为新的城市化人口往往采用租房来解决居住需求，而日本也恰恰拥有完善的租房体系，很多日本的大型企业更是会为员工提供租房补贴。那到底是何因素促使日本国民开始购置不动产？答案非常简单：**恢复不动产的金融属性，换句话说就是让新一代的日本国民认识到不动产除了作为消费品可以居住之外，还可以作为一种投资品并产生稳定的投资收益。**

如果各位到访过日本，相信应该都会有一个感受——日本似乎没有什么变化。日本的城市界面和十年前似乎没有太大变化，十年前兴盛的商业综合体如今依旧人流如织，甚至回国时选择的伴手礼仍旧与十年前并无二致。

除此之外，同样没有变化的还有日本职员的薪资水平。根据厚生劳动省数据，日本全职劳动者 2023 年的月平均收入为 31.8 万日元，与 2000 年的 30.2 万日元相比仅提升了 5%，在过去的 24 年时间内，月平均收入水平始终在 29.5 万日元~31.8 万日元区间内窄幅波动，波动区间也仅仅只有 8% 左右。停滞的薪资水平，叠加重新恢复上涨的房价，开始让新一代日本国民重新思考不动产在其资产负债表中的定位。自 2013 年房价重回上升通道后，越来越多的日本国民开始重新关注置业，其中尤其以年轻夫妇家庭为代表，双方均拥有工作和收入，愿意借用杠杆购置不动产用于自住，解决居住需求的同时享受不动产升值带来的收益。

图12：2000-2023 年日本全职劳动者月平均收入变化情况



数据来源：日本厚生劳动省，东吴证券研究所

3. 日本不动产价格即将进入快速泡沫化的进程

3.1. 宏观政策转向不会一蹴而就，低利率环境仍将持续

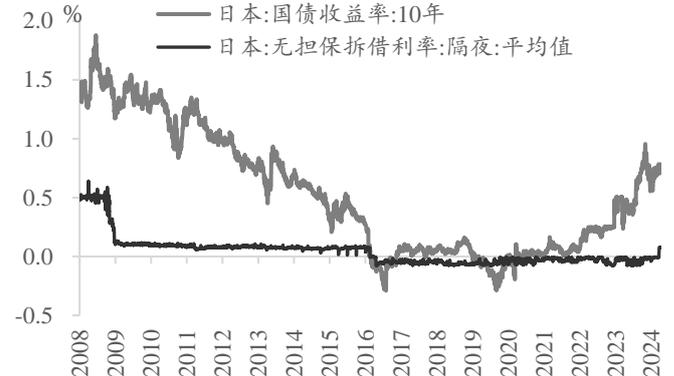
日本在通胀情况下，依然维持低利率。从2022年4月到2024年2月，日本已经连续23个月，核心通胀超过2%目标。但是日本央行一直维持负利率政策，直到今年3月取消YCC政策，退出负利率时代。

图13: 日本CPI同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 日本10年国债收益率与隔夜拆借利率



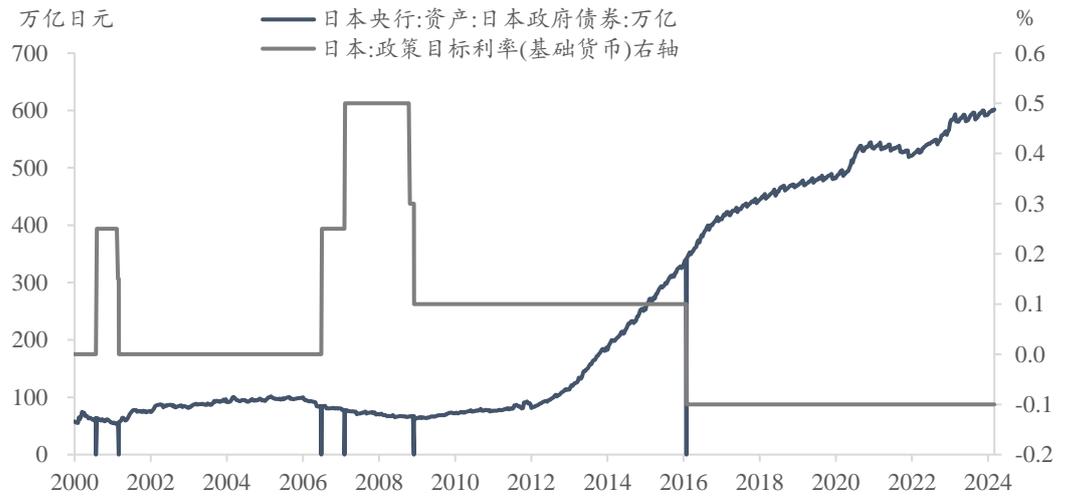
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

日本虽然取消了YCC，并不意味着彻底放弃低利率环境。

一是，本次调整的主要是政策利率账户的短端利率，即1年期国债利率目标从-0.1%变为0-0.1%，幅度很小。

二是，日本央行还会继续购买长债，保持QE。日本央行行长植田和男，明确表示，如果日本国债收益率飙升，日本央行会增加购债，避免银行间贷款利率大幅攀升。这说明日本并没有强烈意愿压制通胀，还是希望维持宽松的货币政策，不会在短期彻底改变低利率环境。

图15: 日本央行购债情况

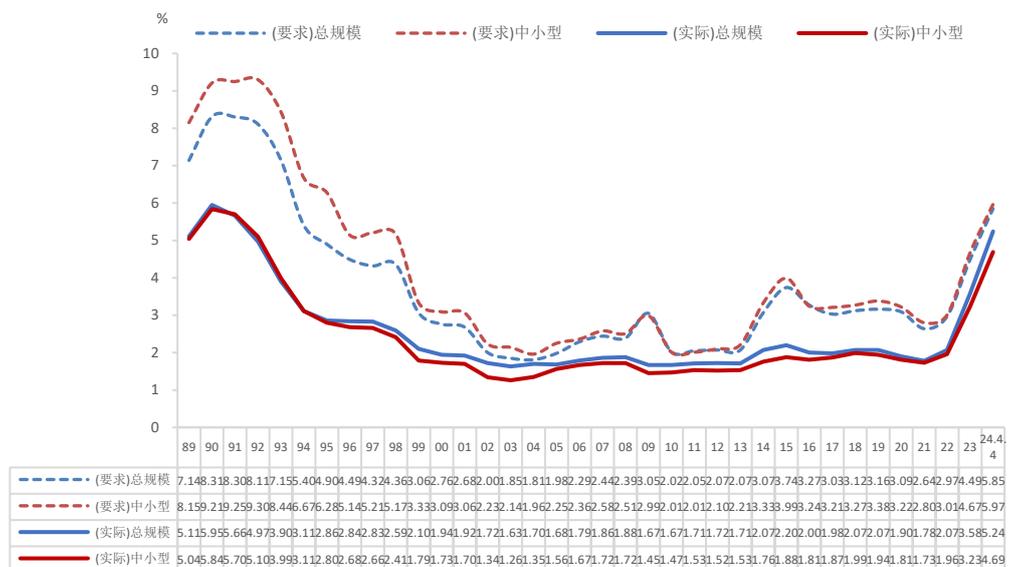


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

当前利率对于购房者来说,依然具有强吸引力。因此,房地产市场依然活跃,并没有受到加息影响。

此外,有越来越多的日本年轻人开始购买房子,主要原因是未来收入增长有预期。今年年初,日本工会和企业进行劳资谈判,“春斗”的目标是平均工资上涨5%以上。截至今年4月,日本工会总联合会(Rengo)公布了今年第三次“春斗”结果,总体平均工资上涨5.24%,中小企业平均工资上涨4.69%,涨薪幅度创30年历史新高。

图16: 日本“春斗”涨薪目标和结果



数据来源: 日本工会总联合会-Rengo, 东吴证券研究所

相比之下，工资上涨幅度高于物价上涨。2023年，日本CPI年度同比增长3.2%。当前市场预期2024年日本CPI同比增长中位数仅2.3%。但是未来一旦工资通胀螺旋上升，当前购买房地产，不失为一种不错的选择。一方面，可以对冲货币贬值，另一方面，还可以享受到房产价格上涨带来的个人资产上涨。

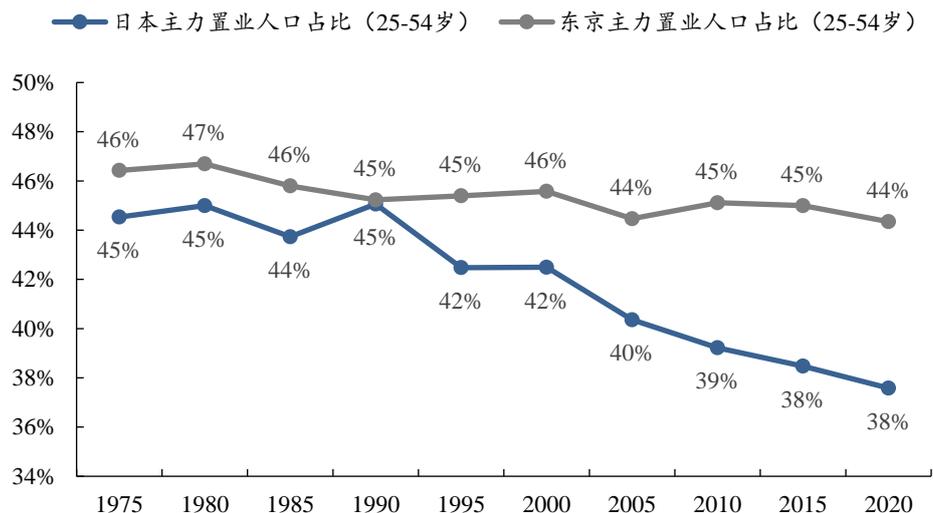
3.2. 平成一代成主力置业人群，带动本国国民置业恢复

“幸运的人用童年治愈一生，不幸的人用一生治愈童年”，我们知道这句话表达的是童年对于一个人的影响意义深远，对于购置不动产的决策来说同样如此。如果一个人的童年和青春期经历的是始终上涨的房价，那他未来购置不动产的意愿会明显提高，就如同中国的80后和90后，其购房意愿就显著高于95后和00后。

同样的，年轻的平成一代（95后~00后）在成长的过程中，上一轮日本地产危机和98年金融危机的影响已经逐渐式微，换句话说这代人并没有体验过上一轮周期的惨烈下跌，甚至在他们对价格开始有概念的阶段，日本的房价已经开始恢复上涨趋势，因此这代人对于不动产的理解与上一代人是完全不同的。

从主力置业人口（25-54岁）看，东京都市圈由于持续的人口流入，占比始终保持稳定，2020年为44%，较1975年仅微降2个百分点。与之形成鲜明对比的是全国主力置业人口占比从1975年的45%一路下降至2020年的38%。稳定的置业人口将提供稳定的置业需求，而随着年轻平成一代在置业人口中占比的提升，置业人口中的实际置业需求应该也是稳中有升的。

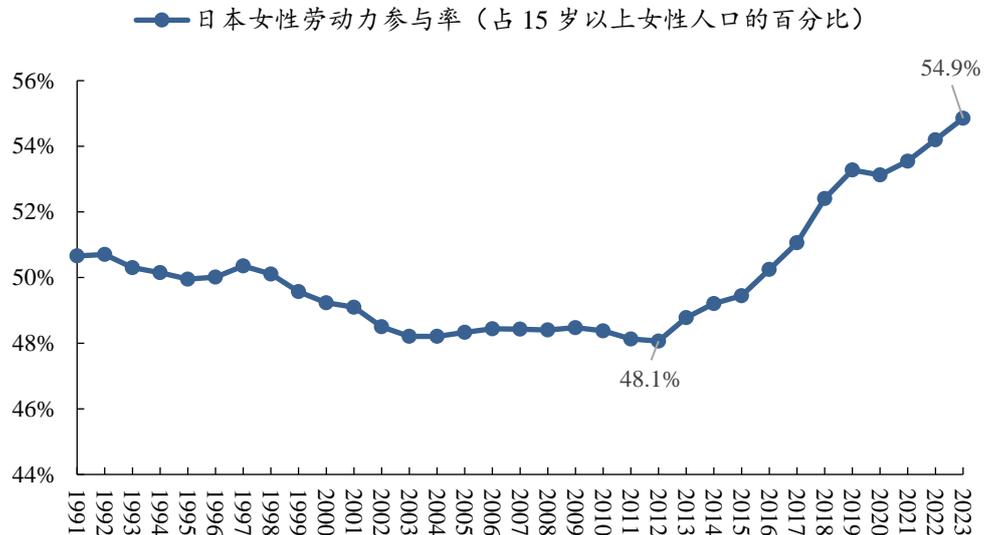
图17: 东京都市圈及全国主力置业人口占比情况



数据来源：日本总务省统计局，东吴证券研究所

此外，另一股新购买力可能来自于独立职业女性。根据世界银行的数据显示，日本女性劳动参与率在 2012 年见底后一路攀升，至 2023 年已经提升至 54.9%，近十年来明显提升。这一数据与我们实地走访的感受是完全一致的，越来越多的双职员家庭和独立职业女性正在成为购置不动产的核心力量。

图18：1991-2023 年日本女性劳动参与率情况



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

总的来说，没有经历过 90 年代地产危机对不动产持更开放态度的年轻平成一代逐渐成为主力置业人口，叠加越来越高的女性劳动参与率，未来在面对开始增长的收入以及上涨速度更快的房价时，一定会在低成本的杠杆资金帮助下增加对不动产的投资力度，进而推升东京都市圈的房价开始快速上升。

3.3. 上行周期中，高端项目的价格锚定效应

此次我们走访了东京的几处高端公寓项目，均位于最核心的都心三区之一的港区，其中一套面积为 116 平的公寓售价接近 5000 万人民币，折合单价超过 30 万/平米，而更高端的顶豪项目如安缦公寓等则直接以亿元为单位。核心区位、顶级品质、稀缺产品等不可复制性是这些顶级豪宅的共同特点，也造就了其不可复制的定价。

这种顶级豪宅的价格会给当地市场形成一种锚定效应，即虽然正常的公寓成交均价与顶豪的定价相去甚远，但顶豪的价格相当于给当地市场的房价设定了一个上限，因此当地不动产市场的上行阶段，普通公寓的交易者会不自觉地与顶豪的价格作比较，从而得出自己交易的不动产价格有很大的上涨空间这样过于乐观的预期，进而推动房价继续上涨。最典型的例子是 2019 年深圳南山的深圳湾壹号，更早一些的例子可以追溯到上海的汤臣一品。

我们观察到,东京似乎正在通过中心区超级综合体的改造更新(例如虎之门 HILL、麻布台 HILL 等项目)来维持顶豪项目的供给,从而强化顶豪项目的价格锚定效应,从这个角度来看,东京都的房价上涨可能才刚刚开始。

4. 总结

综上所述,短期不会改变的低利率环境、工资上涨和不动产价格上升的通胀螺旋逐步形成,同时对购置不动产持更开放态度的年轻平成一代成为主力置业人口,再叠加持续且体量可观的海外投资资金,我们能得出一个比较明确的结论:日本东京都市圈的房价可能已进入快速上涨通道,将有望再次泡沫化。

5. 风险提示

- 1) **货币政策超预期:** 日本央行已放弃负利率,未来加息节奏可能超预期;
- 2) **人口聚集不及预期:** 持续的人口聚集带来稳定置业需求,如果东京都市圈人口不再持续流入,可能抑制置业需求;
- 3) **海外资金流入放缓:** 房价若过快上涨,对应的租金回报率不再对海外资金构成很强的吸引力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>