

# 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

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

vis\_chenl@dwzq.com.cn

### 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”，但众所周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。**

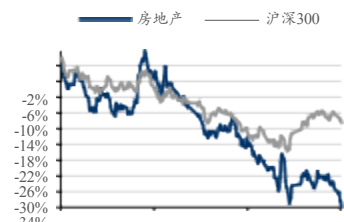
**首先，海外资金在边际上推动成交的恢复。**海外资金进入的原因有二：一是日本几乎不对海外购房人购置不动产设置限制条件，仅在首付比例和贷款政策上与本国国民略有区分。二是非常有吸引力的租金回报率。

**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

### 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

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。

## 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

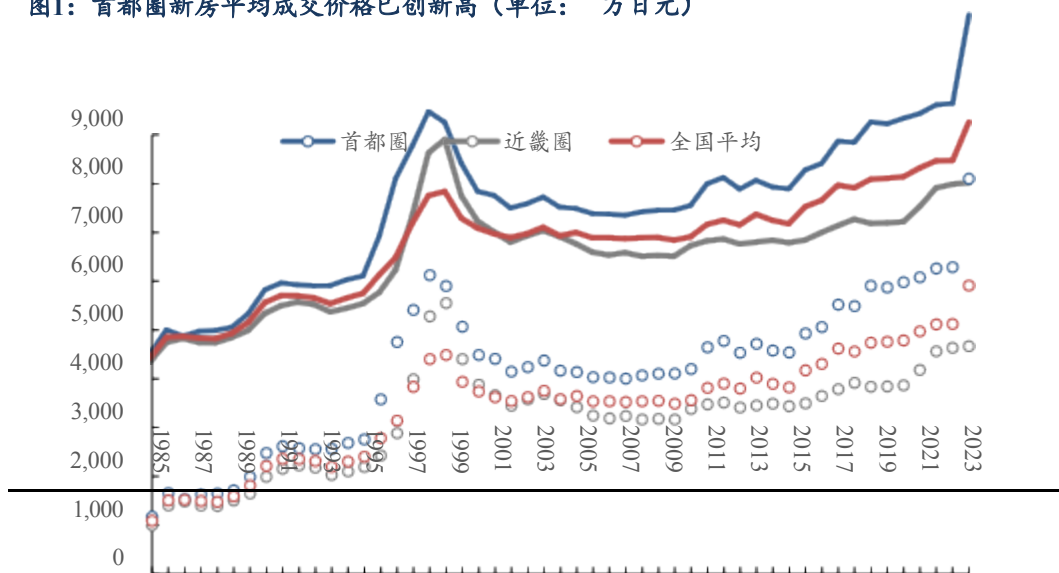
图 1:	首都圈新房平均成交价格已创新高 (单位: 万日元)	4
图 2:	日本不同地区公寓价格指数 (2013 年=100), 东京都市圈一枝独秀	5
图 3:	东京都市圈各地区新建公寓单价涨幅情况 (单位: 万日元/平)	5
图 4:	首都圈成屋成交量逐级而上	6
图 5:	东京 23 区租金回报率情况	7
图 6:	日本主要银行长期贷款利率	8
图 7:	日本住房贷款数量	8
图 8:	日本房地产收益回报相对稳定	8
图 9:	日本 J-REITs 规模	9
图 10:	日本地产主要交易量 (投资者类型划分)	9
图 11:	日本三大都市圈人口变化情况	9
图 12:	2000-2023 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”，但众所周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内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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/385014311113011142>