

日本研究: J-REIT 证券化之路与启示

华泰研究

2024 年 1 月 14 日 | 中国内地

专题研究

房地产开发 增持 (维持)
房地产服务 增持 (维持)

研究员 陈慎
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

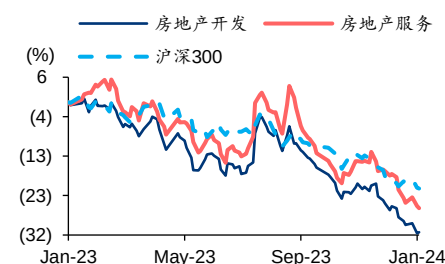
研究员 刘璐
SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2218

研究员 林正衡
SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2087

联系人 陈颖
SAC No. S0570122050022 chenying019881@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

联系人 戚康旭
SAC No. S0570122120008 qikangxu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: , 华泰研究

J-REIT 证券化之路及启示

J-REIT (日本公募 REIT) 在整个日本金融市场是一个重要的投资品种, 也是亚洲规模最大的 REIT 市场。长期的低利率环境、稳健的派息、开放的投资环境以及政策的长期支持, 使得 J-REIT 得到了海外投资者的青睐以及积极参与。通过对 J-REIT 的发展历程、产品特点以及近期表现的分析, 我们在了解这一重要的投资品种的同时, 也对国内 REITs 发展方向也有了更多的理解。我们期待随着国内不动产管理专业度提升及政策的持续推动, C-REIT (中国版公募 REITs) 也能取得长足发展。

J-REIT 的特点: 外部管理形式, 投资参与主体多元

J-REIT 是投资人间接持有不动产的公募产品。发行要求包括: 封闭式产品、绝大部分资产投资于房地产领域、分红率不低于 90% 等, 满足条件的 REITs 可免企业所得税, 实现税收中性。目前上市的 J-REIT 都是公司型架构, 采用外部管理。投资参与主体多元, 外国投资人交易活跃, 而且受到日本央行长期支持。底层资产方面, 主要包括办公、物流、住宅、酒店、商业零售、医疗等, 以复合型资产 REITs 为主, 单一业态中, 写字楼型的 J-REIT 历史也最为悠久, 如今依然是占比最重的底层资产, 其次为物流、住宅等。

发展脉络: 脱胎于不动产证券化, 政策护航下稳健发展

J-REIT 诞生于日本房地产泡沫破裂之后, 市面上随之出现的大量不良资产, 是日本不动产证券化兴起的缘起。日本不动产证券化始于立法, 1995 年的《不动产特定共同事业法》提供了法理基础, 90 年代末房地产私募基金蓬勃发展, 2000 年修订的《投信法》进一步拉开 J-REIT 的序幕。J-REIT 为经济复苏发挥了重要作用, 至今成为世界规模第二、亚洲第一大 REITs 市场。回顾 20 年的发展历史, 尽管金融危机、地震以及疫情影响造成 J-REIT 市场波动, 但在低利率环境以及政府的持续支持下, J-REIT 发展日益成熟稳定。

投资分析: 稳定运营的大型 REITs 享有估值溢价

从收益率角度, 2014-2023 年 J-REIT 平均股息率约 4%-5%, 结合资产估值提升, J-REIT 的年均回报率在 6.5%, 较日本 10 年期国债利率水平高 6.3pct。也正是长期的低利率环境加大了 J-REIT 的投资吸引力。总回报口径下, 自成立以来, J-REIT 指数与日经指数涨幅基本持平。从估值角度, J-REIT 规模与股息率负相关, 与估值溢价正相关, 住宅类防御型资产股息率最低; 运营角度, J-REIT 底层资产出租率长期维持在 94% 以上, 整体平稳。2023 年 J-REIT 估值稳定, 指数累计收益 -4.6%, 酒店业态出现修复行情。我们预计 2024 年需观察不动产价格和租金以及央行政策的角力。

借鉴: 管理专业度提升及政策推动是重要方向

J-REIT 对于 C-REIT 的发展有如下借鉴意义: J-REIT 具备相对明显的股性, 管理机构的管理和再投资能力为其核心价值; 专业不动产运营机构成熟度的提升可优化 REITs 运营效率; 公私募 REITs 协同发展, 为专业不动产机构的培育打开空间; 政策护航, 立法铺路与严格监管并行; 政府持续增持, 提高投资者多样性; 市场空间可观, 底层资产有望进一步扩容。映射到国内, 在政策持续支持下, 随着国内专业不动产运营机构走向成熟, 内部管理效率进一步优化, 或将给 C-REIT 未来带来新的风貌。

风险提示: 行业政策风险; 行业下行风险; 不可抗力风险。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

日本系列研究：何为 J-REIT？	3
J-REIT：公司制模式，全委托形式运营	3
J-REIT 定义	3
公司制架构，倾向采用信托受益权来持有资产	3
管理采用全委托模式	3
投资参与主体：投资者多元，日本政府长期支持力度显著	4
底层资产结构：复合型资产 REITs 为主，单一业态办公物业体量最为可观	5
缘起：房地产行业危机后应运而生	6
发展背景：房地产泡沫破裂，不良资产亟待处置	6
J-REIT 应运而生：立法先行，脱胎于不动产证券化	7
发展脉络：政策护航下稳健发展	9
历史复盘：政策护航下持续发展	9
正式入市，进入快速扩张期（2001-2007 年）	9
受金融危机等不可抗力影响，进入市场重整期（2008-2011 年）	9
J-REIT 融资属性得以拓展，负利率时代推动规模快速扩张（2012-2019 年）	10
疫情影响造成短期波动，日益成熟稳定（2020 年-至今）	11
投资分析：稳定运营的大型 REITs 享有估值溢价	12
收益率：近年年化总回报率约 6.5%，低利率环境加大资产配置价值	12
股息率约 4%-5%，总回报率显著高于国债利率	12
估值：防御型资产以及大型 REITs 估值更高	13
J-REIT 规模与股息率负相关，与估值溢价正相关	13
股息率因资产业态分化，住宅类防御型资产股息率最低	14
运营情况：出租率常年维持高位，办公、酒店业态波动较大	14
2023 年 J-REIT 综合表现	15
龙头标的：日本建筑基金，稳健的头部 J-REIT	17
日本建筑基金：三井不动产发行，历史最悠久的 J-REIT	17
运营情况：布局核心区位，物业出租率高于东京平均水平	17
财务分析：运营稳定，市场估值溢价显著	18
启示：管理专业度提升及政策推动是重要方向	21
J-REIT 具备相对明显的股性，管理机构的管理和再投资能力为其核心价值	21
专业不动产运营机构的成熟可优化 REITs 运营效率	21
公私募 REITs 协同发展，为专业不动产机构的培育打开空间	21
政策护航，立法铺路与严格监管并行	21
政府持续增持，提高投资者多样性	21
我国 REITs 市场空间可观，底层资产有望进一步扩容	22
风险提示	23

日本系列研究：何为 J-REIT？

J-REIT（日本公募 REIT）在整个日本金融市场是一个重要的投资品种，截至 2023 年末，总市值约为股市市值的 1.8%。日本是亚洲最先发行 REITs 的国家，经历了 20 余年的发展，J-REIT 也是亚洲规模最大的 REIT 市场。长期的低利率环境、稳健的派息、开放的投资环境以及政策的长期支持，使得 J-REIT 得到了海外投资者的青睐以及积极参与。2023 年末，J-REIT 市值/上市公司总市值的比例为 1.8%。本篇报告通过介绍 J-REIT 的发展历程、产品特点以及近期表现，可以让投资者对 J-REIT 有一个全面的了解。

J-REIT：公司制模式，全委托形式运营

J-REIT 定义

J-REIT 是投资人间接持有不动产的公募产品。作为投资法人，J-REIT 本质上是专门投资机构（SPC）。其设立流程，一般由 REIT 原始权益人设立 SPC，SPC 公开上市募集资金，用于向原始权益人购买不动产或不动产收益权，并聘请外部管理机构（主要是资产管理公司）负责运营，向投资者分配剩余收益。

J-REIT 产品有如下要求：产品形式为封闭式；**底层资产方面**：至少 70% 的总资产必须投资于房地产、房地产租赁等房地产直接相关资产，95% 的总资产必须投资于房地产直接相关资产、房地产投资公司股票、现金以及现金等价物；**分红方面**：要求可分配利润的分红率不得低于 90%。**税收方面**：满足期末分配 90% 以上的可分配利润等若干条件的 REITs，可将收益分配视为损失用于抵扣，达到免征企业所得税的效果，实现税收中性。

图表1：J-REIT 发行要求

项目	上市条件
形式	J-REIT 必须为封闭式。
底层资产	至少 70% 的总资产必须投资于房地产、房地产租赁等房地产直接相关资产，95% 的总资产必须投资于房地产直接相关资产、房地产投资公司（超过 50% 资产投资于房地产）股票、现金以及现金等价物。
资产金额	净资产必须超过 10 亿日元，总资产必须超过 50 亿日元
持有人	初期的流通股至少超过 4000 份，前十大份额持有者的持有份额不得超过总份额的 75%；除前十大份额持有者外，其它份额持有者数量必须超过 1000 人。
分红率	要求将不少于其可分配利润的 90% 作为红利分配给份额持有人

资料来源：ARES，华泰研究

公司制架构，倾向采用信托受益权来持有资产

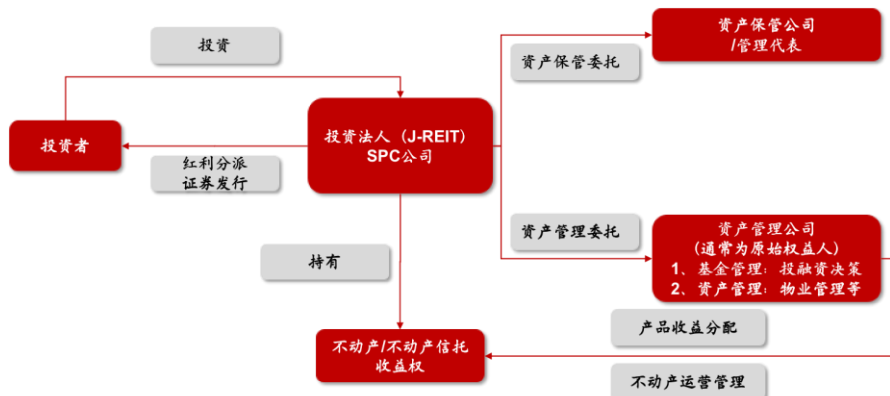
根据 2000 年《投信法》，J-REIT 可以有两种投资载体，契约型以及公司型。实际操作中，**目前市场上的 J-REIT 都是公司型的投资信托模式**，原因在于，公司型在项目治理和投资人权益保障方面更具有优势。

J-REIT 对底层资产的持有方式，既可以直接持有不动产，还可以通过收购信托的收益权来间接持有基础资产。从实操环节来看，J-REIT 倾向于采用间接持有的方式，这样有利于减少税负支出，也可以利用信托公司对基础财产的首轮尽调，从而减少交易风险。

管理采用全委托模式

不同于国际上“信托+外部管理”或者“公司型+内部管理”的模式，J-REIT 采用的是“公司型+外部管理”，以全委托形式运营。SPC 仅作为架构主体，仅保留内部治理职能（董事会、股东大会等）。受聘的外部管理机构——资产管理公司负责日常经营和投资策略，一般由 REIT 原始权益人创立，行政事项和资产保管职能也委托给第三方。全委托模式更利于发挥管理机构专业能力的规模效应。

图表2：J-REIT 架构图



资料来源：ARES，华泰研究

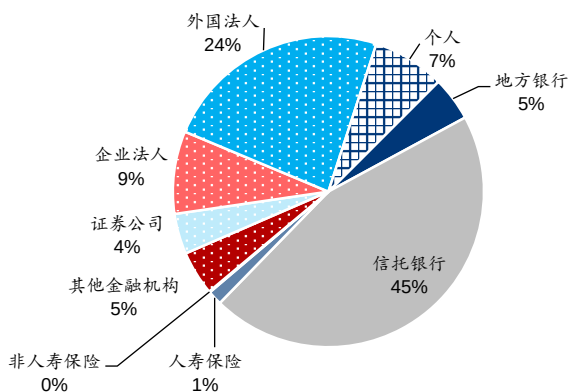
投资参与主体：投资者多元，日本政府长期支持力度显著

根据东京交易所数据，截至 2023 年 8 月，J-REIT 中根据投资人持有 REIT 金额比例来看，金融机构占比最多，多达 56.0%，日本信托银行作为金融机构中占比第一，达 45.2%，外国法人（海外机构）占比 23.7%，个人投资者占比 7.5%，一般企业法人占比 8.6%。但考虑到信托银行中投资信托占约 35.7% 的比例，而投资信托计划的投资人主要为个人，因此，个体投资者依然占相当一部分比例。

从交易量来看，外国投资者交易活跃。2023 年 11 月，外国投资者交易量占经纪人交易的 67%，说明了 J-REIT 对外国市场具备吸引力，因此也提升了市场流动性，但易受到国际金融市场波及。

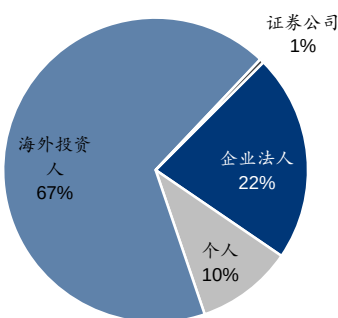
2008 年金融危机后，日本设立了不动产市场稳定化基金，2010 年开始，日本央行持续加大购买 REIT 的动作，最初的购买上限为 500 亿日元，2011 年即提升至 600 亿日元。伴随量化宽松政策，2013 年 4 月，日本央行宣布每年向 REIT 投资 300 亿日元的计划，2014 年，提升至每年 900 亿，2020 年 3 月，进一步将 REIT 的购买限制提升至 1800 亿日元。至今，日本央行对 J-REIT 投资总额已超过 6700 亿日元（数据来源：REITSINDEX）。

图表3：J-REIT 投资者结构（截至 2023 年 8 月）



注：按投资者持有 REITS 金额来计算比例
资料来源：日本交易所集团官网，华泰研究

图表4：J-REIT 交易量占比（2023 年 11 月）

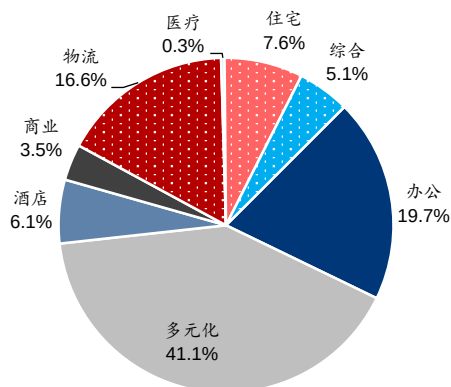


资料来源：日本交易所集团官网，华泰研究

底层资产结构：复合型资产 REITs 为主，单一业态办公物业体量最为可观

J-REIT 的底层资产主要包括办公、物流、住宅、酒店、商业零售、医疗等，截至 2023 年末，以上述单一底层资产上市的 REITs 占比达 54.4%，而多元化（三种资产混合或不限底层资产）的 REITs 占比达 40.6%，此外还有两种资产类别混合的综合 REITs，占比约 5.0%。但整体而言，多元化以及综合 REITs 中也多涵盖了写字楼业态，写字楼型的 J-REIT 历史也最为悠久，如今依然是占比最重的底层资产，其次为物流、住宅等。

图表5：J-REIT 底层资产结构（截至 2023 年末）



资料来源：J-REIT 官网，华泰研究

缘起：房地产行业危机后应运而生

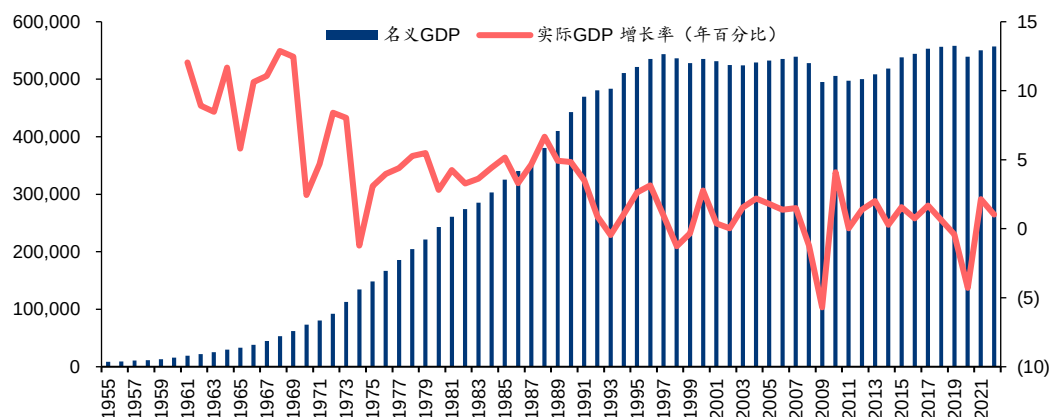
1989 年日本政府为对抗经济泡沫采取紧缩货币政策，直接导致日本国内低利率信贷资金流向房地产市场，而海外资金的撤出和亚洲金融危机使得不动产市场雪上加霜，日本不动产市场在 19 世纪末持续调整，市面上随之出现的大量不良资产，是日本不动产证券化兴起的缘起。

发展背景：房地产泡沫破裂，不良资产亟待处置

J-REIT 诞生于日本房地产泡沫破裂之后。宏观方面，经济降速，1991 年后 GDP 已经进入低增长阶段；人口方面，城镇化接近尾声，人口增速下行，老龄化加速。1989 年人口同比增速已不到 0.4%，同时年龄结构方面，老龄化加快，适龄置业人口占比开始减少，影响房地产增量需求。政策方面，为了抑制地价过快上涨，日本政府于 1987 年重新收紧土地税制，1989 年日本央行开始加息，银根快速收紧，同时也加速外资逃离的步伐，日本地产进入长达 18 年的房价下行周期。

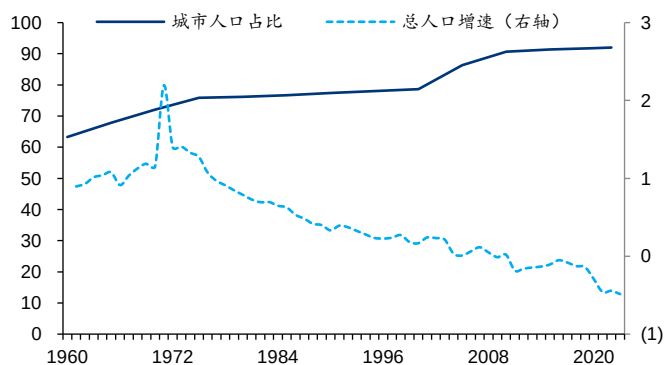
地产泡沫破灭后，产生大量的不良资产。在 1991 年后日本破产企业逐年攀升，1997 年后破产企业约每年 2 万例，1995-1996 年，日本政府斥资 6800 亿日元来处理非银行住房贷款公司 Jusen，截至 1999 年 3 月，日本银行和银行监管机构确定的所有银行不良贷款总额达到 34 万亿日元。

图表6：日本名义 GDP 与实际 GDP 增速（单位：十亿日元）



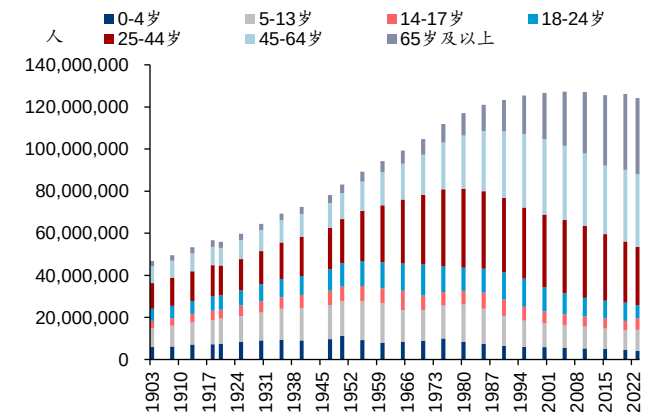
资料来源：日本内阁府，世界银行，华泰研究

图表7：日本城市人口占比与总人口增速



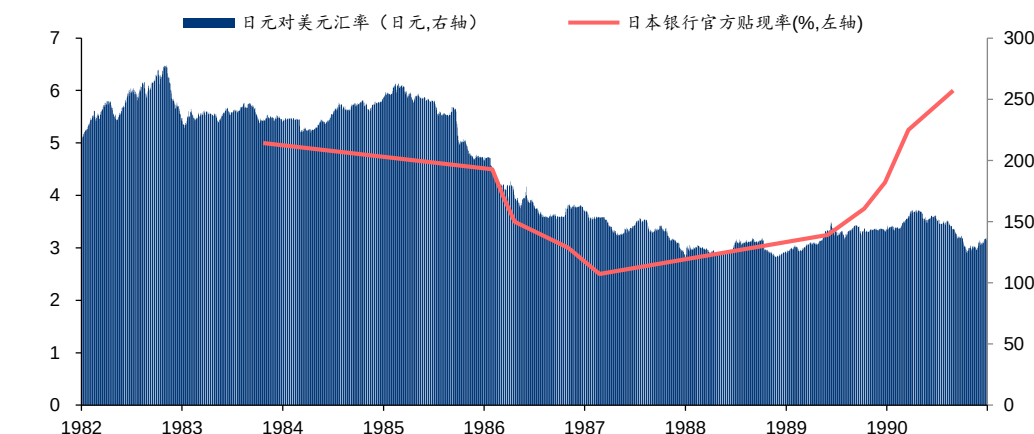
资料来源：世界银行，华泰研究

图表8：日本人口年龄结构



资料来源：世界银行，华泰研究

图表9：日本银行官方贴现率与日元对美元汇率



资料来源：日本央行，华泰研究

J-REIT 应运而生：立法先行，脱胎于不动产证券化

正是在这样不良资产和房企融资问题亟待解决的 90 年代，J-REIT 孕育而生：

房地产证券化的法理基础：日本的不动产证券化探索始于政府立法，最早可以追溯到 1995 年 4 月日本政府出台的《不动产特定共同事业法》。该法允许共同事业主体参与不动产证券化，并将租赁收入等分配给投资者，但共同事业主体的要求较为严格，如资本金不低于 1 亿日元。1998 年，日本颁布《特殊目的公司实现特定资产流动化法》（以下简称《SPC 法》），为日本房地产证券化的开幕奠定法理基础。SPC 法旨在通过证券化的方式处置银行不良债权及抵押资产，通过设立特殊目的公司发行特定公司债、优先出资证券等证券，来募集购买不动产所需的资金，从而实现证券化。《SPC 法》的出台有效实现了目标不动产与原始权益人的风险隔离。2000 年 5 月日本修订《SPC 法》并更名为《资产流动化法》，简化了审批程序，增设了以特殊目的信托（SPT）为不动产证券化的形式。

《资产流动化法》的实施大力推动了房地产私募证券化，尤其是以 TMK（特定目的公司）模式证券化的发展，这一架构与我国的类 REITs 相似。

J-REIT 的开幕之法：2000 年 11 月日本修订《关于证券投资信托及证券投资法人的法律》（以下简称《投信法》），标志着 J-REIT 的诞生，其核心变化在于，首次允许个人投资者参与不动产投资，即为房地产证券化注入了公募属性。此前《投信法》限定的投资范围仅为股票及债券，新政允许投资信托对房地产的投资，同时也认可专投房地产的投资公司的合法地位。

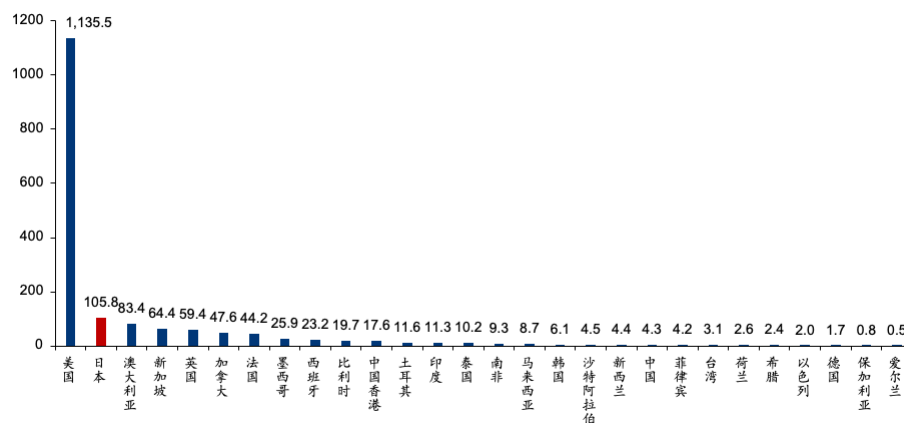
图表10：推动日本不动产证券化的制度演进



资料来源：《图解日本 REIT，2019 年 8 月第一版》（作者：日本三菱日联信托银行不动产咨询部），华泰研究

J-REIT 至今已经发展 20 余年，并成为世界规模第二、亚洲第一大 REITs 发行市场。对于宏观经济而言，J-REIT 对日本经济起到了两个关键作用，一是提供了一种长期稳定的金融工具来管理金融资产，二是通过将募集的资金进行投资，有利于城市振兴和经济发展。发达国家中，REITs 往往在低迷的宏观背景下出台，如美国经历了 1956-1959 年的经济低迷期，于 1960 年推出 REITs，加拿大同样是在经历 4 年经济低迷期后的 1994 年出台 REITs。原因在于 REITs 可以提升不动产的流动性，增加不动产行业资金来源，降低企业融资成本，提升金融体系在经济低迷周期中的稳定性。

图表11：全球 REITs 规模排名（单位：10 亿美元）



注：数据截至 2023 年 9 月 30 日

资料来源：EPRA，华泰研究

发展脉络：政策护航下稳健发展

历史复盘：政策护航下持续发展

纵观 J-REIT 的发展历程，可分为 4 个阶段：

图表 12：J-REIT 发展全周期

2001-2007年：正式入市	2008-2011年：外部影响	2012-2019年：加强融资	2020年至今：疫情影响
快速扩张时期	市场重整时期	规模快速扩张时期	企稳回升时期
2001年3月份东京证交所开设 J-REIT 市场，同年9月，日本两家地产龙头企业，三菱地所株式会社和三井不动产株式会社，作为原始权益人分别设立了日本不动产（Japan Real Estate, JRE）和日本房产基金投资法人（Nippon Building Fund, NBF），这是日本最先上市的两只 J-REIT，总计市值约 2200 亿日元（约合当时人民币 154 亿元）。 2002年12月房地产证券化协会（ARES）成立，2003年4月东京证交所推出了 J-REIT 指数，2004年，J-REIT 市值破万亿日元，2007年，日本 J-REIT 数量达到了 42 只，总市值 5.1 万亿元，相比于 2001 年增长了 23 倍。 2007年5月31日，此时东京交易所 REIT 指数达到历史新高 2612.98。	2007年因爆发美国次贷危机，影响逐步蔓延到了 J-REIT 市场。 2008年10月28日，东京交易所 REIT 指数达到历史低点 704.46。 2008年底 J-REIT 市场规模同比 -46.2%，TSE REIT 总指数 -48.6%。 2009年1月日本政府开始 J-REIT 合并的立法准备，包括有关负商誉和因合并而交付的资金的法律变化，使得 J-REIT 更加稳定。 2011年3月日本东大地震再度重挫日本不动产市场，J-REIT 市场陷入谷底，地震中 J-REIT 底层资产未受过大影响，2011年 J-REIT 市场规模 -20.8%，直至 2012 年开始回升。 2007-2011 年 J-REIT 市值从 5.1 万亿日元降至 2.9 万亿日元，日本股票市值由 509.9 万亿日元下降至 265.0 万亿日元。	2012年4月凯尼迪克住宅投资公司 IPO 上市，为 REIT 市场注入新的活力。 2013年6月日本通过《金融商品交易法等部分修改法案》同时修订了《投信法》，提高 J-REIT 的融资能力。 2014年4月日本政府养老金投资基金（GPIF）开始投资 J-REIT，2014年6月 AEON REIT 成为首家收购海外资产的 J-REIT。 2016年1月日本央行推行负利率政策，2019年 J-REIT 数量发展到了 63 只，合计持有不动产 4123 个，总市值为 16.4 万亿日元，相比于 2011 年末扩大了 5.6 倍之多，总资产 19.1 万亿日元。 2011-2019 年 J-REIT 市值从 2.8 万亿日元增至 16.4 万亿日元，日本股票市值从 265.0 万亿日元增至 675.0 万亿日元。	随着 2020 年席卷全球的新冠疫情到来，J-REIT 市场再度受到冲击，2020年4月，J-REIT 市值较年初下降 27%，TSE REIT 总指数也下跌 26%，日本央行为了稳定市场，再次选择购买 J-REIT。 随着疫情得以控制后，2021年4月 J-REIT 总市值重回 2020 年初水平。 截至 2023 年 12 月 26 日，疫情后 J-REIT 总数有所下降，期间 7 只 REITs 退市，REITs 总数从 63 只降至 58 只。但整体而言，J-REIT 在本轮不可抗力影响下的恢复速度明显快于 08-11 年的周期。

资料来源：《图解日本 REIT，2019 年 8 月第一版》（作者：日本三菱日联信托银行不动产咨询部），华泰研究

正式入市，进入快速扩张期（2001-2007 年）

2001 年 3 月份东京证交所开设 J-REIT 市场，9 月，日本两家地产龙头企业，三菱地所株式会社和三井不动产株式会社，作为原始权益人分别设立了日本不动产（Japan Real Estate, JRE）和日本房产基金投资法人（Nippon Building Fund, 日本建筑基金），这是日本最先上市的两只 J-REIT，总计市值约 2200 亿日元（约合当时人民币 154 亿元）。2002 年 3 月第一家零售房地产投资信托基金日本零售基金投资公社上市。2002 年 12 月房地产证券化协会（ARES）成立，2003 年 4 月东京证交所推出了 J-REIT 指数，2003 年 7 月日本开放 FOF 基金对 J-REIT 的投资通道，2004 年，J-REIT 市值破万亿日元，2007 年，日本 J-REIT 数量达到了 42 只，总市值 5.1 万亿元，相比于 2001 年增长了 23 倍。2007 年 5 月 31 日，此时东京交易所 REIT 指数达到历史新高 2612.98。

受金融危机等不可抗力影响，进入市场重整期（2008-2011 年）

2007 年因爆发美国次贷危机，影响逐步蔓延到了 J-REIT 市场，2008 年 10 月第一家 J-REIT 新城住宅公司开始了破产清算。2008 年 10 月 28 日，东京交易所 REIT 指数达到历史低点 704.46。2008 年底 J-REIT 市场规模同比 -46.2%，TSE REIT 总指数 -48.6%。

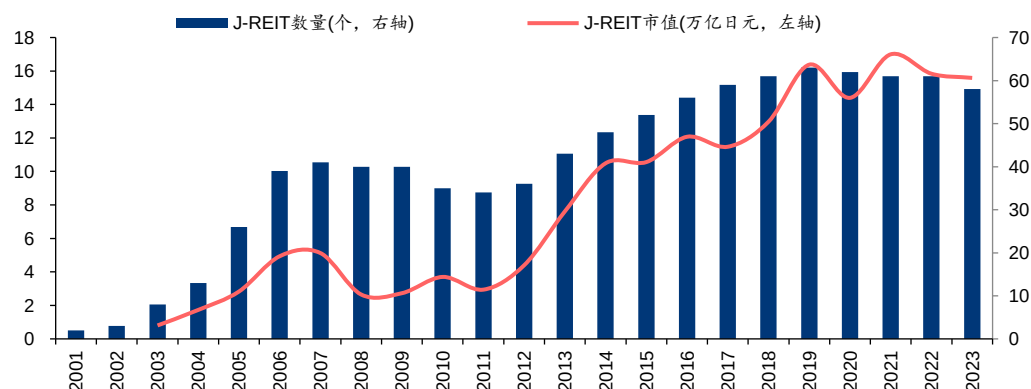
为应对市场景气度下行，尤其是部分运营不善的 J-REIT 遇到的困境，2009 年 1 月日本政府开始 J-REIT 合并的立法准备，包括有关负商誉和因合并而交付的资金的法律变化（正常情况下 J-REIT 收益不能留存，但合并时若发生负商誉，产生的收益允许从下一会计年度保留，必要时可以拆分来填补减值、灾害、翻新损失等），新政推动 J-REIT 并购，通过合并产生的规模优势提高信用评级以及市占率，可以强化项目的抗风险能力。

2010 年 2 月到 2012 年 4 月共发生 9 起合并案例，2009 年 9 月日本公共部门和私人部门共同设立不动产市场稳定基金，在市场中有较强的稳定作用，2010 年 10 月日本央行宣布购买 J-REIT 资产，鼓励降低长期市场利率，在当时购买了 500 亿日元 J-REIT，约占当时市场规模的 1.7%。

2011 年 3 月日本东京大地震再度重挫日本不动产市场，J-REIT 市场陷入谷底，地震中 J-REIT 底层资产未受过大影响，2011 年 J-REIT 市场规模-20.8%，直至 2012 年开始回升。2007 年 11 月-2012 年 3 月，日本没有新上市的 J-REIT。

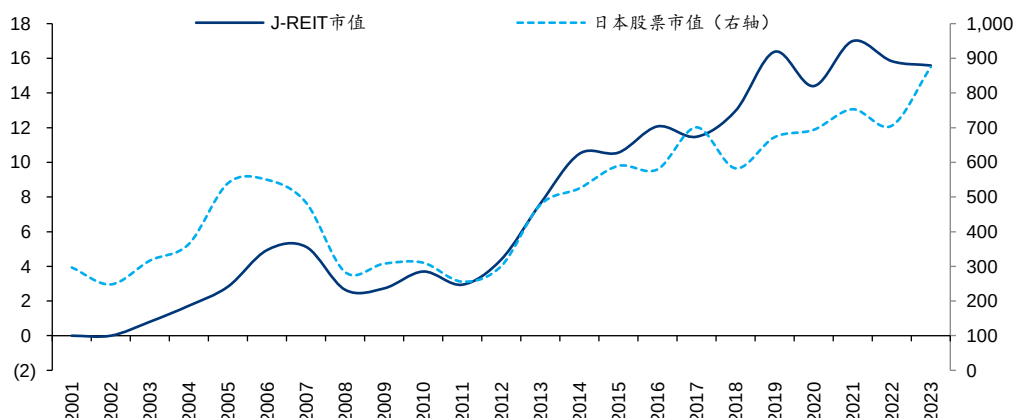
整体而言，次贷危机和天灾因素对 J-REIT 的流动性以及估值产生影响，市场规模显著收缩。2007-2011 年 J-REIT 市值从 5.1 万亿日元降至 2.9 万亿日元。

图表13: J-REIT 市值与 J-REIT 数量



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表14: J-REIT 市值与日本股票市值 (万亿日元)



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

J-REIT 融资属性得以拓展，负利率时代推动规模快速扩张（2012-2019 年）

2012 年 4 月凯尼迪克斯住宅投资公司 IPO 上市，为 J-REIT 市场注入新的活力。2013 年 6 月日本通过《金融商品交易法等部分修改法案》，同时修订了《投信法》，提高 J-REIT 的融资能力。

2014 年 4 月日本政府养老金投资基金 (GPIF) 开始投资 J-REIT，2014 年 6 月 AEON REIT 成为首家收购海外资产的 J-REIT，2015 年 3 月 J-REIT 市值超过澳大利亚，成为全球第二大 REITs 市场，2016 年 1 月日本央行推行负利率政策，同年 11 月公布了 J-REIT 的持有报告，通过多次政策提振，2019 年 J-REIT 数量发展到了 63 只，合计持有不动产 4123 个，总市值为 16.4 万亿日元，相比于 2011 年末扩大了 5.6 倍，总资产 19.1 万亿日元，2012 年起日本东京证交所 REIT 交易热情也明显上升。2011-2019 年 J-REIT 市值从 2.8 万亿日元增至 16.4 万亿日元。

疫情影响造成短期波动，日益成熟稳定（2020 年-至今）

随着 2020 年席卷全球的新冠疫情到来，J-REIT 市场再度受到冲击，2020 年 4 月，J-REIT 市值较年初下降 27%，TSE REIT 总指数也下跌 26%，日本央行为了稳定市场，再次选择购买 J-REIT，随着疫情得以控制后，2021 年 4 月 J-REIT 总市值重回 2020 年初水平。

截至 2023 年 12 月 26 日，疫情后 J-REIT 总数有所下降，期间 7 只 REITs 退市，REITs 总数降至 58 只。但整体而言，J-REIT 在本轮不可抗力影响下的恢复速度明显快于 08-11 年的周期。

图表 15：2020 年以来退市 REITs 情况

退市日期	代码	发行名称	退市原因
2023 年 10 月 30 日	3278	Kenedix 住宅下一步投资公司	与 KDX Realty Investment Corporation 合并（旧商号：Kenedix Office Investment Corporation）
2023 年 10 月 30 日	3453	Kenedix 零售房地产投资信托公司	与 KDX Realty Investment Corporation 合并（旧商号：Kenedix Office Investment Corporation）
2023 年 2 月 27 日	3478	森信托酒店房地产投资信托有限公司	与 MORI TRUST REIT.Inc. 合并（旧商号：MORI TRUST Sogo Reit.Inc.）
2021 年 11 月 9 日	3298	景顺办公室 J-REIT.Inc.	反向投资单位分割
2021 年 2 月 25 日	3227	MCUBS Midcity 投资公司	与日本都基金投资公司合并（旧商号：日本零售基金投资公司）
2020 年 7 月 30 日	3473	樱花崇光房地产信托投资公司	与星亚投资公司合并
2020 年 3 月 30 日	3308	日本医疗保健投资公司	与大和证券生活投资株式会社合并（旧商号：Japan Rental Housing Investments Inc.）

资料来源：Bloomberg，华泰研究

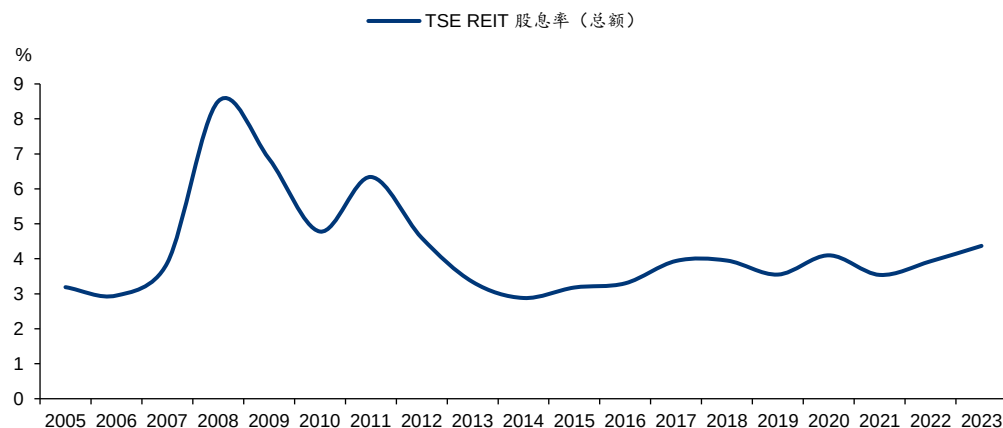
投资分析：稳定运营的大型 REITs 享有估值溢价

收益率：近年年化总回报率约 6.5%，低利率环境加大资产配置价值

股息率约 4%-5%，总回报率显著高于国债利率

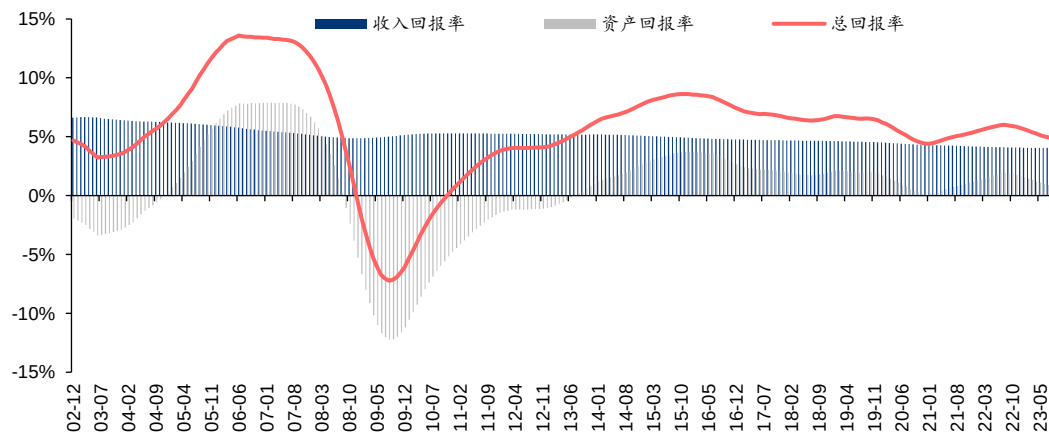
J-REIT 的投资收益主要由两部分组成：分红以及资产增值。分红主要来自扣税后净收益和超额分配, 2014-2023 年平均股息率在 4%-5%, 处于全球市场中的中等水平。但结合 J-REIT 资产的估值提升, J-REIT 的年均回报率在 6.5%, 较日本 10 年期国债利率水平要高 6.3pct。也正是长期的低利率环境加大了 J-REIT 的投资吸引力。

图表16：J-REIT 股息率



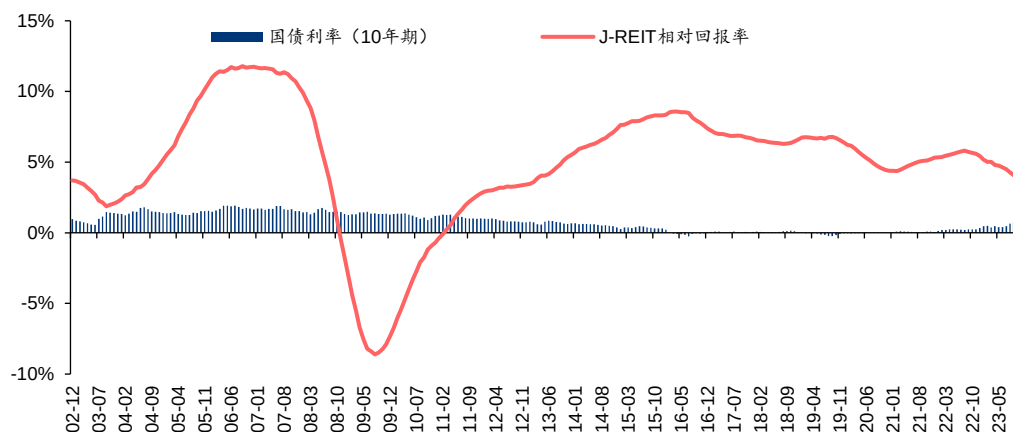
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表17：J-REIT 总回报率



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表18：日本 10 年期国债利率以及 J-REIT 相对回报率

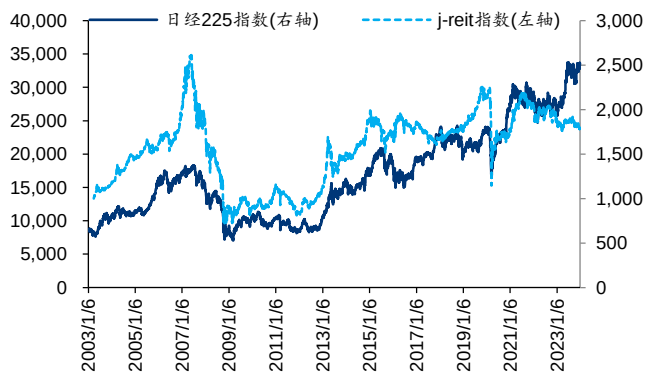


资料来源：Bloomberg，华泰研究

将 J-REIT 和日经指数比较，可见两者走势趋同，即 J-REIT 作为一个投资者多元、流动性强的市场，具有较强的股性。如果从 J-REIT 指数相对于日经指数的超额收益来看，有两个周期有超额收益，其一为 J-REIT 指数诞生后至 2007 年 5 月 8 日，J-REIT 有两个时间段明显跑赢日经指数，期间 J-REIT 上涨 160.3%，日经 225 指数上涨 121.5%，J-REIT 超额收益约 38.8pct，这也是 J-REIT 指数累计超额收益最高的时点；其二是 2010-2013 年周期，但整体而言，此后的大多数年份，J-REIT 并未获得明显的相对收益。

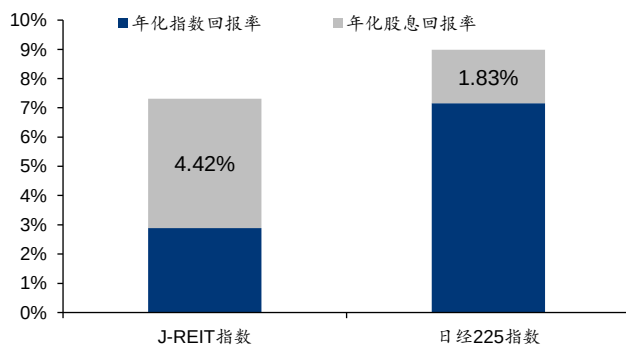
但 J-REIT 指数的债性会提升资产价值。J-REIT 稳定且丰厚的派息收益弥补了资产收益的波动。自 J-REIT 指数成立以来至 2023 年末，总回报口径下，J-REIT 指数年化总回报率为 7.31%，较日经指数低 1.68pct，但年化股息回报率为 4.42%，而日经指数为 1.83%，持有收益更具稳定性。

图表19：J-REIT 指数与日经 225 指数



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表20：J-REIT 和日经指数总回报率(2003 年 3 月 31 日-2023 年末)



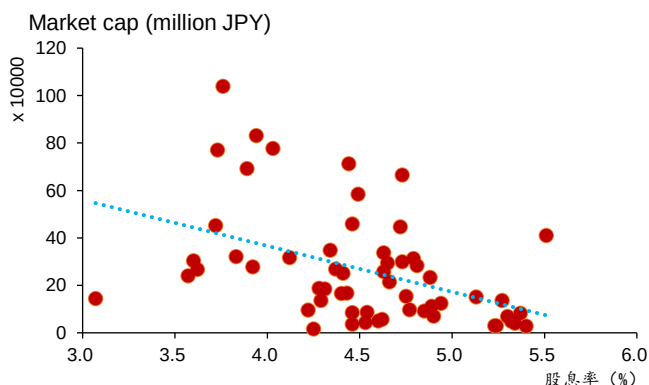
资料来源：Bloomberg，华泰研究

估值：防御型资产以及大型 REITs 估值更高

J-REIT 规模与股息率负相关，与估值溢价正相关

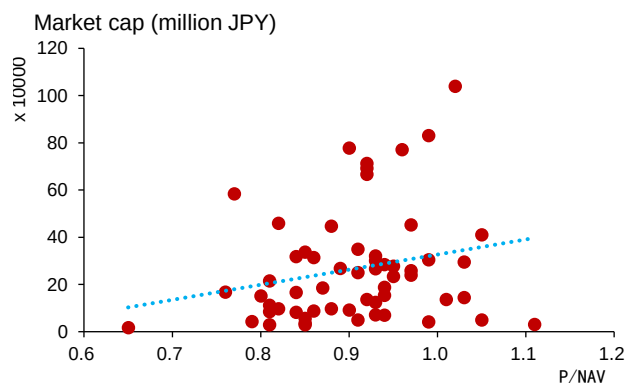
纵观市场上 58 只 J-REIT，我们发现市场集中度较高。截至 2023 年末，TOP10 只 J-REIT 占全市场市值比例达 45%。进一步分析市值与股息率以及估值溢价 (P/NAV)，发现市值与股息率负相关，与估值溢价正相关。这意味着在 J-REIT 市场，规模越大的 J-REIT 享有更高的估值溢价。

图表21: J-REIT 总市值与股息率 (截至 2023 年末)



资料来源: ARES, 华泰研究

图表22: J-REIT 总市值与估值溢价 (截至 2023 年末)

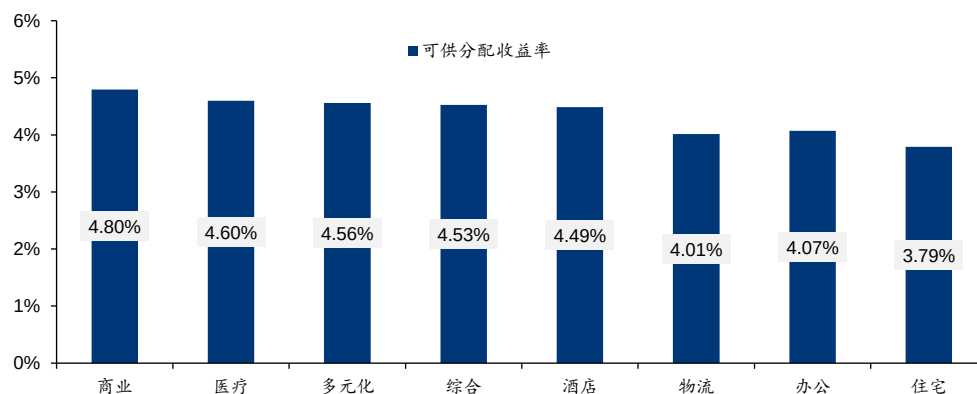


资料来源: ARES, 华泰研究

股息率因资产业态分化, 住宅类防御型资产股息率最低

分底层资产属性来看, 2023 年商业零售 REITs 的分红派息率高达 4.80%, 其次为医疗。回报率最低的是住宅类产品, 达 3.79%。这意味着相对稳定的收益使得住宅类产品获得市场更高估值, 即防御性资产具有估值溢价。

图表23: 不同底层资产 J-REIT 股息率 (2023 年)



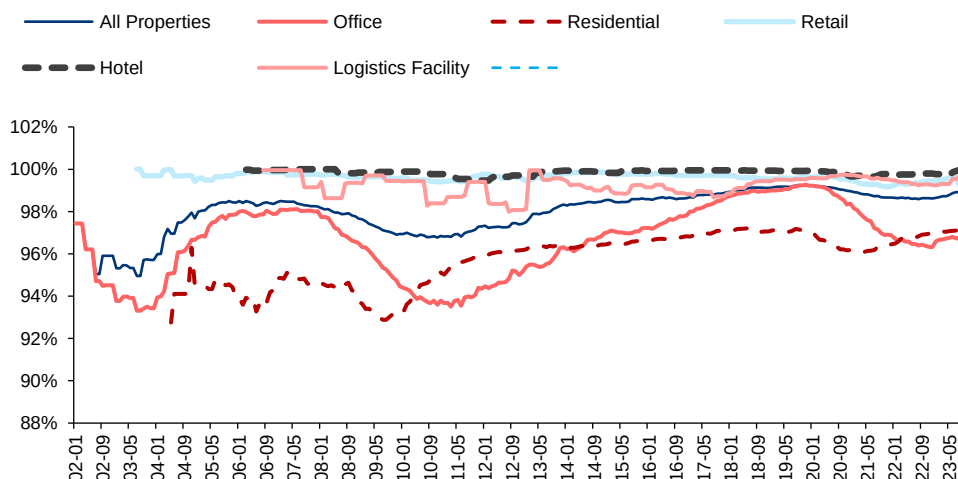
资料来源: ARES, 华泰研究

运营情况: 出租率常年维持高位, 办公、酒店业态波动较大

从项目运营角度, J-REIT 底层资产整体稳健。出租率方面, 平均水平均在 94% 以上。2014 年以来, 基本保持在 96% 以上。其中酒店、商业零售和物流长期角度更接近满租状态, 相对而言, 办公和住宅具有一定波动性。

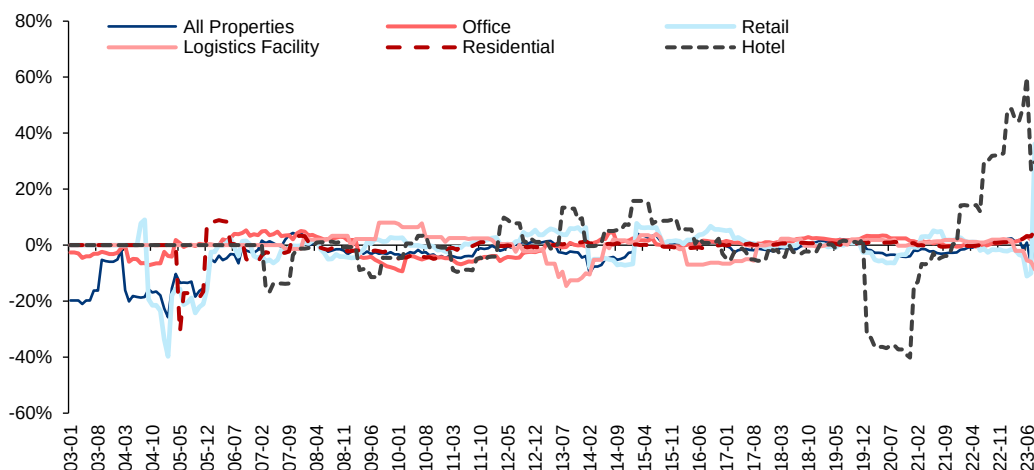
单位面积租金角度, 2014 年以来, J-REIT 平均租金基本持平。分业态来看, 办公和酒店的租金变化出现较大的波动, 其他业态的租金水平都较为稳定。

图表24：不同底层资产出租率



资料来源：ARES，华泰研究

图表25：不同底层资产单位租金同比涨幅



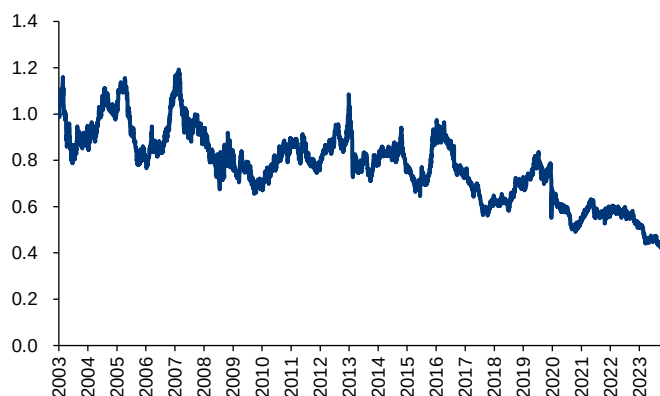
资料来源：ARES，华泰研究

2023 年 J-REIT 综合表现

2023 年, J-REIT 市场估值整体保持相对稳定, 指数累计收益为 -4.6%, 低于日经指数 32.8pct。其中表现最好的是 Invincible 投资公司, 全年涨幅达 19.6%。相对而言, 酒店业态 REITs 的涨幅普遍较高, 我们认为疫情的影响下, 造成 20-21 年酒店客单价下降, 低基数下 23 年走出修复行情。

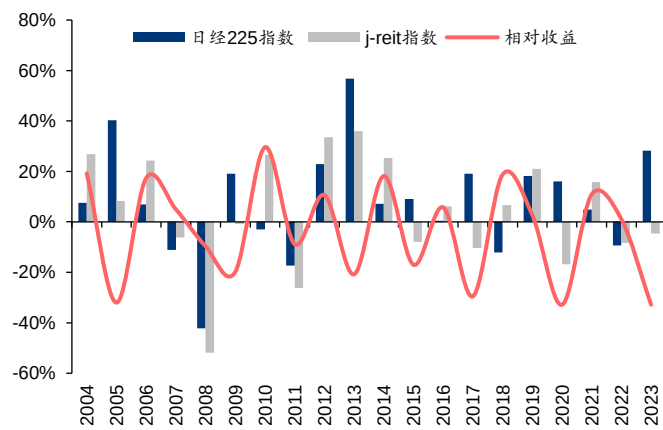
不过值得注意的是, 日本央行在 2023 年没有购买 J-REIT, 与此同时, 市场对于日本告别负利率时代有了一定预期。低息环境以及政府增持都对 J-REIT 的发展起到重要作用, 但另一方面, 日本货币政策边际收紧的背景, 是股市和楼市景气度上行, 因此 2024 年 J-REIT 的走势需要观察不动产价格和租金以及央行政策的角力。

图表26: J-REIT 相对日经指数 (基期 2003 年 3 月 31 日)



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表27: J-REIT 指数与日经 225 指数年涨幅及相对收益



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表28: J-REIT2023 年价格涨幅

代码	公司名称	板块	2023 年涨幅	代码	公司名称	板块	2023 年涨幅
8963 JT	Invincible 投资公司	酒店	19.6%	3466 JT	LaSalle Logiport 房地产投资信托基金	物流	-5.1%
3472 JT	Oedo Onsen Reit Investment Corp	酒店	13.5%	3459 JT	Samty 住宅投资公司	住宅	-5.2%
3282 JT	Comforia 住宅房地产公司	住宅	6.9%	8955 JT	日本 Prime 地产投资法人公司	多元化	-5.5%
3290 JT	One REIT 投资法人	办公	5.5%	3279 JT	东急 Activia 不动产投资信托有限公司	多元化	-5.9%
3468 JT	Star Asia Investment Corp	多元化	4.4%	3269 JT	Advance Residence 投资公司	住宅	-6.8%
8951 JT	日本建筑基金股份有限公司	办公	3.9%	3470 JT	Marimo Regional Revitalization REIT Inc	多元化	-6.9%
8976 JT	大和证券 Office 投资公司	办公	3.9%	3281 JT	普洛斯日本房地产投资信托公司	物流	-7.1%
2989 JT	Tokaido REIT Inc	多元化	3.5%	3249 JT	日本产业基金投资公司	综合	-8.0%
3309 JT	积水房地产投资信托株式会社	多元化	3.4%	3292 JT	AEON REIT 投资有限公司	商业	-8.5%
2972 JT	Sankei Real Estate Inc	办公	3.3%	8967 JT	日本物流基金股份有限公司	物流	-8.8%
3463 JT	Ichigo 酒店 REIT 基金投资公司	酒店	3.2%	8977 JT	阪急阪神房地产投资信托基金股份有限公司	多元化	-8.9%
3451 JT	东诚房地产投资信托投资公司	多元化	1.8%	3295 JT	Hulic Reit 股份有限公司	多元化	-9.0%
8958 JT	Global One 不动产投资公司	办公	1.5%	8956 JT	NTT UD REIT 投资公司	综合	-9.2%
3492 JT	Takara Leben Real Estate Investment Corp	多元化	1.4%	8986 JT	大和证券住房投资公司	综合	-9.2%
3462 JT	野村不动产主基金股份有限公司	多元化	1.2%	8985 JT	日本酒店 REIT 投资公司	酒店	-10.7%
8952 JT	日本房地产投资法人	办公	1.2%	8954 JT	Orix JREIT 股份有限公司	多元化	-10.7%
8972 JT	KDX Realty 投资株式会社	多元化	0.5%	3234 JT	森山房地产投资信托投资公司	办公	-10.9%
8968 JT	福冈房地产投资信托公司	多元化	0.4%	3481 JT	Mitsubishi Estate Logistics REIT Investment Corp	物流	-11.3%
3226 JT	日本 Accommodations Fund 有限公司	住宅	0.2%	8966 JT	Heiwa 房地产投资信托	多元化	-11.3%
8961 JT	森信综合房地产信托投资法人	多元化	-1.3%	3283 JT	日本普诺斯 REIT 有限公司	物流	-12.0%
3488 JT	XYMAX REIT Investment Corp	多元化	-1.5%	3493 JT	Advance Logistics Investment Corp	物流	-12.4%
2971 JT	ESCON Japan Reit Investment Corp	综合	-1.6%	2979	SOSiLA Logistics REIT Inc	物流	-12.5%
8953 JT	日本都市基金投资公司	多元化	-2.7%	8984	大和房屋 REIT 投资法人	多元化	-14.2%
8975 JT	Ichigo 办公 REIT 投资公司	办公	-2.9%	8979	Starts Proceed 投资公司	住宅	-15.1%
3296 JT	日本 REIT 投资公司	多元化	-3.3%	8964	边界不动产投资公司	商业	-15.4%
3476 JT	未来株式会社	多元化	-3.9%	3487	CRE Logistics REIT Inc	物流	-15.5%
8987 JT	日本 Excellent 股份有限公司	办公	-4.3%	8957	东急不动产投资信托股份有限公司	多元化	-17.9%
8960 JT	联合城市投资公司	多元化	-4.3%	3287	星野度假村 REIT 有限公司	酒店	-20.2%
3471 JT	Mitsui Fudosan Logistics Park Inc	物流	-4.9%	3455	Health Care & Medical Investment Corp	医疗	-22.3%

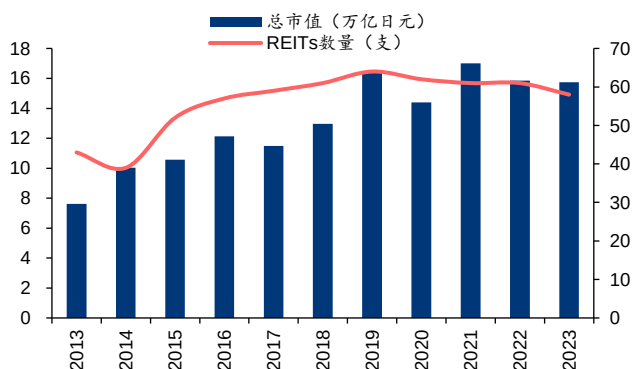
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

龙头标的：日本建筑基金，稳健的头部 J-REIT

日本建筑基金：三井不动产发行，历史最悠久的 J-REIT

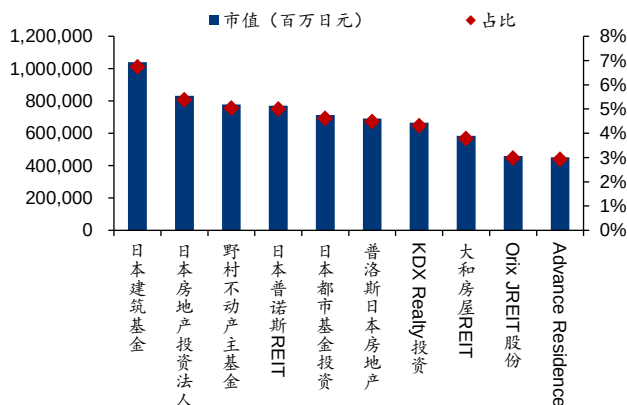
截至到 2023 年 J-REIT 共 58 个成员，而其中市值占比最大的是 2001 年 9 月推出的日本首支 J-REIT 日本建筑基金股份有限公司(Nippon Building Fund, 以下简称为日本建筑基金)，2023 年底占比达 7%，日本建筑基金担任资产管理人，而推出日本建筑基金的原始权益人是三井不动产。

图表29：J-REIT 总市值及数量



资料来源：ARES，华泰研究

图表30：TOP10J-REIT 市值排名（截至 2023 年 12 月）



资料来源：JAPAN-REIT.COM，华泰研究

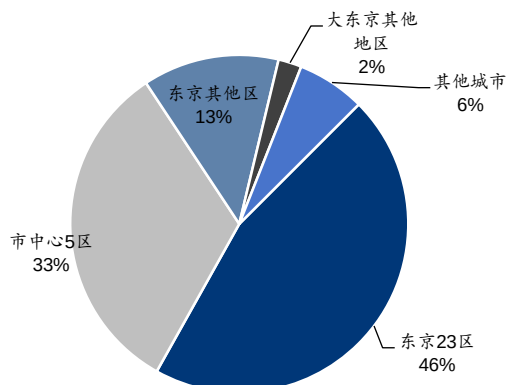
公司专注于办公楼业态，投资的目标地区为东京都市中心以及东京周边的城市地区，部分投资地方城市地区，2001 年 9 月在东京证券交易所市场上市，股票代码 8951 JP。

2001 年 5 月公司开始运营时，拥有 22 处房产，累计收购价格 1921 亿日元，2013 年，公司收购了索尼旗下大崎大厦 60% 的权益，资产总对价约 1110 亿日元；2020 年，公司从三井不动产收购了新宿三井大厦、大东京南塔 13.33% 的股权，总对价分别为 1700 亿日元、470 亿日元；到 2022 年末，随着不断收购，公司已有 71 处办公楼，累计收购金额为 14516 亿日元。

运营情况：布局核心区位，物业出租率高于东京平均水平

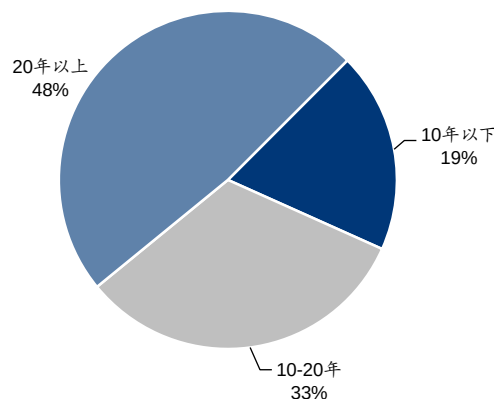
日本建筑基金投资的资产较为多元化，从地理位置来看，截至 2022 年末，公司持有总资产中，有 60% 位于东京市中心 5 区，中央 5 区为千代田区、中央区、港区、新宿区、涩谷区，20% 位于东京都市圈其他区域，公司写字楼区位条件良好，日本东京作为世界顶级城市，城市中心，公司的底层资产所处区位是头部办公区位；从资产年龄来看，19% 的资产在 10 年以下，33% 的投资房产年龄在 10-20 年的区间，48% 的投资房产年龄在 20 年以上。

图表31：日本建筑基金各地区投资比例（%，2022年末）



资料来源：日本建筑基金官网，华泰研究

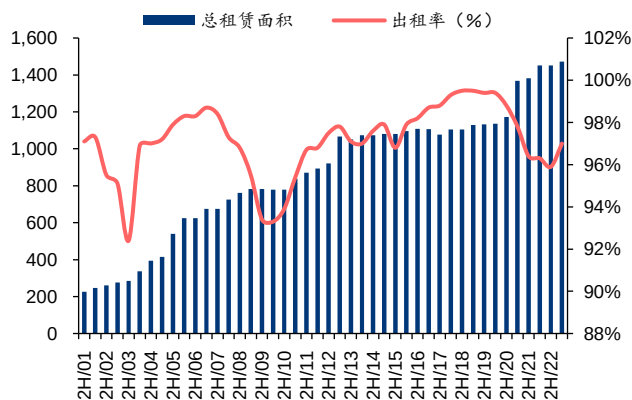
图表32：日本建筑基金投资房产年龄（%，2022年末）



资料来源：日本建筑基金官网，华泰研究

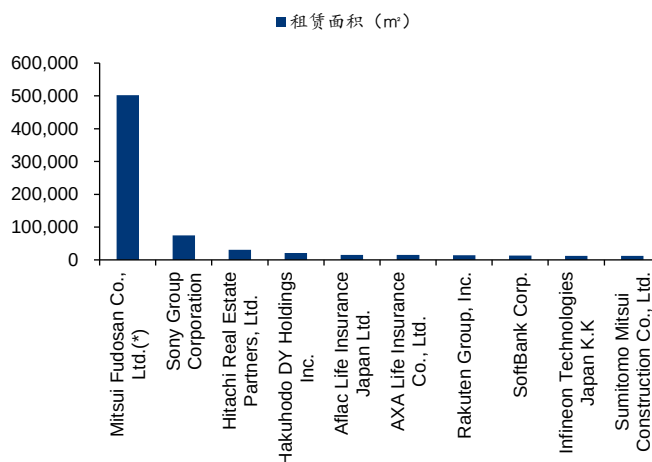
运营层面,租金稳中向好。截至2023年H1,日本建筑基金约有147.28万平的可租赁空间,前三大租户分别为三井不动产、索尼、日立不动产,占总可租赁面积比例分别为42.80%、6.40%、2.6%,虽然租户集中度较高,但租赁面积最大的三井不动产,主要将租赁区域转租给各承租人。截至2023年H1,日本建筑基金的出租率达到97%,近5年除了疫情期间的出租率维持在96%左右,其余都保持在97%-99%的区间,高于东京写字楼平均94%的出租率。

图表33：2023H1日本建筑基金总租赁面积（千平）及出租率（%）



资料来源：日本建筑基金官网，华泰研究

图表34：2023H1日本建筑基金前十大租户租赁面积（%）

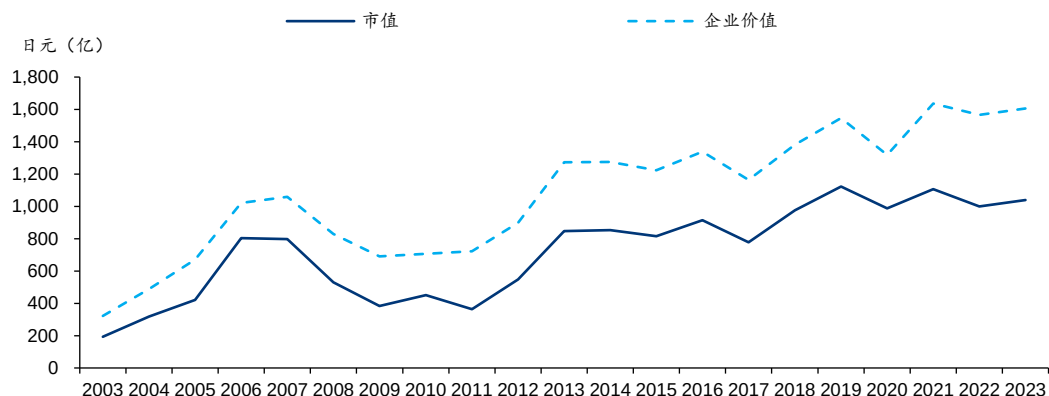


资料来源：日本建筑基金官网，华泰研究

财务分析：运营稳定，市场估值溢价显著

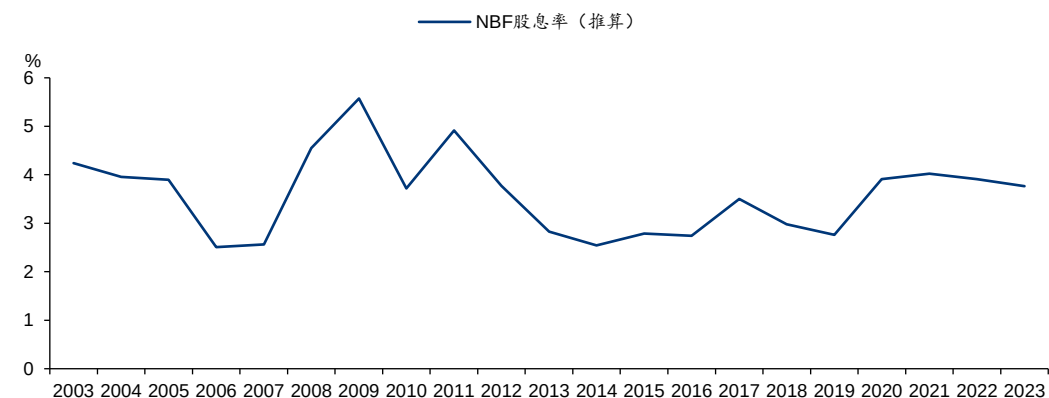
截至2022年末,公司房地产租金收入超800亿日元。2023年末,公司的市值达到10亿日元,企业价值(EV)达到16亿日元。作为最“年长”的J-REIT,日本建筑基金基本与日本不动产市场行情同频,从2007年高点下降到2011年的低点,再逐渐增长至2019年的高点,尽管2020年疫情对J-REIT市场产生短暂冲击,但日本建筑基金市值总体持续上涨。

图表35：日本建筑基金市值与企业价值（单位：百万日元）



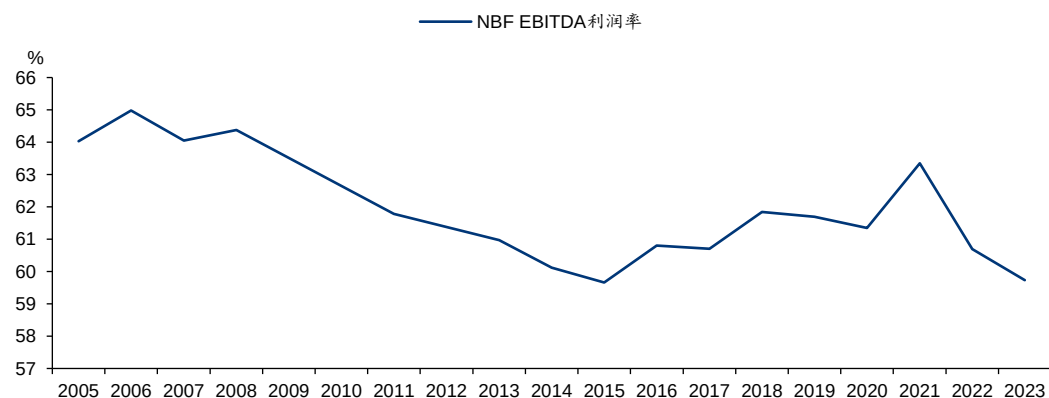
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表36：日本建筑基金股息率（推算）



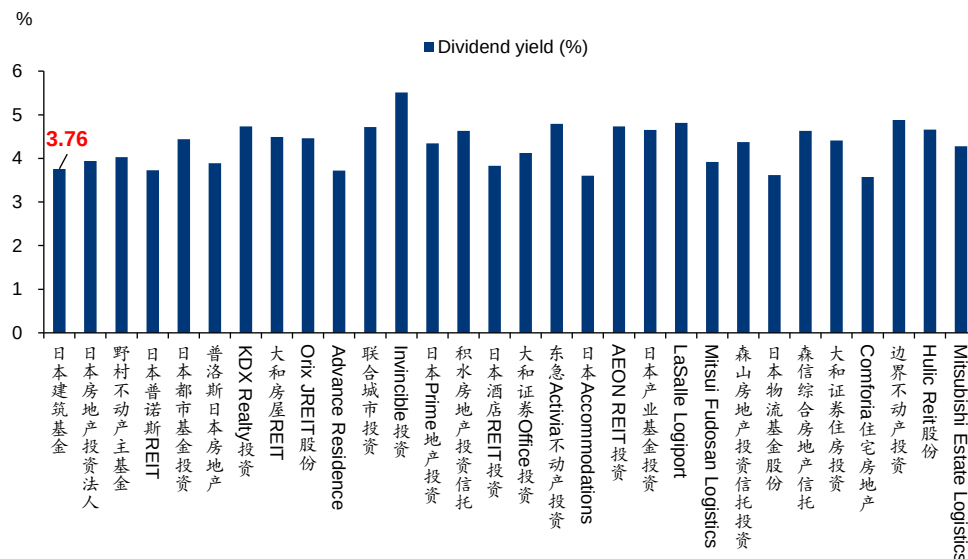
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表37：日本建筑基金 EBITDA 利润率



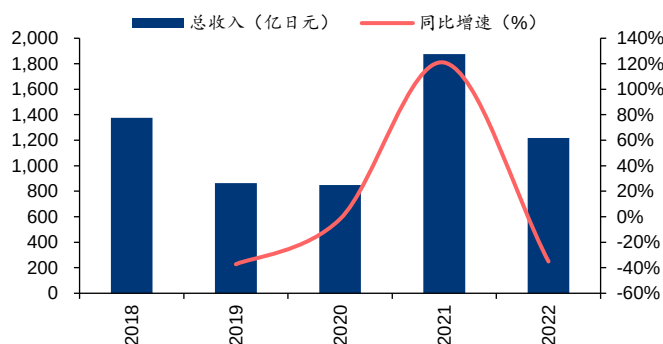
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表38: J-REIT 股息率比较 (2023 年末)



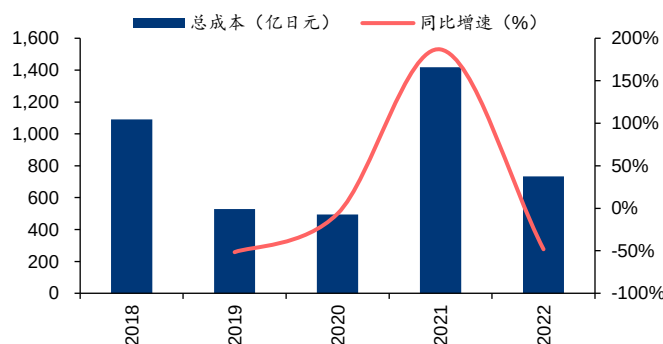
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表39: 日本建筑基金总收入及同比增速 (%)



资料来源: 日本建筑基金官网, 华泰研究

图表40: 日本建筑基金总成本及同比增速 (%)



资料来源: 日本建筑基金官网, 华泰研究

对比来看,日本建筑基金的市值为 10393 亿日元、资产价值为 14660 亿日元 (2023 年末) 均保持在行业第一的水平。而市场对公司予以估值溢价:一方面,体现为较低的股息率水平。相较于 2022 年市场 4.06% 的派息率,公司表现弱于行业平均水平,同时也是市值最高的 10 支 REITs 中派息率最低的一支,仅有 3.76%。另一方面,体现为较高的 NAV 溢价率。以 2023 年 12 月 29 日价格计算,市场 NAV 倍率均值为 0.91,而司的 NAV 倍率为 1.02,为市值前 10 的 REITs 中最高,彰显了较好的溢价能力。

启示：管理专业度提升及政策推动是重要方向

J-REIT 作为全球市值规模第二大 REITs 市场，同时在经历了房地产泡沫破裂，2008 年金融危机和 2011 年东京大地震、疫情的冲击后，依然能在今天站稳阵脚，具备借鉴意义。

J-REIT 具备相对明显的股性，管理机构的管理和再投资能力为其核心价值

历史数据显示，J-REIT 从价格波动表现到投资人结构，都具备相对明显的股性：J-REIT 租金收益波动不大，但是估值波动较明显，而且与股市的相关性较大；同时 J-REIT 投资人中外国投资人占比不低，尤其在交易层面较为活跃，这些都说明 J-REIT 有着相对较强的股性，与 J-REIT 初始持有的特定资产相比较，J-REIT 的估值与未来资产预期、运营管理溢价、对二级市场资源的利用效率等关联度更高。专业不动产运营管理机构的管理和再投资是 J-REIT 的核心价值所在，因此我们也能看到规模性 J-REIT 具备高溢价，因为市场对于其进一步扩张有更充分的预期。

专业不动产运营机构的成熟可优化 REITs 运营效率

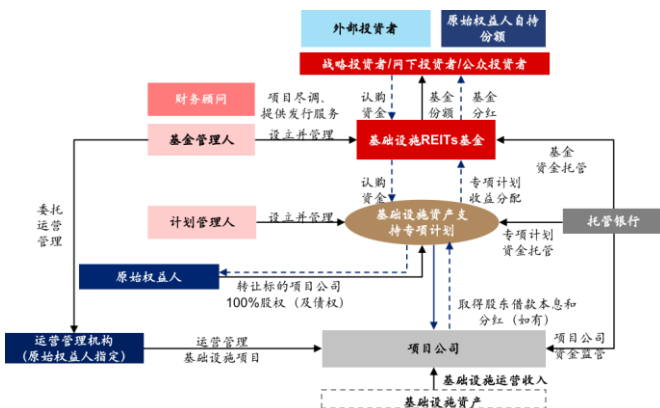
J-REIT 具备较明显的股性，主要有两方面原因：1. “外部管理”的运营模式强化了运营管理机构的重要性；2. 充沛且成熟的不动产运营机构是必要条件。专业的不动产运营机构也使得 J-REIT 在架构上相对更为简洁。我们认为，若未来国内专业的不动产运营机构能够不断壮大，或能优化内部管理效率，发挥 REITs 的权益属性，给 C-REIT 带来新的风貌。

图表41：J-REIT 架构图



资料来源：日本交易所集团官网，华泰研究

图表42：C-REIT 架构图



资料来源：华泰研究

公募 REITs 协同发展，为专业不动产机构的培育打开空间

日本不动产证券化的一大特点是，不仅有公募产品的 J-REIT，私募基金也占据了很大比例。日本私募型的 REITs 条款设置更为灵活，也占有较大的市场份额。私募型 REITs 的管理机构往往从不动产建设期就开始介入，积累了大量的不动产运营经验，这其实也意味着私募型产品的发展能进一步催熟专业不动产运营机构。

政策护航，立法铺路与严格监管并行

J-REIT 是在政策护航下持续完善和发展。从不动产证券化的推进，到 J-REIT 出台，再到产品融资能力以及回购、并购政策的完善，政策持续通过立法来为 J-REIT 的发展铺平道路，同时也对 J-REIT 予以严格监管。如明确禁止 REIT 内部管理，禁止参与房地产开发，有关于 J-REIT 上市、扩募及退出法案有 10 余部，可以看到其监管力度。

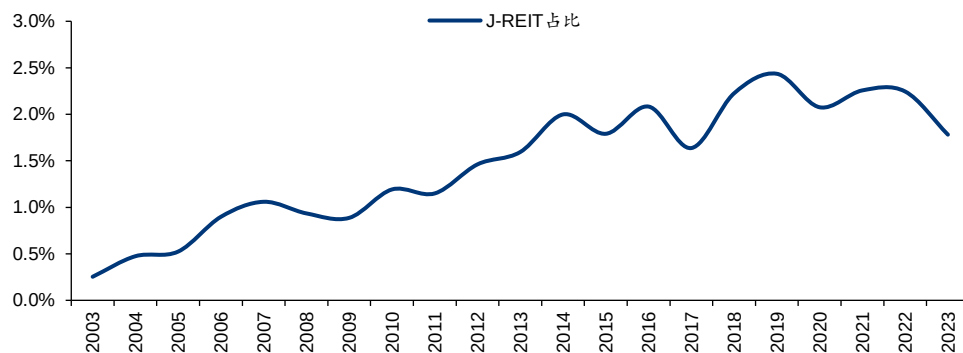
政府持续增持，提高投资者多样性

日本央行对 J-REIT 的持续增持增强了市场对 J-REIT 的信心，也加大了各类投资人参与的热情。未来可以关注国内 REIT 市场投资者参与门槛的优化，参与者的增加会加大资产流动性，助力市场的进一步发展。

我国 REITs 市场空间可观，底层资产有望进一步扩容

截至 2023 年末，J-REIT 总市值约为股市市值的 1.8%，截至 2024 年 1 月 11 日，C-REIT 总规模约 134 亿，与 A 股总市值的比例为 0.02%。整体来看，中国 REIT 市场规模还具有较大的提升空间。底层资产角度，国内也在持续扩围，2023 年已经扩围至以购物中心为代表的消费型基础设施 REITs 领域，参照日本，我们认为未来或许有望进一步扩围至医疗、混合业态等。

图表43：J-REIT 占日本上市公司总市值比重



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表44：J-REIT 估值表一览（数据截至 2023 年 12 月 29 日）

彭博代码	公司名称	股息率 (%)	RNAV	P/NAV	市值 (百万日元)
8951 JT	日本建筑基金股份有限公司	3.76	597,514	1.02	1,039,306
8952 JT	日本房地产投资人	3.94	591,467	0.99	830,953
3462 JT	野村不动产主基金股份有限公司	4.03	184,299	0.9	778,008
3283 JT	日本普诺斯 REIT 有限公司	3.73	283,971	0.96	770,477
8953 JT	日本都市基金投资公司	4.44	110,755	0.92	712,188
3281 JT	普洛斯日本房地产投资信托公司	3.89	152,110	0.92	692,009
8972 JT	KDX Realty 投资株式会社	4.73	174,253	0.92	666,178
8984 JT	大和房屋 REIT 投资人	4.49	326,088	0.77	583,944
8954 JT	Orix JREIT 股份有限公司	4.46	201,841	0.82	459,540
3269 JT	Advance Residence 投资公司	3.72	326,281	0.97	452,828
8960 JT	联合城市投资公司	4.72	163,739	0.88	446,507
8963 JT	Invincible 投资公司	5.51	58,082	1.05	410,964
8955 JT	日本 Prime 地产投资法人公司	4.34	386,572	0.91	349,012
3309 JT	积水房地产投资信托株式会社	4.63	90,937	0.85	337,812
8985 JT	日本酒店 REIT 投资公司	3.83	74,583	0.93	320,881
8976 JT	大和证券 Office 投资公司	4.12	788,123	0.84	318,042
3279 JT	东急 Activia 不动产投资信托有限公司	4.79	451,740	0.86	313,693
3226 JT	日本 Accommodations Fund 有限公司	3.6	611,368	0.99	304,097
3292 JT	AEON REIT 投资有限公司	4.73	151,729	0.93	300,327
3249 JT	日本产业基金投资公司	4.65	135,311	1.03	295,047
3466 JT	LaSalle Logiport 房地产投资信托基金	4.81	161,587	0.94	283,936
3471 JT	Mitsui Fudosan Logistics Park Inc	3.92	479,189	0.95	278,160
3234 JT	森山房地产投资信托投资公司	4.37	157,471	0.89	268,669
8967 JT	日本物流基金股份有限公司	3.62	306,413	0.93	267,124
8961 JT	森信综合房地产信托投资法人	4.63	74,544	0.97	258,100
8986 JT	大和证券住房投资公司	4.41	114,864	0.91	251,039
3282 JT	Comforia 住宅房地产公司	3.57	325,683	0.97	240,236
8964 JT	边界不动产投资公司	4.88	456,025	0.95	234,253
3295 JT	Hulic Reit 股份有限公司	4.66	184,958	0.81	214,848
3481 JT	Mitsubishi Estate Logistics REIT Investment Corp	4.28	397,528	0.94	188,555
8956 JT	NTT UD REIT 投资公司	4.31	143,835	0.87	184,810
8987 JT	日本 Excellent 股份有限公司	4.43	165,300	0.76	167,735
8957 JT	东急不动产投资信托股份有限公司	4.4	202,825	0.84	166,583
8966 JT	Heiwa 房地产投资信托	4.75	143,794	0.94	154,781

彭博代码	公司名称	股息率 (%)	RNAV	P/NAV	市值 (百万日元)
3296 JT	日本 REIT 投资公司	5.13	422,231	0.8	151,176
3287 JT	星野度假村 REIT 有限公司	3.07	550,018	1.03	144,646
3468 JT	Star Asia Investment Corp	5.27	57,005	1.01	136,627
8968 JT	福岡房地产投资信托公司	4.29	185,198	0.92	136,355
8975 JT	Ichigo 办公 REIT 投资公司	4.94	88,624	0.93	124,853
8958 JT	Global One 不动产投资公司	4.89	135,866	0.81	111,999
3487 JT	CRE Logistics REIT Inc	4.77	176,705	0.88	97,482
8977 JT	阪急阪神房地产投资信托基金股份有限公司	4.22	169,884	0.82	96,633
3459 JT	Samty 住宅投资公司	4.85	121,700	0.9	92,008
2979 JT	SOSiLA Logistics REIT Inc	4.54	139,409	0.86	87,373
3493 JT	Advance Logistics Investment Corp	4.46	156,612	0.81	85,514
3476 JT	未来株式会社	5.37	51,428	0.84	82,878
3290 JT	One REIT 投资法人	4.9	285,965	0.93	71,198
3492 JT	Takara Leben Real Estate Investment Corp	5.3	107,316	0.94	69,687
8979 JT	Starts Proceed 投资公司	4.62	237,956	0.85	56,834
3455 JT	Health Care & Medical Investment Corp	4.6	133,369	1.05	50,258
3451 JT	东诚房地产投资信托投资公司	5.32	149,879	0.91	49,477
2972 JT	Sankei Real Estate Inc	4.53	116,298	0.79	42,973
2971 JT	ESCON Japan Reit Investment Corp	5.34	117,156	0.99	41,004
3463 JT	Ichigo 酒店 REIT 基金投资公司	4.46	131,301	0.85	36,482
2989 JT	Tokaido REIT Inc	5.24	112,984	1.11	30,458
3488 JT	XYMAX REIT Investment Corp	5.23	145,780	0.81	29,608
3470 JT	Marimo Regional Revitalization REIT Inc	5.4	143,350	0.85	28,918
3472 JT	Ooedo Onsen Reit Investment Corp	4.25	109,086	0.65	16,639

资料来源: J-REIT 官网, Bloomberg, 华泰研究

图表45: 报告提及公司信息

彭博代码	名称	彭博代码	名称
三井不动产 (Mitsui Fudosan Co., Ltd)	8801 JT	AXA Life Insurance Co., Ltd.	0028 JP
Sony Group Corporation	6758 JT	Rakuten Group, Inc.	RKUNF US
Hitachi Real Estate Partners, Ltd.	6501 JT	SoftBank Corp.	SFTBY US
Hakuhodo DY Holdings Inc.	2433 JT	Infineon Technologies Japan K.K	IFNNY US
Aflac Life Insurance Japan Ltd.	未上市	Sumitomo Mitsui Construction Co., Ltd.	18210 JT

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

行业政策风险: 日本宏观流动性的变化, 如果政府大幅紧缩货币政策, 可能会引发 J-REIT 价格下行。

行业下行风险: REIT 与不动产景气度息息相关, 如果经济发展乏力造成不动产租金和出租率波动, 会影响 J-REIT 派息率以及估值。

不可抗力风险: 历史上地震等不可抗力对日本不动产影响较大, 2024 年 1 月日本再次发生地震, 如果震级提升, 可能会对 J-REIT 产生影响。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司