



日本房地产市场投资月报

(2026年4月号)

Alpha Asia Capital Management

AA 持续观点与本月更新

- ▶ AA 延续判断：日本市场流动性仍然充足，但回报更依赖资产本身的收入增长，而非资本化率下降带来的估值扩张；
- ▶ 本月主线：中东局势推升油价，成为同时影响利率与入境的新变量；
- ▶ 物流：新增供给见顶回落，大东京空置率连续四个季度下行，叠加 4 月起 CLO 选任义务，市场进一步走向“供需收紧 + 精细化”；
- ▶ 数据中心：AI 算力需求驱动，资本密集度与租约结构均显著区别于传统物业，电力与土地成为核心约束；
- ▶ 酒店：访日需求维持高位平台期，ADR 高增但增速放缓、OCC 进入平台期，客源结构与运营能力更重要。

目录

1. 物流：供需收紧叠加 CLO 新规
2. 数据中心：AI 主线与经济性解析
3. 酒店：高位平台期，运营能力为王
4. AA 观点：不同资产偏好下的筛选重点
5. 4 月宏观及市场动态
6. 市场成交
7. 基金动态

1. 物流：供需收紧叠加 CLO 新规

继 2 月号提示“市场正从高供给阶段走向供需重新收紧阶段”之后，2026 年一季度数据进一步确认了这一拐点：核心都市圈空置率持续下行、租金温和上行，市场逻辑从“消化供给”转向“争抢优质区位与规格”。如图 1 所示，过去 12 个月（2025 Q2–2026 Q1）大东京与大阪圈均呈现“租金上行、空置率下行”的组合。

- ▶ 大东京圈：空置率从 2025 Q2 的约 10.9% 连续四个季度回落至 2026 Q1 的 9.2%；有效租金升至 4,530 日元/坪/月（环比 +0.9%），东京湾区领涨 4.3%。CBRE 预计随 2027 年新增供给锐减，空置率有望进一步降至 7% 区间。
- ▶ 大阪圈：空置率大幅回落至 2.2%（环比 -1.5 个百分点），新设施竣工即满租，净吸纳量为历史第三高；有效租金升至 4,350 日元/坪/月（环比 +1.2%），核心区位租金上行压力加大。
- ▶ 需求侧结构性变化：物流需求由大东京向其他都市圈扩散（据 CBRE，大东京占全国物流租赁需求的比重将由 2016 年约 76% 降至 2027 年预计约 46%，其余三大都市圈合计升至 54%），全国物流节点正被重新配置。

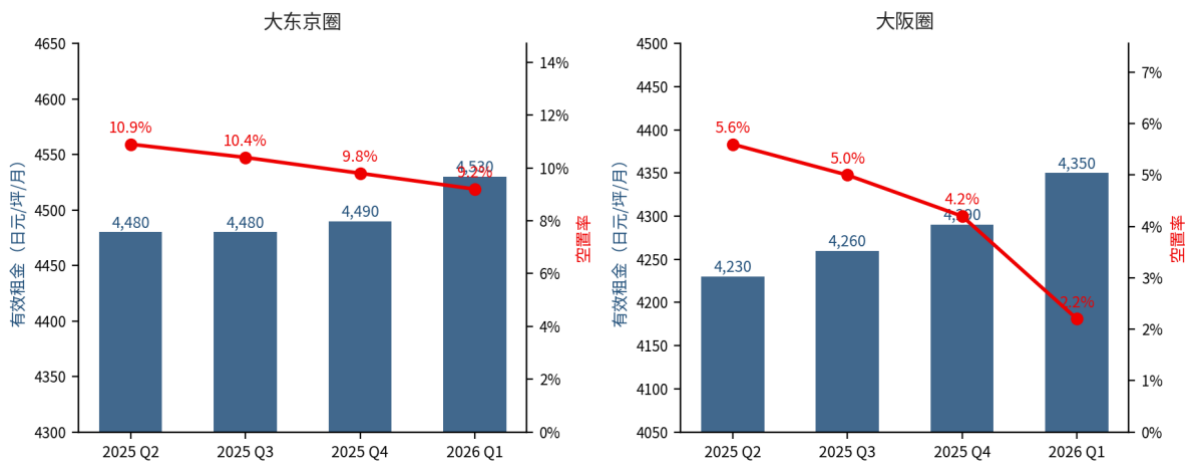


图 1 | 大东京圈与大阪圈物流有效租金（柱）与空置率（线）走势，2025 Q2–2026 Q1（来源：CBRE Japan Logistics MarketView, AA 整理）

制度面的新变量：CLO 选任义务（2026 年 4 月生效）

为应对“2024 年问题”（卡车司机加班上限导致运力下降、司机短缺），日本修订物流相关法律：自 2026 年 4 月起，要求上一年度货运量达 9 万吨以上的“特定货主”选任“物流统括管理

者 (CLO) ”，并制定削减货物等待/装卸时间、提升装载率的中长期计划，未履行者面临劝告、企业名公示乃至罚款。

需要说明的是，CLO 选任义务本身只是一项管理性要求，不会单独改变市场格局；更准确的理解，是它对一个已在发生的趋势形成“边际强化”。真正的驱动力仍是“2024 年问题”下的运力与人手短缺，迫使大型货主把物流效率从现场层面提升到经营层面。在这一方向上，CLO 制度会促使货主在选址与规格上略有侧重——更看重靠近消费地与高速 IC、便于招工的区位（以缩短运距与“荷待”时间），以及装卸效率高、便于自动化的现代规格。因此，应把它视为“供需收紧 + 区位/规格”这一主逻辑之上的一个加分项，而非决定性因素：真正拉开资产差距的，仍是供需基本面与区位、规格本身。

AA 观察 | 关键词：供需拐点 | 精细化 | 区位与规格 | CLO 新规

物流并非不能投，而是更不能粗放地投。在供给见顶、CLO 新规推升租户选址与规格门槛的背景下，更具竞争力的是靠近都市圈、兼具交通节点与劳动力优势、且符合自动化与效率要求的现代设施，以及可服务 last-mile 或区域配送优化的节点型仓储。

低质、偏远、规格落后的资产将与优质资产进一步分化；以合理总价切入、保留再开发或规格升级弹性的中小体量项目，更契合 AA 的主动管理能力。

2. 数据中心：AI 主线与经济性解析

如果说物流是“存量收紧”，数据中心则是日本产业地产中增量最快、最受资本追逐的新主线，其驱动力来自 AI 算力需求的指数级增长。由于它与传统“收租物业”在资本结构、收益结构、租约与风险上有本质差异，本节做一次较为完整的展开，供投资人参考。

一、需求与资本：超大规模厂商主导

- ▶ 据 Knight Frank，东京已成为区域级数据中心枢纽，截至 2025 年年中，总规模（含运营、在建与规划）超过 4.2 吉瓦（GW，较 2024 年二季度末 +2.7%）；日本是仅次于美国、中国的全球第三大托管（colocation）市场。
- ▶ 超大规模资本持续涌入：GLP 规划五年内投入逾 1.5 万亿日元建设约 900MW 容量；2026 年 4 月微软宣布对日本数据中心追加约 100 亿美元投资；CapitaLand Ascendas REIT 等机构亦加速进场。

二、经济性：与传统收租物业的本质差异

先界定口径。数据中心的“建造成本（shell & core）”指把项目建成“可接入 IT 设备的电力化基础建筑”，即业主/开发商的投入范围：含建筑结构、外壳、屋面、安防，以及决定性的机电（M&E）基础设施——供电（并网/变电、开关柜、UPS、备用发电机、配电）与制冷（精密空调/冷水机组或液冷）。其中电力基础设施约占总造价 40–45%、制冷约 15–20%，而建筑外壳本身仅约 10–15%——这正是数据中心“贵在机电、而非贵在盖楼”的原因。该口径不含土地，也不含租户的 IT/算力设备。

租户“AI 装修（fit-out）”则是租户自行投入的算力层：服务器、AI 加速卡/GPU、网络交换与布线、机柜，以及面向高功率密度 AI 负载的机柜级液冷分配。

据 Turner & Townsend《2025–2026 数据中心建造成本指数》（覆盖全球 52 个市场，美元/瓦口径，含建筑与机电、不含土地与 IT 设备），东京以 15.2 美元/瓦（约 1,520 万美元/MW）位列全球最贵，其次为新加坡 14.5、苏黎世 14.2；美国硅谷 13.3、伦敦 12.0、法兰克福 11.6（如图 2）。在此“建造成本”之上，租户的 AI 装修最高还需约 2,500 万美元/MW（JLL）；含 GPU 的 AI 整体投入可达 3,000–4,000 万美元/MW 量级。

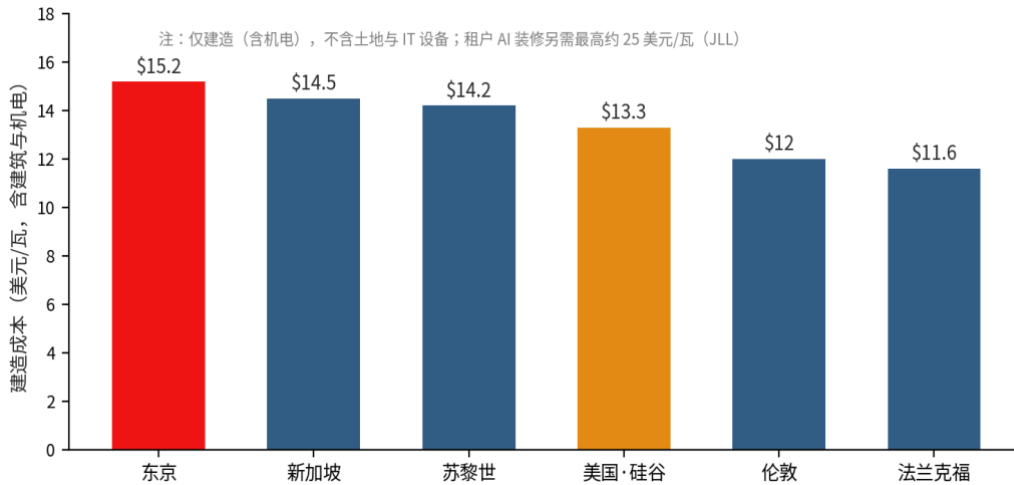


图 2 | 全球主要市场数据中心建造成本 (美元/瓦, 含建筑与机电, 不含土地与 IT 设备; 来源: Turner & Townsend 2025–2026 数据中心建造成本指数, AA 整理)

收益与租约结构同样不同：托管数据中心多采用“按电力容量计价”（美元/kW/月，modified gross），电费多以 pass-through (+E) 形式由租户承担；超大规模租户（≥4MW）通常签订 10–15 年长约，且开发商往往在预租 70–90% 后才开工。换言之，数据中心更接近“带长约的基础设施”，而非“按面积收租的物业”。下表对两者做一对照：

维度	传统收租物业 (办公/物流/住宅)	数据中心
资本密集度	相对较低，按建筑面积计造价	极高：东京约 1,520 万美元/MW (建造, T&T) 租户 AI 装修最高再加约 2,500 万/MW, 含 GPU 整体可达 3,000–4,000 万/MW
收益结构	按面积收租 (日元/坪)，与空置率直接挂钩	按电力容量计价 (美元/kW/月, modified gross) 电费多为 pass-through (+E)
租约	多租户、租期较短、续约存在不确定性	单一/少数 hyperscaler, 10–15 年长约 常在预租 70–90% 后才开工
核心约束	区位、需求、供给节奏	电力容量与并网、土地 (东京内城电力接入排队约 5–10 年 [NTT GDC] ; JLL 称 2025 年东京并网平均前置期约 10 年, 为全球主要市场最长)
对手方信用	租户分散	云厂商信用强 (covenant 强), 但集中度高
开发周期	相对较短	较长 (电力交付常需 2–3 年起)
适配资金	各类资金	长期、重资本、能承受开发期与运营复杂度

AA 观察 | 关键词：AI 算力 | 超大规模资本 | 电力约束 | 产业配套

数据中心是高确定性的长期主线，但门槛极高——资本密集、开发周期长、对电力/土地/运营与对手方依赖强，更适合长期、重资本的机构资金。

对中小体量资金而言，更现实的切入点不是直接开发大型数据中心，而是其外溢效应：靠近算力集群、具备电力与用地条件、可服务数字基建配套（变电、工业、冷链、last-mile）的产业类资产，以及可改造重定位的存量物业。

3. 酒店：高位平台期，运营能力为王

酒店仍是日本地产中收入增长最强的板块之一，但 4 月数据提示：访日需求已从修复期高增长稳定进入高位平台期，并开始受到地缘因素扰动。酒店投资的胜负手，正从“追逐景气”转向“运营能力与客源结构”。

- ▶ JNTO 数据：2025 年全年访日 4,268 万人创历史新高；2026 一季度累计 1,068 万人（同比 +1.4%），连续两年一季度破千万。
- ▶ 2026 年 4 月访日 369.2 万人，环比增加约 7.3 万人，但同比下降 5.5%——主因是复活节假日跨 3、4 月导致欧澳需求分散，叠加中东局势导致航班停减，中东地区访日同比大幅下降 21.4%；同期法国创单月历史新高、9 个市场创 4 月历史新高。

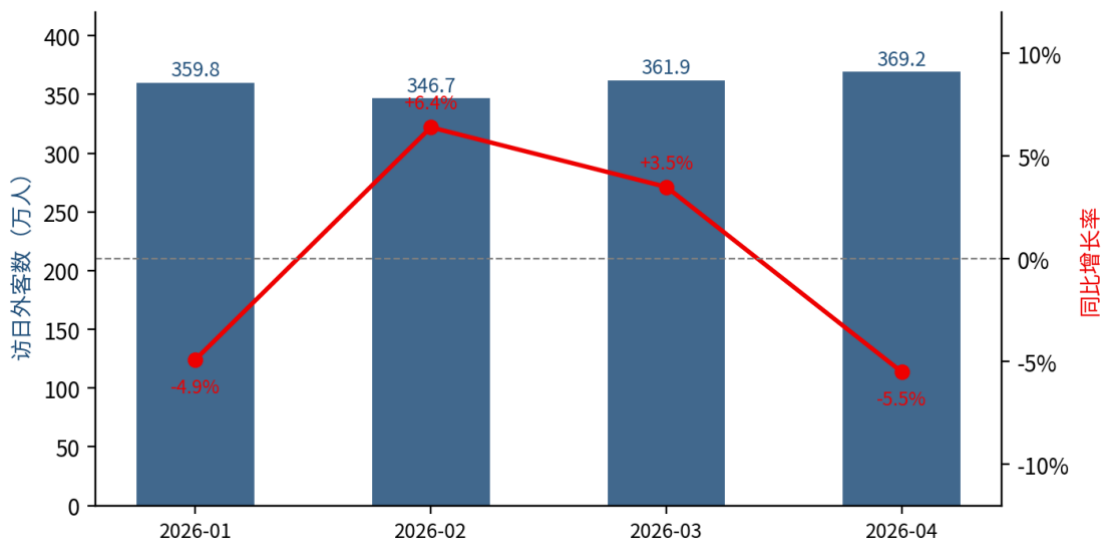


图 3 | 2026 年 1-4 月访日外客数与同比增长率 (来源：JNTO 月度访日外客统计，AA 整理)

经营指标：ADR 高增但增速放缓，OCC 进入平台期

经营层面，本轮景气的特征是“ADR 强、OCC 稳”。需要提醒的是：观光厅《宿泊旅行统计》的全国客房稼働率（2025 年约 61.8%）含旅馆与地方设施，会明显低估东京等城市酒店。因此更贴近城市/入境现实的口径，是酒店 J-REIT 的月度运营数据。

在公开 REIT 的全国口径之外，AA 自有的东京酒店运营数据库提供了更贴近城市与入境现实的视角：覆盖 Invincible (8963)、Star Asia (3468)、Mori Trust (8961) 三家 REIT 共 31 家东京物件，按豪华 / 中高端 / 精选 / 廉价四档分层、逐月跟踪 ADR 与 OCC。图 4、图 5 为按客室

数加权的分档走势 (2025/01–2026/03)。

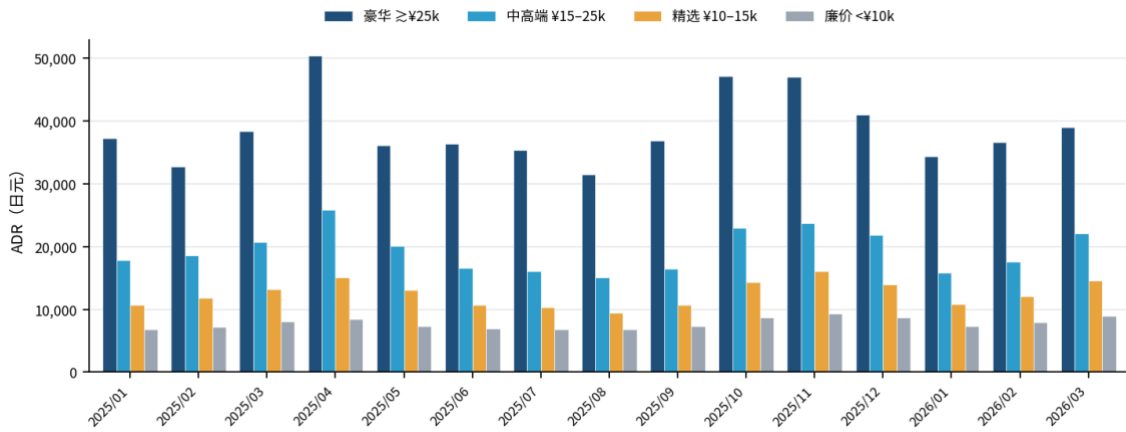


图 4 | AA 自有东京酒店数据库：分档月度 ADR (按客室数加权)，2025/01–2026/03 (来源：AA 东京酒店运营数据库，整理自三家 REIT 官方月度披露)

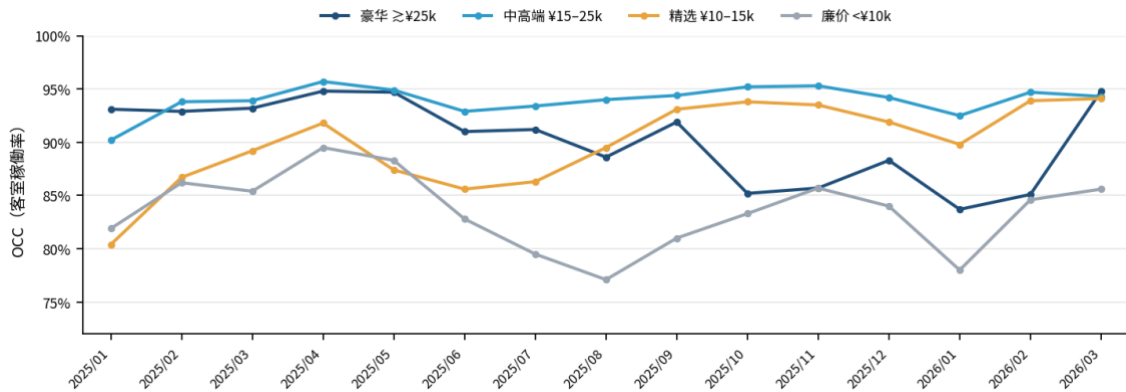


图 5 | AA 自有东京酒店数据库：分档月度 OCC (按客室数加权)，2025/01–2026/03 (来源：同上)

读图：① 分层定价结构清晰且持续——豪华档 (含浅草 KOKO Residence 与全服务 Courtyard) ADR 高、季节弹性最大 (4 月樱花季、10–11 月红叶季冲高，8 月与年初回落)；② OCC 中高端档最稳 (90–96%)，精选档全年抬升，廉价档 (多为长租型居住客房) 受客源与淡季影响波动最大；③ 仅含东京、按客室数加权，故较公开 REIT 的全国口径更能反映东京分层定价能力——例如 JHR 全国 ADR 因含度假与地方组合而偏高，并不代表其东京实况 (其东京变动租金组合在剔除改装中的希尔顿台场后仅约 1.2 万日元)。整体与本节“ADR 强、OCC 稳、运营与客源结构定胜负”的判断一致。

更宏观看，日本酒店 ADR 在 2023–2024 年曾持续大幅上涨，但自 2025 年起明显放缓：据 STR/CoStar，东京在连续 33 个月两位数 ADR 增长后，于 2025 年 6 月出现首个“常态”增速月、7 月录得疫后首次单月 ADR 同比下降；JLL 亦显示 2025 年前三季度全国 ADR 同比约 +10.8%，增速较前两年回落。Japan Hotel REIT 2025 财年 RevPAR 同比约 +8.9% (上半年变动租金组合 +17.0%、下半年预期 +9.3%)，单位分配创上市新高——“高位+放缓”并存。

数据来源：各酒店 J-REIT 月度运营披露 (免费公开)；观光厅《宿泊旅行统计》(免费官方)；STR/CoStar 市场口径为付费数据。

AA 观察 | 关键词：高位平台期 | 客源结构 | 地缘扰动 | 运营能力

ADR 高位、OCC 见顶提示：未来收入增长更依赖单房定价与产品力，而非靠入住率上量；过度依赖单一或受地缘影响客源的项目，波动性更高。

当前阶段更应精选具备品牌导入、产品重塑、客源结构多元化与运营优化空间的项目，以运营能力对冲地缘与周期波动。

4. AA 观点：不同资产偏好下的筛选重点

- ▶ **物流 | 适合重视稳定现金流、兼顾改造与再开发弹性的投资人：**聚焦靠近都市圈、规格现代、符合 CLO 时代效率要求、具交通节点与劳动力优势的节点型设施；规避偏远、老化、规格落后且价格未充分反映改造成本的资产。
- ▶ **数据中心 / 产业地产 | 适合长期、重资本、能承受开发周期的投资人：**直接开发大型数据中心门槛极高（资本、电力、土地、运营、对手方），中小体量资金更宜从电力与用地配套、外溢型产业资产，以及可改造重定位的存量物业切入。
- ▶ **酒店 | 适合追求收入弹性、能接受运营波动的投资人：**精选可品牌导入、产品重塑、客源结构优化和运营提升的项目，弱化对单一客源与最热门地段的依赖，以运营能力对冲地缘与周期波动。
- ▶ **住宅（延续跟踪） | 适合重视稳定现金流的投资人：**东京 23 区及核心城市面向外籍租户与双职工家庭的高品质租赁住宅，仍是兼具防御与增长的底仓配置，详见 3 月号。

5. 4 月宏观及市场动态

1) 政策环境

- ▶ 国土交通省 3 月地价公示显示全国地价连续五年上涨（商业地涨幅继续扩大、住宅地维持上行），核心区域资产价格仍有支撑；3 月底通过的第 5 次观光立国推进基本计划维持 2030 年访日 6,000 万人、消费 15 万亿日元目标，并强化地方分流与缓解过度旅游。
- ▶ 自 4 月起，物流“统括管理者（CLO）”选任义务生效，对物流选址与规格形成长期影响（详见第 1 节）。

2) 利率

- ▶ 日本银行 4 月 28 日货币政策会议维持政策利率 0.75% 不变，但以 6:3 通过——3 名委员主张加息至 1.0%，为 2016 年以来最大分歧，亦是植田和男任内首次出现 3 票反对。
- ▶ 展望报告大幅上调 2026 财年核心 CPI 预期至 2.8%（1 月预测为 1.9%），同时将 2026 财年实际 GDP 增速由 1.0% 下调至 0.5%，背景是中东局势推升油价带来的输入型通胀。
- ▶ 植田释放偏鹰信号，市场对 6 月加息至 1.0% 的预期升温，但中东局势与高市政府的财政立场带来不确定性。对房地产而言，利率已不再是单边加分项，而是要求项目具备更强的现金流承压能力。

3) 汇率

- ▶ 4 月以来，日元对美元大致运行在 155–160 区间，对人民币维持在 100 日元约 4.4–4.5 元附近的历史低位。
- ▶ 弱日元继续支持海外资本配置日本资产，但其边际吸引力已更多取决于项目本身的收入增长能力，而非汇率红利；地缘风险与油价已成为汇率与利率联动的新变量。

6. 市场成交 (近 6 个月代表性案例)

时间	项目 / 资产	买方	金额	要点
2026/03	东京公寓组合 (29 栋)	Gaw Capital + Alyssa Partners	约 USD 259 m	海外资本加码东京租赁住宅
2026/03	6 物业组合 (5 酒店 + 神乐坂广场办公楼, 新宿)	One REIT	JPY 29.9 bn	J-REIT 以“酒店 + 办公”组合扩张资产规模
2026/03	大阪圈数据中心 (40.5MW, 2023 竣工)	CapitaLand Ascendas REIT + 三井物产相关基金	约 USD 460 m	数据中心成为 REIT 与机构新配置重点
2026/02	大阪 Minoh 物流仓库 (箕面物流园)	Cabot Properties	未披露	全球物流专业投资人首入日本, 聚焦关西
2026/01	Sankei REIT 公开收购	GIC + Tosei	JPY 58.4 bn	海外资本与本土运营方联手收购商业 REIT
2025/12	Tokyo C-NX 物流设施 (江东区)	Blackstone (经 Mizuho Leasing)	约 JPY 100 bn	2025 年日本最大物流交易

持续更新.....

7. 基金动态 (近期投资日本的不动产募资)

近期针对日本不动产的募资仍以 value-add 为主，资金继续向住宅、酒店、物流及改造型办公集中；与此同时，AI 算力需求带动数字基建资本快速增长（如微软约 100 亿美元、GLP 逾 1.5 万亿日元数据中心平台），数据中心正成为 value-add 与开发型资金的新主线。

时间	机构 / 平台	募资规模	策略方向
2026/03	三菱地所投资顾问 (Mitsubishi Jisho IA)	目标资产 JPY 50–60 bn	新设日本私募地产基金，约 5 年期，3/19 起运作（办公、酒店、零售、物流）
2026/01	Goldman Sachs Asset Management	USD 500 m	日本 value-add，重点投向数据中心、住宅、物流、酒店，目标中段两位数回报
2025/12	Samty (高瓴 Hillhouse 控股)	约 USD 500 m (来自 GIC)	日本租赁住宅
2025/09	Morgan Stanley (MSREI, JSF)	约 USD 900 m (终关)	东京/大阪等地办公、住宅、物流、酒店
2025/09	MUFG REAM	JPY 100 bn	聚焦东京/大阪/名古屋的中型办公、住宅与酒店改造型机会

持续更新.....

免责声明

本报告由 Alpha Asia 编制，仅供特定接收方内部参考，不构成任何形式的投资建议、交易邀约、要约邀请或收益承诺。

本报告所载信息主要来源于公开资料、第三方研究及 Alpha Asia 的内部整理与判断。尽管 Alpha Asia 已力求内容审慎、准确，但不对相关信息的真实性、准确性、完整性或及时性作出任何明示或默示保证。报告中的观点、判断及预测仅代表出具日的初步看法，未来可能因市场环境、政策变化、交易条件变化或其他因素而调整，恕不另行通知。

本报告中涉及的市场分析、项目展示及相关描述，仅用于说明 Alpha Asia 当前关注的市场方向、筛选逻辑及潜在机会，不构成对任何具体项目的正式投资建议或交易承诺。相关项目可能仍处于初步筛选、沟通或尽职调查前阶段，其交易结构、资本支出安排、融资条件、投资回报及退出路径等，均存在不确定性，最终应以正式尽职调查、交易文件及相关协议约定为准。

本报告中提及的收益率、资本化率、租金、ADR、入住率及其他经营或财务指标，可能基于卖方资料、市场可比数据、第三方信息或 Alpha Asia 的初步测算整理而成，仅供参考，不构成对未来表现或投资回报的保证。历史表现及当前测算不代表未来结果。

接收方应结合自身投资目标、风险偏好及专业判断，独立评估相关信息，并在必要时自行咨询法律、税务、财务、技术及其他专业顾问。未经 Alpha Asia 事先书面同意，任何机构或个人不得以任何形式复制、引用、摘录、传播或向第三方转发本报告的全部或部分内容。

本报告的最终解释权归 Alpha Asia 所有。

我们是谁 / Who We Are

过去十年中资企业投资日本不动产的最强操盘团队

中国资本 + 日本经验, 资本运营 + 资产运营

海外地产总投资规模超过 40 亿美元, 其中在日本投资超过 30 亿美元

全球资产管理规模超过 120 亿美元, 其中日本资产管理规模超过 40 亿美元

股权融资规模超过 15 亿美元, 资产退出合计超过 40 亿美元, 退出项目内部年化收益率在 15%-50%

收购物业数量超过 100 个, 涵盖写字楼、长租公寓、大型滑雪度假村及商务酒店、物流等多种业态

我们的愿景 / Our Vision

为华人企业及家族提供面向投资机构水准的专业服务

成为客户直达日本投资级不动产的跨海大桥



我们的投资策略 / Our Strategies

	核心型 (Core)	增值型 (Value-add)
标的资产	<ul style="list-style-type: none"> 位于日本三大都市圈（东京/大阪/名古屋）的长租公寓或写字楼 位于核心工业走廊上的物流仓库 	<ul style="list-style-type: none"> 滑雪或海滩度假村 位于东京、大阪等地知名商圈的商业楼宇
标的特征	<ul style="list-style-type: none"> 楼龄不超过 10 年，满租或短期具备满租潜力的物业 租金回报率一般在 4.0-5.0% 	<ul style="list-style-type: none"> 真实价值被显著低估，通过改造或开发可释放巨大潜在价值 杠杆后年化内部收益率一般在 15%-20%
投资策略	<ul style="list-style-type: none"> 加合理的低息杠杆，买入后以收租为主，无大规模资本性投入，持有 3-5 年后退出；适合稳定型资产配置需求、看重持有期租金收益的客户 	<ul style="list-style-type: none"> 以相对市场价格明显的折扣完成收购，买入后大规模改造、引进/更换更适合的酒店管理品牌重新开业，或拆除重建/新增开发；完成爬坡进入稳定期后于市场寻求退出，项目周期一般 3-5 年
AA 优势	<ul style="list-style-type: none"> 项目多直接来自卖方，无中介费，溢价可控且有合理的尽调周期 通过面向机构投资人的投资架构收购及持有，匹配日本银行低息非追索权贷款，并优化税负 擅长收购即将竣工的楼宇，享受折扣价收购，通过预招租实现竣工即接近满租 	<ul style="list-style-type: none"> 过往成功操盘多个大型知名增值型项目，获取项目渠道多样，能根据不同资产定制增值型策略

我们的服务 / Our Services

一、投前咨询服务

- ▶ 日本及全球不动产市场分析，行业研究报告
- ▶ 倾听客户需求，为客户量身定制日本不动产配置策略，设计及搭建投资架构
- ▶ 架构设计、融资规划、税务规划、身份规划

二、投资服务

- ▶ 根据客户需求推荐投资机会
- ▶ 项目测算，尽职调查，拟定合同，交割

三、融资服务

- ▶ 根据客户需求及项目自身情况，为项目匹配合理的日本银行融资或股权融资

四、资产管理服务

- ▶ 项目层面：设计报批，开发改造，租赁及租户运营，日常及特殊修缮，保安保洁等
- ▶ 项目公司层面：银行沟通与关系维护，运营现金流管理，账户管理，资产年度评估，税务申报，日常会计与年度审计，向投资人现金分配
- ▶ 客户层面：投资人关系维护，月度/季度/年度资产管理报告

五、退出服务

- ▶ 根据客户需求制定退出计划，组织竞标、谈判、拟定合同、交割及偿还银行贷款
- ▶ 完成退出后的税务/会计/审计工作，向投资人做现金分配
- ▶ 最终关闭项目公司