

日本不动产市场投资月报

(2026 年 7 月号)

Alpha Asia Capital Management



AA 持续观点与本月更新

- **AA 延续判断：**在政策利率 1.0% 之后的加息大背景下，支撑不动产估值的两台引擎（cap rate 下降 + 低融资成本）已经熄火，资产价值端的安全垫或未来上行空间只能寄希望于来自租金收入的增长。但整体租金收入增长并非一定能转化为标的资产的投资收益，它取决于对标的资产的正确甄别以及投资策略是否匹配。
- **利率：**7/31 议息会议 8 对 1 维持 1.00%。展望报告正文指出，物价的上行风险更大；2026 财年 CPI 由 2.8% 下修至 2.5%，主因是电费与燃气费补贴这一临时因素。10 年国债同比 +124bp (1.56%→2.80%)。
- **写字楼（本期专题）：**CBRE 期待 cap rate 调查问卷（对象是东京·大手町的 A 级写字楼）14 期几乎钉在 3.15%、本期 3.10%，与 10 年国债之差只剩 20 个基点。但市场价格仍然呈现强劲态势：J-REIT 近期成交 20 件中有 5 件低于 3.10%；核心区在售项目中卖方未披露收益、由 AA 推算的 6 栋，要价隐含的必要租金要到 29,400–42,400 日元/坪月才能算出 3.10% 的 cap rate。作为对比，目前 A 级写字楼的成交租金为 38,259 日元/坪月，可见在售项目的要价已经预支了未来租金的上涨。
- **两类买家：**坪单价以楼龄 25 年为界落差近一半：25 年以内两档的中位数为 652–759 万日元，25 年以上为 369–372 万日元。J-REIT 在这条线上卖旧买新做组合轮换；开发商买走 J-REIT 卖出的那一档，靠翻新（setup office）把租金做到 1.6–1.9 倍。同一栋楼在两类持有人手里值不同的钱，轮换才会持续。
- **方法论：**租金上涨而租约滞后时，单一 cap rate 会系统性失真——分子的评估 NOI 虽经正常化，仍以现行合同租金为主要输入、滞后于市场，分母则是已含换约预期的价格。本期以三个 cap rate 口径加坪单价交叉验证，并标明各自的失真条件。

目录

一、利率与宏观：无风险利率的上行没有结束	4
二、专题：三个 cap rate 里的写字楼市场	6
三、AA 观点	12
四、关键指标一览	13
免责声明	14

一、利率与宏观：无风险利率的上行没有结束

7 月 30-31 日的日银议息会议以 8 对 1 维持政策利率 1.00%。距 6 月 16 日加息只隔了一次会议，多数派观望在预料之中。方向要看的是同时公布的展望报告，其中两处表述：

- 关于物价前景的风险平衡，报告原文写道「物価の上振れリスクの方が大きい」（物价的上行风险更大）；
- 2026 财年 CPI 预测虽从 +2.8% 下修至 +2.5%，但日银注明主因是政府的电费与燃气费补贴这一临时因素，并写道「2026 年度後半以降、2%をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていく」（2026 财年下半年起，涨幅将升至明显高于 2% 的水平）。

也就是说，下修反映的是补贴的会计效果，日银对通胀基调的判断没有改变。照这个说法，1.00% 应该还不是终点。

展望报告（2026 年 7 月）	实际 GDP	CPI（除生鲜）	CPI（除生鲜·能源）
2026 财年	+0.6%	+2.5%	+2.5%
2027 财年	+0.8%	+2.4%	+2.6%
2028 财年	+0.8%	+2.0%	+2.2%

注：唯一反对票来自高田创委员，主张加息至 1.25%。一票还说明不了方向，要看后续会议里鹰派票数会不会增加。

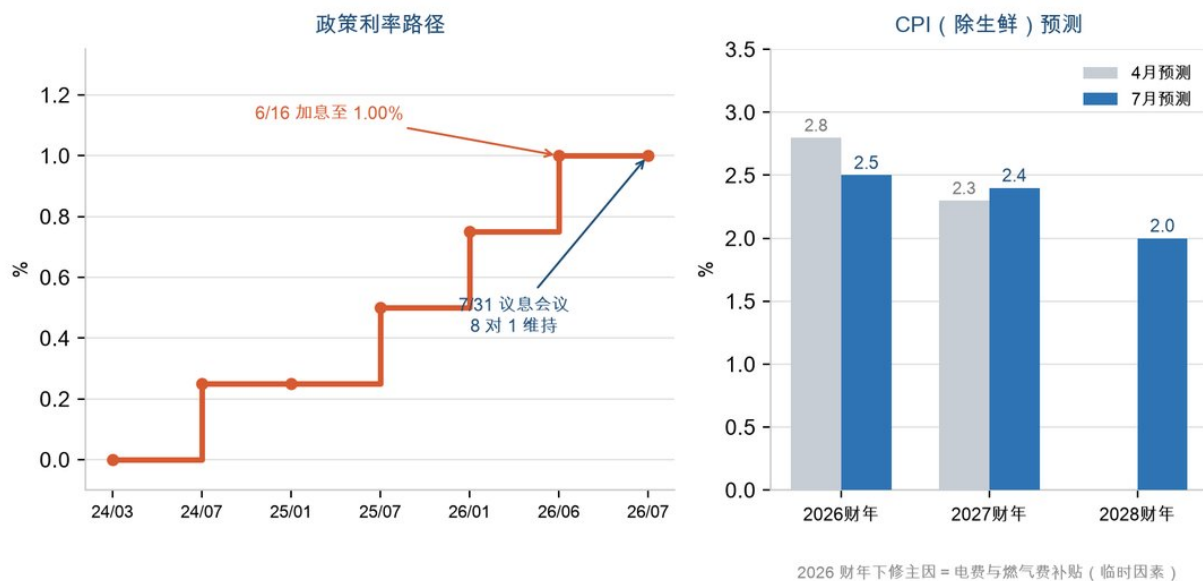


图1 政策利率路径 (2024-2026) 与展望报告 CPI 预测修正 (2026-2028 财年)

AA 观察 | 国债同比 +124bp · 变数落到收入端

过去 12 个月（2025 年 7 月末→2026 年 7 月末），10 年期国债从 1.56% 升至 2.80%（月末口径，+124bp），8 月 25 日报 2.90%。市场对下一次加息的定价没有松动。估值公式里分母这一端的方向已经比较清楚，剩下的变数集中在分子：哪些资产的收入跟得上，哪些跟不上。本期专题看的是写字楼的收入端。

下一个观察点：9 月日银议息会议；CBRE 第 93 回调查（11 月公布）是否开始反映成交端的现实。

二、专题：三个 cap rate 里的写字楼市场

2-1 三个 cap rate 的定义

在不动产投资行业，cap rate 可以说是最常见也最重要的参数之一。但由于使用场景不同，cap rate 的定义也会不同。不经鉴别的混用容易得出错误的结论，所以在这里先把定义讲清楚。

期待 cap rate (CBRE Cap Rate Survey)：CBRE 每季度向机构投资者发同一份问卷，第 92 回 (2026 年 6 月调查) 回收 119 份。问的是一栋条件设定死的楼：大手町、完全所有权、楼龄不满 5 年、标准层有效面积 500 坪以上、地上 20–25 层、多租户且按市场租金出租。这是一个剔除了个别因素的标杆样本，而不是对应现实中的哪栋物业：现实中的物业位置不如大手町、楼龄更大、租约有瑕疵，估值时在这个 cap rate 的基础上做相应的调整。

它反映的是机构投资者对市场的判断，不等于成交，也不预测成交。市场热的时候，实际成交的 cap rate 会压到它下方，有人愿意付溢价，也有人嫌贵不买；市场转冷时反过来。基准本身的绝对水平其实不难猜，真正有信息量的是成交价偏在它的哪一侧、偏多少。

设定逐期不变，所以历次结果可比。过去 14 期，平均值几乎钉在 3.15% (2022 年底至 2026 年 3 月，唯一的例外是 2025 年 12 月的 3.13%)，第 92 回才首次降到 3.10%。CBRE 的“平均值”是各家所报区间的下限中位数与上限中位数的算术平均：下限中位数 3.00% 已经连续 16 期没动，本期的下移全部来自上限中位数由 3.30 收窄到 3.20，压低平均的是高位报价一端的收敛。另一家机构 (日本不动产研究所) 对相近设定 (东京·丸之内/大手町 A 级) 的调查为 3.2%，连续七期持平。

成交 cap rate：分母是真实成交价，分子是评估报告里直接还原法所用的 NOI。分子这一端要说清楚：按日本的评估准则，它不是物业当下的实际收入，而是「中长期稳定」的收益。潜在总收益按现行合同租金与同一供需范围内类似物业的新签租金水平及其走向合并推算，空置损失按类似物业的标准空置率计入——不是用现状的空置率。所以即便一栋楼此刻空置很高、在租租金明显低于市场，评估 NOI 也会被正常化到一个可持续的水平。

要价 cap rate：分母是卖方的要价，来自 AA 渠道跟踪的东京写字楼在售项目 (匿名汇总)。分子则随项目而变：有的取自卖方的收益资料，有的是卖方按满租假设测算的，卖方什么都不给的只能由我们按周边实际水平推算。所以这一组是三个口径里分子最杂的，组内的 cap rate 之间也不能直接互比。它代表卖方的期望值，尚未被买方验证。

2-2 期待 cap rate: 租金上升稳住了 cap rate, 但安全垫在持续变薄

三个口径里, 只有期待 cap rate 有连续可比的时间序列, 另外两个都是某一时点的横截面。所以它既是下面比较的尺子, 也是唯一能看出趋势的那一个。先看这把尺子自己的处境。

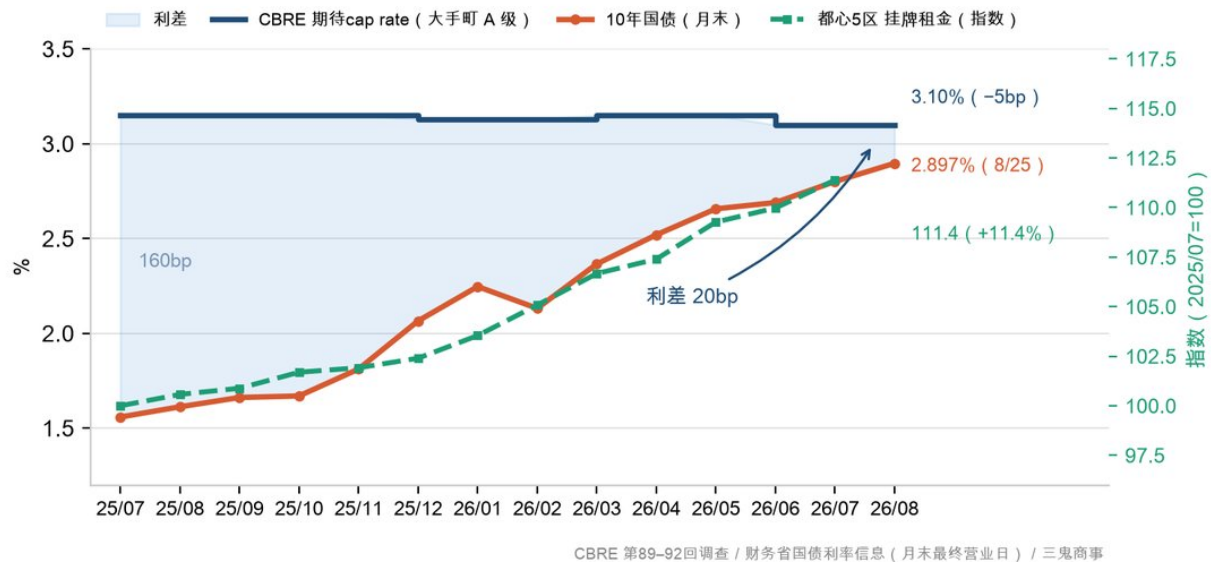


图2 期待 cap rate·10 年期国债·都心 5 区挂牌租金 (2025 年 7 月-2026 年 8 月)

同比看, 国债 +124bp、挂牌租金 +11.4%, 而期待 cap rate 只动了 -5bp。利率上行压价, 租金上行托价, 基准线不动, 等于认定这两股力量恰好抵消。它与国债之差已经收窄到 20 个基点 (8 月 25 日时点)。安全垫薄到这个程度, 基准线本身继续下行的空间已经很有限, 概率更大的是随着利率进一步上行, 期待 cap rate 的基准线被推高。

2-3 成交 cap rate: 机构玩家的克制

图 3 把三个口径放进同一张图, 横轴是建筑面积坪单价, 纵轴是 cap rate。成交 cap rate 的样本是 2025-2026 年 J-REIT 披露的东京 (以都心 5 区为主) 写字楼交易, 共 20 个, 用空心圆与实心圆表示; 要价 cap rate 的样本是目前在市场上的东京 (以都心 5 区为主) 写字楼标的, 共 19 个, 用空心方框与实心方框表示。

可以看到, J-REIT 交易的成交 cap rate 的大部分还在基准线上方。每坪 700 万日元以上的次新楼买入只有 2 件, 这两件交易都是 J-REIT 作为买方, cap rate 为 3.60%, 高出基准 0.5 个百分点。

老楼端则出现了低于基准线的成交。20 件样本里有 5 件在 3.10% 以下, 全部是卖出, 坪单价 239~555 万日元, 明显处于低位; 其中 4 件的换算 cap rate 只有 1.93~2.88%, 按当期收益对收益型投资人算不过来。这 5 件分属 3 笔独立披露 (其中 3 件是同一投资法人同日向同一买方的一揽

子出售），可点名的买方是综合商社与不动产开发商，另 1 件的交易对手未披露；他们买入这样的物业会进行大规模翻新或重建，不是简单的持有收租型策略。

从 J-REIT 的成交案例来看，机构玩家，无论是买方还是卖方，都很好遵守了投资纪律：一是成交 cap rate 基本上位于基准线上方，低于基准线的均是向翻新、重建型买家的卖出——卖得贵，不是买得贵；二是对坪单价的克制，20 件成交里有 18 件在 600 万日元/坪以内（中位数约 403 万）。遵守纪律的代价是，J-REIT 在目前的市场上收购竞争力明显变弱。

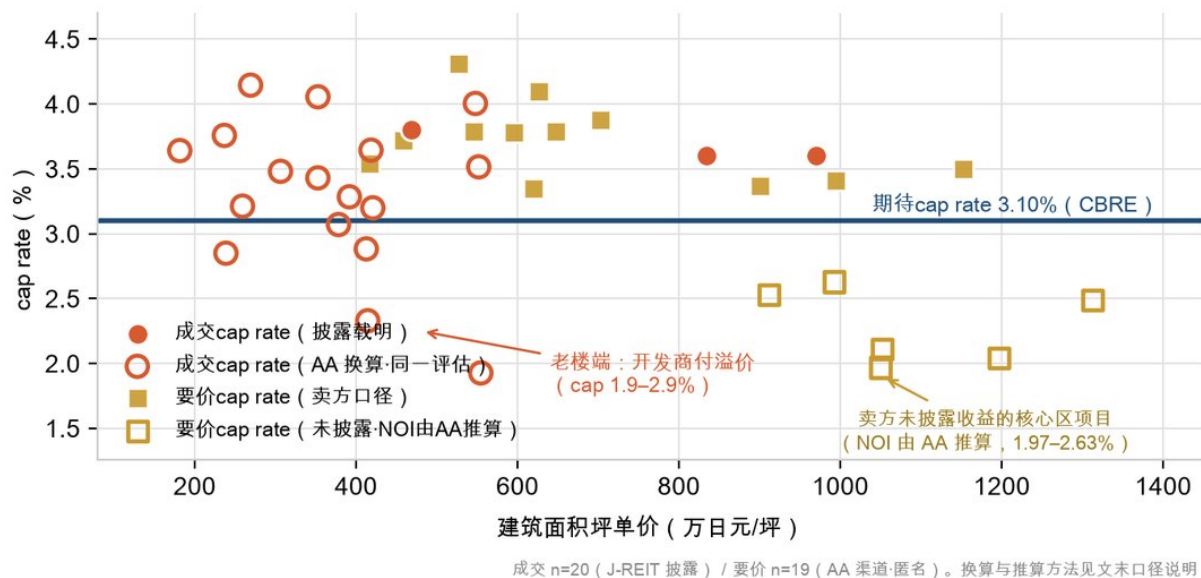


图3 三个 cap rate 的全景：期待（基准线）× 成交 × 要价

2-4 要价 cap rate：租金的上涨预期已被预支

依然是图 3，对比成交 cap rate，要价 cap rate 更多地落在坪单价更高的一侧，且多在基准线下方，卖方对价格的高期待一目了然。一个值得注意的细节是，卖方口径的 cap rate 几乎无一例外落在基准上方，而由 AA 估算的 cap rate 则反之，说明卖方给出了对于未来租金的更强预期。

换一个不依赖租金假设的问法：19 栋里有 6 栋卖方未披露收益数据、只能由 AA 按周边实际租金推算（即图 3 中的空心方框）。就这 6 栋问：要价需要多高的租金，才够得到 3.10% 的基准线？答案是 29,407 ~ 42,433 日元/坪月。而卖方收益资料（11 栋）里报出的最高租金是 35,831，三幸的东京都心部 Grade A 成交租金是 38,259。这 6 栋里有 5 栋，需要的租金高过卖方报出的水平；其中 4 栋按本刊评级为 B+/B/B-，唯一评为 A 级的一栋需要 42,433，比 Grade A 的成交水平还高一成。简单来说：B 级楼要按 A 级租金定价，这就是这批标的的卖方对未来租金的预期。

AA 观察 | 基准 14 期末动 · 成交与要价开始跨过基准线

基准线 14 期停在 3.15%、本期才动 5bp，而且已经贴到国债上。越过它的是两类出价：开发商在老楼端付溢价拿原料，以及核心区那批要价需要 B 级楼收 A 级租金才成立的在售项目。

风险也来自同一处。越线的定价押的是租金继续上涨。如果租金停下来或上涨不及预期，2%+ 的 cap rate 没有第二重支撑，越线越远的出价受到的冲击越大。

2-5 坪单价：另外一个角度

在目前的市场下，评估 NOI 虽经正常化、仍以现行合同租金为主要输入而滞后于市场，资产价格却已经反映了近年来的上涨——分子滞后、分母领先，导致算出来的 cap rate 偏低。所以值得用坪单价的角度再看一遍。

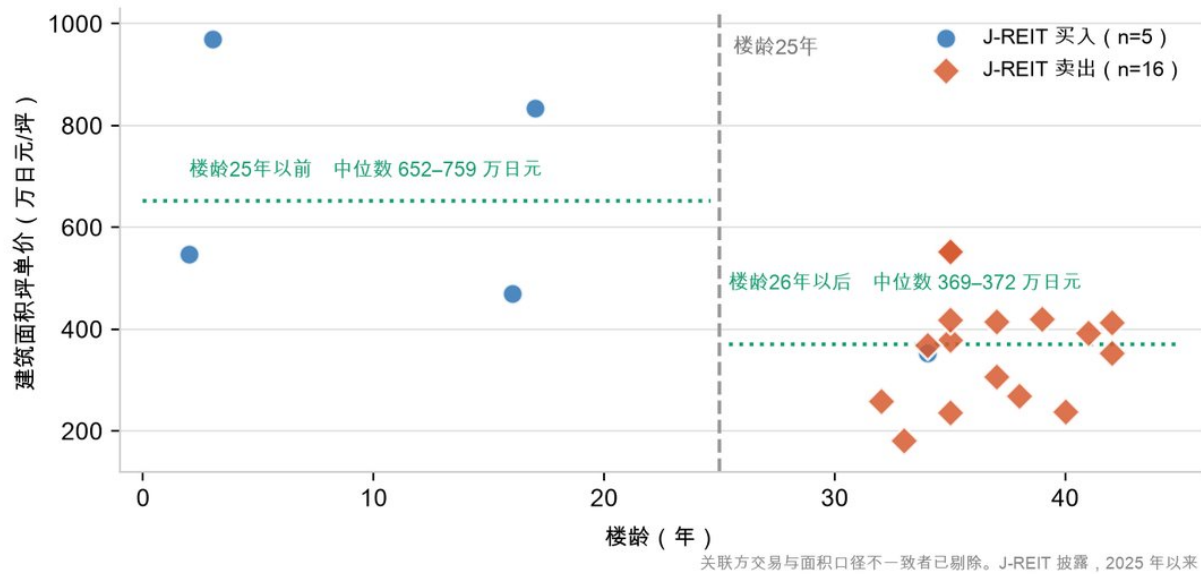
把 2025 年以来东京 J-REIT 写字楼交易换算成建筑面积坪单价，样本与图 3 的 20 件相同（剔除关联方交易与面积口径不一致者），另含 1 件因未披露评估值而算不出 cap rate 的出售，共 21 件。按楼龄分层：

楼龄	n	坪单价中位数
楼龄 0-10 年	2	759 万日元
楼龄 11-25 年	2	652 万日元
楼龄 26-35 年	9	369 万日元
楼龄 36 年以上	8	372 万日元

落差集中在楼龄 25 年这道坎上：652 万降到 369 万，之后两档几乎持平（369 与 372）。折旧在前 25 年反映得差不多了，再往后价格主要由土地支撑，楼龄的影响变小。

图 4 按买卖分色，两类买家的分工看得比较清楚。

A) J-REIT：卖旧买新，长期持有。卖出的点全部在楼龄 26 年以上，分层中位数 369~372 万；买入的点集中在次新楼（5 件中 4 件在 25 年以内），800 万以上的 2 件都是次新楼。把买卖放进同一楼龄段比较，价格几乎相同，所以这并非折价出货，而是组合轮换：赶在大额修缮资本支出到来之前卖掉老楼，换成剩余寿命更长的新楼。有 J-REIT 在公告里直接把这套操作写作“资产置换”。



B) 开发商与商社：买旧楼，翻新提租，或重新开发。他们买入的正是 J-REIT 卖出的那一档。翻新的账算得比较清楚，楼龄 32 ~ 42 年的楼体，再加一栋新楼作参照，租金分三档（月租/坪，实际出租面积口径）：

档	样本	楼龄	租金水平	来源
未翻新	6 件	32 ~ 42 年	¥15,287 ~ 18,106 (中位数 ¥16,761)	J-REIT 披露 (实测)
翻新后在售 (setup office)	5 件	38 ~ 41 年	¥26,267 ~ 32,177	AA 渠道 (要价口径)
新楼	1 件	1 年	¥32,142	J-REIT 披露 (实测)

翻新前后租金差 1.6 ~ 1.9 倍，翻新档的上端已经追平新楼。做到这一点靠的是 setup office：出租方完成内部装修、家具、会议室与网络，租户即入即用。租户省下的初期投资折进月租，其决策标准从“坪单价”变成“月度总成本”；成约周期缩短，客群转向扩张期企业与外资分支，楼层还可以切小以提高单价。楼龄 40 年的楼能在租金上追平新楼，靠的是产品形态变了，不只是外立面翻新。

重建这条路在合适的立地能构成底价支撑。以 J-REIT 成交数据测算的一组实例：核心区买入老楼的土地成本加建安（约 250 万日元/坪）合计 651 万/坪，对新楼成交 970 万/坪。

成交里还有一栋楼龄 42 年的楼值得单看。它连续五个财报期满租、共八家租户，实收租金却是六件里最低的 ¥15,287。满租意味着没有换约机会，租金被旧合同锁住；在租金快速上涨的阶段，满租反而说明价值还没有释放出来。买方付溢价，买的就是逐步换掉租户之后的空间。

AA 观察 | 同一栋楼 · 两种投资策略 · 两套估值系统

同一栋老楼，在 J-REIT 手里按现租约收约 ¥17,000/坪，在开发商手里翻新后能收约 ¥27,000/坪。同一个资产在不同持有人手里值不同的钱，轮换才会持续发生。setup office 要持续投入内部装修、管理短租约、高频换租，J-REIT 的商业模式做不了这件事；J-REIT 拿的是周期的收益（卖出价高于历史成本），开发商拿的是改造的收益。

对投资人来说，先要想清楚自己的投资策略是什么，再谈这栋楼应该如何估值。用 J-REIT 的模式去竞开发商的标的，出价通常差一截，反过来也一样无法成立。

三、AA 观点

综合本期内容，有三点判断：

期待 cap rate 只是比较基准。它不是价格上限，也不预测成交。老楼的实际成交以及核心区的部分在售项目已经落到基准线之下，市场还在热的阶段。付溢价的人看的是未来租金上涨，不肯越线的人等的是已被历史验证多次的周期回摆。没人能预测未来，但 AA 相信最终判断必须基于客观数据的多角度分析。

估值时不要只看 cap rate，坪单价是一个很重要的指标。楼龄 25 年前后是两个价格层级，分层中位数分别为 652 ~ 759 万日元和 369 ~ 372 万日元。竞次新收益楼，对手是长期持有的 J-REIT；竞老楼，对手是按翻新后租金出价的开发商，他们看的不是 2% 的当期收益，而是 1.6 ~ 1.9 倍的租金空间。

加息还没结束。输入性通胀高企（7 月输入物价同比 +29.1%）、日元仍处历史级弱位，均指向继续加息。估值测算建议加一档“期待 cap rate 回升 50bp”的压力情景。

四、关键指标一览

指标	最新值	前值/同比	数据时点
政策利率	1.00%	6/16 加息后维持	7/31 议息会议
10 年国债（月末）	2.801%	同比+124bp	7 月末（8/25：2.897%）
USD/JPY	158.83	对 7 月日元升值 3.0%	8 月
CPI（除生鲜）	+1.8%	除生鲜·能源 +1.9%	7 月
企业物价 PPI	+7.2%	输入物价+29.1%	7 月
三鬼·都心 5 区空置率	1.95%	上年 3.16%	7 月
三鬼·都心 5 区挂牌租金	¥23,287	+11.4%	7 月
三幸·成交租金（Grade A）	¥38,259	+25.2%	Q2
CBRE 期待 cap rate（东京·大手町 A 级）	3.10%	-5bp·历史新低	6 月调查
访日外国游客	344 万人	+0.1%（7 月历史最高）	7 月
东证 REIT 指数	1,851.77	6 月末 1,805.16（+2.6%）	7 月末

数据来源与口径说明

成交数据来自 J-REIT 适时披露（公开法定披露）；在售项目的要价与租金来自 AA 渠道调研，以匿名汇总呈现，不构成对具体物业的推介。19 个在售项目中，11 个的 NOI 取自卖方收益资料，2 个为卖方的满租假设，6 个卖方未披露收益数据、由 AA 按周边实际租金与假定费用率推算（图 3 以空心方框区分）。各组的分子由不同主体设定，cap rate 的高低不宜直接比较；文中改以“达到基准线所需租金”作对照。建安成本（250 万日元/坪、不含税）来自 AA 渠道调研双源核对。国债利率使用财务省国债利率信息之月末最终营业日值。CBRE 期待 cap rate 的第 89~92 回取自公开版报告的数值表，更早各期由同一份 PDF 的推移图按坐标读取（以第 91 回的 3.00~3.30% 校验）。成交 cap rate 的分子为评估直接还原法所用的运营纯收益（正常化口径，定义见 2-1）；披露未直接载明该比率的交易按「评估还原 cap rate × 评估价值 ÷ 成交价 × 1.07」换算（1.07 为 NOI/NCF 实测中位数），图中以空心圆区分；该换算经库内 30 笔同载两值的交易校验（写字楼 5 笔、中位差 -0.4bp），校验样本均为买入侧。统计范围为 J-REIT 披露交易，私募与事业法人间的非披露交易不在其内。利差数字随日变动，本刊以 2026 年 8 月 25 日的 10 年国债 2.897% 锁定，对应利差 20 个基点；至 8 月 27 日该值未变。

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。

聚焦日本不动产价值投资机会的跨境投资顾问

alphaasiacm.com

关于我们 · 团队业绩 · 投资策略 · 市场研究 (本刊及过刊 PDF 下载)



扫码或访问官网，获取更多信息与联系方式