

日本不动产市场投资月报

(2026 年 8 月号)

专题 · 酒店：运营见顶，价格滞后

Alpha Asia Capital Management

2026 年 9 月 30 日



AA 持续观点与本月更新

来自市场的信号

4,283 万

访日游客 12 个月累计的峰值（2026 年 3 月），8 月回落到 4,193 万

91%

Invincible 2024 年买入的 12 家酒店，RevPAR 只达到评估假设的 91%，评估价中位却比买入时还高 0.6%

15/15

2023 年以来 J-REIT 卖出的 15 家酒店，全部按评估价或更高成交

数据截至 2026 年 9 月 25 日；利率以 9 月 18 日议息会议为基准

- **加息在继续：**日银加息看汇率，不看 CPI；汇率的主动权在美联储。酒店期待 cap rate 与国债之间的安全垫，一年从 259bp 缩到 108bp。
- **酒店运营率先见顶：**访日游客 3 月见顶，8 月四家酒店 REIT 的 RevPAR 同比全部为负。大阪在跌，其他地区在减速。
- **酒店价格依然滞后：**过去几年的涨价来自 NOI，不来自 cap rate。NOI 不涨了，利率却一直上升，资产价格继续上涨的动力有限。而评估价通常具有滞后性，在目前酒店运营见顶的阶段会偏高。价格调整会先出现在成交折扣上，而不是评估价本身。

目录

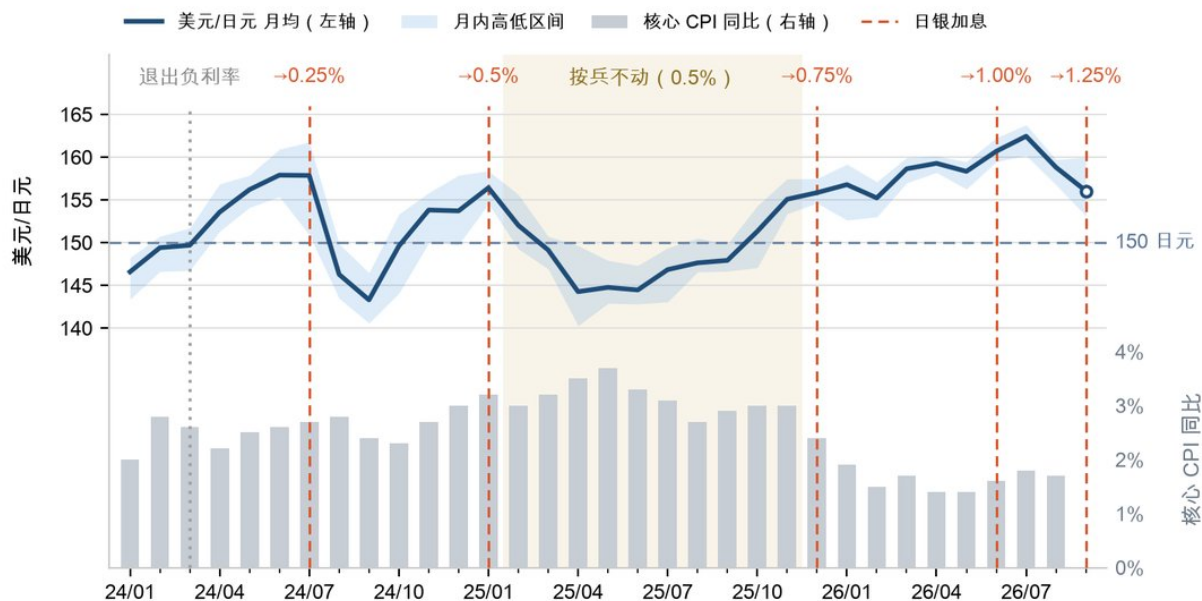
一、利率与宏观：加息看汇率，汇率看美联储	4
二、专题·酒店：运营见顶，价格滞后.....	5
三、AA 观点	10
四、关键指标一览.....	11
免责声明.....	14

一、利率与宏观：加息看汇率，汇率看美联储

9 月 18 日，日银以 7 对 2 加息至 1.25%；两天前，美联储刚加息 25bp，是 2023 年以来的第一次。7 月号说“1.00% 不是终点”，兑现了。要紧的是下一次在什么时候。我们的判断：**日银加息的节奏由汇率决定，而汇率的主动权在美联储。**

- **CPI 不是理由**：2025 年 2–11 月核心 CPI 在 3% 上下，日银一次没加；12 月以来 CPI 回落到 2% 上下，反而连加三次。两张反对票的理由，正是 CPI 低于 2%、经济没有加速。
- **汇率才是**：五次加息当月，美元/日元月均都在 155 日元以上。日银 9 月的声明也把「為替相場の変動の影響を含め」（包括汇率变动的影响）新写进了决定加息时机与节奏的因素。
- **主动权在美联储**：两边各加 25bp，美日利差 275bp 原地不动；点阵图里 18 人中有 16 人预计年内还要再加。

所以，美联储不停，日银只能跟；美联储停下、日元稳定在 150 日元附近（这是我们的判断线），加息会明显放慢，但不会停在 1.25%。最大的不确定性是日元不只看利差：过去一年利差收窄，日元反而从 148 日元贬到 156 日元。



注：2026 年 9 月为 9 月 1–25 日；核心 CPI 2024–2025 年为 2020 年基准、2026 年为 2025 年基准。
资料：日银（东京市场 17 时）、总务省；AA 整理

图1 加息跟着汇率走，不跟着 CPI 走（美元/日元月均、核心 CPI 与日银加息，2024 年 1 月–2026 年 9 月）

安全垫一年缩了一半以上：

	2025 年 9 月	2026 年 9 月 25 日
10 年期国债	1.66%	3.07% (9/15 首次破 3%)
东京酒店期待 cap rate - 国债	259bp	108bp
大手町写字楼期待 cap rate - 国债	149bp	3bp

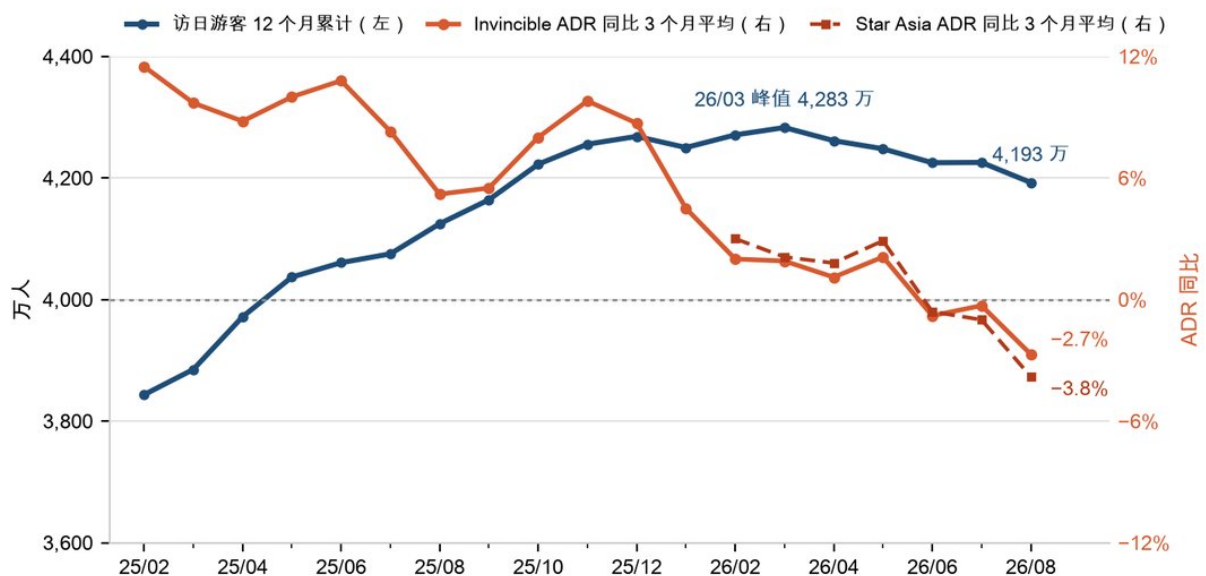
期待 cap rate 一年几乎没动，缩掉的全是国债。J-REIT 的借款成本也在上移：JHR 从 1.3% 升到 1.7%，Star Asia 从 1.38% 升到 1.63%。

AA 观察 | 利率压力是从美国输入的：美联储不停，日银难停。7 月号建议的“期待 cap rate 回升 50bp”压力情景继续有效。下一个观察点是 10 月底的 FOMC 与日银议息会议，仍是美联储先开。

二、专题 · 酒店：运营见顶，价格滞后

2-1 运营见顶：入住率到顶，房价涨幅转负

- 访日游客 12 个月累计在 3 月见顶（4,283 万），8 月回落到 4,193 万。
- 房价涨幅 6 月转负；8 月四家酒店 REIT（JHR、Invincible、Star Asia、Ichigo Hotel）的 RevPAR 同比全部为负，入住率仍在 84–89%。
- 缺口几乎都来自中国（8 月 -59%），其他市场只补回四成。



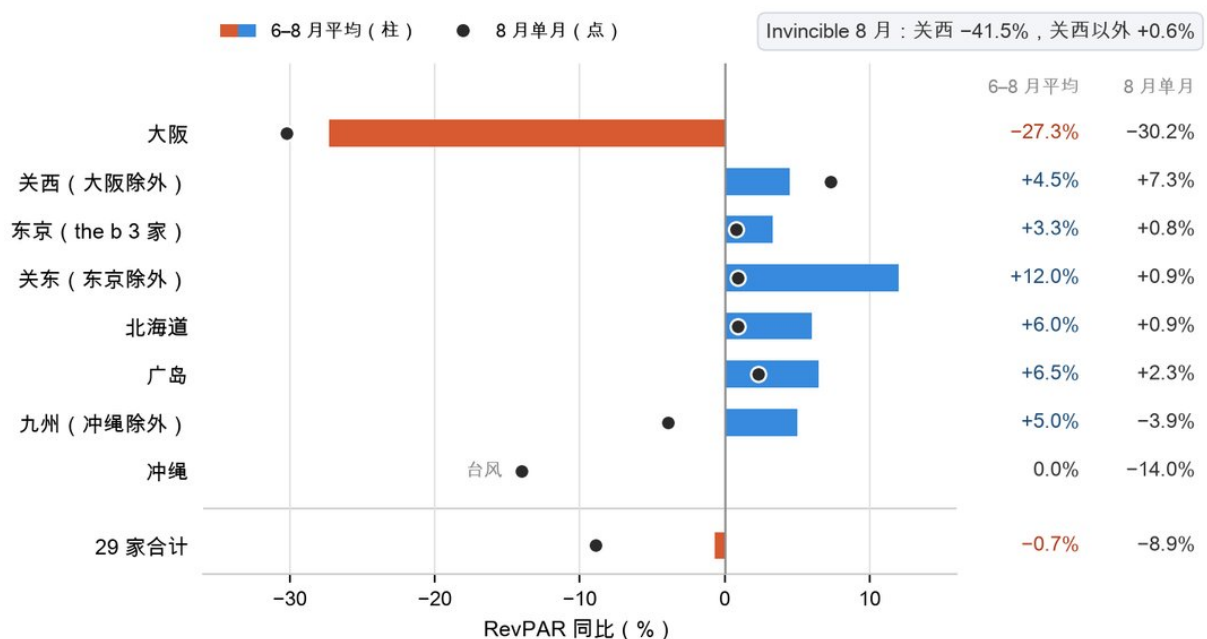
注：左轴从 3,600 万起；Star Asia 自 2026 年 2 月起。
资料：JNTO、各 J-REIT 月度公告；AA 整理

图 2 访日游客已见顶，房价涨幅转负（访日游客 12 个月累计与 ADR 同比 3 个月平均）

见顶的是增速：客人还在，房价涨不动了。9 月可能会因节假日而转正，年底起又有基数效应（世博会与中国客的高基数消失），都不代表重新加速；中国客能否真正回来，才是决定性因素。

2-2 地域分化：大阪在跌，其他地区在减速

- **大阪是震中**：JHR 大阪同店 RevPAR 6-8 月平均 -27%，入住率仍在九成上下，跌的几乎全是房价；Invincible 关西 8 月 -41.5%。
- **其他地区在减速**：6-8 月平均还有 0% 至 +12%，但 8 月单月多数只剩 +1% 左右（九州 -4%，冲绳受台风影响 -14%）。

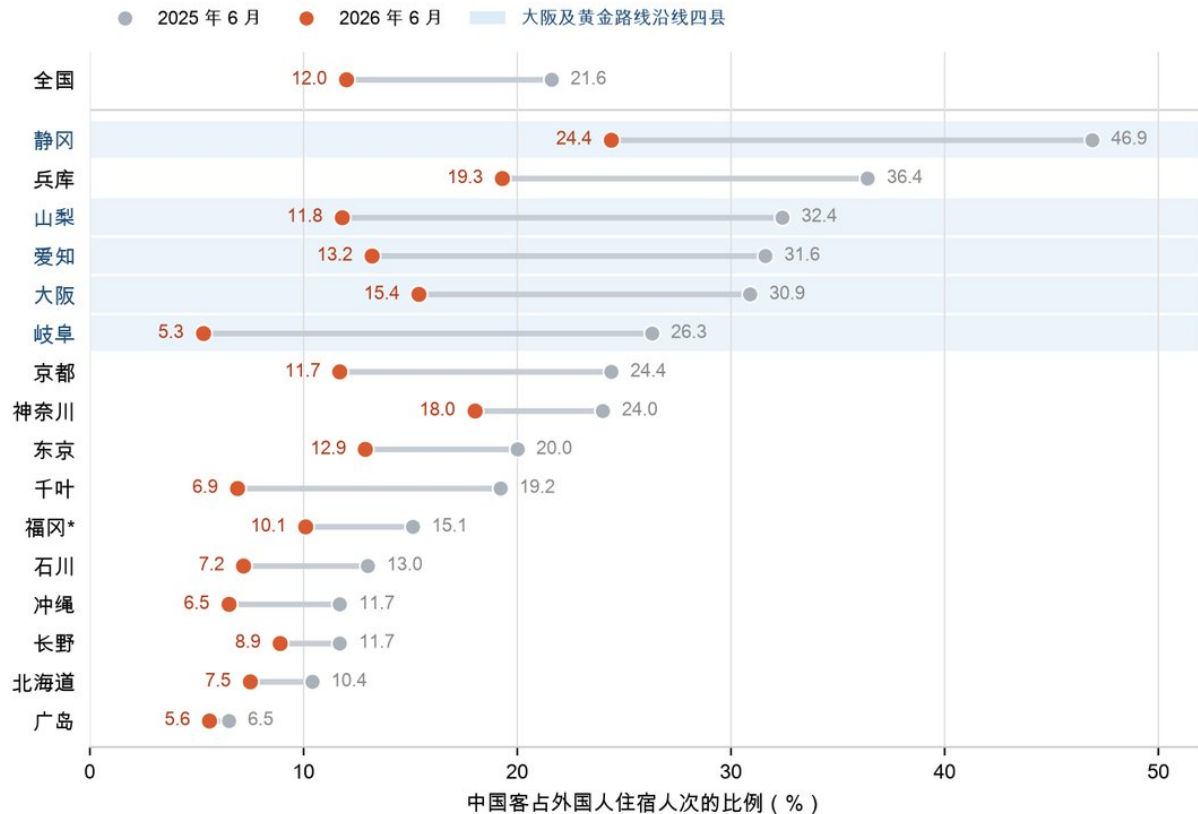


注：JHR 变动租金等导入的 29 家酒店，同店口径。

资料：JHR 官网运营数据、Invincible 8 月公告；AA 整理

图3 大阪在跌，其他地区在减速 (JHR 同店 RevPAR 同比)

- 6 月外国人住宿人次中的中国客占比，全国从 22% 降到 12%。大阪原本是主要酒店城市中占比最高的，从 31% 降到 15%。黄金路线沿线的县降幅居前，但它们在 J-REIT 的酒店交易里很少 (137 件中 10 件)。
- 现在东京、京都的第一客源是美国，北海道、冲绳是台湾，福冈是韩国；大阪仍是中国，但只剩 15%。



注：2026 年 6 月外国人住宿人次前 15 位的都道府县，另加岐阜；黄金路线沿线四县 = 静冈、岐阜、山梨、爱知。

* 福岡 2026 年 6 月数据的标准误差率超过 20%。

资料：观光厅 住宿旅行统计；AA 整理

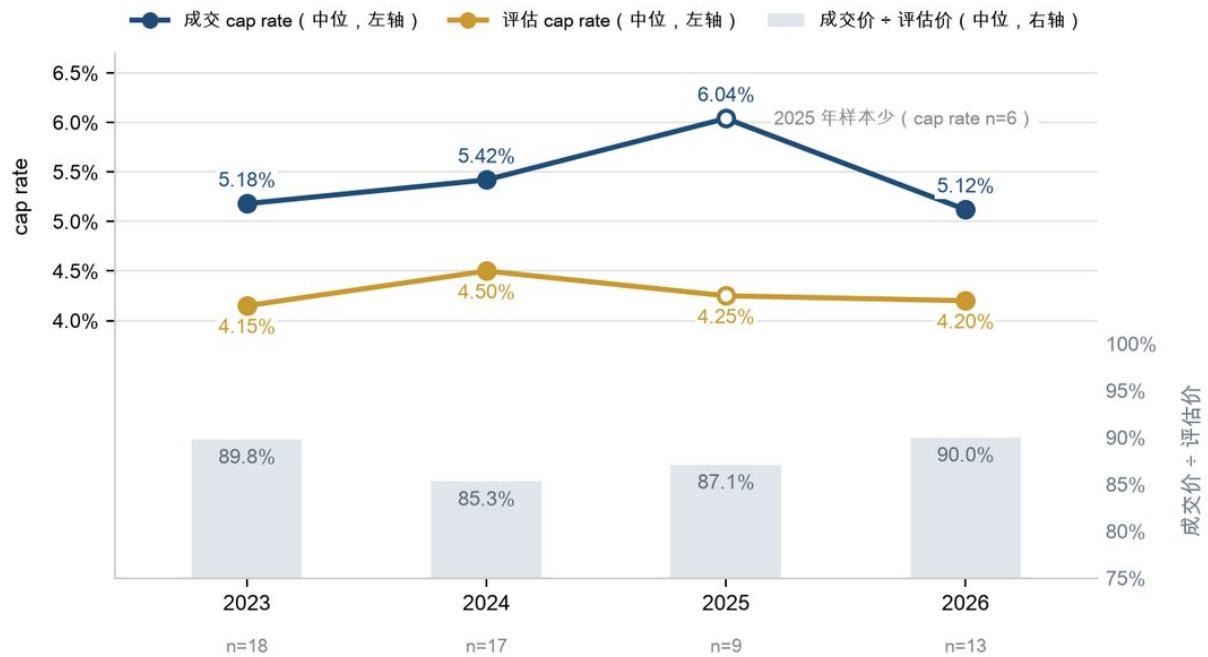
图 4 中国客占比近乎腰斩，黄金路线沿线降得最多（外国人住宿人次中中国客的占比，2025 年 6 月 → 2026 年 6 月）

2-3 资产价格这几年涨在哪

2023 年以来 J-REIT 披露的酒店买卖共 137 件、约 1.02 兆日元，我们逐笔读了公告。图 5 只看与 sponsor（REIT 的发起方）无关联的第三方买入。

- **cap rate 没有趋势**：成交 cap rate 四年在 5.1–6.0% 之间（2025 年样本少），评估 cap rate 在 4.15–4.5%。
- **价格确实在涨**：J-REIT 卖出的 15 家全部按评估价或更高成交，有账面价的 14 家中 13 家高于账面（明细见附表）。
- **涨在 NOI**：Invincible 111 家酒店的评估价半年 +1.7%，其中 105 家 cap rate 没动。

价格 = NOI ÷ cap rate。推动价格的 NOI 停了，cap rate 又被利率压着（安全垫 108bp），继续上涨的动力有限。



注：n 为成交价 ÷ 评估价的样本数；cap rate 剔除借地、非评估口径 NOI、特区民宿，样本为 14 / 15 / 6 / 12 件。
资料：J-REIT 适时披露；AA 整理

图5 四年里 cap rate 没有趋势（第三方买入：成交 cap rate、评估 cap rate 与成交价 ÷ 评估价）

两个值得跟踪的信号：

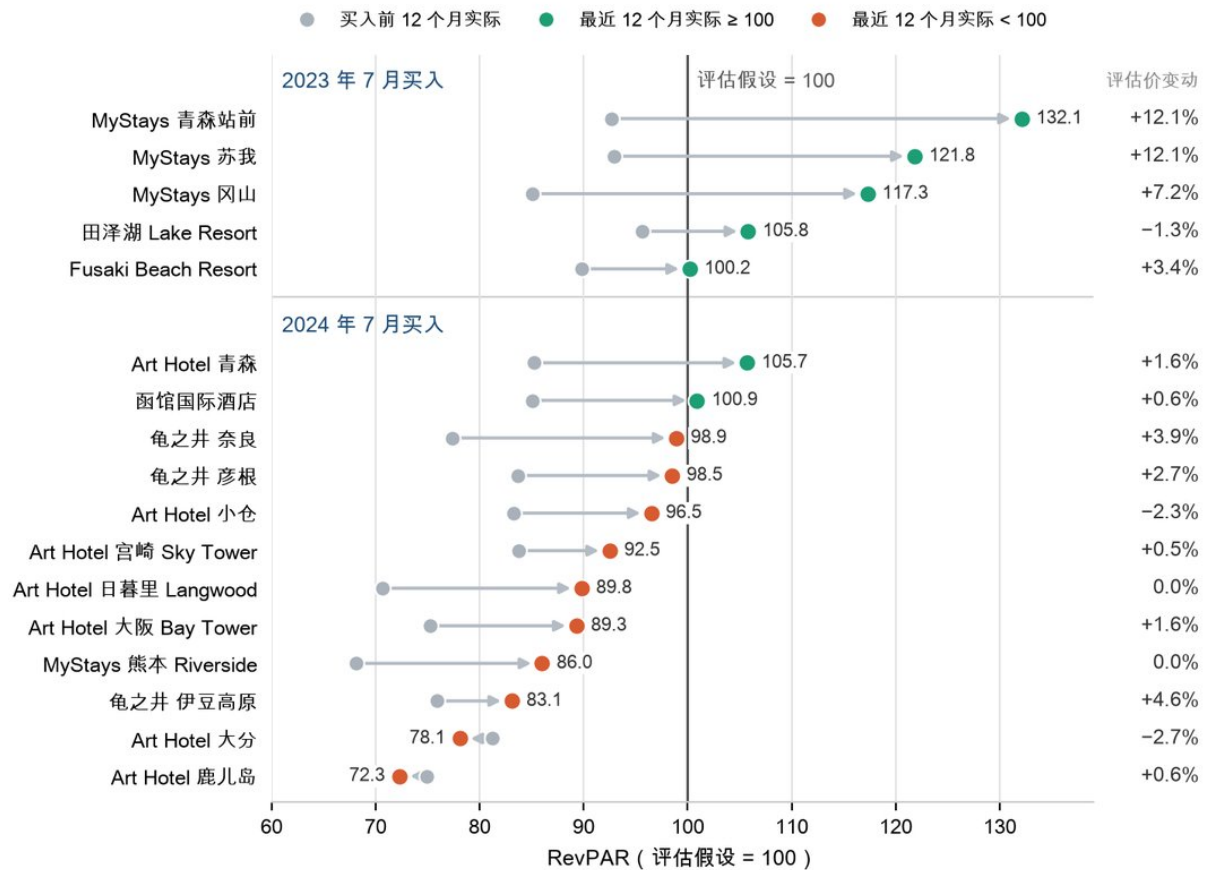
- **折扣开始拉开：**第三方买入上半年成交价中位是评估价的 93%，8 月以来的 3 件只有 67–80%。与 sponsor 关联的交易也从 2023–24 年的 96–99% 降到 2026 年的 85%（背景之一是 J-REIT 市净率只有 0.83 倍，按评估价买会摊薄现有投资人）。
- **卖方要价还按评估的逻辑：**AA 渠道在售酒店的卖方口径 cap rate 约 3.0–4.0%，比东京的第三方成交（约 4.6%）还低 60bp 以上，这是接下来价格谈判的空间。

2-4 为什么价格还没反应：评估的“稳定期”

酒店的租金多与经营业绩挂钩，没有固定租约可锚，评估师只能自己设定“稳定期”的入住率和房价。据我们查阅，Invincible 是唯一把实际业绩和评估假设并列披露的 REIT，下图拿现在的实际对照当年的假设：

- **2023 年买入的 5 家：**假设保守，实际超出 17%，评估价只上调 7%。
- **2024 年买入的 12 家：**假设激进，10 家至今未达到（中位 91%），评估价反而比买入时高 0.6%，cap rate 一家没调。

评估价在运营触底反弹或见顶掉头两个阶段都慢半拍，这就是滞后现象。



注：最近 12 个月 = 2025 年 9 月–2026 年 8 月；评估假设为买入公告中的平年度（大致为 DCF 第 3 年）；

评估价变动为买入时 → 2026 年 6 月末；17 家均从关联方买入，不能推及全市场；最近 12 个月含 2025 年 9–10 月世博会月份。

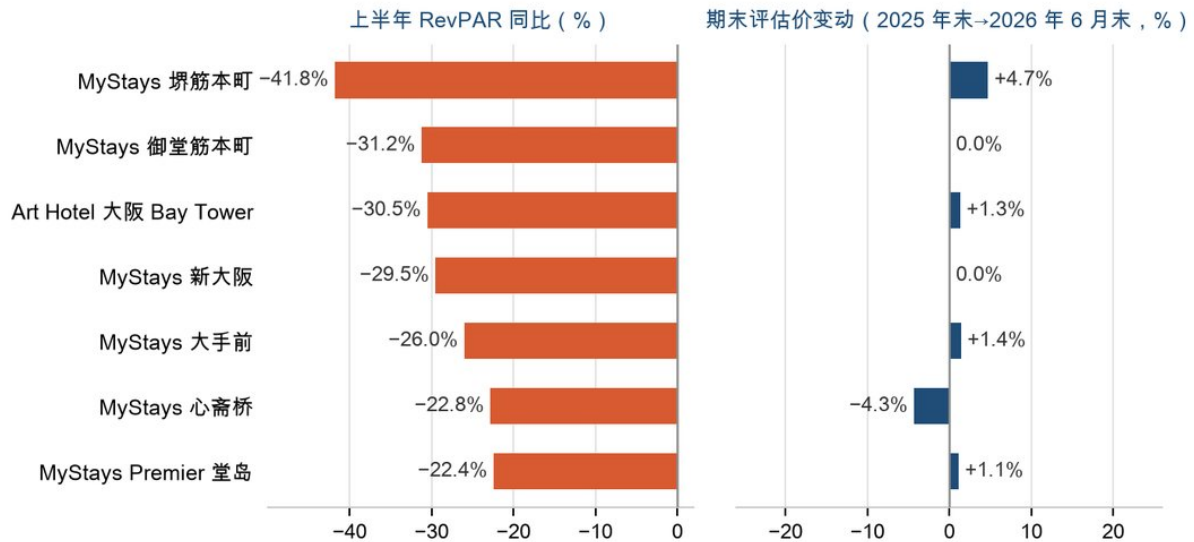
资料：Invincible 买入公告、月度披露、第 46 期決算说明资料；AA 整理

图6 评估假设没达到，评估价却几乎没动（Invincible 17 家，以评估假设为 100 的 RevPAR）

AA 观察 | 见顶后公布的评估价会系统性偏高；价格调整会先出现在成交折扣上，而不是评估价本身。估值测算建议加一档“RevPAR 停在当前水平、达不到评估稳定期假设”的压力情景。

2-5 关西：滞后的先行样本

- Invincible 在大阪的 7 家酒店，上半年 RevPAR 同比 -22% 至 -42%（去年同期有世博会），6 月末评估价中位却是 +1.1%，只有心斋桥一家下调。
- 交易也没降温：JHR 7 月按评估价的 96% 买入 Candeo Hotels 大阪难波（30 年固定租金）；Star Asia 9 月以评估价的 1.21 倍卖出 Washington R&B 梅田东。反向信号只出现在买方的折扣上：Lando Hotel 京都 Suites 只付了评估价的 72%。



注：2025 年上半年含大阪世博会，基数偏高；两栏横轴刻度相同。

资料：Invincible 第 46 期决算说明资料；AA 整理

图7 大阪 RevPAR 跌两到四成，评估价却基本没动 (Invincible 大阪府 7 家)

下一个读数是 12 月的期末评估（2027 年 2 月公布）：关西的评估价会不会下调，是滞后何时结束的第一个直接证据。

三、AA 观点

加息的节奏看汇率，汇率的主动权在美联储。美联储不停，日银只能跟；日元稳定在 150 日元附近，加息才会放慢。估值测算保留“期待 cap rate 回升 50bp”的压力情景。

酒店运营见顶，见顶的是增速，不是水平。入住率仍高，跌的是房价，大阪先行。9 月和年底的数字会因节假日与基数效应变好看，不宜读成回升；中国客能否真正回来，才是决定性因素。

价格继续上涨的动力有限，调整会滞后，先看折扣。买方：用现在/未来的 RevPAR 出价，而不是评估的稳定期假设。卖方：评估价还没降，J-REIT 的卖出仍全部在评估价以上成交，窗口还在。持有方：加一档“RevPAR 停在当前水平”的压力情景，关注 12 月的期末评估。

四、关键指标一览

指标	最新值	前值/同比	数据时点
政策利率	1.25%	9/18 加息 (7 对 2)	9/18 议息会议
美联储政策利率	3.75–4.00%	9/16 加息 25bp (12 对 0)	9/16 FOMC
10 年国债 (月末)	2.943%	同比 +133bp	8 月末 (9/25: 3.071%)
美国 10 年国债	5.01%	一年前 4.16% (2025 年 9 月末)	9/18 (9/25: 5.17%)
USD/JPY	158.81	7 月 162.45	8 月月均 (9/25: 158.10)
CNY/JPY	4.25 元/100 日元	7 月 4.14 (日元升值 2.6%)	8 月 (9/24: 4.26)
CPI (除生鲜)	+1.7%	除生鲜·能源 +1.9%	8 月
企业物价 PPI	+7.6%	输入物价 +24.8%	8 月
东证 REIT 指数	1,783.49	7 月末 1,851.77 (–3.7%)	8 月末 (9/25: 1,731.48)
J-REIT 市净率 (P/NAV)	0.83 倍	7 月末 0.87 倍; 预期分红率 5.21%	8 月末
访日外国游客	310 万人	同比 –9.6% (中国 –59.0%)	8 月
全国酒店入住率 (观光厅)	60.8%	商务酒店 74.2%、城市酒店 71.9%	7 月 (第 1 次速报)
酒店 REIT RevPAR 同比	JHR –8.9% / Invincible –3.8% / Star Asia –6.3%	3 个月平均 –0.7% / –2.2% / –2.1%	8 月
CBRE 期待 cap rate (东京酒店)	4.15%	–5bp, 历史新低	6 月调查
CBRE 期待 cap rate (大手町写字楼)	3.10%	–5bp, 历史新低	6 月调查
三鬼·都心 5 区空置率	1.87%	7 月 1.95%	8 月
三鬼·都心 5 区挂牌租金	¥23,647	+12.5% (连续 31 个月上涨)	8 月
东京 23 区 成约租金指数 (SMTRI)	136.09	同比 +6.2% (单身 +8.5%、家庭 +9.8%)	2026 年二季度
athome 23 区单身挂牌租金	¥114,147	同比 +10.5%, 环比 –0.1%	7 月 (8 月版待发布)

附表：J-REIT 卖出酒店一览 (2023–2026, 15 件)

披露	卖方	物件	地区	成交价 (亿日元)	÷ 评估价	÷ 账面价	买方
2023-08	ORIX	Hotel Nikko 姬路 (共有份额约 53.6%)	兵庫	18.3	1.03	0.36	未披露 (非关联)
2024-07	Ichigo	Nest Hotel 札幌站前 ※	北海道	47.0	1.72	2.21	sponsor 系
2024-08	Star Asia	Smile Hotel 难波	大阪	18.0	1.21	1.13	未披露 (非关联)
2024-10	Ichigo	Valie Hotel 广岛	广岛	17.9	1.01	1.18	事业公司 (非关联)
2024-11	Ichigo	Nest Hotel 大阪心斋桥	大阪	77.5	1.29	1.05	SPC (非关联)
2024-12	JHR	博多中洲 Washington Hotel Plaza	福岡	46.1	1.00	2.21	Lisa Partners
2025-07	NHR	大江户温泉物语 君津之森	千叶	8.5	1.02	1.08	未披露
2025-07	NHR	大江户温泉物语 幸云阁	宫城	10.5	1.00	1.19	未披露
2025-08	Ichigo	Comfort Hotel 铃鹿	三重	4.3	1.19	1.57	事业公司 (非关联)
2026-03	ORIX	滨松 Act Tower (复合) ※	静岡	171.5	1.17	1.12	未披露
2026-04	星野 REIT	Solvita Hotel 那霸	冲绳	46.5	1.31	1.20	Samty
2026-05	Ichigo	Hotel Livemax 日本桥箱崎	东京	15.8	1.10	1.31	事业公司 (非关联)
2026-07	JHR	The Beach Tower 冲绳	冲绳	309.0	2.97	4.89	特定目的公司 (非关联)
2026-08	大和房屋 REIT	那霸新都心 Center Building (准共有份额 50%, 复合)	冲绳	106.0	1.21	1.59	ORIX REIT (准共有者)
2026-09	Star Asia	Washington R&B 梅田东	大阪	30.1	1.21	—	未披露 (非关联)

注：※ 为关联方交易或复合用途物件，未计入第三方统计。成交价为卖出持分的价格；那霸新都心分 5 次交割。

数据来源与口径说明

利率与宏观。 日银、美联储的原文取自 2026 年 9 月 18 日、16 日公布资料，6 月措辞对照 6 月 16 日资料；点阵图为 18 位参会者对 2026 年末政策利率的判断。美元/日元为日银公布的东京市场 17 时值，月均为当月各营业日的平均（2026 年 9 月为 1–25 日）。核心 CPI 为总务省公布值，2025 年各月为 2020 年基准，2026 年各月为 2025 年基准。国债为财务省公布值。期待 cap rate 为 CBRE 期待收益率问卷的 NOI 收益率平均值，2025 年 9 月取第 89 回、2026 年取最新的第 92 回（2026 年 6 月调查）；酒店为东京主要 5 区、委托运营的宿泊特化型，写字楼为大手町 A 级。安全垫 = 期待 cap rate – 10 年期国债，沿用 7 月号做法（最新一期调查对当前国债），国债取 2026 年 9 月 25 日值。J-REIT 借款成本为决算说明资料的期末值（JHR 为 2024 年末与 2025 年末，Star Asia 为 2026 年 1 月与 7 月）。

酒店运营。访日游客为 JNTO 公布值（2026 年 8 月为推计值）。JHR 为变动租金 29 家同店，ADR 含服务费；Invincible 为 101 家（非同店），ADR 不含服务费；Star Asia 为前年可比 15 家；Ichigo 为剔除改装闭馆后的 23 家；各家幅度不直接比较。运营同比一律采用 3 个月移动平均，单月数字只作补充。中国客占比为观光厅住宿旅行统计的外国人住宿人次（2026 年 6 月）。

酒店资产交易。底稿为 2023 年 1 月至 2026 年 9 月 J-REIT 适时披露的全部酒店买卖（137 件），逐笔读取原始公告；与 sponsor 及其关联方之间的交易（关联方交易）与第三方交易分开统计；不经 J-REIT 的私募交易不在统计范围内。成交 $\text{cap rate} = \text{评估 NOI (直接还原法的运营纯收益)} \div \text{成交价}$ ；cap rate 统计剔除借地物件、非评估口径的 NOI 与特区民宿（第三方买入 2023–2026 年样本分别为 14 / 15 / 6 / 12 件，2025 年样本小）；租约形态不同的物件不作排序比较。Invincible 17 家为 2023 年 7 月与 2024 年 7 月两批买入中同时披露实际业绩与评估假设的酒店，评估假设为买入公告中的平年度（大致为 DCF 第 3 年），最近 12 个月（2025 年 9 月–2026 年 8 月）取自其月度披露并按天数加权，期末评估取自第 46 期决算说明资料；17 家均从关联方买入，其他 REIT 不做并列披露，结论不能推及全市场，且最近 12 个月含 2025 年 9–10 月的世博会月份，对关西物件偏高。要价 cap rate 为 AA 渠道在售酒店项目（以东京为主）的卖方口径，以匿名汇总呈现，不构成对具体物业的推介。

其他指标。写字楼空置率与挂牌租金为三鬼商事公布值；23 区成约租金指数为三井住友信托基础研究所与 athome 共同编制的公寓租金指数，同比由指数点位计算；23 区挂牌租金为「アットホーム調べ」（athome 调查）。人民币/日元为中国外汇交易中心受权公布的人民币汇率中间价；东证 REIT 指数为收盘值。

本资料基于公开信息与 AA 独立调研编制，仅供参考，不构成投资建议。转载请注明出处。

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，但不对其信息的真实性、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