REITs 发展国际经验系列：日本 REITs 的 40 年

证券研究报告
2022 年 04 月 17 日

分析师
张静静 S0800521080002
13716190679
zhangjingjing@research.xbmail.com.cn
联系人
王添宾
18810513200
wangluobin@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心结论

日本 REITs 近四十年发展历程回顾。

1）1985-1995 年：从地产泡沫破灭到不动产证券化探索。80 年代后期日本地产泡沫破灭，此后日本开始不动产证券化的探索。

2）1998-2000 年：重要立法期。1998 年日本颁布《特殊目的公司实现特定资产流动化法》（简称《SPC 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》（简称《投信法》），标志日本 REIT（简称 J-REIT）的诞生。与上市不动产公司相比，J-REIT 更像"壳公司"，不雇佣职员、不动产运营全权委外、接近 100%分红以及税收优惠。

3）2001-2007 年：快速扩张期。2001 年 3 月东京证交所开设 J-REIT 市场，2003 年 7 月日本开放 FOF 基金对 J-REIT 的投资渠道，2005-2007 年国际资金大量涌入日本 J-REIT 市场。2001-2007 年 J-REIT 市值从 0.2 万亿日元增至 5.1 万亿日元；同期日本股票市值从 275.2 万亿日元增至 509.9 万亿日元、债券市值从 552.1 万亿日元增至 790.1 万亿日元。

4）2007-2011 年：动荡与重整。2007~08 年次贷危机波及 J-REIT 市场。2009 年 1 月日本政府开始 J-REIT 合并的立法准备，明确合并过程中负商誉等会计处理，2009 年 9 月日本设立不动产市场稳定基金、2010 年 10 月 BOJ 宣布购买 J-REIT，此后 J-REIT 市场逐步稳定。但 2011 年 3 月日本大地震又重挫了房地产市场。2007-2011 年 J-REIT 市值从 5.1 万亿日元降至 2.9 万亿日元，日本股票市值从 509.9 万亿日元降至 265.0 万亿日元，日本债券市值从 790.1 万亿日元增至 1014.5 万亿日元。

5）2012-2019 年：政策引导下的复苏期；J-REIT 开启多元化时代。2013 年 6 月日本通过《金融商品交易法等部分修改法案》，2016 年 1 月 BOJ 加快购买 J-REIT 的节奏。很多 J-REIT 不再持有单一不动产，向酒店、物流、医疗保健等多元化方向延伸。2011-2019 年 J-REIT 市值从 2.9 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，日本债券市值从 1014.5 万亿日元增至 1170.8 万亿日元。

6）2020 年至今：疫后央行支持下的 V 型回升。2020 年疫情影响 J-REIT 市场，BOJ 再次购买 J-REIT。2019-2020 年 J-REIT 市值从 16.4 万亿日元降至 14.4 万亿日元，日本股票市值从 675.0 万亿日元增至 717.3 万亿日元，日本债券市值从 1170.8 万亿日元增至 1331.3 万亿日元。

J-REIT 对国内的借鉴意义。1）制度设计：立法先行、监管严格。目前国内 REIT 的上市交易、封闭运作、90%的收益分配比例基本向国际主流靠拢。J-REIT 的监管严格。**2）长期性价比高于股债。**与股债相比，J-REIT 的平均收益率更高，波动性低于股市但高于债市，但发展空间不及股债。**3）发展空间：日本或已过半，中国未来可期。**综合评估未来日本和中国离成熟期或分别有 500~3000 亿美元和 7000~15000 亿美元的发展空间。风险提示：对日本REIT发展的理解不到位。

索引

内容目录

一、日本 REIT 的发展历程 4
（一）1985-1995 年：从地产泡沫破灭到不动产证券化探索 4
（二）1998-2000 年：重要立法期 5
（三）2001-2007 年：快速扩张期 6
（四）2007-2011 年：动荡与重整 8
（五）2012-2019 年：政策引导下的复苏期；J-REIT 开启多元化时代 9
（六）2020 年至今：疫后央行支持下的 V 型回升 10
二、J-REIT 对国内的借鉴意义 11
（一）制度设计：立法先行、监管严格 11
（二）收益分析：长期性价比高于股债 12
（三）发展空间：日本或已过半，中国未来可期 14
三、风险提示 15

图表目录

图 1：1985-1990 年美元兑日元汇率 4
图 2：1985-2000 年日本贴现率（%） 4
图 3：1980-1993 年日本房价指数（1980 年 3 月=100） 5
图 4：J-REIT 总市值及数量 6
图 5：J-REIT 总资产及持有不动产数量 6
图 6：J-REIT 总资产及持有不动产数量 7
图 7：东京证交所 REIT 总指数和价格指数 7
图 8：J-REIT 总市值及日本股票、债券总市值 7
图 9：ARES 日本不动产指数年化收益率 8
图 10：日本东京证交所 REIT 成交额 10
图 11：日本 61 家上市 REIT 所属经营类别占比（截至 2022 年 4 月 17 日） 10
图 12：2020 年以来日本 J-REIT 总市值 11
图 13：2020 年以来日本 TSE REIT 总指数和价格指数（2020 年 1 月 1 日=1000） 11
图 14：2004-2021 年 TSE REIT 和日本股债年度收益率比较 13
图 15：ARES（不同底层资产）不动产指数年化收益率 13
图 16：ARES（不同底层资产）不动产指数股息率 13
图 17：ARES（不同底层资产）不动产指数资产收益率 14

表 1：上市 J-REIT 和上市不动产公司比较 5

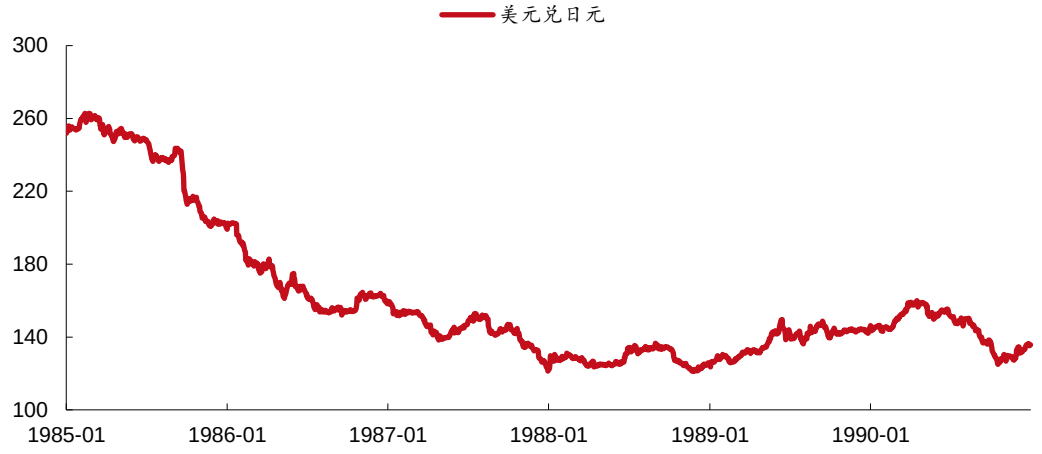
表 2：2010 年日本 J-REIT 合并制度变更 8
表 3：2013 年 J-REIT 相关法律修订 9
表 4：各国 REIT 制度比较 12
表 5：J-REIT 上市主要条件 12
表 6：2021 年全球主要国家 REITs 市值及相关比重计算 14

一、日本REIT的发展历程

（一）1985-1995年：从地产泡沫破灭到不动产证券化探索

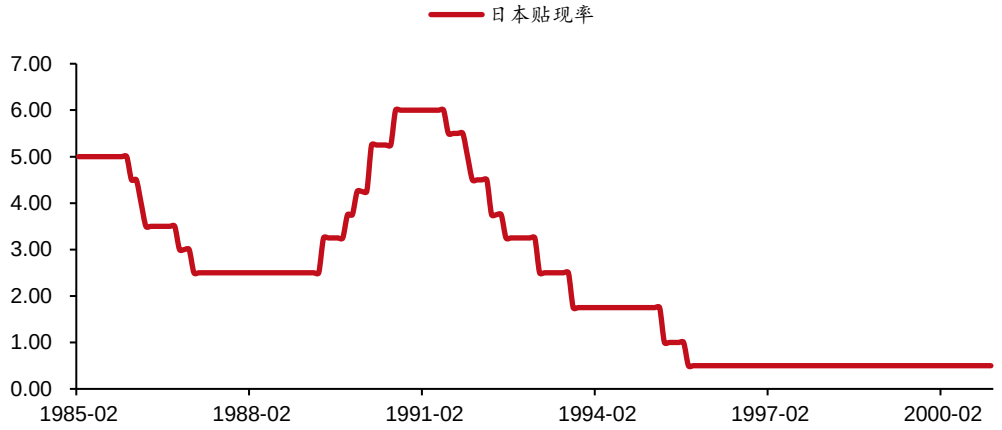
1985 年《广场协议》后，日元对美元大幅升值。为了缓解汇率升值及输入型通缩压力，日本央行不得不持续降息。汇率升值、无风险利率下降叠加传统制造业产业转出的组合快速推升了地产价格。1989 年日本央行开始控制风险抬升基准利率，但却导致此后地产泡沫破灭。为解决地产企业融资困难、盘活存量房地产市场等问题，日本开始了不动产证券化的探索，1995 年 4 月日本政府出台《不动产特定共同事业法》，允许共同事业主体参与不动产证券化并将租赁收入等分配给投资者，但共同事业主体须满足严苛要求，如资本金不低于 1 亿日元。

图 1：1985-1990 年美元兑日元汇率



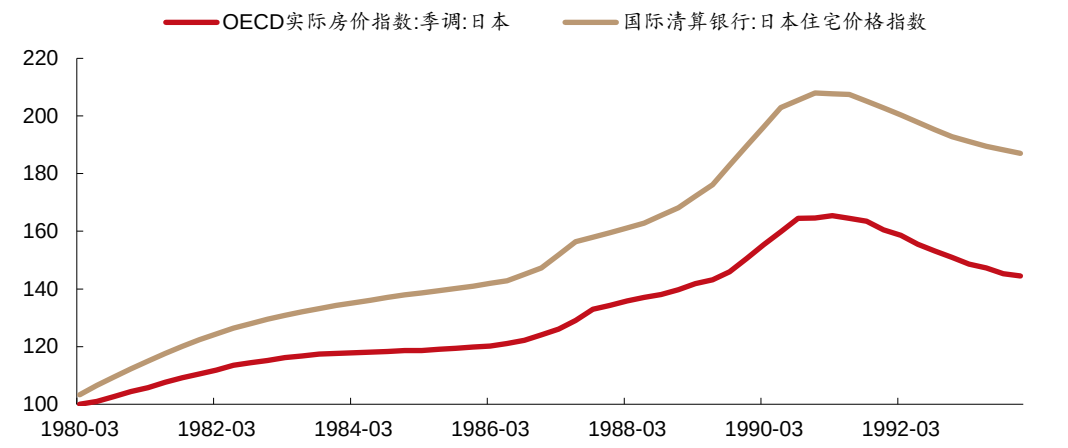
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：1985-2000 年日本贴现率（%）



资料来源：CEIC，西部证券研发中心

图 3：1980-1993 年日本房价指数（1980 年 3 月=100）



资料来源：Wind，FRED，西部证券研发中心

（二）1998-2000年：重要立法期

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》），旨在通过证券化的方式处置银行不良债权及抵押资产，但《SPC 法》审批手续较为复杂。因此 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。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》），标志着日本 REIT（以下简称 J-REIT）的诞生，首次允许个人投资者参与不动产投资，此前《投信法》投资范围仅限股票及债券。尽管《投信法》规定 J-REIT 可分为公司型和契约型，但实操中基本以公司型为主。与上市不动产公司相比，J-REIT 更像一个“壳公司”，不雇佣职员、不动产运营全权委外、接近 100%分红以及税收优惠。

表 1：上市 J-REIT 和上市不动产公司比较

维度	上市 J-REIT	上市不动产公司
法律依据	《投信法》	《公司法》
法人种类	投资法人	株式会社
权益	投资份额	股份
股权持有人	投资者	股东
最高决策机构	投资者大会	股东大会
法定代表人	执行董事	董事长
职员雇佣情况	不雇佣	众多
业务内容	.不动产租赁、买卖	不动产开发、销售、租赁、中介、运营及其他
业务的外部委托	投资判断、不动产调查、不动产管理等，几乎全部业务委托外部	基于公司的判断决定业务由公司自行开展还是委托外部
分红	实际业绩分红（目前分配倾向近乎 100%的业绩）	根据公司业绩、分配政策不同，分红金额和方式也不同
法人税	满足条件后税务扣除	征税

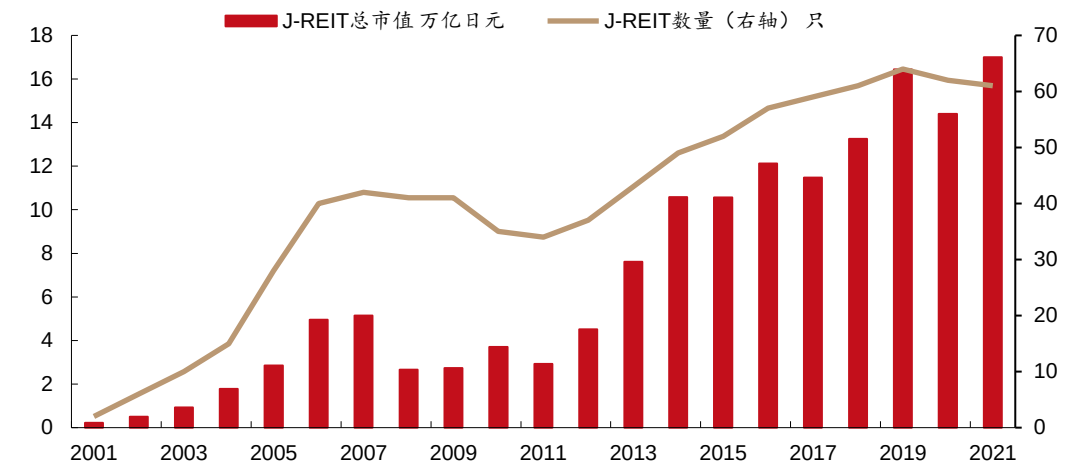
资料来源：《图解日本 REIT 2019 年 8 月第一版》，西部证券研发中心

（三）2001-2007年：快速扩张期

在《投信法》的铺垫下，2001 年 3 月东京证交所开设 J-REIT 市场，同年 9 月三菱地所和三井不动产两只 REIT 首次上市，总市值约为 2200 亿日元。2002 年 3 月第一家零售 REIT 上市，同年 12 月房地产证券化协会（ARES）成立。2003 年 3 月东京证交所推出 TSE REIT 指数，2003 年 3 月到 2007 年 3 月 TSE REIT 总指数和价格指数 CAGR 分别为 30.3%和 25.5%。2003 年 7 月日本开放 FOF 基金对 J-REIT 的投资渠道。2005-2007 年国际投资基金大量涌入日本 J-REIT 市场，根据仲量银行调查显示，日本 2007 年上半年外资投资交易额达 151.2 亿美元，同比增长近 300%。2007 年 J-REIT 数量发展到 42 只，合计持有不动产数量合计 1733 个，总市值为 5.1 万亿日元（相对 2001 年扩大了 23.4 倍），总资产为 6.8 万亿日元（相对 2001 年扩大了 18.9 倍）。J-REIT 持有的底层资产也从早期的办公楼逐步扩大至零售和住宅。

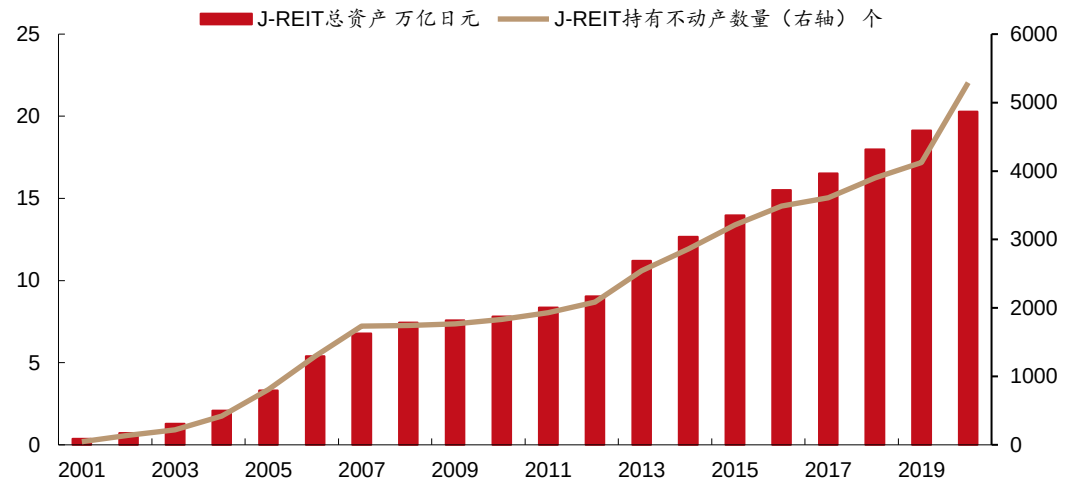
2001-2007 年 J-REIT 市值从 0.2 万亿日元增至 5.1 万亿日元，日本股票市值从 275.2 万亿日元增至 509.9 万亿日元，日本债券市值从 552.1 万亿日元增至 790.1 万亿日元。

图 4：J-REIT 总市值及数量



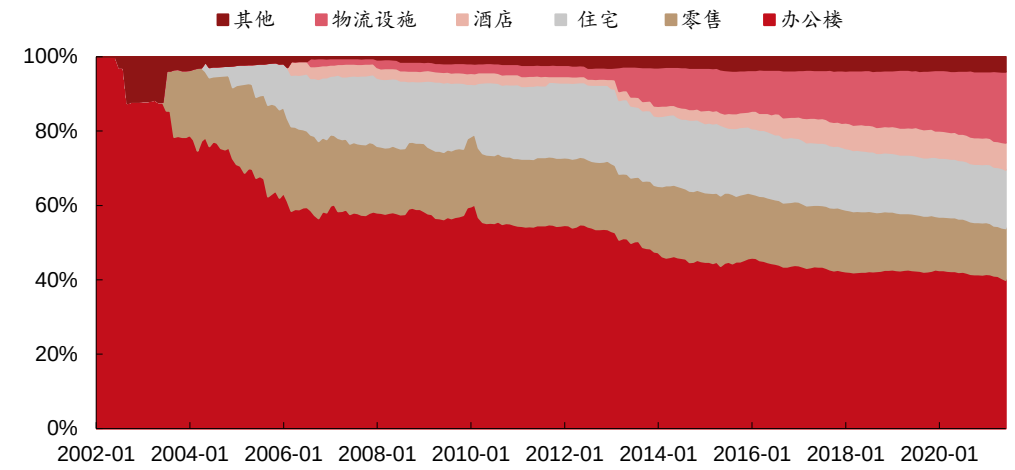
资料来源：ARES，西部证券研发中心

图 5：J-REIT 总资产及持有不动产数量



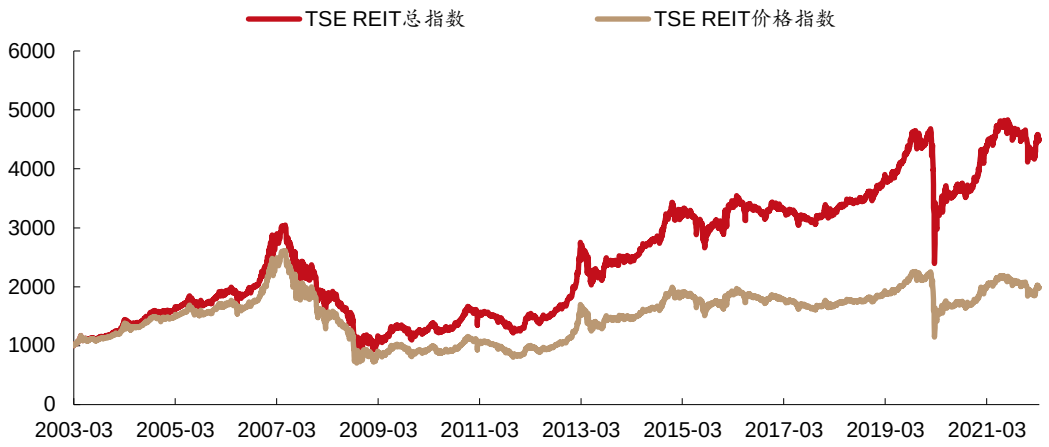
资料来源：ARES，西部证券研发中心

图 6：J-REIT 总资产及持有不动产数量



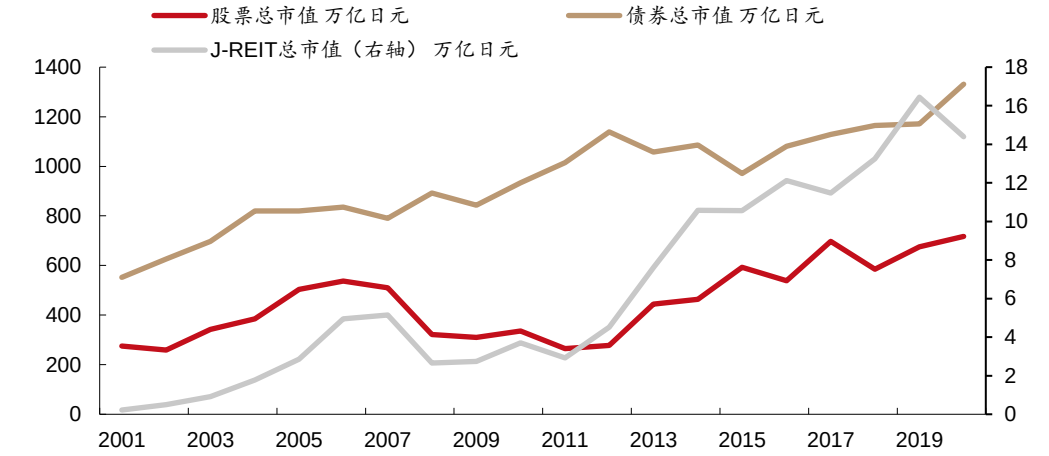
资料来源：ARES，西部证券研发中心

图 7：东京证交所 REIT 总指数和价格指数



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 8：J-REIT 总市值及日本股票、债券总市值



资料来源：Wind，ARES，西部证券研发中心

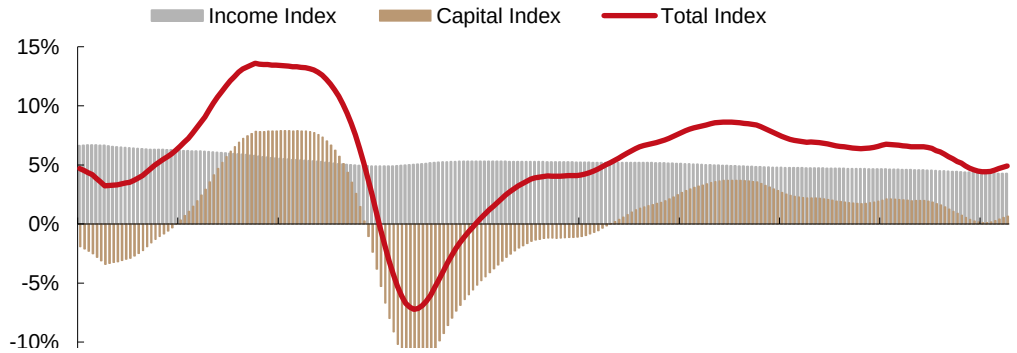
（四）2007-2011年：动荡与重整

2007 年 4 月美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融申请破产保护，随后又以 2008 年 9 月 15 日雷曼破产为标志性事件，美国迎来次贷危机。J-REIT 市场亦未能幸免于难，2008 年 10 月第一家 J-REIT 新城住宅公司破产清算。2008 年底 J-REIT 市场规模同比减少 46.2%，TSE REIT 总指数下跌 48.6%。2009 年 8 月 ARES 不动产指数资本收益率降至创历史新低-12.2%。

2009 年 1 月日本政府开始 J-REIT 合并的立法准备，明确合并过程中的会计处理，其中很重要的一点是正常情形下 J-REIT 的收益是不能内部保留必须全部派发，但合并时若发生负商誉[1]产生的收益允许从下一会计年度开始保留、直到必要时再予以拆分，拆分的负商誉可用于填补售出损失、减值损失、灾害损失、翻新损失等，有利于提高 J-REIT 的稳定性。2010 年 2 月到 2012 年 4 月 J-REIT 市场共发生 9 起合并案例，大公司并购濒临破产的公司得以扩大规模和提高信用度，后者也注入了优质资产。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，这一基金作为 J-REIT 的安全垫，在市场中起到相当大的宣示效应[2]。此外，2010 年 10 月日本央行宣布购买 J-REIT 在内的各种金融资产，以鼓励降低长期市场利率和降低各种风险溢价，所购 500 亿日元 J-REIT 约占当时市场规模的 1.7%。但 2011 年 3 月日本大地震又重挫了房地产市场，2011 年 J-REIT 市场规模同比回落 20.8%，直到 2012 年才开始企稳回升。

2007-2011 年 J-REIT 市值从 5.1 万亿日元降至 2.9 万亿日元，日本股票市值从 509.9 万亿日元降至 265.0 万亿日元，日本债券市值从 790.1 万亿日元升至 1014.5 万亿日元。

图 9：ARES 日本不动产指数年化收益率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40491