

2022 年 08 月 10 日

房地产

美就业数据推高加息预期，日元贬值压力增大

宏观经济及日本产业周报

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 吴浩宗

852-25105555

wuhaozong@cric.com

联系人 梁嘉歆

852-25105555

相关报告

1 《7月成分股全面下跌，指数表现不及大盘-克而瑞内房股领先指数 7月监测》 2022-08-02

2 《6月半数成分股上涨，指数表现好于大盘-克而瑞内房股领先指数 6月监测》 2022-07-05

3 《5月仅两支成分股上涨，指数表现不及大盘-克而瑞内房股领先指数 5月监测》 2022-06-06

投资要点

- **美国非农就业数据超预期，重要国债收益率倒挂程度加深。**上周，美国 7 月就业报告发布，7 月新增 528000 个工作岗位，是预期的 250000 个的两倍以上。受到投资者对于美联储或将继续实行货币紧缩政策、至少加息 75 个 BP 而可能加剧滞胀风险造成经济衰退的担忧进一步加剧，美国各期限国债收益率在就业报告发布后皆有所上行。受能源、食品、房租和其他核心服务价格普涨的影响，美国 6 月的 CPI 指数打破了 5 月的记录，至 9.1% 的新高水平，因此目前加息控制通胀仍然是美联储的首要任务。受到美国就业报告的影响，标普 500 指数在 8 月 4 日自近期高点 4155.17 点微幅下跌后再次下行，收于 4145.19 点。
- **美元指数高位震荡，日元疲软及能源价格高企依旧在加重日本本土企业的成本。**上周美元指数仍然在高位震荡，直至就业报告发出之后，加息预期使得美元指数有所走强，于 8 月 5 日上涨至 106.57 点，同比上周上涨 0.7%。日元指数不改低位震荡态势，于 8 月 3 日收于 87.49 点，同比微跌 0.2%。日本的能源绝大部分依赖于进口，上周以美元计价的主要能源价格（除动力煤以外）虽有所下行，但仍在高位，叠加目前美元指数的强势走势，预计对日本国内企业的能源使用成本不会有显著影响。日经 225 指数上周在小幅震荡后进一步走强，于 8 月 5 日收于 28175.87 点，同比上升 1.3%，自 6 月 9 日之后重新站上 28000 点。
- **维持宽松货币政策的现状下，海外投资日本不动产仍旧具有合理的性价比。**国债方面，日本依然通过无限量购买债券政策将远期利率稳定在较低水平，创造低利率环境，短中期国债保持负利率水平。目前在日元持续贬值的现状下，人民币兑日元的汇率处于历史高位，截至 2022/8/5，每 100 日元可以兑换 5.08 人民币，对比 2021 年年初下降了 19.9%，相当于人民币是以 8 折的水平购买日本的不动产，汇率的变动水平基本抵消了近两年日本东京的公寓房价指数上涨幅度。
- **根据海外不动产投资机构监测，截至 2021 年第三季度，日本主要地区公寓的投资回报率在一众国家中名列前茅。**根据截至 2021 年第三季度海外不动产投资机构的市场调查结果，同为约 70 m² 的公寓住房的情况下，日本三个主要地区的租金毛回报率在一众主要国家的 26 个城市的回报率中也是属于较高的水平。由于持有成本相对合理，在扣除持有成本之后，日本的名古屋与大阪的净资金回报率分列第 1 与第 4 位，东京 23 区的净回报率约为 4%，位列第 7。
- **风险提示：**政策风险、汇率风险、信用风险、数据风险

内容目录

美国非农就业数据超预期，重要国债收益率倒挂程度加深	3
美元指数高位震荡，日元疲软及能源价格高企依旧在加重日本本土企业的成本 ..	5
维持宽松货币政策的现状下，海外投资日本不动产仍旧具有合理的性价比	7
根据海外不动产投资机构监测，截至 2021 年第三季度，日本主要地区公寓 的投资回报率在一众国家中名列前茅	9
风险提示	12
评级指南及免责声明	13

图表目录

图 1: 8 月 5 日 10Y-1Y 期限利差同比上周走阔 15 个 BP，倒挂程度加剧	3
图 2: 10Y-2Y 期限利差在 7 月 6 日后持续倒挂，上周收于-41 个 BP，同比走 阔 19 个 BP	4
图 3: 美国 CPI6 月同比增长 9.1%，再创新高	4
图 4: 标普 500 指数于 8 月 5 日小幅下行，收于 4145.19 点	5
图 5: 美元指数与日元指数分别在高位与低位震荡，且震荡走势具有相关性	5
图 6: 上周美元兑日元汇率有所回升，欧元兑美元汇率微幅上行	6
图 7: 除动力煤价格未更新外，上周主要能源价格有小幅下行	6
图 8: 日本 6 月 CPI 同比下降 0.1 个百分点，至 2.4%	7
图 9: 日经 225 指数上周收涨，收于 28176 点，6 月 9 日以来重新站上 28000 点	7
图 10: 日本通过无限量购买债券政策稳定远端国债收益率，短中期国债处于负 利率水平	8
图 11: 截至 2022/8/5，100 日元兑人民币的汇率收于 5.08 元	8
图 12: 截至 2022 年 4 月，日本公寓楼不动产价格指数处于上涨区间，2020 年至今上涨幅度约为 20%	9
图 13: 日本不动产购买、持有、卖出时的各项费用成本	11
图 14: 截至 2021 年第三季度各城市净租金回报率	11

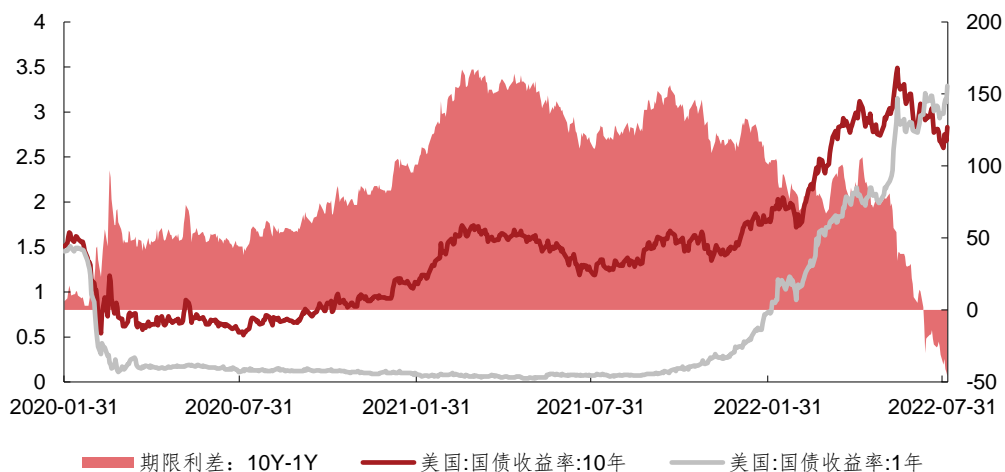
表 1: 2021 年第三季度主要国家城市的毛租金回报率水平（未扣除持有成本）	10
---	----

美国非农就业数据超预期,重要国债收益率倒挂程度加深

上周,美国7月就业报告发布,7月新增528000个工作岗位,是预期的250000个的两倍以上,尽管高通胀问题仍然令人担忧,但如此火爆的就业市场似乎说明美国经济并未陷入衰退。而该报告令所有认为美联储或在不久之后转“鸽”的想法变得没有可能。受到投资者对于美联储或将继续实行货币紧缩政策、至少加息50个BP而可能加剧滞胀风险造成经济衰退的担忧进一步加剧,美国各期限国债收益率在就业报告发布后皆有所上行,一年期国债收益率于8月5日收于3.29%,同比上周增长31个BP;2年期国债收益率收于3.24%,同比增长35个BP;5年期国债收益率收于2.97%,同比增长27个BP;10年期国债收益率收于2.83%,同比增长16个BP。期限利差方面,10Y-1Y期限利差于8月5日收于-46个BP,相比上周走阔15个BP,倒挂程度进一步加大;10Y-2Y期限利差在7月6日之后持续处于倒挂状态并且利差逐渐走阔,于8月5日收于-41BP,同比走阔19个BP。

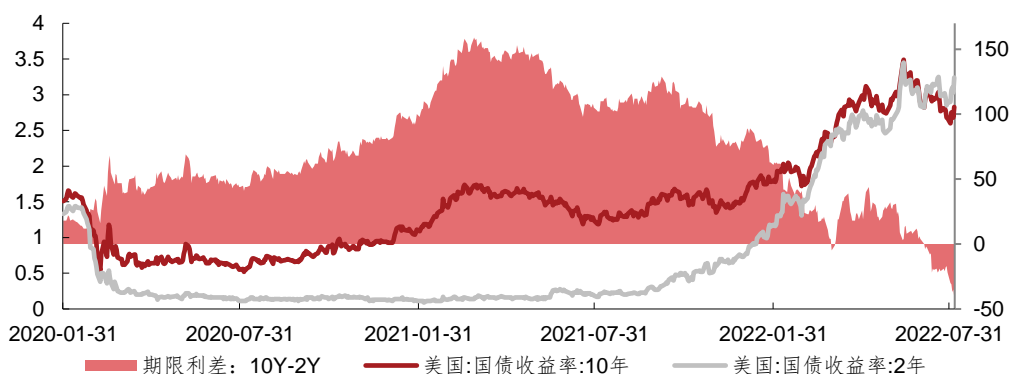
美国火热的就业现状与略显暗淡的就业前景形成鲜明对比,如此与现实情况脱节的数据前所未见,因此不少投资人也担心目前的就业市场繁荣只是暂时的,在不久的将来美国将会面临经济更为急剧着陆的风险。7月就业报告中同样也指出,目前全职工人的数量有所下降,而兼职工人的数量大幅上升,似乎也暗示了未来存在的不稳定因素。

图1: 8月5日10Y-1Y期限利差同比上周走阔15个BP,倒挂程度加剧



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

图 2: 10Y-2Y 期限利差在 7 月 6 日后持续倒挂, 上周收于-41 个 BP, 同比走阔 19 个 BP



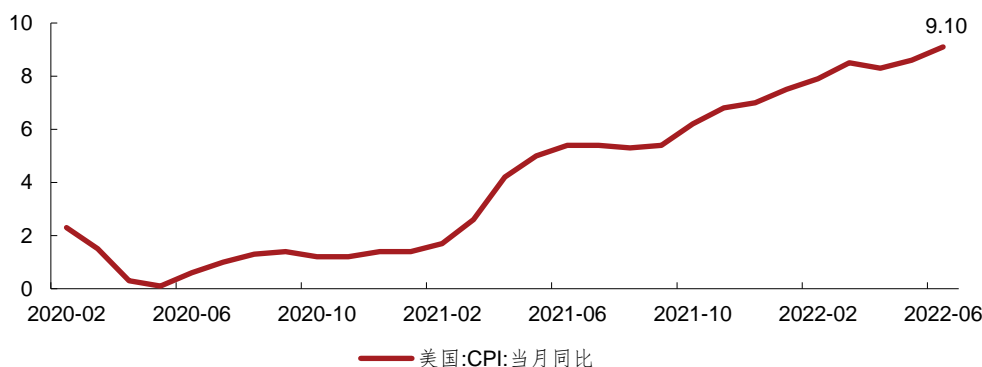
数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

根据美联储 7 月会议纪要显示, 受通胀居高不下且持续超出预期的影响, 7 月份美联储 FOMC (联邦公开市场委员会) 议息会议决定将联邦基金利率的目标区间再度上调 75 个基点, 与 6 月会议传递出的信息一致。但此次就业报告的发出, 可能会导致下次会议讨论的加息幅度变成另一个异常大的数字, 具体的情况取决于到 9 月份的经济数据的表现以及对经济前景的评估。

受能源、食品、房租和其他核心服务价格普涨的影响, 美国 6 月的 CPI 指数打破了 5 月的记录, 至 9.1% 的新高水平, 因此目前加息控制通胀仍然是美联储的首要任务。供给受限是本轮通胀的关键诱因, 疫情以及俄乌冲突事件的叠加影响使得对供给侧的打击比预期规模更大、持续时间更长。美联储早期持续低估通胀走势, 也导致货币政策明显落后于通胀曲线, 因此本轮控制通胀的难度是比较大的。若较为乐观地看待, 预计在激进的加息政策的影响下, 通胀水平将在下半年见顶, 而后缓慢下降。

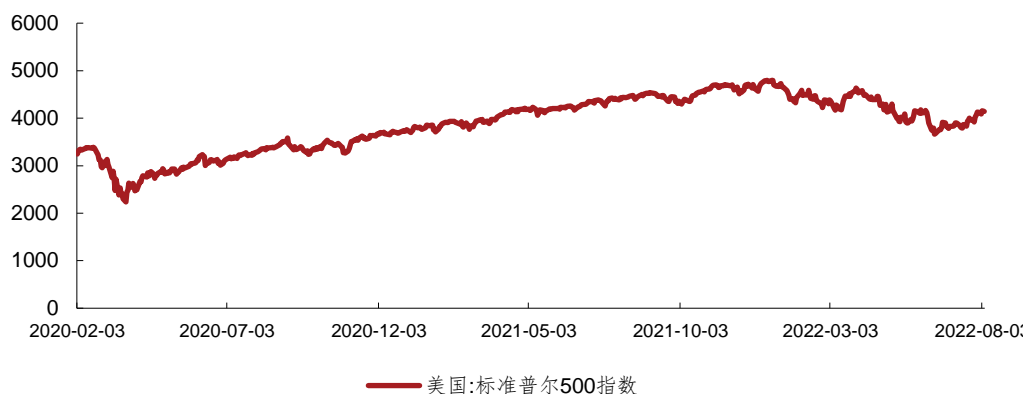
受到美国就业报告的影响, 标普 500 指数在 8 月 4 日自近期高点 4155.17 点微幅下跌后再次下行, 收于 4145.19 点。美联储未来的强势加息趋势使得股票市场也出现了小幅波动。

图 3: 美国 CPI6 月同比增长 9.1%, 再创新高



数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

图 4：标普 500 指数于 8 月 5 日小幅下行，收于 4145.19 点

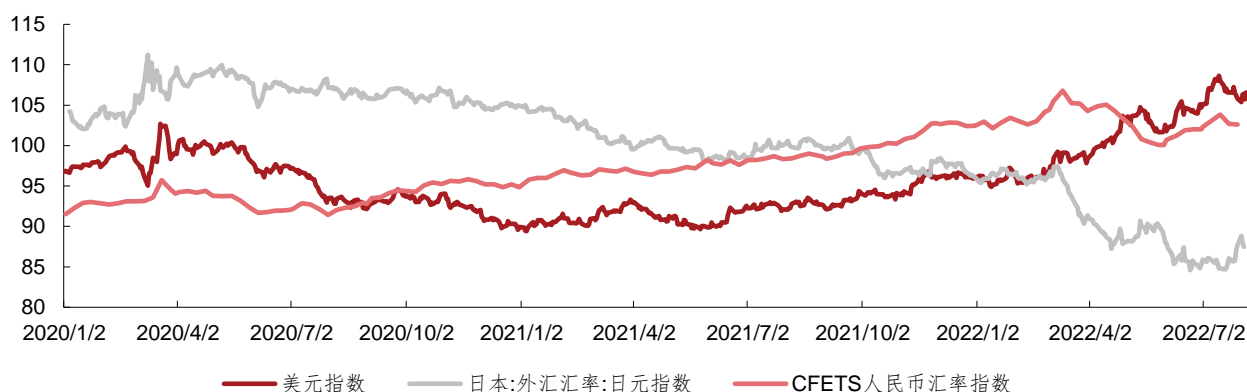


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

美元指数高位震荡，日元疲软及能源价格高企依旧在加重日本本土企业的成本

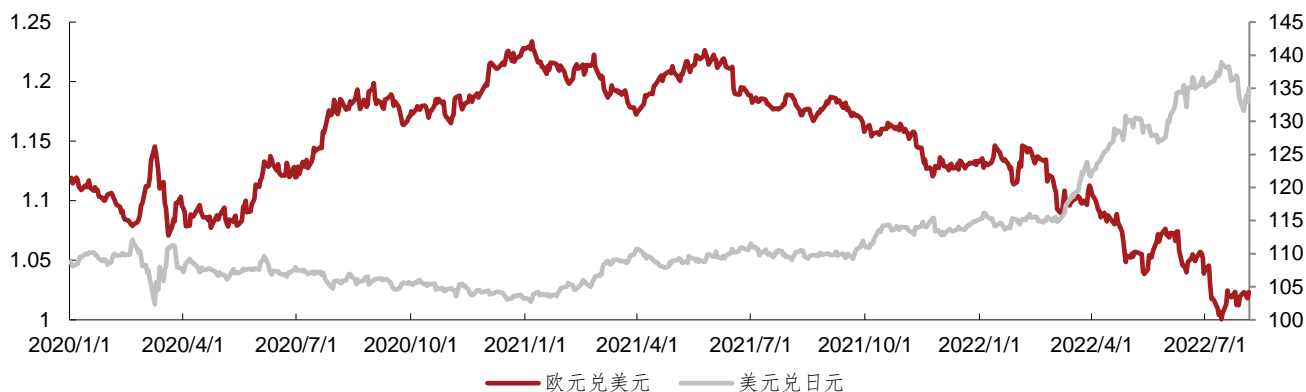
上周美元指数仍然在高位震荡，直至就业数据发出之后，加息预期使得美元指数有所走强，于 8 月 5 日上涨至 106.57 点，同比上周上涨 0.7%。日元指数不改低位震荡态势，于 8 月 3 日收于 87.49 点，相比前一周周五（7 月 29 日）微跌 0.2%。主要受日本量化宽松货币政策的影响，日元无法有效应对美元的强势拉升，美元兑日元汇率在上周处于回升态势，于 8 月 5 日收于 135.01 日元，同比上涨 1.3%，处于上周走势中的高位。欧元兑美元汇率于 8 月 5 日收于 1.0233 美元，同比微涨 0.3 个百分点，归因于上周美元指数的震荡走势。

图 5：美元指数与日元指数分别在高位与低位震荡，且震荡走势具有相关性



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 6：上周美元兑日元汇率有所回升，欧元兑美元汇率微幅上行



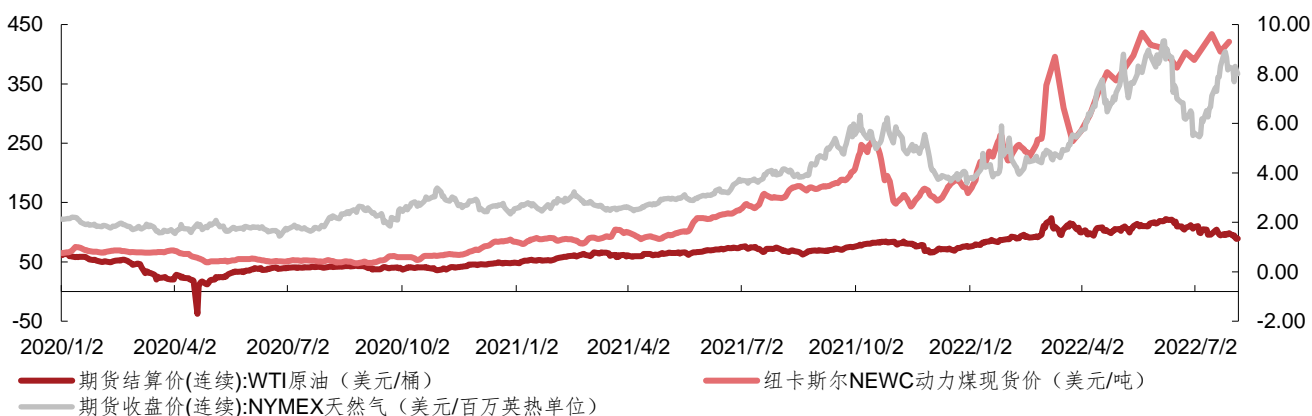
数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

上周主要能源价格主要处于下行区间，WTI 原油期货至 89.01 美元/桶，同比下跌 9.7 个百分点，自 7 月 19 日油价至 104.22 美元后再未升至 100 美元。天然气价格按照惯例与原油期货价格同向变动，上周价格虽有所下降但仍居高位，至 8 月 5 日收于 8.01 美元/百万英热单位，同比下降 3.4%。纽卡斯尔动力煤现货价上周未有更新数据，最新数据日期截至 7 月 29 日，相比前一周有所上行，仍处近期高位。

日本的能源绝大部分依赖于进口，上周以美元计价的主要能源价格（除动力煤以外）虽有所下行，但仍在高位，叠加目前美元指数的强势走势，预计对日本国内企业的能源使用成本不会有显著影响。就 6 月公告的 CPI 同比数据来看，目前日本的通胀水平在能接受的范围内，甚至有所下降，预计不会对现行的量化宽松政策产生影响，因此未来仍缺乏对应美元进一步走强的有效措施。如果通胀超预期上涨，也许会给日本经济带来重大挑战。

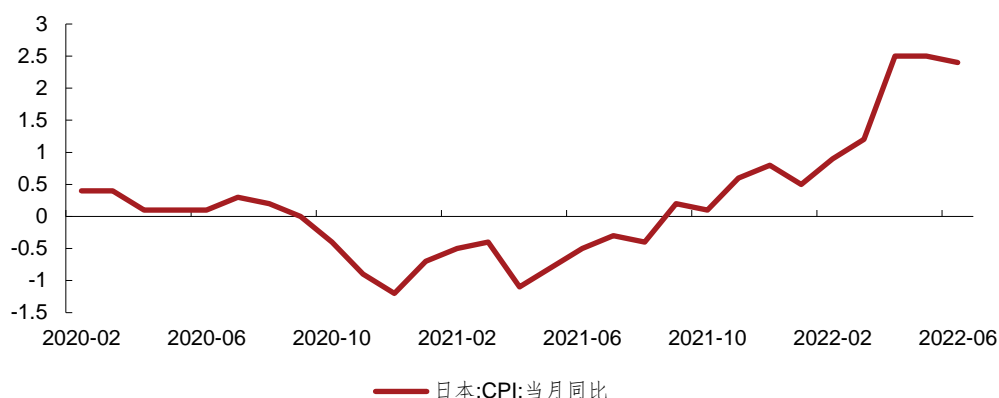
股市方面，日经 225 指数上周在小幅震荡后进一步走强，于 8 月 5 日收于 28175.87 点，同比上升 1.3%，自 6 月 9 日之后重新站上 28000 点。

图 7：除动力煤价格未更新外，上周主要能源价格有小幅下行



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 8：日本 6 月 CPI 同比下降 0.1 个百分点，至 2.4%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 9：日经 225 指数上周收涨，收于 28176 点，6 月 9 日以来重新站上 28000 点

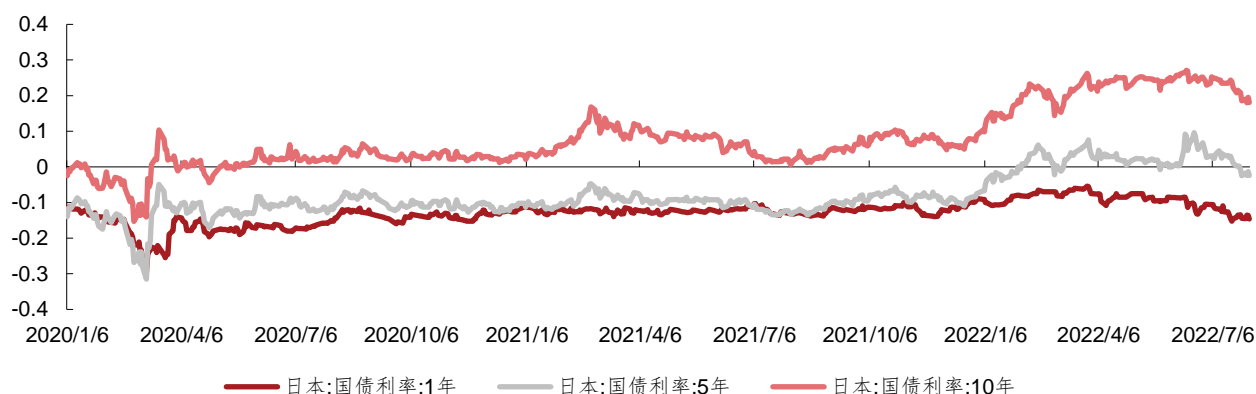


数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

维持宽松货币政策的现状下，海外投资日本不动产仍旧具有合理的性价比

国债方面，日本依然通过无限量购买债券政策将远期利率稳定在较低水平，创造低利率环境，上周 10 年期国债收益率收于 0.181%，同比降低 0.4 个 BP，收益率抬升意愿被压制；5 年期国债收益率收于-0.024%，同比收窄 0.1 个 BP，1 年期国债收益率收于-0.146%，同比走阔 0.2 个 BP，日本短中期国债保持负利率水平。

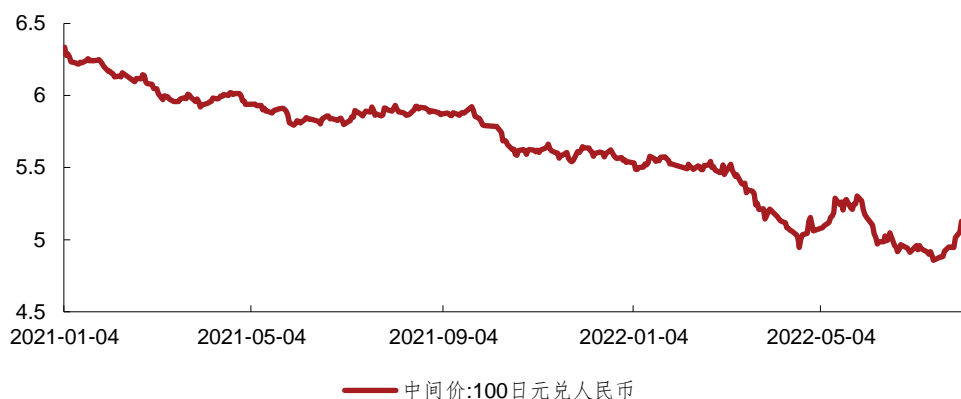
图 10：日本通过无限量购买债券政策稳定远端国债收益率，短中期国债处于负利率水平



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

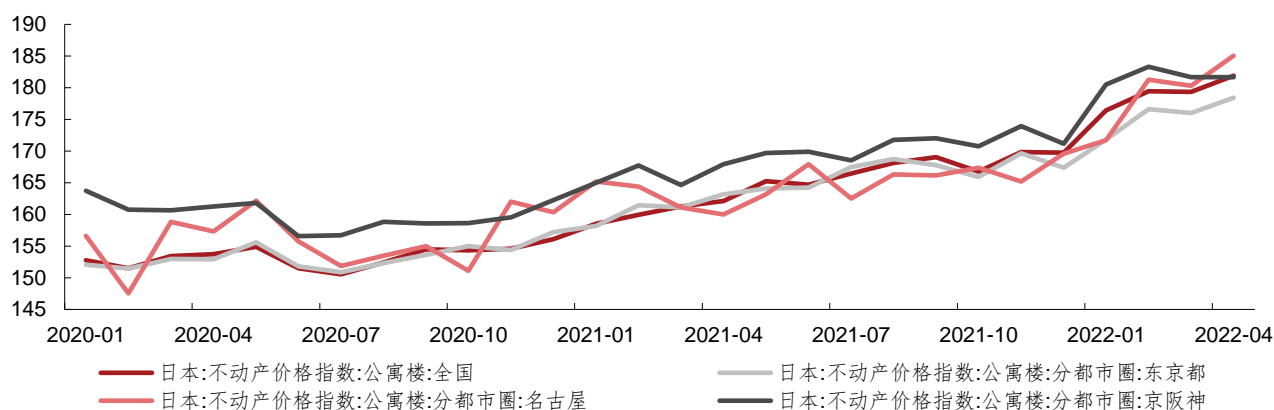
目前在日元持续贬值的现状下，人民币兑日元的汇率处于历史高位，就下图的数据来说，截至 2022/8/5，每 100 日元可以兑换 5.08 人民币，对比 2021 年年初下降了 19.9%，相当于人民币是以 8 折的水平购买日本的不动产。根据日本国土交通省发布的全国与主要三大城市圈的公寓楼不动产价格指数，2020 年初至 2022 年 4 月，全国与东京都城市圈的价格指数分别上涨了 19.1% 以及 17.3%，汇率的变动水平基本抵消了近两年日本东京都的公寓房价指数上涨幅度。

图 11：截至 2022/8/5，100 日元兑人民币的汇率收于 5.08 元



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 12：截至 2022 年 4 月，日本公寓楼不动产价格指数处于上涨区间，2020 年至今上涨幅度约为 20%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

根据海外不动产投资机构监测，截至 2021 年第三季度，日本主要地区公寓的投资回报率在一众国家中名列前茅

根据截至 2021 年第三季度海外不动产投资机构的市场调查结果，同为约 70 m²的公寓住房的情况下，日本三个主要地区的租金毛回报率在一众主要国家的一线城市的回报率中也是属于较高的水平，其中东京 23 区由于房价较高的原因毛回报率较低，但也仅次于美国、英国、东南亚、澳洲的部分城市，而在持有成本的对比上，美国等国家的持有成本又比日本来的更高，因此净租金收益水平上会被压缩。

根据下图 14 所示，在扣除持有成本之后，日本的名古屋与大阪的净资金回报率分列第 1 与第 4 位，东京 23 区的净回报率约为 4%，位列第 7，其他国家的城市中比其更高的只有英国的曼彻斯特和利物浦、泰国曼谷以及菲律宾马尼拉。纵观全球主要市场，日本三大地区的净租金回报率名列前茅，若配合一定的杠杆以及日本不高的贷款利率，回报率可以至更高的水平，以满足投资者对于不动产投资回报的要求。

表 1: 2021 年第三季度主要国家城市的毛租金回报率水平 (未扣除持有成本)

国家	城市	房屋类型	2021Q3 房价	2021Q3 租金	2021Q3 回报
中国	北京	70 平	¥4,826,220	¥7,931	1.97%
	上海	70 平	¥4,721,850	¥6,941	1.76%
	深圳	70 平	¥4,672,570	¥6,630	1.70%
	广州	70 平	¥3,147,830	¥4,189	1.60%
	香港	70 平	\$15,215,130	\$29,540	2.33%
美国	波士顿	套	\$603,291	\$2,519	5.01%
	芝加哥	套	\$284,285	\$1,693	7.15%
	休斯敦	套	\$267,794	\$1,470	6.59%
	洛杉矶	套	\$846,526	\$2,455	3.48%
	迈阿密	套	\$375,082	\$2,323	7.43%
	纽约	套	\$567,059	\$2,623	5.55%
	旧金山	套	\$1,341,085	\$2,960	2.65%
	西雅图	套	\$687,363	\$2,058	3.59%
	东京 23 区	套	¥64,350,000	¥267,610	4.99%
	大阪	70 平	¥36,840,000	¥171,570	5.59%
日本	名古屋	70 平	¥25,450,000	¥143,920	6.79%
	金边	70 平	\$192,640	\$797	4.97%
东南亚	马尼拉	高级公寓	₱13,176,800	₱55,672	5.07%
	曼谷	套	B6,543,447	B 26,374	4.84%
	吉隆坡	共管公寓	MYR 796,700.65	MYR 2,802	4.22%
	新加坡	市中心公寓	SGD 1,786,116	SGD 3,795	2.55%
	悉尼	套	\$702,400	\$1,864	3.18%
澳洲	墨尔本	套	\$566,691	\$1,496	3.17%
	堪培拉	套	\$488,209	\$2,056	5.05%
	布里斯班	套	\$397,000	\$1,580	4.78%
	奥克兰	套	\$1,150,000	\$2,380	2.48%
	惠灵顿	套	\$845,000	\$2,320	3.29%
欧洲	巴黎	套	€ 785,820	€ 2,310	3.53%
	阿姆斯特丹	70 平	€ 523,145	€ 1,571	3.60%
	柏林	70 平	€ 361,200	€ 914	3.03%
英国	伦敦	两室公寓	£732,105	£3,147	5.16%
	曼彻斯特	两室公寓	£243,353	£1,225	6.04%
	利物浦	两室公寓	£177,207	£952	6.45%

数据来源: 公开资料整理 海外不动产市场研究机构

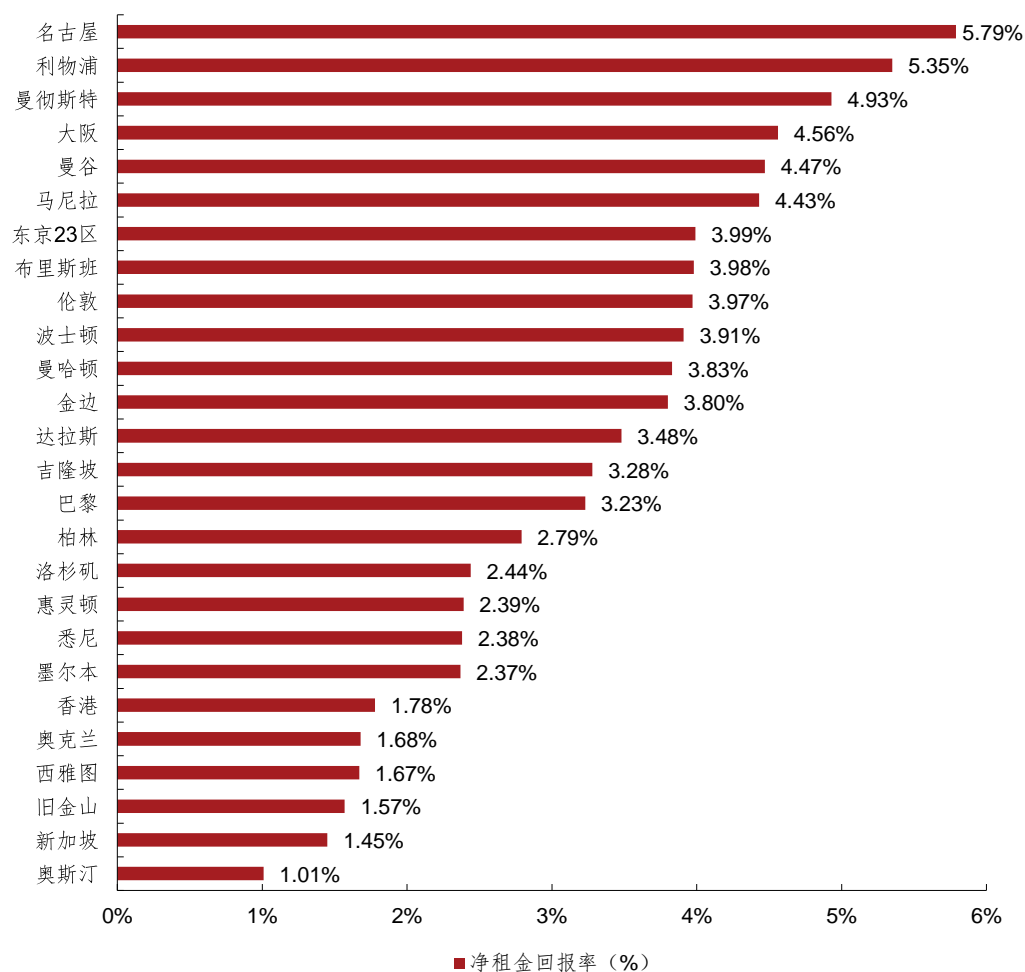
注: 价格表示货币使用本币

图 13：日本不动产购买、持有、卖出时的各项费用成本

买房花费		占房屋成交价比例
中介费	交易价格的3%+6万日元+消费税（10%）	6%
登录税	房产的产权名义变更时所需缴纳的税	
	土地评估价格*1.0%、房产评估价格*0.3%	
房产取得税	买房时所发生的税（购房后半年左右收取）	
	土地评估价格*1.5%、房产评估价格*3.0%	
印花税（国税）	贴在房屋购买契约书上的印花税票	
产权转移登记手续费	代办以上所有手续的司法书士人工费，5万-10万日元不等	1.5%-2%
5年间地震火灾保险	70平米的分售公寓的地震保险金额大约为50000日元	
持有房产时的花费		占房屋成交价比例
固定资产税（每年）	每年需向日本政府支付的税费	1.5%-2%
	土地评估价格*1.4%、房产评估价格*1.4%	
都市计划税（每年）	每年需向日本地方政府支付的税费（支付给该房产所在地政府）	
	土地评估价格*0.3%、房产评估价格*0.3%	
物业管理费（每月）	不同项目不同价位	
修缮积立金（每月）	不同项目不同价位	
房屋代管服务费（每月）	月租金的5%	视不同情况而定
税理士费用	自主申报	
个人所得税	自主申报	
出售房产时的花费		
中介费	交易价格的3%+6万日元+消费税（10%）	视不同情况而定
增值税	5年内，增值部分的税率是30%，5年及以上税率是15%（增值部分的计算会由专人进行）	

数据来源：公开资料整理 海外不动产市场研究机构

图 14：截至 2021 年第三季度各城市净租金回报率



数据来源：公开资料整理 海外不动产市场研究机构

风险提示

政策风险

如美联储未来的加息进程出现重大转变，与目前的逻辑出现较大的差异，可能导致美国及日本的宏观经济情况存在与本文分析情况差别较大的风险。

汇率风险

如日本在未来较早地结束或改变目前的货币政策及债券购买计划，或由于其他因素导致日元进入升值通道，则会导致目前人民币兑日元的性价比提前消失的风险。

信用风险

海外投资涉及跨国交易行为，可能因机构或个人的信用问题产生交易失败或投资亏损的风险。

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人士，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财务状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及其所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。