

2026日本J-REITs市場洞悉暨實務參訪團

實錄摘要

目錄

壹、東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange)	2
貳、日生資產管理 (NAM)	6
參、三菱地所 (Mitsubishi Estate)	9
肆、日本建築基金管理公司 (NBFM)	12
伍、三井不動產投資顧問 (MFIA)	15
陸、日本不動產研究所 (JREI)	18
柒、日本不動產證券化協會 (ARES)	21
捌、GLP Japan Advisors Inc. (GLP)	23
玖、DWS RREEF	26
壹拾、野村不動產投資顧問 (NMF)	29

2026日本J-REITs市場洞悉暨實務參訪團

參訪紀錄摘要

「2026日本J-REITs市場洞悉暨實務參訪團」（以下稱參訪團）係財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會與中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會共同合作辦理，配合我國REITs制度改革及健全資產管理產業發展政策，透過實地參訪日本成熟REITs市場、資產管理公司及相關研究機構等，深入瞭解日本不動產證券化制度、REITs營運模式及市場發展經驗，作為我國推動REITs制度、深化不動產證券化市場及提升資產管理產業競爭力之重要參考。

參訪團於115年6月14日至6月20日期間赴日本東京進行實地參訪與交流，參訪及會談單位包括：東京證券交易所、日生資產管理、三菱地所、日本建築基金管理公司、三井不動產投資顧問、GLP Japan Advisors Inc.、日本不動產研究所、日本不動產證券化協會、DWS RREEF及野村不動產投資顧問等重要機構。參訪議題涵蓋日本REITs制度發展、資產管理公司營運模式、資產配置、投資人關係（IR），以及日本不動產市場發展趨勢等議題。

本參訪團團員共計30位，與日本國際金融機構進行深度交流與經驗分享，交流熱絡、收穫豐碩，對於我國未來推動基金型REITs制度、健全不動產證券化市場、提升資產管理產業競爭力及促進國際接軌，均具有重要之參考價值，茲將本團實錄摘要彙整如後。



壹、東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange, TSE)

一、日期

2026 年 6 月 15 日上午

二、講者

(一)Takahashi Naoya, Executive Officer

(二)Kashimura Masaya, Manager

(三)Okanami Kentaro, Vice President

(四)Daimon Ryota, Account Manager

三、機構介紹

TSE 是日本最大的證券交易所，也是全球代表性證券交易所之一，成立於 1878 年，主要負責股票、ETF、REITs、債券及衍生性金融商品的交易與結算，為投資人和企業提供資金募集和投資平台。截至 2025 年 11 月，TSE 共有 3,939 家上市公司，總市值約 900 多兆日圓，其市場規模龐大且活躍。

TSE 根據企業規模與成長階段設置不同市場類別，包括三大市場：大型成熟企業的主要市場 (Prime Market)、中型企業的標準市場 (Standard Market) 及新創企業的成長市場 (Growth Market)，以滿足不同企業的融資需求。TSE 因其具有龐大市場規模、高流動性、多樣性產品及透明度吸引大量國內外機構投資者，不僅是日本資本市場的核心，更是連結全球投資的重要樞紐，並成為推動日本經濟及全球經貿合作的重要平台。

四、參訪內容摘要

(一)J-REITs 市場現況與核心特徵

1. 投資聚焦與穿透式課稅 (Pass-through Taxation) 優勢

J-REITs 的資金運用受到法規的限制，且必須將總資產 70% 以上投資用於不動產及相關權利。其制度最大的特色在於穿透式課稅機制，只要將 90% 以上的可分配利潤作為配息發放，即可實質免徵法人稅，這使得 J-REITs 能提供投資人高於一般上市公司的配息水準，截至 2026 年 4 月平均殖利率約 4.8%。

2. 外部管理與治理機制

J-REITs 依法採用外部管理模式，投資法人本身不僱用員工，而是將不動產營運委託給具備專業執照的資產管理公司。為防範資產管理公司因



發起人利益而產生高價買入物件等利益衝突，投資法人設有嚴格的監督役員制度（Supervisory Director System），且監督役員人數必須多於執行役員，以確保內部治理與投資人權益。

3. 資產價值成長策略

J-REITs 持續追求資產價值的提升，主要透過兩個面向進行：一是外部成長，藉由收購新物件擴大收益規模與分散風險；二是內部成長，藉由提升現有物件的出租率、調漲租金單價以及削減管理成本，改善營運效率。

(二)市場動態與投資人結構

1. 資產分布與市場規模

J-REITs 投資物件約 70%集中於東京都心區域。就資產用途而言，以辦公大樓為最大宗，約占 36.6%；其次為物流設施，約占 19.9%；住宅約占 15.4%；商業設施約占 14.4%。

2. 外資與機構投資人影響力

海外投資人為 J-REITs 市場的重要交易參與者，交易量占比超過 50%，使市場動向不僅受日本國內環境影響，也與海外經濟局勢及全球資金流向息息相關。在持有結構上，相較於一般股票，J-REITs 被信託銀行、大型都會銀行及地方銀行持有的比例顯著較高。

(三)新興投資領域

1. 資料中心

因應經濟安全與產業升級需求，日本政府積極推動將資料中心納入 REITs 投資範疇。日本金融廳（FSA）於 2025 年 6 月公告，將空調、電梯及緊急發電設備等附屬設施納入 J-REITs 可投資資產。

2. 基礎建設基金

基礎建設基金架構專注於投資再生能源發電設施，受惠於日本「再生能源固定價格收購制度」（FIT），其售電收入穩定，吸引約 8 萬名散戶投資者參與。然而依日本現行稅制，上市基礎建設基金（Listed Infrastructure Funds）的穿透式課稅優惠僅適用約 20 年，並非永久性優惠，機構投資人對此有所顧慮，導致市場評價相對偏低，平均殖利率推高至約 6%左右。

(四)市場發展與制度完善

1. ESG 認證與整併 (M&A)

近年 J-REITs 持續將 ESG 納入核心經營策略，並積極取得全球房地產永續基準指標 (GRESB)、建築物總和環境性能評價系統 (CASBEE) 等永續及綠建築認證。同時，為追求規模經濟、提升信用評等及市場能見度，近年來 J-REITs 之間的合併案件日益增加，成為推動市場規模擴張的重要因素之一。

2. 市場推廣與監管強化

TSE 不僅持續完善各類 REITs 指數，包括不同資產類別指數，以反映市場發展趨勢；亦設立「J リート・インフラファンド View」教育網站推廣個人投資。針對近期外資發起的公開收購案 (TOB)，以及少數投資法人發生的公司治理缺失，TSE 要求券商強化審查機制，並舉辦法令遵循研討會，以提升市場透明度及投資人信任。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：基礎建設基金的殖利率高達 6% 左右，主要原因與背景為何？

A1：由於基礎設施基金規模普遍較小，大型機構投資人較難進行資金配置；加上依日本現行稅制，上市基礎建設基金的穿透式課稅優惠僅適用約 20 年，並非永久性優惠，增加專業投資人的投資疑慮，使基金評價相對偏低、殖利率偏高。因此，TSE 正積極推動稅制改革，爭取取消 20 年的適用期限，以提升市場競爭力。

Q2：關於資料中心納入 REITs 資產，伺服器是否也包含在內？

A2：目前伺服器並未納入，主因是大型科技公司通常會自行引進伺服器設備，他們不希望將這些資產於自資產負債表中剔除並放入 REITs 中。目前可納入的相關設備主要為空調、電梯及緊急發電設備等附屬設施。

Q3：為防止利益衝突，法規是否有規定發起人在 REITs 中必須持有的最低股份比例？

A3：法規並無明定最低持股比例，但為符合免徵法人稅的條件，單一實體持股不能超過 50%。實務上發起人通常持有 5%~10%，但有時為了防範 TOB，發起人也會持有 30% 甚至更高比例。

Q4：在日本從申請到 J-REITs 成功上市大約需要多長時間？

A4：大約需要 1 年的時間，流程首先為資產管理公司先向 FSA 與國土交通省



(MLIT) 取得經營執照，接著設立投資法人也需要申請許可，最後再向我們提交上市審查。

Q5：若 REITs 旗下物件需要進行大規模翻修，導致半年到一年無法產生收益，實務上會如何處理？

A5：REITs 通常不被允許長期持有無法產生現金流的資產。實務上通常會將該物件先賣回給發起人，由發起人完成改建與價值提升後，REITs 再重新將其買回。



團長 張振山董事長致謝 Takahashi Naoya,
Executive officer



團長 張振山董事長致謝 TSE 講師（由左至右依序為 Kashimura
Masaya, Okanami Kentaro, Daimon Ryota）



團員於 TSE 合影

貳、日生資產管理 (NAM)

一、日期

2026 年 6 月 15 日下午

二、講者

(一) Hiroshi Ozeki, President and Chief Executive Officer

(二) Tomoaki Fujii, Executive Officer, Co-Chief Investment Officer (Equity)

(三) Masahisa Oshima, General Manager, Equity Investment Department

(四) Takumi Akiyama, Chief Portfolio Manager, Equity Investment Department

(五) Teruo Shimosaki, General Manager and Head of International Business
Development Office

三、機構介紹

NAM 成立於 1995 年，為日本生命保險集團 (Nippon Life Insurance Company, NLI) 旗下的資產管理公司，是日本規模較大的綜合性資產管理機構之一。截至 2025 年 3 月底，公司資產管理規模 (AUM) 約 41.2 兆日圓，產品涵蓋股票、債券、REITs、ETF、多元資產及 ESG 投資等領域，投資範圍遍及日本及海外市場。

在日本 REITs 投資方面，NAM 運用集團的研究資源與市場分析能力，從不動產基本面、REITs 鑑價及市場趨勢等面向進行投資評估，建構兼顧收益性與風險控管的投資組合，並以長期穩健的投資策略協助投資人追求穩定收益與資本增值。

四、參訪內容摘要

(一) 利率與通膨的影響

日本逐漸擺脫長期通貨緊縮，目前處於租金與物價同步上升的通膨環境。雖然日本 10 年期公債殖利率上升，使 J-REITs 收益利差 (Yield Spread) 縮小、鑑價受到壓力，但目前租金成長率約 3.5%~6%，仍高於再融資成本增加幅度，約 1.5%~3%，整體而言仍有助於股息持續成長。辦公大樓及住宅類 REITs 因租約期間較短，租金調整速度較快，在通膨環境下具有較佳表現；物流設施多採長期租約，因此租金調整較慢，短期內相對弱勢。

(二) ESG 投資策略與公司治理

1. 自主 ESG 評鑑制度

NAM 自 2008 年起全面將 ESG 納入股票及 REITs 投資流程，不完全依賴 MSCI 指數、GRESB 等外部評等，而是建立自主評鑑制度，重點在於 ESG 是否能提升企業中長期價值及反映於財務表現。

2. 重視公司治理

NAM 認為在 J-REITs 投資中，公司治理的重要性高於環境或社會指標，所以投資團隊特別關注發起人與 REITs 間之利益衝突管理、資產交易合理性及管理費設計是否與投資人利益一致。

(三)投資決策流程與制度

1. 結合 Top-down 與 Bottom-up 研究

結合母公司智庫 (Nissay Research Institute, NRI) 之總體經濟分析，以及投資團隊對個別 REITs 之實地調查、財報分析及管理階層訪談，建立完善研究架構。

2. 內部評級制度與投資組合管理

NAM 依據配息、價值評估及公司治理等多項因素，建立一至四級之內部評級制度。歷史績效顯示，最高評級之投資組合，長期績效優於市場平均。

(四)全球資源布局與整合

1. 全球化布局

NAM 透過美國 TCW Group、歐洲 DWS Group 及亞洲據點，整合集團全球投資資源，提供跨市場之投資研究與產品服務。

2. 投資資源整合

近年 NLI 將旗下保險公司之信用投資及另類投資部門集中由 NAM 管理，以提升規模經濟、研究效率及投資管理品質。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：在通膨與升息環境下，如何看待醫療照護及高齡者住宅 REITs 成長性？

A1：醫療照護設施多採長期固定租約，租金調整彈性有限，難反映營運成本上升。此外，日本政府長照補助逐步減少，也壓抑產業成長性。因此，此類資產雖具有穩定收益特性，但對上市 J-REITs 而言，缺乏股息成長誘因，投資吸引力相對有限。

Q2：未來是否可能結合日本生命保險商品與醫療照護 REITs 設施？

A2：已成立專責部門推動客戶整體保障服務，並已收購大型照護機構 Nichii

Gakkan。未來保險商品與照護設施間具有整合發展潛力，但目前尚無具體規劃。

Q3：為何集團將 Credit 及 Alternative 投資集中交由 NAM 管理？

A3：股票及公債投資適合由母公司以 Top-down 方式管理；Credit 及 Alternative 則需大量 Bottom-up 研究，因此集中管理可避免重複投入研究資源，提升專業效率及規模經濟。



團長 張振山董事長致謝 Hiroshi Ozeki, President and Chief Executive Officer



團長 張振山董事長致謝 NAM 講師（由左至右依序為 Teruo Shimozaki、Takumi Akiyama、Masahisa Oshima）



團員於 NAM 合照

參、三菱地所 (Mitsubishi Estate)

一、日期

2026 年 6 月 15 日下午

二、講者

(一)Kazuya Shiba, Unit Leader, Asia-Pacific Business Unit

(二)Keisuke Ozaki, Senior Manager, Asia-Pacific Business Unit, Investment Management Business Department

三、機構介紹

三菱地所成立於 1937 年，為日本具代表性的綜合不動產開發企業之一，隸屬於三菱集團 (Mitsubishi Group)，主要從事辦公大樓、商業設施、住宅及物流設施等不動產之開發、租賃與管理業務，並積極拓展不動產資產管理與投資相關業務。截至 2025 年 3 月底，旗下三菱地所投資顧問 (Mitsubishi Jisho Investment Advisors) 管理資產規模約 1.3 兆日圓，主要負責不動產基金及 REITs 相關投資管理業務。

四、參訪內容摘要

(一)全球化投資管理佈局

三菱地所的投資管理事業與其他日本本土開發商最大的差異在於其高度國際化，在美國、歐洲及亞洲皆設有重要據點，能向全球投資人提供跨區域、多元化的投資產品，並透過交叉銷售 (Cross-selling) 滿足不同投資需求，已成功協助約 60 家日本法人投資位於美國的資料中心開發案。在海外市場佈局上，針對已開發國家，通常透過併購當地企業取得主導權進行開發，並引進日本投資人的資金；而針對開發中國家，則傾向與當地開發商建立合作夥伴關係共同開發。截至 2025 年第四季，三菱集團全球 AUM 的 7.3 兆日圓中，日本國內約佔 2.5 兆日圓，美國佔 3 兆日圓，其餘分布於歐洲與亞太地區。三菱集團已設定至 2030 年的明確長期願景，目標將全球 AUM 大幅提升至 10 兆日圓，並預期創造 300 億日圓的營業利益。

(二)多元化不動產基金平台與投資策略

1. 三大基金

在日本國內三菱地所提供三大類基金架構：上市 REITs、私募 REITs 以及私募開發型基金。上市與私募 REITs 主要以獲取長期穩定的租金收益為主；私募基金則著眼於資產增值後的資本利得。

2. 四大投資策略

投資策略依據風險與回報劃分為四種類型：核心（Core）、核心增益（Core-Plus）、價值提升（Value-Add）及機會型（Opportunistic）。因應全球利率上升與投資人對高殖利率的期待，近期推出「MJIA Japan Mid Return Fund」，採取價值提升策略，著重於收購國內空置率較高的老舊大樓，不僅限於三菱地所自行開發，亦包含外部市場物件，透過全面翻修與資產價值提升後再予出售，以創造投資人的資本增值收益。

(三) 物流基礎建設佈局

1. 核心物流網（Core Logistics Network）

三菱地所正積極布局面向未來的「核心物流網」構想，除了傳統乾式倉儲及近期發展的冷凍冷藏倉庫外，透過建置可支援人工智慧（AI）與自動駕駛貨車運行的物流基礎設施，提前因應 2030 年代物流需求。目前全日本已有 3 個項目進入設計與開發準備階段。

2. 智慧化物流設備與前瞻性設計

不僅興建倉庫本體，亦投資相關基礎硬體設施，如：直接從高速公路閘道口連接至倉庫的專用橋樑，並向租戶收取這些設備的使用費。倉庫採用混合型設計，既能讓目前的傳統卡車使用，未來自動駕駛貨車普及時也能無縫接軌，提前佈局未來需求。

(四) 雙向合作模式

1. 發起人資源（Sponsor Pipeline）

三菱地所旗下 REITs 最強競爭優勢在於母公司的開發資源。投資人高度青睞由三菱地所親自開發的優質物件，這類物件在 REITs 中的佔比通常高達 70%。

2. 雙向合作

開發部門與投資管理部門的合作十分緊密，一方面是由開發部門建置優質物件後，投資管理部門尋找合適的基金買家；另一方面是投資管理部門在第一線掌握海外投資人的特定需求，先行設立基金架構，再交由開發部門去尋找或量身開發符合該需求的物件。

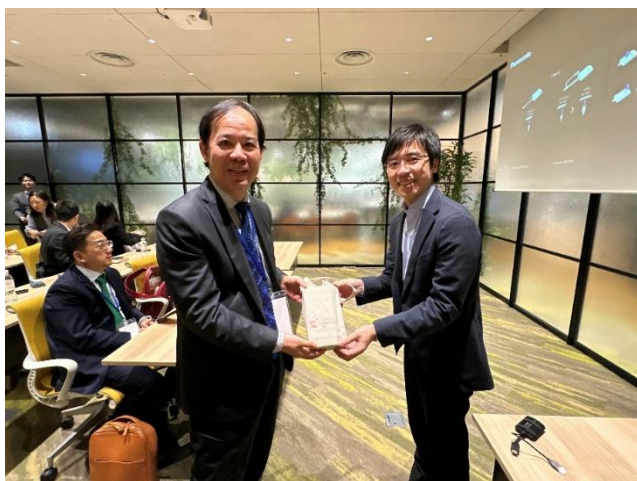
三、提問與答覆內容摘錄

Q1：三菱地所在開發物流設施時，會一併投資內部的自動化設備嗎？還是只負責興建傳統的廠房，由租戶自行投資設備？

A1：會一併投資。為配合未來自動駕駛與自動化倉儲的趨勢，三菱地所的「核心物流網」不僅會提供建築物，也會主動投資相關的硬體設施，包含連結高速公路的專用高架橋樑等，並從租戶端收取這些設備的使用費。目前正處於將一般設施與專用設備納入整體模擬與規劃的階段。

Q2：若 REITs 旗下的老舊物件需要翻修，會將其買回做價值提升後再賣回給 REITs 嗎？交易時如何定價以避免利益衝突？

A2：實務上確實有買回做翻修的案例，但這完全是基於經濟合理性來判斷。然而，發起人與旗下基金之間頻繁的買賣交易其實並不被鼓勵。因為不動產交易會產生高額的交易成本，且為了嚴格保護投資人的權益、防範利益衝突，關係人之間不能隨意低價或高價買賣。如果發生交易，其定價必須完全依據第三方的鑑價報告來決定合理的買賣價格。



團長 張振山董事長致謝 Keisuke Ozaki, Senior Manager



大大投資株式會社 馬瑞辰先生協助三菱地所參訪行程並引言開場



團員於三菱地所合影

肆、日本建築基金管理公司（NBFM）

一、日期

2026 年 6 月 16 日上午

二、講者

(一)Hideki Shuto, Director, Chief Investment Officer & Chief Financial Officer

(二)Yukio Handa, General Manager, Finance Department, Investment & Finance Group

三、機構介紹

NBFM 是負責營運日本 J-REITs 基金 NBF 的資產管理公司，其發起人為日本最大開發商之一-三井不動產。NBF 是日本歷史最悠久的 J-REITs。截至目前 NBF 是 J-REITs 市場中規模最大的單一基金，旗下有 71 棟物件，資產總價值超過 1.5 兆日圓。主要股東包括三井不動產、住友生命保險（Sumitomo Life Insurance Company）及三井住友信託銀行（Sumitomo Mitsui Trust Bank, Limited）等，NBFM 結合股東在不動產開發、金融及資產管理領域的專業能力，其負責 NBF 之物件收購、投資決策、租賃管理及資產價值提升。透過專業化的投資管理流程與穩健的營運策略，NBFM 致力於維持投資組合品質，為投資人創造長期穩定收益。

四、參訪內容摘要

(一)外部管理機制

與美國 REITs 採用「內部管理」，基金自己僱用員工並承擔開發風險不同，J-REITs 受限於日本法規，採用「外部管理」機制，J-REITs 本身沒有員工，亦不直接從事不動產開發，而是將資產管理業務委託予外部資產管理公司，並透過向發起人收購已開發且具穩定營運表現之資產。

(二)投資組合配置

NBF 投資組合高度集中於東京核心市場，其中約 80% 資產位於東京 23 區；若擴大至大東京首都圈，比例更達 87%。配置策略主要基於對東京租金成長潛力的長期看好，預期其租金表現將優於地方都市。NBF 的主要競爭優勢在於可透過三井不動產取得高品質投資標的，例如：「日本橋本町 M-Square」即為三井不動產與鹿島建設共同開發之新建辦公大樓，NBF 以逾 300 億日圓取得該物件。由於具備與發起人之長期合作關係及資產取得優勢，該物件之淨營運收入（NOI）投報率高於一般市場水準。

(三)辦公室市場展望與升息挑戰

1. 空置率極低與新供給驟減

目前東京商辦市場維持強勁表現，2025 年 5 月空置率僅為 2.07%，預期短期內將進一步降至 2% 以下。另一方面，東京商辦市場過去 40 年間平均每年新增供給約 100 萬平方公尺，然而自 2026 年起，受建築成本大幅上升影響，部分開發計畫延後或取消，預估新供給量將縮減至 82 萬平方公尺。供給減少有助於支撐既有優質辦公資產的稀少性，對持有大量核心區商辦物件的 NBF 而言，將成為推升資產價值的重要因素。

2. 升息挑戰

過去 20 年間日本長期維持超低利率環境，有助於提升 REITs 的利差優勢與市場鑑價。然而，近期受到通膨壓力、國際情勢變化及政府財政政策調整影響，日本利率逐步走升，使 REITs 相對投資吸引力下降，價格亦面臨調整壓力。未來 J-REITs 市場的關鍵課題，在於租金成長幅度能否超越融資成本上升幅度，以維持收益成長與投資價值。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：NBF 斥資超過 1,000 億日圓向發起人買下屋齡逾 50 年的「新宿三井大樓」，請問當時取得的理由為何？是因為這棟大樓太老舊，發起人在市場上很難找到其他買家，所以才賣給旗下 REITs 嗎？

A1：雖然這棟大樓冠有「三井」之名，是集團極具代表性的旗艦物件；如果三井不動產將其放到公開市場上競標，絕對能以更高的價格賣出。選擇賣給 NBF，主要是為保留並維持與大樓內長期大型租戶的深厚關係，這對集團來說是無形資產。此外，該大樓雖然歷史較久，但在 2000 年代已耗資數百億日圓進行徹底翻修，規格完全不遜於新建大樓，極具市場競爭力。

Q2：因為三井不動產是日本的上市公司，如果是低於市場公開競標的價格賣給 NBF，這屬於關係人交易，要如何對發起人的股東交代以避免利益衝突？是因為開發商在財報上是用「成本法」認列，所以即使低於市價出售也不會產生虧損嗎？

A2：是的，日本開發商在不動產價值的認列上是採用「成本法」。只要賣給 NBF 價格高於當初取得與翻修的總成本，發起人在財報上就不會產生虧損，因此能夠合理地對內外部股東交代。在出售之後，三井不動產仍會以統包租

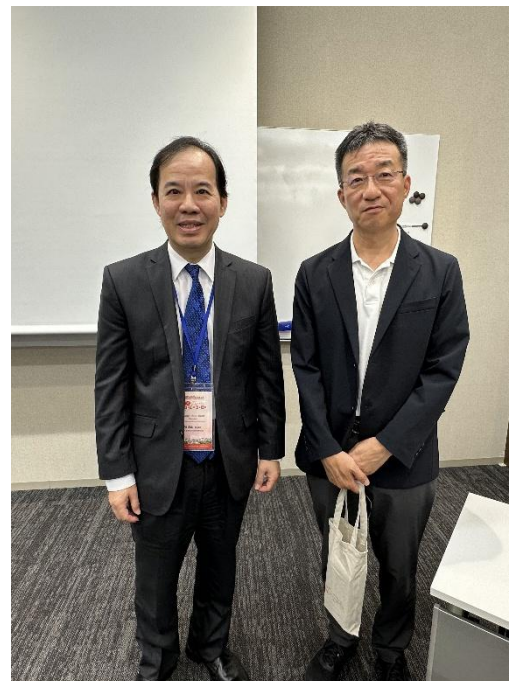
約的形式繼續負責該大樓的營運管理，雙方互利共生並共同承擔風險。長期來看，這對發起人也是一項合理且有利的戰略，投資人也能充分理解。



台灣三井不動產 高楚昀經理協助安排參訪 NBFM 及 MFIA，並開場引言



團員參觀三井不動產發跡地-日本橋



團長 張振山董事長致謝 Hideki Shuto, Director

伍、三井不動產投資顧問 (MFIA)

一、日期

2026 年 6 月 16 日下午

二、講者

Kuribayashi Tatsuya, Executive Director, MFIA

三、機構介紹

MFIA 為日本不動產龍頭三井不動產旗下 100% 持股子公司，成立於 1997 年。在經歷 1990 年代泡沫經濟破裂後，三井不動產預見光靠自身資金難以應付大規模開發，因此率先成立投資顧問公司，引進外部資金並導入不動產證券化機制。MFIA 將自身定位為客戶的「不動產解決方案夥伴」，結合集團在開發、租賃與營運管理上的三大核心能力，為國內外機構投資人提供多樣化的投資產品。截至 2025 年底，MFIA 的全球 AUM 已逼近 1.7 兆日圓。2012 年為滿足長線投資人需求而設立的非上市開放式私募 REIT「三井不動產私募 REITs (MFPR)」，目前資產規模達 4,340 億日圓，為日本私募 REITs 市場的領先者。

四、參訪內容摘要

(一) 私募 REITs 背景

2008 年金融海嘯爆發後，傳統封閉型私募不動產基金面臨流動性枯竭、違反總資產貸款價值 (LTV) 測試而被迫賤賣資產的情況；同時上市 J-REITs 因極易受金融市場與股市情緒影響，股價出現暴跌甚至有基金破產。為解決這兩大痛點，具備「低波動」與「適度流動性」的私募 REITs 應運而生，並於 2012 年正式投入市場。有別於上市 REITs 的價格隨股市波動，私募 REITs 的單價是基於獨立機構的「不動產鑑價」來計算，因此波動極小，能為投資人提供保守的投資選擇。在日本央行 (BOJ) 寬鬆政策與穩定的收益優勢帶動下，目前日本私募 REITs 市場總資產規模已達 7.6 兆日圓。

(二) 多元化資產配置與發起人優勢

MFPR 擁有 57 棟物件，建構多元且均衡的綜合型投資組合，其中包含辦公大樓 (43.6%) 與住宅 (20.2%) 的配置比例明顯高於市場平均水準；商業設施 (19.4%)、物流 (11.3%) 與飯店 (5.6%)，兼顧收益穩定性與資產分散效果。特別在商業設施方面，多採與租戶實際營業額連動的租金模



式，使其具備極佳的抗通膨能力。物件地區分布上，高達 65.7% 的資產集中於東京內。

(三) 私下轉讓機制

投資人若想退出可優先透過私下轉讓方式，由買賣雙方自行協議交易價格，通常以前一期淨資產價值 (NAV) 作為定價基準，且不受閉鎖期限制。若投資人向投資法人申請贖回，基金則設有完善的流動性管理機制，避免因大量贖回而被迫出售資產。每半年贖回總額不得超過基金發行口數 2.5%，且從提出申請至實際撥款約需 7 至 10 個月。此外，依持有期間長短須扣除最高 5% 之贖回保留金，以支應資產處分及提前償還借款等相關成本。由於贖回程序耗時且成本較高，實務上投資人多優先採取私下轉讓方式退出基金。

(四) 穩定總報酬與法人投資人結構

1. 總報酬表現穩定

MFPR 成立初期每單位基準價為 100 萬日圓，目前已成長至約 149 萬日圓。基金原設定每期配息 2 萬日圓，疫情過後已穩定提升至每期 2.5 萬至 3 萬日圓。綜合租金收益與資產增值，近期總回報率約達 6%。

2. 以年金基金為主的法人投資人

目前 MFPR 共有 207 家國內外機構投資人，權益總額約 2,857 億日圓。由於長期績效穩定且資產規模龐大，年金基金投資人占比達 39%，高於私募 REITs 市場平均的 31%，其次為中央金融機構 (29%) 及地方金融機構 (20%)。

(五) 利益衝突防範機制

由於經常與三井不動產進行資產交易，而設法遵委員會，包含外部律師及會計師等；所有關係人交易皆須接受審查，並規定買入價格不得高於鑑價、賣出價格不得低於鑑價，以保障投資人權益。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：三井集團內部開發的優質物件，是如何決定要放入「上市 J-REITs」還是「私募 REITs」中？是由資產管理公司去爭取嗎？

A1：決定權在於賣方，也就是發起人，而非旗下的資產管理公司，會根據各別 REITs 產品的成長戰略，以及各基金當時資金籌措的時機，來進行通盤考量與分配。

Q2：當私募 REITs 旗下的物件變得老舊需要翻修或重建時，會如何處理？頻繁將物件賣回給發起人，是否會產生高昂的交易稅而減少基金利潤？

A2：私募 REITs 依法不得從事不動產開發業務，主要以持有及營運既有收益型不動產為主。實務上，基金會將老舊物件賣回給發起人並要求提供另一個新的物件進行物件交換。關於交易稅，日本針對 REITs 法人設有特殊的稅務優惠，免除或降低稅額，因此 REITs 無論是將物件賣給發起人或是從市場買入新物件，都不需承擔一般不動產買賣中龐大的交易稅，避免對投資人回報的負面影響。

Q3：三井不動產自己開發的物件，是否也會賣給非三井集團旗下的其他外部 REITs？

A3：會的。這取決於出售該物件時的策略，如果目的是追求高價值的變現，就會賣給外部買主，但如果是希望在出售後，還能持續賺取長期的管理費，就會優先將物件賣給集團內部自己管理的 REITs 或基金。



團員於三井不動產合影

陸、日本不動產研究所 (JREI)

一、日期

2026 年 6 月 17 日上午

二、講者

(一) Saiki Masato, Managing Director, Global Appraisal & Advisory Department

(二) Toru Ota, General Manager, Securitization Department

三、機構介紹

JREI 成立於 1959 年，是日本具領導性的房地產研究與鑑價機構之一。該機構為一般財團法人，主要從事不動產市場研究、價格與租金調查、不動產鑑價及相關諮詢服務，其研究範圍涵蓋住宅、商業不動產與投資市場，並定期發布各類房地產指數與市場報告，提供政府、金融機構、投資人及企業作為決策參考。同時亦為日本擁有最多不動產鑑價師的綜合性諮詢機構，並以中立、公正的立場支援各類不動產相關研究與評估活動，在日本房地產市場具有重要影響力。

四、參訪內容摘要

(一) 不動產鑑價轉型

經歷 1990 年代泡沫經濟後，日本深刻體認資產價值的核心在創造現金流的能力，因此從「重視交易價格」大幅轉向「重視收益價格」，且日本為因應 2001 年 J-REITs 市場的誕生，2002 年及 2007 年修訂相關法規，新增證券化不動產的專門規範，將 J-REITs 依《資產流動化法》設立的特定目的會社 (TMK)，或依《公司法》在海內外設立的特別目的公司 (SPC) 納入相同的鑑價標準。

(二) 現金流量折現法 (DCF)

法規強制必須以 DCF 作為決定鑑定價值的依據，而非僅參考市場比較法，並嚴格統一營運收益與費用的會計項目，在計算出 NOI 後，還須加計一次性款項收益並扣除資本性支出 (CAPEX)，以求最真實的淨收益。為避免買到有潛在瑕疵的物件，法規要求在收購物件時，須取得獨立的「工程技術評估報告 (Engineering Report, ER)」，評估重點不僅建築結構，更在於精算未來幾十年的修繕與維護成本，並將其納入 DCF 模型的現金流折現計算中。

(三)高頻率法定鑑價制度

REITs 在「取得時」、「出售時」以及「決算時」都強制進行不動產重新鑑價。目前日本 60 檔上市 REITs 中，高達 59 檔採用半年決算制（另 1 檔則於中期決算時進行評估），意味著整個 J-REITs 市場高達數十兆日圓的所有資產，每半年都會經過獨立第三方機構嚴格鑑價，以確保 NAV 的高度透明。

(四)高度監管機制

FSA 及證券交易監視委員會（SESC）對鑑價獨立性採取高度監管，並對干預鑑價的違規行為予以嚴厲裁罰。過去已有多起案例顯示，資產管理公司若涉及提供不實資料或操縱鑑價結果等行為，將面臨行政處分、鉅額罰鍰及投資人損害賠償等法律責任。為避免發起人或資產管理公司對鑑價機構施壓，日本不動產鑑定士協會聯合會（JAREA）建立「委託人壓力通報制度」，提供官方通報管道，確保鑑價程序維持客觀、公正與獨立。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：海外投資人進入日本不動產市場時，為何多採用 TMK 而非 SPC？

A1：TMK 與 SPC 皆屬特殊目的，但 TMK 專為不動產證券化設計，受金融及不動產相關法規監管，具有較佳的稅務導管性與法制透明度。雖然設立成本較高，歐美大型外資仍多採用 TMK 作為投資架構。

Q2：採用 DCF 鑑價時，租金與營運費用如何認定？

A2：DCF 鑑價以實際租金及營運費用為基礎，並納入未來市場預期。若鑑價師認為關係人交易費用高於市場行情，將以合理市價重新計算，避免不當費用影響鑑價。

Q3：若發起人願意以低於市價出售物件給旗下 REITs，鑑價師是否會配合調低鑑價金額？

A3：不會。鑑價機構須維持獨立性，依市場行情評估合理價值，不會因交易價格而調整鑑價金額。實務上確實可能出現 REITs 以低於鑑價價格購入物件，但鑑價報告仍須維持客觀，主管機關對干預鑑價的行為亦採嚴格監管。





團長 張振山董事長於 JREI 參訪致詞



團長 張振山董事長致謝 Saiki Masato, Managing Director



團長 張振山董事長致謝 Toru Otaya, General Manager



JREI 參訪情形

柒、日本不動產證券化協會（ARES）

一、日期

2026 年 6 月 17 日上午

二、講者

Tatsuya Ishida, General Manager, Market Infrastructure Division

三、機構介紹

ARES 成立於 2002 年，主要推廣 J-REITs 及各類不動產證券化商品，並透過向政府及相關主管機關提出政策建議，以促進不動產證券化相關法律、稅制與會計制度的完善。同時負責進行市場調查、統計資料的蒐集與發布，並舉辦研討會及專業培訓，以強化業界知識與提升市場透明度；亦制定自律規範與行為準則，以保障投資者權益，並維持市場的公正性與信賴度。

四、參訪內容摘要

（一）市場演變以及穩定配型優勢

1. J-REITs 投資標的轉變

20 年前辦公大樓佔全體資產 55%，隨著總體經濟與科技變遷，受惠於電商崛起的「物流設施」投資比重從 1%激增至 20%，目前已成為僅次於辦公大樓的第二大核心資產。此外，受惠於日本強勁的入境觀光復甦，飯店的需求與投資比重也大幅上升至 11%，使得整體 J-REITs 的投資組合更加多元。

2. 以股息為誘因的高報酬

2003 年以來的東證 REITs 指數，若不含息的年化報酬率僅 2.7%；但若包含配息的總報酬率則高達 7.3%，顯示 J-REITs 的績效核心建立在持續且穩定的配息累積。過去 25 年其平均分配金殖利率約 4.37%，大幅高於日本 10 年期國債與一般股票股息。J-REITs 市場創立以來的累計配息總額更突破 8.2 兆日圓，光是 2025 年單年就配發高達 7,708 億日圓的現金股利。

（二）雙重稅務優惠與散戶投資推廣

除穿透式課稅優勢外，日本政府於 2024 年推動新 NISA 政策，個人投資人持有 J-REITs 所取得的股息可享免稅優惠，形成法人端與個人端的雙重稅務優勢。新 NISA 上路後，透過 NISA 投資 J-REITs 的資金約成長 5 倍，

顯著提升散戶參與度。

(三)管理費改革機制

過去資產管理公司的管理費大多按照 AUM 的 0.3%~0.4% 計算，容易誘使管理團隊為擴大規模而購入品質較差的資產。近年 ARES 推動改革，逐步將管理費與基金獲利或市值表現連動，使管理團隊與投資人利益更一致。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：當設立一檔 J-REITs 需要多少 AUM?管理費機制有何改變?

A1：一般認為 AUM 至少需達 1,000 億日圓才具規模經濟。過去管理費多按 AUM 的 0.3%~0.4%計算，近年則逐步改與基金獲利或股價表現連動，以降低盲目擴張資產的誘因。

Q2：近年部分 J-REITs 下市，是否因為長期折價?

A2：雷曼危機時期下市主要因融資困難，近年則多屬 M&A 或 TOB，但適度的整併有助於市場活化，屬正常資本市場機制，ARES 不會刻意干預。

Q3：BOJ 近期宣布結束負利率並停止買入 J-REITs ETF，這對市場會造成什麼衝擊?外資能接棒成為主力嗎?

A3：BOJ 自 2011 年起大規模買入後，近年來幾乎沒有再新增買入部位，因此宣告「停止買入」對市場的實質衝擊微乎其微。至於外國投資人，面臨匯率波動風險，且操作策略往往偏向短期進出；而 J-REITs 的本質是「長期持有、獲取穩定年金配息」的保守型產品。如何說服外資接受這種長期穩定的收益特性，是 ARES 目前在海外推廣上面臨的最大挑戰。



團長 張振山董事長致謝 Tatsuya Ishida, General Manager



ARES 參訪情形

捌、GLP Japan Advisors Inc. (GLP)

一、日期

2026 年 6 月 17 日下午

二、講者

(一)Yuma Kawatsuji, President

(二)Shinji Yagiba, CFO

三、機構介紹

GLP Japan Advisors Inc. (GLP) 是 GLP J-REIT 的資產管理公司，負責 GLP J-REIT 的投資、資產管理、融資、ESG 策略及投資人關係等業務。其核心專長為物流不動產 (Logistics Real Estate) 投資管理，是日本最大的物流 REIT 資產管理公司之一。GLP 承襲集團在全球物流設施開發、投資與營運上的豐富經驗，致力於打造具長期競爭力的資產組合。其投資標的以大型、現代化、高規格的物流設施為主，受惠於日本電商成長、供應鏈重組及物流效率提升等結構性趨勢。其以提升投資人長期收益為核心目標，透過嚴謹的投資策略、專業的資產管理與透明的資訊揭露，追求穩定現金流與資產價值成長。亦重視公司治理與 ESG 理念，將環境、社會及法令遵循納入經營方針，在穩健經營與永續發展之間取得平衡。

四、參訪內容摘要

(一)近年日本物流設施市場變化

1. 電子商務 (EC) 長期擴張支撐需求

儘管日本面臨高齡化，但電子商務的結構性成長仍是物流最強的動力。預計日本 EC 普及率將從 2023 年的 9.4% 大幅攀升至 2040 年的 23.2%。加上 2026 年日本政府針對大企業要求設立「物流長」(CLO) 以推動供應鏈效率化，租戶對於現代化、高規格物流設施的需求將持續擴大。

2. 市場供需結構改變

大東京區的物流設施空置率在 2025 年第一季達到 11.1% 的高峰後已開始回跌，主要受建築成本飆漲影響，開發商推案轉趨保守，預計到 2027 年大東京區的新供給量將從 2025 年的 46.7 萬坪降至僅 15.7 萬坪。隨著新供給出現斷崖式減少，預計 2027 年底空置率將降至 7.5% 以下，帶動租金全面反轉向上。其中東京灣與外環道等精華次分區因具備徵才與交通優勢，預計 2025 至 2027 年租金將以每年約 2% 的幅度上漲。反之大

阪區在 2025 年迎來創紀錄的 40.1 萬坪新供給，憑藉強勁的消化能力，空置率依然穩穩控制在 4.4% 的極低水準，預測大阪區未來幾年的租金漲幅將領先全國四大都會區。

(二) 收益成長策略

1. 抗通膨條款

為在通膨環境下保護收益，GLP 投資組合中高達 90% 以上的租約具備「抗通膨條款」，能使 GLP 的實質加權平均租期大幅縮短至 2.7 年，能較快受惠於市場租金上漲所帶來的收益成長。

2. 物流資產租金成長優勢

在今年 2 月期的續約中，GLP 成功實現增加 9% 的租金成長。展望 2026 年 8 月期，租金成長率更預計將擴大至 9%~11%，成長幅度遠高於其他物流同業僅約 5.9% 的平均水準。此外，GLP 在東京與大阪區有超過 60% 的物流設施，其現有合約租金比市場報價低 10% 以上，為未來的租金調漲提供巨大的潛在空間。

3. 附加價值服務（Value-Add Leasing）

租戶的總成本中，倉儲租金僅佔 20%，高達 71% 是來自運輸與人事成本，而 GLP 透過推出「Marq Concierge」服務，為租戶提供自動化設備導入、人才招募支援與運輸協調，實質幫助租戶降低總體營運成本。這使得租戶更心甘情願地接受租金調漲，租戶滿意度高達 94%。

(三) GLP 全球化布局與永續價值創造

1. 全球物流營運平台 Marq

發起人 Ares Management 近期整合全球 GLP 資源，推出全新全球物流營運平台「Marq」，透過結合全球化規模與在地化經驗，將能更好地服務跨國大型租戶，並提升營運效率。

2. ESG 永續價值創造

GLP 高度重視永續發展，高達 92.7% 的建築面積已取得綠色認證，並連續六年榮獲最高級別的GRESB 五星評級；在環境面上，GLP 在屋頂廣設太陽能板並與租戶共享綠電，不但降低碳排，更創造 9%~10% 的太陽能設備投資回報率（ROI）；在社會面上，將物流設施開放給社區，並與地方政府簽署合作協議，在災難時作為區域的救援物資集散與避難據點。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：貴公司近期宣布高達 130 億日圓的庫藏股買回計畫，背後的資本配置邏輯為何？

A1：近期受地緣政治及升息預期影響，投資價格出現不合理折價，股價淨值比（NAV Multiple）跌破 0.9 倍。在股價被低估的情況下，買回自家股票最符合投資人利益。因此透過出售部分成長性較低的老舊物件（以高於鑑價 9.9% 的價格出售），籌措 130 億日圓執行庫藏股買回，以提升每單位淨資產價值（NAVPU）與每單位配息（DPU），改善資本效率。

Q2：將「利益超額分配（OPD）」比例提高至 40%，是否會影響未來修繕及資本支出？

A2：維持物流設施競爭力所需的經常性資本支出（Recurring CAPEX）約僅占折舊費用的 30%，其餘 70% 為可自由運用的現金流。過去 OPD 發放比例約為 30%，目前是在確保修繕資金充足的前提下，逐步提高至 40%，作為提升股東報酬與配息的策略。



團長 張振山董事長致謝 GLP 講師（由左至右依序為 Shinji Yagiba 及 Yuma Kawatsuji）



GLP 參訪情形

玖、DWS RREEF

一、日期

2026 年 6 月 18 日上午

二、講者

(一) Hiroki Wiesheu, President

(二) Koichiro Obu, Head of Real Estate

(三) Hiroshi Miyata, Senior Portfolio Manager Liquid Real Assets

三、機構介紹

DWS RREEF 隸屬德意志資產管理公司 (DWS Group) 旗下房地產投資平台，AUM 逾 1,000 億美元，憑藉逾 50 年全球 REITs 經驗，專注發掘全球房地產及基礎建設機會，提供多元化產品線，包括以 DWS RREEF Global Real Estate Securities Fund 為代表的全球房地產證券基金，至少 80% 資產配置股票型 REITs 與產業股權，橫跨工業、住宅、辦公及零售產業，追求穩定配息與資本增值。在日本市場，DWS RREEF 擔任「聯邦日本收益成長多重資產基金」日本 REITs 投資顧問，與聯邦投信及日生資產管理共同組成「黃金三角團隊」，鎖定日本 REITs 高配息、資產價值及租金成長的潛力。

四、參訪內容摘要

(一) 資本市場吸引力提升

1. 政策推動家庭資金流入市場

日本政府積極推動「資產運用立國」政策，並於 2024 年擴大新 NISA，最高提供 1,800 萬日圓免稅額，促使日本家庭儲蓄逐步轉向金融投資，持續為資本市場注入長期資金。

2. 外資湧入與企業治理改革

TSE 持續推動企業治理改革，要求企業提升股東權益及資本效率，加上日圓貶值效應，帶動日股創下歷史新高。日本已成為全球前五大跨境不動產投資市場，東京更占亞太區約 33% 的交易量，吸引 KKR、Blackstone 等國際機構持續布局。

(二)多元資產類別持續成長

1. 辦公大樓

相較歐美受遠距辦公影響，日本企業仍高度依賴實體辦公，加上企業獲利創新高，東京 A 級商辦空置率已降至 3% 以下，帶動精華區租金年增約 15%~20%。

2. 住宅

東京精華區住宅價格近三年上漲超過 30%，在國內高資產族群及海外投資需求帶動下，購屋門檻提高，進一步推升租屋需求及住宅租金。

3. 物流設施

雖然目前物流設施空置率仍偏高，但建築成本較 2015 年大幅增加，使新供給明顯減少。預期 2027 年起市場將面臨供給增幅趨緩，有助於既有物流設施租金持續成長。

4. 飯店

受惠於入境觀光快速復甦及日圓貶值帶動國內旅遊需求，東京飯店房價與租金成長速度已超越辦公及住宅市場，成為近年表現最佳的資產類別。

(三)資本配置效率提升

雖然實體不動產基本面穩健，但市場仍受 BOJ 升息預期影響，J-REITs 普遍出現超過 10% 的折價。目前平均分配金殖利率約 5%，與日本 10 年期公債仍維持約 4% 的收益利差。近年越來越多 J-REITs 啟動庫藏股買回及資產替換策略，透過出售低成長資產、購入高收益物件，提升資本配置效率，也有助於未來預估修復的重要因素。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：近期 J-REITs 開始積極實施庫藏股買回，請問對股價是否有實質幫助？

A1：有，關鍵在於買回規模。若買回金額占市值達 2% 以上，對股價具有明顯支撐效果；若規模過小，效果則有限。目前許多 J-REITs 股價折價幅度仍大，而實體不動產基本面強勁，因此管理團隊實施庫藏股買回的誘因正持續提高。

Q2：BOJ 升息是否影響外資投資日本不動產？REITs 大跌是否代表實體不動產也將下跌？

A2：外資對日本實體不動產需求仍相當高，即使租金收益率可能低於國債殖



利率，投資人仍看好未來租金持續成長。至於 REITs 股價，本次下跌主要是市場對升息的過度反應。在實體租賃市場仍強勁的情況下，不認為不動產價格會大幅下跌，反而預期 J-REITs 股價將逐步修復。

Q3：如何看待資料中心及醫療照護等新興資產的發展？

A3：資料中心過去因設備占比高、折舊負擔重，不適合作為 J-REITs 標的，但隨 FSA 放寬法規及折舊分配制度，未來發展潛力相當看好。醫療照護雖然高齡化帶動需求，但租金高度受政府補助制度限制，在通膨與建築成本上升之下，收益成長受限，短期內吸引力相對較低。



團長 張振山董事長致謝 Hiroki Wiesheu, President



DWS 林建志副總經理開場引言



團員於 DWS RREEF 合影

壹拾、野村不動產投資顧問（NMF）

一、日期

2026 年 6 月 18 日下午

二、講者

(一)Go Hiramatsu, Manager Director

(二)Yuichi Kaneyama, General Manager, Fund Management

三、機構介紹

NMF 成立於 2003 年，由野村不動產控股(Nomura Real Estate Holdings)完全持股，在日本不動產資產管理與投資信託市場具有重要地位，截至 2025 年 3 月底，其管理資產總額超過 1.9 兆日圓。主要從事投資管理、第二種金融商品業務、投資顧問、代理、不動產交易等業務。管理產品包括上市/非上市 REITs、私募不動產基金、間接投資基金、國際不動產投資產品等，資產類型涵蓋辦公樓、住宅商業設施、物流設施等。

四、參訪內容摘要

(一)綜合型資產配置

投資組合涵蓋辦公室（39.5%）、物流設施（22%）、住宅（19.2%）、商業設施（16.4%）及飯店等多元資產。整體資產配置與日本 J-REITs 市場平均結構相當接近，有效分散市場風險並建立穩定收益基礎。物件地區分布高達 83.4%的資產集中於東京都會圈，其中東京都心五區占 33.8%，其餘東京圈占 49.6%，充分展現東京為日本最成熟的不動產市場及其穩定的租賃需求。

(二)品牌開發策略與差異化產品布局

NMF 的外部成長主要仰賴野村不動產株式會社持續開發的品牌產品，透過優先出價權（ROFO）具競爭力的投資標的。

1. PMO（Premium Mid-size Office）中型高規格辦公室

PMO 主要鎖定中小企業及成長型企業市場，提供接近大型 Grade A 商辦品質的中型辦公空間，在安全性、設備規格及管理品質上皆維持高水準。截至目前，發起人已開發 73 棟，NMF 已持有其中 21 棟。

2.其他核心品牌

包括物流設施 Landport 系列，及高品質租賃住宅 PROUD FLAT 系列，皆由發起人持續開發，皆為 NMF 穩定且高品質的外部成長來源。



(三) 中期目標

面對日本逐步進入升息循環，NMF 提出近期中期經營目標，希望定期收益分配達到年均 3% 的成長。目前辦公室市場的現有租金與市場租金仍存在約 16% 的租隙 (Rent Gap)，未來可透過續約與換約逐步反映市場租金水準；此外住宅及商辦亦持續受惠於租金調升趨勢，因此預期租金收入與 NOI 的成長，可有效支撐升息環境下財務成本增加所帶來的影響。

(四) 資產替換策略

為持續維持投資組合競爭力，NMF 長期推動資產輪動 (Asset Rotation)，出售未來成長性有限、修繕成本逐漸增加的成熟資產，同時購入具備租金成長潛力的新建商業設施及住宅，以提升整體資產品質。

五、提問與答覆內容摘錄

Q1：請問 NMF 是如何選擇保管銀行的？其收費機制與標準為何？

A1：日本有多家大型信託銀行，NMF 會依據各別物件的特性與條件，選擇報價最合理、配合條件最佳的信託銀行辦理物件信託。至於基金整體資產帳戶則固定委由一家信託銀行負責保管，其整體資產保管手續費約為基金總資產規模的 0.03%。

Q2：NMF 在處分與取得物件時的標準為何？頻繁與發起人交易是否會產生利益衝突？

A2：處分物件主要考量未來成長潛力。有些老舊物件雖然目前收益率仍佳，但未來修繕成本將逐步增加，且租金缺乏成長空間，因此會適時出售；相反地，新建物件雖然一開始報酬率可能較低，但具有長期租金成長潛力，因此值得投資。出售資產時，主要是向公開市場交易，並非優先出售予發起人。然而發起人本身亦為上市公司，必須追求全體股東利益，若外部市場出價較高，仍可出售予第三方；另一方面 NMF 必須依據第三方鑑價報告，以合理市價購入資產，雙方皆須遵循嚴格的利益衝突管理制度。

Q3：PMO 中型辦公室在租戶管理方面，與大型商辦有何不同？

A3：PMO 的租戶多為員工約 20 至 30 人的中小企業或新創公司，因此管理團隊能直接與企業負責人建立溝通關係。除提供辦公空間外，也協助租



戶舉辦經營管理研討會、企業交流媒合活動及數位轉型(DX)相關服務，希望伴隨企業共同成長，待租戶規模擴大後，再逐步升級至野村旗下更大型辦公大樓，形成完整的租戶培育生態系統。

Q4：集團同時擁有上市 REITs 與私募 REITs，如何避免利益衝突？

A4：為確保公平性，集團採用客觀且固定的資產分配機制，以物件竣工年份的單雙數作為 ROFO 依據。若為偶數年竣工之物件，由上市 NMF 優先；奇數年竣工之物件，則由私募 REITs 優先，此方式可有效避免人為因素及利益輸送疑慮。

Q5：NMF 歷經多次 REITs 合併，最大的挑戰為何？

A5：主要挑戰包括三個面向。第一，2015 年完成三檔同集團 REITs 合併時，屬日本市場首例，在法規適用及與金融主管機關溝通上皆無前例可循。第二，2016 年吸收合併發起人不同的 Top REITs，涉及不同投資人結構及企業文化整合。第三，財務與會計層面的挑戰，包括商譽的會計認列處理，以及如何設計讓各方投資人均能接受的換股比例。NMF 採用「鹿」作為品牌識別，是因為鹿角會隨時間持續更新，象徵基金透過 Asset Rotation 與 REITs 整併，不斷優化投資組合並追求長期穩健成長。



團長 張振山董事長致謝 NMF 講師（左 Yuichi Kaneyama、右 Go Hiramatsu）



團員於野村不動産總部-濱松町大廈進行物件參訪