

房地产行业深度报告

日本房地产泡沫破裂启示录：加大政策放松力度，助力市场回归良性发展

增持（维持）

2023年08月22日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

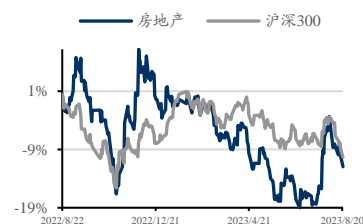
xiaoc@dwzq.com.cn

关键词：#行业整合

投资要点

- 表现：日本房地产从繁荣到泡沫破裂，陷入“失去的三十年”：（1）泡沫产生、地价飞涨（1985-1990年）：**土地政策、货币政策、金融管制宽松等导致大量资金流向土地市场。土地所有者捂盘惜售，助涨土地价格，货币政策和金融管制宽松导致市场流动性宽裕，银行过度信贷与企业投机等催生泡沫；**（2）泡沫破裂，股市、楼市先后崩溃：**政策收紧是直接原因，城镇化进入尾声、人口周期拐点等基本因素是根本原因，收紧的货币金融政策，导致企业融资链条断裂，刚硬的土地税收压垮市场。**（3）影响：长期资产负债表衰退，市场陷入“失去的三十年”：**经济长期低迷，资产缩水，企业疲于修复资产负债，大幅度收缩投资开发等。
- 应对：救市政策出台滞后，效果不佳：（1）金融监管制度：大藏省话语权过高，央行缺乏独立性、政策出台不及时：**大藏省大权在握，缺少透明度，在泡沫破裂后低估不良资产问题，且货币紧缩政策出台不及时；**（2）货币财政政策：货币、财政政策大开大合，政策配合度不高：**货币政策刹车过急，主动刺破泡沫，导致股市与房地产没有缓冲迅速下行，泡沫破裂后，日本央行货币政策转向缓慢，使得后续宽松政策大打折扣，财政与货币政策疏于配合；**（3）税收制度：税收制度变动不入时宜，加速泡沫积累和破裂：**土地税制宽松助长投机之风，相反，在地产下行期收紧土地税制，加速地价下跌，消费税让经济雪上加霜；**（4）土地制度：土地稀缺、金融属性强，应对泡沫策略失当：**土地稀缺助长投机，泡沫破裂后，土地制度未作出正确调整，未能通过减少供给抑制价格下跌。
- 启示：避免重蹈覆辙，中国房地产何去何从？（1）当前我国楼市与日本1991年对比：相同点：**我国和日本有着相似的人口结构，快速攀升的杠杆率和过高的房价收入比，购买力接近极限。**不同点：**我国经济发展外部环境复杂，经济进入增速换挡阶段仍保持中高速增长，城镇化进程进入快速发展期的减速阶段，未来发展空间犹在，房地产作为我国支柱产业，对宏观经济更重要；**（2）当前我国市场信心不足，近年来多重货币、财政政策力保经济复苏稳增长，长远还需将扩张性宏观调控政策与改革相结合：**2023年我国出现提前还贷率持续上升现象，可能对社会融资增长、消费有所拖累，为应对经济下行和市场预期转弱造成的需求不足，还需开大政策工具箱，提振市场信心；**（3）稳楼市有助于稳经济、稳就业，加快构建房地产新模式：**短期，降低首套首付比和贷款利率、为改善型住房提供税费减免、调整认房认贷政策等政策；通过贷款展期、债务重组、并购等供给端政策化解房企风险。长期，推动城市群战略、金融稳定、租购并举等为核心加快构建房地产新模式。
- 总结：吸取日本处理泡沫犹豫不决的教训，加大政策力度助力市场回归良性发展。（1）从日本经验教训来看，房地产政策需要松紧有度，适时而定，避免犹豫不决和过犹不及。**吸取日本经济泡沫破裂后在政策推出时，对市场趋势研判不到位的教训，注重政策的时点和力度；**（2）从我国经济发展的现状来看，未来应通过加大政策力度，帮助市场尽快筑底回暖，同时平稳过渡到良性发展状态：**开大政策工具箱，帮助房地产尽快走出困境，同时引导房地产市场向新模式平稳过渡。
- 风险提示：行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；宏观政策放松不及预期，收紧超预期。**

行业走势



相关研究

《新房销售环比提升，期待更多优化政策落地》

2023-08-21

《新房销售持续低迷，多地放松房地产政策》

2023-08-14

内容目录

1. 市场表现：日本房地产从繁荣到泡沫破裂，市场陷入“失去的三十年”	4
1.1. 1985-1990 年，地价飞涨、泡沫累积：货币宽松背景下面临资产荒，加之土地税收政策放松、金融管制宽松，大量资金流向土地市场.....	4
1.2. 1990 年代后，泡沫破裂，股市、楼市先后崩溃：政策收紧是直接原因，地产长周期拐点出现是根本原因.....	8
1.3. 影响：长期资产负债表衰退，市场陷入“失去的三十年”.....	11
2. 应对：救市政策出台滞后，效果不佳	13
2.1. 金融监管制度：大藏省话语权过高，央行缺乏独立性、政策出台不及时.....	13
2.2. 货币财政政策：货币、财政政策大开大合，且政策配合度不高.....	14
2.3. 税收制度：税收制度变动不合时宜，加速泡沫积累和破裂.....	15
2.4. 土地制度：土地稀缺、金融属性较强，应对泡沫策略失当.....	16
3. 启示：避免重蹈覆辙，中国房地产何去何从？	17
3.1. 当前我国楼市与日本 1990 年代对比：有相似处也有不同点.....	17
3.1.1. 相似点：人口结构相似、房地产进入“总量平衡、区域分化”阶段.....	18
3.1.2. 不同点：我国经济发展外部环境复杂，发展水平有望保持中高速增长、城镇化仍有空间，房地产作为我国支柱产业，对宏观经济更为重要.....	20
3.2. 市场信心不足，需将扩张性宏观调控政策与改革相结合.....	21
3.3. 稳楼市有助于稳经济、稳就业，加快构建房地产新模式.....	24
4. 结论：吸取日本处理泡沫犹豫不决的教训，加大政策力度助力市场回归良性发展	28
5. 风险提示	28

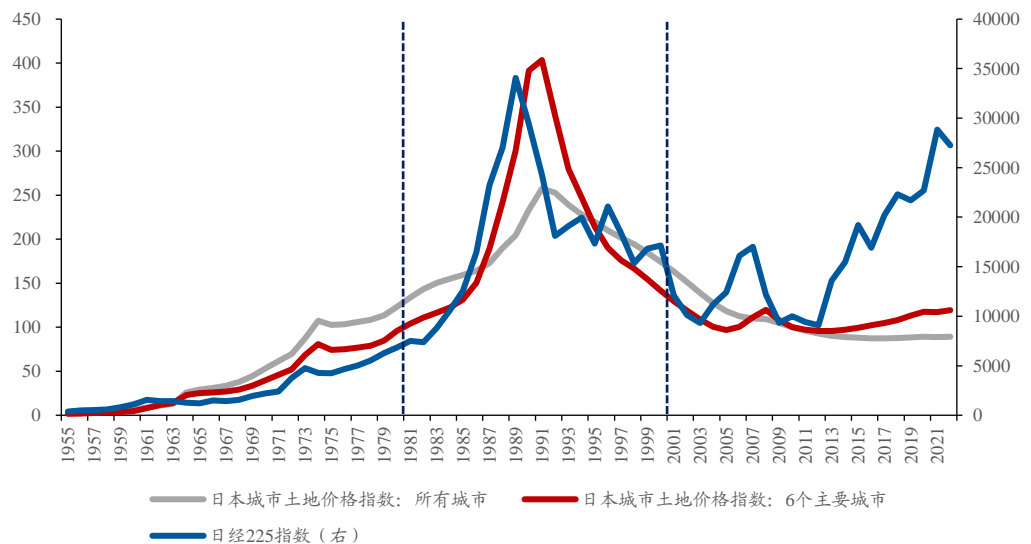
图表目录

图 1:	1980 年代开始, 日本股市、房地产价格快速上涨后开始下跌.....	4
图 2:	80 年代后期, 国际热钱涌入日本.....	5
图 3:	80 年代后期, 日本贴现率下调.....	5
图 4:	1980-2022 日本政府债务占国内生产总值比重.....	6
图 5:	1965-2022 日本国债发行额.....	6
图 6:	1980-1990 不动产、建筑、保险业贷款占比提升.....	6
图 7:	1980-1995 七大“住专”公司贷款余额结构变化.....	6
图 8:	1980 年代后期日本六大主要城市地价飞涨.....	7
图 9:	1980 年代后期商业用地价格增速最快.....	8
图 10:	1985-1995 日本贴现率与东京住宅不动产价格指数.....	9
图 11:	1975 年后人口增速放缓, 老龄化加剧.....	10
图 12:	适龄置业人口见顶回落.....	10
图 13:	1990 年后日经 225 指数、地价指数暴跌.....	11
图 14:	1960 年后日本人均可支配收入和人均 GDP.....	11
图 15:	1964 年之后居民和非金融部门杠杆率.....	11
图 16:	1980 年之后日本私人非金融部门债务和物价水平.....	12
图 17:	1980 年后日本正式职工变动情况.....	13
图 18:	“广场协议”签订后日本央行的货币政策操作.....	14
图 19:	80 年代后期-90 年代房地产泡沫破灭前后的税收调控政策.....	16
图 20:	日本建筑用地稀缺.....	17
图 21:	1990-2005 日本土地交易量呈攀升趋势, 单价下跌.....	17
图 22:	我国 20-49 岁人口占比与日本 80 年代相近.....	19
图 23:	我国人口抚养比与 1990 年的日本相近.....	19
图 24:	近年来我国居民杠杆率迅速攀升至较高水平.....	19
图 25:	中国目前地价走势类似日本 90 年代.....	20
图 26:	我国一线城市房价收入比明显高于日本.....	20
图 27:	中国人均 GDP 水平类似日本 1982-1985 年.....	21
图 28:	目前我国城镇化水平仅相当于日本 1960 年.....	21
图 29:	我国提前还款率和房贷利率走势.....	22
图 30:	商品房销售额同比走势.....	25
图 31:	近期居民加杠杆意愿有所回升, 但仍较低.....	25
表 1:	1970-1990 年代日本主要土地政策.....	7
表 2:	1990 年代日本货币金融政策调整.....	9
表 3:	1990 年代日本主要土地政策.....	10
表 4:	1990 年代日本主要财政政策.....	15
表 5:	我国与日本的各项指标比较.....	18
表 6:	2022 年以来我国重大货币政策.....	22
表 7:	2022 年以来我国重大财政政策.....	24
表 8:	2023 年 6 月份中央层面的地产支持政策.....	26

1. 市场表现：日本房地产从繁荣到泡沫破裂，市场陷入“失去的三十年”

1980年代开始，日本股市、房地产市场经历了快速的大起大落，1980-1990年日经指数上涨近2倍、主要城市地价上涨1倍多，但此后的20年，日本股市、房市价格相继大幅回落至上涨前水平。日本GDP从1980年的284.38万亿元上涨至1990年的462.24万亿元，增速超60%，日经225指数由1985年末的13000点上涨至1989年末的接近39000点，涨幅接近200%，同期日本6个主要城市土地价格指数涨幅达129%。但1990年开始，日本股市率先开始下跌，随后股市下跌传导至房地产市场，1991年末至2005年末，日本6个主要城市土地价格指数跌幅达到76%。

图1：1980年代开始，日本股市、房地产价格快速上涨后开始下跌



数据来源：东京证券交易所，东吴证券研究所

1.1. 1985-1990年，地价飞涨、泡沫累积：货币宽松背景下面临资产荒，加之土地税收政策放松、金融管制宽松，大量资金流向土地市场

背景：80年代美国深陷双赤字，美日贸易冲突不断，为稳定美元汇率，日本先后签订“广场协议”、“卢浮宫协议”，引发了“日元汇率萧条”。1970年代开始，日本经济崛起，出口份额不断接近美国份额，并于1983年成为全球最大的贸易顺差国，引起美国忌惮。1980年代初，美国出现“双赤字”现象，美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力、改善收支情况。1985年9月，应美国财政部长邀请，美国、日本、法国、英国和西德在美国纽约广场饭店举行会议，签订“广场协议”。1987年2月，美国、日本、英国、法国、德国、意大利、加拿大等七国财政部长及央行行长在法国卢浮宫召开会议，决定联合稳定美元汇率，签订“卢浮宫协议”，要求各国出手干预外汇市场。

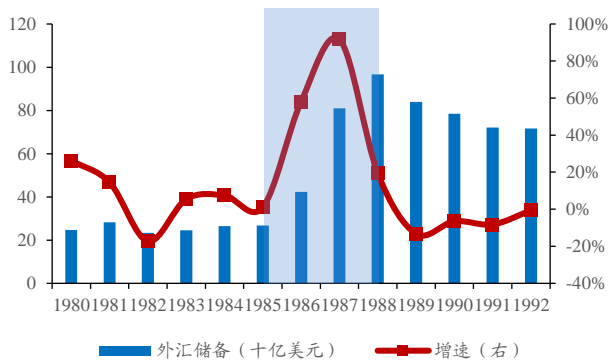
在此背景下，日本货币政策持续宽松，加之金融自由化程度高、土地政策放松，大

量资金流向土地市场，助推资产泡沫积累。

一、货币政策方面，货币政策宽松，市场流动性充裕，超低利率持续了 27 个月。

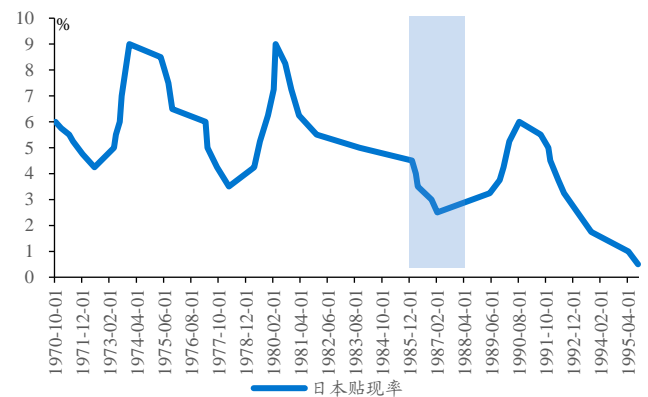
《广场协议》后，日元过度升值，经济面临下行压力。为抑制本币过快升值，政府采取激进的货币政策，1986-1987 年一年内连续 4 次降息，随着“卢浮宫协议”的签订，日本央行继续维持超低政策利率，继续下调贴现率至历史最低值 2.5%。1987 年 10 月，美国“黑色星期一”导致全球资本市场暴跌，日本继续将贴现率维持 2.5% 的低点，超低利率持续了 27 个月。

图2：80 年代后期，国际热钱涌入日本



数据来源：日本统计局，东吴证券研究所

图3：80 年代后期，日本贴现率下调

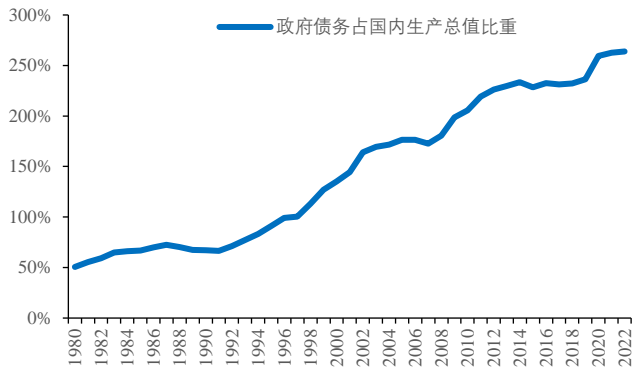


数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、金融市场方面，金融脱媒，金融管制宽松，银行贷款转向土地市场和中小企业，同时以“住专”公司为代表的住房金融机构为房地产市场持续输入资金、加速泡沫膨胀。

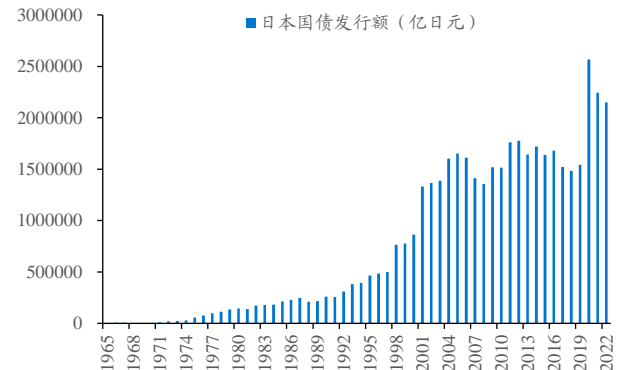
1) 金融脱媒、银行收益不断下降，并且在监管部门“弱监管”的背景下，资金趋向火爆的土地市场。一方面，70 年代起日本大幅度发行国债对企业融资形成挤出效应，到 1980 年代大企业纷纷转向融资成本更低的海外债券市场，对银行贷款的依存度不断下降，银行利润空间压缩，打破以往“主银行制度”格局、金融脱媒现象显现。另一方面，80 年代后期“弱监管”和因日元大幅升值导致制造业利润下滑带来的“资产荒”使银行将目光投向火爆的土地市场和不具备直接融资资质的中小企业，银行利用国债二级市场放贷给中小企业，而企业为了获得更多贷款，通过循环买地质押，造成银行的土地抵押贷款额急剧膨胀。1980-1989 年，日本银行总贷款余额中，不动产业占比从 5.8% 增至 11.5%，金融保险业从 3.3% 增至 10.3%。2) 以“住专”公司为代表的住房金融机构在土地投机同时大量发放信贷资金给开发企业，加速泡沫膨胀。1980 年七大“住专”公司向企业发放的贷款余额仅占贷款总额的 4.4%，1990 年则升至 78.6%，而个人住房贷款余额占贷款总额的比重由 95.6% 下降到 21.4%。“住专”公司为房地产市场持续输入的资金进一步降低了融资成本，吸引资金进入，助推泡沫积累。

图4：1980-2022 日本政府债务占国内生产总值比重



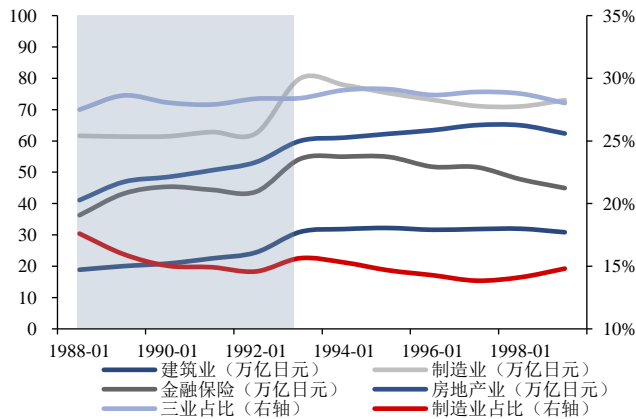
数据来源：日本财务省，东吴证券研究所

图5：1965-2022 日本国债发行额



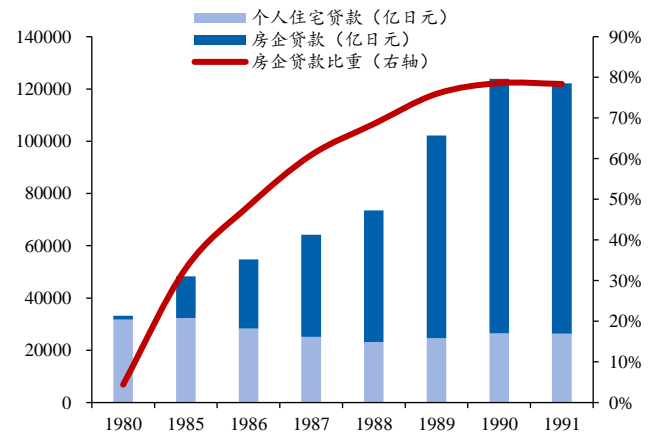
数据来源：日本财务省，东吴证券研究所

图6：1980-1990 不动产、建筑、保险业贷款占比提升



数据来源：日本财务省，东吴证券研究所

图7：1980-1995 七大“住专”公司贷款余额结构变化



数据来源：王丹林（1996），东吴证券研究所

三、土地政策方面，长期持有的土地转让税收优惠、土地遗产税优惠、固定资产税偏低等推升土地需求。1979 年开始，日本逐渐放松土地税收政策，1979 年将 15% 低税率优惠范围从 2000 万日元扩大到 4000 万日元，减轻法人长期持有土地转让所得税负；1979 年，对个人长期持有的优质住宅用地转让所得实施 20% 的低税率，优惠范围为 4000 万日元；1982 年恢复居住用资产置换制度，规定出售持有期超过 10 年的居住用宅地，高价购入新建住宅时可延期缴纳资本收益税。1983 年遗产税改革，促使居民将金融资产变为土地来避税，导致土地需求增加；20 世纪 80 年代后期，固定资产税的实际税率仅为 0.2%-0.3%，相较于地价可忽略不计，促使大量资金向土地转移。

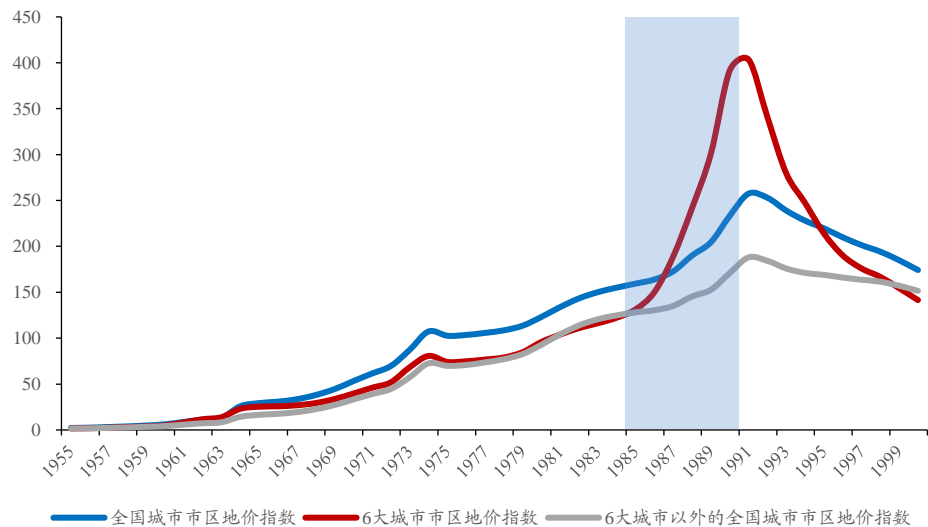
表1: 1970-1990 年代日本主要土地政策

时间	主要内容
1978 年	放松对土地交易的规则和限制，降低法人转让土地所得税负和特别土地保有税，同时增加税收减免政策
1979 年	为鼓励建造优良住宅，减轻法人长期持有土地转让所得税负，日本政府将 15% 低税率优惠范围从 2000 万日元扩大到 4000 万日元
1981 年	对个人长期持有土地转让收入实施 20% 的低税率，征税范围由 2000 万日元上升为 4000 万日元，而且原来对超过 2000 万日元以上部分是采取 75% 累进税率的综合征税，此次改革调整为把收入划分为不同等级实施差别征收，4000 万日元到 8000 万日元部分按 50% 的税率综合征税，8000 万日元以上部分按 75% 的税率综合征税。计入综合所得课征所得税。同时，将长期土地持有的标准由 5 年变更为 10 年以上

数据来源：《战后日本土地税制改革及其效应》，东吴证券研究所

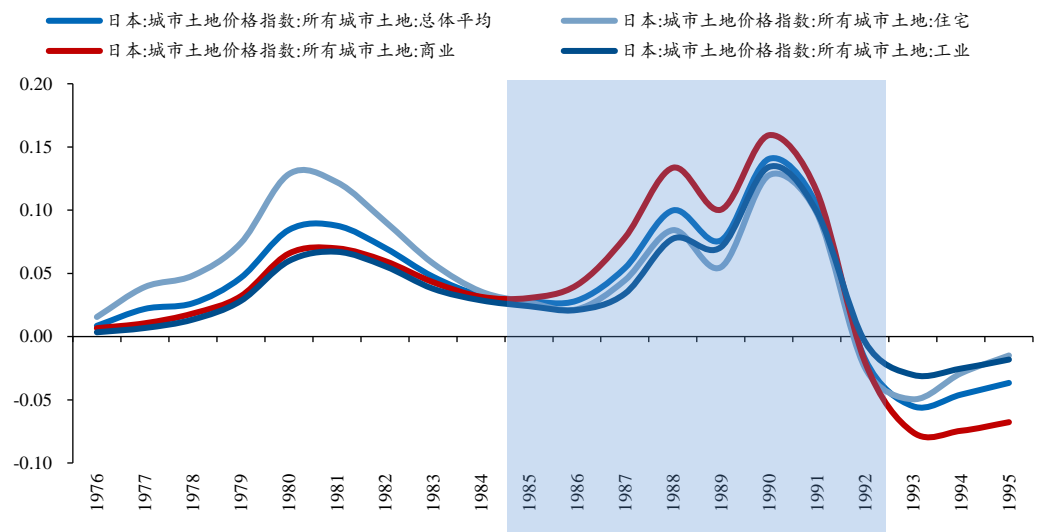
市场表现：用地价格大幅上涨，其中商业用地价格领涨，核心城市地价涨幅最为迅猛。1985 年-1989 年，日经涨幅超 200%，日本平均城市土地价格指数（2010 年 3 月=100）从 159.4 增至 257.5，涨幅约 60%。其中，日本六大主要城市的平均土地价格指数为 130，到 1991 年底该价格指数涨至 400 以上，涨了约 2 倍，明显高于所有城市涨幅。其中，住宅、商业、工业土地价格指数分别上涨 51%、81%、52%，商业地价领涨。

图8: 1980 年代后期日本六大主要城市地价飞涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：1980年代后期商业用地价格增速最快



数据来源：日本统计局，东吴证券研究所

1.2. 1990年代后，泡沫破裂，股市、楼市先后崩溃：政策收紧是直接原因，地产长周期拐点出现是根本原因

背景：1980年代末，大量资本净流入亚洲地区，1990年代初，日元贬值，美元利率上升，美国经济从衰退中恢复，美国成为更有吸引力的投资目的地。另外，日本国内股价和房价加速上涨引发购房压力大、企业经营成本高、实体经济和资产价格高度绑定等问题，通胀压力急速加剧，CPI同比由1989年3月的1.1%迅速增至5月的2.9%。

在此背景下，日本政府开始主动挤泡沫，快速收紧货币和信贷，股市、土地市场泡沫先后破裂，并且由于日本城镇化进入尾声、人口周期拐点等基本因素影响，日本楼市陷入“失去的三十年”。

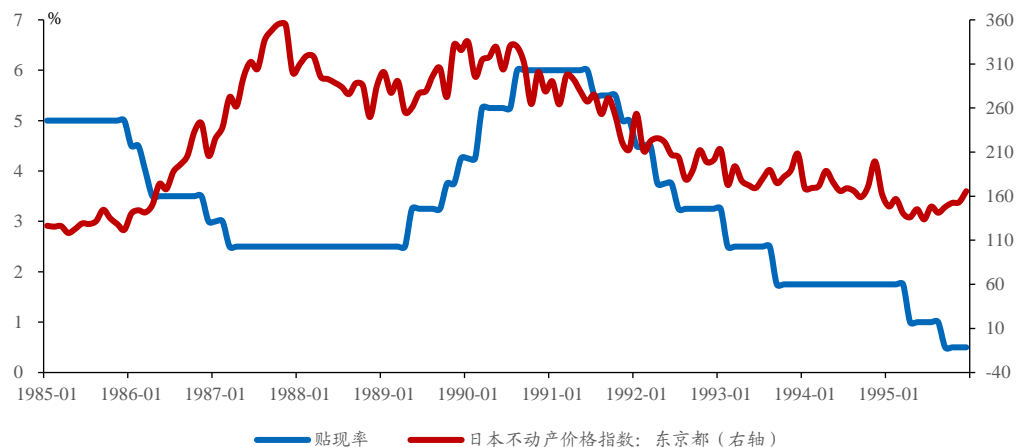
一、从货币金融政策看，日本政府选择了主动挤泡沫，快速收紧货币和信贷。货币政策方面，1989年5月开始，日本政府选择主动收紧货币政策。同年12月，鹰派的三重野康（Mieno Yasushi）升任日本央行行长，货币政策紧缩步伐加快。1989年5月至1990年8月，日本央行连续5次加息，将贴现率由2.5%的极低水平大幅上调至6%。融资政策方面，大藏省实行对不动产融资总量控制，控制金融机构资金流向房地产的比重。1990年3月27日，大藏省发布《对土地相关贷款的限制》公告，以抑制土地交易的投机活动。主要内容包括两方面：一是，要求房地产贷款增速低于贷款总额增速；二是，房地产业、建筑业、非银行机构（包括住房金融公司等影子银行机构）需报告贷款实际情况。1990年3月至1991年3月，房地产业贷款余额增速从15.3%降至0.3%。

表2: 1990年代日本货币金融政策调整

时间	调控措施	导致结果
1989年开始	日本央行连续5次加息	商业银行向央行借款的利息率从1987年2月的2.5%上升到了1990年8月的6%
1989年左右	各银行纷纷逼迫借款企业提前偿还借款	企业的直接融资量在1990年以后,以50%的速度缩减;不动产贷款总量限制政策又使得银行的放贷同比缩减85%,由9.5万亿日元降至1.4万亿日元
1990年3月	大藏省对房地产融资进行总量控制	日本各金融机构的房地产贷款增长速度迅速下降,从1987年6月的36.6%下降到了1988年3月的10.2%,到1991年日本商业银行实际上已经停止了对房地产业的贷款。由于缺乏金融机构资金支持,房地产市场轰然崩塌。一些企业只能变卖手中的土地和持有的股票来偿还旧债,或者由银行自行变卖借款企业的抵押不动产来偿还借款,使得以前囤积的土地得到大量的释放

数据来源: 日本统计局, 日本财务省, 东吴证券研究所

图10: 1985-1995日本贴现率与东京住宅不动产价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

二、从土地政策看,日本政府试图加征土地税收、提升炒地成本。1991年1月,《综合土地政策推进纲要》、《土地税制改革的基本方案》陆续出台,主要调控措施包括:开征地价税、强化特别土地保有税、强化对市区内农地征税、提高土地价格评估标准。地价税加重土地持有成本,加速地价下降。

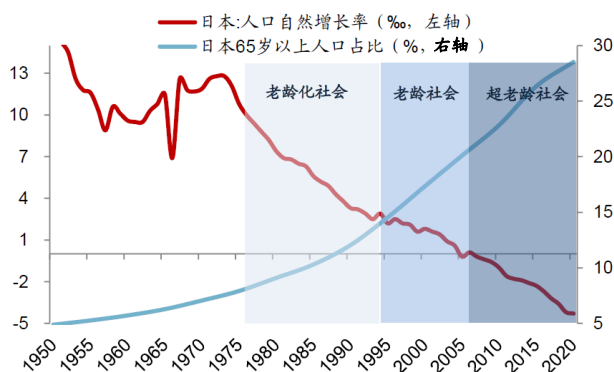
表3: 1990 年代日本主要土地政策

调控措施	主要内容
开征地价税	按照土地估价的 0.3%征收, 居民自住的一套住宅可免税, 但面积超 1000 平仍需交税
强化特别土地保有税	将持有期十年以上的土地纳入征税对象, 同时降低城区起征点
强化对市区内农地征税	将农地分为“必须保护的农地”和“必须宅地化的农地”, 前者按农地征税, 后者于 1992 年后与宅基地同等征税, 刺激土地供给
提高土地价格评估标准	固定资产税提高到公示价格的 70%, 遗产税 1994 年则提高至公示价格的 80%

数据来源: 日本统计局, 日本财务省, 东吴证券研究所

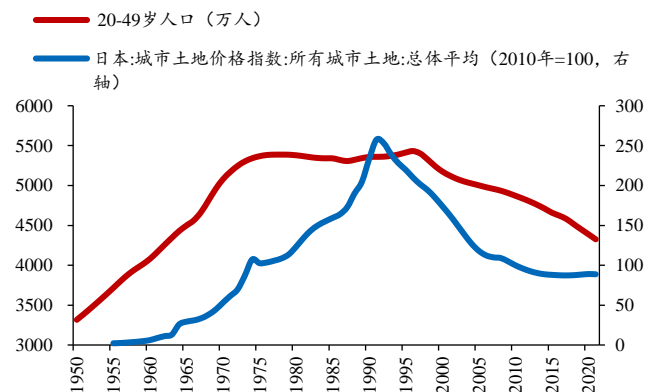
三、从地产基本面看, 日本城市化基本完成、置业人口见顶回落, 房地产长周期拐点出现。房地产长期看人口, 城镇化接近尾声、置业人口见顶回落是导致房地产市场持续低迷的根本原因。一方面, 战后日本经历快速城市化阶段, 1975 年城镇化率增至 75.9%, 城镇化率提升主要是由于行政区划调整和町村老龄人口去世, 而非人口主动流入, 城镇化基本完成。另一方面, 1990 年左右人口增长率长期徘徊在 0.3%, 20-49 岁适龄置业人口于 1975 年见顶, 实际购房需求不断萎缩。1993 年, 日本住房套户比 1.11, 空置率 9.8%, 房地产进入存量时代。

图 11: 1975 年后人口增速放缓, 老龄化加剧



数据来源: 日本统计局, 东吴证券研究所

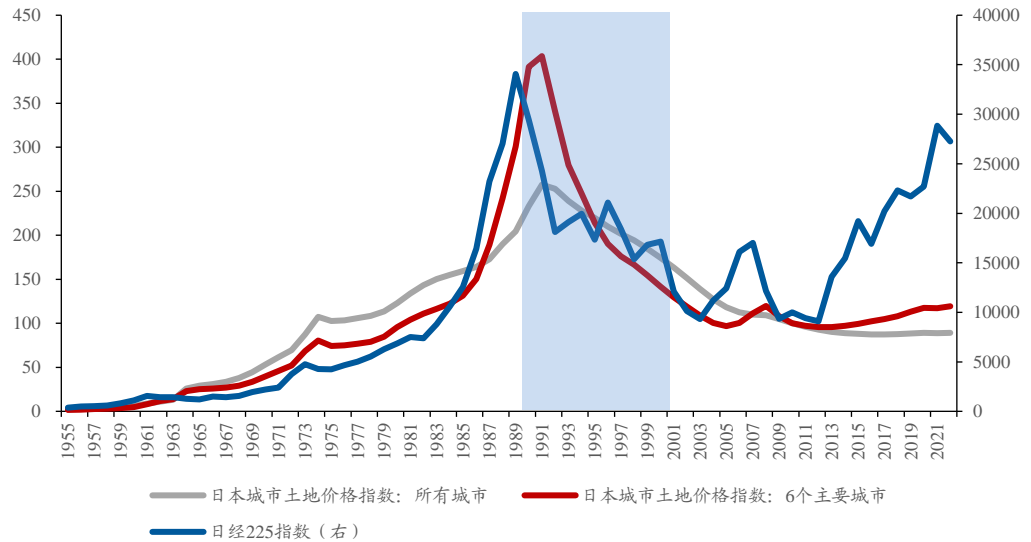
图 12: 适龄置业人口见顶回落



数据来源: 日本统计局, 东吴证券研究所

市场表现: 日经 225 指数 1990 年大跌 56.7%, 其中服务业股票暴跌, 制造业股价下跌幅度较小, 低迷时期更短, 全国城市地价指数 20 年内持续大降 62.7%, 六大城市跌幅高达 76.0%。

图13: 1990年后日经225指数、地价指数暴跌

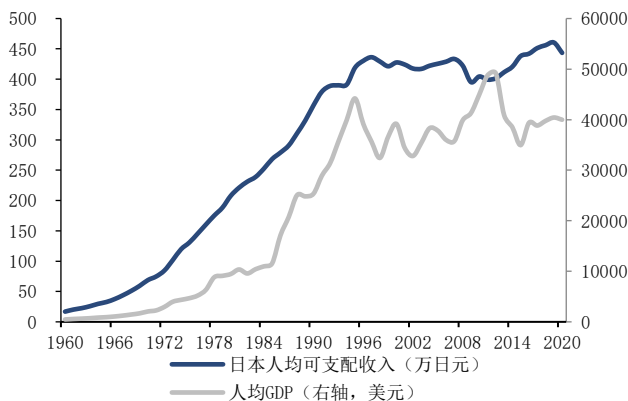


数据来源: 东京证券交易所, 东吴证券研究所

1.3. 影响: 长期资产负债表衰退, 市场陷入“失去的三十年”

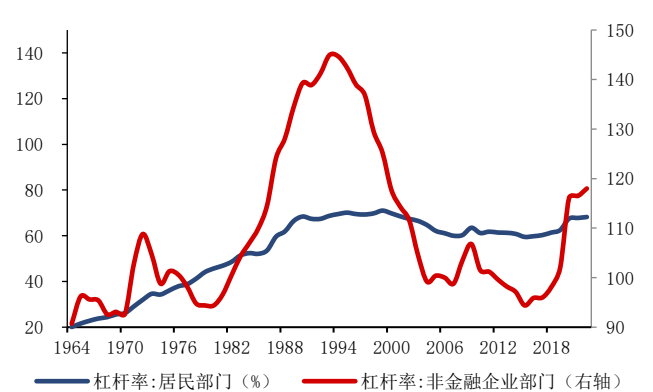
经济长期低迷, GDP、人均 GDP、CPI 等增速几乎为 0, 陷入“失去的三十年”。随着地价大幅萎缩, 资产价格下跌对企业的资产负债表构成严重冲击, 资产缩水、新增贷款需求减少, 社会生产动能不足, 经济持续低迷。1993-2004 年非金融企业部门一直处于去杠杆过程, 无力扩张生产。1992-2021 年, GDP 年均增速仅 0.9%; 人均 GDP 年均增速 0.8%; CPI 增速几乎为 0, 三十多年发展几乎停滞。

图14: 1960年后日本人均可支配收入和人均GDP



数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

图15: 1964年之后居民和非金融部门杠杆率



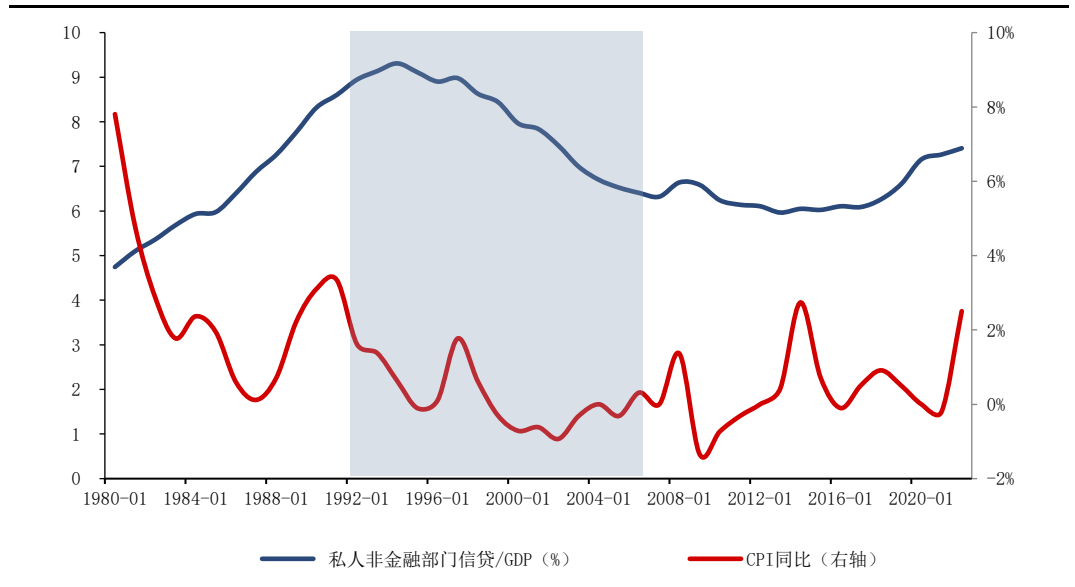
数据来源: BIS, 东吴证券研究所

资产价格持续低迷, 陷入“债务-通缩”恶性循环, 企业、国民财富缩水。一方面, 由于“债务-通缩”恶性循环, 企业资产价格长期低迷, 债务不减, 导致资产负债率被动抬升、企业财务状况愈发恶化。另一方面, 作为家庭重要避险资产的房地产持续跑输通胀。据野村综合研究所(NRI)预计,1990年至2002年间,日本的国民财富约蒸发了9.3万

亿美元。

大量企业倒闭，存活企业疲于修复资产负债表，丧失投资意愿。由于银行惜贷房企难以通过正常借款融资，叠加前期杠杆过高，通过增发新股进行融资的通道也被打断，导致企业资金链断裂，烂尾楼频现，现房空置。根据东京工商业研究机构数据，1990年企业破产件数为6468件，总金额约2万亿日元，比1989年增加62%。存活企业陷入“资产负债表衰退”困境，持续用盈利弥补前期损失，丧失扩张意愿。

图16：1980年之后日本私人非金融部门债务和物价水平

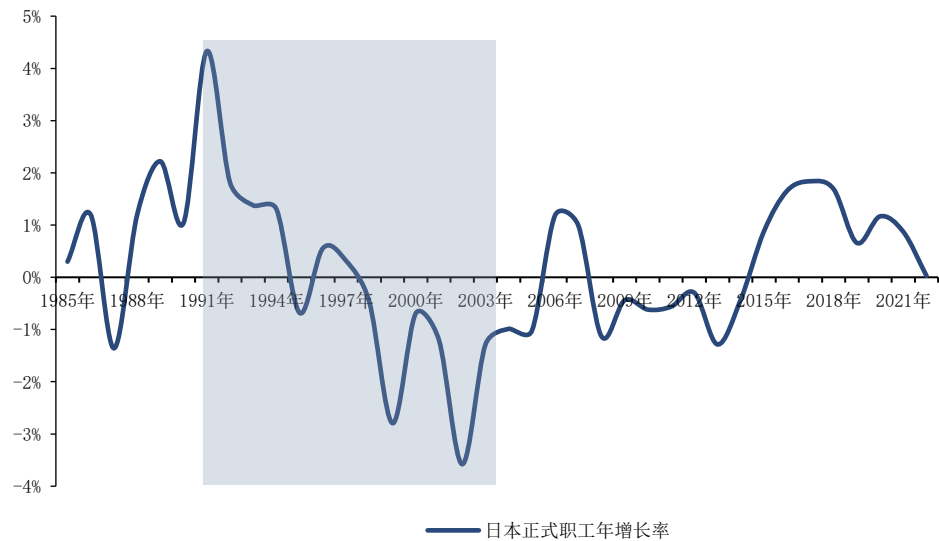


数据来源：BIS，日本统计局，东吴证券研究所

大量金融机构倒闭，金融体系的健全体制遭到严重侵蚀，商业银行资产端遭受双重打击。一方面，资产价格暴跌侵蚀银行信贷的担保物价值，部分金融机构由于积累了较多的不良债权，财务脆弱性增加。另一方面，银行前期持有大量企业股票积累了大量的未实现持股收益，泡沫破裂后，多数银行股票溢价接近0，加重了银行处理不良债权的难度，大量金融机构倒闭。

企业破产倒闭使得就业岗位减少，劳动力市场供需失衡，导致失业率攀升且居高不下。大量企业和金融机构破产倒闭，就业岗位减少、失业人群增多，失业率迅速上升并一直维持高位。日本的完全失业率在1992年后逐渐上升，企业正式职工增长率和职工报酬增长率也在经济停滞逐渐明显后的1994年开始，转向明显的下降趋势。

图17: 1980年后日本正式职工变动情况



数据来源: 日本统计局, 东吴证券研究所

2. 应对: 救市政策出台滞后, 效果不佳

2.1. 金融监管制度: 大藏省话语权过高, 央行缺乏独立性、政策出台不及时

央行缺乏独立性、受大藏省的影响较大, 且政策转向缓慢。1997年前大藏省对日本银行有一般业务命令权、监督命令权、官员解雇命令权等, 对政府官员有预算审批权, 日本银行在货币政策制定、人事任免、预算管理等方面均听命于大藏省、独立性较弱, 同时大藏省通过人员控制和银行结成利益共同体。在间接金融为主+主银行制度金融体系下, 政府主导+银行不破产规则使得银行监管模式缺少透明度、缺乏竞争及倒闭顾虑。

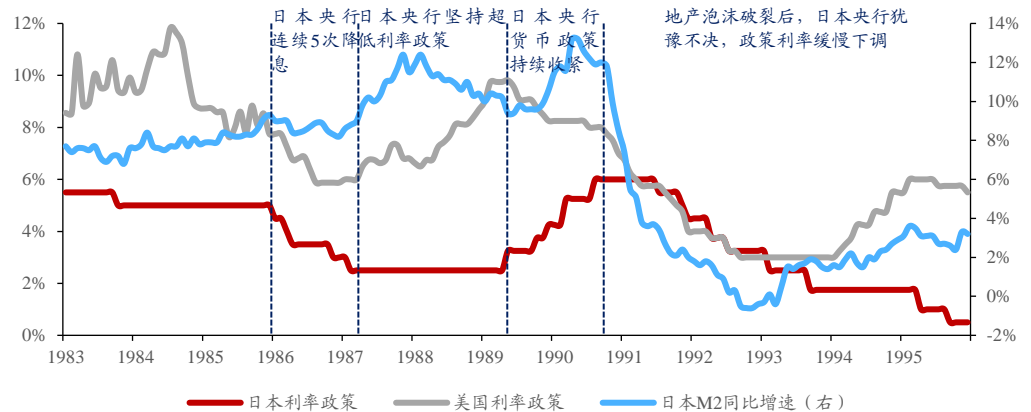
1) 在泡沫产生时期, 大藏省牺牲货币稳定, 保住财政平衡, 对乱象视若无睹。为防止扩大内需经费流进建设省口袋。大藏省百般排斥财政政策, 同时对房地产业银行贷款大幅增加、银行业通过给非银金融机构提供融资导致银行资金流向房地产业等众多投机行为视而不见, 使得泡沫时期产生大量过度信贷行为和坏账。**2) 在泡沫破裂后, 大藏省错误决断, 基于解决石油危机的成功经验, 自信能通过快刀戳破投资泡沫, 使得日本错过最佳刹车时机。**大藏省低估了银行不良资产问题, 寄希望于刺激经济从而化解债务问题, 而不伤害实质经济, 但货币金融政策不足以调控市场, 反而使得不良资产问题蔓延。1990年代初日本银行业坏账危机已然产生, 而大藏省还寄希望于股票得利缓冲坏账损失, 但是股票也在崩盘, 危机蔓延到制造业, 日本金融业疯狂抛售海外投资, 把钱汇回国内救急。在此等危急情况下, 大藏省仍然选择粉饰太平, 隐匿银行不良资产, 1992年日本银行甚至获准无须公布坏账数字, 住专公司被阻挠提出破产申请, 唯恐引发骨牌效应。大藏省希望以拖延手法待股市房地产回春使坏账烟消云散, 但下跌行情有如无底洞, 股价下跌, 大藏省护盘心切, 又祭出冻结新股票发行上市的严策, 切断新兴企业筹资管道, 另一方面为固自身利益, 压制店头市场, 扑灭经济复兴的希望。同时为挽救亏损严重的

寿险业，不惜将退休基金报酬率缩水，正值日本进入高龄化社会，老年预期收入降低，此举无疑刺激民众拼命存钱，消费意愿一落千丈，经济复苏更加无望。

2.2. 货币财政政策：货币、财政政策大开大合，且政策配合度不高

货币政策“大松大紧”、接连失误，在经济下行时大幅降息、在泡沫累积时过度收紧、在泡沫破裂、经济下行后又犹豫不决、补救不及时。1) 经济下行时过度刺激。日本央行持续超低政策利率，本就使得过剩的流动性流入股市和房市，导致泡沫累积。2) 泡沫累积阶段，货币政策急刹车、主动刺破泡沫。1989年，美国开始进入加息周期，日本央行注意到了通胀压力和不断上涨的资产价格，1989年5月至1990年8月，日本央行连续5次加息，贴现率从2.5%提高至6%，霹雳手段下，股市与房地产应声倒地。3) 在泡沫破裂后，政策转向缓慢，使得后续宽松政策效果打折、积重难返。1990年，日本股市大幅回调，但是由于经济还在保持增长，监管层对日本景气过度乐观，直至1991年6月才开始缓慢降息重启宽松货币政策，但当时资产泡沫的破裂已经蔓延到了房地产领域。为了应对战后最严重萧条期，资产价格泡沫破裂，日本银行连续7次下调基准利率至1997年7月下调至1.75%，但政策效果不明显，1991-1994年间经济增长率、股价、房地产价格继续大幅下跌，1995年日本经济短暂恢复，随后进入进一步下跌，自1995年9月起，日本银行将基准利率水平维持在1%以下，1992年2月又实施“零利率”政策，才使日本经济在2000年起逐步复苏。

图18：“广场协议”签订后日本央行的货币政策操作



数据来源：Wind，东吴证券研究所

财政政策“大开大合”、调控失利，未能扭转经济长期衰退。1) 财政政策同样“大开大合”，宏观审慎调节不足。1973年石油危机后，日本经济受到冲击，政府实施扩张性财政政策，1973-1980年政府债务依存度从12%增至32.6%。为减轻政府债务依存度，1983-1989年，一般公共支出占GDP比重从31.9%降至29.1%。在流动性过剩的情况下，没有扩大内需而是削减财政支出，货币政策和财政政策出现不协调，致使泡沫产生。2) 财政政策与货币政策疏于配合，导致政策调节失效。1990年代后，为应对泡沫破灭对经济的冲击，1992-1995年日本多次以“紧急经济对策”或“补充预算”等方式扩张财政支出、加大公共投资支出，为刺激经济采取了减税措施。1995年面临日本经济复苏由于

日元升值而陷入停顿，日本政府推出 14 万亿日元“综合经济对策”并辅以银行同时将利率降至 0.5%水平，在货币和财政双重宽松下，1996 年日本经济出现明显回升。但是，由于税收减少和财政支出的增加，当时财政状况急剧恶化，大藏省错误判断，认为日本已走出不景气的谷底应先进行财政重建，降低债务余额与 GDP 之比，于是停止发行特别赤字国债，于 1997 年大幅度提高了消费税，增加社会保险费，终止特别所得税，削减政府的各项开支。叠加东南亚金融危机，日本爆发了银行业危机，大量金融机构破产，影响全社会的信贷和购买力，导致 1997-2002 年出现更严重的经济下行，财政状况也越来越困难。2000 年经济还未完全从银行业危机中恢复，日本银行又取消了零利率。日本政府财政刺激不果断，经济困难时，刺激财政不够坚定，中途经济未完全恢复又再次收缩，没有帮助日本摆脱谷底，使得“政策失效”，形成经济低迷、政府债务高企、居民信心不足的局面。

表4：1990 年代日本主要财政政策

时间	主要内容	资金规模（万亿日元）
1992-08	扩大公共投资，扶持中小企业，促进民间设备投资	10.7
1993-04	扩大公共投资，扶持中小企业，促进民间设备投资	13.2
1993-09	整建社会基础设施，扶持中小企业	6.2
1994-02	扩大公共投资，扶持中小企业，减少所得税	15.3
1995-04	阪神大地震赈灾，紧急防灾对策，扶持中小企业	7
1995-09	扩大公共投资，扶持中小企业，减少所得税	14.2
1998-04	扩大公共投资，减轻租税负担	16.75
1998-11	缓解借贷，扩大公共投资，增加就业	23.9
1999-11	增加就业紧急对策	0.54
1999-11	基础设施投资，支援中小企业、风险企业等	18
2000	基础设施投资，支援中小企业等	48
合计		173.8

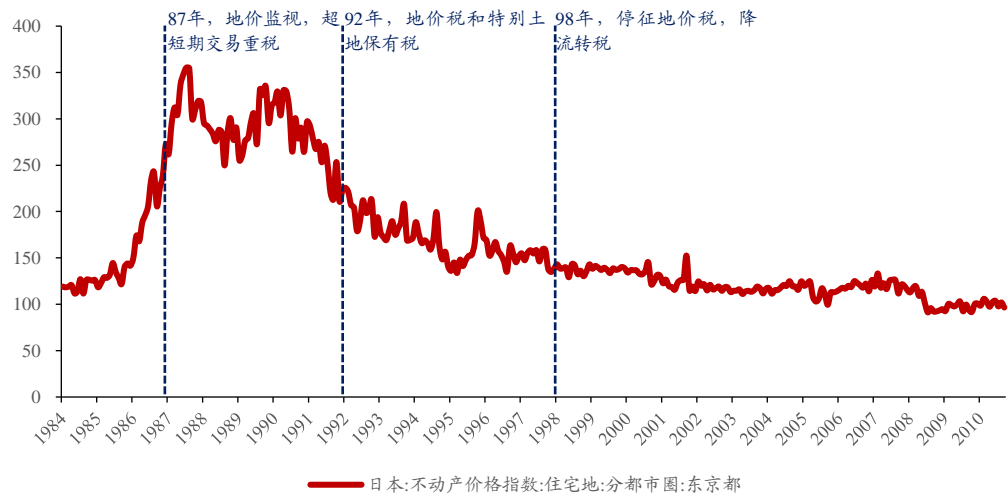
数据来源：中指院，中国政府网，《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》，东吴证券研究所

2.3. 税收制度：税收制度变动不合时宜，加速泡沫积累和破裂

税收制度变动不合时宜，是泡沫膨胀和破裂的加速器。1) 1980 年代，土地税收制度宽松成为房地产泡沫积累的因素之一。1979 年开始，日本政府实施一系列税收宽松政策，导致投资者对土地需求增加、捂盘惜售，推升地价上涨。2) 1991 年起，土地税收制度收紧成为戳破日本地产泡沫的原因之一。1991 年起，日本政府试图通过增加土地税负来抑制投机。包括开征地价税和强化特别土地保有税征收力度，其中地价税税率为每年 0.3%。特别土地保有税是 1973 年开始征收、1991 年，政府下调了三大都市圈的免税标准，并将长期持有土地也列入征收范围，征收力度增加，主要是为了防止土地投机行为。从 1992 年起，日本房地产的土地税负急剧增加，1991 年不动产税收为 727.63 百亿日元，1992 年就高达 913.77 百亿日元。但是，当时房地产市场已经处于下行期，税收制度收紧使市场预期迅速扭转，土地持有者纷纷抛售土地，加速地价下跌和房地产泡沫

破裂。为了刺激经济，从 90 年代初泡沫破裂到 1997 年上半年，日本政府采取了减税措施，在 1996、1997 年日本经济有了短暂恢复。为平抑财政赤字，日本又收紧税收政策，加征消费税，终止特别所得税，同时社会保险费负担加大，加上国内外金融危机的影响，经济陷入通缩，严重抑制了经济的上升势头。增税措施令 1997 年和 1998 年通货膨胀率从 0.3% 升至 2.1%，但这一趋势并未持续，通胀率快速回落至接近零的水平，且增税也没能降低日本债务占 GDP 比重，1999 年该比重仍为 105%。

图 19：80 年代后期-90 年代房地产泡沫破灭前后的税收调控政策

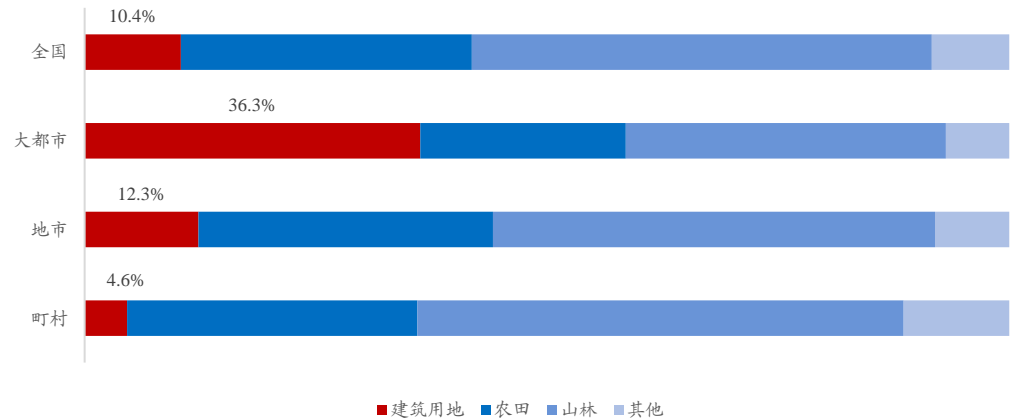


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 土地制度：土地稀缺、金融属性较强，应对泡沫策略失当

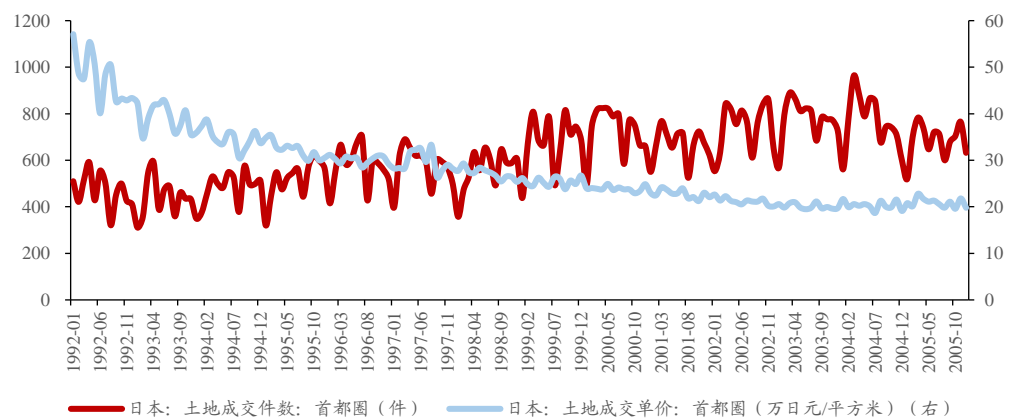
土地资源稀缺刺激投机心理，且土地金融属性强，在货币宽松的环境下容易泡沫化。泡沫破裂后，沿袭旧思路，土地制度应对失当加速地价下落。1) 泡沫产生期，金融自由化，企业通过大量抵押土地获取融资，加之日本土地总量不足，人们对地价上涨预期存在惯性，刺激土地投资心理，产生了系统性金融风险。2) 危机发生后，日本土地供给制度应对失当，只基于原来的改革思路对土地税制进行了调整，未通过其他减少土地供给的举措抑制价格下跌。1992 年，日本开启地价负增长时代，但这一时期日本政府并未重构土地政策框架，东京都市圈土地成交量呈上升趋势，而成交单价却持续走低，直到进入 21 世纪，日本政府调整通过土地税制改革调控土地交易的思路转向土地资源的优化配置，地价下滑的趋势才得以减缓。

图20：日本建筑用地稀缺



数据来源：日本国土交通省，东吴证券研究所

图21：1990-2005 日本土地交易量呈攀升趋势，单价下跌



数据来源：日本不动产经济研究所，Wind，东吴证券研究所

3. 启示：避免重蹈覆辙，中国房地产何去何从？

3.1. 当前我国楼市与日本 1990 年代对比：有相似处也有不同点

当前，我国与 1990 年代的日本有着相似的人口结构，老龄化进入快速提升期，房地产进入“总量平衡、区域分化”阶段，并且在市场表现方面，我国地价走势与 90 年代的日本相似、房价收入比处于高位，需谨防地产泡沫积累和破裂风险。

表5: 我国与日本的各项指标比较

	指标	中国	相当于日本的时期
经济增长	GDP 增速	4.5%	20 世纪 70 年代-80 年代中期
	人均 GDP	11188 美元	20 世纪 60 年代末
	消费率	54.5%	20 世纪 70 年代初
	投资率	43.0%	20 世纪 70 年代初
	出口占全球份额	14.4%	超过日本
	工业比重	39.4%	20 世纪 70 年代中期
	服务业比重	53.3%	20 世纪 70 年代中期
	人均电力消耗	5501 千瓦时	20 世纪 80 年代中期
人口	人口增速	-0.1%	2010 年左右
	65 岁以上人口占比	14.9%	1996 年左右
	总和生育率	1.2%	低于日本
	出生率	6.8%	和日本接近
	城市化率	65.2%	20 世纪 60 年代初
	百万以上大城市人口比重	30.5%	低于日本
债务杠杆率	政府（社科院口径）	50.4%	20 世纪 80 年代初
	政府（BIS 口径）	77.7%	1996 年左右
	居民（BIS 口径）	61.3%	20 世纪 80 年代末
	居民（剔除经营债务）	45.7%	20 世纪 80 年代初
	非金融企业	158.2%	超过日本

数据来源：中指院，中国政府网，《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》，东吴证券研究所

3.1.1. 相似点：人口结构相似、房地产进入“总量平衡、区域分化”阶段

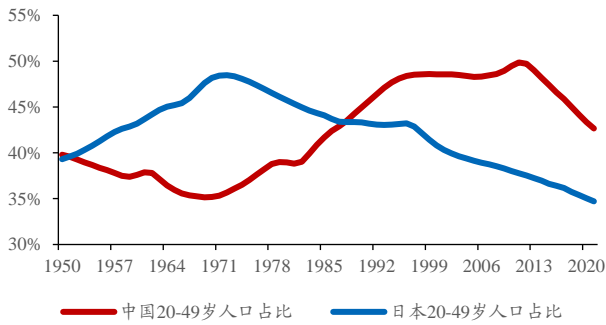
从基本面看,我国和日本有着相似的人口结构性变化趋势,我国房地产已经进入“总量平衡、区域分化”阶段。

人口结构方面,我国和 1990 年代的日本有着相似的人口结构,主力置业人群已经见顶回落,但总人口趋势不同。人口老龄化会带来的适龄购房人口减少和抚养比上升,对整体住房购买能力影响深远。从作为买房主力的 20 至 49 岁人口占比来看,日本在 1970 至 1975 年见顶后趋势性下滑,中国则在 2011 年见顶后,出现了比日本更快的下滑,2022 年我国 20-49 岁人口占比为 42.4%。人口抚养比是指非劳动年龄人口数与劳动年龄人口数之比,比值越小,说明劳动年龄人口的抚养负担越小。中国人口抚养比自 2015 年开始进入上升阶段,2022 年达到 43.4%,与 1990 年前后的日本相似。但从七普数据来看,我国总人口在 2010-2020 年间保持了低速增长趋势,目前人口增速和日本 2010 年时期类似,但日本人口增速从 1970 年代就开始出现颓势,1990 年经济泡沫破灭后,人口危机加剧,人口自然增长率从 1990 年 0.33% 降至 1999 年的 0.16%,人口总体趋势相比日本类似经济时期存在不同。

从供求关系看,我国房地产市场进入“总量平衡、区域分化”阶段,与日本 1990 年

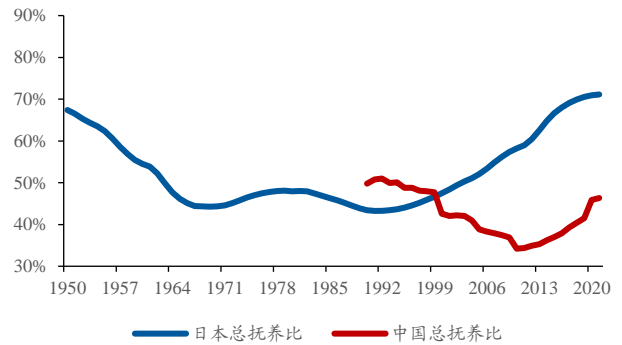
代比较类似。1978-2020 年中国城镇住房套数从约 3100 万套增至 3.6 亿套，套户比从 0.8 增至 1.09，国内住房从供给短缺到总体平衡。1993 年，日本住房套户比 1.11，空置率 9.8%，房地产进入存量时代。根据日本经验，日本三大都市圈聚集的人口从 1955 年的 36.9% 上升到 1970 年的 46.1%，到 2020 年达到 52.7%，预计未来中国约 80% 的新增城镇人口将分布在 19 个城市群，其中 60% 将分布在长三角、珠三角等七大城市群。

图22: 我国 20-49 岁人口占比与日本 80 年代相近



数据来源: WPP, 东吴证券研究所

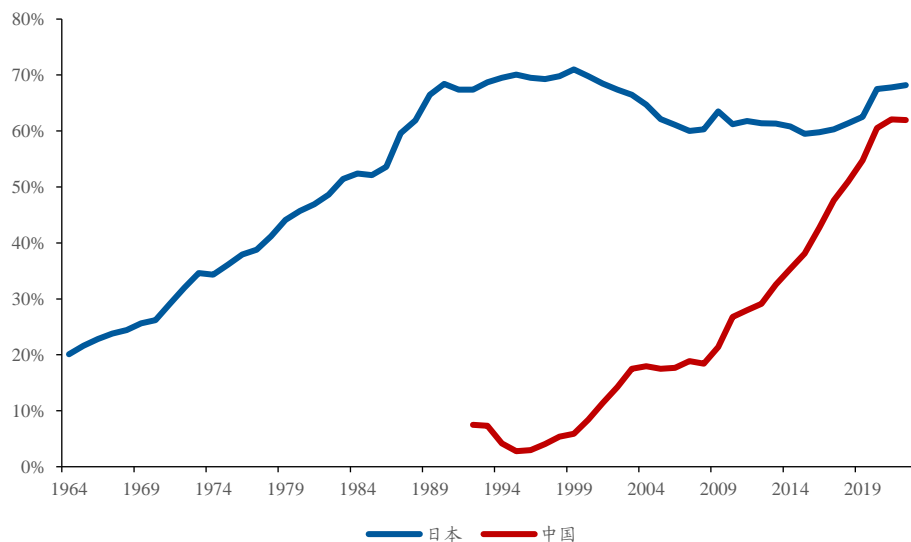
图23: 我国人口抚养比与 1990 年的日本相近



数据来源: WPP, 中国统计年鉴, 东吴证券研究所

从居民杠杆率看, 近年来我国居民部门杠杆率快速攀升, 绝对水平与泡沫经济时期的日本相近, 居民购买力接近极限。根据 BIS 的统计数据, 我国居民部门杠杆率由 2006 年末的 10.8% 大幅增长至 2022 年底的 61.9%, 增长速度与日本 1987-1990 年的速度相近。

图24: 近年来我国居民杠杆率迅速攀升至较高水平

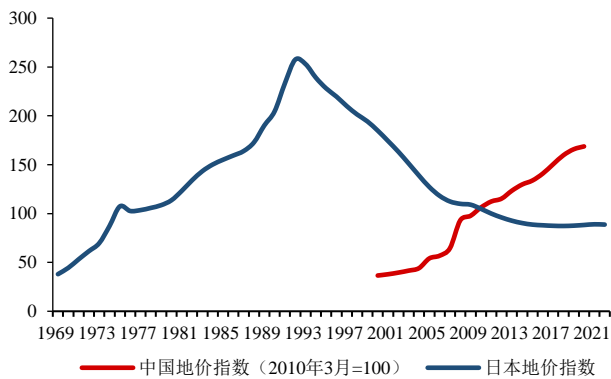


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从市场表现看, 目前我国地价走势与 90 年代日本相似, 且大城市房价收入比过高, 需谨防房地产泡沫风险。1) 从地价走势看, 我国地价走势与 90 年代日本相似。以 2010 年 3 月为基准, 2020 年中国地价指数为 168.7, 相当于日本 1987 年左右的水平,

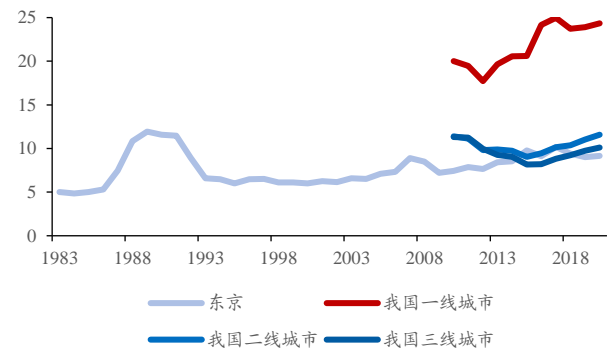
当时日本正值泡沫积累的末期。2)从房价看,我国大城市房价收入比过高,与泡沫经济时期日本类似。泡沫经济时期,日本大城市房价涨幅明显高于中小城市,房价收入比快速上升。根据东京都都市整备局统计,1985年至1989年东京房价收入比由5.0倍升至11.9倍,而2020年我国50大中城市的房价收入比为12.4倍,北上广深四个一线城市的2022年房价收入比更是达到30.4倍,较2021年上升6.89%。

图25: 中国目前地价走势类似日本90年代



数据来源: 日本国土交通省, 东吴证券研究所

图26: 我国一线城市房价收入比明显高于日本



数据来源: Wind, 东京都都市整备局, 东吴证券研究所

3.1.2. 不同点: 我国经济发展外部环境复杂, 发展水平有望保持中高速增长、城镇化仍有空间, 房地产作为我国支柱产业, 对宏观经济更为重要

外部环境方面, 我国当前经济发展面临的外部环境和日本当年相比更为复杂多变, 对我国经济实现“由大变强”的战略目标形成阻碍。虽然日本当时也与美国发生贸易摩擦, 受制于“广场协议”与“卢浮宫协议”, 但日本的经济崛起在一定程度上得益于冷战时期东亚地区特殊的地缘政治格局以及盟友美国的支持, 而我国近几年一直处于与美国的力量博弈中, 受到美国政府在贸易、科技、金融等领域多方面的打压。在经历了三年新冠疫情冲击后, 面对全球经济衰退, 我国经济运行面临来自国内外新的困难挑战, 国际市场需求减弱, 全球经济金融领域风险积累, 地缘政治格局深刻调整。国内需求不足, 部分企业经营困难, 一些领域存在风险隐患。

经济发展方面, 中国进入增速换挡阶段, 预计未来增速仍维持中高速、高于1990年代的日本。自2014年中央提出经济进入“新常态”以来, 当前中国经济第一次面临增速换挡, 我国“十四五”期间的GDP增速水平预计5-5.5%之间, 与日本70-80年代的水平较为接近, 较90年代的日本仍有差距。从人均GDP来看, 2021年我国人均GDP约1万美元, 类似日本1982-1985年水平, 1991年日本已进入高等收入阶段。因此, 未来中国经济依然会保持中高速增长, 购买力有一定保障, 可以消化一定泡沫。

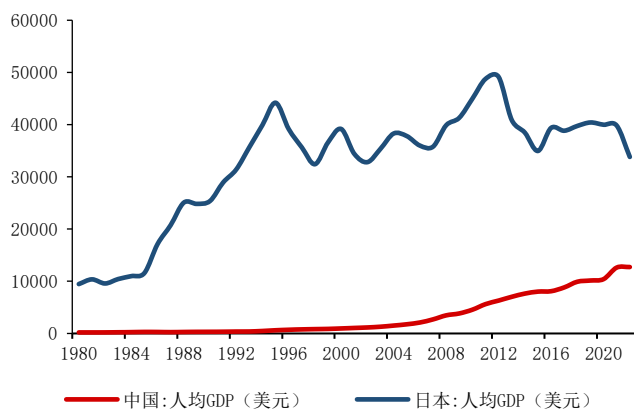
城镇化进程方面, 当前中国城镇化进程处于快速发展期的减速发展阶段, 而1990年代的日本处于稳定发展期。2022年, 我国城镇化率为65.2%, 发达国家城镇化率可以达到80%以上, 意味着我国城镇化进程还具有很大潜力。1960年日本城镇化率为63.3%,

1970 年日本城镇化率已达到 75%，1990 年日本城镇化率为 77.4%，明显高于中国，另外我国城镇化还受到户籍制度限制，因此未来在农村人口、流动人口真正市民化过程中，城镇化仍是能支撑中国房地产增量的来源。

房地产行业是我国的支柱地位，对宏观经济更加重要，需要维稳发展。根据国家统计局，2022 年房地产及相关行业占我国经济总量的比重达 13-14% 左右，而日本在泡沫经济时期房地产增加值占 GDP 比例不到 10%。房地产业对我国来说关联度高，带动性强，与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近 40%，房地产业相关收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。

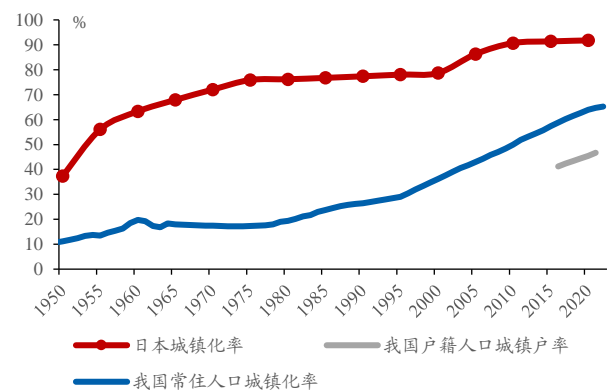
综上所述，当前中国房地产市场与 1991 年日本的房地产市场仍有差异，当前我国经济运行面临的外部环境吃紧，进出口均受到制约，国际地缘政治格局深刻调整，国际市场需求减弱，内循环重要性凸显，经济仍有望中高速增长、城镇化发展还有空间，叠加房地产行业仍在宏观经济占据重要地位，需政策调控得当，帮助房地产实现平稳良性发展。

图27: 中国人均 GDP 水平类似日本 1982-1985 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 目前我国城镇化水平仅相当于日本 1960 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

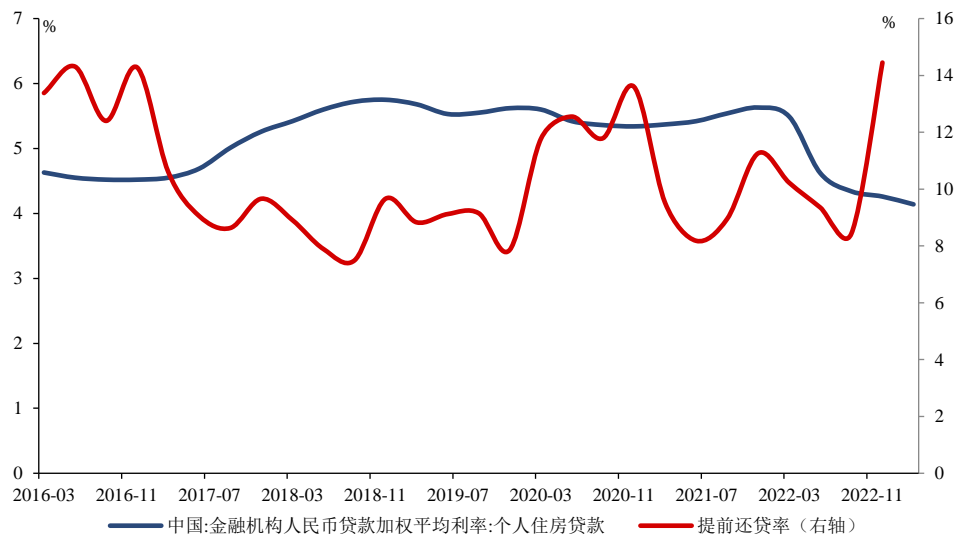
3.2. 市场信心不足，需将扩张性宏观调控政策与改革相结合

2023 年我国出现提前还贷率持续上升现象，借鉴日本 1990 年代房地产下跌时期经验，可能对社会融资增长、消费有所拖累，造成利率更趋下行，需要保障我国房地产市场和金融市场稳健。上世纪 90 年代，日本房地产价格崩溃性下跌伴随利率水平大幅下滑，居民对房地产预期发生根本改变，第二次提前还贷潮出现，贷款购房意愿削减，转而大幅用存款提前归还银行贷款，导致日本按揭贷款净增量从 1994 年的 11.4 万亿日元持续降至 2002 年的 -1.3 万亿日元。目前我国提前还贷的主要诱因是新旧利率差异下的理性选择，但也体现出居民对未来房地产信心不足，加杠杆意愿下降。

近年来，我国推出的财政、货币、房地产组合拳致力缓解房地产行业发展形成的金融风险，但为应对经济下行和市场预期转弱造成的需求不足，还需政策进一步加码。自 2022 年以来，1) 货币政策方面，央行通过大幅度降息，帮助企业降低融资成本，提振

生产投资信心,同时配合减税财政政策进一步发力,为企业纾困,对资产价格形成支撑,为购房者提供优惠的贷款政策,持续引导实际利率和首付比例下行,支持刚性和改善型住房需求,提振消费市场信心,同时落实金融 16 条措施,从供需两侧不断加大对房地产市场的支持力度,助力房企融资。2) 财政政策方面,中央财政提高赤字率,向中低收入家庭发放消费券,增强居民消费意愿,支持重大工程项目以拉动投资,同时缓解地方偿债压力,保障地方财政发力空间。从长远来看,1) 仍需加大政策空间,用真招实策提振市场预期和发展信心,加强政策的协调配合,吸取日本“一脚油门、一脚刹车”的教训。如进一步加大中央财政杠杆,对冲经济下行压力提振市场恢复经济,并加大优质房企纾困帮扶力度,引导地产行业良性发展。2) 短期刺激需与转向地产新发展模式过渡改革相结合,短期引导房地产市场正向预期,释放有效需求,加快市场筑底回暖,长期还需探索土地财政转型,逐步脱离传统的“以地谋发展”模式。

图29: 我国提前还款率和房贷利率走势



数据来源: 惠誉博华, 东吴证券研究所

表6: 2022 年以来我国重大货币政策

时间	来源	主要内容
2022-02	央行、银保监会	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》, 明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022-02	央行	印发《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》(中国人民银行公告〔2022〕第 1 号), 完善银行间债券市场债券借贷制度, 促进金融市场功能深化和健康发展
2022-03	央行	发布新闻稿, 2022 年将依法向中央财政上缴结存利润, 总额超过 1 万亿元, 主要用于留抵退税和增加对地方转移支付, 支持助企纾困、稳就业保民生
2022-04	央行	全面降准: 于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点, 用于优化金融机构资金结构, 支持实体经济发展
2022-05	央行、银保监会	印发《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》, 将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点

2022-05	央行	印发《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，着力提升金融机构服务小微企业等市场主体的意愿、能力和可持续
2022-09	央行	印发《关于下调首套个人住房公积金贷款利率的通知》，决定自 2022 年 10 月 1 日起下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。同时，第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变
2022-11	央行	再次全面降准：于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，保持流动性合理充裕，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础
2022-11	央行、银保监会	为进一步落实房地产长效机制，因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展，人民银行和中国银保监会联合发布通知，提出了 16 条金融支持房地产市场平稳健康发展的要求
2022-12	央行、银保监会	印发《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，决定新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限
2022	央行	为维护银行体系流动性合理充裕，2022 年人民银行以利率招标方式开展了共 97720 亿元的逆回购操作，其中 7 天期逆回购共 74410 亿元，利率经历两次下降
2022	央行	为维护银行体系流动性合理充裕，结合金融机构流动性需求，2022 年以来中国人民银行定期每月开展 MLF 操作和 SLF 操作
2022	央行	2022 年全年，1 年期 LPR 下调了 5 个基点，5 年期以上 LPR 下调了共 30 个基点，有效降低实体经济融资成本，刺激信贷，加快经济恢复速度。此外，房地产是国民经济的支柱产业，LPR 的下降也有利于稳定房地产开发贷款投放，提升居民消费预期，稳定房地产市场
2022	央行	2022 年 3 月以来美联储持续加息，美元指数持续走强，人民币汇率阶段性走低。人民银行下调金融机构外汇存款准备金率、上调远期售汇业务的外汇风险准备金率，这两项操作有助于增加外币供给，稳定汇率，缓解输入性通胀压力；也有助于抑制外汇投机，降低企业做空远期人民币的动力，维护美元兑人民币汇率在合理水平双向波动；更是向市场传递出稳汇率的信号，稳定外汇市场预期，缓解资本外流风险
2023-03	央行	降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，金融机构加权平均存款准备金率降至 7.6%。推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕
2023 第一季度、第二季度	央行	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了共 118030 亿元的逆回购操作，人民银行以利率招标方式开展了共 28220 亿元的逆回购操作
2023 第一季度、第二季度	央行	为货币政策加强逆周期调节，全力支持实体经济，坚定推动实体经济综合融资成本稳中有降，LPR 下调，有利于促进实体经济信贷成本、经营主体融资成本和个人消费信贷成本稳中有降，进而稳投资、促消费、扩内需，加固经济基本盘

数据来源：中国人民银行《2022 中国货币政策大事记》，东吴证券研究所

表7: 2022年以来我国重大财政政策

时间	主要内容
2022	小规模纳税人免征增值税、阶段性缓缴社会保险费、缓缴部分行政事业性收费和保证金、减征部分乘用车购置税等，全年新增减税降费和退税缓税缓费超 4.2 万亿元，以减轻企业负担、激发创新活力、优化经济结构、促进居民消费等方面发挥了重要作用
2022	新增 3.65 万亿元专项债额度，允许地方动用 5000 多亿元专项债务结存限额，支持了约 3 万个补短板、增后劲、惠民生重点项目建设，将新型基础设施、新能源项目纳入重点支持范围，并新增了“新能源项目”、“煤炭储备设施”、“国家级产业园区基础设施”等 3 个专项债可用作资本金的领域，带动了扩大社会投资，推动经济运行整体好转
2022	加大对地方财力支持，全年中央对地方转移支付规模超 9.71 万亿元、增加 1.42 万亿元，确保县区在全面落实退税减税降费政策前提下“保基本民生、保工资、保运转”所需基本财力
2022	惠企利民政策红利加速释放，助企纾困保市场主体方面，据不完全统计，相关直接惠企支出超 8800 亿元，惠及各类市场主体 151 万余家，合计超过 770 万家次。帮扶群众保基本民生方面，据匡算，用于养老、就业、义务教育、基本医疗、基本住房等民生方面的支出约 1.96 万亿元，约占直达资金总支出的 65%；下沉财力保基层运转方面，2022 年用于补充地方财力的直达资金近 1.41 万亿元，有效弥补地方减收形成的财力缺口，促进基层财政平稳运行
2023	适当提高财政赤字率。2023 年赤字率按 3% 安排，比上年提高 0.2 个百分点。全国财政赤字 38800 亿元，比上年增加 5100 亿元。促进经济稳步回升的积极信号，提振市场信心
2023	2023 年财政收支政策首要任务是发挥财政稳投资促消费作用，着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置，加大社会保障、转移支付等调节，多渠道增加居民收入，促进消费潜力充分释放，顺应居民消费升级趋势，加快培育和发展文化、旅游、养老服务等消费增长点
2023	延续优化现行减税降费、退税缓税等措施，面对下行压力，继续为企业减负纾困、更大激发市场活力

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

3.3. 稳楼市有助于稳经济、稳就业，加快构建房地产新模式

房地产仍然是国民经济的支柱产业，也是脆弱性和危机的根源，稳楼市有助于稳经济、稳就业。从房地产业增加值看，2000-2021 年，我国房地产业增加值 4141 亿元增至 7.7 万亿元，房地产业占 GDP 比重从 4.3% 增至 6.7%，一般而言，在经济占比中超过 5% 的行业可成为支柱产业。从投资占比看，2000-2022 年，房地产开发投资从 4902 亿元增至 13.3 万亿元，投资占比从 14.9% 增至 22.9%，房地产是拉动投资的主要力量之一。从地产链规模看，房地产通过投资、消费既直接带动与住房有关的建材、家具、批发等制造业部门，也明显带动金融、商务服务等第三产业。根据国家统计局最新的 2020 年投入产出表，我们估算出广义的房地产业完全拉动上下游 GDP 10.02 万亿元、直接拉动上下游 GDP 2.35 万亿元。

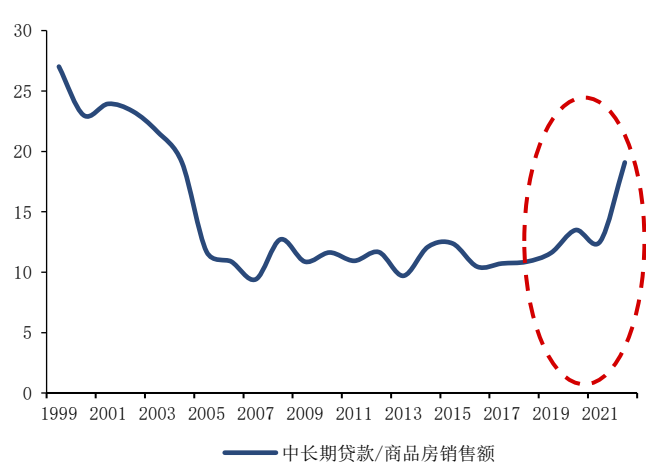
但是，目前我国房地产市场仍未走出困境，市场信心有待提振。根据中指院统计，2023年上半年全国100城新建商品住宅月均成交面积约3330万平方米，同比增长11%，百强房企实现销售操盘金额30620.2亿元，同比微增0.2%，呈现弱复苏行情，2Q23央行储户问卷调查中对房价预期上涨比例为15.9%，处于历史较低水平，居民收入预期较弱，居民加杠杆意愿有所回升，但仍较低，需要恢复市场信心。

图30: 商品房销售额同比走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 近期居民加杠杆意愿有所回升, 但仍较低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

短期看,可以通过降低首套住房首付比例和贷款利率、为改善型住房提供税费减免、调整认房认贷政策等需求端政策,促进市场软着陆;通过贷款展期、债务重组、并购等供给端政策化解房企风险。6、7月份,房地产政策支持政策频出,高层密集推动“稳楼市”政策出台,预计后续有更多实质性的政策落地。7月14日,中国人民银行货币政策司司长邹澜表示,2021年下半年以来,金融部门配合有关部门加大保交楼支持力度,保持房地产重点融资渠道稳定,加快推动行业风险出清。7月24日中央政治局会议指出,要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策,因城施策用好政策工具箱,更好满足居民刚性和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展。7月27日,住建部部长倪虹召开企业座谈会,提出要进一步落实好降低首套房首付比例和贷款利率、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。8月1日,央行在2023年下半年工作会议中提出落实好“金融16条”,因城施策精准实施差异化住房信贷政策,继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行。

从需求端看,通过放松前期偏紧的调控政策支持刚需和改善型需求。对于刚需来说,首付比例和贷款利率仍有下调空间,特别是热点城市。目前三四线城市的首付比例基本已经达到最低线,即限购城市和非限购城市首套分别30%和20%。并且,三四线城市的房贷利率处于历史低位,根据央行公布的LPR数据,普通住宅首套贷款利率下限分别为4%,部分三四线城市首套房贷利率已降至4%以下,比如珠海、南宁等地为3.7%。目前看,热点城市首套房首付比例和贷款利率仍有下调空间,且郊区放松可能性更大。对于改善型需求来说,提供换购税费减免、调整普通住宅的认定标准能够一定程度激活市场。

比如，北京、上海普通住房认定标准已经多年未调整过，目前的认定标准已经不能适应市场的变化，会压制部分居民的换房需求。适时调整普通住房认定标准能够减轻部分家庭换房成本、有助于改善型需求释放。并且，对于“认房认贷”标准调整是各地推动重点政策之一，目前4个一线城市及成都等核心城市执行较严格的“认房又认贷”政策，随着房地产供需关系发生变化，在政策放松期优化相关政策，有助于降低刚需和改善型需求购房成本、促进合理购房需求释放。

表8：2023年6月份中央层面的地产支持政策

时间	来源	文件/会议	政策内容
2023/6/16	央行等五部门	《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》	鼓励运用信贷、债券、资产支持证券、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式，支持专业化、规模化住房租赁企业发展，依法合规加大对新市民等群体保障性租赁住房建设融资支持力度。
2023/6/20	央行	LPR 报价利率公布	1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.2%，均下降10个基点。
2023/6/28	央行	2023年第二季度例会	因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式。
2023/7/10	央行、国家金融监督管理总局	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	明确“金融16条”中的政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日，其他不涉及适用期限的政策则长期有效，各金融机构应按要求抓好落实，保持房地产融资合理适度。
2023/7/14	央行	2023年上半年金融统计数据发布会	坚持“房住不炒”定位，配合相关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定工作，满足行业合理融资需求，继续为行业风险有序出清创造有利金融环境。考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间，金融部门将积极配合有关部门加强政策研究，因城施策提高政策精准度，更好地支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023/7/24	-	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023/7/27	住建部	企业座谈会	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保

2023/7/28	发改委	《关于恢复和扩大消费措施的通知》	障人民群众的合法权益。 支持刚性和改善性住房需求。做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给，着力解决新市民、青年人等住房困难群体的住房问题。
2023/7/31	-	国务院常务会议	要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。 支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。因城施策精准实施差异化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023/8/1	央行、外汇管理局	2023年下半年工作会议	要精准实施差异化住房信贷政策，满足民营企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。
2023/8/3	央行	金融支持民营企业发展座谈会	

数据来源：发改委，央行，住建部，东吴证券研究所

从供给端看，通过贷款展期、债务重组、并购等方式化解房企风险。一方面可以，通过压实地方主体责任建立房地产纾困基金并配套金融工具支持保交楼保稳定，通过支持优质房企尤其民营房企并配套 AMC 等进行行业内并购重组。另一方面，通过满足地产合理融资需求、促进行业有序出清。继续落实“三支箭”政策，通过稳定债权、股权等融资渠道，为房地产市场提供金融支持。

长期看，推动城市群战略、金融稳定、房地产税、租购并举等为核心的房地产新模式是大势所趋。2021年底中央经济工作会议、2022年两会《政府工作报告》、国务院金融委会议等接连提出构建房地产新模式后，房地产行业正在长远地向新发展模式转向，需要令经济增长和商业信心摆脱对房地产销售的重度依赖，房企去金融化、长租房、保障房等住房模式不断被强调，贯彻房住不炒，“住有所居”普惠性和改善型住房需求。

1) 推动都市圈城市群战略。人口向大都市圈集聚是大势所趋，迁移的背后是产业的升级。战后日本沿海城市因出口需要、产业快速发展，吸引一批人口流入。60年代末，随着重工业外迁，市中心和周边城市人口集聚形成都市圈。70年代，第三产业快速发展，吸引一批人口向三大都市圈集聚。人口往都市圈城市群迁移是基本规律。

2) 保持金融政策的连续性和稳定性有利于稳定房地产市场。一方面是选择符合国内经济形势的货币政策，并与国际趋势协调，避免选择日本泡沫经济时期不符合国内经济形势的、极度扩张的货币政策。另一方面，需要避免总量、结构“双紧”对房地产市场造成过度冲击。

3) 加大保障性住房供给，为城中村改造，闲置房产利用托底。调控模式从增量市场向存量市场过渡，有利于化解存量市场中房企的债务问题，保交楼、保交付，拉动社会投资，盘活城市存量资产，同时通过城中村改造、闲置资产盘活为民众提供保障性住房和供给，能更好改善民生、扩大内需、解决新市民、年轻人、外来人口进城居住问题，通过老旧小区改造提高住房品质推动城市高质量发展。

4) 推动建设租购并举的房地产市场。日本房地产进入存量时代后，政策中心开始转向规范化发展租赁市场。80年代末房地产市场非理性上涨，政府加大租赁住房供应，培育发展租赁住宅管理业态，对租赁市场规范发展至关重要；90年代以来，住宅资产管理业务蓬勃发展。受益于住房租赁市场的规范发展，尽管房地产市场波动起伏，但居民住有所居。

4. 结论：吸取日本处理泡沫犹豫不决的教训，加大政策力度助力市场回归良性发展

从日本经验教训来看，房地产政策需要松紧有度，适时而定，避免犹豫不决和过犹不及。日本房地产泡沫的产生，客观上受到“广场协议”、“卢浮宫协议”、“黑色星期一”的外部因素压力，采取了不符合经济形势，造成严重后果的种种政策，在泡沫破裂后的处理，更是由于错误研判，错误的政策推出时机，产生了对市场造成了过度冲击，未能有效遏制地价下跌颓势，产生了市场调整的诸多负反馈效应。我国在调整房地产市场时要适时而动，当机立断积极发力，注重政策的时点和力度，着眼国内经济稳增长。

从我国经济发展的现状来看，未来应通过加大政策力度，帮助市场尽快筑底回暖，同时平稳过渡到良性发展状态。房地产是我国的支柱产业，仍是驱动经济发展的重要动力，但我国长期来看必须摆脱对土地财政的过度依赖。近期，在外部局势复杂，国外需求减弱的环境下，房地产市场仍未走出困境的情况下，需要开大政策工具箱，提振市场信心，同时逐步消化过往累积风险，引导房地产市场未来长期平稳发展。

5. 风险提示

1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；

2) 疫情反复、发展超预期：新冠病毒持续变异，传染性增强或导致疫情反复、发展超预期，对住房建设进度、房地产市场产生负面影响。

3) 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>