

首席房地产研究员：夏磊

研究员：易炜林

联系人：王菁菁

#### 相关研究：

1. 60年房地产大牛市的巅峰繁荣与骤然落幕——美国住房制度启示录  
2019-03-01
2. 高房价之困——香港住房制度反思  
2018-11-6
3. 新加坡如何实现“居者有其屋”？——新加坡住房制度启示录  
2018-09-21
4. 全面解码德国房价长期稳定之谜——德国住房制度启示录  
2018-08-20
5. 本轮房地产调控的回顾、反思和展望（2014-2018）  
2018-06-10
6. 房地产周期导论  
2017-09-19
7. 房地产调控二十年：回顾、反思与抉择  
2017-03-08

#### 导读：

有因必有果，有什么样的政策和制度，就有什么样的房地产市场运行结果，住房制度是深植于一国房地产市场的基因密码。

经过多年努力，我们试图采用全面的国际比较、客观的历史资料、扎实的数据逻辑，系统研究美国、英国、日本、德国、新加坡、中国香港、中国等的房地产运行和住房制度，以及背后深层次的住房制度逻辑。当我们梳理完代表性经济体的案例以后，对很多房地产关键问题的认识变得更加清晰。

我们研究的根本目的，是为了透视房地产运行基本规律，以及背后住房制度的深层次逻辑，为我国住房制度改革和长效机制建设提供参考。

房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融。日本从人口悬崖坠落，土地一度供应不足，货币政策大松大紧，正是验证我们经典判断的典型样本。

日本房地产市场的运行过程中，产生过两次危机，第一次在房地产市场短暂回调后，重拾上涨；第二次却使日本陷入“失去的二十年”。日本两次房地产危机，一次被时间消化，一次终结了黄金时代。为何两次危机结局不同？

本期我们深入研究日本住房制度，探究其孕育房地产泡沫的终极逻辑。

#### 摘要：

##### • 两次危机，为什么却两种结局？

**第一次危机产生于日本快速工业化时期对土地激增的需求。**日本工业经济 1950 年开始高速发展，带动工业用地价格大涨；1965 年后日本调整产业结构，以金融服务业为代表的第三产业兴起，叠加城市化快速推进、战后“婴儿潮”进入置业高峰，住宅和商业用地供不应求。在工业化和城市化双重推动下，土地价格不断飙升，1955-1974 年全国城市地价指数上涨 28 倍、六大城市上涨 34 倍。

**受加息和土地税收改革双重冲击，1974 年地价下跌，但在 1976 年之后重拾涨幅。**1973 年石油危机引发日本国内恶性通胀，央行多次加息，地价上涨势头减缓。同年，土地税制改革，针对 5 年内短期交易的法人土地，在营业税基础上追加征收 20% 的土地转让所得税，并创设特别土地保有税。在一系列针对性收紧措施出台后，1975 年全国和六大城市地价指数分别小幅下跌 4.4% 和 8.1%，地价从 1976 年起重回上涨通道。

**第二次危机产生于日本金融自由化时期宽松的货币环境。**1979 年土地税收政策放松，降低了个人交易成本和法人长期持有成本，导致地价上涨开始提速；1984 年“日元-美元委员会”成立，日本金融市场对外开放和日元国际化步伐不断加快；1985 年《广场协议》签署，日元升值、出口

下降，政府开始多次降息并放松金融管制。在低利率、金融自由化、国际资本涌入刺激下，1986-1990年日本房地产泡沫再次膨胀，全国和六大城市地价指数年均涨幅高达8.3%和20.6%。法人企业是本次泡沫的最直接推手，由于实体产业利润率下降，企业拿到贷款后并非投入再生产，而是大量购置土地、抵押套现后再炒地，循环往复吹大泡沫。

**日本政府实施加息、加税、不动产融资总量控制等措施，1991年房地产泡沫被刺破，随后日本经济陷入“失去的二十年”。**紧缩政策导致房地产泡沫在1991年破灭，并从商业地产传导至住宅地产、从东京圈蔓延至日本全境。此后的20年里，全国城市地价指数从1991年的最高点大降62.7%，六大城市跌幅更高达76.0%，房地产市场自此一蹶不振。

**两次危机结局迥异，在于经济发展阶段、人口结构发生了显著变化。**

在城市化率不足75%时，日本房地产市场从未积累泡沫，而当城市化率超过75%，日本经历了两次房地产危机，两次危机的背景显著不同。

**一是**经济发展阶段不同，第一次危机爆发后日本经济成功换挡至中速增长，而第二次危机爆发后日本经济陷入长期停滞；

**二是**人口年龄结构不同，第一次危机爆发时日本适龄置业人口尚处高位，真实需求旺盛，而第二次危机爆发时日本老龄化问题已十分严峻，65岁以上人口占比高达12.1%，此后不断攀升，20-49岁适龄置业人口从2000年后开始回落，有效需求下降。从数据上看，2010年城市化率是90.7%，比第一次危机爆发时城市化率明显提高。实际上，第二次危机后，特别是2000年城市化率大幅提升，主要在于行政区划调整和町村老龄人口去世造成的被动提升，而非人口真实流动，无法形成有效需求，房地产市场仍无起色。

## • 日本住房制度四大支柱

### (1) 货币金融制度

**央行缺乏独立性，受大藏省影响较大。**1997年之前，日本央行独立性较弱，“日本银行的任务是根据国家政策进行货币、金融调节及维护信用秩序，以有效发挥国家整体经济力量”，大藏省拥有对日本银行的一般业务命令权、监督命令权、官员解雇命令权等。1997年新《日本银行法》出台，明确规定央行政策目标是“通过保持物价稳定，促进国民经济健康发展”，强调“尊重日本银行货币政策自主性，确保经营决策透明性”。但大藏省对央行仍有较大影响，必要时大藏省有权要求日本银行提供信用支持，且日本银行在人事、预算、国际金融活动、外汇市场操作等方面并非完全独立。因此，央行货币金融政策随日本经济形势而频繁变动。

**货币政策定力不足，调控目标在经济增长和稳定物价之间不断切换。**战后日本央行的首要目标是为经济增长提供充足资金；70年代因两次石油危机，货币政策目标转向控制通胀；1985年“广场协议”签订后日元升值抑制出口，央行的目标重回经济增长；90年代泡沫破灭后又转向解决通缩；直至1997年新法出台，才从法律上明确“日本银行的基本使命是稳定物价”。货币政策目标频繁切换，导致政策忽松忽紧。

### (2) 税收制度

**重交易轻保有，在房地产上升期加速泡沫形成。**保有环节税负较轻，只需缴纳固定资产税和都市计划税，综合税率不到1.7%，鼓励长期持有；交易环节收重税，需缴纳转让所得税、不动产取得税等，若持有不到5年，仅转让所得税的综合税率就高达39.63%，抑制短期交易。在房地产

价格大涨时，不动产持有成本低、交易成本高，居民倾向于持有，导致土地市场供应不足，推升地价。

**保有环节突然加税，在房地产下行时加速泡沫破灭。**1991年，为抑制地价上涨，日本政府开始加征地价税，并强化特别土地保有税，尽管税负不高，但此时房地产市场已处下行期，加税体现政府调控决心，市场预期迅速扭转，加速地价下跌。

### (3) 土地制度

**土地金融属性过强，刺激投机。**日本商业银行等金融机构以土地为抵押品进行放贷，赋予土地很强的融资功能。80年代中后期，存款利率市场化导致银行吸储成本大增，大企业银行贷款依赖性下降，腹背承压的银行开始放宽信贷标准，转向为中小企业和个人提供不动产抵押贷款，宽松的资金面刺激炒地。

**土地稀缺导致人们产生地价只涨不跌的预期。**日本国土面积仅37.8万平方公里，但3/4以上被山体覆盖，建筑用地占比极低。60%左右为私人所有，其中建筑用地占比仅10%，土地供给严重不足；而亚洲人的传统观念中将置业作为安家的基础，土地需求旺盛。地少人多的现状使得人们产生地价只涨不跌的心理预期，将土地视为最好的投资品。

### (4) 租赁制度

**租约保护。**日本家庭租房率在38%左右，主要集中在城市。2017年三大都市圈住房租赁市场中97.5%为普通租约，到期后自动接续，房东在无“正当理由”情况下不允许终止。

**租购同权。**依法纳税的租客也能享受当地教育、医疗等社会公共资源服务，不受限于住房产权。

**机构主导。**在日本民营租赁住房管理上，2010年，25.5%由业主部分委托机构管理，65.3%完全委托机构运营，而自行管理仅占9%，机构深度参与运营民营住房租赁市场。

#### • 启示

**(1) 人口老龄化深刻影响经济增长和产业结构。**随着平均寿命延长和生育率下降，日本从1970年开始进入老龄化社会，65岁以上人口比重达7%，且老龄化速度快，2001年达18%、2018年升至28%。人口老龄化影响劳动生产率提升，导致经济缺乏活力。同时，老龄人口的物质和精神生活都有其自身特点，对新兴事物接受能力较差，不利于产业结构调整。

**(2) 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。**战后日本重工业在大城市的快速发展吸引农业就业人口向大城市聚集；60年代重工业向大城市周边转移，带动市中心和周边人口向大都市圈集聚；70年代以金融、不动产、批发贸易为代表的第三产业较快发展，服务业能提供更多更好的就业，吸引人口进一步流向大都市圈。尤其是东京，在总人口负增长、其他两个都市圈人口净流出的情况下，仍保持人口净流入状态。近期日本政府甚至试图通过高额补贴鼓励人们迁出东京，缓解东京圈和其他城市的人口压力。

**(3) 只有人口流动的城市化率提高才能引致房地产需求。**日本历史上有两次城市化率快速上涨阶段，第一次由1945年的28%增至1975年的76%，主要是人口加速向城市聚集；第二次由2000年的79%升至2010年的91%，主要因为町村老人相继离世和日本“市町村大合并”，并非人口真实流动。

农村老龄人口离世和行政区划调整导致城市化率被动提升，无法形成有效需求。

**(4) 房地产泡沫是一种货币现象，保持货币金融政策的连续性和稳定性有助于稳定房地产价格。**1985年《广场协议》签署后，为抑制日元过快升值及其对经济的不利影响，政府在1986年连续4次下调贴现率至3%的低利率水平。为了稳定国际货币市场，1987年2月，日本签署《卢浮宫协议》，并再次下调贴现率至战后最低值2.5%，并一直维持历史最低水平到1989年4月。1985-1989年M1、M2增速分别达7%和10%，高于同期4.5%的经济增速。持续低利率和日元升值导致大量资金流入股市和房地产市场，资产泡沫快速膨胀。为了抑制经济过热和资产泡沫化，1989-1990年政府又连续5次上调贴现率至6%，1990年大藏省出台政策限制房地产融资，1991、1992年M2增速分别为2%和-0.4%，政策快速收紧挤破泡沫。货币金融政策频繁变动是日本房地产市场大起大落的重要原因。

#### **(5) 弱监管的专业住房金融机构孕育房地产泡沫。**

日本的个贷业务经历了从被忽视到争抢、从银行到专业机构的演变。

1965年以前，住房金融体系以政策性金融机构为主，民间机构多采取先存后贷的模式，贷款占比较低。1965年，个人住房抵押贷款模式兴起，部分地方银行个贷业务开始快速发展，但大银行仍不愿涉足。随着民间金融机构的个贷市场规模不断扩大，70年代初，大藏省主导设立“住专”公司，管理层主要由大藏省退休官员和母行派驻人员担任，主要提供个人住房抵押贷款业务，贷款资金来自于大银行等机构拆借。

80年代，金融脱媒出现，迫使银行转型进入个贷领域，大银行抢占了“住专”的市场份额，导致“住专”把业务从个贷转向房企融资，1980-1990年，七大“住专”向房企贷款余额占比从4.4%大幅增至78.6%，为房地产行业输送了大量资金。

1990年，大藏省虽出台政策限制房地产融资，但因6家“住专”公司社长均为大藏省退休官员，“住专”和农林系统金融机构并未受到影响。1991年地价快速下跌，导致“住专”不良债权高筑，无法偿还母行资金，大量金融机构因此倒闭，日本金融系统稳定性受到严重冲击。

**(6) 房地产的持有和交易成本在不同阶段对居民和企业行为影响不同。**当房地产市场处于上升期，持有成本低、交易成本高导致居民和企业倾向于持有土地，与价格形成正反馈效应，反推价格快速上涨；当房地产市场处于下行期，小幅增加持有成本也能加剧土地抛售行为。

**(7) 住房存量时代，规范建设租赁市场是解决住房难题的有效手段。**日本在1973年各个都道府县住房套户比均超过1，供求基本平衡，市场开始进入存量时代；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。

**(8) 机构主导管理有利于住房租赁市场规范健康发展。**从专业化角度看，租赁机构的规模化管理运作，可提供更好的住房租赁产品和服务，有利于提升住房质量；从监管角度看，专业机构为主的市场，能避免过多一对一的纠纷，大幅提高监管效率，节约行政成本；从行业发展角度看，机构主导的C2B2C模式有利于行业规范和完善，对出租人来说提高了出租率和流通率，对承租人来说提升了体验和信息透明度。目前日本八成以上的民营租赁住房由专业机构参与管理，住房租赁市场发展规范，值

得我们反思和借鉴。

**风险提示：**人文、体制机制差异；经济和人口规模差异。

## 目录

1 导言.....	10
2 为什么相同的房地产危机，不同的泡沫结局？.....	15
2.1 第一次危机（1955-1974）：需求驱动，货币收紧后房地产危机爆发，但市场迅速反弹.....	15
2.1.1 产生：需求旺盛，供给不足.....	15
2.1.2 爆发：货币收紧，税制改革.....	18
2.1.3 为什么第一次房地产危机爆发后，市场能迅速恢复？.....	19
2.2 第二次危机（1986-1991）：货币驱动，政府主动刺破，破灭后陷入“失去的二十年”.....	20
2.2.1 产生：金融自由化，信用扩张，企业炒地.....	20
2.2.2 爆发：政府主动挤泡沫、快速收紧货币和信贷.....	25
2.2.3 为什么第二次房地产危机爆发后，市场一蹶不振？.....	26
3 日本的住房制度是什么？.....	28
3.1 日本住房制度的四大支柱.....	28
3.1.1 货币金融制度：货币政策频繁变动，民间金融机构主导.....	28
3.1.2 税收制度：保有环节税负轻，短期交易收重税.....	36
3.1.3 土地制度：私有制为主，土地金融属性强.....	45
3.1.4 租赁制度：法律完善，供应充足，主体多样，机构主导.....	47
3.2 如何评价日本住房制度？.....	56
3.2.1 住房空置率和报废率双高.....	56
3.2.2 低收入家庭住房缺乏支持.....	56
3.2.3 二手房市场不活跃.....	57
3.2.4 两次行政区划调整显著提升城市化率.....	58
3.2.5 大都市中心区的房价触底回升.....	58
4 两次房地产危机对我国有何启示？.....	59
4.1 城镇化尾声，人口红利消退预示房地产长周期拐点到来.....	59
4.2 人口移动的背后是产业的变化，人口集聚大都市圈是大势所趋.....	60
4.3 保持货币金融政策连续性和稳定性有利于稳定房地产市场.....	61
4.4 税收影响预期，长期来看对防范房地产危机作用不大.....	61
4.5 住房存量时代，规范住房租赁市场能有效解决住房难题.....	62

## 图表目录

图表 1: 日本国地区地图 .....	10
图表 2: 战后日本经济高速增长, 70 年代进入中速阶段, 90 年代后陷入停滞 .....	11
图表 3: 日本人口 2010 年见顶, 人口老龄化严重 .....	11
图表 4: 日本城市化的四个阶段 .....	12
图表 5: 日本 1968 年套户比超过 1, 但空置率不断升高 .....	12
图表 6: 日本与德国人均居住面积对比 (平方米) .....	13
图表 7: 日本居民住房结构变化 .....	13
图表 8: 日本两次房地产危机后的房地产市场 .....	14
图表 9: 日本两次房地产危机对比 .....	15
图表 10: 战后日本三次产业的 GDP 构成比变化 .....	16
图表 11: 日本 50-80 年代的第三产业结构变化 .....	16
图表 12: 不同历史阶段的土地价格变化 .....	17
图表 13: 1975 年日本国土利用情况 .....	17
图表 14: 全国及地方建筑用地比重变化 .....	17
图表 15: 60 年代人均可支配收入快速增长 .....	18
图表 16: 1965 年民间金融机构开始兴起 .....	18
图表 17: 石油危机引发恶性通胀与政府收紧货币 .....	19
图表 18: 1975-1978 年地价上涨得到有效控制 .....	19
图表 19: 1974 后经济从高速向中速成功换挡 .....	19
图表 20: 1974-1990 年适龄置业人口仍处高位 .....	19
图表 21: 第一次房地产危机爆发时居民部门仍有加杠杆空间 .....	20
图表 22: 80 年代后期商业用地价格增速最快 .....	20
图表 23: 八十年代后期, 六大城市地价上涨明显高于其他城市 .....	21
图表 24: 80 年代后期, 国际热钱涌入日本 .....	21
图表 25: 不动产、建筑、金融贷款占比大幅提升 .....	23
图表 26: 1968-1973、1985-1990 年企业是最主要的土地购入方 (万亿日元) .....	23
图表 27: 日本 80 年代法人企业新增的投资额增速 (投资完成额, %) .....	24
图表 28: 80 年代七大“住专”公司贷款余额结构变化 .....	24
图表 29: 日本两次房地产大起大落 .....	25
图表 30: 日本“失去的二十年” .....	26
图表 31: 危机爆发后, 企业长期去杠杆 .....	26
图表 32: 90 年代泡沫破灭后, 债务高企和通货紧缩局面共存 .....	27
图表 33: 1973 年后, 大都市人口流入明显放缓 .....	27
图表 34: 90 年代市场处于“供大于求”的格局 .....	27
图表 35: 90 年代后人口增速放缓、老龄化加剧 .....	28
图表 36: 适龄置业人口见顶回落 .....	28
图表 37: 日本住房制度的四大支柱 .....	28
图表 38: 日本央行货币政策目标在经济增长和稳定物价间不断切换 .....	29
图表 39: 1990 年以前 M2 增速显著高于经济增长 .....	29
图表 40: 日本 M2 与 GDP 之比远高于 OECD 等经济体 .....	30
图表 41: 日本非金融部门杠杆率偏高 (2018Q2) .....	30
图表 42: 历年新发放住房贷款结构组成 .....	31
图表 43: 历年住房贷款余额结构组成 .....	31

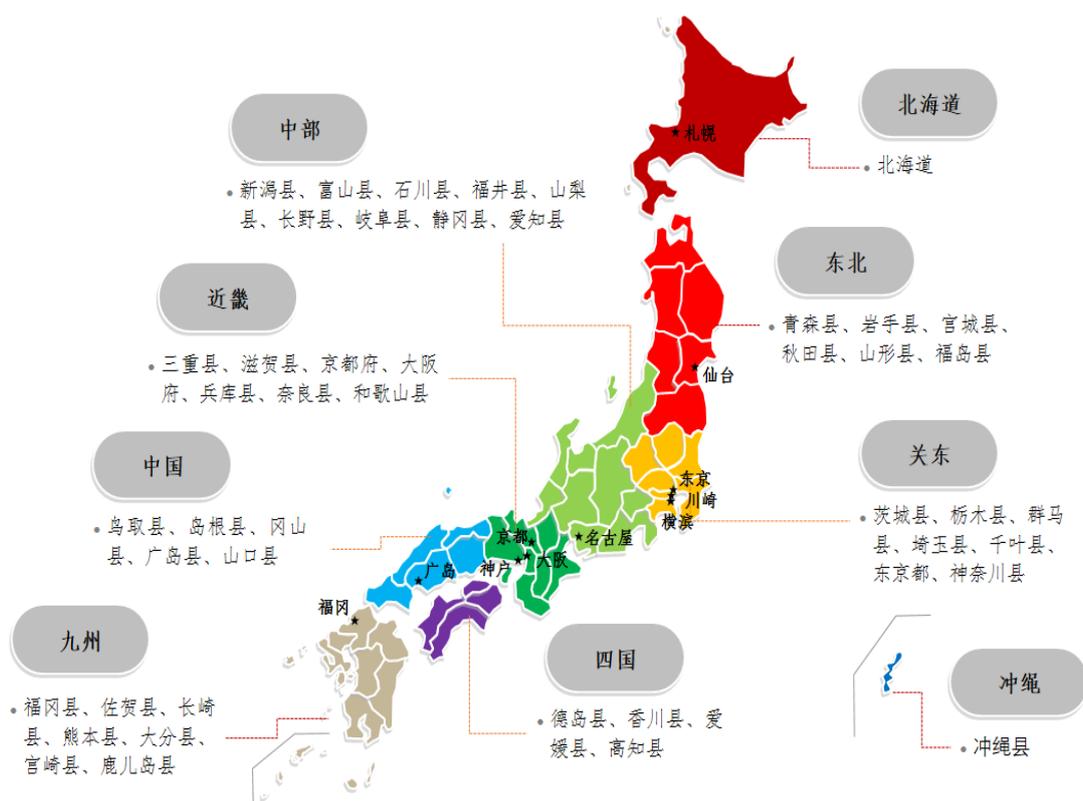
图表 44:	新发放住房贷款中浮动利率占比超 50% .....	31
图表 45:	居民住房贷款余额中浮动利率占比超 60% .....	31
图表 46:	居民购房自有资金实际比例较高 (2017 年) .....	32
图表 47:	90 年前公库贷款利率显著低于都市银行 .....	32
图表 48:	公库为日本住宅建设发挥重要作用 .....	32
图表 49:	住房金融公库与住房金融支援机构的区别 .....	33
图表 50:	政策性金融机构的运行机制变化 .....	33
图表 51:	JHF 的资金来源 (万亿日元) .....	34
图表 52:	日本各金融机构住房贷款余额 (单位: 万亿日元) .....	34
图表 53:	七家“住专”不良债权规模 (1995 年) .....	36
图表 54:	日本与房地产相关的税收 .....	37
图表 55:	2016 年日本房地产相关税收占比 .....	37
图表 56:	土地的不动产取得税减税条件 .....	38
图表 57:	消费税率和地方消费税率变化 .....	38
图表 58:	印花税税额速算 .....	39
图表 59:	事业所得税纳税额 .....	39
图表 60:	土地税计算方法 .....	40
图表 61:	混合用地的居住部分计算乘数 .....	40
图表 62:	都市计划税的计算方法 .....	41
图表 63:	个人所得税的税率 .....	41
图表 64:	不动产租赁业的认定标准 .....	42
图表 65:	转让不动产的转让所得所得及复兴特别所得税率 .....	43
图表 66:	赠与税税率速算 .....	43
图表 67:	继承税税率速算 .....	44
图表 68:	不动产注册登记税率 .....	44
图表 69:	中介服务费收费标准 (不含消费税) .....	44
图表 70:	日本税收政策调整历程 .....	45
图表 71:	土地面积所有主体分布 (2015 年) .....	46
图表 72:	日本私人土地使用情况 (2015 年) .....	46
图表 73:	日本及三大都市圈的平均租房率 .....	47
图表 74:	住宅租赁对日本经济拉动作用不断增强 .....	48
图表 75:	普通租约与定期租约的区别 .....	49
图表 76:	日本新开工租赁住房供给充足 .....	50
图表 77:	日本住房租赁市场供给主体结构变化 .....	50
图表 78:	日本公共资金支持的租赁住房类型 (2016) .....	51
图表 79:	UR 租赁住房入住申请资格 .....	51
图表 80:	日本民营租赁住房管理模式 (2010 年) .....	52
图表 81:	日本租赁公司 Top5 管理户数及市场份额 (2018 年 7 月) .....	52
图表 82:	日本租赁住宅资产管理公司的全产业链服务 .....	53
图表 83:	近年来日本公寓租金平均收益率 .....	54
图表 84:	三大都市圈十年间租金变化不大 .....	54
图表 85:	三大都市圈租户的租金收入对比 .....	54
图表 86:	三大都市圈的住房补贴情况 .....	55
图表 87:	日本租赁市场金融产品 J-REITs 的基本架构 .....	55
图表 88:	日本住房报废率高 .....	56

图表 89:	八期“住房建设五年计划”中中公营住宅建设情况.....	57
图表 90:	日本二手房交易市场情况 .....	57
图表 91:	二手房交易市场活跃度国际比较.....	58
图表 92:	日本历史上的两次“市町村大合并” .....	58
图表 93:	东京圈和大阪圈公寓、土地和独立住宅成交价格（单位：万日元） .....	59
图表 94:	日本人口红利与地价拐点几乎同步.....	60
图表 95:	日本人口向三大都市圈聚集，特别是东京圈.....	60
图表 96:	货币政策的频繁转向导致两次房地产危机的产生与爆发.....	61

# 1 导言

日本位于亚洲大陆以东，是太平洋上一个弧形岛国，由本州、北海道、九州、四国 4 个大岛和 6800 多个小岛组成。国土总面积约为 37.8 万平方公里，与德国、芬兰、越南和马来西亚大致相同，其中约 3/4 被山体覆盖，4 个大岛占 97% 以上。日本地处环太平洋火山带，从最北端到最南端有 7 个火山区，110 座活火山。尽管日本国土面积仅占世界陆地总面积的 1/400，但活火山数占了近 1/10，地壳极不稳定，每年发生有震感的地震高达 1000 多次。

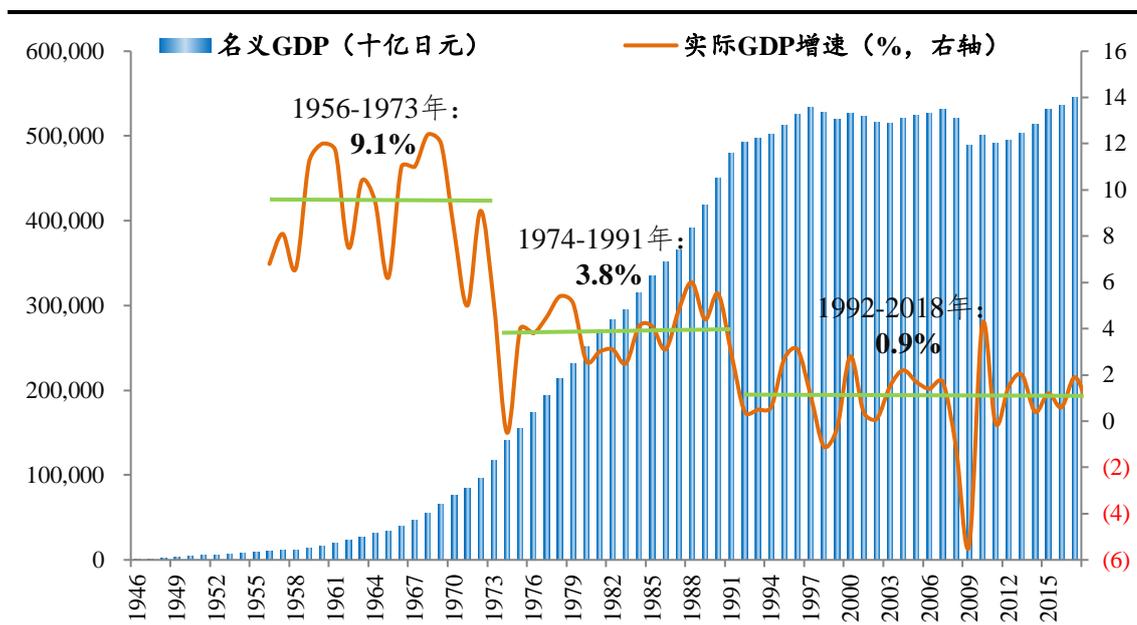
图表1：日本国地区地图



资料来源：恒大研究院

战后日本经济高速发展，70 年代进入中速阶段，90 年后陷入停滞。1952 年盟军占领结束时，日本还是一个“发展中国家”，人均消费水平仅为美国的 1/5。受益于朝鲜战争，美国军事物资采购使得日本工业大踏步前进，经济高速增长，1956-1973 年 GDP 年增速高达 9.1%，成为第一个从战后“发展中国家”跨入“发达国家”的国家。70 年代由于环境问题日益严峻，日本开始谋求产业转型，由粗放发展转向高质量发展，70 年代经济成功换挡，GDP 增速降至 3.8%，进入中速增长阶段；90 年代初，受泡沫经济破灭影响，日本经济长期停滞，1992-2012 年，人均可支配收入年增速仅 0.5%，甚至有些年份还是负增长，人均 GDP 年增速为 0，CPI 同比增速-0.1%，日本进入“失去的二十年”。

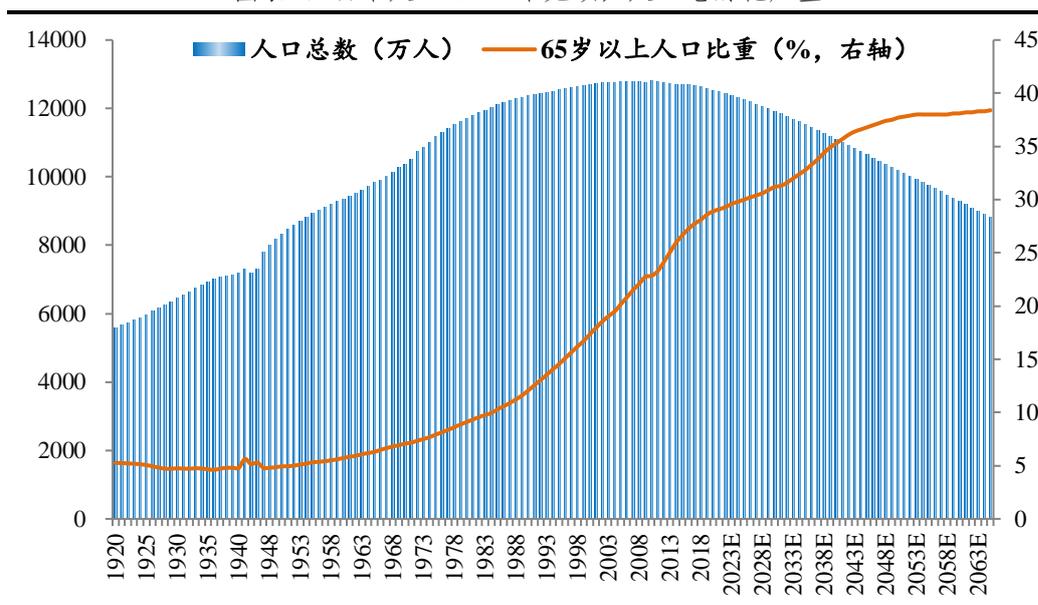
图表2：战后日本经济高速增长，70年代进入中速阶段，90年代后陷入停滞



资料来源：日本内阁府，恒大研究院

日本人口数 2010 年见顶，老龄化问题严重。战后日本总人口数快速增加，2010 年达 1.28 亿的历史峰值，随后不断减少。与此同时，人口结构化问题突出，2018 年 0-14 岁人口占比为 12.2%、15-64 岁人口占比为 59.7%、65 岁以上人口占比高达 28.1%，老龄人口比重不断创历史新高。据日本国立社会保障与人口研究所推测，日本总人口数将持续下降，在 2053 年左右降至 1 亿、2065 年左右降至 8800 万；日本老龄人口占比也将不断上升，2025 年突破 30%，2040 年突破 35%。

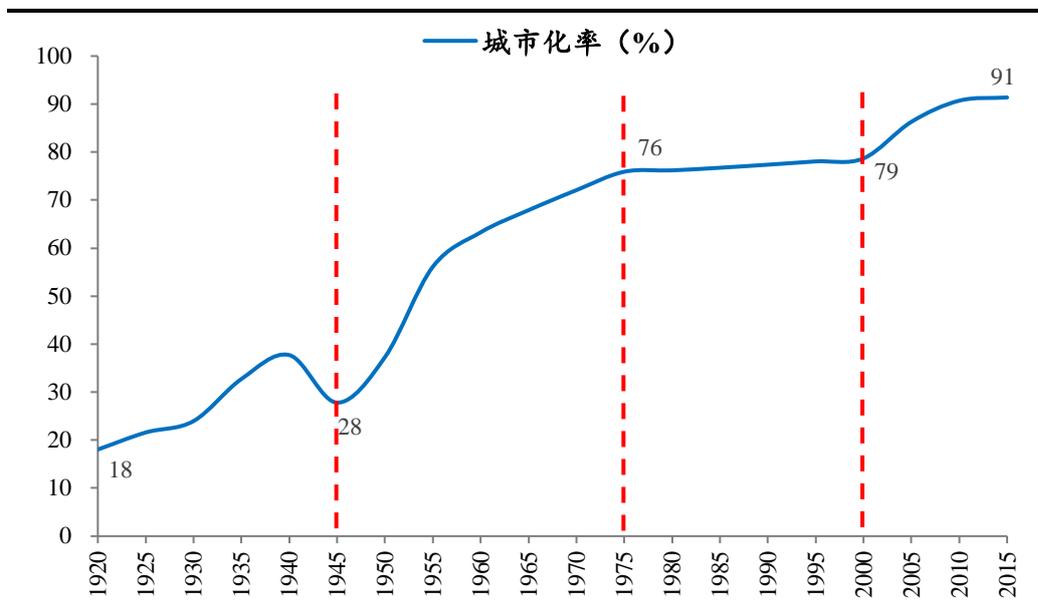
图表3：日本人口 2010 年见顶，人口老龄化严重



资料来源：日本统计局，日本国立社会保障与人口问题研究所，恒大研究院

城市化进程基本结束，2000年后城市化率被动提升至91%。日本共经历了四轮城市化进程：第一阶段为1945年之前，城市化率由1920年的18%提升至二战结束时的28%；第二阶段为1945-1975年，城市化率快速提高至76%，主要在于人口加速流入城市和“市町村大合并”；第三阶段为1975-2000年，城市化率基本保持稳定；第四阶段为2000年至今，城市化率由79%进一步上升到91%，主要因为町村老龄人口离世和再次的“市町村大合并”导致的被动提升，而非人口流动。

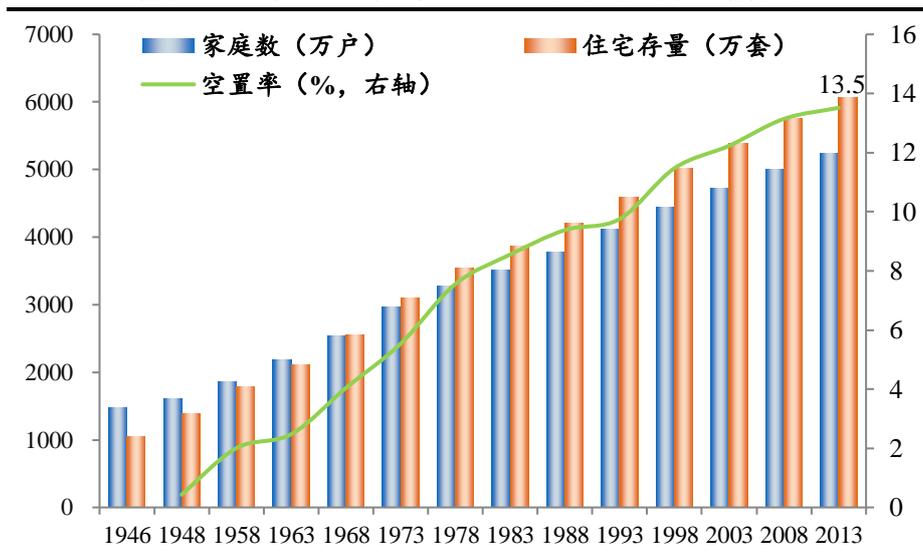
图表4：日本城市化的四个阶段



资料来源：日本统计局，恒大研究院

战后日本住房市场由短缺到过剩，全国住房空置率高。1945年，全国有1473万户家庭，但住房存量仅1053万套，住房缺口高达420万；1968年，全国住房套户比超1，住房短缺问题基本解决；1973年，各县套户比均超1，住房短缺问题全面解决。伴随着新房供应充足、二手房市场欠活跃，日本住房空置率不断上升，2013年高达13.5%。

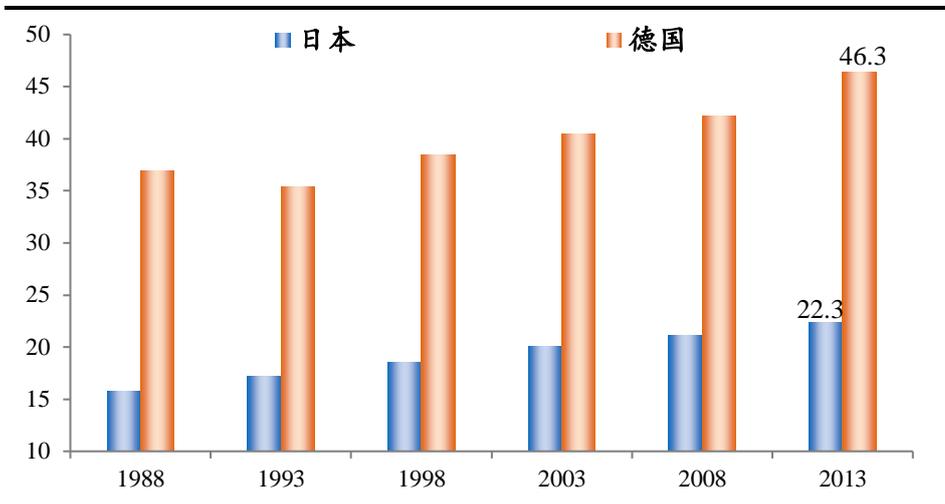
图表5：日本1968年套户比超过1，但空置率不断升高



资料来源：日本统计局，恒大研究院

**人均居住面积偏小。**经历了战后长期的住房短缺时代，日本人均住房面积虽然有所增加，但人均居住面积直到 2013 年也仅为 22.3 平，相较于国土面积相当的德国，明显偏小。这可能与日本“人多地少”的自然禀赋和生活习惯等有关。但不能由此说明日本居住质量差，实际上，日本人均居住面积是指套内卧室的使用面积，而且日本的住房基础设施健全，社区管理规范，居民住房满意度高。

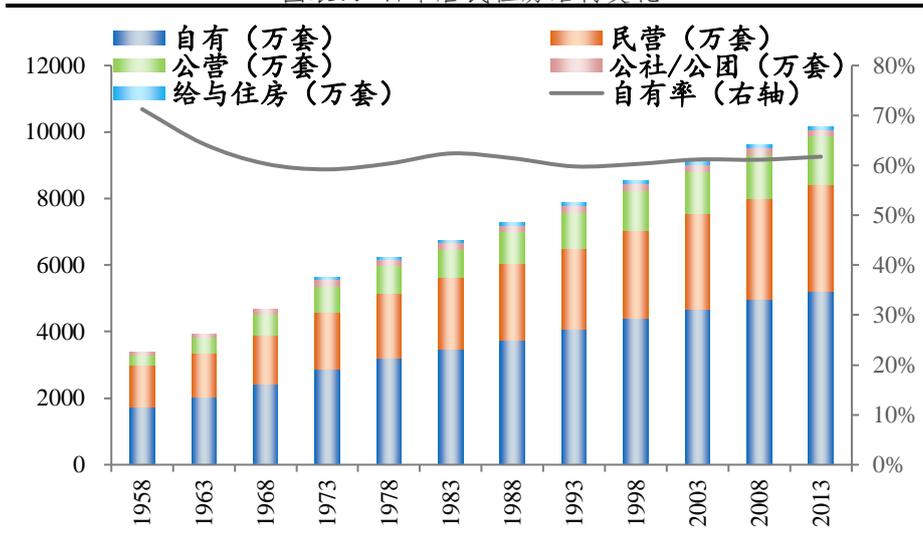
图表6：日本与德国人均居住面积对比（平方米）



资料来源：日本统计局，恒大研究院

**租赁市场规范发展，供给主体多元、机构主导市场。**日本近 37% 家庭选择租房，住房自有率从 1948 年以来一直稳定在 60% 左右。可租房屋类型多样，除占绝大多数的民营租赁住房外，还包括地方政府所有的公营、公团和公社住房，及企业为员工提供的给与住房。其中，租赁市场以专业机构主导为主，90% 以上的民营租赁住宅由专业的住宅资产管理公司参与管理，租赁市场发展规范。

图表7：日本居民住房结构变化

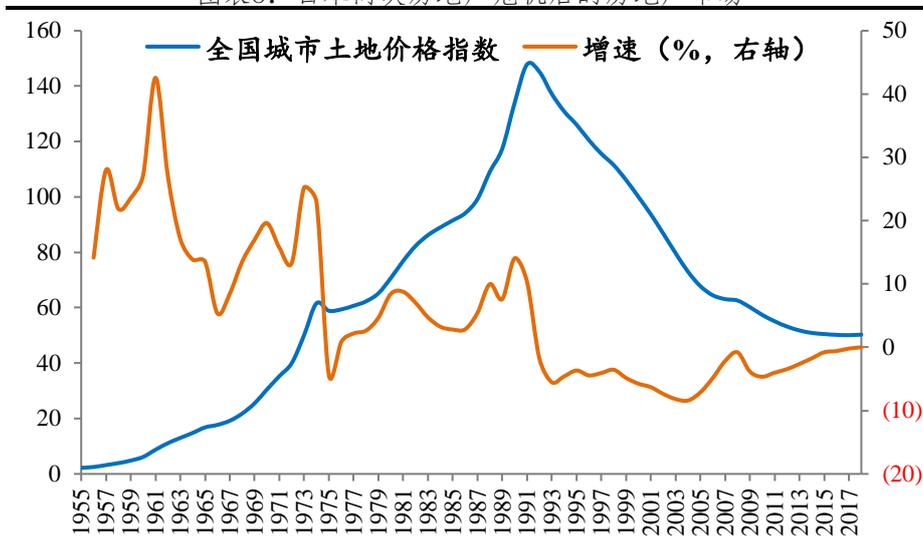


资料来源：日本统计局，恒大研究院

日本住房市场有四个特点：人口总量下降并且老龄化、城镇化近尾声、空置率高、租赁市场发达，这些给日本房地产泡沫埋下了伏笔。

日本房地产市场经历了两次危机，1991年之后一蹶不振。1955-1974年全国城市地价指数上涨28倍、六大城市上涨34倍，1975年指数短暂回调之后再次快速上涨，特别是1986-1990年，地价指数增速最快，全国和六大城市地价指数年均涨幅分别高达8.3%和20.6%。1991年泡沫破灭之后，日本房地产市场长期不见起色，1992-2018年，全国城市地价指数年均跌幅3.9%，从指数看，2018年已跌回1973年水平。

图表8：日本两次房地产危机后的房地产市场



资料来源：日本不动产研究所，恒大研究院

同样是危机，结局为何不同？日本住房制度为房地产危机埋下了怎样的伏笔？本文系统回顾了日本历史上的两次房地产危机，梳理了住房制度的演变历程，总结可以吸取的教训和借鉴的经验，试图为我国住房制度改革增添一个参照样本。

## 2 为什么相同的房地产危机，不同的泡沫结局？

日本历史上曾发生两次房地产危机，1974 年第一次房地产危机爆发，地价小幅回撤后便重回上涨通道，但 1991 年第二次房地产危机爆发却使日本陷入“失去的二十年”。同样的房地产危机，为何结局不同？

图表9：日本两次房地产危机对比

/	第一次房地产危机（1955-1974）	第二次房地产危机（1986-1991）
特征	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 地价大涨：1955-1974 年复合增速，全国 18.2%，六大城市 19.3%</li> <li>· 居民杠杆快速上升：1965-1973，居民总负债年均增速 23%，远超收入 7 个百分点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 地价大涨：1986-1991 年复合增速，全国 9.5%，六大城市 21.9%</li> <li>· 信贷扩张见顶：1990 年信贷比 GDP 缺口高达 23.9%，远超 10%警戒线</li> </ul>
产生	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 经济高速增长：1956-1973，GDP 年增速 9.1%</li> <li>· 快速城市化：1945-1975，从 27.8%增至 75.9%</li> <li>· 流动性充足：1968-1973，M2 年增速 19.8%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 经济中速增长：1975-1990，GDP 年增速 4.1%</li> <li>· 国内货币宽松：1986-1987，连续 5 次加息；1986-1989，M2 年增速 10.2%</li> <li>· 国际热钱涌入：1986-1988，外汇储备年增速 57%</li> <li>· 金融机构输血：1980-1989，不动产贷款占比从 5.8%增至 10.3%</li> <li>· 企业炒地盛行：1986-1990 年均企业土地购入额 6.8 万亿日元，是 1980-1984 年的 8 倍。</li> </ul>
破灭	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 第一次石油危机冲击：GDP 增速降至-0.5%，贴现率由 4.25%提升至 9%，货币收紧</li> <li>· 地价指数：仅 1975 年下跌，全国城市-4.4%，六大城市-8.1%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 政府主动刺破：连续 5 次加息、不动产融资总量控制、开征地价税和特别土地保有税</li> <li>· 地价指数：下跌 20 年，全国城市大降 63%，六大城市大降 76%</li> </ul>
影响	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 迅速反弹：地价指数仅在 1975 年小幅下降后重回上涨通道，1975-1986，全国城市年增速 4.4%，六大城市 6.6%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 失去的二十年：1992-2012，GDP 年增速 0.9%，CPI 为 -0.1%，增长停滞、长期通缩</li> <li>· 国民财富缩水：地价下跌，持续跑输通胀</li> <li>· 大量企业倒闭：2000 年倒闭企业负债 24 万亿日元</li> <li>· 金融机构倒闭：1995-2001，合计倒闭 172 家</li> <li>· 失业率攀升：1992-2002，从 2.2%增至 5.4%</li> </ul>

资料来源：恒大研究院

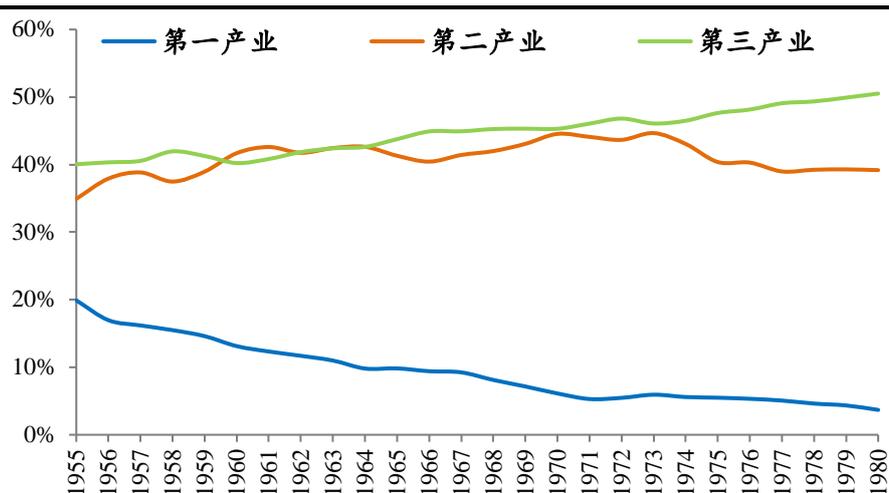
### 2.1 第一次危机（1955-1974）：需求驱动，货币收紧后房地产危机爆发，但市场迅速反弹

#### 2.1.1 产生：需求旺盛，供给不足

1955-1965 年，日本工业产业快速发展，带动工业用地价格大涨。1950 年朝鲜战争爆发，来自美国大规模的军事物资采购订单促使日本纺织、汽车、钢铁等工业迅猛发展，叠加日本在二战准备期间储备的工业产业人才，1955 年日本工业生产已恢复到战前最高水平。此后的十年里，以钢铁、石油化工、机械制造为核心的工业经济在各城市快速发展。

在这种倾斜式生产方式下，日本第二产业比重由 1955 年的 36.8%增至 1964 年的 42.6%，重工业在工业总产值中的占比也增加到 60%以上。工业经济大发展使得工业用地需求旺盛，推升工业土地价格快速上涨，远超同期住宅和商业地价增速。

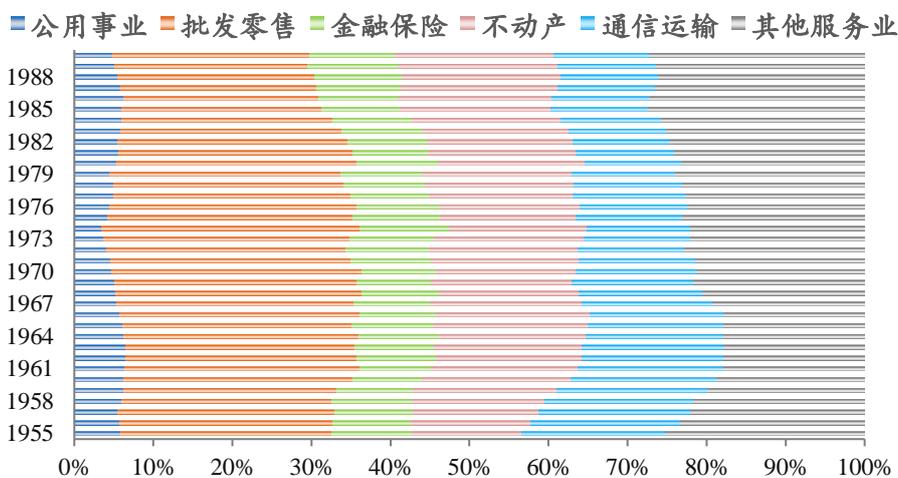
图表10：战后日本三次产业的 GDP 构成比变化



资料来源：日本内阁府，恒大研究院

1965 年日本开始调整产业结构，住宅和商业用地价格涨幅居前。60 年代末，重工业粗放发展带来的环境污染问题日益尖锐，日本不得不开始进行产业结构调整，由纺织、化工、有色金属、钢铁等重污染行业向电气设备、精密仪器等高端制造业升级。同时，以不动产、金融服务、批发零售为代表的第三产业快速发展，工业发展速度减慢、服务业发展速度加快导致日本这段时期的工业用地价格增速开始低于商业和住宅用地。

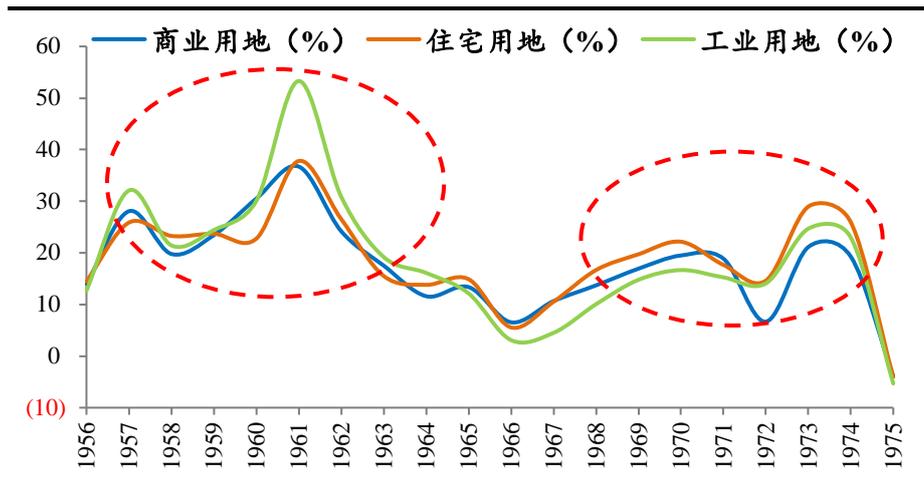
图表11：日本 50-80 年代的第三产业结构变化



资料来源：日本统计局，恒大研究院

1965-1974 年住房需求集中释放，住宅用地开始领涨。60 年代以前，日本政府主导房地产市场，通过住宅金融公库、公团、公营解决居民住宅需求，但随着城市化率大幅提升、战后“婴儿潮”进入置业高峰，政府管控为主的住房市场越来越难以满足居民日益增长的住房需求。从 1965 年开始，民间金融机构的个人住房抵押贷款业务蓬勃发展，民间资本快速进入房地产市场。同时，自 1960 年“国民收入倍增计划”实施以来，居民购买力大幅增加，强劲的住房需求和大幅提升的购买力推升住宅用地价格快速上涨，超过同期的商业和工业用地。

图表12：不同历史阶段的土地价格变化

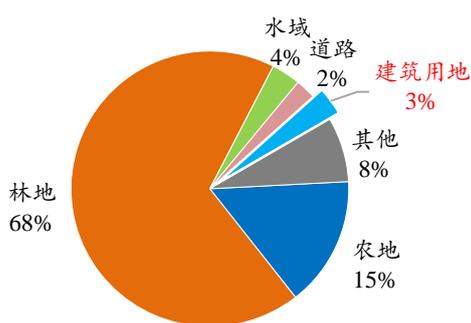


资料来源：日本不动产研究所，恒大研究院

**《列岛改造论》进一步推高地价。**1972年6月，通商产业大臣田中角荣提出《列岛改造论》，主张通过全国新干线、高速公路和信息通信网络把日本列岛串联起来，以解决城乡发展不均、中心城市人口过度稠密、城市居住环境恶化等问题；同时主张将日本北部转成工业地带、南部转成农业地带，这恰与当时全国产业布局相反。政府大规模基建、产业规划和转移抬升土地价格上涨预期，全国城市地价指数在1973年上涨25.3%、1974年上涨23%，即使是偏远地区的土地，也被竞相购买。但70年代初，日本恰逢经济增速换挡，高增长的基础不断减弱，石油危机则加剧了经济恶化程度，“列岛改造”赖以存在的高增长前提不复存在，最终难逃失败的命运。

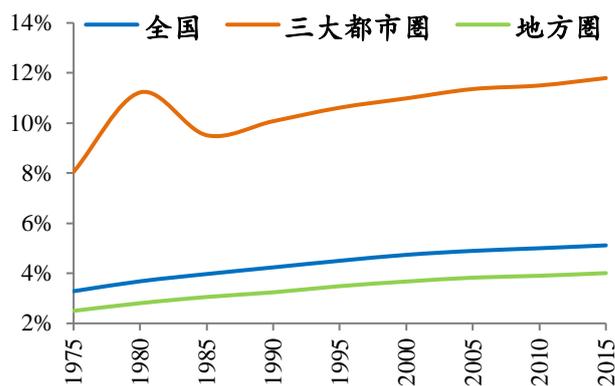
总的来说，从土地供给看，建筑用地占比低，具有大幅波动的天然属性。日本土地结构中，从全国看，1975年林地占国土面积的68%，而建筑用地仅占3%；从三大都市圈看，建筑用地直至2015年也仅占12%，建筑用地供应紧张。短期内土地需求集中释放，必然导致地价大幅上涨。

图表13：1975年日本国土利用情况



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

图表14：全国及地方建筑用地比重变化



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

从需求侧看，共有四大因素导致了战后的第一次房地产市场火爆：

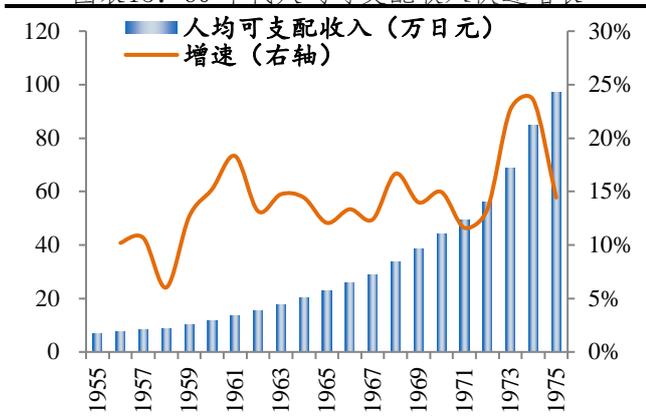
**一是重工业高速发展。**日本林地居多，城市建设用地供给有限，重工业高速发展对土地需求量大，短期内刺激工业土地价格快速上涨，并带动住宅和商业用地价格上行。

二是**城市化快速推进**。人随产业走，工业经济发展吸引人口快速流入城市，城市化率从1945年的27.8%大幅增至1974年的75.0%。人口集聚带来大量住房需求，而短期内住宅用地有限，供不应求导致住宅用地价格大幅上涨，并带动工业和商业用地价格上涨。

三是**居民收入大幅增加**。战后日本经济在出口、投资拉动下迅速恢复，1960年“国民收入倍增计划”的顺利实施使得居民购买力大幅提升，1960-1970年人均可支配收入年增速高达14.5%。而住房需求持续高位，直至1973年各县套户比才超1，旺盛的住房需求和快速提升的购买力直接推动地价快速上涨。

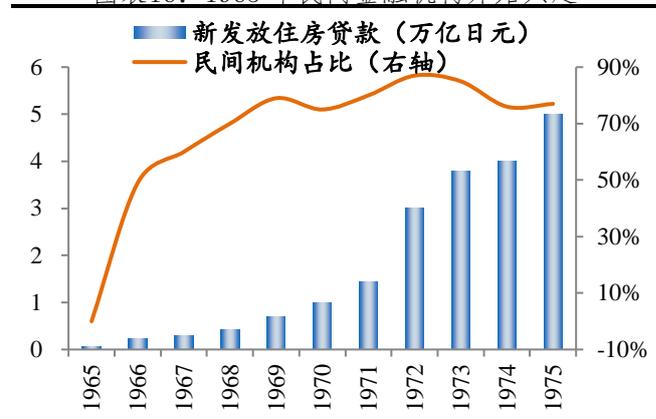
四是**居民对土地增值预期增加，叠加民间资本进入房地产市场**。日本大都市建筑用地面积占比较低，居民潜意识里将土地视作保值增值的投资品，而1965年国家开始鼓励民营资本介入房地产市场、1972年的“列岛改造热潮”，这些因素都刺激了居民购置不动产的需求。

图表15：60年代人均可支配收入快速增长



资料来源：日本内阁府，恒大研究院

图表16：1965年民间金融机构开始兴起



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

**经济增速换挡期最容易产生房地产市场危机**。70年代初日本政府对经济高速增长过于乐观，认为日本还能持续高速增长十年，导致货币更加宽松，1968-1973年，M1、M2年增速高达22%和20%，远高于同期9%的经济增速，1972年的贴现率也降至1955年以来的最低值4.25%。货币宽松叠加“列岛改造论”下的地价上涨预期，房地产市场开始出现危机。

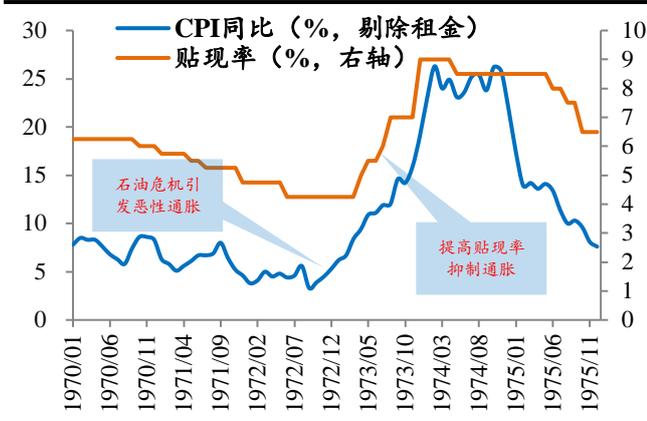
### 2.1.2 爆发：货币收紧，税制改革

**第一次石油危机冲击下货币收紧**。1973年底中东石油危机爆发，原油价格暴涨3-4倍，对高度依赖进口的日本冲击巨大，石油化学品、钢铁制品等工业品生产成本大幅增加，导致恶性通胀爆发，1974年2月CPI同比增速高达26.3%。为控通胀，央行开始收紧货币，将贴现率提升至战后以来的历史最高值9%，资金成本的大幅提升有效抑制了地价过快上涨。

**土地税制改革，增加土地持有成本，对短期交易征收重税**。事实上，政府自1965年以来就意识到地价过快上涨的问题，并采取了一系列措施：①1968年第一次土地税制改革，创设个人土地转让所得长短期分离课税机制，对持有不足5年的短期土地交易征收40%的所得税，重税打击短期交易，鼓励长期持有；②1971年针对农地与建筑用地同等征税，促进农地流转，增加土地供应；③1973年再次土地税制改革，针对法人土地5年内的短期交易，在营业税基础上追加征收20%的土地转让所得税。同时，创设特别土地保有税，提高土地持有成本，刺激土地供应。

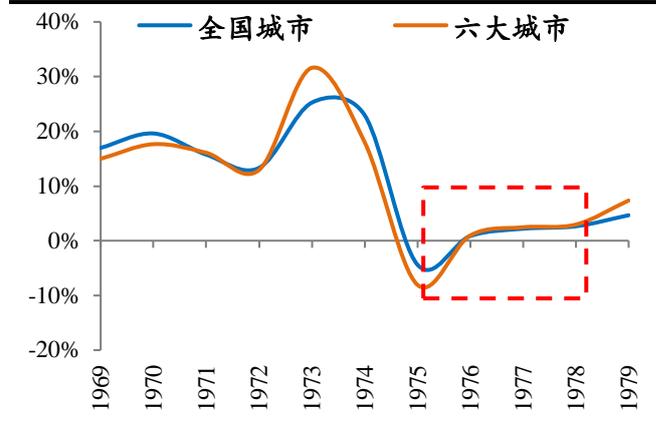
70年代政府对房地产市场控制力较强，通过采取一系列有针对性的措施，地价快速上涨的局面得到有效控制，1975年全国和六大城市地价指数分别下跌4.4%和8.1%，1976-1978年地价基于需求驱动而温和上涨。

图17：石油危机引发恶性通胀与政府收紧货币



资料来源：日本统计局，恒大研究院

图18：1975-1978年地价上涨得到有效控制



资料来源：日本不动产研究所，恒大研究院

### 2.1.3 为什么第一次房地产危机爆发后，市场能迅速恢复？

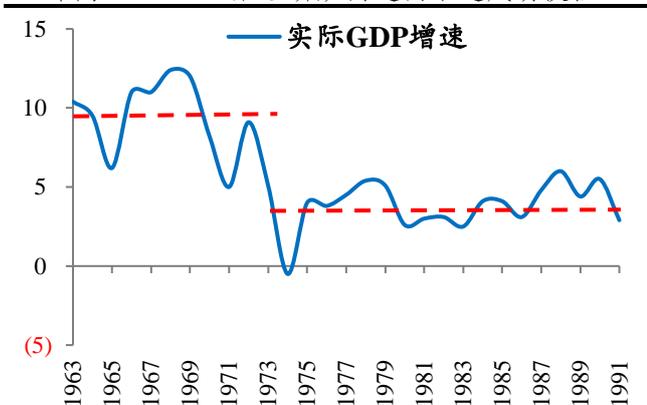
第一次房地产危机爆发后影响较小，地价仅在1975年小幅回撤后重回上涨通道，可归结为三大因素：

**一是产业结构调整顺利，经济成功增速换挡。**70年代环境容量触及上限，政府开始调整产业结构，有色、钢铁、化工等重污染行业开始让位于精密机械、运输机械、医药等高附加值产业，同时不断发展扩大服务业比重。受益于产业结构调整，日本GDP年增速由1956-1973年9.1%的高速增长顺利换挡到1974-1991年3.8%的中速增长，土地需求有支撑。

**二是适龄置业人口仍处高位，真实住房需求旺盛。**1974年20-49岁适龄置业人口数达5240万人，为战后以来的峰值，且1973年全国住房套户比为1.05，并未出现大面积住房过剩，房地产市场需求依旧强劲。

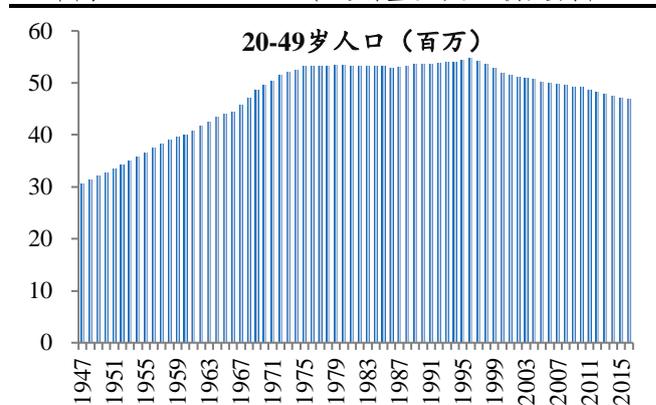
**三是居民负债较低，仍有加杠杆空间。**1974年底，居民部门负债与GDP比例为35%，非金融企业部门负债与GDP比例为101%，随着收入的增加，居民和企业仍有一定加杠杆的空间。

图19：1974后经济从高速向中速成功换挡



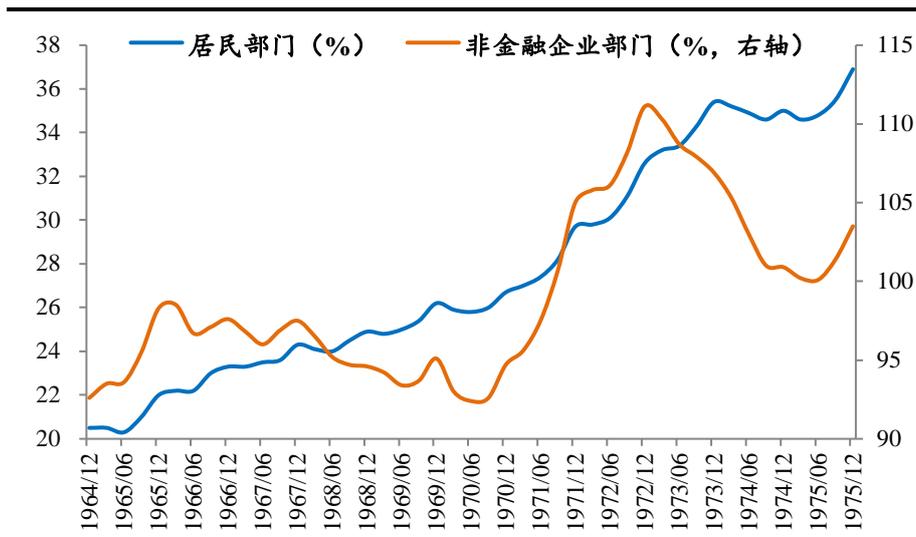
资料来源：日本统计局，恒大研究院

图20：1974-1990年适龄置业人口仍处高位



资料来源：日本统计局，恒大研究院

图表21：第一次房地产危机爆发时居民部门仍有加杠杆空间



资料来源：BIS，恒大研究院

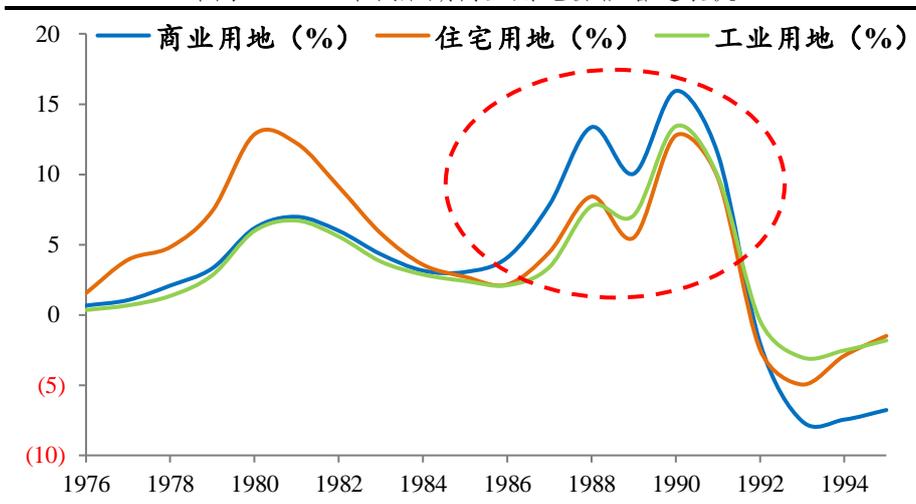
## 2.2 第二次危机（1986-1991）：货币驱动，政府主动刺破，破灭后陷入“失去的二十年”

### 2.2.1 产生：金融自由化，信用扩张，企业炒地

1979年后土地税收政策开始放松，房地产市场再次火热。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年的居住用住宅地，高价购入新建住宅时可延期缴纳资本收益税。一系列政策放松，叠加旺盛的住房需求，1980年后地价再次大幅上涨。

1985-1990年金融自由化和国际化导致商业用地价格大幅上涨。1984年成立“日元-美元委员会”后，日本金融市场对外开放和日元国际化步伐不断加快，以东京为代表的各大都市国际金融地位不断上升，企业商业地产需求不断增加，同时，银行以不动产抵押贷款的方式变相鼓励企业购买不动产，刺激商业地产价格快速上涨。

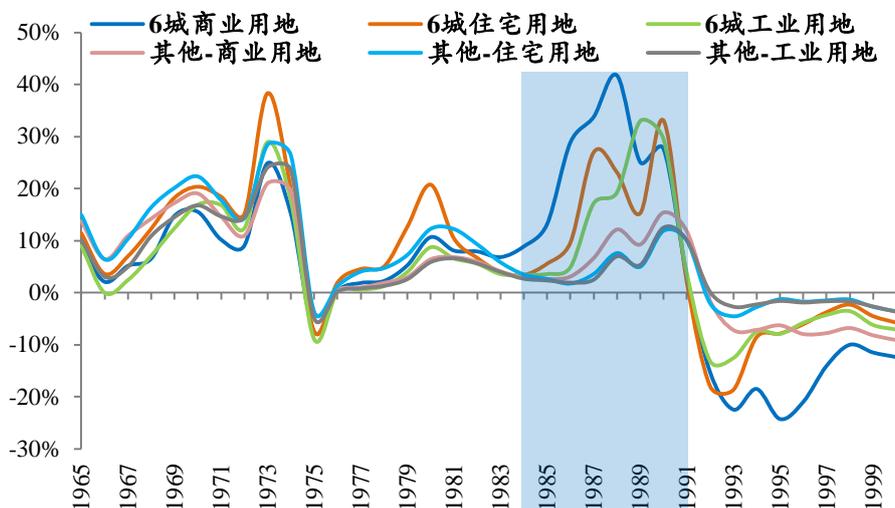
图表22：80年代后期商业用地价格增速最快



资料来源：日本统计局，恒大研究院

六大城市地价增速显著高于其他城市，特别是商业用地。不同于1975-1980年的各城市不同性质土地的同步上涨的特征，1985-1991年增速最快的是六大城市的商业用地。主要因为东京的国际金融中心地位的逐渐确立，国际金融机构的大量入驻带动商业地产需求大幅上升，并蔓延到日本其他主要城市。商业地产率先上涨也带动了住宅和工业用地上涨。

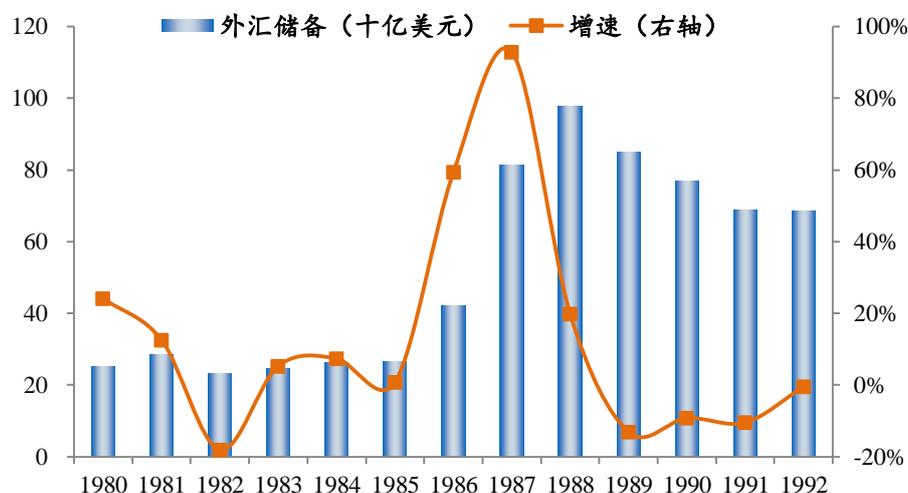
图表23：八十年代后期，六大城市地价上涨明显高于其他城市



资料来源：日本不动产研究所，恒大研究院

日元升值和连续降息导致市场流动性过剩。《广场协议》后日元稳定升值，叠加金融自由化背景下的国内金融市场开放，国际热钱快速流入，在本币升值导致出口大幅下滑的背景下，1986-1988年外汇储备年增速高达57%，反推日元加速升值。为抑制本币过快升值，政府采取了激进的货币政策，一年内连续4次下调贴现率，至1986年11月的3%。1987年《卢浮宫协议》签署后，日本1987年2月再次下调贴现率至历史最低值2.5%，经济泡沫化更加严重。而1987年10月“美国黑色星期一”导致全球资本市场暴跌，日本不得不放弃货币紧缩的打算，将2.5%的历史最低贴现率一直维持到1989年4月，1986-1989年M2年增速高达10.2%，远高于同期经济增速。在低利率、实业利润水平下降的大环境中，大量资金涌入股市和房地产市场，推动资产价格暴涨，投机氛围浓厚。

图表24：80年代后期，国际热钱涌入日本



资料来源：日本统计局，恒大研究院

### 存款利率市场化迫使银行负债端成本大幅上升。

1973年第一次石油危机爆发后，日本经济由高速增长换挡到中速增长，企业设备投资需求随经济回落而不断下降，市场资金由经济高速增长期的短缺状态，变为经济增速换挡期的过剩状态。为了刺激经济回升，政府采取了扩张性财政政策，大量发行国债，扩大公共投资。而国债的主要认购方是银行，政府不允许银行持有的国债在二级市场流通。随着国债发行规模越来越大，强制压低的国债发行成本导致银行资产端压力与日俱增，政府不得不允许国债在二级市场流通，债券市场得以迅速发展。

相较于政府管控下的金融机构存款低利率，二级市场迅速受到企业、机构和个人投资者青睐，资金迅速流入二级市场，银行负债端压力不断增加，利率市场亟需改革。1978年银行间拆借利率率先市场化，其后又放开银行间票据利率。同时，存款利率的市场化也有突破：1979年允许商业银行发行利率不受限制的大额可转让存单，推动大额存款利率市场化；1985年4月，认可市场利率联动型储蓄产品，最低发行额度为5000万日元，期限1~6个月。随着存款利率市场化程度不断加深，银行吸储成本显著增加。

### 金融脱媒，信用下沉，银行贷款从大企业转向中小企业。

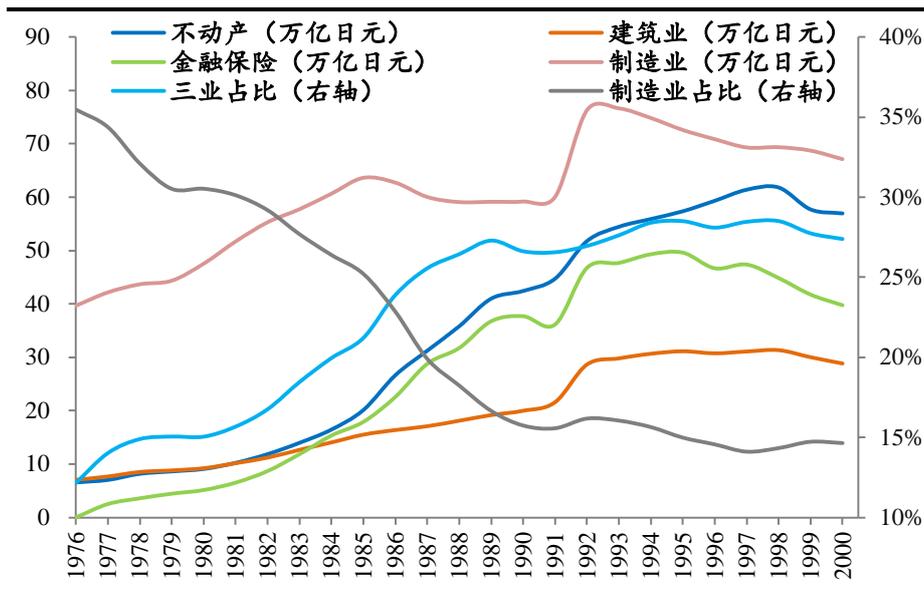
战前日本采取金融管制政策，目的是控制资金配置，以保证军需品相关企业优先获得资金，各军需企业与银行“配对”，银行为“配对”企业提供融资，同时参与经营管理和财务监督。战后财阀解散，为了稳定货币和支持经济重建，盟军基本没有改变战前的银行体系，规模以上的企业与银行的“配对”关系得以保留，并在此基础上逐步发展成为日本独特的“主银行制度”。除了借贷关系，主银行同时还承担着“配对”企业债券发行、支付结算账户、并购重组等间接金融服务，同时银企交叉持股关系将企业与银行绑在一起，利益与共。70年代前，间接融资占比平均达80%以上。

70年代国债发行规模大幅增加对企业融资形成挤出效应，政府不得不允许企业通过发债解决融资问题。1977年政府开始允许企业在欧洲市场发行欧洲日元债券，1984年政府允许企业在离岸市场发行债券直接融资。由于海外债券市场融资成本大幅低于国内市场，规模以上的大企业纷纷选择海外发债直接融资，对银行贷款的依存度不断下降，金融脱媒现象开始显现，银行收益不断下降。

80年代后期日本金融自由化加速，大藏省和央行的监督部门形同虚设，对当时房地产业的银行贷款大幅增加、银行业通过给非银金融机构提供融资导致银行资金借道流向房地产业的行为视而不见。“弱监管”促使腹背承压的银行贷款行为偏激进。1985年以来日元大幅升值对出口压制作用明显，导致制造业企业利润率不断下滑，“资产荒”且“金融管制时代风控能力弱”的日本各银行开始将目光投向了火爆的土地市场和不具备直接融资资质的中小企业，以不动产抵押的形式，贷给银行融资依赖度相对高的中小企业。由于银行放贷的抵押物为土地，企业为了获得更多贷款，获取贷款后循环买地质押，导致泡沫失控。

1980-1989年，全国银行总贷款余额中，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%。此外，巴塞尔协议规定，日本具有海外业务的银行需执行8%的核心资本充足率标准，但并未要求仅在国内开展业务的银行，国内银行则只要求4%的核心资本充足率标准，“双轨制”导致日本银行纷纷调整资产结构，大量资金投入国内市场，高收益的金融和房地产市场就成了最佳选择，加速泡沫扩张。

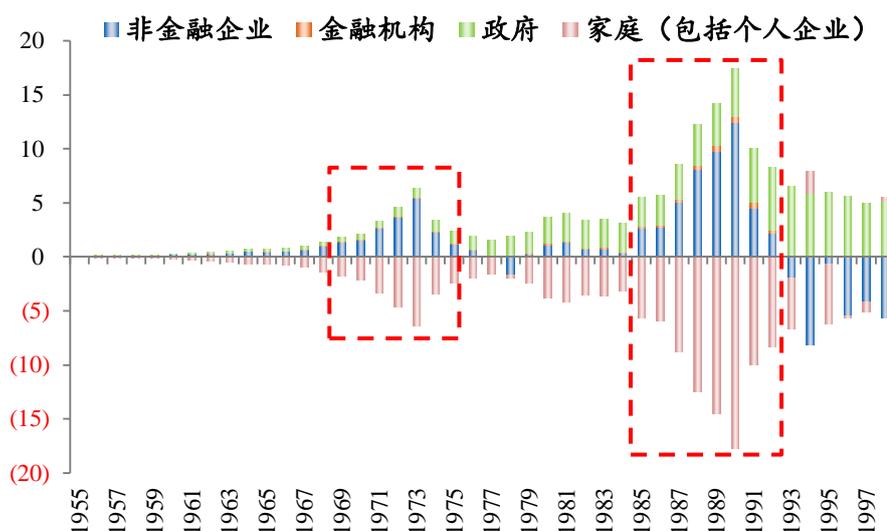
图表25：不动产、建筑、金融贷款占比大幅提升



资料来源：日本银行，恒大研究院

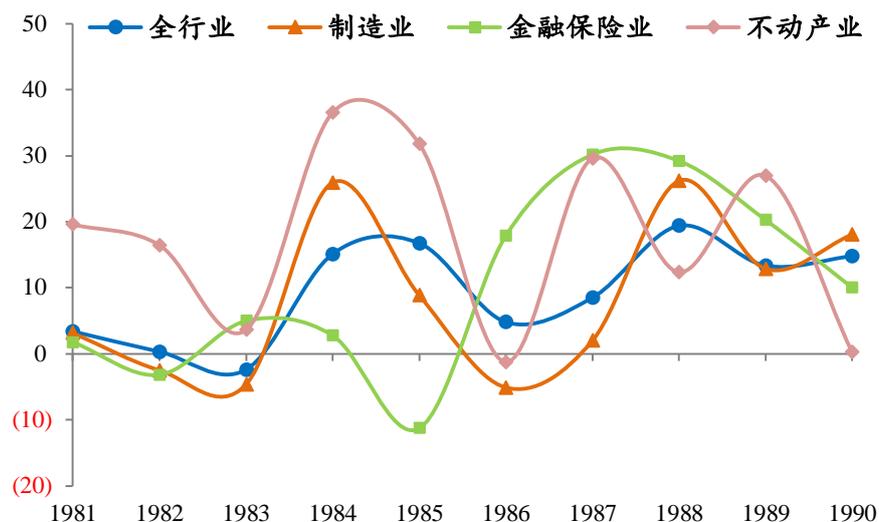
日本的金融体系以间接融资为主，为了获取银行贷款，法人企业成为本次地价泡沫最直接的推手。企业通过购入土地后转抵押，以获取信贷，而后到资本市场和房地产市场投机，不断推高地价。法人企业是泡沫期土地购买主力，尤其是高度依赖银行贷款的非上市中小企业。1985-1990年，非金融企业的土地购入额年均达6.8万亿日元，1990年达12.4万亿日元，是1984年的37倍。但随着实体产业利润率不断下滑，企业获取贷款后并非投入实际生产，而是选择投资资本市场和土地市场，进一步推高地价，而银行基于估值过高的土地价值，继续放贷给法人企业。1985-1990年，法人企业对于全行业新增投资的年增速为12.9%，而制造业、金融保险业和不动产业分别为10.5%、16%和16.6%，法人企业对不动产和金融保险业的投资积极性远超制造业。银行与企业的这种正反馈机制直接造就了80年代末资本市场和房地产市场“非理性繁荣”。

图表26：1968-1973、1985-1990年企业是最主要的土地购入方（万亿日元）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

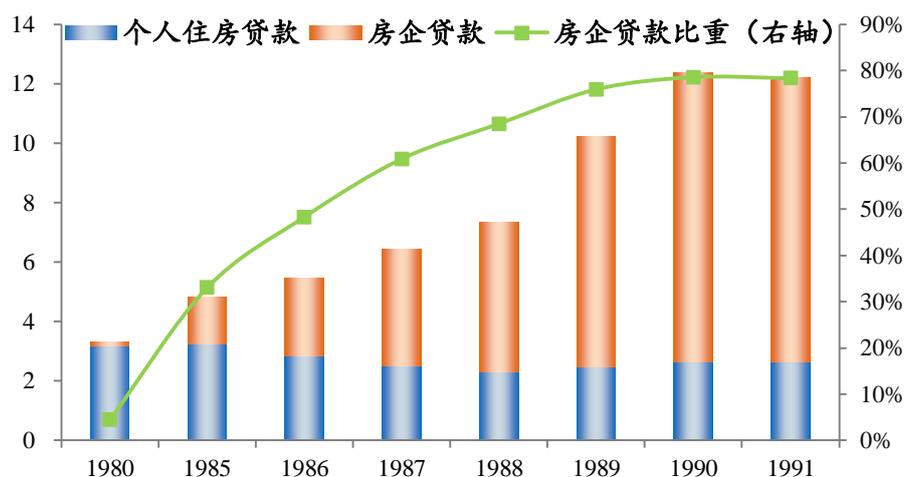
图表27：日本 80 年代法人企业新增的投资额增速（投资完成额，%）



资料来源：日本内阁府，恒大研究院

以“住专”公司为代表的住房金融机构直接为高风险房地产企业提供资金，加速市场筑顶。住房金融专业公司（简称“住专”）成立本意是支持个人住房贷款需求，其贷款资金来自于银行等金融机构拆借，不吸收存款，属于非银机构。随着母体银行在 80 年代纷纷进入个贷市场，“住专”开始转向房地产企业。因其业务多数来自于母体银行推荐，优质客户被银行抢占，“住专”贷款对象多为高风险客群，甚至包括黑社会性质的土地开发公司、炒地团等。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%，相应地，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”公司相当于银行等金融机构的影子银行，持续不断为房地产市场输入资金，而这些投机为主的公司获得贷款后，在土地市场呼风唤雨，泡沫膨胀加速。

图表28：80 年代七大“住专”公司贷款余额结构变化



资料来源：王丹林（1996），恒大研究院

土地遗产税优惠政策、固定资产税偏低和短期内不动产转让所得税过重，也是房地产泡沫产生的重要原因。1983 年遗产税改革，针对小规

模建筑用地，商业用地和居住用地的**遗产税**税基分别为官方公布地价的40%和30%，且官方公布地价低于市场公允价，而金融资产的遗产税则按照市场公允价来征收，这就促使居民将金融资产转变为土地来避税，导致土地需求增加，推动地价上涨。80年代后期，固定资产税的实际有效税率仅为0.2-0.3%，相对高涨的地价，持有成本几乎忽略不计，促使大量资金向土地转移。1987年土地税制改革，对2年内的土地交易征收80%以上的**转让所得税**，政策在抑制土地投机的同时，也抑制了土地交易，造成土地供给减少，推动价格上行。

## 2.2.2 爆发：政府主动挤泡沫、快速收紧货币和信贷

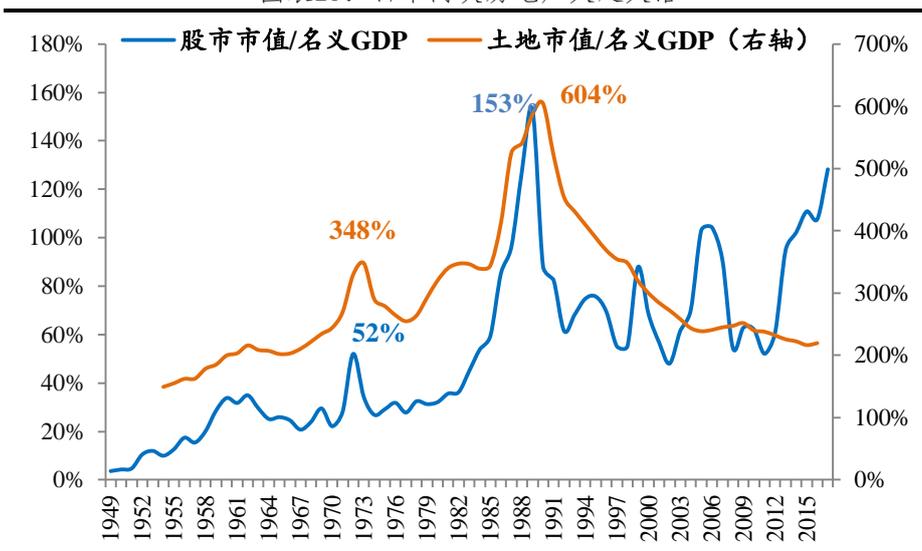
1989年，面对股市和土地市场泡沫的双重压力，日本政府开始主动挤泡沫，先后祭出货币收紧、不动产融资总量控制、加增税收等调控措施，导致股市、土地市场泡沫先后破裂。日经225指数1990年大跌56.7%，全国城市地价指数20年内持续大降62.7%，六大城市跌幅高达76.0%。第二次危机爆发主要归结于两方面原因：

### 一是货币金融政策突然收紧，企业资金链断裂。

央行上调政策利率，紧缩货币。地价太高造成的社会问题日益突出，个人购房压力大、企业经营成本高、社会不平等现象日益严重、市场投机盛行。为了抑制经济过热，政府开始主动挤泡沫，1989年5月后连续5次上调贴现率，由1989年4月的2.5%调至1990年8月的6%，M2同比增速由1990年10月的11.8%降至1991年4月的3.8%，1992年甚至转负。猛烈的加息步伐使得股市率先崩盘，企业直接融资受挫、金融资产贬值，资金链开始断裂，随后传导至高杠杆维持的房地产市场。

大藏省控制不动产融资总量。1990年3月大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》，对房地产融资进行总量控制，要求房地产贷款增长率低于总贷款增长率，由于缺乏金融机构资金支持，“不动产抵押—贷款—购买不动产—不动产抵押”链条断裂，房地产市场轰然崩塌。

图表29：日本两次房地产大起大落



资料来源：日本内阁府，东京证券交易所，恒大研究院

### 二是加征土地税收，炒地成本上升。

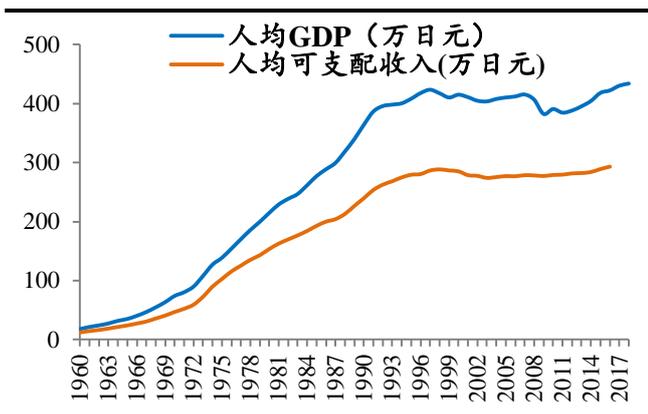
地价税加重土地持有成本，加速地价下降；特别土地保有税对大都市影响更大，导致六大城市跌幅更深。1991年1月，《综合土地政策推进纲要》、《土地税制改革的基本方案》陆续出台，指出“土地税制改革是解决土地问题极为重要的手段之一”。主要调控措施包括：开征地价税，按照土地评估价的0.3%征收，居民自住的一套住宅可免税，但面积超1000平仍需交税；强化特别土地保有税，将持有期十年以上的土地纳入征税对象，降低城区起征点；强化对市区内农地征税，将农地分为“必须保护的农地”和“必须宅地化的农地”，前者按农地征税，后者于1992年后与宅基地同等征税，刺激土地供给；提高土地价格评估标准，固定资产税提高到公示价格的70%，遗产税1994年则提高至公示价格的80%。地价税使得土地持有成本加重，加速地价下降。而特别土地保有税的征税对象主要集中在地价泡沫严重的中心城市，导致六大城市跌幅远超全国。

### 2.2.3 为什么第二次房地产危机爆发后，市场一蹶不振？

1974年房地产危机爆发后，市场迅速恢复，而1991年第二次房地产危机爆发后，市场从此一蹶不振，主要在于经济增长停滞、债务通缩、城市化接近尾声、适龄置业人口见顶回落、老龄化问题加剧等导致的有效需求不足和居民购买力下降。

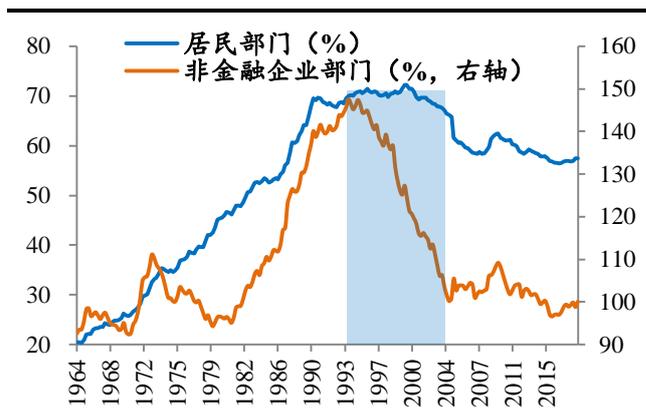
一是企业长期去杠杆，经济发展停滞。危机爆发后，企业资产大幅缩水，造成大量企业破产，负债累累。1993-2004年非金融企业部门一直处于去杠杆过程，无力扩张生产。“土地神话”破灭后，居民和企业对不动产持有信心大幅下降，1991-1999年新增不动产投资年增速跌至-7.7%，远低于其他行业。同时，日元大幅升值导致出口下降，1992-2012年，人均可支配收入年增速仅0.5%，甚至有些年份还是负增长，导致消费增速放缓，经济长期萧条，人均GDP年增速为0，CPI同比增速-0.1%，二十年发展几乎停滞。

图表30：日本“失去的二十年”



资料来源：日本内阁府，恒大研究院

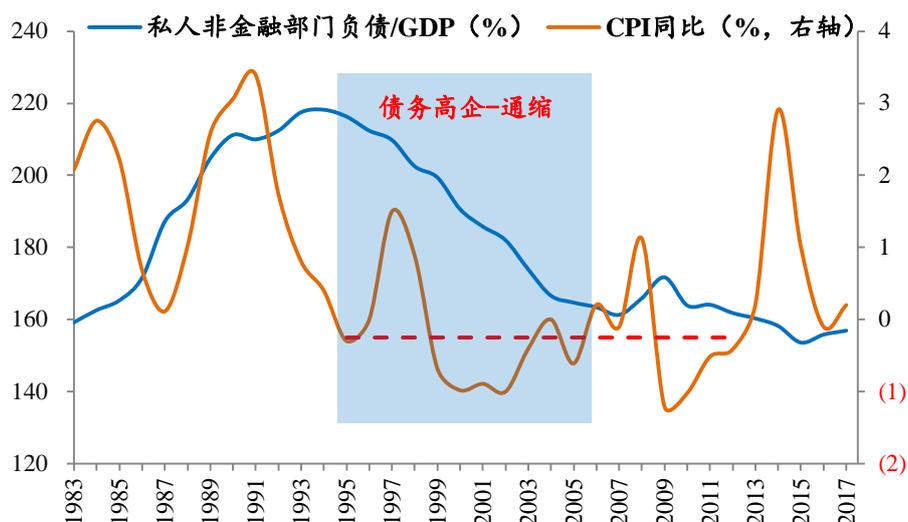
图表31：危机爆发后，企业长期去杠杆



资料来源：BIS，恒大研究院

同时，“债务-通缩”恶性循环，资产价格低迷。泡沫破灭冲击下，私人非金融部门被迫继续加杠杆对冲利润下滑，1994年债务率达到218%的历史峰值，随后市场担心依靠负债维持经济增长模式或难以持续，通缩预期逐渐形成，1995年CPI同比增速为-0.3%。企业开始抛售资产清偿债务，造成资产价格进一步下跌，通缩预期加强，企业资产净值进一步下降，形成“债务-通缩”恶性循环，资产价格长期低迷。

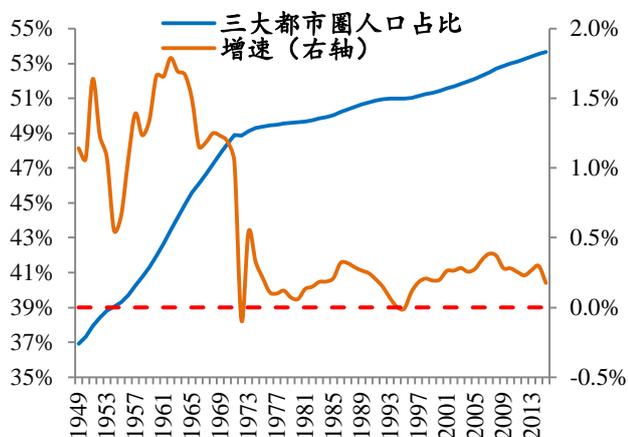
图表32：90年代泡沫破灭后，债务高企和通货紧缩局面共存



资料来源：BIS，日本统计局，恒大研究院

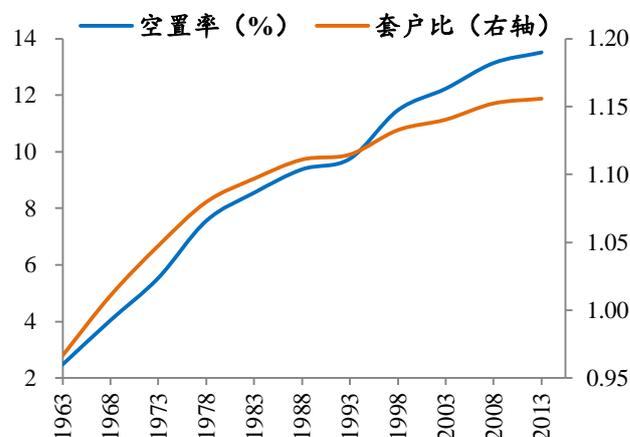
二是城市化接近尾声，住房需求见顶。战后日本经历了长达30年的快速城市化阶段，城市化率增至1975年的75.9%，此后，城市化率在2000-2010年虽有大幅提升，但主要是行政区划调整和町村老龄人口去世造成的被动提升，而非人口主动流入，城市化基本完成。早在1993年，全国住房套户比已达1.11，空置率达9.8%，房地产进入存量时代，增量有限。

图表33：1973年后，大都市人口流入明显放缓



资料来源：日本统计局，恒大研究院

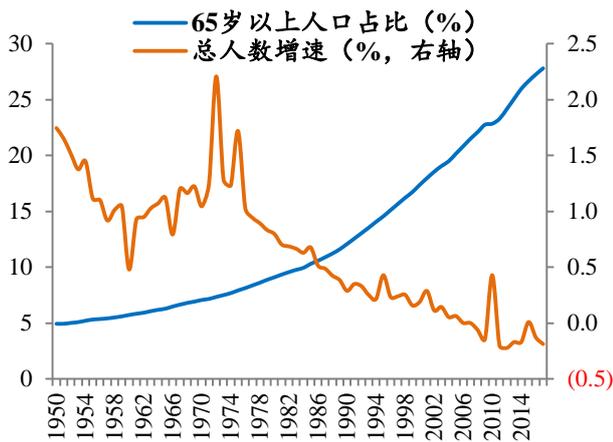
图表34：90年代市场处于“供大于求”的格局



资料来源：日本统计局，恒大研究院

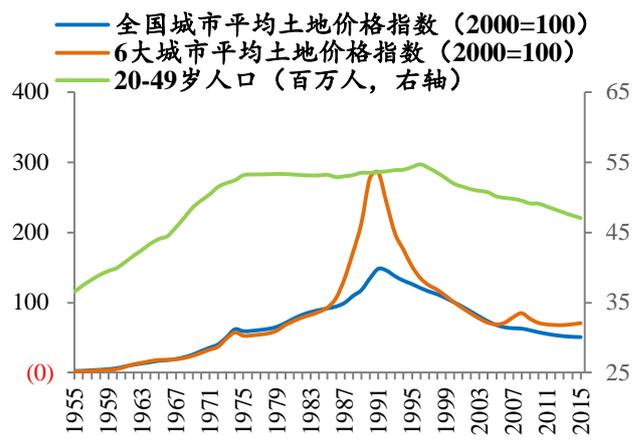
三是老龄化日益严峻，置业人口见顶回落。日本的人口增长率自1976年后就降至1%以下，1990年后长期徘徊在0.3%左右，人口总量增速放缓。同时，人口结构老龄化，1990年65岁以上人口占比高达12.1%，且老龄化速度不断加快。20-49岁适龄置业人口于1975年见顶，此后一直维持到2000年左右，需求虽处峰位，但已无增量。

图表35：90年代后人口增速放缓、老龄化加剧



资料来源：日本统计局，恒大研究院

图表36：适龄置业人口见顶回落



资料来源：日本统计局，恒大研究院

### 3 日本的住房制度是什么？

#### 3.1 日本住房制度的四大支柱

图表37：日本住房制度的四大支柱

四大支柱	特点
货币金融制度	货币政策频繁变动，住房金融体系以民间机构为主、公共机构为补充
税收制度	税种类别多，保有环节税负轻、短期交易收重税
土地制度	以私有为主的多元土地所有制，建筑用地占比低，土地税收“重交易轻保有”
租赁制度	法律健全，供给充足，机构主导，以民营为主体、公共租赁为保障

资料来源：恒大研究院

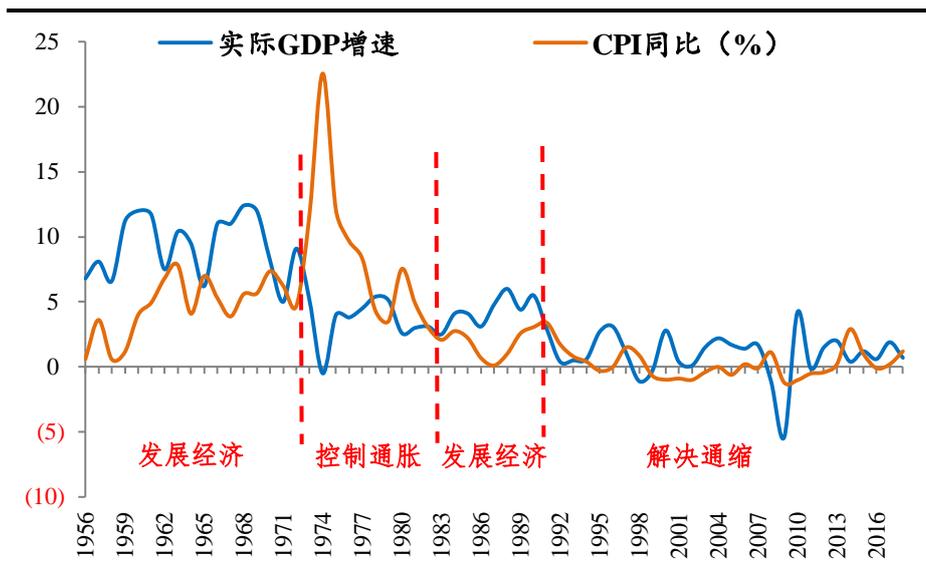
##### 3.1.1 货币金融制度：货币政策频繁变动，民间金融机构主导

###### (1) 货币政策：频繁变动，央行缺乏独立性

日本央行缺乏独立性，受大藏省影响较大。日本央行成立于1882年，目的是为了抑制明治时代的恶性通胀。为适应战时经济需要，日本银行1942年全面改组央行，制定《日本银行法》，明确“日本银行的任务是根据国家政策进行货币、金融调节及维护信用秩序，以有效发挥国家整体经济力量”，大藏省拥有对日本银行的一般业务命令权、监督命令权、官员解雇命令权等，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。泡沫破灭后日本经济不断恶化，控制着日本货币金融政策的大藏省成为各界竞相指责的对象，央行独立性改革受到重视。1997年，新《日本银行法》出台，规定央行政策目标是“通过保持物价稳定来促进国民经济健康发展”；明确要“尊重日本银行货币金融政策自主性，确保经营决策透明性”；改革人事制度，央行行长、副行长、审议委员均由国会两院批准，内阁任命，任期改为5年，政府不得随意解除其职位；进一步确立货币政策委员会的最高决策地位，政策委员会委员增至9名，其中大藏省和经济企划厅代表各1人，但无表决权；废除大藏省对日本银行的业务命令权、监督命令权和检查权。改革后的日本央行政策独立性大幅提升，但大藏省对央行仍有较大影响，必要时大藏省有权要求日本银行提供信用支持，且日本银行在人事、预算、国际金融活动、外汇市场操作等方面并非完全独立。相较于欧央行，日本银行独立性仍然有限。

货币政策定力不足，战后服务于经济增长，90年代后强调稳定物价。受政府干预，日本银行在战后很长一段时间的为首要目标是为经济增长提供充足资金；70年代两次石油危机爆发引发恶性通胀，货币政策目标转为控通胀；1985年“广场协议”签署后，日元大幅升值抑制出口，经济下行压力大，央行的使命重回保增长；90年代泡沫破灭后，又转向解决长期通缩；直至1997年新法出台，才从法律上明确了“央行的基本使命是稳定物价”，先后采取零利率（1999-2000）、量化宽松（2001-2006）、通胀目标2%（2013）等政策。整体来看，日本央行货币政策目标在经济增长和稳定物价之间不断切换，导致政策忽松忽紧，加剧资产价格波动。

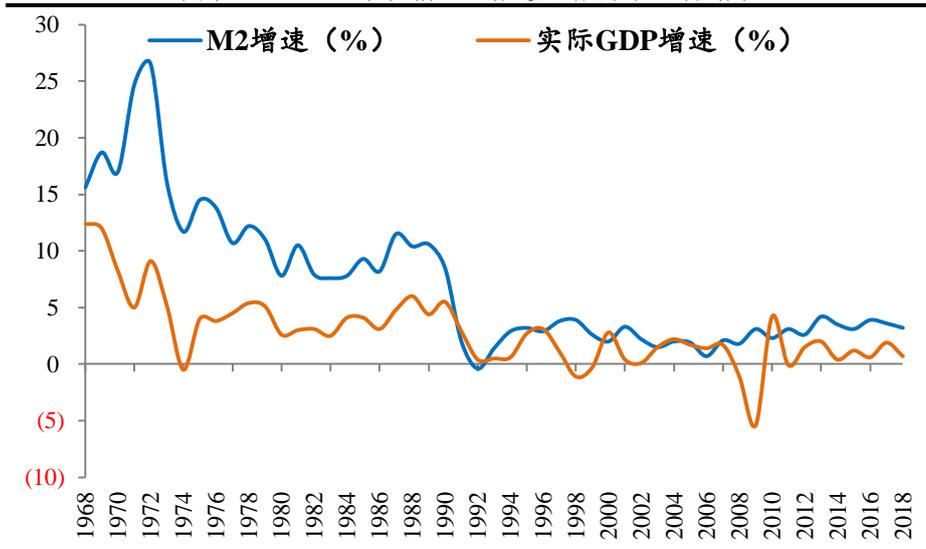
图表38：日本央行货币政策目标在经济增长和稳定物价间不断切换



资料来源：日本统计局，恒大研究院

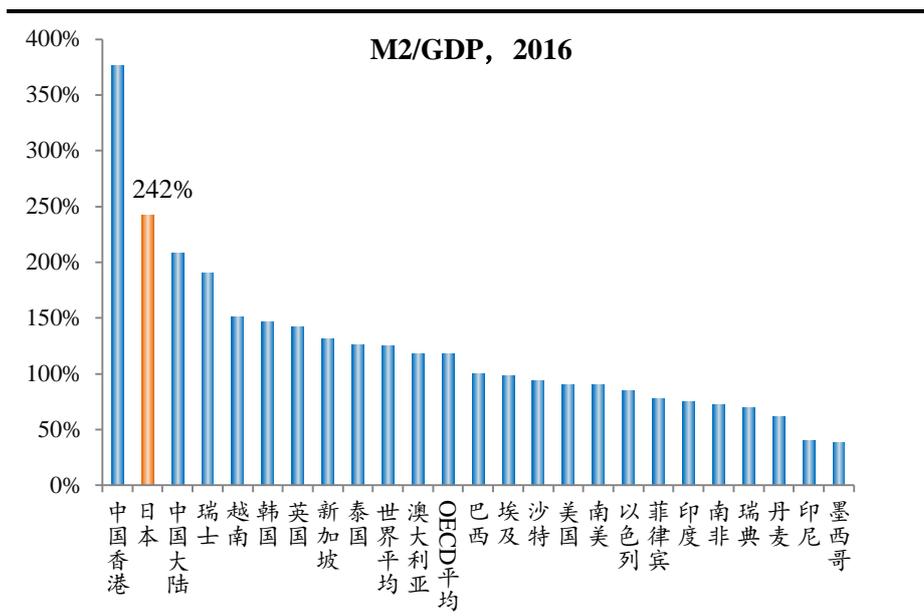
90年代前，货币供应速度显著高于实际GDP增速，经济货币化程度高。纵向比较看，1968-1990年日本M2年增速达12.7%，远高于同期GDP年增速5.2%。横向比较看，2016年日本M2/GDP高达242%，仅次于中国香港，显著高于OECD经济体平均水平，经济货币化严重。

图表39：1990年以前M2增速显著高于经济增长



资料来源：日本银行，日本统计局，恒大研究院

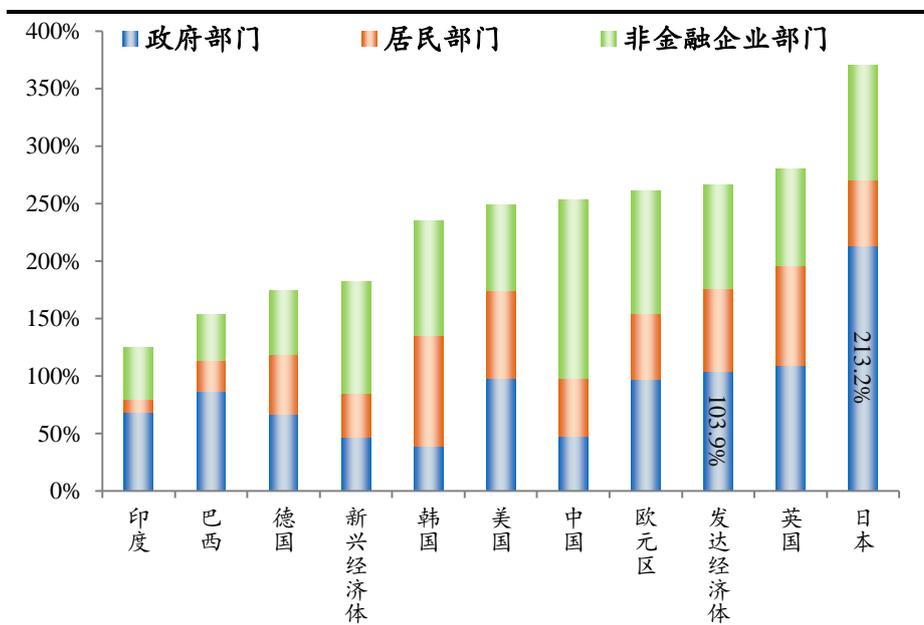
图表40：日本 M2 与 GDP 之比远高于 OECD 等经济体



资料来源：世界银行，恒大研究院

政府部门杠杆水平高。2018 年 2 季度，日本非金融部门负债与 GDP 之比高达 370.7%，远高于发达经济体 265.9% 的平均水平，在主要经济体中排名第一。其中，日本政府部门杠杆率高达 213.2%，比发达经济体 103.9% 平均值高一倍。

图表41：日本非金融部门杠杆率偏高（2018Q2）



资料来源：BIS，恒大研究院

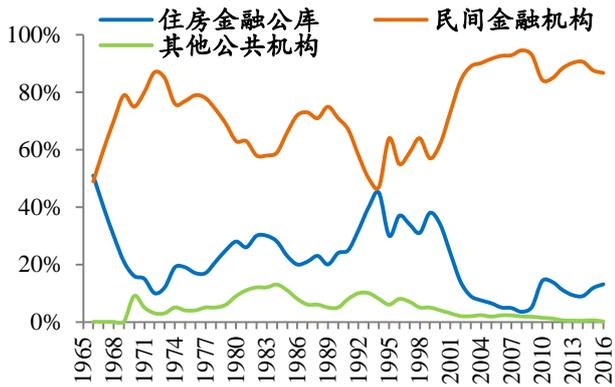
### (2) 住房金融体系：民间机构主导，公共金融机构为补充

日本住房金融体系战后以来不断调整，主要经历了政策性金融“一家独大”、民间金融和政策性金融并重、民间金融主导的市场化住房金融体系这三个阶段。1965 年以前，日本住房金融体系以政策性金融机构（主



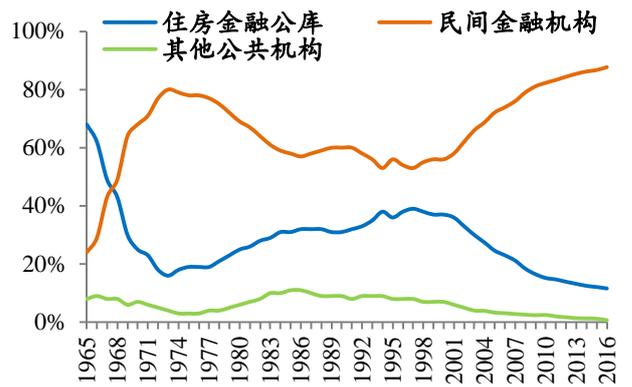
要是住房金融公库)为主,1965年住房金融公库在新发放住房贷款和贷款余额中分别占比50%和68%,而民间金融机构多采取先存后贷、多存多贷的模式开展个贷业务,参与度较低。1965年以后,千叶银行创新贷款模式,采取个人住房抵押贷款代替之前的贷款模式,极大简化了贷款流程,促使地方民间银行积极参与,民间资本加速进入房地产市场,1968年新增住房贷款中,民间金融机构贷款占比超过住房金融公库,住房金融体系中,民间金融机构和公库并重。2000年以后,随着住房金融公库改组并退出个贷市场,民间金融机构开始扮演主导角色,住房金融体系逐渐形成以民间机构为主、政策性金融为补充的市场化格局。

图表42: 历年新发放住房贷款结构组成



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

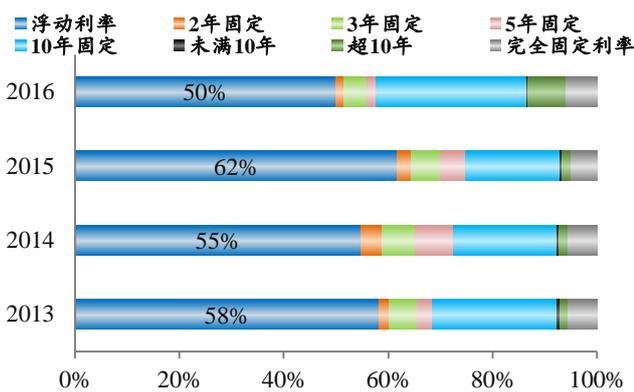
图表43: 历年住房贷款余额结构组成



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

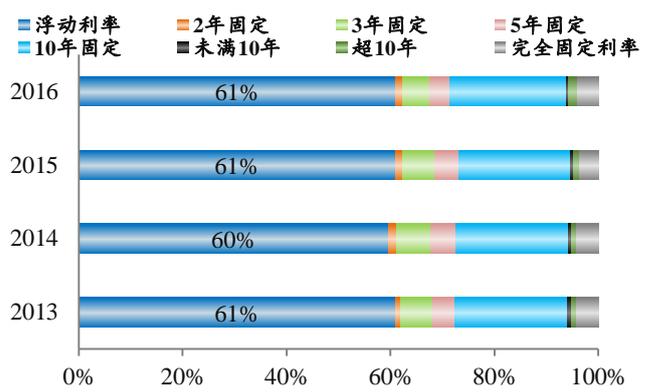
居民住房贷款以浮动利率为主。居民住房贷款类型可分为三类:一是浮动利率型,利率每半年审核一次,还款金额每五年变动一次;二是固定利率期间选择型,在贷款合约上的固定期限按约定的固定利率还款,每月还款额固定,到期后可继续选择固定利率;三是完全固定利率型,按照某一固定利率还款,每月还款额固定,最典型的如35年固定利率的Flat35。2013年以来,新发放住房贷款中浮动利率型占比超50%,住房贷款余额中浮动利率型占比更高达60%。

图表44: 新发放住房贷款中浮动利率占比超50%



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

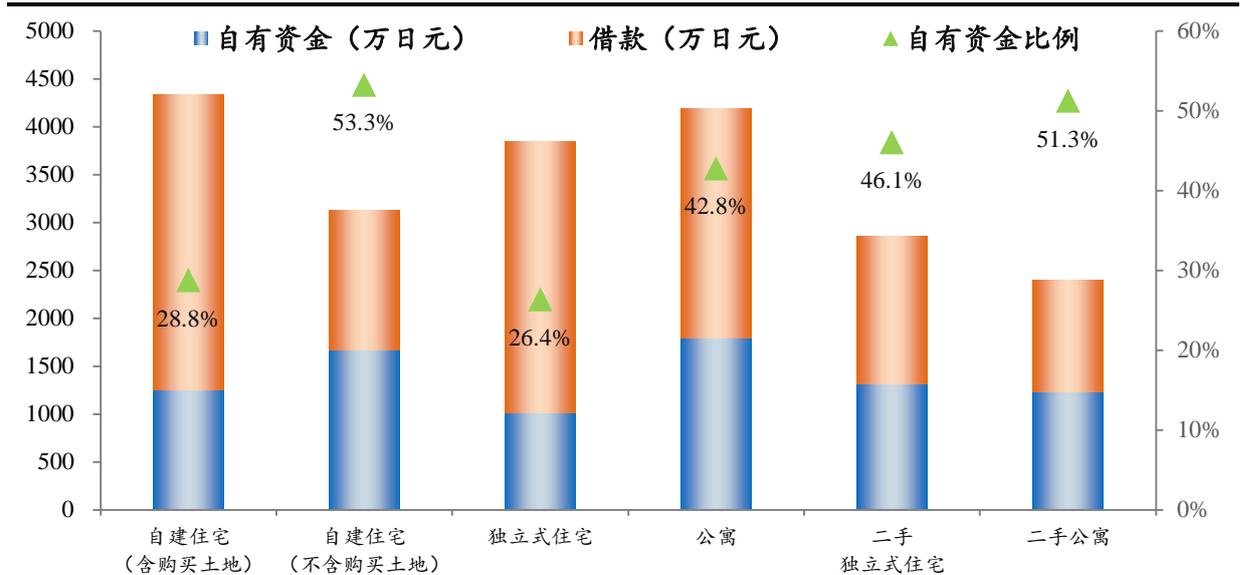
图表45: 居民住房贷款余额中浮动利率占比超60%



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

居民购房款中自有资金占比较高。自有资金在购房款中占比因房屋类型而异:一是私人购入土地并建设住房,自有资金占比28.8%;二是在自有土地上新建住房,自有资金占比53.3%;三是购买独立式住宅和公寓,自有资金占比分别为26.4%和42.8%;四是购买二手独立式住宅和公寓,自有资金占比分别为46.1%和51.3%。对比其他国家,日本购房款中自有资金占比较高,远超美国和新加坡(均为20%)。

图表46：居民购房自有资金实际比例较高（2017年）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

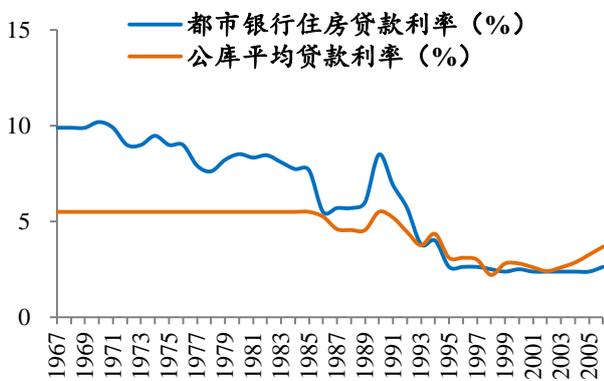
日本政策性住房金融机构以住房金融公库为主，作为日本公共住房政策三大支柱之一，住房金融公库累计为1/3以上的家庭提供住房贷款。面对着巨大的财政压力和亏损压力，2007年政府废除住房金融公库，改建住房贷款支援机构，主要从事证券化融资业务及融资担保业务，使得住房信贷回归市场。

### 1) 1950-2006年：住宅金融公库

住宅金融公库为日本战后解决住房短缺问题发挥了重要作用。1950年《住宅金融公库法》颁布，由政府全额注资成立住宅金融公库，目的是通过财政投融资机制，将更多低成本长期资金引入住房信贷市场，保障那些难以从银行获取信贷的企业和个人的住房贷款需求，包括建房和购房贷款、住房贷款担保、自然灾害重建贷款、公共设施贷款等。

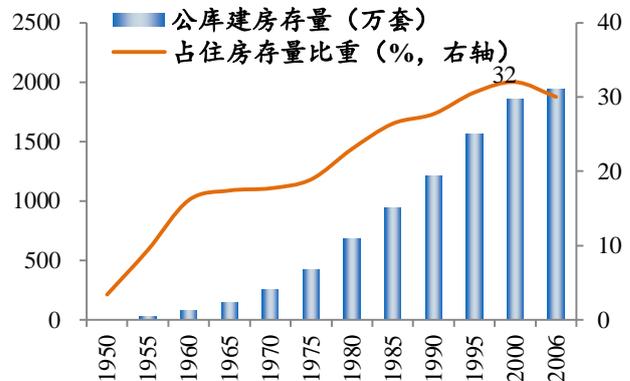
贷款利率固定、利率低、周期长。住房金融公库以5.5%的低固定利率发放长期贷款，最长可达35年，但对借贷人有一定收入要求。1993年以前，住房金融公库贷款利率均显示高于民间金融机构（以都市银行为例），足见其政策性金融机构的本质。

图表47：90年前公库贷款利率显著低于都市银行



资料来源：日本住房金融支援机构，恒大研究院

图表48：公库为日本住宅建设发挥重要作用



资料来源：日本住房金融支援机构，恒大研究院

截至 2006 年，住宅金融公库累计为 1/3 的家庭提供贷款。1950-2006 年，住宅金融公库累计为 1941 万户家庭提供贷款，占住宅存量的 30% 以上，累计贷款规模达 151 万亿日元，为解决住房问题发挥了重要作用。

### 2) 2007 年至今：住宅金融支援机构

利率市场化和财政压力下，2007 年正式废除公库，改组为住房金融支援机构。1986 年利率市场化不断深入，民间机构住房贷款利率不断下降，借款人提前还款和利差扩大使得住宅金融公库亏损严重。90 年代受泡沫破灭冲击，经济长期低迷，财政收支恶化，财政无力继续补贴公库经营。2007 年政府废止住房金融公库，改组为住房金融支援机构。

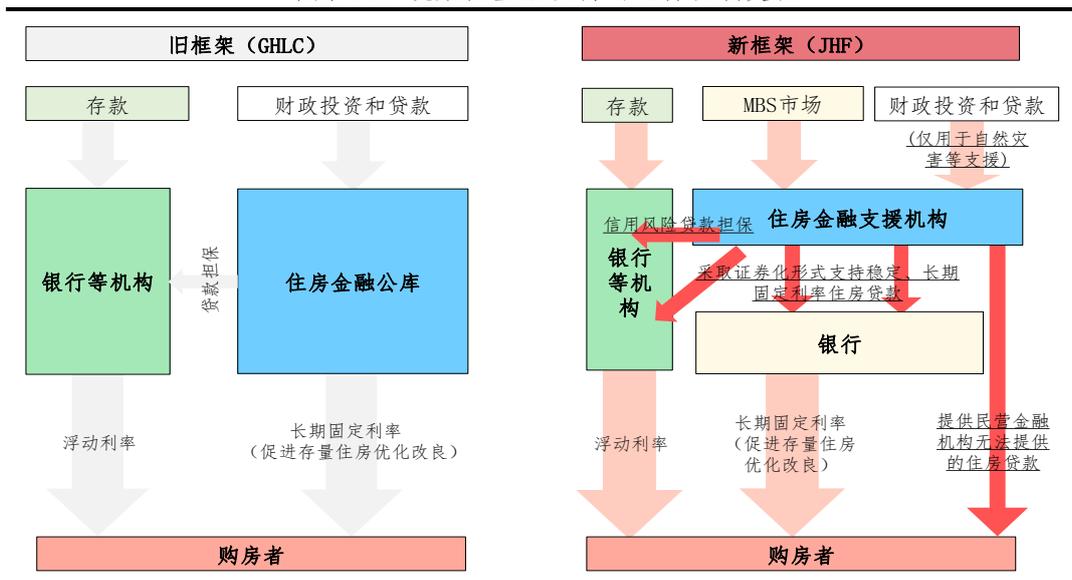
图表49：住房金融公库与住房金融支援机构的区别

项目	住房金融公库 GHLC	住房金融支援机构 JHF
成立时间	1950	2007
所有权	日本政府	日本政府
成立目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 为住房信贷市场提供流动性，保障中低收入家庭贷款需求</li> <li>· 提高住房质量</li> </ul>	
主要产品	固定利率住房贷款	
主要商业模式	初级抵押贷款市场运营 (与民间金融机构竞争)	二级抵押贷款市场运营 (支持民间金融机构)
主要资金来源	财政投融资机制	住房抵押贷款证券化
是否享有政府补贴	是	否

资料来源：恒大研究院

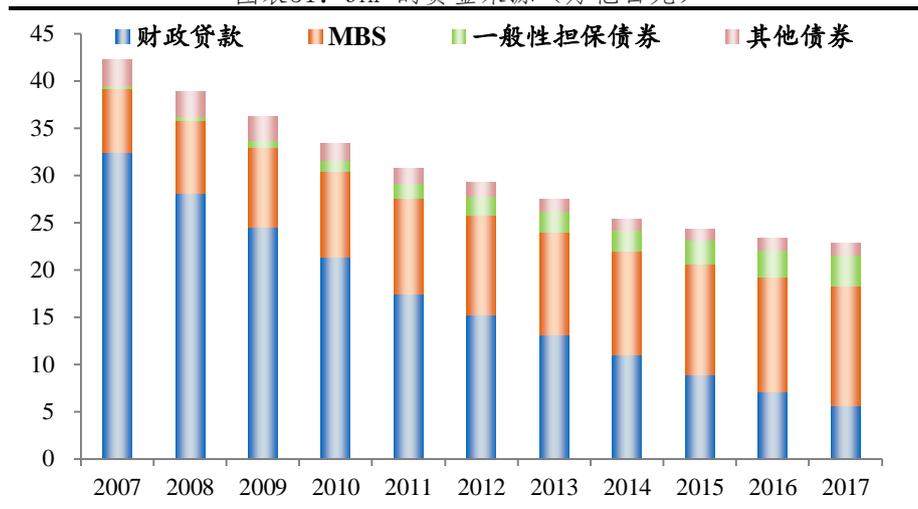
住房金融支援机构以市场化方式运作，减轻对财政资金的依赖。资金来源上，通过将购买的民间金融机构住房贷款以资产证券化打包发售给投资者获取资金，不再仅仅依靠财政资金，2007-2016 年，财政融资占比由 76.7% 降至 24.6%，MBS 占比由 16.1% 升至 55.6%。业务模式上，由原来直接发放住房贷款，改为从事证券化融资业务及融资担保业务。

图表50：政策性金融机构的运行机制变化



资料来源：恒大研究院

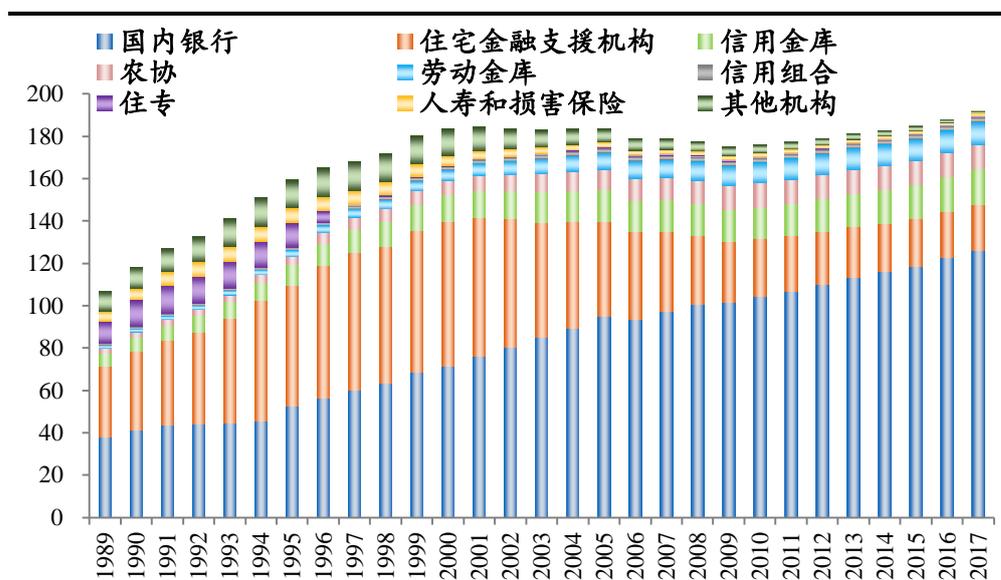
图表51: JHF 的资金来源 (万亿日元)



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

日本住房信贷的民间金融机构主要包括: 国内银行(都市银行、地方银行、第二地方银行、信托账户)、农协系统金融机构、信用金库、信用组合、劳动金库、人寿保险、损害保险和住专等。都市银行是日本银行行业的核心, 活动中心是大都市, 贷款对象多为大企业, 个贷业务较少; 地方银行规模较小, 一般代理当地政府的金融事务, 主要资金来自个人储蓄, 贷款对象多为地方性中小企业, 但区域性特征明显; 第二地方银行与地方政府关系更为紧密, 主要开展中小企业和个人金融服务; 信托可兼营信托和银行业务, 主要提供长期贷款; 农协系统金融机构主要为农林渔业提供贷款; 信用金库、信用组合和劳动金库多为中小企业提供金融服务, 实行会员制; 人寿和损害保险属于保险资金。

图表52: 日本各金融机构住房贷款余额 (单位: 万亿日元)



资料来源: 日本住房金融支援机构, 恒大研究院

日本民间金融机构的主要住房贷款模式有: Flat35 (35 年固定利率) 贷款、银行贷款、信用金库、信用组合贷款、劳动金库、农协系统贷款等。Flat35 贷款是由住房金融支援机构和民间金融机构联合推出的贷款模式, 提供最长 35 年的固定利息贷款; 银行贷款是最为常见的民间金融机构贷

款方式，放款标准主要取决于贷款人的家庭收入；信用金库、信用组合贷款是地方性金融机构发行的，针对在当地居住或工作，且为会员；劳动金库贷款对会员及年收入也有要求；农协系统贷款由农业银行发行，主要针对会员，非会员需申请。

**“住专”是日本民间金融机构中最特别的一类金融机构，是 80 年代第二次房地产危机产生的重要原因**，1995 年，7 家“住专”相继破产，引发日本金融业巨额不良债权连锁反应，严重冲击了日本金融系统稳定性。

### 1) 七十年代：主营个人住房抵押贷款

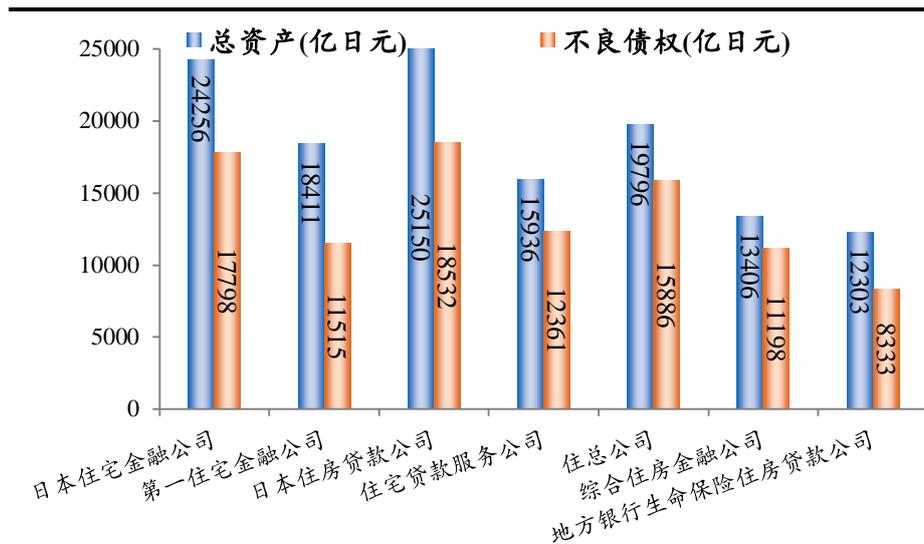
**大藏省主导、金融机构联合出资成立，主营个人住房抵押贷款**。1967 年，千叶银行在个人住宅抵押贷款业务中，率先取消先存后贷、以存定贷的贷款条件，使得个人住宅抵押贷款变得简单快捷。随后，其他银行也纷纷效仿，个贷业务快速发展。70 年代初，尽管个人住房贷款需求强劲，但大型银行等金融机构仍缺乏开展个贷业务动力，原因是个人住房贷款单笔规模小、经营管理成本高、贷款周期长，而大型制造企业贷款规模大、贷款周期短、利润空间大。1971 年，三和等 9 家银行联合出资设立了第一家以办理个人住宅抵押贷款为主要业务的住宅金融专业公司（简称“住专”或“Jusen”）——日本住宅金融公司。1973 年，大藏省召开金融制度调查会，认为民间金融机构住房信贷业务符合规定，“住专”因此合规化。紧接着，大藏省主导、并强烈要求大银行等金融机构联合出资设立“住专”，其贷款资金来源于母公司金融机构拆借，主营个人住房抵押贷款，主要管理层均来自大藏省退休官员和母体银行派驻人员。截止 1979 年，共有 8 家住专公司相继成立，分别为日本住宅金融公司、住宅贷款服务公司、日本住房贷款公司、第一住宅金融公司、住总公司、地方银行生命保险住房贷款公司、综合住房金融公司、共同住宅贷款公司。

### 2) 八十年代：被迫转向房企贷款

**母公司进军个人住房贷款市场，“住专”主营被迫转向房地产企业贷款**。随着 80 年代日本资本市场改革深入，大企业开始选择发债等直接融资方式，逐渐降低对银行的依存度，而存款利率市场化也取得较大突破，使得银行吸储成本大幅增加，金融脱媒加速。资产负债两端受压，银行面临业务转型，开始直接进入个贷市场，利用母公司资金成本、客源等优势不断蚕食“住专”的市场份额。此时，住房金融公库因财政补贴具有明显资金成本优势，再加上本身业务具有固定利率、低息、还款周期长的特点，也在不断挤占个贷份额。正因如此，“住专”突破了房贷的业务限制，转向母公司推荐的高风险高收益的房企融资，1980 年七家“住专”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%。由于银行与“住专”业务竞争关系，母公司推荐的业务多为高风险类型，服务对象甚至有黑社会性质的土地开发公司和暴力拆迁团伙，“住专”基本上成为母体金融机构的“次级贷款包”。

**房地产泡沫破灭，“住专”不良债权高企，1996 年陆续破产**。房地产市场快速上涨期间，“住专”可通过高周转模式不断扩张，特别是 1990 年 3 月大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》中，因 6 家“住专”社长为大藏省退休官员，该规定并未限制“住专”和农林系统金融机构，使得“住专”可继续通过农林系统金融机构的融资，向下行的房地产市场输血。1995 年，“住专”总负债 13.6 万亿日元，其中来自农林系统金融机构就高达 5.5 万亿日元。泡沫破灭后，地价大幅下跌，房企因抵押物市值快速缩水，而无力偿还本息，导致“住专”不良债权大量累积。1995 年，七家“住专”不良率达 74%，不良债权达 9.6 万亿日元。1996 年，8 家大型“住专”有 7 家相继破产，导致金融机构大面积倒闭，严重冲击金融系统稳定性。2011 年政府修订《存款保险法》，正式废止“住专”。

图表53：七家“住专”不良债权规模（1995年）



资料来源：JCA-NET，恒大研究院

### 3.1.2 税收制度：保有环节税负轻，短期交易收重税

#### (1) 房地产税种丰富，是地方财政收入的重要来源

日本房地产相关税种多样，主要包括不动产取得税、固定资产税、都市计划税、转让所得所得税等。保有环节税率较轻，短时间内的交易则征重税，目的是强化住房居住属性，鼓励居民长期持有，重点打击投机行为。

图表54：日本与房地产相关的税收

征税环节	税种名称	税收种类
购买、新建或改造房屋时	不动产取得税	都道府县税
	消费税	国税
	地方消费税	都道府县税
	印花税	国税
用于经营时	事业所税	都道府县税
保有时	固定资产税	市町村税
	都市计划税	市町村税
出租时	租金收入所得税及复兴特别所得税	国税
	住民税	道府县税和市町村税
	个人事业税	都道府县税
	消费税	国税
	地方消费税	都道府县税
交易时	转让所得税及复兴特别所得税	国税
	住民税	道府县税和市町村税
	消费税	国税
	地方消费税	都道府县税
	印花税	国税
继承时	继承税	国税
接受赠与时	赠与税	国税
	不动产取得税	都道府县税
登记时	登记注册税	国税

资料来源：恒大研究院

图表55：2016年日本房地产相关税收占比

税收科目	收入（万亿日元）	占税收总额比重
<b>税收总额</b>	<b>98.7</b>	<b>100%</b>
其中：国税总额	59.3	60%
地方税收总额	39.4	40%
其中：道府县税总额	18.1	18%
市町村税总额	21.3	22%
<b>地方税收总额</b>	<b>39.4</b>	<b>100%</b>
其中：房地产相关税收（部分）	8.8	22%
其中：不动产取得税	0.4	1%
固定资产税（土地+房屋）	7.2	18%
都市计划税	1.3	3%

资料来源：日本总务省自治税务局，恒大研究院

房地产相关税收主要归地方政府所有，是地方财政收入的重要来源。2016年，仅固定资产税（土地与房屋部分）和都市计划税合计8.4万亿日元，占市町村政府税收收入的40%，占地方政府税收的22%，若考虑住民税、地方消费税等，房地产相关税收占比更高。

### 1) 不动产取得税

不动产取得税属于市町村税，以不动产取得者为征税对象。土地、房屋分别征收，除继承外，买卖、赠与、交换、新建、增减、改建等环节均需缴纳。

不动产取得税=不动产取得价格×税率-抵扣额。其中，不动产取得价格由地方政府依据《固定资产评估标准法》评估确定，通常与固定资产登记价格一致；土地和住宅的基准税率为3%，其他非住宅房屋为4%。

**免征条件：**土地评估价值不足10万日元；新建、增建、改建房屋评估价不足23万日元；买卖、赠与、交换等房屋价值不足12万日元。

**减税条件：**政府对新建、增建、改建住宅和二手住宅均设置税收减免政策，鼓励居民购买楼龄较短、安全性更好的住宅。土地不动产取得税的减免金额=土地单价×住宅建筑面积的两倍（每户限200m<sup>2</sup>）×税率3%，减免金额上限为4.5万日元。

图表56：土地的不动产取得税减税条件

类别	情形	条件
新建住宅用地	新建住宅之前取得土地	取得土地后3年内新建住宅
	新建住宅之后取得土地	新建住宅之日起1年内取得土地
二手住宅用地	二手住宅取得之前取得土地	取得土地者需在1年内取得土地上的住宅
	二手住宅取得之后取得土地	取得住宅者需在1年内取得住宅下的土地

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

### 2) 消费税与地方消费税

消费税分为消费税（归属国税）和地方消费税，依据《消费税法》征收。纳税义务人为在日本国内提供劳务的居民、非居民及法人。房屋交易、新建、改造或出租均需缴纳。

消费税额=税基×税率-抵扣额。其中，归属国税的消费税额=课税销售额（不含税）×税率6.3%-购进成本（含税）×6.3/108；归属道府县税的地方消费税额=消费税额×税率。

消费税率曾多次上调。消费税于1989年4月1日起开始起征，税率为3%；1997年4月开始，消费税率提升到5%；2014年4月起，消费税上升到8%；2019年10月1日起，消费税将进一步上升到10%。

图表57：消费税率和地方消费税率变化

更改时间	1989.04.01	1997.04.01	2014.04.01	2019.10.01
消费税率	3%	4%	6.3%	7.8%
地方消费税率	-	1%	1.7%	2.2%
总计	3%	5%	8%	10%

资料来源：恒大研究院

### 3) 印花税

印花税属于国税，在不动产交易中的买卖合同、建筑物的建筑承揽合同、贷款合同均需缴纳。纳税额取决于不动产交易合同、建筑承揽合同的金额。

图表58：印花税税额速算

合同金额所属区间（单位：万日元）	纳税额（单位：日元）
(0,1)	0
[1,10)	200
[10,50)	400
[50,100)	1000
[100,500)	2000
[500,1000)	1 万
[1000,5000)	2 万
[5000,10000)	6 万
[10000,50000)	10 万
[50000,100000)	20 万
[100000,500000)	40 万
[500000,+∞)	60 万
合同中无金额数	200

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

#### 4) 事业所税

事业所税属于市町村税，在不动产经营环节征收。征税依据是《地方税法》，纳税额取决于公司规模，征税对象为人口超过 30 万的城市中，建筑面积超过 1000 平或员工超过 100 人的法人或个人，无论业绩如何，都需缴税。纳税额包括资产比例部分和员工比例部分。

图表59：事业所税纳税额

征税对象	税基	税率	纳税额
资产比例部分	事业所建筑面积	每平方米 600 日元	建筑面积×600 日元
员工比例部分	员工工资总额	0.25%	工资总额×0.25%

资料来源：恒大研究院

#### 5) 固定资产税

固定资产税包括土地税、房产税以及应折旧资产税，属于保有环节税种，由市町村政府征收。征税依据为《地方税法》，征税对象为每年 1 月 1 日的不动产所有者。税率较低，纳税人负担较轻，但税源较广，在市町村税中约占 40%，是市町村政府重要的财政收入来源。

固定资产税=税基×税率-抵税额。税基为房屋和土地价值，由地方政府依据《固定资产评估标准法》每 3 年评一次；基准税率统一为 1.4%。

设有“负担率”调节机制，避免地价大幅波动带来额外的税收负担。负担率=上一年度税基/本年度税基。如果负担率大于或等于 100%，即地价下跌，则直接使用本年度税基；如果负担率小于 100%，即地价上涨，则根据涨幅调整本年度税基，但此金额不会超过上一年度税基的 105%。

图表60：土地税计算方法

土地类别		税收负担率	依据负担率调整		税基选取	税基确定		
住宅用地	住宅平均占地面积小于 200 m <sup>2</sup>	上一年度税基 / (本年度土地评估价格 × 1/6)	负担率	≥100%	A=本年度土地评估价格 × 1/6 或 1/3			
	其他住宅用地	上一年度税基 / (本年度土地评估价格 × 1/3)		<100%	A*=上一年度税基 × (1+5%)	税基	A*>A	A
							A*<20%×A	20%×A
						其他情况	A*	
商业用地		上一年度税基 / 本年度土地评估价格	负担率	>70%	本年度土地评估价格 × 70%	税基	A*>本年度土地评估价格 × 60%	本年度土地评估价格 × 60%
				[60, 70)	上一年度税基		A*<本年度土地评估价格 × 60%	本年度土地评估价格 × 60%
				<60%	A*=上一年度税基 × (1+5%)		其他情况	A*
农业用地	市区内	与标准住宅用地相同						
	普通农业用地	上一年度税基 / 本年度土地评估价格	负担率	≥90%	上一年度税基 × 1.025	不超过本年度土地评估价格		
				[80%, 90%)	上一年度税基 × 1.05			
				[70%, 80%)	上一年度税基 × 1.075			
				<70%	上一年度税基 × 1.1			

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

混合用地的土地税标准取决于住宅建筑面积占比。若土地产权登记面积是住宅建筑占地面积 10 倍以内，则视为住宅用地；若居住部分占总建面的 25%以上，则该居住部分按住宅用地标准征收土地税。

图表61：混合用地的居住部分计算乘数

混合用地中的住房类型	住宅建筑面积占总建筑面积比例	计算系数
五层以上防火建筑	25%-50%	0.5
	50%-75%	0.75
	75%以上	1
其他建筑	25%-50%	0.5
	50%以上	1

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

抵税政策较多，鼓励居民改建高质量住宅。对于新建住宅，依据住宅质量、是否是高层防火住宅等条件，给予 3-7 年的固定资产税额减半鼓励政策；对于翻新住宅，达到抗震标准或通过安全检验的，享有 1-2

年固定资产税减半优待政策；拥有无障碍设施或达到节能标准的翻新住宅，可减免 1/3 固定资产税；在市町村，当同一人所有的土地资产总价值不足 30 万日元、房产总价值不足 20 万日元时，免征土地税和房产税。

### 6) 都市计划税

都市计划税属于保有环节税种，由市町村政府依据《城市规划法》向土地或房屋所有者征收。税收收入主要用于开发和改善当地基础设施，包括修建公园、社区道路、学校、医院、城市污水处理、防止海水涨潮等。

都市计划税=税基×税率-减免金额，按土地和房产分别计算征收。其中，税基为登记的固定资产价格；各市町村的税率略有差异，在 0.2%-0.3% 之间。都市计划税与土地、房屋的固定资产税一同征收。

**减免措施：**对税基不足 30 万日元的土地和不足 20 万日元的房产免征；对东京都土地面积不足 200 平的小规模住宅用地，减半征收。

图表62：都市计划税的计算方法

土地类别		税收负担率	依据负担率调整		税基选取	税基确定	
住宅用地	住宅平均占地面积小于 200 m <sup>2</sup>	上一年度税基 / (本年度土地评估价格 × 1/3)	负担率	≥ 100%	A=本年度土地评估价格 × 1/3 或 2/3		
	其他住宅用地	上一年度税基 / (本年度土地评估价格 × 2/3)		< 100%	A*=上一年度税基 × (1+5%)	税基	A* > A A* < 20% × A 其他情况

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

### 7) 租金收入所得税及复兴特别所得税

不动产租金收入纳入个人所得按年累计征税，个人所得税及复兴特别所得税=(收入所得-所得免税扣除额) × 税率-免税扣除额+复兴特别所得税。对于房屋出租收入所得，需要扣除包括固定资产税、财产保险费、折旧费和修缮费等支出。

图表63：个人所得税的税率

当课税所得金额属于以下区间 (单位：万日元)	税率	免税扣除额 (单位：万日元)
(0, 195]	5%	0
(195, 330]	10%	9.75
(330, 695]	20%	42.75
(695, 900]	23%	63.6
(900, 1800]	33%	153.6
(1800, 4000]	40%	279.6
(4000, +∞)	45%	479.6

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

复兴特别所得税征收依据是 2011 年颁布的《关于实施保障东日本大地震灾后重建所必需的财政资源特别措施法》，**复兴特别所得税额=应缴所得税额×税率 2.1%**，收入仅用于灾区。

### 8) 住民税

住民税属于地方税，征税对象为每年 1 月 1 日登记在册的居民，包括都民税和区市町村民税。住民税是都区市町村为居民提供行政服务所需的经费来源。

住民税应纳税额=所得比例部分额+均摊比例部分额。其中，所得比例部分=(上一年收入所得总额-所得免税扣除额)×税率 10%-免税扣除额，其税率中的 4%为都民税率，6%为区市町村税率；均摊比例部分为 5000 日元，含 1500 日元的都民税和区 3500 日元的市町村民税。对于住址未登记在都市町村，但在该地有办公室的个人仅需缴纳均摊比例部分额。

### 9) 个人事业税

不动产租赁超过一定规模后将被视作经营行为，需缴纳个人事业税。个人事业税属于道府县税，征税对象为从事特定行业的个人。对未设立办公室但在其住所中进行企业活动的个人，仍需缴纳个人事业税。不动产租赁业的个人事业税率为 5%，应纳税额=不动产租赁所得-免税扣除额。

图表64：不动产租赁业的认定标准

不动产种类		不动产租赁规模	
建筑物	住宅	独栋	10 栋及以上
		其他	10 个房间及以上
	非住宅	独栋建筑	5 栋及以上
		其他	10 个房间及以上
土地	住宅用地	合同件数 10 及以上或租赁总面积超过 2000 平	
	其他用地	合同件数 10 及以上	

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

### 10) 转让所得税及复兴特别所得税

转让不动产获得的收益所得采用了单独的税制，区分于个人所得税。依据《所得税法》，转让不动产获得的收益需要缴税，但税率与个人所得税不同，采取单独税制。

转让所得额=卖出价格-(买进价格+各项费用)-特别扣除额。其中，特别扣除额取决于受让对象，自住的情况下特别扣除额为 3000 万日元，国家征收的情况下特别扣除额为 5000 万日元。

高税率打击短期投机行为。转让税率取决于不动产持有时间，持有时间=转让当年的 1 月 1 日-购入日期。若超过 5 年则视为长期，税率为 15%；若不满 5 年，则视为短期，税率为 30%。此外，在转让所得税基础上还需缴纳复兴特别所得税，税率 2.1%。综合计算，未满 5 年和满 5 年转让时，转让所得及复兴特别所得合计税率分别高达 30.63%和 15.315%；若不动产为自住性质，还需缴纳住民税，合计综合税率将高达 39.63%和 20.315%。

图表65：转让不动产的转让所得所得及复兴特别所得税率

类别	转让所得 所得税率	复兴特别 所得税率	住民税率	综合税率
不动产持有不满5年	30%	2.1%	9%	39.63%
不动产持有超过5年	15%	2.1%	5%	20.315%

资料来源：恒大研究院

### 11) 赠与税

赠与税属于国税，纳税人为受赠方。在免费接受他人赠送不动产或现金、以极低价格进行财产交易、债务清零时征收。税基=(接受赠与财产价格-免征额 110 万日元) × 税率-免税扣除额，除直系亲属间赠与资产外，税率取决于财产价值。

图表66：赠与税税率速算

扣除 110 万日元免征额 后的财产价值所属区间 (单位：万日元)	其他赠与		直系亲属赠与	
	税率	免税扣除额 (单位：万日元)	税率	免税扣除额 (单位：万日元)
(0, 200]	10%	0	10%	0
(200, 300]	15%	10	15%	10
(300, 400]	20%	25		
(400, 600]	30%	65	20%	30
(600, 1000]	40%	125	30%	90
(1000, 1500]	45%	175	40%	190
(1500, 3000]	50%	250	45%	265
(3000, 4500]	55%	400	50%	415
(4500, +∞)			55%	640

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

### 12) 继承税

继承税属于国税，纳税人为财产继承人。征税对象包括不动产、专利权、债权、现金存款、有价证券、汽车、书画、古董，及人寿保险、职工死亡时获得的退休金、继承开始 3 年前从继承人获得的赠予财产等。

课税总额=实际继承总额-基础免税扣除额。其中，基础免税扣除额=3000 日元+ (600 日元×法定继承人人数)；税率取决于财产金额。

图表67：继承税税率速算

法定继承份额的金额 (单位：千万日元)	税率	免税扣除额 (单位：万日元)
(0,1]	10%	0
(1,3]	15%	50
(3,4]	20%	200
(5,10]	30%	700
(10,20]	40%	1700
(20,30]	45%	2700
(30,60]	50%	4200
(60,+∞)	55%	7200

资料来源：东京都主税局，恒大研究院

## 13) 注册登记税

注册登记税属于国税，在不动产、专利等所有权登记时征收。征税对象为不动产登记人，税基为不动产评估价值，税率取决于业务类型。

图表68：不动产注册登记税率

登记业务类别		税率
所有权转移登记	继承、公司合并或共有产权分割	0.4%
	交易	2%
	赠与	2%
所有权首次登记	-	0.4%
所有权临时登记	所有权转移时的临时登记或为所有权转移请求权保留的临时登记（继承、公司合并或共有产权分割登记除外）	1%
	其他临时登记	正式登记税率的1/2 或每次登记1000日元

资料来源：日本国税厅，恒大研究院

## 14) 中介费

中介费产生于房屋交易环节，但不属于税。费用取决于不动产成交额，在400万日元以上的中介费较高。

图表69：中介服务费收费标准（不含消费税）

不动产交易额	中介费上限
200万日元以下	5%
200万-400万日元之间	4%+2万日元
400万日元以上	3%+6万日元

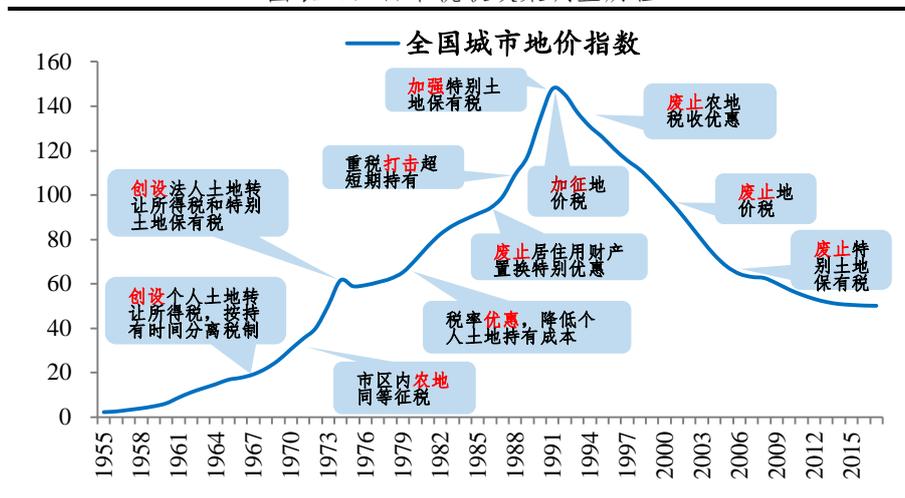
资料来源：ZAIONLINE，恒大研究院

## (2) 税收政策设置不合理，加速房地产市场危机的产生与爆发

危机爆发前，重交易、轻保有，加速地价上涨。税制设置不合理也是危机产生的重要原因，主要包括：一是保有土地成本低。1970年后，日本出于保护农业的需要，对大部分长期经营农业的城市农地实施免税，且土地继承人继续经营超20年也免征遗产税，低保有成本降低农地转让意愿，导致土地供给不足，进而推升地价；1993年后虽取消相关优惠，但目前保有环节也只需缴纳固定资产税和都市计划税，综合税率不到1.7%，整体持有成本仍较低。二是高交易成本限制转让，造成土地市场供应不足。交易环节需缴纳转让所得税及复兴特别所得税、不动产取得税、消费税等，若持有不到5年，仅转让所得税的综合税率就高达39.63%，不利于土地正常流转。此外，在价格大幅上涨期，高额的转让税使得私人倾向于持有土地，进一步造成土地市场供给不足，推高地价。

危机爆发后，开征地价税，加速地价下跌。1991年，为抑制地价上涨，日本政府开征地价税，同时加强特别土地保有税的调控力度，虽然税率较低，但此时泡沫已破，加征税收无疑是“雪上加霜”，导致地价加速下跌。但由于第二次危机爆发后地价陷入持续下跌，1998年政府取消地价税，2003年取消特别土地保有税。

图表70：日本税收政策调整历程



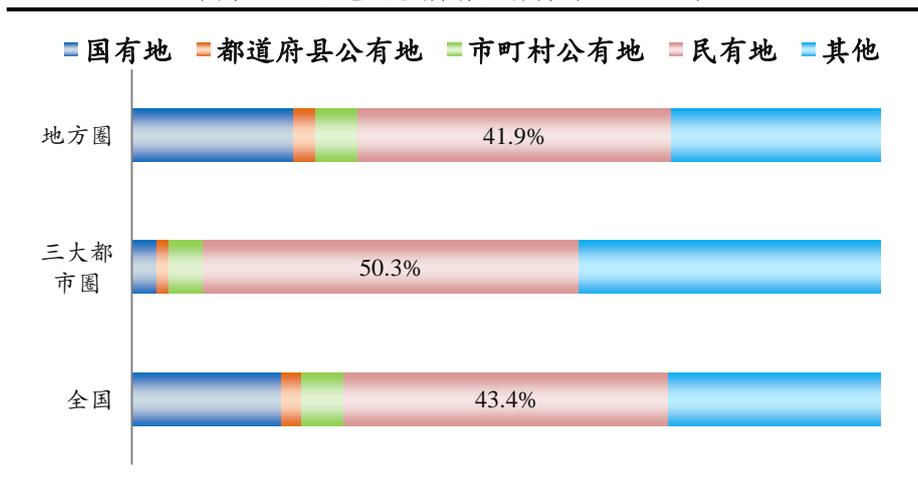
资料来源：日本统计局，恒大研究院

### 3.1.3 土地制度：私有制为主，土地金融属性强

#### (1) 私有为主的多元土地所有制

明治维新启动土地改革后，逐渐形成以私有为主的多元土地所有制。1868年以前，日本土地为幕府、大名及家臣等封建领主所有，土地不得买卖；1869年，明治政府宣布私人可拥有土地；1872年正式废除《禁止天地永久买卖法令》，承认土地私有，允许土地买卖。目前基本形成以私有为主、国家和公共所有并存的多元土地所有制。2015年，全国、三大都市圈和地方圈的私人土地占比分别为43.4%、50.3%和41.9%，国有和公有土地占比分别为28.3%、9.5%和30.2%；扣除产权不明晰和水域面积的“其他”土地，全国土地面积中私有土地占比60.5%，国有和公有占比39.5%，而三大都市圈私人土地占比更高。

图表71：土地面积所有主体分布（2015年）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### （2）政府有强制征地权，但难度较大

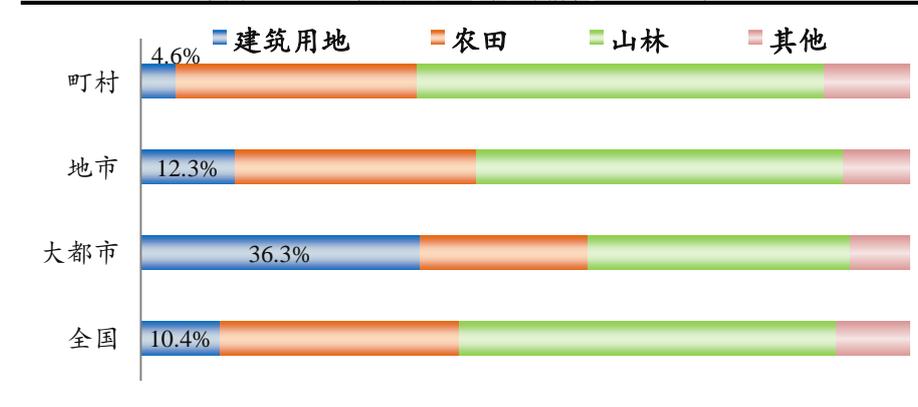
法律赋予日本政府强制征收土地的权利。日本宪法第 29 条规定，“私有土地在正当补偿下，可将其收为公用”。根据 1951 年出台的《土地征用法》，为建设道路、港湾、水坝、学校、政府机关等公共设施或进行城市开发，政府有权征收私人土地。此外，还有《公共用地取得特别措置法》和《城市规划法》等特别法，赋予日本政府在大规模开发事业和城市开发建设中强制征地的权利。

政府虽有强制征地权，但实际征地难度较大，政府也较少使用。首先，只有《土地征收法》第三条列举出的公益项目才符合征地要求，强制征地权行使范围有限；二是征收周期较长，一般在强制征收前要经历与所有者交涉、仲裁及项目公益性评定等环节，征收时还要考虑赔偿等；三是容易遭到原住民反对。

### （3）土地制度与房地产市场危机的关系

建筑用地占比低的土地结构强化了居民和企业投资土地的信心。日本总人口高达 1.3 亿，但国土面积仅 37.8 万平方公里，约 3/4 被山体覆盖，其中建筑用地占比极低。从私人土地使用情况看，全国、大都市、地市和町村的建筑用地占比分别为 10.4%、36.3%、12.3%和 4.6%，绝大部分土地是农地和林地。旺盛的住房需求、稀缺的土地资源、及战后至今地价一路上涨（仅 1975 年小幅回调）的事实，强化了人们对于地价只涨不跌的心理预期，将土地视为最好的投资品。

图表72：日本私人土地使用情况（2015年）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

土地金融属性强，在货币宽松、投机四起的环境下快速泡沫化。日本商业银行原则上以土地作为担保进行贷款，在战后资本不足时，企业通过大量抵押土地获取融资。因此，土地除了基本的使用价值外，还具有很强的金融功能。20世纪80年代后的金融自由化导致银行贷款竞争加剧、土地抵押贷款增加，刺激地价大涨。而土地增值可作为营业外收入入账，进一步提升了企业的囤地意愿。1981-1990年间，法人企业以年均17.6%的增速投资不动产，远超8.5%的制造业，直接导致房地产市场泡沫化。

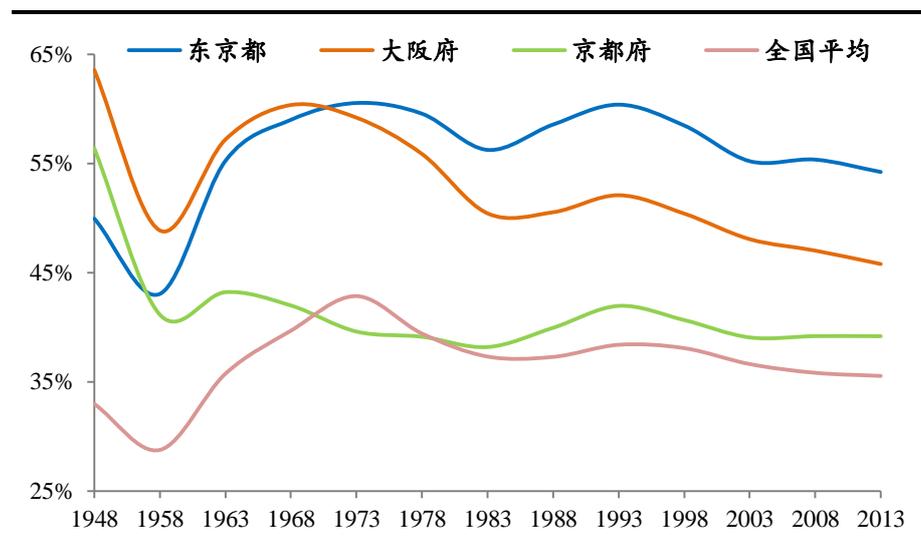
#### (4) 泡沫破灭后，政府严控土地交易

泡沫破灭导致大量企业抛售，日本政府开始严控土地交易。土地投机是产生房地产危机的直接推手，吸取第二次房地产危机爆发的惨痛教训后，日本政府更加谨慎地对待土地交易。一是税制改革，1992年新设地价税，增加土地保有环节税负；二是限制交易，根据《土地利用计划》，日本政府将土地投机集中、地价急剧或可能上涨的区域划定为“限制区域”，在该区域内买卖土地手续繁琐，不仅需要都道府县知事批准，地价过高还会被强制压价或叫停。

#### 3.1.4 租赁制度：法律完善，供应充足，主体多样，机构主导

日本家庭租房率在36%以上，三大都市圈租房率占比更高。日本租赁市场发展完善，主要受益于完备的租赁法律体系、租户权益保护机制、机构规模化管理运营和以公营住宅、特优赁、老优赁等为代表的保障不同收入家庭住房需求的住房保障制度。2013年日本家庭平均租房率36%，三大都市圈的租房率更高，均在40%以上。

图表73：日本及三大都市圈的平均租房率



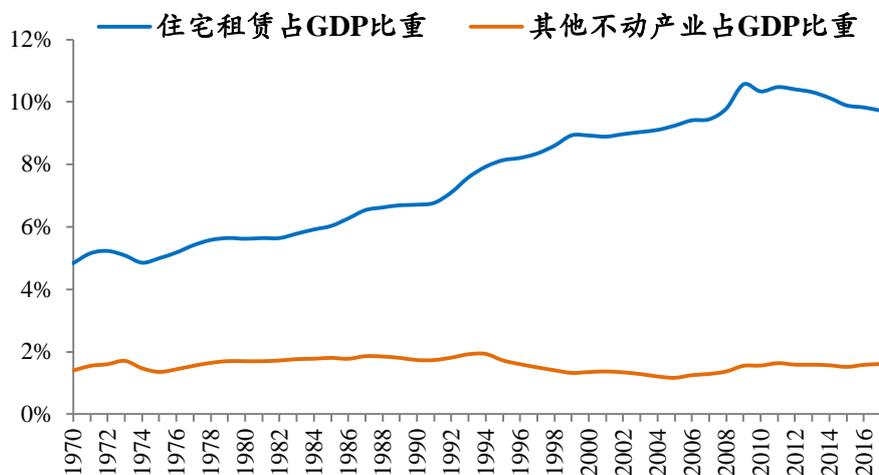
资料来源：日本统计局，恒大研究院

90年代后期正式开始规范发展住房租赁市场。1995年成立日本租赁住宅管理协会；1999年创设定期住房租赁制度，租约到期后不自动更新，弱化对承租人的过度保护；2000年成立不动产租赁管理业协会；2003年不动产租赁管理业务推进联络会议会成立；2008年设立不动产租赁经营管理士协议会，推动不动产租赁经营管理士的统一资格化；2011年创设租赁住宅管理公司登陆制度。

住宅租赁业增加值占GDP比重达10%，仅次于制造业和批发零售业，主要是GDP核算方式造成的。日本不动产业主要包括房地产销售、二手房流通、不动产租赁和不动产管理，2017年不动产业增加值占GDP比重达11.3%，仅次于制造业和批发零售业。其中，住宅租赁对GDP贡献度远

高于其他不动产业，1970-2017 年住宅租赁业的增加值占 GDP 比重年均 7.6%。住宅租赁业占 GDP 比重如此之高，主要是因为自住房虚拟租金占 GDP 比重高，2013 年住宅租赁占 GDP 比重为 10.3%，而自住房虚拟租金的占比就高达 9.8%。

图表74：住宅租赁对日本经济拉动作用不断增强



资料来源：日本统计局，恒大研究院

### （1）完备的租赁法律体系

日本租赁法律体系和德国相近，以《民法》为核心，以《借地借家法》为主要依据。《民法》规定任何租赁合约期限不能超过 20 年，没有单独特殊考虑居民住房需求，而是对所有的租赁业态一视同仁。1921 年出台了专门针对不动产租赁的《借家法》，规定租期不受《民法》最长租约期限不超过 20 年的制约，具体时长由承租人和出租人自由协商决定。1938 年因战争准备需要而出台《租金统制令》，开始限租，并一直延续到战后。1941 年修改《借家法》，规定只有具有“正当理由”下才能解除租约，否则租约到期后自动续约，但此举过度保护租户，使得房东缺乏提供优质租赁住房的意愿，导致租赁房质量不高、流动性较差。1950 年租金管制开始放松。1999 年再次修订《借地借家法》，取消 20 年的租约上限，租赁时间双方商议决定，同时创设**定期住宅租赁制度**，租约到期后不自动续约，希望以此来改善出租人的出租意愿、提高流转速度，力图在保障租户权益和回归市场之间寻求平衡。

**1986 年废除租金管制。**《租金统制令》源自 1939 年日本大量劳动力聚集起来进行战前准备，为了解决住房问题，日本将所有的租金冻结在 1938 年 8 月 4 日的水准。次年日本再出皇家法令，规定新租约也需服从租金管制。这一政策一直延续到战后，但由于物价飞涨，在租金管制下，出租方房屋出租动力不足，导致住房矛盾突出，政府不得不在 1950 年修改法令，规定新出租房屋不受租金管制约束。1956 年再次修改法令，规定对于建筑面积超过 100 平方米的出租房屋，取消租金管制。1960 年租金管制的意义几乎消失，直到 1986 年才完全废止。

**租约类型分为普通租约和定期租约。**对于普通租约，租约时间通常为 1-2 年，到期后自动续约，除非租赁双方均同意解约，否则房东在无“正当理由”情况下不允许解约。而“正当理由”要参考租赁双方终止租约的必要性、房屋租赁历史记录、建筑物的利用状况、出租人向承租人提出的补偿措施等。对于少于 1 年的租约视为无固定期限租约，租约到期后即终止；对于定期租约，合约到期后不自动续约，需双方协商后重新签订。

如需解约，出租方需要提前 6 个月以上书面向承租方提出终止租约的通知，或承租人提前 30 天向出租方提出终止合约通知。

图表75：普通租约与定期租约的区别

类别	定期租约	普通租约
租约方式	①公证书形式的书面合同； ②附加一份“关于合同到期后不自动续约”的书面条款。	书面或口头形式
是否自动续约	到期后不自动续约	无正当理由情况下自动续约
租赁时间上限	无上限	①2000年3月1日之前的租约上限为20年； ②2000年3月1日之后的租约无上限。
少于1年的租约有效性	同样有效	视为无固定期限租约
租金涨跌特殊条款	根据特殊条款规定执行	无论特殊条款如何，双方均可要求增减租金
中途是否可以解约	①对于住房面积小于200 m <sup>2</sup> 、由于不可避免的原因导致无法继续居住此地的租户，可以中途解约； ②除上述情况外，如有中途解约特殊条款，可以中途解约。	如有中途解约特殊条款，可以中途解约。

资料来源：恒大研究院

**租赁市场以普通租约为主，居民对定期租约认识不深。**对于三大都市圈和不同住房类型的住宅，在2016、2017年的租赁市场中，普通租约类型占比均超95%，市场以普通租约类型为主。居民对于定期租约认知度的调查结果中，2017年64%的居民并不知道定期租约的存在，18%的居民仅知其名，定期租约渗透率不高。

**租赁双方均拥有租金涨跌请求权。**《借地借家法》规定，在以下三种情况下，租赁双方可以在协商的基础上更改租金：①房地产相关税收及其他负担的增减导致租金不适宜；②房地产价格涨跌及其他经济变动导致租金不适宜；③与同区域同类别房地产相比，租金不适宜。如果租赁合同里有关于租金的特殊规定，则需按合约执行。如果双方因租金涨跌未达成一致意见，在法院判决之后，双方需补偿对方该时间段的租金差额损失，并支付该损失额以年化10%计算产生的利息。

**租金托管机制。**当房东要求租金上涨超过租户预期，租户可将自认为合理的租金委托给租金托管所后继续居住，不用考虑因未交给房东租金而被强制搬出。租金委托后，可继续与房东协商，或寻求调停委员会的帮助，甚至可通过法律诉讼来解决，直到双方达成一致。

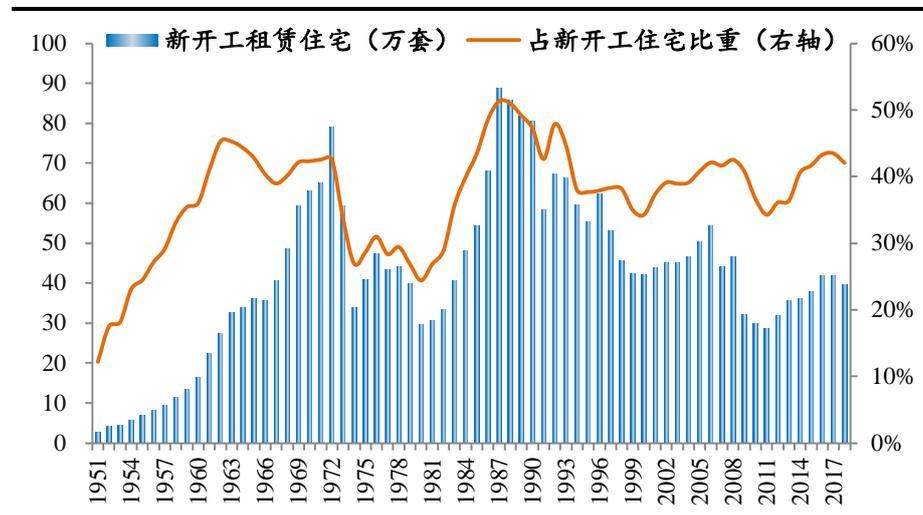
**租购同权，均等享受社会公共服务。**只要居民依法纳税，就可以享有当地教育、医疗、养老等公共资源与服务，不存在住房产权门槛。以教育为例，日本公立学校教师属于公职人员，每隔几年就被调换至其他学校，避免单个学校教育质量过于突出。对于小学和初中，公立学校没有入学考试门槛，无需缴纳学费，只需住址在当地，达到入学年龄，即可就近入学。

## (2) 充足的租赁住宅供给

**租赁住房供给量能够满足家庭租房需求。**从供给来看，1951-2018年均新开工租赁住房42万套，而同期年均新开工住房套数为109万套，租

赁住房新开工数占新开工总数的44%，高于同期租赁家庭比重。从需求来看，1965年日本家庭数为2408万户，2015年为5345万户，50年家庭数年均增加58.7万户，以同期日本租赁家庭比例37.9%来计算，年均增加租赁家庭数为22.2万户，而1965-2015年均租赁住房供应量为49.8万套，从量上完全能够完全覆盖。

图表76：日本新开工租赁住房供给充足

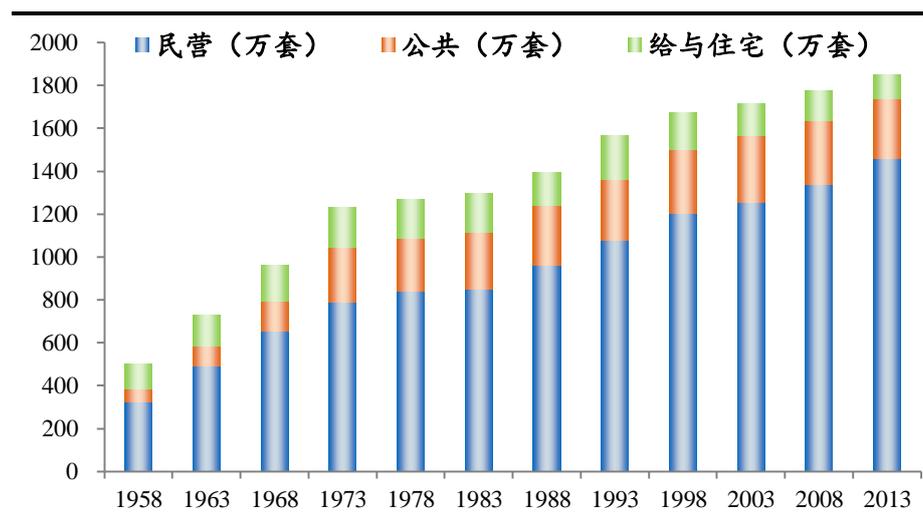


资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### (3) 多主体供应

以民营租赁为主体、以公共资金支持的租赁住房和企业提供的给与住房为保障的住房租赁供应体系。从1958到2013年，日本住房租赁供给市场结构中，平均每年民营租赁住房占租赁住房总量的比重为69%，以公营、公社、公团等为主的公共资金支持的租赁住房所占比重年均达17%，企业为员工提供的福利性质的给与住宅所占比重年均13%。三者共同组成了日本的租赁住房供应体系。

图表77：日本住房租赁市场供给主体结构变化

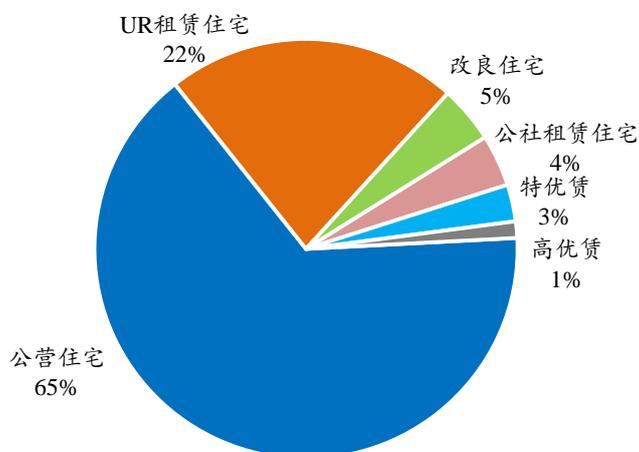


资料来源：日本统计局，恒大研究院

公共资金支持的租赁住房类型多样。2016年公共资金支持的租赁住房总量为331万套，占租赁住房总量的20%左右，有效保障了中低等收入

家庭住房需求。其中，出租给低收入家庭的公营住宅占比最大，2016 年为 65%；出租给中等收入家庭的 UR 租赁住宅 2016 年占比 22%。

图表78：日本公共资金支持租赁住房类型（2016）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

**公营住宅保障低收入家庭住房需求。**公营住宅的建设依据是 1951 年制定的《公营住宅法》，由中央政府拨款补助，地方公共团体直接建设和管理，用以向低收入者提供廉价的租赁住宅。其中，中央政府对新建住宅费用的 1/2、翻建住宅费用的 1/3 予以补助。**入住公营住宅的条件：**必须为携带家属者（即单身除外）；家庭收入在低档范围内（目前为 4 口之家年收入 510 万日元以下）。**入住批准方法：**对符合资格的申请者进行抽签来决定。公营住宅的房租固定，入住权利严禁转让。此外，入住 3 年后将再次调查住户的收入情况，对超过入住标准者或提高房租，或请其退房。1996 年《公营住宅法》修订，规定停止新建公营住宅。截至 2016 年，公营住宅存量 216 万户。

**UR 租赁住房主要针对中等收入家庭住房。**UR 租赁住宅前身为住房公团，1955 年住宅公团依据《住宅公团法》成立，政府全额出资，其中，中央和地方政府出资占比为 3 比 1。公团住宅中既有出租住宅，也有商品住宅，还有公团建设后出让给土地所有者，以便其经营住宅出租业务的民营特定住宅。2004 年改建 UR 租赁住房，2016 年全国约有 74 万户、共计居住人数在 200 万人左右。**申请人按先后顺序入住 UR 租赁住房，但需满足一定条件：**对于个人或家庭，其月收入必须超过月租金的一定倍数；对于无收入的申请者，只要存款金额超过相应月租金的 100 倍，也满足申请条件；此外，对于超过 60 岁的老人、残疾人、单亲家庭和已满 18 岁的学生，即使月收入不超过月租金的 2 倍，也可以申请入住。

图表79：UR 租赁住房入住申请资格

申请对象	月租金（日元）	申请条件
家庭	(0, 8.25 万)	家庭月收入是月租金的 4 倍以上
	[8.25 万, 20 万)	家庭月收入超过 33 万日元
	[20 万, +∞)	家庭月收入超过 40 万日元
个人	(0, 6.25 万)	个人月收入是月租金的 4 倍以上
	[8.25 万, 20 万)	个人月收入超过 25 万日元
	[20 万, +∞)	个人月收入超过 40 万日元

资料来源：恒大研究院

注：月收入包括工资收入、营业收入、不动产和其他杂项收入等。

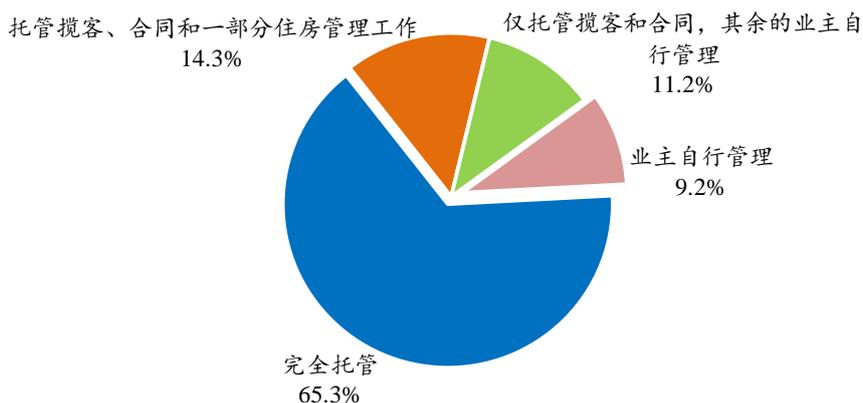
特定优良租赁住宅由民间建设、地方公共团体购买后租赁给中等收入家庭，享受一定租金补贴，由地方公共团体负责管理。成立依据为1993年出台的《特定优良租赁住宅供给促进法》，其申请资格是：夫妻或有孩子的家庭，入住人数在2人以上；月收入在20万到60万日元之间。如需申请租金补贴，则需要满足：占地面积50-125平米之间、达到防火标准、9%以上的面积用于储物、室内层高不超2.3米。特优赁住房的补贴金额随着家庭收入和时间而变化而不同，每年减少2%-3.5%。截至2016年，特优赁住房存量9.4万套。

高龄者优良租赁住宅是特优赁住房的一种形态，由地方住宅公团、住宅公社或福利法人负责管理。建设依据是2001年颁布的《高龄者居住稳定保障法》，申请资格是：申请人必须有一人满60岁、生活可自理或有人照顾、达到一定收入要求（各县市标准不一）。截至2016年，高优赁住房存量4.2万套。

#### (4) 机构主导的租赁市场

租赁住宅资产管理业务渗透率高，90%以上民营租赁住宅由住宅资产管理公司参与管理。根据国土交通省2010年的调查数据，民营租赁住房的管理模式中，25.5%的民营租赁住房部分委托机构管理，65.3%完全委托机构运营，而业主自行管理的仅占9%，机构深度参与民营租赁住房管理。

图表80：日本民营租赁住房管理模式（2010年）



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

行业集中度较高，Top5公司的市占率达21%。截止2018年7月，日本共有952家机构有租赁住宅管理运营业务，TOP10的企业租赁住宅管理户数总和为408.7万套，市场份额之和约为26.1%，其中TOP5公司市场份额之和为20.9%，行业集中度较高。

图表81：日本租赁公司Top5管理户数及市场份额（2018年7月）

排名	公司	管理套数（万套）	市场份额
第1位	大东建托	103.7	6.61%
第2位	积水置业	60.7	3.87%
第3位	Leopalace21	57.7	3.68%
第4位	大和	53.6	3.42%
第5位	STARTS	52.4	3.34%

资料来源：日本租赁住宅新闻报，恒大研究院

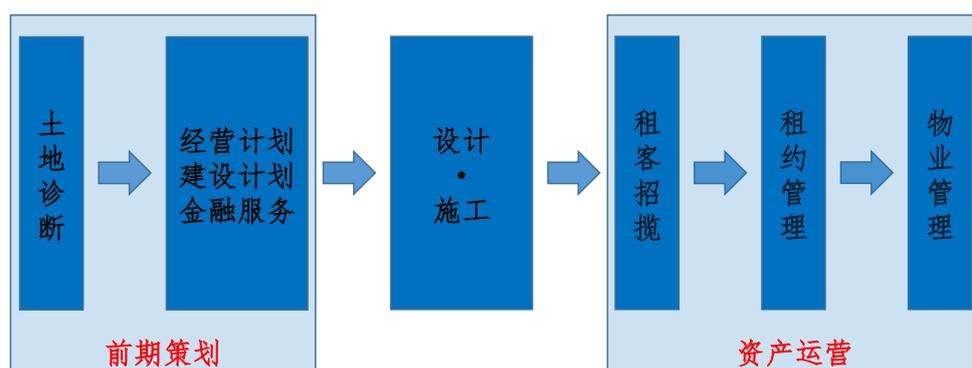
注：市场份额计算基数为1568万套，根据2013年存量数据和新开工测算。

住宅资产管理公司提供全产业链服务，轻资产运营模式最具特色，主要有托管和包租两种方式。日本住房租赁市场规范发达，与第三方公司深度参与息息相关。而日本超过84%的租赁住宅业主年龄在50岁以上，也离不开专业租赁公司的服务。住宅资产管理公司为业主提供“土地尽调——施工资金规划和融资服务——建筑设计和施工——管理运营”的全产业链服务。其中，最重要也最具特色的是轻资产运营模式，即住宅资产管理公司不持有住宅资产，仅做运营。**常规业务包括：**入住支持业务（租户招揽、租金保证和入住手续等）、租约管理业务（租金收取、运营协调、租约更新、租约解除、租金增减交涉、押金保管、纠纷等）和物业管理业务（清扫、设备维修）等。

**托管业务**是指房东委托住宅资产管理公司代理自己行使权利，但房东与租客直接签订合同，租金由房东决定，机构只部分参与。主要盈利来源是托管费，70%以上的住宅资产管理公司的托管费为租金的3-6%。

**包租方式**一般是业主将住宅一次性委托给住宅资产管理公司运营25-35年之间，租客与住宅资产管理公司签订租赁合同，租金由机构决定，机构每月给房东支付固定租金，房东可以避免房屋空置风险。主要盈利来源为机构租赁给租户的租金与每月支付房东固定租金的租金差。

图表82：日本租赁住宅资产管理公司的全产业链服务



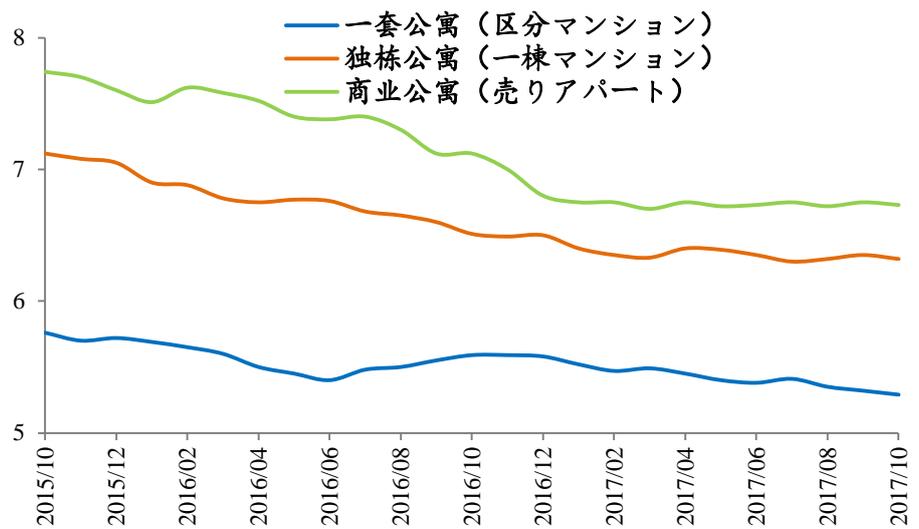
资料来源：恒大研究院

住房租赁业务从业门槛高，“宅建士制度”保障租赁市场规范运行。在日本从事住房中介业务需要通过全国统一考试，取得从业资格证，即“宅建士”，该考试通过率仅为15-17%。住房租赁公司每五人必须有一个宅建士，重要事项必须由宅建士解释说明，合同必须由其签字盖章才能生效。从业者专业素养是日本住房租赁市场规范运行的重要保障。

#### （5）有吸引力的租赁市场

从回报率来看，租金收益率远高于银行定期存款和10年期国债收益率，房屋所有者有出租动力。2008年以来，日本零利率政策下，银行存款、10年期国债收益率几乎为零，相较而言，2015年来，日本公寓租金收益率平均在5%以上，较有吸引力。

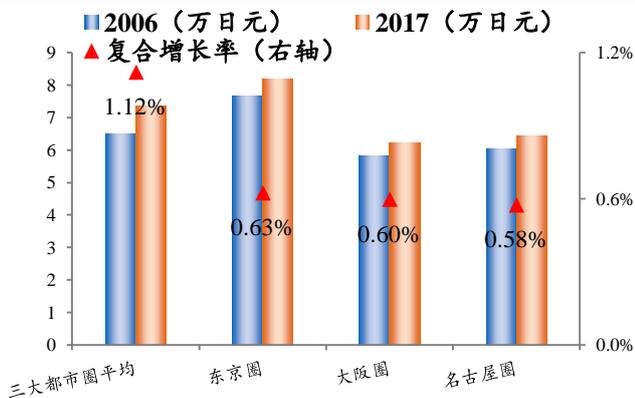
图表83：近年来日本公寓租金平均收益率



资料来源：野村不动产，恒大研究院

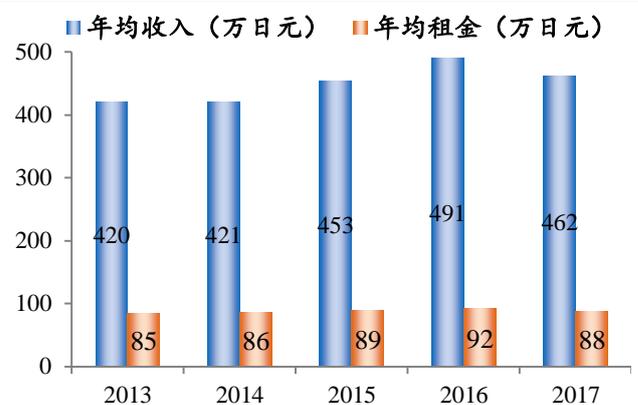
从租金压力来看，以三大都市圈为例，租金稳定且负担较小。2006-2016年三大都市圈月均租金增加不明显，复合增速在0.6%左右，同时，2013-2017年的平均年租金收入比为20%，租户租金压力不大。据日本国土交通省调查，2017年只有10%的租户感觉租金负担感很重，33%的租户感觉基本没什么负担。

图表84：三大都市圈十年间租金变化不大



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

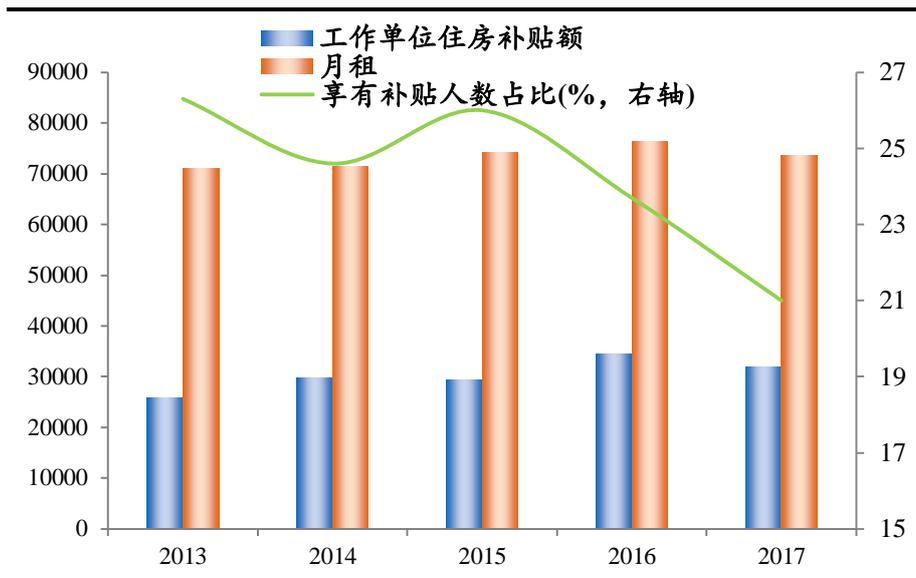
图表85：三大都市圈租户的租金收入对比



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

大都市21%的人口有工作单位的住房补贴，补贴金额占租金的40%以上，租金压力进一步降低。据日本国土交通省调查数据，2017年三大都市圈的21%的人口享有工作单位的补贴，补贴额达3.2万日元/月，而三大都市圈平均租金为7.4万日元/月，部分居民的租房压力进一步降低。

图表86：三大都市圈的住房补贴情况

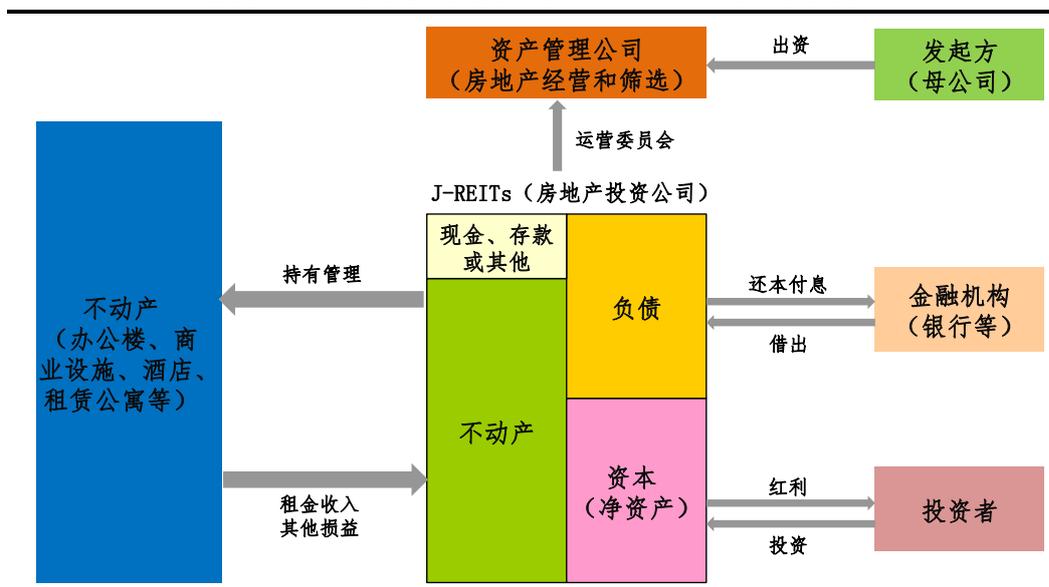


资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### (6) J-REIT 助力住宅租赁市场发展

REITs 投资的租赁住宅显著增加。REIT (Real Estate Investment Trust) 因在日本又称为 J-REIT，称为不动产投资信托，法律依据为 2000 年颁布的《信托投资法》，主要投资不动产。2018 年 10 月共有 61 支 REITs 上市交易，总市值达 12.7 万亿日元，其中，持有住宅占比 15.2%，达 2.71 万亿，明显多于 2006 年的 0.5 万亿日元。大量资金投资于租赁住宅市场，在给投资者带来稳定收益的同时，也增加了供应量。

图表87：日本租赁市场金融产品 J-REITs 的基本架构



资料来源：SMBC 日兴证券，恒大研究院

## 3.2 如何评价日本住房制度？

### 3.2.1 住房空置率和报废率双高

供给过剩导致住房报废率及空置率双高。1973年各县套户比均超1，住房短缺问题全面解决。即使在人口总量增速放缓、老龄化加速、城市化进程明显放缓的情况下，1974-2018年日本年均住宅新开工量高达125万套，而1975-2015年均家庭数增加量仅为49万户，过量的供给导致日本房屋报废率过高，80年代后期，日本房屋建筑报废率升至50%以上，也就是说，新建2套房屋就有1套房屋废弃。与此同时，过量供应导致住房空置率不断上升，2013年高达13.5%。

图表88：日本住房报废率高

单位：万套	住房存量增加值 A	新开工住房量 B	废弃房屋数 C (C=A-B)	报废率 (C/B)
1959-1963	316	270	-	-
1964-1968	450	475	25	5.2%
1969-1973	547	805	258	32.1%
1974-1978	439	725	286	39.4%
1979-1983	316	614	298	48.6%
1984-1988	340	727	387	53.2%
1989-1993	387	763	376	49.2%
1994-1998	437	727	290	39.9%
1999-2003	364	593	228	38.5%
2004-2008	370	587	217	37.0%
2009-2013	304	430	126	29.2%

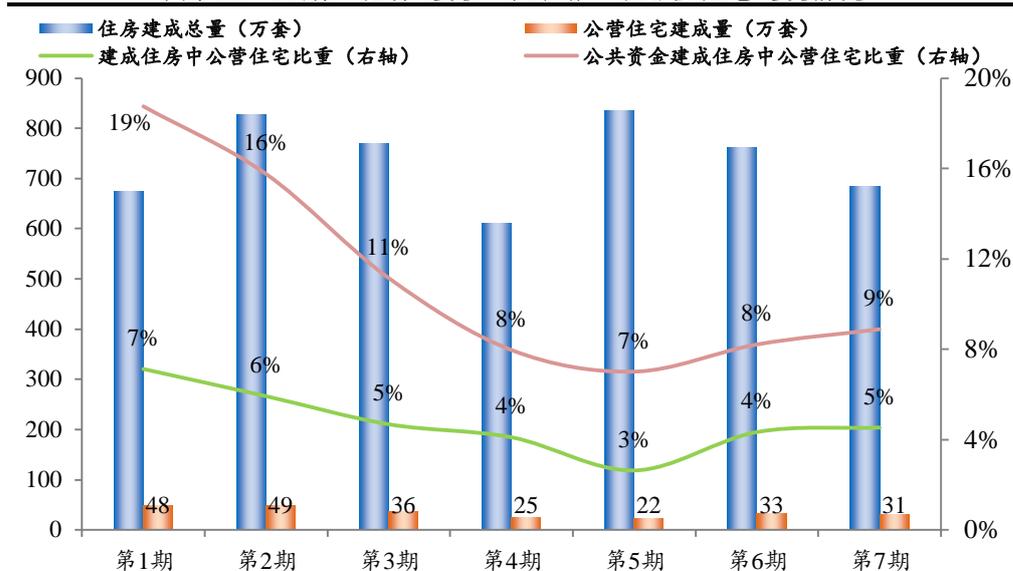
资料来源：日本统计局，恒大研究院

### 3.2.2 低收入家庭住房缺乏支持

公共住房过于倾向中等收入家庭，对低收入家庭的住房支持力度不够。八期“住房建设五年计划”从数量和质量上对解决日本住房问题作出了重要贡献，尤其是公共资金对居民住房支持力度大，公共资金支持的住房建成量占实际建成住房总量的比重在38%-51%之间，特别是“公库”住宅，占公共资金住房建设总量的43%-80%。

通过设定住房建设目标、住房标准，政府公共资金支持建房有利于快速解决住房数量短缺和住房质量较差的问题。但日本政府对住房金融公库的申请资质和公团住房的申请标准设置了收入门槛，公库、公团面向的是中等收入家庭，真正面向低收入家庭的、保障性质的公营住宅却很少。前七期“住房建设五年计划”中公营住宅建成量占公共资金支持建成的住房总量的比例不足20%，占住房建成总量比重仅为3-7%之间，低收入家庭的住房需求并未得到公共资金的大力支持。

图表89：八期“住房建设五年计划”中公营住宅建设情况

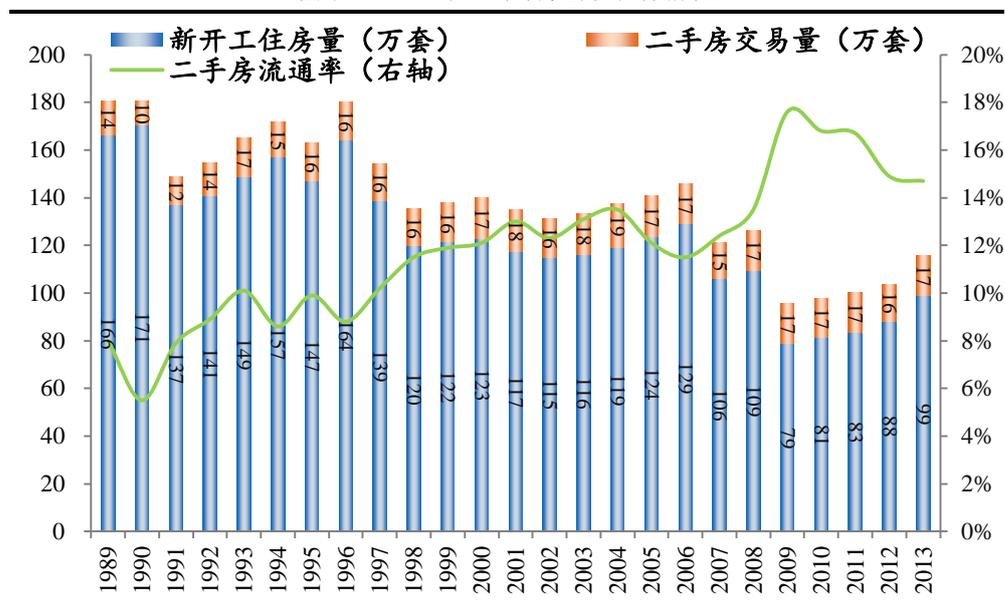


资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### 3.2.3 二手房市场不活跃

日本住宅存量市场不活跃，二手房流通率及交易量均较低。1989-2013年日本二手房流通率最高仅为17.6%，远低于美国（87%，2014年）、英国（87%）、法国（68.4%）等发达国家。2013年二手房交易量仅有17万套，也远低于其他国家。究其原因，一是泡沫破灭之后，居民购房意愿不足；二是二手房质量较差，房屋多以木质为主，平均使用寿命仅31年；三是交易环节税务较重，涉税多至6种，仅差价盈利所得及复兴特别税综合税率就高达39.63%（满5年时为20.3%），不利于存量盘活。

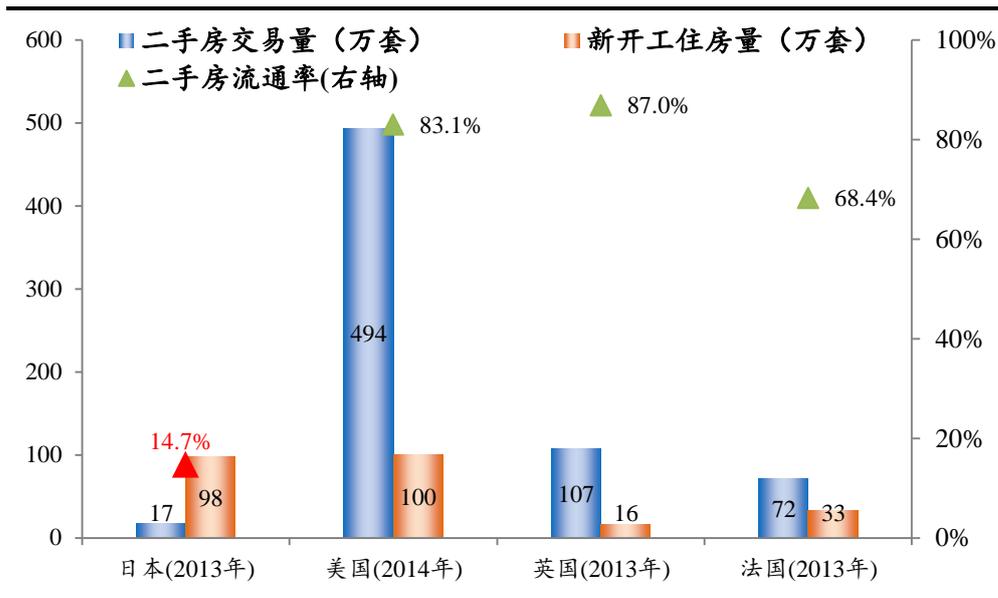
图表90：日本二手房交易市场情况



资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

注：二手房流通率=二手房交易量/（二手房交易量+新开工住房量）

图表91：二手房交易市场活跃度国际比较

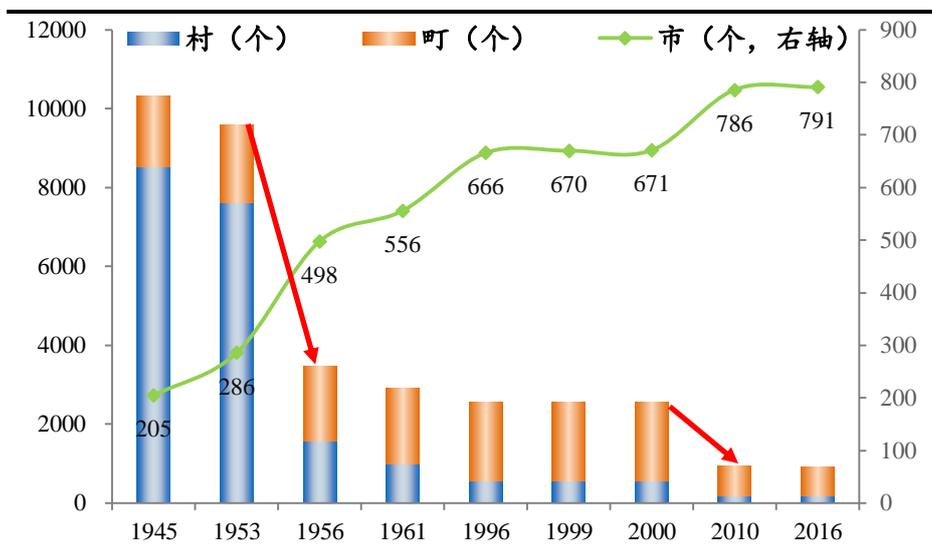


资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### 3.2.4 两次行政区划调整显著提升城市化率

日本历史上的两次城市化率激增均与行政区划调整相关，特别是2000-2010年，并非人口实际流动。1953-1961年，城市化率从56.4%大幅增至64.2%，主要是受“市町村大合并”影响，村的数量从7616骤降至981。第二次激增发生于2010年后，城市化率增至90.8%，也是源于行政区划调整，町的数量从2000年的1991降至757，此外，町村老人相继离世也是重要原因。

图表92：日本历史上的两次“市町村大合并”



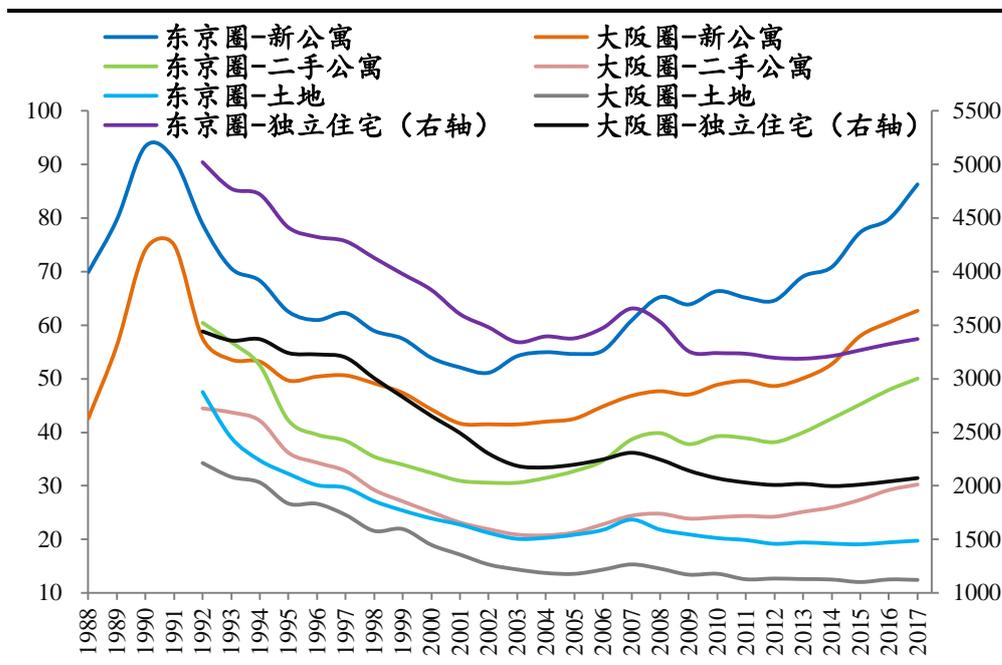
资料来源：日本国土交通省，恒大研究院

### 3.2.5 大都市中心区的房价触底回升

2017年，东京圈新建公寓的销售均价接近泡沫期，而远离市中心的户建住宅仍无起色。自2013年来，东京和大阪都市圈公寓价格开始不断上涨，东京圈2017年新建公寓销售均价为86万日元/平，接近泡沫期93

万日元/平的最高值，同样，大阪圈 2017 年新建公寓销售均价 63 万日元/平，不断缩小与泡沫期的价差。但从土地和独立式住宅（户建住宅）成交均价来看，东京和大阪圈土地和户建住宅成交价并未出现明显上涨，这说明本轮上涨主要发生在市中心公寓较为集中的区域。经过 90 年代房地产市场的出清，日本房地产市场呈现市中心涨、市郊及其他地市房价一蹶不振的明显特征，市中心房价也是人口持续流入，因就业、置业等有效需求支撑下的理性上涨。

图表93：东京圈和大阪圈公寓、土地和独立住宅成交价格（单位：万日元）



资料来源：日本不动产研究所，恒大研究院

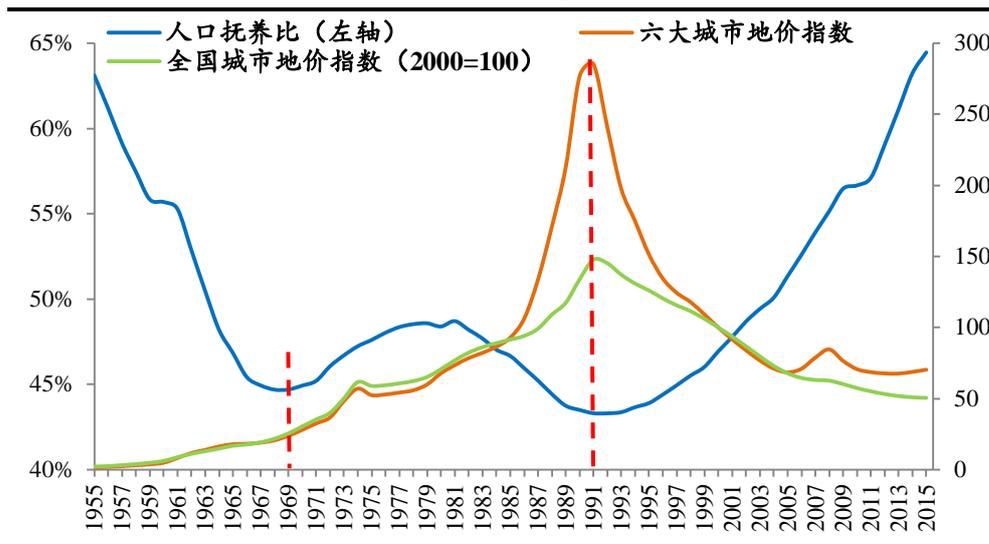
## 4 两次房地产危机对我国有何启示？

### 4.1 城镇化尾声，人口红利消退预示房地产长周期拐点到来

城镇化进程中，人口红利减弱对房地产市场影响不显著。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，是反映人口红利的指标，比值越小，说明劳动年龄人口的抚养负担越小。战后日本人口抚养比不断减小，1970 年左右达最低值后缓慢上升，意味着人口红利阶段性减弱，但房地产市场并未随人口红利减弱而下行，主要是因为 1970 年日本城市化率为 72%，城镇化仍有空间，人口仍在向城市移动，新增住房需求部分抵消了人口红利减弱给房地产市场带来的不利影响。

城镇化尾声，人口红利消退预示房地产市场长周期拐点到来。1974 年开始，日本出生人口持续快速减少，使得总人口抚养比 80 年代再次下降，1991-1992 年达到最低值。随着人口老龄化加速，日本人口抚养比快速上升，人口红利快速消退，叠加 90 年代城镇化接近尾声，置业人群见顶，无增量支撑的日本房地产市场在泡沫破灭后一蹶不振。

图表94：日本人口红利与地价拐点几乎同步



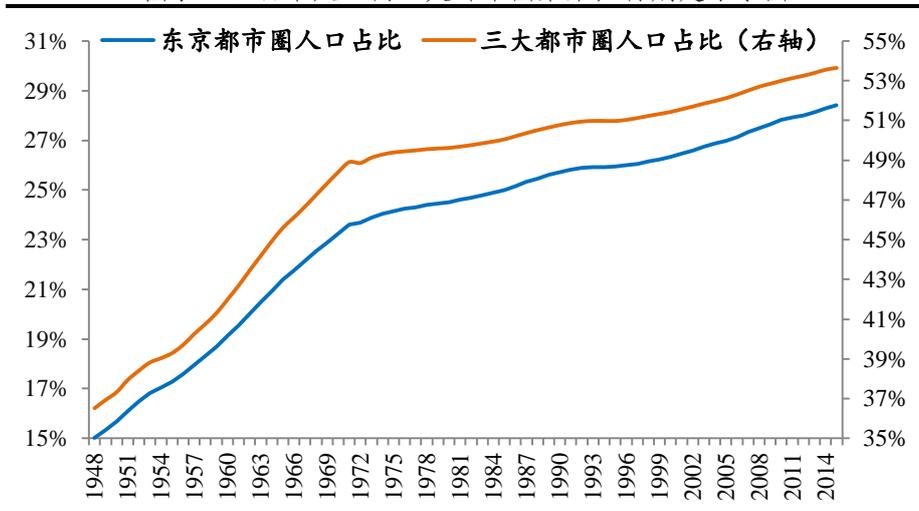
资料来源：日本统计局，恒大研究院

## 4.2 人口移动的背后是产业的变化，人口集聚大都市圈是大势所趋

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。战后日本重工业因出口便利需要，在太平洋沿岸的东京、大阪、名古屋等城市快速发展，吸引农业就业人口快速向城市迁移。60年代末，城市中心的重工业开始向周边地区迁移，带动市中心和周边地区人口集聚都市圈。70年代初，以不动产、金融保险和批发零售业为代表的第三产业快速发展，服务业能提供更好的就业和收入，吸引人口进一步向三大都市圈集聚。1950-2015年，三大都市圈人口占比从37.3%大幅上升至53.7%。

东京圈尤其明显。2016年东京圈第三产业增加值占GDP比重高达86%，以批发零售、金融、科技、信息服务、影音图像、房地产等产业为核心的服务业，使得东京圈经济份额与人口份额之比全国领先，说明东京圈人均收入更高。在日本总人口负增长、其他两个都市圈人口净流出的情况下，东京圈仍能吸引人口净流入。近期日本政府甚至试图通过高额补贴鼓励人们迁出东京，缓解东京圈和其他都市的人口压力。

图表95：日本人口向三大都市圈聚集，特别是东京圈

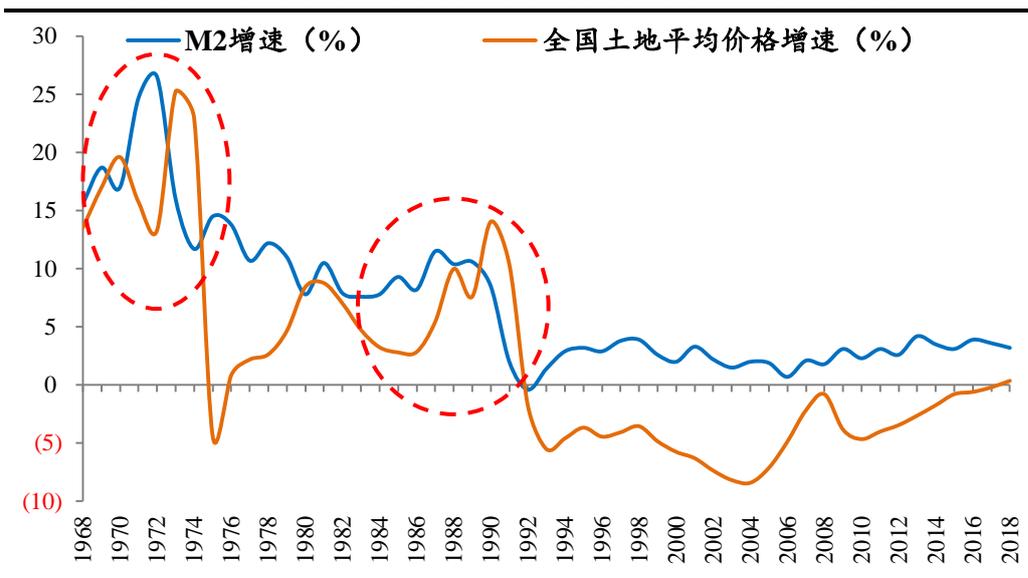


资料来源：日本统计局，恒大研究院

### 4.3 保持货币金融政策连续性和稳定性有利于稳定房地产市场

房地产危机是一种货币现象，保持货币金融政策连续性和稳定性有助于稳房价。70年代由于环境问题，日本开始调整产业结构，为避免增速下滑，政府采取宽松的货币政策，1968-1973年，M1、M2年增速高达22%和20%，远高于同期9%的经济增速。货币宽松叠加强劲住房需求，推动地价快速上涨。第一次石油危机使得石油依赖型的日本国内爆发恶性通胀，政府不得不收紧货币，1973年12月，央行上调贴现率至战后最高值9%，地价转跌，危机爆发。1985年《广场协议》签署后，为抑制日元过快升值及其对经济的不利影响，政府在1986年连续4次下调贴现率至3%的低利率水平。为了稳定国际货币市场，1987年2月，日本签署《卢浮宫协议》，并再次下调贴现率至战后最低值2.5%，并一直维持历史最低水平到1989年4月。1985-1989年M1、M2增速分别达7%和10%，高于同期4.5%的经济增速。持续低利率和日元升值导致大量资金流入股市和房地产市场，资产泡沫快速膨胀。为了抑制经济过热和资产泡沫化，1989-1990年央行又连续5次上调贴现率至6%，使得1991、1992年M2年增速分别为2%和-0.4%，快速收紧的货币，叠加1990年大藏省出台政策限制房地产融资和开征地价税，房地产泡沫迅速破灭。货币金融政策频繁变动是日本房地产市场大起大落的重要原因。

图表96：货币政策的频繁转向导致两次房地产危机的产生与爆发



资料来源：日本银行，恒大研究院

### 4.4 税收影响预期，长期来看对防范房地产危机作用不大

房地产价格上行期，加征房地产相关税收，短期内有一定影响，但长期看，调控作用不明显。70年代，日本政府为了抑制地价上涨过快而进行土地税制改革，创设个人和法人土地转让所得税增加交易成本、对农地同等征税和创设特别土地保有税以期增加土地供应，地价快速上涨的局面短期内虽得到有效控制，但地价仅回调一年便重回上涨趋势。80年代后期，日本房地产市场异常火热，地价泡沫风险大，为了打击土地市场投机行为，1987年政府创设超短期土地转让所得税，规定对不满2年的土地交易征收重税（对个人土地交易，征收50%的转让所得；对法人企业的土地交易，征收30%的转让所得，另征企业所得税）。土地持有成本低、

交易成本高导致居民和企业倾向于持有土地，反而造成了土地市场供给不足，反推价格快速上涨，并不能有效抑制地价上涨。

**房地产市场下行期，即使小幅加税，也能加剧市场下行。**1991年，日本房地产市场已经处于下行通道，但为了彻底出清泡沫，政府对土地所有者开征地价税，同时加强特别土地保有税的调控力度，虽然税率较低，但此时房地产市场已处于下行期，加税体现政府调控决心，市场预期迅速扭转，加速地价下跌。

#### 4.5 住房存量时代，规范住房租赁市场能有效解决住房难题

日本房地产进入存量时代后，政策重心开始转向规范化发展租赁市场。日本在1973年各个都道府县套户比均超过1，住房供求基本平衡，开始步入存量时代；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。

**机构主导有利于租赁市场规范化发展。**日本经济从高速向中速换挡过程中，房地产市场的发展重心也由增量市场转向存量市场。日本2000年真正开始的发展住房租赁市场，目前超九成民营租赁住房由机构参与管理运营。机构主导有明显的优势：一是专业化程度更高，租赁机构的规模化管理运作，可给住房租赁市场提供更好的产品、服务和美誉度，有利于提升住房质量；二是便于监管，专业机构为主的市场，能避免过多一对一的纠纷，大大提高监管效率，节约行政成本；三是有利于行业规范化发展，对房东来说提高了出租率、促进了流通，对租户来说提升了体验和信息公开透明度。

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com