

# 从日本经验看我国房地产需求量

——国际视角下的房地产供需研判

## 证券分析师:

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 证券分析师:

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 联系人:

高旗胜  
gqs@longone.com.cn

## 相关研究

1.今朝不似昨朝寒，地产两极化显然——供需视角下的房地产趋势研判

## 投资要点

- **核心观点:**日本在1990年泡沫破裂后，股价、地价大幅下跌，经济增速长期低迷、一蹶不振。但是，房地产行业却出乎意料地恢复较快，在需求的推动下新房销售快速修复并维持高位；在地价仍处低位的情况下，房价目前也已恢复到之前的高位。房地产销售直到新世纪才出现了真正的下台阶。伴随人口负增长、总人口见顶回落、老龄化加快、城市化进程趋停，2005年开始其商品房新开工、新房销售几乎同时拐头向下，次贷危机加剧了二者的下滑幅度，促使日本房地产从增量转向存量。进入存量时代后，日本新房销售占比下滑，二手房占据市场主导。与1990年代和2005年时期的日本相比，当前我国总人口也已见顶，但城市化空间仍然较大，经济基本面更优，经济增速和人均可支配收入增速更高，综合对比来看目前我国房地产市场需求或仍将保持一定规模。与过去20年高速城镇化推动的房地产大开发时期相比，未来商品房需求总量可能会有所下降，但估计不会出现大幅度下滑。需求的支撑，一是城市化，二是改善性需求，与当时日本比，两者都还有空间。
- **经济快速发展、人口增长、城市化进程加速等基本面因素支撑下，刚需消化了日本首次房价大涨（1955-1975年）。**第一，战后日本经济高速增长，1956-1973年实际GDP平均增速9.3%。第二，人口快速增长带动住宅投资规模扩张。第三，战后日本城市化推进速度迅猛，大量农村人口涌入城市。第四，政策推动住房供给增加，住房市场从短缺转向充足。
- **多种因素催化出房地产泡沫（1985-1990年）。**1980年代日本已基本完成城市化，人口流动对住房需求的支撑力度减弱。同期美国贸易逆差持续扩大，日本被迫签署《广场协议》，日元大幅升值。随后，长期极宽松的货币和财政政策环境，叠加投机活动的加剧助长泡沫生成。股市、楼市急速上涨，金融市场和房地产市场“极度繁荣”，最后于1990年泡沫破裂。
- **泡沫破裂后日本经济长期低迷，但商品房销售恢复较快。**泡沫破裂后，经济增速长期低迷，但居民购房需求仍在，新房销售快速修复并在较长时期内维持高位。房价大跌后目前已完全修复，但地价仍长期低迷。房屋新开工面积一路下行，但主要体现在农村自建房的持续回落，而商品房韧性较强，受泡沫破裂影响相对有限。由于日本房屋新开工面积包含所有自建房，在城市化过程中农村自建房下降可能较快，从而拖累总体新开工；而我国新开工仅指商品房，因此日本商品房的新开工拐点可能对我国更有参考意义。
- **2005年后人口负增、城市化进程停止等因素可能导致房地产销售大幅下降，日本房地产进入存量时代。**从人口增速看，2005年日本首次出现人口负增长，2007年以来连续15年负增长；从城市化看，日本城市化率于2000年达到约80%，之后进入慢速增长阶段，2010年至今城市化率仅提高约1个百分点。总人口下降、老龄化加快、城市结构稳定等因素难以对新房销售增长形成有力支撑，次贷危机加速了日本房地产从增量转向存量，新房销售逐步萎缩，二手房占据市场主导。首都圈和近畿圈新房销售占比降至3成，二手房升至7成。
- **与1990年代及2005年前后的日本相比，目前我国城市化空间更大，经济基本面更优，估计房地产市场需求仍将保持一定规模。**从城镇化看，我国城镇化率与美英日韩等发达国家相比仍有一定增长空间，由人口迁移带来的新增购房需求有待进一步释放。从经济增长看，1990-2007年日本实际GDP同比均值为1.2%，低于全球的3.2%，2010年至今进一步降至0.85%。与之相比，2011-2022年中国实际GDP同比均值为6.7%，即使未来增速可能会有所下行，估计也会远高于日本。从发展趋势看，日本套户比在1988年就已达到1.11，我国一线城市不足0.8，个别地方达到了1.1，未来改善性购房需求或将进一步释放。
- **风险提示:** 1) 海外局势变化超预期；2) 居民收入低于预期；3) 房企风险超预期发展。

## 正文目录

<b>1. 刚需消化首次房价大涨，多因素催生房地产泡沫.....</b>	<b>5</b>
1.1. 出口导向模式下战后日本经济高速增长 .....	5
1.2. 基本面支撑下刚需消化了首次房价大涨 .....	6
1.3. 多种因素催化出的房地产泡沫.....	9
<b>2. 政策转向过快过猛，房地产大起后大落 .....</b>	<b>13</b>
2.1. 货币政策“用药”过快过猛 .....	13
2.2. 财税政策收紧加速地价下跌 .....	14
2.3. 房地产大起转向大落 .....	15
2.4. 内需萎靡、物价回落、企业利润下滑、经济增速放缓.....	16
<b>3. 房地产泡沫破裂后新房销售快速修复.....</b>	<b>18</b>
3.1. 供给：新开工整体下行，商品房供给韧性较强.....	18
3.2. 投资：泡沫破裂后住宅投资仍出现了反弹新高.....	19
3.3. 销售：泡沫破裂后新房销售快速修复并维持高位 .....	20
3.4. 价格：房价已完全修复，地价仍处低位 .....	21
<b>4. 从日本经验展望我国房地产发展趋势.....</b>	<b>22</b>
4.1. 相似之处：总人口见顶，杠杆率位于高位，房地产对经济影响大.....	22
4.2. 不同之处：我国居民收入增速较高，城镇化仍处加速阶段.....	24
4.3. 供给端展望：新开工与适龄劳动人口拐点基本同步，但商品房新开工拐点较迟.....	27
4.4. 需求端展望：我国经济基本面更优，房地产需求估计仍将保持一定规模 ...	29
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1 日本 GDP 增速, % .....	5
图 2 日本出口金额及增速, 百万日元, % .....	6
图 3 日本进口金额及增速, 百万日元, % .....	6
图 4 日本 6 大城市土地价格与增速, 点, % .....	7
图 5 日本土地价格指数, 点 .....	8
图 6 日本住宅和工业用地价格指数涨幅, % .....	8
图 7 日本总人口与人口增速, 万人, % .....	8
图 8 日本劳动力人数, 万人 .....	8
图 9 日本人口结构, % .....	8
图 10 日本住宅实际投资规模及增速, 亿日元, % .....	8
图 11 日本城市化率, % .....	9
图 12 日本住宅总数和套户比, 千户 .....	9
图 13 日本城市化率与城镇人口增速, % .....	9
图 14 日本总人口与人口老龄化比例, 万人, % .....	9
图 15 美国 CPI, % .....	10
图 16 美国十年期国债收益率与美元指数, 点, % .....	10
图 17 美国贸易差额与进口日本占比, 百万美元, % .....	10
图 18 广场协议后日元兑美元快速升值, 美元兑日元 .....	10
图 19 日本贴现率与 M2 增速, % .....	11
图 20 日本广义货币占 GDP 比例, % .....	11
图 21 日本 GDP 当季同比, % .....	12
图 22 日本一般会会计支出总额与增速, 百万日元, % .....	12
图 23 日本住宅信用供给市占率分布, % .....	12
图 24 日本“住专”公司贷款结构变化, % .....	12
图 25 日本股市, 百万日元, 点 .....	13
图 26 日本商业和住宅土地价格指数与增速, 点, % .....	13
图 27 日本贴现率, % .....	14
图 28 日本无担保隔夜拆借利率, % .....	14
图 29 日本当季新增房地产贷款规模, 亿日元 .....	14
图 30 日本实际房价指数, 点 .....	14
图 31 日本不动产税收收入, 十亿美元 .....	15
图 32 日本中央政府不动产经常性税收, 百万日元 .....	15
图 33 日本所有城市土地价格指数, 点 .....	16
图 34 日本土地交易数量, 件 .....	16
图 35 日本首都圈和近畿圈新房开工占比, % .....	16
图 36 日本首都圈和近畿圈新房销售规模, 套 .....	16
图 37 日本首都圈和近畿圈新房销售单价, 万日元/平方米 .....	16
图 38 日本首都圈和近畿圈新房套均价, 万日元/套 .....	16
图 39 日本实际 GDP 增速, % .....	17
图 40 私人消费和企业设备投资对日本 GDP 的拉动, % .....	17
图 41 日本 CPI 与 PPI, % .....	18
图 42 日本制造业营业利润, 亿日元 .....	18
图 43 日本国民净人均收入及增速, 美元, % .....	18
图 44 日本商业零售额及增速, 十亿日元, % .....	18
图 45 日本住房新开工面积, 万平方米 .....	19
图 46 日本新房开工情况, 户 .....	19

图 47 日本三类住房开工占比, % .....	19
图 48 日本私人住宅投资规模及增速, 十亿日元, %.....	20
图 49 日本住宅建筑投资规模及增速, 亿日元, % .....	20
图 50 新房销售与住房新开工面积, 套, 千平方米.....	21
图 51 新房销售与私人住宅投资, 套, 十亿日元 .....	21
图 52 首都圈和近畿圈新建公寓平均单价, 万日元/平方米.....	22
图 53 日本 6 大城市土地价格指数, 点.....	22
图 54 日本首都圈各区域住宅用地价格增速, %.....	22
图 55 日本首都圈住宅用地价格占新房售价比重, %, 日元.....	22
图 56 日本总人口与自然增长率, 万人, ‰.....	23
图 57 中国总人口与自然增长率, 万人, ‰.....	23
图 58 日本人口结构, %.....	23
图 59 日本总和生育率, ‰.....	23
图 60 中日住宅投资占 GDP 比重对比, % .....	24
图 61 日本 GDP 与私人住宅投资增速节奏基本同步, %.....	24
图 62 中日居民部门杠杆率对比, %.....	24
图 63 中国居民新增中长贷与住宅销售, 亿元, 万平方米.....	24
图 64 中日 GDP 增速对比, % .....	25
图 65 中日人均 GDP 对比, 美元 .....	25
图 66 中日城市化率对比, %.....	26
图 67 日本人口密度与世界对比, 人/平方公里 .....	26
图 68 2020 年全国城镇住房套户比.....	26
图 69 中国一二线城市房价收入比.....	27
图 70 北京、上海、东京、首尔房价收入比.....	27
图 71 中日房价对比, 万日元/平米, 万元/平米.....	27
图 72 中日韩房价涨幅对比, % .....	27
图 73 日本劳动力人数及增速, 万人, %.....	28
图 74 日本高龄人口劳动参与率, 万人, %.....	28
图 75 日本劳动力人数与房屋新开工, 万人, 户 .....	28
图 76 日本劳动力人数与新房销售, 万人, 户 .....	28
图 77 房屋新开工与二手房销售明显背离, 户 .....	28
图 78 新开工对住宅投资拖累作用明显, 户, 十亿日元.....	28
图 79 我国适龄劳动人口与住宅新开工, 万人, 万平米.....	29
图 80 我国房地产投资与住宅新开工累计同比, % .....	29
图 81 2005 年前后日本人口增速、房屋新开工、新房销售同时面临拐点, 单元, 户, ‰ .....	30
图 82 日本首都圈和近畿圈新房与二手房销售占比, % .....	31
图 83 日本首都圈和近畿圈新房与二手房销售户数, 户.....	31
图 84 中国 GDP 增速高于全球平均水平, %.....	31
图 85 中国人均可支配收入增速高于日本, % .....	31
表 1 日本资源对外依存度.....	6
表 2 战后日本经济高速增长 .....	6

# 1. 刚需消化首次房价大涨，多因素催生房地产泡沫

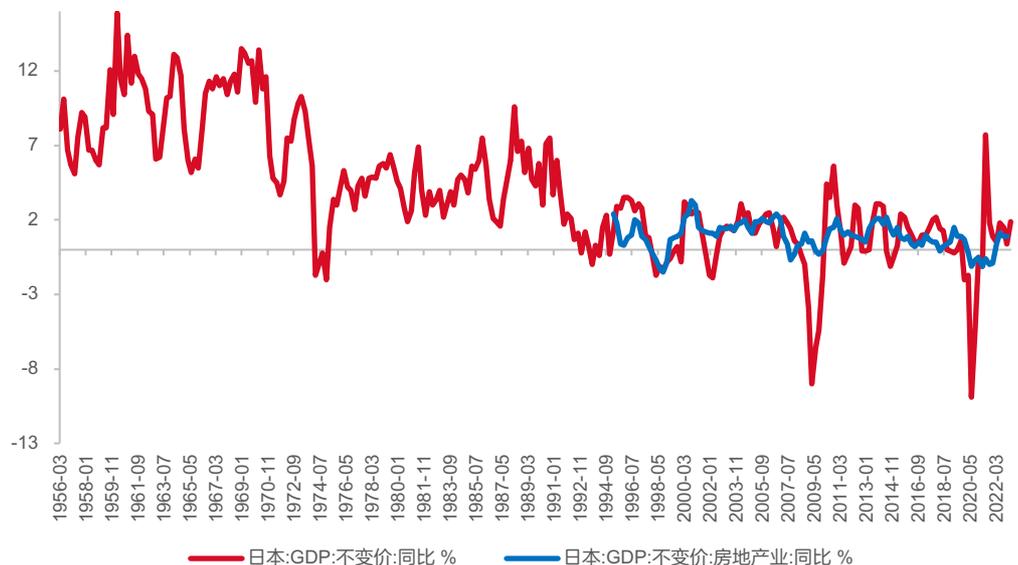
## 1.1. 出口导向模式下战后日本经济高速增长

**美国的扶持推动日本经济快速恢复。**二战结束后，美国对日本的扶持主要体现在三个方面：1) 经济直接援助。1945-1951年，美国对日援助总额达 21.28 亿美元，约占同期日本进口总额的 4 成。2) 贷款支持。1945 年至 1960 年代末，日本共借入外国贷款约 57 亿美元，其中美国占比近 7 成，主要用于发展钢铁、电力、石油等行业。3) 直接投资。1945-1978 年，美国累计对日本直接投资规模达近 50 亿美元。<sup>1</sup>

**朝鲜战争带来的“战争财”。**1950 年朝鲜战争爆发后，日本大量收到美国的军需订货。据日本经济企划厅统计，1950-1953 年，日本接受美国军需订货金额从 1.5 亿美元升至 8.1 亿美元，朝鲜战争期间累计达 24 亿美元；军事用品占日本出口总额比重从 18.2% 升至 62.7%，朝鲜战争期间平均占比近 5 成。<sup>2</sup>朝鲜战争客观上促进了日本工业的快速发展，并拉动就业和对外贸易增长，加快了日本战后经济恢复速度。

**对外贸易推动日本经济高速增长。**日本国土面积相对狭小，国内资源较为匮乏，开发潜力有限。战后日本充分利用国外资源，积极发展加工业，大力推动对外贸易发展，通过扩大对外贸易来推进工业化进程。1952-1980 年，日本出口金额从 4580 亿日元增至 29.4 万亿日元，进口金额从 7300 亿日元增至 32 万亿日元；出口年均增速达到 16%，进口年均增速 15.6%。在出口导向型经济模式下，日本经济高速增长，1956-1973 年日本实际 GDP 平均增速高达 9.3%，明显高于同为战败国的联邦德国。

图1 日本 GDP 增速，%

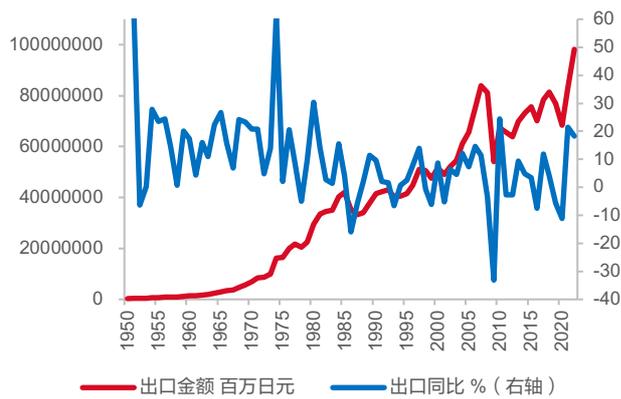


资料来源：Wind，东海证券研究所

<sup>1</sup> 杨剑.战后日本经济迅速发展的客观原因[J].经济问题，2004.

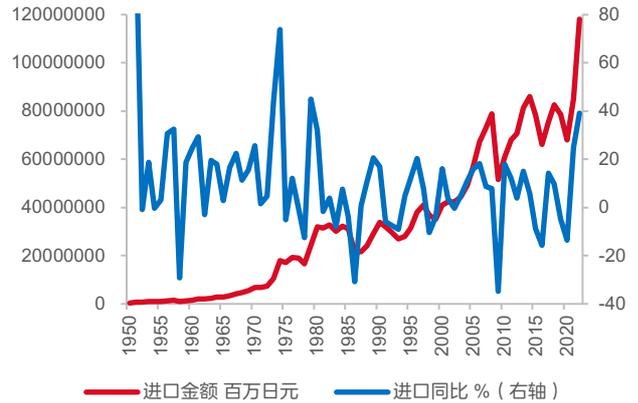
<sup>2</sup> 日本经济企划厅.现代日本经济的展开[M].东京：大藏省印刷局，1976.

图2 日本出口金额及增速，百万日元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 日本进口金额及增速，百万日元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 日本资源对外依存度

种类/年	1966		1971	
	需求量 吨	海外依存度 %	需求量 吨	海外依存度 %
铜	326610	65.5	658970	81.9
铅	164678	25.6	199494	67.6
铁矾土	1593975	100	3864802	100
铁矿石	41399	96.8	93260	99.1
原料煤	30528	59.1	59720	78.4
石油	95713	99.2	204556	99.6
木材	76876	32.6	101405	54.7

资料来源：《战后日本经济发展模式评析》，田丰伦，东海证券研究所

表2 战后日本经济高速增长

	日本	美国	英国	联邦德国	法国
1954-1958 年均值	6.1	1.7	2.5	7	4.6
1959-1963 年均值	13.6	4.3	2.5	7.9	5.2
1964-1968 年均值	10.9	5.1	3	4.4	5.2
1969-1973 年均值	9.6	3.5	3	5.1	6

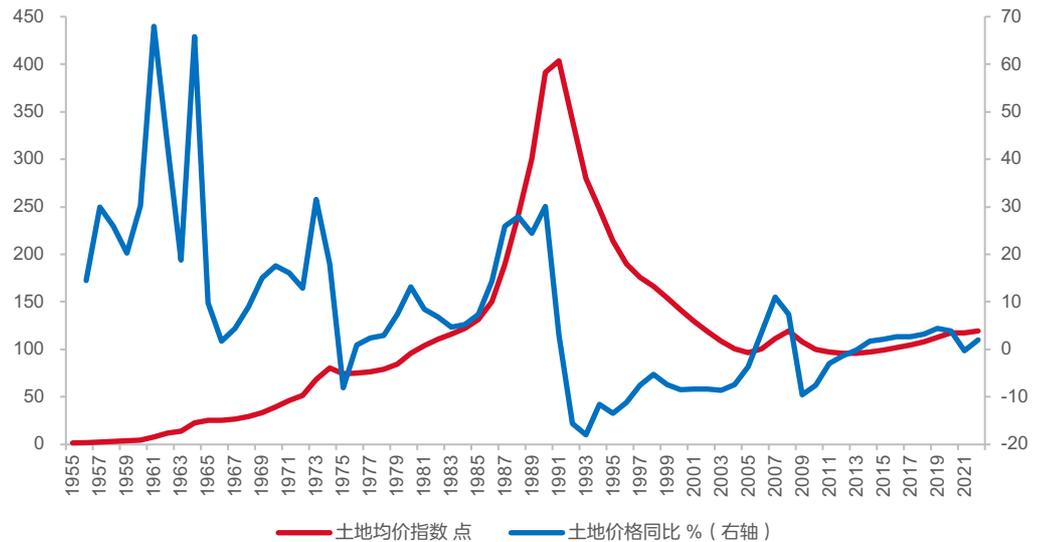
资料来源：日本银行《国际比较统计》，东海证券研究所

## 1.2. 基本面支撑下刚需消化了首次房价大涨

日本土地价格主要经历了两段快速上涨时期：1) 1955-1975 年，日本 6 大城市（东京、横滨、名古屋、京都、大阪、神户）土地均价涨幅近 45 倍，年均复合增速为 20.9%。2) 1985-1990 年，日本 6 大城市土地均价涨幅近 3 倍，年均复合增速为 24.4%。

我们认为，二战后日本经济高速增长，受经济基本面支撑，刚需消化了第一次房价大幅上涨。而供需关系的改变、宽松的政策环境、投机资金大量涌入房地产市场等因素催生了第二次房地产泡沫。泡沫破裂后日本房地产供给端整体下行，销售端短暂下滑后快速修复，土地价格大幅回落并长期低迷。

图4 日本6大城市土地价格与增速，点，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

**经济快速发展、人口增长、城市化进程加速等基本因素支撑下，刚需消化了日本首次房价大涨（1955-1975年）。**

**第一，战后日本经济进入高速增长期，工业化进程推动工业用地价格领涨。**在美国的直接扶持、战争等因素推动下，日本工业化进程快速推进，工业用地价格率先领涨，随后在城市化进程推动下住宅用地价格上涨速度最快。1959-1965年，日本工业用地价格增速始终高于住宅用地；1966-1983年，住宅用地价格涨幅最大，随后二者涨幅大致相当。

**第二，人口快速增长带动住宅投资规模扩张。**1945-1975年，日本总人口从7200万人增长至1.12亿人，30年间增加了近4000万人，人口年均增速为1.3%。1975-2022年，日本总人口47年仅增加1300万人，人口年均增速为0.23%。其中，1940-1975年适龄劳动人口（14-64岁）从4460万增至7740万，占比从61%升至70%。适龄劳动人口的增加不仅支撑刚需购房规模的扩大，同时决定了住宅投资和新开工的变化。与适龄劳动人口增长基本一致的是，1961-1975年日本住宅实际投资年均增速达到13%，住宅实际投资规模于1978年达到阶段性高点（23.7万亿日元）。

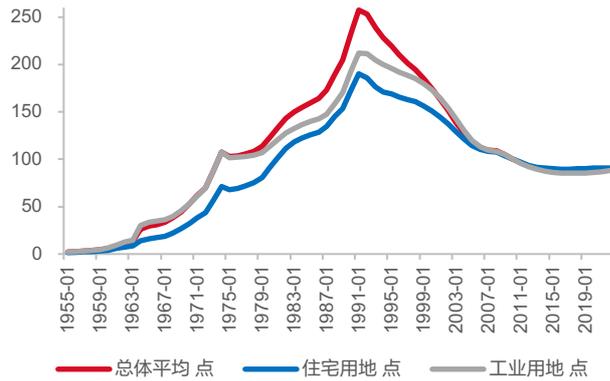
**第三，战后日本城市化推进速度迅猛，大量农村人口涌入城市。**1945-1975年，日本城市化率从27.8%迅速升至75.9%，年均增长1.6个百分点，城市人口年均增加216万人。与之形成对比的是，在第二段房价大涨时期（1985-1990年），城市化率年均增长0.12个百分点，城市人口年均增加仅55万人。

**第四，供需关系层面，日本住房市场从短缺转向充裕。**二战结束后，部分存量住房化为废墟，叠加经济高速增长，城市化进程加快，住宅短缺问题较为严重。据日本政府1945年8月公布的数据显示，日本住宅缺口达到420万户，相当于当时住宅总数的约五分之一。<sup>3</sup>基于此，日本政府先后出台《住宅金融公库法》《公营住宅法》等一系列政策，<sup>4</sup>着眼于增加住房供给。一般而言，套户比小于1表明住房供给有所不足，套户比等于1表明住房总体供求平衡。1958年日本套户比仅为0.96，1968年首次突破1.0，并于1978年达到1.08，随后持续上升。1968-1983年，日本房间平均居住人数从1.03人降至0.71人。从整体供需关系来看，日本在1970年代解决了住房短缺问题，住房市场从不足转向充裕。

<sup>3</sup> 周建高.日本公共住宅政策刍论[J].南开日本研究, 2013.

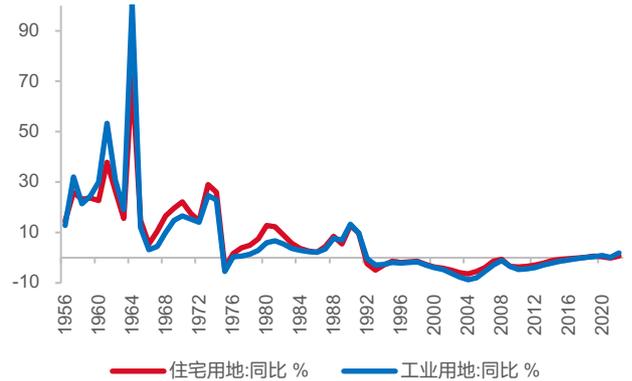
<sup>4</sup> 李玉虎.日本住宅保障制度及其立法规制[J].兰州学刊, 2011.

图5 日本土地价格指数，点



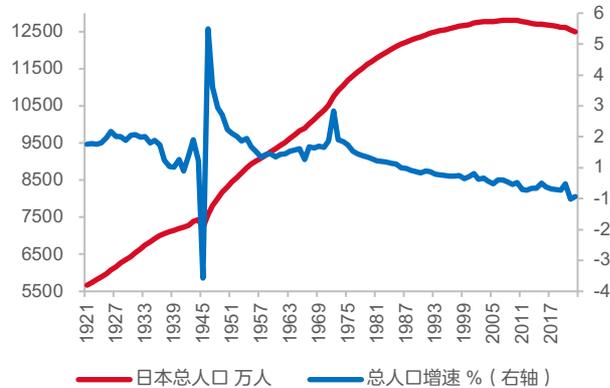
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 日本住宅和工业用地价格指数涨幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 日本总人口与人口增速，万人，%



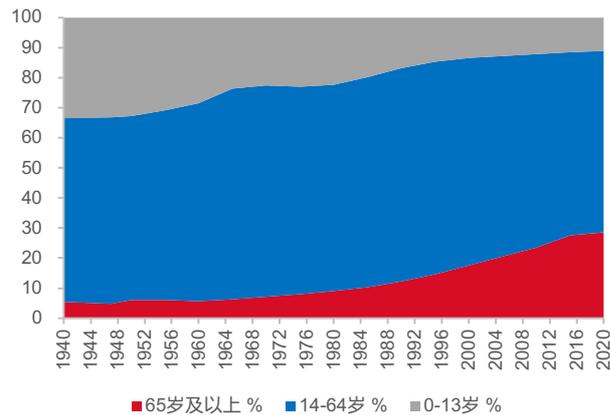
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 日本劳动力人数，万人



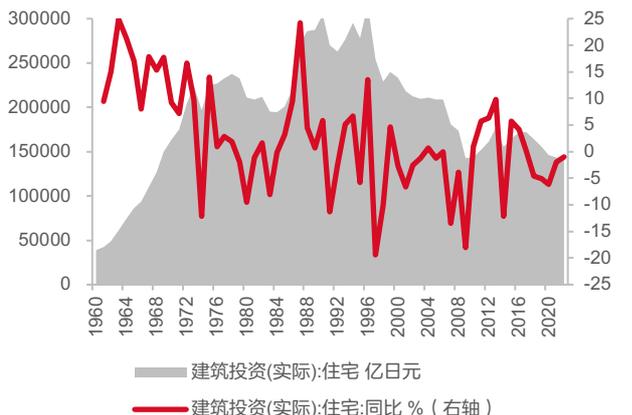
资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 日本人口结构，%



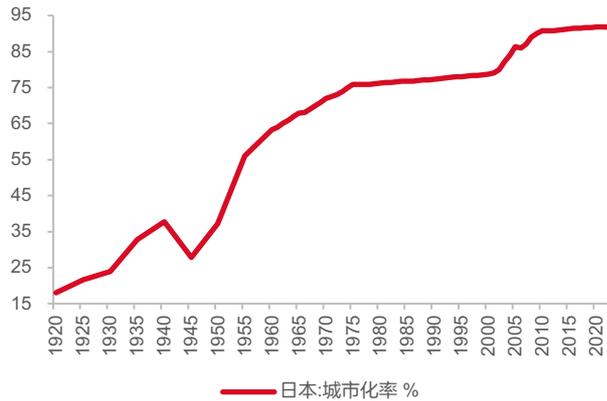
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 日本住宅实际投资规模及增速，亿日元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 日本城市化率，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 日本住宅总数和套户比，千户

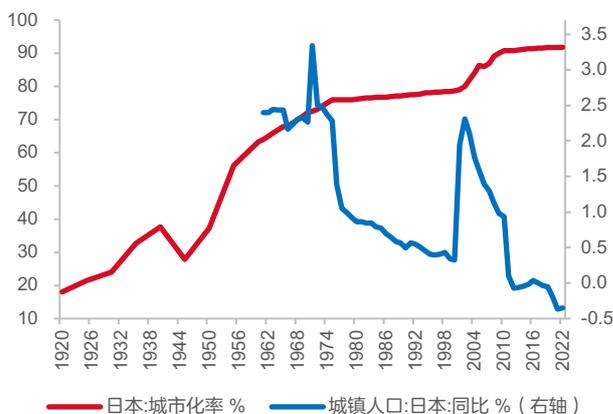


资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 1.3.多种因素催化出的房地产泡沫

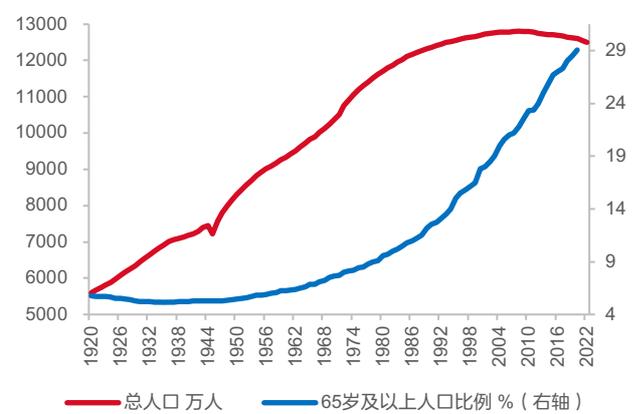
从经济发展阶段来看，1980年代日本已基本完成城市化，人口增速放缓，人口流动对住房需求的支撑力度减弱。国家信息中心在《人口与房地产市场关系分析》中提到，当一国城镇化率达到30%-70%时，意味着城镇化处于加速阶段；当城镇化率达到80%左右时，人口地域结构相对稳定，人口从农村往城市的流动基本停止，房地产市场的需求也相对稳定。1950-1970年，日本城市化率从37.3%升至72.1%，20年提升34.8个百分点；而1970-1990年，日本城市化率从72.1%升至77.4%，20年仅提升5.3个百分点。特别是1980年开始的10年间，城市化率仅提升约1个百分点，城镇人口增速明显下行，城市人口增量对房地产市场需求的拉动作用明显减弱。此外，1980-1990年日本总人口仅增加655万人，年均增长0.57%，明显低于1945-1975年的1.3%。在人口总量增长趋缓的同时，日本人口老龄化却明显加速。1955-1975年，日本老龄化比例仅上升2.6个百分点，但1975-1995年老龄化比例上升了6.6个百分点。长期来看，较为稳定的人口地域结构、人口增长率下行，以及老龄化进程加快等因素，难以产生大规模的新增住房需求。

图13 日本城市化率与城镇人口增速，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 日本总人口与人口老龄化比例，万人，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

从国际环境来看，美国贸易逆差持续扩大，《广场协议》导致日元大幅升值。1970年代末，第二次石油危机导致全球能源价格飙升，美国通胀水平大幅抬升。1978-1981年，美国

原油进口价格从 14.6 美元/桶升至 37.1 美元/桶，涨幅近 154%；同期美国 CPI 从 7% 左右最高升至 14.8%。为缓解高企的通胀水平，美联储实施紧缩的货币政策。加息使得美国十年期国债收益率大幅上升，1981 年 9 月达到历史最高值 15.84%。1981 年里根上任后，通过削减政府开支、控制货币供应量等方式降低通货膨胀率，美国经济实现复苏，通胀水平快速回落，美元指数明显走高，1985 年 2 月达到历史最高 164.7。随之而来的是美国对外贸易赤字逐年扩大，1981-1985 年美国贸易赤字从 162 亿美元扩大至 1219 亿美元。其中，日本在美国进口金额中的占比从 1960 年的 7.7% 升至 1985 年的 20%。1985 年初，日元汇率回落到 1973 年甚至更低水平，这为日本的汽车、机械、电子产品出口美国创造了明显优势。1985 年，日本汽车出口数量达到历史峰值的 673 万辆。

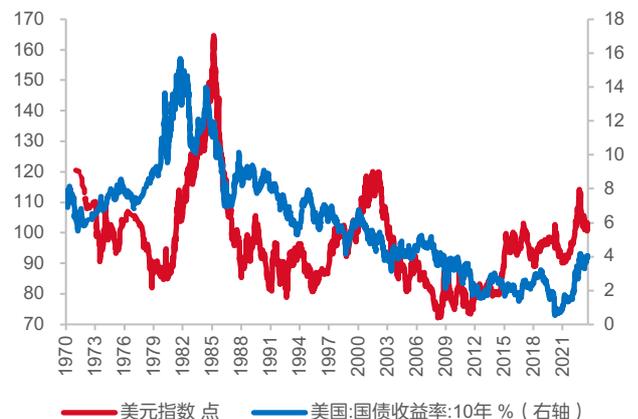
为改善国际收支，提升美国产品出口竞争力，1985 年 9 月，美、日、德、英、法五国共同达成《广场协议》推动日元、马克对美元升值。协议签署后，日元兑美元汇率从广场会议前一天的 240:1 升至 1 年后的 153:1。日元的大幅升值给日本出口带来巨大压力，出口增速快速转负，最低跌至 1986 年 8 月的 -21%，同时日本经济增长短暂放缓，GDP 增速从 1985 年的 6.2% 降至 1986 年的 3.2%。

图15 美国 CPI，%



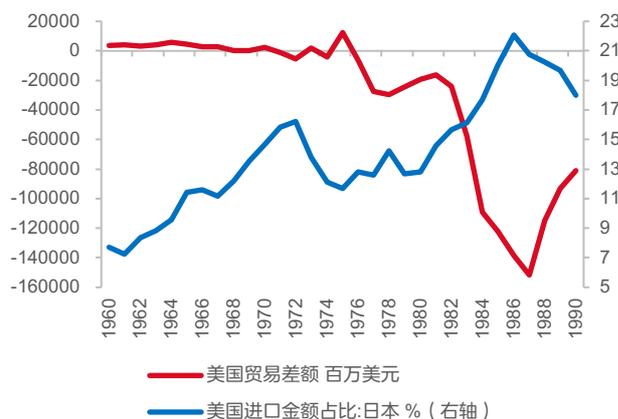
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 美国十年期国债收益率与美元指数，点，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 美国贸易差额与进口日本占比，百万美元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 广场协议后日元兑美元快速升值，美元兑日元



资料来源：Wind，东海证券研究所

从日本国内环境来看，宽货币和宽财政，以及投机活动的加剧助长泡沫生成。

为防止国内经济陷入衰退，日本采取宽货币和宽财政的政策组合。

货币政策方面，1985-1987 年，日本央行将贴现率从 5%降至 2.5%，同时 M2 增速从 9.3%升至最高 12.4%。1987 年下半年开始，日本经济增速已恢复并超过《广场协议》前水平。1987 年三季度至 1989 年三季度，日本 GDP 当季同比平均增速达到 6.1%，明显高于 1981-1985 年的 4.4%。但日本政府并未及时上调利率水平，2.5%的低利率环境一直持续到 1989 年 5 月才告一段落，长期的低利率刺激了投机性需求的增长。此外，广义货币占 GDP 比例从 1980 年的 139.8%升至 1989 年的 187%。较低的资金成本和快速增长的货币供应量为大量资金流向股市、楼市提供了有利条件。

财政政策方面，1984-1986 年日本一般会会计支出复合增速为 1.9%，1987-1990 年复合增速升至 6.6%。同时，较低的税率助长了房地产泡沫的膨胀。1979 年，日本政府减轻了法人长期持有土地的流转税负，低税率（15%）的征税范围从原先的 2000 万日元提高至 4000 万日元。日本实行土地私有制，1981 年，日本政府放宽对土地的征税限制。对于个人土地的转让收入，之前为“超过 2000 万日元的部分按 75%征税”，1981 年起改为“4000 万至 8000 万日元按 50%征税”；适用 20%低税率的范围由 2000 万日元以内提高至 4000 万日元。<sup>5</sup>在平地资源相对稀缺、房地产供给端弹性较小的情况下，较为宽松的税制设计推动了日本土地价格的快速上升，进而传导至房地产价格的上涨。

“住专”公司为房企提供“炒地”资金，造就虚假繁荣。住宅金融专业公司是日本专门从事房地产信贷的民间机构，自身不吸收存款，所有资金来源于股东银行借款和其他金融机构的拆借资金，主要从事个人住宅抵押贷款业务。1980 年代开始，“住专”的贷款投向逐步从个人转向企业。伴随土地价格的持续上涨，受到“住专”资金支持的企业大量购入不动产，企业部门脱实向虚，加速了日本房地产泡沫膨胀。1980-1991 年，“住专”发放的个人住宅贷款占全部贷款比重从 95.6%下降至 21.6%，而企业贷款占比从 4.4%升至 78.4%。

图19 日本贴现率与 M2 增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 日本广义货币占 GDP 比例，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

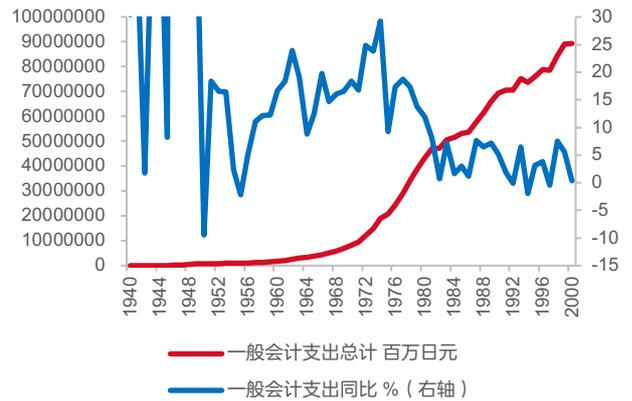
<sup>5</sup> 刘丽.日本房地产泡沫破裂前后的土地财税政策对比分析[J].国土资源情报, 2006.

图21 日本 GDP 当季同比, %



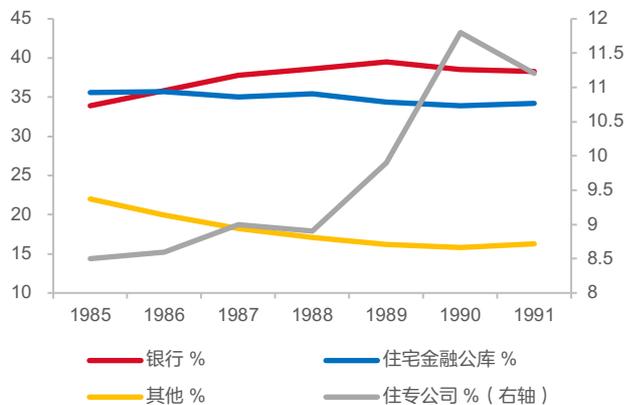
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 日本一般会计支出总额与增速, 百万日元, %



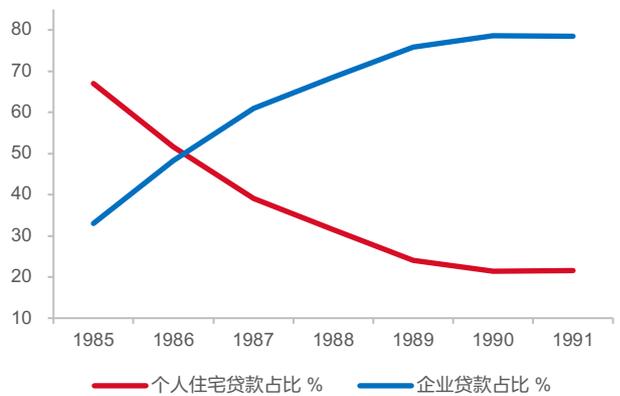
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图23 日本住宅信用供给市占率分布, %



资料来源: 日本银行, 东海证券研究所

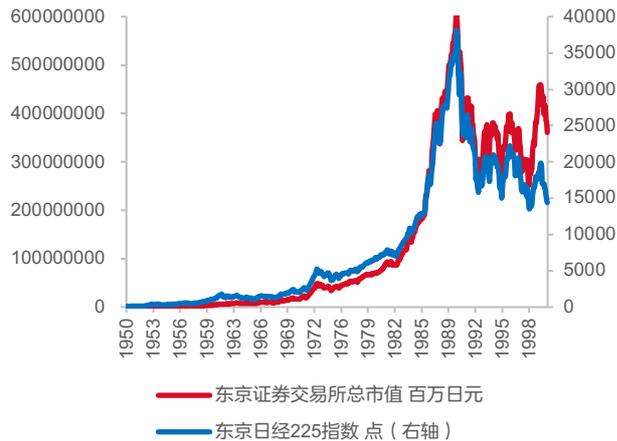
图24 日本“住专”公司贷款结构变化, %



资料来源: 日本经济周刊, 东海证券研究所

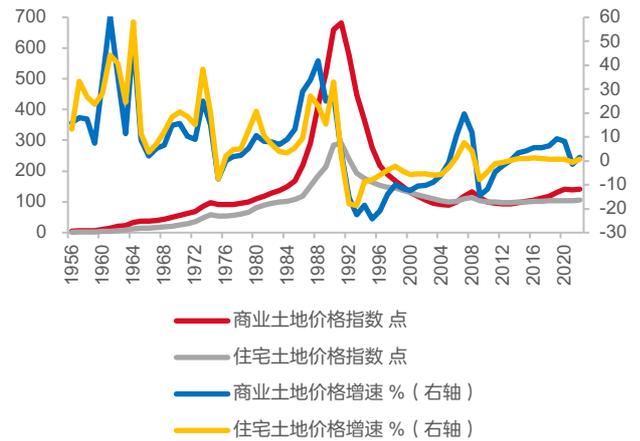
**股市、楼市在急速上涨后见顶回落, 股市见顶早于楼市, 泡沫破裂后土地价格进入漫长的下行阶段。**1985-1989年, 日本股票市场快速上涨, 日经225指数从1985年末的13000点左右上涨至1989年末的最高38916点, 涨幅近2倍。同期, 东京证券交易所总市值从190万亿日元上涨到最高611万亿日元, 涨幅近2.2倍。股市的财富效应推动了大量资本涌入房地产市场, 推动商业和住宅土地价格快速攀升。1985-1991年, 日本6大城市商业土地价格增长近3倍, 年均复合增速达到26%; 住宅土地价格增长1.7倍, 年均复合增速18%。1984年, 日美两国成立“日元美元委员会”, 旨在推动日本金融自由化和日元升值, 日本政府实施了一系列促进金融市场开放的政策措施。金融市场活跃度的提升伴随股市繁荣, 促使商业土地的投机行为明显增加, 这体现在楼市见顶前商业用地价格涨幅明显高于住宅用地。1992年开始, 日本土地价格增速转负, 并经历长达近20年的连续负增长, 房地产市场进入漫长的下行阶段。

图25 日本股市，百万日元，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 日本商业和住宅土地价格指数与增速，点，%



资料来源：1996年《日本经济周刊》，东海证券研究所

## 2.政策转向过快过猛，房地产大起后大落

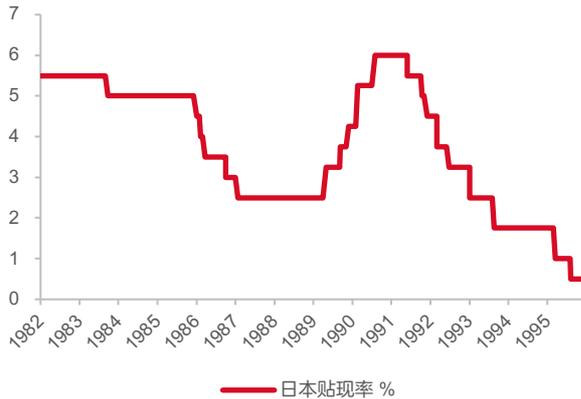
### 2.1.货币政策“用药”过快过猛

为应对国内经济过热和膨胀的资产泡沫，日本政府快速收紧货币政策。1989年5月至1990年8月，日本银行在近1年的时间连续加息5次，将官方贴现率从2.5%升至6%，累计加息350个基点，同期无担保隔夜拆借利率从3.46%升至最高8.23%，长期贷款利率从6.5%升至最高8.9%。

同时，日本政府还实行了控制不动产贷款规模的限制性政策。1989年7月，日本银行通过窗口指导的方式要求金融机构减少对不动产投资的贷款规模；1990年4月，日本银行出台《控制不动产融资总量的通知》，要求金融机构不动产融资余额增速须低于全部贷款增速；1990年9月，日本银行强制性要求金融机构当年四季度新增房地产融资额度应同比下降30%。<sup>6</sup>日本国内银行当季新增房地产贷款从1989年四季度的2.72万亿日元降至1991年二季度的1.78万亿日元。日本政府应对房地产泡沫“用药”过快、过猛，导致大量房地产投机者资金链断裂，房价以“滚雪球”方式进入快速下行通道。

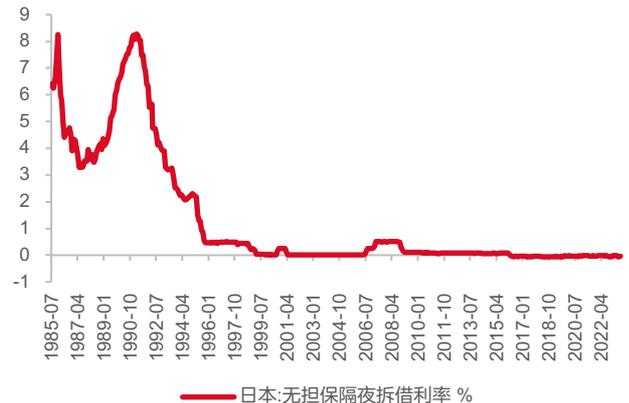
<sup>6</sup> 郑竑.日本房地产泡沫破裂的深层次成因与经验教训[J].发展研究, 2018.

图27 日本贴现率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 日本无担保隔夜拆借利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 日本当季新增房地产贷款规模，亿日元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 日本实际房价指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.2. 财税政策收紧加速地价下跌

面对房地产市场的非理性繁荣，日本同时采取了紧缩的财政政策，主要提高了土地流转、保有环节的税负。1987年，日本实行对超短期土地交易从重征税的制度，以抑制土地过度交易，但从政策效果来看收效甚微。1990年前后，日本政府开始研究地价税的可行性，以提高土地取得、持有、转让等环节的税负，并对拥有大面积土地者从重征税。1991年起日本政府实施土地税制改革，提升土地转让收益课税，对个人持有超过5年的土地和建筑物转让收益，税率从20%提高至30%。1992年，日本正式对保有环节征收地价税，税率为0.3%。<sup>7</sup>地价税加重了土地持有成本，对土地市场需求端具有明显的抑制作用，土地持有者抛售行为增加，加速了土地价格下跌。

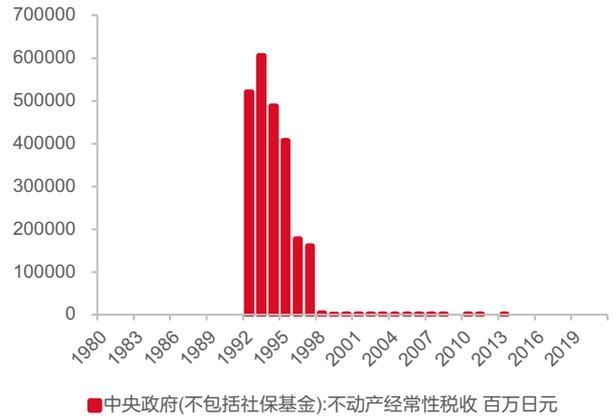
<sup>7</sup> 刘丽.日本房地产泡沫破裂前后的土地财税政策对比分析[J].国土资源情报, 2006.

图31 日本不动产税收收入，十亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 日本中央政府不动产经常性税收，百万日元



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 2.3. 房地产大起转向大落

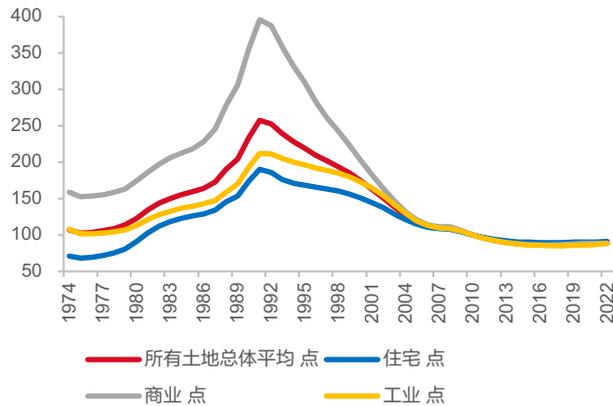
**土地价格长期陷入低迷。**总体上，1991年日本6大城市地价见顶后，至2005年连续14年下降，累计降幅约76%；全国所有城市平均地价则连续26年下降，2018年才实现首次正增长，累计降幅约66%。结构上，商业用地投机参与更多，整体跌幅最大；住宅用地相对抗跌，整体跌幅较小。1991-2017年，日本所有城市商业、工业和住宅土地平均价格累计跌幅分别为78.2%、60%、52.9%。

从土地交易数量来看，1990年日本全国土地交易共计220.5万件，1991、1992、1993年分别降至200.3万、181.8万、177.3万件，土地市场活跃度日趋下降。

**新房销售短暂下挫。**日本城市分布较为集中，主要形成了三大都市圈：首都圈（东京都市圈）、近畿圈（大阪都市圈）和中京圈（名古屋都市圈）。其中，首都圈和近畿圈新房供给占日本全国供给的近一半。1989-1991年，日本首都圈和近畿圈新建公寓销售总量从5.4万套降至2.2万套，降幅近6成。结构上看，近畿圈销售降幅较首都圈更大，同期首都圈新建公寓销售降幅约50%，近畿圈降幅超70%。1992年，新房销售开始触底回升。1993年首都圈和近畿圈新房销售总量已与1989年基本相当，1994年进一步升至约10万套，远超泡沫时期高点。

**房价一路下行近10年后触底。**首都圈新建公寓单价从1990年最高的98.7万日元/平方米降至2000年的54万日元/平方米，10年间降幅45%，并于2002年触底（50.9万日元/平方米）后才逐步企稳。近畿圈新房价格从最高78.5万日元/平方米降至2003年触底（41万日元/平方米），累计降幅47.8%。从全国整体情况看，1991年三季度开始，OECD日本实际房价指数开始进入下行区间，随后经历了连续18年下降，累计降幅约45%，2009年开始房价才止跌回升。

图33 日本所有城市土地价格指数，点



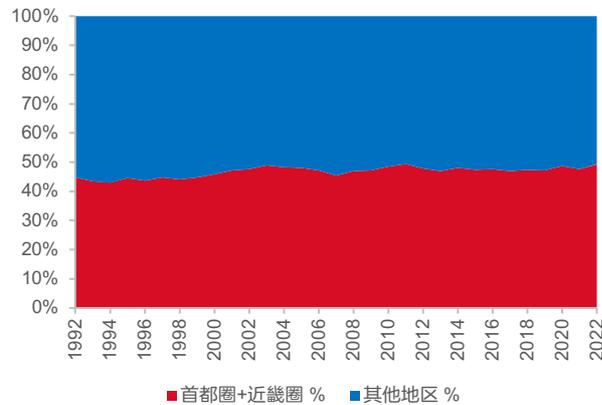
资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 日本土地交易数量，件



资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 日本首都圈和近畿圈新房开工占比，%



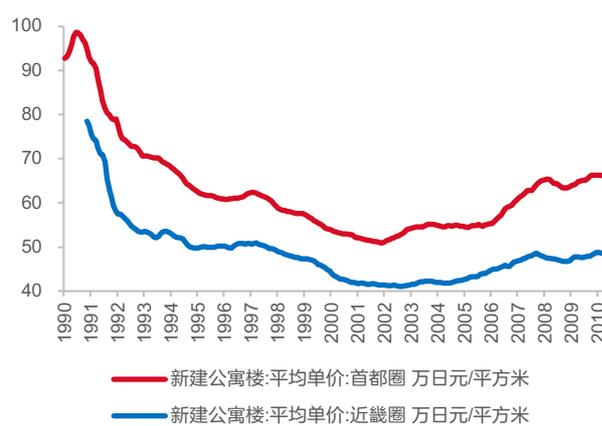
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 日本首都圈和近畿圈新房销售规模，套



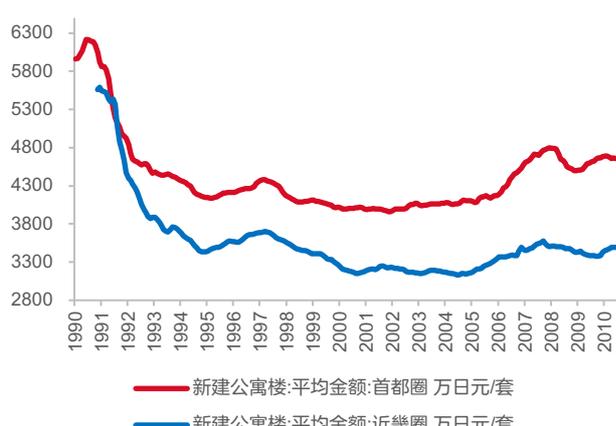
资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 日本首都圈和近畿圈新房销售单价，万日元/平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 日本首都圈和近畿圈新房套均价，万日元/套



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.4. 内需萎靡、物价回落、企业利润下滑、经济增速放缓

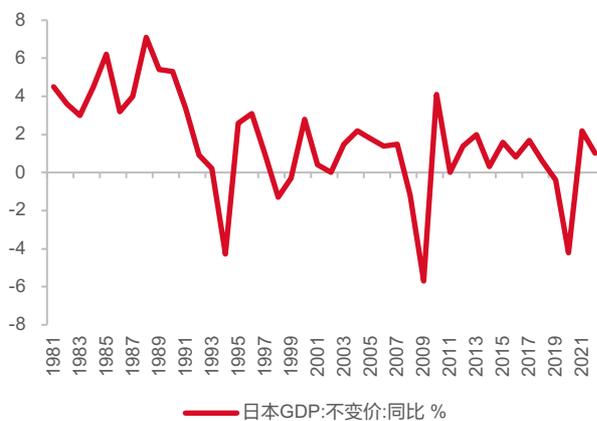
**经济增速明显放缓。**1988-1994年，日本实际GDP增速从7.1%大幅下降至-4.3%。1995、1996年经济短暂恢复并实现正增长，但受亚洲金融危机影响，1997年实际GDP增速再度回落至1%，1998年进一步降至-1.3%。整体上，泡沫破裂后日本经济增速中枢下移，1991-2000年年均增速为0.8%，相较1981-1990年的4.7%明显减缓。

**内需萎靡不振。**设备投资曾是拉动日本经济增长的主要引擎，<sup>8</sup>但在1990年代出现断崖式下滑。1989-1993年，日本企业设备投资增速从16.9%骤降至-9.7%，同期企业设备投资对实际GDP增长的拉动率从2.9%降至-1.7%，私人消费对实际GDP增长的拉动率从2.7%降至0.6%。此后企业设备投资和私人消费对GDP增长的拉动震荡中有所下行，内需对经济增长的支撑力度逐步减弱。

**企业利润明显下滑，居民收入增速下降，失业率上升，通胀持续回落。**房地产泡沫破裂的同时，日本制造业企业利润也出现大幅度下滑。1991年3月-1993年9月，日本制造业营业利润从5.1万亿日元大幅下降至2.3万亿日元，累计跌幅超50%。企业利润不佳或对居民收入产生一定冲击，失业率也有所抬升。1988年日本净人均收入为2.2万美元，增速达到历史极值（6.8%）；但到1993年，日本净人均收入增速快速下滑至-1%。此外，1992年起日本失业率逐年上升，1992-1995年失业率从2%左右升至3.4%，2000年已近5%。收入增速放缓，失业率上升，居民消费信心不足，社会需求下降也使日本通胀水平从1990年末开始持续回落，日本CPI同比从1990年均值的3.1%降至1995年的-0.1%。

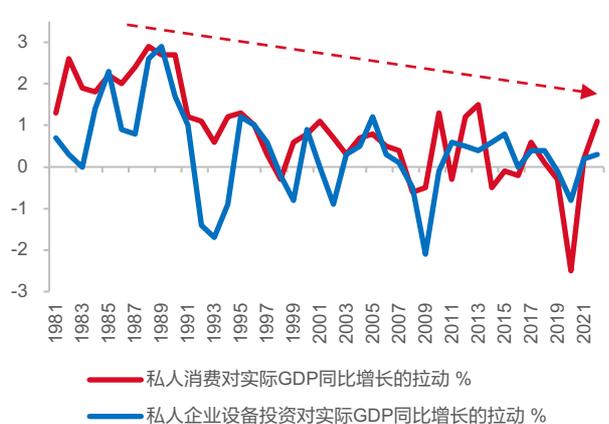
**内需不足，商业零售景气度大幅下降，可能是商业用地价格大跌的原因之一。**1986年起日本商业零售额同比增速持续攀升，并于1990年达到阶段性高点（8.4%），但1993年快速降至-1.9%，此后的1997-2002年均为负增长。商业零售景气度的快速下滑反映了日本消费需求增长疲弱，叠加前期商业不动产投机活动旺盛，致使泡沫破裂后日本商业用地价格断崖式下跌。

图39 日本实际GDP增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

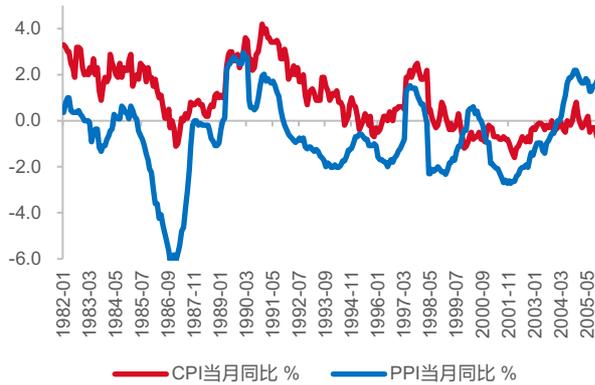
图40 私人消费和企业设备投资对日本GDP的拉动，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

<sup>8</sup> 马建堂，杨正位.日本经济：全面衰退、积重难返、教训深刻[J].世界经济，2002.

图41 日本CPI与PPI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图42 日本制造业营业利润, 亿日元



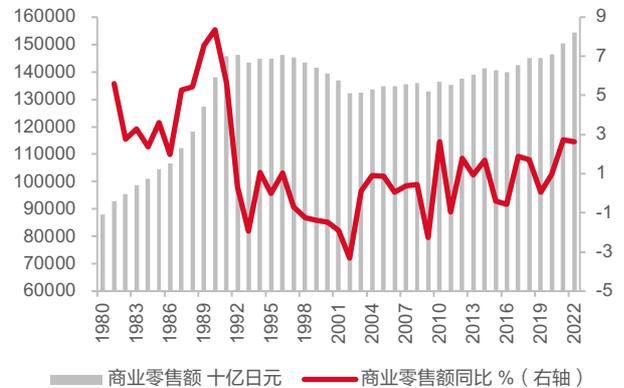
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图43 日本国民净人均收入及增速, 美元, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图44 日本商业零售额及增速, 十亿日元, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 3. 房地产泡沫破裂后新房销售快速修复

### 3.1. 供给: 新开工整体下行, 商品房供给韧性较强

日本新开工房屋主要分为自有住房(自建房)、租赁住房和新建待售(类似国内商品房)三类, 占比分别约为33%、41%、26%。

日本房屋新开工总规模伴随房地产泡沫破裂下滑后再创新高, 然后一路下行。从面积看, 1991年住房新开工面积(1.18亿平方米)较1990年(1.37亿平方米)下滑14.3%, 1992年起逐步企稳, 并于1996年达到历史峰值的1.57亿平方米。之后受1997、2007年两次金融危机影响, 新开工面积两次下台阶。2009-2022年, 年均住房新开工面积0.76亿平方米, 年均增速-1.5%。从套数看, 全部房屋新开工户数从1990年阶段性高点的170.7万套降至2009年低点的78.8万套, 2010年开始虽有所企稳, 但始终保持在相对较低水平。2022全年, 日本房屋新开工共计85.4万套, 仅相当于1990年的51%。

结构上, 商品房开工规模韧性较强, 危机后快速修复并保持缓慢增长, 直到2009年才下滑至新低。1990-1992年, 日本商品房开工数量从近38万套降至21.7万套, 降幅42.8%。

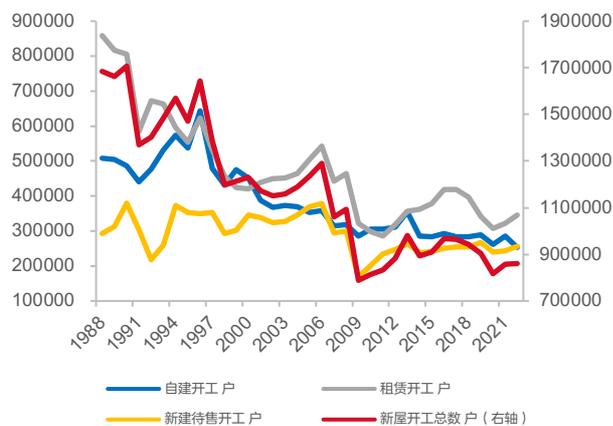
尽管伴随房地产泡沫破裂商品房开工规模明显下滑，但之后快速修复，1993-1994 年商品房开工户数年均增速高达 31.8%，1994 年全年新开工户数（37.4 万套）已恢复至危机前水平。直至 2009 年，日本商品房新开工持续保持在年均 32.5 万套的水平，年均增长 3%。2009 年受全球金融危机影响，当年新开工户数同比-43.7%，此后虽略有回暖但整体位于低位。相比自建房和租赁住房，商品房供给端韧性明显更强。

**图45 日本住房新开工面积，万平方米**



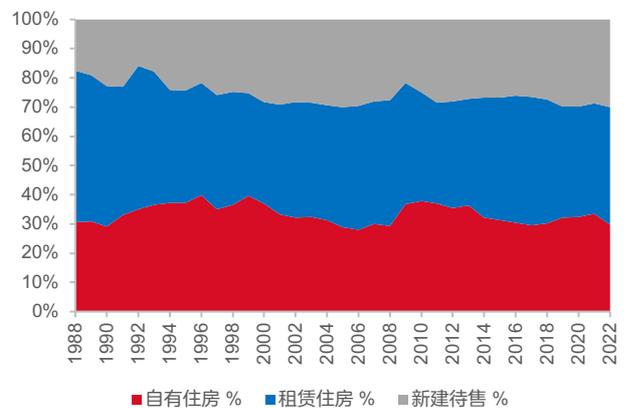
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图46 日本新房开工情况，户**



资料来源：Wind，东海证券研究所

**图47 日本三类住房开工占比，%**



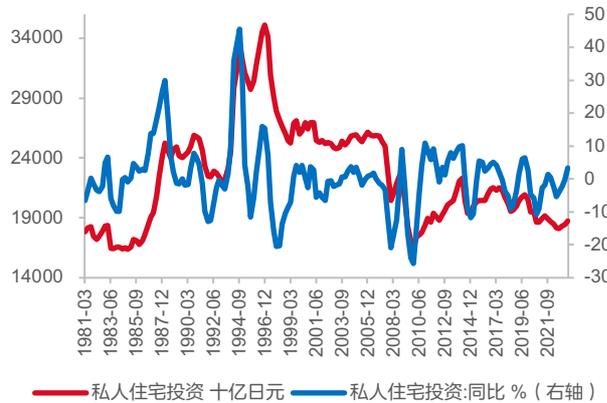
资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.2.投资：泡沫破裂后住宅投资仍出现了反弹新高

住宅投资在房地产泡沫破裂后仍出现了反弹新高。1984-1988 年日本私人住宅投资规模快速攀升，年均复合增长 11%，1990 年达到阶段性高点 25.3 万亿日元。泡沫破裂后，1992 年私人住宅投资规模较 1990 年下降 10.6%。1993 年起快速回暖，于 1996 年创历史峰值 33.7 万亿日元后逐步下行。与住房新开工面积变化基本一致，受金融危机影响，日本私人住宅投资规模在 1997、2007 年两次下台阶，2010 年降至历史最低 17.8 万亿日元，2010 年

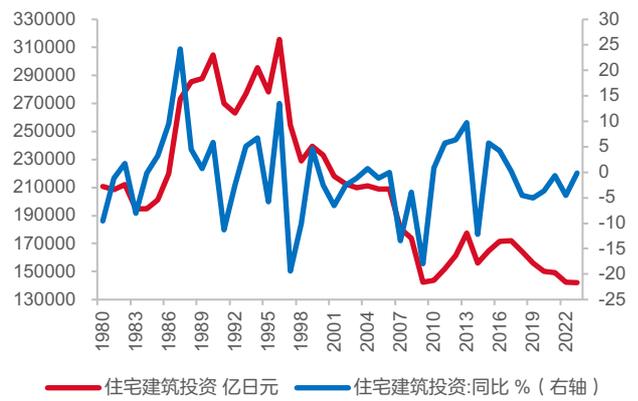
至今持续位于相对低位。总体看，与房地产泡沫破裂导致的住宅投资规模降幅（-10.6%）相比，1997 和 2007 年两次金融危机影响更大，分别导致住宅投资规模下降 21.8%、30%。

图48 日本私人住宅投资规模及增速，十亿日元，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图49 日本住宅建筑投资规模及增速，亿日元，%



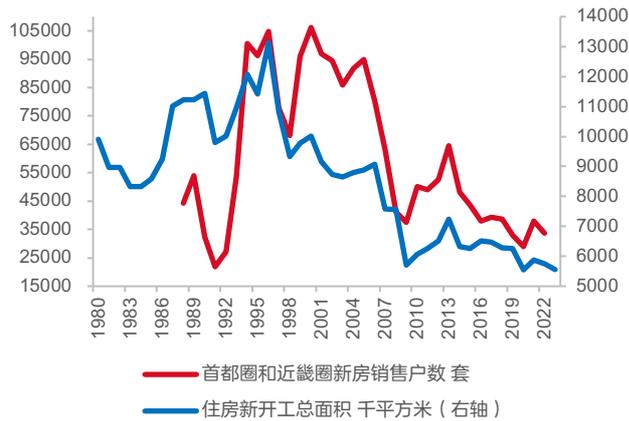
资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.3.销售：泡沫破裂后新房销售快速修复并维持高位

泡沫破裂后居民购房需求仍在，新房销售快速修复，并在约 10 年的时间维持高位。尽管首都圈新房销售 1991 年低点较 1989 年高点下降 50.4%，近畿圈 1990 年低点较 1989 年高点下降 87%。但 1992 年起首都圈和近畿圈新房销售快速修复，至 1994 年，仅 2 年时间首都圈、近畿圈新房销售已较 1989 年高点分别增长 91.2%、38%。如剔除 1997 年亚洲金融危机导致销售短暂下行，1994-2005 年的近 10 年间，首都圈和近畿圈新房销售年均约为 9.7 万套，显著高于 1988-1990 年的 4.4 万套。2007 年受次贷危机影响，新房销售大幅下滑，绝对规模与 1989 年大致相当。2007-2022 年，首都圈和近畿圈新房销售规模整体下行，年均增速约-3.5%。

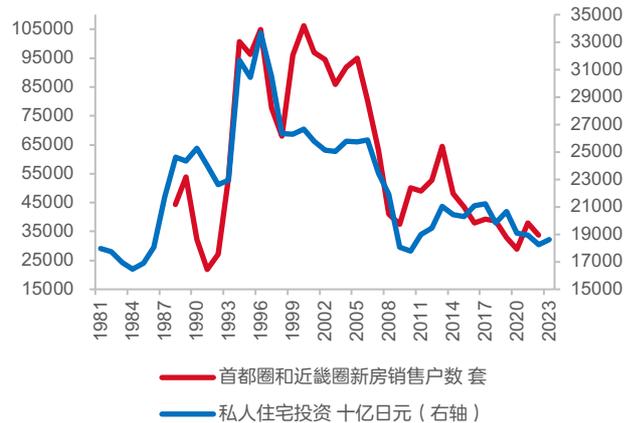
销售带动新开工和投资增长，新开工和投资几乎同时见顶。如前所述，日本 90 年代房地产泡沫破裂后新房销售快速恢复，销售的增长进而带动新开工和投资规模上升。1992-1996 年，日本住房新开工面积累计增长 31%，私人住宅投资累计增长 49%。1996 年，新开工面积和私人住宅投资几乎同时见顶，在 1997 年亚洲金融危机影响下，二者同步大幅下滑，此后整体趋于回落。2022 年，新开工面积、私人住宅投资分别相当于 1996 年峰值的 42%、55%。

图50 新房销售与住房新开工面积，套，千平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图51 新房销售与私人住宅投资，套，十亿日元



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.4. 价格：房价已完全修复，地价仍处低位

房价方面，1991-1993 年，日本首都圈和近畿圈新建公寓平均单价分别下降 24.6%、29.2%，二者房价于 2002 年左右见底，较 1991 年分别下降 43.6%、44.8%，之后持续回暖并完全修复，2022 年首都圈和近畿圈平均房价已略高于 1991 年高点 4.5%、3.2%。从房价回暖速度来看，2003-2022 年，首都圈和近畿圈平均房价年均复合增速分别为 2.8%、3.2%。

地价方面，从全国范围来看，2022 年日本全国所有土地均价下跌到约为 1991 年高点的 33%，其中住宅用地均价约为 48%。从 6 大城市来看，泡沫破裂后土地价格快速下行，于 2005 年降至阶段性低点，后续在低位持续震荡，2022 年所有土地均价约为 1991 年高点的 30%，其中住宅、工业、商业用地价格分别为 1991 年高点的 36%、32%、21%。如前所述，日本房地产泡沫破裂后经济增速整体放缓，内需疲弱，企业利润下滑，企业投资需求减少或导致商业和工业用地价格大幅回落且长期低迷。

**房价修复速度明显快于地价。**泡沫破裂后日本住宅用地价格总体下行，并于 2005 年触底；房价触底（2002-2003 年）早于地价，特别是基本面支撑力度更强的首都圈房价见底时间早于近畿圈。具体来看，近 20 年除次贷危机因素影响外，首都圈住宅用地价格稳中回升，增速由负转正。2003-2023 年，日本首都圈住宅用地平均价格从 22.9 万日元/平米涨至 27.6 万日元/平米，累计上涨 20.6%。与地价相比，房价涨幅更大，首都圈新房均价从 54.5 万日元/平米涨至 95.1 万日元/平米，累计上涨 74.5%。与此趋势相一致的是，土地成本占新房价格的比例持续下降。我们选取日本首都圈超 100 个区域的住宅用地价格取平均值，测算土地价格占新房均价的比重发现，1998 年至今土地价格占新房均价比重从 50%持续下行至约 30%，但土地价格绝对水平基本平稳，大致位于 25-30 万日元/平米之间。

土地价格基本稳定，但房价涨幅明显。一方面，与国内一线城市类似，日本首都圈聚集了众多优质资源，且产业实力较强，经济基本面对房价的支撑作用明显。另一方面，更多人口流向首都圈，同时住房供给相对不足，可能进一步加快了房价上涨。从人口分布来看，日本总务省数据显示，截至 2020 年，首都圈人口为 3691 万人，约占全国总人口的 3 成。从人口增长来看，增速最高的为东京都（3.9%）。在 47 个一级行政区（都道府县）当中，有

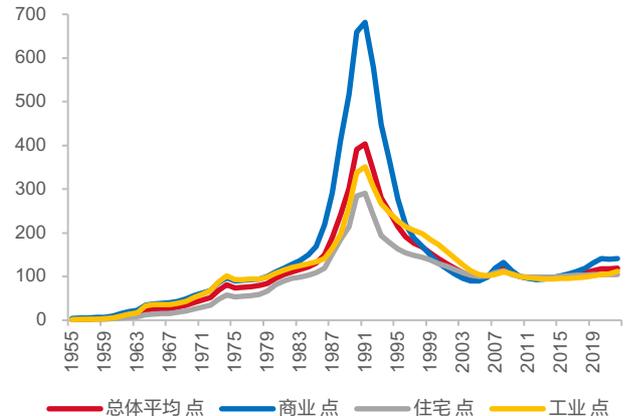
39 个道府县人口减少，<sup>9</sup>指向日本人口总体流向高能级城市。从住房供给来看，1992-2022 年，首都圈房屋供给规模整体下行，新房开工户数从 47.9 万套降至 30.2 万套。

图52 首都圈和近畿圈新建公寓平均单价，万日元/平方米



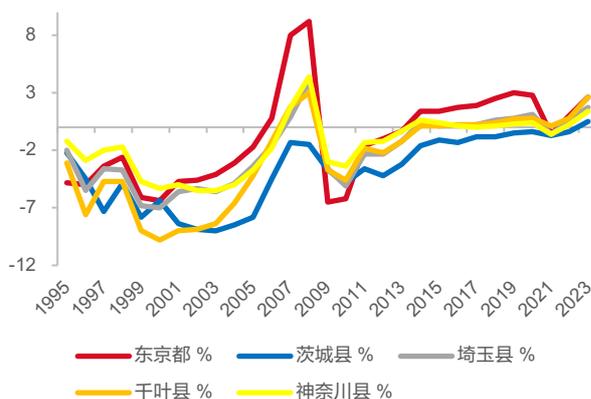
资料来源：Wind，东海证券研究所

图53 日本 6 大城市土地价格指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图54 日本首都圈各区域住宅用地价格增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图55 日本首都圈住宅用地价格占新房售价比重，%，日元



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.从日本经验展望我国房地产发展趋势

### 4.1.相似之处：总人口见顶，杠杆率位于高位，房地产对经济影响大

**总人口：**中国总人口见顶时间晚于日本 10 年左右，首次人口负增晚于日本 15 年左右，我国近 6 年人口增速均值与日本房地产泡沫破裂后 10 年基本相当。二战结束后日本人口数量快速增长，1970 年代开始人口增速逐步下降，并在 2005 年首次出现负增长，总人口数于 2010 年见顶（1.28 亿人），随后人口增速持续负增，总人口数逐步回落。1980 年代末中国人口增速开始逐步下降，2022 年首次出现人口负增，总人口数于 2021 年首次见顶（14.13

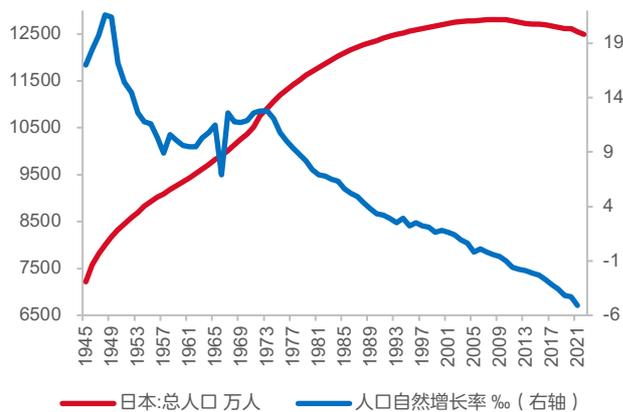
<sup>9</sup> 数据来源：日本总务省，[https://www.stat.go.jp/data/kokusei/2020/kekka/pdf/summary\\_01.pdf](https://www.stat.go.jp/data/kokusei/2020/kekka/pdf/summary_01.pdf)

亿人)。日本 1990-2000 年人口自然增长率从 3.3‰下降至 1.8‰，均值 2.47‰；中国 2017-2022 年人口自然增长率从 5.58‰下降至 -0.6‰，均值 2.31‰。

**人口年龄结构：目前我国人口结构优于日本销售大幅下滑时期。**1990-2005 年，日本老龄化率从 12%升至 20%，2010 年进一步攀升至 22.8%；15-64 岁适龄劳动人口占比从 71%降至 66.8%，2010 年再降至 64.2%。2022 年，中国老龄化率为 14.9%，适龄劳动人口占比 68.2%。与 1990 年的日本相比，我国当前老龄化率偏高，适龄劳动人口占比偏低。但是，与 2005-2010 年日本新房销售大幅下滑时期的人口结构相比，我国老龄化率较低，适龄劳动人口占比更高，房地产市场需求仍有人口支撑，销售端短期内大幅下滑的可能性不大。

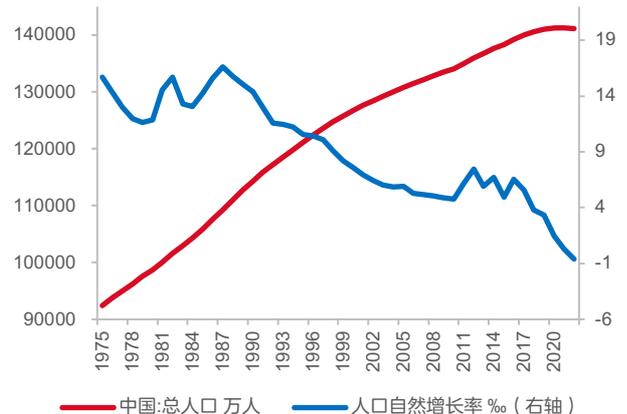
**房地产 GDP 占比：住宅投资均为 GDP 重要组成部分，中国住宅投资占 GDP 比重较 1990 年日本偏高。**1990 年日本私人住宅投资占 GDP 比重为 6.6%，泡沫破裂至今这一比例整体下行，2022 年降至 3.3%。同时，日本私人住宅投资中包括自建房，相较中国的住宅投资（商品房）口径偏大，因此日本实际商品住宅投资占 GDP 比重可能更低。与日本相比，我国 1998 年“房改”以来，伴随城镇化的快速发展，房地产开发活动旺盛，1998-2018 年的二十年间，住宅投资占 GDP 比重从 2.4%一路升至 9.3%，2020 年更是达到历史峰值的 10.3%，但随后两年有所下降，2022 年降至 8.3%。与 1990 年代日本相比，目前我国住宅投资占 GDP 比重较高，房地产对经济增长的影响相对较大。从日本 GDP 与私人住宅投资增速变化趋势来看，房地产下行通常伴随经济增速下滑，且二者变化节奏基本同步。我国住宅投资占 GDP 比重更高，房地产景气度下滑对经济的拖累可能较日本更大，因此房地产业能否企稳或将直接关系到宏观经济景气度的高低。

图56 日本总人口与自然增长率，万人，‰



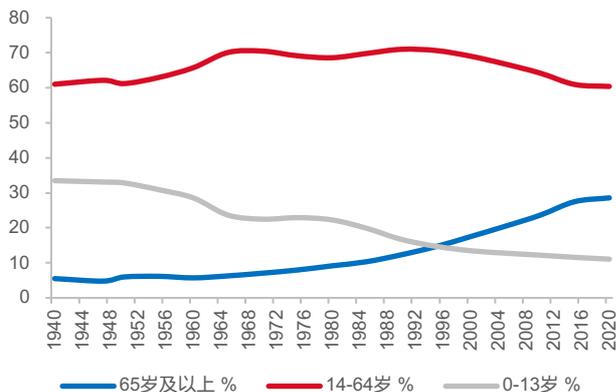
资料来源：Wind，东海证券研究所

图57 中国总人口与自然增长率，万人，‰



资料来源：Wind，东海证券研究所

图58 日本人口结构，%



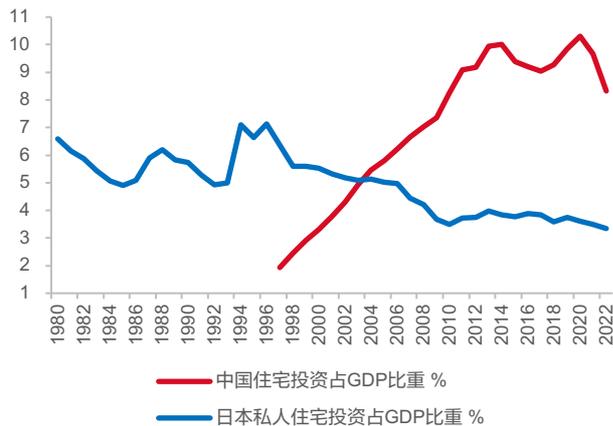
资料来源：Wind，东海证券研究所

图59 日本总和生育率，‰



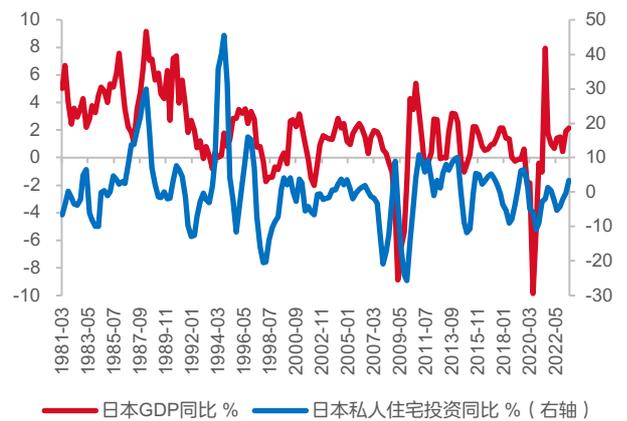
资料来源：Wind，东海证券研究所

图60 中日住宅投资占 GDP 比重对比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

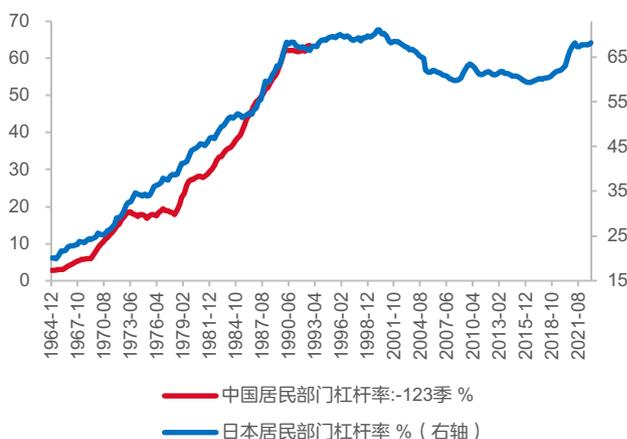
图61 日本 GDP 与私人住宅投资增速节奏基本同步, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

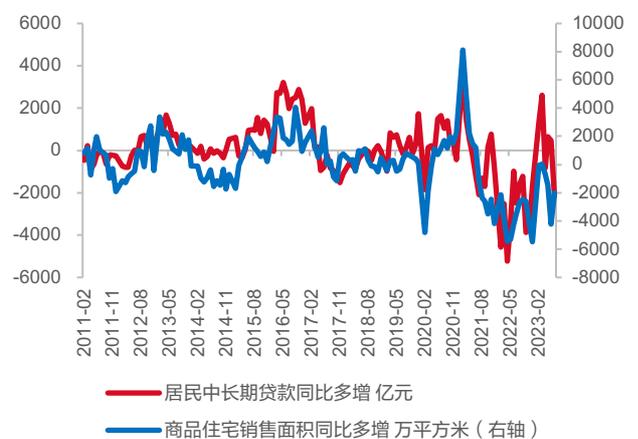
**居民部门杠杆率: 中国居民部门杠杆率与 1990 年代日本类似进入高位震荡期, 但中国居民部门加杠杆速度更快。**1980-1990 年, 日本居民部门杠杆率从不足 45% 升至 68%, 泡沫破裂后仅下降 1.5 个百分点至 66.5%, 之后在震荡中进一步抬升至 2000 年的历史峰值 71%, 2000 年见顶后有所回落, 截至 2022 年日本居民部门杠杆率已基本回升至 1990 年水平。2012-2020 年, 中国居民部门杠杆率从 29% 快速提升至 62%, 2021 年开始高位震荡, 截至 2023 年 6 月为 63.5%。从整体趋势上看, 中国居民部门加杠杆速度较日本更快, 两国在达到阶段性高点后几乎同时进入震荡期, 中国晚于日本约 30 年。

图62 中日居民部门杠杆率对比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图63 中国居民新增中长贷与住宅销售, 亿元, 万平方米



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 4.2.不同之处: 我国居民收入增速较高, 城镇化仍处加速阶段

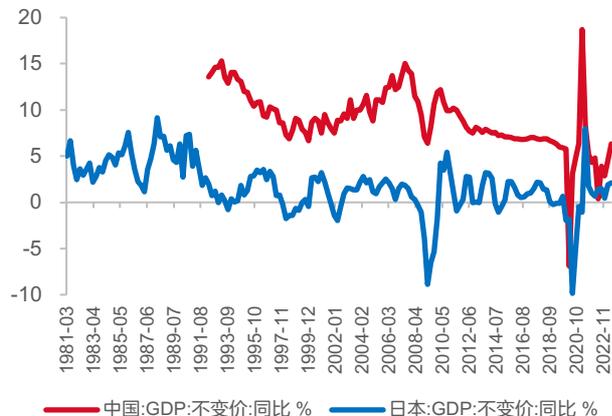
**经济发展阶段: 中国人均 GDP 仍有较大增长空间, 人均可支配收入增速高于日本。**总量看, 1990-1995 年, 日本 GDP 当季同比均值为 2.2%; 2018-2023 年 6 月, 中国 GDP 当季同比均值为 5.4%。人均看, 1990-1995 年日本人均 GDP 约为 34252 美元, 同期美国人均 GDP 仅为 26070 美元; 2022 年中国人均 GDP 为 12720 美元, 与 1990 年代的日本相比

还有较大增长空间。从人均可支配收入看，2017-2022 年中国城镇居民家庭人均可支配收入增速均值为 6.6%，明显高于 1990-1995 年日本的 2.3%。

**城镇化率：日本较早完成城市化进程，中国城镇化仍处加速阶段。**战后日本工业快速发展，吸引了大量农村人口到城市就业，同时在第二次“市町村大合并”（昭和大合并）推动下，人口加速向城市聚集，1945-1975 年日本城市化率从 28% 大幅提升至 76%。1975-2000 年，日本城市化率趋于平稳，25 年时间仅上升 2.8 个百分点，其中 1990-2000 年城市化率仅提升 1.3 个百分点。相比之下，2012-2022 年，中国城镇化率提升 12.1 个百分点至 65.2%。根据《人口与房地产市场关系分析》对城镇化不同阶段的划分，当前我国城镇化进程仍处加速阶段，且与 1990 年代的日本相比仍有较大提升空间。我们在报告《今朝不似昨朝寒，地产两极化显然》中测算，2023-2030 年新增城镇人口对应的刚性购房需求约为 24-27 亿平方米，城镇化对房地产需求的增长仍有一定支撑。

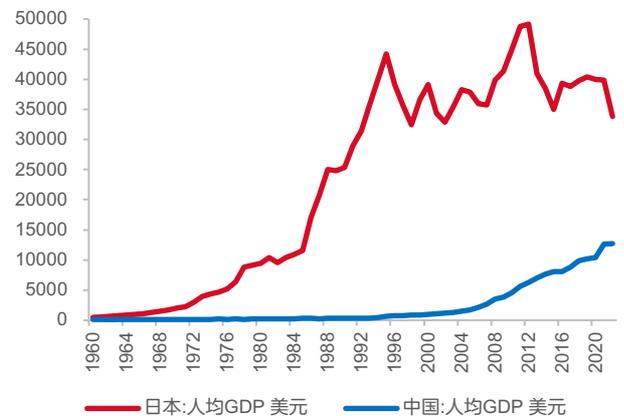
**套户比：我国家庭住房套户比低于日本，结构上存在局部供需失衡问题。**根据《中国人口普查年鉴 2020》数据测算，2000、2010、2020 年全国城镇套户比分别为 0.91、1.01、1.01。<sup>10</sup>其中，2020 年全国城镇住房总建筑面积为 294.6 亿平方米，城镇家庭户数共 2.92 亿户，假设城镇住房套均面积为 100 平方米，则 2020 年全国城镇住房共 2.95 亿套。经过 20 年的快速建设，我国城镇住房从总量上已基本实现每户 1 套。对比日本房地产泡沫时期，1973-1988 年日本住宅套户比从相对充足的 1.05 上升至 1.11，表明住房市场供给相对偏多。此外，全国城镇住房供需情况呈现出较强的区域性差异特征，北京、上海、广东等一些热点区域的套户比不足 0.8，住房短缺问题依然存在；河南、江西、湖南三省套户比均在 1.1 及以上，住房供给可能相对过剩。

图64 中日 GDP 增速对比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

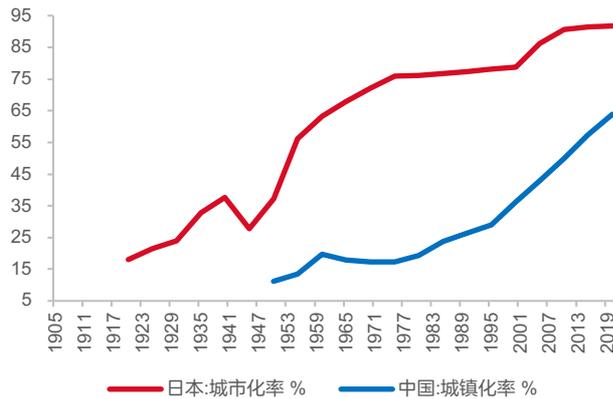
图65 中日人均 GDP 对比，美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

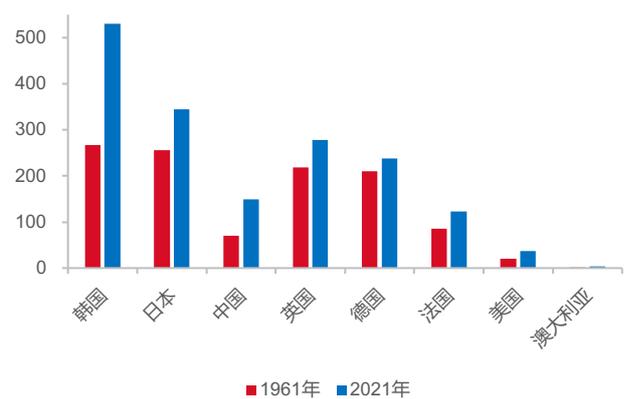
<sup>10</sup> 刘洪玉等.基于 2010 年人口普查数据的中国城镇住房状况分析[J].清华大学学报, 2013.

图66 中日城市化率对比, %



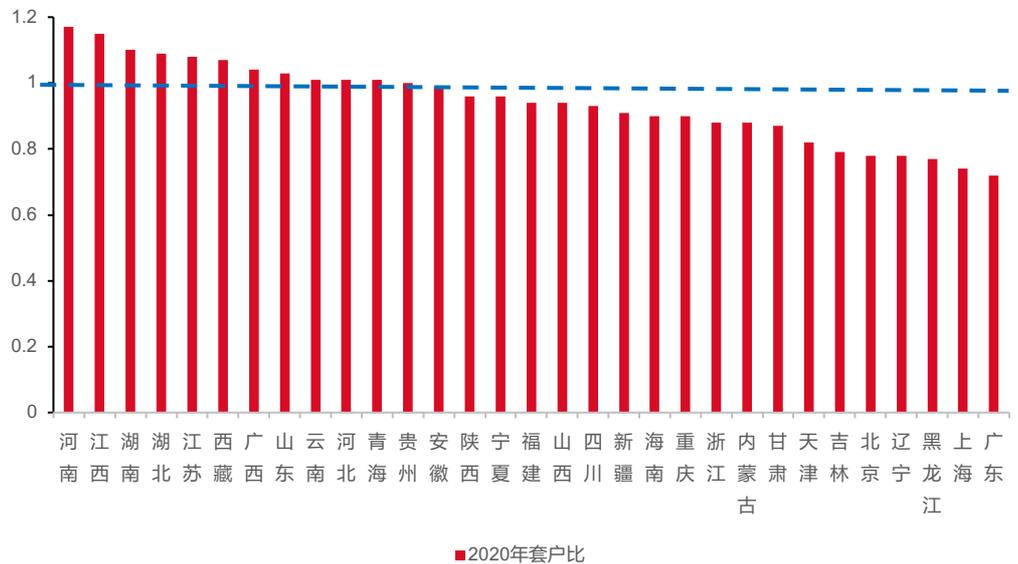
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图67 日本人口密度与世界对比, 人/平方公里



资料来源: Wind, 东海证券研究所

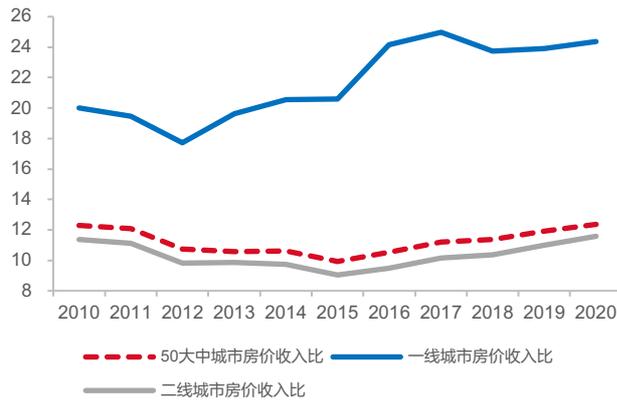
图68 2020年全国城镇住房套户比



资料来源: Wind, 东海证券研究所

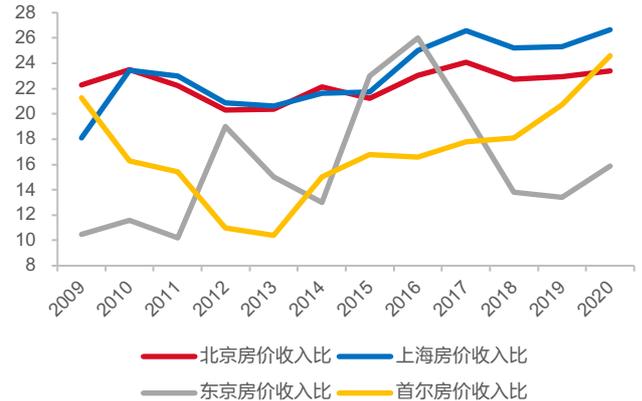
**房价收入比:我国一线城市房价收入比过高,北京、上海房价收入比高于东京。截至2020年,全国50个大中城市房价收入比为12.4,其中一线城市为24.4,二线城市为11.6。与国际相比,2020年北京、上海房价收入比分别为23.4、26.7,东京、首尔房价收入比分别为15.9、24.6,即北京、上海购房需要超20年的收入,偏高的房价一定程度上可能会抑制购房需求。从房价水平和涨幅来看,北京、上海住宅销售均价低于东京,但涨幅较高。2021年,北京、上海住宅销售均价分别为4.7万、4.1万元/平方米,同比分别增长10%、11.5%;日本首都圈、近畿圈公寓销售均价分别约为5.2万、4.2万元/平方米,同比分别增长1.1%、8.7%;韩国首尔公寓销售均价同比增长6.9%。**

图69 中国一二线城市房价收入比



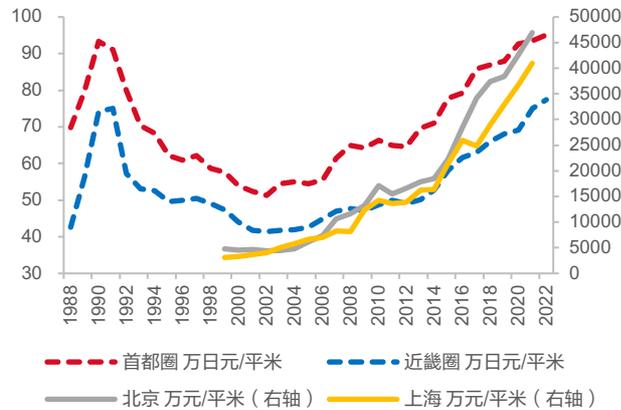
资料来源：Wind，东海证券研究所

图70 北京、上海、东京、首尔房价收入比



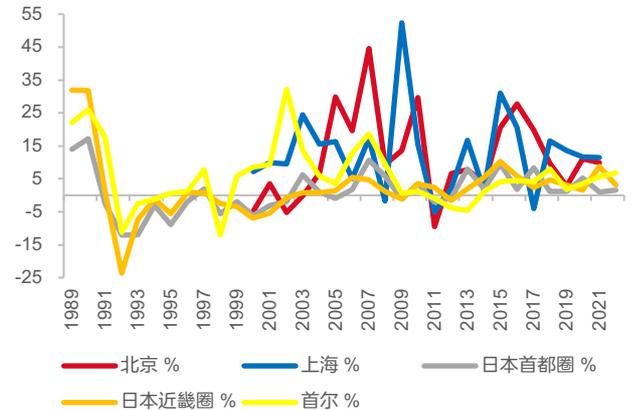
资料来源：Wind，Numbeo，东海证券研究所

图71 中日房价对比，万日元/平米，万元/平米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图72 中日韩房价涨幅对比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

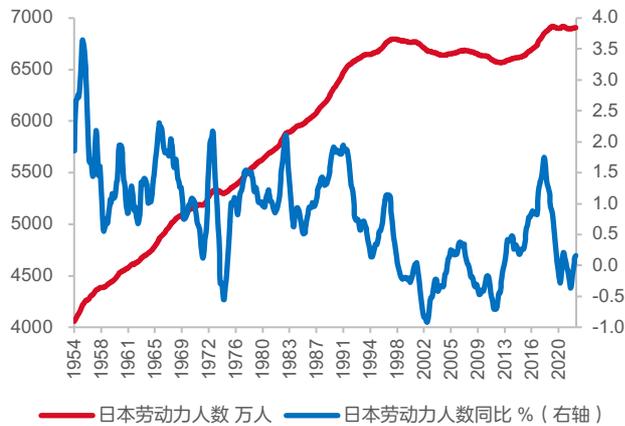
### 4.3.供给端展望：新开工与适龄劳动人口拐点基本同步，但商品房新开工拐点较迟

1997 年左右日本劳动力人数见顶后回落。二战后日本劳动力人数持续攀升，直至 1997 年左右见顶，随后整体回落。近 10 年日本劳动力人数虽有所增加，但并非是由 15-64 岁适龄劳动人口的增加所致，而是由于 65 岁以上高龄就业人口数量的大幅上升。日本统计局数据显示，日本 65 岁以上人口劳动参与率从 2013 年的 19.9% 提升至 2022 年的 25.6%，其中 2017-2022 年 70 岁以上人口劳动参与率上升 4.8 个百分点；2022 年日本 65 岁以上就业人口（912 万）较 2012 年（596 万）增长约 53%。

日本房屋新开工与适龄劳动人口拐点基本同步。适龄劳动人口的增加将对新房销售形成支撑，进而带动房屋新开工。相反，适龄劳动人口减少，老龄化程度加深，新房销售和新开工规模将趋于下降。如前所述，日本适龄劳动人口于 1997 年左右见顶后回落。与此相一致的是，日本房屋新开工套数自 1996 年见顶后持续下降，2003-2006 年虽有小幅回暖，但 2006 年之后继续回落，2022 年日本房屋新开工套数仅为 1996 年的约 5 成。不过，主要体现在自建房新开工的拐点，商品房新开工拐点直到 2008 年才出现。

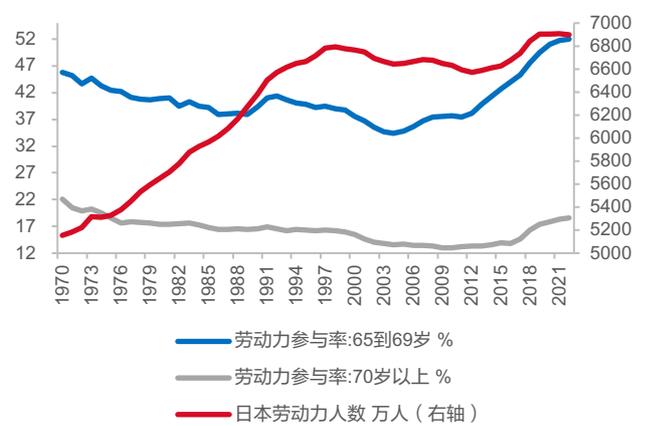
劳动人口见顶后，新开工与二手房销售明显背离，新开工对住宅投资的拖累作用明显。1997年日本劳动人口数量见顶后，房屋新开工户数从约139万户降至2022年的86万户，降幅约40%；与之相反，日本首都圈和近畿圈二手公寓销售户数从约3万户升至2022年的5.2万户，涨幅约73%。同时，1996-2022年，受房屋新开工明显缩量影响，日本私人住宅投资规模也呈现同步下降态势，新开工的回落对住宅投资的拖累作用明显。

图73 日本劳动力人数及增速，万人，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图74 日本高龄人口劳动参与率，万人，%



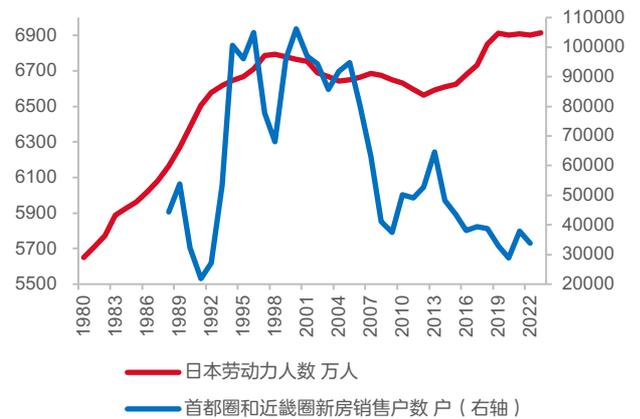
资料来源：Wind，东海证券研究所

图75 日本劳动力人数与房屋新开工，万人，户



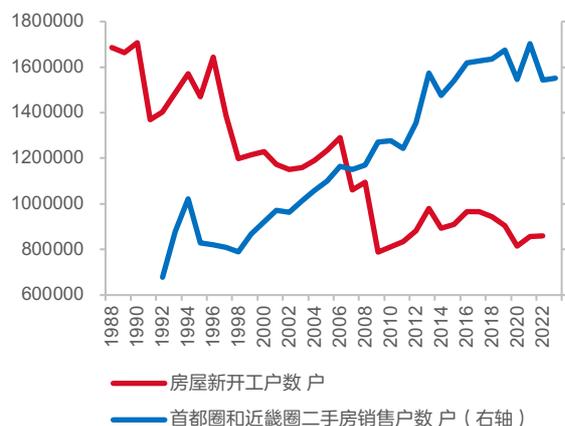
资料来源：Wind，东海证券研究所

图76 日本劳动力人数与新房销售，万人，户



资料来源：Wind，东海证券研究所

图77 房屋新开工与二手房销售明显背离，户



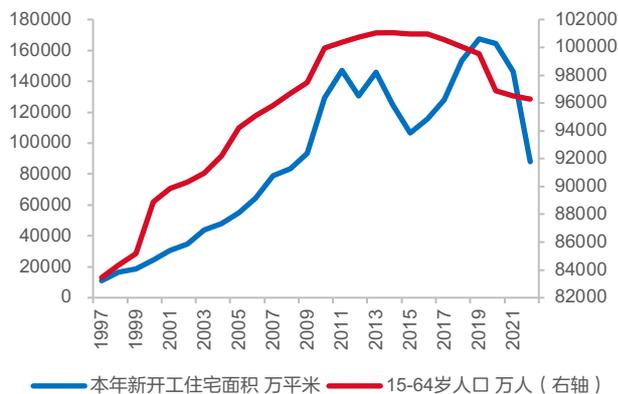
资料来源：Wind，东海证券研究所

图78 新开工对住宅投资拖累作用明显，户，十亿日元

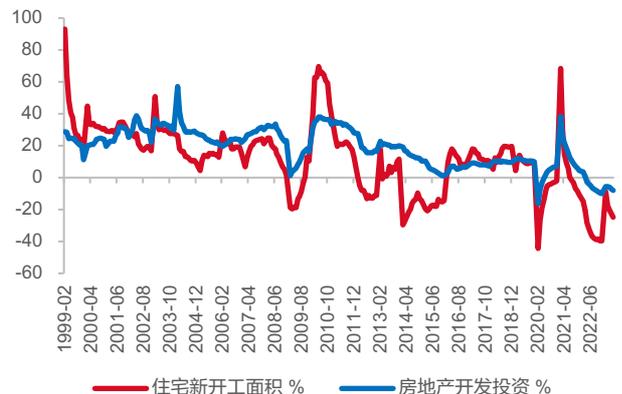


资料来源：Wind，东海证券研究所

近两年我国住房供给减速过快，短期新房供给量偏低或拖累需求复苏。我国适龄劳动人口拐点出现于 2014 年，长期看，适龄劳动人口的下降或意味着新开工面积的逐步下行，但我国新开工面积不包括自建房，拐点出现时间可能会晚于日本。短期看，2022 年我国房地产景气度整体下行，全年房屋新开工面积同比下降 39.4%，今年以来虽有回暖但增速仍然偏低，供给端减速过快可能对需求的有效释放有一定拖累。长期看，我国适龄劳动人口（15-64 岁）在 2014 年见顶后（10.1 亿）开始回落，2022 年降至 9.63 亿。日本经验表明，适龄劳动人口与住宅新开工的拐点基本同步，其中主要是与自建房新开工拐点同步，商品房新开工拐点出现时间则相对较晚。长远来看我国适龄劳动人口数量的下降或意味着新房销售趋于减速，住宅新开工面积相较于过去 20 年的双位数增速可能也将有所减慢，从而拖累房地产投资增速，房地产业对国民经济的支撑作用可能也会有所减弱。

**图79 我国适龄劳动人口与住宅新开工，万人，万平米**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图80 我国房地产投资与住宅新开工累计同比，%**


资料来源：Wind，东海证券研究所

#### 4.4.需求端展望：我国经济基本面更优，房地产需求估计仍将保持一定规模

当前日本二手房销售占比7成。日本房地产销售以公寓为主，从首都圈和近畿圈的整体情况来看，新建公寓销售占比从2005年的70.4%降至2023年6月的31.7%，同期二手公寓销售占比从29.6%升至68.3%。其中，二手公寓销售占比于2008年一季度首次超过50%，此后震荡上行，2020年二季度最高达到74%。

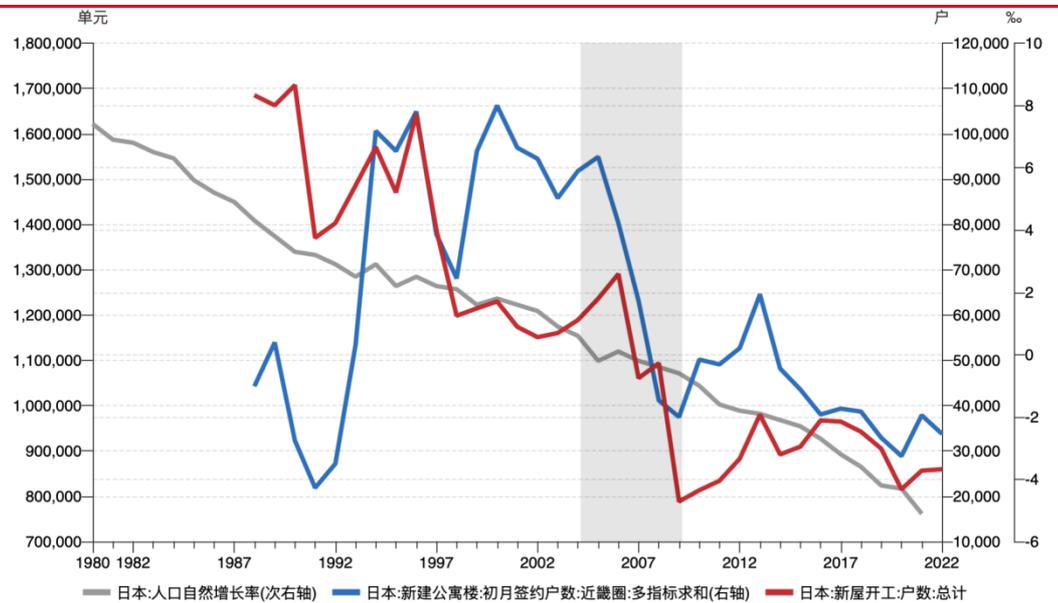
对于新房销售，1990-1996年，首都圈和近畿圈新建公寓销售户数迅速增长，并于1996年3月见顶。1996-2005年，新房销售虽经历了2次较大幅度回落，但之后均快速企稳并实现增长。2005-2009年，受次贷危机影响，日本新房销售断崖式下降，月均销量从约7900户降至约3120户，降幅60%。尽管2010-2013年新房销量有所回升，但2013年高点仅相当于2005年的约70%，2013年至今新房销售总体呈下降态势。截至2023年一季度，首都圈和近畿圈新房销售约为2005年同期水平的34%。对于二手房销售，从波动变化上看，1990年至今首都圈和近畿圈二手房销量持续平稳上升，波动幅度明显小于新房；从绝对规模看，2014年至今二手房销量始终高于新房，且剪刀差呈扩大趋势。

生育率低迷、老龄化加快、人口持续负增、城市化进程趋停等因素可能共同推动日本房地产进入存量时代。从生育率和人口老龄化来看，1973-1991年，日本总和生育率从2.14‰下滑至1.53‰，同期65岁及以上人口占比从约7.5%升至约13%；1992年至今，日本总和

生育率均低于 1.5‰，而老龄化率则从 1995 年的 14.7% 升至 2020 年的 28.6%。从人口增速来看，2007 年以来连续 15 年负增长，2021 年为 -5.1‰。从城市化进程来看，日本城市化率于 1970 年首次超过 70% (72.1%)，2000 年达到约 80%，之后进入慢速增长阶段，2010 年至今城市化率仅提高约 1 个百分点。整体上，总人口数回落、老龄化加快、城市结构稳定等因素均难以对新房销售增长形成有力支撑。我们认为，1990 年代泡沫破裂并未使日本房地产市场一蹶不振，在需求的支撑下新房销售快速修复并维持高位。但是，伴随人口负增长、总人口见顶回落，老龄化加快，城市结构趋于稳定，2005 年开始新房销售规模逐步下降，次贷危机则加速了日本房地产从增量转向存量。进入存量时代后，日本新房销售占比逐渐萎缩，二手房占据市场主导。

**2005 年日本人口首次出现负增长，随后房屋新开工、新房销售出现断崖式下降，此后长期低位震荡。**1970 年代以来，日本人口增速长期处于下降态势，并于 2005 年首次负增长 (-0.2‰)，随后持续负增 (2006 年除外)。与之基本同步的是，首都圈和近畿圈新房销售规模、全国房屋新开工规模分别于 2005、2006 年触达阶段性顶部，紧随其后的是断崖式下降，并长期低位震荡。次贷危机加剧了新开工和销售的下滑幅度，危机结束后至今，二者均未再恢复至前期高点，反而是一路下行，或表明日本新房需求逐步回落。

**图81 2005 年前后日本人口增速、房屋新开工、新房销售同时面临拐点，单元，户，‰**



资料来源：Wind，东海证券研究所

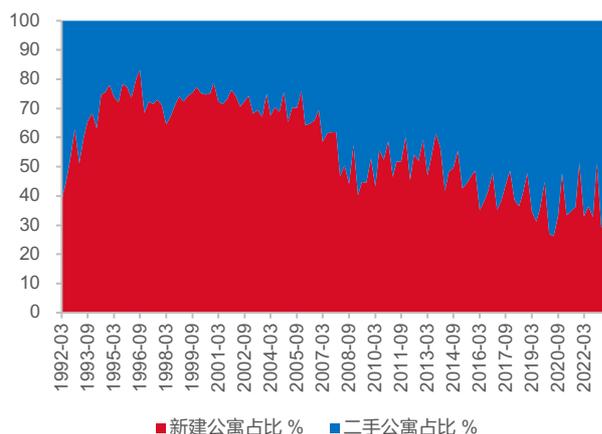
我国与日本处于不同的经济发展阶段，与 1990 年代及 2005 年的日本相比，当前我国经济基本面更优，房地产市场需求估计仍将保持一定规模。从城镇化带来的购房需求看，泡沫破裂时日本已基本完成城市化进程，由城市化带来的增量购房需求规模较小。1975-2000 年，日本城市化率仅上升 2.8 个百分点。其中，1990 年日本城市化率达到 77%，虽然 2000-2010 年城市化率进一步提升，但主要是由于行政区划的改变，更多农村地区被划为城市，而非人口迁移因素。与之相比，2000-2021 年我国年均新增城镇人口 2167 万人，尽管 2022 年新增城镇人口降至 646 万人，但我国城镇化率 (65.2%) 与美英日韩等发达国家相比仍有一定增长空间。此外，日本住宅总需求主要分为自建房、商品房、租赁住房三部分，三者统计口径包含日本各都、道、府、县，即包括所有城市和农村地区。与日本不同，我国商品房销售的统计范围并不包括自建房（主要分布于农村、乡镇）。伴随城市化率上升，农村人口逐步流向城市，居民对自建房的居住需求可能会下降得更快，转而增加对商品住宅的购置。因此，我国未来城镇化率有望进一步提升，由人口迁移带来的新增购房需求有待进一步释放。

**从经济增长看**，泡沫破裂后日本经济增速整体放缓。1990-2007 年日本实际 GDP 同比均值为 1.2%，较 1981-1989 年的 4.6% 明显减速，且低于全球的 3.2%。2008-2009 年，受次贷危机影响，日本经济连续两年负增长。2010 年至今 GDP 同比均值仅为 0.85%，经济增速明显放缓。2011-2022 年，中国实际 GDP 同比均值为 6.7%，尽管较 2000-2010 年的 10.4% 有所放慢，但仍明显高于全球平均水平，经济较快增长或将带动购房需求的增长。**从发展趋势看**，习近平总书记提到“高质量发展必须以满足人民日益增长的美好生活需要为出发点和落脚点”，人均居住面积的提升是人民对美好生活需要在居住环境上的体现之一，未来改善性购房需求或将进一步释放。**从居民收入增速看**，近 5 年我国人均可支配收入增速为 6.6%，明显高于 1990-1995 年日本的 2.3%，以及 2005 年至今的 0.67%，我国居民购房潜力相对较好。

总体上，不同于泡沫破裂后的日本，我国当前经济基本面更优，短期内房地产销售出现断崖式下降的可能性不大，市场需求或仍将保持一定规模。与过去 20 年高速城镇化推动的房地产大开发时期相比，未来商品房需求总量可能会有所下降，但估计不会出现大幅度下滑。

7 月政治局会议指出“适时调整优化房地产政策，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，8 月以来房地产松绑政策频出，降低存量房贷利率、“认房不认贷”、取消限购等市场预期较高的政策连续出台，在积极政策的推动下，市场情绪或将逐步回升，房地产市场有望企稳回暖。

图82 日本首都圈和近畿圈新房与二手房销售占比，%



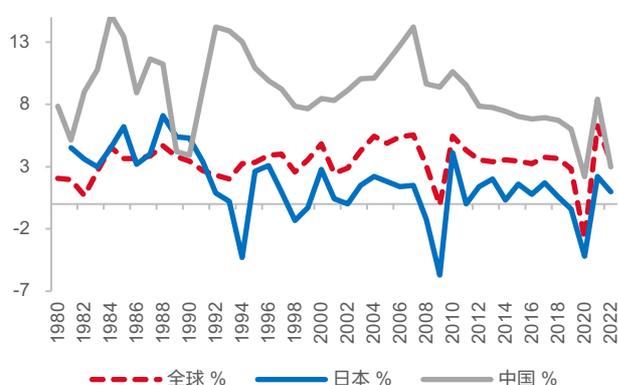
资料来源：Wind，东海证券研究所

图83 日本首都圈和近畿圈新房与二手房销售户数，户



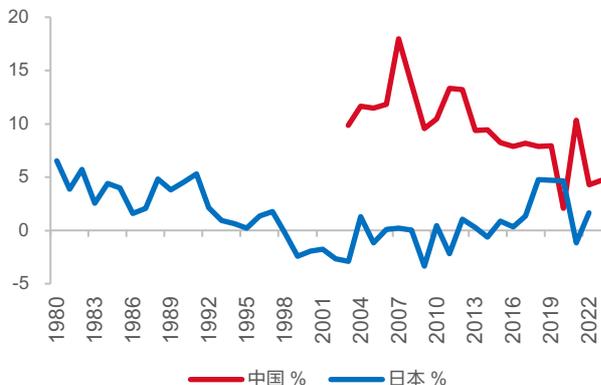
资料来源：Wind，东海证券研究所

图84 中国 GDP 增速高于全球平均水平，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图85 中国人均可支配收入增速高于日本，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.风险提示

- 1) 海外局势变化超预期：国际地缘政治变化存在不确定性，海外局势如超预期下行，可能对国内宏观经济产生一定冲击；
- 2) 居民收入低于预期：居民收入低于预期可能导致居民购房意愿弱化，从而对房地产销售形成拖累；
- 3) 房企风险超预期发展：今年仍有部分房企出现债务展期和违约情况，未来房企风险如超预期则可能导致行业景气度下行，制约房地产复苏进程。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8621 ) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8621 ) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: ( 8610 ) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8610 ) 59707100  
 邮编: 100089