

## 房地产

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 日本房地产市场：调整后走向成熟

#### 日本房地产市场调整后走向成熟

日本房地产在历史上经历了多次发展和改革来适应多变的国内外经济，社会，政治环境。二战结束后，日本房地产行业在经历了短暂的快速成长繁荣后泡沫经济破裂，在 20 世纪 90 年代日本房地产快速回落。进入 21 世纪后，在经历了一系列的政策调整以及刺激下，日本房地产行业渐渐复苏，逐渐回归良性发展。

#### 日本房地产市场规模增长放缓，呈现成熟期特点

受到人口老龄化和少子化的影响，日本房地产市场的需求逐步进入平稳释放期，尽管目前地产投资仍有一定热度，但人口需求减弱，供给减少等因素为日本房地产市场增加不确定性。

#### 利率长期下行及对冲政策缓解行业下行压力

利率调整是日本政府调控房地产市场的重要方式之一。日本长期实行低利率的宽松货币政策以刺激经济发展。低借贷成本导致日本总贷款额创新高，居民贷款不断增加也增加日本家庭经济压力。家庭收入增长缓慢，人口老龄化，消费水平下降等因素也在不断的影响着日本房地产市场的发展。

#### 日本房地产企业营收向多元化发展

21 世纪后，日本房地产主要开发商营收稳步增长，公司财务状况保持良好，但受人口结构变化、房地产开发饱和、投资收益下降等影响，日本房地产行业逐渐向服务业发展。包括三井不动产等多家房地产开发商主要营收已转变为房地产服务产业，包括房屋租赁、资产管理等业务。同时，在成熟的城镇化过程中，日本房地产公司对餐饮娱乐，酒店旅游，医疗服务等业务的相关投资也在不断探索。

#### 投资建议

日本房地产的调整对中国房地产行业的发展有一定借鉴意义，防止房地产下滑失速是政策关注的重点，未来国内地产政策有望在需求端及保障房，城中村改造等领域发力，一定程度支撑房地产销售和投资。我们建议重点关注资金实力较强、土储更为优质充裕的国央企，以及在本轮行业出清中率先完成信用修复的优质民企。此外二手房市场恢复强劲，建议关注存量房龙头企业。

#### 风险提示：

- （1）政策效果滞后性风险；（2）房地产市场超预期下行风险；（3）金融市场波动风险

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：姜好幸

邮箱：hxjiang@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《房地产：从美日对比看中国都市圈产业和人口聚集潜力》2024.01.22
- 《房地产：销售环比改善，投资端表现较弱》2024.01.21

## 正文目录

1.	日本房地产市场调整后走向成熟.....	3
1.1	日本人口老龄化少子化问题加剧.....	3
1.1.1	人口地域差异变化刺激房地产市场发展.....	3
1.1.2	日本人口老龄化、少子化导致市场潜在需求不足.....	3
1.1.3	楼市调整日本居民消费水平影响有限.....	5
1.2	日本房地产市场仍为重要信贷吸纳部门.....	5
1.2.1	日本房地产方向贷款持续增加.....	6
1.2.2	日本居民债务压力增加.....	6
1.2.3	日本房地产市场缓慢回升.....	6
1.3	日本房地产市场区域分化明显.....	7
1.3.1	东京都内各区房价差异加大.....	7
2.	日本房地产政策跟随市场及时调整.....	8
2.1	利率政策：以低利率及宽松货币政策为主.....	9
2.1.1	利率变动与投资收益率高度相关.....	9
3.	日本房地产主要开发商.....	10
3.1	日本房地产行业公司业绩向好发展.....	10
3.2	日本房地产开发商营业收入多元化发展.....	12
4.	风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1:	日本城镇人口超 90%，城镇化基本完成（1960-2022）.....	3
图表 2:	日本人口增长率为-0.5%（2021），进入负增长时代.....	4
图表 3:	日本新生儿出生率不断降低（1950-2022）（每位妇女平均生育子女）... 4	4
图表 4:	日本人口结构向老龄化少子化发展.....	5
图表 5:	日本工薪家庭可支配收入增长放缓.....	5
图表 6:	有贷款家庭与无贷款家庭消费支出差异扩大.....	5
图表 7:	银行地产方向总贷款金额不断增加达 91 兆（单位：亿日元）.....	6
图表 8:	日本全国偿还住房贷款家庭占比超 40%.....	6
图表 9:	日本日经 225（N225 年平均值）与日本房价指数对比（1955=100）... 7	7
图表 10:	首都圈公寓出售户数减少，但均价有所增加.....	7
图表 11:	东京都内各区住宅平均价格差异加大（公示地价；日元/平方米）... 8	8
图表 12:	首都圈新建商品房销售地区重心向周边城市移动.....	8
图表 13:	日本长期利率（10 年期国债）与房地产投资收益率高度相关.....	9
图表 14:	官方利率和 10 年期日本国债流通利率.....	10
图表 15:	土地价格、利率和股票价格存在关联性（1987=100）.....	10
图表 16:	日本房地产主要开发商.....	10
图表 17:	三井不动产营业收入额稳步增加（单位：百万日元）.....	11
图表 18:	三井不动产营收增速增加（单位：百万日元）.....	11
图表 19:	三井不动产归母净利润增长较快（单位：百万日元）.....	11
图表 20:	三井不动产资产回报率及净资产收益率维持稳定在 6% 左右.....	11
图表 21:	三井不动产财年期末存货持续减少（单位：套）.....	12
图表 22:	三井不动产负债股本比维持稳定在 1.3: 1 左右.....	12
图表 23:	三井不动产 2022 年营收结构中租赁业务占比最大.....	12
图表 24:	住友房地产开发有限公司 2022 年营收结构中管理业务占比最大.....	12
图表 25:	野村不动产 2022 年营收结构中住宅开发占比最大.....	13
图表 26:	东急控股有限公司 2022 年营收结构中城市发展建设业务占比最大... 13	13

## 1. 日本房地产市场调整后走向成熟

**日本城市化进程加速，行业快速发展：**第二次世界大战结束后，日本迎来了重大的重建，日本吸取了美国城市规划和土地政策的经验。在 20 世纪 60 年代以后，日本城市化加速，土地被大规模开发，有限的土地推动了房屋和地价的上涨。

**宽松自由的货币政策孕育房地产经纪泡沫：**1985 年签订的《广场协议》致使日元对美元大幅升值，对外出口额大幅减少。为了应对出口额降低带来的冲击，日本政府采取宽松的货币政策，大量的境内境外资金流入房地产行业，导致了土地房屋价格的快速上涨。从 1985-1990 年期间，日本房价指数从 5273.5 上涨至 7532.6，同比增长约 42.8%。90 年代初，房地产经纪泡沫破裂，随着政策的紧缩，股市崩盘，土地抛售，大量企业破产，银行倒闭，日本房地产行业迎来寒冬。

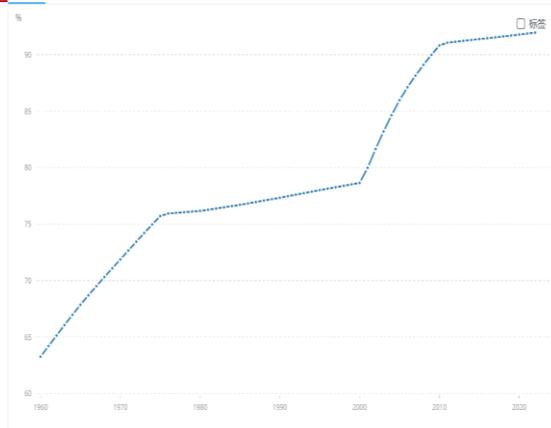
**宏观经济环境向好，改善房地产市场环境：**2008 年，受到金融危机的影响，日本房地产行业再次受到冲击。在 2010 年后，随着安倍政府的经济政策刺激，房地产市场开始出现回暖，并逐渐进入了良性发展阶段。

### 1.1 日本人口老龄化少子化问题加剧

#### 1.1.1 人口地域差异变化刺激房地产市场发展

**20 世纪末期，人口迁移加快，城市化率提高，地域间房地产市场差异加大：**日本从上世纪 60 年代开始大量人口涌入大城市生活，例如东京，大阪，名古屋等。日本城镇人口占比也从 1960 年的 65% 左右上升到现在的 90% 以上。大量迁入人口刺激了城镇房地产市场的发展。

图表1：日本城镇人口超 90%，城镇化基本完成（1960-2022）



资料来源：IBRD-IDA，国联证券研究所

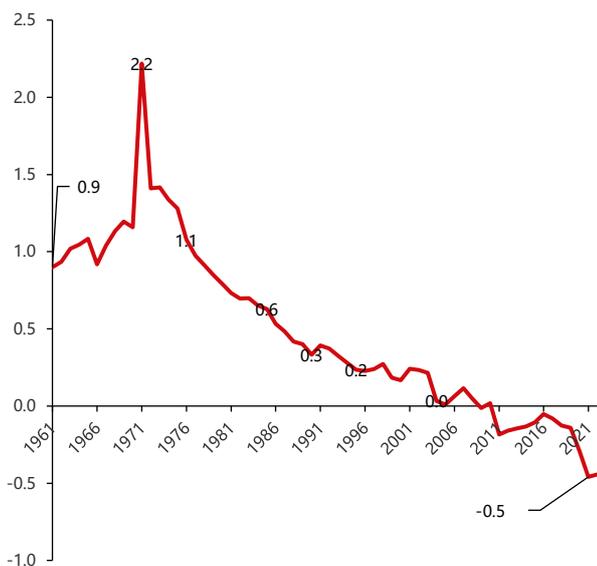
#### 1.1.2 日本人口老龄化、少子化导致市场潜在需求不足

**少子化和老龄化逐渐成为日本人口结构的特点：**从日本 1987-2017 年人口年龄分布来看，39 岁以下的人口较少，40-44 岁以及 65-69 岁年龄层较为突出。同时日

本人口增幅也逐年放缓，并在 21 世纪 10 年代后进入负增长时期。这为房地产市场未来发展增加不确定性。

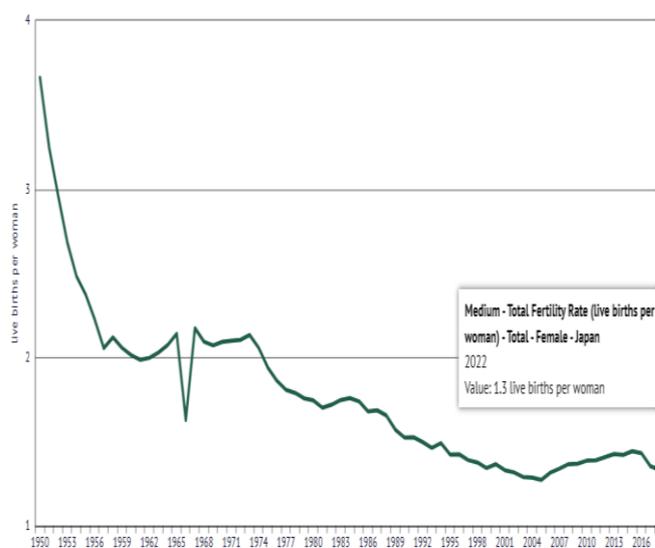
**日本出生率变动影响房地产销售：**日本出生率从 1950 年来不断降低，日本女性平均所生产婴儿数已从 1950 年的 3.6 左右下降至 1.3 左右，这远低于国际标准 2.1。根据日本“日本房地产报告 2018”分析，在 2006 年后出现的婴儿潮使日本出生率出现小幅提高，这对消费需求的增加起到推动作用，同时也使住房市场出现小高潮。

图表2：日本人口增长率为-0.5%（2021），进入负增长时代



资料来源：FRED(美联储经济数据库)，国联证券研究所

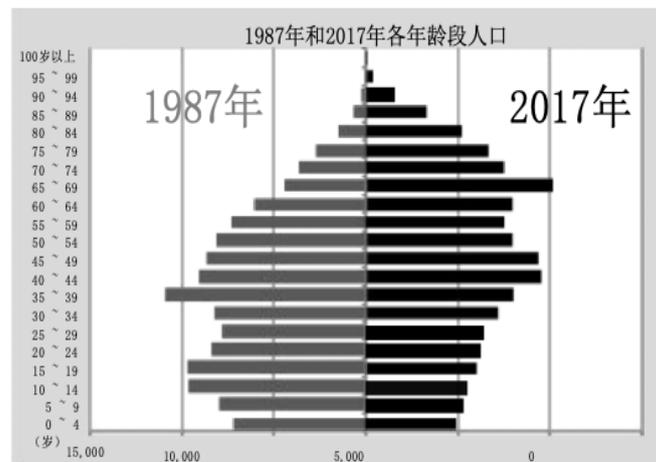
图表3：日本新生儿出生率不断降低（1950-2022）（每位妇女平均生育子女）



资料来源：macro trends，国联证券研究所

**房地产需求改变，房地产市场发展存在不确定性：**受到人口老龄化影响，未来日本房地产市场需求将更倾向于小型住宅，同时受到少子化影响，新建家庭对大型住宅的需求也将有所减少。同时人口结构变化影响住房区域偏好。中老年居民住房需求开始偏向靠近医疗服务、便利的公共交通和其他社会服务的城市住宅。与东京以及其他都市圈中心价格高昂的住房相比，都市圈周边有完善基础设施的城市的住房需求正在增加。

图表4：日本人口结构向老龄化少子化发展



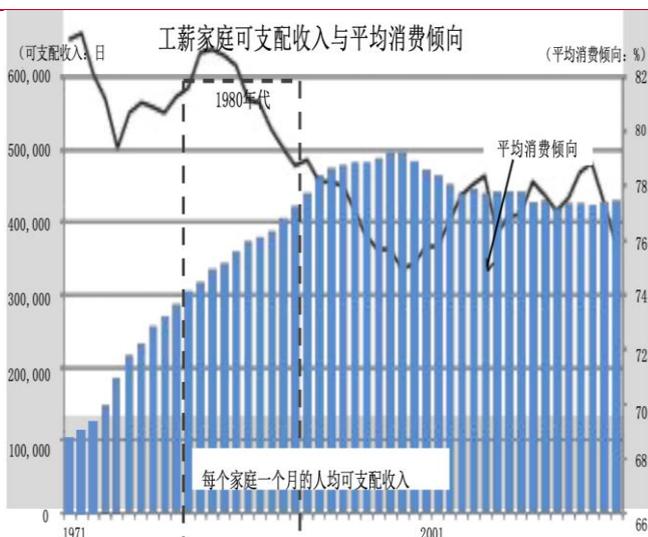
资料来源：日本国土交通省，国联证券研究所

### 1.1.3 楼市调整日本居民消费水平影响有限

**生育率影响住房消费市场：**居民消费倾向和水平也影响着房地产市场的表现。根据日本“日本房地产报告2018”分析，2000年左右的婴儿潮使日本民众对消费的抵触情绪更小。同期日本平均消费倾向也有所增长，新房开工也非常活跃，房价也有所上涨。21世纪后日本人口老龄化和少子化问题加剧，平均消费倾向出现下降趋势，2018年下降至76%左右。

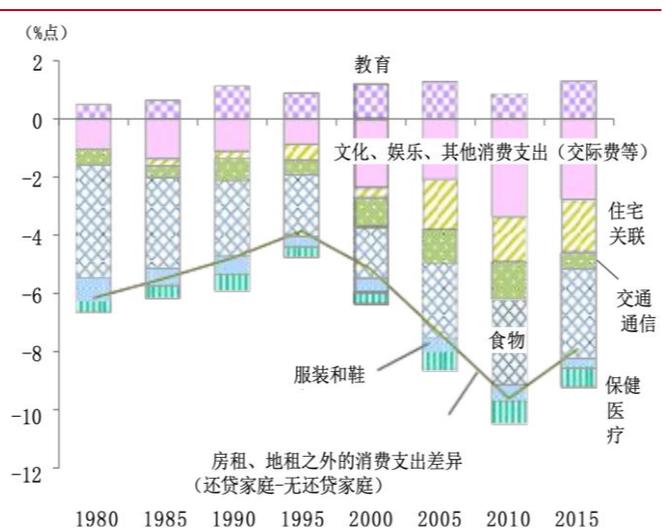
**低利率政策扩大家庭消费支出差异：**泡沫经济后，由于日本央行保持低利率的货币政策，刺激房地产市场，部分家庭申请贷款购房。日本有贷款与无贷款家庭的消费支出差异不断扩大，除教育支出外，其他一系列生活支出差异都有所增加，2010年其差异最大扩大到10%左右。

图表5：日本工薪家庭可支配收入增长放缓



资料来源：日本总务省统计局“家庭收支调查”，国联证券研究所

图表6：有贷款家庭与无贷款家庭消费支出差异扩大



资料来源：日本总研 Research Focus，国联证券研究所

## 1.2 日本房地产市场仍为重要信贷吸纳部门

### 1.2.1 日本房地产方向贷款持续增加

**银行房地产贷款不断增加，保持长期低利率货币政策：**大型银行为 J-REIT、房地产基金贷款增加，区域银行为以大城市为中心的出租房屋贷款增加。尽管在 1998 年和 21 世纪初利率有所上升导致贷款减少，但贷款总金额仍保持整体上升趋势。截止 2021 年 12 月贷出约 91 兆日元但增速有所放缓。同时房地产房价贷款的市场占有率不断提高，截止 2022 年 3 月地产方向贷款市场占比超 16%。

图表7：银行地产方向总贷款金额不断增加达 91 兆（单位：亿日元）

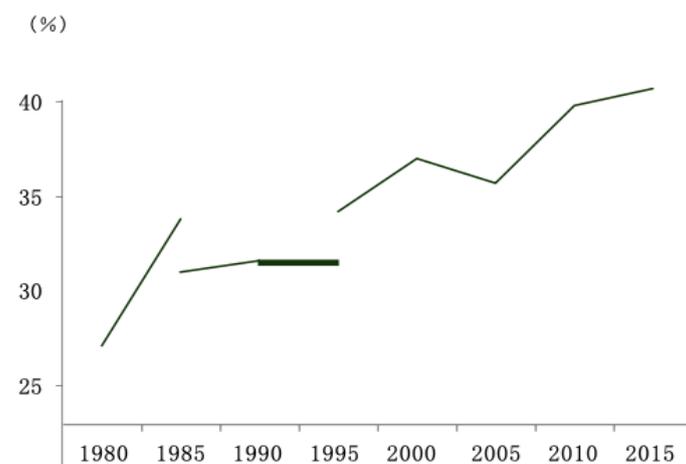


资料来源：日本央行统计数据，国联证券研究所

### 1.2.2 日本居民债务压力增加

**偿还住房贷款的家庭在过去一段时间内有所上升：**房贷多以 20 年-30 年为还款期限，近年随着购房家庭增加，还款家庭占比将逐渐提高。该比率已从 20 世纪 80 年代的 27% 左右上涨至 2015 年的 40% 以上。

图表8：日本全国偿还住房贷款家庭占比超 40%

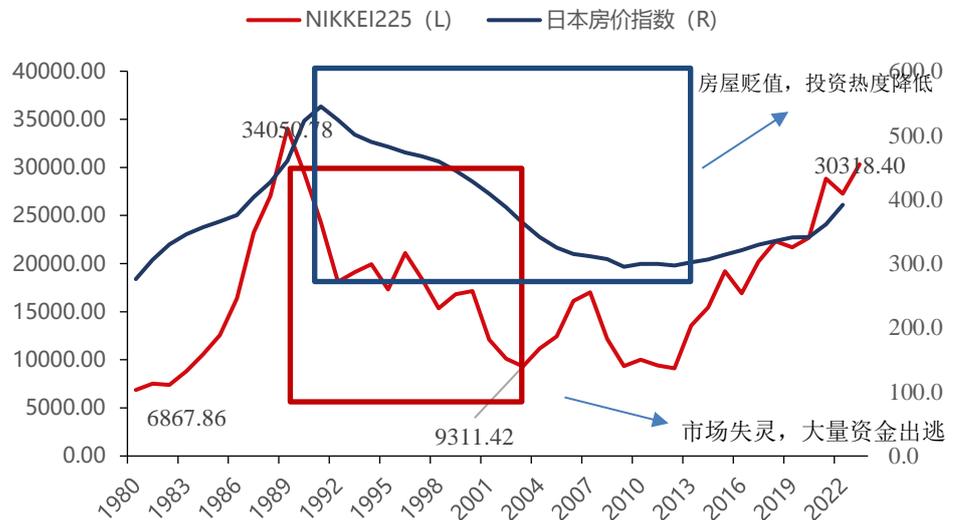


资料来源：日本总务省统计局，国联证券研究所

### 1.2.3 日本房地产市场缓慢回升

**房价指数缓慢回升：**受到 20 世纪 90 年代泡沫经济和 2008 年全球金融危机影响，日本房价指数持续下跌至 21 世纪 10 年代。2010 年后房价指数开始企稳回升，但增速较慢。

图表9：日本日经 225 (N225 年平均) 与日本房价指数对比 (1955=100)



资料来源：Federal Reserve Economic Data, 国联证券研究所

### 1.3 日本房地产市场区域分化明显

#### 1.3.1 东京都内各区房价差异加大

**首都圈内公寓市场价格企稳上行：**公寓供应在 2008 年后有所减少，公寓均价仅在 1991 年经济泡沫期间有所下跌，于在 1996 年后就开始企稳回升，并在 2021 年均价超过 6000 万日元/套，超过房地产泡沫时期。

图表10：首都圈公寓出售户数减少，但均价有所增加

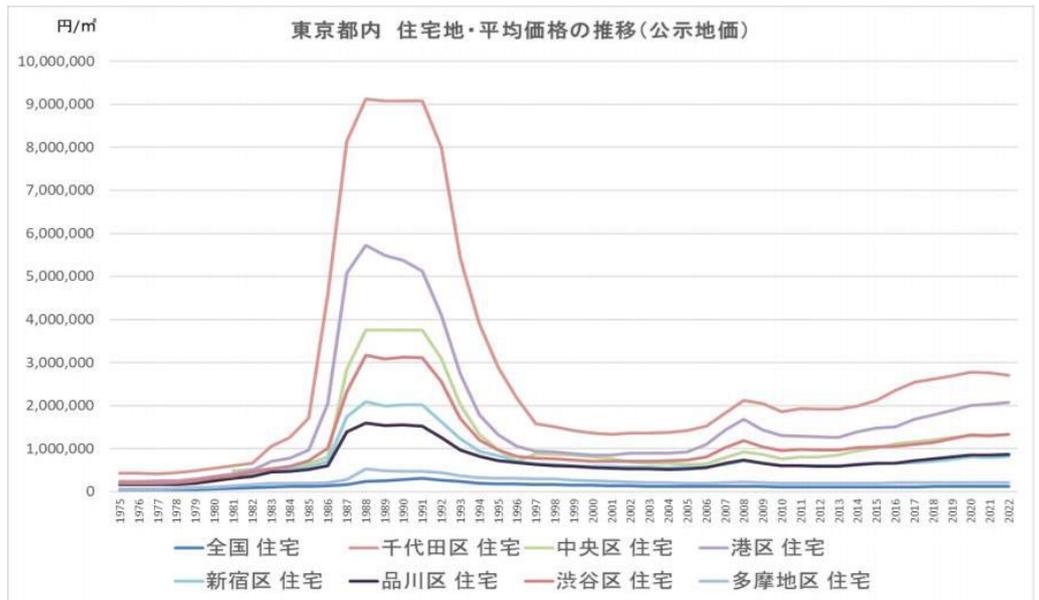


资料来源：房地产经济研究所株式会社统计，长谷工综合研究所报告，国联证券研究所

**东京都内各行政区住宅均价差距扩大：**在日本房地产泡沫破裂前，七大行政区住宅均价差距较小，在经济泡沫期间差距扩大，涩谷区住宅均价达到 900 万日元/平

方米，与排名第二的港区（约 580 万日元/平方米）相差约 300 万日元每平方米，在泡沫破裂后各区价格差异大幅缩小。2000 年后，受到房地产市场整体回暖，各区住宅价格逐渐上涨，且再次出现差异加大的趋势，但涩谷区和港区始终保持领先其他各区。

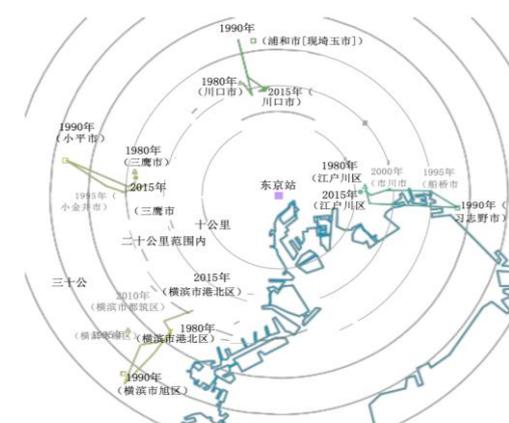
图表11：东京都内各区住宅平均价格差异加大（公示地价；日元/平方米）



资料来源：日本“国土交通省”，国联证券研究所

**首都圈周边新房市场发展，新房销售重心向首都圈周边转移：**新建房屋销售中心转移意味着房地产投资热点的转移以及行业资源分配的变化。以东京站为中心，新房销售重心逐渐向东京周边移动。新房销售重心向东边的江户川区和习志野市移动，向西边的三鹰市和小平市移动，向北边的川口市和埼玉市移动，向南边横滨市移动。与首都圈中心较高的房价相比，居民购买首都圈周边的房产更加容易，投资热度有所提高。

图表12：首都圈新建商品房销售地区重心向周边城市移动



资料来源：房地产经济研究所“全国公寓市场动向”，总务省“国势调查”，国联证券研究所

## 2. 日本房地产政策跟随市场及时调整

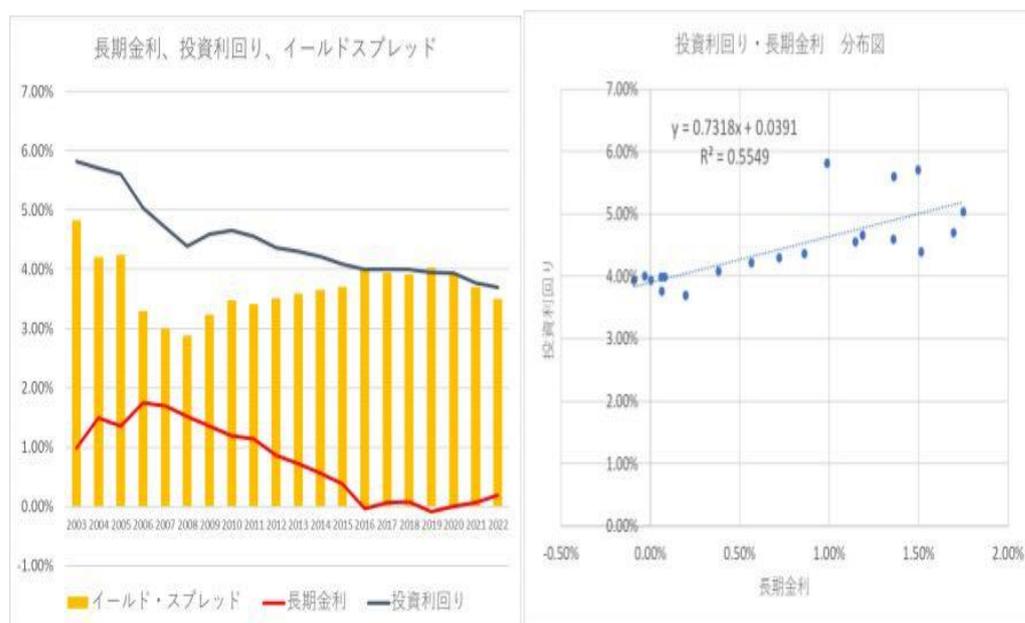
**政府调控和高度自由的金融监管为房价波动的重要原因：**长期以来日本央行实施低利率的货币政策，加之日本宽松的金融环境，激发了投资市场的活力，但同时增加了金融行业的系统性风险。

## 2.1 利率政策：以低利率及宽松货币政策为主

### 2.1.1 利率变动与投资收益高度相关

**长期利率与房地产的投资收益率高度相关：**2006年后日本央行开始逐步降低长期利率，10年期国债利率已从2006年的1.7%左右下降至2016年几乎为零利率，地产投资收益率也从2006年的5%左右降低至2022年的3.6%左右。在这20年间，长期利率与地产投资收益率的决定系数为0.555，两者具有较强的相关性。

图13：日本长期利率（10年期国债）与房地产投资收益率高度相关

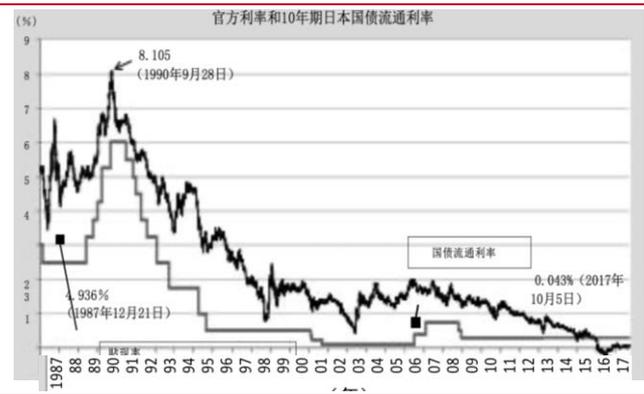


资料来源：日本不动产研究所，国联证券研究所

**低利率刺激房地产市场及股市复苏：**1991年泡沫经济后，日本地价和日经指数持续下降，随着利率指数的下降，日本股市和房价在21世纪初出现好转，尽管在2008年全球金融危机影响下股市和房价再次下跌，但在10年代后开始企稳回升。

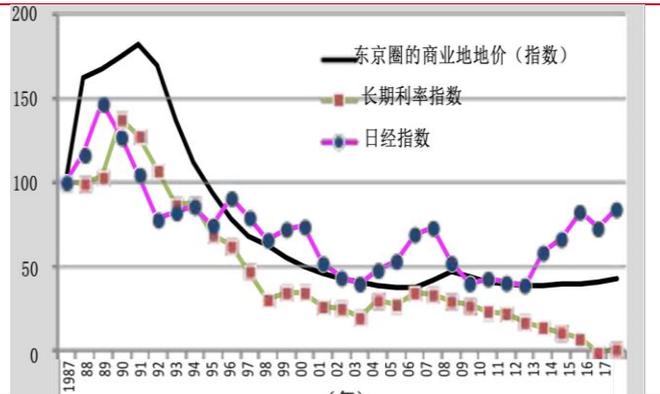
**超低利率下，地价与股价逐步企稳：**超低利率下，伴随着经济预期修复，股市及商业地价经历长期调整后，逐步企稳回升。

图表14：官方利率和10年期日本国债流通利率



资料来源：日本国土交通省“地价公示”，国联证券研究所

图表15：土地价格、利率和股票价格存在关联性 (1987=100)



资料来源：日本国土交通省“地价公示”，日本财务省国债利率信息，国联证券研究所

### 3. 日本房地产主要开发商

#### 3.1 日本房地产行业公司业绩向好发展

**地产行业迎来洗盘：**经历了泡沫经济后，大量的日本房企倒闭，地产企业迎来洗盘。在日本房企 top20 的名单上，依托强大的财阀背景，具有代表性的有三井、三菱、住友三家企业成功度过危机。

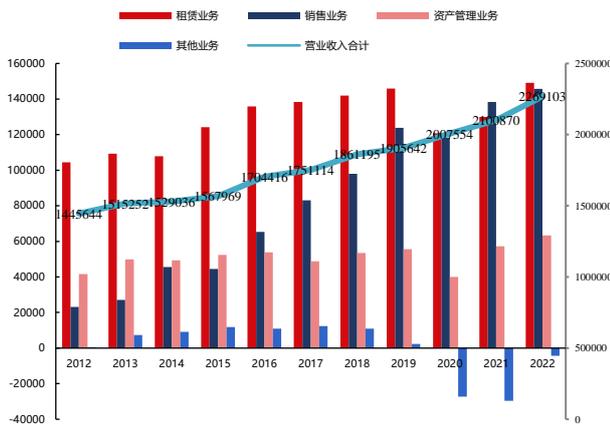
图表16：日本房地产主要开发商

日本主要开发商	
财阀系	三井不动产，三菱地所不动产，住友不动产，东京建物
轨道系	东急不动产，小田急不动产，阪急不动产，近铁不动产
金融商社系	野村不动产，伊藤忠都市开发，三菱商事，丸红不动产
独立新型房地产商	大京不动产，森大厦

资料来源：观点网，国联证券研究所

**行业复苏，地产企业迎来扭亏转盈：**以三井不动产为例，从2012年以来，营业收入总额稳步提高，2022年营业收入总和达到22691亿日元，这标志着地产行业回到良性发展道路。同时公司盈利能力不断提高，归母净利润和公司ROA、ROE均表现良好。2018年至2022年期间，公司ROE维持在6%左右，ROA维持在3%左右。

图表17: 三井不动产营业收入稳步增加(单位:百万日元)



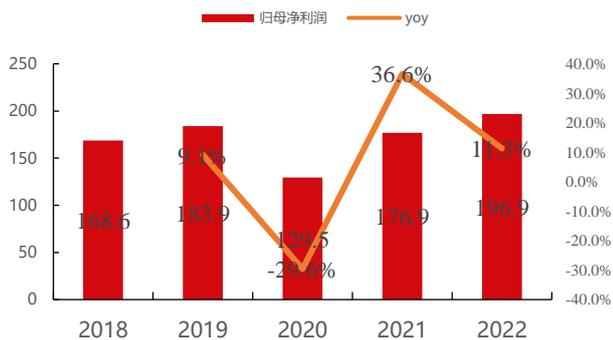
资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表18: 三井不动产营收增速增加(单位:百万日元)



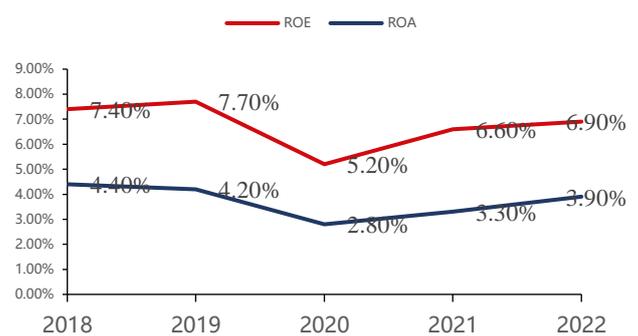
资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表19: 三井不动产归母净利润增长较快(单位:百万日元)



资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表20: 三井不动产资产回报率及净资产收益率维持稳定在6%左右

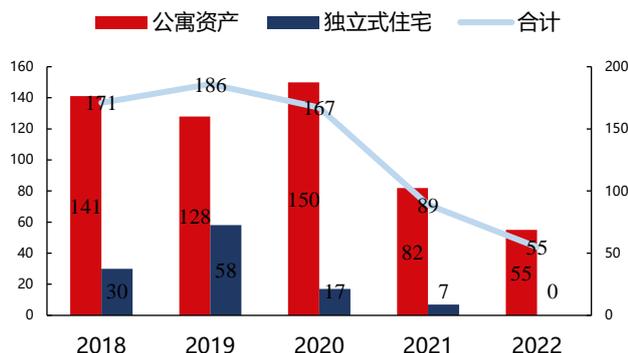


资料来源:公司公告,国联证券研究所

**流动性增加,经营风险降低:** 存货水平不断下降。公司所有的公寓及独立式住宅从2018年的171套下降至2022年的55套。其中独立式住宅的数量在2022年下降至0。这表明着公司业务方向逐渐转向公寓并采取更加稳健的经营策略。

**负债率维持稳定,资金利用效率高:** 日本房地产行业复苏后,各方对未来行业发展持积极态度。尽管负债比维持在较高水平,但相对稳定,这保证了公司未来一段时期内的经营活力。

图表21：三井不动产财年期末存货持续减少（单位：套）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：三井不动产负债股本比维持稳定在 1.3: 1 左右



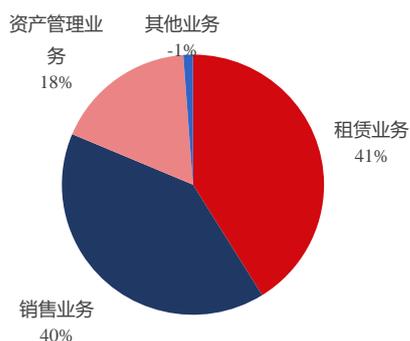
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2 日本房地产开发商营业收入多元化发展

**社会环境剧变影响地产行业发展走向，业务方向改变：**进入 21 世纪后，受到多种因素影响，日本民众对住房需求发生改变，地产公司业务方向逐渐转变以适应社会发展。

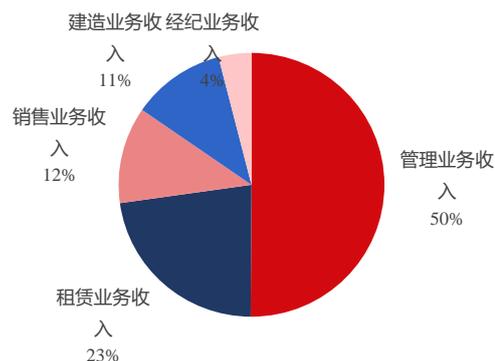
**盈利侧重点转变，租赁管理成为营收核心：**以 4 家重要的日本地产公司为例（三井不动产，住友房地产，野村不动产，东急控股），21 世纪后，房地产建设投资减少，而转向服务业务，例如资产管理，租赁服务，物业服务以及地产中介服务。三井不动产在 2022 年来自资产管理（18%）以及租赁业务（41%）的营收额占总营收的 59%。东急控股和住友房地产超过 50%的营收也来自于地产服务业务。

图表23：三井不动产 2022 年营收结构中租赁业务占比最大



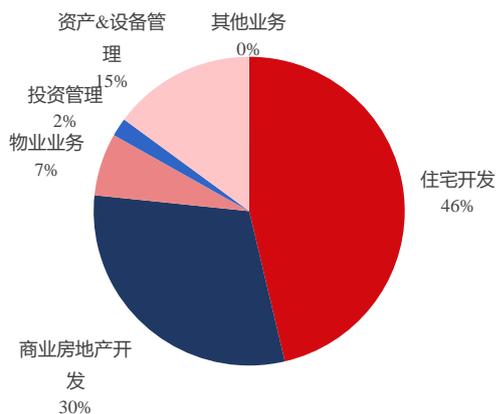
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表24：住友房地产开发有限公司 2022 年营收结构中管理业务占比最大



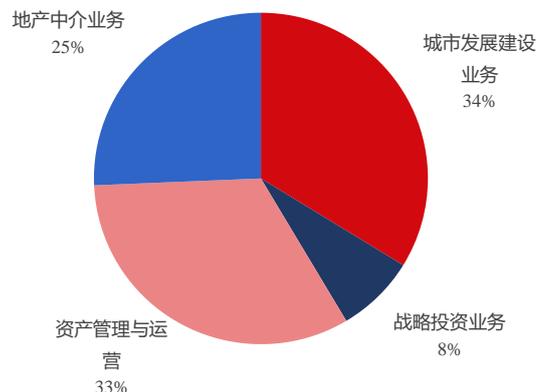
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表25：野村不动产 2022 年营收结构中住宅开发占比最大



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表26：东急控股有限公司 2022 年营收结构中城市发展建设业务占比最大



资料来源：公司公告，国联证券研究所

#### 4. 风险提示

**政策效果滞后性风险。**政府制定了精准的调控措施，由于执行和市场响应存在时滞，实际效果可能落后于预期，影响政策的落地效果。

**房地产市场下行风险。**若市场信心持续低迷并伴随经济下行压力，房地产市场的交易观望情绪浓厚，成交量和价格的回升速度或低于预期。

**金融市场波动风险。**房地产市场与金融市场的紧密联系意味着，金融市场的稳定因素可能传导至房地产领域，给市场带来一定负面影响。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼