

宏观报告

证券研究报告

2024年04月08日

中国房地产不会走日本的老路

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

经济背景和体制不一样，针对房地产风险单纯的国际比较没有意义。

从需求上看，中国房地产比日本 90 年代要好，不会跌那么久、那么深。

从风险传导上看，也比美国次贷危机要小得多，中国房地产过去出现的主要还是需求的泡沫化倾向，2021 年下半年以来已经在持续和快速地化解，低杠杆、低金融化程度、没有个人破产制度，目前来看是中国房地产风险传导的减速器。

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 4 月第 2 周》2024-04-07
- 2 《宏观报告：宏观报告-非农强化美国二次通胀》2024-04-07
- 3 《宏观报告：宏观-2024 年，投资要破局》2024-04-02

风险提示： 房地产价格下行超预期；房地产调控政策存在不确定性。

在经历了连续两年多的调整以后，市场开始担心中国房地产可能会重演日本 90 年代或美国 2007 年的危机。尽管中、日、美房地产市场存在一定的相似之处，但也有诸多本质上的不同。

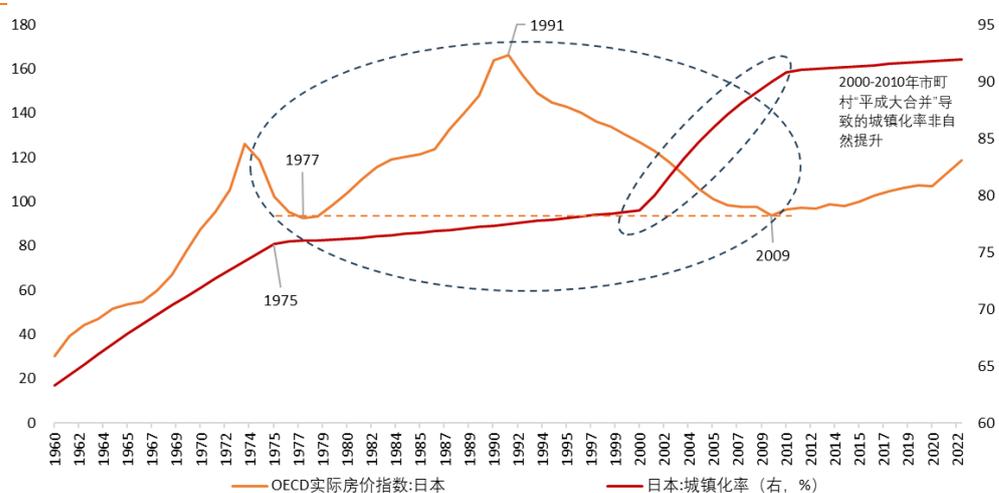
第一个不同是需求空间。

日本在 1960-1975 年经历了快速的城镇化发展，城镇化率在 15 年的时间里由 63.3% 提升到了 75.7%，年均提升 0.83 个百分点。1976 年则是日本城镇化的重要拐点，1976 年开始日本城镇化进程显著放缓，1976-2000 年城镇化率的年均提升幅度仅有 0.27 个百分点。2000-2010 年，日本推行了市町村“平成大合并”，使得很多“村”建制通过行政力量被撤销，导致城镇化率出现了一次统计意义上的非自然提升，并没有直接带来人口由农村向城市的快速流入。因此，从人口的角度上来看，日本真实住房需求的增长从 1976 年以后就出现了明显的放缓。

但日本的房价在城镇化进程放缓以后反而出现了大幅的上涨。1978-1991 年，日本实际房价指数连续上涨 14 年，涨幅累计达到 80%，而期间日本城镇化率仅提升了 1.5 个百分点，房价的上涨缺少真实需求的支撑，地产泡沫由此产生。

在日本地产泡沫破裂的过程中，实际房价指数下跌了 18 年，直到 2009 年才开始触底回升，期间累计下跌 44%，实际房价指数基本回到了泡沫之前的水平。

图 1：日本城镇化进程从 1976 年开始放缓，但房价在 1978-1991 年大幅上涨

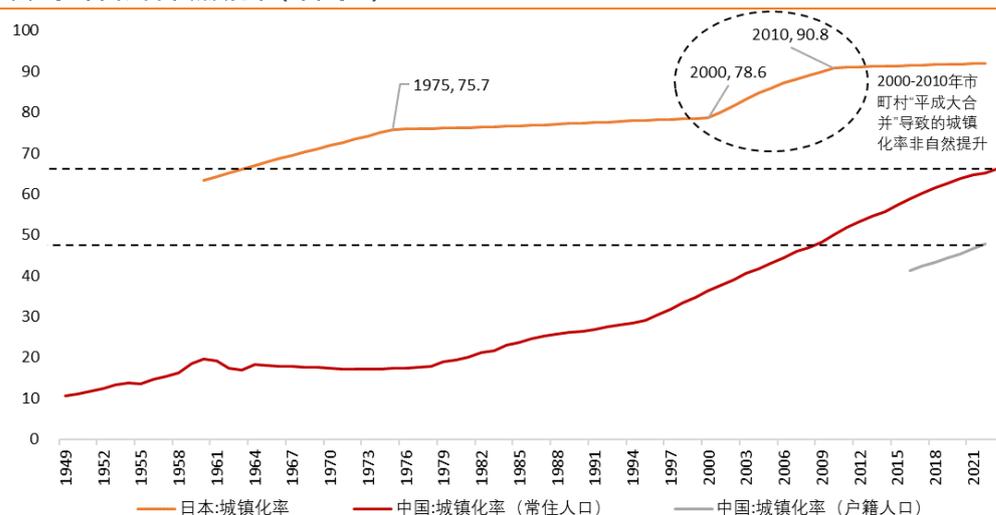


资料来源：Wind，中国乡村发现网，天风证券研究所

与日本当年相比，中国房地产目前仍有真实的住房需求做支撑。截至 2023 年，中国常住人口城镇化率约为 66.2%，相当于日本 1963 年的水平，距离日本 1975 年城镇化进程由快到慢的拐点仍有 10 个百分点的提升空间。

更何况，截至 2022 年，中国户籍人口城镇化率尚不足 50%，与中国常住人口城镇化率还相差 17.5 个百分点。只要户籍制度改革还在继续，中国户籍人口城镇化率的提升空间也将是房地产市场的潜在需求。

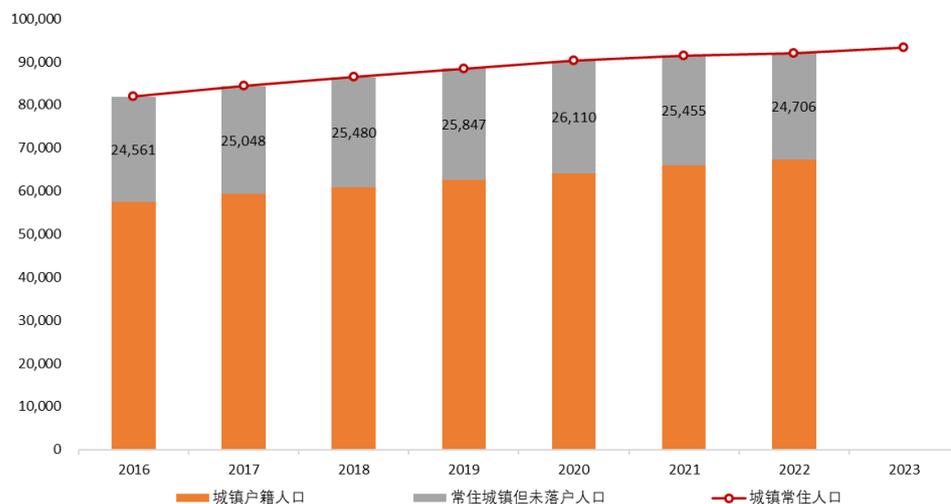
图 2：中国、日本城镇化率（单位：%）



资料来源：Wind，中国乡村发现网，天风证券研究所

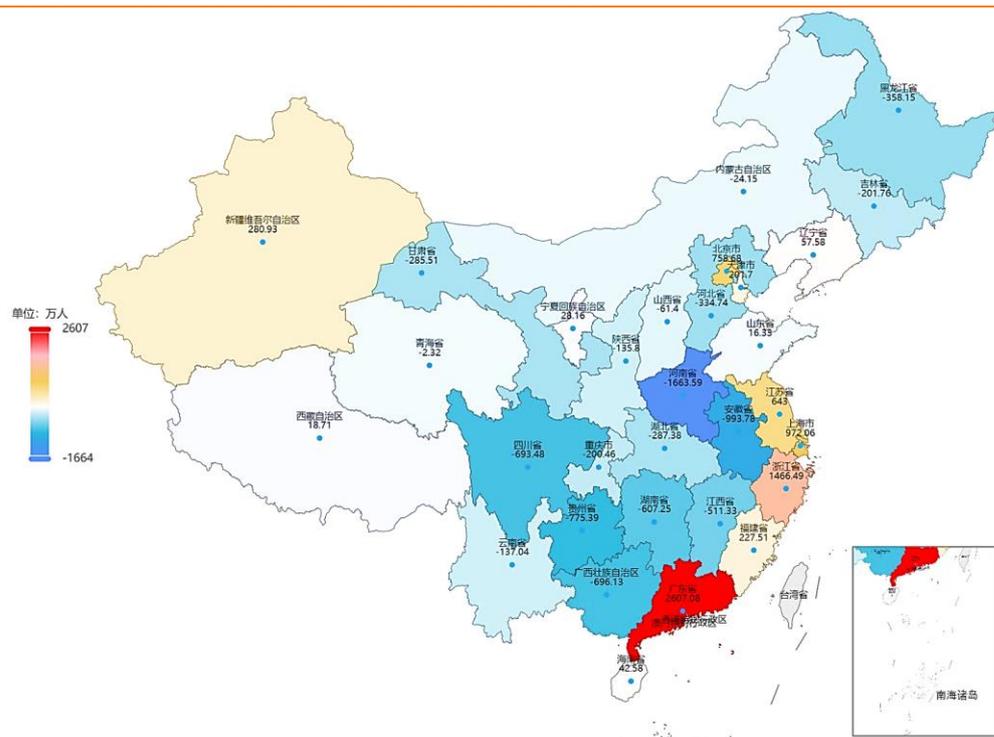
中国目前约有 2.5 亿人没有在户籍地工作和生活，而没有户籍意味着在一些大城市可能不具备购房资格，这抑制了一部分正常的购房需求。所以中国的房地产市场供求关系的区域分化较大，有些人口净流出地区的房地产可能面临结构性的过剩，而有些人口净流入地区的房地产可能仍然存在结构性不足。截至 2022 年，中国有 18 个省份常住人口数量小于户籍人口，人口呈现净流出趋势，其中河南缺口较大约为 1664 万人；其余 13 个省份常住人口数量则大于户籍人口，人口保持净流入，其中广东、浙江较为明显，常住人口分别超出户籍人口 2607、1466 万人。

图 3：截至 2022 年，我国常住城镇但未落户人口约有 2.5 亿人（单位：万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2022 年，各省常住人口与户籍人口之差（单位：万人）

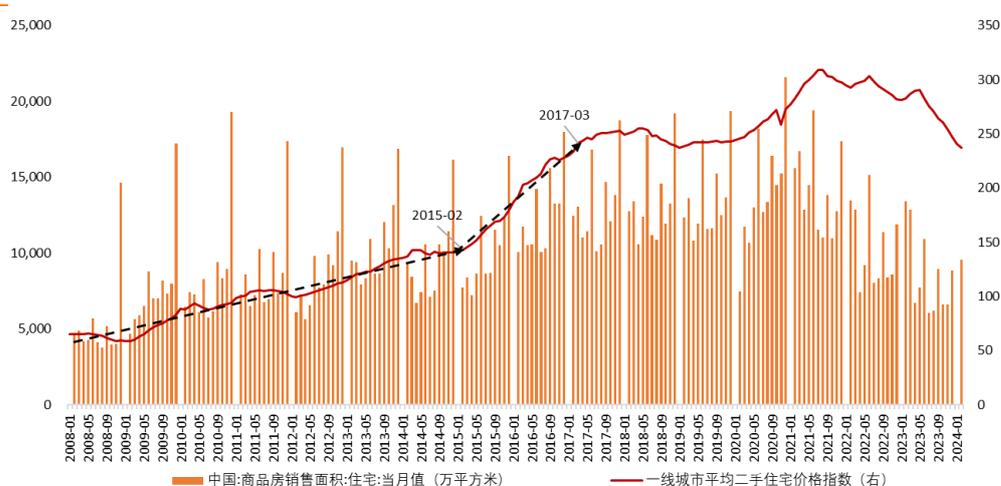


资料来源：Wind，天风证券研究所

第二个不同是杠杆。

中国居民购房的平均杠杆并不高。央行 2018 年《中国金融稳定报告》中曾提到中国居民购房的平均首付比例在 34% 以上。因此，即便是在房价最高点购房，房价也需要平均下跌三分之一以上才会使房产成为负资产。而房价快速上涨是从 2015-2016 年开始的，许多人并非在最高点买房，所以即使房价下跌导致财富效应缩水，但房子成为负资产的比例可能并不高。购房杠杆不高，意味着房价的下跌可能不会太快。

图 5：2015-2016 年，中国房价快速上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：一线城市平均二手住宅价格指数 2012 年=100

2008 年美国次贷危机的爆发速度之所以很快，原因之一是很多低偿还能力的购房人的首付比例较低甚至约等于零，房价稍有下跌就会使房产成为负资产。而个人破产制度的存在，又使得购房者可以宣布破产后断供，将风险转移给银行。结果很短时间内，银行被

迫得到了很多净值为负的房产，而银行又需要尽快折价转变成流动性，导致房产抛售压力加大、房价下跌得更多，又使得更多的房子成为了负资产，最后层层放大为系统性风险。

而我国目前除了深圳做过试点以外，没有个人破产制度¹。因此，即使房子成为了负资产，断供后被银行收走法拍，银行依然可以向个人追偿剩余贷款。也就是把风险分散在了诸多个体身上，而不会在短时间内集中到银行和金融系统上，减慢了风险的传导速度。

第三个不同是金融化程度。

虽然中国的房地产市场曾经出现了泡沫化倾向，但是推动泡沫化倾向的依然是实际需求，并非单纯的金融泡沫，中国房地产的金融属性和金融化程度并不高。**中国没有类似美国的复杂的房地产衍生品市场。**美国次贷危机首先是 MBS（住房抵押贷款证券化）出了问题，然后扩散到 CDS（信用违约互换）和 CDO（债务担保业务）。而中国没有这些衍生品，房地产虽然有下行风险，但风险加速扩散的动力受到了抑制。

当然，我们并不是认为可以确认中国房地产的调整已经结束，而是要理性看待调整过程，经济背景和体制不一样，单纯的国际比较没有意义。从需求上看，中国房地产比日本 90 年代要好，不会跌那么久、那么深。从风险传导上看，也比美国次贷危机要小得多，中国房地产过去出现的主要还是需求的泡沫化倾向，2021 年下半年以来已经在持续和快速地化解，低杠杆、低金融化程度、没有个人破产制度，目前来看是中国房地产风险传导的减速器。

¹ http://www.xinhuanet.com/legal/2021-07/19/c_1127671976.htm

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com