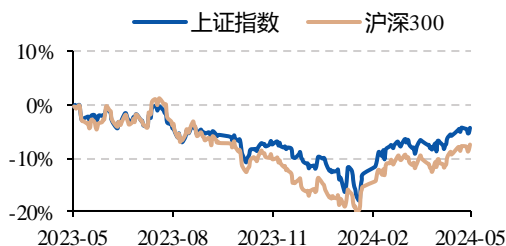


## 日本经济、人口变迁与房地产市场发展之启示

房地产市场专题报告

2024年05月17日

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	4.89	10.05	-4.16
沪深300	4.75	9.30	-7.55

王与碧

分析师

执业证书编号:S0530522120001  
wangyubi@hncshasing.com

### 相关报告

- 1 房地产市场周报：多城相继优化限购政策，市场信心仍有待修复 2024-05-14
- 2 房地产市场周报：政治局会议定调政策方向，房地产调控将更加积极 2024-05-08
- 3 房地产市场周报：一季度楼市仍然寻底，政策环境将持续宽松 2024-04-23

### 投资要点

- 日本的宏观经济走势和房地产市场变化表明，宏观经济向好是驱动房地产发展的关键。80年代的泡沫经济催生了日本房地产市场的第一轮高景气时代，而随着泡沫经济破裂，日本房地产市场陷入长期衰退。2012年以来日本经济逐步复苏，2013-2023年日本GDP年化增长率超过0.5%，相比“失去的二十年”期间长期接近于0的增速已有所改善，日本房地产市场也随之企稳回暖。
- 日本人口的区域结构变化促成了日本都市圈房地产市场的持续发展。自2010年起，日本人口陷入持续的负增长，2023年日本推计总人口相比2020年普查人口减少近180万人。人口总量减少对日本房地产市场的整体需求造成一定影响，但日本人口的区域结构变化促成了日本都市圈房地产市场的稳定发展。以东京为代表的大都市长期维持人口净流入的状态，为其住房需求的增长提供了有力支撑，如东京土地价格近10年以来总体维持正增长，年化增长率达4.45%。此外，在老龄化趋势下，老年居民为了得到更好的养老服务，也将大量向大都市迁移。因此，日本房地产市场的区域性特征将进一步凸显，都市圈需求将稳定增长，而中小城市的需求空间可能将持续收窄。
- 日本和我国的历史经验表明，房地产市场的表现主要取决于宏观经济环境以及人口结构的变化。短期来看，宏观经济的复苏程度以及市场预期是决定房地产市场走势的关键因素。当前我国宏观经济的复苏基础尚不牢固，市场存在房价继续下行的预期，因此房地产市场预计将继续磨底，市场拐点仍然有待观察。长期来看，人口是影响房地产市场发展的最重要因素。与日本相同，我国当前也面临人口负增长和老龄化问题，2023年全国人口相比前值减少208万人，这将对我国的总体住房需求产生一定冲击。从人口的区域结构来看，我国房地产市场的区域性分化较大，大部分核心城市维持人口净流入，住房需求仍有增长空间。考虑到取消或优化限购政策已成为当前房地产支持政策发力的主要方向，前期被积压的购房需求有望得到一定程度的释放，对核心城市市场回暖形成支撑。
- 投资建议：短期来看，我国房地产市场能否回暖主要取决于宏观经济的复苏程度。考虑到我国宏观经济整体呈弱复苏态势，叠加房地产支持政策的加速落地，房地产市场终会恢复健康发展，但是由于当前经济基本面仍然较弱，房地产市场的拐点还有待观察。在行政限制逐步放松的趋势下，后续一二线核心城市有望率先回暖，国资入局救市也将进一步加大国企对房地产市场的影响，建议重点关注在核心城市布局较多、债务结构健康、业绩稳定的国有房企。
- 风险提示：政策效果不及预期；房企债务风险蔓延。

## 内容目录

<b>1 日本经济与房地产市场变迁概述</b> .....	<b>4</b>
1.1 日本经济与房地产泡沫的形成.....	4
1.2 日本泡沫经济的破裂.....	7
1.3 日本宏观经济和房地产市场现状.....	9
1.4 本章小结.....	11
<b>2 日本人口变迁与住宅需求变化</b> .....	<b>11</b>
2.1 日本人口与住宅市场概况.....	11
2.2 日本少子化与老龄化的趋势.....	12
2.3 日本人口结构变化对房地产市场的影响.....	13
2.4 本章小结.....	15
<b>3 日本房地产市场发展对中国之镜鉴</b> .....	<b>15</b>
3.1 我国宏观经济环境决定房地产市场的景气度.....	15
3.2 中国人口结构对住房供需的长期影响.....	18
3.3 中国房地产市场主要影响因素梳理及未来展望.....	20
3.4 本章小结.....	23
<b>4 投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 日本 GDP 在 80 年代总体维持高速增长.....	4
图 2: 日元汇率于 1987-1989 年间达到历史高位.....	4
图 3: 日本央行基准利率（存款准备金率）在 1985 年前后持续下调.....	5
图 4: 日经 225 指数在 1988-1989 年间快速飙升.....	5
图 5: 1989 年 12 月东京交易所市值创下当时的历史新高.....	5
图 6: 日本东京地价在 1985-1988 年间快速上涨.....	6
图 7: 日本地价与房价均于 1991 年达到高峰.....	6
图 8: 80 年代末日本房地产业贷款快速增长.....	6
图 9: 80 年代末日本未偿还住房贷款大幅增加.....	6
图 10: 日本股市与房价泡沫在 80 年代末达到高峰.....	7
图 11: 80 年代末日本货币政策明显收紧.....	7
图 12: 日经 225 指数于 1990 年年初开始大幅下挫.....	7
图 13: 日本 GDP 实际年增长自 1990 年起明显回落.....	7
图 14: 日本东京都地价逐步回落至泡沫形成前的水平.....	8
图 15: 日本城市地价指数在 1991 年后明显下滑.....	8
图 16: 80 年代末日本房价增速与经济基本面明显背离.....	8
图 17: 泡沫经济期间日本房价增速与城镇化进程脱节.....	8
图 18: 2012 年以来日本 GDP 增长明显改善.....	9
图 19: 当前日本 CPI 已出现长期转正的迹象.....	9
图 20: 2012 年以来日经 225 指数震荡走高.....	9
图 21: 2012 年以来日本就业明显修复.....	10
图 22: 2012 年以来日本居民收入水平稳步提高.....	10
图 23: 2013 年以来日本地价和房价开始触底回升.....	10

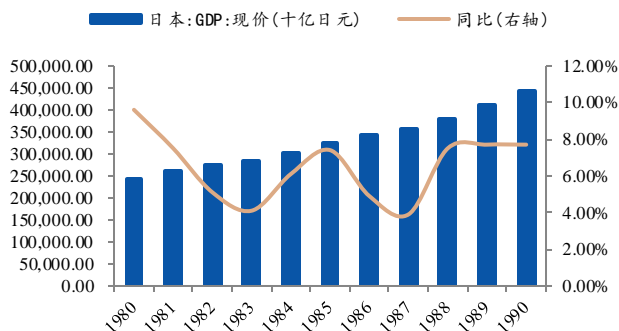
图 24: 2012 年以来日本土地市场持续活跃.....	10
图 25: 近年来日本人口持续负增长.....	11
图 26: 近年来日本单身家庭已成为占比最高的类别.....	11
图 27: 近年来日本住宅总数增长放缓.....	12
图 28: 近年来日本住宅新开工面积有所缩量.....	12
图 29: 近年来日本生育率持续回落.....	12
图 30: OECD 预测日本总人口数将稳定减少.....	12
图 31: 日本人口老龄化的演变速度极快.....	13
图 32: 日本 65 岁以上人口和年轻人口明显分化.....	13
图 33: 日本大城市人口集中度快速提升.....	13
图 34: 日本六大城市总体上维持人口正增长.....	13
图 35: 东京土地市场景气度明显高于日本平均水平.....	14
图 36: 东京银座 2-6-7 号地价已超过泡沫经济时的水平.....	14
图 37: 近年来日本公寓与独立式住宅价格走势明显分化.....	14
图 38: 东京都市圈住宅价格指数明显高于全国平均水平.....	14
图 39: IMF 预测未来日本储蓄率和投资占比均趋于下行.....	15
图 40: 东京都老年人口整体呈持续增加的趋势.....	15
图 41: 中国 GDP 在 2008 年前长期维持高速增长.....	16
图 42: 人均收入及房价均在 2008 年前经历了高增长.....	16
图 43: 房价随着经济增长放缓而趋于下行.....	16
图 44: 商品房销售量变化与 GDP 走势大致同步.....	16
图 45: 近期中国居民预期整体低迷.....	17
图 46: 近期更多比例的居民预期房价将继续下降.....	17
图 47: 近期二手房挂牌价持续回落.....	17
图 48: 近期各线城市二手房挂牌价同步下跌.....	17
图 49: 中国城镇化进程与日本仍有差距.....	18
图 50: 当前中国户籍人口城镇化率不到 50%.....	18
图 51: 中国的老龄化进程可能将进一步加速.....	19
图 52: 中国储蓄率将随着人口下降而下降.....	19
图 53: 四大一线城市保持人口净流入.....	19
图 54: 大部分“新一线”城市人口保持净流入.....	19
图 55: 近期中国季度 GDP 及增速走势.....	21
图 56: 近期中国出口持续修复.....	21
图 57: 当前我国 M1-M2 剪刀差仍然较大.....	21
图 58: 近期我国整体物价水平出现温和复苏.....	21
图 59: 近期我国房地产开发资金贷款仍较为低迷.....	22
图 60: 近年我国土地购置规模持续下降.....	22
图 61: 我国个人购房贷款余额已连续四个季度负增长.....	22
图 62: 中国消费者信心指数仍处于历史低位.....	22
表 1: 近 10 年四大一线城市人口变化(万人).....	19
表 2: 近 10 年部分三线城市人口变化(万人).....	20

## 1 日本经济与房地产市场变迁概述

### 1.1 日本经济与房地产泡沫的形成

日本房地产市场曾于 1980-90 年代经历一轮高景气时期，即“平成景气”时期，这与日本彼时的宏观经济发展密切相关。日本经济于 80 年代逐渐摆脱“石油危机”的冲击，再加上日本央行为了维持经济的高速发展，采取了相当宽松的货币与金融政策，日本经济随之迈入高度繁荣时期。美国、西德、日本、法国、英国五国于 1985 年签订的《广场协议》导致日元快速升值，截至《广场协议》签署前夕的 1985 年 9 月 20 日，美元兑日元汇率为 1: 240.1；而截至 1988 年年底，日元汇率已快速攀升至 1 美元兑 124.9 日元，在三年多的时间内日元升值了将近 2 倍，这也进一步促进了日本经济的增长。

图 1：日本 GDP 在 80 年代总体维持高速增长



资料来源：Wind，财信证券

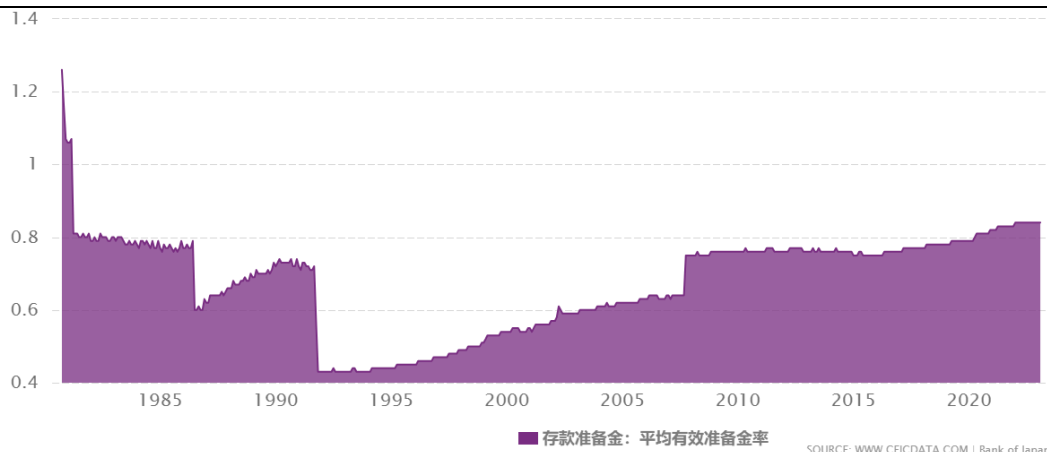
图 2：日元汇率于 1987-1989 年间达到历史高位



资料来源：Wind，财信证券

由于日元在《广场协议》签署后大幅升值，日本政府为了兼顾刺激内需和缓解日元升值压力，在 80 年代中后期推行宽松的货币政策，基准利率连续创下历史新低。另一方面，自 80 年代起，新自由主义经济学在日本盛行，而该学说主张政府干预会扭曲市场机能。在此背景下，日本政府没有对企业和投资者的资金用途及投资方向进行严格监管，叠加股市持续上涨和“土地神话”的影响，大量资金流入股市和房地产市场，因此日本股市和房地产长期过热，最终演变为泡沫经济。

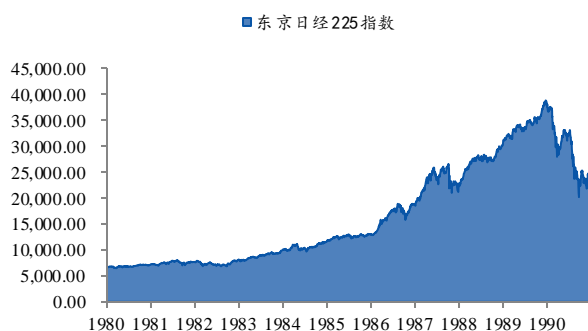
图 3：日本央行基准利率（存款准备金率）在 1985 年前后持续下调



资料来源：CEIC，财信证券

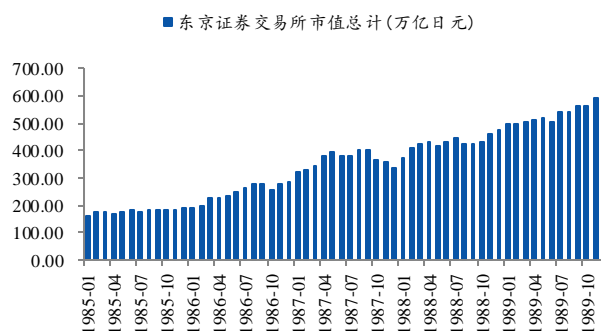
股价的大幅上涨是日本经济泡沫的典型特征之一。截至 1985 年年底，日经 225 指数为 13083.18 点，而到 1989 年年底，日经 225 指数已达 38915.87 点，4 年间年化增长率高达 31.33%；东京证券交易所总市值于 1989 年年底膨胀至 611.15 万亿日元，占当年日本 GDP 的 149.02%。由于日本资本市场的高度繁荣，海外金融机构以及日本国内外企业大举入驻东京，导致东京的土地需求大幅增加，带动土地价格快速上涨。

图 4：日经 225 指数在 1988-1989 年间快速飙升



资料来源：Wind，财信证券

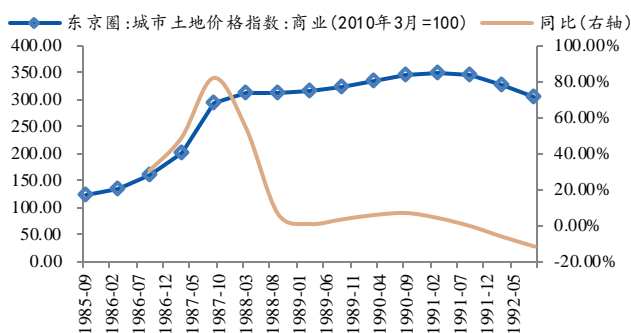
图 5：1989 年 12 月东京交易所市值创下当时的历史新高



资料来源：Wind，财信证券

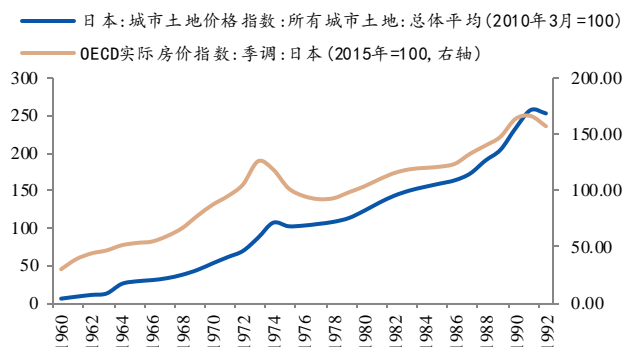
与资本市场相呼应，日本房价水平在 80 年代快速上涨。根据日本不动产研究所数据，1985 年 9 月东京圈商业地价指数为 123.2，1989 年 9 月上涨至 323.8，4 年间年化增长率达 27.33%。截至 1991 年，日本全国地价指数达到 257.49 的历史最高点；根据日本地价数据库“土地代”（tochidai.info）数据，日本全国土地均价在 1991 年达到 48.01 万日元/平方米，而 1985 年为 14.56 万日元/平方米，六年间土地价格上涨超过 3 倍，年化增幅达 19.67%。地价的大幅上涨推高了住宅价格，导致日本房地产市场急剧升温。

图 6：日本东京地价在 1985-1988 年间快速上涨



资料来源：Wind，财信证券

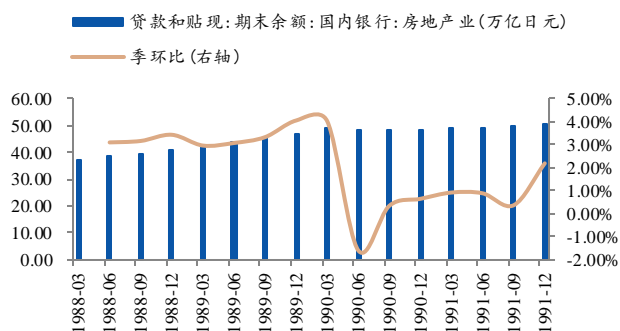
图 7：日本地价与房价均于 1991 年达到高峰



资料来源：Wind，财信证券

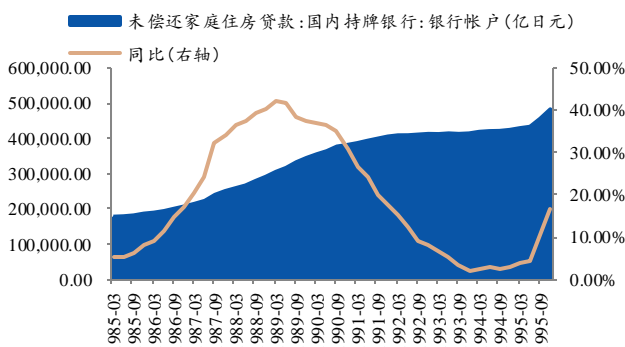
在房价大幅上涨的背景下，日本各类金融机构为追求高额利润，将房地产贷款视为最佳贷款标的，而金融机构对房地产贷款的过度偏重又助长了泡沫的形成。日本房地产业贷款在 80 年代末长期维持高速增长，截至 1990 年 12 月，日本房地产业贷款和贴现期末余额达 48.48 万亿日元，占同期贷款和贴现总额的 11.86%。此外，房地产市场的持续高景气带来了非理性的繁荣假象，导致企业和个人过度投资与投机房地产市场，典型模式是从银行贷款购买房地产，然后再以房地产做抵押继续购买房地产，造成大量的重复抵押贷款，从而加剧了房地产泡沫。

图 8：80 年代末日本房地产业贷款快速增长



资料来源：Wind，财信证券

图 9：80 年代末日本未偿还住房贷款大幅增加

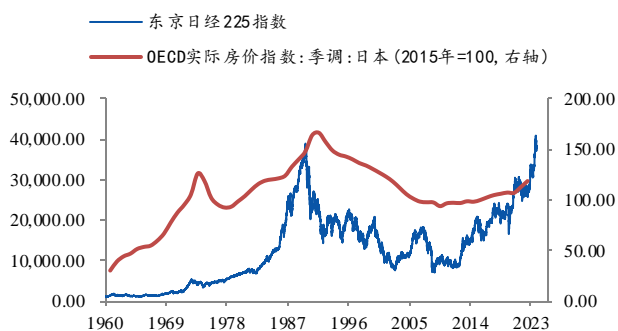


资料来源：Wind，财信证券

## 1.2 日本泡沫经济的破裂

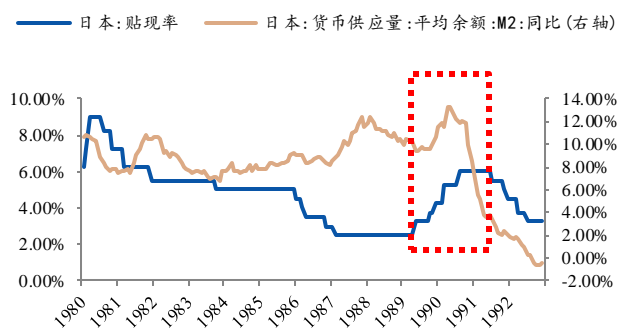
由于泡沫经济的潜在风险在 80 年代后期逐渐暴露，日本政府自 1989 年第二季度起开始采取紧缩性的货币政策。1989 年 5 月 31 日，日本央行将贴现率从 2.5% 提高到 3.25%；截至 1990 年 8 月，日本央行已将贴现率提高至 6%。随着贴现率的上升，银行贷款利率和政府债券收益率也开始逐步上升，市场流动性开始明显收紧。截至 1990 年 12 月，日本货币供应量 (M2) 的同比增幅已下降至 8.5%，相比 1989 年同期收缩了 2.1 个百分点；截至 1991 年 12 月，M2 同比增幅大幅下降至 2%。日本政府由扩张性货币政策改为紧缩的货币政策，主要目的是引导股价和房地产价格回归理性。

图 10：日本股市与房价泡沫在 80 年代末达到高峰



资料来源：Wind，财信证券

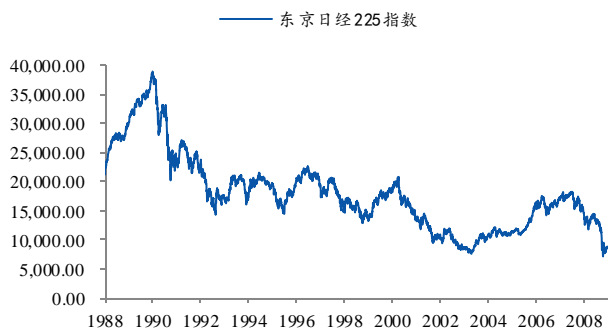
图 11：80 年代末日本货币政策明显收紧



资料来源：Wind，财信证券

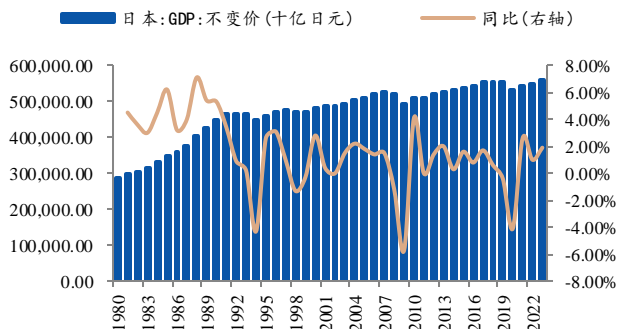
由于日本宏观政策的紧缩力度过大，叠加 1990 年海湾战争爆发导致石油供给大幅缩减，日本资本市场避险情绪升温，股市开始大幅下挫。截至 1990 年 12 月 28 日，日经 225 指数同比大幅下跌 38.66%。资本市场的崩溃意味着日本泡沫经济的彻底破裂，日本 GDP 的实际年增长率（按不变价计算）在整个 90 年代维持在极低水平。市场原本预计紧缩政策和地缘政治风险的影响将会很快消除，但随着日本经济进入长期衰退，市场预期最终落空。市场预期的走弱反过来对日本经济的增长形成拖累，日本资本市场和消费市场持续低迷，使得日本进入了“失去的二十年”。

图 12：日经 225 指数于 1990 年年初开始大幅下挫



资料来源：Wind，财信证券

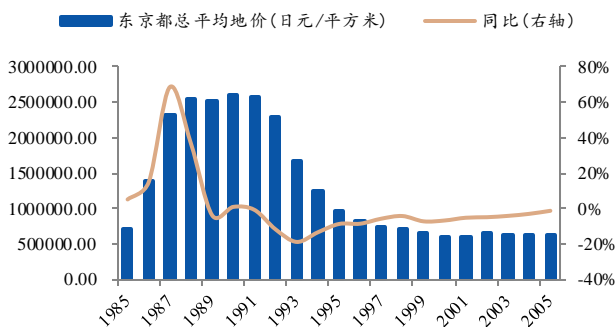
图 13：日本 GDP 实际年增长自 1990 年起明显回落



资料来源：Wind，财信证券

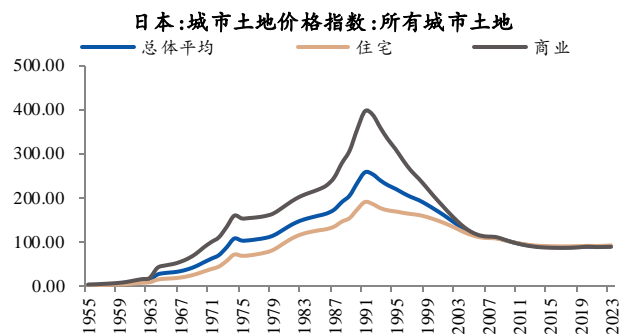
股市崩盘和泡沫经济破裂后，日本房地产市场也随之进入了低景气时期。截至1995年，日本土地价格最高的东京都房地价已回落至1986年泡沫经济形成之初的水平，与1990年的最高值相比下跌62.31%。根据日本统计局数据，日本所有城市土地价格指数（2010年3月末=100）均在1991年后明显回落；截至2001年，所有城市总体平均土地价格指数已接近1985年泡沫经济前的水平，其中商业用地价格下滑最为显著，相比1991年的峰值下跌53.71%，跌落到1981年以来的最低水平。房地产泡沫的破灭导致房地产业相关企业纷纷倒闭，据新华社当年的报道，2002年日本有28家上市公司倒闭，其中有三分之一以上是房地产公司，创战后上市企业倒闭的最高纪录。

图 14：日本东京都地价逐步回落至泡沫形成前的水平



资料来源：tochidai.info，财信证券

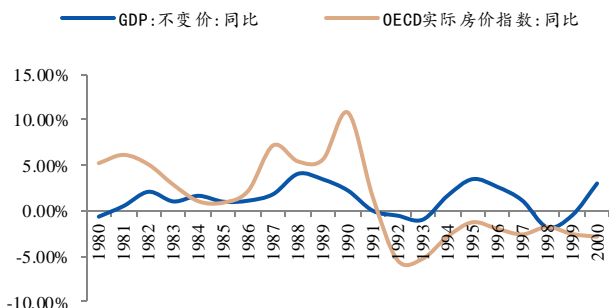
图 15：日本城市地价指数在 1991 年后明显下滑



资料来源：Wind，财信证券

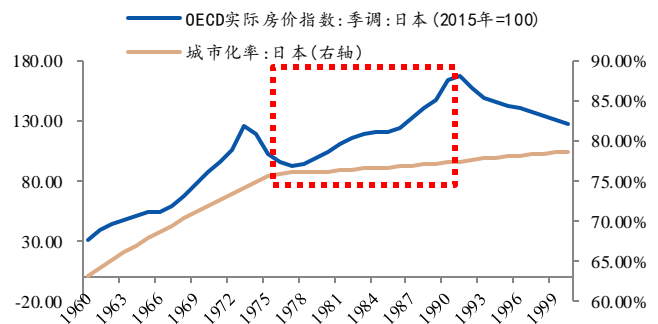
总体而言，日本房地产市场的景气度与其宏观经济环境密切相关，而日本房价的增幅与经济基本面严重脱节是导致其在泡沫经济破裂后大幅下跌的最主要原因。以1990年为例，当期日本房价指数同比涨幅高达10.78%，而同期GDP及30人以上规模企业实际工资指数的增幅不到2.5%。另一方面，日本的城镇化进程在1975年之后已明显放缓，日本城镇化率在1975年至2000年的25年间仅增长了2.77个百分点，这意味着日本的有效住房需求自70年代起就已进入缓慢增长的状态。因此，80年代日本房价的大幅上涨并不是受到真实住房需求的推动，这也导致日本房价在泡沫经济破裂后大幅回落。

图 16：80 年代末日本房价增速与经济基本面明显背离



资料来源：Wind，财信证券

图 17：泡沫经济期间日本房价增速与城镇化进程脱节



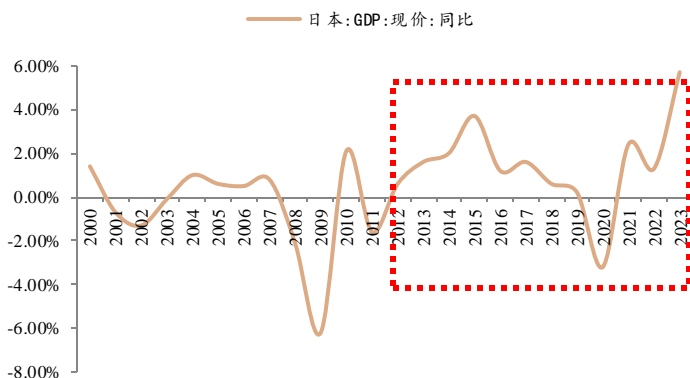
资料来源：Wind，财信证券



### 1.3 日本宏观经济和房地产市场现状

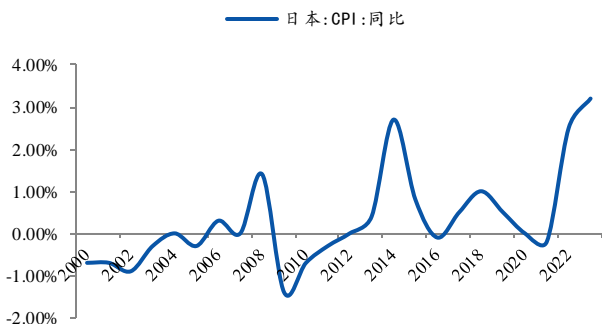
在泡沫经济破裂后，日本经济明显丧失活力，由于企业投资减少、家庭消费意愿低迷，日本经济陷入长期的通货紧缩。在此背景下，日本政府自 2012 年以来实施了一系列经济刺激政策，包括推动日元贬值、实行负利率以及采取定量宽松货币政策等。截至 2013 年年底，日元相比 2012 年同期已贬值将近 20%，这一定程度上提振了市场的通胀预期。在宽松的政策环境下，日本 CPI 自 2012 年以来逐渐摆脱长期负增长的趋势，日经 225 指数也结束了近 10 年的低位震荡。随着通缩压力减弱和投资回暖，2012 年以来日本 GDP 增速明显提升，相比“失去的二十年”现实了显著复苏。

图 18：2012 年以来日本 GDP 增长明显改善



资料来源：Wind，财信证券

图 19：当前日本 CPI 已出现长期转正的迹象



资料来源：Wind，财信证券

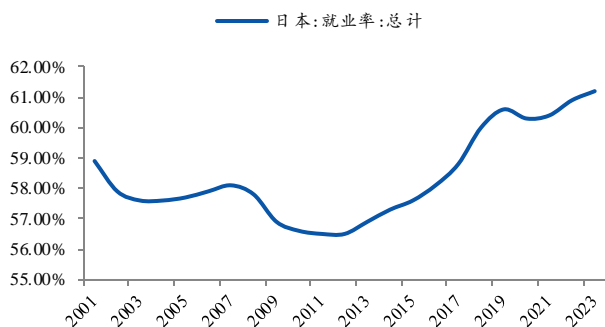
图 20：2012 年以来日经 225 指数震荡走高



资料来源：Wind，财信证券

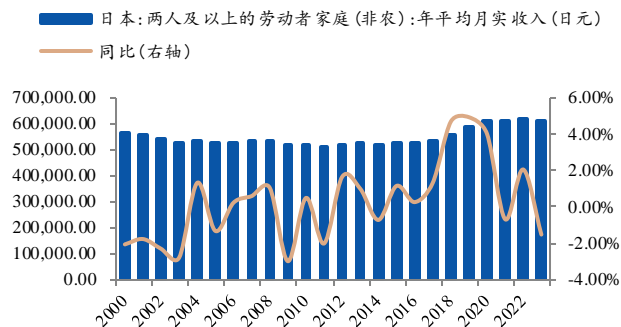
随着宏观经济的复苏，日本居民的就业和收入情况明显改善，这意味着房地产市场的基本面也有所好转。自 2012 年以来，日本就业率整体呈稳步回升的趋势；截至 2023 年，日本就业率为 61.2%，相比 2012 年上升了 4.7 个百分点。另一方面，日本居民的收入水平近年来也在稳步提高；2012-2023 年间，日本非农劳动者家庭年平均月实收入的年化增幅为 1.46%，其中 2019 年同比增幅一度达到接近 5% 的水平。宏观经济的复苏和居民收入的稳步增加提高了居民的购房意愿和购买力，而日本房贷利率长期稳定在 3% 以下的较低水平，对购房需求的释放形成支撑。此外，由于日本已逐渐摆脱长期的通缩状态，通胀预期的抬升也有助于刺激日本企业和家庭的投资意愿。

图 21：2012 年以来日本就业明显修复



资料来源：Wind，财信证券

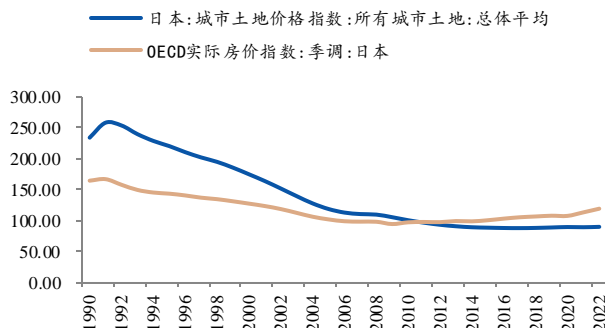
图 22：2012 年以来日本居民收入水平稳步提高



资料来源：Wind，财信证券

由于宏观经济温和复苏，叠加房地产支持政策持续发力，日本房地产市场在 2013 年开始修复，地价和房价均触底回升。截至 2023 年，日本东京都平均地价回升至 113.5 万日元/平方米，恢复至将近 1993 年的水平；同时，日本全国平均地价亦上涨至 20.5 万日元/平方米，已超过 1986 年房地产泡沫刚形成时的水平。据日本经济产业省数据，2012 年以来日本建筑物与房屋的销售代理活动指数大部分时间高于临界点。总体而言，在宏观经济复苏的背景下，日本土地价格稳定增长、土地市场活跃度提高，这对商品房市场形成有力支撑，日本房地产市场整体呈回暖趋势。

图 23：2013 年以来日本地价和房价开始触底回升



资料来源：Wind，财信证券

图 24：2012 年以来日本土地市场持续活跃



资料来源：Wind，财信证券

## 1.4 本章小结

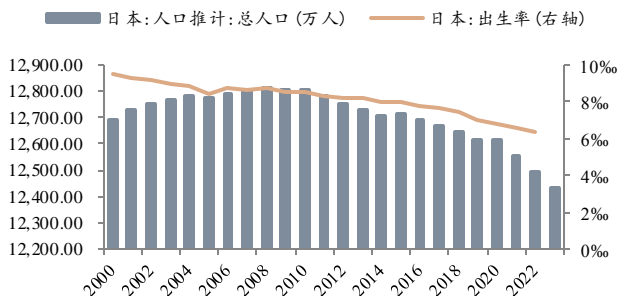
日本的宏观经济走势和房地产市场变化反映，房地产市场和宏观经济环境高度相关。在宏观经济向好时，就业环境稳定、居民收入提高以及资产升值预期抬升等因素共同推升了房地产市场需求。因此，80年代的泡沫经济催生了日本房地产市场的第一轮高景气时代，而泡沫破裂导致日本房地产市场陷入长期的衰退。2012年以来，日本经济逐步复苏、居民收入水平提高，叠加日本长期实行的低利率政策降低了购房成本，促进了购房需求的释放，日本房地产市场因此再次回暖。

## 2 日本人口变迁与住宅需求变化

### 2.1 日本人口与住宅市场概况

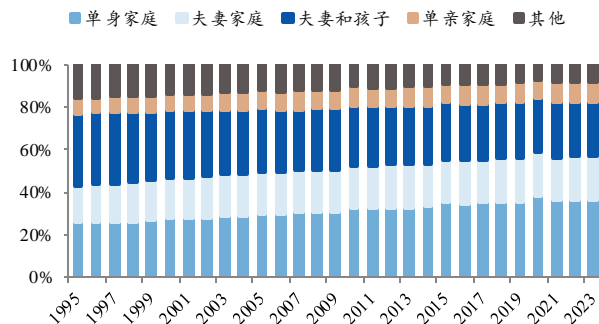
根据日本政府的人口推计，2023年日本总人口数为1.24亿人，相比2020年的普查人口数减少近180万人；此外，近年来日本出生率呈逐年下降趋势，2022年已降低至6.3%，创历史新低。从家庭数量来看，2023年日本家庭总数为5418.93万户，其中数量最多的为单身家庭，占总数比率达36.5%；有夫妻和孩子的核心家庭曾经是占比最高的类别，但自2006年以来占比持续下降。以上数据反映，日本人口已陷入严重的负增长。

图 25：近年来日本人口持续负增长



资料来源：Wind，财信证券

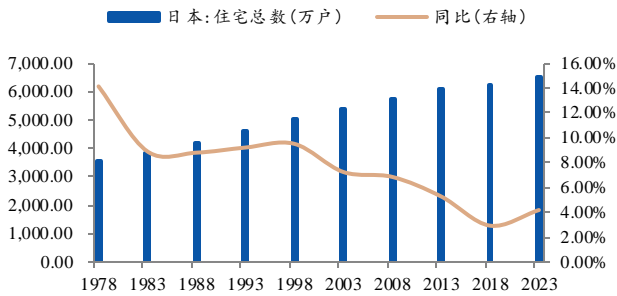
图 26：近年来日本单身家庭已成为占比最高的类别



资料来源：Wind，财信证券

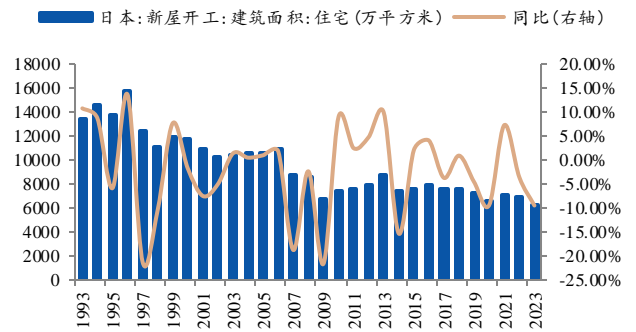
从存量住宅规模来看，2023年日本住宅总计4686.3万户，相比前值增长4.19%；自1998年以来，日本住宅数量的增长速度明显放缓。从住宅新开工情况来看，2023年日本新开工住宅建筑面积为6219.5万平方米，仅有上个世纪90年代的一半。总体来看，近年来日本住宅数量增长缓慢，新开工住宅建筑面积也在持续收缩，这表明在人口负增长的趋势下，日本的整体住房需求已呈下行趋势。

图 27：近年来日本住宅总数增长放缓



资料来源：Wind，财信证券

图 28：近年来日本住宅新开工面积有所缩量

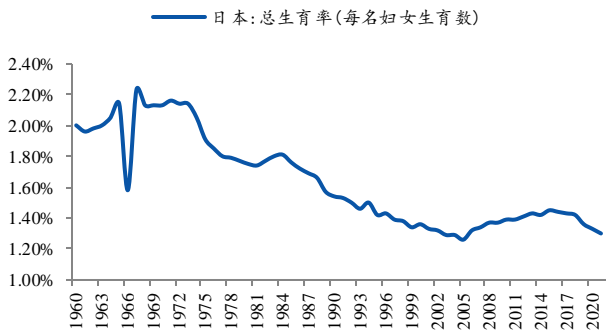


资料来源：Wind，财信证券

## 2.2 日本少子化与老龄化的趋势

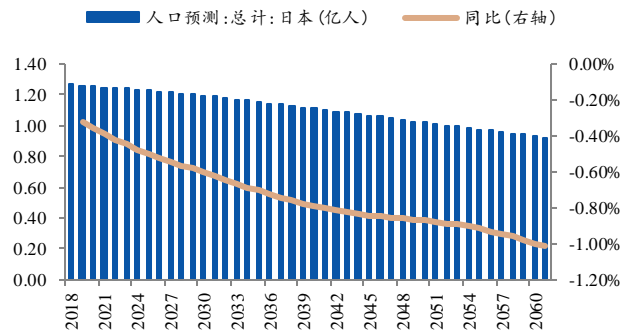
日本人口的结构数据凸显了日本的少子、老龄以及不婚等问题。除总人口持续减少外，日本的年轻人口所占比重也在持续降低。日本总生育率在 1970 年代已出现明显的下降趋势，每名妇女生育数于 1975 年减少至 2 人以下，日本人口减少的趋势初步形成。根据日本总务省最新公布的人口推算数据，截至今年 4 月 1 日，包括常驻外国人在内，日本不满 15 岁的儿童人口同比减少 33 万；日本儿童人口占总人口比例为 11.3%，同比下降 0.2 个百分点，均创 1950 年有统计以来最低纪录，这表明日本的少子化问题近年来已趋于严重。

图 29：近年来日本生育率持续回落



资料来源：Wind，财信证券

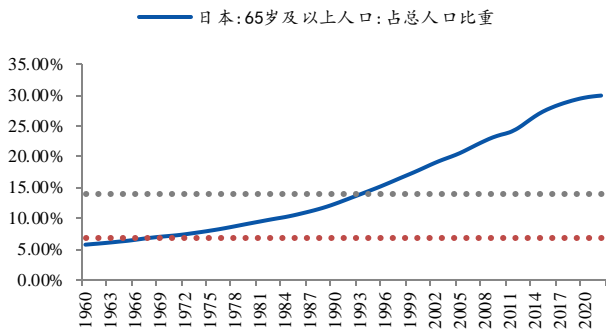
图 30：OECD 预测日本总人口数将稳定减少



资料来源：Wind，财信证券

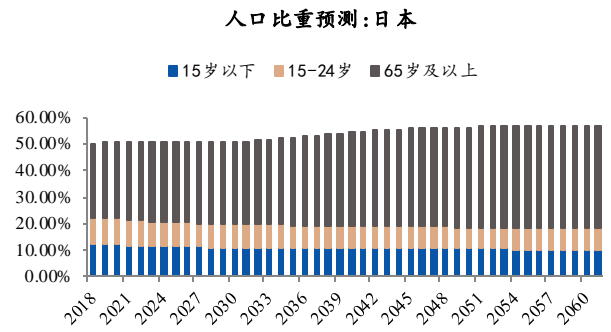
与日本年轻人口占比持续减少的趋势相对应，日本 65 岁以上的高龄人口屡创新高。根据联合国标准，65 岁以上人口占比超过 7% 即为“老龄化社会”，而超过 14% 以上则为“老龄社会”。日本的老龄化率在 1969 年即超过 7%，而在 1994 年时已超过 14%，从初步老龄化到深度老龄化仅用了 25 年时间，明显快于英国、德国等发达经济体。截至 1947 年，日本老龄人口数只有 374 万人，而在 1994 年时已增长至为 1755 万人，相比 1947 年增长了 4.7 倍；与此同时，总人口数仅增长了 1.6 倍。少子化和老龄化趋势共同推动了日本的人口负增长，根据 OECD 的预测，日本人口到 2030 年时将减少至 1.19 亿人，而到 2061 年人口将仅剩 9189.74 万人。

图 31：日本人口老龄化的演变速度极快



资料来源：Wind，财信证券

图 32：日本 65 岁以上人口和年轻人口明显分化

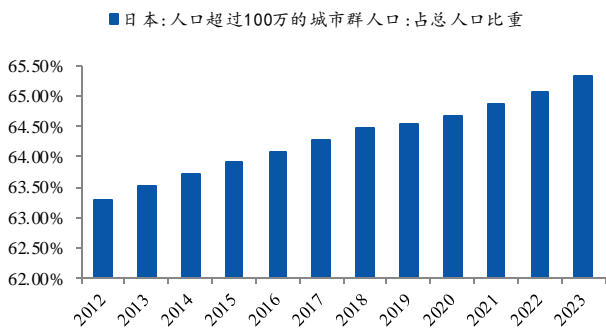


资料来源：Wind，财信证券

### 2.3 日本人口结构变化对房地产市场的影响

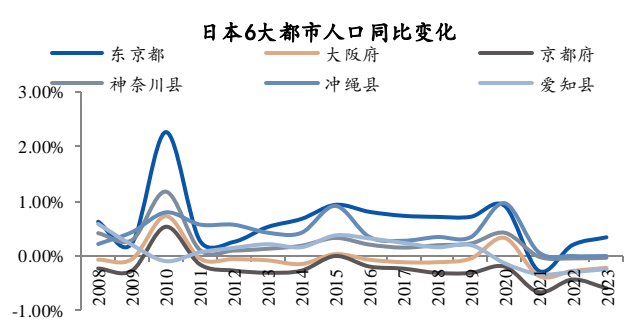
日本自 2010 年起已开始人口负增长，但日本房地产市场整体上并未受到人口负增长的明显冲击。在人口总量减少的大趋势下，日本大都市的虹吸效应和家庭结构小型化等因素共同促成了日本都市圈房地产市场的持续发展。此外，世界银行数据显示，当前日本森林覆盖率达 68.41%，这表明日本有大量土地并不宜居，因此日本特殊的地理环境也促使人口持续向都市圈流入。日本城镇化率在 1968 年已超过 70%，而日本人口的负增长趋势并未遏制日本的城镇化进程。截至 2022 年，日本城镇化率已高达 91.96%，54 年间城市化率年化增长率达 0.5%，这为房地产市场的稳定发展提供了支撑。

图 33：日本大城市人口集中度快速提升



资料来源：Wind，财信证券

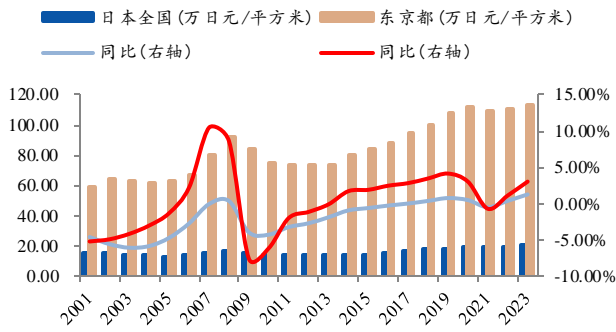
图 34：日本六大城市总体上维持人口正增长



资料来源：Wind，财信证券

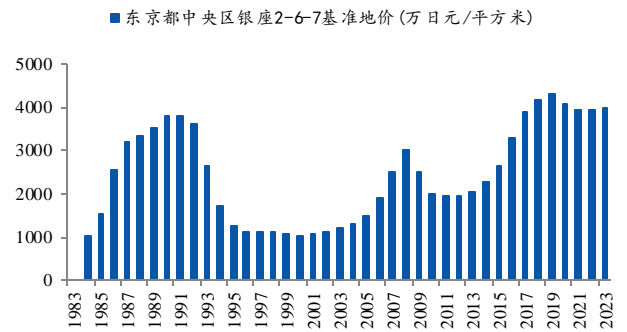
土地市场方面，以人口数量最多且增长速度最快的东京为例，2023 年东京土地均价为 113.52 万日元/平米，明显高于同期日本全国平均水平（20.51 万日元/平米）。从增长情况来看，东京土地价格近 10 年以来总体维持正增长，年化增长率达 4.45%，亦高于日本全国平均土地价格增长水平。此外，东京部分核心地块的地价已恢复至泡沫破裂前的水平，如东京都中央区银座 2-6-7 号的最新基准价格高达 4010 万日元/平方米，已超过泡沫经济时期 3800 万日元/平方米的峰值。以上数据反映，东京的房地产市场仍然有较强的需求支撑，且人口的持续流入将持续带来需求释放。

图 35：东京土地市场景气度明显高于日本平均水平



资料来源：tochidai.info，财信证券

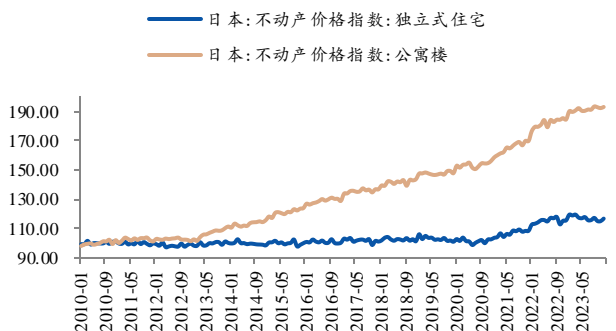
图 36：东京银座 2-6-7 号地价已超过泡沫经济时的水平



资料来源：tochidai.info，财信证券

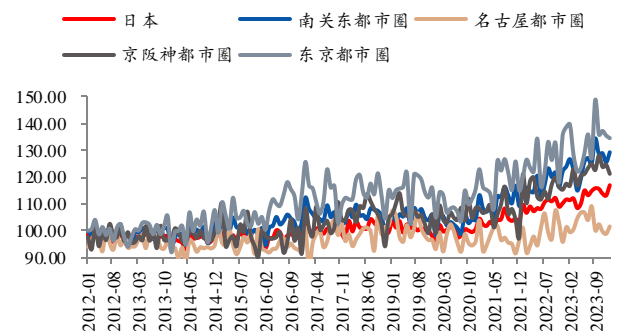
住宅市场方面，根据日本不动产研究所数据，日本全国住宅价格指数从 2013 年末到 2023 年末上涨了 35.1%，其中独立式住宅价格指数上升了 18.0%，公寓楼价格指数上升了 83.7%，增速远高于独立式住宅。结合人口因素考虑，一方面人口持续向城市流入对住房需求形成有力支撑，推动住宅价格整体上涨；另一方面单身家庭户数持续增长、大都市土地供应有限等因素共同推高了日本居民对公寓的需求。从地区结构来看，日本各个地区的住宅价格分化明显，其中人口较为集中的东京圈、大阪圈、南关东圈等都市圈的住宅价格明显高于日本全国水平，价格波动也相对较大。

图 37：近年来日本公寓与独立式住宅价格走势明显分化



资料来源：Wind，财信证券

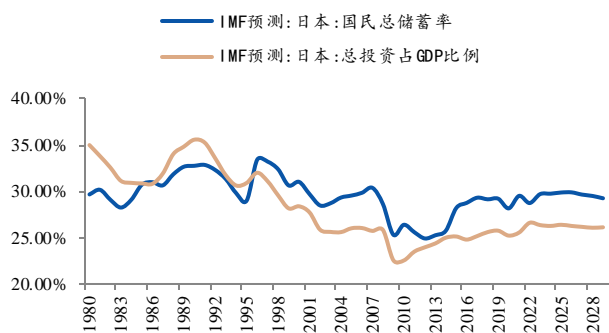
图 38：东京都市圈住宅价格指数明显高于全国平均水平



资料来源：Wind，财信证券

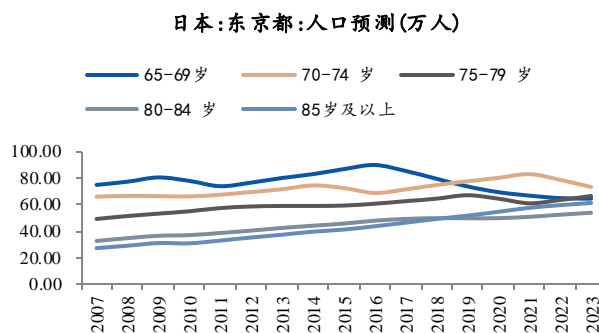
长期来看，人口总量的减少和老龄人口增加意味着劳动力人口的减少，这将不可避免地导致生产力下滑，进而影响宏观经济增长速度。此外，深度老龄化也将导致储蓄率下降、医疗保健支出增加、社会保险与福利支出上升，进而加剧政府的财政压力。考虑到规模经济的持续发展 and 政府财政压力的增大，养老服务相关设施将集中在都市与乡镇中心，而郊区和农村可能缺乏完善的养老服务体系，因此老龄人口也将持续向大都市迁移。随着老龄人口及劳动人口均向都市中心转移，这种人口集中化趋势可能会造成日本某些中小型城镇的消失，特别是人口大幅减少的乡镇地区。在此背景下，日本房地产市场的集中度也将进一步提高，都市圈的住房需求将稳定增长，而中小型城镇的需求空间则将持续被压缩。

图 39: IMF 预测未来日本储蓄率和投资占比均趋于下行



资料来源: Wind, 财信证券

图 40: 东京都老年人口整体呈持续增加的趋势



资料来源: Wind, 财信证券

## 2.4 本章小结

自 2010 年起, 日本人口陷入持续的负增长, 人口总量减少对日本房地产市场的整体需求造成一定影响, 但日本人口的区域结构变化促成了日本都市圈房地产市场的稳定发展。以东京为代表的大都市长期维持人口净流入的状态, 为其住房需求的增长提供了有力支撑。此外, 在老龄化趋势下, 高龄居民通常也倾向于向大都市迁移, 这主要是由于养老服务的机构与设施将主要集中在大都市, 而农村的养老服务体系不如大都市完善。在人口负增长和都市圈虹吸效应的共同作用下, 日本部分中小型城市特别是人口大幅减少的乡镇地区可能将逐渐消失。因此, 房地产市场的区域性特征将进一步凸显, 都市圈需求将继续稳定增长, 而中小城市的需求空间可能将持续收窄。

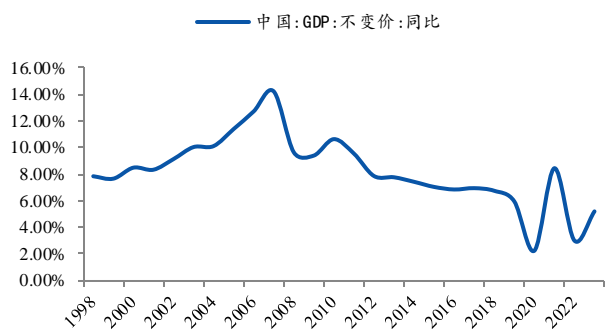
## 3 日本房地产市场发展对中国之镜鉴

### 3.1 我国宏观经济环境决定房地产市场的景气度

我国宏观经济与房地产市场的变迁与日本有着相似之处, 我国此前经历的数轮房地产高景气周期也与彼时高速增长的宏观经济密切相关。另一方面, 我国经济体系相比日本具有更强的独立性。日本经济很大程度上受制于美国, 始于 60 年代的美日贸易战以及美国主导签署的《广场协议》和《美日半导体协议》对日本的产业发展造成了较大冲击, 同时也推动了日本泡沫经济的最终破裂。相比之下, 我国的战略自主性更强, 经济体系较为稳健, 这降低了我国出现重大经济危机的风险, 使得我国经济长期维持较为稳定的增长, 同时也促成了我国房地产市场的长期繁荣。

90年代末至21世纪初期，我国正处于经济高速发展的阶段，期间我国GDP年增幅于2007年一度达到14.23%的峰值。经济的持续向好推动居民收入水平得到快速提升，1998年至2008年间，我国城镇居民人均可支配收入的平均同比增速超过9%。我国经济的高速增长叠加城镇化进程加速，居民购房与投资意愿持续升温，促使房地产市场快速发展。2000年至2007年期间，我国商品房平均销售价格持续上涨，2004年同比增幅达17.76%的历史高位；在经历了2008年全球金融危机造成的短暂下行后，我国房价再次恢复持续上涨的态势。

图 41：中国 GDP 在 2008 年前长期维持高速增长



资料来源：Wind，财信证券

图 42：人均收入及房价均在 2008 年前经历了高增长



资料来源：Wind，财信证券

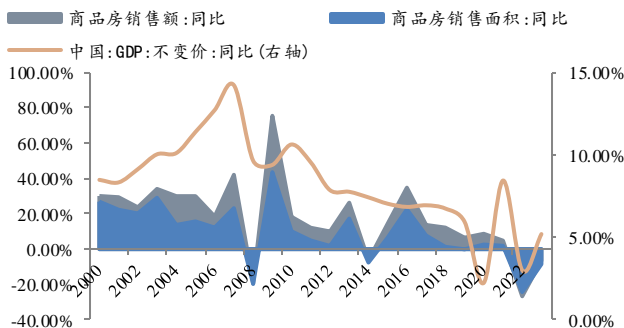
2008 年全球金融危机对我国经济造成了重大冲击，2008 年实际 GDP 同比增速降至 9.65%，明显低于 14.23% 的前值。在此背景下，居民预期转弱，购房需求也因此受到抑制，商品房销售价格于 2008 年下跌 1.65%，创历史最大跌幅；同时，商品房销售面积及销售额均同比下降超过 19%。为应对金融危机、稳定经济增长，中央实施了总规模约四万亿人民币左右的一揽子刺激计划，央行也于 2008 年下半年多次下调 1 年期贷款基准利率。在一系列货币和财政政策的刺激下，我国房地产市场和宏观经济迅速从金融危机中复苏，截至 2009 年年末，商品房销售面积同比大幅增长 43.60%，实际 GDP 增幅也回升至 9.40%，宏观经济和房地产市场再次进入高景气时期。

图 43：房价随着经济增长放缓而趋于下行



资料来源：Wind，财信证券

图 44：商品房销售量变化与 GDP 走势大致同步

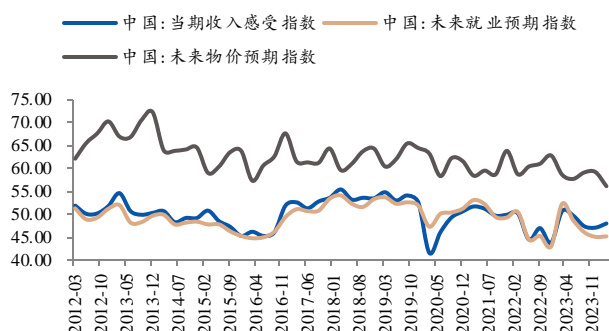


资料来源：Wind，财信证券



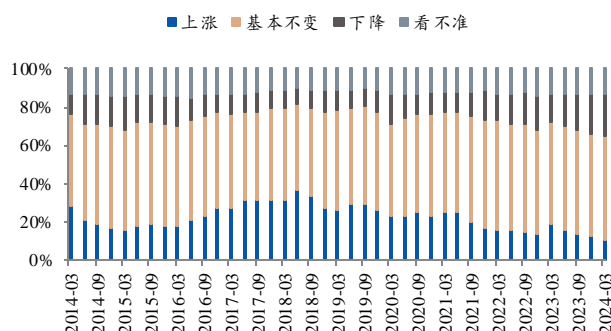
与日本相比，我国的宏观调控更为严格，在房地产市场高度繁荣使得房价陷入非理性增长时，中央通常会进行行政干预引导房地产市场进行调整。2019年以来，由于前期政策环境收紧，叠加新冠疫情、地缘政治风险等多重内外部压力的冲击，我国宏观经济增长放缓，房地产市场也随之进入深度调整期。结合日本和我国的历史经验可见，居民的购房意愿很多程度上取决于居民对宏观经济走向的预期。央行最近发布的城镇储户调查报告显示，今年一季度居民收入信心指数和就业预期指数分别为47.0%、45.2%，均低于临界点；同时，预期房价将继续下行的居民占比也在持续提升。央行的调查数据较为直观地反映了居民信心不足的问题，这对房地产市场的修复造成掣肘。

图 45：近期中国居民预期整体低迷



资料来源：Wind，财信证券

图 46：近期更多比例的居民预期房价将继续下降



资料来源：Wind，财信证券

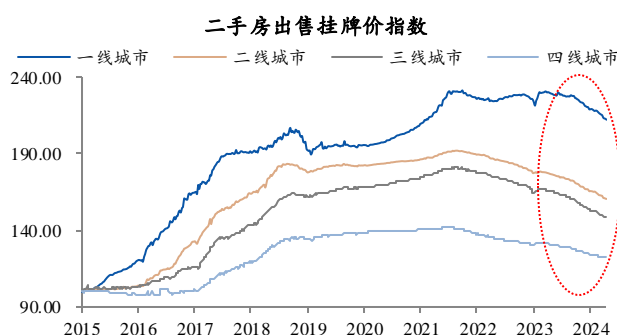
作为房地产市场的先行指标，二手房数据同样也反映了居民预期偏弱的问题。近期二手房挂牌量持续增加，但挂牌价格却持续下跌。结合央行调查报告来看，就业困难、收入预期减弱以及房价下跌预期抬升可能是当前二手房业主普遍试图以价换量的重要原因，而房价的下跌又反过来加重了购房者的观望情绪，导致房地产市场持续低迷。短期来看，在宏观经济复苏基础尚不牢固的背景下，如果居民信心不足导致需求不振的情况没有出现根本性的好转，房地产大概率将继续寻底，市场的拐点仍然有待观察。

图 47：近期二手房挂牌价持续回落



资料来源：Wind，财信证券

图 48：近期各线城市二手房挂牌价同步下跌



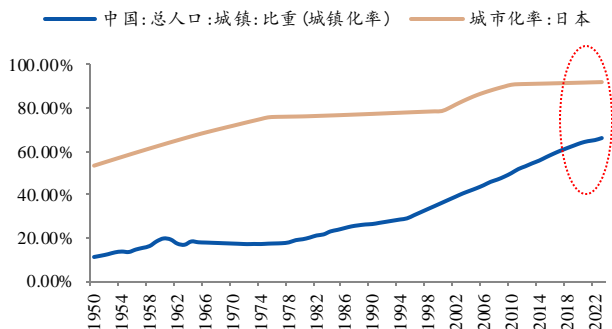
资料来源：Wind，财信证券

### 3.2 中国人口结构对住房供需的长期影响

从城镇化的角度来看，日本与我国存在较大的差异。日本在 1960-1970 年代经历了快速的城镇化，日本城镇化率由 1960 年的 63.27% 提升到了 1975 年的 75.72%；但是在 1976 年之后，日本城镇化进程显著放缓。虽然 2000 年后日本城镇化率再次出现一轮快速的提升，但这主要是受到“市町村大合并”的影响，更多的是统计意义上的提升而不是人口直接向城市流入所推动。因此日本的真实住房需求从 1976 年开始已转换为缓慢增长的状态，这也表明日本房价在 80 年代泡沫经济时期的大幅增长脱离了其真实需求，进而导致日本房价在泡沫破裂后大幅下跌，使得日本房地产市场最终硬着陆。

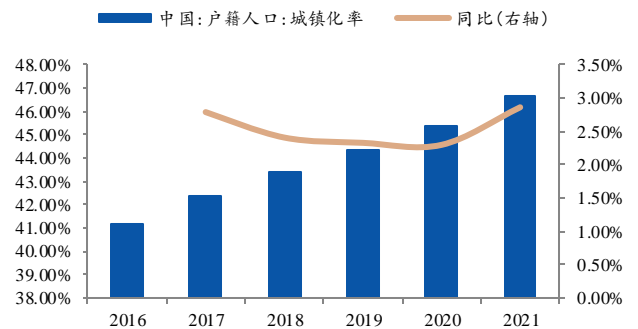
与日本相比，我国的城镇化进程还远未结束，且当前仍处于快速发展的阶段。截至 2023 年，我国常住人口城镇化率为 66.16%，与日本进入拐点时的城镇化率相比仍有 10 个百分点左右的提升空间；此外，根据最新数据，我国 2021 年户籍人口城镇化率仅 46.7%，与日本的差距更为显著。总体而言，我国当前仍处于城镇化快速推进的阶段，这将带来大量的潜在住房需求，为我国房地产市场的发展提供稳定支撑。因此，我国房地产市场大概率不会发生类似日本系统性风险。

图 49：中国城镇化进程与日本仍有差距



资料来源：Wind，财信证券

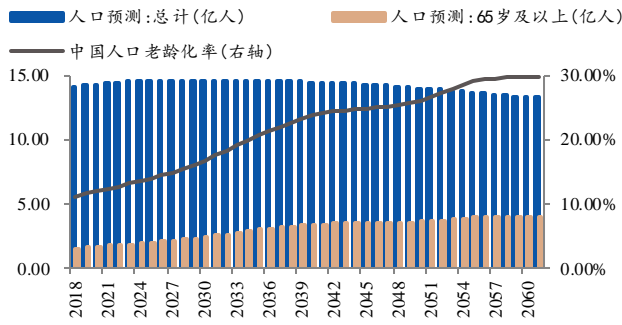
图 50：当前中国户籍人口城镇化率不到 50%



资料来源：Wind，财信证券

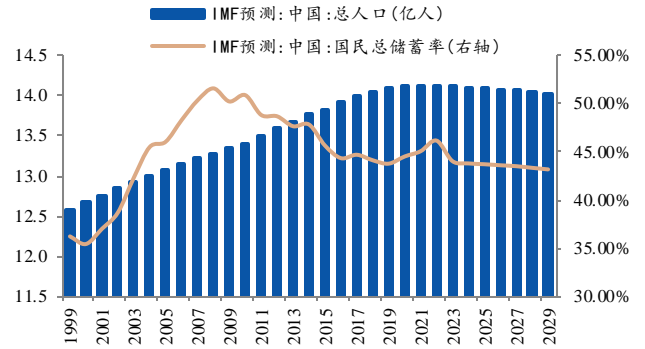
长期来看，人口仍然是影响房地产市场发展的最重要因素。根据国家统计局消息，2023 年全国人口为 140967 万人，比 2022 年减少 208 万人；我国 65 岁以上人口所占比例已于 2021 年超过 14%，且呈持续上升的态势。这表明，我国当前已经面临与日本同样的人口问题，人口负增长和老龄化的长期趋势已经形成。人口总量的减少将对房地产市场的总体需求产生一定冲击，也将促使原来以投资为导向的经济发展模式转型。由于人口老龄化的趋势将影响国民储蓄率，而由个人储蓄、企业储蓄、政府储蓄构成的国民总储蓄等于总投资，因此未来全社会投资额很可能将出现上限。在此背景下，房地产市场进入低增长时期是大势所趋，预计下阶段房地产市场的结构性特征将进一步凸显。

图 51：中国的老龄化进程可能将进一步加速



资料来源：Wind，财信证券

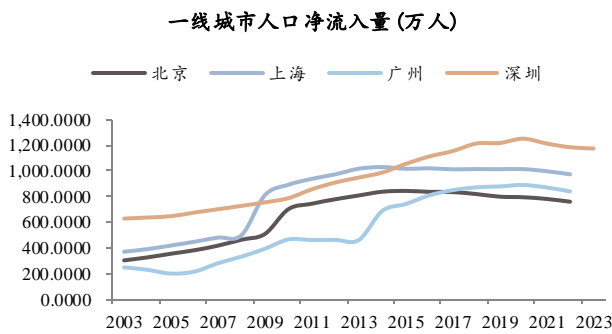
图 52：中国储蓄率将随着人口下降而下降



资料来源：Wind，财信证券

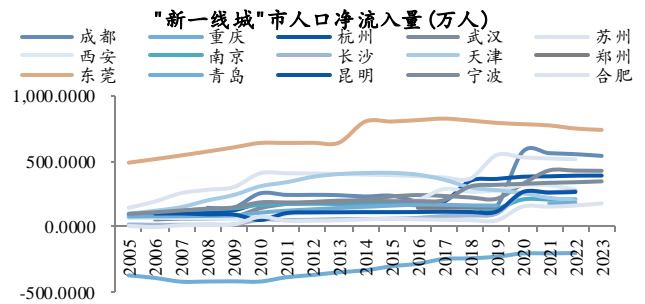
从人口的区域结构来看，我国也与日本存在相似之处。我国房地产市场的区域性分化较大，部分人口净流出地区的房地产市场可能将长期面临供大于求的问题，且住房需求可能将持续减少；而对于部分人口净流入地区而言，其住房市场可能仍以供不应求的状态为主。截至 2022 年，四大一线城市均维持人口净流入的态势，其中北京、上海、广州、深圳分别净流入 758.68 万、972.06 万、838.5 万和 583.47 万人；此外，在 15 座“新一线”城市中，除重庆人口净流出外，其余 14 城均长期维持人口净流入状态。随着核心城市虹吸效应的增强，我国房地产市场的区域性特征将日益明显。

图 53：四大一线城市保持人口净流入



资料来源：Wind，财信证券

图 54：大部分“新一线”城市人口保持净流入



资料来源：Wind，财信证券

表 1：近 10 年四大一线城市人口变化(万人)

城市	2013 年常住人口	2023 年常住人口	增减量
北京	2125.00	2185.80	60.80
上海	2448.00	2487.45	39.45
广州	1292.68	1882.70	590.02
深圳	1257.17	1779.01	521.84

资料来源：Wind，财信证券

表 2：近 10 年部分三线城市人口变化(万人)

城市	2013 年常住人口	2023 年常住人口	增减量
唐山	770.80	771.95	1.15
包头	276.62	276.17	-0.45
丹东	242.60	209.20	-33.40
无锡	648.41	749.50	101.09
温州	919.70	976.10	56.40
泉州	836.00	888.30	52.30
洛阳	662.00	707.90	45.90
宜昌	409.83	392.40	-17.43
常德	557.15	518.70	-38.45
桂林	488.05	495.07	7.02

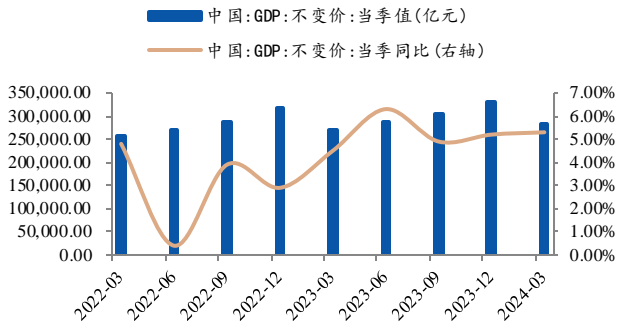
资料来源：Wind，财信证券

总体来看，与日本东京、大阪等都市圈类似，我国核心城市的住房需求仍有较大的增长空间，为当地房地产市场的稳定发展提供支撑；另一方面，部分人口净流出地区的房地产市场或将持续低迷。目前一线城市均有较大比例的非户籍常住人口，其中深圳 2023 年的非户籍人口占常住人口的比重超过 65%，而没有户籍意味着在部分实施限购政策的城市特别是一线城市不具备购房资格，这可能抑制了相当数量的购房需求。考虑到近期房地产调控基调持续宽松，取消或优化限购政策成为当前房地产支持政策发力的主要方向，前期被积压的部分购房需求可能将得到一定程度的释放，对一二线核心城市的房地产回暖形成支撑。

### 3.3 中国房地产市场主要影响因素梳理及未来展望

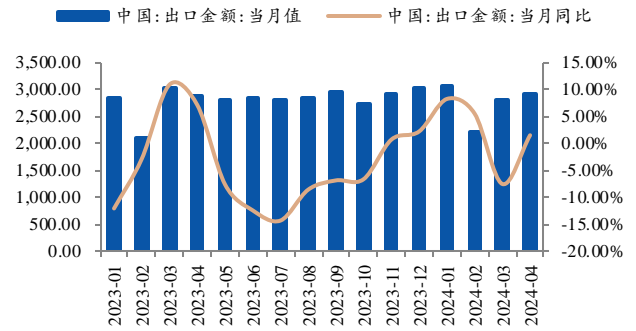
**总体面：**2023 年我国全年 GDP 增速为 5.2%，与三年疫情期间相比已明显修复，今年一季度实际 GDP 也创下历史新高。此外，中国近期的出口表现也较为亮眼，近 6 个月以来中国出口金额除 3 月份因高基数效应导致同比下降之外整体维持稳定增长。从外围市场来看，IMF 预测世界经济在 2024 年和 2025 年将继续以 3.2% 的速度增长，其中发达经济体的经济增速将小幅加快；另一方面，IMF 预测 2024 年全球商品贸易量将增长 2.6%，其中亚洲地区商品贸易量在进口端将增长 5.6%，在出口端将增长 3.4%。总体来看，受稳增长政策落地、出口回暖以及海外经济改善等因素的支撑，今年中国宏观经济景气度有望继续回暖，但考虑到近期 CPI、PMI 及社会消费品零售总额等指标反映中国经济的内生动能仍然不足，短期内宏观经济可能仍将处于弱复苏状态。

图 55：近期中国季度 GDP 及增速走势



资料来源：Wind，财信证券

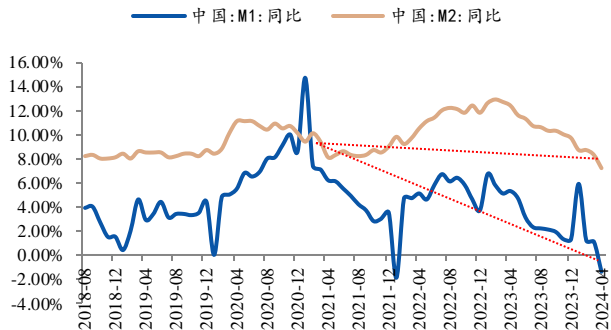
图 56：近期中国出口持续修复



资料来源：Wind，财信证券

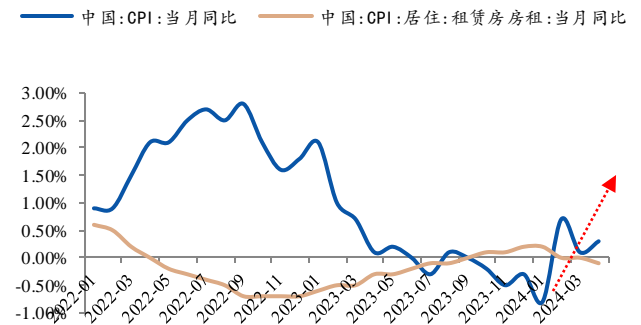
**资金面和成本面：**由于国内有效需求仍然不足、房地产市场对宏观经济的拖累较大，我国货币政策持续宽松。从资金面来看，最新 4 月 M1 及 M2 同比增幅均呈下降格局，分别为 -1.40%、7.20%；自 2021 年 1 月以来，M1-M2 剪刀差总体呈扩大趋势，表明目前资金动能疲弱的处境尚未得到有效缓解。从成本面来看，央行于今年 1 月非对称降息以支撑房地产市场和整体经济的稳健发展，5 年期 LPR 超预期下调 35 个基点至 3.95%，创下历史新低；物价情况方面，今年 2 月以来我国 CPI 重回上升区间，但同比增幅仍处于历史较低水平，其中租赁房房租 CPI 呈下行趋势，与整体 CPI 走势出现背离。资金面和成本面数据反映当前市场流动性仍然不足，居民通胀预期偏弱，且房价下行预期有所抬升。

图 57：当前我国 M1-M2 剪刀差仍然较大



资料来源：Wind，财信证券

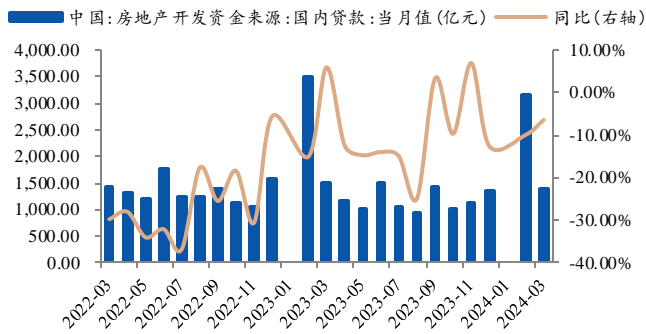
图 58：近期我国整体物价水平出现温和复苏



资料来源：Wind，财信证券

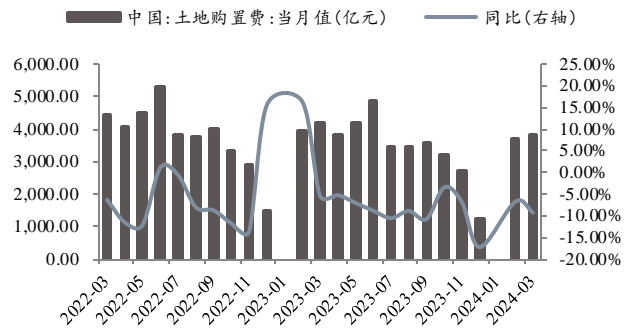
**供给面：**房地产开发资金贷款可被视为房地产开发部门的信心指标，近期房地产开发资金贷款仍处于缩量状态，多个月份数据负增长且降幅较大。今年一季度我国房地产开发资金贷款 4554.18 亿元，同比减少 9.10%；从单月情况来看，今年 1-2 月、3 月房地产开发资金贷款分别同比减少 9.88%、6.35%。土地购置费也是反映房地产市场供给端景气度的重要指标，与开发资金贷款相比，土地购置费的下行趋势更为严重，单月数据已连续一年下行，今年 3 月土地购置费当月值同比下降 9.28%，一季度累计同比下降 6.5%。此外，3 月房地产开发景气指数（国房景气指数）仅 92.07，创下历史新低，且已连续 11 个月持续下降。供给端的各项指标反映，当前房地产开发商的投资开发意愿低迷，市场信心仍然不足。

图 59：近期我国房地产开发资金贷款仍较为低迷



资料来源：Wind，财信证券

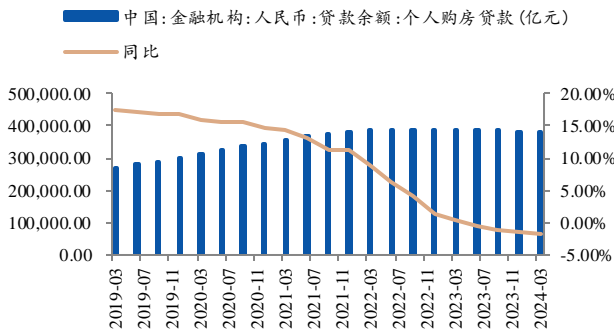
图 60：近年我国土地购置规模持续下降



资料来源：Wind，财信证券

**需求面：**个人购房贷款余额是需求端的重要先行指标，贷款余额主要受到房地产市场景气度及利率政策的影响，在市场景气度较高或利率较低时贷款余额通常会快速增加，反之则增速放缓。今年一季度，我国个人购房贷款余额为 381900 亿元，同比减少 1.9%，已连续四个季度负增长，且降幅逐季扩大。在 LPR 利率水平已经处于低位的背景下，个人购房贷款余额仍然持续下行，反映居民购房意愿低迷。此外，根据今年一季度数据，北京、上海、广州三城房价收入比分别为 32.20、44.34 和 32.33 倍，部分“新一线”城市如杭州、南京、武汉、长沙、天津等的房价收入比也超过 20 倍，这反映当前核心城市居民的购房压力较大，以自身收入难以承担房价。另一方面，自 2022 年年年初以来，我国消费者信心指数持续低于 100 的临界点（100 以上为乐观，介于 1-100 为保守），这表明当前整体消费信心受到抑制。

图 61：我国个人购房贷款余额已连续四个季度负增长



资料来源：Wind，财信证券

图 62：中国消费者信心指数仍处于历史低位



资料来源：Wind，财信证券

总体来看，今年国内宏观经济大概率将延续弱复苏状态。出口和消费的回暖将一定程度上缓解房地产市场对整体经济的拖累，房地产市场相关支持政策持续发力也有望对市场起到托底作用。然而流动性、物价水平以及供需两端的各项指标反映，当前宏观经济内生动力不足，房地产市场的基本面仍然较弱，短期内市场大概率将继续承压，但随着我国宏观经济的复苏和房地产支持政策的加速落地，房地产市场终将恢复健康发展。

### 3.4 本章小结

日本和我国的历史经验表明，房地产市场的表现主要取决于宏观经济环境以及人口结构。短期来看，宏观经济的复苏程度以及市场预期将是决定房地产市场走势的关键因素，当前中国宏观经济的复苏基础尚不牢固，市场存在房价继续下行的预期，因此房地产市场预计将继续磨底，市场拐点仍然有待观察。长期来看，人口仍然是影响房地产市场发展的最重要因素。与日本相同，当前中国也已进入人口负增长和老龄化时代，人口总量减少将对我国总体住房需求产生一定冲击。从人口的区域结构来看，中国房地产市场的区域性分化较大，大部分核心城市维持人口净流入，购房需求仍有增长空间。考虑到取消或优化限购政策已成为当前房地产支持政策发力的主要方向，前期被积压的部分购房需求有望得到一定程度的释放，对核心城市的房地产回暖形成支撑。

## 4 投资建议

短期来看，我国房地产市场能否回暖主要取决于宏观经济的复苏程度。近几年我国工业快速发展，再加上近期外需和消费回暖，一定程度上减轻了房地产对宏观经济的拖累。考虑到我国宏观经济整体呈弱复苏态势，叠加房地产支持政策的加速落地，房地产市场终将恢复健康发展，但是由于当前经济基本面仍然较弱，房地产市场的拐点还有待观察。在行政限制逐步放松的趋势下，后续一二线核心城市有望率先回暖，国资入局救市也将进一步加大国企在房地产市场的影响，建议重点关注在核心城市布局较多、债务结构健康、业绩稳定的国有房企。

## 5 风险提示

政策效果不及预期；房企债务风险蔓延。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438