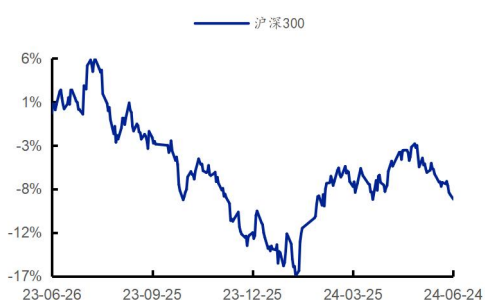


研究所：
 证券分析师：夏磊 S0350521090004
 xial@ghzq.com.cn

寻找房价周期之锚 ——一个日本视角

最近一年走势



相关报告

- 《开年看地产：一线城市房地产市场怎么走》——2024-03-19
- 《构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式*夏磊》——2024-03-05
- 《2024年房地产市场怎么走（政策篇）*夏磊》——2023-12-25
- 《2024年房地产市场怎么走——需求篇*夏磊》——2023-12-21
- 《2024年房地产市场怎么走（供给篇）*夏磊》——2023-12-19
- 《曙光乍现——2023年中国宏观经济政策展望*夏磊》——2022-12-10
- 《房地产这十年——六普七普数据对比*夏磊》——2022-09-22
- 《政策性银行发力促基建*夏磊》——2022-07-27
- 《从新生儿数量看入学压力*夏磊》——2022-07-22
- 《平台经济如何发挥稳就业作用？*夏磊》——2022-07-06
- 《下半年房地产政策展望*夏磊》——2022-06-23
- 《再论房地产的八大行业价值*夏磊》——2022-05-29
- 《基建哪些领域会超预期增长？*夏磊》——2022-05-26
- 《稳增长四大基建发力点*夏磊》——

房地产如此重要，关系国计民生，它是国民经济的支柱、财富的象征、大类资产配置的核心、经济周期之母、民生的保障、金融危机的策源地。

房价是反映房地产市场波动的核心指标之一，其变动影响购房者预期、居民家庭财富变动和金融体系的稳定。

近年来，房价波动引发广泛讨论，市场开始寻求其变化规律，试图找到能判断房价是否见底的“锚”。我们从周期视角、收益率视角、收入视角、货币视角，分析判断房价变动趋势及其内在逻辑。本文是该系列研究的第一篇：周期之锚。

从1998年房改以来，中国的房价经历了二十多年的平稳上升，并未经历大幅调整。国际来看，发达国家的房价经历过明显的周期，特别是日本，在基本上和中国有相似之处，也有一定的差异。

本文主要研究日本房价调整历程，以寻求房价可能的变化规律。

日本房地产泡沫于1991年破裂，房价开始了漫长的下跌。

1991 以来的 33 年里，包含了 1991 年-1995 年、1997 年-2002 年、2008 年-2012 年 3 轮下跌周期，以及 1996-1997 年、2003-2007 年、2013 至今的上行周期，每轮下跌时间均不超过 60 个月。

■ 第一轮下跌经历 48 个月

第一轮下跌的起点是1991年，政府主动挤泡沫，自此开启了48个月的房地产市场下行。1989年，面对股市和土地市场泡沫的双重压力，日本政府开始主动挤泡沫，先后推出货币收紧、不动产融资总量控制、加增税收等调控措施，导致股市、土地市场泡沫先后破裂。1990-1992年日本股市大幅下跌，1990年跌幅38.7%，1991年跌幅3.6%、1992年再次大跌26.4%。股市的连年暴跌引发资金链断裂，传导至日本靠高杠杆维持的房地产市场，地价大幅滑落，而后带动住宅价格快速下滑。1992年，住宅地价指数同比下降9%，新建公寓平均价格为3,938万日元，较上年跌幅达12.25%。

2022-05-06

《稳增长的专项债进度如何？*夏磊》

——2022-03-22

《从政策松到市场稳要多久？*夏磊》

——2022-03-13

《服务新市民能否成为经济增长点？*夏磊》

——2022-03-07

《开年看地产：三四线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-14

《开年看地产：一线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-12

《开年看地产：二线城市房地产市场韧性如何 *夏磊》——2022-02-08

《投资篇：稳增长靠什么？进度如何？ *夏磊》——2022-01-17

《稳增长的“两新一重”》——2021-12-31

《预售资金如何才能良性循环*夏磊》——2021-12-20

《释放消费潜力的四大路径*夏磊》——2021-12-17

《中央经济工作会议的六大政策内涵 *夏磊》——2021-12-11

《发展保障性租赁住房对投资有多大拉动？ *夏磊》——2021-12-08

《开发的落寞，物业的崛起——房地产行业年度策略报告 *夏磊》——2021-11-30

《房地产市场下行，地方政府怎么办？ *夏磊》——2021-11-09

《房地产税有什么征收效果？——国际版本研究*夏磊》——2021-11-01

《房地产税征收会有什么影响？——首批房产税试点效果回顾 *夏磊》——2021-10-24

《房地产税要推出了吗？*夏磊》——2021-10-17

《实现共同富裕的房地产路径*夏磊》——2021-10-10

《房企债务周期形成及演化*夏磊》——2021-09-23

拐点出现在 1996 年。为了摆脱泡沫破裂造成的经济衰退，日本采取了一系列的宽松政策。1990 年 8 月-1993 年 9 月，官方贴现率 6 次下调，从 6% 下调至 1.75%，显著低于泡沫破灭前 2.5% 的平均基准利率水平。同时，内阁接连推出项目规模超过 10 万亿日元的以公共项目为中心的紧急应对措施。日本经济从 1995 年开始实现了复苏，房价随之缓慢恢复。1995 年-1997 年，新建公寓平均价格从 3,546 万日元低点涨至 3,756 万日元，涨幅为 5.92%。

■ 第二轮下跌经历 60 个月

第二轮下跌的起点是 1997 年。亚洲金融危机的冲击开启了 60 个月的房地产市场下行。由于泡沫时期遗留的企业债务问题、银行不良债权问题尚未解决，日本信贷紧缩。同时，1995 年阪神大地震灾后重建需要大量财政支出，在内部，日本时任首相桥本龙太郎提出要进行“财政重建”，对国民经济造成冲击。外部，金融危机席卷亚洲，日本外部经济环境恶化。在内外双重影响下，日本经济再度下滑，房价重回下跌通道。1997 年-1998 年，日本新建公寓平均价格从 3,756 万日元跌至 3,582 万日元，跌幅为 4.63%。虽然 1998 年开始，日本政府又采取了一系列扩张性财政政策刺激经济，外界冲击也逐渐消退，但 2000 年互联网泡沫破裂再次对经济造成负面影响，房价未能企稳。

拐点出现在 2002 年，首都圈房价率先企稳。1997 年房地产市场的再次下行，让日本内阁修改国家房地产政策目标为“资产有效利用和盘活”，日本政府组建高层面协调机构，正视房地产问题，在供给侧、需求侧等多维度开始政策调整探索。在量化宽松环境和 J-Reit 发展的背景下，国际房地产投资资金通过房地产基金等途径进入日本房地产市场。直到 2002 年，首都圈房价率先见底。在首都圈房价企稳带动下，2003-2007 年全国房价也逐步修复。2006 年近畿圈房价大幅上涨，新建公寓平均价格从 2005 年的 3,164 万日元涨至 2006 年的 3,380 万日元，涨幅达 6.83%，自此，日本全国房价迎来复苏。2007 年日本新建公寓平均价格为 3,815 万日元，首次超过了 1997 年水平。政策体系重建、房地产市场规则重构是日本房地产市场真正走向复苏的关键。

■ 第三轮下跌经历 48 个月

第三轮下跌的下行起点是 2008 年底。次贷危机开启了 48 个月的房地产市场下行。在日本房价企稳之际，2008 年次贷危机爆发，全球经济受到严重影响，日本房价也受到严重冲击，2009 年日本新建公寓平均价格为 3,802 万日元，较上年下跌 2.60%。2011 年日本东部发生 9 级大地震，日本房价再次迅速下跌，2011 年-2012 年新建公寓平均价格从 4,022 万日元跌至 3,896 万日元，跌幅 3.23%。

拐点出现在 2013 年。鉴于前期应对市场下行的经验，2008 年政府出面组建不动产安定化基金，专门应对次贷危机等房地产市场冲击，

购买房企经营性资产，第一时间提供流动性。后受益于“安倍经济学”，日本房价缓慢复苏。2012年底，日本首相安倍晋三上台后实施了一系列刺激经济的政策，主要包括大规模量化宽松、扩大国家财政支出以及吸引民间投资。房价随之进入上升通道，2015年新建公寓平均价格为4,618万日元，超越了泡沫经济时期的历史高峰。

■ 日本房地产周期的启示

1、房价几十年漫长下跌属于小概率事件。与日本长周期的房价下跌，叠加小周期的波动不同，其他主要发达国家的房价多呈现波动上涨的态势。日本房地产泡沫破裂是导致房价下跌的导火索，但1998年亚洲金融危机、日本的频繁地震、互联网泡沫破裂、2008年次贷危机等种种外部冲击，是影响日本房价的重要因素。

2、房价回落48-60个月后，一般都会出现企稳修复趋势。1996-1997年、2003-2007年、2013至今是日本房价的上行周期。在房价国别研究中，日本经常被作为最悲观的案例，因为房价泡沫破裂叠加了适龄人口拐点、城镇化放缓、经济增速下台阶、金融系统风险暴露、年轻人躺平等一系列复杂的经济社会问题。但基本面差如日本，尚且在每一轮自然跌落周期中，每跌48-60个月会出现企稳恢复。预计经济基本面稍好的国家自然跌落的时间会更短，回弹动力会更足。

3、政策对房价稳定很重要。针对日本3轮房价止跌，都得益于货币、财政宽松政策的见效，以及房地产供需两端的政策努力，随着经济企稳，房价跟随企稳。

■ 风险提示

1) 房地产市场超预期下行风险。2) 对政策解读偏差。3) 数据可得性局限。4) 历史经验的适用性受限，导致政策及数据推断存在偏差。5) 不同国家并不具有完全可比性，国际经验仅供参考。

内容目录

1、 第一轮下跌经历 48 个月	6
1.1、 48 个月的下行周期	7
1.2、 第一轮下跌结束迎来修复	10
2、 第二轮下跌经历 60 个月	12
2.1、 60 个月的下行周期	12
2.1.1、 内外受困， 房价骤降	12
2.1.2、 政策激活， 又遇危机， 房价回升不畅	18
2.2、 第二轮下跌结束迎来修复	20
3、 第三轮下跌经历 48 个月	22
3.1、 又一次的 48 个月下行周期	22
3.1.1、 次贷危机冲击日本市场	22
3.1.2、 东日本大地震再次中断房地产市场的恢复进程	25
3.2、 第三轮下跌结束	27
4、 日本房地产周期的启示	30
5、 风险提示	32

图表目录

图 1: 第一轮周期 (1991 年-1995 年) 全国新建公寓平均价格	6
图 2: 日本贴现率	7
图 3: 日本 CPI 同比、M2 增速和全国土地平均价格指数同比	8
图 4: 日本新发放住房贷款	8
图 5: 1990 年 3 月-1994 年 9 月日本金融机构对房地产业借贷意愿降低, 房地产企业财务状况恶化	9
图 6: 1991 年以来日本核心城市地价跌幅更深	10
图 7: 1991 年后地价迅速下跌	10
图 8: 日本名义 GDP、实际 GDP 增速	11
图 9: 第二轮周期 (1997 年-2002 年) 全国新建公寓平均价格	12
图 10: 1997 年后日本居民债务规模增速降为负值	14
图 11: 1997 年日本 GDP、就业人数阶段性到达顶峰	14
图 12: 日本银行贷款态度	15
图 13: 日本二手公寓价格下滑明显	16
图 14: 日元汇率	17
图 15: 1997 年后首都圈新建公寓单价持续下行	17
图 16: 1997 年后近畿圈新建公寓单价持续下行	17
图 17: 1997 年后日本住宅建筑投资规模由高位波动转向持续下行	18
图 18: 2000 年纳斯达克综合指数最高攀升到 5049	19
图 19: 2001 年首都圈新建公寓平均单价再次下跌	19
图 20: 2001 年近畿圈新建公寓平均单价再次下跌	19
图 21: 2002 年日本首都圈房价率先企稳	20
图 22: 日本金融机构不良率 (%)	20
图 23: 日本“首都圈-近畿圈-全国”新建公寓平均价格同比	22
图 24: 第三轮周期 (2008 年-2012 年) 全国新建公寓平均价格	22
图 25: 2008 年后美国掀起新一轮银行倒闭潮	24
图 26: 2008 年二季度起日本 GDP 连续四季度环比下降	25
图 27: 2008 年日经指数较上年下跌 42%	25
图 28: 2008 年首都圈成交量大幅下滑	25
图 29: 2008 年近畿圈成交量大幅下滑	25
图 30: 因电力供应限制等原因对工业生产产生较大影响	26
图 31: 地震导致日本消费者心态恶化	27
图 32: 东日本大地震后 GDP 同比再次转负	27
图 33: 安倍三支箭后日本各区域住宅平均价格	29
图 34: 2010 年开始, 日本金融机构对房地产企业借贷意愿恢复, 房地产企业财务状况向好	29
图 35: 日本建设投资估值	29
图 36: 主要发达国家的房屋价格指数	30
图 37: 日本可置业人口数减少	31
图 38: 日本失业率 2002 年达到 5.40%	31
表 1: 日本 1991 年土地税制改革	9
表 2: 1990-1995 年日本刺激经济的财政政策 (万亿日元)	11
表 3: 1995-2003 年日本资产证券化进程	1
表 4: 安倍经济学	28

房地产如此重要，关系国计民生，它是国民经济的支柱、财富的象征、大类资产配置的核心、经济周期之母、民生的保障、金融危机的策源地。

房价是反映房地产市场波动的核心指标之一，其变动影响购房者预期、居民家庭财富变动和金融体系的稳定。

近年来，房价波动引发广泛讨论，市场开始寻求其变化规律，试图找到能判断房价是否见底的“锚”。我们从周期视角、收益率视角、收入视角、货币视角，分析判断房价变动趋势及其内在逻辑。本文是该系列研究的第一篇：周期之锚。

从 1998 年房改以来，中国的房价经历了二十多年的平稳上升，并未经历大幅调整。国际来看，发达国家的房价经历过明显的周期，特别是日本，在基本上和中国有相似之处，也有一定的差异。

本文主要研究日本房价调整历程，以寻求房价可能的变化规律。

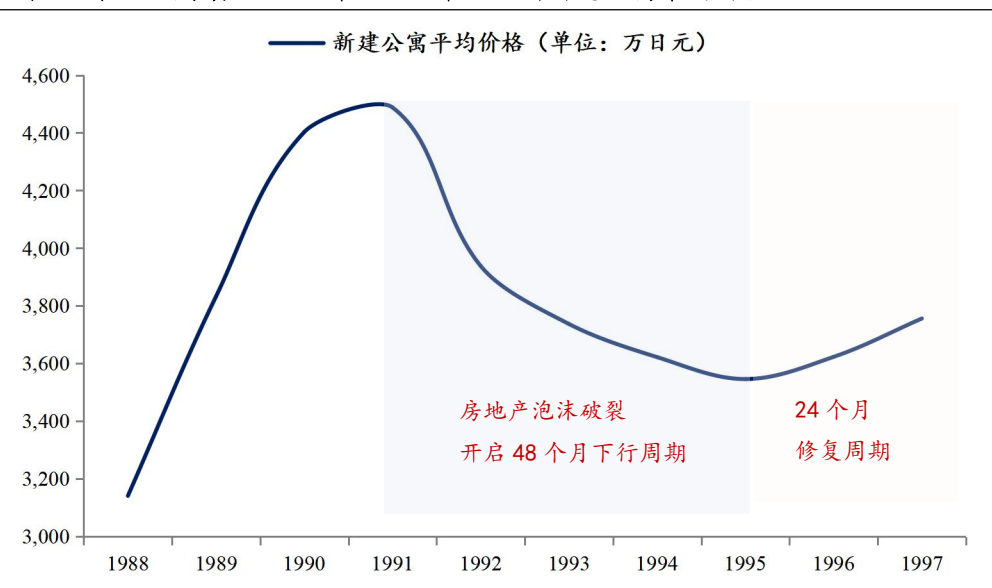
日本房地产泡沫于 1991 年破裂，房价开始了漫长的下跌。

1991 以来的 33 年里，包含了 1991 年-1995 年、1997 年-2002 年、2008 年-2012 年 3 轮下跌周期，以及 1996-1997 年、2003-2007 年、2013 至今的上行周期，每轮下跌时间均不超过 60 个月。

1、第一轮下跌经历 48 个月

自 1991 年房地产泡沫破裂，日本房地产市场经历了约 48 个月的下行周期，受宽松政策的支持，在 1996 年迎来拐点，后迎来 24 个月左右的平稳修复期。

图 1：第一轮周期（1991 年-1995 年）全国新建公寓平均价格



资料来源：日本不动产经济研究所，国海证券研究所

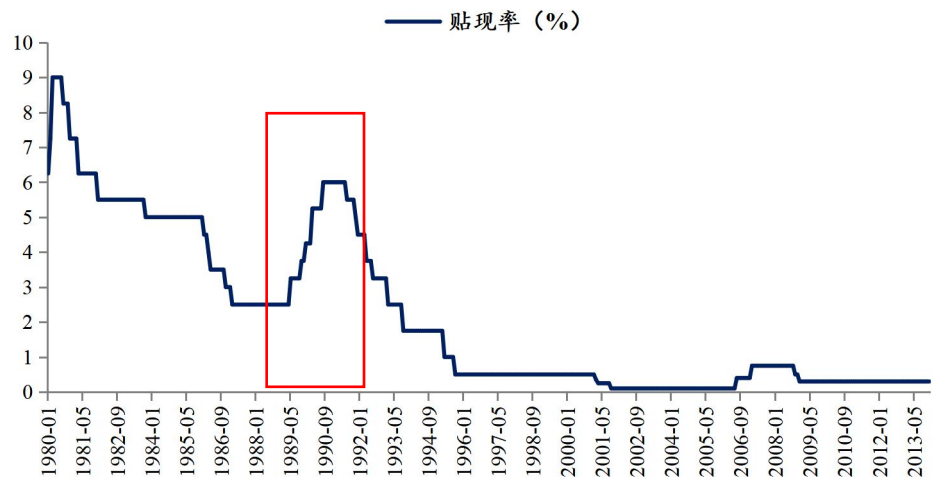
1.1、48 个月的下行周期

土地投机为房地产泡沫的破裂埋下隐患。1985 年《广场协议》后日元开始大幅升值，出口受到抑制，为应对经济下行压力，1986 年日本转向宽松货币、宽松财政政策，扩张性政策推动下，日本地产、股票等资产价格迅速上升，个人、企业、金融机构等各部门为获取土地投资的高收益，开始进行土地投机。日本土地私有制，企业、个人可以自由交易土地的所有权和使用权，更加剧了土地投机行为。历史上日本房地产周期都是先从土地端开始变化，地价变化推动房价变化，此次泡沫经济时期，日本主要炒作的也是土地而不是房产。1991 年全国住宅土地价格指数较 1985 年上涨了 141%。

第一轮小周期经历了 48 个月的下行，1989 年面对股市和土地市场泡沫的双重压力，日本政府开始主动挤泡沫。

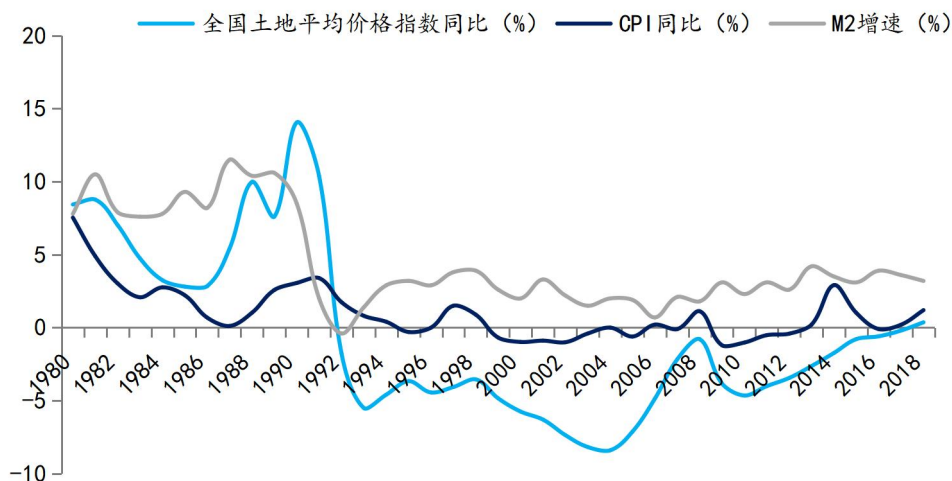
央行加息，上调贴现率，货币紧缩。1989 年开始，日本通胀压力剧增，CPI 同比由 1989 年 3 月的 1.1% 迅速增至 5 月的 2.9%，资产价格不断上升。为了抑制经济过热，政府开始主动挤泡沫，1989 年 5 月起连续 5 次上调贴现率，由 1989 年 4 月的 2.5% 调至 1990 年 8 月的 6%，M2 同比增速由 1990 年 10 月的 11.8% 降至 1991 年 4 月的 3.8%，1992 年 9 月转负。猛烈的加息使得股市率先崩盘，1990 年日经 225 指数跌幅 38.7%，1991 年跌幅 3.6%、1992 年再次大跌 26.4%。企业直接融资受挫、金融资产贬值，导致企业资金链断裂，危机传导至房地产市场。

图 2：日本贴现率



资料来源：Wind，国海证券研究所

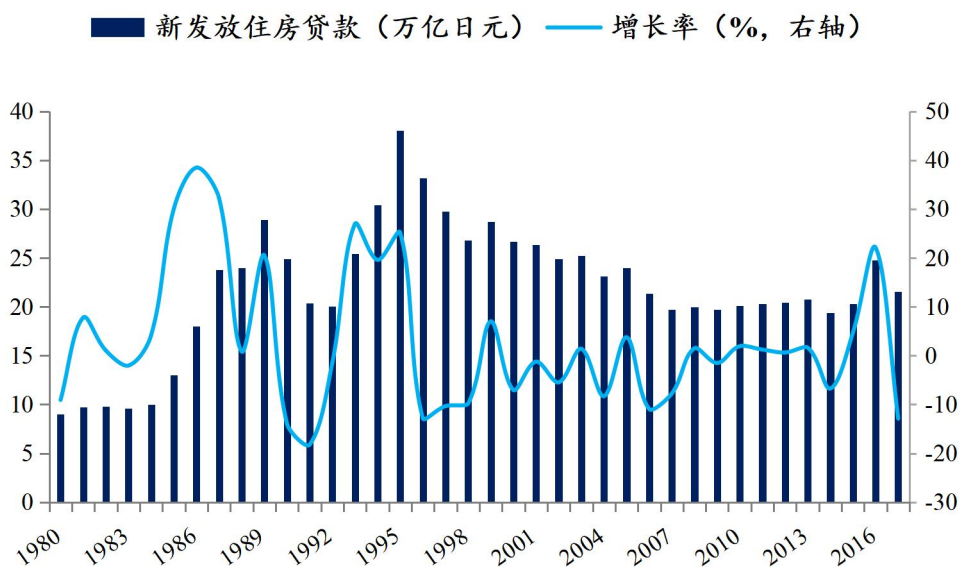
图 3：日本 CPI 同比、M2 增速和全国土地平均价格指数同比



资料来源：Wind，日本不动产研究所，国海证券研究所

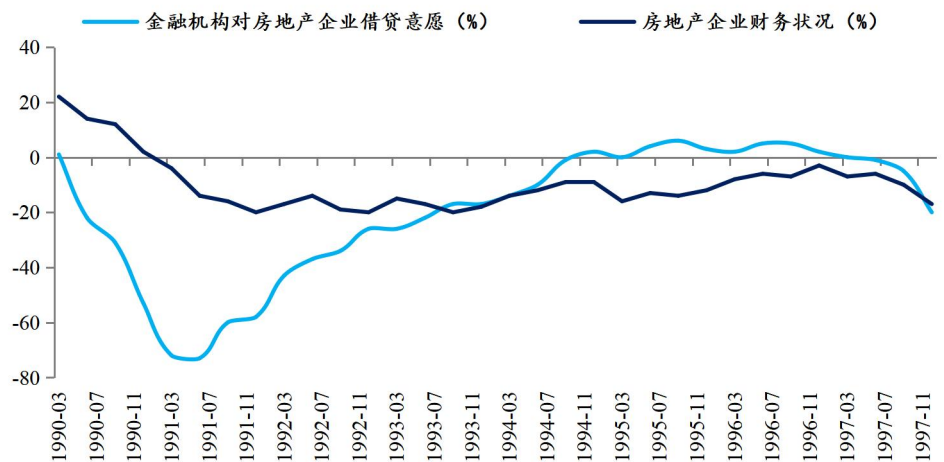
大藏省控制不动产融资总量，高杠杆链条断裂。1990年3月，为抑制土地交易的投机活动，大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》，控制土地融资总量，要求房地产贷款增长率低于总贷款增长率。日本房地产业的融资活动迅速减少，1989年-1990年日本新发放住房贷款由28.92万亿日元跌至24.89万亿日元，跌幅13.96%，1992年日本新发放住房贷款进一步减少，同比下跌18.24%。由于缺乏金融机构资金支持，“不动产抵押—贷款—购买不动产—不动产抵押”的高杠杆链条断裂，房地产泡沫破裂。

图 4：日本新发放住房贷款



资料来源：日本住宅支援金融机构，国海证券研究所

图 5：1990 年 3 月-1994 年 9 月日本金融机构对房地产业借贷意愿降低，房地产企业财务状况恶化



资料来源：Wind，国海证券研究所

加征土地税收，土地持有成本上升，房价受到冲击。地价税加重土地持有成本，加速地价下行，特别土地保有税对地价涨幅较大的大都市影响更大，导致 6 个主要城市跌幅更深。而后带动住宅价格快速下滑，囤地重资产房企也普遍受损严重。

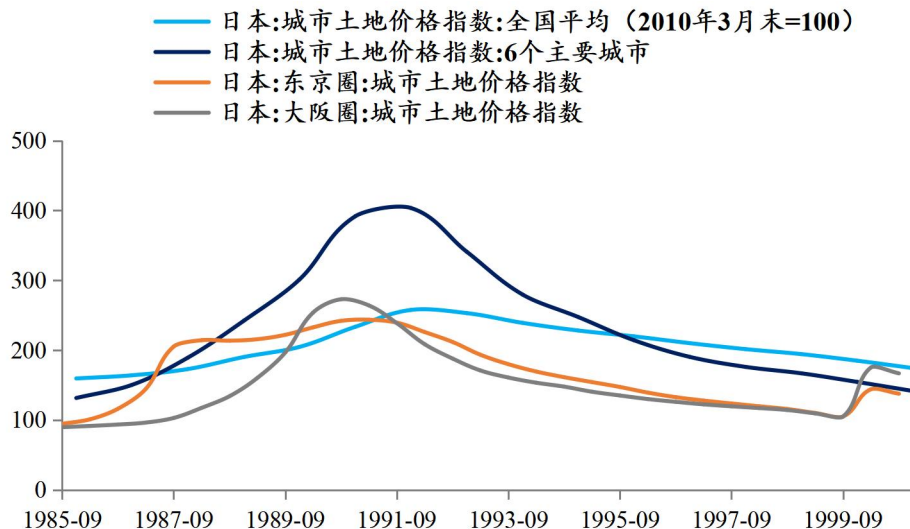
1991 年 1 月《综合土地政策推进纲要》出台，日本税制调查会发表《土地税制改革的基本方案》，指出“土地税制改革是解决土地问题极为重要的手段之一”。主要调控措施包括：开征地价税，按照土地评估价的 0.3%征收，居民自住的一套住宅可免税，但面积超 1000 平仍需交税；强化特别土地保有税，将持有期十年以上的土地纳入征税对象，降低城区起征点；强化对城市内的农地征税，减少农地的免征优惠；提高土地价格评估标准，固定资产税提高到公示价格的 70%，遗产税 1994 年则提高至公示价格的 80%。

表 1：日本 1991 年土地税制改革

措施	具体操作
开征地价税	按照土地评估价的 0.3%征收，居民自住的一套住宅可免税，但面积超 1000 平仍需交税
强化特别土地保有税	将持有期十年以上的土地纳入征税对象，降低城区起征点
强化对市区内农地征税	强化对城市内的农地征税，减少农地的免征优惠
提高土地价格评估标准	固定资产税提高到公示价格的 70%，遗产税 1994 年则提高至公示价格的 80%

资料来源：《战后日本土地税制改革及其效应》裴桂芬等、国海证券研究所

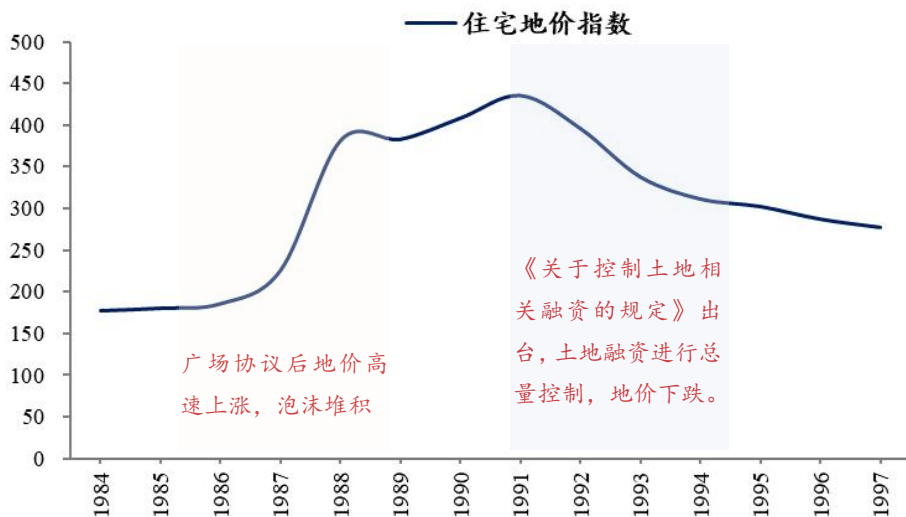
图 6：1991 年以来日本核心城市地价跌幅更深



资料来源：Wind，国海证券研究所

由于泡沫经济时期金融机构成为了房地产价格持续上涨的推手，使得土地价格与金融顺周期共同膨胀，当日本政府先后推行货币紧缩、不动产融资总量控制、加增税收等调控措施刺破泡沫引发系统性风险，导致地价大幅滑落，并带动住宅价格快速下滑。1991 年，住宅地价指数达历史高点 435，截至 1995 年，住宅地价指数降幅达 30.5%。新建公寓平均价格从 1991 年 4,488 万日元，跌至 1995 年的 3,546 万日元，跌幅达 21%。

图 7：1991 年后地价迅速下跌

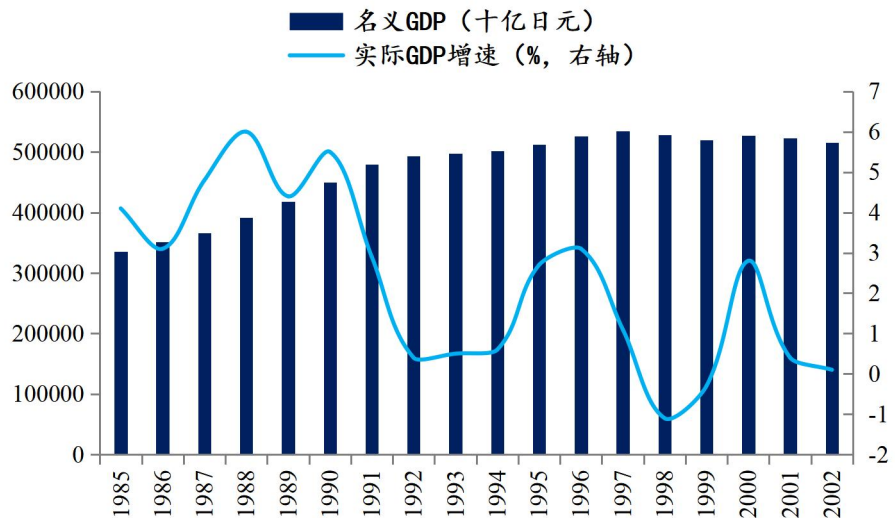


资料来源：日本国土交通省，国海证券研究所

1.2、第一轮下跌结束迎来修复

第一轮下跌结束的拐点是1996年，宽松政策带来经济复苏。1990年-1991年，日本实际GDP增速从5.5%跌至2.9%，到1992年实际GDP增速只有0.4%。为了恢复经济，日本货币政策和财政政策同时发力。1990年8月-1993年9月，官方贴现率6次下调，从6%下调至1.75%，显著低于泡沫破灭前2.5%的平均基准利率水平。在财政政策上，宫泽喜一内阁、细川护熙内阁和村山富市内阁，接连推出项目规模超过10万亿日元的以公共项目为中心的紧急应对措施。1992年-1994年实际GDP增速在小于1%区间低位徘徊，随着宽松政策起效，经济增速有所回升，1995年经济增速回到了2.7%。

图8：日本名义GDP、实际GDP增速



资料来源：wind，国海证券研究所

表2：1990-1995年日本刺激经济的财政政策 (万亿日元)

时间	名称	公共投资等	中小企业对策	民间资本投资促进	雇佣对策	减税	天灾	其他	合计
1992.08	综合经济对策	8.6	1.2	0.9	-	-	-	-	10.7
1993.04	综合性经济政策	10.62	1.91	0.5	0.03	0.15	-	-	13.2
1993.09	紧急经济对策	5.15	0.77	-	-	-	-	0.08	6
1994.02	综合经济对策	7.2	1.36	0.1	0.01	5.85	-	0.73	15.25
1995.04	紧急日元升值综合经济对策	0.33	1.44	-	-	-	5.1	0.13	7
1995.09	经济对策	11.40	1.29	-	0.01	-	1.41	0.11	14.22

资料来源：日本一桥大学，国海证券研究所

房地产需求侧政策上，大藏省逐步放松房企贷款融资限制，1991年底总量控制已修改为“触发方式”的监视体制，内阁筹备推进城市规划、国土规划等更具结构性和综合性的土地对策。1994年取消房企所有融资限制。交易层面，也给予税费优惠，如1995年推出住宅取得促进税制，鼓励居民购房；1996年取消土地特别保有税，降低短期土地转让收益税率，地价税从0.3%降至0.15%。

受经济恢复的带动，以及房地产需求侧政策支持，房价得到短暂修复，1995年-1997年，新建公寓平均价格从3,546万日元低点涨至3,756万日元，涨幅为5.92%。

2、第二轮下跌经历 60 个月

受到阪神大地震、亚洲金融危机的冲击，1997年日本房地产市场开启第二轮为期60个月的下跌周期，2002年首都圈房价企稳，房地产市场进入60个月的平稳修复周期。

图 9：第二轮周期（1997 年-2002 年）全国新建公寓平均价格



资料来源：日本不动产经济研究所，国海证券研究所

2.1、60 个月的下行周期

第二轮下跌周期经历了 60 个月，下行起点是 1997 年亚洲金融危机，下跌存在两个波段：1997-1998 年，内外受困，房价骤降时期；2000-2002 年政策激活后，又遇危机，房价回升不畅。

2.1.1、内外受困，房价骤降

外部，金融危机席卷亚洲，日本外部经济环境恶化。

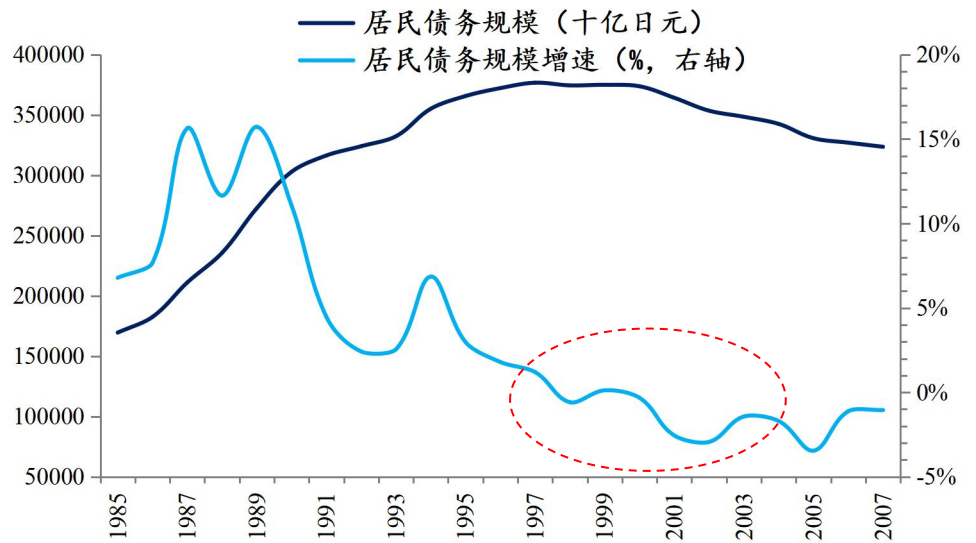
20 世纪 80 年代以来，日本通过对外投资，将产业链逐步向亚洲其他国家转移，建立了“雁阵模式”，在这个模式中，形成了技术密集与高附加值产业-资本技术密集产业-劳动密集型产业的阶梯式产业分工体系，也让日本的贸易进出口与东亚各国深度绑定。

亚洲金融危机爆发于 1997 年，索罗斯“量子基金会”和罗伯逊“老虎基金会”联手向泰国银行借贷泰铢，并向泰国外汇市场抛泰铢购美元，为稳定金融市场，泰国不得不动用外汇储备稳定泰铢汇率。时年 7 月，泰国财政部和中央银行宣布放弃自 1984 年以来实行的泰铢与美元挂钩的汇率制，改为浮动汇率制，导致泰国的货币泰铢贬值，成为诱发亚洲金融危机的导火索。之后，东南亚包括印度尼西亚、菲律宾、新加坡、马来西亚等在内的数个国家，逐渐沦为国际金融投机客的攻击对象，印尼最终也放弃与美元挂钩的汇率政策。1997 年 7 月 1 日至 1998 年 2 月 18 日，印尼卢比贬值 74%，泰铢贬值 43%，马来西亚林吉特贬值 33%，菲律宾比索贬值 13%。在东北亚，韩国寻求 IMF 的援助，并决定向外资全面开放金融业，实行外汇市场自由化。而后，导致韩国 18 家银行的国际信用评级被降级，经济进一步受到打击。日本同样面临多家银行和证券公司倒闭。

亚洲金融危机始于货币危机，但影响至经济、社会和政治等多维度。财富端，遭受金融危机的国家货币大幅贬值和股市暴跌，外汇储备剧减，外资撤离，财富遭到巨大损失。据《华尔街日报》统计，亚洲国家在 1997 年 6 月份平均值 100 美元的资产到 1998 年 9 月平均只值 25 美元。社会端，由于经济衰退，工人收入大幅减少，世界银行估计亚洲地区 1 亿多的中产阶级又重新沦为贫困阶层。政治端，随着民生遭到破坏，部分国家出现了政治危机。1997 年底，泰国和韩国政府更迭。1998 年 8 月，印尼总统苏哈托下台。同月，日本首相桥本龙太郎被迫辞职。

亚洲金融危机重挫了日本经济，导致居民债务规模增速不断滑落。亚洲金融危机期间，日本经济一直处于萧条状态。资产价值下降与外部金融风险上升，冲击着日本经济。由于居民加杠杆速度和经济形势相关，随着日本经济陷入停滞，居民降杠杆意愿明显。自 1991 年泡沫破裂以来，受 1991-1994 年 GDP 增速减缓影响，虽居民债务规模增速大幅回落，但居民资产缩水，债务维持高位，居民部门杠杆率一度出现小幅上升，自 1997 年亚洲金融危机后，居民债务规模增速降为负值，居民部门杠杆率开始下降。低负债意愿导致日本首都圈和近畿圈新建公寓成交量价下滑。

图 10：1997 年后日本居民债务规模增速降为负值

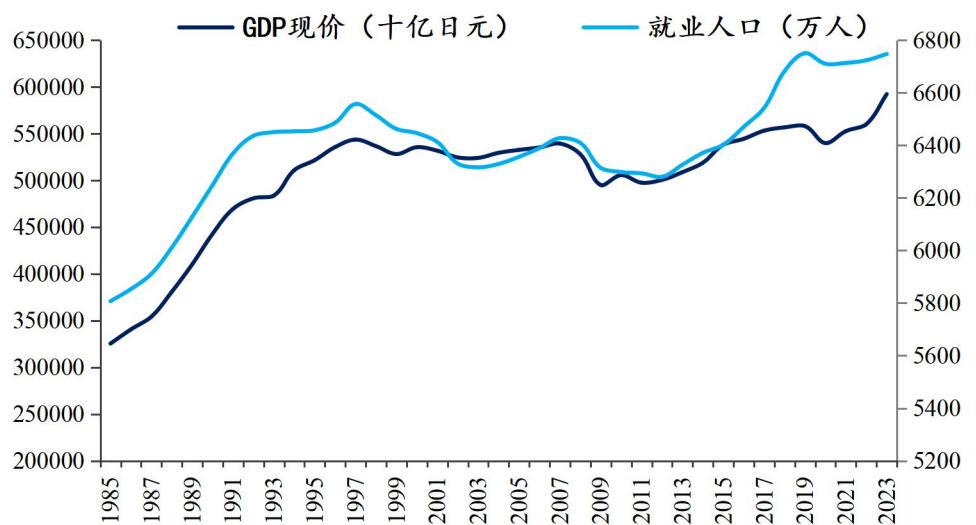


资料来源：Wind，国海证券研究所

内部，紧缩的财政政策，叠加信贷收紧，经济受挫严重，房价下跌。

错误判断施行财政紧缩，经济受到重创。1996 年，桥本龙太郎上台，他认为“经济仍有余力，一定要进行财政重建”，其财政重建是通过上涨消费税、终止特别所得税减免、增加社会保险费并削减政府的各项开支等方式，减少财政赤字。但是此时经济在泡沫破裂后恢复速度十分缓慢，统计部门没有考虑收缩政策，导致官方的经济增长预期过分高估，从而造成桥本内阁对经济形势的误判。紧缩的财政政策再次将日本经济带入了下降的漩涡，GDP 增速进一步放缓。回看日本发展，1997 年也是日本 GDP、就业人数的阶段性顶峰。

图 11：1997 年日本 GDP、就业人数阶段性到达顶峰



资料来源：Wind，国海证券研究所

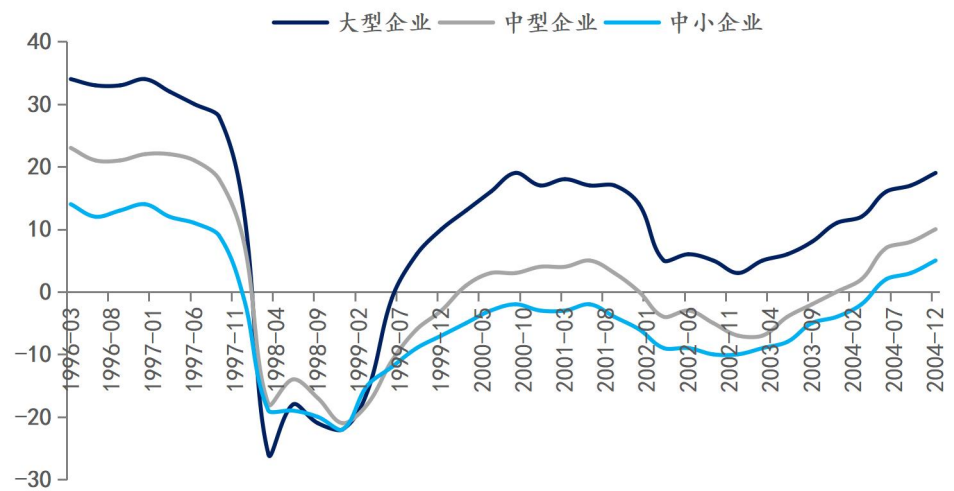
不良债权问题爆发，金融机构倒闭，信贷紧缩，金融机构放贷意愿下降。在房地产泡沫破碎前，银行信贷集中于房地产、建筑业等行业，而这些债权多以房地

产作为抵押物，随着房地产价格暴跌，银行积累了大量的不良债权。这些不良债权问题给银行带来了巨大的经营危机。

1995 年兵库银行因不良债权破产，1997 年出现破产高潮，11 月 3 日三洋证券提出《破产法》适用申请，第二天银行间市场发生了同业贷款违约事件，导致同业资金市场上出现了信用收缩，金融机构大量存款流出，很快北海道拓殖银行很快陷入资金周转困难；四大证券交易所之一的山一证券巨额表外债务曝光，决定自主停业；11 月 26 日德阳城市银行破产。1998 年日本长期信用银行和日本债权信用银行先后破产。

金融机构接连倒闭，引发国内外对日本金融体系的不信任，日本在国际金融体系借贷成本增加，加速资本外流，居民存款也倾向于大银行，导致银行资金链压力巨大，放贷意愿下降。

图 12：日本银行贷款态度



资料来源：日本银行，国海证券研究所

阪神大地震是房价下跌的重要影响因素。

阪神大地震的强度烈度巨大。1995 年发生 7.3 级阪神大地震，地震对日本第二大的京阪神都会区影响巨大。该地震由神户到淡路岛的六甲断层地区的活动引起，是日本自 1923 年关东大地震以来规模最大的城市直下型地震。

城市直下型地震能量积累慢、周期长，就现代的条件基本无法预测。其震动方式特殊，垂直、水平均有震幅，烈度强，对城市的破坏性极大，而且神户市与震中距离近，地震损失严重。神户是日本关西重要城市，人口密集，1995 年人口约 143 万人，且地震在清晨发生，因此造成较多伤亡，官方统计有 6434 人死亡，43792 人受伤。

阪神大地震导致 64 万栋住宅损毁破坏，以神户港为首的 24 个港口码头出现下沉等损害，在铁路方面共计 638 公里的区间不通车。其中，神户港作为日本第二大集装箱港口，港口在地震后被关闭。地震造成的总体损失约 9.6 万亿日元，

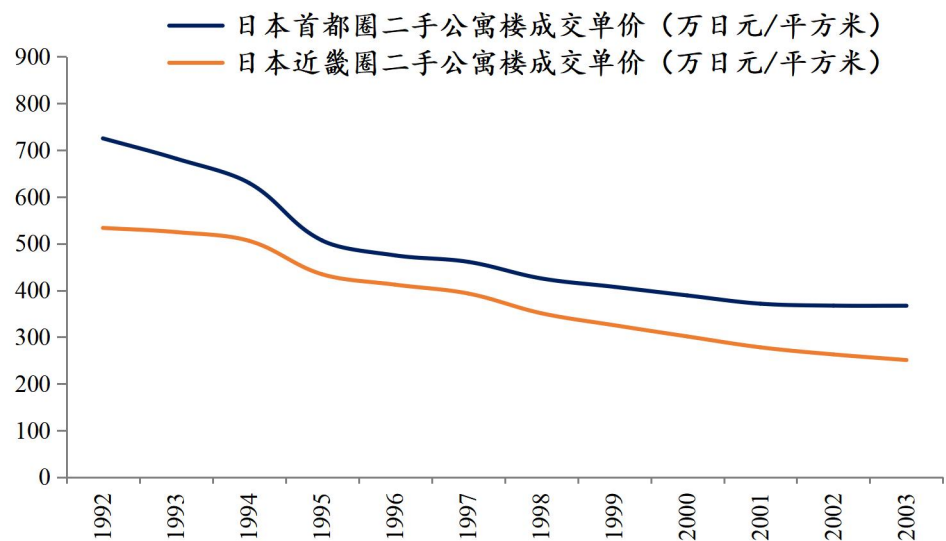
相当于 1995 年日本 GDP 的 2%。从对消费的影响来看，当年 1 月兵库县的大型零售额同比减少了 14.3%，居民消费收缩明显。

此次震后救灾工作也十分困难。震后，神户市通讯不畅，道路阻塞，客观原因给救灾工作带来了极大的困难；同时，面对地震后的紧急灾情，日本政府仅能以 1961 年制定的《灾害对策基本法》为行动指南，成立灾害应对部门，无法灵活应对灾害现场的无序情况，使救灾制度基本失灵，降低了系统的灾后恢复力。

阪神大地震对房地产市场影响较大。此次地震的死亡大部分是因建筑物的倒塌导致，带来投资者对于房屋质量的怀疑态度，影响其对房地产市场的信心，尤其是对受灾地区房产的投资。并且，由于受灾集中在 1981 年以前建成的不满足抗震标准的建筑物上，因此日本以阪神大地震为契机，制定了《关于促进建筑物抗震修复的法律（抗震修复促进法）》，促进了不满足新抗震标准的建筑物的抗震化，导致存量的二手房价格下滑。

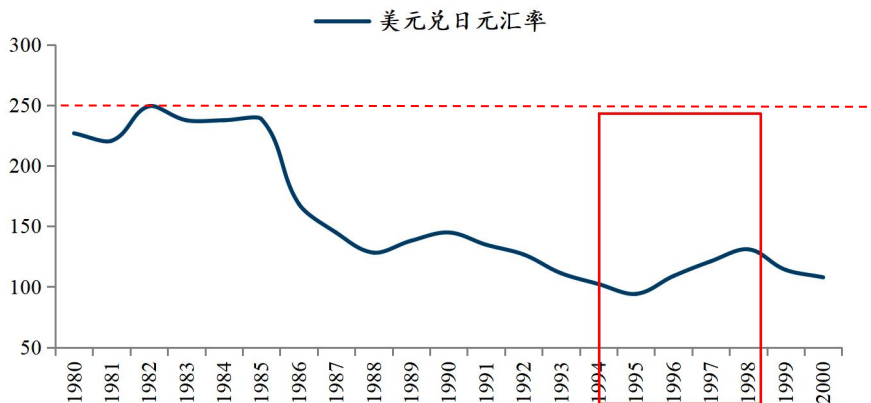
日本地产泡沫破裂前，大量险资流动性过剩，资本多选择出海投资，阪神大地震后保险商为了支付巨额保费，结束在海外的投资，相较投资时日本汇率处于高位，日元的升值带来了汇兑损失，很多险资资本不足，导致需要卖出国内资产补足流动性，由此推动市场资产加速甩卖，导致房价下跌。1995 年后，日元汇率贬值预期强烈，造成国际资金外流，也一定程度影响了房地产市场的修复。

图 13：日本二手公寓价格下滑明显



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 14: 日元汇率

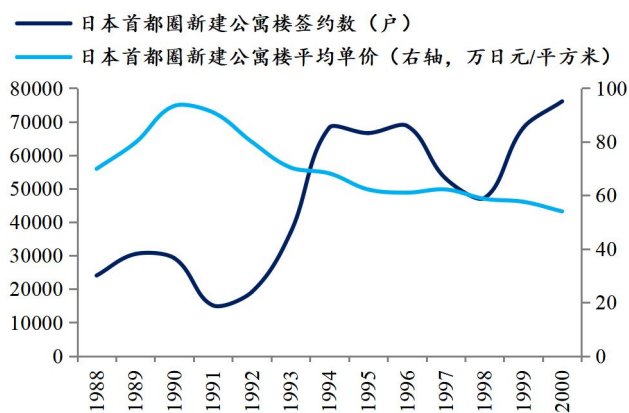


资料来源: Wind, 国海证券研究所

阪神大地震、亚洲金融危机以及国内错误的财政政策和不良债问题共同导致房价下跌。

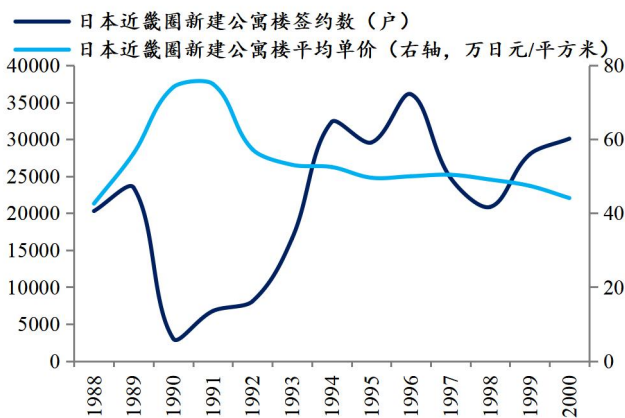
在内外双重影响下,日本爆发全面金融危机,导致社会购买力严重萎缩,房价重回下跌通道。从投资端可以看出,政府住宅投资规模于1994年已经见顶,为17,789亿日元,后持续下滑。但民间住宅投资规模直至1996年,大房企和银行系统开始陆续破产才见顶,为279,195亿日元,紧缩的财政政策以及不良债问题爆发后连续两年投资额开始大幅下降,1997年同比下降19.5%、1998年同比下降12.1%。住房价格受社会购买力萎缩的影响,1997年-1998年日本新建公寓平均价格从3,756万日元跌至3,582万日元,跌幅为4.63%。1998年,首都圈新建公寓签约数同比下降11%,平均单价下降6%,近畿圈新建公寓签约数同比下降16%,平均单价下降3%,1999年虽然成交量有明显回升,但价格持续下行。

图 15: 1997年后首都圈新建公寓单价持续下行



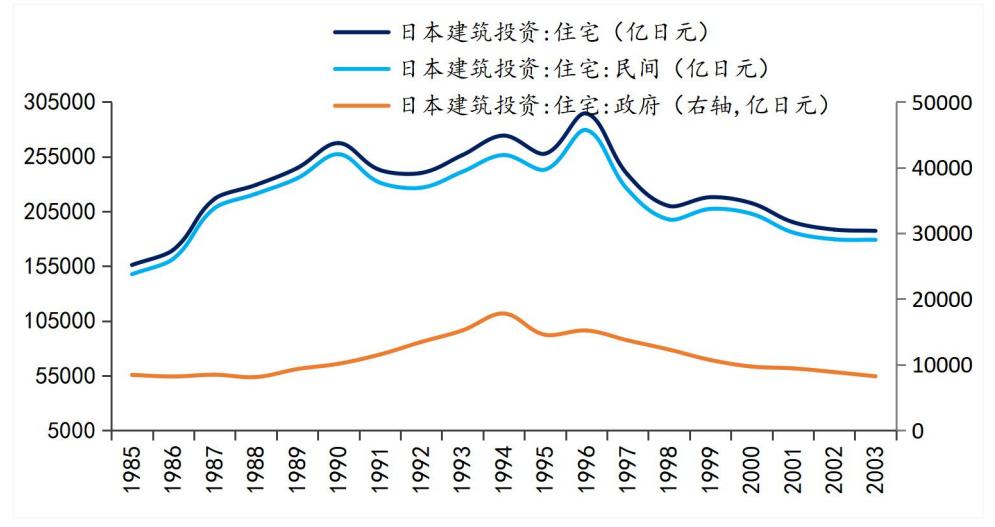
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 1997年后近畿圈新建公寓单价持续下行



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17：1997 年后日本住宅建筑投资规模由高位波动转向持续下行



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1.2、政策激活，又遇危机，房价回升不畅

日本大幅增加财政支出，同时进入了零利率时代，经济有所恢复。

财政支出加大。为了摆脱战后日本经济史上时间最长、影响最大的经济衰退，在 1998 年，出台历史以来最大规模的财政“综合经济对策”，包含国家及地方的减税和社会资本整備的财政支出合计 12 万亿日元，全部财政规格超过 16 万亿日元。同年 11 月再次推出超过 17 万亿日元的“紧急经济对策”，以及 6 万亿日元减税计划。之后日本又先后于 1999 年，2000 年分别实施了 18 万亿日元和 11 万亿日元的经济新生政策和新发展经济对策。

零利率政策开启。1999 年 2 月，日本央行鼓励无抵押的隔夜拆借利率“尽可能低”，政策利率事实为零，从而向市场提供超过金融机构满足其储备要求所需的资金。并对外承诺将“零利率政策”持续到“可以预见消除通货紧缩担忧的情况”，通过显示未来政策利率路径来加强货币宽松效果，也称之为“时间轴效应”。随着经济复苏有起色，零利率政策在 2000 年被暂时解除，但受互联网泡沫破裂的影响，日本经济再次开始放缓。因此，在 2001 年 3 月，日本银行引入了以日本银行的活期存款余额为目标的“定量宽松政策”，将金融政策的操作对象从“利率”转向“量”方面。

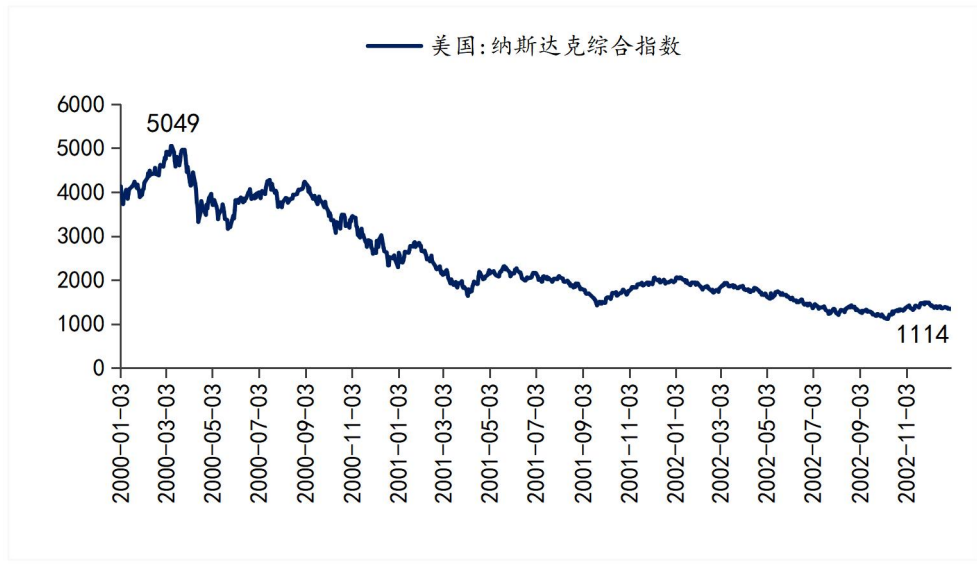
多重政策刺激下，日本经济逐渐恢复，日本的实际 GDP 增速转正，增速由 1998 年-1.1%提升至 2000 年 2.8%。

互联网泡沫破裂，阻碍房价回升。

20 世纪 90 年代中后期，在信息技术高速发展和美国政府相关政策激励下，互联网开始高速发展，介入商业和通信等领域。投资者急于参与这项新技术，导致众多互联网公司的诞生。1995-1999 年，美国总计有包括亚马逊、雅虎在内的 1908 家公司上市。

从国际环境看，1997年“亚洲金融危机”爆发后，国际热钱保持着对“新经济”高回报率和高增长的预期惯性涌向美国，尽管互联网初创公司往往缺乏可持续的商业模式或可观的收入，却仍旧吸引了大量投资。在2000年3月，以技术股为主的纳斯达克综合指数攀升到5049，网络经济泡沫达到最高点。但很快越来越多的互联网公司展现出不尽如人意的盈利情况，商业模式难以为继，互联网相关行业的固定资产投资和研发投资均大幅下滑。投资者对互联网公司的信心减弱，开始抛售股票。同年4月，微软被判违反《谢尔曼法》，更是引发后续的股市踩踏行情。从2000年3月最高点到2002年10月，纳斯达克指数跌幅约78%。

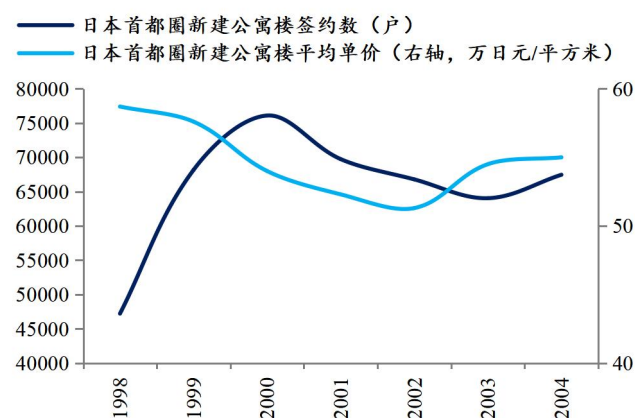
图 18：2000 年纳斯达克综合指数最高攀升到 5049



资料来源：Wind，国海证券研究所

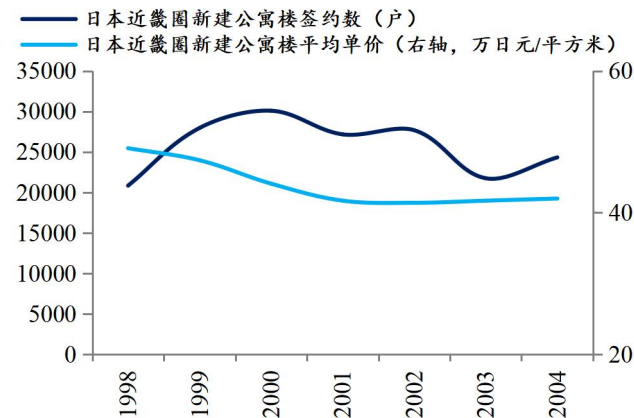
随着美联储加息，互联网泡沫彻底破碎，导致了世界性经济衰退。同时互联网危机也对日本经济造成打击，一方面日本商业银行投资的股票资产规模大幅度缩水，对银行系统造成了威胁，市场上一批公司倒闭，失业率上升，居民收入下降；另一方面股价的大幅下跌也造成了居民财富的下降。经济无法复苏，日本全国房价也一直未能筑底。2002年日本全国新建公寓平均价格较1999年下跌3.4%，其中日本首都圈新建公寓的平均单价下跌10.9%，近畿圈下跌12.7%。

图 19：2001 年首都圈新建公寓平均单价再次下跌



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 20：2001 年近畿圈新建公寓平均单价再次下跌

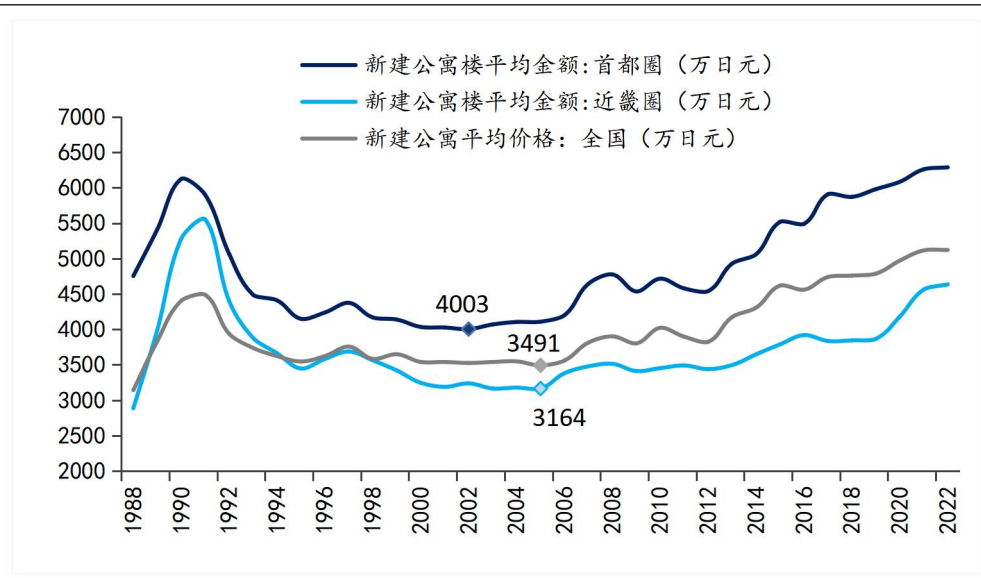


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、第二轮下跌结束迎来修复

第二轮下跌结束的周期拐点是2002年首都圈房价企稳。直到2002年，首都圈房价率先见底。在首都圈房价企稳带动下，2003-2007年全国房价也逐步修复。

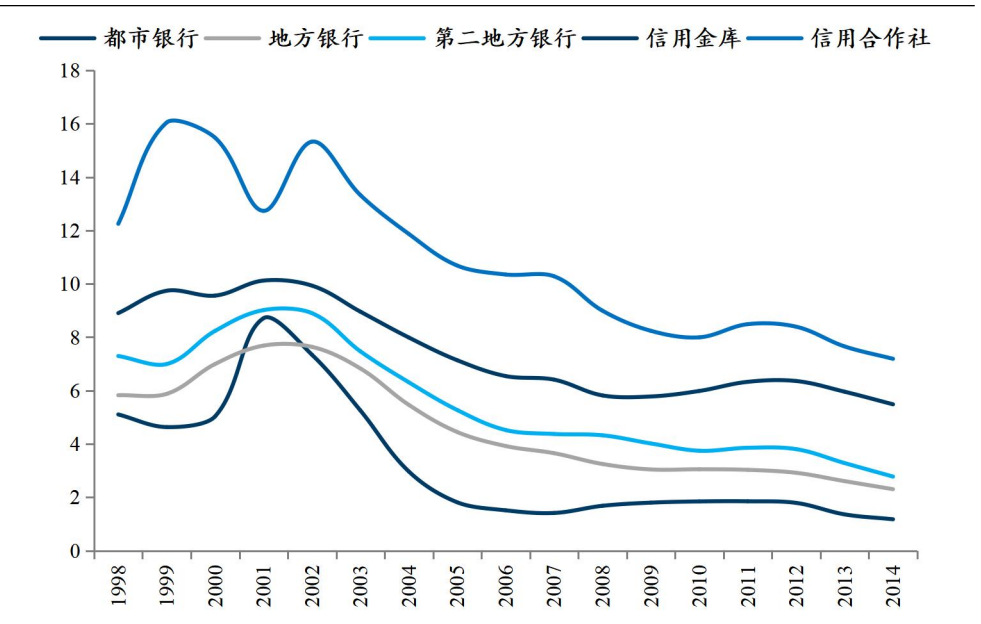
图 21：2002 年日本首都圈房价率先企稳



资料来源：Wind，国海证券研究所

不良贷款逐渐出清。2001年4月，时任首相的小泉纯一郎开始启动结构性改革，具体为解决不良贷款问题，削减财政成本和范围等；日本央行也采取量化宽松政策。金融机构不良率下降，不良贷款逐渐出清，日本经济复苏阻力下降。

图 22：日本金融机构不良率 (%)



资料来源：日本金融厅，国海证券研究所

随着经济复苏，首都圈房价逐渐恢复，并带动了近畿圈，全国房价的上涨。1997年房地产市场的再次下行，促使日本内阁修改国家房地产政策目标为“资产有效利用和盘活”，日本政府组建高层面协调机构，正视房地产问题，在供给侧、需求侧等多维度开始政策调整探索。

在供给侧，压制二手房对新房的销售竞争，对新房进行产品升级。对金融机构实施破产隔离，防止出险金融企业持续抛售大宗资产拖累其他金融机构暴雷，斩断危机传导链条。引入社会资本进行资产证券化，给出险房企盘活资产机会。同期，大力推进城市更新，加快市区供地，停止郊区新城开发。完善租赁制度，引导社会资本加快下场开发租赁住宅。

表 3：1995-2003 年日本资产证券化进程

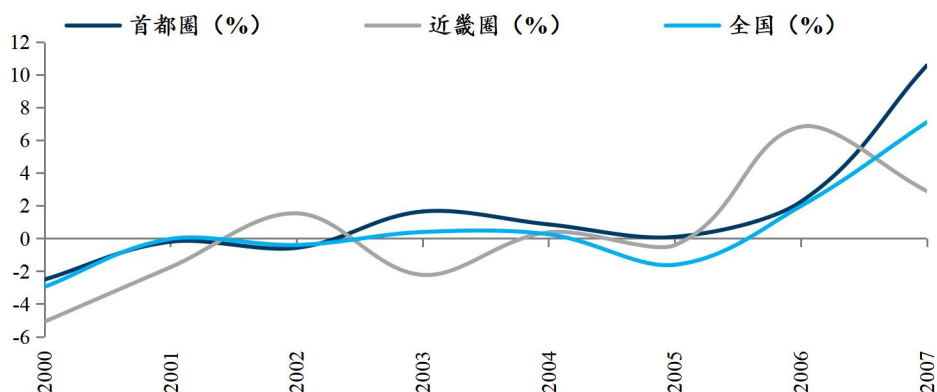
年份	内容
1995 年	《不动产特定共同事业法》出台，允许共同事业主体参与不动产证券化，并将房地产交易产生的收益分配给投资者。
1998 年	《特殊目的公司实现特定资产流动化法》（SPC 法）出台，日本正式启动不动产证券化。
2001 年	2001 年 3 月份东京证交所开设 J-REIT 市场。
2003 年	政府调整政策，将购买 REITs 收益的资本利得税和股息税率下调至 10%，开放 FOF 基金对 J-REIT 投资。

资料来源：日本政府网，日本财务省，日本不动产证券化协会，国土交通省，国海证券研究所

在需求侧，出台“稳就业”政策，促进楼市需求逐步稳定。2002年后日本失业率开始逐步下降，2007年失业率降至3.9%。给予购买新房优惠政策，如购买高品质新房利率低于二手房，购房贷款可抵扣个税。1998年修订《折旧资产使用寿命法》，房屋法定使用寿命缩短，创造新房需求。利用遗产税机制，鼓励富裕群体买房。1999年开始，推动市町村大合并，制造中长期需求。

在量化宽松环境和 J-Reit 发展的背景下，国际房地产投资资金通过房地产基金等途径进入日本房地产市场。随着经济复苏，首都圈房价逐渐恢复，并带动了近畿圈，全国房价的上涨。2002-2003年，首都圈新建公寓平均价格从4,003万日元涨至4,069万日元，增长率开始为正，随后房价保持正增长。2003-2005年近畿圈新建公寓平均价格在3160上下浮动，在2006年引来房价大幅上涨，新建公寓平均价格从3,164万日元涨至3,380万日元，涨幅达6.83%，自此，日本全国房价迎来复苏。全国新建公寓平均价格从2005年的3,491万日元涨至2006年的3,560万日元，涨幅2%，2007年日本新建公寓平均价格为3,813万日元，同比增长7.1%，也是首次超过了1997年水平。

图 23：日本“首都圈-近畿圈-全国”新建公寓平均价格同比



资料来源：日本不动产经济研究所，国海证券研究所

3、第三轮下跌经历 48 个月

受次贷危机、东日本大地震的冲击，日本房地产市场 2008 年底再次进入为期 48 个月的下跌周期，2013 年“安倍经济学”见效，房地产市场平稳修复至今。

图 24：第三轮周期（2008 年-2012 年）全国新建公寓平均价格



资料来源：日本不动产研究所，日本内阁府，国海证券研究所

3.1、又一次的 48 个月下行周期

第三轮下跌周期的下行起点是 2008 年底，在日本房价企稳之际次贷危机爆发，日本经济状况也随之不断恶化，日本房地产市场再次转向下行，2010 年市场短暂修复后受东日本大地震冲击再次掉头向下。

3.1.1、次贷危机冲击日本市场

美国房地产由牛市走向泡沫，引发全球范围的次贷危机。政府的货币金融政策是关键推手，体现在宽货币、宽信用和弱监管三个方面。

美国在经历 2000 年互联网泡沫破灭，2001 年“911”恐怖袭击等事件后，经济严重不景气，美国政府为了刺激经济，采取了实施宽松的货币政策。截至 2003 年 6 月，联邦基金利率连续 13 次降息，从 6.5% 降至 1%，达到 1963 年以来的最低水平。居民房贷利率也明显下行，新发放单户住房传统贷款的平均利率从 8% 下降至 5.4%。同期，美国货币超发，增速明显高于经济增速。

同时，政府为提高美国家庭的住房拥有率，在住房金融一级市场，降低购房者的首付负担。2003 年《美国梦首付款法》每年为首次购房的低收入家庭提供总计 2 亿美元援助，目标帮助 4 万户家庭支付首付款和贷款达成手续费；2004 年《零首付法》将 FHA 保险贷款的最低首付比例从 3% 降至 0。在住房金融二级市场，政府要求房利美和房地美加大对中低收入家庭的贷款购买比例。1992 年《联邦住房企业金融安全和稳健法》出台，授权 HUD 对两房制定具体的可支付借贷目标，包括购买中低收入家庭住房抵押贷款的最低比例、以及购买位于服务不足地区的贷款的最低比例。HUD 自 1993 年首次制定可支付借贷目标以后，多次上调目标水平，2001-2006 年，两房购买的抵押贷款中，中低收入家庭贷款占比不得低于 50%，收入水平较低或少数族裔聚居的服务不足区域的贷款占比不得低于 30%，刺激银行、按揭公司大量发放次贷。

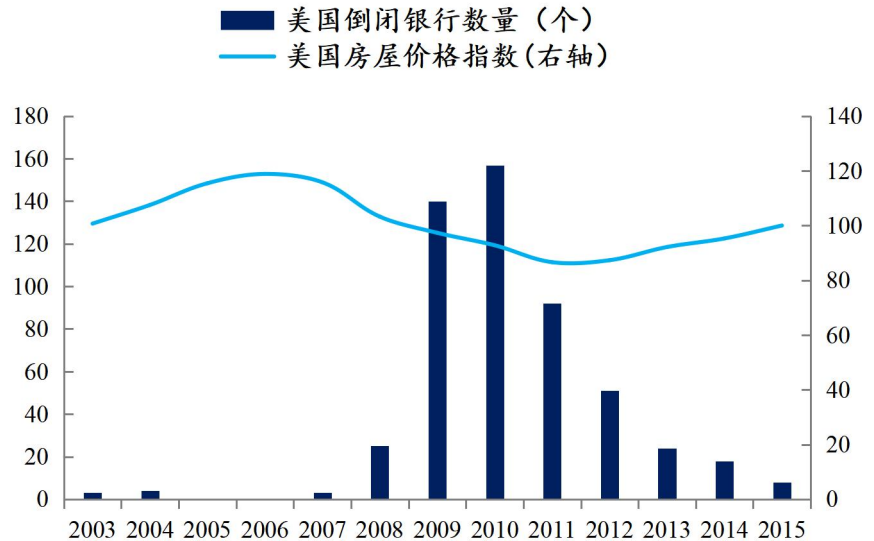
弱监管的同时，金融自由化浪潮兴起，导致资本市场流动性过度流入房地产。1994 年《州际银行和分支机构效率法》颁布，取消了在各州开设银行分行的许多限制，并允许银行机构在全国统一的标准下收购任何其他州的银行，使银行走向全国化经营。1999 年《金融服务现代化法》颁布，允许商业银行、投资银行、证券公司、保险公司进行整合，并且没有授权任何金融监管机构对投资银行控股公司进行监管。在一系列金融自由化政策的支持下，美国金融机构的形态、业务、产品显著复杂多样化。在房价只涨不跌的一致预期下，金融体系疯狂投资抵押贷款相关证券及其衍生品，2006 年抵押贷款相关证券的规模达 8.4 万亿美元、占抵押贷款余额的比重达到 80%，CDO/CDS/CDOs 不断被创新，2007 年 CDO 的发行规模约 5000 亿美元，导致资本市场流动性过度流入住房市场。

由于次贷家庭的首付比例、收入水平、信用等级均较低，居民偿债的现金流压力和违约风险不断累积。次贷规模的增长，让金融风险集聚。2004-2006 年连续三年，新发放贷款中次级贷款约 6000 亿美元，比重超 20%，明显高于 2002 年以前不足 2000 亿美元、10% 左右的水平。次级贷款经过资产证券化，风险传导至资本市场，2006 年抵押贷款相关证券存量达到 8.4 万亿美元，非机构住房类 MBS（即 RMBS）发行和存量分别达 1.3 万亿和 2.6 万亿美元，其中非优级或次级贷款的比重分别高达 73% 和 66%。

美联储加息刺破泡沫，房地产风险传导至金融市场，最终升级为严重经济危机。2004-2006 年美联储连续加息 17 次，将联邦基金利率目标提高 425 个基点至 5.25%，直接导致以浮动利率为主的次贷家庭月供大增、偿付困难，加上住房市场逐渐冷却不支持净值贷款，次贷家庭大面积违约甚至止赎、或是抛售住房以偿还贷款，造成房价大幅下跌，房地产牛市终结。

房地产危机导致抵押贷款相关证券大幅贬值，触发全球金融和经济危机。居民违约率上升，导致资本市场上抵押贷款相关证券及场外衍生品的净值显著缩水，大批参与投资的金融机构，特别是系统重要性金融机构面临严重亏损，甚至有破产风险。避险情绪急剧升温，美国流动性市场枯竭、金融市场暴跌，波及包括银行在内几乎所有的金融机构，更进一步冲击房地产市场。危机传导到全球金融市场和金融机构，全球实体经济的正常融资需求也受到严重冲击，最终升级为全球经济危机。

图 25：2008 年后美国掀起新一轮银行倒闭潮

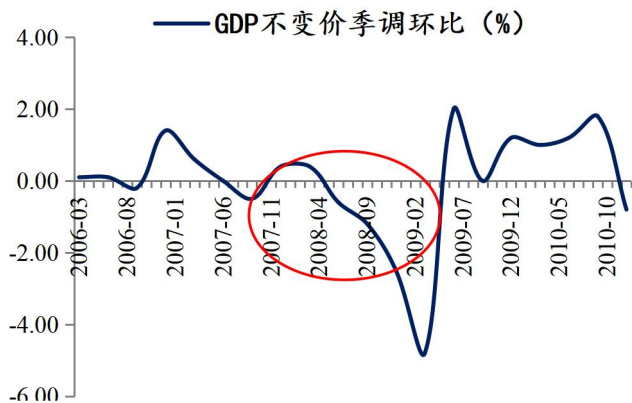


资料来源：FDIC, Wind, 国海证券研究所

受金融危机影响，日本内需持续低迷，房地产市场遭受打击。从 2008 年第二季度起，日本实际 GDP 连续四个季度环比呈负增长态势，第二季度下降 0.6%，第三季度下降 1.2%，第四季度下降 2.5%。日本股票市场大跌，2008 年 10 月 27 日，日经平均股价跌至 7162.9 日元，创 1982 年来新低，日经 2008 年末 8859.56 日元，较上年下跌 42%，跌幅超 1990 年-39%的记录。2008 年日本破产企业高达 12681 家，为五年来最高数量。

2009 年日本新建公寓平均价格为 3,802 万日元，较上年下跌 2.54%。本轮下跌核心区价格坚挺，首都圈和近畿圈平均价格未出现明显下滑，但成交有较大跌幅，2009 年首都圈新建公寓签约数同比下降 7%，近畿圈新建公寓签约数同比下降 12%。

图 26：2008 年二季度起日本 GDP 连续四季度环比下降



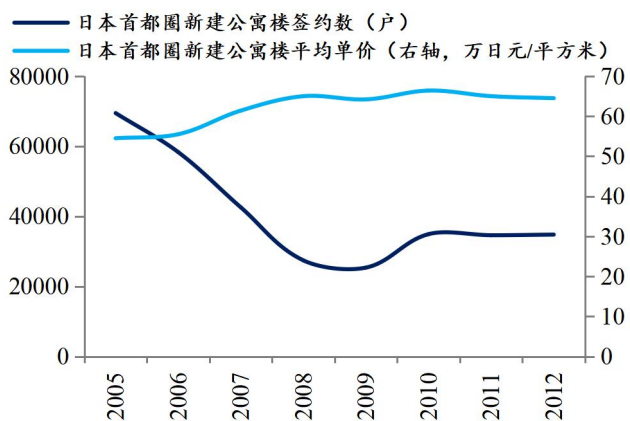
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 27：2008 年日经指数较上年下跌 42%



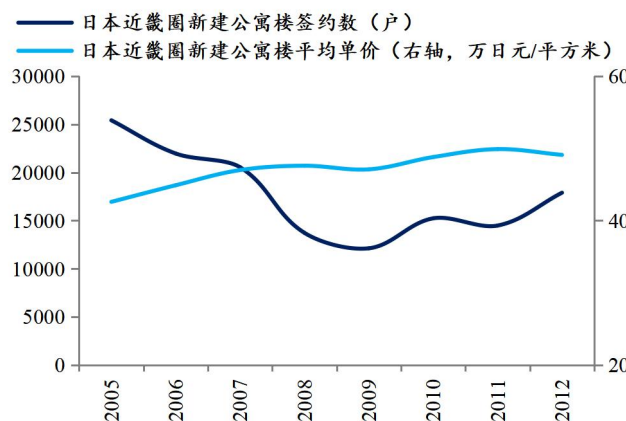
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 28：2008 年首都圈成交量大幅下滑



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 29：2008 年近畿圈成交量大幅下滑



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.1.2、东日本大地震再次中断房地产市场的恢复进程

在东日本大地震发生之前，日本经济正处于从停滞到再次恢复的阶段，经济虽然脆弱但呈上升趋势。从 2009 年春季开始，日本以亚洲为中心的海外经济的稳定增长，以环保车购买补贴政策 and 家电环保积分制度等经济刺激措施为背景，日本经济呈持续恢复趋势。从 2010 年秋季开始，海外 IT 相关产品需求的减少，使日本出口呈现疲软态势。房价方面，2010 年日本全国新建公寓平均价格同比上涨 5.8%，已经超过 2008 年水平。到 2011 年，日本经济再次进入恢复阶段，在这种情况下发生了东日本大地震。

2011 年 3 月日本东部发生 9 级大地震，是日本国内观测史上最大规模的地震，根据美国地质调查所的统计，这也是 1900 年以后世界上第四大地震。地震导致多达 18 个县受灾（级别同中国的省），沿太平洋东北区域的岩手、宫城与福岛三县遭受严重破坏，辖区 80% 的面积遭到毁损。地震引发的海啸，殃及了青森、

岩手、宫城、福岛、茨城、千叶 6 县 62 个市町村，导致 561k m² 的区域遭受水灾。并导致福岛第一核电站核泄漏，加剧了日本东北区域南部的修复难度。

地震造成 1.5 万人死亡，7500 人失踪，5400 人受伤。近 12.5 万人过着避难生活。据官方统计，39.5 万多座住宅严重或完全被破坏，70 万多处地产受到部分毁损，5.5 万余处非住宅建筑（政府设施、公园等公共建筑）与商业设施（包括医院、学校和敬老院）被海啸、地震与余震损毁。此外，公路、铁路、电缆和一些基础设施也损毁严重。受核泄漏影响的福岛县核电站周边城镇与村子的人们被迫迁离居所。

东日本大震灾与过去的大规模灾害相比，不仅受灾范围广、规模大，还因为电力供应限制等次生影响，对日本经济产生了巨大影响。由于地震导致生产活动减少和消费者心态恶化等原因，个人消费和民间企业设备投资减少，即使在 1-2 月经济有所恢复的情况下，2011 年 1-3 月 GDP 同比变为负值。

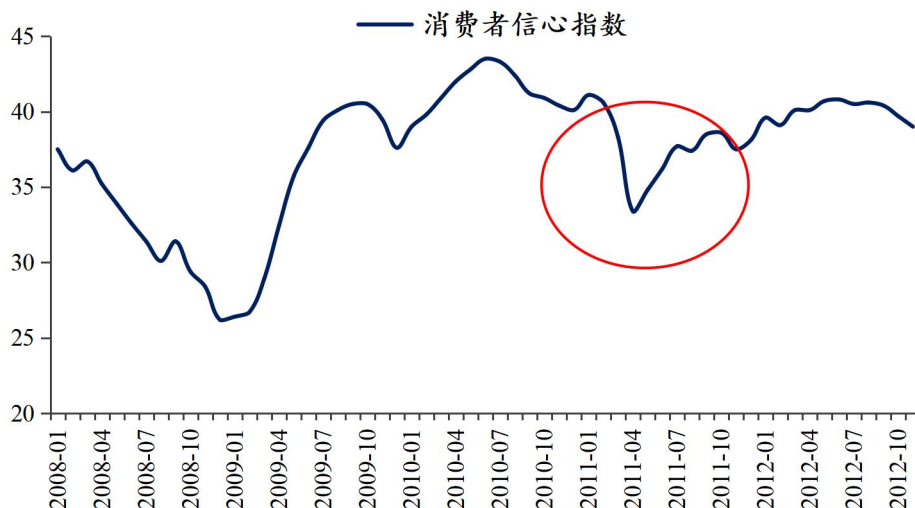
日本房价再次迅速下跌，主要因为潜在购房者破产或收入受到影响，以及因海啸和土地液化的现象，海河岸边的房子、地质较差的房子价格暴跌。2011 年-2012 年新建公寓平均价格从 3,896 万日元跌至 3,824 万日元，跌幅 1.8%。

图 30：因电力供应限制等原因对工业生产产生较大影响



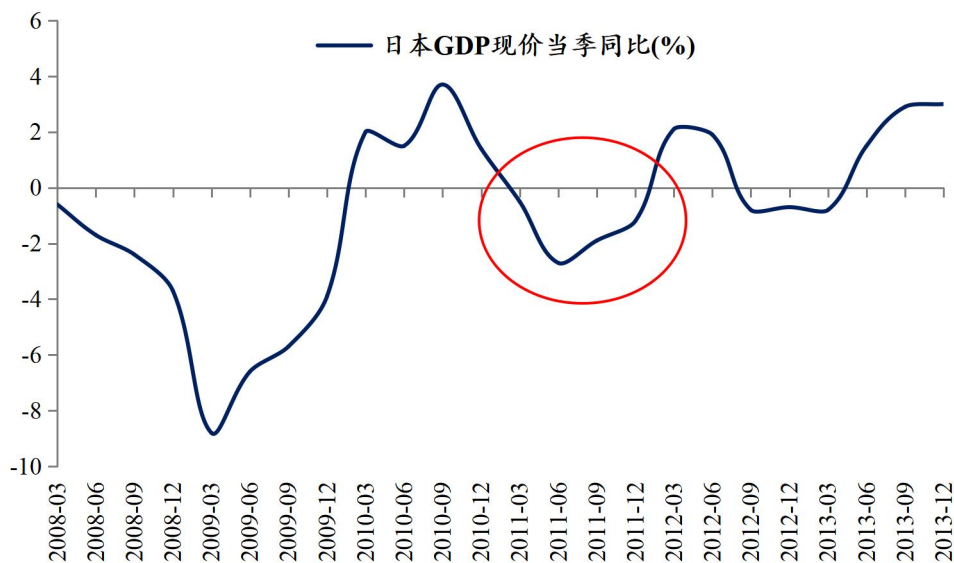
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 31：地震导致日本消费者心态恶化



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 32：东日本大地震后 GDP 同比再次转负



资料来源：Wind，国海证券研究所

3.2、第三轮下跌结束

第三轮下跌结束的周期拐点是 2013 年安倍政府政策刺激。

鉴于前期应对市场下行的经验，2009 年政府出面组建不动产安定化基金，总额约 3000-5000 亿日元，专门应对次贷危机等房地产市场冲击，按市场价估值购买房企 REITS 或经营性资产，第一时间为市场提供流动性。

2013 年至今，受益于“安倍经济学”，日本房价缓慢复苏。2012 年底，日本首

相安倍晋三上台后实施了一系列刺激经济的政策，主要包括大规模量化宽松、扩大国家财政支出及长期性成长战略以及吸引民间投资。日本央行设定 2% 的物价稳定目标，自 2014 年起不设期限每月购入一定额度金融资产。日本中央政府支出 20.2 万亿日元总规模资金刺激经济，增发 5.2 万亿日元建设国债。过度宽松的货币政策导致日元快速贬值，汇率的降低提高了日本企业的国际竞争力，有效刺激了出口贸易。

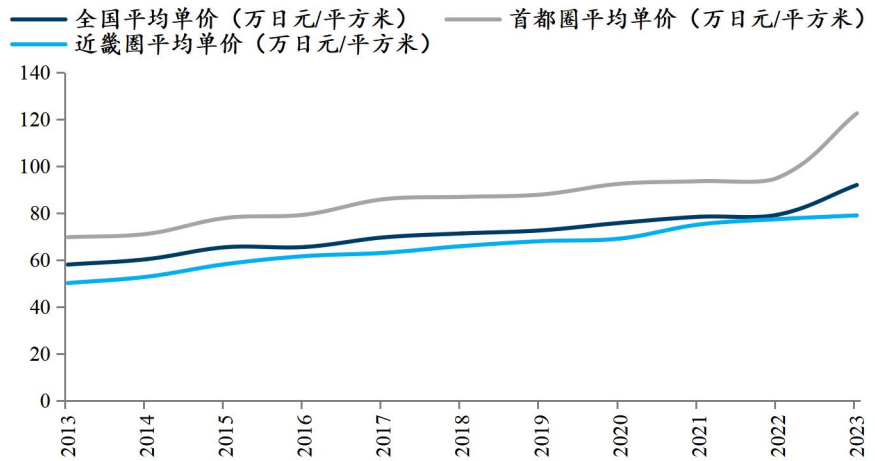
表 4：安倍经济学

措施	分类	具体操作
激进的货币政策	量化	将此前的金融市场调控中介目标从无担保隔夜拆借利率调整为基础货币，同时设置货币扩张的方式与目标
	质化	延长央行资产购买期限、丰富项目种类——每年央行将购买 50 万亿日元额度长期国债，并把持有期限从平均不足三年延长为七年。 每年购入 1 万亿日元的 ETF 和 300 亿日元规模的 J-REIT。
灵活的财政政策	短期内扩大财政支出	2013 年初日本推出紧急经济对策，结合地方政府和民间投资总额 20.2 万亿日元。 后续实施 5 万亿日元的补充预算刺激政策。
	中期实现财政健全化	压缩开支和提高消费税等 2015 年基本实现财政赤字占 GDP 比例相对 2010 年减半 2020 实现财政盈余
结构性改革	产业再生计划	产业结构调整；就业和人才战略；加强科技穿行；科技和 IT 战略；地区竞争力战略
	战略市场创建计划	医疗健康市场；清洁可再生能源市场；农林水产市场；观光旅游市场
	国际竞争力计划	战略性伙伴关系（TPP、RCEP） 开拓海外市场 国内的国际化

资料来源：日本内阁府，人民网，中国建设银行，共产党员网，国海证券研究所

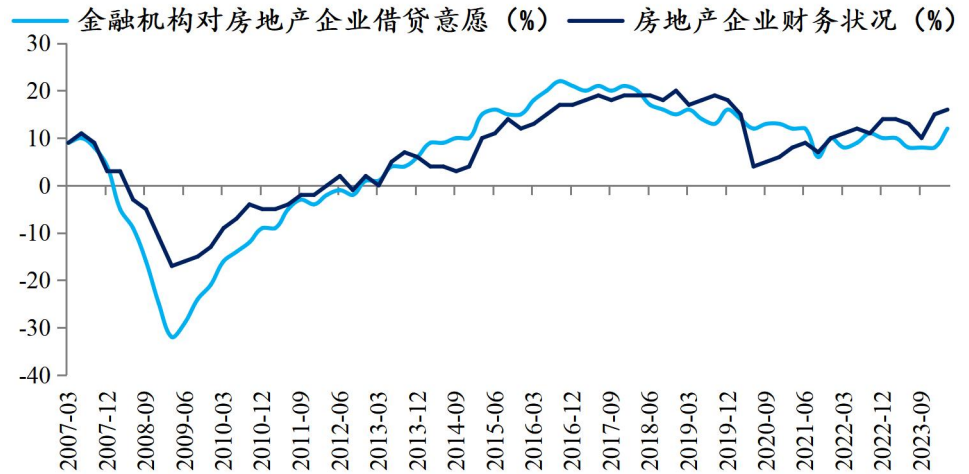
在一系列宽松政策的刺激下，日本经济于 2013 年总体稳步回升，实际 GDP 增长率提高至 2%，失业率逐年下降。住宅投资形式转好，日本建设投资估值于 2010 年触底 419,282 亿日元后逐年稳步上升。金融机构对房地产企业借贷意愿恢复，房地产企业财务状况向好。房地产建设升温，全年新建住宅开工数较同期上涨 11.3%。房价随之缓慢上涨，2013 年开始保持稳步上涨的趋势，2015 年全国新建公寓平均价格为 4,618 万日元，超越了泡沫经济时期的历史高峰。

图 33: 安倍三支箭后日本各区域住宅平均价格



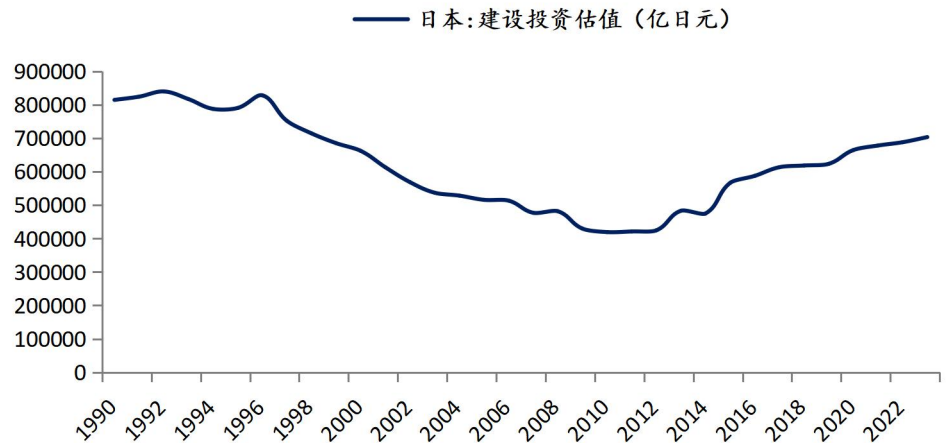
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 34: 2010 年开始, 日本金融机构对房地产企业借贷意愿恢复, 房地产企业财务状况向好



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 35: 日本建设投资估值

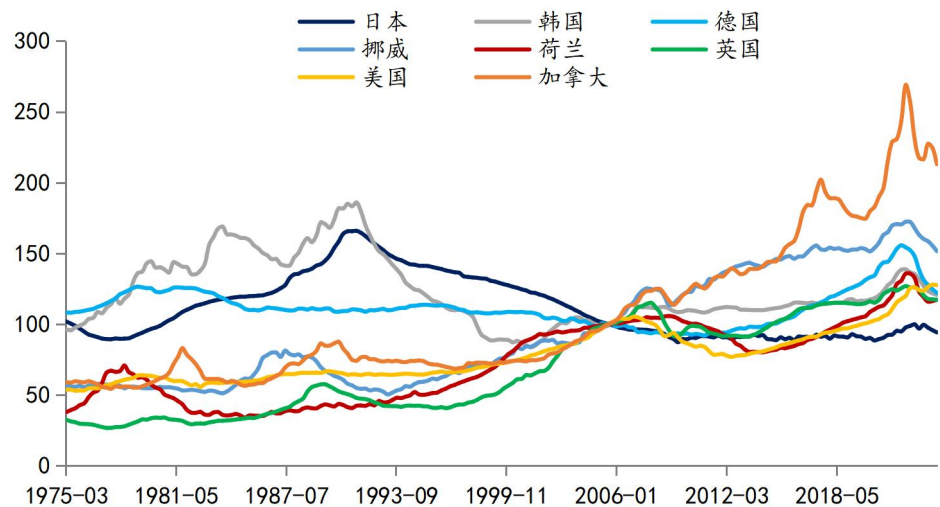


资料来源: iFind, 国海证券研究所

4、日本房地产周期的启示

1、房价几十年漫长下跌属于小概率事件。与日本长周期的房价下跌，叠加小周期的波动不同，其他主要发达国家的房价多呈现波动上涨的态势。每当日本经济逐渐稳定，房地产逐渐回温企稳时，突发的外部冲击继续打击脆弱的房地产市场。日本房地产泡沫破裂是导致房价下跌的导火索，但1998年亚洲金融危机、日本的频繁地震、互联网泡沫破裂、2008年次贷危机等种种外部冲击，是影响日本房价的重要因素。

图 36：主要发达国家的房屋价格指数

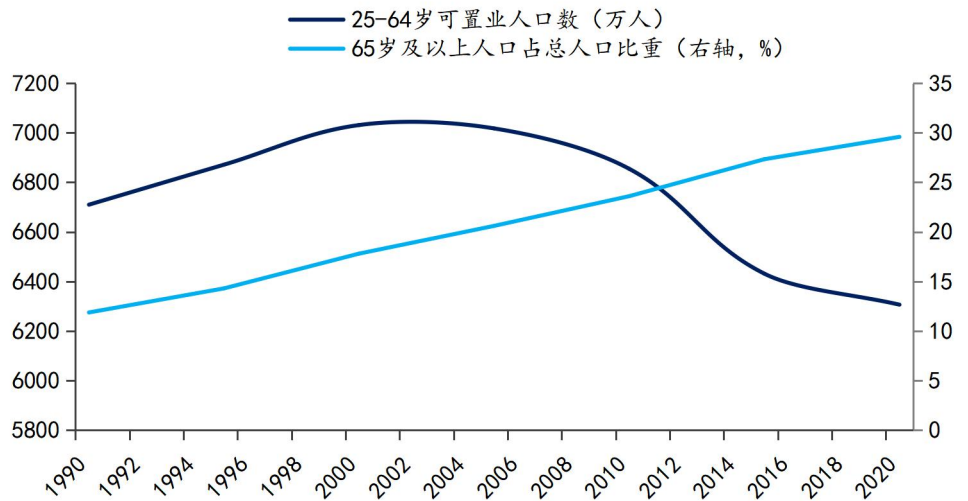


资料来源：Wind，国海证券研究所

注：房屋实际价格指数 2015 年=100

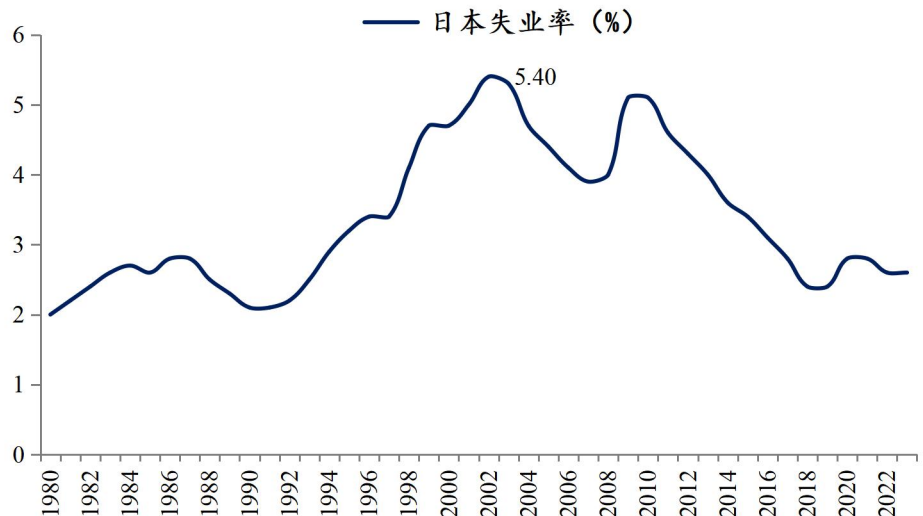
2、房价回落 48-60 个月后，一般都会出现企稳修复趋势。1996-1997 年、2003-2007 年、2013 至今是日本房价的上行周期。在房价国别研究中，日本经常被作为最悲观的案例，因为房价泡沫破裂叠加了适龄人口拐点、城镇化放缓、经济增速下台阶、金融系统风险暴露、年轻人躺平等一系列复杂的经济社会问题。日本房地产泡沫破裂时的基本面危机四伏，1990 年日本老龄化率已经达到 12.4%，并在接下来逐年上升，至第三轮调整周期拐点 2013 年已经高达 25.58%。1990 年危机前日本失业率基本维持在 2% 左右，随着经济危机爆发，于 2002 年达到最高点 5.4%。日本作为非移民国家，人口自 2010 年达到最高峰后始终保持负增长。国家重点培育的出口产业在金融危机中遭受重大打击。日本尚且在每一轮自然跌落周期中，跌 4-5 年会出现企稳恢复。预计经济基本面较强的国家，自然跌落的时间会更短，回弹动力会更足。

图 37：日本可置业人口数减少



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 38：日本失业率 2002 年达到 5.40%



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、政策对房价稳定很重要。针对日本 3 轮房价止跌，都得益于货币、财政宽松政策的见效，同时房地产端的政策不断探索进步，随着经济企稳，房价跟随企稳。第一轮，日本货币政策和财政政策同时发力，数次下调贴现率，推出规模超 10 万亿的财政支持。房地产需求侧政策上，放松房企贷款融资限制，交易层面给予税费优惠。第二轮，日本内阁修改国家房地产政策目标为“资产有效利用和盘活”，组建高层协调机构，在供给侧、需求侧等多维度开始政策调整探索。在量化宽松环境和 J-Reit 发展的背景下，日本全国房价迎来复苏。第三轮，专门为应对次贷危机的冲击，政府出面组建不动产安定化基金，购买房企经营性资产，第一时间提供流动性。实施包括大规模量化宽松、扩大国家财政支出及长期性成长战略以及吸引民间投资等一系列刺激经济的政策。房价自 2013 年开始保持稳步上

涨的趋势，2015年超越了泡沫经济时期的历史高峰。

5、风险提示

- 1) 房地产市场超预期下行风险。当前市场持续性有待观察。
- 2) 对政策解读偏差。房地产周期不同，导致政策解读判断时存在局限性。
- 3) 数据可得性局限。数据可得性受限，部分数据口径不是完全一致，斟酌对比使用。
- 4) 历史经验的适用性受限，导致政策及数据推断存在偏差。房地产市场的运行具有一定的历史规律，但过度追求历史经验的适用性可能忽视当下市场的特殊情况和制度环境的变化，导致政策推断存在偏差。投资者应注重对市场现状的独立分析，辅以历史经验和市场研究成果，以更准确地预测未来的房地产市场走势和政策影响。
- 5) 不同国家基本面存在差异，并不具有完全可比性，国际经验仅供参考。

【政策研究小组介绍】

夏磊，国海证券首席经济学家
易炜林，国海政策&地产分析师
庞欣，国海政策&地产分析师

【分析师承诺】

夏磊，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R2，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。