

日本房地产市场发展特点、历程与启示



联系人

作者：
中诚信国际研究院

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn

王肖梦 xmwang01@ccxi.com.cn

张莹 kzhang02@ccxi.com.cn



相关报告

【房地产行业专题】跨周期宏观调控下的
系统性风险防范研究，2021.10【房地产行业专题】后疫情时期中国房地
产行业的深度调整与转型发展，2022.10【房地产行业专题】政治局会议后如何看
待房地产行业走势？2023.7【房地产行业专题】房地产新发展模式设
想，2023.8【房地产行业专题】标本兼治化解风险，
加快构建“人房地钱”联动的房地产发展新模
式，2024.3【房地产行业专题】美国房地产业发展模
式、经验与启示，2024.6

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；

gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

本期要点

■ 日本房地产市场发展特点

- 住房短缺时期三大支柱政策保障住房供给，1968年日本房屋总数超过家庭总数。随着日本人口老龄化和少子化日益严重，房屋供过于求，2018年日本房屋空置率增加至13.6%。
- 以新房销售为主，二手房因质量较差、使用寿命短等特征交易并不活跃，流通率不足15%。日本租赁市场发达，租房率在40%，近六成租户年龄在40岁以下。
- 日本首付比例较高、房价收入比高于美国、英国、法国，尤其是首都圈房价收入比持续上涨，略高于3-6倍的合理区间，年轻人群置业压力较大。
- 日本房地产税制发展较早，已形成较为完整成熟的征收体系，覆盖不动产取得、保有和转让全过程，整体呈现保有环节税负较轻、短期投机交易税负重的特点。
- 行业参与者众多，呈现“寡头竞争”的特征，TOP20房企集中度在50%以上。

■ 日本房地产市场发展历程

- 1956-1990年：二战后第一波“婴儿潮”于1965年左右进入置业高峰，叠加工业发展推动人口向城市聚集，房地产价格快速上涨，1975年城镇化速度放缓，但货币持续宽松、企业过度加杠杆导致房价上涨脱离基本面。
- 1991-2008年：政策调控趋严主动刺破泡沫，资产价格暴跌导致企业和居民资产负债表失衡，更深层次的原因在于日本人口结构发生变化，人口增速放缓、老龄化占比增加、城镇化进入瓶颈期，政府应对失误，房地产量价齐跌。
- 2009年至今：安倍经济学刺激日本经济回暖，居民购买力提升，低利率环境下居民借贷成本明显降低，刺激住房需求释放，同时房地产投资价值显现，吸引国内外投资者参与，推动房价温和复苏。

■ 日本房地产市场发展对我国的启示

- 宏观经济回升向好、居民收入稳步修复是房地产需求端调控政策发挥作用的前提条件，建议加大财政政策和货币政策对现阶段经济复苏和微观基础改善的支持力度，并通过经济增速持续回升提振市场信心和预期。
- 房地产调控政策宜结合行业基本面情况稳妥推进，既要避免发生房价上涨脱离基本面的泡沫化趋势，加强金融监管，防止资金过度流入房地产行业，也要避免过度收紧刺破泡沫出现“硬着陆”，引发系统性金融风险。
- 房地产市场呈现“总量放缓分化加剧”的新阶段特征，以“人房地钱”要素联动机制为重要抓手，建立“以人定房，以房定地、以房定钱”的新模式，制定差异化政策适应人口流动变化，形成“以需定建”、供需匹配的住房供给体系。
- 在稳定房地产市场的同时允许一些陷入困境、资不抵债的房地产企业破产或重组，避免房地产债务风险持续蔓延并加深，更有利于行业整体健康发展。

2021 年以来，伴随政策调控不断加码叠加外部冲击与前期风险释放，市场预期转弱，房地产行业加速进入深度调整期。尽管近期房地产调控政策逐步放松，并转向去库存，但行业整体仍处于筑底阶段。当前我国房地产市场面临的环境与日本上世纪 90 年代泡沫时期既有相似性，也存在结构性的区别。站在经济结构调整与行业发展长周期上看，我国房地产行业已迎来转型发展的重要节点，行业调整可能会持续，如何避免陷入日本式衰退值得我们思考和研究。以史为鉴，可知兴替，本文通过梳理日本房地产市场特点及发展历程，探究其泡沫化时代的经验与教训，力图为促进我国房地产业平稳发展提供经验参考。

一、日本房地产市场发展特点

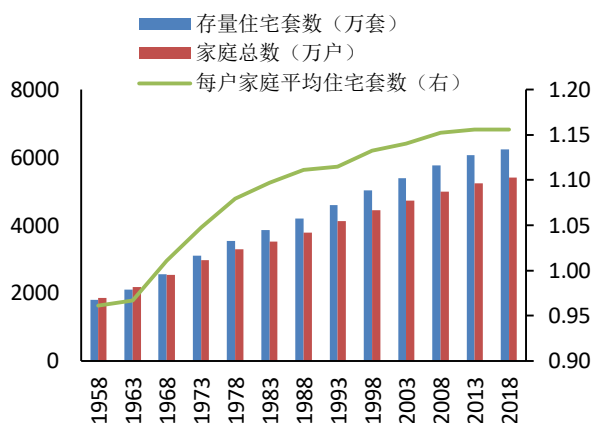
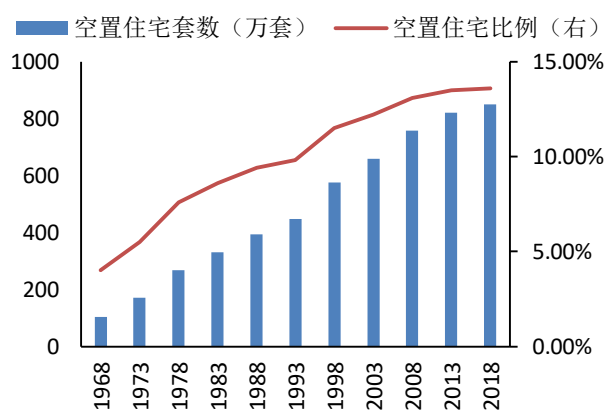
随着日本经济进入不同的周期发展阶段，房地产市场也相应出现调整，但即使是在“失去的 20 年”里，房地产行业依然是日本经济的重要组成部分，行业增加值占 GDP 的比例维持在 12% 左右。1868 年前，日本土地为封建领主所有，1868 年明治政府成立之后建立了土地私有制度，允许自由买卖土地，目前日本私人所有土地占比超过 40%。二战之后，日本通过出台三大支柱政策解决了住宅供给不足的问题。1980 年开始，日本人口老龄化和少子化日益严重，房屋呈现供过于求局面，高风险房企陆续出清，行业整体呈现“寡头竞争”的特征。

（一）住房短缺时代通过建立多元化住房供给体系保障供给

二战后，日本人口数量快速增加，但战争摧毁了大量住房，日本政府建立了三大支柱政策以保障住房供给，1945 年至 1975 年，使用政府资金建造的公共住房占比在 36% 左右¹。具体来看，第一，1950 年颁布《住宅金融公库法》，由政府全额出资成立专门的住宅政策性金融机构——**住宅金融公库**，为企业及个人建设和购买住房提供长期低息资金，主要资金来源于中央财政拨款，2006 年末利用公库贷款融资的住宅数量为 1941 万户，约占同时期日本建造住房总数的三成。第二，1951 年颁布《公营住宅法》，由地方政府和公共团体通过**新建、收购、租赁**等方式获取住宅低价出租给**低收入群体**，类似廉租房制度，1951-1971 年公营住宅供给规模持续扩大，1971 年超过 9 万套，随后逐年减少，前期以新建为主，后期以修缮存量、购买、租赁方式获得房屋的占比明显增加，2021 年为 96% 左右。截至 2021 年末，公营住宅在管租赁住房共 213 万套，约占租赁住房（不含空置房屋）的 11%，其中 72% 的房屋建筑年限超过 30 年。

¹ 戴二彪，李燕：日本城市的公共住房政策：成就、改革及其对中国的启示。

第三，1955 年出台《住宅公团法》成立特殊法人“日本住宅公团”，通过出售或租赁的方式解决城市区域中等收入群体住房问题，2004 年更名为“都市再生机构”（UR）。1955-2004 年，住宅公团累计建设住宅约 153 万套，占同期存量住宅的比例在 2.8% 左右，2004 年之后逐步退出新房建设，2022 年在管租赁住宅 72.30 万套。1968 年，日本房屋总数超过家庭总数，空屋率为 4%，住房短缺问题全面解决。随着日本人口老龄化和少子化日益严重，房屋供过于求，2018 年日本房屋空置率增加至 13.6%，其中超过一半的房屋属于待出租状态，人口较少的城市空置率更高。

图 1：日本住宅存量情况

图 2：日本住宅空置率情况


数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

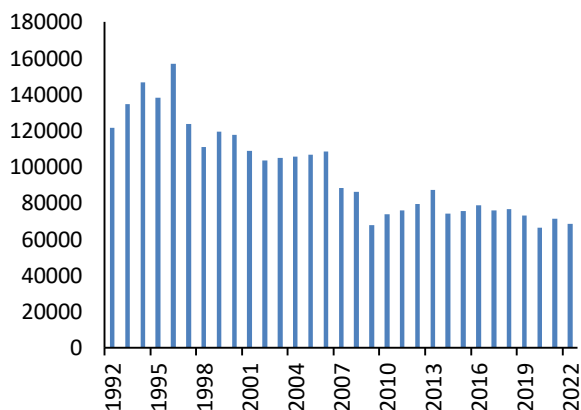
（二）商品房以新房销售为主，住房租赁市场发达

日本房屋销售以新房为主，二手房因质量较差、使用寿命短等特征交易并不活跃，流通率不足 15%。从新房开工情况来看，1990 年日本新开工房屋数量高达 170.7 万套，在 1997 年之后明显回落，2009 年受全球金融危机影响降至历史低点 79 万套、0.68 亿平方米，随后逐年小幅回暖，开工数量维持在 90-100 万套，建筑面积维持在 0.7-0.8 亿平方米左右。从存量房情况来看，2018 年存量的非空置住宅中，接近六成是 2000 年之前建成，房屋建筑年限较长。从住宅类型来看，一户建住宅数量占比为 56.18%，大多数属于木造结构，抗震性和耐久性不如公寓，建筑物折损率较高，使用寿命通常在 22 年左右，因此居民更偏好于购买新房。

日本发达的租赁市场为居民提供了除购房外的更多选择。日本具有相对完备的租赁法律体系、租户权益保护机制，由机构规模化管理运营且租售同权，家庭租房率在 40% 左右，近六成租户年龄在 40 岁以下。租赁市场供给主体多样化，2018 年向民营

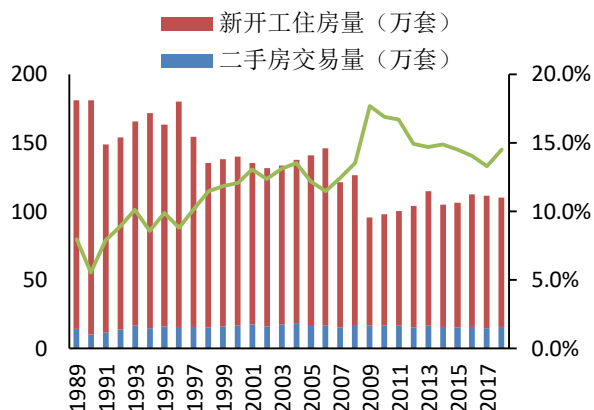
机构租房的数量占比最高、为 80.06%，公营机构（前文提及的公营住宅）由政府主导、具有保障房性质，占比为 10.11%；雇主为雇员提供的给予住宅占比为 5.90%；都市再生机构（UR）租赁住宅占比为 3.93%。

图 3：日本新屋住宅建筑面积（单位：千平方米）



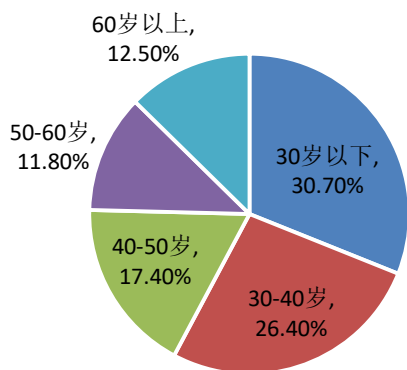
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 4：日本二手房交易情况



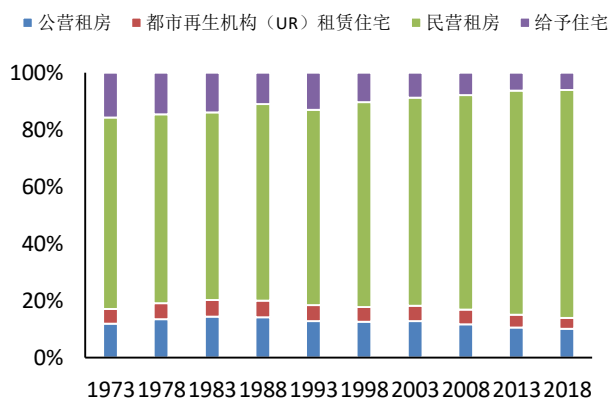
数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

图 5：日本租房人群年龄分布



数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

图 6：日本租赁住宅供给主体



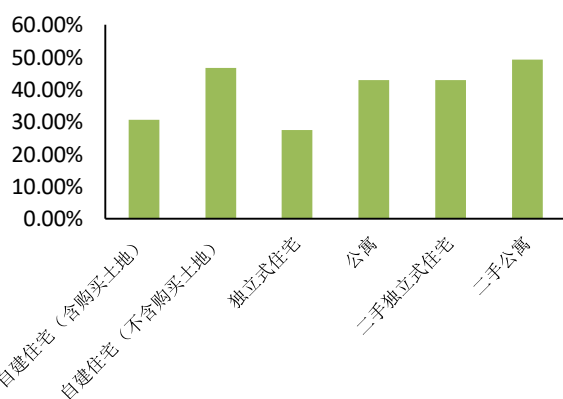
数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

（三）居民购房自有资金比例较高，置业压力较大

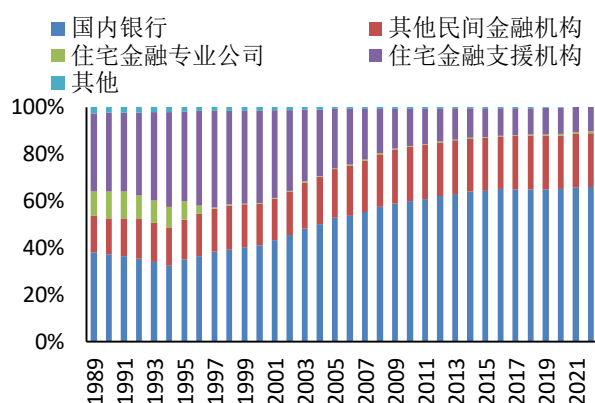
日本购房款中自有资金占比超过两成，且不同类型房屋自付款比例也存在差异，在自有土地上新建住宅、购买公寓、购买二手独立住宅和公寓自有资金比例超过 40%，私人购入土地并建设住房、购买独立式住宅自有资金比例约为 27-30%，剩余资金主要通过住房按揭贷款获得。日本住房金融体系包括政策性金融机构和民间金融机构，其

政策性金融机构指 2007 年由住宅金融公库改组而来的住房金融支援机构，业务包括直接发放抵押贷款、抵押贷款证券化和为金融机构提供抵押贷款保险服务，2000 年之后逐步退出住房贷款市场，2022 年存量规模占比从 1989 年的 31% 降至 10% 左右。民间金融机构主要包括国内银行、住宅金融专业公司、农协、信用金库、信用组合、劳动金库、人寿和损害保险等，其中住宅金融专业公司受房地产危机影响在 1996 年陆续破产，彻底退出了住房贷款市场。目前，住房贷款以国内银行投放为主，且占比逐年提升，2022 年达到 65.7%。

日本较高的首付比例和偏高的房价收入比加大了年轻人置业压力。2022 年日本房价收入比为 6.67 倍，高于美国（5.88 倍）、英国（5.64 倍）、法国（6.14 倍），尤其是首都圈房价收入比持续上涨，2022 年为 7.6 倍，略高于 3-6 倍的合理区间，年轻人群置业压力较大。从住宅自有率看，日本住宅自有率套数占比维持在 60% 以上。随着年龄的增长，住宅自有率逐渐增加，其中 60 岁以上的比例基本在 80% 左右，其余年龄层的自有率在 1983 年之后逐年下降，40-59 岁在 60%-70% 区间，30-39 岁从 1983 年的 53.30% 降低至 2018 年的 35.91%，30 岁以下则不足 10%。

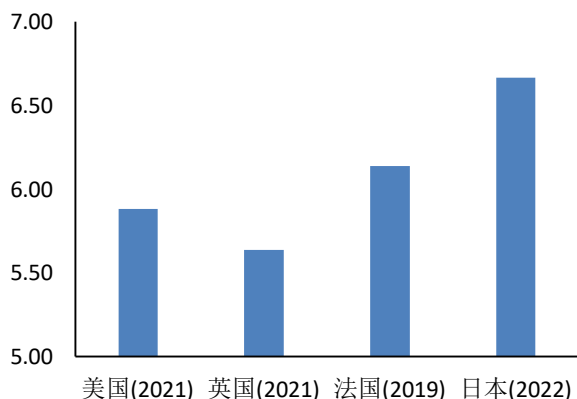
图 7：日本不同类型住宅自付资金比例（2022 年）


数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

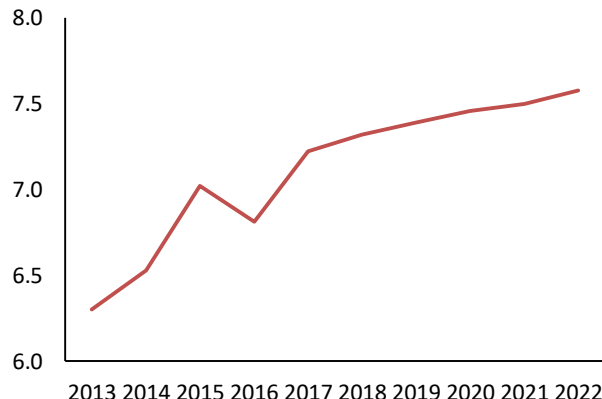
图 8：日本存量住房贷款发放机构


数据来源：日本住宅金融支援机构，中诚信国际研究院整理

图 9：部分国家房价收入比对比
图 10：日本首都圈房价收入比

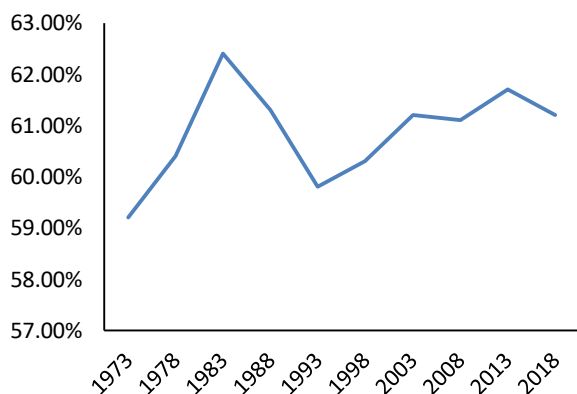


数据来源：日本总务省统计局，中诚信国际研究院整理



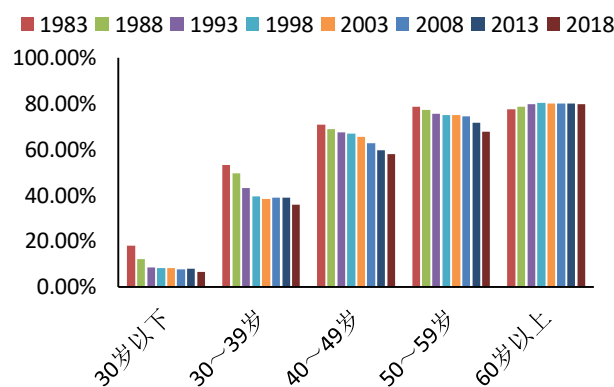
数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

图 11：日本住宅自持率



数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

图 12：日本不同年龄阶段住宅自持率



数据来源：日本总务省统计局，中诚信国际研究院整理

（四）房地产税种丰富，鼓励居民长期持有

日本房地产税制发展较早，已形成较为完整成熟的征收体系，主要分为取得类、保有类和转让类三种，覆盖不动产取得、保有和转让全过程，整体呈现保有环节税负较轻、短期投机交易税负重的特点，主要是为了鼓励居民长期持有，强化住房居住属性。日本房地产税属于地方税，中央政府负责制定房地产税基本法，规定税法大纲和原则，对地方征税权不直接干预；地方政府拥有自主征管权限，决定税目、课税对象、课税依据与税率等，并自行制定实施条例，都道府县和市町村地方政府作为征收主体。日本房地产税是基层政府财政收入的重要来源，以不动产保有类税为主，主要包括固定资产税和都市计划税，计税价值评估主要由不动产鉴定协会和土地鉴定委员会共同

负责，每三年一次，其后两年中如无重大改变，一般不重新估价。2020年，固定资产税（土地与房屋部分）和都市计划税占市町村政府税收收入的39%，占地方政府总税收的22%。

表 1：日本主要房地产税种

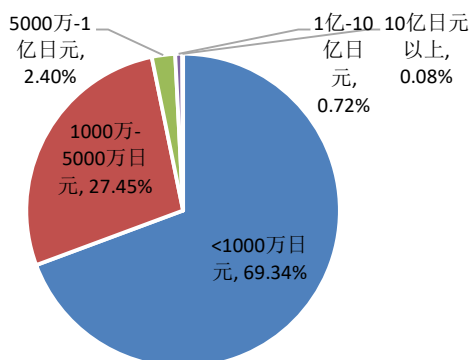
分类	税种	征收级别	房地产相关税率
不动产取得类税	不动产取得税	都道府县税	土地和住宅为3%，其他非住宅房屋为4%
	登记许可税	国税	0.4%-2%
	继承税与赠与税	国税	10%-55%累进税率
不动产保有类税	固定资产税	市町村税	1.4%
	都市计划税	市町村税	0.3%
不动产转让类税	所得税	国税	持有不满5年30%，持有超过5年15%
	居民税	都道府县税和市町村税	持有不满5年9%，持有超过5年5%
	复兴特别所得税	国税	2.1%

数据来源：日本国土交通省，中诚信国际研究院整理

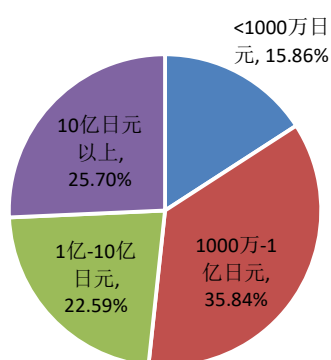
（五）行业参与者众多，市场集中度较高

日本房地产市场参与者众多，整体呈现“寡头竞争”的特征。2022年底注册企业数量为36.86万家，大量的租赁需求催生出较多的小型房地产租赁中介事务所，资本金不足1000万日元的房地产企业数量占比接近七成，但营业收入占比不足16%，资本金在10亿日元以上的企业数量占比不足0.1%，但营业收入占比为25.7%。由于日本实行“主银行”制度使得金融机构与企业存在连带效应，在泡沫破裂初期为了防止企业破产，银行仍然向高风险企业提供信贷支持，不良资产处置滞后，导致企业出清持续时间较长，1994-2004年每年破产房企的数量超过500家。2010年之后，日本房地产行业信用风险基本出清，在所有企业破产案件中，房地产行业破产数量占比维持在3%左右，破产债务规模占比降低至10%，行业商业环境和供需结构明显改善。随着供给侧出清，头部企业集中度大幅提升。根据公寓销售户数，TOP20房企市场集中度逐年增加，2018年上涨至58.50%，近几年有所回落但仍维持在50%以上。

图 13：日本房地产业不同资本金企业数量分布情况
图 14：日本房地产业不同资本金企业营收分布情况

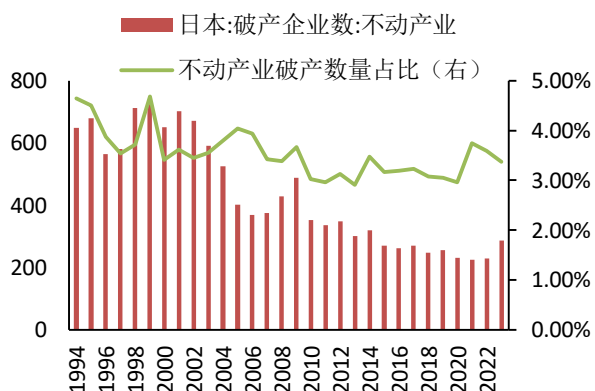


数据来源：日本不动产流通机构，中诚信国际研究院整理



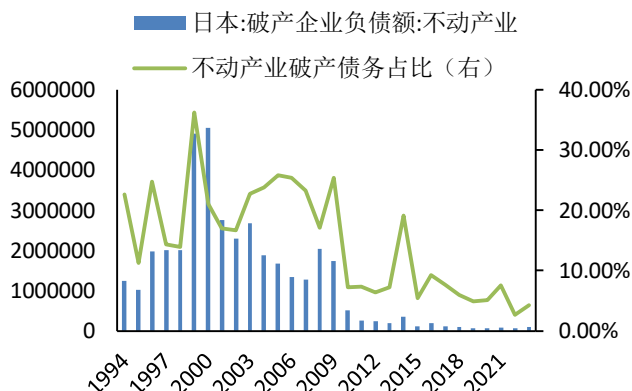
数据来源：日本不动产流通机构，中诚信国际研究院整理

图 15：日本房地产业破产数量情况



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

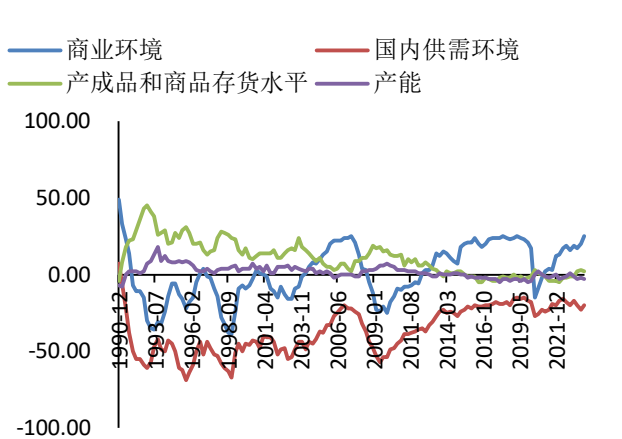
图 16：日本房地产业破产债务情况（百万日元）



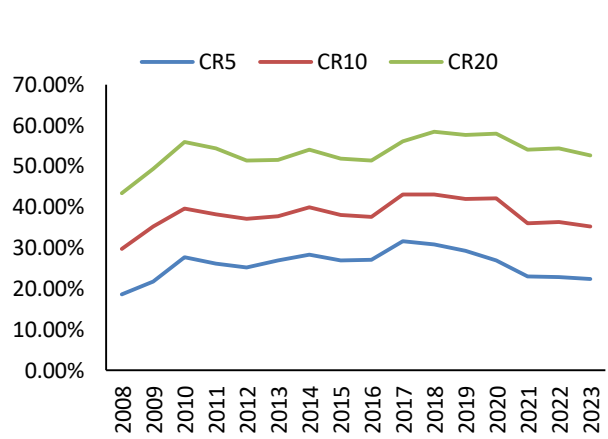
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 17：日本房地产行业短期经济观测调查指数

图 18：日本房地产市场集中度情况



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

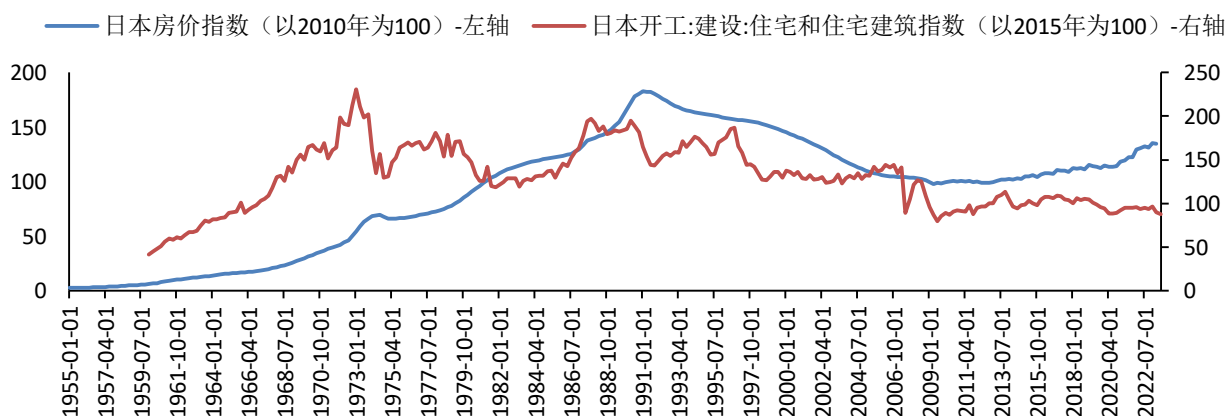


数据来源：日本不动产经济研究所，中诚信国际研究院整理

二、日本房地产市场发展历程

二战后，日本经济高速发展，人口数量快速增加，但战争摧毁了大量住房，供需失衡推动房价快速上涨；1985年《广场协议》签订导致日元升值、出口大幅下降，日本采取宽松的货币政策以刺激经济，与此同时迫于国内外压力开启了金融自由化和国际化改革，大量资金涌向了涨势较好的房地产领域；而此时人口结构发生变化、城镇化步入尾声，房地产市场基本面支撑不足，发生了房价上涨脱离基本面的泡沫化趋势，1990年日本房价达到巅峰。在意识到房地产投机炒作问题之后，日本政府通过紧缩货币政策、信贷政策、土地税收政策主动戳破泡沫，但政策过激使得日本进入“失去的20年”。2013年以来在安倍经济学政策“三支箭”等组合拳的刺激之下，日本经济回暖，推动房地产市场温和复苏。根据房地产价格表现，将日本房地产行业分为1956-1990年的快速上涨期、1991-2008年泡沫破裂期、2009年至今的筑底修复期三个阶段。

图 19：日本房价和开工指数走势



数据来源：Federal Reserve Economic Data，中诚信国际研究院整理

（一）1956-1990 年：前期人口增长和快速城镇化支撑住房需求，后期房地产投机交易盛行催生房价泡沫

二战后日本进入生育高峰，1947-1949 年日本出生率超过 3.3%，这一波“婴儿潮”于 1965 年左右进入置业高峰，叠加工业发展推动人口快速向城市聚集，日本城镇化率从 1950 年的 53.40% 增长至 1975 年的 75.72%，年均增长 0.89 个百分点。与此同时，政府在 1965 年鼓励民间金融机构（日本住宅金融专业公司）参与房地产金融业务，个人住房抵押贷款业务的快速发展降低了居民购房门槛，日本住房需求集中释放，带动供给与房价上涨。1956-1970 年，住宅开工涨幅超过 3 倍，房地产价格上涨超过 15 倍。为了缓解土地价格上涨压力，引导纳税人长期持有土地，打击短期投机行为，日本政府开启了土地税制改革，1969 年推行《关于土地税制应有状态的报告》，将转让土地税率与纳税人持有土地时间挂钩²；1973 年颁布《关于今后土地税制应有态势的报告》³对企业短期持有土地转让收益加重征税以管控其投机行为，并创设特别土地保有税制度，提高土地持有成本，增加土地供应，但房价上涨趋势不改，1971-1973 年涨幅达到 86.16%。

1974 年，受布雷顿森林体系瓦解与中东石油危机影响，日本经济陷入滞胀，当年房价下跌 4.21%，住宅建设指数下跌 18.58%。为缓冲外部冲击，日本政府开始调整产业结构以提升产业竞争力，从重工业、化工等资源密集型产业向钢铁、汽车、电气设备、家电、精密仪器等技术密集型、高附加值型产业转型。经济增速重新回正，不过较重工业时期有所放缓，GDP 年平均实际增速由 1961-1973 年 9.05% 降至 1974-1985 年的 3.71%。此时，日本开始进入少子化时代，1975 年日本总和生育率为 1.91，战后首次跌破 2.0，从此一路下滑，同时城镇化进程放缓，1976-1990 年城镇化率仅提升 1.62 个百分点，但人口向大都市流入的趋势仍在持续，1975-1985 年三大都市圈人口净流入 48 万。日本政府引导住房需求主动释放，1975 年 4 月日本央行开始下调贴现率，1978-1982 年调整土地税制改革，减轻土地转让和持有环节税负，并增加税收减

²对持有时间小于等于 5 年的土地转让收入按 40% 税率从重课税，对持有超过 5 年的土地转让收入减按 10%~20% 的税率征税。

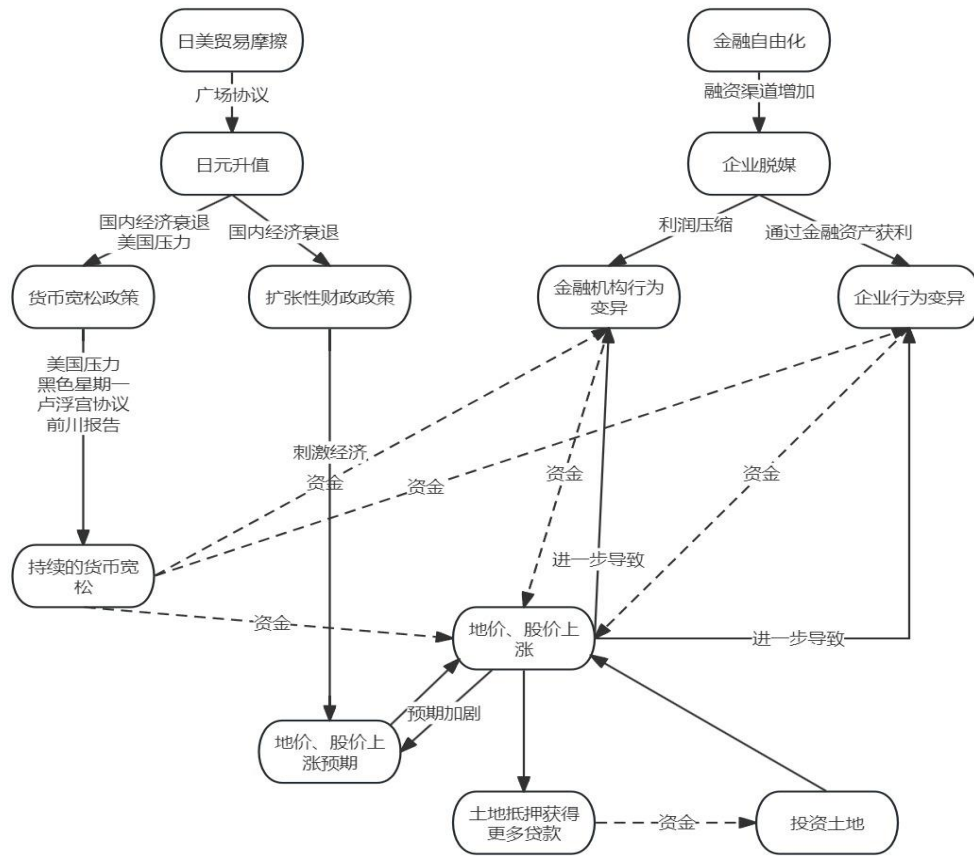
³ 一是对法人短期持有土地转让收益加重征税，规定 1969 年以后购入的土地转让时除征收土地转让所得税外，追加征收 20% 的法人税；二是创设特别土地保有税制度，对 1969 年 1 月后取得、超过一定面积的土地及 1973 年 7 月后取得的土地，分别以取得金额和新购置土地价格为基础征收特别土地保有税。

免政策，恢复居住用资产置换制度⁴，提升居民买房意愿，此时日本居民杠杆率在 40% 左右，仍有进一步加杠杆的空间。在此背景下，房地产价格止跌转涨，1975-1985 年期间涨幅为 88.58%，六大主要城市涨幅高于全国水平；住宅开工建设指数在 1981 年之后恢复增长，1982-1985 年累计涨幅 19.66%。

1985 年美国、日本、联邦德国、法国以及英国签订广场协议，日元大幅升值，对外出口走弱，经济发展放缓，1986 年 GDP 实际增速从上一年度的 5.16% 降至 3.29%。为了刺激经济和对抗升值压力，日本货币政策转向宽松，1986-1987 年 2 月，日本央行连续 5 次下调基准利率，从 5.0% 降至 2.5%，并持续至 1989 年 4 月。此时，日本经济增速下降，实体产业回报率较低，而在房价持续上涨的预期之下，企业将大量资金投向房地产领域。迫于国内外压力，日本推进金融自由化改革，利率自由化、企业融资业务管制放松使得金融机构竞争加剧，为了抢占市场份额，金融机构对房地产市场贷款投放比例持续增加，企业和金融机构共同参与土地投机导致房地产过度金融化。同时，日元升值使得大量国际资本为了规避汇率风险涌入日本，推动房地产泡沫进一步膨胀。土地交易市场投机狂热，房地产价格在 1986-1990 年上涨 47.59%，1989-1990 年新开工住宅数量达到 166.3 万套、170.7 万套。

图 20：日本房地产泡沫形成机制

⁴ 1979 年，为鼓励建造优良住宅，日本政府减轻了法人长期持有土地转让所得税负，低税率（15%）的征税范围从原来的 2000 万日元扩大到 4000 万日元。1981 年，对个人长期持有土地转让收入实施 20% 的低税率，征税范围由 2000 万日元上升为 4000 万日元。原来对超过 2000 万日元以上部分采取 75% 累进税率的综合征税，此次改革调整为把收入划分为不同等级实施差别征收，4000 万日元到 8000 万日元部分按 50% 的税率综合征税，8000 万日元以上部分按 75% 的税率综合征税。为了保障土地长期供给，1982 年日本又进行了税收制度改革。主要内容为：将土地长期持有的年限由五年延长到十年，超过十年的、转让收入在 4000 万日元以下的征收 20% 的转让所得税；恢复居住用资产置换制度，规定出售持有期超过十年的居住用地，高价购入新建住宅时可以延期缴纳资本收益税；取消农业用地的税收优惠，对城市郊区农地与住宅用地采取相同的税收政策。



数据来源：《日本泡沫经济形成机制研究》，中诚信国际研究院整理

（二）1991-2008 年：政策转弯过急、人口结构变化导致房地产泡沫破灭

为抑制房价过快上涨，一方面，日本政府于 1987 年实施强化的土地税制⁵，加重对短期及超短期持有土地转让收益征税，并以行政手段监控投机过度、地价上涨过快区域的土地交易，1991 年日本政府出台了《综合土地政策推进纲要》⁶，以实现土地价格回归，确保土地合理利用，严苛的土地税制加剧市场抛售意愿；另一方面，日本

⁵ 第一，调整土地长短期持有的划分年限，由原来的十年恢复为五年，加重对短期及超短期持有土地转让收益征税，对法人出售持有期在两年内的土地，追加征收 30%的土地转让所得税，对出售持有期为 2-5 年的土地，追加征收 20%的土地转让所得税；对个人超短期持有土地转让收益征收土地转让收入额 50%（加 15%的居民税）的所得税。第二，设置监视土地交易区域制度，对土地利用不合理的地区实施必要的管制或监视：把投机过度、地价上涨过快的地区设定为土地限制区，在该区域内所发生的土地交易实行事前许可制度；在管制区域外地价飞涨或有可能飞涨的区域，超过一定面积的土地交易必须进行事前申报。1988 年，日本政府考虑到居住用资产置换制度可能加速城市周边地价上涨，原则上废除了该制度。

⁶ （1）开征地价税，纳税人为每年 1 月 1 日拥有土地所有权和土地租赁权的法人和个人，按照土地评估价值的 0.3%征收，居民自住的一套住宅可以免税，但面积超过 1000 平方米的仍然需要交税。（2）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，且降低城市区域的起征点。（3）强化对城市内的农地征税，减少农地的免征优惠。（4）提高短期持有土地转让收益的税率，继续执行法人短期持有土地的高税率制度，对长期持有土地转让收益在通常的法人税之外加征 10%的特别税。（5）提高土地价格评估标准，强化固定资产税及遗产税，固定资产税的征税标准（评估价格）提高到公示价格的 70%，遗产税的征税标准提高为公示价格的 80%。

开始收紧货币政策，并控制对房地产领域的信贷投放，1989年5月至1990年8月，日本央行先后5次上调基准利率至6%，1990年大藏省出台《金融机构不动产融资总量限制》，要求金融机构对于房地产融资的增长率不得超过其总融资的增长率。在政策引导下，日本各大银行纷纷提高贷款利率，长期优惠利率从5.7%增加至8.5%，原住宅金融公库基准利率从4.35%升至5.5%，新增住房按揭贷款规模明显收缩，1990-1991年同比降幅分别为14.7%、19.6%。伴随政策调控趋严，日本房地产泡沫短时间内快速破裂，房价开始下跌。

日本房地产和股票市场泡沫破裂后，资产价格的暴跌导致在泡沫期过度扩张的企业和居民资产大幅缩水，资产负债表失衡，出现资不抵债现象。企业目标从追求利润最大化转为负债最小化，在停止借贷的同时将所有现金流投入到债务偿还中，居民也将大部分收入用于还债而非消费。这种“负债最小化”模式最终造成合成谬误，即使利率降至极低点，私人部门也没有借贷需求，货币政策失效，总需求的萎缩最终导致经济陷入长期衰退。所以在危机初期，日本政府即使快速调整货币和财政政策走向，都未能阻止房价大幅下跌的趋势。但房地产泡沫破裂更深层次的原因在于日本人口结构发生变化，房地产市场供需已经失衡。日本人口增长率在1989年之后长期低于0.4%，人口总量增速放缓，2011年人口总数开始持续下降。同时，老龄化占比不断增加，1994年65岁以上人口占比已超过14%且逐年增加，20-49岁适龄置业人口于1971年见顶后持续回落。城镇化进程也进入瓶颈期，1990-2000年日本城镇化率仅提升1.31个百分点，2000-2010年日本市町村大合并出现高潮（“平成大合并”）带动城镇化率被动提升至90%。房地产市场供需关系已经失衡，1993年全国住房套户比就已达1.11，空置率达9.8%。

（三）2009年至今：安倍经济学刺激经济回暖，房价温和复苏

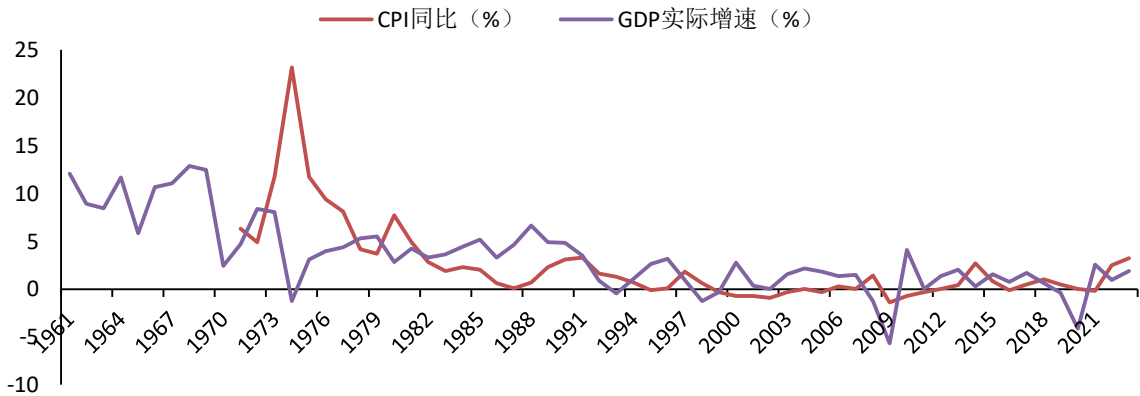
日本房地产泡沫破裂之后经历了漫长的调整过程，2009年房地产价格方才见底，2012年底，安倍晋三出任首相后，推行“量化质化宽松”、负利率、收益率曲线控制（Yield Curve Control, YCC）等宽松的货币政策，在给企业减税的同时给居民加税（提升消费税率）来弥补政府收入，以及支持中小企业、科技创新、地方发展、基础设施等十四个方面的结构性改革提振民间投资。2013-2019年共推出四轮经济刺激计划，累计金额约93万亿日元（4.2万亿元）。在安倍经济学政策组合刺激下日本经济回暖，房地产市场也迎来温和复苏。其一，经济复苏带动收入增长，提升居民购买力。2013年至2019年日本实际GDP年均增速约为0.93%，失业率从2012年底的4.3%降

至 2019 年底的 2.4%，叠加女性不断进入职场，国民收入稳步提升，两人及以上的劳动者家庭（非农）年平均月实收入在 2015 年开始上涨，2018-2019 年涨幅超过 4.6%，居民购买力有所改善。其二，低利率环境下居民借贷成本明显降低，刺激住房需求释放。2013 年，日本通过实施宽松的货币政策降低市场融资成本，进而刺激企业投资、居民耐用品消费和住房投资。日本住宅金融支援机构提供的住房贷款长期利率从 2012 年底的 2.41% 降低至 2019 年底的 1.16%，同期日本主要银行长期贷款利率维持较低水平。其三，随着少子化和老龄化现象加剧，日本独居化趋势明显，一人户、两人户家庭占比分别从 2000 年的 27.6%、25.10% 上升至 2020 年的 38%、28.10%，家庭规模的缩小增加了房屋需求量。

尽管日本 2011 年人口总数开始持续下降，但人口聚集效应以及家庭户数增加缓冲了人口数量减少的影响，结构性需求增加与住宅投资属性提升共同推动房地产市场回暖。一方面，房租相比房价能较好地衡量市场理性的住房需求，根据日本房地产指数⁷，租金回报率超过 4%，而且都市圈聚集效应下区域结构性分化明显，东京、大阪和名古屋三大都市圈聚集了日本半数以上的人口，房地产整体回报率高于全国水平。另一方面，日本房地产市场较好的收益表现成为吸引海外投资者的关键，2013-2023 年房地产指数年化收益为 6.41%，明显高于日本债券类产品，考虑风险调整后收益，表现优于黄金和日本股票。日本房地产投资信托基金（J-REIT）的发展也为海外投资者提供了以房地产为基础的金融工具。2001 年 3 月东京证交所开设 J-REIT 市场，底层资产包括办公楼、商业零售、住宅、物流、酒店、医疗等，并允许个人和海外投资者参与，截止 2023 年底，上市 J-REIT 数量共计 58 只，市值规模为 15.41 万亿日元，约为日本股市市值的 1.8%。根据投资人持有结构来看，金融机构占比最高、为 56.0%，外国法人占比 23.7%，个人投资者占比 7.5%。

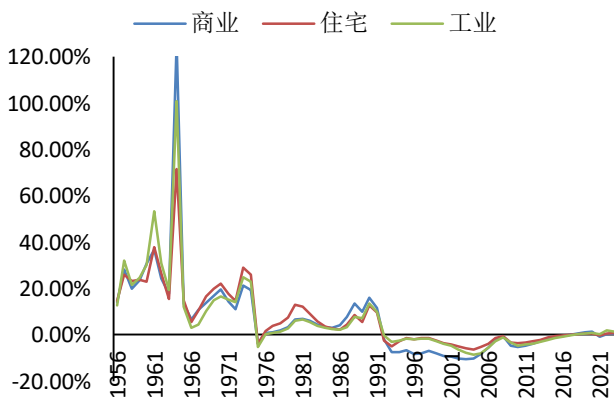
图 21：日本 GDP 增速及 CPI 变化

⁷ARES Japan Property Index(AJPI)由房地产证券化协会(ARES)发布，指数包括上市的 J-REIT 以及核心、核心增益型非上市房地产基金持有的房地产及其信托受益权。



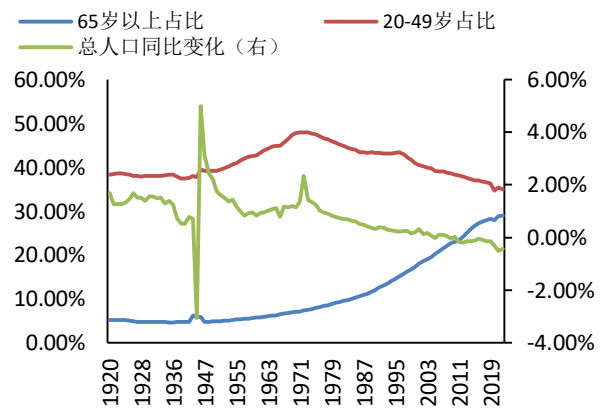
数据来源：世界银行，Wind，中诚信国际研究院整理

图 22：日本不同性质土地价格同比变化



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 23：1920-2022 年日本人口结构变化



数据来源：日本统计局，中诚信国际研究院整理

图 24：日本城镇化率 (%)

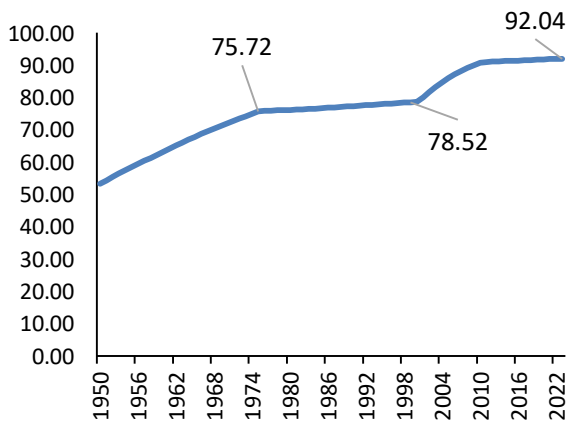
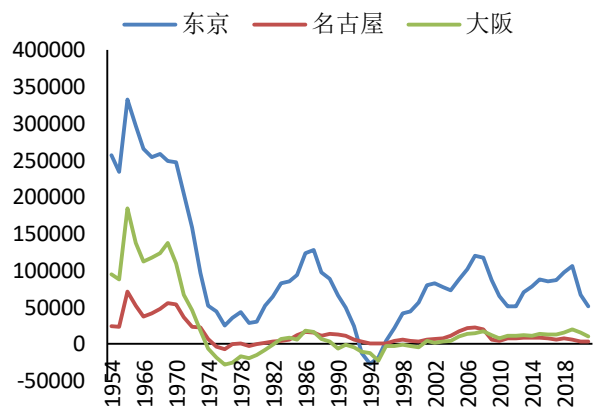


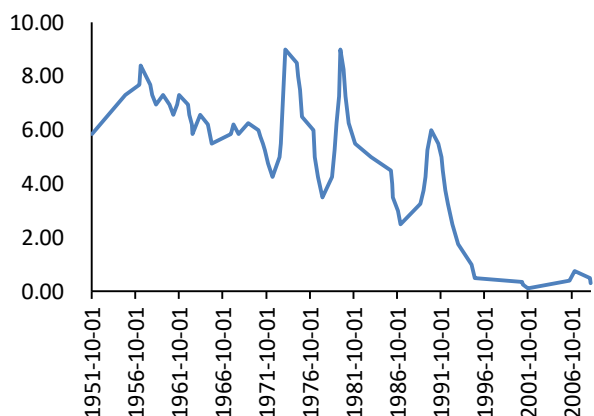
图 25：日本三大都市圈人口净流入情况



数据来源：iFind，中诚信国际研究院整理

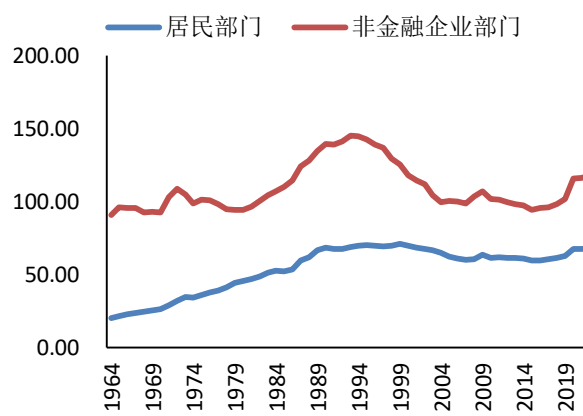
数据来源：日本统计局，中诚信国际研究院整理

图 26：日本贴现率（%）



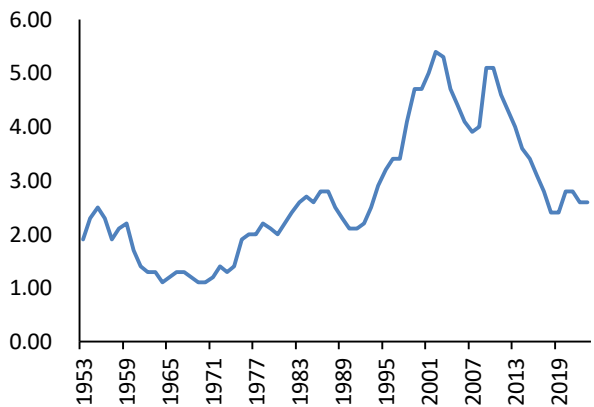
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 27：日本居民和非金融企业部门杠杆率（%）



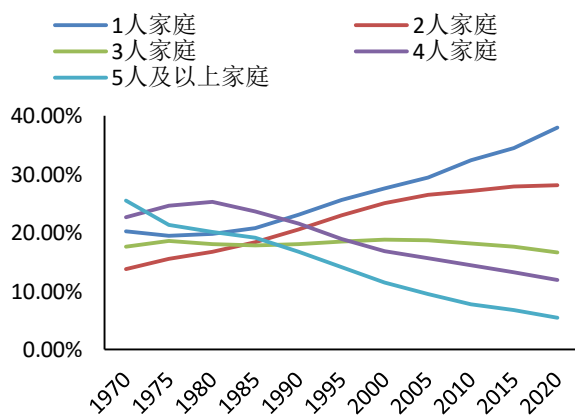
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 28：日本失业率（%）



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

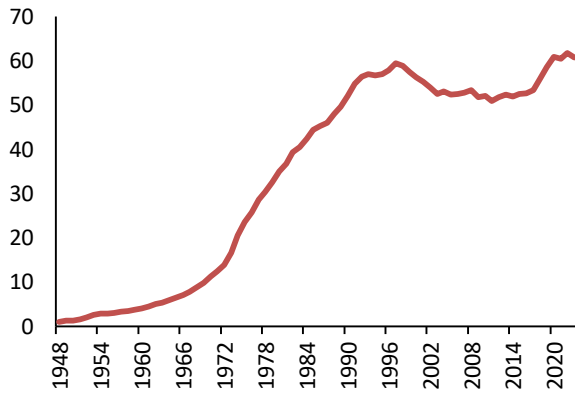
图 29：日本不同人数家庭占比



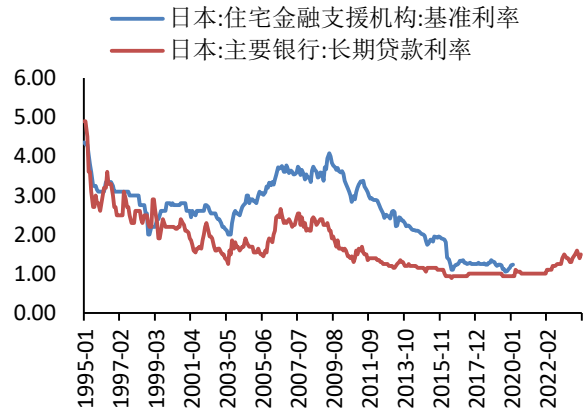
数据来源：日本总务省，中诚信国际研究院整理

图 30：日本两人及以上的劳动者家庭（非农）年平均月实收入（万日元）

图 31：日本不同类型贷款利率（%）

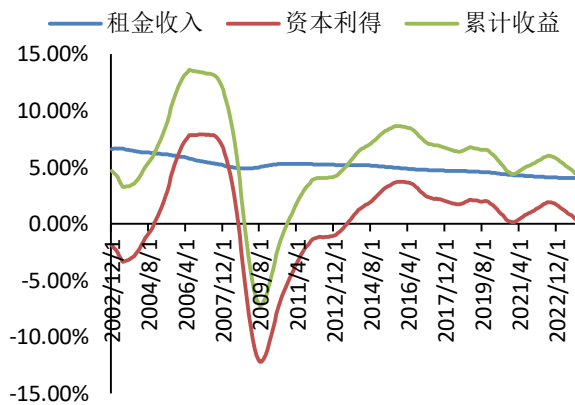


数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理



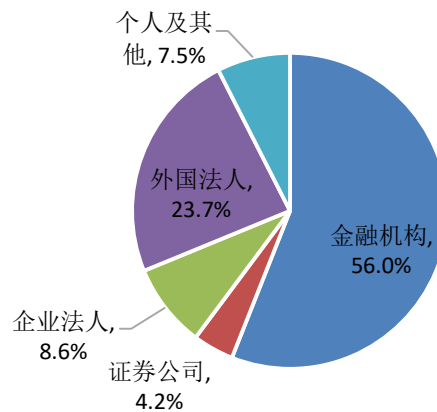
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

图 32：日本房地产指数滚动 12 个月收益表现



数据来源：ARES，中诚信国际研究院整理

图 33：2023 年 8 月 J-REIT 持有人结构



数据来源：ARES，中诚信国际研究院整理

表 2：日本主要大类资产表现对比⁸

	日本房地产	日本债券	日本政府债	黄金-日元计价	日经 225
年化收益率	6.41%	-0.11%	-0.17%	6.78%	11.21%
年化波动率	0.38%	2.02%	2.14%	14.06%	20.14%

数据来源：iFind，标普，中诚信国际研究院整理

表 3：日本不同阶段房地产市场特点

⁸ 日本债券和日本政府债券引用标普债券指数，因为该系列指数从 2014 年开始编制，因此年化收益率和波动率计算区间是 2014 年 6 月-2024 年 6 月，其余资产统计范围为 2013-2023 年。

阶段	1956-1990	1991-2008	2009 年至今
年均人口增长率	0.93%	0.20%	-0.18%
年均城镇化提升率	0.54%	0.13% ⁹	0.09% ¹⁰
居民杠杆率	68.40%（1990 年）	60.30%（2008 年）	68.10%（2022 年）
GDP 平均增速	6.22% ¹¹	1.14%	0.51%

数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

三、日本房地产市场发展对中国的启示

中国房地产行业经历了近 20 年的高速增长，基本已实现供需平衡。伴随房地产供需关系发生重大变化，2021 年以来，在政策调控不断加码叠加外部冲击与前期风险释放下，市场预期转弱，行业加速进入深度调整期。当前我国房地产市场面临的宏观环境与日本上世纪 90 年代泡沫时期存在一定的相似之处，对外都面临大国博弈下贸易摩擦加剧，对内人口结构和房地产市场也都出现了共性问题，但存在着结构性差别。一方面，从结构上看，2022 年 6 月至 2024 年 6 月，中国百城新建住宅价格指数累计上涨 1.33%，二手住宅累计下跌 7.89%，十大城市¹²相对而言更有韧性，新建住宅价格上涨 2.53%，二手住宅价格下跌 6.74%，这与日本当年由东京、大阪等核心区域新房和二手房房价同步下跌引发全国房价下跌完全不同。而且日本房地产领域的下跌更多集中于企业资产负债中占比非常大的工业地产和商业地产，对于中国而言，工业用地长期稳定并且低廉，此轮房地产下跌集中在住宅用地，当前跌幅总体弱于日本。“517”新政之后，由于居民收入和房价下跌预期尚未明显改善，我国房地产价格仍面临调整压力。另一方面，简单对比城镇化率指标，我国城镇化仍有发展空间，可以支撑房地产长期需求。2023 年末我国城镇化率为 66.16%，较发达国家 80% 的平均水平低约 10 个百分点，也低于日本上世纪 90 年代泡沫破裂时 77% 的水平，而以户籍人口衡量城镇化率，2023 年仅为 48.3%。随着房地产新政进一步降低居民购房门槛和成本，促进潜在合理购房需求释放，政策效果有望逐步显现。但站在经济结构调整与行业发展长周

⁹ 为了反映真实的城镇化率水平，此处仅统计 1990-2000 年的城镇化率变化，不考虑 2000-2010 年日本市町村大合并导致的城镇化率提升。

¹⁰ 为了反映真实的城镇化率水平，此处仅统计 2011-2023 年的城镇化率变化，不考虑 2000-2010 年日本市町村大合并导致的城镇化率提升。

¹¹ 由于数据可得性，此处为 1961-1990 年日本平均 GDP 增速。

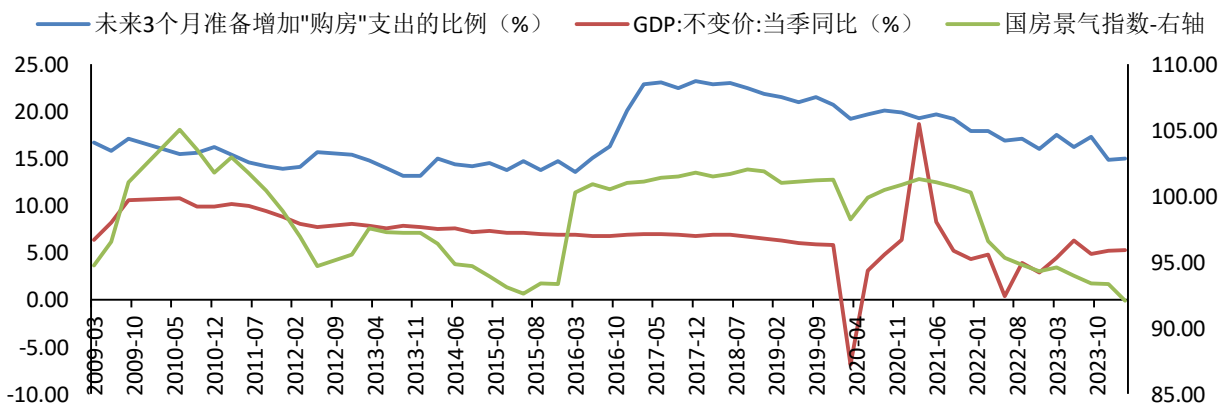
¹² 北京、上海、深圳、广州、成都、南京、天津、武汉、杭州、重庆

期上看，我国房地产行业已迎来转型发展的重要节点，行业调整可能会持续，通过分析日本治理房地产泡沫的经验教训，对我国房地产行业平稳发展有一定借鉴意义。

（一）宏观经济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

房地产作为典型的周期性行业，是经济发展的结果，宏观经济回升向好、居民收入稳步修复是房地产需求端调控政策发挥作用的前提条件。房地产行业景气度与宏观经济增长密切相关，2012年日本房地产行业风险基本出清，原来的投机性泡沫基本挤出，同时在安倍经济学政策组合刺激下经济回暖，国民收入稳步提升，低利率环境下借贷成本明显降低，刺激了居民加杠杆意愿，房地产行业才出现温和复苏的迹象。当前我国房地产行业修复也面临宏观经济增长下行压力较大、居民预期偏弱等扰动，提振市场信心是稳地产的关键。“517”房地产新政出台以来，房地产销售呈现边际弱复苏态势，但受居民信心不足、房价仍处于下跌趋势等因素影响，政策效果较为有限。对此，建议加大财政政策和货币政策对现阶段经济复苏和微观基础改善的支持力度，并通过经济增速持续回升提振市场信心和预期。积极的财政政策加力提效的重点在于更多向短板领域、民生领域与创新领域倾斜、结构性减税降费增加居民可支配收入；货币政策精准有力的重点在于为企业和家庭提供相对宽松普惠的投融资环境、降低实体融资成本等；最后，短期内仍需加大力度“稳房价、稳预期、稳地产”，通过一线城市房市修复带动二三线城市房市企稳，稳房价才能稳定市场预期、提升市场信心，有助于恢复从销售到投资的流动性链条。

图 34：中国 GDP 增速与房地产行业景气度



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

（二）政策调控宜稳妥推进，防止市场大起大落

日本房地产泡沫破裂既有行业基本面弱化的影响，但更重要的是政策转弯过急。“广场协议”签订后为了刺激经济和对抗日元升值，日本实施了较长时间的货币宽松政策，导致市场流动性过剩，房地产成为泡沫载体，之后为抑制房价上涨，快速收紧货币政策和房地产税收政策，并同步实行了对房地产融资的总量控制政策，“三箭”齐发加剧了本已脆弱的房地产市场下跌动能，并引发经济陷入萧条。由此可知，房地产调控政策宜结合行业基本面情况稳妥推进，既要避免发生房价上涨脱离基本面的泡沫化趋势，加强金融监管，防止资金过度流入房地产行业，也要避免过度收紧刺破泡沫出现“硬着陆”，引发系统性金融风险。当前房地产行业核心风险仍是流动性问题，随着房地产金融“十六条”“三箭齐发”稳地产政策的发布、从“三个不高于”到“三个不低于”的监管转向、以及城市房地产融资协调机制建立及项目白名单制的落地等，对房地产项目融资起到一定支撑，然而政策对房地产企业融资现金流的改善效果仍不理想。优化房地产政策，金融与房地产要形成良性循环，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，加大对房企参与保障性住房、租赁住房建设的政策支持力度，在税收、信贷、土地供应等方面给予政策优惠，促进房地产市场平稳健康发展。

（三）适应“总量放缓分化加剧”的新阶段特征，构建房地产发展新模式

2011年以来日本人口总数不断下降，但人口聚集效应对冲了人口数量减少的影响，体现在都市圈与非都市圈之间以及都市圈内部房地产价格在修复过程中的分化逐渐加剧，三大都市圈房价上涨更多，这种分化符合城市化进程。近年来，我国老龄化少子化趋势有加速的迹象，人口结构变化决定了房地产市场潜在增速或有所下行。但随着我国城镇化进程不断推进，人口流动日益活跃，主要城市群人口集聚度加大，由此衍生的新市民群体占比上升，住房需求发生演变，但当前的住房结构未能完全匹配人口区域分布。一方面，一、二线城市土地供应、房地产开发量供不应求，三、四线城市则积压大量库存，房屋空置率较高。另一方面，租购比例失衡，未能满足居民的多层次住房需求。房地产市场呈现“总量放缓分化加剧”的新阶段特征，对此，建议以“人房地钱”要素联动机制为重要抓手，建立“以人定房，以房定地、以房定钱”的新模式，制定差异化政策适应人口流动变化，形成“以需定建”、供需匹配的住房供给体系。未来，需进一步深化户籍制度改革，加强教育、医疗、养老、住房等领域投

入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务。以人为本的新型城镇化蕴藏着巨大的消费潜力和投资空间，有助于持续释放内需潜力、推动构建新发展格局。

（四）尾部风险加速出清是化解房地产危机的必要过程

日本泡沫危机发生之后，土地价格下跌导致房地产行业崩溃，企业债务压力加大，但日本“主银行”制度和不良资产处置滞后导致日本企业信用风险释放和出清时间较长，僵尸企业的存在产生了劣币驱逐良币的结果，遏制了创新能力和生产效率的提升，影响了日本产业结构升级与经济恢复。伴随着行业周期转换，产能过剩、企业资产负债表长期被债务拖累往往会导致经济整体的投资效率和资源配置效率大幅降低，在稳定房地产市场的同时，建议允许一些陷入困境、资不抵债的房地产企业破产或重组，由政府部门设立专属的不良资产管理机构，牵头市场化机构共同参与房地产不良资产处置工作，通过债务重组、债转股、破产清算/重整、债券转让、资产证券化、司法清收、现金清收等多元化的不良资产处置方式，高效、专业地推进房地产债务的处置工作，最大程度降低房地产不良资产风险，避免房地产债务风险持续蔓延并加深，更有利于行业整体健康发展。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINACHENGXININTERNATIONALCREDITRATING
CO.,LTD

ADD:Building5,GalaxySOHO,

No.2Nanzhuganhutong , ChaoyangmenneiAvenue,

Dongchengdistrict,Beijing,100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE:<http://www.ccxi.com.cn>