



日本房地产市场研究及对我国的借鉴意义

联合资信 工商三部

本文回顾了日本房地产市场发展历程、泡沫形成与破裂的历史，与我国房地产行业发展现状进行了比较分析。当前中国房地产市场与日本泡沫时期的房地产市场存在一定相似之处，但整体也存在较大区别。目前我国经济发展仍然具有较大潜力，人口迁移与城镇化进程仍在推进，经济发展与城镇化进程对房地产市场需求仍可构成一定支撑，且我国调控政策更加灵活与积极，伴随修复政策的陆续出台以及经济发展和居民收入逐步回升，中长期来看我国房地产市场需求仍有一定支撑。日本房地产市场泡沫破裂后经历了漫长的调整过程，于 2009 年前后房地产价格方才见底。借鉴日本经验，财务稳定且具备充足资金储备或稳定融资渠道的企业能够更好地应对市场波动和风险，同时有望抓住机会进一步提升市场份额。此外，拥有多元化的业务布局和产品线的企业更能够适应销售下滑对于业绩的冲击，未来我国房地产行业或将逐步从单一的开发销售模式转向开发、经营、服务并举的新发展模式过度。

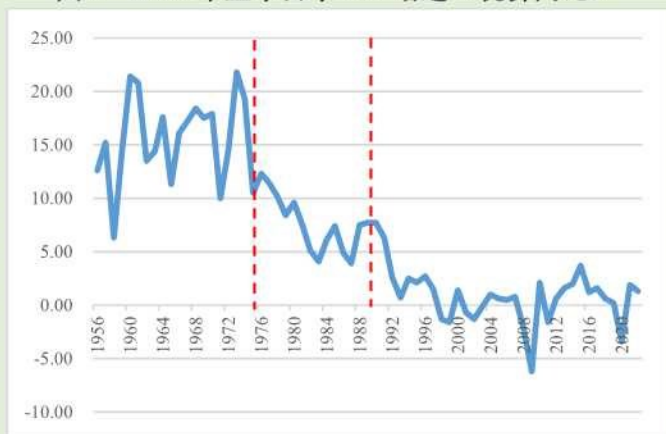


联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

一、日本房地产发展历程回顾

战后日本房地产市场的发展大致可以划分为三个时期，第一个时期是 1955 年—1974 年的经济高速增长时期，这一时期日本 GDP 保持高速增长，房地产市场在旺盛需求驱动下发展迅速，但 1975 年受石油危机影响，房地产市场短暂回落。第二个时期是 1975 年—1991 年，日本经济增速虽有所回落但仍维持适中水平，GDP 年均增速 4.1%，这一阶段显著特点是货币宽松，信用扩张，房地产金融化现象明显，尤其是 1985—1990 年，连续的降息导致流动性过剩，房地产市场迎来最后的狂欢，“土地神话”出现。1991 年后，在连续快速加息作用下，地价快速下行，成为日本房地产市场发展的拐点。

图 1 1956 年至今日本 GDP 增速（现价同比）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2 1955—2021 年日本地价指数（2010 年=100）



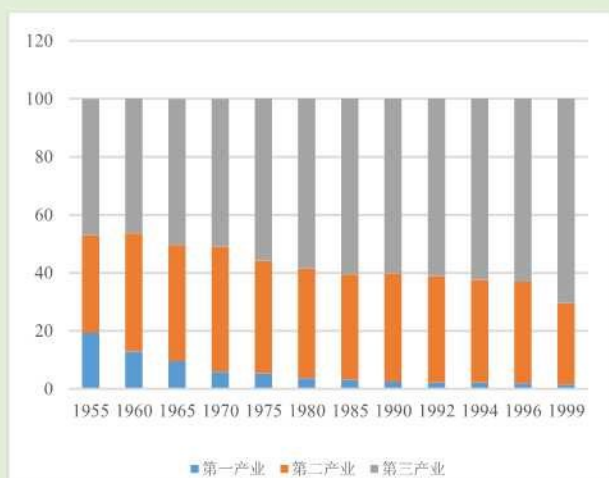
资料来源：Wind，联合资信整理

（一）1955—1974 年的经济高速增长时期

1950 年，朝鲜战争爆发，来自美国军需的订单使得日本纺织、汽车、钢铁等工业迅速发展，至 1955 年，日本的工业生产已基本恢复到战前最高水平。此后的十年间，受益于世界经济的复苏，欧美需求旺盛，日本凭借其在朝鲜战争中建立的工业基础，大量出口电视、冰箱、洗衣机和汽车等消费品，并进一步带动钢铁、石油化工和机械制造为核心的工业经济，日本第二产业比重由 1955 年的 36.8% 增加至 1964 年的 42.6%，这一阶段的经济增长主要依靠外向型的出口贸易。工业经济的发展也推动了工业用地价格的快速上涨。

图 3 日本产业结构变化

图 4 日本工业用地价格指数（2010 年=100）



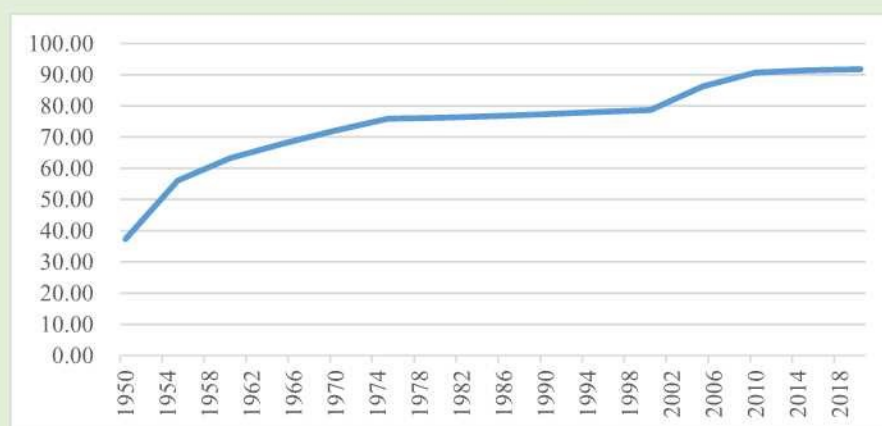
资料来源: Wind, 联合资信整理



资料来源: Wind, 联合资信整理

20 世纪 60 年代末, 以化工、机械制造等为主的重工业带来的环境污染问题日益严重, 日本开始进行产业结构调整, 由污染较严重的重工业向电子、精密仪器等高端制造业转型升级, 此后以钢铁、造船、汽车、电子等引领日本经济腾飞的支柱性产业在东京、大阪、名古屋三大都市圈快速发展, 带动日本城市化比率提升明显。

图 5 日本城市化率



资料来源: Wind, 联合资信整理

20 世纪 60 年代以前, 日本的住宅市场基本由政府主导, 以住宅金融公库、公营住宅、公团住宅为支柱的保障型住房为主。但随着日本自古以来的核心地区, 东京、大阪、名古屋三大都市圈的城市发展和城市化进程的进一步加快, 叠加日本战后的“婴儿潮”进入置业期, 原来的保障性住房为主的住宅体系已经不能满足居民日益增长的住房需求, 从 1965 年开始, 民间资本主导的个人住房抵押贷款业务蓬勃发展, 民间

资本快速进入房地产市场。而 1960 年开始实施的国民收入倍增计划使得居民购买力大幅提升，1960—1970 年日本居民人均可支配收入年均增速高达 14.5%，旺盛的住房需求和强劲的购买力推升了日本住宅地价的快速上涨。

图 6 日本国民可支配收入变化



资料来源：Wind，联合资信整理

图 7 日本住宅土地地价指数（2010=100）



资料来源：Wind，联合资信整理

1972 年，日本提出了“列岛改造计划”，通过新干线、高速公路和通信网络把日本列岛串联起来，以此解决中心城市人口稠密、居住环境恶化等问题，并计划将日本北部发展为工业地带，日本南部发展为农业地带，但这与当时的日本产业布局恰恰相反，由此带来的基建和产业规划抬升了地价预期，地价进一步增长。但雄心勃勃的“列岛改造计划”恰逢日本经济增速换挡期，且 1973 年就遭遇了石油危机，日本作为石油消费大国，输入性通货膨胀压力加大，为控制通胀，日本央行收紧货币，将贴现率提高至 9%，“列岛改造计划”最终流产。

（二）1975—1990 年“土地神话”的出现与泡沫的破裂

1. “土地神话”的形成

1975 年日本房地产市场经历了短暂的回落，但房地产市场需求仍较为充足。随着日本产业结构调整顺利，由重污染企业向精密制造、医药等高附加值产业转型，日本 GDP 增速仍保持中速增长，土地需求仍有支撑，且适龄置业人口（20-49 岁）规模仍较大（1974 年达到战后的峰值 5240 万人），住房需求仍较大。此后，日本房地产市场基于需求驱动依然温和上涨。

1985 年，日本同美国、法国、英国和西德签订了“广场协议”，以此改善美国国际收支不平衡的状况，签订广场协议后的日元大幅升值；此后日本金融自由化程度不断提高，国际资本的进入也助推了房地产市场的繁荣。

在日元升值和低利率的刺激下，日本房地产市场出现了“非理性繁荣”，1985—1990年，住宅的投资金额以年均11.37%增长，其中1987年更是同比增长达27.4%，成交量持续上行。

图8 日本住宅投资变化



资料来源：Wind，联合资信整理

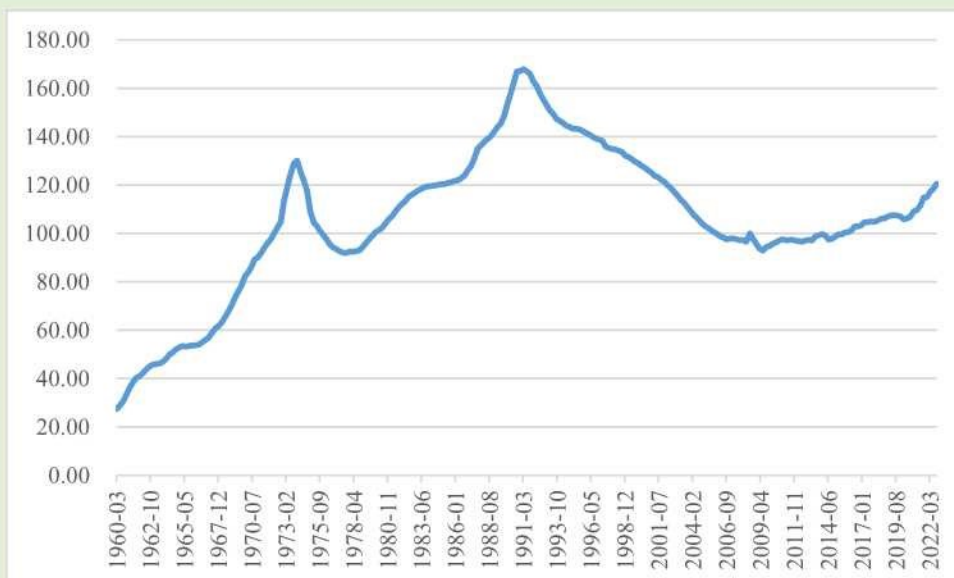
图9 日本房地产市场成交量变化



资料来源：Wind，联合资信整理

在狂热的市场氛围下，地价和房价快速上涨，而实体产业利润率在不断下滑，房地产市场带来的回报远超其他行业，日本的非金融企业在获取金融资源后并未投入实际生产，而是投入了房地产市场，进一步助推了房价上涨，而银行等金融机构基于上涨的房地产价值，继续给非金融企业提供贷款。

图10 OECD实际房价指数：日本（2015年=100）



资料来源：Wind，联合资信整理

2. 泡沫破裂

1985—1990 年日本重点城市地价上涨 3 倍，房价上涨 2.3 倍，日本股市也屡创新高，为应对经济过热，1989 年开始，日本出台了一系列的政策，包括收紧货币政策、不动产融资总量控制、存量房屋加增地价税等。这些措施使得日本的房地产市场迅速转冷，1993 年的六大主要城市住宅地价较 1990 年下降了 28.58%，成交量在 1990 年达到峰值后持续下行，房地产价格也随之回落。伴随房地产价格的快速回落，作为日本泡沫时期土地购买主力的非金融企业部门形成大量损失，金融机构“坏账”问题也开始显现，引发大量企业破产与金融机构倒闭，日本经济增长陷入长期停滞。

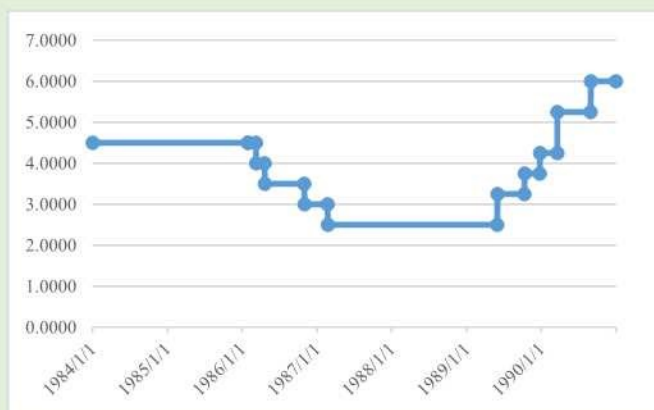
二、日本房地产市场拐点的复盘分析

20 世纪 90 年代日本房地产泡沫的形成及其破灭有多方面的原因，本文将从以下就几个方面进行回顾分析。

（一）国际环境

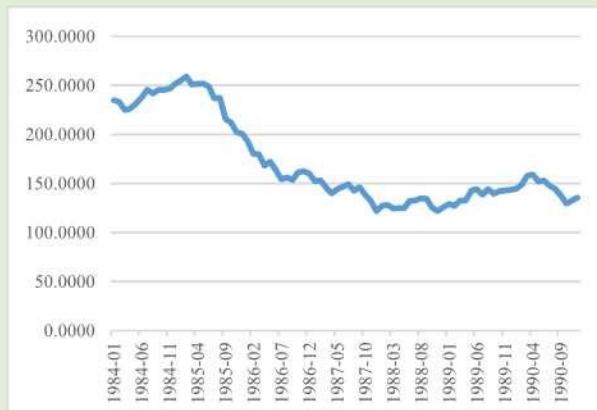
广场协议和卢浮宫协议使得日元升值，同时连续降息使得流动性过剩，叠加金融市场自由化，国际资本大幅流入，日本经济泡沫化严重。1986—1989 年 M2 增速高达 10.2%，远超同期经济增长速度。在低利率、流动性过剩的市场环境下，大量资金涌入股市和房地产市场，助推了资产价格的快速上扬。

图 11 1984—1990 年日本贴现率变化



资料来源：Wind，联合资信整理

图 12 1984—1990 年美元兑日元变化：月末值



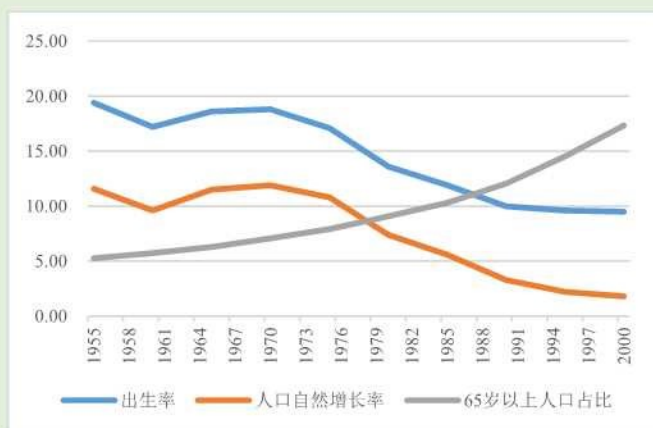
资料来源：Wind，联合资信整理

（二）宏观背景

1. 人口结构

日本人口数量在二战后快速增加，但 1973 年以后日本的人口增长率开始下降。此外人口老龄化不断，65 岁以上人口占比不断上升。

图 13 出生率、人口自然增长率和 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 14 日本人口抚养比和地价指数



资料来源: Wind, 联合资信整理

2. 城市化水平

二战后至 1975 年, 日本经历了快速城镇化过程, 尤其是 1960 年以后, 日本的重工业集中在三大都市圈, 促使了人口向大城市聚集, 1975 年城市化率已经提高到 76%, 支撑地价不断上涨。但 1975—1990 年, 日本城市化进程基本停滞, 这一阶段日本人口流入城市速度放缓。

3. 杠杆 (非金融企业债务)

1985 年以后, 日元升值对出口的压制明显, 使得实体制造业利润率不断下滑, 而房地产市场仍有较高的回报率, 日本各大银行开始将目光投向了火爆的房地产市场和一些资质较弱的中小企业, 以房产抵押的方式, 贷款给对间接融资较为依赖的中小企业, 而这些中小企业则将这些贷款重新投入了回报率较高的房地产市场, 并循环抵押给银行, 加剧了房地产市场泡沫化; 此外在广场协议和卢浮宫协议后, 日本金融自由化加速, 对金融业的监管形同虚设, 对大量银行贷款流入房地产市场的现象视而不见, 进一步放纵了银行对房地产市场的过量贷款。

从 1985 年到 1990 年, 非金融企业成为购买土地的主力军, 购地净支出由 1985 年的 6.7 万亿日元大幅增长至 1990 年的 16.7 万亿日元, 非金融企业购地支出的大幅增长使得其杠杆率大幅飙升, 从 1985 年的 109.9% 增长至 1990 年的 139.3%, 远高于居民部门的杠杆率增速。横向对比看, 日本的居民杠杆率处于平均水平, 而非金融企业杠杆率远高于国际一般水平。

图 15 分部门购买土地支出 (十亿日元)

图 16 居民和非金融企业杠杆率 (%)



资料来源：日本内阁府，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

（三）产业结构

日本 20 世纪 50 年代以来的产业发展经历了多个阶段。1960—1970 年间，日本的产业政策向重化学工业倾斜，期间重化学工业对 GDP 的贡献上升了近 200%，同时机械工业在制造业中的比重也不断上升。1970 年后日本加大对计算机、电子产业等技术密集型产业的投入和扶持。1980 年以来，日本经济增速放缓，同时受广场协议后日元大幅升值影响，为了维持经济增长，日本的产业结构重心由工业向第三产业¹倾斜，此后日本第三产业比重不断上升。同时进一步加大对汽车、电子等技术密集型出口行业的投入，通过优势产业的出口缓解国内市场疲软带来的经济增速下滑问题，汽车和电子等产业出口额的加大又进一步促进了这类技术密集型产业产值的扩大。从数据看，采掘业产值在第二产业中的占比呈下降趋势，从 1970 年的 1.90% 下降至 1998 年的 0.61%，基本可以忽略，而建筑业产值占比呈波动上升趋势，在 1994 年达到峰值 30.40%。从制造业内部看，1970—1998 年，纺织业和钢铁业产值占比下滑明显，而机械和电子设备行业产值在 1980—1986 年占比显著提升；其他行业产值占比变动不大。反映出随着日本经济的发展，电子设备及机械制造逐渐成为日本的主导产业，日本制造业由重工业向技术密集型产业发展态势明显。

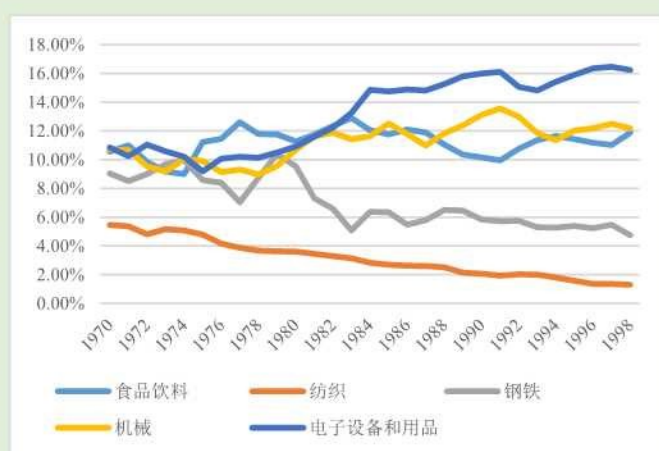
图 17 日本三次产业结构变化

图 18 日本制造业分行业产值占比变化

¹ 第一产业包括农林渔，第二产业包括采掘、制造和建筑，其他为第三产业



资料来源：日本内阁府，联合资信整理



资料来源：日本内阁府，联合资信整理

1985—1990 年期间繁荣的房地产市场使得地产的回报率远高于一般的实体制造业，过量的金融资源向地产行业集中，对实体制造业的挤出明显，不利于日本的产业升级，加之房地产的非理性繁荣也在金融系统中积累了大量的风险，上述因素或许也是日本政府选择主动刺破房地产市场泡沫的主要原因之一。

（四）金融政策

1. 货币政策

在持续宽松的货币政策后，从 1989 年 4 月开始日本的 CPI 连续多月超过 2%，通胀压力加大，经济过热明显，日本政府为给经济降温同时防止金融资源过度流向房地产行业，日本央行从 1989 年 5 月开始密集调整贴现率，从 2.5% 提升至 6.0%。同时日本大藏省出台《金融机构不动产融资总量限制》。一是总量限制，金融机构对房地产融资的增长率不得超过其总贷款的增长率；二是金融机构必须报告对房地产、建筑和非银行金融三个行业的贷款情况。快速的加息使得流动性迅速收缩，M2 增速由 1990 年 10 月的 11.8% 下降至 1991 年 4 月的 3.8%。

2. 财政政策

1991 年，为抑制地价上涨，在房地产泡沫破灭初期，日本政府出台了《地价税法》，开征地价税，同时特别土地保有税在原本地方税法的基础上进行强化。《地价税法》的出台加速了泡沫破灭的进程，此后地价处于长周期的下降通道中。

表 1 1991 年日本针对房地产相关税负改革内容

项目	内容
开征地价税	1. 土地的计税依据是土地评估价值； 2. 地价税的税率是 0.3%（第一年 0.2%）； 3. 居民一处不超过 1000 平方米的自有住宅地免税，超过一处和 1000 平方米

	的部分依然交税。
特别土地保有税强化	1. 降低三大都市圈特定都市的免税点； 2. 将保有时间超过 10 年的城市区域内具有一定规模的土地纳入征税对象； 3. 制定了加强课税的特例措施。

资料来源：《日本的房地产税收制度与调控效应及其启示》

三、拐点后的日本房地产现状

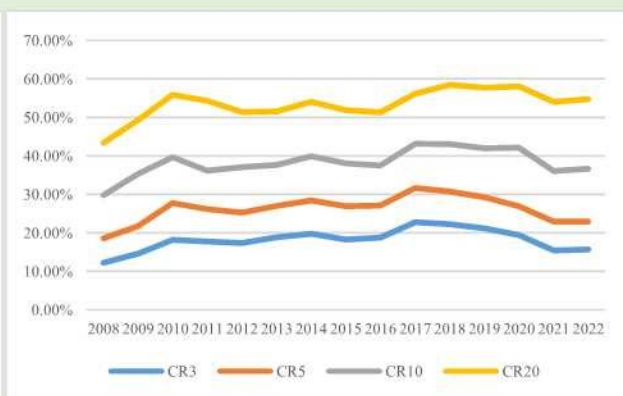
自 20 世纪 90 年代日本房地产泡沫破灭后，日本房地产市场新房销售数量和成交金额呈下降趋势，尤其是 2007—2008 年间的金融危机对日本房地产新房的成交量打击较大，2012 年安倍上任后提出了“三支箭”，即宽松货币政策、积极的财政政策，以及促进增长的结构性改革，2013 年日本新房市场成交量迎来了久违的反弹，但随后新房市场成交量却稳中有降，2013 年后基本维持在 7—8 万套/年。安倍的“三支箭”使得日本经济重新回暖，2010—2021 年，日本人均国民收入增加了约 24%，且失业率保持在较低水平，收入增长和稳定的就业支持了房地产市场的需求。同时，日本央行的政策利率从泡沫破灭后一直保持在 1% 以下，2016 年后更是转为负数。受政策利率影响，日本房地产固定抵押贷款利率长期保持在 3% 左右，较低的利率水平也推动了日本房地产的回暖，即使从 2009 年开始，日本人口增长率连续多年为负的情况下，大城市的房屋价格也出现了温和上涨。

与此同时，在房地产持续萎缩的情况下，中小房企加速出清，大型房企瓜分市场，市场占有率呈上升趋势。2022 年前 20 大房企市场占有率为 54.74%，龙头房企如三井不动产、三菱地所、住友不动产依靠强大的股东背景（股东分别为三井、三菱和住友财阀），在融资和项目获取上具有天然优势，穿越周期而屹立不倒，至今龙头地位依然稳固。

图 19 日本全国新房成交情况



图 20 2008 年以来日本房地产市场集中度情况



资料来源：日本不动产经济研究所，联合资信整理

资料来源：日本不动产经济研究所，联合资信整理

在泡沫破灭后，日本的龙头房企都选择改变商业模式，从重资产转向轻资产，从开发型转向服务，从单一模式转向多元化经营。

三井不动产由三井财阀整合旗下房地产业务设立而成，是日本最大的综合房地产企业，主要开发公寓住宅。泡沫破灭后，公司出售闲置资产，加速去库存，存货占比不断下降，现金上升。随后三井不动产逐步增加物业管理、经纪等收费业务，同时租赁业务收入不断增长。三井不动产将自己定位为“日本领先的房地产解决方案和服务提供商”。

三菱地所作为三菱集团的核心企业之一，是日本第二大房地产企业。三菱地所资金实力雄厚，但也在泡沫后大幅调整了商业模式。三菱地所于 2001 年提出多元化发展和机制改革，并于 2005 年提出将房地产管理和服务作为公司的支柱业务，目前三菱地所主要发展商业地产。

住友不动产是住友财团旗下的的综合房地产企业。日本房地产泡沫破裂后，住友不动产收入呈现负增长。公司于 1995 年开始启动“tochi-less”的经营战略，即减少对土地投资的依赖，加大定制建设业务和经纪业务的投入。

四、我国房地产市场发展阶段与日本的对比

日本的“失去的三十年”肇始于 1985 年。伴随着“广场协议”签署，大量国际资本涌入日本，日元快速升值，同时刺激了日本国内重点城市地价快速上升。在房地产价格快速上升的诱惑也进一步刺激了人们参与房地产投机，加速了房地产价格泡沫化进程。而随后泡沫的破裂也引起了严重的经济与财政危机，日本经济进入了长期的萧条期，大量房地产公司以及相关金融机构倒闭，并造成了巨额不良资产，破坏了金融市场正常的运转机制。我国的发展之路与过往日本高速增长阶段存在一定相似性，日本房地产泡沫的教训值得我们警惕与思考，对我们有一定借鉴意义。我们将从经济发展、人口结构、城镇化进程、居民杠杆等角度将当前我国房地产市场与泡沫破裂前后的日本房地产市场进行对比。

从经济发展的角度看，中国与 90 年代的日本都经历了快速的经济增长阶段，但中国的经济规模更大，增长速度更快，且仍处于工业化和城市化进程中，与日本当时相比，中国的经济发展仍具有较大的潜力，在总量与成长性方面优于 90 年代的日本。

图 21 中日经济总量对比情况

图 22 中日经济增速对比情况



资料来源: Wind, 联合资信整理



资料来源: Wind, 联合资信整理

从人口结构的角度来看，中日两国的人口结构存在一定相似性，人口自然增长率都呈现下降态势，目前我国人口自然增长率已低于 90 年代初期的日本，并于 2022 年出现了负增长。伴随人口自然增长率下降的同时，年龄结构也在发生变化。日本 15-64 岁人口占比在 1991 年达到顶峰的 69.81%，随后整体呈现下降态势，而我国 15-64 岁人口占比也已在 2009 年附近达到拐点，目前呈现下降态势，从数值上看与 90 年代初期的日本相近，处于略低于 70% 的水平。15-64 岁人口占比的下降意味着适龄工作人群的下降与抚养比的上升，伴随适龄工作人群承担的抚养人数越多，抚养负担越重，一方面直接影响劳动人群的整体住房购买能力，另一方面该年龄段人群往往也是主要的购房人群，伴随 15-64 岁人口占比的下降，住房需求也将出现下降。

图 23 中日人口增长率对比情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 24 中日人口结构对比情况

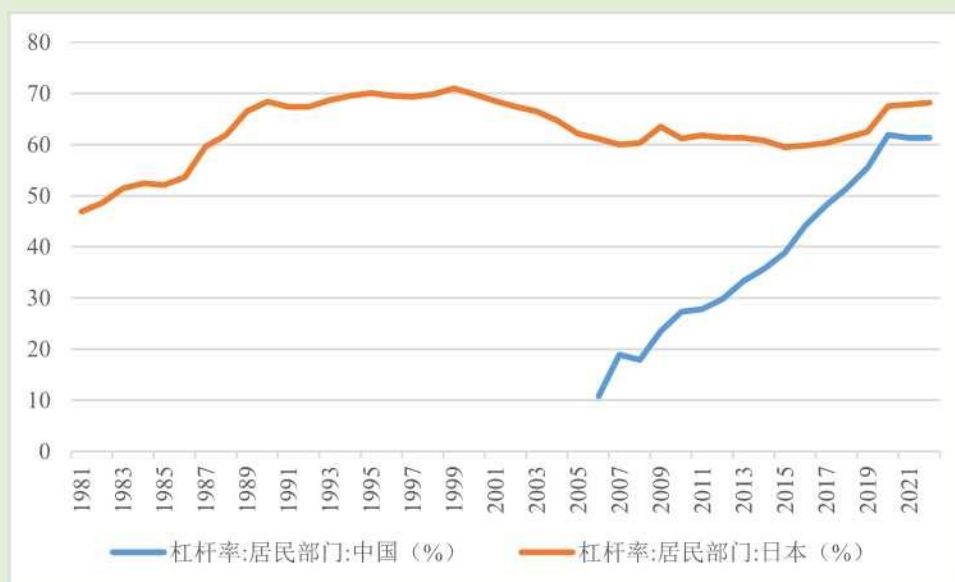


资料来源: Wind, 联合资信整理

从居民杠杆的角度看，2008 年以来我国居民部门杠杆率快速攀升，但 2020 年以来我国出台了房地产贷款集中度管理等制度，居民部门杠杆率快速上升的趋势有效逆转，目前我国居民部门杠杆率与 1988 年的日本较为接近，与 90 年代初期的日本仍有

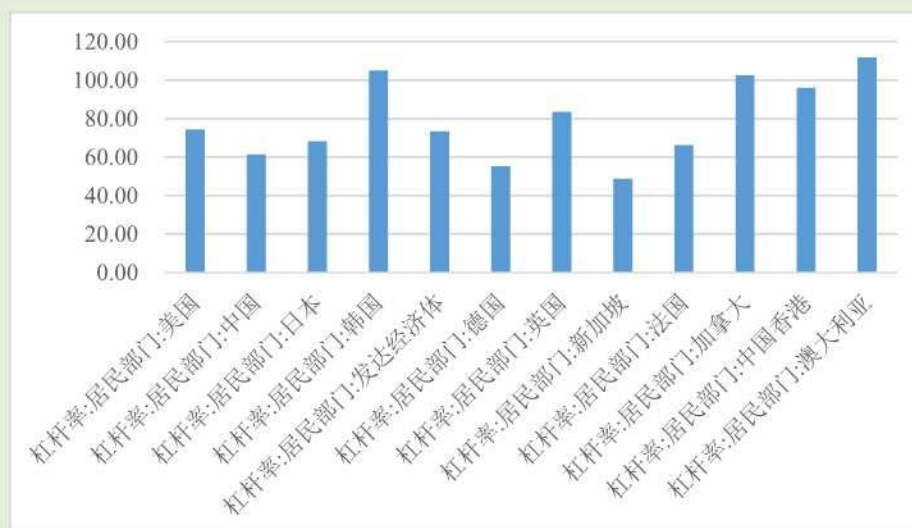
一定距离。另一方面，从横向比较的角度看，与国际主要发达经济体相比，目前我国居民部门杠杆率仍处于相对适中水平。

图 25 中日居民部门杠杆率对比情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 26 截至 2022 年底主要发达经济体居民部门杠杆率情况



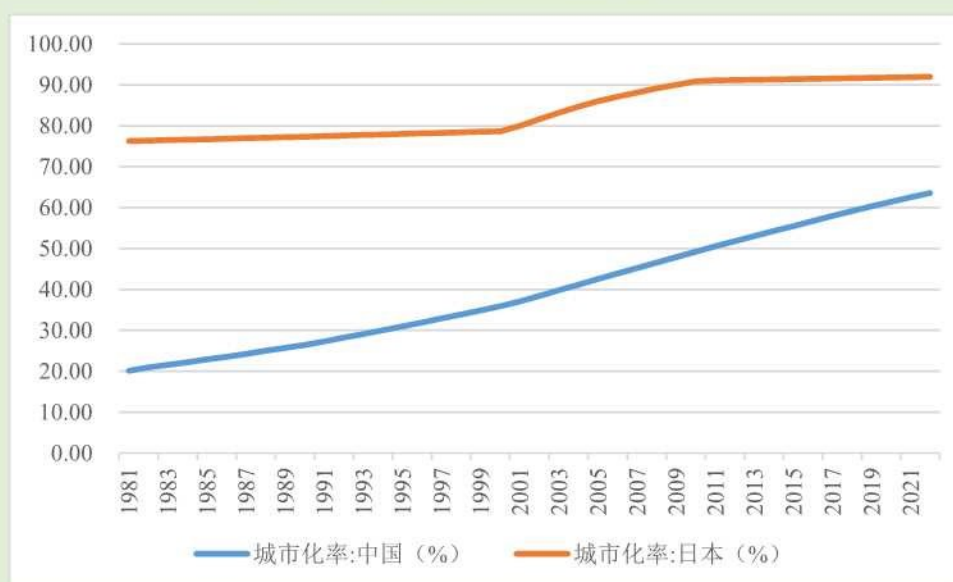
资料来源：Wind，联合资信整理

从房地产投资主体与加杠杆主体的角度看，日本非金融企业是 80 年代后期土地

购买主力，1985 年之后净购地金额急剧增长。在地价持续上涨趋势刺激下，企业部门逐步转向土地资产投机。如图 15 与图 16 所示，非金融企业成为购买土地的主力军，购地净支出由 1985 年的 6.7 万亿日元大幅增长至 1990 年的 16.7 万亿日元，非金融企业加杠杆速度远高于居民部门的杠杆率增速，显示出当时日本出现非金融企业非理性的土地投资热潮。相对而言，我国企业部门并未出现大范围的土地投资热潮，居民部门始终是房地产市场加杠杆的主体。我国居民财富中地产占比更高，居民财富 60% 在住房上，如果房地产价格大幅调整，居民部门将受到更大冲击，房地产价格下行对居民财富的影响值得警惕。

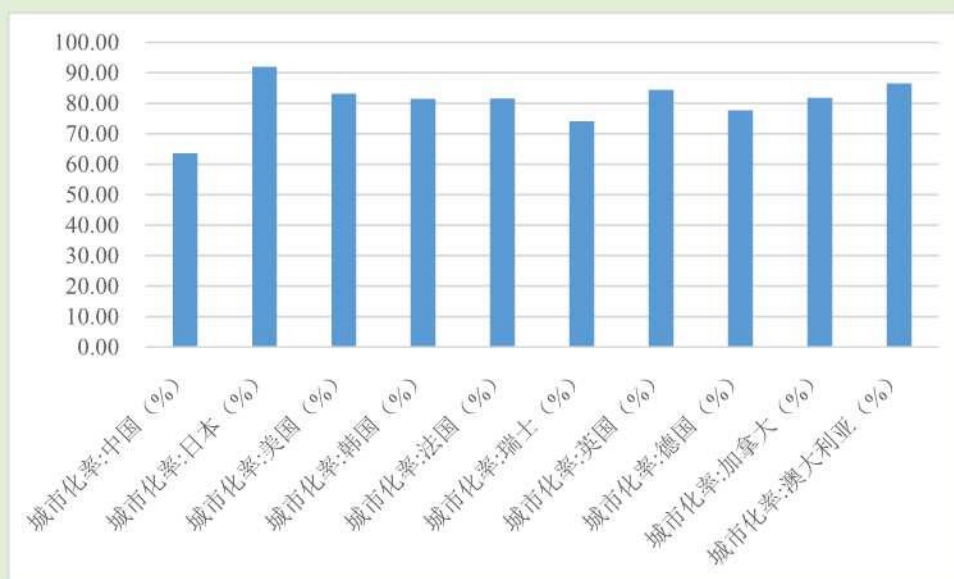
从城镇化的空间来看，日本在泡沫经济时代城镇化率基本处于平台期，在 80 年代与 90 年代整体变化不大，泡沫经济时代城镇化进程已基本进入后期，伴随城镇化率提升带来的房地产需求较低。对比 90 年代初期的日本，目前我国城镇化率仍在爬升阶段，目前我国城镇化率仍低于日本 90 年代初期城镇化率水平。从国际横向比较的角度看，目前我国城镇化率与主要发达经济体对比仍存在一定发展空间，预计未来伴随城镇化进程持续推进，住房需求仍将存在。

图 27 中日城镇化进程情况对比



资料来源：Wind，联合资信整理

图 28 截至 2022 年底主要发达经济体城镇化率情况



资料来源：Wind，联合资信整理

从调控政策的角度看，日本推出的一系列组合政策是房地产泡沫破裂的直接触发因素。货币政策方面，为抵御通胀压力以及抑制资产价格快速上涨，日本央行快速收紧货币政策，自 1989 年 5 月起在短时间内连续加息 5 次，将贴现率由 2.5% 起提升至 1990 年下半年 6% 的高位。行业政策方面，1990 年开始日本对房地产行业融资从总量上开始控制，要求金融机构的房地产贷款增速不超过总贷款余额增速，日本央行也对商业银行的新增贷款增速进行窗口指导，增加了房地产行业的再融资压力，房地产行业的融资活动迅速减少。从税收政策来看，在 1991 年房地产泡沫破裂的同时日本政府收紧房地产行业税收政策，推出的税制改革也增加了房地产的持有成本，加剧了房地产市场的下行压力。与 90 年代初期的日本相比，我国的政策制定部门始终将防范和化解重大金融风险视为重要任务，对于货币政策与行业政策的调控相对稳健，对于房产税的征收也相对谨慎，整体的政策基调依然是保持经济稳定为主，政策制定灵活稳健。房地产行业由于涉及上下游行业众多，与上下游行业关联度高，房地产投资对其他行业具有很强带动力，房地产行业及上下游产业对我国经济和居民财富的影响很大，房地产市场的稳定运行对经济发展仍具有重要的现实意义。作为一个重要的经济领域，其政策对市场的影响是非常显著，我国政策制定部门在房地产领域一直拥有强大的控制力，过往在发现房地产市场过热阶段，通过限购、限贷、调控土地供应等手段平衡房地产市场稳定发展，房地产政策工具箱储备充足。

此外，1980 年代日本政府放松了持有外汇存款的限制，取消外汇借款的上限，实现外汇借款包括利率在内的全面市场化。随着管制放松，日本居民从资产配置角度有了更多选择，对外投资开始增加，但是另一方面也加剧了国内资产价格的回调，在资产价格调整阶段抛售国内资产转而对外投资成为了可能。而目前我国居民家庭资产配置仍以房地产为主，受到各种条件影响对外投资占比相对较低、对外投资渠道相对不足，抛售房地产资产的动机相对有限，房地产市场调整压力相对较低。

最后，从当前我国房地产市场所面临的问题，与 90 年代日本房地产市场所面临的问题也有所不同。日本房地产市场泡沫破裂后房地产价格断崖式下跌，大量企业与金融机构破产，基于资产价格上升的行业扩张模式基本终结，房地产市场从此长期下行。而我国自 2016 年年底的中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”以来，房地产价格增速逐步趋缓，当前我国房地产市场泡沫化特征不明显。本轮房地产市场调整以来，我国房地产市场以成交量的下行为主要特征，与 90 年代泡沫破裂后的日本房地产市场相比价格端的下行相对温和，房地产市场调整对于居民部门的冲击仍较为可控。目前我国房地产市场调整阶段面临的主要问题来自于房地产开发企业销售下降与融资受阻导致现金流恶化带来的债务风险暴露，伴随房地产行业政策优化，房地产企业风险有望逐步得到化解。

整体上看，当前中国房地产市场与日本泡沫时期的房地产市场存在一定相似之处，但也有一些重要的区别。相似之处方面，目前我国的人口增速情况与人口结构与 1990 年代的日本相近，长期来看人口拐点已经出现，面临自然增长率下降与老龄化提升的困境，从国际经验来看人口拐点较难逆转。然而，两国在一些关键点上存在差异。目前我国经济发展仍然具有较大潜力，人口迁移与城镇化进程仍在推进，经济发展与城镇化进程对房地产市场需求仍可构成一定支撑，且我国调控政策更加灵活与积极，伴随修复政策的陆续出台以及经济发展和居民收入逐步回升，中长期来看我国房地产市场需求仍有一定支撑。

五、对我国房地产行业未来的思考与启示

从日本 90 年代的历程可以看出，过度的金融化为房地产泡沫的出现和发展提供了土壤，日本政府选择主动戳破泡沫以结束疯狂投机的方法，来恢复正常的经济发展体制与市场运行体系。日本房地产市场危机形成的背景在于 90 年代初期日本整体经济增长放缓，城镇化进程达到瓶颈，人口增速长期向下，房地产市场需求已经出现拐点，随着货币政策快速转向，最终酿成危机。我们通过对日本房地产市场泡沫发展历程的梳理，结合对我国房地产市场发展阶段，可以得到如下启示：

（一）伴随过去数年来我国居民部门杠杆率的快速攀升，以及人口自然增长率下降、老龄化程度提升等因素，我国房地产市场发展进程也逐步由蓬勃发展期进入成熟稳定期，后续需求端的增长空间相对有限，整体市场调整风险有所加大，房地产市场脆弱性有所增加。

（二）借鉴日本主动戳破泡沫之后的发展历程，需警惕货币政策与调控政策快速收紧对于房地产市场带来的过度冲击，在发展的过程中化解房地产市场的突出问题及潜在风险，采取稳中求进、精准施策的主动策略，以稀释和消散局部过热的情况。应当尽可能发挥房地产行业对于经济增长的拉动作用，发挥房地产市场对稳定宏观经济大盘的作用，尽可能避免“硬着陆”。我国在处理房地产市场问题时，应该平衡与掌控政策施放的力度与速度，保持政策的连贯性和稳定性，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

（三）从短期来看，目前我国房地产市场持续低迷，行业出清尚未结束，甚至面临加速下行风险，今年以来部分头部房地产企业仍有负面舆情新发。借鉴日本经验，90 年代日本房地产泡沫破裂对经济与金融体系造成巨大伤害，经济复苏进程缓慢。当前我国经济面临新旧动能转换的重要节点，国内总体需求不足、民众消费能力有待提升、外部环境错综复杂、国际风险输入可能性高，我国政策制定部门需积极支持房地产行业平稳发展，稳妥化解已出现的风险，防止风险事件进一步传播与扩散。考虑到我国居民财富中房地产占比高，房地产价格大幅调整将导致居民财富缩水，进而引发开支收缩与消费下降。此外，我国居民与企业银行信贷中房地产作为抵押物是普遍现象，抵押物贬值可能带来的冲击也值得警惕。

（四）从中长期来看，考虑到房地产行业对于上下游的拉动作用强，房地产行业仍是我国国民经济重要支柱产业之一，未来发展仍有较大空间。伴随我国新型城镇化的持续推进以及居民对于住房条件改善的向往，我国房地产行业仍然具有发展动力。

目前我国房地产市场政策底已经出现，但市场底尚未到来，行业出清仍未结束。2023 年 7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。据新华社 7 月 27 日报道，住房和城乡建设部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上说，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付

比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。

展望未来，房地产行业过往“高杠杆、高负债、高周转”的经营模式难以为继，房地产市场进入一个调整和规范阶段，从中长期来看，我国房地产市场投机性住房需求逐步得到抑制，刚性和改善性合理住房需求有序释放，我国房地产市场正从过去的高速发展转向平稳发展阶段。在房地产市场调整和规范阶段，行业内的企业可能会面临一些变化和挑战，行业竞争格局也将面临一定改变。在行业内部，企业竞争可能会更加激烈。那些具备良好财务状况、项目管理能力和市场适应性的企业可能更有竞争优势。同时，伴随房地产行业整体需求增速下行，市场竞争加剧，行业内的整合和洗牌现象可能会增加，可能会出现一些企业的兼并和重组，以提高市场集中度和行业效率，而一些规模较小、资金实力较弱的企业可能会面临被收购甚至被淘汰的风险。

我们认为，具有如下特征的企业或将逐渐退出市场：

（一）资金压力大、财务风险高的企业

房地产行业调整阶段市场信心不足，融资环境相对苛刻，依赖于高杠杆运营的企业在销售下降、预售资金监管严格、融资受阻环境下资金链压力大，难以抵御市场波动风险。

（二）无法适应变化的市场环境，无法打破过往发展模式“路径依赖”的企业

增量需求下降背景下房地产价格单边上涨“信仰”被打破，过往借助于资产价格增值的发展模式难以为继。此外，过度依赖某一地区或某一类型房地产项目的企业，一旦市场调整或政策变化，可能无法适应新的市场环境，面临困境，例如过度依赖于过往通过棚改货币化安置支撑的三四线房地产市场的企业，如无法及时适应供求关系发生转变后的新的市场环境，并针对性的调整经营策略，难免将会面临困境。

（三）产品质量与服务质量口碑不佳的企业

伴随经济社会的不断发展以及住房短缺问题的逐步解决，居民对于美好生活的向往以及对居住品质的要求不断提升，高品质住宅的需求将逐渐释放。产品质量与服务质量口碑不佳的企业将在未来激烈的市场竞争中逐步失去品牌竞争力，逐步被市场淘汰。

我们认为，能够穿越周期并有望受益的企业将具有如下特征：

（一）财务实力强、资金充足的企业

在行业调整期间，房地产开发商面临更大的融资压力，而那些财务稳定且具备充足资金储备或稳定融资渠道的企业能够更好地应对市场波动和风险，同时能够抓住机会进行投资和进一步抢占市场份额。

（二）能够满足居民对于美好生活的需求，提供优质产品和品牌溢价的企业

居民对于美好生活的向往以及对于住房条件的改善需求持续存在，行业进入高质量发展阶段能够提供高品质、有竞争力的产品和服务的企业将在市场将持续具有吸引力。同时，注重绿色建筑、遵守法律法规、积极履行“保交付”等社会责任的企业也有望获得政府的支持和认可，树立良好的品牌形象，从而在市场获得竞争优势。

（三）能够适应新的市场环境，及时转变商业模式的企业

过往房地产企业在房地产价格上升预期下的杠杆增加风险敞口的开发模式不再适用，行业调整阶段必然面临开发业务收益下降，未来行业将逐步从单一的开发销售模式转向开发、经营、服务并举的新发展模式过度，在开发业务增量逐步放缓的背景下，拥有多元化的业务布局和产品线的企业能够降低单一市场的风险，应对政策调控和市场变化的不确定性。

（四）能够积极进行业务转型升级，产品创新能力强的企业

未来开发业务规模将不再是评价房地产企业的唯一指标，未来产品创新能力强、能够积极进行业务转型和升级，寻找新的增长点和市场机会，如租赁市场、养老市场等企业也将有望穿越周期，而那些在行业拐点出现前已经完成相关赛道布局的企业将具有先发优势。

参考文献

- [1] 关雪凌、丁振辉. 日本产业结构变迁与经济增长[J]. 世界经济研究, 2012(7).
- [2] 董裕平、宣晓影. 日本的房地产税收制度与调控效应及其启示[J]. 金融评论, 2011(3).
- [3] 橘川武郎、粕谷诚. 日本房地产百年简史[M]. 厦门大学出版社, 2021.

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

相关研究

[我国房地产行业未来发展方向和政策走向—基于香港地产市场比较研究](#)

[德国房地产市场研究及对我国的借鉴意义](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。