

贾祖国
86-755-82940792
jiazg@cmschina.com.cn

2008年7月21日

日本房地产泡沫经验及借鉴

中国当代房地产研究专题之二

周期性消费品

房地产

中性（维持）

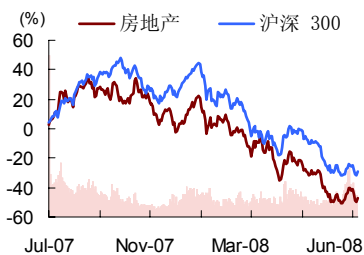
上证指数 2861

行业规模

		占比%
股票家数（只）	116	7.4
总市值（亿元）	7022	3.5
流通市值（亿元）	4007	6.4
重点公司市值（亿元）	3167	1.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.6	-53.1	-43.5
相对表现	0.2	-5.1	-17.4



相关报告

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》
2008/07/18

日本至今都还没有走出 20 余年前那场房地产泡沫的阴影。今天我们在此做一个总结以期真实地还原当年的那段疯狂。虽然中国目前不可能发生那样的情况，但人类的贪婪所导致的“市场的均衡是短暂的”这一点是一致的。

- **日本房地产泡沫的特征：**2007 年底，六大城市土地价格仅相当于 1991 年高点的 27.7%。绝对价格也只相当于 25 年前，也即 1982 年的水平；
- **日本房地产泡沫发生时的背景：**日本的城市化进程已经接近尾声；与快速城市化相伴的是土地价格快速上涨所导致的所谓的“土地神话”；宏观经济增速下降，经济增长方式也转为“出口主导型”；日元的国际化和金融自由化于 1980 年代加速；
- **日本房地产泡沫的形成及扩大：**日元国际化和低通胀导致扩张性货币政策的实施；期间金融机构行为、企业行为都发生了严重扭曲；企业购买大量土地并作为资产保有而脱离交易市场，导致有效供给不足，土地价格持续上升；金融加速器机制起到推波助澜的作用；
- **日本房地产泡沫期间的调控政策：**1990 年 3 月大藏省推出了不动产贷款总量控制政策，即规定银行对不动产贷款时，增长率不能超过其贷款总量增长率。控制贷款政策效果非常显著，其成为了房地产泡沫破灭的诱导因素之一；
- **日本房地产泡沫的启示：**
 - 1) **中国房地产不会发生日本式的泡沫。**中国和日本当年最主要的区别就是“城市化进程”。在城市化进程中，城市房价，尤其是核心城市房价总体会上涨。85 年，日本的城市化率为 76.7%，城市化进程已经接近尾声；而目前中国的城市化率仅为 45%，城市化进程正处于加速阶段。我们认为，中国城市化总体每年还将继续快速提高，中国城市的房价总体是处于上涨过程中的，紧缩性政策导致的房价回调只能是短期的；
 - 2) **本币升值并不一定导致房地产价格上涨。**85 年“广场协议”后，主要发达国家的货币均对美元升值，这些国家并没有发生像日本那样严重的泡沫经济；就中国来看，现在人民币依然在而且还会继续升值，而股票和房地产却早已下跌；本币升值也只是为房地产价格的上涨提供了充裕资金的可能，房地产价格的最终上涨还需要市场一致预期上涨这一重要条件；
 - 3) **人是理性的，更是贪婪的。当市场的均衡一旦被打破，若没有有效的调控措施，市场会加速上涨或下跌。**日本当年房地产泡沫时，房价的上涨和下跌如此；前期中国的房价上涨也如此。目前中国房价下跌依然如此：在紧缩性的货币政策下，市场的参与者都预期房价要调整，开发商在降价，居民在观望。市场的均衡同样被打破。而政府认为还需要继续宏观调控，还没出手。

正文目录

前言、日本房地产泡沫的基本特征	4
1、日本人文地理概况	4
2、日本房地产市场概况	5
3、日本房地产泡沫的基本特征	5
(1) 特征 1: 泡沫巨大	5
(2) 特征 2: 房地产泡沫的结构特征	6
(3) 特征 3: 跌幅大、时间长	7
一、房地产泡沫发生时的背景	8
1、日本的城市化进程已经接近尾声	8
2、1980 年代以前日本土地市场情况: “土地神话”	8
(1) 土地价格的总体趋势	8
(2) 土地价格的阶段性表现及其原因	9
3、日本宏观经济面的变化	11
(1) 宏观经济由“高速增长”转为“稳定增长”	11
(2) 日本经济增长方式由“投资主导型”转为“出口主导型”	11
(3) 日元的国际化	12
4、金融自由化	13
二、房地产泡沫的形成及扩大	14
1、日元国际化和低通胀导致扩张性货币政策的实施	14
(1) 日元国际化导致扩张性货币政策的实施	14
(2) 低通胀导致扩张性货币政策的实施	15
(3) 扩大内需的具体政策	16
2、金融自由化导致金融机构行为扭曲	16
(1) 融资自由化导致银行贷款业务规模和利率面临下降趋势	16
(2) 利率自由化和业务管制自由化导致银行的利息成本和期间费用增加	17
3、企业行为的扭曲	19
(1) 房地产投资收益高于一般商品, 且预期高涨	19
(2) “低保有税, 高交易税”的土地税收政策抑制了土地供给	20
(3) 企业大量净买入土地是地价上涨的主要推动力量	21
4、人口再次向三大都市圈迁移, 东京成为金融中心	22
(1) 人口再次向三大都市圈迁移	22
(2) 东京成为金融中心, 商业用地价格上涨, 挤占住宅用地	23
5、金融加速器机制起到推波助澜的作用	23
三、房地产泡沫期间的调控政策	25
1、土地政策	25
2、货币政策	26
四、房地产泡沫的破灭	27
1、直接原因: 有效需求与有效供给关系发生逆转	27
(1) 初始原因: 内外融资环境极度恶化, 企业在 1991 年的土地购买量缩减 64%	27
(2) 决定性因素: 被作为资产保有而囤积的土地在短期内进入市场	27
2、深层次原因: 到 1992 年居民的基本住宅需求无法满足快速增长的供给	28
五、房地产泡沫破灭后日本政府采取的政策	30
1、泡沫的代价	30
2、泡沫破灭后日本政府采取的外汇政策	31
3、泡沫破灭后日本政府采取的财政政策	31
4、泡沫破灭后日本政府采取的货币政策	32
六、日本房地产泡沫的启示	34
1、中国房地产不会发生日本式的泡沫	34
2、本币升值并不一定导致房地产价格上涨	35
3、市场的均衡是短暂的	35

图表目录

表 1: 1985 年以前日本城市地价变动的三个阶段.....	9
表 2: 非金融法人企业的金融交易 (流量)	18
表 3: 1987-1991 年日本政府出台的土地政策及其意图	25
表 4: 泡沫期间的货币政策.....	26
表 5: 企业内外融资环境 (1988-1992 年)	27
表 6: 日本土地交易情况 (1985-1998 年)	28
表 7: 泡沫破灭后的财政政策	31
表 8: 泡沫破灭后, 日本政府出台的除利率政策以外的货币政策.....	32
图 1: 日本地图.....	4
图 2: 日本住宅供应体系 (1995 年以前)	5
图 3: 东京都宅基地资产额与日本 GDP (1981-1992 年)	6
图 4: 三大区域土地价格涨跌幅度和涨跌时间 (1980-1993 年)	6
图 5: 日本土地价格走势 (1983-2007 年)	7
图 6: 日本城市化进程 (1947-2000 年)	8
图 7: 日本土地价格走势及其波动 (1956-1983 年)	9
图 8: 日本实际 GDP 增长率 (1955-2007 年)	11
图 9: 日本经常项目顺差 (1979-1990 年)	11
图 10: 日本历年出口额 (亿美元)	12
图 11: 日元国际化进程简图	13
图 12: 历年日元计价的出口额及其同比增速 (1985-1990 年)	14
图 13: 日元国际化与财政政策和货币政策的关系示意图.....	14
图 14: 日本基准利率 (1984-1990 年)	15
图 15: 日本货币供应量及其增长率 (1981-1991 年)	15
图 16: 日本 CPI 变动情况 (1971-1995 年)	16
图 17: 日本企业直接融资额 (十万亿日元)	17
图 18: 日本银行业自由利率存款规模及份额 (1986-1994 年)	17
图 19: 存贷平均利差走势图 (1982-1988 年)	18
图 20: 银行分企业规模的贷款余额 (十万亿日元)	19
图 21: 不同时段不同产业贷款占比结构.....	19
图 22: 房地产投资收益与一般商品投资收益对比 (1971-2007)	20
图 23: 日本的土地税收体系.....	20
图 24: 企业 (非金融法人企业) 土地购入额及占比	22
图 25: 人口净迁入三大都市都市圈及东京圈的情况 (1956-2002 年)	23
图 26: 宅基地按用途量 (1981-1985 年)	23
图 27: 金融加速器机制.....	24
图 28: 日本储蓄人口数量于 1990 年到达顶峰	28
图 29: 三大城市圈及东京圈人口净迁移情况.....	29
图 30: 区域新建住房与城市人口增量情况 (1961-1990 年)	29
图 31: 日本企业破产倒闭情况 (1986-2007 年)	30
图 32: 日本实质 GDP 增长率 (1990-2007 年)	30
图 33: 日元汇率及出口额 (1986-2008 年)	31
图 34: 日本银行基准利率 (1986-2007 年)	32
图 35: 泡沫破灭前后银行贷款增速 (1990-2003 年)	33
图 36: 泡沫前后企业设备投资额及其增长率 (1991-1998 年)	33
图 37: 核心城市房价与全国城市房价比较	34
图 38: 中国土地价格指数走势	35

前言、日本房地产泡沫的基本特征¹

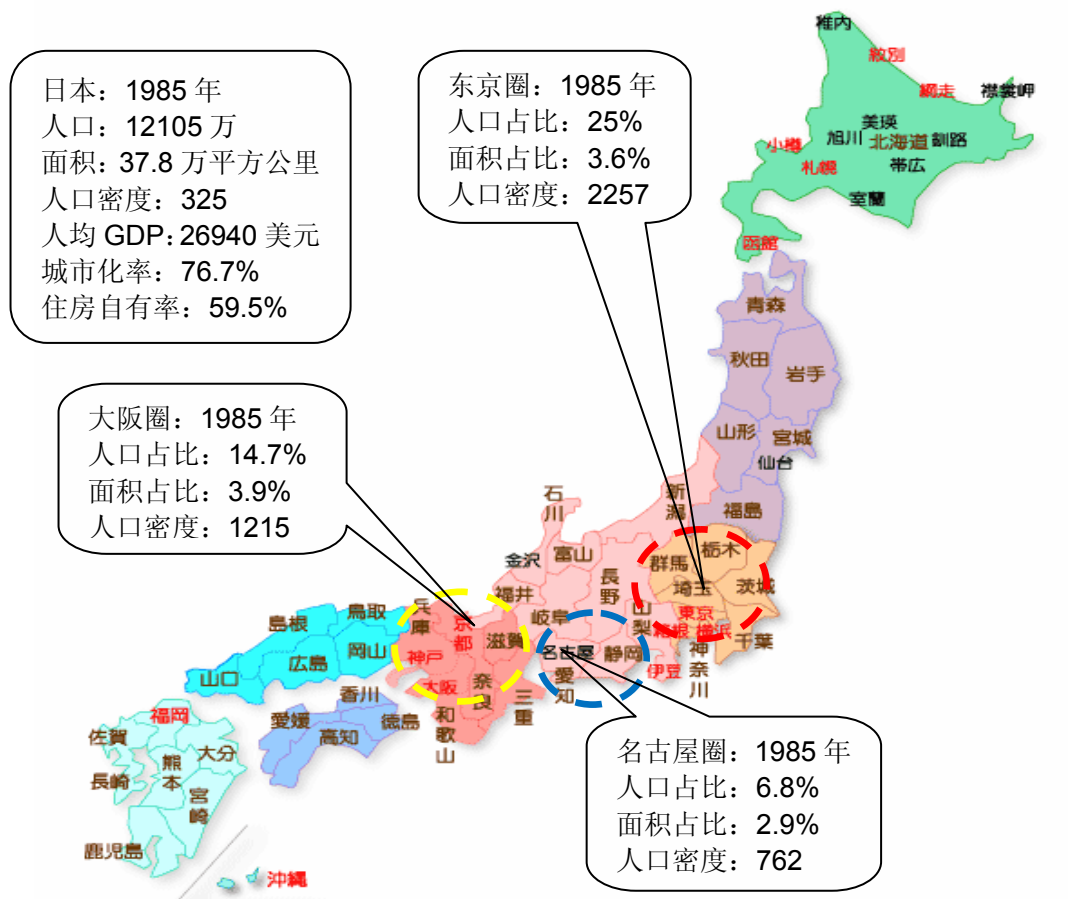
1、日本人文地理概况

如图所示，日本由 1 都 1 道 2 府 43 县组成。日本有三大都市圈，即东京圈（包括东京都，埼玉县，千叶县和神奈川县），大阪圈（包括大阪府，京都府和兵库县）和名古屋圈（包括爱知县和三重县）。三大都市圈囊括了六个最大的工业城市，即东京市、横滨市（属于东京圈）、大阪市、京都市、神户市（属于大阪圈）和名古屋市（属于名古屋圈）。

1985 年，日本人口 1.21 亿，面积 37.8 万平方公里，人口密度达到 325 人/平方公里，其中三大都市圈人口占日本总人口的比重达 50.5%，但是面积占比仅 10.4%，三大都市圈人口密度高达 1578 人/平方公里。

同年，日本城市化率达到 76.7%，城市化进程进入稳定发展阶段。其住房自有率达到 59.5%。

图 1：日本地图



资料来源：日本旅游网，招商证券研发中心

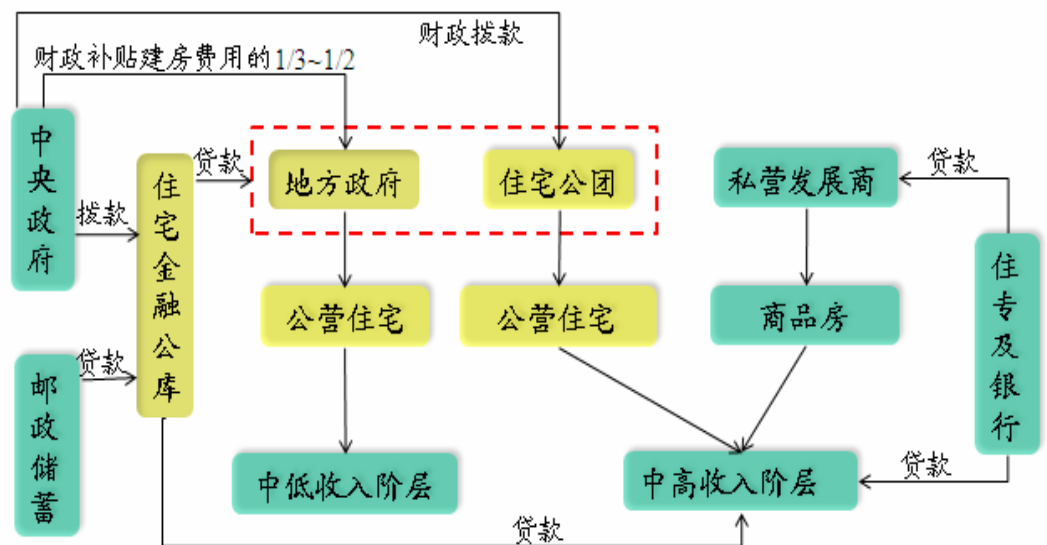
¹ 孟群为此文做了大量的资料搜集和整理工作。

2、日本房地产市场概况

日本采取住宅分类供应，低价公房调节住房市场价格的机制。由地方政府及住宅公团建设营住宅，出售或出租给中低收入阶层；由私营发展商提供商品房，满足中高收入阶层需求；政府通过低价公房来调节住房价格，1966-2000年，新建营住宅占全部新建住宅的比例达45%左右。住宅金融公库为地方政府及住宅公团提供建房资金，为所有居民提供个人住房抵押贷款，其资金来源主要是财政拨款和邮政储蓄贷款；1960年后民间金融机构开始参与个人住房抵押贷款业务。

日本实行土地私有制，一般情况下，家庭是土地的净出让方，而政府和企业是土地的净买入方。企业是土地价格上涨的最主要推动者。在1985-1992年，日本企业购买了价值45.97亿日元的土地，而家庭出让土地的收入高达83.42万亿日元。

图 2：日本住宅供应体系（1995 年以前）



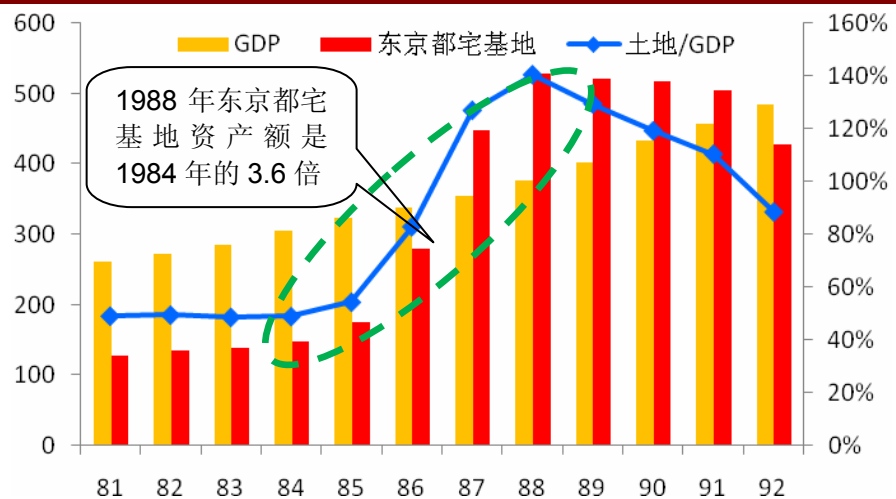
资料来源：招商证券研发中心

3、日本房地产泡沫的基本特征

(1) 特征 1：泡沫巨大

1984 年到 1988 年，东京都宅基地的资产额由 149 万亿日元升至 529 万亿日元，增加 2.6 倍。东京都宅基地的资产增加额是同期日本 GDP 增加额（72 万亿）的 5.3 倍。

图 3: 东京都宅基地资产额与日本 GDP (1981-1992 年)

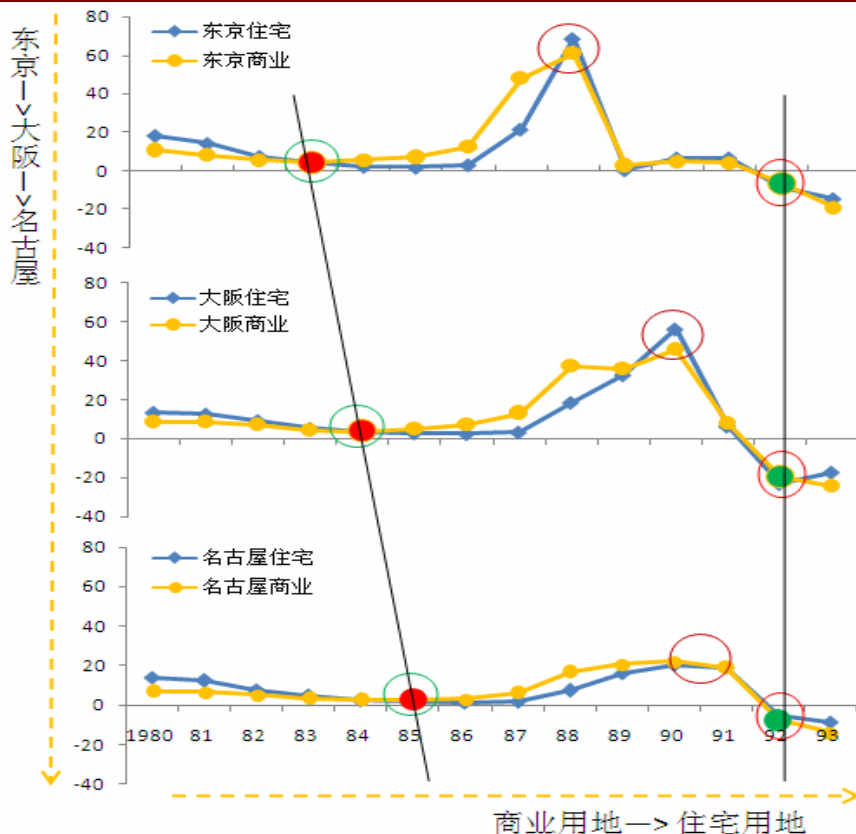


资料来源: 野口悠纪雄《泡沫经济学》1992, 招商证券研发中心

(2) 特征 2: 房地产泡沫的结构特征

- 商业地价上涨传导至住宅用地: 首先是商业用地价格上涨, 然后是住宅用地价格上涨, 其在泡沫之前, 商业用地价格涨幅高于住宅用地;
- 东京地价上涨传导至大阪, 再传导至名古屋: 东京地价从 1983 年开始上涨, 而大阪和名古屋则分别于 1984 年和 1985 年启动;

图 4: 三大区域土地价格涨跌幅度和涨跌时间 (1980-1993 年)

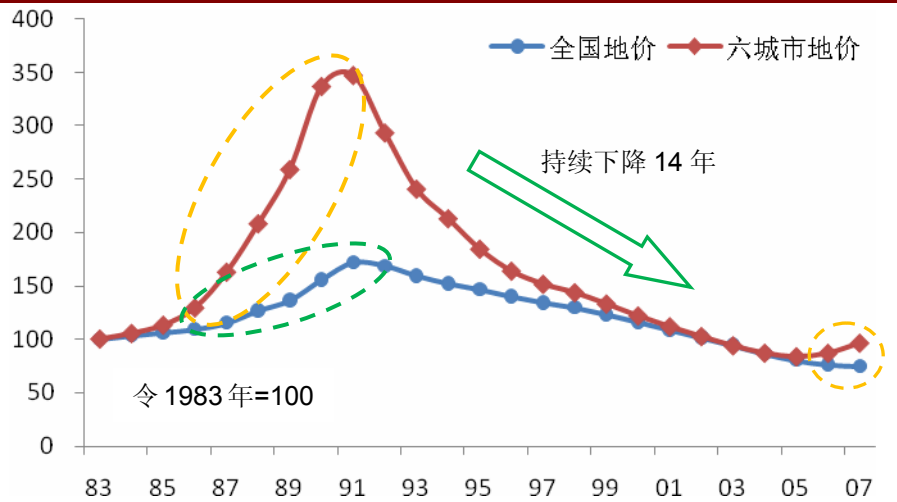


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

(3) 特征 3: 跌幅大、时间长

- 1986 年到 1991 年，日本六大城市地价上涨 2.07 倍，CAGR 为 25.2%；
- 1992 年泡沫破灭之后，日本地价持续下降 14 年，直到 2006 年才有所回升；
- 2007 年底，六大城市土地价格仅相当于 1991 年高点的 27.7%；绝对价格也只相当于 25 年前，也即 1982 年的水平；

图 5: 日本土地价格走势图 (1983-2007 年)



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

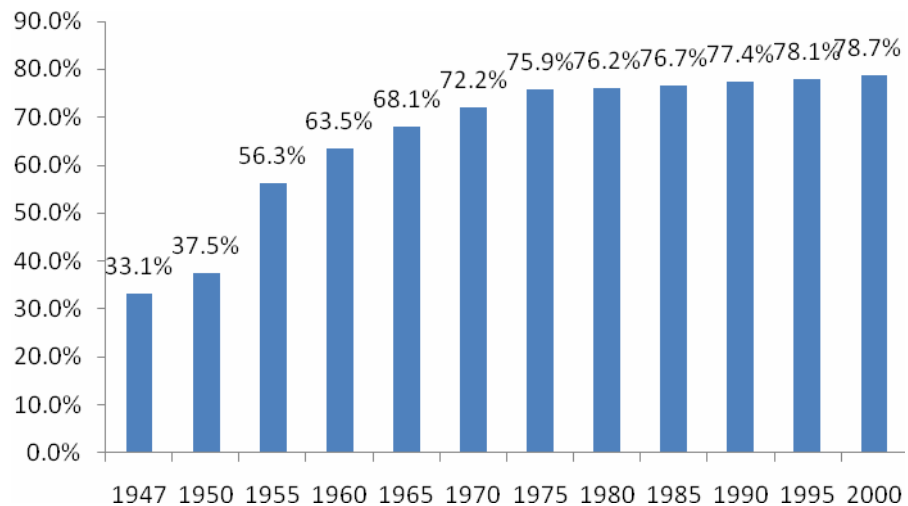
一、房地产泡沫发生时的背景

日本房地产泡沫的形成和扩大，离不开当时日本所处的特定历史环境。因此，在分析日本房地产泡沫的扩大机制之前，我们首先看下在 1985 年以前，包括土地市场在内的日本宏观微观经济的情况。

1、日本的城市化进程已经接近尾声

战后日本在创造举世瞩目的经济高速增长奇迹的同时，也创造一个至今无人打破的城市化发展纪录：1947 年到 1965 年，仅仅 18 年的时间，日本城市化率由 33.1% 提高到 68.1%，年均提高 1.94 个百分点，年新增城市人口约 228 万人。其中 1947 年到 1955 年，城市化率每年提高 2.9 个百分点，城市人口每年增加 305 万。到 1985 年，日本的城市化已经达到 76.7%，日本的城市化已经接近尾声。

图 6：日本城市化进程（1947-2000 年）



资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

2、1980 年代以前日本土地市场情况：“土地神话”

（1）土地价格的总体趋势

与快速城市化相伴的是土地价格和房价的快速上涨。这在日本形成了所谓的“土地神话”。

土地神话是指土地价格的上涨幅度会永远高于物价上涨幅度。主要是因为日本国土面积非常狭小，土地被认为是最为可靠的财富，生产技术可以不断发展，商品可以不断生产出来，国土面积却无法扩大，因此，土地价格似乎会只升不降。

日本统计局公布的资料显示：从 1956 年到 1985 年的 30 年间，日本名义 GDP 增长了约 38.6 倍，而全国土地价格和六大城市平均土地价格分别增长 41.8 倍和 56 倍。这正是土地神话的现实依据。

(2) 土地价格的阶段性表现及其原因

如下表：1956 年到 1985 年期间，日本土地价格经历了两轮爆发式增长和一次下跌。

表 1：1985 年以前日本城市地价变动的三个阶段

时区	累计涨幅	CAGR
1956-1965 年	978%	30.2%
1968-1974 年	200%	20.1%
1975 年	-8%	-8%
1975-1979 年	5%	1.3%

资料来源：Bloomberg，日本统计局，招商证券研发中心

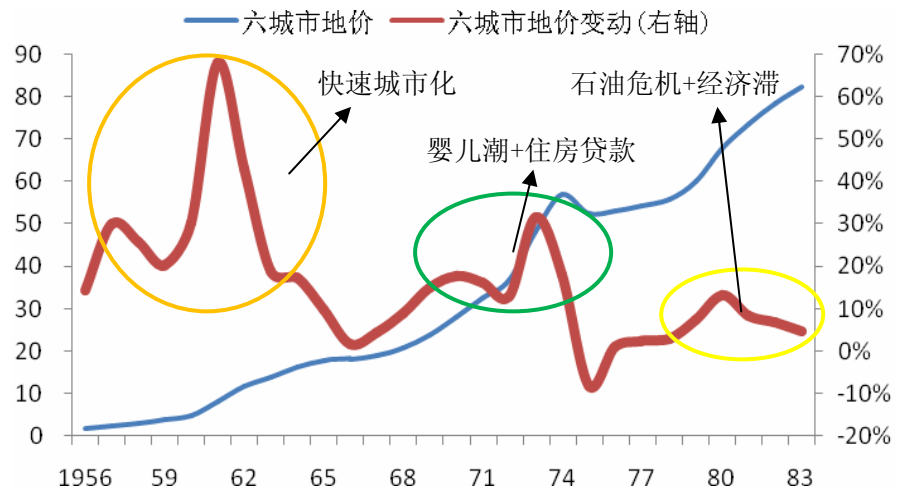
- 第一轮暴涨发生在 1956-1965 年，城市地价在 10 年内上涨了近 10 倍，年均复合增长率高达 30.2%；

主要原因是城市开发的速度跟不上人口城市化的速度，住房总体数量和城市住房数量严重供不应求。

1947-1965 年，日本城市化率由 33.1% 上升到 68.1%，18 年上升 35 个百分点，年均提高 1.94%，每年约有 228 万人迁入城市。然而城市基础设施及住房的供给周期比较长，城市开发的弹性比较低，这势必导致住房供需的结构性矛盾不断加剧。

这说明，在城市化快速上升的阶段，基本的居住需求能够支持多大程度的住房价格上涨是难以预测的。

图 7：日本土地价格走势及其波动（1956-1983 年）



资料来源：Bloomberg，日本统计局，招商证券研发中心

- 第二轮暴涨发生在 1968-1974 年，土地价格在 7 年内上涨了近 2 倍，年均复合增长率高达 20.1%；

主要原因是战后婴儿潮陆续进入婚姻年龄以及个人住房抵押贷款大规模增长。

- **婴儿潮**：1947-1949 年是战后日本的人口出生高峰期，到 1968-1974 年，这群婴儿的年龄达到 **19-27 岁**，陆续进入婚姻年龄，更为重要的是，当时正处于日本城市化的高峰期，**这些进入婚姻阶段的年轻人大多集中在城市**，因此形成了对城市住房的刚性需求；

- **住房抵押贷款：**这一时期日本的个人住房抵押贷款呈现爆发式增长，仅 1972 年民间金融机构发放的个人住房抵押贷款额比 1966 年增长了 34 倍，加之于前期 GDP 高速增长带来的财富积累，以及日本土地私有制导致日本的居民购房的自由资金非常充裕。

背景材料：1960 年代末，日本个人住房抵押贷款超速增长的背景

庞大的需求是个人住房抵押贷款增长的基本条件，但是更重要的是发放个人住房抵押贷款的金融机构的多元化。

1960 年代以前，只有共有的住宅金融公库办理个人住宅抵押贷款业务。住宅金融公库的资金主要来自于财政拨款，但是当时日本正处于资金短缺时期，财政拨款的数量及其有限；而且，住宅金融空库必须将更多的资金用于援助地方政府和住宅公团建设公营住宅，因为当时住房问题的焦点是修建公营住宅以解决城市住房短缺问题。因此，个人住房抵押贷款的规模极其有限。

1960 年之后，一些都市银行和地方中小银行先后开始采取‘先存后贷、以存定贷’的方式办理个人住宅抵押贷款业务。其基本模式是居民必须先在某一银行存入相当于购房款 50% 左右的资金，然后才能申请该银行的个人住房抵押贷款。另外申请住房抵押贷款的手续极其复杂，制约了居民申请个人住房抵押贷款的积极性。

1960 年末期，个人住房抵押贷款出现了巨大的变化。

首先是 1967 年，千叶银行取消‘先存后贷，以存定贷’的贷款条件，使得**手续变得其次是 1971 年，民间金融机构开始深度参与个人住房抵押贷款业务。**三和、三井、神户等都市银行联合出资成立第一家以办理个人住宅抵押贷款为主要业务的住宅金融专业公司——日本住宅金融会社；第一银行（现第一劝业银行）等出资成立住宅贷款服务会社。到 1979 年，日本共成立了八家住宅金融专业公司。住宅专业公司主要目的在于加强‘住专’的股东银行（母体行）在住宅抵押贷款业务上的竞争能力。

自己不设存款部门，所用资金全部来自其他金融机构，最初来自于母体银行，80 年代后期，来自农林系的资金大量增加。

正是因为民间金融机构的参与，导致个人住房抵押贷款的资金来源不在局限于财政拨款，而且住房抵押贷款的手续变得简化快捷，为 1968-1974 年的居民购房奠定了坚实的外部基础。

另外说明：日本泡沫经济之后，民间住宅金融专业公司最终解体。主要是因为：1990 年大藏省为了控制银行向房地产行业的大量融资，抑制泡沫经济，对银行的房地产信贷规模实行总量控制，但住宅金融专业公司不在此列。一些股东银行纷纷把原先自己的客户推荐给‘住专’，使得‘住专’在某种程度上扮演了替代大银行向房地产业融资的角色。**简化、快捷**，随后各大银行迅速跟进。

资料来源：招商证券研发中心

- 1975 年，受通货膨胀的影响，人口迁出城市，城市地价下跌 8%；

这是 1956-1985 年期间唯一的一次下跌。其主要原因是受两次石油危机的影响，日本经济滞胀（即高增长高通胀），通货膨胀达到 2 位数，城市生活成本大幅上升，导致人口迁出城市。

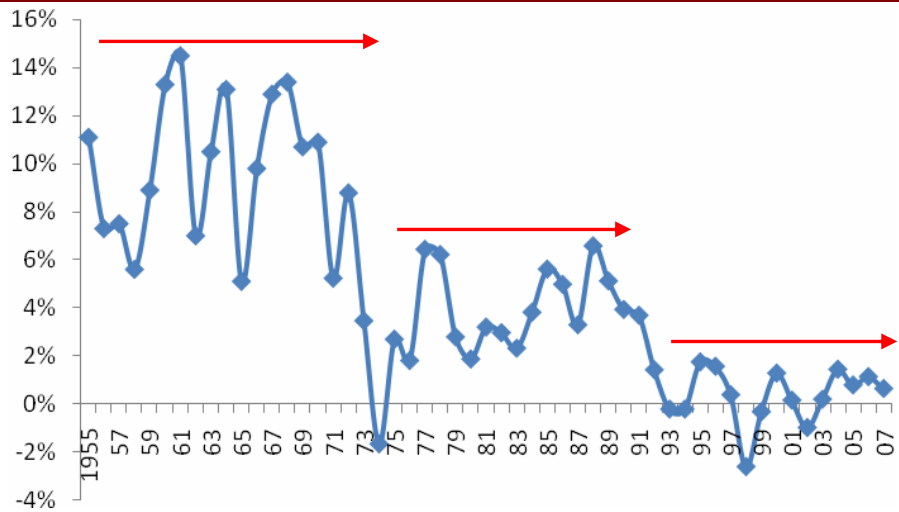
3、日本宏观经济面的变化

1970 年所发生的两次石油危机是日本宏观经济的重要转折点。经济增长的速度和方式均发生了重大变化。

(1) 宏观经济由“高速增长”转为“稳定增长”

如图所示，在第一次石油危机以前，日本宏观经济年均增长率超过 10%，但是从第一次石油危机开始，日本的实质 GDP 增长率下降到 4%左右的水平。

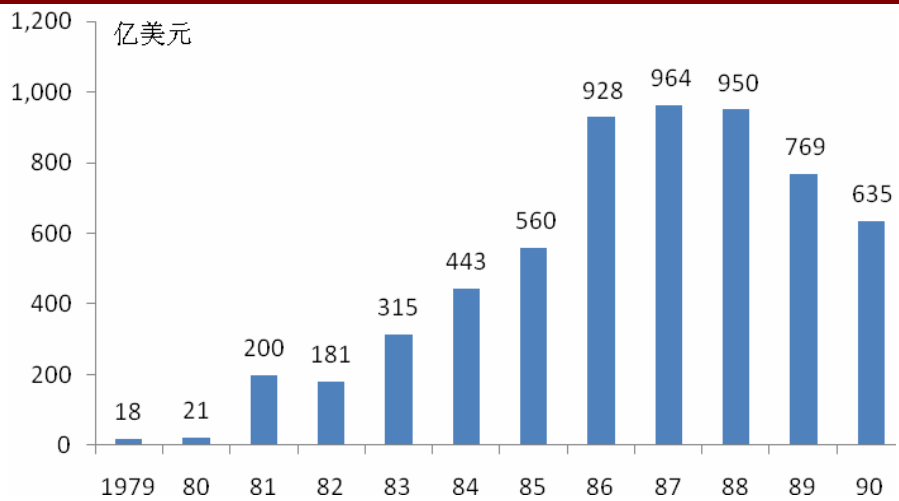
图 8：日本实际 GDP 增长率（1955-2007 年）



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

(2) 日本经济增长方式由“投资主导型”转为“出口主导型”

图 9：日本经常项目顺差（1979-1990 年）



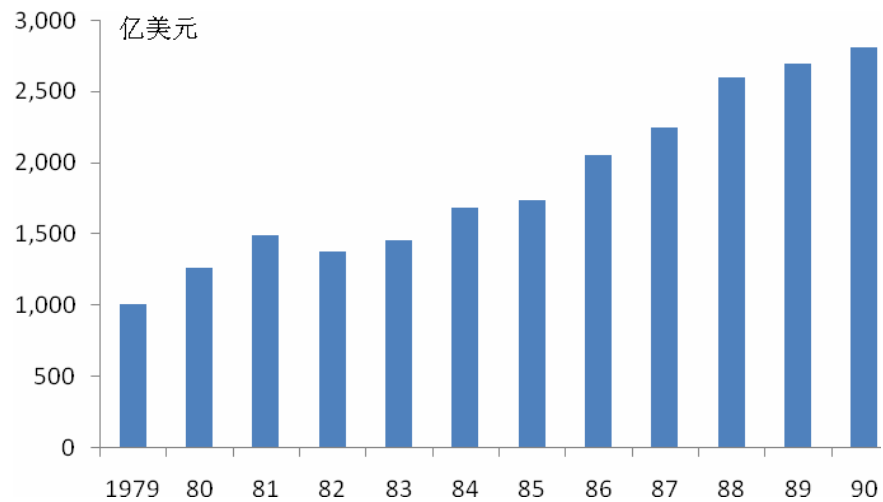
资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

战后日本，进入工业化进程和城市化进程的高潮。这一时期最为显著的特点就是基础设施建设滞后，产品供不应求，国内缺乏资金，投资利润率高涨。固定资产投资成为这一时期，经济增长的主导方式，而出口的主要任务在于获取资金，以便于引进技术和设备。

到 1970 年初，日本的重工业化进程和城市化进程基本结束，国内产能过剩，产品供过于求，国内投资增速放缓，投资主导型经济增长方式面临瓶颈，日本经济开始向外需求突破。出口的主要任务变为消化国内过剩产生，维持经济增长。经济增长方式逐渐由“投资主导型”转变为“出口主导型”。

日本的出口额在 1979 年突破 1000 亿美元大关，1986 年突破 2000 亿美元。而经常项目顺差的增长更为惊人：1979 年和 1980 年，经常项目顺差仅分别为 18 亿美元和 21 亿美元，但是 1981 年暴涨了近 10 倍，达到 200 亿美元，此后逐年上升至 1986 年的 928 亿美元。

图 10：日本历年出口额（亿美元）



资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

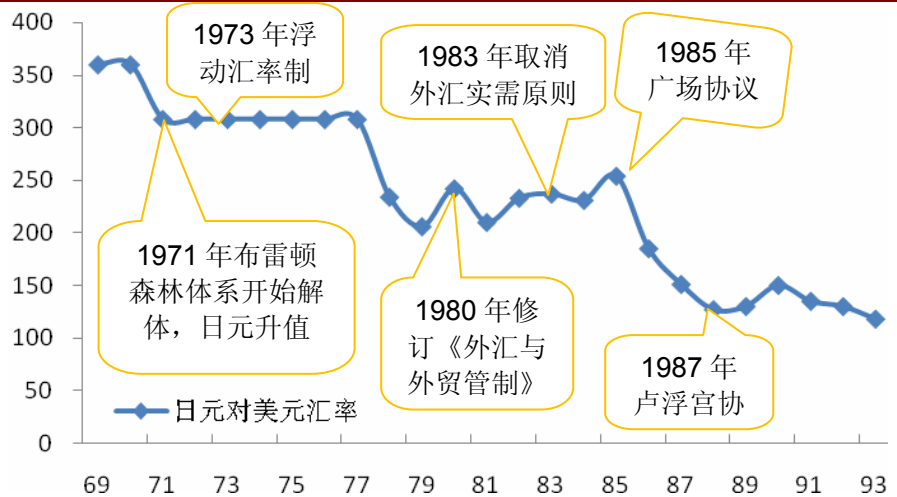
1983 年 2 月，在出口的推动下，日本经济进入了新一轮的景气周期，即里根景气。

（3）日元的国际化

日元国际化进程起步于 1970 年代初，1985 年《广场协议》后基本实现。

日元国际化包括日元汇率改革和外汇管制改革。前者的最终目标是汇率自由化，后者的最终目标是外汇进出自由化。如下图所示：

图 11: 日元国际化进程简图



资料来源: 招商证券研发中心

在日元汇率改革方面: 1971 年, 布雷顿森林体系开始解体, 美元贬值, 日元一次性升值 14.4%。1973 年布雷顿森林体系最终解体, 日本开始实行浮动汇率制 (当然其实质是在政府控制下的管理的浮动汇率制, 日元对美元基准汇率并未发生变化)。1985 年 9 月《广场协议》之后, 日本汇率基本实现了市场化。

在外汇管制改革方面: 1980 年代基本完成外汇进出自由化。日本首先于 1980 年修改《外汇和外贸管制法》允许外国人购买日本股票, 同时外汇交易由“原则禁止”变为“原则自由 (按实际需求来定)”, 随后于 1984 年进一步取消了“外汇实需原则”。

4、金融自由化

金融自由化包括三个方面的内容, 即融资自由化, 利率自由化和业务管制自由化。日本的金融自由化进程于 1979 年起步, 1985 年日本政府发布《关于金融自由化、日元国际化的现状及展望》后, 金融自由化进程全面加速。

- **融资自由化:** 以 1979 年颁布无担保国内公司债及可转债的使用标准, 并允许美国的希尔斯·罗巴克发行了日元本位制无担保公司债, 允许松下电器产业发行完全无担保可转换公司债, 为起点, 日本开始了融资自由化进程。附带新股承销权的公司债 (1981 年), 欧元债券 (1983 年), 完全无担保普通公司债 (1985 年) 等先后被引入资本市场, 至 1985 年, 日本融资自由化的法律框架基本搭建完成, 此后日本政府进一步放宽了对上述融资方式融资额度, 利率和发债标准。
- **利率自由化:** 以 1979 年导入可转让存款为标志, 日本开始了利率自由化进程。1984 年启动定期存款的利率自由化进程, 1985 年市场利率联动型存款和自由利率的大宗存款先后获准发行, 1986 年起, 日本政府进一步放松了对上述存款的最低存入额度和存款期限的限制。至 1990 年代初基本完成利率自由化。
- **业务管制自由化:** 业务管制自由化进程于 1983 年起步。1983 年银行获准销售公共债和银行公债, 并于 1987 年和 1988 年先后展开股票期货交易和股指期货交易; 金融机构开设分店的规定也于 1983 年大为放宽。1999 年 10 月, 银行、金融信托、证券公司之间的相互渗入完全自由化。

二、房地产泡沫的形成及扩大

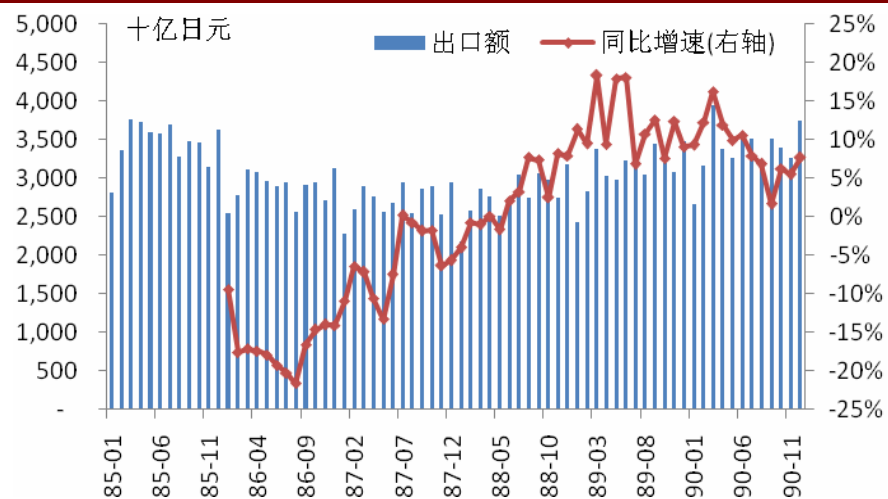
1、日元国际化和低通胀导致扩张性货币政策的实施

(1) 日元国际化导致扩张性货币政策的实施

日元国际化对日本的货币政策产生了深刻的影响,是泡沫期间扩张性货币政策的主要诱因。其影响机制如下图所示:

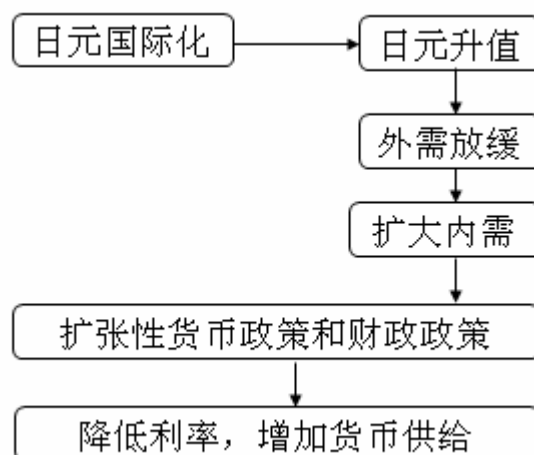
- 日元国际化,尤其是1985年9月,《广场协议》之后,日元进入升值通道;
- 日元迅速升值,导致外需放缓。广场协议后日元升值,日元计价的出口额同比负增长,一直持续到1988年6月左右,形成了“日元升值萧条”;
- 为了维持宏观经济的稳定增长,日本政府势必要实行扩张性的货币政策和财政政策。就货币政策而言,降低利率和增加货币供给成为必然的选择。

图 12: 历年日元计价的出口额及其同比增速 (1985-1990 年)



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 13: 日元国际化与财政政策和货币政策的关系示意图



资料来源: 招商证券研发中心

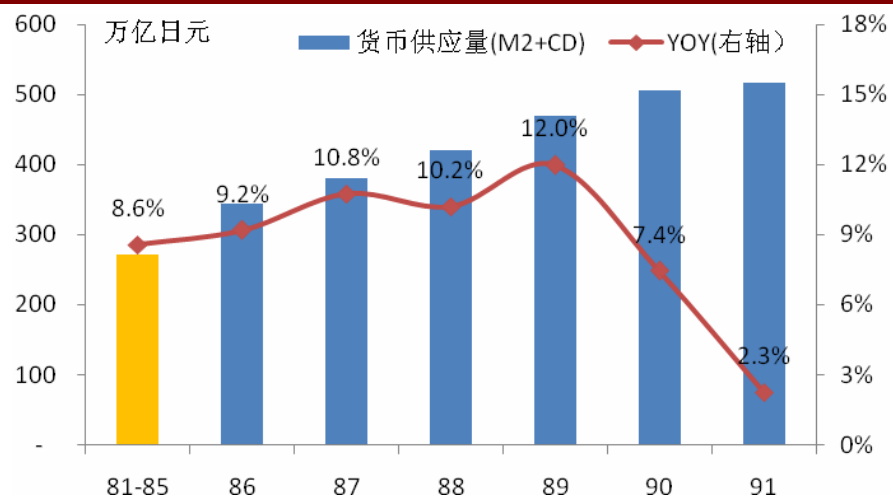
1986年1月开始，日本银行连续五次降低利率至2.5%，并维持到1989年5月。与此同时货币供应量年均增速比81年到85年提高了2个百分点，达到了10.5%。

图 14: 日本基准利率 (1984-1990 年)



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 日本货币供应量及其增长率 (1981-1991 年)



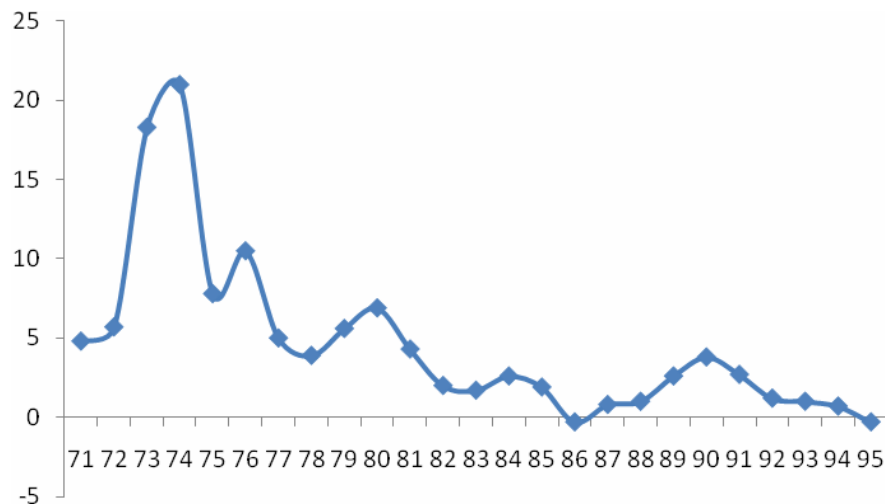
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

(2) 低通胀导致扩张性货币政策的实施

日本宏观经济持续增长，但是CPI指数非常低，日本政府缺乏提高利率的动力。

期间，日本低通胀的主要原因是过剩的资金并没有进入商品市场，引起通货膨胀，而是进入股票市场和房地产市场，引起资产价格膨胀。

图 16: 日本 CPI 变动情况 (1971-1995 年)



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

(3) 扩大内需的具体政策

在日元升值出口下降以及国际社会的压力下,日本确立了扩大内需的发展战略:主要思路就是增加投资和消费,减少储蓄,这势必要求政府实施扩张性的货币政策。

1986 年和 1987 年“前川报告”确立了扩大内需的基本思路:

- 第一, 增加政府公共投资, 兴建公共工程;
- 第二, 调整产业结构, 扩大企业设备投资, 扩大对外直接投资;
- 第三, 转变居民消费结构, 减少储蓄。

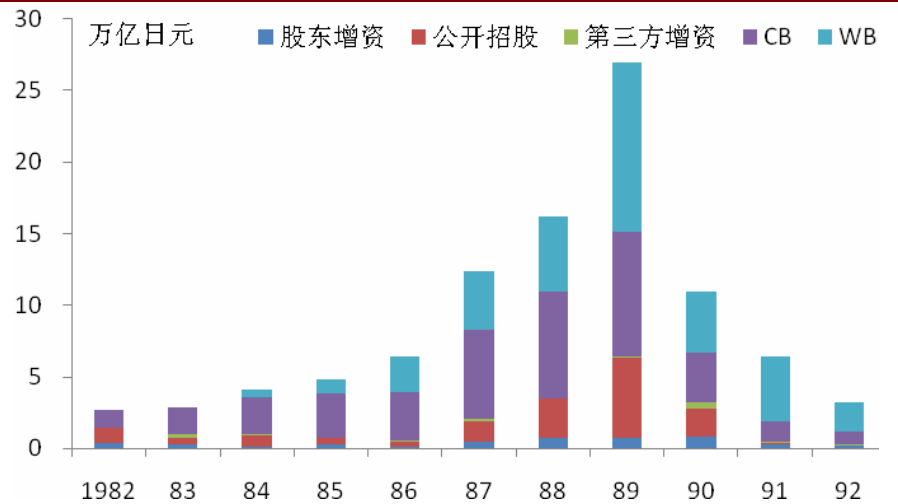
1987 年 5 月出台了“紧急经济对策”, 扩大内需政策正式实施。该政策主要内容包括: 补充增加 4.3 万亿日元资金用于公共建设项目; 减税 1 万亿日元; 增加 7000 亿日元资金, 以期通过住宅金融公库等机构强化住宅金融制度。

2、金融自由化导致金融机构行为扭曲

(1) 融资自由化导致银行贷款业务规模和利率面临下降趋势

如下图所示, 随着融资自由化的深入发展, 大型制造企业积极寻求低成本的直接融资来筹集资金, 1986-1990 年, 直接融资额年均增速 55.8%, 是同期银行贷款年均增速的 4.5 倍左右。企业对银行的依赖程度有所下降。

图 17: 日本企业直接融资额



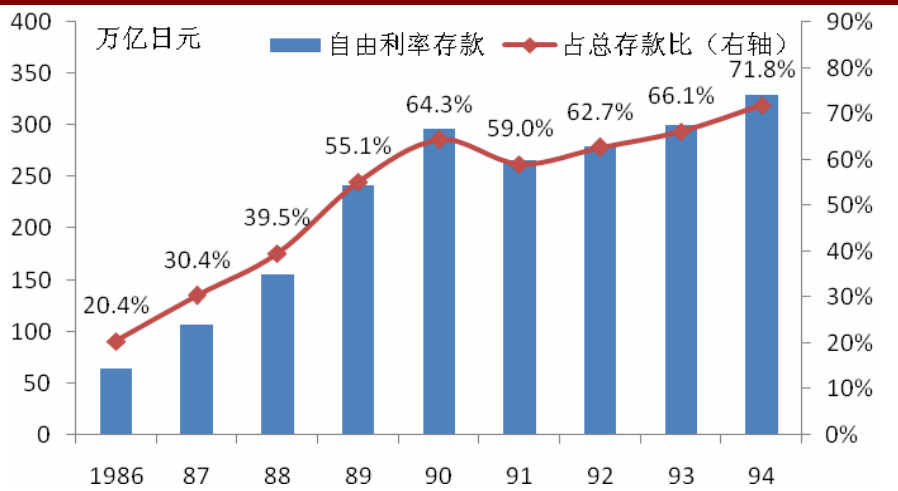
资料来源: 日本银行, 东京证券交易所, 招商证券研发中心

这导致银行贷款业务规模增速面临放缓压力, 同时贷款利率受到权益融资成本的竞争而难以提高。

(2) 利率自由化和业务管制自由化导致银行的利息成本和期间费用增加

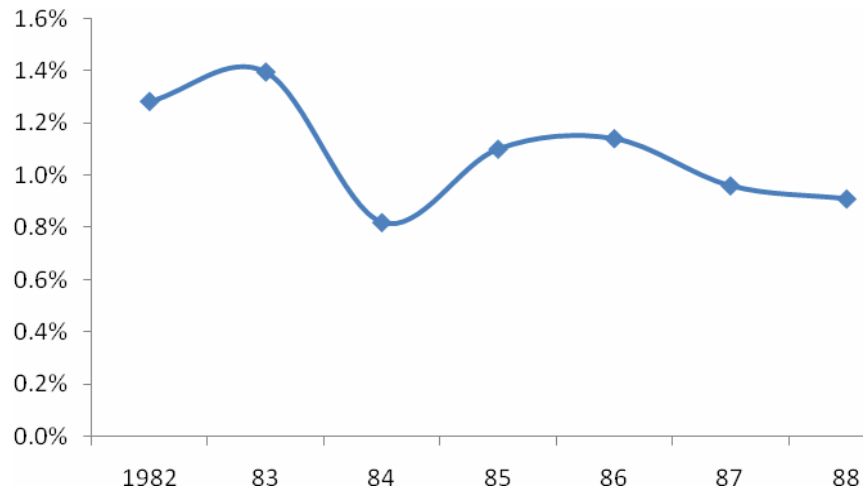
由于银行业业务和区域垄断被打破, 银行积极通过自由利率存款来吸引储蓄, 以提高贷款能力, 导致利息成本上升; 与此同时竞争日益激烈, 营销管理等期间费用也大幅上升。

图 18: 日本银行业自由利率存款规模及份额 (1986-1994 年)



资料来源: 瑞穗证券, 野村证券, 招商证券研发中心

图 19: 存贷平均利差走势图 (1982-1988 年)



资料来源: 瑞穗证券, 野村证券, 招商证券研发中心

(3) 银行两头受压, 开始实施激进的贷款行为

银行业处于两头受压的境地, 为了提高收益, 商业银行的贷款行为发生了偏离, 开始实施激进的贷款行为, 将贷款转向风险较高的中小企业, 不动产, 非银行金融机构和个人, 而非银行金融机构再向不动产和个人贷款 (住宅专业金融公司)。

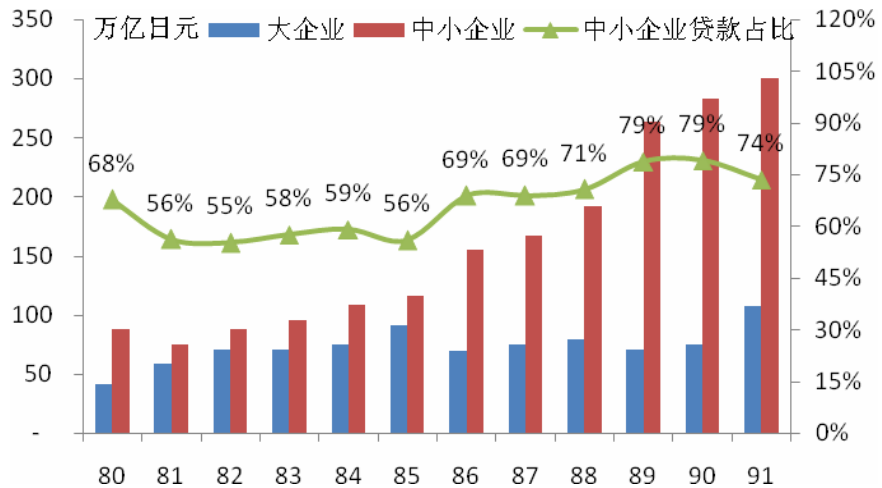
表 2: 非金融法人企业的金融交易 (流量)

单位: 亿日元	筹 措			运 用	
	市场融资	债券股份	其他债务	金融资产纯增	用于实物投资
1980 年	13.6	4.3	7	12.3	12.6
1981 年	16.5	6.2	10.1	21	11.8
1982 年	17.4	6.1	8.2	15.7	16
1983 年	18.1	4.8	6.1	16	12.9
1984 年	20.7	7.1	13.7	27.1	14.3
1985 年	25.2	7.6	3.5	23.6	12.9
1986 年	26.6	9.1	-6.3	17.1	12.3
1987 年	25.9	12.6	43	59	22.4
1988 年	30	19.4	27.1	53.4	23.1
1989 年	38	26.3	30.6	64.9	30
1990 年	39.5	15.6	31.9	39.7	47.3
85—90 年累计	185.1	90.9	129.7	257.8	148

资料来源: 日本经济企划厅《平成 4 年国民经济计算年报》, 招商证券研发中心

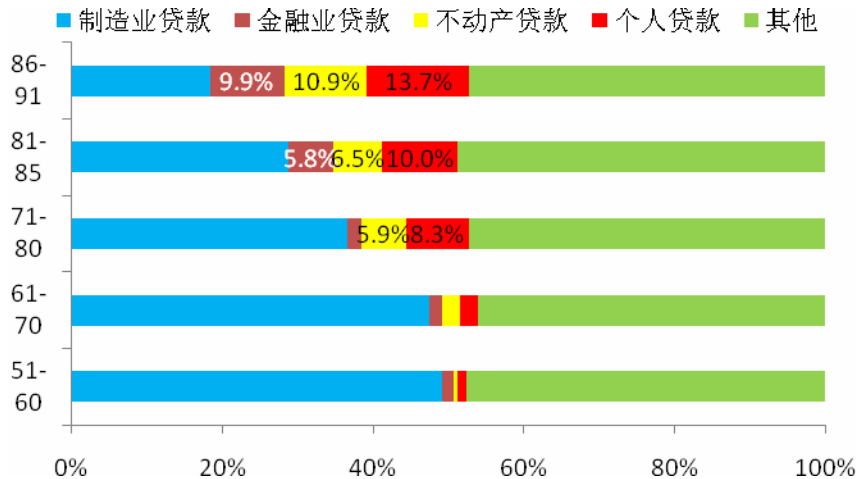
注: 金融资产的纯增包括现金、存款、有价证券及其他金融资产

图 20: 银行分企业规模的贷款余额



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

图 21: 不同时段不同产业贷款占比结构



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

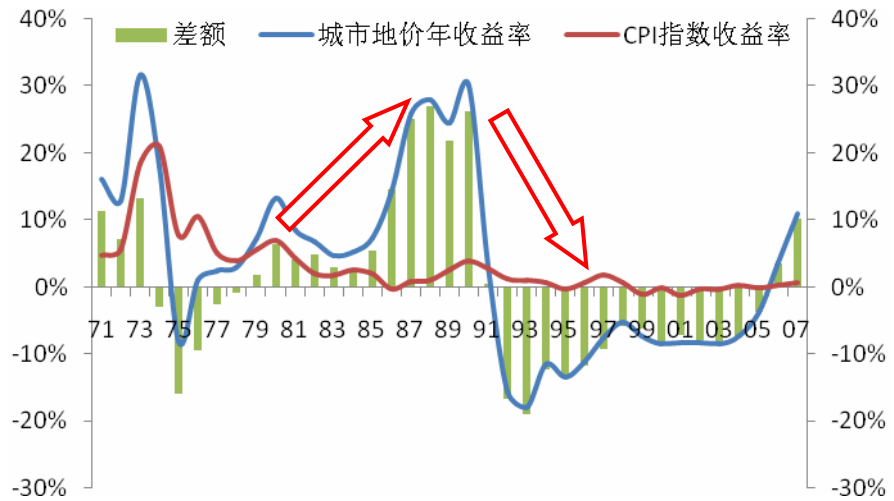
3、企业行为的扭曲

企业行为发生扭曲，购买大量土地并作为资产而保有，导致有效供给不足。企业行为之所以发生扭曲，主要原因有两点：即 1) 房地产投资收益（包括股票投资）高于一般商品，其预期高涨。2) “低保有税，高交易税”的土地税收政策抑制了土地供给。

(1) 房地产投资收益高于一般商品，且预期高涨

我们无法计算房地产投资收益率与一般商品投资收益率，但是我们可以通过对比土地价格年收益率与 CPI 指数收益率看出。如下图所示：1986-1990 年房地产投资收益率比一般商品收益率高出近 23 个百分点，考虑到一般商品的周转速度快于房地产，两者的年化收益率的差异可能没有这么大。但是这也足以对企业和个人构成了强大的吸引力。

图 22: 房地产投资收益与一般商品投资收益对比 (1971-2007)

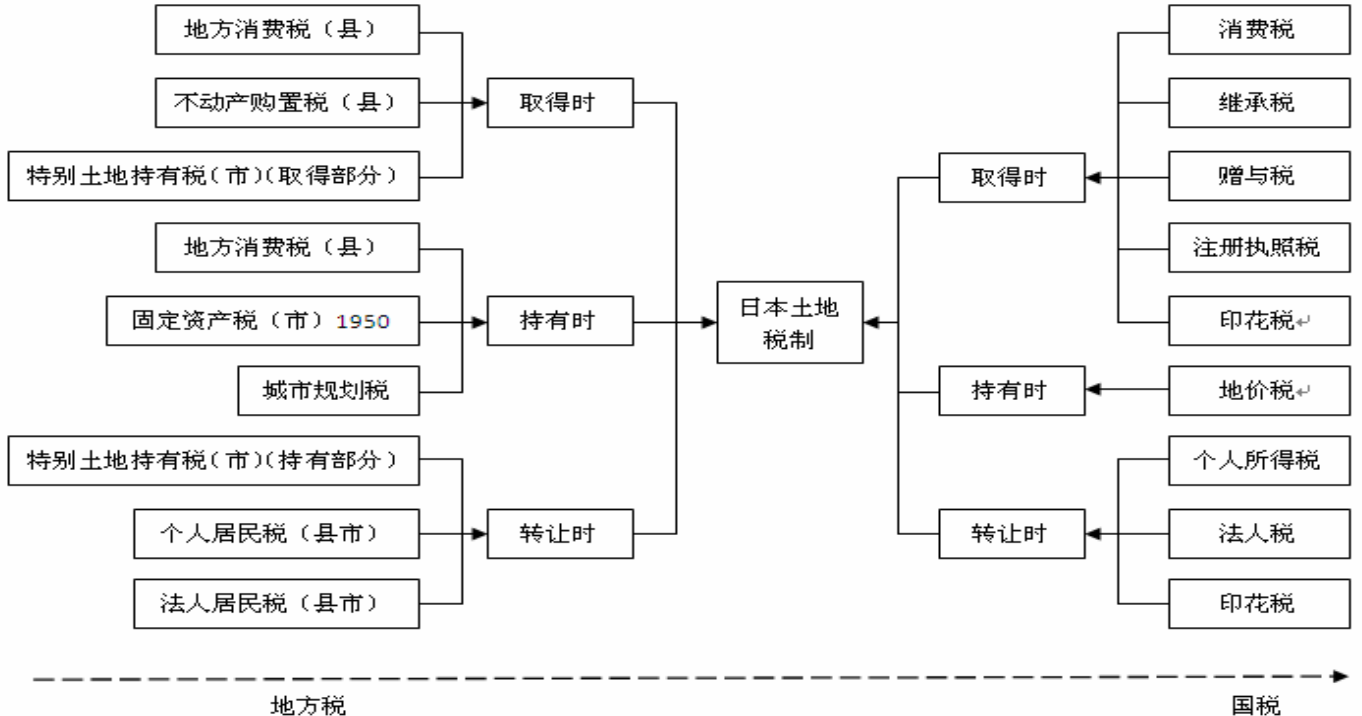


资料来源: Bloomberg, CEIC, 招商证券研发中心

(2) “低保有税，高交易税”的土地税收政策抑制了土地供给

如下图所示，日本的土地税制包括两个层次三个环节。即分国税和地方法税两个层次，分别对取得环节，持有环节（即保有环节）和转让环节征税。

图 23: 日本的土地税收体系



资料来源: 1998 年《日本的土地税制》，樱井良治，税务会计学会，招商证券研发中心

泡沫期间，日本政府所征收的保有税主要是固定资产税，但是实际税率不足 0.15%。但是泡沫期间，日本政府所征收的转让税主要包括针对转让的所得税和法人转让所得税，按照持有时间的不同，税率不同。保有期在两年以内的土地转让法人税税率合计达

84.5%，保有时间越长，所需缴纳的转让税越低。

在这种情况下，企业将土地作为资产而保有，那么几乎不用交税，但是仍然可以享受土地价格上升给企业带来的好处（融资成本下降，贷款易于获得）；一旦企业在短期内将土地出售，那么他几乎要将增值收益全部交给政府。因此企业将土地作为资产保有而不愿投放市场。

日本房地产泡沫期间的主要土地税种

固定资产税：虽然名义税率 1.4%-2.1%，但是商业用地实际税率不足 0.5%，住宅用地实际税率不足 0.15%，在地价上涨时，实际税率偏低；

转让所得税：长期转让（保有期超过 5 年），对做特别扣除后的转让利润不足 4000 万日元的，按 20% 征税，超过 4000 万日元的，另行征税；短期转让，对转让获利另征收 40% 的税（但是，要与综合税收情况相比较）；

1988 年 10 月起，对保有期在两年以内的**土地转让收益，征收 96% 的税收；**

法人税：1973 年税制改革，在普通法人税的基础上对拥有 5 年以下的土地转让加收 20% 法人税，1987 年后，对法人的拥有两年以下的土地的转让收入加征 30% 的土地转让税。**保有期两年以内的土地转让收入的法人税税率合计达到 84.45%（普通法人税+法人居民税+土地转让收入税）；**

继承税：名义税率 70%，计税估价额（路线价）= 公示价*70%=市价*70%*70%=市价*49%，将资产换作土地并传递给下一代非常有利）。

资料来源：招商证券研发中心

（3）企业大量净买入土地是地价上涨的主要推动力量

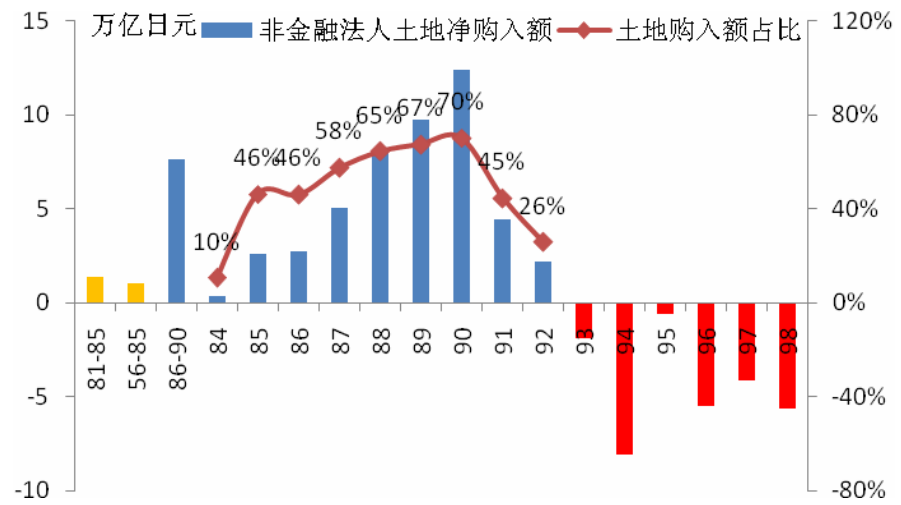
日本实行土地私有制，企业是土地的净买入方，是地价上涨的主要推动力量。

1985-1992 年，日本企业共购买了约 47.3 万亿日元的土地，企业购买的土地量占家庭出让土地量的比重由 1984 年的 10%，迅速攀升至 1985 年的 46%，最高点达到了 70%。

1992 年房地产泡沫破灭之后，企业变成了土地的净出让方。经过我们的测算，1993-1998 年，日本企业出让的土地占 1985-1992 年土地购入额的 64%，占土地购入面积的 72%。

这说明，企业是土地价格上涨的最主要推动力量，企业将大量剩余土地作为资产保有而未有效利用，对其他人的需求形成了挤出效应，导致有效供给不足。

图 24：企业（非金融法人企业）土地购入额及占比



资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

企业是土地价格上涨的主要推动力量。企业在高涨的预期背景下，企业购买了大量的土地。企业购买大量土地并作为资产而保有，既不开发也不出售。这导致市场上流通的土地越来越少，土地的有效供给不足。

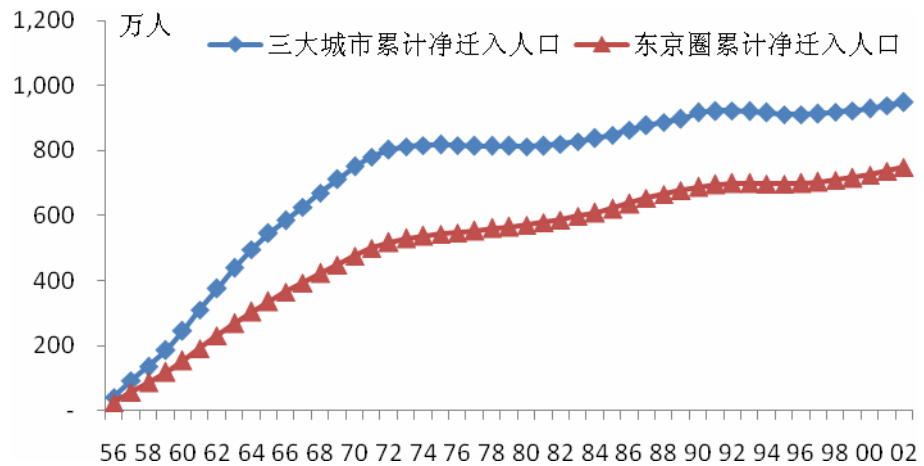
必须指出的是，居民是除政府以外的最大地主。受益于土地价格上升，1985-1992年，日本居民通过出售土地获得了 83.4 万亿日元的收入，在住房抵押贷款的支持下，83.4 万亿日元相当于约 278 万亿日元的购买力，这相当于 1992 年日本名义 GDP 的 57.8%，相当于 1985-1992 年年均名义 GDP 的 70%。

4、人口再次向三大都市圈迁移，东京成为金融中心

(1) 人口再次向三大都市圈迁移

随着宏观经济步入新的景气周期，日本人口再次向三大都市圈聚集（主要是东京圈）。如图所示：两次石油危机和期间的日元升值萧条，导致部分居民迁出三大都市圈。自 1981 年开始，日本人口再次开始向三大都市圈迁移，1981-1991 年，年均 10 万人净迁入三大都市圈。

图 25: 人口净迁入三大都市都市圈及东京圈的情况 (1956-2002 年)



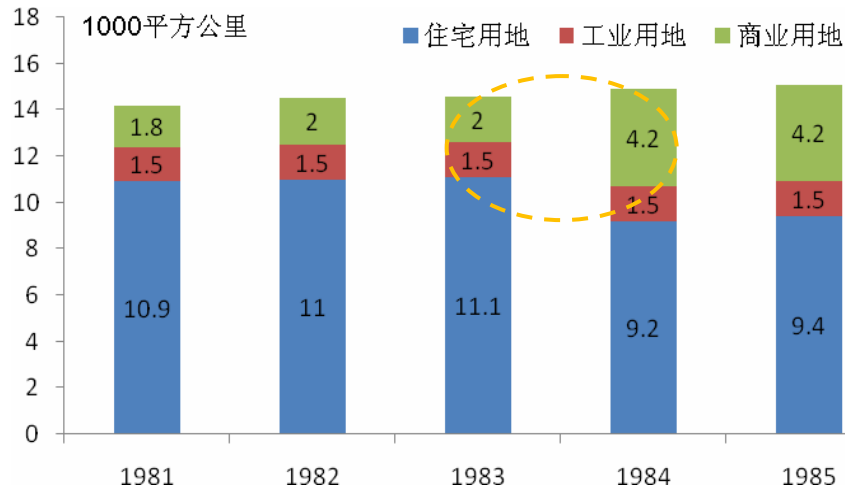
资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

(2) 东京成为金融中心, 商业用地价格上涨, 挤占住宅用地

日本股市从 1983 年开始进入繁荣期, 加之于 1984 年日本进一步开放外汇管制, 使得东京作为国际金融中心的预期凸显, 商业用地需求快速增长, 商业用地价格开始攀升。

但是商业用地的扩张是通过购买住宅用地来实现的, 1983 年到 1984 年期间, 日本全国约 18.2% 的住宅用地被转作商业用地, 进而使得商业用地价格上涨传导至住宅用地。

图 26: 宅基地按用途量 (1981-1985 年)



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

5、金融加速器机制起到推波助澜的作用

金融加速器机制如下图所示:

资产价格上涨, 拥有较多资产的企业 (假设为 A 企业) 的净值增加, 融资成本下降, A 企业增加融资。

新增资金有两条使用途径: 即 1) 增加投资, 扩大生产规模, 2) 购买资产。

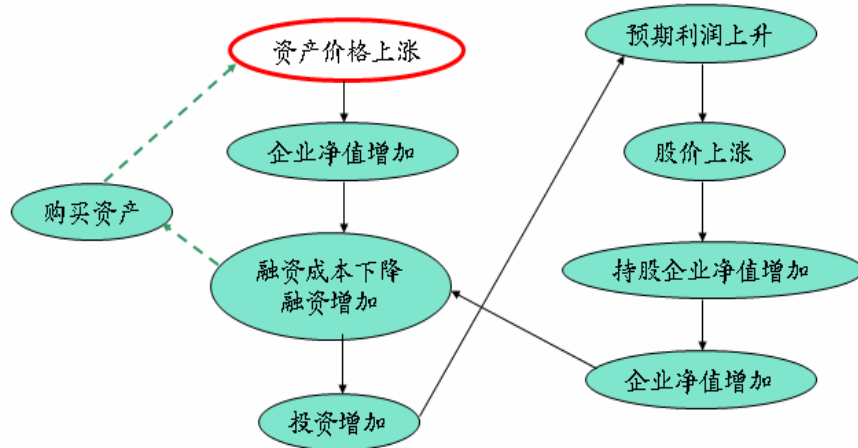
A 公司投资增加导致 A 企业的预期利润上升, 进而推动股价上涨, 拥有较多 A 公司股

票的企业（假设为 B 企业）的净值增加，B 企业融资成本下降，接下来的循环与 A 公司相同。

A 公司继续购买资产，导致资产价格进一步上涨，A 公司及相关公司资产价格上涨，并进入一个新的循环。

这样就形成了一个相互交叉，螺旋加速上升的机制。

图 27：金融加速器机制



资料来源：招商证券研发中心

结合日本的房地产泡沫来看，土地价格上涨，导致持有较多土地的企业资产净值增加，进而导致融资成本下降；由于融资成本下降，企业融入更多的资金；由于泡沫期间房地产投资收益率远远高于一般商品，因此企业选择购买土地，而不是增加投资以扩大再生产，这就导致土地价格加速上升。反之则会导致土地价格加速下降。

三、房地产泡沫期间的调控政策

在泡沫期间，日本政府主要从土地政策和货币政策两个方向进行调控。

土地政策调控不仅没有效果，反而助长了房价的上涨。货币政策中的利率政策和不动产贷款总量控制政策效果显著。

1、土地政策

日本政府 1987 年开始意识到房地产泡沫的问题，开始有意识的通过土地政策来抑制土地价格上涨。如下图所示：到 1991 年为止，主要出台了六个方面的政策。这些政策总体是非常失败的。

表 3: 1987-1991 年日本政府出台的土地政策及其意图

时间	土地政策	主要内容	意图
1987 年	设立“土地交易监视区域制度”	土地交易需获许可证，交易价格需备案；1987 年 12 月原则上冻结国铁用地等国有、公有土地出售	限制交易 减少土地供给
	出台“修养地法”和第四次综合开发	诱导民间资金进入房地产行业	意图借助民间力量 增加住房供给
1988 年	修改置换更新特别优惠措施	原则上废除了居住用财产置换更新的特别优惠措施（继承并居住 30 年以上的除外）	抑制居民购买大房
	调整转让所得税	对保有期在二年以内的土地转让收益，征收 96% 的税收	限制交易
1991 年	通过《土地基本法》	明确“对土地要适宜地采取合理的税制措施”的理念	
	农地征税改革	废止农地征税优惠，农地分为“必须保护的农地”和“必须宅地化的农地”，前者按农地征税，后者于 1992 年后与宅基地一样征税	减少土地供给

资料来源：野口悠纪雄《泡沫经济学》1992，招商证券研发中心

不幸的是，日本在泡沫期间所出台的土地政策，主要立足于限制土地交易和减少土地供给，这无疑加剧了供需矛盾。而且民间资金得以更大规模的介入房地产市场，在企业行为扭曲及金融加速器机制的作用下，新加入的民间资金未必如政府所愿而增加住房供给，更有可能进一步加剧土地市场泡沫。

2、货币政策

货币政策包括调整利息和控制贷款两个方面：

- 提高利息：在日本房地产泡沫期间的大部分时间里，银行基准利率都维持在 2.5% 的超低水平，直到 1989 年 5 月，日本银行开始加息。此后的 15 个月内，日本银行连续 5 次加息，将基准利率提高到 6%；
- 控制贷款：在加息的同时，1990 年 3 月大藏省推出了不动产贷款总量控制政策，即规定银行对不动产贷款时，增长率不能超过其贷款总量增长率。

控制贷款政策效果非常显著，房地产贷款增长率由 1989 年的 30.3%，突然下降到 1990 年底的 3.5%，成为了房地产泡沫破灭的诱导因素之一。

表 4：泡沫期间的货币政策

时间	基准利率	调整后基准利率	备注
1989.05	2.5%	3.3%	6 月至 9 月进行“窗口指导”，要求商业银行对贷款实行更严格的管理
1989.10	3.3%	4.3%	
1989.12	4.3%	5.0%	
1990.03	5.0%	5.3%	3 月大藏省要求限制不动产相关的银行贷款
1990.08	5.3%	6.0%	伊拉克入侵科威特，海湾危机爆发

资料来源：日本统计局，CEIC，招商证券研发中心

四、房地产泡沫的破灭

从表面上来看，在直接融资缩减的情况下，货币政策突然刚性收缩，企业破产猛然增加，导致内外融资环境恶化，导致土地的有效需求减少；而企业破产增加，企业前期购买土地量的 72% 左右被迫出售而重回市场，导致有效需求与有效供给发生扭转，不断减少的货币去追逐猛然增加的土地，土地价格因而下降。金融加速器的逆作用加剧了土地价格下降。这是房地产泡沫破灭的直接原因。

更深层次来看，与前两次价格暴涨不同，1986-1991 年的这轮价格暴涨缺乏住宅基本需求的支撑：土地价格的上涨离不开居民的基本住宅需求，这取决于人口数量、人口年龄结构和人口的区域结构。但是到 1992 年，这些因素已无法支撑高涨的土地价格。

1、直接原因：有效需求与有效供给关系发生逆转

(1) 初始原因：内外融资环境极度恶化，企业在 1991 年的土地购买量缩减 64%

- 股市下滑，1990 年后，直接融资额按 50% 的速度缩减；
- 不动产贷款总量限制政策导致银行贷款同比缩减 85%，由 9.5 万亿日元降至 1.4 万亿日元；
- 1991 年，破产企业增加，破产企业负债总额增长 5.7 倍，由 1.2 万亿日元升至 8 万亿日元；
- 外部融资（新增不动产贷款+直接融资）与倒闭企业负债总额的差额由 1989 年的 35.2 万亿日元，下降到 1991 年的 0.8 万亿日元，到 1992 年变成了 -1.6 万亿日元。企业所面临的恶劣的内外融资环境不言而喻。

表 5：企业内外融资环境（1988-1992 年）

	新增不动产贷款	直接融资	倒闭企业负债总额	差额
1988 年	4.0	16.2	-2.1	18.1
1989 年	9.5	26.9	-1.2	35.2
1990 年	1.4	11.0	-1.2	11.2
1991 年	2.3	6.4	-8.0	0.8
1992 年	2.8	3.2	-7.6	-1.6

资料来源：日本统计局，CEIC，招商证券研发中心

由于内外融资环境极度恶化，企业购买土地的能力和积极性显著下降：1990 年日本非金融法人企业购买了 12.43 万亿日元的土地，但 1991 年的土地购买额仅 4.46 万亿日元，同比缩减 64%。企业购买量占居民土地出售量的比重由 70% 下降到 45%。

(2) 决定性因素：被作为资产保有而囤积的土地在短期内进入市场

企业由土地的净买入方转变为土地的净卖出方，成为了捅破房地产泡沫的决定性因素。

- 股票和土地的担保价值随着两者的价格下降而下降。这导致企业净值下降，企业被迫提前偿还贷款；

- 企业被迫出让股票，土地等资产以避免破产，与此同时大量的破产企业之前所抵押的土地，被银行强制性变现。而金融加速器机制加速了这一进程；
- 前期被企业大量囤积的土地被迫投放市场。

如下图所示：从 1993 年企业由土地的净买入方变成了净卖出方，到 1998 年，日本企业将占 1985-1992 年购入土地额的 55%，购入土地面积的 72%。

表 6：日本土地交易情况（1985-1998 年）

时间	非金融法人企业	金融机构及其他	一般政府	家庭出售土地量
85-92	47.27	4.31	31.84	-83.42
93-98	-25.97	1.90	33.11	-9.05

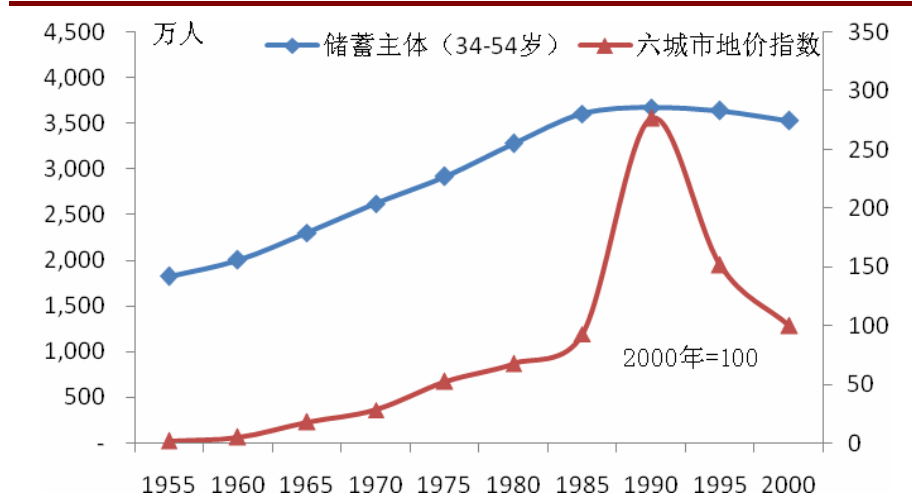
资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

2、深层次原因：到 1992 年居民的基本住宅需求无法满足快速增长的供给

土地价格的上涨离不开居民的基本住宅需求。这取决于人口数量、人口年龄结构和人口的区域结构等。正是因为这些因素已无法支撑高涨的土地价格。

- 城市化率已经接近尾声，见前文（第 8 页）；
- 一般情况下，34 岁到 54 岁是人们储蓄和消费的高峰期；

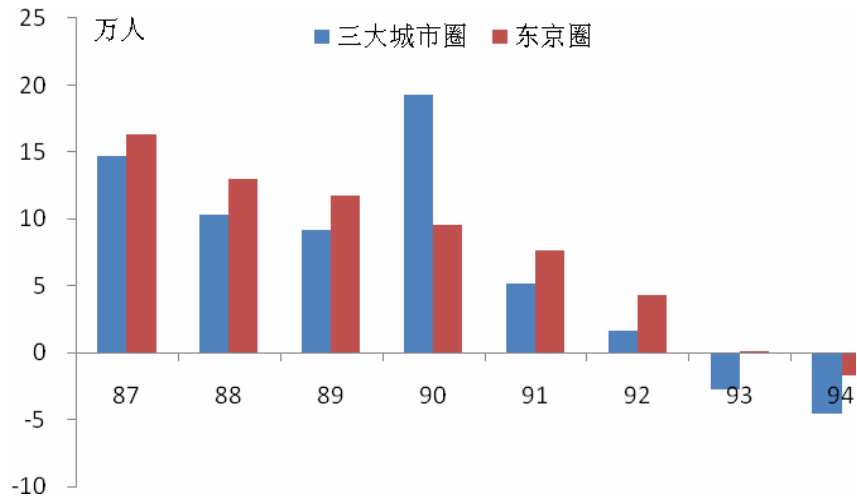
图 28：日本储蓄人口数量于 1990 年到达顶峰



资料来源：日本统计局，招商证券研发中心

- 第二次人口聚集也在 1992 年基本结束；

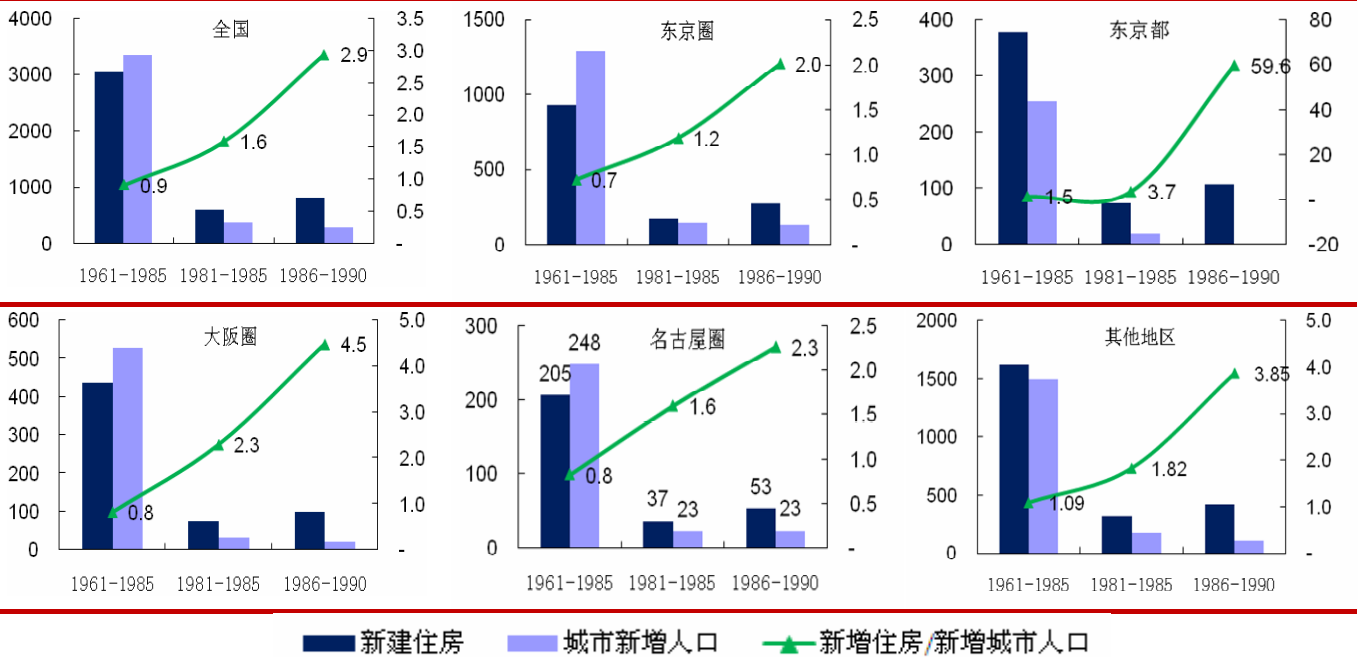
图 29: 三大城市圈及东京圈人口净迁移情况



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

- 住宅增量和城市人口增量之比呈现逐区间加速递增趋势。撇开现有人口的购买力, 如此快速的住宅增量供应恐怕难以在短时间内被市场充分吸纳, 造成短期供给过多也是情理之中。

图 30: 区域新建住房与城市人口增量情况 (1961-1990 年)



■ 新建住房 ■ 城市新增人口 ▲ 新增住房/新增城市人口

资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

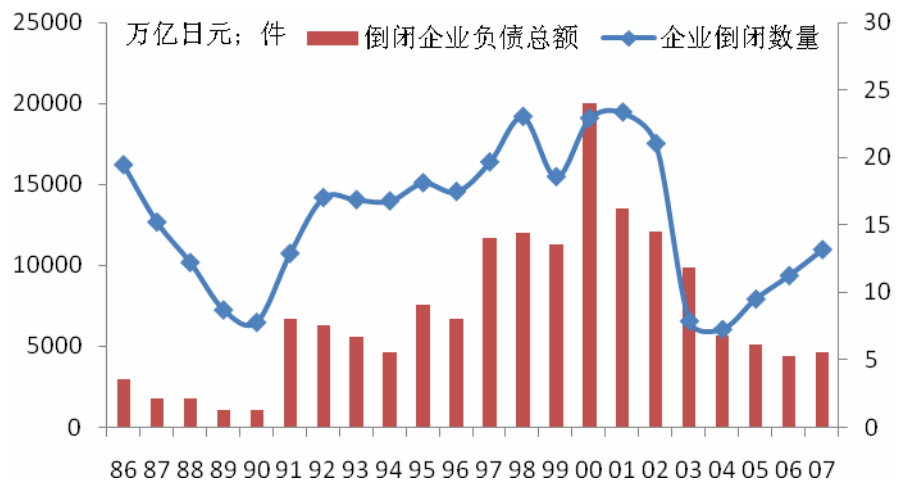
五、房地产泡沫破灭后日本政府采取的政策

1、泡沫的代价

房地产泡沫和股市泡沫破灭，日本付出了惨重的代价。根据瑞穗证券的数据统计，1992-2004 年：

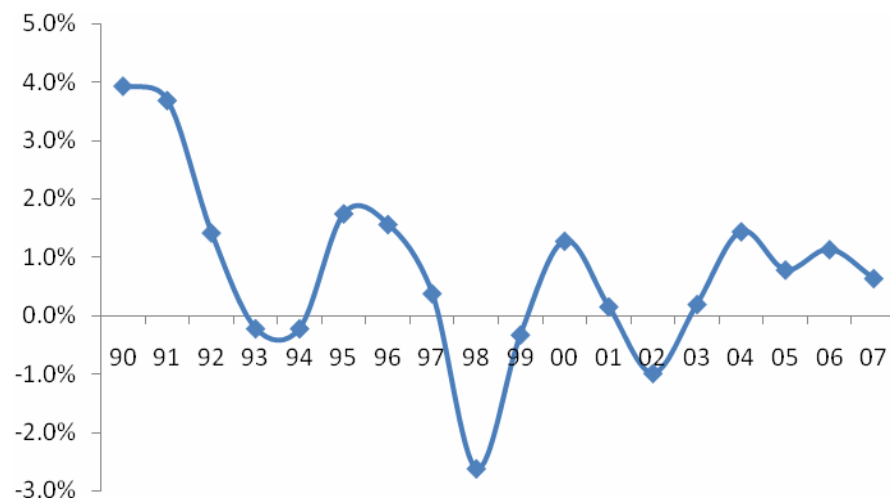
- 日本企业和银行处理泡沫经济的成本约 208 万亿日元，年均处理成本占 GDP 的比重高达 3.5%。日本的实质年均 GDP 增长率不足 0.3%；
- 日本法人企业经常利润累计 374.4 万亿日元，特别损益-特别利润累计 111.3 万亿日元，扣除有关税收后净利润 70 万亿日元，年均 5.4 万亿日元，年均销售净利润仅率 0.4%；
- 日本银行累计利润 86.4 万亿日元，坏账处理损失累计额 96.4 万亿日元，净损失 10 万亿日元。

图 31：日本企业破产倒闭情况（1986-2007 年）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 32：日本实质 GDP 增长率（1990-2007 年）



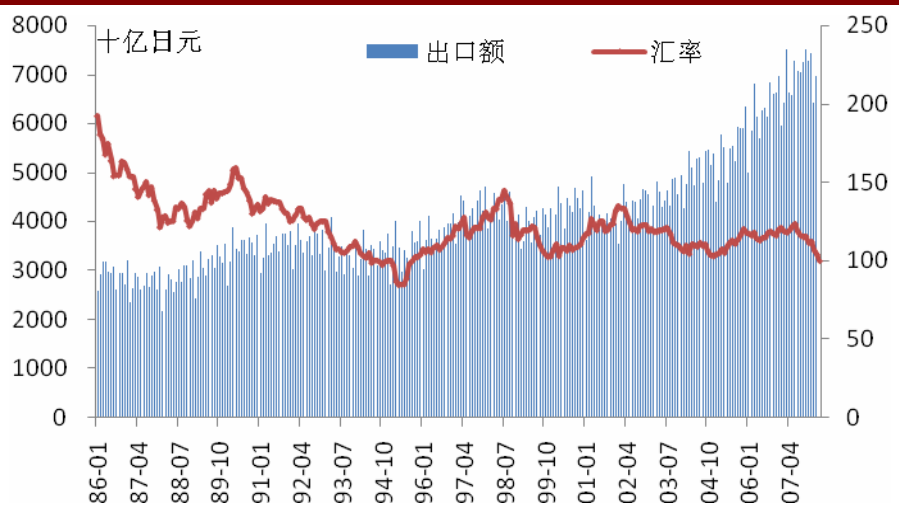
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2、泡沫破灭后日本政府采取的外汇政策

如下图所示，泡沫破灭之后，日元继续升值，1995年4月底达到最高点84.3日元兑1美元。与之相对应的是，日元计价的出口额同比下降。日本经济增长几乎停滞。

1995年，日美之间签订了反广场协议，允许日本政府干预日元汇率。此后日元加速贬值，日本出口（日元计价）逐渐恢复，对于扭转日本经济衰退起到了一定的作用。

图 33：日元汇率及出口额（1986-2008年）



资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

3、泡沫破灭后日本政府采取的财政政策

泡沫破灭之后，日本经济陷入衰退。日本政府积极通过扩张性的财政政策，扩大公共支出，积极组织资源冲销银行坏账。如下图所示，1992年至2000年，日本政府共投入约144.6万亿日元的财政资金。

表 7：泡沫破灭后的财政政策

单位：万亿日元	政策	规模
1992年8月	第一次综合经济对策	10.7
1993年4月	第二次综合经济对策	13.2
1993年9月	紧急经济对策	6.2
1994年2月	新综合经济对策	16.5
1996年4月	紧急日元升值经济对策	7.5
1996年9月	经济对策	14.2
1998年2月	调整后预算	4.6
1998年4月	综合经济对策	16.7
1998年11月	紧急经济对策	25.9
1999年11月	经济振兴措施	18.1
2000年10月	新发展对策	11.0
合计		144.6

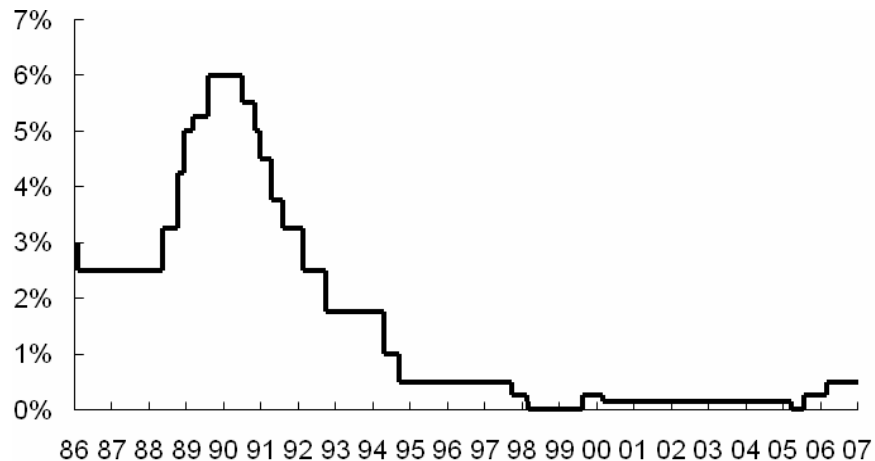
资料来源：日本统计局，野村证券，招商证券研发中心

4、泡沫破灭后日本政府采取的货币政策

事实上，针对泡沫破灭后，股市和房地产价格下滑。日本政府首先采取的是货币政策，而且力度较大。1991年7月开始降低利息，到1993年9月21日，日本基准利率下降至1.75%。其间日本银行连续降息7次。

后期出台的货币政策主要着眼点在于放松银根，提高设备投资的积极性。

图 34：日本银行基准利率（1986-2007 年）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

表 8：泡沫破灭后，日本政府出台的除利率政策以外的货币政策

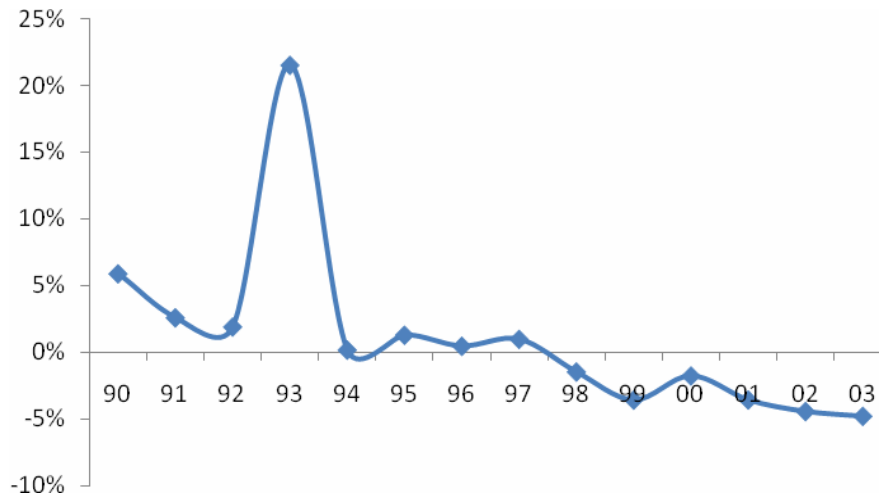
时间	政策	内容
1997 年 12 月	存款保险法修订完成	特列业务范围 10 万亿日元
1998 年 10 月	金融振兴相关法完成	政府资金范围 45 万亿日元
2002 年 09 月	日元决定银行持有股票收购方针	
2006 年 05 月	取消数量放宽措施	

资料来源：野村证券，招商证券研发中心

然而货币政策的效果非常有限。其主要原因在于：

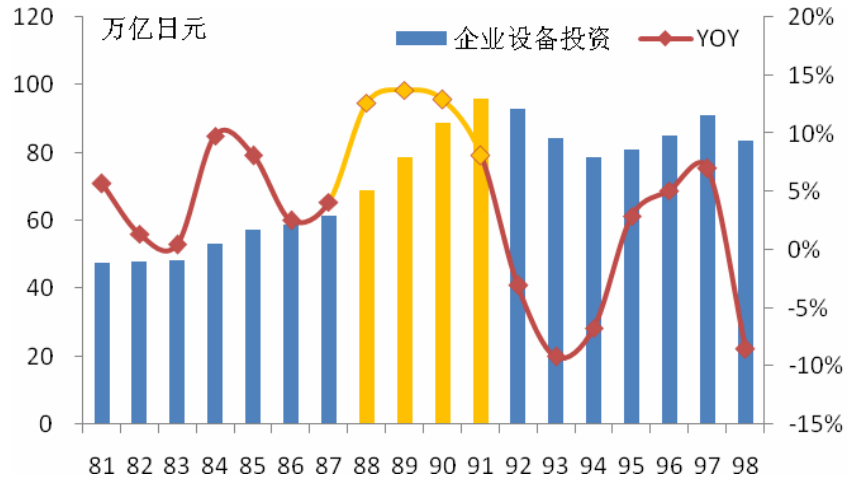
- 泡沫期间设备投资过量，导致后续投资动力不足；
- 泡沫破灭后，企业盈利水平下降，投资动力不足。

图 35: 泡沫破灭前后银行贷款同比增速 (1990-2003 年)



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

图 36: 泡沫前后企业设备投资额及其增长率 (1991-1998 年)



资料来源: 日本统计局, 招商证券研发中心

六、日本房地产泡沫的启示

1、中国房地产不会发生日本式的泡沫

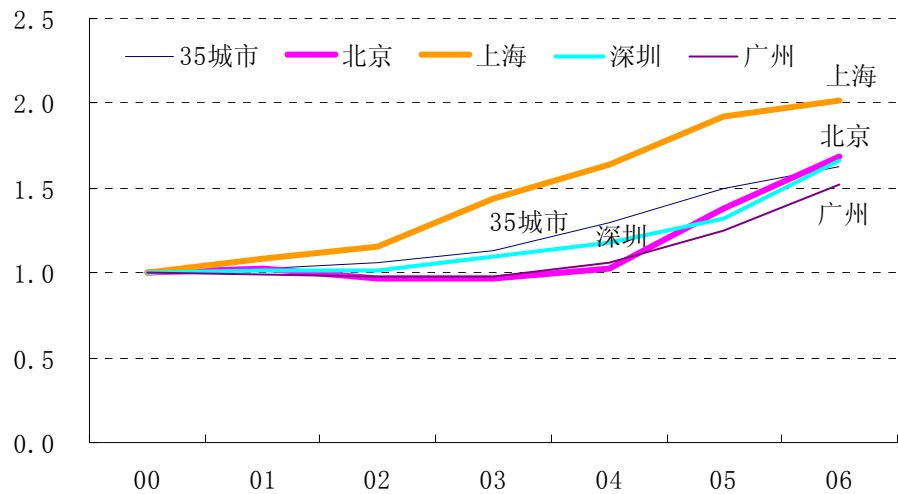
中国房地产不会发生日本式的泡沫，二者最主要的区别就是“城市化进程”。85年，日本房地产价格开始上涨的时候，其城市化率已经达到了76.7%，城市化进程已经接近尾声；而目前中国的城市化率仅为45%，城市化进程正处于加速阶段。（详情请参阅2008年7月18日的《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》）

在城市化进程中，城市房价，尤其是核心城市房价总体会上涨。这正是日本当年“土地神话”的原因。

因此，当年日本在城市化进程尾声的房价大幅上涨是极其不正常的，其泡沫的破灭只是时间的问题。

截止到2006年，上海、北京、广州、深圳的房价涨幅总体并没有显著超越35个重点城市的平均涨幅。从城市化规律来看，这主要是因为中国城市化率还未突破50%，城市化总人口的流动还主要是以从农村进入大城市为主，人口流动从小城市进入大城市为主的阶段（城市化率突破50%）还没到来，因而城市间房价涨幅差异不是十分显著。

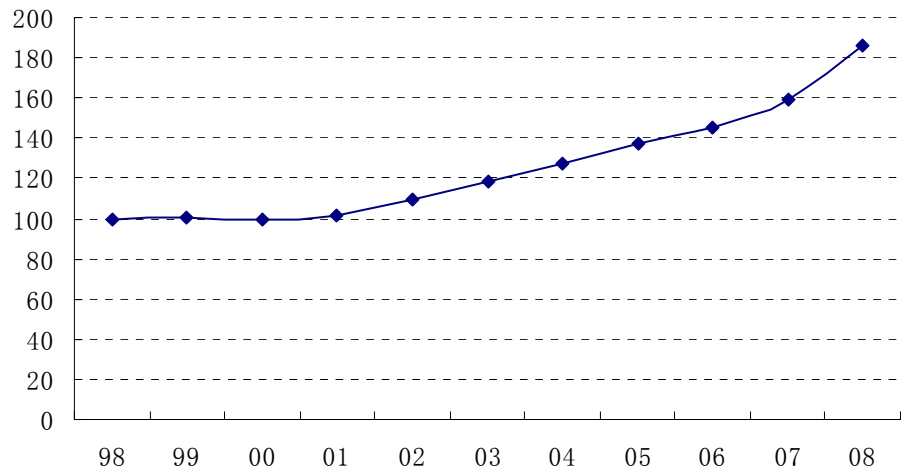
图 37：核心城市房价与全国城市房价比较



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

再从土地价格来看，98年以来的10年间，中国的土地价格指数上涨了86%，涨幅远小于日本房地产泡沫期间地价的涨幅。

图 38: 中国土地价格指数走势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

我们认为,中国城市化总体每年还将继续快速提高;农村进入城市为主导阶段即将结束,未来人口流动将依次进入以小城市进入大城市为主导阶段、以大城市郊区化为主导阶段和以都市圈为主导阶段;按照城市化的国际规律,我们认为未来三大经济圈的核心城市,尤其是这些核心城市郊区的房价相对会有更大的潜力。因此中国城市的房价总体是处于上涨过程中的,紧缩性政策导致的房价回调只能是短期的。

2、本币升值并不一定导致房地产价格上涨

在很多人的理解里,日本当年的房地产价格的上涨和日元升值有着紧密的关联。这种想法是不正确的。

从国际比较来看,85年“广场协议”后,主要发达国家的货币均对美元升值,1988年与1985年相比,主要货币的升值幅度分别为:德国马克70.5%,法国法郎50.8%,意大利里拉46.7%,英国英镑37.2%,加拿大元近11%。比较来看,日元的升值幅度最大,达86.1%。而这些国家并没有发生像日本那样严重的泡沫经济。这说明,“广场协议”与日本的泡沫经济并无必然联系。可以说,日本泡沫经济形成的根源在其内部。

就中国来看,现在人民币依然在而且还会继续升值,而股票和房地产却早已下跌。

因此,本币升值并不一定导致房地产价格上涨。

本币升值也只是为房地产价格的上涨提供了充裕资金的可能,房地产价格的最终上涨还需要市场一致预期上涨这一重要条件。

所谓的“升值不止,行情不断”更是表面的片面之言。

3、市场的均衡是短暂的

人是理性的,更是贪婪的。当市场的均衡一旦被打破,若没有有效的调控措施,市场会加速上涨或下跌:

- 日本当年,人们形成了土地上涨的预期,市场的参与者都在疯狂地追逐着土地:银行的行为扭曲了;企业的行为扭曲了;值得一提的是,普通民众的行为也发生了极大的扭曲:当年股票市场和房地产市场上涨,日本民众为了逐利,不惜压缩消费甚

至节衣缩食以将资金投入股票市场和房地产市场。压缩消费的一个结果就是：**86年日本的CPI居然还出现了负数；**

- 日本当年泡沫捅破之后，市场的参与者也都在疯狂了抛售土地，引致了市场巨幅的惨重下跌。

“前事不忘，后事之师”，中国目前的房地产市场虽然不会发生日本当年那样的情况，**但就市场的均衡而言，确有几分神似：**

- 前年和去年上半年，市场的参与者忽然都一致看好房地产市场的长期前景，居民在囤房，地产公司在囤地。市场的均衡被打破，房价猛烈上涨；
- 而今，在紧缩性的货币政策下，市场的参与者都预期房价要调整，开发商在降价，居民在观望。市场的均衡同样被打破。房价已经在开始下降。但市场预期房价还将不断下降。而政府认为还需要继续宏观调控，还没出手。

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，5年证券从业经验，目前为招商证券房地产行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。