

海外地产复盘：日本向左，美国向右

报告要点：

● 各国房地产业的发展千差万别，但地产泡沫产生的原因都是相似的：

- 1) 超级宽松的货币环境，资金成本低，流动性过剩；
- 2) GDP 处于高速增长期，经济繁荣；
- 3) 较高的出生率水平，人口增长催生住房需求；
- 4) 人口流入城市，城镇化率大幅提升。

● 利率水平的提升是刺破地产泡沫的核心因素。

● 在地产泡沫破裂后，政府的救市措施一般有以下几点：

- 1) 通过降低利率等手段释放流动性；
- 2) 由国家接管不良资产，托底经济；
- 3) 加强监管力度，限制资产负债表的盲目扩张。

● 同样经历了金融危机后的房价崩盘，美国与日本的后续房价走势截然不同：日本房地产在上世纪 90 年代的泡沫破裂后，就持续处于下行通道之中，而美国房地产业在 2008 年金融危机后，很快重回上行轨道且屡创新高。

● 两国的移民情况差异和就业结构变化或许可以为此提供一些线索：

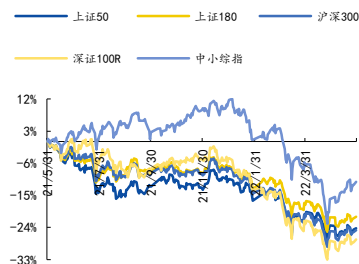
- 1) 两国在外国劳动力的数量和质量上差异明显：美国移民数量占总劳动力的比例远多于日本，且移民质量的层次也显著更高。从数量上看，2021 年日本外籍务工人员占总劳动力比例为 2%。而美国这一比例为 17%；从质量上看，日本的外国劳动力集中在制造业、批发零售业等传统、薪酬较低的领域，且美国的外国劳动力集中在计算机、金融等新兴、薪酬较高的领域；
- 2) 两国在就业市场的结构变化上差异明显：近 20 年两国就业市场都有劳动力从第一、第二产业流出、向第三产业流入的趋势，但美国劳动力流动的幅度更大；
- 3) 两国在行业平均薪酬水平上差异明显：日本从 2003 年-2018 年各行业薪资无明显涨幅（2021 年受疫情影响薪水低于 2018），涨幅较大的行业有建筑业（5.3%）、通信行业（5.6%）、学术研究（4.2%）行业；而美国 2000 年以来的行业中，除了运输业以外，其余行业的薪酬涨幅都在 50% 以上；
- 4) 由此可见，美国经济的相对高增长，以及人口红利的支持，为美国房价走出泥淖并持续向上提供了助推力。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3149.06
深圳成指：	11310.28
沪深 300：	4029.02
中小盘指：	4005.13
创业板指：	2350.38

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《兵临城下的预期》2022.05.13

《流动性是一只薛定谔的猫：2022Q1 货币政策执行报告印象》2022.05.10

报告作者

分析师 孟子君
执业证书编号 S0020521120001
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

本文拟复盘美国、日本这两个典型的境外房地产市场的浮沉，包括其地产泡沫堆积的原因、刺破泡沫的诱因、泡沫刺破后的影响与政府举措等；同时，日本房地产在上世纪 90 年代的泡沫破裂后，就持续处于下行通道之中，而美国房地产业在 2008 年金融危机后，很快重回上行轨道且屡创新高，在本文的最后，我们尝试探寻这一现象背后的可能原因。

一、那时的泡沫：只一刹的花火

复盘历史，在房地产泡沫堆积阶段，几乎都有以下特征：

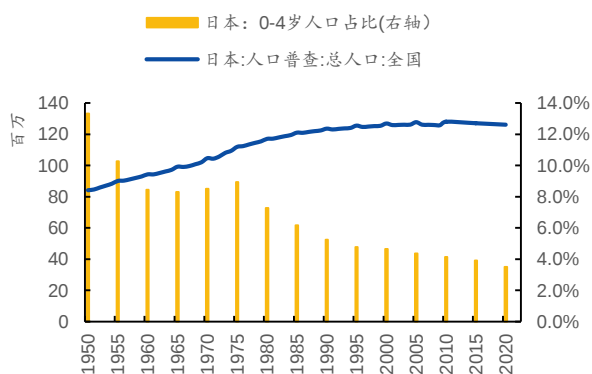
1) 低利率环境，流动性充裕甚至于过剩；2) 宏观经济繁荣，GDP 高速增长；3) 人口特别是年轻人口显著增长。

1. 日本

1) 经济发展欣欣向荣

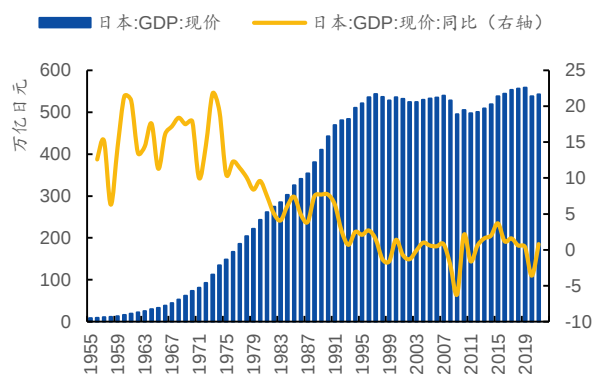
二战日本战败投降，超过 400 万人从军队复员，此时的日本百废待兴，亟需大量劳动力来重建日本社会，日本出生人口数于 1949 年达到峰值 270 万人，此时日本国内总人口也不过 8177 万人，出生率达到惊人的 3%，这就是著名的团块一代，为日本奠定了经济发展的基础。

图 1：二战后日本出生率处于高位



资料来源：wind，国元证券研究所

图 2：1950-1975 日本经济维持高速增长



资料来源：wind，国元证券研究所

1950 年朝鲜战争爆发，日本借此机会大发战争财，美军在日本采购大量物资，为日本战后经济重建装上了助推器，不仅工业生产欣欣向荣，船舶、海运等行业也有长足发展。整个 50、60 年代，日本 GDP 保持了年均 15% 以上的超高速增长，从 1955 年的 8.5 万亿日元增长到 1970 年的 76.5 万亿日元，人均 GDP 也从 1960 年的 475 美元增长到 1970 年的 2422 美元。

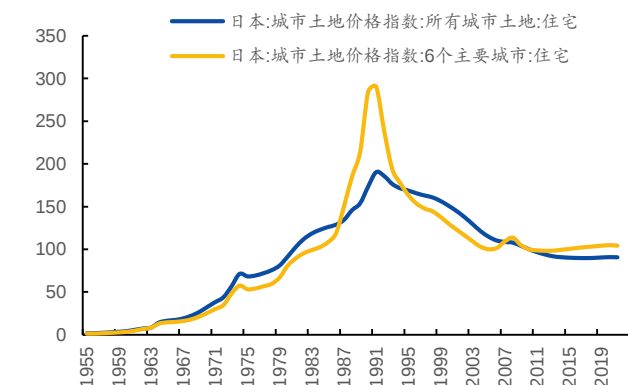
2) 城镇化率大幅提升，大量农村人口向城市聚集

经济的发展带动了企业的招工需求，这一时期大量农村人口向城市聚集，形成了东京、

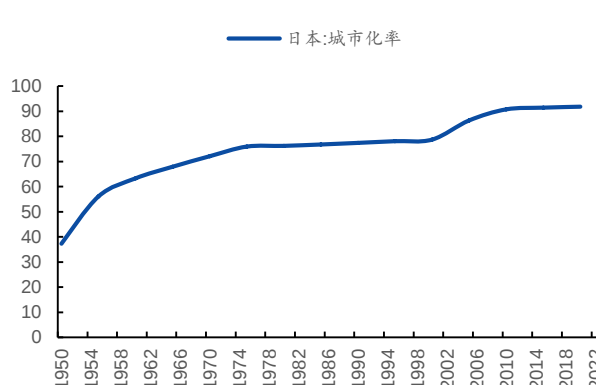
大阪、名古屋三大都市圈。1950 年日本城市人口还只有 3136 万人，到了 1970 年就增长到了 7542 万人。人口的增长也带来了住房问题，全国 6 个主要城市的住宅用地价格从 1955 年到 1974 年翻了 50 倍。

图 3：日本住宅土地指数

图 4：上世纪 50 年代日本城市化率快速上升



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

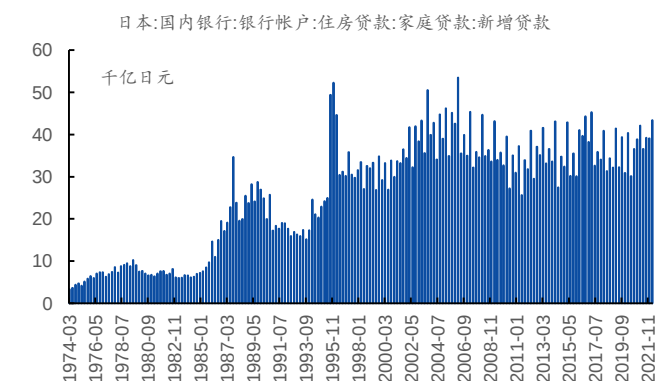
日本政府面对飞升的房价也并非没有作为，先后开启了第一、二个住宅建设五年计划，其中第一个五年计划计划建设 670 万套住宅来满足人们的住房需求，同时通过税改来抑制土地市场过热、鼓励长期持有土地。这些措施在一定程度上抑制了房价的上涨，房价在 1974 年触顶后开始了持续几年的下跌。但因为有强劲的经济基本面支撑和庞大的适龄人口推动购房需求，这只是房价上升过程中一个小小的插曲。

3) 宽松的金融政策加速地产的升温

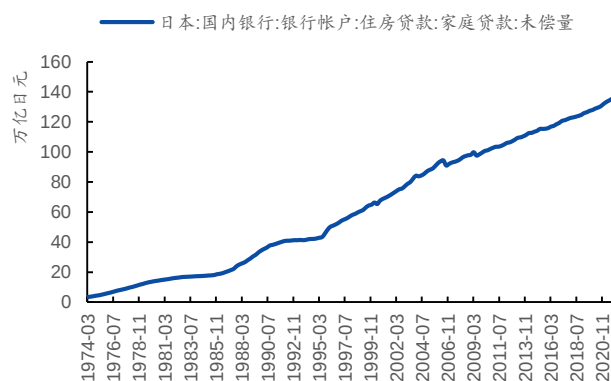
80 年代，在国际舆论的压力下，日本开启了“金融自由化进程”，日本政府采取取消利率限制、银行业务限制和外汇管制，建立公开的国债市场以及鼓励金融创新等方式开展金融自由化和国际化改革。流动性从短缺变得充裕，企业有了更加多元的融资方式，银行面临的压力剧增。为了满足业绩压力，银行业把重心瞄准了地产行业。据统计，1984-1989 年，银行对房贷年均增长率为 19.9%，远超同一时期 9.2% 的贷款增速。1986 年国内银行住房贷款余额还只有 20 万亿日元，到 1991 年就达到 41 万亿日元，翻了一倍。

图 5：80 年代日本住房贷款发放量迅速走高

图 6：1986-1991 年日本家庭住房贷款未偿量快速上升



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

1985 年，日本政府和美国、联邦德国、法国、英国等 5 个发达国家的财政部长和央行行长签订了著名的广场协议，协议约定日元对美元升值，国际资本大量涌入。涌入的热钱涌向房地产和股票，全国 6 个主要城市的地价指数从 1985 年的 108 上涨到 1991 年的 290，上涨近乎两倍；东京交易所上市公司股票市值更是从 1985 年的 177 万亿日元上升到 1991 年的 595 万亿日元。

图 7：广场协议后日元大幅升值

图 8：广场协议后，日本股市迅速走高



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

1980 年代中后期，受日元升值带来的日本出口下滑的影响，日本央行自 1985 年开始不断下调基准利率，通过刺激内需来对冲外需下降。利率水平的降低抬升了人们的风险偏好，国内资金纷纷涌向股市和地产市场。同时货币供给（M2）也不断提速，1987 年同比增速达到了 12% 并在危机前一直保持高位，宽松的货币环境为地产泡沫的堆积提供了条件。

图 9：1985 年后日本 10Y 国债基准利率快速下行

图 10：1986-1989 年日本 M2 增速处于高位



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

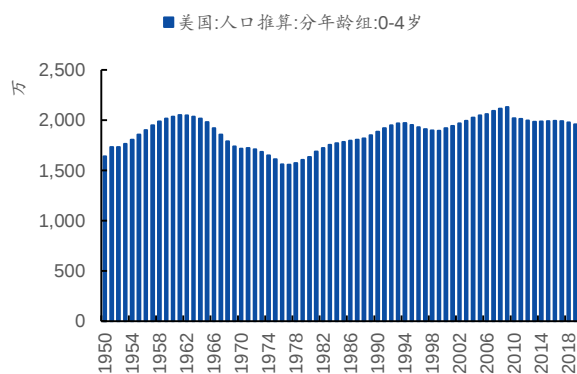
2. 美国

1) 人口增长推升住房需求

二战结束后，美国同样迎来了一波婴儿潮，1946-1964 年，这 18 年间婴儿潮人口高达 7600 万人。婴儿潮一代成年之后形成了巨大的住房需求，1970-1991 年，25 岁-44 岁人口从 4900 万人增加到 8100 万人，而期间每年新建住房销售量在 60 万套上下波动，供需缺口为房价的上涨提供了有力的支撑。

图 11：战后婴儿潮一代约为 7600 万人

图 12：70-90 年代，美国新建住房销售量在 60 万左右



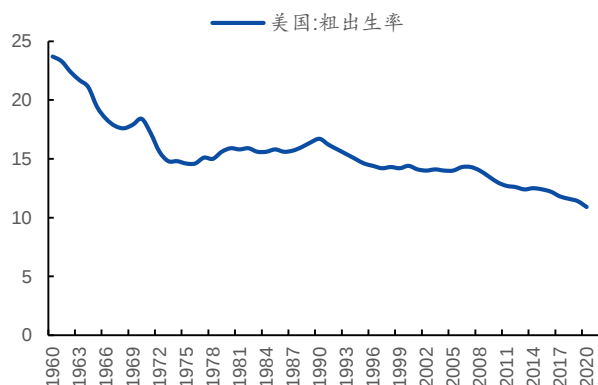
资料来源：wind，国元证券研究所



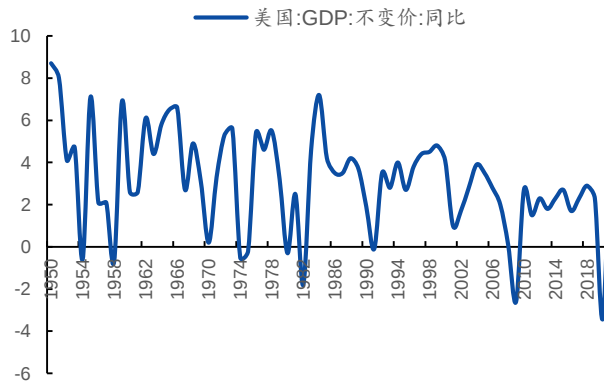
资料来源：wind，国元证券研究所

图 13：1960s 美国出生率处于较高水平

图 14：二战结束后，美国经济持续高速发展



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

2) 经济繁荣助推房地产行业发展

二战后形成的霸主地位巩固了美国的经济地位，1946-2006 年，美国年均名义和实际 GDP 增速分别为 7%和 3.1%，2006 年 GDP 达到 13.8 万亿美元。高速发展的经济吸引着来自全世界高素质人才的加入，同时也带来了新增购房需求。

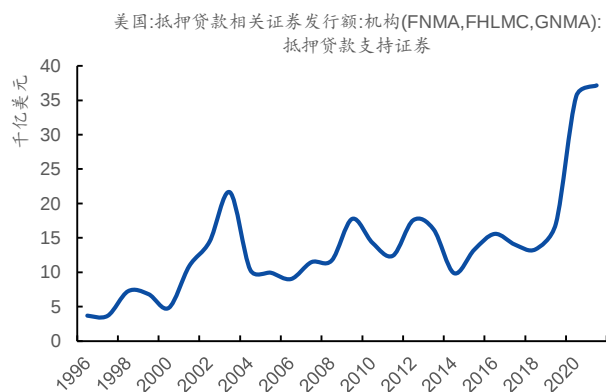
3) 房地产金融化为楼市上涨提供动力

1938 年，美国成立联邦国民抵押贷款协会，即房利美，它可以购买和出售住宅抵押贷款，为抵押贷款市场提供流动性。1968 年，美国第一份抵押贷款支持证券（MBS）发行。1970 年，国会成立联邦住房抵押贷款公司房地美，并授权房利美和房地美（简称“两房”）购买和经营住房抵押贷款。两房从抵押贷款公司、银行和其他房贷机构购买住房抵押贷款，证券化后发行的证券被称为机构支持 MBS，其底层资产较为优质，风险较小。

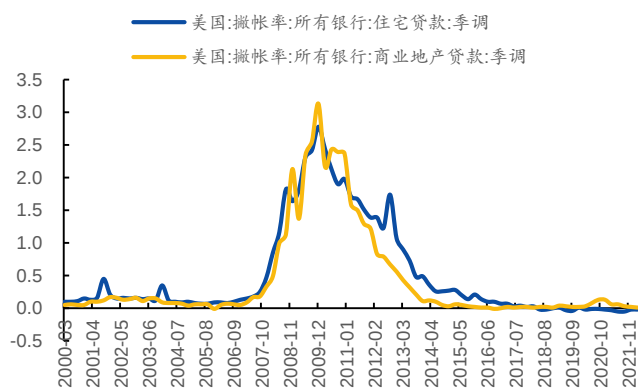
由非机构和 GSE 发行的 MBS 称为非机构 MBS，其中风险最大的一类就是我们熟知的次级抵押贷款证券，底层资产由不能得到机构认证的次级贷款组成。上世纪 70 年代，机构 MBS 数量还较多，但是随着购房人群质量的下降，次级 MBS 占比越来越多，为金融危机的爆发埋下了伏笔。

图 15: 机构抵押贷款支持证券发行额 2000 年后快速上升

图 16: 次贷危机期间，银行住房贷款撇账率迅速上升



资料来源: wind, 国元证券研究所

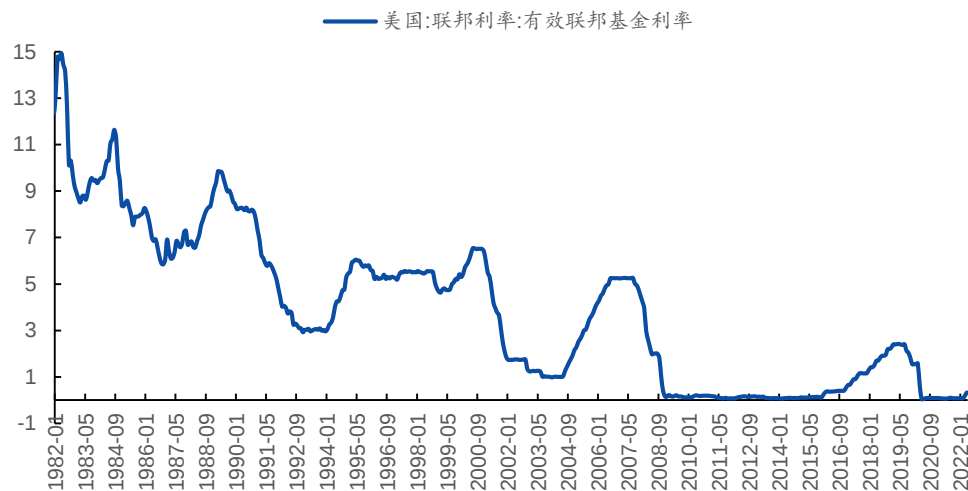


资料来源: wind, 国元证券研究所

4) 宽货币、宽信用推升地产价格

为应对 21 世纪初的互联网泡沫危机，2000-2003 年美联储连续 13 次降息，联邦基金目标利率从 6.5% 下降至 1%，带动抵押贷款利率下行，15 年期抵押贷款固定利率从 8% 下行到短期低点 4.6%；M1、M2 的增速也同样可观。同时，互联网泡沫破灭后，大量资金从股市涌入房地产市场，房地产市场泡沫逐渐放大。

图 17：2000-2003 年美联储连续降息



资料来源：wind，国元证券研究所

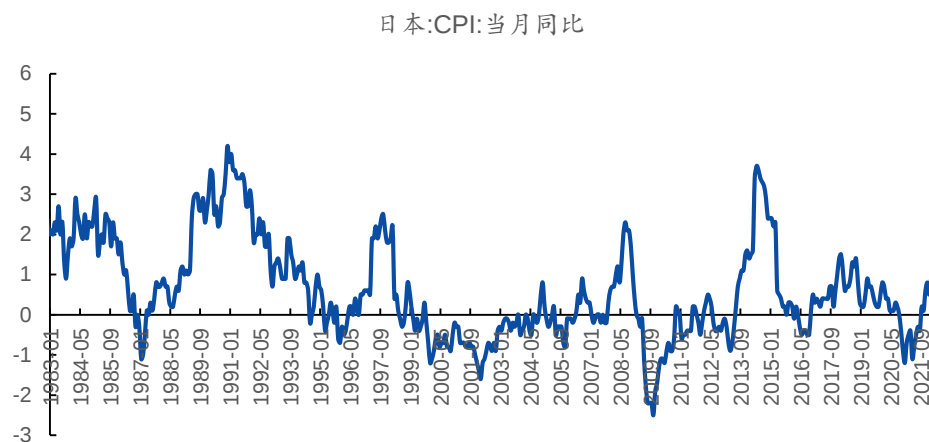
二、雨下的泡沫：一触即破

地产泡沫引发通胀上行，而经济过热、高通胀压力的宏观环境会降低社会的消费欲望，蚕食企业利润。在政府意识到房价过快上涨的危害后，通常会采取提高利率、收紧信贷的方式去抑制需求，进而控制通胀：这会导致短期流动性枯竭，进而房地产、股市等资产价格大幅下跌，失业率明显提升，实际 GDP 显著缩水。

1. 日本

宽松的货币政策令物价飞升，尤其是地价的上涨令企业难以扩张规模，商业利润被房租蚕食。日本央行从 1989 年开始连续 5 次加息，商业银行贴现率从 1987 的 2.5% 上升到 1990 年的 6%，同时货币供应增速大幅下滑，1992 年 M2 同比甚至直接下降到了负值。

图 18：日本通胀在危机爆发前到达极值



资料来源：wind，国元证券研究所

1987 年，日本财务省为了抑制房价的飙升，发布了行政指导，要求金融行业“房地产贷款增长速度不能超过总体贷款增长速度”。受此影响，日本各金融机构房地产贷款增长速度迅速下降。同期，大藏省发布新政：对一定面积以上的土地所有者征税。多重政策压力下，地价开始全面下降。

1991 年，多重因素互相加强把地产打入深渊：股市率先狂跌，大量公司和个人不得不出售不动产，供给的迅速增加使得房屋价格加速下跌；1989 年美联储进入加息周期，日元升值空间有限使得国际热钱加速抽离日本股市和楼市；流动性紧缩导致企业资金链断裂乃至破产，企业为加速资产变现而使得相关资产价格进一步跌落，银行的惜贷和倒闭加速经济崩溃。

日本的全国土地价格指数在 1991 年达到 257 的高点，之后 30 余年持续下跌，至今未有起色；6 个主要城市的平均土地价格从最高 404 点跌到如今 117 点；东京的土地价格指数从 1991 年的高点 244 一路下跌，08 年金融危机之后略有起色，但至今也不及最高点的 1/2；套户比（日本新建房屋数量占住户住房数量的比例）从高点 4.8% 一路下行，最新值在 1.5%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42551

