专题策略报告

兜住底线，不会塌陷：中国地产会重蹈日本覆辙吗？
——“大安全当立”系列报告（十）

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相 关 研 究

《真假外资之辩：谁在买？买什么？怎么看？——流动性“新视界”系列报告（一）》2024.01.26

《从“核心资产”到“稀缺资产”——23Q4公募基金持仓分析》2024.01.24

《产能过剩？一招破局 ——“大安全当立”系列报告（九）》2023.12.21

《【方正策略 曹柳龙】“增量资金”何在？》2023.12.04

《ESG周报：COP28预备会议落幕，各国在气候谈判中存在博弈》2023.11.09

《恒生科技做多窗口期——“东升西落”系列报告（二）》2023.11.07

- **核心结论：**部分投资者担心中国地产/经济会重蹈90年代日本的覆辙，发生资产负债表塌陷的系统性风险，这导致地产/银行PB回落到0.96/0.6倍左右。但我们一直强调：在逆全球化“大安全”主线下，既不能低估高质量发展“调结构”的政策定力，同样也不能低估“守住不发生系统性风险”的监管决心。对标日本90年代地产危机的4个阶段，当前中国地产行业已经陷入第2阶段的“现金流量表困局”。如果这个时候监管层再不出手兜底的话，中国地产行业恐将陷入第3阶段“资产负债表塌陷”的系统性风险。我们判断：当前地产托底政策加码，能够阶段性修复预期过度向下超调的地产链估值，但基本不会扭转地产链景气/估值中枢长期下移的趋势。

- **类比日本90年代地产危机，当前中国地产行业仍处于第2阶段的“现金流量表困局”。**无论从政策节奏、地产销量下滑幅度、地产行业相对大盘的跌幅，还是从人口和经济结构来看，当前中国地产行业都非常类似于90年代初日本地产危机刚爆发的时期。我们可以把日本地产危机划分为4个阶段（主动遏制泡沫化进程→现金流量表困局→资产负债表塌陷→金融和经济危机）。20年8月地产“三条红线”政策收紧地产融资以来，中国地产行业已经处于日本地产危机的第2阶段。去年11月的“三个不低于”政策托底地产融资，让我们看到了阻断中国地产风险进一步蔓延的转机！

- **日本地产危机第一阶段：主动遏制泡沫化进程。**日本80-90年代初宽松的金融监管+极低的资金成本，刺激股票/房产等资产价格快速泡沫化。在此期间，日本企业大量投资股票和地产，导致企业/银行/地产/股票深度捆绑。90年代初日本政府加息/限制地产融资/地产税政策直接戳破资产价格泡沫，现金流快速断裂导致企业的破产潮来临。日本企业当时可以直接购买土地和住宅（中国企业不行），直接推高了日本地产泡沫化的程度，也加剧了后续日本地产泡沫破灭的烈度！

- **日本地产危机第二阶段：现金流量表困局。**1985年后日本企业部门利用极低的利率和极高的杠杆大量参与投资土地资产。90年代初资产泡沫破裂，地产销量大幅下滑直接导致地产企业陷入“现金流量表困局”。为了应对资产泡沫破裂导致的破产压力or破产清算，日本企业部门选择低价抛售大量的地产/股票等资产，这虽然短期内缓解了“现金流量表困局”，但资产价格的大幅下跌，进一步加剧了后续“资产负债表”塌陷的风险。对比来看，中国土拍价格从18年开始回落，股市也基本完成挤泡沫，监管约束新房打折销售托底房价，减慢了地产行业“现金流量表困局”恶化成“资产负债表塌陷”的进程。

- **日本地产危机第三阶段：资产负债表塌陷。**在缓解了现金流量表危机后，日本房企，凭借着对房地产价格仍会回调的美好期望，继续通过“住专”融资开发房地产，其结果直接导致新房供给不降反升，进一步加剧了房地产市场的供给过剩，造成房价的持续下跌，将日本房地产价格彻底按在了底部，成为压垮房地产的最后一根稻草。日本房价加速下探，房地产企业加速倒闭，资产价格的暴跌全面波及实体经济，日本实体经济资产迅速萎缩。

- **日本地产危机第四阶段：金融和经济危机。**房地产泡沫破裂后，日本政府没有及时认识到不良资产问题的严重性，而是选择继续奉行“护送船队”制度，寄希望于地价回升和经济回暖，未曾想到本想相互扶持，却实际造成了风险深度绑定。不仅没有救回“住专”，反而拖垮了金融系统。直至 1997 年，日本三家大型银行相继破产，彻底打破了日本一直以来“银行不破产”的神话，也宣告了“护送船队”模式的终结，日本政府提出“金融再生计划”，改变了“无条件援助”的方式，开启了漫长的 15 年处置不良资产之路。

- **我们判断：中国地产不会重蹈日本 90 年代“资产负债表塌陷”的覆辙，主要有以下 3 点原因——**

- **第一，中日的地产泡沫性质不一样：**

  日本：日本 80 年代的房地产泡沫是实体经济部门以低成本融资进行房地产和股票市场高回报投资形成的，是更纯粹的“金融泡沫”。

  中国：催生我国房地产涨幅的主要原因是快速的城镇化进程带来的供需关系错配，是具有需求刚性的“刚性泡沫”。因此不能沿着日本地产泡沫破灭的思路来看待如今中国房地产市场的调整。

- **第二，中日地产的持有人结构不一样：**

  日本：日本房地产的主要持有人是实体经济部门，在现金流量危机时大量抛售以回笼现金，容易导致房价下跌的“多米诺骨牌”效应。

  中国：中国房地产的主要持有人是居民，更多为居住和传统文化属性，而非纯粹的投资属性。房产作为居民资产配置中的重要组成部分，除非发生严重的断供压力，很难出现抛售房产以回笼资金的现象，因此，房价基本不会“立竿见影”出现踩踏式下跌。

- **第三，中日的土地制度也存在差异：**

  日本：日本现行的土地制度是土地私有制，土地的买卖是纯粹的市场行为。这种模式导致资产的价格更快速“高效”的反映了市场的强烈预期：在泡沫经济时期充分反映了当时日本企业和民众的狂热，在泡沫刺破后也快速造成了资产价格的崩盘。

  中国：中国实行的是城乡二元制，土地由政府调控，政府可在供给端和需求端同时发力调控资产价格。这也就意味着我国政府可以在市场过度“狂热”的时候，通过政策干预为资产价格降温，也可以在市场过度“悲观”的时候，通过政策干预防止资产价格下跌的失速。因此，我国主动遏制泡沫化进程后可以呈现“量跌价稳”的情况，这也为我国地产软着陆提供了必要的政策基础和保障。

- **风险提示：**国际地缘冲突升级、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 中国是否已走到日本衰退前的阶段？ 6
1.1 误解：表观形似引发的思维定式误区 6
1.2 拨云见日：言“资产衰退”为时尚早 8
2 日本地产危机第一阶段：主动戳破泡沫 11
2.1 流动性持续宽松，引发股市和楼市泡沫化 11
2.2 实体企业深度参与楼市，利益交错绑定 12
2.3 三管齐下，戳破泡沫 13
3 日本地产危机第二阶段：地产公司现金流量表困局 14
3.1 金融紧缩，股市“多米诺骨牌”式暴跌 14
3.2 企业破产潮裹挟房地产价格下跌 15
3.3 房企“以价换量”，修复现金流量表自救 16
4 日本地产危机第三阶段：资产负债表塌陷 17
4.1 房企过度乐观，继续融资开发 17
4.2 资产迅速萎缩，资产负债表塌陷积重难返 18
5 日本地产危机第四阶段：金融和经济危机 19
5.1 滞后的不良资产问题处置 19
5.2 “护送船队”终结，金融再生计划开启 20
6 中国不会重蹈日本地产“资产负债表塌陷”的覆辙 21
6.1 中日的地产泡沫性质不一样：“刚性泡沫” VS “金融泡沫” 21
6.2 中日地产的持有人结构不一样：居民部门 VS 企业部门 22
6.3 中日土地制度也存在差异：政府调控 VS 纯市场行为 22

图表目录

图表 1：中日监管层主动遏制地产泡沫化进程.....6
图表 2：房地产销量大幅下行.....7
图表 3：房地产行业跑输大盘，自高位累计跑输 50%.....7
图表 4：人口老龄化问题凸显.....7
图表 5：出生率走低，人口增长动力近乎停滞.....7
图表 6：GDP 增速减弱，经济增长动能切换.....8
图表 7：居民杠杆率居高不下.....8
图表 8：当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段”.....9
图表 9：修复房企筹资现金流.....10
图表 10：连续降息周期，超低利率环境，信贷持续宽松.....11
图表 11：85 年至 90 年，持续宽货币宽信用环境.....11
图表 12：日本土地和股市空前繁荣.....11
图表 13：各行业土地投资金额均显著提升.....12
图表 14：住专贷款比重攀升.....12
图表 15：85-90 年，资金持续流向房地产企业.....12
图表 16：85-90 年，房地产贷款总额远超其他行业.....12
图表 17：89-90 年连续 5 次加息，迅速提高企业融资成本.....13
图表 18：91 年开征地价税，提高土地持有人持有成本.....13
图表 19：控制房地产融资总量政策出台后，住房贷款同比增速迅速回落.....13
图表 20：国际热钱流入流出.....14
图表 21：日本企业相互持股比率较高.....14
图表 22：连续两次加息后，股市应声暴跌.....14
图表 23：日本企业在 90 年-92 年加速破产数量.....15
图表 24：日本企业现金占比 90 年起开启第一轮暴跌.....15
图表 25：日本实体部门资产负债率超高.....15
图表 26：85-90 年，实体部门深度参与房地产和股票市场.....15
图表 27：85-90 年，非金融机构是主要的土地购买方.....16
图表 28：土地资产同比增速中枢下移.....16
图表 29：房企以价换量，修复现金流量表.....16
图表 30：90 年后“住专”贷款余额仍维持高位.....17
图表 31：住房贷款在 90-93 年持续增加.....17
图表 32：新屋开工面积维持高位，房地产供给继续提升.....17
图表 33：新房供给量不降反升.....17
图表 34：总资产同比增速回落至 0 附近.....18
图表 35：房地产企业加速破产.....18
图表 36：“住专”公司风险暴露.....19
图表 37：“住专”公司企业贷款占比近 80%.....19
图表 38：银行自 1994 年起持续无法维持经营.....20
图表 39：96-98 年，金融机构大量破产.....20
图表 40：银行不良贷款规模及不良贷款率.....20
图表 41：96 年起大量处置不良贷款.....20
图表 42：中国股市相对平稳，日经 225 在 85-90 年涨幅近 3 倍.....21
图表 43：中国房地产贷款增长率占总贷款增长率比重不及日本 90 年代.....21
图表 44：日本 90 年代城镇化进程基本停滞，而我国处于快速城镇化进程之中.....21
图表 45：中国房地产的持有人主要为居民.....22

图表 46：95 年之前，日本居民房地产贷款占比处低位 22
图表 47：21 年各地出台大量政策严禁房企“甩卖促销”，稳房价效果显著 23
图表 48：中国房地产市场“量跌价稳” 23

1 中国是否已走到日本衰退前的阶段？

1.1 误解：表观形似引发的思维定式误区

辜朝明先生曾直言，“中国目前面临的挑战与日本在上世纪 90 年代初类似”。同时，种种表观数据也指向当前我国与日本 90 年代衰退出现一定的重合，部分投资者担心中国地产/经济会重蹈 90 年代日本的覆辙，发生资产负债表塌陷的系统性风险，这导致地产/银行 PB 回落到 0.96/0.6 倍左右，引发市场的悲观情绪。

首先，地产泡沫刺破的开端相似，当前中国和 90 年代日本的地产的下行都是监管层主动遏制泡沫化进程而实现的——

（1）中国：2020 年**“三条红线”**实施，严格限制房地产企业有息债务增长，控制房地产企业融资规模扩大。
（2）日本：1990 年起，日本政府实施**加息、加税、不动产融资总量控制**等措施，抑制与土地、房地产相关的融资，实现对房地产市场的降温。

图表1:中日监管层主动遏制地产泡沫化进程

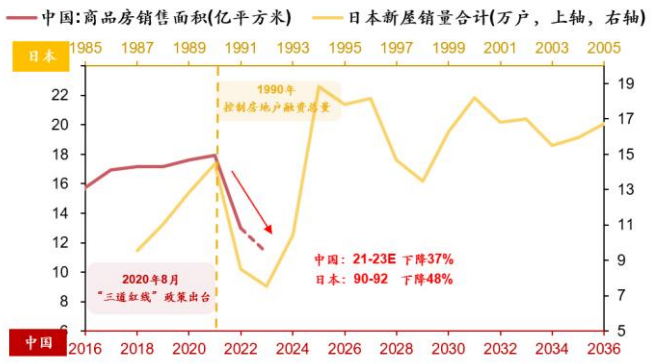
中国			日本		
时间	事件要点	核心内容	时间	事件要点	核心内容
2020年12月	限制贷款集中度	将房地产贷款与个人住房贷款占比上限分别分为五个档次。个人购房难度增加，地产销售难度增加。	1989年	央行三次加息	日本银行利率从2.5%上调至6%。通过紧缩的货币政策戳破资产价格泡沫，但日本经济陷入持续的低迷中。
2020年8月	三条红线	1.剔除预收款的资产负债率大于70%；2.净负债率大于100%；3.现金短债比小于1倍。限制新增融资，资金流紧张加剧。	1990年	控制房地产融资总量	央行下达《关于遏制土地相关融资》指令，（1）限制城市大银行等金融机构面向房地产业的贷款的增长率在总贷款增长率之内；（2）要求城市大银行等报告有关向不动产业等非银行金融机构提供的土地炒作资金的融资的实际状况
2019年4月	重申房住不炒	在中央经济工作会议上重申“房住不炒”。全国楼市降温城市不断增多，房价整体上涨态势得到控制。	1989年	出台《土地基本法》	包括优先发挥土地的公益性，限制投机性土地交易等；增加土地税负以抑制土地价格泡沫。
2018年6月	限售限购政策增加	约有30个城市出台/升级限售政策，调控政策在一线城市的调控效果优于二线城市。	1991年	实行土地保有环节征税	包括开征地价税，强化特别土地保有税等。

资料来源：方正证券研究所整理

第二，在主动遏制泡沫化进程后，中日的地产销售均出现大幅下行，房地产行业持续跑输大盘——

（1）中国：自 2020 年 8 月“三道红线”政策出台以来，商品房销售面积持续下滑， 2023 年年末，商品房销售面积下滑近 36.54%；18 年至今，房地产累计跑输大盘 51.8%。
（2）日本：自 1990 年起限制房地产融资总量以来，日本新屋销售面积持续下行，至 1992 年，新屋销售接近腰斩，下滑 48%；87 年 4 月至 92 年末，东证房地产指数累计跑输日经 225 54.6%。

图表2:房地产销量大幅下行



资料来源：Wind，日本不动产研究院，方正证券研究所

图表3:房地产行业跑输大盘，自高位累计跑输 50%



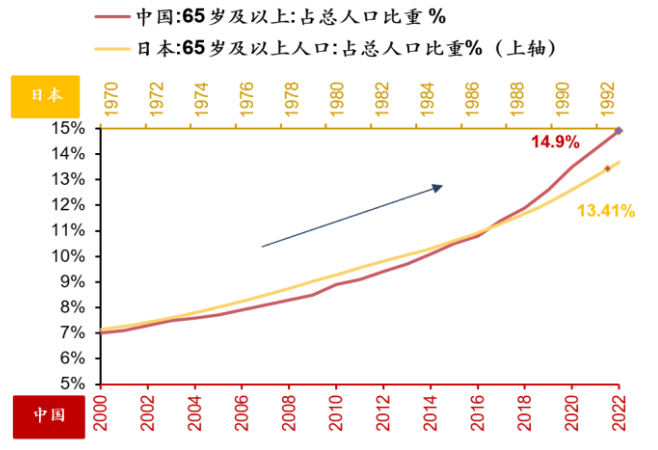
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

第三，种种表观经济数据强调了中日当前在人口结构、杠杆率和经济增长动能方面的重合——

（1）中国：当前，国内出生率持续走低，降至历史低位 6.77%，人口老龄化高位，65 岁以上人口占比近 15%；GDP 增速降档，经济增长动能亟待切换，而居民和企业部门杠杆率高位，加杠杆空间受阻。

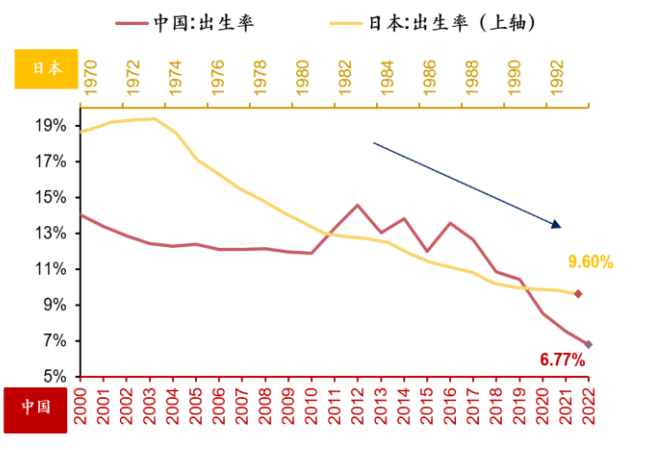
（2）日本：1990 年，日本出生率创历史新低，降至 9.6%，人口老龄化高位，65 岁以上人口占比 13%；GDP 增速降档，经济增长新动能尚未突破，且居民和企业部门杠杆率高企。

图表4:人口老龄化问题凸显



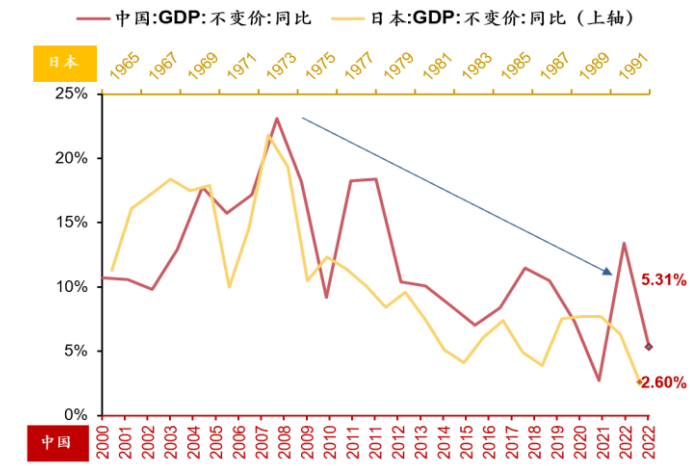
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表5:出生率走低，人口增长动力近乎停滞



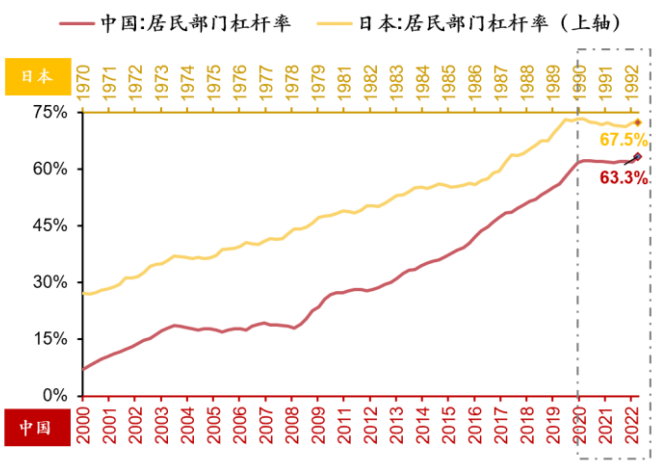
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表6:GDP 增速减弱，经济增长动能切换



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表7:居民杠杆率居高不下



资料来源：Wind，方正证券研究所

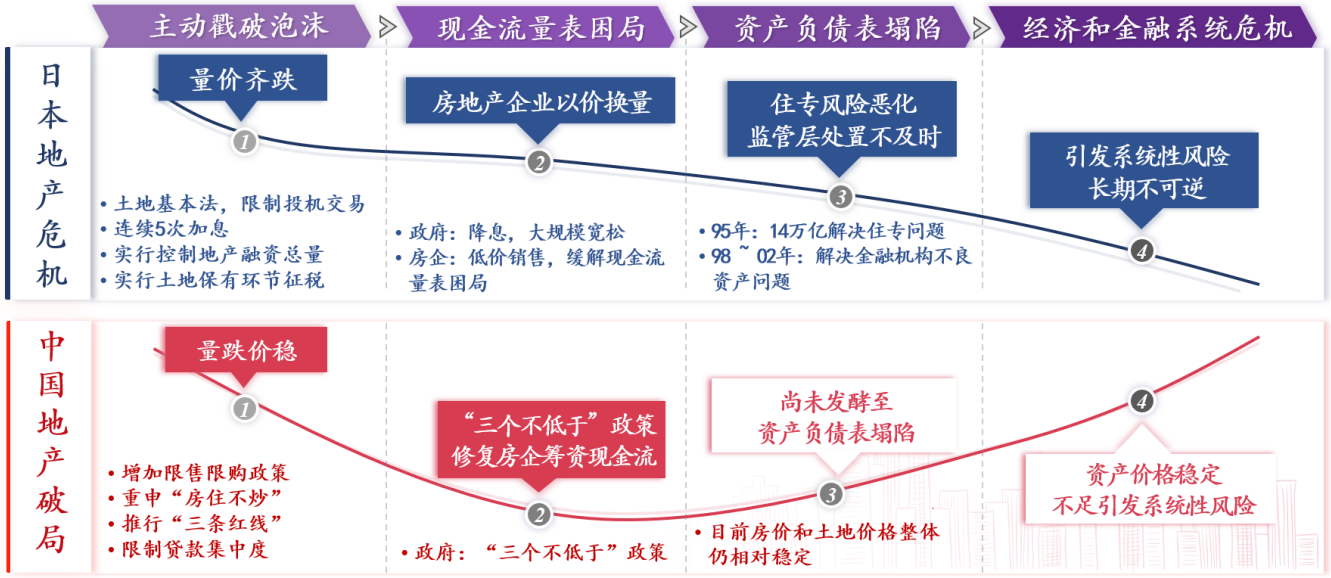
1.2 拨云见日：言“资产衰退”为时尚早

日本式“资产负债表衰退”的前提是资产的急剧缩水，而我国自 20 年 8 月地产“三条红线”政策收紧地产融资以来，中国地产行业已经处于日本地产危机的第 2 阶段。去年 11 月的“三个不低于”政策托底地产融资，让我们看到了阻断中国地产风险进一步蔓延的转机！

我们认为，日本 90 年代的经济危机大体上主要分为 4 个阶段（详见后文）——

（1）第一阶段：持续低利率环境诱使资本涌入日本股市和房地产，金融弱监管导致各类企业融资深度参与房地产和股票市场，日本政府认识到泡沫并主动“戳破”地产和股市泡沫；
（2）第二阶段：企业高杠杆情况下，加息和股市崩盘导致企业融资成本提高、现金流危机凸显，中小企业破产潮来袭，大量抛售不动产，同时，房企为修复自身现金流量表快速清库存，导致房地产市场供给急剧增加；
（3）第三阶段：房地产市场供过于求，土地价格和房价暴跌，导致日本企业全面资产负债表塌陷，“住专”的不良贷款滚雪球般地膨胀起来，并在 95 年彻底引爆；
（4）第四阶段：日本的“住专”危机蔓延，并进一步引发金融/经济的系统性危机，最终导致日本全国性质的资产负债表塌陷。

图表8:当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段”

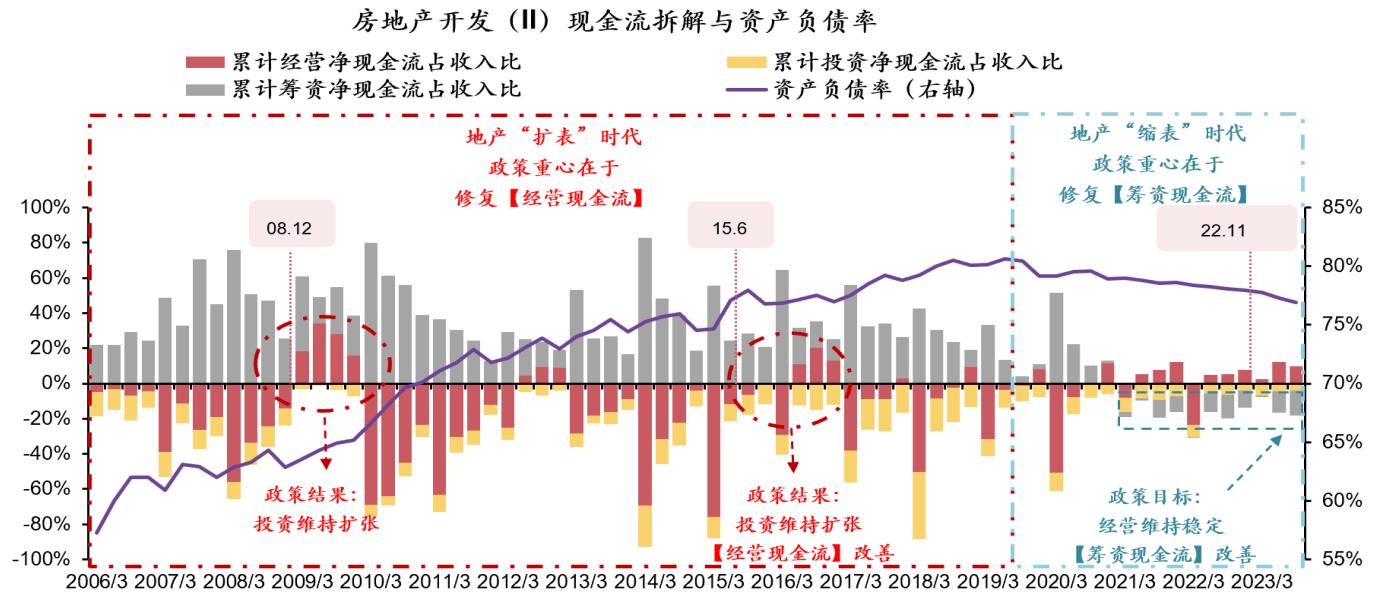


资料来源：方正证券研究所整理

当前，我国地产行业仍处于日本地产危机的第二阶段——现金流量表困局

（1）我国已迈过第一阶段：2020 年的“三条红线”主动遏制泡沫化进程；
（2）当前，受制于收入预期不足、经济修复动能不足等原因，房地产市场成交量骤降，房企回款压力高增，引发了中国地产行业的现金流量表困局。然而，中国政府 11.17 提出了“三个不低于”政策，正着手修复民营房企的筹资/经营现金流；
（3）尽管房地产市场遇冷，但仍能保持“量跌价稳”，中国房价暂没有暴跌迹象。中国的房价并没有出现日本 90 年代初的暴跌，地产企业的资产负债表也没有出现塌陷的迹象。只要处置得当，可以阻断第三/第四阶段系统性风险的形成。

图表9:修复房企筹资现金流



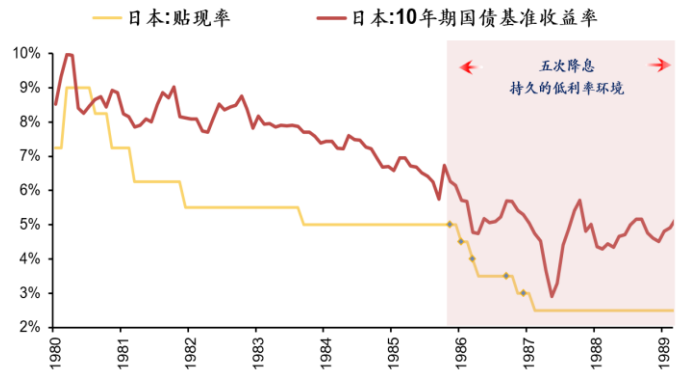
资料来源：方正证券研究所整理

2 日本地产危机第一阶段：主动戳破泡沫

2.1 流动性持续宽松，引发股市和楼市泡沫化

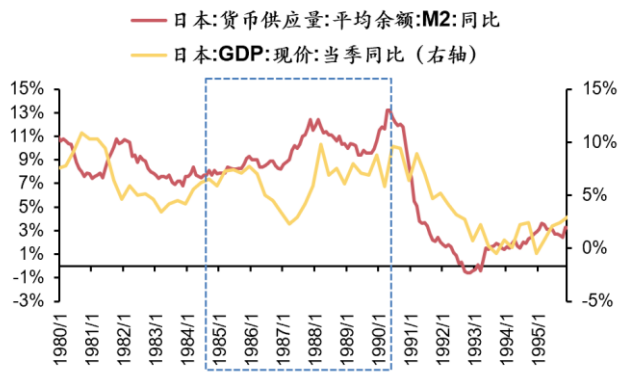
为了缓解日元快速升值所带来的萧条效应，补贴受到负面打击的出口产业，同时回应美国提出的“金融自由化”要求，日本持续保持极度宽松的低利率环境。从 80 年初的 6.25%持续下滑至 87 年的 2.5%，并将低利率长期保持 27 个月，同期货币供给实现 10%以上的增长。

图表10:连续降息周期，超低利率环境，信贷持续宽松



资料来源：Wind，方正证券研究所

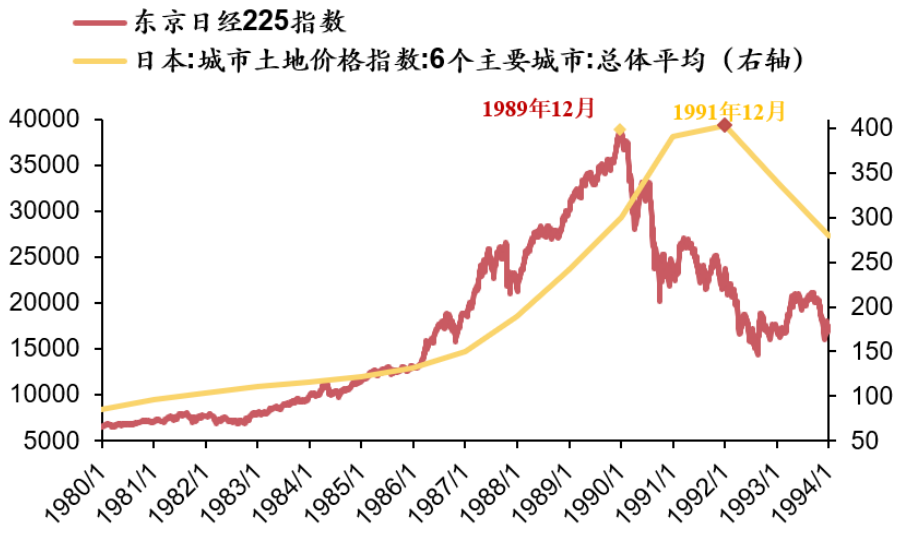
图表11:85 年至 90 年，持续宽货币宽信用环境



资料来源：Wind，方正证券研究所

基于对未来良好的经济前景的预期和持续极度宽松的金融环境，1980-1990 年，日本股票市场和房地产市场空前繁荣。日本土地价格自 85 年至 91 年，涨幅近 3 倍，日经 225 也从 85 年的不足 10000 点涨至 89 年 12 月的 38957 点，涨幅近 4 倍。

图表12:日本土地和股市空前繁荣

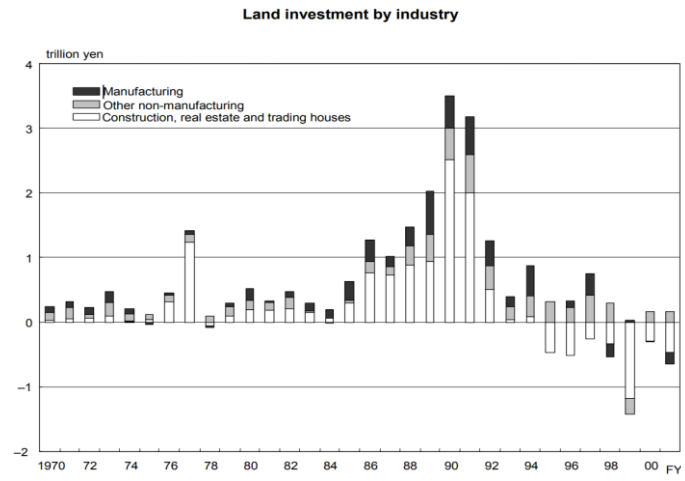


资料来源：Wind，方正证券研究所

2.2 实体企业深度参与楼市，利益交错绑定

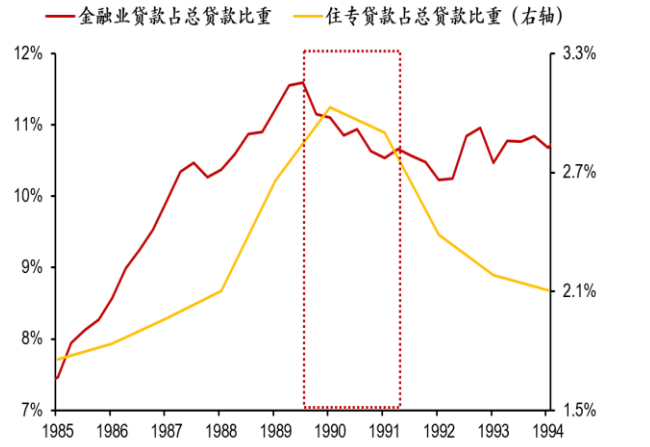
宽松的金融监管体系、极低的借贷成本和房地产市场的剧烈涨幅，助长了居民与实体企业的加杠杆投机情绪，吸引实体企业大量投资房地产，不仅助长了房地产的泡沫，更是将企业的利益和房地产紧密联系在了一起。日本各行业的土地投资自 1985 年的不足 1 万亿迅速攀升至 1990 年的近 4 万亿，金融业和“住专”的贷款比重迅速提高，房地产业贷款增速远超日本贷款总额增速，制造业贷款比重持续回落，资金全面流向房地产，鼓吹巨大的地产泡沫。

图表13:各行业土地投资金额均显著提升



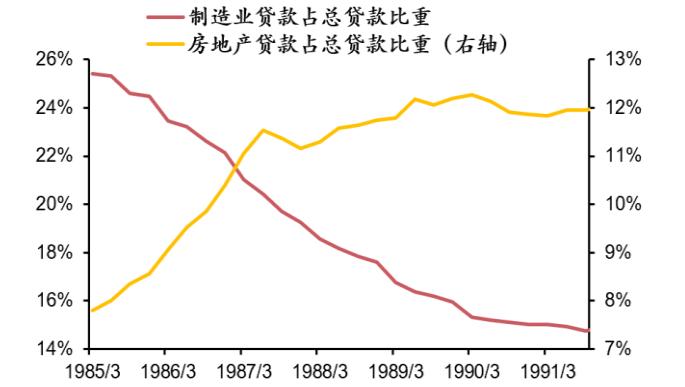
资料来源：Tachibana and Sekine(2003)，方正证券研究所

图表14:住专贷款比重攀升



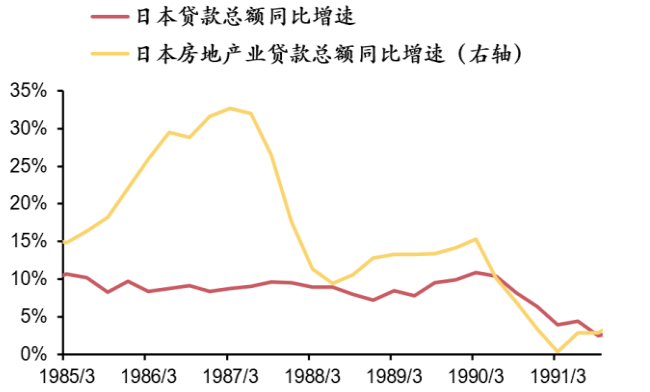
资料来源：王林丹，关于日本“住专”问题的研究[j].中国房地产金融，1996(2).6，方正证券研究所

图表15:85-90 年，资金持续流向房地产企业



资料来源：日本银行，方正证券研究所

图表16:85-90 年，房地产贷款总额远超其他行业



资料来源：CEIC，方正证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/197201063010006035