

2010-05-22

行业研究 / 深度研究

房地产

中性 / 维持评级

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号: S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

宋莉

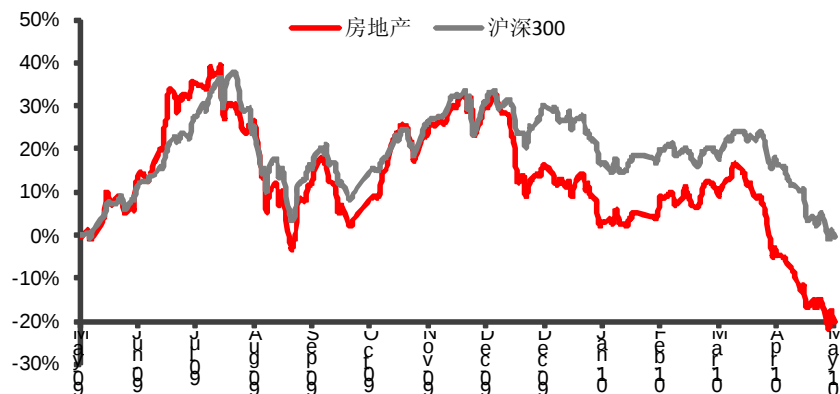
+21-68498606 songli@lhqz.com

中国能否摆脱日本式泡沫破裂？

— 中日房地产市场比较

- 二战后的日本房地产市场经历了五个发展阶段：1) 战后复兴和制度建设时期；2) 经济复苏拉动的地产快速增长期；3) 泡沫的迅速膨胀期；4) 泡沫破灭后失落的十年；5) 经济复苏期。
- 目前的日本房地产市场虽然逐步从泡沫破灭后逐步复苏，但日本目前的地价水平只近似于泡沫前 20 世纪 80 年代初的水平。与泡沫破灭时的最高点 1991 年相比，2009 年日本全市住宅用地地价仅为最高点的 56%，六大都市住宅用地价格为最高点的 36%，六大都市商业用地价格仅有最高点的 16%。
- 回首国内，从 2005 年开始的房价飞涨与日本 90 年泡沫破裂前有诸多的相似之处。那么中国能否摆脱日本式泡沫破裂？
- 中国目前城市家庭户均居住面积仅为 60 平米，从这个角度看房地产的问题还不是供给总量饱和的问题。加上还有大量的二、三线城市面临城市化快速提升的机遇，我们认为中国尚有机会摆脱日本式泡沫破裂的风险。我们需要做的是推进经济发展方式由外需和制造业经济向内需和服务型经济转型，启动内需。改进财富的分配方式，使得中低端家庭具有可支撑其需求的购买力，并通过税收政策来降低房地产的金融投资属性。同时，政府在推进保障性住房方面，不应该是运动式的，应切实保证建造主体和资金来源的稳定。
- 也即，我们认为中国的房地产业需要的并不是一场运动式的调控，而是改革。如果我们在改革中，把握好短期经济发展和中长期经济结构调整的关系，摆脱日本式泡沫破裂的风险，对中国来说不是没有可能。日本的住宅保障制度及财产税制度为中国的相关制度建设亦提供了一定的借鉴参考意义。

最近 52 周股价表现



目 录

日本房地产发展历程	4
战后复兴和制度创设时期（1950 年-1974 年）	4
经济复苏拉动地产快速增长（1975 年-1984 年）	4
泡沫迅速膨胀，楼价地价进入疯狂期（1985 年-1990 年）	4
泡沫破灭，失落的十年（1991 年-2000 年）	4
经济复苏期（2001 年-2007 年）	4
日本房地产市场现状	5
日本房地产泡沫的背景及根源	6
70 年代石油危机后，经济开始高速增长	6
贸易持续顺差压力下，日元大幅升值	6
宽松的货币政策和扩张性的财政政策	7
实体经济资金涌入房地产	8
没有处理好短期与长期的政策平衡，成为泡沫经济的根源	9
中国能否摆脱日本式泡沫破裂？	9
需求总量的故事还没有讲完，泡沫是结构式的	10
二、三线城市仍处于城市化进程加速发展阶段，行业大发展仍有时间窗口	10
日本泡沫破裂前城市化进程已过快速发展阶段	12
中国尚有机会摆脱日本式泡沫破裂的风险	12
日本住房保障制度的借鉴	13
“分阶层住宅供应体系”满足不同保障需求	13
解决城市中最需要住房的人群	13
立法确认建设主体、资金来源及产品分配方式	14
日本保有环节房产税的借鉴	15
保有环节税是地方税收的主要来源	15
评估标准全国统一执行	15
登记及评估制度公开透明	16
日本代表性上市房企	16
东证指数和东证地产指数的表现	16
三菱地所	17
三井不动产	18

图表目录

图 1 日本房价涨跌幅	5
图 2 东京新公寓价格	5
图 3 石油危机后的实际GDP增长率	6
图 4 日元迅速升值	7
图 5 1986-1987 年间五次下调官定利率	7
图 6 日本M2 增速与住宅地价增速的比较	8
图 7 日本城市化进程	12
图 8 日本地产泡沫形成图	8
图 9 20 世纪 80-90 年代的土地神话	9
图 10 日本人口老龄化与住宅用地地价指数	10
图 11 中国仍处在城市化加速阶段	11
图 12 我国大多数省份处于城市化加速发展阶段	11
图 13 公营住宅及公团住宅的建设比重	14
图 14 中国经济适用房投资占比持续下降	14
图 15 保有环节税是地方税收的主要来源	15
图 16 东证指数VS东证地产指数	17
图 17 三菱地所股价表现	18
图 18 三井不动产股价表现	19
 表 1 按家庭月收入划分的六档租金标准	13
表 2 三菱地所 2009 年财务比率	18
表 3 三井不动产 2009 年财务比率	19
表 4 美国、日本、香港房地产开发模式比较	20

前言：中国从 2005 年开始的房价飞涨与日本 90 年泡沫破裂前有诸多的相似之处。同样是受益于出口拉动的外向型经济的快速发展，国内积累了大量顺差，而人民币升值导致了流动性泛滥，同时也减少了实体经济的投资机会。与日本更为相似的是，由于人口众多，加上政府控制土地的供应，“18 亿亩农地红线”的故事更成为土地稀缺和房价只涨不跌的逻辑支持。那么中国能否摆脱日本式泡沫破裂？历史是当下的投射。重温历史，并以史为鉴，对于我们看清当下，应对未来应该有一定帮助。这也是本系列研究报告的初衷。

日本房地产业发展历程

战后复兴和制度创设时期（1950 年-1974 年）

二战后，日本住宅供应严重不足，全国缺房户为 420 万户，只能建一些简易住宅以解燃眉之急。即使这样，到 1955 年全国缺房户仍有 274 万户。为解决住房问题，日本政府颁布了《日本住宅公团法》，住宅公团于 1955 年设立。20 世纪 60 年代初，日本开始住宅工业化政策，1966 年制定了《住宅建设计划法》，1973 年设立了工业化住宅性能认定制度，这一阶段主要为战后复兴及制度创设时期。

经济复苏拉动地产快速增长（1975 年-1984 年）

20 世纪 70 年代，在石油危机的压力下，日本政府适时转变经济发展战略，提出“技术立国”战略，经济开始进入稳定增长期，年均增长速度达 5%。经过战后 20 多年的复兴，日本经济出现了强劲的发展势头，索尼、松下、丰田等一批民营企业在完成资本原始积累和技术创造后，由内向型企业转变为外向型企业，并逐渐发展成跨国集团。在经济的拉动下，房地产市场进入快速增长期，房价和地价不断上升。

泡沫迅速膨胀，楼价地价进入疯狂期（1985 年-1990 年）

随着 1985 年“广场协议”的签订，日元迅速升值，日本的出口产业开始萧条，为避免经济衰退，日本政府实施了较为激进的扩张性财政政策以及宽松的货币政策。大量资金在实体经济缺乏投资机会和土地神话的刺激下涌向房地产市场，楼价地价急剧上涨，进入疯狂上涨阶段，泡沫迅速膨胀。

泡沫破灭，失落的十年（1991 年-2000 年）

1989 年 12 月，新一届日本银行总裁开始对日本经济实施所谓的“电击疗法”。几个月内，多次提高政府贴现率，并对商业银行施加压力，要求其停止对房地产企业及股票投机者贷款。这一系列举措一下子刺破了泡沫。1990 年初，以东京证券交易所股市迅速下滑为开端，日本地价随之暴跌。到 1993 年，日本房地产业全面崩溃，个人纷纷破产，企业纷纷倒闭，遗留下来的坏账高达 6000 亿美元。从后果上看，20 世纪 90 年代破灭的日本房地产泡沫是历史上影响时间最长的一次。这次泡沫不但沉重打击了房地产业，还直接引发了严重的财政危机。受此影响，日本迎来历史上最为漫长的经济衰退，陷入了失落的十年。

经济复苏期（2001 年-2007 年）

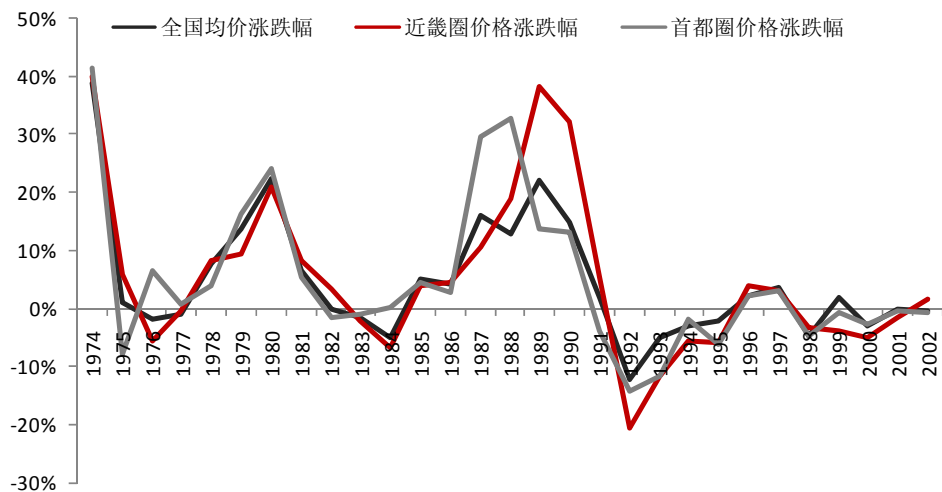
小泉政权成立后，以“金融再生计划”加速处理不良债权，实施“定量放松货币政策”，日本经济从 2002 年开始逐步恢复，房地产的价格也开始反弹。东证房地产指数从 2002 年的谷底到 2007 年最大涨幅达 490%，而同期东证指数涨幅只有 135.5%。

日本房地产市场现状

目前日本东京新公寓的均价折合成人民币在 4.5 万元--5 万元/平方米，每套新公寓的总价在人民币 350 万元/左右。房价水平与目前上海内环内新房均价相当，接近上海全市均价的两倍（上海全市面积 6340 平方公里，东京全市面积 2155 平方公里）。

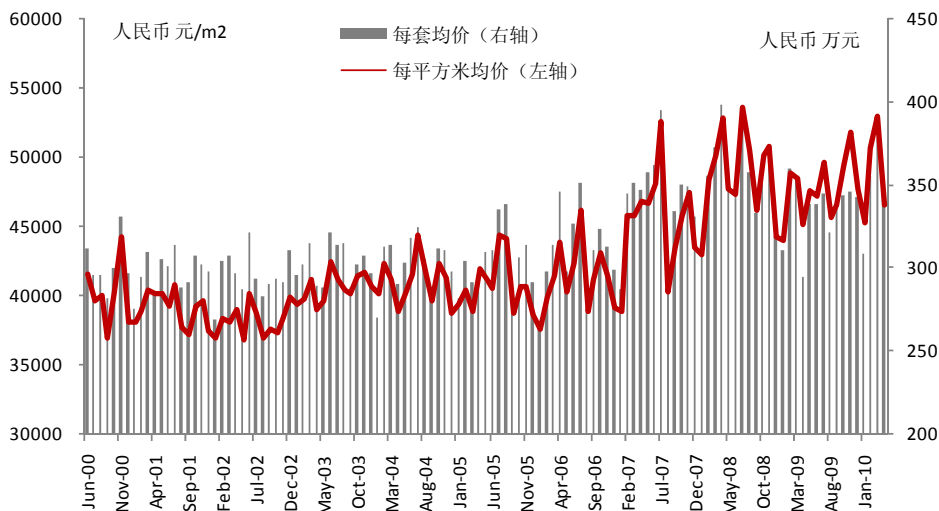
从地价水平来看，日本目前的地价水平近似于泡沫前 20 世纪 80 年代初的水平。与泡沫破灭时的最高点 1991 年相比，2009 年日本全市住宅用地价格约为最高点的 56%，六大都市住宅用地价格为最高点的 36%，六大都市商业用地价格仅有最高点的 16%。

图 1 日本房价涨跌幅



数据来源：日本不动产研究所，华泰联合证券研究所

图 2 东京新公寓价格



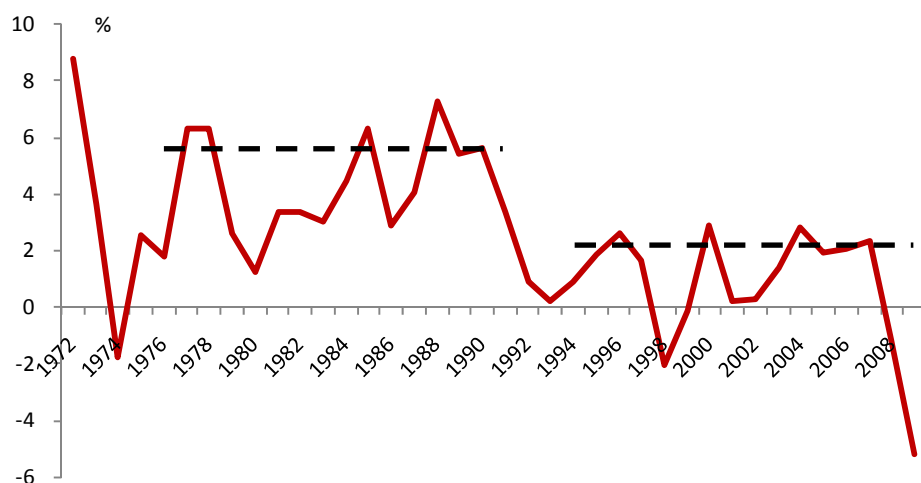
数据来源：BLOOMBERG，华泰联合证券研究所

日本房地产泡沫的背景及根源

70 年代石油危机后，经济开始高速增长

经历了 20 世纪 70 年代两次石油危机的打击之后，日本开始重点发展汽车、机电等加工组装机械行业，逐渐将石油、化工、煤炭等高能耗行业，以及纺织、轻工等劳动密集型行业调整出局。随着经济结构的调整，日本的经济增长率由 1974 年的负值开始逐步恢复为正值，1985-1990 年间，日本平均实际 GDP 增长率超过了 5%，1988 年则达到石油危机后的经济增长高点。

图 3 石油危机后的实际 GDP 增长率

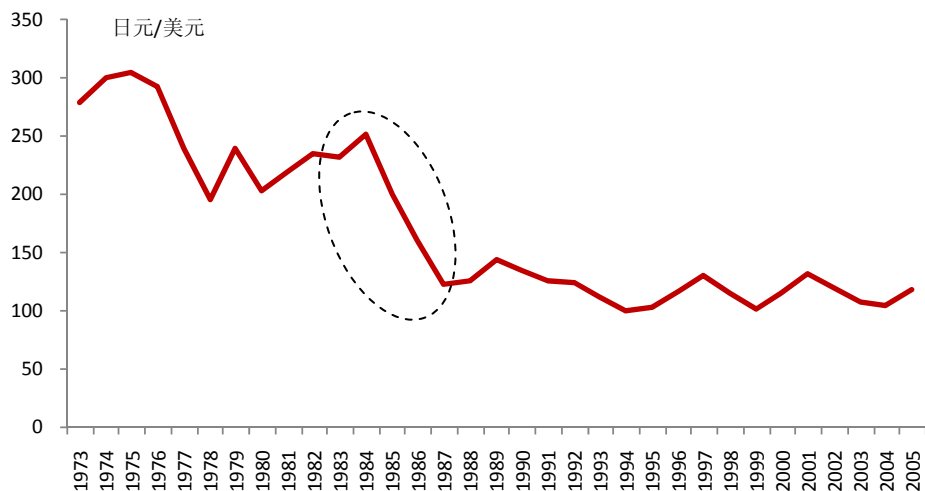


数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

贸易持续顺差压力下，日元大幅升值

伴随经济的快速增长，日本进入了贸易顺差时代。20 世纪 80 年代后期，与日本发生贸易的美国及西方各国，开始针对日本的长期顺差施压，采取制裁决议，以限制日本商品进口。美国以其是日本最大市场为由，要求日本进行市场开放和金融自由化。为缓和同美国的经济摩擦，从 1980 年 10 月始，日本原则上开放了外国资本和国内资本的跨越国境流动。1985 年 9 月签署了《广场协议》，日本汇率基本实现了市场化。此后，日元开始迅速升值，一年间，日元便从 1 美元兑换 235 日元上升到了 150 日元。

图 4 日元迅速升值



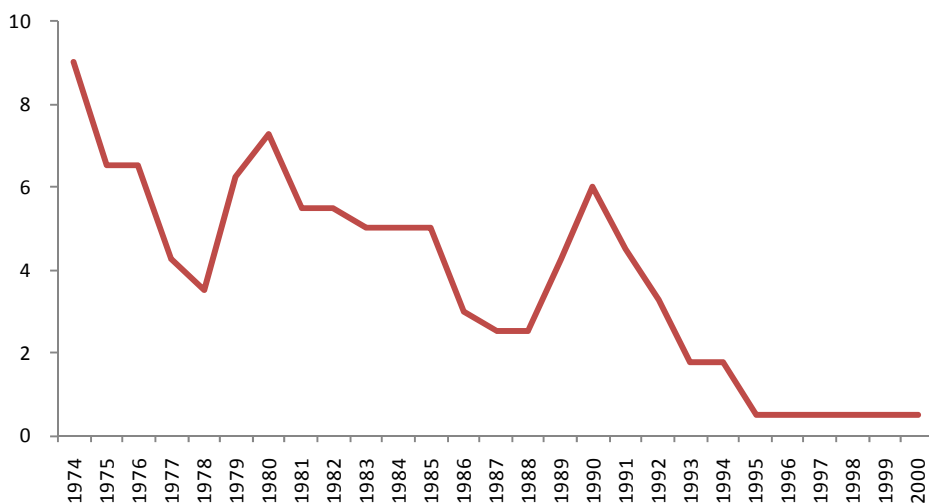
数据来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

宽松的货币政策和扩张性的财政政策

广场协议签订后，随着日元的大幅升值，日本的出口产业开始萧条，为避免经济衰退，日本政府于 1986 年和 1987 年先后制定了《为实现国际协调的经济结构调整研究会报告》和《日本经济结构调整特别会报告》，以期将经济增长模式由外需主导型转变为内需主导型。

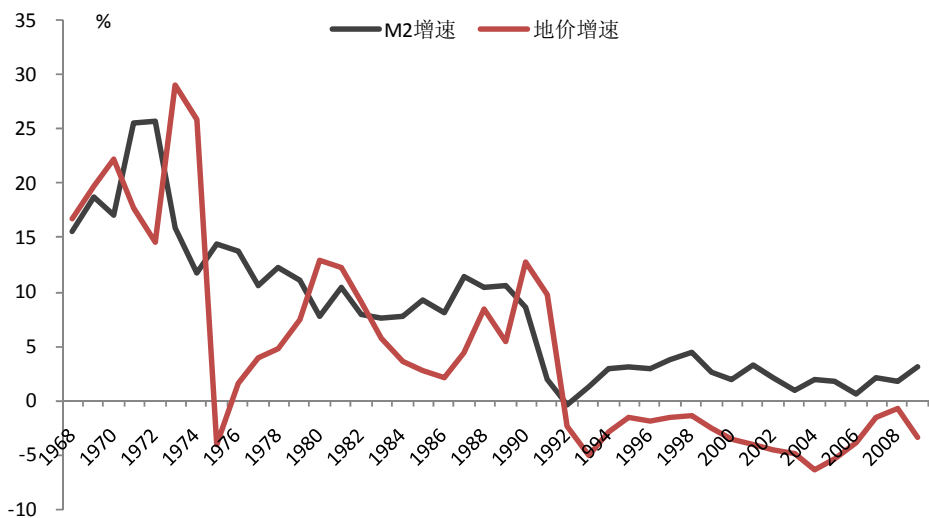
在制定了一系列的公共设施的建设和改造计划的同时，如关西新机场、东京湾横断公路、新干线的完善工程及东京湾改造等。日本政府还从 1986 年到 1987 年间，连续 5 次下调官定利率，到 1987 年时已降至 2.5%。此外为应对日元大幅升值，日本政府还进行市场干预，大量买入美元卖出日元，从而导致了流动性的进一步过剩。

图 5 1986-1987 年间五次下调官定利率



数据来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

图 6 日本 M2 增速与住宅地价增速的比较

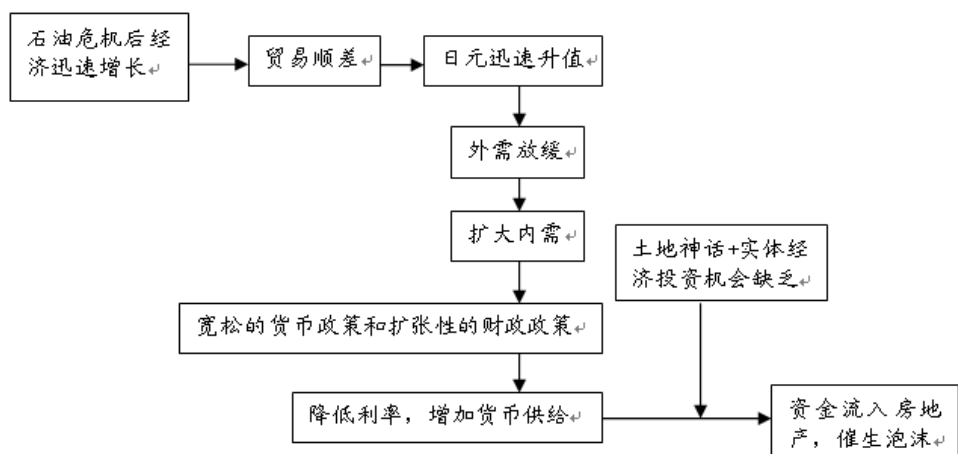


数据来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

实体经济资金涌入房地产

随着货币供应量大增,一些受升值打击而出现经营恶化的制造业企业,发现从事资本市场投资和房地产投资获得的收益完全可以弥补出口亏损还有盈利。1991 年之前日本的土地价格只涨不跌,1964 年-1991 年全国住宅用地价格上涨 12 倍,六大都市住宅用地价格涨 22 倍。在土地神话的刺激下,日本的企业和个人都热衷于土地和房地产的投资。随着越来越多的资金涌入房地产市场。1985~1990 年 5 年间,日本经济的实际年均增长率约为 4.6%,5 年内增长 25.34%,但全国土地的价格更是狂飙,六大都市商业用地价格同期上涨了 290%,年复合增长率达 31.3%,六大都市住宅用地价格同期上涨 163%,年复合增长率达 21.3%。

图 7 日本地产泡沫形成图

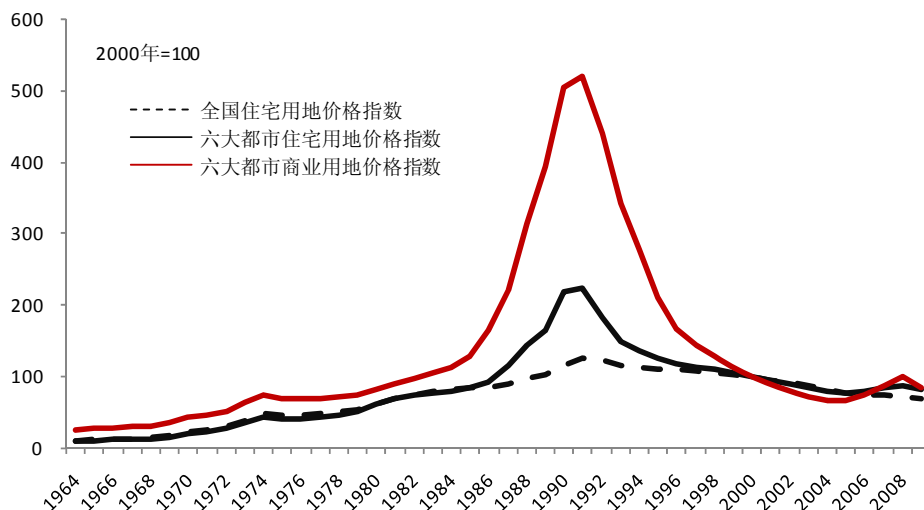


资料来源: 华泰联合证券研究所

没有处理好短期与长期的政策平衡，成为泡沫经济的根源

在贸易顺差、日元升值、外需放缓等宏观大背景下，日本政府一味的担心日元升值对经济增速的影响，没有很好的把握作为中长期政策方向的结构调整政策与作为短期政策方向的总需求扩张政策之间的平衡，实施了较为激进的扩张性财政政策以及宽松的货币政策，成为了日本泡沫经济的根源。

图 8 20 世纪 80-90 年代的日本土地神话

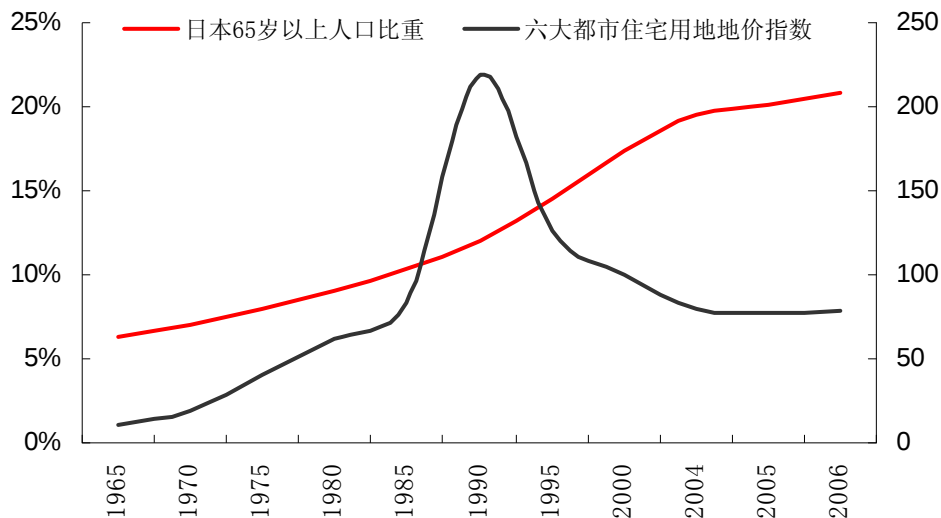


数据来源：日本不动产研究所，华泰联合证券研究所

中国能否摆脱日本式泡沫破裂？

回首国内，从 2005 年开始的房价飞涨与日本 90 年泡沫破裂前有诸多的相似之处。同样是受益于出口拉动的外向型经济的快速发展，国内积累了大量顺差，而人民币升值导致了流动性泛滥，同时也减少了实体经济的投资机会。与日本更为相似的是，由于人口众多，加上政府控制土地的供应，“18 亿亩农地红线”的故事更成为土地稀缺和房价只涨不跌的逻辑支持。此外我国的人口老龄化的时间窗口越来越逼近，而日本之所以在 90 年代一蹶不振，与人口老龄化不无关系。那么中国能否摆脱日本式泡沫破裂？

图9 日本人口老龄化与住宅用地地价指数



数据来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

需求总量的故事还没有讲完，泡沫是结构式的

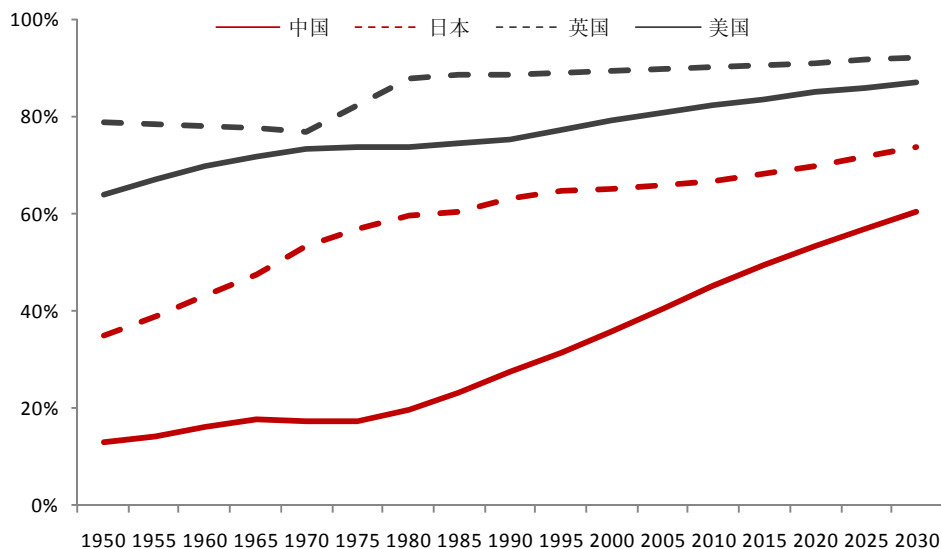
2009 年末，我国城镇住宅的存量建筑面积为 129 亿平方米，以此测算，我们城镇人口的人均住房面积为 20.76 平方米。以 2009 年末户均 2.89 人来推测，则城镇户均住宅面积仅 60 平方米，刚刚达到保障性住房的居住水平。如果以国家 70/90 政策为目标来测算的话，保守假设城镇家庭户数不发生变化，即没有增长，那么如果 70% 的家庭实现户均 90 平方米的居住水平，则全国仍需提供 45 亿平方米的新增住宅。相当于目前 8 年的竣工量。

从家庭户均住房面积角度来看，我们认为中国的房地产问题并非是供应总量已饱和的问题，而是需求与供给结构不均衡的问题。在金字塔式的财富分配结构下，财富越来越向少数人集中。随着人民币的升值，传统的出口导向型经济遭受转型压力，实体经济缺乏足够的投资机会，推动中高端家庭为追求财富的增值保值，将大量的财富囤积在房地产领域。另一方面，尽管有大量的刚性需求存在，但缺乏相应的购买力。再加之政府垄断了土地的供给，以及土地稀缺论的流行，强化了房地产的投资属性，推动民间财富更加集中的向房地产领域集中。而房价的快速上涨以及 2009 年 4 万亿经济刺激计划，超宽松的货币信贷政策，又引发出更多的投资与投机需求进一步推动了房价上涨，从而使房地产本身又成为了财富重新分配的工具，反过来又加大了国内居民财富的分化。

二、三线城市仍处于城市化进程加速发展阶段，行业发展仍有时间窗口

2009 年我国整体城市化率水平为 46.6%，从全国范围看仍处于城市化加速发展阶段。也即城镇人口还将增多。根据联合国的预测，大约在 2030 年我国城市化率将达到 60% 的水平。在此之前我国都将处在城市化水平快速上升的阶段。

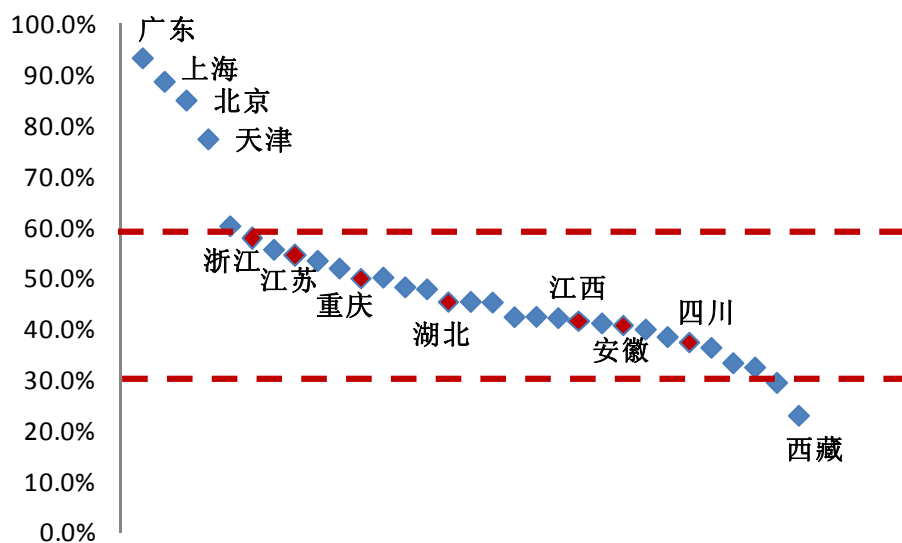
图 10 中国仍处在城市化加速阶段



数据来源：联合国，华泰联合证券研究所

我国目前的城市化进程中，总体而言发达地区城市化率较高。单个省份来看，目前除广东、北京、上海、天津城市化率已经超过 70%外，其余 25 个省份均处于 30%到 60%之间（西藏、贵州低于 30%）。从单个城市对比来看，2007 年我国四大核心大城市（北京、上海、广州、深圳）城市化率为 88%左右，17 个二、三线中心城市抽样统计结果为 43%。也即我国大部分省份及主要二、三线中心城市仍处于城市化加速发展阶段，也即在总量人口红利窗口即将关闭之际，二、三线城市的城市化还将继续为房地产业的发展打开结构性的人口红利窗口。

图 11 我国大多数省份处于城市化加速发展阶段

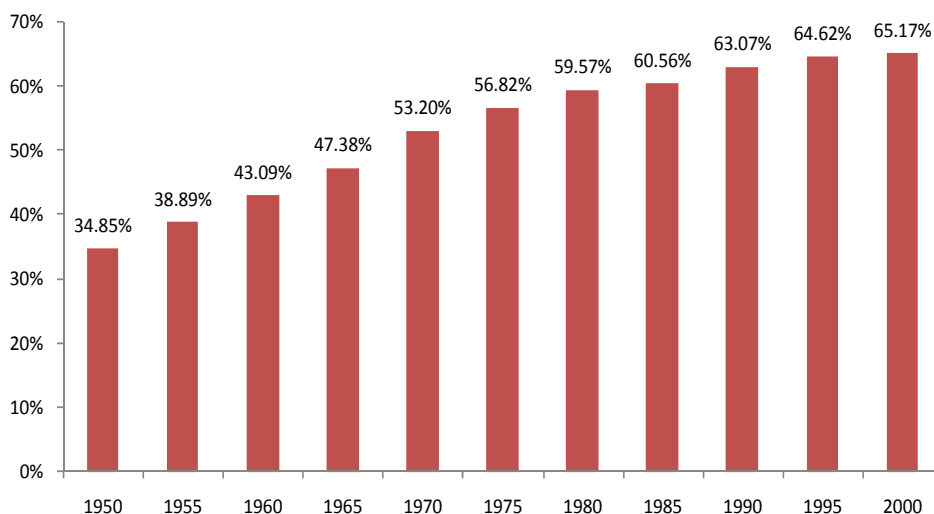


数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

日本泡沫破裂前城市化进程已过快速发展阶段

日本城市化开始于明治维新时期，但直到 1940 年，城市化水平仍落后于当时欧美工业化国家。1956-1973 年间是日本经济高速发展的黄金时期，人均 GDP 进入 3 000 ~ 10000 美元阶段，城市化进入加速期，到 1985 年泡沫迅速膨胀期开始前城市化率已经超过 60%，城市化快速发展阶段已基本结束，导致未来城市人口的增长速度趋缓，无法支撑后续房价和地价的急速上涨。这是我们的不同之处，也是我们的幸运所在。

图 12 日本城市化进程



数据来源：联合国，华泰联合证券研究所

中国尚有机会摆脱日本式泡沫破裂的风险

由于中国目前还不是供给总量饱和的问题，加上还有大量的二、三线城市面临城市化快速提升的机遇，我们认为中国还有机会摆脱日本式泡沫破裂的风险。

我们需要做的是推进经济发展方式由外需和制造业经济真正的向内需和服务型经济转型，启动内需。我们还需要改进财富的分配方式，藏富于民，使得中低端家庭，尤其是中西部的城市家庭具备可支撑其需求的购买力。

与此同时，我们还应该辅之以税收改革的政策，尽可能的降低房地产的金融投资属性，以减少房地产领域的投资与投机行为。从而使得房地产的定价由所谓的投资品、收藏品、工艺品恢复到居住这一最开始的功能。

政府在推进保障性住房方面，不应该是运动式的，而应该是制度化的，切实保证建造主体和资金来源的稳定，以尽可能的减轻中低端家庭的被边缘感与不稳定性。

换言之，我们认为，中国的房地产业需要的并不是一场运动式的调控，而是改革。如果我们在改革中，把握好短期经济发展和中长期经济结构调整的关系，摆脱日本式泡沫破裂的风险，对中国来说不是没有可能。

日本住房保障制度的借鉴

“分阶层住宅供应体系”满足不同保障需求

进入 20 世纪 50 年代后，日本政府为了解决住宅量的不足问题，政府政策从战后的应急性、对象性政策转向了持久性、分阶层政策。在民间金融极端不足的情况下，利用政策资金和财政投融资资金投入住宅建设，极大推进了住宅供应量的增加。另外，从法律法规先行的角度相继推出了各类住宅供应相关方案。其中 1950 年的《住宅金融公库法》、1951 年的《公营住宅法》和 1955 年的《日本住宅公团法》从三个层面为解决都市居民的住宅难问题提供了法律依据，并逐渐形成了日本独特的“分阶层住宅供应体系”。

面向低收入群体的公营住宅

根据《公营住宅法》规定公营住宅是地方公共团体建设、管理、运营的面向低收入阶层的租赁住宅（类似于我国的廉租房），租金则根据入住者收入和住宅规模所决定，基本划分为六个档次，在入住时需另外支付相当于三个月租金的押金，除了设定租金的划分标准外，公营住宅的入住资格审查也相当严格，在无法满足《公营住宅法》规定条件是，入住资格会随时丧失。

表 1 按家庭月收入划分的六档租金标准

租金划分标准	
第一档	政令月收额在 123,000 日元以下
第二档	政令月收额在 123,001 日元以上 153,000 日元以下
第三档	政令月收额在 153,001 日元以上 178,000 日元以下
第四档	政令月收额在 178,001 日元以上 200,000 日元以下
第五档	政令月收额在 200,001 日元以上 238,000 日元以下
第六档	政令月收额在 238,001 日元以上 286,000 日元以下

资料来源：《日本住宅保障制度》，华泰联合证券研究所

注：第五、第六档属于酌情处理的特殊家庭（身体残疾、精神残疾、痴呆者、五十岁以上者、伤残病者、原子弹受害者、归国人员）

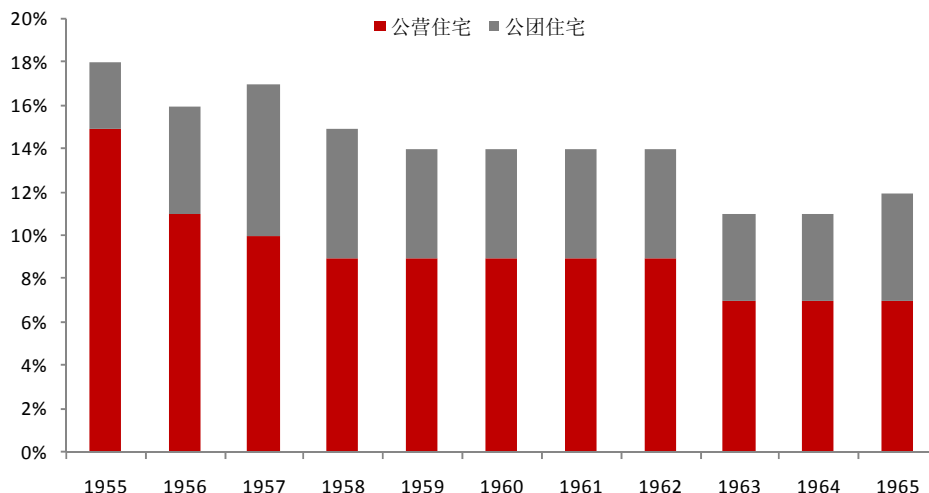
面向中低收入群体的公团住宅

《日本住宅公团法》规定：为解决大都市的住宅供应问题而专门设立的从事大都市区域规模性住宅小区开发的事业集团，并面向城市的广大中低收入人群提供适价的租赁住宅。日本“公团住宅”的支柱政策是财政投融资政策，自 1955 年以后一般财政预算中住宅预算的比例开始缩小，为确保住宅政策的有效实施，财政投融资制度开始取代一般财政成为住宅政策的主要支柱。公团住宅的入住资格要求一般家庭月收入必须超过房屋租金的 5.5 倍，这类保障性住宅获得主要采取抽签式入住方式。

解决城市中最需要住房的人群

与新加坡、英国和德国的大众性保障政策相比，日本公营和公团住宅的建设比重属于较低水平，自 1955 年成立住宅公团以后，具有保障意义的住宅建设即公营住宅和公团住宅的建设总量比战后十年稍有提高，但年均建设量也没能超过 20%，基本稳定在 15% 左右的水平。政策对保障房政策目标就是解决城市中最需要住房的人群，用最小限度的投资去满足社会中低阶层的住房需求，而不是通过保障房的建设去平抑商品房市场的房价。

图 13 公营住宅及公团住宅的建设比重



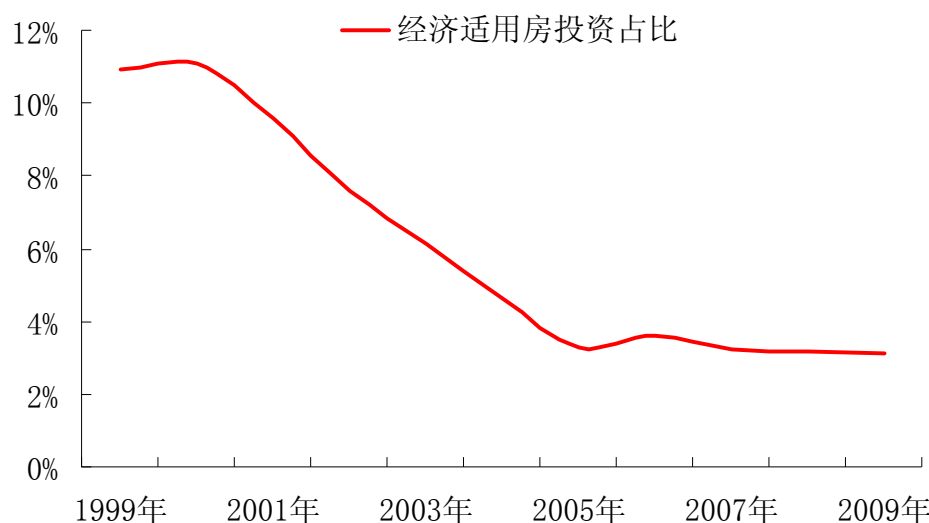
数据来源：日本建设省‘建设白皮书’1970年，华泰联合证券研究所

立法确认建设主体、资金来源及产品分配方式

日本关于保障住房的三部法律（1950年的《住宅金融公库法》、1951年的《公营住宅法》和1955年的《日本住宅公团法》）通过立法环节来确认建设主体、保障建设资金来源以及将产品分配给指定对象，这一点恰恰是中国住房保障制度所亟需完善的。

中国从20世纪80年代曾尝试用政府化的开发建设公司来建安居房。但在1998年取消福利分房以后，开发安居房的建设公司却陆续转轨，转向更为商业化的公司。曾经承建过无数的经济适用房等政府工程，如今却凭借手里日渐增值的土地资源，成为商品楼市中地主，市场利益的诱惑使得经济适用房的投资占比呈现逐年下降态势。只有真正的将保障房建设通过立法对其建设主体、资金来源和产品分配方式制度化，才能切实有效地将保障房落到实处，解决中低收入人群的住房问题。

图 14 中国经济适用房投资占比持续下降



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

日本保有环节财产税的借鉴

日本财产税主要是对房地产等不动产课征的不动产取得税、固定资产税、城市规划税、注册执照税等，同时还有遗产继承税与赠予税。目前，日本的财产税主要对房地产取得和保有环节征收，对财产转让收入则主要征收所得税和居民税。在日本，房地产保有环节的税种主要有两项，分别为固定资产税和城市规划税（又称“都市计划税”）。

日本实行中央、都道府县（二级政权）和市町村（三级政权）三级征税体制，地方征收财产税的权力由国会制定的《地方税法》赋予，各地方政府再依据《地方税法》，制定相应的财产税征收实施细则。

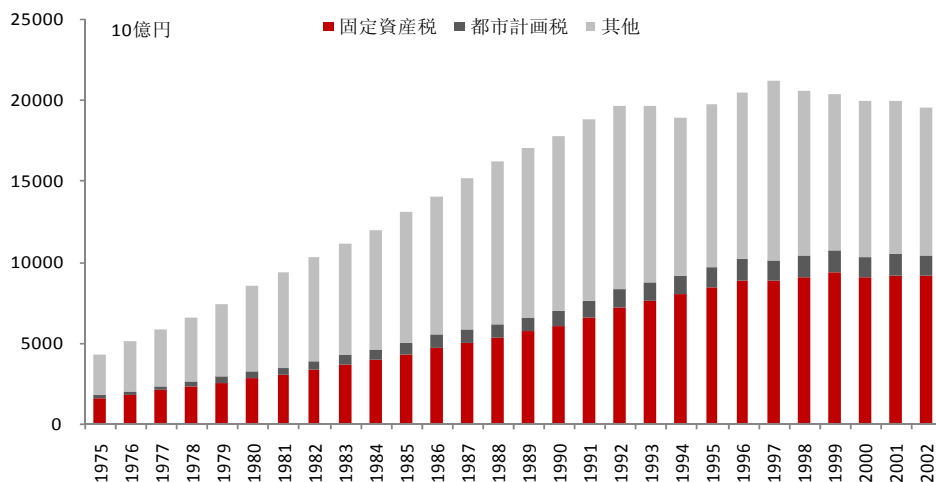
保有环节税是地方税收的主要来源

保有环节的固定财产税和城市规划税已经成为地方政府收入的主要来源。从图中可以看出保有环节的固定资产税和城市规划税基本上占到市町村税收总额的 50%。

固定资产税。日本在改革地租、房屋税时，明确了固定资产税的征税主体为市町村级政府，其收入全部归市町村支配。计税依据由工商业收益和住宅租赁额改为评估额，同时将征收范围从房地产扩大到折旧资产（房地产以外供经营用的资产）。固定资产税的标准税率统一为 1.4%，最高税率为 2.1%。

城市规划税是市町村开展城市规划事业和土地规划事业的财源，其纳税人和征收方法的规定均与固定资产税相同。不同的是，城市规划税的征税对象为城区内和开发区内的房屋和土地，征收的税款专项用于该区域内的城市规划事业。折旧资产不包含在征税对象范围内。各市町村可以设置税率，但最高不能超过 0.3%。

图 15 保有环节税是地方税收的主要来源



数据来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

评估标准全国统一执行

固定财产税税基为各市町村《固定财产登记册》中所列示的应税财产的评估价值。应税财产的价值评估由各市町村依据公式进行，评估公式则由中央政府的公共事务大臣、内政大臣和财政大臣共同决定，全国统一执行以确保公平。固定资产税的计税依

据按照房地产市场评估价，原则上三年固定不变，从形态上区分为基准年度评估额和比照基准年度评估额，以区别不同情况、不同用途的房地产。

日本的固定财产税是针对土地和房屋及建筑物征收的。

评估土地的价值时，每次单独对同一类土地进行评估，如住宅用地、农业用地和森林用地等。然后以某一区域内一定数量和标准的土地，作为同一类土地价值的标准。每块土地的价值可以依据标准土地的价值并结合周围环境而定。符合住房供给政策规定的住宅用地，在 200 平方米内实行减税措施，其税基为同类用地评估价值的 1/6，超过 200 平方米时，其税基则为同类用地评估价值的 1/3。

评估房屋和建筑物的价值时，根据住房供给政策，对房屋提供税收减免。具体规定为，2002 年 3 月 31 日前新建的面积为 50~120 平方米的房屋，在头 3 个纳税年度减征 50%；2002 年 3 月 31 日前新建的 3 层以上的耐火住宅，面积为 50~280 平方米的，前 5 个纳税年度减征 50%。

登记及评估制度公开透明

日本的财产税按应税财产所在地，由各市町村或都道府县分别征收，首都东京的 23 个区则由东京市政府征收。不论是否日本居民，只要在《固定财产登记册》上列明的财产所有人都要缴纳此税。税款分 4 次支付，通常为 4 月、7 月、11 月和次年 2 月。

每年从 3 月 1 日起，《固定财产登记册》都要向纳税人公开展示 20 多天。在此期间，纳税人可以进行查询，如果对评估价值有疑问，可以向固定资产评估委员会提出申诉。

纳税人可进行土地和房屋的所有权登记，登记文件由司法部保存。市町村政府依此文件核对《固定财产登记册》，检查财产是否有变化。但由于土地的评估价值有时变化很快，为避免税负的突然增加，地方政府一般通过调整应税价值与实际评估价值的比率来平衡税负。

日本代表性上市房企

东证指数和东证地产指数的表现

1985 年 4 月 6 日，东证指数为 856.61 点，到 1989 年 12 月 18 日，东证指数达到历史最高点 2884.8 点，如果以 1985 年 4 月 6 日为基点进行计算的话，则上涨了 236.8%。

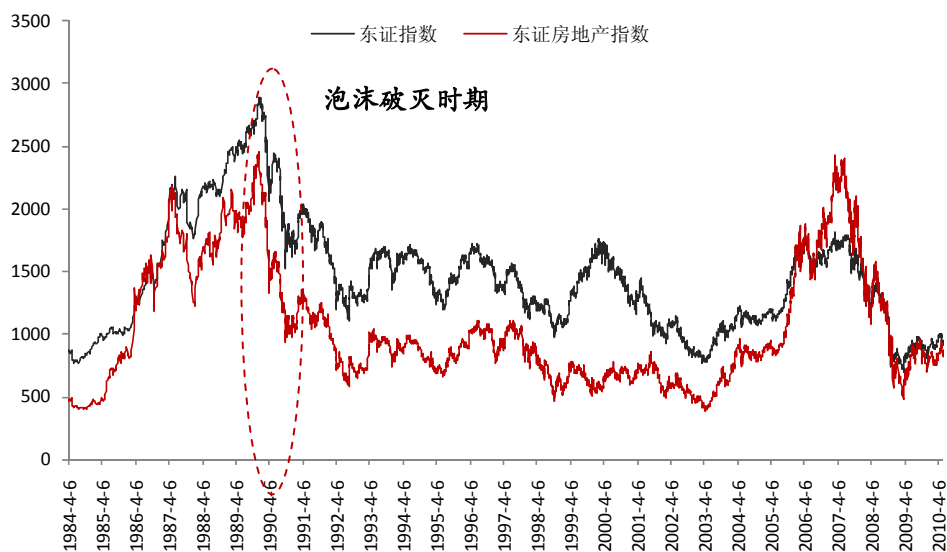
与东证指数类似，东证房地产指数 1985 年 4 月 6 日为 462.38 点，到 1989 年 12 月 4 日达到最高点 2458.7 点，以 1985 年 4 月 6 日为基期的话，地产股价上涨 431.7%，远远超过东证指数涨幅。

在股市大幅上涨的同时，地价也开始飙升。1985 年，全国住宅用地价格指数为 83.5，到 1991 年底上升到最高点 126.1，累计涨幅达 51%。大城市由于工商业发达，人口密集，土地价格上涨的幅度更加惊人。1985 年，日本六大都市住宅用地价格指数为 83.2，到 1991 年上升到 223.4，上升 169%，六大都市商业用地更是上升了 303%。资产价格的快速上升，使资产的持有者获得了远超过从事生产性活动所获得的收益，人们把更多资金纷纷投入股市和房地产市场，正是因为人们源源不断地把更多资金投向股市和房地产市场，股票和房地产市场维持了价格的螺旋式上升。

为了遏制资产价格持续快速增长，日本银行于 1989 年 5 月起开始提高利率，经过五次调整后，再贴现率由 2.5% 提高到 6%。与此同时，大藏省也开始对不动产融资进行总量控制，中央银行通过“窗口指导”，要求所有商业银行将当年第四季度的新增贷款减少 30%。到 1991 年，日本商业银行已经停止增加对不动产的贷款。

在政府强力收缩政策的干预下，东京股票市场在 1989 年末达到高峰后，便开始持续下降，到 1992 年 8 月 18 日，东证指数跌至低谷 1102.5 点，和两年多前 2884.8 点的最高点相比，下跌了 61.8%。同日，东证房地产指数，跌至低谷 585.09，与最高点相比跌幅达 76.2%。

图 16 东证指数 VS 东证地产指数

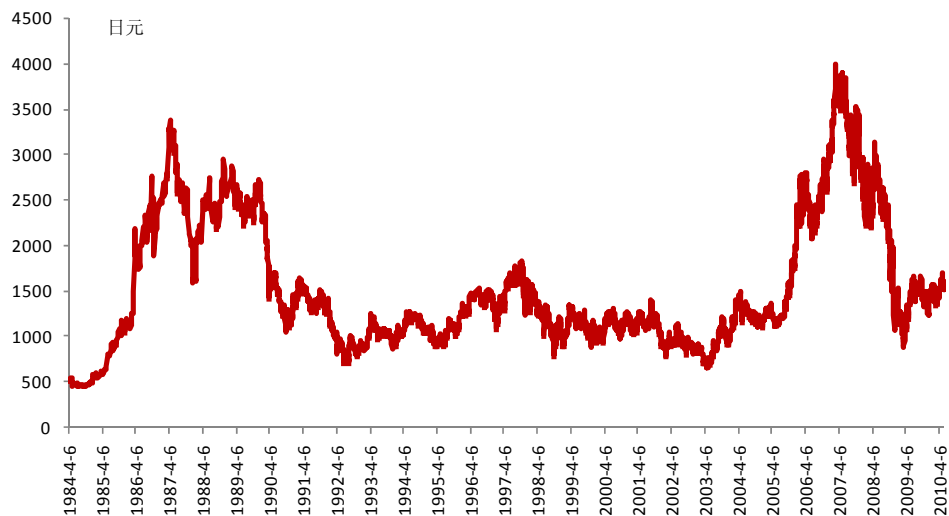


数据来源：BLOOMBERG，华泰联合证券研究所

三菱地所

三菱地所株式会社（Mitsubishi Estate Co., Ltd, TYO: 8802）成立于 1937 年，目前是日本最大房地产开发商之一。1989 年，公司全资购买了纽约的房地产开发公司洛克菲勒集团，并拥有了洛克菲勒中心。公司拥有日本最高的建筑横滨地标大厦 Yokohama Landmark Tower。公司在东京中部地区租赁、管理以及开发商业楼盘。三菱地所同时也开发与销售居民住宅与停车场，并管理如高尔夫球场与网球俱乐部类的娱乐设施。

图 17 三菱地所股价表现



数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

表 2 三菱地所 2009 年财务比率

证券数据		每股数据		现金流量分析	
价格	1521	基本每股收益	16.88	股利支付比	71.10%
市盈率	90.11	非经常项前股息	16.88	股利保障倍数	1.41
预期股利收益率	0.79%	股利	12.00	有效利率	1.56%
股价/净收入	2.08	每股账面价值	816.09		
当前市场价值	2114.79B	总股数	1390.40		
增长潜力		获利能力		结构	
股息年增长率	-54.48%	息税前利润	107.10B	流动比率	2.08
资本年增长率	3.55%	营业毛利率	18.70%	速动比率	0.35
每股账面年增长率	3.32%	税前毛利率	3.03%	资产负债率	37.71%
盈余自留率	28.90%	总资产回报率	0.70%	总债务/股东权益	113.88%
销售增长率	11.93%	净资产收益率	2.11%	应收账款周转率	13.57
资产年增长率	4.18%	资产周转率	0.17	库存周转率	0.68

数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

注: 货币日元

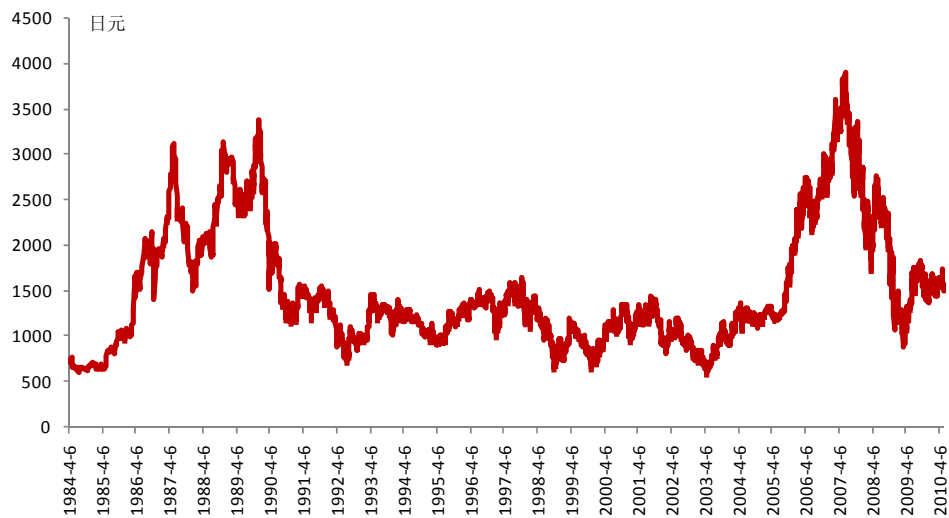
三井不动产

三井不动产株式会社 (Mitsui Fudosan Co., Ltd., TYO: 8801) 是日本东京著名的豪华房产开发商, 其历史可追溯到 1673 年由三井家创始人三井高利 (Mitsui Takatoshi) 在日本桥开设的越后屋服装店。三井公司的房地产部门始建于 1914 年, 并在 1941 年成为独立实体, 即三井不动产株式会社。

1961 年, 该公司进入住宅和度假地产业, 随后又建造了日本首座摩天大楼霞关大厦。该公司一直处于日本豪华房产开发的前沿, 不仅建造住宅房产, 也建造商用房。其一部分著名房产包括: LaLaport 船桥, 日本首个大规模的区域购物中心, 1981 年改名为 LaLaport Tokyo-Bay。东京迪士尼乐园, 由东方乐园株式会社负责建造, 该公司是三井不动产和京成电铁株式会在 1983 年共同设立的合资公司。鹤见 Hanaport Blossom, 1995 年日本 (大阪) 首个工厂直营购物中心。2004 年建造了东京日本桥

1-Chome 大厦 (Coreda 日本桥)。2005 年建造了东京三井花园银座酒店。

图 18 三井不动产股价表现



数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

表 3 三井不动产 2009 年财务比率

证券数据		每股数据		现金流量分析	
价格	1454	基本每股收益	56.58	股利支付比	38.69%
市盈率	25.70	非经常项前股益	56.58	股利保障倍数	2.58
预期股利收益率	1.51%	股利	22.00	有效利率	1.55%
股价/净收入	0.92	每股账面价值	997.60		
当前市场价值	1281.59B	总股数	881.42		
增长潜力		获利能力		结构	
股益年增长率	19.52%	息税前利润	67.09B	流动比率	1.18
资本年增长率	3.97%	营业毛利率	12.87%	速动比率	0.09
每股账面年增长率	10.03%	税前毛利率	13.08%	资产负债率	49.70%
盈余自留率	61.31%	总资产回报率	1.52%	总债务/股东权益	188.87%
销售增长率	-0.14%	净资产收益率	5.94%	应收账款周转率	85.14
资产年增长率	3.83%	资产周转率	0.16	库存周转率	1.79

数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

注: 货币日元

表 4 美国、日本、香港房地产开发模式比较

开发模式	美国	日本	香港
模式特征	专业细分+金融运作	特殊的官商关系	“一条龙”垄断式
主要内容	土地自由供应。当年美国西部大开发时，只须交纳 10 美元手续费就可以免费获得无人居住土地 160 英亩，只要定居和开垦 5 年，土地就永远归私人所有；由此形成美国 62% 土地私有的格局，让政府不可能对土地供给进行严控。 专业分工明确。美国房地产业发展模式主要由房地产金融产业链、开发产业链、中介产业链和流通产业链等相互协调共存，强调房地产开发的所有环节由不同的专业公司来共同完成。而且不同公司根据自己的专业特长而专注于某个细化产品市场。 以金融运作为核心。在美国房地产模式的各个链条中，金融产业链最为发达。美国的房地产金融产业链由房地产基金、投资商和银行组成，其中最大部分是房地产基金，美国的房地产投资商主要是从事物业投资，而非物业开发，因此美国真正的大地产商都出于金融领域。 收益大众化。美国的房地产资金只有 15% 左右是银行资金，剩下的 70% 是社会大众的资金，其中 35% 是退休基金，35% 是不动产基金。房地产基本上是私人投资，全国大多数人都可以通过不同方式参与房地产的投资，主要渠道是房地产投资信托基金、上市企业股票、MBS(房产抵押贷款证券)等。全民参与投资，既降低了房地产金融风险，也使行业利润被民众摊平，基本不可能出现如任由国内房地产开发商敛聚暴利的现象。	在日本的房地产业中，集团企业扮演着尤为重要的角色，而政府也以低息贷款等措施不断促进着民间企业的住宅建设。 土地私有制。家庭是土地的净出让方，而政府和企业是土地的净买入方。 优惠的住宅政策。日本政府的具體做法是首先以低息贷款促进企业从事民间住宅建设；其次以低税和免税优惠促进私人住宅的兴建与购置；最后是充分发挥地方群众团体的作用，吸收社会资金发展住宅建设。 集团企业发挥积极作用。日本经济发展的一大特点是集团企业的强大，大企业与政府关系良好，而政府对大企业的影响力巨大，形成特殊的官商关系。早在 1980 年，日本就有 200 多万大企业，建造了 16 万平方米以上的住宅区 240 多处。此外，日本政府在住宅保障方面的具体措施还包括，政府以低税、免税的手段促进私人住宅的建造；发挥各类社团组织的作用，吸收社会资金参与住宅建设。	香港模式是一条以房地产开发企业为核心的纵向运作链，投资买地、开发建设、营销销售、物业管理等，通常由一家企业独立完成，堪称“全能开发商”。 政府垄断土地。香港拥有 660 万人口，却只是 1070 平方公里的弹丸之地。香港不同于美国，地少人多、寸土寸金，政府高度垄断土地，拥有土地成了房地产开发企业竞争力的核心所在。 项目运作“一条龙”化。香港房地产开发企业通常采用拿地、盖房、销售、物管“一条龙”式的滚动开发模式，作为“全能开发商”扮演着各类角色。这种全能型模式有利于形成地产巨头，行业集中度相对较高，有利于资源的优化配置，正由于此，前十家地产商的开发量约占香港总开发量的 80% 左右。 融资渠道相对单一。香港地产商大型化、财团化之后，其自身财力已经比较雄厚，然后通过银行贷款和预售款，基本就能满足开发经营需求，没有太大动力进行多元化融资。

资料来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com