

# 地产中国：更像70还是90年代的日本？

尽管从人口结构上看,中国目前类似于日本 1990 年的情形,但从经济增长水平、人均 GDP、货币金融环境、住房基本情况来看,中国目前更加类似于日本 1974 年的情形,即经济增长换挡,从高速增长向中速增长转变,人均 GDP 则接近日本 70 年代末期水平。城市化率则接近于 60 年代尾声——仍有较大的空间。因此,中国的房地产市场调整属于短期性质,类似于日本在 1974 到 1976 年的调整,持续时间可能要长于 2012 年三个季度的调整时间,但远未到长期性衰退的时间窗口。

郭艳红

中国当前房地产受到广泛的关注,更不乏众多的唱空者,主要逻辑不尽相同。有说由于大规模的信用扩张引发的资产泡沫,有破灭的风险;有说经济增长乏力,居民收入增长难以持续,房地产有效需求下降迅速;有人说人口结构趋向老龄化,财富创造者占比在下降,不支持高房价。

观察历史上著名的泡沫经济,往往在事前很难被证伪,事后看起来逻辑异常清晰,但通过历史上类似案例的梳理和对比,会有基本认识和判断。我们通过对当下中国房地产市场和日本在上世纪 70、90 年代的对比,来获得一些新启发。

## 1974 年日本房产开始短周期调整

在 1968~1974 年,日本土地价格在 7 年内上涨近 2 倍,年均复合增长率高达 20.1%,原因有三,一是战后婴儿潮进入婚育年龄,1947~1949 年是战后日本的人口出生高峰期,到 1968~1974 年,年龄达到 19~27 岁,陆续进入婚龄,而且伴随着日本从 1945 年到 1975 年年均城市化率达到 1.6%,主要的需求集中于城市,造成了城市住房需求的快速上升;二是由于住房抵押贷款的快速增长,直接助推了房地产行业的高景气度;三是通胀因素,由于石油危机发生,出现了全球性的通货膨胀,在通胀的背景下实体经济利润率受挤压,引发更多资金投向保值增值功能比较强的房地产市场。

由于石油危机引发的高通胀,房地产和土地投机盛行,1973 和 1974 年达到顶峰,土地价格分别上涨了 28%和 26%,政府注意到了土地市场的泡沫,开始调控,主要的措施是通过土地政策和货币政策的调整实现,其中土地政策主要措施包括对法人机构短期拥有的土地转让征收重税,制定了国土利用计划法,以行政、经济等多种手段来制裁土地市场违法行为等;货币政策主要是应对通胀、收紧货币,1973 年底,贴现率从 1972 年 6 月的 4.25%提升至 1973 年 12 月的 9%,这引发住宅贷款规模下降。在此背景下,土地和房地产市场出现了调整,时间周期大概在 1974~1977 年初。

## 90 年代日本房产崩盘式调整

如果说 1974 年前房地产市场的高景气是由于战后婴儿潮以及住房抵押贷款等因素,则 80 年代后期的房地产泡沫更多是金融自由化的结果,造成的杀伤力迟迟难以恢复。经济层面的背景是 1985 年广场协议后日元大幅升值以及金融自由化的快速推进,其中广场协议后,日元从 1 美元兑 235 日元上升到 1986 年的 1 美元兑 150 日元,这在一定程度上降低了日本的竞争力;金融自由化主要表现在央行不断放松对利率的限制,直到完全利率市场化,推动日元国家化,放宽了国外投资者在日本金融业务的限制。日元升值以及金融自由化的结果,便是国外资金不断涌入日本,使得日本外汇储备上升,日元又有继续升值

压力,日本政府为了减缓日元升值,不断降低贴现率,连续 5 次调低贴现率至 1987 年低点的 2.5%,这加速了银行的信用扩张,大量过剩资金涌入到房地产和股票市场,造成泡沫。

从 1985 年开始的房地产和土地价格的暴涨,持续到 1990 年左右,由于土地问题造成的社会问题不断增加,政府也注意到了土地和房地产领域的泡沫,从 1989 年 6 月开始采取紧缩措施,贷款利率从原来的 2.75%提高到 3.5%,并在随后的时间内连续提升利率直至 1990 年 8 月的 6%。在高强度的紧缩政策后,土地价格出现了快速下行,有不断失去控制的风险,央行连续 9 次降息,直至 1995 年 0.5%,也没有止住地价下行的趋势,最终跌至接近泡沫前的水平,对日本来说,意味着进入到失去的十年,依靠泡沫经济虽然短期看起来人为创造了经济繁荣但实际上最终难逃回到起点的厄运,对全球经济都有重要的参考意义。

## 中日经济六方面比较

中国目前和日本 90 年代初期类似,日本的抚养率在 70 年代初期有个触底回升主要和 70 年代战后第二次婴儿潮有关,但到了 90 年代初期抚养率触底回升后,出现了长期上升趋势。中国的抚养率大致在 2010~2015 年触底,之后的趋势和日本类似,按照世界银行的估算,抚养率的上升会持续到 2080 年,是一个长周期的回升。同样的,按照 15~59 岁劳动人口的占比趋势来看,中国目前和日本 90 年代初期同样类似,中国劳动人口占比从 2010 年之后出现一个下

降的趋势,持续到 2070 年附近。

上世纪 60~90 年代日本货币供应量出现两次提升,第一次是在 1968~1973 年货币供应量出现了快速的攀升,从 15%提升至接近 30%;第二次是在 1983~1990 年,从 7%提升至 12%。本轮中国货币供应量的扩张更加类似于日本在 70 年代的情形,中国货币供应量在 2008 年 11 月的 15%提升至 2009 年底的接近 30%,随后和日本 70 年代一样,出现了连续的下降,和 90 年代不同的是,中国货币供应量并未完全消失,还有 13%左右的增长,而日本在 90 年代初期货币供应量接近于 0 甚至出现负增长。

日本在 1985 年广场协议后进行了频发的贴现率调整,为了减缓日元的升值压力,1985~1988 年不断调降贴现率,但效果不大,不但没能阻止日元升值的趋势,反而使得信用出现了急剧扩张,货币流入到房地产、土地以及股票市场,造成了资产泡沫,而为了抑制资产泡沫,日本于 1989 年开始加息,直到 1991 年泡沫破灭,资产价格大幅下滑,之后又担心经济崩盘和失去控制的风险,连续调降贴现率至 1995 年的 0.5%。中国目前的背景和日本不同,虽然人民币出现了持续的升值,但幅度和日本不具有可比性,而且利率的调整相对较少,这个层面和 1990 年的日本同样不具有可比性。

从城市化水平来看,中国和日本 90 年代完全不具有可比性,日本城市化进程最快的阶段是在二战后至 1975 年的 30 年间,年均的城市化率达到 1.6%的增速。70 年代初期城市化率达到 70%,1990 年城市化达到 77.4%,而中国目前的城市化率仅有 50%多,和日本相比仍有相当大的空间,仅相当于日本在上世纪 50 年代末期的水平,仍有较大的空间。

目前中国经济的大背景和日本 70 年代具有可比性,均是从高速增长向中速增长的转型过程。日本战后至 1973 年经济高速增长,年均增速在 10%以上,而 1973 年之后增速从 10%回落至 5%的增长中枢,中国的经济增长同样从 1978 年至 2010 年经历了 30 多年的高速增长,目前正在寻找新的增长中枢,这个背景和日本 70~80 年代具有可比性。此外,从人均 GDP 的水平来看,中国目前人均 GDP 相当于日本 70 年代末期的水平,在 7000 美元~8000 美元之间。因此,从经济增长阶段以及人均 GDP 的角度看,目前中国更加类似于日本 70~80 年代的水平而非 1990 年的水平。

按照日本统计局住房总量数据以及人口普查的家庭情况,大致可以核算出日本的户均住房数,在 1958 年日本的户均住房数为 0.8,而到了 1980 年左右这个数据达到 1,意味着每个家庭平均已有一套房产,基本上处于均衡状态,而此后户均住房数仍在攀升,2003 年该数据为 1.1。中国统计局没有住房存量的数据,但根据一些专家和学者的估算,任志强估算有 1.1 亿套,按照 50%的城镇化率,户均住房套数是低于 1 的。

几番对比可以得出基本结论:中国房地产市场调整属于短周期调整非长周期衰退。

■客官别急 | Easy Investment |

## 日本“血汗工厂”亲历记



证券时报记者 朱凯

“血汗工厂”一词见诸报端,多指某些在华外资企业不顾员工“死活”,用恶劣的生产生活环境榨取剩余价值。从了解到的情况来看,这些企业多来自我国台湾地区、韩国等地。

同样的近邻日本,似乎很少被归入血汗金主之列。实际上,日本企业在华投资的规模和行业类别,均远超韩国与我国台湾地区。

据官方统计资料,我国外商直接投资(FDI)中来自日本的投资金额,2013 年全年达到 70.64 亿美元,分别是该年韩国和台湾地区 30.59 亿美元、21 亿美元的 2.3 倍和 3.4 倍。数据还显示,2013 年整个亚洲地区 FDI 金额约为 900 亿美元(数据不全的估算),除去香港地区的 734 亿美元外,日本的在华投资金额已占到剩余约 166 亿美元的四成以上。

不禁要问,在华日本企业中到底有没有这样的“血汗工厂”?巧的是,记者本人早年自学日语,也曾在 3 家不同的日资企业短暂工作过,今天借此机会与大家分享一下日企中的真实情况。

上世纪 90 年代中期,我凭着兴趣开始自学日语,随后以优异的成绩通过了日本官方最权威的“日本语能力测试(JLPT)”最高级:一级。

数年后,受到家乡日语协会同志的推荐,我随同另外 4 位同伴来到广东东莞大岭山镇的某日资电子工厂,从事口译工作。我的家乡在江西省,距离东莞不算太远。

那时的我还很年青。记得初到工厂时,社长把生产技术部的部长安排给我,由我为其做陪同翻译。工作内容包括书面材料翻译、现场问题解决时的口译等。

我当时觉得工作很辛苦,主要是因为时间太长。周一到周六上班,每天早上 7 点到办公室开生产例会,晚上“鼓励”加班(另有补贴)。一句话,部长没有撤,我也不能走。部长约莫 60 岁上下,但每天工作起来不知疲倦,我

也因此受罪不少。

有一次客户(美国沃尔玛)来工厂检查,除了常规的技术、设备检查外,这位金发碧眼的高个美国男人,竟要求我们部长陪同去食堂查看。我跟在后面,亲眼目睹了食堂后台所有流程。事后,客户表示满意。

工作时间过长,磨损了工厂多数老员工的身体。据说他们都患有多种慢性疾病,而当地水质较差,可能也是原因之一。我在东莞这家日资工厂,并没有待满 1 年。回乡后,继续此前的平静生活。

数年后,研究生尚未毕业,我便来到上海自谋生路。在闵行区南郊一家日本人开设的服装制造工厂,我进入裁剪车间为日方主任做陪同翻译。上班第一天,车间的“小孩”被集中起来,社长和主任训话,我在一旁小心地传达着。其实,这十几位工人,看起来也只是刚刚成年而已。后来发现,他们工作并不认真。

我被安排住在社长的单人宿舍里,旁边有大间的员工宿舍。据说,社长去那边睡高低床了。在“单人宿舍”里,我看到挂满衣物的社长的简易衣柜、索尼牌 CD 播放机以及一些书籍……社长偶尔会来拿件衬衫什么的,但多数时间他是在日本与上海的往返路上。

后来因为学位论文之故,我选择了离职,随后返回北方的母校与导师沟通。我当时想,社长可以住回他自己的房间了。

不过,我还是决定一边完成论文一边赚钱。很快,我又进入卢湾区(现已并入上海市黄浦区)一家小型日资猎头公司任职,主要是为在沪日企寻找日语人才。那时的月薪 4000 元,比服装厂要低一些,但工作轻松许多。

我所在的这家猎头公司,隶属于某投资咨询集团,与旗下另外几个公司在一起办公。我记得,兄弟公司中有一家知名的日语杂志社,还有一家贸易公司。后者的日本人老板多次给我讲述他的理想,当我看到他在水子上的日程计划时,我坚信了日本“血汗工厂”的一个事实:最辛苦的其实是经营者本人。他说自己每天只睡 4 个小时,要掌握包括唱歌、喝酒在内的各种技能,想让公司 5 年内在香港上市。

在那里,我见识了求职者的各种心态,也坚定了我继续从事新闻民工的人生理想。后因论文答辩,我再次离职回到母校。

新闻记者这个职业,教给了我更多为人之理和处世之道。各位,只要心中有信念,“血汗工厂”便无处不在。

## 地产中国 目前类似 1974 年日本

中国房地产基本面短期仍在景气下滑过程中。对于房地产景气下行,可以通过两个层面来验证,一是直接的房地产销售和投资数据;二是间接反映地产投资的大宗品价格例如钢铁、建材等。房地产直接的销售数据可以跟踪 30 个大中城市的销售面积数据和百城房价指数,根据目前的跟踪,房地产销售面积仍在加速下滑过程中,仍没有止住。6 月份 30 个大中城市房地产销售面积同比下滑 24%,而 5 月份仅下滑 10%,呈现加速下滑态势。7 月前 7 天,30 个城市日均销售面积 40.67 万平方米,同比去年下滑 29.42%。

关于房地产投资,可以通过间接追

踪与其相关的钢铁、建材等价格来判断,根据最新的数据,环渤海动力煤价格继续下跌,创了本轮新低至 513 元每吨,钢材综合价格指数延续下跌的趋势至 92.73,全国水泥均价创了本轮新低至 289.13 元每吨,均显示房地产投资难言好转。

即便不考虑这两个因素,按照逻辑,房地产投资下行趋势仍在延续。房地产销售面积和资金来源一股领先于房地产投资 3~6 个月,而截至 6 月份,这两个指标仍在延续此前的下行趋势,据此判断,房地产投资在 2014 年全年可能都处于较低的水平,且难以有效回升。虽然房地产基本面向下,但是政策和流动性却在不断确认拐点,对于房地产行业维持标配评级。

(作者系方正证券宏观研究员)

