

# 如何看待日本房价超泡沫顶峰？

证券研究报告

2023 年 10 月 25 日

## 日本房地产市场系列报告

- **日本首都圈新建公寓价格持续创新高。**日本首都圈新建公寓户均价格及平米单价均在 2021 年突破泡沫时期顶点的价格，2022 年继续创新高。公寓需求的增加溢出到二手公寓市场，二手公寓的价格及成交量都有显著的回暖。
- **仅通过公寓价格涨幅来判断日本住宅回暖甚至过热有一定的局限性。**老龄化和家庭小型化趋势下，公寓市场承接部分一户建替代需求。此外，公寓价格上涨包含了建筑成本上涨以及房屋品质“消费升级”的因素。从 2008 年-2021 年的单位面积建筑成本涨幅来看，公寓（钢筋混凝土和钢架加固混凝土）的建筑成本上涨超 40%，明显高于其他类型的住宅。
- **土地是日本房地产泡沫时期的主要投机标的，地价远未回归。**日本 1980 年代后期至 1990 年代初期的房地产泡沫主要是企业炒地，而非居民炒房，土地是主要的投机标的。截至 2022 年，6 个主要城市地价指数仅恢复至顶点时期的 36.1%。
- **一户建的涨幅远低于公寓。**一户建仍是日本住宅市场的重要组成部分，日本处于居住状态的住宅存量中，一户建户数占比为 53.6%。以 2010 年平均价格为基准，2023 年 6 月公寓的价格指数已大幅攀升至 190.8，而一户建（独立式住宅）的价格指数仅为 115.9，与住宅用地的价格指数相近。
- **除房价外还需关注供给和市场交易规模，首都圈新建公寓的供给户数和价格呈反比。**泡沫经济期间，新建公寓价格大幅上涨，但新房供给规模并未大幅增加；1994 年后，购房需求增加驱动供给增加，房价低位平稳运行；2006-2007 年，首都圈新建公寓平米单价上涨，但供给规模下滑；安倍经济学下，房价持续稳步上涨，但供给维持在较低水准。
- **日本居民购房较为理性，房地产开发商重视去化指标。**在 1990 年到 2022 年期间，尽管住宅市场经历了数次大起大落，但去化月份在 10-14 个月区间内窄幅波动。这和日本居民在房价快速上涨阶段购房行为较为理性，而房地产开发商重视去化指标、新房供给计划较为审慎有关。
- **住宅新开工数据近期未见明显反弹，房地产占 GDP 比重维持低位。**2013 年后住宅市场持续回暖，但住宅新开工户数和面积并未有大幅增加，住宅投资占 GDP 的比重维持在较低的水平。然而，包含租赁、中介等在内的广义房地产占 GDP 比重高于 90 年代。
- **知日鉴中：1) 中国房地产市场当前面临诸多与日本不同的挑战：**部分房地产开发商采用“高杠杆高周转”模式加速新房供给，房地产市场降温背景下出现去化难的问题；由于日本家庭部门在泡沫经济时期净卖出土地，我们认为房地产市场调整带来的负财富效应对中国家庭部门的直接影响或将更为显著；**2) 房地产行业未来将面临诸多结构性机会：**住宅租赁市场的发展；消费属性增强背景下住宅“消费升级”带来的投资机会等；人口家庭结构及生活方式的变化带来更多样的住宅形态等。
- **风险提示：**日本金融政策紧缩、利息水平上升、日本国内宏观经济恶化等。

分析师

主题研究团队

侯苏寒

suhan.hou@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720520020001

祁宗超

zongchao.qi@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720522050003

## 正文目录

如何看待日本首都圈房价回归？ .....	3
首都圈新建公寓价格持续创新高 .....	3
公寓需求溢出到二级市场，二手公寓成交稳步增加 .....	3
结构性因素助推公寓价格上涨 .....	5
老龄化和家庭小型化趋势下，公寓市场承接部分一户建替代需求 .....	5
公寓价格上涨包含建筑成本以及房屋品质“消费升级”的因素 .....	5
住宅地价和一户建的价格尚未回归 .....	7
土地是日本房地产泡沫时期的主要投机标的，地价远未回归 .....	7
一户建的涨幅远低于公寓 .....	7
除房价以外，还需关注供给和市场交易规模 .....	8
首都圈新建公寓的供给户数和价格呈反比 .....	8
日本居民购房较为理性，房地产开发商重视去化指标 .....	9
住宅投资占 GDP 比重维持低位 .....	10
住宅新开工数据 1970 年代中期见顶，近期未见明显反弹 .....	10
住宅市场回暖，但住宅投资占 GDP 比重未有提升 .....	10
包含租赁、中介等在内的广义房地产占 GDP 比重高于 90 年代 .....	10
知日鉴中 .....	12
中国房地产市场当前面临诸多与日本不同的挑战 .....	12
房地产行业未来将面临诸多结构性机会 .....	12
风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1：首都圈新建公寓户均价格及平米单价 .....	3
图表 2：首都圈新建公寓供给数和二手公寓成交数 .....	4
图表 3：首都圈新建及二手公寓平米单价 .....	4
图表 4：公寓式住宅占比逐步增加，独立式住宅占比下滑 .....	5
图表 5：不同结构住宅建筑成本变化趋势 .....	6
图表 6：日本城市住宅土地价格指数 .....	7
图表 7：不动产价格指数（按住宅类型） .....	8
图表 8：首都圈新建公寓供给户数及户均价格 .....	9
图表 9：首都圈新建公寓年末库存及去化周期 .....	9
图表 10：日本新开工住宅数在 1973 年达到历史顶部 .....	10
图表 11：新开工住宅面积在上世纪九十年代中期见顶 .....	10
图表 12：住宅投资占 GDP 比重 .....	11
图表 13：房地产业 GDP 占比 .....	11
图表 14：中国房地产价格上涨伴随着销售面积增加 .....	12
图表 15：居民部门杠杆率随着购房贷款余额持续增长 .....	12

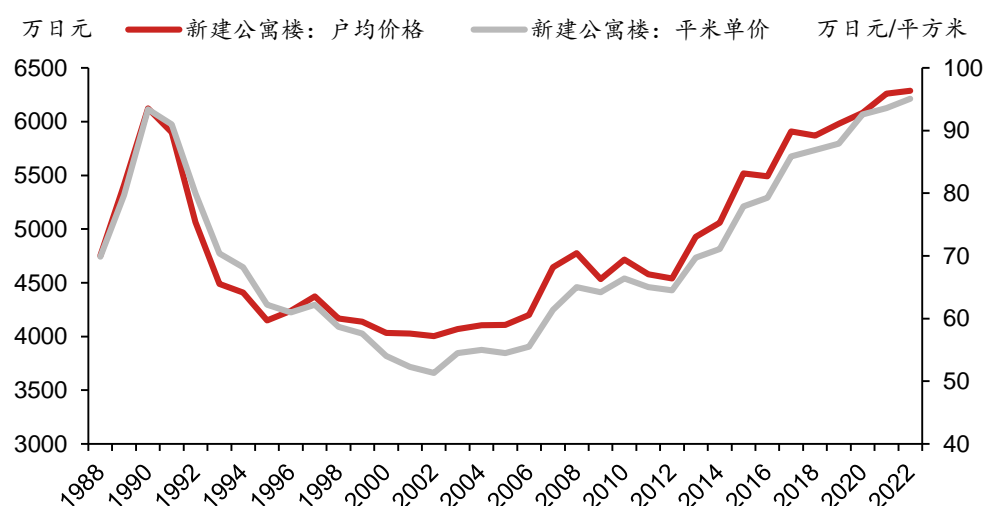
# 如何看待日本首都圈房价回归？

## 首都圈新建公寓价格持续创新高

据日本不动产经济研究所统计，日本首都圈新建公寓户均价格及平米单价均在**2021年突破泡沫时期顶点的价格，2022年继续创新高**。日本不动产经济研究所对首都圈的定义是指“一都三县”，包括东京都、神奈川县、埼玉县及千叶县。首都圈新建公寓户均价格2021年、2022年分别达到6260万日元、6288万日元，连续两年突破1990年的高点6123万日元。平米单价在2021年、2022年分别达到93.6万日元/平米、95.1万日元/平米，连续两年突破1990年的高点93.4万日元/平米。

从平米单价来看，首都圈新建公寓平米单价从1990年触顶到2002年触底期间，累计跌幅达45.1%。2003-2008年期间借助日本经济的阶段性回暖以及2006-2007年期间的基金投资房地产推动的“基金泡沫（Fund Bubble）”，首都圈新建公寓平米单价上涨26.7%。2008年雷曼危机以及2011年东日本大地震期间小幅回调。2012年底安倍内阁上台后，2013年-2022年期间连续十年上涨，累计涨幅47.4%。（图表1）

图表 1：首都圈新建公寓户均价格及平米单价



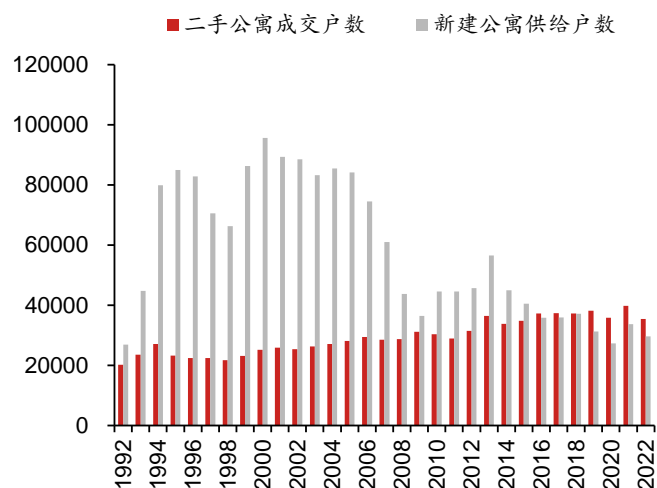
资料来源：日本不动产经济研究所，Wind，野村东方国际证券

## 公寓需求溢出到二级市场，二手公寓成交稳步增加

从首都圈的新建公寓及二手公寓市场来看，新建公寓供给波动较大，而二手公寓的成交量波动较小。（图表2）

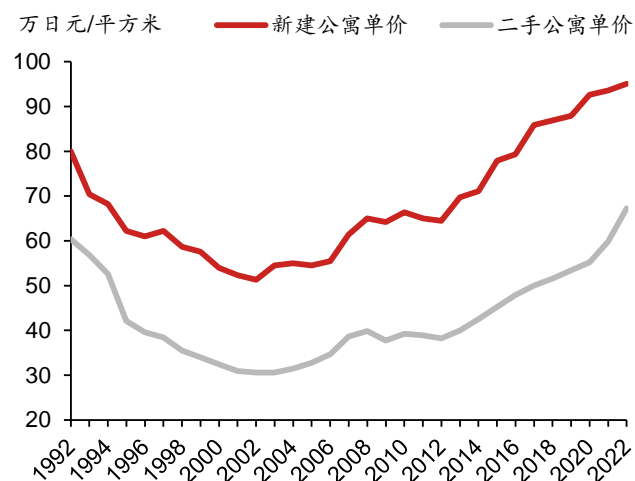
2013年后，日本住宅市场价格持续上涨，但在龙头开发商普遍采取稳健策略的背景下，新房供给控制在一个较小的规模。公寓需求的增加溢出到二手公寓市场，二手公寓的价格及成交量都有显著的回暖。（图表3）

图表 2：首都圈新建公寓供给数和二手公寓成交数



资料来源：不动产经济研究所，REINS TOWER，野村东方国际证券

图表 3：首都圈新建及二手公寓平米单价



资料来源：不动产经济研究所，REINS TOWER，野村东方国际证券

# 结构性因素助推公寓价格上涨

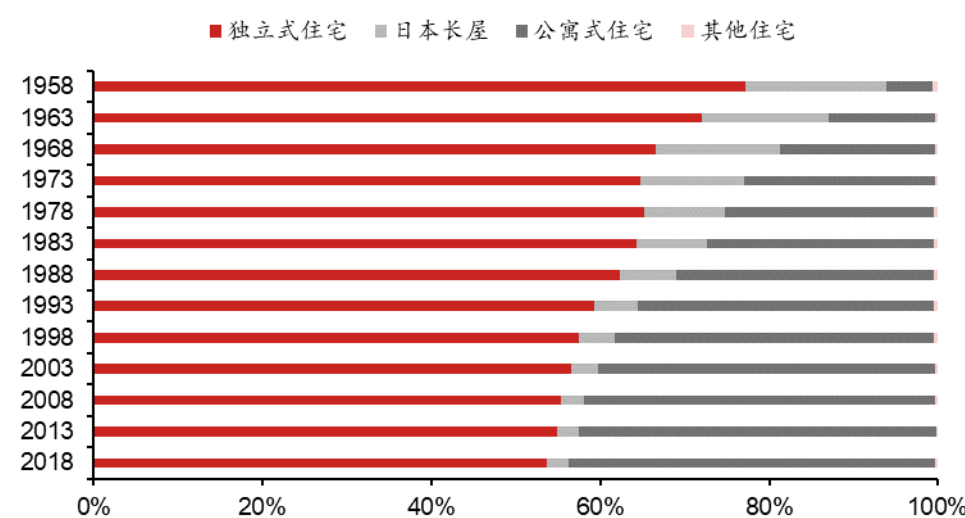
日本政府对住宅市场的价格、交易数据开始系统性统计的时间较晚。雷曼危机发生后，日本政府意识到住宅市场持续观测的重要性，国土交通省于 2010 年开始筹备住宅价格指数并于 2012 年正式推出，但该系列的数据仅能追溯到 2008 年。长时间序列的住宅价格只能使用 1964 年创立、专注于新建公寓市场的媒体公司不动产经济研究所发布的新建公寓价格。近期媒体普遍报道的日本房价超越泡沫时期顶点，均使用这一数据。

然而，仅通过公寓价格涨幅来判断日本住宅回暖甚至过热有一定的局限性。

## 老龄化和家庭小型化趋势下，公寓市场承接部分一户建替代需求

日本老龄化、家庭结构小型化不断推进，使得公寓相较传统的一户建（独立式住宅）类型更受现在的购房群体欢迎。据日本总务省对不同建筑类型住宅户数的统计显示，以公寓式住宅户数占比逐渐上升。截至 2018 年 10 月 1 日日日本处于居住状态的住宅存量为 5361 万 6000 户，其中，公寓式住宅户数为 2335 万 2700 户，占比为 43.5%。这一比例在 1988 年为 30.5%，2003 年为 40.0%。（图表 4）

图表 4：公寓式住宅占比逐步增加，独立式住宅占比下滑



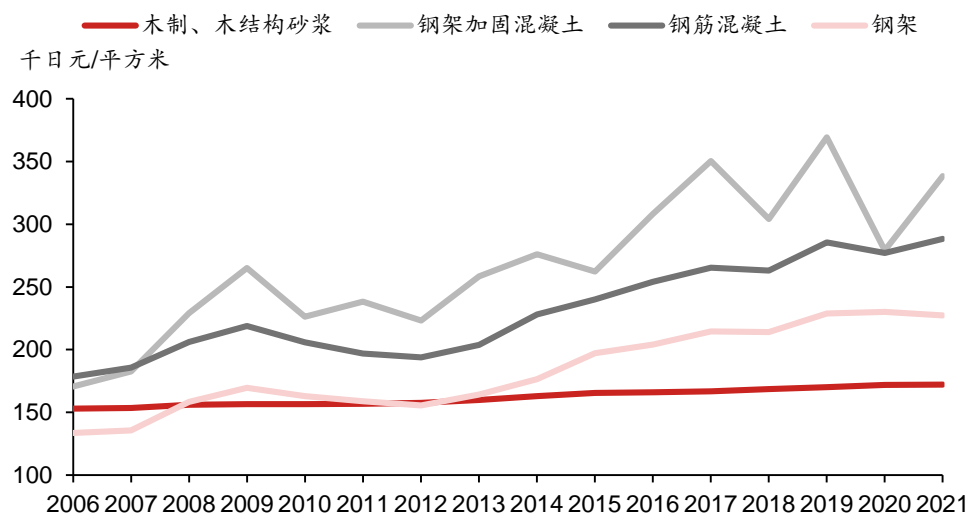
资料来源：日本总务省，野村东方国际证券

## 公寓价格上涨包含建筑成本以及房屋品质“消费升级”的因素

近年来，随着配套设施的完善和开发理念的与时俱进，日本公寓类型住宅的“消费升级”趋势显著。从 2008 年-2021 年的单位面积建筑成本涨幅来看，公寓（钢筋混凝土和钢架加固混凝土）的建筑成本上涨超 40%，明显高于其他类型的住宅。（图表 5）

此外，新房采纳了住宅市场最新的抗震技术、建材、公共空间设计，新房的售价往往包含了房屋品质“消费升级”的因素。

图表 5：不同结构住宅建筑成本变化趋势



资料来源：三井不动产，野村东方国际证券

## 住宅地价和一户建的价格尚未回归

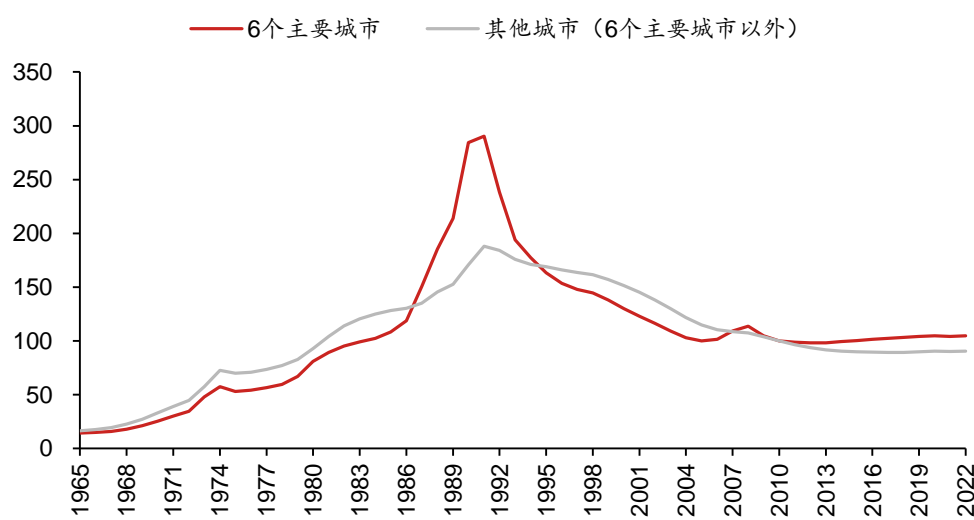
土地是日本房地产泡沫时期的主要投机标的，地价远未回归

如我们在 2022 年月 8 日 13 日报告《中日房地产盛宴的殊途》中所介绍，日本 1980 年代后期至 1990 年代初期的房地产泡沫主要是企业炒地，而非居民炒房，土地是主要的投机标的。

八十年代末的泡沫经济时期，6 个主要城市地价指数大幅上涨，且显著领先于其他城市。6 个主要城市包括东京区部、横滨、名古屋、京都、大阪及神户。1991 年，6 个主要城市地价触及泡沫经济时期的顶点，相较 1984 年水准，商业地价上涨 356.0%，住宅地价上涨 183.5%，工业地价上涨 171.5%。

大幅上涨之后带来的是泡沫破灭后的价格长期下跌。据日本不动产经济研究所数据显示，6 个主要城市住宅地价自 1992 年起连续 14 年下跌，一直到 2005 年才触底。泡沫经济破灭初期的 1992-1993 年两年期间下跌幅度最大，累计下跌 33.3%；2005 年触底时相较 1991 年的顶点价格累计下跌 65.6%。触底后住宅地价的反弹不及公寓市场，2022 年住宅地价相较 2005 年触底价格仅反弹了 4.9%。截至 2022 年，6 个主要城市地价指数仅恢复至顶点时期的 36.1%。（图表 6）

图表 6：日本城市住宅土地价格指数



资料来源：Wind，野村东方国际证券

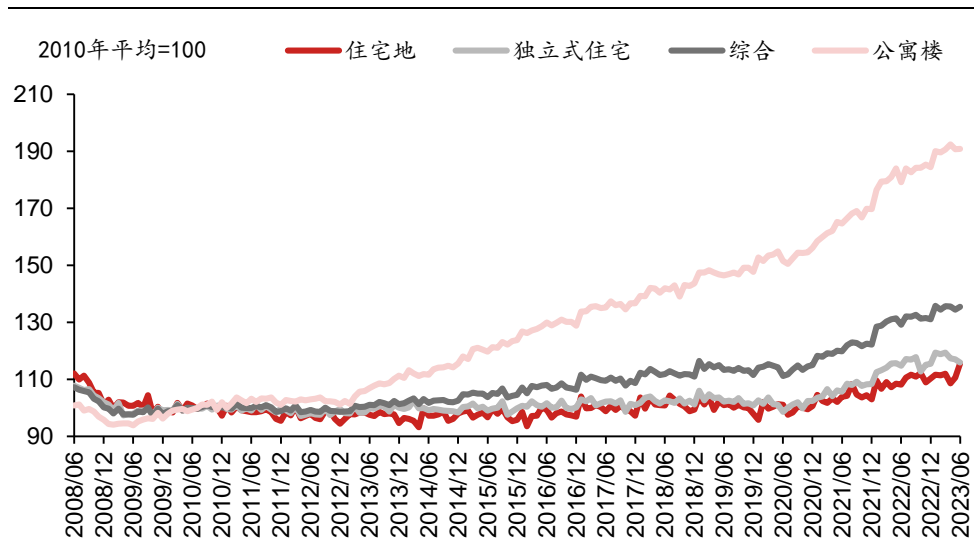
### 一户建的涨幅远低于公寓

一户建仍是日本住宅市场的重要组成部分。根据日本总务省的调查，截至 2018 年 10 月 1 日，日本处于居住状态的住宅存量为 5361.6 万户，其中，一户建户数为 2875.86 户，占比为 53.6%。

公寓价格快速上涨的同时，一户建的涨幅却大幅落后。据日本国土交通省发布的房地产价格指数显示，以 2010 年平均价格为基准，2023 年 6 月公寓的价格指数已大幅攀升至 190.8，而一户建（独立式住宅）的价格指数仅为 115.9，与住宅用地的价格指数相近。（图表 7）



图表 7：不动产价格指数（按住宅类型）



资料来源：Wind，国土交通省，野村东方国际证券

## 除房价以外，还需关注供给和市场交易规模

### 首都圈新建公寓的供给户数和价格呈反比

#### ■ 泡沫经济期间，新建公寓价格大幅上涨，但新房供给规模并未大幅增加

日本泡沫经济期间居民并未大规模参与炒房，这一点从泡沫经济期间的新房供给并未大规模增加也可验证。1986 年到 1990 年，首都圈新建公寓平米单价大幅上涨，但我们看到新增供给户数规模仅为 4 万户上下。

#### ■ 1994 年后，购房需求增加驱动供给增加，房价低位平稳运行

经历 1991-1993 年房价急剧下跌后，受第二波婴儿潮人口带来的潜在购房群体增加以及房价进入理性区间带来的“抄底”需求，1994 年后新房供给大幅增加。期间，房价处于低位平稳运行状态。

#### ■ 2006-2007 年，首都圈新建公寓平米单价上涨，但供给规模下滑

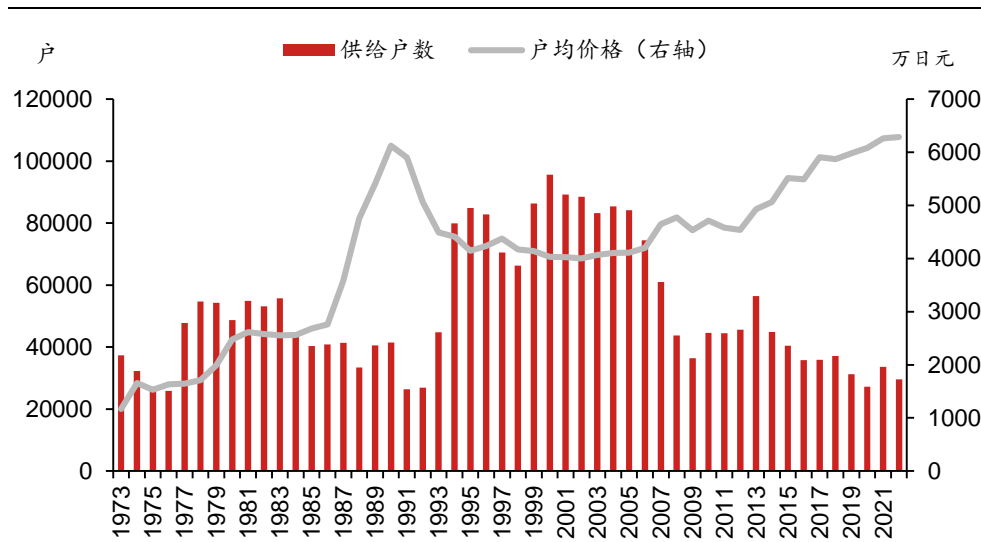
2006-2007 年，美国金融工具加持的房地产市场景气外溢到日本市场，日本房地产市场也经历了短暂的回暖，这段期间被称为“基金泡沫（Fund Bubble）”。首都圈新建公寓平米单价上涨，但供给规模下滑。

#### ■ 安倍经济学下，房价持续稳步上涨，但供给维持在较低水准

2012 年末第二次安倍内阁上台，除了推出大规模金融宽松政策以外，还针对日本低迷的房地产市场推出房贷抵扣所得税等优惠政策。日本整体宏观环境回暖，房价呈现加速上涨的趋势，但新建公寓的供给维持在较低的水准。（图表 8）



图表 8：首都圈新建公寓供给户数及户均价格

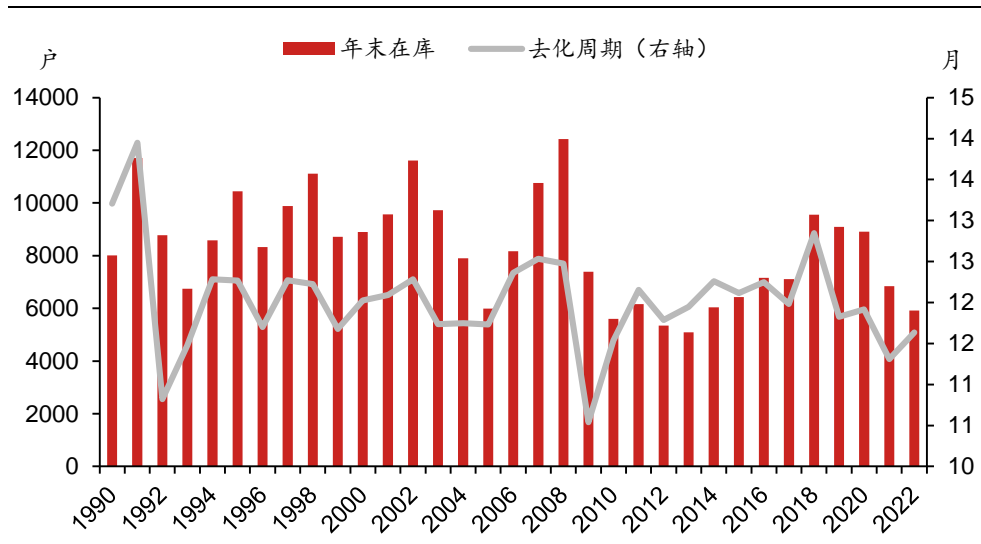


资料来源：不动产经济研究所，野村东方国际证券

### 日本居民购房较为理性，房地产开发商重视去化指标

结合年末库存、新增供给及销售规模的数据来计算首都圈新建公寓的去化周期，我们看到在 1990 年到 2022 年期间，尽管住宅市场经历了数次大起大落，但去化月份在 10-14 个月区间内窄幅波动（图表 9）。这和日本居民在房价快速上涨阶段购房行为较为理性，而房地产开发商重视去化指标、新房供给计划较为审慎有关。

图表 9：首都圈新建公寓年末库存及去化周期



资料来源：不动产经济研究所，野村东方国际证券

## 住宅投资占 GDP 比重维持低位

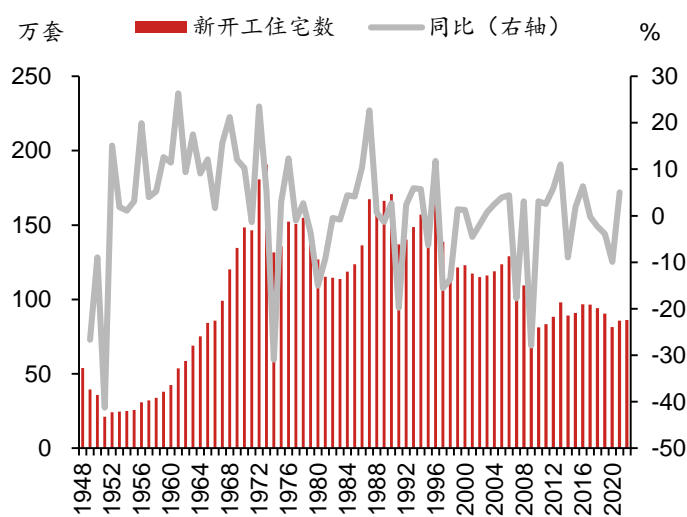
### 住宅新开工数据 1970 年代中期见顶，近期未见明显反弹

日本新开工住宅数在 1973 年达到了历史峰值 191 万套，随后震荡回落至 1983 年的 114 万套。泡沫经济时期在房地产行业高景气下，新开工住宅数出现一波反弹，1996 年上升至 164 万套。1997 年后，由于日本经济陷入长期低迷，以及人口老龄化加剧，新开工住宅数持续下行，2022 年新开工住宅数已降至 86 万套，相当于 1973 年顶峰时期的 45.2%。（图表 10）

新开工住宅面积来看，日本 1973 年同样达到了阶段性顶部 1.47 亿平方米。此后的波动趋势基本上和新开工住宅数的波动趋势一致。不过由于日本新开工住宅套均面积在七八十年代持续增长，因而新开工住宅面积在七十年代之后表现相对具有韧性，并于 1996 年达到历史顶部 1.58 亿平方米。随后在日本长期经济低迷及人口老龄化影响下，住宅新开工面积逐年下跌。2022 年新开工面积为 0.69 亿平方米，相当于 1973 年顶峰时期的 46.8%。（图表 11）

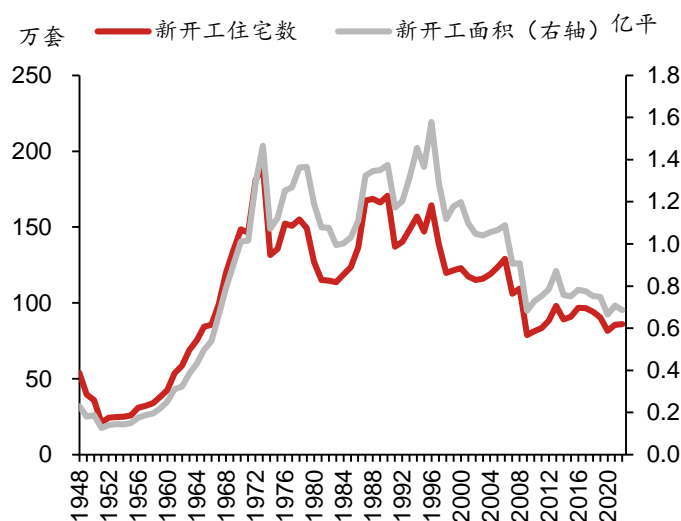
2013 年后住宅市场持续回暖，但住宅新开工户数和面积并未有大幅增加。

图表 10：日本新开工住宅数在 1973 年达到历史顶部



资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

图表 11：新开工住宅面积在上世纪九十年代中期见顶



资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

### 住宅市场回暖，但住宅投资占 GDP 比重未有提升

日本战后面临住房短缺，1955 年经济进入高速增长阶段后，政策层面大力支持住宅供给的增加，1970 年代中期基本实现了“一户一屋”，住房短缺问题基本得到解决。从宏观经济增长阶段来看，1955 年后经济进入高速增长期，1974 年第一次石油危机冲击后经济增速换挡。1955-1973 年间住宅投资占 GDP 比重持续提升，1973 年达到历史峰值 8.3%，随后持续震荡下降至 2021 年的 3.9%。

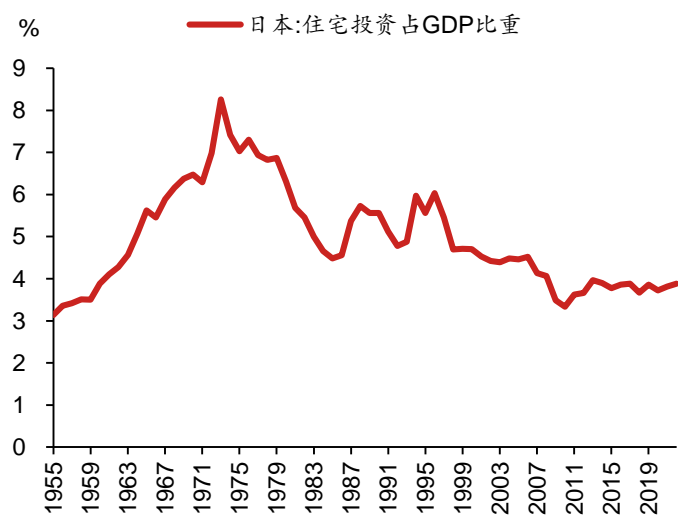
2013 年后住宅市场持续回暖，但新房供给并未有大幅增加。住宅整体需求难以突破人口负增长及老龄化背景，住宅投资占 GDP 的比重维持在较低的水平。（图表 12）

### 包含租赁、中介等在内的广义房地产占 GDP 比重高于 90 年代

同时，我们发现，包含租赁、中介等业务在内的广义房地产行业占日本

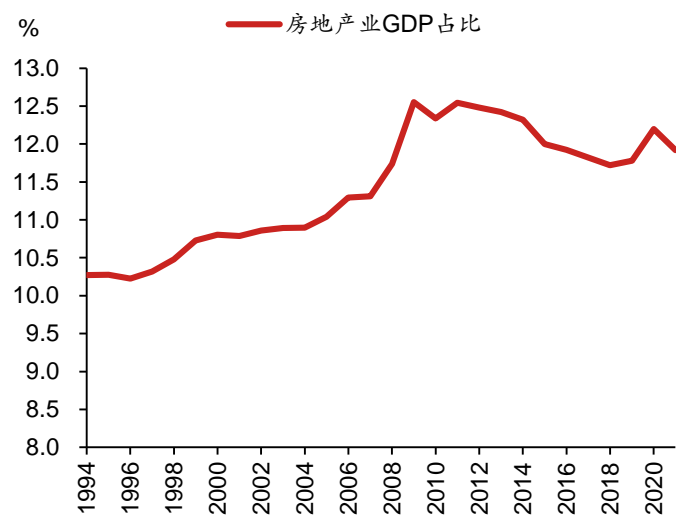
GDP 的比重却相对平稳甚至略有上升，从 1994 年的 10.3% 升至 2011 年的 12.6%。（图表 13）

图表 12：住宅投资占 GDP 比重



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 13：房地产业 GDP 占比



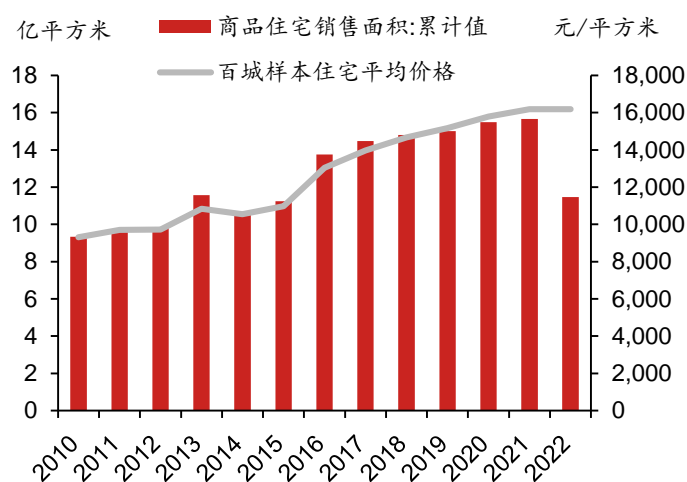
资料来源：Wind，野村东方国际证券

## 知日鉴中

### 中国房地产市场当前面临诸多与日本不同的挑战

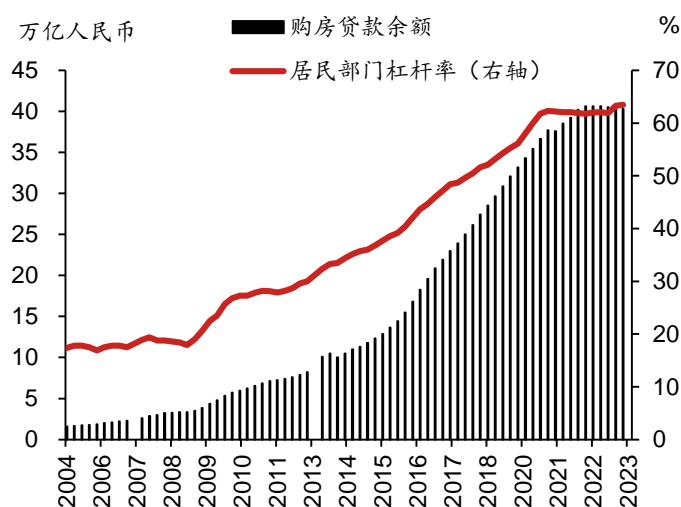
中国房地产市场当前面临诸多与日本不同的挑战，包括：1) 城镇化大背景下住宅刚需旺盛、房价连年上涨，部分房地产开发商采用“高杠杆高周转”模式加速新房供给，房地产市场降温背景下出现去化难的问题；2) 日本家庭部门在泡沫经济时期并未追高配置住宅资产，而且由于日本家庭部门是土地的主要所有方，地价大幅上涨时期反而通过出售土地给企业部门获益（参见 2022 年 8 月 13 日报告《中日房地产盛宴的殊途》）。中国房价上涨过程中住宅交易持续较高规模、家庭部门房贷规模持续增加，我们认为房地产市场调整带来的负财富效应对中国家庭部门的直接影响或将更为显著。

图表 14：中国房地产价格上涨伴随着销售面积增加



资料来源：Wind，野村东方国际证券

图表 15：居民部门杠杆率随着购房贷款余额持续增长



资料来源：Wind，野村东方国际证券

### 房地产行业未来将面临诸多结构性机会

虽然中国当前面临的核心矛盾和日本泡沫经济破灭后的情况有所不同，但日本房地产市场的长期发展依然可以为中国带来启示。中国有很多与日本相似的现象，例如人口负增长、老龄化、家庭结构小型化、产业和人口在大城市集中、非移民国家等。一方面，在城镇化大幅放缓、人口负增长和老龄化的背景下，房地产行业对经济整体的贡献迎来拐点。另一方面，房地产行业未来将面临诸多结构性机会，例如：1) 住宅租赁市场的发展；2) 消费属性增强背景下住宅“消费升级”带来的投资机会等；3) 人口家庭结构及生活方式的变化带来更多样的住宅形态等。

## 风险提示

日本金融政策转向紧缩、利息水平上升、日本国内宏观经济恶化等。

附录

相关研究

《外资净卖出日股，个人转为净买入》	2023.10.18
《日本银行净买入海外债券，海外机构净卖出日本股债》	2023.10.13
《日央行购买股指 ETF 的政策变迁》	2023.09.27
《Recruit 控股复盘》	2023.09.20
《日本寿险出海领头羊——第一生命》	2023.09.15

联系方式

王少立 +86 21 66199073 shaoli.wang@nomuraoi-sec.com	朱海音 +86 21 66199157 haiyin.zhu@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 10 56329371 dan.meng@nomuraoi-sec.com
梁金萍 +86 21 66199087 jinping.liang@numora-sec.com	王越 +86 21 66199173 yue.wang@nomuraoi-sec.com	钟盾 +86 21 66199194 dun.zhong@nomuraoi-sec.com

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

## 特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。