

“日本启示录”系列（一）

日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN2570@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文系统性梳理泡沫经济时期日本土地、人口、政策相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在，以此启迪当前中国房地产市场健康发展的必要条件。
- 我们对日本房地产泡沫形成与破裂过程的研究，有以下几个重要发现：**1、日本房地产泡沫破裂初期，房地产投资、销售短暂下跌后出现回暖，实际上并未对当时的房地产业本身造成太大冲击。但土地价格下跌导致居民与企业部门的资产负债表受损，私人部门消费和企业设备投资明显减少，才是当时日本经济增速下滑的主要原因。2、日本土地稀缺、人口密度大，房地产市场更易产生泡沫。1980年代，日本人口增速、城镇化步伐均放缓，使得其房地产市场脆弱性提升。不过，土地、人口等长期因素并非触发房地产泡沫破裂的直接因素。3、政策的接连失误，才是日本房地产泡沫破裂的主要触发因素。货币政策方面，“广场协议”签订后日本货币政策承担了国际经济政策协调、阻止日元升值、扩大内需来压缩经常项目盈余三大相互关联的目标，因而实施了长时间的宽松操作。在后续紧缩时过于迅速，且同步实行了对房地产融资的总量控制政策。在资产泡沫破裂后又犹豫不决，补救不及时。财政政策方面，1980年代日本政府推行“财政重建”，将财政收支从赤字转为盈余，财政政策与货币政策间疏于配和，使货币政策承担了过多的宽松职能。税收政策方面，1980年代初日本政府放松房地产税政策，而在1990年代房地产开始下跌时却继续收紧房地产税收政策，房地产税“顺周期”调整，加剧了房地产市场的下跌势能。**
- 日本房地产泡沫的膨胀与破裂，对中国当前房地产市场带来以下启示：**1、我国房地产市场的脆弱性已有所提升，需要重视防范相关风险。**我国人口老龄化进入快速提升阶段；近年来我国居民部门杠杆率快速攀升，已达到较高水平；我国大城市房价收入比过高。**2、与1990年代的日本相比，我国房地产市场仍有支撑因素。**我国农村人口城镇化、特别是市民化仍有较大空间；我国人口还将进一步向城市群聚集；房地产新发展模式亦在探索构建之中。**3、以上因素决定了，我国房地产政策调控需要松紧有度、与其它宏观政策协调配合。**一是，货币政策需松紧有度，保持“以我为主”的政策定力，要避免总量、结构“双紧”对房地产市场造成过度冲击。今年以来，我国货币政策彰显出“以我为主”的魄力，结构性货币政策积极对冲了部分房地产领域的收缩压力。二是，财政政策与货币政策形成合力愈发关键。中国财政与货币两条腿走路、并开辟出政策性开发性金融工具探索财政与货币相结合的政策路径，有益于避免货币大水漫灌的后遗症，促进房地产市场健康发展。三是，审慎推行房地产税等税收调控政策。

正文目录

| | | |
|----|-----------------------|----|
| 一、 | 日本房地产泡沫的形成与破裂..... | 4 |
| 二、 | 日本房地产泡沫破裂的土地人口背景..... | 6 |
| 三、 | 日本房地产泡沫破裂的政策触发因素..... | 8 |
| | （一）货币政策“失误”频频..... | 8 |
| | （二）财政与货币政策疏于配合..... | 12 |
| | （三）房地产税改革不合时宜..... | 13 |
| 四、 | 日本房地产泡沫破裂对中国的启示..... | 14 |

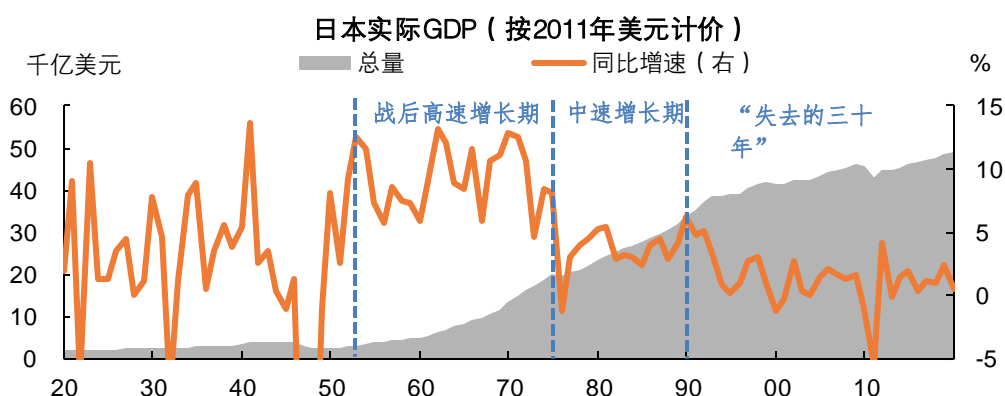
图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图表 1 | 近百年来日本经济发展情况 | 4 |
| 图表 2 | 1980 年代开始, 日本股市、房地产价格快速上涨后开始下跌 | 4 |
| 图表 3 | 1960 年代以来日本房地产相关投资情况 | 5 |
| 图表 4 | 日本房地产泡沫破裂后, 房地产销售短暂调整后出现反弹 | 6 |
| 图表 5 | 房地产泡沫破裂后, 日本经济增速的下滑主要源于消费、设备投资支出的下降 | 6 |
| 图表 6 | 日本人口密度在发达经济体中相对较高 | 7 |
| 图表 7 | 农地、林地在日本土地中占较大比重 | 7 |
| 图表 8 | 1970 年代中期开始日本人口增长、城镇化进度均放缓 | 8 |
| 图表 9 | 2003 年日本人口密度开始回落 | 8 |
| 图表 10 | 1970 年代末期日本人口结构已发生变化 | 8 |
| 图表 11 | 1970 年代开始日本对外贸易顺差激增 | 9 |
| 图表 12 | 1970 年代末期开始日元汇率震荡贬值 | 9 |
| 图表 13 | 1980 年代开始美国出现“双赤字” | 9 |
| 图表 14 | 1980 年代初期美元指数大幅上行 | 9 |
| 图表 15 | “广场协议”签订后, 日元升值引发“日元升值萧条” | 10 |
| 图表 16 | “广场协议”签订后日本央行的货币政策操作 | 11 |
| 图表 17 | 1980 年代过剩的流动性大量流入日本的房地产、金融保险等行业 | 11 |
| 图表 18 | 1989 年开始日本 CPI 同比攀升 | 12 |
| 图表 19 | 总量控制政策出台后日本房地产贷款增速骤降 | 12 |
| 图表 20 | 1980 年代日本政府通过削减支出实行“财政重建” | 13 |
| 图表 21 | 1980 年代日本新增公租房数量明显下滑 | 13 |
| 图表 22 | 1970 年代后期日本土地价格上涨压力缓解 | 14 |
| 图表 23 | 1992 年日本政府开始征收地价税 | 14 |
| 图表 24 | 我国 20-49 岁人口占比与日本 80 年代相近 | 15 |
| 图表 25 | 我国抚养比与 1990 年的日本相近 | 15 |
| 图表 26 | 近年来我国居民杠杆率迅速攀升至较高水平 | 15 |
| 图表 27 | 我国一线城市房价收入比明显高于日本 | 15 |
| 图表 28 | 近年来我国与美国 GDP 总量间的差距不断缩小 | 16 |
| 图表 29 | 目前我国城镇化水平仅相当于日本 1960 年 | 17 |
| 图表 30 | 日本三大都市圈人口占比不断提升 | 17 |
| 图表 31 | 我国与日本房地产贷款增速对比 | 17 |
| 图表 32 | 1969 年以来日本房地产税收政策变化与房价变化 | 18 |

日本是二战后第一个由发展中经济体跨入发达经济体的国家。日本经济从“高速增长-中速增长-长期停滞”的换挡、作为世界第二大经济体遭遇美国战略遏制、人口的老龄化、房地产泡沫的形成与破裂、产业结构的变迁等，对当前中国经济发展提供了较为丰富的历史借鉴。对日本发展历程的对照性回顾，一直是中国宏观经济研究的重要内容。在国际局势波诡云谲，中国着力构建新发展格局的当下，重读历史会给我们带来新的启示。为此，我们推出“日本启示录”系列报告，着眼当前中国经济发展中呈现出的新问题，寻找这个前世界第二大经济体带来的启示。

本文系统梳理泡沫经济时期日本土地、人口、政策相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在，以此启迪当前中国房地产市场平稳健康发展的必要条件。

图表1 近百年来日本经济发展情况

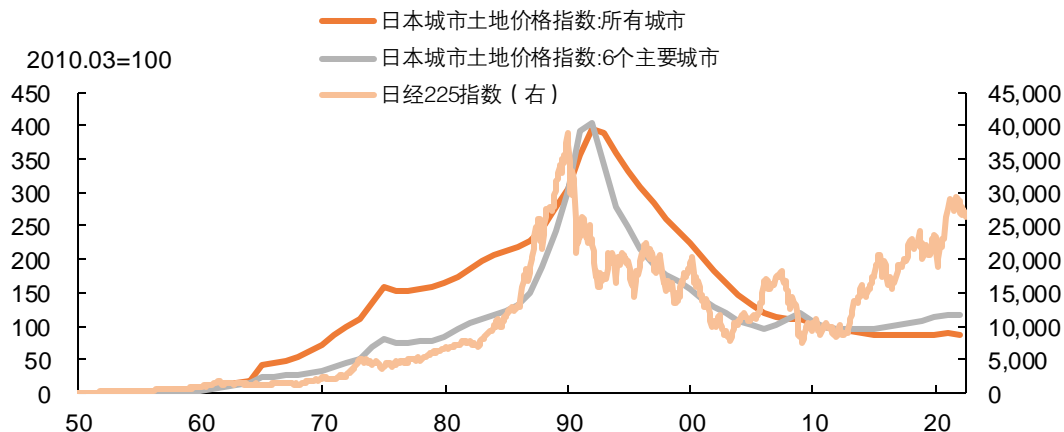


资料来源: Maddison Project Database, 平安证券研究所

一、日本房地产泡沫的形成与破裂

1980年代中期，日本股市、房地产市场不断升温，资产泡沫逐渐形成。日经225指数由1985年末的13000点上涨至1989年末的接近39000点，涨幅接近200%，同期日本6个主要城市土地价格指数涨幅达129%。但1990年开始，日本股市率先开始下跌，日经225指数当年跌幅接近40%。随后，股市下跌传导至房地产市场，日本土地价格也开始了漫长的下跌，1991年末至2005年末，日本6个主要城市土地价格指数跌幅达到76%。

图表2 1980年代开始，日本股市、房地产价格快速上涨后开始下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

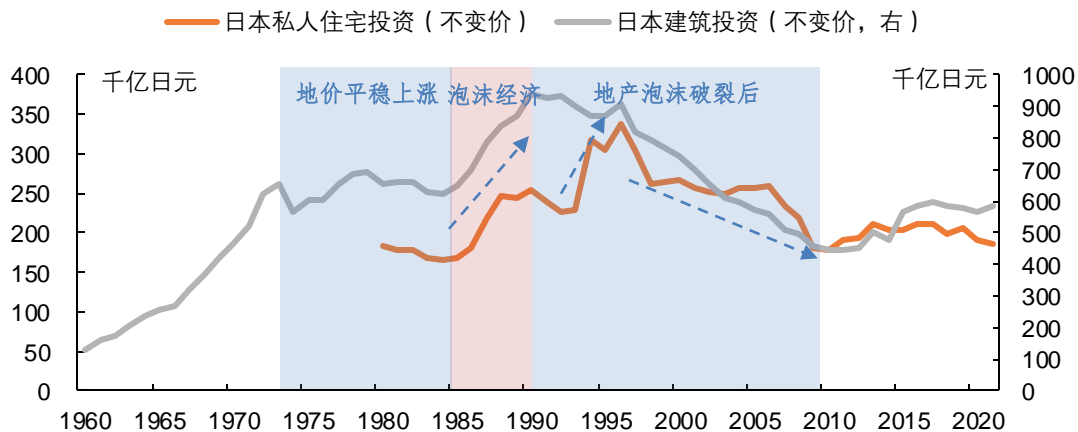
在房地产泡沫形成过程中，日本房地产相关投资明显增加。1974年开始，日本经济增长放缓导致工业用地需求下降，土地价格上涨开始缓和，房地产相关投资也出现停滞。1974年至1985年，按不变价计算的日本建筑投资仅增长了约15%。但1985年开始，日本房地产市场再度升温，相关投资也迅速增长。1985年至1991年期间，按不变价计算的日本建筑投资增长了43%，实际GDP分项中的私人住宅投资增长了42%。

日本房地产泡沫破裂初期，在三个重要方面的表现不同于直观理解：

一是，房地产泡沫破裂后，日本建筑投资并未大幅下滑，私人住宅投资甚至继续增长。在房地产泡沫破裂后的约五年内，日本房地产相关投资并未出现断崖式下滑，按不变价计算的建筑投资仅由1991年的92.8万亿日元，降至1996年的90.9万亿日元，降幅为2%左右。若仅观察私人住宅投资，房地产泡沫破裂后日本私人住宅投资在经历小幅下跌后明显反弹，1991年至1996年期间，日本私人住宅投资实际增长40.5%。

我们认为，以下几方面因素使得房地产泡沫破裂后，日本房地产相关投资仍然能够保持韧性：一是，由于房地产施工周期较长，前期已开工项目没有随房价的骤然下跌而停工。二是，日本房地产泡沫破裂始于前期房价涨幅较大的一线城市，二三线城市房地产市场降温要晚于一线城市一年左右，且二三线城市房价下跌程度也要弱于一线城市。1992年日本六个主要城市土地价格跌幅达到15.5%，而所有城市的跌幅仅为1.8%。三是，在房地产泡沫膨胀过程中，大量土地在囤积或者交易过程中并没有被开发，而在泡沫破裂后，这部分土地重新投入使用，从而带动了房地产相关投资的回暖。根本上，这些也是由于房地产泡沫破裂之初，“人们并没有充分认识到冲击的严重性”（引自前日本央行行长白川方明的《动荡时代》），市场信心尚未瓦解。

图表3 1960年代以来日本房地产相关投资情况

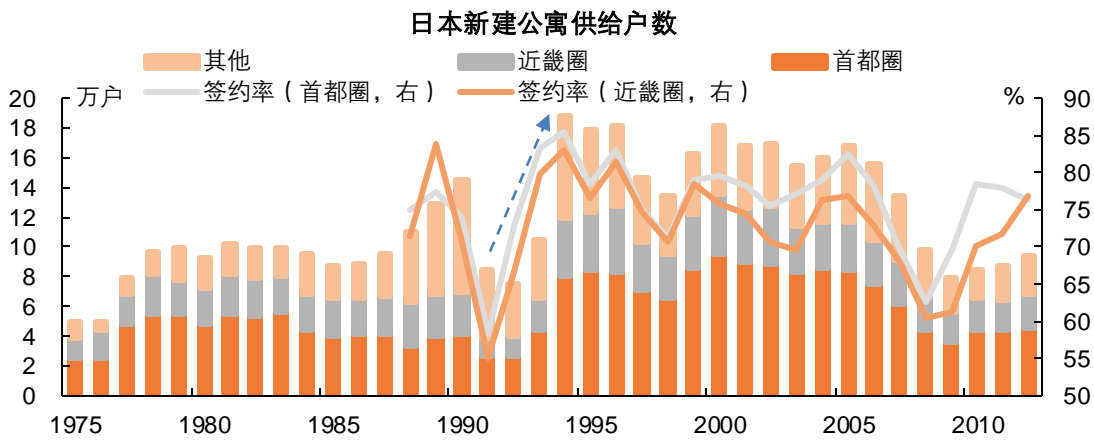


资料来源：Wind,平安证券研究所

二是，房地产泡沫破裂后，日本房地产销售在短暂调整后出现反弹。根据日本不动产经济研究所的数据，1990年日本全国新建公寓供给数达到14.5万户，首都圈、近畿圈签约率（签约套数/新建供给户数）也升至70%以上的历史高位。而1991年房地产泡沫破裂时，日本新建公寓供给数大幅降至8.5万户，首都圈、近畿圈签约率更是下滑至58.3%、55.1%。但到了1994年，日本房地产销售再度回暖，全年新建公寓供给数达到18.8万户，首都圈、近畿圈的签约率85.4%、83.0%，并在此后长时间内保持较高水平。

为何房地产泡沫破裂后，日本房地产销售却能迎来反弹？一方面，1991年至1994年期间日本房地产价格已出现明显调整，使得部分前期被抑制的住房需求得到释放；另一方面，1993年9月日本央行将贴现率下调至1.75%的历史低位，并在1994年4月再度下调至1.0%，房贷利率也随之大幅回落，刺激了房地产销售反弹。

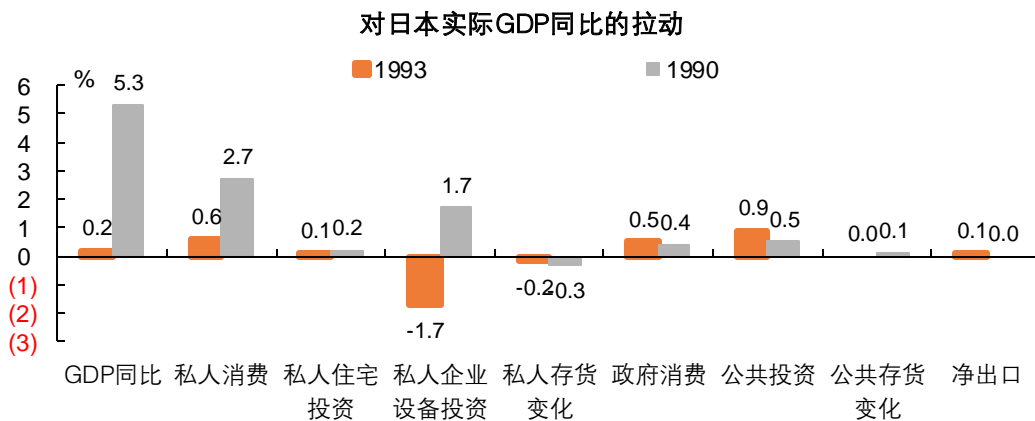
图表4 日本房地产泡沫破裂后，房地产销售短暂调整后出现反弹



资料来源：日本不动产经济研究所,平安证券研究所

三是，日本房地产泡沫破裂初期，实际上并未对房地产业本身造成太大冲击，居民与企业部门资产负债表受损后，消费、设备投资支出的下降才是日本经济增速下滑的主要原因。1990年至1993年，日本实际GDP增速由5.3%降至0.2%，但仅观察私人住宅投资，其对实际GDP同比的拉动仅由0.2%降至0.1%，并非GDP增长失速的主要原因。在此期间，日本GDP增速的下滑主要由私人消费、企业设备投资引起，二者对实际GDP同比的拉动分别下降了2.1、3.4个百分点。辜朝明(Richard Koo)在其“资产负债表衰退”理论中曾提出，日本资产价格泡沫破裂后，企业的经营目标由“利润最大化”转变为“负债最小化”，而当一家企业持续削减其负债时，自然不存在投资扩产的动力，对于居民部门来说同样如此。

图表5 房地产泡沫破裂后，日本经济增速的下滑主要源于消费、设备投资支出的下降



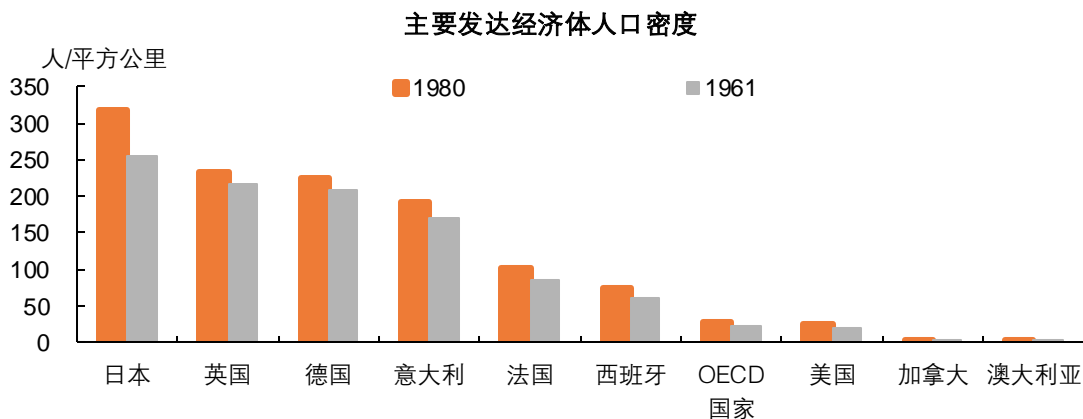
资料来源：Wind,平安证券研究所

二、日本房地产泡沫破裂的土地人口背景

从自然禀赋来看，日本土地资源较为稀缺，更易产生房地产泡沫。一方面，日本国土面积仅为37.8万平方公里，与我国云南省相近。二战后，日本人口迅速增长，土地稀缺的问题也更加突出。1960年日本总人口为9430万人，此时日本的人口密

度为 256 人/平方公里，与英国（218 人/平方公里）、德国（210 人/平方公里）等差距并不明显。而到了 1980 年，日本总人口已增长至 1.17 亿人，人口密度也提升至 319 人/平方公里，明显高于其他发达经济体。

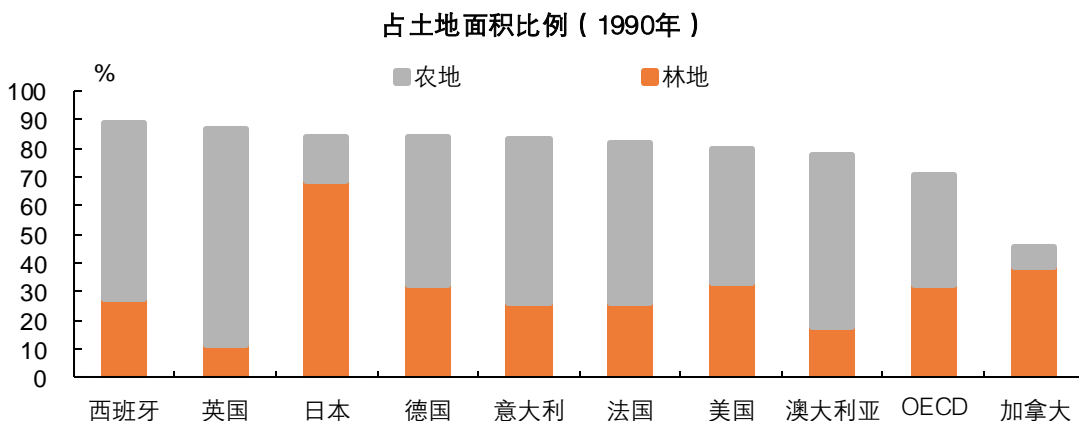
图表6 日本人口密度在发达经济体中相对较高



资料来源：世界银行,平安证券研究所

另一方面，日本作为岛国，土地以山地、丘陵为主，平原较少，多数土地难以用于居住。从各类型土地占比来看，日本林地占比较高，常年来保持在 68%左右，而农地也在土地中占据重要位置。1990 年日本土地中农地占比达到 15.6%，农地与林地合计占比达到 84.0%，仅略低于西班牙（88.8%）、英国（86.7%）。

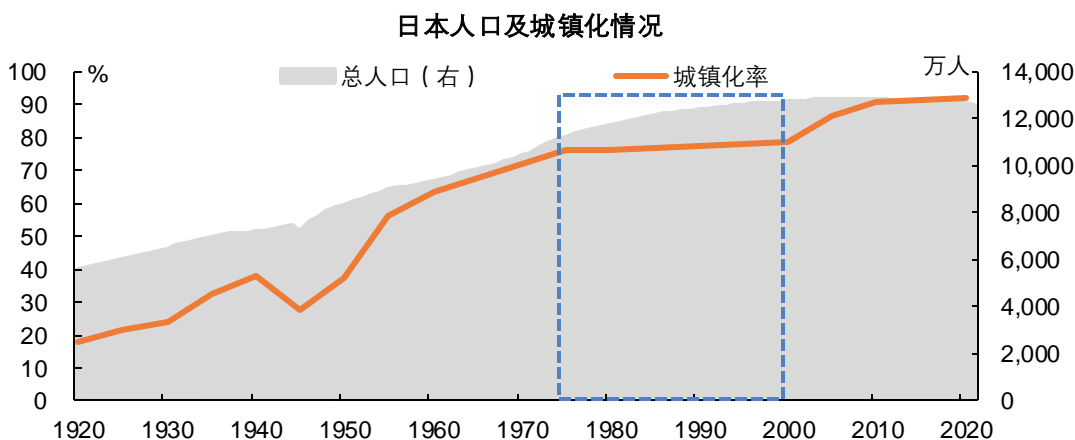
图表7 农地、林地在日本土地中占较大比重



资料来源：世界银行,平安证券研究所

同时，人口结构的转型以及城镇化步伐的放缓，也使得当时日本的房地产市场更为脆弱。二战后日本人口迅速增长，1945 年至 1975 年的三十年间日本总人口由 7215 万增长至 1.12 亿，经济的迅速发展导致更多人口进入城市生活，其城镇化率在 1975 年到达 75.9%。但 1975 年以后，随着经济、社会、制度、文化等方面出现巨大转变，日本人口增长放缓，叠加生活水平提高后人均寿命的提高，使得老龄化程度快速提升。而且，日本城镇化率在达到 75%左右的较高水平后也开始停滞不前，这些因素使得房地产市场需求出现下滑。

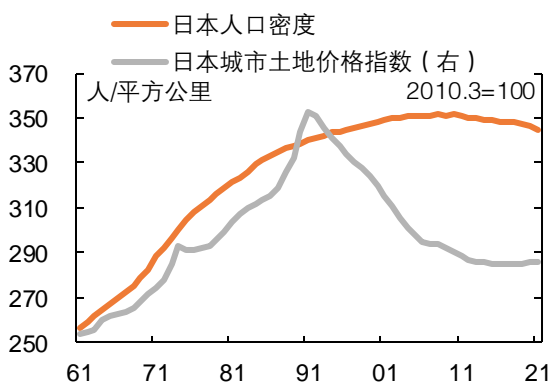
图表8 1970年代中期开始日本人口增长、城镇化进度均放缓



资料来源: Wind,平安证券研究所

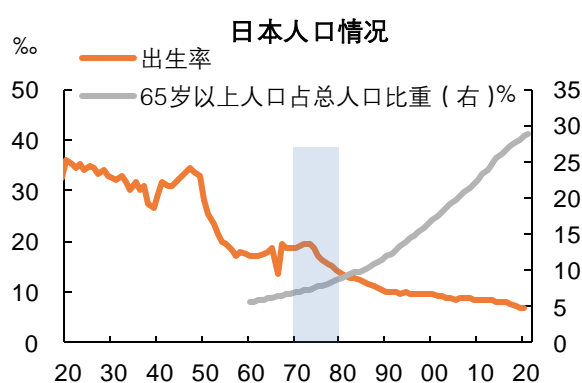
不过，土地、人口因素只是使得日本房地产市场的脆弱性提升，并非触发房地产泡沫破裂的直接因素。土地方面，尽管日本土地稀缺的自然禀赋使其更容易出现房地产泡沫，但日本土地稀缺的现象长期存在，且日本人口密度在 2003 年才开始见顶回落，与房地产泡沫破裂的时间点并不一致。人口方面，日本人口结构在 1970 年代中期已开始出现变化：1940 年代后期“婴儿潮”后，日本人口出生率便不断走低，到 1960 年代开始企稳，但在 1970 年代中期再度下滑。1971 年日本 65 岁以上人口占总人口的比例就达到 7.05%，步入老龄化社会（国际社会公认 65 岁以上人口占比在 7% 以上为老龄化社会）。城镇化方面，1975 年开始，日本城镇化进程就明显放缓，1975 年至 1980 年城镇化率仅提升 0.28 个百分点。综合来看，日本土地、人口等长期因素并未在 1990 年代初发生关键性转折，因此，不是日本房地产泡沫破裂的直接触发因素。

图表9 2003 年日本人口密度开始回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 1970 年代末期日本人口结构已发生变化



资料来源: Wind,平安证券研究所

三、日本房地产泡沫破裂的政策触发因素

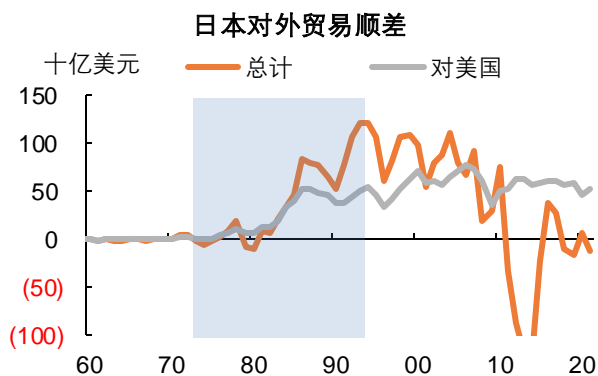
土地稀缺、人口结构转型、城镇化步伐放缓等因素并非日本房地产泡沫膨胀与破裂的充分条件，1980 年代日本政府在货币政策、财政政策、税收政策上的一系列失误，才是导致其房地产泡沫破裂的直接原因。

(一) 货币政策“失误”频频

1、“广场协议”签订及“日元升值萧条”

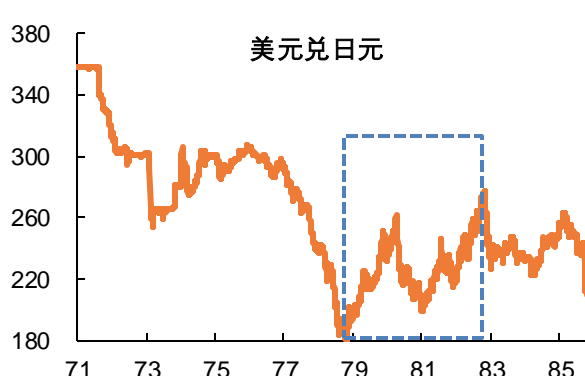
1970年代开始，随着日本经济的发展和产业结构的升级，日本出口竞争力不断加强，贸易顺差明显扩大。根据IMF统计，1970年至1985年，日本对外贸易顺差由1.7亿美元大幅上升至467亿美元，其中对美贸易顺差由4.6亿美元增长至406亿美元，占到1985年当年日本对外贸易顺差的86.9%。1978年到1983年，随着美联储大幅加息，美日政策利差不断扩大，日元汇率在震荡中趋于贬值。1983年开始，日本超越德国成为全球最大的贸易顺差国。

图表11 1970年代开始日本对外贸易顺差激增



资料来源：IMF,平安证券研究所

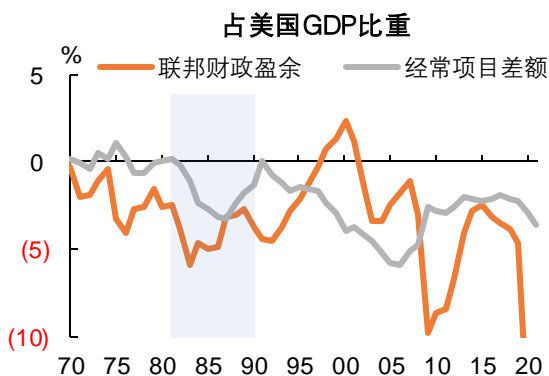
图表12 1970年代末期开始日元汇率震荡贬值



资料来源：Wind,平安证券研究所

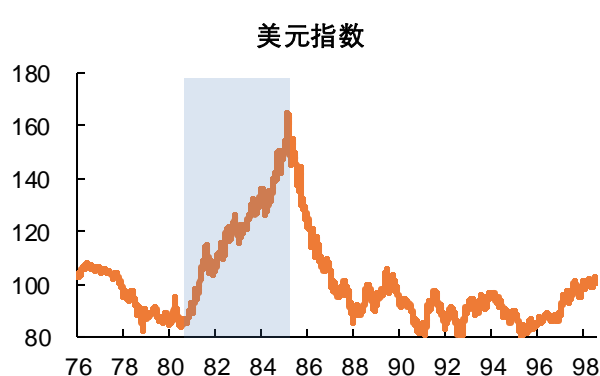
日本高额的贸易顺差与持续贬值的汇率，引起了美国的忌惮。1980年代开始，美国经济出现了巨额财政赤字与经常项目赤字共存的“双赤字”现象。1985年美国联邦财政赤字达到2123亿美元，经常项目赤字为1182亿美元，分别占到当年美国GDP的5.0%和2.7%。美国政府高额的财政赤字启动了“美国利率上升——美元升值——美国贸易逆差增加”的过程，而美联储为了应对不断走高的通胀，政策利率居高不下，进一步加剧了美元的强势。美元升值使得本已脆弱的美国制造业更加举步维艰，美国贸易保护主义抬头。而日本作为美国贸易逆差最主要的来源国，日元汇率又在外汇管制之下震荡贬值，美国许多制造业大企业、工会、国会议员等相关利益集团强烈要求日本政府干预外汇市场，促使日元升值，以挽救日益萧条的美国制造业。

图表13 1980年代开始美国出现“双赤字”



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表14 1980年代初期美元指数大幅上行



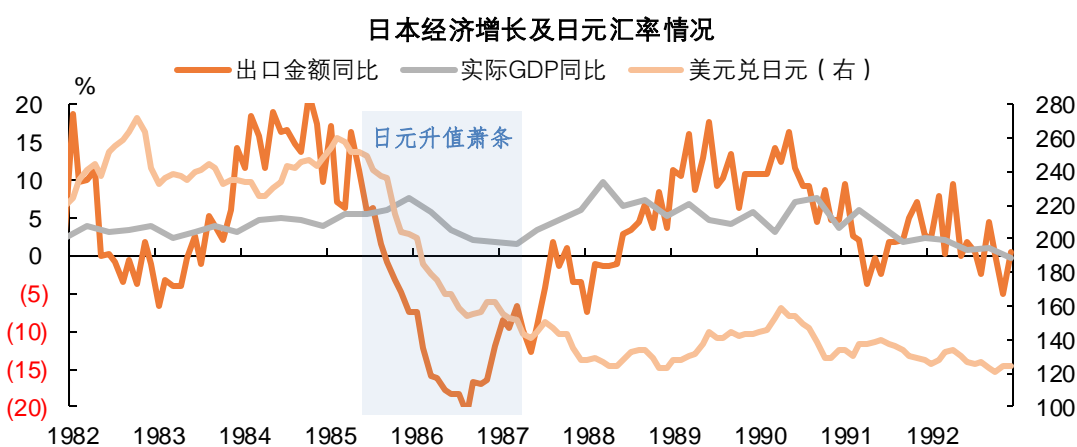
资料来源：Wind,平安证券研究所

1985年9月，美国、日本、法国、英国及西德五国签订了“广场协议”。应时任美国财政部长詹姆斯·贝克的邀请，美国、日本、法国、英国及西德的财政部长和央行行长，在美国纽约广场饭店举行会议。五国财政部长及央行行长一致认为，“主

要非美元货币兑美元进一步有序升值是可取的”，并达成了著名的“广场协议 (Plaza Accord)”。同时，日本政府表示将“灵活管理货币政策，适当关注日元汇率”并“使日元充分体现日本经济的内在实力”。日本政府之所以签订“广场协议”，主要出于以下三方面考虑：一是，1982年中曾根政府上台后，提出“在世界政治中加强日本的发言权”，并希望积极参与国际治理；二是，日本大藏省国际金融局前局长行天丰雄曾指出，日本政府对美国国内日益上升的保护主义感到惊恐，准备接受一次日元的大幅升值；三是，1971-1973年“尼克松冲击”期间，美元由于布雷顿森林体系崩溃而大幅贬值，日元相对美元升值幅度最高也不过 26%左右，导致日本政府对日元后续升值压力产生了误判。

“广场协议”签订后日元大幅升值，并引发“日元升值萧条”。1985年9月广场协议签订之时，美元兑日元汇率尚在 240 左右，而到 1986 年底则升值至 160，升值幅度超过 30%。日元大幅升值使得日本出口增速由 1985 年 9 月的 -0.7% 大幅回落至 1986 年 8 月的 -20.9%，实际 GDP 同比增速也由 1985 年四季度的 7.5% 降至 1986 年四季度的 1.9%。

图表 15 “广场协议”签订后，日元升值引发“日元升值萧条”



资料来源：Wind, 平安证券研究所

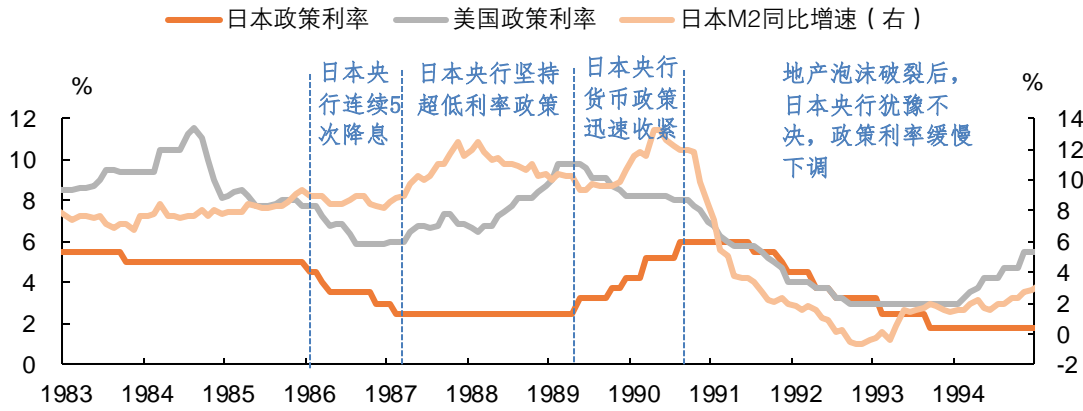
2、广场协议后日本货币政策的四次失误

第一次失误：为应对经济下行压力，日本央行短时间内连续多次降息。日元过度升值，及其引发的日本经济下行，使得日本央行对当时的经济状况出现误判，货币政策操作出现失误。在 1986 年 1 月至 1987 年 2 月约一年的时间内，日本央行连续五次下调政策利率，将贴现率由 6.0% 降至 2.5% 的超低水平。但实际上，“日元升值萧条”持续时间较为短暂，1987 年二季度开始日本实际 GDP 增速便触底回升。另外，1986 年美联储开始小幅降息，“配合”美联储的货币政策操作，也是此时日本央行大幅降息的重要原因之一。

第二次失误：“卢浮宫协议”签订及“黑色星期一”的出现，使日本央行继续维持超低利率政策。1987 年 2 月，美国、日本、英国、法国、德国、意大利、加拿大等七国财政部长及央行行长在法国卢浮宫召开会议，决定联合稳定美元汇率。会议上日本政府承诺扩大内需，并继续实施扩张性政策。作为对“卢浮宫协议”的遵从，日本央行继续维持了超低的政策利率。1987 年 10 月 19 日，美国股市出现股灾，并迅速在全球范围内蔓延，各国央行紧急进行干预，有效阻止了股灾的发展。在此之后，日本央行决定继续实施扩张性货币政策。直至 1989 年 5 月加息时，日本央行的超低利率政策已实施了 27 个月之久。现任日本央行行长黑田东彦曾表示，如果 1987 年和 1988 年日本央行能够及时收紧货币供给，而不是继续实行扩张性货币政策，日本的资产泡沫也不至于如此膨胀。

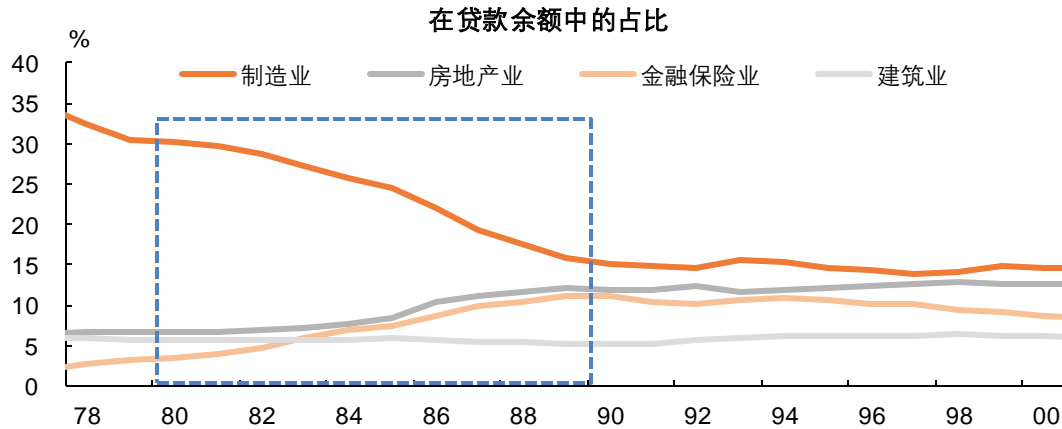
日本央行极度宽松的货币政策使得货币供给量迅速增加，过剩的流动性大量流入股市及房地产市场，是造成日本房地产泡沫的主要原因之一。1980 年代开始，日本新增贷款中投向制造业的比重不断降低，制造业在银行贷款余额中的占比由 1980 年的 30.3% 降至 1990 年的 15.0%。与此同时，过剩的流动性大量流入房地产业、建筑业和金融保险业，三大行业在银行贷款余额中的占比由 1980 年的 15.7% 大幅增长至 1990 年的 28.1%。

图表16 “广场协议”签订后日本央行的货币政策操作



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 1980年代过剩的流动性大量流入日本的房地产、金融保险等行业

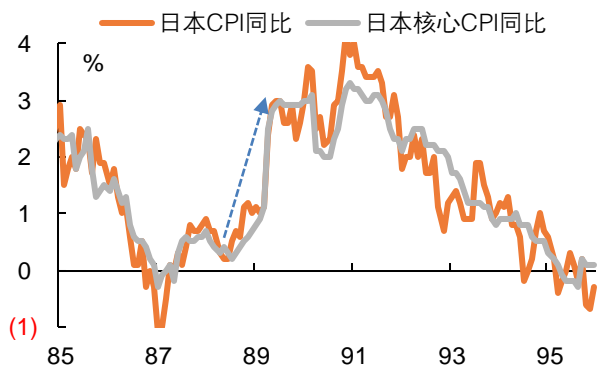


资料来源: CEIC,平安证券研究所

第三次失误: 日本政府为刺破泡沫, 主动收紧货币政策。1989年开始, 日本通胀压力加剧, CPI同比由1989年3月的1.1%迅速增至5月的2.9%, 且不断上涨的资产价格也引发了日本央行的关注。1989年5月开始, 日本政府选择主动收紧货币政策。同年12月, 鹰派的三重野康 (Mieno Yasushi) 升任日本央行行长, 货币政策紧缩步伐加快。1989年5月至1990年8月, 日本央行连续5次加息, 将贴现率由2.5%的极低水平大幅上调至6%。

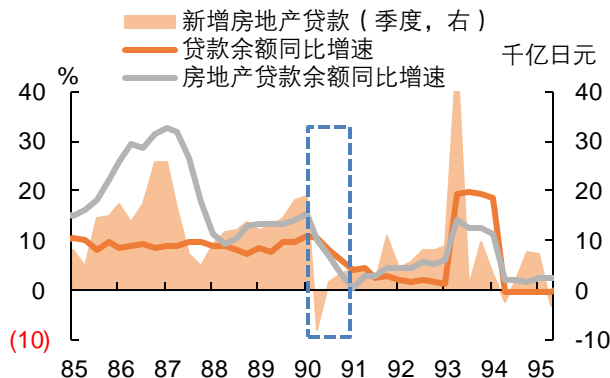
同时, 1990年开始日本大藏省实行了对房地产融资的总量控制政策, 要求金融机构的房地产贷款增速不超过总贷款余额增速, 日本央行也对商业银行的新增贷款增速进行窗口指导。1990年3月27日, 大藏省发布《对土地相关贷款的限制》公告, 以抑制土地交易的投机活动。主要内容包括两方面: 一是, 要求房地产贷款增速低于贷款总额增速; 二是, 房地产业、建筑业、非银行机构 (包括住房金融公司等影子银行机构) 需报告贷款实际情况。此举结果导致日本房地产业的融资活动迅速减少, 1990年二季度日本房地产业新增贷款为-7802亿日元, 房地产业贷款余额同比增速也由1990年3月的15.3%降至1991年3月的仅0.3%。

图表18 1989年开始日本CPI同比攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 总量控制政策出台后日本房地产贷款增速骤降



资料来源: Bank of Japan, 平安证券研究所

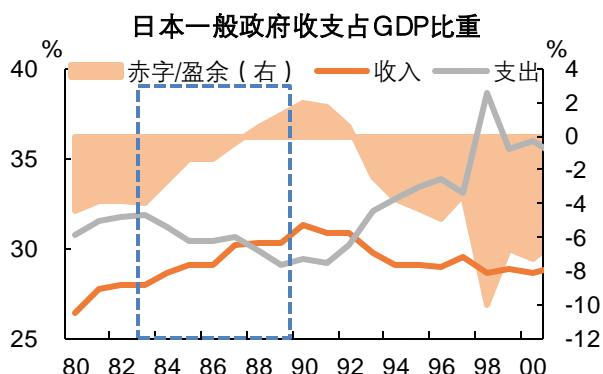
第四次失误：在资产泡沫破裂后犹豫不决，补救不及时。1990年日本股市大幅回调并未引起政策部门的警觉。日本央行前行长白川方明在回忆录中写道，“1991年7月公布的《形势资料》一方面指出当时经济放缓，另一方面又判断‘由于企业和家庭相对良好的收入环境，日本经济还会持续保持增长’”，“泡沫经济崩溃后，日本政府、日本银行、民间经济学家、市场参与者，甚至国际组织对日本未来的景气预测还普遍持乐观态度”。在此情况下，日本央行继续实施紧缩性的货币政策，甚至在1990年下半年将贴现率提高到6%的相对高位，并持续至1991年6月才开始缓慢降息。而此时资产泡沫的破裂已经蔓延到了房地产领域：1989年末股市开始下跌至1991年6月日本央行首次降息之间，日经225指数下跌幅度达到40.2%；东京、大阪等地住宅价格也先后触顶，1990年秋季至1991年春季，东京地区住宅价格停止上涨，而大阪地区住宅价格指数下跌了4.3%。

（二）财政与货币政策疏于配合

除货币政策的“大开大合”外，泡沫经济时期日本的财政政策同样为人诟病。1973年石油危机后，日本经济受到较大冲击，财政陷入两难境地：经济不景气使得税收收入下降，但要推动经济复苏又需要扩大财政支出。为此，日本政府只得大规模发行国债以补充财源，其债务依存度（用于财政支出的国债发行额/财政支出中的一般会计支出）由1973年的12.0%猛增至1980年的32.6%。为了减轻财政对国债的依赖程度、恢复健康的财政收支状况，1980年代，日本政府开始推行以调整收支结构、充实政府职能为主要目标的“财政重建”改革。在此期间，日本政府通过压缩行政人员、调整社会福利政策、削减公共投资等方式强制压缩公共支出，其一般政府公共支出占GDP的比重由1983年的31.9%降至1989年的29.1%，财政状况也由赤字转为盈余。

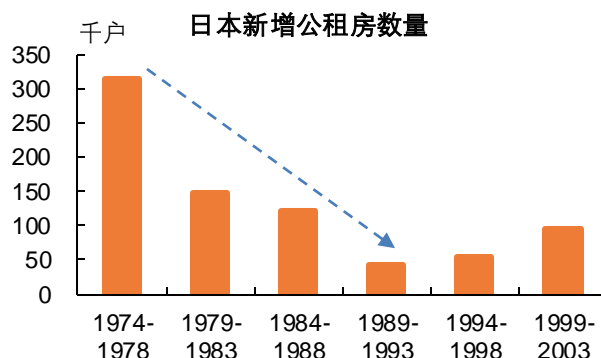
日本政府在财政扩张方面的谨慎态度，同样助推了房地产泡沫的形成：一方面，财政政策与货币政策的配合失衡，在“扩大内需”的总目标下，较为紧缩的财政政策使得货币政策的负担加重，导致货币政策过度放松；另一方面，由于财政政策专注于“财政重建”，没有采取扩大公共投资的政策，城市的基础设施和住宅建设相对落后，导致房地产的有效供给不足。1980年代开始，日本新增公租房数量明显下滑：1989年至1993年期间，日本公租房数量仅增长4.3万户，尚不及1974年至1978年间新增数量的15%。

图表 20 1980 年代日本政府通过削减支出实行“财政重建”



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 21 1980 年代日本新增公租房数量明显下滑



资料来源: 日本统计局,平安证券研究所

(三) 房地产税改革不合时宜

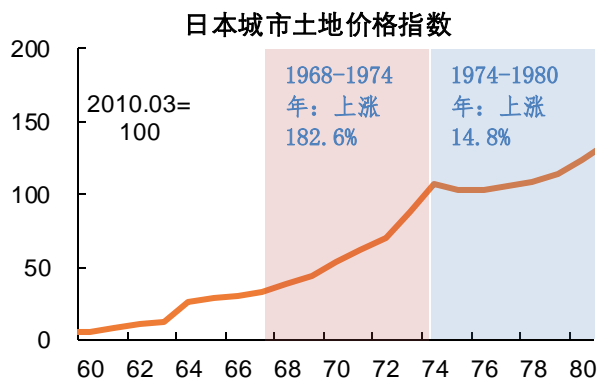
二战后日本政府进行的一系列房地产税收政策改革,也是造成日本房地产泡沫膨胀与破裂的重要原因之一。日本政府于 1950 年废除地租,并开设了固定资产税。此后,日本的房地产税先后经过了 1969 年、1973 年、1981 年、1991 年、1998 年等多次比较大的改革和调整。其中,1980 年代初日本政府对房地产税采取的一系列宽松措施,被认为是 1980 年代日本房地产泡沫形成的推手之一。而在 1991 年房地产泡沫破裂的同时,日本政府却增加土地取得、持有和转让环节的税负,则加剧了房地产市场的下行压力。

1970 年代后期日本地价上涨问题明显缓解,1974 年至 1980 年日本城市土地价格指数仅上涨 14.8%,涨幅较之前明显放缓。同时,日本经济增速也在 1970 年代中期由高速增长转为中速增长。1980 年代初,随着经济环境的变化,日本政府对房地产税收进行了一系列宽松措施。主要包括:出售长期持有土地所得金额在 4000 万日元以下按 20% 的税率实行分离课税,4000 万日元以上的部分,50% 计入综合所得合并征收等。而在 1982 年以前,日本政府对长期持有土地的交易所得金额在 2000 万日元以下的部分按 20% 的税率实行分离课税,对 2000 万日元以上的部分,75% 计入综合所得课征所得税。同时,将长期土地持有的标准由 5 年变更为 10 年以上。这导致在土地价格上涨预期下,土地持有者捂盘惜售,土地供给更加难以释放,反而进一步助长了地价。

泡沫经济时期,日本政府尝试通过行政管制抑制土地价格上涨,但并未取得良好效果。为了应对 1985 年开始出现的地价异常飙升,日本政府于 1987 年制定了“土地交易区域监视制度”。在管制区域内,土地交易要获得都道府县知事的许可;即使在管制区域外,只要土地交易达到一定的规模,也有申报义务。然而,这并未能从根本上解决问题。

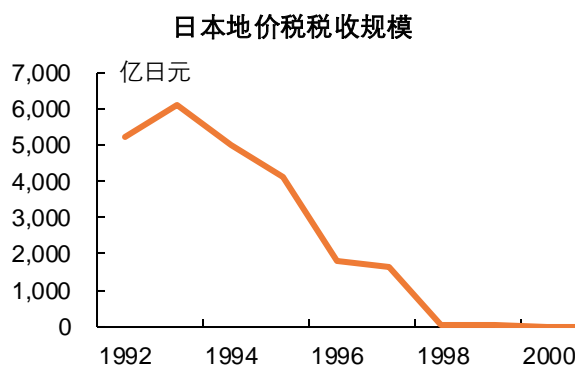
1991 年起,日本政府实施土地税制改革,并对已有税种的操作标准进行调整,试图通过增加税负来抑制房地产价格。1991 年日本政府先后出台《综合土地政策推进纲要》和《土地税制改革基本方案》,强调“土地税制改革是解决土地问题极为重要的手段之一”。其中,开征地价税和特别土地保有税被视为最强有力的调控手段。地价税税率为每年 0.3% (开征第一年为 0.2%),不同于既有的固定资产税,该税种是作为国税来征收的,这使大藏省开始拥有了调控土地的政策手段。开征地价税的目的在于增大土地的持有成本,从而起到抑制土地需求的作用。特别土地保有税创设于 1973 年,提出对一定规模以上的土地分别在购置和持有(土地获得后 10 年内)两个环节征税,目的在于抑制土地投机。其中,购置环节征税额为交易价格的 3%,在持有环节每年征税额为交易价格的 1.4%。1991 年税改强化了该税种的征收力度,下调了三大都市圈的免税标准,并将持有时间超过 10 年的城市区域内具有一定规模的土地也列入征税范围。此外,日本政府还调整了其他既有税种的征收标准,如调高遗产税、强化对城市区域的农地征税、提高土地转让所得税等。虽然这几项税种适用范围和涉及交易较少,但对房地产泡沫的进一步破裂也起到了重要作用。

图表22 1970年代后期日本土地价格上涨压力缓解



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表23 1992年日本政府开始征收地价税



资料来源: 日本国税局,平安证券研究所

四、日本房地产泡沫破裂对中国的启示

1980到1990年代日本房地产泡沫的膨胀与破裂，及后续“失去的三十年”，引起了业界及学界长时间的探讨。本文通过系统性梳理泡沫经济时期日本土地、人口、政策的相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在。主要发现如下：

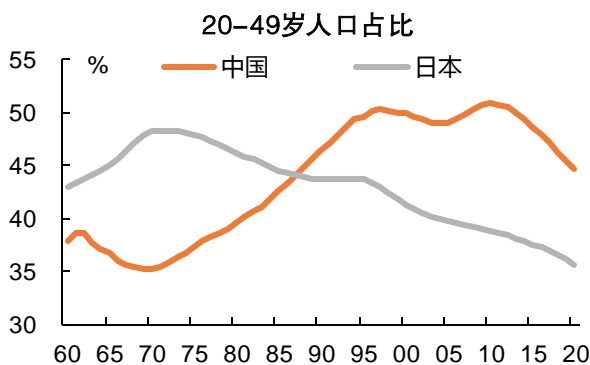
- 1) 日本房地产泡沫破裂初期，“人们并没有充分认识到冲击的严重性”。房地产投资、销售短暂下跌后出现回暖，实际上并未对当时的房地产业本身造成太大冲击。但资产价格下跌导致居民与企业部门的资产负债表受损，私人部门消费和企业设备投资明显减少，才是当时日本经济增速下滑的主要原因。
- 2) 日本土地稀缺、人口密度大，房地产市场更易产生泡沫。1980年代，日本人口增速、城镇化步伐均放缓，使得其房地产市场脆弱性提升。不过，土地、人口等长期因素并非触发日本房地产泡沫破裂的直接因素。
- 3) 政策的接连失误，才是日本房地产泡沫破裂的主要触发因素。货币政策方面，“广场协议”签订后日本货币政策承担了国际经济政策协调、阻止日元升值、扩大内需压缩经常项目盈余三大相互关联的目标（白川方明，2021），因而实施了长时间的宽松操作。而在后续紧缩时过于迅速，且同步实行了对房地产融资的总量控制政策。在资产泡沫破裂后又犹豫不决，补救不及时。财政政策方面，1980年代日本政府推行“财政重建”，财政收支从赤字转为盈余，财政政策与货币政策间疏于配合，使货币政策承担了过多的宽松职能。税收政策方面，1980年代初日本政府放松房地产税政策，而在1990年代房地产开始下跌时却继续收紧房地产税收政策，房地产税“顺周期”调整，加剧了房地产市场的下跌势能。

日本房地产泡沫的膨胀与破裂，对中国当前房地产市场带来以下启示：

1、我国房地产市场脆弱性有所提升，需要防微杜渐防范相关风险。

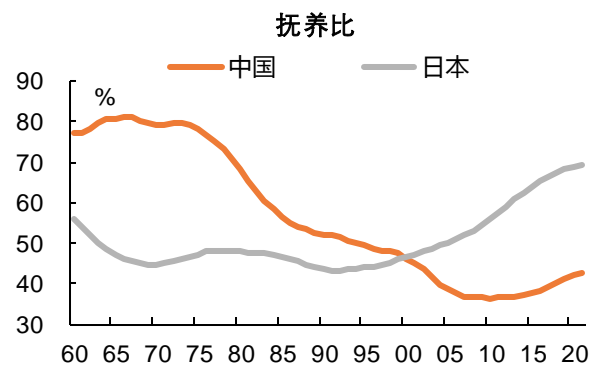
一是，我国人口老龄化进入快速提升阶段。2021年我国65岁以上人口占比已达到14.2%，达到深度老龄化标准。人口老龄化导致：一方面，适龄购房人口减少。曼昆和威尔（Mankiw and Weil）关于人口年龄结构对住房需求的开创性研究发现，个人生命周期中住房需求呈现“驼峰状”变化趋势，个人在40岁以后的住房需求会出现下滑。从作为买房主力的20-49岁人口占比来看，日本在1970-1975年见顶后进入趋势性下滑，中国则在2011年见顶后，出现了比日本1975-1990年更快的下滑。2020年我国20-49岁人口占比为44.7%，与1985年的日本相近。另一方面，人口老龄化意味着抚养比上升，会影响整体住房购买能力。我国人口抚养比2015年开始进入上升阶段，2020年达到42.9%，与1990年前后的日本相近。

图表24 我国 20-49 岁人口占比与日本 80 年代相近



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表25 我国抚养比与 1990 年的日本相近

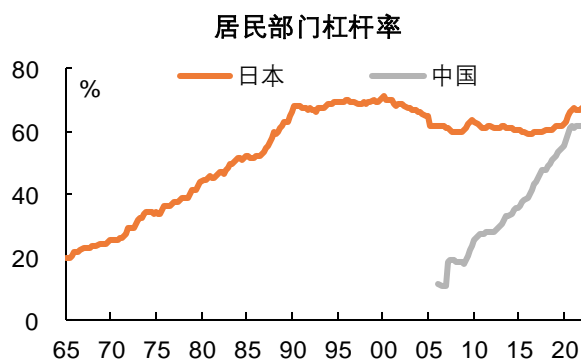


资料来源: Wind,平安证券研究所

二是,近年来我国居民部门杠杆率快速攀升,已达到较高水平。根据 BIS 的统计数据,我国居民部门杠杆率由 2006 年末的 10.8% 大幅增长至 2021 年末的 61.6%,绝对水平与 1988 年的日本相近,2016-2020 年的增长速度与日本 1987-1990 年的速度相近。2020 年底中国推出房地产贷款集中度管理制度,分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限,有效遏制了居民部门杠杆率快速攀升的势头,但也对房地产市场形成了较强冲击。政策上平衡房地产市场平稳健康发展与防范相关风险的难度已然加大。

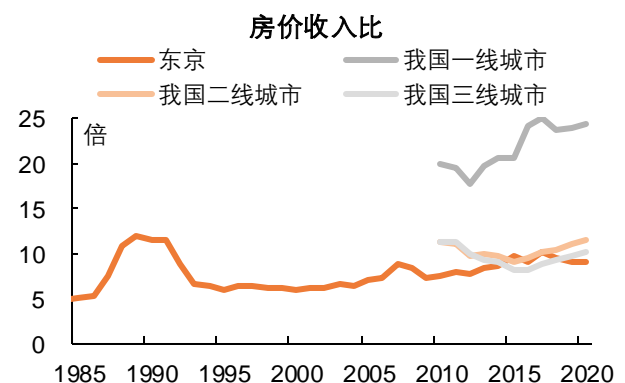
三是,横向比较来看,我国大城市房价收入比过高。泡沫经济时期,日本大城市房价涨幅明显高于中小城市,房价收入比也快速上升。根据东京都都市整备局的数据,1985 年至 1989 年东京房价收入比由 5.0 倍升至 11.9 倍,在房地产泡沫破裂后快速回落。相比之下,2020 年中国 50 大中城市的房价收入比为 12.4 倍,不可谓不高;北上广深四个一线城市的房价收入比是更达到 24.3 倍。如此高的房价收入比,对于消费潜力的释放、对于青年人奋斗的积极性、对于人口生育率的提升,都可能产生负面效应。

图表26 近年来我国居民杠杆率迅速攀升至较高水平



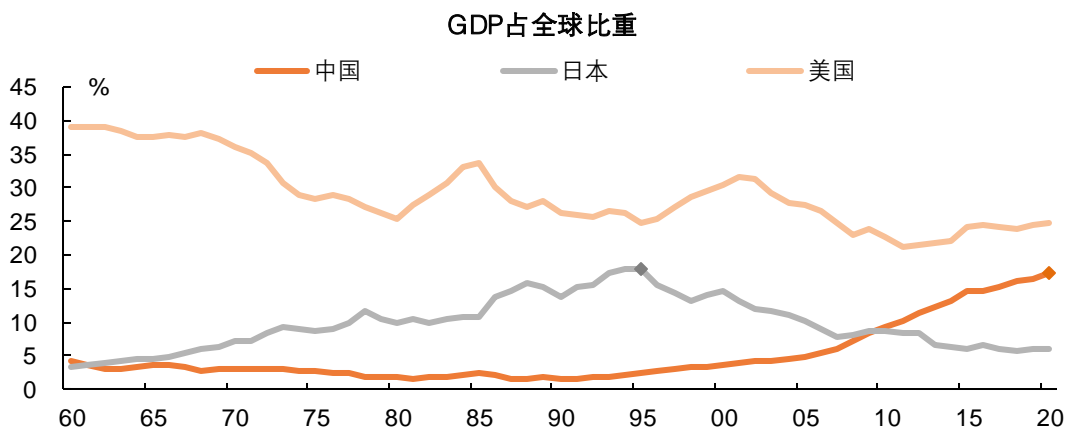
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表27 我国一线城市房价收入比明显高于日本



资料来源: Wind,东京都都市整备局,平安证券研究所

图表28 近年来我国与美国 GDP 总量间的差距不断缩小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

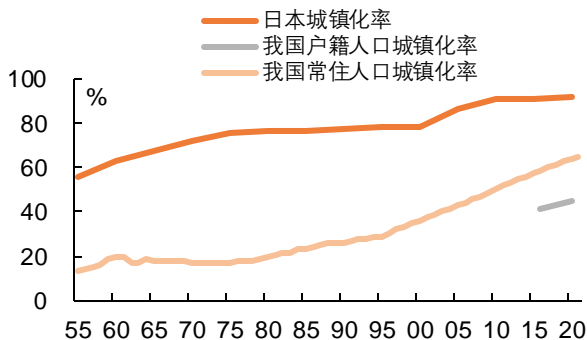
2、与 1990 年代的日本相比，我国房地产市场仍有支撑因素。

一是，我国农村人口城镇化、特别是市民化仍有较大空间。目前我国人口城镇化率为 64.72%，相当于日本 1960-1965 年的水平，此后日本城镇化率进一步抬升，到 1975 年上升到 75.91% 后才放缓。这意味着我国城镇化率仍有 10 个百分点左右的提升空间。2020 年日本城镇化率高达 91.77%，但这主要是由于 2000-2010 年日本市町村大合并出现高潮（史称“平成大合并”），使得市町村的地域范围扩展，带来统计意义上的人口城镇化率提升。不同于日本较为自由的人口流动制度，我国户籍制度对人口流动仍存在一定影响，2020 年我国户籍人口城镇化率仅为 45.4%。未来在农村人口、流动人口真正市民化的过程中，还将创造出增量的房地产购买需求。

二是，我国人口还将进一步向都市圈和城市群聚集。在城市学研究中，通常把 70% 作为城镇化发展的转折点，即城镇化从“农民进城”的快速增长阶段迈入“人口向中心城市聚集”的稳定发展阶段。我国“十四五”规划专章论述了“完善城镇化空间布局”的顶层设计框架。包括：推动城市群一体化发展，全面形成“两横三纵”城镇化战略格局；建设现代化都市圈，提高 1 小时通勤圈协同发展水平。规划围绕京津冀、长三角、粤港澳大湾区都给出了进一步大规模扩展的轨道交通规划图。在城市群、都市圈进一步发展的过程中，还将创造出相应的住房和基础设施建设需求。从日本经验来看，人口向三大都市圈聚集的过程是持续不断的：日本三大都市圈¹的面积仅占国土面积的 14.2%，但所聚集的人口 1955 年为 36.9%、到 1970 年上升到 46.1%，此后仍然持续缓慢上升，到 2020 年达到 52.7%。

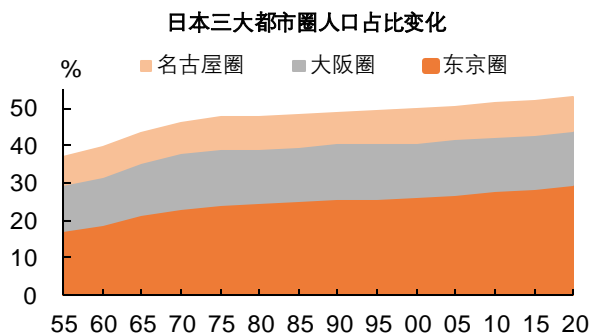
¹ 日本三大都市圈分别为东京圈（含东京都、埼玉县、千叶县、神奈川县）、大阪圈（含京都府、大阪府、兵库县、奈良县）、名古屋圈（含岐阜县、爱知县、三重县）。

图表29 目前我国城镇化水平仅相当于日本 1960 年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 日本三大都市圈人口占比不断提升



资料来源: 日本国土交通省, 平安证券研究所

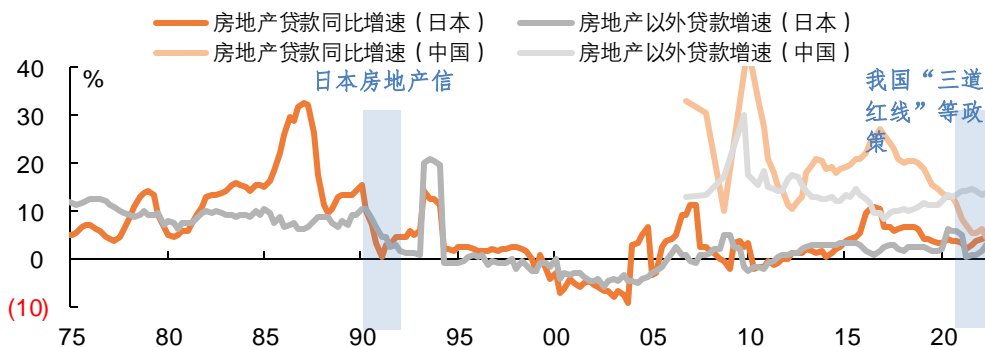
目前, 我国房地产新发展模式正在逐步形成。2021 年底中央经济工作会议、今年两会《政府工作报告》、国务院金融委会议等会议接连提出, 房地产业要“探索新的发展模式”。我们认为, 我国房地产市场的底层逻辑正在发生悄然但重大的变革, 房地产新发展模式正在逐步形成。从需求端来看, 农村人口和流动人口的市民化、城市群和都市圈的一体化、“住有所居”背景下的普惠性和改善型住房需求, 将成为未来房地产需求的主要增量来源。从供给端来看, 长租房、保障房等住房模式的重要性将逐步提升; 在因城施策、房住不炒的背景之下, 商品房市场也将更好满足购房者的合理住房需求。

3、以上因素决定了, 我国房地产政策调控需要遵循新发展模式, 寻求松紧有度、并与其它宏观政策协调配合。

一是, 货币政策需松紧有度。一方面, 保持“以我为主”的政策定力。1990 年代日本房地产泡沫的产生, 很大程度上源于一系列外部因素的压力下(如“广场协议”后的日元升值压力、“卢浮宫协议”后的国际政策协调、“黑色星期一”后的股市暴跌), 日本政府选择了不符合国内经济形势的、极度扩张的货币政策。另一方面, 也要避免总量、结构“双紧”对房地产市场造成过度冲击。1990 年代初日本政府出台了对于房地产信贷的总量控制政策, 政策出台后房地产业贷款余额同比增速从 1990 年 3 月的 15.3% 迅速跌落至 1991 年 3 月 0.3%。于此同时, 日本当时总量货币政策也已大幅收紧(1989-1990 年日本央行将贴现率由 2.5% 大幅上调至 6%), 导致除房地产以外的贷款同比增速同步下滑。这就使得本已脆弱的日本房地产市场骤然崩盘。

今年以来, 我国货币政策彰显出“以我为主”的魄力, 结构性货币政策积极对冲了部分房地产领域的收缩压力。在海外主要央行纷纷快速收紧货币政策的情况下, 国内两次降息, 并伴随充足的结构性货币政策工具至此, 着眼国内经济稳增长。这既得益于国内稳定供应链优势的加持(使得出口有韧性、人民币汇率有支撑), 也与前期我国货币宽松适度, 保有正常货币政策空间密不可分。2020 年底推出房贷集中度管理制度后, 房地产相关贷款增速快速下滑, 但同期货币政策强调结构性“稳信用”, 在基建、绿色、小微等领域贷款政策积极发力下, 房地产以外的贷款增速保持在了高位。

图表31 我国与日本房地产贷款增速对比



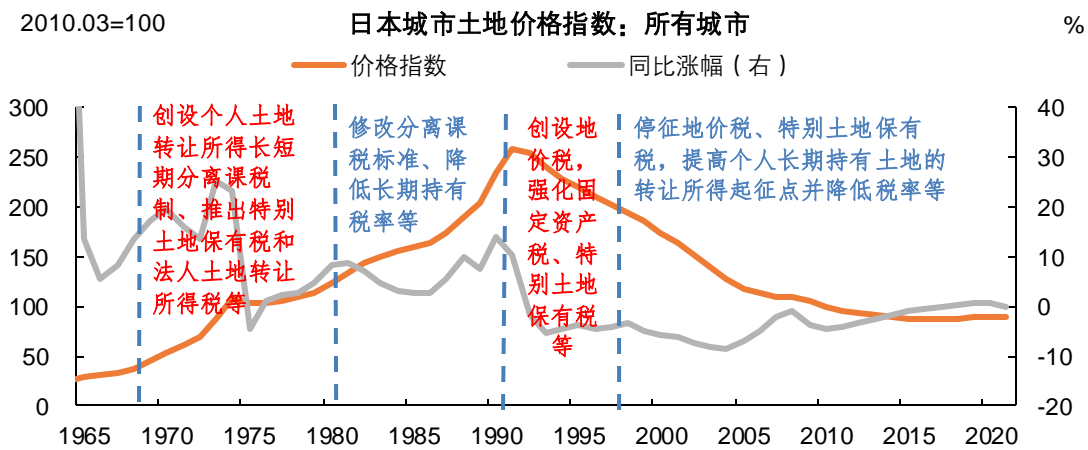
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，财政政策与货币政策形成合力愈发关键。泡沫经济时期，日本政府采取了谨慎的财政政策，导致货币政策承担了过多的宽松职能，助推了房地产泡沫的形成。与货币政策相比，财政政策具备较强的结构效应，更能规避货币宽松导致的资产价格泡沫问题。在面对 1985 年“日元升值萧条”带来的短期经济下行压力时，财政政策本应成为更好的选择。近年来，我国财政政策在稳增长中发挥了愈发重要的作用，且越来越注重于从供给端激发经济主体活力。2017-2021 年，财政累计减税降费规模达到 8.26 万亿（平均每年 1.65 万亿）。2022 年在继续减税降费 1 万亿的基础上，还推出了大规模存量和增量留抵退税政策，截至 8 月 15 日，已有超过 2 万亿元退税款退到纳税人账户。中国财政与货币“两条腿走路”、并开辟出政策性开发性金融工具探索财政与货币相结合的政策路径，对于避免货币“大水漫灌”的后遗症，促进房地产市场健康发展大有裨益。

三是，审慎推行房地产税等税收调控政策。明治政府早期，日本就开始丈量全国土地并建立档案，为后续的土地开发与课税奠定了可靠的数据基础。在此基础上，日本建立了完善的市町村长负责的房地产估价师制度和一套公平客观的估价系统，保障了房地产课税的合理性和持续性。而我国房地产市场发展时间相对较短，相关房产税收政策仅在上海、重庆等少数城市开展了试点。未来若论证成熟在大范围推广前，需要进行大量的前期准备工作，且要关注相关政策推出时的房地产市场情况，避免出现房地产税收改革加剧房地产市场调整的负反馈。

从日本教训来看，房地产税收政策的时点和力度选择容易产生偏差，在“过犹不及”和“不及犹过”间摇摆。1969 年，为了应对快速工业化过程中伴随的土地价格上涨，日本政府开始对个人土地转让收入，视拥有土地时间的长短，实行“分离课征”原则，鼓励长期拥有者出让土地、并抑制短期投机行为。但 1969 年至 1973 年，日本城市土地价格继续上涨。直至 1973 年日本政府进一步收紧土地税收政策，推出特别土地保有税和法人土地转让所得税后，土地价格上涨才得以控制。1991 年，日本政府创设地价税，并强化固定资产税、特别土地保有税等，大幅收紧房地产税收政策，土地价格随之大幅下跌，成为刺破房地产泡沫的一记重锤。房地产泡沫破裂后，日本政府未能及时调整税收政策，直到 1998 年才开始逐步放松，停征了地价税和特别土地保有税，但房地产价格的下跌趋势未能得到扭转。可见，日本房地产税收政策的出台往往较为滞后，当房地产市场高脆弱性时，贸然收紧税收政策容易引发资产价格大幅调整，且难以及时调整纠偏。

图表 32 1969 年以来日本房地产税收政策变化与房价变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：房地产市场政策差异，财政、货币政策体系差异，房地产市场下行超预期，居民去杠杆力度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033