



宏观专题

以日为鉴：从住房短缺到房地产泡沫

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **(1) 从基本面来看，2020 年我国城镇家庭人均住房间数为 1.01，基本实现“一人一房”，告别住房总量短缺，迎来供求基本平衡、结构短缺仍存的存量住房时代。这一房地产供求关系与日本 1970 年前后接近，而非泡沫破灭时的 1990 年代。**
- **(2) 为何供求关系大致平衡、尚未完全饱和，但近两年房地产销售已开始下降？可能的解释是偏高的房价抑制了需求。按照 Numbeo 数据库统计的各国家和地区的房价收入比，我国排名高居第六，购房大约需要 33 年的收入，而同期日本为 9.8 年。2022 年末，我国居民杠杆率为 61.3%，已经接近日本 1988 年的水平(61.9%)。但当时日本住房已经基本饱和，我国却刚告别整体住房短缺，实现“一人一房”，人均住房间数只有日本 1988 年的三分之二左右。**
- **(3) 从基本面来看，1970 年代是日本房地产长周期的顶点。首先，代表房地产需求的劳动年龄人口占比在 70 年代、90 年代触顶，这决定着建筑投资的周期，传导逻辑为“出生人口→劳动年龄人口→建筑投资”。其次，1975 年后，日本城镇化基本饱和，城镇化速度下降 90%，新增城镇人口降幅超过三分之二。最后，1970 年前后日本先后实现“一户一宅”+“一人一房”，住房从短缺走向充足，房地产供需逻辑发生了根本性变化。**
- **(4) 《广场协议》是日本房地产泡沫积累的原因之一，1985 签订《广场协议》→日元升值→出口下降→1986 年下半年经济短暂衰退→日央行降息→资产泡沫积累。**
- **(5) 国内因素是房地产泡沫积累更重要的原因：①外部压力和国内物价低迷，致使日本货币政策长期维持低利率；②金融自由化改革后，制造业大企业融资“去中介化”，失去客户的银行将贷款投向大量中小企业和不动产业；③银行投向非银金融机构的贷款中约 4 成以“迂回融资”方式流向房地产；④80 年代日本的不动产税制具有低流转税、低保有税的特点，加上差别化的遗产继承税使得不动产成为“减税优惠工具”，这些税制设计刺激了房地产投机；⑤80 年代日本的“财政重建”计划，客观上将金融机构的资金从国债领域驱赶到不动产领域；⑥日本实体企业部门（非金融非房地产）在 80 年代融资需求明显下降，1986 年以来极度宽松的货币政策之下，金融系统资金仍源源不断注入，助长了企业脱实向虚的倾向。**

- **(6) 泡沫破灭的原因：**①货币政策和信贷的快速收缩；②开征地价税和改革遗产税，增加房地产交易和保有环节的税负。
- **(7) 日本房地产泡沫的启示：**①避免企业脱实向虚；②货币金融政策急转弯或加剧风险；③房地产税的出台需要注意时机。
- **风险提示：**历史事件原因复杂，复盘可能有所遗漏；长历史周期下部分数据统计口径可能发生变化；跨国比较可能有所遗漏。

内容目录

1. 供求关系变化后的房地产市场：日本 1990 还是 1970?	4
2. 1950-1975：基本面支撑的房价高速上涨.....	5
3. 1986-1990：房地产泡沫如何形成?	7
3.1. 广场协议是日本泡沫的推手吗?	8
3.2. 泡沫如何积累：各路资金大量涌向房地产市场.....	10
3.2.1. 金融：货币宽松和金融自由化改革后，金融资金大量投向不动产业.....	10
3.2.2. 财税：不动产税率偏低与“财政重建”.....	13
3.2.3. 企业：脱实向虚，大量购置金融资产和不动产	14
3.3. 泡沫破灭：政策急转弯刺破泡沫	16
3.3.1. 房地产泡沫的破灭.....	16
3.3.2. 日本房地产泡沫对我国有何启示?	17
4. 风险提示.....	18

图表目录

图 1: 2000-2020 年住房充足情况 (单位: 套 (间))	4
图 2: 2020 年各省 (市) 城镇人均住房间数 (单位: 间)	4
图 3: 我国居民杠杆率接近日本 1988 年水平	5
图 4: 今年上半年新开工只有 2020 年一半	5
图 5: 日本 6 个主要城市地价变动	6
图 6: 出生人口决定劳动年龄人口	7
图 7: 人口周期决定地产建设周期	7
图 8: 日本的城镇化减速	7
图 9: 1970 年后住房从短缺到充足	7
图 10: 美国的财政赤字	8
图 11: 高利率和高赤字推动美元指数在 80 年代初快速升高	8
图 12: 伴随着美元升值的是美国贸易逆差的扩大	9
图 13: 广场协议后日元快速升值	9
图 14: 日本实际出口增速转负	9
图 15: 工业生产停滞、产能过剩	9
图 16: 政策利率创新低、广义货币高增长	10
图 17: 1987 年美国股灾	11
图 18: 国内物价低迷是货币宽松的主要原因	11
图 19: 金融自由化改革后制造业融资的“去中介化”	12
图 20: 大企业“去中介化”, 银行贷款流向中小企业	12
图 21: 分行业来看则从制造业流向不动产业	13
图 22: 80 年代的“财政重建”大幅减少了国债发行	14
图 23: 80 年代日本企业部门融资需求明显下降	15
图 24: 1984-1990 年证券在企业总资产中的比例大幅提高	15
图 25: 80 年代后期非金融企业部门大量购入土地	16
图 26: 日本名义和实际房价的季度走势	16
图 27: 全国和中心城市地价同比	16

7月24日政治局会议指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。政策如何调整优化，已有诸多讨论。本文将重点放在房地产市场供求关系的变化，并对标日本，复盘历史教训。

从基本面来看，我国房地产供求关系可能与日本1970年前后接近，而非泡沫破灭时的1990年。日本房地产在1970年左右告别短缺、走向充足，又在15年后迎来了泡沫的迅速积累、破灭。此时，我们可能正站在房地产供求基本平衡的起点。

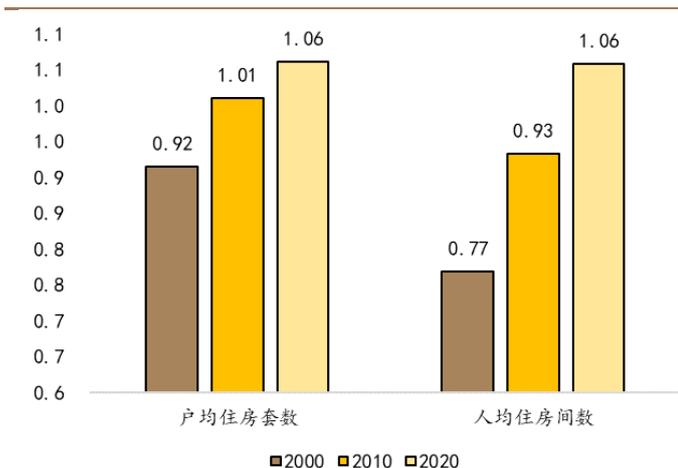
1. 供求关系变化后的房地产市场：日本1990还是1970？

有观点将我国当前房地产市场形势与1990年的日本做比较，认为随后会迎来市场长期下行，但我国目前房地产市场的供求关系可能更接近日本1970年左右。日本在1991年泡沫破灭后，房地产市场一蹶不振，全国房价持续下跌二十多年。这是因为日本的住房供求关系早已饱和，1988年套户比达到1.11，人均住房间数达到1.52（见图9）。但我国的住房供求远没有达到饱和程度。

我国城镇住房供求关系变化：2020年已达成“一人一房”，从短缺走向充足，大致相当于日本1969年水平。一般认为“一户一套”时，意味着住房短缺问题的解决，“一人一房”的要求则略高于“一户一套”。日本在1968年时，套户比达到1.01，实现“一户一套”；1973年，人均住房间数从0.97提高到1.15，跨越“一人一房”。我国人口普查没有住房套数调查，只有间数调查。根据七普数据，2020年我国城镇家庭人均住房间数为1.06，而前两次普查分别为0.93、0.77¹。我国当前城镇住房充足程度与日本1969年水平大致相当，供求基本平衡，但尚未饱和，结构性短缺问题仍然严重。

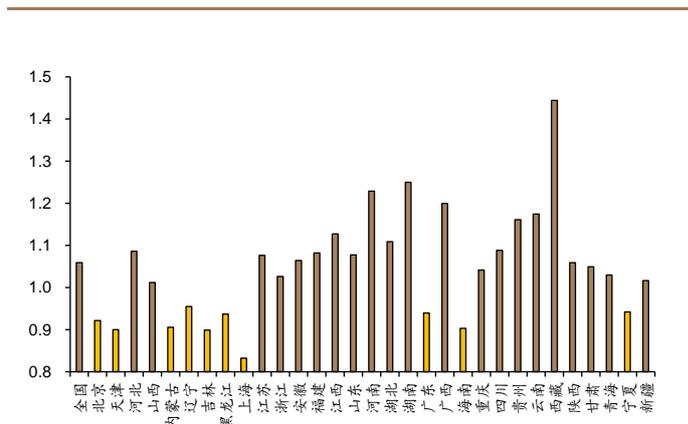
但在满足居住方面，房地产是区域分割市场而非全国统一市场，目前我国城镇中城市住房仍短缺，镇的住房较充足，东部地区城镇仍明显短缺。2020年，尽管城镇整体的人均住房间数达到1.06，但城镇差异较大，城市地区只有0.99，镇为1.18²。分地区来看，东北地区、京津沪三市、广东、海南等地的城镇人均住房仍然不到1间。

图1：2000-2020年住房充足情况（单位：套（间））



资料来源：《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》，德邦研究所

图2：2020年各省（市）城镇人均住房间数（单位：间）



资料来源：《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》，德邦研究所
注：不含港澳台

¹ 2022年7月外发报告《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》

² 同上

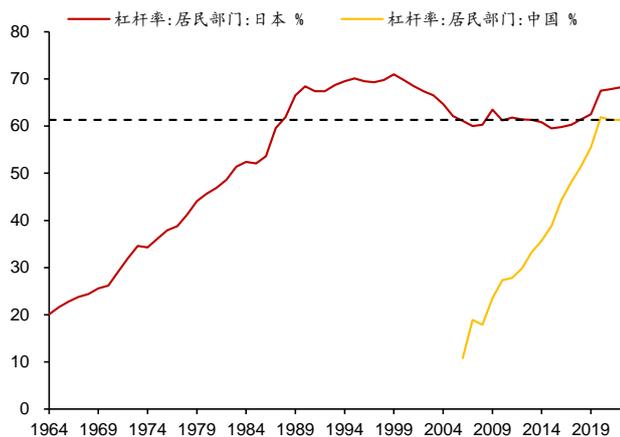
为何供求关系大致平衡、尚未完全饱和，但近两年房地产销售已开始下行？

可能的解释是偏高的房价抑制了需求。按照 Numbeo 数据库统计的各国家和地区房价收入比，我国排名高居第六，购房大约需要 33 年的收入，而日本为 9.8 年。2022 年末，我国居民杠杆率为 61.3%，已经接近日本 1988 年的水平(61.9%)。但当时日本住房已经基本饱和，我国却刚告别整体住房短缺，实现“一人一房”，人均住房间数只有日本 1988 年的三分之二左右。

需求未能充分释放，带来的影响是房地产投资方面，我国住房供给或存在过早减速的问题。由于房价收入比过高，一方面部分刚需群体的购房需求无法释放，另一方面居民部门杠杆率过快上升，进一步影响整体需求，从而带来库存累积，影响住房供给。2010-2020 年，我国城镇人均住房间数仅从 0.93 提高至 1.06，即人均住房只增加了 0.13 间，相较上一个十年的 0.16 间有所减速；而日本在 1968-1978 年间，该指标从 0.97 提高到 1.3，人均增加了 0.33 间房。2020 年之后，我国住房供给减速更加明显。今年上半年商品住宅新开工仅 3.6 亿平，已经低于 10 年前水平，并且相比 2020 年同期减少 49%。当然，新增城镇人口在 2020 年以来也在减少，可能会带来城镇人均住房的改善。但住房供给相比上一个十年，可能仍然会进一步减速。

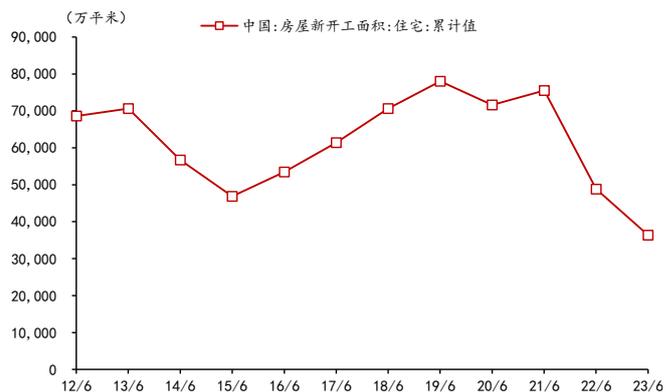
基于住房供求总量基本平衡、结构仍存短缺的判断，我们将复盘日本 1970-80 年代，研究日本在住房供求平衡后的变化。

图 3：我国居民杠杆率接近日本 1988 年水平



资料来源：《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》，德邦研究所

图 4：今年上半年新开工只有 2020 年一半

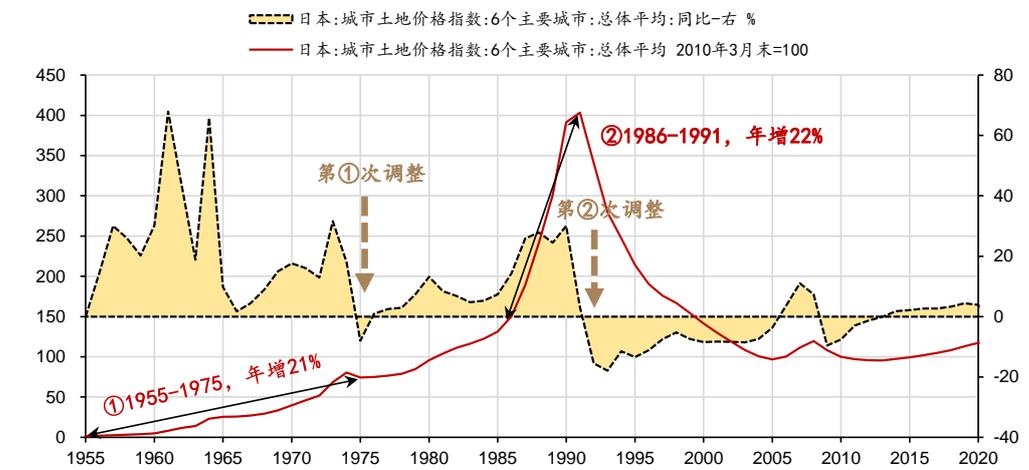


资料来源：《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》，德邦研究所

2. 1950-1975：基本面支撑的房价高速上涨

1955-1975 年日本地价复合增速 21%，1986-1991 年增速 22%，为何之前二十年高增长没有形成泡沫？一般认为，从 1986 年日本央行将法定利率下调至 2.5% 的历史最低值开始，日本房价开启了长达 6 年的泡沫积累，1986-1991 年 6 个主要城市的地价涨幅超过 1 倍，期间年复合增速达到 22%。然而，拉长时间来看，房价高增长并非这 6 年的独有现象。1955-1975 的二十年间，6 大城市地价增长近 45 倍，年复合增速同样达到 21%。但这期间，房价只是在 1975 年下跌 4.4%，次年即重回涨势，一直维持到 1991 年后泡沫破灭。

图 5：日本 6 个主要城市地价变动



资料来源：Wind，德邦研究所

注：6 个主要城市指东京、横滨、名古屋、京都、大阪、神户

为何同样的涨幅，持续时间甚至更久，1955-1975 年却没有产生房地产泡沫？主要的区别在于，1985 年前的房价上涨有基本面支撑，并且由于较严格的金融管制，投资和投机类需求参与较少。

从基本面的三个因素来看，1970 年代是日本房地产长周期的顶点。

首先，代表房地产需求的劳动年龄人口占比在 70 年代、90 年代触顶，决定着建筑投资的周期，传导逻辑为“出生人口→劳动年龄人口→建筑投资”（图 7）。劳动年龄人口占比基本由出生人口决定。日本战后在 1947-1952 年、1971-1974 年出现了两波生育高峰，年均出生人口均超过 200 万，两个波峰大概间隔二十年。这带来了劳动年龄人口的两个波峰，日本劳动年龄人口（14-64 岁）占比在 1965-1970 年、1990-1995 年均超过 70%。劳动年龄人口代表房地产需求，因而在长周期上决定着地产开工情况。代表地产开工情况的两个指标，实际建筑投资和动工住房建设面积，均在 70 年代和 90 年代迎来两个顶峰。

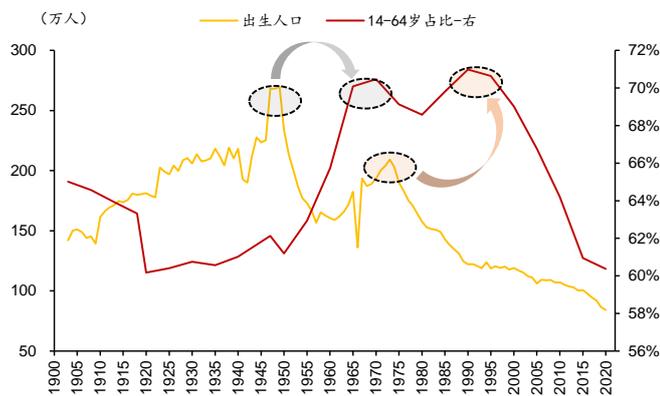
其次，1975 年后，日本城镇化基本饱和，城镇化速度下降 90%，新增城镇人口降幅超过三分之二。1975 年日本城镇化率达到 75.9%，此后几乎停滞。战后五十年，前三十年（1945-1975）和后二十年（1975-2000）的城镇化发展可谓天差地别。前三十年，城镇化率年均增长 1.6 个点，每年新增城镇人口约为 1082 万人；后二十年，这两个指标分别降至 0.11 个点/298 万人，城镇化速度下降 90%，新增城镇人口降幅超过三分之二。

最后，1970 年前后日本先后实现“一户一宅”+“一人一房”，住房从短缺走向充足，房地产供需逻辑发生了根本性变化。战后 1945-1970 年是日本住房短缺时代，战后士兵回归带来了新增住房需求，而战争摧毁了大量存量住房。1954 年上任的首相鸠山一郎提出了“一家一房”口号；此后 1966 年日本制订首次“住房建设五年计划”，着眼于增加住房供给数量。直到 1968 年套户比达到 1.01，首次实现“一户一宅”；1968-1973 年，房间平均居住人数从 1.03 降至 0.87，实现“一人一房”，也标志着总量层面达成了“居者有其屋”的目标。如果说 70 年代前是解决住房短缺，70 年代后日本的住房建设目标转向提高住房质量，1971 年-2005 年日本又陆续制定了 7 期“住房建设五年计划”，均以提高居住质量为目标。因此，70 年代后日本住房供需关系已经发生根本性改变，总量层面开始从短缺走向充足。

1955-1975 年房价高速上涨却未造成泡沫，除了基本面的支撑外，另一方面原因是当时金融管制严格，投资和投机类需求没有参与进房地产市场。70 年代中

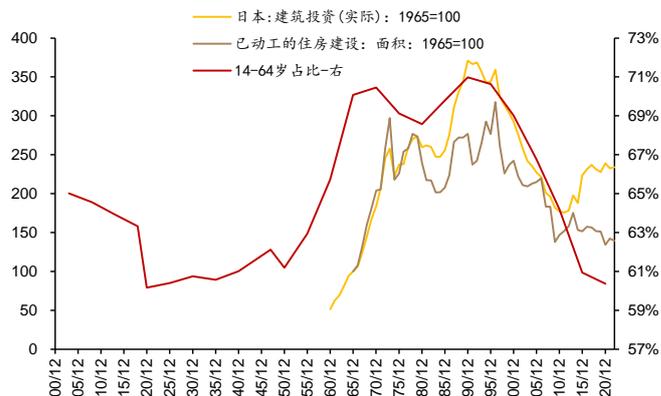
期之前，日本的金融体系处于严格的管制之下。战后二十多年，布雷顿森林体系保障了相对稳定的国际汇率关系，而日本严格的资本管制，使得国内金融市场与世界其他地区相隔绝，不会受到此后《广场协议》等汇率波动的影响。日本国内，除了银行隔夜拆借利率外，其余利率均由大藏省银行厅通过指令设定。并且，不同类型金融机构执行严格的分业监管，不仅银行和证券业务严格分离，不同类型的银行也被限定服务于不同客户，如城市银行服务于城市地区的大型企业和储户，地方银行则服务于区域性的业务，长期信贷银行专门通过长期贷款为固定资产投资提供资金。住宅金融则主要由1950年成立的住宅金融公库和商业银行提供服务，此后引发银行业系统性风险的“住专”公司要在70年代后才开始走上舞台。严格的金融监管使得这一时期投机性需求较难有立足之地，而80年代后期泡沫的产生，离不开金融监管的放松。

图6：出生人口决定劳动年龄人口



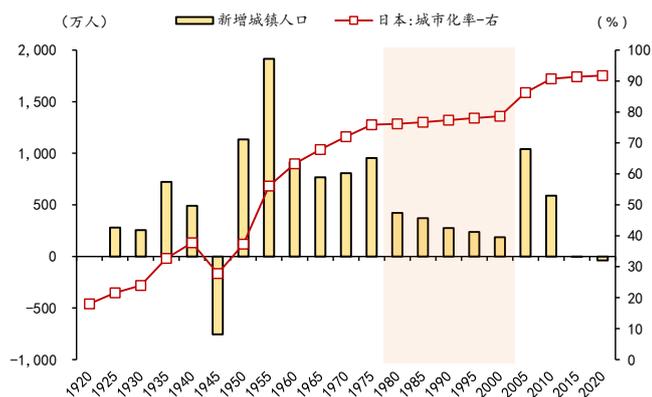
资料来源：Wind，德邦研究所

图7：人口周期决定地产建设周期



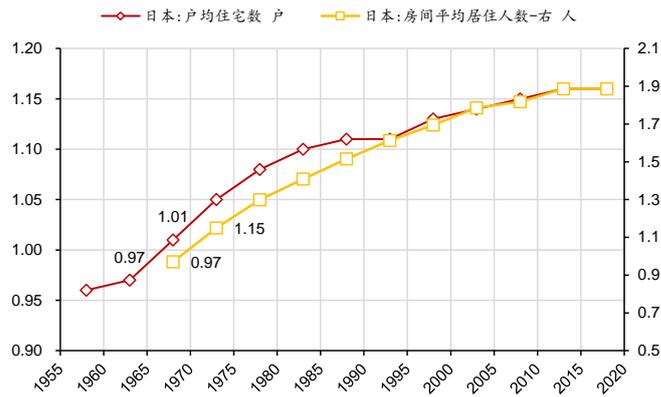
资料来源：Wind，德邦研究所

图8：日本的城镇化减速



资料来源：Wind，德邦研究所

图9：1970年后住房从短缺到充足



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 1986-1990：房地产泡沫如何形成？

经过1975年回调之后，日本房地产市场在随后的十年里（1975-1985年）告别高增长，经历了一段中低增速时期。这十年6大城市房价的年复合增速仅为5.9%，不仅远低于前二十年21%的增速，也低于8.2%的名义GDP增速。

那么，是什么原因导致了房地产市场从 1986 年开始再次快速上涨？

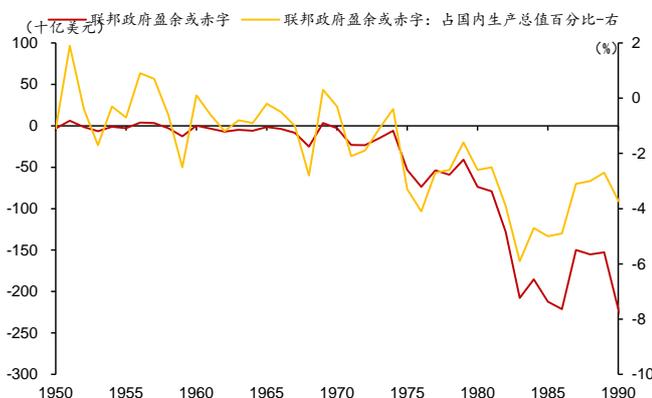
3.1. 广场协议是日本泡沫的推手吗？

很多观点认为 1985 年 9 月签订的《广场协议》是日本泡沫的推手。

80 年代初，美国紧缩的货币政策和宽松的财政政策带来高利率和高赤字，推高了美元汇率。面对 70 年代的高通胀，1979 年上台的美联储主席保罗·沃尔克大幅收紧货币政策，美国基础利率在 1980 年超过 20%。此外，里根政府在推进减税的同时增加军事开支，财政赤字不断扩大。整个 70 年代美国财政赤字年度均值不到 3000 亿美元，80 年代则超过 7000 亿美元；赤字占 GDP 比例亦从 2% 左右上升到 1983 年最高时的 5.9%。紧缩的货币政策和宽松的财政政策组合带来了高利率和高赤字，推高了美元汇率，美元指数在 1980 年时最低只有 84，1985 年超过 158。

伴随美元升值的是美国对日本贸易逆差的快速扩大，为改善国际收支，五国签订《广场协议》推动日元、马克对美元升值。仅 1980-1987 几年间，美国贸易赤字就从 361 亿美元扩大至 1712 亿美元，增幅近四倍；其中，对日贸易逆差从 121 亿增至 598 亿，贡献了美国逆差来源的 35%，美日贸易摩擦在这一时期亦加剧。为改善美国贸易收支，1985 年 9 月 22 日，美日德法英五国签订《广场协议》，联手干预汇率，推动日元、德国马克对美元升值。日元汇率在协议签订当月为 1 美元对 237 日元，一年后即升值至 154。由于日元升值过快，1986 年 10 月美日签订《宫泽-贝克协议》，试图限制日元汇率大幅波动；1987 年 2 月 G7 签署《卢浮宫协议》，协调维持汇率稳定在目标区。但这两次行动均未阻止日元升值，1988 年底日元对美元汇率升至 123 日元兑 1 美元。

图 10：美国的财政赤字



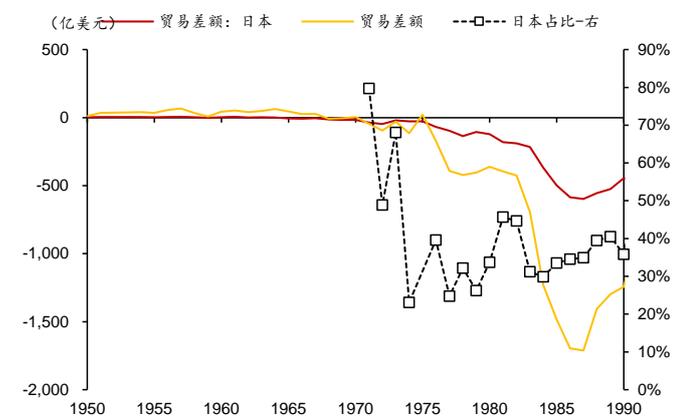
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：高利率和高赤字推动美元指数在 80 年代初快速升高



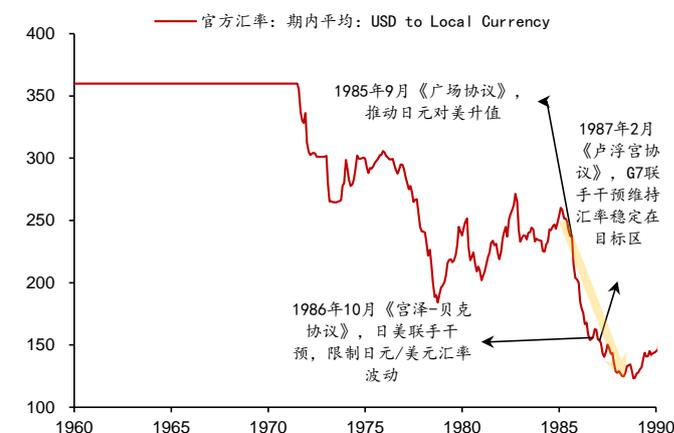
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：伴随着美元升值的是美国贸易逆差的扩大



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：广场协议后日元快速升值



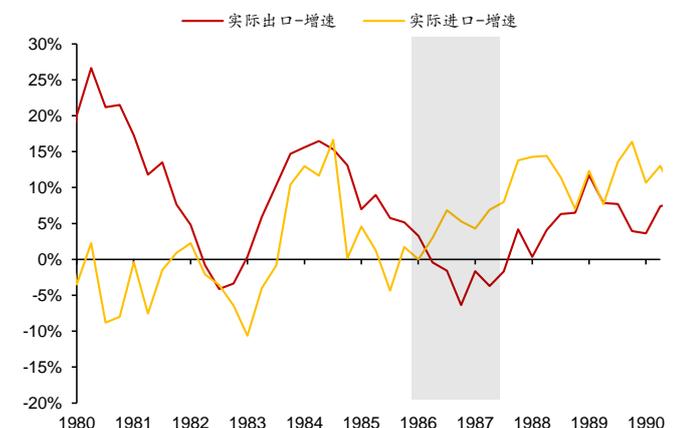
资料来源：Wind，德邦研究所

日元升值，带来了日本经济在 1986 年的短暂衰退。随着日元升值，日本实际出口增速从 1986 年二季度开始转负，并持续了 6 个季度；与此同时，进口增速明显反弹。随着出口下行，日本国内经济迎来了短暂衰退，生产出现过剩，产能利用率指数在 1985 年 4 月仍在 139.5 的高位，1986 年 11 月降至 126.1；工业生产指数亦从 95.7 降至 93.8。

随后日央行大幅降息，引起资产泡沫积累。面临国内经济衰退风险，日本央行多次调整法定利率，由 1985 年底的 5% 降低到 1987 年 2 月的 2.5%，为战后四十多年最低。同时广义货币供应增速 (M2+CDs) 也从 1987 年初的 8.6% 增长到 1988 年初的 12.1%，大量资金流向股市和房地产市场，资产泡沫开始膨胀。

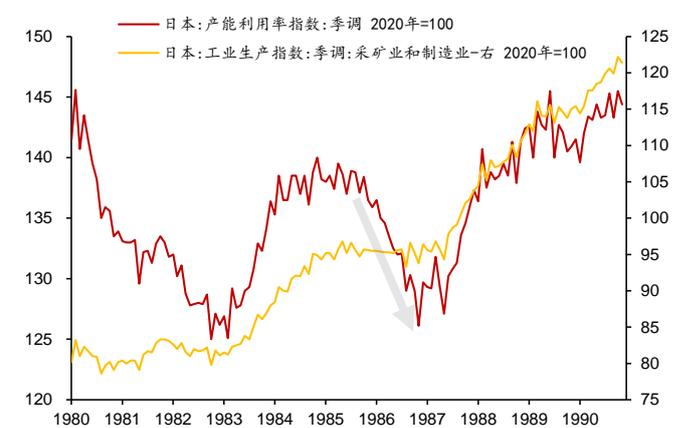
综上所述，以《广场协议》为代表的国际金融力量在 80 年代中后期深刻影响着日本的货币政策和金融改革，也是此后资产泡沫积累的原因之一。1983 年 11 月，美国总统里根访问日本后，两国成立了日元/美元工作组，该工作组在 1984 年的一份报告中，建议日本放松对金融市场的管制，包括放弃对存款利率的管制、放宽外国资本准入等。此后，1985 年 9 月的《广场协议》，1986 年的《宫泽-贝克协议》，1987 年 2 月的《卢浮宫协议》，10 月的美股“黑色星期一”，均对日本这一时期的低利率和金融自由化改革有重大影响，而低利率和金融自由化改革是日本 80 年代中后期资产泡沫的主要原因之一。

图 14：日本实际出口增速转负



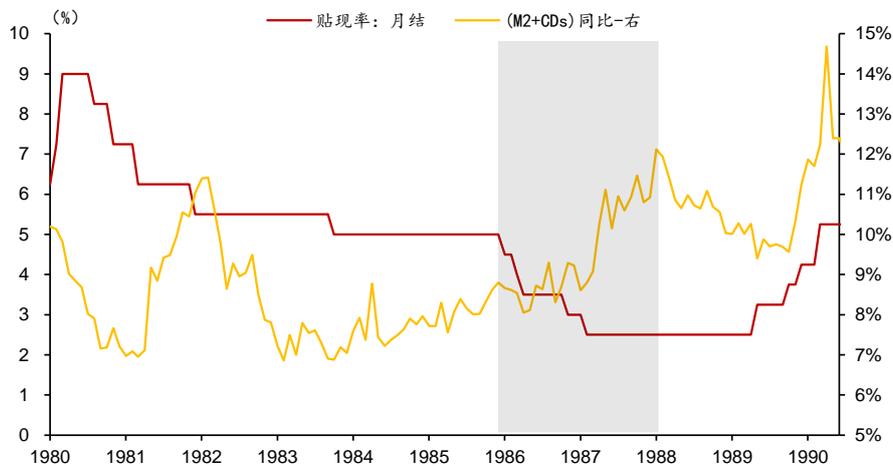
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：工业生产停滞、产能过剩



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16: 政策利率创新低、广义货币高增长



资料来源: Wind, 德邦研究所

3.2. 泡沫如何积累: 各路资金大量涌向房地产市场

3.2.1. 金融: 货币宽松和金融自由化改革后, 金融资金大量投向不动产产业

货币政策极度宽松, 以及金融自由化改革, 是滋生泡沫的主要原因。

外部压力和国内物价低迷, 致使日本货币政策长期维持低利率。

外部压力的影响贯穿整个泡沫时期, 如 1987 年股灾推迟了日本货币政策回归正常化的步伐。前文已经提及《广场协议》等国际金融协调机制对日本货币政策的影响, 这一影响并非只在上述几个协议签订前后, 而是贯穿整个泡沫期间。比如 1987 年后, 随着日本国内经济景气回升, 收紧利率成为政策选择之一。但这一年 10 月 19 日“黑色星期一”美股暴跌, 道琼斯工业指数收盘价较前一交易日下跌 22.6%, 美日等国继续维持资金面宽松, 日本货币政策回归正常化的步伐被推迟。

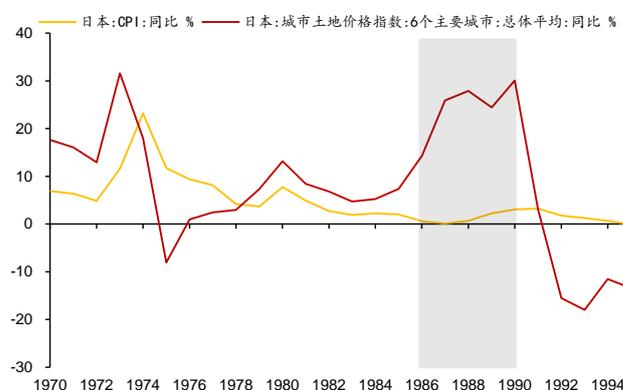
内部来看, 除了 1986 年短暂的衰退外, 1985 年后长期的物价低迷也是日本货币政策维持宽松的主要原因。1986-1988 连续三年的时间里, 日本 CPI 同比增速在 1% 以下。尽管这一时期 6 大城市房价年均涨幅超过 20%, 但当时央行的主要目标仍然是盯住一般物价, 资产价格常被忽略。2002-2004 年, 在美联储宽松的货币政策之下, 美国同样出现了物价平稳、房价大涨, 最终引爆金融危机。此后, 金融稳定才被纳入央行的政策考虑。

图 17：1987 年美国股灾



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：国内物价低迷是货币宽松的主要原因



资料来源：Wind，德邦研究所

金融自由化改革后，大量资金流向房地产领域。日本的金融自由化改革始自 70 年代末期，主要包括三方面改革：利率市场化、资本流动自由化、分业经营到混业经营。但是日本的改革是不同步、不平衡的，由此带来了一系列问题，加剧了资产泡沫的积累。

金融自由化改革的不平衡带来制造业大企业融资“去中介化”。在改革之前，日本金融体系以银行等间接金融为主导。自由化改革后，企业债券市场快速发展起来，制造业大企业纷纷选择资本市场直接融资。从制造业企业的负债结构来看，1981-1990 年，债券占比从 2.5% 大幅提高到 10.4%，提高了 7.9 个点；同期银行贷款在制造业负债中的占比从 40.4% 降至 34.1%，下降了 6.3 个点；制造业大企业的银行贷款和债券占比在这期间分别 -8/+15.3 个点，“去中介化”程度远超整体行业水平。从银行贷款投放结构来看，制造业在银行贷款中的占比在 80 年代初期为 30% 左右，1990 年降至 15%，如图 21。

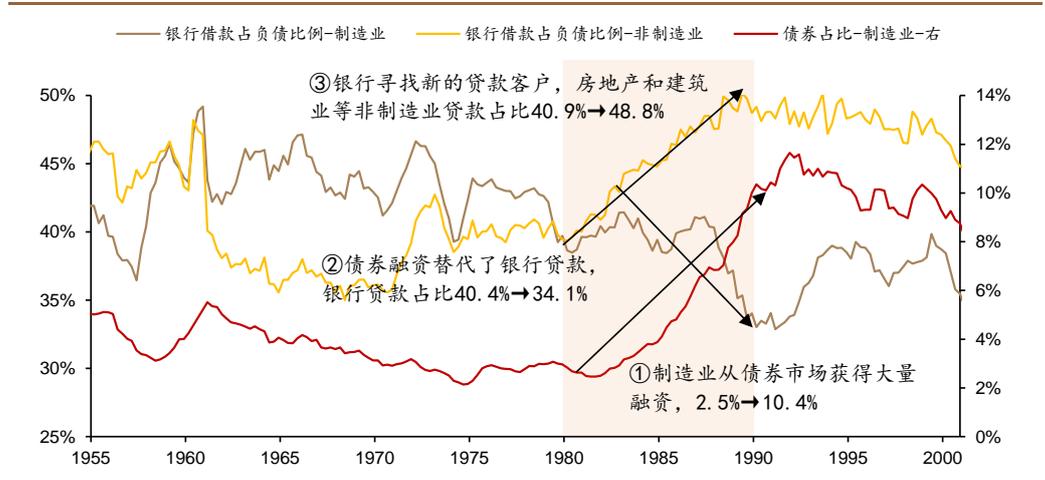
失去客户的银行将贷款投向大量中小企业和不动产。从企业负债结构来看，在制造业大企业“去中介化”的同时，房地产和建筑业等非制造业的银行贷款占负债比例从 40.9% 升至 48.8%，提高了 7.9 个点；中小企业对银行贷款融资的依赖度从 38.7% 到 50.1%，提高了 11.4 个点。从银行贷款投放结构来看，投向不动产的贷款占比从 80 年代中期开始大幅上升，1984 年末只有 7.7%，1991 年末提高至 12%。此外，还有一类特殊金融机构，原本从事个人按揭贷款业务的“住专”公司在 1985 年后将大量资金投向房地产企业，也进一步加剧了房地产业泡沫积累。

除了直接流向房地产的资金外，银行投向非银金融机构的贷款中约 4 成以“迂回融资”方式流向房地产。根据日本大藏省对约 300 家非银金融机构的调查，大约有 37.8% 的资金投向房地产领域。而非银金融机构的资金均来自银行贷款，也就是说银行投向非银金融机构的资金，有约 4 成间接迂回投向房地产³。将投向房地产的直接贷款与迂回贷款（=非银贷款*38%）合并计算，得到实际流向不动产

³ 野口悠纪雄《泡沫经济学》，P96-97

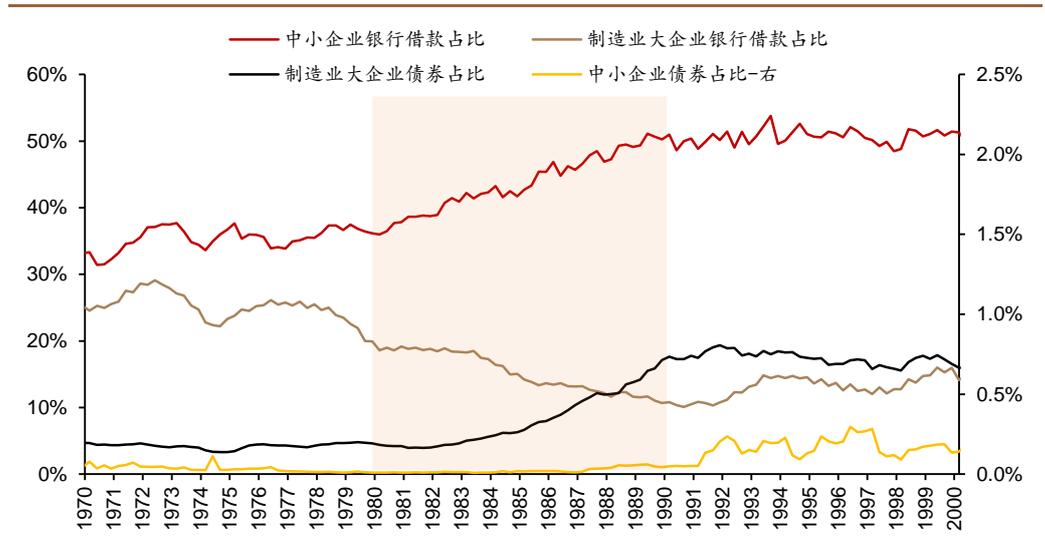
的贷款。1980年时，不动产业实际获得的贷款只有制造业的四分之一左右，但1989年末就开始超过制造业，1991年末时比制造业贷款多1.1个点，如图21。

图 19：金融自由化改革后制造业融资的“去中介化”



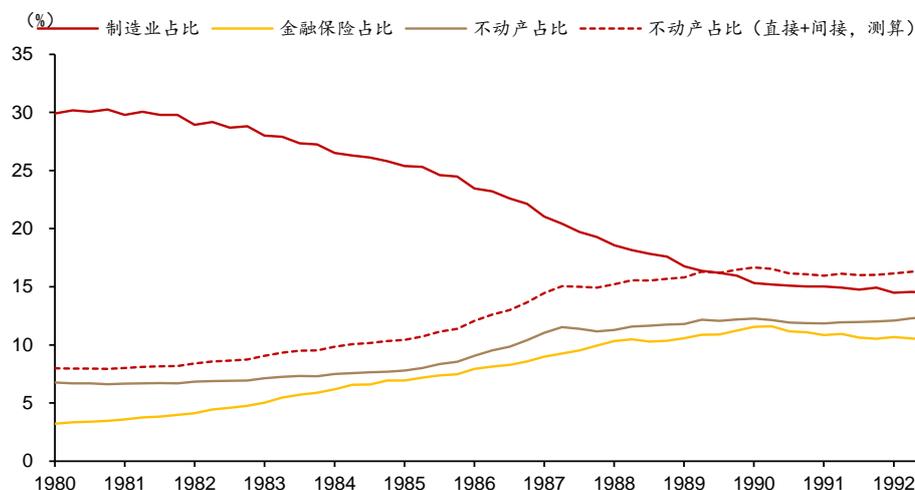
资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：大企业“去中介化”，银行贷款流向中小企业



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：分行业来看则从制造业流向不动产



资料来源：BOJ，德邦研究所

3.2.2. 财税：不动产税率偏低与“财政重建”

80年代日本的不动产税制具有低流转税、低保有税的特点，加上差别化的遗产继承税使得不动产成为“减税优惠工具”，这些税制设计刺激了房地产投机。

从不动产税制来看，80年代日本具有低流转税、低保有税的特点。流转税方面，1981年的税制改革，提高了土地交易的免征额并降低了税率⁴；另外，“置换更新特别优惠措施”的存在使得居民在置换10年以上的长居住宅时，可以享受一定税收优惠。保有税方面，80年代尚未开征地价税，主要的不动产保有税是固定资产税。固定资产税标准税率虽然为1.4%，但由于计税价格严重低于市场价格，导致实际税率偏低。野口悠纪雄在《泡沫经济学》中指出，东京都的固定资产税实际税率大约只有0.06%左右，远低于法定税率，也低于其他国家水平。

面向不动产征收遗产税时，计税价格只相当于市场价格的5成左右⁵；而其他资产，如存款、证券等金融资产则按市价计税。因此，居民有足够动力将资产以土地的方式保有，不动产成为事实上的“遗产税减税优惠工具”，刺激了不动产交易。

此外，80年代日本的“财政重建”计划，客观上将金融机构的资金从国债领域“驱赶”到不动产领域。

“财政重建”计划下，政府追求平衡预算，大幅减少了国债发行。1970年代日本经济增长开始放缓，加上社会福利支出的增加，使得财政赤字不断扩大。到1979年，第二次石油危机的冲击之下，政府再次采取扩张性的财政政策，赤字进一步增长，当年国债发行额已经相当于GDP的60.8%。进入80年代后，削减赤字才成为可能，1983年开始提出“重建财政”，通过减支增收的方式逐步缩小赤

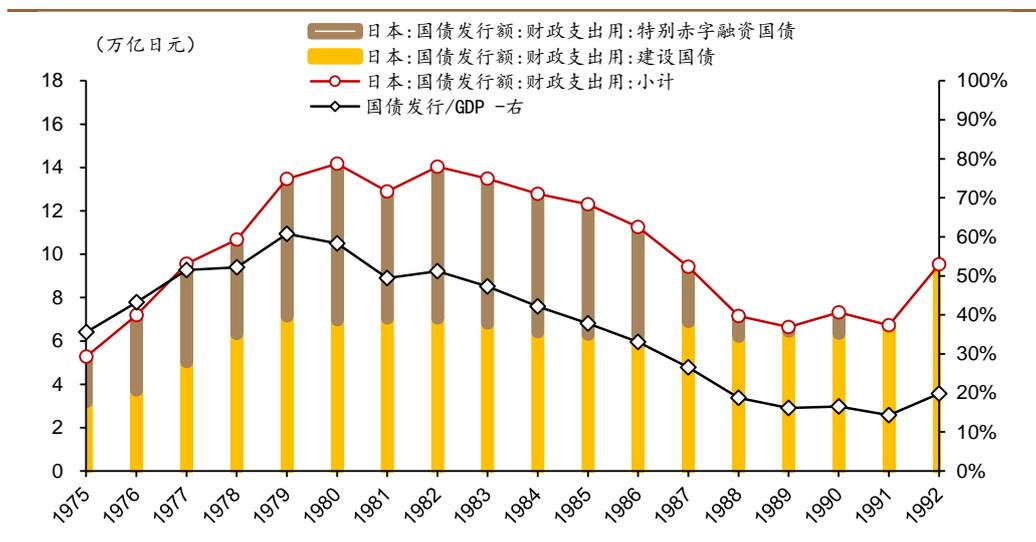
⁴ 刘丽.日本房地产泡沫破裂前后的土地财税政策对比分析[J].国土资源情报, 2006(1)

⁵ 野口悠纪雄《泡沫经济学》P120-121

字，减少国债发行。1991年，特别赤字融资国债终于降至0，即使加上用于基建投资的建设国债，整体国债发行占GDP的比例也已经从70年代末的60.8%降至14.3%。

国债减少后，可投资资产的减少使得金融机构将更多资金配置到不动产领域，促进了泡沫积累。“重建财政”使得金融机构减少了国债这一投资对象，从而必须改变资产配置组合，增加贷款比重。而前文我们已经提及，制造业增加了资本市场直接融资，减少了贷款需求，因此国债减少后，金融机构增加的贷款大多流向不动产领域。野口悠纪雄在《泡沫经济学》一书中发现，假如1986年以后国债占GDP的比重保持不变，则20世纪90年代末的国债余额应该比实际多出20万亿日元左右。这正好与20世纪80年代后期对不动产的现实贷款增加额规模相当。这说明如果不进行国债发行的削减，很有可能就不会产生对不动产贷款的异常增加。

图 22：80 年代的“财政重建”大幅减少了国债发行



资料来源：Wind，德邦研究所

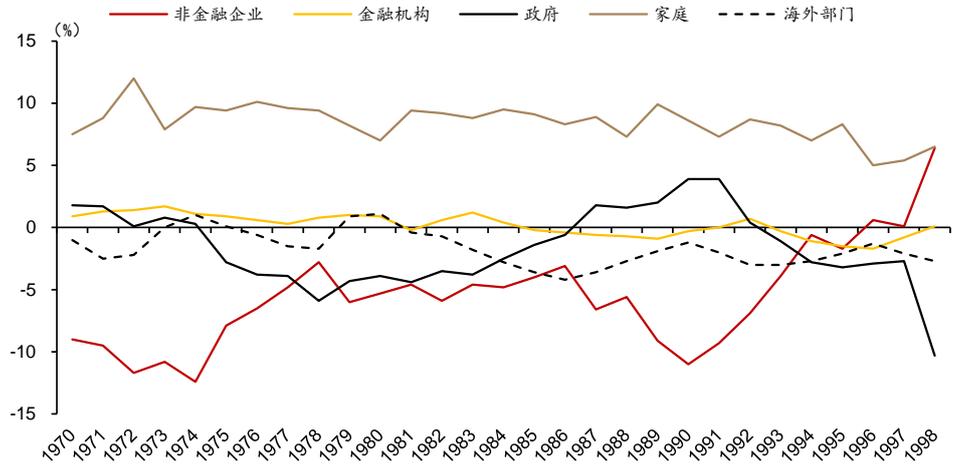
3.2.3. 企业：脱实向虚，大量购置金融资产和不动产

对于实体企业部门（非金融非房地产）而言，融资需求在80年代后期明显下降。1986年后，伴随着货币宽松和资产泡沫而来的是日本国内的生产相对过剩。《广场协议》后日本迎来“日元升值萧条”，实际出口连续6个季度负增长，外需无法消化掉过量的生产，这带来了两方面影响。一方面，企业主动减产，产能利用率大幅下调；另一方面，也引起了国内供给的相对过剩，1986-1988年CPI连续三年在1%以下。基于对未来扩产的悲观预期，工业企业在此期间没有扩大投资的需求，融资需求也随之下降。按照各部门净融资占GDP比例来看，非金融企业部门在整个80年代平均比例为5.4%，而70年代为8.1%，融资需求显著下行，如图23。

但1986年以来极度宽松的货币政策之下，金融系统资金仍源源不断注入，助长了企业脱实向虚的倾向。尽管企业融资需求已不及高速增长时期，但在货币和金融监管双宽松之下，资金还是源源不断注入企业，企业增加了金融资产和不动产的购置，日益脱实向虚。1985年之后，日本企业大量购进金融资产，1984年

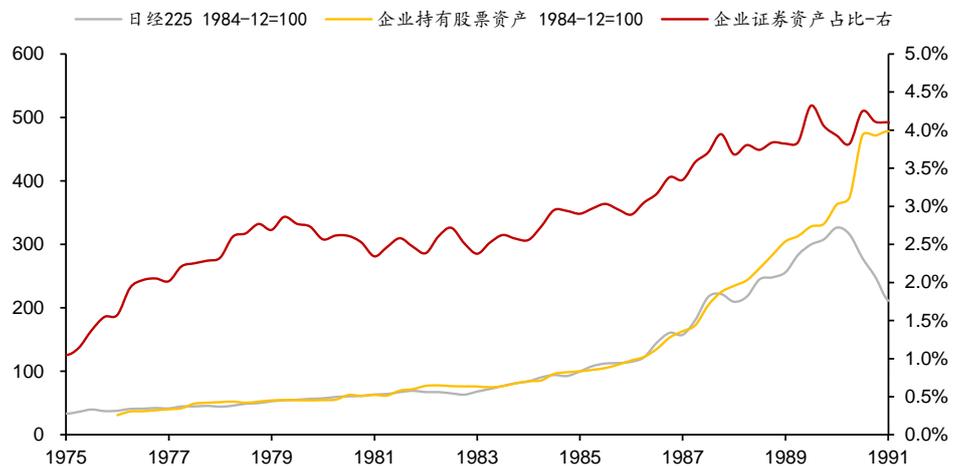
末证券在企业总资产中的比例仅为 2.9%，1990 年末达到 4.1%。证券资产占比增加不仅是股票市值上涨的因素，1984-1990 年日经 225 指数涨幅为 112%，但企业持有的股票资产增加了 378%。此外，非金融企业也成为这一时期土地市场的主要买家。1990 年，非金融企业部门净购买土地约 16.7 万亿日元，而 1985 年仅有 2.6 万亿，如图 25。

图 23：80 年代日本企业部门融资需求明显下降



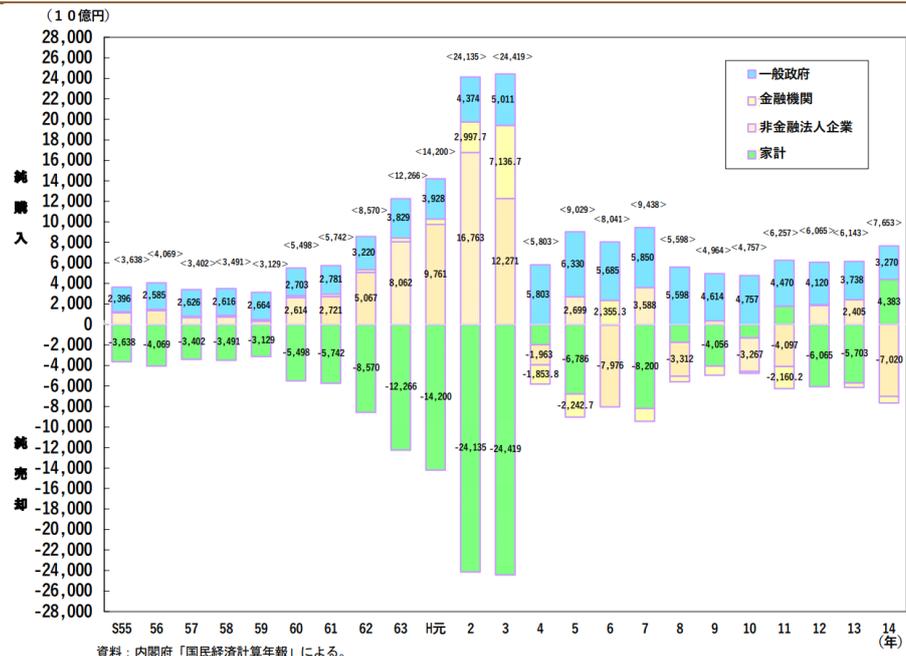
资料来源：日本内阁府，德邦研究所
注：图中线条表示各部门资金盈余/赤字占 GDP 的比重

图 24：1984-1990 年证券在企业总资产中的比例大幅提高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 25：80 年代后期非金融企业部门大量购入土地



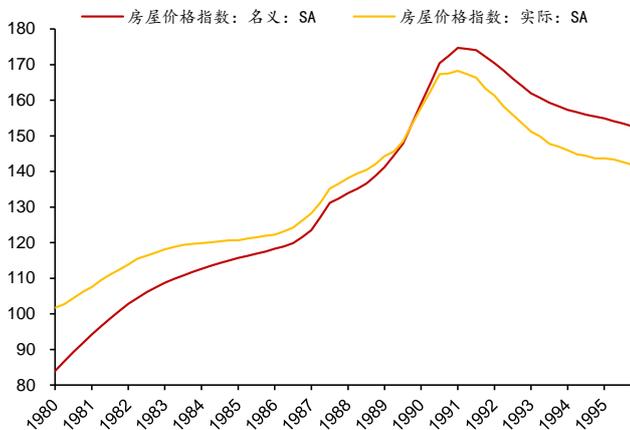
资料来源：日本内閣府，德邦研究所
注：图中数据表示各部门的土地净购入情况；横轴平成元年为 1989 年

3.3. 泡沫破灭：政策急转弯刺破泡沫

3.3.1. 房地产泡沫的破灭

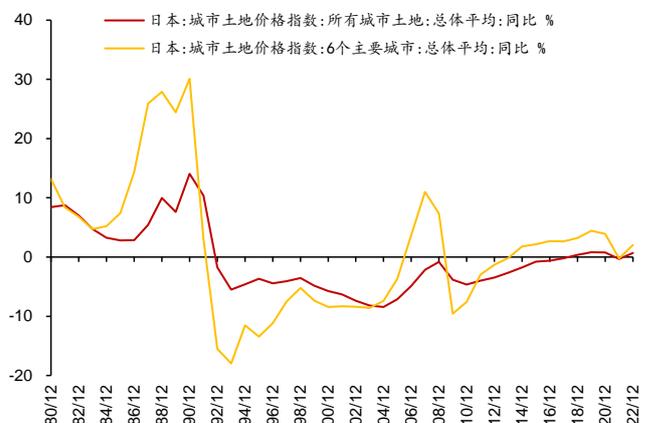
泡沫是如何破灭的？房地产泡沫破灭迟于股价。日本股价顶峰出现在 1989 年底，房价在 1990 年开始出现了走弱迹象，但大范围的房价下跌直到 1991 年二季度才开始，OECD 的日本名义和实际房价在 91Q2 环比分别下降 0.1% 和 0.6%。中心城市在最初几年降幅更大，但全国房价下降时间持续更久。从 1992-2005 年，6 大城市的地价经历了连续 14 年的下降，降幅 71.6%；全国平均地价则连续下降了 26 年，直到 2018 年才有所止跌，累计下降 65.5%。

图 26：日本名义和实际房价的季度走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 27：全国和中心城市地价同比



资料来源：Wind，德邦研究所

泡沫破灭的原因无疑是政策的快速收缩。货币政策方面，1989 年 5 月到 1990

年8月，连续多次提高政策利率，从2.5%提高到6%。日本央行开始把金融市场稳定作为政策目标之一。金融监管方面，1990年3月大藏省开始限制不动产贷款，要求其贷款增速不得高于整体贷款增速。货币和信贷同时收紧后，地产投机的资金链出现断裂，泡沫破灭。

财税政策方面，地价税的开征加快了地产泡沫破裂。1991年1月的税制改革决定开征地价税，税率为0.3%，居民自住的一套不超过1000平方米住宅可免税。地价税是保有税的新品种，而针对流转环节，这次税改提高了交易环节的税率，对于个人持有期超过5年的不动产转让收益，税率从20%提高到30%⁶。此外，本次税改还提高了遗产继承税的计税价格。此前遗产税计税价格只有市场价格的7成，1992年提高至8成；并且规定继承开始前三年获得的营业用不动产，以市场价格作为计税依据。这些措施大幅削弱了不动产的遗产税优惠，使得持有不动产减税的动机减弱。尽管税改于1992年才开始正式实施，但在1991年初出台后，对市场情绪造成打击，房价开始快速下跌。

3.3.2. 日本房地产泡沫对我国有何启示？

避免企业脱实向虚。日本在房地产泡沫期间，非金融企业部门大量购入证券和不动产，因此在资产价格下跌时，企业部门容易出现资不抵债问题，从而带来资产负债表衰退，“负债最小化”取代“利润最大化”成为企业经营目标。因此，要防止企业部门脱实向虚，避免企业杠杆率的大幅上升。

货币金融政策急转弯或加剧风险。泡沫期间的日本货币金融政策接连失误，在80年代后期资产价格大幅上涨期间，货币政策维持低利率；在1990年后又过快收紧政策，导致泡沫刺破。金融自由化改革也存在类似问题。日本的金融自由化改革受美国干预较多，改革进程的不同步、不平衡，推动了大量金融资本涌向房地产行业；而1991年又陡然收紧金融信贷，导致泡沫破灭。

房地产税的出台需要注意时机。1991年房价出现下跌苗头时，日本开始加征地价税、改革遗产税，增加了房地产交易和保有环节的税负，助推泡沫破灭。房地产税的出台要注意时机，在市场下行阶段出台相关政策，可能会加剧恐慌心理，刺破资产泡沫。

总体而言，日本房地产泡沫大概率不会在我国上演。一是日本泡沫有其特殊性，如一般物价相比资产价格更为早期央行所看重，但2008年后各国已经把金融稳定纳入宏观审慎监管的目标；又如日本金融自由化改革受美国干预等。另外，我国政策执行层面可能已经注意吸取日本教训，防止泡沫重演。典型事实是2021年的“三道红线”转变为2022年的金融支持地产16条政策，并且2021年计划出台的房地产税试点在2022年因“不具备扩大房地产税改革试点城市的条件”而暂缓，紧缩性的政策在市场景气下行时会及时调整。

⁶ 刘丽.日本房地产泡沫破裂前后的土地财税政策对比分析[J].国土资源情报, 2006(1)

4. 风险提示

- (1) 历史事件原因复杂，复盘可能有所遗漏；
- (2) 长历史周期下部分数据统计口径可能发生变化；
- (3) 跨国比较可能有所遗漏。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。