



## 房地产之中长期②——

# 日本：泡沫破灭的教训

■ 本报告为“房地产中长期”系列报告的《日本篇》。日本是快速工业化模式的代表，作为最早迈入发达国家行列的亚洲国家，其战后经济经历崛起、转型、泡沫化及持续衰退，仅用30余年就超过当时的苏联成为世界第二大经济体，而泡沫破灭又使其“失落20年”进而被中国反超。虽然中国和中国的经济体制、国际政治站位有明显的差异，但无论是日本的经济赶超、贸易摩擦，还是后续的日元升值、房价高涨，与中国正在经历的转型发展有诸多相似之处。而日本不动产泡沫的惨痛教训，值得我国在房地产监管，特别是防范房地产金融系统性风险方面深刻反思。

■ **日本经济产业、货币信贷、房地产的相互作用逻辑：**纵观日本战后经济史，房地产在其发展中扮演了重要角色，1991年不动产泡沫破灭，是日本经济由盛及衰的转折点。1) **前半部分是经济起飞赶超作用于日本的货币、信贷、地产。**战后日本经济完成快速起飞和转型赶超，在20世纪80年代中期成为制造业最先进和贸易顺差最大国家。与此同时，日美贸易摩擦不断加剧，在多年贸易战不达预期的情况下，美国诉诸汇率战，施压日元升值。叠加80年代金融自由化趋势，日本为抵消升值带来的出口负面影响，在国内维持长期低利率，催生了不动产泡沫。2) **后半部分是不动产泡沫破灭击溃金融体系，进而拖累日本经济和产业。**1991年，日本当局高估了经济的修复能力，主动刺破泡沫。史诗级的泡沫破灭引发日本金融体系震荡，加之当局对不良债权处置迟滞，日本陷入长期的资产负债收缩。与此同时，90年代全球信息产业的发展契机与之侧身而过，日本再也无法回到原有“技术赶超”增长路径上。最终，日本经济“失落二十年”。

■ **日本泡沫破灭的教训：“《广场协议》”、“长期低利率”、“不良贷款”**被认为是日本泡沫破灭和失落二十年的主要原因。前者的关键是国际政治经济博弈，《广场协议》是美国施压和日本贸易立国模式背景下很难避免的选择；后两者“长期低利率”、“不良贷款”则是由于当时金融监管理念的局限，这是日本历任货币政策决策者所懊悔的选择。

夏雪

行业研究员

招商银行研究院

☎：0755-83165382

✉：xiaxue001@cmbchina.com

杨侦誉

行业研究员

招商银行研究院

☎：0755-82947832

✉：sunyzy@cmbchina.com



## 目录

一.概况和作用逻辑：日本是唯一地产崩盘的发达国家，战后经济快速赶超和金融自由化催生泡沫	1
1.1 国际比较视角下日本地产情况：历史趋势、当前水平	1
1.1.1 历史房价走势：大起大落，泡沫破灭后房价一去不返	1
1.1.2 当前房价水平：相较于主要国家的重点城市，日本房价处于较低水平、房价收入比处于中等水平	2
1.2 作用逻辑：战后日本经济快速赶超和金融自由化催生地产泡沫，而泡沫破灭又直接导致“失落 20 年”	4
二. 经济产业：日本战后经济快速起飞，产业实力曾一度赶超美国，但 1991 年不动产泡沫破灭是由盛及衰的分界点	6
2.1 发展阶段：①战后经济起飞-②产业转型-③泡沫破灭长期停滞-④安倍时代缓慢复苏四个阶段，经历两次增速降档，对应两次房地产调整	6
2.2 产业追赶：在美国主动产业转移之下，日本完成重化工业体系建立，一度成为世界最先进的工业国家	7
2.2.1 重启和转型：1980s 日本制造业实力赶超美国，汽车家电半导体产量居世界第一	7
2.2.2 贸易出口：1980s 贸易顺差快速扩大，是后续汇率战的直接原因	10
三. 货币信贷：政治金融地位与产业的强势竞争力不匹配，日元被迫升值是地产泡沫的间接导火索	12
3.1 货币政策：1980s 中后期日元快速升值使得当局被迫长期维持低利率	12
3.2 金融信贷：大量冗余信贷涌入地产行业	13
四. 地产泡沫：低利率使泡沫不断累积，而“史诗级”泡沫破灭危及到金融稳定，进而拖累经济出清	15
4.1 量价回顾：两次调整，以 1991 年泡沫破灭前为顶峰，呈倒 V 型	15
4.2 泡沫的累积：房地产信贷显著增长是拉动地产的直接原因	16
4.3 泡沫的破灭：加息、限贷、地价指导/税，货币信贷与土地政策重拳击溃泡沫	18
4.4 泡沫的后果：大量不良债权处置滞后，危及金融体系稳定，经济负重难行陷入长期收缩	19
五. 日本的教训：监管意识存在历史局限，对外汇率决策缺乏独立性	23



## 图目录

图 1: 主要国家房价走势分化.....	2
图 2: 全球主要城市房价和房价收入比-按中心区房价降序排列.....	3
图 3: 日本战后经济的发展主线.....	4
图 4: 日本战后 4 个发展阶段的经济、货币、城镇化、地产概览.....	7
图 5: 19 世纪末以来的日本工业化进程和 GDP 三大产业情况.....	8
图 6: 日本纺织产业出口在 1950s 达到巅峰.....	9
图 7: 日本钢铁产业在 1970s 进入世界前三.....	9
图 8: 日本汽车产业在 1980s 世界第一.....	9
图 9: 日本信息产业优势在 1990s 逐渐丢失.....	9
图 10: 日本经常性账户从 1981 年至今持续保持盈余.....	11
图 11: 美国对英、法、德、日、韩、中国大陆的贸易差额.....	11
图 12: 地产泡沫产生到破灭日本央行货币政策.....	12
图 13: 日元两次升值 1977-78、1985-87 年.....	13
图 14: 1980s 中后期日本处于低通胀环境.....	13
图 15: 日本银行业的制造业、房地产、建筑业、居民的信贷余额和占比.....	14
图 16: 1950 年以来日本城镇化、地产量价情况.....	16
图 17: 日本银行业整体房地产贷款增速及房地产企业、个人住房贷款余额情况.....	17
图 18: 日本银行、住专、其他非银金融机构的房地产相关贷款余额情况.....	18
图 19: 1980 年后东京圈、大阪圈的地价指数走势 (1980 年=100).....	19
图 20: 泡沫破灭后“失去的二十年”的经济情况.....	20
图 21: 泡沫破灭后日本不良贷款率与僵尸企业比率.....	22

## 表目录

表 1: 主要国家城市的房价、房价收入比、人均 GDP 和居民杠杆情况.....	3
--	---



在《首篇》报告中，我们建立了国际比较视角下基于工业化和金融化两大主线的房地产中长期研究框架，并选取与我国类似的房地产相对市场化的经济体日、韩、美三国作为对照比较，厘清了工业化和金融化对房地产量价的主要影响机制。下面我们将通过“日本泡沫破灭的教训”、“韩国地产调控的失效”、“美国房价修复的魔力”三篇报告，分别详述该国经济产业、货币金融、房地产的发展脉络和相互作用机制，全面剖析不动产泡沫累积、破灭、修复的原因。在此基础上，梳理我国发展条件和所处阶段的异同，形成对当前我国房地产泡沫程度的定位和中长期展望。

以下为《日本篇》。日本作为快速工业化模式的代表，其经济发展经历大起大落，值得其它国家，特别是追赶型国家重点研究。作为最早迈入发达国家行列的亚洲国家，其战后经济经历崛起、转型、泡沫化及持续衰退，仅用 30 余年就超过当时的苏联成为世界第二大经济体，而泡沫破灭又使其“失落 20 年”进而被中国反超。虽然中国和日本的经济体制、国际政治站位有明显的差异，但无论是日本的经济赶超、贸易摩擦，还是后续的日元升值、房价高涨，与中国正在经历的转型发展有诸多相似之处。而日本不动产泡沫的惨痛教训，值得我国在房地产监管，特别是防范房地产金融系统性风险方面深刻反思。

## 一. 概况和作用逻辑：日本是唯一地产崩盘的发达国家，战后经济快速赶超和金融自由化催生泡沫

### 1.1 国际比较视角下日本地产情况：历史趋势、当前水平

#### 1.1.1 历史房价走势：大起大落，泡沫破灭后房价一去不返

战后随着日本经济重启和起飞，房地产开启长达近四十年增长。到 1991 年，不动产泡沫破灭，房价腰斩。曾经的“土地神话”信念被彻底打破，日本的土地价格进入了漫长的下跌历程，即使在三十年后的 2021 年，六大城市地价指数也仅达到 1991 年高点的三成。

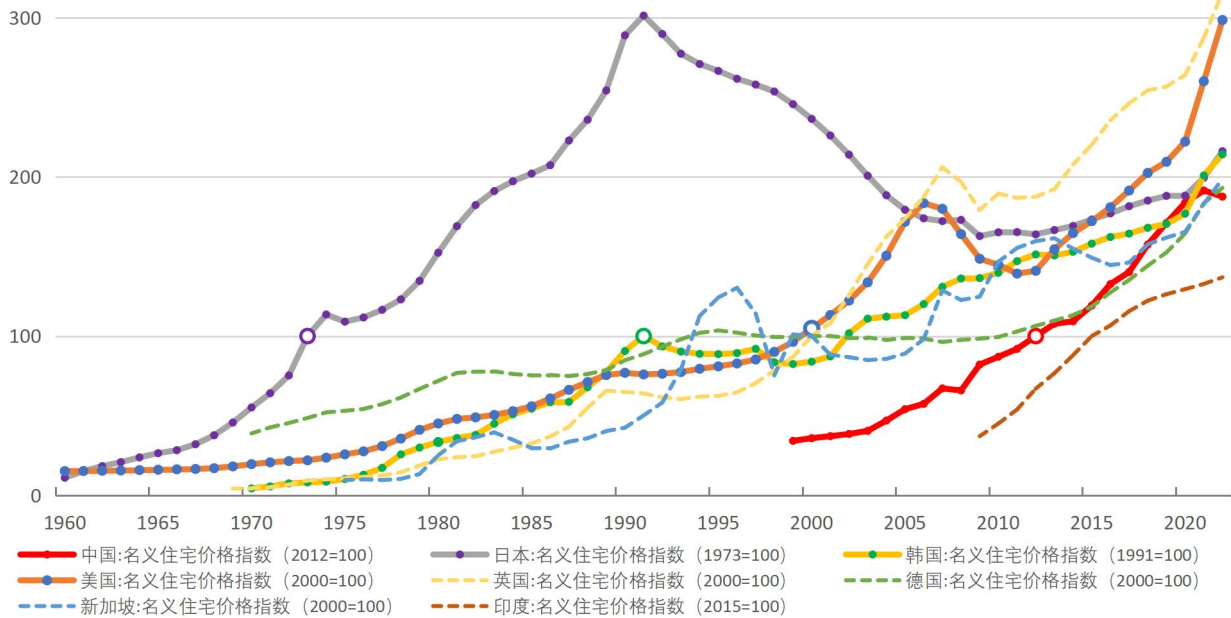
日本“大起大落”的房价走势与大多数的发达国家不同，其他主要发达国家的房价大多呈现持续上涨或稳定的态势。如，美、英、法、韩呈上涨趋势，美国从二战后名义房价指数持续 60 年正增长，次贷危机虽导致其房价大幅下跌近 3 成，但又很快重回增长趋势；英法房价指数趋势与美国类似，但更为陡峭；韩国房价除 1990s 年代有一定幅度的下跌外，整体呈现长期上涨。德国房价相对平稳，名义房价指数在 1995-2010 年长达 15 年期间基本稳定。新加坡房价指数呈现波动上涨。

值得一提的是，日本不动产泡沫破灭之后，其房价的失落速度远远大于其经济的失速。经济的失落，并不是房价一去不复返的唯一原因。“土地神话”、



“日本第一”的信念也逐渐随泡沫破灭而崩塌，前期的房价上涨透支演变为后期的持续下跌，使得日本房价表现更为“大起大落”。

图 1：主要国家房价走势分化



资料来源：CEIC，招商银行研究院

### 1.1.2 当前房价水平：相较于主要国家的重点城市，日本房价处于较低水平、房价收入比处于中等水平

从当前房价的绝对值和相对值来看，根据 NUMBEO 的统计，2023 年东京、大阪中心区的房价约为 6747、5989 美元/平米，处于主要国家重点城市的较低水平；房价收入比约 11 左右，处于主要国家的重点城市的中等水平。主要发达国家重点城市的中心区房价中位数约为 13000 美元/平米，房价收入比约 11 左右。

但是，东亚的重点城市房价绝对值水平整体高于全球主要发达国家，这可能与东亚几国的快速城镇化模式和置业文化观念有关。日本与东亚主要国家的重点城市相比，房价和房价收入比均处于较低水平，约相当于韩国首尔、中国一线城市的 1/3 到 1/2 的水平。

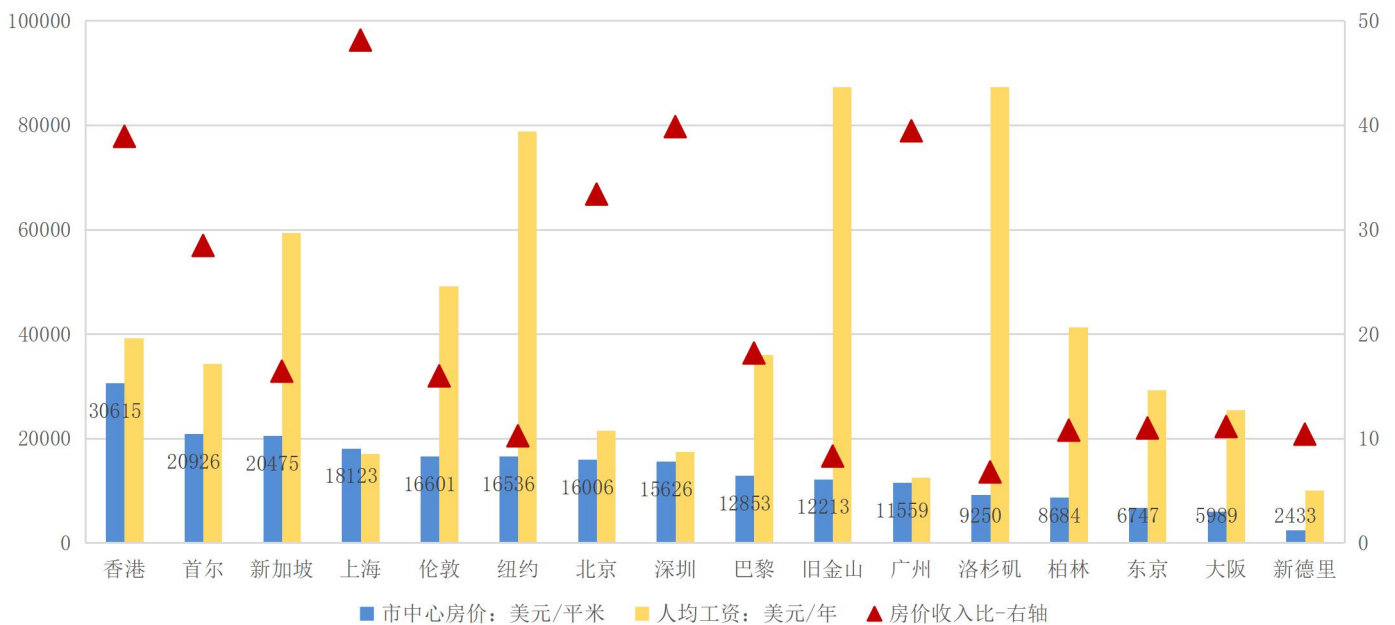
从居民宏观杠杆率来看，日本 2022 年为 68%，处于主要发达国家的中等偏低水平，介于英美与法德之间。

表 1：主要国家城市的房价、房价收入比、人均 GDP 和居民杠杆情况

主要国家及城市	城市		市中心	市郊	国家/地区		
	房价收入比	人均工资： 美元/年	房价： 美元/平米	房价： 美元/平米	GDP 现价： 万亿美元	人均 GDP： 美元	居民部门 杠杆率
中国	北京	33.4	21499	16006	18.0	12733	61.6%
	上海	48.1	17043	18123			
	深圳	39.9	17466	15626			
	广州	39.5	12475	11559			
	香港	38.9	39214	30615	0.4	48991	
日本	东京	11.0	29280	6747	4.2	33947	67.6%
	大阪	11.1	25384	5989			
韩国	首尔	28.5	34329	20926	1.7	32410	106.6%
新加坡	新加坡	16.4	59396	20475	0.5	82794	
印度	新德里	10.4	10077	2433	3.4	2452	35.5%
美国	旧金山	8.3	87353	12213	25.5	77172	78.0%
	洛杉矶	6.8	72362	9250			
	纽约	10.2	78878	16536			
英国	伦敦	16.0	49200	16601	3.1	45580	86.0%
法国	巴黎	18.2	36075	12853	2.8	40534	66.5%
德国	柏林	10.8	41288	8684	4.1	48648	55.7%

资料来源：《房地产市场调控政策国际比较研究》，NUMBEO, CEIC, 世界银行, 招商银行研究院。注：1. 对标各国重点城市；2. 房价收入比、月均工资、房价来自 NUMBEO 2023 年 10 月数据。其中房价收入比=房屋总价中位数除以家庭可支配收入中位数，家庭收入中位数=1.5\*年平均工资（大致意味着家庭女性的劳动参与率为 50%）；房屋面积中位数为 90 平方米，即房屋总价中位数=90\*市中心与市郊房价均值。；3. GDP 现价来自世界银行 2022 年各国 GDP；人均 GDP 来自 CEIC2022 年各国数据，其中印度人均 GDP 为 2023-03 数据。

图 2：全球主要城市房价和房价收入比-按中心区房价降序排列



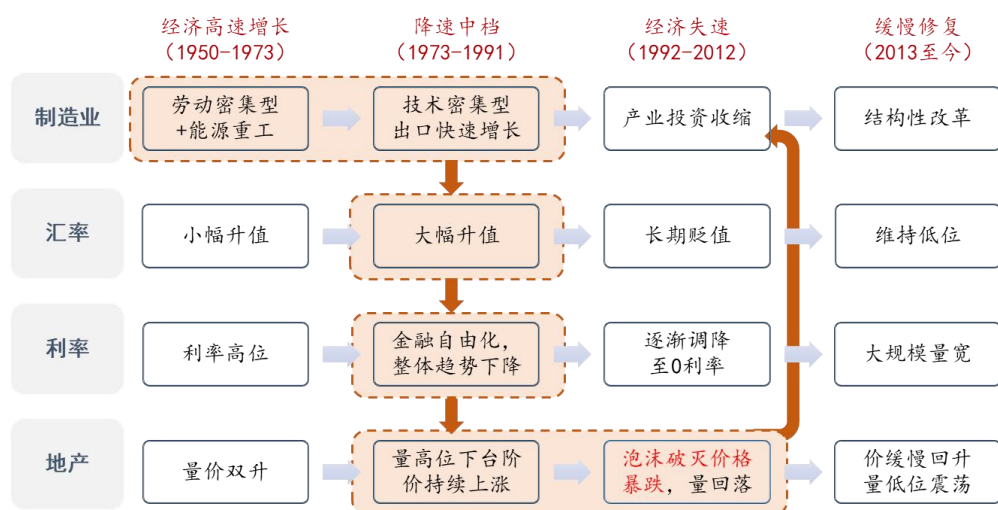
资料来源：NUMBEO, 招商银行研究院

## 1.2 作用逻辑：战后日本经济快速赶超和金融自由化催生地产泡沫，而泡沫破灭又直接导致“失落 20 年”

纵观日本战后经济史，房地产在其发展中扮演了重要角色。工业化大发展和紧随而至的日元升值压力，催生日本国内宽松货币环境，导致其资产在工业化后期持续泡沫化。1991 年不动产泡沫破灭，是日本经济由盛及衰的转折点。房地产泡沫破灭的最终影响远远超过当局预期，最终导致了日本“失落 20 年”

日本战后经济的发展主线具体表现为：以不动产泡沫破灭的 1991 年为分界。1) 前半部分是经济起飞赶超作用于日本的货币、信贷、地产。1950-1973 年、1973-1991 年两个阶段，日本经济完成快速起飞和转型赶超，在 80 年代中期成为制造业最先进和贸易顺差最大国家。随着日本经济的转型升级，日美贸易摩擦不断加剧，围绕纺织品、钢铁、汽车、半导体等产业制裁贯穿其整个转型期间。但是，在这样的国际竞争压力之下，日本制造业仍然不断超越竞争对手预期，贸易顺差不断扩大，最终美国诉诸于汇率战，向日本施压日元升值。加之 80 年代金融自由化趋势，日本为抵消升值带来的出口负面影响，在国内维持长期低利率，催生了不动产泡沫。2) 后半部分是泡沫破灭击溃金融体系，进而拖累日本经济和产业。1991 年，日本当局高估了经济的修复能力，选择主动刺破泡沫。史诗级的泡沫破灭引发日本金融体系震荡，同时当局对不良债权的处置迟滞，最终导致了日本经济“失落 20 年”。其从资产端直接击溃了日本金融体系，而资产负债收缩、经济陷入长期停滞的同时，信息产业的发展契机与之侧身而过，日本再也无法回到原有“技术赶超”增长路径上。

图 3：日本战后经济的发展主线



资料来源：招商银行研究院



日本房地产泡沫的形成、累积与破灭是在经济转型、城镇化接近尾声、金融自由化的背景下形成的，同时政府的监管调控不力以及泡沫破灭后处理的迟滞，造成后续日本经济陷入长期低迷。本报告第二到四章将通过梳理日本经济产业、货币金融、房地产等情况，厘清三者间的相互作用逻辑，分析房价泡沫不断积聚和破灭的原因，并在此基础上总结日本房地产在监管、信贷、泡沫处理等方面存在的问题，希望对推演后续我国房地产监管和发展提供借鉴。



## 二. 经济产业：日本战后经济快速起飞，产业实力曾一度赶超美国，但 1991 年不动产泡沫破灭是由盛及衰的分界点

### 2.1 发展阶段：①战后经济起飞-②产业转型-③泡沫破灭长期停滞-④安倍时代缓慢复苏四个阶段，经历两次增速降档，对应两次房地产调整

战后日本经济起飞，约在 1980s 年代逐渐追平并超越美国，但 1991 年泡沫破灭后陷入“失落的 20 年”。截至目前，日本的 GDP 居世界第三位，人均 GDP 3.4 万美元，属于先进发达国家。日本战后经济可分为 4 个阶段，分别是“战后起飞”、“产业转型”、“泡沫破灭长期停滞”、“安倍时代”，对应经济增长的高速、中速、低速（失速）和修复阶段。

日本经济起飞始于 1950 年，国内市场化机制激活叠加外部政治贸易环境持续向好，使其开启持续 20 年的“投资+出口导向型”增长。特别是朝鲜战争以及《对日和平条约》之后，美国主导重建以日本为中心的东亚经济圈，日本承接了欧美的产业转移，开启高速发展，其在 1950-1973 年的 GDP 年均增长率高达 9.3%。

直到第一次石油危机结束了上述阶段的高增长，日本迎来首次增速降档。1970-80s 日本成功产业转型、实现技术赶超后，此前受益于美国主动产业转移带来技术红利逐渐弱化，叠加日美贸易冲突的影响，日本在 1974-1990 年的 GDP 年均增长率降至 4-5% 附近。此阶段后期随着《广场协议》签订，日元面临较大升值压力，迫使其国内利率长期维持低位，推升日本国内资产泡沫化。

1991 年不动产价格泡沫破灭，冲击金融体系和实体产业，日本再次增速降档，进入通缩的“失落二十年”。1992-2012 年的 GDP 年均增长率降至 0-1%，明显低于其他可比欧美发达国家 1-3% 增速。

2013 年安倍上任推行大规模量宽和经济结构性改革，日本结束通缩，开始缓慢复苏，经济增长向潜在增速回归。但是由于老龄化、技术红利弱化及全球制造业向中国和东南亚转移，日本潜在增速较低，2013-2019 年 GDP 年均增长率回升至 0.9%。



图4：日本战后4个发展阶段的经济、货币、城镇化、地产概览



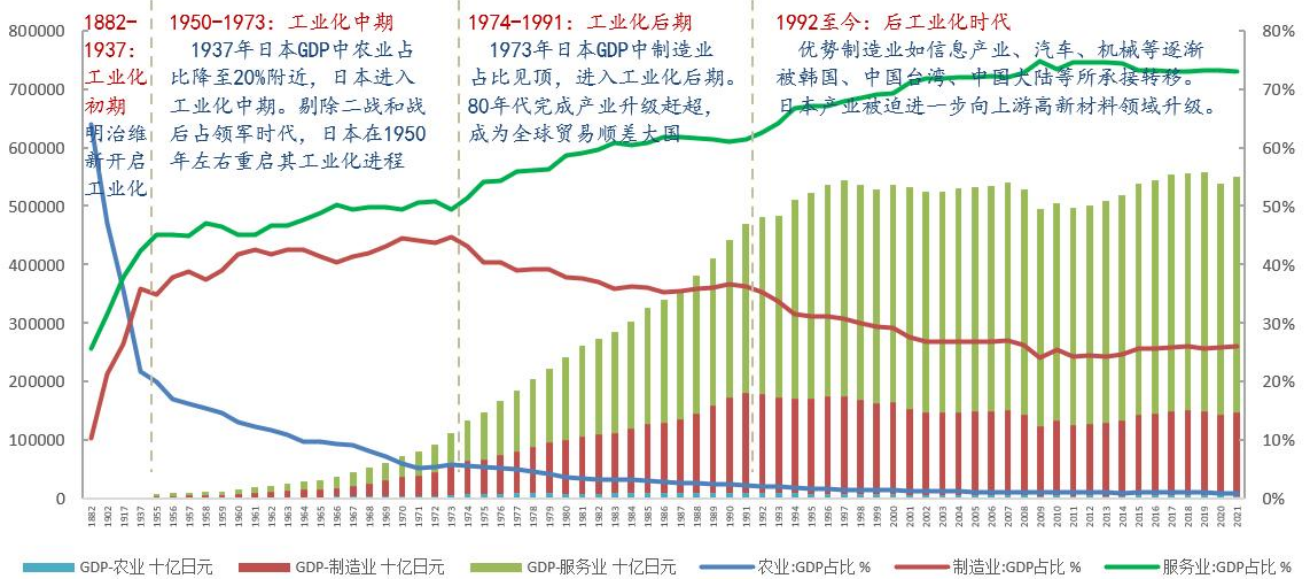
资料来源：WIND, 招商银行研究院

## 2.2 产业追赶：在美国主动产业转移之下，日本完成重化工业体系建立，一度成为世界最先进的工业国家

### 2.2.1 重启和转型：1980s 日本制造业实力赶超美国，汽车家电半导体产量居世界第一

工业化的重启和转型是战后日本经济起飞和赶超的产业主题。日本 1950-1991 年的中高速发展，本质是其工业化重启和成功转型带来的。其在全球产业链地位从战后的几近崩溃到 80 年代复兴成为全球第二大经济体，成为亚洲速度的代表。日本成功的工业化转型发展值得其他追赶性经济体借鉴。

图 5：19 世纪末以来的日本工业化进程和 GDP 三大产业情况



资料来源：WIND, 招商银行研究院；注：工业化初期、中期、后期阶段划分标准参考经济学家钱纳里、西蒙库兹涅茨等研究。

日本是亚洲最早开启工业化的国家，其工业化始于 1880s “明治维新”，1930s 年日本 GDP 中农业占比降至 20%附近标志着日本进入工业化中期。二次世界大战期间，日本对外发动侵略战争，本土产业开始向重工业转型。1945 年 8 月 15 日，日本宣布投降，世界反法西斯战争取得胜利。战争中，日本经济产业遭受严重打击。日本从 1950 年重启其工业化进程，到 1960s 逐步建立了以纺织、重化、钢铁为主导的“劳动密集型+能源重工”的工业体系<sup>1</sup>。

1970s 年代石油危机背景下，日本政府意识到以重化工为主导的产业结构对石油等能源的依赖度较高，增加了其制造业的脆弱性，因此转而提出“技术立国”、“科技立国”战略，加大研发投入、注重自主创新。这一阶段日本成功转型到以汽车、家电、机械设备等高附加值技术密集型产业。如，受益于当时油价高涨，以本田为代表的日本轻量小汽车受到海外青睐，日本汽车产量在 70 年代末超过美国成为全球第一。

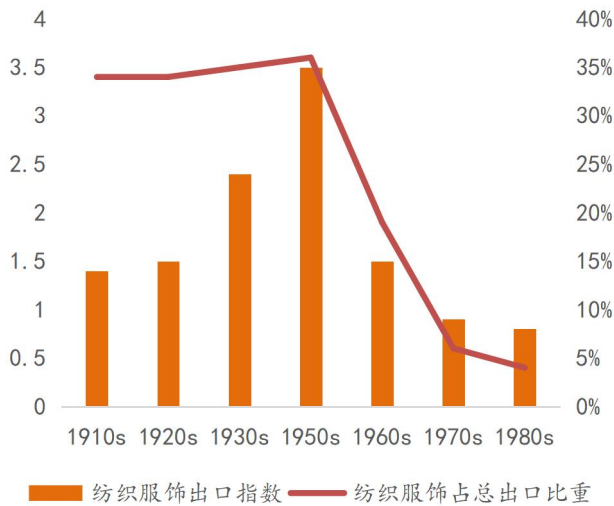
但 1990s 后，日本在信息产业未能保持领先优势，在全球产业链地位逐渐被反超。由于地产泡沫的破裂，日本企业陷入“资产负债表”衰退，对技术创新体系投入的不足。而上世纪 90 年代后以 PC 为代表的新型信息通讯设备快速发展，日本未能持续抓住此轮信息技术工业革命的发展机遇，地位逐渐被韩国、中国台湾等取代。以半导体存储器 DRAM 为例，1989 年日本芯片在全球

<sup>1</sup> 战后“婴儿潮”以及大批海外日本回流国内，使得人口成为日本的优势要素，因此以食品和纺织为代表的劳动密集型产业成为日本最早期的主导产业。1960s 后期日本为加入关税协议（WTO 前身）做准备，政府主导集中资源发展钢铁、石油重工业。



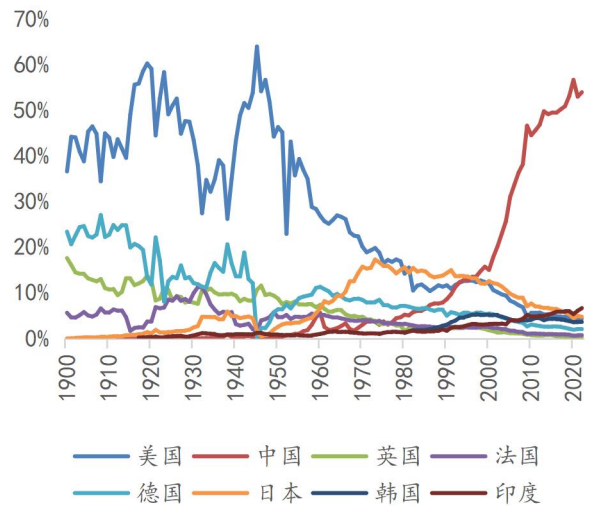
市占率达到 53%，而美国仅 37%、欧洲占 12%、韩国 1%；到 2005 年，日本 DRAM 份额跌至不足 10%。

图 6：日本纺织产业出口在 1950s 达到巅峰



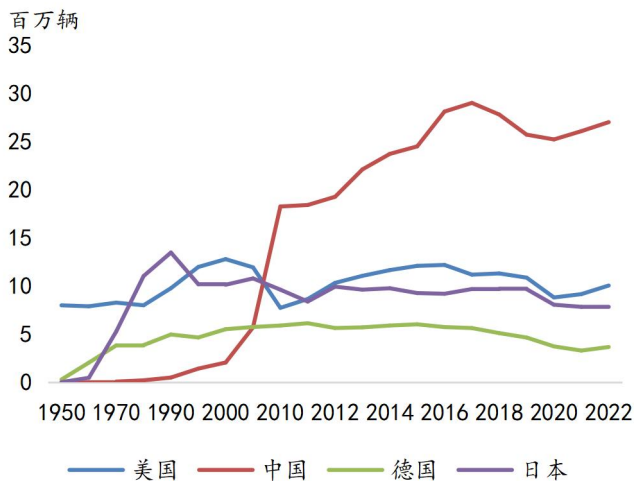
资料来源：The rise and demise of textiles and clothing in economic development: the case of Japan, 招商银行研究院。注：缺失 1940s 数据

图 7：日本钢铁产业在 1970s 进入世界前三



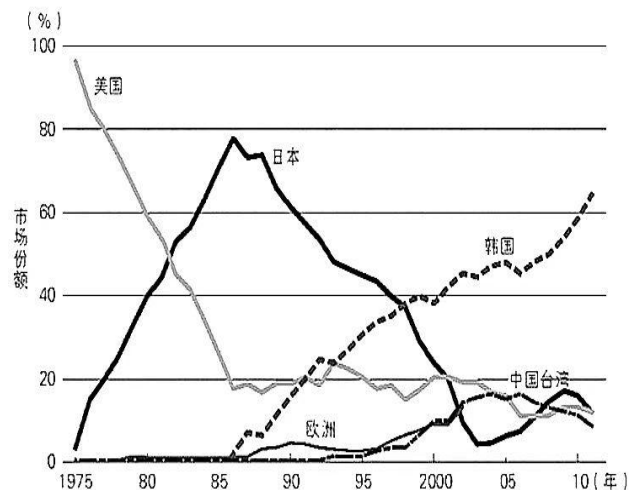
资料来源：Wind, 招商银行研究

图 8：日本汽车产业在 1980s 世界第一



资料来源：日本汽车工业协会, 招商银行研究院

图 9：日本信息产业优势在 1990s 逐渐丢失



资料来源：高德纳 (2015), 招商银行研究



## 2.2.2 贸易出口：1980s 贸易顺差快速扩大，是后续汇率战的直接原因

出口大幅增长是日本产业成功转型的重要表现。从日本主要的出口产品来看，20 世纪 50 年代的纺织品和收音机为主，60 年代升级为录音机、电视机、船舶和钢铁；70 年代，汽车和钢铁成为日本主要的出口商品；汽车和半导体在 80 年代是日本最重要的出口品。虽然日本经济在 1992-2012 经济停滞不前，但日本的出口继续增长。实际上，在所谓的“失去的 20 年”间，日本取得的微不足道的经济增长大部分也来自外部需求（净出口）的增长。汽车和电子产品仍然是主要的出口商品。

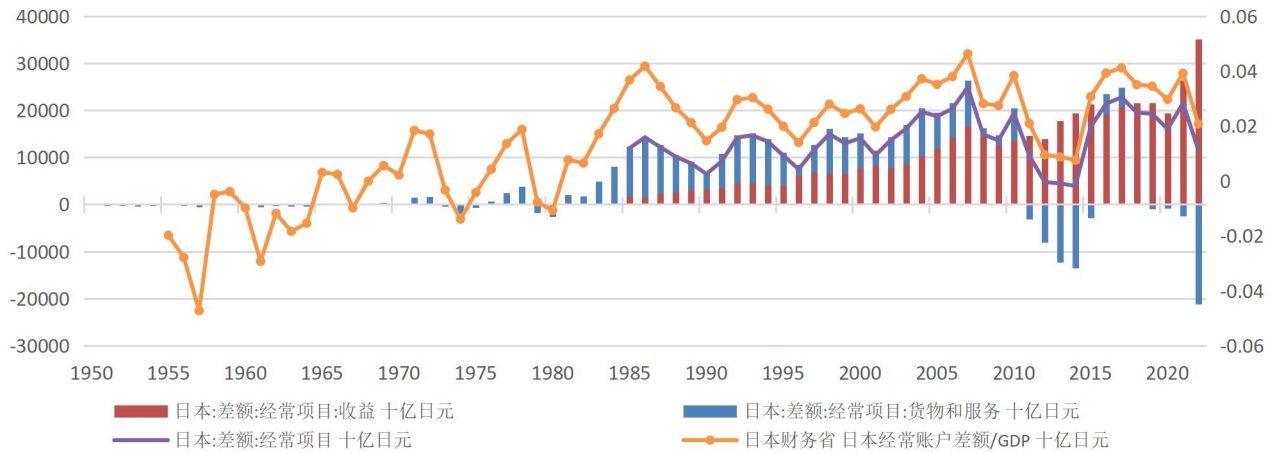
上述出口增长体现了在日本经常性账户差额在 1970s 开始出现经常性盈余，并从 1981 年至今持续保持盈余，特别是 1985 年以后经常性账户差额基本占到 GDP 的 2% 以上。其中，贸易差额在 2005 年之前是经常性账户中的最大项目，之后收益差额成为最大项目<sup>2</sup>。

日本贸易顺差的不断增长，是引发 1970s-1980s 日美贸易摩擦的直接原因。美国先后对日本的纺织品、钢铁、彩电、机床、汽车、半导体等商品进行贸易限制<sup>3</sup>。特别是 1980s 前期，美国采取国内加息以遏制石油危机带来的高通胀，导致美元大幅升值，极大削弱了美国商品的竞争力。同时，日本在这一时期完成产业转型，商品竞争力逐渐超过美国，使得美国的经常性账户由顺差转为大幅逆差。随着美国对日本的贸易逆差激增（1985-1990 年高峰时期日本占到美国贸易逆差的四成），双方贸易冲突加剧，常年处于贸易谈判状态。在此情况下，美国虽然持续对日本商品进行贸易限制，但是美国的贸易逆差还在不断增长，最终美国诉诸于汇率管理，最后以与日本签订《广场协议 1985》、英法七国《卢浮宫协议 1987》而告终（汇率在后文详述）。

<sup>2</sup> 日本经常性账户盈余主要项从贸易项目转向收益项目，主要原因是日本通过商品出口积累顺差后，进一步对海外进行经营性投资而产生的收益。

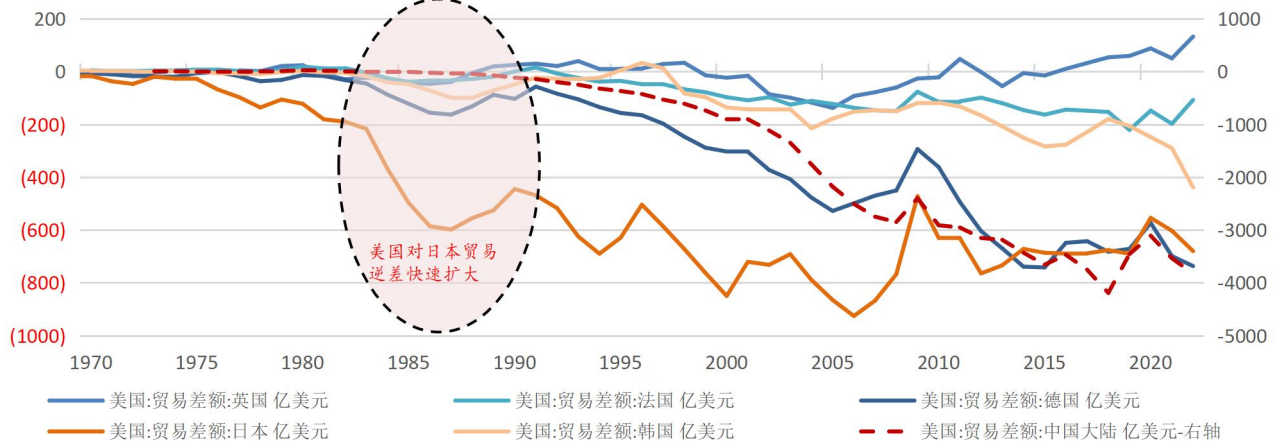
<sup>3</sup> 美国对日本纺织品贸易限制是 1950s-60s（《美日纺织品协定》1972），钢铁限制是 1950s-60s（《钢铁自愿出口限制》1972），机床限制是 1970s 后期（《机床自愿出口限制》1987），彩电限制是 1960-70s（《电视机有秩序销售协定》1977），汽车限制是 1980s（《汽车贸易资源出口限制协议》1980），半导体限制是 1980s 后期（《半导体协议》1986）。

图 10：日本经常性账户从 1981 年至今持续保持盈余



资料来源：日本财务省，招商银行研究院；注：1985 年之前的经常性项目货物和服务用贸易差额替代。

图 11：美国对英、法、德、日、韩、中国大陆的贸易差额



资料来源：国际货币基金组织，招商银行研究院



### 三. 货币信贷：政治金融地位与产业的强势竞争力不匹配，日元被迫升值是地产泡沫的间接导火索

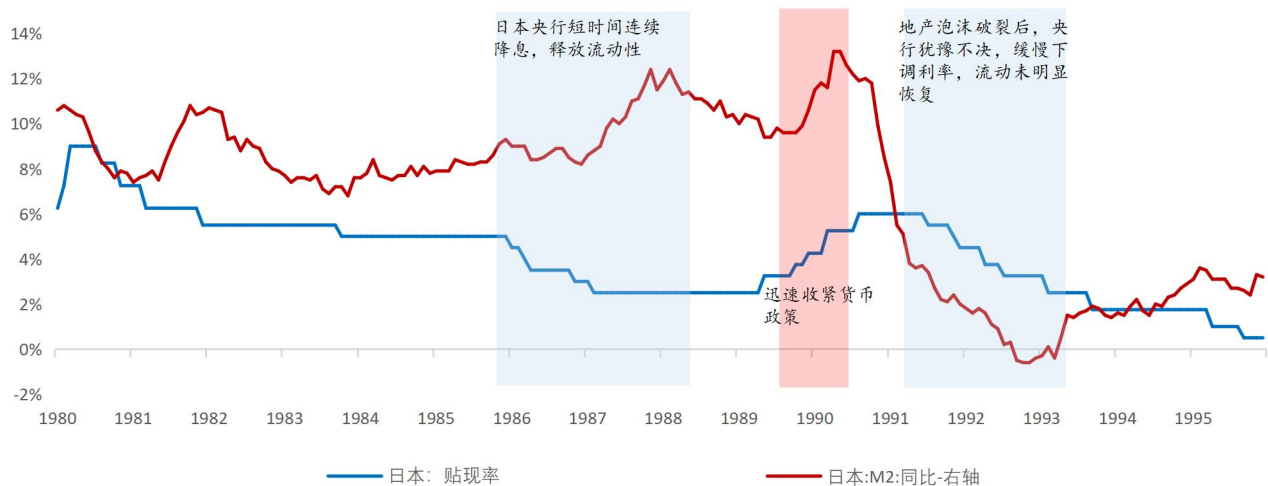
与 1980s 年代日本制造业“高光时刻”形成反差的是日元汇率谈判。日本产业的强势与其所处的国际政治金融地位的不匹配，为其后日元被迫升值、不动产泡沫化埋下了巨大隐患。

#### 3.1 货币政策：1980s 中后期日元快速升值使得当局被迫长期维持低利率

日本在泡沫经济破灭前后的货币政策操作，一直被学界和业界所批判。一是其在 1980s 长期宽松货币政策加速了泡沫的膨胀，二是低估了泡沫破灭影响，迅速收紧货币刺破泡沫，三是泡沫破灭后处理的拖延。“长期宽松货币政策”和“加息滞后<sup>4</sup>”，也是后来历任日本央行行长们所懊悔反思的问题。

为什么宽松的货币政策得以长期维持呢？根本原因是日元升值压力。根据蒙代尔不可能三角理论，在资本自由流动的前提下，国家是无法同时保证利率自主与汇率自主，因此要抵御汇率升值压力，国内利率需要维持较低水平。而 1980s 后的日本国内较低通胀水平，也对日本央行加息形成阻力。

图 12：地产泡沫产生到破灭日本央行货币政策



资料来源：wind, ceic, 招商银行研究院

首先来看日元升值过程。自从 1971 年布雷顿森林体系瓦解后，日元经历了两次明显的升值。在 1970 年前，日本内外部环境（全球低通胀、日元被低估）都是比较有利的。进入 1970s，全球通胀受两次石油危机显著提升，而随

<sup>4</sup> 1988 年全球流动性已经开始收紧，但日本央行的操作相对滞后，直到 1989 年 5 月才开始加息。至 1990 年 8 月，日本央行连续加息 5 次，将贴现率由 2.5% 的极低水平大幅上调至 6%，主动刺破泡沫。

着日美贸易摩擦逐渐加剧，最终迫于美国的政治压力，日元先后在 1977、1985 年两次对美元升值。1977 年 1 月美元兑日元汇率从 291 升值至 1978 年 12 月的 196，日元升幅约 49%。1985 年 9 月《广场协议》签订后，美元兑日元汇率从 237 快速升值至 1987 年 12 月的 128，日元升幅达 84%。

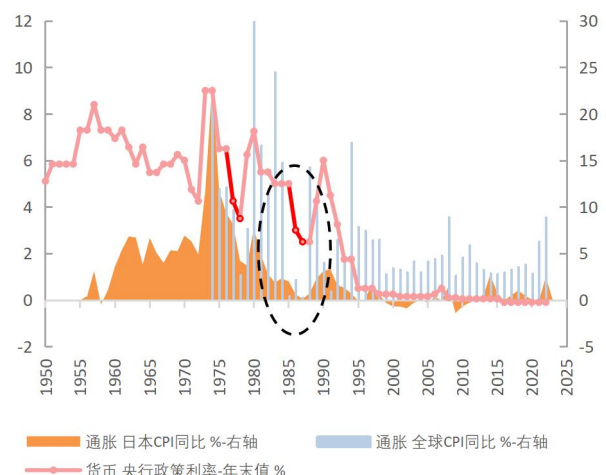
两次日元升值的结果完全不同。在日元升值的同时，日本国内货币政策都选择降息以应对来自出口的压力。但是，第二次的国内货币政策的灵活性和效果远不如前一次：一方面，日本在 1977-78 年、1985-87 年面临的通胀背景截然不同，前次是在两次石油危机之间的时点，全球处于高通胀环境，日本 1977-78 年 CPI 同比为 8.1%、4.2%；而第二次时点处于全球通胀下行且日本国内通胀水平极低的环境，日本 1985-87 年 CPI 同比为 0.5%、2.2%、0.3%，低通胀让日本央行加息面临极大阻力。另一方面，国内货币政策的效果，1970s 中后期产业转型成功，使得货币资金向先进制造业流入；而 1985 年后资金主要向股市和地产资产流入。

图 13：日元两次升值 1977-78、1985-87 年



资料来源：wind，招商银行研究院

图 14：1980s 中后期日本处于低通胀环境



资料来源：wind，招商银行研究

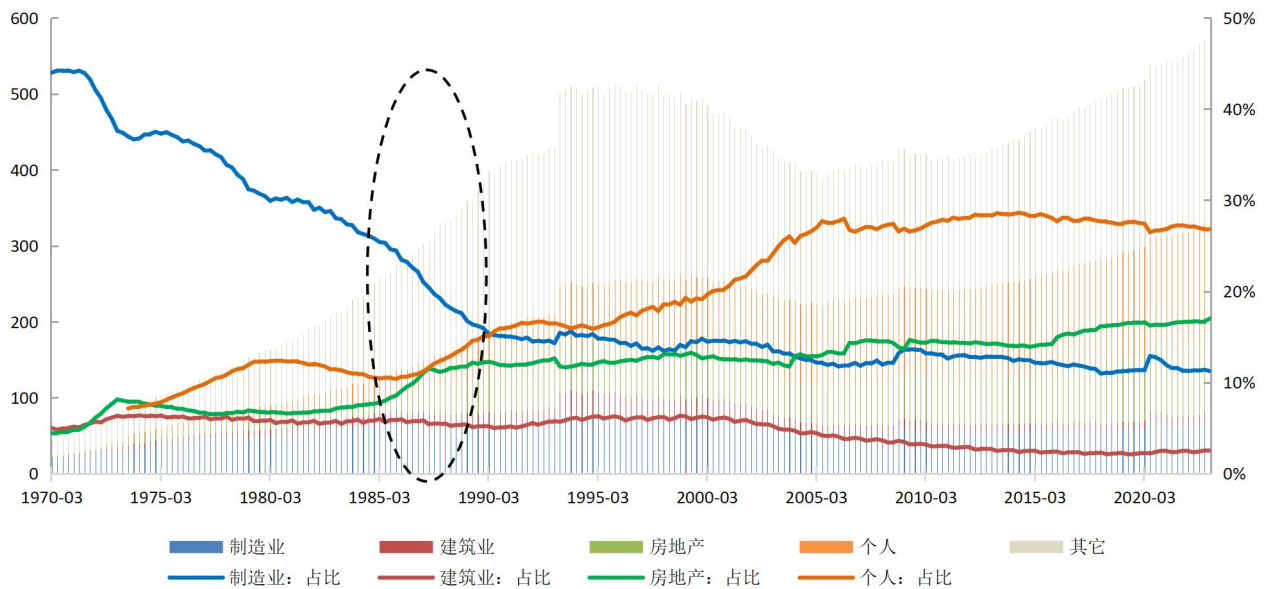
### 3.2 金融信贷：大量冗余信贷涌入房地产行业

从信贷投向可以看出，日本在 1980s 后半期的宽松货币政策，并没有如期使得资金流入制造业，反而流向了房地产业。日元升值导致的直接结果是日本的出口增速大幅回落，出口金额增速在 1985 年 9 月转负后并持续 3 年负增长。随后日本央行在 1985 年开启降息以扶持出口。但是由于该阶段制造业已经进入工业化后期，实体投资需求相对放缓，在 1980s 后半期日本制造业贷款出现了战后以来的首轮绝对额下降。1985 年 12 月-1989 年 12 月制造业贷款余额从 67.4 万亿日元下降至 61.4 万亿日元，而制造业贷款余额占比则下降更快，从 24.5% 下降至 16.0%。



冗余资金流向资产市场，股市和楼市吸引了巨大的资金量。1985-1990 年日本股市上涨 2 倍（日经 225 指数从 1985 年底的 13000 点上升到 1989 年底的 39000 点），房价上涨 50%（其中，东京房价指数从 130 上涨至 310）。大量资金通过企业和居民贷款流入地产，四年间，房地产和建筑业的贷款余额从 42.0 万亿日元上升至 67.0 万亿日元，相应贷款余额占比从 15.0% 上升至 17.4%；个人贷款余额从 29.7 万亿日元上升至 58.0 万亿日元，相应贷款余额占比从 10.6% 上升至 15.1%。银行业的房地产商业贷款（包括房地产企业贷款和个人住房贷款）在 1990 年 12 月达到 97.5 万亿日元，占全国贷款的 23.8%。（房地产商业贷款增长的具体结构情况将在 4.2 节详述）。

图 15：日本银行业的制造业、房地产、建筑业、居民的信贷余额和占比



资料来源：wind, ceic, 招商银行研究院



## 四. 地产泡沫：低利率使泡沫不断累积，而“史诗级”泡沫破灭危及到金融稳定，进而拖累经济出清

### 4.1 量价回顾：两次调整，以 1991 年泡沫破灭前为顶峰，呈倒 V 型

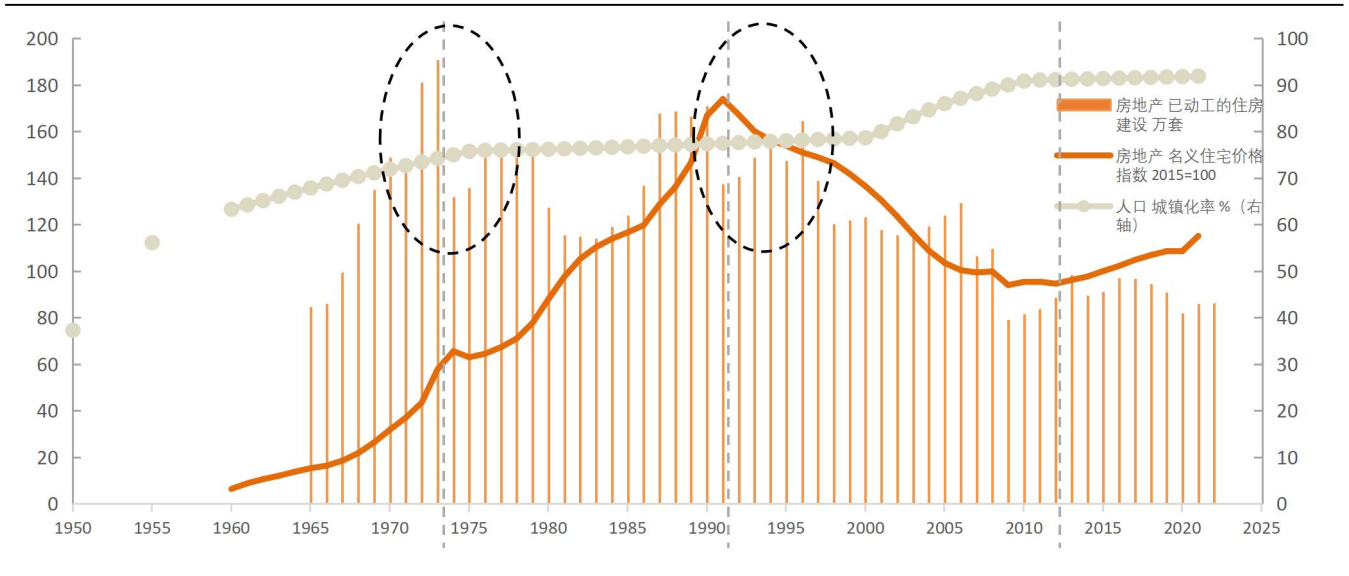
比大起大落的日本经济更甚者就是日本房价。日本房地产市场一共经历了两次深度调整：第一次发生在 1974 年“住宅量高位下台阶”，第二次是 1991 年“泡沫破灭房价暴跌”。第一次深度调整时间较短，受益于 1970s 产业转型成功经济向好，后续住宅市场表现为房价继续上涨，而量在相对高位震荡。第二次深度调整是日本地产市场的转折点，表现为后续量价长期持续下跌。

具体来看，1974 年日本房地产市场经历了 3-4 年的短暂调整期。由于第一次石油危机冲击，日本国内经济经历调整，房地产市场在 1974 年经历深度下探，住房建设套数减少 30%，房价增速也在 1975 年转负。但随着油价回稳，以及日本成功进行产业转型，经济质量更上新台阶，带动日本房地产市场在 1977 年初即回到了相对正常的轨道。后续住房建设套数总体在高位震荡，大致处于前期高位的 8 成水平，主要是因为城镇化进入成熟水平后中枢正常下行（1975 年日本城镇化率已达到 75.9%）。而房价受益于经济增长质量向好，在短暂调整后继续上涨，整体市场处于“量稳价涨”的状态。

1991 年后房地产市场呈现持续长期的下行。1985 年开始随着国内利率持续低位，而制造业由于进入工业化后期投资需求相对放缓，导致冗余资金流向资产市场，股市和楼市吸引了巨大的资金量。随着房价不断升高，已开工的住房建设套数也重回上升通道。

直至 1990 年左右日本股市见顶，政府逐渐意识到地产泡沫（但未认识到泡沫的严重性），于是采取连续加息的策略主动将泡沫刺破。随着泡沫破灭，日本房价暴跌，并在此后 20 年持续下跌，基本跌至 1991 年最高房价的一半。住宅量先后经历三次平台式下跌，最终大致稳定在历史高位的一半左右的水平。

图 16：1950 年以来日本城镇化、地产量价情况



资料来源：WIND, 招商银行研究院；注：名义住宅价格指数 2015 年=100

## 4.2 泡沫的累积：房地产信贷显著增长是拉动地产的直接原因

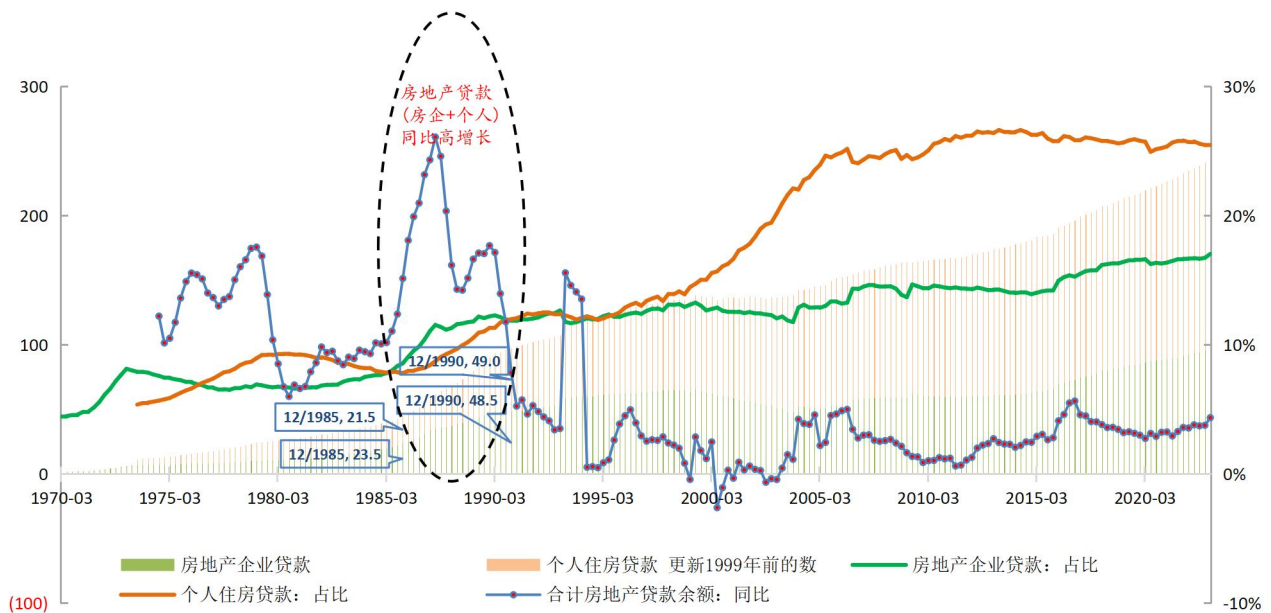
前文 3.2 节货币信贷中我们已经了解到，日本 1980s 后半期的宽松货币政策，并没有如期使得资金流入制造业，反而流向了房地产业。从投向房地产业的贷款的金融部门来看，主要是商业银行、住专金融机构和其他非银金融机构三大类。

**商业银行的房地产贷款快速增长：**日本银行的房地产商业贷款余额（包括房地产企业贷款和个人住房贷款）从 1985 年 12 月的 45.0 万亿快速增长至 1990 年 12 月 97.5 万亿日元，占全国贷款比例从 16.4% 提升至 23.8%。五年间房地产相关贷款余额增长超过一倍，年增速基本在 10% 以上，其中 1987 年增速更是超过 20%。商业银行在泡沫时期对房地产领域的贷款投放激进，一方面是基于对经济良好的预期，地价房价持续上涨带来的正反馈效应；另一方面是金融自由化后的客群降级倒逼所致，由于银行的企业客群面临下沉<sup>5</sup>，因此更倾向从资产价值角度增加对房地产领域的投放。

结构上来看，房企贷款从 23.5 万亿增长至 48.5 万亿，占比从 8.6% 提升至 11.9%；个人住房贷款从 21.5 万亿增长至 49.0 万亿，占比从 7.8% 提升至 12.0%。从贷款余额增长节奏来看，房企贷款在泡沫时期中前期增长更快，个人住房贷款在中后期增长更快，这与当时的房地产量价变化形成对应，1985-1987 三年量价双增，1988-1990 三年量平价增。

<sup>5</sup> 由于金融自由化政策的实施，大企业可以直接从资本市场筹措资金，金融机构的优良贷款客户也不断减少。

图 17：日本银行业整体房地产贷款增速及房地产企业、个人住房贷款余额情况



资料来源：wind, ceic, 招商银行研究院

**住专金融机构大幅向房企投放：**“住专”是日本住宅专业金融公司的简称，是 1970s 年代初日本经济高速增长时期，在大藏省支持下成立的以银行为母公司的对私人和企业提供住房信贷的专业金融机构。其成立初期以个人住房贷款为主，80 年代后随着地价的暴涨住专机构开始向房地产企业放贷。根据日本经济新闻数据，除去规模最小的共同住宅贷款公司，包含日本住宅金融、第一住宅金融公司、住宅贷款服务、综合住宅等在内的 7 家“住专”公司在 1980 年末贷款总额达到了 4.4 万亿日元，其中房企贷款余额为 0.15 万亿，占比 3.3%；在 1990 年末的贷款总额达到了 12.4 万亿，其中房企贷款余额达 9.7 万亿，占比 78.6%。

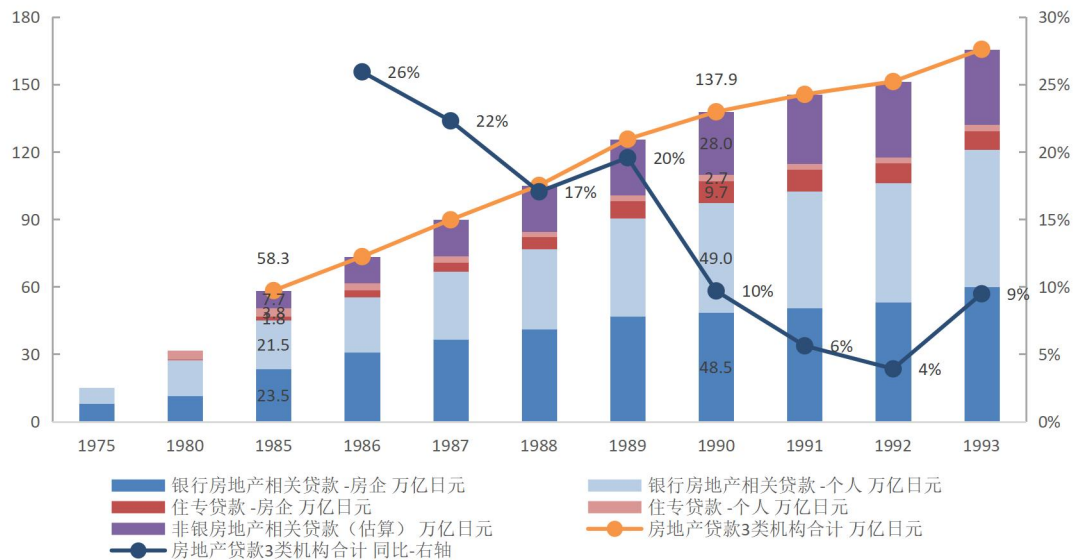
当 1991 年地价开始下跌，住专的不良贷款高达 4.6 万亿日元，占其贷款余额的 38%。虽然日本大藏省基于经济短期调整后可迅速恢复的考虑，对住专进行了持续救助<sup>6</sup>，但实际上房价迎来了一个长达 15 年的下行周期，住专的不良贷款持续提升，最终倒闭重组。到 1995 年，住专贷款余额是 11.8 万亿日元，其中有 75% 是不良，60% 被认为是无法收回。

**其他非银金融机构（住专以外）：**相较于商业银行，非银金融机构的获客能力有限，业务经营相对更偏激进。在泡沫经济时期，非银金融机构在发放

<sup>6</sup> 在地价下跌初期，日本政府是寄希望于经济短期调整后迅速恢复的预设下，分别在 1991、1993 年出台两项住专救助计划，包括创办银行和非创办银行为住专提供贷款，降低对住专贷款的利率。1995 年，日本政府为了避免由于住宅金融公司的倒闭而引发金融恐慌，做出决定：从 1996 年财政预算中拨 0.68 万亿日元，加上创办银行的 3.5 万亿、其他贷款人的 1.7 万亿、日本农协的 0.53 万亿共计 6.4 万亿来处理住专金融机构的坏账，其余约 6.6 万亿日元的可能收回的资产被转移至新成立的住房贷款管理公司（HLAC），原有住专金融机构倒闭。

贷款时主要依据抵押物的估值水平，基本不去考察借款人本身存在的风险和贷款用途。这种完全建立在房价上涨逻辑下的投机性放贷策略，房价泡沫破灭对其冲击巨大。非银机构贷贷款余额在泡沫经济时期大幅增长，其从 1985 年末约 22 万亿日元，增长至 1989 年的 80 万亿日元，到 1993 年末进一步增加至 96 万亿日元，其中 4 成左右的贷款投向了房地产及建筑行业。

图 18：日本银行、住专、其他非银金融机构的房地产相关贷款余额情况



资料来源：wind, ceic, 日本财务省, 招商银行研究院；注：其他非银机构房地产贷款为估算值。

### 4.3 泡沫的破灭：加息、限贷、地价指导/税，货币信贷与土地政策重拳击溃泡沫

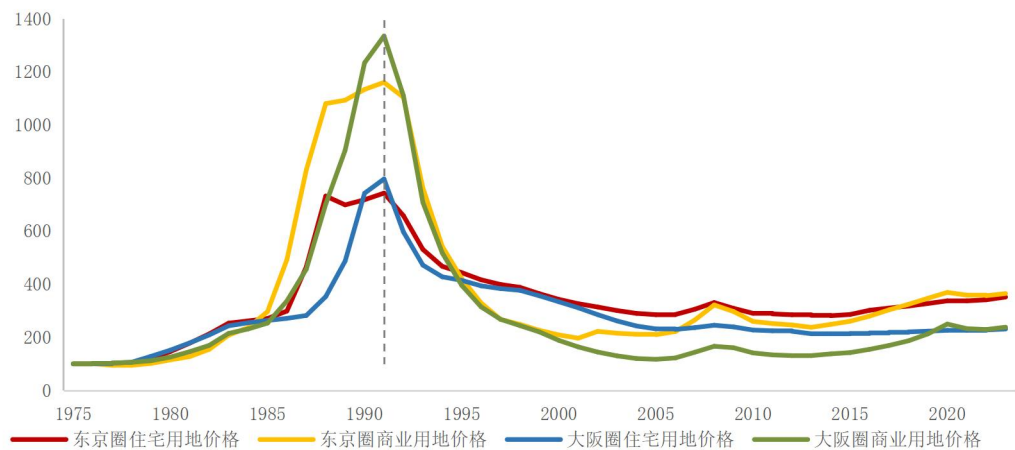
虽然 1987 年后日本地价暴涨，但是日本当局和其国内市场对不动产泡沫化程度的判断是不足的，因此政策操作上是选择主动、快速的刺破泡沫。1990 年前后很多海外政府官员和经济学家已经对日本未来地价暴跌担忧。但是日本当局包括央行和交通省等政府机构，仅承认“有部分泡沫化，但不严重”。这主要是来自于对 70-80 年代日本经济赶超带来的乐观预期，“日本特例”思维在日本国内盛行。

日本主动刺破泡沫的手段有四：一是日本央行的连续紧缩政策（1989 年 5 月-1990 年 10 月 5 次加息，详见 3.1 节）。二是实施“融资总量限制”，1990 年 3 月大藏省要求各金融机构在每一个季度的不动产贷款额的增长率不得高于贷款总额增长率，同时要求定期汇报“泡沫三产业”（不动产、建筑业和非银金融机构）的贷款执行情况。三是政府直接指导土地成交价格，要求土地交易必须向地方政府主要机构提出报告，防止土地高价交易。四是完善土地税制，强化土地保有课税、土地取得课税的征收，1989 年出台《土地基本

法》，1991年创设地价税<sup>7</sup>等。一系列的强有力政策措施使得日本的地价开始大幅度下跌。

1991年，土地价格开始掉头向下，曾经的“土地神话”信念被彻底打破，日本的土地价格进入了漫长的下跌历程，即使在三十年后的2021年，六大城市地价也仅达到1991年高点的29%。

图 19：1980年后东京圈、大阪圈的地价指数走势（1980年=100）



资料来源：日本国土交通省，招商银行研究院

#### 4.4 泡沫的后果：大量不良债权处置滞后，危及金融体系稳定，经济负重难行陷入长期收缩

不良债权是90年代日本经济长期停滞的主要原因之一，这是许多研究日本问题的经济学家的共识。大量不良债权危及到了日本金融体系稳定，对经济的出清和修复形成严重拖累，这与当初日本政府选择主动泡沫时所设想的情况不一致。

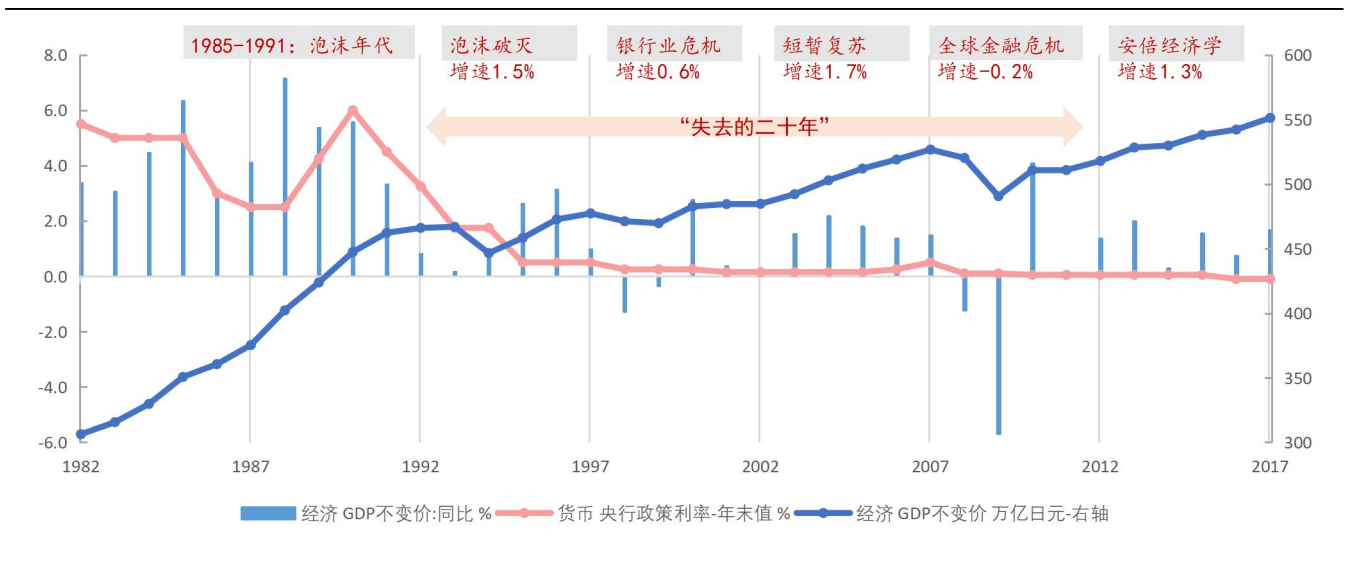
日本“失去的二十年”可细分为4个阶段。1) 泡沫破灭后的第一个五年，经济增长在1991年下半年明显放缓，直到1993年经济触底，时任日本首相宫泽推出一揽子大规模经济刺激政策和救市维稳政策。基于凯恩斯主义的需求不足财政刺激的方法，对经济短期产生托底作用，宏观经济在1995、1996年开始走向复苏。但是当时银行和企业的资产负债表仍在恶化。2) 第二个五年，日本金融业大幅动荡。银行依靠增加放贷隐瞒了大量不良贷款。随着亚洲经济危机蔓延，原本“积重”的日本银行业压力倍增。1997年11月至1998年12月日本有三家大型银行和两家证券公司倒闭，日本金融市场冻结。直到1999

<sup>7</sup> 1971年开征土地保有税，对一定价值以上的土地在取得和取得后10年内课税，保有环节税率为1.4%，取得环节税率为3%，政策背景是“列岛改造计划”刺激下日本地价暴涨，政府试图通过特别土地保有税抑制土地投机交易，控制不断上涨的地价；第二次是1991年开征地价税，税率为0.3%，政策背景是泡沫时期抑制日本土地价格上涨。



年3月大规模注资，银行业不良贷款问题完全暴露后，日本金融市场逐渐稳定下来。**3) 不良贷款完成出清，日本迎来一定复苏。**在小泉纯一郎改革阶段，其2002年9月任命竹中平藏负责金融监管，以强硬手段向各大银行施压减少账面不良贷款，2003年才基本解决“僵尸企业”问题。**4) 全球金融危机阶段。**日本经济的曙光又被金融危机的溢出效应所中断，一方面美国陷入衰退，抑制了对日本出口的需求；另一方面美国和欧洲大规模的量化宽松，倒逼日元升值，进一步对出口形成打击，日本经济再次陷入衰退。

图 20：泡沫破灭后“失去的二十年”的经济情况



资料来源：WIND, 招商银行研究院

从1991年不动产泡沫破灭到2003年金融体系完成不良贷款的出清，日本政府的处理是极为迟滞的。这主要是因为日本政府和金融当局并没有意识到不良债权将成为危害金融系统的关键因素，而是采用常规的金融措施手段应对。这与2008年美联储在“雷曼时刻”采取的超常规处理措施形成鲜明对比（第五章将对上述政策操作原因进行深入分析，在此不做展开）。

不良债权的增加不仅使得借方企业倒闭破产，导致企业的雇佣与设备投资的收缩，而且使银行“惜贷”，出现信用收缩，进一步引起金融机构的倒闭并强化信用收缩预期，危及整个金融系统，从而打击实体经济。可以看出，日本当局对稳定金融市场预期、控制金融机构倒闭的蔓延影响方面，没有发挥该有的作为，导致其金融系统一度冻结，带来实体经济资产负债表长期收缩。

为更具象的理解泡沫破灭后日本金融体系长时间未能出清，可参考许小年新近文章《再聊“资产负债表衰退”》。许小年不认同辜朝明关于日本泡沫期间金融机构资产负债表仍然正常的观点，列举了“一家企业和一家银行的生死劫，揭示企业和银行的资产负债表如何相互感染而溃烂以及为什么不良债务出清需要延宕近十年”。



**第一个案例是曾经的日本最大零售商大荣公司。**大荣趁泡沫经济的东风大量借贷，买地建店扩张，随着土地价格的上涨，公司以土地为担保，借入更多的钱，开办更多的店，形成了一个分布日本各地的庞大零售网络，将业务扩展到“除了女人和鸦片”之外的几乎所有商品。支撑这个“商业传奇”的是高达 200 亿美元的累积债务，以及地产市场永远看涨的预期。当地产市场崩盘后，土地抵押品的价值大幅缩水，银行不能再像过去那样贷款给大荣，公司单凭零售的主业收入无法偿付到期债务。自 2000 年始，在政府的参与下，大荣和它的三家主银行多次就债务重组展开谈判，采取了撇账、债转股、特别贷款、动用公共资金核销等多种方法，试图避免破产的命运，但最终也没有逃过一劫，2005 年被政府的产业再生公司（IRC, Industrial Revitalization Corp.）接管。

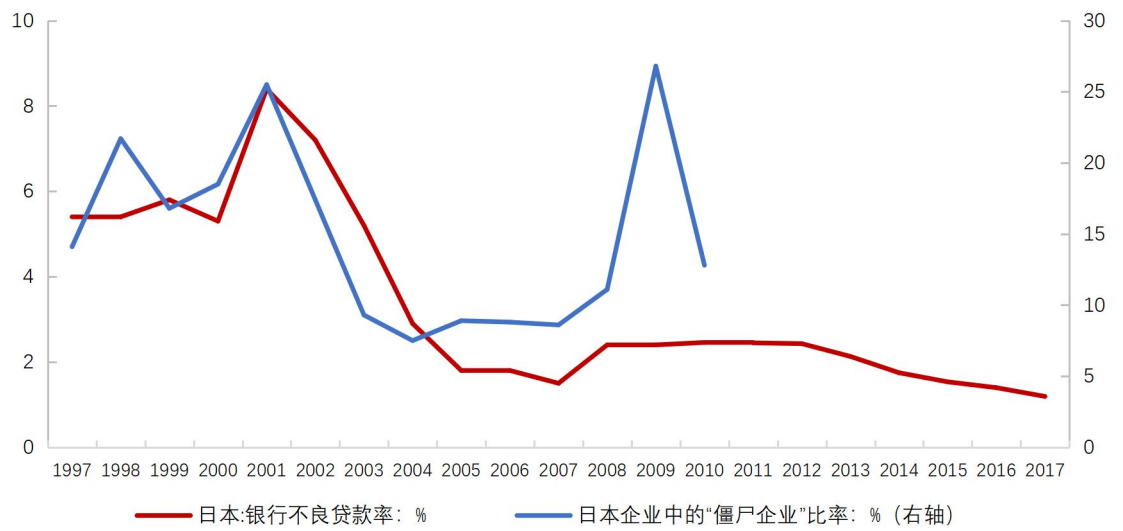
在救助大荣的过程中，监管当局检查出其最大债权人 UFJ（United Financials of Japan，日本联合银行）的准备金不足，UFJ 只好追加准备金，因此而产生的大量亏损自身难以消化，遂由三菱东京金融集团注资，“救济合并”为三菱 UFJ。UFJ 的前身是三和、东海、东洋信托三家破产的银行，经过核销坏账，关闭分支机构，裁剪人员后于 2002 年合并组成，再因大荣的破产而进行二次重组。破产-重组是那一时期的主旋律，金融机构资产负债表的清理和实体经济中企业的重整紧密地缠绕在一起，绝非辜朝明先生所讲的“一两年”那么容易。

**第二个案例是日本长期信用银行（简称“长银”）。**这家银行成立于 1952 年，通过向地方银行发行金融债券筹资，给钢铁、电力、机械、化工等产业提供大规模的设备贷款，对战后的重建发挥了不小的作用。经济高速增长结束后，设备投资的回报下降，长银没有意识到改变商业模式的必要性，还想继续轻松获利，进入了不动产和旅游度假行业。地产市场崩盘后，投资都变成了不良债权。长银并未及时处理这些不良资产，而是通过“内部重组”掩盖真相。具体做法是让下属子公司从长银借贷，子公司用一部分借来的资金按账面值购买债务人的土地抵押品，其余投入到买来土地上，开发公寓项目，幻想用公寓产生的租金收入偿还长银的贷款。这番操作看上去完美地清理了不良资产，实际上只是将不良资产从总部转移到了子公司的会计账簿上，泡沫破灭后的低租金根本无法支付泡沫期间的高地价，自欺欺人的手法仅仅延迟了亏损的暴露，高管们或许可借此逃避责任，却无法挽救长银的破产命运。

从这两个以及其他很多类似的案例中，我们可以看到，为什么上世纪 90 年代对日本而言是“失去的十年”，十年间掩盖和否认问题的存在，抵制改革。当事人的各方都不想揭开盖子，因为一旦真相大白，企业高管要承担经营责任，引咎辞职，金融机构清查与核销坏账，必然造成亏损和资本金的损失，一批现任的行长、董事长就要鞠躬下课，高管们于是继续编造将来有可能偿还债务的故事。



图 21：泡沫破灭后日本不良贷款率与僵尸企业比率



资料来源：日本金融厅，招商银行研究院



## 五. 日本的教训：监管意识存在历史局限，对外汇率决策缺乏独立性

“《广场协议》”、“长期低利率”、“不良贷款”被认为是日本泡沫经济破灭和失落二十年的主要原因。其中，前者的关键是国际政治经济博弈，《广场协议》是美国施压和日本贸易立国模式背景下很难避免的选择；后两者“长期低利率”、“不良贷款”则是由于当时金融监管理念的局限，这也是日本历任货币政策决策者所懊悔的选择。

（如需本部分内容，请参照文末联系方式联系研究院）。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇