



热点研究

日本地产危机的启示

导读：

我国房地产市场与日本存在差异，不宜完全照搬其政策经验，但日本地产危机的研究对我们仍有警示和参考意义。面对房地产市场调整，参考日本地产经验，信托公司应主动顺应市场发展规律，加快房地产信托业务转型，积极融入房地产转型新发展模式的历史进程，发挥资产管理、资产服务等专业化受托功用。

二战后日本先后出现过两次地产危机，分别在1974-1977年和1991-2009年期间。两次危机的直接原因均是地产泡沫的破裂，但因触发因素和所处背景迥异，后续影响程度截然不同。本报告回顾和总结日本战后两次地产危机的起因和影响，为我国房地产市场未来发展提供参考，并对房地产信托业务的转型发展提出思考。

一、日本地产两次危机回顾

（一）第一次危机：1974-1977

发生于上世纪70年代的日本地产危机，刺破泡沫的直接因素是外生冲击，本质上则是经济周期在地产市场的投射。

二战后日本经济实现高速增长，但由于自身资源缺乏、内需不足，经济对外依存度较高，容易受到外部因素的冲击。1974年之前，经济高速增长和快速城镇化推动房价快速上行，形成资产泡沫。1973年第四次中东战争爆发引发第一次石油危机，全球经济衰退，输入型通胀和外需走弱双重压力之下，日本经济增速大幅回落，房地产市场随经济转冷而下滑。

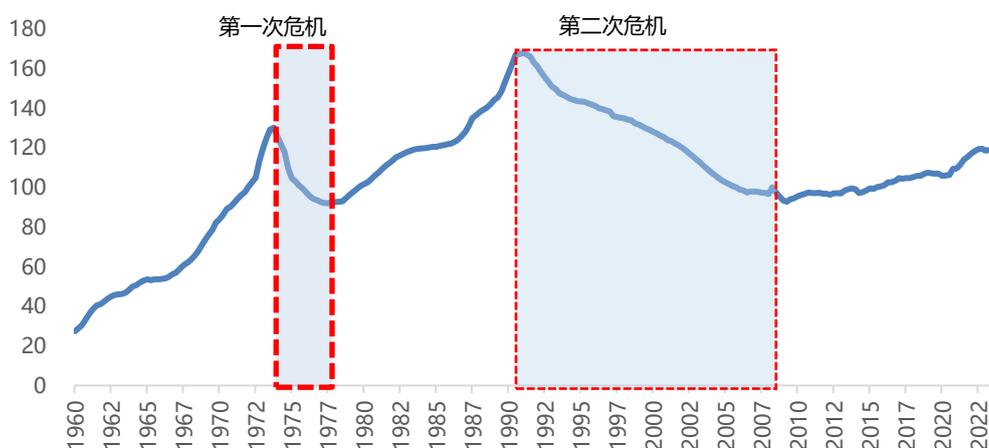
危机爆发后，日本政府主要采取逆周期政策来扩大需求和刺激经济，包括通胀压力缓和后货币政策转向宽松、给住宅贷款提供利率补贴、大规模扩张基建等。在一系列经济刺激计划的推动下，日本经济迅速走出低谷，企业与居民预期好转。同时，由于产业升级带来的经济优势和购房适龄人口的旺盛需求，支撑了日本地产业1977年开始企稳并较快反弹。日本房价指数1978年开始再次进入上行通道。

（二）第二次危机：1991-2009

始于上世纪90年代的日本地产危机，直接原因是金融泡沫被刺破，房价下行周期延续了近20年，其本质是地产周期和经济周期的共振下行。

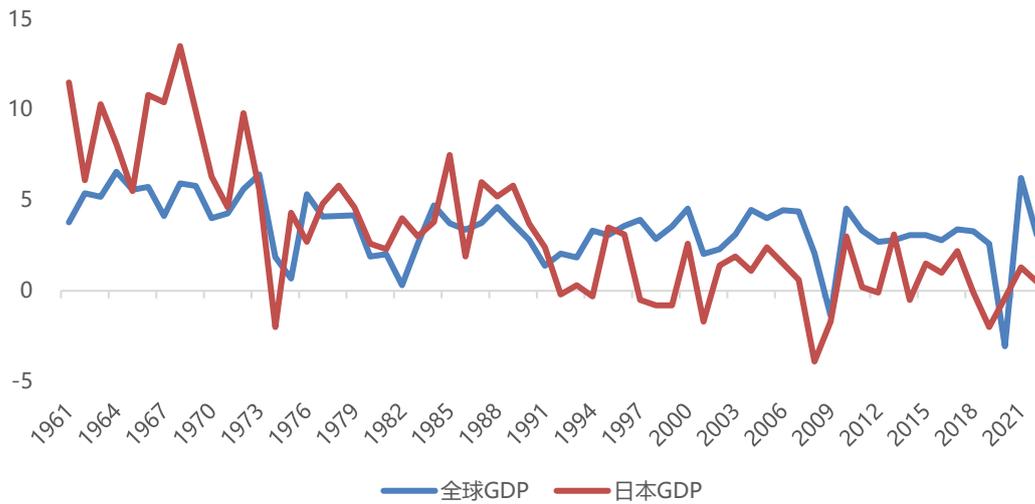
危机爆发前，日本地产高度金融化，催生了房价泡沫，主要由三方面因素导致：一是日本经济崛起，人口结构和城镇化进程拐点尚未到来，居民购房需求持续旺盛；二是“广场协议”（1985年）和“卢浮宫协议”（1987年）签订后日元升值，外贸承压，政府为刺激经济采取宽松货币政策，加之金融自由化程度高、实体缺乏投资机会，大量资金（包括外资）流向房地产市场，企业投资地产的现象比较普遍；三是土地财税政策保持宽松，主要包括土地税收政策改革减轻法人和个人长期持有土地转让所得税（1979年）、居住用地资产置换制度延期缴纳资本收益税（1982年）、遗产税改革促使居民将金融资产转变为土地来避税（1983年）等。此外，彼时日本金融体系缺乏透明和系统性监管，这也助长了资产金融泡沫的膨胀。日本大藏省职能上是央行、财政部、国税总局的集合，统管货币政策、财政政策和税收政策，权利过于集中，与企业通过官民之间旋转门等机制逐渐形成了利益共同体，经济上行期助长了企业的过度投资，下行期则易发生不良资产的扩张和隐匿。

日本国内股价和房价加速上涨引发经济脱实向虚、居民购房压力大、企业经营成本高等问题，同时加剧了通胀的快速抬升，日本CPI同比由1989年2月的1.0%迅速抬升至同年5月的2.9%。在此背景下，日本政府开始主动挤泡沫，相继收紧货币、信贷、土地等政策。货币政策方面，日本央行从1989年5月至1990年8月连续5次加息，将贴现率由2.50%大幅上调至6.00%。信贷政策方面，1990年3月大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》，实施对土地融资的总量控制，以抑制土地交易的投机活动。土地政策方面，日本政府1991年开始推行土地税制改革，先后推出《综合土地政策推进纲要》、《土地税制改革的基本方案》、《土地基本法》等政策法律文件，提高土地持有和交易成本。此外，90年代初，美国经济从“滞胀”中恢复，成为更有吸引力的投资目的地，国际游资大批出逃日本流入美国，也加速了日本地产泡沫的破裂。1991年开始，日本房价指数开始了长达十九年的持续下行，直至2009年探底，此后又经历了十余年的缓慢复苏。



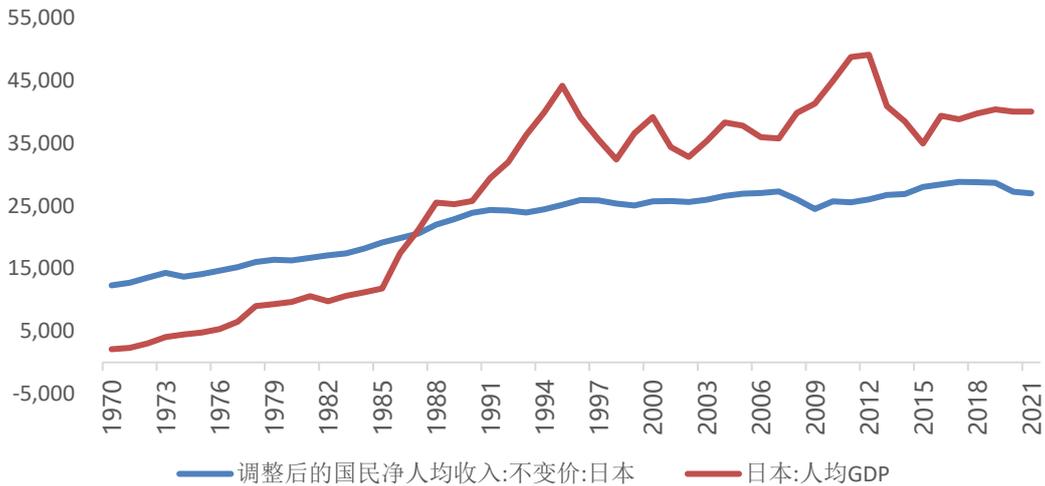
来源：Wind, OECD

图 1：OECD 实际房价指数——日本



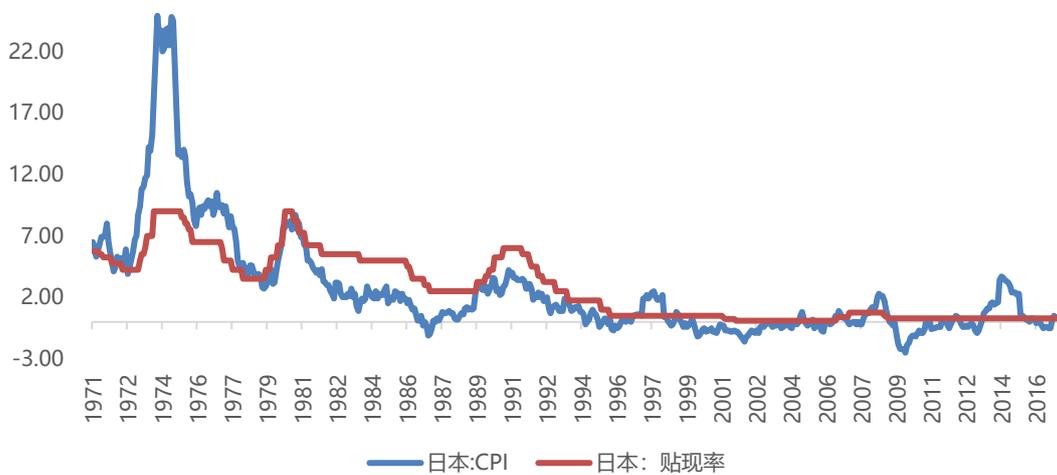
来源：Wind，世界银行，日本内阁府

图 2：日本与全球的 GDP 增速对比（单位：%）



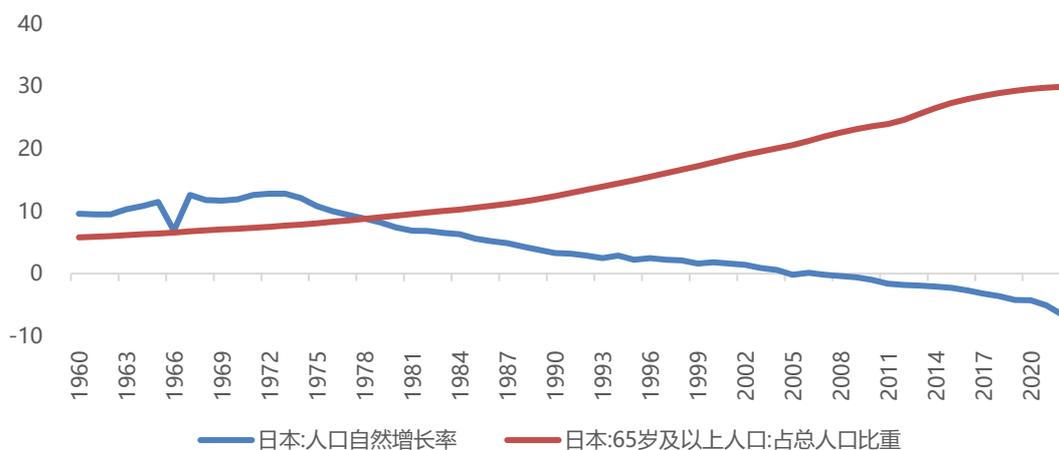
来源：Wind，世界银行

图 3：日本人均 GDP 和国民净人均收入不变价（单位：美元）



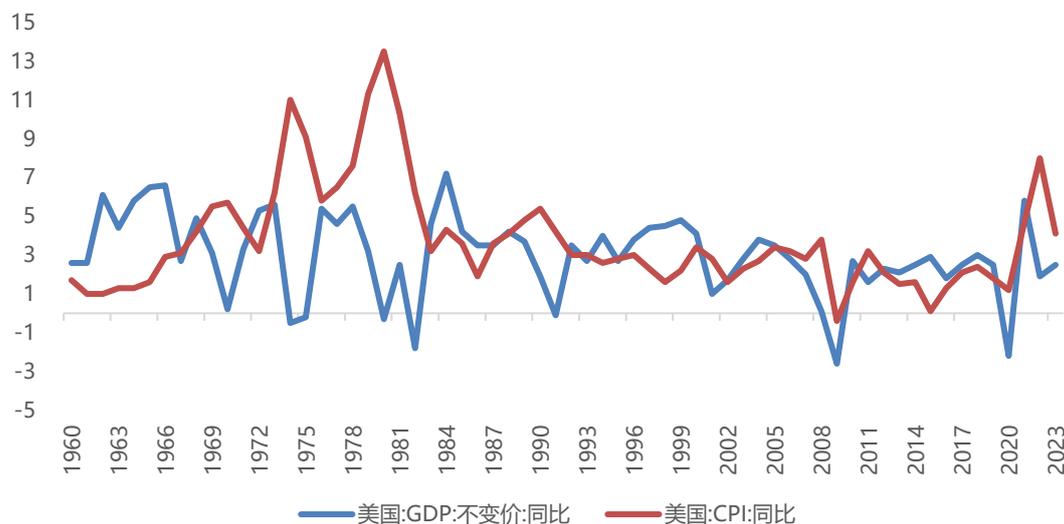
来源：Wind，日本统计局，国际货币基金组织

图 4：日本 CPI 和贴现率（单位：%）



来源：Wind，日本统计局，世界银行

图 5：日本人口自然增长率和 65 岁及以上人口占比（单位：%）



来源：Wind，美国经济分析局，美国劳工部

图 6：美国 GDP 和 CPI 情况（单位：%）

二、日本上世纪 90 年代地产危机的应对和转型

（一）应对：政策力度空前，市场短期“以价换量”

在第二次地产危机爆发后，日本政府采取了一系列提振市场措施，可谓力度空前，概括起来主要包括三类：

一是调控政策从紧缩转向宽松。货币政策方面，日本央行自 1991 年 7 月至 1996 年 9 月将贴现率从 6.0% 降至 0.5%。进入 21 世纪，日本央行又相继推出量化宽松(Quantitative Easing, 简称 QE)、负利率、收益率曲线控制(Yield Curve Control, 简称 YCC)等更为激进的政策。融资政策方面，日本政府于 1991 年底取消实施不到 2 年的不动产行业融资总量控制政策，推动房地产行业信贷回暖。土地政策方面，1998 年开始全面转向宽

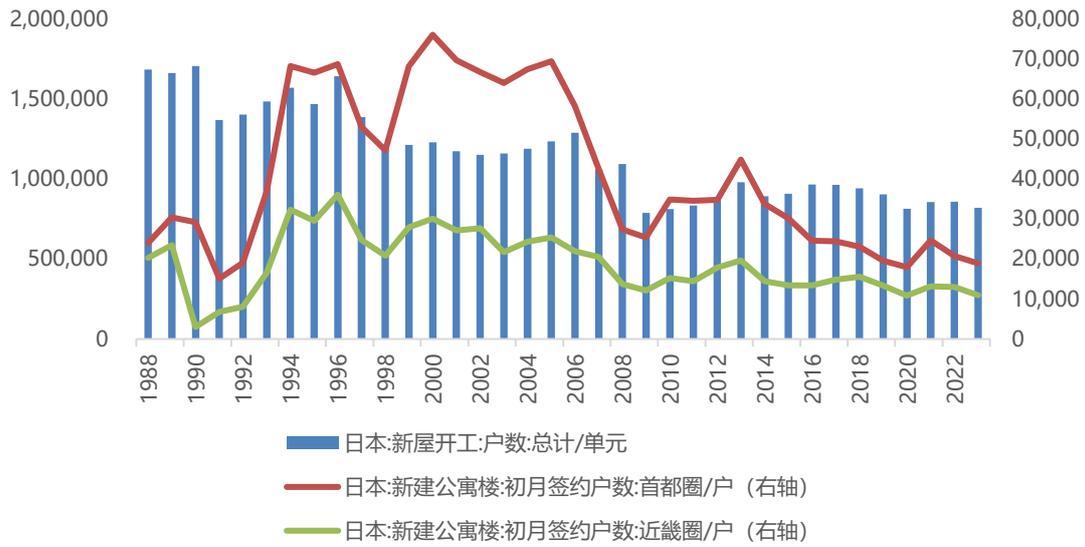
松，主要政策包括取消地价税和超短期持有者追加税、提高交易环节个人所得税起征点等。

二是改革金融体系，强化金融监管。为了解决大藏省权利过于集中所导致的利益输送、隐匿不良等问题，强化金融系统的独立性和监察力度，日本政府推进了深层次的金融制度与金融监管体系改革，包括确立日本银行的央行地位与独立性、确立金融厅作为金融监管体系的最高行政部门等。

三是加快不良资产处置。为修复地产危机带来的“资产负债表衰退”，日本政府将处置不良资产作为政策重点，主要通过市场化和非市场化两种手段：一方面，日本效仿美国模式建立专门机构（如整理回收银行等）进行市场化不良资产处置；另一方面，日本政府直接向重要金融机构注资以应对不良负债问题。

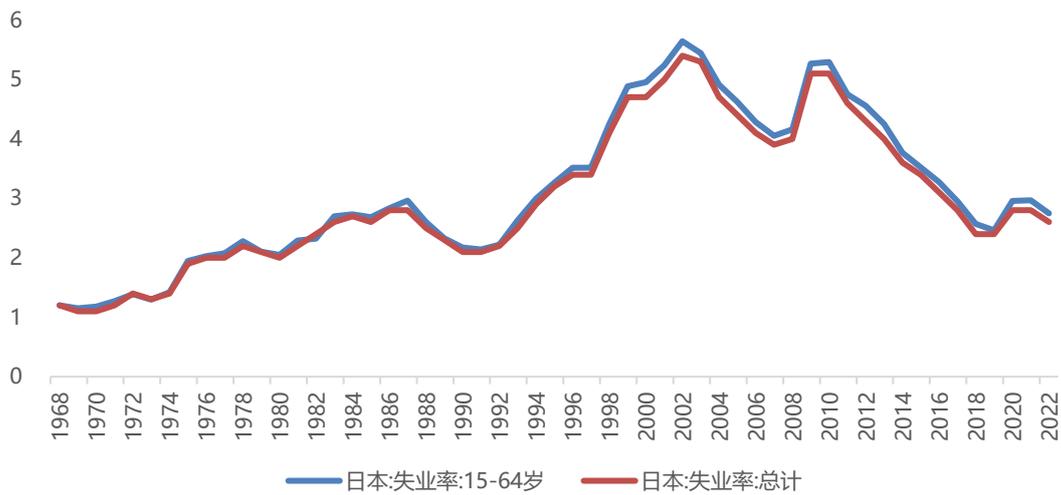
在房价长期下行的过程中，日本房地产政策短期内保持了市场的流动性，日本房产的销售、新开工规模在短暂的下滑后迅速修复并再创新高，然后逐步下行，市场在泡沫破灭后的十几年时间内整体表现为“以价换量”。例如，剔除 1997 年亚洲金融危机导致的销售短暂下行，1994-2005 年的近 10 年间，首都圈和近畿圈新房销售年均约为 9.7 万套，显著高于 1988-1990 年的 4.4 万套。销售的快速恢复也带动了供给端回升，日本住房新开工面积和私人住宅投资于 1996 年见顶，在 1997 年亚洲金融危机影响下，二者同步大幅下滑，此后整体趋于回落。我们认为市场在危机后短期内保持“坚挺”的主要原因包括以下几方面：一是日本居民收入水平保持高位（日本 1991 年人均 GDP 已达到 2.94 万美元），且经济下行过程中失业率始终相对平稳，房价的快速下跌直接释放了住房消费市场潜力；二是利率的快速下行助推了市场交易上行；三是危机期间日本政府投资和消费大幅上行，通过完善公共设施建设推升土地价值，托底经济。

不过从中长期角度来看，日本地产经历了“消失的三十年”，直至 2022 年京都圈、近畿圈等重点城市群的住宅价格才恢复至 1991 年水平，不过商业地产和非核心都市圈住宅价格距离高点差距依然较大，本质原因是日本地产和经济均进入长期下行周期。首先，日本于上世纪 90 年代已基本完成工业化进程，城镇化率已达到高位水平，但遭遇生育率持续下滑、老龄化问题不断加剧等严重社会问题。日本分别于 1969 年和 1994 年步入老龄化和深度老龄化社会，65 岁以上人口在总人口中的占比持续提升，至 2022 年已高达 29.92%。其次，日本经济发展自 90 年代开始降速，此后 GDP 增速多数时间低于全球 GDP 平均增速，国际竞争环境加剧、内需不振、外部冲击等因素综合影响下，产业升级乏善可陈，传统产业也大批转向亚洲其他国家，经济长期陷入“通缩”，人均 GDP、人均居民收入等经济指标基本停滞。



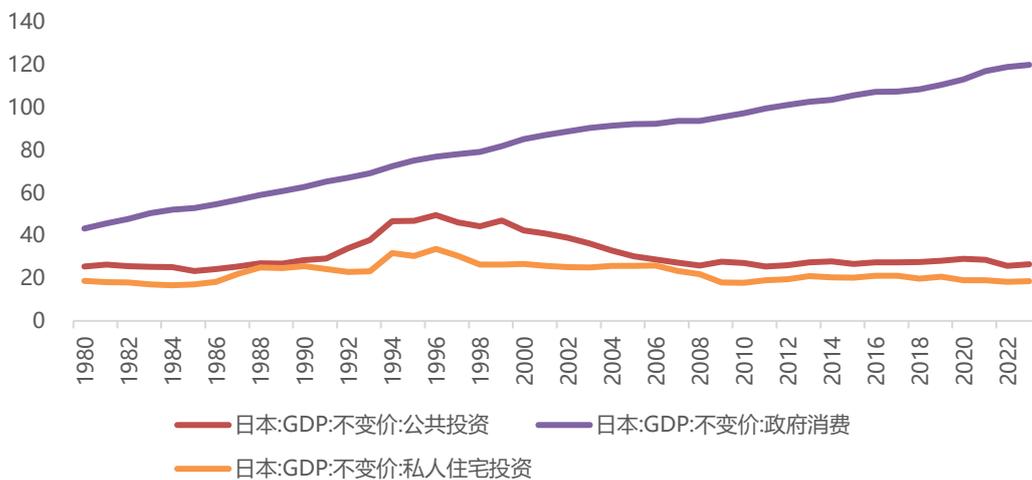
来源: Wind, 日本国土交通省, 日本不动产经济研究所

图 7: 日本新屋开工和房产销售情况



来源: Wind, OECD, 日本统计局

图 8: 日本失业率情况 (单位: %)



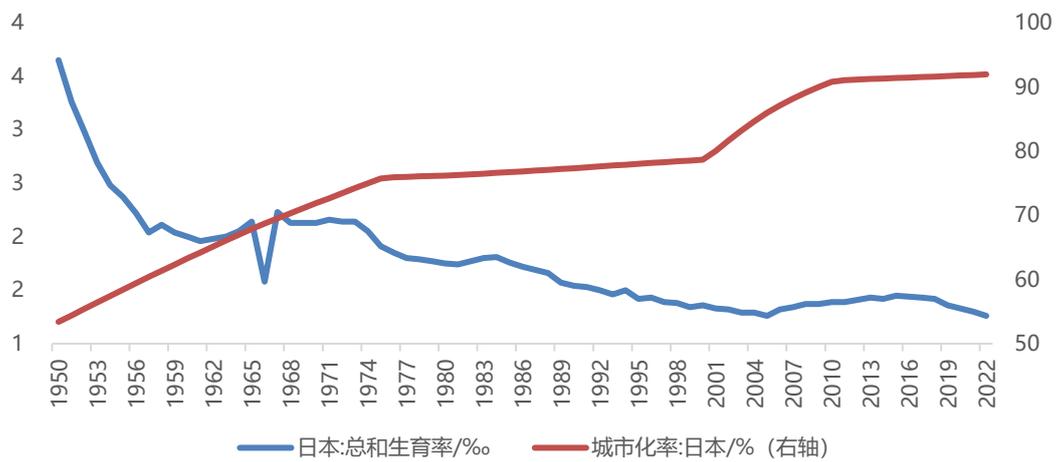
来源：Wind，日本内阁府

图 9：日本私人住宅投资、公共投资、政府消费增加值（单位：万亿日元）



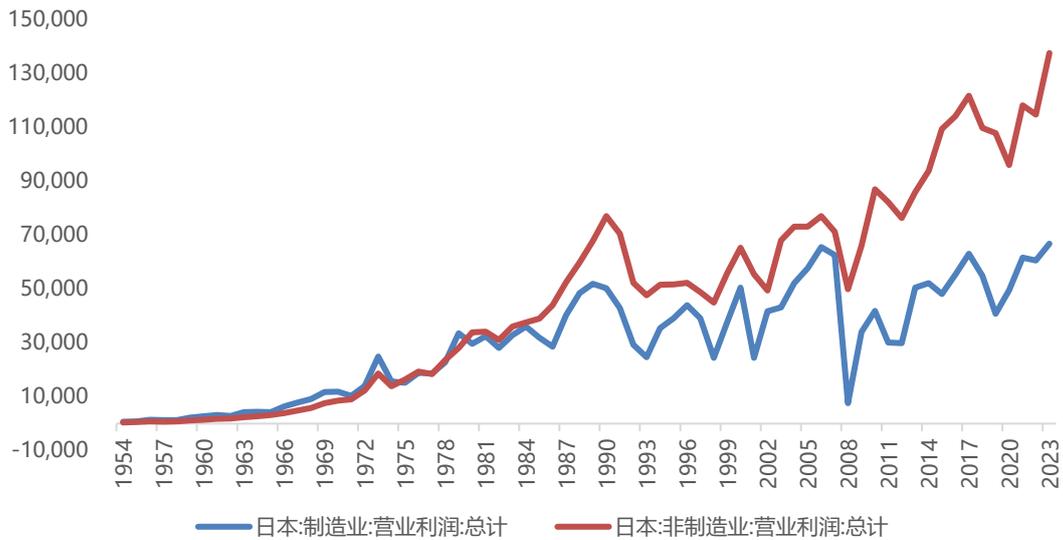
来源：Wind，日本土地综合研究所

图 10：日本住宅金融支援机构基准利率（单位：%）



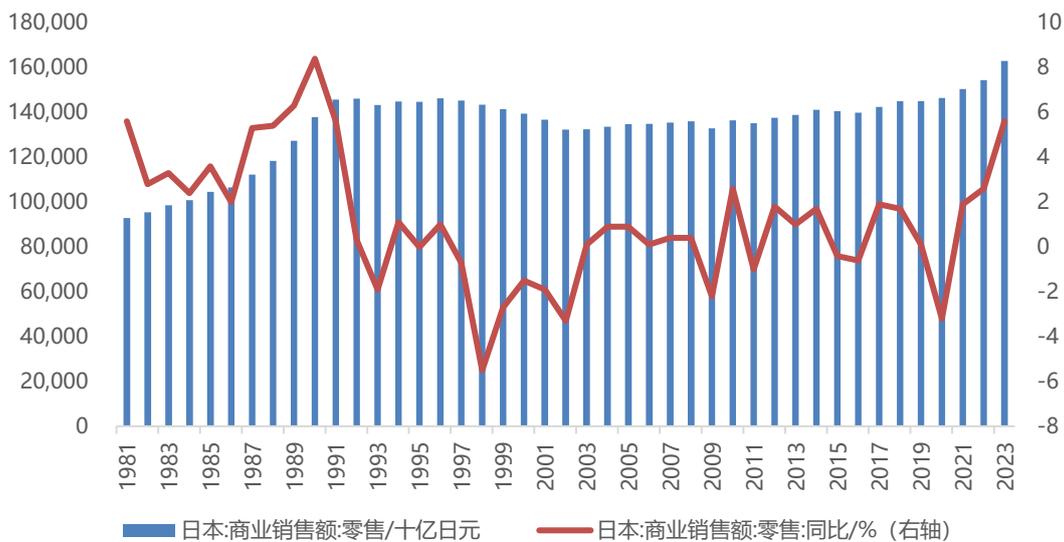
来源：Wind，日本统计局，联合国

图 11：日本总和生育率和城市化率



来源: Wind, 日本财务省

图 12: 日本制造业和非制造业的营业利润 (单位: 亿日元)



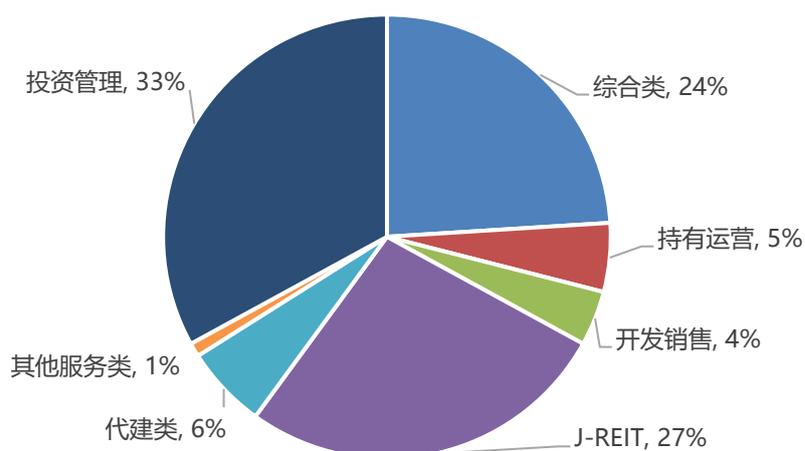
来源: Wind, 日本财务省

图 13: 日本商业零售销售额及同比增速

(二) 转型: 轻资产、多元化

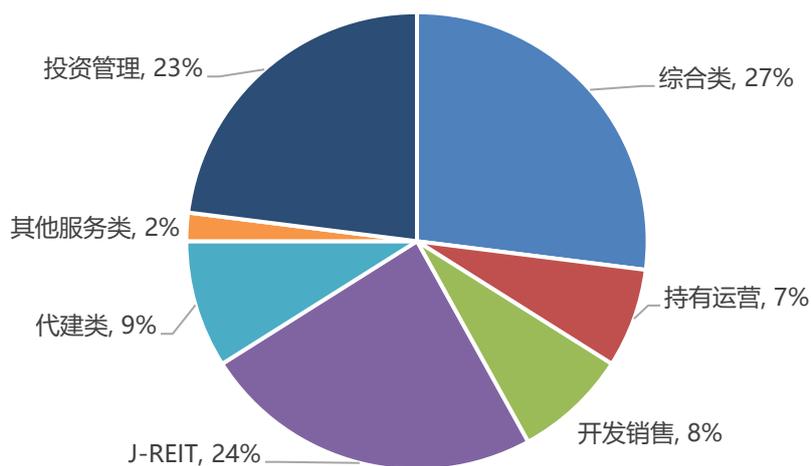
上世纪 90 年代日本地产泡沫破灭后, 房企开始积极寻求转型, 地产业态逐渐由传统重资产高杠杆的开发销售向代建、持有运营等轻资产商业模式转换, 同时充分挖掘存量房地产市场业务, 发展至今形成了多元化的行业格局。目前, 按照主营业务模式可将日本不动产企业划分为七类: 综合类、持有运营、开发销售和 J-REIT 为重资产模式, 代建类、其他服务类和投资管理为轻资产模式。根据中金公司统计, 综合类、持有运营、开发销售、J-REIT、代建类、其他服务类、投资管理等各类不动产上市公司市值占比分别为 24%、5%、4%、27%、6%、1%、33% (截至 2023 年 10 月 27 日), 数量占比分别

为 27%、7%、8%、24%、9%、2%、23%（截至 2023 年 6 月 30 日）。以综合类房企三井不动产为例，90 年代初日本地产泡沫破裂后，公司在 1996-1999 连续四年亏损，于 2000 年 5 月提出了新的发展计划并进行了后续一系列改革，转型主要聚焦两个方面：一是优化资产负债结构，削减有息负债、盘活大量资产（包括促进不动产证券化），改善现金流状况；二是调整收入利润结构，扩大轻资产业务，培育新业务模式，提高盈利能力。公司通过积极转型，实现了扭亏为盈和良性可持续发展，目前业务范围包括开发销售、持有运营、物业管理、租赁管理、资产管理、经纪咨询等各个方面。



来源：中金公司（截至 2023 年 10 月 27 日）

图 14：各类不动产上市公司市值占比

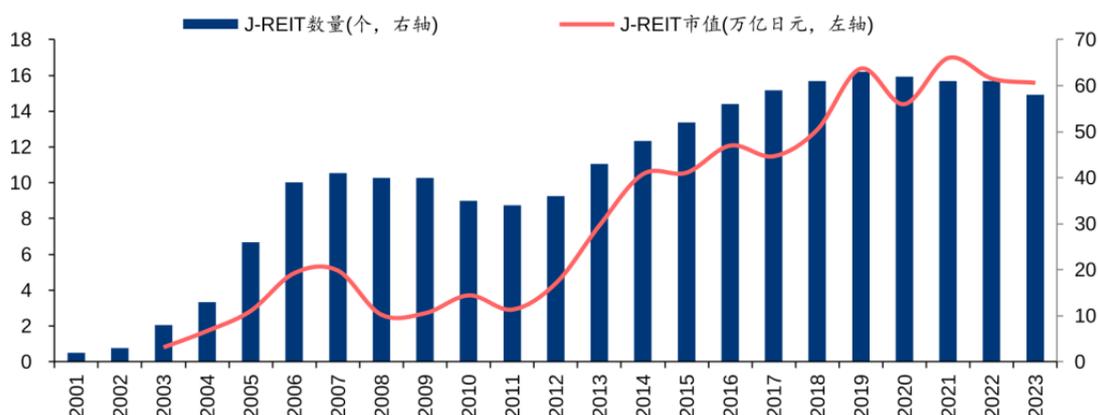


来源：中金公司（截至 2023 年 6 月 30 日）

图 15：各类不动产上市公司数量占比

（三）J-REIT：应运而生，蓬勃发展

与美国、加拿大等国家 REITs 出台的宏观背景类似，J-REIT 诞生于日本房地产泡沫破裂之后，目的是提升不动产流动性，丰富行业资金来源，降低企业融资成本，提升金融体系在经济低迷周期的稳定性。2000 年日本修订《关于证券投资信托及证券投资法人的法律》，标志着 J-REIT 的诞生。经过 20 余年的发展，J-REIT 已成为规模世界第二、亚洲第一的 REITs 发行市场。除一些特殊事件外（如次贷危机、新冠疫情等），J-REIT 整体发展势头良好，主要原因归结为三点：一是低利率环境下，J-REIT 的投资吸引力较强。根据华泰证券统计，2014-2023 年，J-REIT 平均股息率为 4%-5%，结合资产的估值提升，J-REIT 的平均回报率约 6.5%，较日本 10 年期国债收益率水平高 6.3pct。二是 J-REIT 的高股息特性提升资产收益表现。J-REIT 虽和日经指数高度正相关，但其稳定且丰厚的派息收益弥补了资产估值的波动，投资者体验较好。三是 J-REIT 底层资产质量普遍较高。根据华泰证券统计，J-REIT 底层资产出租率平均水平在 94%以上，2014 年以来更是基本保持在 96%以上。



来源：华泰证券

图 16：J-REIT 数量及市值情况

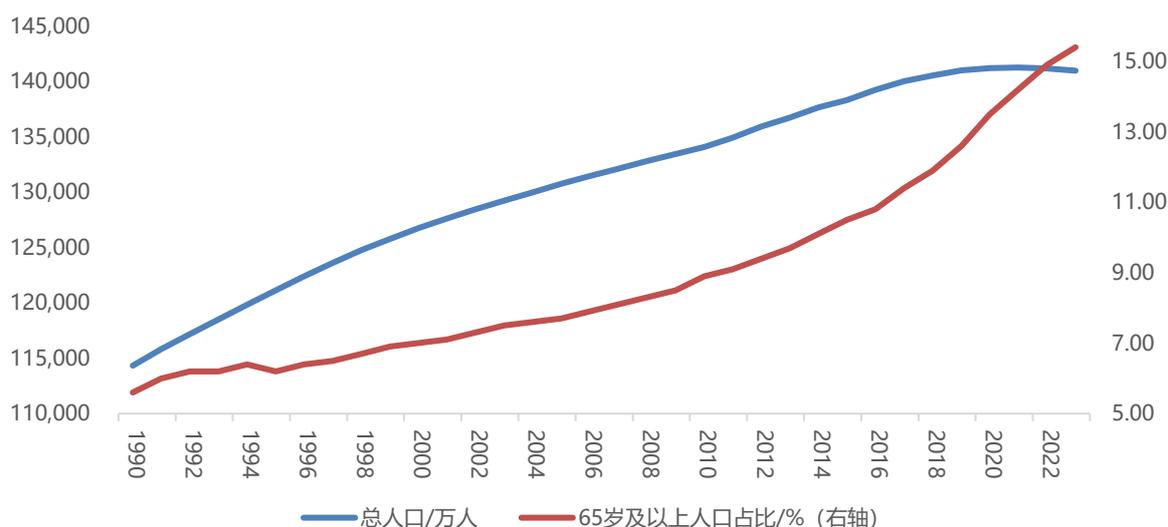
三、日本地产危机的启示

（一）对比：基本面不尽相同

从行业基本面看，我国和日本有着相似的人口结构变化趋势，市场供求进入“总量平衡，区域分化”阶段，城镇化率仍有提升空间。人口结构方面，我国与 90 年代的日本有着相似的人口结构，主力置业人群已经见顶回落，但总人口趋势不同。与 1990 年的日本相比，我国当前老龄化率偏高，适龄劳动人口占比偏低。但与 2005-2010 年日本新房销售大幅下滑时期的人口结构相比，我国人口情况处于优势，房地产市场需求仍有人口支撑。市场供求方面，与日本 90 年代类似，房地产市场整体已进入存量时代。1993 年，日本住房套户比 1.11，空置率 9.8%，房地产进入存量时代，但后续人口仍持续向核心都市圈及聚集。截至 2020 年，日本三大都市圈人口占比已达到 52.7%。根据我国人口普查数据，1978-2020 年中国城镇住房套数从 3100 万套增至 3.6 亿套，套户比从 0.8 增至 1.09，住房从供给短缺到总体平衡。预计未来我国新增城镇人口也将主要集中在长

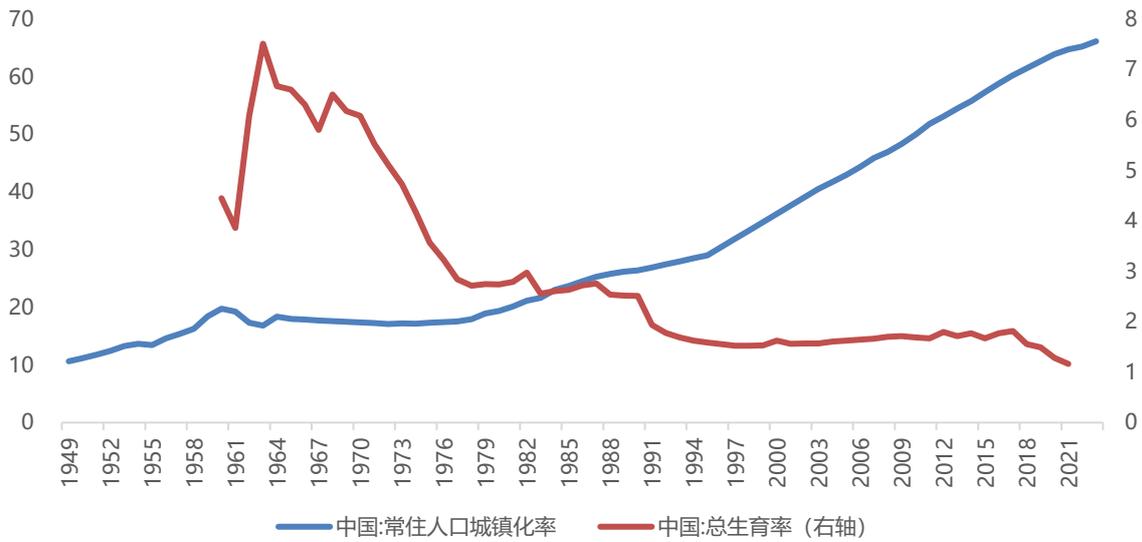
三角、珠三角等核心城市群。城镇化率方面，1975 年日本城市化率已提升至 76%，此后 25 年仅缓慢提升 2.8 个百分点。相比之下，2023 年我国常住人口城镇化率仅为 66.16%，当年提升了 0.94 个百分点，可见当前我国仍处于城镇化进程中，这对房地产潜在需求有较大支撑作用。

从经济发展角度看，我国产业升级发展优势相对明显，人均 GDP 仍有较大增长空间，人均可支配收入增速高于日本。改革开放后，我国经济增速始终显著高于全球平均水平，如今已发展成为全世界唯一拥有全工业门类的国家，具有规模化和全产业链优势，工业总产值占世界工业总产值约三成（2022 年数据）。自 2014 年中央提出经济进入“新常态”以来，经济面临增速换挡压力，我国“十四五”期间 GDP 增速水平预计 5.0-5.5% 之间，高于 90 年代之后的日本。从人均水平来看，2022 年我国人均 GDP 约 1.26 万美元，类似日本 1985 年水平，距离日本 1991 年泡沫破裂时 2.94 万美元水平有较大距离；城镇居民人均可支配收入增速仍高于 5%，优于泡沫破裂后的日本。当下，我国在积极推动产业结构升级优化，聚焦新质生产力发展，深化金融供给侧结构性改革。预计未来我国经济依然保持稳定增长，仍将是全球经济增长的最大贡献者，居民购房潜力相对较好。



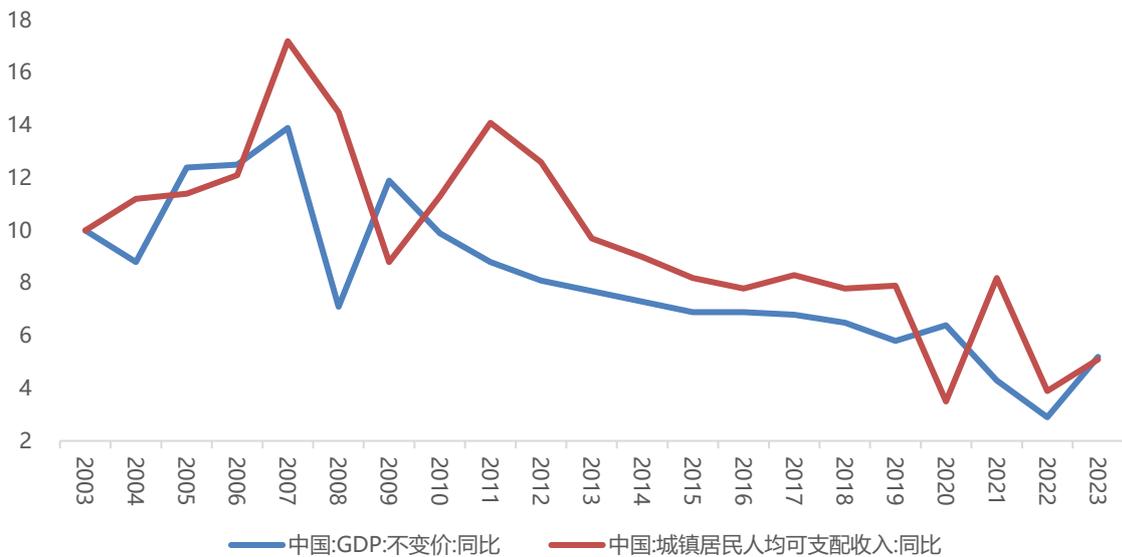
来源：Wind，国家统计局

图 17：我国总人口和 65 岁及以上人口占比情况



来源: Wind, 国家统计局, 世界银行

图 18: 我国常住人口城镇化率和总生育率情况 (单位: %)



来源: Wind, 国家统计局

图 19: 我国 GDP 和城镇居民人均可支配收入同比增速 (单位: %)

(二) 警示: 政策注重前瞻性和协同性

我国房地产市场与日本存在差异, 不宜完全照搬其政策经验, 但日本地产危机的研究对我们仍有警示和参考意义。整体而言, 不同于泡沫破裂后的日本, 我国当前经济基本面更优, 但我国人口形势相较于日本则更为严峻, 需要防范“未富先老”、生育率下滑等问题, 同时也面临着国际竞争、技术封堵等诸多不利因素。针对现阶段经济社会发展特点和面临的挑战, 我国的应对措施必须充分发挥前瞻性和协同性, 避免像日本长期陷入“通缩”困境。前瞻性, 就是要求我们科学研判当下发展形势, 厘清阻碍市场良性可持续发展的主要矛盾, 针对性提前布局, 预防市场预期加剧恶化。协同性, 就是要求我们

统筹考虑，确保宏观政策取向一致协同发力，以达到最佳政策效果。经过梳理发现，我国近年来的政策基本上兼具了前瞻性和协同性的特征，有利于预防和消除地产泡沫破裂带来的部分负面影响。例如，我国政府 2016 年就提出“房住不炒”并开始收紧政策，持续加强监管整治“影子银行”等违规行为，2020 年又发布“三道红线”等政策，地产加速下行过程中持续优化限购限贷等调控政策，等等。不过，当下我国经济恢复基础尚不稳固、居民投资消费预期普遍偏弱等问题依然较为严峻，需要后续政策持续精准发力，发挥释放潜在需求、扭转预期、稳定行业发展等关键作用。

（三）思考：房地产信托的转型发展

面对房地产市场调整，参考日本地产经验，信托公司应主动顺应市场发展规律，加快房地产信托业务转型，积极融入房地产转型新发展模式的历史进程，发挥资产管理、资产服务等专业化受托功用。**首先**，当前不良资产处置仍是地产下行周期的重点工作之一，除了积极推动存续不良的处置清退外，信托公司还可重点挖掘相关领域的业务机会，如拓展破产重整服务信托、市场化参与不良资产处置等。**其次**，在构建房地产新发展模式历史进程中，信托公司应加快结构性供给侧改革，持续业务创新，探索和拓展新领域业务机会：如可关注核心资产的并购重组、证券化上市（如 REITs 等）等业务机会，为存量资产盘活注入流动性；把握住房租赁市场业务机会，关注“租购并举”新住房体制改革，满足不同居民的住房需求；积极服务保障性住房等“三大工程”建设；积极探索物业管理、代建、投资管理等轻资产商业模式的业务机会；布局养老地产等“银发经济”相关产业领域，等等。房地产信托转型对信托业发展提出新要求，亟待挖掘和培育各新兴领域专业人才，不断提升相关领域投研能力，改革传统风控和运营模式，优化组织管理架构，健全考核激励机制等。

执笔人：韩鸣飞

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使

用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。