

以史为镜，日本地产泡沫的反思

报告撰写人：郑弘 CFA，朱泉鹏 CFA

投资咨询号：Z0015158，Z0015227

部 门：浙商期货研究中心、期货投资咨询管理部门

日 期：2022年9月

目录

CONTENTS

一 回顾

二 思考

三 比较

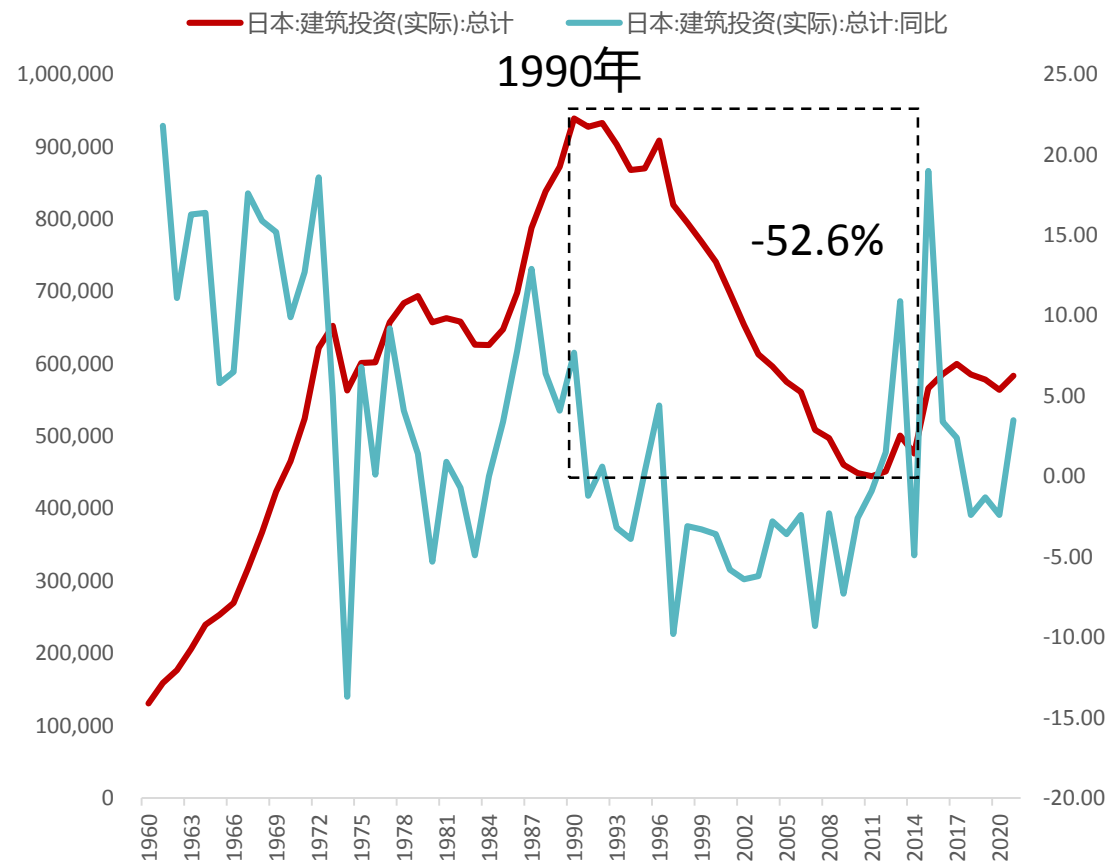
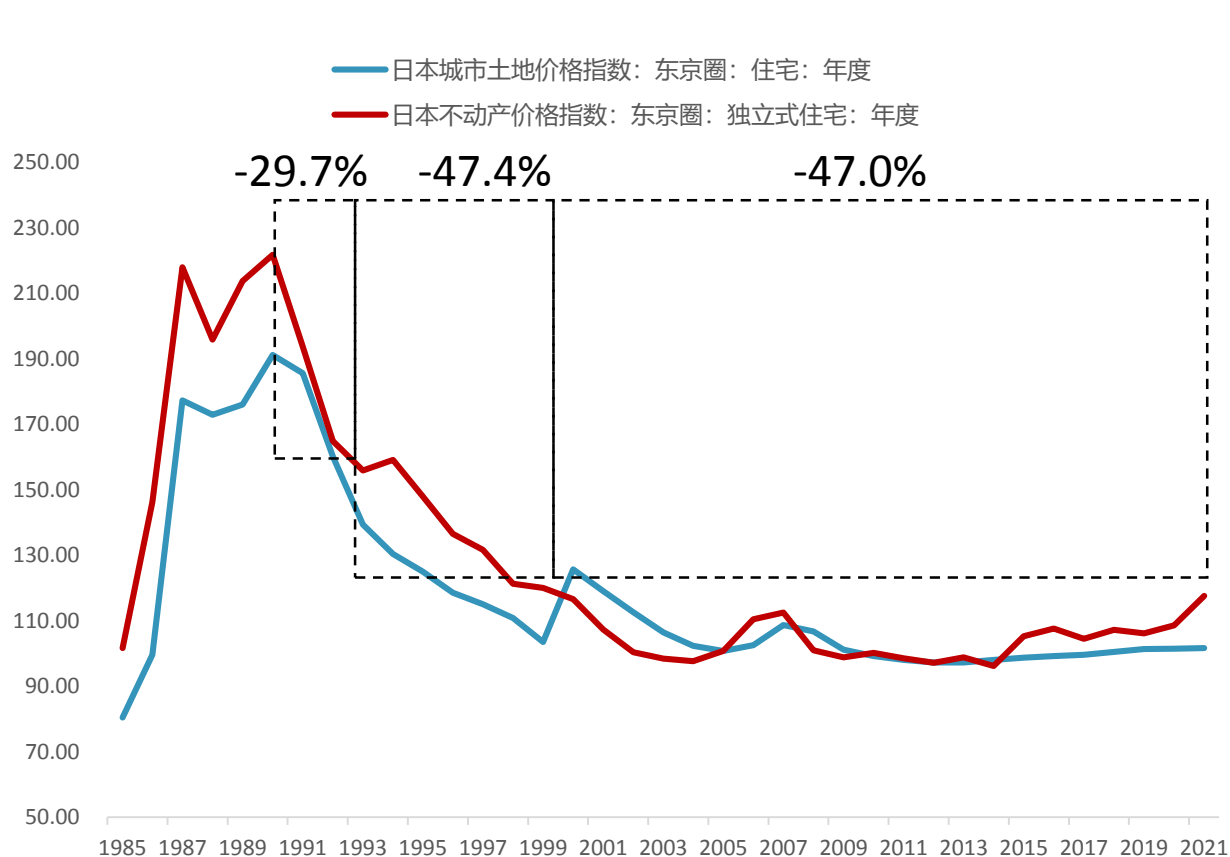
四 结论



1

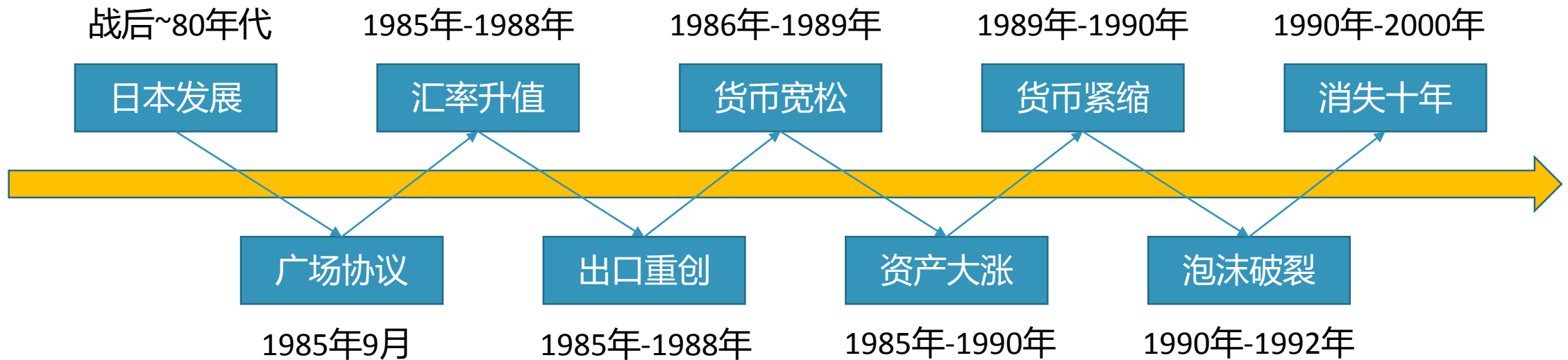
回顾

问题一：90年代日本地产为何会崩溃？

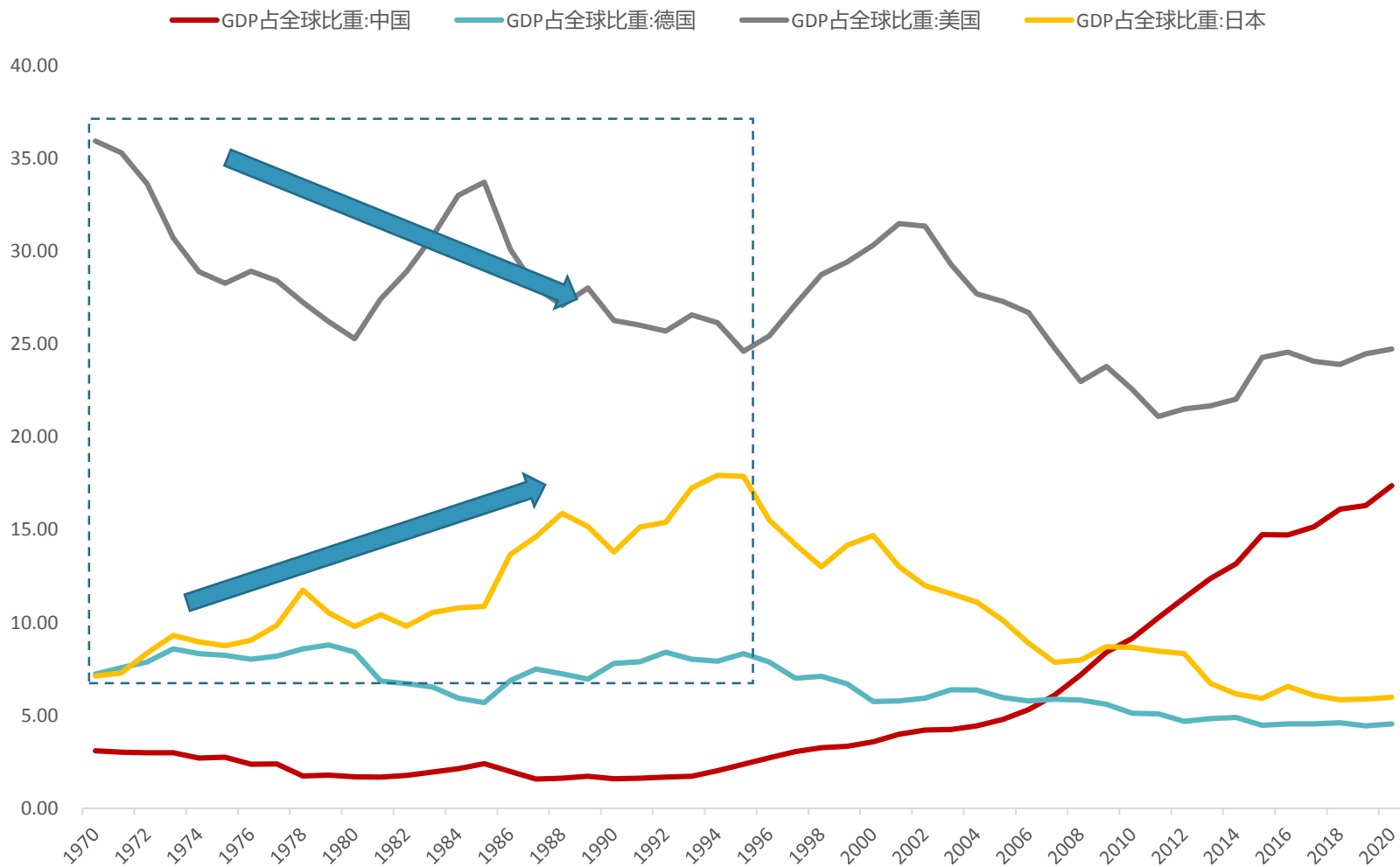


- 日本房价和地价自1990年10月开始下跌，至1993年下跌29.7%，至2000年下跌47.4%。
- 日本实际建筑投资自1990年见顶，在之后的20年下滑超过50%。

日本泡沫破裂时间表

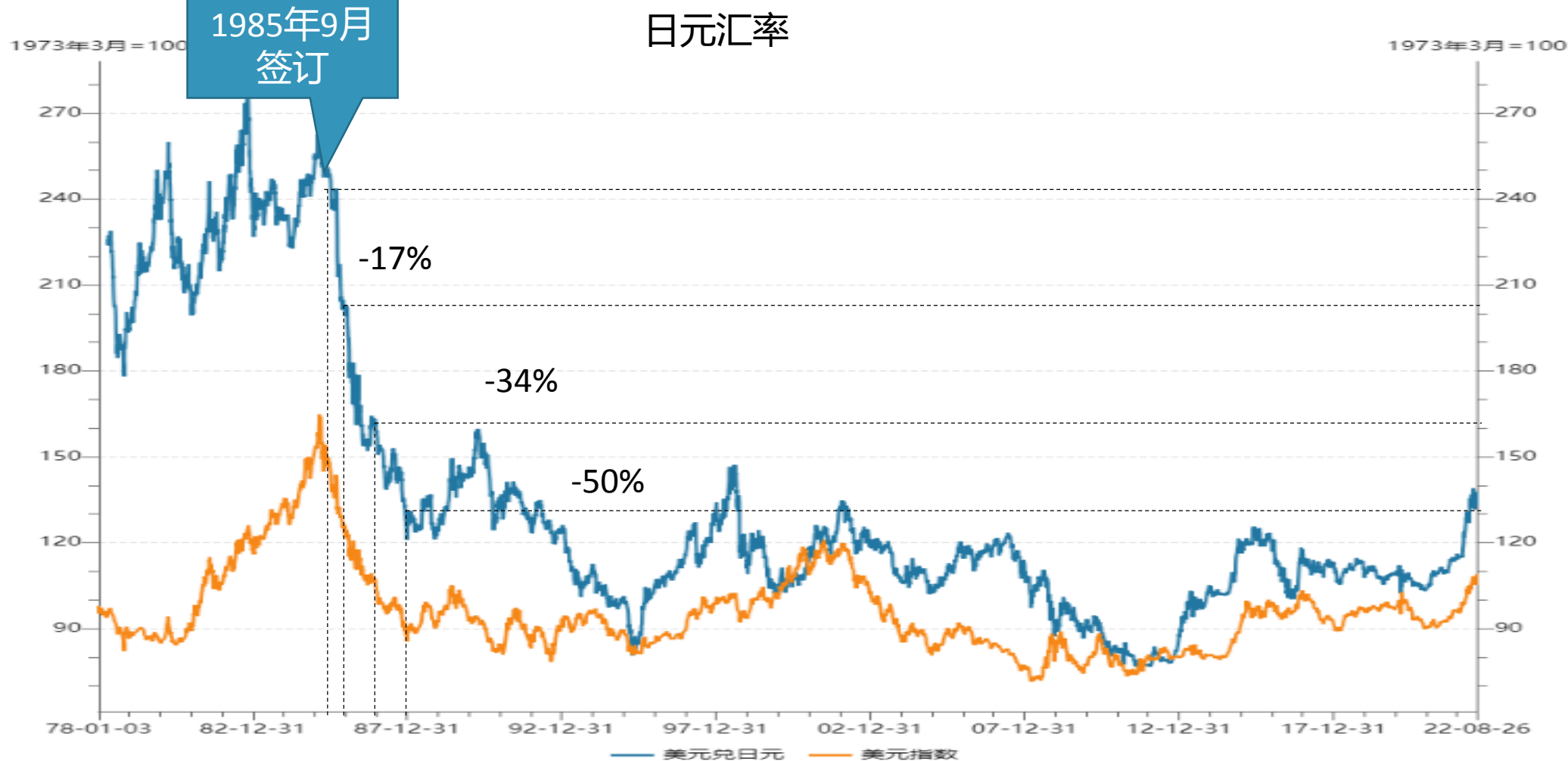


战后日本经济飞速发展



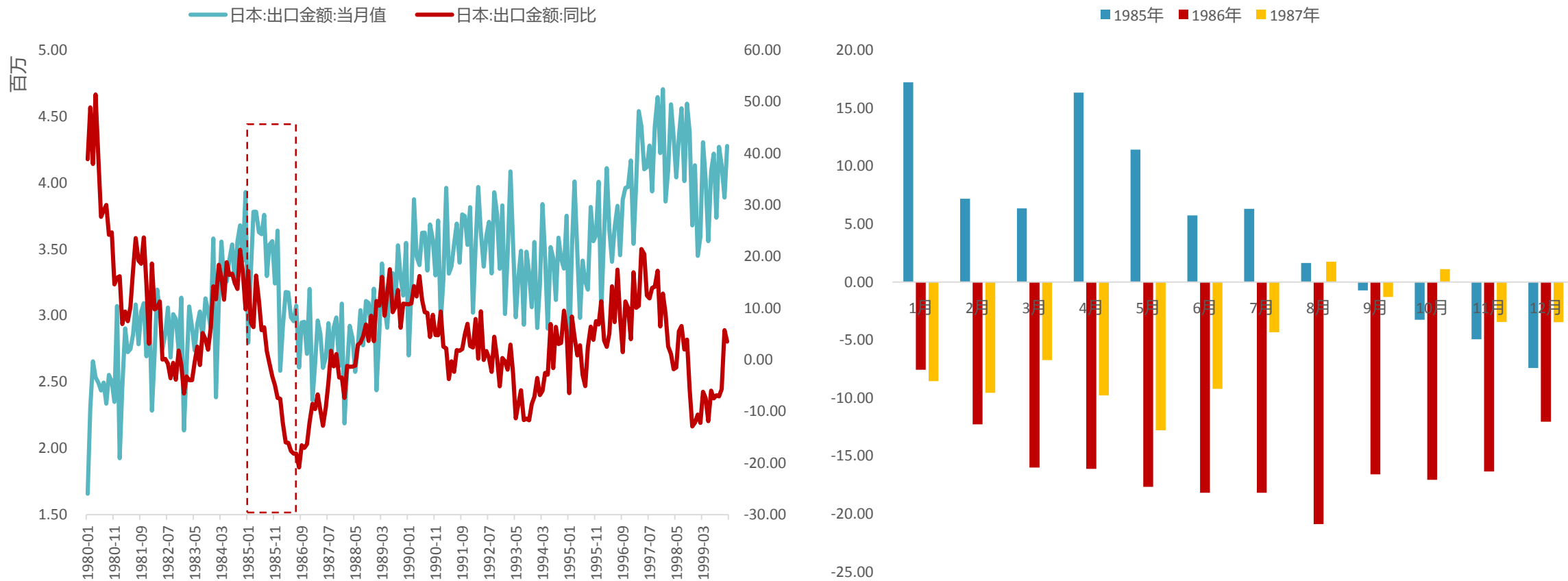
- 80-90年代日本GDP占比达到15%，为当时仅次于美国的世界第二大经济体，商品大量出口，美国逆差迅速扩大。从而美国对日本的态度从支持转为打压。

美国牵头广场协议



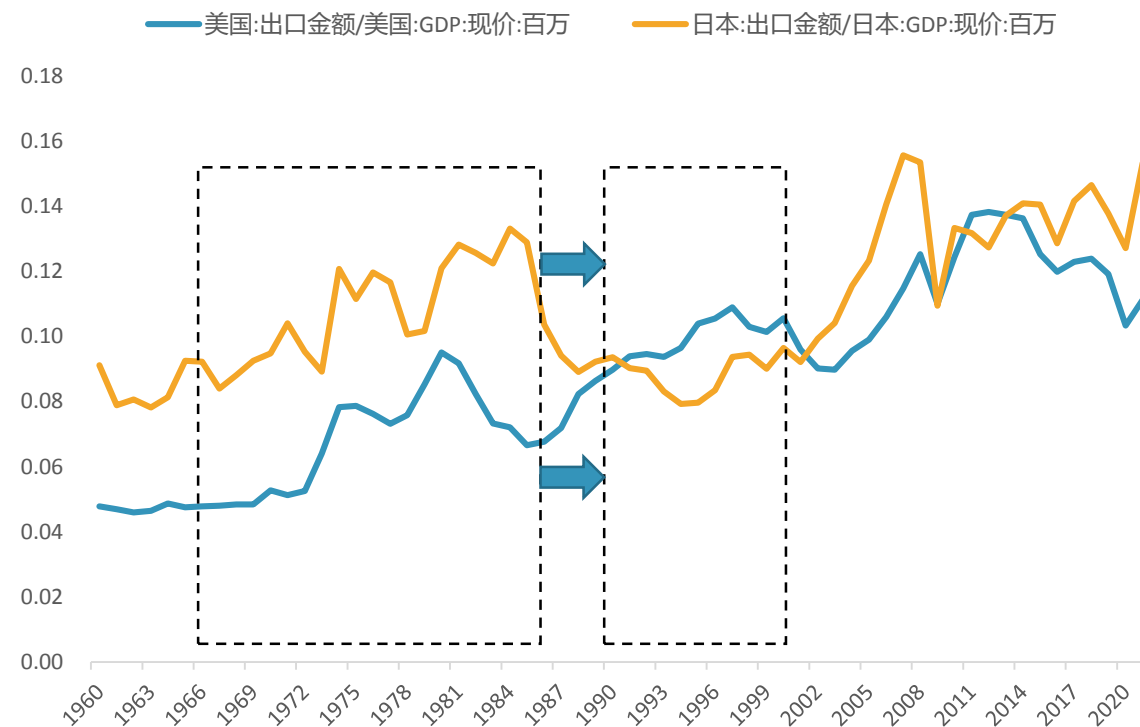
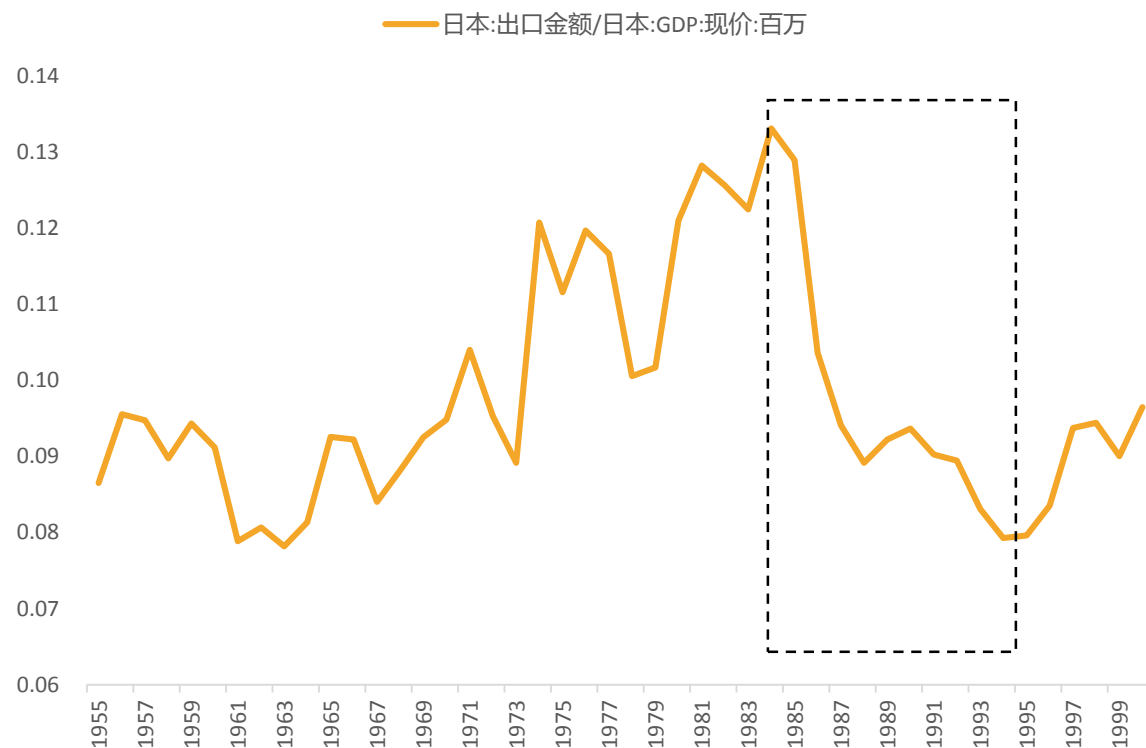
- 广场协议预期将日元汇率自240升至214，升值10%左右，结果1985年底就升值了17%，至1987年底升值接近50%。

汇率升值后出口下滑

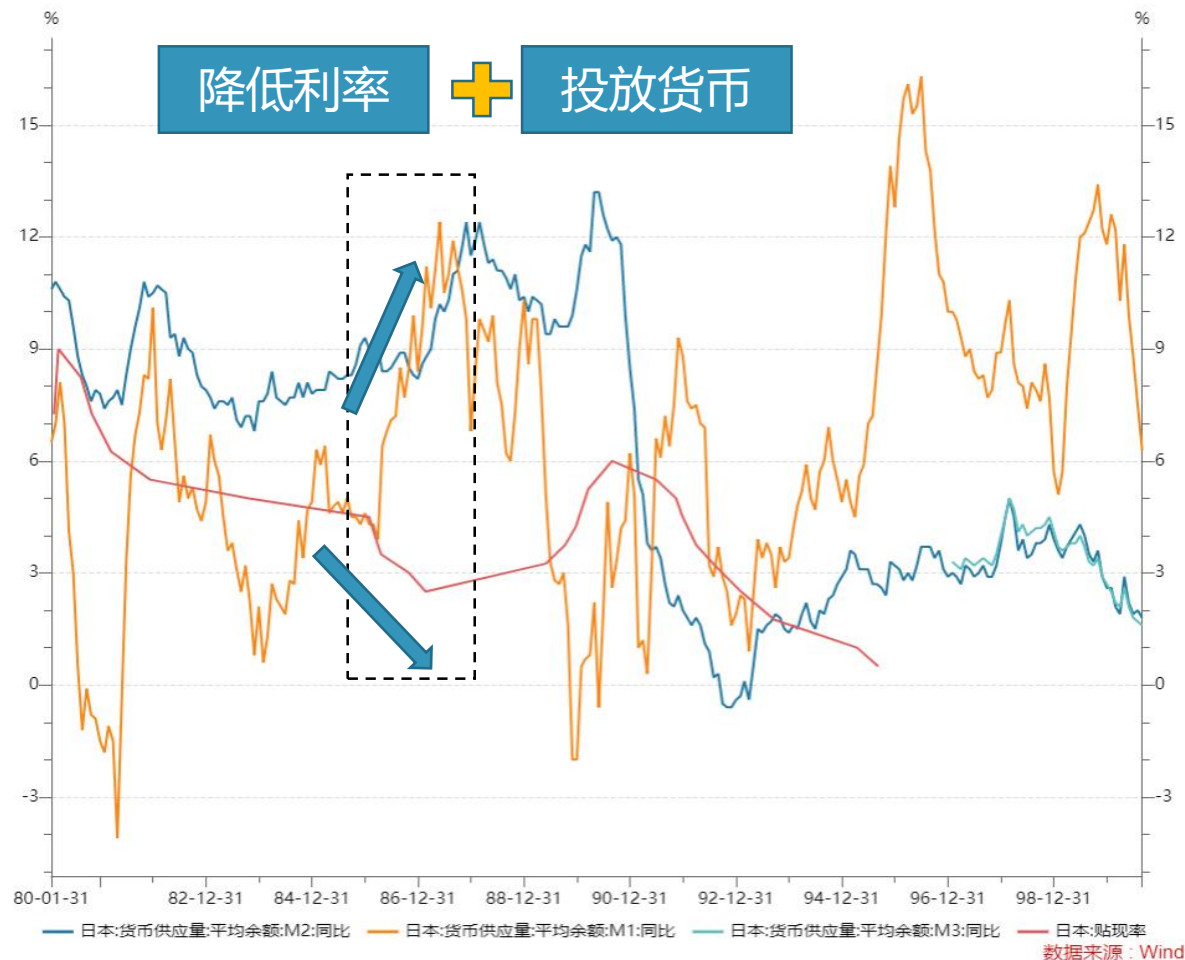


- 1985年8月出口增速1.65%，到1986年全年基本上负两位数增速，最低-20%，直到1987年下半年才由于基数下滑出现回正。

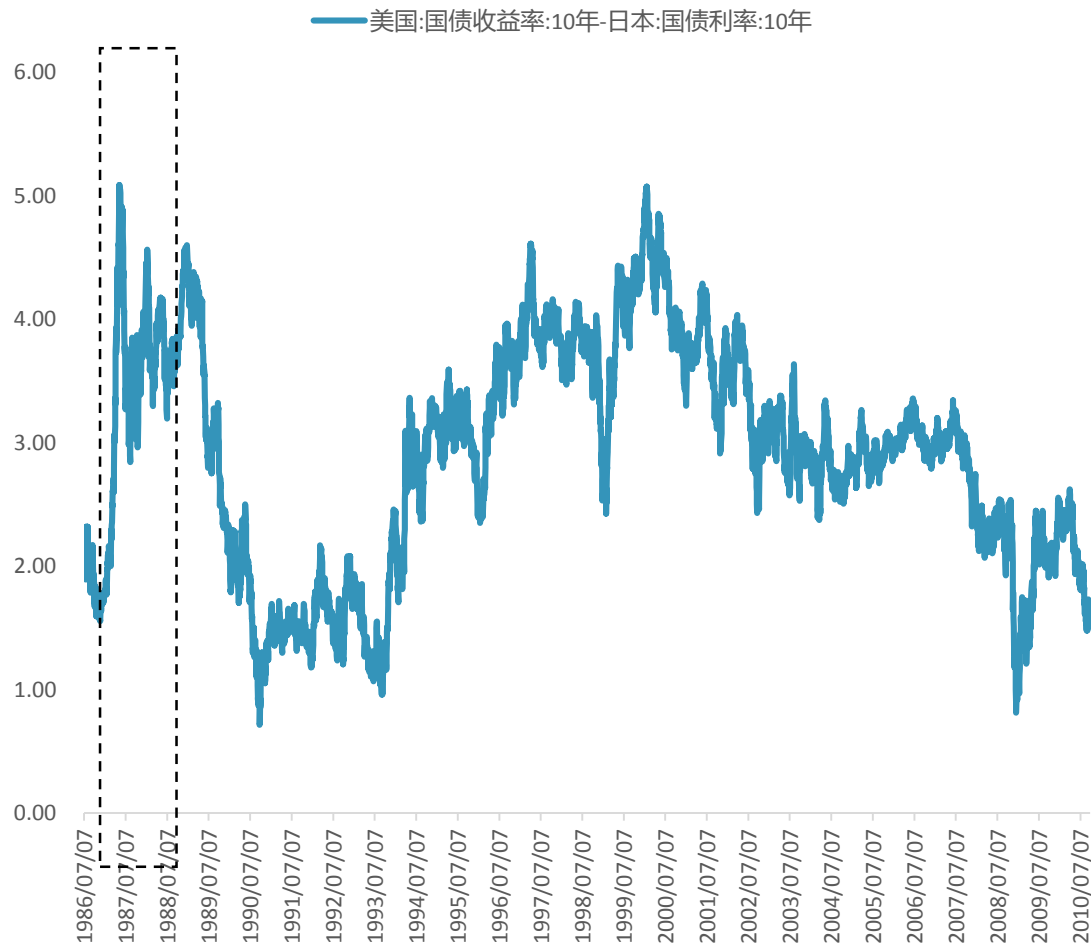
日本出口占比GDP下滑



- 1985年日本出口占比GDP为13%，在汇率升值之后出现大幅下降。
- 60年代到80年代日本出口占比GDP均超过当时的美国，但之后的十年反而被美国超过。



- 面对出口下行后经济放缓，日本央行在1986年1月开始降息，到1987年2月降息五次，共250bp。期间日本CPI一度为负值。

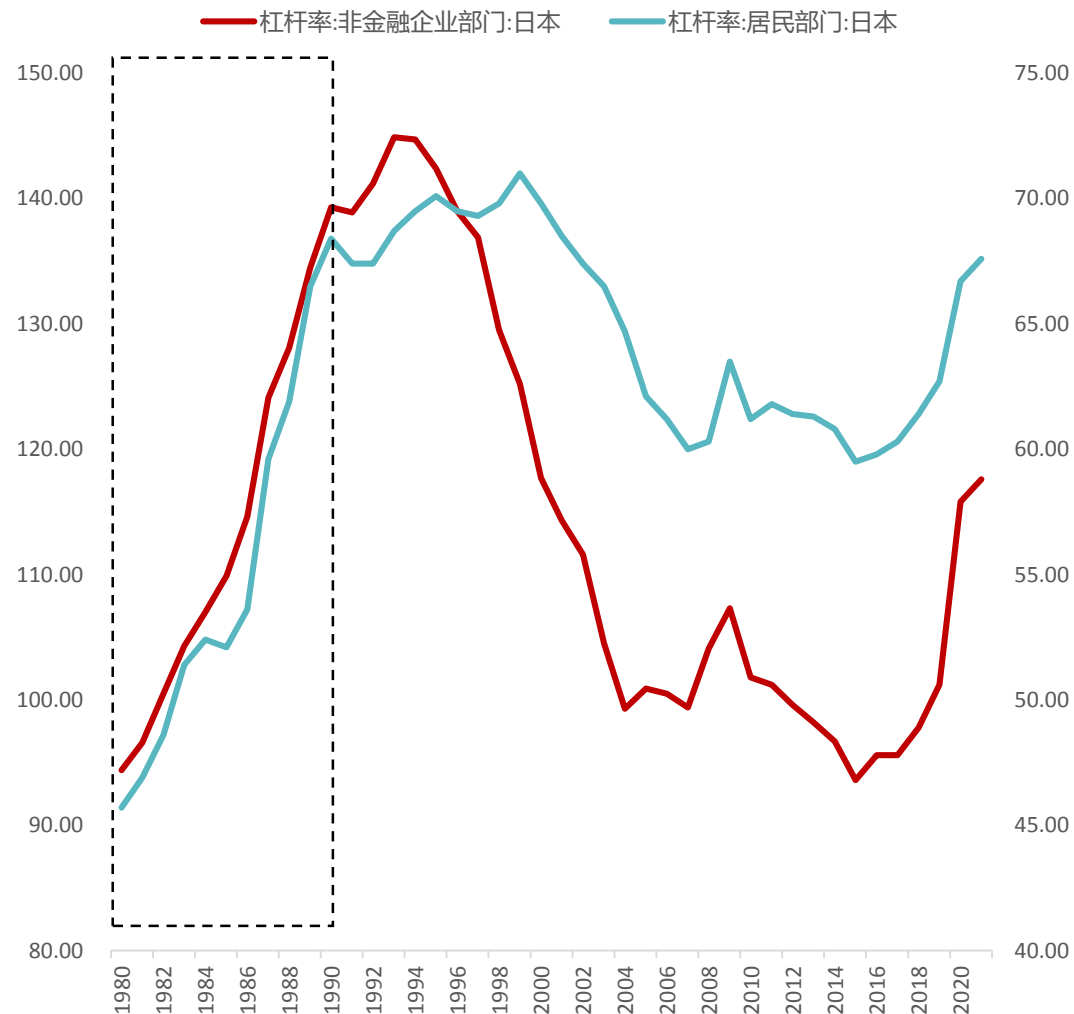


数据来源: Wind

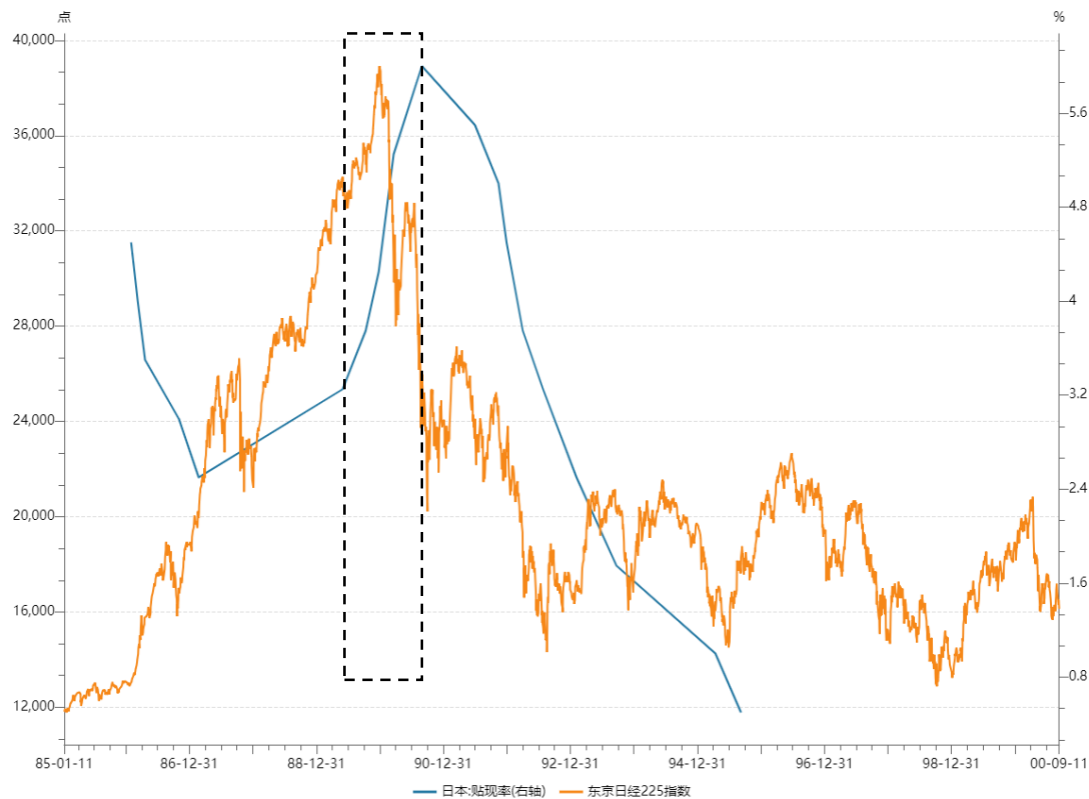
- 美国1987年1月开启加息周期，全球流动性由宽松转向收紧。而日本到2月继续降息，且维持宽松利率环境直到1989年。期间美日利差出现超过300个基点的上行。



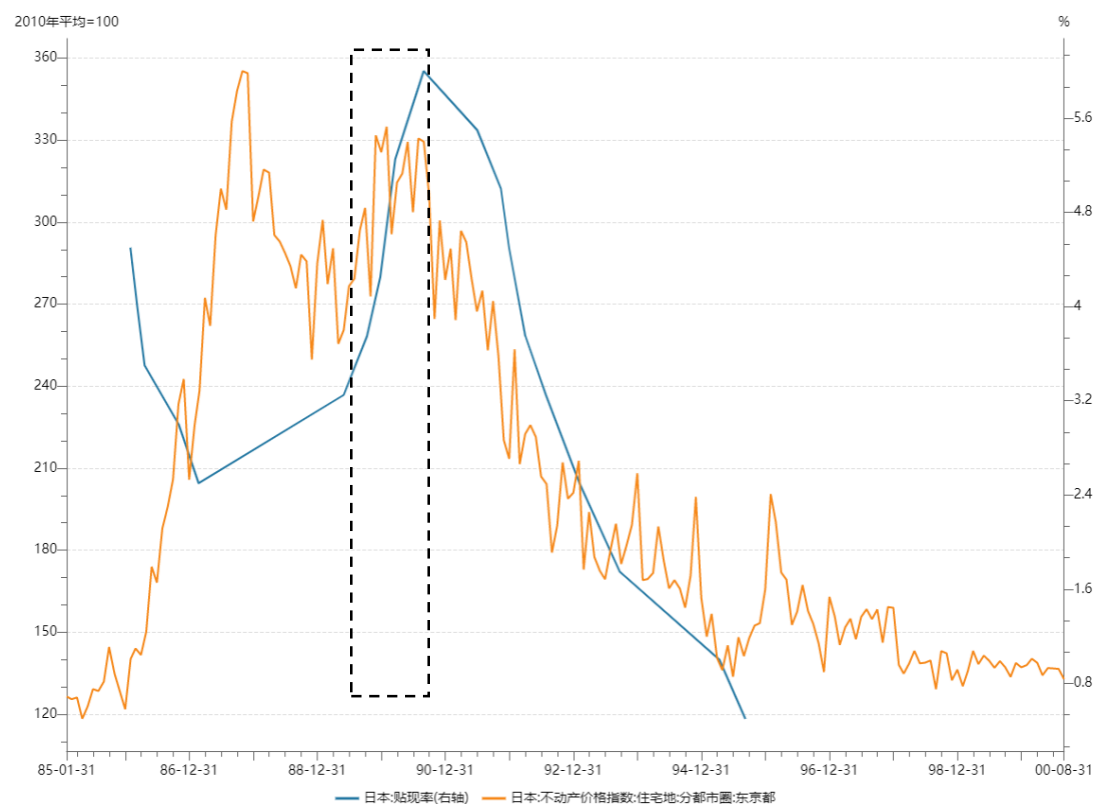
数据来源: Wind



- 这一轮1986年-1989年的宽松周期中，东京房价上涨77%，日经指数上涨159%。期间日本居民和企业都在疯狂上杠杆。



数据来源: Wind



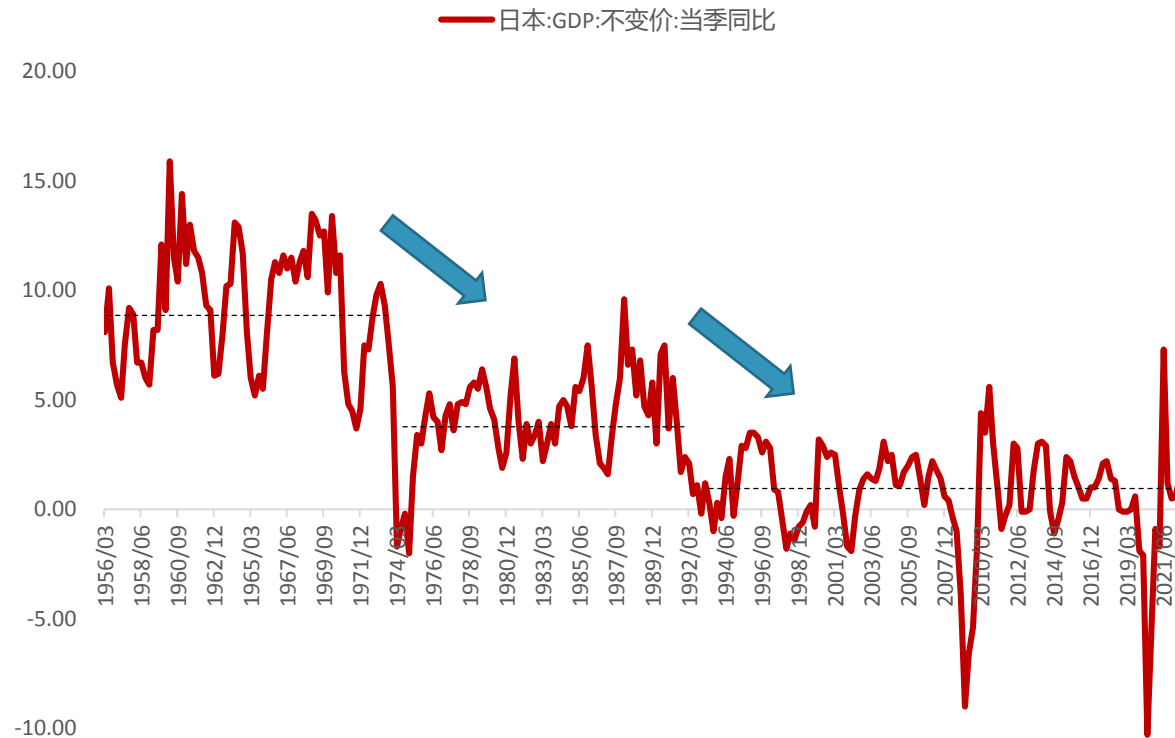
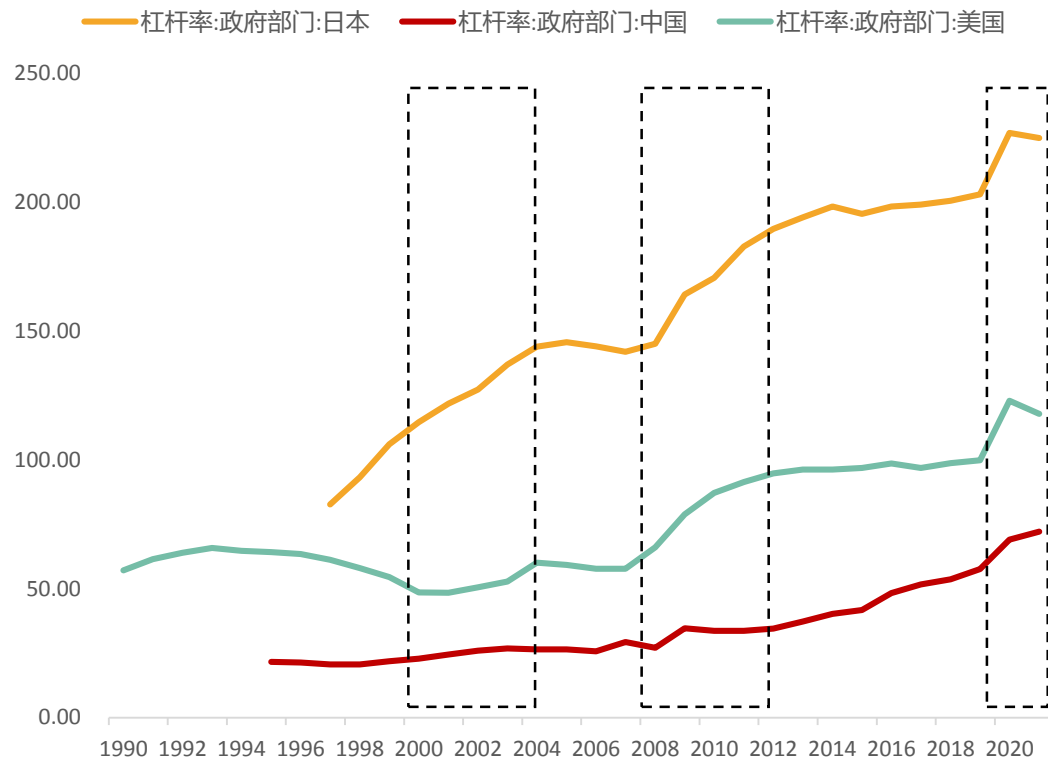
数据来源: Wind

- 1989年三重野康上任央行行长，并开展紧缩的货币政策，股价房价应声而下。
- ①货币紧缩加息，1989年5月-1990年8月连续五次加息，自2.5%-6%。
- ②阻止资金流入地产，并设置房地产贷款总额限制。

2

思考

问题二：日本经济崩溃后为何无法转好？



- 泡沫破灭之后，日本GDP换挡缓行，实际投资原地踏步。
- 日本政府大幅加杠杆支持也未能刺激经济起死回生。

天时：美国对日本维持打压

1958年-1972年

纺织品战

1968年-1978年

钢铁战

1970年-1980年

彩电战

1979年-1987年

汽车战

1987年-1991年

半导体战

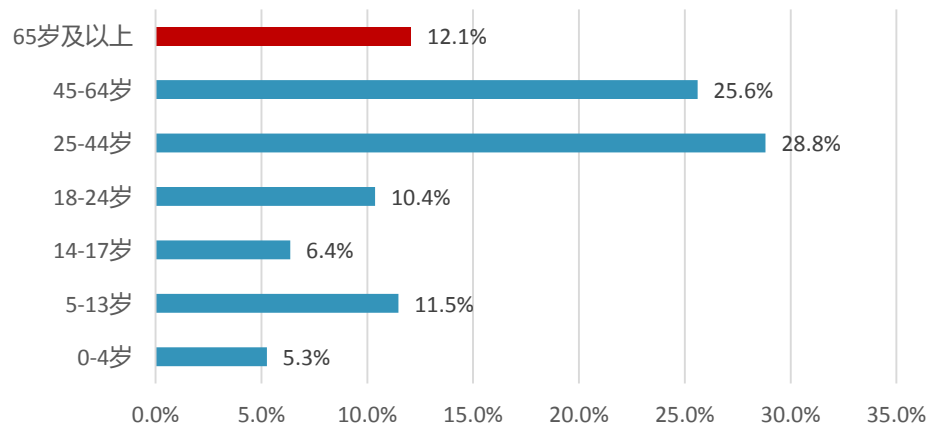
1980年-1995年

电信战

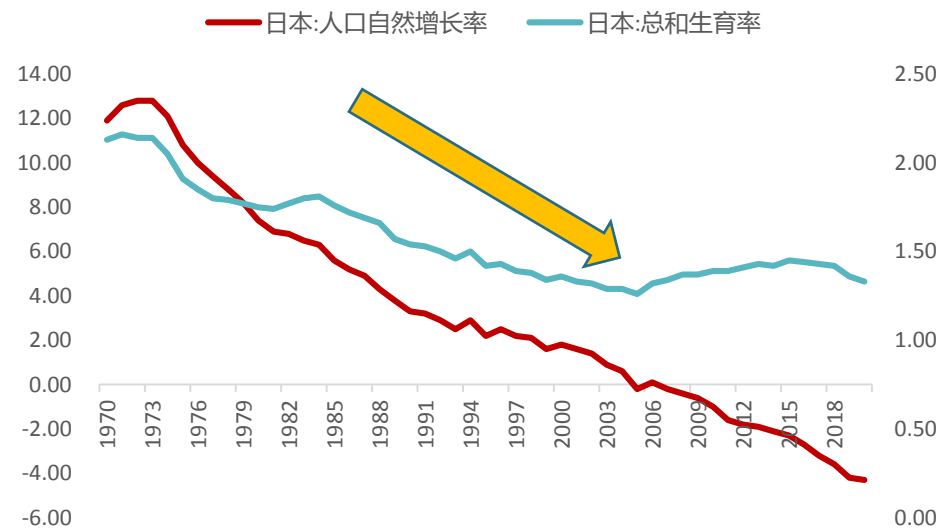
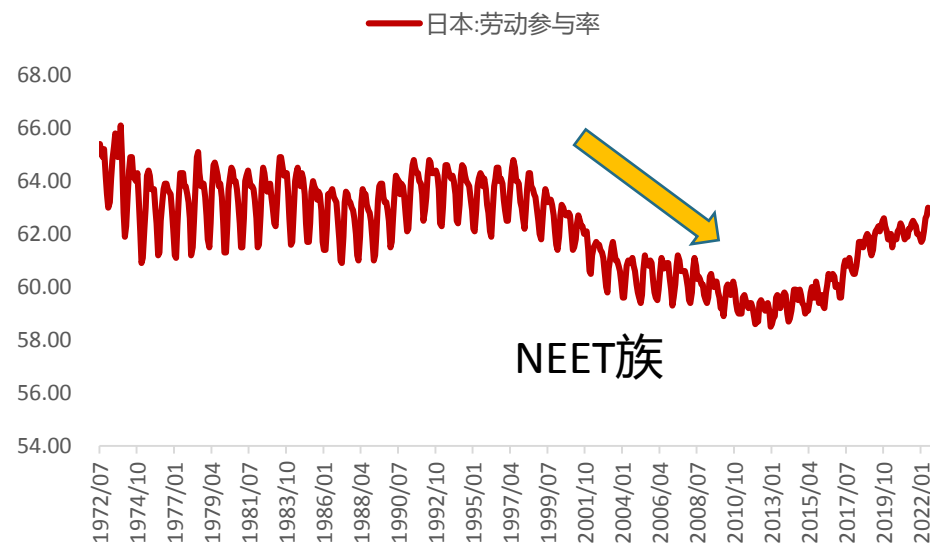
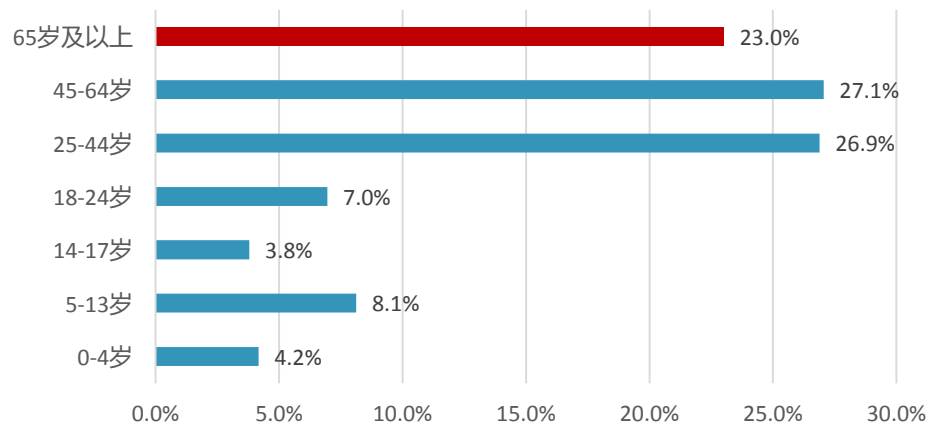


地利：人口结构老龄化

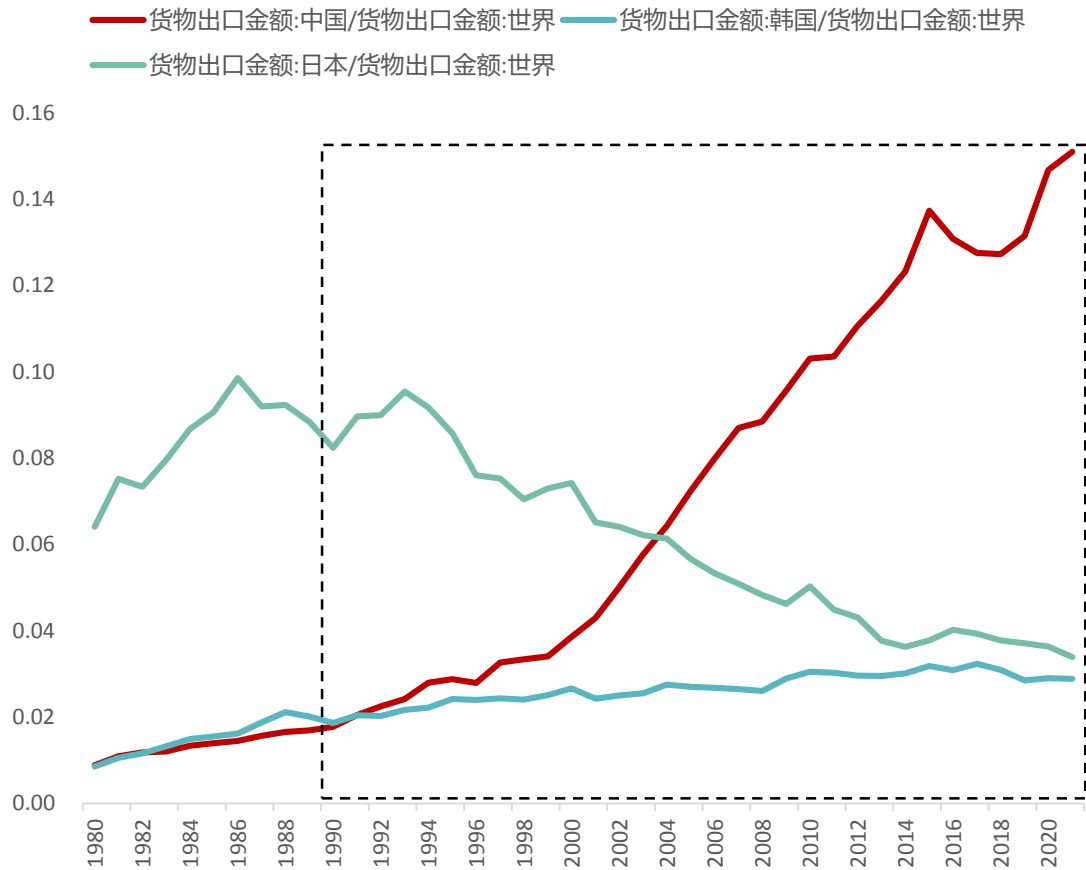
1990



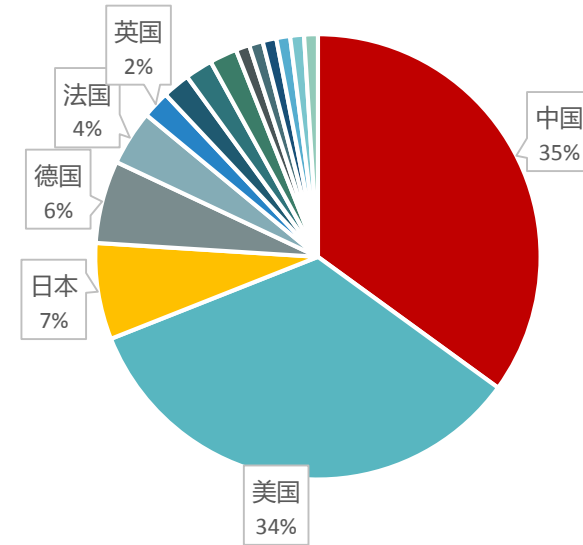
2010



地利：逐渐失去的优势

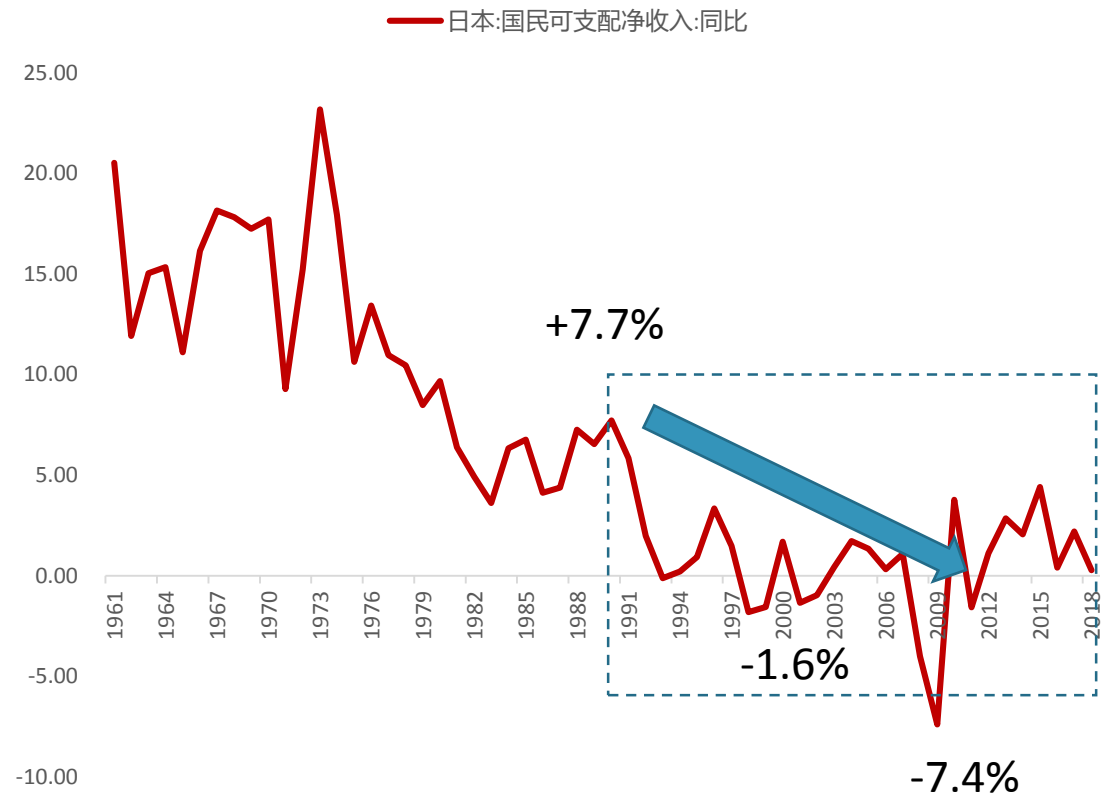
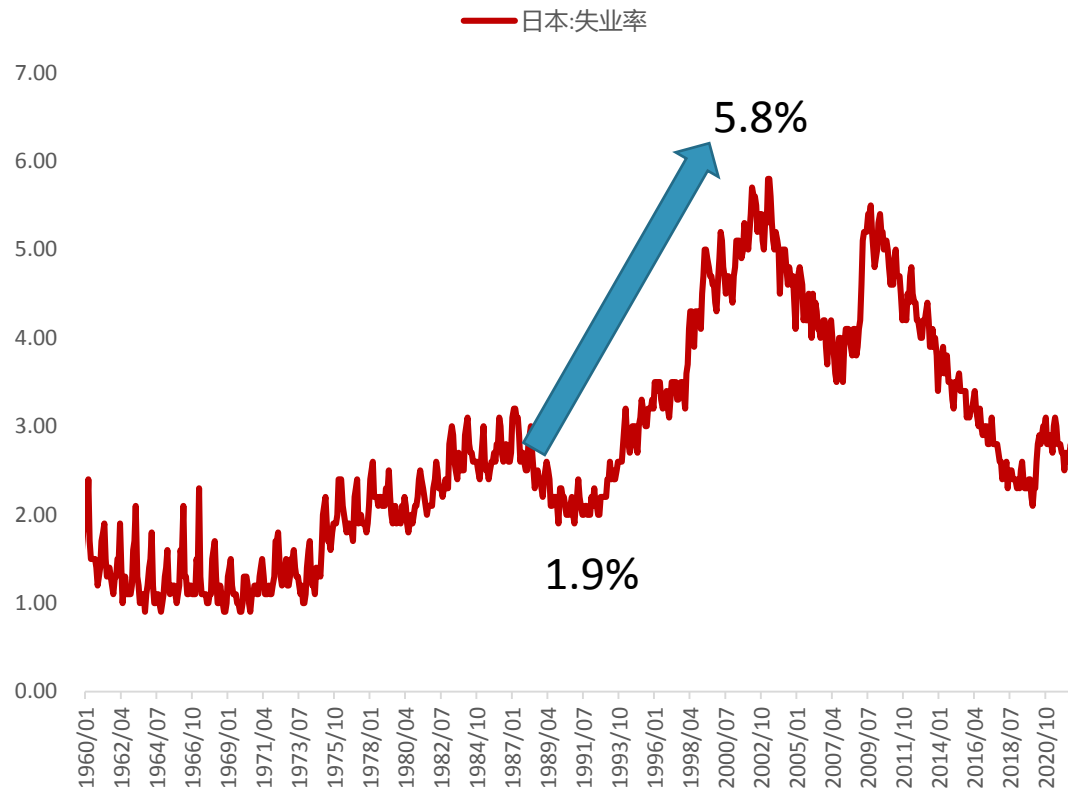


2022年世界100强企业



丰田汽车公司	汽车
三菱商事株式会社	贸易
本田汽车	汽车
日本伊藤忠商事株式会社	贸易
日本电报电话公司	电信
三井物产株式会社	贸易
日本邮政控股公司	邮政

- 汇率升值后日本制造业出口竞争力下降，同时中韩崛起，挤压日本出口份额。
- 日本阶级固化，缺乏激励机制，大型企业未能乘上信息时代互联网改革的东风。



- 泡沫破灭后，日本民众和企业财富大幅缩水，日本失业率大幅攀升，可支配收入大幅下降，投资与消费能力下滑。
- 一朝被蛇咬，十年怕井绳。时至今日大部分日本民众仍然选择租房而不是买房，投资倾向于稳定的债市和储蓄。

3

比较

问题三：中国与当时的日本有何相似与不同之处？

相似之处

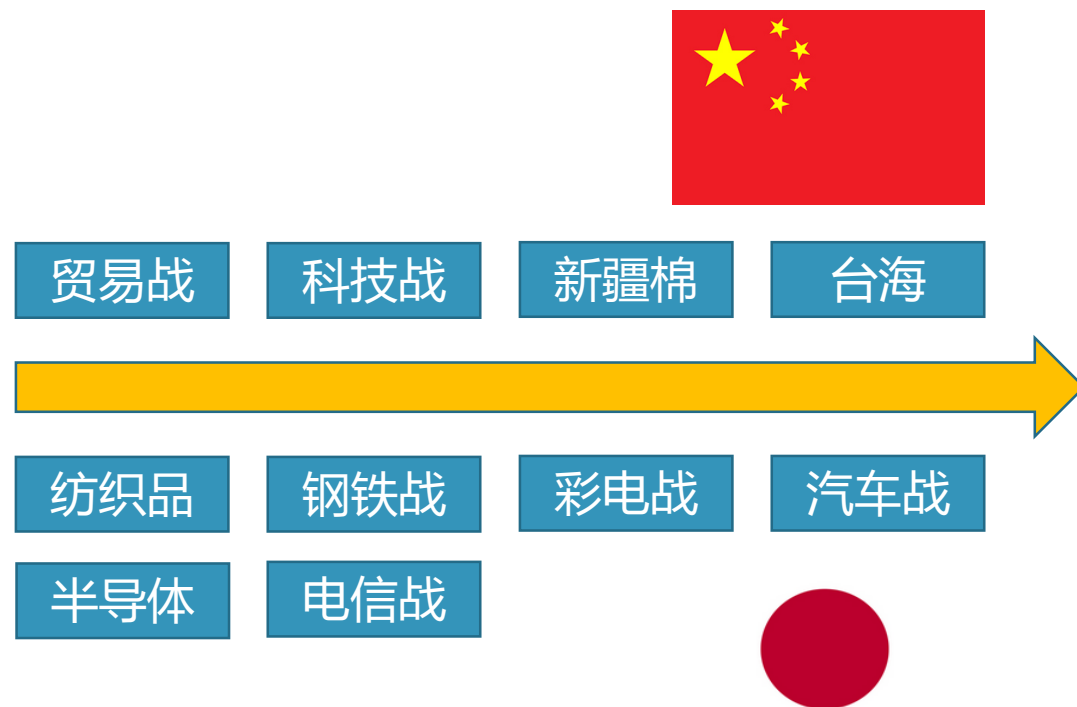
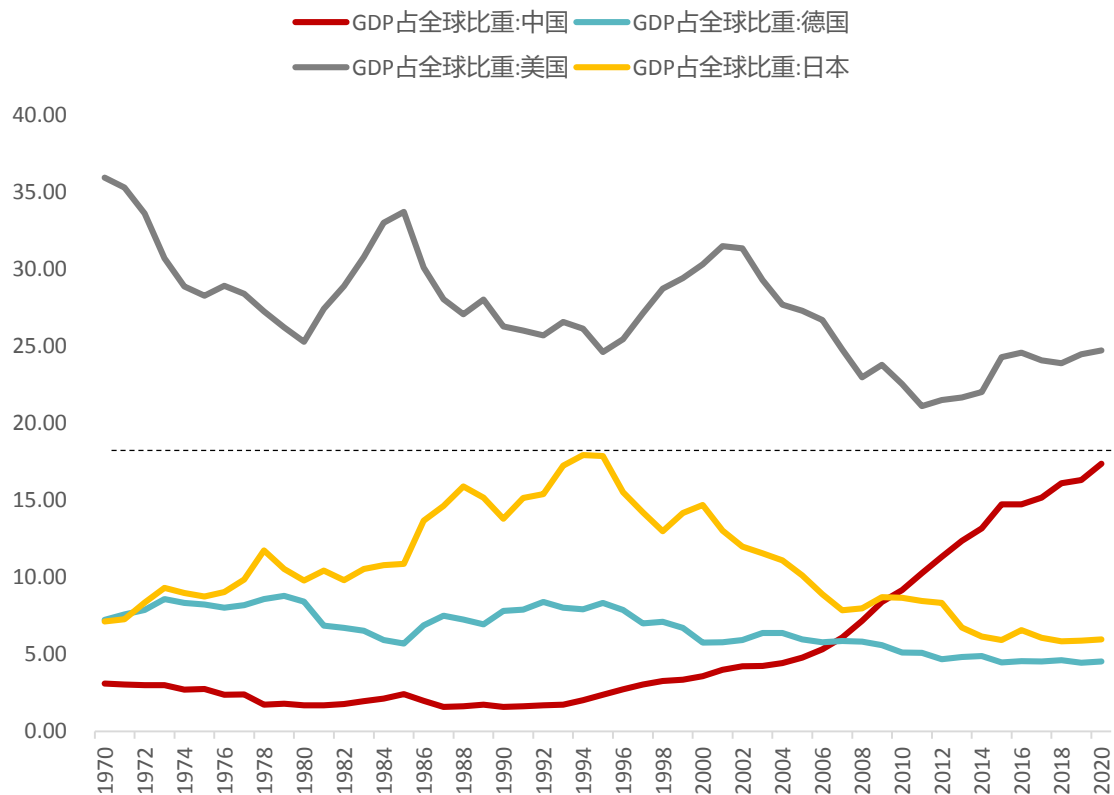
- ①国际环境与经济背景
- ②人口结构与未来趋势
- ③债务占比与房产价格

不同之处

- ①货币汇率政策稳定
- ②国内外需求仍存
- ③股市尚在低位

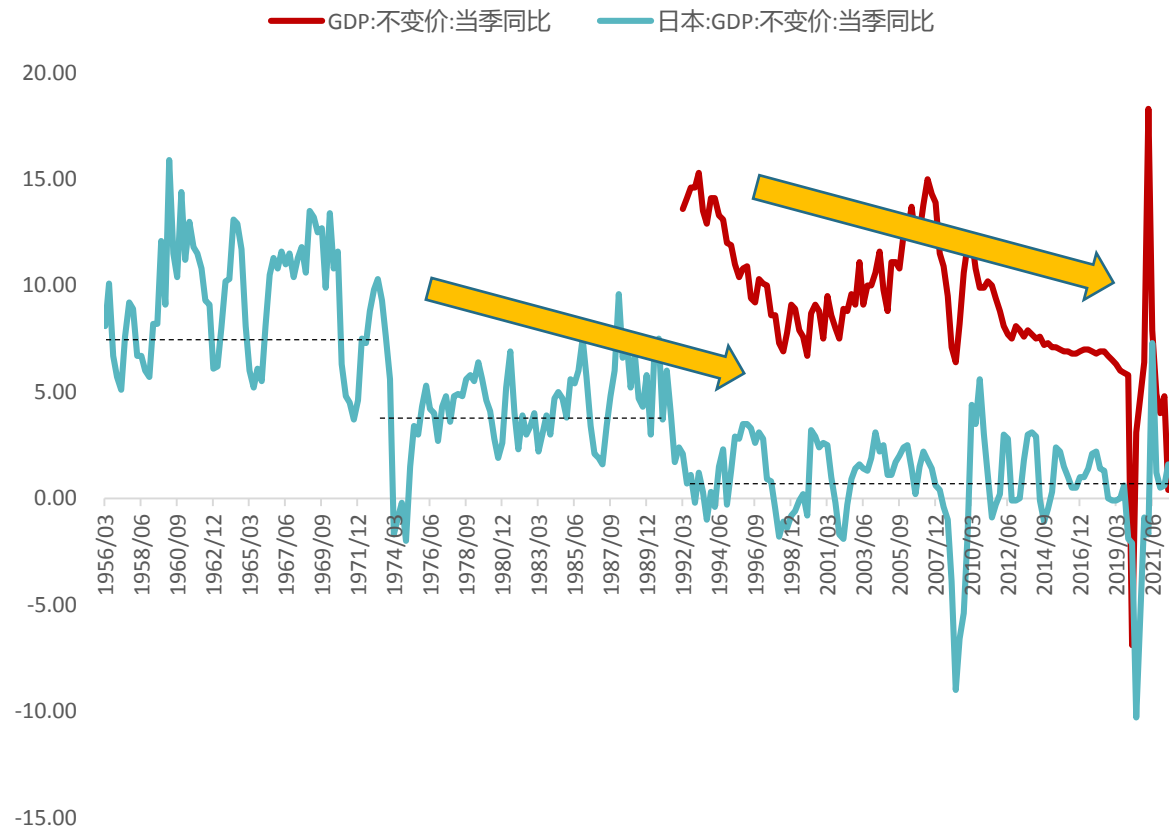
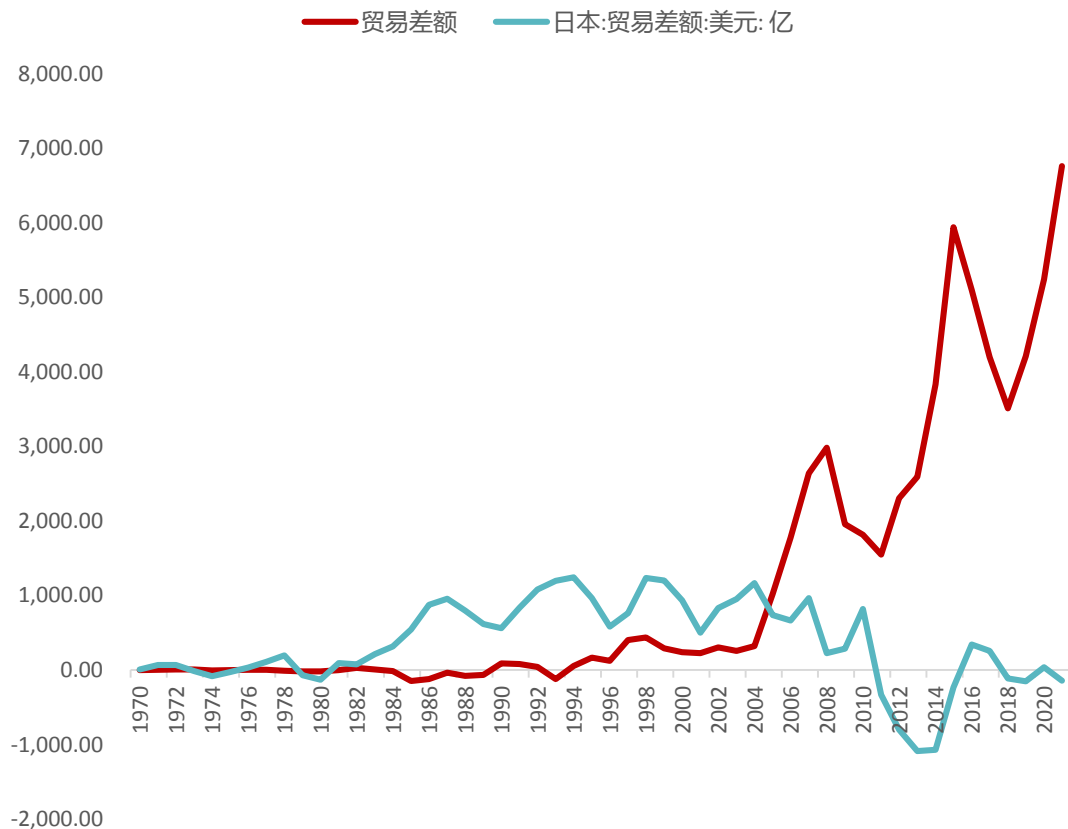
相似：国际环境逐渐严峻

近年来美国加强对华施压



- 入世之后中国经济崛起，GDP占比来到全球第二，仅次于美国。
- 近年来美国对中国的态度也明显的转向全面针对和打压。
- 自60年代到90年代美国对日本发起多次贸易战，此外签订广场协议最终将日本制造业拖入泥潭。

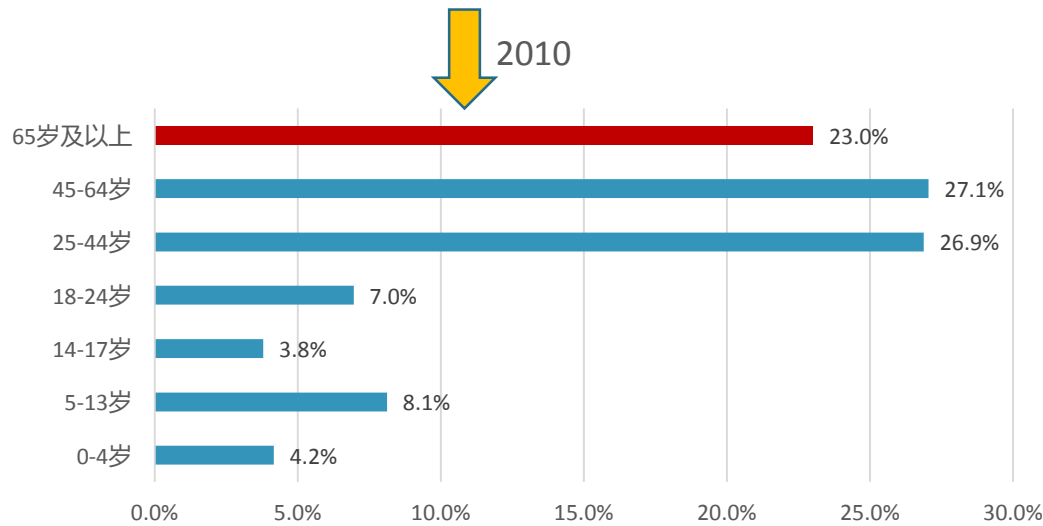
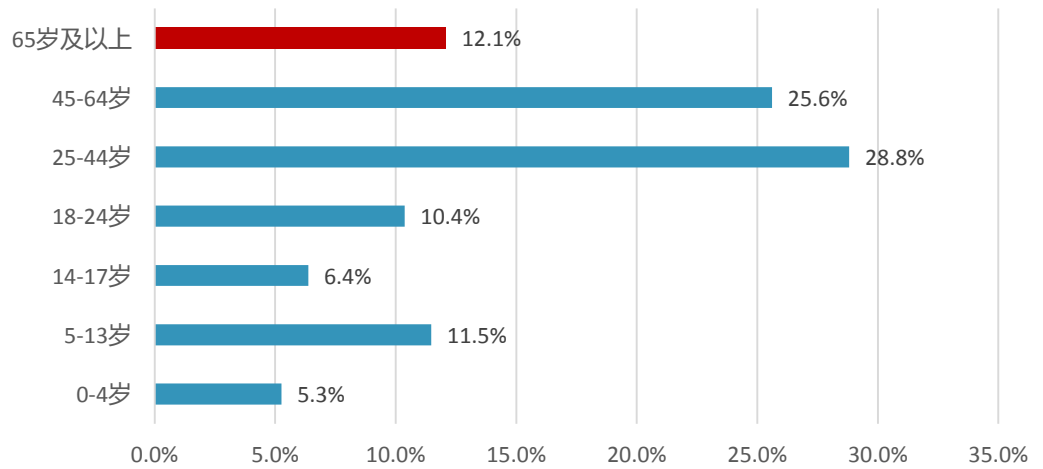
相似：国内经济换挡缓行



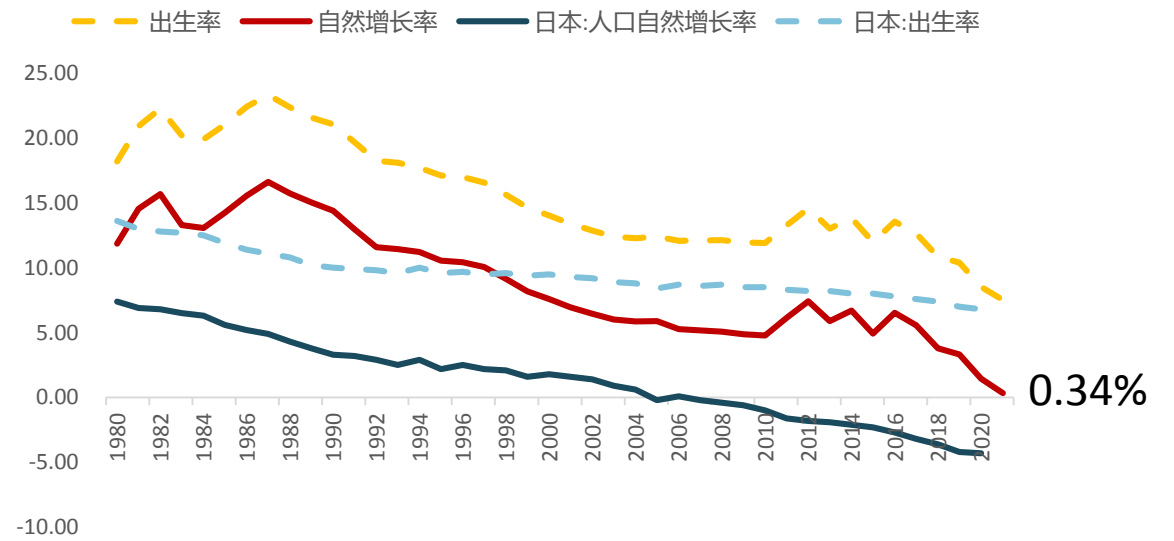
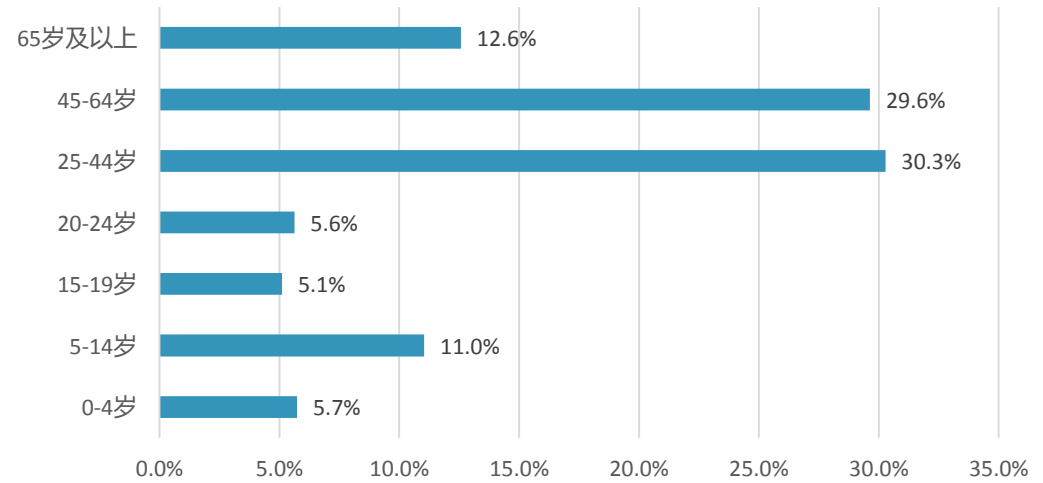
- 日本在80年代为外向型经济，有大量出口形成贸易顺差，与当前中国较为类似。
- 同时中日两国经济高速发展时期已经过去，GDP增速正在换挡缓行。

相似：人口老龄化正在接近

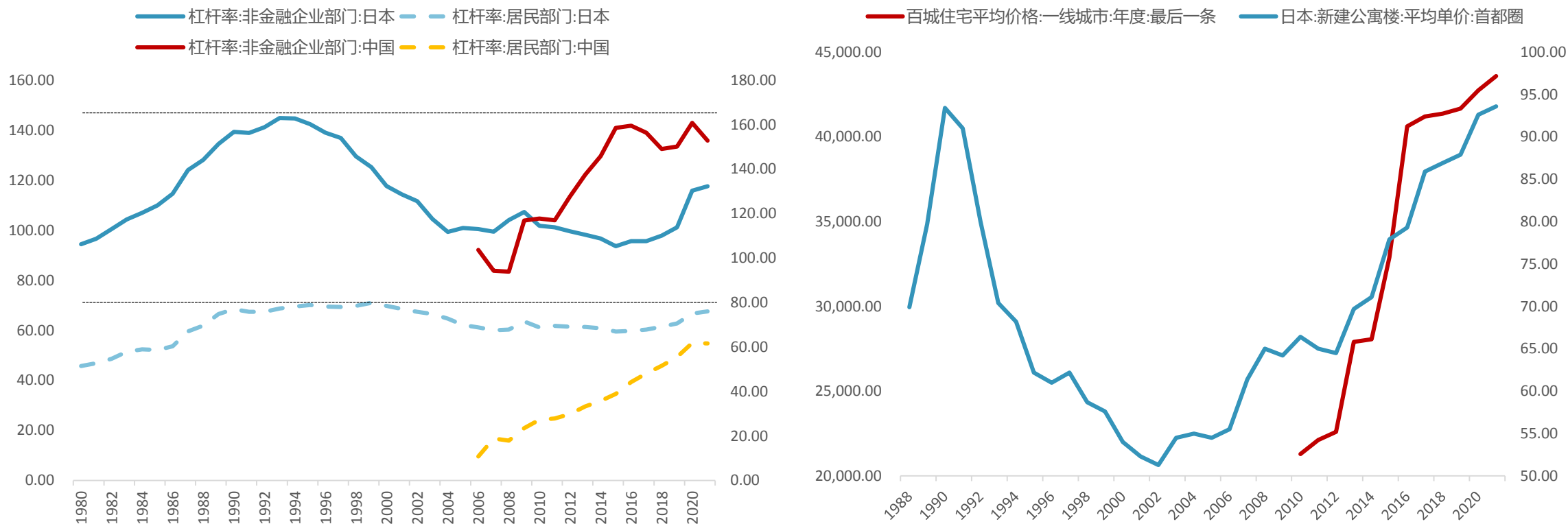
1990年日本人口结构



2019年中国人口结构



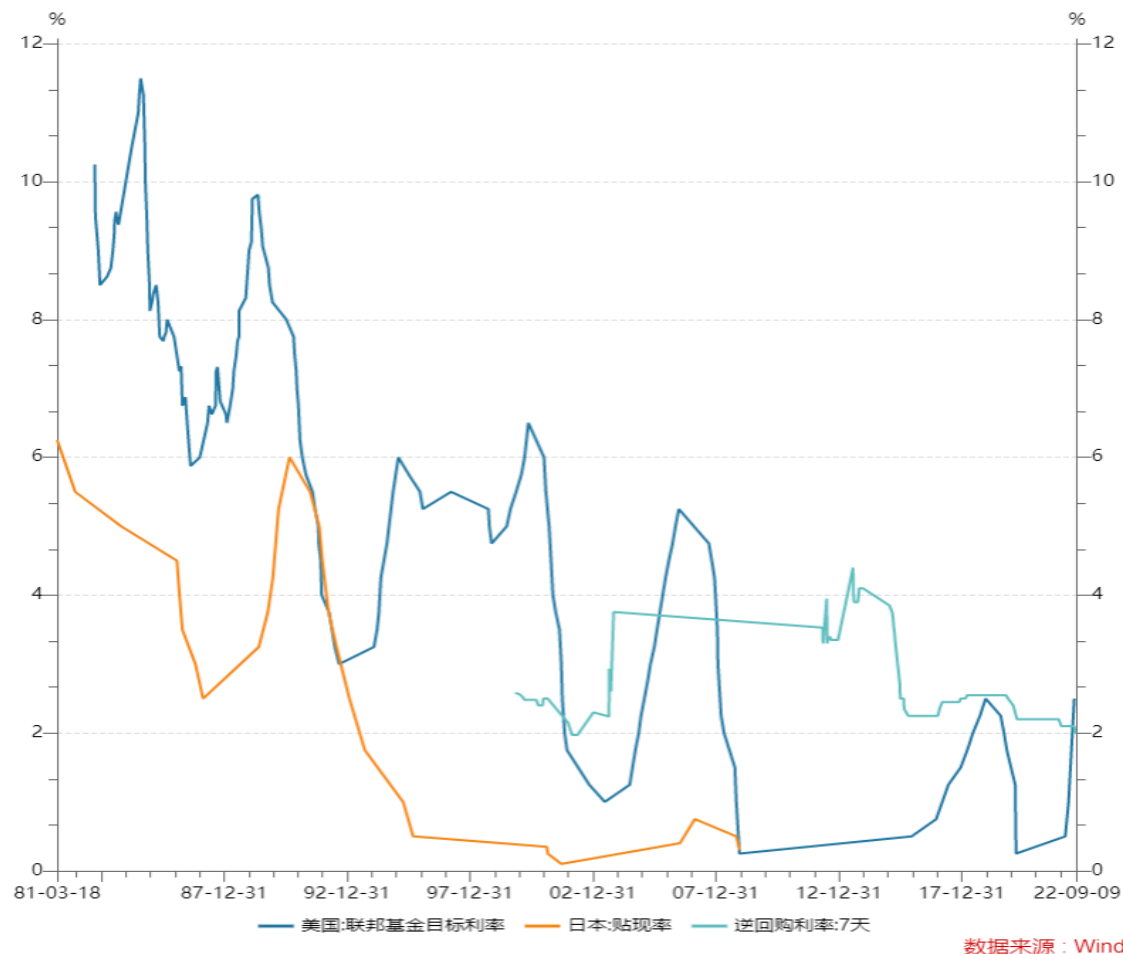
相似：企业和居民杠杆率高位



- 中国和当时日本的居民以及非金融企业部门的杠杆率均在高位。
- 中国和当时日本的房价都在高位，且此前无大幅下跌。

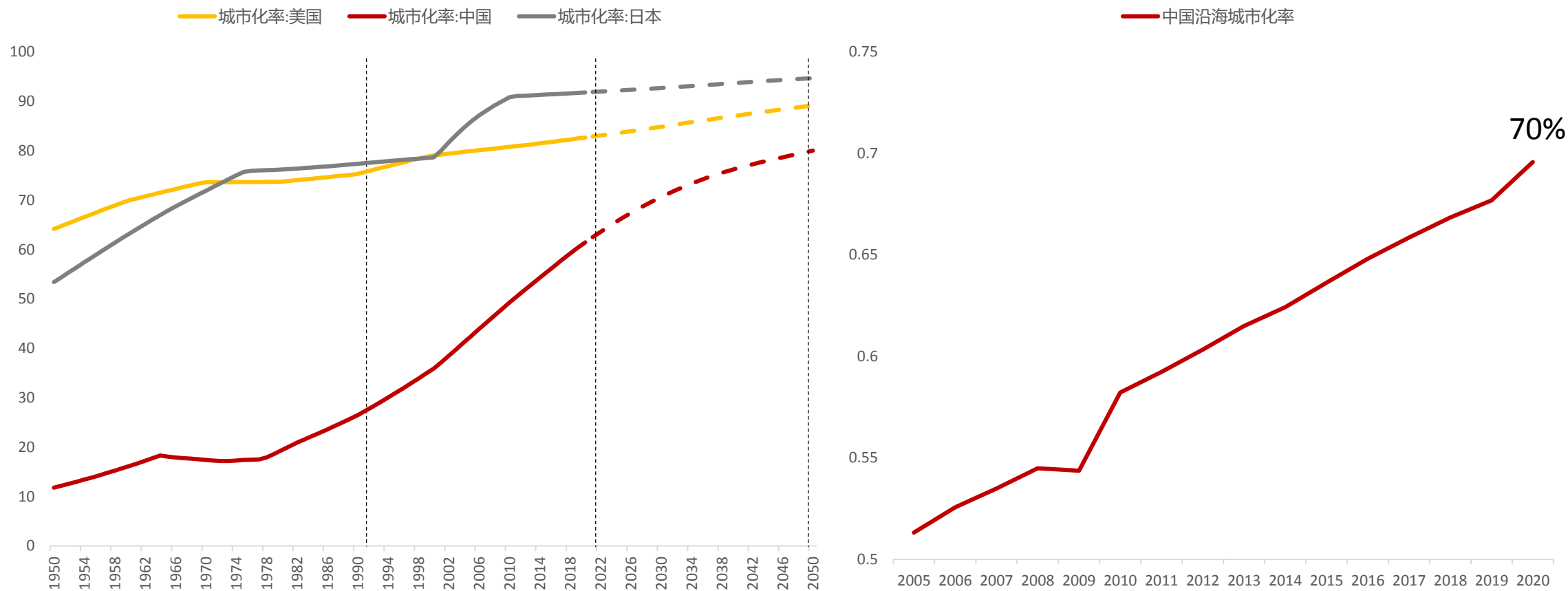


不同：货币与汇率政策



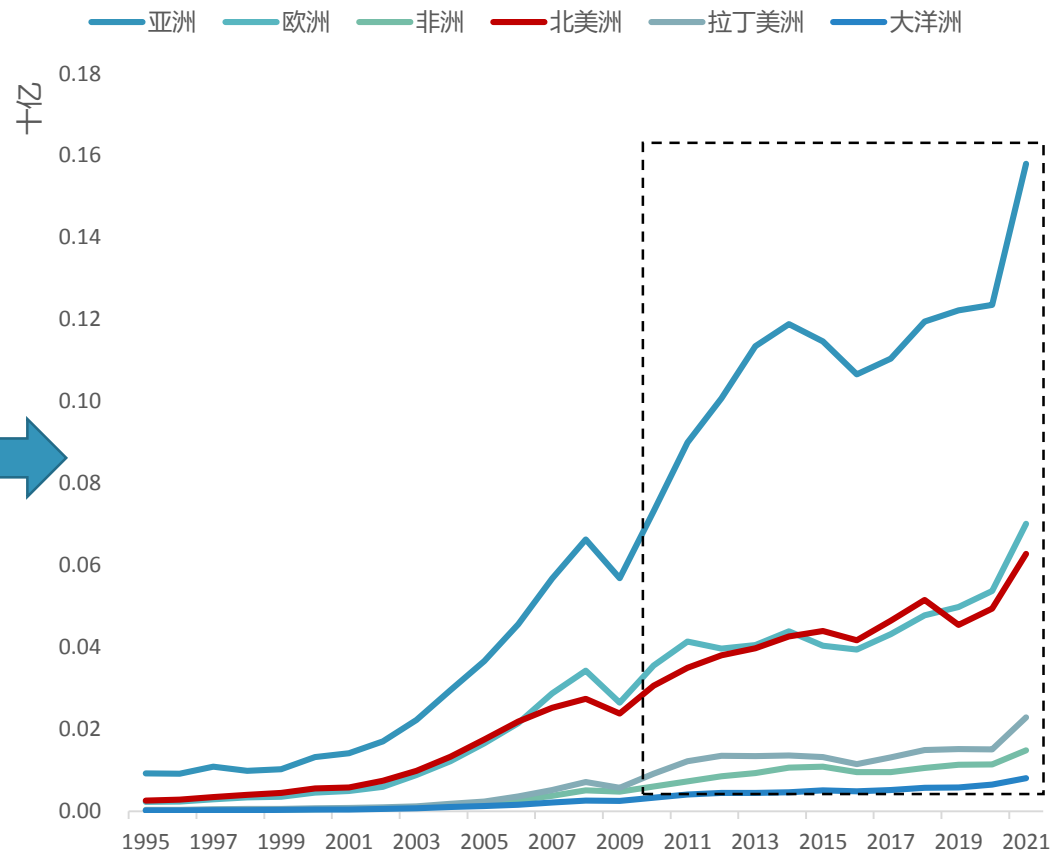
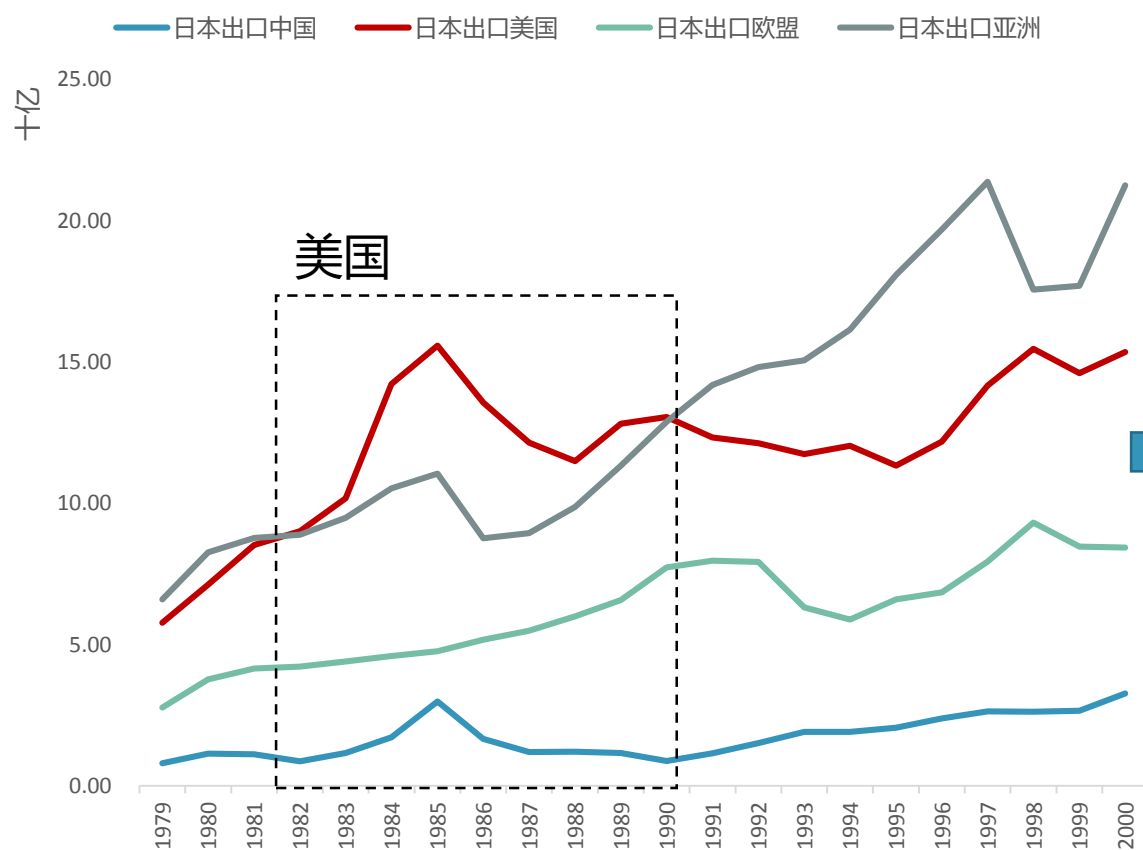
- 中国货币政策坚持“以我为主”，当前与美国货币政策出现明显分化。
- 中国目前的汇率整体维持稳定，尚未看到有大幅升值或贬值的预期。

不同：国内城市化率仍有空间



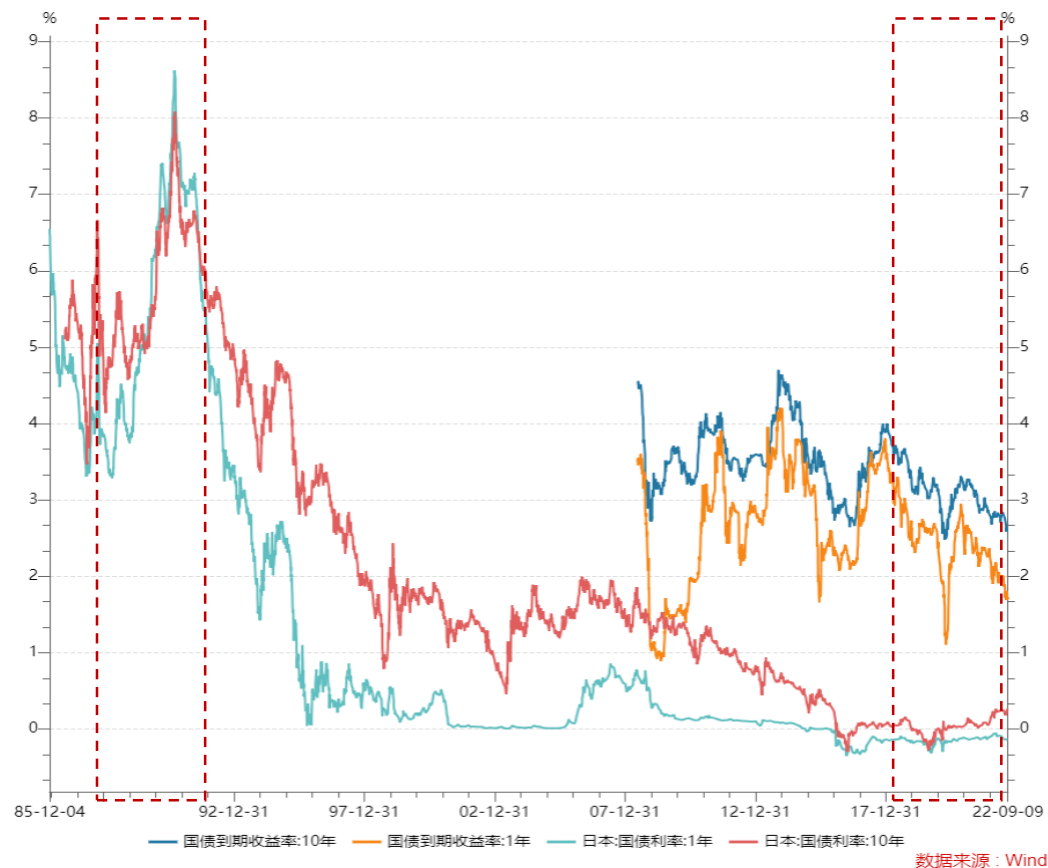
- 联合国统一口径下，中国当前城市化率尚在61%左右，同期日本92%，美国83%。此外1990年时日本77%，美国75%。
- 2020年中国只计算沿海省份和直辖市的城市化率约为70%。

不同：海外贸易环境变化

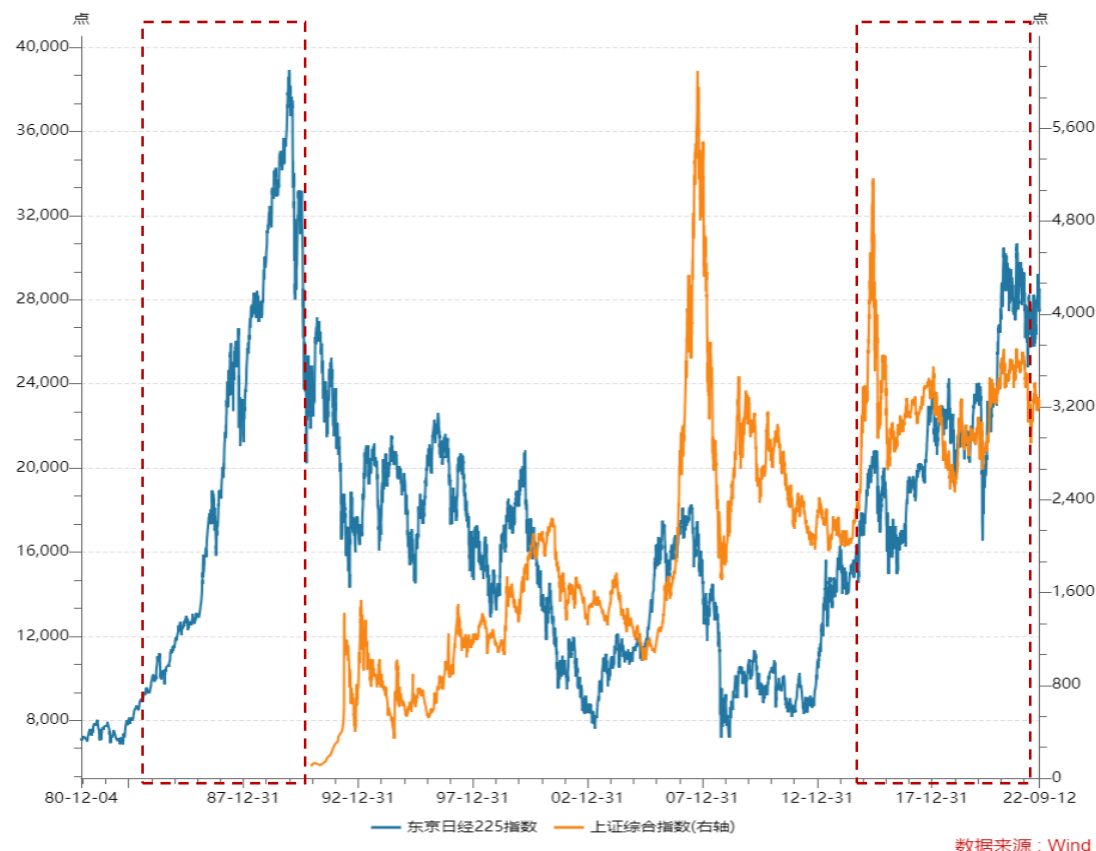


- 在80-90年代日本当时主要出口到美国，其次是亚洲，再之后是欧洲，较为容易受到美国掣肘。
- 而当前中国主要出口到亚洲，其次是欧洲，再之后是北美洲，非洲和拉丁美洲也有一定的需求。

日本国债利率



股票指数



- 由于货币政策不同，资产表现也有明显差别，系统性风险应低于90年代的日本。

4

结论



综合来看，当前中国和80-90年代的日本之间存在诸多相似之处，例如：

- ①都处在世界第二大经济体的位置，且受到美国的打压，经济增速换挡缓行。
- ②人口自然增长率下降，人口结构逐渐呈现老龄化。
- ③居民和企业杠杆率都处在较高位置。

但仔细分析可以发现这些都不是造成日本经济崩溃的直接原因，而是：

- ①汇率政策变动过大，打压自身优势制造产业，不得不使用货币刺激。
- ②然而货币政策持续极度宽松，造成资产泡沫极度扩大。
- ③央行突然变向极度紧缩，最终使得资产泡沫灿烂破灭。

所以为了不重蹈日本覆辙，中国应该：

- ①维持货币与汇率政策稳定与独立，不刺激资产大幅波动。
- ②坚持“房住不炒”的基本定位，控制资产泡沫不再扩大。
- ③促使资本“脱虚向实”，股市注册制增加直接融资，促进实体经济健康增长，匹配房价缩小泡沫。



浙商期货
ZHESHANG FUTURES

免责声明

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

www.cnzsqh.com

THANK YOU

