

[English](#)[下载中心](#)[首页](#)[网站地图](#)[关于IWEP](#)[研究课题](#)[研究人员](#)[研究成果](#)[数据库](#)[出版物](#)[媒体报道](#)[研讨会/讲座](#)

世界经济形势分析与预测

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

【全文见《2006—2007年：世界经济形势分析与预测》第242—254页】

日本房地产泡沫形成与破灭的原因及其对中国的启示

跨国公司研究室 薛军

.....

三 日本房地产泡沫形成的宏观原因

是什么原因造成日本形成如此严重的房地产泡沫呢？我们前面已经从三个方面论述了微观原因。本节将从日本欠发达的金融市场的自由化、日本的货币政策和财政政策，以及日本政府宏观决策层的反应迟钝与判断失误等四个方面进行剖析。

1. 金融市场的自由化

直到日本经济高速增长长期结束、进入稳定增长期的20世纪70年代末，日本政府始终没有完全开放其金融市场，特别是在银行的自由化方面。在这种情况下，日本的银行处于被政府严密保护的状态，银行的固定收益有保证，没有人相信银行会出现倒闭的现象。进入80年代初期，这种情况开始发生变化，1983年日本金融制度调查会决定计划开始渐进地实现利率自由化，1985年实现了大额存款（100万日元）利率自由化。竞争的加剧导致以前稳定的、有政策保护的固定收益逐渐消失了。

与此同时，日本政府也逐渐放开了对金融市场其他方面的管制，大企业的资金筹措方式也开始多样化，比如发行企业债、认股权证，一些大企业赴海外融资等等。1960~1970年代，日本的银行贷款每年增长约11%，略高于国内生产总值的增长率。然而随着企业可以通过发行债券来满足企业对资本的长期需求，日本企业特别是大企业已经不再需要日本旧有的金融体制的支持与保护了。日本的银行特别是中小型银行逐渐失去了一些固定的大企业客户资源，利润减少，企业经营面临困境。为提高收益，日本的银行开始将贷款目光转向风险较高的中小企业和房地产公司。然而日本的银行并不认为一旦经济衰退、房地产价格出现回落，这些潜在的风险必定会释放出来，使这些贷款成为不良资产。这说明当时日本的银行还没有建立一套完善健全的项目评估体制以及风险监控机制。

2. 宽松的货币政策

20世纪80年代中后期日本政府实行的宽松货币政策被学术界公认为是产生房地产泡沫的最主要原因。

当时的国内国际环境是，日本的贸易顺差不断增加，同以美国为首的其他发达国家之间产生了激烈的贸易摩擦，国际

上要求提高日元兑美元的汇率，日元升值压力不断增加；同时，日本政府也急于期望将本国经济由从前的出口带动型过渡到内需推动型。1985年9月，发达国家5国财长会议（G5）召开，决定纠正日元兑美元汇价偏低的现状，俗称“广场会议”。此后，日元兑美元由240日元急剧升到150日元（见图3略）。在日本国内，廉价的进口产品与处于劣势的国内制品展开了激烈的竞争，一些处于劣势的产业面临关门转产或者是转移到海外的结构性调整；在对外贸易上，日元升值给日本的出口企业带来了更大的生存压力。

在日本经济面临内外压力的情况下，为了缩小经常项目黑字，摆脱由于日元升值带来的经济衰退，日本政府提出通过扩大内需来调整经济结构的政策建议。之后的一年里，日本央行连续5次调低利率，由1986年1月的5%降至1987年2月的2.5%的最低位（见表4略）。

央行利率调低之后，由内需带动的日本经济开始好转起来。在个人消费方面，伴随着日元升值，日本人开始大量购置房产、购买大型彩色电视机和高级进口轿车，以及赴海外旅游。日本企业在逐步加大海外投资力度的同时开始不断地大量购置土地、建设厂房、增加设备投资。宽松的货币政策加上日元升值后急剧扩大的购买力虽然极大地刺激了内需，造成了日本经济一片繁荣的景象，但是它同时也造成了国内房地产的泡沫，为以后泡沫经济破灭产生大量银行坏账种下了祸根。

3. 由紧缩财政到趋向扩张的财政政策

实际上，日本政府直到1987年年初一直实行的是紧缩预算的财政政策。但是由于1986年“前川报告”出台后，通过扩大内需推动经济增长，并以此阻止日元升值带来的经济衰退成为日本经济政策的主导方针，过去一直紧缩的财政政策也开始有所松动。1987年5月，日本政府出台了“紧急经济对策”，正式宣布扩大公共投资，内容包括：补充增加4.3万亿日元资金用于公共建设项目；减税1万亿日元；增加7000亿日元资金，以期通过住宅金融公库等机构强化住宅金融制度。这个政策标志着日本在财政上也开始由紧缩转变为积极的财政政策。

趋向扩张的财政政策以及宽松的货币政策的实施，很快拉动了日本的内需，但是流动性过剩的出现同时也推动了房地产价格以及股市价格的暴涨。

4. 日本政府的反应迟钝与判断失误

导致日本房地产出现大量泡沫除了上述日本政府在金融自由化、货币政策、财政政策等宏观政策上的因素以外，还有日本政府宏观决策机构的反应迟钝和判断失误。

首先，日本政府对出现房地产泡沫缺乏警惕性，致使制定了不恰当的金融政策推动了房地产价格猛涨，而当1987年房地产泡沫急剧膨胀时，日本政府又一次反应迟钝，并没有采取任何宏观调控措施来缓解房地产市场的过热现象，并错误地认为日本经济发展形势一片大好，任凭房地产价格一路狂涨。另外，日本政府在1991年房地产泡沫破灭之后也没有及时认清其对日本中长期经济发展可能带来的严重破坏性后果。

其次，日本政府当时的工作重心是摆脱由于日元升值带来的经济衰退、促进内需、稳定物价以及保持国际收支平衡，认为中长期制约日本经济的主要因素是劳动力不足、能源缺乏、储蓄率下降等问题，根本没有将房地产泡沫这一新生的关键因素考虑在内。因此当房地产价格快速上涨时，政府只注重它与其他经济发展指标之间的关系，完全忽视了房地产泡沫对整个经济，特别是金融体系的危害性。

四 日本房地产泡沫破灭对中国的启示

1. 在稳步汇改的前提下，恰当把握运用货币政策的时机

现在的中国，无论是房地产泡沫还是其他行业的投资过热，归根结底是由于游资泛滥。因此，一旦房地产增长过快，

就必须抑制造成过快的源头——过剩流动性。

同中国相似的是，当年日本在签订“广场协议”之后，为了平衡日元升值过快，刺激内需，日本央行从1986年开始到1987年连续5次调整利率，使利率由5%降至2.50%，造成银行资金过多，社会游资泛滥，大批企业和个人携带大量资金进入房地产行业，形成巨大的资产泡沫。幸运的是，在人民币升值方面，我国并没有一步到位，正在有序地进行汇率的改革。

中国应该吸取日本当年为了刺激内需、不顾房地产泡沫的不断膨胀、单纯固执地实施低利率政策的经验教训。现阶段，当务之急是适当调高利率，以收紧银根缓解房地产业的过热现象。然而，当前的利息政策和汇率改革之间有着密不可分的联动关系，甚至有时会相互制约。如果单方面地调高利率，会缩减国内外利差，招致海外大量热钱的涌入，给稳定汇率造成压力。

低利率政策和人民币汇率升值预期都是导致游资泛滥和房地产过热的主要原因，除了运用行政干预手段以及提高银行存款准备金比率、公开市场操作等方法缓解过剩流动性、抑制经济过热之外，如何在保持稳步汇率改革的前提下，恰当把握运用货币政策的时机、逐步提高利率是当前考验中国央行决策能力的关键所在。

2. 避免被稳定的物价指数所迷惑而错失再次调整货币供给的最佳时间

央行在考虑是否升息的过程中也应该尽量排除物价指数变动较小这一指标的迷惑性。众所周知，一直以来，通货膨胀率的出现与否是衡量经济是否过热、游资是否泛滥的一个重要指标。但是，在日本当年出现房地产泡沫时，日本的消费者物价指数增长几乎是0，尽管当时日本的货币供给（M2+CDs）相对于年均GDP 4%的增长率而言，以每年超过10%的速度增长（见图1略），并且日本的固定资产价格增长也很快，但是当时的日本决策管理层很难做出流动性过剩的判断，日本央行推迟两年才决定升息，错失了化解房地产泡沫的良机。

现在的中国与当年的日本有着惊人的相似之处，虽然近年来房地产价格持续走高，但备受关心的通货膨胀始终没有出现，这也是导致央行迟迟没有提高利率的一个原因。但是在中国GDP增长连续两年持续超过两位数后，通货膨胀的迹象已经开始显现。况且在PPI涨幅过快的情况下，单纯地分析中国的CPI并不能反映当前经济过热的现状。因此，中国需要吸取日本当年的教训，避免被稳定的物价指数所迷惑而错失再次调整货币供给的最佳时间。

3. 在实施扩大内需的转变过程中，避免因国家宏观战略的调整而造成资产泡沫的产生

1985年的日元大幅度升值使日本国民经济发生了一系列的变化，期间日本政府提出改变日本经济增长模式，亦即改变由过去的出口带动型增长模式为内需推动型的发展战略。然而，推动内需的增长除了鼓励增加消费汽车和彩色电视机等大型消费品之外，住宅这个消费比重最大的产品也被迅速激活。在泡沫经济期间，无论是日本民间住宅的增长率还是对GDP的贡献度，均占了较高的比重，特别是1987年其对GDP贡献度几乎占了所有项目合计的三成。

我国现阶段面临着人民币升值的压力，过去以出口为主导的经济增长已经越来越不适应国情，与当年日本经济一样，急需转变增长模式。但是扩大内需并不等于主要依赖房地产业的增长。目前在中国，公开讲扩大内需必须由发展房地产业来推动或者将房地产业定格在支柱产业的观点几乎已经没有了，但是在现实经济生活中，迄今为止的种种迹象表明，我国在扩大内需上，无论是现有政策（比如城市规划等），还是固有的体制（比如地方财政税收等）等方面，均或多或少地助长了房地产业的迅速膨胀。现在，对化解伴随着城市化而产生的众多问题，以及逐步消除中国地方政府以GDP增长为考核对象的弊端，正确引导和规范房地产市场的消费成为当务之急。

虽然中日的国情不同，但是以增大房地产泡沫为代价来扩大内需的教训不应该在我国重演。今后，在实施扩大内需的转变过程中，应尽量避免因国家宏观战略的调整而造成资产泡沫的产生。

4. 发现泡沫后要坚决果断地实施宏观调控，泡沫破灭后不可抱侥幸心理、掩盖不良资产

如前所述，导致日本房地产出现大量泡沫除了上述日本政府在金融自由化、货币政策、财政政策等宏观政策上的失误因素以外，还有日本政府的反应迟钝，对出现房地产泡沫缺乏警惕性，没有及时发现问题及采取果断的补救措施，任凭房地产价格一路狂涨。另外，日本政府在1991年房地产泡沫破灭之后也没有及时认清其对日本中长期经济发展可能带来的严重破坏性后果。更为不幸的是，不仅是日本政府，几乎所有的日本主流经济学家即使在1991年泡沫经济破灭之后，还认为土地价格是上升的，相信股票和土地会很快上涨起来，并没有认识到不良债权问题的严重性。中国的决策当局应该吸取日本的教训，防患于未然，及时发现问题，及时解决问题，抑制房地产泡沫的生成和膨胀。

在这个问题上，笔者认为，中国和日本有很大不同。中国政府从2005年以来一直不断出台针对抑制房地产泡沫的宏观调控措施，并且已经收到良好的效果。

但是还有一个问题值得我们注意，在我国银行的客户源中，房地产业仍占很大比重，这意味着放贷房地产业是银行贷款业务的重点，也是重要的利润来源。2006年上半年，我国的一些中小型银行为了抢夺客户，有放松对房地产贷款的迹象。在日本房地产泡沫时期，由于日本金融业逐渐开放，日本的银行，特别是中小型银行为了弥补逐渐失去的一些固定大企业客户资源，增加收益，开始将贷款目光转向风险较高的中小企业和房地产公司。但是当日本的房地产价格出现回落之后，这些潜在的风险一齐释放出来，造成大量不良贷款。中国应该吸取这方面的教训，在保证优质房地产商的贷款需求的同时，严格把握对房地产业贷款的总量控制，以及强化对个案项目的评估体制和风险监控机制。

5. 健全金融市场、丰富金融投资产品、规范和引导民间过剩流动资金的投向

当年的日本如同今天的中国一样，游资泛滥。因为日本实行严格的外汇管制，普通的日本人不能自由地将手里的资金汇往国外，而存入银行又得不到较高的利息回报，加之国内金融产品并不丰富，大量游资亟待寻找投资出路。从1981年开始，日本地价开始走高，房地产业也随之升温。1985年“广场协议”之后，日本央行为刺激内需开始下调利率，投资房地产业被认为是较为理想的高回报投资产品，大量的社会游资蜂拥而入，地价随之暴涨。

中国房地产业如果忽略不计国际热钱的因素，国内资金的过剩流动是主要原因。迄今为止，我国的银行存款利率较低，其他高回报的金融产品相对比较缺乏，加之股市的不确定性，大量游资涌入房地产行业，抬高了房地产价格，形成了一定规模的泡沫。另外，与当年的日本人一样，中国人对房地产的持有具有特殊的偏好，任其发展下去势必形成更大的泡沫，影响经济的正常发展。

借鉴当年日本房地产泡沫形成以及破灭的原因和教训，我们在大量游资泛滥的时候应该首先健全金融市场、丰富金融投资产品、规范和引导民间过剩流动资金的投向。

.....

推荐好友

相关文章

- 陈北 人民币汇率破“7”后中国房地产业走势 《国际融资》2008年第5期 (2008-5-14)
- 冯维江、何帆 日本股市与房地产泡沫起源及崩溃的政治经济解释 《世界经济》2008年第1 (2008-3-4)
- 张明 房地产泡沫如何埋下次级债危机的种子 《中国外汇》2007年第10期 (2007-10-24)
- 吴海英 房地产投资增速对钢铁投资和总投资增速的影响 《世界经济》2007年第3期 (2007-4-11)
- 李国学 美国房地产价格变动趋势及其经济效应分析 《国际经济评论》2006.11-12 (2007-1-7)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业经营许可证》编号:京ICP备06059776号