

“日本启示录”系列（二）

日本房地产泡沫如何走向破裂——金融篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告在《日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇》的基础上，聚焦日本的金融体系和实体经济与房地产泡沫破裂的联系。我们发现：
- 日本金融系统暗含风险，为房地产泡沫的膨胀与破裂提供了基础。一方面，随着日本房地产泡沫的膨胀，“住专”公司贷款规模急速扩大，资产质量不断下降。在日本房地产价格出现下跌后，“住专”公司的坏账问题使得日本银行系统性风险加速暴露。另一方面，1970年代开始，日本政府开始了一系列金融自由化改革，这虽然使得金融系统的活力明显提升，但大型企业“脱离银行”、金融监管体制改革相对落后等现象的出现，均为后续日本房地产泡沫的膨胀与破裂埋下了伏笔。
- 日本金融系统与实体经济过度绑定，使得房地产泡沫破裂产生了更广泛深远的影响。主要体现在：一是，实体企业过度参与金融投机活动。尤其是非金融企业部门大规模购入土地，当土地价格出现下跌时，实体企业资产负债表受损更为严重，进而出现“资产负债表衰退”；二是，“主银行”制度将金融机构、资本市场与实体企业三者牢牢绑定，加剧了金融风险的扩散。一方面，泡沫经济时期股票、土地在日本金融机构资产负债表中的占比不断提升，另一方面，银行在资本市场，尤其是股市中的参与程度更高。
- 房地产泡沫破裂后，日本政府对不良债权的处置滞后，错过了最宝贵的时间窗口。泡沫破裂初期，日本各界均未意识到不良债权将会带来严重后果，政府仍然尝试延续大型金融机构并购中小型金融机构的处理方式，但这反而加重了大型金融机构的经营风险。直到小泉政府上台提出《金融再生计划》，加速不良债权处理，同时配套实施强化监管与治理的措施，提高银行自身的竞争力，日本不良贷款问题才逐步得到解决。
- 回顾日本房地产泡沫膨胀与破灭过程中金融市场与实体经济的关联，结合我国当前的相关情况，可以得到如下启示：第一，加强影子银行体系监管，逐步降低其金融风险。在化解影子银行风险过程中，一方面要避免经济下行期过度放松金融监管政策，防止高风险影子银行“死灰复燃”，另一方面要注意平稳推进，避免影子银行体系过快收缩带来的系统性金融风险。第二，金融开放与金融自由化要循序渐进，尤其是要建立与金融体系相适应的监管体系。对比来看，目前我国金融自由化程度偏低，未来仍有较大改革空间。金融监管体系改革在兼顾金融体系效率的同时，更要注意金融体系的安全性。第三，构建完备的不良贷款处理框架，及时、果断处理银行的不良贷款问题。增强银行抗风险能力和处理不良债权的能力，必要时可通过财政资金充实银行自有资本。

正文目录

一、	金融体系风险暗含	4
1)	“住专”资产质量低下	4
2)	金融自由化加速推进	6
二、	金融体系与实体经济过度绑定	9
三、	不良债权处置滞后	12
四、	结论与启示	16

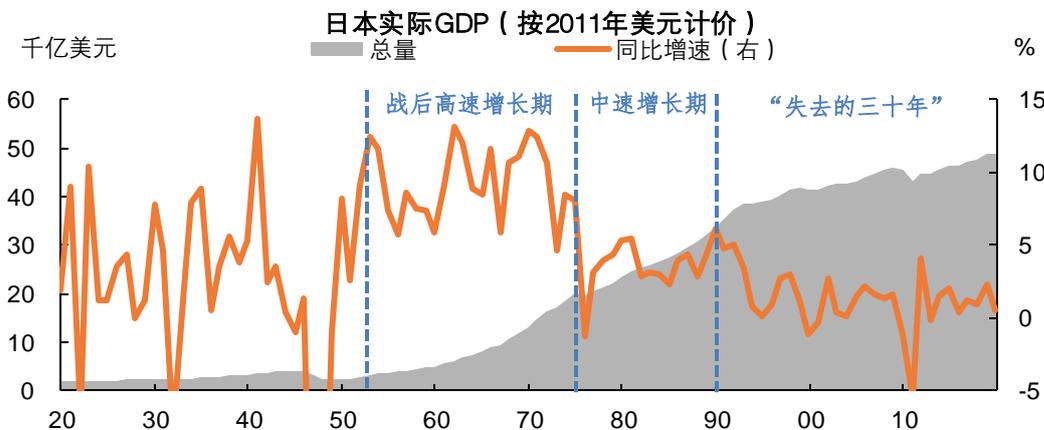
图表目录

图表 1	近百年来日本经济发展情况	4
图表 2	日本“住专”七社股东均为银行等金融机构	4
图表 3	1985 年开始“住专”公司贷款迅速增长	5
图表 4	企业贷款在“住专”公司贷款中占比大幅提升	5
图表 5	日本“住专”七社贷款规模及不良贷款情况（1996 年 2 月）	5
图表 6	二战后日本政府实行的一系列金融管制措施	6
图表 7	1970 年代开始日本企业自有资金更加充裕	7
图表 8	1970 年代开始日本政府大量发行国债	7
图表 9	1970 年代开始日本金融自由化程度不断提升	8
图表 10	日本大型制造业企业出现“脱离银行”趋势	8
图表 11	1990 年代前后日本信用金库等中小金融机构大量破产	8
图表 12	1980 年代日本银行对非银金融机构贷款大幅增长	9
图表 13	1980 年代非金融企业部门杠杆率迅速上升	10
图表 14	横向比较来看日本企业部门杠杆率偏高	10
图表 15	日本泡沫经济时期非金融企业部门是最主要的土地购买方	10
图表 16	日本大多数上市企业拥有主银行	11
图表 17	日本泡沫经济时期土地和公司股份在金融机构资产中的占比明显提高	11
图表 18	银行机构是日本股市重要的投资者	12
图表 19	房地产泡沫破裂后日本不良债权情况	12
图表 20	1995 年开始日本银行类金融机构开始出现破产现象	13
图表 21	本世纪初日本银行业合并重组浪潮	14
图表 22	日本《金融再生计划》主要内容	15
图表 23	我国理财产品收益率明显高于银行负债成本	17
图表 24	资管新规出台后，我国影子银行规模开始下降	17
图表 25	我国金融自由化程度相对较低	18

日本是二战后第一个由发展中经济体跨入发达经济体的国家。日本经济从“高速增长-中速增长-长期停滞”的换挡、作为世界第二大经济体一度遭遇美国战略遏制、人口的老龄化、房地产泡沫的形成与破裂、产业结构的变迁等，对当前中国经济发展提供了较为丰富的历史借鉴。对日本发展历程的对照性回顾，一直是中国宏观经济研究的重要内容。在国际局势波谲云涌，中国着力构建新发展格局的当下，重读历史会给我们带来新的启示。为此，我们推出“日本启示录”系列报告，着眼当前中国经济发展中呈现出的新问题，寻找这个前世界第二大经济体带来的启示。

本系列的第一篇系统梳理泡沫经济时期日本土地、人口、政策相关状况，探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的根源所在。但仅从土地、人口、政策方面，显然难以还原上世纪九十年代日本房地产泡沫膨胀与破裂的全貌。作为“日本启示录”系列的第二篇，本文尝试从金融体系和实体经济等方面，进一步探究日本房地产泡沫膨胀与破裂的始末。

图表1 近百年来日本经济发展情况



资料来源: Maddison Project Database, 平安证券研究所

一、金融体系风险暗含

1) “住专”资产质量低下

“住专”全称为住宅金融专业公司，是日本专门从事住宅信贷和房地产信贷的民间信用机构。根据日本政府此前规定，金融机构不能为个人购买房地产提供抵押贷款。为绕过这一限制，1971年部分银行联合出资成立了日本第一家以办理个人住宅抵押贷款为主要业务的住专公司——日本住宅金融会社。住宅金融专业公司最初成立目的是为了加强其股东银行在住宅抵押贷款业务上的竞争力，因此“住专”自身资金来源主要为同业拆借，其自身并不吸收公众存款。

图表2 日本“住专”七社股东均为银行等金融机构

公司	成立时间	股东
日本住宅金融	1971年6月	樱花银行、朝日银行、大和银行、北海道拓殖银行、三井信托银行、东洋信托银行、横滨银行、千叶银行。
住宅贷款服务	1971年9月	第一工业银行、富士银行、三菱银行、朝日银行、住友银行、樱花银行、东海银行
住总	1971年10月	信托银行
综合住金	1972年7月	第二区域银行协会
第一住宅金融	1975年12月	日本长期信贷银行、野村证券

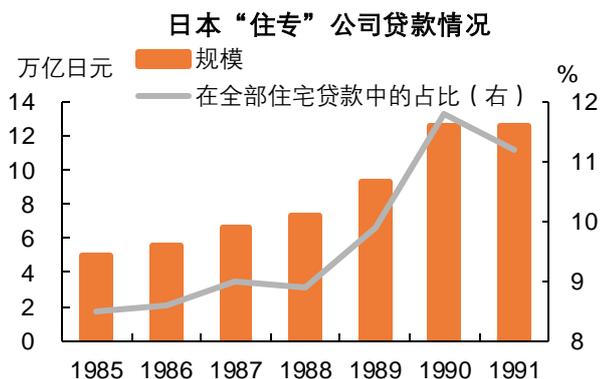
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

地银生保住房贷款	1976年6月	日本人寿保险公司以及部分地方银行
日本住房贷款	1976年6月	日本兴业银行、日本债券信用银行、大和证券、日兴证券、山一证券

资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

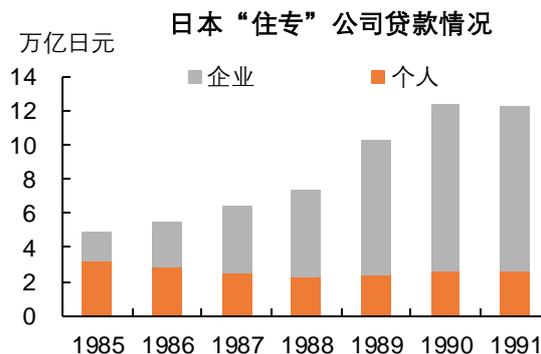
1985年后，随着政府取消对金融业分业经营的限制，以往只能通过向“住专”贷款而间接参与个人住宅贷款业务的股东银行纷纷进入到个人住宅贷款市场，“住专”只能被迫转向为企业发放房地产贷款。1985年至1990年，“住专”公司贷款规模由5.04万亿日元猛增至12.5万亿日元，其中企业贷款增量超过7万亿日元。

图表3 1985年开始“住专”公司贷款迅速增长



资料来源：王丹林 (1996)¹,平安证券研究所

图表4 企业贷款在“住专”公司贷款中占比大幅提升



资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

随着日本房地产泡沫的膨胀，“住专”公司贷款规模急速扩大，其资产质量不断下降。一方面，由于“住专”公司不能直接吸收存款，只能从其他金融机构借入资金，与普通商业银行相比，“住专”公司的负债成本相对更高。因此，“住专”公司只能通过信用下沉等方式扩大自身贷款规模，进而导致其资产质量下降；另一方面，“住专”公司作为银行的子公司，在股东银行受到信贷控制后，时常会通过下属的“住专”公司向有业务往来的房地产公司发放贷款，或直接把即将成为坏账的债权转让给“住专”公司。

1992年日本房地产价格出现下跌后，“住专”公司坏账问题开始显现。1991年开始，日本房地产价格出现下跌，以大量土地作为抵押品、资产信用质量低下的“住专”公司首先受到冲击。根据日本大藏省的调查，截至1996年2月七家“住专”公司不良资产总规模达到8.13万亿日元，不良资产比例为75.9%，其中近5万亿日元贷款或将无法追回。

图表5 日本“住专”七社贷款规模及不良贷款情况（1996年2月）

	贷款规模 (亿日元)	不良资产规模 (亿日元)	预期损失金额 (亿日元)	不良资产比例 (%)	预期损失比例 (%)
日本住宅金融	19312	14367	8022	74.4	41.5
住宅贷款服务	14196	10834	5762	76.3	40.6
住总	16094	12907	8796	80.2	54.7
综合住金	11183	9606	5035	85.9	45
第一住宅金融	15058	9914	5839	65.8	38.8
地银生保住房贷款	8779	6951	4100	79.1	46.7
日本住房贷款	22574	16743	11903	74.1	52.7

¹ 王丹林. 关于日本“住专”问题的研究[J]. 中国房地产金融, 1996(2):6.

总计	107196	81322	49457	75.9	46.1
----	--------	-------	-------	------	------

资料来源：日本大藏省,平安证券研究所

“住专”公司坏账问题使得日本银行的系统性风险加速暴露。如前所述，“住专”公司不能直接吸收存款，只能从银行等金融机构拆借资金。日本房地产泡沫破裂后，“住专”主要贷款对象中小房地产公司普遍出现经营亏损，无法按期还贷，甚至丧失了支付贷款利息的能力，且有些企业已资不抵债，“住专”公司即使采取清偿还贷措施，也无法全额收回贷款。而作为“住专”公司资金来源的银行系统，出于对“土地价格绝不会下降”的“土地神话”的信仰，选择通过“住专”公司继续向房地产业追加贷款，政府系统的农林中央金库和县级农业信用社也采取了同一步调。结果在日本泡沫经济崩溃的1990年代前期，出现了“僵尸银行支撑僵尸企业”的局面（Anil Kashyap and Takeo Hoshi,2011），即形成了“地价下跌→房地产公司经营恶化和还贷困难→住专出现不良债权→金融机构增加对住专的低息贷款→住专继续向房地产公司追加贷款→地价继续下跌→房地产公司经营进一步恶化并大量破产→不良债权拖垮住专→住专的股东银行出现危机”的恶性循环。根据日本大藏省的统计，截至1996年3月末，“住专”七社自金融系统的借款总计已达到12.97万亿日元。这也最终引发了一系列日本金融机构破产，其中甚至包括兵库银行、太平洋银行等大型上市银行。

2) 金融自由化加速推进

二战后，为促进经济高速增长，日本针对国内金融行业出台了一系列管制措施，并形成了一套独特的金融体系。日本政府针对金融行业的管制措施主要包括：市场准入管制、分业管制、利率管制、资本流动管制等。其中，市场准入管制提高了大藏省对金融机构及金融系统的掌控力，并通过控制发放新的银行执照严格限制新竞争者进入银行市场，降低了银行间的竞争压力；分业管制通过限制业务活动领域，减少不同金融机构间的竞争，试图充分发挥不同类型金融机构的业务优势；利率管制人为压低国内存贷款利率，一方面为国内重要行业发展提供低成本的资金，另一方面降低日本出口企业的生产成本，提高其国际竞争力；资本流动管制不仅使得国内金融机构专注于国内市场，也有效抑制了其他国家货币政策对于日本的溢出效应。通过一系列金融管制措施，日本成功解决了经济高速增长时期的资金短缺问题。

图表6 二战后日本政府实行的一系列金融管制措施

管制方面	具体内容
市场准入管制	日本银行法、证券法和保险法规定，银行、证券公司和保险公司的开业必须获大藏大臣的批准，且有关当局不仅对金融机构的开始营业进行管制，也对金融机构的停止营业进行管制。另外，金融机构设立分支机构也必须获得大藏大臣批准。
分业管制	1) 长期信贷业务与短期信贷业务的分离。日本政府把从事间接金融业务的银行分两类：一类是以吸收存款为主要资金来源的银行，从事短期金融业务；另一类是以通过金融债和信托等方式筹措资金的银行，从事长期金融业务。2) 银行业务与信托业务的分离。二战后，日本政府将原城市银行的信托部门作为信托银行分离出来专营信托业务，以迫使信托机构发展为长期融资机构。3) 银行业务与证券业务分离。严禁银行从事证券业务、严禁证券公司从事存款吸收业务。这主要是为了避免重蹈美国20年代末银行大崩溃的覆辙，确保储户存款的安全性。
利率管制	1948年日本制定的《临时利率调整法》对银行存款和短期贷款利率设置了上限。长期利率虽然原则上不受限制，但对电力等优质企业发放的贷款利率由政府部门和贷款机构共同商议，实际上也受到限制。
资本流动管制	对国内外资金的流入与流出进行限制。如限制国外资金投资国内证券、对资本输出实行收款、限制国内投资者从事国际金融业务等，以切断国内外金融市场之间的联系，相当于广义外汇管制。

资料来源：吴素萍(1998),平安证券研究所

1970年代开始，随着日本经济由高速增长转型中速增长，日本政府对于金融系统的诸多管制使得其金融系统不再适应国内外的经济环境。日本金融体系与国内外经济环境间的“不兼容”主要体现在以下方面：

首先，随着经济的不断发展，日本企业的自有资金不断增加，直接融资的渠道亦不断拓宽，通过银行等金融机构进行外部融资的需求减弱，以利率管制等方式人为压低利率的必要性也不断降低。1955年至1972年，日本非金融企业现金和存款占总资产的比重由9.40%提升至15.54%，企业自身资金充裕程度明显提升。而在1973年至1990年，日本非金融企业现金和存款占总资产的比重持续保持在12%以上的相对高位，直至房地产泡沫破裂后才出现大幅下滑。从融资方式来看，1980年至1989年，日本企业外部融资中直接融资的比重也由11.9%上升到27.0%

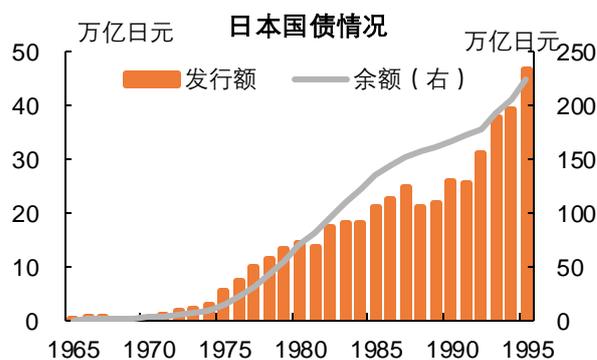
其次，1970年代开始日本政府大量发行国债，并由银行等金融机构承销。当时日本政府为使国债发行不影响到利率管制，对国债发行和流通市场均实施了严格管理。但金融机构以低于市场的利率承销国债，严重影响了其流动性和收益性，并造成了金融机构资金短缺，于是金融机构强烈要求在市场上卖出国债。压力之下，日本政府开始逐步放开国债利率管制，并走向了通往利率市场化的道路。1977年，日本开始放宽对金融机构所持国债的管制，允许商业银行承购的国债自由上市流通。此后，日本政府陆续放开了对银行间拆借利率、银行间票据利率、大额可转让存单（CD）利率等的控制，并于1994年实现了除活期存款利率以外的完全利率市场化。

图表7 1970年代开始日本企业自有资金更加充裕



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表8 1970年代开始日本政府大量发行国债



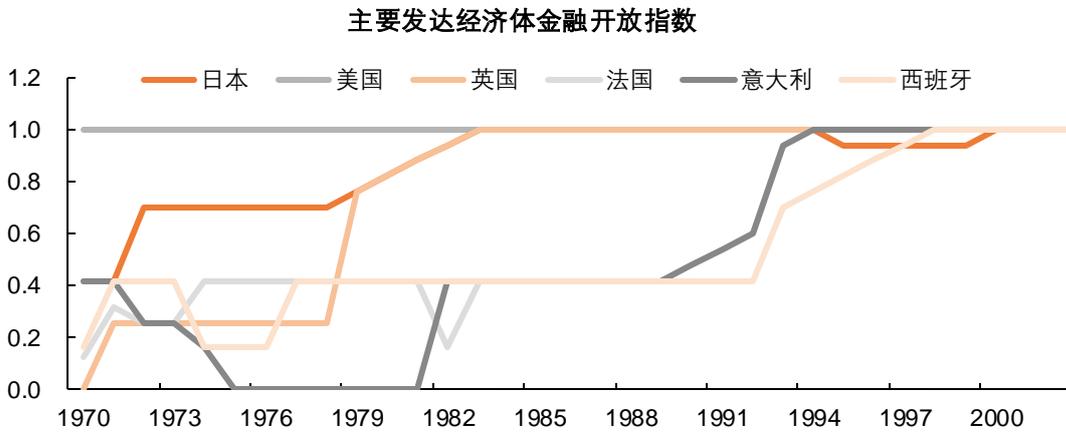
资料来源：Wind,平安证券研究所

再次，1970年代开始，随着日本经济的高速增长，外资金融机构开始要求日本进一步开放其国内金融市场。与此同时，日本国内金融机构也开始参与海外投资，并要求本国监管机构放松管制。在此背景下，日本和美国成立了由政府专家组成的日元/美元汇率、金融和资本市场工作组。1984年，日美联合特别工作组起草的“关于日元/美元汇率、金融和资本市场问题报告”公开发表，明确日本应采取存款利率自由化、金融业务多元化、促进货币市场发展等措施来实行金融自由化。

最后，随着日本国民收入的提高，其对金融产品的需求趋于多样化和复杂化，许多新金融工具、新金融市场开始出现，而这也意味着对分业管制和利率管制的打破。

因此，为使日本金融体系适应国内外经济环境的变化，日本开启了一系列金融自由化改革。在此期间，日本政府以渐进式改革方式推行利率自由化、金融机构经营自由化以及资本流动自由化改革。根据 Menzie Chinn 和 Hiro Ito 编制的金融开放指数（The Chinn-Ito Financial Openness Index），1970年后日本金融开放程度明显提高，甚至一度高于法国、英国等国家。

图表9 1970年代开始日本金融自由化程度不断提升



资料来源: Ito and Chinn (2021), 平安证券研究所

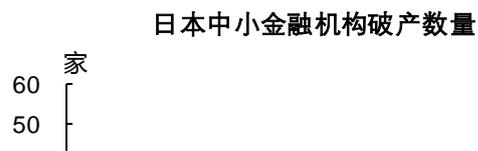
日本政府的金融自由化改革虽然使得金融系统的活力明显提升，但也为后续日本房地产泡沫的膨胀与破裂埋下了伏笔。

一方面，随着资本市场的开放，日本国内企业的融资渠道开始由银行扩展至股票、债券市场，资质较好的大型制造业企业开始出现“脱离”银行的趋势，1986年至1990年日本大型制造业企业从银行的融资额甚至为负。银行为了应对这一趋势，被迫将重点转向扩大与中小企业之间的业务，中小企业获得的贷款规模急速增长。日本商业银行对中小企业的贷款余额由1984年的105万亿日元增长至1989年末的247万亿日元，而同期对大企业的贷款余额仅增长了不到3万亿日元。而中小企业获得贷款后，并未全部用于生产经营，多数资金流入到房地产市场。因此，中小企业贷款规模的急速扩张，不仅助推了房地产泡沫的膨胀，也使得银行资产质量出现了明显的下降。房地产泡沫破裂后，以中小企业为主要客户的中小规模地方性金融机构（如信用金库）率先出现破产情况，1991年10月三和信用金库成为日本战后首家破产的金融机构。

图表10 日本大型制造业企业出现“脱离银行”趋势



图表11 1990年代前后日本信用金库等中小金融机构大量破产



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46516



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn