

2021 年 08 月 26 日

专题研究

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
证券分析师:
021-60338170靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350521080007
jiangyx@ghzq.com.cn

日本篇：至暗时刻来临（1975-2000）

——全球房地产市场历史专题之十九

相关报告

《全球房地产市场历史专题之十三：德国篇：
两德合并带来新热潮（1980-1995）》——
2021-08-22

《全球房地产市场历史专题之十二：德国篇：
经济牛市来临（1945-1980）》——2021-08-22

《全球房地产市场历史专题之十四：德国篇：
泡沫破灭，回归冷静（1995 至今）》——
2021-08-22

《河南信用债深度挖掘系列之七：数据看河南：
2020 年区县层面有什么新变化？》——
2021-07-29

《河南信用债深度挖掘系列之六：数据看河南：
最近有什么新变化？》——2021-07-22

投资要点：

- 20 世纪 60 年代，全国结婚热潮契机下，大和房屋株式会社推出适用于新婚家庭的“超小型房屋，住宅工业化时代随之拉开了序幕。在 20 世纪 80 年代中期，随着日本住宅体系进入高品质阶段，工业化住宅建设开始迈入新时代。
- 20 世纪 60 年代，日本开始推行“技术立国”的政策，提出建设科技城的构想。20 世纪 80 年代，日本政府针对筑波科技城制定了周边开发计划，以吸引更多的研究机构和研究人才。在配套措施逐渐完善的基础上和世博会的带动之下，越来越多的研究机构与企业也开始自主迁移到卫星城，工业用地需求随之开始增加，地价开始不断上扬，住宅用地价格也实现了快速的增长。
- 20 世纪 80 年代前后，除了工业化住宅发展提速以及科技城先后出现在中心城市附近，在消费革命的浪潮之下，旅游观光产业也得到了快速的发展。日本的房地产市场也在全民的狂欢之中走向前所未有的大繁荣，地价、房价一路飙升。
- 为了刺破经济中的泡沫，1989 年日本政府开始上调贴现率，依赖融资发展的房地产企业因此陷入到增长困境之中。与此同时，1990 年攻占科威特的伊拉克受到国际制裁，原油供给中断，全球油价也因此一路飙升。1991 年，日本的房价便开始迈入了下滑的道路。
- 风险提示：市场波动风险。

1、1975-1990 年：阳光下的泡沫

20 世纪 70 年代初，中东石油危机爆发，油价的上涨导致全球各国物价纷纷上涨，全球经济陷入通胀之中。在石油危机之下，美国和英国的经济增速也一度触底，陷入危机之中。然而，这场危机并没有对日本的经济产生较大的影响，通货膨胀始终维持在可控的范围之内。

日本在石油危机之中，之所以能保证可控的通货膨胀，汇率首先发挥了极其重要的作用。20 世纪 70 年代初期，布雷顿森林体系瓦解，日本放弃了固定汇率制度，转向浮动汇率制度，日元被迫升值。作为日本的进口商品，油价的上涨部分被日元的贬值所抵消，通货膨胀也因此没有出现快速的大幅上升。

与此同时，日本的工资决定机制也发挥了不容忽视的作用。20 世纪 70 年代，在经历了战后复苏和繁荣后，日本人的国家和民族认同感也在不断加深。在危机时刻，日本企业的员工们一般愿意与企业共同克服通胀困境，并不会强烈要求涨工资。

也正是因为如此，日本平稳度过了两次石油危机，经济赢得了长达 10 年的稳定增长。而汽车产业和半导体产业，在此期间更是获得了快速发展。经济的稳定增长为房地产市场创造了良好的条件，20 世纪 80 年代，住宅建设工业化、科技城建设和旅游地产的发展在日本全国范围内接连上演。

1.1、走向工业化

日本的建筑工业化起源于 20 世纪 50 年代中期，“管屋”便是建筑工业化的产物。凭借低成本和高效率的优势，由大和房屋工业株式会社推出的“管屋”项目不仅解决了灾后应急的问题，还成为了风靡全国的工厂厂房、储物仓库、办公用楼。

而工业化建筑正式叩响住宅市场的大门，还要从日本明仁¹皇太子结婚这一契机开始说起。20 世纪 60 年代，皇太子明仁与美智子的婚礼引发了当时日本全国的结婚热潮。在这一契机之下，大和房屋株式会社推出适用于新婚家庭的“超小型房屋”。这种新住宅由于面积灵活、建造方便、内部构造齐全的特征，在当时刚结婚的年轻人中广受欢迎，住宅工业化时代也随之拉开了序幕。

20 世纪 70 年代，工业化住宅也开始出现了新的变化。当时，在保障性住房体系和“公私并行”的住房建设体系之下，日本的住宅短缺问题基本得到了解决。然而，战后初期建造的住宅随着时间的推移，也开始出现了各种各样的质量问题。随着日本经济的发展，日本居民对新建住宅的质量要求也逐渐提升，工业化住宅也因此进入了住宅品质提升阶段。在这其中，最具代表性的便是由日本住宅公团推出的公团试验住宅项目建设体系（Kodan Housing Project，简称 KHP）。

¹ 明仁（1933 年 12 月 23 日—），出生于日本东京都千代田区，日本第 125 代天皇。

在住宅公团推行的 KEP 项目之下，住宅建造在设计开始时便会同时考虑住宅主体、内部分布、用水体系等多种因素，以满足日本居民对住宅建设的多样化需求。在预制主体建造完成之后，购房者可以根据自身的喜好和需求，灵活地分配住宅的内部空间，自主选择厨房、家具、卫浴等住宅部品在住宅内的位置。通过提供菜单式的住宅建造服务，购房者也能参与到住宅设计的过程之中，工业化住宅建造体系也因此进入了开放式的住宅建设时代。

可以说，KEP 项目的推进极大的提升了住宅建设的灵活性，迎合了当时日本居民对住宅建设的多样化需求，也因此当时的日本成为了新的建筑风潮。与纯人工的建造方式相比，工业化住宅建造由于对部品都制定了统一的规格标准和质量要求，在工厂预制的生产方式之下，更能满足日本民众对住宅质量的新需求。

于是，在 20 世纪 80 年代中期，随着日本住宅体系进入高品质阶段，纯人工建造的住宅几乎不再出现，转而采用工业化组件，而这其中完全采用工业化生产的装配式住宅占比也已经达到了 20%，工业化住宅建设开始迈入新时代。

1.2、筑波科技城

在工业化住宅迈入新时代的同时，日本工业地产也开始出现了新变化。随着以东京、大阪和名古屋为核心的都市圈汇聚了越来越多的人口，中心城市的发展压力与日剧增，卫星城市的建设计划开始被日本政府提上日程。而与此同时，日本在 20 世纪 60 年代也开始推行“技术立国”的政策，提出建设科技城的构想。因此，在卫星城市的建设计划之中，科技城成为了可选的重要模式之一，位于东京大都市圈的茨城县境内的筑波科技城就是其中典型的代表。

筑波在 1961 年即被日本政府选址为东京的卫星城市，当时在政府的规划之下，筑波将东京都缓解国立教育机构以及科学研究机构过于密集，引发的土地、交通和人口等各方面的压力。随着筑波科技城的动工，日本内阁也规划将 42 个实验性研究和教育机构迁移到筑波，旨在打造一个以国家实验研究机构和筑波大学为核心的综合性学术研究和高水平的教育中心。

在耗费大量资金、历经多项浩大工程之后，20 世纪 70 年代末，42 个机构的迁移工作终于建设完成。但由于在建设初期，筑波科技城以机构的搬迁为主，基础设施并没有跟上科技城的建设步伐。当时的筑波科技城与东京市中心交通并不便利，也没有公园、购物中心等配套设施，很多在东京市工作的研究员都不愿意搬去这个“乡下之地”。因此，在 20 世纪 70 年代末，筑波科技城的人口总数仅达到了 12.4 万，与日本政府 22 万人口的计划相去甚远。

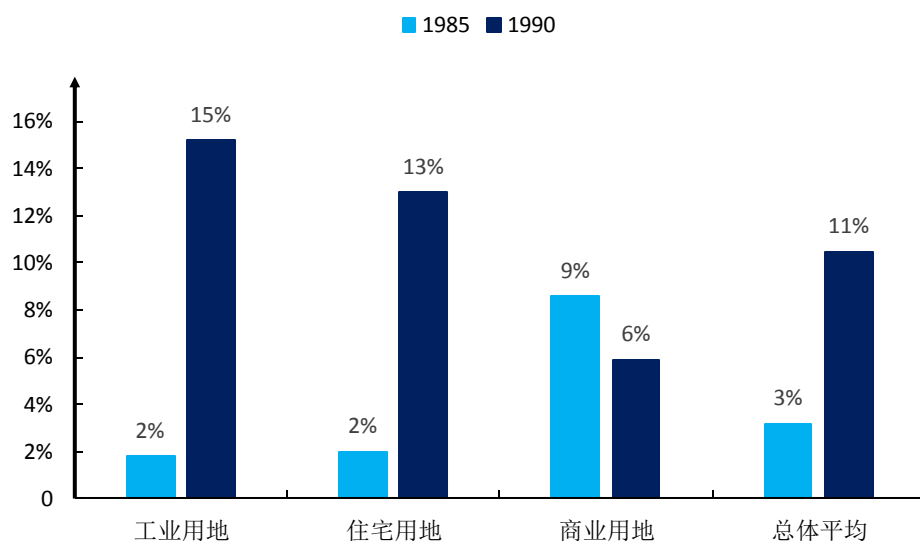
然而，这一局面在 20 世纪 80 年代年便出现了转机。这一年，日本政府针对筑波科技城制定了一个周边开发计划。在这一计划下，科技城将加大公共设施和住宅的建设力度，完善诸如公园、道路、学校、商业购物中心及停车场等城市的配套设施，以此吸引更多的研究机构和研究人才。

与此同时，1985 年日本政府也在筑波科技城举办了以“人类、居住、环境与科学技术”为主题的世界博览会。世博会期间，日本各大公司在筑波建造了 28 个展览馆，筑波也接待了 2000 多万人次的参观游客。正因为世博会的火热，东京和筑波之间的特快专线也热闹非凡，每趟列车几乎都是满载。而筑波的国际知名度也因为这场世博会得到大幅的提升，日本开发科技城作为中心城市的卫星城模式也引起了全球的关注。

在配套措施逐渐完善的基础上和世博会的带动之下，越来越多的研究机构与企业也开始自主迁移到这个科技氛围浓厚的卫星城，工业用地需求随之开始增加，地价也因此开始不断上扬。随着研究机构 and 企业的入驻，越来越多的年轻人也从东京搬迁到筑波，新增的人口也推动着筑波住宅建设体系的发展，大量的住宅需求之下，筑波的住宅用地价格也实现了快速的增长。

可以说，筑波科技城是当时日本各大都市圈为缓解城市发展压力，修建卫星城市的典范。随着各大科技城在大都市周边兴起，工业用地和新的住宅圈也推动着房地产市场的发展，而工业用地和住宅用地价格也迎来了快速上涨（见图 1）

图 1：1985、1990 年日本东京大都市圈基准地价变化



资料来源：CEIC、国海证券研究所

1.3、不一样的地产项目

20 世纪 80 年代前后，除了工业化住宅发展提速以及科技城先后出现在中心城市附近，在消费革命的浪潮之下，旅游观光产业也得到了快速的发展。地产开发商也将目光从住宅和购物中心建设转移至观光地产，度假村、观光饭店先后出现在日本各大景区，房地产商也因为旅游观光产业的发展而成为冉冉升起的新星，西武集团便是在这一时期走向巅峰的地产开发商代表。

西武集团成立于第一次世界大战结束之时，由堤义明的父亲堤康次郎一手创建，通过在东京、横滨等大城市大肆购地和炒地皮，西武集团规模快速扩张，飞速成长为一个商业巨子。在 20 世纪 50 年代，西武集团的商业帝国已经覆盖地产、酒店、百货、铁路等多个板块。

20 世纪 70 年代后期，堤义明在完成对西武集团的重整之后，终于可以在不动产业务上大展拳脚。在消费浪潮之下，堤义明提出布局休闲观光和酒店业务的想法。但是，休闲观光产业的发展必须以配套措施为基础，要发展观光酒店和度假村，交通和旅游项目的发展必不可少。因此，在堤义明的带领之下，西武集团走上了以地区开发为基础的休闲观光地产发展之路，而东京品川地区便是西武集团布局观光地产之路的第一步。

西武集团先是在品川修建了富丽堂皇的王子大酒店，希望在品川地区的观光旅游发展之下分一杯羹。但由于当时的品川地区游玩项目较少，很多游客并不会选择在品川留宿，王子大酒店的效益也因此难以实现快速突破。于是，与此同时，堤义明也提出打造酒店周边业态，在酒店周边增建溜冰场、滑雪场、网球场等娱乐设施。在周边业态的不断完善之下，被吸引来品川地区的游客也成倍增加，游玩项目的增加也让更多的游客愿意在品川留宿，王子大酒店的入住率随之得到了明显的提高。

与此同时，为了进一步推动品川观光地产的发展，堤义明还创设了“成套销售法”。西武集团将酒店的住宿服务与娱乐设施的服务配套提供，以一个套餐价包揽游客在那游玩、住宿甚至饮食的全部费用，而这一创举也深受消费者的欢迎。在这一系列的措施之下，品川王子大酒店周围逐渐发展成为繁华地段，酒店的效益也大幅提升，王子大酒店也因此成为了品川地区的地标性建筑。

在品川地区成功打响第一枪之后，西武集团也开始将这一模式复制到其他地区的地产开发上。随着西武集团开发计划的进行，轻井泽町也开始出现了新变化，从一个避暑胜地摇身一变，转型成了一个综合性的旅游景区。在西武集团的运作之下，当时的轻井泽町可谓是商贾往来、游人如织，已然成为了繁华的代名词。

但是，品川地区和轻井泽町只是 20 世纪 80 年代前后西武集团观光地产发展的冰山一隅。随着消费革命浪潮席卷整个日本，西武集团也在日本全境大肆购买土地开发旅游观光景区，在多地建设王子大酒店、滑雪场以及高尔夫球场等设施，大肆扩张让西武集团再次雄踞日本地产巨头之列。

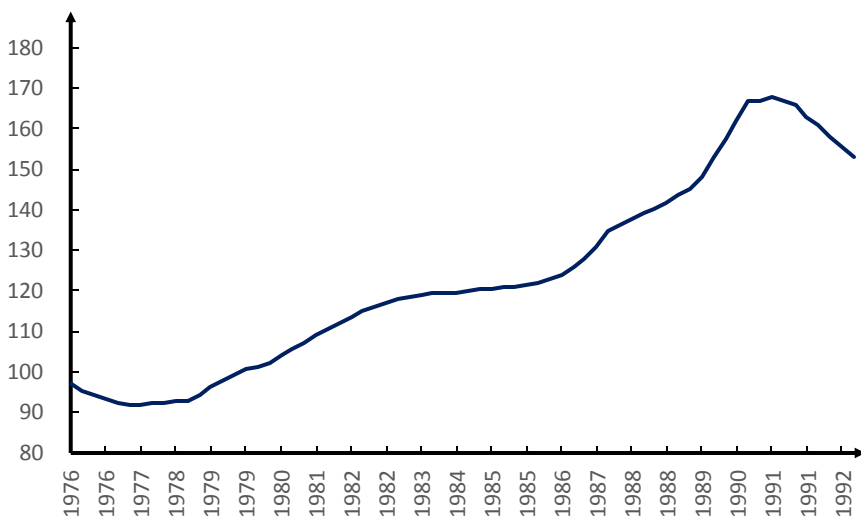
但是，西武集团真正走向巅峰，还是在 20 世纪 80 年代中期。1985 年，美国为了改善长期国际收支不平衡的状况，联合日本、联邦德国、法国以及英国在纽约广场饭店召开了一场会议。五国最终协商一致，签订了“广场协议”，美元随之开始贬值，而日元则大幅升值。

为了应对日元升值的压力，日本政府当即下调基准利率。在这样的背景之下，当时日本全国的融资成本大幅降低，融资约束也随之开始削弱。西武集团也趁机从金融机构大量贷款，不断地投资于休闲娱乐设施和酒店的建设。

可以说，这句话充分反映了当时房地产企业乃至日本所有企业沉浸在的融资和土

地购置热潮中。也正式因为如此，西武集团也不例外，在堤义明的带领下，不断融资开发新地产，逐渐走向巅峰。日本的房地产市场房市也在全民的狂欢之中走向前所未有的大繁荣，地价、房价一路飙升（见图 2）。但是狂欢总有梦醒的一刻，此时的日本房地产市场还没有意识到泡沫背后的危机。

图 2：1975-1991 年日本实际房价指数走势（2015 年=100）



资料来源：wind、国海证券研究所

2、1991-2001 年：梦醒时刻

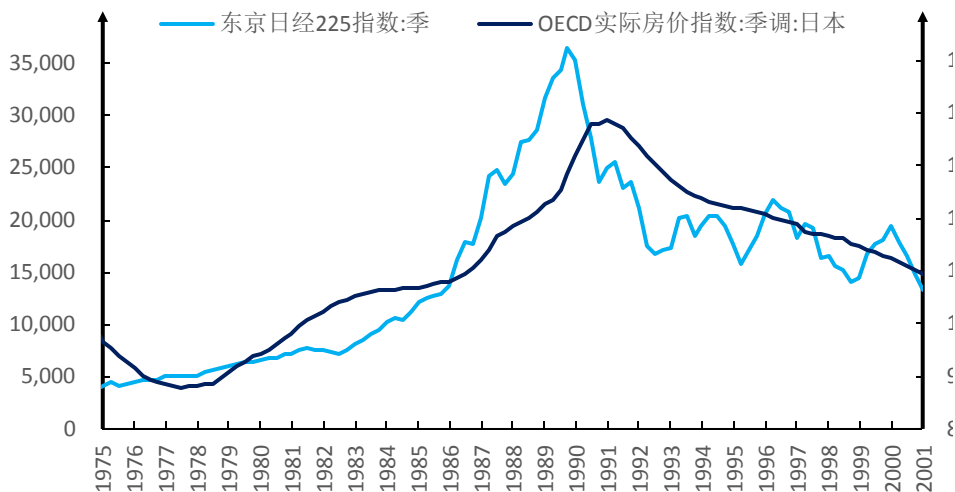
随着二战后经济的不断发展，日本人民终于不再囊中羞涩，不再需要为生计困扰。1985 年签订的“广场协议”更是推动日本经济急速膨胀，股市、房地产市场价格飙升。20 世纪 80 年代末期的日本人民，对日本经济的未来充满了信心。

但是，为了刺破经济中的泡沫，20 世纪 80 年代末期日本政府开始上调贴现率。从 1989 年 5 月到 1990 年 8 月，短短的 15 个月之间，商业银行贴现的资金价格持续上行，从 2.5% 一直上调到 6%。对于居民和企业来说，融资成本几乎一夜提高，依赖融资发展的房地产企业也因此陷入到增长困境之中。

屋漏偏逢连夜雨，1990 年攻占科威特的伊拉克受到国际制裁，原油供给中断，全球油价也因此一路飙升，一度突破第二次石油危机期间的油价高点，全球经济也再一次陷入衰退之中。但是这一次，日本却没能幸免于难。

高额的利息和昂贵的石油造成了日本内忧外患的局势，恐慌情绪涌上日本人的心头。1990 年，繁荣多年的日本股市结束了巅峰时期，股价一泻千里（见图 4-4-1）。而随着日本政府开始限制金融机构房地产融资总量，房地产市场的泡沫也被刺破。于是，1991 年，日本的房价便开始迈入了下滑的道路。

图 3：1975-2000 年日本股市、房价指数走势（房价指数 2015 年=100）



资料来源：wind、国海证券研究所

股市和房地产市场泡沫的幻灭让日本人民的资产大幅缩水，而还债压力却仍旧无法随之消散。为了维持企业的正常运转，在经济繁荣时期抢购的土地此时成为企业争相变现的甩卖品，地价也因此一再下挫，房地产企业破产的现象也多有发生。除此之外，日本的房地产业也迎来了美国资本的打击，房地产行业因此迎来了二战后的至暗时刻。

2.1、湮灭

早在 19 世纪 90 年代，三菱财团就开始布局房地产开发，在丸之内买下了第一块地皮，建造丸之内大厦。在随后的一百多年时间里，三菱财团成立了三菱地所，通过不断的投资与开发，在丸之内将 30 多栋大楼纳入囊中，成功将丸之内一带建造为自己的地产大本营。

在 20 世纪 80 年代前后，日本房地产一片繁荣景象之际，三菱地所开启了在海外的资产并购。虽然 20 世纪 80 年代末，美国的房地产市场相对低迷，但三菱

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_25924

