

“日本启示录”系列（三）

日本房地产泡沫如何走向破裂——产业篇

相关研究报告

【平安证券】“日本启示录”系列（一）：日本房地产泡沫如何走向破裂——政策篇

【平安证券】“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

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

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



平安观点：

- 党的二十大报告提出“建设现代化产业体系”，制造业转型升级仍是我国高质量发展的重要驱动力。本文作为“日本启示录”系列承前启后的第三篇，尝试从产业视角入手，探讨产业空心化与房地产泡沫的膨胀和破裂之间的联系，并探讨中国该如何避免产业空心化带来的负面影响。
- 日本产业空心化有何表现？1）工业在整体经济中的比重不断下滑，服务业比重提升。2）对外直接投资不断增长。1985 年开始，随着日本金融自由化的深入以及日元的大幅升值，日本对外直接投资迅速增加。2005 年后，随着泡沫经济时期遗留的不良债权问题得到彻底解决，以及日本经济逐步回暖，企业对外投资意愿再度增强。3）外商直接投资低迷。房地产泡沫破裂后，日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”，而外商投资意愿也不断下滑，部分年份甚至出现外资撤出的情况。4）企业海外生产活动更加频繁。目前日本运输机械行业海外生产比率已达到 44.4%，通信机械、通用机械以及传统的钢铁、化学等行业海外生产比率也相对较高。
- 日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象的出现，存在着千丝万缕的联系。一方面，资产价格剧烈变动使企业面临的经济环境发生深刻变化，企业经营行为的转变引发了产业结构的变化。另一方面，企业作为资本市场的重要参与者，其行为变化也通过多种渠道对资产价格形成影响。具体来看：一是，“广场协议”后日元大幅升值，日本央行过度放松货币政策，不仅催生房地产泡沫，也加快了日本国内产业结构的调整。二是，土地价格上涨导致制造业企业的营业成本增加，盈利能力下降，企业向外转移的意愿更强。三是，资产泡沫膨胀导致银行信贷扭曲，进而引发产业结构调整。四是，产业向外转移后，实体经济投资机会变少，在流动性较为宽松的条件下，过剩资金涌入了房地产和股票市场，亦助推了资产泡沫的形成。五是，1990 年代初日本房地产泡沫破灭后，企业陷入“资产负债表衰退”，不仅设备投资意愿低迷，对新兴产业的研发投入也停滞不前。
- 从日本经验来看，产业空心化与房地产泡沫的膨胀破裂之间联系紧密，二者之间可谓“相辅相成”。对中国而言，提升产业竞争力，积极培育新兴产业，推动产业向高端化转型升级，不仅有助于防止产业空心化现象的出现，也能够降低房地产市场大起大落的风险。一是，保持房地产市场平稳发展，这不仅有助于保持企业资产负债表健康，也能维持制造业终端需求稳定；二是，加强自主创新能力，积极推动传统产业转型升级，提升实体经济投资回报率和制造业竞争力，在此过程中适度的财政货币政策支持同样重要；三是，建立与经济发展阶段相匹配的融资体系，让资本市场更好地推动产业结构的调整升级。

正文目录

一、 产业空心化的定义与表现.....4

二、 产业空心化与房地产泡沫的关联.....7

三、 结论与启示.....12

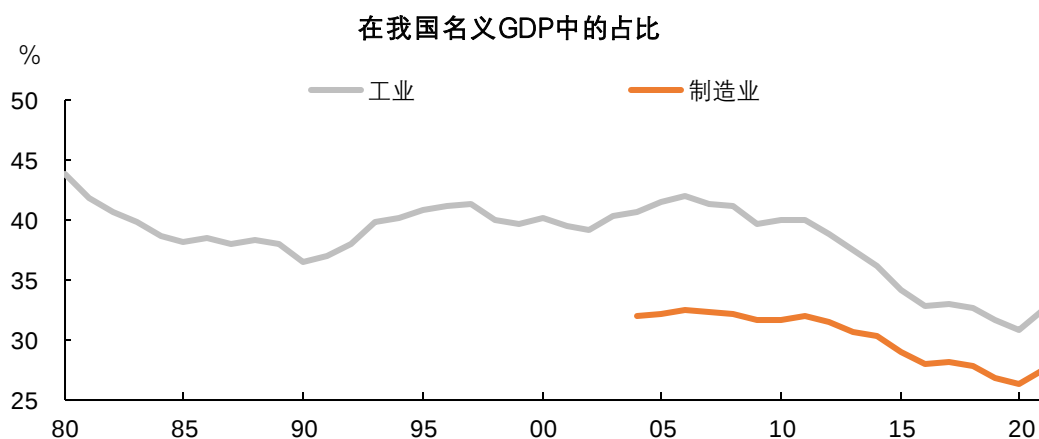
图表目录

图表 1	近年来制造业在我国 GDP 中的占比持续下滑	4
图表 2	日本三次产业结构变化	5
图表 3	上世纪 70 年代以来日本对外直接投资情况	6
图表 4	日本对外直接投资与外商直接投资对比	6
图表 5	日本制造业企业海外生产比率不断提升	7
图表 6	日本运输、通信等行业海外生产比率相对更高	7
图表 7	“广场协议”签订后，日元大幅升值引发“日元升值萧条”	8
图表 8	“日元升值萧条”期间，日本制造业受到的影响明显大于非制造业	8
图表 9	日元升值后日本对外直接投资明显增长	9
图表 10	1980 年代后期开始日本工业土地价格大幅上涨，而企业利润总额增长缓慢	9
图表 11	1980 年代日本制造业银行贷款余额占比明显下滑，而房地产、金融保险等行业占比提升	10
图表 12	日本泡沫经济时期土地价格上涨速度明显快于制造业利润率	11
图表 13	日本泡沫经济时期非金融企业是最主要的土地购买方	11
图表 14	与美国、德国等经济体相比，近三十年日本研发支出绝对值增长缓慢	12
图表 15	目前我国已成为资本净输出国	13
图表 16	近年来我国工业占比持续下滑	13
图表 17	我国工业用地价格远低于住宅用地	13
图表 18	我国制造业企业资产负债率低于 1980 年代的日本	13
图表 19	中国房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工等行业增加值拉动比例超 20%	14
图表 20	我国研发支出占 GDP 比重仍较低	14
图表 21	目前我国民营企业 ROIC 低于同期一般贷款加权利率	15

党的二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，并强调“建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。可见，制造业转型升级仍是我国高质量发展的重要驱动力之一，增强制造业竞争力、保持制造业比重稳定亦是新发展格局的重要一环。但近年来，制造业在我国经济中的占比开始出现下滑迹象，产业结构出现明显转变，对于我国“产业空心化”、“过早去工业化”的讨论逐渐升温。

实际上，上世纪日本也曾出现过类似的现象：1980年代中期开始，日本对外直接投资大幅增长，制造业在经济中的比重不断下滑，其国际竞争力开始减弱，“产业空心化”的概念开始受到日本政界、学界的重视。我们“日本启示录”系列的前两篇分别从政策和金融视角，对上世纪日本房地产泡沫的形成与破裂进行回顾。本文作为“日本启示录”系列承前启后的第三篇，尝试从产业视角入手，探讨日本产业空心化与房地产泡沫膨胀和破裂之间的联系，并探讨中国该如何避免产业空心化带来的负面影响。

图表1 近年来制造业在我国 GDP 中的占比持续下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

一、产业空心化的定义与表现

“产业空心化”(Hollowing Out)的定义最早出现在1982年美国学者布鲁斯通(Barry Bluestone)和哈里森(Bennett Harrison)合著的《美国的去工业化》一书中。书中提出，产业空心化是指一国的基础生产能力方面出现了广泛的资本撤退。1985年“广场协议”签订后，日元大幅升值，日本国内生产成本迅速上升，出口竞争力下降，随即出现了大规模的以对外直接投资为主要表现形式的对外产业转移，产业空心化问题开始受到日本学界、政界的广泛关注。

产业空心化这一概念被提出至今已有近40年之久，但时至今日国内外学术界对其内涵仍未形成统一的意见。从广义定义来看，部分学者认为产业空心化是指第二产业比重降低，第三产业比重上升。而狭义的定义认为，产业空心化是对外直接投资发展之后，制造业生产基地外移，国内制造业萎缩。部分日本学者基于1970年底以来日本国内产业发展和对外直接投资情况，提出了对于产业空心化内涵的理解。日本经济学家高野邦彦认为，产业空心化是某一特定区域的传统产业出现衰落，同时该地区新兴产业的发展不能弥补这一空缺，进而导致该地经济全面衰落的现象。

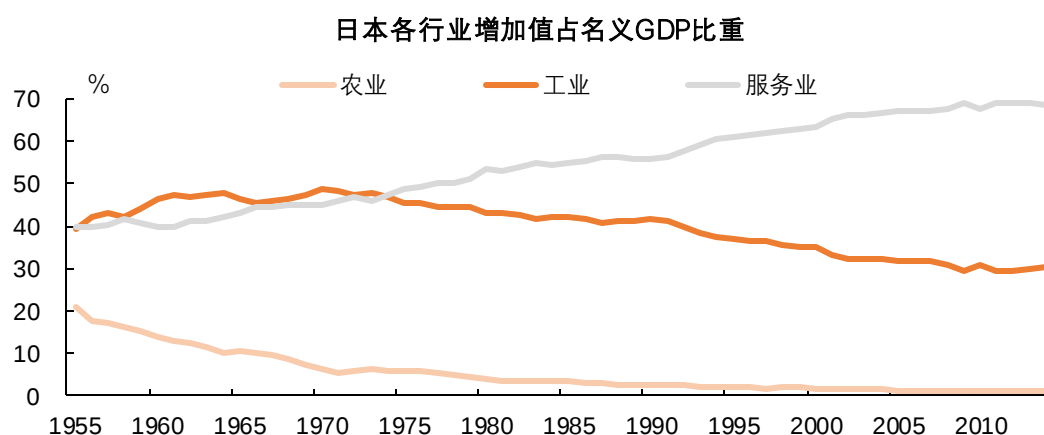
日本经济企划厅1994年发布的年度经济报告中，对产业空心化做出了较官方的解释：一是，国产与进口产品竞争加剧，国产产品失去竞争力，企业开始减产甚至退出，国内生产被进口替代；二是，当出口变得无利可图或海外生产变得更有利可图时，公司将生产基地转移到海外或扩大海外生产规模，用于出口的国内生产被海外生产替代；三是，当国内生产被进口和海外生产替代，制造业国内生产基地收缩时，非制造业的权重将增加，经济将更加以服务为导向，即制造业被非制造业所取代。

从产业空心化的定义，以及近几十年来日本的发展状况，可以总结出日本在产业空心化过程中的一系列表现。主要包括：

工业在整体经济中的比重不断下滑，服务业比重提升。二战后，随着日本经济高速发展，工业化水平不断提升。1955年至1970年，农业在日本GDP中的占比由21.0%大幅降至6.4%，而工业、服务业在日本GDP中的占比分别由39.3%、39.7%提升至48.6%、45.0%。自1970年代后期开始，农业在日本GDP中的占比继续下滑，但工业与服务业的占比却呈现出“此消彼长”的态势：服务业的份额不断提升，而工业的份额持续下滑。这一现象在房地产泡沫破裂后的1990年代表现的尤为明显：工业在日本GDP中的占比由1990年的41.6%，降至2009年的仅29.5%。

制造业向服务业转移的现象是经济发展的客观规律，在多数经济体中均能观察到这一现象。这背后的驱动因素包括：**1) 需求升级带动产业结构升级。**随着一国国民收入水平的提高，消费者可能更多倾向于增加对服务的需求，减少对制造品的需求。**2) 生产率提高带动产业结构升级。**当制造业生产率提高得更快时，制造业部门需要的劳动力比例也会有所降低，多余工人更多流入服务业。**3) 贸易因素的影响。**由于全球贸易目前主要是商品贸易，全球贸易萎缩或本国贸易比较优势丧失，可能导致一国被动失去部分制造业份额。**4) 产业政策的影响。**若一国大力施行产业升级政策，主动引导制造业向服务业转移，也可能对制造业占比有一定影响。就日本而言，“广场协议”签订后日元大幅升值、国内自然资源匮乏、人口老龄化程度加深、税率较高等特有因素，也是导致日本制造业比重下滑的重要原因。

图表2 日本三次产业结构变化

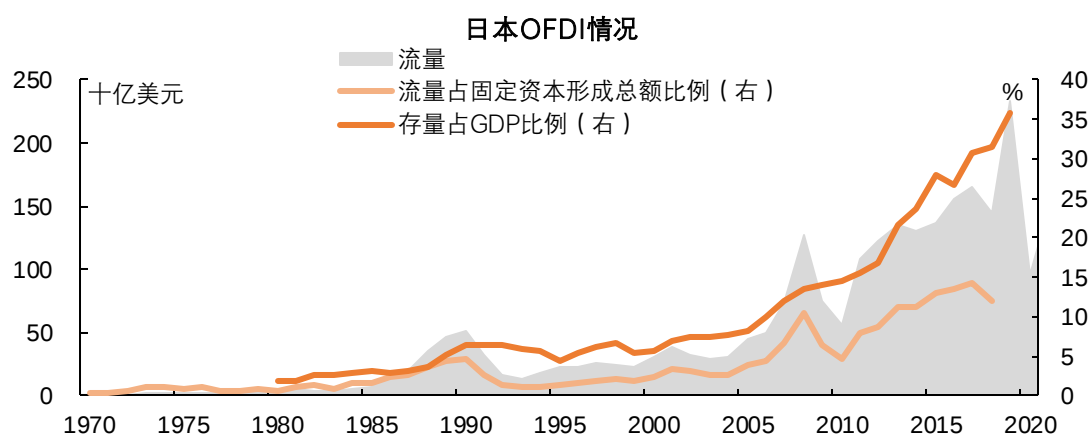


资料来源：Wind, 平安证券研究所

对外直接投资不断增长。日本产业空心化的另一个重要表现是，对外直接投资（OFDI）不断增长。1985年以前，由于资本管制等诸多因素的限制，日本对外直接投资发展较为缓慢，OFDI流量占其当年固定资产投资总额的比重长期维持在2%以下。1985年开始，随着日本金融自由化的深入以及日元的大幅升值，本土企业开始大举对外扩张，日本对外直接投资迅速增加。1985年至1990年，日本OFDI流量由64.4亿美元大增至507.7亿美元，在其固定资产投资中的占比也由1.56%提升至4.75%。

1990年代房地产泡沫破裂后，日本国内企业资产负债表受损，投资意愿大幅减弱，日本对外直接投资规模也出现下滑。但1993年开始，日本对外直接投资规模便开始触底回升。2005年开始，随着泡沫经济时期遗留的不良债权问题得到彻底解决，以及日本经济逐步回暖，企业对外投资意愿加速回暖。2005年至2008年，日本对外直接投资规模由457.8亿美元增至1280.2亿美元。尽管此后国际金融危机的爆发导致日本对外直接投资规模短暂回落，但2011年开始日本对外投资再度回升，并在2019年一度超过2000亿美元。

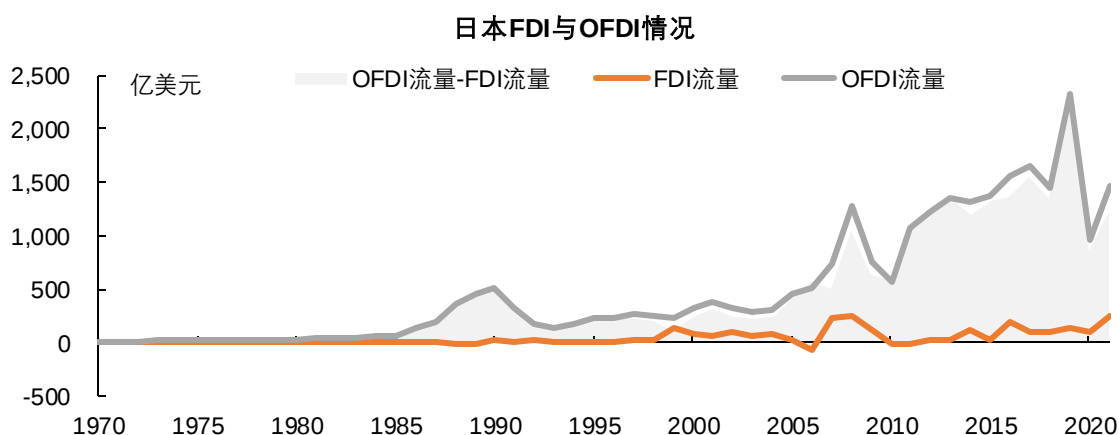
图表3 上世纪70年代以来日本对外直接投资情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

外商直接投资低迷。在日本企业大规模向外扩张的同时，外资企业在日本国内的投资却呈现出另一番景象：在行政手续较为复杂、优惠政策不足等因素限制下，日本经济的高速发展并没有吸引大量的外商直接投资。在房地产泡沫破裂后，日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”，而外商投资意愿也不断下滑，2006年等部分年份甚至出现外资撤出的情况。

图表4 日本对外直接投资与外商直接投资对比

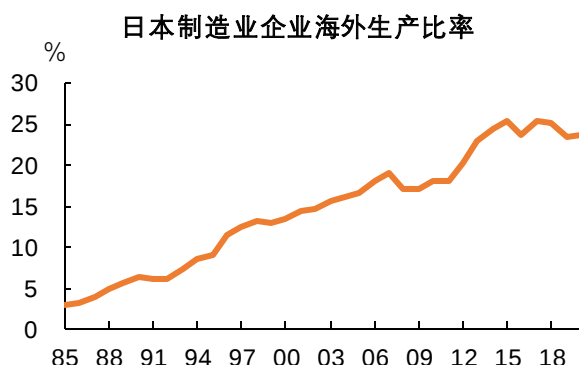


资料来源: Wind, 平安证券研究所

企业海外生产活动更加频繁。与日本国内产业空心化相对应的，日本企业开始更多选择在海外进行生产。根据日本经济产业省的海外经营活动调查，日本制造业企业海外生产比率¹由1985年的仅3.0%一路上升，在2017年、2018年一度突破25%。分行业来看，目前日本运输机械行业海外生产比率已达到44.4%，占比近半，而通信机械、通用机械以及传统的钢铁、化学等行业海外生产比率也相对较高。

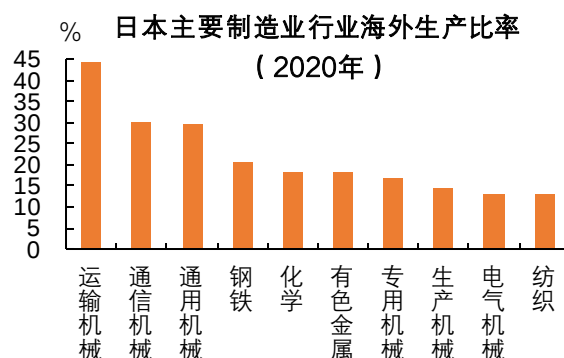
¹ 企业海外生产比率是指制造业企业全部销售额中，海外子公司生产所占比重。

图表5 日本制造业企业海外生产比率不断提升



资料来源：日本经济产业省《海外经营活动调查》，平安证券研究所

图表6 日本运输、通信等行业海外生产比率相对更高



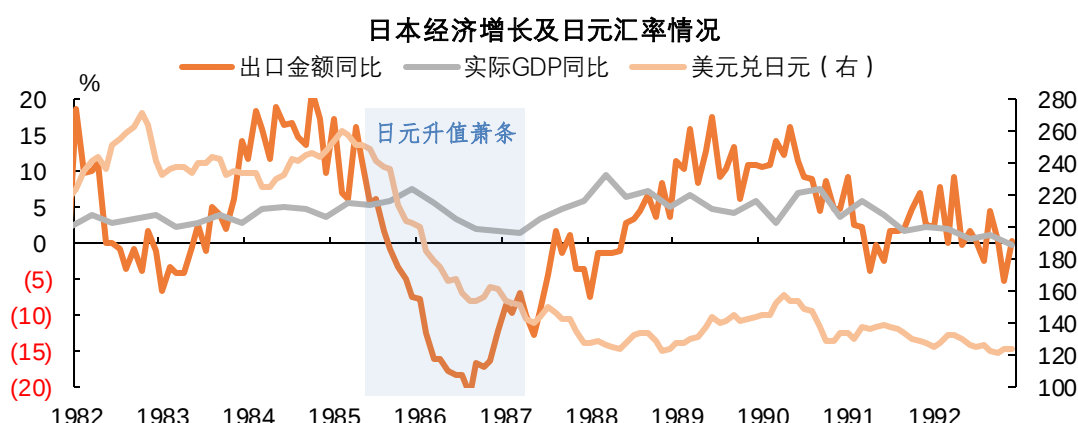
资料来源：日本经济产业省《海外经营活动调查》，平安证券研究所

二、产业空心化与房地产泡沫的关联

日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象的出现，存在着千丝万缕的联系。一方面，资产价格的剧烈变动使企业面临的经济环境发生深刻变化，而面对新的经济环境，企业必须对自身行为做出调整，进而引发了产业结构的变化；另一方面，企业等微观主体作为资本市场的重要参与者，其行为变化也通过多种渠道对资产价格形成影响。同时，日本的产业空心化与房地产泡沫也共同受到日元大幅升值等因素的影响。可以说，二者之间的关系错综复杂。接下来，本文尝试探讨日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象之间的联系渠道，并做简要分析。

一是，“广场协议”后日元大幅升值，日本央行过度放松货币政策，在催生房地产泡沫的同时，也加快了日本国内产业结构调整。1985年9月，美国、日本、法国、英国及西德五国签订了“广场协议”，日本政府表示将“灵活管理货币政策，适当关注日元汇率”，并“使日元充分体现日本经济的内在实力”。“广场协议”签订后，日元大幅升值，引发“日元升值萧条”。1985年9月广场协议签订之时，美元兑日元汇率尚在240左右，而到1986年底则升值至160，升值幅度超过30%。日元大幅升值使得日本出口增速由1985年9月的-0.7%大幅回落至1986年8月的-20.9%，实际GDP同比增速由1985年四季度的7.5%降至1986年四季度的1.9%。日元过度升值，及其引发的日本经济下行，使得日本央行对当时的经济状况出现误判，货币政策操作过急过松，催生了其后的房地产泡沫。在1986年1月至1987年2月约一年的时间内，日本央行连续五次下调政策利率，将贴现率由6.0%降至2.5%的超低水平。

图表7 “广场协议”签订后，日元大幅升值引发“日元升值萧条”

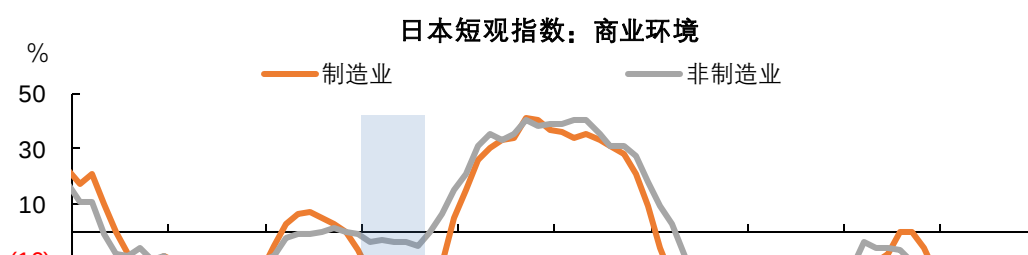


资料来源: Wind, 平安证券研究所

而日元大幅升值也是 1980 年代后期日本产业空心化现象出现的原因之一。日元汇率变动对日本产业空心化的影响路径可能有二：

途径 1: 进出口贸易。日元汇率变动将直接影响日本的进出口贸易，即日元升值将削弱日本出口产品在国际市场上的竞争力，同时增强进口商品在日本国内市场上竞争力。这导致国内出口部门面临的需求下滑，企业生产意愿下降，进而导致日本国内的产业结构发生变化。尤其是，作为贸易部门的制造业受到的冲击要明显大于服务业等非贸易部门。从日本央行公布的短观指数（Tankan Index）来看，“日元升值萧条”期间日本制造业景气水平下滑程度明显高于非制造业，表明 1980 年代中期日元的大幅升值加重了日本产业空心化的程度。

图表8 “日元升值萧条”期间，日本制造业受到的影响明显大于非制造业



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_48173

