

研究报告

(2024 年第 4 期 总第 36 期)

2024 年 2 月 23 日

美日房地产周期修复的路径比较

不动产金融研究中心

周以升 郭翔宇

【摘要】 不同经济体经历房地产泡沫破裂，其市场修复存在显著差异。其中，微观主体在经济修复过程中扮演至关重要的角色。本文详细比较美日房地产周期修复的微观主体及路径差异，并分析其对我国房地产行业发展的借鉴与启示。

一、微观主体是周期修复的关键

（一）经济周期往往伴随着危机和修复

全球房地产市场长期以来一直保持相对稳定的增长，根据 Jorda et al. (2019) 对全球房地产市场的分析，自 1870 年至 2015 年，房价的年均实际回报达 7.06%，高于股票、债券等其他资产，同时房价的风险标准差仅为 9.93，低于股票和债券。尽管房地产周期在大多数时间内波动范围有限，但在历史上，房地产泡沫危机时有发生，其中最显著的两次分别是 1990 年的日本房地产泡沫和 2007 年的美国次贷危机。

不同经济体房地产泡沫积累和爆发具有较高的相似度。Allen and Gale(2000)描述不同经济体的泡沫都会经历三个阶段：第一阶段是金融自由化导致的信贷扩张，伴随着资产价格持续上升；第二阶段是泡沫破裂和资产价格崩溃；第三阶段是公司违约和破产，随之而来的是银行体系和外汇体系的违约。有非常多的文献（如 Reinhart and Rogoff, 2009 等）对危机产生的原因作出分析，不同经济体的危机成因有非常大的相似性，Herring and Wachter (2003) 指出，大多数金融危机都是由房地产泡沫引起的。房地产泡沫的积累通常发生在经济周期的特定时期，如人口和收入增加、经济高速发展时期。同时，金融自由化和金融监管不足可能通过杠杆加速泡沫的积累，Allen and Carletti(2010)指出 2007 年美国房地产泡沫的成因是 2003~2004 年的低息政策以及其他需求端刺激政策（如抵押贷款税收优惠）。

随着资产泡沫逐步积累，基本面红利消失、信贷政策收紧，资产价格开始下降，预期扭转和接下来的企业、银行违约加剧，泡沫破裂，标志着修复周期的开始。不同经济体在房地产泡沫破裂后，由于其宏观和金融环境各异，采取了不同的市场振兴政策，最终的市场修复也存在显著差异。美国在 2007 年危机中选择了前所未有的强力救市计划，由两任财政部长推动，使美国市场在 2009 年开始逐步恢复，并在 2012 年基本摆脱了危机的影响。相反，日本在泡沫破裂后经历了长时间的阵痛，直到十年后才开始缓慢恢复，其影响一直延续了三十年，其他房地产泡沫也带来了不同的后果。

（二）周期修复的观察点在房价，房价恢复的速度决定了危机的影响范围

经济周期的表现常通过资产价格，如股价和房价等进行衡量。在房地产泡沫发生时期经济表现观察点在房价，如美国的凯斯-席勒（Case-Shiller）房价指数，Allen and Carletti(2010)提到在房地产泡沫严重时，价格从错位位置调整的周期通常较长，而调整周期的延长会导致经济活动遭受更大的负面影响。房价在泡沫破裂时急剧下降，进入到第二阶段，房价下跌导致大量依赖杠杆的企业资产大幅缩水，率先违约并最终破产。在第三阶段，随着银行和其他金融机构持有的不良资产积累，这些资产的价值随房价下跌而不断贬值，面临违约和破产的风险，甚至有可能导致某些国家的外汇体系崩溃。

因此，经济周期的关键在于如何将资产价格从错位状态修复到新的均衡水平。除了价格修复具有必要性，其修复速度更是至关重要。美国在国际金融危机之后的市场修复非常迅速，Case-Shiller 房价指数在 2009 年达到谷底，此后 3 年经历了短暂的调整期，自 2012 年开始房地产市场迅速复苏，使房价指数在 2016 年底重返 2008 年时的峰值，并在接下来的六年里迎来了新一轮繁荣增长。相反，日本在 1990 年到 2000 年经历了十年的经济衰退，尽管在 2000 年到 2010 年期间出现了短暂的复苏，但效果并不显著，被称为“失去的二十年”，直到 2012 年之后才开始进入新的上涨周期，直至今今天房价指数也没有回到 1990 年时的峰值。

泡沫的出现和破裂从历史的角度上非常常见，但是对于单个国家而言危机具有突发性。危机初期，政策制定者迅速确立紧急政策，针对资产价格进行高效救助，可以将危机化解在泡沫破裂初期，避免更深的影 响。价格底部建立，除了可以促进市场交易活力，还可以对居民建立预期，能够避免银行不良资产的进一步积累。

（二）修复速度快慢的决定因素，微观主体是非常重要的
一环

在房价修复的过程中，首先需要处理不良资产的出清和运营，其次需要建立新的供需两端的均衡，建立居民侧长期的增长预期，最后是价值创造进入新一轮经济增长。修复速度与危机影响范围相关，缩短修复周期的决定因素有如下三点。

首先，基本面决定修复的速度。日本在1990年后出现人口下降（出生率从1972年的12.8%降至1992年的2.9%）、居民收入下降、失业率上升以及平均工作时间减少等基本面问题。这些问题导致日本消费的下降，对经济复苏产生了负面影响，是日本恢复缓慢的主要原因。相比之下，美国在危机前后的经济基本面相对较好，人口增长稳定，收入和就业率在2010年后快速恢复并保持稳定增长，产业和全要素生产率维持高速发展。然而，基本面是经济体的先决条件，无法通过政策或短期内的主动行动来迅速改变。

其次，是宏观政策的救市，包括但不限于金融、财政和汇率政策。日本的救市政策主要依赖财政支出和降低利率。然而，这些政策未能实现实体经济的恢复。财政支出没有转化为实体经济的全要素生产率提升，反而导致了财政赤字的上升。与此同时，降低利率也未能刺激实体经济的复苏。银行机构平均贷款在1991~1999年保持在500万亿日元，到了1999年实行零利率政策后反而大幅下降。企业缺乏融资和投资的动力，居民也失去了消费的需求。这些因素导致了日本经济在泡沫后的十年内无法摆脱衰退的困境。美国救市计划的两步都有极强的针对性：第一是对于重要机构的积极救助和寻找买家，如财政部接管“两房”（房利美和房地美），美联储支援300亿美元“兜底”资金支持摩根大通收购贝尔斯登，以及向美国国际集团（AIG）注入高息的贷款，持有其80%的优先股；第二是在各方的努力下，时任美国总统小布什于2008年10月3日签署《紧

急经济稳定法》，该法案的核心是授权财政部以 7000 亿美元资金收购不良资产，美国政府下场直接收购资产，这对于市场的影响要远高于救助特定企业，一来能够避免过多地直接收购公司促使大量公司的国有化以及增加“道德风险”；二来能够通过少量资金对不良资产托底，提升透明度和市场活力，阻止其他的绝大部分优质资产（以 MBS 为主）缩水。

最后，需要微观主体进行支撑，包括微观主体对于买卖双方形成市场交易，对资产进行定价，也包括企业、基金等组织形式通过资产运营进行价值创造，提高全要素政策率。在危机中，虽然卖方力量充足，但关键在于如何促使市场出清，确保有足够的买方。同时，微观主体的价值创造和全要素生产率的提高是经济进入下一轮增长的前提。因此，微观主体在经济修复过程中扮演着至关重要的角色。

二、日本与美国在修复周期中的微观主体差异巨大

（一）日本缺乏合适的微观主体

长期以来，日本采用了一种与大多数国家不同的产业政策模式，该模式以政府和产业团体为主导，以实现公平竞争和防止垄断为目标。在泡沫前的高速增长时期，这种模式具有一定的优势。然而，在修复周期过程中，产业政策妨碍了各行业底层企业的破产重组，导致产业效率未能提高，形成了大量“僵尸企业”，并且供给侧未能有效创造价值，全要素生产率大幅下降。在全球化和信息技术进步的时代，这种产业政策模式阻碍了新的产业形式的兴起和发展。

从危机中修复的关键在于微观机制需要进行资金和运营能力的重组，而重组则依赖政策支持和高效运转的微观主体架构。日本的周期修复在最初十年几乎没有进展，直到 2000 年前后才开始缓慢复苏，原因如下。

首先，由于日本的不动产投资信托基金（REITs）推出时间较晚，初期缺乏 REITs 作为微观主体。日本在泡沫破裂后持续探索不动产证券化的道路，然而由于法律框架的限制，REITs 受到了一些阻碍。直到 1998 年在亚洲金融风暴的压力下，日本颁布了《特殊目的公司实现特定资产流动化法》，奠定了公司制 REITs 的法律基础。在 2000 年日本明确了以特殊目的信托为载体，并修订了《关于证券投资信托及证券投资法人的法律》，为日本 REITs 的诞生扫清了法律上的障碍。2001~2007 年，J-REITs 迅速发展。

其次，除了 REITs 外，日本缺乏不动产头部投资机构促成市场出清。日本的不动产投资基金最初是由美国的投行和基金公司引入日本的，主要负责处理银行积累的不良资产。在 2000 年后，由于法律的修改，20 多家专业投资不动产的基金管理公司在交易所上市，这些公司从 2002 年左右开始积极投资日本的高品质资产，为第一波不动产繁荣作出了贡献。

最后，即使在 REITs 推出之后，日本依然缺乏有效的配套融资工具和退出渠道。日本的不动产证券化市场在 2008~2011 年国际金融危机和东日本大地震的动荡时期也经历了 REITs 退市、市值蒸发等阶段。2012 年，在安倍政府的政策指导下，J-

REITs 增加了资产类别，扩充了融资工具，日本经济与不动产证券市场进入了第二轮繁荣周期。

（二）美国具备和发展出了新的微观主体

在 20 世纪 80 年代，美国商业地产也经历了一次资产价格大幅下降的储贷危机。不动产私募基金和公司型 REITs 在这一时期首次崭露头角，凭借其专业的管理能力和资金整合能力，在储贷危机的修复周期中，以黑石、喜达屋等为代表的不动产私募基金开始大量收购低价资产，形成了强大的买方力量，促成了市场的出清，并从底部开始推动价格上升。

尽管美国金融危机的根本原因是金融衍生品的风险评估和监管问题，但抵押贷款证券化（MBS）、REITs、不动产私募投资基金（PERE）等工具本身并没有实质性问题。美国在 2008 年进入修复周期时，金融工具的发展水平较高，尤其是权益型融资工具丰富，是市场能够迅速修复的主要原因。类似 20 世纪 80 年代，REITs 和 PERE 在美国金融危机恢复期间充当权益方，当市场价格进入合理区间时，形成买方力量，起到了价格托底的作用。以黑石为代表的基金从 2011 年开始布局资产收购，从 2012 年开始抄底法拍房，并成立了 6 只基金进行独栋和多用户住宅的收购和运营。Case-Shiller 美国房价指数在 2012 年触底反弹。值得注意的是黑石的这些基金并非全部转售，而是在 2017 年成立了独栋房屋的公募 REIT，即 Invitation Homes，在纽约交易所上市退出，进行轻资产租赁运营。

以黑石为代表的 PERE 之所以能够在价格下行期间形成买方力量，促成微观机制的形成，有以下几个因素。首先，头部专业不动产基金具备专业的投资和管理能力，能够判断在特定价格下收购和运营资产可以获取相对较高的收益率。此时，前阶段的不良资产已经变成了优质的低价资产。其次，不动产基金具备良好的退出渠道和资金来源。专业的 PERE 因其投融管退的专业度，长期拥有良好的股本金资金池，同时，公募、私募等 REITs 市场成熟，PERE 的退出具备多元化的渠道和可行性。最后，PERE 和 REITs 在美国拥有多元化的债务型融资工具（如 CMBS），能够提供合适的杠杆，提升收益率，更好地支撑资产价格。

三、借鉴与启示

（一）产生促进产融结合的微观主体迫切需要发展不动产资产管理机构

从历次危机来看，危机往往以原有市场主体出险为导火索，然后蔓延开来。在危机爆发之前，大部分金融资源、人才、技术等生产要素都被原有主体所垄断吸纳，随着危机蔓延，这些生产要素被固化，从而抑制了经济的潜在增长。因此，重新组合生产要素被认为是走出危机的必然路径。从我国当前房地产调整来看，民营高杠杆开发商大量出险，而国企开发商也面临缩表的挑战。在这种情况下，必须培育出新的力量，需要以不同的方式组织资金和人才。根据各国的经验，最有效的组织方式是通过专业资产管理机构，将管理能力和资金重新组合，通

常通过基金或资产管理平台实现，而非成立新的公司并通过资产负债表扩张业务。这样的选择有以下原因：首先，传统开发商的信用破裂恶例在先，被证明并不是有效的应对方式；其次，传统开发商的模式在财务上缺乏足够的透明度，导致投资人的不信任；最后，开发商模式无法获得更高的估值，且缺乏退出的通道。相较之下，基金或者资产管理载体具有透明的资产和治理模式，灵活的资金来源和组合策略，更强的与资本市场相互连通的能力，通过 REITs 等方式退出可获得更高的市场估值。这种选择更具优势，能够更好地适应房地产市场调整的需求。

这一模式在市场出清较快的美国市场得到了充分验证。美国存量商业不动产市场规模约为 10.6 万亿美元，其中由 PERE、私募 REITs 和公募 REITs 在内的资产管理载体持有的资产约占总额的 49%。在新加坡市场，也出现了一系列资产管理公司，如凯德、吉宝、丰树等，它们发展壮大并成为市场主要参与者，也印证了这一模式在亚洲市场的有效性。

（二）吸纳更多的资金进入买方市场

在不动产市场下行周期中，为了快速修复市场，迅速形成专业、强大的买方力量至关重要。相较于我国长期以来由房地产开发公司主导的市场格局，在美国、新加坡等其他市场，基金公司和 REITs 等扮演着主要的参与主体角色。然而，随着房企纷纷降低杠杆、债务违约以及销售下滑，它们无法再担当买方力量的角色。为了形成价格底部，推动周期修复，鼓励资产管理机构充当买方力量至关重要。

在当前我国形成买方力量的过程中，需要 REITs、不动产投资基金等多方力量。然而，当前的政策对各类金融机构和民间资金投资不动产或者投资于不动产资产基金和资产管理产品存在阻碍。举例来说，建议应放松超高净值个人投资不动产私募投资基金和各项不动产资管产品的额度和门槛，同时鼓励保险等金融机构投资不动产资产管理产品，为这些资管载体提供资金来源。若不能解除这些限制，不动产资产管理机构的股本金缺失将使其即使拥有足够的投资、管理和运营能力，也难以发挥买方力量的作用。

（三）REITs 全力支持，应纳尽纳

我国公募 REITs 在过去两年的试点阶段逐步进入常态化发展模式，生逢其时。从历史来看，多数国家推出或扩大公募 REITs 的动机往往是应对危机或市场下行。推出公募 REITs 太晚会显著延缓市场出清的周期，延误市场底部的形成。以日本为例，新的微观主体形成的迟缓是日本走出危机缓慢的原因之一。

在不动产市场下行阶段，迅速放开 REITs 对资产类别的限制，尤其是商业、办公、公寓，甚至租赁用途的住宅，将成为关键一步。这样的举措有助于不动产资产管理机构更好地打通退出渠道，形成不动产金融循环。同时，这也有助于引导保险、市场化资金投资不动产，从而建立买方力量，构建价格底部。

（四）宏观政策应该确保能够促进微观主体的形成

当前房地产市场亟须需求侧的力量进入。在这一背景下，当前的挑战是需要继续强调需求侧的力量。为此，宏观政策的重点应围绕如何促进微观主体的形成展开，以确保市场供需平衡。若不能及时调整，市场价格可能会下跌，从而引发系统性风险。

因此，应当鼓励不动产资产管理机构的发展。其一，鼓励不动产资产管理机构积极参与“三大工程”、保交楼、城市更新等，特别是鼓励将保交楼、城市更新与保障性租赁住房和“三大工程”相结合，例如纾困资产，并转化为长租房或保障性租赁住房。其二，鼓励保险、AMC等金融机构发起设立或者投资不动产资产管理产品，扩大其资金来源，提高市场的流动性。其三，鼓励银行等机构给不动产资产管理机构收购资产提供低成本的配套融资工具，特别是在纾困和保障性租赁住房领域。其四，鼓励不动产资产管理机构通过发行公募 REITs 退出，即放宽公募 REITs 的资产类别、放松发行公募 REITs 资金用途的限制、鼓励不动产资产管理机构直接发行公募 REITs 等。其五，促进多层次不动产金融市场。在此前 CMBS 和类 REITs 市场发展的基础上，积极发展私募 REITs 市场和促进 Pre-REITs，形成一个完整的多层次不动产金融体系，为市场的筑底提供体系化的多头力量。

（作者：周以升为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心副主任、高和资本执行合伙人，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监、高级研究专员）

联系人： 韩梦楠

邮箱： hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn