

# KHỦNG HOẢNG BẤT ĐỘNG SẢN TẠI NHẬT BẢN: TÁC ĐỘNG KINH TẾ VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH CHO VIỆT NAM

PHẠM THU THỦY\*

*Tóm tắt:* Bài viết tập trung phân tích các hệ lụy kinh tế chủ yếu từ cuộc khủng hoảng bất động sản tại Nhật Bản đầu thập niên 90 của thế kỷ XX, bao gồm tình trạng đình trệ kéo dài, khủng hoảng hệ thống tài chính, tiêu dùng và đầu tư suy giảm... Trên cơ sở xem xét tiến trình hình thành và diễn biến của cuộc khủng hoảng, bài viết làm rõ mối liên hệ giữa sự đổ vỡ thị trường bất động sản và sự suy yếu toàn diện của nền kinh tế, với các tác động lan tỏa sâu rộng đến nhiều lĩnh vực then chốt của Nhật Bản. Khủng hoảng không chỉ ảnh hưởng đến tăng trưởng trong ngắn hạn, mà còn làm thay đổi sâu sắc mô hình phát triển kinh tế của Nhật Bản trong hơn hai thập kỷ sau đó. Từ những phân tích này, bài viết rút ra một số hàm ý chính sách cho Việt Nam, trong bối cảnh thị trường bất động sản trong nước đang tiềm ẩn những bất ổn nếu không được kiểm soát hiệu quả có thể ảnh hưởng đến ổn định kinh tế vĩ mô và tăng trưởng dài hạn.

*Từ khóa:* Nhật Bản, bất động sản, khủng hoảng, Việt Nam

*Lĩnh vực nghiên cứu:* Kinh tế

*Abstract:* This article analyzes the key economic consequences of the real estate crisis in Japan in the early 1990s, including prolonged stagnation, systemic financial instability, and a significant decline in consumption and investment. By tracing the formation and evolution of the crisis, the article clarifies the relationship between the collapse of the real estate market and the overall deterioration of the Japanese economy, with widespread spillover effects across multiple critical sectors. The crisis not only impacted short-term growth but also fundamentally transformed Japan's economic development model for more than two decades thereafter. Based on this analysis, the article draws several practical implications for Vietnam, where the real estate market is currently experiencing rapid expansion but exhibits underlying vulnerabilities that may pose risks to macroeconomic stability and long-term growth if not properly addressed.

*Keywords:* Japan, real estate, crisis, Vietnam

(Ngày nhận bài: 6/8/2025; ngày gửi phản biện: 12/8/2025; ngày duyệt đăng: 10/9/2025)

## Mở đầu

Bất động sản từ lâu đã đóng vai trò then chốt trong quá trình tăng trưởng kinh tế và tích lũy tài sản quốc gia. Tuy nhiên, khi thị trường này phát triển quá nóng, bị dẫn dắt bởi kỳ vọng phi thực tế và dòng tín dụng giá rẻ, nó có thể tạo nên những bong bóng tài sản mang tính hệ thống và đầy rủi ro. Nhật Bản cuối thập niên 80 của thế kỷ XX là một ví dụ điển hình cho hiện tượng đó, khi sự bùng nổ của giá bất động sản đã tạo mầm mống cho một cuộc khủng hoảng kéo dài suốt nhiều thập niên.

---

\* ThS., Viện Nghiên cứu Châu Á - Thái Bình Dương, Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam  
Email: thuypt2410@gmail.com

Bài viết tập trung khái quát quá trình hình thành và diễn biến của bong bóng bất động sản ở Nhật Bản, trên cơ sở đó, phân tích các hệ lụy sâu rộng mà cuộc khủng hoảng bất động sản để lại cho nền kinh tế Nhật Bản, xem đây là trọng tâm để hiểu rõ tính chất phức tạp và dai dẳng của các cuộc khủng hoảng tài chính trong bối cảnh kinh tế hiện đại. Đồng thời, bài viết đưa ra một số gợi ý mang tính tham khảo cho Việt Nam trong bối cảnh thị trường bất động sản trong nước đang tăng trưởng nóng và tiềm ẩn nhiều bất ổn vĩ mô nếu không được kiểm soát hiệu quả.

## **1. Diễn biến của khủng hoảng bất động sản tại Nhật Bản**

### **➤ *Giai đoạn tiền khủng hoảng: Hình thành bong bóng bất động sản (trước 1991)***

Bong bóng bất động sản tại Nhật Bản hình thành trong bối cảnh nền kinh tế nước này tăng trưởng mạnh mẽ sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Từ thập niên 70 đến giữa thập niên 80 của thế kỷ XX, Nhật Bản liên tục đạt tốc độ tăng trưởng cao, tích lũy được khối lượng lớn vốn và tài sản đầu tư, trở thành nền kinh tế lớn thứ hai thế giới.

Tuy nhiên, sau Hiệp định Plaza (Plaza Accord) năm 1985 - khi Nhật Bản chấp thuận để đồng Yên tăng giá nhằm điều chỉnh tình trạng mất cân bằng thương mại toàn cầu, đặc biệt là thâm hụt thương mại với Mỹ - nền kinh tế nước này đã đối mặt với tình trạng suy giảm khả năng cạnh tranh xuất khẩu. Để hỗ trợ tăng trưởng, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) đã nới lỏng tiền tệ quy mô lớn, điều chỉnh lãi suất chiết khấu giảm từ 5% xuống còn 2,5% trong hai năm 1986-1987 và duy trì lãi suất này ở mức thấp kỷ lục<sup>1</sup>. Đồng thời, chính sách tự do hóa tài chính cũng được đẩy mạnh, khiến dòng tín dụng giá rẻ dễ dàng chảy vào các lĩnh vực đầu cơ, đặc biệt là bất động sản và chứng khoán. Vốn được coi là tài sản an toàn và có khả năng sinh lời cao, bất động sản nhanh chóng trở thành kênh đầu tư hấp dẫn. Các ngân hàng đẩy mạnh cho vay thế chấp, doanh nghiệp và hộ gia đình dễ dàng tiếp cận nguồn vốn rẻ. Từ đây, tâm lý đầu cơ lan rộng và trở thành xu hướng phổ biến trong xã hội Nhật Bản bấy giờ. Giá bất động sản tại các thành phố lớn như Tokyo, Osaka, Nagoya liên tục leo thang, có nơi tăng hơn 300% chỉ trong vòng 5 năm (1985-1990)<sup>2</sup>. Cơn sốt giá lan rộng từ đại đô thị cho đến các vùng ven; đầu tư đất đai trở thành động lực chính của tăng trưởng ngắn hạn, nhiều doanh nghiệp rời bỏ lĩnh vực sản xuất cốt lõi để chạy theo lợi nhuận

---

<sup>1</sup> Jinushi, T., Kuroki, Y., & Miyao, R., "Monetary policy in Japan since the late 1980s: Delayed policy actions and some explanations. Japan's Financial Crisis", *Peterson Institute for International Economics* (2000): 115-144, [https://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/319/6iie289X.pdf](https://www.piie.com/publications/chapters_preview/319/6iie289X.pdf).

<sup>2</sup> Cabinet Office Economic and Social Research Institute (n.d.), "第2部第4章景気拡大と株価・地価の高騰" [PDF] (Phần II, Chương 4: Mở rộng kinh tế và sự tăng vọt của giá cổ phiếu và giá đất), *ESRI*, [https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history\\_01/analysis\\_01\\_02\\_04.pdf](https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history_01/analysis_01_02_04.pdf).

từ bất động sản. Kết quả là một bong bóng tài sản khổng lồ chưa từng có được hình thành. Đáng chú ý, sự tăng trưởng nóng này chủ yếu dựa trên kỳ vọng phi thực tế và tín dụng dễ dãi, không xuất phát từ nhu cầu thực về nhà ở hay sản xuất. Những yếu tố trên là tiền đề cho một cuộc khủng hoảng nghiêm trọng khi bong bóng tài sản vỡ.

➤ *Giai đoạn khủng hoảng: từ bong bóng vỡ đến suy thoái kéo dài (từ 1991)*

Trước tình trạng tăng trưởng nóng của giá tài sản và tín dụng, BOJ đã quyết định thực hiện chính sách tiền tệ đảo chiều nhằm kiểm soát bong bóng và ổn định kinh tế vĩ mô. Tháng 5 năm 1989, lần đầu tiên sau gần một thập niên, BOJ nâng lãi suất chiết khấu lên 3,25% và tiếp tục nâng lãi suất tổng cộng 5 lần trong vòng 15 tháng tiếp theo, đưa mức lãi suất cơ bản lên 6%, mức cao nhất kể từ giữa thập niên 70 của thế kỷ XX<sup>3</sup>.

Sau khi chính sách tiền tệ chuyên hướng thắt chặt từ giữa năm 1989, Chính phủ Nhật Bản tiếp tục triển khai các biện pháp quyết liệt nhằm kiểm soát tình trạng đầu cơ bất động sản và hạn chế rủi ro tài chính lan rộng. Tháng 3 năm 1990, Bộ Tài chính Nhật Bản ban hành chính sách “Hạn chế tổng lượng tín dụng bất động sản” với mục đích kiểm soát tín dụng dành cho bất động sản<sup>4</sup>. Theo đó, tốc độ tăng trưởng tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản không được vượt quá tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của toàn ngân hàng. Các tổ chức tài chính cũng được yêu cầu báo cáo định kỳ về dư nợ liên quan đến bất động sản, xây dựng và các khoản vay dành cho các công ty tài chính phi ngân hàng.

Song song với biện pháp siết chặt tín dụng, Chính phủ Nhật Bản cũng tiến hành cải cách hệ thống thuế đất với kỳ vọng khôi phục kỷ luật thị trường và hạn chế hoạt động đầu cơ tích trữ tài sản. Trung tâm của chính sách này là việc ban hành Luật Thuế trên giá trị đất (1991), quy định mức thuế suất 0,3% đánh trực tiếp trên giá trị thị trường của đất đai...<sup>5</sup> Ngoài ra, chính sách thuế cũng bao gồm việc sửa đổi thuế đặc biệt đối với các trường hợp sở hữu đất quy mô lớn không được sử dụng hiệu quả, đồng thời tăng mức tính thuế thừa kế bất động sản từ 50% lên 80% giá trị thị trường đất. Mục tiêu chiến lược của những cải cách này là nhằm hạn chế tình trạng đầu cơ đất đai,

<sup>3</sup> Economic and Social Research Institute, *Chapter 4: Economic expansion and sharp increases in stock and land prices* (in Japanese), Cabinet Office, Government of Japan, [https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history\\_01/analysis\\_01\\_02\\_04.pdf](https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history_01/analysis_01_02_04.pdf).

<sup>4</sup> 大蔵省銀行局長, “土地関連融資の抑制について [通達]”, in マクロブルーデンス政策の観点からみた 1990 年代の不動産業向け融資の総量規制, 京都大学東洋経済研究所 (Ed.) (Bộ Tài chính Nhật Bản, Thông tư về việc hạn chế các khoản cho vay liên quan đến đất đai, trong Quy định tổng lượng cho vay đối với ngành bất động sản trong thập niên 1990 dưới góc nhìn chính sách vĩ mô, Viện Nghiên cứu Kinh tế Đông Á, Đại học Kyoto) (RIETI, 1990, 3 月 27 日): 3-13, <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p019.pdf>.

<sup>5</sup> 政府, 地価税法 (平成 3 年法律第 69 号), e-Gov 法令検索 (Luật Thuế Giá đất (Luật số 69 năm 1991), 1991, <https://laws.e-gov.go.jp/law/403AC0000000069>

buộc các chủ đất phải đưa tài sản vào sử dụng thực tế thay vì tích trữ chờ giá lên, đồng thời đảm bảo công bằng tài chính trong xã hội<sup>6</sup>.

Hệ quả của những chính sách trên là dòng vốn chảy vào bất động sản bị chặn đứng đột ngột khiến hàng loạt dự án đình trệ, thị trường rơi vào tình trạng thiếu thanh khoản nghiêm trọng. Từ cuối năm 1990, giá đất tại Tokyo và các đô thị lớn sụt giảm; tâm lý thị trường chuyển từ kỳ vọng tăng giá sang lo ngại giá lao dốc. Từ năm 1991-1993, giá đất liên tục giảm mạnh; riêng năm 1992, giá đất toàn quốc đã giảm tới 8,4% - mức giảm nghiêm trọng nhất kể từ năm 1975, phản ánh rõ ràng tác động tiêu cực của các biện pháp chính sách triển khai đột ngột và sai thời điểm<sup>7</sup>. Tình trạng bán tháo đất đai lan rộng, không chỉ giới hạn trong giới đầu tư chuyên nghiệp mà còn cả ở các hộ dân bình thường, làm sụp đổ niềm tin vào thị trường bất động sản và tạo ra hiệu ứng domino lan sang cả hệ thống tài chính Nhật Bản. Giá đất giảm kéo theo giá trị tài sản thế chấp tại các ngân hàng lao dốc, trong khi nhiều khoản vay chưa kịp thu hồi, khiến nợ xấu gia tăng nhanh chóng, thanh khoản hệ thống bị thu hẹp nghiêm trọng, đẩy kinh tế Nhật Bản vào giai đoạn “hai thập niên mất mát”. Khoảng thời gian suốt những năm 1990 tới đầu những năm 2000, Nhật Bản lâm vào trạng thái tăng trưởng trì trệ, lạm phát thấp kéo dài, thậm chí giảm phát. Mặc dù Chính phủ Nhật Bản đã thực thi nhiều biện pháp ứng phó (chính sách lãi suất siêu thấp, kích thích tài khóa, cải cách thuế đất, tái cấu trúc hệ thống tài chính...), kết quả phục hồi vẫn rất chậm.

Thị trường bất động sản gần như “đóng băng” trong thời gian dài: ở nhiều khu vực giá đất bình quân giảm sâu tới hơn 60% so với mức đỉnh<sup>8</sup>, khối lượng giao dịch bất động sản liên tục sụt giảm suốt hai thập niên. Tình trạng suy yếu kéo dài của thị trường bất động sản không chỉ ảnh hưởng đến những ngành nghề có liên quan mà còn bào mòn niềm tin tiêu dùng, dẫn đến sự suy thoái toàn diện của nền kinh tế. Nhật Bản đã trải qua hơn hai thập niên để từng bước khôi phục thị trường và ổn định hệ thống tài chính - một bài học đắt giá cho việc bong bóng tài sản không được kiểm soát kịp thời.

## 2. Những hệ lụy đối với nền kinh tế Nhật Bản

Cuộc khủng hoảng bất động sản Nhật Bản không chỉ gây ra tổn thất nghiêm trọng đối với thị trường tài sản, mà còn tạo ra một chuỗi hệ lụy sâu rộng, kéo dài nhiều thập

---

<sup>6</sup> Eastmoney Securities, “Japanese Real Estate Bubble and Its Lessons”, 2023, [https://pdf.dcfw.com/pdf/H3\\_AP202311201611685234\\_1.pdf](https://pdf.dcfw.com/pdf/H3_AP202311201611685234_1.pdf).

<sup>7</sup> 内閣府, “バブル崩壊と景気後退” (Nội các chính phủ, “Sự sụp đổ bong bóng và suy thoái kinh tế”), ESRI, [https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history\\_01/analysis\\_01\\_03\\_02.pdf](https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history_01/analysis_01_03_02.pdf).

<sup>8</sup> CNCIH, “Japan: The process of the real estate bubble burst and lessons for China”, *China National Center for Innovation in Housing*, 2024, <https://www.cncih.org/newsinfo/5605378.html>.

niên đối với toàn bộ nền kinh tế và xã hội Nhật Bản. Sau đây là những hệ lụy điển hình và nghiêm trọng nhất:

*Thứ nhất, khủng hoảng đã dẫn tới đình trệ kinh tế kéo dài.* Cuộc khủng hoảng bất động sản tại Nhật Bản đầu thập niên 90 của thế kỷ XX đã dẫn tới một giai đoạn trì trệ kinh tế kéo dài được biết đến như là “hai thập niên mất mát”. Trước khi bong bóng bất động sản vỡ, Nhật Bản được đánh giá là một nền kinh tế phát triển mạnh với tốc độ tăng trưởng GDP thực trung bình khoảng 4,6% mỗi năm trong giai đoạn 1985-1990. Tuy nhiên, sau khi bong bóng bất động sản vỡ, tốc độ tăng trưởng GDP thực đã giảm mạnh xuống chỉ còn khoảng 1,4%/năm trong giai đoạn 1990-1995<sup>9</sup>. Dù Chính phủ Nhật Bản đã tung ra các gói kích thích tài khóa, tiền tệ quy mô lớn, nền kinh tế vẫn không thoát khỏi quỹ đạo suy thoái. Ngay cả khi BOJ hạ lãi suất xuống mức gần 0%, tiêu dùng và đầu tư vẫn không hồi phục do tâm lý bi quan lan rộng.

Từ năm 1991 đến đầu những năm 2000, nền kinh tế Nhật Bản gần như mất đi khả năng tăng trưởng với tốc độ GDP thực thường xuyên dao động quanh mức 1% mỗi năm, thậm chí có những thời điểm ghi nhận tăng trưởng âm. Điều này đã gây ra sự suy giảm nghiêm trọng về sản lượng kinh tế và năng suất lao động, đồng thời làm xói mòn năng lực cạnh tranh quốc tế mà Nhật Bản từng thiết lập mạnh mẽ trong những năm đầu thập niên 80 của thế kỷ XX.

Các nghiên cứu kinh tế sau này chỉ ra rằng sự đình trệ kéo dài này chủ yếu do các sai lầm trong điều hành chính sách kinh tế, bao gồm việc thiếu nhất quán và linh hoạt trong phản ứng chính sách trước các cú sốc thị trường, khiến nền kinh tế Nhật Bản rơi vào “bẫy thanh khoản”. Tình trạng trì trệ này đã làm mất đi nhiều cơ hội tăng trưởng tiềm năng, tạo ra một vòng luẩn quẩn khiến kinh tế Nhật Bản rơi vào trạng thái suy giảm kéo dài.

*Thứ hai, hệ thống tài chính - ngân hàng Nhật Bản lâm vào khủng hoảng nghiêm trọng.* Trước đó, các tổ chức tín dụng đã ồ ạt mở rộng hoạt động cho vay, tập trung vào bất động sản với tài sản đảm bảo chính là nhà đất và cổ phiếu có giá trị cao. Tuy nhiên, đi kèm với sự sụp đổ của bong bóng bất động sản, giá trị các tài sản này lao dốc, đồng nghĩa với hàng loạt khoản vay trở thành nợ xấu không thể thu hồi, khiến bảng cân đối ngân hàng mất cân đối nghiêm trọng.

Chỉ trong nửa đầu những năm 1990, đã có rất nhiều tổ chức tài chính tại Nhật Bản phá sản hoặc buộc phải sáp nhập. Đỉnh điểm, cuối những năm 1990, nhiều tổ chức tài chính lớn như Long-Term Credit Bank of Japan, Nippon Credit Bank, công ty Chứng

<sup>9</sup> Furceri, D., Loungani, P., & Zdzienicka, A. M., “The effects of monetary policy shocks on inequality”, *Journal of International Money and Finance*, No. 85 (2018): 168-186.

khoán Yamaichi... lần lượt sụp đổ, buộc Chính phủ Nhật phải bơm hơn 9.000 tỷ Yên, chia làm hai đợt, nhằm cứu trợ các ngân hàng lớn (trong các năm 1998-1999)<sup>10</sup>. Lúc này, chức năng trung gian tài chính của hệ thống ngân hàng bị tê liệt. Các ngân hàng bị suy giảm khả năng cung cấp tín dụng cho nền kinh tế thực, khiến các doanh nghiệp gặp rất nhiều khó khăn trong việc huy động vốn để duy trì và mở rộng sản xuất. Việc thiếu hụt dòng vốn tín dụng cần thiết đã gây ra sự trì trệ kéo dài của nền kinh tế Nhật Bản trong gần hai thập niên tiếp theo, làm chậm quá trình phục hồi và tái cấu trúc kinh tế của quốc gia này.

*Thứ ba, tiêu dùng nội địa suy giảm nghiêm trọng* do người dân gia tăng tiết kiệm và thắt chặt chi tiêu sau khi tài sản cá nhân bị mất giá đột ngột. Khi bong bóng bất động sản vỡ vào đầu những năm 90, các hộ gia đình tại Nhật Bản phải đối mặt với cú sốc tài chính lớn chưa từng có, khi giá trị các khoản đầu tư tích lũy trong nhiều năm nhanh chóng sụt giảm. Theo Báo cáo kinh tế của Chính phủ Nhật Bản năm 1992, chỉ riêng trong năm 1990, vốn hóa thị trường chứng khoán đã giảm khoảng 77.000 tỷ Yên, kéo theo sự sụp đổ niềm tin vào hệ thống tài chính và triển vọng thu nhập cá nhân trong tương lai. Giá bất động sản cũng ghi nhận mức lao dốc sâu rộng: tại các thành phố lớn như Tokyo, Osaka, Nagoya... giá đất đã giảm sâu chỉ trong khoảng từ cuối năm 1991 đến đầu năm 1992, với mức giảm trung bình khoảng 19% tại khu dân cư và 13% tại khu thương mại so với mức đỉnh năm 1991. Tiếp đó, xu hướng suy giảm kéo dài cả thập niên 1990 và đầu thập niên 2000 khiến tổng mức giảm lên đến khoảng 70% vào năm 2001 so với mức đỉnh đầu những năm 1990<sup>11</sup>. Doanh số bán căn hộ mới giảm từ 30.000 căn vào năm 1989 xuống còn 15.000 căn năm 1991, tương đương mức giảm 50% chỉ trong vòng hai năm tại Tokyo. Mức độ suy giảm tại Osaka thậm chí còn nghiêm trọng hơn, khi doanh số căn hộ mới lao dốc từ 24.000 xuống còn 7.000 căn - giảm tới 71%<sup>12</sup>.

Tình trạng mất giá tài sản đột ngột khiến người tiêu dùng Nhật Bản cảm thấy mất niềm tin vào triển vọng tài chính cá nhân, dẫn tới tâm lý thận trọng quá mức trong chi tiêu. Các hộ gia đình bắt đầu tăng cường tiết kiệm thay vì mua sắm hoặc đầu tư tiêu dùng như trước đây. Hệ quả là tiêu dùng hộ gia đình, vốn là động lực chính thúc đẩy

---

<sup>10</sup> Nelson, R. M., "U.S. role in the International Monetary Fund (IMF)", *CRS Report*, No. RS22960, May 4, 2009, Congressional Research Service, [https://www.everycrsreport.com/files/20090504\\_RS22960\\_f543b69aa7c1d6cd1877f881ca2b8f34faf0f9e8.pdf](https://www.everycrsreport.com/files/20090504_RS22960_f543b69aa7c1d6cd1877f881ca2b8f34faf0f9e8.pdf).

<sup>11</sup> Nakaso, H., "The financial crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan responded and the lessons learnt", In BIS (Ed.), *BIS Papers No. 6* (Chapter 6), *IMF eLibrary*, 2001, <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557754622/ch06.xml>.

<sup>12</sup> CNCIH, "Japan: The process of the real estate bubble burst and lessons for China", *China National Center for Innovation in Housing*, 2024, <https://www.cncih.org/newsinfo/5605378.html>.

tổng cầu nội địa, đã tăng trưởng chậm lại rõ rệt. Năm 1991, chi tiêu tiêu dùng hộ gia đình chỉ tăng 2,8%, giảm đáng kể so với tốc độ tăng trưởng tiêu dùng trong các giai đoạn thịnh vượng trước đó.

Một số nghiên cứu cũng chỉ ra rằng, Nhật Bản đã phải đối diện với tình trạng suy giảm kéo dài về nhu cầu tiêu dùng nội địa kể từ đầu thập niên 1990. Việc tài sản mất giá kết hợp với sự thiếu vắng niềm tin vào triển vọng kinh tế tương lai khiến các hộ gia đình tiếp tục duy trì mức tiết kiệm cao dù đã trải qua nhiều năm khủng hoảng. Sự suy giảm nhu cầu tiêu dùng trong nước tạo ra vòng xoáy tiêu cực, làm suy yếu khả năng phục hồi của toàn bộ nền kinh tế, đồng thời phải mất thêm nhiều thời gian để thoát khỏi suy thoái.

Ngoài ra, tình trạng này còn làm gia tăng sự mất cân đối trong cán cân tiết kiệm và đầu tư quốc gia. Việc người dân ưu tiên tiết kiệm, chi tiêu nội địa suy yếu đã dẫn đến việc các doanh nghiệp không tìm được đầu ra cho sản phẩm, làm chậm tốc độ phục hồi kinh tế. Hiện tượng này kéo dài trong suốt hai thập niên sau đó và trở thành một đặc trưng điển hình của nền kinh tế Nhật Bản trong giai đoạn “hai thập niên mất mát”.

Nhìn chung, cuộc khủng hoảng đã tạo nên một tâm lý tiêu cực lan rộng trong xã hội Nhật Bản, không chỉ ảnh hưởng trực tiếp tới đời sống kinh tế của từng hộ gia đình, mà còn kéo dài trạng thái đình trệ của nền kinh tế quốc gia.

*Thứ tư, đầu tư tư nhân suy giảm mạnh và tiến trình đổi mới công nghệ bị chững lại.* Trong giai đoạn hậu bong bóng, doanh nghiệp không còn mặn mà mở rộng sản xuất hay đầu tư, mà tập trung tái cơ cấu tài chính, giảm nợ và tích trữ tiền mặt. Kỳ vọng lợi nhuận dài hạn sụt giảm khiến hoạt động đầu tư rơi vào trì trệ. Động lực đổi mới công nghệ vốn là nền tảng nâng cao năng suất của nền kinh tế cũng bị đình trệ trong nhiều năm. Mặc dù Chính phủ Nhật Bản đã triển khai hàng loạt chính sách tài khóa mở rộng từ đầu những năm 1990, kết hợp với chính sách tiền tệ nới lỏng triệt để từ BOJ - bao gồm việc hạ lãi suất về gần 0% và áp dụng các biện pháp nới lỏng định lượng từ năm 2001, khu vực tư nhân vẫn không có dấu hiệu hồi phục. Một số nghiên cứu và thống kê chuyên sâu cho thấy, đầu tư tư nhân chiếm hơn 2/3 mức suy giảm tăng trưởng GDP của Nhật Bản giai đoạn 1991-2003. Tỷ trọng đầu tư thiết bị trong GDP giảm liên tục, phản ánh sự cạn kiệt động lực tái tạo năng suất. Đồng thời, đầu tư vào nghiên cứu và đổi mới công nghệ - vốn là yếu tố nền tảng giúp Nhật Bản bứt phá trong các thập niên trước - đã không còn là ưu tiên chiến lược của nhiều doanh nghiệp trong bối cảnh bất định và lợi nhuận kỳ vọng giảm mạnh<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Hirakata, N., Sudo, N., Takei, I., & Ueda, K., “Japan’s financial crises and lost decades” (Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 220), *Federal Reserve Bank of Dallas*, December 2014, <https://www.dallasfed.org/-/media/Documents/institute/wpapers/2014/0220.pdf>.

Hệ quả là nền kinh tế Nhật Bản không chỉ mất đi tốc độ tăng trưởng, mà còn mất luôn “chất lượng” tăng trưởng - biểu hiện qua mức độ suy giảm năng suất tổng hợp (TFP), chậm đổi mới công nghệ và tụt hậu trong các ngành công nghiệp mũi nhọn so với Mỹ và Hàn Quốc kể từ giữa thập niên 1990. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến chu kỳ kinh tế ngắn hạn mà còn tái định hình cấu trúc dài hạn của nền kinh tế Nhật Bản, đặt ra thách thức lớn trong việc xây dựng lại niềm tin vào khu vực tư nhân và phục hồi năng lực cạnh tranh quốc gia.

*Thứ năm, tác động sâu xa và lâu dài nhất là sự chuyển đổi trong mô hình tăng trưởng và hành vi kinh tế - xã hội.* Từ chỗ đề cao tốc độ, đổi mới và chấp nhận rủi ro, mô hình tăng trưởng của Nhật Bản dần chuyển sang trạng thái chậm rãi, thiên về ổn định và phòng thủ. Tỷ trọng GDP của Nhật Bản trong kinh tế toàn cầu giảm mạnh qua các thập niên, phản ánh vai trò kinh tế quốc gia thu hẹp tương đối. Về xã hội, người dân Nhật Bản có sự thay đổi rõ nét trong hành vi tài chính: thận trọng hơn với đầu tư rủi ro, gia tăng tiết kiệm và hạ thấp kỳ vọng tăng giá tài sản. Có thể coi đây là “di chứng” hậu khủng hoảng, góp phần hình thành nên một xã hội già hóa cả về nhân khẩu học lẫn kỳ vọng kinh tế. Tổng hợp những hệ lụy trên cho thấy khủng hoảng bất động sản tại Nhật Bản giai đoạn này không chỉ là cú sốc ngắn hạn, mà là quá trình tái định hình sâu sắc cấu trúc kinh tế - xã hội Nhật Bản. Tăng trưởng suy yếu, hệ thống tài chính bị tổn thương, tiêu dùng và đầu tư co cụm, trong khi mô hình phát triển chuyển hướng sang trạng thái cầm chừng và thận trọng.

### **3. Liên hệ và gợi mở đối với Việt Nam**

Diễn biến thị trường bất động sản Việt Nam những năm gần đây cho thấy một số điểm tương đồng đáng lưu ý với giai đoạn tiền khủng hoảng của Nhật Bản cuối thập niên 80 của thế kỷ trước. Mặc dù bối cảnh kinh tế, trình độ phát triển và cấu trúc dân số giữa hai quốc gia có nhiều khác biệt, các yếu tố liên quan đến tốc độ tăng giá tài sản, sự lệ thuộc vào tín dụng, tâm lý đầu cơ và lỗ hổng trong cơ chế điều tiết - đang đặt ra yêu cầu cấp thiết về nhận diện rủi ro và ứng phó chính sách kịp thời. Nhật Bản là nền kinh tế phát triển với dân số già hóa rõ nét, trong khi Việt Nam đang ở thời kỳ “dân số vàng”, song điều đó không làm giảm nguy cơ một chu kỳ bong bóng bất động sản có thể xảy ra ở Việt Nam nếu thiếu kiểm soát hiệu quả.

Trước hết, điểm chung nổi bật là tình trạng giá bất động sản tăng vượt xa tốc độ tăng thu nhập. Tại Nhật Bản giai đoạn 1986-1990, giá đất tại Tokyo và các đô thị lớn đã tăng gấp nhiều lần, phần lớn không dựa trên nhu cầu thực về nhà ở hay sản xuất mà chủ yếu do tâm lý đầu cơ và kỳ vọng giá sẽ tiếp tục leo thang. Bối cảnh Việt Nam giai

đoạn 2017-2022 phần nào phản ánh xu hướng tương tự: giá đất tại các thành phố lớn và vùng ven liên tục tăng cao, vượt xa khả năng chi trả của đại bộ phận người dân. Nhiều khu vực được thổi giá mạnh dù hạ tầng chưa hoàn thiện, quy hoạch còn mơ hồ, giao dịch chủ yếu mang tính đầu cơ ngắn hạn. Khi thị trường bất động sản vận hành dựa trên kỳ vọng tăng giá hơn là giá trị sử dụng thực, nguy cơ hình thành bong bóng là hoàn toàn có thể.

Một yếu tố khác cũng rất đáng lưu ý là sự phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng. Trước khủng hoảng, Nhật Bản đã để các ngân hàng mở rộng cho vay dựa trên giá trị bất động sản tăng ảo, tạo nên những khoản nợ khổng lồ không có khả năng kiểm soát khi bong bóng vỡ. Việt Nam hiện nay vẫn trong tình trạng tương tự: dù đã siết chặt tín dụng bất động sản từ năm 2022, nhưng ngân hàng thương mại vẫn là kênh vốn chủ yếu, trong khi các kênh vốn dài hạn như trái phiếu doanh nghiệp, quỹ đầu tư bất động sản hay chứng khoán hóa dòng tiền còn chưa phát triển. Nếu giá trị tài sản thế chấp giảm mạnh, hệ thống tín dụng sẽ bị tổn thương, tác động lan sang sản xuất, tiêu dùng và ổn định vĩ mô.

Ngoài ra, tâm lý coi bất động sản là kênh tích lũy an toàn cũng khiến thị trường dễ mất cân bằng. Tại Nhật Bản, trước thập niên 1990, cả hộ gia đình lẫn doanh nghiệp đều dồn nguồn lực vào đất đai, thay vì đầu tư đổi mới hay tiêu dùng. Khi giá bất động sản sụt giảm, cả khu vực doanh nghiệp lẫn người dân đều chuyển sang trạng thái phòng thủ, giảm chi tiêu và hạn chế đầu tư, kéo theo suy yếu tổng cầu - chuỗi tác động khiến kinh tế Nhật Bản mất gần hai thập niên để phục hồi. Đây là kịch bản Việt Nam cần tránh lặp lại.

Cũng như Nhật Bản thời kỳ tiền khủng hoảng, Việt Nam đang đối diện với những hạn chế trong khung pháp lý và điều tiết thị trường. Hiện tượng quy hoạch treo, dự án chậm tiến độ hay đất đai được đưa vào khai thác không đúng mục đích... cho thấy lỗ hổng chính sách còn tồn tại. Nếu không sớm khắc phục, những yếu tố này sẽ tạo ra mặt bằng giá ảo, làm méo mó chức năng phân bổ tài nguyên đất đai, làm gia tăng bất ổn cho toàn bộ nền kinh tế.

Từ những phân tích trên, có thể rút ra những gợi ý chính sách quan trọng cho Việt Nam trong việc xây dựng chính sách và quản lý thị trường BĐS. *Trước hết, cần tiếp tục duy trì, thúc đẩy minh bạch hóa thông tin và hoàn thiện khung pháp lý.* Kinh nghiệm từ Nhật Bản cho thấy bong bóng bất động sản phình to một phần quan trọng là do thiếu cơ sở dữ liệu thống nhất và không kiểm soát được thông tin giá cả. Chính vì vậy, việc Nhà nước ban hành Luật Đất đai 2024 (có hiệu lực từ năm 2025) và Luật Kinh

doanh Bất động sản 2023, với các điều khoản mới về công khai và minh bạch thông tin trong cơ sở dữ liệu quốc gia, thúc đẩy kết nối giữa các bộ, ngành, địa phương, đã tạo hành lang pháp lý bắt buộc để xây dựng và vận hành cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và giao dịch bất động sản. Khi hệ thống dữ liệu được hoàn thiện, các cơ quan quản lý sẽ có công cụ để định giá thị trường sát với giá trị thực, hạn chế tình trạng thổi giá và đầu cơ, đồng thời tăng cường niềm tin của người dân và doanh nghiệp.

*Thứ hai, cần phải kiểm soát tín dụng bất động sản và phát triển cơ cấu vốn.* Nhật Bản đã phải trả giá đắt vì để hệ thống ngân hàng quá phụ thuộc vào bất động sản. Khi bong bóng vỡ, khối lượng nợ xấu khổng lồ khiến nhiều ngân hàng phá sản và hệ thống tài chính rơi vào khủng hoảng kéo dài. Tại Việt Nam, từ năm 2022, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã chủ trương kiểm soát chặt tín dụng đối với các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro như bất động sản, trái phiếu doanh nghiệp và dự án đầu cơ bằng cách ban hành Thông tư 17/2022/TT-NHNN về quản lý rủi ro môi trường trong hoạt động cấp tín dụng, đồng thời điều chỉnh hạn mức tăng trưởng tín dụng để hướng vốn vào sản xuất kinh doanh, nhu cầu nhà ở thực và các lĩnh vực ưu tiên. Mặc dù vậy, trong tương lai, vẫn cần phát triển mạnh mẽ các kênh vốn trung và dài hạn khác như phát hành trái phiếu bất động sản, thành lập quỹ đầu tư bất động sản (REITs) hay áp dụng hình thức chứng khoán hóa dòng tiền từ các dự án. Khi có nhiều kênh vốn bổ sung, rủi ro sẽ được phân tán và sức ép lên ngân hàng sẽ giảm đáng kể, tạo ra một hệ thống tài chính ổn định hơn.

*Thứ ba, cần phải thay đổi tâm lý coi bất động sản như kênh tích lũy an toàn tuyệt đối.* Thực tế đã chứng minh, khi dòng vốn xã hội dồn quá nhiều vào bất động sản, nền kinh tế dễ rơi vào mất cân đối trong phân bổ nguồn lực, làm chậm quá trình đổi mới công nghệ và giảm hiệu quả đầu tư. Trong những năm gần đây, Việt Nam đã có những bước đi quan trọng trong điều tiết cơ chế nhằm giảm dần tâm lý tích lũy bất động sản. Luật Đất đai 2024 đã tạo nền tảng pháp lý mới cho quản lý và sử dụng đất đai, hướng tới phát triển nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa. Song song với đó, Luật Kinh doanh Bất động sản 2023 được sửa đổi, bổ sung, tăng cường minh bạch thị trường, bảo vệ quyền lợi người tiêu dùng và siết chặt hoạt động kinh doanh, hạn chế tình trạng đầu cơ bất động sản. Về chính sách thuế, mặc dù đề xuất cải cách theo hướng đánh 20% trên lợi nhuận thực thay cho mức 2% trên giá chuyển nhượng đã không được thông qua, nhưng cơ quan quản lý nước ta vẫn đang nghiên cứu các biện pháp khác, trong đó có khả năng áp dụng thuế đối với bất động sản thứ hai, hoặc tăng thuế đối với các giao dịch ngắn hạn mang tính đầu cơ. Đây là những

điều chỉnh quan trọng, thể hiện quyết tâm của Việt Nam trong việc xây dựng công cụ điều tiết thị trường một cách chủ động và toàn diện trước những nguy cơ đối mặt với khủng hoảng. Việt Nam cần tiếp tục kiên định với việc đa dạng hóa kênh đầu tư, hoàn thiện hệ thống thuế phù hợp và thúc đẩy định hướng dòng vốn đầu tư vào sản xuất, công nghệ và đổi mới sáng tạo. Chỉ khi đó, bất động sản mới thực sự trở về đúng chức năng phục vụ nhu cầu ở và sử dụng thực tế, thay vì trở thành mầm mống gây bất ổn cho nền kinh tế.

*Thứ tư, bài học lớn từ Nhật Bản là tầm quan trọng của sự phối hợp chính sách liên ngành và phản ứng kịp thời trước các tín hiệu rủi ro.* Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, các cơ quan tài chính và quản lý thị trường thời điểm đó đã thiếu sự phối hợp và phản ứng chậm trễ trước các tín hiệu nguy hiểm. Hậu quả là khủng hoảng lan rộng và kéo dài suốt nhiều năm. Việt Nam cần khắc phục điểm yếu này bằng việc xây dựng cơ chế phối hợp chính sách chặt chẽ giữa Ngân hàng Nhà nước, Bộ Xây dựng, Bộ Tài chính và chính quyền địa phương. Thêm vào đó, cần thiết lập hệ thống cảnh báo sớm để phát hiện và can thiệp kịp thời khi thị trường có dấu hiệu tăng trưởng nóng. Một cơ chế điều phối vĩ mô hiệu quả sẽ giúp hạn chế nguy cơ khủng hoảng lan rộng và tạo niềm tin cho thị trường.

Dù tiềm ẩn những rủi ro, Việt Nam vẫn có nhiều lợi thế để định hình một thị trường bất động sản lành mạnh hơn so với Nhật Bản. Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam còn ở mức trung bình, nhu cầu nhà ở thực (đặc biệt phân khúc nhà ở xã hội, nhà cho người thu nhập trung bình) vẫn rất lớn. Bên cạnh đó, quá trình chuyển đổi số, phát triển hạ tầng và tích hợp bất động sản với kinh tế xanh, kinh tế tuần hoàn đang mở ra những hướng đi mới nếu có chính sách hỗ trợ phù hợp. Vấn đề đặt ra không phải là thu hẹp phát triển bất động sản, mà là điều tiết đúng hướng, đúng đối tượng và đúng thời điểm, bảo đảm sự bền vững trong cấu trúc tài chính quốc gia và ổn định xã hội dài hạn.

Những gì Nhật Bản đã trải qua cho thấy một khi giá bất động sản tăng quá nhanh mà không dựa trên nền tảng tăng trưởng kinh tế thực, sụp đổ là điều khó tránh khỏi và hậu quả sẽ kéo dài nhiều thập kỷ. Song đồng thời, chính kinh nghiệm ấy cũng giúp Việt Nam có thêm cơ sở để hành động sớm: hoàn thiện khung pháp lý, kiểm soát tín dụng, điều chỉnh tâm lý đầu cơ và tăng cường điều phối chính sách... Nếu tận dụng được các lợi thế về nhân khẩu học và bối cảnh phát triển mới, Việt Nam hoàn toàn có thể tránh “vết xe đổ” của Nhật Bản, biến bất động sản thành một động lực tăng trưởng bền vững thay vì trở thành mầm mống của khủng hoảng.

## Kết luận

Khủng hoảng bất động sản tại Nhật Bản giai đoạn đầu thập niên 90 của thế kỷ XX là một minh chứng điển hình cho tác động lan tỏa và kéo dài của sự đổ vỡ thị trường bất động sản đối với toàn bộ nền kinh tế. Khi thị trường bất động sản phát triển vượt quá nền tảng kinh tế thực và thiếu cơ chế điều tiết hiệu quả, khủng hoảng không chỉ giới hạn trong lĩnh vực bất động sản, mà còn dẫn tới suy giảm đầu tư, tiêu dùng, năng suất và tăng trưởng trong dài hạn. Kinh nghiệm của Nhật Bản cho thấy tầm quan trọng của việc kiểm soát rủi ro tài sản, đặc biệt trong giai đoạn tăng trưởng nhanh và đô thị hóa mạnh. Đối với Việt Nam, việc chủ động nhận diện sớm các dấu hiệu bất ổn, xây dựng khung quản lý thị trường hiệu quả và điều phối chính sách liên ngành là điều kiện thiết yếu nhằm đảm bảo sự phát triển ổn định, lành mạnh và bền vững của thị trường bất động sản trong tổng thể chiến lược phát triển kinh tế quốc gia.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Cabinet Office Economic and Social Research Institute. “第2部第4章 景気拡大と株価・地価の高騰” (Phần II, Chương 4: Mở rộng kinh tế và sự tăng vọt của giá cổ phiếu và giá đất). *ESRI*, [https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history\\_01/analysis\\_01\\_02\\_04.pdf](https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/sbubble/history/history_01/analysis_01_02_04.pdf).
- CNCIH. “Japan: The process of the real estate bubble burst and lessons for China”. *China National Center for Innovation in Housing*, 2024, <https://www.cnic.org/newsinfo/5605378.html>
- Eastmoney Securities. “Japanese Real Estate Bubble and Its Lessons”, 2023, [https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3\\_AP202311201611685234\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202311201611685234_1.pdf).
- Hirakata, N., Sudo, N., Takei, I., & Ueda, K. “Japan’s financial crises and lost decades” (Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 220). *Federal Reserve Bank of Dallas*, December 2014, <https://www.dallasfed.org/-/media/Documents/institute/wpapers/2014/0220.pdf>.
- Nakaso, H. “The financial crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan responded and the lessons learnt”. In BIS (Ed.), *BIS Papers* No. 6 (Chapter 6). *IMF eLibrary*, 2001, <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557754622/ch06.xml>.
- Nelson, R. M. “U.S. role in the International Monetary Fund (IMF)”. *CRS Report* No. RS22960, May 4, 2009, Congressional Research Service, [https://www.everycrsreport.com/files/20090504\\_RS22960\\_f543b69aa7c1d6cd1877f881ca2b8f34faf0f9e8.pdf](https://www.everycrsreport.com/files/20090504_RS22960_f543b69aa7c1d6cd1877f881ca2b8f34faf0f9e8.pdf).
- 大蔵省銀行局長. “土地関連融資の抑制について [通達]”. In *マクロブルーデンス政策の観点からみた1990年代の不動産業向け融資の総量規制*, 京都大学東洋経済研究所(Bộ Tài chính Nhật Bản, Thông tư về việc hạn chế các khoản cho vay liên quan đến đất đai, trong Quy định tổng lượng cho vay đối với ngành bất động sản trong thập niên 1990 dưới góc nhìn chính sách vĩ mô, Viện Nghiên cứu Kinh tế Đông Á, Đại học Kyoto) (Ed.) (*RIETI*, 1990, 3月27日): 3-13, <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p019.pdf>.
- 政府. “地価税法 (平成3年法律第69号)” (Luật Thuế Giá đất - Luật số 69 năm 1991). *e-Gov Law Search*, 1991, <https://laws.e-gov.go.jp/law/403AC0000000069>.