

大城市房价还能涨吗

过程 · 持续 · 评价

房价还能涨吗？这是个错误的问题

报告出具时间：2026/6/26

报告来源：See The Essence

目录

一、全貌	3
二、核心机制：三重退潮如何瓦解普涨基础	4
触发条件：三台引擎同时熄火	4
机制与阶段：从合力到对冲	4
参与者与互动：四方僵局	5
结果与后果	5
模式与规律	5
三、深层洞察	7
“房价还能涨吗”本身是个错误的问题	7
预期的传染与断裂是当前最大的未知变量	7
住房的超经济功能是一把双刃剑	7
四、走向与可能	8
最可能的走向：渐进分化，缓慢消解	8
最危险的走向：预期驱动的非线性超调	8
最意外的可能：住房功能体系的结构性的重构	8
五、如何思考这件事	9
参考资料	10

一、全貌

二十年只涨不跌的共识瓦解了，市场进入了一种没人习惯的状态：不是涨，不是跌，而是僵持。

表面看，你问的是价格。实际上，你问的是三股力量同时退潮之后还剩下什么——人口红利、城镇化空间、居民加杠杆的能力，这三件事在过去二十年从未同时向下。现在，它们同步转向了。

这不等于“所有城市都会跌”。它等于“支撑全国性普涨的地基已经没了”。分化正在取代普涨——核心城市的好地段和远郊新盘，正在走向两条完全不同的路。

最容易忽略的是：房子在中国不是拿来住的这么简单。它是社会分层的标签，是婚姻市场的门票，是两代人财富转移的唯一通道。这些超经济功能制造出一种在经典经济学里解释不了的价格韧性。所以当前的市场不是一个简单的供需故事——它是三重力量在互相消耗：基本面要它跌，制度惯性在托，社会刚需还在撑。

二、核心机制：三重退潮如何瓦解普涨基础

触发条件：三台引擎同时熄火

过去二十年的上涨靠的是三件事，它们不是同时启动的，但在 2010 年代形成了合力。现在，三台引擎一起停了。

第一引擎：人口红利和家庭裂变。1980 年代出生高峰那群人，在 2000 到 2020 年间集中买房成家。与此同时，家庭规模从“三代同堂”裂变为“核心家庭”——1990 年户均 4.5 人，到 2020 年只有 2.62 人。[1] 光是家庭小型化这一项，就在人口总量增速放缓的时候，额外制造了数千万套的需求。

第二引擎：人类最大规模的城镇化。1990 到 2020 年，城镇化率从 26% 干到 64% 左右。每年超过一个百分点，持续三十年，意味着每年一千多万人从农村进城。这些人高度集中在就业和公共服务最好的少数城市，形成了持续的需求压力。[2]

第三引擎：居民杠杆从零起步。1998 年房改时，中国老百姓几乎没有任何住房贷款。从零到加杠杆的空间是巨大无比的。2008 到 2018 年，居民部门杠杆率从不到 20% 冲到超过 60%——全球主要经济体里最快的速度之一。[3]

2020 年代，三台引擎同步熄火。2022 年中国人口总量第一次出现负增长。城镇化率过 65% 后增速自然放缓——能进城打工的年轻人已经在城里了，剩下的要么是老人，要么因为户籍、技能、家庭原因走不了。居民杠杆率超过 60% 后，往上加的空间在绝对意义上还有——日本和美国的高点更高——但增速明显下来了，更重要的是，收入预期恶化直接浇灭了加杠杆的意愿。

机制与阶段：从合力到对冲

三重退潮的效应不是一夜之间出现的。大约从 2018 年起，市场进入一个过渡期：普涨动力衰减，但分化格局还没成型。

阶段一：普涨的幻觉（2015-2020）。棚改货币化安置在三四线城市制造了最后一波去库存上涨，让很多人误以为普涨逻辑还在延续。但棚改本质上是财政转移支付撬动的短期需求前置——把未来几年的购买力提前透支。它延长了周期，没改变周期本身的方向。

阶段二：拐点与认知混乱（2021-2023）。恒大事件是一个信号，但很多人把它理解成“个别企业的问题”。更隐蔽的变化是：一线和强二线城市的二手房挂牌量大幅攀升，但成交周期拉长。“有价无市”从远郊向城区蔓延。卖家的心理价格锚在 2020-2021 年的高点，买家则认为价格还会跌——交易量冻结。

这个阶段的本质是：基本面已经在转，但制度力量和社会刚需还在托。市场表现出的不是“跌”，而是“不交易”。

阶段三：三股力量相互抵消（2023 至今）。

下跌压力来自基本面：人口负增长、收入预期恶化、租金回报率在大多数城市仍然远低于无风险利率——换句话说，资产的现金流回报太差，价格缺乏支撑。

托底惯性来自制度：地方政府对土地出让收入的依赖在部分城市仍占财政收入的 30-40%。限购松绑、降首付、降利率，本质上是在防止成交量崩盘，而不是刺激新一轮上涨。[4]

韧性来自住房的超经济功能：“六个钱包”模式意味着年轻购房者的购买力不完全来自自己的收入，而是来自代际财富转移。这种模式短期内不会消失——它扎根在家庭伦理、婚姻市场筛选机制和对“阶层跌落”的深层恐惧里。即使经济下行，核心城市入门级住房的需求仍然存在，因为有购买能力的人不是用“收入/房价”来算的，而是用“家庭总资产/房价”来算的。

三股力量的均衡是脆弱的。僵持不会永远持续——它会向某个方向突破。突破方向不由基本面单方面决定（基本面已经给出了方向），而是由**集体预期何时及如何转向**来决定。

这里有一个和经典资产定价模型的根本差异：经典模型假设市场参与者基于基本面做理性判断。但当前中国房价的僵持恰恰说明，即使在基本面指向下跌时，超经济的社会功能和制度惯性仍能支撑价格。问题是——当足够多的人不再相信这些支撑有效时，这些力量本身也会瓦解。

参与者与互动：四方僵局

地方政府。托底的动力来自土地财政。但托底的能力在衰减：土地出让收入从2021年约8.7万亿元的高点大幅回落，部分城市降幅超过30%。[5] 地方政府面临一个两难：放松限制可能提振短期成交，但会进一步加重长期库存压力；维持限制则收入继续萎缩。有些城市开始探索从“卖地”向“房产税试点”转型，但转型周期长达数年，且政治上高度敏感。

中央决策层。中央的核心关切是金融系统性风险。“房住不炒”不是口号，是对整个系统性风险暴露的判断。但防范系统性风险不等于打压房价——中央在2023-2024年间反复调整表述，强调“稳定市场预期”、“防止硬着陆”。这反映出一个现实：有序下跌可以接受，大幅崩盘不可以。这导致政策执行表现出“口子开了再堵”的模式——一放就收，一收就放。结果是信号不清晰，市场难以判断方向。

购房者和持有者。这个群体不是铁板一块。已持有多套房且不想卖的人，心理价格锚在历史最高点，表现出强烈的损失厌恶——降价意味着承认亏损，宁可等着。刚需购房者高度分化：有“六个钱包”支持的仍有入市能力，但更大的人群在收入不确定性增加的情况下推迟了决策。两类人的共同点是：他们的决策极度依赖对“未来价格走向”的信念。如果足够多的人相信房价不会涨，即使有支付能力也会推迟购买——这种预期的自我实现在当前是最危险的变量。

金融机构。银行系统对房地产的暴露程度是约束政策空间的硬边界。截至2023年末，房地产相关贷款在银行体系总贷款中占比超过20%。房价大幅下跌的直接后果是抵押物价值缩水，触发补充抵押物要求甚至违约。这让银行在放贷端变得保守——不是因为不缺利润，而是因为风险敞口已经够大。而银行的保守又进一步抑制了需求端的杠杆能力，形成负反馈。

四方的互动格局是：地方政府想托但能力有限；中央想稳但政策传导有矛盾；购房者想等但不知道等多久；银行想收但风险敞口难收缩。这就是典型的“多均衡”状态——价格可以在很长一段时间里不动，因为谁都没有足够的力量推它向任何一个方向突破。

结果与后果

僵持已经产生了几十个显著后果：

交易量萎缩是新常态。核心城市的二手房从挂牌到成交的周期，从2020年的平均1-2个月延长到2023年后的4-6个月甚至更长。不是没人想买，是买卖双方的价格预期差距太大，交易撮合不了。

分化正式确立。同一个城市内部，核心区和远郊的价差在拉大。上海内环部分学区房小区在2024年甚至出现了温和回升，而同期的远郊新盘不得不用打折送车位的方式促销。“XX城市房价”作为一个整体概念已经没有太多意义，需要精确到行政区甚至街道层面才有分析价值。

代际财富效应在逆转的早期信号。过去二十年，房产增值是中国家庭财富增长的最主要来源。对2015年前买房的家庭，即使当前价格回落，账面资产仍远高于购入成本。但对2019-2021年高点入市的年轻家庭——情况完全不同。这批人正在经历中国房地产市场化以来的第一次大规模“买在最高点”。他们是否选择断供、是否选择大幅降价抛售——可能成为带动预期转向的关键变量。这个群体规模虽小，但他们的故事在社会传播中具有极强的信号效应。

土地财政转型压力实质性上升。2022-2024年地方土地出让收入的持续下降，已经在部分依赖度较高的二三线城市触发了财政紧缩——压缩公共服务支出、推迟基建、加大罚没收入。这些措施本身又会抑制经济活动，进一步削弱住房需求。

模式与规律

从上述过程里可以提炼几个可迁移的观察：

在复杂资产市场中，基本面给出方向，预期决定时机和幅度。人口、城镇化、杠杆空间这三重因素在2020年前后已经指向下行，但价格至今尚未出现与基本面幅度匹配的调整。背后的机制——锚定效应、损失厌恶、制度托底、社会刚需——不是中国市场独有。日本1990年代初、美国2007年前后，都经历过类似的僵持期，然后在某个触发因素下实现了远超基本面要求的超调。

超经济功能在上涨期是放大器，在僵持期是稳定器，在预期逆转后会变成加速器。“六个钱包”和阶层焦虑在上涨时助推，在僵持时托底，但一旦预期逆转：已动用的代际储蓄意味着家庭资产负债表对下跌的缓冲空间更小；阶层跌落焦虑在“别人都在逃”的时候会变成恐慌性抛售的理由。

政策在预期博弈中的效力高度不对称。托市时，面对的是杠杆空间已消耗、收入预期恶化、人口趋势不利的环境——刺激效果递减。逆转恐慌时，面对的是正反馈自我强化的下降螺旋——力度和时效都难以把控。这不是政策意愿问题，是复杂系统中干预行为的内生局限。

三、深层洞察

“房价还能涨吗”本身是个错误的问题

这个问法隐含了两个不成立的假设：第一，“房价”是一个有意义的整体概念；第二，“涨”是一个可以脱离时间跨度和通胀参照系讨论的变量。

在分化格局下，“大城市的房价”已经不是有效的分析单位。上海内环学区房、北京五环外新盘、深圳前海写字楼旁边的住宅——它们面对的人口构成、土地约束、购买力来源完全不同。把它们塞进“大城市房价”一个篮子里做判断，是统计幻觉。

有意义的问题框架是：“在哪个具体区位、多长时间跨度内、以什么通胀标准衡量？”如果以十年为期，核心城市优质区位的名义价格高于今天，在温和通胀环境中是概率不低的事件。但扣除通胀后，实际升值可能微乎其微甚至为负。这和过去二十年动辄年化 10-15% 的实际升值相比，已经不是同一种“涨”。

重新定义问题框架不是为了给出更乐观或更悲观的答案，而是迫使每一个市场参与者正视自己在赌什么：是赌资产的实际增值，还是赌通胀环境下的名义价格坚挺？这两个赌注的财富含义完全不同。

预期的传染与断裂是当前最大的未知变量

通常的做法是罗列宏观数据——人口、收入、杠杆率、库存——然后推导结论。但这种方法的盲区是：它没有处理“足够多的人相信什么”这个变量。而这个变量在临界点附近，可以压倒所有宏观基本面。

社会心理学的“信息级联”机制在这里高度适用：当一个人观察到足够多的人在推迟购房或降价抛售，他会倾向于忽视自己掌握的私人信息（“这个区位的房子确实值这个价”），转而模仿前人的行为。这解释了为什么在基本面缓慢恶化时，价格可以长期稳定，然后在某个“没什么大事发生”的时间点突然崩溃。

社交媒体让这个变量的危险性大幅上升。一个断供案例的短视频、一个“降价百万无人接盘”的帖子，在算法推荐下可以在几小时内触达千万级人群。这种传播烈度在日本 1990 年代或香港 2000 年前后的市场调整中不存在。

最难的问题是：没人能精确测量“信念疲劳”的临界点。有多少人开始放弃“房价永远涨”的信念？这个比例在缓慢爬升，但阈值在哪里谁也不知道。唯一可以确定的是：一旦跨越阈值，调整的速度会远超预期。这不是推测，是复杂适应系统中临界转换现象的数学属性。

住房的超经济功能是一把双刃剑

住房在中国是三位一体：社会阶层的最强信号——住在哪个城市、哪个区、多大的房子里，是最直接的身份标签；婚姻市场的核心筛选标准——对相当比例的适婚男性，没有房就没有入场券；代际财富转移的主要工具——买房是父母为子女“奠定基础”的最具象征性和实质性的行动。

这些功能创造了一种在同等收入水平的其他经济体中罕见的刚需韧性。在东京、伦敦、纽约，收入不足以支撑房价的年轻人通常选择租房，不会动用祖父母和父母的全部积蓄去“上车”。在中国，这种行为被伦理化为“孝道”和“父母的责任”。

但反讽在于：这些功能在上涨阶段是放大器——创造了超出收入逻辑的需求；在僵持阶段是稳定器——持有房产的社会意义让人不愿意在亏损时出手；但在预期逆转后，它们可能变成加速器——当阶层跌落焦虑从“没房的被挤出”变成“有房的面临资产缩水”，当婚姻市场开始重新评估房产风险，当父母发现倾尽积蓄买的资产在缩水，这些力量会同步转向。

它们不会突然消失。但它们的方向会变——从做多力量变成做空力量。驱动这个转变的是同一种情绪：对阶层位置的不安全感。

四、走向与可能

最可能的走向：渐进分化，缓慢消解

在基准场景中，僵持会以缓慢的方式释放。核心城市优质区位的名义价格在未来五到十年可能大致持平或微涨，但涨幅大概率跑输收入增长和通胀；远郊和非核心城市面临温和但持续的名义价格回落。

这个场景的逻辑是：制度托底仍然有效——地方政府有动力也有一定手段防止短期大幅下跌；社会刚需在核心区位仍有支撑——人口流入城市的好学区、好地段，在供给刚性约束下仍有支付意愿；但基本面向下行压力也在持续——整体人口负增长在未来十年将加速，适龄购房人口持续减少将逐渐压倒家庭小型化的额外需求。

关键驱动因素是收入增长而非政策松绑。如果实际收入增长能够恢复，核心区位的房价收入比可以通过“分母变大”而非“分子变小”的方式回调——这是最健康的去泡沫路径。如果收入增长持续低迷，僵持会以更不愉快的方式结束。

在这个场景中，关键能动者是中央政府。它有动力维持“慢撒气”而非“刺破泡沫”的路径。但它的工具也有边界——降息和降首付在杠杆空间消耗殆尽时效果递减。

最危险的走向：预期驱动的非线性超调

更值得警惕的场景是：集体预期在某个触发点后逆转，引发远超基本面的调整。

逻辑链：在僵持期中，越来越多的高杠杆购房者（特别是 2019-2021 年入市的那批人）同时面临收入下降和资产缩水。当一批人在经济压力下选择断供或大幅降价抛售，这些案例会被社交媒体放大——不是作为孤立事件，而是“你看，我说房价会跌”的证据。已持有房产的人中，部分人会开始恐慌性出售，挂牌量的急剧增加进一步压低价格预期。

这是典型的正反馈循环：下跌→验证下跌预期→更多人抛售→进一步下跌。加速度难以通过宏观数据提前预测，因为在临界点之前，系统会表现出表面稳定。

触发因素难以精确预测，但有几条可能的路径：某家与房地产深度绑定的金融机构暴露重大风险；外部经济冲击导致就业市场急剧恶化；或者持续的通缩预期让“现金为王”压倒“房产保值”的信念。

如果这个场景启动，政策工具的效力将高度受限。降息在恐慌性抛售中作用不大——人们不是因为利率高不买房，而是因为相信房价会跌。政府直接入市收购在技术上可能，但面临财政约束和政治争议。

在这个场景中，关键能动者是持有房产的中产阶级，特别是多套房产持有者。他们的集体行为——守住不卖还是抢先套现——将决定负反馈回路是否会启动。

最意外的可能：住房功能体系的结构性的重构

这是一个低概率但影响深远的场景：住房不再是阶层流动的核心通道。

触发这种转变的不是某一项政策，而是多个趋势的合力：人口总量持续下降使住房从稀缺资源向充足资源转变（日本部分地区已在经历）；“租房结婚”在一线城市年轻人中接受度上升；房产税试点改变了“持有零成本”的预期；遗产继承带来的住房供给（父辈多套房产传给独生子女）在核心城市开始实质性改变供需。

如果部分实现，它对中国社会的影响将远超房地产本身。社会分层的标志从“有几套房”转向教育、医疗、移民能力。婚姻市场对房产的要求可能从“必须拥有”转向“提供稳定的住房条件”（包括租房）。代际财富转移从“父母帮忙买房”变成更分散的资产配置。

但核心瓶颈是文化惯性和制度惯性——家庭价值观和地方政府对土地财政的依赖不是一朝一夕能改的。日本经历了三十年的人口萎缩和资产价格下跌，才缓慢实现住房的去神圣化。中国的转变不会更快。

五、如何思考这件事

不要试图找到唯一答案。持续追问以下几个问题更有用：

你在赌什么？ 核心不是“涨不涨”，而是你在赌资产的真实增值，还是在赌通胀环境中名义价格坚挺？如果赌前者，需要在人口下降、杠杆高企、收入预期不确定的三重背景下，找到比历史经验更有力的论据。如果赌后者，需要接受的前提是：住房是防御性资产，不是进攻性资产。

哪个城市、哪个地段、多长的时间？ 分化意味着任何整体判断都是粗糙的。同一个城市内，核心区和远郊的走势可能差出十个百分点以上。过去二十年“买哪都涨”的经验已经不适用——房产投资正在从顺风飞行的赛道变成需要主动管理的资产类别。

预期何时转向？转向的信号是什么？ 信号不在价格本身，在交易量的趋势、挂牌量的变化、社交媒体中房产相关叙事的情感方向。当“持有观望”从主流叙事变成被嘲笑的对象时，预期转向可能已经在进行。当断供案例从孤立新闻变成常态化报道时，注意力的积累可能已接近临界点。这些信号没有精确量纲，但比宏观数据更敏锐。

如果最坏情况发生，你的缓冲在哪？ 对持有房产或计划入市的人，关键不是预测方向，而是评估在超调场景中的生存能力。杠杆率、现金流稳定性、持有的时间跨度——这三个参数决定了你能不能扛过可能到来的冰河期。这些参数是你的选择，房价走势不是。

一个需要被重新审视的假设：“政策总是能托住。”这个假设在历史上多数时期成立，但它的成立有两个前提：宏观杠杆空间充裕，市场参与者相信它有托底意志和能力。在日本 1990 年代、韩国 2010 年代，政策不是不想托，而是在通缩预期和老龄化的合力下托不住。政策工具的效力不是恒定的——它取决于市场参与者的信念状态。而信念状态会变。

参考资料

- [1] 国家统计局，历次人口普查数据，户均人口从 1990 年的约 4.5 人降至 2020 年的 2.62 人
- [2] 国家统计局，城镇化率年度数据，1990 年至 2020 年
- [3] 国际清算银行（BIS）及中国央行，居民部门杠杆率数据
- [4] 财政部，地方财政土地出让收入相关数据
- [5] 据公开报道，土地出让收入从 2021 年约 8.7 万亿元高点后的变化情况