

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	4
机制与阶段：从合力到对冲	4
参与者与互动：谁是关键行动者	5
结果与后果	5
模式与规律	6
三、深层洞察	7
洞察一：“房价还能涨吗”是一个错误的提问框架	7
洞察二：预期的传染与断裂是当前最大的未知变量	7
洞察三：住房的“超经济功能”是双刃剑	7
四、走向与可能	9
最可能的走向：渐进分化中的缓慢名义消解	9
最危险的走向：预期驱动的非线性和超调	9
最意外的可能：住房功能体系的结构性的重构	9
五、如何思考这件事	11
参考资料	12

一、全貌

这个问题在过去二十年里，答案几乎只有一个方向。但从 2022 年开始，方向消失了。市场进入了一种极少在中国房地产史上出现过的状态：不是涨，不是跌，而是僵持。

表面上看，这是一个价格问题。实际上，它是三重历史力量同时退潮的交汇点——人口结构、城镇化空间、居民债务 capacity——这三件事在过去二十年从未同时向下。而现在，它们同步转向了。

这意味着什么？不是“房价一定会跌”，而是“支撑全国性普涨的结构性基础已经不复存在”。但这句话不等于“所有城市的房价都会跌”——分化正在取代普涨，成为新常态。

最容易忽略的是：住房在中国的功能，远不止“居住”这么简单。它是社会分层的标记、婚姻市场的门票、代际财富转移的载体。这些超经济功能创造了一种在经典经济学框架里难以解释的价格刚性。所以当前的市场不是一个简单的供需失衡故事——它是基本面下跌压力、制度惯性托底、社会刚需三者之间的拉锯。

二、核心机制：三重退潮如何瓦解普涨基础

触发条件

中国大城市房价的二十年上涨，依赖三个可以明确识别的引擎，它们并非同时启动，但在 2010 年代形成了合力：

第一引擎：人口红利与家庭小型化。1980 年代出生高峰人群在 2000-2020 年间集中进入购房年龄，叠加家庭规模从“三代同堂”向“核心家庭”快速裂变，制造了巨大的净新增需求。1990 年户均 4.5 人，到 2020 年降至 2.62 人——仅家庭小型化一项，就在人口总量增速放缓的背景下，额外创造了数千万套住房需求。[1]

第二引擎：人类历史上最大规模的城镇化。1990 年到 2020 年，中国城镇化率从 26% 升至 64% 左右。年均超过 1 个百分点的增速维持了三十年，意味着每年有一千多万人从农村进入城市。这些人口流动高度集中在就业与公共服务最密集的少数城市，形成了持续的需求压强。[2]

第三引擎：居民杠杆从零起步。1998 年住房商品化改革时，中国居民部门几乎没有任何住房贷款。从零杠杆到加杠杆的空间巨大。2008-2018 年，居民部门杠杆率从不到 20% 攀升至超过 60%，这是全球主要经济体中最快的增长速度之一。[3]

这三个引擎在 2020 年代同步熄火。2022 年中国人口总量首次出现负增长。城镇化率超过 65% 后增速自然放缓——可迁移的年轻人口已在城市，剩下的要么是老年人，要么因户籍、技能、家庭原因迁移意愿低。而居民部门杠杆率在超过 60% 后继续上升的绝对空间仍然存在——对比日本、美国的高点——但增速已显著放缓，且收入预期恶化直接抑制了加杠杆意愿。

机制与阶段：从合力到对冲

三重退潮的效应不是突然出现的。大约从 2018 年之后，市场开始进入一个过渡阶段：普涨动力衰减，但分化格局尚未成型。

阶段一：普涨的延续与幻觉（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，这让很多人误以为普涨逻辑仍在延续。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释放。这是人为延长了周期，没有改变周期本身的走向。

阶段二：拐点出现与认知混乱（2021-2023）。恒大事件是一个信号，但许多人把它理解为“个别企业的问题”。更隐蔽的变化是：二手房挂牌量在一线和强二线城市大幅攀升，但成交周期拉长。“有价无市”开始从远郊向城区蔓延。卖家的心理价位锚定在 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：基本面已经在转向，但制度力量和社会刚需在托底。市场表现出来的不是“跌”，而是“不交易”。

阶段三：僵持的机制（2023 至今）。三股力量在相互抵消：

来自基本面的下跌压力：人口负增长、收入预期恶化、租金回报率在多数城市仍远低于无风险利率（意味着资产估值缺乏现金流支撑）。

来自制度的托底惯性：地方政府对土地出让收入的依赖在部分城市仍高达财政收入的 30-40%。限购松绑、降首付、降利率，本质上是防止成交量崩盘，而非刺激新一轮上涨。[4]

来自社会刚需的韧性：“六个钱包”模式意味着年轻购房者的购买力不完全来自自身收入，而是来自代际财富转移。这种模式在短期内不会消失——它根植于家庭伦理、婚姻市场筛选机制和对“阶层跌落”的深层恐惧。即使在经济下行期，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”来计算的，而是用“家庭总资产/房价”来计算的。

转折点判断。三股力量的当前均衡是脆弱且暂时的。僵持不会永久持续——它会向某个方向突破。突破方向不是由基本面单方面决定的（基本面已经给出方向），而是由**集体预期何时及如何转向**决定的。

在这个意义上，房地产市场当前的运行逻辑与经典资产定价模型之间存在一个根本差异：经典模型假设市场参与者基于基本面做出理性判断，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。但当足够多的人不再相信这种支撑有效时，这些力量本身也会瓦解。

参与者与互动：谁是关键行动者

僵持格局中有四方核心参与者，它们的互动模式决定了市场的走向。

地方政府。最直接的托底动力来自土地财政依赖。但问题在于，托底的能力正在衰减：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%。当需要托底的市场本身也是财政收入的主要来源时，地方政府面临一个经典的两难：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；维持限制则导致收入继续萎缩。[5]

部分城市开始探索从“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。在过渡期内，地方政府的行动存在内在矛盾：既希望维持价格稳定防止资产崩盘，又希望成交量回升改善财政收入——这两件事在当前市场环境下很难同时实现。

中央决策层。中央的核心关切是金融系统性风险。“房住不炒”的顶层设计并非权宜口号，而是对整个系统性风险暴露的判断：如果任由房地产市场继续加杠杆膨胀，最终的风险将由银行体系和地方财政承担。但防范系统性风险不等于打压房价——恰恰相反，中央在2023-2024年间多次调整了表述，强调“稳定市场预期”、“防止硬着陆”。这反映出一个现实：房价在一定幅度内的有序下跌是可以接受的，但短期内的大幅下跌是不可接受的。这种判断使得中央在执行层面表现出“口子开了再堵”的模式：一旦试探性的放松引发市场过热信号，就会收紧；一旦收紧导致成交量骤降，就会再松。结果是政策信号不清晰，市场难以判断一致方向。

购房者/持有者。这个群体并非铁板一块。已持有房产且无出售意愿的人群，其行为锚定在历史最高价，表现出明显的损失厌恶——降价出售意味着承认亏损，宁可等待。刚需购房者则高度分化：在“六个钱包”支持下的一批人仍有入市能力，但更大的群体在收入不确定性增加的情况下推迟了购买决策。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——这种预期自我实现机制是当前市场最危险的变量。

金融机构。银行系统对房地产的暴露程度是约束中央和地方政策空间的硬边界。截至2023年末，房地产相关贷款（含开发贷、按揭贷）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。这个风险传导链条使得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足够大。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。

这四方的互动格局是：地方政府想托但能力受限；中央想稳但政策传导存在矛盾；购房者想等但不知道等多久；银行想收但风险敞口已难收缩。这是一个典型的“多均衡”状态——价格可以在很长一段时间里不涨不跌，因为各方都没有足够的力量推动它向任何一个方向突破。

结果与后果

当前僵持已经产生了几个显著后果：

交易量萎缩成为新常态。在核心城市，二手房从挂牌到成交的周期从2020年的平均1-2个月延长至2023年后的4-6个月甚至更长。不是没人想买，而是买卖双方的价格预期差距过大，交易无法撮合。

分化正式确立。同一个城市内部，核心区与远郊的价差在拉大。在上海，内环内部分学区房小区在2024年甚至出现了温和回升，而同期的远郊新盘不得不以打折+送车位的方式促销。这种内部分化意味着“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。

代际财富效应正在逆转的早期信号。过去二十年，房产增值是中国家庭财富增长的最主要来源。对于在2015年前购房的家庭，即使当前价格有所回落，其账面资产仍远高于购入成本。但对于2019-2021年在高点入市的年轻家庭，情况完全不同。这一小批人正面临中国房地产市场化以来首次的大规模“买在最高

点”体验。他们的行为——是否选择断供、是否选择大幅降价出售——可能成为带动预期转向的关键变量。这个群体的规模虽然占比较小，但他们的遭遇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，已经在部分对土地财政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、推迟基建项目、加大罚没收入等措施。这些措施本身又会抑制经济活动，进一步削弱住房需求。这不是一个北京的政策问题，而是一个正在发生的连锁反应。

模式与规律

从上述过程中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，但预期决定时机和幅度。人口、城镇化、杠杆空间这三重基本面因素在 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。这背后的机制——锚定效应、损失厌恶、制度托底、社会刚需——不是中国市场独有的。日本在 1990 年代初期、美国在 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过基本面要求的超调。

超经济功能创造的下行刚性，在预期逆转时会放大下行速度。“六个钱包”模式和阶层焦虑在上涨阶段是助推器，在僵持阶段是稳定器，但在预期逆转后，它们会变成拖累：已动用的代际储蓄意味着家庭资产负债表对房价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。这不是道德的判断——这是对行为模式的描述。

政策在预期博弈中的效力高度不对称。政策在托市时，面对的是杠杆空间已消耗、收入预期恶化、人口趋势不利的宏观环境——刺激效果递减。但政策在逆转恐慌性抛售时，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。这不是政策意愿的问题，这是复杂系统中干预行为的内生局限。

三、深层洞察

洞察一：“房价还能涨吗”是一个错误的提问框架

这个提问的错误之处在于它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”已经不是一个有效的分析单位。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。把它们放进“大城市房价”一个篮子里做判断，是一种统计幻觉。

更有意义的问题框架是：“在哪个具体区位、在多长时间跨度内、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，实质上已经不是同一种“涨”。

重新定义问题框架的好处不是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真正在赌什么：是在赌资产的实际增值，还是在赌通胀环境下的名义价格坚挺？这两者在财富含义上是完全不同的。

洞察二：预期的传染与断裂是当前最大的未知变量

在分析房价走势时，常见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。但这种方法有一个盲区：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。

社会心理学和复杂系统研究中的“信息级联”机制在这里是高度适用的：当一个人观察到足够多的人在做什么事（推迟购房、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。这种机制解释了为什么在基本面的缓慢恶化下，价格可以保持长期稳定，然后在某个看起来“没什么特别大事发生”的时间点突然崩溃。

传播学提供了另一个层面的洞察：社交媒体时代的情绪传播速度，远快于传统时代。一个断供案例的短视频、一个“降价百万无人接盘”的帖子，在算法推荐的放大下可以在数小时内触达千万级人群。这种传播烈度是日本1990年代或香港2000年前后的市场调整中不曾存在的变量。

最困难的问题在于：我们无法精确测量“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，但没有人知道阈值在哪里。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，这是复杂适应系统中临界转换现象的数学属性。

洞察三：住房的“超经济功能”是双刃剑

住房在中国的功能已经远远超出了消费品或资产配置。三位一体：它是社会阶层的最强信号——住在哪个城市、哪个区、多大面积房子里，在中国社会是最直接的身份标签；它是婚姻市场筛选的核心标准——对于相当比例的适婚男性而言，没有房就没有婚姻的入场券；它是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。

这些超经济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”。这不是文化评判——这是对实际上影响市场的行为进行描述。

但这里存在一个反讽：这些超经济功能在上涨阶段是放大器——它们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们不愿意在亏损时出售；但在预期逆转后，它们可能成为加速器——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购入的资产在缩水，这些力量会同步转向。

这不是说这些超经济功能会突然消失。它们不会。但它们的方向会改变——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：渐进分化中的缓慢名义消解

在基准场景中，当前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，但涨幅大概率显著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：制度托底力量仍然有效——地方政府有动力也有一定手段防止短期内大幅下跌；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，在供给刚性的约束下仍有支付意愿；但基本面的下行压力也在持续作用——整体人口负增长在未来十年将加速，分母效应（适龄购房人口持续减少）将逐渐压倒分子效应（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。但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，因为它对金融系统性风险最为敏感。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：预期驱动的非线性和超调

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。

逻辑链是这样的：在僵持期中，越来越多的高杠杆购房者（特别是 2019-2021 年间入市的群体）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，而是作为“你看，我说房价会跌”的证据。已持有多套房产的人群中，部分人会开始恐慌性出售，挂牌量的急剧增加又会进一步压低价格预期。

这是复杂系统典型的正反馈循环：下跌→验证下跌预期→更多人抛售→进一步下跌。这个过程的加速度难以通过宏观基本面数据提前预测，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（类似 2008 年雷曼兄弟）；外部经济冲击导致就业市场急剧恶化；或者居民消费价格的持续走低（通缩预期）使得“现金为王”压倒“房产保值”的信念。

如果这个场景启动，政策工具的有效性将高度受限。降息在恐慌性抛售中的作用不大——人们不是因为利率太高而不买房，而是因为相信房价会跌。政府直接入市收购在技术上可能（参考香港和美国在危机中的做法），但面临财政约束和政治争议。

在这个场景中，社会层面的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——是守住不卖还是抢先套现——将决定负反馈回路是否会启动。潜在受益者是长期租房群体和尚未入市的年轻家庭。地方政府将是最大的受损者之一——如果土地出让收入在已下跌的基础上再出现大幅缩水。

最意外的可能：住房功能体系的结构性重构

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：人口总量的持续下降使得住房从稀缺资源向充足资源转变（日本部分地区已在经历这个过程）；“租房结婚”在一线城市的年轻人中接受度上升；房产税试点在部分城市的落地改变了“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。

如果这个场景部分实现，它对中国社会的影响将远超房地产本身。社会分层的标志将从“有几套房”转向其他领域——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”（含租房）。代际财富转移的方式从“父母帮忙买房”变成更分散的资产配置。

但这个场景面临的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变的。日本经历了三十年的人口萎缩和资产价格下跌，才缓慢实现了住房的去神圣化。中国的转变不会更快。

五、如何思考这件事

理解这个主题，需要持续追问以下几个问题，而非试图找到唯一答案：

“你在赌什么？” 问题的核心不是“房价涨不涨”，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的坚挺？这两个赌注的财富含义完全不同。如果你赌的是前者，需要找到比历史经验更有力的论据来说明为什么——在人口总量下降、居民杠杆高企、收入预期不确定的三重背景下——资产还能持续提供超额回报。如果你赌的是后者，需要接受的核心前提是：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。在同一个城市内，核心区与远郊的走势可能差异超过十个百分点。在一个没有全国性普涨的市场中，所有决策都必须下沉到微观区位层面。这意味着过去二十年“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？” 这是最难回答也最重要的问题。一个有用的观察框架：关注并非价格本身，而是交易量的趋势、挂牌量的变化、社交媒体中房产相关叙事的情感倾向。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中。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经接近临界点。这些信号没有精确的量纲，但在定性上比宏观数据更敏锐。

“如果最坏情况发生，你的缓冲在哪？” 对于持有房产或计划入市的参与者而言，关键不（只）是预测方向，而是评估自身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是否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。

一个可能被普遍接受的错误假设：“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：一是宏观杠杆空间充裕，二是市场参与者相信它有托底意志和能力。这两个前提都需要接受检验。在日本 1990 年代，韩国 2010 年代，政策并不是不想托，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。这个假设本身，可能就是当前市场中最需要被重新审视的变量。

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，具体发布日期暂缺

[2] 国家统计局，城镇化率年度数据，1990年至2020年，具体发布日期暂缺

[3] 国际清算银行（BIS）及中国央行，居民部门杠杆率数据，具体发布日期暂缺

[4] 财政部，地方财政土地出让收入相关数据，具体发布日期暂缺

[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，具体发布日期暂缺