

宏观深度报告 20260414

从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升

2026 年 04 月 14 日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书: S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 我们利用三部分数据，试图从长周期、多样本的角度，来探究房地产周期是怎么回升的。第一部分数据是 BIS 的季度实际房价数据，我们用 IMF 的周期识别方法，识别出 1970-2025 年的 190 个衰退期（包括 BIS 数据库 57 个国家和地区，不含欧盟等聚合地区）；第二部分数据是 190 个衰退期的 15 个经济指标，包括 6 个宏观经济指标、3 个财政货币政策指标、4 个信用与金融指标、2 个估值指标。第三部分数据是 1870~2020 年 14 个经济体房地产周期的长期变化。

■ 基于上述三方面数据，我们得到了关于房地产周期的 20 条重要经验：

■ 一、1970-2025 年：房地产周期跌多久、跌多深

■ （1）房地产收缩期（均值 14.4 季度、3.6 年）约为经济周期收缩期（6.2 季度）的 2.3 倍，因此如果仅看经济基本面判断房地产见底，会严重低估调整时长。具体来看，142 个房地产普通收缩期平均持续 2.9 年（11.4 季度），平均跌幅 12.4%，而回到前高平均需要约 4 年（15.9 个季度）；48 个深度收缩期平均持续时间显著拉长至 5.8 年（23.4 季度），平均跌幅扩大至 38.8%，而回到前高平均更需要 38.4 个季度，约合 9.6 年。

■ （2）房地产收缩期无法抹除扩张期创造的价格涨幅，周期在波动中上升。房地产扩张期平均涨幅 53%，收缩期平均跌幅仅 19.1%，经历完整“先涨再跌”周期后房价保留约 23.9% 净涨幅，这使得房价长期在波动中阶梯式上升，而非均值回归。

■ （3）房地产是典型的“收益集中”市场，少部分超级周期贡献了大多数涨跌幅。以扩张期为例，44 个大幅扩张期平均持续 44.1 季度、涨幅 130.7%，而 131 个普通扩张期仅 17 季度、涨幅 26.9%。

■ （4）大多数房地产衰退不会引发经济衰退，GDP 和私人消费全程保持正增长，仅增速放缓；只有占比约 25% 的深度衰退周期，才会引发经济衰退。

■ （5）涨的越多、跌的越多，房地产深度衰退前大多经历大幅繁荣。48 个深度收缩期之前平均上涨 45 季度、涨幅 89.9%；深度衰退平均持续 5.8 年，回到前高平均需要 9.6 年。

■ 二、房地产周期如何回升：从 190 次衰退看回补的顺序

■ （6）我们总结了 15 个经济指标在 57 个国家 190 次衰退期期间的变动，将其中深度衰退周期见底回升的过程划分为 5 个递进阶段。①冲击传导期（T+0 至 T+6）：固投先降，消费和 GDP 扩张 2 个季度后再降。②政策对冲期（T+0 至 T+15）：财政政策立即扩张、货币政策滞后 2 个季度启动。③基本面企稳期（T+6 至 T+20）：消费、投资、GDP 不再恶化，政策从“超常规”转向“常规”。④估值与信贷修复期（T+22 至 T+27）：房价见底，随后估值和家庭信贷修复。⑤再扩张期（T+27 之后）：住宅投资回升，房价重回新高。

■ （7）房地产深度衰退的经济冲击：投资立刻下行，消费和 GDP 滞后下行。住宅投资是房地产冲击传导实体经济的第一落点，在房地产收缩期立即下滑，并带动固投下行；但 GDP 和私人消费在房地产深度衰退期的前 2 个季度，还在惯性扩张，之后才收缩。

■ （8）净出口在房地产收缩期会改善，一方面是“衰退型顺差”，另一方面反映房地产繁荣期带来的经济内外失衡有所纠正。房地产深度衰退期，净出口占 GDP 比重在 T+7 前后转正，T+32 附近一度升至接近 4%。

■ （9）房地产深度衰退期，各国财政和货币政策的力度多大？赤字率从 0.4% 扩大至 4.9% 并持续 15 个季度；货币政策滞后约 2 个季度，且往往先升后降，政策利率平均下降超 50%（从 11.1% 降至 5.1%），历时约 39 个季度，但货币政策大多数调整在前 17 个季度完成。

相关研究

《科创引领企业债融资、直接融资持续回暖——2026 年一季度金融数据点评》

2026-04-13

《4 月出口承压主因去年同期“抢转口”导致》

2026-04-12

- **(10) 怎么看居民购买力恢复和房地产复苏的关系？** 住房可负担性指数在深度衰退 T+9 就超过前高,但此后房价还需再下行 13 个季度才见底。表明购买力恢复是必要条件而非充分条件,不买房是预期和信贷问题而非买不起。
- **(11) 怎么看房地产衰退时,消费的“疤痕效应”？** 消费的“疤痕效应”比 GDP 更深,深度收缩期消费收缩修复合计约 18 个季度,比 GDP 多 5 个季度,根本原因是住房既是最大资产也是最重要抵押品和信心锚。
- **(12) 家庭信贷何时修复？** 深度衰退期,家庭信贷净增额约 T+27 才触底回升,信用重启而非购买力恢复,才是房地产真正走出底部的关键信号,信用重启比购买力恢复相差 18 个季度。
- **(13) 家庭杠杆率在房地产下行期往往“被动加杠杆”,** 存量债务作为分子,具有刚性,而分母 GDP 却在收缩,这时杠杆率上升不代表居民更激进,反而意味着更脆弱。
- **(14) 房地产深度衰退期,住宅投资在 T+27~29 见底后虽缓慢回升,但平均值较难回到前高;** 房价回到前高平均需要 T+38~47。
- **(15) 房地产周期回升是“宏观修复→3 至 4 年后房价企稳→估值恢复→信用重启→周期重新扩张”的递进过程,** 因此: ①经济修复后房地产还没修复,存在“无地产复苏”; ②房价止跌之后,通常估值和信用还没有修复。
- **三、150 年长周期经验: 金融指标对识别底部为何越来越重要**
- **(16) 长期来看,1950 年前后是房地产周期变化的分水岭。** 1875-1950 年 14 国实际房价年均增速仅-0.02%, 1950-2020 年则年均上涨 2.16%、累计涨约 3.45 倍, 房地产从基本面主导的数量周期切换为金融条件主导的价格周期。
- **(17) 土地和金融两股力量改变了 1950 年后的房地产周期。** 1950 年后房价上涨约 80%可由土地价格上涨解释,核心驱动是交通革命效用递减、土地开发限制收紧、居住需求上升三重因素叠加。住房金融自由化使按揭贷款占银行总贷款比重从约 30%翻倍至约 60%,贷款期限从 5 年拉长至 30 年、首付从 50%降至 20%,极大放大了购买力,将住房从消费品转为金融化资产。
- **(18) 土地和金融的变化使得房地产演变为长久期资产。** 土地稀缺拉长了房产的现金流久期,而金融自由化完善了折现机制,两者共同推动房地产从耐用消费品,转变为由折现率和信用条件主导定价的长久期金融资产。
- **(19) 租售比长期持续下降,房价收入比 1950 年后在波动中上升。** 租售比 1870 年代约 8%→2000 年后约 4.2%,反映使用者成本率系统性下降;与此对应,1950 年后房价收入比在波动中上升,二者是同一枚硬币的两面。
- **(20) 房价收入比和租售比都没有“合理均值”可以机械套用。** 对于越来越呈现长久期资产特征的房地产而言,利率、信用和风险偏好的变化会持续重估这两个指标。
- **风险提示:** (1) 政策干预力度与工具创新的国别差异未充分量化。(2) 对人口因素的研究不够,可能带来偏差风险。(3) 长周期房价数据的统计口径与编制方法存在内生偏差,或干扰周期识别精度。

内容目录

1. 1970-2025 年：房地产周期跌多深、跌多久	6
1.1. 房地产周期的三个结构特征.....	6
1.1.1. 房地产的收缩期长于经济周期，二者扩张期大致相当.....	6
1.1.2. 扩张期的时长与幅度都超过收缩期，周期在波动中上升.....	7
1.1.3. 少数超级周期决定主要趋势波动，呈现“收益集中”特点.....	8
1.2. 普通衰退 VS 深度衰退：截然不同的周期.....	9
1.2.1. 深度衰退跌得更深、更久，且疤痕难以消除.....	9
1.2.2. 繁荣决定衰退，涨的越多、跌的越深.....	9
1.2.3. 大多数房地产衰退不会带来经济衰退.....	11
2. 房地产周期如何回升：从 190 次衰退看回补的顺序	12
2.1. 周期回升的五阶段.....	12
2.2. 第一阶段：冲击传导期（T+0 至 T+6）.....	13
2.2.1. 住宅投资是房地产周期传导至实体经济的第一落点.....	13
2.2.2. 消费和 GDP 有约 2 季度的惯性扩张，随后才收缩.....	14
2.2.3. 净出口伴随房地产衰退而改善，背后是“衰退型顺差”.....	15
2.3. 第二阶段：政策对冲期（T+0 至 T+15）.....	16
2.3.1. 政府消费：短期托底，先扩后稳再降.....	16
2.3.2. 财政赤字率衡量的财政扩张力度更大，持续时间更长.....	17
2.3.3. 政策利率：货币宽松存在明显滞后性.....	18
2.4. 第三阶段：基本面企稳期（T+6 至 T+20）.....	19
2.4.1. 经济基本面不再恶化，政策力度有所回收.....	19
2.4.2. 消费的“疤痕效应”比 GDP 更深、更久.....	19
2.4.3. 住房可负担指数在 T+9 就超过前高.....	20
2.5. 第四阶段：估值与信贷修复期（T+22 至 T+27）.....	21
2.5.1. 房价先见底，租售比随后见顶.....	21
2.5.2. 房价收入比约 T+27 见底，长期看在波动中上升.....	22
2.5.3. 家庭信贷净增额约 T+27 触底回升，信用重启是关键节点.....	23
2.5.4. 家庭杠杆率呈现“被动加杠杆”，先升后稳再缓降.....	24
2.6. 第五阶段：再扩张期（T+27 之后）.....	26
2.6.1. 住宅投资缓慢回升，但始终回不到前高.....	27
2.6.2. 房价回到前高平均需要 T+38~47.....	27
3. 150 年长周期经验：金融指标对识别底部为何越来越重要？	28
3.1. 1950 年前后是分水岭，周期性质发生切换.....	28
3.1.1. 1950 年前：均值波动，基本面主导，年均增速接近零.....	28
3.1.2. 1950 年后：趋势上涨，金融属性超过居住属性.....	30
3.2. 两大结构力量驱动周期变形.....	30
3.2.1. 土地：交通革命效用递减+开发限制收紧.....	30
3.2.2. 金融：住房金融自由化，放大购买力.....	31
3.2.3. 土地和金融使得房地产越来越像长久期资产.....	32
3.3. 周期变形之后：房价收入比和租售比如何变化？.....	33
3.3.1. 租售比长期下降.....	33
3.3.2. 房价收入比：1950 年后波动中上升.....	34

4. 风险提示36

图表目录

图 1: 房地产周期收缩期长于经济周期.....	7
图 2: 扩张期持续时间长于收缩期.....	8
图 3: 经历一轮“先涨再跌”周期后的房价净涨幅.....	8
图 4: 超级周期的持续时间更长.....	9
图 5: 超级周期贡献了主要的涨跌幅.....	9
图 6: 48 个深度收缩期的房价变化.....	10
图 7: 142 个普通收缩期的房价变化.....	10
图 8: 大多数房地产衰退不带来经济衰退.....	11
图 9: 房地产周期回升的五个阶段.....	12
图 10: 住宅投资在房价下行的 T 时期立刻下降.....	14
图 11: 固投是房地产衰退影响经济的先行指标.....	14
图 12: 深度衰退, 消费先扩张 2 个季度再收缩.....	15
图 13: GDP 与消费的走势较为相似.....	15
图 14: 房地产收缩期净出口占 GDP 比重会上升.....	16
图 15: 房地产衰退初期, 政府消费扩张较快.....	17
图 16: 深度衰退期, 财政赤字率会扩张 3-4 年.....	18
图 17: 深度衰退下, 政策利率平均下调 50%左右.....	19
图 18: 私人消费的“疤痕效应”比 GDP 更明显.....	20
图 19: 深度衰退 9 个季度后, 住房可负担能力超过前高.....	21
图 20: 房地产衰退周期的租售比变化.....	22
图 21: 深度衰退下, 房价收入比平均下降 33%左右, 但仍高于扩张期起点.....	23
图 22: 房地产收缩期, 家庭贷款大多不会收缩, 但增速会大幅下降.....	24
图 23: 深度收缩期, 家庭贷款净增值大约下降 27 个季度后回升.....	24
图 24: 房地产收缩期, 家庭杠杆率“先升后稳再降”.....	25
图 25: 房地产衰退期开始后, 私人部门杠杆率仍会继续上升 3-4 年再下降.....	26
图 26: 房地产收缩期, 私人部门贷款比家庭贷款更具韧性.....	26
图 27: 1950 年前后房价表现差异较大.....	28
图 28: 1870-2020 年 14 个国家实际房价指数的变化.....	29
图 29: 1870-1950 年 14 个国家实际房价指数的变化.....	29
图 30: 1950-2020 年 14 个国家实际房价指数的变化.....	30
图 31: 1950 年前后土地价格涨幅差异大.....	31
图 32: 住房支出比重提高反映需求增加.....	31
图 33: 1950 年后按揭贷款比重明显上升.....	32
图 34: 美国 1920-2000 首付比不断降低、贷款年限拉长.....	32
图 35: 租售比长期持续下降.....	34
图 36: 1950-2020 长期看房价收入比趋于下降.....	35
图 37: 主要降幅来自 1870-1950 年.....	35
图 38: 1950 年后房价收入比波动上升.....	35

我们利用三部分数据，试图从长周期、多样本的角度，来探究房地产周期是怎么回升的。第一部分数据是 BIS 的房价数据，我们用 IMF 的周期识别方法，识别出 1970-2025 年的 190 个衰退期；第二部分数据是 190 个衰退期的 15 个经济指标，包括 6 个宏观经济指标、3 个财政货币政策指标、4 个信用与金融指标、2 个估值指标。第三部分数据是 1870~2020 年 14 个经济体房地产周期的变化。

1. 1970-2025 年：房地产周期跌多深、跌多久

数据来源和周期识别方法。使用 BIS 的实际房价数据，1970Q1-2025Q4¹，包括 57 个国家和地区（剔除了欧盟等聚合地区）。参考 IMF 的周期识别方法²，参数设置方面，确认峰值和谷底时，设置时间窗口为 2 个季度，设定上升或下降的单边周期长度不低于 4 个季度，这意味着整个周期长度不低于 8 个季度，同时可以过滤掉低于 4 个季度的单边波动；除了控制周期时长外，我们对波动幅度也进行控制，剔除总涨跌幅不超过 3% 的小波动。

最终我们识别出来了 1970-2025 年的 175 个扩张期、190 个下降期。我们进一步将涨跌幅在前 25% 的样本分别定义为“大幅扩张期”和“深度衰退期”，“大幅扩张期”对应涨幅超过 70.8%，“深度衰退期”对应跌幅超过 28.6%，以此探究不同类型周期的规律。

1.1. 房地产周期的三个结构特征

1.1.1. 房地产的收缩期长于经济周期，二者扩张期大致相当

房地产周期的收缩阶段长于经济周期。扩张期方面，房地产周期平均持续 23.8 个季度，经济周期³扩张期为 27.4 个季度，二者比较接近，说明房地产上行虽然略短于一般经济扩张，但大体仍处在同一个量级。真正显著的差异出现在收缩期，房地产收缩期平均持续 14.4 个季度，而经济周期收缩期只有 6.2 个季度，前者大约是后者的 2.3 倍。

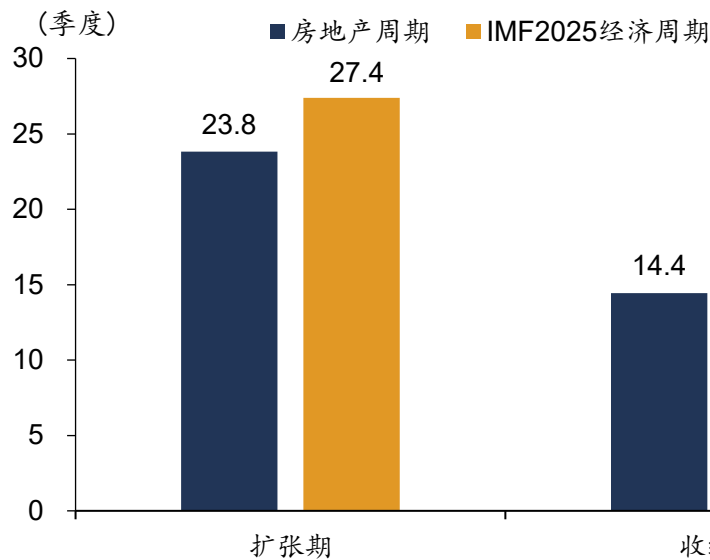
这说明，宏观经济可能已经走出衰退，但房地产市场往往仍停留在价格调整、交易收缩和预期修复过程中。如果只看 GDP 或一般经济周期来判断房地产是否已经见底，往往会低估房地产调整的持续时间。

¹ 大多国家和地区截至 2025Q3，少数截至 2025Q4

² Albuquerque B, Cerutti E, Kido Y, Varghese R. Not all Housing Cycles are Created Equal: Macroeconomic Consequences of Housing Booms[R]. IMF Working Paper, WP/25/50, 2025.

³ Albuquerque B, Cerutti E, Kido Y, Varghese R. Not all Housing Cycles are Created Equal: Macroeconomic Consequences of Housing Booms[R]. IMF Working Paper, WP/25/50, 2025.

图1：房地产周期收缩期长于经济周期



数据来源：BIS, IMF, 东吴证券研究所

1.1.2. 扩张期的时长与幅度都超过收缩期，周期在波动中上升

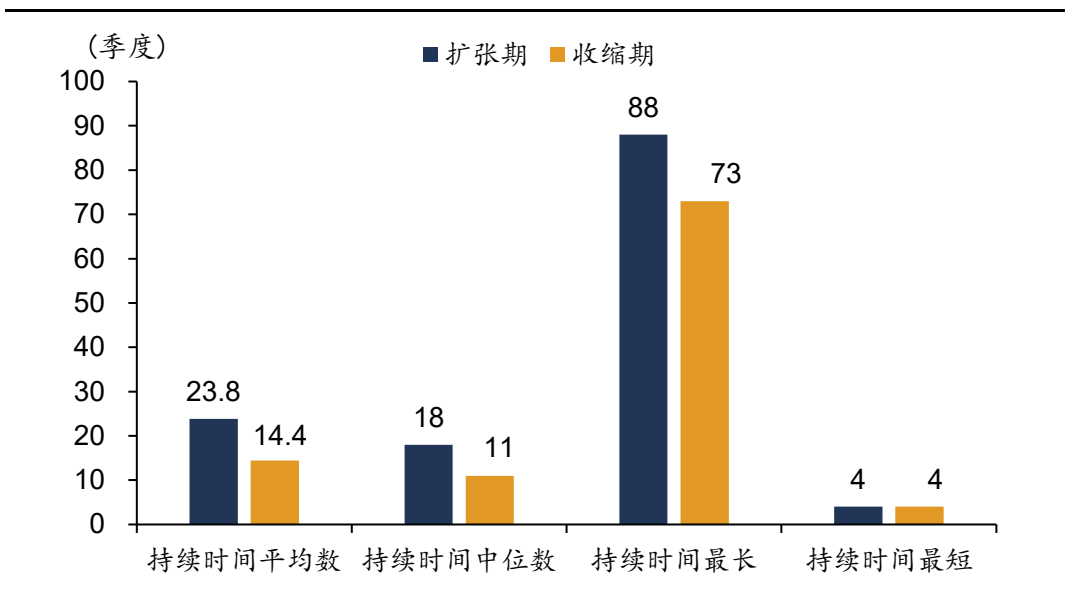
上行阶段创造的价格空间远大于下行阶段，致使房地产周期在波动中上升。从周期数量看，1970-2025年收缩期有190个，略多于扩张期的175个，说明房地产市场并不缺少调整，甚至从阶段个数上看，收缩还更常见一些。但不论从持续时间还是累计涨跌幅来看，扩张期都要更强一些。

从持续时间来看，房地产周期呈现出“上行更久、下行较短”的结构特征。样本中，扩张阶段平均持续23.8个季度，约为收缩阶段14.4个季度的1.65倍；中位数分别为18个季度和11个季度，比例也在1.64倍左右。这说明，一旦房地产进入上行阶段，其持续性通常强于下行阶段。

从涨跌幅来看，扩张阶段平均涨幅为53.0%，中位数34.5%；收缩阶段平均跌幅为-19.1%，中位数-14.9%。如果将“先涨再跌”作为一轮完整周期变动，按照平均数和中位数两个口径来看，周期的终点相较起点，分别保留23.9%和14.4%的净涨幅。

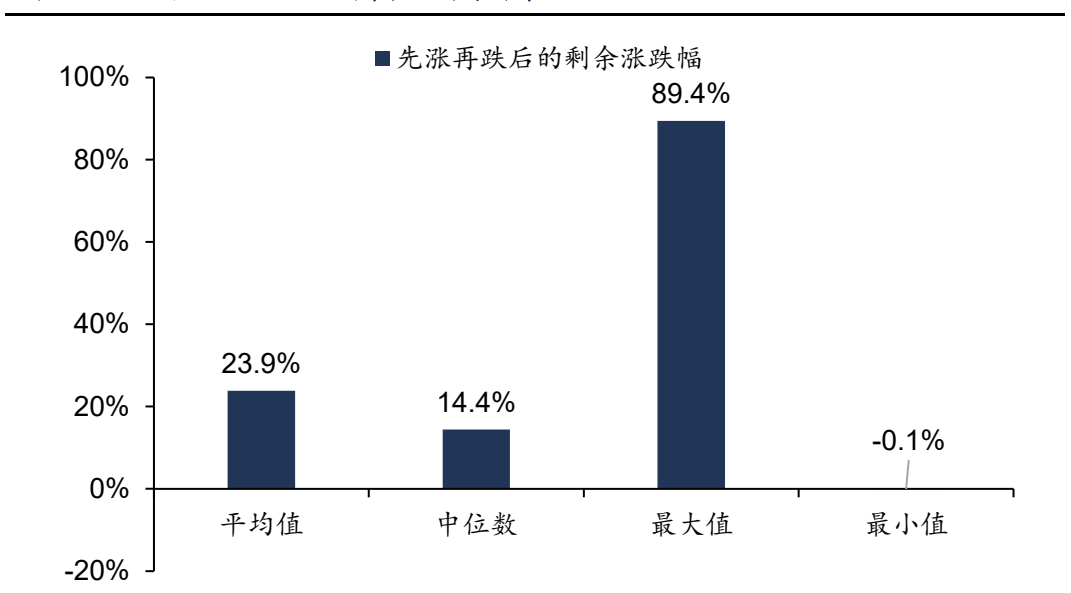
这说明，房地产周期的收缩是频繁存在的，但是多数收缩期的破坏力，不足以抹去此前扩张期所积累的涨幅，而仅仅只是部分回吐。从更长周期来看，房地产价格中枢往往是在“上涨创造空间、下跌部分回吐”的过程中阶梯型抬升的，而不会回归均值。

图2: 扩张期持续时间长于收缩期



数据来源: BIS, 东吴证券研究所

图3: 经历一轮“先涨再跌”周期后的房价净涨幅



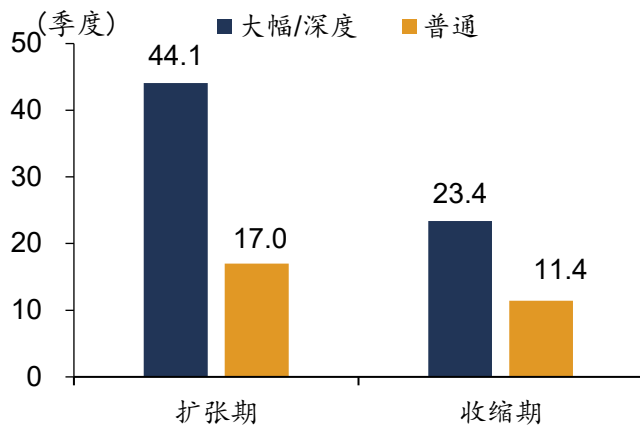
数据来源: BIS, 东吴证券研究所; 注: 先按扩张期的平均值涨幅(中位数/最大值/最小值)上涨, 再按收缩期的平均跌幅(中位数/最大值/最小值)下跌, 周期终点跟起点相比的涨跌幅

1.1.3. 少数超级周期决定主要趋势波动, 呈现“收益集中”特点

从投资视角看, 房地产市场并不是一个由“普通周期”决定结果的市场, 而是一个典型的收益集中型市场。真正决定大级别行情的, 往往不是数量更多的普通扩张和普通收缩, 而是少数大幅扩张与深度收缩阶段。一旦市场进入这类状态, 持续时间和涨跌空

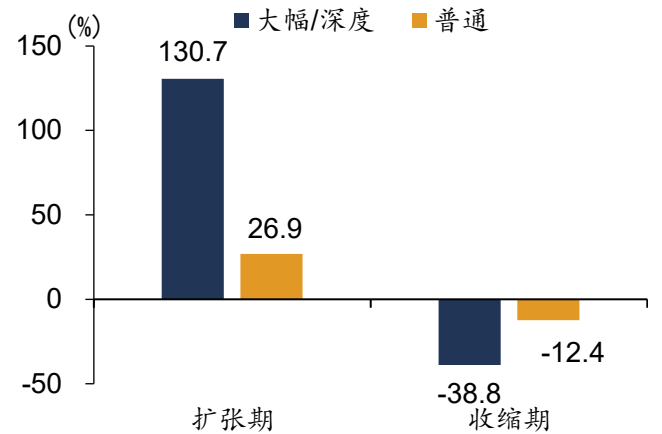
间往往会同步放大，趋势也更容易自我强化。对比来看，44 个大幅扩张期平均持续 44.1 个季度，平均涨幅 130.7%，131 个普通扩张仅 17.0 个季度，平均涨幅仅 26.9%。48 个深度收缩期平均持续 23.4 个季度，平均跌幅 38.8%，142 个普通收缩期仅 11.4 个季度，平均跌幅仅 12.4%。

图4：超级周期的持续时间更长



数据来源：BIS，东吴证券研究所

图5：超级周期贡献了主要的涨跌幅



数据来源：BIS，东吴证券研究所

1.2. 普通衰退 VS 深度衰退：截然不同的周期

1.2.1. 深度衰退跌得更深、更久，且疤痕难以消除

如何刻画典型收缩期的表现？从下跌的时间长度和幅度来看，190 个房地产收缩期平均下跌 3.6 年（14.4 季度），跌幅 19.1%。其中，142 普通收缩期平均持续 2.9 年（11.4 季度），平均跌幅 12.4%，而回到前高平均需要约 4 年（15.9 个季度）。也就是说，一轮普通收缩后的修复虽然不快，但大体仍处于“几年内可完成”的范畴。从 48 个深度收缩期来看，平均持续时间显著拉长至 5.8 年（23.4 季度），平均跌幅扩大至 38.8%，而回到前高平均更需要 38.4 个季度，约合 9.6 年。

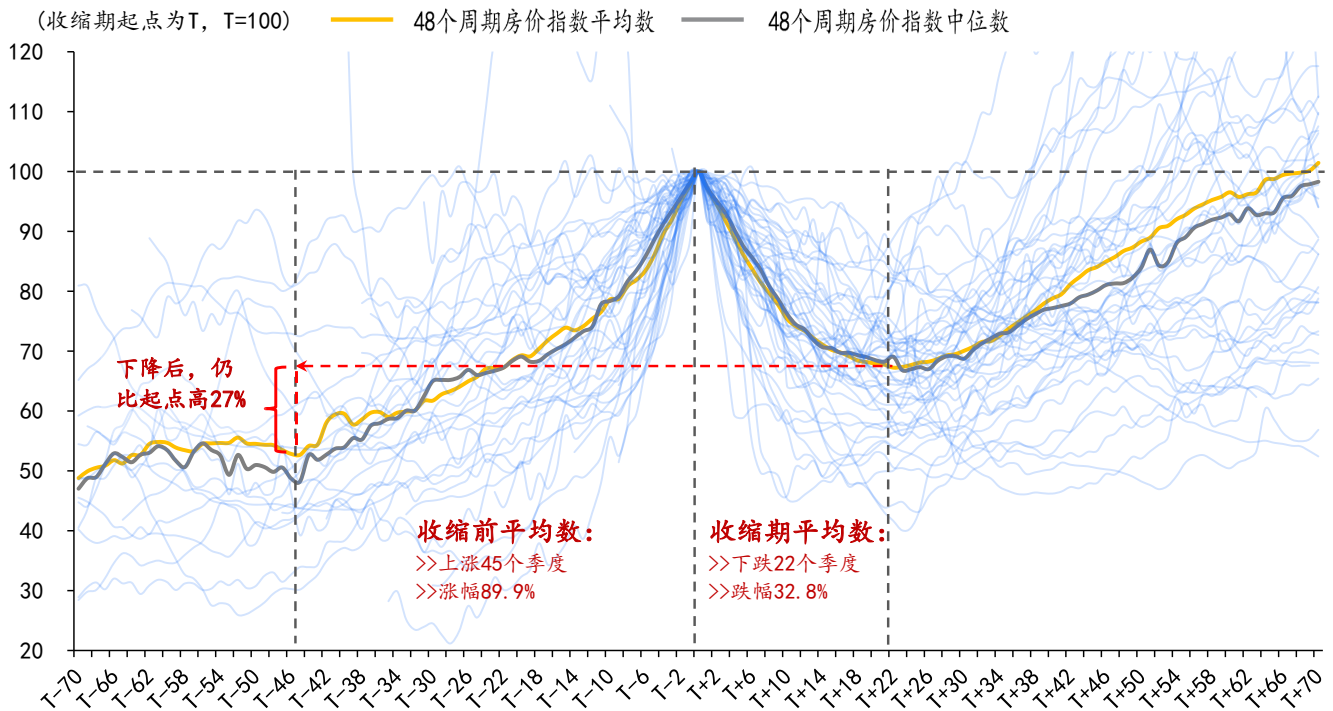
这表明，房地产周期存在显著的“疤痕效应”，即跌得越深，后续恢复越慢，而且并非简单按比例拉长，而是进入一个更长、更复杂的再平衡过程。

1.2.2. 繁荣决定衰退，涨的越多、跌的越深

为什么有些周期跌的少而快，另一些周期跌的多而久？我们发现一个基本的规律是，上涨会影响下跌，涨的越多、跌的越深，房地产周期深度衰退前大多是大繁荣。48 个深度收缩期，在衰退之前平均上涨 45 个季度、涨幅 89.9%；而 142 个普通收缩期，在衰退之前平均上涨 38 个季度、涨幅只有 30.7%。

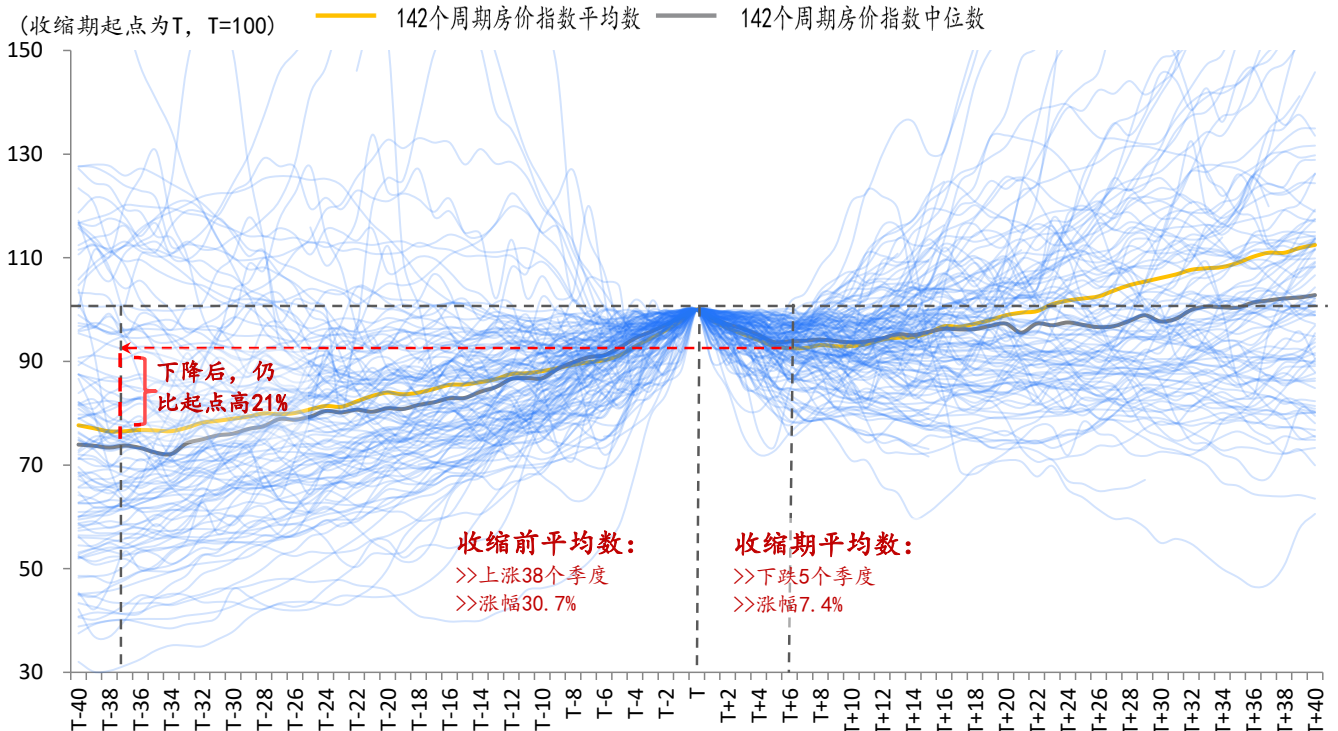
为什么扩张期会影响衰退期？在大幅扩张期，家庭杠杆率会更高，也更容易形成价格泡沫，相对而言，在这种繁荣逆转后的下跌周期，家庭资产负债表的修复、价格“挤泡沫”以及悲观预期的扭转，都需要更长时间，因而会带来更深更久的衰退。

图6: 48个深度收缩期的房价变化



数据来源: BIS, 东吴证券研究所; 注: 这里是先计算房价平均数, 再看平均数这个指标的平均涨跌时间、幅度; 跟前面计算的所有房价指数的平均涨跌时间、幅度, 存在差别

图7: 142个普通收缩期的房价变化



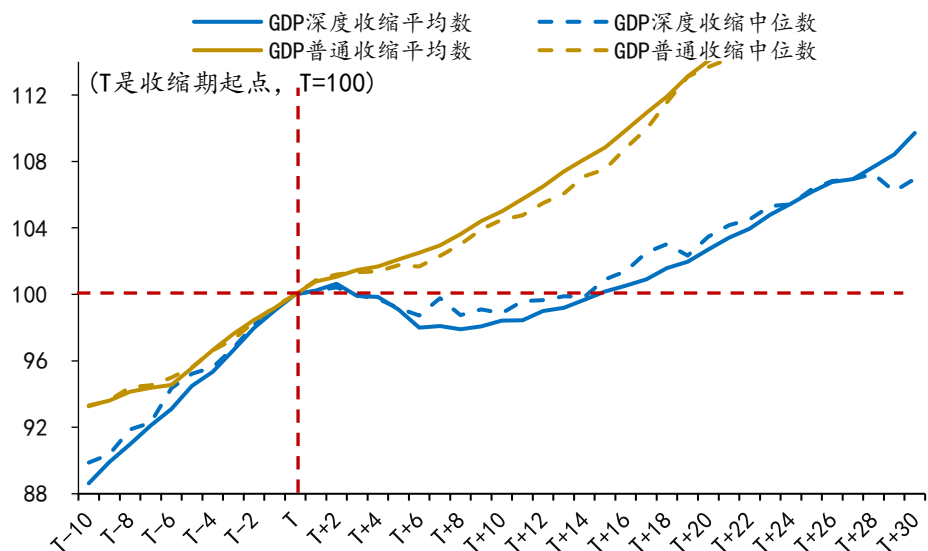
数据来源: BIS, 东吴证券研究所; 注: 这里是先计算房价平均数, 再看平均数这个指标的平均涨跌时间、幅度; 跟前面计算的所有房价指数的平均涨跌时间、幅度, 存在差别

1.2.3. 大多数房地产衰退不会带来经济衰退

房地产衰退周期如何影响宏观经济？大多数房地产衰退（即普通衰退，占75%）不会演变为经济衰退，只有深度衰退才会。

从样本分布看，普通衰退才是房地产周期的常态，约占全部衰退样本的四分之三；这类房地产衰退更多体现为房价和住宅活动的阶段性修正，而不是系统性宏观冲击。普通衰退阶段，GDP和私人消费始终保持增长，不会下降，但环比增速会有走弱，衰退前6个季度的增速较收缩前明显放缓。这意味着房地产下行更常见的宏观含义是增长降速，而不是总量衰退。因为如果不识别普通衰退与深度衰退，就容易把所有房地产下行都理解为宏观衰退前兆，既会高估大多数收缩的系统性风险，也会低估少数深度收缩的影响。

图8：大多数房地产衰退不带来经济衰退



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所

2. 房地产周期如何回升：从 190 次衰退看回补的顺序

2.1. 周期回升的五阶段

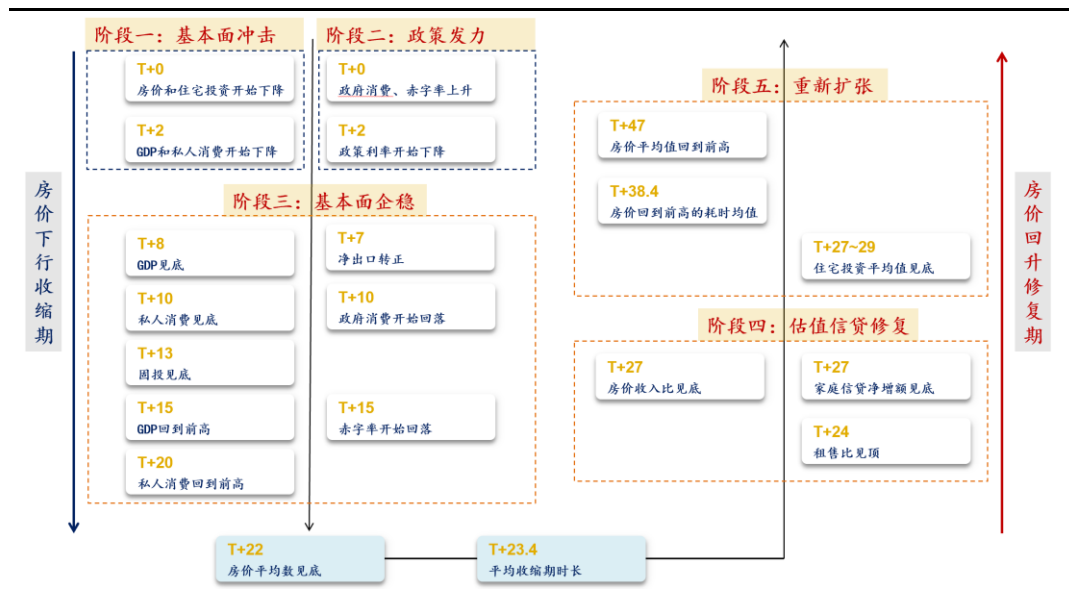
房地产进入衰退期后，是如何回升的？我们总结了 15 个经济指标在 57 个国家 190 次衰退期期间的变动，将整个房地产周期见底回升的过程划分为五个递进阶段。

(1) 15 个指标包括：6 个宏观经济指标（GDP、私人消费、住宅投资、固投、净出口、居民住房可负担性指数），3 个财政货币政策指标（政府消费、财政赤字率、政策利率），4 个信用与金融指标（家庭贷款规模变动、家庭杠杆率、私人部门贷款规模变动、私人部门杠杆率），2 个估值指标（房价收入比、租售比）。

(2) 五个阶段并非截然分开、依次启动，存在一定的重叠和交叉。比如，房地产衰退对经济产生冲击时，政策对冲就已经启动，但我们将其分为“冲击传导期”和“政策对冲期”。用五阶段来划分，是为了更好理解各类指标的先后次序和因果关系。但在现实中，这些过程往往是交织展开的，一个阶段的尾声常常就是下一个阶段的开端。

(3) 五阶段回升过程主要指深度衰退周期，而非普通衰退周期。我们的分析过程以 48 次深度衰退为主、142 次普通衰退为辅，发现普通衰退的影响广度和深度都不大，因此“周期回升的五阶段”主要指深度衰退。

图9：房地产周期回升的五阶段



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：见底均为指数或该指标绝对值；房价见底 T+22 和 T+23.4，前者指平均数见底时长，后者指所有收缩期的平均时长，T+38.4 和 T+47 也是如此

第一阶段是冲击传导期（T+0 至 T+6）：投资先降，消费和 GDP 扩张 2 个季度后再降。房价一旦转入下行，投资几乎立即下降，住宅投资是房地产周期传导至实体经济的第一落点。但 GDP 和私人消费并不同步下降，而是先经过 2 个季度的惯性扩张，随后

才进入收缩。净出口明显改善，经济失衡有所修复，但本质是“衰退型顺差”。

第二阶段是政策对冲期 (T+0 至 T+15): 财政政策立即扩张、货币政策滞后 2 个季度启动。 财政赤字率从 0.4% 扩大到 4.9%，持续 15 个季度后才开始回落。政府消费在前 6 个季度扩张最快，此后财政发力方向转为以公共投资和转移支付为主。货币政策存在约 2 个季度的滞后，政策利率先升后降，随后进入长达 39 个季度的下行通道，从 11.1% 降至 5.1%。

第三阶段是基本面企稳期 (T+6 至 T+20): 消费、投资、GDP 不再恶化，政策从“超常规”转向“常规”。 经济基本面不再继续恶化，其中 GDP 大致在 T+6 附近见底，消费约在 T+8 见底，固投在 T+13 见底。基本面修复之后，政策从“超常规”转向“常规”，赤字率从 T+15 开始回落。此外，居民住房可负担指数在 T+9 就超越前高，居民购买力已充分修复，而房价还要再跌 13 个季度才见底，表明买得起不等于会去买，购买力修复远非复苏的充分条件。

第四阶段是估值与信贷修复期 (T+22 至 T+27): 房价见底，随后估值和家庭信贷修复。 房价平均数约 T+22 见底，收缩期基本结束，进入修复回升期 (T+22 区别于平均收缩期时长 23.4 个季度)。但估值和信贷指标的修复都滞后于房价，租售比约 T+24 见顶，房价收入比约 T+27 见底，家庭信贷净增额也在 T+27 附近触底回升。信用重启，而非购买力恢复，才是房地产真正走出底部的关键节点。

第五阶段是再扩张期 (T+27 之后): 住宅投资回升，房价重回新高。 住宅投资在 T+27~29 附近见底，此后缓慢回升，但平均值始终难以回到前高；而房价则在 T+38~47 回到前高 (T+38 是房价平均值回前高，T+47 是回升期平均时长)。

因此，回升不应简单等同于房价止跌，而应理解为“宏观先修复→价格后企稳→估值恢复→信用重启→周期重新扩张”的递进过程，每个环节缺一不可。

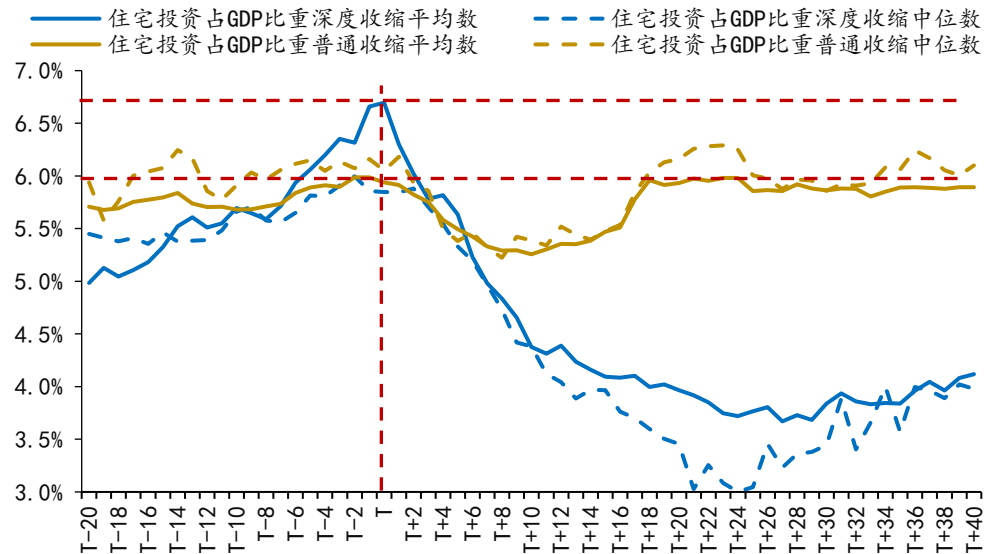
2.2. 第一阶段：冲击传导期 (T+0 至 T+6)

2.2.1. 住宅投资是房地产周期传导至实体经济的第一落点

住宅投资是房地产冲击向实体经济传导的先行变量。 无论是普通收缩还是深度收缩，住宅投资占 GDP 比重都会在 T 时刻附近立即下滑，这与 GDP、消费在普通收缩期仍保持扩张形成鲜明对比。

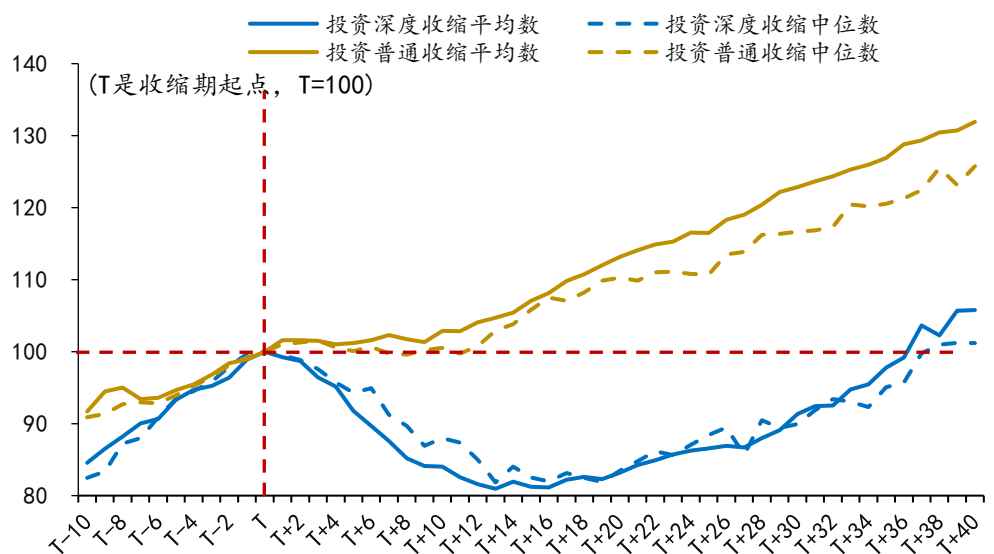
受到住宅投资拖累，固投也在 T 时期立刻下降。 深度收缩期，在房价下行的起点，固定资产投资几乎同时转入下行，其冲击烈度和持续时间都强于消费。固投平均收缩 13 个季度见底，随后还需约 24 个季度才能回到前高，调整与修复合计约 37 个季度，时长是消费的两倍。

图10: 住宅投资在房价下行的 T 时期立刻下降



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

图11: 固投是房地产衰退影响经济的先行指标



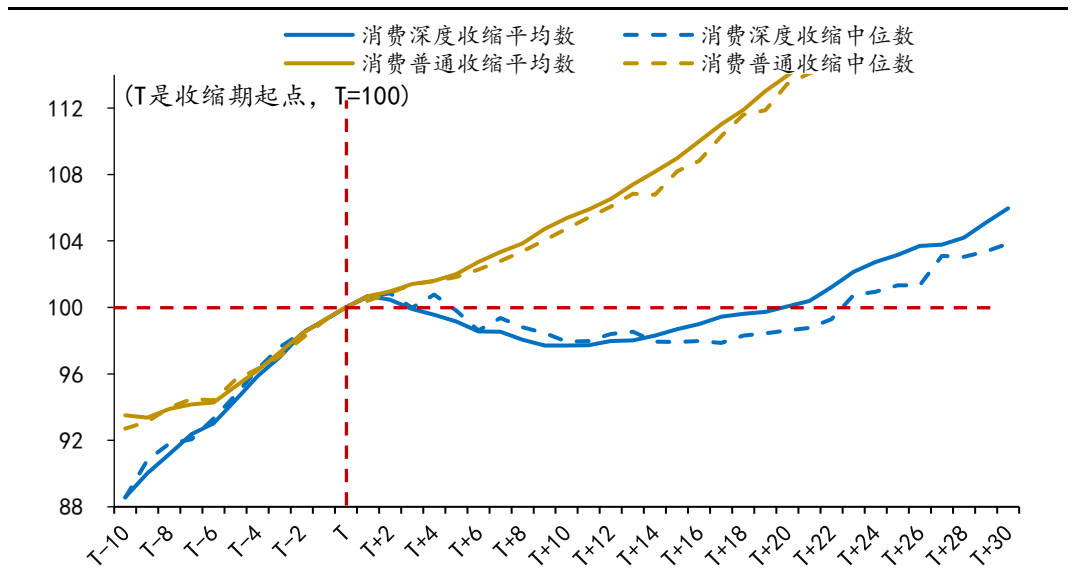
数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: 投资为不变价、季调的固定资产投资

2.2.2. 消费和 GDP 有约 2 季度的惯性扩张, 随后才收缩

房地产一旦进入收缩, 投资几乎立即转弱, 但私人消费和 GDP 并不会同步下降, 而往往仍有约 2 个季度的惯性扩张, 之后才进入下行阶段。这一差异表明, 房地产下行首先冲击的是建筑链、耐用品链和信用敏感型投资, 要影响到私人消费和 GDP, 需要沿着投资→信用→就业的链条逐步传导, 并不会立刻反映在总产出上。

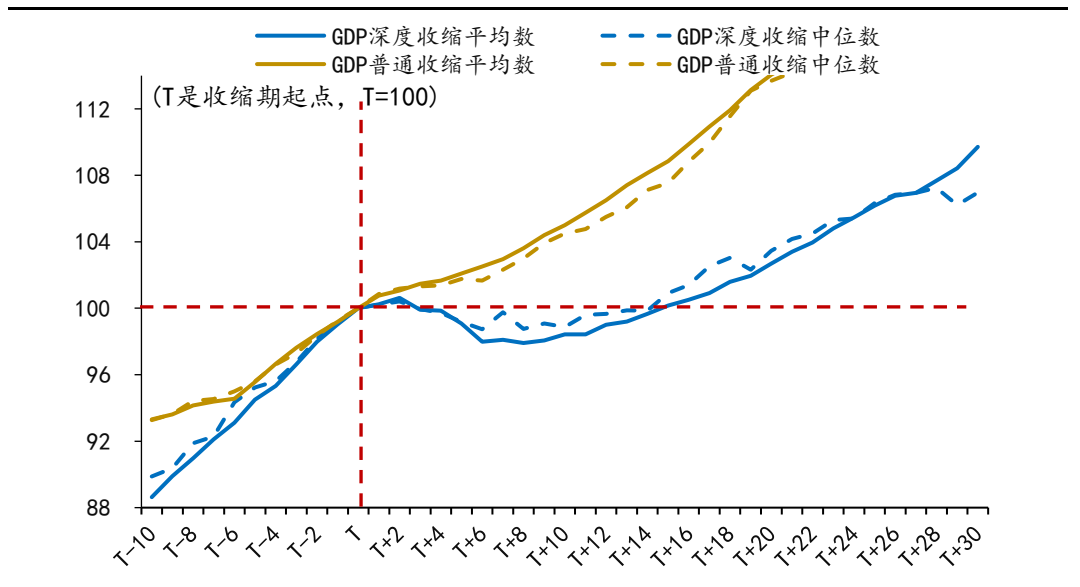
另外，GDP 跟着私人消费立刻下行，这说明，虽然投资的冲击更快也更久，但消费的冲击才是对经济影响幅度更大的。

图12：深度衰退，消费先扩张2个季度再收缩



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：消费为不变价、季调的私人消费

图13：GDP 与消费的走势较为相似



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：GDP 为不变价、季调数据

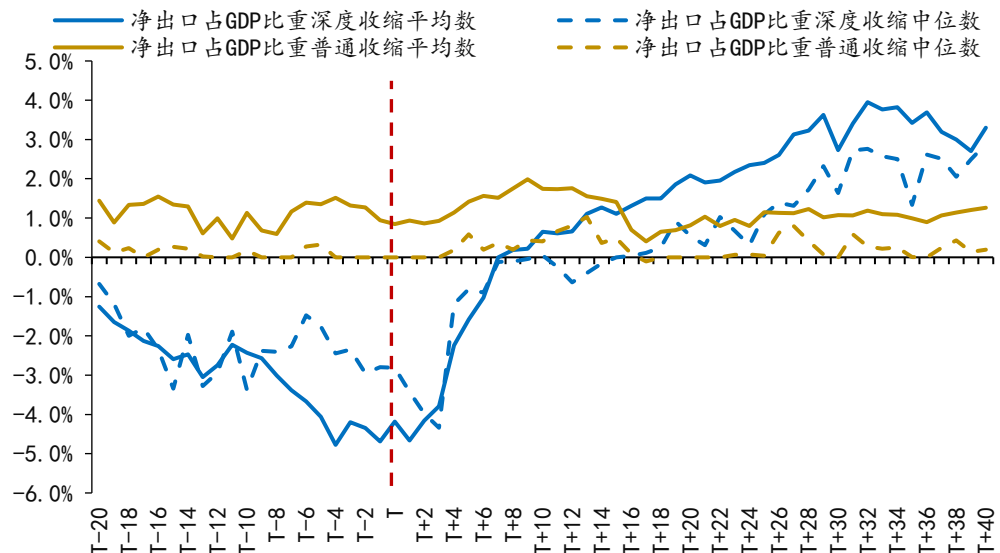
2.2.3. 净出口伴随房地产衰退而改善，背后是“衰退型顺差”

在房地产收缩期，净出口占 GDP 比重趋于上升，代表“衰退型顺差”。在深度收缩期，房价下跌之前，净出口占 GDP 比重大多为负，说明房地产繁荣阶段往往伴随强内

需和高进口；房价下跌之后净出口迅速转正，本质上是投资和消费走弱后，进口需求收缩快于出口。普通收缩期净出口也会边际改善，但幅度明显更小。

另一方面，这也表明房地产衰退会推动经济从失衡走向再平衡。房地产繁荣和经常账户恶化经常同步出现，在深度衰退起点，也就是房价达到顶点的同时，贸易逆差也达到顶点，平均为-4%左右；随后房价回落，贸易逆差收窄并逐步转为顺差。房地产繁荣本身，往往是内部失衡和外部失衡绑定在一起的过程。在房地产繁荣期，房价上涨、家庭加杠杆、住宅建设扩张，会推高国内吸收和进口，压低净出口或拉大经常账户赤字；到了衰退期，房地产信用和内需一起回落，经济内外失衡明显得到修复。房地产深度衰退期，净出口占 GDP 比重在 T+7 前后转正，T+32 附近一度升至接近 4%。

图14：房地产收缩期净出口占 GDP 比重会上升



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推；净出口是货物与服务净出口

2.3. 第二阶段：政策对冲期（T+0 至 T+15）

2.3.1. 政府消费：短期托底，先扩后稳再降

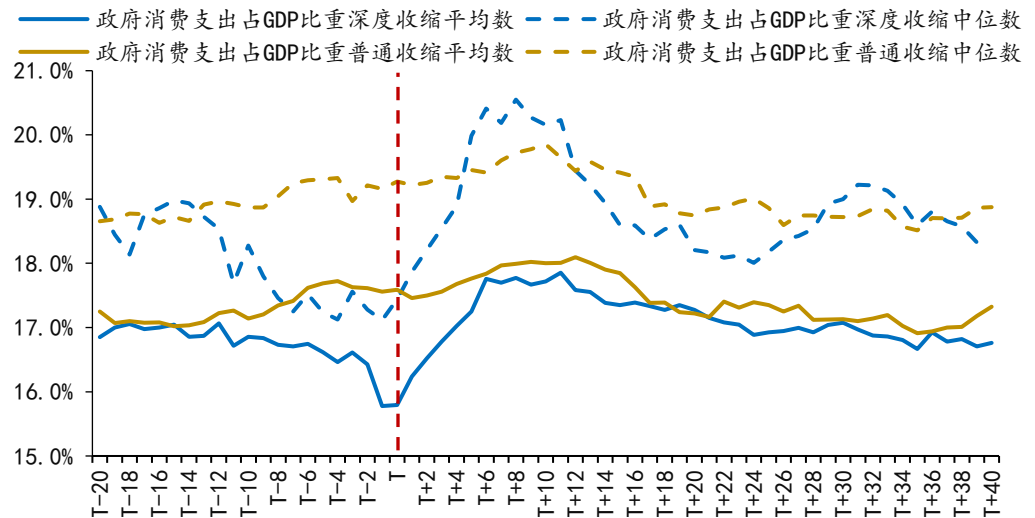
政府消费是财政发力最直接的落点，但其特征并非持续加码，而是“先扩后稳再降”。

在深度收缩期，政府消费支出占 GDP 比重在前 6 个季度扩张最快，随后维持在高位，再逐步回落，说明财政对冲主要集中在房地产下行初期，用公共需求弥补私人需求缺口。普通收缩期政府消费波动则明显温和，更多体现为平滑周期，而不是大规模刺激。

政府消费之所以在前期更有效，是因为它绕开了居民和开发商的资产负债表约束，可以直接形成需求。但它也有明显边界：政府消费可以托底经济，却很难单独重启房地

产繁荣，因为住房购买终究依赖居民长期收入预期和私人部门信用扩张。换句话说，政府消费发挥着缓冲垫的作用，而非经济发动机。对周期判断而言，政府消费先发力通常意味着政策在争取时间，让私人部门慢慢完成修复。

图15: 房地产衰退初期，政府消费扩张较快



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T是收缩期起点，T+2为起点后两个季度，以此类推

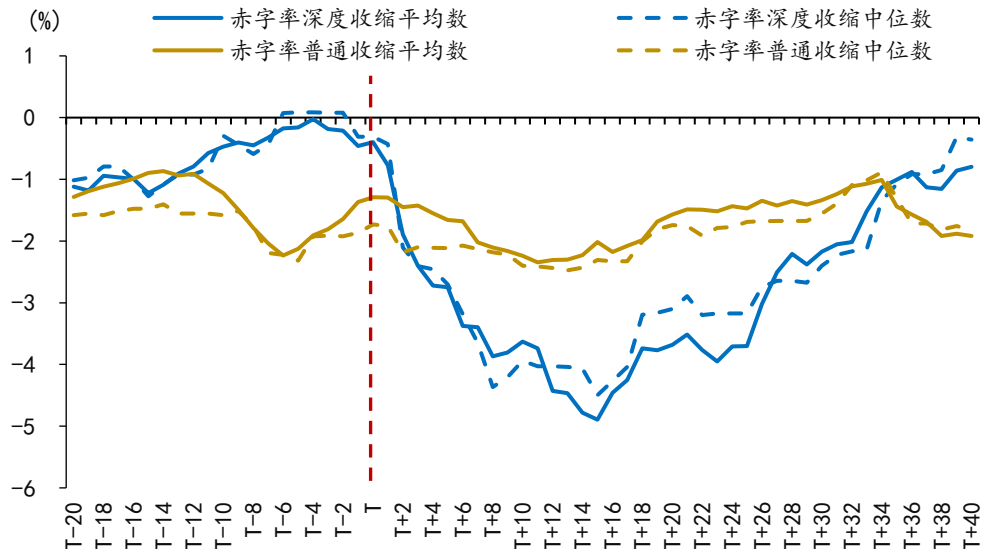
2.3.2. 财政赤字率衡量的财政扩张力度更大，持续时间更长

在房地产的深度收缩期和普通收缩期，财政赤字率都会扩大，区别在于幅度和持续时间。深度收缩期，赤字率0.4%扩大到4.9%，大幅提高4.5个百分点；并且直到房地产下行15个季度后，赤字率才会回落。而普通收缩期，赤字率从1.3%升至2.4%，仅提高1.1个百分点；并且在房地产下行11个季度后，赤字率就会减小。这意味着房地产下行越深，财政对冲强度通常越高。

相比于政府消费，用财政赤字率衡量的财政扩张力度更大，持续时间更长。在房地产深度收缩期开始的6个季度之后，政府消费已经不再上升，但是财政赤字率仍然会继续从3.2%左右上升到4.9%左右。这表明政府消费并不是财政扩张的全部，公共投资以及社保、失业等转移支付在此时发挥更大作用。

同时也要注意，赤字率上升未必是主动刺激，更有可能是被动抬升和主动叠加的结果。房地产下行会压低交易税费和房地产相关财政收入，而经济放缓又会让GDP分母走弱，因此即使政府不大幅扩张支出，赤字率也可能被动抬升。

图16: 深度衰退期, 财政赤字率会扩张3-4年



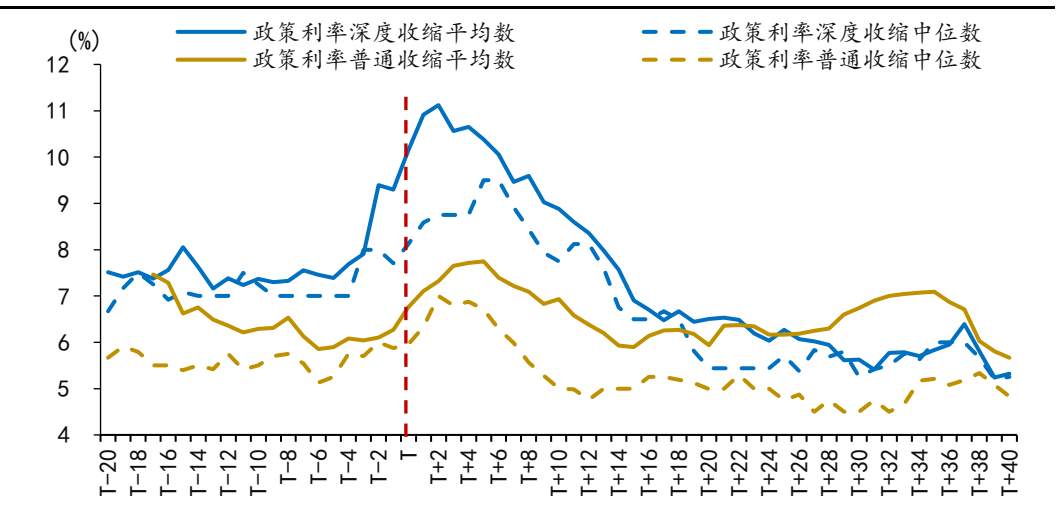
数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

2.3.3. 政策利率: 货币宽松存在明显滞后性

政策利率并不会在房地产收缩期立刻下调, 相反, 两类收缩期都表现为“先升后降”, 货币政策的反应存在明显滞后性。深度收缩期, 政策利率平均先上升 2 个季度至 11.1%, 随后才进入持续下行通道, 并在约 39 个季度后降至 5.1% 的低点, 降幅超过 50%; 普通收缩期也会先升至约 7.75%, 随后再回落至 5.89%。这说明只有当房地产冲击逐步传导到更广泛的经济和金融层面后, 宽松政策才会真正展开, 而且深度收缩对应的降息周期通常更长。

政策利率之所以常常“先升后降”, 一个重要原因是房地产见顶往往发生在前一轮繁荣后期, 而这一阶段通胀、工资或广义需求仍在延续上行, 各国央行看到的是滞后的通胀压力, 而不是领先的资产价格拐点。因此, 政策往往是在泡沫已经转向后才逐步意识到问题。

图17: 深度衰退下, 政策利率平均下调 50%左右



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

2.4. 第三阶段: 基本面企稳期 (T+6 至 T+20)

2.4.1. 经济基本面不再恶化, 政策力度有所回收

宏观基本面的修复明显领先于房地产。深度收缩期, GDP 大致在 T+8 附近见底, 消费约在 T+10 见底, 固投在 T+13 见底, 宏观经济指标的收缩期时间大多短于房地产周期。

从 GDP 见底到房价见底, 中间还有约 14 个季度。这呈现出典型的“无地产复苏”, 经济已走出衰退, 但房价仍在下行。

同时, 基本面修复之后, 政策力度也在边际减弱。总量数据改善后, 货币与财政仍在托底, 但边际刺激开始下降, 政策从“超常规”转向“常规”。财政方面, T+15 赤字率开始回落; 货币方面, T+17 时已完成超八成降息幅度, 后续降幅不大。T+17 政策利率已从 11.1% 降至 6.3%, 相比 T+31 时 5.4% 的低点, 此后 14 个季度仅降息 0.9 个百分点。

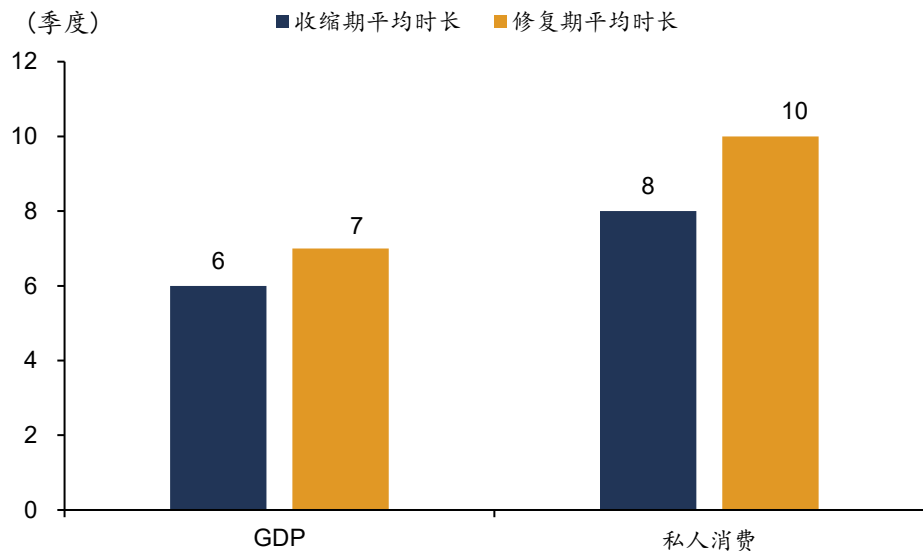
2.4.2. 消费的“疤痕效应”比 GDP 更深、更久

与 GDP 相比, 私人消费最突出的差异在于“疤痕效应”更明显。深度收缩阶段, 私人消费平均收缩 8 个季度见底, 随后再用 10 个季度回到前高, 整个收缩和修复过程合计约 4.5 年 (18 个季度), 比 GDP 多 1.25 年 (5 个季度)。

从机制上看, 消费的“疤痕效应”之所以更长, 背后不仅是收入问题, 更是典型的资产负债表问题。住房既是居民最重要的资产, 也是最重要的抵押品和信心锚。一旦房

价回落，居民收入即使不变，也会因为财富缩水、再融资能力下降和对未来收入更谨慎而提高预防性储蓄。对周期判断而言，不能只看就业和 GDP 是否企稳，还要看居民资产负债表与财富预期是否重新稳定。GDP 修复更多依赖库存、财政和净出口的阶段性托底，而消费则直接受制于家庭资产负债表修复、预防性储蓄上升和就业收入预期转弱，因此下降和修复都更慢。

图18：私人消费的“疤痕效应”比 GDP 更明显



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：GDP 为不变价、季调数据

2.4.3. 住房可负担指数在 T+9 就超过前高

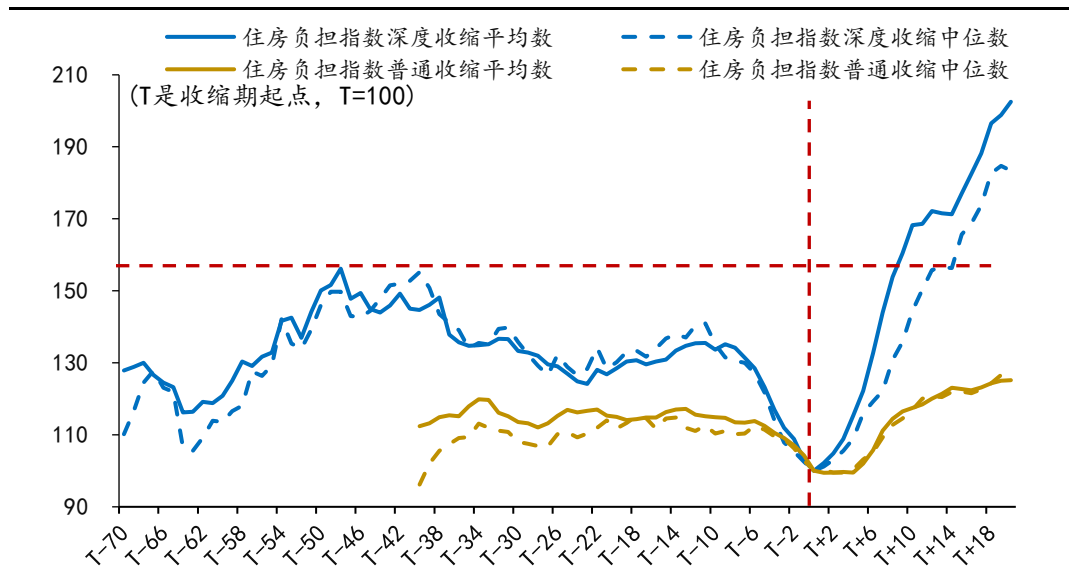
从住房可负担性指数来看，家庭购买力的修复并不是决定房地产周期能否修复的关键，购买力修复后房地产周期仍会继续向下。当深度衰退时，由于房价下跌、利率下降，住房可负担指数会以更快速度上升，只需要 9 个季度，就会超越之前高点，居民购房能力大幅走强。但实际来看，在 9 个季度之后，房价还需要再下行 13 个季度才会见底回升，家庭信贷净增额下降的趋势也会再持续 18 个季度才会重新回升。这表明，家庭购买力的修复并不是决定房地产周期能否修复的关键，购买力修复后房地产周期仍会继续向下，预期、信贷、居住需求这些因素扮演了更重要的角色。

什么是住房可负担性指数？Housing Affordability Index⁴的思路是看一个收入处于中位数的家庭，能不能负担得起一套当地平均价格住房的按揭贷款。它不是简单的房价收入比，而是把房价、收入、利率、首付比例、贷款期限一起放进去计算。举例来看，假设某地一套典型住房总价为 100 万元，银行通常提供 80% 的按揭贷款，即贷款额为 80 万元。若在原先利率水平下，家庭每月需偿还月供 4500 元，那么按照 BIS 设定“月供不超过家庭月收入 25%”的标准，购房家庭至少需要 21.6 万元年收入。若当地家庭收入中位数为 24 万元，则住房可负担性指数约为 111，说明中位数收入家庭基本负担得起这

⁴ Biljanovska N, Fu C, Igan D. Housing affordability: a new data set[R]. Basel: Bank for International Settlements, 2023.

套住房。后来即使房价不变，只要利率上升，月供提高到 5500 元，所需年收入就会增至 26.4 万元，此时指数降至约 91，表明住房可负担性明显恶化。

图19：深度衰退 9 个季度后，住房可负担能力超过前高



数据来源：IMF，OECD，BIS，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推

2.5. 第四阶段：估值与信贷修复期（T+22 至 T+27）

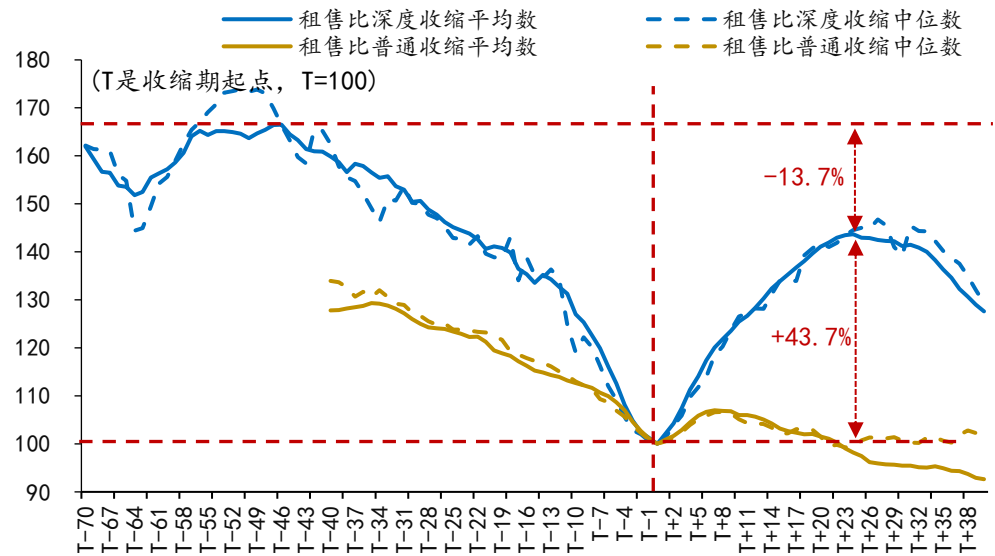
2.5.1. 房价先见底，租售比随后见顶

从平均数来看，房价在 T+22 见底，租售比在 T+24 见顶。在衰退期的起点，房价下跌时，租售比立刻上升，意味着房产估值被动修复、持有回报改善。而随着房价在 T+22 见底，租售比也在随后的两个季度见顶，累计涨幅约 43%。租售比上升，表明租金跌幅小于房价，这也说明住房的基础居住需求并未出现同等幅度的收缩，销售市场的下行更多体现为资产定价和预期的重估，而非住房使用需求的同步塌陷。

租售比上升，是因为使用者成本率上升。在无套利均衡下，租售比=使用者成本率。而使用者成本率=无风险利率+税率+维护成本占比-住房升值预期+购房相对租房的风险溢价。从使用者成本视角看，虽然利率通常趋于下降，但其他因素抬高了成本率。房价上涨预期减弱乃至转为下跌预期，使得未来资本利得对当前持有成本的抵补作用明显下降；住房资产的价格风险、流动性风险和转手不确定性上升，提高了持有住房相对租房的风险补偿要求。

值得注意的是，长期看租售比在波动中下降，每一轮周期的顶点都比上一轮周期要低。以深度衰退为例，租售比的顶点，要比衰退之前的扩张期的顶点低 13.7%。这反映的是使用者成本率长期趋于下降的结构性力量，我们将在第三章展开长期讨论。

图20: 房地产衰退周期的租售比变化



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

2.5.2. 房价收入比约 T+27 见底, 长期看在波动中上升

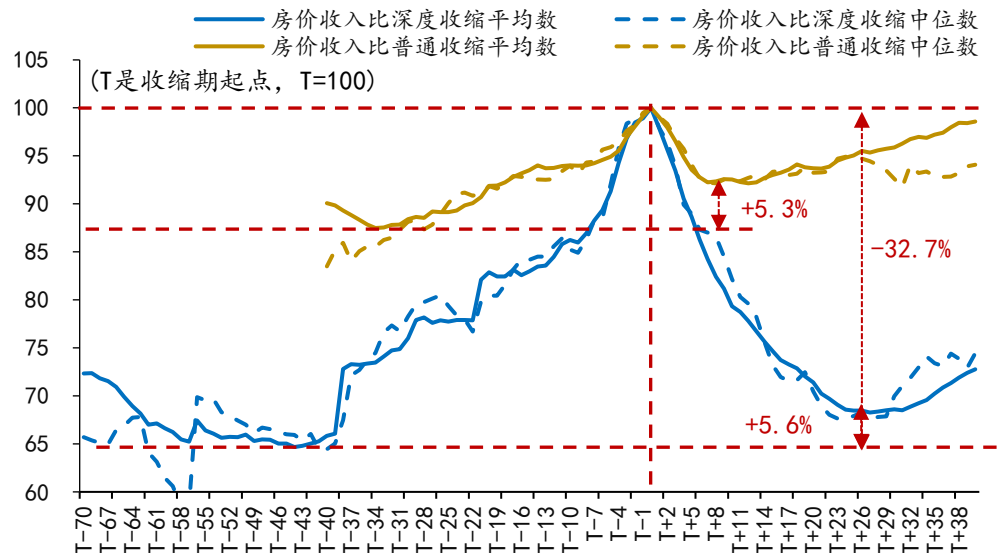
深度收缩期, 房价收入比在 27 个季度后见底, 累计跌幅 32.7%, 之后虽有修复, 但多数回不到前高; 普通收缩期的调整更温和, 通常在 6 至 12 个季度后见底, 跌幅约 7.9%, 随后从第 13 个季度起缓慢回升, 并在较长时间后才重新接近前高。

房价收入比有几个特征, **第一, 房价收入比下跌的时间要比房价长得多。**房价平均值下跌 22 个季度之后, 还要再经历 5 个季度, 才会看到房价收入比见底。

第二, 房价收入比的调整幅度超过房价, 因为收缩期存在房价下跌和收入上涨两种机制, 共同压低房价收入比。图 6 中, 深度衰退期, 房价跌到底部之后, 仍然比繁荣期的起点要高 27%, 但是房价收入比跌到底部之后, 只比繁荣期的起点高 5.6%, 中间有约 20 个点的差距, 并不是依靠价格下跌完成的, 而是依靠收入增长实现的。

第三, 房价收入比不会回归均值, 是在波动中上升。从平均值来看, 每一轮周期, 房价收入比的最低点都比上一轮要高, 这会使得, 每一轮完整的周期后, 房价收入比中枢都会小幅抬升, 最终在波动中不断上升, 但升幅低于房价。

图21: 深度衰退下, 房价收入比平均下降 33%左右, 但仍高于扩张期起点



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

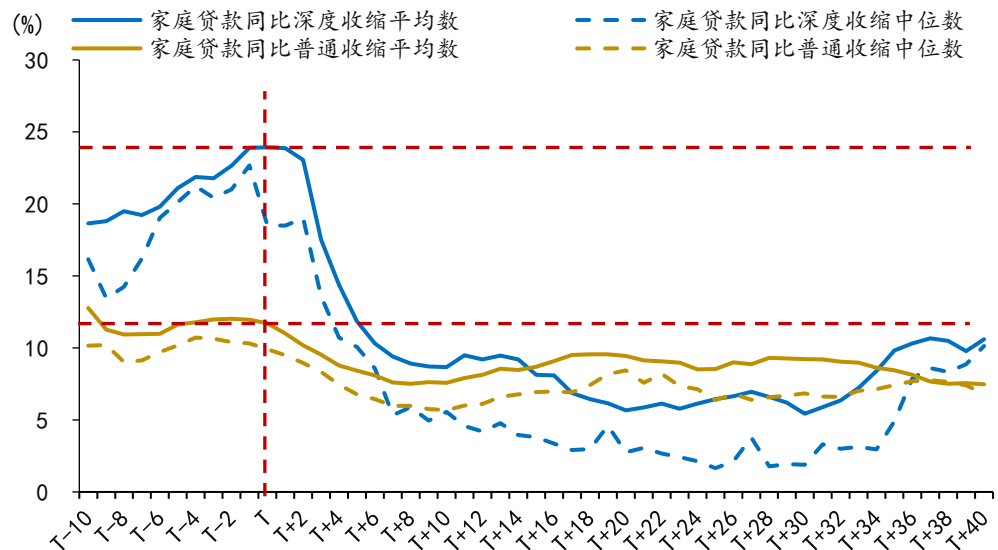
2.5.3. 家庭信贷净增额约 T+27 触底回升, 信用重启是关键节点

房地产收缩期, 家庭贷款规模通常不会减少, 同比增速始终保持为正。这主要是因为按揭期限长、摊还慢, 旧贷款会让余额维持正增长。深度收缩期的起点大致也是家庭贷款同比增速的顶点(约 23.9%), 房价下跌后增速持续回落, 20 个季度后降至约 5.66%。

但家庭贷款存量同比还能增长, 并不代表信贷需求依然健康。真正需要警惕的不是存量贷款何时转负, 而是新增贷款何时失速。从更有意义的指标——家庭贷款额环比净增值来看, 这个指标在房地产收缩期开始之后不断下降, 中位数大致在 T+27 附近转为负值, 之后才缓慢回升。

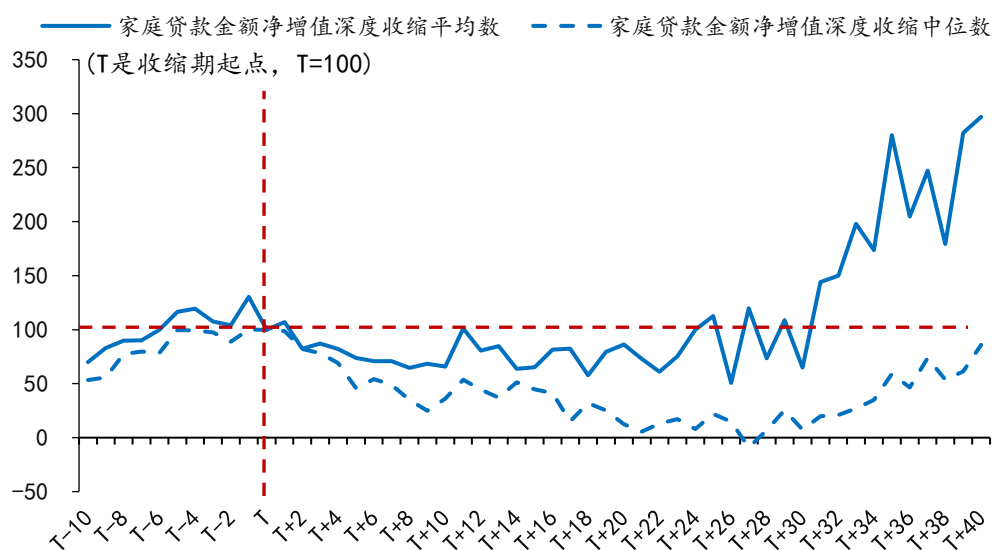
信用重启而非购买力恢复, 才是房地产真正走出底部的信号。这与前面的发现相互印证: 购买力早在 T+9 就超越前高, 但信贷净增额要到 T+27 才见底回升。中间长达 18 个季度的差距, 说明购买力的修复是必要条件但远非充分条件。

图22: 房地产收缩期, 家庭贷款大多不会收缩, 但增速会大幅下降



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

图23: 深度收缩期, 家庭贷款净增值大约下降 27 个季度后回升



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

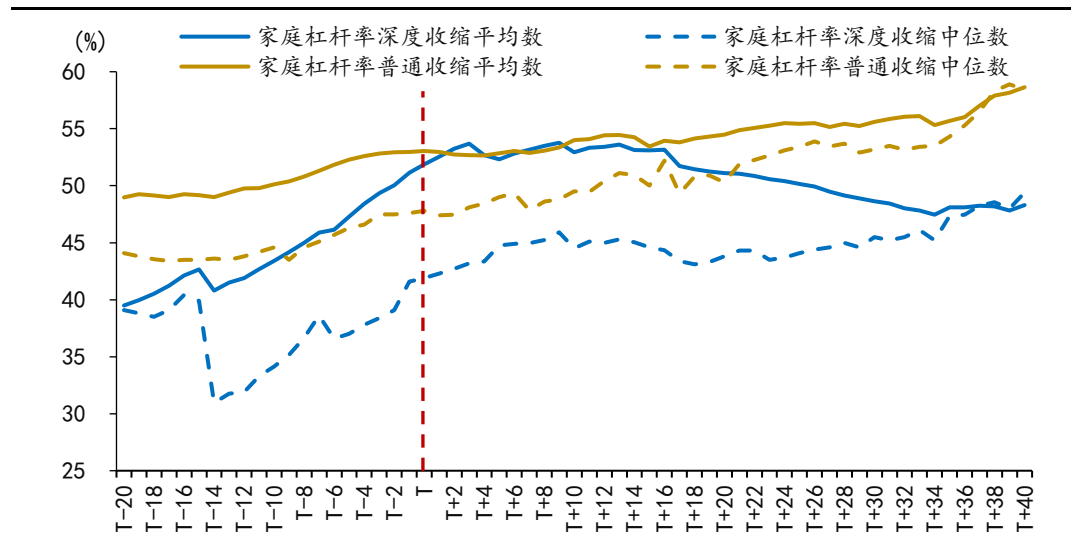
2.5.4. 家庭杠杆率呈现“被动加杠杆”, 先升后稳再缓降

家庭杠杆率不会随着房价下跌立刻下降, 反而常常呈现“先升后稳再调整”的特征。原因在于债务存量的调整慢于房价和收入的变化, 分母端 GDP 往往先走弱, 分子端存量贷款不会立即减少。深度收缩期, 家庭杠杆率先继续上升, 在 3 个季度后达到高点,

随后大致稳定，再经过 13 个季度后，平均值才回落，但这时中位数已经开始上升。平均数和中位数方向的背离表明，位于中间层的典型国家已经停止去杠杆，开始小幅加杠杆，但少数前期杠杆率高的国家仍然在强力去杠杆，从而拉低平均数。

家庭杠杆率在房地产下行期上升，很多时候不是居民主动加杠杆，而是典型的“被动加杠杆”。债务余额调整很慢，但收入、房价和名义 GDP 的修复更慢，结果就是分母收缩快于分子，杠杆率反而上升。这一点的经济含义非常重要：杠杆率上升不一定意味着居民更激进，反而常常意味着居民更脆弱。因此，房地产复苏更现实的路径通常是先稳收入、稳资产价格、降利率，让杠杆率在增长中被动消化。

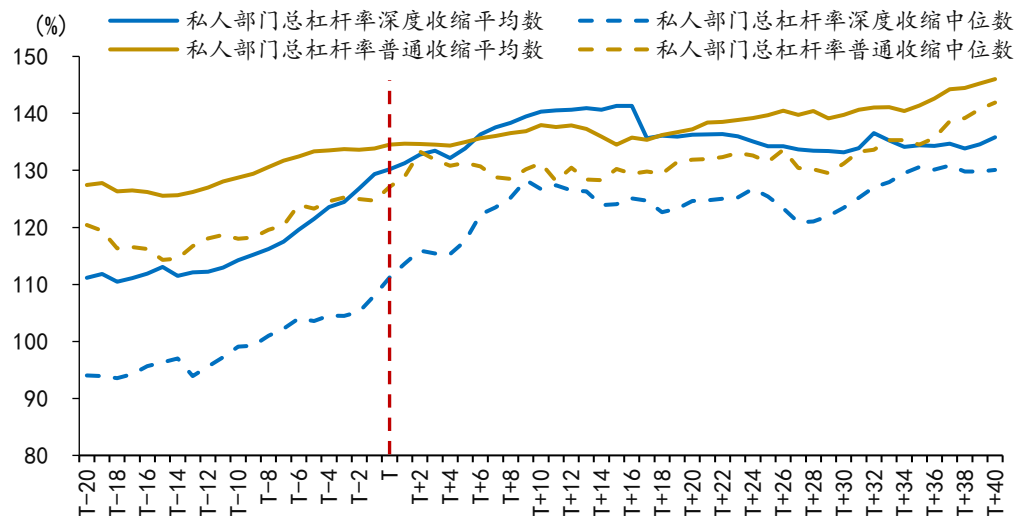
图24：房地产收缩期，家庭杠杆率“先升后稳再降”



数据来源：IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T+2 为起点后两个季度，以此类推

私人部门杠杆率也呈现类似的惯性。衰退开始后，私人部门杠杆率往往还会继续上升 3 至 4 年，深度收缩期平均杠杆率大约到 T+16 才见顶。许多经济体并不是“先去杠杆、再复苏”，而是带着高杠杆实现修复。

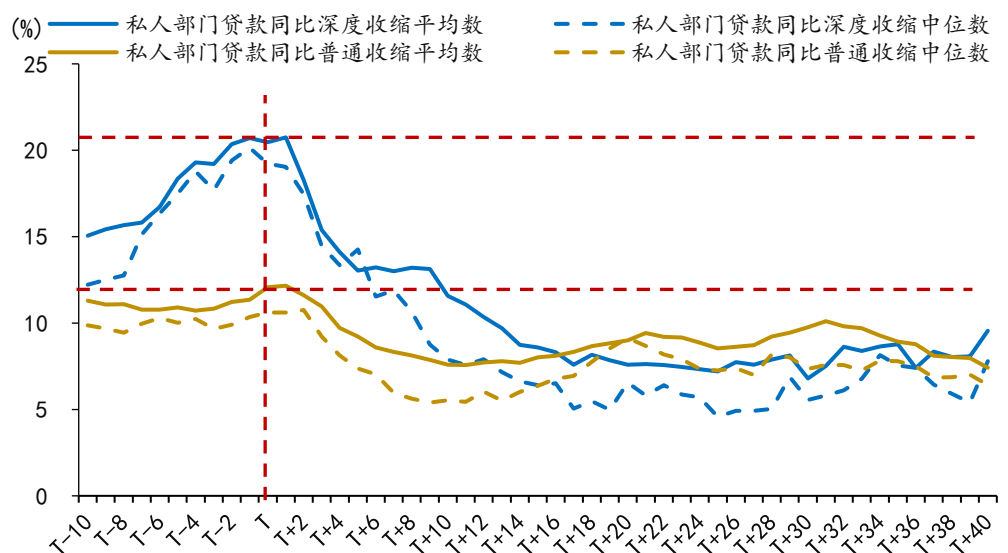
图25: 房地产衰退期开始后, 私人部门杠杆率仍会继续上升 3-4 年再下降



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

与家庭贷款相比, 私人部门整体信贷更有韧性, 无论是同比增速下降的幅度还是环比净增值下降的幅度, 都比家庭贷款要小得多。但这未必是健康信号, 因为企业部门可能因为保流动性、借新还旧或政策性融资支持而继续举债, 信贷可能从扩张性融资转向防御性融资。判断信贷是否真正健康, 不仅要看总量, 还要看用途。

图26: 房地产收缩期, 私人部门贷款比家庭贷款更具韧性



数据来源: IMF, OECD, BIS, 东吴证券研究所; 注: T 是收缩期起点, T+2 为起点后两个季度, 以此类推

2.6. 第五阶段: 再扩张期 (T+27 之后)

2.6.1. 住宅投资缓慢回升，但始终回不到前高

深度衰退期，住宅投资占 GDP 比重从 6.7% 跌至 4.5% 附近，27 季度见底后虽有回升，但累计 40 个季度后仍大致稳定在 4.53% 左右，难以重回前高。普通收缩期的调整相对温和，住宅投资占比在 10 个季度后见底，再经历约 8 个季度回到前高附近，但之后也难以持续突破前高，更多是在前高附近反复波动。

住宅投资修复慢于价格和销售修复，原因之一是旧库存与新开工的矛盾。在地产下行阶段，市场首先要消化存量房、在建工程和前期过度供给，这些库存会持续压制新开工和新增住宅投资。房价企稳并不等于开发商会立即重新加杠杆扩张，因为旧库存本身就是新投资的竞争者。

2.6.2. 房价回到前高平均需要 T+38~47

深度衰退中，房价平均值回到前高的时间大约在 T+38~47。回升不是房价止跌这么简单的事，而是“宏观先修复→价格后企稳→估值恢复→信用重启→周期重新扩张”的递进过程，每个阶段缺一不可。

3. 150 年长周期经验：金融指标对识别底部为何越来越重要？

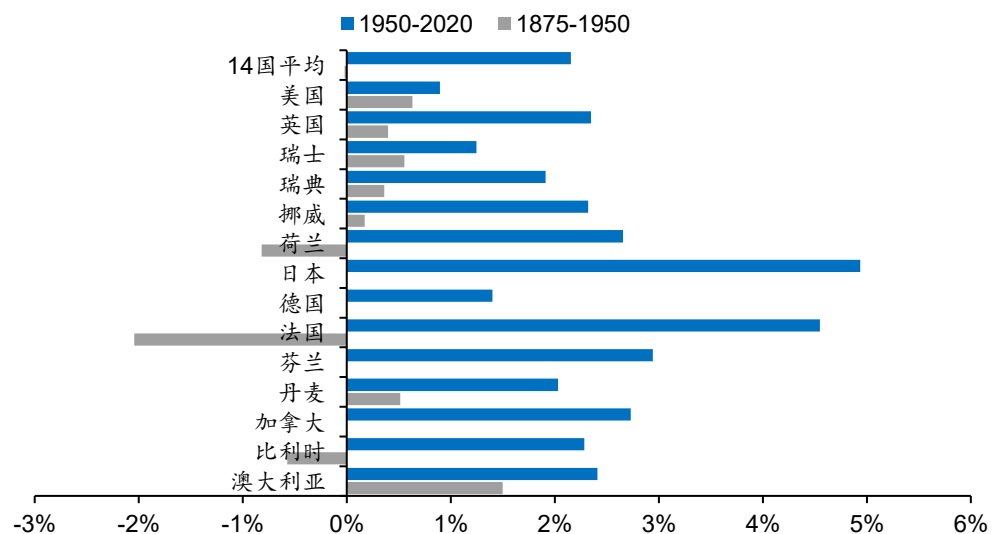
3.1. 1950 年前后是分水岭，周期性质发生切换

3.1.1. 1950 年前：均值波动，基本面主导，年均增速接近零

1950 年之前，房地产价格长期围绕某个中枢波动，几乎没怎么上涨。1875-1950 年，14 个国家平均实际房价年均增速只有-0.02%，在长达七十多年的时间里几乎没有趋势性上涨。

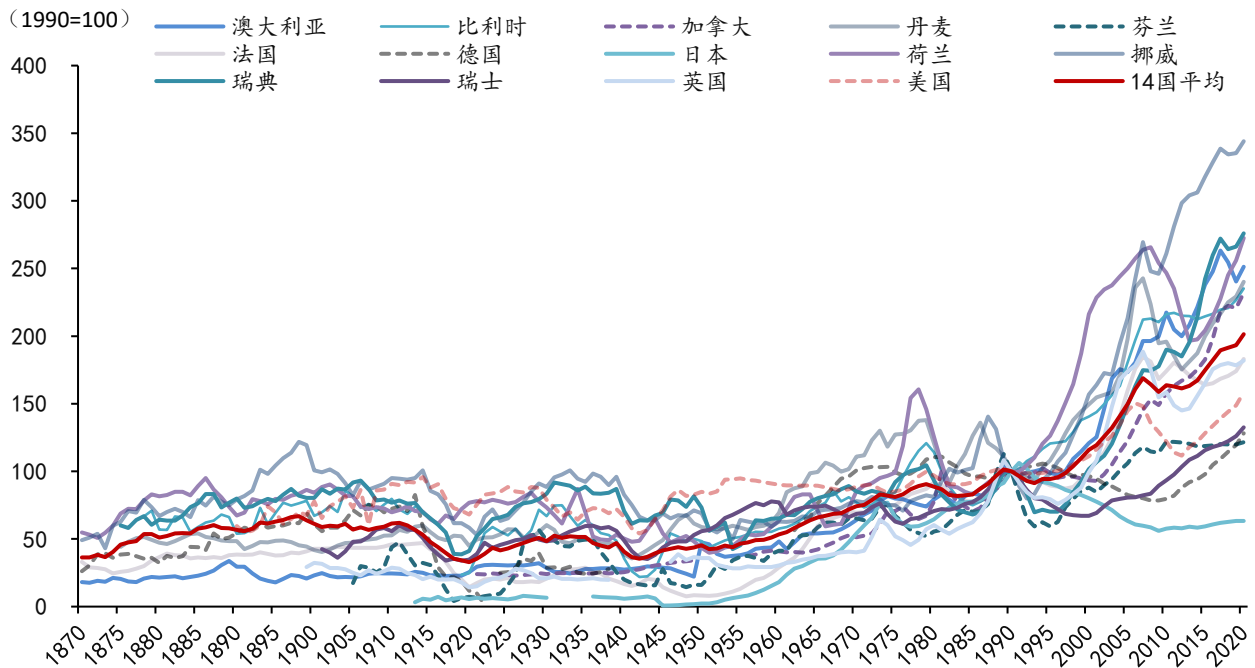
1950 年之前的房地产周期，更像传统的库兹涅茨周期，基本面属性更突出。西蒙·库兹涅茨于 1930 年在《生产和价格的长期运动》中发现，存在时长 15-25 年的中长期经济波动，核心表象为房地产及建筑业的兴衰交替。其核心驱动因素是人口变量——移民潮带来刚性住房与市政需求，人口出生率高峰的滞后效应催生集中住房需求，城市化的推进放大了房地产及配套建筑需求。至于货币信贷、技术进步、政府政策等因素，库兹涅茨认为它们仅能放大或缓和周期幅度，无法决定周期的本质、时长与趋势。

图27：1950 年前后房价表现差异较大



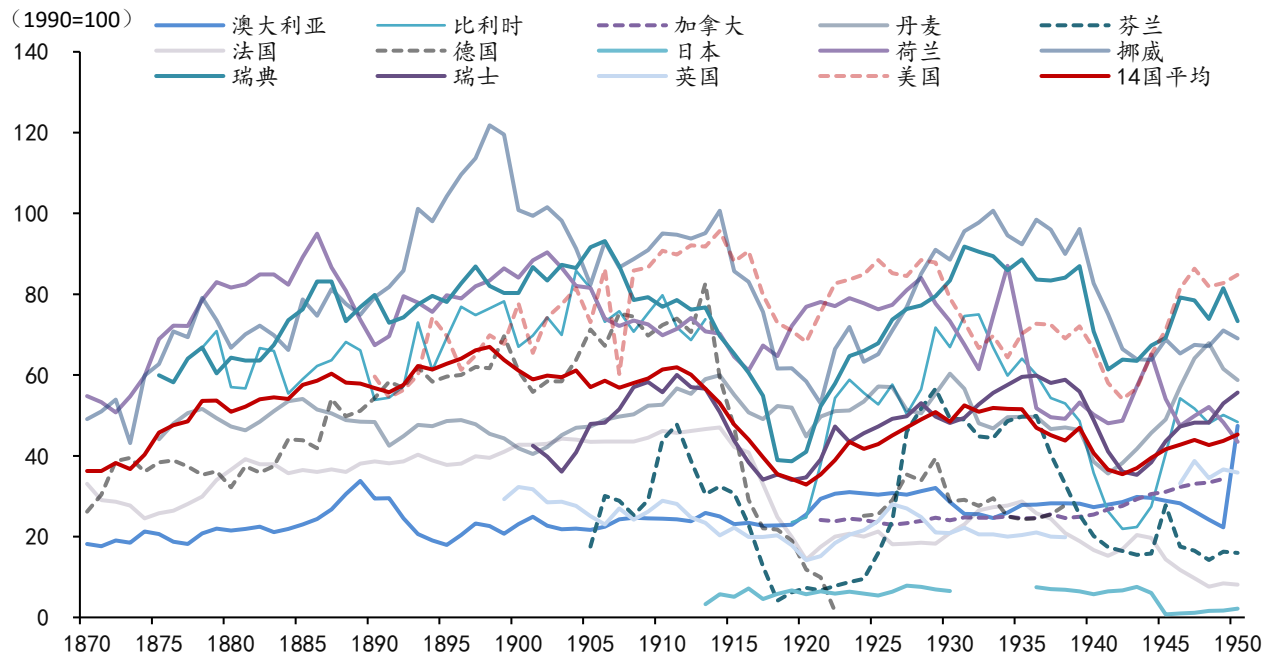
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：1875-1950 年，瑞士起点是 1901 年，英国起点是 1899 年，美国起点是 1890 年，比利时起点是 1878 年，日本、德国、芬兰、加拿大缺数据；1950-2020 年，加拿大起点是 1949 年，德国起点是 1962 年

图28: 1870-2020年14个国家实际房价指数的变化



数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

图29: 1870-1950年14个国家实际房价指数的变化



数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

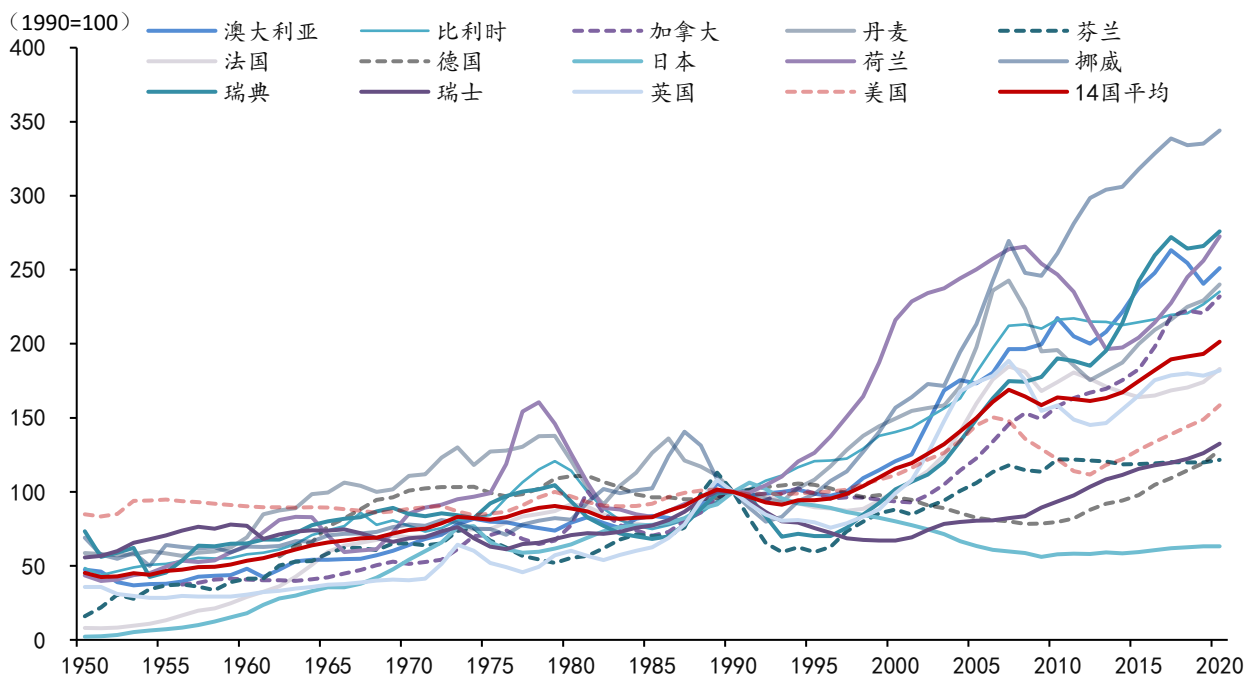
3.1.2. 1950年后：趋势上涨，金融属性超过居住属性

1950-2020年，14个国家人口加权的实际房价累计上涨约3.45倍，年均涨幅达到2.16%。房价不再围绕均值波动，而是呈现清晰的趋势性上涨。

战后特别是20世纪70年代以后，房地产日益显示出长久期资产特征。居住属性虽未消失，但边际定价逻辑已从当期建设与居住需求，转向远期住房服务现金流、土地稀缺性及融资可得性。房地产由此愈发呈现长久期资产特征，价格走势不再由短期供需缺口主导，而是更多受长期利率、未来租金增长、信用供给和风险溢价的影响。

需要强调的是，这种转变并非意味着房地产周期消失，而是驱动周期的核心变量发生了切换。战前的房地产周期更偏向建筑业主导的数量周期，波动主要体现在开工和投资层面；战后则转向金融条件主导的价格周期，波动更多集中于房价、杠杆与资产负债表。

图30：1950-2020年14个国家实际房价指数的变化



数据来源：JSTdatabase，东吴证券研究所

3.2. 两大结构力量驱动周期变形

1950年前后的房地产周期差异较大，背后是土地与金融两套定价条件同时发生了深刻调整。住房之所以越来越呈现长久期资产特征，不是因为它不再具有消费品属性，而是因为决定房价的那一部分，越来越从可复制、可快速供给的建筑结构，转向长期稀缺的土地，以及长期贴现的住房服务现金流。

3.2.1. 土地：交通革命效用递减+开发限制收紧

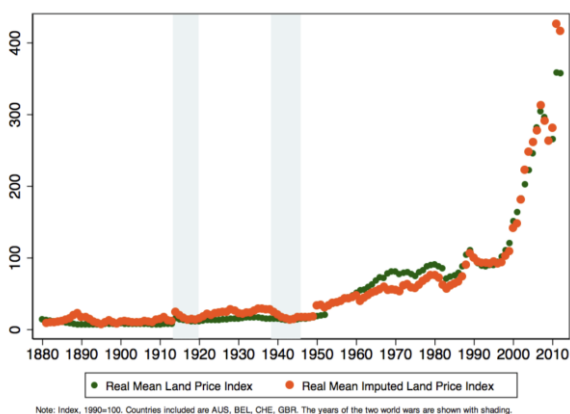
首先是土地，土地价格能解释 1950 年后房价上涨的 80%⁵。三方面因素推动土地价格上涨。

一是交通革命的效用递减。在 19 世纪末至 20 世纪上半叶，交通革命不断推进，如铁路网络扩张、蒸汽船和汽车的普及，大幅降低了交通成本，有效扩大了可用土地的供给，从而抑制了土地价格的上涨。尽管这一时期人口和收入持续增长，但土地供给的增加抵消了需求上升带来的涨价压力。然而，进入 20 世纪下半叶后，交通成本的下降趋势减弱，土地逐渐成为固定要素。

二是土地开发限制的**增加**。在 20 世纪下半叶，发达国家政府通过分区法、建筑规范、环境评估、开发许可制度等一系列监管措施，大幅收紧了将土地转化为住宅或商业用地的条件和数量。

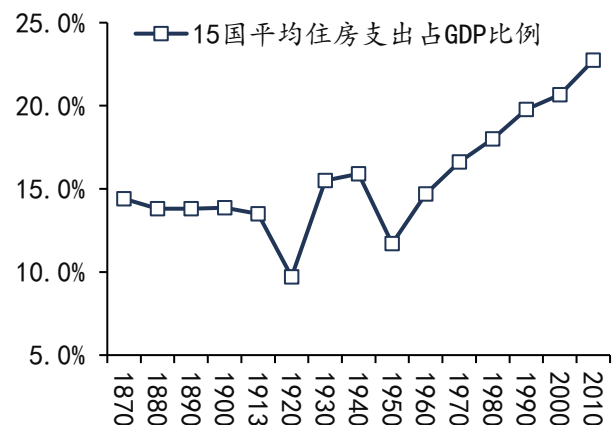
三是需求**上涨**。表现为家庭住房支出占居民收入比重的上升，在 1950 年前这一比重相对稳定，1950 年后明显上升。

图31: 1950 年前后土地价格涨幅差异大



数据来源：Knoll, Katharina, Schularick, et al. No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012, 东吴证券研究所

图32: 住房支出比重提高反映需求增加



数据来源：Knoll, Katharina, Schularick, et al. No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012, 东吴证券研究所；注：样本与本文并不完全相同

3.2.2. 金融：住房金融自由化，放大购买力

住房金融自由化驱动信贷向家庭部门倾斜，奠定了发达国家房地产长期繁荣的金融基础。

1950 年后，发达国家银行体系的信贷配置发生了根本性转向⁶，房贷在银行总贷款中的份额从 20 世纪初的约 30% 翻倍至 21 世纪的约 60%，银行从为企业提供流动性的中

⁵ Knoll, Katharina, Schularick, et al. No Price Like Home: Global House Prices, 1870-2012.[J].American Economic Review, 2017.DOI:10.1257/aer.20150501.

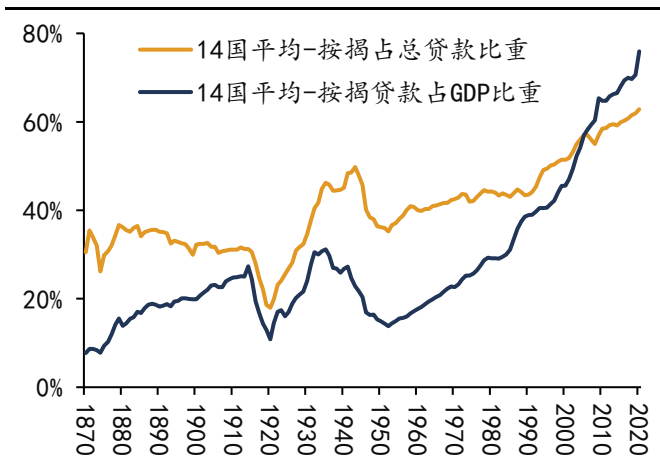
⁶ Jordà,Òscar,Schularick,et al.The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles.[J].Economic Policy, 2016.

介，转型为以家庭住房融资为核心业务的资金供应方。

与此同时，商业银行大幅降低了购房的融资门槛，使得住房需求得以被创造和放大。以美国为例⁷，大萧条之前，房贷年限大多在 5 年左右，首付比例在 50%左右；但到了 2000 年左右，房贷年限提升至 30 年左右，首付比则降低至 20%左右；同时，1980 年代后的全球低利率环境，直接压低了融资成本。

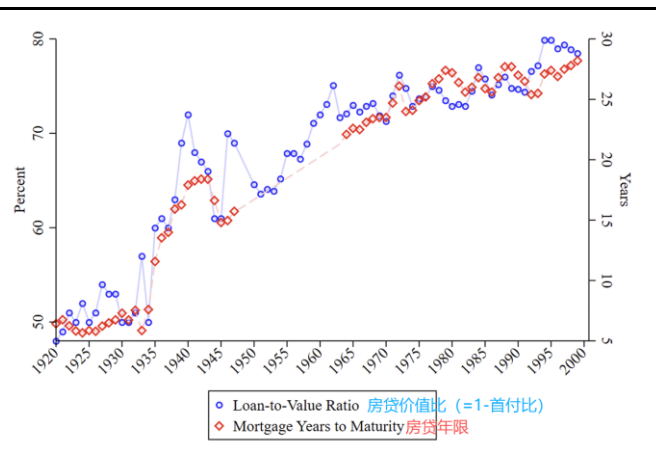
这些变化共同作用，极大地提升了家庭的借款能力和购房意愿，即使可支配收入不变，也能通过负债撬动更多的住房资产，相当于放大了购买力。这一过程将住房从生活必需品转变为可广泛获得的金融化资产，为持续的房价繁荣奠定了金融基础。

图33: 1950年后按揭贷款比重明显上升



数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

图34: 美国 1920-2000 首付比不断降低、贷款年限拉长



数据来源: Lyons R C, Shertzer A, Gray R, et al. The Price of Housing in the United States, 1890–2006, 东吴证券研究所

3.2.3. 土地和金融使得房地产越来越像长久期资产

为什么土地和金融的变化会把房地产变成长久期资产？在金融意义上，久期描述的是现金流在时间上的分布。现金流越集中在近期，久期越短，价格对折现率的敏感度越低；现金流越延伸到更远的未来，久期越长，价格对利率和风险溢价的敏感度越高。因此，当决定房价变化的边际力量中，由远期现金流折现决定的部分不断上升，而由当期建造成本和当期供需决定的部分不断下降时，房地产的长久期资产特征就会越来越明显。

土地收紧和金融自由化，分别从定价公式的分子端和分母端推动了这一转变。

先看分子端，土地拉长了现金流。前文已经说明，1950年后房价上涨中约有 80%可以由土地解释。这里更重要的是其久期含义：建筑会折旧、可以重建，本身是短久期资产；但区位不可复制，一块核心地段对应的是近乎无限期的租金。当土地在房价中的占

⁷ Lyons R C, Shertzer A, Gray R, et al. The Price of Housing in the United States, 1890–2006[J]. Working paper (Federal Reserve Bank of Philadelphia), 2024. DOI:10.21799/frbp.wp.2024.12.

比由小变大，住房整体的现金流结构就会被这部分近似永续的现金流显著拉长。土地稀缺不只是让房子更贵，更重要的是抬高了房价中“长久期部分”的权重。

再看分母端，金融自由化完善了折现机制。按揭期限从5年延长到30年、首付从50%降到20%之后，家庭购房本质上变成了一次跨越30年的现金流交换。这使得折现率，变成了房价定价中的核心参数：利率下行一个百分点，月供承受力就会明显改善，可承担的房价也会随之上升。与此同时，信贷供给本身也成为定价变量。银行愿不愿意放贷、能放多少，会直接改变边际购买力。折现率和信用条件因此不再只是外生背景，而是进入了定价过程本身。

为什么必须土地和金融两者同时存在？因为任何一端单独变化都不够。只有土地稀缺而没有金融自由化，长现金流缺少折现工具，房价仍会受制于家庭当期购买力；只有金融自由化而没有土地稀缺，信贷扩张很快会被新增供给吸收，房价仍会回到成本线附近。只有两者叠加，长现金流和折现机制同时具备，房地产才会真正从耐用消费品转向长久期金融资产。

这一属性变化也直接改变了周期底部的识别方式。库兹涅茨周期下，数量指标本身就是拐点信号；而长久期资产的定价逻辑决定了，折现率和信用条件往往更加重要。金融和信贷条件没有见底时，再低的房价收入比也未必能支撑回升。

3.3. 周期变形之后：房价收入比和租售比如何变化？

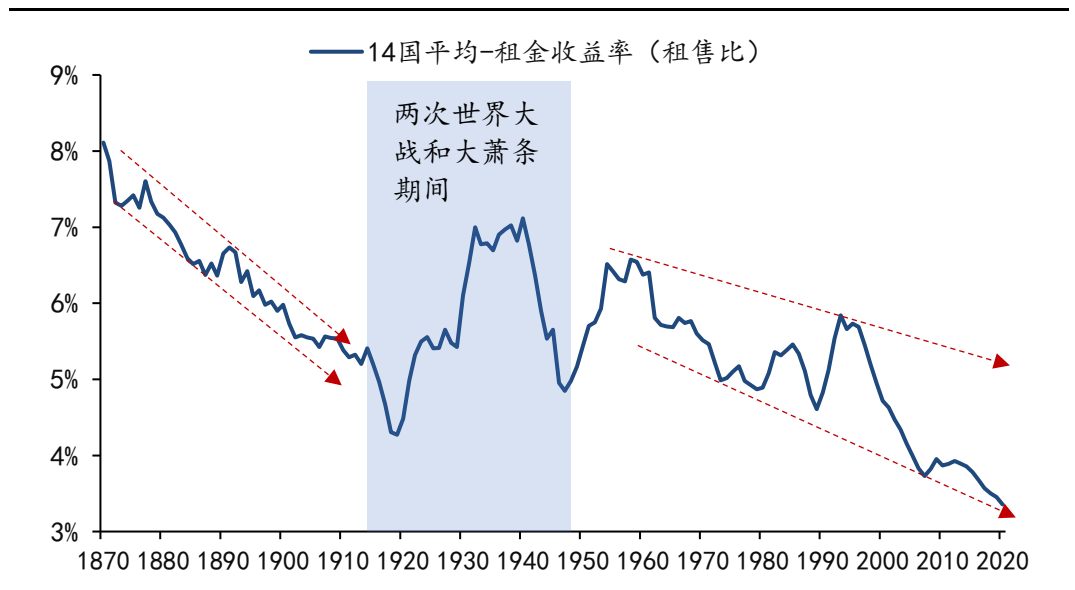
3.3.1. 租售比长期下降

长周期来看，租售比持续走低，原因是住房使用者成本长期趋于下降。租售比在1880年前后一度接近8%，随后持续下降，1900年前后降至5%左右；两次世界大战期间波动较大，战后中枢继续下降。如果从长期均值来看，1870-1950年为5.8%，1950-2000年为4.8%，2000-2020年为4.2%。这意味着，持有房产的现金流回报率在过去150里持续收缩。

这一趋势的根本原因在于住房“使用者成本率”的系统性下降。前文已经提及，租售比在理论上等于拥有住房的使用者成本率。而成本率由多个因素构成：融资成本（利率）、税收、维护费用、预期资本增值以及风险溢价。20世纪下半叶，尤其是二战之后，一系列金融与制度变革共同压低了这一成本：抵押贷款条款大幅放松（贷款期限从短期延长至30年固定利率，贷款价值比提高），显著降低了购房的月供压力和首付门槛；税收政策变化（如抵押贷款利息抵扣的普及）减少了税后持有成本；而持续的房价上涨预期则进一步抵消了其他成本。这些因素相互作用，使得拥有住房的相对成本不断下降。根据“租售比=使用者成本”的均衡关系，使用者成本的趋势性下降直接导致了租售比的长期走低。这一过程并非租金下跌所致，而是房价在更廉价、更易获得的信贷推动下，以远超租金的速度增长。

租售比的下降有两方面含义。一方面，代表持有房产的现金流回报率下降；另一方面，代表房地产的估值倍数上升，租售比的倒数大致相当于 PE。

图35：租售比长期持续下降



数据来源：JSTdatabase，东吴证券研究所

3.3.2. 房价收入比：1950年后波动中上升

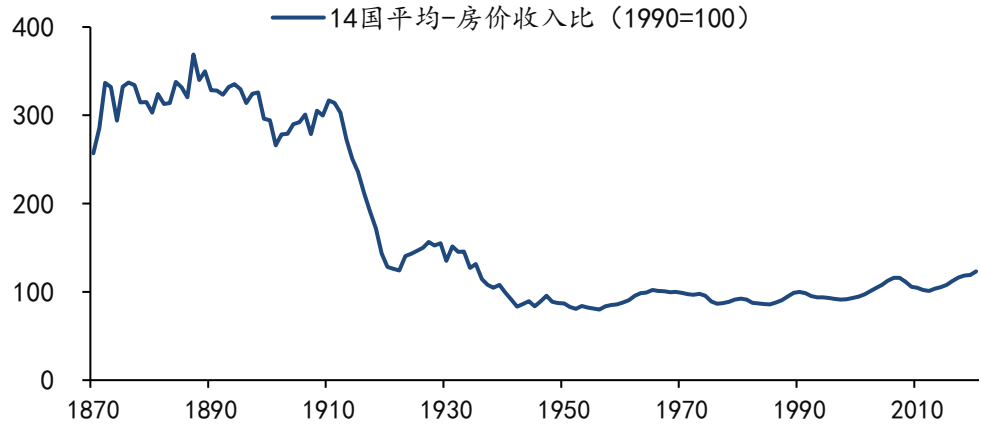
从房价收入比来看，房价出现超过基本面的增长，1950年后房价收入比在波动中上升。从150年的长期尺度来看，房价收入比趋于下降，1880年代的高点是2020年的三倍左右。这意味着，如果2020年10年收入能支付一套房价，那么1880年代需要30年。长期来看，房价收入比的下降反映的是长期经济发展后，居住条件的改善。

尽管从过去150年看，房价收入比整体趋于下降，但以1950年为界限，会看到两个完全不同的故事。在1950年之前，实际房价长期保持稳定、围绕均值波动，而人均收入持续增长，使得房价收入比经历了大幅度的下降，整体下降了2/3左右，过去150年的降幅都在1950年之前完成。到了1950年之后，情况出现了反转，房价增速开始与收入增速同步甚至超越收入增速，房价收入比转为趋势性上升。

1950年后房价收入比的上升与租售比的下降是一枚硬币的两面。房价收入比=房价/收入=(房价/租金)×(租金/收入)=租金占收入比重/租售比。这意味着，当租售比长期下降时，除非“租金占收入的比重”降幅超过“租售比”，才会使得“房价收入比”下降；大多情况下，租售比长期下降，对应的是“房价收入比”长期上升。

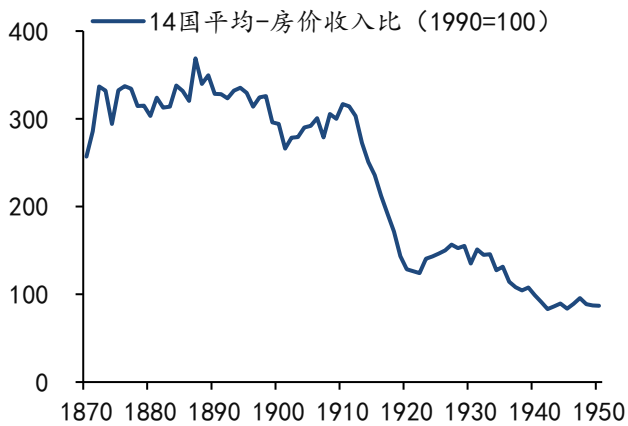
上述变化也意味着，房价收入比和租售比都没有一个“合理点位”。对于一个越来越呈现长久期资产特征的市场而言，这两个指标本身就会随着利率、信用和风险偏好的变化而重估。它们当然仍然重要，但不能再机械地理解为“只要到某个阈值，房地产就会自动见底回升”。

图36: 1950-2020 长期看房价收入比趋于下降



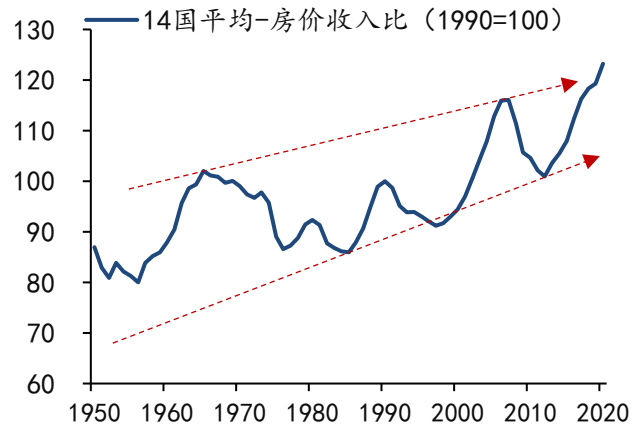
数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

图37: 主要降幅来自 1870-1950 年



数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

图38: 1950年后房价收入比波动上升



数据来源: JSTdatabase, 东吴证券研究所

4. 风险提示

(1) 政策干预力度与工具创新的国别差异未充分量化。各国逆周期政策力度不同，未对货币政策独立性、财政空间及行政调控工具（如限购、救市等）的效力进行足够的分析，仅在总量层面对财政赤字率和货币政策利率进行了探讨。(2) 对人口因素的研究不够，可能带来偏差风险。目前的三套数据里面都没有人口增长与流动的数据，人口负增长和老龄化是当前各国都要面临的问题与挑战，但这些变量在目前的数据里面并不能充分体现，可能带来一定偏差风险。(3) 长周期房价数据的统计口径与编制方法存在内生偏差，或干扰周期识别精度。报告依赖 BIS 等房价序列进行周期划分，但跨国长周期房价数据本身面临多重统计噪音，比如一个国家内不同地区房价差异很大，一套数据可能无法充分反映；再比如质量调整偏差，长周期中房屋面积、精装标准、配套设施持续升级，大部分国家的统计方法都难以剥离品质改善对价格的影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>