下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观深度报告 20260622

消费、信贷和投资：如何识别房价拐点——从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升（二）

2026 年 06 月 22 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

■ 本文结合 57 个经济体、跨越 55 年、共 190 次房地产下行周期的国际经验，重新检验了市场对地产下行期需求复苏的三个常见误解，并提炼出一套识别房地产下行周期拐点的分析框架。

■ **核心观点**：从国际经验来看，消费、信贷和住宅投资这三个指标，可以识别房地产下行周期拐点。**繁荣期加杠杆的速度，在周期一开始就大致框定了房价“跌多深”；住宅投资在繁荣期的积累速度、在衰退期释放供给压力的快慢，决定了房价“跌多久”；而消费的见底回升，则为房价拐点“何时到来”提供了先行信号**。

■ **1、从见底回升的先后顺序看，消费、房价、信贷与住房投资之间存在稳定的领先滞后关系：消费→房价→信贷≈住房投资**。也就是说，消费先于房价见底，而信贷和住房投资普遍滞后于房价见底。这意味着，不能因为房价尚未止跌就说消费不会回升，不能因为家庭仍在去杠杆就说房价不会回升，更不能因为住房投资还在下滑就说房价不会回升。

■ **2、正是基于这套领先滞后关系，消费、信贷和住宅投资能够分别回答房地产下行周期里最重要的三个问题：跌多深、跌多久、何时出现拐点**。

■ **（1）房地产繁荣期的家庭加杠杆速度决定下行期房价“跌多深”**。决定房价跌幅的并不是见顶时家庭杠杆率的绝对高度，杠杆率水平更多反映金融制度的差异，与跌幅几乎不相关（相关系数仅 0.02）。真正起作用的是繁荣期居民加杠杆的速度，加杠杆速度与房价跌幅的相关系数达到 29%，且统计显著。繁荣期加杠杆速度决定房价跌幅，这与我们此前的结论“上涨决定下跌”是一致的，房地产深度衰退前房价平均上涨 89.9%，而普通衰退前仅上涨 30.7%。

■ **（2）住宅投资决定房地产下行期房价“跌多久”。**房价下跌持续多长时间，本质上取决于繁荣期供给压力形成速度、衰退期供给压力释放耗时。用“T 之前住宅投资占比的上升速度”和“T 之后住宅投资从高点回落至 75%的耗时”两个指标建模，对房价下跌时间的解释力达到 R^2=0.592，其中回落耗时的解释力更强。按这两个维度分组也能看到清晰差异：上升快、下降慢的组别房价平均下跌约 38 个季度（接近 10 年，典型如日本 1991 年后），而上升慢、下降快的组别仅约 17.7 个季度。背后逻辑是，住宅投资虽是流量指标，但它跟踪的是未来会进入市场的供给，繁荣期投资上升越快，未来形成的待售房源和交付压力越集中；衰退期投资回落越慢，这股压力释放就越久，并通过预期不断强化买家观望。

■ **（3）消费拐点预告房地产下行周期“何时出现拐点”。**消费的拐点早于房价，深度衰退期消费平均在 T+10 见底，明显早于房价的 T+22；在能够识别出消费下跌的样本中，消费领先房价的比例高达 86.8%（33/38）。换言之，大概率在看到消费见底回升后，才能看到房价拐点。

■ **消费虽早于房价见底，但结构上高度分化，不同消费品的使用寿命决定分化程度**。使用寿命较短的服务消费和非耐用品是消费的“稳定器”，主要受购买力影响、韧性较强，最大降幅仅 1.4%；使用寿命较长的耐用品和半耐用品则因“需要”和“购买力”双重收缩，成为消费波动的主要来源，跌幅最深（耐用品最大跌幅约 14.6%），但修复期弹性也最强。其中与地产高度相关的耐用品消费占比（现价）在下行期难以回到前期高点，且渗透率越高越难修复，呈现出明显的“去地产化”特征。

■ **风险提示**：（1）把统计规律外推为因果关系，可能存在误判风险。（2）跨国制度差异与可比性的风险。（3）对人口因素的研究不够，可能带来偏差风险。

相关研究

《“模糊的”沃什，“模糊的”MoU——海外周报 20260622》

2026-06-22

《一线城市二手房价格连续 3 月环比正增长》

2026-06-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 消费、信贷和投资的三个误解 4
2. 消费：拐点早于地产，但结构分化明显 5
2.1. 消费早于地产 5
2.2. 为什么消费早于地产 11
2.2.1. 去地产化增长 11
2.2.2. 饱和—更新周期框架 11
2.3. 消费结构：使用寿命影响分化程度 12
3. 信贷：加杠杆速度决定房价跌幅，重新加杠杆较晚 15
3.1. 繁荣期的家庭加杠杆速度决定房价跌幅 15
3.2. 家庭何时重新加杠杆：时点在房价回升之后 17
4. 投资：住宅投资变动决定房价下跌时间 19
5. 结论：如何识别房地产下行周期拐点？ 21
6. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 房地产周期回升的五个阶段.....5
图 2: 消费降幅跟房价降幅正相关.....5
图 3: 消费下跌时间跟房价下跌时间正相关.....5
图 4: 普通衰退期，消费没有明显收缩.....6
图 5: 深度衰退期，消费拐点明显早于房价.....7
图 6: 44 个有数据的深度衰退期样本分布.....7
图 7: 44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（一）.....8
图 8: 44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（二）.....9
图 9: 44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（三）.....10
图 10: 消费对经济总量复苏更敏感.....11
图 11: 财政货币政策的变化.....11
图 12: 房价顶点前五年出现消费需求的预支.....12
图 13: 现价耐用品消费比重难以回到前高.....13
图 14: 渗透率越高，越难回到高点.....13
图 15: 房地产下行周期各种消费的最大跌幅（均值）.....14
图 16: 房地产下行周期各种消费的变化.....14
图 17: 房价顶点前的涨幅可以反映各种消费需求是否预支和透支.....15
图 18: 不同分组下的房价最大跌幅（%）.....16
图 19: T 时点杠杆率对房价跌幅解释力较弱.....16
图 20: T 前加杠杆速度更能解释房价跌幅.....16
图 21: 房地产深度衰退之前上涨更多.....17
图 22: 房地产普通衰退之前上涨更少.....17
图 23: 信贷拐点晚于房价.....18
图 24: 从有数据样本来看，大多信贷拐点晚于房价拐点.....18
图 25: 8 个样本的货币政策.....18
图 26: 8 个样本的贷款标准.....18
图 27: 8 个样本的家庭贷款需求.....19
图 28: 8 个样本的家庭信贷净增率（%）.....19
图 29: 住宅投资上升速度和房价下跌时间.....20
图 30: 住宅投资下降的耗时和房价下跌时间.....20
图 31: 按住宅投资上升速度、下降耗时分组看房价下跌时间.....21

表 1: 四类消费品的含义和范围.....12

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 消费、信贷和投资的三个误解

关于房地产下行周期的需求复苏，市场有三个常见的误解。

第一个误解是认为房价领先于消费，只有看到房价修复之后，才能确认居民部门资产负债表修复，才能看到消费见底回升。

第二个误解是信贷领先于房价，只有看到居民部门普遍加杠杆，看到信贷从收缩重回扩张，才意味着房价要见底回升。

第三个误解是住房投资领先于房价，只有看到住房投资重回扩张，才能确认房地产链条相关就业回暖，才能看到房价见底回升。

对于这些指标的关系，我们选择去研究历史规律，看看大部分房地产下行周期里面，这些指标的领先滞后关系究竟是什么样的。

我们结合 57 个经济体 × 55 年的房地产周期研究，从 190 次房地产下行周期中总结出来一个基本的结论是：

从见底回升顺序来看，从早到晚依次为：消费→房价→信贷≈住房投资，即消费比房价先见底，房价比信贷和投资先见底。换言之，这意味着，不能说房价没有止跌回稳，消费就不会回升；也不能说家庭还在去杠杆，房价就不会回升；更不能说住房投资还在下跌，房价就不会回升。

图 1 来自我们此前报告《从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升》，根据各个指标拐点将房地产周期分为五个阶段，这里已经能看到明显的领先滞后关系。

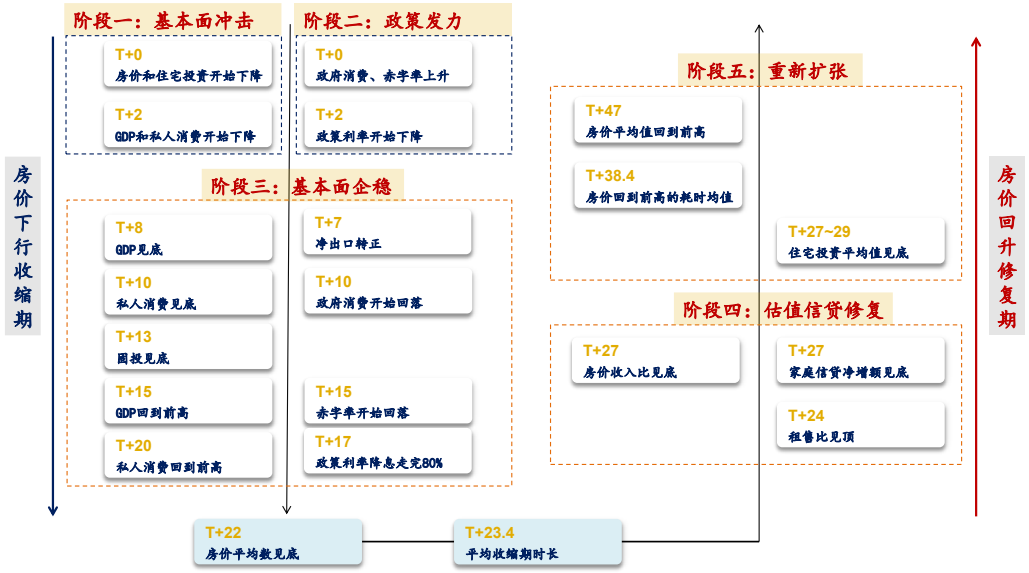
进一步，我们基于这些领先滞后关系，可以得到一个识别房地产下行周期拐点的方法：

- **跌多深：房地产繁荣期，家庭加杠杆速度会决定房价下跌深度；**
- **跌多久：房价下跌持续时间，很大程度上取决于繁荣期供给压力如何形成、衰退期供给压力如何释放；**
- **何时出现拐点：消费的拐点通常能预告房价的底部拐点。**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：房地产周期回升的五个阶段



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；T+X 为房价下行后 X 个季度，下同；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

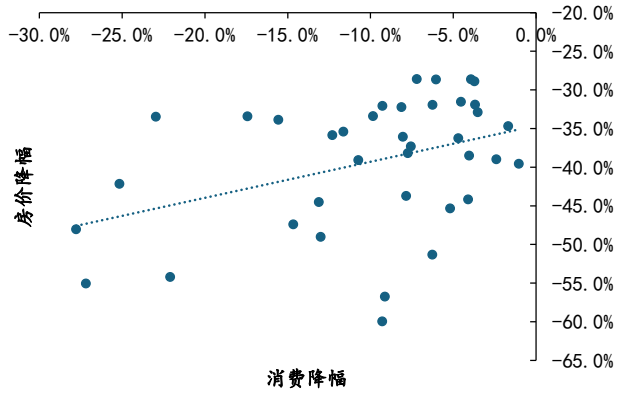
2. 消费：拐点早于地产，但结构分化明显

2.1. 消费早于地产

我们按照房价最大跌幅，将 190 次衰退分成 48 次深度衰退和 142 次普通衰退。其中深度衰退是位于样本前四分之一、房价跌幅超过 28.6%的下行周期。

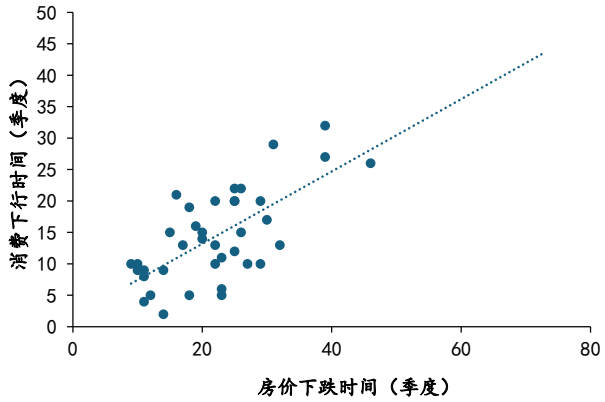
首先，从 48 个深度衰退周期来看，消费的降幅和下降时间，都受到房价降幅和下降时间影响，二者是密切相关的。

图2：消费降幅跟房价降幅正相关



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：消费是季调不变价，下同

图3：消费下跌时间跟房价下跌时间正相关



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

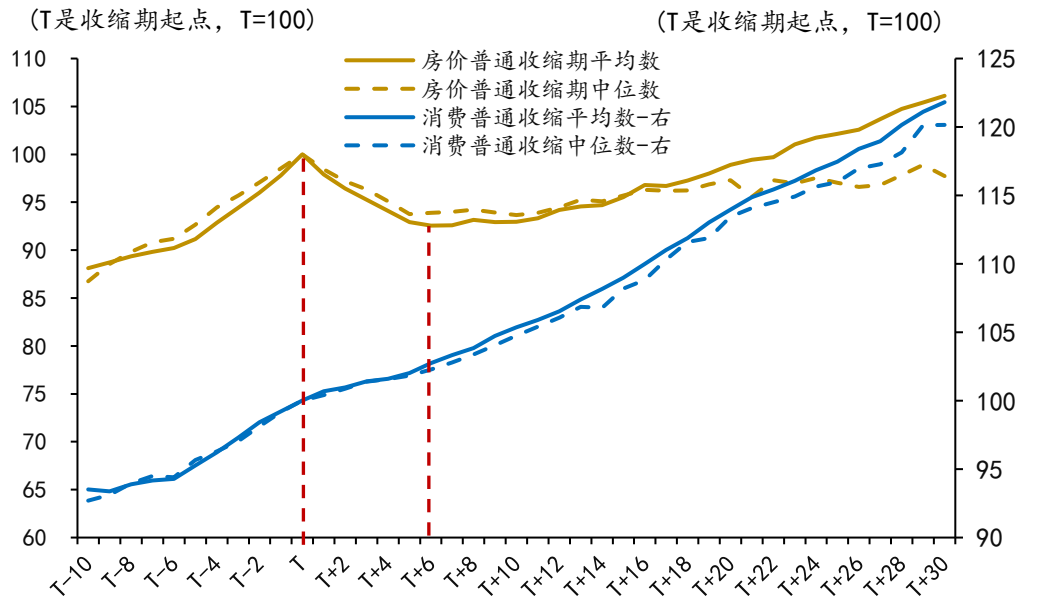
其次，不论是普通衰退还是深度衰退，消费的拐点都要比地产更早。

对于 142 次普通衰退来说，消费没有明显收缩，如果按消费环比增速的最低点来看（T+4），也早于房价的平均拐点（T+6）。142 次普通衰退期里，房价最大跌幅是 7.4%左右，拐点在房价下跌一年半左右，即 T+6。142 次普通衰退期里面，私人消费总量并不会出现收缩，消费始终是平稳增长的，但环比增速会有所下降。在房价下跌一年时（即 T+4），消费的平均增速降至 0.2%。作为对比，在房价下降之前，环比增速是 1.1%左右。

对于 48 次深度衰退期而言，消费平均拐点 T+10，显然早于房价平均拐点 T+22。48 次深度衰退里，房价最大跌幅是 32.8%左右，拐点是房价下跌后 5.5 年左右，即 T+22（平均数）。48 次深度衰退期里面，消费会跟随房价出现比较明显的收缩，消费的最大降幅是 2.3%（对比 T 时点），出现在房价下跌的 2.5 年（即 T+10），比房价拐点早 3 年左右。

由于普通衰退周期，消费并不会明显下降，不存在拐点，因此我们后面对消费、信贷、投资的分析都是指 48 次深度衰退周期。

图4：普通衰退期，消费没有明显收缩

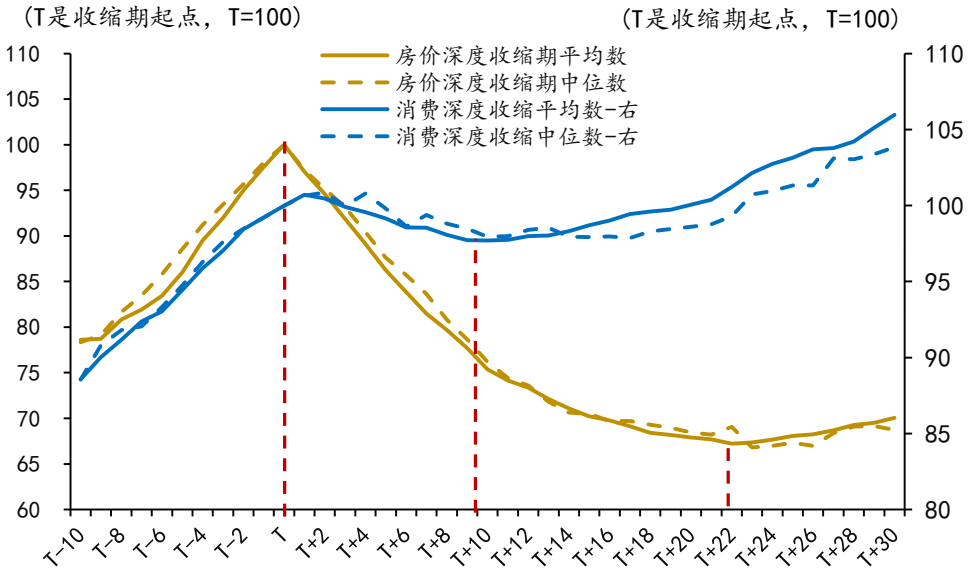


数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

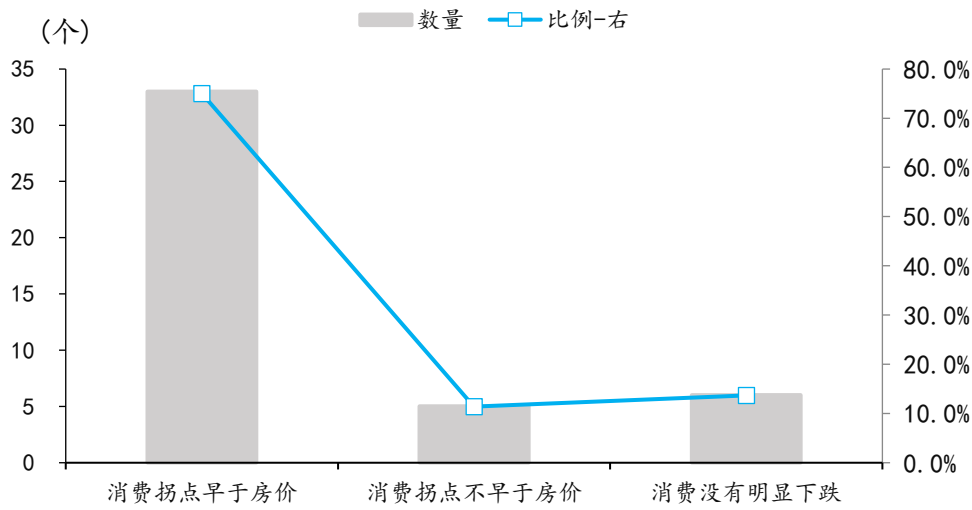
图5：深度衰退期，消费拐点明显早于房价



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

进一步，我们从深度衰退期的概率来看，发现消费拐点早于地产，也是大概率事件。48 个深度衰退周期里，44 个周期有较完整的消费数据，其中有 6 个周期属于消费没有明显下跌趋势；33 个周期的消费出现明显下跌，且拐点早于房价；只有 5 个周期的消费拐点不早于房价。换言之，若按全部样本看，消费拐点领先房价拐点的占比是 75.0%；若只看那些确实能识别出消费下跌和消费拐点的周期，那么领先房价的比例进一步升至 86.8%（33/38）。在这些消费先见底的周期里，消费拐点相对房价拐点的平均领先期为 9 个季度。

图6：44 个有数据的深度衰退期样本分布

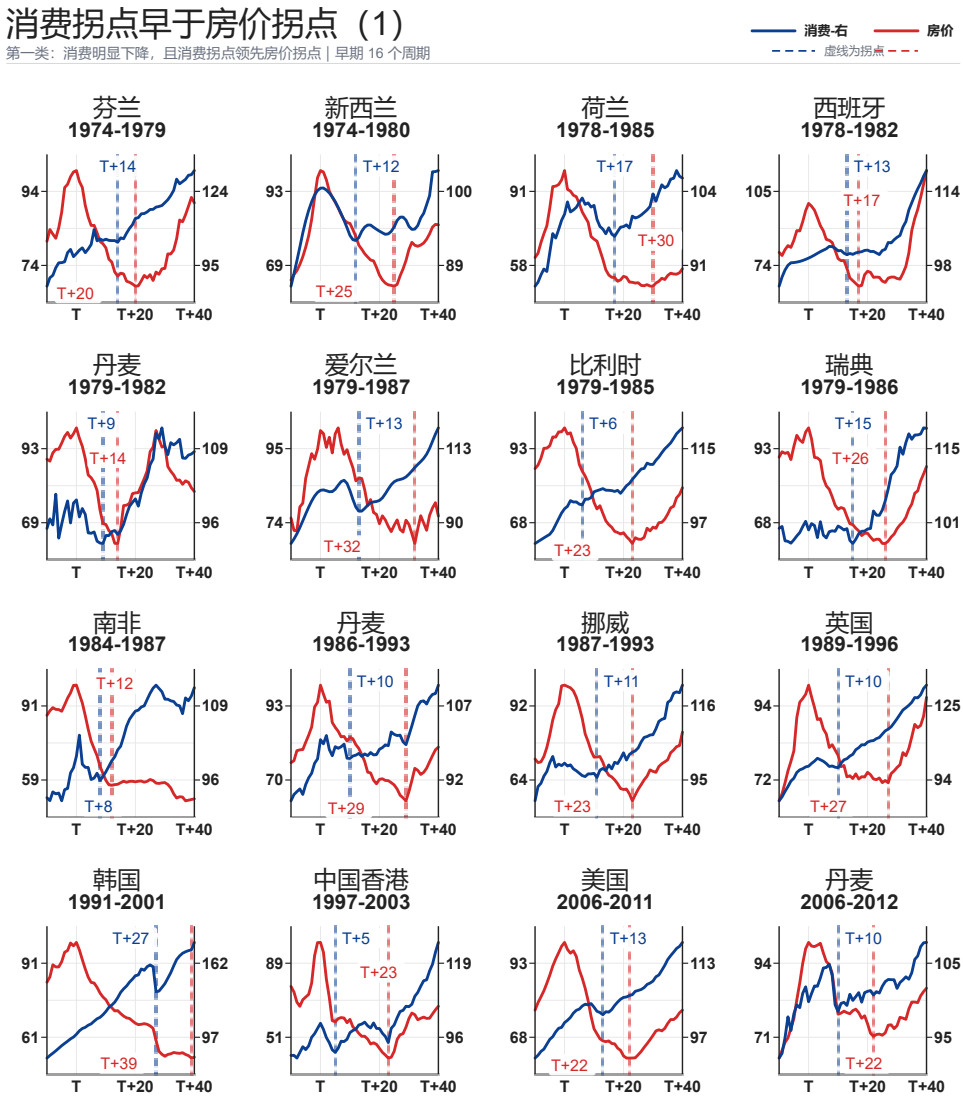


数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图7：44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（一）

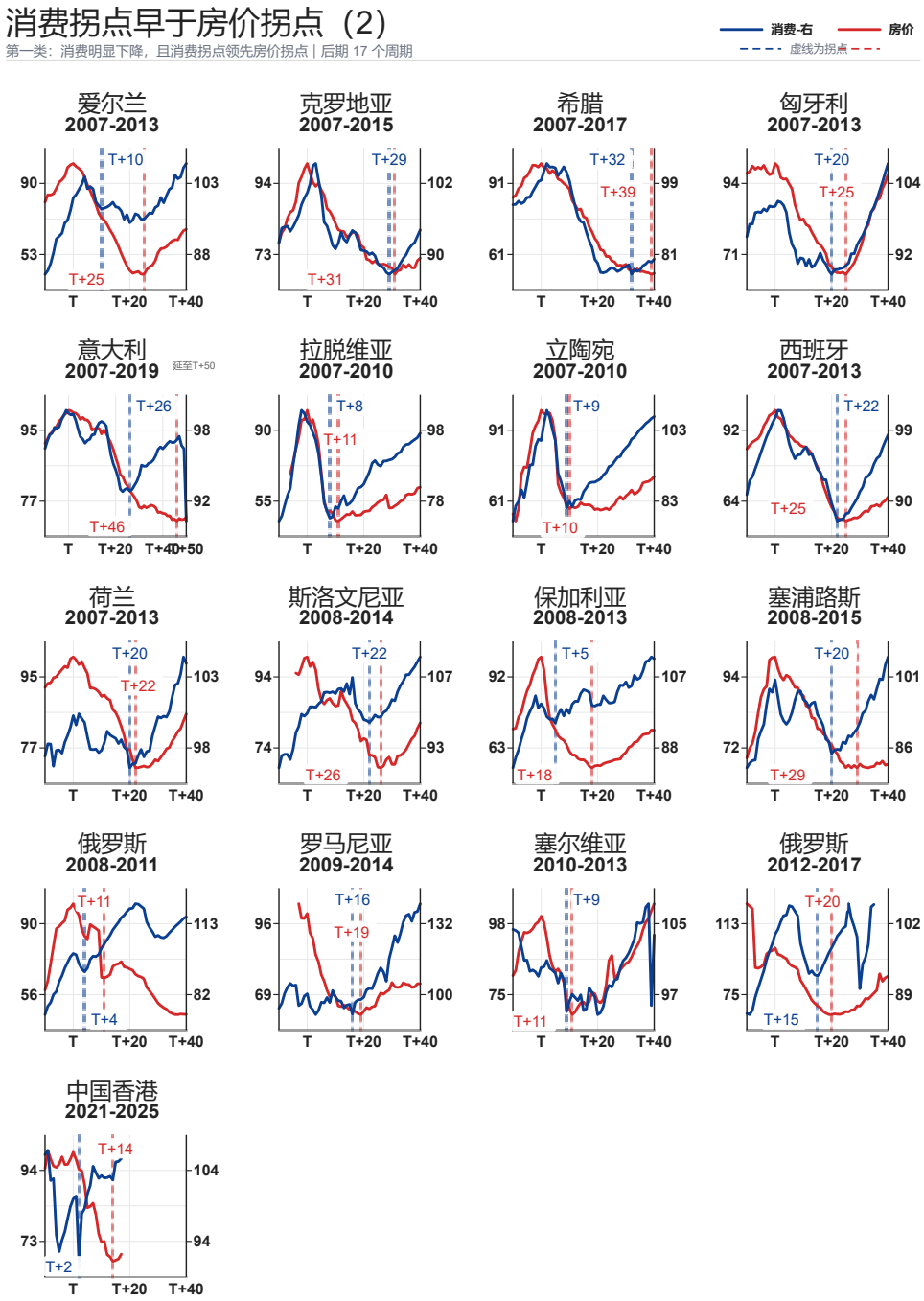


数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T=100

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图8：44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（二）

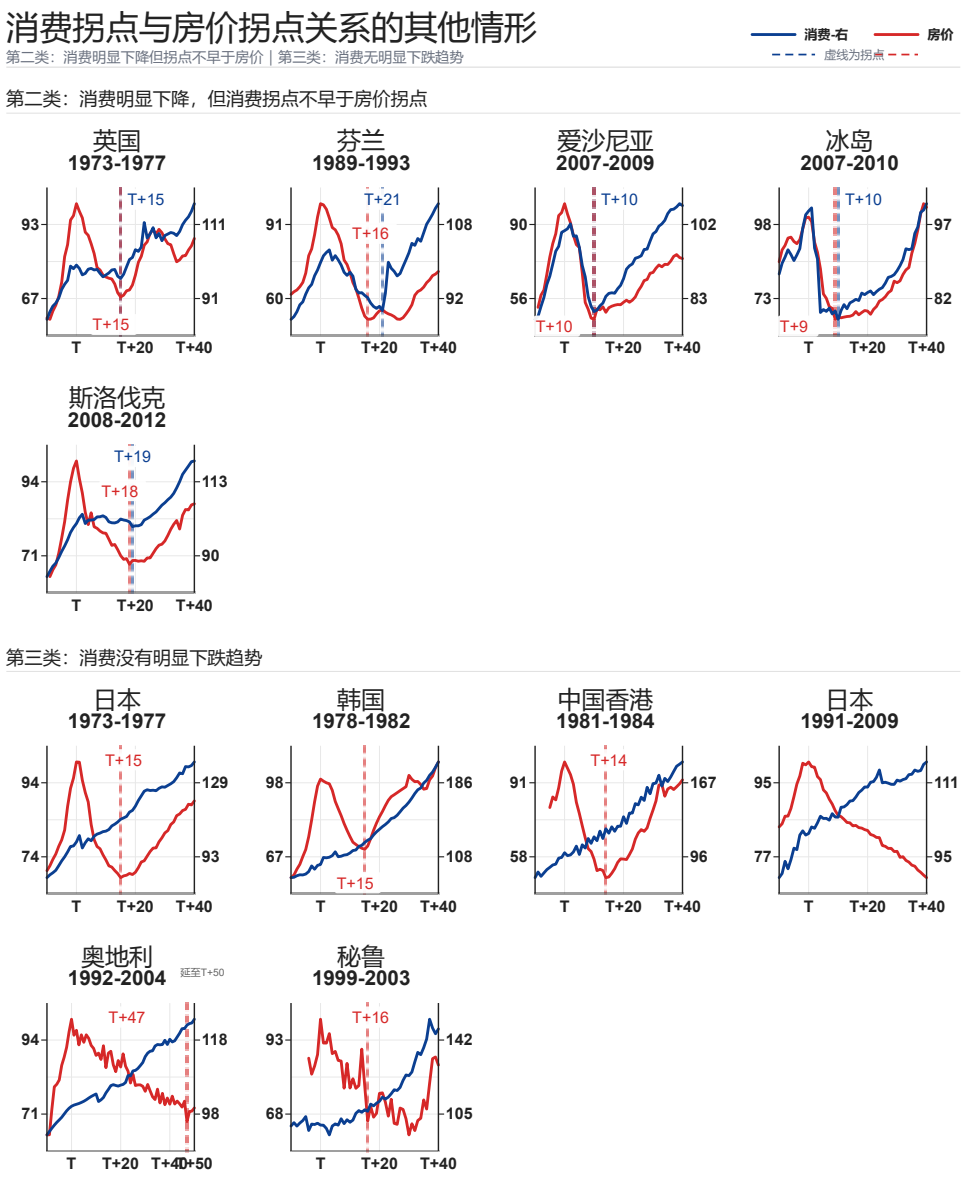


数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T=100

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：44 个有数据的深度衰退期：消费与房价拐点的关系（三）



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：T 是收缩期起点，T=100

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 为什么消费早于地产

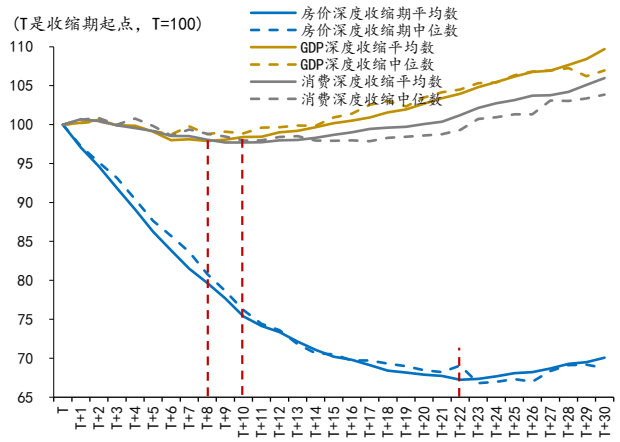
2.2.1. 去地产化增长

“去地产化增长”是消费领先于房价复苏的重要机制。

一方面，消费对经济总量复苏更敏感。消费是收入和就业驱动的流量变量，通常随着经济总量开始企稳，消费就会随着居民收入预期的改善而修复。房价是资产价格变量，即使经济开始恢复，房价仍然可能受到库存、杠杆、信用收缩和预期的拖累，因此修复更慢。在 48 个深度衰退周期里面，GDP 拐点平均出现在 T+8，消费拐点是 T+10，房价拐点是 T+22，T+8 到 T+22 是为期三年多的“去地产化增长阶段”，这时除了房地产外的经济部门都已经开始复苏。

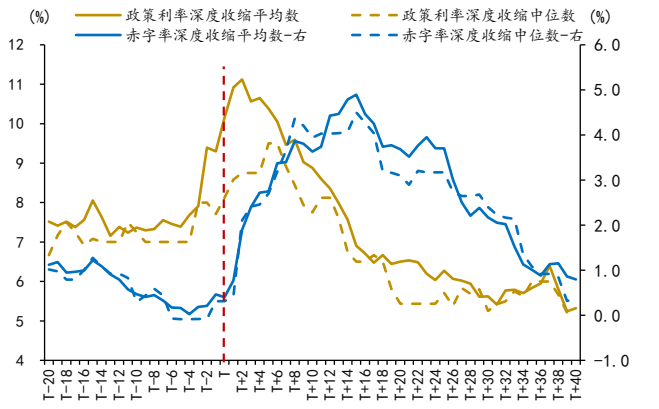
另一方面，消费更容易受到政策的托底。在“去地产化增长”阶段，财政赤字率平均从 0.4%上升到 4.9%，上升 4.5 个百分点；货币政策的政策利率平均从 11%降到 6.3%，降幅接近 50%。这些政策首先稳定的是就业和企业生产，进而稳住居民收入和经济总需求。但对于房价而言，财政货币政策的作用较为间接，短期无法缓解住房“需要”的透支，这也是我们接下来的“饱和-更新周期框架”所揭示的。

图10：消费对经济总量复苏更敏感



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图11：财政货币政策的变化



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：赤字率这里正数为赤字

2.2.2. 饱和—更新周期框架

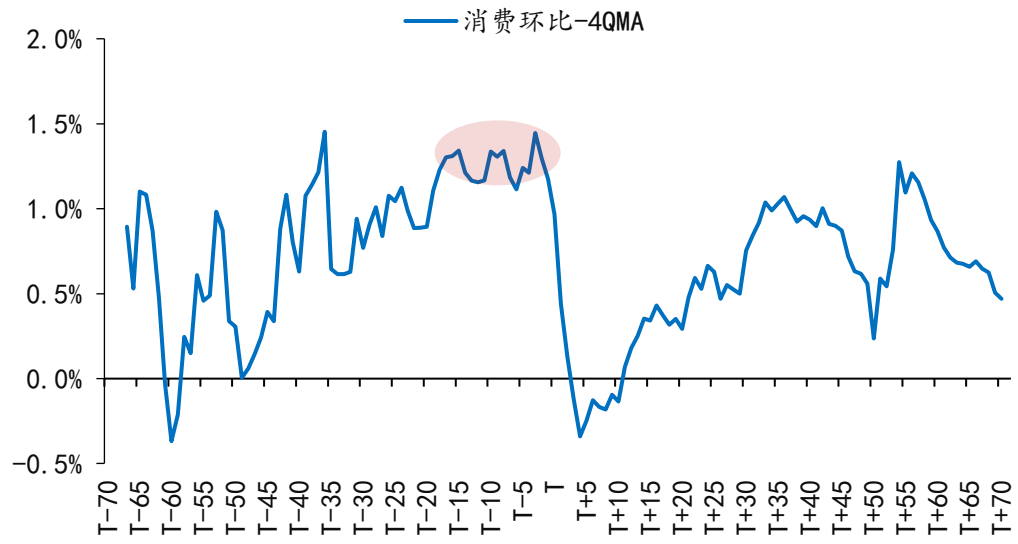
消费和住房进入下行期后的“饱和—更新周期”不同，也会使得消费拐点早于住房。房地产繁荣期，居民买房、装修、购置家具家电、改善居住条件和增加大额消费往往同步发生，房价顶点附近不只是住房需求处在高位，广义消费需求也已经被提前释放。按照消费增速来看，房价顶点前五年（T-20 到 T）消费季均增速 1.2%，处于过去 70 个季度的最高历史区间。房价下跌后，住房和消费都面临前期集中购买后的需求空窗期，但

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

消费品的使用寿命更短、更新周期更快，因而更早完成调整；住房则折旧慢、交易成本高，还受到库存、房价预期、按揭成本和居民加杠杆意愿影响，修复自然更慢。

图12：房价顶点前五年出现消费需求的预支



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

2.3. 消费结构：使用寿命影响分化程度

在结构层面，我们按照使用年限，将消费分成耐用品（3 年以上）、半耐用品（1-3 年）、非耐用品、服务消费 4 类，据此来研究房地产下行周期的消费结构变化。

表1：四类消费品的含义和范围

分类	包含范围	说明
耐用品	汽车、摩托车、自行车；家具、地毯、灯具；大型家电；电脑、手机、通信设备；摄影和光学设备；大型文娱耐用品，如房车、船只、乐器；珠宝和手表；治疗器械和辅助设备等	可反复使用、使用寿命较长，如ECB定义耐用品预期寿命超过3年。
半耐用品	服装、鞋类；家庭纺织品；小家电；玻璃器皿、餐具、厨具和家用器具；非机动工具及杂项配件；机动车零配件和轮胎；游戏、玩具和嗜好用品；运动、露营和户外娱乐设备；书籍、影音媒介；箱包、婴儿用品及其他个人物品等	使用寿命短于耐用品，如ECB定义在1-3年。
非耐用品	食品、非酒精饮料；酒类、烟草；住房维修材料；水、电、燃气、燃油；清洁用品、纸制品等日用消耗品；药品和部分医疗用品；汽油、润滑剂；宠物食品、花卉、植物；报纸、杂志、文具；个人护理消耗品等	消耗快或一次性使用，使用寿命通常短于1年。
服务消费	房租和自有住房折算租金；住房维修、垃圾处理、污水处理等居住服务；医疗、牙科、住院、护理服务；公共交通、航空、铁路、出租车、停车、过路费；通信和互联网服务；文娱体育服务；教育；餐饮、住宿、旅游；保险、金融服务；理发美容、家政、养老和社会保护服务等	服务通常不能储存，多在购买时点消费。

数据来源：ECB，UN，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

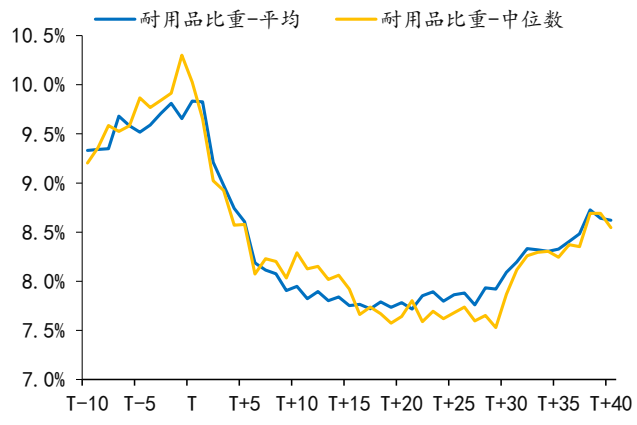
第一，按照现价占比来看，耐用品在消费中的比重降下去之后很难回升，在消费结构上表现出去地产的特点，这与我们前面讲的“去地产化增长”的逻辑是一致的。按照有数据的 25 个房地产深度衰退周期的平均值来看，耐用品消费占整体消费的比重在 T+1 时达到 9.9%的高点，随后不断回落，在 T+11 到 T+27 期间，在 7.8%附近的底部波动，随后开始回升，但直到 T+40 也只能回升到 8.6%，相比前期高点还有不少距离。

渗透率是决定耐用品消费比重能否回升的重要因素，耐用品消费渗透率越高，就越难回到高点。进一步按照 T 时点的耐用品消费比重是否高于均值，将所有样本分为“高渗透率”和“低渗透率”两组，“高渗透率”组在 T 时点耐用品消费比重平均高达 11.9%，T+40 仅回升至 9.5%，距离高点还有较大缺口；而“低渗透率”组在 T 时点耐用品消费比重平均为 7.6%，T+40 回升至 7.5%，大致修复全部缺口。

背后的逻辑在于需求结构的差异：高渗透率意味着市场趋于饱和，增量空间受限，修复主要依赖存量替换，弹性较弱；而低渗透率阶段，市场仍有较大的普及空间，消费恢复不仅包含存量更新，更叠加了新增用户的渗透率提升红利，双重动力驱动下修复更为迅速。

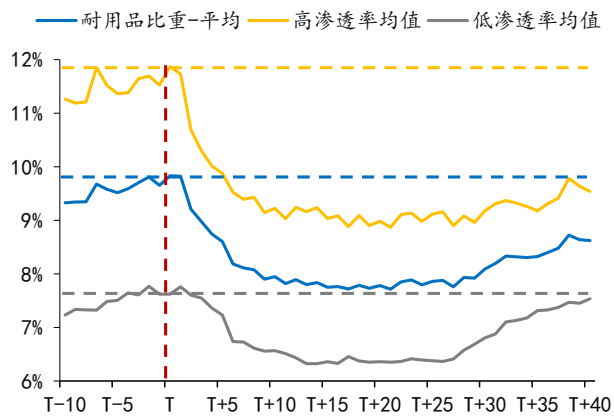
当然，耐用品在消费中的比例下降，除了地产相关消费的减少之外，还有一部分原因是来自于耐用品消费跟服务消费的价格剪刀差，也就是工业部门技术进步更快，使得耐用品价格持续下行，从而降低其在消费中的名义比重，这个我们在前期报告《缺失的拼图：经济转型的价格力量》里面也有详细阐述。

图13：现价耐用品消费比重难以回到前高



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图14：渗透率越高，越难回到高点



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

第二，从不变价增速来看，服务消费和非耐用品消费是消费的稳定器，耐用品和半耐用品消费是波动的来源。

分商品看，服务消费和非耐用品消费是房地产下行阶段消费的稳定器。按照有数据的 24 个房地产深度衰退周期平均数显示，总消费房价下跌后最多下降约 3.3%，但非耐

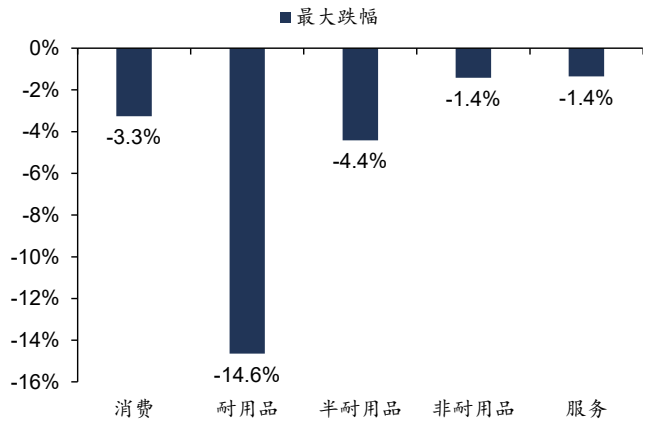
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

用品消费最大降幅仅约 1.4%，服务消费最大降幅也只有约 1.4%，基本围绕 T 点水平窄幅波动。这说明房价调整并不会均匀压低所有消费分项，日常必需型消费和服务消费具有更强韧性，能够在周期下行阶段托住居民消费底部。

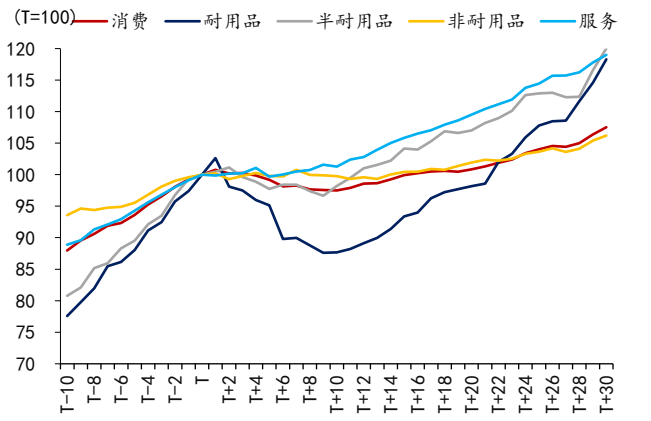
相比之下，耐用品和半耐用品消费是消费波动的主要来源。从平均值来看，耐用品消费在房价下跌后最多下降约 14.6%，跌幅远大于总消费；半耐用品消费最大降幅约 4.4%，跌幅也大于非耐用品和服务。但进入修复阶段后，耐用品和半耐用品消费的弹性同样更强。房价下跌 8 年后（T+40），耐用品消费较 T 点上升约 57.7%，半耐用品消费上升约 46.3%，明显高于总消费的 19.9%。

图15：房地产下行周期各种消费的最大跌幅（均值）



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价

图16：房地产下行周期各种消费的变化



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价

为什么在房地产下行周期中，非耐用品和服务消费相对平稳，而耐用品和半耐用品却大幅波动？

这是因为地产下行周期里，不同类型消费的驱动力不同。消费需求=“购买力×需要”，即想买且买得起才构成需求。其中，房地产下行周期，耐用品和半耐用品消费由“需要”影响为主、“购买力”影响为辅，非耐用品与服务消费则由“购买力”主导。

房地产下行期，耐用品和半耐用品消费跌幅最深，是因为“需要”和“购买力”双重收缩。房地产繁荣期不只是住房需求的透支，也带来了耐用品和半耐用品消费需求的透支。T-10 到 T，消费平均增长 13.7%，但耐用品和半耐用品消费增长 28.9%和 23.8%，需求明显被提前预支。这导致耐用品和半耐用品消费在房地产下行周期面临多重压力，一方面，前期透支压力，加上交房关联需求消失，会直接压制购买“需要”；另一方面，收入和预期收缩会影响购买力。

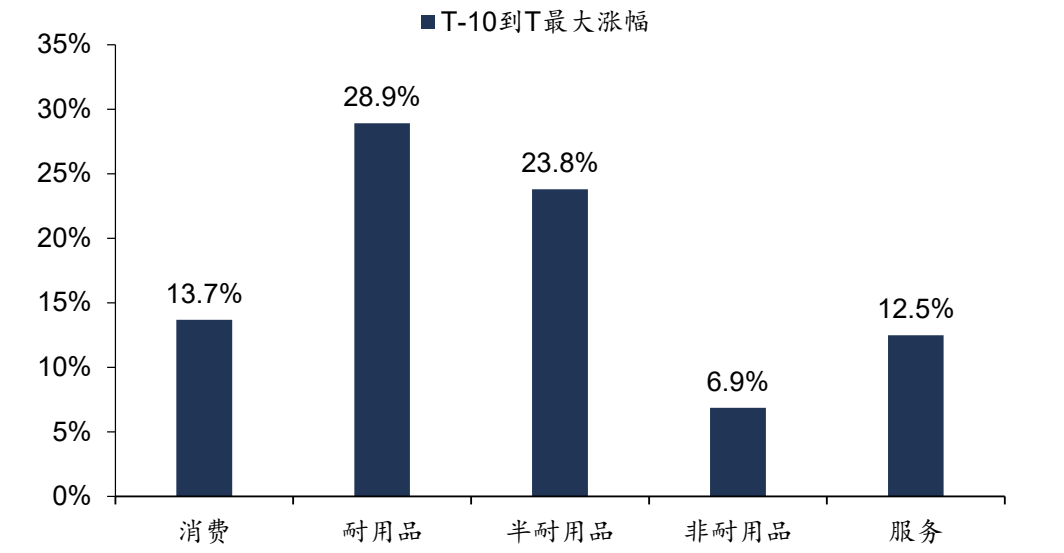
而非耐用品和服务消费的“需要”无法在繁荣期透支，相对平稳，加上部分刚需消费对购买力弹性低，因而整体韧性强。T-10 到 T，非耐用品和服务消费平均增长 6.9%和 12.5%，略低于整体消费增速，不存在透支问题。因此，房地产下行期，非耐用品和服务消费仅受购买力影响。其中，食品饮料、医疗等必选消费对购买力的弹性也非常低，是

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

消费的“压舱石”；其他可选消费对购买力较敏感，构成有限波动。

图17：房价顶点前的涨幅可以反映各种消费需求是否预支和透支



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：深度衰退周期，消费为季调不变价

3. 信贷：加杠杆速度决定房价跌幅，重新加杠杆较晚

3.1. 繁荣期的家庭加杠杆速度决定房价跌幅

从国际样本看，决定房地产下行期房价跌幅的，不是房价见顶时家庭杠杆率的绝对高度。按见顶时点(T)的杠杆率水平给样本分组,跌幅与杠杆高低之间没有任何单调关系，低杠杆组(小于 40%)房价平均下跌 33%,高杠杆组(60%以上)下跌 40.5%，跌得最深的反而是中间组，跌幅 46.7%。杠杆率水平与最大跌幅的相关系数仅为 0.02,几乎是零。

杠杆率水平本身预测力有限，因为它更多反映金融制度的差异，而不是风险大小。家庭杠杆长期处在高位，往往对应成熟的按揭体系：贷款期限长、摊还规则稳定、抵押融资发达、债权保护较强。这类债务是多年沉淀下来的存量，背后有相应的资产、收入和风险管理安排。更关键的是，存量债务里大部分是老债务，借款人已经还款多年，房屋权益缓冲较厚。即便房价下跌两三成，也未必触及负资产，更谈不上集中违约和被迫抛售。因此，跨国杠杆水平差异主要是制度差异，不能直接说明泡沫大小。

真正决定房价跌幅的是居民加杠杆的速度。换成按照“T 前 2 年杠杆率升幅”来分组，我们发现：低速加杠杆组跌幅约 35.2%，中速加杠杆组跌幅 36.2%，高速加杠杆组跌幅 40.5%。加杠杆速度和房价最大跌幅的相关系数达到 29%，且统计显著。

对于房价下跌时间，无论是杠杆率还是加杠杆速度，都没有明显相关性。

这是因为加杠杆速度才反映风险。短期内杠杆快速上升，说明信贷扩张持续快于收入增长，银行也往往在放松标准，把首付更薄、收入更弱、投机动机更强的边际买家推

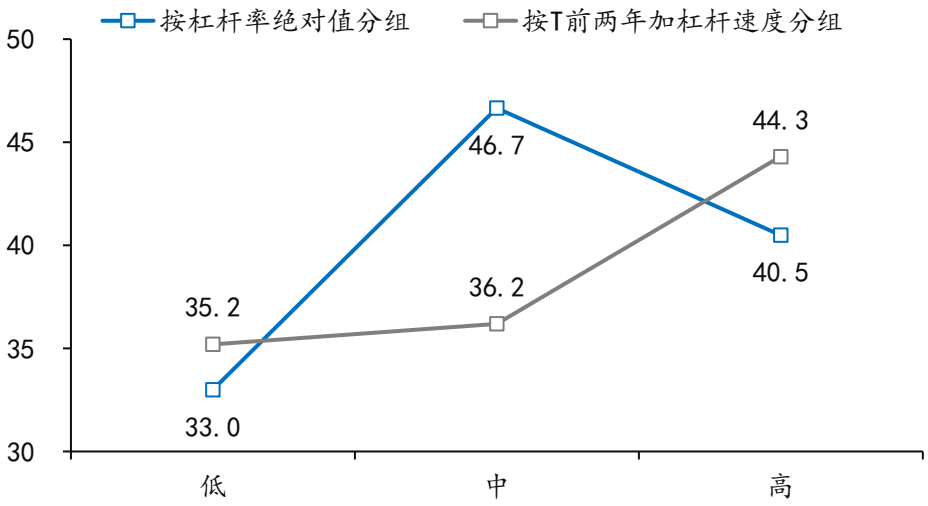
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

入市场。繁荣后期的房价正是被这股新增信贷顶上去的；升幅越大，价格脱离收入基本面越远。等信贷退潮，最先出问题的也是这批高位入场的新借款人。他们权益缓冲薄，房价稍跌就可能陷入负资产，违约和被迫出售随之出现，进一步压低周边价格。换言之，加杠杆越快，市场里积累的脆弱买家越多，房价需要回吐的部分也越大。

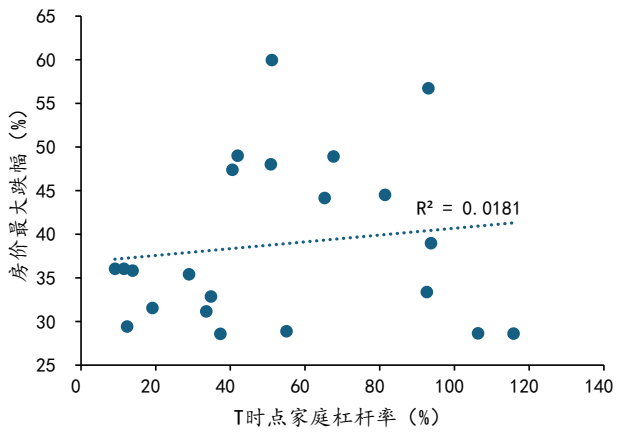
繁荣期家庭加杠杆的速度，影响衰退期的房价跌幅，这与我们此前另一个发现是一致的，即上涨会影响下跌，涨的越多、跌的越深（如图 21-22）。房地产周期深度衰退前大多是大幅繁荣，48 个深度收缩期，在衰退之前平均上涨 45 个季度、涨幅 89.9%；而 142 个普通收缩期，在衰退之前平均上涨 38 个季度、涨幅只有 30.7%。

图18：不同分组下的房价最大跌幅（%）



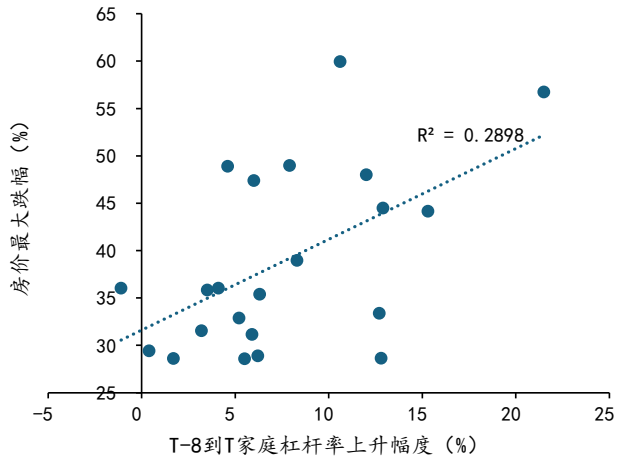
数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；注：按 T 时点杠杆率：低：T 时点杠杆率＜40%；中：T 时点杠杆率处于 40%-60%区间；高：T 时点杠杆率＞60%。按 T-8 到 T 杠杆率变化幅度：低：T-8 到 T 杠杆率变化幅度＜5 个百分点；中：T-8 到 T 杠杆率变化幅度处于 5–8 个百分点区间；高：T-8 到 T 杠杆率变化幅度＞8 个百分点。

图19：T 时点杠杆率对房价跌幅解释力较弱



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图20：T 前加杠杆速度更能解释房价跌幅

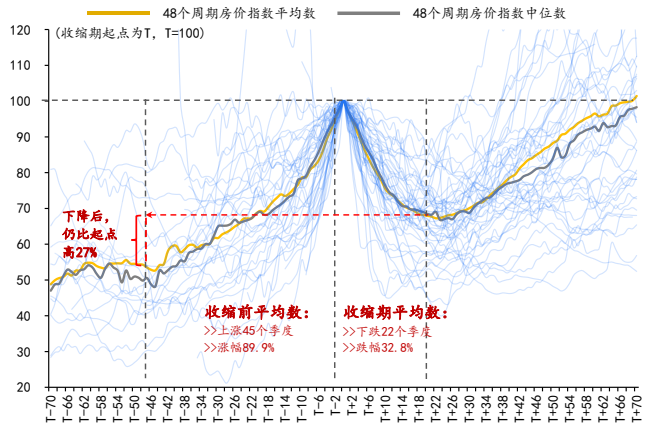


数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

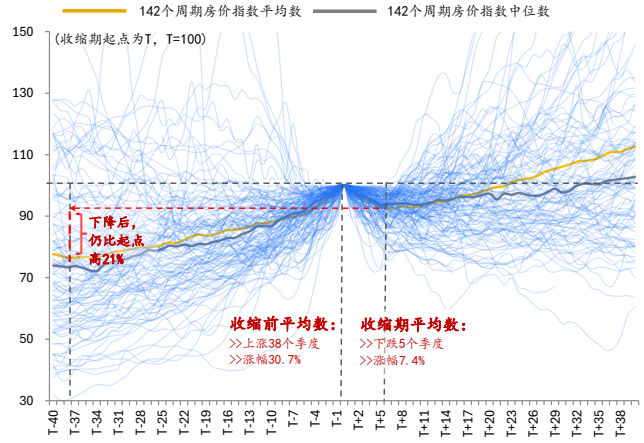
下载日志已记录，仅供内部参考

图21：房地产深度衰退之前上涨更多



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图22：房地产普通衰退之前上涨更少



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

3.2. 家庭何时重新加杠杆：时点在房价回升之后

接下来，我们进一步研究房地产下行周期，家庭部门什么时候重新启动加杠杆。

一方面，从平均值和中位数来看，家庭信贷重新增长时点在房价回升之后。家庭信贷净增率 4QMA 平均在 T+30 见底回升，平均数最低是 0.7%左右，中位数则会经历几个季度的负增长，在 T+31 转正回升。尽管 4QMA 有一定滞后性，但相比于房价在 T+22 附近见底回升，家庭重新加杠杆的时点在房价回升之后。(注：考虑到家庭信贷净增额波动较大，我们改进了前一篇报告的研究方法。首先剔除掉没有跨越 T 期限的样本；然后，计算净增率=家庭信贷净增额/上季度家庭信贷余额，再对净增率取 4 个季度移动平均值，用 4QMA 家庭信贷净增率来衡量信贷变化，更加稳定。)

另一方面，从样本数量来看，也能发现大多数房地产下行周期里，家庭重新加杠杆的时点要晚于房价拐点。我们将家庭信贷净增率的最低点或转正的时点定义为拐点，会发现在 25 个样本中，有 16 个样本家庭信贷净增率的拐点晚于房价的拐点，占比 64%；只有 9 个样本早于房价拐点，占比 36%。

家庭信贷回升之所以显著滞后于房价见底，本质在于资产负债表修复存在滞后性。

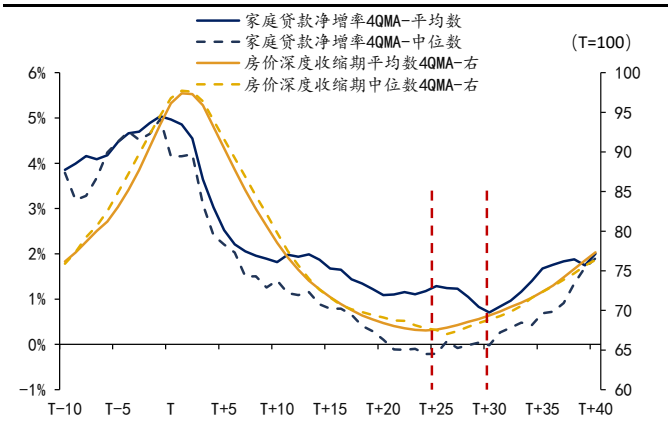
一是信贷净增量受到还贷拖累。存量房贷偿还是刚性的合同义务，不随预期改善而减少；而新增贷款高度依赖市场信心。只有当房价企稳、赚钱效应扩散，购房参与面从少数抄底者扩大至普通家庭，新增流量才能逐步覆盖刚性偿还流，这决定了信贷修复必然是缓坡而非 V 型反转。

二是很多国家的银行会在房地产下行周期进行“顺周期紧缩”，收紧贷款标准。房地产下行期，虽然货币政策趋于宽松，但出于规避风险的考虑，很多银行会系统性收紧信贷审批标准，大幅抵消了央行降息效果。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

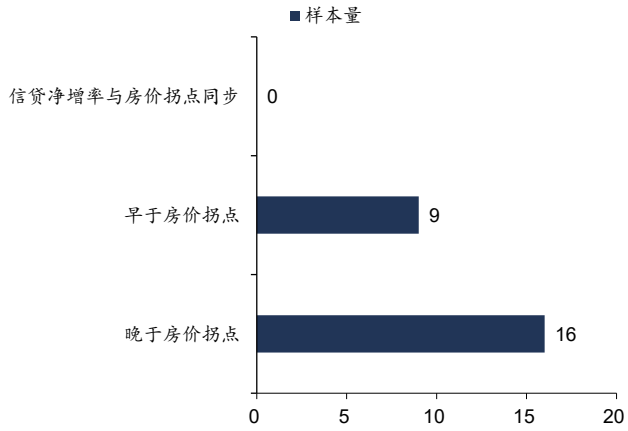
下载日志已记录，仅供内部参考

图23：信贷拐点晚于房价



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图24：从有数据样本来看，大多信贷拐点晚于房价拐点



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

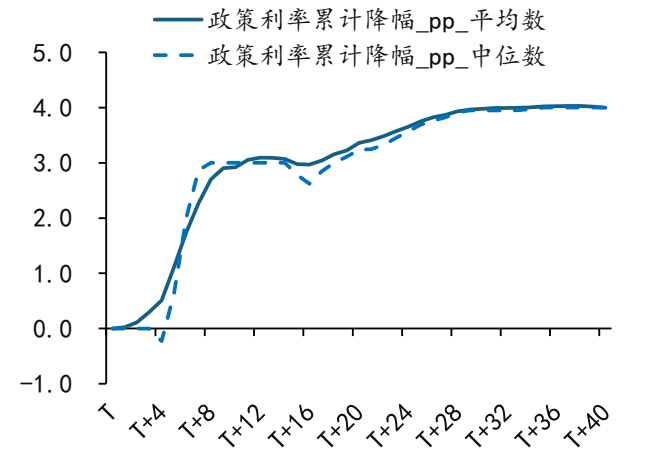
为衡量银行紧缩的影响，我们收集了 8 个房地产下行周期的贷款标准和贷款需求的季度调查数据，把它跟家庭信贷净增率联系到一起来看。

我们发现，这 8 个样本的贷款标准，按照平均数和中位数来看，分别在 T+26 和 T+24 由紧转松，而贷款需求的平均数和中位数都是在 T+26 由负转正，但家庭信贷净增率转正分别在 T+38（平均数）、T+34（中位数）。

这表明，信贷标准的松紧确实对贷款需求影响较大，银行信贷政策跟央行货币政策是两回事，在房价下跌的前几年，货币政策放松，但银行信贷标准是收紧的。

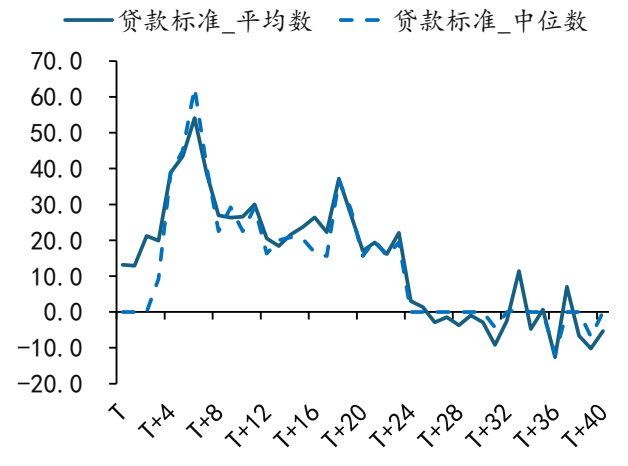
另外也验证了上面的结论，从信贷需求恢复（T+26），到整个居民部门重新加杠杆，即信贷净增量开始正增长，中间还有较长的距离，按这 8 个样本来看是 8-12 个季度。

图25：8 个样本的货币政策



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图26：8 个样本的贷款标准



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：正数表示收紧，负数表示放松

请务必阅读正文之后的免责声明部分

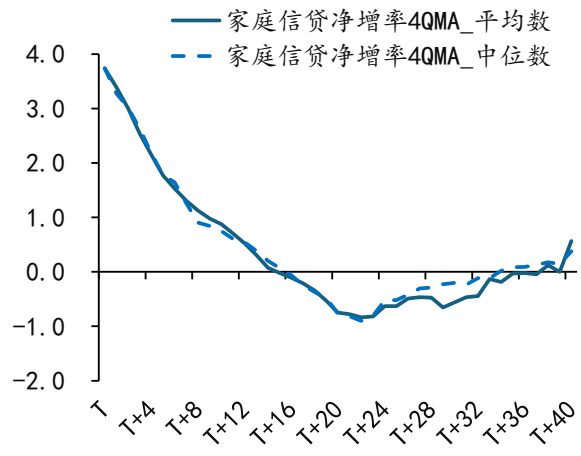
下载日志已记录，仅供内部参考

图27：8 个样本的家庭贷款需求



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：正数表示需求走强，负数表示需求走弱

图28：8 个样本的家庭信贷净增率（%）



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

4. 投资：住宅投资变动决定房价下跌时间

最后，我们看房地产下行周期里住宅投资的变化。

基础结论是，住房投资拐点普遍晚于房价拐点。从“住宅投资占 GDP 的比重”来看，平均在 T+29 出现底部[1]，要早于房价 T+22 左右的底部。从样本量来看，21 个有拐点数据的房地产下行周期里，17 个样本的住宅投资指标拐点晚于房价，占比 81%。

更重要的是，住宅投资作为供给调整的流量指标，可以决定房价下跌时间。

我们的跨周期样本显示，房价下跌持续时间，很大程度上取决于繁荣期供给压力如何形成、衰退期供给压力如何释放。T 之前“住宅投资占 GDP 的比重”上升越快，通常意味着新增供给和潜在库存积累越集中；T 之后“住宅投资占 GDP 的比重”从高点回落到 75%所需时间越长，则说明供给端调整越迟缓，新增供给对价格的压制持续存在。二者共同刻画了地产周期的“压力形成—压力释放”过程。用住宅投资上升速度、下降耗时这两个指标建模发现，对房价下跌时间的解释力度较强，R^2达到 0.592。具体来看，T 之后“住宅投资占 GDP 的比重”从高点跌至 75%的耗时解释力更强，T 之前“住宅投资占 GDP 的比重”上升速度解释力弱一些。

可以从两个机制理解，为什么住宅投资在繁荣期的上升速度和衰退期的回落耗时，会共同决定房价下跌时间。

第一，住宅投资虽然是流量指标，但它跟踪的是未来会进入市场的供给压力。繁荣

[1] 注：跟上一篇报告相比，样本量有所区别，这里我们剔除了没有跨越 T 的样本，最后保留 22 个数据较充分的样本，其中 21 个有明显拐点

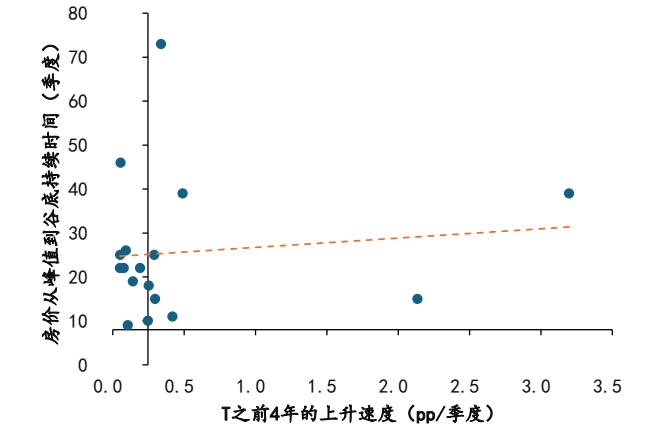
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

期住宅投资升得越快，说明新项目启动越集中，未来几个季度甚至几年内会陆续形成待售房源和交付压力。房价见顶后，市场要消化的供给就更多、更集中。衰退期投资如果降得慢，就意味着这部分压力还在继续增加或释放，房价自然更难尽快见底。因此，房价企稳不是看投资有没有下降，而是看它是否降到足够低的位置，使新增供给不再继续压低价格。

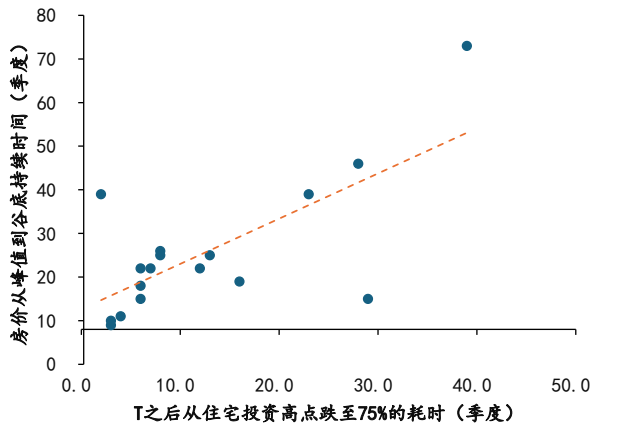
第二，住宅投资还会通过预期影响需求。繁荣期投资快速上升，会让市场在下行阶段意识到后面还有供给，买家更容易观望；衰退期投资如果迟迟不降，观望会被进一步强化，因为市场会认为价格压力还没有释放完。相反，如果投资快速收缩，买家会更早看到供给压力减轻，需求才更容易重新承接。也就是说，住宅投资不只是供给变量，它还会影响需求恢复的时间。房价下跌持续多久，取决于前期供给压力加得多快，也取决于后期这股压力减得多快。

图29：住宅投资上升速度和房价下跌时间



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

图30：住宅投资下降的耗时和房价下跌时间



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

我们按照住宅投资上升速度、下降耗时的中位数为标准，将 17 个样本分成 4 组。

第一组，住宅投资上升快、下降慢，即新增供给形成很快、但去化很慢，房价平均下跌时间是 38 个季度，接近 10 年。典型案例是日本 1991 年后近 20 年的房地产衰退期，T 之后住宅投资下降的速度极慢，耗时 39 个季度才跌至高点的 75%，这使得新增供给不断进入市场，推迟了房价见底的时间，最终房价下跌 73 个季度。

第二组住宅投资上升慢、下降慢，新增供给形成不快，但去化很慢，房价平均下跌 27.6 个季度，接近 7 年。

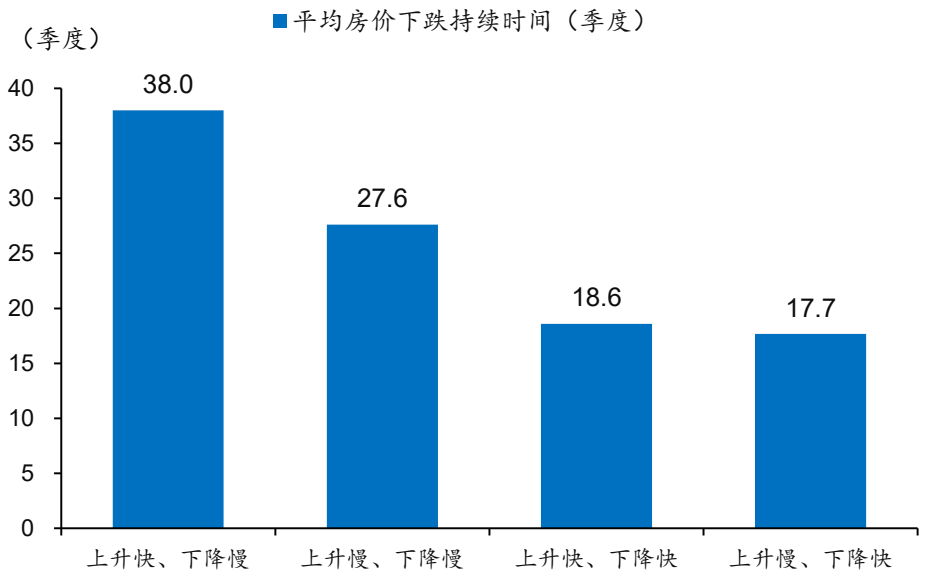
第三组住宅投资上升快、下降快，新增供给形成快，但去化也很快，房价平均下跌 18.6 个季度，接近 5 年。

第四组住宅投资上升慢、下降快，新增供给形成很慢，同时去化很快，房价平均下跌 17.7 个季度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图31：按住宅投资上升速度、下降耗时分组看房价下跌时间



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所

5. 结论：如何识别房地产下行周期拐点？

本文结合 57 个经济体、跨越 55 年、共 190 次房地产下行周期的国际经验，重新检验了市场对地产下行期需求复苏的三个常见误解，并提炼出一套识别房地产下行周期拐点的分析框架。

从见底回升的先后顺序看，消费、房价、信贷与住房投资之间存在稳定的领先—滞后关系：消费→房价→信贷≈住房投资。也就是说，消费先于房价见底，而信贷和住房投资普遍滞后于房价见底。这意味着，不能因为房价尚未止跌就断言消费不会回升，不能因为家庭仍在去杠杆就断言房价不会回升，更不能因为住房投资还在下滑就断言房价不会回升。正是基于这套领先滞后关系，消费、信贷和住宅投资能够分别回答房地产下行周期里最重要的三个问题：跌多深、跌多久、何时出现拐点。

第一，房地产繁荣期的家庭加杠杆速度决定下行期房价“跌多深”。决定房价跌幅的并不是见顶时家庭杠杆率的绝对高度，杠杆率水平更多反映金融制度的差异，与跌幅几乎不相关（相关系数仅 0.02）。真正起作用的是繁荣期居民加杠杆的速度，加杠杆速度与房价跌幅的相关系数达到 29%，且统计显著。繁荣期加杠杆速度决定房价跌幅，这与我们此前的结论“上涨决定下跌”是一致的，房地产深度衰退前房价平均上涨 89.9%，而普通衰退前仅上涨 30.7%。

第二，住宅投资决定房地产下行期房价“跌多久”。房价下跌持续多长时间，本质上取决于繁荣期供给压力形成速度、衰退期供给压力释放耗时。用“T 之前住宅投资占比的上升速度”和“T 之后住宅投资从高点回落至 75%的耗时”两个指标建模，对房价

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

下跌时间的解释力达到 R^2=0.592，其中回落耗时的解释力更强。按这两个维度分组也能看到清晰差异：上升快、下降慢的组别房价平均下跌约 38 个季度（接近 10 年，典型如日本 1991 年后），而上升慢、下降快的组别仅约 17.7 个季度。背后逻辑是，住宅投资虽是流量指标，但它跟踪的是未来会进入市场的供给，繁荣期投资上升越快，未来形成的待售房源和交付压力越集中；衰退期投资回落越慢，这股压力释放就越久，并通过预期不断强化买家观望。

第三，消费拐点预告房地产下行周期“何时出现拐点”。在三个指标中，唯有消费的拐点稳定地早于房价，深度衰退期消费平均在 T+10 见底，明显早于房价的 T+22；在能够识别出消费下跌的样本中，消费领先房价的比例高达 86.8%（33/38）。

消费虽早于房价见底，但结构上高度分化。服务消费和非耐用品是消费的“稳定器”，主要受购买力影响、韧性较强，最大降幅仅 1.4%；耐用品和半耐用品则因“需要”和“购买力”双重收缩，成为消费波动的主要来源，跌幅最深（耐用品最大跌幅约 14.6%），但修复期弹性也最强。其中与地产高度相关的耐用品消费占比（现价）在下行期难以回到前期高点，且渗透率越高越难修复，呈现出明显的“去地产化”特征。

综合来看，这三个指标共同构成了一套诊断房地产下行周期的坐标：繁荣期加杠杆的速度，在周期一开始就大致框定了房价“跌多深”；住宅投资在繁荣期的积累速度、在衰退期释放供给压力的快慢，决定了房价“跌多久”；而消费的见底回升，则为房价拐点“何时到来”提供了先行信号。

6. 风险提示

（1）把统计规律外推为因果关系，可能存在误判风险。本文得出消费拐点平均领先房价等结论，但领先是事后统计的平均特征，并非稳定的因果机制，也无法在事前精确定位拐点。本文同时显示离散度很大，这意味着均值时点有一定参考价值，但在把统计规律外推为因果关系时，仍然存在误判风险。

（2）跨国制度差异与可比性的风险。本文将不同国家、不同年代的房地产周期统一对齐到 T 点进行横向比较，但各经济体在按揭体系、首付与杠杆约束、土地与住房供给机制、财政货币政策空间及银行行为上存在显著制度差异。这些制度背景的不同可能使消费、信贷、投资相对房价的领先滞后关系在特定国家发生偏移，简单套用跨国平均规律外推至单一经济体存在偏差风险。

（3）对人口因素的研究不够，可能带来偏差风险。目前的研究里面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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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