

מחקרי קרנות הסל של GLOBAL X

ניתוח מגזרי בסין: נדל"ן

מאת:

Dillon Jaghory

תאריך: 16 בספטמבר 2021
נושא: **בינלאומי**



מגזר הנדל"ן בסין הוא מגזר דינמי שנחשב למנוע מרכזי של צמיחה כלכלית, אך גם למקור פוטנציאלי של סיכונים מערכתיים. זהו מגזר צעיר במיוחד, שכן בעלות פרטית על קרקע ומבנים סתרה את הערכים הפוליטיים של סין לפני הרפורמות שהנהיג דנג שיאופינג ופתיחת השוק בשנות ה-80 של המאה ה-20. כיום, בעלות על יחידת מגורים נחשבת לערוץ מרכזי של יצירת עושר והיא סמל סטטוס בסין, שבה על פי ההערכות נכון לשנת 2019, הנדל"ן מהווה 23% מצריכת משקי הבית.¹ הרשויות המקומיות תלויות מאוד במכירת קרקעות כדי לממן את תקציביהן. בסך הכול, יש למגזר הנדל"ן תרומה משמעותית לתמ"ג בסין. אולם, מינוף גבוה ואיומים בהחרפת הרגולציה מדכאים את מחירי הנדל"ן בסין עד כדי כך שהם בין הנמוכים ביותר בעולם. בשעה שסין מנסה להשתלט על המינוף הגבוה של מפתחי הנכסים באמצעות מדיניות "שלושת הקווים האדומים" ושוקלת להטיל עליהם מס רכוש, הבנת מגזר הנדל"ן חיונית להבנת הדיונים על כלכלת סין בכללה.

מאמר זה, שהוא חלק מסדרת המאמרים על 11 המגזרים הכלכליים של סין, יתמקד במגזר הנדל"ן.

נתונים עיקריים:

הערכות המחיר של מדד MSCI China Real Estate 10/50 נמוכות באופן מיוחד, במיוחד בהשוואה למגזר הנדל"ן בארה"ב. מכפיל הרווח העתידי במדד MSCI China Real Estate 10/50 הוא 4.4, בהשוואה ל-24.5 במדד Real Estate Select Sector Index בארה"ב.

מגזר הנדל"ן בסין לעומת זה של ארה"ב

מקור: בלומברג, מרכז מחקר קרנות הסל, נכון ל-7 בספטמבר 2021

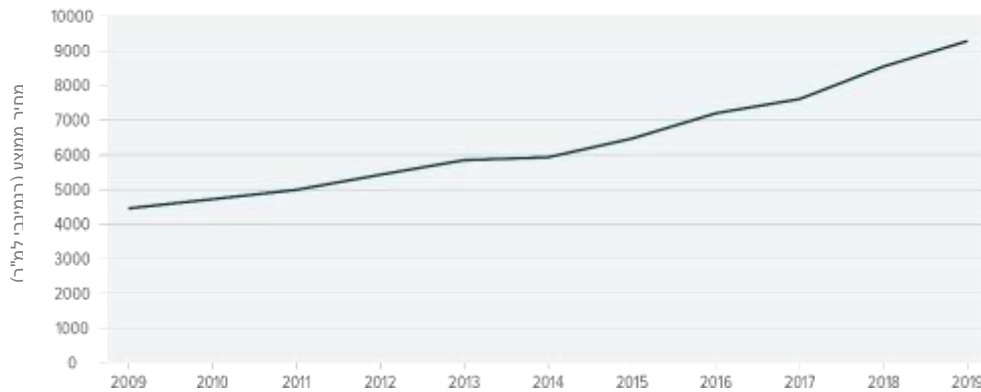
Real Estate Select Sector Index	MSCI China Real Estate 10/50 Index	
1,041,090	479,455	שווי שוק (מיליוני דולר ארה"ב)
27.5	4.8	מכפיל רווח
24.5	4.4	מכפיל רווח עתידי
4.3	0.7	מכפיל הון
4.0	0.7	מכפיל הון עתידי
9.2	0.5	מכפיל מכירות
8.3	0.4	מכפיל מכירות עתידי
3.6	32.6	צמיחת מכירות שנתית
2.00	2.9	צמיחת רווחים
12.1	1.6	שווי פעילות למכירות
2.5%	7.9%	תשואת דיבידנד

נתוני רקע על הנדל"ן בסין

רפורמות בשוקי ההון שהתחילו בשנת 1978 הרחיקו בהדרגה את מגזר הנדל"ן מהמערכת המתוכננת המרכזית, שבמסגרתה יחידות דיור חולקו באמצעות יחידות עבודה הידועות בשם "דנוויי".² תיקון לחוקה משנת 1988 יצר מסגרת חוקית לביצוע עסקאות בקרקע.³ עד שנות ה-90 של המאה ה-20, כבר התחילו לצוץ רבים מהשחקנים החזקים כיום: Longfor, China Resources Land, Group ו-China Country Garden הוקמו כולם באותן שנים. הרפורמות של שנת 1998 הביאו אל קיצו את מודל מגורי הרווחה, דבר שאפשר סוף סוף לשוק המגורים העירוני הפרטי להמריא.⁴ משקי בית שרכשו נכסים באותן שנים מוקדמות הרוויחו הרבה כשערך נכסיהם עלה.

מחיר ממוצע של נדל"ן (רנמינבי למ"ר)

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה של סין



למרות הצמיחה המהירה של מגזר הנדל"ן, כל הקרקעות בסין נמצאות בבעלות המדינה. מבחינה חוקית, כאשר קרקע נרכשת או נמכרת בסין, מה שמחליף ידיים בעצם הוא הזכות להשתמש בקרקע ולא הבעלות האמיתית עליה. קרקע מסווגת כמיועדת למגורים, לתעשייה או למסחר, כאשר זכויות השימוש בכל אחד מהשימושים האלה נמשכות 70 שנה, 30 שנה ו-40 שנה בהתאמה.⁵ הרשויות המקומיות תלויות מאוד בהכנסות ממכירות הקרקע כמקור מימון, ועל הרגולטורים מוטלת בשנים האחרונות המשימה הקשה של שליטה במכשירי המימון של הרשויות המקומיות (LGFVs), אשר אפשרו לרשויות המקומיות לצבור חובות חץ-מאזניים המבוססים על שיעבוד קרקעות.⁶

הנדל"ן תורם רבות לנס הכלכלי של סין. נכון לשנת 2019 הסתכמו ההכנסות ממכירות נדל"ן מסחרי ב-15.9 טריליון RMB, המהווים כ-10% מהתמ"ג הסיני.⁷ אולם במבט לעתיד, הממשלה חוששת מההסתמכות הכבדה מדי על הנדל"ן כמחולל צמיחה. על המשקיעים לשים לב ולזכור את הסיכונים ואת המגמות הרגולטוריות שיוצגו בהמשך מאמר זה.

ענפי המשנה של מגזר הנדל"ן

פעילויות נדל"ן מגוונות: החברות בענף משנה זה מציעות תמהיל של שירותים, בכללם פיתוח, הפעלה וניהול.

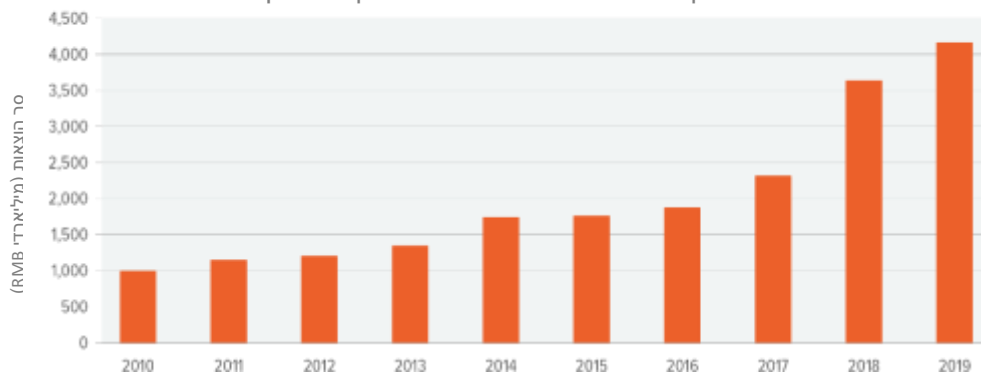
מובילי הענף: Shenzhen Investment, Shanghai Lujiazui, Wharf Holdings

פיתוח נדל"ן: מפתחי נכסים סיניים הפכו לחברות ענק על ידי רכיבה על גלי העיור והסיוע

לעניים. מהירות תנועת העיור גרמה לתופעת "ערי הרפאים", שבהן המפתחים בנו כהכנה מקדימה שכונות מגורים שלמות שרובן עמדו ריקות במשך שנים. למרות ששכונות אלה משכו תשומת לב שלילית לאורך עשר השנים הראשונות של המאה ה-21, רבות מ"ערי הרפאים" האלה התמלאו בינתיים בדיירים. מחירי רכישת הקרקע שהיו צריכים לעמוד בקצב העיור תרמו להעלאת המינוף בקרב מפתחי הנכסים. הפחתת מינוף זה תהיה מגמה חשובה בהמשך, והמפתחים מנסים כיום להוריד את ערכם של שלושה יחסים חשובים במאזניהם (יחס התחייבויות לנכסים, יחס מינוף נטו ויחסי מזומן לחובות קצרי טווח) אל מתחת לרמות מסוימות על מנת לעמוד בדרישות מדיניות "שלושת הקווים האדומים" שנוסחה ב-2020.

הוצאות של מפתחי נדל"ן על רכישת מגרשים

מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה של סין



עלויות רכישת הקרקע תרמו לגידול במינוף בקרב מפתחי הנדל"ן.

מובילי הענף: Longfor Group, China Overseas, China Resources Land

חברות להפעלת נדל"ן: חברות להפעלת נדל"ן הן חברות שמתמחות בהכרה וניהול נכסים.

מובילי הענף: China Resources, Poly Property Services, Shimao Services, MIXc

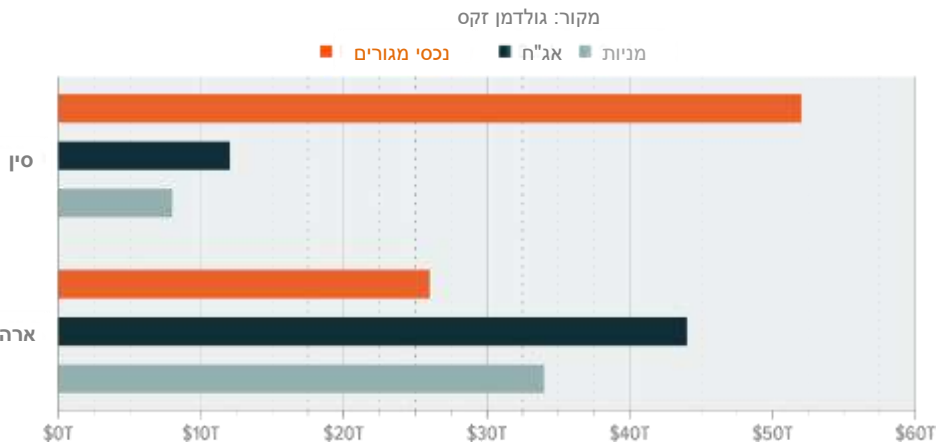
רוחות גביות תומכות בצמיחת הנדל"ן בסין

עיור וצמיחה כלכלית: ההתפתחות הכלכלית המהירה של סין הביאה להגירה של חלק גדול מהאוכלוסייה הכפרית אל המרכזים העירוניים הצומחים במהירות. בין השנים 1980 ל-2020, גדל חלקה של האוכלוסייה העירונית מ-19.4% ל-63.9%, מה שהגדיל את הביקוש לנכסי מגורים באזורים אלה.¹⁴ אחד ההיבטים הייחודיים של שוק המגורים בסין הוא השפעת מערכת ה"הוקו". מאז שנות ה-50 של המאה ה-20, מקבלים אזרחי סין מסמכי רישום למגורים המכונים "הוקו", המסווגים את האזרחים כמתגוררים בכפרים או בערים. מערכת ה"הוקו" הציבה מחסומים בפני תושבי הכפרים שביקשו להגר לאזורים עירוניים, אלא שמערכת זו נעשתה בהדרגה ליברלית יותר עם השינויים במציאות הכלכלית והחברתית בסין. בכינוס הקונגרס הלאומי העממי ב-2021, הכריזה הממשלה על תוכניתה להקל על הגבלות ה"הוקו" ולהתבסס על האוכלוסייה העירונית.¹⁵ רפורמות אלה הן חלק ממאמצי הממשלה לתמוך במגמת העיור.

היעדר נכסים חלופיים: שוקי ההון בסין עדיין אינם מפותחים דיים ובקורות הון מגבילות השקעות מחו"ל. בהיעדר נכסים חלופיים מושכים, המשקיעים הסינים נוהרים באופן טבעי אל

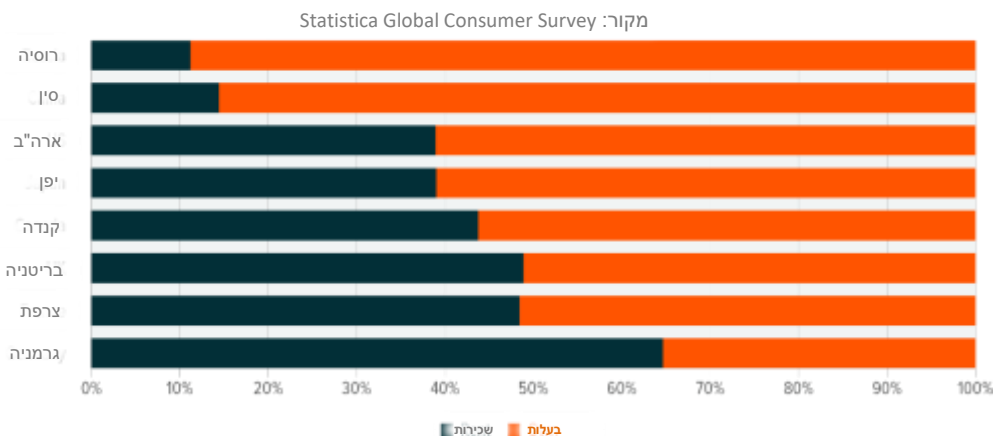
תחום השקעות הנדל"ן. התגודדות של שוקי המניות בסין רק מחזקת נטייה זו. התוצאה היא שערכי נכסי המגורים בסין עלו על ערכי המניות במכפיל של פי 8 בערך בשנת 2017.¹⁶ ברור שעם התבגרות שוקי ההון בסין, סביר להניח שרוחות גביות אלה ייחלשו בהדרגה.

ערכי שוק של סוגי נכסים (בטריליונים), 2019



גורמים תרבותיים: במדינות רבות בעלות על נכס מגורים היא חלק חשוב מהקמת משפחה, וזה נכון במיוחד בסין. בעוד שבארה"ב צעירים שוקלים לעתים קרובות רכישת דירה רק אחרי הנישואים, הצעירים בסין מתמודדים עם לחצים להיות בעלי דירה ומכונית עוד לפני הנישואים. מעניין לציין שלא נראה שמגמה זו נחלשת עם עליית הדור החדש. נהפוך הוא, נראה שצעירים נוטים יותר להאמין שבעלות היא דבר הכרחי לפני הנישואים. סקר שנערך ב-2021 חשף שרק 40% מהסינים בגילי 21 עד 25 סבורים שראוי להתחתן ללא בעלות על נכס מגורים, בהשוואה ל-65% מהסינים בגילי 36 עד 40.¹⁷ האוכלוסייה הסינית הכללית מעדיפה באופן גורף בעלות על פני שכירת מקום מגורים, ואכן שיעור הבעלות על מקום מגורים בסין מגיע ל-83% לעומת 58% בארה"ב, 61% ביפן ו-54% בקנדה.

שכירות או בעלות על מגורים לפי מדינה



רוחות נגדיות ואתגרים בענף הנדל"ן בסין

סיכון מערכתית: חרף תרומת הנדל"ן לצמיחה, הרגולטורים רואים במגזר זה מקור פוטנציאלי לסיכון. מחירי נכסי המגורים עלו בקצב מבהיל: בערים המובילות עלו המחירים פי שישה בין

השנים 2002 ו-2020.¹⁸ בה בעת, יחסי המחיר להכנסה בערים שנג'ן, בייג'ינג, שנגחאי וגואנגג'ואו גבוהים פי שלושה לפחות מאשר בניו יורק.¹⁹ עם התפתחות מגזר הנדל"ן מספר הולך וגדל של משקי בית התחילו להשקיע בנכסי מגורים מרובים למטרות ספקולציה, מגמה שהגיעה לקיצה כשהמזכיר הכללי שי ג'ינפינג הכריז ש"בתים נועדו למגורים, לא לספקולציות" בקונגרס המפלגתי ה-19.

התנהגות לא בריאה של בעלי משקי הבית הקשתה על המאמצים לבלום את עליית מחירי הדיור. במקרים מסוימים ניסו רשויות מקומיות להטיל הגבלות על מספר הנכסים שמשק בית יכול לרכוש, והופתעו לגלות שזוגות התחילו להציג מסמכי גירויים מזויפים כדי לעקוף את המגבלות.²⁰ בעלי בתים נוטים גם למחות בתוקף נגד ירידות מחיר, מה שמגביר את הלחץ על מפתחי הנכסים ומעוות את כוחות השוק.

הידוק הרגולציה: הרגולטורים מודעים היטב לנזק שעלול להיגרם לכלכלה והם פועלים בהתאם. מדיניות "שלושת הקווים האדומים" נוסחה בשנת 2020 במטרה להקטין את המינופים במאזנים של מפתחי הנכסים.²¹ חברות הנדל"ן יידרשו לעמוד בדרישות מדיניות זו החל מאמצע 2023, כך שהשפעותיה יתחילו להיות מורגשות בהדרגה בשנתיים הקרובות. מקבלי ההחלטות שוקלים גם הטלת מס רכוש, אך סוגיה זו תהיה תלויה מאוד בשאלה אם ניתן יהיה ליישם אותו בדרך שלא תגרום לתגובתיות יתר.

מסקנה

מגזר הנדל"ן בסין הוא תוצר ייחודי של מדינה שחוה צמיחה וצרכים חברתיים משתנים במהירות חסרת תקדים. נושא חשוב בתחום הנדל"ן בסין הוא "משיכת החבל" בין הרגולטורים, ששואפים להכיל סיכונים מערכתיים, לבין הרשויות המקומיות או החברות, שיש להן תמריץ לחזות במספרי צמיחה גבוהים יותר. אם הרגולטורים יצליחו להגביל את הסיכון המערכתי, כי אז מטרתו של כל מכשול קצר טווח צריכה להיות יציבות לטווח ארוך.

הגדרות

מדד MSCI China Real Estate 10/50 עוקב אחרי ניירות ערך של חברות גדולות ובינוניות הכלולות במדד MSCI China ומסווגות כשייכות למגזר הנדל"ן בתקן Global Industry Classification Standard (GICS).

1. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," Aug 2020.
2. Lincoln Institute of Land Policy, "China's Housing Reform and Outcomes," 2011.
3. Chang Liu & Wei Xiong, "China's Real Estate Market," Nov 17, 2020.
4. Ibid.
5. Chang Liu & Wei Xiong, "China's Real Estate Market," Nov 17, 2020.
6. Wall Street Journal, "Think Local When It Comes to China's Debt," Dec 31, 2018.
7. Statista, China National Bureau of Statistics.
8. Bloomberg, as of Aug 27, 2021.
9. Bloomberg, as of Sep 7, 2021.
10. Longfor Group company website, as of Aug 27, 2021.
11. Fortune, "Fortune Global 500," Jun 7, 2021.
12. South China Morning Post, "Mainland developer Country Garden bets on robots as it looks to become world's largest intelligent catering group," Apr 4, 2021.
13. Bloomberg, as of Sep 13, 2021.

14. China National Bureau of Statistics, as of Jun 9, 2021.
15. South China Morning Post, "China to roll out urban hukou welcome mat for rural residents in push for economic growth," Mar7, 2021.
16. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," Aug 2020.
17. Beike Research Institute, "Survey Report on Home Purchasing for Marriage 2021," Mar 2021.
18. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," Aug 2020.
19. Bloomberg, "Can China step off its property treadmill? Not likely," Aug 19, 2021.
20. South China Morning Post, "Sham marriages and divorces are common in China to beat limits on home vehicle ownership –no wonder Shanghai has cracked down," Jan 23, 2021.
21. UBS, "China's three red lines," Jan 11, 2021.

השקעות כרוכות בסיכונים, בכללם אובדן אפשרי של הקרן. השקעות בינלאומיות עשויות להיות כרוכות בסיכונים להפסדים כספיים בשל תנודות שליליות בשערי החליפין, הבדלים בעקרונות החשבונאות המקובלים, או בשל אי-יציבות חברתית, כלכלית או פוליטית במדינות אחרות. שווקים מתפתחים כרוכים בסיכונים גבוהים יותר הקשורים לאותם גורמים, וכן לתנודתיות גבוהה יותר ונפחים נמוכים יותר של מסחר. ניירות ערך המתמקדים במדינה אחת והשקעות ממוקדות במגזרים צרים עשויים להיות כרוכים בתנודתיות גבוהה יותר. הנדל"ן הוא תחום שרגיש מאוד לתנאים ולהתפתחויות הכלכליים והוא מאופיין בתחרות עזה ובתקופות של בניית יתר.
