

中國經濟領域分析：地產

作者：

Dillon Jaghory

日期：2021年9月16日主

題：國際



中國房地產是一個充滿活力的行業，同時被視為經濟增長的關鍵動力和系統性風險的潛在來源。該行業特別年輕，因為在1980年代鄧小平改革開放之前，土地和住房的私有制與中國的政治價值觀發生衝突。如今在中國，房屋所有權被視為創造財富的重要工具和地位的象徵，估計截至2019年，房地產佔家庭消費的23%。¹ 地方政府也高度依賴以出售土地為其預算提供資金。整體來說，房地產行業對中國GDP的貢獻很大。然而，高槓桿率和加強監管的威脅使該行業的估值一直處於世界最低水平之一。隨著中國尋求以三條紅線政策控制房地產開發商的槓桿水平，並醞釀徵收房產稅，了解房地產對於了解更廣泛的中國經濟討論至關重要。

我們正在推出中國11個主要經濟行業系列，下一個就是下文將要探討的房地產行業。



主要統計數字

MSCI中國房地產10/50指數的估值異常低，尤其是與美國房地產行業相比。MSCI中國房地產10/50指數的遠期市盈率為4.4，而美國房地產精選行業指數則為24.5。

中美房地產行業比較

資料來源：彭博、ETF 研究中心，截至2021年9月7日。

	MSCI中國房地產10/50指數	房地產精選行業指數
市值（百萬美元）	479,455	1,041,090
市盈率	4.8	27.5
遠期市盈率	4.4	24.5
市賬率	0.7	4.3
遠期市賬率	0.7	4.0
市銷率	0.5	9.2
遠期市銷率	0.4	8.3
1年銷售額增長	32.6	3.6
盈利增長	2.9	2.00
企業價值/銷售	1.6	12.1
派息率	7.9%	2.5%

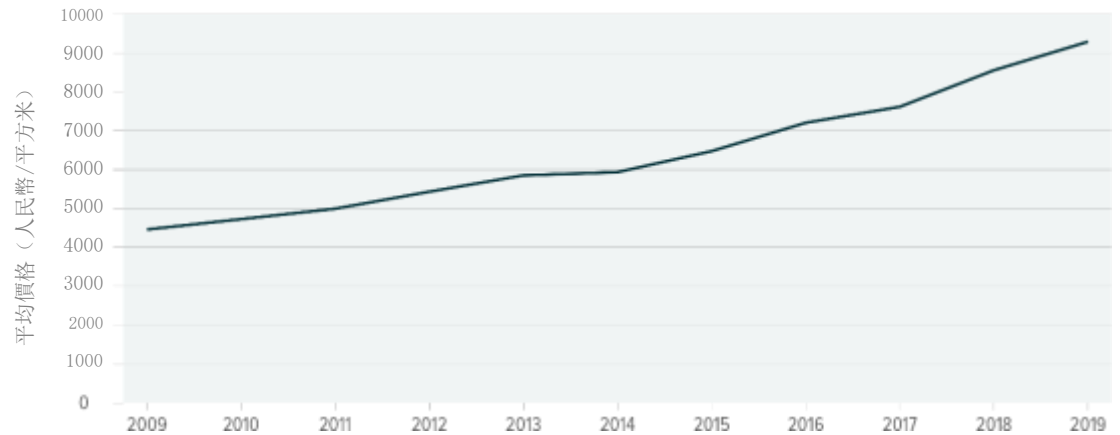
中國房地產背景

1978年開始的市場改革逐漸帶領房地產行業擺脫了通過工作單位（即“danwei”）分配住房的中央計劃制度。² 1988年的憲法修正案為土地交易的進行建立了法律框架。³ 現今許多行業巨頭於1990年代開始湧現：龍湖集團、華潤置地、中國碧桂園均於1990年代成立。1998年的改革結束了福利住房模式，最終讓私人城鎮住房市場迅速發展。⁴ 早於此時期購房的家庭大大受惠於其房產的升值。



平均房地產銷售價格（人民幣/平方米）

資料來源：國家統計局。



儘管私人房地產行業迅速興起，中國的所有土地都歸國家所有。法律上，在中國買賣土地時，真正交換的是土地使用權，而非土地的實際所有權。土地分為住宅、工業或商業，使用權分別為70年、30年和40年。⁵ 地方政府嚴重依賴土地銷售收入作為融資來源。近年，監管機構的一個主要任務是控制地方政府融資平台（LGFV），該平台允許地方政府積累以土地為抵押的帳外債務。⁶

房地產為中國的經濟奇蹟作出了巨大的貢獻。截至2019年，商業房地產的銷售收入達到15.9萬億人民幣，約佔中國GDP的10%。⁷ 然而展望未來，政府對經濟增長過度依賴房地產持謹慎態度。投資者應牢記本文稍後討論的風險和監管趨勢。

房地產子行業

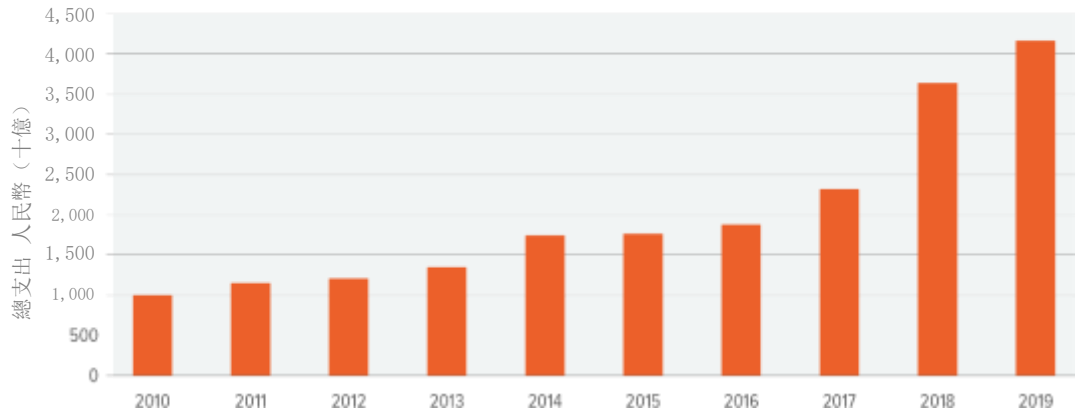
多元化的房地產活動： 該子行業的公司提供多種服務，包括開發、營運和管理。

行業領袖： 九龍倉控股、上海陸家嘴和深圳市投資

房地產開發： 中國房地產開發商在城市化和脫貧同時進行的浪潮中日益壯大。城市化進程的速度產生了「鬼城」的現象，開發商搶先建造整個住宅社區，但這些社區卻空置多年。儘管這在整個2010年代引起了負面的關注，許多「鬼城」後來都住滿了人。跟上城市化步伐所需的土地收購成本推高房地產開發商的槓桿比率。降低槓桿將是未來的重要趨勢，因為開發商要努力將三個關鍵的資產負債表指標（負債資產率、淨槓桿比率和現金對短期債務比率）降至低於一定水平，以符合於2020年起草的三條紅線政策。

房地產開發商的買地支出

資料來源：國家統計局。



土地收購成本推高房地產開發商的槓桿比率。

行業領先企業：華潤置地、中國海外和龍湖集團

房地產營運公司：房地產營運公司是專門從事物業租賃和管理的公司。

行業領先企業：世茂服務、保利物業和華潤萬象

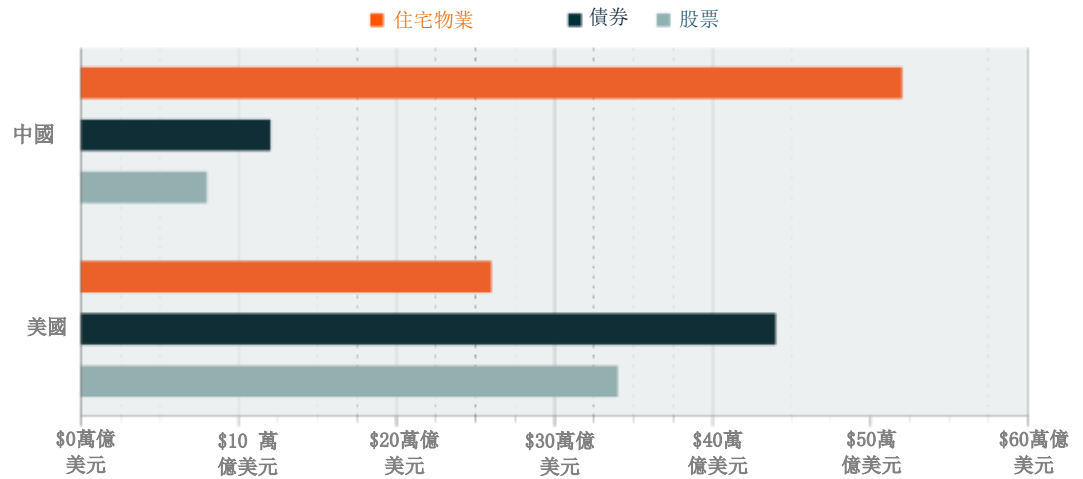
支持中國房地產增長的有利因素

城市化和經濟增長：隨著中國經濟的快速發展，許多農村人口從農村遷移到新興的城市中心。從1980年到2020年，城市人口從19.4%增加到63.9%，帶動住房需求上升。¹⁴ 中國住房市場的一個獨特之處是受戶口制度影響。自1950年代以來，中國公民獲發稱為戶口的居住登記文件，將他們歸類為農村或城市居民。戶口制度給希望遷移到城市地區的農村居民設置了障礙，但隨著中國經濟和社會現實變化，該制度已逐漸開放。在2021年的全國人民代表大會上，政府宣布了放寬城市人口居住要求的改革計劃，¹⁵ 是政府為維持城市化所做的部分工作。

缺乏另類資產：中國金融市場仍在發展之中，資本管制限制海外投資。面對缺乏有吸引力的另類資產，中國投資者自然湧向房地產領域，而中國股市的波動更加劇了這種趨勢。因此，2017年中國住宅物業資產估值比股票估值高出約8倍。¹⁶ 當然，隨著中國金融市場日趨成熟，此有利因素的影響力將逐漸減弱。

2019年資產類別的市場價值（萬億）

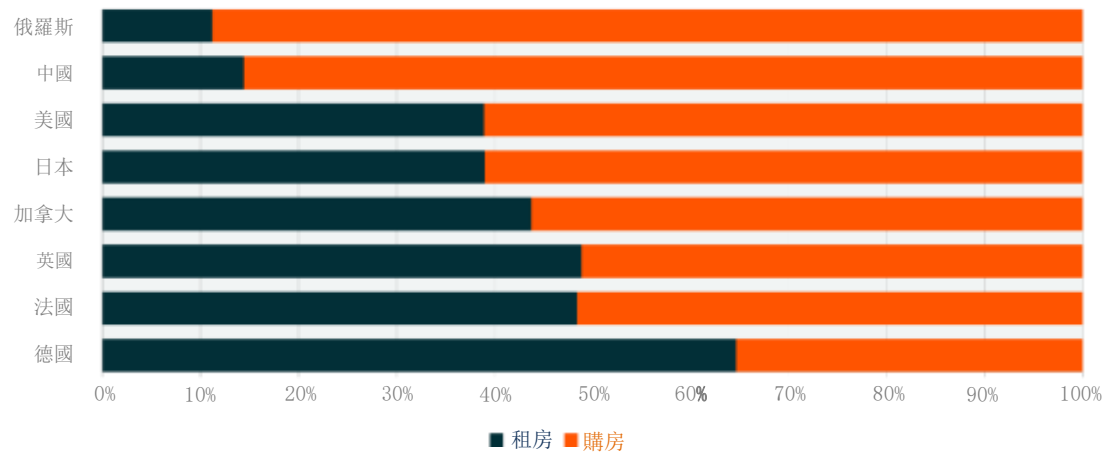
資料來源：高盛。



文化因素：在許多國家，擁有房屋是建立家庭的重要組成部分，尤其在中國。美國年輕人往往在婚後才考慮買房，中國年輕人則面對婚前就要有房有車的壓力。有趣的是，隨著新一代的崛起，這種趨勢似乎沒有減弱。相反，年輕人似乎更傾向相信婚前必須擁有房屋。2021年一項調查顯示，在21至25歲的中國人中，只有40%的人認為不買房結婚是可以接受的，而在36至40歲的中國人中，此比例則為65%。¹⁷ 絕大部分中國人更喜歡購房而非租房。中國的房屋自有率達到83%，而美國、日本和加拿大則分別只有58%、61%和54%。

按國家劃分的租房或購房比例

資料來源：Statista 全球消費者調查。



中國房地產的不利因素和挑戰

系統性風險：儘管房地產對經濟增長作出了貢獻，監管機構將該行業視為潛在的風險來源。房價上漲速度響起警號，2002年至2020年間，一線城市房價大漲了六倍。¹⁸ 與此同時，深圳、北京、上海和廣州等城市的房價收入比都是紐約的至少三倍。¹⁹ 隨著房地產行業的發展，家庭投機性購買多套住房的現象越來越普遍，最終導致習近平主席在黨的中國共產黨第十九次全國代表大會上提出「房子是用來住的，不是用來炒的」。

這些家庭的不健康行為使遏制房價上漲的工作變得複雜。地方政府試圖限制家庭的購房數量，卻發現某些夫妻以假離婚作為變通辦法。²⁰ 另一趨勢是業主強烈抗議房價下跌，為房地產開發商增添壓力，並扭曲市場力量。這些行為背後假設政府暗示保證不會讓房價下跌。

監管收緊：監管機構對可能對經濟造成的損害保持警覺，並正在採取行動。三條紅線政策在2020年制定，旨在為房地產開發商的資產負債表進行去槓桿化。²¹ 房地產公司必須在2023年中之前達到這些要求，因此該政策的效果將在未來兩年逐漸顯現。

政策制定者也正在醞釀徵收房產稅，但這在很大程度上將取決於它能否以不會引起過度反應的方式實施。

結論

中國正在經歷前所未有的增長和快速變化的社會需求，其房地產行業成為了此過程的獨特產物。中國房地產的一個主要主題是一場拉鋸戰：希望控制系統性風險的監管機構對希望看到更高增長數字的地方政府或公司。我們可以說，如果這些法規能夠成功遏制系統性風險，長期的穩定應為任何短期不利因素作出補償。

定義

MSCI中國房地產10/50指數旨在捕捉MSCI中國指數所包含根據全球行業分類標準(GICS)被歸類為房地產行業的大中型證券板塊。

1. 2020年8月 Kenneth Rogoff 和 Yuanchen Yang “Peak China Housing”（「中國住房高峰期」）。
2. 2011年林肯土地政策研究院 “China’s Housing Reform and Outcomes”（「中國的住房改革與成果」）。
3. 2020年11月17日Chang Liu和Wei Xiong “China’s Real Estate Market”（「中國房地產市場」）。
4. 同上。
5. 2020年11月17日 Chang Liu和Wei Xiong “China’s Real Estate Market”（「中國房地產市場」）。
6. 2018年12月31日《華爾街日報》 “Think Local When It Comes to China’s Debt”（「以當地思維探討中國債務」）。
7. Statista、中國國家統計局。
8. 彭博，截至2021年8月27日。
9. 彭博，截至2021年9月7日
10. 龍湖集團公司網站，截至2021年8月27日。
11. 2021年6月7日《財富》 “Fortune Global 500”（「財富世界500強」）。
12. 2021年4月4日《南華早報》 “Mainland developer Country Garden bets on robots as it looks to become world’s largest intelligent catering group”（「內地開發商碧桂園押注機器人，有望成為全球最大智能餐飲集團」）。
13. 彭博，截至2021年9月13日
14. 中國國家統計局，截至2021年6月9日。
15. 2021年3月7日《南華早報》 “China to roll out urban hukou welcome mat for rural residents in push for economic growth”（「中國為農村居民鋪設城市戶口迎賓地氈，以推動經濟增長」）。
16. 2020年8月 Kenneth Rogoff 和 Yuanchen Yang “Peak China Housing”（「中國住房高峰期」）。
17. 2021年3月貝殼研究院 “Survey Report on Home Purchasing for Marriage 2021”（2021年為結婚購房調查報告）。
18. 2020年8月Kenneth Rogoff 和 Yuanchen Yang “Peak China Housing”（「中國住房高峰期」）。
19. 2021年8月19日彭博 “Can China step off its property treadmill? Not likely”（「中國能否踏出房地產跑步機？不太可能」）。
20. 2021年1月23日《南華早報》 “Sham marriages and divorces are common in China to beat limits on home vehicle ownership - no wonder Shanghai has cracked down”（「假結婚和假離婚在中國很常見，以對抗家庭汽車擁有量限制——難怪上海已開始進行打擊」）。
21. 2021年1月11日瑞銀 “China’s Three Red lines”（「中國的三條紅線」）。



投資涉及風險，包括可能損失本金。國際投資可能會涉及因貨幣價值的不利波動、一般公認會計原則的差異或其他國家的經濟或政治不穩定而帶來資本損失的風險。新興市場涉及與相同因素相關的更高風險，以及更大的波幅和更低的交投量。專注於單一國家的證券和焦點集中的投資或會帶來更大波幅。房地產對經濟狀況和發展高度敏感，具有競爭激烈和周期性過度建設的特點。

