

## การวิเคราะห์ภาคธุรกิจ在中国: อสังหาริมทรัพย์

เขียนโดย:

Dillon Jaghory

วันที่: 16 กันยายน 2021

หัวข้อ: **ระหว่างประเทศ**



ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศจีนเป็นภาคธุรกิจที่มีพลวัตซึ่งถูกจับตามองมาโดยตลอดว่าเป็นแรงผลักดันสำคัญของการเติบโตทางเศรษฐกิจ และเป็นจุดกำเนิดของความเสี่ยงในลักษณะลูกโซ่ (Systemic Risk)

ภาคธุรกิจนี้เกิดขึ้นมาได้ไม่นานนัก

เนื่องจากการถือครองที่ดินและที่อยู่อาศัยโดยเอกชนขัดแย้งกับค่านิยมทางการเมืองของจีนก่อนการปฏิรูปเศรษฐกิจและการเปิดประเทศในยุคของเติ้งเสี่ยวผิงช่วงทศวรรษ 1980 ในปัจจุบัน

การถือครองบ้านถือเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความมั่งคั่งและเป็นสัญลักษณ์ของสถานะในประเทศจีน

โดยคาดว่าต้นทุนอสังหาริมทรัพย์จะคิดเป็น 23% ของการบริโภคในครัวเรือนในปี 2019

รัฐบาลท้องถิ่นยังต้องพึ่งพาการขายที่ดินอย่างมากเพื่อจัดหางบประมาณบริหารท้องถิ่น

ภาคอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมดมีส่วนสำคัญต่อ GDP ของจีน

ทว่าการพึ่งพิงในระดับที่สูงเมื่อบวกกับภัยคุกคามของกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้น

กุดให้การซื้อขายในภาคธุรกิจนี้ลดลงจนมีมูลค่าต่ำที่สุดในโลก

ในขณะที่จีนพยายามที่จะควบคุมบรรดาบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ด้วยนโยบาย Three Red Lines

และนำภาษีทรัพย์สินมาบังคับใช้อย่างเคร่งครัด

ดังนั้นการทำความเข้าใจลักษณะของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงสำคัญยิ่งในการทำความเข้าใจข้อถกเถียงเกี่ยวกับเศรษฐกิจจีนในวงกว้าง

ในตอนต่อไปนี้จะดูขุมบทความเกี่ยวกับ 11 ภาคธุรกิจหลักที่สำคัญต่อเศรษฐกิจของจีน

บทความชิ้นนี้จะเจาะลึกลงในภาคอสังหาริมทรัพย์



## สถิติสำคัญ

การประเมินค่าดัชนี MSCI China Real Estate 10/50 Index มีมูลค่าลดลงอย่างเห็นได้ชัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเทียบกับภาคอสังหาริมทรัพย์ของสหรัฐฯ อัตราส่วนราคาต่อรายได้ในอนาคต (forward price to earnings ratio) สำหรับดัชนี MSCI China Real Estate 10/50 Index เท่ากับ 4.4 เทียบกับ 24.5 สำหรับดัชนีกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่คัดเลือกมา

## ภาคอสังหาริมทรัพย์จีนเทียบกับสหรัฐฯ

ที่มา: Bloomberg ศูนย์วิจัย ETF ณ วันที่ 7 ก.ย. 2021

	ดัชนี MSCI China Real Estate 10/50	ดัชนี Real Estate Select Sector
มูลค่าตลาด (ล้านดอลลาร์ สหรัฐ.)	479,455	1,041,090
ราคาต่อรายได้ (P/E)	4.8	27.5
ราคาต่อรายได้ในอนาคต	4.4	24.5
ราคาตามบัญชี	0.7	4.3
ราคาตามบัญชีล่วงหน้า	0.7	4.0
อัตราส่วนราคาต่อยอดขาย	0.5	9.2
อัตราส่วนราคาต่อยอดขายล่วงหน้า	0.4	8.3
ยอดขายเติบโตใน 1 ปี	32.6	3.6
อัตรากำไรเติบโต	2.9	2.00
มูลค่าสุทธิของกิจการต่อยอดขาย	1.6	12.1
เงินปันผลตอบแทน	7.9%	2.5%

## ความเป็นมาเกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ในประเทศจีน

การปฏิรูปตลาดซึ่งเริ่มขึ้นในปี 1978 ค่อย ๆ

ดึงภาคอสังหาริมทรัพย์ออกจากระบบที่วางแผนไว้จากส่วนกลางซึ่งกระจายที่อยู่อาศัยผ่านคอมมูนที่ทำงานร่วมกัน (work unit) ที่เรียกว่า *Danwei*<sup>2</sup> การแก้ไขรัฐธรรมนูญในปี 1988

ได้สร้างกรอบทางกฎหมายสำหรับการทำธุรกรรมทางที่ดินให้เกิดขึ้น<sup>3</sup> ในช่วงทศวรรษ 1990 บริษัทอสังหาฯ

ซึ่งเป็นผู้ครองตลาดในทุกวันนี้ก็เริ่มที่จะเติบโต ไม่ว่าจะเป็น Longfor Group, China Resources Land และ China Country Garden ซึ่งทั้งหมดล้วนก่อตั้งขึ้นในระหว่างทศวรรษ 1990 การปฏิรูปในปี 1998

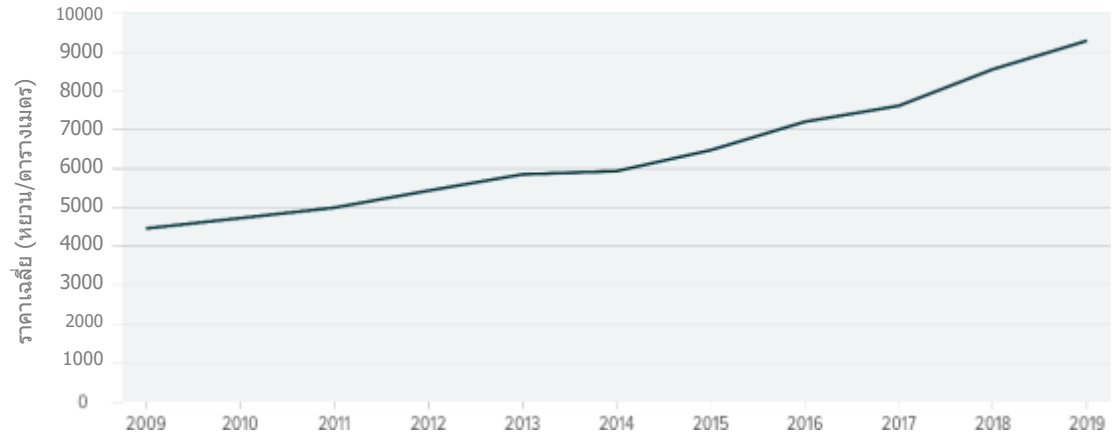
ทำให้รูปแบบการเคหะสวัสดิการสิ้นสุดลง ซึ่งในที่สุดก็เปิดทางให้ตลาดที่อยู่อาศัยในเขตเมืองเริ่มเปิดดำเนินการ<sup>4</sup>

ครัวเรือนซึ่งซื้อทรัพย์สินในช่วงแรกนี้ได้รับประโยชน์อย่างมากจากมูลค่าทรัพย์สินของพวกเขาที่เพิ่มขึ้นหลายเท่าตัว



## ราคาขายอสังหาริมทรัพย์โดยเฉลี่ย (หยวน/ตร.ม.)

ที่มา: National Bureau of Statistics



แม้จะมีการเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วของภาคอสังหาริมทรัพย์เอกชน แต่ที่ดินทั้งหมดในประเทศจีนยังคงเป็นกรรมสิทธิ์ของรัฐ ในทางกฎหมาย เมื่อมีการซื้อหรือขายที่ดินในประเทศจีน สิ่งที่แลกเปลี่ยนกันจริง ๆ คือ สิทธิในการใช้ที่ดิน ซึ่งตรงข้ามกับการถือครองกรรมสิทธิ์ในที่ดินอย่างแท้จริง ที่ดินได้รับการแบ่งออกเป็น พื้นที่อยู่อาศัย พื้นที่อุตสาหกรรม หรือพื้นที่เพื่อการพาณิชย์ โดยให้สิทธิการใช้ที่ดินแต่ละประเภทมีระยะเวลา 70 ปี 30 ปี และ 40 ปี ตามลำดับ<sup>5</sup> รัฐบาลท้องถิ่นต้องพึ่งพารายได้จากการขายที่ดินเป็นหลักในการหาแหล่งเงินทุน งานหลักสำหรับหน่วยงานกำกับดูแลในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาคือ การกำกับดูแลนิติบุคคลเฉพาะกิจของรัฐบาลท้องถิ่น (LGFV) ซึ่งทำให้รัฐบาลท้องถิ่นสะสมหนี้ของงบดุลโดยมีหลักประกันคือที่ดิน<sup>6</sup>

อสังหาริมทรัพย์มีส่วนก่อให้เกิดปฏิกิริยทางเศรษฐกิจของจีนอย่างมาก ในปี 2019 รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์สูงถึง 15.9 ล้านหยวน ซึ่งคิดเป็นประมาณ 10% ของ GDP ของจีน<sup>7</sup> อย่างไรก็ตาม ในภายภาคหน้า

รัฐบาลจะมีความระมัดระวังในการพึ่งพาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในสัดส่วนที่มากเกินไป นักลงทุนควรคำนึงถึงความเสี่ยงที่ได้กล่าวมาแล้ว รวมถึงแนวโน้มด้านกฎระเบียบที่กล่าวถึงในบทความนี้

### อุตสาหกรรมย่อยของอสังหาริมทรัพย์

**กิจกรรมด้านอสังหาริมทรัพย์ที่หลากหลาย:** บริษัทต่าง ๆ ในอุตสาหกรรมย่อยนี้นำเสนอบริการที่หลากหลาย รวมทั้งการพัฒนาที่ดิน การก่อสร้าง และการจัดการ

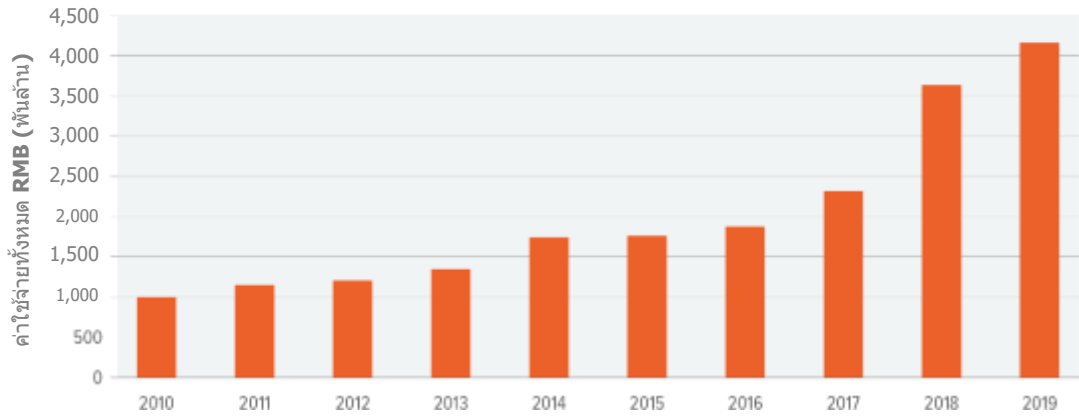
ผู้นำอุตสาหกรรม: Wharf Holdings, Shanghai Lujiazui, Shenzhen Investment

**การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์:** นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของจีนจำนวนมากเติบโตเป็นปีกแผ่น โดยเกาะกระแสการขยายตัวของเมืองและความพยายามในการแก้ปัญหาความยากจนซึ่งเกิดขึ้นพร้อมกันพอดี ความรวดเร็วของการขยายตัวของเมืองส่งผลให้เกิดปรากฏการณ์ "เมืองผี" ซึ่งนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะสร้างชุมชนที่อยู่อาศัยทั้งหมดล่วงหน้า โดยส่วนใหญ่ยังคงว่างอยู่เป็นเวลาหลายปี แม้จะได้รับความสนใจในแง่ลบตลอดช่วงปี 2010 แต่ "เมืองผี" เหล่านี้จำนวนไม่น้อยที่ต่อมาก็มีผู้เข้ามาอยู่อาศัยเพิ่มเติม ต้นทุนในการจัดหาที่ดินที่จำเป็นเพื่อให้ทันกับการขยายตัวของเมืองมีส่วนก่อให้เกิดการกักตุนมูลค่าสูงในหมู่นักพัฒนาที่อยู่อาศัย การลดลงของการกักตุนจะเป็นแนวโน้มสำคัญในอนาคต เนื่องจากนักพัฒนาพยายามกดตัวเลขของตัวชี้วัดสามรายการหลักสำหรับงบดุล (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนเงินสดต่อหนี้สินระยะสั้น) ให้ลดต่ำกว่าระดับที่กำหนด เพื่อให้เป็นไปตามนโยบาย Three Red Lines ซึ่งได้ร่างขึ้นในปี 2020



## ค่าใช้จ่ายของนักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในการซื้อที่ดิน

ที่มา: National Bureau of Statistics



ต้นทุนในการจัดหาที่ดินมีส่วนทำให้เกิดหนี้สะสมในหมู่นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ผู้นำอุตสาหกรรม: China Resources Land, China Overseas, Longfor Group

บริษัทดำเนินการธุรกิจอสังหาริมทรัพย์:

บริษัทที่ดำเนินธุรกิจด้านอสังหาริมทรัพย์คือบริษัทที่เชี่ยวชาญในการให้เช่าและจัดการทรัพย์สิน

ผู้นำอุตสาหกรรม: Shimao Services, Poly Property Services, China Resources MIXc

## แรงส่งที่สนับสนุนการเติบโตของอสังหาริมทรัพย์จีน

**การขยายตัวของเมืองและการเติบโตทางเศรษฐกิจ:** ด้วยการพัฒนาทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็วของจีน ประชากรในชนบทส่วนใหญ่จึงอพยพจากชนบทไปสู่ใจกลางเมืองซึ่งก็ขยายตัวอย่างรวดเร็ว ระหว่างปี 1980 ถึง 2020 ประชากรในเมืองเพิ่มขึ้นจาก 19.4% เป็น 63.9% ซึ่งเพิ่มความต้องการที่อยู่อาศัยในพื้นที่เหล่านั้น<sup>14</sup> ลักษณะเฉพาะอย่างหนึ่งของตลาดที่อยู่อาศัยของจีนคืออิทธิพลของระบบ *หูโจว (Hukou)* ตั้งแต่ปี 1950 เป็นต้นมา

ชาวจีนจะได้รับเอกสารการจดทะเบียนที่อยู่อาศัยที่เรียกว่า *หูโจว (Hukou)*

ซึ่งเป็นการแบ่งประเภทการเป็นผู้มีถิ่นพำนักในชนบทหรือในเมือง

ระบบหูโจวเป็นแนวกันที่ขวางไม่ให้ชาวชนบทที่ต้องการย้ายถิ่นฐานย้ายเข้าไปยังเขตเมืองได้

แต่ระบบได้เปิดเสรีอย่างค่อยเป็นค่อยไปเมื่อสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและสังคมของจีนเปลี่ยนแปลงไป

ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติในปี 2021

รัฐบาลได้ประกาศแผนการที่จะผ่อนปรนข้อกำหนดเกี่ยวกับพื้นที่เพื่อการอยู่อาศัยตามจำนวนประชากรในเมือง<sup>15</sup>

การปฏิรูปเหล่านี้เป็นส่วนหนึ่งของความพยายามของรัฐบาลในการรักษาความเป็นเมืองอย่างยั่งยืน

**ขาดแคลนสินทรัพย์ทางเลือกเพื่อถือครอง:** ตลาดการเงินในจีนยังคงค่อยพัฒนา

และการควบคุมเงินทุนเป็นปัจจัยจำกัดการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อต้องเผชิญกับการขาดสินทรัพย์ทางเลือกที่น่าสนใจ

นักลงทุนชาวจีนมักแห่กันไปที่อสังหาริมทรัพย์ ความผันผวนของตลาดหุ้นจีนยังคงยกย้าแนวโน้มดังกล่าว

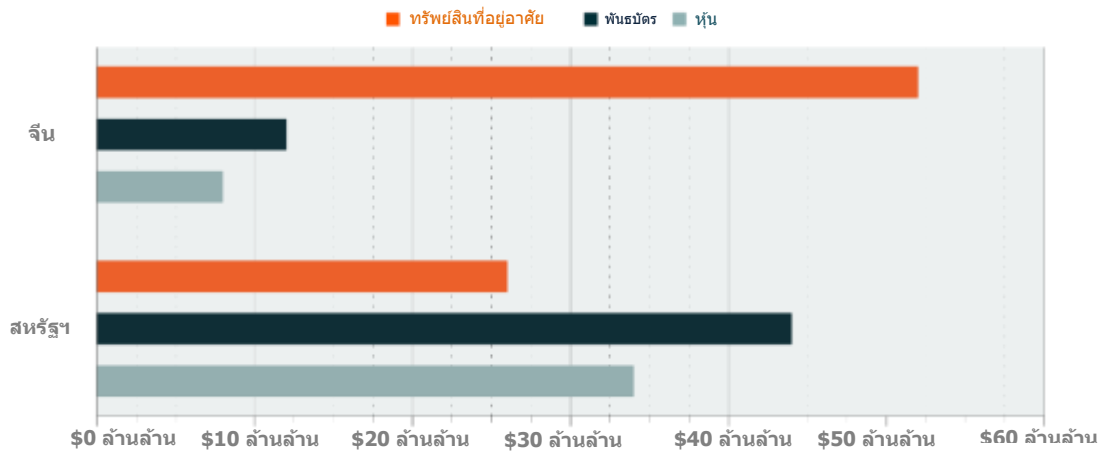
ส่งผลให้การประเมินมูลค่าทรัพย์สินที่อยู่อาศัยในประเทศจีนสูงกว่าหุ้นประมาณ 8 เท่าในปี 2017<sup>16</sup>

ซึ่งแน่นอนว่าในขณะที่ตลาดการเงินในจีนเติบโตขึ้น มีแนวโน้มว่าปัจจัยเกื้อหนุนนี้จะลดลงเมื่อเวลาผ่านไป



## มูลค่าตลาดของสินทรัพย์แยกตามประเภท (หน่วยเป็นล้านล้าน) 2019

ที่มา: Goldman Sachs

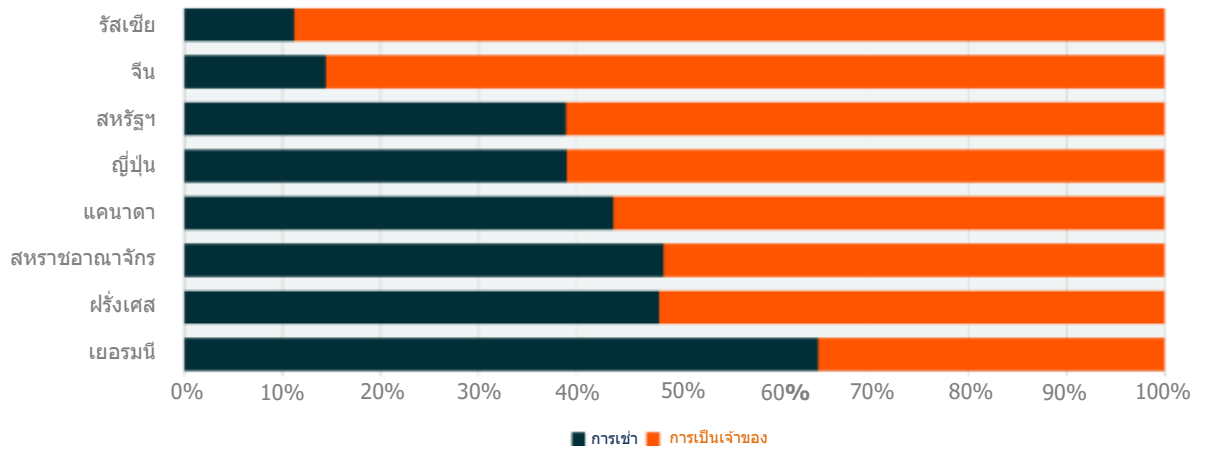


**ปัจจัยด้านวัฒนธรรม:** ในหลายประเทศการเป็นเจ้าของบ้านเป็นส่วนสำคัญในการสร้างครอบครัว แต่ในประเทศจีนนั้นเรื่องนี้สำคัญมากเป็นพิเศษ ในขณะที่คนหนุ่มสาวในสหรัฐฯ มักจะพิจารณาซื้อบ้านหลังแต่งงาน ชายหนุ่มในจีนต้องเผชิญกับแรงกดดันที่จะมีบ้านและรถยนต์ก่อนแต่งงานที่น่าสนใจคือแนวโน้มนี้ดูเหมือนจะไม่จางหายไปเมื่อคนรุ่นใหม่เติบโตขึ้น ในทางตรงกันข้าม คนหนุ่มสาวดูมีแนวโน้มมากกว่าที่จะเชื่อว่าการเป็นเจ้าของบ้านเป็นสิ่งจำเป็นก่อนแต่งงาน การสำรวจในปี 2021 เปิดเผยว่ามีเพียง 40% ของคนจีนอายุ 21-25 ปีเชื่อว่าการแต่งงานโดยไม่ต้องซื้อบ้านเป็นเรื่องที่ยอมรับได้ เทียบกับ 65% ของคนจีนอายุ 36 ถึง 40 ปี<sup>17</sup> ประชากรจีนโดยทั่วไปยังคงชื่นชอบอย่างสุดหัวใจกับการได้เป็นเจ้าของบ้านมากกว่าการเช่า โดยอัตราการเป็นเจ้าของบ้านในจีนอยู่ที่ 83% เทียบกับ 58% 61% และ 54% ในสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และแคนาดาตามลำดับ



## การเช่าหรือเป็นเจ้าของที่อยู่อาศัยแยกตามประเทศ

ที่มา: Statista Global Consumer Survey



## อุปสรรคและความท้าทายในอสังหาริมทรัพย์จีน

**ความเสี่ยงในลักษณะลูกโซ่** หน่วยงานกำกับดูแลมองว่าภาคธุรกิจนี้คือแหล่งกำเนิดความเสี่ยงสูงสุด เท่า ๆ กับการที่อสังหาริมทรัพย์มีส่วนในการเติบโต ราคาที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วอย่างน่าตกใจ โดยราคาในเมืองระดับที่ 1 เติบโตขึ้นหกเท่าระหว่างปี 2002 ถึง 2020<sup>18</sup> ในขณะเดียวกัน อัตราส่วนราคาต่อรายได้ในเมืองเซินเจิ้น ปักกิ่ง เซี่ยงไฮ้ และกวางโจวทั้งหมดสูงกว่านิวยอร์กอย่างน้อยสามเท่า<sup>19</sup> เมื่อภาคอสังหาริมทรัพย์ขยายขึ้น การที่ครอบครัวจะซื้อบ้านหลายหลังเพื่อเก็งกำไรก็เพิ่มมากขึ้นเป็นธรรมดา ซึ่งท้ายที่สุดแล้วประธานาธิบดีสีจิ้นผิงถึงกับต้องประกาศว่า “บ้านมีไว้เพื่ออยู่อาศัย ไม่ใช่เพื่อการเก็งกำไร” ในระหว่างการประชุมสภาครั้งที่ 19

ความพยายามที่จะสกัดราคาบ้านที่เพิ่มสูงขึ้นนั้นซับซ้อน เนื่องจากพฤติกรรมของครัวเรือนซึ่งไม่ส่งผลดี ในบางกรณี รัฐบาลท้องถิ่นพยายามออกข้อจำกัดเกี่ยวกับจำนวนทรัพย์สินที่ครัวเรือนสามารถซื้อได้ เพียงเพื่อจะพบว่ามีจำนวนคู่สามีภรรยาไม่น้อยใช้วิธีการหย่าร้างตามภาครัฐเพื่อเป็นการขจัดดาห์<sup>20</sup> นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่เจ้าของบ้านจะประท้วงอย่างรุนแรงต่อราคาที่ตกต่ำ ซึ่งเพิ่มแรงกดดันให้กับผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ อีกทั้งยังมีบิดเบือนกลไกตลาดให้ผิดเพี้ยนจากความเป็นจริง การออกนโยบายที่เกื้อหนุนพฤติกรรมเหล่านี้เป็นข้อสันนิษฐานว่า มีการรับประกันโดยปริยายจากรัฐบาลว่าจะไม่ปล่อยให้ราคาที่อยู่อาศัยตกอย่างแน่นอน

### ความเข้มงวดของระเบียบข้อบังคับ:

หน่วยงานกำกับดูแลมีความชัดเจนเกี่ยวกับความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจและกำลังดำเนินการ นโยบาย Three Red Lines ถูกกำหนดขึ้นในปี 2020 เพื่อลดความเสี่ยงของตัวเลขสมดุลของเหล่านักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์<sup>21</sup> บริษัทอสังหาริมทรัพย์มีเวลาจนถึงกลางปี 2023 ในการปฏิบัติตามข้อกำหนดเหล่านี้ ดังนั้นผลกระทบของนโยบายจะค่อย ๆ ชัดเจนขึ้นในช่วงสองปีข้างหน้า

ผู้กำหนดนโยบายกำลังพิจารณาจะนำภาษีทรัพย์สินเข้ามาใช้

แต่ทั้งนี้ก็ขึ้นอยู่กับว่าสามารถนำไปใช้ในลักษณะที่ไม่ทำให้เกิดปฏิกิริยาต่อต้านมากจนเกินไปหรือไม่

## บทสรุป

ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนเป็นผลิตภัณฑ์ที่เป็นเอกลักษณ์ของประเทศซึ่งมีการเติบโตอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อน และมีความต้องการทางสังคมที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ประเด็นสำคัญของอสังหาริมทรัพย์ในจีนคือการซึกเยอกันไปมาระหว่างหน่วยงานกำกับดูแลที่ต้องการควบคุมความเสี่ยงในลักษณะลูกโซ่กับรัฐบาลท้องถิ่น หรือกับบริษัทที่มีแรงจูงใจคือการเห็นตัวเลขการเติบโตที่สูงขึ้น ซึ่งก็พอจะกล่าวได้ว่า หากกฎเกณฑ์เหล่านี้ประสบความสำเร็จในการลดความเสี่ยงในลักษณะลูกโซ่ได้ อุปสรรคในระยะสั้นก็จะได้รับการชดเชยด้วยความมั่นคงในระยะยาว



## คำจำกัดความ

ดัชนี MSCI China Real Estate 10/50

ได้รับการออกแบบมาเพื่อจับเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่และขนาดกลางที่ถูกรวมอยู่ในดัชนี MSCI China ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ตามมาตรฐานการจำแนกอุตสาหกรรมทั่วโลก (GICS)

1. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," ส.ค. 2020
2. Lincoln Institute of Land Policy, "China's Housing Reform and Outcomes," 2011
3. Chang Liu & Wei Xiong, "China's Real Estate Market," 17 พ.ย. 2020
4. Ibid
5. Chang Liu & Wei Xiong, "China's Real Estate Market," 17 พ.ย. 2020
6. Wall Street Journal, "Think Local When It Comes to China's Debt," 31 ธ.ค. 2018
7. Statista, China National Bureau of Statistics
8. Bloomberg ณ วันที่ 27 ส.ค. 2021
9. Bloomberg ณ วันที่ 7 ก.ย. 2021
10. เว็บไซต์บริษัท Longfor Group ณ วันที่ 27 ส.ค. 2021
11. Fortune, "Fortune Global 500" 7 มิ.ย. 2021
12. South China Morning Post, "Mainland developer Country Garden bets on robots as it looks to become world's largest intelligent catering group," 4 เม.ย. 2021
13. Bloomberg ณ วันที่ 13 ก.ย. 2021
14. China National Bureau of Statistics ณ วันที่ 9 มิ.ย. 2021
15. South China Morning Post, "China to roll out urban hukou welcome mat for rural residents in push for economic growth," 7 มี.ค. 2021
16. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," ส.ค. 2020
17. Beike Research Institute, "Survey Report on Home Purchasing for Marriage 2021," มี.ค. 2021
18. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "Peak China Housing," ส.ค. 2020
19. Bloomberg, "Can China step off its property treadmill? Not likely," 19 ส.ค. 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," 23 ม.ค. 2021
21. UBS, "China's three red lines," 11 ม.ค. 2021



การลงทุนมีความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงโอกาสที่จะสูญเสียเงินต้น การลงทุนระหว่างประเทศอาจมีความเสี่ยงต่อการสูญเสียเงินต้นจากความผันผวนของค่าเงิน จากความแตกต่างในหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไป หรือจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจหรือการเมืองในประเทศอื่น ๆ ซึ่งเป็นปัจจัยที่ไม่เอื้อหนุน ตลาดเกิดใหม่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นซึ่งเกี่ยวข้องกับปัจจัยเดียวกันตลอดจนความผันผวนที่เพิ่มขึ้นและปริมาณการซื้อขายที่ลดลง หลักทรัพย์ซึ่งมุ่งเน้นไปที่ประเทศใดประเทศหนึ่งแห่งเดียว และการลงทุนที่เจาะจงเฉพาะอาจมีความผันผวนสูงขึ้นไปอีก

อสังหาริมทรัพย์มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อสถานะเศรษฐกิจและการพัฒนา และมีลักษณะเฉพาะจากการแข่งขันที่รุนแรงและการก่อสร้างมากเกินไปอย่างต่อเนื่อง

