

越见 城市未来

2019年房地产投资策略报告

前言：不再镀金的时代

2018年过去了。即将到来的2019年会更好吗？

现实往往是一条中间道路，没有我们想象的那么乐观，也没有我们想象的那么悲观。

全球化、工业化、城市化的红利叠加，带来中国“黄金30年”的增长奇迹。30年来，中国GDP平均增长率9.7%，从占世界1.8%跃升到16%，成为世界第一大贸易国和仅次于美国的世界第二大经济体……

然而在2018年，我们看到许多具有指标意义的事件：

中美贸易战全面爆发，中国经常项目顺差迅速萎靡……

消费增速大幅下降，工业品产能过剩，汽车销售28年首次负增长……

以上事件，第一次明白无误地宣告了一个事实：中国的全球化和工业化红利迎来拐点，进一步地，宣告了中国已不可逆地告别高速增长。

一方面是由于金融危机后全球政经格局发生了重大调整，中国似乎已置身于经济失衡和利益重构的漩涡中心；另一方面我国经济发展到更高阶段之后，渐进式二元制改革所提供的效率动力正逐步减弱，在经济分工和发展模式上也难以持续。

中国经济已落入追赶型经济体发展的一般规律。

2018年发生的，是“百年未有之大变局”。不是一时之变，不是一年之变，而是长久之变，将会影响未来几十年的全球竞争格局。“新常态”也好，“新平庸”也罢。正式与高速增长作别，我们将接受一个不再镀金的时代。

我们将会清晰地看到平庸增长时代的某些趋势性，而这些趋势，最终都指向了城市和城市化，我们也将这些确定性的趋势下，来思考我们的投资。

陈玉林
liamghost@126.com

王维娜
liamghost@126.com

邵熙智
liamghost@126.com



洛德基金APP



微信公众号

地址：南京河西CBD新地中心48F
电话：025-58058099
网址：www.lordfund.com
邮箱：info@lordfund.com

正文目录

第一章：大变局下的趋势	
一、服务业主导的增长.....	P3
二、存量与集中.....	P4
三、从城市化到大城市化.....	P5
第二章：城市的变迁，从历史到未来	
一、历史的厚积.....	P8
二、地理的重构.....	P9
三、产业的更迭.....	P11
四、城市的价值.....	P12
第三章：房地产投资，从房子到基金	
一、长周期视野下的房地产投资.....	P12
二、通胀的浮力.....	P12
三、房地产基金时代何时来临.....	P14
四、房地产直接融资的未来.....	P15
五、房地产投资，从房子到房地产基金.....	P17
第四章：2019年年房地产投资建议.....	P20

图表目录

图表1：三大产业对GDP的拉动.....	P3
图表2：三大产业对GDP的贡献率.....	P3
图表3：三大产业就业人员数量.....	P3
图表4：主要城市第三产业占比情况.....	P4
图表5：2009-2017房地产销售额前十公司市场占有率.....	P5
图表6：1960-2017主要国家城市化率.....	P6
图表7：2017主要国家城市化水平与规模以上城市群占比散点.....	P7
图表8：部分省会人口占全省人口比重.....	P8
图表9：主要历史名城进入各朝代前十大城市的次数.....	P8
图表10：京杭大运河沿线城市.....	P10
图表11：“八纵八横”高铁规划.....	P10
图表12：CPI与房价增幅的背离.....	P12
图表13：中国20年来实际通货膨胀.....	P13
图表14：实际通货膨胀与房价关系.....	P13
图表15：城市化发展的阶段特征.....	P14
图表16：房企资金来源占比变化.....	P16
图表17：现阶段房地产基金的主要业务模式即代表机构.....	P16
图表18：一、二、三线城市价格指数周期差异.....	P18

第一章：大变局下的趋势

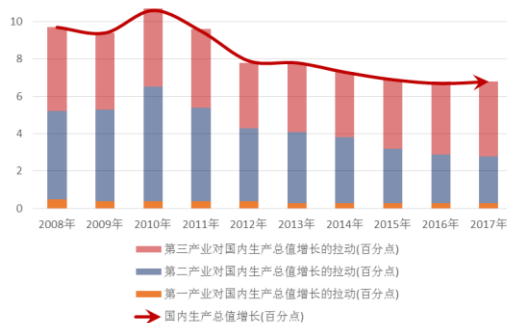
一、服务业主导的增长

中国过去的高速增长，从根本上讲是产业从“一”向“二”的跃升，快速工业化叠加了历史性的全球化机遇，极大地提高了社会生产效率。但是这一动能在遭遇全球化逆流和产能过剩之后逐渐丧失。中国希望通过“智能制造2025计划”向更高的产业链跳跃，但遇到了极大的外部阻力。尽管这一战略不会因此放弃，但难度已显然增大，变得道阻且长了。现实的选择，中国将退回到消费和服务业的基本盘，服务业将主导未来经济的增长。

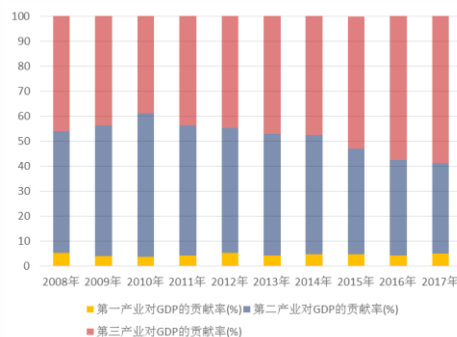
从20世纪60、70年代开始，以服务业为主的第三产业首先在经济发达国家得到了快速发展，目前主要发达国家的第三产业占比普遍超过70%。只要技术进步过程不断进行，那么三次产业之间的演变规律就会客观地起作用。

中国也脱离不了这一规律，正从以工业为基础、以出口投资为导向的外向型经济，向以第三产业为基础，以消费为导向的内向型经济转变。表现在产业结构上，农业比重降至10%以下，工业比重也已从阶段性峰值逐步回落，服务业发展日益壮大。2015年，第三产业增加值比重为50.5%，首次突破50%，正式迈入服务经济时代。

图表1：三大产业对GDP的拉动情况

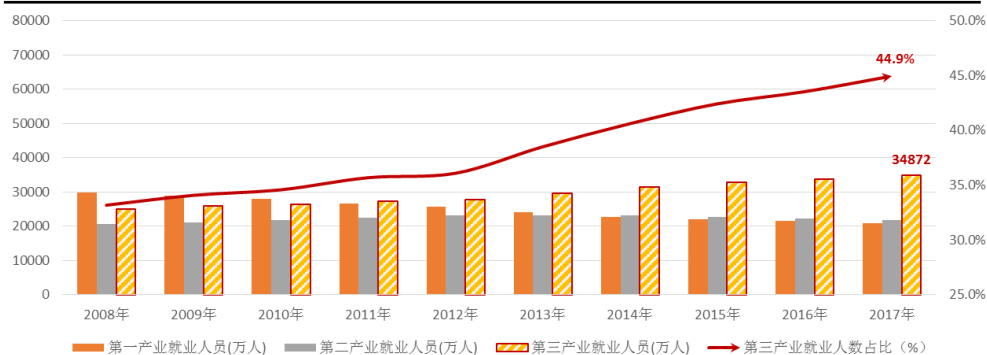


图表2：三大产业对GDP的贡献率



第三产业就业人数也快速增加，截至2017年底，第三产业就业人数规模占比达到44.9%，但与发达国家70%的水平尚有不少差距。

图表3：三大产业就业人员数量



第三产业提供的商品是“服务”，决定了第三产业不能够像第二产业那样实现大机器生产，它始终具有劳动密集型的特性。所以服务业的特征，是稳定，但增速较低，这也是为什么服务业占比高的发达国家经济增长率较低，普遍只有3-4%。

到工业化的中后期，第三产业的发展以新兴服务业为主，如金融服务、教育服务、医疗服务、文化体育服务等，尤其是科技的发展衍生出许多高新技术产业，这些现代服务业具有技术密集特性，创造着更高的服务产值，也代表着服务业的未来。

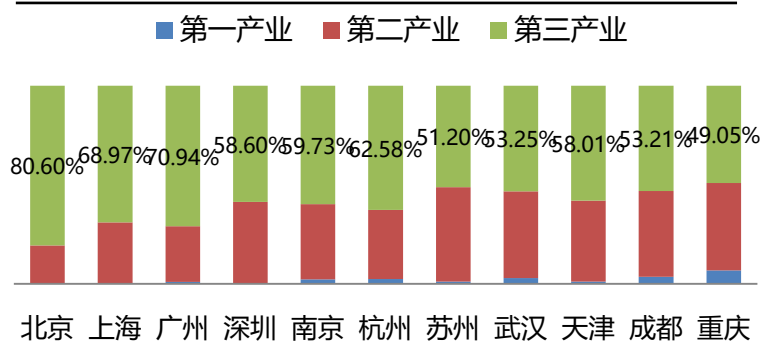
服务业是城市的产物，农村没有服务业。

究其原因，在于农村人口的分散导致服务的成本过高、效率过低。举个例子，一个理发店，在农村只能服务一个村庄三五百人，而在城市其服务范围可以覆盖几个小区数千上万人。这还只是基础的服务业，对专业性要求更高的技术密集型服务业，这种效率的差异体现得更为明显。

所以服务经济是天然要求人口聚集的，聚集的程度越高，服务效率越高。人们追求更多更好的服务，也希望为更多人服务从而提高收入，只有在城市里能够实现。因为**服务无法被快递，而房子不能被搬走**。

产业的变迁，对应着人口的流动，而人口的流动，将导致城市价值和城市格局的变化。第一产业主导阶段，10亿中国人，8亿在农村；第二产业主导阶段，从乡镇企业到县域经济，呈现小城镇化特征；服务业主导阶段，对应的必然是大城市化。

图表4：主要城市第三产业占比情况



二、存量与集中

中国经济发展到今天的阶段，已开始出现存量特征。存量经济下需求总量不增或者少增，在“总量零和”下，会产生明显的集中效应，市场占有率向少数龙头集中。

这种现象首先出现在商品特别是工业品领域，典型的如：家电的格力、美的；啤酒的雪花、青啤等。

过去认为，房地产具有很强的地域性，全国性的集中度难以大幅度提升。但是近几年，房地产开发领域的集中趋势已经显现，2017年，排名前十位的房地产企业销售额合计约3.3万亿，市占率24.2%，较2009年大幅攀升了16个百分点；碧桂园、万科、恒大三家企业销售金额均超过了5000亿，有17家企业销售金额超千亿，合计销售金额超过4万亿，而剩余的183家企业合计销售金额仅有4.2万亿。

图表5：2009-2017房地产销售额前十公司市场占有率



目前中国的房地产仍然是增量主导阶段，只有上海、北京等少数几个城市二手房交易量超过了新房。但是头部开发商所拥有的竞争优势正在扩大，包括获取项目、成本、品牌、融资、速度等等，过去区域型中小开发商不透明拿地的优势已逐渐丧失，将无法再与头部开发商展开竞争。

可以预见，未来这种集中趋势将会继续深化，最终或将只剩下少数几家巨型开发商和一些在细分领域深耕的特色开发商在存量市场竞争。在这一过程中，基金，或投资人通过基金与大开发商合作，也将会获得这种集中度提升的红利。

三、从城市化到大城市化

如果将人口视为一种资源，在一国人口总量不再增长的时候，也就显现出存量特征。体现为人口在区域间的流动和此消彼长。

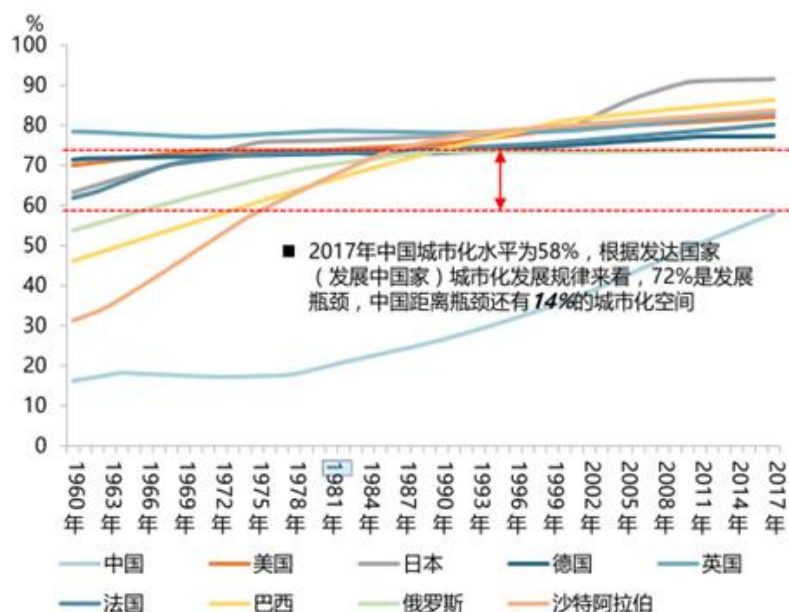
首先是从农村流向城市。截至2017年底，按照常住人口统计，中国平均城市化率达到58.52%，城镇人口81347万（按照户籍人口统计，平均城市化率达到42.35%）。

两种口径之间的地带很难被确切统计，包括了在城市工作但租房居住人群，也包括已在城市购房但户口仍留在农村的人群（这种现象较为普遍，尤其是在中小城市）。在两个城市化率之间，应该有一个**购房城市化率**，粗略估计应在50%左右。

发达国家的平均城市化率超过80%，综合考虑人口总量、发展水平和老龄化等因素。特别是，目前仍留守在农村的老年人口，很大部分将终老农村。我们认为中国的城市化率难以达到80%，即使未来达到了，也是一种被动的城市化，也即农村老年人口的减少导致统计口径的城市化率增长，但实际在城市居住人口的绝对量并未增加。

但无论如何，中国的快速城市化仅是行至中途，按照发达国家经验快速城市化临界点70%（城市化达到70%后增幅明显放缓）左右计算，中国还有20%的提升空间。

图表6：1960-2017主要国家城市化率



就意味着以我国目前的人口基数来粗略估算，未来还将有约3亿的农业人口要在城市购房。在其他红利效应减弱的今天，将成为未来城市经济增长的主要驱动力。只是这3亿人口在所有城市中将如何分配，将是影响未来房地产投资的重要变量。

与人口结构相关，今天我们看到对教育资源的争夺已经白热化，随着老龄化加速，10年后对医疗资源的争夺将有过之而无不及。城市化最终是人的城市化，城市对人口的吸引力，不外乎更多的工作机会、更高的收入水平和更好的公共服务（主要是教育、医疗）和社会化服务（商业、文化等）。城市等级越高，离这些资源的距离也就越近。这不是政策或其他外力可以改变的，因为“服务交换”的机制最终会将同一层次的服务提供者聚集到一起。

在工业化时代，工作机会主要在制造业，更多地分布在中小城市，如早期的乡镇企业到蓬勃发展的县域经济；而在服务经济里，工作机会和资源则更多地向大城市聚集。对应的，城市化的特征将从城镇化迈向大城市化。

在2014年，我们明确提出小城镇化是错误的，会导致资源错配，认为正确的方向是大城市化和城市群化，极为看好二线城市，提出未来中国越来越多的二线城市会加入巨无霸城市行列。过去3年来，这个判断得到淋漓尽致的验证。不仅低等级城市人口持续向省会流入，甚至出现一线城市回流省会的情况，2015年末，上海常住外来人口数减少了14.77万人，同比下降1.5%，15年来首次出现常住外来人口负增长。北京常住外来人口也在2016年末出现了18年来首次减少。

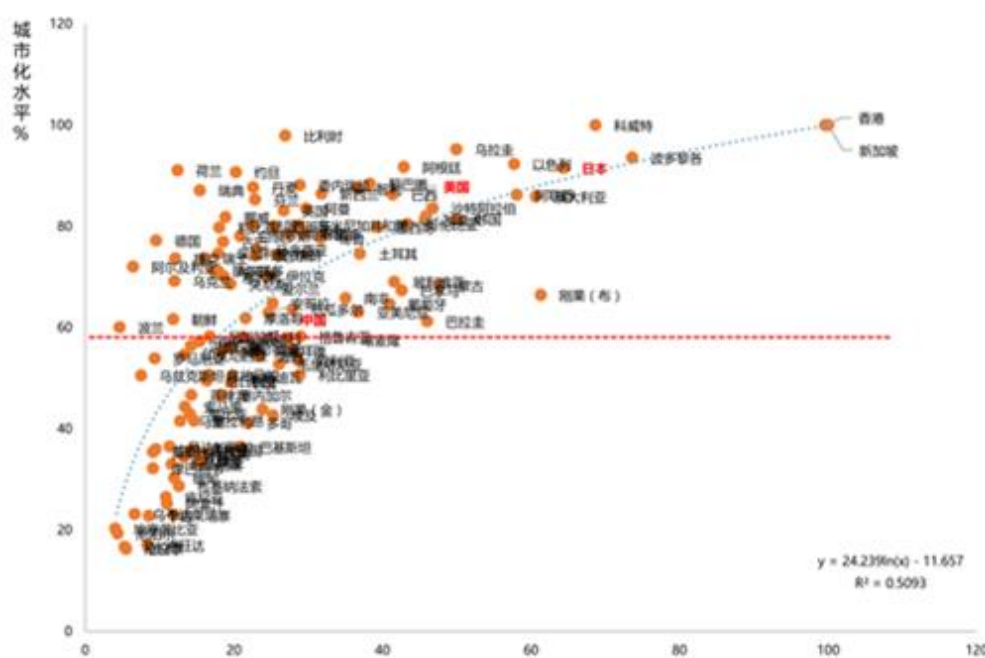
在原本相对稳定的一二三四线梯级城市格局中，二线省会城市正在加速隆起，首位度和竞争力大为提升，房地产市场的表现也更为优异。

这也符合城市化人口聚集的规律，从美国和日本城市化经验来看，人口持续向大城市聚集趋势十分明显。

美国从1950年代以来，100万以上人口的都会区人口比重从26%激增到56%。

日本人口集中地区人口比重从1960年的43%上升到2010年的67%，人口持续向三大都市圈聚集，1973年后，则进一步向东京圈一极集中。

图表7：2017主要国家城市化水平与规模以上城市群占比散点



但是中国正在发生的，是10亿级人口的城市化，这在人类历史上从未出现过，在遵从普遍规律的同时，必然也有其特殊性。

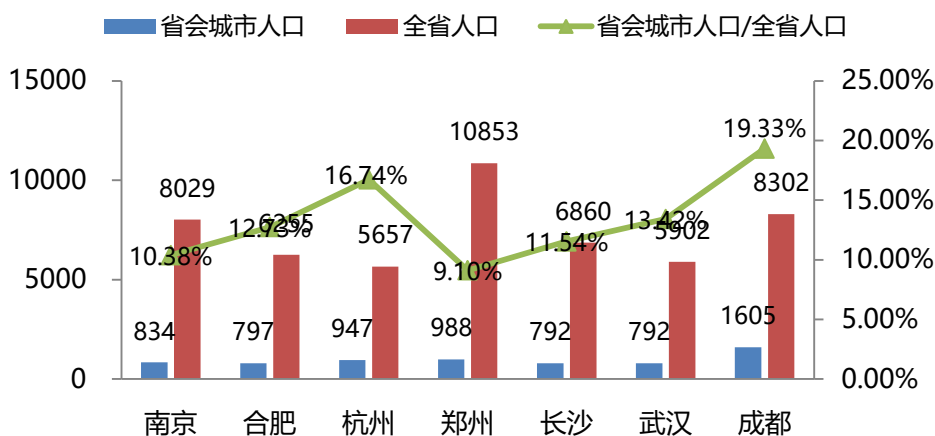
在城市人口预测中有一个“齐夫法则”，根据这一法则，中等国家最大城市的人口，是第二大城市人口的两倍，是第三大城市人口的三倍，依次类推，则有一国首位城市人口是第N大城市人口的N倍。这是个经验公式，被世界上很多国家的数据所验证。但是这个规律很难在中国生效，因为以中国的人口总量，按“齐夫法则”，首位城市人口将达到上亿级别，这是无法想像的。

因此，中国一线城市人口的聚集面临的不是比重而是绝对值的约束，人类尚没有建造一个5000万人口城市的经验，也许未来会有，但毫无疑问会面临极大的挑战。

鉴于中国人口的绝对数量，在进行人口与预测时，我们将一个省当作一个国家来看待，则较为满足齐夫法则的条件。如河南省常住人口约9500万，郑州市常住人口约690万，而排名第二的南阳约450万，显然人口首位度仍具有很大的空间。

过去几年来，省会城市的首位度以较快的速度提升，但是从人口预测的角度，未来省会都市圈所聚集的人口可能将远远超过我们的想象。

图表8：部分省会人口占全省人口比重



这只是人口在一省内的聚集，是人口流动的一个维度。与此同时，省际之间也会流动，总体而言是向几个大的城市群流动，主要是粤港澳、长三角、京津冀和成渝。处在这几个都市圈内的中小城市也会获得更多的机会。

这就是中国未来的大城市化和城市群化图景，今天我们看到的大城市化和城市群趋势，不是行将结束，而是才刚刚开始。

第二章：城市的变迁，从历史到未来

城市，这个词汇熟悉到让我们从来不曾去深入追究它的真正涵义。

在本质上，城市就是人类的现代性，要知道现代国家80%以上的人口住在城市，生产、生活、消费、服务和交换，都发生在城市里。

随着技术和经济的发展，城市的外在和价值也在不断变迁。

一、历史的厚积

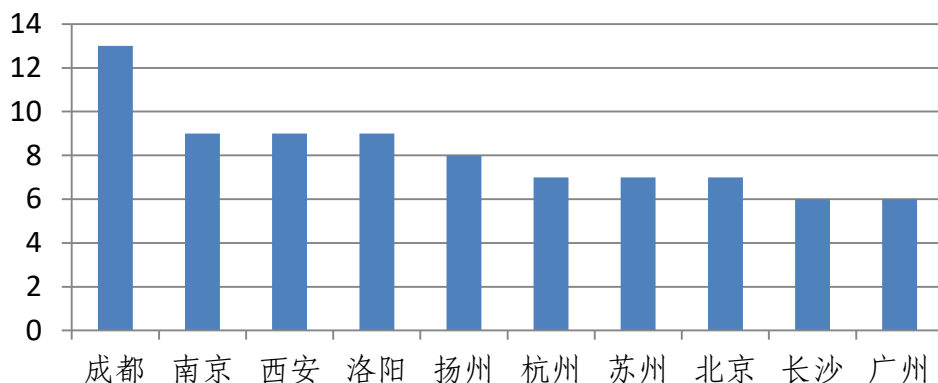
中国历史上曾经长期在全球处于领先地位，也诞生了许多当时的全球城市。

长安。“纸香墨飞，词赋满江”曾用来形容这个风华绝代的古城，然而依靠政治性因素而起家的长安城，一遇朝代变迁，数百年商业积累尽毁。中国在封建集权制度下，城市的创建主要来源于统治者的意志，故带有浓厚政治色彩，及至两宋，这种特征基本没有发生过变化，类似的城市还包括洛阳、开封。

另有一些城市则依靠经济和民富，虽有所起伏，但能够经历朝代更迭仍长期繁荣，如有“人间天堂”美誉的苏州和杭州。整体而言，经济驱动型的城市稳定性更强。

统计中国历史上各朝代十大城市，上榜次数最多的城市中，政治型和经济型约略平分秋色。

图表9：主要历史名城进入各朝代前十大城市的次数



排名靠前的两个城市，成都和南京，似乎难以进行分类，它们是均衡型的长跑选手，兼有政治和经济驱动特征，区位、地理、环境、气候等众多条件均优，使其长期繁盛不衰。

这两个城市，自崛起后（成都始于战国、南京始于东吴），就从未衰落过，成都更是唯一自战国以来所有朝代均位列前十的城市。

城市的历史之于今天，有多大价值？历史文化名城的房子是否可以多卖几万块钱？这无法被量化，但历史的选择恰恰是对这个城市综合价值的佐证。

具有现实意义的是，政治与经济的拉扯作用于城市，今天仍在发生着。在过去30年里，经济驱动的因素更为凸显，但是现在，似乎在向政治力量倾斜，既体现在全国层面（如上海与北京），也体现于省内城市的竞争（如南京与苏州）。

所以，在未来的城市投资上，需要更加重视政治资源的影响，尤其是要重视省会。毕竟，政治的力量，可以凭空造出一座雄安城。

二、地理的重塑

交通是连接城市的重要纽带，也是为城市发展运送人流、物流的重要通道。交通方式重塑着地理，对生产要素的流动、城镇体系的发展有着决定性的影响。

河运时代

水运是古代大规模运输最为有效的方式，这些河流无疑都是最早的交通要道。从世界历史来看，古代内河航运引导了城市布局。城市最早出现于尼罗河、底格里斯河、幼发拉底河、印度河以及黄河等大河流域，在历史上较有影响的城市也大都分布在河流的沿岸。

交通运输促进了市场形成，而市场本身也是城市生活安定性及规律性的产物。

从中国城市发展的历史来看，水路运输对城市格局的形成和演化具有很强的引导作用。魏、晋、南北朝以后，长江流域逐步发展成为主要的经济基地，而隋大运河的开凿，把逐渐成为中国经济中心的长江流域与仍作为政治、军事中心的黄河流

域以通畅便捷的水运方式联结起来，大运河成为中国主要商品流通通道和经济发展的命脉，在沿河两岸形成了中国第一条南北向城市发展轴线，沿岸的楚州（淮安）、扬州、苏州、杭州在当时并称“四大都市”。

海运时代

中国加入WTO以后，外向经济蓬勃发展，迅速崛起为世界工厂和最大的出口国。海运和港口在这个阶段扮演着中国和世界间贸易连接最重要的角色，沿海城市成为这个时代最耀眼的明星，大连、青岛、宁波、温州、厦门等城市，分别都引领过城市发展与建设的潮流。

今天的全球化退潮，使中国的出口经济遭遇重大挑战，经济由外转内，由出口转消费、由制造转服务，自然地，也将重新刻画中国的城市格局。

随之而来的是“高铁时代”。

高铁时代

2017年9月复兴号通车，中国高铁正式进入“350时代”。高铁经济的虹吸效应和社会效应增强了产业间的可替代性，推动了城市功能和地位的变化。

相应的，高铁枢纽城市已然成为汇聚人流、物流、商流、资金流的重要节点，也成为发展商业、商务、娱乐、医疗、教育等现代服务业的首选之地，进而衍生出枢纽经济，能迅速成为区域新增长极。

在“八纵八横”高铁规划中的节点城市，与省会是高度重合的，中部省会城市因为地理位置关系，在高铁网的枢纽位置尤其突出，郑州、西安、武汉、合肥、长沙等城市均成为“米”字型节点，未来将通过“四通八达”的高铁线虹吸省内的人口和资源。

可以说“八纵八横”刻画了下一个交通周期的全景，就其对于经济和城市的深刻影响而言，不啻为“21世纪的京杭大运河”。

图表10：京杭大运河沿线城市



图表11：八纵八横高铁规划



三、产业的更替

城市的发展和产业更替息息相关，工业革命极大地推动了欧洲工商业城市的发展，在互联网时代，美国硅谷便是因高科技产业集聚效应形成城市群的典型案例。

硅谷是从旧金山向南，沿着旧金山延伸到圣何西的一块面临太平洋的平坦谷地。一百多年前，这里还是一片丰美淳朴的葡萄园，几乎没有任何现代化的影子，直到上世纪70年代还是随处可见的樱桃树。但是如今这里却成为了世界高新技术的发源地，硅谷的软件和计算机产业可以说是当下现代化的心脏和引擎。

硅谷的产业都是所谓的高端产业，这些产业拥有深度参与技术创新、拥有大量STEM (Science, Technology, Engineering and Mathematics, 简称STEM) 人员、良好的就业机会等特征，给本地区的经济带来极大的发展。目前硅谷集中了7000多家高新技术公司，公司的市场价值超过1万亿美元，相当于中国全部上市公司市值的两倍。

美国在全球的领导地位，所仰赖的，一是金融，二是科技，金融在东海岸，以纽约为代表；科技在西海岸，以硅谷为代表。产业造就城市，甚为明显。

在中国，经济建设时代的早期，最有价值的是资源品。这个时期出现了很多资源型城市，如鄂尔多斯、鞍山、大庆、大同等，如今已经资源枯竭、悉数没落。

在制造业主导的30年，外向型经济和民营经济发达的城市，如苏州、东莞、温州等成为明星城市，如今也面临转型的压力。

当下中国正处于产业发展的转折点，我们认为未来的方向，一是向科技创新跃升，在互联网、人工智能、生物基因等新兴产业占领制高点，深圳、杭州、合肥在这一方面率先发力，城市竞争力也因之得到明显提升；另一方面，则是要着眼于消费和服务业，一线城市和大部分省会城市也将因此获益。

三、城市的价值

回顾城市发展的历史，有的城市能够数千年保持持续繁荣，如成都和南京，均衡、稳定、没有短板，是城市中的白马。

有的城市则在短期内快速爆发，成为黑马，如合肥。

合肥2001年至2017年GDP增长了约19倍，位居全国第一，从最没有存在感的省会摇身变为当红城市。这中间发生了什么？

一是合肥获得了最大的“高铁红包”，从普铁时代的省内第二跃升到高铁时代的区域枢纽；二是依托中科大，晋身三个“综合性国家科学中心”之一，在人工智能、量子通信等科技领域建立了领先优势。

政治、环境、人口、交通、产业等众多因素对城市价值的重构时时都在发生，而现在尤甚，百年未有之大变局下，城市又如何能置身形势之外呢？

总体而言，我们认为在新的趋势性力量下——

大城市的价值优于小城市；

省会城市的价值优于一般城市及单列市；

高铁枢纽城市的价值优于港口城市；
科技型城市和服务业城市的价值优于制造业城市。

第三章：房地产投资，从房子到基金

2018年，资产领域大面积的风险暴露，泥沙俱下中，究竟还有什么投资是安全的？整体看，房地产仍然是全球表现最好的资产之一。

一、长周期视野下的房地产投资

资产管理，核心不在管理在资产。找到一个时代最好的类别资产，就已经先成功了80%。

放在历史宏观的架构下，房地产是当之无愧的“资产之王”。体量巨大，穿越时代，长期稳定增长，是永不折旧的资产和社会财富的压舱石。

放眼中国市场化房地产30年，房地产最充分地分享了经济发展的成果，没有其他任何一项投资的累计收益率超过它。如果说这30年尚没有经历完整的大周期检验，那么美国百年房地产的增长轨迹应该更有说服力：

过去100年来，美国房价录得正增长的年份是78年，即使经过2008年房地产泡沫破灭，今天在城市化率已近9成的情况下，房价也已经翻过了危机前的高点。

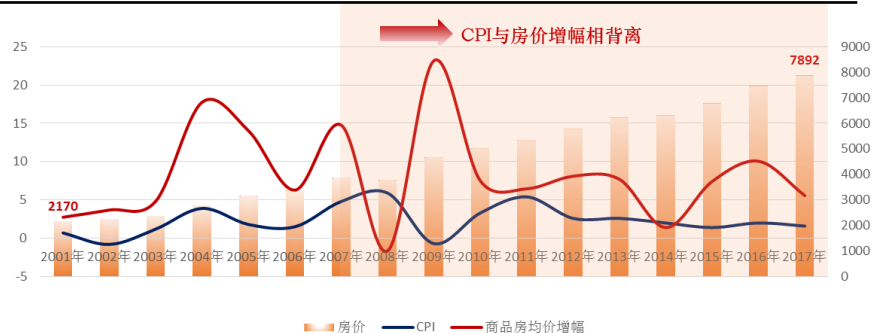
在充分饱和、以存量为主的美国，房地产仍然被证明可以长期稳定跑赢通胀率。中国房地产仍处于增量阶段，城市化空间仍大。可以说，在未来10-15年里，中国城市化率从50%上升至70%以上，是最具确定性的大趋势之一。刚性的城市化需求和偏高的真实通胀率，将支撑房地产在较长时间内较其他资产获得相对收益。

二、通胀的浮力

房地产具有天然的抗通胀属性，在一定程度上，通胀像是一种浮力，支撑着房地产价格。不可否认，过去30年，特别是近10年来，中国真实通胀率居高不下，是房地产超级牛市的重要原因之一。

由于CPI指标不反应房价，不充分反应房租，实际上CPI指标与房价产生背离，甚至负相关。

图表12：CPI与房价增幅的背离

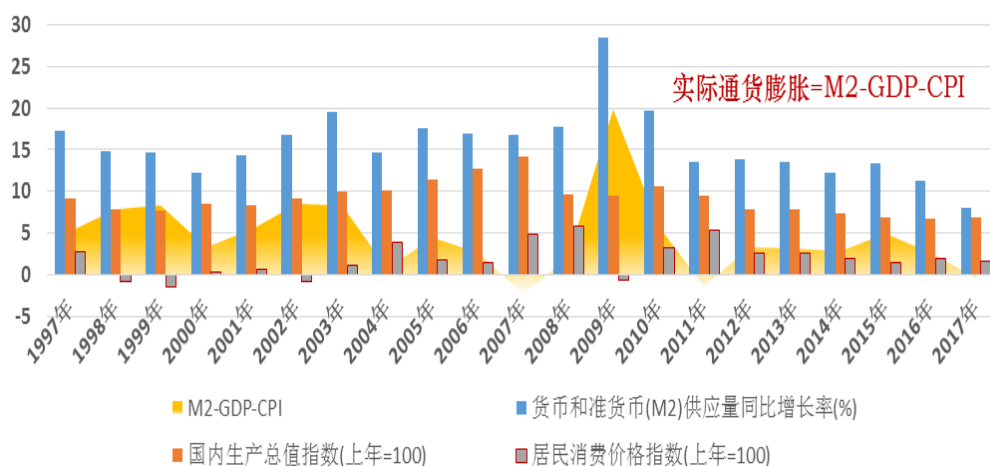


原因在于，在货币超量发行的前提下，代表商品和服务价格的CPI如不上涨，则必须有其他的蓄水池容纳超发货币，绝大部分情况下，是房地产。

在我国宏观经济的实际运行中，货币增长量往往超过经济增长和通货膨胀所需的货币总量。我们采用M2同比增长减去GDP与CPI同比增长之和，得出“超额货币”同比增长情况，这一差值视为“超额货币”，即是经济中实际通货膨胀的来源。

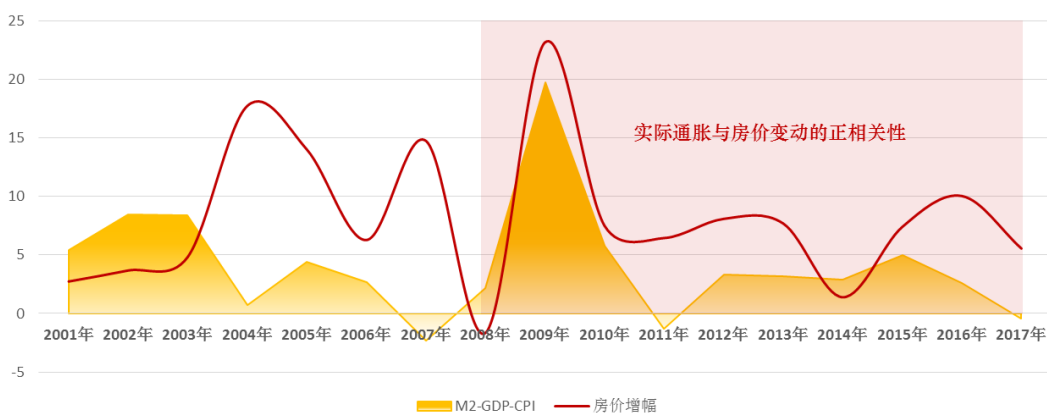
过去20年，除2007年和2011年外，其他年份实际通货膨胀均为正，2009年一度接近20%，对应的是“4万亿”货币宽松；2015年则是近年来实际通货膨胀较高的年份。

图表13：中国20年来实际通货膨胀（黄色面积部分）



将M2-GDP-CPI增幅指标与房价增幅指标进行拟合，可见实际通货膨胀率与房价存在非常明显的正相关关系。

图表14：实际通货膨胀与房价变动正相关



2017-2018年，在严监管、去杠杆政策下，我国广义货币供应量M2同比增速结束了三十多年来的两位数高增长，进入了个位数增长时代，实际通货膨胀指标落入负区间。我们认为，2019年在严峻的内外部环境下，中国货币政策稳字当先，边际宽松，真实通胀率大概率将会触底回升。

布雷顿森林体系解体后，全球经济本身就是一种通胀经济。一般而言，经济中的实际通货膨胀率维持在2%左右对经济增长具有良性的推动作用。因此，通胀的魅影将长期伴随着经济增长，难以发生实质性的改变，只要这一状况持续，房地产都将因为抗通胀的属性而表现较好。

三、房地产基金时代何时来临？

中国房地产30年的快速增长，产生了一大批世界级的房地产开发企业。2017年底，TOP100房企份额占比历史性突破50%，TOP10份额也已超过30%。

与房地产开发企业的膨胀式发展相比，房地产基金的规模则相当有限。

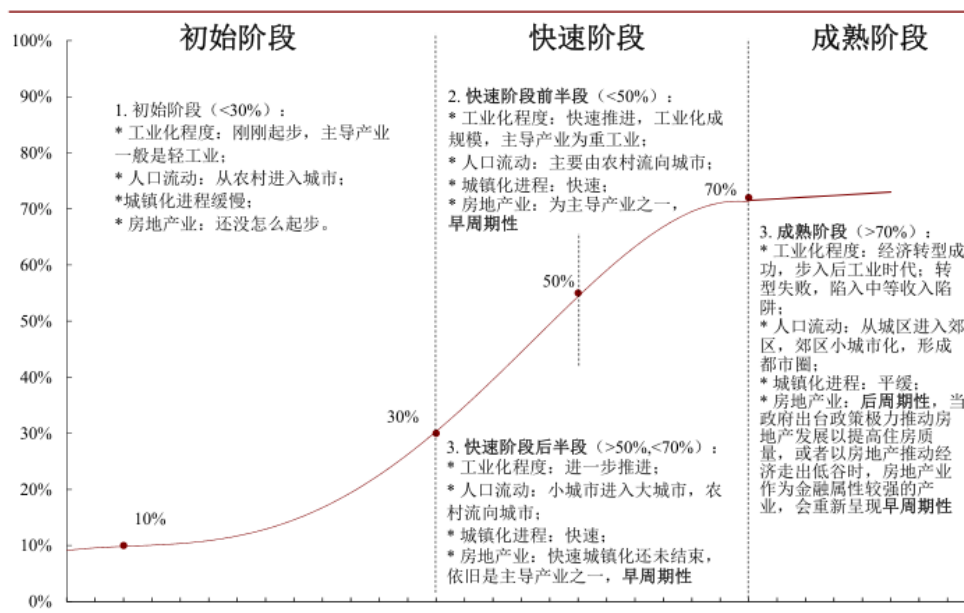
内资房地产基金以2010年为发展元年，第一次浪潮发生在2012年，当时很多房地产基金提出对标美国黑石。至今8年过去了，中国全部房地产基金管理规模加起来，仍不及黑石（房地产基金管理规模超1000亿美元）一家。

而中国房地产的市值早已超过美国，房地产基金未能随着市场规模同步扩张，我们认为主要有以下原因：

(1) 房地产发展的阶段特征。

根据美欧发达国家的经验，房地产基金的业务模式以持有存量资产为主，房地产从增量市场向存量市场转化（一般以城市化率达到70%为界）时，往往房地产基金得到快速发展。

图表15：城市化发展的阶段特征



中国目前常住人口城市化率约58%，处于城市化S形曲线中快速阶段的后半段，房地产呈现单边牛市特征，快速做增量阶段，全行业高ROE，使房地产基金难以发挥专业优势。

换一个角度看，房地产基金的暂时弱势，恰恰也说明了中国距离存量阶段尚远，房地产空间仍然巨大。

（2）以间接融资为主的融资模式。

间接融资是指资金融入方（开发商）和融出方（社会资本）之间存在一个信用中介（银行），储户将资金存入银行，银行以开发贷的形式借给开发商。

直接融资包括开发企业IPO、定增等股本融资，债券融资以及项目股权合作形式的融资等，房地产基金是直接融资的一个重要形式。

在1992年以前，房企融资几乎全部来自银行，此后逐渐出现证券市场的股本和债券融资等，2009年后才出现较大规模的房地产基金融资。总体而言，银行开发贷仍然是房企成本最低的资金来源，在能够获得开发贷的情况下，房企不会接受基金成本更高的股权或债券融资。

（3）系统化的行业优惠政策尚未建立

税收优惠是大部分国家和地区房地产基金发展的共同特征和基本动因。

如美国和澳洲，房地产投资信托基金分派的股息不会在房地产投资信托层面上征税，只征收个人所得税；在香港，基金层面的所得税被免除，个人所得税虽未被免除，但税率较低。

中国目前大力鼓励REITs和房地产基金的发展，但并没有实质性的税收支持政策出台。

显然，中国房地产基金大规模发展还需假以时日，但越来越多房地产基金正以不同的方式参与到房地产市场，改变着行业生态。

四、房地产直接融资的未来

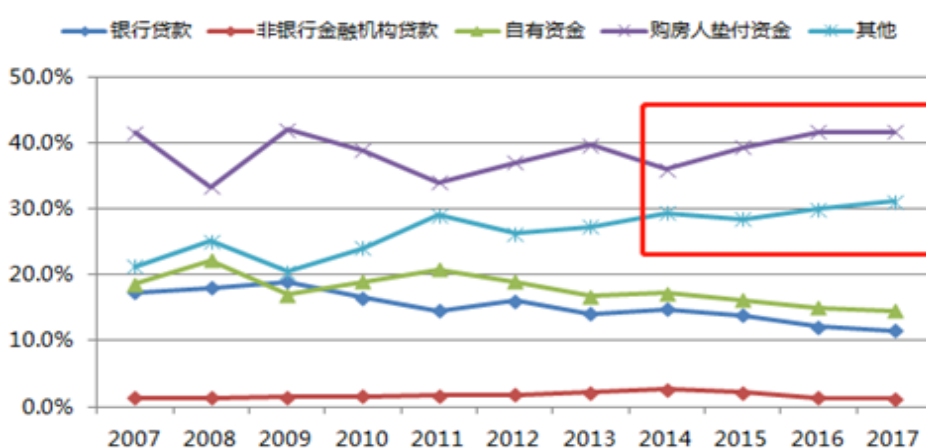
1、房地产直接融资的优势

在内资房企的5大主要资金来源中，购房人垫付资金和其他融资（主要是直接融资）占比分列第一，第二，且趋势性上升；而银行贷款和自有资金占比则逐年下降。总体上体现了直接融资取代间接融资的过程。

一方面是政策限制银行资金进入房地产领域，另一方面则是房地产开发企业负债率普遍过高，银行对开发贷款趋于谨慎，对房地产的投放更加倾向于家庭部门，即住房按揭贷款，2015-2017年的去库存行情，非常明显地体现了房地产领域企业负债和家庭负债的此消彼长。

无论如何，直接融资是更加合理的融资模式，也符合国家的政策导向。银行信用的无限扩张将带来系统风险和宏观脆弱性，直接融资在本质上是银行信用向资产信用转变。

图表16：房企资金来源占比变化



对开发商而言，意味着**开发资金来源的社会化**。即开发商可以不受政策限制，源源不断地获取资金来源，甚至逐渐改变房地产开发的资金密集属性，更加凸显专业属性。

对投资人而言则是**房地产开发投资的小型化**。过去，参与房地产项目开发的资金门槛动辄上亿，通过基金的形式，100万就能参与到地产开发环节并获得更高的开发收益，极大地扩展了个人投资者进行房地产投资的渠道和方式。

2、现阶段房地产基金典型投资方式

现阶段中国房地产基金的具有代表性的运作模式，要么是做商办的股权，在开发企业普遍用力较弱的领域耕耘，典型的有光大安石、高和、基汇等；要么是做住宅的债权，为开发企业融资，赚取较低的固定收益，典型的有稳盛、信保等。

图表17：现阶段房地产基金的主要业务模式即代表机构



3、洛德基金领跑房地产真实股权投资

洛德基金通过5年的实践，逐渐走通了房地产增量阶段住宅开发，与大开发商合作进行真股权投资的独特之路。

之所以独特，在于住宅开发的真实股权合作，需要满足以下3个条件，缺一不可。

(1) **管理人背景。**目前中国很多房地产基金为开发商背景，这类基金与大股东直接进行交易，如开展股权投资，很容易落入关联交易甚至利益输送的道德陷阱，也很难得到投资人的认同。最新的监管要求，房地产基金的实际控制人不得为房地产开发商背景，已经体现了监管层对这一问题的关注。

(2) **自主管理能力。**真实股权投资对管理人的自主管理能力要求更高，既包括项目选择、投资决策能力，也包括投后管理，对项目成本、营销和退出等重要环节的管控等等。

(3) **透明化、规范化。**过去房地产开发的核心竞争力是不透明拿地的能力，与开发商进行股权合作，很难解决虚增成本等不透明带来的问题。如今，拿地环节的透明度越来越高，产品越来越标准化，且随着投资金额越来越大，更多开发商选择开放股权合作，包括开发商与开发商，开发商与基金，甚至多家合作开发也已成为常态。在这个过程中，合作的技术性问题解决方案已非常成熟，基金作为非操盘方参与开发项目股权的利益能够得到充分保障。

洛德基金是独立PE背景，股权投资与完全非关联方交易，能够有效避免道德风险。也拥有一支包括了投研、开发、营销和运营的全链条专业团队，为开展房地产真实股权投资提供专业支撑。

在此基础上，洛德基金与最优秀的开发商合作，投资最有潜力的城市，开拓了房地产基金股权投资的全新领域。和目前主流的地产基金模式相比，它具有以下优势：

(1) 房地产基金区别于一般金融机构的地方，正是评判风险和主动管理风险的能力。债权和夹层融资模式在本质上与银行的间接融资差别不大，仍然是基于抵押和信用，这在新的监管环境下，空间会越来越小。

(2) 中国目前仍处于城市化快速发展和房地产开发增量阶段，相对于商办开发、改造和持有，住宅开发仍然是周转更快、收益更高的投资。

未来，房地产基金可能会在房地产存量市场迎来爆发，但现阶段，增量开发，是更好的选择。

五、房地产投资，从房子到房地产基金

过去30年，中国人对房地产的投资就是买房子，即使购买房地产基金或信托，也是基于信用的金融资产。只有股权房地产基金，才具备房地产行业的收益特征，能完全分享到城市化和资产增值的红利，同时又与实物房地产迥然不同。

1、城市选择

如本报告第二章所述，城市选择是房地产投资的核心部分，但大部分个人对房地产的投资仅仅局限在所在的城市，无法获得城市差异和周期轮动带来的超额收益。

中国房地产具有巨大增长潜力，但不是每个城市都有潜力，或潜力相同。结构性的特征将会愈发明显，一线和大约10个二线城市将会在未来的深度城市化中获得更多的优质人口，人口带来活力和需求，需求产生市场。

以中国的人口总量，将支持产生10个以上的全球性城市，包括南京、杭州、成

都、武汉、天津等城市都将有极佳的机会实现重要跃升，在这些城市的房地产投资也将获得更好回报。

但是在现今的限购政策下，高净值人群已基本失去在这些优质城市购房的机会，部分人退而求其次，选择非限购的低等级城市房产，但这种盲目、将就的投资往往是陷阱，带来投资损失。

而房地产基金在穿透后投资的是可供开发的土地一级市场，不受限制，可以帮助投资者突破限购政策和高级别城市超高的投资门槛，从而获得中国最优质城市的资产份额，享受大城市化的红利。

2、双重收益

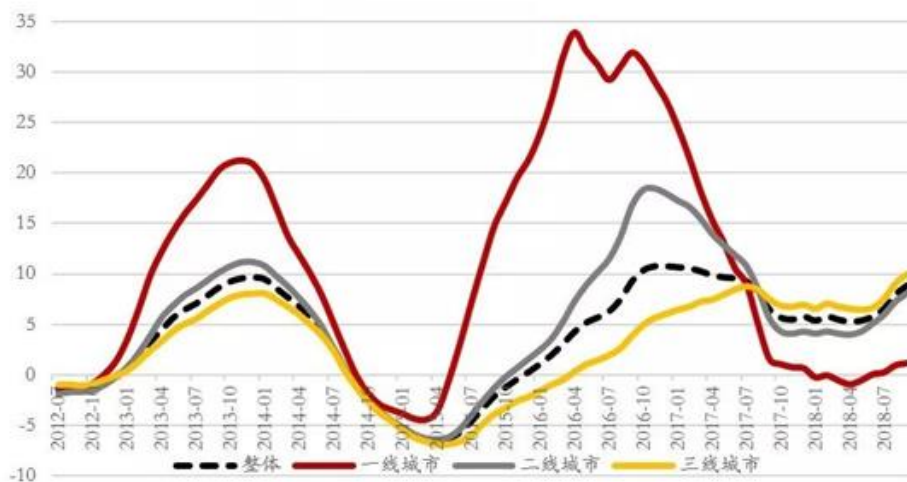
房地产实物投资只能获得增值收益，而地产股权基金则既能获得开发收益又能获得增值收益。

即假设在投资周期内房价不上涨，项目开发仍能获得正常的开发收益，也包括一定的大开发商品溢价收益等；如在销售周期房价上涨，销售价格提升，又可以获得资产的增值收益。

3、周期差

房地产市场，存在非常明显的周期差异和轮动，一线城市是领先指标，最先启动，接下来是二线城市和环一线城市，最后为三、四线城市补涨。

图表18：一、二、三线城市价格指数周期差异



住宅开发的开发的周期较短，在一个房地产小周期里，能够准确地捕捉着这种周期差异中的轮动机会，增加投资收益。以洛德基金举例：

2014年，市场底部逆周期低价获取南京南部新城综合体地块；

2015年，市场复苏前期，投资“四小龙”的苏州、杭州住宅项目；

2016年，进入滞涨二线成都和西安；

2017年，投资南京青龙山国际生态新城住宅项目；

2018年，地价回归理性，全面回归新一线，投资天津和苏州。

洛德基金在1.5个房地产小周期内，几乎完整地踏准了结构性轮动的机会。

在这种周期投资中，基金较开发商也具有优势。区别在于资金属性不同，开发商的资金主要来源于销售回款，在市场顶部资金最充裕，在市场底部资金最紧张，加上企业内部追求业绩的冲动，往往导致在市场顶部拿地，成为地王。

而基金的资金具有社会化特征，相对稳定，在成熟的投资策略下，不会出现做反周期的情况。

4、周转率

在新的限售政策下，投资实物房产从认购到可以出售，一般需要5年左右（取得产权证后2-3年），而房地产基金的投资周期一般为2-3年。

而住宅项目开发最快6个月即可实现资金回流，在一个基金产品周期内，可以实现重复投资。如洛德基金投资的朗诗成都项目，创造了投资6个月收回成本的纪录，快速周转极大地提高了投资的内部收益率。

宏观看好房地产资产和中国城市化机会，进行房地产投资，过去是，未来也将是中国人偏爱的，也确实带来更高回报的选择。

但是在投资方式上，房地产基金较购买实物房地产拥有多方面的优势。作为一种新的房地产投资渠道，已得到越来越的投资人认知和认可，放在5-10年后来看，他们将会被认为是具有远见的先行者。

第四章：2019年房地产投资策略建议

由于2018年全球宏观和国内行业环境的深刻变化，报告并不局限于对年度短期市场作出预测，我们希望在趋势性认知的基础上，从城市和城市化的角度，探寻未来5-10年房地产投资机会。

核心策略：

做多省会，尤其是新一线省会城市。

同时也看好一线城市、直辖市及四大城市群内的中小城市。

价值型投资策略：

长期视角下，房地产包括住宅和租金较高的商办类核心资产均是价值型投资，但需要区别城市。

机会型投资策略：

房地产股权投资基金已进入较为有利的逆周期投资窗口，部分已充分调整的城市购房机会出现。

防御型投资策略：

在较大的不确定下，房地产债类投资（包括债券和债类基金），是较好的防御性增长投资策略。

声明：

本报告仅供洛德基金客户使用，请勿外传。

本报告并非洛德基金产品推介材料或其补充材料。

本报告部分数据来自WIND、中国指数研究院、华泰证券、海通证券、同策研究院等研究机构。