

全球格局下的中国房地产产业分析

何志毅 叶晨^①

【摘要】本文基于全球上市公司的数据，对中国房地产业在全球格局下的产业地位、产业结构、产业规模、产业效率、产业领军企业等进行了全景式分析。数据表明，中国房地产业上市公司数量全球排名第一，市值排名第二，营收和利润均排名第一。在房地产管理和开发三级产业和房地产开发四级产业中，中国均占据绝对优势地位。在股权房地产投资信托三级产业中，中国尚未有上市公司，美国一家独大，高度金融化虽然能够促进房地产业的发展，但也可能积累长期风险。中国应该借鉴美国的经验和教训，在防范长期金融风险的基础上，推动股权房地产投资信托产业的发展。

关键词：房地产；产业分析；股权房地产；投资信托

2022年12月15日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国—欧盟工商领袖和前高官对话上指出，房地产是国民经济的支柱产业，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够的需求空间为房地产业的稳定发展提供支撑。中央财经委员会办公室有关负责人也强调“要充分认识到房地产行业的重要性。房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业”。自此，房地产业在新一轮被“妖魔化”中回归常态。本文试图对中国房地产业在全球格局中进行全景式扫描。

一、研究方法

本研究所指房地产业由全球行业分类标准 GICS（global industry classification standard）所界定，该标准由标准普尔（S&P）与摩根士丹利资本国际公司（MSCI）共同制定，共设有能源、原材料、工业、非日常生活消费品、日常消费品、医疗保健、金融、信息技术、电信业务、公用事业、房地产等 11 个一级产业。

房地产业下设 2 个三级产业，其中，房地产管理和开发三级产业下设多样化房地产活动、

【作者简介】

何志毅 清华大学全球产业研究院首席专家，北京大学光华管理学院教授，南方科技大学兼职教授。研究方向为产业经济、战略管理。

叶晨 北京新瑞蒙代尔企业家研修学院常务副院长。研究方向为产业经济。

房地产经营公司、房地产开发、房地产服务等 4 个四级产业，股权房地产投资信托三级产业可细分为多样化房地产投资信托、工业房地产投资信托、酒店及度假村房地产投资信托、办公房地产投资信托、医疗保健房地产投资信托、住宅房地产投资信托、零售业房地产投资信托、特种房地产投资信托共 8 个四级产业，总计有 12 个四级产业（详见表 1）。

表 1 GICS 分类下的房地产业

一级产业	二级产业	三级产业	四级产业
房地产	房地产	股权房地产投资信托	多样化房地产投资信托
			工业房地产投资信托
			酒店及度假村房地产投资信托
			办公房地产投资信托
			医疗保健房地产投资信托
			住宅房地产投资信托
			零售业房地产投资信托
			特种房地产投资信托
		房地产管理和开发	多样化房地产活动
			房地产经营公司
			房地产开发
			房地产服务

数据来源方面，本研究以路孚特（Refinitiv）数据库为主，以万得（Wind）数据库为辅，在全球 129 个国家和地区 265 个交易所的 50239 条数据中，剔除多地上市、柜台交易、信息不完整等条目后，共获取有效数据 2668 条，以此对全球格局下的中国房地产业进行数据分析。

本研究所指市值为年平均市值，营收和利润为 TTM 数据（指按照特定时点往前推 4 个财季的数据），3 项指标均以亿美元为单位。企业数据节点为 2021 年 12 月 31 日。汇率按中国人民银行公布的 2021 年交易中间价格全年平均值换算。本研究所指综合占比是按照某国在全球或某产业在全产业中的市值比、营收比、利润比，按照 0.5、0.25、0.25 的权重加权计算而得的。

鉴于 GICS 分类体系的房地产一级产业实际上由两个三级产业构成，一个本质上是反映实体的房地产管理和开发产业，另一个本质上是反映金融的股权房地产投资信托产业，因此，本文将在介绍整体格局后，分两个部分进行分析。

二、全球房地产业整体概述

2021年，全球房地产业共有上市公司2668家，占全球上市公司总量的6%，其中，盈利企业1907家，亏损企业761家，产业亏损面为0.29。上市公司数量最多的国家是中国，包括中国内地307家、中国香港131家、中国台湾60家，总计498家^①。第二至第五位依次是美国219家，日本171家，印度133家，泰国92家。

全球房地产业上市公司总市值42429亿美元，占所有产业总量的4%；总营收19515亿美元，占总量的3%；产业内盈利总额2778.7亿美元，亏损总额513.5亿美元，总利润2265.2亿美元，占总量的4%。房地产业在全部产业的综合占比为4%。

中国在全球房地产业上市公司数量上排名第一，占总量的12%，其中盈利企业243家，亏损企业64家，产业亏损面为0.21；总市值排名全球第二，总营收、总利润排名全球第一，综合占比为32%（若将中国香港企业数据纳入研究范围，则综合占比为39%），位列全球第一；总市值为7238亿美元，占全球总市值的17%；总营收11152亿美元，占全球总营收的57%；盈利总额936.2亿美元，亏损总额107.5亿美元，总利润为828.7亿美元，占全球总利润的37%。中国房地产业上市公司数量占中国全产业的5%；总市值占4%，总营收占9%，总利润占9%，产业综合占比为6%，在中国的全产业中位列第九。

美国在全球房地产业上市公司数量上排名第二，占全球上市公司总量的8%，其中盈利企业146家，亏损企业73家，产业亏损面达0.33；总市值全球第一，总营收、总利润排名全球第二；产业综合占比为25%，位居全球第二。其总市值为15466亿美元，占全球总市值的36%；总营收2522亿美元，全球占比13%；盈利总额393.3亿美元，亏损总额108.8亿美元，总利润为284.5亿美元，占全球总利润的13%。美国房地产业上市公司数量占美国全产业的5%；总市值占3%，总营收占4%，总利润占1%，产业综合占比为2%，在美国的全产业中位列第十。

日本在全球房地产业上市公司数量上排名第三，占全球上市公司数量的6%，其中盈利企业157家，亏损企业14家，产业亏损面达0.08；总市值、总利润、总利润均排名第三；产业综合占比为7%，位居全球第三。其总市值为2920亿美元，占全球总市值的7%；总营收1620亿美元，占全球总营收的8%；盈利总额165.1亿美元，亏损总额1.5亿美元，总利润为163.6亿美元，占全球总利润的7%。日本房地产业上市公司数量占美国全产业的4%；总市值占4%，总营收占2%，总利润占4%，产业综合占比为4%，在日本的全产业中位列

^① 除特别说明外，下文涉及中国的研究数据均为中国内地307家上市公司的数据。

第九。

中国、美国、日本三国的产业综合占比之和为 64%。产业综合占比位列第四和第五的分别是德国（3%）、澳大利亚（3%）。以上排名前五国家的产业综合占比占全球的 70%，具体情况如表 2 所示。

表 2 全球房地产业综合占比前五强数据

国家	数量（家）/占比（%）	市值（亿美元）/占比（%）	营收（亿美元）/占比（%）	利（亿美元）/占比（%）	综合占比（%）
中国	307/0.12	7238/0.17	11152/0.57	828.7/0.37	0.32
美国	219/0.08	15466/0.36	2522/0.13	284.5/0.13	0.25
日本	171/0.06	2920/0.07	1620/0.08	163.6/0.07	0.07
德国	55/0.02	1092/0.03	227/0.01	138.2/0.06	0.03
澳大利亚	57/0.02	1188/0.03	210/0.01	90.1/0.04	0.03

全球房地产业上市公司平均市值为 15.90 亿美元，平均营收为 7.31 亿美元，平均利润为 0.85 亿美元。在产业综合占比五强国家中，平均市值最高的是美国、中国；平均营收最高的是中国、美国；平均利润最高的是中国、德国。中国的三项平均值均排在前两位，在五强国家中处于领先地位。

根据各四级产业市值、营收、利润在一级产业的占比，全球房地产业的 12 个四级产业中综合占比前三位的产业分别是房地产开发 36%，房地产经营公司 14%，多样化房地产活动 10%，全部分布于房地产开发和管理领域，在这一领域中还有房地产服务产业占 4%，4 个产业合计占比达 64%。在股权房地产投资信托领域，综合占比最高的是特种房地产 10%，其后依次是工业房地产、多样化房地产、零售业房地产、住宅房地产、办公房地产、医疗保健房地产、酒店及度假村房地产，8 个产业合计占比达 36%。

综上，全球房地产业中，综合占比前三名的国家依次为中国 32%、美国 25%、日本 7%；中国房地产业中的上市公司数量全球排名第一、市值排名第二、营收和利润均排名第一。中美在房地产业上的市值、营收、利润比分别为 0.47、4.42、2.91；各国房地产业在本国全产业中的综合占比为中国 6%，美国 2%，日本 4%；在全球房地产业中，房地产管理与开发三级产业的综合占比为 64%，股权房地产投资信托三级产业综合占比为 36%。

三、全球房地产管理和开发产业格局

（一）全球房地产管理和开发三级产业格局

2021 年，全球房地产管理和开发产业共有上市公司 1929 家，占房地产全产业上市公司

总数的 72%，其中盈利企业 1927 家，亏损企业 761 家，亏损面为 0.29。上市公司数量最多的国家分别是中国 307 家、印度 133 家、日本 111 家、马来西亚 90 家、印尼 74 家。

全球房地产管理和开发产业上市公司总市值为 42429 亿美元，占全产业总市值的 49%；总营收 16991 亿美元，占全产业总营收的 87%；产业内盈利总额 1933.3 亿美元，亏损总额 323.9 亿美元，总利润 1609.4 亿美元，占全产业总利润的 71%。产业综合占比为 64%。

中国房地产业目前没有股权房地产投资信托产业，全部 307 家上市公司都集中在房地产管理和开发三级产业，占产业总量的 16%，其中盈利企业 243 家，亏损企业 64 家，产业亏损面为 0.21。总市值为 7238 亿美元，占产业总量的 35%；总营收为 11152 亿美元，占产业总量的 66%；盈利总额 936.2 亿美元，亏损总额 107.5 亿美元，总利润为 828.7 亿美元，占产业总量的 51%。产业综合占比为 47%（若将中国香港企业数据纳入研究范围，则综合占比为 57%），位列全球第一。

日本在房地产管理和开发产业上的上市企业为 111 家，占产业总量的 6%，其中盈利企业 98 家，亏损企业 13 家，产业亏损面为 0.12；总市值为 1418 亿美元，占产业总量的 7%；总营收 1496 亿美元，占产业总量的 9%；盈利总额 111.6 亿美元，亏损总额 1.2 亿美元，总利润为 110.4 亿美元，占产业总量的 7%。产业综合占比为 7%，位列全球第二。

德国在房地产管理和开发产业上的上市企业为 50 家，占产业总量的 3%，其中盈利企业 39 家，亏损企业 11 家，产业亏损面为 0.22；总市值为 1036 亿美元，占产业总量的 5%；总营收 221 亿美元，占产业总量的 1%；盈利总额 134.3 亿美元，亏损总额 2.2 亿美元，总利润为 132.1 亿美元，占产业总量的 8%。产业综合占比为 5%，位列全球第三。

中国、日本、德国三国的产业综合占比之和为 59%。产业综合占比位列第四和第五的分别是美国（4%）、瑞典（4%）。以上排名前五国家的产业综合占比之和占全球的 67%，具体情况如表 3 所示。

表 3 全球房地产管理和开发业综合占比前五强数据

国家	数量(家)/占比 (%)	市值(亿美元)/占比 (%)	营收(亿美元)/占比 (%)	利润(亿美元)/占比 (%)	综合占比 (%)
中国	307/0.16	7238/0.35	11152/0.66	828.7/0.51	0.47
日本	111/0.06	1418/0.07	1496/0.09	110.4/0.07	0.07
德国	50/0.03	1036/0.05	221/0.01	132.1/0.08	0.05
美国	39/0.02	1263/0.06	856/0.05	-8.9/-0.01	0.04
瑞典	61/0.03	835/0.04	82/0.005	107.8/0.07	0.04

综上，在房地产管理和开发四级产业中，中国的综合占比为 47%，几乎占全球的半壁江山，比第二名的日本高出近 7 倍。在全球房地产业中，房地产管理和开发三级产业综合占比为 64%；美国的房地产管理和开发产业相对较弱，在全球排名第四，综合占比仅为中国的 8.5%。

（二）全球房地产管理和开发四级产业分析

在房地产开发四级产业，全球上市公司 867 家，总市值 7934 亿美元，总营收 11930 亿美元，盈利总额 1116.7 亿美元，亏损总额 105.3 亿美元，总利润 1011.4 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是中国，占比达 71%。若将中国香港企业数据纳入研究范围，则占比达 81%，而排在后几位的国家占比不超过 2%，在此产业上，中国呈一家独大之势。中国 186 家企业（146 家盈利，40 家亏损）在市值、营收、利润三项上的占比分别为 60%、86%、78%。中国企业包揽产业前四名，分别是万科、中国海外发展、华润置地、碧桂园。在此产业，中国产业强、企业强。

在房地产经营公司产业，全球上市公司 612 家，总市值 6665 亿美元，总营收 1281 亿美元，盈利总额 489.2 亿美元，亏损总额 96.6 亿美元，总利润 392.6 亿美元。产业综合占比排名前三位的国家分别是德国 19%、中国 18%、瑞典 14%。其中德国 35 家企业（29 家盈利，6 家亏损）在市值、营收、利润三项上的占比分别为 14%、16%、33%；中国 71 家企业（60 家盈利，11 家亏损）的三项占比分别是 20%、23%、10%；瑞典 55 家企业（53 家盈利，2 家亏损）的三项占比分别是 12%、6%、27%。产业冠军企业为 Vonovia（德国），二至四名分别为 Deutsche Wohnen（德国）、碧桂园服务、太古地产。在此产业，德国产业强、企业强。

在多样化房地产活动产业，全球上市公司 357 家，总市值 4236 亿美元，总营收 2496 亿美元，盈利总额 277.1 亿美元，亏损总额 96.7 亿美元，总利润 180.4 亿美元。产业综合占比排名前两位的国家是日本 39%、中国 11%（若纳入中国香港企业数据，则达 33%）。其中日本 57 家企业（52 家盈利，5 家亏损）在市值、营收、利润三项上的占比分别为 26%、51%、52%；中国 38 家企业（28 家盈利，10 家亏损）的三项占比分别是 14%、16%、2%。产业冠军企业为新鸿基地产，二至四名分别为三井不动产（日本）、大和房屋工业（日本）、三菱房地产（日本）。在此产业，日本产业强、企业强。

在房地产服务产业，全球上市公司 93 家，总市值 2004 亿美元，总营收 1284 亿美元，盈利总额 50.4 亿美元，亏损总额 25.3 亿美元，总利润 25.1 亿美元。产业综合占比排名前四位的国家是美国 61%，中国 18%，英国 7%，日本 5%。其中美国 15 家企业（7 家盈利，8 家亏损）在市值、营收、利润三项上的占比分别为 54%、61%、75%；中国 12 家企业（9

家盈利，3家亏损）的三项占比分别是28%、17%、-2%；英国7家企业（5家盈利，2家亏损）的三项占比分别是4%、9%、12%；日本18家企业（17家盈利，1家亏损）的三项占比分别是3%、3%、11%。产业冠军企业为世邦魏理仕（美国），二至四名分别为贝壳、仲量联行（美国）、First Service（加拿大）。在此产业，美国的产业强、企业强。房地产管理和开发产业下的16家全球产业领军企业如表4所示。

表4 全球房地产管理和开发产业领军企业

四级产业	冠军	亚军	季军	殿军
多样化房地产活动	新鸿基地产	三井不动产	大和房屋工业	三菱房地产
房地产经营公司	Vonovia	Deutsche Wohnen	碧桂园服务	太古地产
房地产开发	万科	中国海外发展	华润置地	碧桂园
房地产服务	世邦魏理仕	贝壳	仲量联行	First Service

综上，在房地产开发产业中，中国综合占比为71%；在其他三个产业中，中国皆排名第二，分别次于德国、日本、美国。在这三个产业的9个产业领军中，中国只有2个企业，即碧桂园服务与贝壳；中国的房地产业在全球的综合占比仅为美国的30%，未来有很大的发展空间。

四、全球股权房地产投资信托产业格局

（一）全球股权房地产投资信托三级产业格局

2021年，全球股权房地产投资信托产业共有上市公司739家，占房地产全产业链的28%，其中盈利企业562家，亏损企业177家，亏损面为0.24。上市公司数量最多的国家分别是美国180家、日本60家、英国47家、西班牙36家、土耳其33家。

全球股权房地产投资信托上市公司总市值21591亿美元，占全产业链的51%；总营收2524亿美元，占全产业链的13%；产业内盈利总额845.4亿美元，亏损总额189.6亿美元，总利润655.8亿美元，占全产业链的29%。在全产业链的综合占比为36%。

美国在该三级产业下共有上市公司180家，占产业总量的24%，其中盈利企业124家，亏损企业56家，产业亏损面为0.31。总市值为14203亿美元，占产业总市值的66%；总营收1666亿美元，占产业总营收的66%；盈利总额353.3亿美元，亏损总额59.8亿美元，总利润为293.5亿美元，占产业总利润的45%。产业综合占比为61%，位列全球第一。

日本在该产业下共有上市公司 60 家，占产业总量的 8%，其中盈利企业 59 家，亏损企业 1 家，产业亏损面为 0.02；总市值为 1502 亿美元，占产业总市值的 7%；总营收 124 亿美元，占产业总营收的 8%；盈利总额 53.5 亿美元，亏损总额 0.3 亿美元，总利润为 53.3 亿美元，占产业总利润的 8%。产业综合占比为 7%，位列全球第二。

英国在该产业下共有上市公司 47 家，占产业总量的 6%，其中盈利企业 36 家，亏损企业 11 家，产业亏损面为 0.23；总市值为 941 亿美元，占产业总市值的 4%；总营收 62 亿美元，占产业总营收的 2%；盈利总额 83.1 亿美元，亏损总额 29.5 亿美元，总利润为 53.6 亿美元，占产业总利润的 8%。产业综合占比为 5%，位列全球第三。

美国、日本、英国三国的产业综合占比为 73%。产业综合占比位列第四和第五的分别是西班牙（1%）、土耳其（1%）。以上排名前五国家的产业综合占比之和占全球的 75%，具体情况如表 5 所示。

表 5 全球股权房地产投资信托产业综合占比前五强数据

国家	数量 (亿美元) / 占比 (%)	市值 (亿美元) / 占比 (%)	营收 (亿美元) / 占比 (%)	利润 (亿美元) / 占比 (%)	综合占比 (%)
美国	180/0.24	14203/0.66	1666/0.66	293.5/0.45	0.61
日本	60/0.08	1502/0.07	124/0.05	53.3/0.08	0.07
英国	47/0.06	941/0.04	62/0.02	53.6/0.08	0.05
西班牙	36/0.05	215/0.01	18/0.01	4.4/0.01	0.01
土耳其	33/0.04	73/0.003	19/0.008	9.9/0.015	0.01

股权房地产投资信托三级产业，是将房地产的实体部分金融化的结果，到目前中国尚未有此产业的上市公司，国家有关部门经政策调研后正在展开试点工作。在这个产业内美国的综合占比为 61%，是第二名日本的 8.7 倍。其他 32 个国家和地区的综合占比为 39%。在美国的房地产业中，股权房地产投资信托产业的市值占比为 66%，营收占比 66%，利润占比为 45%，综合占比为 61%。可见美国房地产业的金融化程度冠绝全球，并且其规模是实际房地产开发和服务的两倍。

（二）全球股权房地产投资信托四级产业分析

在多样化房地产投资信托产业，全球上市公司 212 家，产业总市值 2429 亿美元，总营收 347 亿美元，盈利总额 136.7 亿美元，亏损总额 17.0 亿美元，总利润 119.8 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是澳大利亚 20%。产业冠军企业为美国楷蕊（美国），二至四名分别为 Stockland 合订单位（澳大利亚）、澳洲迈瑞卡（澳大利亚）、STORECAPITAL（美国）。

在此产业，澳大利亚的产业强、企业较强，美国企业亦较强。

在工业房地产投资信托产业，全球上市公司 67 家，产业上市公司总市值 3156 亿美元，总营收 212 亿美元，盈利总额 197.2 亿美元，亏损总额 1.0 亿美元，总利润 196.2 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 45%。产业冠军企业为安博（美国），二至四名分别为古德曼（澳大利亚）、Segro（英国）、杜克房地产（美国）。在此产业，美国产业强，企业强。

在酒店及度假村房地产投资信托产业，全球上市公司 51 家，产业总市值 601 亿美元，总营收 127 亿美元，盈利总额 1.7 亿美元，亏损总额 51.3 亿美元，总利润-49.6 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 56%。产业冠军企业为 Apple 酒店物业（美国），二至四名分别为日本酒店 REIT（日本）、豪斯特酒店及度假村（美国）、莱曼酒店物业（美国）。在此产业，美国的产业强、企业强。

在办公房地产投资信托产业，全球上市公司 117 家，产业总市值 2402 亿美元，总营收 293 亿美元，盈利总额 97.8 亿美元，亏损总额 12.1 亿美元，总利润 85.7 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 46%。产业冠军企业为亚历山大房地产（美国），二至四名分别为波士顿地产（美国）、Covivio（法国）、日本建筑投资（日本）。在此产业，美国的产业强、企业强。

在医疗保健房地产投资信托产业，全球上市公司 28 家，产业总市值 1389 亿美元，总营收 186 亿美元，盈利总额 34.3 亿美元，亏损总额 5.2 亿美元，总利润 29.0 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 81%。产业冠军企业为芬塔（美国），二至四名分别为美国医疗不动产信托（美国）、OMEGA 医疗投资（美国）、健康峰值房产（美国）。在此产业，美国在产业和企业方面都占据绝对优势。

在住宅房地产投资信托产业，全球上市公司 74 家，产业总市值 2636 亿美元，总营收 286 亿美元，盈利总额 79.2 亿美元，亏损总额 3.6 亿美元，总利润 75.5 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 72%。产业冠军企业为艾芙隆海湾社区（美国），二至四名分别为公平住屋（美国）、埃塞克斯信托（美国）、InvitationHomes（美国）。在此产业，美国在产业和企业方面都占据绝对优势。

在零售业房地产投资信托产业，全球上市公司 135 家，产业总市值 3090 亿美元，总营收 409 亿美元，盈利总额 128.5 亿美元，亏损总额 98.8 亿美元，总利润 29.7 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 74%。产业冠军企业为西蒙地产（美国），二至四名分别为 Realty Income（美国）、领展房产基金（中国香港）、金克地产（美国）。在此产业，美国在产业和企业方面都占据绝对优势。

在特种房地产投资信托产业，全球上市公司 55 家，产业总市值 5887 亿美元，总营收 664 亿美元，盈利总额 170.1 亿美元，亏损总额 0.6 亿美元，总利润 169.5 亿美元。产业综合占比排名最高的国家是美国 94%。产业冠军企业为美国电塔（美国），二至四名分别为冠城国际（美国）、惠好（美国）、大众仓储信托（美国）。在此产业，美国在产业和企业方面都占据绝对优势。股权房地产投资信托产业的 32 家全球产业领军企业如表 6 所示。

表 6 全球股权房地产投资信托产业领军企业

四级产业	冠军	亚军	季军	殿军
多样化房地产投资信托	美国楷蕊	Stockland 合订单位	澳洲迈瑞卡	STORECAPITAL
工业房地产投资信托	安博	古德曼	Segro	杜克房地产
酒店及度假村房地产投资信托	Apple 酒店物业	日本酒店 REIT	豪斯特酒店及度假村	莱曼酒店物业
办公房地产投资信托	亚历山大房地产	波士顿地产	Covivio	日本建筑投资
医疗保健房地产投资信托	芬塔	美国医疗不动产信托	OMEGA 医疗投资	健康峰值房产
住宅房地产投资信托	艾芙隆海湾社区	公平住屋	埃塞克斯信托	Invitation Homes
零售业房地产投资信托	西蒙地产	Realty Income	领展房产基金	金克地产
特种房地产投资信托	美国电塔	冠城国际	惠好	大众仓储信托

美国是世界上最早制定房地产投资信托基金法规的国家，也是该领域全球最大的市场，形成了多达 8 个四级产业。将房地产的开发与服务这样的实体部分金融化，不仅短期内会对经济发展起到促进作用，即拓宽房地产开发的融资渠道且分散直接投资的风险，还能够提高不动产资产的变现能力并优化房地产开发和服务企业的资产负债结构。然而，过度金融化也会催生房地产的泡沫，并埋下长期的风险隐患。

2020 年 4 月，中国证监会和国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产

投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，这是我国金融服务供给侧改革的重要抓手，对于盘活存量资产、形成良性投资具有重要意义。由于战略定位、发展阶段等方面的差异，当前中国推动的试点工作，与美国股权房地产投资信托实践在产业领域、法律主体、资金回收方式及用途等多个方面存在不同。通过监管手段引导募集资金的合理使用、推出税收支持政策，既需要我国房地产业健康发展，又需要吸取美国过度金融化引爆金融危机的经验教训。

因此，总结来看，除了多样化房地产投资信托产业外，美国在其他 7 个产业都占据绝对优势。在 32 家产业领军企业中，美国企业 25 家，占 78%；其他 5 个国家和地区 7 家，占 22%。美国在全球股权房地产投资信托三级产业上占据绝对优势。

五、中国房地产业分析

中国的 307 家房地产业上市公司分布在 4 个四级产业和全球 8 个交易所中，其中香港交易所 158 家，上海交易所 73 家，深圳交易所 67 家。中国房地产业产生中国产业冠军 1 家，奖牌企业共 16 家（详见表 7）。

表 7 中国房地产业领军企业

四级产业	冠军	亚军	季军	殿军
多样化房地产活动	陆家嘴（11）	新潮中宝（18）	深圳控股（19）	金地商置（23）
房地产经营公司	碧桂园服务（3）	恒大物业（5）	华润万象生活（14）	美凯龙（18）
房地产开发	万科（1）	中国海外发展（2）	华润置地（3）	碧桂园（4）
房地产服务	贝壳（2）	中海物业（11）	我爱我家（13）	世联行（14）

注：括号内为企业的全球排名。

在 16 家中国产业领军企业中，有 6 家进入全球产业领军企业行列，其中万科、中国海外发展、华润置地、碧桂园包揽房地产开发产业前四强；贝壳是房地产服务产业全球亚军，中海物业（11，代表全球排名，下同）、我爱我家（13）、世联行（14）是潜力候选企业；碧桂园服务是房地产经营公司产业全球季军，恒大物业（5）有望冲击全球产业领军地位；在多样化房地产活动产业，无全球产业领军企业，陆家嘴（11）是潜力候选企业。

从企业性质分布看，中央国有企业 30 家，地方国有企业 70 家，集体企业 1 家，国有企业合计 101 家，占总量的 33%；国有企业中盈利企业 82 家，亏损企业 19 家，亏损面为 0.19；市值、营收、利润的占比分别为 30%、26%、35%，综合占比为 30%。在 6 家全球产业领军企业中，国有企业 2 家，占 33%；在 16 家中国产业领军企业中，国有企业 6 家，占 37.5%。具体到四级产业，国有企业在多样化房地产活动产业占据主导地位，在其他 3 个产业中处于弱势地位。

从地域分布看，上市公司数量最多的地域依次是广东 67 家，占 22%；上海 55 家，占 18%；北京 33 家，占 11%，三省市合计占比为 51%。按照市值、营收、利润的综合占比，依次是广东 38%、上海 17%、香港 13%、北京 11%，四省市合计 79%。在 16 家中国领军企业中，广东 7 家，占 44%；香港 4 家、上海 2 家，北京、云南、浙江各 1 家。

具体到各四级产业，北京、广东分别在房地产服务、房地产经营公司两个四级产业中占绝对优势，综合占比分别为 67%和 54%；广东在房地产开发四级产业上的领先优势较大，综合占比为 38%；上海、广东在多样化房地产活动四级产业上相对领先，综合占比分别为 21%和 17%。

从产业结构看，中国上市公司数量最多的产业依次是房地产开发（186 家，占 61%）、房地产经营公司（71 家，占 23%）、多样化房地产活动（38 家，占 12%）、房地产服务（12 家，占 4%）。可参照的是，美国上市公司数量最多的依次是零售业房地产投资信托（33 家，占 15%）、特种房地产投资信托（32 家，占 15%）、多样化房地产投资信托（23 家，占 11%）、办公房地产投资信托（22 家，占 10%）、住宅房地产投资信托（22 家，占 10%）。

从产业规模看，中国最高的依次是房地产开发 66%、房地产经营公司 19%、多样化房地产活动 8%、房地产服务 8%，美国最高的依次是特种房地产投资信托 36%、住宅房地产投资信托 14%、工业房地产投资信托 11%、零售业房地产投资信托 10%。中国营收占比最高的是房地产开发 92%、多样化房地产活动 4%、房地产经营公司 3%、房地产服务 1%；美国依次是房地产服务 31%、特种房地产投资信托 26%、住宅房地产投资信托 8%、零售业房地产投资信托 8%。中国利润占比最高的依次是房地产开发 95%，房地产经营公司、多样化房地产活动、房地产服务三产业合占 5%；美国依次是特种房地产投资信托 51%、零售业房地产投资信托 16%、住宅房地产投资信托 15%、工业房地产投资信托 14%。

从产业综合占比看，中国最高的依次是房地产开发 80%、房地产经营公司 11%、多样化房地产活动 5%、房地产服务 4%；美国最高的依次是特种房地产投资信托 37%、房地产服务 13%、住宅房地产投资信托 13%、零售业房地产投资信托 11%。

在产业盈利性方面，中国房地产全产业链上市公司市盈率为 7.28，美国为 34.87。中美可比的四级产业是多样化房地产活动（9.29：38.19，中在前美在后，下同），房地产经营公司（29.10：7.69）、房地产开发（5.41：11.19）、房地产服务（93.05：6.49）。美国在股权房地产投资信托领域全产业链市盈率是 37.03，除酒店及度假村房地产外，美国其余 7 个四级产业的市盈率不低于 24，平均值为 37.88。

在产业效率指标方面，中国房地产全产业链上市公司销售利润率为 0.07，美国为 0.11。中

美可比的四级产业是多样化房地产活动（0.01：0.09）、房地产经营公司（0.13：-0.67）、房地产开发（0.08：-0.01）、房地产服务（-0.001：0.02）。美国在股权房地产投资信托领域全产业销售利润率为0.18，除酒店及度假村房地产外，美国其余7个四级产业的销售利润率不低于0.10，平均值为0.21。

中国房地产全产业上市公司资产回报率为0.12，美国为0.06。中美可比的四级产业是多样化房地产活动（0.06：0.07）、房地产经营公司（0.06：0.05）、房地产开发（0.13：0.10）、房地产服务（-0.001：0.06）。美国在股权房地产投资信托领域全产业资产回报率为0.06，除酒店及度假村房地产外，美国其余7个四级产业的资产回报率不低于0.04，平均值为0.06。

在产业集中度方面，中美在房地产服务产业的市值集中度、市场集中度、利润集中度平均值高于80%；美国在多样化房地产活动、房地产经营公司、房地产开发等3个产业三项集中度平均值高于90%，而中国三项集中度平均值则低于50%。美国在股权房地产投资信托领域，除工业房地产投资信托产业三项集中度平均值高于70%外，其余7个四级产业的三项集中度平均值介于50%~70%之间。

综上，中国房地产上市企业主要分布在香港股市；中国在全球房地产管理和开发三级产业中，在房地产开发四级产业占据绝对优势地位，在其他三个产业不占据优势；在中国房地产业中，民营企业占据主导地位，综合占比为70%，国有企业为30%；美国房地产全产业市盈率为34.87，中国为7.28。在房地产开发产业，美国市盈率为11.19，中国为5.41。可见，即便在中国占据优势的产业里，美国产业的市盈率也大大高于中国；美国股权房地产投资信托全产业的销售利润率为18%，资产回报率为6%，市盈率为37.03。

六、总结

中国房地产业在全球房地产一级产业中的综合占比为32%，全球第一；美国的产业综合占比为25%，全球第二，其他国家占比均较低。股权房地产投资信托三级产业在全球房地产业结构中的综合占比为36%，在美国房地产业结构中的综合占比为61%，而中国尚未有该产业。中国应当适应国情，在防范长期金融风险的基础上，推动股权房地产投资信托产业的发展。中国房地产业集中于房地产开发四级产业，综合占比为全球的71%，这是中国房地产发展期的特殊现象，未来应该在房地产一级产业下的多个产业中均衡发展。中国在房地产服务、房地产经营公司、多样化房地产等四级产业的发展空间较大。中国房地产开发产业综合占比为全球第一，产业前四名领军企业均为中国企业，是中国两个（另一个为消费用燃料产业）绝对优势产业之一。这种优势的可持续性值得关注。

参考文献:

- [1] 新华社.刘鹤在第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话上发表致辞
[EB/OL].(2022-12-15)[2023-03-01].http://www.gov.cn/guowuyuan/2022-12/15/content_5732322.htm.
- [2] 新华社.中央财办有关负责同志就中央经济工作会议精神和当前经济热点问题作深入解读
[EB/OL].(2022-12-18)[2023-03-01].http://www.xinhuanet.com/politics/2022-12/19/c_1129217477.htm.
- [3] MSCI.The Global Industry Classification Standard (GICS®) [EB/OL].(1998-05-18)[2023-03-01].<https://www.msci.com/our-solutions/indexes/gics.htm>.
- [4] 戚铭, 崔雅强, 肖雪. 美国 REITs 市场扩募发展的实践及对我国的启示[J].债券, 2022 (10) :87-91.
- [5] 伍迪, 牛耘诗, 杜镇秦, 等. 他山之石: 美国 REITs 简述及启示[J].项目管理评论, 2020 (5) :34-38.