

## 중국 섹터 분석: 부동산

작성자:

Dillon Jaghory

날짜: 2021년 9월 16일

주제: 국제



중국의 부동산은 경제 성장의 핵심 원동력이자 체계적 위험의 잠재적 원천으로 간주되어 온 동적인 섹터입니다. 토지 및 주택에 대한 사적 소유권은 1980년대 등소평의 개혁, 개방 이전에는 중국의 정치적 가치와 충돌하여 금지되어 왔으므로 이 섹터는 아직 새롭습니다. 오늘날 주택 소유권은 중국에서 부를 형성하고 지위를 상징하는 주요한 역할을 하며, 부동산은 2019년 기준으로 가계 소비의 23%를 차지하였습니다.<sup>1</sup> 지방 정부 역시 예산을 조달하는 데 있어 토지 매각에 크게 의존하고 있습니다. 한 마디로 말하자면 부동산 섹터는 중국 GDP에 크게 기여하고 있습니다. 하지만 높은 차입 비율과 강력한 규제 압력으로 인해 이 섹터는 전 세계 밸류에이션 측면에서 가장 낮게 거래되고 있습니다. 중국이 부동산 투자 억제 정책(Three-Red Lines 정책)을 통해 부동산 개발업체에 대한 대출을 억제하고 재산세 도입을 고려함에 따라 부동산을 이해하는 것이 전반적인 중국 경제를 이해하는 데 있어 매우 중요해 졌습니다.

중국의 11개 주요 경제 섹터에 대한 당사의 리서치 시리즈의 일부로서 이 보고서는 부동산 섹터를 알아보겠습니다.



## 주요 통계

MSCI 중국 부동산 10/50 지수에 대한 밸류에이션은 상당히 낮습니다. 특히 미국의 부동산 섹터와 비교하면 더욱 그러합니다. MSCI 중국 부동산 10/50 지수에 대한 추정 주가수익률은 4.4로서, 미국 부동산 선별 섹터 지수(Real Estate Select Sector Index)의 24.5와 상당히 비교됩니다.

### 부동산 섹터 중국 대 미국

출처: Bloomberg, ETF Research Center, 2021년 9월 7일 기준.

	MSCI 중국 부동산 10/50 지수	부동산 선별 섹터 지수
시가총액(단위: 미화 백만 달러)	479,455	1,041,090
주가수익률	4.8	27.5
추정 주가수익률	4.4	24.5
주가순자산비율(PBR)	0.7	4.3
추정 주가순자산비율	0.7	4.0
주가매출비율	0.5	9.2
추정 주가매출비율	0.4	8.3
1년 매출 성장	32.6	3.6
수익 성장	2.9	2.00
기업가치매출 비율	1.6	12.1
배당수익률	7.9%	2.5%

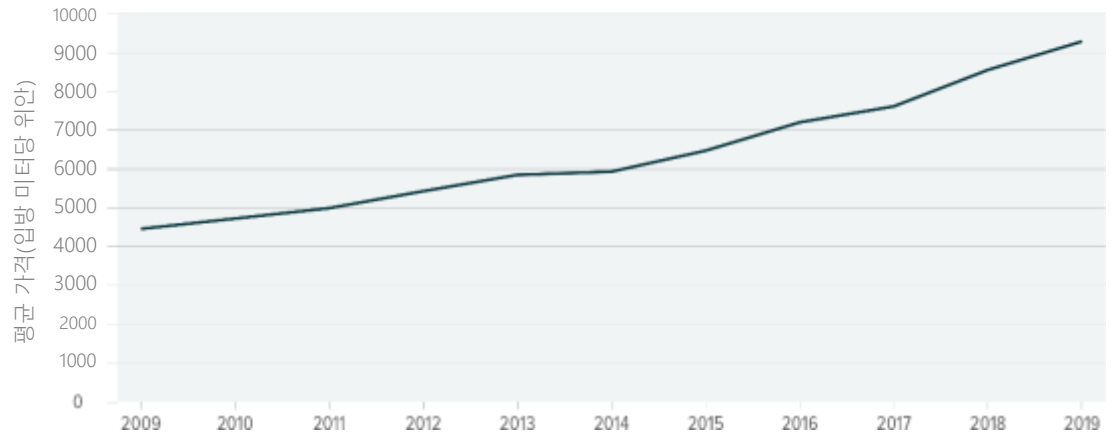
### 중국 부동산의 배경

1978년에 시작된 시장 개혁으로 부동산 섹터는 주택을 작업 단위를 통해 배분하던 중앙 통제 체제에서 점차 벗어나기 시작했습니다.<sup>2</sup> 1988년 개정된 헌법은 토지 거래가 가능한 법적 기반을 마련했습니다.<sup>3</sup> Longfor Group, China Resources Land, China Country Garden과 같은 현재의 거대 부동산 기업 모두가 1990년대에 설립되어 태동을 시작했습니다. 1998년 개혁을 통해 복지주택 모델이 종식을 고하고 마침내 사유 도시 주택 시장이 도입되었습니다.<sup>4</sup> 이러한 이른 시기에 부동산을 구입한 가구는 재산 가치가 올라 크게 혜택을 보았습니다.



## 평균 부동산 매도가(입방 미터당 위안)

출처: 중국 국가통계국.



사적 부동산 섹터가 급속히 출현하였지만 중국의 모든 토지는 국가 소유입니다. 법적으로 말하자면, 중국에서 토지가 매매될 때 실제로 교환되는 것은 해당 토지의 실제 소유권이 아니라 해당 토지를 사용할 수 있는 권리입니다. 토지는 주거용, 공업용 또는 상업용으로 분류되며, 사용권은 각각 70년, 30년 및 40년입니다.<sup>5</sup> 지방 정부는 자금조달 원천으로서 토지 매각 수입에 크게 의존합니다. 최근 규제 기관의 주요 업무는 지방 정부가 토지를 담보로 부외 부채를 늘려왔던 지방 정부의 자본조달 기구(LGFV)를 통제하는 것이었습니다.<sup>6</sup>

부동산은 중국의 경제 기적에 크게 기여하여 왔습니다. 2019년 기준으로 상업용 부동산 매각 수입은 15조 9천억 위안에 달했는데, 이는 중국 GDP의 약 10%에 해당합니다.<sup>7</sup> 하지만 계속해서 중국 정부는 성장에서 부동산에 너무 의존하는 점에 대하여 걱정하고 있습니다. 투자자들은 본 보고서에서 논의하는 이러한 위험과 규제 추세를 유념해야 합니다.

## 부동산 하위 산업

**다양한 부동산 활동:** 이 하위 부동산 기업들은 개발, 운영 및 관리를 포함한 여러 서비스를 제공합니다.

업계 리더: Wharf Holdings, Shanghai Lujiazui, Shenzhen Investment

**부동산 개발:** 중국 부동산 개발업체는 도시화와 빈곤 퇴치 물결에 편승하며 대규모로 성장하였습니다. 도시화의 속도로 인해 '유령 도시' 현상이 나타났습니다. '유령 도시'란 개발업체들이 우선 전체 주거단지를 건설하였으나 이후 수년 동안 대부분 입주자가 이루어지지 않은 상태를 말합니다. 2010년대까지 부정적인 눈총을 받았음에도 불구하고 나중에 이러한 많은 '유령 도시'는 입주자들로 채워졌습니다. 도시화를 진행하는 데 따른 토지 인수 비용으로 인해 부동산 개발업체들은 자본을 차입해야 했습니다. 2020년에 초안이 마련된 Three Red Lines 정책 준수를 위해 개발업체는 일정한 수준 이하로 세 가지 주요 대차대조표 지표(자산/부채 비율, 순차입금 비율 및 현금단기부채 비율)를 낮추어야 하기 때문에 이러한

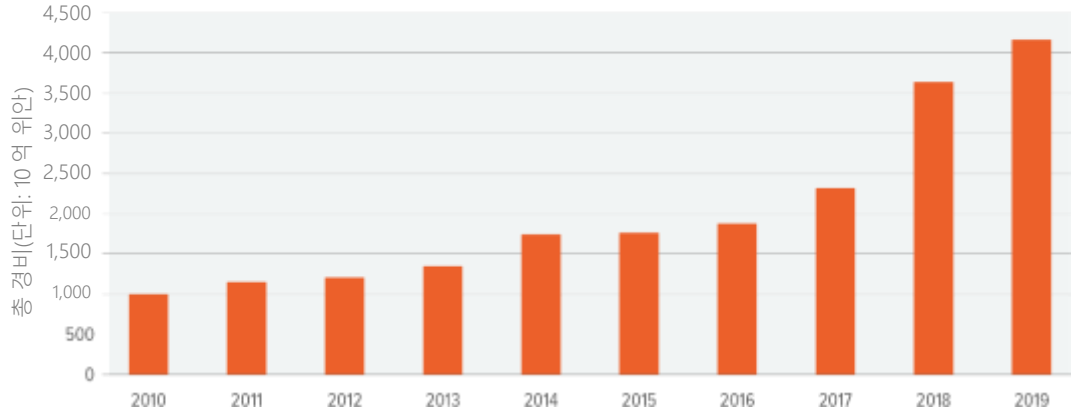


차입 감축은 앞으로도 지속될 것입니다.



## 부동산 개발업체의 대지 매입 경비

출처: 중국 국가통계국.



부동산 개발업체들의 레버리지 증가에 기여한 토지 취득 비용

업계 리더: China Resources Land, China Overseas, Longfor Group

**부동산 운영 회사:** 부동산 운영 회사란 부동산을 리스하고 관리하는 데 특화된 회사를 말합니다.

업계 리더: Shimao Services, Poly Property Services, China Resources MIXc

## 중국 부동산 성장에 도움이 되었던 요인들

**도시화 및 경제 성장:** 중국의 급속한 경제 개발과 함께 많은 농촌 인구가 농촌에서 신흥 도시로 유입되었습니다. 1980년과 2020년 사이에 도시 인구 비율이 19.4%에서 63.9%로 증가하였는데, 이로 인해 도시에서는 주택에 대한 수요가 늘었습니다.<sup>14</sup> 중국 주택 시장의 독특한 측면 중 하나는 호구 제도의 영향입니다. 1950년대부터 중국 국민은 시골 또는 도시 주민으로 구분하는 호구(戶口)라 부르는 주민등록증이 주어집니다. 호구 제도는 도심 지역으로 이주를 희망했던 시골 주민에게는 장애물이었지만 중국의 경제사회 현실이 변하면서 이 제도는 점차 완화되었습니다. 2021년 전국인민대표대회(전인대)에서 중국 정부는 도시 인구를 기초로 거주 요건 완화 계획을 발표했습니다.<sup>15</sup> 이러한 개혁은 도시화를 유지하려는 정부 노력의 일환입니다.

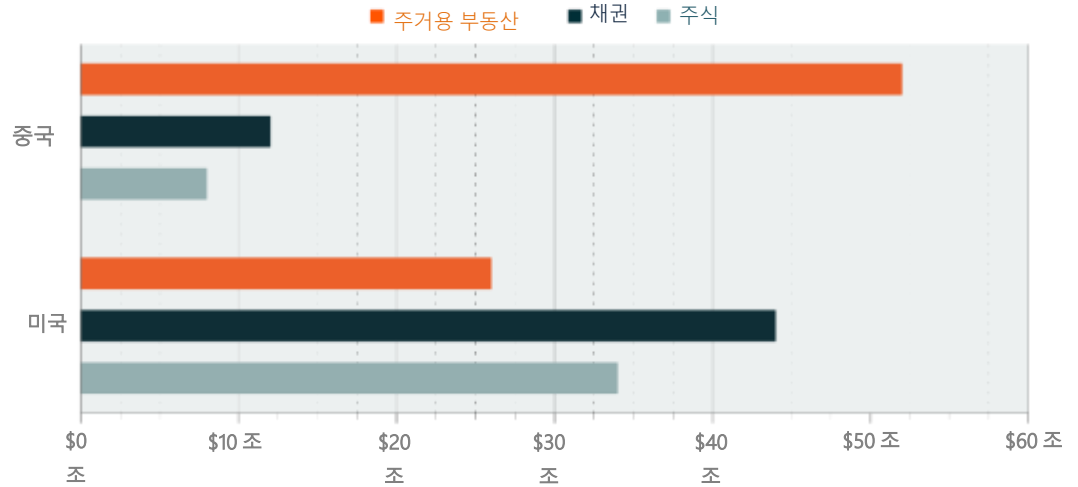
**대체 자산의 부족:** 중국의 금융시장은 여전히 덜 발달된 상태로 자본 통제 때문에 해외 투자가 제한을 받습니다. 매력적인 대체 자산이 부족한 상태에서 중국의 투자자들은 자연스럽게 부동산으로 몰려듭니다. 중국 주식시장의 변동성 역시 그러한 경향에 일조합니다. 그 결과, 중국 주택 자산의 밸류에이션은 2017년 기준 주식 밸류에이션의 약 8배 이상입니다.<sup>16</sup> 물론, 중국의 금융시장이 성숙함에 따라 이러한 성장 요인은 시간이 지나면서 감소할 가능성이 있습니다.





## 자산군의 시장 가액(단위: 조), 2019 년

출처: Goldman Sachs.

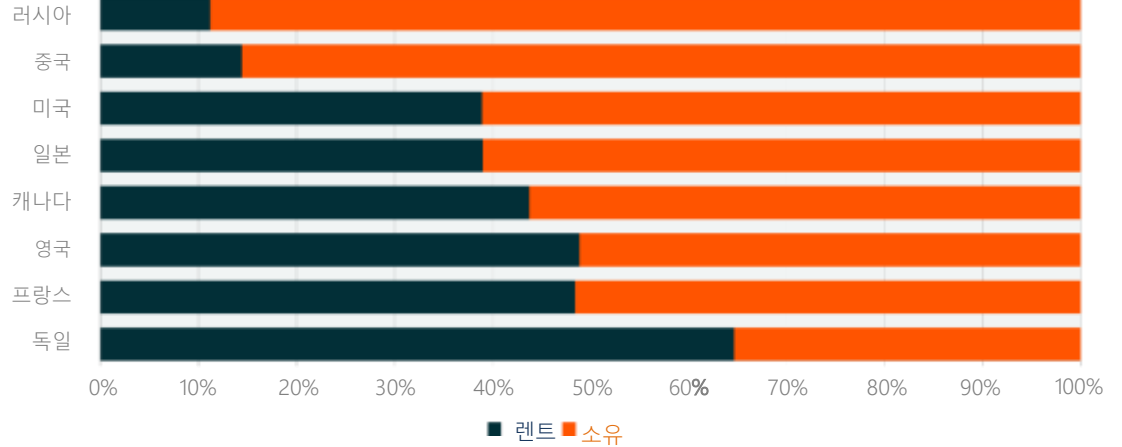


**문화적 요인:** 주택 소유는 많은 국가에서 가족을 구성하는 중요한 부분이지만 중국에서는 특히 더욱 그러합니다. 미국의 젊은이들은 결혼 후 주택을 구입하는 것이 보통이지만, 중국의 젊은이들은 결혼 전에 주택과 차를 가져야 한다는 압박감에 직면합니다. 더욱 흥미있는 사실은 이러한 경향이 신세대가 증가하면서 사라지지 않을 것으로 보인다는 점입니다. 오히려 젊은 사람들이 결혼 전에 주택을 소유해야 한다고 점점 더 많이 생각하는 것 같습니다. 2021년 설문조사에 따르면 21세에서 25세 사이 중국인의 40%만이 주택을 구입하지 않고 결혼할 수 있다고 밝혔는데, 이는 36세에서 40세 사이 중국인의 조사 결과 65%와 비교됩니다.<sup>17</sup> 더 많은 중국 사람들이 렌트보다는 주택 소유를 압도적으로 선호하는데, 중국의 주택 소유 비율은 83%에 달해 미국, 일본, 캐나다의 58%, 61% 및 54%와 비교됩니다.



## 국가별 렌트 또는 소유 비율

출처: Statista 글로벌 소비자 설문조사.



## 중국 부동산의 순풍과 역풍

**체계적 위험:** 규제기관은 부동산이 성장에 기여한 만큼이나 이 섹터를 잠재적 리스크 원천으로 보고 있습니다. 주택 가격은 놀라울 정도로 상승하여 2002년과 2020년 사이에 1선 도시에서는 6배 상승하였습니다.<sup>18</sup> 반면에, 선전, 베이징, 상하이 및 광저우와 같은 도시에서의 소득 대비 주택 가격 비율은 모두 최소한 뉴욕보다 세 배 높습니다.<sup>19</sup> 부동산 섹터가 개발됨에 따라 가구는 투기적으로 여러 주택을 매입하는 것이 점점 더 일반화되어 결국에는 시진핑 의장은 “주택은 살기 위한 것이지 투기를 위한 것이 아니다”라고 19차 전인대에서 선언하기에 이르렀습니다.

주택 가격 상승을 단속하기 위한 노력은 가구의 무분별한 행동으로 난항을 겪고 있습니다. 지방 정부가 가구가 매입할 수 있는 부동산의 수에 제한을 가하려 하자 이에 대한 대처 방안으로 위장 이혼을 하는 일부 사례도 있었습니다.<sup>20</sup> 또한 주택 소유자들이 가격 하락에 격렬하게 시위하는 경향도 있는데, 이는 부동산 개발업체에 압력을 가하고 시장의 힘을 왜곡하고 있습니다. 이러한 행동에 힘을 실어주는 것은 정부가 주택 가격이 떨어지지 않도록 암묵적으로 보장할 것이라는 가정입니다.

**규제 강화:** 규제기관은 경제에 미칠 수 있는 피해와 취해야 할 조치에 대해서 잘 파악하고 있습니다. Three Red Lines 정책은 부동산 개발업체의 차입금을 줄이기 위해 2020년에 마련되었습니다.<sup>21</sup> 부동산 회사는 2023년 중반까지 이러한 요건을 준수해야 하므로 이 정책의 효과는 점차 향후 2년에 걸쳐 나타날 것입니다. 또한 정책 입안자들은 재산세 도입을 숙고하고 있지만, 이는 과잉 대응을 조장하지 않는 방법으로 실행할 수 있느냐에 크게 의존할 것입니다.

## 결론

중국 부동산 섹터는 전례 없는 성장과 빠르게 변하는 사회적 요구를 경험하고 있는 한 국가의 특이한 산물입니다. 중국 부동산의 주요 테마는 체계적 위험을 제한하기를 원하는 규제기관들과 더 높은 성장에 대한 인센티브를 제공하려는 지방 정부 또는 회사들 간의 줄다리기입니다. 이러한 규제가 체계적 위험을





완화하는 데 성공한다면 단기적인 역풍이 장기적인 안정에 의해 보완될 것이 확실합니다.



## 정의

MSCI 중국 부동산 10/50 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS)에 따라 부동산 섹터로 분류된, MSCI 중국 지수에 포함된 대형 및 중형 자본 부문의 회사를 파악하기 위해 고안된 것입니다.

1. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "절정인 중국 주택 현황", 2020년 8월.
2. Lincoln Institute of Land Policy, "중국의 주택 개혁 및 결과", 2011년.
3. Chang Liu & Wei Xiong, "중국의 부동산 시장", 2020년 11월 17일.
4. 같은 출처.
5. Chang Liu & Wei Xiong, "중국의 부동산 시장", 2020년 11월 17일.
6. Wall Street Journal, "중국의 부채를 가능할 때 고려해야 하는 지방 정부", 2018년 12월 31일.
7. Statista, 중국 국가통계국.
8. Bloomberg, 2021년 8월 27일 기준.
9. Bloomberg, 2021년 9월 7일 기준.
10. Longfor Group 회사 웹사이트, 2021년 8월 27일 기준.
11. Fortune, "포춘 글로벌 500", 2021년 6월 7일.
12. South China Morning Post, "중국 본토 개발업체인 Country Garden이 로봇에 투자하여 세계 최대의 지능형 케이터링 그룹이 되고자 하다", 2021년 4월 4일.
13. Bloomberg, 2021년 9월 13일 기준.
14. 중국 국가통계국, 2021년 6월 9일 기준.
15. South China Morning Post, "중국, 시골 거주자가 경제 성장에 도움이 될 수 있도록 도시 호구 제도를 실시할 계획을 세우다", 2021년 3월 7일.
16. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "절정인 중국 주택 현황", 2020년 8월.
17. Beike Research Institute, "2021년 결혼을 목적으로 한 주택 구입에 대한 설문조사 보고서", 2021년 3월.
18. Kenneth Rogoff & Yuanchen Yang, "절정인 중국 주택 현황", 2020년 8월.
19. Bloomberg, "중국이 부동산 다람쥐 쳇바퀴에서 내려올 수 있는가? 그럴 가능성이 없어 보인다", 2021년 8월 19일.
20. South China Morning Post, "중국에서 위장 결혼과 이혼을 통해 주택 소유 한도를 회피하는 일이 흔해 상하이가 단속하는 것은 당연지사이다", 2021년 1월 23일.
21. UBS, "중국의 Three Red lines", 2021년 1월 11일.



투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 국제 투자에는 통화 가치의 불리한 변동, 일반회계원칙의 차이, 또는 다른 국가의 경제적 또는 정치적 불안정으로 인해 자본 손실을 입을 리스크가 수반됩니다. 신흥시장에는 동일한 요인뿐만 아니라 변동성의 증가 및 낮은 거래량과 관련된 고도의 리스크가 수반됩니다.

단일 국가에 초점을 맞춘 증권 및 좁은 시각으로 본 투자는 변동성이 높아질 가능성이 있습니다. 부동산은 경제 상황과 개발에 매우 민감하며 극심한 경쟁과 정기적인 과잉 건설이 특징입니다.

