

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

중국 부동산, 이제는 바뀔까?

- ✓ 중국 부동산 부양 방식이 건설 투자 → 수요 부양을 통한 재고조정으로 전환
- ✓ 수요 부양의 세부 조치는 1) 1선도시 주택구매 제한 폐지와 2) 이구환신. 현재 발표된 부양 강도로는 실효성이 낮다는 판단
- ✓ 예상보다 부진한 업황에 추가 부양책 필요, 7월에 예정된 3중전회 기조에 주목

중국 부동산 부양 방식 전환: Supply → Demand

올해 부동산 부양 방식은
건설투자에서 수요 부양으로 전환

4월 30일에 있었던 정치국회의에서 중국 부동산 부양 방향이 바뀌었다. 작년 12월의 경제공작회의에서는 '24년 부양 방향을 보장성주택, 성중촌(대형도시 내 판자촌 개조) 등 공급 분야(부동산 투자)로 설정했지만, 올해 4월 말에는 재고 소진을 위한 수요 진작 방향으로 전환했다. 최근 언론에서 많이 언급되는 주택 이구환신, 대도시 구매제한 폐지 등 조치들이 대표적인 수요 부양책들이다.

이에 홍콩 주식시장에서도 부동산주가 가장 급등하며 지수 상승을 견인했다. '21년부터 연속 3년간 부진했던 중국 부동산 경기, 이번에는 달라질 수 있을까?

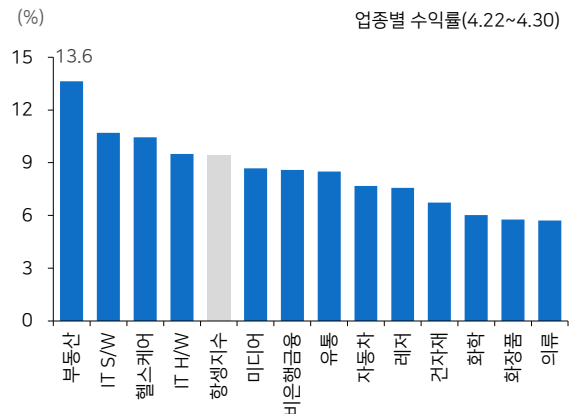
그림1 중국 부동산 부양책: 공급에서 수요 진작으로 전환

정책	주요 내용
보장성주택	- 도시인구 300만명 이상의 35개 - 향후 5년 내 총 600만채의 보장성주택 건설 - 단, 보장성주택의 상품화는 절대 금지
성중촌 개조	- 대형도시 내 판자촌 개조 - 연간 세부 개조 계획은 아직 부재 - 신규주택으로 낡은 주택 차환 보상

'24년 4월 말 정치국회의

- 부동산 재고 조정, 신규 공급량 최적화
- 새로운 공급 모델 구축
- 부동산 리스크가 금융 리스크로의 확산 억제에 노력

그림2 홍콩 주식시장에서 부동산 업종 상승폭 가장 커



자료: 중국 국무원, 메리츠증권 리서치센터

자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

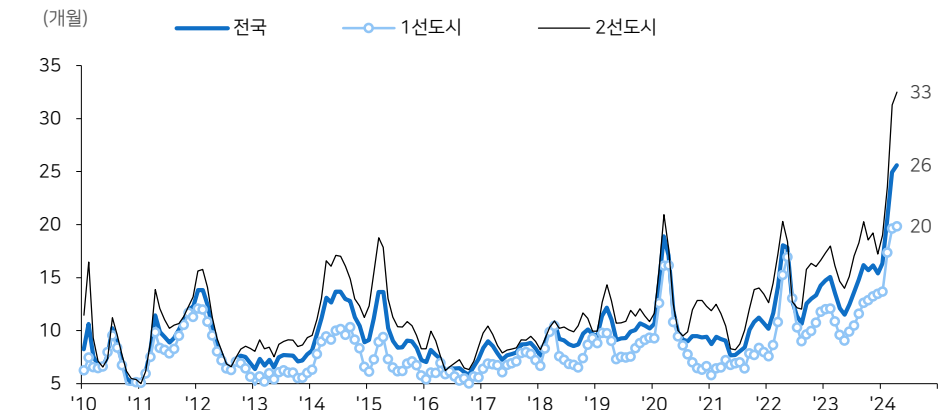
부양 기조가 전환된 배경

재고소진 개월수 급상승,
디벨로퍼 잉여현금흐름 악화가
기조 전환의 주요 배경

지금에 와서야 중국 정부가 부동산 재고 소진을 중점 방향으로 전환한 것에는 1) 그동안 많은 지역의 구매제한을 완화하는 등 조치들을 취했음에도 지난 2년간 부동산 거래량이 계속 부진했고, 2) 거래량이 감소하며 전국의 주택 재고 소진 예상 개월수가 26개월까지 상승, '10년 이후의 최고치를 기록했다기 때문이다. 특히 <그림 3>처럼 2선 도시의 재고 소진에 33개월이 필요하다면 3~4선의 중소형 도시의 주택 재고는 더 많을 수 밖에 없다.

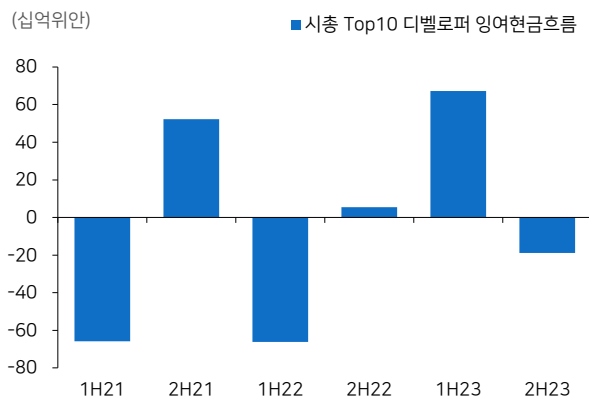
이에 기존 우량 하다고 판단됐던 방케(Vanke)마저 부도 위기에 내몰리는 등 산업 전반이 어려움에 처해있다. 중국의 시가총액 Top 10개 디벨로퍼의 잉여현금흐름(FCF)은 작년 하반기에 마이너스로 전환됐고, 올해 1분기 본토에 상장된 Top5 디벨로퍼의 잉여현금흐름은 마이너스 폭이 더 커졌다(그림 4, 5). 이런 상황이 지속된다면 결국 금융 리스크로 전이될 가능성이 높아진 것이다.

그림3 중국 1,2선도시의 주택재고 소진 예상 개월 수 급상승



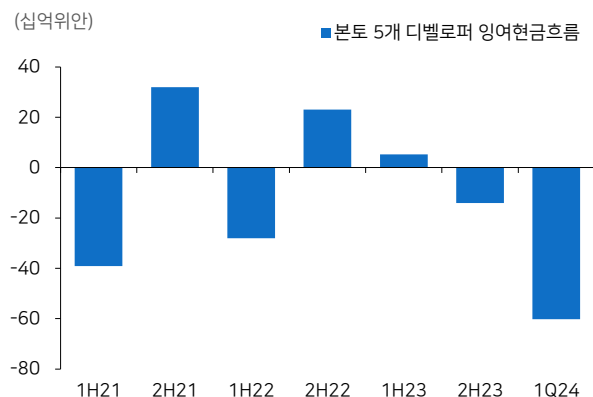
주: 주택재고 소진 예상 개월수 = 주택 재고 / 최근 3개월 거래량
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림4 본토와 홍콩에 상장된 시총 상위 10개 디벨로퍼 FCF



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 본토에 상장된 시총 상위 5개 디벨로퍼 FCF



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재고조정 방법 ①: 구매제한 전면 폐지

1선도시 구매제한 전면폐지는
시간 문제

재고 소진을 위한 중국 정부의 방법은 크게 2가지이다. 첫째는 베이징, 상하이 등 1선 도시의 주택구매 제한요건을 폐지하는 것이고, 둘째는 주택 이구환신(以舊換新) 정책이다.

주택 구매제한 전면폐지는 '22년부터 이미 시작됐고, 올해의 핵심은 1선 도시의 폐지 여부다. 최근 2,140만명 시민을 보유한 스촨성 청두(成都)시가 구매제한을 전면 폐지하며 기대감을 한껏 끌어올렸다. 1월부터 광저우, 상하이, 베이징, 선전 등 1선도시들이 요건을 부분 완화하기 시작했다. 전면 폐지까지 아직 거리가 있지만 시간 문제일 뿐 결국 다 풀 수 밖에 없다고 본다.

정책 실효성은 단기에 그쳐

중요한 것은 정책의 실효성이다. '22년부터 주택구매를 전면 폐지한 지역들의 거래량을 보면 지역별로 상이하고 대략 1~3개월의 반짝 반등에 그쳤다(그림 6~8). 물론 1선 도시는 기타 지역에 비해 일자리, 교육 등 인프라가 좋아 수요가 더 늘어날 수 있겠지만, 아직은 외곽지역만 개방하고 있고 이로 인해 가격이 오를 것이란 믿음이 부재해 실제 효과는 추가 관찰이 필요하다.

표1 중국의 주요 도시 주택 구매제한 폐지 과정: '24년 1선도시도 동참 시작, 전면폐지는 시간 문제

구분	연도	지역 및 세부내용
전면폐지 (2~3선 도시)	2022년	뤄산, 둥관
	2023년	양저우, 자싱, 난징, 다롄, 란저우, 지난, 칭다오, 푸저우, 정저우, 선양, 허페이, 우한, 우시, 닝뱌, 타이웬, 쿤밍, 샤먼
	2024년	쑤저우, 창사, 청두, 항저우(예상)
부분폐지 (1선도시)	2024년	광저우: 1/27일 34평 이상의 주택은 구매제한 대상에서 제외
		상하이: 1/31일부터 개인소득세 납부 5년이상인 타지인은 상하이시 외곽에 1주택 구매 가능
		베이징: 4/30일부터 요건이 되는 시민들이 베이징 외곽 지역에 추가 1주택을 구매 허용
		선전: 5/6일 부분 지역에서 1주택 구매요건 완화 (개인소득세 납부기간 3년 → 1년으로 단축)

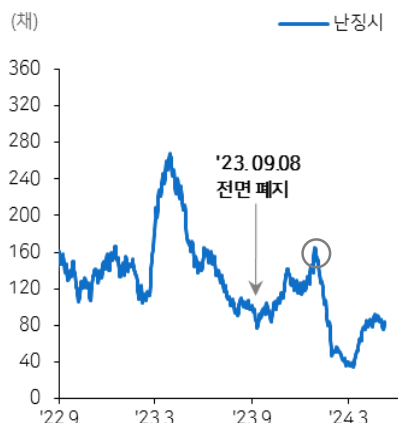
자료: 각 지방정부, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림6 둥관시: 정책 발표 후 반등 1개월



주: 1개월 이동평균
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림7 난징시: 정책 발표 후 반등 3개월



주: 1개월 이동평균
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림8 푸저우시: 선 하락, 후 반등



주: 1개월 이동평균
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

재고조정 방법 ②: 주택 이구환신

주택 이구환신은 2~3선도시에서 주로 진행

한편 주택 이구환신은 중국이 중점적으로 추진하는 주요 부양책이다. 이구환신을 발표한 지역들의 세부 조치를 정리하면 크게 3가지 거래방식이 있다<표 2>.

3가지 거래방식 존재

첫 번째 방법은 소비자가 부동산 중개업체와 신규 계약을 체결하고 일정한 기간 내 기존주택이 매도되면 신규주택 계약이 효력을 발생하는 것이다. 이 과정에 디벨로퍼와 중개기관만 참여하게 되고, 기존주택이 매도되어야 거래가 성사된다는 점에서 주택 가격의 추가 하락 위험이 내재되어 있다.

두 번째 방법은 정부자금으로 기존주택을 매입하는 것이다. 국영 디벨로퍼가 기존주택을 매입해주는 대신 소비자가 해당 디벨로퍼의 신규주택을 사거나, 지방정부 공사(LFGV)가 기존주택을 직접 매입해 임대주택 등으로 활용하는 것이다. 이 과정에서 지방정부공사가 어느 건설사의 주택을 매입하느냐에 따라 도덕적 해이가 발생할 가능성이 있다.

마지막으로 거래세율 인하를 통한 거래비용 절감이다. 이는 금리 인하와 비슷한 조치에 해당된다. 현재 대부분 지역들은 첫 번째와 두 번째 방법을 추진하고 있다 <표 3>.

표2 중국 부동산 이구환신 정책 관련 3가지 거래방식

방법론	주요 방식	비고
방법1	신규주택 계약 및 기존주택 매물 걸어두기 - 일정기간 내 기존주택 매도되면 신규주택 계약 성사 - 안되면 주택계약 무효	디벨로퍼와 중개업체 참여 거래 성사를 위한 주택 매도 증가 → 가격 하락 위험 존재
방법2	국가 자금으로 기존주택 매입하는 방식 - 국영 디벨로퍼가 기존주택 매입하고, 매도자가 해당 국영 디벨로퍼의 신규 주택만 매입하는 방법 - 지방정부 산하 공사 기존주택 매입	매입하는 부동산 기준에 따라 도덕적 해이 발생할 가능성 존재
방법3	세금혜택: 거래세 3%→1%로 인하	금리 인하와 비슷한 조치

자료: 부동산 지수연구원, 각 지방정부 홈페이지, 메리츠증권 리서치센터

표3 주요 도시에서 발표한 이구환신 대상 규모

지역	매입 대상 규모(채)	비고
정저우시	10,000	방법1+방법2
난징	2,000	방법2
상하이	30여개 건물	방법1
선전	13개 건물	방법1+방법2
수옌청	100	방법2
우시	200	방법1
타이창	603	방법1
치둥	50	방법1
난통시	100	방법2
양저우	-	방법3

자료: 각 지방정부 홈페이지, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

마찬가지로 주택 이구환신 정책은 효과가 있을까?

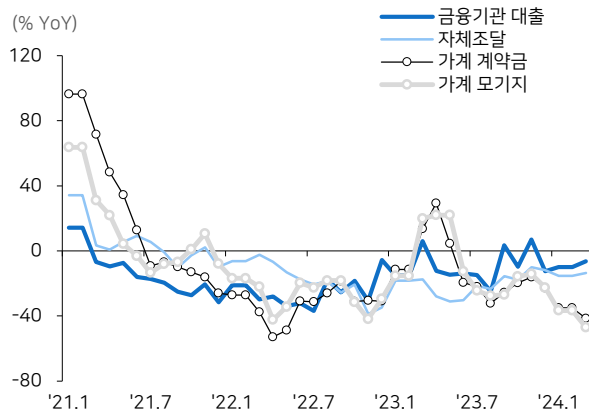
이구환신 정책 실효성도 현재 기준으로는 제한적

현재 발표된 정책을 기준으로 살펴보면 실효성은 커 보이지 않는다. 왜냐 하면 1) 이구환신을 발표한 지역이 10개에 불과한데다 전국구 정책이 아직 아니고, 2) 이구환신 대상 규모가 작기 때문이다. 정저우시가 10,000채를 이구환신 대상으로 가장 많이 지정했지만 이는 정저우시 주택 재고의 10%에 불과하다.

오히려 기존주택 가격 추가 하락 위험 존재

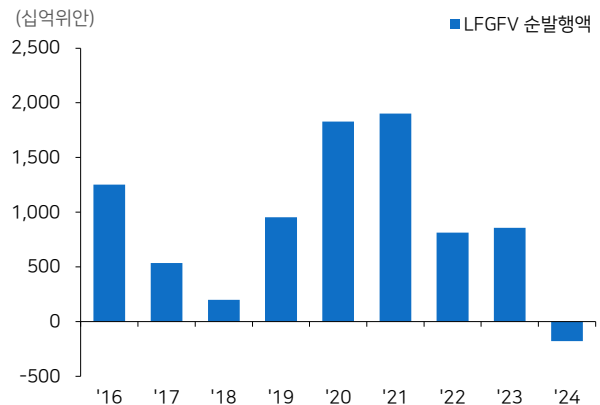
또한 이구환신 정책이 효과를 보려면 기존주택 매입 주체의 매수 의지가 강해야 한다. 즉 방법2에서는 국영 디벨로퍼나 지방정부공사의 자금력이 강해야 하는데, 업황 부진 및 지방정부의 부채 축소 기조로 그들의 자금 조달력이 여의치 않다(그림 9, 10). 방법1에서는 가계 수요에 기반해야 하는데 중국인들의 투자 의지도 강하지 않다. 이런 환경에서 매도 물량 증가는 오히려 주택가격의 추가 하락을 유발할 수 있다. 이미 3월부터 중국 내 매도물량이 늘어나고 있고 주택가격의 전월비 상승률은 기존주택이 신규주택보다 더 빠르게 하락 중이다(그림 12).

그림9 부동산 디벨로퍼들의 자금조달액 증가율: 여전히 부진



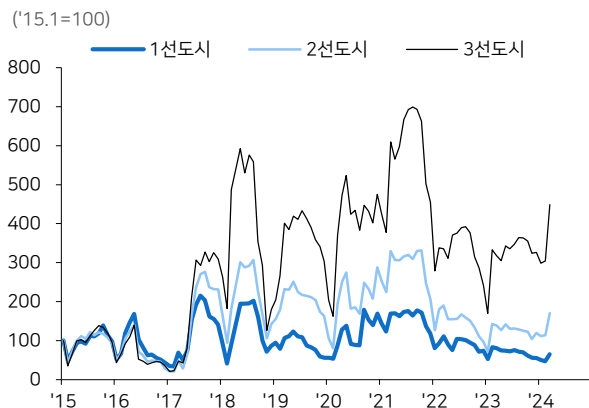
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LGFV의 채권 발행을 통한 자금 순조달액은 감소 추세



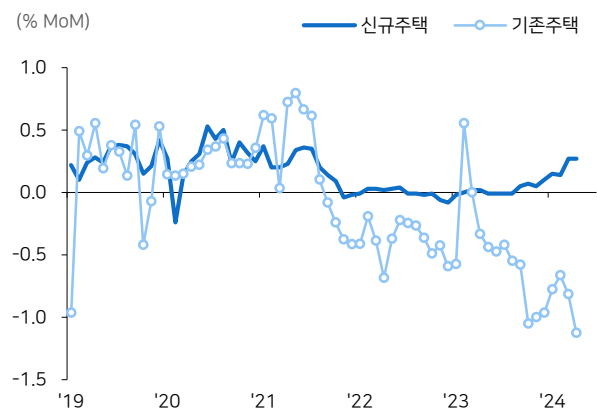
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기존주택 매도물량 증가: 3월부터 다시 급증



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신규주택과 기존주택 가격 상승률: Divergence



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

추가 부양책 출범 기대, 7월에 열리는 3중전회에 주목

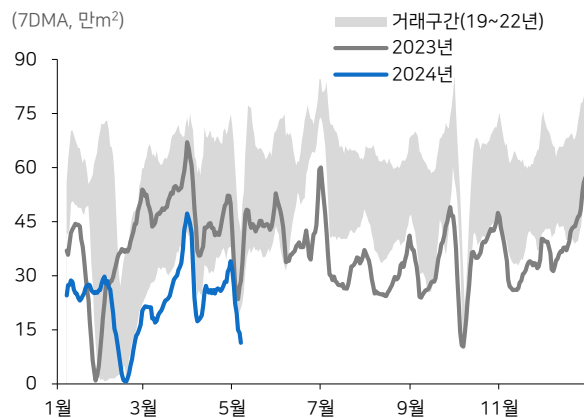
현재 중국 부동산 업황 부진 심화,
계속된다면 금융 리스크도 상승

올해로 중국 부동산 경기 조정 4년째이다. 3년간의 거친 조정을 거쳤고 '22년부터 시행된 금리 인하, 구매제한 폐지 등 정책으로 올해 점진적인 회복을 기대했지만 연초의 회복 흐름은 예상보다 부진했다. 노동절 연휴기간의 주택 거래량도 전년동월대비 60% 감소하며 최근 발표된 정책이 무색해질 정도다(그림 13). 게다가 기존 보장성주택 등 건설 투자 자금으로 제공되었던 PSL 잔고도 오히려 감소해 정부의 유동성 공급도 줄고 있다(그림 14). 이런 현상이 지속된다면 앞서 보았던 상위 디벨로퍼들의 잉여현금흐름도 추가 악화되며 유동성 위기가 심화될 수 있고, 최근 정책 기대로 올랐던 부동산 주가들도 다시 반락할 위험이 크다.

추가 부양책 필요한 상황,
7월 열리는 3중전회에 주목

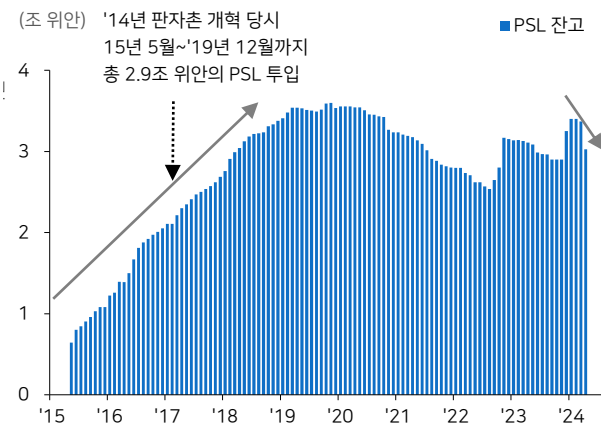
궁극통이라고 했는가, 다행히도 오는 7월에 미루어졌던 공산당 3중전회가 개최될 예정이다. <표 4>처럼 공산당 3중전회는 역사적으로 중국 경제구조 개혁에 대한 청사진을 제시했던 회의였던 만큼, 이번에 부동산 장기 성장에 관한 새로운 모델을 제시할 가능성이 높다. 만약 이번 회의에서 현재의 주택재고를 장기국채 발행 혹은 리츠 등의 방식으로 소진해주는 실질적인 방안이 제시된다면 디벨로퍼의 유동성 리스크는 크게 해소될 수 있고, 부동산 경기도 바닥을 통과할 것이다. 그 신호가 나타나기까지 중국 주식시장에는 좀 더 인내심이 필요해 보인다.

그림13 30개 주요도시 주택 거래량: 5월 -60% YoY



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림14 정책자금인 PSL 감소, 정부의 유동성 공급 감소



자료: 중국 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

표4 역대 3중전회 개최시기와 주요 내용

구분	시기	주요 내용
덩샤오핑 (鄧小平)시기	1978년: 11기	개혁개방노선 제시, '중국공산당 업무 중점을 사회주의 현대화 건설에 집중' 건의
	1984년: 12기	경제 체제 개혁 방안 마련, 중국식 사회주의 시장경제 청사진 제시
	1988년: 13기	가격, 임금 등 개혁 방안 마련, 경제질서 정리 및 개혁 심화
장쩌민 (江澤民)시기	1993년: 14기	사회주의 시장경제체제 확립, 국유기업 개혁, 대외개방 확대
	1998년: 15기	2010년까지 사회주의 신농촌 건설 목표' 제기, 농촌개혁 가속화
후진타오 (胡錦濤)시기	2003년: 16기	사유재산 보호 조항 등 헌법 개정, 지속가능한 발전관 제시
	2008년: 17기	농촌 개혁 발전 추진에 관한 당의 중대 문제 결정' 통과, 농촌 제도 건설, 농촌 공공사업 발전
시진핑 (習近平)시기	2013년: 18기	정부와 시장 간 기능 조절'로 시장활력 강화, 부패·토지제도·호적제 해결책 모색
	2018년: 19기	당국가기구 구조개혁 계획, 헌법개정안, 국가 지도자 인선 등 논의

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.