

차이나(China)는 미래(未來)

선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기

한정숙

02-3774-1386

suehan@miraeasset.com

이진호

02-3774-1940

jinho.lee.z@miraeasset.com



CONTENTS

Summary	3
선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기	

I. 다시 찾아온 1선도시 부동산 투자의 기회	4
----------------------------------	----------

II. 현재 지역발전 정책의 핵심은 웨강아오다완취	8
------------------------------------	----------

III. 어려움을 딛고 회복되는 선전의 경기와 기회	11
-------------------------------------	-----------

IV. 우려와는 다르게 견고한 홍콩 경기와 부동산	16
------------------------------------	-----------

V. 잠시 넣어둬도 될 올해 중국 경기 우려	21
---------------------------------	-----------

Summary

선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기

지난해 중국 정부의 디레버리징에 따른 중국 경기 둔화와 미국과의 통상마찰 영향으로 부동산과 첨단산업 중심의 홍콩과 선전을 비롯한 중국 경기 전반에 대한 우려의 목소리가 높아졌다. 그러나 중국 양회 이후 선전과 홍콩의 탐방을 진행한 결과, 1) 부동산 투자에 대한センチ멘트가 회복세로 전환되었고, 2) 첨단제조업에 대한 미국과의 통상마찰은 협의과정이 개별 기업단에서 원활하게 진행되고 있으며, 3) 지역개발 프로젝트로 홍콩과 선전의 내수시장은 완만한 회복을 보이고 있었다. 선전과 홍콩의 분위기는 1월 상하이에서 느꼈던 것과는 다소 온도차이가 있었다.

먼저 양회 전과 분위기가 가장 크게 전환된 부문은 바로 부동산 경기에 대한 전망이었다. 올해 중국 정부는 디레버리징에 대한 압력을 축소하면서 선별적으로 산업과 기업에 규제를 완화하고, 내수 촉진 정책에 초점을 맞출 것으로 당사는 전망했었다. 그러나 1월 상하이 탐방 당시 정부 정책에 대해 투자자들의 신뢰도가 높지 않은 점을 확인하고, 중국 정부가 정책방향에 대한 시그널을 시장에 지속적으로 노출 시키면서 신뢰도가 개선될 것으로 판단했다. 이후 지방양회에서 개별 지역의 부동산 정책이 완화되고, 전국양회에서 부동산 억제 정책에 대한 언급을 최소화했다. 이에 따라 현재 부동산 경기 회복에 대한 기대감이 형성되면서 중국 대내외 투자자들은 중국 본토와 홍콩 부동산에 대한 관심이 다시 높아진 상황이다.

두번째로 미국과의 통상마찰 충격에서 벗어나, 중국의 첨단산업은 정상화가 진행되고 있었다. 지난해 상반기 ZTE와 화웨이를 시작으로 중국 첨단산업에 대한 미국의 제재조치가 개별 기업과 산업에 영향을 미치면서 부진한 실적을 기록했다. 그러나 최근 미국과 협의가 이루어질 것이라는 양국 지도층의 발언과 개별 기업단에서의 해결방안 모색의 결과가 나타나는 등 지난해의 부진을 딛고 회복되는 흐름들이 포착되고 있는 상황이다. 특히 ZTE의 경우는 5G 사업을 적극적으로 추진하여 글로벌 선두 기업으로 복귀하겠다는 자신감을 확인할 수 있었다. 다만 중국 기업들의 빠른 기술력 향상은 선전 소재의 국내 제조기반의 기업에게는 부담요인으로 작용하고 있어, 제조업보다는 소비 관련 제품의 진출이 유리하다는 의견을 수렴할 수 있었다.

마지막으로 중국이 진행하고 있는 지역개발 사업에서도 주강삼각주의 웨강아오다완취에 대한 정부의 정책 드라이브가 효과를 보이고 있는 것을 확인했다. 광저우, 선전, 마카오, 홍콩을 중심으로 빠르게 성장해온 이 지역은 인프라가 구축될수록 타 지역보다도 높은 시너지 효과가 발현되고 있었다. 지난해 해당 지역들을 연결하는 대교와 고속철도가 개통되면서 이동시간이 약 1/4 정도 단축되어 산업의 발전뿐만 아니라 여행객들의 유입으로 지역내 내수 경기까지 견인하는 긍정적인 성과가 나타나고 있었다.

이번 탐방 결과를 종합해보면, 적어도 올해는 중국 본토와 홍콩 부동산을 비롯한 경기 부진에 대한 우려를 잠시 내려놓을 수 있겠다. 올해 하반기에도 중국에 대한 투자가 긍정적이며, 특히 Delta 지역에서도 웨강아오다완취를 중심으로 회복이 가속화 되고 있는 점이 긍정적이다. 해당 지역의 관련 산업과 기업에서 투자의 기회를 모색해 볼 것을 제안한다.

I. 다시 찾아온 1선도시 부동산 투자의 기회

선전과 홍콩 탐방

지난해 중국 정부의 디레버리징에 따른 중국 경기 둔화와 미국과의 통상마찰 영향으로 부동산과 첨단산업을 중심의 선전과 홍콩을 비롯한 중국 경기 전반에 대한 우려의 목소리가 높아졌다. 이에 따라 동사는 2박 3일동안 선전과 홍콩 탐방을 기획하여, LINK REITs, Centaline Property, E-house Enterprise 산하의 연구소인 CRIC, ZTE, KOTRA 선전무역관을 방문하였고, 이 밖에도 미래에셋대우 홍콩법인과 TF Securities 패션의류 애널리스트, Guosheng Securities 통신서비스 애널리스트, Guotaijunan Securities Strategist와 이야기를 나누었다. 또한 홍콩에서 심천으로 연결되는 High Speed Railway를 이용하여, 지역경기 상황을 깊숙이 점검하고 돌아왔다.

부동산 회복국면으로 전환

선전과 홍콩 탐방 결과, 지난 몇 년간 부진했던 중국 부동산 경기는 올해 회복국면으로 전환될 것으로 전망한다. 2015년 인민은행의 통화완화정책에 이어 2016년 디플레이션 압력에서 벗어나면서 경기의 회복이 부동산 가격의 가파른 상승을 견인했다. 당시 창업지원 확대의 정부 정책 드라이브와 맞물려 이번 탐방을 진행한 선전의 부동산은 폭등했고, 베이징과 상하이를 앞질러 중국에서 부동산 평균 가격이 가장 비싼 지역으로 부상했다.

2016년 부동산 경기의 부진 본격화

홍콩 본사와 본토에 34개의 지점과 대만과 싱가포르 등에 거점을 두고 있는 중국 최대 부동산 중계업체 CENTALINE PROPERTY(中原地產)는 2016년 국경절을 중국 부동산 경기의 큰 전환점으로 보고 있었다. 과거 부동산 가격이 조정을 받아도 금방 회복했지만, 당시 부동산 자산에 버블이 형성된 이후 정부의 억제 정책으로 인해 부동산 경기 둔화추세가 길게 이어졌다고 설명했다.

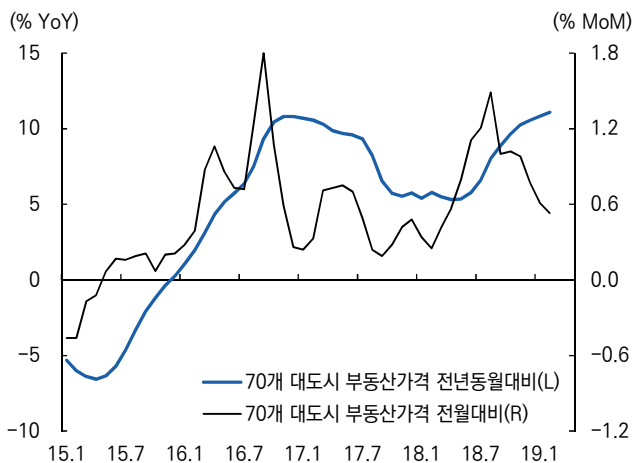
중국 정부의 부동산 억제 정책

2016년 중국 정부는 1선도시를 중심으로 LTV 강화와 다주택 구매제한 등 부동산 투기세력 억제에 힘써왔다. 여기에 선전증권거래소에 상장되어 있는 기업의 70%가 선전에 위치하고 있는데, 2015년 주가의 폭락에 이어 2016년 연초에도 부진한 주식시장이 부동산 시장에 영향을 미쳤다. 화웨이와 동관으로 공장을 이전하는 등 기업들은 높은 부동산 가격의 부담을 축소하기 위해 다른 지역으로 이전하는 사례가 증가했다.

효과를 보인 부동산 정책

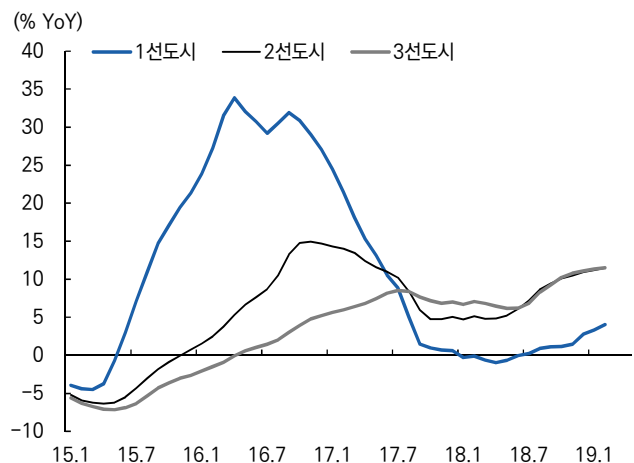
정부의 부동산 억제 정책은 결과적으로 효과를 보였으며, 가파른 상승세만큼이나 빠르게 둔화세가 진행되던 선전의 부동산은 2017년 결국 하락세로 전환되었다. 다만 지역간 이동이 편리해지면서 추가적인 부동산 경기의 하락을 방어할 수 있었다. 2013년 선전의 Qianhai로 홍콩의 기업들이 이전하면서 선전의 지역이 성장할 수 있었듯이, 선전 주변지역으로 화웨이와 같은 기업들이 이전을 하면서 첨단산업을 중심으로 지역경기 회복을 견인할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 1. 70대도시 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 지역별 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

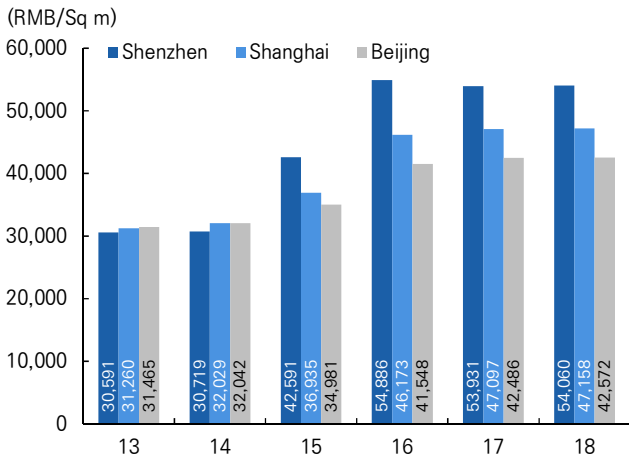
미국과의 통상마찰로 상업용
 부동산 중 오피스 입주율 하락

지난해 중국 경기의 둔화와 미국과의 통상마찰로 민영기업들이 큰 타격을 입었다. 중국 부동산 거래 데이터를 가장 많이 보유한 E-House Enterprise(易居企業 2048.HK) 산하의 연구소 CRIC(克而瑞) 데이터에 따르면, 선전 부동산에서도 오피스에 영향이 컸는데, 입주율이 약 12% 정도 하락했다고 설명했다. 매년 오피스는 약 100만㎡씩 공급되고 있으나, 많은 기업들이 구조조정과 퇴출의 과정을 겪으면서 올해 1분기까지도 영향을 미쳤다고 판단했다.

올해 부동산 억제 정책 완화

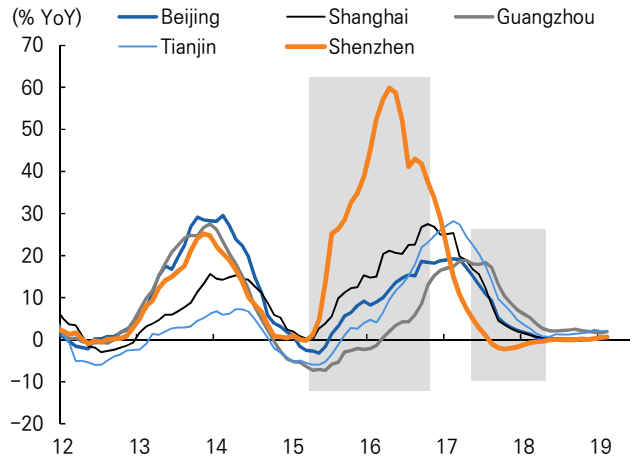
그러나 올해 부동산 전반의 경기에 대해 방문한 업체들 모두 긍정적인 전망을 제시했다. 당사는 1/8 자료 ‘중국정부의 홍bao(紅包)로 예년대비 뚜렷할 춘절효과’에서 산동성 허쩌시는 오히려 주택 구매 제한정책을 폐지 및 완화하면서 타 지역에서도 부동산 규제 완화에 대한 기대감이 형성되고 있다고 언급했다. 실제로 올해 양회에서는 예년과 다르게 부동산 억제 정책에 대해서 강조하지 않아 부동산 업계는 정부의 부동산 정책이 완화되었다고 체감하고 있었다.

그림 3. 선전, 상하이, 베이징 부동산 가격



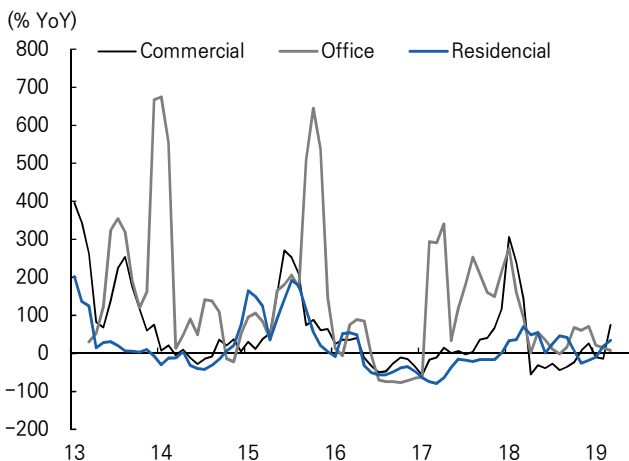
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 1선도시 부동산 가격 증가율 추이



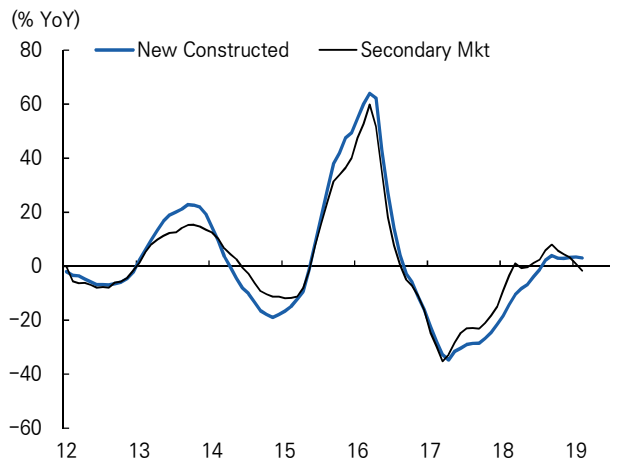
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 선전지역 부동산 판매면적 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 선전 부동산 가격 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

부동산 투자 수요 유입

CRIC와의 미팅에서 부동산 투기세력이 감소했고, 부동산 가격이 안정화 되어있는 현재 수준에서 부동산 경기가 유지되기를 원하고 있어 중국 정부가 올해 추가적으로 부동산을 억제하지 않을 것으로 전망했다. 실제로 오피스 상업용 부동산에 대한 공실률이 높아지고 있는 상황에서도 개인이나 기업이 선제적으로 오피스에 투자하려는 수요가 증가하고 있다고 확인해주었다.

1선도시 재개발 수요 확대, 주택 부동산 선호 뚜렷

CENTALINE도 주담보 대출 이율이 낮아지는 영향도 있지만, 토지의 신개발 수요가 없는 것에 대해 정부가 우려를 나타낸 가운데, 안정적으로 부동산 경기를 유지하겠다는 발언이 부동산 심리를 견인하고 있다고 판단했다. 다만 1선도시의 경우에는 이미 개발이 많이 되어있기 때문에 신축 건물보다는 재개발에 대한 요구가 높아지고 있으며, 주택 중계가 80%를 차지하고 있다고 설명했다.

부동산 등기비 감면

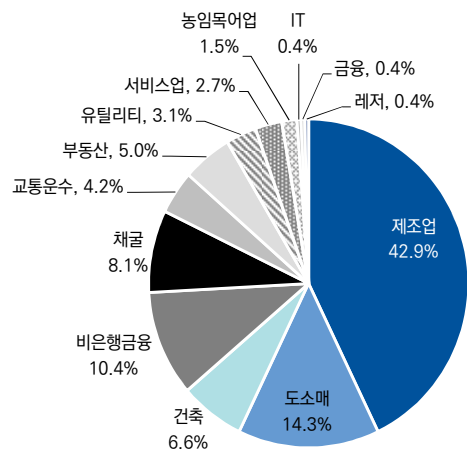
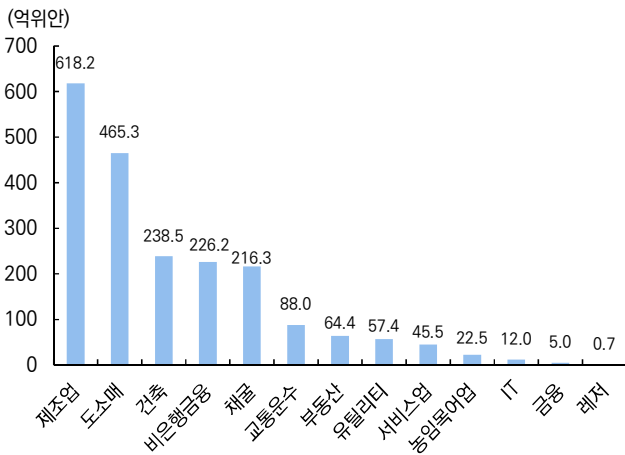
이번 탐방 이후, 4월 3일 리커창 총리는 기업과 민간의 세수 부담을 연간 3천억 위안 축소할 것을 발표했고, 감세정책의 연장선상에서 7월 1일부터 부동산 등기비를 감면하기로 결정했다. 구체적으로 차고와 주차장용 부동산에 대한 등기비용은 현재 건당 550위안인 것을 80위안으로 인하되면서 부동산 투자심리의 개선세가 당분간 유지될 것으로 전망한다.

부동산 개발사의 채권발행

또한 최근 부동산 개발사들의 채권 발행량이 증가하였는데, 지난해에는 1년 미만의 단기물의 발행량이 많았으나, 올해 1분기에는 대다수가 2~3년 만기로 장기채권에 대한 발행수요가 증가하고 있다. 이러한 현상은 부동산 경기 전망이 좋아짐을 시사한다고 이야기 했다. 글로벌 자산운용사들도 중국 정크본드를 매입하고 있는 가운데, 특히 UBS 자산운용, 블랙록, 핼코 등은 아시아 고수의 채권 중에서도 중국 부동산 회사채에 대한 투자가 유망하다고 강조하고 있다.

그림 7. 2019년 1분기 말 산업별 채무불이행 규모

그림 8. 2019년 1분기 말 채무불이행 건수 기준 산업 분포



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

1선도시로 포트폴리오를 확장하고 있는 LINK

홍콩 최대 REITs 업체인 LINK(領展房產 0823.HK)와의 미팅에서 홍콩뿐만 아니라 중국 본토로 포트폴리오를 확장하고 있었다고 이야기했다. 동사는 배당 수익률이 낮아지고 있을 뿐 아니라, 다른 홍콩 리츠사들의 배당 수익률을 하회하고 있다. 이에 따라 Revision Rate를 22.5% 내외로 적절하게 유지하기 위해, 홍콩 이외의 지역으로 포트폴리오를 확장하는 상황이다. 호주와 싱가포르에 대한 투자를 고민하고 있었으나, 이보다는 중국 본토가 유망하다고 판단해 1선도시를 중심으로 포트폴리오를 확장했다.

LINK 본토 부동산 투자 사례

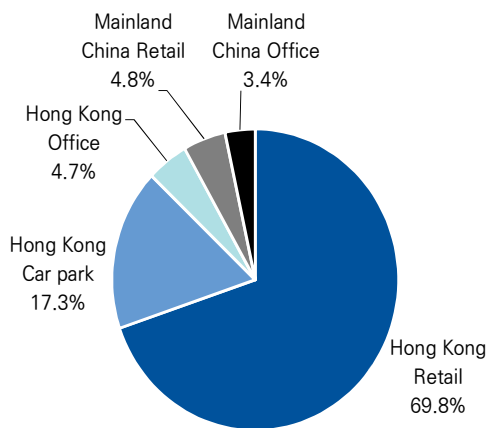
본토 부동산은 두번째 상승 사이클에 진입하였고, 이에 따라 중국 본토로의 투자가 유망하다고 보고 있던 점이 인상 깊었다. 다만 2~3선도시로의 확장은 리스크가 존재하며 주주들의 동의를 구하기 어려워 당장에 계획은 없는 상황이라고 설명했다. 본토 투자 자산으로는 2014년 베이징 EC Mall을 시작으로 2017년 상하이 Link Square와 광저우 Metropolitan Plaza에 이어서, 최근 선전의 Centralwalk의 매입을 완료했다. 특히 베이징 중간촌에 위치한 EC Mall의 경우 입주율이 100%에 가까우며, 가장 높은 수익률을 보이고 있는 대표 사례로 꼽았다.

표 1. LINK's Investments in Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area

Project	Place	Investment Amount
Acquisition/Development		
The Quayside (2015)	Hong Kong	HKD 9.9B
T.O.P (2016)	Hong Kong	HKD 5.9B
Metropolitan Plaza (2017)	Guangdong	RMB 4.1B
CENTRALWALK (2019)	Shenzhen	RMB 6.6B
Total Investment in the Greater Bay Area		HKD 36B
Asset Enhancement		
Total CAPEX (since IPO)		HKD 7.1B

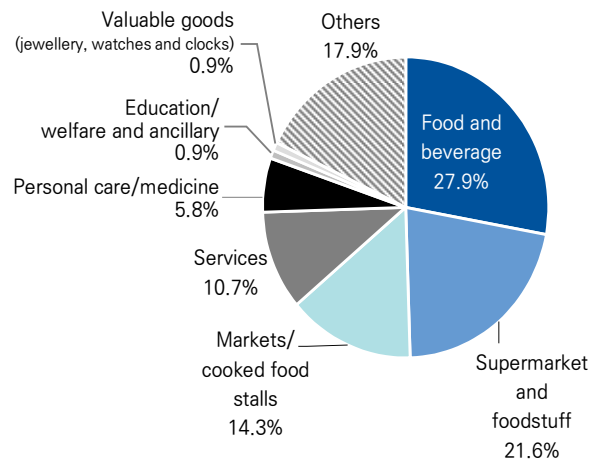
자료: LINK 제공 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. LINK Portfolio Mix



자료: LINK 제공 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터
주: By valuation as at 30 Sep 2018

그림 10. Trade Mix of LINK's Portfolio



자료: LINK 제공 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터
주: 30 Sep 2018 기준

II. 현재 지역발전 정책의 핵심은 웨강아오다완취

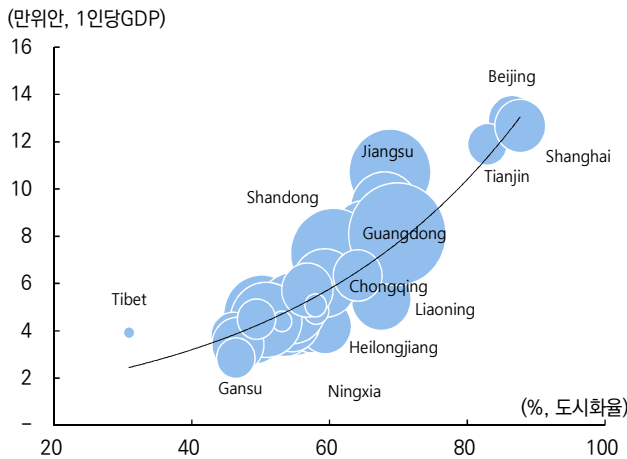
빠르게 회복하는 주강삼각주의 지역 경기

중국은 크게 화북에 징진지(京津冀 Beijing-Tianjin-Hebei Region), 화동에 장강삼각주(長江三角洲 Yangtze River Delta), 화남에 주강삼각주(珠江三角洲 Pearl River Delta) 지역에 개발이 집중되고 있다. 지난해 중국을 둘러싼 대내외 요인으로 자산의 가격 조정과 주식시장의 부진이 개인의 소득 감소를 야기했고, 이는 내수 부진으로 이어졌다. 기업과 개인은 자본 창출을 위한 비핵심 자산을 처분하며 글로벌 금융시장에서는 China Phobia 현상이 심화됐다. 그러나 당사는 이번 선전과 홍콩 탐방에서 경기가 생각보다 빠르게 회복국면으로 진입한 것을 확인할 수 있었다.

CRIC는 화남의 부동산이 투자 유망 지역으로 떠오른다고 설명

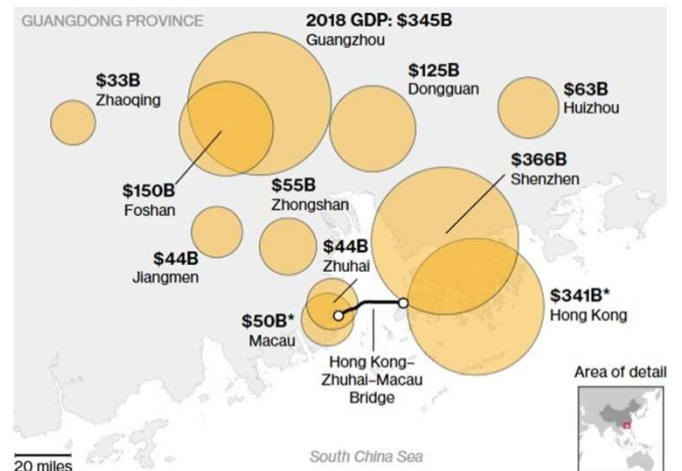
CRITC에서는 최근 2년동안 화남지역의 부동산 업황이 가장 좋았다고 평가했다. 지난해 중국 정부는 크게 송안신구(雄安新區 Xiongan New Area)와 웨강아오다완취(粵港澳大灣區 Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area)를 강조하면서 정책 드라이브를 걸었다. 송안신구는 확실한 개발 계획이 나오지 않은 반면, 웨강아오다완취는 10여년의 발전과정을 발판 삼아 상대적으로 개발이 가속화되고 있다. 인구 밀집도나 대외 개방도 등 여러 측면에서 우위를 선점하고 있어 중국에서 가장 인기 있는 지역으로 화남 일대가 떠오르는 것이다.

그림 11. 중국 지역별 도시화율 및 1인당 GDP



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. Greater Bay Area



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. Global Bay Area Project (2016년 기준)

	The Greater Bay Area	Tokyo Bay Area	New York Bay Area	San Francisco Bay Area
Land Area (km ²)	56,000	36,500	21,500	17,900
Population (million)	69.6	44.0	20.2	7.7
GDP (trillion USD)	1.6	1.9	1.7	0.8
GDP Per Capita (USD)	23,000	42,000	82,000	102,000
Cargo Throughput (TEU)	7,499	773	625	237
Airport Passengers (million)	200	120	130	80
Contribution to National GDP (%)	11.8	37.6	9.0	4.2
Tertiary Industry Output (%)	64.9	82.3	89.4	82.8
Major Industries	Manufacturing technology and innovation finance	Automobiles, petroleum, finance	Finance, real estate, medical and healthcare	Technology and innovation, professional services

자료: Guangdong Bureau of Statistics, National Bureau of Statistics of China, Hong Kong Census and Statistics Department, The Statistics and Census Service (Macao), Japan Ministry of Internal Affairs and Communications, World Bank, Deloitte Research, Hong Kong Legislative Council, United States Census Bureau, World Intellectual Property Organization, CBRE Research, 미래에셋대우 리서치센터

징진지
(京津冀
Beijing-Tianjin-Hebei Region)

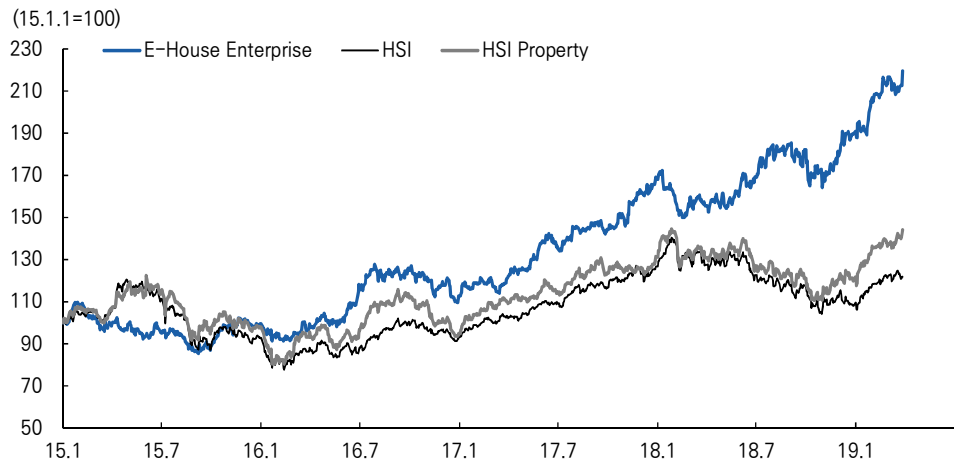
주요 개별지역별로, 징진지의 경우는 수도 부근에 위치해있고, 산업과 교통에 있어 우위를 선점하고 있으며, 중장기적으로 수익률이 좋을 것으로 보여 투자가 유망한 지역으로 추천했다. 2019년 토지 공급량이 약 30% 정도 감소할 것으로 예측되며, 지난해 토지 매입 감소로 하락했던 토지 가격은 올해 반등이 가능하다고 전망했다. 다만 텐진의 경우 지난해 공급량이 적었기 때문에 올해는 공급량이 증가할 가능성이 있으며, 스자좡의 경우에는 최근 개발이 가속화되고 있는 가운데 면적이 작기 때문에 이를 확장하고 있는 상황이어서 토지가격은 지역별로 차별화가 나타날 전망이다.

징진지 지역은 전반적으로 2016년 거래량이 빠르게 증가한 이후, 2017년 구매제한 정책으로 거래량이 둔화추세로 전환되었다. 2019년에도 거래량은 여전히 낮은 레벨에 형성되어 있을 것으로 전망된다. 다만, 과거와 같이 투기적인 자금보다는 이성적인 자금들이 유입되고 있어, 시장의 체질은 건강하게 바뀌었다고 평가하고 있었다.

장강삼각주
(長江三角洲
Yangtze River Delta)

장강삼각주의 경우, 상하이, 항저우, 난징과 같이 이미 발전한 지역을 중축으로 주변 지역의 성장을 견인하고 있었다. 지역간의 교통이 편리하게 연결되면서 주변 지역의 부동산 매매까지 활발하게 이루어질 수 있었다. 올해 1~3월 토지 공급량이 작년동기대비 감소했지만, 지난 연말보다는 상황이 크게 개선되고 있는 것으로 보인다. 따라서 토지 가격도 저점에서 반등할 것으로 판단했다.

그림 13. E-House Enterprise(2048.HK) 및 홍콩지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. CRIC 입구의 E-House Enterprise 발전 연혁



자료: 미래에셋대우 리서치센터

올해 장강삼각주 전반으로 부동산 공급량은 예년과 비슷한 수준에서 유지될 전망이지만, 수요가 많지 않아 당분간 둔화추세는 이어질 것으로 전망한다. 다만 이자율이 낮아지고 있고 개별 지역에 대한 부동산 구매 제한 정책도 완화되는 점은 둔화속도를 완만하게 하는 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 허페이외의 경우 2주택이라도 1주택 대출에 대해 상황이 완료되었으면, 1주택과 동일한 LTV를 적용 받는다. 항저우의 경우에도 부동산 둔화세가 이어지고 있기는 하나, 2022년 아시안게임을 앞두고 개발이 진행되고 있으며, 지역이 넓고 발전 공간이 크기 때문에 광저우와 비슷한 흐름의 성장세를 보일 것으로 기대된다. 한편 수저우나 우시 같은 경우 경기가 점진적인 회복세를 보이면서 주택 구매 수요자가 증가하는 추세로 전환된 것을 확인할 수 있었다.

주강삼각주
(珠江三角洲 Pearl River Delta)

화남지역의 경우, 광저우, 선전, 마카오, 홍콩을 중심으로 빠르게 성장해 왔고, 이 지역들을 핵심 거점으로 하여 인프라가 건설됨에 따라 현재 1시간 혹은 30분 내에 지역간 이동이 가능하다. 이에 따라 과거 뚜렷했던 지역간의 격차가 눈에 띄게 축소되고 있다. 특히 웨강아오다완취 계획을 발표하면서 해당 지역에 대한 관심은 한층 더 높아졌다. 지난해 9월 강주아오대교(港珠澳大橋 Hong Kong-Zhuhai-Macao Bridge)와 고속철도(廣深港高速鐵路 Guangzhou-Shenzhen-Hong Kong High-Speed Rail)가 개통되면서 홍콩에서 본토로 이동하는 시간이 약 1/4로 단축되었다.

총 길이 140km의 고속철도는 Hong Kong West Kowloon - Futian - Shenzhenbei - Guangmingcheng - Humen - Qingsheng - Guangzhounan의 7개 정거장으로 운영된다. 홍콩에서 본토로 14분이면 이동이 가능하고, 과거 최대 2시간 40분 걸리던 거리가 현재는 길어야 74분이면 도착이 가능해진 것이다.

표 3. Short-haul train schedule

Train	Hong Kong West Kowloon	Futian	Shenzhenbei	Guangmingcheng	Humen	Qingsheng	Guangzhounan
G6526	12:45	12:59	13:10	13:24	--	13:43	13:59
G6552	18:38	18:53	19:03	--	19:25	--	19:44
From Kowloon		14'	19'~25'	31'~39'	43'~47'	58'	47'~74'
Train	Guangzhounan	Qingsheng	Humen	Guangmingcheng	Shenzhenbei	Futian	Hong Kong West Kowloon
G6541	12:13	--	12:32	12:56	13:09	--	13:29
G6551	16:52	17:07	--	17:29	17:43	17:54	18:08
G6513	18:37	--	18:56	--	19:17	19:27	19:41

자료: www.highspeed.mtr.com.hk, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. Futian역에 도착한 High Speed Rail



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. High Speed Rail 내부



자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 어려움을 딛고 회복되는 선전의 경기와 기회

중국의 실리콘밸리, 선전

중국에서 부동산 가격이 가장 높은 지역인 선전은 첨단산업이 밀집되어 있어 ‘중국의 실리콘밸리’라고 불린다. 중국 부동산 억제 정책의 핵심 지역이기도 하고, 미국과의 무역마찰의 영향이 가장 컸던 지역이기 때문에 현 시점에서 중국 부동산과 첨단산업의 경기 확인에 있어 선전에 대한 연구가 유의미하다고 판단하여 1년만에 다시 방문했다.

선전의 발전 과정

선전 지역의 발전 과정을 보면, 발전 초기에 저렴한 노동력과 토지 등의 요소비용 우위가 큰 역할을 했다. 특히 무역거래가 용이한 개방 거점 지역인 선전 중심의 주강삼각주와 상하이 중심의 장강삼각주로 저부가가치 제조공정이 대거 이전되었다. 참고로 선전은 1979년 중국 최초의 특구로 지정되었고, 1980년 중국에서 가장 먼저 시장개방을 추진한 지역의 하나로, 중앙정부의 개혁개방 정책에 힘입어 외자의 유입과 민간기업의 발전이 중국 내에서 가장 두드러졌다. 저렴한 노동력과 토지를 활용한 전자제품 제조, 가공무역 관련 기업이 빠른 속도로 증가한 것이다.

선전의 제조 기술 발전에는 요소비용 우위가 크게 작용

지리적인 편리성으로 인해 1990년대 휴대폰이 선전으로 밀수되어 들어오기 시작했고, 이를 모방해서 제품을 생산하는 모방제조업으로 발전하면서 ‘산자이(山寨) 문화’가 형성되었다. 기존의 산자이는 중국산 모조품을 지칭하는 용어로 단순한 짝퉁이나 모방만이 아니라, ‘창조적 모방’이라는 뜻으로서 최근에는 긍정적인 의미로 인식되고 있다. 기존 브랜드 제품 제조를 통해 기술이 축적되면서 2000년대 초 이를 모방한 산자이 폰이 등장했고, 이후 기존 브랜드 제품에 없던 기능을 추가하면서 기술 혁신이 이루어졌다.

우수한 제조 기반과 풍부한 기술자

이러한 배경에는 선전이 우수한 제조 기반과 기술자가 풍부해 시제품 제작이 쉽다는 이점이 존재한다. 글로벌 제조사뿐만 아니라 소규모 공장형 기업까지 생산품 종류, 생산규모, 생산단계에서 전문화, 분업화, 협업화가 되어있기 때문이다. 구체적으로 800여 개가 넘는 다국적 기업의 대규모 공장부터 다품종 소량 생산이 가능한 공장형 기업이 밀집되어 있다. 부품을 빠르고 저렴하게 조달할 수 있을 뿐 아니라 소규모 시제품을 제작할 수 있는 요건을 갖추고 있는 것이다. 따라서 전문가가 아니어도 가격 경쟁력이 있는 제품을 충분히 만들 수 있는 인프라가 잘 갖추어져 있다.

표 4. 산자이 문화 시대별 의미 변화 및 특징

시대별	의미	주요특징
1999~2010	카피캣(Copycat)	동일성
2010~2013	하드웨어 가격 혁신	저가격
2014~	개방형 생태계	혁신

자료: 한국무역협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 선전에 창업한 주요 하이테크 기업 현황

기업명	창업시기	2015년 매출	주요 사업부문	비고
HUAWEI	1987년	608억달러	통신 네트워크 장비, 모바일 기기	세계 매출 1위, 2014년 R&D 투자액 66억달러
TENCENT	1999년	154억달러	SNS, 온라인 게임	중국최대 SNS 위챗 운영
ZTE	1985년	150억달러	통신 네트워크 장비, 모바일 기기	모바일폰 제조 세계 4위, 시안 항공연구소 출신 엔지니어 6인 공동 창업
BYD	1995년	119억달러	전기차, 배터리	전기차 판매량 세계 1위
DJI	2006년	10억달러	소형 무인항공기	세계 1위 드론제조 업체, 악셀 파트너스에서 7,500만달러 투자

자료: 공신부, FORBES ASIA, FT, 미래에셋대우 리서치센터

주: 악셀 파트너스(Accel Partners): 미국 페이스북과 드롭박스(Dropbox)가 실리콘밸리에 설립한 벤처캐피탈

**저렴한 가격과 짧은 시간에
 제품 출시 가능**

부품별로 특화된 기업간 협업이 활발하고, 이를 통해 기존 제품과 성능은 비슷하나 새로운 기능을 추가한 제품을 저렴한 가격에 출시가 가능하기 때문에, 한국과 비교해도 시간 면에서 10~20%, 비용 면에서 50% 수준에서 제품의 제작이 가능하다. 또한 트렌드에 민감한 소비자들이 밀집해 있기 때문에 고객의 피드백을 빠르게 수용하면서 고무적인 성장을 이뤄낼 수 있었던 것이다.

**글로벌을 선도하는
 선전의 기업들**

2015년 선전을 중심으로 ‘창업 붐(創業潮)’이 불기 시작했고, 화웨이, 텐센트, ZTE, BYD, DJI 등이 중국뿐만 아니라 글로벌을 선도하는 기업으로 자리잡기까지 이러한 선전의 산업구조와 인프라가 큰 기여를 했다고 판단한다. 2017년 지역총생산의 46%를 하이테크 산업과 금융업이 차지하고 있어, 선전의 경제와 산업구조는 이미 중국의 미래 성장 방향을 제시하고 있다고 볼 수 있다. 선전시 정부는 중국 국내외에 ‘제조 도시(City of Makers)’로 선전시의 이미지를 적극 홍보하고, ICT 하드웨어 산업 육성과 창업에 초점을 맞춘 정책을 강력하게 진행하고 있다.

첨단산업에 대한 글로벌적 관심

첨단산업은 글로벌 경기와 산업에 큰 변화를 가져올 것이라고 예상되어 많은 국가와 기업들의 관심이 집중되는 분야다. 경제와 산업의 패러다임 변화 속에서 미국과 중국은 발 빠르게 헤게모니를 선점하고자 정책 지원 강화와 동시에 상호 경계를 늦추지 않고 있다.

**정부차원에서 자국 기업
 보호하는 중국**

중국은 정부차원에서 자국 기업의 보호를 위해서 라이선스와 콘텐츠 검열을 통한 외국인 소프트웨어의 진입을 제한해왔다. 2008년 9월 페이스북, 2009년 7월 트위터를 차단시켰으며, 2010년에는 구글이 중국 내 검열 강화로 철수하게 되었다. (참고로 2017년 말 AI 센터, 2018년 구글업 서비스 재개). 반면 공공조달에서 70% 이상 자국산 소프트웨어를 구매하도록 하고, 2004년 외국 온라인 게임 수입 쿼터제를 도입하면서 자국 제품에 대한 세금 우대와 심의 우선 통과 등을 추진했다.

**중국의 불공적 무역의 태도가
 불만족스러운 미국**

이러한 중국의 태도는 경제와 산업 전반에서 지식재산권이 미치는 영향이 큰 미국의 입장으로서는 불만족스러울 수 밖에 없었다. 미국 지식재산권 위원회는 중국의 위조품, 해적판, 소프트웨어, 무역 기밀 탈취 등으로 미국 경제가 입는 피해가 연간 2,250~6,000억 달러에 이른다고 지적했다. 결국 지난해 상반기 ZTE와 화웨이에 대한 미국의 제재조치를 시작으로 미국은 중국 수입품에 대한 고율관세와 개별 기업의 영업금지 조치로 양국 관계가 크게 악화되었다.

**생각보다 미국과의 통상마찰
 충격에서 빠르게 회복**

지난해 선전 방문 때, 미국의 무역제재 압력 속에서도 중국 첨단산업에 있어 단기적인 어려움은 존재하겠지만, 중장기적인 성장은 유효할 것으로 판단했었다. 이번 탐방에서 생각보다도 빨리 회복된 선전 지역의 경기와 기업들의 상황은 확인할 수 있었다.

그림 17. ZTE 본사 건물과 미팅 장소 로비



자료: 미래에셋대우 리서치센터

실적발표 당일 ZTE 방문

실적 발표가 있었던 3월 28일 ZTE(中興通訊, 000063.SZ, 0763.HK) 를 직접 방문해 미-중 무역갈등 이후 영향과 현재 상황을 들을 수 있었다. 지난해 4월 중순 미국 상무부는 ZTE가 미국의 제재법을 위반하고 기존 합의 사항을 지키지 않았기 때문에 미국과의 거래가 제한되었다. 미국에서 약 3개월동안 부품을 납품 받지 못한 ZTE는 영업이 중단되었다. 지난해 6월 7일 ZTE는 벌금 10억 달러와 보증금 성격의 4억 달러 예치 등의 합의로 제재가 풀렸으나, 실적 발표를 확인한 결과 지난해의 소매부문이 전년대비 45% 감소하면서 이익이 하락했다.

미국의 의존도가 높은 ZTE

ZTE는 퀄컴의 스마트폰용 반도체 칩과 메이너드와 아카시아 커뮤니케이션의 광학 부품을 사용하는 미국의 의존도가 높은 기업이다. ZTE의 주력 스마트폰인 액손(Axon)에 사용되는 전자부품의 60%는 퀄컴과 샌디스크와 같은 미국 회사 제품이기 때문에 미국의 조치는 부품 조달에 있어 영향이 클 수 밖에 없다.

향후 실적을 견인할 5G 사업

그러나 이후 TF팀을 꾸려 미국과 긴밀히 조율을 해나가고 있다. 동사는 올해 1.8%p 내외의 마진을 개선과 업황 회복을 기대하고 있었다. 특히 실적을 견인할 주요 사업으로 5G를 꼽았다. 에릭슨과 노키아도 5G 사업을 영위하고 있지만, 화웨이와 ZTE의 사업영역이 더욱 포괄적이기 때문에 글로벌 시장에서 주요한 2개의 벤더임을 강조했다. 현재까지는 내수의 비중이 72%이나, 남아프리카 등의 지역에 4G 브로드밴드 솔루션을 제공하고 있으며, 앞으로도 해외 비중을 확장할 것이라고 강조했다.

ZTE가 5G 부문에서 글로벌을 선도할 것이라는 자신감을 보임

ZTE는 4G에서 처음으로 Massive MIMO를 연구하기 시작했고, 5G에 대해서도 10여년의 연구를 진행해 왔기 때문에 5G 시장을 선도하기에 충분하다고 자신했다. 향후 5G에 대한 사용이 7~8년간은 지속될 것이라는 점은 기업 성장에 유리한 환경이라고 예상했다. 다만 4G에서 5G로 전환되는 과정에서 해외로 빠르게 확장하기에는 리스크 요인이 존재하기 때문에, 우선은 아시아 시장을 집중적으로 공략할 계획이다.

중국은 내년에 5G 상용화 전망

4G와는 다르게 IoT, 모빌리티, 산업용으로 5G가 확장될 것으로 전망하고 있어, 향후 더욱 높은 Radio Frequency가 필요하다고 설명했다. 때문에 부품에 있어서도 높은 품질의 수준을 요구하고 있고, 여기에는 GaN을 주요 소재로 사용하고 있다. 현재 ZTE는 중국에서 차이나 유니콘을 통해 5G 핸드셋을 공급하고 있는데, 내년 이후 5G 네트워크가 더욱 상용화 될 것으로 예측했다.

그림 18. ZTE의 심천과 홍콩 주가 추이 및 CSI 300과 항셱지수 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유동인구가 많고,
공급면적이 작은 선전

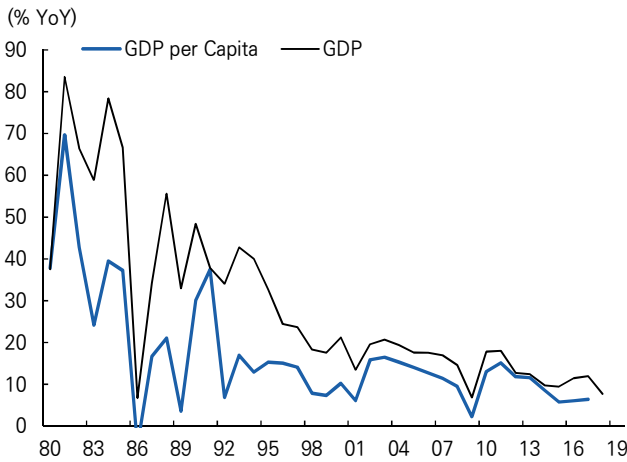
한편 선전은 중국의 타 지역과 다른 특징이 있는데, 1) 유동인구가 많아 호적을 보유하고 있지 않은 외지인의 비중이 높다는 점과 2) 공급 면적이 작아 도심으로 인구밀도가 높다는 것이다. CENTALINE에 따르면 현재 50만명 가까이 선전의 호적을 보유하고 있으며, 인구의 유입량이 전국에서 3~4위를 기록하고 있다고 소개했다. 이러한 이유로 선전은 부동산 보유율이 낮은 편에 속한다. 참고로 한인들의 경우도 유동인구가 많기 때문에 정확한 인구가 파악이 되지 않지만, 한인상공회의 공식 데이터에 따르면 약 2만명정도가 거주하는 것으로 파악되고 있다.

구매력과 이주민 유입으로
부동산 가격 상승

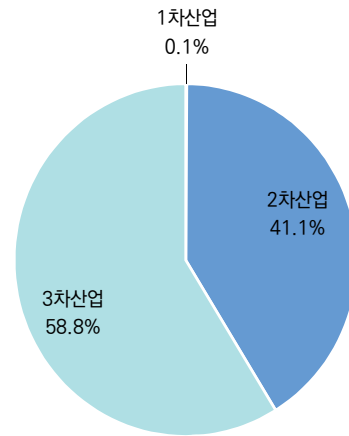
CRIC에 따르면 선전의 경우 70%가 산지로 이루어져있기 때문에 토지 공급이 제한적인데, 거주자들의 구매력이 높아지고, 정부의 이주민 유입을 위한 장려 정책으로 부동산 수요가 증가했다. 여기에 1선도시 부동산의 경우는 자산배분 측면에서 매매하는 경우가 빈번하기 때문에 부동산 가격은 천정부지로 치솟았다. 선전은 호적을 보유하고 있는 사람은 미혼이면 1채의 부동산 보유가 가능하고, 기혼자면 2채까지 보유가 가능하다. 반면에 호적을 보유하고 있지 않으면, 주택구매는 불가능하지만, 상업용 부동산에 대한 매매는 가능하다. 홍콩인의 경우는 1채의 부동산만 보유할 수 있다.

그림 19. 선전 GDP 및 GDP per Capita

그림 20. 선전의 산업별 GDP 비중



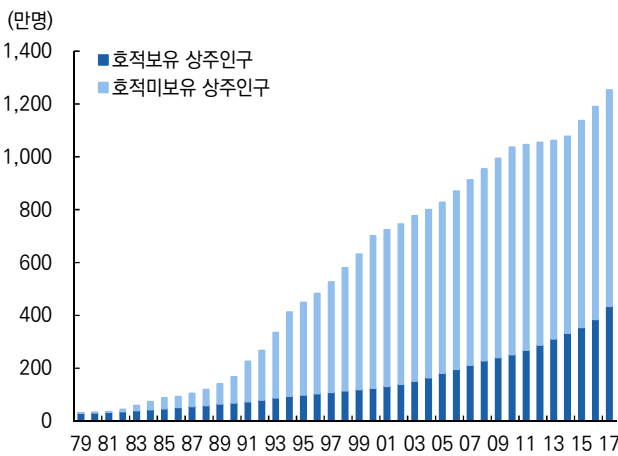
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터



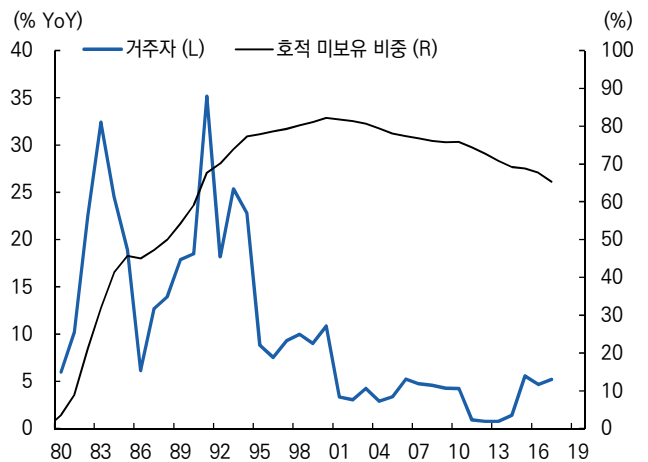
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 선전지역 거주자 중 호적 보유자 및 미보유자 인구 추이

그림 22. 선전지역 거주자 증가율과 호적 미보유자 비중 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

선전 인민정부, 고학력자 인재 유치에 적극적

바이두의 공동창업자 리옌훙, 화웨이의 CTO 리싼치, 샤오미의 공동창업자 린빈 등이 대표적인 하이구이라고 불리는데, 해외에 나갔다가 중국으로 돌아온 귀국 유학생들이 세계에서 인정받는 기업가로 성공한 ‘창커(創客)’로 출현하면서 선전시 인민정부는 고학력자의 유치를 적극적으로 하고 있다. 인재 도입 이주, 세금 납부 이주, 정책성 이주, 거주 사회보장 이주의 항목에 따른 조건에 부합할 경우 선전으로의 이주 신청이 가능하며, 조건에 부합하지 않더라도 누적점수제를 통해서 이주 신청을 할 수 있다. 또한 올해 2월 기준에 대학 졸업자들에게만 즉시 호구를 취득할 수 있는 자격을 부여했던 것에서, 석박사 후 가족까지도 취득이 가능하도록 제도를 완화하고 있다.

문전성시를 이루고 있는 선전의 복합쇼핑몰

선전 지역의 발전과 함께 개인의 소비 트렌드 변화는 유통 채널에도 영향을 미쳤다. 홍콩에서 광저우로 물건이 들어오는 과정에서 선전을 거쳐가게 되는데, 글로벌 트렌드를 선도하는 홍콩의 영향을 가장 먼저 받기 때문에 과거 선전은 중국에서 패션을 주도하는 지역으로 인식되어 왔다. 그러나 온라인 채널이 빠른 속도로 발전하면서 백화점과 대형마트의 영향력은 감소했다. 한편 복합쇼핑몰은 여전히 고무적인 성장세를 보이면서 지역 경기를 견인하고 있었다. 이는 사람들과 만나 식사도 하면서 물건도 구매할 수 있을 뿐만 아니라 교통이 편리하기 때문에 방문객이 증가하고 것이다.

CENTALINE은 선전이 이전보다 유행에 덜 민감해졌음에도 불구하고, 소비자들은 여전히 패션에 대한 요구 수준이 높다고 설명했다. 특별히 Luohu의 럭셔리 복합쇼핑몰인 MIXC의 영업이 매우 잘되고 있는 점을 언급했다. 실제로 첨단기업들이 밀집해있는 Nanshan의 Coastal City에서 애플 리스트들과 만난 점심식사 장소에도 사람들이 인산인해를 이루었다. 점심 이후 근무시간에도 유명한 음료 매장은 대기시간만 20여분이 소요되는 것도 경험해 볼 수 있었다.

표 6. Futian is the Core Commercial Hub of Shenzhen

	Futian CBD	Luohu	Nanshan	Huaqiangbei	Chegongmiao
Market positioning	Mid to mid-high	Mid to high	Mid to mid-high	Mass to mid	Mass to mid
Retail vacancy rate	1%	0%	3%	4%	6%
Density of population (person/sq. km)	19,847	13,044	7,597	n.a.	n.a.
% of GDP from tertiary industry	94%	96%	55%	n.a.	n.a.

자료: JLL, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 선전 지하철 11호선



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 평일 근무시간에도 붐비는 Heytea 매장



자료: 미래에셋대우 리서치센터



IV. 우려와는 다르게 견고한 홍콩 경기와 부동산

지난 몇 년간 홍콩 경기의 하방압력 확대

지난 몇 년간 1) 중국인 여행객 감소, 2) 중국 정부의 투기 자본 유출 규제에 3) 지난해 미-중 통상마찰 등의 이슈가 잇따라 홍콩 경기를 강타했다. 홍콩 자산가치 하락에 대한 우려가 높아졌고, 중국 최대 부호인 리카싱 등의 자산가와 많은 기업이 홍콩 소재의 부동산과 자산 매각을 활발히 진행했다. 2017년 말 홍콩 당국은 LTV를 60%에서 50%로 낮추면서 대출을 감지 못한 빌딩 소유주들은 시장에 급매물을 내놓았고, 글로벌 투자자들도 홍콩 이외의 다른 지역으로 새로운 투자처를 찾아 떠나면서 홍콩 경기의 하방압력은 더욱 확대되었다.

홍콩 경기의 안정적인 흐름으로 글로벌 투자자들은 다시 회귀

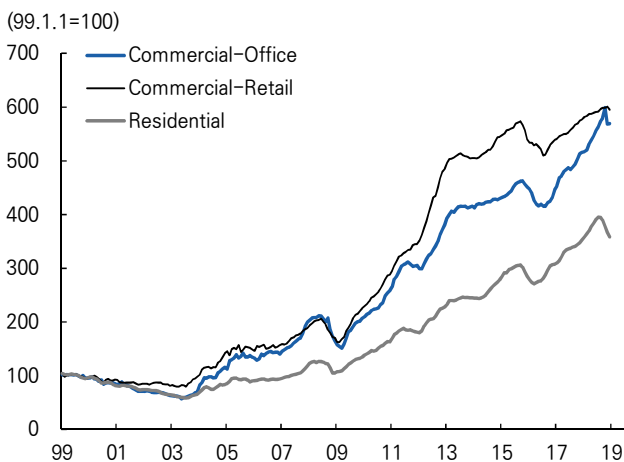
그러나 지난해 우려했던 것과는 다르게, 최근 홍콩 내수 및 부동산을 비롯한 경기 전반이 생각 이상으로 안정적인 흐름을 보였다. 이에 따라 최근 글로벌 투자자들은 다시 홍콩으로 복귀하고 있으며, 중국의 자본도 다시 홍콩시장으로 유입되고 있다는 것을 미래에셋대우 홍콩법인을 통해 확인할 수 있었다.

표 7. 리카싱 부동산 매각 히스토리

날짜	매각자산	가격	비고
2013.08	광저우 시청더우후이광장	26억 RMB	
2013.10	상하이 동팡후이징센터	71.6억 RMB	
2014.02	난징 국제금융센터	24.8억 RMB	
2016.10	상하이 센추리링크 (스지후이 광장)	200억 RMB	- 본토 부동산 사상 최고가, 순이익 9,100억원
2017.11	홍콩 더 센터	402억 HKD	- 영국 런던 북부 부동산 개발사업(60억파운드) 참여 자금 마련 - 홍콩 부동산 역사상 최고 금액 기록 - 싱가포르투자청(GIC)과 미래에셋대우 매수자 컨소시엄 참여
2017.12	홍콩 쇼핑센터	2.56억 USD	

자료: www.sina.com, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 홍콩지역 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 오래된 홍콩의 거주지역



자료: 미래에셋대우 리서치센터

홍콩 여행산업의 회복세

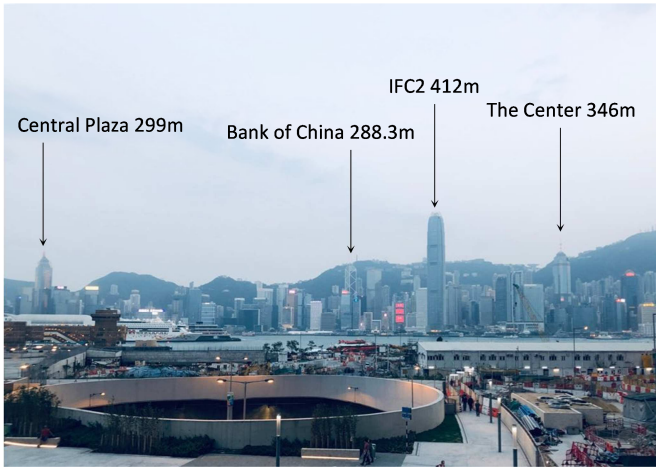
전체 GDP에서 서비스업이 90% 이상을 차지하는 홍콩 경기에 있어 여행산업은 매우 중요하다. 홍콩의 여행객 중 중국 본토 여행객의 비중은 81.6%다. 따라서 홍콩 지역경기는 중국의 자본이 큰 영향을 미치고 있는 것이다. LINK는 미팅에서 2015년 이후 중국인들이 홍콩 이외의 지역으로 여행 수요가 증가하면서 홍콩의 여행산업이 부진한 흐름을 보여왔다고 설명했다. 그러나 2017년 이후 다시 회복국면으로 진입했는데, 이는 환율의 영향뿐만 아니라, 사드배치에 따른 한국과 중국 간의 관계 악화로 한몫을 했다고 판단했다.

고속철도의 개통으로 더 많은 중국인 여행객 유입

지난해 고속철도의 개통은 홍콩의 분위기를 크게 반전시켰는데, 주말에 중국 본토와 홍콩을 오가는 당일치기 여행객의 유출입량이 증가했다. 홍콩 공항에서 도심으로 연결되는 AEL과 홍콩에서 선전으로 연결되는 High Speed Rail이 위치한 Kowloon 반도 주변에는 관광객들이 많이 찾는 홍콩의 최대 번화가 Tsim Sha Tsui가 있어 중국인 여행객들은 더욱 편리하게 홍콩을 오갈 수 있게 되었다. 홍콩 여행산업의 반등으로 중국인들이 좋아하는 명품과 주얼리 등의 고가제품 판매뿐만 아니라, 내수까지 영향을 미치면서 최근 필수소비재의 수요도 확대되는 추세를 보이고 있다.

그림 27. Kowloon에서 보이는 Hong Kong Island

그림 28. ICC에서 보이는 Tsim Sha Tsui 전경

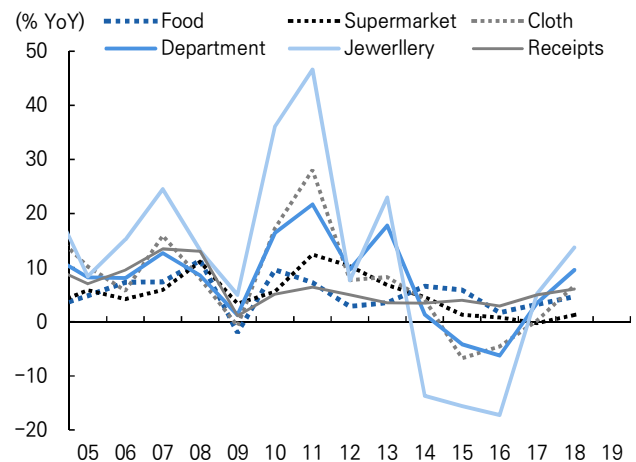


자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. Hong Kong Visitors Arrivals

그림 30. Hong Kong Retail Sales & Restaurant Receipts Value



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

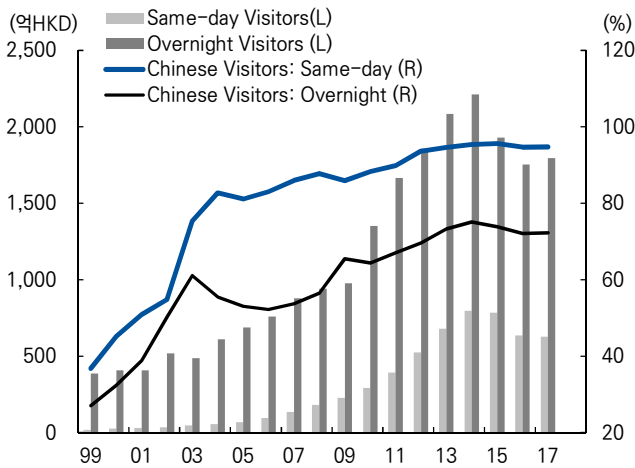
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 회사 입구에 걸려있는 LINK's Branding Journey



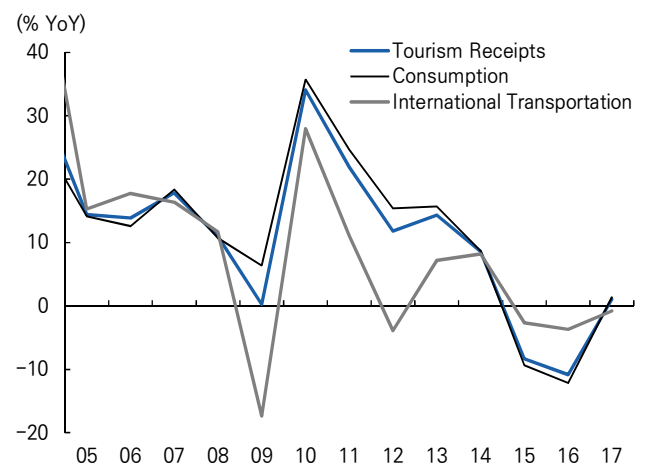
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. Hong Kong Tourism Receipts



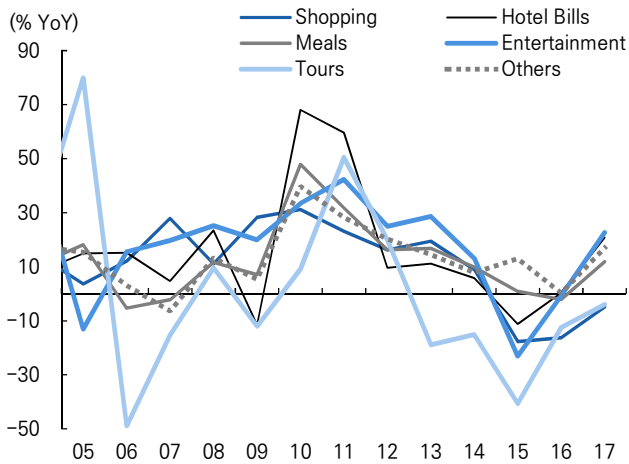
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. Hong Kong Tourism Receipts



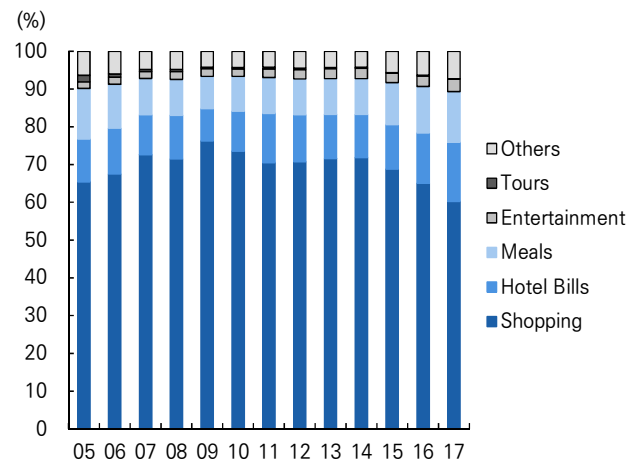
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. Chinese Overnight Visitor Spending in Hong Kong



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. Chinese Overnight Visitor Spending in Hong Kong



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

차이나(China)는 미래(未來)
 선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기

과거 LINK는 Asset Management에 초점

홍콩에는 지진과 같은 자연재해가 거의 없어 30년 이상의 낡은 빌딩들이 많고, 오랜 전통을 이어 온 식당에 대한 소비자들의 로열티가 높다. LINK는 이러한 점을 고려해서 포트폴리오의 가치를 제고하고 다양한 자산들의 성과 극대화를 위한 Asset Management에 초점을 맞춰왔다.

최근 Asset Enhancement에 집중하는 LINK

그러나 2005년 IPO 이후, 임차인과 고객들에게 매력적인 환경을 조성해 투자자들에게 만족스러운 수익률을 돌려주기 위해 Asset Enhancement에 집중하기 시작했다. 참고로 Asset Enhancement는 구조물 개선, 브랜드 매장과 프랜차이즈 유치, 더 나은 고객서비스, 홍보 등으로 부동산의 가치를 높이는 프로젝트에 집중하겠다는 것을 의미한다.

홍콩의 음식 문화 트렌드 변화

홍콩을 대표하는 음식 중 하나인 딤섬은 한문으로 쓰면 點心으로 중국에서는 간단한 음식, 간식을 의미하기도 한다. 홍콩의 딤섬은 3천년 전부터 중국 광둥지방의 음식으로 역사가 길다. 그만큼 소박하면서 오래되었지만, 대대손손 내려오는 비법으로 전통과 역사를 이어온 ‘홍콩 스타일’의 로컬 식당에 대한 자부심이 강했다. 그러나 바쁜 홍콩의 현대인들은 이른 아침부터 밖에서 식사를 하는 것이 보편적이다. 때문에 Fast Food 시장의 성장세가 이어지고 있는 가운데, 소비자들은 트렌드에 맞추어 빠르게 변화하고 다양한 음식을 맛볼 수 있는 Quick Service Restaurant에 대한 선호도가 높아지고 있다.

홍콩의 대표적인 Quick Service Restaurant, MX

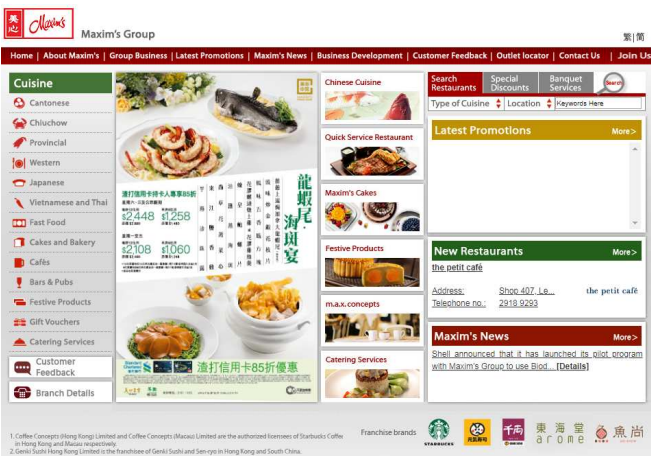
LINK는 대표적으로 MX(Maxim)의 발전을 눈여겨 볼 필요가 있다면서, MX의 입점으로 투자한 복합쇼핑몰 자산의 수익률이 눈에 띄게 좋아지고 있다는 점을 강조했다. MX는 Dairy Farm International이 50%의 지분을 보유하고 있는 체인점으로 가성비가 좋다. 종류가 다양하여 선택의 폭이 높은 한편, 음식문화의 트렌드를 선도하고 있다. 또한 홍콩의 호텔 숙박 가격이 높기 때문에 조식을 불포함하고 MX와 같은 곳에서 현지식을 즐기는 여행객들이 증가한 것도 새로운 현상이다.

네이버후드 자산에 대한 투자를 적극적으로 진행한 결과 임차료와 자산가격 상승

LINK는 2018년 9월까지 71개의 Asset Enhancement 프로젝트를 수행했고, 임차료와 자산가격 상승의 결과를 이뤄냈다. 이는 젊은 홍콩 소비자들이 시티라이프를 즐기고, 유행이 빠르게 변화하고 있다는 점을 감안해 흥대 AK몰, 위레 스타필드시티와 같은 Mid-mall 형태의 네이버후드 자산에 대한 투자를 적극적으로 진행한 결과인 것으로 판단된다.

그림 36. The Main Page of Maxim's Homepage

그림 37. Fast Food Restaurants of Maxim's Group



자료: www.maxims.com.hk, 미래에셋대우 리서치센터

자료: www.maxims.com.hk, 미래에셋대우 리서치센터

홍콩 부동산의 회복으로 LINK REITs에 대해 높아지는 투자자들의 관심

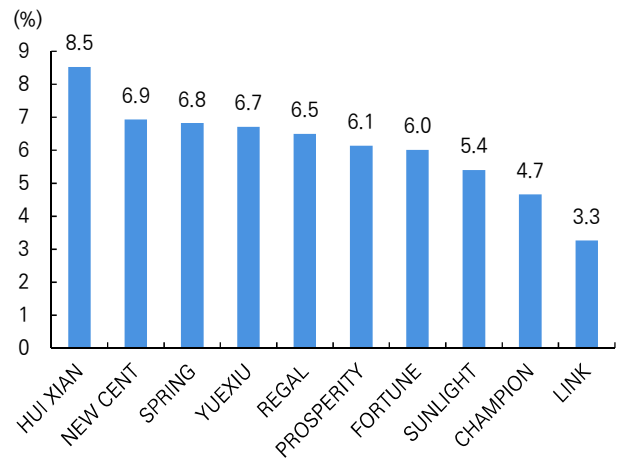
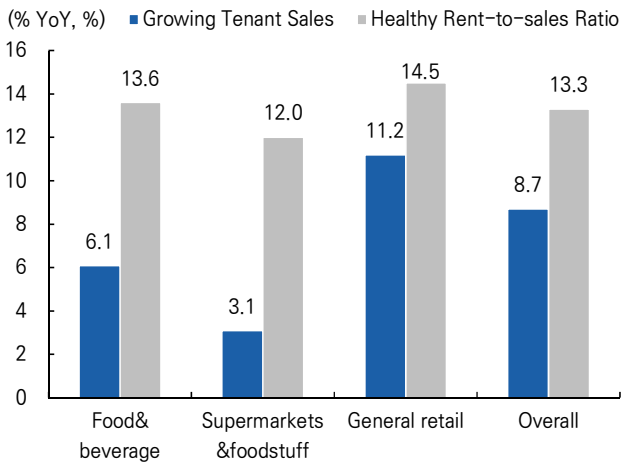
LINK는 안정적인 수익성과 높은 배당으로 해외 운용사들의 관심이 높다. 최대주주로는 Black Rock, State Street, Capital, APG의 순으로 지분이 높다. 회계연도 기준 지난해 3분기 포트폴리오의 전체 가치는 2,100억 홍콩달러로 1분기 대비 3.3% 증가했으며, NAV per Unit은 85.41 홍콩 달러로 1분기 대비 2.8% 증가했다. 포트폴리오는 홍콩이 91.8%, 중국 본토가 8.2%로 구성되어 있으며, 평균 Capitalization rate은 홍콩 Retail이 3.98%, Car park가 4.41%, 본토 Retail이 4.5~4.75%, Office가 4.25%를 차지하고 있다.

LINK의 포트폴리오 상의 단점

LINK에 대해 한가지 아쉬웠던 점은 주주들의 동의를 얻기 어려워 신홍산업과 새로운 지역으로의 포트폴리오 확장이 쉽지 않다는 것이다. 최근 중국과 홍콩 부동산 시장이 온라인 채널의 성장으로 물류 창고와 데이터 센터를 중심으로 성장하고 있으나, 네이버후드 자산으로만 집중되어 있는 포트폴리오가 동사의 경쟁력과 가치의 상승 속도에 있어서는 제약요인이라고 판단한다. 한편 주주들의 이러한 요구는 글로벌 투자자들이 중국 본토와 홍콩 투자에 대해 여전히 보수적으로 접근하고 있음을 시사하고 있다고 생각된다.

그림 38. Hong Kong Retail Tenants Performance

그림 39. 지난해 홍콩 주요 리츠 펀드의 배당 수익률

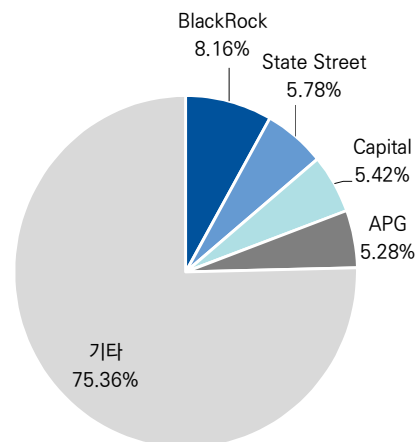
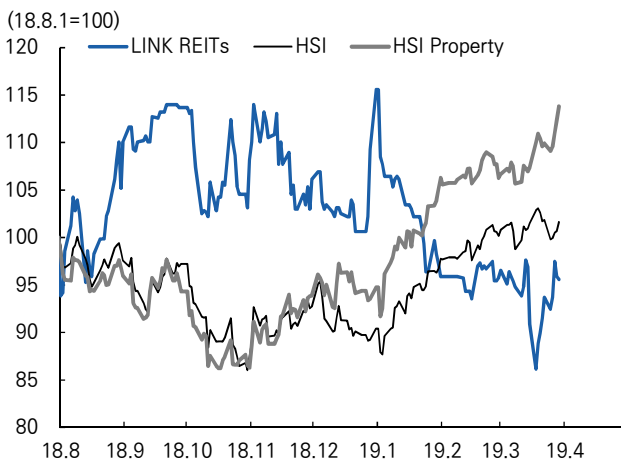


자료: LINK 제공 회사자료, 미래에셋대우 리서치센터
주: April - Sep 2018, ratio of base rent plus management fee to tenants' gross sales

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. LINK REITs(0823.HK) 및 홍콩지수 추이

그림 41. LINK REITs 대주주 지분 비중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

V. 잠시 넣어둬도 될 올해 중국 경기 우려

선전 소재의 해외기업 이탈

지난해 이후 선전 소재의 해외 기업들이 문을 닫는 사례들이 있었는데, 2018년 4월 삼성은 중국내 스마트폰 판매량 감소에 따라 통신 장비 공장을 폐쇄하기로 결정했고, 5월에는 올림푸스가 디지털 카메라 수요 급감의 이유로 1991년 12월 건설된 선전 법인을 폐쇄했다. 여기에 2019년 3월에는 애플이 높아진 인건비와 생산비용과 중국의 수요 둔화의 과정에서 강화된 환경기준의 요인으로 바오안구 신텐촌 공장을 폐쇄해 약 1,700여명의 실직자가 발생했고, 난산구 공장도 폐쇄할 예정이어서 추가적으로 1,000여명의 실직 예정이다.

중국 경기 부진에 대한 우려

2018년 GDP 대비 경상수지 흑자가 0.4%에 그치면서 향후 경상수지 적자 전환에 따른 중국 경제 위기 가능성에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있다. IMF도 올해 중국의 경상수지 흑자가 미미한 수준에 그칠 것으로 예상했다. 다만 여기서 중국의 경상수지 흑자 축소는 구조적인 현상으로 해석하는 것이 바람직하다고 판단된다. 경상수지의 세부항목을 보면, 여행수지 적자 확대가 경상수지의 축소를 견인한 것으로 나타나고 있는 가운데, 저축률이 하락하고 있기 때문이다. 오히려 중국 경제에 대한 우려보다는 구조적 변화에서 새로운 기회를 모색해 볼 수 있는 좋은 기회일 수 있다고 생각한다.

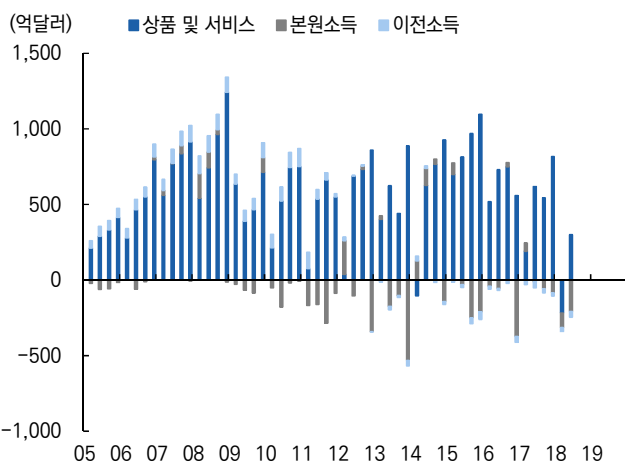
선전 소재의 한국 기업

KOTRA와의 미팅을 통해 근래 선전 소재의 해외 기업의 사업환경에 어떠한 변화가 있었는지 확인할 수 있었다. 우선 선전지역에 해외 법인은 약 5만개가 있는데, 그 중 홍콩계가 2~2.5만개로 가장 많고, 한국계는 400여개 정도가 있는 것으로 파악하고 있었다. 과거에는 한국의 가공 등 제조업의 비중이 컸으나, 최근에는 전반적인 기업 수가 감소하는 가운데 서비스업의 비중이 증가하는 추세를 보이고 있다고 설명했다.

타 지역 대비 정치적 이슈에 상대적으로 덜 민감한 선전

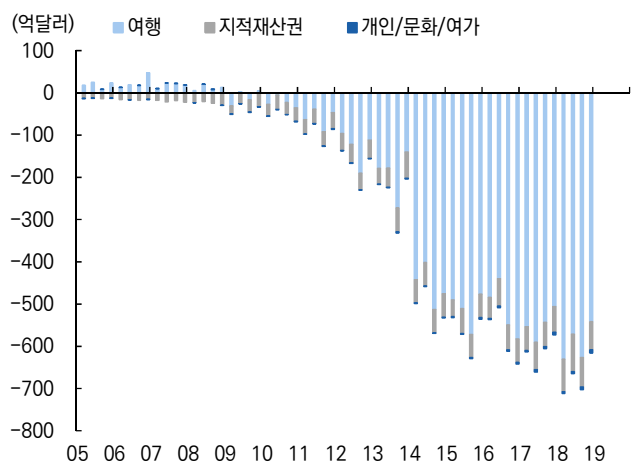
한국 기업들은 미-중 무역갈등 보다는 사드에 영향을 더 많이 받은 것은 사실이지만, 선전의 경우는 경제특구이기도 하고 이주민들이 정착한 곳이라서 타지역 대비 정치적 이슈에 덜 민감하다는 설명을 들을 수 있었다. 때문에 베이징이나 상하이 보다 체감되는 부분이 크지 않은 것으로 나타났다. 또한 미국의 통상마찰로 인해 미국으로 수출할 때 고율관세가 부과된다는 부담으로 동남아로 공장을 이전하는 경우가 있긴 하지만 사례는 드문 것으로 확인되었다.

그림 42. 중국 경상수지 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 여행, 지적재산권, 개인/문화/여가의 서비스수지 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

**중국 기업들의 기술력 향상이
국내 기업에 더 큰 위협 요인**

실제로 KOTRA에서 진행한 설문조사에서도 사드배치 문제나 미-중 무역갈등보다도 중국 기업들의 기술력이 빠르게 높아지는 것이 부담스럽다는 답변이 우세했다. 구체적으로 핸드폰 부품 업체들의 영향이 크며, 과거 화창베이를 중심으로 OEM과 ODM 업체들이 산자이 폰을 제조한 이후, 자본이 쌓이면서 기술력 향상이 동반되었다. 그 결과 선전에는 화웨이, 오포, 비보, ZTE 등의 핸드폰 제조사들이 탄생했고, 핸드폰의 70~80%가 선전에서 제조되고 있다. 이 밖에도 TCL과 KONKA 등 백색가전을 주도하는 업체들도 선전에 진출해 있는 상황이라고 설명했다.

**중국에서 여전히 한국 소비재에
대한 높은 선호도**

그럼에도 불구하고 KOTRA는 중국에 11개의 해외무역관에 이어 조만간 3개를 추가적으로 설립할 계획이며, 한국의 소비재 수출 촉진을 위해 힘쓰고, 중소 및 중견기업을 집중적으로 지원할 예정이다. 특히 중국에서는 한국 식품에 대한 선호도가 높다. 파리바게트는 중국에 약 300개의 매장을 보유하고 있으며, 선전부근에 공장을 설립할 계획이라고 이야기했다. 다만 국내 중소기업이 중국으로 진출하는데 있어, 경쟁이 치열한 1선도시보다는 2~3선도시로의 진출이 상대적으로 유리할 것으로 제시했다.

**중국 경기 전반의 회복세는
국내 기업에도 긍정적**

KOTRA에서 확인한 바와 같이 제조업보다는 소비재에서 국내 기업이 기회를 모색해볼 수 있다면, 중국의 개인소비와 함께 경기 전반에 대한 개선세를 지속적으로 관찰할 필요가 있다. 그 가운데 있어서 부동산 경기가 회복세로 전환되는 점은 유의미한 현상이라고 판단된다.

**대외환경보다 대내정책의
영향이 클 전망**

CENTALINE은 미-중 무역갈등에 따른 부정적인 영향에 대한 질문에 선전 지역 경기에 심리적인 영향이 있었다고 할 수는 있지만, 물리적인 영향은 지역경제를 훼손시킬 만큼 크지 않았다고 답했다. 물론 화웨이나 ZTE와 같은 개별기업의 경우 막대한 영향이 있긴 했지만, 선전지역 전반에 있어 내수의 비중이 높은 기업이 더 많다. 따라서 선전 부동산의 회복을 비롯한 경기 전반의 회복세가 나타나고 있는 점은 긍정적이며, 향후 정부의 정책이 대외적인 환경보다도 큰 영향을 미칠 것으로 전망했다.

**중국 부동산 업체들의 채무
불이행 가속화 가능성**

한편 최근 글로벌 금융시장에서 우려하는 중국 부동산 업체들의 채무 불이행 가속화 가능성에 대해서는 CRIC가 중국 정부가 부동산 업체의 파산을 막고 있다고 설명했다. 채무불이행 사태가 발생하면, 디폴트가 아닌 M&A나 자산매각을 통해 이를 해결하도록 정부가 개입하고 있는 것이다. 이는 부동산 경기가 실업률에 직접적인 영향을 미치면서 경제적인 충격이 커질 수 있기 때문이라고 설명했다.

그림 44. 선전증권거래소



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. KOTRA 에서 보이는 Futian 전경



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 시민광장에서 보이는 평안금융타워



자료: 미래에셋대우 리서치센터

차이나(China)는 미래(未來)

선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기

부동산 업체들의 본토 거래소 상장을 제한

또한 중국 정부는 2000년 이후 부동산 관련 기업의 본토 거래소 상장도 제한하여 투기자본 유입으로 동 산업에 기업들이 난립하는 현상을 막고 있다는 이야기를 들었다. 현재 전체 부동산 상장기업은 126개로 그 중 2000년 이후 상장된 기업은 33개뿐이다. 특히 글로벌 금융위기를 겪으면서 2007년 3개, 2008년 2개, 2009년 2개, 2015년 2개의 기업만이 상장했다. E-house의 경우에도 본토대신 다른 지역에 상장을 택했는데 2007년 8월 8일 나스닥에 상장했으나 채권발행에 제약이 있어 철회하고, 2018년 7월 20일 홍콩에 다시 상장했다고 설명했다.

Delta 지역을 중심으로 회복이 가속화 되고 있는 산업과 분야에서 투자의 기회 모색

이번 선전과 홍콩의 탐방을 진행한 결과, 지난해 이후 가장 우려되었던 홍콩과 선전의 경기 회복이 생각보다 빠르게 진행되고 있는 것을 확인했다. 적어도 올해는 중국 본토와 홍콩 부동산을 비롯한 경기 부진에 대한 우려를 잠시 내려놓을 수 있겠다. 올해 하반기에도 중국에 대한 투자가 긍정적이며, 특히 Delta 지역에서도 웨강아오다완취를 중심으로 회복이 가속화 되고 있기 때문에, 해당 지역의 관련 산업과 기업에서 투자의 기회를 모색해 볼 것을 제안한다.

표 8. 중국의 주요 개발벨트 사업에 집중하고 있는 대표 기업 리스트

CH	Code	Chinese Name	English Name	Location	Real Estate	Mkt.(억RMB)	Price(RMB)	Pearl River Delta	Yangtze River Delta	Beijing-Tianjin-Hebei Region
1	000002.SZ	万科A	VANKE-A	선전	Development	3,653.4	32.77	○	○	○
2	001979.SZ	招商蛇口	CMSK	선전	Development	1,848.8	23.39	○	○	
3	600048.SH	保利地产	PRE	광저우	Development	1,742.6	14.65	○	○	○
4	600340.SH	华夏幸福	CFLD	량팡	Development	1,036.2	34.51		○	○
5	601155.SH	新城控股	FUTURE LAND	창저우	Development	1,033.6	45.80		○	
6	600606.SH	绿地控股	JF	상하이	Development	973.5	8.00	○	○	
7	600663.SH	陆家嘴	LJZ	상하이	Development	564.6	19.28		○	
8	002146.SZ	荣盛发展	RISESUN	량팡	Development	534.8	12.30		○	○
9	000656.SZ	金科股份	JINKE	충칭	Development	430.4	8.06	○	○	○
10	000540.SZ	中天金融	ZHONGTIAN	구이양	Development	357.3	5.10	○	○	○
11	000671.SZ	阳光城	SUNSHINE CITY	푸저우	Development	335.3	8.28		○	
12	000031.SZ	大悦城	GRANDJOY	선전	Development	267.7	6.82		○	
13	000732.SZ	泰禾集团	TAIHE GROUP	싼밍	Development	252.0	20.25	○	○	○
14	600094.SH	大名城	GREATTOWN	상하이	Development	196.2	8.31	○	○	
15	600657.SH	信达地产	CINDA REAL ESTATE	베이징	Development	163.7	5.74		○	
HK	CODE	Chinese Name	English Name	Location	Real Estate	Mkt.(억HKD)	Price(HKD)	Pearl River Delta	Yangtze River Delta	Beijing-Tianjin-Hebei Region
1	1030.HK	新城发展控股	FUTURE LAND	상하이	Development	607.6	10.30		○	
2	3377.HK	远洋集团	SINO-OCEAN GP	베이징	Development	307.7	4.04	○	○	○
3	3990.HK	美的置业	MIDEA REAL EST	푸산	Diversified Activities	274.4	23.05	○	○	
4	1638.HK	佳兆业集团	KAISA GROUP	선전	Development	222.9	3.67	○	○	
5	0754.HK	合生创展集团	HOPSON DEV HOLD	홍콩	Development	193.6	8.70	○	○	
6	0095.HK	绿景中国地产	LVGEM CHINA	쑤저우	Development	132.9	2.69	○		
7	1777.HK	花样年控股	FANTASIA	선전	Development	94.0	1.63	○	○	○
8	0369.HK	永泰地产	WING TAI PPT	홍콩	Diversified Activities	81.0	5.99	○	○	○
9	0563.HK	上实城市开发	SH IND URBAN	홍콩	Development	80.8	1.68		○	○
10	1755.HK	新城悦	XINCHENG YUE	상하이	Services	59.9	7.31		○	
11	6166.HK	中国宏泰发展	CHINA VAST	베이징	Development	56.1	3.40			○
12	6111.HK	大发地产	DAFA PPT	상하이	Operating Companies	47.3	5.71		○	
13	1862.HK	景瑞控股	JINGRUI HLDGS	상하이	Development	41.2	2.94		○	
14	3316.HK	滨江服务	BINJIANG SER	항저우	Operating Companies	19.4	7.01		○	
15	2168.HK	佳兆业物业	KAISA PROPERTY	선전	Development	13.4	9.57		○	

자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터
주: 2019년 4월 11일 기준 데이터

차이나(China)는 미래(未來)

선전/홍콩 탐방, Delta가 이끄는 중국 경기

표 9. Hong Kong REITs Fund

	CODE	Chinese Name	English Name	Portfolio	Fund Set Up	Dividend		
						Accum (HKD)	18 Yield Ratio (%)	19F Yield Ratio (%)
1	0823.HK	领展房产基金	LINK REIT	Retail REIT's	2005-09-06	18.9507	3.2648	3.0536
2	2778.HK	冠君产业信托	CHAMPION REIT	Office REIT's	2006-04-26	2.9761	4.6642	4.1892
3	0405.HK	越秀房产信托基金	YUEXIU REIT	Retail REIT's	2005-12-07	3.6748	6.7071	6.1817
4	0778.HK	置富产业信托	FORTUNE REIT	Retail REIT's	2003-07-04	3.5885	6.0110	5.3393
5	87001.HK	汇贤产业信托	HUI XIAN REIT	Diversified REITs	2011-04-01	1.9669	8.5204	7.8171
6	1881.HK	富豪产业信托	REGAL REIT	Hotel & Resort REITs	2006-12-11	1.7806	6.5022	6.1475
7	0435.HK	阳光房地产基金	SUNLIGHT REIT	Diversified REITs	2006-12-31	2.6046	5.4010	4.7414
8	1426.HK	春泉产业信托	SPRING REIT	Office REIT's	2013-11-14	1.2490	6.8208	
9	0808.HK	泓富产业信托	PROSPERITY REIT	Office REIT's	2005-11-29	2.0164	6.1333	5.4755
10	1275.HK	开元产业信托	NEW CENT REIT	Hotel & Resort REITs	2013-06-10	1.0122	6.9328	

자료: Wind, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 2019년 4월 11일 기준 데이터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.