

최근 아시아 국가 자산시장의 버블 논란

- ◆ 최근 들어 일부 아시아 국가의 주가 및 부동산 가격이 큰 폭으로 상승하자 이 지역 자산시장의 버블 우려가 세계은행 등을 중심으로 제기
- ◆ 아시아 국가의 자산가격 상승은 달러 캐리트레이드를 중심으로 한 해외자금 유입, 완화적인 재정·통화정책, 상대적으로 빠른 경기회복세 등에 기인
- ◆ 향후 아시아 국가들이 비교적 높은 성장률을 보일 전망임에 비추어 자산시장 버블을 우려할 단계는 아닌 것으로 평가되나
출구전략이 본격 시행될 경우 국내 유동성 축소, 해외자금 유출 등에 따른 자산가격의 급변동 위험이 잠재

1. 아시아 자산시장의 버블에 대한 우려

- 최근 들어 아시아 지역 자산시장이 지나치게 과열 양상을 보이고 있다는 지적이 잇따라 제기
- 세계은행은 공식보고서를 통해 일부 아시아 국가 자산시장에서의 버블 가능성을 제기*

* Transforming the rebound into recovery, East Asia and Pacific update, World Bank, 11.3일

— 로버트 줄릭 세계은행 총재는 Financial Times 기고문*을 통해 이 지역의 빠른 경기회복에 대한 기대로 국제 자금이 집중되어 자산가격을 상승시키고 있는데

이는 회복세가 저조한 저개발국에 악영향을 미칠 것을 우려

* 'Heed the danger of asset bubbles', FT, 11.24일

- 이밖에 케빈 워시(Kevin Warsh) 美 연준 이사, 어데리 터너(Adari Turner) 영국 금융감독청(FSA) 의장도 아시아 지역 자산시장의 버블 위험성을 경고*

* Asia and the Global Financial Crisis, Kevin Warsh, Conference, FRB of San Francisco, 10.19~20

‘FSA chief sees Asia as top bubble risk’, WSJ, 11.2일

- 이러한 우려는 금융위기 극복을 위해 각국이 취해 온 재정 및 통화 정책의 超완화기조로 또 다른 버블이 형성될 수밖에 없는데

그 첫 번째 징후가 아시아지역 자산시장에서 나타나고 있다는 견해에서 비롯

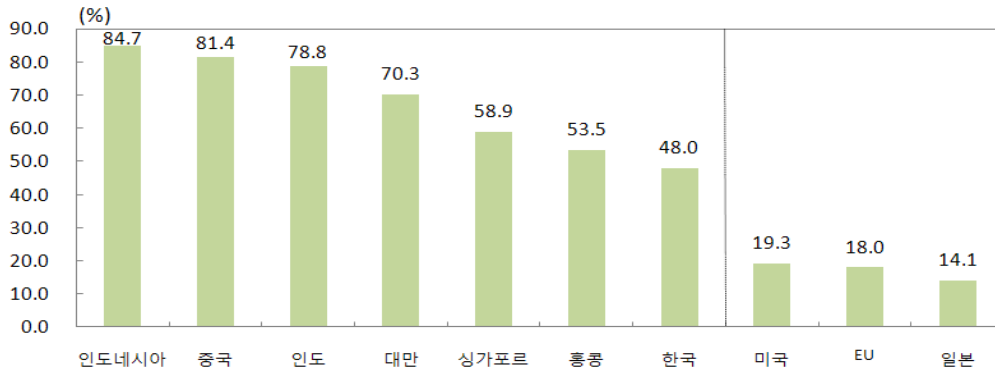
2. 아시아 주요국*의 자산가격 동향

* 중국, 홍콩, 싱가포르, 대만, 한국, 인도, 인도네시아

(주 가)

- 금년중 아시아 주요국의 주가(09.12.14일 기준)는 68.0%(7개국 단순평균) 상승하여 선진국 주가 상승률을 크게 상회(같은 기간중 미국, EU, 일본의 주가 상승률 단순평균은 17.1%)
- 인도네시아, 중국, 인도 등은 견실한 내수를 바탕으로 플러스 경제 성장을 지속하면서 80% 내외의 상승률을 보였고
기타 국가의 주가도 50% 이상 상승

주요국 주가 상승률¹⁾

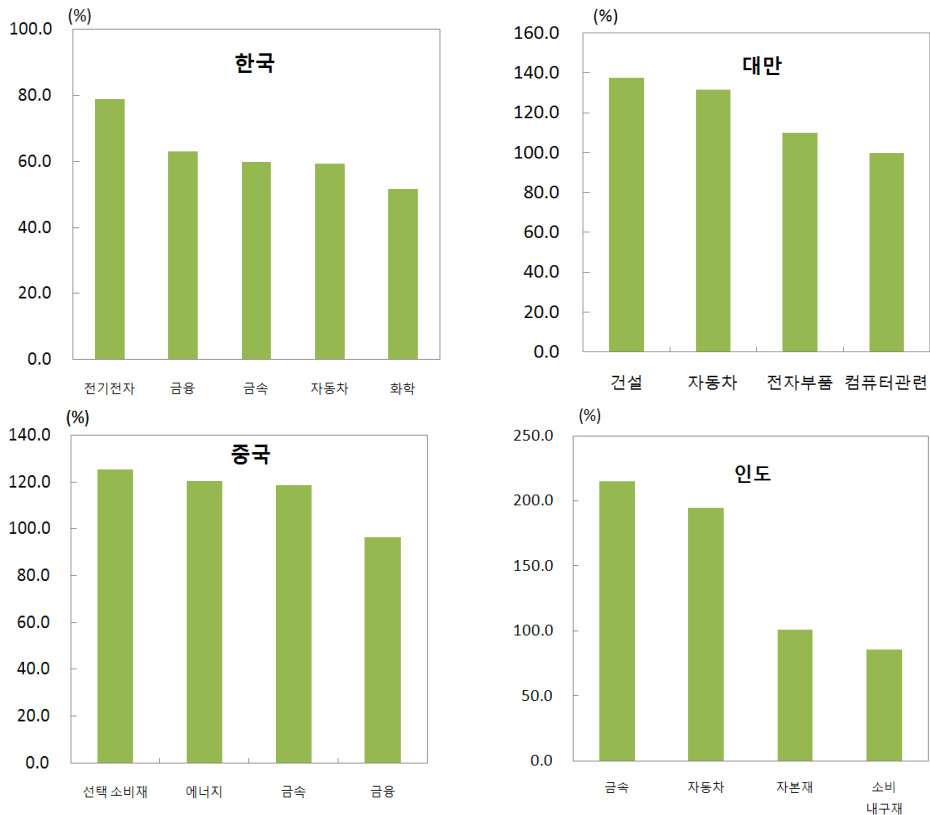


주: 1) 2008년말 대비 상승률(09.12.14일 기준)

자료: Bloomberg

- 성장동력의 차이를 반영하여 한국, 대만은 수출 업종이, 중국, 인도는 소비재(자동차, 가전), 금속 등 재정확대정책의 수혜 업종의 주가상승률이 높게 나타남

아시아 주요국 주가 상승률 상위업종¹⁾



주: 1) 12.14일 현재 2008년말 대비 상승률

자료: Bloomberg

(부동산 가격)

- 지난해 금융위기 발생 후 아시아 부동산시장은 장기적인 침체에서 벗어나기 어려울 것이라는 비관적 전망이 대세였으나* 이러한 예상과는 달리 부동산가격은 2009년 들어 회복세로 전환

* 골드만삭스는 홍콩의 주택가격이 2010년 중순까지 30% 하락할 것으로 전망(08.12월)한 바 있으며

중국과학원도 금년 중국 주택가격의 8~10% 하락을 예상(09.2월)

- 중국, 홍콩, 대만의 주택가격은 금융위기 이전의 고점 수준을 이미 넘어선 상태

전고점 대비 주택가격 상승률¹⁾

중국 ²⁾	홍콩	대만	한국	인도 ³⁾	싱가포르
4.9	2.8	1.4	0.1	-11.6	-13.1

주: 1) 중국, 한국은 11월 기준, 홍콩은 10월 기준, 대만, 인도, 싱가포르는 9월 기준

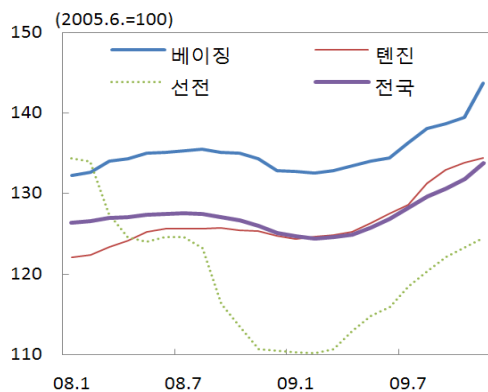
2) 전국 70개 도시 신규주택 기준

3) 뭄바이 13개 도시 기준

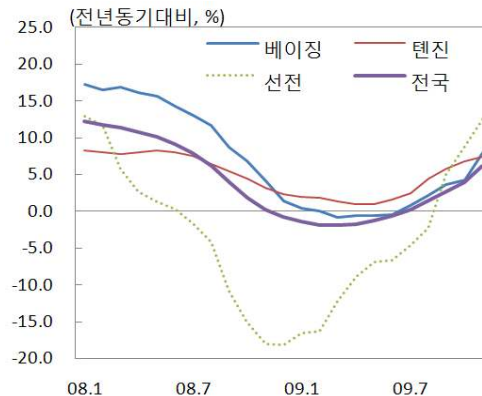
자료: CEIC

- 중국의 경우 텐진, 베이징 등 일부 지역에서는 투기 과열 조짐까지 나타남

중국 주요 도시 주택가격¹⁾ 지수



중국 주요 도시 주택가격¹⁾ 증감률



주: 1) 전국 70개도시 신규주택기준

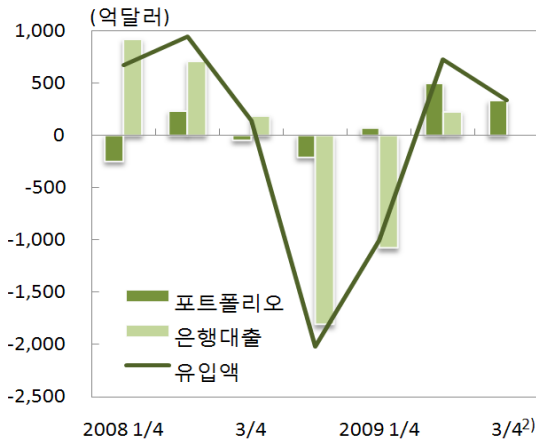
3. 자산가격의 상승 배경

(해외자본 유입)

□ 달러 캐리트레이드의 확산, 상대적으로 빠른 아시아 지역 경기회복
세 등을 배경으로 금년 2·4분기 이후 글로벌 자금 유입이 증가

○ 아시아(일본제외) 주식시장으로의 외국인 투자자금은 2008년중 195억
달러가 순유출 되었으나 금년에는 190억달러(1월~12.16일)가 순유입

아시아 신흥시장국¹⁾ 해외자금 유입액



주: 1) 중국, 홍콩, 대만, 싱가포르, 한국, 인도, 인도네시아
2) 은행대출은 미발표
포트폴리오는 중국, 홍콩, 인도 제외
자료: BIS, CEIC, Bloomberg

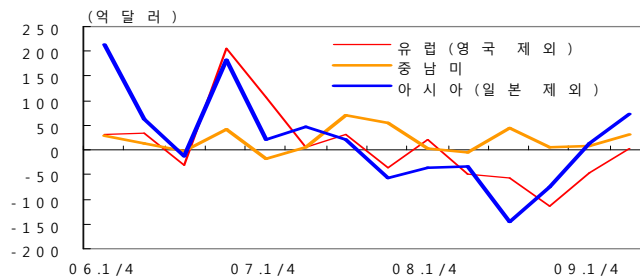
아시아(일본제외) 주식시장 외국인 투자자금 순유입¹⁾

기간	순유입 규모
2008. 1/4	-113.9
2/4	0.6
3/4	-42.0
4/4	-39.7
2009. 1/4	-8.9
2/4	120.6
3/4	28.1
10월	20.0
11월	19.1
12.3~12.16일	11.5

주: 1) 주간 통계를 월 및 분기기준으로 합산
자료: EPFR

— 특히 왕성한 달러 캐리트레이드를 반영하여 미국 민간 투자자금의 유입이 빠르게 증가

미국 민간투자자의 해외증권 순매입



자료: BEA

○ 해외자금 가운데 상당부분이 중국, 홍콩, 대만 등 중화권 국가의 부동산시장으로 유입된 것으로 추정

— 금년 2·4~3·4분기중 중국으로 유입된 1,500~2,000억달러 규모의 투기성 핫머니 가운데 일부가 주택 등 부동산 매입에 사용된 것으로 보도*

* 신화매일재경분석(新華每日財經日報), 11.3일



주: 1) 핫머니 = 외환보유액증가분 - 무역흑자 - 외국인직접투자

자료: CEIC

— 한편 홍콩과 대만의 주택가격은 중국 본토로부터 유입된 자금에 의해서도 상승탄력을 받은 것으로 분석

· 금년 들어 홍콩 신규주택 구입자의 40~50%가 중국 본토 투자자로 추정*되며, 양안관계 개선**에 따라 중국 자본의 대만 부동산 구입도 증가

* Asia macro and strategy outlook, Citi, 9.25일

** 대만정부는 7.1일부터 100개 업종(부동산업 포함)에 대해 중국자본의 대만투자를 허용

(확장적 재정 · 통화정책 및 규제완화)

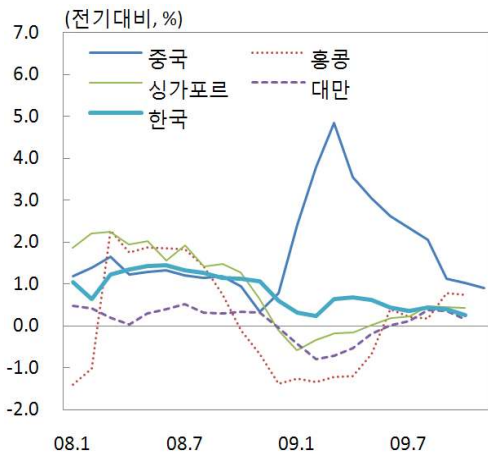
□ 아시아 지역의 경우 확장적 재정 · 통화정책의 효과가 뚜렷하게 나타나고 있음

○ 국내 금융기관이 글로벌 금융위기의 충격에 덜 노출*된 데 힘입어 정부 및 중앙은행의 완화정책이 시중유동성 증가로 연결

* 금융위기로 인한 주요 지역 은행 추정손실률(추정손실/총자산) : 미국 8.2%, 유로지역 3.6%, 영국 7.2%, 기타유럽 5.1%, 아시아 2.1%

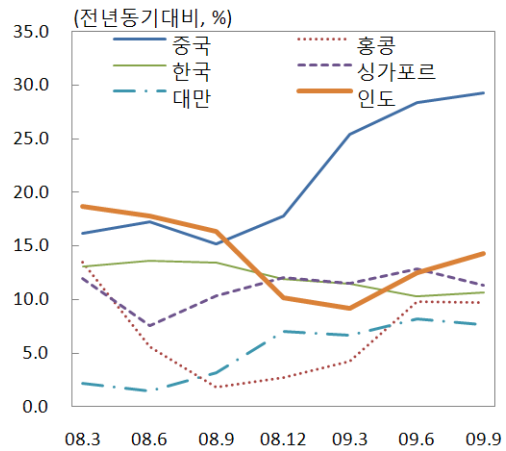
— 중국, 한국은 대출증가율이 플러스를 유지하였으며 싱가포르 5월 이후, 대만, 홍콩은 6월 이후 증가로 전환

주요국 금융기관 대출 증가율¹⁾



주: 1) 3개월 이동평균
자료: CEIC

주요국 통화(M2) 증가율



□ 한편 아시아 각국 정부는 부동산 시장의 과열 방지를 막기 위해 도입했던 관련규제를 완화하여 경기부양을 도모

○ 부동산 개발기업에 대한 자금지원 강화, 주택담보대출 확대, 거래 관련 세제 완화 등을 추진

금융위기중 주요 부동산 완화 대책

	주요 내용	일 자	
중국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 소형(90m² 이하) 1주택 구입 취득세율 인하(1.5% → 1%) ■ 주택담보 대출비율 상향조정(70% → 80%) 	08.10	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 부동산 개발업자에 대한 자금지원 확대 (저가주택 공급자의 대출금리를 일반대출금리보다 10% 낮게 적용) ■ 개인 주택 양도세 비과세 보유기간 요건 완화(5년 → 2년) (2년 이하 주택 매도가격의 5.55%과세에서 매도차익의 5.55%로 변경) ■ 주택구입 금리혜택(일반 대출금리의 70%까지 우대) (보유 주택이 거주지역의 평균면적 이하일 경우 2주택 구입시 혜택) 	08.12	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 베이징은 외국인 부동산 구입 규제를 한시적으로 완화 (1년미만 거주자에 대한 부동산 구입 규제를 금년말까지 중단) 	09. 1	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 부동산 투자 자기자본 비율을 하향 조정 (소형주택은 35% → 20%, 오피스, 상가 등은 35% → 30%) 	09. 5	
	싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> ■ 소유자 거주 주택 40% 환급 ■ 중앙연금(Central Provident Fund)을 활용한 주택 자금 지원 확대 및 자격 요건 완화 ■ 개발중인 토지에 대해 최대 2년간 부동산세 일시 유예 ■ 최대 4년간 미분양 주택의 임대 허용 	09. 2
		<ul style="list-style-type: none"> ■ 재건축 규제완화(조합원 지위 양도 허용, 후분양제 폐지 등) ■ 수도권 전매기간을 공공 10년 → 7년, 민간 7년 → 5년으로 단축 	08. 8
<ul style="list-style-type: none"> ■ 처분조건부 대출 상환기간 연장, CD금리 하향 조정 등 가계 주거부담 완화 		08.10	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 일시적 1가구 2주택 기간을 1년 → 2년으로 연장 			
한국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 강남 3구를 제외한 투기지역 및 투기과열지구 해제 ■ 재건축 규제 완화(소형평형의무비율 완화, 임대주택건설 폐지) 	08.11	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 미분양 주택 세제지원 강화(지방 및 수도권(과밀억제권역 제외) 5년간 양도세 면제, 수도권(과밀억제권역) 5년간 양도세 50% 면제) 	09. 2	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 재건축시 임대주택 의무건설 폐지 	09. 4	

4. 평 가

일부 아시아 국가에서 자산가격이 빠르게 상승하고 있는 것은 사실이나 아직 거품을 우려할 단계는 아닌 것으로 평가

○ 주가 상승은 내년 이후 예상되는 견실한 성장세를 先반영한 측면

아시아 주요국의 경제성장률 전망

(전망시점)	2009년		2010년		2011년	
	(09.4)	(09.10)	(09.4)	(09.10)	(09.4)	(09.10)
중 국	6.5	8.5	7.5	9.0	10.2	9.7
인 도	4.5	5.4	5.6	6.4	6.7	7.3
대 만	-7.5	-4.1	0.0	3.7	3.0	4.2
홍 콩	-4.5	-3.6	0.5	3.5	3.8	4.0
싱가포르	-10.0	-3.3	-0.1	4.1	4.4	4.3
한 국	-4.0	-1.0	1.5	3.6	5.3	5.2
세 계	-1.3	-1.1	1.9	3.1	-	-
신 흥 국	1.6	1.7	4.0	5.1	-	-
선 진 국	-3.8	-3.4	0.0	1.3	-	-

자료: IMF

— 주가수익배율(PER)을 보더라도 버블형성이 확실했던 2007년중의 최고수준에는 상당폭 못 미치는 수준

아시아 주요국 예상 주가수익배율(PER)

	중국	홍콩	싱가포르	대만	한국	인도 네시아	인도
PER ¹⁾	24.0	17.6	17.1	24.2	13.6	15.5	20.5
2006년 이후 최고치	44.5	22.0	18.2	31.1	17.8	19.4	24.1

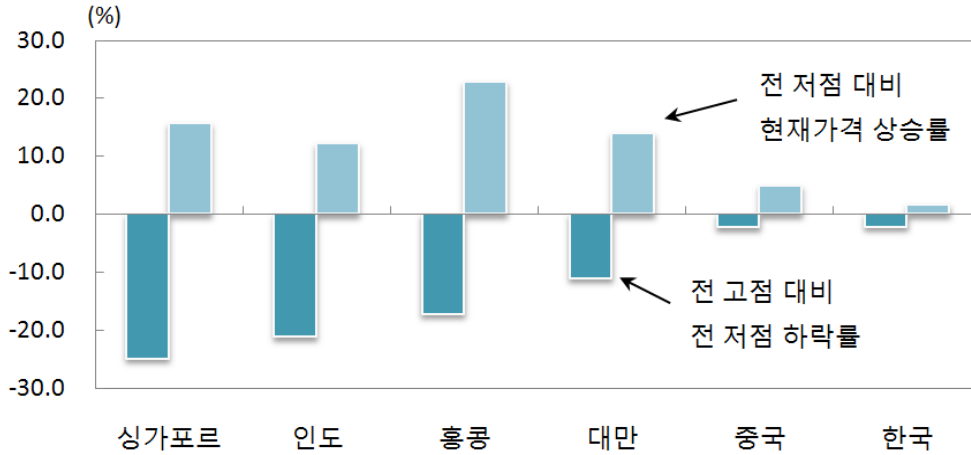
주: 1) 주가/향후 12개월 예상 EPS(주당순이익), 12.4일 기준
 자료: Bloomberg

o 주택가격의 버블 여부는 국가별로 차이를 보이고 있음

— 싱가포르, 인도는 금융위기 이후 큰 폭으로 하락했던 주택가격의 회복이 지연되고 있어 버블 우려가 적은 편

— 한편 금융위기 이전 버블 논란이 많았던 중국은 주택가격 조정이 거의 없는 상태에서 재상승하고 있어 버블 가능성이 있으며 홍콩은 일부 고급 주택지를 중심으로 가격이 국지적으로 급상승 하는 모습

주택가격 고점대비 하락률 및 저점대비 상승률



자료: CEIC

- 그러나 이들 국가의 정부는 주택가격 버블의 폐해를 막기 위해 부동산 규제 정책을 다시 도입할 가능성이 큰 데다

출구전략 시행도 가장 빠를 것으로 보여 최근의 자산가격 상승이 우려할 만한 버블로 진행되지는 않을 것으로 보임

금년중 아시아 지역 주요 부동산 규제 조치

국 가	주요 규제 조치
중 국	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1가구 2주택 구입에 대한 대출 심사 강화(7.23일) ▪ 대출 규모와 속도 통제 등 은행의 리스크 관리 강화(11.23일) ▪ 해외거주자의 중국내 외화송금과 중국 거주자의 해외 위안화 송금 제한(11.25일) ▪ 토지 구입시 첫 납부금은 토지 매입금의 50% 이상으로 하고 분할 납부 기간을 1년으로 제한(12.17일)
홍 콩	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 고가아파트 초기계약금 비중 인상(30% → 40%) ▪ 은행 담보자산 감정가격 및 차입자 상환능력 심사 강화
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미완공 주택 구입자에 대한 이자대납제도(Interest Absorption Scheme) 및 무원금상환대출(Interest-Only Housing Loan) 제공 금지(9.14일) ▪ 금년초 도입된 부동산 안정화 대책(토지 관련 부동산세 일시적 유예, 미분양주택 임대 허용 등)을 내년 1월부터 폐지(9.14일)
대 만	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 외국인투자자들이 투자금의 30% 이상을 단기 금융상품과 투자 신탁 상품, 국채, 파생상품에 투자할 수 없도록 제한(11.10일) ▪ 외국인투자자들이 대만내 정기예금 자금 유치 제한(11.11일)

- 한편 위안화가 사실상 달러에 연동(peg)되어 있는 중국의 환율제도가 아시아의 자산가격 버블을 부추긴다는 주장도 있어 향후 위안화의 실질적 변동환율제 이행을 둘러싼 논란도 거세질 전망*

* Michael Casey, *Dollar pegs feed Fed-fueled bubbles in Asia*, WSJ(11.18)

- 미국의 금융완화 및 달러화 가치 하락 → 중국 위안화의 대미달러 환율 고정 → 위안화의 가치하락 → 중국의 교역규모 및 유동성 확대 → 중국과의 교역에 의존하는 주변 아시아 국가의 경기회복 → 글로벌 자금 유입 → 자산가격 상승
 - 아울러 홍콩, 대만 등 중화권 국가들에 중국의 '값싼 위안화'가 유입(spill-over)됨으로써 버블 우려가 더욱 높아질 위험
 - 중국은 연준으로부터 값싼 자금을 수입하여 이를 주변국가에 수출하는 형국이므로 중국의 환율제도가 정상화되지 않고서는 이러한 현상이 시정되기 어려울 것으로 판단
- 또한 미국의 출구전략 시행으로 달러캐리 트레이드 자금이 역류할 경우 해외자금 유출로 인해 아시아 지역의 자산가격은 다시 한번 급변동할 위험성도 잠재