



### 저작자표시 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원 저작자를 표시하여야 합니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)



석사학위논문

중국 인프라시설 개발 금융제도와  
리츠 고찰



한성대학교 부동산대학원

한중부동산전공

추 천 보

석사학위논문  
지도교수 남두희

중국 인프라시설 개발 금융제도와  
리츠 고찰

A Study of REITs and Financial System Related to Infrastructure  
Development in China



한성대학교 부동산대학원

한중부동산전공

추 천 보

석사학위논문  
지도교수 남두희

중국 인프라시설 개발 금융제도와  
리츠 고찰

A Study of REITs and Financial System Related to Infrastructure  
Development in China

위 논문을 부동산학 석사학위 논문으로 제출함

2021년 12월 일

한성대학교 부동산대학원

한중부동산전공

추 천 보

추천보의 부동산학 석사학위논문을 인준함

2021년 12월 일

심사위원장 남두희 (인)

심사위원 백성준 (인)

심사위원 조재우 (인)

## 국 문 초 록

### 중국 인프라시설 개발 금융제도와 리츠 고찰

한 성 대 학 교 부 동 산 대 학 원

한 중 부 동 산 전 공

추 천 보

개혁개방 40여 년간, 중국의 경제 발전은 크게 성장하였다. 40여년 동안, 특히 최근 20년 동안 부동산과 인프라 투자는 중국 경제 성장의 중요한 원동력 중 하나였고 특히 경제 침체 압력이 더 큰 시기에 부동산의 역할이 더욱 두드러질 수 있다. 점차 부동산 산업은 중국 경제의 중심 산업 중 하나가 되었다.

먼저, 중국 인프라시설의 개발은 급속한 성장을 이루었다. 이와 관련된 개발 금융상품에 대한 탐색과 경험이 많이 축적되었음에도 불구하고 현황 제도 하에서는 정책이나 법규의 절제와 조세 부담으로 인해 적정수익률 확보가 어렵다. 기존 중국 국내 관련 금융상품은 주로 사모형이며 소액투자가 보호 장치 마련되지 않은 것은 사실이다. 그러나 최근의 경제위기의 영향을 벗어나기 위해 인프라에 대한 투자를 크게 늘리기로 공모형 리츠(REITs, 부동산투자신탁)를 통해 민간 자본자금을 끌어들이기로 했다. 2008년 글로벌 금융위기 극복 당시에는 대규모 경기 부양책이 시행됐지만 코로나19 위기 당시 자본시장의 힘을 극대화해 정부 부담을 줄이려는 의도로 상하이증권보 등에 따르면 증권감독관리위원회와 국가발전개혁위원회는 공동으로 '인프라시설 부동산 투자신탁(REITs) 시험 업무에 관한 지침'을 발표했다.

중국 각계 각층이 리츠에 대한 태도가 명확해지고 개방적이 되어 실용 탐구가 다시 활성화되고 있다. 연구에 따르면 중국 경제가 “신상태(新常态: New Normal)”<sup>1</sup> 시대에 들어가 리츠를 발전시키기에 좋은 시기이며, 이 분야의 부동산 투자신탁에 대한 이전의 적극적인 탐색과 결합하여 공모형 인프라시설 리츠의 발전은 긍정적인 실용적인 의미를 갖는다.

중국 부동산 개발금융의 발전을 위해서는 부동산 신탁, 투자 펀드, 조세 등 관련 특정 제도를 개선할 뿐만 아니라 현행 법률 시스템의 전반적인 틀에서 출발하여 한다. 중국 부동산 금융이 점차 발전해 나가는 과정에 부동산 투자신탁(REITs) 제도가 부동산 개발금융에서 중요한 위치를 차지하기 위해서는 국가 정부의 지원 하에 이를 바탕으로 각계 각층에 적극적으로 적용될 수 있도록 도움을 주어야 한다.

본 연구에서는 중국 국내 인프라시설 개발리츠의 도입을 통해 부동산 개발금융제도의 일반적인 정책 및 제도를 체계적으로 고찰하고 정리하며, 시사점을 도출하여 중국 국내에서 공모형 인프라시설 개발리츠 발전의 필요성과 발전방향에 대한 제언하였다.

【주요어】 중국, 부동산 개발금융, 부동산 투자신탁(REITs), 리츠

<sup>1</sup> ‘신상태’(新常态: New Normal)’란, 2010년대 후반에 중국정부가 경제침체를 극복하기 위해 양적 성장과 질적 발전에 중점을 두고 추진해 온 발전방식이다. 이는 혁신과 창신(創新)을 통한 새로운 경제발전 방향으로 바꾼다는 뜻이다.

# 목 차

제 1 장 서 론.....	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적 .....	1
제 2 절 연구의 내용 및 방법 .....	3
1) 연구의 내용 .....	3
2) 연구의 방법 .....	3
제 2 장 중국 부동산시장 및 개발금융 .....	5
제 1 절 중국 부동산시장 .....	5
1) 방지산(房地產) .....	8
2) 기반시설의 건설 .....	10
제 2 절 중국 부동산개발금융 .....	13
제 3 절 부동산 투자회사(REITs)제도 선행연구 .....	17
제 3 장 중국 인프라시설 개발관련 금융제도 .....	19
제 1 절 중국 인프라시설 투자 방식 .....	19
제 2 절 중국 부동산투자회사(REITs) .....	24
1) 리츠의 도입 .....	24
2) 리츠의 현황 .....	25
제 3 절 공모형 인프라시설 리츠의 고찰 .....	30
1) 세계 인프라시설 리츠의 동향 .....	30
2) 인프라시설 리츠시장의 필요성 .....	34
제 4 절 리츠시장 활성화 방안 모색의 기본원칙과 방향 .....	37
1) 기본 원칙 .....	37
2) 리츠시장의 활성화 방향 .....	39
제 4 장 결론.....	42

제 1 절 연구 요약.....	42
제 2 절 연구의 시사점과 정책제언 .....	44
참 고 문 헌 .....	47
ABSTRACT.....	49



## 표 목 차

[표 3-1] 리츠의 종류 .....	24
[표 3-2] 9개 인프라시설 공모형 리츠의 상품구조 .....	27
[표 3-3] 미국 인프라시설 리츠의 구조 .....	30
[표 4-1] 중국 인프라시설 리츠의 새로운 점 .....	43



## 그 림 목 차

[그림 2-1] 1999~2008년 중국 누적 부동산개발완료금액 .....	06
[그림 2-2] 2003~2018년 중국 누적 기반시설 건설투자완료금액.....	06
[그림 2-3] 2018년 중국 각 분야 중 부동산 관련 채무 규모.....	09
[그림 3-1] 2019년 9월까지의 민간투자사업 PPP 총 건수 및 투자금액 .....	20
[그림 3-2] 다양한 사회적 자본 PPP 프로젝트의 거래율 .....	21
[그림 3-3] 미국 리츠 사업 분배 및 소유자의 합자회사 자금 비율 .....	32



# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구의 배경 및 목적

중국 40여년 경제성장을 견인해 오던 주로 투자였고, 이 중에 은행의 신용대출이 뒷받침이 되었다. 경제 성장이 크게 이루어지고 있는 반면에 그 사이에 과잉 생산능력이 축적되어 부동산과 인프라 시설의 유휴시설 재고 많이 형성되고, 정부와 기업의 부채비율이 치솟으면서 금융 위험이 커지고 있다. 그러기에 정부가 경제 비효율성 및 불균형을 개선하기 위해 구조조정을 추진하면서 경제 정책이 질적 제고 방향으로 하는 개혁을 제시했다. 그러나 부동산 개발금융 분야에서 구조조정의 구체적인 출발점과 인프라 건설의 고품질적인 투자를 실현할 수 있는지 또한 장기간의 부동산금융 건전한 제도 형성을 지원하는지에 대한 인프라시설 리츠 시장의 건설은 여러 문제 해결하는 데에 도움을 줄 수 있는 중요한 관문이다.

리츠는 1960년대에 미국에서 시작되어 지난 19세기 동안 많은 국가와 지역에서 빠르게 발전하고 비즈니스 모델을 개선하여 이제 국제 자본 시장에서 중요한 금융 투자 상품이 되었다. 2000년 이후 아시아태평양 자본시장에 리츠가 도입되어 초기에는 외환위기 여파 해소, 경제활력 제고, 금융위기 대응 등을 목적으로 하였으나, 시장이 점차 확대됨에 따라 리츠는 점점 경제의 다양한 분야의 발전을 강화했다는 역할이 나타나기 시작하였다. 이제 많은 국가들은 리츠의 발전으로 많은 이익을 얻었고 국가에서 자기나라의 상황에 걸맞은 리츠 시스템을 점차적으로 구축해 왔다.

인프라시설 리츠를 개발함으로써 얻는 효과는 다양하다. 투자자들에게 리츠는 상대적으로 안정적인 투자수익을 얻을 수 있는 수단이다. 철저한 시장 조사와 과학적인 분석을 통한 부동산 투자로 투자 위험 대비 높은 수익률을 기대 할 수 있고 리모델링 등 체계적인 자산관리를 통해 부동산 가치를 높여 추가 이익이 가능하다. 자산 보유자들에게 리츠는 부동산을 기반으로 한 지분 자금 조달을 실현하고 자본 불일치로 쉽게 이어질 수 있는

부동산 결함을 제거하여 부채 위험을 효과적으로 방지할 수 있는 수단이다. 투자대상이 실물자산인 부동산이므로 물가가 상승해도 투자 가치의 하락 위험이 최소화되고 상장된 리츠의 경우, 필요할 때 보유 주식을 팔아 현금화할 수 있다. 장기적이고 위험한 자산의 유동성을 개선하고 리스크를 효과적으로 분산하며 안전성을 높일 수 있다. 운영자의 경우 리츠는 조달된 자금을 사용하여 자산을 보유하는 동시에 새로운 프로젝트를 인수할 수 있으며 이는 운영 관리 및 비즈니스 모델을 만드는 데에 강화하는 효율적인 방법이다.

리츠가 탄생한 지 60년 가까이 지났지만 20여년 전에야 이 매력적인 금융상품이 세상에 알려졌다. 2016년 8월 스텠더드 앤드 푸어스<sup>2</sup>(Standard & Poor's)와 MSCI<sup>3</sup> (MSCI) 지수가 마침내 리츠를 독립 자산군으로 채택함으로써 리츠가 글로벌 투자자들이 무시할 수 없는 자산군이 되었다. 지난 10년, 특히 지난 5년 동안 중국은 리츠를 체계적으로 연구하고 분석하기 시작했다. 리츠가 처음 시작되었을 때 우수한 수익성, 든든한 안정성, 편리한 유동성, 투자 기회의 확대, 엄격한 정보 공개 요구 및 적극적인 거래 방법이 중국 시장에게 매우 깊은 인상을 남겼다. 이러한 특성으로 인해 중국 당국은 리츠가 중국 자본 시장의 중요한 발전 방향이 될 수 있으며 표준화되고 투명하고 개방적이며 탄력적인 자본 시장 건설의 중요한 연결 고리가 되어 가고 있다.

본 연구에서는 이론적인 분석 외에도 세계 여러 주요 인프라시설 리츠 시장의 발전 경험을 결합하고 중국 리츠 시장 건설의 중요성을 충분히 보여주고 또한 직면한 구체적인 문제들을 분석한다. 조세 제도, 관리 모델 제도, 가격 등의 측면에서 리츠 시장 구축이 직면한 구체적인 문제와 문제 해결 방안을 분석하고 중국 인프라시설 공모형 리츠에 대한 실질적인 의견을 제언하고자 한다.

<sup>2</sup> 스텠더드 앤드 푸어스(Standard & Poor's; S&P)는 주식과 채권에 대한 금융 연구 및 분석 자료를 출판하는 맥그로-힐의 사업부문이다. 금융시장 정보(신용등급, 지표, 투자연구 및 위험평가)를 전 세계 투자자들에게 제공한다.

<sup>3</sup> 이 기업은 주식, 채권, 헤지펀드 관련 지수들과, 주식 포트폴리오 분석 도구를 제공한다.

## 제 2 절 연구의 내용 및 방법

### 1) 연구의 내용

본 연구의 목적은 중국 시장 현행 제도와 정책으로 부동산 금융시장 및 개발금융 체계를 파악하고 리츠에 관한 이론과 선진국의 리츠 정책을 검토하였으며, 인프라시설 개발 관련 금융제도 리츠 추진 제언을 제시하였다.

본 연구의 내용을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

제1장, 서론. 이론적 고찰로서 관련 문헌을 중심으로 중국 부동산시장과 리츠에 대한 개념 및 필요성 등 파악하였다.

제2장, 중국의 부동산시장 및 개발금융 제도를 분석하고 개략적으로 고찰, 정리했다. 이론적 검토를 기초의 선행 연구자료에 대한 문헌 연구를 통하여 추진하였다.

제3장, 중국 인프라시설 개발 및 관련법제의 현황을 파악하며 사례 연구를 통하여 리츠를 실시한 배경과 정책의 골격과 추진과정을 고찰, 정리했다. 이를 기반으로 중국 부동산 금융시장에 대한 이해의 폭을 넓히고, 기존 연구를 종합하였다.

제4장, 연구 내용을 총결하고 중국내 리츠 정책의 발전시 주요 함의를 정리하고 시사점을 도출하고자 하였다.

### 2) 연구의 방법

본 연구는 크게 두 가지 연구로 나눌 수 있는데, 문헌 고찰 등을 통한 이론적 연구와 사례를 수집 및 분석하는 실증적 연구로 구분된다.

문헌 고찰 연구에서는 관련 중국 분석자료를 수집하고, 포괄적이고 정확하게 파악, 감별, 분석, 요약 정리하여 중국 부동산 금융시장 연구 현황, 정책 입안 및 실천경험을 고찰 정리한다. 중국 부동산 금융시장의 특정분야에 대한 실증적 분석이나 학술적 분석보다는 개괄적 이해를 돋기 위하여 중국 부동산 금융시장의 형성과 주요 정책을 유형별로 분석하고자

한다. 이를 위해 중국 정부의 공식자료와 통계자료를 활용하는 문헌연구 방법을 취하였다.

사례 연구에서는 현재 중국에서 발행된 리츠를 사례조사 연구 대상으로 선택하고, 세부 프로세스와 실시 경험, 특징과 어려운 점 및 주요 대응 과제 등을 구체적으로 정리한다.



## 제 2 장 중국 부동산시장 및 개발금융

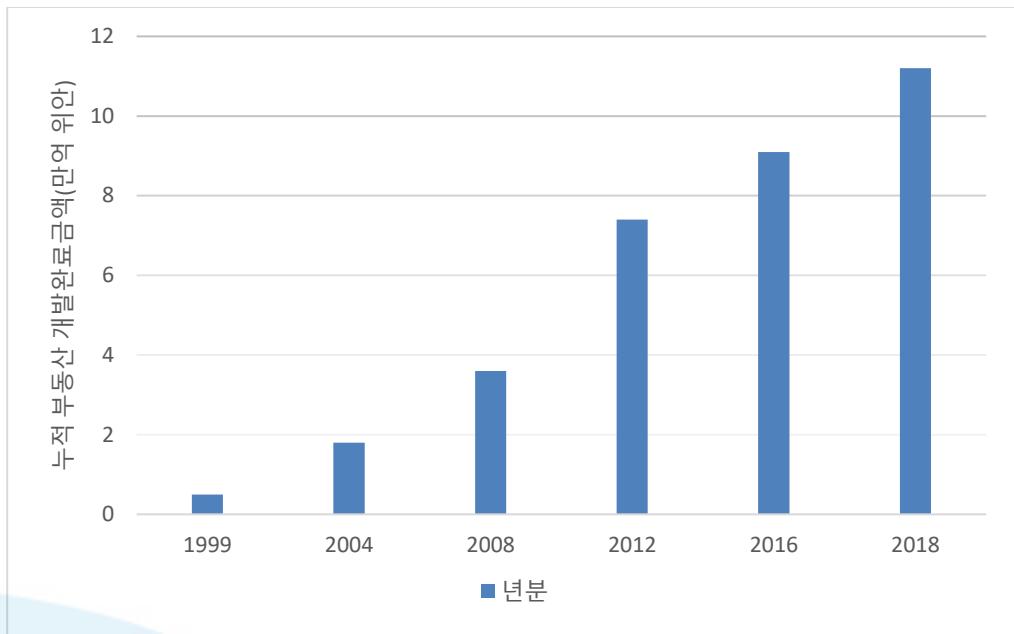
### 제 1 절 중국 부동산시장

중국의 급속한 산업화 과정의 초기 단계에서 심각한 자금 부족으로 인해 국가 발전 전략의 수립 및 시행은 자금을 모아 국가가 지원하는 핵심 산업에 투자하여 산업 발전을 돋는 데 중점을 두었다. 지방정부는 토지와 도시의 미래소득을 신용창출(신용담보)의 기초로 하고, 부동산 투자와 도시화 개혁을 통해 경제성장을 많이 촉진시켰다.

중국의 도시화 비율은 개혁개방 이후 증가하기 시작하였다. 1978년부터 1995년까지 17.9 2%에서 29.04%로 증가했으며 1996년 이후 도시화율은 가속화되어 2018년에는 59.58%에 이르렀고 이 23년간 연평균 1.33%씩 높아졌다. 도시화 진행됨에 따라 부동산과 인프라 건설 분야에 거대한 투자를 해왔다. 중국은 1999년부터 2018년까지 부동산 개발투자금액이 누적 97조 위안 달성을 했고, 부동산 개발완료금액은 연평균 20% 증가했으며 부동산 투자는 30배 이상 증가했다. 특히 2000년부터 2010년까지 부동산 개발완료액은 연평균 성장율이 25%였다. 세빌스 차이나<sup>4</sup>의 추정에 따르면 현재 중국의 부동산 보유량은 약 44조달러로 미국의 31조8000억달러를 웃돈다. 또 최근 몇 년 동안 중국은 에너지 개발, 교통 수송, 수리공학, 환경 보호, 농림, 중대한 시정 공사 등 인프라 분야에 많은 건설을 진행했으며, 국가발전개혁위원회 통계에 따르면 1995~2018년 중국의 기반시설 투자는 누계 130조 위안으로 연평균 18%의 높은 증가율을 보였다. 1999~2018년 중국의 누적 부동산 개발완료액은 <그림2-1>과 같다. 2003~2018년 중국의 기반시설 건설투자완료금액은 <그림2-2> 와 같다.

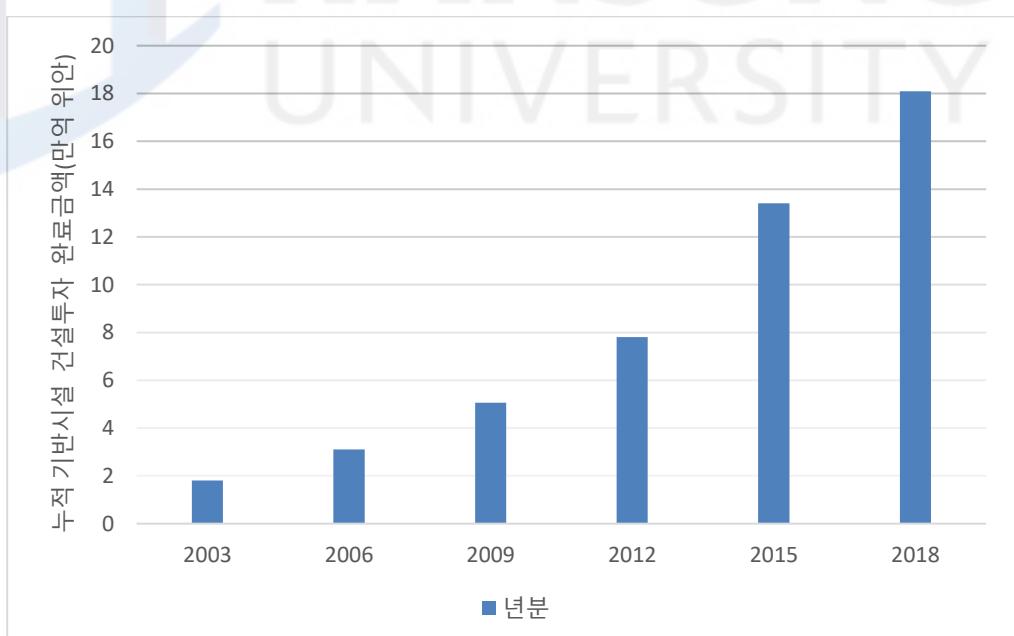
---

<sup>4</sup> 세빌스 차이나: <https://en.savills.com.cn/>



[그림 2-1] 1999~2018년 중국 누적 부동산개발완료금액

자료 : Wind Database 万得资讯



[그림 2-2] 2003~2018년 중국 누적 기반시설  
건설투자완료금액

자료 : Wind Database 万得资讯

2018년 이후 중국 전체의 투자 증가 속도가 둔화하였으며, 특히 기반시설 건설 투자 증가 속도가 급격히 떨어졌다. 일부 분야와 프로젝트의 투자 부족이 커 인프라 분야의 효과적인 투자를 유지하는 것이 시급하다. 내수 확대와 구조조정을 촉진하며, 중장기 공급 능력을 높이고, 수요와 공급이 서로 촉진되는 선순환을 형성하여 경제 운용을 합리적으로 확보하는 것이 중요하다. 2017년 10월 국무원사무국은 <기반시설 분야의 단점을 보완할 역량을 기르는 데에 대한 의견지도>을 발표하여 핵심 분야와 취약 부분에 초점을 맞추고, 기반시설과 공공서비스를 더욱 보완하고, 기반시설 공급의 질을 향상하며, 더욱 효과적인 투자가 공급 구조를 최적화하는 데 핵심적인 역할을 수행하고, 경제의 안정적이고 건강한 발전을 유지할 것을 요구하였다. 2018년 7월, 중국공산당 중앙정치국은 현재 공급 측면 구조개혁<sup>5</sup>의 심화, 기반시설 분야의 대규모 자본을 투자하는 비효율적인 양적 성장방식에 벗어나 창의력을 증진해, 새로운 추진력을 활성화하며, 과잉 생산능력의 제도적 문제를 완화하고, 기업의 원가를 낮출 것을 제안했다.

급속한 경제 성장과 부동산 산업의 확장으로 금융 시스템의 구조적 문제가 축적되고 점차 나타나고 있다. 신상태 하 경제발전 방식 전환 진행 과정의 추진에 따라, 이러한 문제는 부동산 산업의 지속 건전한 발전을 제약하는 걸림돌이 되고 있다. 다음으로 중국 방지산(房地產)<sup>6</sup>과 기반시설 건설 두 분야로 나눠 각각 분석하고 요약한다.

---

<sup>5</sup> 中華人民共和國中央人民政府 www.gov.cn 2018年8月16號

<sup>6</sup> 중국에서 부동산은 방지산(房地產)이란 용어로 사용된다. 이는 부동산이 비유동성 자산이라는 의미로 포괄적인 의미를 갖고 있는 반면, 중국의 방지산은 비유동성 자산 중 주택과 토지만을 의미하는 한정된 범위를 뜻한다.

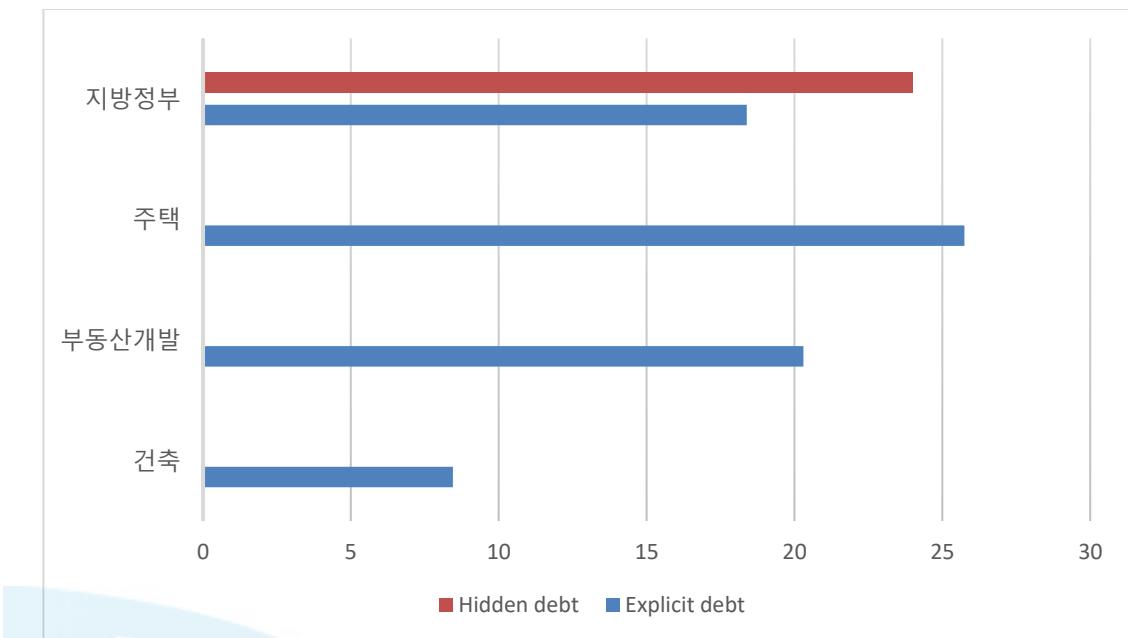
## 1) 중국 방지산(房地產)

몇 년 동안, 중국 방지산(房地產) 산업의 발전을 지원하는 금융 시스템은 간접 금융이었다. 이는 토지와 부동산 자산을 담보로 신용대출이나 신용대출 시장을 통해 채무자금을 조달하는 금융 시스템이다. 방지산(房地產) 산업이 성장하면서 부동산 투자와 소비를 둘러싸고 가계와 기업, 정부 부처가 많은 부채를 형성하였다.

2018년 GDP 대비 비금융부문 부채 비중은 약 254%<sup>7</sup>를 차지했다. 매켄지 글로벌 연구원의 2015년 4월 보고서에 따르면 중국 경제 부채의 거의 절반이 부동산 시장 및 상관 산업과 관련되어 있다고 나왔다. 즉 구조적 문제가 여전히 남아 있다는 뜻이다. 서남재경대 (西南財經大學) 중국 가계 금융조사연구센터가 2019년 10월 발간한 '중국 가계 금융조사 프로젝트-국민 레버리지 비율과 가계대출 문제 연구'<sup>8</sup>보고서에 따르면 중국가계부채 위험은 관리할 수 있지만, 빚의 60% 가까이 주택 담보대출에 집중되어 있어 구조적 문제가 두드러진다. 2018년 중국의 GDP 대비 비금융부문 부채 비중은 약 254%로 이 중 부동산 개발업종의 이자 부채는 20조3000억 위안이다. 국가통계국에 따르면 재고 정리를 한 후 고정 자산 투자에 대한 부동산 개발 투자 비율은 2018년 다시 증가하여 2019년 말에 22.7%에 도달했다. 산업 전체의 수익 마진이 감소하면 영업 현금 흐름이 불안해져 산업 매출 및 자산의 80% 이상을 차지하는 방지산(房地產) 중소 개발자에게 잠재적인 위협이 될 수 있다. 중국 방지산(房地產) 중소 개발업자가 대형 개발업자보다 단기 채무(전체 채무의 45%인 반면 대형 개발업자는 31%)를 더 많이 갖고 있기 때문이다. 2018년 중국 건축분야, 부동산개발분야, 주택분야, 지방정부분야 중 부동산 관련 채무 규모는 <그림 2-3>와 같다.

<sup>7</sup> 麥肯錫全球研究院. 2015 “債務與去槓桿化” pp.8~9

<sup>8</sup> 中國家庭金融調查專題 2019年 西南財經大學



[그림 2-3] 2018년 중국 건축분야, 부동산개발분야, 일상생활분야, 지방정부분야 중 부동산 관련 채무 규모

자료 : 국가통계국, 재정부, 인민은행, 항대 (恒大) 연구원과 국제통화기금. 비고: 부동산 개발업체 채무는 이자 부채이며 지방정부의 은닉채무는 추정치이다.

높은 레버리지는 거시금융 취약성의 원천이며, 신용확대의 주요 동인이 부동산 투자라면 부동산 자산가격의 하락이나 수익률의 하락은 시스템적인 금융 리스크를 유발하여 상당한 피해를 입힐 수 있다. 이러한 단일 용자 모델이 부동산 산업을 통제할 수 없게 만들었으며, 금융 리스크를 증가시킬 확률이 높아져, 그 발전의 지속 가능성은 큰 도전에 직면해 있다. 실제로 부동산 개발과 건설을 기반으로 한 높은 레버리지의 현상은 중국의 거시경제 및 금융 안정성에 영향을 미치는 중요한 문제가 되었다. 정부가 공급 측면 구조개혁의 중요한 과제로, 3개를 제거하고 하나를 낮추고, 하나를 보완한다(三去一降一)는 5대 임무를 제출한다. 즉, 과잉생산능력, 재고, 지렛대를 제거하고, 비용을 낮추고, 기반시설 등 단점을 보완한다는 것이다. 기존 자산을 활성화하여 효과적으로 디레버리징하는 방법은 중국 부동산 산업이 직면한 중요한 단기 과제 중 하나가 되었다.

2017년 이전 중국의 부동산 시장은 일반적으로 증분형 시장으로 자리 잡았으며, 그 발전의 주요 형태적 특징은 양적 확대였다. 거의 30년 간의

급속한 발전과 막대한 투자 끝에 단계에서 중국 부동산은 점차 질적 제고(구조조정)와 양적 확대 가치가 강조되는 새로운 단계에 진입했다. 즉, 중국의 부동산 시장은 전반적으로 공급부족의 모순을 해결해 왔으며, 주요 모순은 전체 공급부족에서 부분부족으로 그리고 ‘주택부족’으로 ‘사기 비싸다’, ‘살기 불편하다’ 문제로 바뀌었다. 질적 제고(구조조정)와 양적 확대 가치가 강조되는 새로운 단계에서 부동산의 제조업 속성은 약화되고 서비스업의 속성은 강화되었으며, 부동산 산업 가치사슬의 초점은 판매에서 운영으로 확충했다. (高聚輝. 2015)

## 2) 기반시설의 건설

중국의 기반시설의 투자는 사회의 생산과 생활을 위한 기초적·대중적 서비스를 제공하기 위한 공사나 시설을 짓거나 구입하는 데 드는 지출이다. 이에 운송, 우편 산업, 통신, 라디오 방송 및 위성 전송 서비스, 인터넷 및 관련 서비스, 수자원 관리, 환경 및 공공 시설 관리, 전력 인프라 투자를 포함한다. 기반시설은 국가 및 지역 사회 경제 활동의 정상적인 수행을 위한 공공 서비스 시스템이자 주요 도시 시설의 정상적인 운영을 보장하는 공공 서비스 시스템으로 그 중요성이 매우 분명한다. 기반시설 투자는 대부분 강한 긍정적 외부 효과를 가지고 있으며 중국 경제 성장의 주요 원동력 중 하나이며 특히 지방 정부에서 높이 중시하고 있다.

지난 40년 동안 중국 경제의 발전은 주로 중국 정부가 채택한 분권화(分權化) 모델 제도와 관련이 있다. 이 모델에서 지방 정부의 평가는 경제 지표, 특히 경제 성장 지표(예: GDP 성장률, 총 GDP 등)을 기반으로 한다. 그리고 기반시설 투자는 지방 정부의 성과를 향상시키는 데 매우 중요한 역할을 하므로 지방 정부는 중국의 기반시설 건설을 추진하는 데 중요한 힘인 토목 공학을 건설하고 도시 기반시설을 확장하려는 강한 동기를 가지고 있다.

1994년 분세(分稅)<sup>9</sup> 제도 개편 이후 지방자치단체는 주로 도시건설투자회사에 의존하여 기반시설 건설 투자를 주도하였다. 지방 정부가 투자한 자본이 제한되어 있기 때문에 이 개발 모델은 주로 다양한 유형의 부채 자금 조달에 의존하였다. 2014년부터 국무원과 재무부는 지방 정부와 금융 플랫폼의 책임을 명확히 할 것을 요구했다. 금융 플랫폼은 정부 부채를 추가하지 않아야 하고, 지방 정부 부채에 대한 한도 관리를 구현하고, 정부 자금을 조달하기 위한 금융 플랫폼의 자금 조달 기능을 분명히 취소했다. 동시에 PPP(정부 및 사회적 자본 협력) 모델의 사용을 촉진했다. 지방 정부 주도의 투자사업은 예산의 제약으로 자본수익률이 높지 않고, 짧은 재임기간 등의 이유로 장기예산계획이 부족한 실정이다. 이로 인해 지방 정부가 지방 부채를 관리할 수 있는 인식과 기제 전반적으로 부족하고 단기 행동이 만연하여 막대한 지방 부채와 비효율적인 투자가 발생하였다. 이 단계에서 중국은 이미 기반시설 부문에서 많은 자산을 보유하고 있지만 질적 제고(구조조정)를 구현하기 위한 기반시설에 대한 투자 수요가 여전히 존재한다. 신규 기반시설 프로젝트를 위한 자본 부족, 기반시설 투자 주체의 고(高) 부채 운영, 많은 주식 자산의 유동성 부족, 이 세 가지 문제는 직면한 단기 과제이고 중국의 기반시설 건설의 발전을 크게 방해하고 있다.

중국 경제는 급속한 성장에서 고품질 발전 단계에 진입하여야 한다. 급속한 성장 기간 동안 핵심 평가 지표인 경제성장, 지방정부 예산의 제약, 지방부채의 시장 기반 가격 책정 부족과 같은 요인의 영향으로 지방 정부 투자 행동의 유인 및 억제 기제 건전하지 않아 많은 기반시설 투자가 비효율적이었다. 예를 들어 도시경제학 이론에 따르면 모든 도시는 최적의 인구 규모를 가지고 있으며 최적의 인구 규모에서 도시의 1인당 복지가 가장 높다고 한다. 도시의 산업 구조, 교통 시설, 시스템 및 지리적 요인에 따라 중국 지급시의 이론적 최적 인구 규모를 추정할 수 있다. 그런 다음 "도시 인구 규모 적합성 지수"(실제 인구/최적 인구)를 구성하여 현재 중국의 도시 인구 규모가 너무 크거나 너무 작은지 여부를 조사하고 향후 발전 추세를 예측할 수 있다. 관련 연구에 따르면 중국의 88% 지급시의 실제 인구는

<sup>9</sup> 분세(分稅)제도란 중앙정부에 의한 재정수입의 집중관리에서 중앙과 지방의 재정수입원을 분리하는 제도를 말한다.

이론상 최적 인구의 40% 미만인 것으로 나타났다. 즉, 현재 도시 인구 분포는 비경제적이며 대부분의 도시인구는 심각하게 부족한 상황이다. 또 다른 관점에서 연구 결과는 중국의 많은 도시에서 도시 기반시설 시설 건설이 과도하고 투자 효율성이 부족함을 보여준다. 따라서 중국의 기반시설 투자 및 자금 조달 시스템은 시급한 개혁이 필요하며 자금 조달 방법을 혁신하고 기반시설 관련 금융 자산의 가격 책정 메커니즘을 개선하며 기반시설 투자 자금을 제공하고 차원 배분의 효율성을 개선해야 한다.



## 제 2 절 중국 부동산개발금융

자본시장의 기본 운행 방식은 다양한 금융 상품의 설계, 생성 및 관리를 통해 자금의 공급 측면과 수요 측면을 연결하고 저축을 투자로 전환하는 것이다. 이 과정에서 주로 세 가지 유형의 금융 기관이 중요한 역할을 한다. 첫 번째 범주는 증권발행기관이다. 그 대표적인 기관이 은행으로, 자금수요자(기업, 지방자치단체 등)가 주식, 채권, 자산유동화 상품 등 기본적인 표준화된 금융상품을 발행하는 것을 주요 업무로 하고 있다. 두 번째 범주는 자산운용기관이다. 이는 공모펀드, 사모펀드, 신탁회사 등이 대표적인 기관으로 주요 업무는 투자자금을 모아 전문경영인에 의존하여 다양한 금융상품이나 실물자산에 투자하고, 투자자에게 투자 수익을 창출하고 위험을 관리한다. 세 번째 범주는 자산관리기관으로 각종 기관의 사설은행, 제3자 자산운용사, 패밀리오피스 빌딩 등을 대표기관으로 하며 자산운용기관 및 발행기관에 다양한 상품(기본상품)을 제공하는 업무를 주로 하고 있다.

중국은 40년이 넘는 개혁개방과 급속한 경제성장으로 사람들은 많은 자산을 축적해 왔다. 연구에 따르면 2018년 중국 성인의 총 자산은 320조 위안<sup>10</sup> 을 넘어섰다. 특히 지난 6년 동안 자산운용산업은 중국 금융 시스템에서 가장 큰 성장 잠재력을 가진 가장 역동적인 부문이었다. 2012년 하반기부터 다양한 신규 자산운용정책의 도입으로 은행자산관리부서, 신탁회사, 보험자산운용기관, 권상(券商) 자산운용기관, 펀드계열사 등이 잇따라 자산운용시장에 뛰어들고 있으며, 중국은 "대자관(大资管)"<sup>11</sup>의 시대를 열었다. 2012년부터 2016년까지 자산운용산업은 은행자산관리와 다양한 투자범위를 가진 다양한 자산운용계획부터 4,000개 이상의 공모형 자금과 수만 개의 사적자금에 이르기까지 금융상품과 운용모델이 점차 다양화되고 있다. 연평균 복합 성장률로 성장했으며 그 비율은 47%<sup>12</sup>에

<sup>10</sup> 참고 <Global Wealth Report>

<sup>11</sup> 대자관(大资管)은 기존의 자산관리 개념에서 크게 벗어나지 않지만, 자산관리 규제 완화로 기존의 증권, 은행, 보험, 신탁, 펀드 회사간의 경제가 없어지고 다각화된 자사관리를 의미한다.

<sup>12</sup> 中國資產管理市場 2015. 中國基金業協會, 光大銀行

달했다. 2018년 말 현재 중국 자산운용 시장의 총 규모는 약 124조 위안에 달하며 그 상품 형태는 은행 자산 관리, 신탁, 주식 투자 펀드, 채권 투자 펀드, 주식 투자 펀드, 권상 자산 관리 계획, 보험 자산운용 상품, 투자형 보험, 선물 자산운용 상품 등을 포함한다.

중국 부동산개발 금융시장의 발전은 규모 면에서 괄목할 만한 성과를 거두었지만 질적인 면에서는 아직 발전의 여지가 많다. 우선 다양한 자산운용기관은 아직 경쟁이 낮은 단계에 있으며 상품의 동질성 현상이 여전히 뚜렷하다. 구체적인 경우는 상품투자의 범위가 상대적으로 좁고 각 기관이 투자에 있어 전략과 스타일 서로를 모방한다는 것이다. 둘째, 중국의 금융시장은 아직 발달하지 않았고 기초금융상품이 부족한 실정이다. 예를 들어, 중국 채권 시장은 장기 채권이 부족하고 파생 상품 시장의 발전이 더디기 때문에 위험을 헷지할 수 있는 수단이 불완전하다. 마지막으로 중국 시장에는 더 높은 품질의 투자 가능한 상품의 개발이 필요하다. 즉, 대칭적인 위험-수익 특성과 높은 투명성을 가진 제품이다. 명시적이고 암묵적인 경직된 환매를 전제로 하여 자산운용 상품에 대한 투자자를 유치할 수 있는 것은 수익률 지표뿐이며, 고수익 요건을 추구하기 위해 기관은 고수익 자산을 할당해야 하지만 고품질의 고수익 자산은 항상 부족하다. 그래서 보통 운용간 만기불일치(maturity mismatch) 전략을 채택하거나 자산 신용 자격을 줄여야 하며, 이는 금융제품 리스크와 수익의 비대칭 및 낮은 투명성에 대한 중요한 이유이다.

자산배분은 자산관리 과정의 핵심 연결고리로, 분산투자를 통한 리스크 관리를 전제로 기대수익률을 높이는 것이 핵심 개념이다. 자산 배분의 초점은 위험과 수익의 균형을 달성하는 것이다. 저소득 및 중산층 가정의 위험 내성은 상대적으로 취약하므로 합리적인 자산 배분 결정은 장기적인 자산 관리 목표에 매우 중요하다. 중국 가계의 자산운용 결정에 있어 자산배분은 많은 관심을 받지 못했는데 그 이유는 크게 세 가지다.<sup>13</sup> 첫째, 지난 20년 동안 투자 가능한 자산의 한 유형으로서 부동산이 계속해서 많은 자산을 주도하여 투자자들이 "성공적인" 자산 유형에 더 집중하고 다양한

<sup>13</sup> 中國城市家庭財富健康報告. 2018年

자산 배분을 과소 평가했다. 둘째, 중국 시장은 충분히 다각화되어 있지 않고(특히 저소득층 및 중산층), 금융자산 간의 상관관계가 높아 자산 배분 가치가 감소한다. 셋째, 위험 인식이 상대적으로 약하여 자산 수익에 너무 많은 관심을 기울이고 자산 배분의 가치를 소홀했다. 장기적으로 자산 클래스의 장기적 고수익과 경직된 상황에 의해 형성된 "낮은" 위험은 지속 가능하지 않다. 중국 경제가 새로운 발전 단계에 진입함에 따라 투자자의 위험 인식이 점차 강화되고 자산 관리가 자산 배분의 원천으로 돌아갈 것이다.

요약하자면, 효과적인 자산관리를 통해 더 많은 사람들의 자산소득을 향상시키고 다양한 투자자들의 자산배분구조를 최적화하기 위해 중국 시장은 차별화된 금융상품과 풍부하고 다양한 고품질 금융상품을 제공해야 한다. 다양한 투자자의 위험 선호도와 더 잘 일치하고 위험, 수익 및 유동성 요구를 충족할 수 있는 차별화된 전체 시퀀스 제품 라인을 구성하여 한다.

기관투자자의 경우 부동산 배정 목표 비율이 해마다 높아지고 있다. 관련 연구 보고서에 따르면 상업용 부동산 투자에 대한 글로벌 수요는 특히 아시아 태평양, 유럽, 중동 및 아프리카 지역에서 여전히 강력하다. 2017년 처음으로 10%를 넘어선 글로벌 기관투자자의 평균 목표배분은 2018년 10.4%로 30bp 증가했다. 중국 기관 투자자(주로 보험 기관 및 사회 보장)의 도구 상자에서 상업용 부동산 기업과 부동산 사모 펀드가 주요 대상이다. 개인 투자자와 기관 투자자 모두에게 중국 시장은 부동산 자산의 위험과 수익을 동시에 일치시키는 표준화된 고품질의 유동성이 높은 금융 상품이 부족하며 이는 현재 중국 자산운용 시장의 중요한 단점이다.

중국의 부동산은 전반적으로 부채 위험을 해결하고 주식 자산을 효과적으로 구성 및 운영하고 투자 품질을 향상시키는 것과 같은 문제의 중요성이 점점 더 부각되고 있다. 동시에 중국 가계의 총자산과 부유층의 수가 급격히 증가하여 자산관리에 대한 많은 수요를 자극하였다. 중국의 부동산개발 금융시장은 늦게 시작하여 빠르게 발전하고 있으며, 다양한 투자자들의 자산운용 수요에 부응하기 위해 금융상품, 특히 부동산 자산과 관련된 상품이 시급히 요구되고 있다. 이제 자본시장에서 주식부동산이 창출하는 대규모의 장기적이고 안정적인 새로운 금융상품이 필요하고

현금흐름을 증권설계를 통해 펀드의 수요측면과 공급측면을 연결하여 자원 통합 및 기간 간 할당 실현하여야 한다.

2018년 7월, 중국 공산당 중앙 정치국은 중국의 현재 경제 상황을 분석하기 위한 회의를 열었다. 회의는 현재 중국 경제가 꾸준하게 변화하고 있고 대외 환경이 중대한 변화를 겪고 있다고 지적했다. 구조 개혁을 추진하고 '삼대 혐난한 전투'를 벌이고 현대 경제 시스템 건설을 가속화하고 고품질 발전을 추진한다.



### 제 3 절 부동산 투자회사(REITs) 제도 선행연구

미국은 제2차 세계대전 중에 전후 복구사업을 적극 진행하기 위해 투자자금을 늘려야 한다는 것이 필요하였다. 이러한 문제를 해결하기 위해 미국 의회는 1960년 일정 조건을 충족하는 리츠에 대해 세금을 면제하는 법률을 통과시켜 민간 기업이 리츠 사업에 참여하고 주식이나 유가 증권을 통해 자산을 분할할 수 있도록 하였다. 소액의 자금으로 간접적으로 부동산 투자에 참여할 수 있는 기회가 생기기 시작되었다. 그리고 1960년대 후반 부동산 시장의 활황은 리츠의 활황으로 이어졌다.

그러나 미국 리츠 산업은 1980년대 후반부터 시작된 자산 디플레이션으로 위축되었다가 1990년대 중반 이후 경제성장과 부동산 가격 상승으로 다시 회복되었다. 미국 리츠 산업이 이렇게 성장하고 있는 이유는, 부동산간접투자가 기존 부동산 투자에서 가장 문제가 되던 문제, 즉 필요할 때 처분하기 쉽지 않은 것을 해결해 증권화를 통해 확대하기 때문이다.

Anderson & Springer(2003)와 Anderson et al.(2004)은 리츠의 운영 효율성이 투자 포트폴리오의 수익성을 개선하고 위험을 관리하는 데 중요한 역할을 한다고 주장하였다. 이후 리츠의 운영 효율성(efficiency)을 평가하기 위한 많은 연구가 이어졌고, Paul Brockman et al. (2014)은 1985~2007년 미국 리츠 1,924개 관측점의 데이터를 수립하고 투자의 중요성을 분석하며 총자산, 자본의 시장가치, 차입금 이자지급비용, 레버리지 비율 등이 이익에 플러스 효과를 미친다고 강조했다.

Edward Glaeser와 Andrei Shleifer의 연구팀은 2017년 *Journal of Economic Perspectives*에 중국 부동산 시장 조사에 대한 기사를 게재했는데, 연구에 따라 2000년 인구조사 자료와 2000년부터 2010년까지의 1인당 주택 면적 증가 자료를 분석한 결과, 중국의 도시에서 1인당 GDP와 1인당 주택 면적 증가율 간에는 매우 유의한 음의 상관관계가 있음을 발견한다고 했다. 2000년부터 2010년까지 경제 발전이 상대적으로 낙후된 도시(1인당 GDP로 측정)는 1인당 주택 면적이 크게 증가하여 보다 적극적인 부동산 투자를 보여준다. 리츠의 발전 역사를 통틀어 보면 많은 국가와 지역이 리츠를 출시할 수 있는 기회는 종종 각자의 경기 순환과 관계에 있음을

보여준다. 이는 대부분 경제 위기, 경기 침체 또는 모멘텀 부족 시 경기 부양을 위해 리츠 관련 법규를 도입한 것이다.

2020년 4월, 중국 국가발전개혁위원회와 중국 증권감독관리위원회는 공동으로 <인프라 분야 부동산 투자 신탁 펀드(REITs) 시범 사업 관련 업무에 관한 통지><sup>14</sup>를 발표하여 이를 구성하는 인프라 시설 산업 지원 업무를 가동한다. 창고물류, 철도 도로 및 기타 운송 시설, 수도, 전기와 같은 도시 엔지니어링, 도시 하수 및 쓰레기 처리, 고형 폐기물 및 유해 폐기물 처리 및 기타 오염 제어 프로젝트를 포함한 시범 프로젝트를 수행하였다. 이번 통지는 중국 국내 인프라 리츠의 시범 공모를 공식적으로 시작함을 의미하며, 기존 인프라 시설 자산을 활성화하고, 효과적인 투자를 확대하고, 실물 경제를 위한 자본 시장의 기능을 강화하고, 자본 시장의 투자 및 자금 조달 도구를 더욱 풍부하게 하는 것은 매우 중요한 의미를 갖는다.

이상의 연구결과를 바탕으로 본 연구는 중국 부동산시장의 발전과정과 현행 제도 및 정책으로 중국의 부동산 금융시장 체계를 파악하고 부동산 투자회사(REITs)에 관한 이론과 선진국의 리츠 정책을 검토하였으며, 인프라시설 개발 관련 금융제도와 리츠의 추진 방안을 제시하였다.

---

<sup>14</sup> 中國證監會《國家發展改革委關於推進基礎設施領域不動產投資信託基金(REITs)試點相關工作的通知》證監發〔2020〕40號

## 제 3 장 중국 인프라시설 개발 관련 금융제도

### 제 1 절 중국 인프라시설 투자방식

중국 인프라의 전통적인 투자 및 자금 조달 모델에서는 다양한 투자 수익률 차이, 협소한 자금 조달 채널, 자본 인출의 어려움 등의 문제가 있다. 리츠는 인프라와의 호환성이 높은 혁신적인 금융 도구로서 기존 자산을 활성화할 수 있는 능력을 가지고 있다. 그리고 기업과 정부의 레버리지 비율을 줄이고, 자원 할당의 효율성을 높이고, 금융 시장의 발전을 촉진하고, 시장 가격 주도 역할을 효과적으로 수행하고, 인프라 부문의 기존 투자 및 자금 조달 모델을 최적화할 수 있다. (马井精 · 周浩. 2015)

전통적인 인프라 투자 주체로서 지방 정부는 주로 은행 대출과 같은 상대적으로 좁은 부채 자금 조달 채널을 가지고 있었다. 1994년 분세제 개혁 이후 지방 정부는 주로 인프라 투자를 주도하기 위해 금융 플랫폼에 의존하고 있었다. 특히 중앙정부가 거시경제의 안정적인 성장을 촉진하기 위해 4조 위안 투자 계획을 발표한 이후에는 더욱 그렇다. 지방정부가 투자한 자본이 제한되어 있기 때문에 이 개발 모델은 주로 다양한 유형의 부채 자금 조달에 의존하여 지방 정부 부채가 급격히 증가하였다. 2019년 국제 통화 기금 (IMF)<sup>15</sup> 중국 국가 보고서에 따르면, 2018년 현재 중국 지방 정부의 명시적 부채는 총 18 조 위안이며 추정된 암시적 부채 및 지방 정부 금융 플랫폼 부채는 24 조에 달했다. 총 부채 잔액은 약 42조 위안이었다. 지방 자치 단체의 높은 레버리지로 인해 체계적인 위험이 축적되고 있으며 이러한 투자 및 자금 조달 모델은 유지하기 어렵다.

지방 정부와 자금 조달 플랫폼 외에도 사회적 자본의 사용은 중국의 인프라 투자 및 자금 조달의 중요한 면이다. 1984년에 BOT((Build, Operate and Transfer)<sup>16</sup> 프로젝트의 첫 번째 배치가 중국에 등장했으며, 정부는

<sup>15</sup> 國際貨幣基金組織2019年年報 2019年 pp20~30

<sup>16</sup> 중국의 경우에도 급격한 경제발전으로 인한 에너지수요가 증가하면서 발전소 건설이 급박하게

이러한 유형의 모델 개발을 장려하기 위해 정책 문서를 발행하여 중국의 외자 사용을 촉진하는 데 매우 큰 역할을 했다. 2014년 공급측 구조개혁의 진전, 지자체 부채 관리 강화, 금융 플랫폼 전환 추진의 영향으로 PPP 모델은 빠르게 발전하기 시작했고 인프라에서 공공서비스 부문으로 확장되었다.

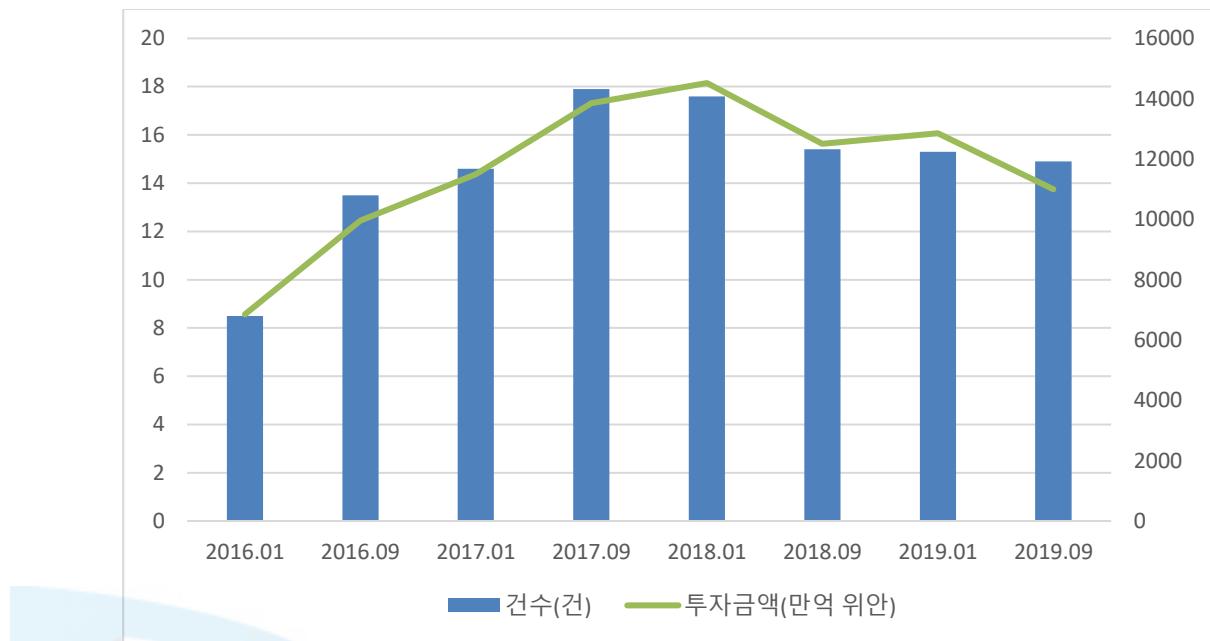
재정부 PPP 프로젝트 데이터베이스 자료에 <sup>17</sup>따르면 2019년 9월 말 기준 전국적으로 총 12,183 개의 프로젝트가 데이터베이스에 포함되어 있으며 2014년부터 누적 투자액은 17조 3천억 위안에 달했으며 31개 성 및 지역과 19개 산업 부문을 포함하였다. 현재 PPP 모델의 발전에 있어 가장 큰 문제점은 낮은 시행률과 운영률, 정부부담 창고사업 비중이 높다는 점이다. 사회적 자본의 낙찰자는 주로 건설 계약 업체이며, 민간자본거래 프로젝트의 비중이 상대적으로 낮은 편이다.

첫째, 민간투자사업 PPP는 시행률과 운영률이 낮다. 2019년 9월 말 현재 창고에 투입된 프로젝트 중 완료율은 66%에 불과하고, 입고된 프로젝트의 착수율은 59%에 불과하고, 즉 입고된 전체 프로젝트의 40% 이상이 건설 단계에 진입했다. PPP 프로젝트는 돈에 대한 가치 평가 및 재정적 여유의 입장 외에도 구현하기 어렵고 투자 수익의 매력 부족, 불합리한 위험 할당, 효과적인 출구 채널 부족도 중요한 이유이다. 2016년부터 2019년 9월까지의 민간투자사업 PPP 총 건수 및 투자금액은 <그림3-1>과 같다.

---

되었으나 투자자금 및 운영기술의 부족 등으로 해외자본과 기술이 필요하게 되었다. 이의 해결책으로 BOT 방식에 의해 이런 문제를 해결하는 방법 중 하나이다.

<sup>17</sup> 財政部政府和社會資本合作中心 2019年

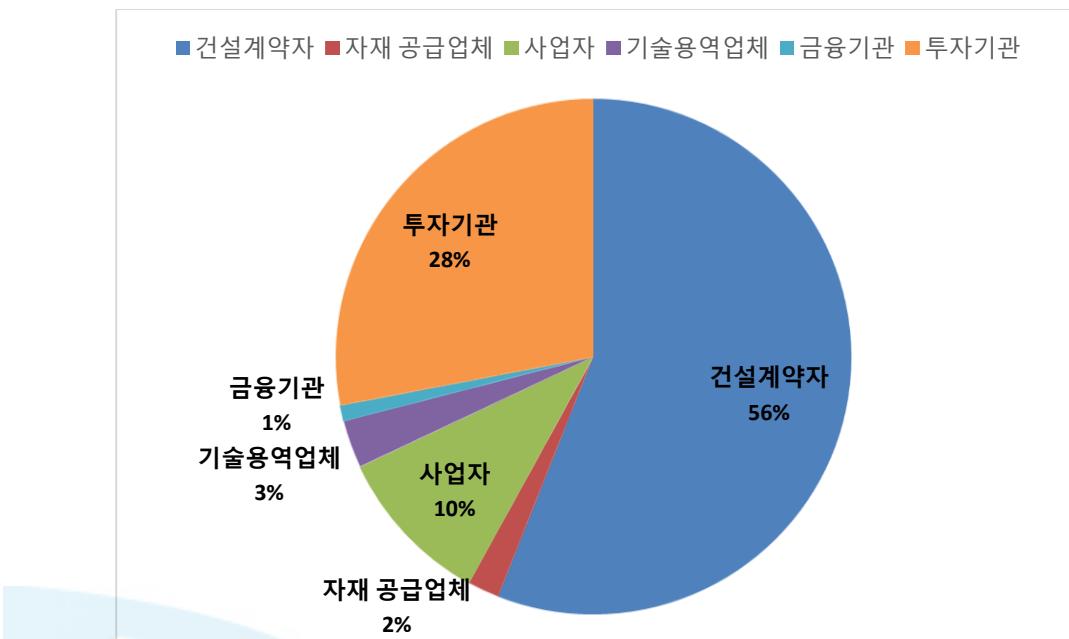


[그림 3-1] 2016년부터 2019년 9월까지의 민간투자사업 PPP  
총 건수 및 투자금액

자료 : Wind Database 万得资讯

둘째, 반환 메커니즘의 관점에서 데이터베이스에 있는 국고과제 수가 가장 많고, 타당성 격차보조사업의 규모가 가장 크며, 시장화 순위가 가장 높은 사용자 지불 항목은 수량과 금액 모두에서 마지막이다. 정부는 여전히 데이터베이스에 있는 민간투자사업에 대한 더 무거운 책임을 지고 있으며, 이로 인해 민간투자사업이 정부가 위장 부채를 늘리는 도구가 되고, 지방정부의 숨겨진 부채가 더욱 커질 수밖에 없다.

셋째, 건설업체가 주도하는 사회적 자본이 주요 낙찰자가 되었다는 것이다. 2019년 11월 기준 거래금액 기준 건설계약자가 56%, 자재 공급업체, 사업자, 기술용역업체를 합하면 71%, 금융기관과 투자기관만 합산 29%로 나왔다. 수량 측면에서 후자는 18%에 불과한 더 작은 비율을 차지한 것을 알 수 있다. 따라서 중국의 PPP 분야는 현재 엔지니어링 계약자 산업의 특징이 비교적 뚜렷하고 지분 기반 금융의 참여도가 상대적으로 낮다. 2019년 11월 현재 다양한 사회적 자본 PPP 프로젝트의 거래율은 <그림3-2>와 같다.



[그림 3-2] 다양한 사회적 자본 PPP 프로젝트의 거래율(2019.11월까지)

자료 : BRI Data 明数数据

마지막으로 민간자본은 민간투자사업의 거래금액에서 차지하는 비중이 상대적으로 낮다. BRI 데이터의 통계에 따르면 중앙 기업과 지방 국유 기업은 여전히 사회적 자본의 주요 부분이다. 2019년 11월 현재 누적 거래 금액은 9.3조 원안에 도달하여 총 거래 규모의 75.8%를 차지한다. 민간기업은 PPP 시장에서 중요한 참여자로 거래량이 39.2%를 차지하지만 금액은 21.3%로 상대적으로 낮고 외자기업의 거래 규모와 견수도 상대적으로 적다.

요약하자면, PPP 프로젝트의 특성 분석에서 인프라 및 PPP 프로젝트의 투자와 자금 조달의 핵심은 투자 수익과 위험 간의 관계를 처리하여 위험과 수익의 합리적인 가격 책정을 수행하는 것이다. PPP 프로젝트의 리스크는 크게 정치 리스크, 건설 리스크, 운영 리스크, 시장 리스크, 금리 리스크, 법률 리스크로 나눌 수 있다. 자기자본의 경우 프로젝트 초기의 리스크는 상대적으로 높지만 후반부에는 주로 운영 리스크와 시장 리스크에 직면하며 리스크는 상대적으로 낮다. 두 가지 유형의 정부 지불과 타당성 격차

보조금은 지불 위험이 낮고 무위험으로 간주될 수도 있다.

현재 인프라 프로젝트에는 주기적인 자본인출 기제가 없으며 만기 양도 및 정부 환매 외에도 현재 주요 출구 모드에는 프로젝트 이전 및 주식 상장이 포함된다. 그 중 프로젝트 양도는 비교적 주류를 이루는 방법이지만, 또한 잠금 기간 설정, 양수인에 대한 요구 사항, 계약 관련 의무의 상속, 정부 부처 승인 또는 제출 절차 등 다양한 제약에 직면해 있다. 특히 가맹권 양도의 경우 더 큰 제약이 따른다. 기간 자본인출 기제가 없기 때문에 투자자는 투자하기 전에 전체 사이클의 위험과 수익을 분석해야 한다. 이는 위험 선호도가 다른 자본의 참여에 더욱 불리하며, 초기 단계에서 고위험 및 고수익 선호 자기자본 도입에는 더욱 불리하다. 이는 대부분의 PPP사업이 건설업자가 참여하고 수주사업이 주로 국비인 이유이기도 하다. 건설업자는 건설 리스크를 통제할 수 있을 뿐만 아니라 프로젝트와 관련된 이익도 얻을 수 있고 전반적인 리스크-수익 관계가 더 잘 통제되고 지분 인프라 금융 자본은 PPP 프로젝트의 초기 단계에서 개입하기 어렵다.

따라서 사회적 자본, 특히 주식 기반 금융 자본에 위험과 효과적인 인출 채널에 맞는 투자 수익을 제공하는 것이 필요하다. 리츠는 효과적인 인출 방법으로 PPP 프로젝트가 안정적인 운영 단계에 진입할 때 초기 자본이 빠져나갈 수 있도록 하여 낮은 위험 부담과 안정적인 수익을 선호하는 성숙한 금융 자본과 효과적으로 연결된다.

## 제 2 절 중국 부동산투자회사(REITs)

### 1) 리츠의 도입

부동산투자회사(Real Estate Investment Trust, REITs)는 부동산 투자 및 관리 전문 투자기관에서 운용하는 특정 과반수의 투자자들의 자금을 공동으로 운용하기 위해 유가증권을 발급하는 방식으로, 종합 투자수익을 투자자에게 일정 비율로 배분하는 신탁 펀드이다. 중국의 순수 사모펀드인 신탁상품과 달리 국제적 의미의 리츠는 사실상 펀드에 해당된다. 리츠는 폐쇄형으로 운영되거나 중국의 개방형 펀드 및 폐쇄형 펀드와 유사하게 거래를 위해 상장될 수 있다. 리츠의 종류는 다음 표<3-1>과 같다.

표<3-1> 리츠의 종류

1	조직형식별로
	회사형 리츠는 <회사법>에 의거하여 독립적인 법인자격을 가지고 있다. 투자자에게 주식을 발행하여 조성된 자금은 부동산 투자에 사용되고 리츠의 투자자는 회사 주주이다. 리츠의 임대 수익은 주주 배당금의 형태로 투자자에게 반환된다.
	신탁형 리츠는 신탁계약을 기반으로 하며, 독립된 법인이 아닌 자산이다. 펀드매니저가 개시 및 설립하고 수익증권 발행을 통해 부동산 투자 자금을 조달한다.
2	투자형식별로
	지분형 리츠는 부동산에 투자하고 소유권을 가지고 있으며, 현재 점점 더 많은 리츠가 임대 및 고객 서비스와 같은 부동산 사업 활동에 참여하고 있다. 기존 부동산 회사와 가장 큰 차이점은 부동산 회사는 부동산을 개발 및 판매하는 반면 리츠는 부동산에 투자하고 부동산을 운영하여 지속적인 임대료, 부동산 부가가치 소득 및 기타 서비스 소득을 얻는 것이다.
	저당형 리츠(Mortgage REITs, mREITs라고도 함)는 부동산 모기지론 또는 부동산 모기지 담보부 증권을 발행하며 주요 수입원은 이자 소득이다.
3	운용형식별로
	폐쇄형 리츠의 총자본 및 발행 주식수는 발행초기에 제한되며, 발행종료 후 지정된 기간 내에 추가주식을 임의로 발행할 수 없다. 폐쇄형 리츠는 일반적으로 증권거래소에 상장되어 유통되며, 투자자는 유통시장에서 리츠의 주식이나 수익증권을 사고팔 수 있어 증권 중개인을 통해 스프레드 수익을 얻을 수 있다. 유통시장에서 유통되는 리츠의 가격은 시장의 수요와 공급의 변화에 크게 영향을 받으며 순자산가치보다 높거나 낮을 수 있다.
	개방형 리츠의 총자본이나 발행 주식의 수는 고정되어 있지 않으며, 새로운 부동산에 투자하기 위해 언제든지 신주를 발행하여 자금을 조달할 수 있다. 투자자는 또한 언제든지 구매하거나 상환할 수 있다. 오픈형 리츠의 가격은 일반적으로 순자산가치에 취급수수료를 더한 금액으로 결정되는데, 일부 오픈형 리츠는 판매수수료를 부과하고 일부는

	환매수수료를 부과한다.
4	투자대상별로
	<p>사모형 리츠는 특정 투자자로부터 최대 인원으로 비공개 방식(예: 기관 투자자 및 더 큰 자본 규모의 개인 투자자)으로 자금을 조달하며 홍보가 허용되지 않다.</p> <p>공모형 리츠는 공모 형태로 공모 투자자로부터 자금을 조달하고 이를 홍보 및 판매할 수 있다. 법적 감독 측면에서 사모형 리츠는 법률 및 규정에 의해 상대적으로 덜 제한되며, 공모형 리츠는 일반적으로 이익 분배, 운영 관리, 투자 전략, 정보 공개 등과 같은 더 많은 법적 규제 및 감독을 받다.</p>

출처: 劉運宏·趙磊. (2010). REITs運行模式研究：國際經驗與製度選擇. 首都師範大學學報.

2010 號 5 頁 45~50

## 2) 리츠의 현황

2004년 이후 학계, 정책계, 실무계에서 중국 리츠 출범의 의의, 모델, 제도에 대해 심도 있는 연구를 진행하고 많은 시도를 하였고 현재의 법적 틀, 규제 환경, 시장 준비는 기본적으로 성숙하였다고 판단하여 공모형 리츠 시범을 적극적으로 시작해야 할 때가 되었다.

그러나 현재 중국 내의 리츠 시장은 여전히 상대적으로 뒤쳐져 있다. 최근에 들어 중국 내의 리츠의 발전이 비교적 빠른 속도로 진행되고 있으나, 해외의 성숙한 리츠 시장의 구축에 비해 여전히 많은 문제점을 안고 있다. 리츠의 발전은 투자한도, 조세부담, 자금조달 방식 등 불합리한 여러 제약이 따르기 때문에 이를 정리하고 반성할 필요가 있다.

중국 리츠의 발전도 크게 예비초기(2001~2006), 추진기(2007~2013), 개발촉진기(2014~현재)의 3단계로 나눌 수 있다.

예비초기 기간 동안 리츠의 신탁 수준에 기초적인 제도적 기반(주로 신탁법 등)이 마련되었으며, 중국에서는 처음으로 공식 수준의 리츠 연구(신전증권거래소가 본 연구)는 최초의 신탁 상품과 해외 스탠다드 리츠 상품(홍콩에 상장된 Yuexiu 리츠)을 발행하였다. 이 기간 동안 감독 당국은 부동산 신용을 계속 강화했으나 객관적으로 리츠의 연구 및 실습의 발전을 느리게 만들었다. 추진기 기간 동안 여러 관련 부서에서 시범 리츠와 중국 국내 리츠의 해외 발행(예: 2011년 홍콩에 상장된 Huixian Industrial REITs, 2013년 홍콩에 상장된 Kaiyuan Hotel REITs 등)을 적극적으로 추진했다.

이를 통해 두 가지 주요 특징을 보여준다. 하나는 다양한 규제 기관이 문서를 발행하기 위해 경쟁하며 모두 리츠에 대한 규제 주도권을 얻으려는 것이고 또 하나는 공식 고위 관리 측에서 관련 정책에 대해 상당한 수준의 정책 고려를 한다는 것이다. 개발촉진기 기간 동안 다양한 정책이 계속 자유화되었고 다양한 유형의 리츠 상품(예: 2014년 CITIC Qihang REITs, 2015년 Suning Yunchuang REITs, 2017년 Penghua Qianhai Vanke REITs, Xingye Wanxin REITs 및 Xinpai Apartment REITs 등)이 중국 시장에 잇따라 발행되며 중국 스탠다드 리츠 발행에 점점 가까워지고 있다.

2016년 6월, 국무원 총무처는 부동산투자회사(REITs) 시범사업을 꾸준히 추진해야 한다고 명시한 <주택임대시장 육성과 발전에 관한 여러 의견>을 발표하였다. 정책이 자유화되면 부동산이 핵심이 될 것이며, 리츠의 강력한 혁신력은 현금흐름을 창출할 수 있는 거의 모든 실물경제 프로젝트로 확대될 것이다. 2016년부터 재정부, 국가 발전개혁위원회, 중국 증권감독관리위원회는 'PPP+REITs'의 발전을 지원하는 문서를 연속적으로 발행했으며 Caijin[2017] No. 55 리츠의 발전을 촉진하고 인프라 시설 프로젝트의 건설을 더욱 지원하는 것을 언급하고 있다. 5년 이상의 개발 끝에 중국의 리츠 비즈니스 시스템은 점차적으로 구축되었다. 현재 제품 상황과 결합하여 2020년 4월, 중국 증권감독관리위원회(SEC)와 국가발전개혁위원회는 공동으로 <인프라 분야 부동산 투자 신탁 펀드(REITs) 시범 사업 관련 업무에 관한 통지>를 발표했다. 거의 1년 간의 탐색 끝에 2021년 1월 29일 선전-상하이 증권 거래소 상장 리츠 지원 규정이 공식적으로 공포되었으며 특정 제품 검토, 거래 및 지속적인 감독 규정이 시행되었다. 3월 1일, 선전 증권 거래소의 인프라 공모 리츠 검토 비즈니스 시스템, 정보 공개 웹 사이트 및 오프라인 판매 시스템이 공식적으로 시작되었다. 2021년 5월, 중국 증권감독관리위원회는 9개 인프라 증권 투자 펀드에 대한 등록 승인을 승인했으며 조회가 완료되면 5월 말에 일반 투자자에게 매각될 것이라고 발표를 하였다.

각출금과 모집된 주식을 기준으로 계산한 통계에 따르면, 9개의 공모된 리츠 상품의 총 모집액은 314억3000만 위안(약 11조 4000억 원)이며, 가장 높은 금액은 91억1400만 위안(평안증권의 광저우광허 고속철도 인프라

건설 증권투자펀드)이다. 가장 낮은 금액은 13억 3,800만 위안(중항펀드 신하 중항 서우강 바이오매스 인프라 시설 증권투자펀드)이고, 각출금에서 보면 가장 높은 것은 13.38 위안(중항펀드 신하 중항 서우강 바이오매스 인프라 시설 증권투자펀드), 13.02 위안(평안증권의 광저우광허 고속철도)에 투자하고 가장 낮은 금액은 2.30위안(홍투혁신펀드 신하 홍투혁신 엔텐항 창고물류) 및 2.31위안(자오상증권의 서커우 산업단지)이다. 각출 배수로 보면 최고가 15.31배(자오상증권의 서커우 산업단지), 최저가 3.61배(동우증권의 쭈저우 산업단지)이다. 관리수수료율은 0.10%~0.70%이며, 위탁수수료율은 0.01%~0.05%이다. 기초자산이 인프라 시설(산업단지, 고속도로, 창고, 물류 등)에 투자되기 때문에 듀레이션이 20년에서 100년으로 더 길어지며 현재 9개의 상장 리츠는 모두 계약형 폐쇄형이며, 청약 및 환매는 청약수수료 및 환매수수료가 없으며 현재 9개 상장된 리츠대리점 판매대리점에서 기본적으로 투자은행, 소수의 은행, 3자 독립펀드판매대리점으로 구성되어 있다. 관련된 은행은 주로 중국상업은행, 공업은행, 평안은행, 베이징은행, 화샤은행 등이다. 상품구조는 다음 표<3-2>과 같다.

표<3-2> 공모형 리츠의 상품구조

REITs	업종	예상 발행 규모(억 위안)	폐쇄기간	최신 분수/규모 (억 분/억 위안)
자오상증권의 서커우(蛇口) 산업단지	산업단지	22.3	50년	9/20.81
저상증권의 징항용 고속철도(沪杭甬) (자싱·항저우·샤오싱·닝보를 잇는 고속철도)	고속철도	41.35	20년	5/43.6
중항펀드 신하 중항 서우강(首钢)바이오매스	오염 처리	12.49	21년	1/13.39
화안증권의 장안팡다단지	산업단지	14.7	20년	5/14.95
GLP 창고물류	창고물류	56.18	50년	15/58.37
동우증권의 쭈저우(苏州) 산업단지	산업단지	33.5	40년	9/34.93
푸궈펀드 신하 푸궈서우창(首创)수도산업	수도산업	18.36	26년	5/18.51
평안증권의 광저우광허 (广河) 고속철도	고속철도	86.74	99년	7/91.14
홍투혁신펀드 신하 홍투혁신 엔텐 (盐田)항 창고물류	창고물류	17.05	36년	8/18.41

출처: <https://www.wind.com.cn/NewSite/data.html> 2021.06.15

9개의 공모형 리츠 상품을 분류하여 보편적인 특징을 요약할 수 있다. 첫째, 2계층 SPV, 즉 펀드는 인프라 시설 자산유동화 증권을 통해 인프라 프로젝트 회사의 모든 지분을 보유하고 또 프로젝트 회사를 통해 인프라 프로젝트의 전체 소유권 또는 운영 권한을 간접적으로 얻는다. 그 이유는 한편으로 인프라 공모펀드는 <증권 법>에 의해 제한을 받고 있어 비상장 프로젝트 회사의 지분에 직접 투자할 수 없기 때문이다. 신탁형 상품으로 특별계획은 현재 투자자 200명 한도를 돌파해 직접 공모를 할 수 없고, 펀드산업협회가 발표한 <자산유동화 사업 기본자산 네거티브 리스트 가이드라인>에는 비상장기업 지분이 포함되어 있지 않아 2계층 SPV가 상대적으로 제일 간단하고 입법 비용이 가장 낮다. 그리고 프로젝트 자체의 자산 구조 조정 및 세금 계획 고려 사항을 기반으로 미래의 일부 제품은 특별 계획과 프로젝트 회사 간의 새로운 SPV 수준 설정을 모색할 수 있다. 예를 들어 사모펀드나 원래 이해관계자는 재산권 신탁을 통해 인프라 프로젝트의 권리와 이익을 특별 계획에 이전한다. 둘째, 기본 자산은 일반적으로 창고 및 물류, 유료 도로, 공항 및 항구와 같은 운송 시설, 수도, 전기 및 열과 같은 시립 시설 및 산업 단지와 같은 기타 기반 시설이다. 프로젝트 회사가 여러 인프라 프로젝트를 보유하는 경우 프로젝트 회사의 지분과 인프라 프로젝트 간의 해당 관계를 보장하기 위해 원래 이해관계자는 제품이 설정되기 전에 기본 자산을 재구성하여 단일 프로젝트 회사의 지분이 보장되도록 해야 한다. 명확하고 해당 인프라 관련 자산만 보유하면 다른 프로젝트 자산을 다른 프로젝트 회사에 매각하거나 주입할 수 있다. 기본 자산은 현재 부동산 규제 정책 사고와 일치하는 주거 및 상업용 부동산을 포함하지 않아야 한다. 셋째, 투자범위 내 펀드자산의 80% 이상이 인프라 시설 자산유동화 증권에 투자하고 지분을 모두 보유하고 있으며, 나머지 펀드자산은 금리채권, AAA신용채, 단기금융상품에 투자해야 한다. 특정 요구 사항의 측면에서, 단일 특별 계획의 모든 ABS 주식은 인프라 시설 기금이 보유하지만, 기반 시설 기금은 여전히 원칙적으로 여러 특별 계획에 투자할 수 있다. 다만, 펀드자산은 은행, 신탁회사, 보험자산운용회사 및 기타 기관에서 발행하는 자산유동화 증권/계획에는 투자할 수 없다. 넷째, 부채 관리 측면에서

직간접적인 외부 차입은 펀드 주주의 이익 우선 원칙에 따라야 하며 외부 신용 강화에 의존해서는 안 된다. 차입 목적은 인프라 프로젝트의 일상적인 운영에 국한되며, 유지 보수 및 재건, 프로젝트 인수 등, 그리고 펀드의 총 자산은 펀드 순자산의 140%를 초과해서는 안 된다. 다섯째, 소득원 측면에서 펀드매니저가 주도적으로 인프라 시설 사업을 운영하고 관리하며, 인프라 시설 사업의 임대료, 수수료 등 안정적인 현금흐름을 확보하는 것을 주 목적으로 한다. 여섯째, 배당금을 정할 때 소득 분배 비율은 기금의 연간 분배 가능 이익의 90% 이상이어야 한다.



### 제 3 절 공모형 인프라시설 리츠의 고찰

#### 1) 세계 인프라시설 리츠의 동향

미국은 리츠의 가장 성숙한 운영 모델과 가장 발달된 시장을 보유한 국가이며, 상품 유형, 수량 및 자산 규모가 세계 시장을 지배하고 있다. 리츠를 통한 인프라 자금 조달도 미국에서 비교적 새로운 시도이다. 2007년 미국 국세청은 미국 전력 인프라 연합<sup>18</sup> (U.S. Power Infrastructure Alliance)에 대한 회신에서 인프라가 리츠의 적격 자산이 될 수 있음을 확인했으며, 이 회신을 통해 리츠가 인프라 투자에 대한 적법성을 확립했다. 인프라시설 개발리츠의 자산은 주로 광섬유 케이블, 무선 통신 시설 및 에너지 전송 파이프라인 등을 포함한다. 미국 인프라시설 리츠의 구조는 다음 표<3-3>과 같다.

표<3-3> 미국 인프라시설 리츠의 구조

REITs	업종	가격 (억 달러)	배분율(%)
Crown Castle International Corp	무선통신 및 분산안테나시스템(DAS)	541.9	3.3
American Tower Corporation	무선 통신	903.7	1.6
SBA Com- munications Corporation	무선 통신	254.6	/
Cor- Energy Infrastructure Trust	에너지 인프라	5.1	7.6
Uniti Group Inc	무선 통신	17.9	19.5

출처: [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_2021.12.15](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_2021.12.15)

리츠 외에도 미국 인프라 부문 소유주 합자회사 펀드에는 또 다른 대표적인 산업투자펀드가 있는데, 이는 증권거래소에서 공개적으로 거래되는 합자회사 펀드로, 합자회사의 세제혜택과 개방성을 결합한 것이다. 또한 소유주 합자회사 펀드에는 조합원 유한책임사원과 무한책임사원의 두

<sup>18</sup> <https://ses.jrc.ec.europa.eu/> 2021.11.23

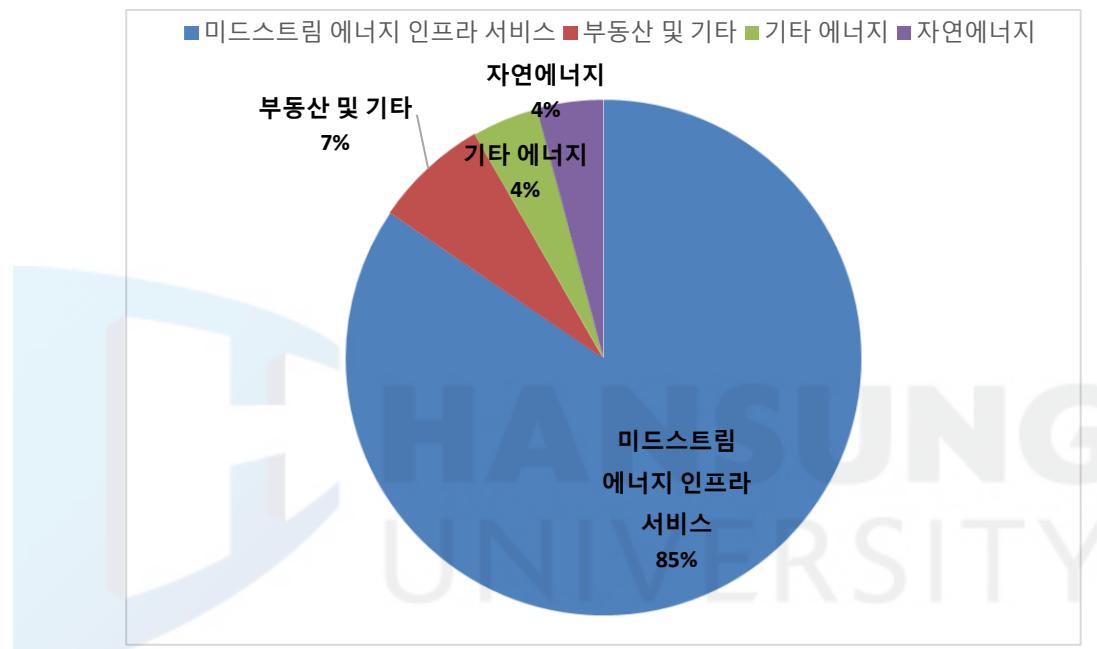
가지 유형이 있으며, 무한책임사원은 지배적인 조합원이며 펀드의 일상적인 관리 및 운영을 책임진다.

U.S. Owners Limited Partnership Fund는 세금 인센티브를 기반으로 하는 투자 형태이다. 이 구조는 1981년에 PTP(Publicly Traded Partnership)의 형태로 나타났고, 1987년에 미국 조세법 7704장에서 PTP 유형의 소유주 합자회사에 대한 과세를 규정했었다. 7704(a)항은 상장된 파트너십의 구조가 7704(c)항을 충족할 수 없는 경우 회사로 간주되어 연방 소득세의 대상이 되어야 한다고 제안한다. 그러나 7704(c)항이 충족되는 경우 여전히 파트너십으로 사용되며 관련 혜택을 누릴 수 있다. 세금 인센티브, 즉 상장된 파트너십 소득의 90% 이상이 적격 소득인 경우, 상장된 합자회사는 이중과세를 피하기 위해 합자회사로서 여전히 조세중립 정책을 누릴 수 있게 정해져 있다. 적격 소득은 주로 적격 자원(qualifying resources)을 기반으로 한 적격 활동(qualifying activities)에서 나온다. 인프라 시설 소유자의 합자 펀드에 관한 한 적격 자산은 주로 석유, 천연 가스, 석탄충 메탄, 석탄, 모래, 석유 화학 제품 및 목재를 포함한 천연 자원이다. 적격 비즈니스 활동에는 광업, 개발, 생산, 가공, 정제, 저장 및 운송 등 이것은 소유주의 합자회사 펀드의 세금 처리에 대한 핵심 요건이다. 세법에서는 배당률에 대한 의무사항을 규정하지 않고 있으며, 이는 오너 합자회사 펀드와 리츠의 조세 규정의 가장 큰 차이점이기도 한다.

세법에서는 소유주 합자회사 펀드의 배당금 분배에 대해 규정하고 있지 않지만 투자자를 유치하고 기본 자산의 특성에 부합하여 안정적인 소득을 창출하기 위해 주주 소유 합자회사 펀드는 배당 정책을 강조한다. 나열된 사업설명서, 전통적인 소유자의 유한 파트너십 펀드의 경우 적당한 성장을 유지하기 위해 분기별 배당 정책이 제안된다. 이때 오너스 합자재단은 분기별 영업현금흐름이 부족할 때 배당금의 안정적인 성장에 영향을 미치지 않도록 현금이나 대출여력의 일부를 유보한다.

미국 인프라 소유자 합자회사 펀드는 빠르게 발전하고 있다. 2019년 6월 기준으로 약 71개의 인프라 소유자 합자회사 펀드가 상장되어 있으며 총 시장 가치는 약 2,927억 달리이며 이 중 소유자 합자회사 펀드의 약 87%가 에너지이다. 인프라 석유 및 가스 파이프라인 사업과 같은 산업의

미드스트림은 총 시장 가치가 리츠 인프라 범주(약 1,700억 달러)를 초과한다. 소유주의 유한 파트너십 펀드는 천연 가스, 액화 천연 가스, 석유 처리 제품 및 원유 파이프라인을 포함하여 약 643,700km의 석유 및 가스 파이프라인 네트워크에 투자했다. 사업 분배 및 소유자의 합자회사 자금 비율은 <그림3-2>와 같다.



[그림 3-2] 미국 사업 분배 및 소유자의 합자회사 자금 비율  
자료 : Energy Industries Council (EIC)

요약하자면, 인프라 자산의 특성은 리츠의 위험 수익률 특성과 일치한다. 미국 통신 인프라 리츠는 주로 통신 타워에 투자하고, 그들의 비즈니스 모델은 주로 임대 형태로 상업용 부동산과 유사하며 임대료는 시간이 지남에 따라 증가한다. 소유자의 유한 파트너십 펀드는 기본적으로 석유 및 가스 가격 변동과 무관한 수동 임대 소득을 얻는 유사한 석유 및 가스 운송 파이프라인에 투자한다. 미국은 무선통신과 석유·가스 수송의 두 분야에서 약 5000억 달러 규모의 시장을 형성해 많은 투자자들의 관심과 선호를 받고 있다. 수년간 주가에 안정되어 있으며, 리츠를 반영한 안정적인 배당 매력. 미국 인프라 증권화 상품은 크게 리츠와 소유주 합자회사 펀드(Owner

Limited Partnership Fund)의 두 가지 범주로 나눈다. 형태와 이름은 다르지만 핵심 특성은 기본적으로 동일한다. 이들은 중국 인프라 부문의 금융 혁신에 중요한 참고 의의를 가지고 있다.

중국 국내 리츠가 빠르게 발전하고 있으며 해외 시장 리츠와의 차이를 지속적으로 줄이려고 노력해 왔지만 국내의 리츠가 해외 시장 규모의 리츠로 발전할 여지가 많다는 점은 부인할 수 없다. 전반적으로 이러한 차이점은 주로 조직 형태, 세금 부담 수준, 자금 조달 형태, 유통 요구 사항 및 제품 구조와 같은 다양한 측면에 반영된다.

첫째, 해외 시장 리츠의 조직요건이 상대적으로 느슨하여 홍콩 등 일부 지역을 제외하고 대부분 기업 리츠와 같은 계약형이나 신탁형 리츠의 공존을 허용하고 있으며, 심지어 미국은 유한합작형 리츠와 같은 기타 조직 형태의 존재도 허용하여 미국에서 왕성하게 발전할 수 있게 하였다. 그러나 중국 국내에서 리츠의 조직은 법적 규정이 불명확하고 규제비용 등 많은 고려사항에 비추어 볼 때 국내 리츠의 조직은 계약형과 신탁형으로 비교적 협소한 편이다.

둘째, 해외 리츠에 대한 해외에서 조세부담 수준은 나라마다 다르지만 전반적으로 조세부담환경이 상대적으로 느슨해 기업소득세 차원에서 이중과세를 피하는 경우가 많고, 많은 국가나 지역에서 세제혜택 등 인센티브를 주고 있다. 그러나 그 개념의 큰 차이로 인하여 중국 리츠의 경우 기본적으로 법인세의 국내 이중과세가 고려되지 않고 있으며, 리츠에 대한 조세의 종류가 많고 세율이 상대적으로 높으며 관련성이 높은 장점이 있다. 조세 우대 조치가 외국에 비해 훨씬 적기 때문에 중국의 대부분의 리츠 유형이 복잡한 구조 설계를 통해 조세 회피를 시도할 수 있는 기반을 마련하였다.

세째, 미국으로 대표되는 성숙한 해외 시장에서는 리츠의 소득 분배 수준에서 대부분의 과세 소득이 배당금 또는 배당금의 형태로 투자자에게 분배되도록 요구하는 표준화된 지침 메커니즘을 채택한다. 관련 상품 구조는 일반적으로 더 이상 등급으로 세분화되지 않고 장기간 보유하고 자산 가치를 누릴 수 있다. 중국은 관련 법률 및 규정으로 인해 이와 관련하여 특정 요구 사항이나 지침 메커니즘이 없고 결과적으로 실질적인 수준에서 별도의

우선순위와 열등감이 발생할 수 있다. 그 중 우선순위는 고정수익을 향유하는 경향이 있고 자산처분소득의 대부분은 하위계층에 배분되지만 후자는 일반적으로 기간이 짧고 장기적으로 자산을 보유하고 자산가치를 향유한다는 목표를 달성하지 못한다.<sup>19</sup>

## 2) 인프라시설 리츠 개발의 중요성

인프라를 자산 유동화 및 상장 거래의 기본 자산으로 사용하고, 리츠를 사용하여 자본 측면에서 금융 자본의 집합 투자를 실현하고, 자산 측면에서 기본 자산의 포트폴리오 보유를 실현하고, 표준화된 운영 및 위험 관리를 통해 안정적인 수익을 달성하기 위해 장기적으로 자본과 장기 자산을 결합하면 실물 경제에 대한 금융 서비스의 효율성이 크게 향상되고 공급측 구조개혁의 심화 발전을 촉진할 수 있다. 그 중요성은 다음과 같은 측면에서 반영된다.

첫째, 중국의 인프라 시설 주식 자산을 효과적으로 활성화하고 거시적 레버리지를 줄이고 시스템 재정 위험을 방지하고 지방 정부 및 국유 기업의 부채 부담을 줄이고 현지 투자 및 자금 조달 효율성을 활성화하는 것이다. 리츠는 지분금융상품으로서 일반적으로 기초자산의 부채비율이 45%를 넘지 않는 명확한 기준을 가지고 있으며, 실제로 미국, 싱가포르, 홍콩 등의 리츠 부채비율은 약 30%대에 유지할 수 있다. 따라서 리츠는 거시 레버리지 비율을 효과적으로 낮추고 시스템 금융 위험을 예방할 수 있다. 기업은 인프라 주식 자산으로 리츠를 발행하여 부채를 늘리지 않고 초기 투자금을 회수한다. 이는 다른 부채를 상환하거나 다른 투자 프로젝트의 자본을 보충하는 데 사용할 수 있으므로 전체 거시 레버리지 비율을 낮출 수 있다.

둘째, 인프라 리츠는 인프라 산업의 가격 책정을 위한 참고 값으로 제공하고 중국의 새로운 도시화 맥락에서 인프라 투자 및 자금 조달 시스템을 개혁하는 데 도움이 될 것이다. 오랫동안 중국의 인프라 시설 프로젝트에 대한 투자와 자금 조달은 주로 정부 행정 수단을 통해 완료되었으며 자원

<sup>19</sup> 蔡建春·劉俏等. (2020) 中國REITs市場建設.中信出版集團. pp.297~340

할당을 위한 가장 효과적인 시장 수단이 충분히 활용되지 않아 지속적인 투자가 불충분하고 자본 사용의 효율성에 영향을 미쳤다. 리츠가 중국의 인프라 부문에 깊이 관여할 때 시장 가격은 인프라 자산 가격 책정의 참고할 만한 수치가 될 수 있으며, 이는 초기 단계 투자에 전달될 수 있고 초기 단계 주식 펀드 할당을 위한 중요한 지침이 될 수 있다. 초기 단계에서 자기자본을 효율적으로 도입함으로써 중국의 인프라 시설 투자 및 자금조달 모델 혁신을 크게 촉진하고 전통적 고레버리지, 장주기, 중(重) 건설 모델을 변화시킬 것이다.

셋째, PPP+리츠의 효과적인 결합은 PPP 프로젝트의 수와 품질을 향상시키는 데 도움이 될 것이다. PPP+리츠는 PPP 프로젝트의 사회적 자본 당사자에게 출구 채널과 폐쇄 루프 비즈니스 수익 모델을 제공할 수 있다. 부채자본과 자기자본은 모두 PPP 프로젝트가 성숙된 후 리츠를 통해 인출할 수 있어 새로운 자본과 지속적인 투자 능력을 형성할 수 있다. 리츠가 상장된 후 감독, 정보 공개, 투자자 등의 측면에서 자본 시장의 요구 사항과 배당에 주의를 기울이는 리츠의 비즈니스 논리는 인프라 프로젝트의 관리 및 운영을 보다 전문적으로 만들고 효과적인 제약을 구성할 수 있다. 지방정부에 대한 정보를 제공하고 PPP 프로젝트 건설 및 운영의 품질을 향상시킬 것이다.

넷째, 기업 차원에서 인프라 리츠는 프로젝트의 인출 채널을 제공하고 새로운 비즈니스 모델과 핵심 경쟁력이 된다. 인프라 시설 프로젝트는 일반적으로 투자 주기가 길고 투자 규모가 큰 특성을 가지고 있으며 효과적인 인출 기제가 없으면 기업 및 기타 유형의 사회적 자본은 초기 투자 위험이 상대적으로 높다. 리츠의 존재는 기업이 완전한 비즈니스 모델을 형성할 수 있도록 하며 기업에 효과적인 인출 채널을 제공하는 동시에 기업 투자 및 자금 조달을 위한 이중 플랫폼이 될 수 있으며 동시에 리츠의 자산 운용 능력 요건은 기업이 새로운 상황에서 기업의 핵심 경쟁력을 구축할 수 있도록 세련되고 시장 지향적이며 장기적인 관리 메커니즘을 구축하도록 강요할 수 있다.

다섯째, 공모형 자금, 연기금, 보험금 등의 우량 기초자산 투자를 촉진하여 전 국민이 경제발전의 결실을 공유할 수 있는 이상적인 통로를 제공한다. 공모형 자금, 국민 사회 보장 기금, 기초 연금, 기업 연금/직업 연금,

미래 개인 연금 계정의 세 번째 기둥 및 연금을 목적으로 하는 다수의 금융 및 보험 기금은 충분히 풍부하고 분산되어 있어야 한다. 효과적인 배분 도구와 자산 목표는 장기적인 안전과 수익률 요구 사항을 충족하여 전체 인민이 경제 성장의 열매를 진정으로 공유하고 지속 가능한 사회 발전의 기반을 공고히 하는 것이다. 연기금의 경우 전통적인 유통시장은 변동성이 크고 위험도가 높으며 가치투자에 대한 매력이 부족하여 장기적인 경제성장에 부합하는 투자수익을 제공하기 어렵다. 안정적인 현금흐름이 있는 인프라 시설 및 공공 서비스사업의 자산유동화와 공모형 리츠를 통해 인민들에게 안정적인 수익과 장기적 부가가치를 기대하는 집합투자수단을 제공함으로써 전 인민이 경제 발전 성과를 공유할 수 있는 이상적인 채널을 제공할 것이다.

요약하자면,<sup>20</sup> 인프라 리츠는 다른 금융 방식에는 없는 장점과 특성을 가지고 있으며, 거시 경제 차원의 레버리지 감소, 단점 보완, 투자 등 인프라 부문의 자금 수요와 밀접하게 일치한다. 인프라 산업에서 자금 조달 모델의 혁신은 미시적 수준에서 기업의 경쟁력 향상에 긍정적인 의미가 있다.

---

<sup>20</sup> 我國房地產投資信託 (REITs) 的標準化發展與法律制度建設 2020年 法學論壇

## 제 4 절 리츠시장 활성화 방안 모색의 기본원칙과 방향

### 1) 기본 원칙

중국 리츠의 제도는 중국의 금융 시장과 부동산 산업의 발전 상태에 따라 중국의 부동산 금융의 핵심 문제를 해결하고 배울 것을 목표로 할 것이다. 해외 성숙 리츠의 시장 제도와 설계 프로세스에서 참조를 하여 다음의 다섯 가지 원칙이 있어야 한다. (蔡建春·刘俏等. 2020)

첫째, 중국이 공모하는 리츠는 장기적이고 안정적인 현금흐름을 창출할 수 있는 우량(优良) 부동산을 대상으로 해야 하며, 부동산 자산과 부동산 소득은 제도적 차원에서 명확하게 정의되어야 하며, 소득 대비 적격 부동산 자산의 비율이 있어야 한다. 미국 규정을 참조하여 총 자산에 대한 적격 부동산 자산의 비율은 75% 이상이어야 하며 적격 부동산 소득이 총 수익에 대한 비율은 75% 이상이어야 한다.

둘째, 중국 리츠 시장은 명확한 의무분배제도가 있어야 한다. 강제 분배 제도는 투자자에게 확실성을 제공하고 대부분의 리츠 수입이 투자자의 손에 들어갈 수 있도록 보장한다. 중국은 다른 나라에 비해 임대수익률이 낮다는 문제가 있어 리츠 투자자들은 안정적인 임대수익을 얻을 수 있을 뿐만 아니라 중국의 경제성장과 부동산 가치 상승에 따른 배당금도 함께 나누기를 희망한다. 따라서 의무 배당금 임대 소득 외에도 중국 리츠는 매각된 부동산의 혜택이 동일한 제안된 의무 분배 요건의 일부임을 고려해야 한다.

셋째, 중국 리츠는 조세중립을 기본 원칙으로 하고 특정 조건을 충족하는 리츠 기업과 리츠 투자자에게 혜택을 제공해야 한다. 이 단계에서 중국은 리츠 설립, 관리 및 기타 높은 세금 부담의 측면에서 리츠 거래 비용을 크게 증가시켜 리츠 개발을 제한한다. 중국의 리츠 제도는 리츠가 보유하고 운용하는 자산에 대한 세금 부담이 투자자 자신이 보유하고 운영하는 자산에 대한 세금 부담보다 크지 않도록 해야 한다. 특히, 리츠의 설립 수준, 기업은 비용이 많이 드는 부가가치세, 토지 세금 및 소득세 회피, 해당 기업의 조세 정책과 규제 관련 자산의 내부 조직 개편을 허용 고려할 수에 리츠, 운영

수준을 리츠는 유지하고 세금 부담을 임대 주택 보유 및 임대, 국제 관행, 리츠 소득세 면제 또는 우대 세율 부여, 투자자 수준에서 개인 소득세 부과 등 개인의 기준을 참조할 수 있다. 또한, 우대 세금 정책을 장려하기 위해 채택해야 하는 리츠를 특정 보유 기간이 고려될 수 있다. 투자자 차원에서는 상장기업 배당에 대한 차별화된 개인소득세 정책을 지속하고 보유기간에 따른 차별화된 배당과세 제도를 수립·개선하고 일정 기간 이상 리츠를 보유하고 있는 투자자로부터 배당금을 받을 수 있도록 해야 한다. 개인소득세를 면제해야 한다. 배당이기 때문에 소득의 중요한 원천 리츠의 투자, 완전히 투자자의 이익을 보호하고 증진할 제도 개발의 리츠 시장, 보유기간에 따른 면세는 리츠의 장기 부동산 투자수단인 특성에 부합하며 리츠 시장의 단기 투기를 억제한다.

넷째, 중국 리츠 건설은 공모 지분형 리츠에 중점을 두어야 한다. 전반적인 위험-수익 매칭 및 위험 공유를 고려할 때 지분 속성을 가진 리츠 상품은 필수 불가결한다. 현재는 장기적으로 안정적인 현금흐름을 바탕으로 고품질의 부동산을 생산할 수 있고, 부동산 자산의 유동화를 지원하는 자산유동화 특례 프로그램으로 “사모형 리츠” 모델이 형성되기 시작했지만 현재 등급의 리츠는 등급이 좋지 않다. 비율이 낮고 발행인이 자체 소유하는 경우가 많으며 주로 자기 자본 속성이 없는 고수익 채권 상품이다. 사모형 리츠가 사모펀드에서 발행되기 때문에 시장 유동성이 부족하다. 유동적인 공모형 리츠 시장은 중국 부동산 회사의 전체 생애주기 자금조달의 중요한 부분이며 중국의 금융 공급측 개혁의 중요한 부분이 되었다. 특히, 거래소에 의존하여 유동적인 상장 및 거래 메커니즘을 구축하는 것이 가능하며, 이는 리츠를 진정으로 포괄적이고 유동적인 주식 투자 도구로 만든다.

다섯째, 중국 리츠는 레버리지 비율을 제한해야 한다. 이는 중요한 부분으로써 공급측 개혁의 금융 제도, 리츠 자체가 부동산 회사의 레버리지 비율을 줄이고 금융 제도의 신용 위험을 용해의 효과가 있다. 레버리지 비율의 제한 권리 및 리츠 보유자의 이익을 극대화하고 부동산 시장의 자금 조달 구조를 최적화한다. 홍콩 및 싱가포르 규정에 따르면 리츠의 레버리지 비율은 45%를 초과할 수 없다.

## 2) 리츠시장의 활성화 방향

첫째, 기업 자산유동화증권의 공모모형이다. 이 모델은 특별 자산유동화 플랜을 매개체로 사용하며, 기존의 성숙한 기업 자산유동화증권 거래 구조를 기반으로 현재 기관투자자 또는 적격투자자를 위한 사모형은 발행단계에서만 공모모형으로 전환된다. 특히, 스폰서는 자신의 자금 조달 요구와 자신이 소유한 자산을 기반으로 유동화 요구 사항을 충족하는 고품질 부동산 기본 자산을 자산 풀로 통합한다. 플랜 관리자는 후원자의 위탁을 기반으로 자산유동화 특례계획을 수립하고, 후원자는 기본자산의 파산격리 목적을 달성하기 위해 기본자산을 특별계획으로 이전한다. 기획담당자는 특수목적항공사의 관리자이자 대표자로서 사업과정 전반에 걸쳐 특수목적항공사의 운영을 관리한다. 특수목적운송사는 수탁은행, 인수대리점, 보증회사와 수탁계약, 인수계약, 보증계약을 체결하여 거래구조를 개선하고 신용도를 높이다. 발행 단계에서 특수 목적 차량은 인수 기관을 통해 투자자로부터 자금을 조달한다. 증권이 발행된 후 유동성을 확보하기 위해 거래소에 상장된다.

둘째, 공모형 기금 + 자산유동화증권 모델이다. 이 모델의 리츠는 부동산 담보부 증권 또는 부동산 프로젝트 지분에 투자하여 부동산 자산을 간접적으로 보유하기 위해 공적 자금을 운송인으로 사용한다. 이 모델에서는 상품 수준에서 초기 투자자와 공공 투자자가 바닥에서 거래되는 공적 펀드의 주식을 구매하고 공적 펀드 매니저에게 부동산 투자를 위탁하고 펀드 매니저는 조달된 자금을 자산 기반 특별 계획에 투자한다. 기초자산 수준의 성숙한 자산유동화 증권 구조를 사용하여 자산운용계획담당자는 후원자의 위탁에 따라 특별 자산유동화 계획을 수립하고 후원자는 지속적인 현금흐름을 창출할 수 있는 기본자산을 특별계획으로 이전, 기본 자산의 진정한 판매를 실현한다.

기업 자산유동화증권의 공모모형에서 가장 중요한 입법 조정은 중국 증권 감독위원회가 <증권 회사의 자산유동화 사업 관리에 관한 규정 및 특별 자산 관리 계획 발행에 관한 규정>을 수정하는 것이다. 펀드운용회사의 자회사로 규정하고 공모에 대한 리츠 발행 지침에 대한 규정을 추가로 부과한다. 이

모델은 사모형 리츠의 현재 제품 모델을 완전히 활용하고 모든 관련 당사자가 사모형 리츠 모델에 대한 비교적 완전한 이해를 형성하여 현재의 사모 리츠의 유동성 부족을 해결하는 데 도움이 된다. 해당 조항에 따르면 자산 유동화 사업은 자산 담보부 증권 발행을 기반으로 하는 지불, 구조화된 방식의 신용 성장 및 운영 활동을 지원하기 위해 현금 흐름을 생성하는 기초 자산을 의미한다. 이 단계에서, 부동산 기업의 자산유동화증권의 모든 구성 제품이 있고, 이것을 현상 열등한 등급의 비율이 낮은 그들 중 대부분은 발기인에 의해 개최된다. 주식 기반 열등한 성적 우선 순위 신용 향상이다, 부동산 현금을 얻기 위해 낮은 등급을 낮추는 흐름의 확실성은 리츠의 의무 배당의 특성을 충족하지 않다. 리츠 주식 상품 문제를 해결하기 위해 후순위 단계 및 등급의 비율로 구조화 상품을 개선하여 후순위 등급에 더 많은 투자자를 보낼 필요가 있으며 기존 구조화 요구 사항을 깨뜨릴 수도 있다.

공모형 펀드 + 자산유동화증권 모델에서 주요 입법 조정은 <공모 증권 투자 펀드의 운영 및 관리를 위한 관리 조치>에 대한 관련 개정안에 있다. 현행 규정에 따르면 회사가 발행한 펀드 보유 증권의 시장 가치는 펀드 순자산 가치의 10%를 초과할 수 없으며 동일한 펀드 매니저가 관리하는 모든 펀드는 회사가 발행한 증권의 10%를 초과할 수 없다. 중국의 많은 고급 상업용 부동산의 대량으로 인해 시장 가치는 종종 100억 위안에 가깝고 투자 다변화에 대한 과도한 수요로 인해 단일 펀드가 매우 커서 대규모 투자의 어려움을 크게 증가시킨다. 공모형 리츠의 고품질 자산의 양. '이중 10개 제한'은 리츠 공모형 기금+자산유동화 증권 모델의 실현을 제한하며, 최소한 단일 자산유동화 증권에 대한 투자 비중을 50% 이상으로 자유화하여 리츠가 부동산 자산의 특성을 충분히 반영할 수 있으며 투자자와 기초 자산 소득 지급 주체의 분산 및 다양화를 달성할 수 있다. 또한 리츠를 새로운 형태의 공모펀드로 특화하여 부동산 자산유동화 증권에 투자할 수 있는 최소비율과 최소 배당비율을 명확히 규정하여 리츠 제도의 핵심요건을 충족시켜야 한다. 이 모델은 기존 제도적 틀을 충분히 활용하여 운용 가능하며, 자산유동화증권에 대한 공적자금 투자는 공적자금이 비상장기업의 지분 또는 부동산에 투자할 때 발생할 수 있는 법적 분쟁을 효과적으로 방지한다. 기업 자산 담보부 증권의 성숙한 메커니즘을 활용한다. 모델의 합리적인

평가는 거래 비용을 줄일 수 있다. 그러나 중국의 공적자금 개발은 비교적 성숙하고 자체적인 운영 규칙과 제도를 확립했으며 리츠는 기존 공적자금 제도와 통합하기 어려울 수 있다. 중국 공모펀드 운용사들은 주식과 채권 투자에 능숙하고 부동산 시장에 익숙하지 않다.

공모형 자금+자산유동화 증권 구조의 관리 모델은 외부 관리 모델이고 구조가 다층 구조이기 때문에 지배 구조 문제가 더 복잡한다. 관리 구조 및 적절한 거버넌스 제도에는 특정 어려움이 있다. 또한 입법 과정에 증권투자기금법의 조정이 포함되면 전국인민대표대회(전인대)의 검토가 필요하므로 입법 비용과 시간이 늘어난다.

중국의 기준 법률, 규정 및 제도적 틀에서 규제 환경, 시장 준비 및 기타 조건이 기본적으로 성숙되었으며 새로운 채권 모델, 기업 자산 담보부 증권 공모 모델 및 공적 자금 + 자산 담보부 증권 모델이 모두 실현 가능한다. 상대적으로 보면 기업자산유동화 증권 공모모형과 공모펀드+자산유동화 증권은 기존의 기업자산유동화 증권 제도와 공모펀드 제도에 대한 규정에 의존할 수 있기 때문에 보다 현실적인 기반을 갖추고 중국의 리츠 제도 새로운 쿠폰 모델은 제도 설계의 자유도가 더 높고 국제적으로 인정되는 리츠 제도와 통합하기가 더 쉽다. 중국의 경제 공급측 개혁과 부동산 금융 제도 건설의 중요한 역할을 고려할 때, 중국 리츠의 발전은 어느 정도 시급한다. 다음 두 모델은 가능한 한 빨리 리츠 제도를 발전시키기 위해 우선순위를 두어야 한다. 동시에, 새로운 채권 모델의 탐색은 점진적으로 진행될 것이며, 향후 여건이 조성되면 중국의 리츠 제도가 조속히 중국 경제 발전에 기여할 수 있도록 채권 모델을 추진할 것이다.

## 제 4 장 결론

### 제 1 절 연구 요약

본 논문에서는 중국 시장 현행 제도와 정책으로 부동산 금융시장 및 개발금융 체계를 파악하고 고찰, 분석했다. 그리고 리츠에 관한 이론과 선진국의 리츠 정책을 검토하였으며, 인프라시설 개발 관련 금융제도와 리츠의 추진을 위해 제언하였다.

2020년 4월, 중국 증권감독관리위원회와 국가발전개혁위원회는 중국 리츠 시범 공모를 공동으로 시작했고, 6월에 9개의 인프라시설 공모형 리츠 제품 중 첫 번째 배치가 상하이 및 선전 증권 거래소에 상장되어 중국 공모형 리츠 시장의 공식 탄생을 알렸다. 중국 인프라시설 리츠의 새로운 점을 요약한 것은 다음 표<4-1>과 같다.

표<4-1> 중국 인프라시설 리츠의 새로운 점

범주	새로운 점	비고
기초자산의 범위	인프라 분야	펀드 시설 분야의 산업은 더 광범위하며 프랜차이즈 권리와 비 프랜차이즈 권리의 두 가지 범주로 나눈다.
제품 구조	공적자금 + ABS	증권투자자금을 운용, 자산유동화특례투자를 통해 프로젝트 회사 지분 100% 보유
레버리지	ABS 차입금 조달 프로젝트 회사	프로젝트 회사 양도시 은행 대출의 일정 비율 유지
국유자산 양도	면제 항목 거래	지방 국유 자산 감독 관리위원회는 시장에 진입하지 않고 국유 자산의 이전을 허용하는 서한을 발행
조세 처리	주식 + 부채 구조를 구성하는 다양한 방법	역흡수합병, 유상감자, 이익분배 등 다양한 방법을 통해 주식+차입금 구조 구축

자료: Guanghua School of Management, Peking University

리츠는 그동안 다른 부동산증권화 상품과 비교해 보아도 뒤처지지 않을 정도로 적지 않은 성과를 가지고 성장해 왔다. 그러나 리츠 시장의 성장 규모나 속도가 당초 기대에는 미치지 못했다는 평가가 일반적이었다. 이 연구는 그동안 리츠의 운영 성과를 고찰, 정리하고, 리츠를 왜 활성화해야

하는지를 재검토하고, 활성화가 필요하다면 어떤 방향으로 개선해야 하는지를 모색하기 위해 추진되었다.

리츠 상품의 필수 기능과 장점을 고려할 때 중국에서 리츠와 관련된 법률 시스템을 구성하고 구현하는 것은 현명한 선택이다. 그러나 국내 리츠 개발의 많은 문제와 리츠의 표준화된 개발을 달성하기 위한 정책 및 법적 병목 현상을 고려하여 관련 법률 시스템을 개선하고 재구성해야 한다. 법률 수준에서 리츠에 대한 특별 프로젝트 채택 법률은 국내 리츠의 표준화된 발전을 안내하고 규제하며 정부에서 리츠 관련 부동산, 신탁 및 투자 기금, 세무 및 회계 및 기타 법률을 개선하기 위한 관련 특정 조치에 중점을 두어야 한다.

이제 부동산시장 및 리츠 시장을 바라보는 시선도 부정적인 인식을 전환해 나가야 하며, 규제 위주의 정부정책 패러다임도 전환해 나가야 한다. 그러면 중국 리츠의 표준화 발전이 보다 완성되고 더 넓은 전망을 갖게 될 것이다.

## 제 2 절 연구의 시사점과 정책제언

중국 리츠 시장의 발전 경로는 대부분의 국가 및 지역과 다르며, 가장 큰 특징은 인프라 분야에서 시범 공공 리츠를 추진하는 데 있다. 인프라 분야에서 시범 작업을 시작하는 것은 중국 경제 발전 모델과 발전 경로의 자연스러운 추진력일 뿐만 아니라 시스템 설계자와 시장 실무자의 지혜를 반영하는 것이다. 인프라시설 리츠 시범 과정에서 중국의 실제 국가 상황에 적합한 많은 혁신적인 접근 방식을 모색했다. 후속 프로젝트를 위해 다음 단계의 중요한 작업은 시의적절하고 체계적이고 심층적인 방식으로 파일럿 경험을 요약하고 파일럿에서 노출된 관련 문제를 해결하며 중국 리츠 시장의 고품질 발전을 촉진하는 것이다.

인프라시설 리츠 시장의 고품질 발전을 촉진하려면 아직 길이 면다. 정책, 학계, 실무계는 리츠 시장을 발전시키려는 본래 의도를 견지하고 리츠의 특성과 발전 규칙을 파악하고 시장화와 법치의 기본 원칙을 준수하며 주요 문제에 주의를 기울이고 이를 적극 추진해야 한다.

중국 리츠 관련 법제 개선도 관련 구체적인 제도적 조치에 초점을 맞춰야 한다. 첫째, 부동산 재산권의 정의·등록·분할·양도에 관한 법제도를 더욱 개선하여 재산권이 분명한 기본자산을 형성하고, 재산권 등기에서 리츠의 법적 지위를 명확히 하고, 형성을 간소화해야 한다. 소유권 이전 및 리츠 상품의 승인을 최대한 많이, 현재 번거로운 재산권 이전 절차로 인한 리츠의 시스템 비용을 줄이기 위해 기존의 복잡하고 시간 소모적인 절차의 족쇄를 제거하려고 권한다. 둘째, 부동산가치평가 및 부동산 신용평가법률제도를 더욱 확충하고, 투자자들이 신뢰하는 성숙한 해외 투자부동산평가 관리제도를 도입하고, 관련 정보공개제도를 점진적으로 개선하여 공정한 부동산 감정가, 리츠 상품을 발행을 위한 견고한 신용 기반을 제공하여야 한다.

그리고, 부동산 등록부서가 실제로 양도형 리츠에 대한 모기지론을 통한 이체를 처리하는 데 어려움을 겪는 문제를 해결하기 위해 과도하게 높은 거래를 줄이기 위해 조건부로 모기지론을 포함하는 이체를 허용하는 재산법

관련 조항을 구현하여야 한다. 중국 부동산 산업의 운영 모드를 더욱 최적화하고 업그레이드할 수 있는 광대한 범위를 고려하여 현재 중국의 낮은 임대료 문제를 해결하기 위한 노력이 이루어져야 하며, 이는 결과적으로 부동산 매매 비율에 영향을 미친다. 국내 부동산 시장에서 주류 투자자들이 관심을 갖고 투자하도록 독려하기 위해 리츠 분야, 즉 여러 법적 및 효과적인 정책 조치를 사용하여 국내 부동산의 임대 비율을 높여 리츠의 수익률을 높이고 산업 발전을 더욱 촉진할 수 있다.

리츠 상품 및 관련 업무를 보다 효과적으로 감독하기 위해서는 증권법에서 증권의 정의를 적절하게 확대하고, 리츠와 같은 신규 상품을 증권에 포함시킨 다음 관련 규제 범위에 포함시켜야 한다. 이와 동시에 리츠를 이용하여 특정 비정규 금융상품을 판매하거나 가장한 모기지론을 판매하는 등의 불법 행위를 방지하기 위해 리츠 상품에 대한 감독 및 검토를 강화할 필요가 있다.

첫째, 중국의 경우 신탁 및 투자펀드 차원에서 리츠에 대한 불합리한 제한이 매우 많다는 점을 감안할 때, 예를 들어, 더블텐<sup>21</sup> 투자한도, 투자자수 제한, 투자범위 제한, 자금조달 방법 제한 등의 리츠에 관한 특별법(전술한 "투자펀드법" 등)이 있는 경우 특히 공모형 펀드의 투자범위와 투자비율을 확대해 표준형 리츠의 기능을 극대화하고 금융안정성과 안정성을 높일 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 그리고 현재 공모형 리츠가 SPV(또는 펀드 자회사 자산 관리 계획)를 사용하여 위험 격리 및 세금 최적화 제한을 달성할 수 없다는 점을 감안할 때 향후 법률 개정(특히 SPC에 대한 제한)이 적절하게 완화되어야 한다. "공적 기금 + ABS" 모델의 유연성과 간접적 지원, 그러나 동시에 우리는 더 복잡한 다층 구조에서 최고 수탁자의 통제가 대출위탁에 관한 새로운 규정의 유지도 필요 자산운용에 관한 새로운 규정 등 법령간 조율 · 법 개정 이후 투자자·수익자 상한선 200명 초과 가능 미래에는 외국 리츠 개발의 경험과 교훈을 배우고 수익자 회의를 구성하고 대표자를 선출해야 합니다.

<sup>21</sup> 더블텐 투자한도란 공모증권투자펀드 운용관리법에 따르면 펀드 한 개가 발행한 증권을 시가총액이 펀드 자산 순액의 10%를 넘지 못하도록 하고, 펀드매니저가 관리하는 모든 펀드가 한 회사가 발행한 증권을 보유하면 10%를 넘지 못하도록 한 것이다.

둘째, 리츠의 설립목적과 특성을 부각시키기 위해서는 리츠의 조달자금, 투자범위, 배당금에 대한 해외규제를 제대로 연구할 필요가 있다. 리츠가 현금 흐름 기반의 성숙한 부동산에 주로 투자하도록 하고, 대부분의 리츠 수입이 투자자의 손에 들어갈 수 있도록 보장하고 투자자 수입의 안정성과 연속성을 보장하여야 한다. 정부와 사회의 긴급한 요구를 충족시키기 위해 리츠가 특정 분야(장기 임대 아파트, 퇴직 부동산 등)에서 대규모 기반 시설 건설 및 관련 건설 사업에 더 많이 투자하도록 장려하고 안내하도록 한다.

마지막으로 수익증권의 유가증권 상태를 기반으로 다자간 협력과 통일된 거래 플랫폼의 구축을 통해 현재 리츠 상품의 규모가 너무 작고 유동성이 부족한 문제를 피하는 것이 필요하다. 리츠 상품의 경우 상대적으로 높은 거래 비용을 극복하기 위해 높고 불완전한 정보 공개를 통해 투자 및 자금 조달 경로의 원활한 흐름을 촉진하도록 한다.



## 참 고 문 헌

### 1. 국내문헌

김영준 · 성주한 · 이준혁. (2020). “북한 경제특구 자금조달 수단으로서 REITs의 활용에 관한 연구”. 국토계획 , 55(2), pp.111~123

박인성 · 주리빈(朱利斌). (2020). “중국 부동산이해”. 부연사 , pp.69~80

왕로걸. (2013). “중국의 효율적 도시재생”. 전주: 전주대학교 대학

부동산투자회사연구회 번역. (1998). 부동산 투자신탁: 구조, 분석 및 전략, 부연사. pp.111~123

### 2. 국외문헌

高聚輝. (2015). “当前住房市场现状分析与前景展望”. 中国发展观察 , 2015 NO.2, pp.48~54

周晓荣 · 李霞. (2012). “中国住宅市场宏观调控政策效果的理论与实证分析”. 宏观经济研究 , 2012 NO.2 pp.23~24

马井精 · 周浩. (2015). “我国房价波动与货币信贷政策调控研究”. 安徽农业大学学报 2015 NO.3, pp.56~61

蔡建春 · 刘俏等. (2020) 中国REITs市场建设.中信出版集团. pp.297~340

郭草敏 · 何雨晨. (2017). “全球REITs发展与现状”. 2017 (01) pp.73~76

西南财经大学. (2018) 中国城市家庭财富健康报告, pp. 40~54

曹阳. (2020) . 我国房地产投资信托 (REITs) 的标准化发展与法律制度建设 法学论坛 2019 NO.23 pp. 53~56

國際貨幣基金組織2019年年報. (2019) pp. 20~30

麦肯锡全球研究院. (2015) “债务与去杠杆化”

瑞信财富研究院. (2018) 2018全球财富报告

西南财经大学. (2019) 中国家庭金融调查专题

中国资产管理市场. (2015) 中国基金业协会, 光大银行

刘运宏 · 赵磊. (2010). REITs运行模式研究：国际经验与制度选择. 首都师范大学学报. 2010 NO. 5 pp.45~50

Ambrose B. Linneman. (2001) P.REIT organizational structure and operating characteristics. Journal of Real Estate Research, 21 (3) : 141–162

Amihud Y. Illiquidity and stock returns. (2002) . cross-section and time-series effects. Journal of financial markets, 5 (1) : 31–56.

Anari A. House Prices and Inflation. (1999). Real Estate Economics, 2010, 30 (1) :67–84. [14]Barkham R, Ward C. Investor sentiment and noise traders : Discount to net asset value in listed property companies in the UK[J].Journal of Real Estate Research, 1999, 18 (2) : 291–312

Biasin M, Giacomini E, Grazia Quaranta. (2010) A. Public REITs' governance and regulatory structure : effects on NAV discount : Evidence from the Italian market[J].Journal of European Real Estate Research, 2010, 3 (3) : 161–181.

### 3. 인터넷 자료

중화인민공화국중앙인민정부, <http://www.gov.cn/>

중화인민공화국 국가발전개혁위원회, <https://www.ndc.gov.tw/>

세빌스 차이나, <https://en.savills.com.cn/>

Wind Database, <https://www.wind.com.cn/>

Energy Industries Council(EIC), <https://www.eicrepair.com/>

Guanghua School of Management, Peking University,

<https://en.gsm.pku.edu.cn/index.htm>



## ABSTRACT

### A Study of REITs and the Financial System Related to Infrastructure Development in China

Zou, Tian-Bao

Major in Korea-China Real Estate

Graduate School of Real Estate

Hansung University

In the past 40 years of reform and opening, China's economic development has grown significantly. For more than 40 years, especially in the last 20 years, investment in real estate and infrastructure has been one of the important drivers of economic growth in China, and the role of real estate may become more pronounced, especially during times of greater economic downturn pressure. Gradually, the real estate industry has become one of the central industries of the Chinese economy.

First, the development of infrastructure in China achieved rapid growth. Even though a lot of research and experience in related development financial products have been accumulated, it is difficult to secure an appropriate rate of return under the current system due to the restraint of policies and laws and the tax burden. It is true that existing domestic related financial products in China are mainly private, and there is no protection for small investments. However, to escape the effects of the recent economic crisis, it has decided to draw in private capital through public offering REITs (REITs) to significantly increase investment in infrastructure. Although large-scale economic stimulus measures were implemented when the global financial crisis was overcome in 2008, the Securities Regulatory Commission and the National Development and Reform Commission jointly worked with the Shanghai Securities News on the 6th to reduce the government burden by

maximizing the power of the capital market during the COVID-19 crisis. As a result, the 'Guidelines for Testing Infrastructure for Real Estate Investment Trusts (REITs)' were announced. As attitudes toward REITs from all walks of life in China have become clearer and more open, practical research is being revived. According to the study, the Chinese economy has entered the "New Normal" era, a good time to develop REITs, and the development of public offering infrastructure REITs combined with the previous active search for real estate investment trusts in this field has a positive practical meaning.

For the development of real estate development finance in China, it is necessary to start from the overall framework of the current legal system, as well as improve specific related systems such as real estate trusts, investment funds, and taxation. For the real estate investment trust (REITs) system to occupy an important position in real estate development finance in the process of the gradual development of real estate finance in China, it should be supported by the national government and help to be actively applied to all walks of life based on this.

In this study, through the introduction of domestic infrastructure development REITs in China, the general policies and systems of the real estate development finance system are systematically reviewed and organized, and implications are drawn, and the necessity and direction of development of publicly held infrastructure facility development REITs in China.

**【Key words】** China, Real Estate Development Finance, Real estate investment trusts (REITs), REITs Positive Externality