Global Credit

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

2025년 12월 5일 | Global Asset Research

해외크레딧

완커(Vanke): 다시 불거진 중국 크레딧 이슈

완커, 또 다시 디폴트 우려 부각

중국 부동산 시장의 구조조정이 이미 4년째 이어지고 있으며, 민간 대형 개발업체 상당수가 이미 구조조정 및 청산 국면에 진입한 상태다. 이 가운데 국유 자본이 뒷받침되고 있던 완커(Moody's Caa2/S&P CCC-/Fitch CCC-)마저 유동성 스트레스에 휘말리면서, 시장의 시선이 다시 중국 부동산 크레딧으로 쏠리고 있다.

이번 완커 이슈의 핵심은 국유 및 지방정부 후견이 있는 대형 개발업체도 더 이상 채무 재조정 테이블에서 완전히 자유로울 수 없다는 인식이 강화됐다는 점이다. 특히 중국 정부의 전면적 지원 의지에 대한 기대가 약화됐다는 우려가 크게 작용하고 있는 상황인데, 현재 완커 회사채 가격의 급락과 거래 중단 상황은 시장이 이미 완커의 디폴트 혹은 강도 높은 구조조정 가능성을 상당 부분 프라이싱하고 있음을 시사한다.

완커의 최대주주이자 국유기업인 심천메트로(Shenzhen Metro)는 그간 약 300억 위안 규모의 자금을 지원하며 역내 채권 상환 등 완커의 유동성 방어에 중요한 역할을 해왔다. 다만 11월 들어 기존 무담보 대출 약 200억 위안에 대해 자산 담보 제공을 요구하고, 향후 신규 대출 역시 담보부로 전환하는 등 완커에 대한 지원 방침 변화를 시사했다. 동시에 완커가 이번 달 15일 만기가 도래하는 20억 위안 규모 역내 채권에 대해 원금과 이자를 1년 뒤 일괄 상환하는 만기 연장안을 제시함에 따라, 정책적 지원 축소와 채권자 손실 확대에 대한 우려가 커지면서 신용 이벤트의 트리거로 작용했다.

완커 펀더멘털: 현금흐름 악화, 담보 제공 및 자산 매각 여력 축소

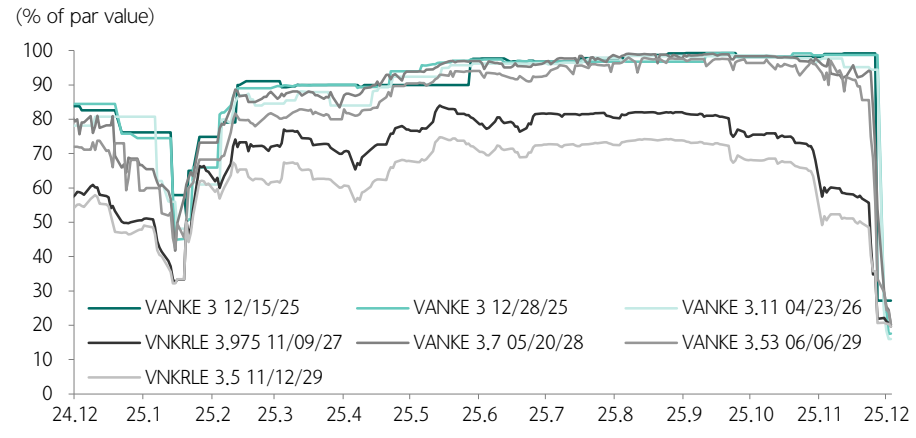
일련의 사태는 근본적으로 중국 부동산 시장의 장기적인 침체와 완커의 자체 현금창출 능력 훼손에서 출발한다. 완커는 여전히 총자산 약 1.2조 위안, 총부채 9천억 위안 수준의 대형 개발업체로서 명목상 자본 완충은 존재한다. 그러나 부동산 시장의 장기 침체 속에 판매 부진과 수익성 악화가 겹치며 펀더멘털이 빠르게 나빠지고 있다. 2025년 들어 완커의 누적 계약판매는 전년 대비 40~50%대 감소를 기록하고 있으며, 상반기에만 180억 위안 수준의 영업손실을 기록하는 등 적자 흐름이 지속되고 있다. 올해 12월부터 내년까지 역내외를 합해 약 230억 위안 규모의 채권 만기가 순차적으로 도래하는 가운데, 현금흐름 감소가 이어진 상황에서 만기 부담이 겹치며 재무 안정성에 대한 의문이 커진 것이다.

한편, 일부 채권자는 완커의 만기 연장 제안에 반대 의사를 표명하면서 추가 담보 제공이 사실상 어렵다는 점에 대한 불만을 제기하고 있다. 완커는 그동안 공사중 자산과 미분양 재고, 임대주택과 같은 운영자산 등 대규모 자산 풀을 바탕으로 은행, 신탁, 국유

계 대출에 담보를 제공하거나, 자산 매각을 통해 현금을 확보해왔다. 특히 최근 심천메트로와의 주주대출 프레임워크를 체결하면서 영업용부동산, 공사중 자산, 비상장 지분 등 광범위한 자산을 담보로 제공하기로 했고, 홍콩 상장 자회사인 Onewo 지분 약 57% 전량을 질권으로 제공하면서 그룹 내 우량 유동 자산 중 상당 부분을 이미 국유 주주에게 넘겨준 상태다.

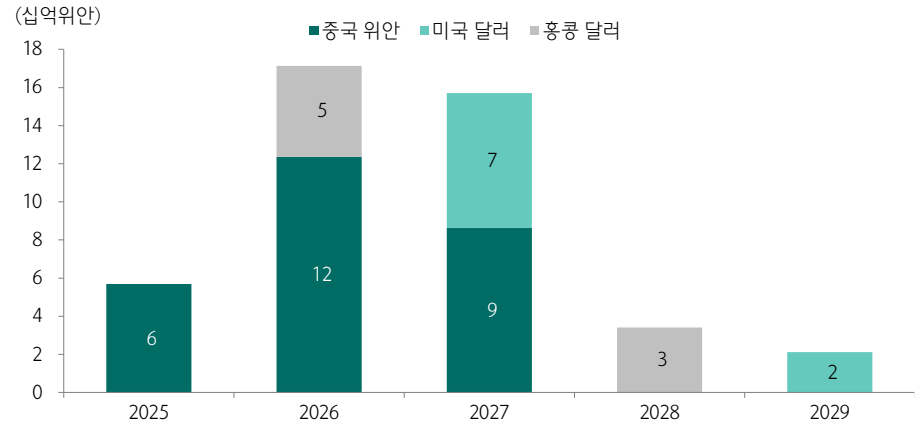
이로 인해 향후 개별 채권자에게 추가로 제공할 수 있는 담보의 퀄리티와 규모는 구조적으로 제한될 가능성이 높다. 더불어 중국 주택시장 침체와 거래 위축을 감안하면, 미분양 재고와 보유 부동산 매각 역시 단기간 내 의미 있는 규모로 진행되기는 어렵고, 설령 진행되더라도 가격 할인 및 처분손실을 피하기 어려울 것으로 판단된다.

도표 1. 완커의 달러채 및 역내 채권 가격 급락



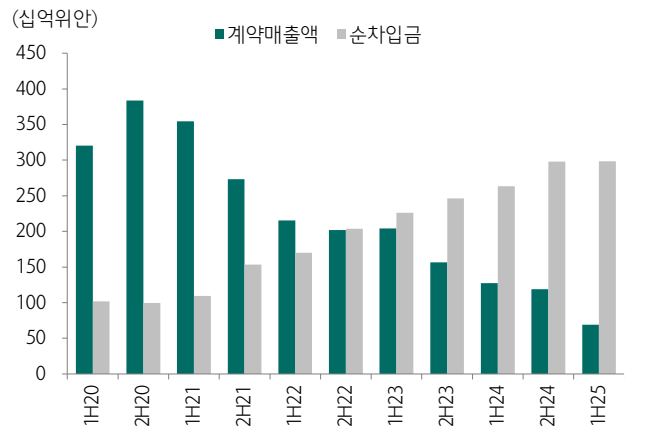
주: VANKE는 CNY 표시 채권, VNKRLE는 USD 표시 채권을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 완커의 표시통화별 채권 만기 예정 규모



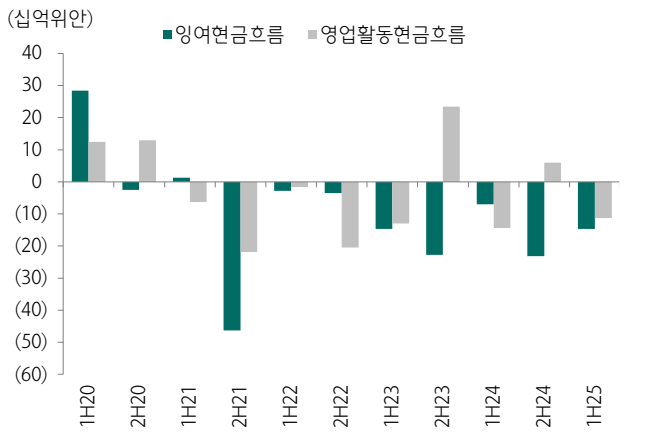
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 꾸준히 감소하고 있는 완커 계약매출액



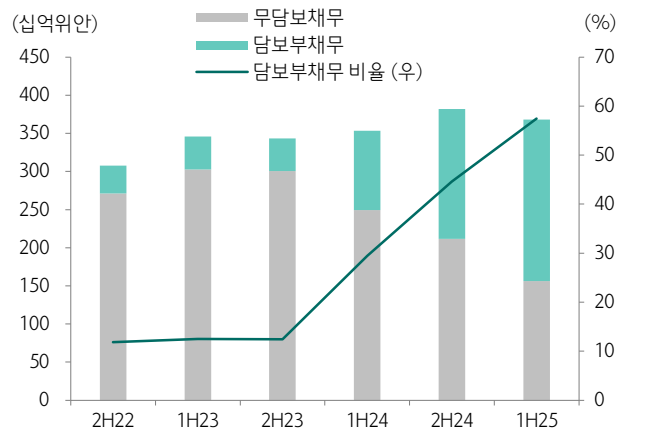
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 현금흐름 저하 역시 지속되는 상황



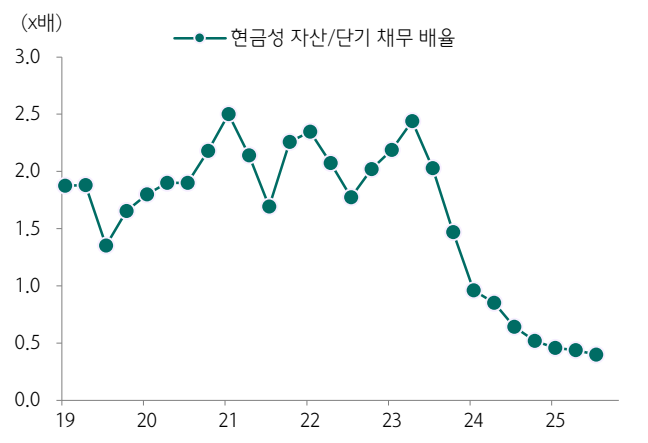
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 담보로 제공된 자산이 급격히 늘어난 가운데



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 단기 채무 대비 보유 현금은 가파르게 악화



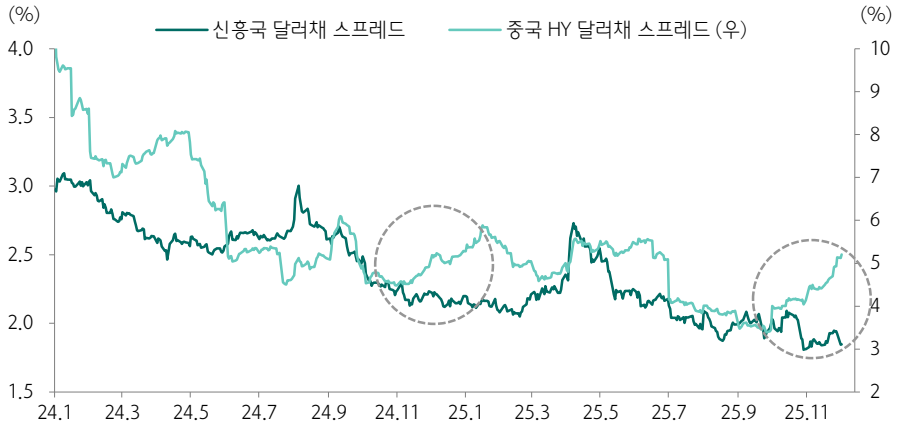
자료: Bloomberg, 하나증권

중국 부동산 개발업체에 대한 투자심리 회복 지연

현재까지의 파급은 주로 중국 부동산 등 하이일드 섹터에 국한되어 있다. 중국 개발업체 및 하이일드 크레딧 스프레드는 완커 이슈로 약세 압력을 받고 있는 반면, 신흥국을 비롯한 글로벌 크레딧 지표의 동조화는 제한적인 모습이다. 오히려 작년 말 완커 유동성 이슈가 불거졌을 때처럼 중국 하이일드와 글로벌 크레딧 스프레드 간의 갭이 확대되는 방향으로 진행되고 있는데, 이는 글로벌 채권시장이 2021년 헝다 사태 이후 중국 개발업체를 별도의 리스크 블록으로 여겨왔던 지난 몇 년간의 과정이 반영된 결과로 해석할 수 있다. 단기적으로는 중국 하이일드, 부동산 크레딧 중심으로 추가 리스크 프리미엄을 요구하는 국면이 지속될 가능성이 높으며, 특히 민간 개발업체뿐만 아니라 국유 및 혼합소유 개발업체에 대한 투자심리도 전반적으로 위축될 수 있다.

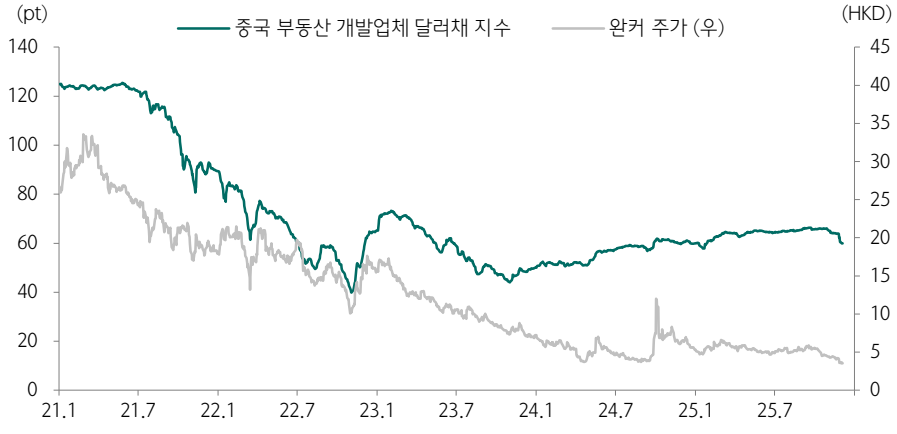
12월 10일 예정된 만기 연장안 협의 결과는 향후 시장 심리를 가늠할 분수령이 될 전망이다. 중국 당국의 스탠스는 주택담보대출 금리 인하, 주택 구매 규제 완화 등으로 급격한 부동산 가격 붕괴와 시스템 위기를 방지하되, 개별 개발업체에 대한 무제한적 자금 지원은 지양하는 기존 기조를 유지할 가능성이 높다. 해당 관점에서 완커의 역내 채권은 만기 연장과 조건 조정을 통해 관리될 여지가 있으나, 이 과정에서 이자율 인하 또는 상환 구조 변경 등의 형태로 일부 채권자의 손실은 불가피할 전망이다. 역외 채권의 경우, 실질적 헤어컷을 전제로 한 구조조정 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

도표 7. 중국 신용 이슈에도 제한적인 글로벌 크레딧 시장 영향



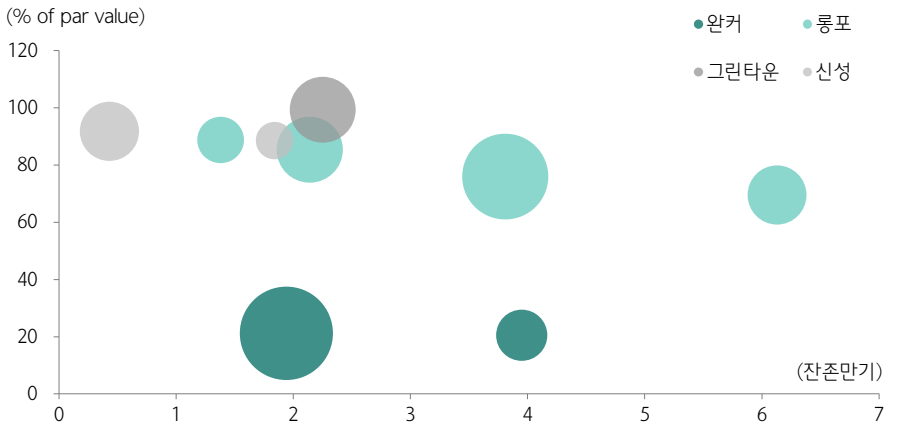
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 중국 부동산 개발업체에 대한 시장 심리는 주가 및 채권 가격 하락으로 나타나는 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 중국 준국유 및 민영 개발업체의 달러 표시 채권 가격 분포



자료: Bloomberg, 하나증권