김경환의 China Weekly

HANA Global Weekly | 2025.12.08

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

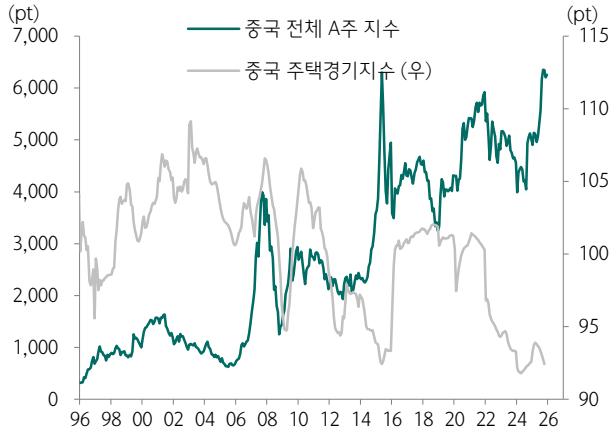
RA 김성은 seongeunk@hanafn.com

중국증시, '헝다'와 '완커' 사이 달라진 것

- **초대형 디벨로퍼 완커(Vanke)의 디폴트 위험에 둔감한 중국증시 :** 중국 부동산 업계의 '삼성전자'로 불리던 완커(Vanke)가 11월말 채권 만기 연장을 계기로 디폴트 우려가 확산하고 있다. 국유 자본이 뒷받침되고 있던 완커 마저 유동성 스트레스에 휘말리면서 다시 부동산 신용 이슈가 부각되고 있는 것이다. 완커는 최근 4년간 민간 대형 디벨로퍼 상당수가 이미 구조조정 및 청산 국면에 진입한 상태에서 국유 및 지방정부 후견이 있는 디벨로퍼도 더 이상 채무 재조정 테이블에서 자유로울 수 없다는 상징성을 가지고 있다. 12월 채권단 협상 결과 혹은 당국 개입 여부를 지켜봐야 하나 중국 디벨로퍼 대한 투자심리 회복은 지연될 가능성이 높아지고 있다 <참고 : 12월 5일 하형민 발간, 완커(Vanke): 다시 불거진 중국 크레딧 이슈>.
- 다만, 중국증시 관점에서 전반적인 반응은 2021년 9월 헝다그룹 디폴트 및 2023년 8월 벽계원 디폴트 이슈 대비 매우 차분한 모습이다. 학습 효과와 시총 증발을 감안해도 여전히 업계 5위권이며 펜데믹 이후 생존 업체이자, 국유기업(혼합소유제)이라는 상징성을 감안할때 증시 영향은 예상보다 제한적이다. 우리는 전략 측면에서 증시의 반응 차이가 주는 시사점에 주목한다.
- **'탈(脫)부동산' 충격을 흡수한 경제와 '체질 개선'을 믿고 있는 증시 : 첫째,** 경제와 금융시장이 탈(脫)부동산 충격을 4년간 숫자로 충분히 반영했다. 부동산 관련 3대 주체(디벨로퍼-지방정부-가계)와 밸류체인 관점에서 2021년 이후 4년은 유례가 없는 혹독한 '경착륙'의 시간이었다. 2000년 이후 전통 성장 엔진으로 대변되는 '부동산-지방정부(인프라)' 모델이 급랭하면서 2019년-2024년 구간 '건축업-부동산업-금융업'의 GDP 비중 낙폭이 가장 컸다. 동기간 부동산 밸류체인의 전체 GDP 비중은 2019년 24%에서 2024년 14%대까지 축소되었고, 금융권 노출도는 경제보다 앞선 2017년부터 더 큰 폭으로 축소되었다. **둘째,** 중국 증시는 경제의 '체질 개선' 혹은 신흥-전통 성장 모델의 전환을 4년간 더 극단적으로 반영하며 부동산 충격에 둔감해졌다. 실제로 중국 증시의 시가 총액은 지난 4년간 GDP 성장률보다 높은 증가율을 기록한 전자, SW/IT 서비스, 자동차, 통신, 전기설비, 조선, 화학, 비철, 생산형 서비스 등 산업 중심으로 높은 멀티플을 부여하며 경제 대비 더 빠른 구조 전환을 반영했다. **셋째,** 순환적인 측면에서 부동산 밸류체인의 수요 및 신용 위험 지표가 2025년부터 하단을 구축하고 있다. 2025년 부동산 준공-입주 관련 수요와 지방정부의 토지 수입 비중이 하단을 구축했고, 업계 전반적인 신용 위험을 반영하는 실질금리(시중금리-주택가격)가 약 1년간 빠르게 하락한 점도 경제-금융-업계의 연쇄적인 충격을 제한할 수 있다<그림 4-7>.
- **시사점과 향후 관전 포인트 :** 우리의 전망은 다음과 같다. **첫째,** 2026년까지 개별 디벨로퍼의 디폴트 혹은 관련 위험이 중국 증시 전반으로 확산하지 않을 것으로 전망한다. 향후 완커(Vanke) 이슈는 2026년 전통 분야의 부채 조정 사이클과 맞물리면서 신용 시장 중심으로 자산 양극화 현상을 강화할 수 있고, 업계 구조조정의 2차 가속화를 촉발할 수 있다고 판단한다. **둘째,** 디벨로퍼의 구조조정 이슈는 2026년 고정투자(인프라+부동산) 반등 전망에 영향을 주지 않으며, 상반기 당국의 추가 부양책 기조하에 주택 거래와 가격 전망에도 영향이 제한적이다. **셋째,** 증시 관련주 투자 관점에서 2026년 추가 부양책에 대한 확인은 여전히 중요하다. 중앙정부 차원의 부동산 지원책(금리/행정/재고매입/신용/재개발)과 일부 지방정부의 자구책(보조금/규제완화) 발표에 따라 2026년 부동산 경기 회복 강도와 구조조정 안정성이 결정될 것이다. 우리는 12월 정치국회의 및 경제공작회의의 기조, 1월 금융당국의 정책 페키지 발표 및 지방 전인대 기조를 우선 주목한다. **넷째,** 2026년 중장기 사이클 회복(신용/물가/마진율)과 시가총액(편입비율) 관점에서 부동산 밸류체인과 내수주 전반적으로는 2026년 후행적인 악재(부동산+신용위험)에 둔감하고 호재에 더 민감해질 가능성이 높다. 2026년 상반기 물가와 반내권(공급개혁) 및 전통산업 구조조정, 하반기 고정투자와 신용 사이클 반등 하에 관련주 기회요인에 더 주목한다.

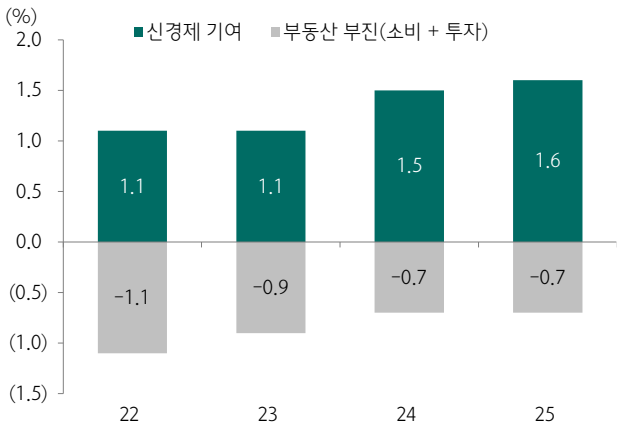
하이라이트 & 이슈 Chart

이슈 1. 중국 증시와 주택경기지수



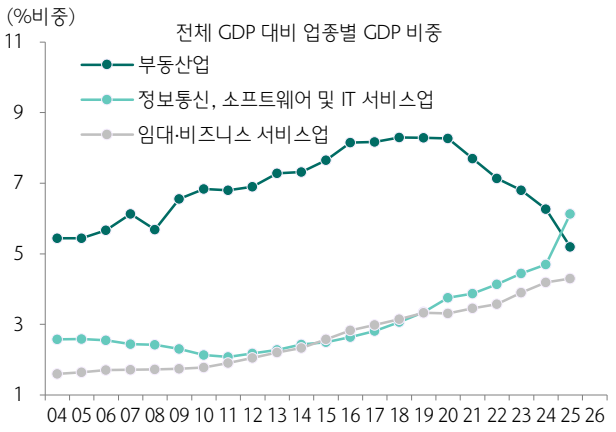
자료: Wind, 하나증권

이슈 2. 신경제 VS 부동산의 성장률 기여도



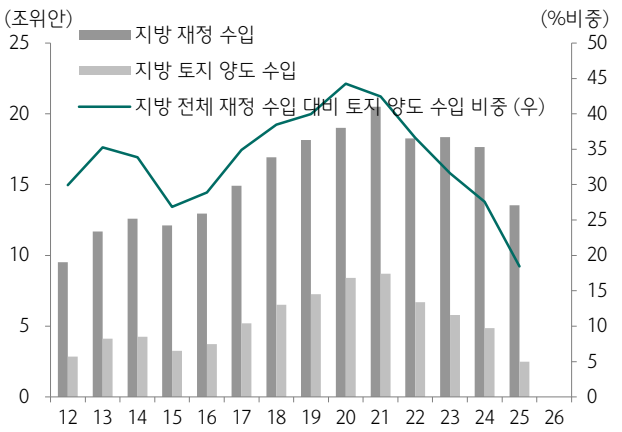
자료: Wind, 하나증권

이슈 3. 전체 GDP 대비 업종별 비중



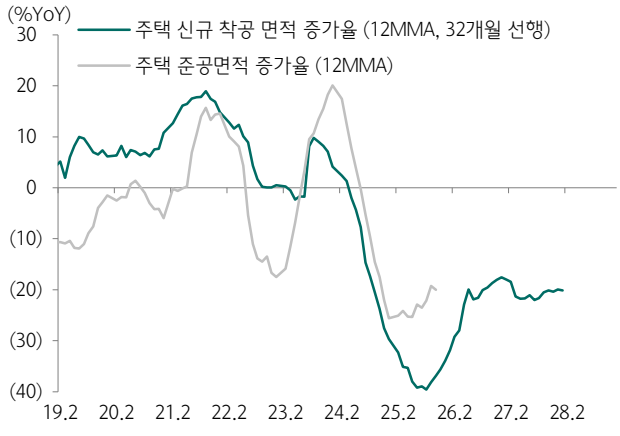
자료: Wind, 하나증권

이슈 4. 중국 지방 재정 및 토지 양도 수입 추이



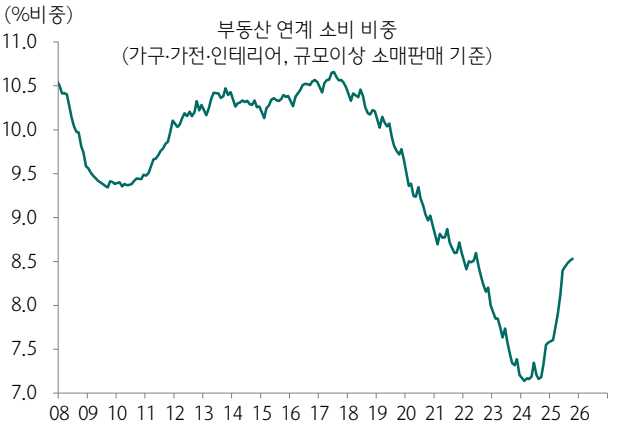
자료 : Wind, 하나증권

이슈 5. 중국 신규 착공 VS 준공 면적 증가율



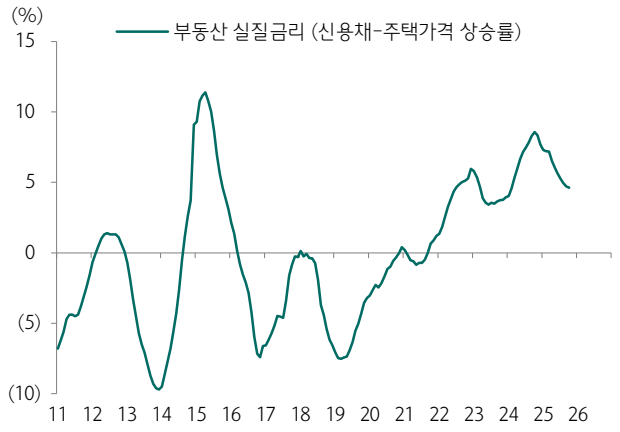
자료 : Wind, 하나증권

이슈 6. 중국 부동산 연계 소비 비중



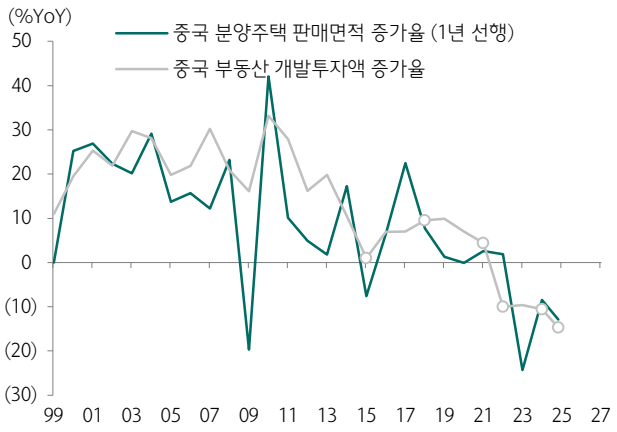
자료 : Wind, 하나증권

이슈 7. 중국 부동산 실질금리 추이



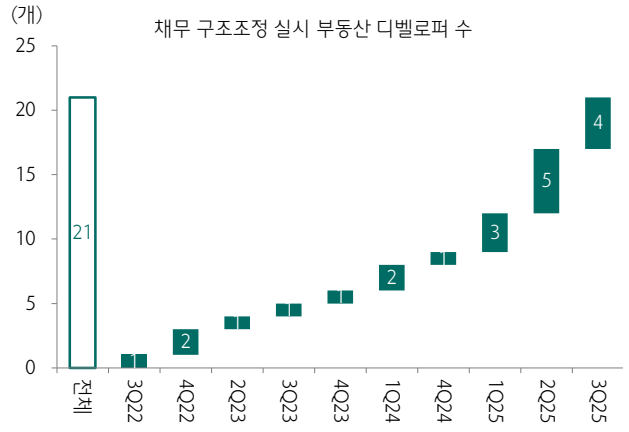
자료 : Wind, 하나증권

이슈 8. 중국 분양주택 판매면적 VS 개발투자액 증가율



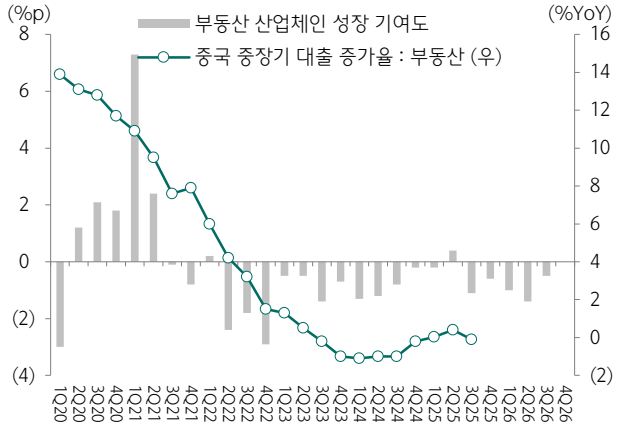
주: 2025년은 1-10월 기준
자료 : Wind, 하나증권

이슈 9. 중국 채무 구조조정 실시 부동산 디벨로퍼 수



자료 : Wind, 하나증권

이슈 10. 부동산 산업체인 성장 기여도 VS 중장기 대출 증가율



주: 4Q25-4Q26은 당사 전망치
자료 : Wind, 하나증권

중국증시 Key Data (주간)

중국 주간 산업가격 지표 모니터링

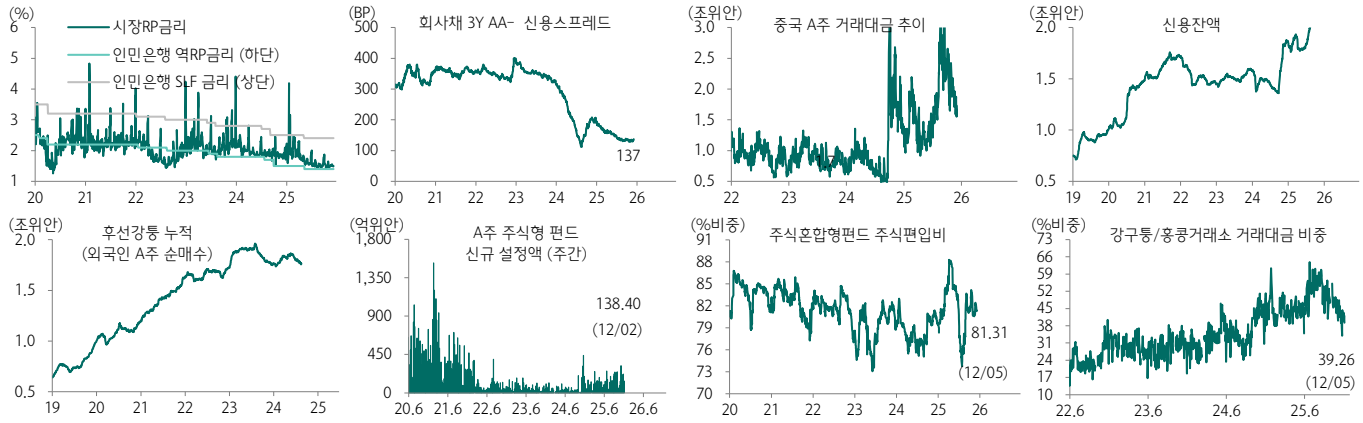
	지표 (주간)	전기비 (WoW)		12월 (MTD)	전년비 (YoY)			업데이트 날짜
		WoW (금주)	WoW (전주)		11월	10월	vs 2019 (%)	
생산	**고로 가동률**	**(1.3)**	(0.7)	-	0.3	3.4	-	11/28
	코크스 가동률	**0.5**	1.1	2.6	(2.4)	1.4	(5.4)	12/05
	지역난방 (산둥성)	**2.6**	(0.9)	3.9	2.3	(1.9)	(16.2)	12/03
	댐 방류량 (삼협댐)	**7.1**	(38.1)	(26.4)	54.3	165.7	2.0	12/07
수출입	**BDI (수입)**	**6.5**	12.5	24.3	41.8	19.8	118.2	12/05
	CDFI (수입)	**2.0**	2.4	7.1	6.0	3.0	50.1	12/05
	CCFI (수출)	**(0.6)**	(0.1)	1.4	(23.0)	(29.4)	(25.3)	12/05
	SCFI (수출)	**(0.4)**	0.7	(2.7)	(36.4)	(35.5)	(43.1)	12/05
건설/건축	**건축용 강재 거래량**	**22.3**	(14.4)	-	(14.6)	(17.1)	-	11/06
	조강 생산량	**(6.4)**	0.9	-	(9.3)	(5.6)	-	11/30
	철근 재고 (주요도시)	**(6.2)**	(3.8)	(11.2)	38.7	51.9	(6.0)	12/05
	아스팔트 설비 가동률	**0.4**	12.1	0.3	(8.4)	15.7	(35.7)	12/03
	시멘트 재고비율	**(1.4)**	(0.5)	-	4.4	0.9	-	11/28
	밀링머신 가동률	**0.3**	(4.4)	-	(16.1)	(11.4)	-	11/27
부동산	**30대도시 주택거래**	**(35.7)**	19.5	(18.4)	(28.0)	(21.0)	(67.7)	12/07
	1선 도시	**(37.8)**	45.6	(17.4)	(44.0)	(27.5)	(64.5)	12/07
	2선 도시	**(39.7)**	16.0	(19.3)	(18.2)	(11.9)	(63.7)	12/07
	3선 도시	**(14.0)**	(0.9)	(16.7)	(26.8)	(28.1)	(77.9)	12/07
	기존주택 공시가격	**0.0**	(0.1)	-	(6.3)	(6.2)	-	11/24
	기존주택 매물량	**(10.7)**	(11.5)	-	(87.9)	(88.2)	-	11/24
	100대도시 토지 거래 면적	**(6.3)**	82.5	-	(9.0)	(14.4)	-	11/30
	100대 도시 토지가격 프리미엄률	**230.6**	(19.8)	-	(4.1)	(0.3)	-	11/30
자동차	**타이어(세미스틸) 가동률**	**2.5**	(2.6)	(1.4)	(9.1)	(14.6)	13.3	12/04
	타이어(스틸) 가동률	**0.3**	3.3	(0.2)	5.3	8.0	(1.4)	12/04
화학 의류 소비	**PTA 가동률**	**2.6**	(3.2)	(1.6)	(8.2)	(5.7)	(17.8)	12/04
	폴리에스테르 가동률	**0.0**	1.7	(1.1)	(8.1)	(7.2)	(11.9)	12/05
	직조기 가동률	**(1.3)**	(7.2)	-	-	-	-	04/17
	지하철 이용	**(29.1)**	(0.1)	(6.4)	2.6	(0.0)	23.0	12/06
PPI	**RJ/CRB**	**1.5**	2.0	0.7	6.1	4.9	86.3	12/05
	중국 상품가격 종합지수 (남화)	**0.4**	1.2	0.1	(7.2)	(7.7)	39.7	12/05
	브렌트유	**(0.0)**	3.7	1.1	(14.4)	(14.3)	29.1	12/05
	구리	**5.7**	2.7	5.1	17.5	10.7	46.2	12/05
	알루미늄	**1.5**	2.1	1.4	8.9	6.2	42.2	12/05
	철광석	**(0.6)**	0.6	1.9	0.8	0.7	(19.7)	12/05
	코크스	**9.5**	(4.4)	(7.3)	(8.6)	(14.2)	(30.7)	12/05
	철근	**2.1**	1.2	2.8	(8.2)	(10.2)	(23.7)	12/05
	시멘트	**(0.1)**	**0.2**	(0.4)	(23.2)	(19.6)	(34.3)	12/05
CPI	**농산품 도매가격 종합지수**	**1.8**	0.9	2.1	2.3	(7.8)	2.2	12/05
	이우시장 소형 공산품가격	**0.1**	(0.2)	-	-	-	-	06/29
	돈육	**(0.8)**	(0.4)	(1.7)	(24.8)	(27.2)	(59.1)	12/05
	계란	**1.2**	1.2	1.0	(28.1)	(27.6)	(7.1)	12/05
	채소	**2.4**	1.9	2.5	13.2	(10.0)	19.7	12/05
	과일	**2.6**	1.8	2.5	(0.2)	(2.7)	21.5	12/05
	소고기	**(0.5)**	0.2	(0.1)	9.1	8.0	(12.8)	12/05
	양고기	**0.2**	0.9	0.4	6.2	5.3	(12.6)	12/05
	닭고기	**(0.5)**	0.0	0.6	(1.3)	(1.9)	8.1	12/05

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국증시와 상품 시장 Performance (주간)

도표 19. 중국증시 정책/유동성/수급/투자심리 모니터링 : 거래대금/신용스프레드/신용잔액 확대, RP금리/신규 설정액/강구퉁/주식혼합형펀드 축소

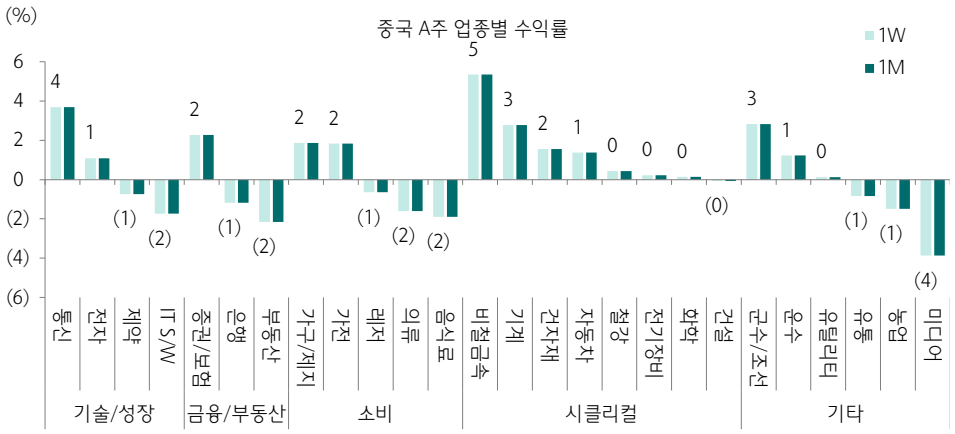


자료: Wind, CEIC, 하나증권

비철금속(+5%), 통신(+4%), 군수/조선(+3%) 아웃퍼폼

미디어(-4%), 부동산(-2%), 음식료(-2%) 언더퍼폼

도표 20. 중국 A주 주요 업종 수익률

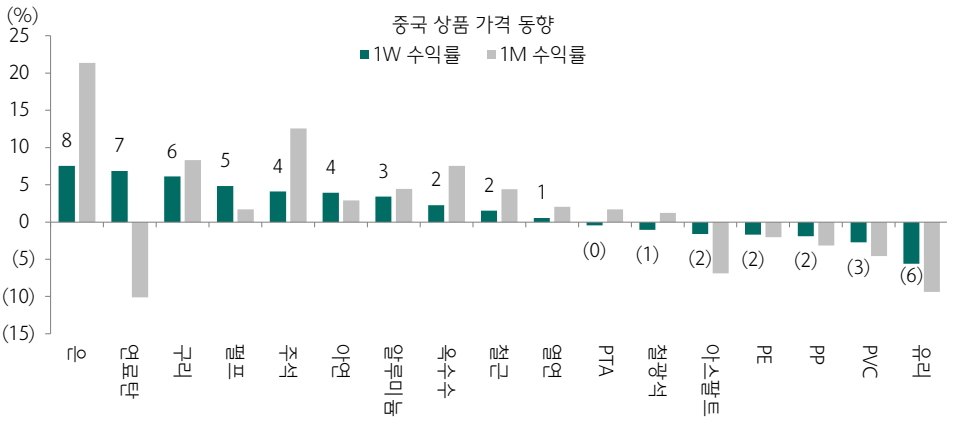


주 : 2025년 12월 5일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

상품가격은 은, 연료탄, 구리, 펄프, 주석, 아연, 알루미늄, 옥수수, 철근, 열연 상승

유리, PVC, PP, PE, 아스팔트, 철광석, PTA 하락

도표 21. 중국 상품선물 가격 동향

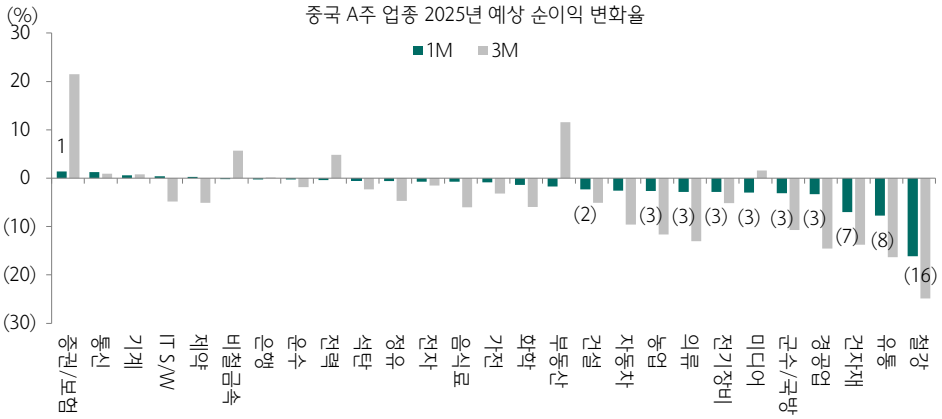


주 : 2025년 12월 5일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준
자료 : Wind, 하나증권

중국 A주와 MSCI China 주요 업종 이익/매출 추정치 변화 (주간)

최근 1개월 순이익 전망치 상향은 증권/보험, 통신, 기계 순

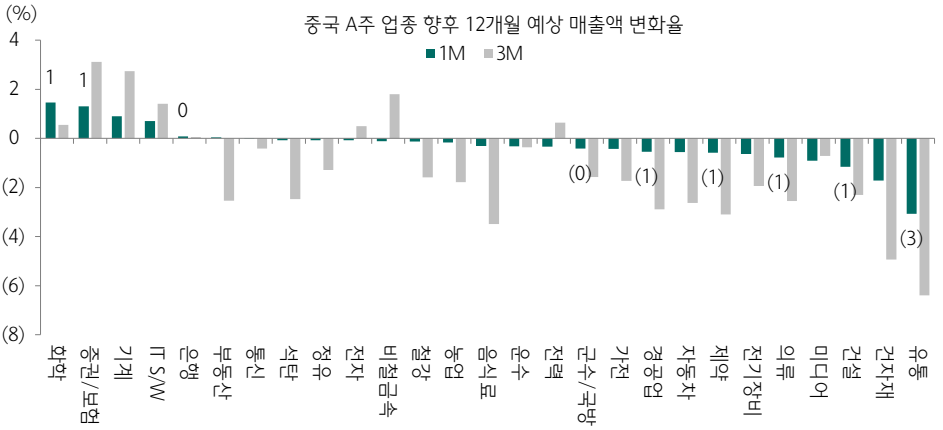
도표 22. 중국 A주 2025년 예상 순이익 변동



주 : 2025년 12월 5일 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

최근 1개월 매출 전망치 상향은 화학, 증권/보험, 기계 순

도표 23. 중국 A주 2025년 예상 매출액 변동



주 : 2025년 12월 5일 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.