China Strategy

민병규 Global Strategy
byungkyu.min@yuantakorea.com

중국 부동산 정책, Redline 에서 Whitelist 로

연초 중국 부동산 개발 기업들의 주가 상승이 뚜렷. China Resources Land, China Overseas Land 등 주요 부동산 개발 기업들의 주가 수익률은 본토 지수를 대폭 상회, 항셍 부동산 지수 역시 항셍 지수의 수익률을 압도. 연초 부동산 시장 안정에 대한 중국 정부의 의지가 재차 확인된 영향.

2025 년 12 월 회사채 만기 연장 실패로 디폴트 위기에 직면했던 Vanke 는 지난달 이자 지급 유예에 성공. 특히 Vanke 와 대출은행 간의 합의를 '선전시 정부 산하 국유자산감독관리위원회'가 주도했다는 점에서 정부의 시장 안정 의지가 확인. 지난주에는 채권 만기를 일부 연장(40% 상환, 60%는 2026 년 12 월 15 일 상환)하는 것에 추가 합의. 원금 상환은 최대주주인 Shenzhen Metro(국영기업)가 유동성을 지원할 예정.

연초 중국 정부는 부동산 개발사들의 유동성 위기와 디폴트를 촉발했던 '3 대 레드라인(자산/부채 비율 70% 미만, 순부채 비율 100% 미만, 현금/단기부채 비율 1 배 이상'을 충족하지 못할 경우 차입 제한)' 규제를 사실상 폐지, 기업들에게 관련 재무지표의 정기 보고를 요구하지 않고 있는 상황. 이는 중국 정부가 현재 리스크가 '과도한 부채 확장'이 아닌 '유동성 고갈'에 있다고 판단하고 있음을 시사하며, 2020 년 8 월 '3 대 레드라인 규제' 시행 후 위축됐던 금융 지원이 정상화될 것이라는 기대감을 형성.

2024 년 이후 중국 정부는 개별 기업이 아닌 프로젝트 단위의 부동산 개발 지원에 나서기 시작. '화이트리스트' 제도로 명명된 이 지원책은 각 지방정부가 완공 가능성 높은 우량 프로젝트를 선정하면 은행이 자금을 지원하는 방식. 2025 년말 개편된 화이트리스트 정책은 1~2 년 내외로 만기가 짧았던 대출을 최대 5 년까지 연장할 수 있도록 허용하며, 추가 담보 역시 면제할 계획. 프로젝트 완료 시점까지 사업의 안정성을 보장하겠다는 것.

그동안 주거용 부동산에 집중됐던 중국 정부의 부양책은 2026 년 상업용 부동산으로 확대. 1 월 인민은행과 국가금융감독관리총국은 상업용 부동산 모기지 대출의 초기 납입금 비율을 기존 50%에서 30%로 대폭 인하. 또한 인민은행은 추가적인 기준금리 및 지준율 인하를 통해 유동성 공급 효과를 강화하겠다는 입장. 이는 보다 투기적으로 인식돼 정책 사각지대에 있던 상업용 부동산의 높은 공실률을 해소하고, 주거와 생업을 겸하는 소상공인들의 담보 여력을 확충(서민 경제 안정)하기 위한 전향적인 변화.

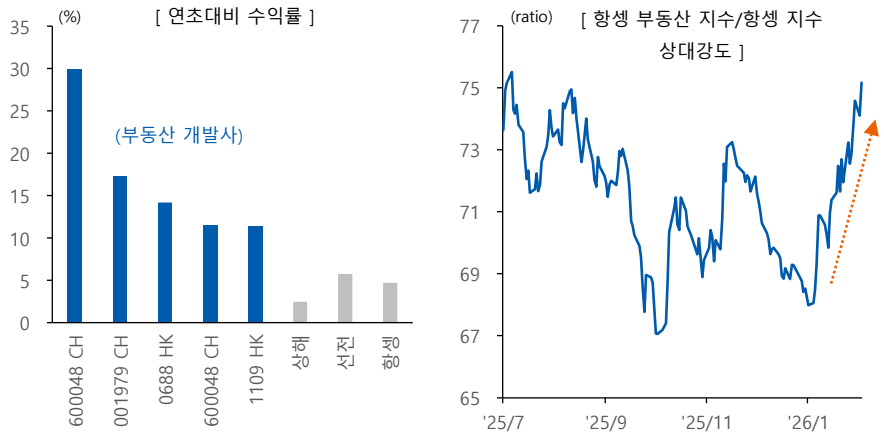
전일 확인된 8 개 주요 도시의 1 월 주거용 부동산 거래량은 전년대비 약 +22% 증가한 것으로 집계. 부동산 가격 하락이 본격화된 2022 년 이후 급증했던 주택 매물 역시 정상화 과정이 진행 중. 외지인 독신자에 대한 차별 규제 폐지 등 추가 부양책이 더해진 상해의 경우 2025 년 신규 주택 가격이 전년대비 +4.8% 상승.

중국 정부의 정책 목표는 부동산 경기 부양이 아닌 방어에 있으나, 불확실성 완화만으로도 역할은 충분. 부동산 수요 회복과 부동산 개발 프로젝트의 리스크 완화(화이트리스트)는 우량 개발사들의 밸류에이션 리레이팅 기회를 제공할 것(China Resources Land 화룬부동산 – 1109.HK, China Overseas Land 중국해외개발 – 0688.HK).

Key Charts

연초 중국 부동산 개발 기업들의 주가 상승이 뚜렷. China Resources Land, China Overseas Land 등 주요 부동산 개발 기업들의 주가 수익률은 본토 지수를 대폭 상회, 항셍 부동산 지수 역시 항셍 지수의 수익률을 압도. 연초 부동산 시장 안정에 대한 중국 정부의 의지가 재차 확인된 영향.

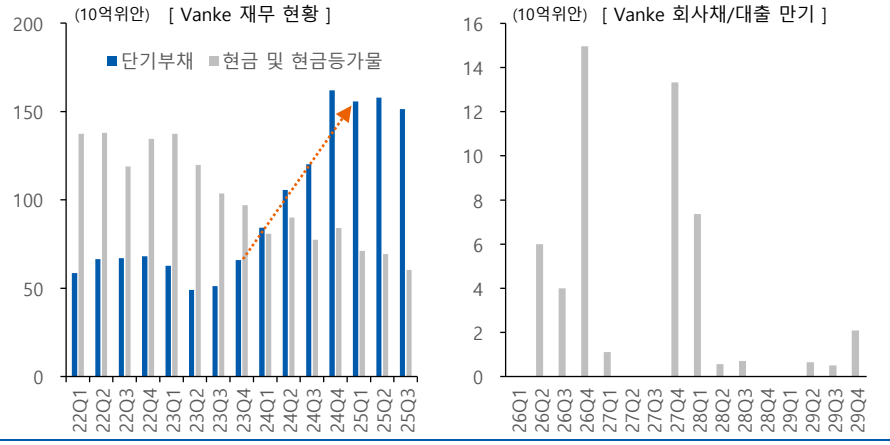
[차트 1] 연초 주요 부동산 개발 기업들의 주가 수익률은 본토 지수를 대폭 상회 중



주: Greentown China(600048 CH), China Merchants Shekou(001979 CH), China Overseas Land(0688 HK), Poly Develpments(600048 CH), China Resources Land(1109 HK). 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

회사채 만기 연장 실패로 디폴트 위기에 직면했던 Vanke는 지난달 이자 지급 유예에 성공. 특히 Vanke와 대출은행 간의 합의를 '선전시 정부 산하 국유자산감독관리위원회'가 주도했다는 점에서 정부의 시장 안정 의지가 확인. 지난주에는 채권 만기를 일부 연장하는 것에 추가 합의. 원금 상환은 최대주주인 Shenzhen Metro(국영기업)가 유동성을 지원할 예정.

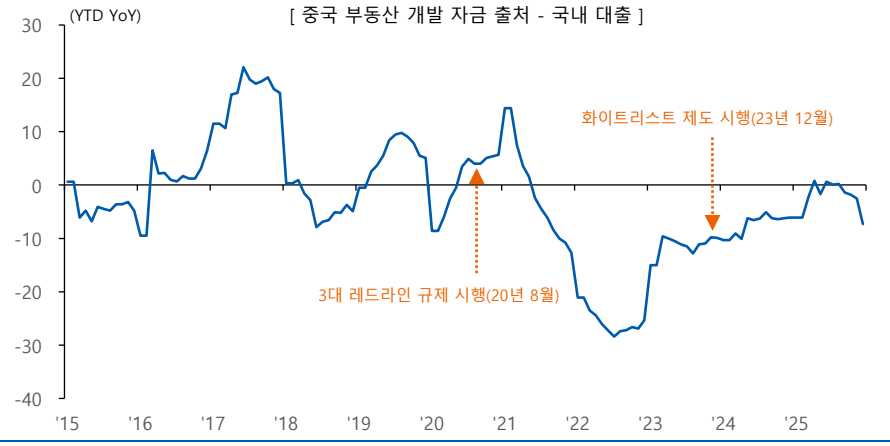
[차트 2] 지난주 Vanke는 채권 만기를 일부 연장하는 것에 추가 합의



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

연초 중국 정부는 부동산 개발사들의 유동성 위기와 디폴트를 촉발했던 '3대 레드라인 규제를 사실상 폐지, 기업들에게 관련 재무지표의 정기 보고를 요구하지 않고 있는 상황.

[차트 3] 연초 중국 정부는 3대 레드라인 규제를 폐지, 화이트리스트 제도를 강화



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

Key Charts

'3 대 레드라인' 폐지는 중국 정부가 현재 리스크가 '과도한 부채 확장'이 아닌 '유동성 고갈'에 있다고 판단하고 있음을 시사하며, 2020 년 8 월 '3 대 레드라인 규제' 시행 후 위축됐던 금융 지원이 정상화될 것이라는 기대감을 형성.

[표 1] 3 대 레드라인 규제 변화

구분	변경 전(20 년 8 월~25 년)	변경 후(26 년 1 월~)
정책명	3 대 레드라인(Three Red Lines)	규제 사실상 폐지 및 모니터링 완화
핵심 지표	1. 자산/부채 비율 70% 미만 2. 순부채 비율 100% 미만 3. 현금/단기부채 비율 1 배 이상	지표 준수 강제성 소멸 (시장 자율 및 은행별 리스크 관리로 이관)
보고 의무	매월 인민은행에 재무지표 보고 (위반 시 강한 제재)	월간 보고 의무 중단 (자산부채 비율 제출만 유지하되 규제 연동 해제)
신규 대출	위반 등급(적, 황, 녹)에 따라 신규 부채 증액 한도 설정(0%~15%)	기업 단위 총량 규제 철폐, 프로젝트 단위 대출 심사로 전환
정책 목표	부채 주도 성장 억제 및 거품 제거	유동성 공급 재개 및 개발업체 연쇄 도산 방지
관리 주체	정부 주도 Top-down 통제	지방정부 및 주관은행 중심의 현장 관리

자료: 유안타증권 리서치센터

24 년 이후 중국 정부는 개별 기업이 아닌 프로젝트 단위의 부동산 개발 지원에 나서기 시작. 각 지방정부가 완공 가능성 높은 우량 프로젝트를 선정하면 은행이 자금을 지원하는 방식. 2025 년말 개편된 화이트리스트 정책은 1~2 년 내외로 만기가 짧았던 대출을 최대 5 년까지 연장할 수 있도록 허용하며, 추가 담보 역시 면제할 계획. 프로젝트 완료 시점까지 사업의 안정성을 보장하겠다는 것.

[표 2] 화이트리스트 제도 변화

구분	변경 전(23 년말~25 년)	변경 후(25 년말~)
지원 대상	일부 우량 기업 위주 (기업 신용도 중시)	화이트리스트에 등재된 개별 프로젝트 (모기업 부실 여부와 무관하게 사업성만 평가)
대출 만기	1~2 년 단기 운영 자금 중심	최대 5 년까지 연장 허용
담보/보증	대출 연장/신규 시 추가 담보 및 보증 요구	적격 프로젝트 연장 시 추가 담보 요구 면제
자금 관리	다수 채권 은행의 각자 자금 회수	주관 은행 제도(Lead Bank System) 도입
핵심 목표	부도 방지를 위한 소극적 연명 지원	프로젝트 완수 및 분양 신뢰 회복

자료: 유안타증권 리서치센터

주거용 부동산에 집중됐던 중국 정부의 부양책은 상업용 부동산으로 확대. 인민은행과 국가금융감독관리총국은 상업용 부동산 모기지 대출의 초기 납입금 비율을 기존 50%에서 30%로 대폭 인하. 또한 인민은행은 추가적인 기준금리 및 지준율 인하를 통해 유동성 공급 효과를 강화하겠다는 입장. 내수 경기를 부양하기 위한 전향적인 변화.

[표 3] 상업용 부동산 규제 변화

구분	변경 전	변경 후(26 년 1 월~)
대상	상가, 오피스, 호텔, 상업용 아파트 등	
초기 납입금 비율	50%	30%
정책 결정권	중앙정부 가이드라인	지방정부 및 금융기관 자율
금리/유동성	상업용 대출에 대한 가산금리 적용	기준금리 인하 시사(0.25%p)
세제/혜택	상업용 부동산의 주거 전환 금지	임대 주택 전환 장려 및 리모델링 금융 지원
정책 목표	상업용 부동산 투기 및 과잉 공급 억제	공실률 해소, 자영업자 담보 여력 확충, 내수 경기 부양

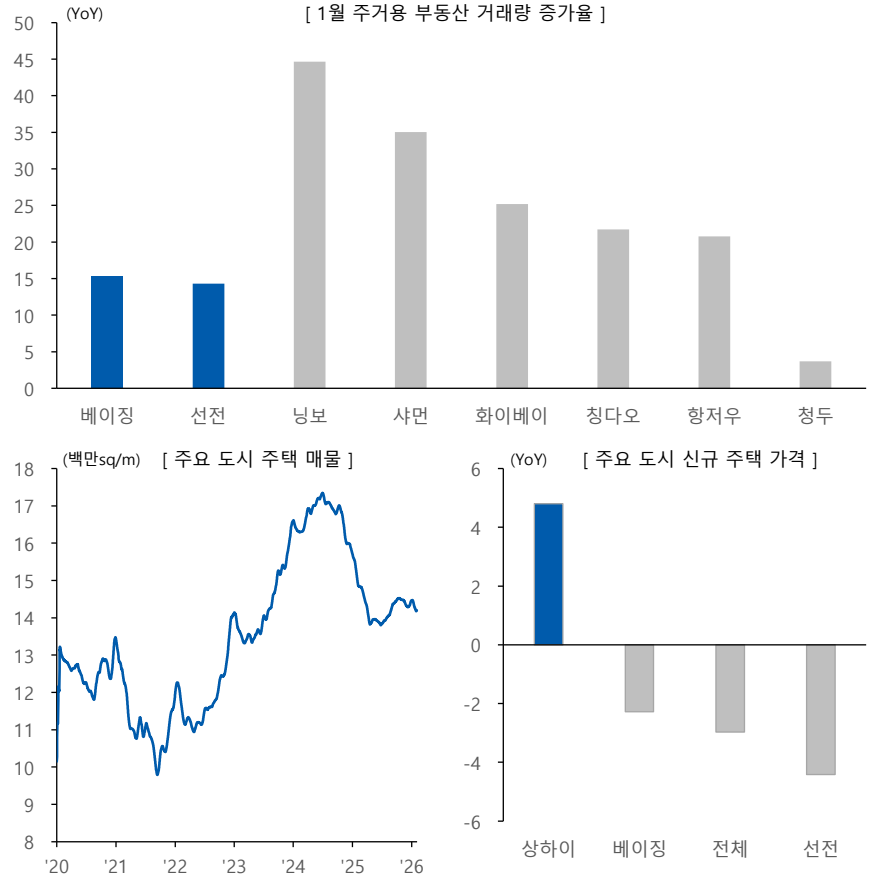
자료: 유안타증권 리서치센터

Key Charts

전일 확인된 8 개 주요 도시의 1 월 주거용 부동산 거래량은 전년대비 약 +22% 증가한 것으로 집계. 부동산 가격 하락이 본격화 된 2022 년 이후 급증했던 주택 매물 역시 정상화 과정이 진행 중. 외지인 독신자에 대한 차별 규제 폐지 등 추가 부양책이 더해진 상해의 경우 25 년 신규 주택 가격이 전년대비 +4.8% 상승.

중국 정부의 정책 목표는 부동산 경기 부양이 아닌 방어에 있으나, 불확실성 완화만으로도 역할은 충분. 부동산 수요 회복과 부동산 개발 프로젝트의 리스크 완화(화이트리스트)는 우량 개발사들의 밸류에이션 리레이팅 기회를 제공할 것(China Resources Land 화룬부동산 - 1109.HK, China Overseas Land 중국해외개발 - 0688.HK).

[차트 4] 연초 중국의 주거용 부동산 거래는 대폭 증가



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 민병규)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.