

2026. 9. 7 (월)

中 부동산 제도 전환: 고레버리지 모델의 종언

- 8.28 부동산 판매 제도 개편, 1998년 주택 상품화 이후의 최대 제도 변화
- 주택 인도 리스크는 크게 축소, 단 개발투자의 구조적 저성장과 토지재정 공백 불가피
- 부동산 경기 회복까지 여전히 시간 필요, 디벨로퍼 투자는 알파의 영역으로

글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설화
xuehua.cui@meritz.co.kr

1998년 주택 상품화 이후의 최대 제도 전환

중국의 현대 부동산 제도는 2가지 결정에서 출발했다. 1994년 홍콩식 선분양 제도의 도입과 1998년 무상 주택 배급제 폐지다. 이 두 결정이 맞물리면서 개인의 주택 구매가 본격화되었고, 이 과정에서 부동산 디벨로퍼는 착공 후 계약금과 모기지 자금을 확보해 잔여 공사와 차기 토지 매입에 투입하는 자기자본 대비 수십 배의 사업을 굴리는 고레버리지·고회전 모델을 정착시켰다.

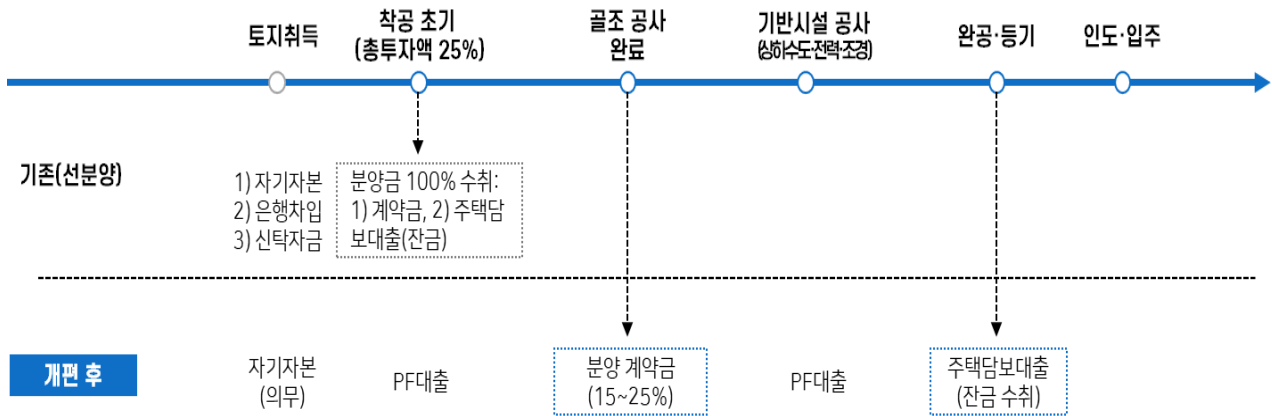
선분양 모델은 2000년 이후 중국의 고속 성장과 도시화를 견인했다. 단 지방정부의 부채 누적과 금융 리스크를 함께 키웠고, 2021년부터 이어진 5년간의 부동산 다운사이클에서는 란웨이러우(爛尾樓, 미완공 아파트)라는 사회적 문제로까지 번졌다.

결국 8월 28일 중국은 새로운 주택판매 제도를 공개했다. 주택도농건설부·자연자원부·금융감독총국이 ‘상품주택 판매제도 완비에 관한 통지’를, 인민은행·금융감독총국이 ‘부동산 신용관리 개혁을 통한 부동산 신모델 발전 가속화에 관한 의견’을, 증권감독관리위원회가 ‘자본시장의 부동산 신모델 발전 지원에 관한 의견’을 내놓는 등 3개 핵심 정책과 5개 세부 관리 방법이 동시에 발표됐다. 하루에 8개 문건이 나왔다는 것은 오랜 기간 준비된 설계도가 완성되었음을 의미한다.

새 정책의 핵심은 디벨로퍼의 현금흐름 시점이다. 과거 중국의 신규주택 공급은 대부분 선분양이었고, 제도상 주택 구매자의 계약금과 모기지 대출을 착공 초기에 100% 회수할 수 있었다. 단, 828 정책 이후부터 정책당국은 1) 준공 후 분양을 최대한 유도하고, 2) 선분양의 경우 계약금은 골조 완성 이후부터, 모기지 대출은 준공 이후부터 수취하도록 변경했다. <그림 1>에서 보듯, 새 제도에서 디벨로퍼는 과거와 같은 초기 자금 회수가 불가능해졌고, 시공에 필요한 자금을 스스로 조달해야 하므로 기존의 고레버리지·고회전 모델은 더 이상 성립하지 않는다.

따라서 이번 정책의 목표는 1) 디벨로퍼의 레버리지 축소, 2) 매수인의 주택 인도 리스크에 대한 근본적 보호, 3) 건설 단계의 리스크를 개인이 아닌 전문 금융기관이 부담하도록 하는 재배분으로 정리된다. 그동안 중국 부동산 시장이 안고 있던 고유의 문제를 해결하는 동시에, 해외의 부동산 개발 방식에 한층 수렴한 셈이다.

그림1 중국 주택 분양제도 개편 전후 디벨로퍼의 단계별 자금조달 구조 (2026년 8월 28일)



자료: 메리츠증권 리서치센터

디벨로퍼, 토지재정, 가계 및 금융기관에 미치는 영향

새로운 제도 하에서 예상되는 산업 영향은 아래와 같다.

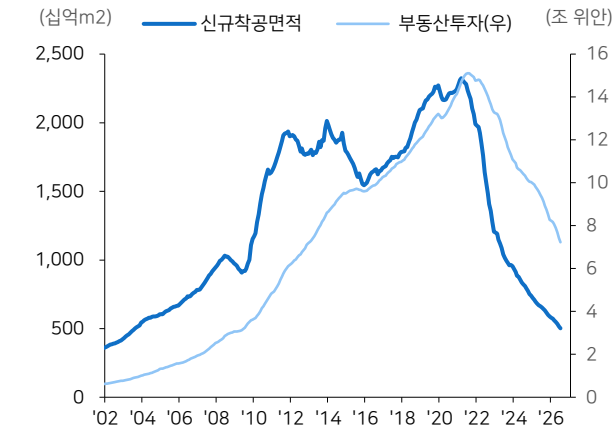
첫째, 부동산 개발 투자의 부진 지속이다. 과거에는 디벨로퍼가 착공 초기에 분양 대금 대부분을 회수할 수 있어 고레버리지, 고회전율 모델이 가능했다. 그러나 개편 후에는 토지 취득 시 자기자본 투입이 의무화되고, 분양 계약금도 골조 공사 완료 이후에야 유입되면서 디벨로퍼의 가용 자금이 크게 제약된다. 자금 회전을 하락은 결국 토지매입과 신규개발 수요를 위축시킨다. 중국의 부동산 투자는 이미 고점대비 -52% 이상 감소했지만, 새 제도 하에 단기간 내 회복을 기대하기는 쉽지 않을 것으로 예상되며 경기에 대한 부담도 지속될 전망이다(그림 2, 3).

둘째, 지방정부의 구조적인 토지 재정 종료이다. 강화된 자기자본 요건과 디벨로퍼의 회전을 둔화는 앞으로 토지를 매입할 수 있는 주체의 수와 지불 가능한 가격을 동시에 제약한다. 이는 향후 주택 거래가 안정을 되찾더라도 토지 매각 수입이 과거처럼 지방정부의 주요 재정 수입원 역할을 하기는 어렵다는 의미다. 따라서 중국 정부는 부동산 보유세, 임대소득 과세 등 대안적 세원을 모색할 가능성이 높으며, 이 미해결 과제가 이번 개편의 가장 큰 후속 리스크라고 할 수 있다(그림 4).

셋째, 가계의 주택구매는 더 안전해지고, 준공 후 분양 비중이 더 높아질 것이다.
 준공 후 대출 실행, 계약금 관리 감독 강화, 인도 동시 등기가 모두 미완공 또는 지연 주택에 돈을 내는 위험을 줄인다. 여기에 정책당국이 준공 후 분양을 우선적으로 유도하고 있다. 결국 매수인은 준공 여부와 시공 품질, 과거 인도 이력을 중요한 판단 기준으로 삼게 될 것이며, 이는 디벨로퍼 간 품질 경쟁을 강화하는 선순환으로 이어질 수 있다(그림 5).

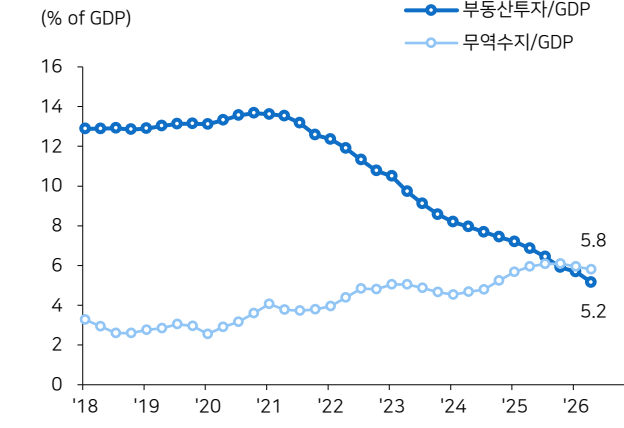
넷째, 금융기관의 리스크 부담이 커진다. 은행은 과거보다 긴 기간의 자금을 공급하며 건설과 준공 과정의 리스크를 직접 떠안게 된다. 이에 은행 대출은 우량 디벨로퍼와 우량 입지에 한층 집중될 전망이다. 대신 폐쇄형 감독계좌를 통해 프로젝트 현금흐름에 대한 가시성과 통제력을 확보하게 된다.

그림2 중국 부동산투자액, 고점('22년 8월)대비 -52% 감소



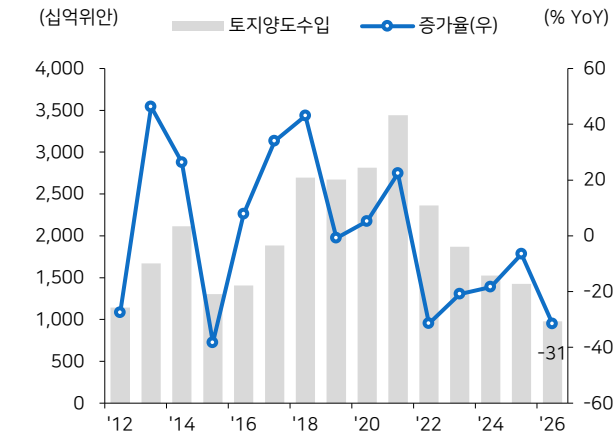
주: 12개월 Rolling 합산액 기준
 자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 GDP에서 부동산투자 차지 비중은 5.2%까지 하락



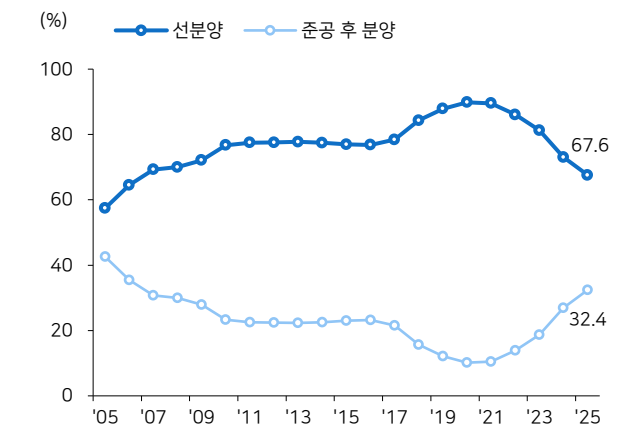
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림4 지방정부의 토지양도대금액: '26년 상반기 -31% YoY



주: 매년 1~6월 누적 기준
 자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국의 선분양 및 준공 후 분양 비중 추이



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

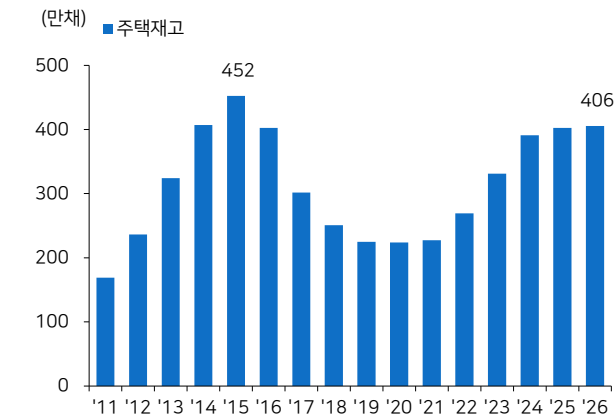
중국 디벨로퍼 투자는 알파의 영역으로 전환

결론적으로 이번 제도 개편은 중국 부동산이 구모델에 종지부를 찍고, 느리지만 안전한 ‘신모델’로의 이행하는 과정을 제도화한 조치다.

정책당국은 높은 주택 재고를 소진하기 위해 이번 개편과 함께 주택담보대출 최장 기간을 30년에서 40년으로 늘리고, DTI 상한도 기존 55%에서 60%로 상향하는 부양책을 함께 내놓았다. 실수요 일부를 지원해 단기적으로 주택 판매를 끌어올리는 효과는 기대할 수 있다. 다만 가격이 여전히 하락하고 개발투자가 억제되는 환경에서 부동산 경기가 본격적으로 회복되기까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 보인다.

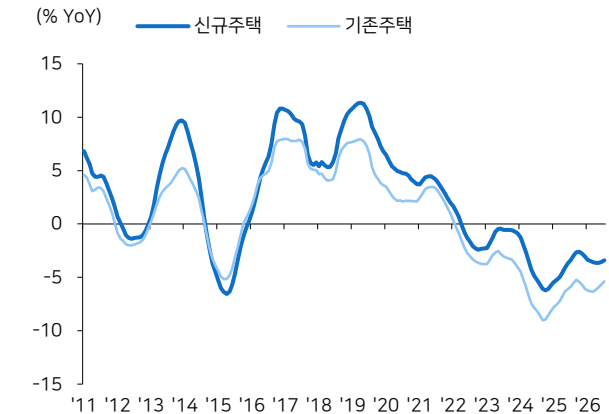
투자자 관점에서 이번 제도 개편은 부동산 섹터를 베타 리스크에서, 재무 건전성과 프로젝트 품질에 따라 승자와 패자가 갈리는 알파의 영역으로 옮겨 놓는다. 업종 전반에 대한 일괄적 접근보다, 자기자본 여력과 우량 입지 토지를 확보한 소수 디벨로퍼, 그리고 폐쇄형 감독계좌 체계에서 우량 대출 자산을 선별할 수 있는 은행으로 관심을 좁혀야 할 시점이다.

그림6 중국의 주택재고: 여전히 높은 수준



주: 1채를 100㎡로 가정하고 계산
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 70개 도시의 신규주택과 기존주택 가격 하락세 지속



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.