



2022. 4. 19 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

1Q22 중국경제: 민간 자생력 부재

오늘의 차트

미국, 늘어나는 주거비 부담

칼럼의 재해석

주택 담보 대출 이자율 5%: 새로운 경제적 불확실성 국면

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 해당 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.

Strategy Idea



△ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

1Q22 중국경제: 민간 자생력 부재

- ✓ 1분기 중국경제는 1~2월 회복, 3월 lockdown에 따른 부진 수순으로 진행
- ✓ 소비 부진한 가운데 투자가 선방했으나, 이 마저도 정책금융에 크게 의존. 민간 자생력 부재
- ✓ 중국 2022년 경제성장을 전망을 기준 5.1%에서 4.9%로 하향조정

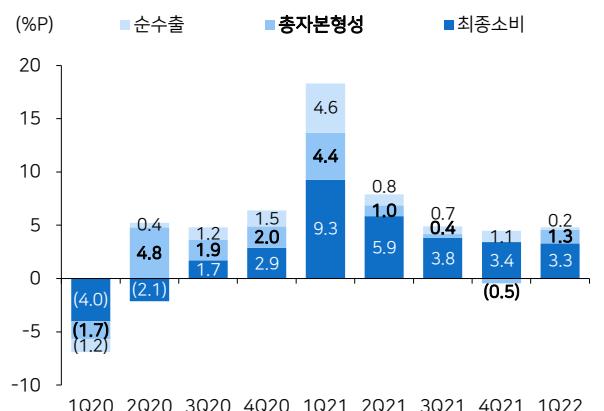
석연치 않은(?) 중국 1Q GDP 서프라이즈

중국 1분기 GDP 4.8% YoY
서프라이즈

중국 국가 통계국에 따르면, 1/4분기 중국 GDP는 전분기대비 1.3%, 전년대비 4.8% 성장하여, QoQ 기준 0.7%에 머무를 것(4.2% YoY)으로 예상했던 블룸버그 컨센서스를 대폭 상회하였다. 성장 기여도를 보면, 최종소비가 3.3%포인트로 작년 4분기(3.4%p)와 유사했고, 총자본형성이 투자 회복에 힘입어 1.3%포인트로 개선된 것으로 나타났다. 경제활동 별로 보면 3월 서비스업 활동 위축 영향으로 3차 산업 기여도가 2.3%포인트로 정체된 반면, 2차 산업 기여도가 2.2%포인트로 상승하였다. 산업활동의 개선에 따른 것으로 이해 가능하다.

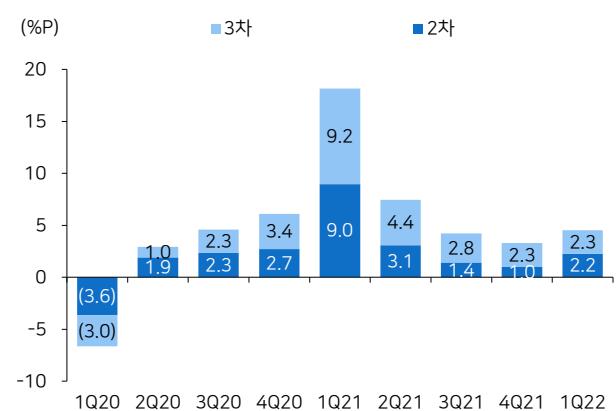
여기까지만 본다면 큰 문제가 없어 보인다. 오히려 경제성장을 실적치가 시장 기대를 크게 상회하였는데, 15일 지준율 인하를 단행한 것이 이상해 보일 정도다. 데 이터를 좀 더 분해해야 1분기 중국의 비밀을 알 수 있다. 이제 분해를 시작한다.

그림1 중국 GDP 성장기여도 (1): 지출항목별



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 GDP 성장기여도 (2): 경제활동별 (생산)



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

3월 경제활동 shock: 특히 소비부진 심화

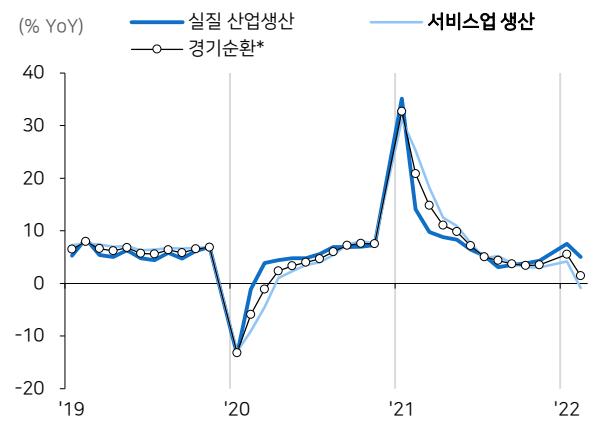
1~2월 지표는 양호했으나…

중국 경제가 4%대 후반의 성장률을 시현한 배경을 끓자면, 양호했던 1~2월 경기 지표를 들 수 있다. 1~2월 산업생산은 7.5%, 서비스업 생산은 4.2% 증가했다. 1 분기 GDP 산업별 구성을 준용하여 산업생산에 40%와 서비스업 생산에 60%를 가중하여 경기순환지표를 만들어 보면, 1~2월 GDP성장률은 5.5%에 달한다. 동기간 중 재화 소매판매와 외식서비스 매출도 각각 6.5%와 8.9% 늘어날 정도의 양호한 성장세를 보였다.

3월 한 달을 가지고 GDP산출률 1.5% 성장에 그친 것으로 추정

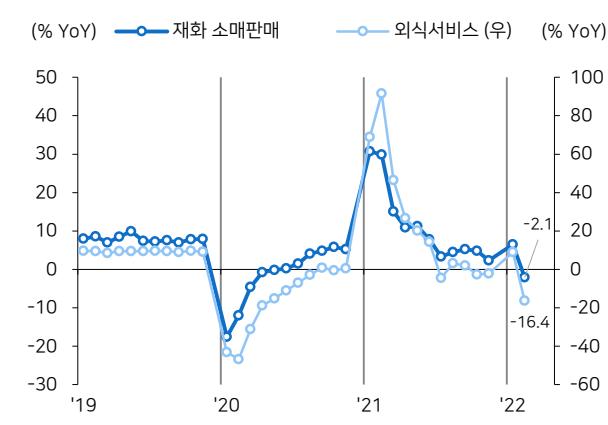
문제는 3월이다. 길림성을 시작으로 섬서성, 상해에 이르기까지 오미크론 변이가 빠르게 확산되면서 중국은 전수조사 및 이동제한을 걸기 시작했다. 이렇게 되면서 서비스업 생산이 3월 중 전년대비 0.9% 역성장했다. 소비여건이 제약되면서 재화 소매판매는 전년대비 2.1%, 외식서비스 매출은 16.4% 감소했다. 경기순환지표 기준으로 3월 GDP는 1.5% 성장에 그친 것으로 추정된다.

그림3 중국 실질 산업생산과 서비스업 생산, 경기순환지표



주: * 1Q GDP구성에 준하여, 산업생산 40%와 서비스업 생산 60%로 기중평균
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 중국 재화 소매판매와 외식서비스 매출 증감률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

소비 부진이 일시적이지 않을
가능성: 고용/소득 펀더멘털 취약

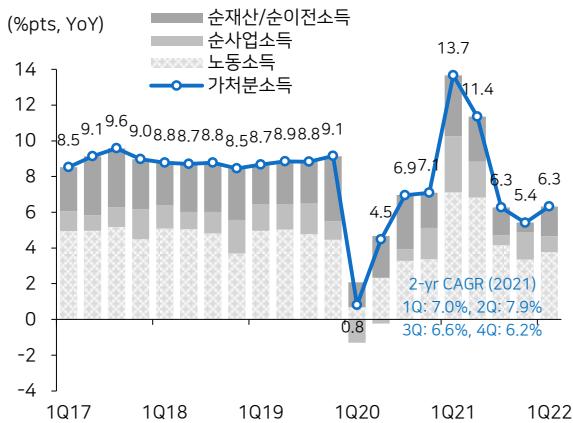
산업생산도 광업생산 급증 고려
필요

소비부진이 일시적이라고 보기 어려운 부분도 있다. 전국 1인당 가치분소득은 전년대비 6.4% 증가했는데, 이는 명목 GDP성장률 8.9%를 상당 폭 하회한다. 보통은 노동소득 분배율이 동일하다면 경제가 성장하는 만큼 가계가 소득증가를 향유하기 마련이나, 중국은 코로나19 이후 그 관계가 깨지고 있다.

인당 소득증가세가 미진하다면 고용이 받쳐 줘야 하겠으나, 3월 도시지역 신규취업자수는 전년대비 18% 급감했고, 31개 도시 서베이 실업률은 코로나19 영향이 극에 달했던 2020년 5월(5.9%) 수준을 넘어선 6.0%까지 상승했다. 이동활동 제약에서 이 모든 것이 비롯되었다고 보기에는 구조적인 측면을 간과하기 어렵다.

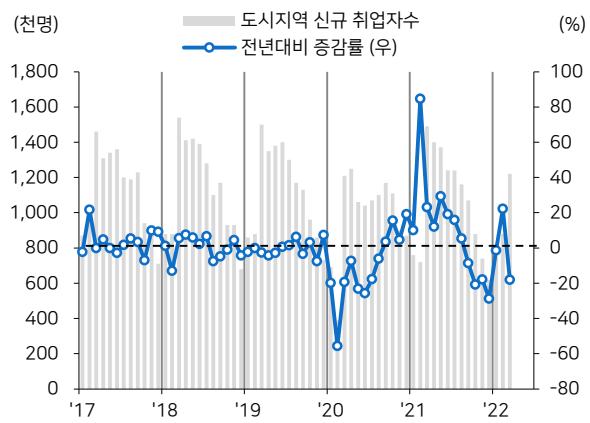
한편, 산업생산도 1~2월 숫자가 양호했던 것을 제외하고 3월 들어 선방했다고 보기 힘들다. 3월 산업생산 5.0% 증가는 광업 생산의 급증(12.2%) 때문이며, 정작 제조업 생산은 4.4% 증가에 그쳤다. 자동차, 일반장비, 그리고 산업활동 전반의 proxy인 전기/가스/수도 생산이 공히 악화되었다 (표 1).

그림5 중국의 전국 1인당 가치분소득 증감률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 월별 도시지역 신규취업자수와 전년대비 증감률



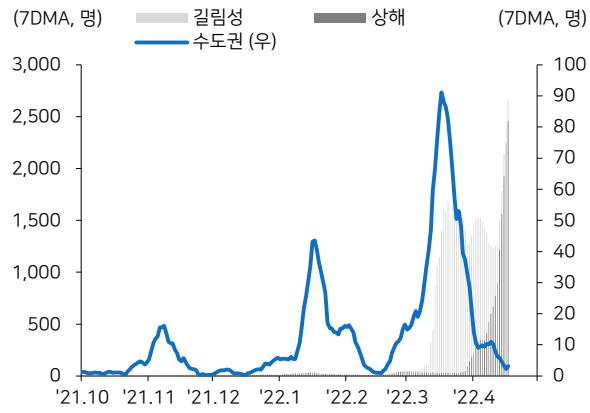
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 도시지역 전체 및 31개 주요도시 서베이 실업률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 주요 지역별 코로나19 신규확진자수



자료: NHC, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국 업종별 산업생산 증감률

	'21.4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	'22. 1~2월	3월
전체 산업생산	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	7.5	5.0
광업	3.2	3.2	0.7	0.6	2.5	3.2	6.0	6.2	7.3	9.8	12.2
제조업	10.3	9.0	8.7	6.2	5.5	2.4	2.5	2.9	3.8	7.3	4.4
식료품	1.4	3.6	6.6	5.0	6.4	2.8	6.8	9.0	9.1	7.4	3.8
의복	2.5	-3.0	-1.3	-1.0	-2.5	-5.8	-5.9	-3.5	-2.4	4.9	0.7
화학제품	8.7	8.6	9.8	6.6	5.5	0.0	0.8	-0.9	1.2	5.9	3.0
의약품	19.0	34.0	32.5	25.3	32.9	26.5	16.3	17.0	8.6	12.9	10.1
고무/플라스틱	9.2	5.1	3.9	1.1	0.4	-3.9	-5.4	-2.0	0.0	2.0	0.8
비금속광물	12.6	7.6	8.7	5.9	4.4	-1.1	-4.1	-4.0	-0.2	1.3	1.6
철강 제련/압연	10.9	7.7	4.1	-2.6	-5.3	-9.7	-12.8	-11.2	-2.5	-2.9	-1.6
비철 제련/압연	1.4	2.9	2.4	2.3	2.8	1.2	0.0	-1.2	-0.8	4.4	6.2
철강 가공업	21.0	19.2	19.7	12.7	11.8	6.8	6.7	3.5	4.6	6.8	2.1
일반장비	14.9	13.8	13.9	7.6	6.7	3.0	1.0	2.8	1.5	5.0	-0.7
특수장비	10.2	5.9	10.5	5.3	8.7	8.8	7.2	4.0	7.4	8.8	7.6
자동차	7.7	0.5	-4.3	-8.5	-12.6	-8.2	-7.9	-4.7	2.8	7.2	-1.0
전기장비	22.6	18.7	15.0	10.3	10.3	6.8	5.3	9.4	5.8	7.8	10.6
통신장비	10.4	12.7	13.4	13.0	13.3	9.5	14.0	13.5	12.0	11.8	12.5
전기, 가스, 수도	10.3	11.0	11.6	13.2	6.3	9.7	11.1	11.1	7.2	6.8	4.6

자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

투자가 선방했으나, 사실상 정부의 힘으로 해석해야 할 것

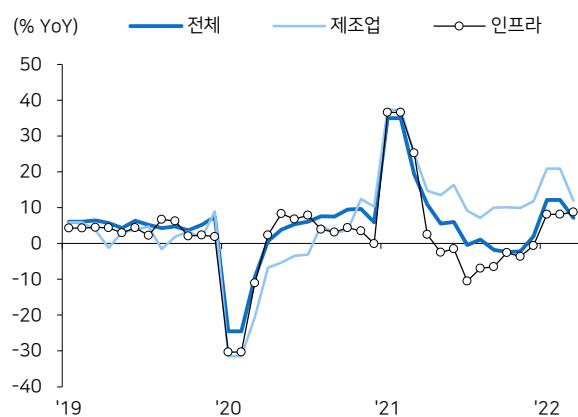
제조업, 인프라 투자 선방

그나마 선방한 것은 투자지표이다. 작년 4분기 명목 고정자산투자가 전년대비 1% 감소한 것과 대조적으로 올해 1분기 9.3% 증가로 반전된 것이니 상당한 변화이다. 부동산 투자는 여전히 부진하지만, 제조업과 인프라 투자가 개선되면서 가능한 숫자였으며, 후자는 인프라 투자의 재원 역할인 지방 특별채 조기발행의 영향이다.

제조업 이익부진에도 투자가 크게 늘어난 것이 의아함

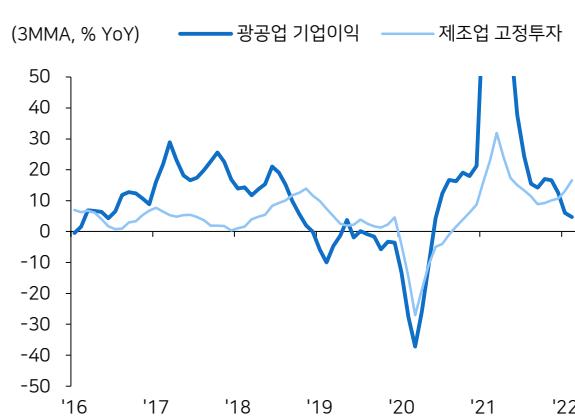
특이한 점은 제조업 고정자산투자 회복(1분기 15.6%)과 기업이익 증가율 간의 디커플링이 발생했다는 것이다. 제조업은 민간투자 비중이 높아 이익이 크게 증가할 수록 이에 상응한 투자가 늘어나는 것이 일반적이다. 그런데, 광공업 기업이익은 1~2월 중 고작 5% 늘어나는 데 그쳤다.

그림9 중국 주요 업종 고정자산투자 증감률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 광공업 기업이익과 제조업 고정투자 증감률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

비밀은 1Q 중 막대한 신용공여에 있음. 사실상 정책금융 성격

투자 급증이 가능했던 이유는 1분기 중 이들 제조업에 대한 엄청난 신용공여가 이루어졌기 때문이다. 광공업 기업으로의 대출은 올해 1분기 중 무려 2.8조 위안(외화대출 포함)이나 증가하였다(전년대비 증가율은 36%). 동 기간 전체 기업대출(외화대출 포함)이 8.1조 위안 늘었는데, 이 중 35%가 여기에 집중되었다는 의미이다. 이는 3월 기업대출 중심의 총사회융자 급증을 상당 부분 설명하는 데이터포인트가 되고 있다.

만약, 1분기 중 늘어난 기업대출이 중장기 대출 중심이었다면 제조업 투자 회복의 지속 가능성은 논할 수 있었을 것이다. 그런데, 1분기 위안화 대출 증가분인 7.1조 위안 중 중장기 대출은 3.9조 위안에 불과하다. 나머지 3.2조 위안은 단기대출과 어음할인 등 기존 대출상환 내지는 운전자금 소요와 관련된 것들이다.

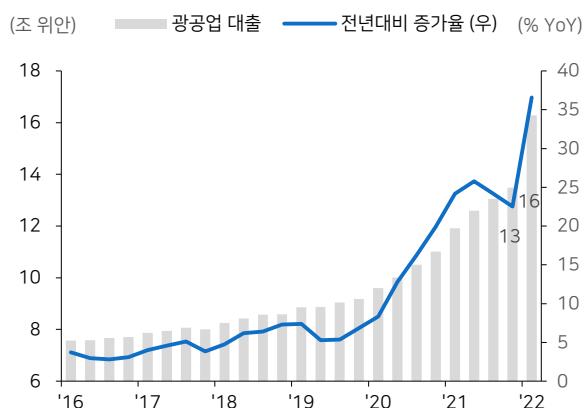
오히려 올해 제조업 투자와 R&D에 대한 중국 정부의 지원의지를 고려한다면, 정책금융 성격이 짙다고도 볼 수 있다. 다시 말해서 진정한 투자수요로부터 비롯된 제조업 투자집행인지 여부와 재원의 활용 여부는 아직 블랙박스 영역에 있다.

1분기 성장률이 예상을 상회하였으나, 민간 자생력은 결여된 모습

요약해 보면, 올해 1분기 중국경제는 1) 1~2월 양호한 경제활동 덕분에 3월 부진을 일정 수준 상쇄할 수 있었으며, 2) 3월 소비부진을 투자확대를 통해 완충하였다. 그러나 후자의 경우 사실상의 정책금융(지방 특별채 발행확대에 따른 인프라 투자와 대규모 제조업 신용공여)에 기반한 것이었을 가능성이 크다. 따라서 분기 후반으로 갈수록 민간 자생력이 결여되고 정부의 힘에 의해 인위적인 경기진작이 이루어진 것으로 보인다.

즉, 경제성장을 실적치는 예상을 상회했으나, 금융시장 관점에서 본다면 질적으로 상당한 취약성을 드러내는 부진한 성적표라는 것이다. 이제 지준율 인하라는 카드가 동원된 것을 이해할 수 있다.

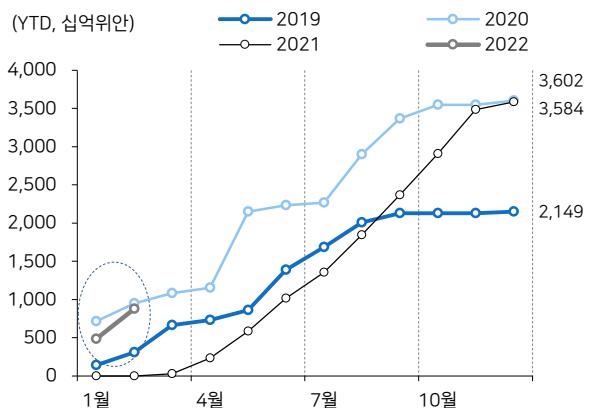
그림11 중국 광공업(Industrial) 대출과 전년대비 증감률



주: 외화대출 포함

자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 월별 지방특별채 발행실적



자료: 중국 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 총사회융자 및 기업신용 증감률

주: 기업신용 = 은행 위안화 기업대출 + 그림자금융(위탁, 신탁대출, 여음인수)
자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 은행 위안화 기업대출: 전체 vs 중장기



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

향후 변수들

(1) 수출

수출 증가율 둔화로 제조업 부문
신장세 약화될 가능성

그간 중국 산업생산의 원만한 회복세를 견인해 왔던 동인 중 하나는 수출이었다. 특히, 선진국 중심의 IT수요 확대가 중국이 장기간 두 자리 수 수출성장을 향유하도록 한 주된 요인으로 자리매김했다. 문제는 수출주문 감소에 시차를 두고 달러화 및 위안화 표시 수출증가율이 계속 둔화되고 있다는 것이다. 그간 순수출 기여도가 (+)의 상태를 유지하며 중국 경제성장을 일정 수준 지지해 왔는데, 앞으로는 그 역할이 약화될 소지가 있다는 것이다.

중국의 산업활동이 이미 악화되고 있을 가능성도 우려된다. 3월 들어 원자재 수입 물량이 거의 전 품목에 걸쳐 감소하고, 설비투자 및 생산과 직결된 기계전자 및 Hi-tech 수입이 각각 전년대비 2.7%와 2.5% 감소한 점이 그것이다. 물론 지역 봉쇄에 따른 공장 조업차질의 영향이었을 가능성은 있으나, 향후 교역활동의 부진 위험을 고려한다면 이러한 흐름이 일시적이지 않을 개연성도 있다.

그림15 중국 선진국향 수출 및 Hi-tech 수출 증감률 (USD)



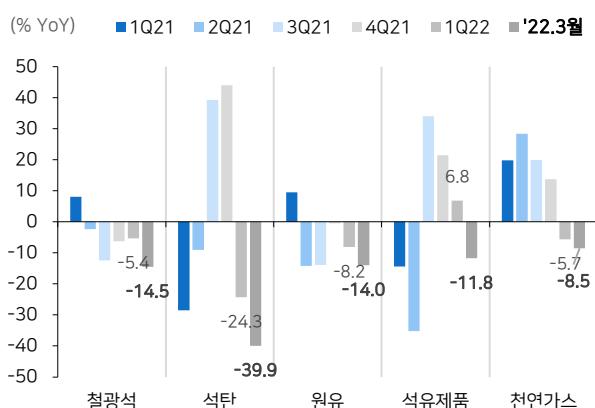
자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중국 제조업 PMI 수출주문 vs 위안화 표시 수출



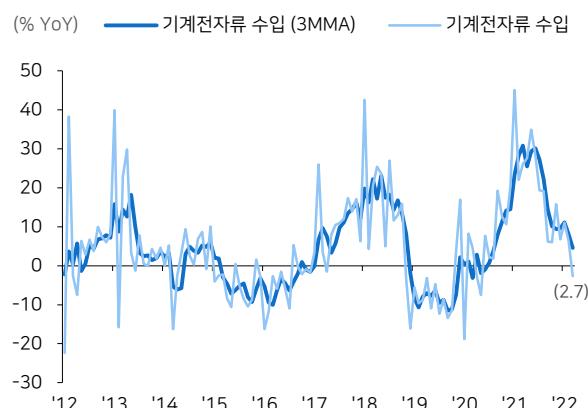
자료: 중국 물류구매연합회, 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국 주요 원자재 수입물량 증감률



자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림18 중국 기계전자류 수입액 증감률



자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

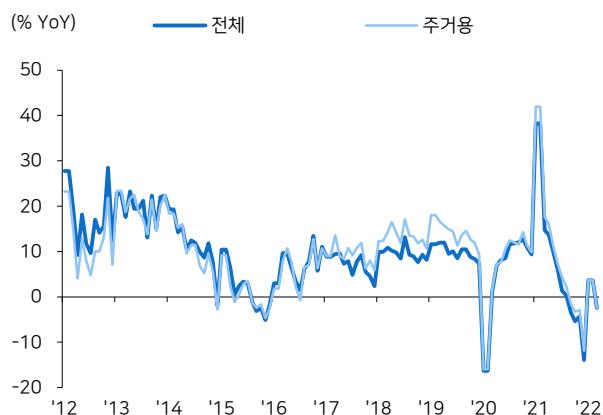
(2) 부동산

부동산 투자 부진의 이유는…

부동산 투자는 양날의 검이다. 부동산업의 고정자산투자(2021년 기준 18.2조 위안)는 전체 고정투자의 24%에 달할 정도로 엄청난 규모이다. 따라서 경기부양이 시급한 상황에서는 부동산 투자를 진작시켜야 하지만, 경기/금융안정성 제고 명목으로 현재는 규제의 영역에 있다는 것이 문제이다.

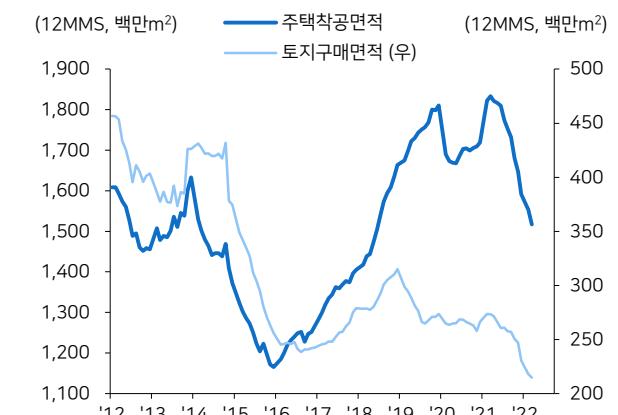
그래서 부동산 투자는 부진하다. 1~2월 중 전년대비 3.7% 증가했으나 3월 들어 2.4% 감소로 전환되었고, 투자의 선행지표인 주택착공과 토지구매면적은 올해 1분기에도 큰 폭으로 감소(주택착공 -19%, 토지구매면적 -42%)하였다.

그림19 중국 부동산 투자액 증감률: 전체 vs 주거용



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림20 중국 주택착공면적과 토지구매면적 (12개월 이동합)



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

레버리지 규제와 더불어…

건설투자도 돈이 있어야 한다. 현재는 타인자본(레버리지) 활용을 규제하는 탓에 부동산 투자재원도 전년대비 감소하고 있다. 3월 M2증가율이 9.7%까지 반등하면서 개선 가능성은 제기될 수 있겠으나 향방은 불투명하다. 더 큰 문제는 부동산 투자재원 급감이 단순한 타인자본 규제 때문이 아니라는 것에 있다.

수요 부진에 따른 투자재원 급감 때문임

그림 23은 올해 1분기와 작년 1분기 부동산 투자재원 감소에 어떤 부문이 크게 기여했는가를 도해한 것이다. 부동산 투자재원이 전년대비 19.6% 감소하였는데, 정작 대출감소분은 기여도가 -3.6%포인트에 불과하다. 주택을 구매하는 사람들의 선금금(down payment) 납부분 감소가 -11.6%포인트, 모기지(주택구매 대출) 유입감소가 -3.1%포인트에 달한다. 다시 말하면 주택수요 감소, 즉 거래량 급감이라는 2차 충격이 부동산 투자 및 재원조달 부진을 심화시키는 요인으로 작용하고 있다는 의미이다.

주거용 건물의 거래면적은 올해 1분기 중 17.1% 감소하였고, 거래량 감소는 주택 가격의 7개월 연속 하락으로도 귀결되고 있다. 전술하였듯 고용/소득여건의 부진이 비단 민간소비뿐 아니라 주택판매의 위축으로도 연결되고 있을 가능성이 크다. 이는 규제가 아니라 수요의 문제라는 것이다.

그림21 중국 M2와 부동산 투자재원(Source of fund)



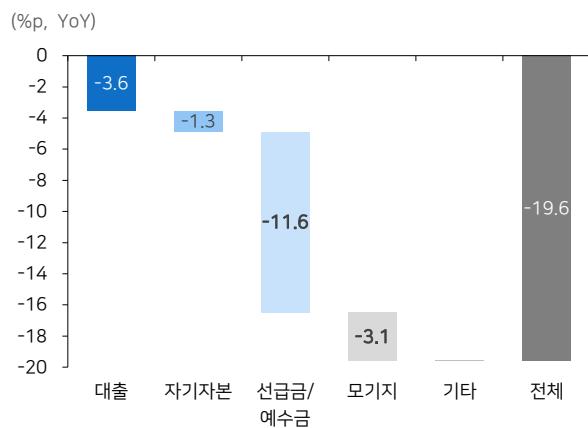
주: * Current Year 기준 자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림22 중국 주거용 부동산투자와 부동산 투자재원



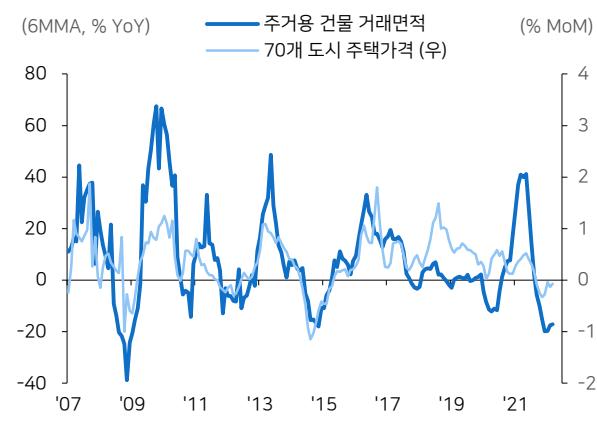
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림23 중국 부동산 투자재원 증감 기여도 (1Q22 vs 1Q21)



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림24 중국 주택거래면적과 주택가격 상승률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

주택 거래부진과 가격 하락은
정부의 의도와 거리가 있었을 것

중국 정부규제의 목적은 부동산 개발업의 과도한 레버리지를 조정하는 데 있는 것이며, 거래량 위축과 주택가격 하락은 정부가 의도하지 않은 영역이었을 가능성이 크다. 따라서 필요 이상의 부동산 투자 위축과 주택매매시장의 부진은, 정책 미세 조정을 통해 막아야 할 유인도 존재한다고 본다.

금리인하가 유효한 수단이나
내외금리차 역전으로 어려운 상황
결국 규제일변도 정책변화 필요

여기서의 문제는, 정책수단이 제한되어 있다는 것이다. 수요의 문제이기 때문에 은행대출 태도를 개선시키는 것 보다는 비용을 낮춰주는 것(금리인하)이 유의미한 수단일 수 있다. 그런데, 명시적으로 금리인하를 하기에는 중-미 금리차가 이미 역전되어 있고, 이는 위안화 약세를 더욱 심화시키는 요인이 될 수 있기에 조심스럽다. 결국 은행 마진을 희생하면서 가산금리를 낮추거나, 지역별로 대출규제를 완화하는 미시적 정책에 치중할 수 밖에 없다.

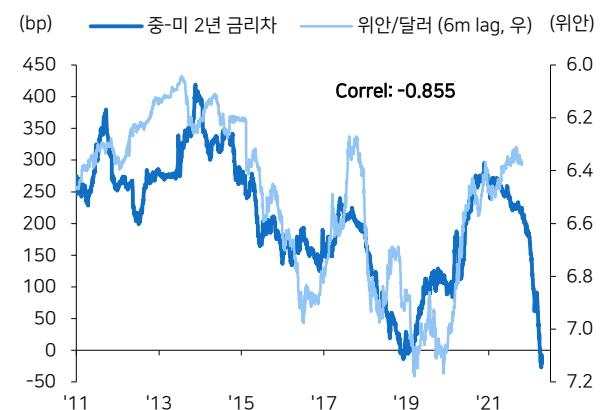
결국 어느 시점에 가서 규제 일변도 정책에 변화를 가져야 부동산 거래와 투자의 회복을 도모할 수 있을 것으로 본다.

그림25 중국 5년 LPR과 개인주택대출 금리



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림26 중-미 국제 2년물 금리차와 위안/달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(3) 제로 코로나 정책의 변화와 재정집행

향후 경기에 방점 둔다면
유연한 제로 코로나 필요

민간소비와 이동활동 제약을 가하는 제로 코로나 정책의 변화도 앞으로의 변수이다. 중국은 고령층의 부스터샷 접종률이 낮고, 여타 지역에 비해 누적 사망률이 높은 수준이기에 확진자수 급증에 특히 민감할 수 밖에 없다(최설화, "Real China: 중국 봉쇄 기간 연장, 정책대응 가속화", 2022. 4. 4). 따라서 방역 시스템과 의료 역량을 고려했을 때 경기회복을 일정 수준 희생하는 것이 합리적이라고 생각하는 듯 하다. 다만 최근 상해 봉쇄의 부작용을 관찰하면서 광저우 등 여타 지역에 대해서는 봉쇄의 강도를 약화시키고 있다. 앞으로 정부의 선택이 경기에 방점을 둔다면 현재보다는 유연한 제로 코로나 적용을 고려해야 할 것이다.

재정조기집행 가속화도 고려

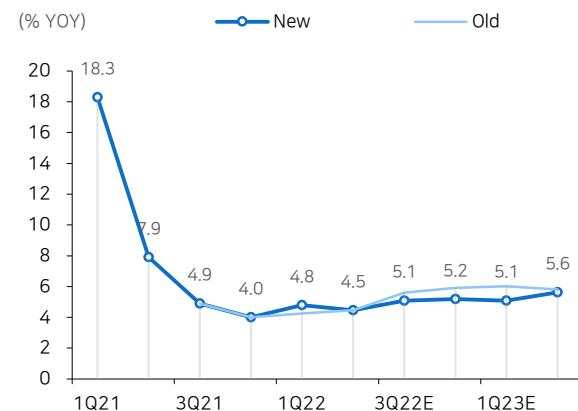
오미크론 변이가 지나간 이후 재정조기집행 가속화도 고려해야 할 부분이다. 올해 1~2월 재정지출 집행률을 보면 올해 예산의 14.3%로 작년 14.5%에 비해 낮고, 재정흑자도 작년 1~2월 6,072억 위안 대비 큰 7,976억 위안을 기록했다. 물론 연초는 경기가 양호했기 때문에 이러한 선택을 했을 수 있겠으나, 향후 여러 변수가 존재함을 고려한다면 재정에는 좀 더 적극적일 필요가 있다는 판단이다.

그림27 중국 연도별 1~2월 재정지출 집행률



자료: 중국 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중국 경제성장을 전망



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터 추정

중국 2022년 경제전망 하향조정과 향후 전망 변화 조건들

중국 2022년 경제전망 기준 5.1%에서 4.9%로 하향

중국 1분기 GDP 서프라이즈에도 불구하고 3월 이후 소비부진과 정책에 의한 인위적인 경기진작이라는 부분을 고려하여, 2022년 경제성장률 전망은 기준 5.1%에서 4.9%로 하향 조정한다. 2023년 전망도 기준 5.5%에서 5.4%로 낮춘다.

2분기가 특히 부진할 것

분기별로 보면, 올해 2분기 경제성장률이 전분기대비 1%에도 못 미치는 부진한 성적표를 시현할 가능성이 크다. 우선적으로 중국 내 코로나19 변이확산 진정이 선행되어야 할 것이나, 단기간 내에는 이를 기대하기 어렵다. 상해 지역을 중심으로 확진자수가 계속 늘고 있고, 전수조사가 확대될 때마다 그 수가 추가적으로 증가할 위험이 있다는 점을 고려하지 않을 수 없다. 수출증가율 둔화와 부동산 부진 지속 등 downside risk의 상존도 부담이다.

성장을 전망 상향조정 조건들

앞으로 성장을 전망이 상향 조정되려면 다음의 조건들이 충족되어야 할 것이다.

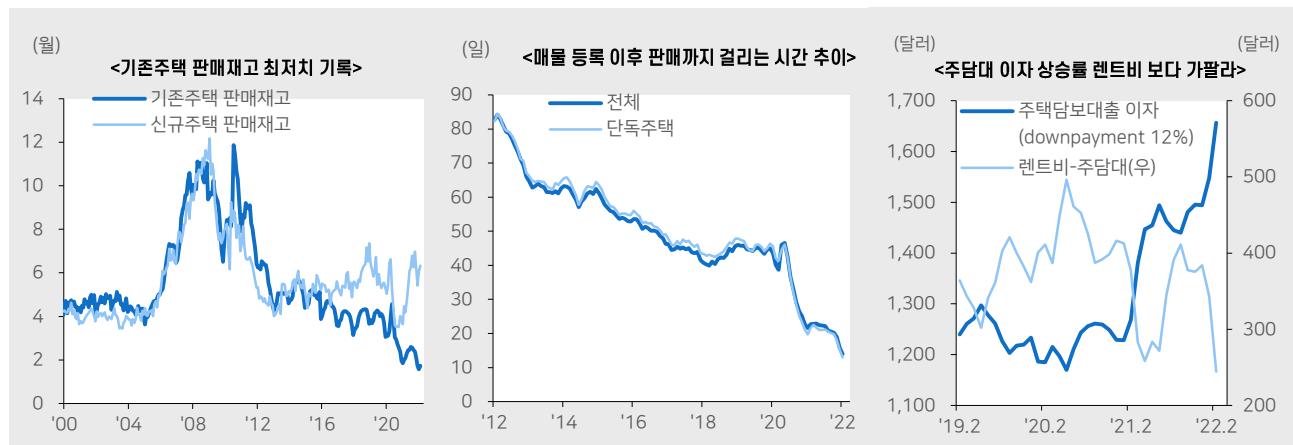
- 첫째, 확진자수 증가세 둔화와 제로 코로나 정책의 유연성 제고이다. 이를 통해 이동활동이 개선되면서 필요 이상의 소비위축 발생을 완충할 필요가 있겠다.
- 둘째, 부동산 정책의 변화이다. 현재는 레버리지 규제를 넘어 부동산 거래위축이 부동산 투자의 감소를 심화시키고 있다. 중국 정부의 의도와 달리 주택가격이 하락하고 거래위축이 진행되는 만큼, 하방 위험을 막을 수 있는 정책이 수반되어야 추후 전망도 상향 조정될 수 있을 것이다.
- 셋째, 중국 정부가 전인대 당시 계획한 것 이상으로 재정자극을 투여하거나, 재정자극의 추가 투여가 어렵다면 준재정(지방정부 혹은 개발은행 등 채권발행 확대)을 사용하는 경우이다. 통화정책 대응이 내외금리차 역전으로 사실상 어려운 상황에서 거시적 대응을 강화하려면 방법은 재정에 의존하는 수 밖에 없기 때문이다.

이러한 변화가 가시화되기 전까지는 중국 경기에 대한 보수적 견해를 유지하는 것이 합리적이라는 생각이다.

오늘의 차트

임제혁 연구원

미국, 늘어나는 주거비 부담



자료: US Census Bureau, Redfin, 메리츠증권 리서치센터

최근 서비스업의 물가 영향력이 커지고 있다. 특히 집세와 관련된 항목은 CPI basket에서 차지하는 비중이 31.3%로 가장 크기 때문에 향후 물가 방향성을 검토하는 데 있어 주요한 요인이다.

미국 주택시장 수급 불균형 심화

코로나 국면에서 낮아진 모기지 금리와 함께 집에 머무는 시간이 늘어남에 따라 교외 등지에 더 넓고 좋은 주택을 사려는 수요가 늘어나자, 주택 가격은 큰 폭으로 상승했다. 주택 가격의 상승에도 밀레니얼들의 새집 마련 수요가 유지되었으나 주택 공급은 오히려 줄어들며 미국 주택시장의 수급 불균형은 지속되고 있다.

신규주택 판매재고 늘어났으나 수급 불균형 완화 신호는 아님

수급불균형은 판매재고를 판매량으로 나눈 재고율수를 통해 파악할 수 있다. 기존 주택재고는 하락하며 역대 최저치 수준이나, 신규 주택 재고는 증가하는 추이를 보이고 있다. 다만 이는 주택시장에서의 수급 불균형의 해소를 시사하기보다, 모기지 금리 급등으로 주택 매입시 이자비용이 높아진 가운데, 이미 큰 폭으로 상승한 집값으로 인해 상대적으로 낮은 가격대의 주택을 선호하는 성향이 강해진 영향으로 풀이된다.

높은 집값+주담대 비용 상승으로 임차 수요 늘어

주택 매물등록 이후 소화까지의 소요기간이 낮아지는 측면도 여전히 주택 시장은 공급자 우위인 시장상황임을 보여준다. 신규 주택은 상대적으로 비싸고 기존 주택의 재고가 늘어날 기미를 보이지 않자 가격이 저렴한 콘도나 렌트의 수요가 빠르게 확대되고 있다.

렌트비 상승세 지속

이로 인해 집값의 상승세가 이어지는 가운데 렌트비 또한 지난해 동기대비 15% 상승했다(12월 14.1% YoY→2월 15.5%). 부족한 주택 재고, 높은 이자비용이 주거비 상승으로 이어지며 서비스업의 기조적인 물가 상승 압력에 기여할 것으로 예상한다.

칼럼의 재해석

문경원 수석연구원

주택 담보 대출 이자율 5%: 새로운 경제적 불확실성 국면(The Washington Post)

주택 담보 대출 이자율이 10여 년 만에 처음으로 5%를 넘어섰다. 이처럼 급격한 상승으로 인해 미국 주택 붐이 누그러지기 시작했고, 치솟는 인플레이션에 의해 경제에 새로운 불확실성을 맞이하게 되었다. 목요일 발표된 Freddie Mac 데이터에 따르면, 가장 인기 있는 모기지 상품인 30-year fixed mortgage loan의 이자율이 4%를 넘어선 지 5주 만에 문턱에 도달했으며, 2011년 2월 이후로 최대치를 기록한 것이다.

한편 전미 부동산 중개인 협회(National Association of Realtors)에 따르면 중간 가격은 2월에 \$357,300까지 상승했다. 이는 작년에 비해 15%의 프리미엄과 120개월 연속 전년 대비 가격 인상을 나타내고 있으며, 이는 기록상 가장 긴 연속 인상 기간이다. 가격은 완화되어야 하지만, 금리 인상은 계속해서 적정 가격을 찾는 데에 걸림돌이 될 것이다. 그리고 더 높은 이자율이 시간이 지남에 따라 주택 구입을 둔화시킬 것으로 예상하지만, 주택 붐을 이끈 요인은 다른 요인들은 여전히 남아있다. 아직도 주택 수요가 많으며, 재고가 적은 상황이다.

한국의 상황도 다르지 않을 수 있다. 물가 상승에 따른 금리 인상이 당연시 되는 상황에서 자연스럽게 주택 담보 대출 이자율도 상승할 것이다. 지난 5년간의 저금리 기조와 함께 가파른 집값 오름세를 보고 있던 많은 잠재적 주택 구매자들은 새 정부의 공급 및 대출 관련 정책에 많은 기대를 하고 있다. 하지만 계속된 금리 인상에 따라 이자 비용 부담 증가에 의해 매매 거주 비용과 전월세 거주 비용의 역전이 벌어지게 되면, 시장은 다시 한번 새로운 국면을 맞이하게 될 것이다.

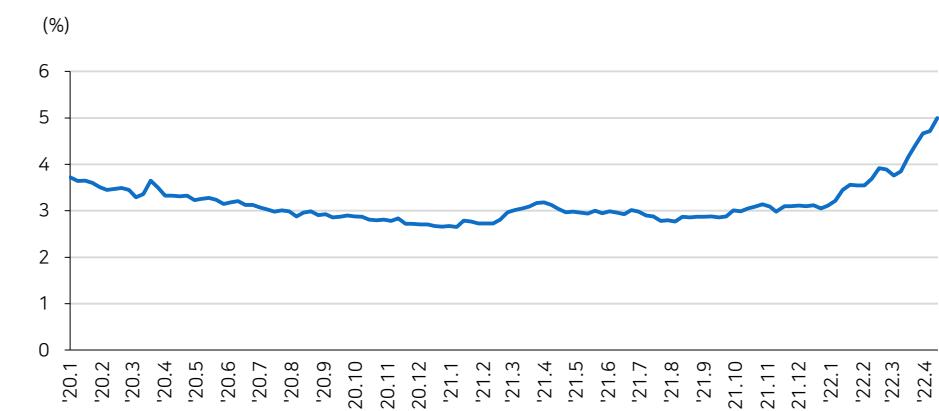
잠재적 주택 구매 수요가 있는 신규 혼인건수가 줄어들고 있다. 그와 동시에 기존 주택 소유자라고 할 수 있는 재개발, 재건축 조합원의 입주 물량 비율이 증가하고 있다. 수도권을 제외하면 수요가 모든 공급 물량을 받쳐주지 못하는 경우가 생겨날 수 있으며, 물가 상승이 공급 과정에서의 비용 상승에도 관여할 수도 있다. 집중적인 관심으로 예의 주시해야 할 것이다.

금리 인상과 함께 오른 주택 담보 대출 이자율

30년 주택 담보 대출 이자율
근 10년 간 최대치(5%) 달성

주택 담보 대출(모기지론) 이자율이 10여 년 만에 처음으로 5%를 넘어섰다. 이처럼 급격한 상승으로 인해 미국 주택 붐이 누그러지기 시작했고, 치솟는 인플레이션에 의해 경제에 새로운 불확실성을 맞이하게 되었다. 목요일 발표된 Freddie Mac 데이터에 따르면, 가장 인기 있는 모기지 상품인 30-year fixed mortgage loan의 이자율이 4%를 넘어선 지 5주 만에 문턱에 도달했으며, 2011년 2월 이후로 최대치를 기록한 것이다.

그림1 U.S. 30yr Fixed Rate Mortgage



자료: Freddie Mac Primary Mortgage Market Survey, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹과 함께 다시 증가한 주택 판매량

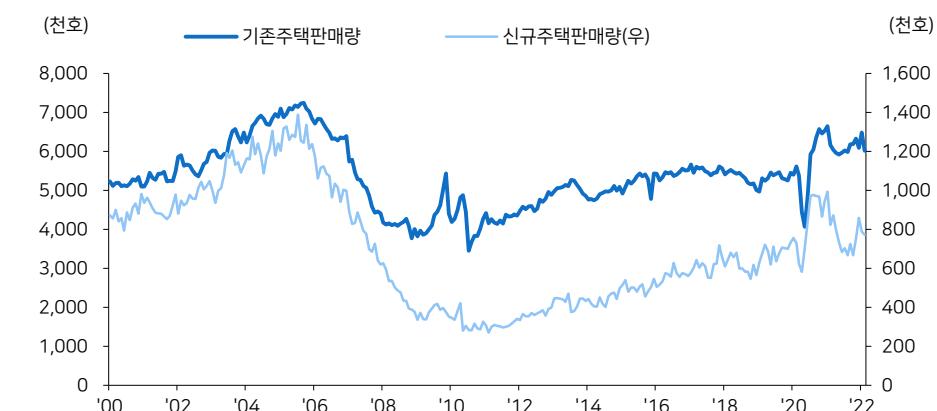
인플레이션 억제 위한 금리 인상 주택 담보대출 이자율 상승 초래

이번 급등은 연준이 40년 만에 가장 높은 인플레이션을 억제하기 위한 주요 이니셔티브를 시작하면서 나온 것이다. 연준 의원들은 높은 금리를 통해 인플레이션을 낮추고 고용 시장을 재조정할 것이라고 장담하고 있으며, 특히 이는 주택 자체가 공급이 부족한 상황에서 더 높은 금리가 주택 수요를 냉각시킬 것이라는 가정에 기반을 두고 있다. 낮은 금리는 대공황 이후 미국 주택 시장의 부활을 촉발했고, 주택 가격을 기록적인 수준으로 끌어올리는 데 기여했다. 그러나 2년 동안 역사적 저점은 유지한 후 금리가 폭락했다. 올해 1월까지만 하더라도 30-year fixed mortgage loan 평균 이자율은 3.22%였으며, 1년 전에는 3.04%였다. 이처럼 모기지 이자율 또한 상승할 것으로 예상은 했지만, 많은 경제학자들이 예상한 것보다 훨씬 빠르게 상승했다.

팬데믹 초에 급감한 주택 판매량 팬데믹 경기 부양 정책 기조 함께 주택 판매량 반등

인플레이션을 억제하려는 연준의 노력이 금리 인상을 주도하고 있으며, 연준이 모기지 이자율을 직접적으로 설정하지는 않지만 간접적으로 영향을 미치게 된다. 중앙은행은 지난 3월 2018년 이후 처음으로 기준금리를 인상하면서 인플레이션을 낮추기 위한 첫걸음을 내디뎠으며, 연방기금금리 인상과 함께 대차대조표 축소 절차를 시작할 예정이다. 연준은 모기지 담보부 증권을 약 2조 7400억 달러 보유하고 있으며, 5월 회의에서 보유량 축소 계획을 공개할 것이라고 밝혔다. 연준이 해당 채권을 더 적극적으로 판매할수록 모기지 이자율은 더 빨리 오를 것이다. 이러한 주택 비용은 구매자와 판매자에게만 부담되는 것이 아니라 경제 회복을 저해하는 주요 핵심으로 작용하게 되는 것이 증명되어왔고, 치솟는 인플레이션을 억제하는 노력을 위태롭게 하고 있다.

그림2 미국 주택 판매량



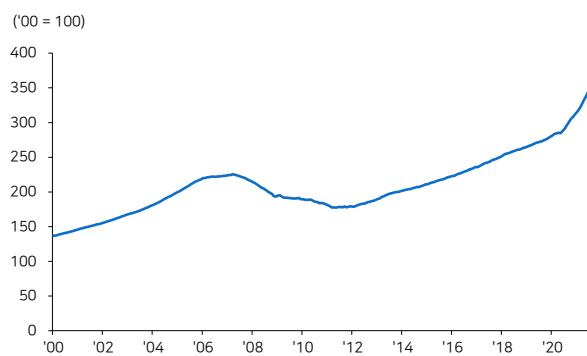
자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹 대응 부양 정책에 따른 미국 내 주택 구매 촉진

중앙 은행 모기지 담보 증권 매입
저금리 기조에 따라
주택 담보 대출 용이

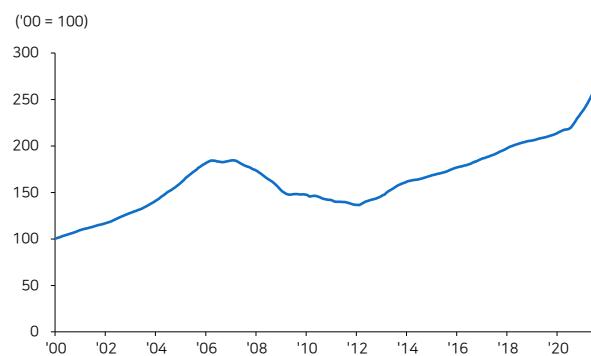
팬데믹 기간 동안 연준은 모기지 이자율을 낮춰왔다. 30-year fixed 평균 이자율은 2021년 1월 2.65%로 바닥쳤으며, 연방 기금 금리를 거의 0으로 낮추며 경제를 부양하기 위해 중앙 은행은 국채와 모기지 담보부 증권을 사들이며 저렴한 주택 용자의 시대를 열었다. 이를 통해 차입금이 저렴해지면 구매자가 주택에 더 많이 지출할 수 있게 되며 구매를 촉진, 이에 따라 주택 가격이 상승했다. 가장 최근의 Case-Shiller 주택 지수에 따르면 1월 가격은 전년 대비 19.2% 상승했으며, 피닉스, 탬파, 마이애미는 각각 32.6%, 30.8%, 28.1% 증가했다.

그림3 FHFA 주택가격지수



자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Case-Shiller 주택 가격 지수



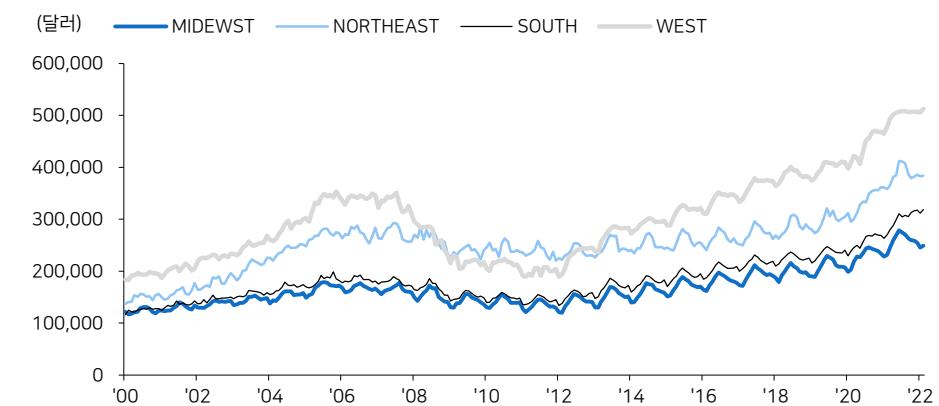
자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

주택 담보 대출 이자율 상승과
높아진 주택 가격에도 불구하고
계속되는 수요

한편 전미 부동산 중개인 협회(National Association of Realtors)에 따르면 중간 가격은 2월에 \$357,300까지 상승했다. 이는 작년에 비해 15%의 프리미엄과 120개월 연속 전년 대비 가격 인상을 나타내고 있으며, 이는 기록상 가장 긴 연속 인상 기간이다. 가격은 완화되어야 하지만, 금리 인상은 계속해서 적정 가격을 찾는 데에 걸림돌이 될 것이다. 그리고 더 높은 이자율이 시간이 지남에 따라 주택 구입을 둔화시킬 것으로 예상하지만, 주택 봄을 이끈 요인은 다른 요인들은 여전히 남아있다. 아직도 주택 수요가 많으며, 재고가 적은 상황이다.

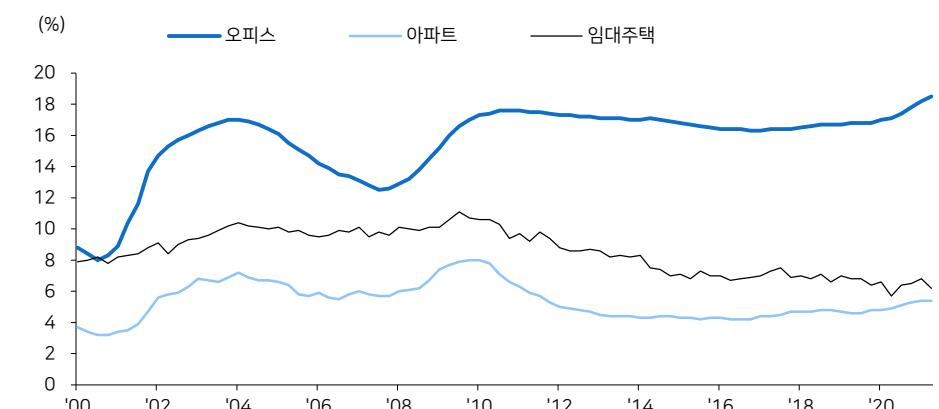
모기지 은행 협회(Mortgage Bankers Association)의 수석 이코노미스트인 Mike Fratantoni는 성명을 통해 "모기지 금리의 상승은 주택 시장을 둔화시키고 올해 남은 기간 동안 재융자 수요를 더욱 감소시킬 것"이라며 "높은 집값과 이자율, 계속되는 공급 제한은 이제 기존 주택 판매의 연간 감소로 이어질 것으로 예상된다."라고 말했다.

그림5 미국 지역별 주택 중위 가격



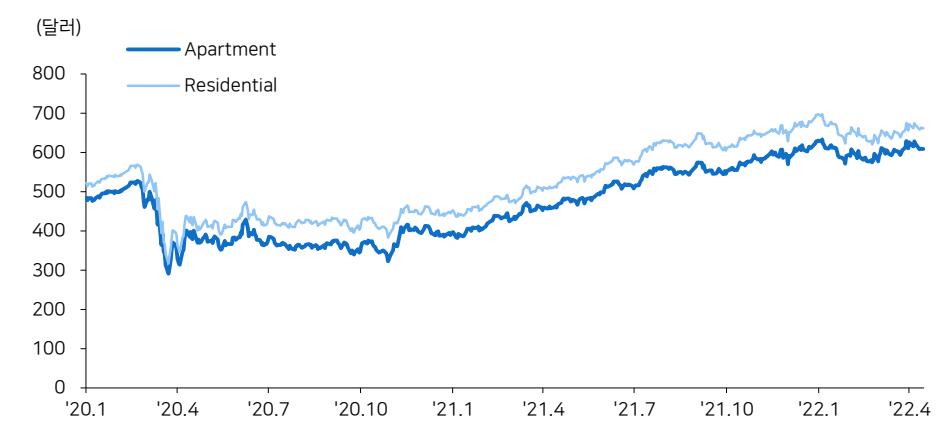
자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 부동산 유형별 공실률



자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주거 관련 REITs Price Index



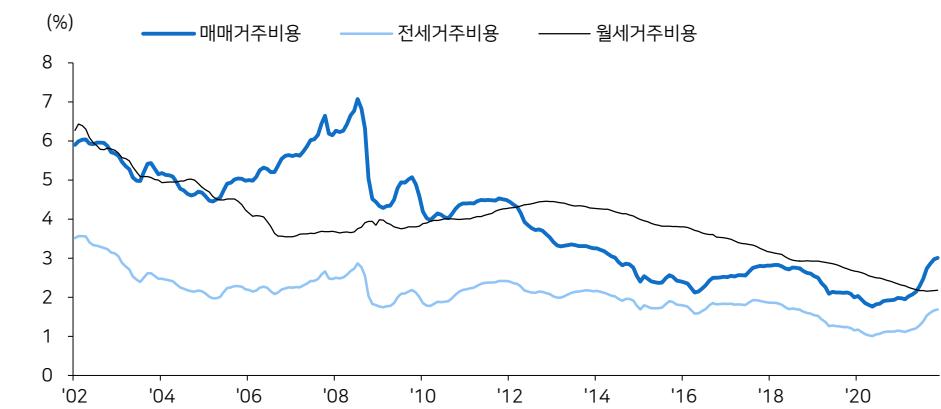
자료: Refinitiv Eikon, 메리츠증권 리서치센터

한국 금리 인상에 따른 주택 시장 변동

한국도 금리 인상으로
주택 담보 대출 이자 상승 불가피

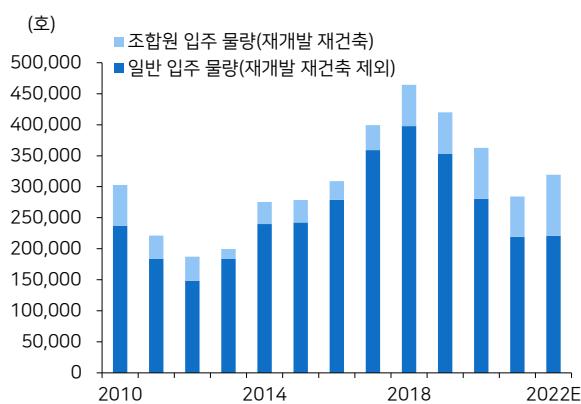
한국의 상황도 다르지 않을 수 있다. 물가 상승에 따른 금리 인상이 당연시 되는 상황에서 자연스럽게 주택 담보 대출 이자율도 상승할 것이다. 지난 5년간의 저금리 기조와 함께 가파른 집값 오름세를 보고 있던 많은 잠재적 주택 구매자들은 새 정부의 공급 및 대출 관련 정책에 많은 기대를 하고 있다. 하지만 계속된 금리 인상에 따라 이자 비용 부담 증가에 의해 매매 거주 비용과 전월세 거주 비용의 역전이 벌어지게 되면, 시장은 다시 한번 새로운 국면을 맞이하게 될 것이다.

그림8 매매 전세 월세 거주 비용률



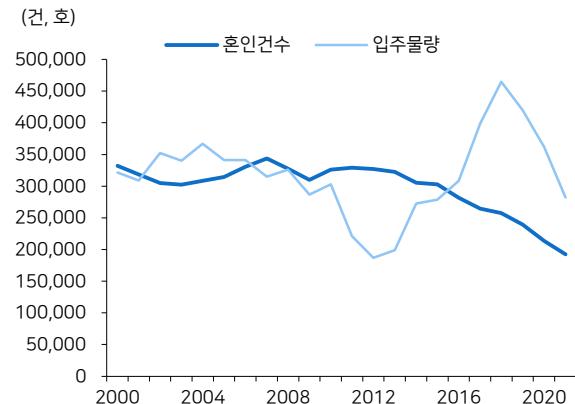
자료: QuantiWise, REPS, KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

그림9 일반입주물량 조합원입주물량 비교



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 혼인건수 입주물량 비교



자료: KOSIS, REPS, 메리츠증권 리서치센터

장기적 수요자 감소세와
물가 상승에 따른 공급 비용 상승

잠재적 주택 구매 수요가 있는 신규 혼인건수가 줄어들고 있다. 그와 동시에 기존 주택 소유자라고 할 수 있는 재개발, 재건축 조합원의 입주 물량 비율이 증가하고 있다. 수도권을 제외하면 수요가 모든 공급 물량을 반쳐주지 못하는 경우가 생겨 날 수 있으며, 물가 상승이 공급 과정에서의 비용 상승에도 관여할 수도 있다. 집 중적인 관심으로 예의 주시해보아야 할 것이다.

원문: *Mortgage rates hit 5 percent, ushering in new economic uncertainty (The Washington Post)*