

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략-신흥국  
Analyst 최설화  
02. 6454-4883  
xuehua.cui@meritz.co.kr

본 자료는 2023년 3월 6일 발간된  
[2023년 중국 전인대: 자력갱생]의 Part2에 대한 해설판 자료임

## 2023년 중국 전인대: 자력갱생

- ✓ 2023년 중국 전인대의 정책 기조 = 적극적인 부양 없음, 소비/투자 개선 환경 조성
- ✓ 이제부터는 펀더멘털 게임: 상반기 투자, 하반기 소비 모멘텀 유효
- ✓ 적어도 2분기까지 전세계에서 중국 경기의 상대적 우위 지속 → 중국증시 상대강세 지지요인
- ✓ 경기 회복 민감도가 높은 홍콩증시 선호 유지, 신성장산업/외출 관련 소비재/시크리컬에 주목

### 2023년 중국 정책기조 = 적극적인 부양 없음

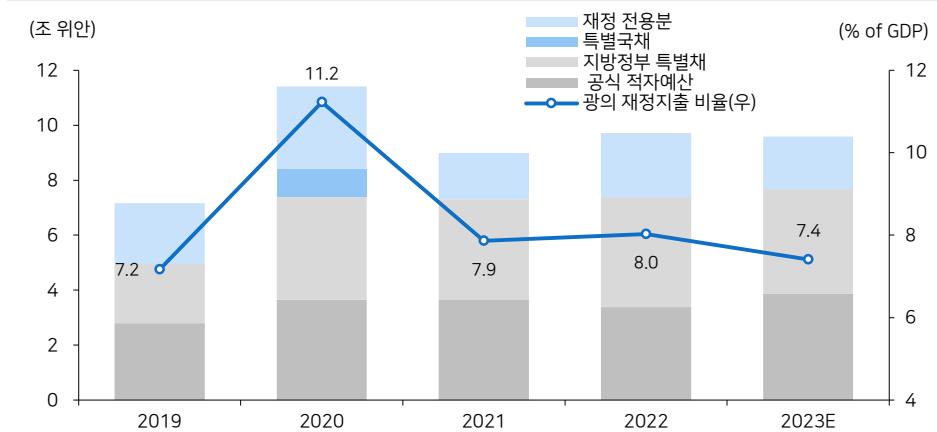
'23년 전인대 정책기조=  
적극적인 부양 없음

2023년 연간 경제 정책 방향과 강도를 결정하는 전국인민대표대회에서 중국 정부는 연간 "5% 전후"라는 성장을 목표를 제시했다. 이는 현재 금융시장 참여자들의 눈높이인 "5.5% 내외 혹은 5% 이상"에 못미치는 보수적인 숫자이다.

재정자극은 전년보다 축소

재정자극은 사실상 전년보다 축소됐다. 정책당국은 GDP 대비 공식 재정적자 비율을 '22년의 2.8%에서 3.0%로 상향 조정하고, 지방정부 특수채권의 발행 한도도 '22년의 3.65조 위안에서 3.8조 위안으로 상향하며 확장적 재정이라고 말한다. 단 일반 재정과 특별국채를 포함한 광의의 재정수지 규모는 작년과 비슷하고, GDP 대비 재정수지 비율은 오히려 '22년의 8.0%에서 7.4%로 하락했다(그림 1). 올해 인프라투자가 작년(11.5%)과 같은 높은 성장세를 유지하긴 쉽지 않은 이유이다.

그림1 GDP 대비 광의의 재정수지 비율: 22년 8.0% → 23년 7.4%로 하락



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

## 소비도 간접적 부양방식 중심

소비 부양책도 컨센서스에 부합하는 수준에 그쳤다. 올해 정책의 최우선 과제가 "내수 확대"이지만, 소비 부양은 주로 ▲ 국민소득 증가, ▲ 소비환경 개선, ▲ 디지털 소비 추진 등 간접적인 수단이 대부분이다(표 1). 이는 해외에서 시행된 재난 지원금 지급, 대규모 소비쿠폰 발행 등 부양 효과와는 견주기 어렵다.

## 부동산 정책: 기존 기조 유지

올해 전인대의 주요 관전포인트였던 부동산 부문에도 서프라이즈는 없었다. 지난 해까지 반복되었던 "부동산은 사는 것이지 투기를 위한 것이 아니다"라는 문구가 올해 정책 목표에서 빠진 것은 고무적이다. 그러나 대신 "선두 디벨로퍼들의 리스크를 효과적으로 방지하고 대차대조표를 개선하며 무한한 확장을 방지해야 한다"고 언급해, 산업 내 구조조정이 지속될 것임을 암시했다.

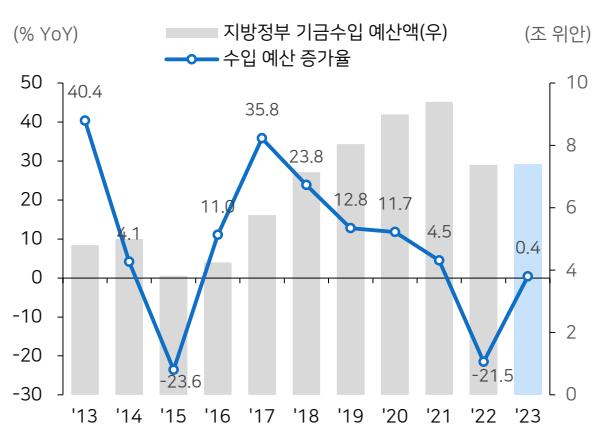
한편 지방정부의 재정예산에서 토지양도수입이 주 수입원인 정부기금수입 예산액도 전년대비 0.4% 증가에 그칠 것으로 계획됐다. 이는 사실상 올해에도 토지에 의존한 강도 높은 부양의지가 없음을 보여준다. 중국의 부동산 정책 기조는 업황 바닥 통과를 지원하되, 중장기 지속 가능한 성장 모델 탐색에 주력하고 있음을 확인할 수 있다.

표1 2023년 중국 정부의 소비 부양 정책 정리

구분	주요 조치
① 소비능력 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>국민 소득을 높리는 다양한 방법 고안</li> <li>고소득층은 소비성향 제고, 저소득층은 소비여력 확대에 주력</li> <li>민생과 연관된 주요 상품들의 물가 안정에 주력</li> </ul>
② 소비조건 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>국제소비도시의 육성 및 건설 가속화</li> <li>보행거리 등 소비 관련 인프라 개선</li> <li>교체형 주택 수요, 전기차, 양로서비스 등 소비는 적극 지원</li> </ul>
③ 소비환경 혁신	<ul style="list-style-type: none"> <li>옴니채널, 디지털화 등 신형 소비환경 육성</li> <li>여력이 되는 지방정부는 'First Store', 'First Mover' Economy를 적극 유치할 것</li> <li>문화와 여행이 결합된 도시와 상권을 형성 "</li> </ul>

자료: '23년 사회발전계획(NDRC) 초안, 메리츠증권 리서치센터

그림2 올해 지방정부 기금수입 예산액: 작년과 비슷



자료: '23년 전인대 재정예산보고, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 디벨로퍼 달러채 신용 스프레드: 2월부터 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

즉 올해 중국의 정책 기조는 적극적인 부양보다는, 소비와 투자가 살아날 수 있는 환경 조성에 더욱 중점을 두는 모습이다.

### 정책당국의 관심은 안전한 산업 공급망 구축에 집중

오히려 미국의 기술 견제와 제조업의 탈 중국화로 중장기 공급망 안전에 대한 위협이 가사화되는 환경에서 정책당국의 관심은 대외 불확실성에 대비한 안전한 산업 공급망의 구축에 집중됐다.

이번 정부 업무계획에서 리커창 총리는 중국식의 현대화된 산업 체계 구축에 노력해야 할 것을 강조했다. 구체적으로 1) 주요 광물의 탐사와 비축을 골자로 하는 자원 안보, 2) 전기차, 인공지능(AI), 바이오테크 등 전략신종산업의 육성, 3) 전통 제조업과 중소기업 등 전통산업의 디지털화 실현, 4) 디지털경제의 추진이 있다 (그림 4). 그 외에도 국방비 지출을 전년대비 7.2% 늘리면서 3년째 지출 증가율 목표를 상향 조정했다.

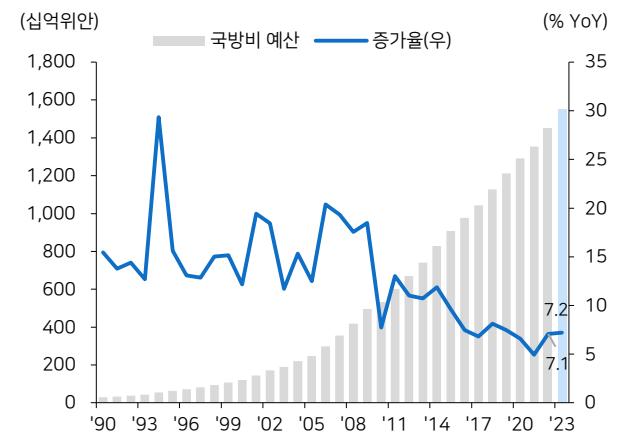
양회에서 시진핑 3기 지도부 인사가 확정이 되면서 앞으로 중장기 산업 정책들이 꾸준히 발표될 전망이다.

그림4 중국식 현대화 산업 건설의 4가지 부문

① 자원 안보	에너지, 자원, 주요 광물의 탐사와 비축
② 전략신종산업 육성	전기차, 인공지능(AI), 바이오테크, 친환경산업, 양자컴퓨터 등 선진 기술의 연구개발과 응용 확대 추진
③ 전통산업 디지털화	전통 제조업과 중소기업의 디지털화 추진
④ 디지털 경제 추진	디지털경제 육성 플랫폼 기업 발전 지원

자료: '23년 정부업무보고, 메리츠증권 리서치센터

그림5 '23년 국방비 지출 증가 목표 7.2%, 3년 계속 증가



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

## 이제부터 펀더멘털 게임: 상반기 투자, 하반기 소비 모멘텀 유효

이제부터 자력갱생,  
경기 회복 강도가 증시 좌우

전인대에서 시장 기대에 못미치는 보수적인 전망이 제시되면서 작년 11월부터 시작된 정책 기대 랠리는 양회 종료와 함께 일단락될 것이다. 앞으로 중요한 것은 경기의 회복이고, 그 강도가 주식시장의 반등폭을 좌우할 전망이다.

다행히 경제 재개 시작

다행히 중국 경기는 춘절 이후부터 본격적인 재개가 시작했다. 베이징, 상하이 등 대도시의 이동자수는 처음으로 '21~'22년 수준보다 18% 증가했고, 인프라투자의 선행지표인 아스팔트 장비 가동률도 2022년 수준을 넘어 과거의 계절성을 찾아가는 중이다(그림 6, 7).

특히 중국 경기의 자생적 회복에서 매우 중요한 부분을 차지하는 부동산 거래량도 2월 중순부터 작년 레벨 상회를 시도 중이고, 기존주택 가격도 하락 과정을 멈추고 2월 중순부터 1선 도시를 중심으로 반등하기 시작했다(그림 8, 9). 지속 가능성과 반등폭은 추가 관찰이 필요하나, 경제 재개와 함께 지표가 개선되고 있다는 점은 고무적이다.

그림6 4대 주요 도시 지하철 탑승자수: 예년 수준 상회

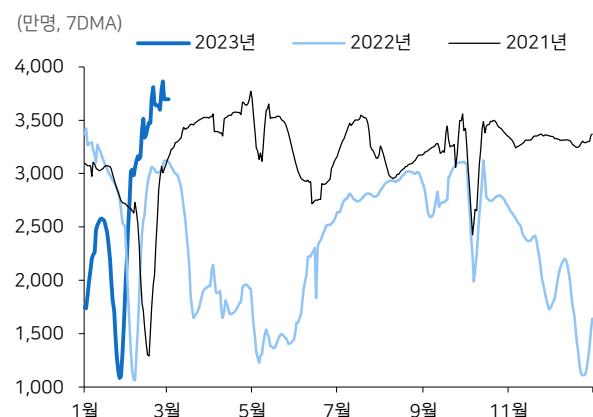


그림7 아스팔트 장비 가동률: '22년 수준을 상회

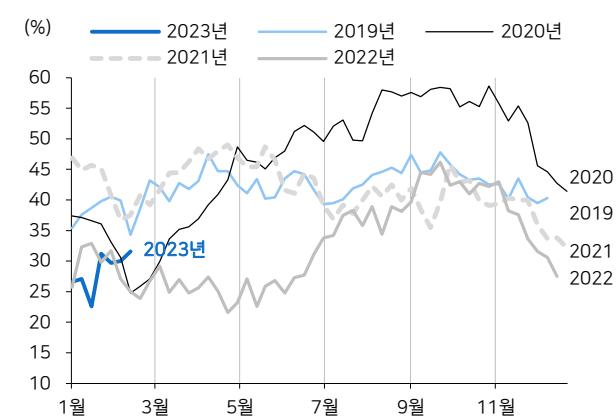


그림8 30개 주요 도시의 부동산 거래량: 22년 수준을 상회

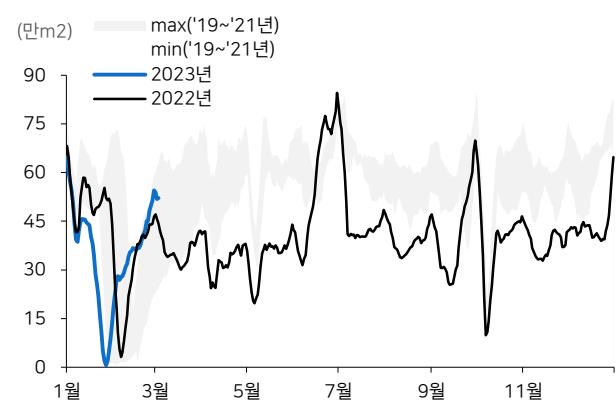
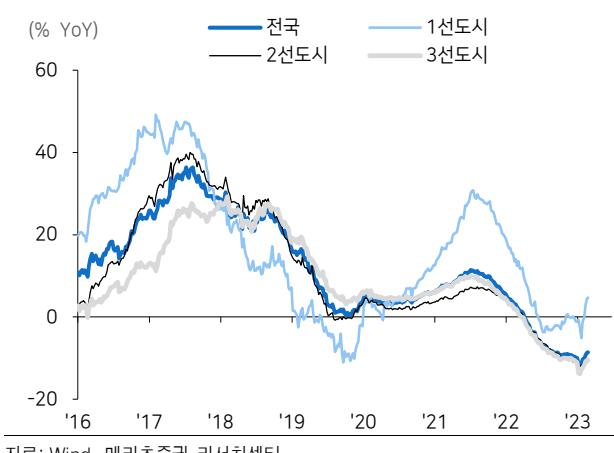


그림9 기존주택 매도 가격(호가) 주간 변동폭: 2월부터 반등



필자는 올해 중국 경기의 동력으로 상반기 투자, 하반기 기저효과를 제거한 소비 회복의 모멘텀이 강화될 것으로 예상하고 있다.

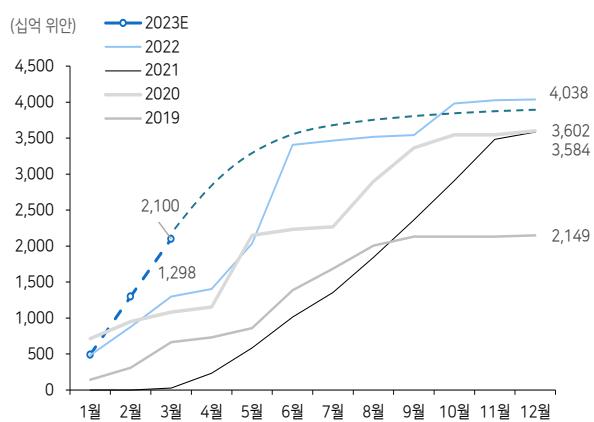
### 재정 집행이 상반기 집중, 상반기 투자 모멘텀 유효

앞서 언급했듯이 올해 재정자극 축소로 연간 투자 모멘텀은 약하겠지만, 상반기에 지방정부 특수채의 조기 발행과 집행, 그리고 미완공 주택 건설이 빠르게 추진되며 투자 수요를 견인할 가능성이 높다. 2월 산업별 PMI 중에서 건설업이 60.2로 서비스업(55.6)과 제조업(52.6)보다 빨랐다(그림 11).

### 소비는 기저효과 제거하면 하반기 개선 모멘텀 강화

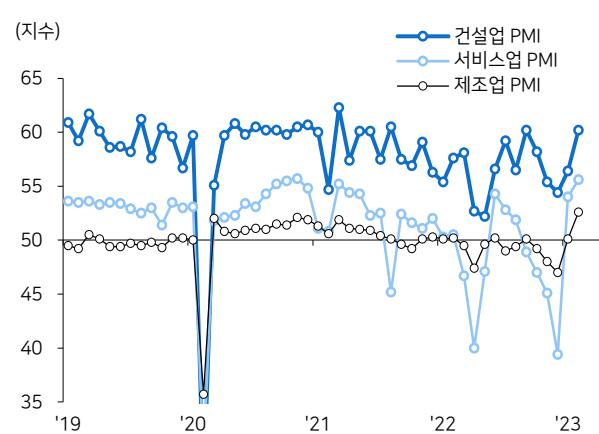
한편 소비는 2분기부터 기저효과로 뚜렷한 개선세가 나타나겠지만, 기저효과를 제외한 회복 모멘텀은 상반기보다 하반기가 더욱 강할 전망이다. 하반기로 갈수록 소비자 신뢰가 회복되고 경제 재개가 시차를 두고 중저소득층의 소득 증가로 연결되면서 소비를 촉진할 수 있기 때문이다(그림 12). 회복 강도는 서비스 소비 > 의류, 가전/가구 > 통신기기, 화장품 등의 순으로 예상하지만, 초과저축이 중고소득층에 집중되어 있다는 점에서 소비 양극화 현상을 심화될 전망이다(그림 13).

그림10 '23년 지방정부 특수채 발행은 상반기 집중 예상



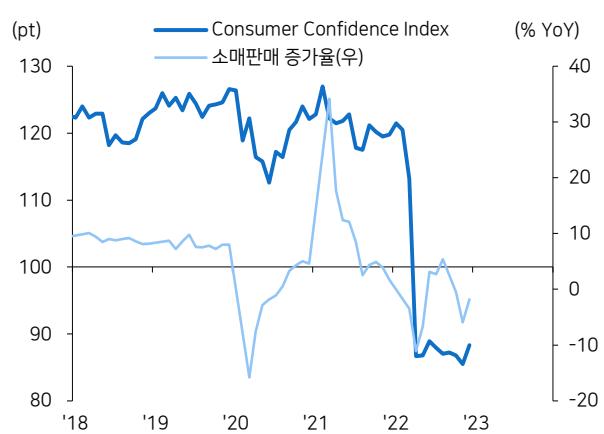
자료: '23년 전인대 정부재정예산보고, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2월 PMI 회복 순서: 건설업 > 서비스업 > 제조업



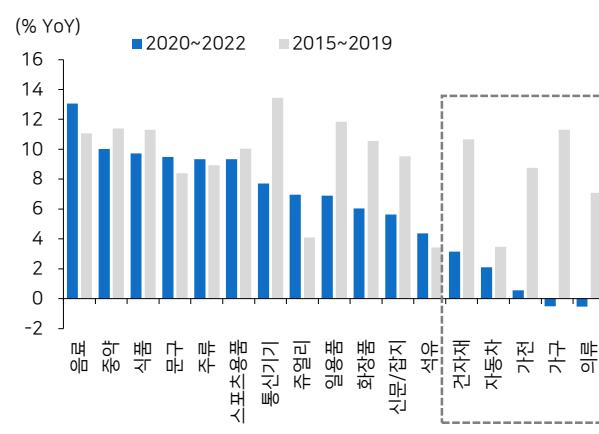
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림12 소비자 신뢰지수와 소매판매 증가율



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림13 가전/가구, 의류 등 선별적 재화 소비 증가 기대



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

## 전세계에서 중국 경기의 상대적 우위 지속: 중국증시 상대강세 지지요인

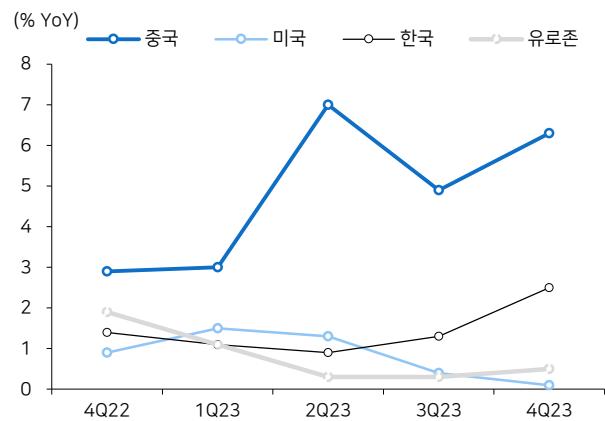
중국 경기의 완만한 회복에도,  
전세계 상대적 우위 유지

따라서 비록 정부의 경기부양 강도가 제한적이고 중국 경기는 자생적인 회복력에 더욱 많이 의존해야 하지만, 리오프닝에 따른 완만한 개선 추세로 전세계 경기에서의 상대적 우위는 유지되고 있다. 특히 2분기 GDP 성장률은 기저효과로 전년동기대비 7% 넘게 증가할 것으로 전망되며, 기타 주요국들의 경기 둔화 국면과 차별화된다(그림 14).

상장사 이익도  
다른 국가보다 개선폭 강해

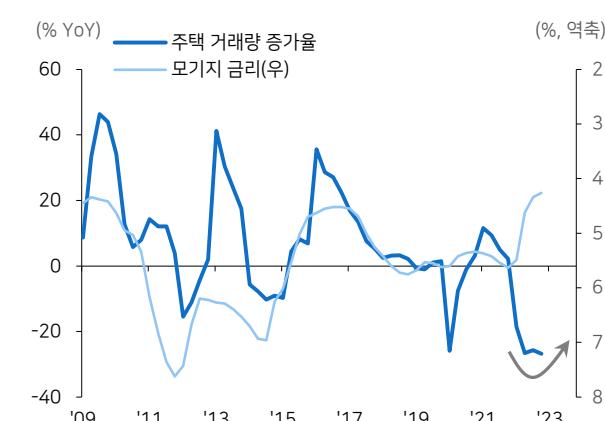
제다가 하반기에 점차 개선될 것으로 전망되는 부동산 경기가 사상 최저 금리(3.8%)와 정부의 안정화 정책에 힘입어 거래량이 2분기부터 개선된다면 중국 경기의 upside 리스크로 작용할 가능성도 높다(그림 15). '23~'24년 중국 상장사의 순익 증가율도 각각 15.0%, 14.3%로 인도를 제외한 기타 지역보다 높다. 이러한 경기 회복의 상대적 우위는 중국증시의 강세를 지지하는 요인으로 작용할 수 있어, 정책 기대 약화에 따른 주식시장 조정은 매수의 기회로 활용할 필요가 있다.

그림14 2분기 중국 경기의 상대적 모멘텀은 여전히 강해



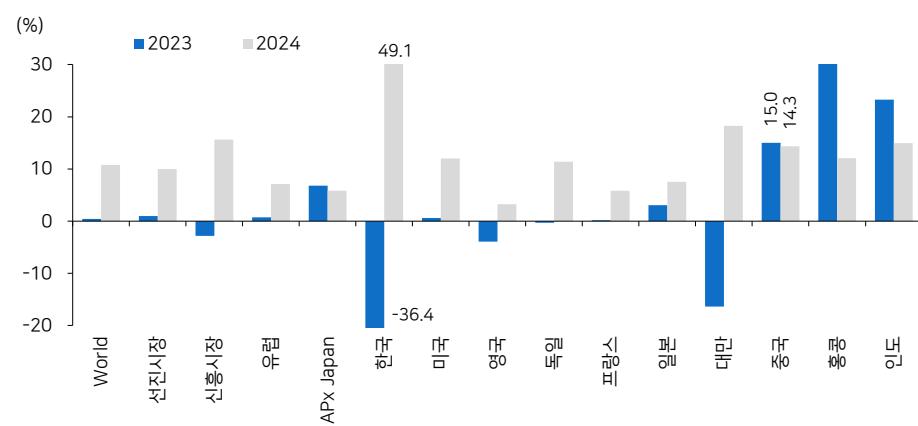
자료: Bloomberg 전망치, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 부동산 경기 회복에는 upside risk 존재



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림16 국가별 연간 이익 증가율: 2023년 중화권 상장사 이익 증가 기대감도 유효



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

## 경기 회복 민감도가 높은 홍콩증시 선호 전망 유지

경기 회복은 관련 민감도가 높은 홍콩증시에 유리

양회 이후의 시장 흐름은 본토보다 경기 회복에 민감도가 높은 홍콩증시의 상대적 강세가 예상된다. <표 2>에서 볼 수 있듯이 과거 매년 양회 직후의 상대 수익률은 홍콩이 본토와 전세계 글로벌(ACWI) 대비 강했다. 양회에서 세부 정책 방향과 부양 강도가 구체화되면서 매수세가 유입되기 때문으로 판단된다. 또한 올해 2월 홍콩증시가 경기 회복 기대감 약화 및 달러 강세 원인으로 약 10% 내외의 조정을 받아 가격 매력도도 본토보다 높다.

본토증시는 모멘텀 부각  
산업에 집중 필요

본토증시의 경우 지수의 추세적 상승보다는 모멘텀이 부각될 수 있는 산업에 집중할 필요가 있겠다. 관련하여 1) 중국 정부의 부양책이 뒤따를 방산, 반도체, 친환경 등 신성장 산업, 2) 4~5월 연휴기간을 맞이해 pent up 소비가 예상되는 외출 관련 소비재(여행, 호텔, 요식업, 의류) 업종을 주목해 볼 수 있다. 또한 4월까지 경제 재개로 수요가 늘어날 시크리컬 업종에 계속 관심을 가져도 좋다는 생각이다.

표2 매년 양회 전후 주요 지수들의 상대수익률 비교

(%p)	상해종합 vs. HSCEI			MSCI CHINA vs. MSCI ACWI		
	D-1M	D (회의)	D+1M	D-1M	D (회의)	D+1M
2013	4.7	-0.6	2.8	-3.5	-5.7	-3.1
2014	2.8	3.9	-2.6	-2.1	-3.7	6.1
2015	1.1	5.2	-2.5	-1.7	-0.3	17.5
2016	-0.1	-1.6	0.4	-0.3	-0.3	3.9
2017	-2.7	0.1	1.3	0.5	0.9	2.0
2018	3.9	-2.1	-1.5	-1.9	4.1	-6.1
2019	10.3	0.9	4.6	1.2	0.1	1.3
2020	0.8	1.6	2	0.4	-8.7	7.5
2021	0.7	-0.6	0.8	-2.5	-6.3	-7.8
2022	8.9	5.7	-3.3	-0.1	-8.3	-5.2
<b>MEDIAN</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>1.6</b>

주: 박스로 표기한 2014년과 2020년은 2분기 GDP가 1분기를 상회하는 경우

자료: Refinitiv, 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 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.