

2023. 6. 5 (월)

최설화의 Real China



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

중국 경기부양: 기대와 현실 사이

- ✓ 다시 높아진 중국 경기둔화 우려: 지방정부 부채 문제와 부동산 경기의 회복 모멘텀 약화
- ✓ 경기부양책 출범 기대 상승, 단 부동산 전면 규제완화를 비롯한 강도 높은 부양 가능성은 제한적
- ✓ 6월 중국증시는 여전히 변동성 확대 구간, 펀더멘털 감안하면 증시의 하방 위험은 크지 않아

중국 정부부채 부도의 나비효과

중국 정부부채 부도 우려 상승

중국 경제의 3대 회색 코뿔소로는 정부부채, 부동산 거품 및 그림자 금융이 있다. 이 중 최근 정부부채의 부도 위험이 상승하며 경기 둔화 우려를 자극하고 있다.

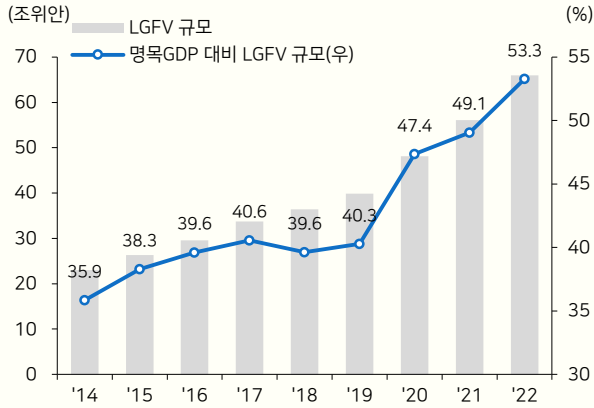
정부부채의 뇌관은 주로 지방정부 투자공사(LGFV)의 부채이다. 정부 대신 수익성이 낮은 프로젝트에 투자하지만 정부가 100% 채무상환 의무를 갖고 있지 않기 때문이다. 코로나19 기간('20~'22년) 동안 LGFV의 부채 총액(음성부채 포함)은 22년 GDP의 53%에 해당되는 66조 위안까지 급증했다(그림 1). 문제는 급증한 부채 대비 LGFV의 주요 수입원인 토지양도수입은 부동산 규제와 함께 대폭 감소하면서 부채 상황이 어려워진 것이다. 지난 5월 중순 윈난성 쿤밍시의 지방정부 투자공사(LGFV)가 마지막 순간에 채권을 상환했으나 지방정부의 유동성 경색에 대한 우려는 진정되지 않았다.

단기간 내 위기로 연결될 가능성
낮으나, 총 수요 회복엔 부정적

중국의 정부부채 문제는 전반 경제구조의 전환과 연결되어 있고 '25년까지 만기 부담이 커 단기간 내 해결이 쉽지 않다. 그렇다고 위기로 연결될 가능성도 아직 크지 않다. 최근 이슈에도 중국 역내 크레딧 스프레드가 여전히 우하향 추세이고, LGFV가 발행한 채권의 월별 만기상환도 3~4월을 정점으로 점차 부담이 감소하기 때문이다(그림 2, 3). 중국 정부 또한 채무 개선을 위해 꾸준히 노력하고 있다.

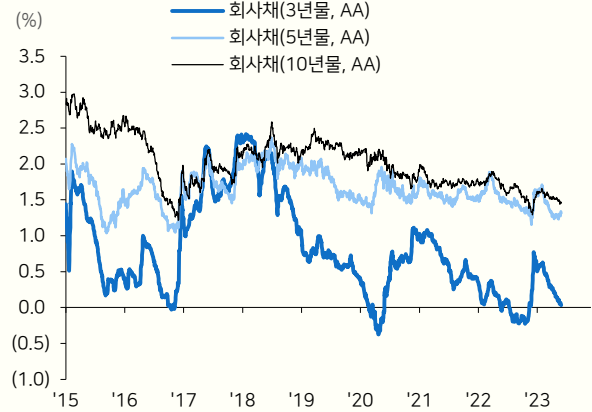
대신 지방정부의 부채 상환 부담이 인프라 투자 자금조달에 어려움을 더하며 향후 경기 회복에 부담요인으로 작용할 가능성은 높다. 올해 상반기 중국 경기 회복을 지탱했던 요인 중 하나가 인프라 투자였는데, 부채이슈로 인프라투자 재원이 계획만큼 확보되지 못한다면 하반기 투자 수요가 예상보다 빠르게 둔화될 수 있기 때문이다. 5월 건설업 PMI 하락폭이 5.7로 서비스업(-1.3)과 제조업(-0.4)보다 더 큰 것도 경기둔화에 우려를 더해줬다(그림 6).

그림1 중국 지방정부 투자공사(LGFV) 부채총액과 GDP 비율



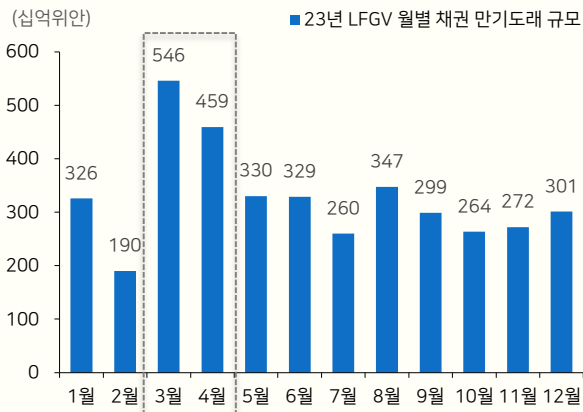
주: 22년은 GS의 추정치 적용했고 음성부채 포함
 자료: Wind, Goldman Sachs, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 역내 크레딧 스프레드: 우려 대비 안정적



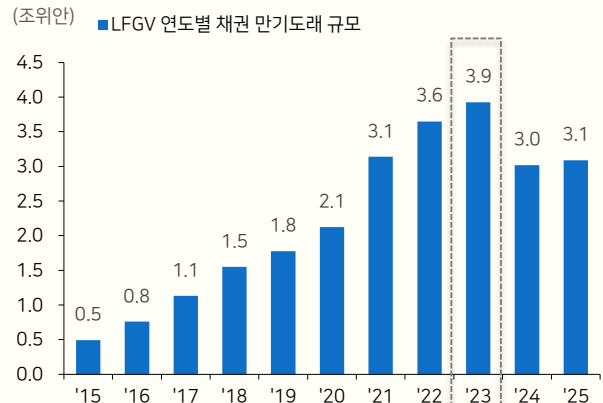
주: 6월 2일 종가 기준
 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '23년 중국 LGFV의 월별 채권 만기도래 규모



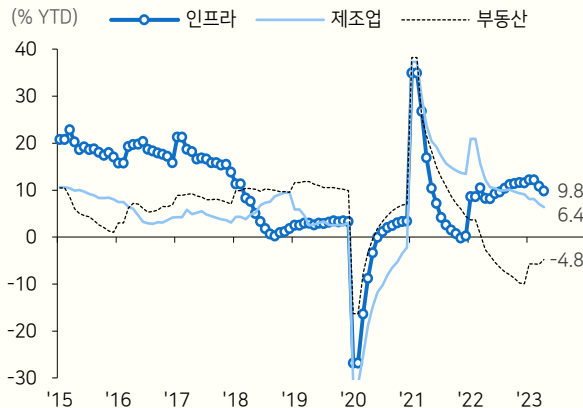
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 LGFV의 연도별 채권 만기규모



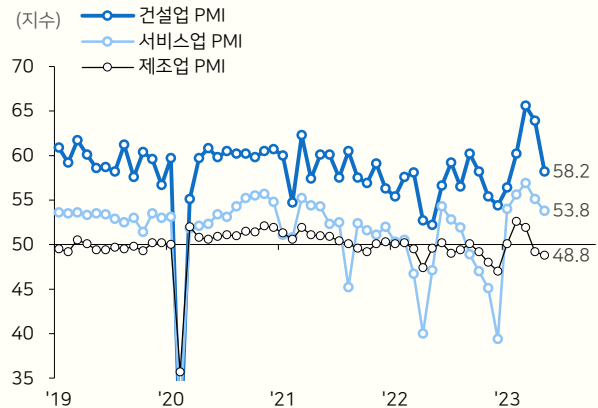
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림5 올해 상반기 인프라투자 가장 양호, 하반기 둔화 우려



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 5월 중국 건설업 PMI의 하락폭이 가장 커



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

부동산 경기의 회복 모멘텀 약화

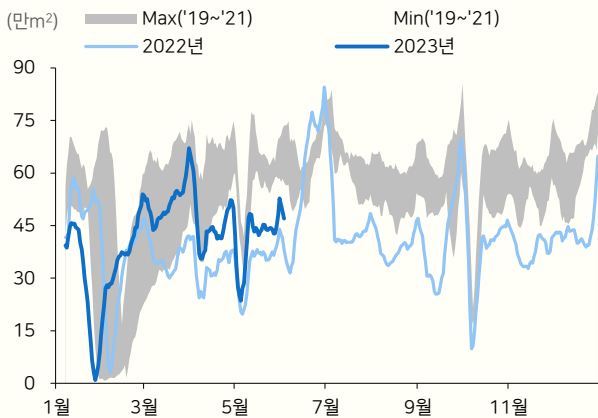
부동산은 월별 거래량 증가율 둔화

부동산 경기의 회복 모멘텀 약화도 향후 수요 둔화에 대한 우려를 자극했다. 5월 30개 주요 도시의 주택 거래면적은 전년동기대비 24.5% 증가에 그쳤다(그림 7). 이는 3월(45.0%)과 4월(31.2%) 증가율을 하회한 수준으로 회복 모멘텀이 약화되고 있음을 설명한다. 게다가 완다 부동산 그룹의 유동성 이슈도 재차 부각되며 장중 달러채권 가격이 70% 이상 급락하기도 했고, 부동산 디벨로퍼의 달러채로 구성된 중국 하이일드 스프레드도 다시 상승했다(그림 8).

특히 투자 선행지표 부진
→ 회복의 지속가능성에 의구심

더 걱정스러운 것은, 부동산 거래량의 증가에도 투자의 선행지표들이 하락한다는 점이다. 4월 신규착공면적은 낮은 기저에도 전년동월대비 21% 감소했고, 건설사들의 토지매입액 전년동기대비 1.3% 증가에 그쳤다. 투자 선행지표들의 부진은 부동산 경기 회복의 지속가능성에 의구심을 더해주고 있다.

그림7 30개 주요 도시의 주택 거래량: 월별 증가율 둔화



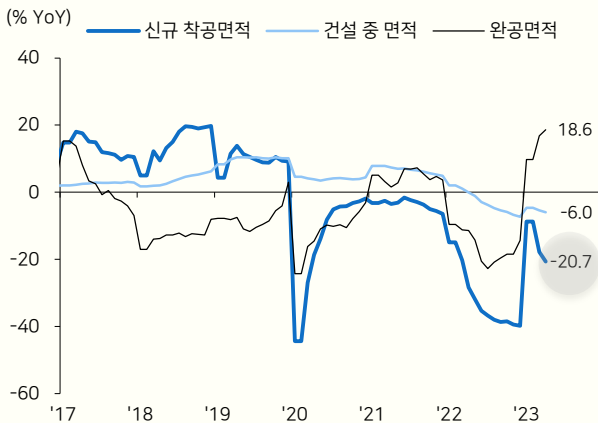
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림8 부동산 디벨로퍼의 달러채 스프레드 다시 상승



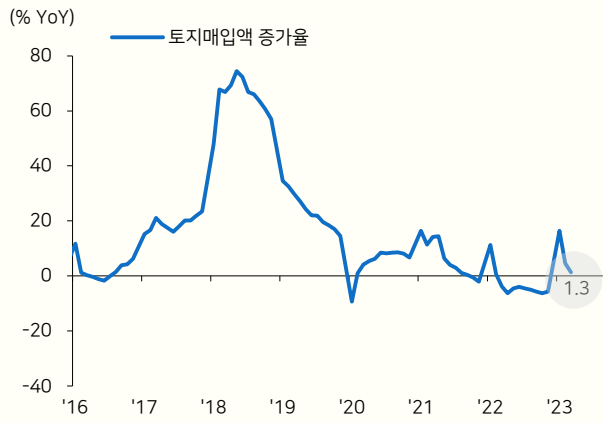
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 부동산 투자: 완공면적 급증 vs. 신규착공 하락



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 부동산 디벨로퍼의 토지매입액 증가율: 1.3%에 그쳐



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

경기부양정책: 기대와 현실 사이

경기 회복 모멘텀 둔화에
경기부양 패키지 출범 기대 상승

인프라투자와 부동산 경기의 회복 모멘텀이 약화되면서 하반기 중국 수요 둔화에 대한 우려가 커지고 있다. 이에 블룸버그 서베이에서도 '23년 중국 GDP 성장률 전망치가 5월 중순의 평균 5.7%에서 5.5%까지 하향 조정되었고, 중국 주식시장에서도 시크리컬과 경기소비재 업종들의 조정폭이 컸다.

시장의 기대는 부동산과 인프라
투자 재원 확대에 집중

하반기 수요가 예상보다 빠르게 냉각될 가능성이 높아지면서 정책당국의 경기부양 패키지 출범에 대한 기대는 다시 상승 중이다. 기대하는 부양책은 주로 1) 1~2선 도시의 부동산 규제 완화, 2) 정책성은행들의 인프라투자에 대한 재원 확대 및 3) 기타 산업정책으로 정리가 가능하겠다. 그러나 6월 2일의 국무원 상무위원회 회의에서 전기차 지원정책만 발표했을 뿐, 부동산과 인프라에 대한 정책은 아직까지 부재했다<표 1>.

정책 여력과 정책기조 감안 시
강도 높은 경기부양 발표 가능성
낮아

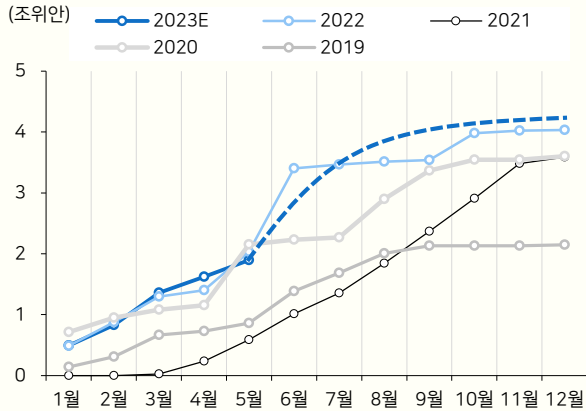
필자는 하반기 안정적인 경기 운영을 위한 안정화 조치는 취할 수 있겠지만, 1선 도시의 부동산 규제 완화를 포함한 강도 높은 경기부양책이 출범될 가능성은 제한적일 것으로 예상된다. 사실 상반기에 이미 상당한 재정(5월까지 연간 예산의 51% 사용)과 통화공급 조치가 이루어져, 하반기의 정책 여력은 크지 않다. 또한 현재 중국 경기 상황도 기대에 비해 약할 뿐, 연초 정부가 설정한 5.0%의 성장률 목표를 상회하는 수준이어서 당장 대규모 경기부양을 투입할 필요성도 크지 않기 때문이다. 다만 하반기 가계의 부동산 모기지 디레버리징이 4월처럼 지속된다면 이는 부동산 거래량 위축, 디벨로퍼의 유동성 위기 재차 부각으로 이어질 가능성이 높아 필요 시 추가 5년물 LPR 인하 가능성은 남아있다는 판단이다.

표1 중국 국무원 상무위원회의 주요 결과 요약(6/2)

분야	주요 내용
1 경영환경 개선	- 시장 진입규제 완화, 공평한 경쟁환경 확보 - 통일대시장 구축에 관한 개혁조치 발표
2 전기차	- 2차전지, 자율주행 등 분야 핵심기술 공략 - 배터리 리사이클 시스템 개선 - 전기차 취득세 면제기간 연장(23년 말 → 27년 말(예상))
3 초등학교 입학전 교육법	- 어린이집과 유치원에 대한 정책지원 확대 - 농촌/소수민족 지역에서 해당 연령대 교육 투입 확대

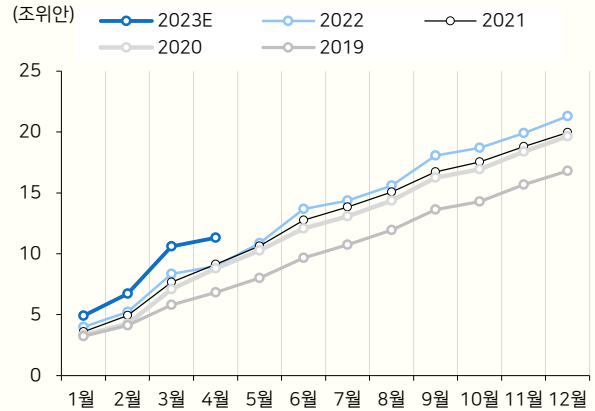
자료: 국무원, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 지방정부 특수채 발행액: '23년은 '22년과 비슷



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 신규 위안화 대출액: '23년은 예년 수준 상회



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

6월 중국증시 변동성 확대 구간, 단 하방 위험은 크지 않을 전망

6월 중국증시 변동성 확대 예상, 단 추가 급락 위험은 적어

6 월 중국 주식시장은 변동성 확대 흐름이 예상된다. 경기 모멘텀이 둔화되고 있지만 시장에서 기대하는 강도 높은 경기부양책의 발표 가능성도 낮아 지수의 상단이 제한적일 것이기 때문이다.

그렇다고 지수의 추가 하락 위험도 크지 않다. 5 월 하순부터 해외의 기타 주식시장에 비해 조정폭이 크면서 현재 12 개월 선행 PER 은 10.1 배로 기타 시장은 물론 지난 5 년간 평균인 12.2 배보다도 낮아 저평가 매력 높기 때문이다(그림 13). 또한 정부의 경기 안정화 조치 출범 기대가 지속될 것이고, 미국의 부채한도 이슈 해결 및 금리인상 우려 경감 등 대외환경 변화가 투자심리 개선으로 이어질 가능성이 높기 때문이다.

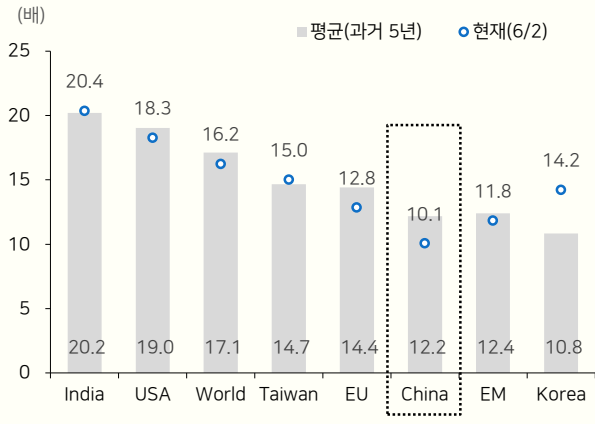
본토증시는 테크와 신재생 중심의 상대적 강세장 예상

본토 주식시장은 여전히 TMT(테크, 미디어, 텔레콤)와 전기차 밸류체인 중심의 성장 산업의 상대적인 강세가 예상된다. 경기 회복 모멘텀이 약하다보니, 여전히 정부정책이 집중되는 디지털경제, AI 등 테마에 수급이 쏠릴 가능성이 높다. 한편 국무원 상무위원회에서 전기차 취득세 면제기간을 올해에서 추가 연장하기로 결정하여 전기차, 2 차전자 및 소재 기업들에 긍정적으로 작용할 것이다.

홍콩은 대내외 환경 개선 기대로 추가 급락 가능성 제한적

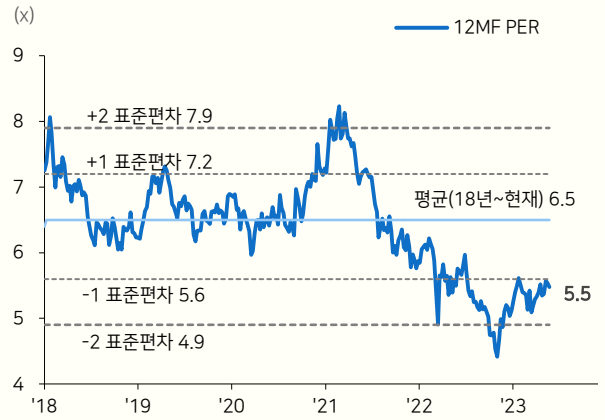
한편 홍콩증시는 기대했던 부동산 규제 완화 조치의 부재로 지난주 급등에 따른 차익매물 출회 가능성이 있지만, 추가 급락 가능성은 낮다는 판단이다. 이는 1) 홍콩 H 지수의 12 개월 선행 P/E 가 5.5 배로 -1 표준편차 수준까지 하락해 가격 부담이 크지 않고, 2) 미국 부채한도 이슈 해결과 금리인상 우려가 경감하는 등 대외변수가 개선되었기 때문이다. 게다가 3) 엔비디아의 젠슨 황 CEO 가 중국을 방문하여 틱톡을 비롯한 플랫폼 기업과 미팅할 예정이고, 미중 국무장관 회담도 다시 재개되면서 투자심리의 개선이 기대된다. 하반기 펀더멘털을 감안한 홍콩 H 지수의 예상 지수 밴드는 6,400~7,600pt 로 전망해, 6,400pt 이하는 과매도 구간으로 조정 시 매수 의견을 유지한다.

그림13 상해종합지수의 12개월 선행 P/E: 10.7배



주: 6월 2일 기준
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 홍콩H지수의 12개월 선행 P/E: 5.5배



주: 6월 2일 기준
 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 기재된 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.