

2023. 7. 25 (화)

최설화의 Real China



글로벌 투자전략-신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

중국 7월 정치국회의 결과: 여전히 경기 하강 방어에 방점

- ✓ 7월 정치국회의 변화: 1) 거시 조절정책이 산업정책보다 우선시, 2) 부동산 규제 완화
- ✓ 하반기 정책 기조는 강력한 부양보다는 여전히 경기 하강 방어에 방점, 부동산 규제 완화했으나 수요 견인 효과는 여전히 모니터링 대상
- ✓ 부양기조 확인에 하반기 중국 경기 추가 둔화 압력 완화→단기 저평가된 홍콩증시 반등에 긍정적

7월 정치국회의 시사점: 여전히 경기 하강 방어에 방점

7월 정치국회의 기조:

경기 하강 방어에 방점

하반기 중국의 경제 정책 기조를 결정하는 정치국회의 결과가 24일 발표되었다. 28일 전후로 발표될 것이란 예상 시기보다 4일 정도 앞당겨졌다.

7월 말에 열리는 정치국회의는 매년 정기적으로 진행되는 회의임에도 올해 시장 참여자들이 유독 주목하는 이유는 리오프닝에도 불구하고 2분기부터 중국 경기의 회복력이 둔탁해 정부의 부양책 출범 기대가 컸기 때문이다.

결과적으로 이번 회의는 대체적으로 시장 예상에 부합하는 결과를 내놓았다고 생각한다. 물론 4월의 정치국회의와 달리 이번 회의에서 1) 거시 조절정책이 다시 산업정책보다 우선시 되었고, 2) 부동산 규제 완화 표현이 예상을 소폭 상회했다. 다만 전반 정책들의 부양 강도가 강하지 않고, 후속 조치들의 추가 확인이 필요하다는 점에서 하반기 정책 기조는 강력한 부양보단 여전히 경기 하강을 방어하는데 방점을 두고 있다는 판단이다.

주요한 시사점을 정리하면 다음과 같다.

**강력한 부양책은 자제.
통화완화 지속, 재정확장 부재**

- 경기부양 강도:** 이번 회의에서 질적 성장이 계속 강조되었고, 코로나 이후의 중국 경기는 굴곡적인 회복 형태를 보이지만 장기 회복 추세는 변하지 않았다고 설명했다. 이는 정부가 2분기 경기 둔화가 추세적인 것이 아니라고 판단한다는 점에서 강력한 경기부양을 펼칠 가능성이 낮음을 시사한다. 이에 하반기 통화정책은 지준율 및 금리 인하 등 예상에 부합하는 조치들이 발표되겠지만, 재정정책은 시장 예상을 하회했다. 즉 지방정부 특수채의 발행 가속화는 언급되었지만, 특별 국채의 발행, 정책성은행의 대출 확대 등 조치는 기대하기 어려워졌다<표 1>.

소비와 산업: 예상 수준

2. 소비와 산업정책: 특별히 새로운 기조 변화는 없었다. 소비 부문에서는 6월부터 발표해 온 자동차, 전자제품, 가전 등 재화 소비와 스포츠/여행 등 레저 소비 촉진 내용이 다시 강조되었고, 산업정책에서는 AI, 디지털경제, 첨단제조업 육성을 강조했다. 한편 하반기 국제 항공노선 증편이 언급된 점은 여행 등 해외와의 교류에 긍정적일 전망이다.

부동산: 규제 완화 강도는 예상 소폭 상회

3. 부동산 규제 완화: 부동산 정책 기조의 변화는 이번 정치국회의의 관전 포인트 중 하나였다. 2분기부터 부동산 거래량이 문화되기 시작했고, 6월 이후부터는 전년 동기대비 역성장 구간으로 진입하며 산업 부진이 심화됐기 때문이다.

이번 회의에서 처음으로 '부동산 수급관계의 중대한 변화가 나타났고 이런 새로운 추세에 따라 적절한 시기에 부동산 정책을 조절할 필요가 있다'고 밝혔다. 또한 '주택은 거주하는 것이지 투기하는 것이 아니다'라는 규제 문구도 삭제해 1선 도시를 포함한 전반 산업의 규제 완화 기대감을 끌어올렸다.

이번에 처음으로 정책당국이 '부동산 수급관계에 중대한 변화 발생'을 인정하면서 향후 수요대비 공급이 많은 지역에서는 수요를 진작할 정책들을 펼치거나 혹은 기존 수요 억제 정책들을 폐지할 것으로 예상된다. 이는 해당 지역에서 더 이상 규제를 완화하지 않으면 부동산 경기 침체 위험이 높아지며 금융기관 위험도 덩달아 높아질 수 있기 때문이다.

단 세부조치와 경기 개선 효과는
추후 관찰 대상

다만 베이징·상하이 등 1선 도시의 규제 완화 여부는 미지수이고, 지역별 구매 요건 완화 효과가 좋을지 아직 예단하기 어렵다. 현재 중국 부동산 시장 부진의 근본적인 문제는 주택 가격의 추가 상승 기대감 약화에 있다. 이미 작년부터 2선 도시를 포함한 많은 지역에서 구매제한을 풀었으나 그 효과는 미약했다. 따라서 이번 부동산 규제 완화 조치도 강력한 부양책이라기보다는, 산업의 추가 악화를 방지하기 위한 조치로 판단된다. 한편 수요가 부재한 환경에서 과거 과열 시기에 주장했던 '주택은 거주하는 것이지 투기하는 것이 아니다'는 문구의 삭제는 산업 변화의 당연한 결과이지 정책 기조 변화로 해석하기 어렵다는 생각이다<표 1>.

지방정부 부채: 하반기부터 점차 리스크 해소에 착수 예상

4. 지방정부 부채 위험 해소: 정치국회의에서는 지방정부 부채 위험을 해소할 수 있는 패키지 방안 작성을 지시했다. 중국 정부는 2018년에 지방정부 음성 부채를 5~10년에 해결할 것을 요구한 바 있었지만, 지난 3년 코로나 기간 부채 비율이 오히려 급증했다. 현재 중국은 신규 지방정부 음성 채무 심사 중에 있는데 이번 정치국회의 지시로 올해 하반기와 내년에 걸쳐 관련 리스크 해소 작업에 착수할 것으로 예상된다.

의외로 자본시장 활성화 강조

5. 자본시장 활성화: 자본시장에 관한 문구는 과거 안정화에서 활성화로 바뀌었다. 예상치 못한 언급이었고, 부진한 주식시장의 투자심리를 개선하고 부의 효과를 통한 국민들의 소비 진작 가능성도 배제할 수 없다. 단기적으로 주식시장 투자심리 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

고용: 전략적 고려 대상으로 승격

6. 고용 안정: 고용 안정을 전략적인 고도의 고려 대상으로 승격되었다. 6월 청년 실업률이 21.3%로 사상 최대치를 기록하는 등 사회적 이슈가 심각해지고 있기 때문일 것이다. 고용 안정은 작년 경제공작회의에서부터 계속 강조되고 있지만 뚜렷한 개선이 없다. 이번에도 정책적으로 강조되었지만 어떻게 대처할 것인지에 관한 대안이 부재해 추후 정책 변화를 지켜보아야 할 것이다.

표1 23년 7월 정치국회의 시장 기대치와 결과 내용 정리

구분	시장 기대	실제 발표 내용	코멘트
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> · 3분기 지준율 인하 · 구조적 통화도구(재대출 등) 확대 	<ul style="list-style-type: none"> · 총량과 구조적 통화도구 사용 · 기술혁신, 실물경제 및 중소기업 발전을 적극 지원 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 부합 · 하반기 지준율과 금리 추가 인하 예상
재정정책	<ul style="list-style-type: none"> · 지방정부 특수채 발행 가속화 · 정책성은행 대출한도 확대 · 특별국채 발행 " 	<ul style="list-style-type: none"> · 지방정부 특수채 발행과 사용 가속화 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 하회 · 추가 재정확대 조치 부재
소비 진작	<ul style="list-style-type: none"> · - 전기차, 전자제품, 가전 등 소비 부양책 · - 소비쿠폰 등 부양조치 예상 	<ul style="list-style-type: none"> · 자동차, 전자제품, 가전 등 재화 소비를 끌어올리고, 스포츠/여행 등 레저 소비 추진 · 다양한 방법 통해 대외무역 안정화 · 국제 항공편 증편 " 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 부합 · 6월부터 내구재 및 서비스 소비 추진은 일관되게 강조된 내용 · 국제 항공편 증편은 대외협력 및 여행에 긍정적"
산업정책	<ul style="list-style-type: none"> · AI 산업 육성 · - 전기차 및 전자제품 소비 진작책 	<ul style="list-style-type: none"> · 현대화 산업체계 건설 강력하게 추진 · 신흥전략산업의 육성 가속화 · 디지털경제와 첨단제조업 추진 · AI 산업의 안전한 발전 촉진 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 부합 · AI 산업의 "안전한" 발전으로 표현. 규제와 발전 동시 진행 시사
부동산	<ul style="list-style-type: none"> · 대출금리 추가 인하 · 베이징·상하이 등 1선도시의 구매제한 완화 	<ul style="list-style-type: none"> · 부동산 수급 관계에 중대한 변화가 나타났고, 이 새로운 추세에 따라 적절한 시기에 부동산 정책 조절 필요 · 도시별 차별화 정책을 통해 실수요 및 개선형 주택 수요 만족 · 보장성 주택의 건설과 공급 증가, 성중촌(城中村·도시 외곽에 이주민이 모여 만든 환경이 열악한 주거지구) 개조, 유류 부동산 개조에 주력 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 소폭 상회 · 중국 부동산 시장의 수급 변화를 인정한 것은 처음 · 향후 일부 지역에서 수요 진작 정책(=기존 수요 억제 조치 완화) 발표 예상 · 단 수요가 강한 1선도시의 구매 완화 여부는 여전히 미지수 · 한편 보장성주택 공급, 대도시 내 판자촌 개혁 등 조치는 늘 강조했던 내용 · 기대만큼 강력하진 않으나, 수요 개선 정책은 경기 하방 압력 완화에 긍정적
지방정부 부채	<ul style="list-style-type: none"> · 지방정부 부채 위험 해소 	<ul style="list-style-type: none"> · 지방정부 채무 위험을 효과적으로 해소 · 부채 해소를 위한 패키지 방안 작성 " 	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 예상 부합 · 기존 부채규모 통제에서 부채 리스크의 효과적 방지로 전환, 소폭의 완화 · 부채 해소를 위한 패키지 대책은 처음으로 언급, 추후 조치 관찰 필요 "
자본시장		<ul style="list-style-type: none"> · 자본시장 활성화, 투자심리 개선 	<ul style="list-style-type: none"> · 예상 상회 · 기존 자본시장 안정화에서 활성화로 전환, 부진한 주식시장 투자심리 개선 기대 · 향후 세부 실행방안 관찰 필요 "
고용	<ul style="list-style-type: none"> · 민간기업 활성화를 통해 청년 실업 중심으로 문제 해결 예상 	<ul style="list-style-type: none"> · 고용 안정을 전략적인 고도의 고려 대상으로 승격 	<ul style="list-style-type: none"> · 향후 구체적 개선조치 관찰 필요

자료: 중국 국무원 7월 정치국회의 결과보고서 전문, 메리츠증권 리서치센터

주식시장 영향: 홍콩증시 하방 압력 완화, 후속 조치 관찰 필요

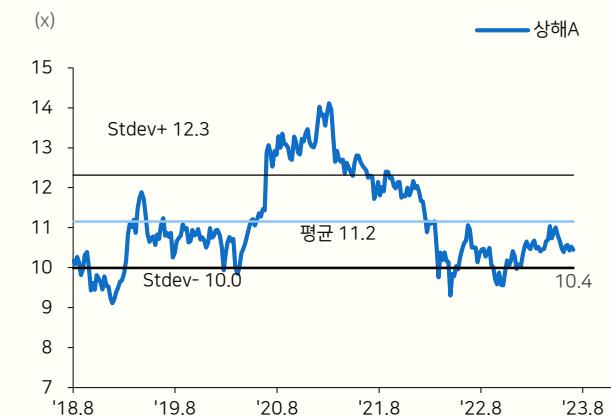
7월 정치국회의 결과로
단기 홍콩증시 반등에 긍정적

7월 정치국회의를 통해 하반기 중국 정부가 경기의 추가 둔화를 방어하기 위한 다양한 정책들을 내놓을 것이란 부분이 확인되면서 중국 주식시장의 하단은 더 단단해졌다. 특히 예상치 못한 정책당국의 자본시장 활성화 의지는 최근 부진한 중국 주식시장에 투자심리 개선으로 연결될 가능성이 높다. 하반기 중국 경기의 하방 압력 완화 및 정책 의지는 현재 과도하게 저평가 되어 있는 홍콩 주식시장의 단기 반등에 긍정적일 전망이다. 현재 홍콩H지수의 12개월 예상 P/E는 5.0배로 -1표준편차 하회 수준하고 있다(그림 2)

단 중국증시 추세적 반등에는
세부 조치와 그 영향력 확인 필요

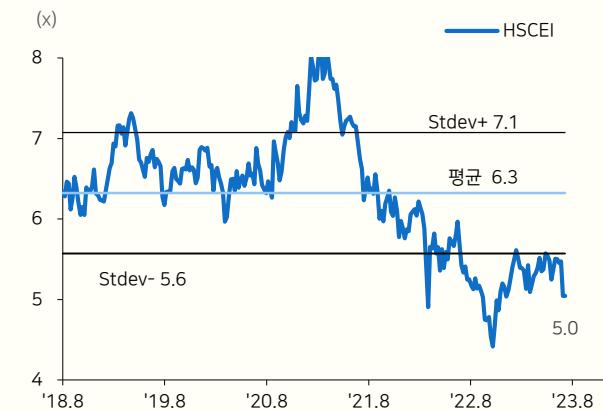
그러나 중국증시의 추세적 반등에는 여전히 시간이 필요해 보인다. 추후에 발표될 세부 조치들과 그 영향력에 대한 관찰이 필요하기 때문이다. 이미 중국의 경기 부양책은 시장의 기대에 비해 계속 지연되고 있는데, 이런 현상이 3분기에도 지속된다면 경기 회복 모멘텀은 더욱 약화될 것이다. 만약 향후 빠른 시일 내 세부 조치들이 발표되고, 이에 경기 지표들이 개선된다면 그동안 억눌렸던 소비재 및 소재 등 경기 민감 업종들의 상대적 주가 강세를 기대해볼 수 있다.

그림1 상해종합지수의 12개월 예상 P/E 10.4배, 평균 하회



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 홍콩H지수 12개월 예상 P/E 5.0배, -1표준편차 하회



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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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.