

# China Issue Report

벼랑 위의 중국?



China 백은비

02)368-6157 ebbaek@eugenefn.com



## CONTENTS

- 01/** 일본의 잃어버린 30년 05
- 02/** 90년 초 일본을 닮은 중국 13
- 03/** 관건은 부동산 연착륙 23
- 04/** 돌파구는? 33

# 버블 위의 중국?

일본식 장기 침체 아직은 아니다

리오프닝에도 불구하고 중국 경제는 부동산 경기 부진, 내수 부진 등의 문제가 지속되면서 기대보다 약한 경기 회복세가 이어지고 있다. 수출, 내수, 투자 등 경제 전반이 불안정한 가운데 7월 물가마저 마이너스를 기록하면서 디플레이션 공포가 확산되었다. 일본의 '잃어버린 30년'이 생각나는 모습이다.

현재의 중국은 버블 붕괴 직후 90년대 초 일본과 매우 유사하다. 높은 부채 비율, 미국의 견제, 경제 성장을 둔화, 빠른 고령화 등이 그렇다. 그러나 차이점도 존재한다. 자산 가격 하락에서 비롯된 일본의 장기 불황과는 달리 중국의 자산 가격 하락 압력은 크지 않고 미국에 대한 수출 의존도도 꾸준히 줄어들고 있다. 현재 중국의 불황은 부동산에 집중되어 있는데, 부동산도 자발적인 부채 축소, 공급 과잉 해소 과정에서 나타난 문제라는 점도 다르다. 미래 성장을 위해서라도 중국은 부동산에 대한 의존도를 줄일 필요가 있다. 중앙정부의 부채 확대 여력이 있기 때문에 통제 불가능한 상황으로 치달을 가능성은 제한적이지만 구조조정 과정에서 중국의 경제 성장을 둔화는 불가피할 전망이다.

중국이 일본의 장기 불황을 따라가지 않으려면 잠재 소비력을 자극하고 신성장 동력을 키워야만 한다. 앞으로 중국이 소비 중심의 성장 전환, 산업 구조 개혁 등에 성공한다면 2030년까지 연평균 4-5%의 중성장이 가능할 것으로 전망되나 개혁 추진이 미진하거나 실패할 경우 연평균 2-3% 성장에 그칠 것으로 예상된다.

## Executive Summary

by 백은비

---

01

# 일본의 잃어버린 30년

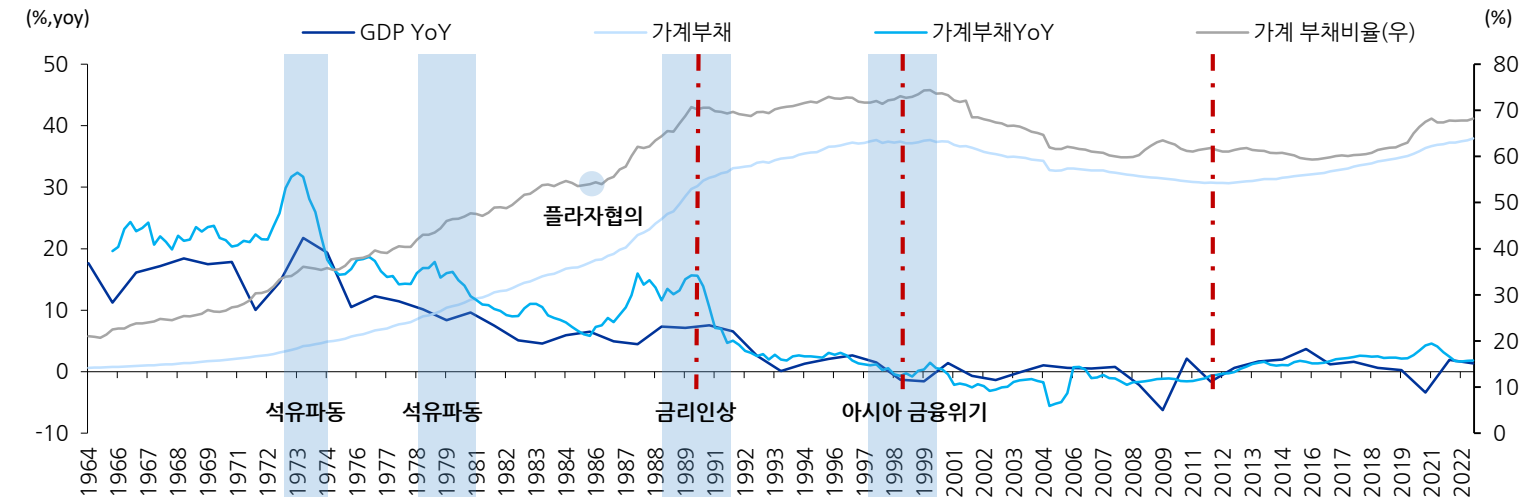
저(低)욕망 시대

# 일본 가계 부채의 역사

## 대차대조표 불황의 과정

- 60년대~80년대, 일본 경제 고속 성장에 따라 가계 부채는 6조 엔에서 19조엔까지 급증, 이후 두차례의 석유위기, 플라자협정의 등 충격으로 경제 성장이 둔화하자 통화정책을 완화하면서 가계 부채비율은 66.3%까지 상승
- 90년대, 89년부터 일본 중앙은행은 5차례 연속 금리 인상, 긴축으로 가계 부채 비율은 69% 안팎을 유지, 당시 일본 주가, 부동산 버블이 붕괴되며 가계 자산 위축, 대차대조표 불황의 시작
- 2000년~2011년, 98년 아시아 금융위기 이후 가계 부채 상환 시작, 부채비율은 71%에서 61%까지 하락
- 2012년 이후, 아베 총리의 경기 부양책으로 일본 경기는 점차 안정, 가계 부채 확대도 다시 시작, 부채비율은 69%까지 상승

일본 가계 부채 변화 추이



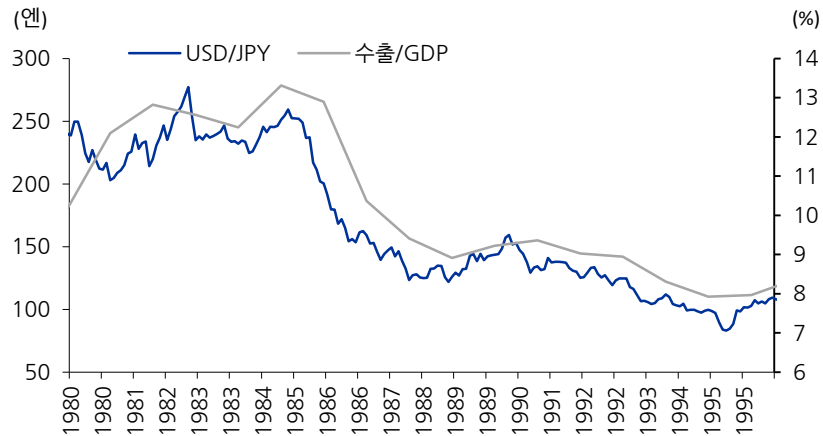
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 일본 가계 부채 변동의 원인

## 원인은 높은 기대심리

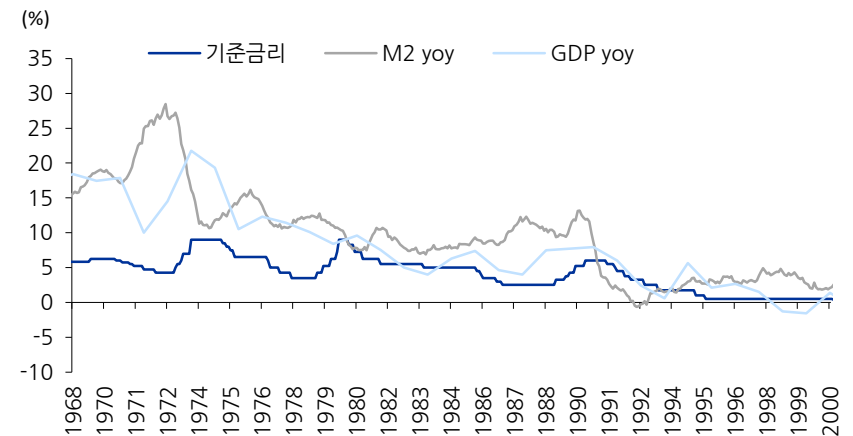
- 1990년 이전 일본 경제의 고성장이 이어지면서 가계 기대심리가 높은 수준을 유지, 경기 둔화에도 가계 부채가 지속 증가했던 가장 직접적인 이유
- 1985년 플라자 합의 체결 이후 일본의 GDP 대비 수출 비중은 13%에서 1995년 8%까지 하락함
- 경기 둔화 압박이 심화되자 1985-1987년 일본 중앙은행은 금리를 5%에서 2.5%까지 인하

플라자합의 이후 일본의 수출 비중은 빠르게 위축



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

경기 부양을 위해 금리 인하 단행



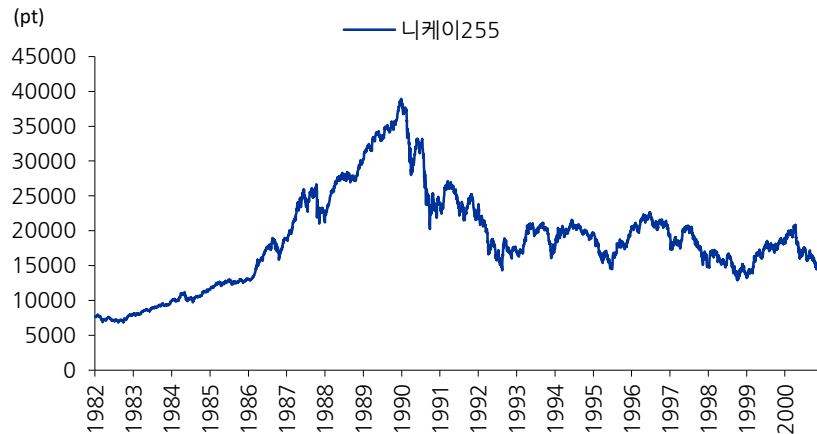
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 일본 가계 부채 변동의 원인

## 통화량 증가, 자산 버블로 연결

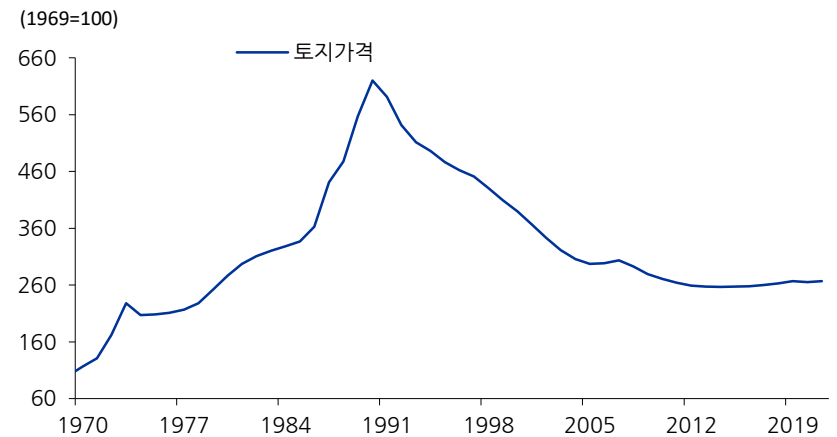
- 완화정책 통화정책이 이어지면서 대량의 자금이 주식시장과 부동산 시장에 유입, 자산 가격 폭등으로 이어짐
- 투기 억제를 위해 1989-1991년 일본 중앙은행은 3.25%의 금리를 6%까지 연속 5차례 금리를 인상함
- 1989-1992년 일본 니케이225지수는 -44% 하락, 토지가격은 1991년을 정점으로 20년간 하락

### 플라자협약 이후 급등했던 니케이255



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 토지 가격도 동반 급등



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

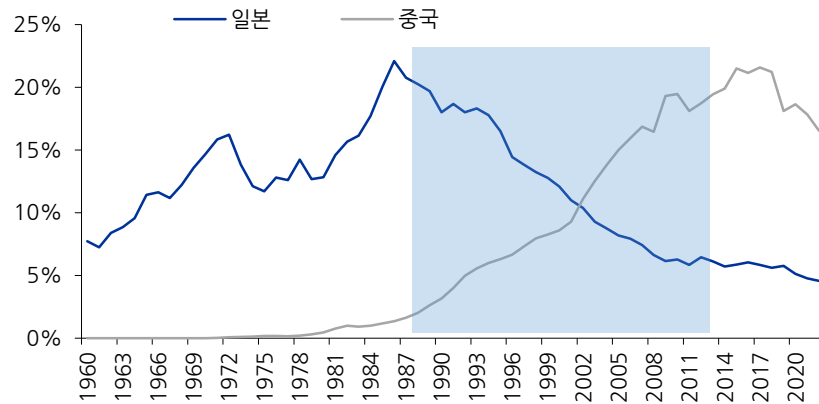


# 일본 가계 부채 변동의 원인

## 심화 요인은 지정학적 리스크 + 고령화

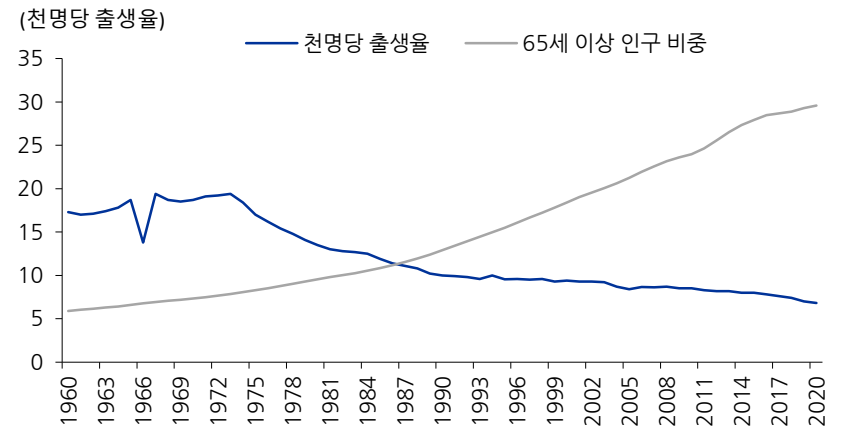
- 플라자협약, 미일반도체협약 등 일본 제조업 발전과 수출을 막는 미국의 견제가 강화됨
- 동시에 중국이 세계 제조 공장으로 부상하면서 일본 수출 압박은 더욱 심화됨
- 더불어 일본의 고령화가 빠른 속도로 진행되면서 경제 성장 동력이 약화되기 시작

### 일본의 대미 수출 비중은 하락, 반면 중국은 증가



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 빠르게 진행되었던 일본의 고령화



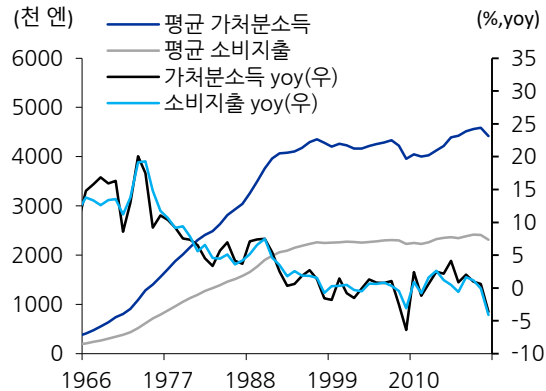
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 가계 대차대조표 불황

## 저(低)욕망 시대의 도래

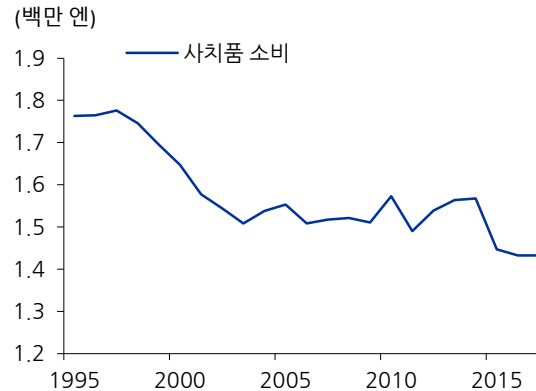
- 경제 성장이 둔화하면서 90년대 일본 가계 가처분소득 증가율은 0-2%에 그침, 소득 부진으로 소비 지출도 같이 위축됨
- 저욕망 시대가 도래함에 따라 사치품 소비는 감소하고 비혼주의, 재택문화 등이 성행, 2000년-2011년 외식, 의류 소비는 각각 -10%, -30% 감소
- 이에 따라 일본 개인소비의 GDP 기여도는 하락세가 지속됨

### 저욕망 시대로의 진입



자료: CEIC, 유진투자증권

### 사치품 소비 감소, 가성비 소비 증가



자료: CEIC, 유진투자증권

### 개인소비의 GDP 기여도 하락



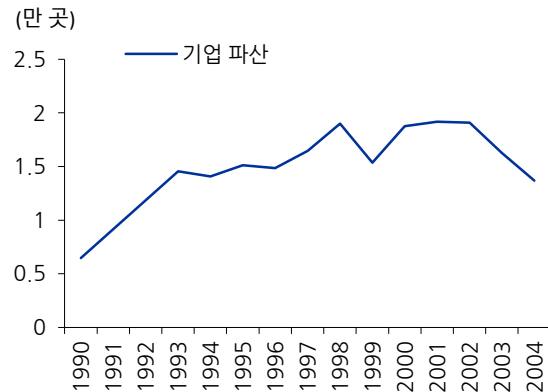
자료: CEIC, 유진투자증권

# 기업 대차대조표 불황

## 파산 증가, 투자 부진

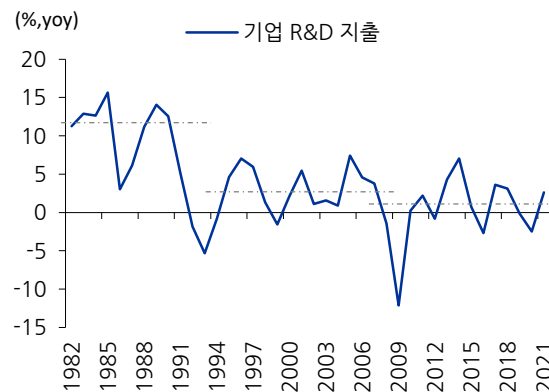
- 버블 경제 당시 대부분의 일본 기업들은 부동산과 주식에 대량의 자금을 투자, 버블 붕괴 이후 자산가치가 급락하면서 파산위기에 직면
- 1991년 이후 2002년까지 일본에서는 매년 약 1.7만 곳의 기업이 파산함
- 기업 경영난이 심화하면서 기업들의 투자 감소, 80년대 평균 12.6%에 달했던 R&D 지출 증가율은 90년대 이후 평균 1.6%까지 둔화

90년대 일본 기업 파산 多



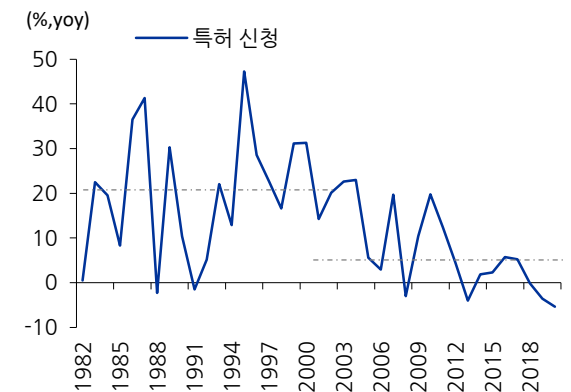
자료: CEIC, 유진투자증권

일본 기업 R&D 지출 증가율 둔화



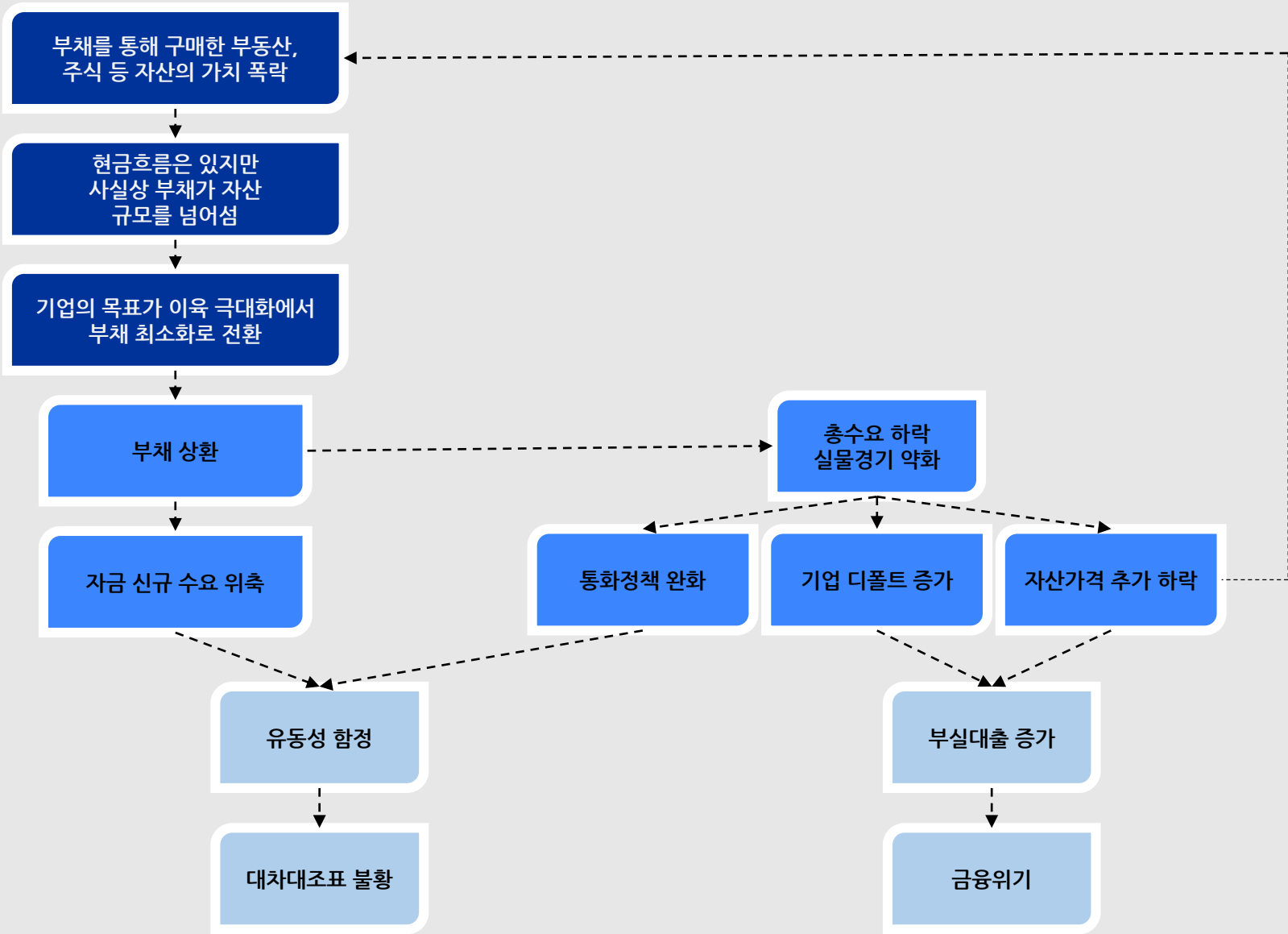
자료: CEIC, 유진투자증권

일본 기업 특허 신청 증가율도 둔화



자료: CEIC, 유진투자증권

# 대차대조표 불황의 악순환



---

# 02

## 90년 초 일본을 닮은 중국

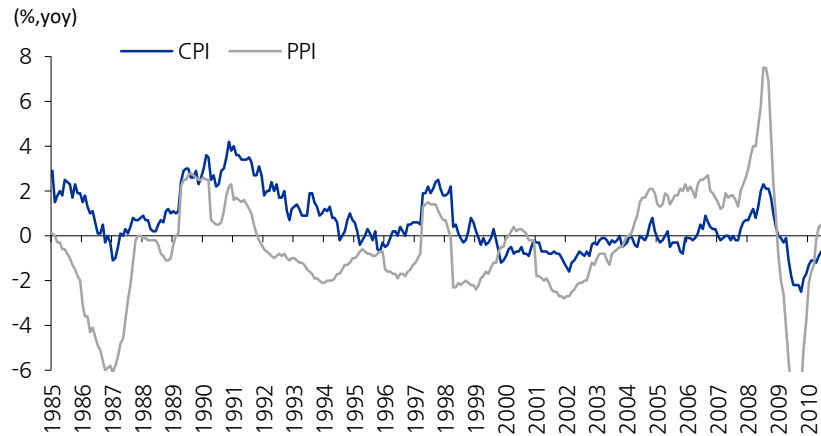
성장 둔화 / 부채 / 지정학적 리스크

# 커지는 중국의 디플레 위험

## 7월 중국 CPI, PPI 동반 감소

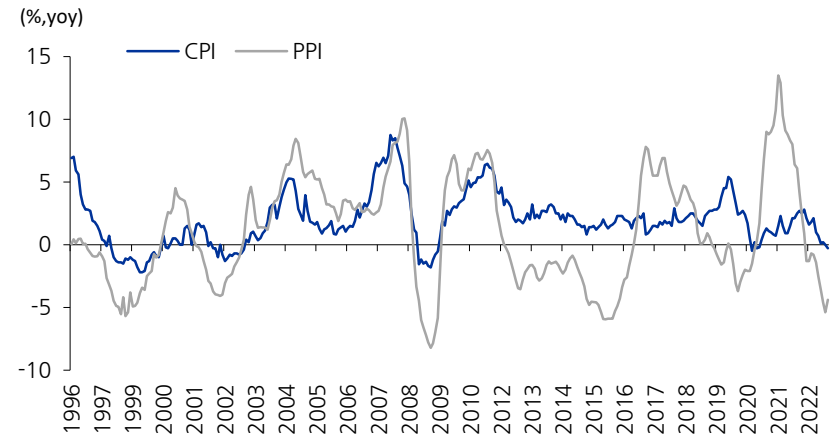
- 리오프닝에도 불구하고 수요 부진이 지속되면서 7월 중국 CPI는 -0.3%, PPI는 -4.4%로 동반 감소함
- 중국의 디플레이션 위험이 커지면서 일본처럼 대차대조표 불황에 빠질 수 있다는 우려가 형성됨
- 다방면으로 중국은 90년대 초 일본과 유사한 점이 많음

### 일본 물가 추이



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 중국 물가 추이



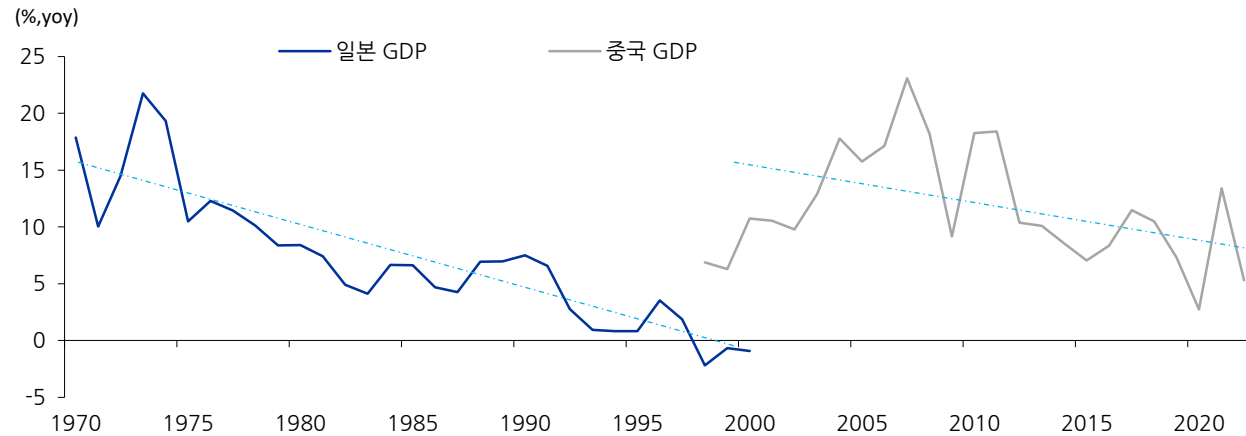
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 공통점① - 둔화하는 GDP 성장률

## 중성장 시대 진입

- 1973년까지 일본은 연평균 10% 이상 고속 성장, 이후 74~85년 평균 4-4.5% 중성장 시대 진입
- 86년-90년 버블 경제로 경제성장률 반등했으나 버블 붕괴 이후 91년부터 장기 불황 시작
- 2000년 중국은 WTO 가입 이후 2010년까지 두 자릿수 성장률 유지, 2012년 이후 8%대, 팬데믹 이후 4.5%까지 성장률 둔화

### 90년대 일본처럼 점차 둔화하는 중국의 GDP 성장률



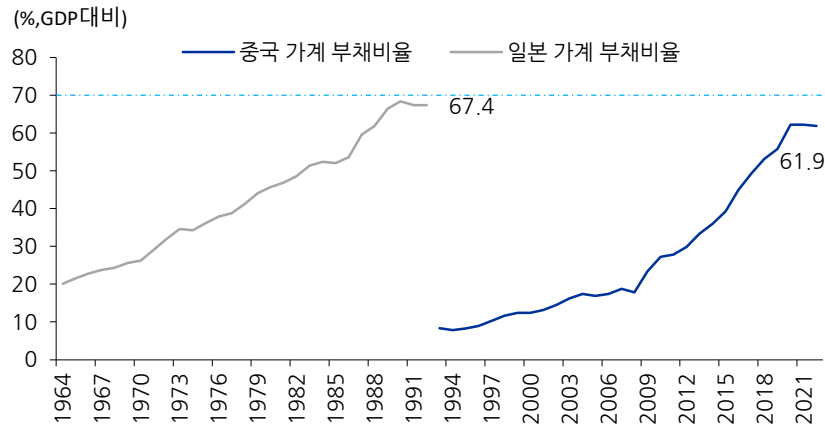
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 공통점② - 높은 부채 비율

### 높은 부채 비율

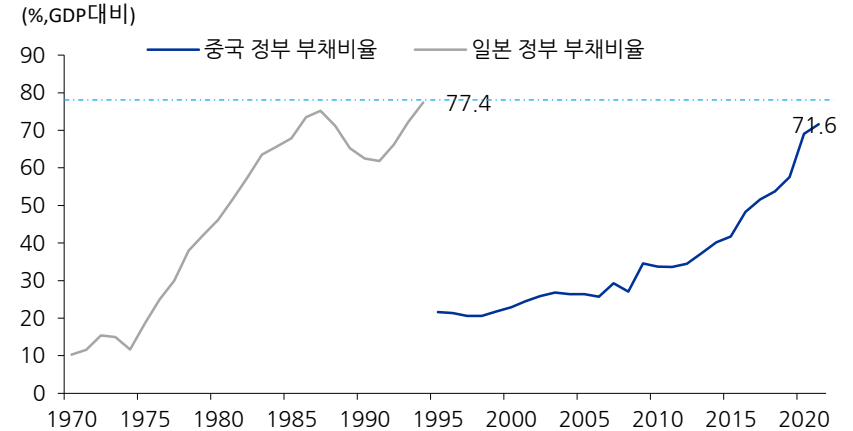
- 2021년 기준 중국의 GDP대비 부채 비중은 288%로 90년 초 일본 수준에 육박함
- 정부, 가계 부채 비율은 90년대 일본보다 낮지만 기업 부채 비율은 월등히 높게 나타남
- 90년대 일본 정부는 경기 둔화를 방어하기 위해 정부 지출을 적극적으로 늘림, 중국도 경기 둔화에 대응하기 위해 정부 지출이 가파르게 늘어날 가능성이 있음

### 90년대 일본보다 낮은 중국의 GDP대비 가계 부채비율



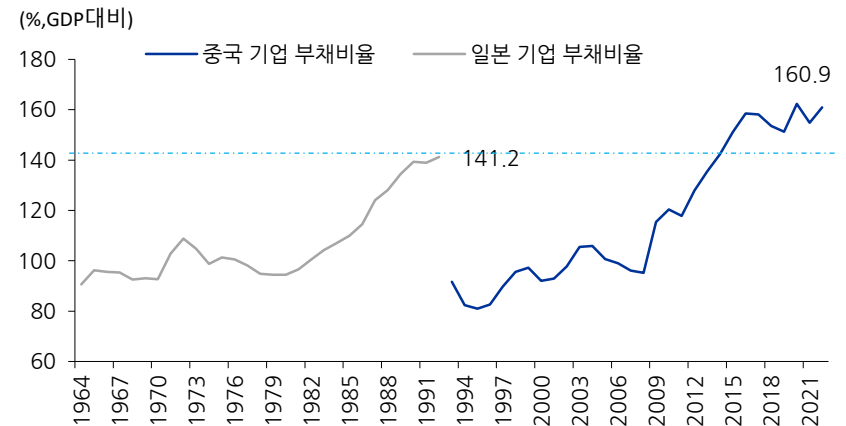
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 90년대 일본보다 낮은 중국 정부의 부채비율



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 90년대 일본보다 높은 중국의 GDP대비 기업 부채비율



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

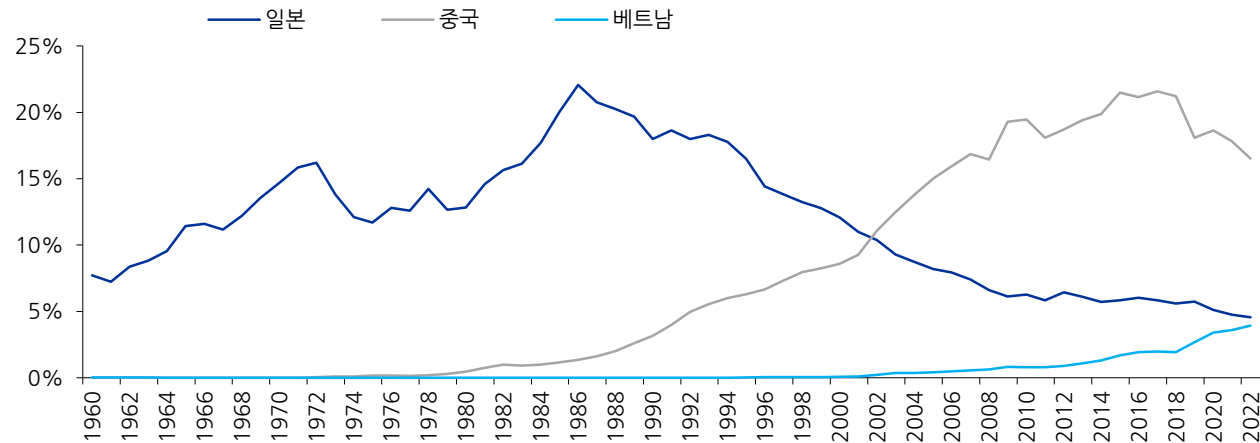


## 공통점③ - 지정학적 리스크

### 미국의 견제 그리고 치열해지는 아시아 경쟁

- 90년대 미국의 대일본 견제가 강화되고 중국을 중심으로 한 신흥국 공업화, IT 혁신, 세계화가 가속화되면서 일본 수출 경쟁력은 점차 약화됨
- 중국도 비슷한 상황. 2018년 무역 전쟁을 시작으로 미국과 중국의 갈등은 기술, 금융 분야로 확산
- 미국의 다양한 대중국 견제 법안이 출범하는 가운데 베트남 등 동남아 국가의 제조업이 빠른 속도로 발전하면서 중국의 대안의 부상하고 있음

중국의 대미 수출 비중 하락, 베트남의 대미 수출 비중 상승



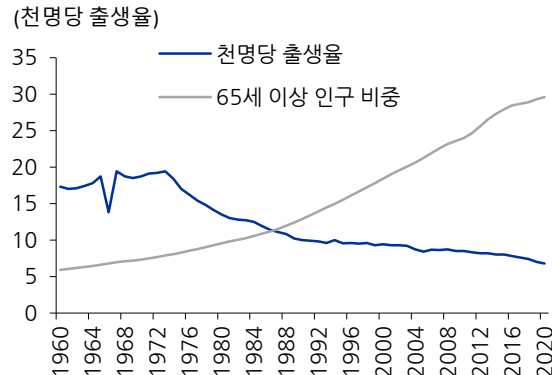
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 공통점④ - 빠른 고령화

### 빠른 속도로 진행되는 인구 고령화

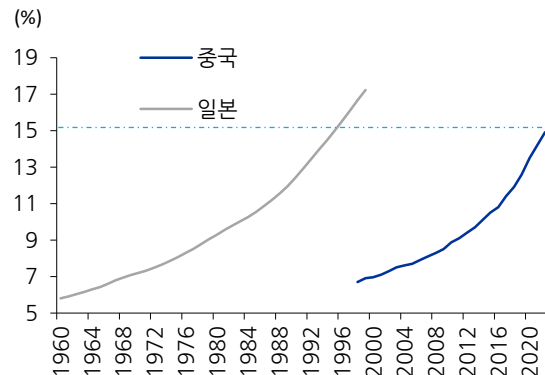
- 1979년 산아제한 정책 도입 이후 중국 출생율은 빠르게 하락, 인구 고령화는 일본보다 더 빠르게 진행 중, 고령화 비중은 일본의 90년대 중반 수준
- 일본은 장기 불황 시작 이후 약 10년 뒤인 2009년부터 인구 감소세가 시작되었으나 중국은 예상보다 빠른 2022년 인구 감소세가 시작됨
- 2016년 산아제한 정책을 폐지했음에도 불구하고 중국의 출생율은 하락세가 지속되고 있음

급격하게 악화되는 중국 인구 구조



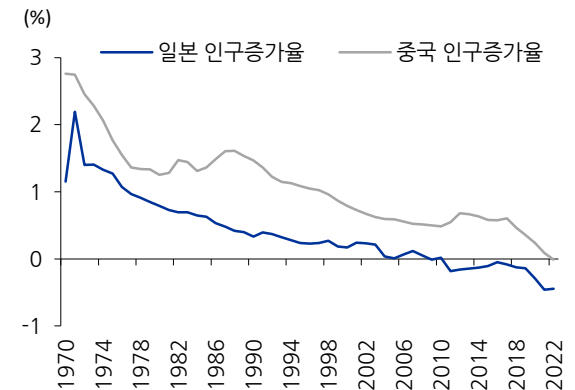
자료: CEIC, 유진투자증권

고령화는 일본 90년대 중반 수준



자료: CEIC, 유진투자증권

일본보다 빠르게 진행되는 중국의 인구 감소



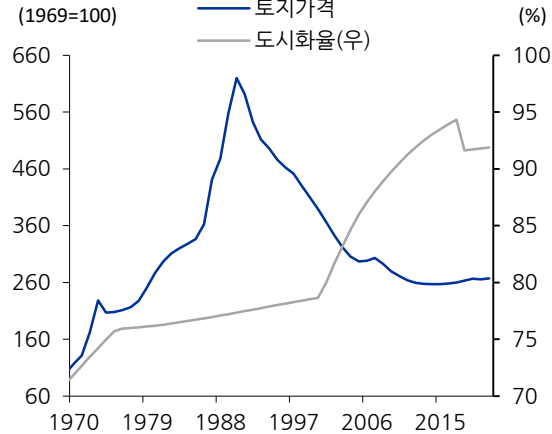
자료: CEIC, 유진투자증권

# 다른점① - 자산 버블이 심하지 않다

## 자산 가격 하락 압력은 ↓

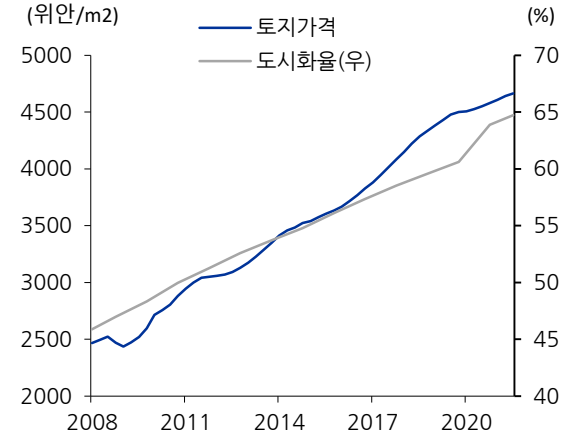
- 버블 경제 당시 일본은 도시화율 대비 토지 가격의 상승세가 매우 가팔랐음.
- 반면 중국은 토지가 국가 소유이기 때문에 가격 통제가 용이, 도시화율과 토지 가격의 괴리가 크지 않음
- 주식시장도 마찬가지로 중국 A주는 2015년 조정 받은 이후 상승세가 두드러지지 않음

### 도시화율 대비 높았던 일본의 토지가격



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 반면 중국의 토지가격은 괴리가 크지 않아



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 80년대 급등했던 니케이지수



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 반면 중국 A주는 크게 상승하지 않아



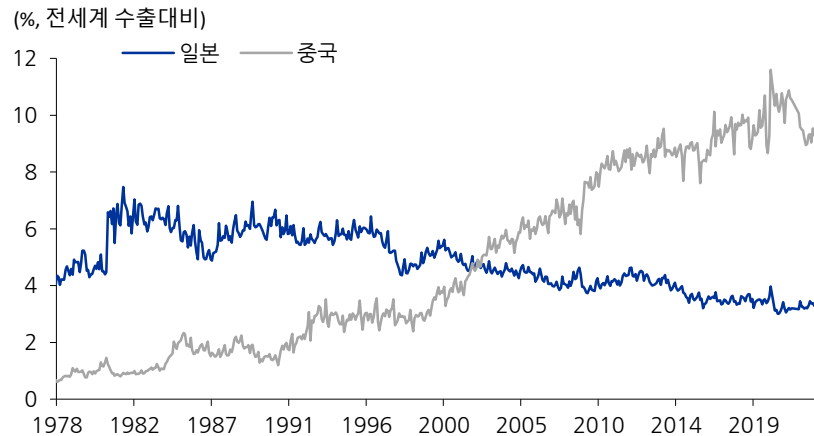
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 다른점② - 전세계 대비 중국의 수출 비중은 상승 중

### 낮아지는 미국 의존도

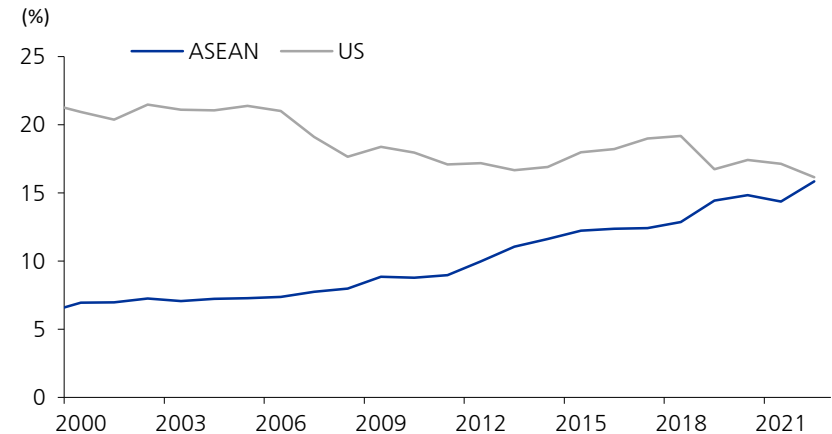
- 플라자협약 이후 일본의 전세계 수출 비중은 꾸준히 하락, 반면 중국은 2018년 미중 무역 전쟁 이후에도 꾸준히 상승세를 보임
- 중국의 국가별 수출 비중을 살펴보면, 대미 수출 비중은 2005년 21%에서 2022년 16%까지 하락
- 반면 아세안향 수출 비중은 2005년 7%에서 2022년 15.8%까지 상승

미국의 견제에도 중국의 전세계 수출 비중은 상승



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국의 대미 수출 비중 하락, 아세안 수출 비중은 증가



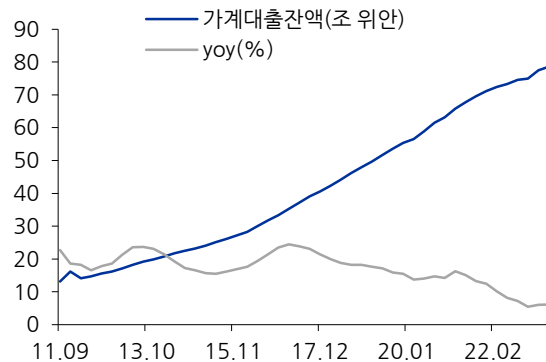
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 다른점 ③ - 부동산에 집중된 불황

### 부채 최소화보다 투자처의 부재

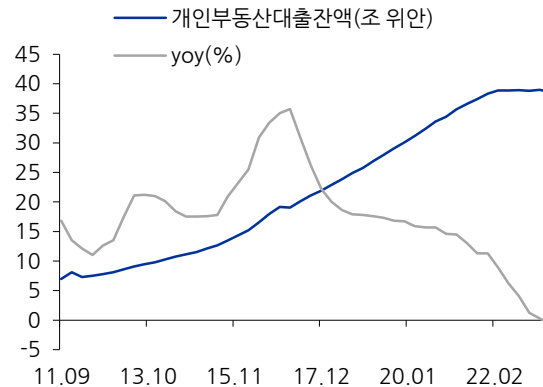
- 2017년 이후 중국 가계 대출 잔액 증가율은 완만하게 둔화 중, 이유는 부동산 시장에 대한 불안감으로 모기지 대출 증가 속도가 느려지고 있기 때문
- 부동산 외 개인 경영 대출 증가율은 상승세가 지속되고 있음, 중국 가계의 대차대조표 불황은 부동산에 집중되어 있다고 볼 수 있음
- 모기지 조기 상환도 자산 가치 하락에 의한 부채 최소화가 아닌 투자처 부재 및 낮은 금리로의 치환이 목적

가계 대출 잔액 증가율 둔화



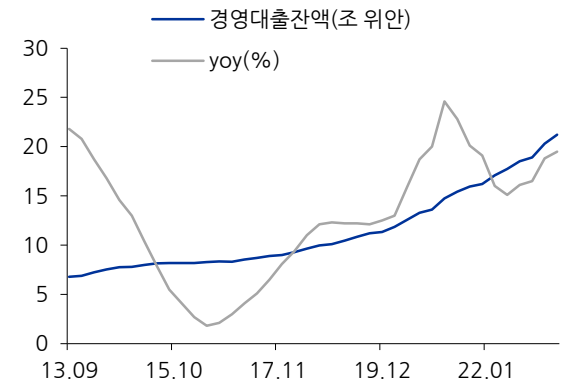
자료: CEIC, 유진투자증권

부동산대출 감소 때문



자료: CEIC, 유진투자증권

경영대출 증가율은 상승세



자료: CEIC, 유진투자증권



---

# 03

## 관건은 부동산 연착륙

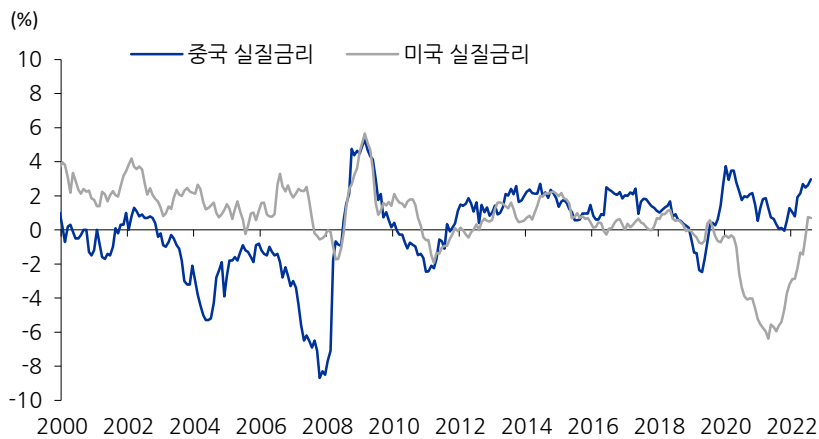
규제 완화 / 실수요 촉진

# 재정정책 확대의 필요성

## 그러나 소극적인 중국의 태도

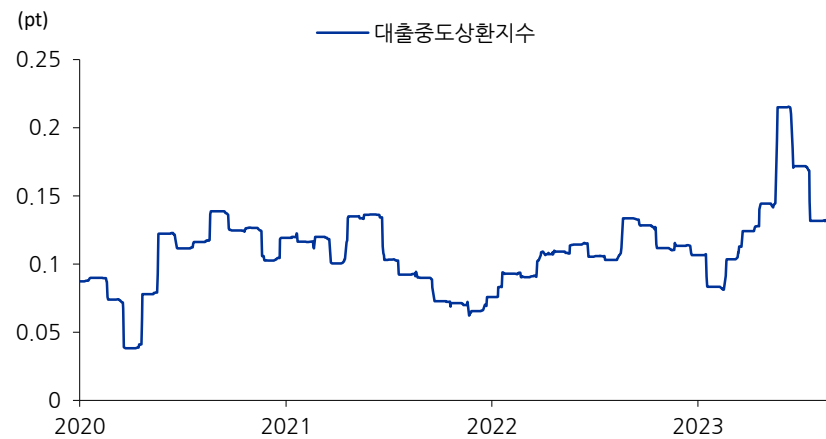
- 대차대조표 불황이나 유동성 함정에 빠지는 경우, 통화정책 효과는 매우 떨어짐. 낮은 비용으로 조달한 자금을 부채 상환에 사용하기 때문
- 따라서 장기적인 재정정책을 통해 총수요를 자극할 필요가 있음
- 그러나 최근 중국 정부는 적극적으로 경기 부양책을 활용하기 보다는 소극적으로 대응하고 있음

높은 중국의 실질금리



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

대출 중도 상환 움직임은 7월 들어 진정



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권



# 왜 중국은 부양에 소극적일까

## 4조 위안 부양책의 후유증

- 중국은 그동안 ‘부동산 개발 -> 인프라 투자 -> 고용 창출’로 경기를 부양함. 2008년 금융위기 당시 4조 위안의 부양책이 대표적인 사례.
- 그러나 이후 지방정부 음성 부채 리스크, 과잉공급, 대도시 중심의 부동산 가격 급등, 빈부격차 심화 등의 문제가 발생함.
- 지방정부 자산을 담보로 투자자금을 조달하는 특수법인 LGFV(지방정부공사) 리스크가 부담 요인, LGFV까지 정부 부채에 포함할 경우 중국의 GDP대비 정부 부채 비율은 100%에 달함

2020년 주요도시 소득대비 주택가격비율

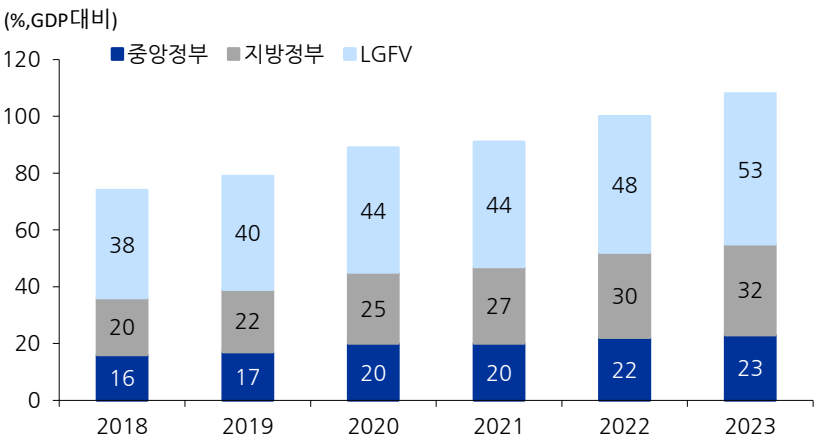
순위	도시	PIR	순위	도시	PIR
1	홍콩	46.3	18	서울	25.1
2	선전	43.5	21	파리	21.4
3	베이징	41.7	23	싱가폴	21.2
4	테헤란	40.6	25	우한	19.9
7	상하이	36.3	36	청두	15.8
9	톈진	35.6	37	런던	15.6
10	광저우	34.1	41	도쿄	14.7
11	난징	29.3	46	충칭	13.4
16	항저우	25.6	60	뉴욕	10.5

2020년 이후 다시 증가하는 중국의 공실 면적



자료: CEIC, 유진투자증권

LGFV 포함 시 중국 지방정부 부채 비율은 85%



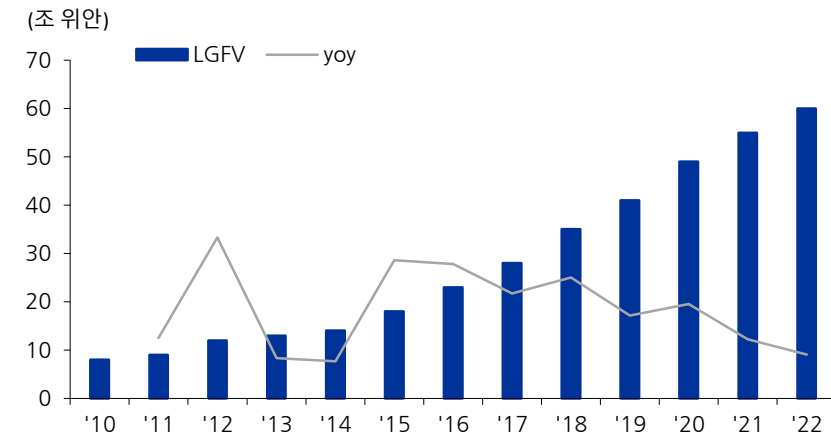
자료: IMF, 유진투자증권

# 시스템 리스크 확산 가능성은 낮아

## LGFV 부채, 中 은행 자산의 11% 수준

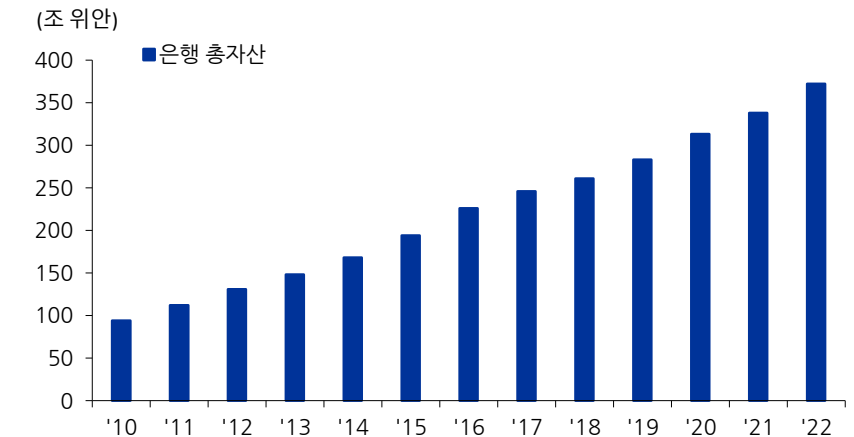
- LGFV는 공공사업에 국한하여 운영되기 때문에 사업 수익성이 낮고 대부분 3년 이내의 단기로 자금 조달하여 10년 내외의 장기 프로젝트에 투자하기 때문에 롤오버 리스크에 노출되어 있음
- LGFV는 통상적으로 지방정부 소유의 부동산을 담보로 제공하기 때문에 부동산 위축은 LGFV의 부실 위험 증가로 이어질 수 있음
- 2022년 LGFV 부채 60조 중 중국 은행권 익스포저는 약 38.8조 위안으로 추정, 이는 중국 은행 자산 총액의 11% 수준, 조정 시 은행권 수익성에는 일부 부정적인 영향이 있겠지만 시스템 리스크로 확산 가능성은 제한적이라 판단됨

### LGFV 부채 증가 추이



자료: Citi, 유진투자증권

### 중국 은행 총자산



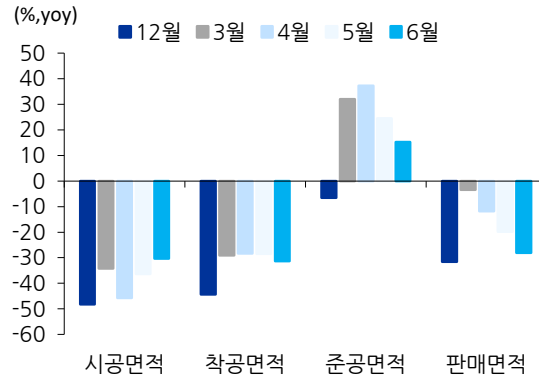
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 규제 완화에도 부진한 부동산 경기

## 가격 하락 기대로 판매 부진

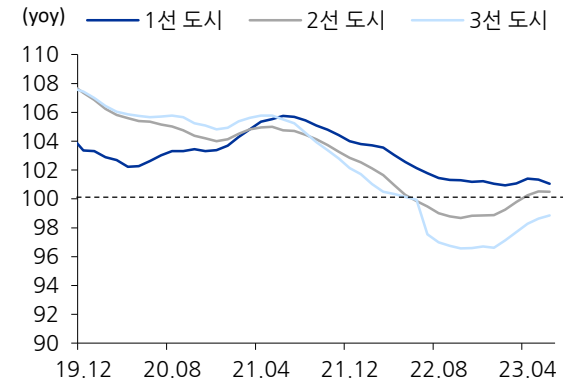
- 중국 부동산 경기 침체는 자발적인 디레버리징에서 시작됨
- 2H22 부동산 개발업체에 대한 자금조달 규제가 완화되고 올해 초 계약금 비율 하향 조정 등 수요촉진정책을 발표하면서 부동산 경기가 회복세를 보임
- 그러나 상대적으로 수요가 약하고 공급은 많았던 3-4선 도시의 주택 가격 하락세가 지속되면서 거래량이 다시 감소
- 부동산 가격 하락을 예상하는 비중이 높아지면서 2분기 들어 가계 부동산 구매가 지연되고 있음, 부동산 경기 안정을 위해 가격 하락 제한 등 심리 개선, 소비 촉진을 위한 조치가 필요
- 이외에도 올해 완다, 비구위위안 등 주요 부동산 업체의 디폴트 우려가 지속되면서 부동산 경기는 다시 위축되는 모습

## 다시 부진해지는 부동산 지표



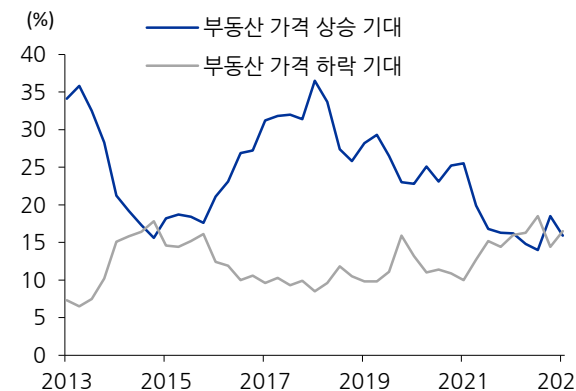
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 3선도시 주택 가격 하락세 지속



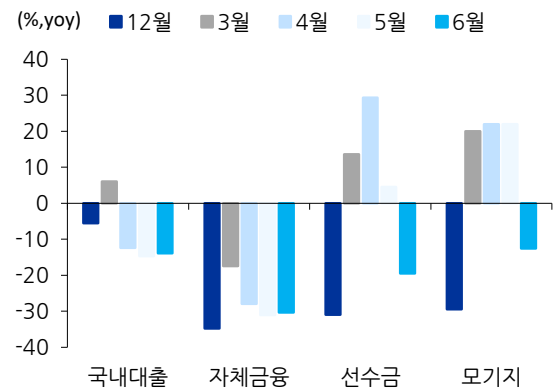
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 부동산 가격 하락 기대 반등, 관망 심리 ↑



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 부동산 개발업체 자금 조달난 지속



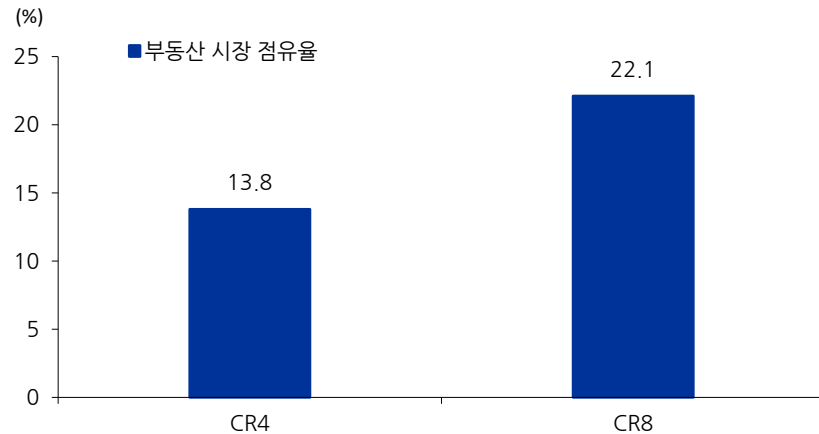
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 그래도 구조조정은 계속될 것

## 부동산 의존도는 낮아지는 중

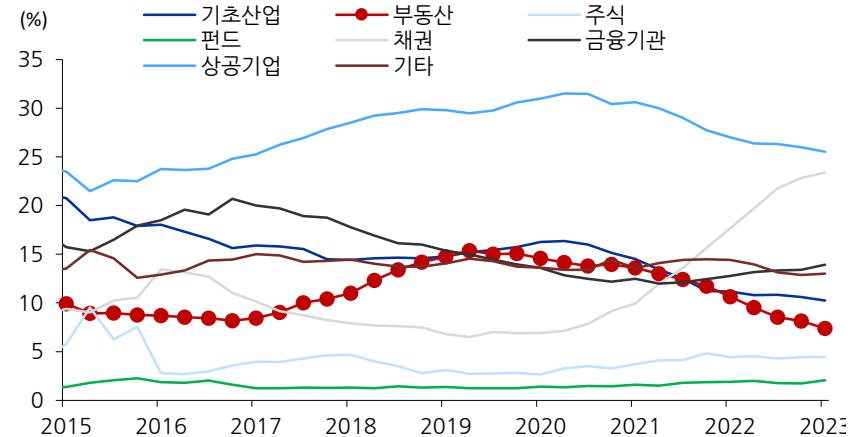
- 중국의 부동산 규제는 작년 이후 지속 완화되고 있지만 구조조정은 지속될 것으로 전망됨, 중국 부동산 시장집중도가 매우 낮기 때문
- 2021년 기준 중국 부동산 상위 4개 기업의 시장점유율은 13.8%, 상위 8개 기업은 22.1%에 그침, 장기적으로 인구가 줄어들고 있는 상황에서 중국은 부동산에 대한 경제 의존도를 줄일 필요가 있음
- 따라서 당분간 중국 부동산 개발업체의 디폴트 위험은 지속될 전망, 최근 중룽신탁 지급 불능 이슈로 금융권으로의 리스크 확산 우려가 형성
- 그러나 정부의 디레버리징 기조에 따라 신탁 등 금융권의 부동산 익스포저는 2019년 이후 낮아지고 있음. 파급효과는 제한적일 전망

낮은 중국의 부동산 시장 집중도(2021)



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 신탁 자산에서 부동산 비중은 15% -> 7.4%



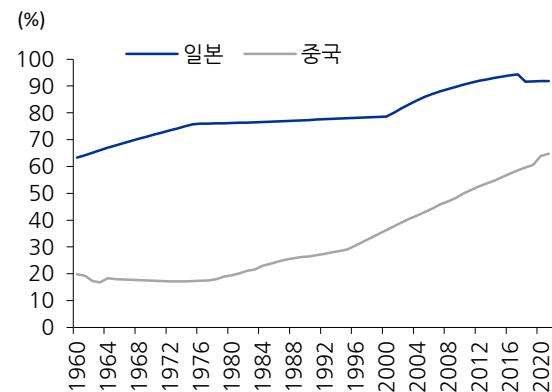
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 수요 확대 여력 有

## 낮은 도시화율과 평균 주거 면적

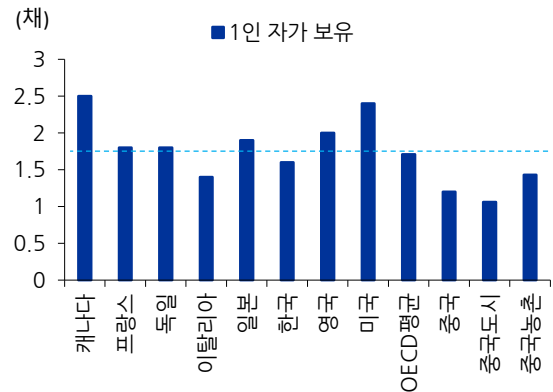
- 중국의 도시화율은 65%로 일본 60년대 수준에 불과, 상승 여력이 충분함.
- 중국의 자가 보유율은 74%로 높지만 OCED 평균 1인 자가 보유(1.71채)보다 낮은 1.2채. 향후 1인 가구 비중 증가에 따라 인구 구조가 악화하더라도 당분간 부동산 수요는 지속될 전망.
- 선진국 1인 평균 주거 면적은 40m<sup>2</sup> 이상, 중국은 39m<sup>2</sup>로 주거 환경 개선 수요도 있음

중국 도시화율 65%로 상승 여력 충분



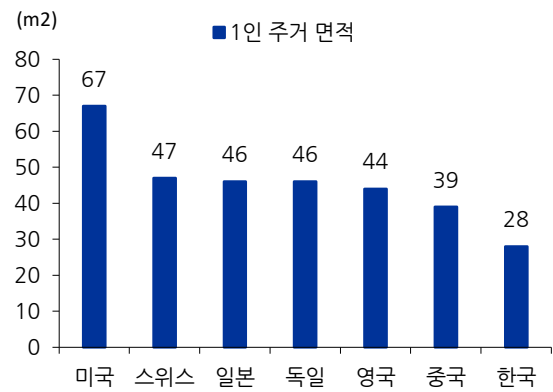
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 1인 자가 보유 OECD 평균 하회



자료: OECD, 유진투자증권

선진국 1인 주거 면적 40m<sup>2</sup> 이상



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 연착륙을 위한 실수요 촉진

## 호적 제도 개혁&도심 속 빈민촌 개발

- 중국 도시화율 추가 상승 여력 있지만 지역간 불균형이 존재. 3-4선 소도시의 경우 2022년 완공된 신축 아파트의 3분의 1이 미분양 상태
- 호적 도시화율은 47%로 낮음, 호적 제도 개편을 통해 지역 경제 발전을 도모할 전망, 8/4 공안부는 인구 300만 이하 도시 호적 제도를 완화, 저소득 농촌 거주자들의 도시 이주가 증가할 전망
- 이외에도 주요 대도시의 도심 속 빈민촌 재개발 사업, 주택 개선 관련 세금 면제 등 조치를 통해 부동산 실수요 촉진 정책을 발표, 향후 정책 강도 지속 확대 전망

“새 아파트 3분의 1이 빈집”...중국 소도시, 미분양에 몸살

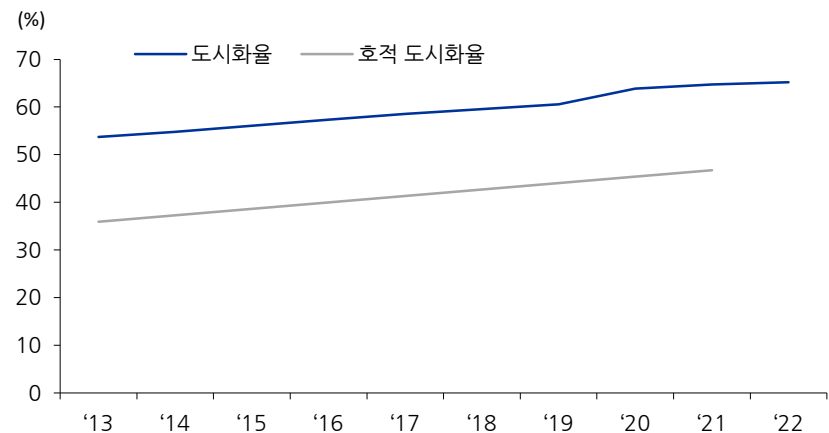
입력 2023-04-04 16:39

변호선 기자 hsbunyi@etoday.co.kr

악성 미분양 면적 약 400만 세대분 달해  
2017년 이후 최악의 공급과잉  
소도시가 특히 심각...전체 주택 재고 80% 차지  
재고 주택 소전에 6년 소요...상하이는 7개월

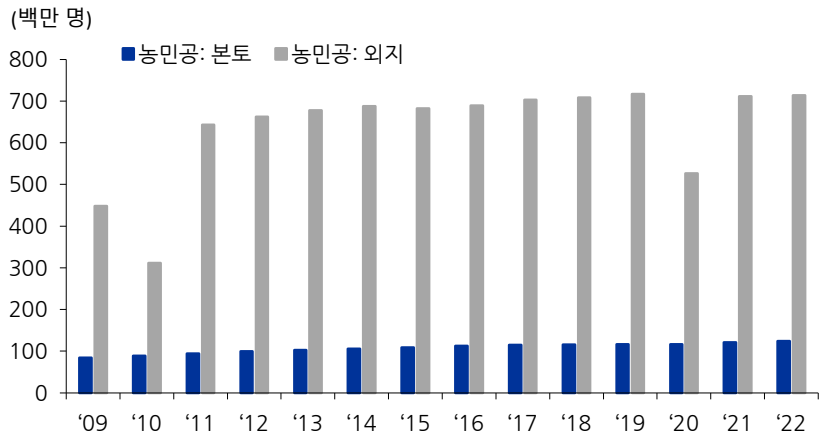


## 도시화율보다 낮은 호적 도시화율, 호적 제도 완화 필요



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 외지로 나가는 농민공 비중 월등히 높아



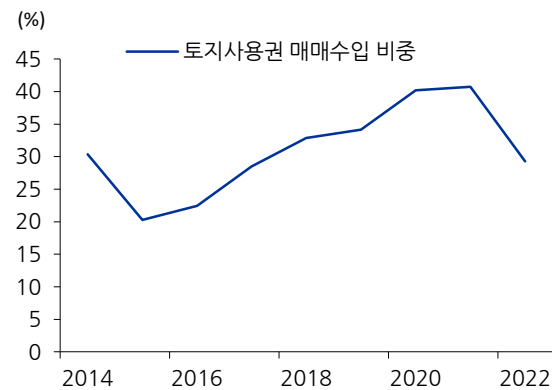
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 부담 요인: 지방정부 재정

## 토지사용권 매매 수입 비중 30%

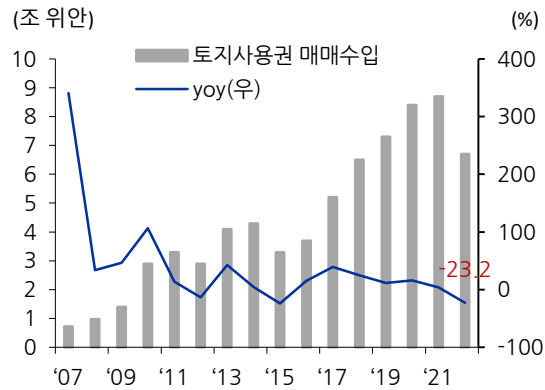
- 최소한의 부양, 부동산 구조조정이 지속됨에 따라 토지사용권 매매 수입 비중이 높은 지방정부의 재정 부담이 증가할 전망
- 2020년 토지사용권 매매 수입은 전체 정부 수입의 약 40%를 차지했으나 2022년 부동산 투자 감소로 매매 수입이 급감하면서 30%로 비중 하락
- 당분간 중국 부동산 신규 투자는 감소세가 지속될 전망이기 때문에 정부 세입도 줄어들 가능성이 높음
- 정부 지출 부담이 늘어남에 따라 중국의 경제 성장을 둔화 기간은 장기화될 가능성

재정 수입 중 토지사용권 비중은 30%



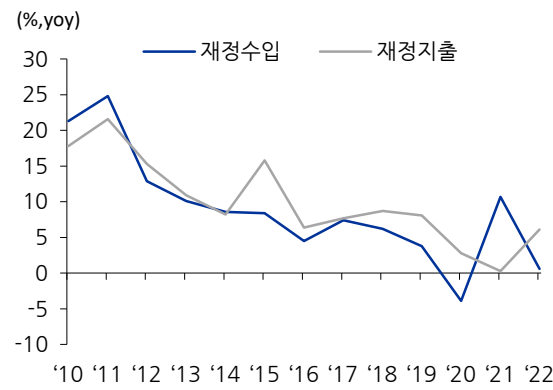
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

2022년 토지사용권 매매수입 -23%yoy



자료: CEIC, 유진투자증권

2022년 부동산 침체로 재정수입 부진



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권





---

# 04

## 돌파구는?

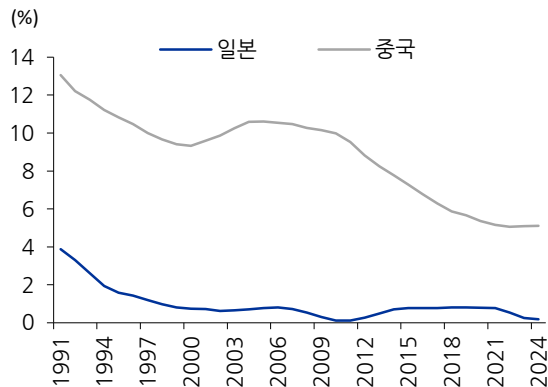
잠재 소비력 자극 / 신성장 동력 발굴

# 거대한 소비 시장 활용하기

## 잠재 소비력 자극

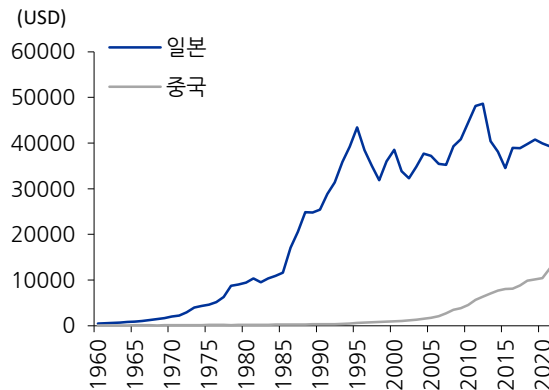
- 1992년 일본의 1인당 국민소득은 선진국 소득 기준인 3만 달러를 돌파, 그러나 중국은 2021년 기준 1.3만 달러로 1980년대 일본 수준에 불과함
- GDP 대비 개인소비 지출도 90년대 초 일본은 50%를 넘어섰지만 중국은 38%로 낮음, 추가 확대 여력이 있음
- 중국 14억 인구 중 중산층은 약 4억 명으로 추정, 일본 인구 1.2억 명 대비 중국의 잠재 소비 시장 규모는 매우 크다고 판단됨

중국 잠재성장률 > 일본 잠재성장률



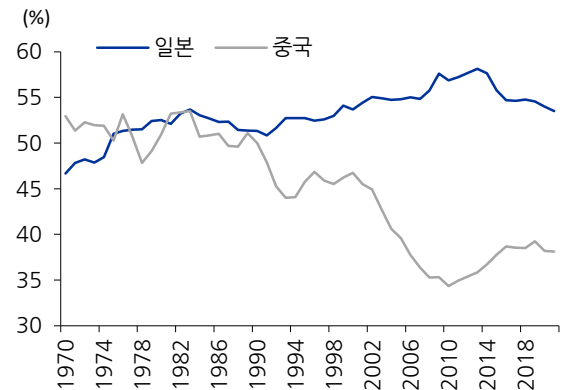
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국의 1인당 국민소득은 일본을 현저히 하회



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

GDP대비 개인소비 지출 비중도 상승 여력 有



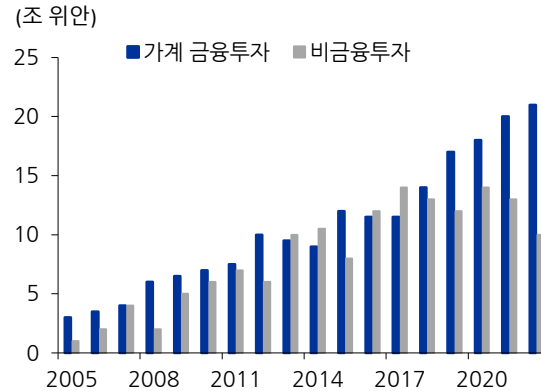
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 중단기 관점: 고용 안정

## 저축률 낮추기 위해 고용 안정 선행해야

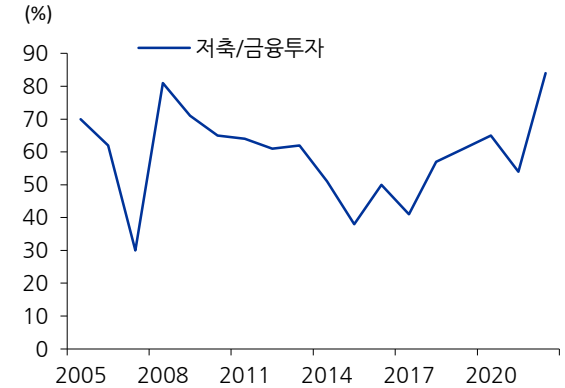
- 중국의 가계 금융 투자는 2021년 기준 저축 비중이 56%, 재테크 상품이 21%, 보험이 12%, 증권이 11%를 차지함
- 2022년 제로 코로나 정책으로 고용 불안은 증가하고 투자 수익률은 하락하면서 저축 비중은 84%까지 상승, 2008년 금융위기(81%)보다 높음
- 저축률을 낮추기 위해서는 고용 안정, 소득 안정이 선행되어야 함
- 고용 안정의 일환으로 중국은 민영기업 발전을 선택, 민간기업 고용 기여도가 80%에 달하기 때문
- 더이상 정부가 민간기업 길들이기는 하지 않을 것으로 예상됨

## 가계 금융 투자는 지속 증가



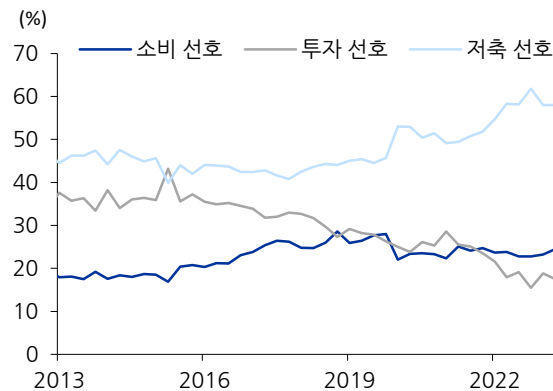
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 2022년 중국 가계 저축 비중 84%



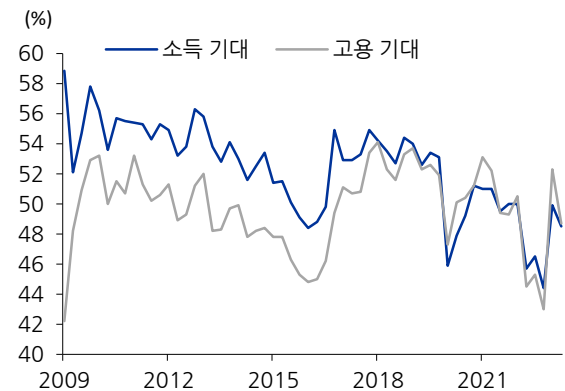
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 여전히 높은 저축 선호도



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 2Q23 소득, 고용에 대한 기대 하락



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 장기 관점: 출산 장려

## 인구 구조에 따라 변화하는 소비 트렌드

- 장기적인 관점에서 중국이 소비 시장을 지키기 위해서는 출산장려정책들을 정비해야 함
- 일본의 소비 구조는 인구 구조에 따라 변화함. 버블 붕괴 이후 일본의 소비 트렌드는 개인 소득 별로 차별화된 모습을 보임
- 장기 침체 국면 진입 이후에는 소비가 다운그레이드되면서 노브랜드나 무인양품, 유니클로 등 가성비 브랜드가 선전

일본 소비 변화

	1912-1941	1945-1974	1975-2004	2005-
사회적 배경	도쿄, 오사카 등 대도시를 중심으로 중산층 탄생	대량 생산, 대량 소비	석유파동 이후 저성장, 버블경제, 금융 파산	리먼 위기, 두차례의 대지진, 경기 장기 불황으로 수입감소 인구 감소로 소비시장 위축
인구 출생율	증가 5%	증가 5%→2%	완만한 증가 2%→1.4%	감소 1.3-1.4%
고령화	5%	5-6%	6%→20%	20-30%
소비성향	서양화 대도시 중심	대량소비 대도시 중심 미국식 선호	개성화 다양화 차별화 브랜드 선호 대도시 중심 유럽식 선호	노브랜드 선호 소박함 심플함 본토화
소비주체	중산층	1-2인 가구 가정주부	1인 가구	1인 가구

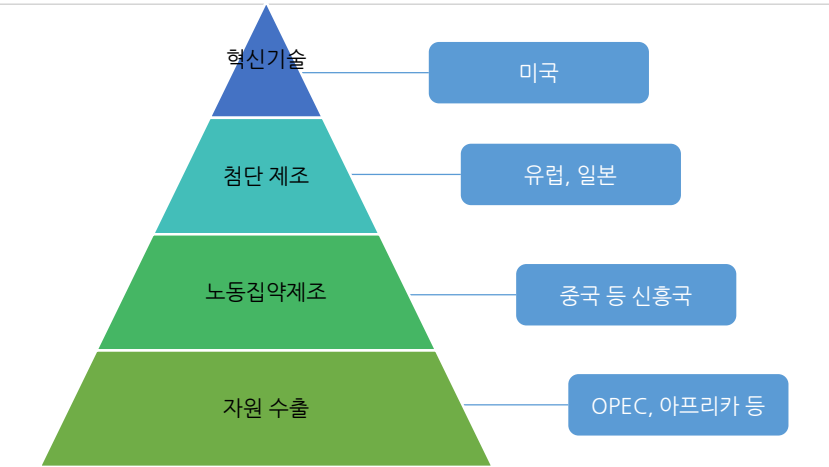
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 신성장 동력 확보

## 첨단 제조업 육성

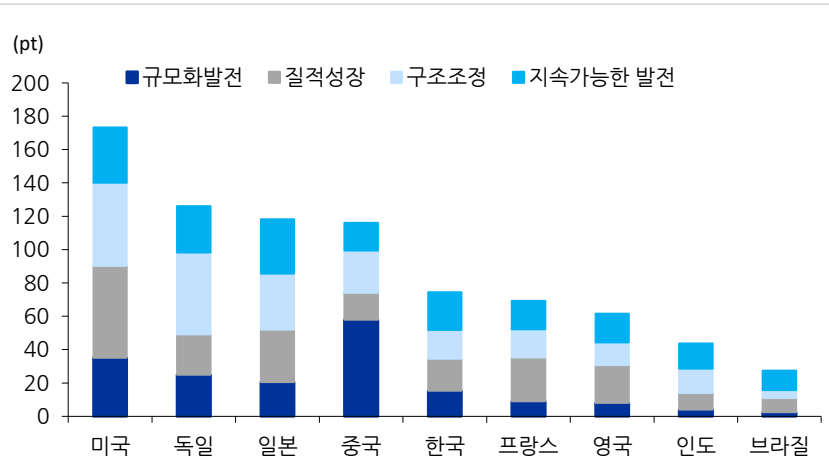
- 잠재 소비력이 충분히 발휘되지 않은 상황에서 중국 경제성장률은 둔화 중, 새로운 성장 동력 확보가 매우 중요하다고 판단됨. 산업체인 상 일본은 첨단 제조 단계에 속한 반면 중국은 노동집약적 제조업 비중이 높음. 첨단 제조업 육성이 시급함.
- 90년 이전까지 일본 정부는 전통 제조업 발전에서 반도체, 자동차와 같은 자본/기술 집약형 산업 발전 지원으로 전환함. 그러나 버블 붕괴 이후 산업 공동화 현상과 고령화 문제로 산업 정책을 바이오, 환경, IT 등 지식 집약형 산업 발전 지원으로 전환. 관리감독 제도 개혁을 통해 시장화 수준 제고
- 중국 제조업은 그동안 규모화발전에 의존하며 발전해 왔음. 다른 국가 대비 질적, 구조적, 지속가능발전 등 측면에서 상대적으로 약한 모습.

글로벌 제조업 분포



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

규모화발전에 의존해 온 중국 제조업



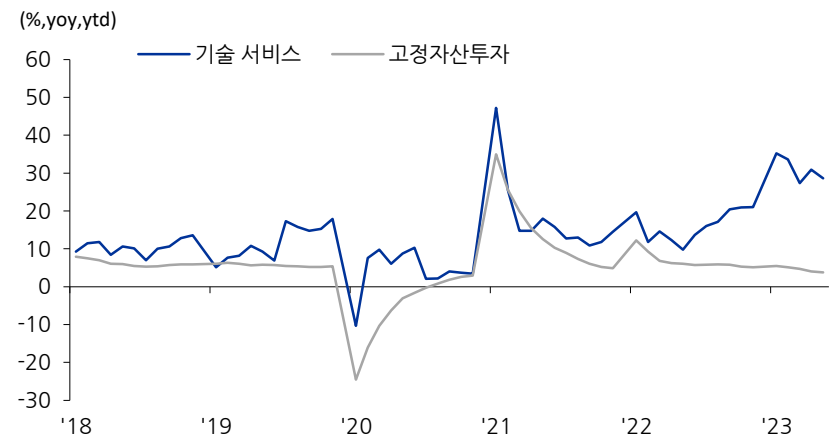
자료: <2021중국제조강국발전지수보고>, 유진투자증권

# 생산성 향상, 기술 국산화

## 기술 혁신을 위한 투자는 지속 중

- 기술 산업 발전은 생산성 향상은 물론 시장 확대에 따른 노동수요 증가의 효과를 기대할 수 있음
- 특히 탈세계화가 진행되고 있는 만큼 중국은 신기술을 통한 생산성 향상, 기술 국산화를 통해 글로벌 시장에서 입지를 다져야 할 필요가 있음.
- 중국의 기술 혁신을 위한 투자는 경기 부진에도 불구하고 증가세가 이어지고 있음. 탄소중립 관련 산업 대출 증가세도 지속 중.

### 기술 혁신을 위한 투자는 증가 지속

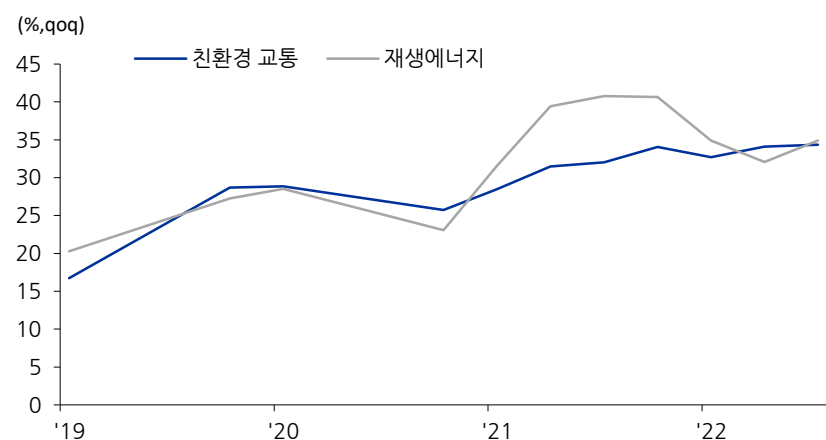


자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 중국 국산화 필요 분야

세부분야		국산화율
광통신/AI	광모듈	20%
	내시경	6%
제약바이오	강성 내시경	10%
	첨단초음파	10%
	MR/CT	24-27%
	바이오시제	20%
	폴리싱패드	<5%
반도체	특수가스	<20%
	포토리지스트	10%
	에칭기	20%
	CMP	10%
	세척기	20%
	MCU	5%
	EDA SW	<10%
	IGBT	20%
컴퓨터	OS	<5%

### 탄소중립 관련 산업의 대출은 증가세



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 중성장? 저성장?

## Key: 소비 주도 성장&구조 개혁

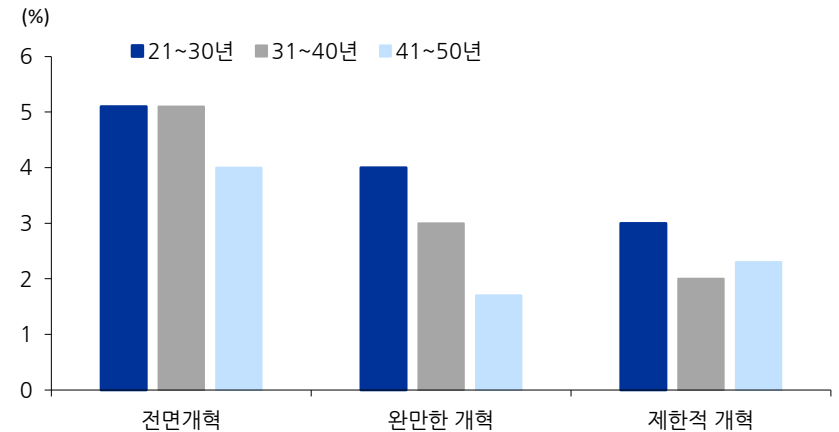
- 앞으로 중국이 소비 중심의 성장 전환, 산업 구조 개혁 등에 성공한다면 2030년까지 연평균 4-5%의 중성장이 가능할 것으로 전망됨
- 개혁 추진이 미진하거나 실패할 경우 연평균 2-3% 성장에 그칠 전망
- 단기적으로는 개혁과 성장 간의 충돌이 발생하며 경기 하방 압력이 지속되나 정부 주도의 투자로 연간 4-5%의 성장률은 유지할 것으로 예상됨

### 중국 GDP 성장률 예상



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 개혁 시나리오별 장기 성장률 전망



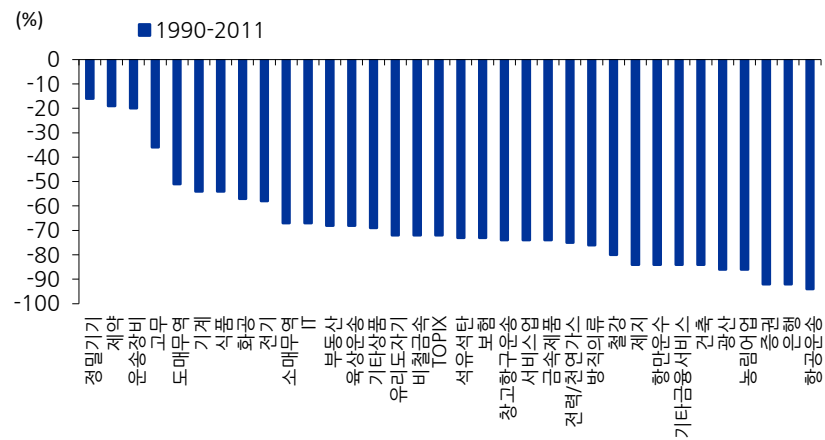
자료: World Bank, 유진투자증권

# 당분간 중국 증시는 박스권 등락

## 첨단 산업&소비

- 당분간 경기 하방 압력이 지속된다는 점에서 중국 증시는 박스권 등락이 지속될 것으로 예상됨
- 1990-2011년 일본 업종별 수익률은 정밀기기, 운송장비, 기계 등 선진제조업이 선방, 고령화 수혜주로는 제약, 식품 등이 있음
- 반면 은행, 증권 등 금융업과 광산, 철강, 운송 등 전통 제조업은 부진
- 중국도 구조 개혁을 진행하는 과정에서 정부가 육성하는 AI, 반도체, 재생에너지, IT 등 산업이 상대적으로 아웃퍼폼 할 가능성이 있음
- 장기적인 관점에서는 중국도 고령화에 따라 제약, 식품 소비가 증가할 전망

1990-2011년 일본 업종별 수익률





# Compliance Notice

---

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.