

2024. 11.11 (월)

최설화의 Real China



글로벌 투자전략-신흥국

Analyst 최설화

02. 6454-4883

xuehua.cui@meritz.co.kr

중국의 확장재정 퍼즐 미완성형

- ✓ 중국은 지방정부 음성부채 해소에 신규 6조 위안 투입 결정 vs. 신규 수요 부양책은 미공개
- ✓ 부동산 및 소비 부양을 위한 재정정책은 12월 경제공작회의와 내년 양회를 기대
- ✓ 트럼프 대통령 당선에도 선제적 부양 자제, 중국증시 단기 변동성 확대 예상

공개된 퍼즐: 지방정부 음성부채 해소에 신규 6조 위안 투입

중국 지방정부 음성부채에 5년간
10조 위안 투입, 6조가 신규 증액

중국이 지방정부의 숨겨진 빚인 음성부채 해소에 5년간 총 10조 위안을 투입하는 방안을 발표했다. 전체 10조 중 6조 위안은 지방정부 부채 한도 증액하는 형식으로 8일에 폐막된 전인대 상무회의에서 승인했고, 나머지 4조 위안은 매년 발행되는 지방정부 특수채에서 연간 0.8조 위안씩 5년간 사용할 누적 액이다. 이를 통해 중국은 '23년 말 14.23조 위안에 달하는 지방정부 음성부채를 '28년 말 2.23조 위안까지 줄일 계획이다(표 1)。

부채해소 주체는 여전히 지방정부,
리스크 방어, 이자부담 경감 효과

이번 부채 해소의 재원은 여전히 지방정부 채권 발행이다. 이는 일전 중앙정부가 국채 발행으로 지방정부 음성부채를 해소해 줄 것이란 기대에 찬 물을 끼얹은 셈이다. 지방정부 부채 해소는 여전히 지방정부가 책임지는 기준 방식이 유지됐다. 이번 선제적인 부채 해소 조치로 지방정부의 부채 디폴트 위험이 낮아졌고, 낮아진 금리로 부채 롤오버가 되며 약 6,000억 위안의 이자비용 절감 효과를 누릴 수 있다. 또한 채무상환 주기가 길어져 기타 분야로의 재정 지출 늘어나는 간접 효과도 기대 가능할 것이다.

표1 향후 5년간 중국의 지방정부 음성부채 해소 스케줄

(단위: 조 위안)	23년	24년	25년	26년	27년	28년
음성부채 잔고	14.23					
연간 차환액		2.8	2.8	2.8	0.8	2.8
신규 지방정부 채권		2.0	2.0	2.0		
기존 지방특수채 재원		0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타						2.0*
차환 후 음성부채 잔고	11.43	8.63	5.83	5.03	2.23	

주: 기타 항목에서 2.0조 위안은 '29년 이후에 도래되는 음성부채 상환액

자료: 전인대 상무위원회 기자회견, 메리츠증권 리서치센터 정리

아직 불투명한 퍼즐: 기타 확장재정 조치는?

신규 수요 부양을 위한 조치는
미공개

지방정부 음성부채 해소는 중국 고유 문제를 해결하고 리스크를 방어하는 것에는 긍정적이다. 그러나 지금처럼 디플레이션이 심화되는 환경에서는 시장 참여자들은 수요를 견인할 수 있는 확장 재정 조치를 더 기대하고 있다(표 2). 예컨대 부동산과 소비 부양에 얼마의 재정 지출을 할 것인지, 23년처럼 재정적자 비율을 더 높릴 것인지, 국채 추가 발행할 것인지 등이다. 그러나 아쉽게도 이번 상무회의에서 언급이 없었다. 정책 발표 후 주식, 환율 시장이 약세로 반응한 이유일 것이다.

12월 중순의 경제공작회의와 내년 전인대 업무보고 통해 확인될 것

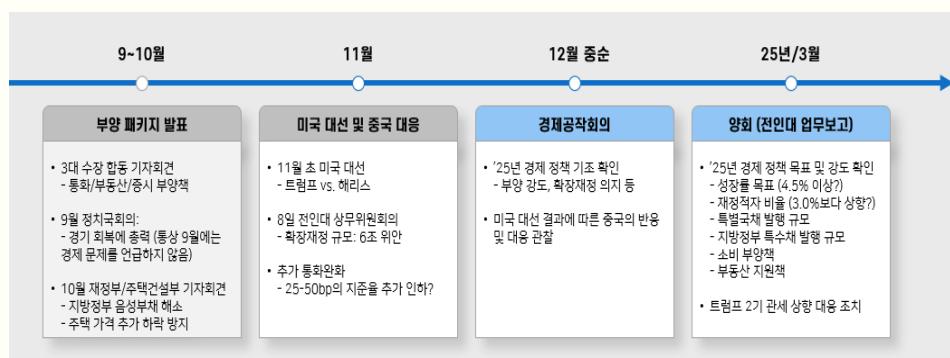
따라서 앞으로 수요를 견인할 수 있는 확장 재정 조치의 발표를 기대해야 한다. 빠르게는 12월 중순에 열리는 경제공작회의에서 기조 확인이 가능하고, 25년 3월 5일에 열리는 전인대 업무보고에서 세부적인 지표 확인이 가능할 것이다(그림 1). 만약 내년 1/20일 트럼프 대통령이 취임하고 바로 중국산 제품에 추가 관세를 부과한다면 3월 양회 전후로 내수 부양 강도를 지금보다 더 높일 가능성성이 높다.

표2 중국의 확장재정에 걸었던 기대 vs. 회의 결과

재정 지출 항목	시장 기대	회의 결과
① 음성부채 차환	6~10조 위안(신규) 4조 위안(기존 재원 활용)	6조 위안(신규) 4조 위안(기존 재원 활용)
② 부동산 부양	4조 위안	규모X, 특수채 사용범위 확대할 것
③ 소비 부양	2조 위안	규모X, 확대 지원할 것
④ GDP 대비 재정적자비율	상향?	확대 여력 있음
⑤ 특별국채 발행	증가?	울트라 국채 계속 발행할 것

자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림1 내년 3월까지의 중국 금융시장의 주요 정치 이벤트



자료: 메리츠증권 리서치센터

트럼프 당선에도 선제적 부양 자제로 주식시장 단기 변동성 확대 예상

트럼프 당선에 따른 선제적 경기

부양 기대 실망

→ 중시 단기 변동성

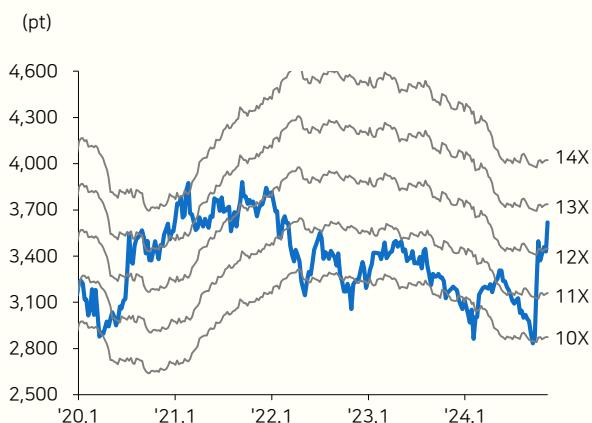
기다렸던 재정 정책이 일단락 되었고 전반 내용은 시장의 예상을 소폭 하회했다. 특히 트럼프 미국 차기 대통령의 당선으로 선제적인 강력한 부양책을 사용할 것이란 기대감에 대한 실망감이 더 커 보인다. 정책 기대로 11월에 올랐던 상승분은 반납되며 단기간 변동성 확대가 불가피할 전망이다.

12월 경제공작회의 전후로 정책 기대가 다시 살아나기 직전까지 주식시장은 경기 및 기업 실적 등 편더멘털 요인에 의해 움직일 전망이다. 주말에 발표된 10월 물가 지표가 예상을 하회했고, 주택 거래량도 10월 강하게 반등했지만 11월에 들어 다시 반등폭이 소폭 둔화되어 아직 경기의 뚜렷한 회복을 기대하기 어렵다.

실적 개선이 뒷받침되는 금융주와 경기소비재, IT 업종에 주목

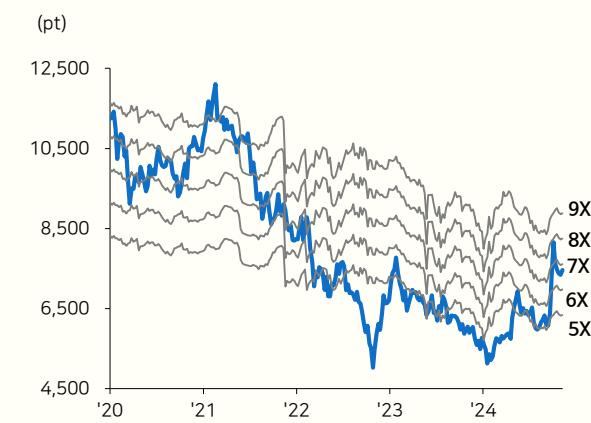
여전히 숲보다는 나무를 보는 전략이 필요하며, 실적 전망치가 상향되고 있는 금융주와 경기소비재 업종에 주목할 필요가 있다(그림 6). 정책당국의 리스크 방어 노력은 금융주의 자산 전전성 개선에 유리하고, 전기차의 양호한 판매가 경기소비재 기업의 실적이 상향되고 있기 때문이다. 내년에도 가전과 전기차 이구환신 지원책은 강화될 가능성이 높다. 그 외, 연간 전망에 작성했던 반도체 중심의 IT 업종도 정부의 중시 부양책과 미국 제재 속 IT 국산화 가속화 예상에 상대적 강세 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

그림2 상해A 지수의 12MF P/E 밴드: 12.6배로 22년초 수준



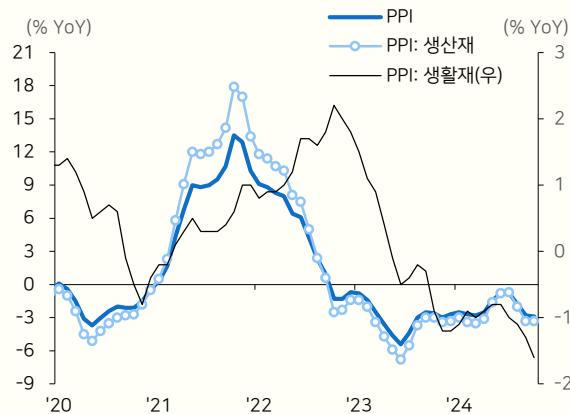
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림3 홍콩H(HSCEI) 12MF P/E 밴드: 6.2배로 22년초 수준



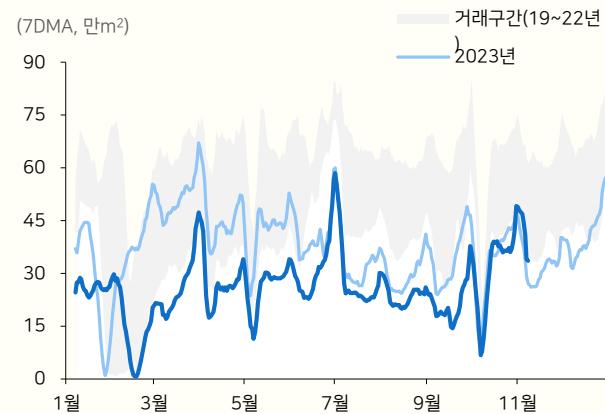
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림4 10월 생산자물가에서 생활재 가격 낙폭 확대



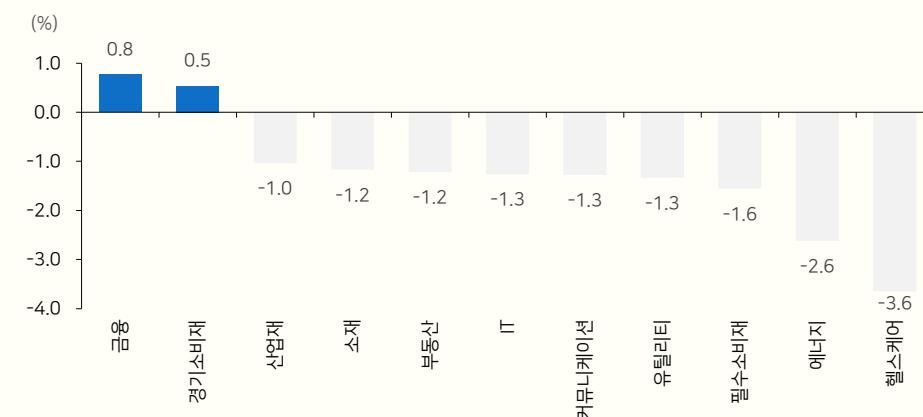
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 30개 도시의 일간 주택 거래면적: 11월 증가세 둔화



주: 11월은 8일까지 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 업종별 12개월 예상 EPS 전망치 1개월 변동폭: 금융, 경기소비재 상향 조정



주: 11월 8일 MSCI CHINA 업종 지수 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 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.