

Strategy Idea



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

중국, 혼란스러울수록 본질에 집중

- ✓ 미중 통상마찰, 혼란스럽지만 앞으로 관세율 확전 가능성은 하락
- ✓ 중국정부 혼란스러울수록 본질에 집중: 1) 외교 다변화, 2) 전방위 내수 부양
- ✓ 경기의 추가 부양 여력 및 많이 낮아진 정책 불확실성에 중국증시 하방 위험 제한적

미중갈등: 혼란스럽지만 관세율 확전 가능성은 하락

【善战者，致人而不致于人】 - 《孙子兵法·虚实篇》

(싸움을 잘하는 자는 적을 자기 뜻대로 이끌지 언정 적에게 끌려가지 않는다)

중국, 자체 페이스대로 움직인다

<손자병법> 허실편에 나오는 문구다. 전쟁에서 주도권을 쥐기 위해 적의 강점을 무력화하고, 아군의 약점을 보완해 유리한 형세로 바꾸는 지혜를 강조했다.

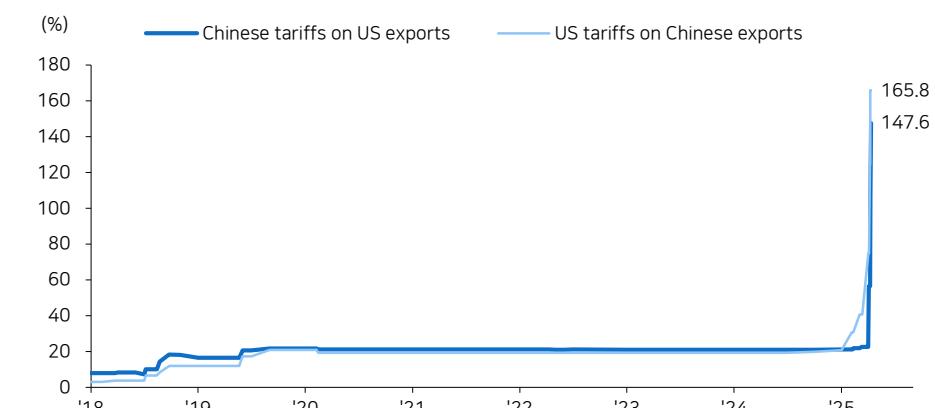
최근 전개되고 있는 미중 통상마찰 역시 이런 전략적 사고를 떠올리게 한다. 4월 12일 중국은 미국산 제품에 125% 관세를 부과한다고 발표하는 한편, “앞으로 미국의 관세 숫자 놀음에 더 이상 대응하지 않겠다”고 선언했다. 이는 앞으로 중국이 미국보다는 자체 페이스대로 움직일 것임을 의미한다.

따라서 미중 관세율의 추가 확전 가능성은 낮아졌다고 본다. 앞으로 양국이 현재 대립 구도를 수 개월간 이어갈지, 아니면 협상을 통해 관세를 낮출 지는 정상들의 의중에 달려 있다. 관세 불확실성은 남아있지만, 금융시장은 4/2~11일 주간 대비 진정을 찾으려는 모습이다.

Non-US 국가와의 협력 강화

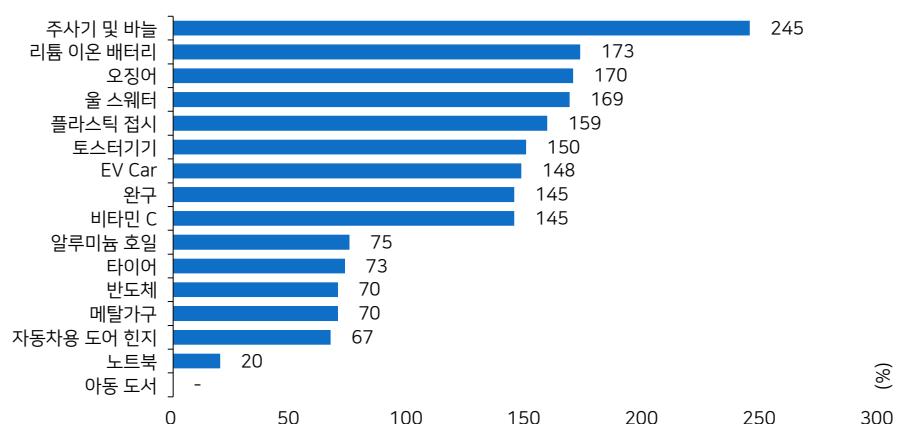
한편 최근 중국은 동남아 국가에 대한 방문을 통해 Non-US 국가들과의 연대 관계를 강화하고 있다. 작년 기준으로 중국의 수출 구조에서 아세안 국가향 수입과 수출 비중이 각각 16.5%, 15.5%로 1위를 차지하며 매우 중요해졌기 때문이다. 이번 순방을 통해 지역 내 공급망 안정을 확보하고 지역 내 영향력을 확대할 수 있다면 미국의 일방적인 고립을 부분 완화할 수 있을 것이다.

그림1 미국과 중국의 관세율 비교 (4/11 기준)



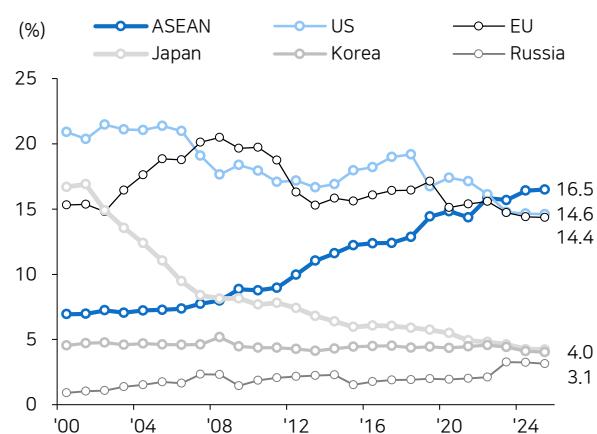
자료: PII-E, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국의 대중국 품목별 관세율



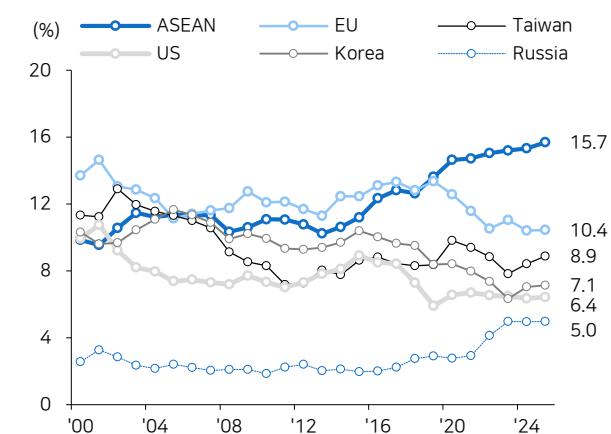
자료: 백악관, New York Times 기사 재인용

그림3 중국의 국가별 수출 비중: 對아세안 16.5%로 1위



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 국가별 수입 비중: 對아세안 15.7%로 1위



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

혼란스러울수록 본질에 집중

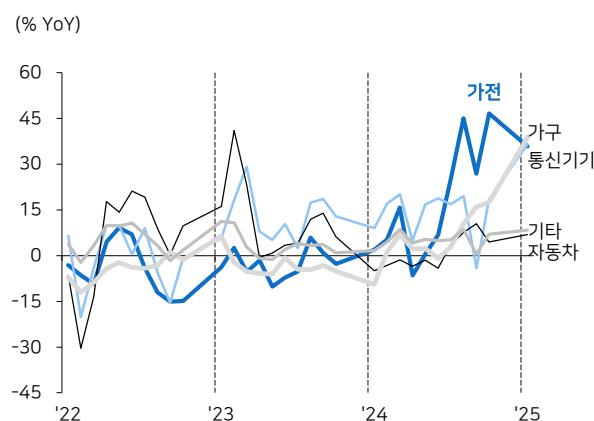
외압에 대응하는 근본적 방법은
내수 부양

앞으로 중국에게는 관세율 숫자보다, 관세로 인한 실질적인 피해를 점검하고 이에 대한 대책을 마련하는 것이 더 중요하다. 특히 대외로부터의 압박이 큰 상황에서 내수의 유의미한 회복이 매우 중요해졌다.

다행히도 올해 1분기 중국의 GDP 성장률은 전년동기대비 5.4% 증가, 예상치인 5.2%를 웃돌며 양호한 출발을 보였다. 이는 1) <그림 5>에서 확인할 수 있듯이 가전, 가구, 통신기기 등 이구환신 지원금 대상 품목을 중심으로 판매가 빠르게 증가했고, 2) 미중 관세 불확실성에 대비한 선주문 물량으로 인해 3월 수출이 전년 동기대비 12.4% 늘어나면서 산업생산도 7.7%의 증가율을 기록한 덕분이다.

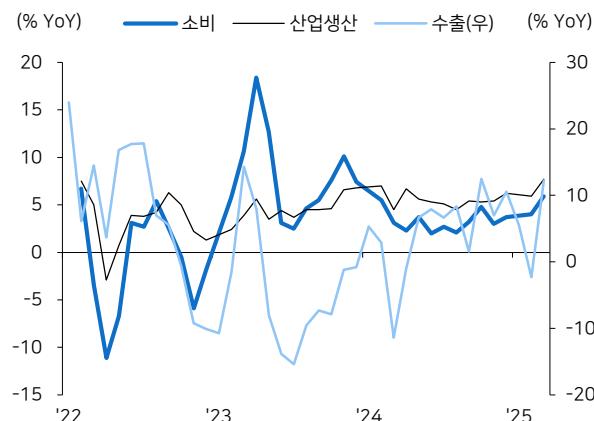
문제는 2분기부터다. 이구환신 정책의 효과는 점차 약해질 것으로 보이며, 본격화된 관세 충격이 수출 지표에 빠르게 반영될 가능성이 높다. 아직 정확한 관세 충격 규모를 가늠하기는 어렵지만, 최근 글로벌 금융기관들은 고율 관세로 인한 수출 감소 영향을 반영해 2025년 중국의 성장률 전망치를 평균 0.5 ~ 0.6%p 하향 조정한 바 있다<표 1>.

그림5 이구환신 품목인 가전/가구/통신기기 빠르게 반등



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 올해 1Q GDP는 소비, 생산, 수출이 견인



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

표1 주요 글로벌 IB들의 중국 성장률 전망치 조정

금융기관	기존 전망치	조정 후 전망치	변경 폭 주요 조정 이유
UBS	4.00%	3.40%	-0.60% 미국의 고율 관세로 인한 수출 감소 및 국내 경제 조정 필요성
골드만삭스	4.50%	4.00%	-0.50% 관세로 인한 수출 감소와 노동시장 압박
씨티그룹	4.70%	4.20%	-0.50% 외부 위험 증가로 인한 성장을 하락
노무라	4.50%	4.50%	- 수출 감소를 고려하였으나, 추가 재정 지출로 성장을 유지 전망
ANZ	4.80%	4.20%	-0.60% 미국 관세로 인한 수출 감소와 글로벌 수요 둔화

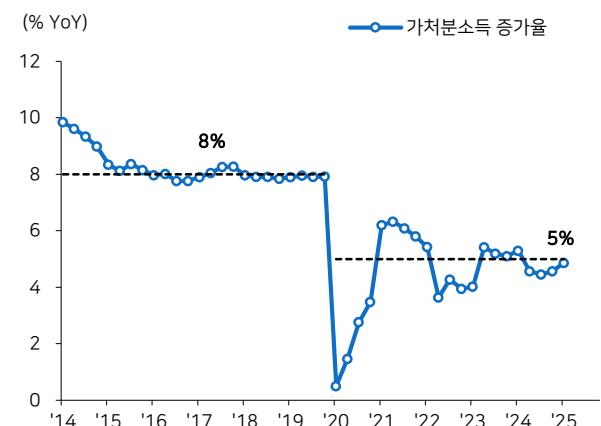
자료: 해외언론, 메리츠증권 리서치센터

2분기 경기둔화 압력 확대,
단 너무 비관적일 필요도 없음

그러나 필자는 지나치게 비관적으로 볼 필요는 없다고 생각한다. 이렇게 판단하는 이유는 첫째, 올해 중국 정책 당국이 '전방위적인 내수 부양'으로 기조를 전환하며 가능할 모든 수단을 동원하겠다는 강력한 의지를 밝혔다. 둘째, 지난 몇 년간 내수 경기 회복의 주요 걸림돌이었던 가처분소득 증가율이 평균 수준인 5%까지 반등했고, 유동성 공급 총량인 사회용자총액 잔고 증가율도 바닥에서 반등했기 때문이다(그림 7~8). 또한 부동산 가격 상승률 및 경기 전망 등 지표들도 바닥을 통과하는 모습이다(그림 9~10).

물론 향후 미국으로부터의 외부 압박으로 인해 해당 지표의 둔화 가능성도 있다. 그러나 중국의 내수 경기가 그동안 상당한 저점에 도달한 만큼 추가적인 하방 리스크 또한 제한적이며, 여기에 중국 정부가 향후 추가적인 내수 부양책을 적극 추진할 경우 하방 경직성은 충분히 확보될 것으로 예상된다.

그림7 올해 1분기 가처분소득 증가율: 4.6% → 4.9%



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 사회용자총액 잔고 증가율: 바닥에서 반등



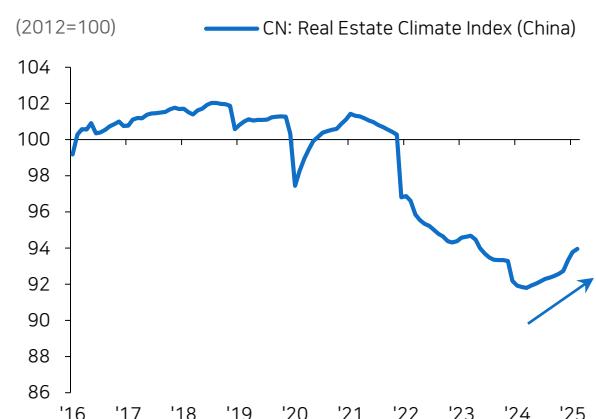
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 신규주택 및 기존주택 가격의 전월비 상승률



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 부동산 개발 경기 지수 반등



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

중국에게 어떤 카드가 있을까?

중국, 아직 부양 카드 있다

그렇다면 중국에게는 어떤 정책 카드가 있을까? <표 2>에서 확인할 수 있는 것처럼 중국 정책당국은 ▲통화완화, ▲재정 확대, ▲ 교역 지원, ▲ 주식시장 안정화, ▲ 산업정책, ▲ 부동산 지원, ▲ 민영기업 지원 등 7가지 분야에서 각각의 지원 방안을 고안하고 있다.

현재 진행 중인 부양책으로는 국채와 지방정부채의 발행 가속화, 적절한 위안화의 절하 및 수출제품의 내수 판매 전환 작업, 국부펀드의 주식시장 안정화 개입이다. 앞으로 상반기 중 출범이 예상되는 정책 조합으로는 ① 금리 및 지준율 인하, ② 국채/지방채권의 집행을 통한 인프라투자 가속화, ③ 이구환신의 품목 및 규모 확대 및 ④ 미래산업 지원책 등이 있다.

한편 추경에 대한 기대가 높지만, 중국 정책상 이는 인민대표대회 상무위원회의 결의를 통과해야 하기 때문에 현실적으로 빠르면 8월 또는 10월에야 가능하다. 2분기 관세로 인한 수출 경기 감소가 빠르게 나타난다면 8월에 추가 국채 발행을 논의할 가능성이 있다.

그 외, 아직 명확한 시그널이 부재한 영역이 부동산이다. 올해 부동산에 대한 정책 기조는 추가 하락을 방어하겠다는 것이며 위의 그림에서 확인할 수 있듯이 아직은 양호하다. 다만 만약 2분기에 수출 및 내수 경기가 예상보다 빠르게 식어간다면 정책당국은 부동산 부양에 더욱 적극적으로 나설 수 밖에 없을 것이다. 예를 들어 주택재고 매입을 더욱 강도 높게 진행하거나 건설사에 대한 구제 펀드를 설정하는 등의 조치들은 내수 회복에 업사이드 리스크로 작용할 수 있다.

이에 주목할 만한 주요 정책 이벤트로는 4월 말 열릴 정치국 회의와, 8월 또는 10월에 개최될 가능성이 있는 전국인민대표대회 상무위원회 회의를 들 수 있다.

표2 중국의 내수 부양 예상 정책 정리

구분	조치	진도	출범 예상 시기
통화정책	지준율 인하	예고/발표 대기	4-6월
	국채 매입 재개	예고/발표 대기	4-6월
	금리 인하	예고/발표 대기	4-6월
	테크, 소비, 수출입 등 특정분야 유동성 공급	예고/발표 대기	4-6월
재정정책	금리 대폭 인하 (>100bp)	정책 제안	-
	국채와 지방채권 발행 및 사용 가속화	이미 시작	진일보 가속
	이구환신 적용 품목과 규모 확대	예고/발표 대기	4-6월
	출산, 육아보조금 등 정책	예고/발표 대기	6월 전후
	1조 위안의 특별국채 추가 발표	예고/발표 대기	하반기
	세수정책 개선을 통해 지방정부 재정 보완	예고/발표 대기	하반기
	금융기관 자본금 확충(5,000억위안)	예고/발표 대기	하반기 or 내년
	의무교육 범위 점차 확대	예고/발표 대기	하반기 or 내년
	재정적자율 4.5~6%로 확대	정책 제안	-
	재정적자율 5%로 확대, 5조위안 지방정부채, 3~4조 위안의 특별국채	정책 제안	-

개인소득세 공제 기준 8,000위안으로 상향	정책 제안	-
아동 보조금, 저소득 아이 등에 재정 지원	정책 제안	-
저소득층에 현금 또는 디지털위안화 지급	정책 제안	-
실업 대학생, 농촌 노인 등 특정인에 보조금 지급	정책 제안	-
진일보 세금 감면, 수수료 인하, 중소기업 부담 경감	정책 제안	-
10조위안의 국채로 기업의 매출채권 상환	정책 제안	-
적절한 위안화 절하	이미 시작	기준 고시환율 절하
교역 지원	수출 물품을 내수로의 전환을 지원	진행 중
수출입 기업에 대한 금융지원 강화	예상	지역별 정책 발표
Non-US 국가와의 교역조건 완화 -> 교역 촉진	예상	
화금공사 등 국부펀드의 주식시장 개입	이미 시작	4월
자본시장	기업의 자사주 매입 확대, 조달비용 인하	예고/발표 대기
	증안펀드 출범	예고/발표 대기
산업정책	미래산업 육성을 가속화한데 관한 정책	예고/발표 대기
	주요 산업의 구조적 문제 해결 방안(예: 공급과잉)	예고/발표 대기
	국가벤처투자기금(조 위안 이상)	예고/발표 대기
부동산	1선도시의 주택구매 제한 진일보/대폭 완화	예고/발표 대기
	주택공적금 정책 대폭 완화	예고/발표 대기
	주택재고 매입에 대한 정책성은행/상업은행 지원 강화	예고/발표 대기
	주택재고 매입을 위한 지방정부 특별채 지원 강화	예고/발표 대기
	건설사 화이트리스트 확대	예고/발표 대기
	성중촌 건설규모 진일보 확대	예고/발표 대기
	한번에 모든 주택구매제한 조치 취소	정책 제안
	부동산 전문 구제지금 설립	정책 제안
	민영기업 건설사에 정부/국영기업 출자 통해 신용보강	정책 제안
	2조 위안의 부동산 안정기금 설정	정책 제안
	중앙재정부에서 직접 전국 주택재고 매입 추진	정책 제안
	모기지 금리 2% 이하로 인하	정책 제안
	보장성주택 재대출규모를 3조 위안 이상으로 확대	정책 제안
민생/민영기업	'민영경제촉진법' 발표	예고/발표 대기
	전국 국민들의 소득 증대 방안	예고/발표 대기
	최저임금 기준 제고	지역별 발표
	3년간 농촌 주민의 연기금 220위안→620위안으로 상향	정책 제안
	교육, 의료, 양로, 통신 업종을 민영기업에 진일보 개방	정책 제안

주: 하늘색 음영은 이미 진행 중인 정책, 회색 음영은 올해 안에 발표될 것으로 예상되는 정책
 자료: 메리츠증권 리서치센터

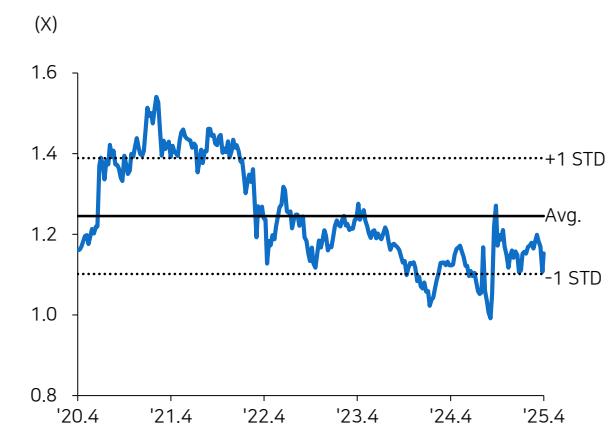
중국증시, 하방 리스크는 제한적

다른 국가대비 대응 여력 존재,
정책 불확실성 낮다는 점에서
증시 하방 위험 제한적

결론적으로 이번 통상 마찰로 인해 중국 수출이 상당한 타격을 받을 수는 있지만, 중국은 여전히 사용할 수 있는 부양 카드와 정책 여력을 보유하고 있어 대외 충격을 일정 부분 상쇄할 수 있을 것으로 보인다. 또한 전세계 보호무역주의가 심해지고 다극체제로 갈 경우 내수시장이 큰 국가일수록 유리한데, 중국이 전세계 2번째로 큰 내수시장을 보유하고 있다는 점도 유리한 조건이다. 마지막으로 과거 중국증시가 디스카운트를 받았던 것은 정책 불확실성이 높았던 것이었으나, 올해는 외압 속에서 그 어느때보다 내수 부양, 산업 고도화 방향성이 명확하다.

이에 따라 중국을 둘러싼 대외 불안요인이 여전히 많지만 필자는 중국증시의 하방 리스크는 제한적일 것으로 예상한다. 지난 5년간 12개월 예상 P/E의 -1 표준편차 레벨을 적용한 지수의 하단은 각각 상해종합지수가 3,100pt, 홍콩H지수가 7,105pt이며, 해당 레벨 전후에서는 중장기 관점에서의 적극 매수를 추천한다.

그림11 상해종합지수의 지난 5년 12개월 예상 P/B



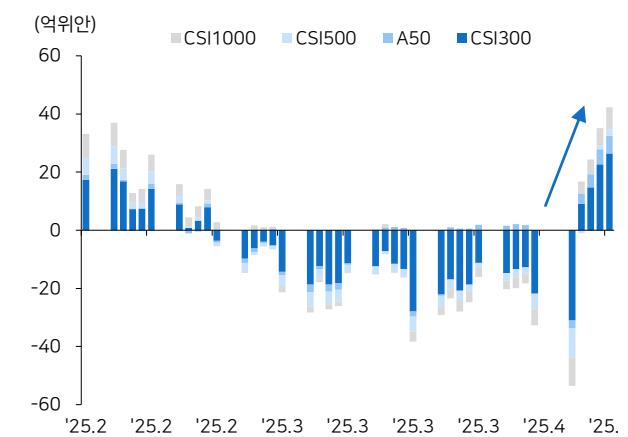
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 홍콩H지수의 지난 5년 12개월 예상 P/B



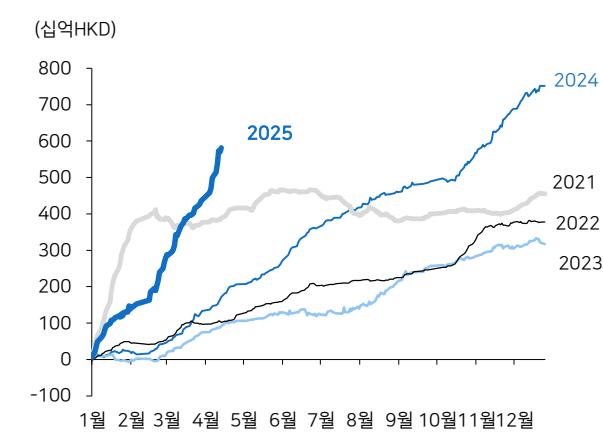
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 국부펀드의 ETF 매입을 통한 증시 개입



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 본토자금의 홍콩주식 순매입액, 동기간 최대



자료: 홍콩증권거래소, 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 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.