

2024. 10.14 (월)

최설화의 Real China



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

명확해진 중국의 재정 확대 방향

- ✓ 재정부 기자회견에서 올해 추경 규모 미발표, 단 주요 재정방향은 지방정부의 부채 해소
- ✓ 이는 전반 차이나 시스템 리스크 해소에 긍정적이나, 직접적인 경기 부양 효과는 과거대비 미약
- ✓ 중국 주식시장에 미칠 영향 중립적

시장에서 주목했던 올해 추경 규모 미공개, 10월 말 공개 예상

대망의 재정부 기자회견:
강한 의지 피력, 단 숫자 미공개

현재 중국에서 기업과 가계에 기반한 신규 수요가 약하다. 중국이 디플레이션에 빠진 이유다. 이를 극복하기 위해서는 재정 확대가 필요하다. 정부 지출 증가로 총 수요를 늘리고 물가 하락을 방어하며 사회 안전 망을 강화할 수 있기 때문이다.

이런 맥락에서 지난 12일 재정부 기자회견은 중요했다. 추경 규모와 지출 방향에 따라 향후 중국 경기 회복력과 주식시장의 추가 반등 폭을 가늠할 수 있기 때문이다. 다만 아쉽게도 추경 규모가 공개되지 않았고, 기대했던 소비 부양 디테일도 부재했다. 그러나 재정부는 '아직 중앙정부 국채 발행과 재정적자 확대에는 큰 정책 여력이 남아있다'고 밝혀 추후 재정 확대에 관한 상상 여지를 남겼다.

10월 말 전후로 추경 발표 예상

필자는 10월 말 전후로 올해 추경 규모가 공개될 것으로 예상된다. 추가 한도를 승인하는 인민대표 상무위원회의가 통상 짝수 달 월말에 있기 때문이다. 작년에는 10월 24일에 재정적자비율 확대(3.0%→3.8%)를 알린 바 있다. 올해에도 비슷한 수순이 예상된다. 한편 오는 12월 경제공작회의에서 내년 특별국채와 지방정부 특별채 기초를, 내년 3월 양회에서 내년의 최종 재정적자 비율을 확인할 수 있을 것이다(그림 1).

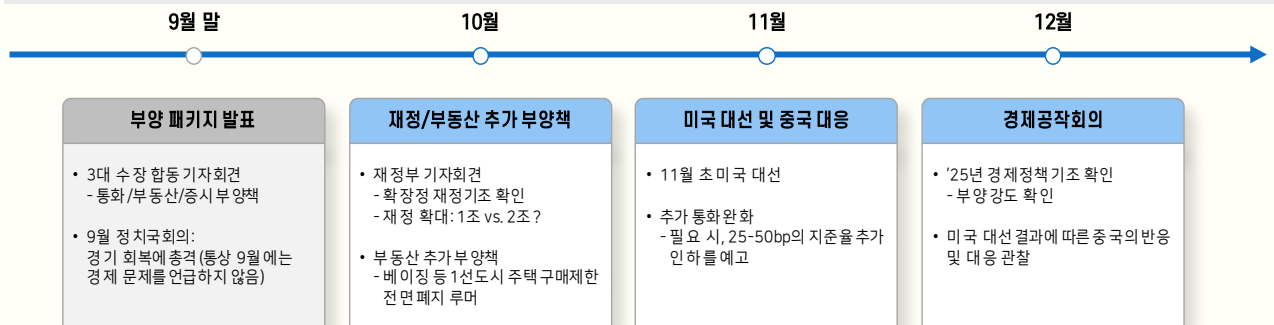
대신 재정부는 기자회견을 통해 아래의 4가지 방향을 제시했다. 1) 지방정부 부채 한도를 한번에 대규모로 증액하여 지방정부 음성부채를 줄이고, 2) 특별국채 발행으로 상업은행 Tier1 자본금을 보충하며, 3) 지방정부 특별채권을 다시 토지 매입 및 미분양 주택 매입에 사용토록 허용하고, 4) 학생들에게 장학금 2배 확대 등 재정 지원을 강화하기로 결정했다<표 1>.

표1 9월 24일 이후 정책당국이 발표한 중국 경기 부양책과 의지

발표일자	발표 기관	분야 구분	주요 내용	세부 조치
9월 24일	3대 금융 수장 합동 기자회견	통화 완화	지급준비율	50bp 인하, 필요 시 4분기에 추가 25-50bp 인하 가능성 제시
			7일 Repo금리	20bp 인하, 이를 통해 LPR, MLF, 예금금리도 20~25bp 인하, 은행 NIM 유지
		부동산 부양	기존주택 담보대출금리	평균 50bp 인하
			LTV 비율	2주택 LTV 75% → 85%로 상향 조정
			재대출 부담비율	주택매입 3,000억 위안 재대출에서 인민은행 부담금비율 60%→100%로 상향
		주식시장 안정화	건설사 대출 지원	건설사에 유동성을 공급해주는 <금융16조> 정책을 '26년말까지 연장
			유가증권담보 유동성 지원(SFISF)	초기 5,000억 위안 한도 *금융기관(보험, 운용사 등)이 보유한 유가증권(채권, 주식ETF, CSI300 구성종목)을 담보로 인민은행에서 국채, 어음을 받은 뒤 현금화해서 주식시장에만 투자할 수 있는 제도*
			자사주 매입 재대출	- 3,000억 위안의 재대출 설정 - 상장사 또는 주주가 재대출을 통한 자사주 매입을 독려
			주식안정기금	현재 연구 중
9월 24일	증권감독관리위원회	시가총액 관리 가이드라인	① 기업가치 제고를 위한 M&A, 스톡옵션 부여, 배당, 자사주 매입 등 조치 독려 ② CSI300 구성종목 등 대형사는 시가총액 관리를 위한 내부 평가제도, 목표 작성 및 연간 사업보고서에 관련 진행상황을 별도로 설명할 것 ③ PBR <1배 상장사는 중장기 기업가치 제고안 작성 및 이사회 결의 후 공시	
		인수합병 개혁 심화 의견	① 신흥전략산업, 미래산업에서 기업간 M&A 적극 독려 ② 증권사들의 M&A를 통해 글로벌 IB 경쟁력을 갖추는 것을 독려	
		중장기 자금의 증시 유도 방안	장기 투자자들을 위한 제도 개선 강조: ① 중장기 투자자금의 KPI는 3년 이상 주기로 평가 ② 연기금, 보험사의 투자제도 진일보 개선	
9월 25일	상해시 정부	5억 위안의 소비쿠폰 발행 (요식업 3.6억, 호텔 0.9억, 영화관 0.3억, 스포츠 0.2억)		
9월 26일	정치국회의	기조: 현재 경기 운영에 새로운 문제 출현. 기존 정책 집행을 강화하고 추가 부양책 발표 → 올해 성장 목표 달성 조치: ① 재정확장 강화: 필요한 재정지출을 보장하고, 특별국채와 지방정부 특별채를 잘 사용 ② 통화 완화: 기준율 및 금리 인하 실시 ③ 부동산: 추가 하락을 방지. 신규 주택 건설을 통해, 기존주택 개선, 화이트리스트 등재 건설사에 대출 지원 강화 ④ 주식시장: 부양에 집중, 중장기자금의 증시 유입, 연기금/보험/수익증권 자금이 증시에 유입될 수 있도록 제도 개선할 것 ⑤ 기업들의 어려움을 같이 극복, 민영경제 촉진법을 빨리 발표함으로써 민간경제의 양호한 발전 환경을 조성 ⑥ 졸업생, 농민공, 빈곤인구 등 취약 계층의 일자리 최우선으로 보장 노력		
	민정부	10월 1일 이전에 빈곤층 및 고아들에게 일회성 보조금 인당 1,000위안을 제공		
10월 8일	발전개혁위원회	- '25년에도 초장기 특별국채 발행하고, 이구환신과 대규모 설비교체를 지원 - 내년 1,000억 위안의 중앙예산과 1,000억 위안의 건설자금을 올해 연말에 우선 집행할 것		
10월 12일	재정부	- 추경 규모는 앞으로 법적 절차 통과 후 발표, 국채 및 재정적자 확대 여력은 크다고 언급 - 현재 진행 중에 있는 추가 재정확장 방향은 아래와 같음 ① 지방정부 부채 한도를 대규모 증액 → 지방정부 부채 해소 ② 특별국채 발행을 통해 국유기업 Tier1 자본금 보충 ③ 지방정부 특별채를 토지 매입 및 미분양 주택 매입에 사용함으로써 부동산 경기 반등을 견인 ④ 사회복지 확대: 빈곤층 다음으로 학생들에게 장학금 등 재정 지원 확대		

자료: 인민은행, 감독관리위원회, 상해시정부, 중국 공산당, 민정부, 발전개혁위원회, 재정부, 메리츠증권 리서치센터 정리

그림1 연말까지 중국 금융시장의 주요 이벤트



자료: 메리츠증권 리서치센터

재정 확대의 주요 방향은 지방정부 부채 리스크 해소

재정 확대 주요 방향은
지방정부 음성부채 차환

비록 재정 확대 규모가 공개되지 않았지만, 이번 기자회견에서 향후 재정 확장의 방향이 지방정부 부채 해소에 방점을 두고 있음을 엿볼 수 있었다. 재정부 부장은 '한번에 대규모 부채 한도 증액을 통해 지방정부의 음성부채를 차환할 계획'을 1순위로 제시했기 때문이다.

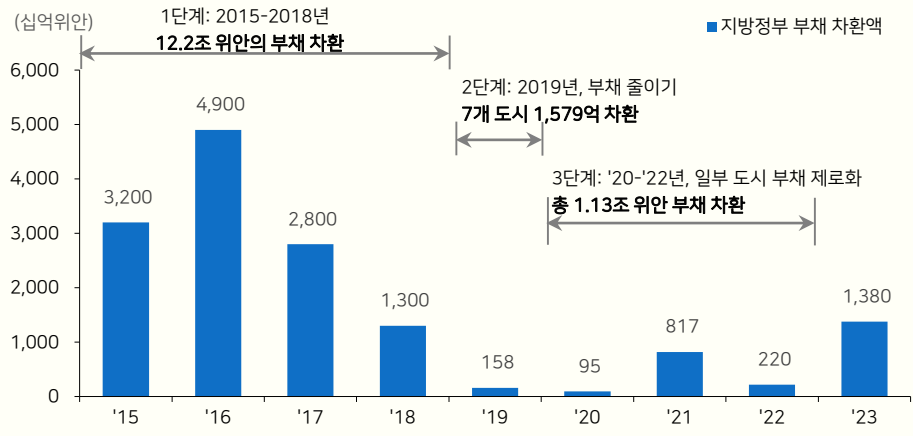
중국은 2015년부터 3차례의 지방정부 음성부채를 차환한 경험이 있다. 1단계는 '15~'18년 약 4년간 총 12.2억 위안의 지방정부 음성부채를 저비용의 투명한 지방정부 채권으로 차환 발행했다. 2단계는 2019년으로 7개 도시에서 약 1,579억 위안의 채권을 차환 발행했고, 3단계는 '20년~'22년 3년간 일부 도시 음성부채 제로화 목표에서 약 1.13조 위안을 차환 발행했다(그림 2).

재정부 부장의 발언대로 '앞으로의 차환 발행이 근래 최대 규모가 될 것'이라는 점으로 유추해 보면, 앞으로 수년간 최소 5-6조 위안의 자금이 투입될 가능성이 높다. 재정 확대의 상당 부분이 리스크 해소에 사용되는 셈이다. 이는 지방정부 자산 건전성 개선에 유리하면서 지방정부 채권 가격 상승에 유리할 전망이다.

부채 차환은 리스크 완화에 도움,
단 수요 부양 효과는 제한적

그러나 재정 지출 확대에 따른 수요 창출 효과는 제한적이게 된다. 과거 재정 확대는 대부분 인프라 등 건설 투자로 연결되어 직접적인 수요 회복을 견인했다. 그러나 지금은 부채 차환에 자금이 투입되다 보니 바로 투자와 소비의 신규 수요로 이어지기 쉽지 않다. 전반 시스템 리스크는 낮아졌으나 09년 4조 위안의 경기부양책과 같은 효과를 기대하기 어려운 이유다.

그림2 '15년부터 시작된 3차례의 지방정부 부채 차환기간 및 차환 발행액



자료: 재정부, Wind, 메리츠증권 리서치센터

부동산에도 재정 투입, 단 경기 부양 효과에 시간 필요

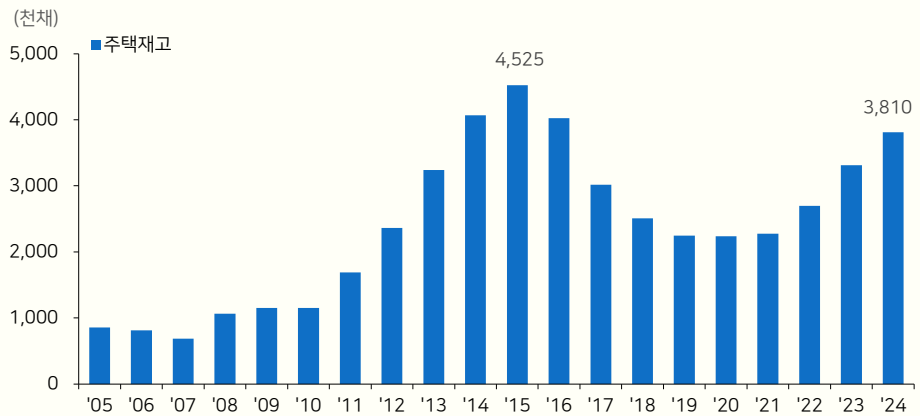
주택재고 매입에도 지방정부
특별채권 다시 투입 결정

또한 재정부는 앞으로 지방정부 특별채권으로 토지와 미분양 주택을 다시 매입할 수 있도록 허용할 계획이다. 지난 5월 인민은행(PBoC)의 3,000억 위안 주택재고 매입 재대출에 이은 재정 지원 조치이다. 향후 얼마만한 금액을, 어떤 방식으로 사용할 지에 따라 재고에 미칠 영향은 다를 것이나, 현재 정부 정책의 방점이 시중 주택 재고 감소에 있는 것은 확실하다.

단 과거와 달리 부동산 경기
회복이 건설 경기로의 연결 기간
더 길어져 직접 부양 효과 제한적

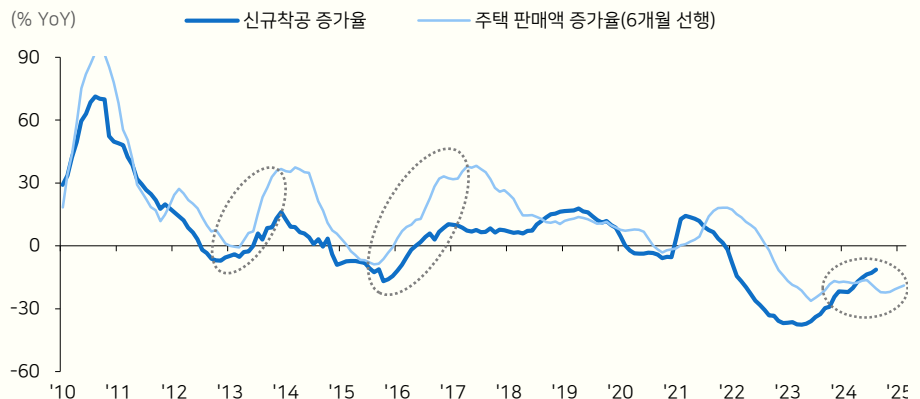
그러다 보니 이 또한 단기간 내 중국 경기 회복을 견인하기 어렵다. 과거 중국에서 부동산 경기가 살아나면 6개월 뒤 신규착공을 비롯한 주택 건설 경기도 살아났다(그림 4). 그러나 이번 사이클은 재고 소진이 핵심이다 보니 건설 경기로의 확산까지는 더 긴 시간이 소요될 것으로 판단된다. 게다가 디벨로퍼가 다시 레버리지 확대를 통해 주택 공급을 늘리는 것을 정책당국도 원하지 않을 것이다. 부동산으로의 재정 확대 핵심은 경기 부양보다는 여전히 리스크 방어에 있다.

그림3 현재 중국의 주택재고는 약 381만채로 '16년 수준, 재고 소진이 정책의 핵심



주: '24년은 8월 말 기준, 주택 1채 면적을 100m2로 가정하고 계산
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 과거 주택 판매액이 늘어나면 6개월 뒤 신규착공 증가, 단 이번은 그 효과 제한적일 것



주: 12개월 이동 평균 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

단기적으로 중국 주식시장 변동성 확대 예상

이번 재정부 기자회견이 경기 및 주식시장 영향 중립적

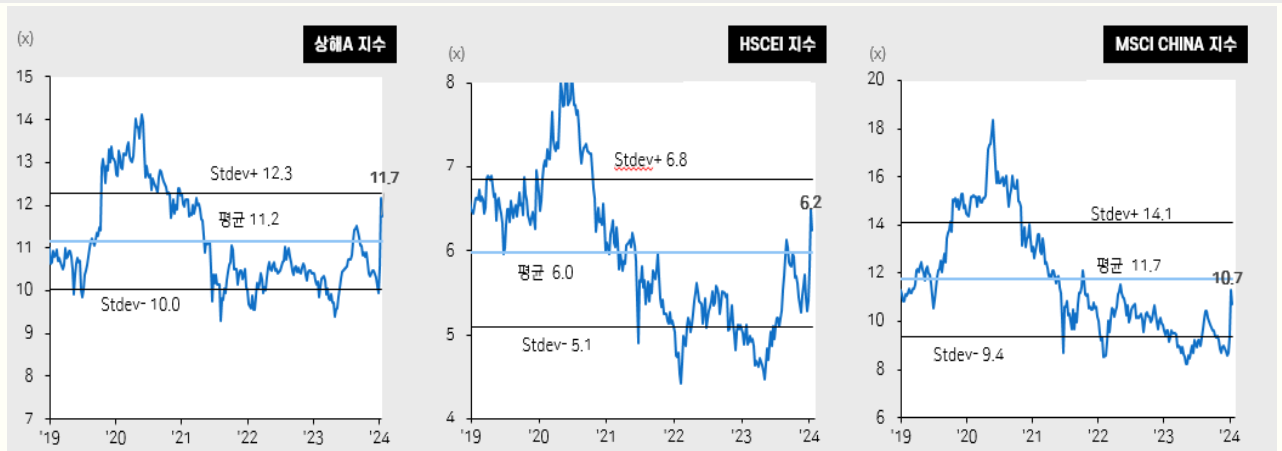
따라서 정리하면 이번 재정부 기자회견이 중국 경기 및 주식시장에 미칠 영향은 중립적이다. 적극적인 재정 확대 의지를 보여주었으나, 지출 방향이 기대했던 신규 수요 부양보다는 부채 리스크 해소에 집중하고 있어, 단기간 내 빠른 내수 회복을 기대하기 어렵기 때문이다.

새로운 정책 모멘텀 부각 전까지 중국증시 높은 변동성 유지

중국 주식시장은 9월 24일부터 대규모 경기 부양 기대감으로 강하게 반등했었다. 국경절 연휴 이후 재정 기대가 일부 되돌려지며 본토증시가 주간 10%의 조정을 받았지만, 주요 지수의 밸류에이션은 여전히 지난 5년 평균 이상 레벨로 낮지 않다(그림 5). 10월 말 전후로 발표될 올해 추경 규모를 앞두고 기대감이 여전히 남아 있겠지만, 새로운 부양 기대가 재차 강화되기 전까지 중국 증시의 변동성은 여전히 높게 유지될 전망이다.

다만 재정 지출을 늘려 중국 전반 시스템의 리스크를 낮추겠다는 의지와 방향은 차이나 디스카운트에 긍정적이다. 예상대로 잘 진행된다면 중국 경기 기초 체력 개선으로 증시 하단은 높아질 것이다. 장기적인 관점에서 중국 주식시장 접근을 고민해 보아야 할 이유들이 다시 늘어나고 있다.

그림5 중화권 주식시장 주요 지수별 12MF P/E 레벨



주: 10월 11일 종가 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.