김경환의 China Weekly

HANA Global Weekly | 2023.6.12

중국/신흥국 투자전략 김경환 khstyle11@hanafn.com

RA 김근아 geunak@hanafn.com

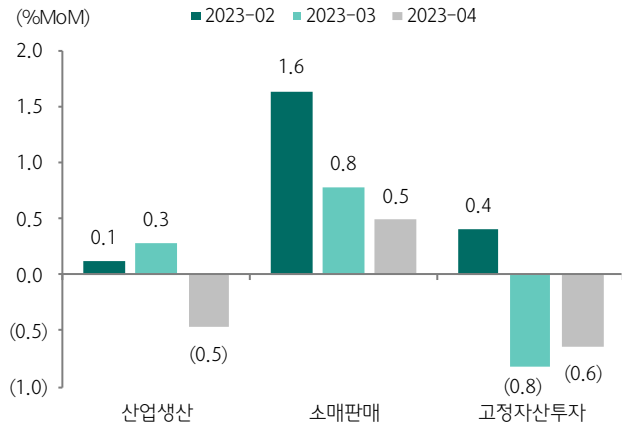
중국 경기 부양책, 현실적인 옵션과 기대치

- **6-7월 중국 경기 부양책 기대감 다시 고조 :** 중국 4-5월 경제 지표와 자산가격이 리오프닝 이후 최악을 기록한 이후 중국 금융시장에서는 다시 경기 부양책에 대한 기대감이 고조되고 있다. 비록 3월 전인대와 4월말 정치국회의에서 확인한 2023년 정책 우선순위(안보/기술자립/제조업)와 낮은 성장률 눈높이 감안하더라도 과거 패턴과 현재 시급성이 당위성으로 연결되고 있다. 2/4분기 경제 지표와 추세를 보면 하반기를 앞두고 중간 점검과 대응 필요성은 매우 높다. 우선, ①4-5월 3대 성장 엔진인 투자(부동산/인프라/제조업), 소비, 수출(5월) 모멘텀이 모두 1/4분기 대비 뚜렷하게 약화되었고, ②공급(산업생산)과 수요 불균형(물가/상품가격↓), 통화정책 효과의 양극화 확인, ③부동산 회복 탄력 약화와 악순환(지방재정-인프라투자-준공-가계소비), ④상반기 고용 시장 반쪽 회복과 6월 졸업 시즌 이후 실업률 상승 위험 등이다. 특히, 중국정부는 실질GDP 성장률(QoQ) 및 산업생산 추이와 유사한 제조업 PMI지수가 연속 50선을 하회할 경우 1-3개월 내에 경기 부양책을 발표했다는 점도 참고할 필요가 있다. 우리는 향후 1-3개월 내 중국이 현실적으로 선택할 수 있는 정책 옵션을 예상했다.
- **통화정책 옵션은 금리/지준율 인하 :** 두 가지 측면에서 향후 1-3개월 내 금리와 지준율 인하 카드 선택이 높아졌다. 첫번째는 위에서 언급한 경기, 물가, 환율, 부동산 명분 확보 때문이고, 둘째는 6월 이후 은행권 예금금리 인하 때문이다. 전자는 기준 금리 1번인 MLF 금리를, 후자는 LPR(MLF+은행가산금리) 금리 변동으로 이어질 수 있다. 특히, 인민은행이 6월 8일에 지난 4/4분기에 이어 두번째로 5대 국유은행의 1-3년 정기예금 금리를 10-15bp 인하 하면서(달러 예금 동반 인하), 향후 MLF와 LPR 금리의 동반 인하 여력이 커졌다. 인민은행의 예금 금리 변동은 우선적으로 상반기 초과 예금 하에서 은행권 예대마진 완충(1/4분기 역사 저점인 170bp)과 소비 여력 확대를 위한 것이지만, 결국에는 시중은행 가산금리 인하 여력을 높여 LPR 1년(신용대출)과 5년(주담대) 금리 결정으로 연결될 수 있다. 우선은 MLF 인하가 우선시 되야 하며, 6-8월(매월 15일) 결정을 주목한다. 지준율 인하는 7월에 고려될 수 있고, 중장기 대출 관련 창구지도 역시 강화될 전망이다.
- **정부 인프라 투자 촉진 :** 2/4분기 중국 3대 고정투자 동반 하락과 지방정부 재정 한계 하에서 선택 가능한 단기 옵션은 세가지에 국한된다. **첫째,** 6-7월 지방 특수채 발행과 집행 관련 기한 설정과 강력한 푸쉬다. 2023년 1-5월 지방 특수채 한도 소진율은 50% 미만으로 2022년 동기를 하회하고 있으며, 2/4분기 집행 강도와 전통 인프라 투자 선택이 크게 약화되었다. 2022년 6-7월 중앙정부의 발행과 집행 강제 사례를 감안하면 3/4분기까지 가속화 가능성은 상존한다. 물론, 2022년 특수채 잔여 한도 사용에 따라 증액 가능성은 아직 낮아 보인다. **둘째,** 2022년 6-8월에 도입한 국책 은행의 인프라 투자 전용 특별 대출 한도 승인 가능성이다. 2022년 6-8월 국무원은 세 차례(0.8조+0.3조+0.3조)에 걸쳐 국책 은행(수출입/국가개발 등)을 통해 총 1.4조위안의 한도를 승인했다. 이는 현재 지방정부 부동산 관련 재정 수입 감소와 일부 특수목적법인(LGFV) 어려움 하에서 가장 직접적인 지원이 될 수 있다. 3/4분기까지 편성 금액은 최대 2022년과 유사한 1.4조위안 수준을 예상한다. **셋째,** 중앙정부 차원의 부동산 정책 추가 완화를 통해 하반기 지방정부 재정수입 회복과 인프라 투자 집행을 도모하는 것이다.
- **부동산은 전면적인 완화 보다는 세 가지 옵션 고려 :** 부동산 정책은 시진핑의 '투기 금지' 캠페인 하에서 전면적인 수정 확률은 낮지만, 하반기 앞두고 세 가지 옵션을 선택할 수 있다. 첫째, 1선 도시 은행권 적용 대출 금리 인하가 고려될 수 있다. 1선 도시의 평균 적용 금리는 여전히 LPR 대비 30~50bp 높은 가산금리가 적용되고 있다. 둘째, 중앙 차원에서 2-3선 도시 대상으로 2주택 적용 금리의 추가 인하와 대출한도(LTV) 상향조정, 지방정부 차원의 구매제한 정책 추가 완화를 선택할 수 있다. 특히, 2022년 이후 실수요 중심 첫주택 적용 금리 인하를 허용하면서 2주택 적용 금리차가 역대 최대인 90bp까지 확대되어 2-3선 도시 중심으로 인하 여력이 크다. 셋째, 하반기 디밸로퍼 준공 지원 정책의 재점검과 융자 지원책 강화이다.
- **소비 부양책은 자동차와 가전 중심으로 제한 :** 소비 부양책의 경우 상반기 이미 편성된 재정 예산안을 볼 때 중앙정부의 대규모 지원에 기반한 정책은 여전히 가능성이 낮아 보인다. 2009년의 가전하향, 2016년 전기차 보조금 정책 사례를 볼 때 중앙정부가 직접 지원하는 정책은 수개월전에 재정 예산 심사와 편성이 공개되어야 한다는 점에서 2/4분기는 여전히 가능성이 낮다고 판단한다. 다만, 6월 이후 상무부 차원의 자동차/가전 소비 촉진 켐페인과 지원 정책이 발표되었고, 지방정부 선 집행 후 환급 사례가 있었다는 점에서 3/4분기까지 각 지방정부 정책과 내구재 소비의 완만한 회복 주목. (계속)

- **평가와 전망 :** 우리가 평가하는 영향과 기대치는 다음과 같다. **첫째,** 현재 예상하는 경기 부양책의 영향은 QoQ 기준 2023년 N자형 회복 패턴(1/4분기와 3/4분기 고점)을 지지하는 강도로서 3/4분기 경기가 2/4분기 급락 이후 완만하게 회복하는데 일조할 전망이다. **둘째,** 우리는 2/4분기 중화권 증시, 장기금리, 상품가격, 위안화가 반영한 경기와 정책 기대감이 이미 매우 비관적이라는 점에서 단기 부양책이 단행될 경우 3/4분기 경기와 증시 진작 효과는 예상보다 클 수 있다고 판단한다. **셋째,** 그럼에도 불구하고 시장은 리오프닝 초기와 달리 몇가지 신호들을 먼저 확인하면서 회복세를 보일 가능성이 높다. 우리는 ①6-8월 중국 CPI, 핵심 CPI, PPI 전월비 상승률, ②근로자 평균 근무 시간(월별), 서비스업 대표기업 임금/가격 인상 정보, ③기업 채용 확대 신호(채용공고/플랫폼 기업 공시), ④중국 상품가격 종합지수(남화)와 공산품 가격지수(이우시장), ⑤광공업 분야 공급 변수(전력난/탄소중립/감산)를 계속 주목한다. **넷째,** 3/4분기까지 중화권 증시는 본토보다는 여전히 홍콩 증시를 선호하며, 본토는 QoQ 턴어라운드(소프트소비재/반도체/기계/화학)와 낙폭과대 금융/부동산 업종의 아웃퍼폼을 주목한다.

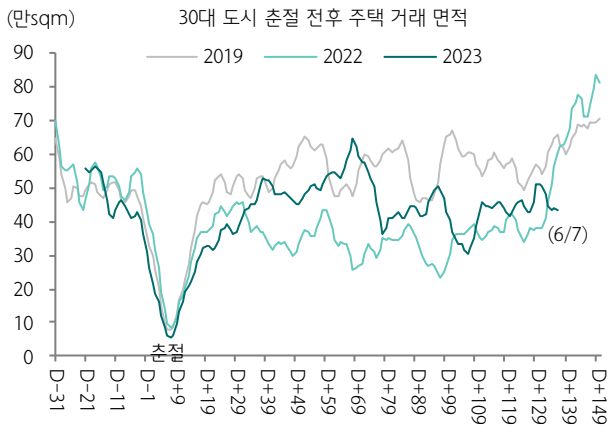
하이라이트 & 이슈 Chart

이슈 1. 중국 생산, 소비, 투자 전월비 증가율 (2월-4월)



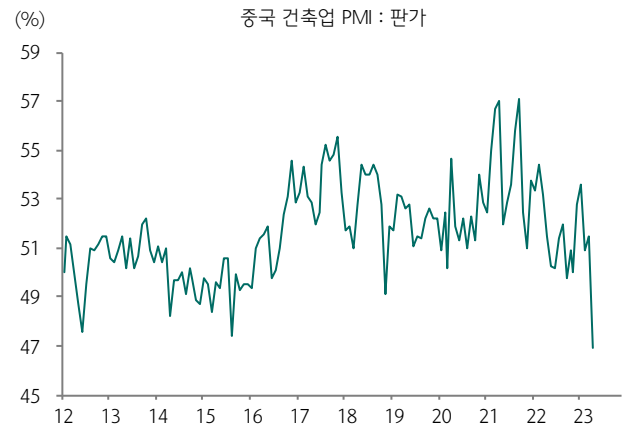
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 2. 30대 도시 주택거래 면적 : 2/4분기 이후 다시 2019년 추세 하회



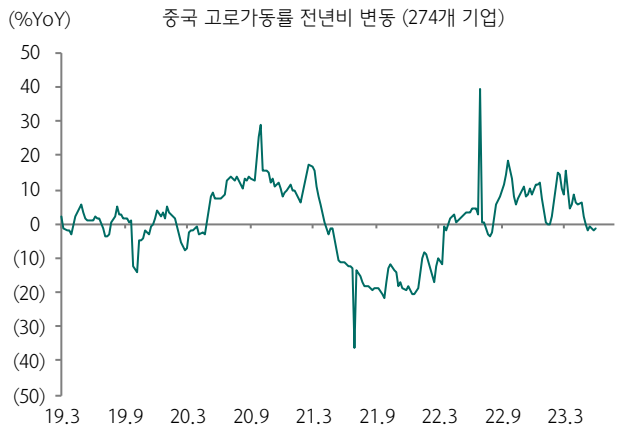
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 3. 중국 건축업 PMI 판가 항목 : 5월 중 2015년 이후 최저까지 급락



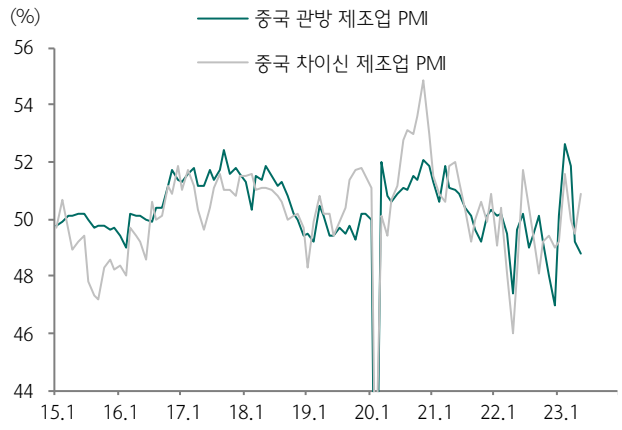
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 4. 중국 고로 가동률 전년비 젼동 : 4월 이후 가동률, 가격 동반 급락



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 5. 중국 관방 제조업 PMI 2개월 연속 50선 하회 : 2010년 이후 6차례



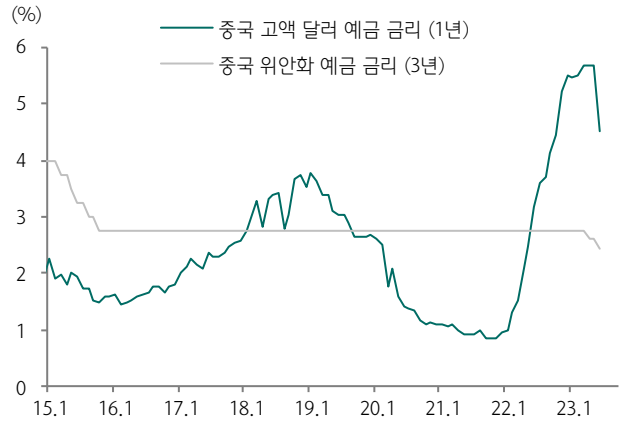
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 6. 과거 제조업 PMI 2개월 이상 50선 하회 시 단행했던 경기 부양책

시기	제조업 PMI 2개월 이상 50선 하회 시 단행한 부양책
2015년 2월	-금리 25bp 인하, 지준율 50bp 인하 -부동산 "3.30" 규제 완화 정책 시행 -지방채 발행 전면 실시, 신에너지차 보조금 정책 연장
2015년 9월	-지준율 50bp 인하 -금리 25bp 인하, 지준율 50bp 인하 -부동산 "9.30" 규제 완화 정책 시행
2019년 1월	-지방 특수채 조기 하달 -지준율 50bp 인하
2019년 6월	-LPR 개혁 및 금리 인하 -지준율 50bp 인하
2021년 10월	-1년물 LPR 5bp 인하, 지준율 50bp 인하 -1년물 LPR 10bp 인하, 5년물 LPR 5bp 인하
2022년 4월	-1년물 LPR 10bp 인하, 지급준비율 인하
2022년 8월	-1년물 LPR 10bp 인하

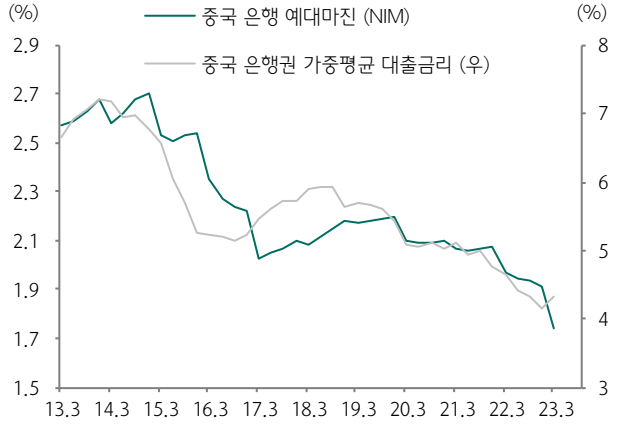
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 7. 통화 정책 : 6월 이후 1-3년 정기 예금과 달러 예금 금리 인하



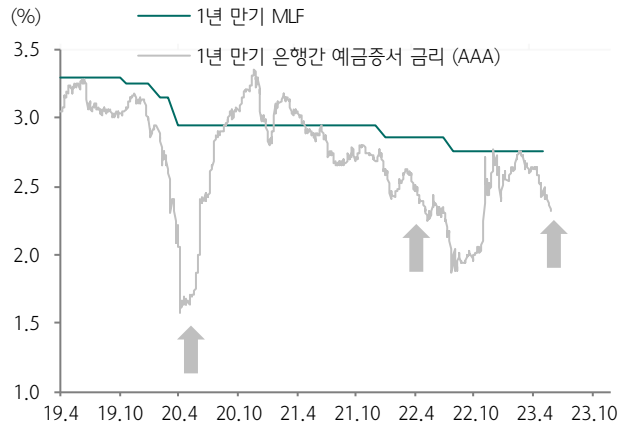
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 8. 통화 정책 : 은행권 예대마진 급락 완충, 초과 예금 소비 전환 촉진



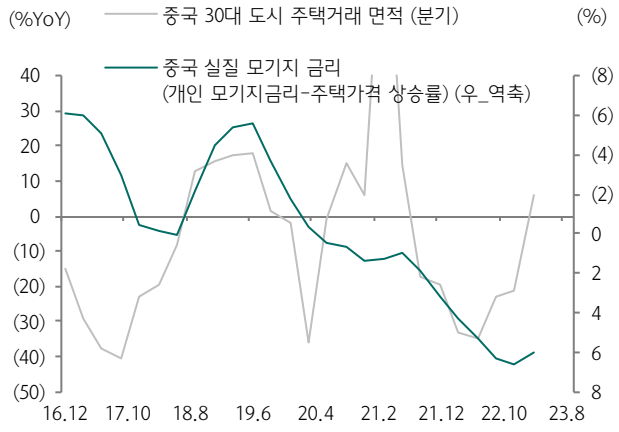
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 9. 통화 정책 : MLF 금리와 CD 금리차 확대, 금리 인하 기대 상승



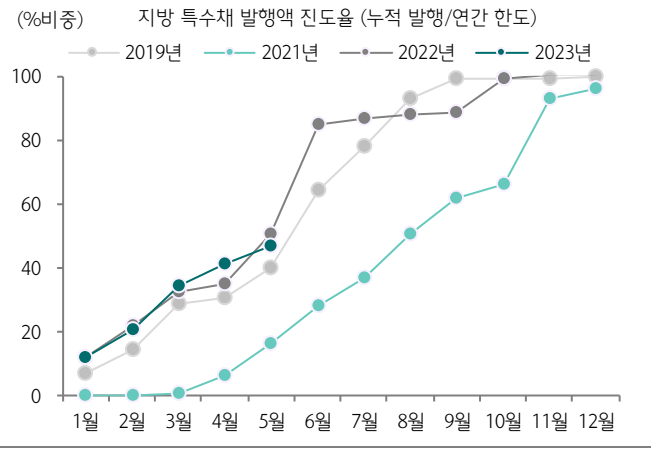
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 10. 통화 정책 : 실질 모기지 금리와 주택거래는 뚜렷한 역의 상관 관계



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 11. 정부 인프라 투자 : 6월부터 지방 특수채 발행 가속화 예상



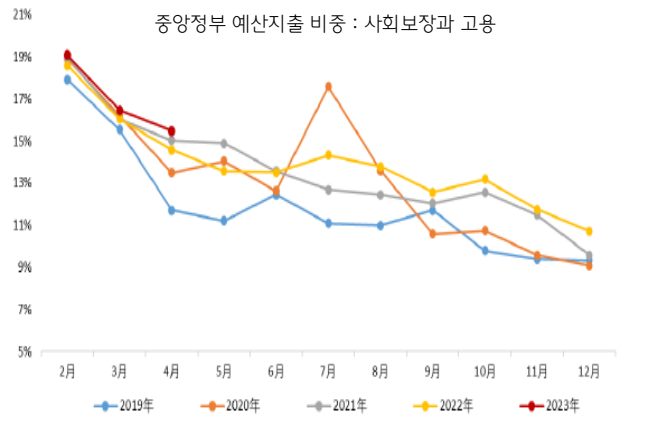
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 12. 정부 인프라 투자 : 2022년처럼 국책은행 대출 한도 활용 가능성

이슈	2022년 4월 정치국회의 이후 당•중앙정부 경기 부양책 내용 (인프라/부동산/소비)
5월 23일 국무원 상무회의	•리커창 총리 6대 분야 33개 경기 부양책 발표 •기존 세금 감면/환급 2.5조위안에 1,400억위안 환급 추가 •승용차 취득세 600억위안 감면 (2021년 등종 세수의 17%)
5월 25일 국무원 긴급회의 (고위간부 전원)	•5월말까지 2022년 경기부양 패키지와 세부 실행 계획을 발표 완료 •지방 특수채 한도 3.45조위안 6월말 발행완료, 8월말 이전 사용 (*인프라투자) •교통/에너지/수리건설 등 인프라 관련 대출 8,000억위안 편성 (*인프라투자) •항공업 2,000억위안, 철도건설 3,000억위안 채권 발행 지원 (*인프라투자)
6월 1일 국무원 상무회의	•국책은행 인프라 투자 대출 한도 8,000억위안 편성 (*인프라투자 : 5월 25일 결정)
6월 29일 국무원 상무회의	•인프라 투자 관련 금융채 3,000억위안 발행 (*인프라투자 : 5월 25일 결정내용)
8월 19일 국무원 상무회의	•전기차 취득세 면제 연장 최종 결의 (2023년 말까지 연장 예정) •기업 융자 및 개인 소비성 대출 비용 절감 조치 시행
8월 19일 부동산 정책	•3대 주무 부처 국책은행의 특별대출을 통해 선분양 이후 준공 연기 아파트 및 주택의 최종 인계/입주 지원 발표 (중앙정부 차원의 첫 직접 개입 발언)
8월 15일 MLF 금리 인하	•MLF 재발행 결정에서 1년물 금리 인하 (2.85%에서 2.75%)
8월 22일 LPR 금리 인하	•8월 LPR 금리 결정에서 LPR 1년물 금리 5bp 인하 (3.7%에서 3.65%) •8월 LPR 금리 결정에서 LPR 5년물 금리 15bp 인하 (4.45%에서 4.30%)
8월 24일 국무원 상무회의 (리커창 총리 주재)	•국책은행 특수목적 대출 한도 3,000억위안 증액 (*인프라투자 : 추가) •지방 특수채 충잔여 한도 5,000억위안 사용 (*인프라투자 : 추가) •전력기업 등에 2,000억위안 채권 발행 (*추가) •농산품 물자 보조금 100억위안 지급 (*추가)

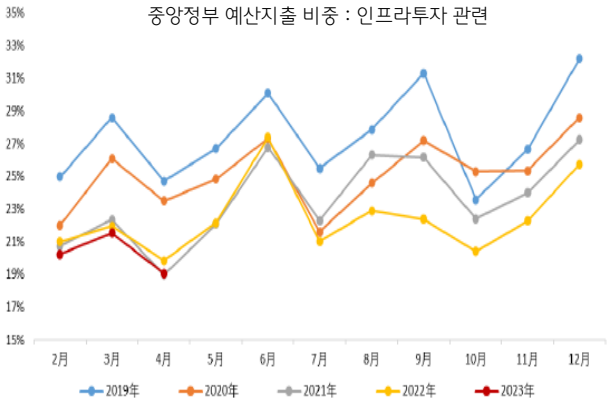
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 13. 정부 인프라 투자 : 정부 예산 지출에서 고용과 투자 리밸런싱 (1)



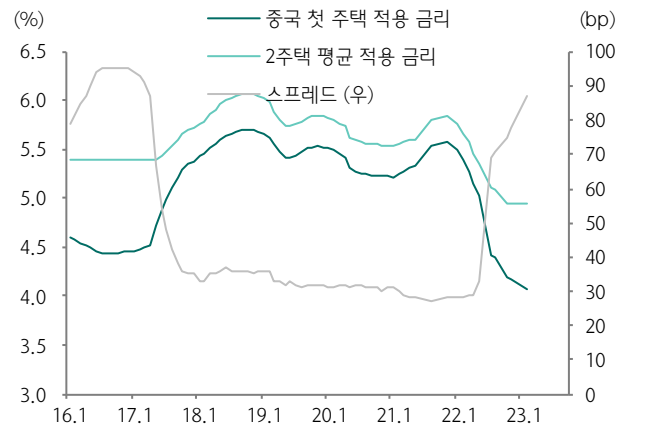
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 14. 정부 인프라 투자 : 정부 예산 지출에서 고용과 투자 리밸런싱 (2)



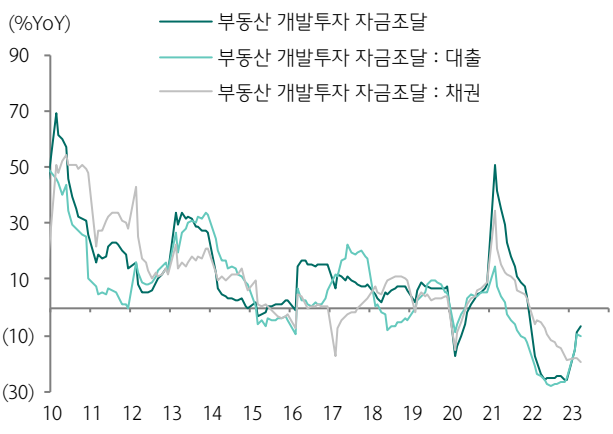
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 15. 부동산 : 2-3선 도시 2주택 적용 금리 인하할 가능성 상존



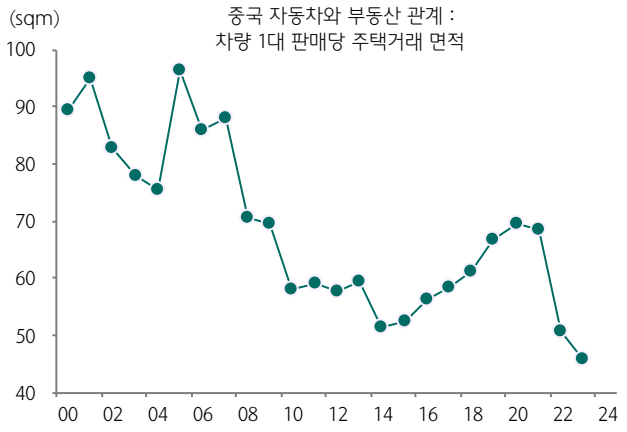
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 16. 부동산 : 2023년 디밸로퍼 준공 지원 목표 재점검, 하반기 지원 유지



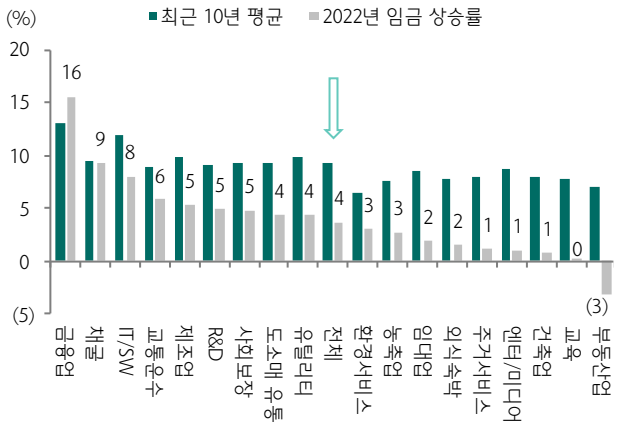
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 17. 소비 부양책 : 자동차 소비 지원책 효과 예상보다 클 것



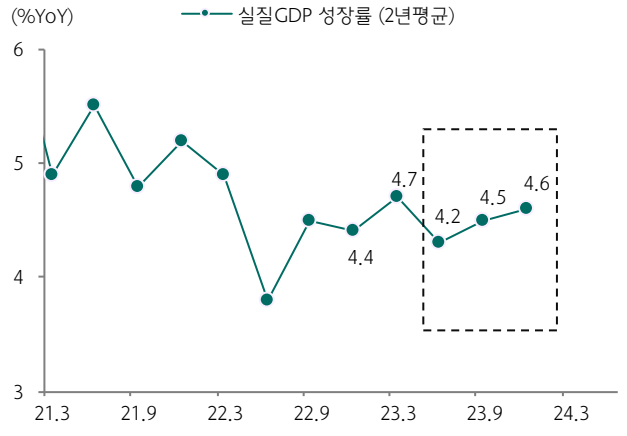
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 18. 소비 부양책 : 서비스업 규제 완화와 임금 인상 촉발



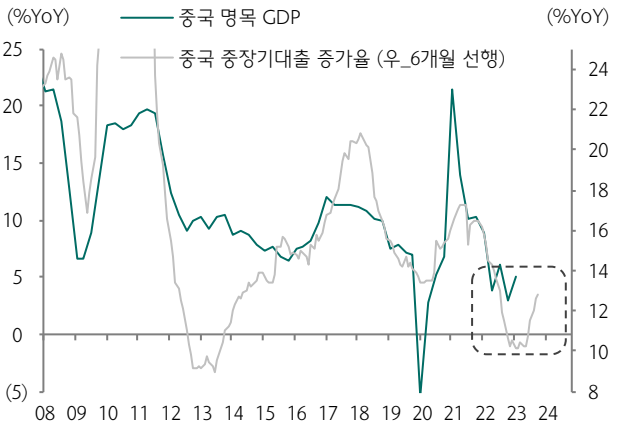
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 19. 평가 : 2023년 경기 N자형 패턴 전망, 3/4분기 완만한 반등 전망



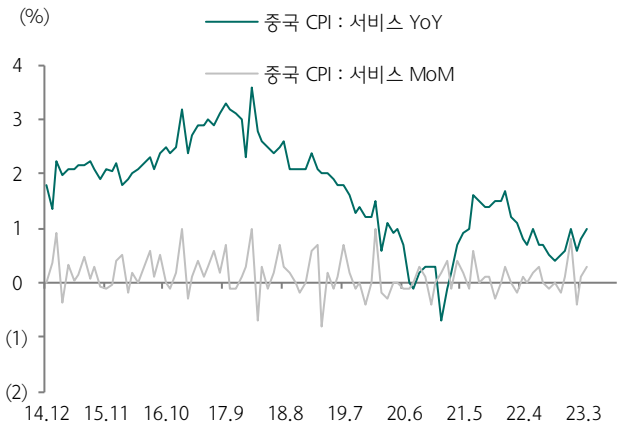
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 20. 평가 : 2/4분기부터 하반기까지 물가와 명목GDP 상승세 유지



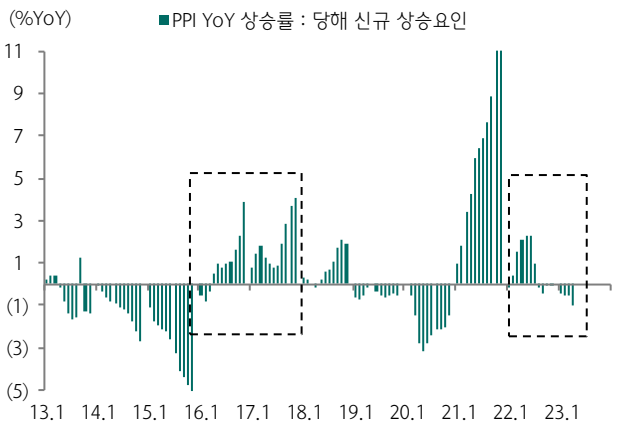
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 21. 평가 : 6-8월 물가, 임금, 원자재 가격 MoM 회복세 중요 (1)



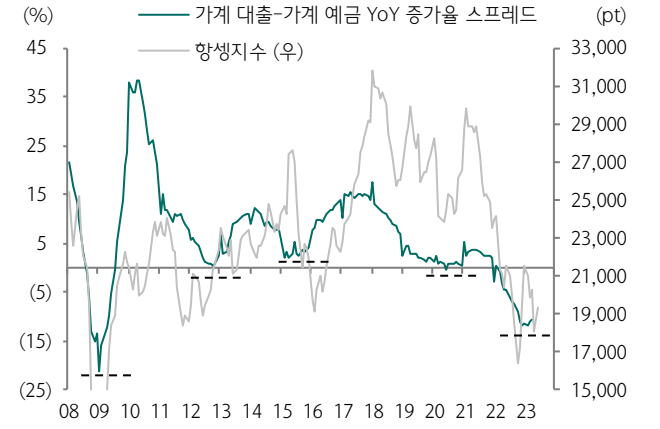
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 22. 평가 : 6-8월 물가, 임금, 원자재 가격 MoM 회복세 중요 (2)



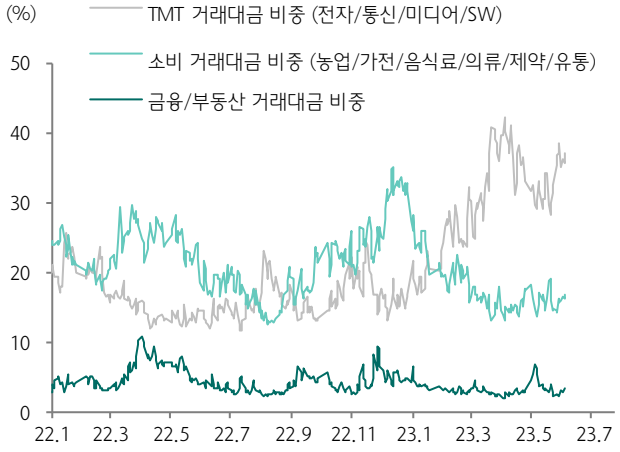
자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 23. 평가 : 3/4분기 홍콩 증시는 경기와 가계 회복 연동, 점진적 회복



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

이슈 24. 평가 : 3/4분기 투자와 소비 관련주 낮은 기대감 속 점진적 회복



자료 : CEIC, Wind, 하나증권

중국증시 Key Data (주간)

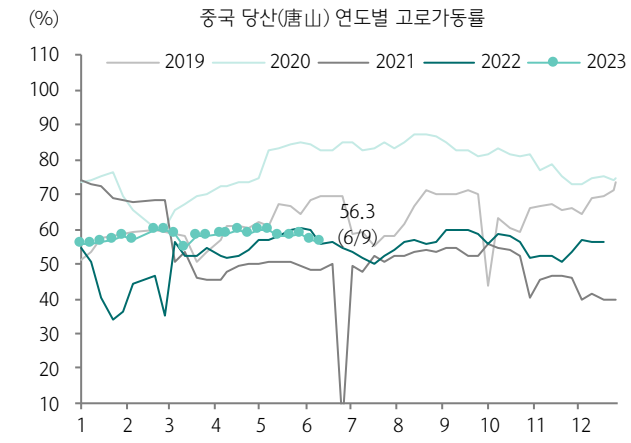
도표 1. 동향 점검 : 연료탄 가격 하락

주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 2. 동향 점검 : 상품가격 상승

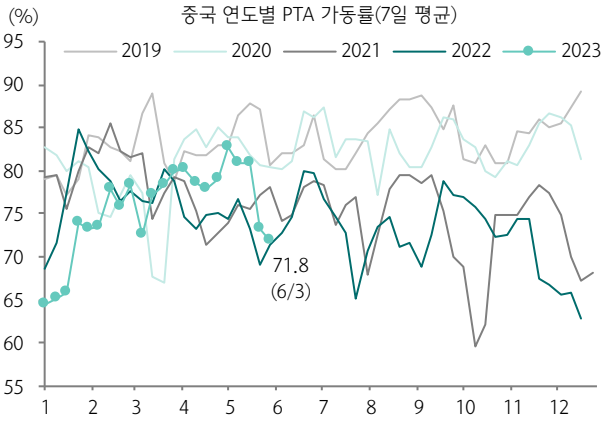
자료: Wind, 하나증권

도표 3. 동향 점검 : 6월 2주차 고로가동률 전년 동기 추세 상회



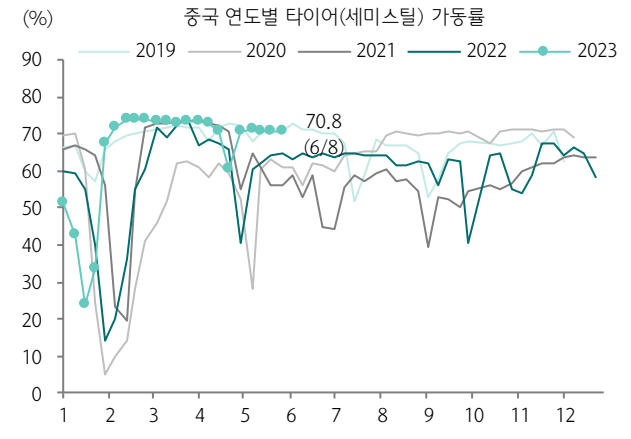
자료: Wind, 하나증권

도표 4. 동향 점검 : 6월 1주차 PTA 가동률 전년 동기 추세 상회



자료: Wind, 하나증권

도표 5. 동향 점검 : 6월 2주차 타이어 가동률 전년 동기 추세 상회

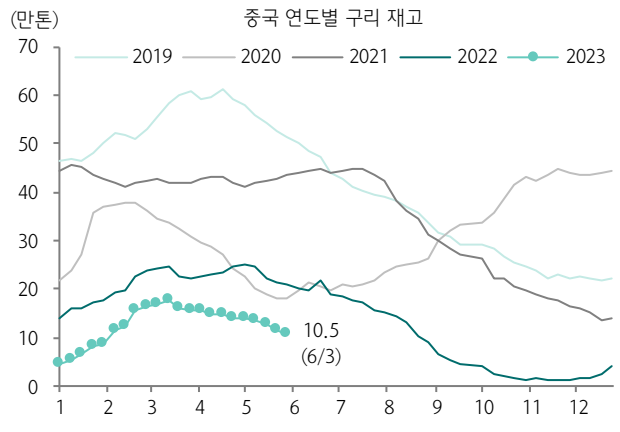


자료: Wind, 하나증권

도표 6. 동향 점검 : 6월 1주차 코크스 가동률 전년 동기 추세 하회

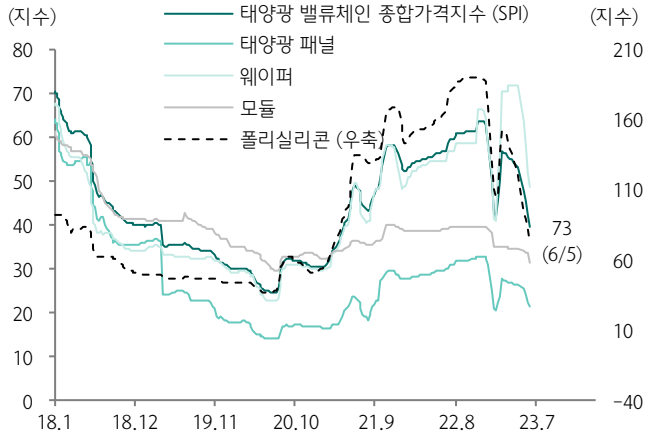
자료: Wind, 하나증권

도표 7. 동향 점검 : 6월 1주차 구리 재고 감소



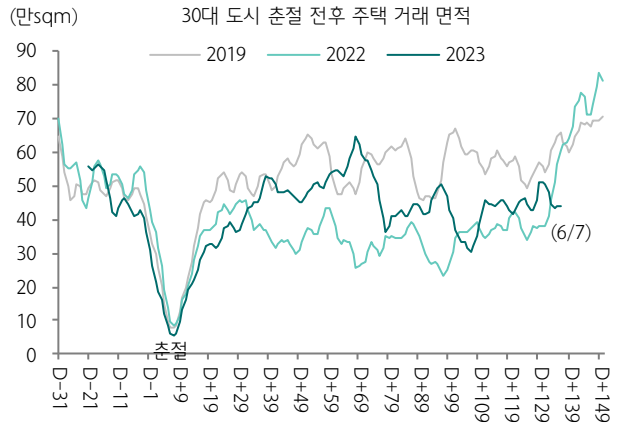
자료: Wind, 하나증권

도표 8. 동향 점검 : 웨이퍼 제외, 태양광 SPI 및 관련 지수 하락



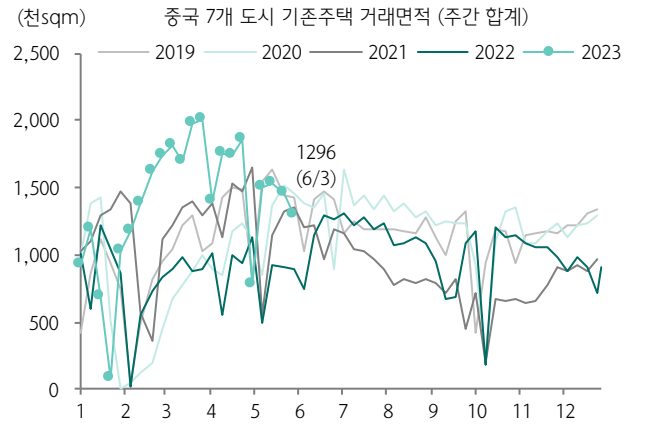
자료: Wind, 하나증권

도표 9. 동향 점검 : 30대 도시 주택 거래 면적 전년 동기 추세 하회



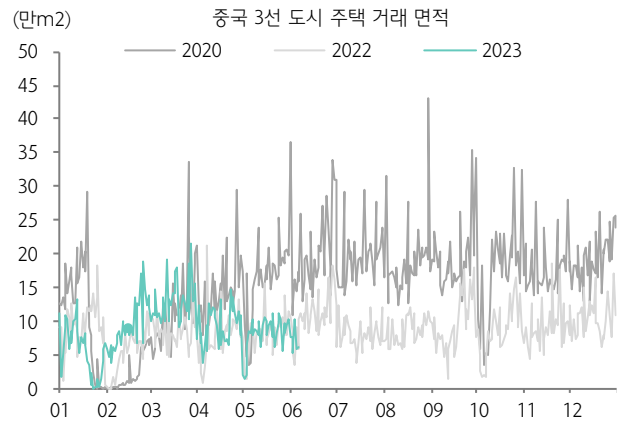
자료: Wind, 하나증권

도표 10. 동향 점검 : 7개 도시 기존주택 거래 전년 동기 추세 상회



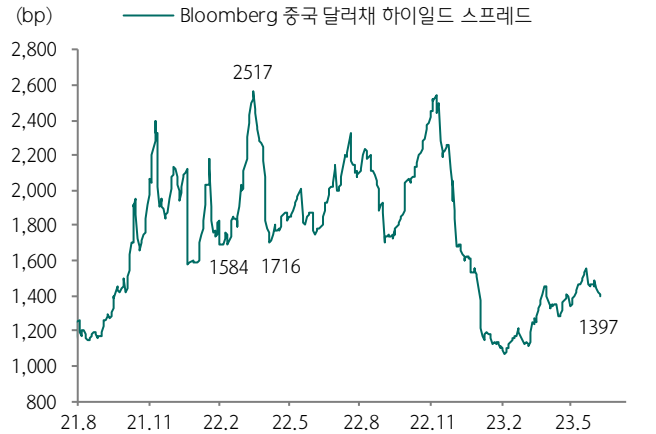
자료: Wind, 하나증권

도표 11. 동향 점검 : 3선도시 주택 거래 전년 동기 추세 하회



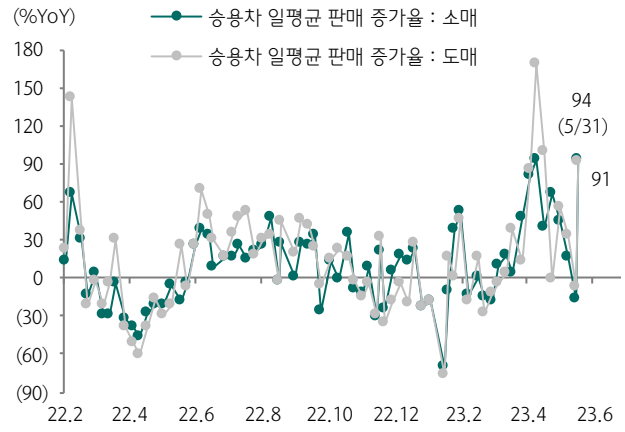
자료: Wind, 하나증권

도표 12. 동향 점검 : 중국 달러채 하이일드 스프레드 하락



주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 13. 동향 점검 : 승용차 일평균 소매 판매 증가율 상승

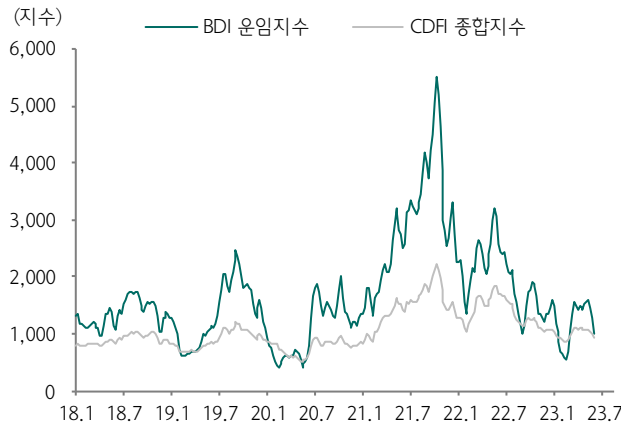


자료: Wind, 하나증권

도표 14. 동향 점검 : 중국 생돈 평균 가격 하락

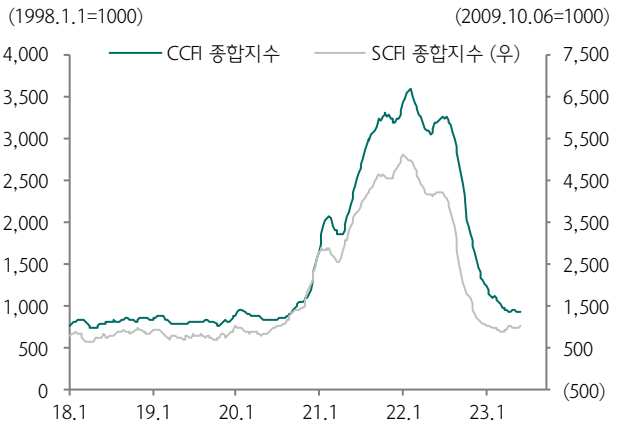
자료: Wind, 하나증권

도표 15. 동향 점검 : 수입 관련 운임지수 하락



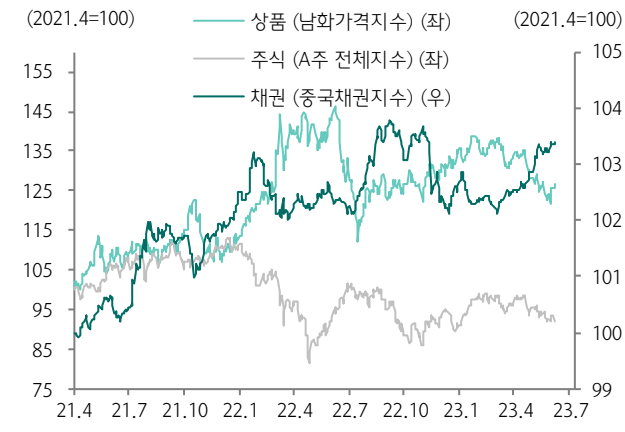
주 : 2023년 6월 3일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 16. 동향 점검 : 중국 컨테이너 운임지수 하락



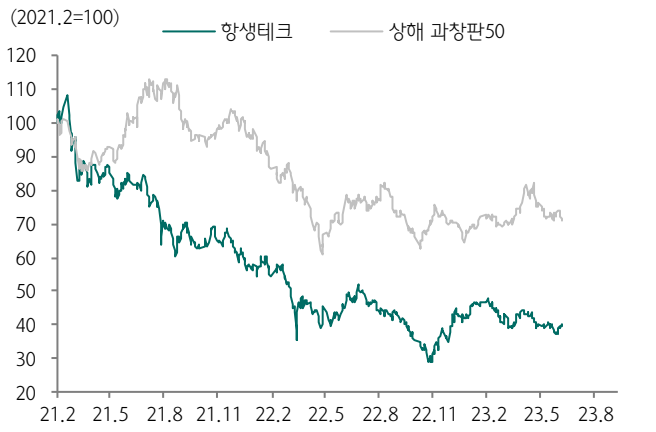
주 : 2022년 6월 2일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 17. 동향 점검 : 주식 상승, 채권가격 상승, 상품가격 상승



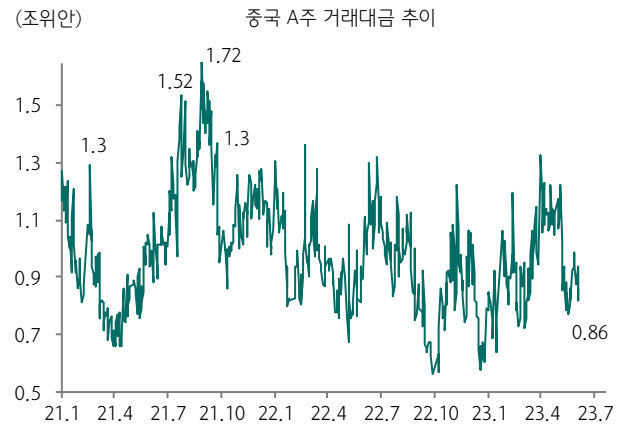
주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 18. 동향점검 : 본토 성장지수와 홍콩 소비/빅테크 간극 축소



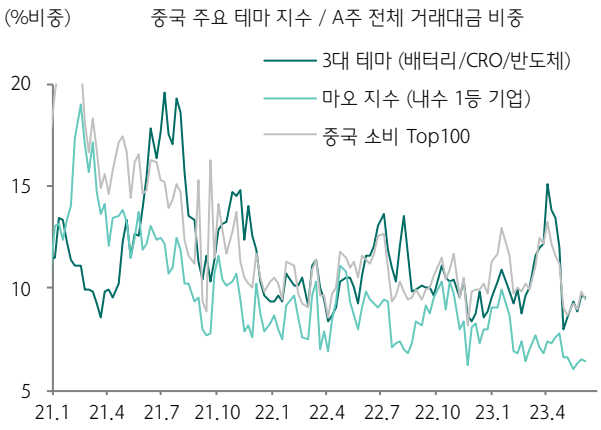
주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 19. 동향 점검 : 본토 거래대금 1조위안 하회



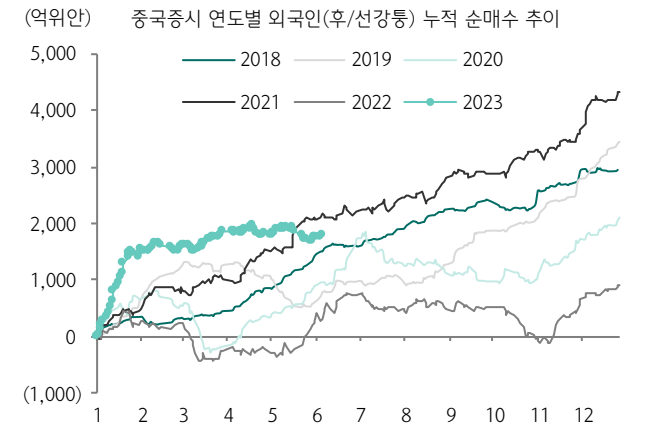
주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 20. 동향 점검 : 3대 성장주 테마 수급 집중도 하락



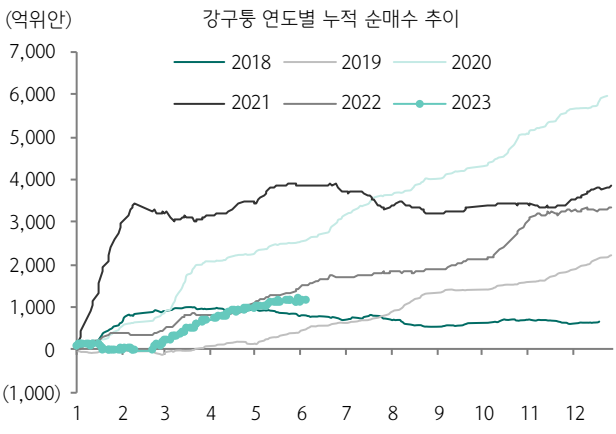
주 : 2023년 6월 9일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 21. 동향 점검 : 중국증시 외국인 순매수 지속



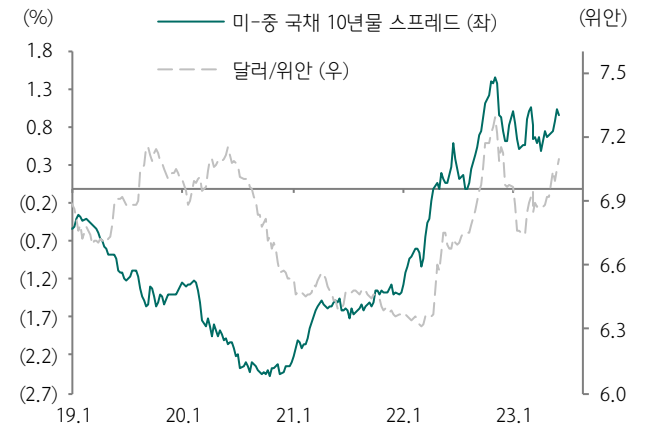
주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 22. 동향 점검 : 강구퉁 자금 순매수 지속



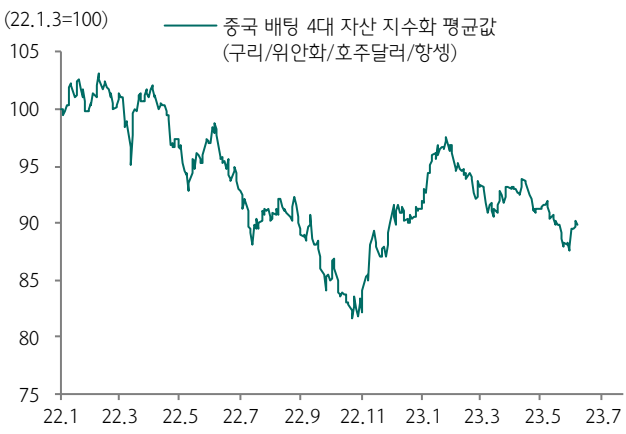
주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 23. 동향 점검 : 지표 쇼크와 금리 하락으로 위안화 7위안 돌파



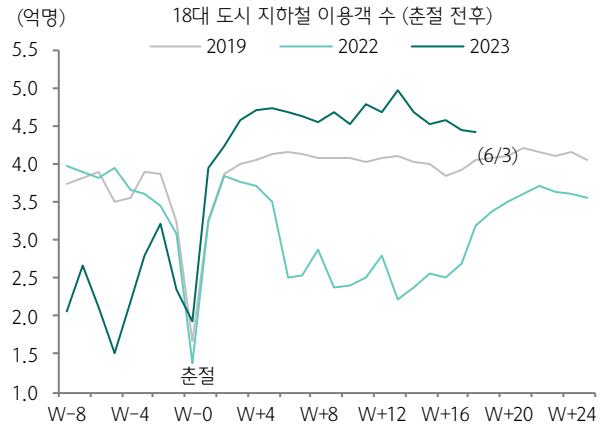
주 : 2023년 6월 3일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 24. 동향 점검 : 중국 배팅 4대 자산군 추이 하락



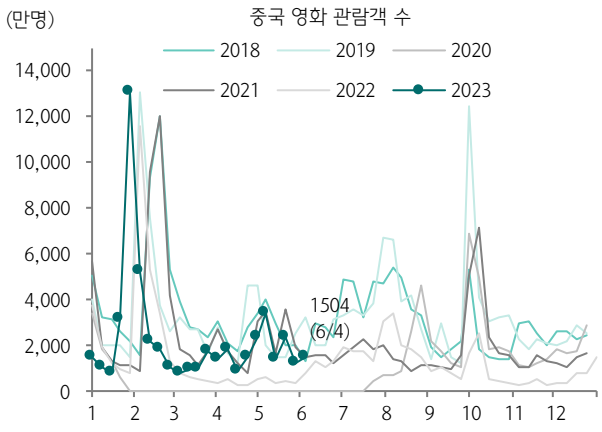
자료: Wind, 하나증권

도표 25. 동향 점검: 18대 도시 지하철 승객수 전년 동기 추세 상회



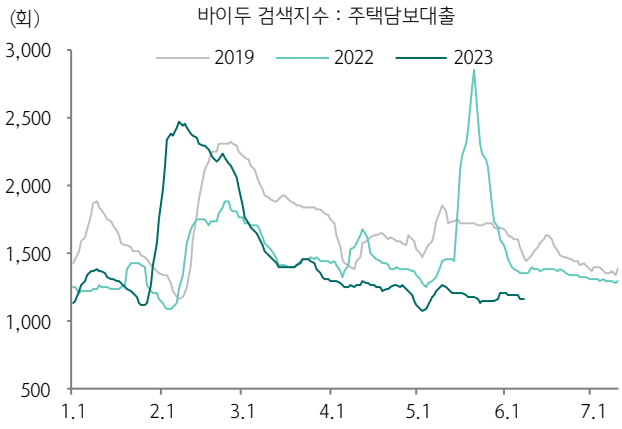
자료: Wind, 하나증권

도표 26. 동향 점검: 중국 영화 관람객 수 증가



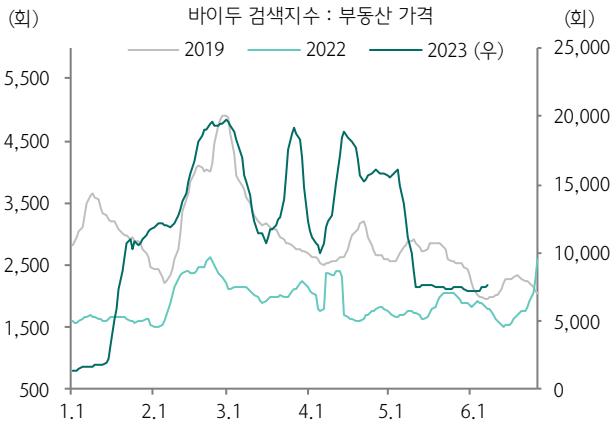
자료: Wind, 하나증권

도표 27. 동향 점검: 바이두 주택담보대출 검색지수



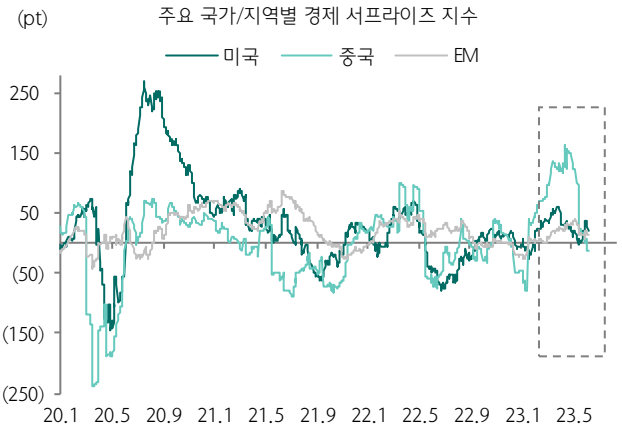
주 : 2023년 6월 7일 기준
자료: Wind, 하나증권

도표 28. 동향 점검: 바이두 부동산 가격 검색지수



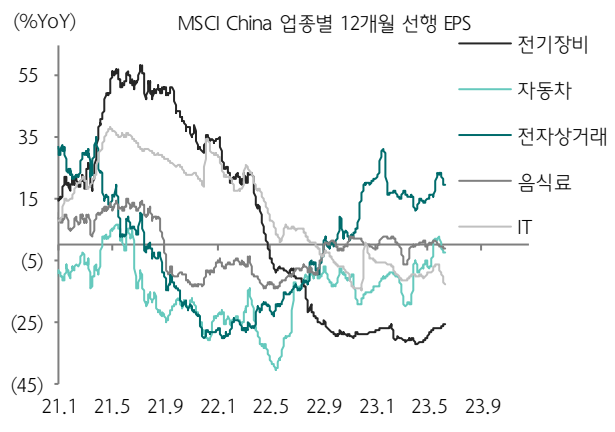
주 : 2023년 6월 7일 기준
자료: Wind, 하나증권

그림 29. 동향 점검 : 중국 경제 서프라이즈 지수 하락



주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

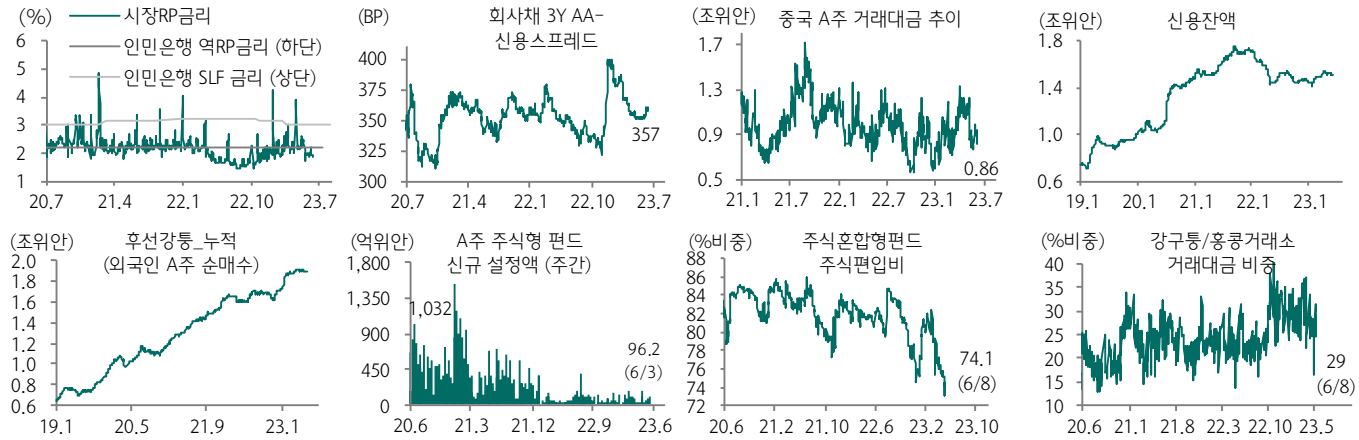
그림 30. 동향 점검 : 자동차 및 전기장비 제외, 업종 EPS 증가율 하락



주 : 2023년 6월 8일 기준
자료: Wind, 하나증권

중국증시와 상품 시장 Performance (주간)

도표 31. 중국증시 정책/유동성/수급/투자심리 모니터링 : A주 거래대금/주식편입비/신용잔액 축소, 펀드발행/신용스프레드 상승



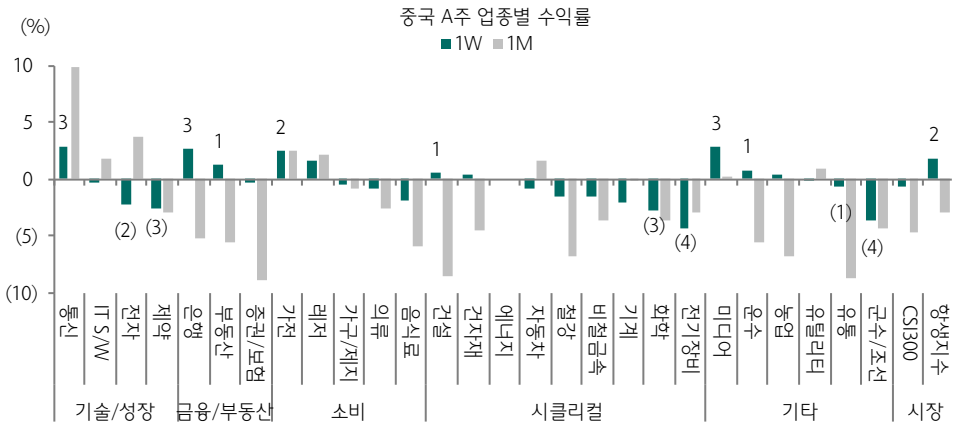
자료: Wind, CEIC, 하나증권

주간 CSI300지수 -0.7%

업종별로는 통신(+3%), 미디어(+3%), 가전(+2%) 강세

전기장비(-4%), 제약(-3%), 화학(-3%), 전자(-2%) 약세

도표 32. 중국 A주 주요 업종 수익률

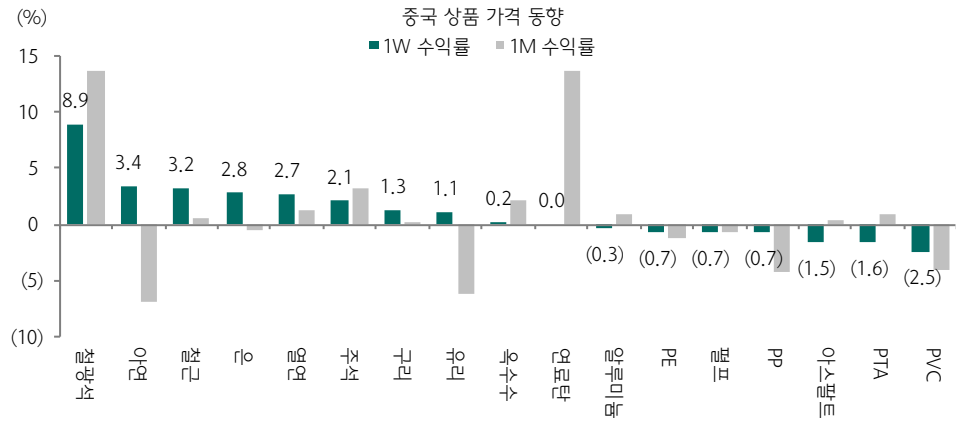


주 : 2023년 6월 9일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준,
자료 : Wind, 하나증권

상품가격은 철광석, 아연, 철근, 은, 열연, 주석, 구리, 유리 강세

PVC, PTA, 아스팔트, PP, 펄프, PE, 알루미늄 약세

도표 33. 중국 상품선물 가격 동향

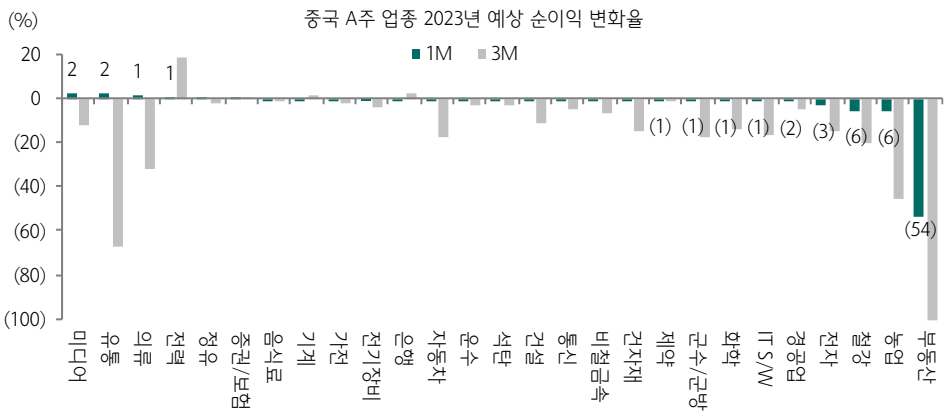


주 : 2023년 6월 9일 종가 기준, 업종은 A주 션완(申万)분류 기준,
자료 : Wind, 하나증권

중국 A주와 MSCI China 주요 업종 이익/매출 추정치 변화 (주간)

최근 1개월 순이익 전망치 상향은 미디어, 유통, 의류, 전력 순

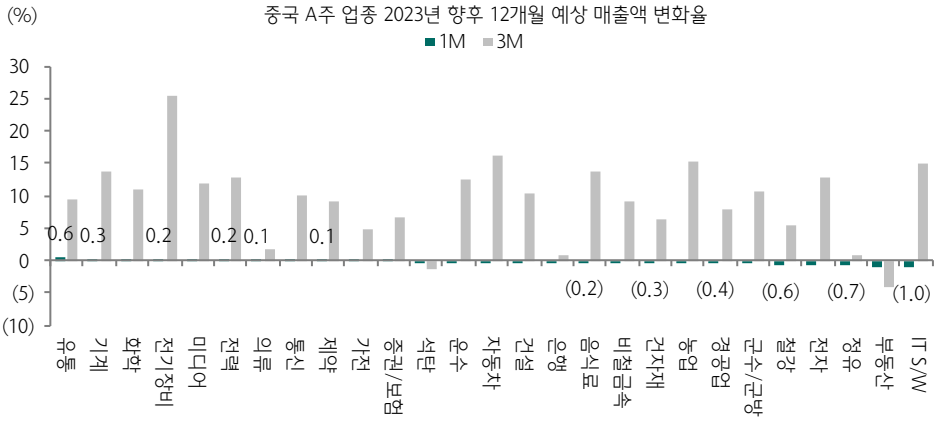
도표 34. 중국 A주 2023년 예상 순이익 변동



주 : 2023년 6월 8일 종가 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

최근 1개월 매출 전망치 상향은 유통, 기계, 화학, 전기장비, 미디어, 전력, 의류, 통신, 제약 순

도표 35. 중국 A주 2023년 예상 매출액 변동



주 : 2023년 6월 8일 종가 기준, 업종은 A주 중신(中信) 기준.
자료 : Wind, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.