고민과 우려의 시기: 단기 & 분산으로 대응

리서치본부 투자전략부 2024년 9월 2일

III. 중국 투자전략: 재정보다 통화, 정책의 한계와 기대 요인

글로벌 전략/중국: 박인금
tel 02) 2229-6168 | e-mail PiaoRenjin@nhqv.com

9월 중국 주식시장 투자전략

- 중국은 재정정책보다 통화정책 여력이 강화될 전망. 미 금리 인하 가시화될 경우, 중국의 제약·바이오, 일부 테크 기업, 방산 등 성장업종(과매도주이기도 함) 주가의 반등 기대

재정정책: 추가 확장에 대한 부담감

- '24년 상반기 광의의 재정수입은 역사적 저점을 기록. 올해 전체 재정수입은 예산 수준을 하회할 것
- 지방정부 특수채 발행은 저조하며 예산 외의 자금조달도 축소(도시투자채권 순발행 감소)
- '20~'23년 4년 연속 재정 확장('97년 아시아 금융위기 이후 처음). 올해 추가적인 재정확장에 대한 기대를 낮출 필요가 있음

통화정책: 하반기 미국 금리 인하 기조에 따라 통화정책 여력 강화될 전망

- 인민은행은 선별적 지원을 강화하는 반면 자산은 축소('23년 45.7조위안 → '24년 43.6조위안)하는 등 유동성 공급에는 신중
- 경기회복 지연으로 부양의 필요성이 커진 상황에서 금리 하락과 위안화 절하 등이 동반되며 금융안정의 중요성도 부각
- 향후 미국 금리 인하에 따라 중국의 통화정책 집행 여력 강화될 전망. 제약·바이오, 일부 테크 기업, 방산 등 성장 업종(과매도주이기도 함)의 주가 반등 기대

이슈: 미중 무역분쟁

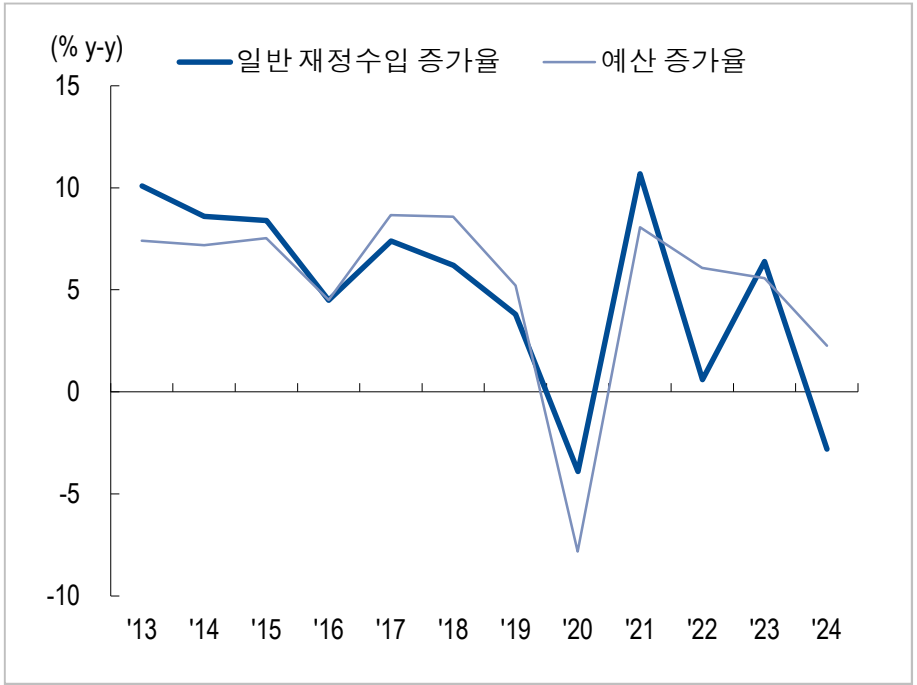
- 2018년 미중 분쟁 이후 중국 수출 경쟁력은 오히려 강화. 60% 관세율 부과 시 중국 수출은 연간 기준 2.8%p 감소할 것으로 예상되나 중국 정부는 위안화 약세 용인 및 재정지출 확대로 대응할 것
- 주식시장은 미중 디커플링 우려로 2018년보다 낙폭이 확대될 수 있으나 회복력은 더욱 강할 것

자료: NH투자증권 리서치본부

재정정책: 제한적인 재정 확장, 왜?

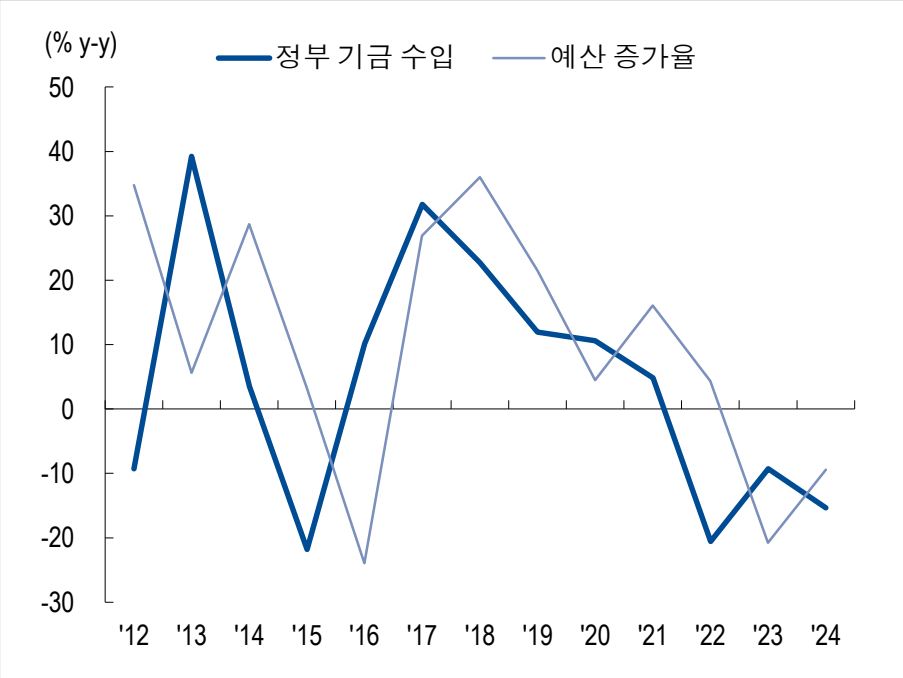
- 올해 상반기 일반 재정수입은 전년 대비 2.8% 감소해 일반 재정수입 예산 증가율(+2.3%)을 하회
- 정부 기금 수입은 전년 대비 15.3% 감소해 역시 정부 기금 수입 예산 증가율(-7.8%)에 크게 못 미침
- 상반기 광의의 재정수입은 역사적 저점에 위치

올해 상반기 일반 재정수입 증가율이 예산 증가율을 하회



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

정부 기금 수입 증가율 역시 예산 증가율에 못 미침

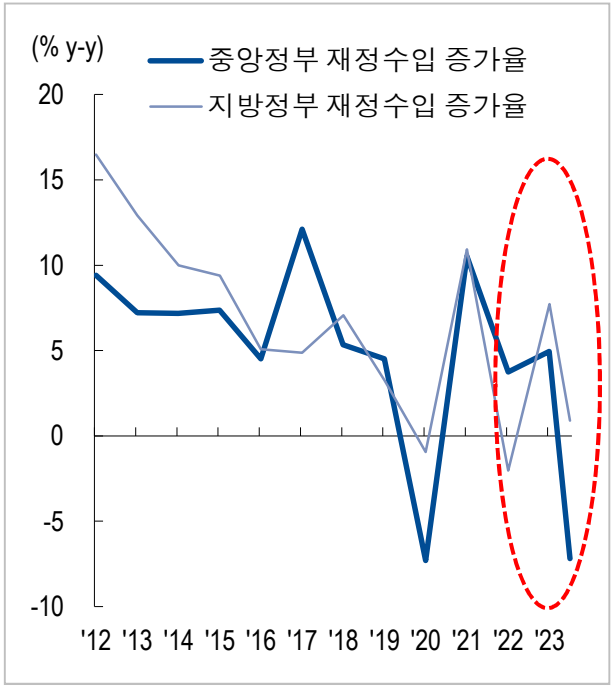


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

두드러진 중앙정부의 재정수입 악화

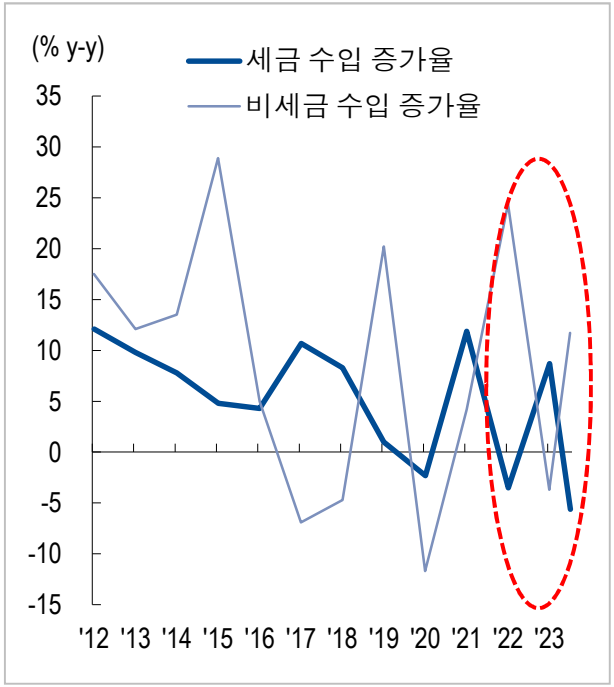
- 재정수입 감소는 경기부진에 따른 세수 감소, 부동산 시장 회복 지연으로 인한 토지양도금 감소, 감세 기간 연장 등에 기인
- 주요 세목 중 증치세, 법인세, 수출 세금 환급 등 세목이 세수 감소를 야기
- **중앙정부의 재정수입 감소는 심화되었음.** 90%의 비세금수입이 지방정부에 귀속되며 수출 세금 환급금은 모두 중앙정부가 부담하기 때문

중앙정부 재정수입 증가율 지방정부 하회



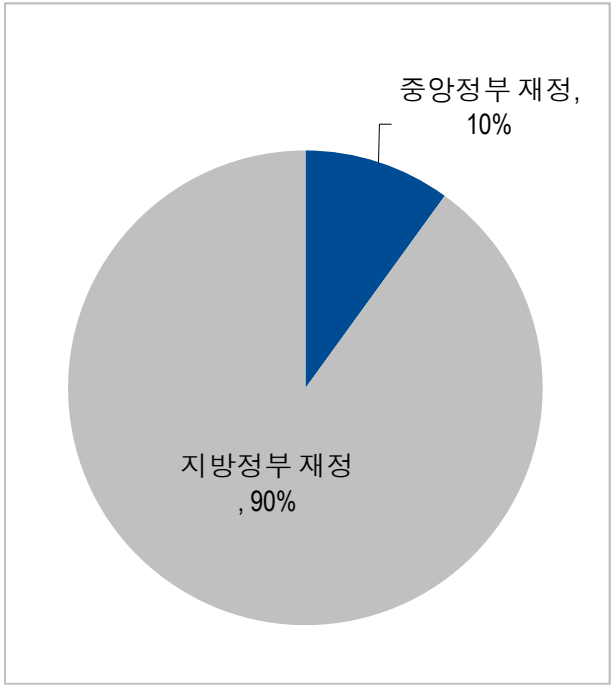
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

올해 세금수입↓, 비세금수입↑



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

비세금수입은 주로 지방정부에 귀속

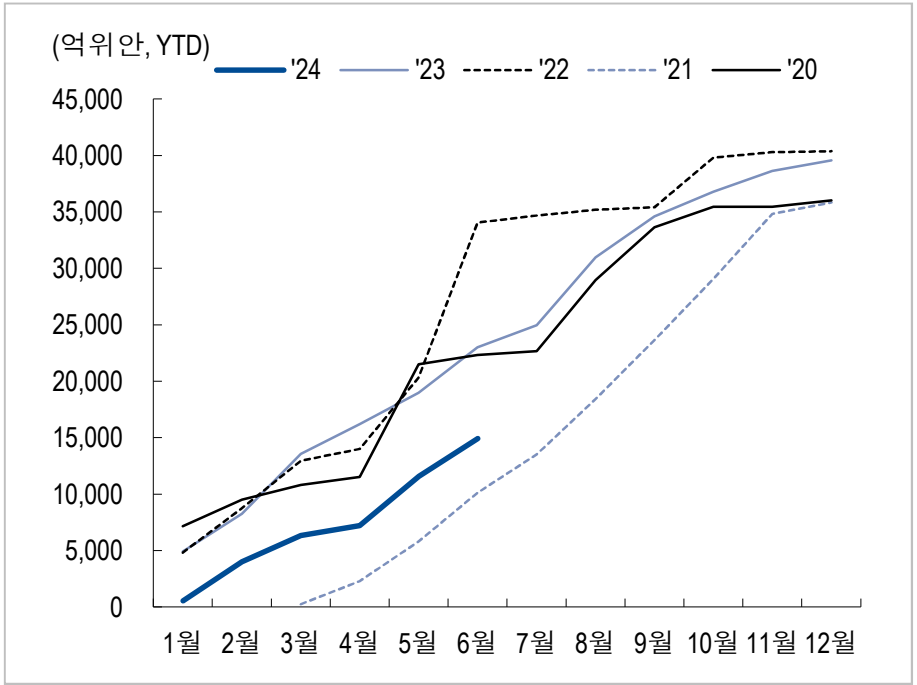


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

순조롭지 않은 지방정부 채권 발행

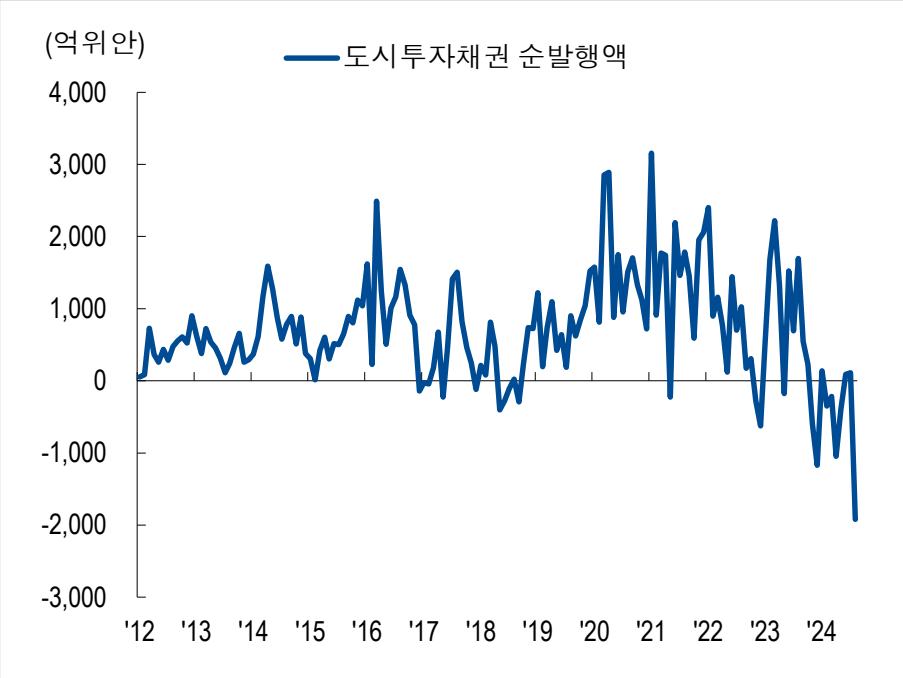
- 올해 지방정부의 특수채와 일반채 발행 규모는 모두 저조한 편
- 지난 3중전회에서 정부는 부채 리스크의 해소, 지방정부의 저효용 투자 축소를 강조
- 이에 **올해 도시투자채권 순발행액은 마이너스(-)를 기록**

올해 지방정부 특수채의 발행은 느린 편



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

올해 도시투자채권을 통한 자금조달은 오히려 감소

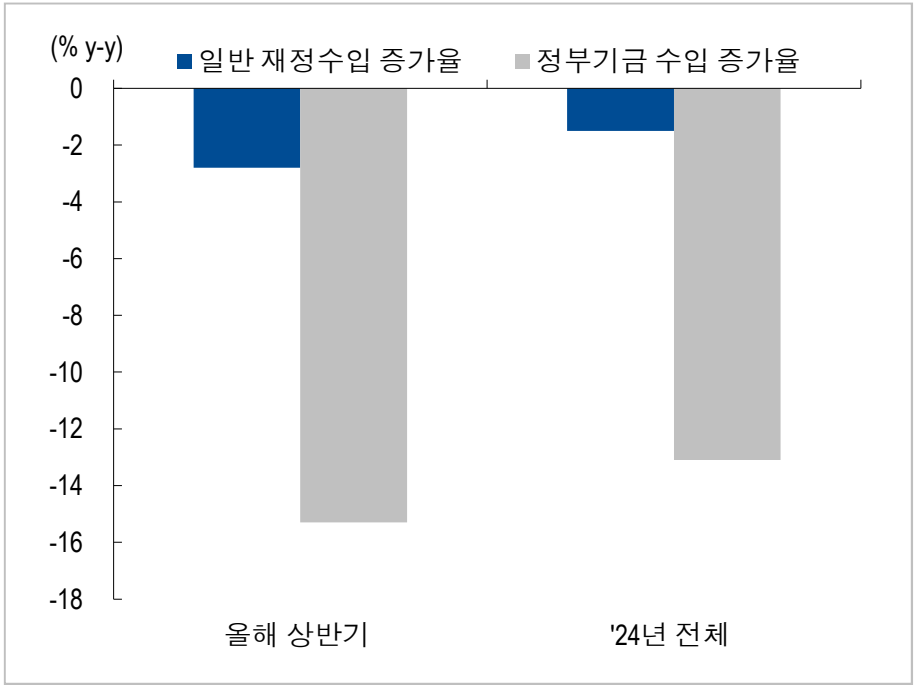


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

재정 확장 여력은 크지 않음

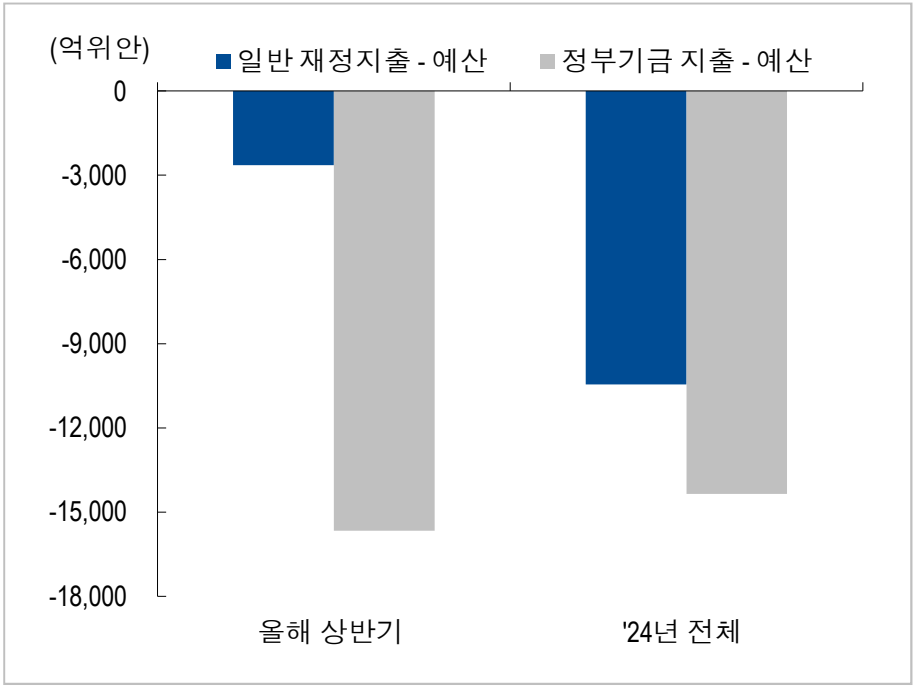
- 상반기 총 재정지출(17.2조위안)은 예산보다 1.8조위안 적으며 지출 축소 규모는 상반기 GDP의 3% 수준
- 상반기 일반 재정수입과 정부 기금 수입은 예산보다 1.1조위안 적음. 하반기 재정수입이 상반기 대비 개선된다 하더라도 올해 전체 재정수입은 예산 수준을 하회할 것
- 즉 **올해 재정 확장 여력은 크지 않을 전망**

상반기 총 재정지출이 예산보다 1.8조위안 적음



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

올해 전체 재정수입은 예산 수준을 하회할 전망

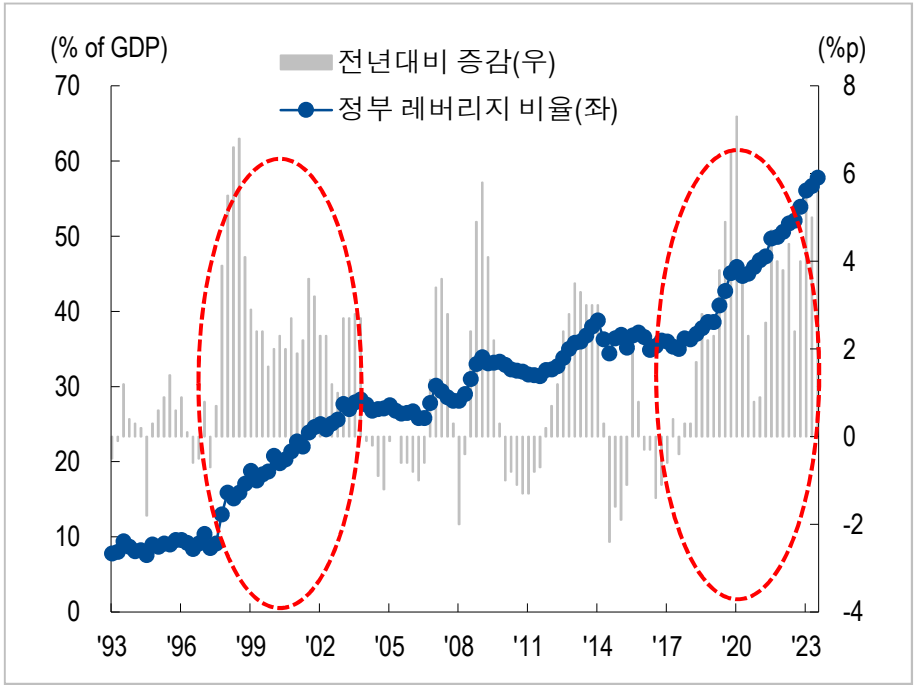


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

추가 확장에 대한 부담감도 존재

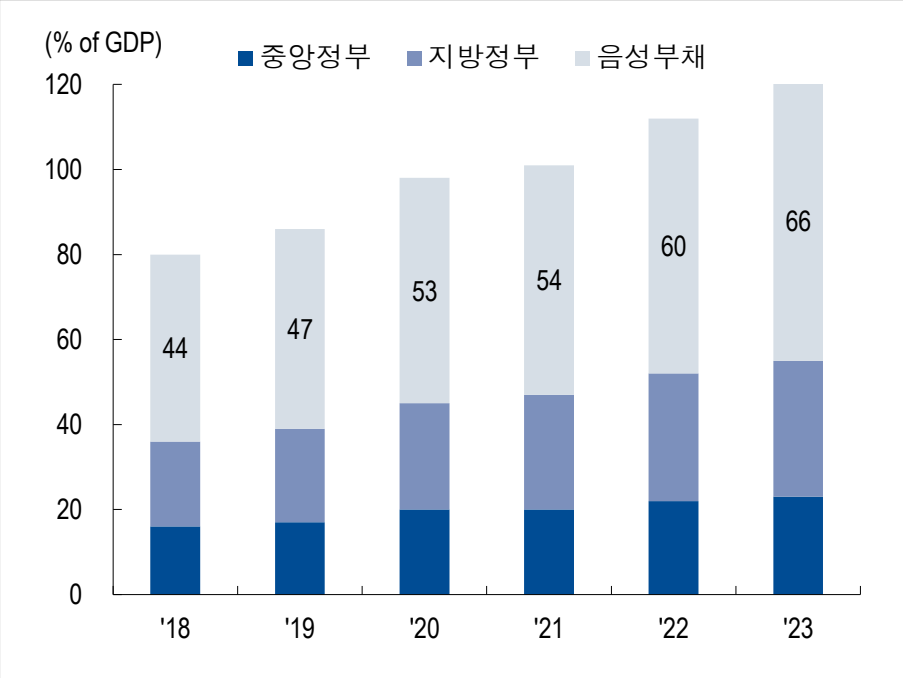
- 2020년 코로나19 이후 중국 정부는 재정을 4년 연속 확장했으며 레버리지 비율 상승폭도 가팔랐음. 이는 1997년 아시아 금융위기 이후 처음
- 예산 외의 자금조달 방식인 도시투자채권 발행 규모도 지난 4개년 중 3개년 간은 확장. IMF의 추정에 따르면 음성부채 감안 시 중국 GDP 대비 정부부채 비중은 약 121%로 높아짐
- 올해 추가적인 재정 확장에 대한 기대를 낮출 필요가 있음

2020~2023년 4년 연속 재정 확장



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 음성부채 확대로 채무부담 가중

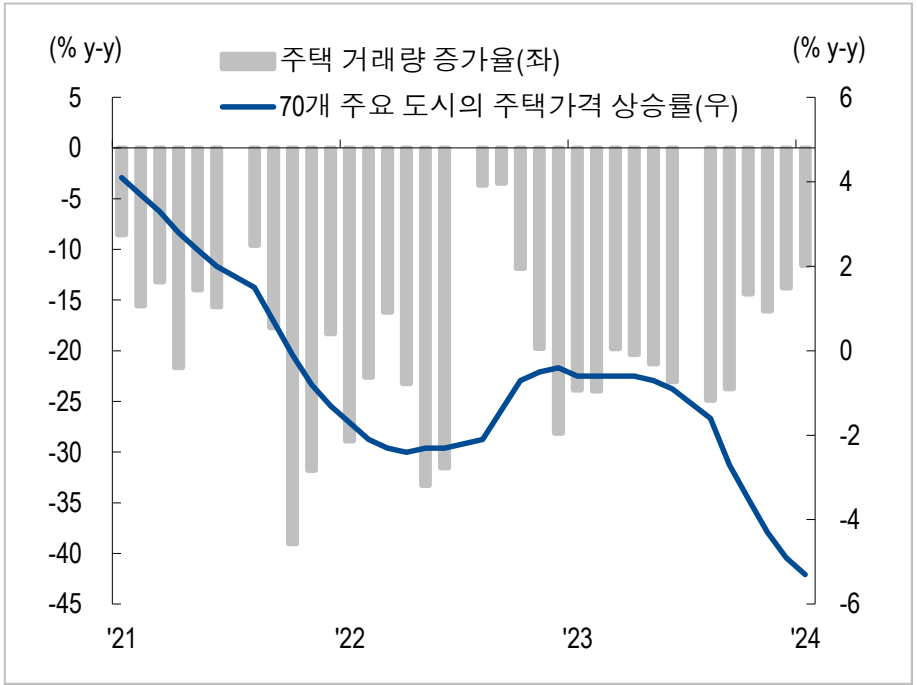


자료: IMF, NH투자증권 리서치본부

통화정책: 금융당국의 선별적 지원 강화

- 주택가격이 3년 연속 하락 중인 가운데 주택 거래량은 여전히 감소 추세
- 올해 2분기 중국 GDP 성장률은 4.7%로 기대치를 하회. 하반기 성장세가 더욱 둔화될 우려
- 7월 이후 금융당국은 테크기업, 부동산 산업에 대한 선별적 지원을 강화

주택 거래량 감소 및 가격 하락은 지속 중



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

기술기업, 부동산에 대한 금융당국의 선별적 지원

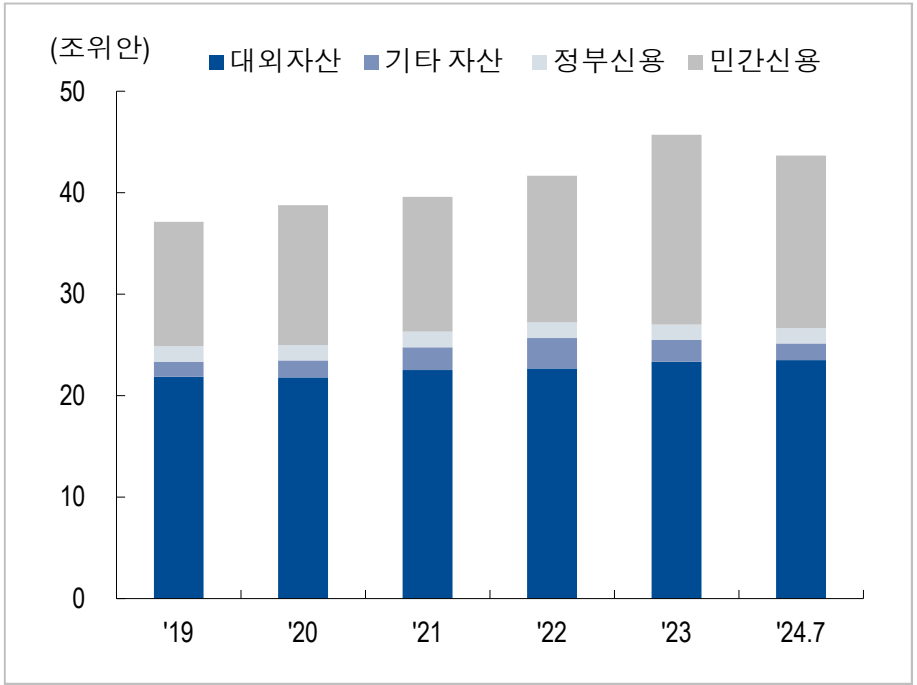
구분	내용
부동산 관련	- 지방 국유기업의 주택 구매 지원
	- 임대 주택 공급 확대를 통해 저소득층 수요 충족 - 각 도시의 부동산 시장 자주권 보장. 지방정부의 자체적인 부동산 구매 제한 정책 철폐 혹은 조절 허가. 일반 주택 및 비일반주택 기준 폐지
	- 주택담보대출 기준 역할을 하는 5년물 LPR(대출우대금리) 10bp 인하
	- 미분양 주택 매입을 통해 임대 주택 공급 촉진
기타	- 기술기업의 연구개발 자금 대출 지원
	- 정책금리 소폭 인하

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

단, 유동성 공급에 대해서는 신중한 태도

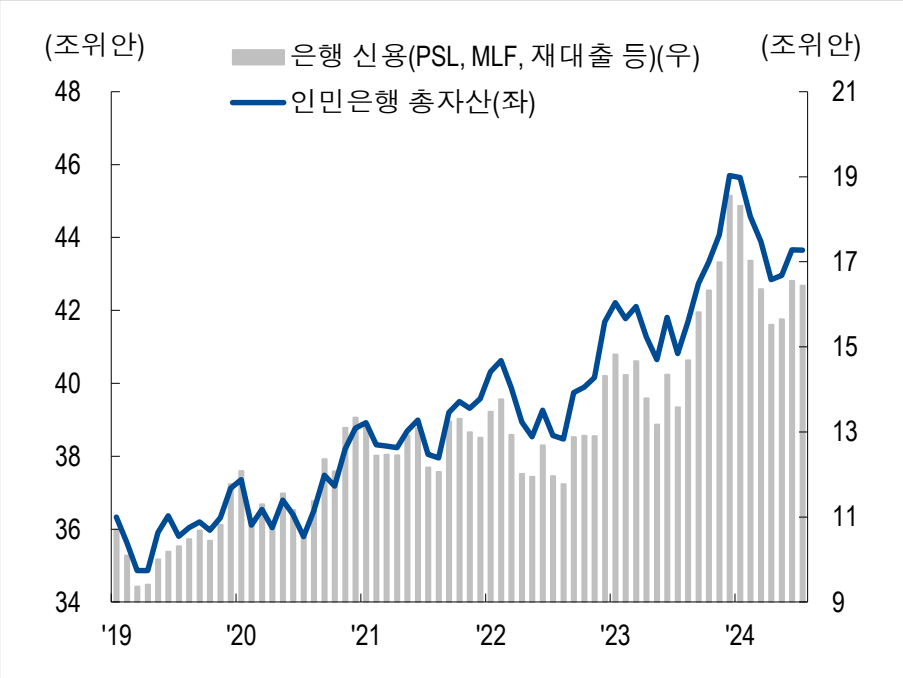
- 인민은행은 2023년 경기 부양을 위해 자산 규모를 전년 대비 9.6%를 확대. 그러나 올해는 인민은행이 7월까지 유동성을 흡수하면서 전년 동기 대비 4.5% 감축
- 2023년 인민은행이 민간기관에 공급한 유동성 규모는 전년 대비 29.2% 급증했으나 올해 7월 기준 전년 동기 대비 9.1% 감소. 특히 은행신용 규모가 크게 감소

인민은행의 주요 자산 구성 추이



주: 민간신용은 은행신용, 비은행 금융기관 신용으로 구성
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

인민은행 총 자산, '23년 45.7조위안→ 현재 43.6조위안



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

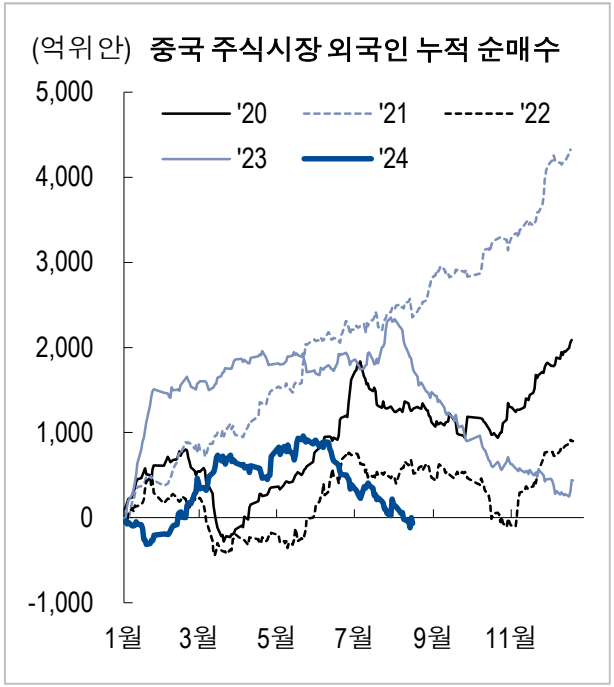
금융안정의 중요성 부각

- 8월 중국 10년물 국채금리가 2.13%로 역대 최저치로 하락했고 달러당 위안화 환율도 7.23위안까지 상승하면서 외국인 투자 유출 압력 확대
- 미중 금리 역전이 여전한 가운데 경기둔화 우려와 맞물려 올해 2분기 중국 주식 및 채권시장에서 외국인 자금 총 127억달러 순유출
- 경기회복 지연으로 정부부양의 필요성이 커지고 있는 상황에서 금리 하락과 위안화 절하 등이 동반되며 금융안정의 중요성도 부각 중

미중 국채 금리 차 추이

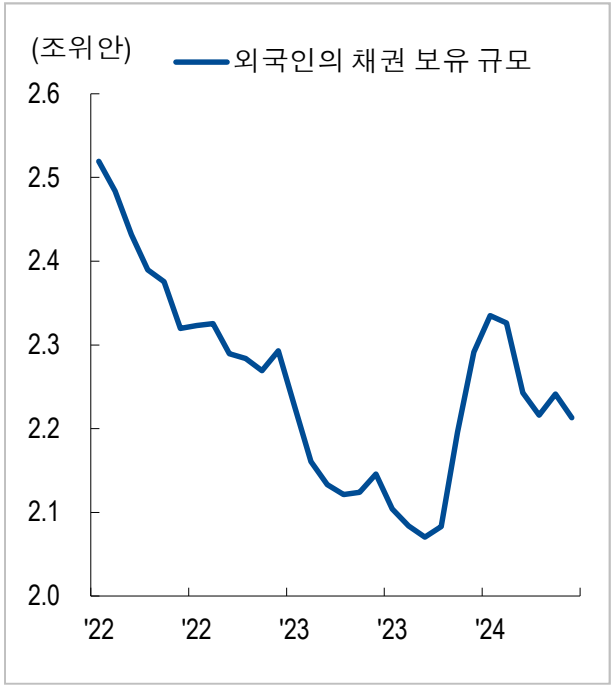
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

올해 외국인 자금 중국 시장에서 순유출



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

외국인 자금은 채권시장에서도 이탈

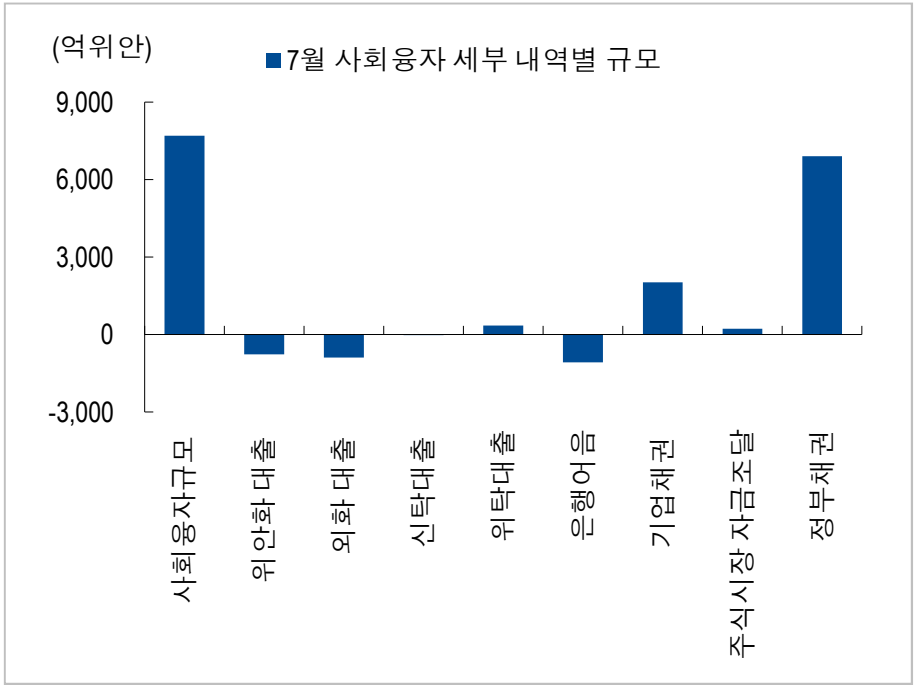


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

자금 수요 둔화, 유동성 함정 우려

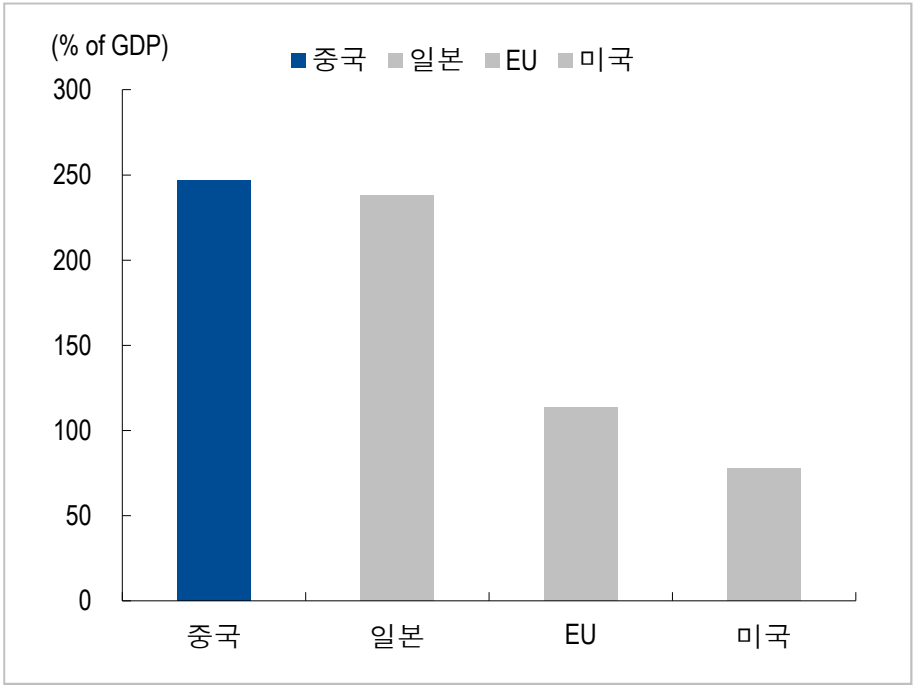
- 소비 부진과 주택 거래 감소로 자금 수요가 둔화되면서 7월 M1 증가율 -6.6%로 역대 최저치를 기록
- 사회융자총액이 예상치를 크게 하회하면서 7월 신규 위안화 대출이 767억위안 감소. **월간 대출 감소는 2005년 7월 이후 첫 사례**
- 한편, 누적된 통화공급 확대와 잉여저축의 영향으로 중국 M2 규모는 미국의 2배 수준까지 증가. 유동성 함정 우려도 공존

월별 신규 위안화 대출이 15년 만에 전년 대비 감소



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

주요국 중 중국의 GDP 대비 M2 비중이 가장 높음

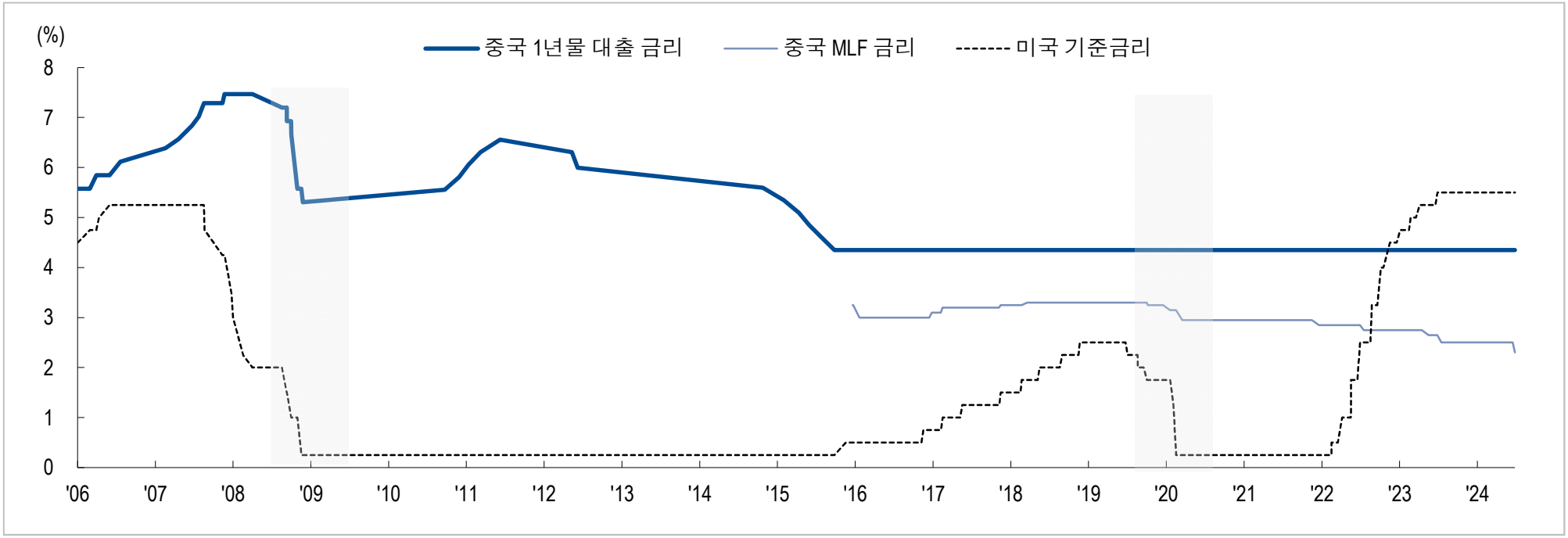


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

통화정책 집행 여력이 강화될 것

- 과거 2008년, 2019년 미 금리 인하(각각 4차례, 3차례) 이후, 중국은 뒤따라 각각 5차례 금리 인하, 2차례 지준율 인하(2008년 사례), 그리고 3차례 금리 인하, 2차례 지준율 인하(2019년 사례)를 단행. 중국의 금리 인하 폭은 미국과는 상이했음
- **향후 미 금리 인하에 따라 중국의 통화정책 집행 여력이 강화될 전망**(LPR 20bp, 기존 주택대출금리 20bp, 공개시장조작(OMO) 정책금리 20bp, 지준율 25bp 인하 기대)

2008년, 2019년 미 금리 인하 이후, 중국은 뒤따라 금리 인하를 단행

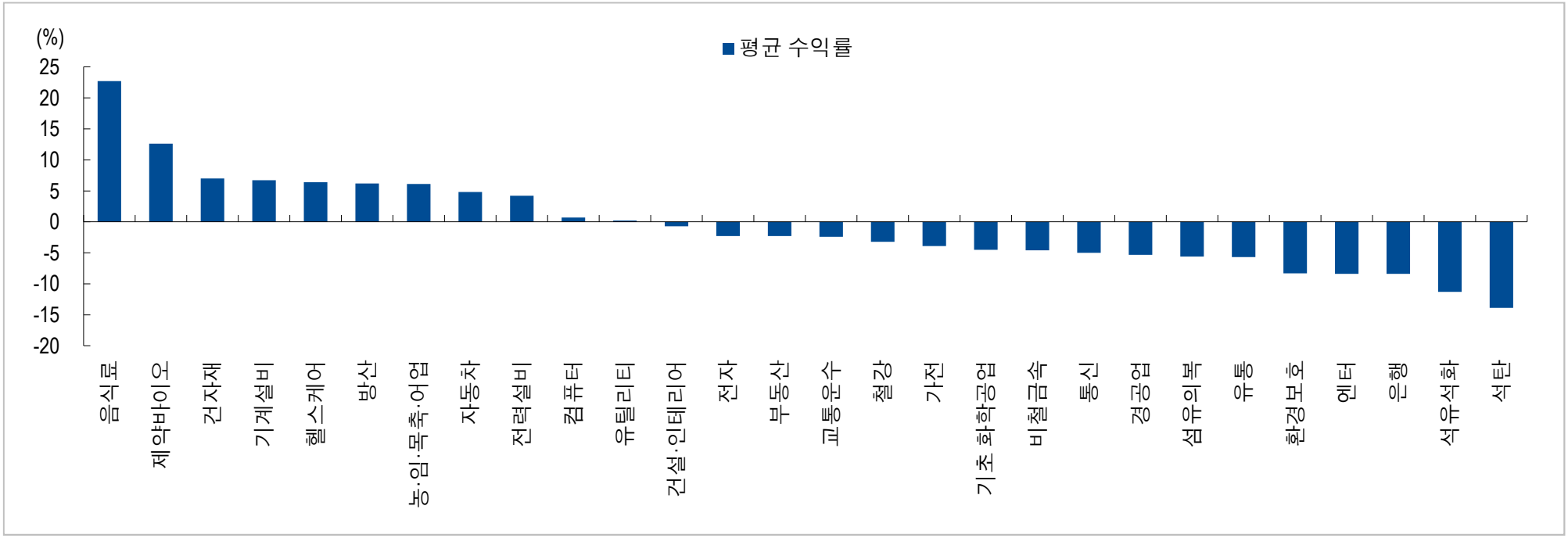


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

성장업종의 주가 반등 기대

- 2000년 이후 6차례 미 국채금리(10Y) 고점에서 저점으로 하락하는 구간에서 중국 A주 업종별 평균 수익률을 확인. 음식료, 제약·바이오, 방산 등의 주가가 양호한 흐름을 보임
- **미 금리 인하가 가시화될 경우, 중국 제약·바이오, 일부 테크 기업, 방산 등 성장업종(과매도주이기도 함)의 주가 반등 기대**

2000년 이후 6차례 미 국채금리 하락 구간에서 중국 A주 업종별 평균 수익률

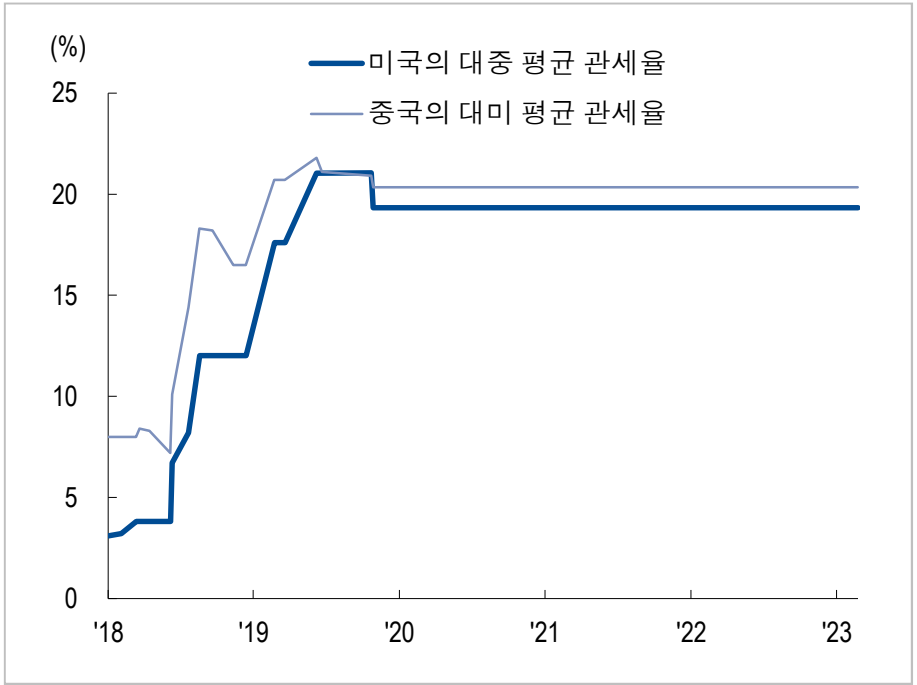


주: 미 국채 금리 하락 구간은 '00.1~'03.5, '07.6~'08.12, '10.3~'12.7, '13.12~'15.1, '18.10~'19.8, '19.12~'20.9
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

이슈: 미중 무역 갈등 재차 심화될 전망

- 2018년 7월부터 미국은 중국산 제품에 부과하는 관세율의 단계적 인상 추진. 현재 미국은 총 3,700억달러 규모의 중국산 제품에 고율 관세를 부과 중
- 2020년 미중 양국은 무역협상 1단계에 합의한 바 있으나 코로나19, 경기 둔화 등의 영향으로 합의 목표 달성률이 60% 불과
- **트럼프 정부 시절 단행한 대중 관세 부과는 여전히 유효한 가운데, 미국 대선 일정이 가까워질수록 미중 무역 갈등 우려 재차 심화될 전망**

현재 미국의 대중 평균 관세율은 19.3%



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

트럼프가 내세운 신규 대중 무역 정책

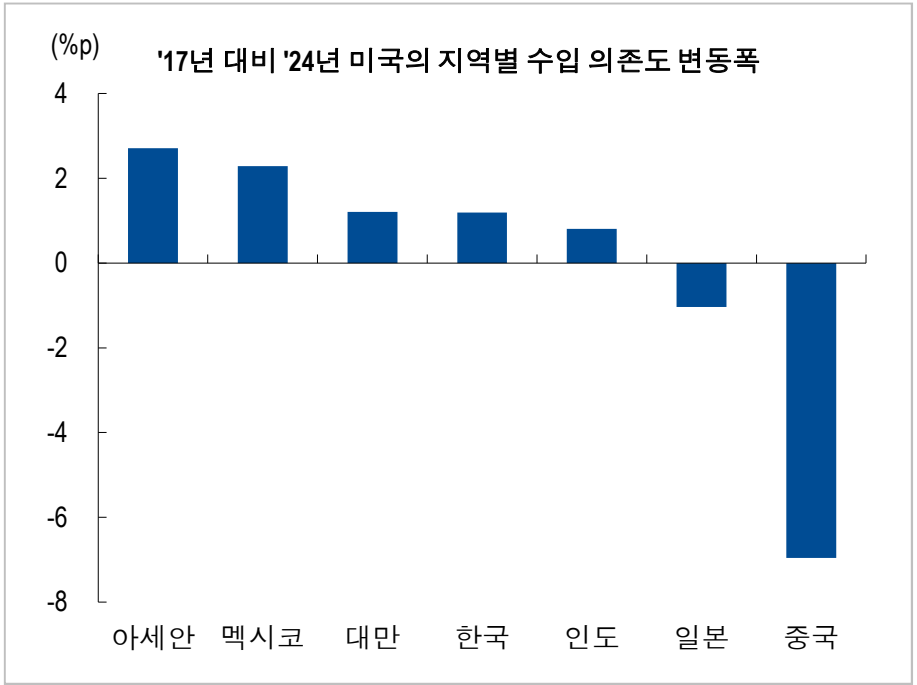
정책	내용
'미국 일자리 해외 유출 방지' 트럼프 '호혜무역 법안' 추진	- 만약 타 국가가 미국산 상품에 부과한 관세가 미국의 관세보다 높을 시, 미국 대통령은 해당 상품에 호혜세 부과할 권한 있음
'대중국 수입 필수재 점진적 축소' 4개년 액션플랜 추진	- 전자제품·철강·약품 등 모든 필수재 포함 - 중국이 보유한 미국의 각종 자산에 대해 엄격히 제한
'중국의 최혜국 대우 철회' (통칭 '항구적 정상무역관계(PNTR)')	- 중국산 상품에 60% 혹은 더 높은 관세율 부과 - 중국의 우회 수출 또한 막을 것

자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

고율 관세 부과 이후 크게 줄어든 미국의 대중 수입 의존도

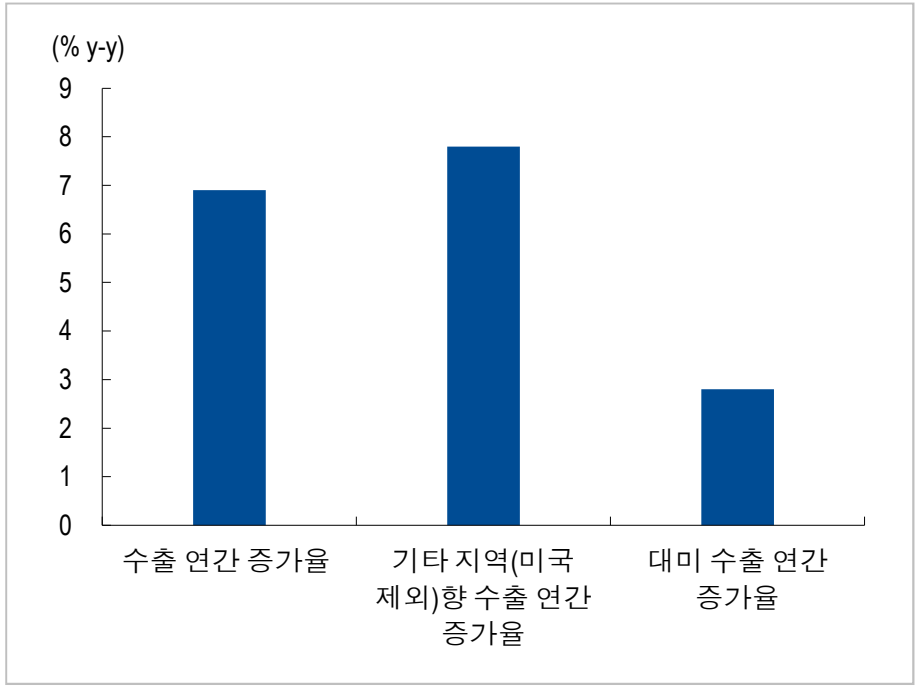
- 고율 관세 부과 이후 미국의 대중 수입 의존도는 큰 폭으로 하락. 중국의 대미 수출과 전체 수출은 연간 기준 각각 5.2%p, 0.9%p 하락한 바 있음
- 기존 중국의 대미 수출 점유율은 주로 아세안, 멕시코, 대만, 한국 등 지역으로 이동. 해당 지역의 대미 수출 점유율은 연간 기준 각각 2.7%p, 2.3%p, 1.2%p, 1.2%p 상승

미국 수입의 지역별 의존도 변화: 중국↓, 아세안&멕시코↑



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

'17~'23년 중국 수출 연평균 증가율 +6.9%

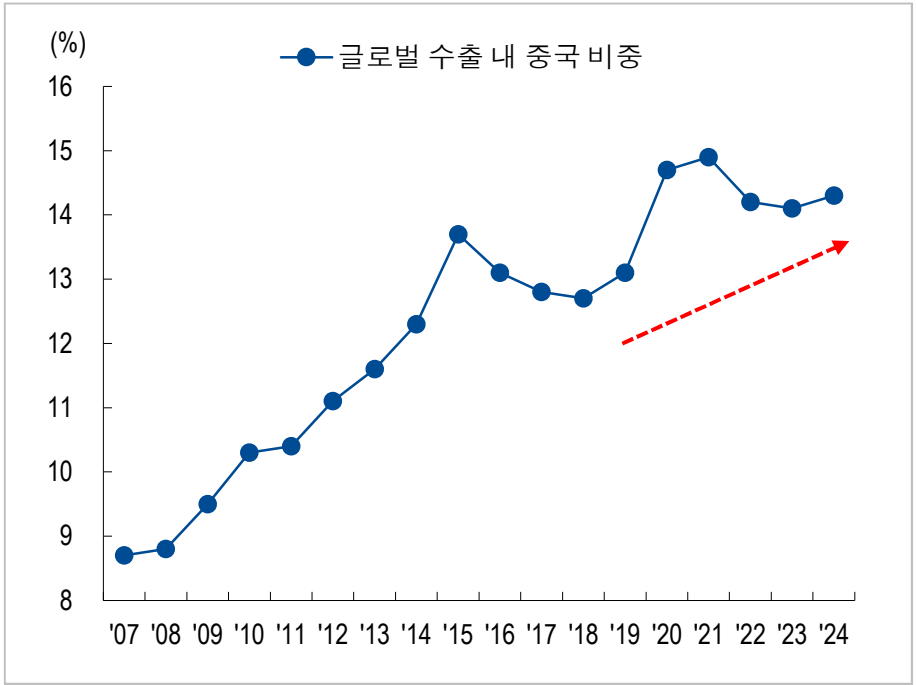


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

하지만 글로벌 관점에서 보면 다른 상황

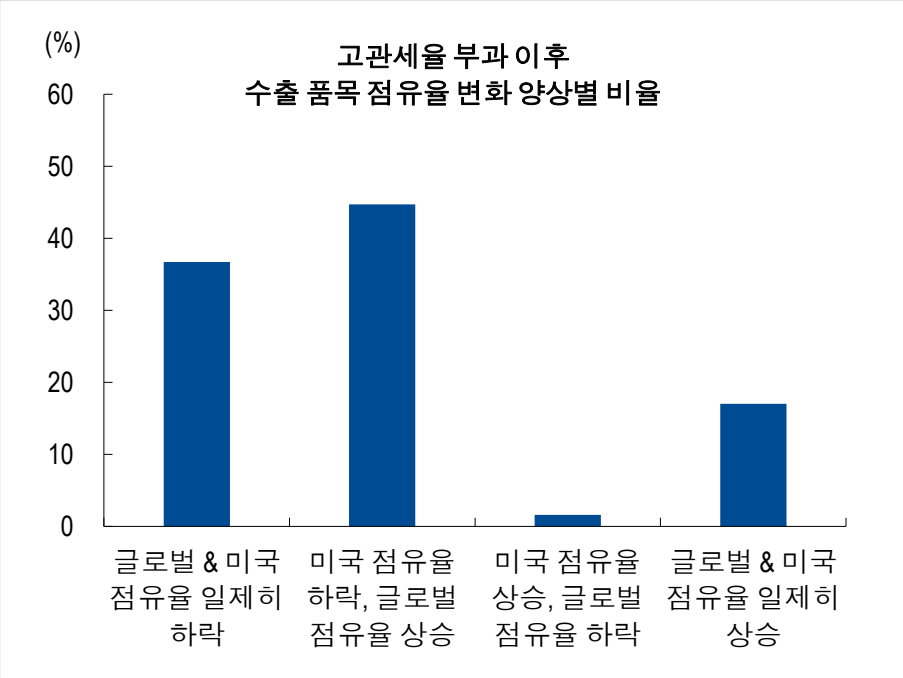
- 글로벌 관점에서 볼 때 중국의 수출 경쟁력은 미중 무역 갈등 이후 오히려 강화
- 코로나19 이후 중국이 생산 우위를 더욱 강화한 결과 현재 중국의 글로벌 수출 점유율은 14.3%까지 확대
- 2023년 기준 미국의 고관세율 부과 품목 중 17%의 글로벌 및 미국 점유율이 일제히 상승했으며, 45%는 미국 점유율은 하락했지만 글로벌 수출에서 차지하는 비중이 상승

중국 수출이 글로벌에서 차지하는 비중 오히려 상승



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국의 글로벌과 미국 점유율 모두 상승한 품목은 약 17%

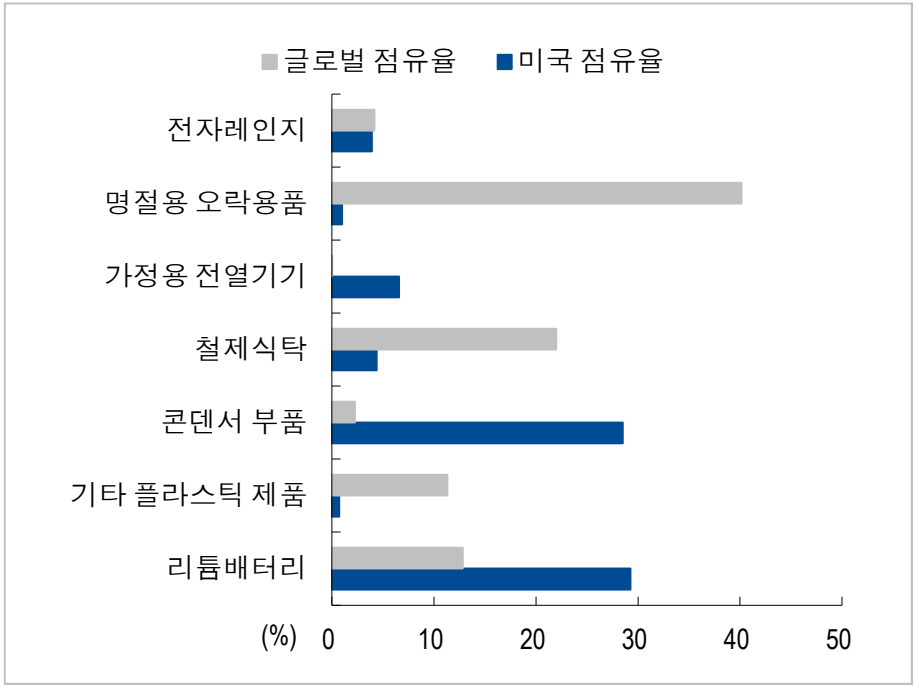


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

미중 무역 갈등 이후 중국의 글로벌 수출 경쟁력 오히려 제고

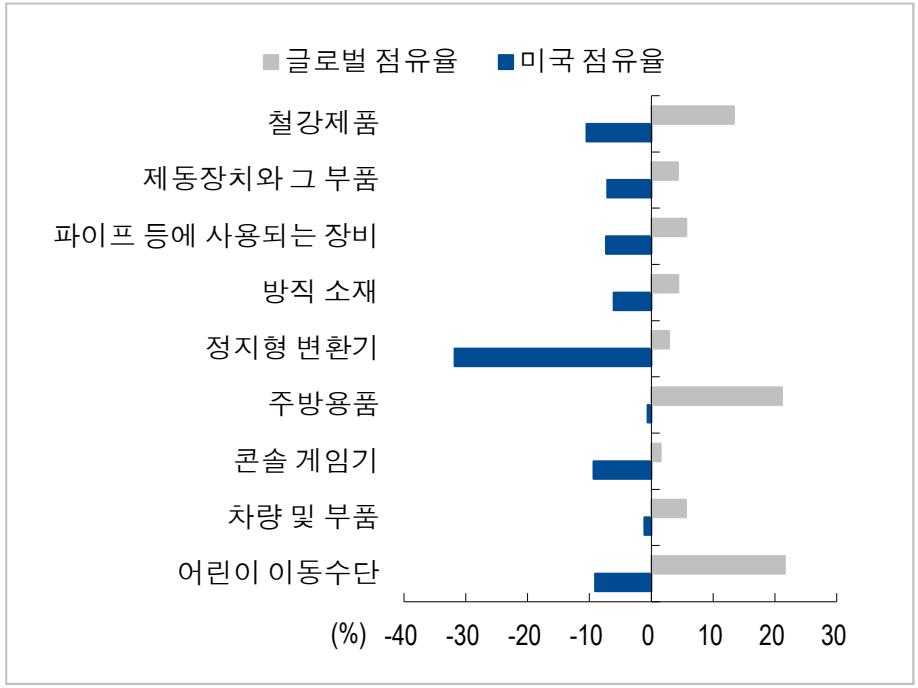
- **중국 수출 품목 중 글로벌 및 미국 점유율이 일제히 상승한 품목으로는 리튬 배터리, 소형 가전제품, 오락용품** 등이 있음. 중국은 글로벌 전자레인지 수출의 71%, 오락용품 수출의 82%를 차지
- **한편 미국에서 차지하는 비중이 하락했지만 글로벌 수출에서 차지하는 비중이 상승한 품목으로는 차량 및 부품, 주방용품, 방직소재** 등이 있음. 중국 기업들이 해외 생산 및 우회 수출을 통해 간접적으로 미국 시장 수요를 커버하면서 글로벌 경쟁력을 높인 것으로 판단

글로벌과 미국 점유율 일제히 상승한 품목



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

미국 점유율 하락, 글로벌 점유율 상승 품목

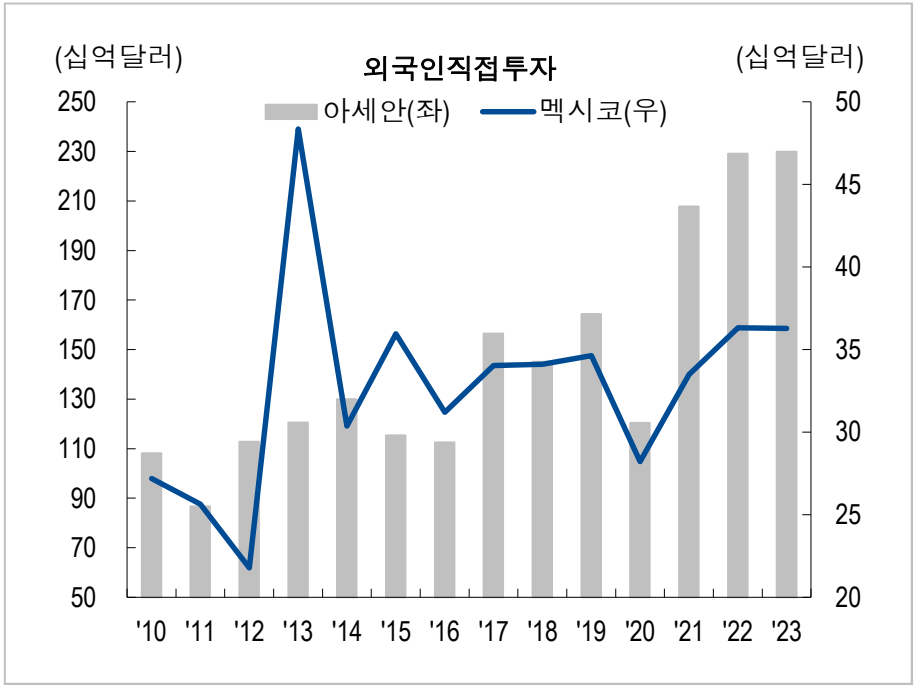


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

아세안, 멕시코는 중국의 주요 고객으로 부상

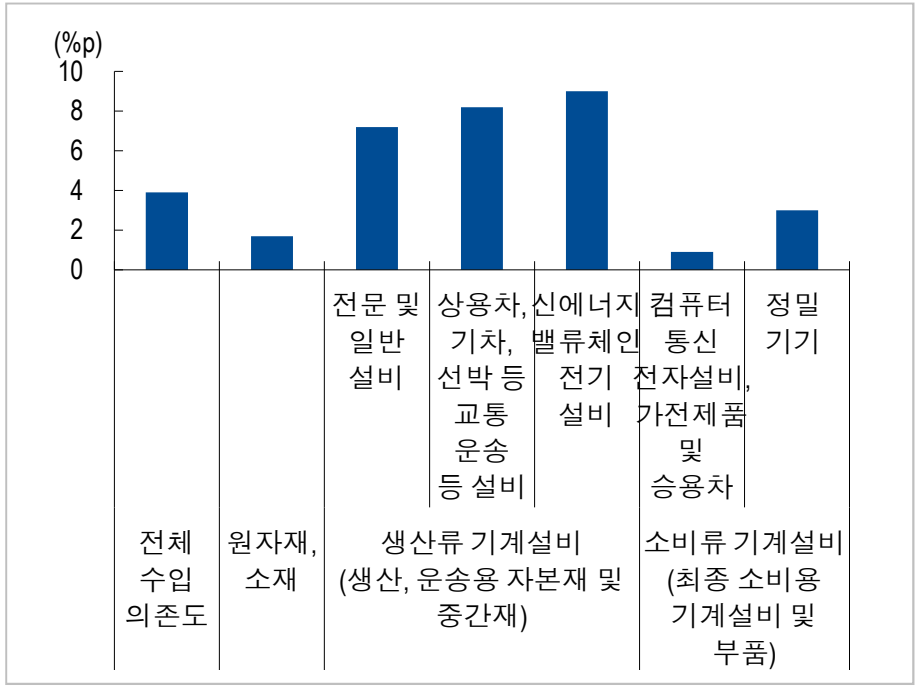
- S&P에 따르면 글로벌 기업 중 중국과 연결된 기업은 42%, 그중 직접 연결된 기업은 10%에 불과. **중국은 아세안 국가, 멕시코 등을 통한 우회 수출을 통해 미국의 수출 규제를 회피 중**
- 미중 무역 갈등 이후 중국의 일부 품목들이 아세안 및 멕시코로 수출되고 생산 및 가공 이후 재차 미국으로 수출. 중국은 해당 국가의 제조업에 집중 투자하는 등 생산기지 확보에 중점을 두는 양상

아세안의 중국 수입 의존도 변화



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

멕시코의 중국 수입 의존도 변화

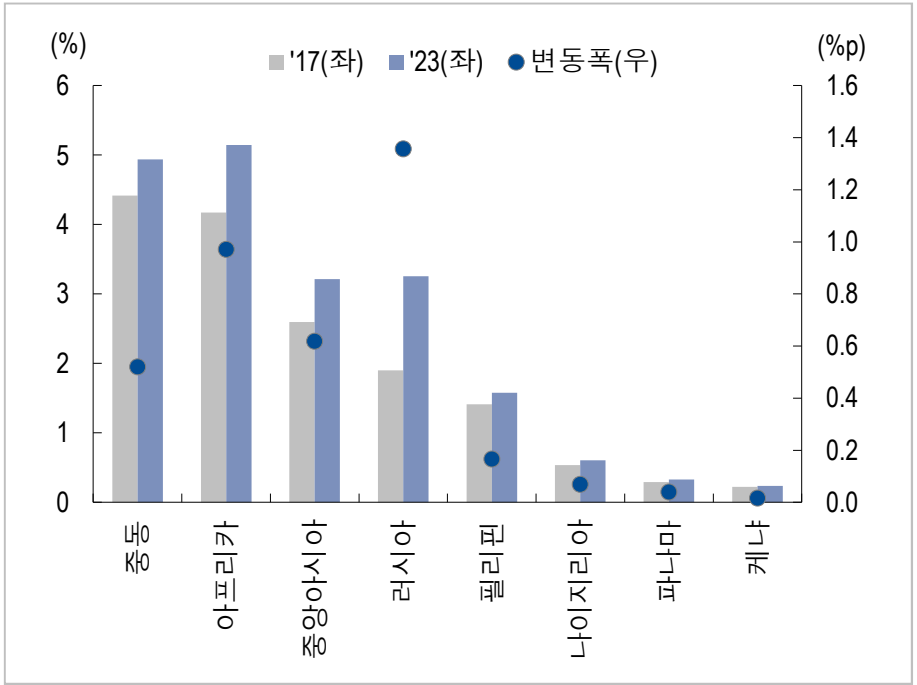


주: 2017년도와 2023년도 데이터 기준
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

신흥시장, 새로운 수출처 확대

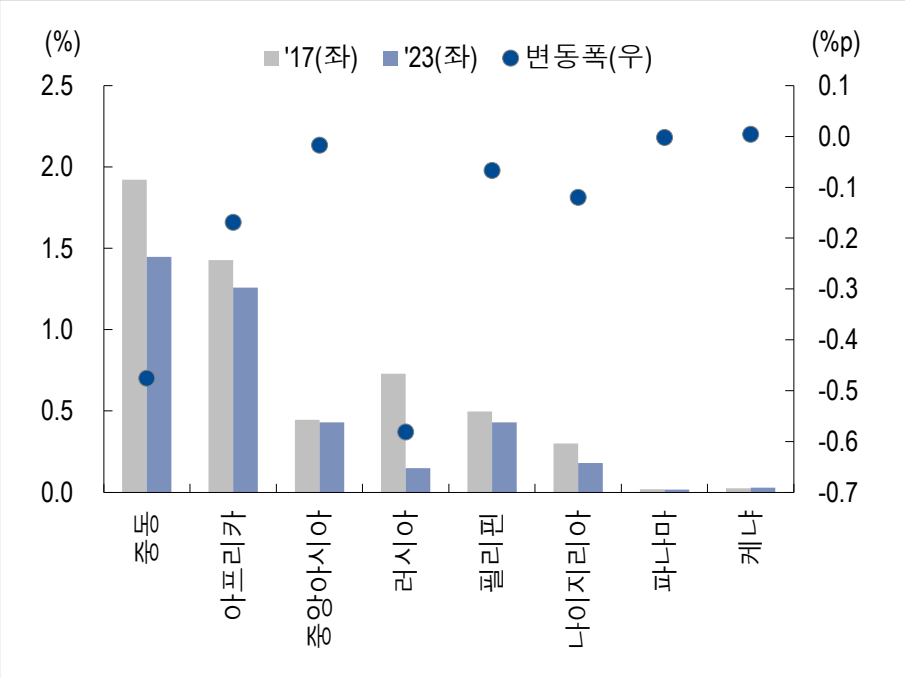
- 미중 무역 갈등 이후 중국의 러시아, 아프리카, 중앙아시아 등 지역향 수출은 꾸준히 증가한 반면, 이들 지역의 미국 수입 비중은 오히려 하락. **이는 해당 신흥시장의 중국 수출 확대가 우회 수출이 아님을 의미**
- **이외에도 중국과 일대일로 국가들 간의 경제무역 협력이 강화되는 추세.** 특히 중앙아시아 5개국의 경우 일대일로 협력의 선두주자로서 중국과 긴밀한 파트너십을 구축 중

중국 수출 내 신흥시장 비중 상승



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

미국 수입 내 해당 신흥시장 비중 하락

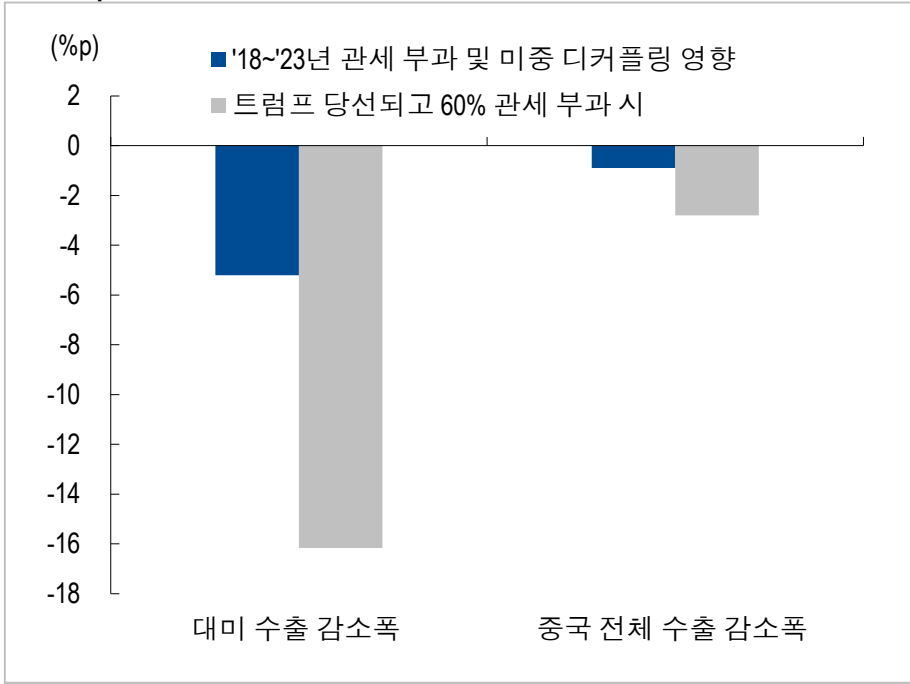


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

미중 무역 갈등 재점화 시, 중국 정부의 위안화 약세 용인 가능성

- '18년부터 '19년까지 미국의 대중국 유효 관세율은 17.8%p 상승, 다만 위안화 가치가 11.6% 절하되면서 관세율 인상 폭의 65%를 상쇄
- **트럼프가 주장한 60% 관세율 부과 시행 시, 중국 정부는 7.5~8.0위안/달러 범위까지 절하를 용인할 것으로 전망. '18~'19년 재정적자 비율을 1.7%p 확대했던 경험을 참조해, 금번에도 소비 장려를 위해 재정지출을 확대할 것으로 전망**
- 미중 디커플링 우려로 주식시장의 센티먼트는 악화될 수 있으나, 학습 효과에 따른 환율 및 재정 대응으로 중국의 회복력은 강해질 것으로 예상

60% 관세율 부과 시 중국의 대미 수출 16.2%p↓, 전체 수출 2.8%p↓



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

역외 위안화 환율 추이

자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.