2024. 4. 25

Global Macro Team

정성태
Senior Economist
sungtai.chung@samsung.com

금종호
Economist
jongho.keum@samsung.com

중국의 'Japanification' 점검

'90년대 중반 일본과 유사; 정책 기조의 전향적인 변화 필요

- 중국 경제는 주택시장 침체로 내수 부진과 디플레이션 압력이 지속. 중국의 일본화 지수(Japanification Index)는 장기 부진이 시작되었던 '90년대 일본과 유사한 수준
- 유효 수요가 부족한 상황에서 현재와 같은 공급 확대 중심의 정책을 지속할 경우, 중국의 일본화는 더욱 가속화될 것. 강력한 수요 확대와 부동산 부실 정리가 필요

당사는 주택시장 침체가 장기화되면서 중국 경제의 일본화(Japanification) 리스크가 점차 높아지고 있다고 판단한다. '24년 3월 중국의 주택 가격은 18개월째 (-)를 기록했고, 착공면적은 고점 대비 40% 수준으로 급감했다. 중국 경제에 미치는 직간접적인 영향이 25%에 달하는 주택시장의 침체는 소비둔화와 디플레이션 압력 확대로 이어지고 있다. 이러한 모습은 부동산 가격 급락이 도화선이 되어, 장기 침체에 빠지기 시작한 '90년대 일본 경제를 연상시킨다. '85~90년 사이 298% 상승한 일본 6대 도시의 투지 가격은 '91년을 고점으로 이후 10년간 1/3 수준으로 폭락했다. 그 결과 소비와 투자가 급감했고, 해당 시기 실행된 은행 대출은 대부분 부실채권으로 전락했다. 정책 대응의 지연도 불황 장기화의 주된 요인이다. 실제로 일본 정부가 부실채권 정리에 나선 시점은 버블이 붕괴한 지 6년이 지난 '97년 12월이었다.

당사가 GDP 갭, 핵심소비자물가 상승률, 단기금리를 활용하여 산출한 일본화 지수도 중국 경제가 장기 침체에 빠질 가능성이 높아지고 있음을 시사한다. 중국의 일본화 지수는 '21년 중반부터 급락하여 '24년 1Q에는 1.7까지 낮아졌는데, 이러한 모습은 버블 붕괴 이후 일본과 유사하다. 또 다른 징후로는 자본 과잉에서 발생하는 총요소 생산성의 둔화이다. 일본의 경우 '91년부터 총요소 생산성이 낮아졌는데, '80년대 생산능력은 크게 증가했으나 버블 붕괴 이후 일본 내 투자와 소비가 감소한 탓이다. 중국의 경우 일본보다 심각하여 '15년부터 총요소 생산성이 낮아졌다. 이는 생산능력이 이미 과도하게 늘어난 상태이고, 주택시장 침체로 인한 내수 부진이 상황을 더욱 악화시킬 수 있다는 의미이다.

중국의 제반 여건도 '90년대 중반의 일본에 비해 불리하다. 미국과의 무역 분쟁은 현재 진행형이며, 차기 미국의 대선 결과에 따라 중국을 둘러싼 대외 환경은 더욱 악화될 가능성도 크다. 중국 경제에서 대외 수요가 차지하는 비중이 크게 감소했으나, 대외마찰 확대는 국내 수요가 둔화되는 상황에서는 부담 요인이다. 높은 정부 부채도 중국 정부의 선택을 제약하고 있다. 일본의 경우 '90년 GDP 대비 정부 부채는 62% 수준이었으나, 부실채권 정리와 경기부양으로 '02년에는 136%까지 확대된 바 있다. 반면 '23년 말 중앙정부 부채는 GDP의 26% 수준이나, LGFV를 포함한 지방정부 부채까지 포함한 중국의 정부 부채 수준은 116%를 넘어선 것으로 추정된다.

비록, 현재 중국 경제가 '90년대 중반 일본과 유사하지만 이후의 경로는 중국 정부의 정책에 따라 달라질 수 있다. 당사는 중국 경제가 일본화의 함정에 빠지지 않기 위해서는, ① 부동산 관련 부실의 적극적인 정리, ② 중앙정부 중심의 재정지출 확대, ③ 대폭적인 금리 및 지준율의 인하 등이 필요하다고 판단한다. 그렇지만, 현재 중국 정부는 부동산 개발업체의 부실 정리나 소비 확대보다는 제조업의 육성과 인프라 투자 확대와 같은 공급 중심의 부양에 주력하고 있다. 당사는 중국 정부의 전향적인 수준의 정책 변화가 나타나지 않는다면, 중국 경제는 추세적인 둔화는 불가피하며, 일본화 리스크도 점차 높아질 것으로 판단한다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

중국 경제의 일본화(Japanification) 가능성 점검

일본 경제의 장기 불황은 부동산 버블 붕괴와 정책 실패가 원인

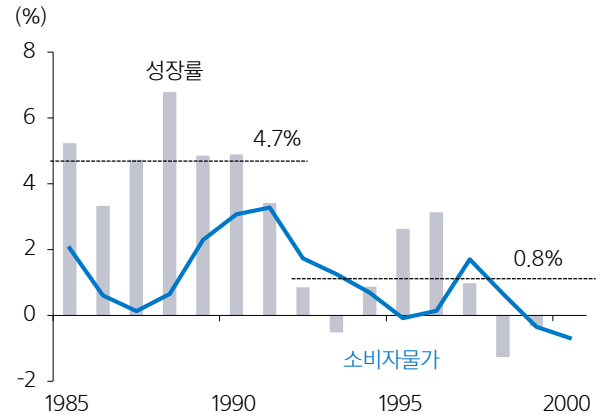
일본화(Japanification)는 한 국가의 경제가 일반적이고 통상적인 정책을 통해서는 저성장 및 저물가에서 벗어나지 못하는 상황에 놓여있거나 그러한 국면으로 빠져드는 과정을 의미한다. '80년대 일본의 연평균 성장률은 4.5%였으나, '90년대에는 1.3% 낮아졌고, '00년대에는 0.6%에 불과했다. 동시에 물가 상승률은 '80년 2.1%에서, '90년대 0.8%, '00년대 -0.3%로 낮아졌다. 물론, 소득이 증가하면서 성장률이 추세적으로 낮아지는 것은 일반적인 현상이다. 이유는 다양하다. 자본의 한계생산성이 낮아지면서 자본투자 증가율이 낮아지거나, 인구 증가율이 낮아지면서 노동 투입 증가율이 낮아지거나, 갈수록 새로운 혁신이 나타나기 어렵기 때문이다.

예를 들어, 한국 경제도 연평균 성장률이 '90년대에는 7.2%였으나, '10년대에는 2.6%로 크게 낮아졌다. 그렇다고 한국 경제가 일본화의 함정에 빠졌다고 보기는 어렵다. 한국의 경우 통화정책과 재정정책 측면에서 여력이 아직은 남아있기 때문이다. 반면, 일본은 '95년 9월 이후 정책금리를 0% 내외에서 유지하고 재정적자도 크게 늘렸는데도 성장률은 추세적으로 낮아졌다. 실제로 '90년 GDP의 62.2%였던 일본의 정부 부채 규모는 '00년에는 135.6%로 크게 높아졌다.

부동산 버블이 붕괴한 직후인 '90년대 초반만 하더라도 일본의 성장률이 이후 30년 동안 0~1%에 그칠 것이라고 누구도 예상하지 못했다. 대부분은 장기침체의 시작이 아니라 보통의 경우보다 회복이 더디고 느린 경기둔화로 간주했다. 실제로 일본의 성장률은 '92년 0.8%와 '93년 -0.5%를 기록한 이후 '95년 2.6%와 '96년 3.1%로 상승하며 회복의 징후를 보였다. 그렇지만 '97년 아시아금융위기와 '01년 IT 버블 붕괴의 영향으로 '97~02년 평균 성장률은 0.4%로 하락했고, '03~07년 중국 등 신흥국의 고성장에 힘입어 1.7%로 높아졌으나, '08~23년에는 다시 0.3%로 낮아졌다. 결국 우호적인 대외 환경의 영향을 제외할 경우, 제로금리나 재정지출 확대가 성장률을 높이는 효과는 크지 않았다고 볼 수 있다.

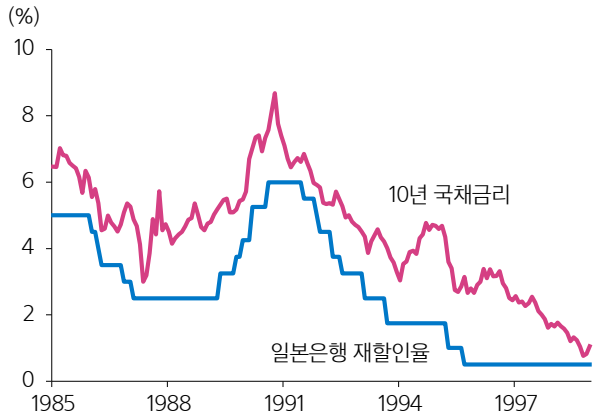
일본 경제의 장기 부진은 '91년 부동산 버블 붕괴의 결과이면서 동시에 정책 실패의 결과이기도 하다. 당시 일본의 정책 당국은 버블 붕괴를 필요악으로 간주했으며, 버블 붕괴 이후 급증한 은행 부문의 부실채권을 방치했다. 이에 더해 은행권이 보유하고 있던 일반 기업의 주식 가격의 급락하면서, 은행 부문의 자본과 대출 여력은 크게 감소했다. 일본정부는 은행의 부실채권의 심각성을 깨닫고 처리에 나섰으나, 그 시점은 버블이 붕괴한 지 5년이 지난 '97년 12월이었다. 이후 부실채권 매입, 은행에 대한 증자 등으로 GDP의 20%인 47.1조엔을 투입했고, 은행의 부실채권 해소는 '02년 말에서야 일단락되었다.

'85~00년 일본의 성장률과 소비자물가 상승률



자료: IMF, 삼성증권

'85~99년 일본은행의 정책금리 및 장기금리 추이



자료: CEIC, 삼성증권

일본화 지수를 기준으로 현재 중국 경제는 '95년 일본과 비슷한 상황

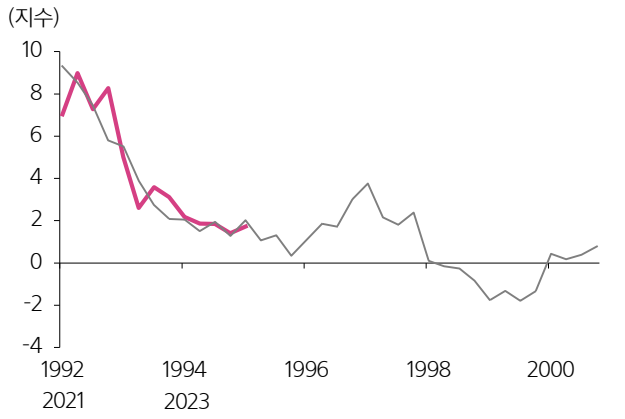
중국 주택시장의 부진이 이어지며, 금융시장에서는 중국 경제의 일본화 우려가 높아지고 있다. 당사도 중국 경제의 성장률이 추세적으로 낮아질 것으로 예상하며, 중국 경제가 일본화의 초입에 진입했을 가능성이 높다고 판단한다. Columbia대학교의 Takatoshi Ito교수가 제시한 '일본화 지수(Japanization Index)'의 방법론을 활용하여 당사가 추정한 결과에 따르면, 중국의 일본화 지수는 '24년 1Q 기준 1.7로 일본의 '95년 초반 수준이었다(Japanization: Is it endemic or epidemic?, NBER, 2016). 구체적으로 살펴보면, '24년 1Q를 기준으로 GDP Gap이 성장률 둔화로 -0.9%pts, 핵심 소비자물가는 0.8%, 정책금리는 1.8%였다(GDP Gap은 X-12 계절 조정과 HP filter 활용, 소비자물가는 기조적인 물가를 감안하여 핵심으로, 정책금리는 7일물 RRP를 활용)

각 변수의 의미를 살펴보면, (-) GDP 갭은 생산능력이 수요를 초과하거나 투자가 저축을 초과하는 상태임을 나타낸다. 이러한 상황이 지속될 경우 수요 부족으로 GDP 갭이 (-)를 보이면서 잠재성장률과 실제 성장률은 동시에 더욱 낮아지게 된다. 소비자물가 부분은 유효 수요 부족의 정도를 나타낸다. 그에 따라 (-) GDP 갭이 발생하는 초기에는 소비자물가는 디스인플레이션으로 보이지만, 장기간 지속될 경우 디플레이션으로 이어지게 된다. 한편, 명목 금리 수준은 통화정책에서의 여지를 의미한다. 만약 GDP 갭이 (-)이고, 물가상승률이 낮다고 하더라도 명목 금리가 높다면 일본화 가능성은 크지 않다고 볼 수 있다. 반면 명목금리가 0%에 가까이 갈수록 경기부양의 여지가 크지 않아 일본화 가능성은 높아진다.

'24년 1Q 중국의 GDP 갭이 -0.9%에 달하는데, 이는 중국의 생산 능력에 비해 수요가 부족하다는 의미이다. 물론, 통계적인 방법으로 추정된 중국의 추세적인 성장률은 6.5%로 상당히 높아, (-) GDP의 폭이 어느 정도 과대 평가되었을 가능성도 있다. 그렇지만, 한 국가의 생산 능력은 인위적인 폐쇄가 없다면, 조정 속도가 느리다. 아울러, 중국의 명목 소매판매가 '19년에 비해 10% 정도 많은 정도에 불과하고, '19년 이후 제조업 투자가 연평균 10% 가까이 증가했으며, 핵심소비자물가 상승률이 지난 3년간 줄곧 낮아졌다는 점 등에서 중국의 유효수요 부족은 명백한 사실이다.

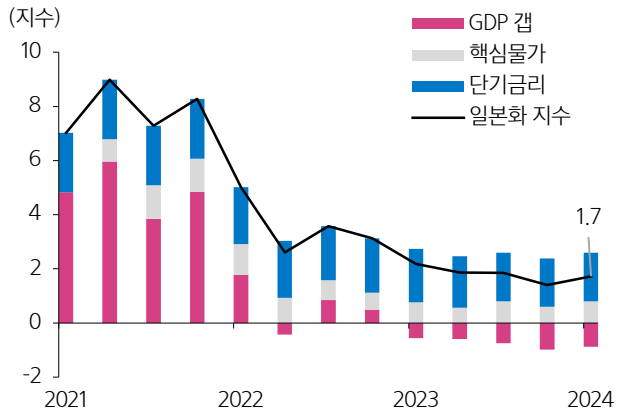
한편, 해당 결과는 이후에도 물가전망이 긍정적이지 않다는 점을 시사한다. 다시 말해, 중국의 실제 성장률이 추계된 잠재 성장률(6.0~6.5%)보다 낮을 경우 디플레이션 압력이 지속될 것이라는 의미이다. 현재 금융시장에서 중국의 '24년과 '25년 성장률 전망이 각각 4.7%와 4.3%에 불과하다. 그러므로 금융시장 예상대로 중국의 성장률이 낮아진다면, 해당 기간 중 중국의 소비자물가가 낮은 수준에 머물 가능성이 높다. 실제로 Consensus Economics의 집계에 따르면, '24년과 '25년 소비자물가 상승률 전망은 각각 0.9%와 1.6%, 생산자물가 전망은 -0.1%와 1.1%이다.

중국의 일본화 지수: 현재 '95년 일본 수준



참고: Takatoshi Ito의 방법론 활용. 소비자물가 대신 핵심물가 사용
자료: 삼성증권

중국의 일본화 지수 Breakdown



자료: 삼성증권

현재 중국과 '90년대 일본 비교

현재 중국 경제는 일본이 저성장과 저물가 국면에 접어들기 시작하던 '90년 초반과 유사한 점이 많다. 부동산 버블, 인구의 고령화, 미국과의 갈등, 생산성의 저하, 비효율적인 금융 구조 등이 대표적이다. 반면 정부 부채는 일본에 비해 더 많아 부정적이다. 물론 낮은 인당 소득 및 도시화율은 성장 잠재력이 남아 있다는 점에서는 긍정적이라고 할 수 있다.

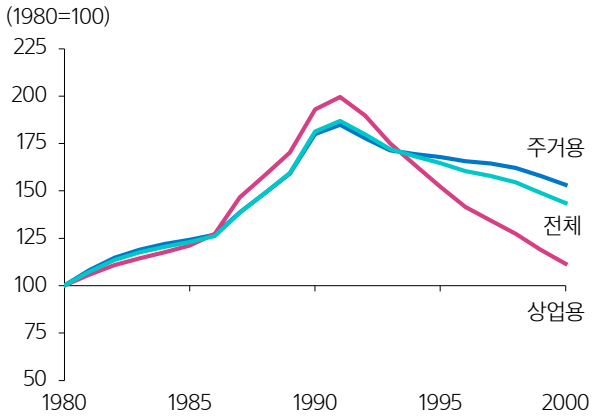
서로 다른 부동산 버블의 조정 과정: 일본은 가격 조정 vs 중국은 물량 조정

주지하시하시피, '90년대 일본과 현재 중국은 부동산 버블이라는 공통점을 갖고 있다. 다만 버블의 양상은 다소 다르다. 일본은 뚜렷한 가격 버블이 존재했고, 중국의 경우 1선 도시는 가격 버블, 2선 이하는 공급버블의 형태를 띤다는 차이가 있다.

일본의 전국 토지 가격은 '86년에서 '90년까지 84.2% 상승했다. 특히, 대도시의 지가 상승률이 크게 높았는데, 도쿄는 139.0%, 오사카는 172.1%를 기록했다. 가격 상승은 상업용지가 주도했다. '86~90년 주요 6개 대도시의 상업용지 가격은 382.4% 오른 반면, 주택용지는 266.3% 상승했다. 이렇게 급등한 토지 가격은 '91년 이후 15년간 76.5%가 하락했다. 한편, 토지 가격이 상승하는 과정에서 늘어난 기업과 가계부채가 133.7조엔 달했는데, 토지 가격의 하락으로 그 중 상당 부분이 부실화되었다. '02년 발간된 일본은행의 자료에 따르면, '92~01년 은행 부문의 누적 부실채권 규모는 90조엔에 이르고, 이는 '86~90년 증가한 대출규모의 80%에 달했다고 한다('94년 일본 GDP의 17.6%). 해당 기간 증가한 대출의 78%는 건설, 비은행금융, 부동산 등 3대 산업이 차지했으며, 가계는 27%, 제조업은 오히려 감소했다.

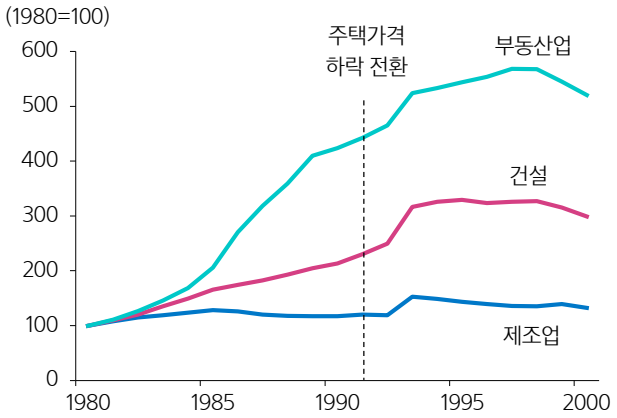
반면 중국의 경우 1선 도시의 가처분 소득 대비 주택 가격 상승률은 '03~21년 중 1.6~5.5배에 달했으나, 2선 도시는 대체로 0.8~1.5배 수준에 머물렀다. '22년 이후 주택 가격 하락 폭을 감안하면 해당 배수는 소폭 하락했을 것이다. 반면, 2선 이하의 도시는 심각한 공급 버블 상태로 '23년 말 공사 중인 면적은 해당 기간 완공된 면적의 8~9배에 달하는 것으로 추정된다. 해당 수치가 주택 가격이 본격적으로 상승하기 전에는 5배 내외에 머물렀다는 점을 감안하면, 해당 지역은 연간 주택수요의 최소한 4~5배 정도 공급이 초과된 상태라고 볼 수 있다. 그에 따라 GDP 대비 주택 투자는 '00년 3.3%에서 빠르게 상승하여, '11~21년에는 평균 9.5%까지 확대되었다. 즉, 중국의 경우 가격 버블은 심하지 않으나 공급 과잉의 정도는 오히려 심각하다고 볼 수 있다.

일본의 전국 토지 가격 추이



자료: 일본 국토교통성, 삼성증권

일본의 산업별 은행 대출

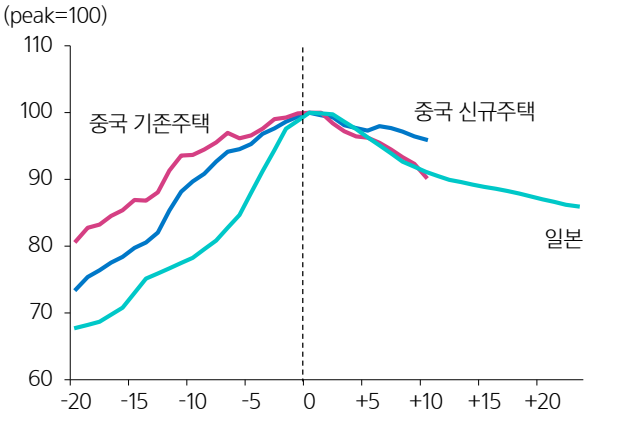


자료: CEIC, 삼성증권

한편, 중국에서 '11~23년 중 증가한 대출을 주체별로 살펴보면, 전체 대출이 334% 늘어나는 동안 공업 대출은 258%, 부동산은 390% 증가했다. 부동산 관련 대출만 한정한다면, 부동산개발이 269%, 개인들의 모기지 대출은 435% 증가했다. 아울러 전체 대출 증가의 23%는 부동산 관련 대출이었다. 의외로 부동산업의 대출 증가율이 의외로 낮은 편인데, 이는 중국도 한국처럼 선분양 방식의 주택개발의 비중이 높기 때문이다. 실제로 인민은행에 따르면, 90조 내외로 위안으로 추정되는 부동산 산업 채무 중 14%는 은행대출, 9%는 국내외 채권, 8%는 신탁 등 비정규융자, 미지급금 30%, 주택 선판매 32%, 이연된 세금 및 토지비용 7% 등이었다. 은행 대출 비중이 낮고, 선판매금(분양대금), 채권, 신탁 등의 비중이 상당히 높다.

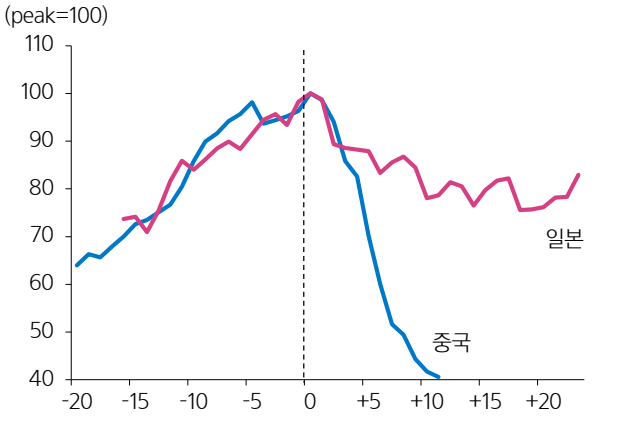
'23년 말 기준 5천만채 수준의 주택이 완공 후 미완성이라는 점을 감안하면, 주택시장 부진으로 인한 부실채권 규모는 최소한 '23년 중국 GDP의 25%를 넘어설 것으로 추정된다. 특히, 주택 가격의 하락세가 최근 들어 더욱 확대되고 있고, 주택거래가 신축보다는 구축을 중심으로 이루어지고 있다는 점을 감안하면 최악의 경우 부실채권 규모는 GDP의 40% 이상을 넘어설 위험성도 배제할 수 없다. 다만, 앞서 언급한 것처럼 부동산 산업의 채무 중 62%는 비금융산업에 대한 채무여서 금융산업에의 직접적인 영향을 제한적일 것이다. 이는 중국 중앙정부가 부실채권 정리에 적극적으로 나서지 않는 이유이기도 하고, 주택시장 부진이 장기화될 가능성을 내포한다.

일본과 중국의 주택 가격 비교



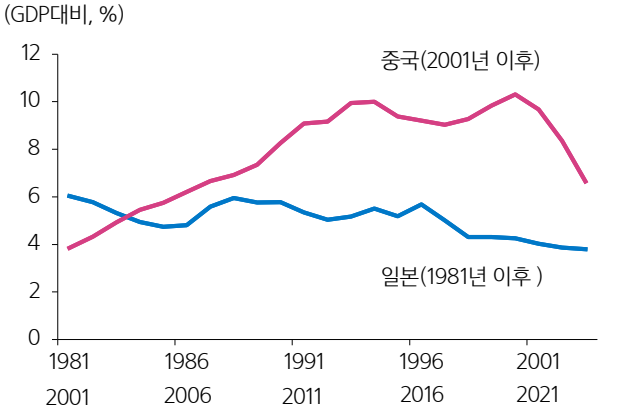
참고: 중국 신규주택, 기존주택, 일본주택의 고점은 각각 '21.3Q, '21.4Q, '90.3Q
자료: IMF, 삼성증권

일본과 중국의 주택 착공 비교



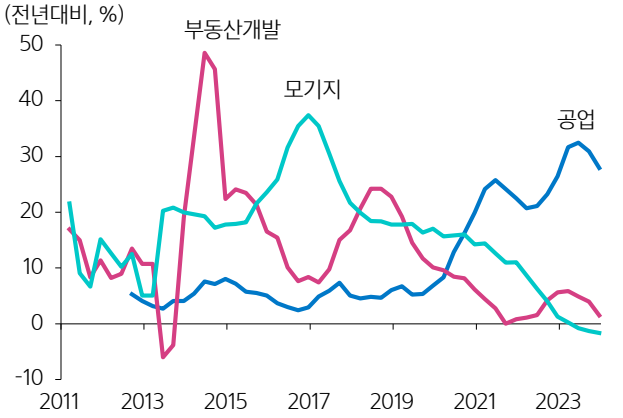
참고: 중국과 일본 주택착공의 고점은 각각 '21.1Q, '90.3Q
자료: IMF, 삼성증권

중국과 일본의 GDP 대비 주택 투자



자료: 일본 ESRI, 중국 국가통계국, 삼성증권

'11년 이후 중국의 부문별 대출 추이



참고: 공업은 중장기 대출 기준
자료: 중국 인민은행, 삼성증권

총요소 생산성 저하도 일본화의 징후; 인구 구조 변화의 영향은 크지 않은 것으로 판단

생산성의 저하도 일본화의 징후이다. 생산성 저하가 발생하는 과정을 살펴보면 낙관적인 전망 등으로 산업 부문에서 투자 붐(과잉 투자)이 나타나지만, 버블 붕괴 이후 국내 수요가 급감한다. 그에 따라 가동률이 낮아져 생산성이 하락하게 되며, 이전 시기의 과잉 투자와 기업 부문의 활력저하로 총요소 생산성도 동시에 둔화된다. 이는 일본 경제의 장기 부진이 단순히 부동산 버블의 붕괴에서 비롯된 사건이 아니라 전반적인 기업 부문의 과잉 투자에 의해서도 촉발되었다는 점을 나타낸다.

수요 측면에서 '91~00년 중 일본의 경제성장을 끌어내린 효과는 주택 투자보다는 기업 투자의 감소가 더욱 컸다. '86~91년 일본 경제는 연평균 4.6% 성장했는데, 그 중 기업 투자의 기여도는 1.8%pts, 주택 투자는 0.3%pts였다. 반면 '92~00년 평균 1.0% 성장했으며, 기업 투자 기여도는 -0.4%pts, 주택 투자는 -0.1%pts였다. 성장률 하락 폭 3.8%pts 중 2/3가 기업 투자 축소에서 발생한 셈이다. 한편, 공급 측면에서는 '86~91년 중 1.1%pts였던 총요소 생산성(TFP)의 성장 기여도는 '92~00년에는 -1.0%p로 낮아졌다. 노동 투입은 0.3%pts에서 -0.6%pts로 낮아졌고, 자본 투입은 2.8%pts에서 2.1%pts로 낮아졌다. 결국 공급 측면에서 보면, 버블 이후 일본 성장의 하락은 생산성 하락이 58%, 인구 감소가 25%, 투자 감소가 17% 정도 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 해당 결과를 해석하면 다음과 같다. 우선, 버블 붕괴 전의 기업 부문의 과잉 투자는 해당 기간의 성장률을 높였으나, 이후에는 과잉 투자가 생산성의 하락과 기업 투자의 축소로 이어졌다. 반면 인구 구조 변화가 성장률에 미친 영향은 제한적인 것으로 볼 수 있다.

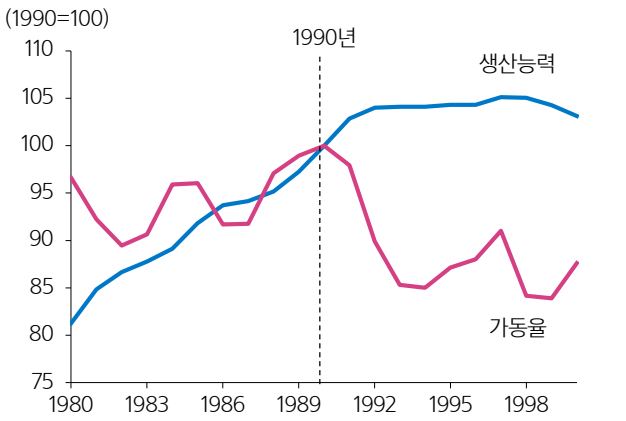
산업 전반의 과잉 투자는 생산설비와 가동률 측면에서도 살펴볼 수 있다. 산업통상성의 통계에 따르면, '81~90년 사이 일본 제조업의 생산능력은 23% 증가했다. 반면, 이후 10년간 생산능력은 3.1% 증가했을 뿐이고, 가동률은 급락했다. 물론 성장률이 높고 미래가 낙관적인 시기에는 설비투자가 확대되는 것은 당연하므로, 과잉 투자는 사후적인 평가이기는 하다.

버블 붕괴 전후 일본 경제의 성장 요인 분해: 수요 vs. 공급

(%,%pts)	성장률	수요					공급		
		기업 투자	주택 투자	민간 소비	정부 지출	순수출	노동 투입	자본 투입	TFP
'86~91(A)	4.6	1.8	0.3	2.3	0.5	-0.3	0.3(0.4)	2.8	1.1
'92~00(B)	1.0	-0.4	-0.1	0.7	0.6	0.1	-0.6(0.5)	2.1	-1.0
A-B	3.6	2.2	0.4	1.6	0.1	-0.4	0.9(0.1)	0.7	2.1

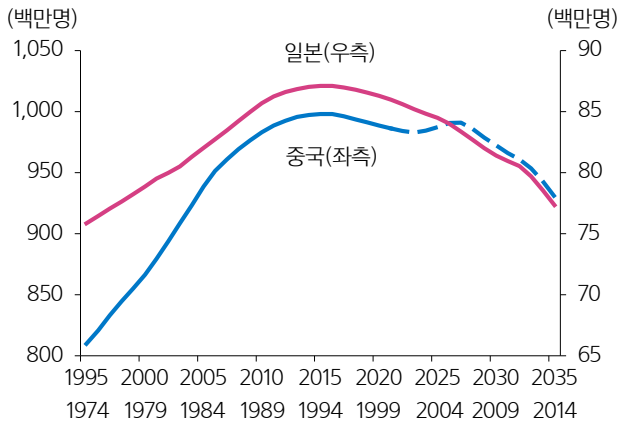
참고: 노동투입의 ( )는 노동의 질. 수요 부문의 성장 요인 분해는 국민 계정 기준 변경을 감안하여 조정
자료: 일본은행, Conference Board, 삼성증권

일본의 제조업 가동률, '91년 이후 급락



자료: 일본 경제산업성, 삼성증권

일본과 중국의 인구 구조 비교



참고: 노동가능인구(15~64세 인구) 기준, 중국은 2015년, 일본은 1994년이 정점
자료: UN, 삼성증권

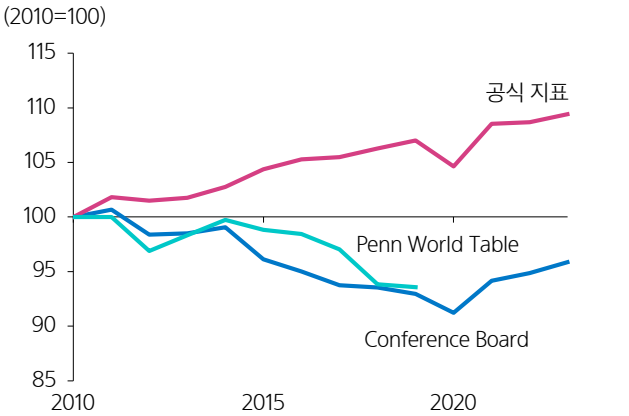
최근 들어 중국도 '90년대 일본과 마찬가지로 과잉 투자와 그로 인한 가동률 하락, 총요소 생산의 하락 등의 징후가 나타나고 있다. 공급 측면에서 '14~23년 중 중국의 평균 성장률은 5.8%였으며, 자본 투입의 기여도(contribution of total capital service to GDP)는 5.1%pts로 성장의 88%가 자본 축적에서 비롯되었다. 반면 노동 투입의 기여는 양과 질을 합하여 0%pts, 총요소 생산성의 기여도는 0.7%pts에 불과했다. 이는 수요 측면에서 자본형성(capital formation)의 성장 기여도가 지난 수 십년간 40% 내외를 기록하면서, 중국의 자본스톡(capital stock)이 크게 증가한 영향이다.

문제는 자본스톡이 지나치게 빠르게 증가하면, 자본의 효율성(수익성)이 낮아지게 된다는 점이다. 실제로 중국 제조업의 총자산 수익률은 '12년 9.1%를 기록한 이후 줄곧 하락하여 '23년에는 4.6%까지 낮아졌다. 자본 투입은 이미 누적된 자본에서의 flow를 의미하므로, 자본의 수익성 하락은 기술적으로는 총요소 생산성으로 나타나게 된다. 결국 중국의 낮은 총요소 생산성은 자본의 과다 투자에서 비롯된다고 볼 수 있다. 실제로 미국 Conference Board와 Penn World Table에 따르면 중국의 총요소 생산성은 중국 정부의 공식추계와는 달리 과잉 투자 이슈가 불거진 '15년 이후 정체 또는 하락했다.

물론 자본 투입은 토지, 설비, 건물 등을 전부 포괄한다는 점에서 반드시 산업의 공급과잉을 의미하지는 않는다. 앞서 언급한 주택시장의 공급과잉 규모가 가장 큰 영향을 미쳤을 것이고, 철강, 시멘트 등의 산업은 '15년 공급측 개혁 이후 설비 규모를 축소해 왔기 때문이다. 한편, '90년대 일본과 마찬가지로 인구 구조의 변화가 성장에 미치는 영향은 크지 않았을 것으로 보인다. 고성장의 과정에서 인구 구조의 영향이 크지 않았다는 점에서 이후 성장 둔화에서도 인구 구조의 영향을 크지 않을 것으로 판단된다. 물론 인구 구조의 변화가 성장 둔화에 미치는 영향은 있을 것이다.

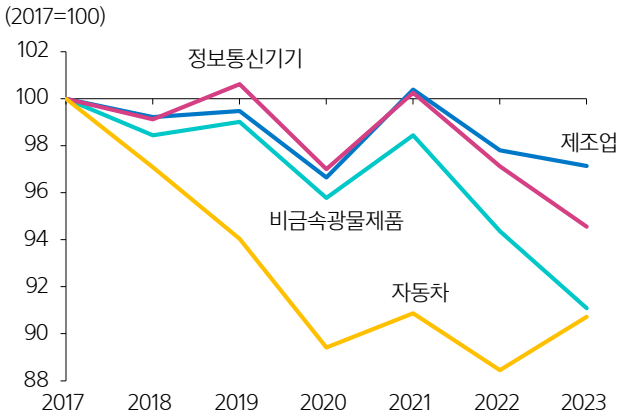
중국 경제가 산업 측면에서 과잉 투자가 이루어졌다는 점은 최근의 가동률 하락에서도 찾아볼 수 있다. 통계가 제한적이기는 하지만, 중국의 제조업 가동률은 '17년~19년 77.2%에서 '23년에는 75.3%로 하락했다. '23년 말 기준 대부분 산업의 가동률이 '19년 대비 하락한 가운데, 비금속광물제품(-5.6%pts), 정보통신기기(-4.9%pts), 자동차(-2.7%pts), 철강(-1.8%pts) 등의 하락세가 상대적으로 높았다. 다만, 아직까지는 부동산을 제외하고는 공급과잉의 문제가 크게 심각하지는 않다고 판단된다. 지난해에는 리오프닝으로 소비활동이 예상보다는 증가율이 낮았지만 확대되었기 때문이다. 다만, 올해부터는 주택시장 부진의 영향이 확대될 전망이어서, 중국의 제조업의 공급과잉 문제가 본격화될 가능성이 높다.

중국의 총요소 생산성 추이



자료: 중국 국가통계국, Penn World Table, Conference Board, 삼성증권

중국의 산업별 가동률 추이



참고: 연평균 기준
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

미국과의 무역 분쟁은 현재 진행형이고 확대될 가능성 높아, 중국의 정책을 제약할 것

또 다른 공통점으로는 미국과의 무역마찰이나, 이는 중국에 더욱 불리한 요인으로 판단한다. '70대 초반 무역수지가 적자로 전환된 미국은 '84년에는 적자규모가 GDP의 3.4%까지 확대되었다. 이에 미국은 일본, 독일 등을 대상으로 통화가치 절상(플라자 합의), 반도체 협정 등을 통해 무역적자를 축소에 나섰다. 다만, 미국과의 무역 분쟁은 일본 정부의 저금리 장기화, 부동산 버블 방치 등 정책적인 오판을 초래하기는 했으나, 일본 경제 장기 불황의 직접적인 원인은 아니라고 판단한다. 무엇보다 플라자 합의는 '85년의 사건이고, 부동산 버블의 붕괴는 '91년에 발생했기 때문이다.

중국 입장에서도 미국과의 무역 분쟁은 정책적인 선택을 제약하는 요인으로 작용했다. '15~17년 둔화되던 중국의 부동산 투자가 '18~19년 증가하게 된 주된 원인은 중국 정부가 미국과의 무역 분쟁으로 인한 경기둔화를 우려하여 금융완화와 경기부양에 나섰기 때문이다. 다만, 당시에도 중국의 부동산 부문의 불균형은 이미 상당히 높은 수준이었다는 점에서 미국과의 무역 분쟁이 중국의 일본화를 가속시키기는 했으나 결정적인 요인을 아니라고 판단한다.

문제는 미국과의 무역 분쟁은 현재 진행형이라는 점이다. 바이든 정부는 트럼프 집권기에 높아진 대중 관세율을 유지하고 있으며, 반도체, 친환경 에너지, 철강 및 알루미늄 등 여러 분야에서 중국을 압박하고 있다. 또한, 차기 대선 이후에도 미국의 대중국 견제는 축소되기보다는 확대될 가능성이 농후하다. 물론 중국의 대미 수출 비중이 '23년 15%에 불과하여 '80년대 후반의 일본보다는 낮다는 점은 긍정적일 수 있으나, 유럽, 일본 등 미국의 동맹국들도 대중국 견제에 합류하고 있다는 점은 중국 입장에서는 부담이다.

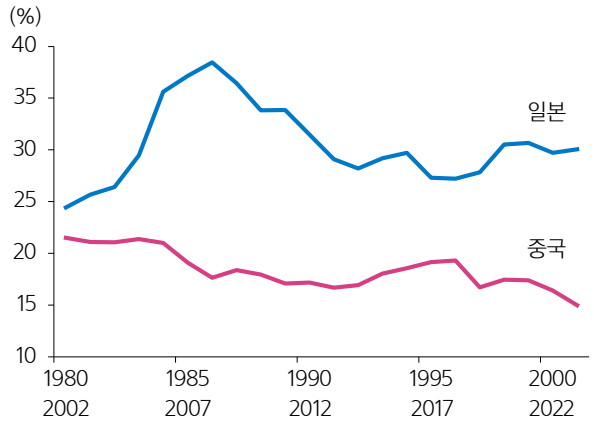
미국의 중국에 대한 견제는 경제적 차원에 그치지 않고 체제 경쟁 차원이라는 점에서 더더욱 그러하다. 물론 그러한 점에서 중국이 플라자합의의 일본처럼 미국의 압박에 쉽사리 굴복하지 않을 것이나, 그만큼 양국간의 긴장이 장기화되고, 확대될 가능성 또한 높다. 특히, 중국 정부가 주택시장 둔화에 대응하여 소비 확대 등 유효수요 확대 정책보다는 제조업의 경쟁력 강화라는 공급 중심의 부양정책을 선택했다는 점에서 무역상대국과의 마찰은 불가피하다.

높은 정부 부채 비율도 중국 정부의 정책 여력을 제약

중국의 재정 여력이 부족하다는 점도 부정적인 요인이다. '91년 부동산 버블이 붕괴했을 당시 일본의 GDP 대비 정부 부채 규모는(일반정부 기준) 62%에 불과했다. 이후 장기간 이어진 저성장으로 동 비율은 '00년에는 130%까지 상승했다. 민간 부문의 수요 부족을 정부 지출 확대로 상쇄하고, 낮아진 성장으로 세수는 감소한 반면 각종 복지지출은 확대된 영향이다. 아울러, GDP 대비 25%에 이르는 금융기관 구제금융도 부채증가에 영향을 미쳤다.

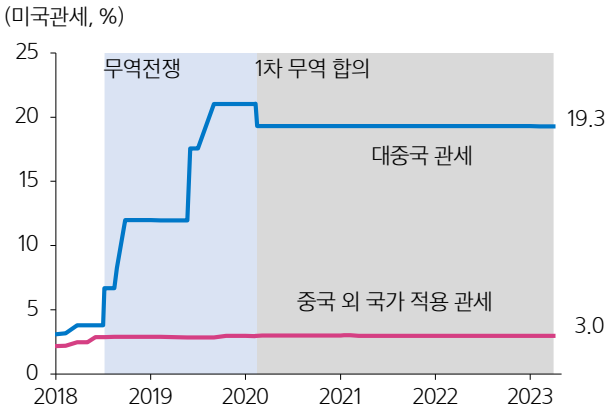
반면 '23년 말 중국의 정부 부문 부채 비율은 GDP 대비 84%에 이른다. 중앙정부의 부채비율은 24% 내외로 낮은 편이나, 지방정부의 부채와 LGFV 부채 중 일부를 합한 수준이 60% 내외이기 때문이다. 여기에 집계되지 못한 추가적인 LGFV 부채까지 포함하면 전체 정부 부문 부채 비율은 116%에 이를 것으로 추정된다. 명목 성장률이 6% 내외로 유지되고 장기 국채금리가 3%로 내외라면, 116% 내외의 부채비율은 재정 여력을 크게 훼손시키지 않는다. 다만, 앞서 지적한 것처럼 중국은 디플레이션 압력이 높아 명목 성장률 6%를 달성하기 어렵고, 아직까지 본격적으로 부동산 부채 정리에 나서지 않았다. 부실채권 정리에 은행 부문을 동원하더라도 중국 정부가 부담해야할 부담은 최소한 GDP의 10% 내외에 달하고, 경기 부양을 위한 추가적인 재정지출까지 감안하면 중국 정부의 부채는 높은 수준이어서, 향후 중국 정부의 정책을 제약할 수 있다고 판단한다.

일본과 중국의 對 미국 수출 비중



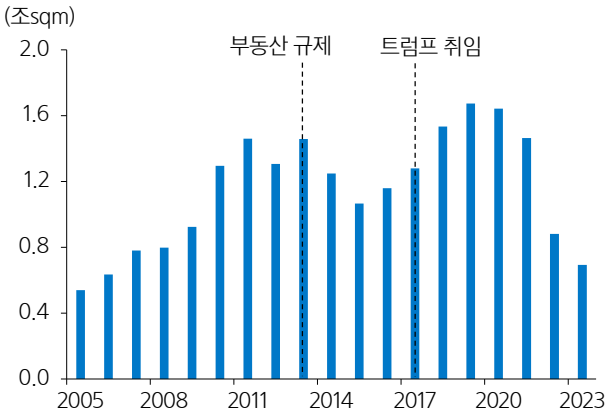
자료: CEIC, 삼성증권

미국의 對 중국 관세율



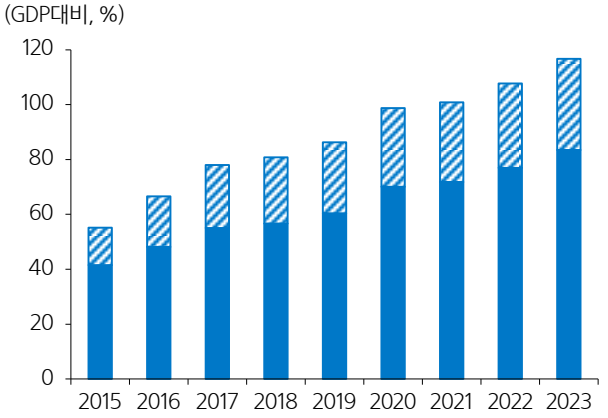
자료: PIIE, 삼성증권

중국의 부동산 투자 추이



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 GDP 대비 정부 부채 비율



참고: 음영은 잠재적 정부 부채로 LGFV 채무의 일부와 정부펀드 채무를 포함
자료: IMF, 삼성증권

중국 경제의 일본화 징후 확대; 이후 경로는 중국 정부의 정책에 좌우될 것

중국의 주택시장 조정은 가격이 아니라 물량 조정; 주택시장 부진 장기화 가능성 높아

당사는 앞선 분석에서 나타나듯 현재 중국 경제가 일본이 장기 저성장, 저물가에 접어들던 '95년 상황과 비슷하다고 판단한다. 중국 경제의 일본화(Japanification)를 초래하는 가장 주요한 요인은 무엇보다 주택시장의 침체이다. 물론 양상은 다르다. 일본의 경우, 대부분의 금융위기처럼, 부동산 가격 급락이 소비와 투자의 감소와 은행 부문의 부실을 초래하면서 발생했다.

반면, 중국은 가격 조정보다는 양적 조정이 우세한 양상이다. 주요 1선 도시를 제외하면, '08년 이후 주택 가격 상승률은 명목 소득 증가율에 비해 높지 않다. 그렇지만, 2선 이하의 도시에서 지어지고 있는 주택물량은 연간 수요의 8~9배에 이를 정도로 주택의 공급 과잉이 심각하다. 급격한 인구 증가나 유입 가능성이 낮다는 점을 감안하면, 공급과잉 해소에는 5년 이상의 시일이 필요하다. 이는 당사가 중국 성장률의 급락보다는 완만하지만 추세적인 하락을 예상하는 근거이다. 아울러, 현재 건설 중인 주택이 완공되어 소비자들에게 인도되는 것도 위험 요인이다. 이미 구축의 공실율이 높아진 상황에서 잠재적인 공급 과잉이 현실화되며, 주택 가격이 장기 조정 국면에 접어들 가능성이 높기 때문이다.

또한 주택시장 침체에 따른 내수 부진도 장기화될 가능성이 높다. 중국 경제에서 주택건설의 직간접적인 영향은 GPD의 20~25% 내외로 추정된다. 주택 투자의 GDP 대비 비중은 9% 내외('15~19년 기준)에 그치지만, 가전, 가구 등 내구재 소비와 부동산 판매 등을 통해 지방정부의 재정활동에도 영향을 미치기 때문이다. 결국 주택시장 침체는 중국 내수의 부진과 그로 인한 중국 제조업의 과잉 설비 문제로 귀결될 가능성이 높다. 당사의 추정에 따르면, '23년 기준 중국 제조업 수요의 3/4은 내수, 1/4은 수출이었다. 최근 미국, 유럽 등에서 중국의 과잉 설비 문제를 거론하는 배경이다. 아울러, 높은 정부 부채비율이나 미국과의 무역 분쟁 확대 및 장기화 가능성은 중국 정부 입장에서는 운신의 폭을 줄이는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

물론 일부에서는 중국의 도시화율과 1인당 소득이 '90년대 일본보다 낮다는 점을 근거로 중국 경제의 일본화 가능성이 낮다고 주장한다. 당사도 중국 정부가 주민들의 이동을 제약하고 있는 호적제도를 폐지하면, 중국의 성장률이 제고되는 효과가 있다고는 판단한다. 다만, 단시일 내 중국 정부가 호적제도 폐지할 가능성도 낮고, 인구이동 증가는 2선 이하 도시의 공급 과잉 문제는 더욱 악화시킬 수 있다고 판단한다. 또한 1인당 소득이 낮으면 성장률이 높기는 하나, 이는 대체로 생산성이 높은 제조업의 비중 확대에서 기인한다. 반면 중국은 이미 제조업 비중이 30%로 높은 수준이고, 각국이 중국의 제조업에 대한 견제를 높이는 상황이라는 점을 감안하면, 해당 주장의 타당성은 낮다고 판단한다.

중국 경제는 유효수요 확대와 부실채권 정리가 필요하나, 중국 정부는 오히려 공급 확대에 중점

당사는 중국 경제가 '90년대 일본의 경로를 따라가고 있지만, 이후 경로는 중국 정부의 정책에 따라 달라질 것으로 판단한다. 이는 일본 경제의 장기 부진은 '90년 초반 부동산 버블 붕괴의 결과이면서 동시에 정책 실패의 결과라고 판단하기 때문이다. 가정이기는 하지만, 일본 정부가 정권 교체 과정에서 2~3년의 시간을 허비하지 않고, 이른 시점에서 부동산 붕괴로 인한 은행 부문의 부실채권 정리에 나섰다면 결과는 달랐을 것이다. 그렇지만, 일본정부가 은행의 부실채권 정리에 나선 시점은 버블이 붕괴한 지 5년이 지난 '97년 12월이었다.

역사적으로 보더라도 주택시장 버블 붕괴의 결과는 다른 요인으로 발생한 불황보다 장기간 지속되는 경향이 높았다(Alan Taylor and O Jorda(2013), "When credit bites back"NBER). 이는 호황기에 이루어진 투자 중 상당 부문이 부실화되면서, 가계와 기업의 대차대조표가 훼손되고 은행 부문의 대출 여력이 크게 축소되기 때문이다. 그에 따라 금리가 낮아지더라도 투자와 소비가 위축되는 유동성 함정에 빠질 가능성도 높다.

그렇지만 현재 중국 정부의 정책은 일반적인 경기후퇴에 대응하는 수준에 그치고 있다. 수요의 확대와 부실채권 정리보다는 제조업의 육성과 이미 과잉 상태인 인프라에 대한 투자 확대에 중점을 두고 있다. 이구환신과 같은 소비 확대 정책도 구체적인 내용은 없고, 재정적인 여유가 있는 지방정부에 일임하는 수준에 그쳤다. 금리 및 지준율 인하도 소폭에 그칠 전망이고, 부동산 개발업체에 대한 자금지원도 적극적이지 않다. 이는 앞서 언급한 것처럼 중국의 경우 아직까지는 가격 조정보다는 양적 조정이 우세하고, 주택시장 부진의 부담이 부동산 개발 업체와 주택 구매자(청약자 포함)에 집중되는 상황이기 때문이다.

그렇지만 당사는 공급 과잉 규모를 감안할 때, 중국 부동산 시장의 장기 부진은 피할 수 없으며 결국에는 은행 부문도 상당히 부정적인 영향을 받을 개연성이 상당하다고 판단한다. 올해 들어, 중국의 주택 가격 하락 폭이 확대되는 현상은 이제서야 주택시장 부진의 영향이 본격화되고 있다는 점을 시사한다. 다른 나라들의 사례가 급성이라면, 중국은 느리게 진행되는 만성이라는 차이가 있을 뿐이다.

일본화(Japanification)는 한 국가의 경제가 일반적이고 통상적인 정책을 통해서는 저성장 및 저물가에서 벗어나지 못하는 상황에 빠져드는 과정을 의미한다. 그러므로 당사는 중국이 일본화를 피하기 위해서는 현재와 같은 공급 중심의 정책에서 벗어나 과감한 금리 및 지준율의 인하, 부동산 관련 부실의 적극적인 정리, 중앙정부 중심의 재정지출의 확대 등이 필요하다고 판단한다. 그렇지 않을 경우 중국 경제의 추세적인 회복은 어려우며, 오히려 중국 경제의 일본과 가능성을 높아질 것이다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA