

2023. 8. 16

경제脈

중국 7월 경기부진과 정책대응 평가

▲ 경제분석

Economist 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 중국 7월 실물지표는 일제히 시장 예상치를 하회, 소비와 부동산 부진 두드러져
- ✓ 잇따른 개발업체들의 타인자본 규제로 거래가 늘지 않으면 현금흐름에 문제가 생김
- ✓ 경기부진 심화와 주택수요 부진으로 통화정책 대응에 나섰으나, 만병통치약은 아님
- ✓ 결국은 경제주체들의 기대를 전환시킬 정책 구체화 내지는 강화가 필요한 시점
- ✓ 이 과정에서 개발업의 질서 있는 구조조정 및 금융부문 전염 차단 조치 수반되어야

중국 7월 실물지표 부진: 소비와 부동산

중국 7월 실질 산업생산과 명목 소매판매/고정자산투자(YTD)는 각각 3.7%, 2.5%, 3.4% 증가에 그치며 시장 예상치(4.3%, 4.0%, 3.7%)를 일제히 밑돌았다. 시장 참여자들은 작년 6~7월 사이 잠깐 낮아진 기저의 영향을 생각한 듯 보인다. 이들이 올해 3Q와 연간 성장률을 4.6%와 5.2%로 보고 있음을 고려한다면 이번 실적은 보수적인 당사 눈높이에 부합하는 결과로 사료된다(당사 3Q 4.4%, 연간 5.0%).

재화 소매판매와 부동산 투자가 특히 부진했다. 재화 소매판매는 1.0% YoY 늘었고, 일정 규모 이상 소매점 재화매출은 0.5% 감소했다. 가전, 전자재, 자동차 등 내구재/부동산 거래 유관 재화 부진이 컸다. 고용/소득여건이 지지부진하고 추후 개선 기대가 크지 않음을 고려하면 자연스러운 결과이다. 당월 기준 고정자산투자는 1.2% YoY에 그쳤다. 제조업(4.3%)과 인프라(4.6%) 투자가 버티는 가운데 투자 모멘텀이 빠르게 둔화되는 것은 부동산 투자/거래 위축이 심해졌기 때문이다.

7월 주택거래면적은 전년대비 25%, 착공은 27% 감소했다. 5~6월의 -30%에 비해서는 감소폭이 줄었지만 유의미한 개선으로 보기 어렵다. 주택완공이 진행(+38%)되면서 입주가 수월해 진 점은 긍정적이거나 착공과 건축 중 면적의 지속 감소는 부동산 투자 규모가 상당 기간 위축될 것임을 예고하고 있다. 그리고 그 배경에는 부동산 투자(건축) 자원 감소가 여전히 자리하고 있다.

중국 부동산이 부진의 늪에 빠지게 된 과정

주택상품화(98년) 이래 중국 개발업은 높은 프로젝트 회전율, 가격상승에 편승한 빠른 판매와 레버리지 활용이라는 3박자로 성장해 왔다. 그러나 2020년 들어 생산성 제고를 원하는 정부와 부동산향 자원배분 억제라는 미명 하에 레버리지 규제(3개 레드라인)가 시행된다. 최초에는 코로나19 1차 Wave 이후 부동산 활황을 억제하는 순기능이 있었으나, 2022년 들어 제로 코로나/봉쇄 재현으로 거래량 급감-개발업자 현금흐름 악화(cash burn)-유동성 위기라는 악순환 고리에 진입하게 된다.

2013년의 그림자금융 위기는 2016년 디레버리징 캠페인의 계기가 되었고, 2019년부터는 개발업에서 신탁대출 익스포저가 줄게 된다. 여기에 2020년 레드라인 규제와 은행권 부동산 대출 상한제는 개발업체 타인자본 활용을 더욱 어렵게 했다. 2017년, 부동산 투자재원의 30% 내외이던 선수금/모기지 의존도는 현재 55%까지 상승했다. 이제는 집을 팔지 않으면 집을 짓기 어렵게 되었고, 최근 거래가 다시 줄며 유동성 위기와 채무불이행 문제가 생겨나게 된 것이다 (다음 페이지에 계속).

정책대응: 관건은 신뢰회복

중국 정부도 7월 정치국회의에서 부동산 수급 문제를 중요히 다루었고, 그 연장선 상에서 1) 1~2급지 낙후지역 개발, 2) 대도시 주택규제 완화 등이 거론되었다. 당장 모든 부문에서 경기부진이 확인되었고, 그 중심에 주택수요 부진이 자리했다는 점에서 15일 7일 RRP 금리(1.9%→1.8%), 1년 MLF 금리(2.65%→2.50%) 인하가 전격적으로 이루어진 것으로 보인다. 후자는 시장 예상(-10bp)을 뛰어넘는 인하 폭이다. 후속 조치로 1년/5년 LPR(-15bp 예상) 및 기준율 인하가 수반될 것으로 예상된다.

문제는 통화정책이 만병통치약이 못 된다는 것에 있다. 주택 모기지 금리가 이미 올해 2분기 사상 최저(4.11%)로 하락했음에도 탄력적으로 거래가 늘지 못하고 있다. 또 다른 문제는 CPI/PPI가 디플레이 영역에 진입하면서 금리인하에도 불구하고 실질금리가 +4%대로 사실상 긴축적인 상태에 있다는 점이다. 이는 통화 완화의 효과를 반감시키고 있다.

인민은행의 도시 예금자 서베이(Urban Depositors Survey)에서는 2분기 들어 고용/소득에 대한 기대가 반감되고, 주택구매 의향이 더욱 악화되었음을 보여 주고 있다. 유동성을 공급하는 것보다는 대출수요가 있어야 한다는 뜻이다. 결국 기대를 변화시키는 것은 정책일 것이다. 논의되는 정책들을 구체화하고, 필요한 경우 대응의 강도를 높이는 것이 중요한 시점이다.

여기에는 1) 실효성 있는 주택구매 제한의 완화, 2) 질서 있는 개발업 구조조정과 금융권 전염 차단(신탁, 그림자금융 등), 3) 중앙정부 주도의 재정 확대 등 시장에서 요구하는 조합들도 포함된다(이에 대해서는 [Meritz Global Catch Mind 8월호: "걱정의 벽을 타고"](#), pp 38~42 참고). 7월 실물지표가 비록 우리의 눈높이에는 부합했다 할 것이나, 유효한 대응이 부재할 경우 올해 성장률 목표 5%도 위협받을 위험이 매우 커진 것으로 판단된다.

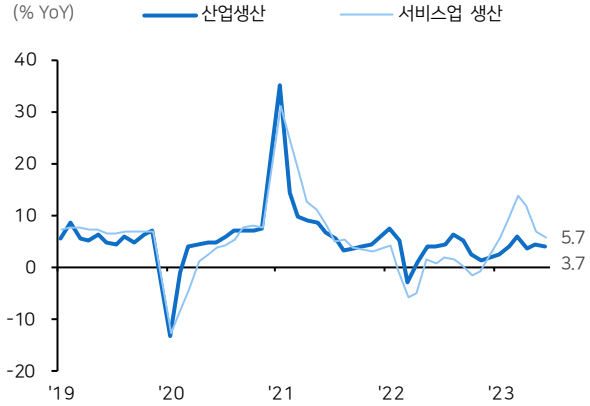
중국 개발업 구조조정에 대한 짧은 생각

한편, 2)의 과정에서는 업체별로 명암이 엇갈릴 것으로 보인다. 거래 확대가 수반될 수 있는 1~2급지 대도시 토지를 많이 보유하고 있는 업체들은 낙후지역 재개발 프로젝트(성중촌 개발)이나 일반 택지개발을 통한 매출/이익 확대를 향유할 수 있다. 여기에는 중국해외개발공사(COLI), 화운치지(CR Land) 등 국유기업이 포진 중이다. 반면, 최근 문제가 된 벽계원(Country Garden), 아기락(Agile) 등 민영기업은 중소도시 토지보유 비중이 높다.

Country Garden의 경우, 중국인민은행의 채권발행 지원에서도 제외되어 있기에 유예기간을 두고 이자를 지급할 수 있도록 하는 조치가 본질적인 문제해결 방식이 아닐 수 있다는 지적도 있다. 그러나 사태가 여기까지 온 이상 구조조정은 불가피하며, 질서 있는 조정 과정의 설계를 위해 시간을 벌어주는 것 자체는 의미가 있다는 생각이다.

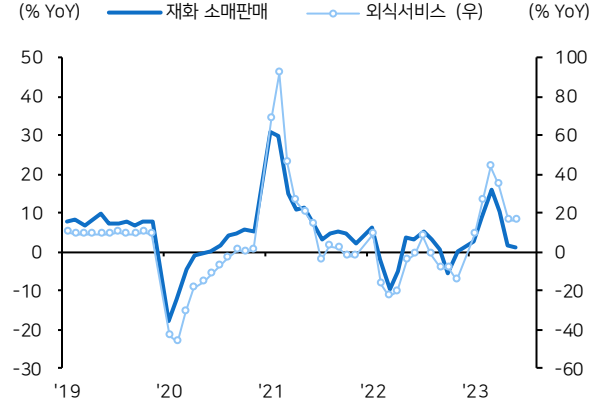
Key charts

그림1 중국 실질 산업생산과 서비스업 생산 증감률



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 재화 소매판매, 외식서비스 매출 증감률 (명목)



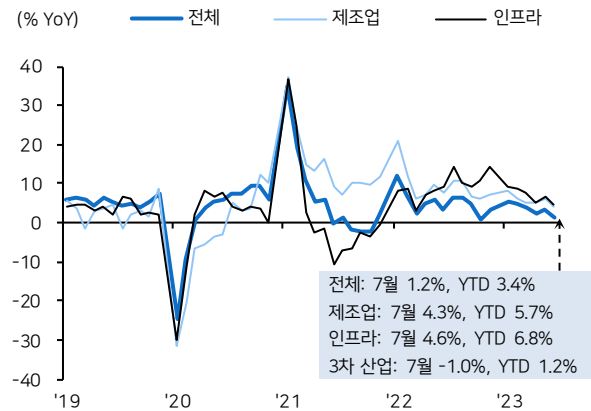
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 일정규모 이상 소매점의 품목별 매출증감률

(% YoY)	1~2월	3월	4월	5월	6월	7월	YTD
전체	1.5	8.5	17.3	11.1	1.4	(0.5)	5.3
음식료	8.5	4.4	1.0	(0.7)	5.4	5.5	4.9
섬유 의복	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	11.4
화장품	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	(4.1)	7.2
귀금속	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	(10.0)	13.6
일용품	3.9	7.7	10.1	9.4	(2.2)	(1.0)	4.2
가전	(1.9)	(1.4)	4.7	0.1	4.5	(5.5)	0.0
의약품	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	10.1
가구	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	3.2
통신장비	(8.2)	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	4.0
석유제품	10.9	9.2	13.5	4.1	(2.2)	(0.6)	6.2
건자재	(0.9)	(4.7)	(11.2)	(14.6)	(6.8)	(11.2)	(7.3)
자동차	(9.4)	11.5	38.0	24.2	(1.1)	(1.5)	5.5

자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 고정자산투자 증감률: 전체, 제조업, 인프라



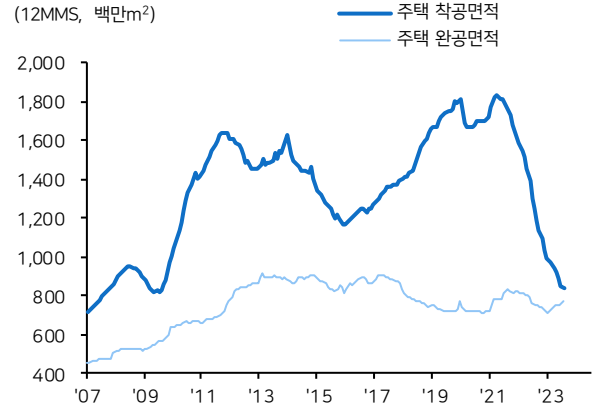
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 주거용 건물 거래면적과 70개 도시 주택가격



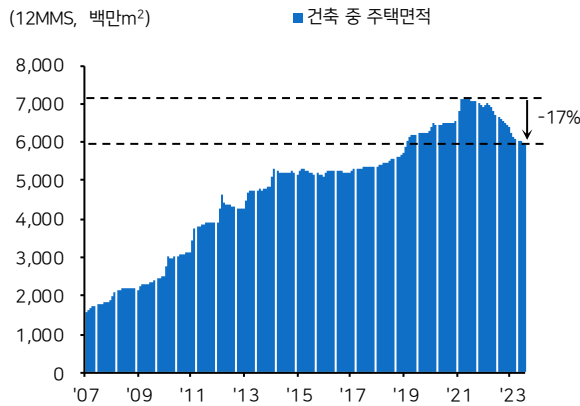
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 주택 착공 및 완공면적 추이



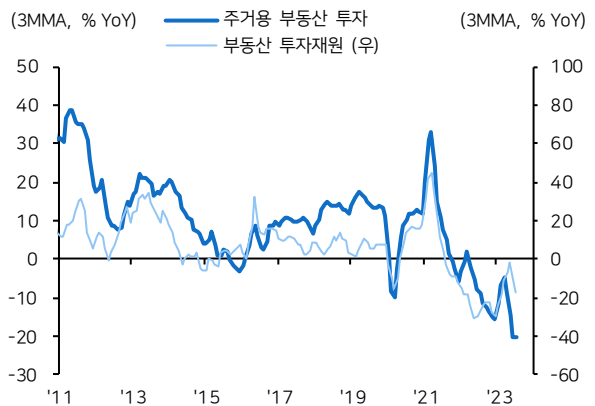
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 건축 중 주택면적 추이



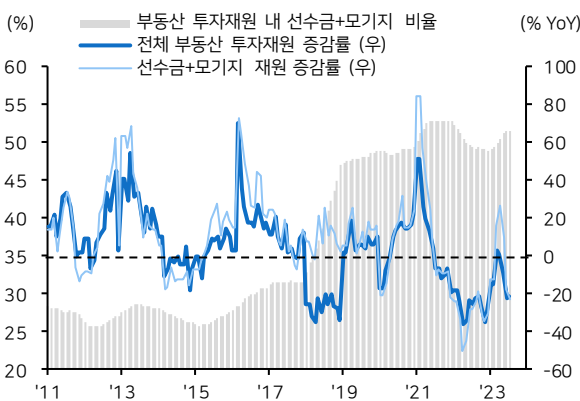
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 주거용 부동산 투자 및 투자재원 증감률



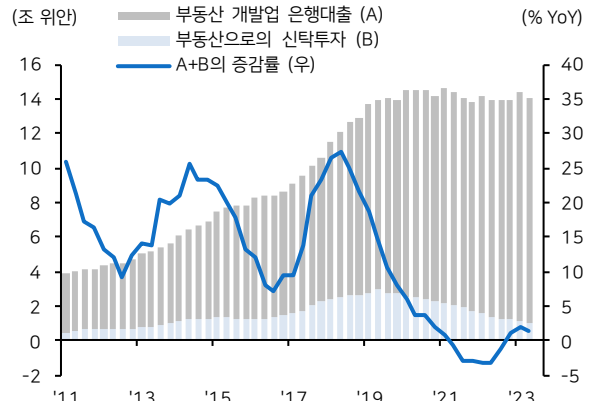
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 부동산 투자재원 내 선수금+모기지 의존도



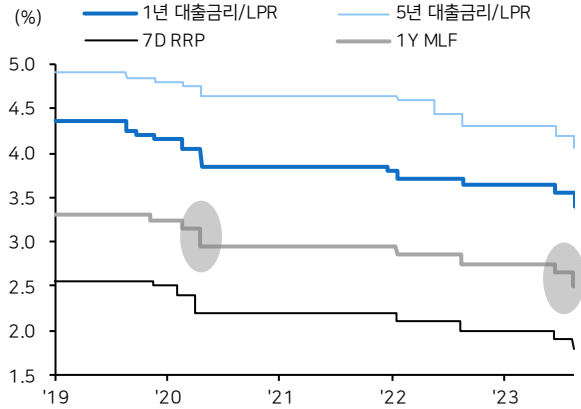
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 부동산개발 대출과 부동산으로의 신탁투자



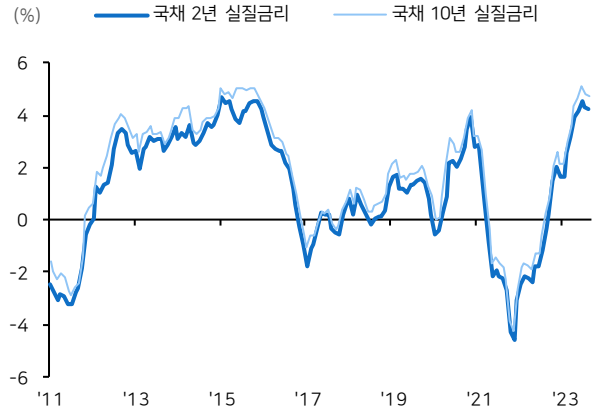
자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국의 주요 정책금리 추이



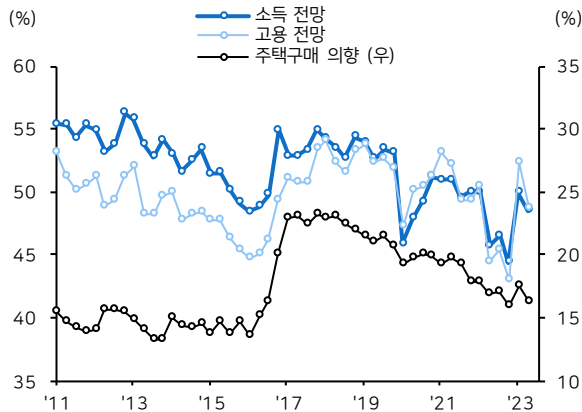
주: 8월 1/5년 LPR은 -15bp 인하 가정
 자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 국채 실질수익률



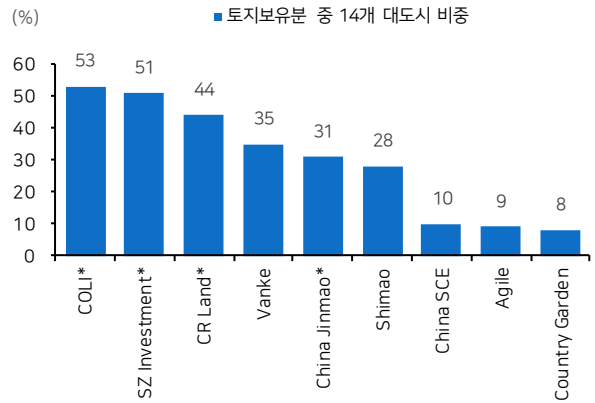
주: Deflator proxy로 CPI(55%), PPI(45% 가중치)를 각각 사용
 자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림13 중국 인민은행 도시 예금자 서베이



자료: 중국인민은행, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 개발업체별 대도시 토지보유분 비중 (2022)



주: * 국유기업 혹은 State-backed companies
 자료: Bloomberg (8월 6일), "Country Garden, Where a Bond Default Would Make Sense" 재인용

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.