

Strategy Idea

중국의 K자형 경기, 정부의 선택은?



글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst 최철화
xuehua.cui@meritz.co.kr

- ✓ 5월 중국 경기의 K자형 양극화 현상 심화. 하반기 내수 지표의 기술적 반등 가능하겠지만 양극화 수렴 가능성은 제한적
- ✓ 중요한 것은 정책당국의 시각도 경제구조 전환 과정의 성장통이라고 생각. 이는 중국 채권 금리의 하락, 주식시장은 기술주 중심의 구조적 강세 흐름 강화 요인으로 작용

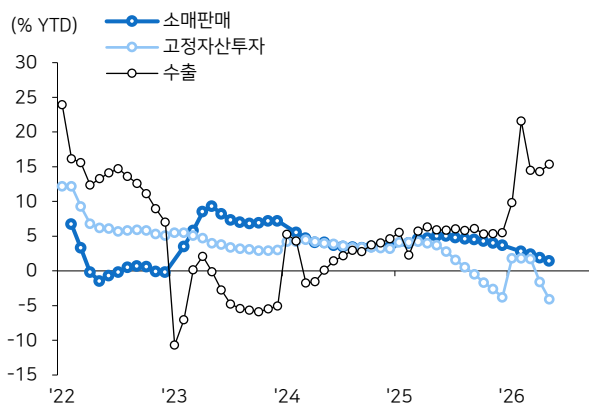
5월 중국 경기지표: 양극화 현상 심화

지난해 하반기부터 중국 경기는 뚜렷한 ‘K자형 양극화’ 양상을 보이고 있다. 구체적으로 ①내수 둔화 vs. 수출 견조, ② 수요 둔화 vs. 생산 증가, ③ 전통산업 부진 vs. 신흥산업 견조라는 세 가지 흐름이 대조를 이룬다.

지난 16일에 발표된 실물 경기지표는 이러한 K자형 양극화가 더욱 심화되고 있음을 보여준다. 5월 소매판매는 전년동기대비 0.6% 감소하며 2년 6개월 만에 역성장으로 전환했고, 고정자산투자 역시 전년동기대비 4.1% 감소하며 4월(-1.6%)보다 낙폭이 확대되는 등 내수 수요가 급감했다(그림 1).

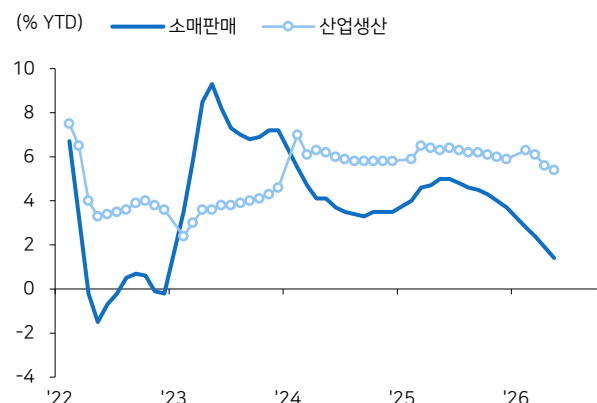
반면 5월 수출은 전년동기대비 19.2% 증가했고, 수출 호조에 힘입어 올해 1~5월 산업생산은 5%대 성장률을 유지했다(그림 2). 품목별로도 해외 수요 덕분에 반도체, 전용설비, 전기차 등 신흥산업의 생산은 두 자릿수 성장을 이어간 반면, 전자재, 비철금속, 화학 등 전통산업의 생산은 감소하며 극명한 차이를 보였다.

그림1 중국의 K자형 경기 ①: 내수 수요 ↓ vs. 수출 ↑



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국의 K자형 경기 ②: 소비 ↓ vs. 생산 ↑



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

내수 부진 심화의 원인

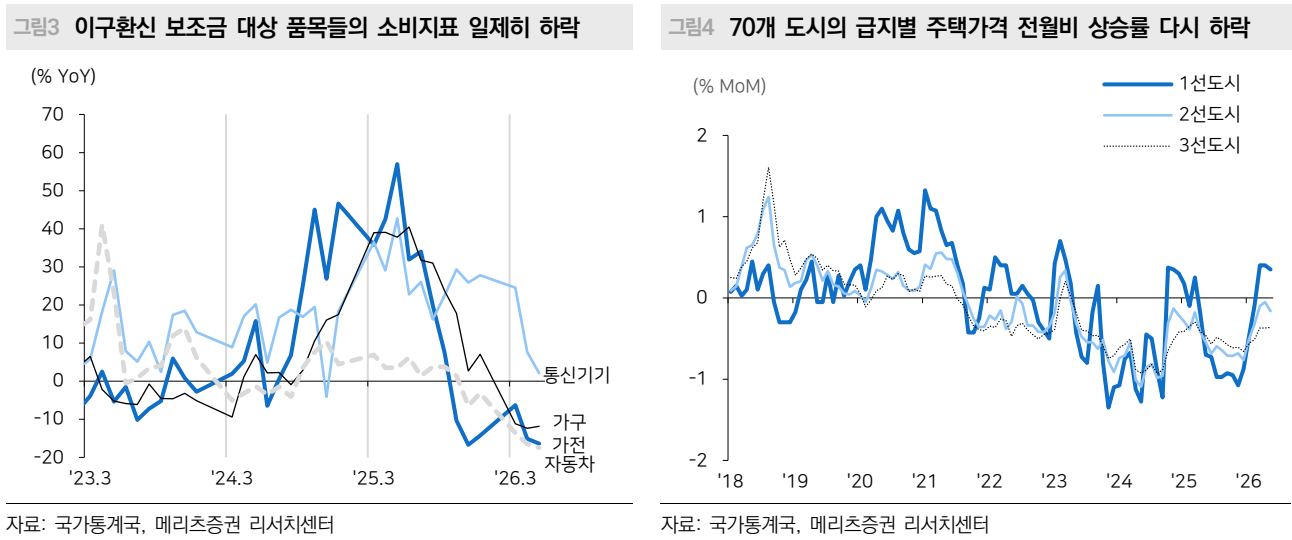
중국 내수 부진이 심화되는 주된 원인은 1) 이구환신 정책 효과의 조기 퇴색과 2) 주택가격 반등 모멘텀 약화, 3) 고정자산투자의 급격한 위축으로 요약할 수 있다.

1) 이구환신 정책 효과 약화 및 소비재 판매 둔화

작년 상반기 중국의 재화소비는 이구환신 정책에 힘입어 가파른 성장세를 보였으나, 올해 보조금 규모가 전년대비 17% 감소하면서 정책 효과가 빠르게 약화되고 있다. 이에 따라 주요 보조금 지원 대상인 자동차 판매가 전년동기대비 -17.5%로 급감했으며, 가전(-16.4%)과 가구(-11.8%) 역시 동반 하락세를 기록했다. 통신기기도 3월의 24.5%에서 5월 2.1%로 둔화되며 전반 내수 시장이 침체 국면이다(그림 3).

2) 부동산 시장의 반등 모멘텀 소멸

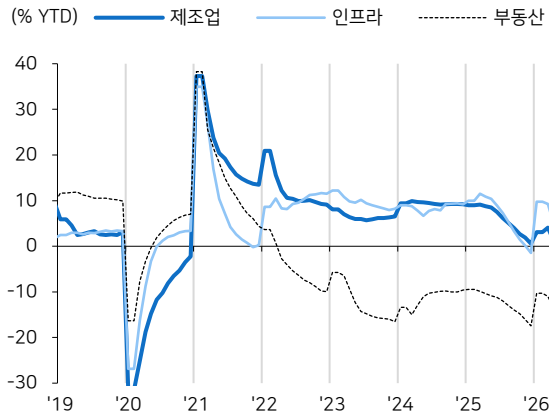
지난 3~4월 실수요를 중심으로 반짝 반등했던 주택가격 상승률(MoM)이 다시 하락 전환했다. 부동산 시장의 침체 장벽을 넘지 못하면서 자산효과(Wealth Effect) 둔화에 따른 소비자 심리 위축을 심화시키는 요인으로 작용하고 있다(그림 4).



3) 지방정부 재정 집행 지연에 따른 투자 위축

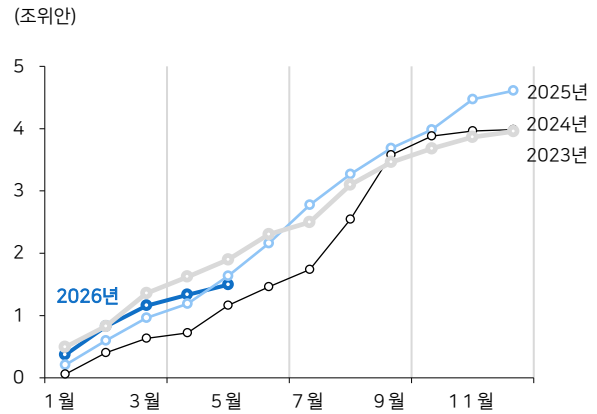
급격한 투자 수요 위축 또한 내수 부진을 야기하는 핵심 축이다. 현재 제조업, 인프라, 부동산 등 전 분야에 걸쳐 고정자산투자가 일제히 급락하는 양상이다(그림 5). 이는 1) 지방정부의 특수채 발행 속도가 예년 대비 지연되고 있는 점, 2) 지방정부 재정 여력 약화 및 부채 해소 우선 기조, 3) 공급과잉 산업들의 투자 여력 부진에 기인한다(그림 6). 작년 하반기와 유사한 투자 공백 구조가 재현되고 있어, 향후 재정 집행 속도에 대한 면밀한 관찰이 필요하다.

그림5 고정자산투자 세부 업종별 투자도 일제히 하락



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 지방정부 특수채 발행 속도, 예년보다 느려



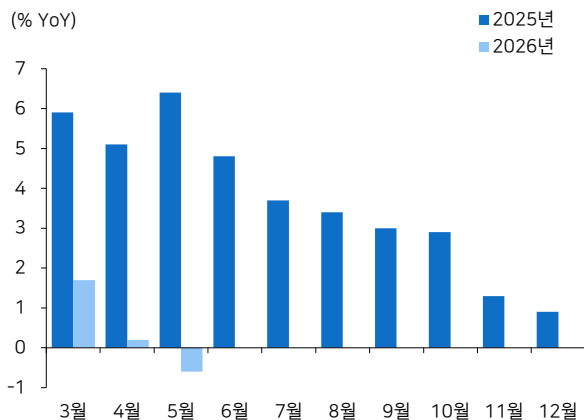
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

하반기 K자형 경기 흐름은 수렴이 될까?

하반기 중 내수와 수출 간의 양극화가 해소되며 격차가 수렴될 가능성은 제한적일 것으로 전망된다. 내수 지표의 기술적 반등은 가능하지만, 구조적인 수요 견인 동력이 부족하기 때문이다. 구체적인 이유는 다음과 같다.

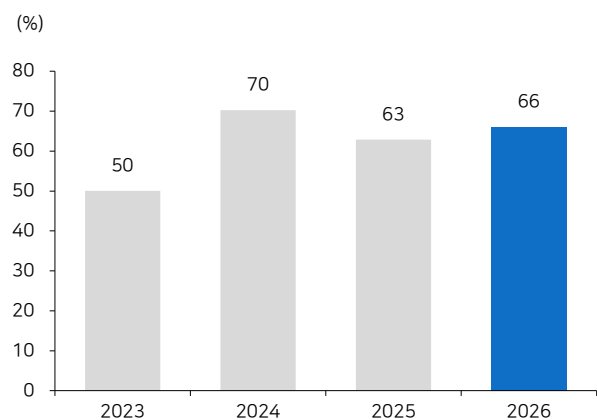
첫째, 내수 지표의 반등은 ‘기저효과 및 정책 집행’에 따른 기술적 반등에 그칠 가능성이 높다. 작년 5월 중국의 소비 지표는 연중 최고치를 기록했는데, 앞으로 이런 역기저효과가 하반기로 갈수록 점차 소멸되며 지표상의 개선이 나타날 수 있다. 또한 지난 3월 양회에서 예고된 8,000억 위안의 초장기 국채 발행과 집행이 3분기에 집중될 가능성이 높다. 아울러 지방정부 특수채 역시 연간 한도의 66%가 잔여 물량으로 남아있어, 해당 자금의 본격적 집행이 신형 인프라투자를 중심으로 내수 수요를 소폭 견인할 것이다. 단 이는 정책 집행에 따른 단기효과일 뿐, 강력한 민간 수요 부재로 인해 개선폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

그림7 2025년 소매판매 증가율: 하반기 역기저효과 약화



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 26년 지방정부 특수채 잔여 발행액: 연간 한도의 66%



주: 5월 말 기준
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

둘째, 정부의 정책 우선순위가 여전히 기술자립 및 첨단산업 육성에 집중되어 있다. 5월 지표 발표 이후에도 본토에서는 내수 부양책에 대한 기대가 크게 부각되지 않았다. 또한 어제(17일)에 있는 루자쭈이(陸家駒) 금융포럼에서도 주요 정부 부처들의 향후 정책 방향은 ▲ 중국기업들의 해외진출, ▲ 위안화 국제화 및 ▲ 첨단기술 공급망 강화에 방점을 두고 있었다(표 1). 이는 현재 수출이 좋고, 내수가 둔화되는 기존 흐름을 강화하는 움직임이다. 하반기 경기정책 방향을 결정하는 7월 말 정치국회의를 좀 더 지켜봐야 하겠지만, 하반기 대규모 내수 부양책 투입보다는 연초 양회에서 발표했던 정책들의 실행 속도를 높일 가능성이 더 높다.

셋째, 소득 증가 및 부의 효과를 통한 선순환 구조가 여전히 미비하다. 내수 수요가 추세적으로 살아날려면 낙수효과에 의한 소득 증가나 부의 효과가 동반되어야 한다. 이 중 소득 경로는 수출 호황 기업들의 근로 소득 증가가 내수 소비를 자극하는 선순환을 기대할 수 있으나, 해당 수출 기업들이 전체 상장사에서 차지하는 비중이 20% 전후에 불과해 매크로 전체 소비를 견인하기는 아직 부족하다. 한편 주식시장을 통한 부의 효과도 중국은 한국, 일본 등 국가에 비해 저조하다.

결과적으로 하반기 내수 지표의 소폭 반등은 가능하겠으나, 부양책의 강도나 자생적인 수요 복원력을 감안할 때 추세적인 턴어라운드를 이어가기 어렵다. 일각에서는 수출이 빠르게 둔화되며 내수-수출 간의 괴리가 좁혀질 가능성을 제기하지만, 현재 AI 산업 발전에 따른 공급망 병목 현상과 견조한 대외 수요를 감안하면 수출의 급격한 둔화 가능성 역시 낮다. 따라서 하반기에도 중국 경제는 ‘수출 호조 vs. 내수 부진’이라는 경기 양극화 국면이 지속될 것으로 예상된다.

표 1 6월 17일 루자쭈이 금융 포럼에서 주요 정책부처의 기조연설 및 향후 추진 방향

부처	발표자	핵심 내용	세부 내용
인민은행 (PBoC)	판궁성 총재	<ul style="list-style-type: none"> 정책금리 변동성 축소 위안화 국제화 추진 	<ol style="list-style-type: none"> 7월말 역RP 금리의 변동폭을 기존 70bp→50bp로 축소 해외 중앙은행 및 국제기구 대상으로 Repo 신설 → 위안화 유동성 공급 상하이 자유무역구에서 6개 대형은행에게 역외위안화 거래를 시범 추진 → 외자기업, 수출기업에 유리
증권감독관리위원회 (CSRC)	우칭 주석	<ul style="list-style-type: none"> 미래기술산업 성장 독려 헤지수단 증가를 통한 자본시장 진일보 개방 	<ol style="list-style-type: none"> 적자기업의 과장판 상장 범위를 반도체 외 AI LLM 기업으로 확대, 또한 양자컴퓨팅, 바이오, 휴머노이드로봇 등 미래산업 기업들의 과장판 상장을 독려 M&A 활성화 및 재용자 지원, 홍콩기업의 본토상장 독려 인내자본(Patient Capital) 규모 진일보 확대 상하이·선전 거래소 액티브 ETF 출시 및 단계적 발전 지원 QFII의 본토 국채 선물시장 참여 검토 및 장내 위안화 외화선물환 거래를 시범 추진
국가외환관리국 (SAFE)	주허신 국장	<ul style="list-style-type: none"> 중국기업의 해외투자 심사 및 절차 간소화 위안화 국제화 지원 	<ol style="list-style-type: none"> 기업들의 해외투자를 사전심사에서 중간감독 및 사후관리로 전환 → 효율성 및 편의성 제공 역외 위안화 시장의 육성을 적극 지지함으로써 위안화 투자 및 헤지상품 공급 제공

자료: 루자쭈이 포럼, 메리츠증권 리서치센터

중국 자산가격에 미칠 영향

5월 중국의 내수 부진이 심화되며 시장의 우려가 깊어지고 있다. 그러나 중국 당국은 현재의 경기 양극화 현상을 단순한 침체가 아닌, 질적 성장을 위한 구조 전환기에서 발생하는 필연적인 진통으로 판단하고 있다.

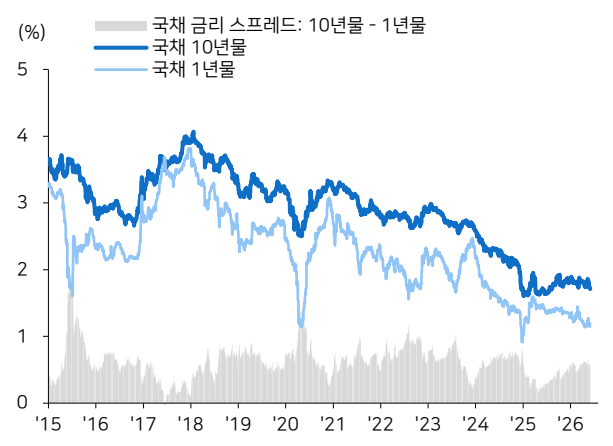
이에 따라 중국 정책당국의 대응은 신흥산업은 더욱 강력하게 육성하고, 전통 산업은 하방을 지지하는 ‘투트랙(Two-track)’ 전략을 고수하고 있다고 판단된다. 즉 특별국채 발행, 반도체 및 산업 펀드 조성, 상장 규제 완화 등 가용한 모든 정책 수단을 동원해 AI, 반도체, 휴머노이드로봇, 양자 컴퓨팅 등 미래 산업에 대한 지원을 집중 투입함으로써 글로벌 기술 주도권을 확보하겠다는 구상이다. 동시에 지방정부의 부채 위험을 완화하고 부동산 시장의 연착륙을 유도함으로써, 전통 산업의 급격한 붕괴를 막고 중저소득층의 고용을 방어하는 데 주력하고 있다.

이러한 관점에서 볼 때, 앞으로 1~2년 내 현재의 양극화 단기적으로 해소될 가능성은 낮다. 대신 중장기(3~5년, 15차 5개년 계획)적으로 AI 및 첨단 제조업의 GDP 비중이 유의미하게 확대되고, 관련 공급망 생태계가 성숙해짐에 따라, 고용 및 소득 낙수효과가 본격화되면서 점진적인 구조적 수렴이 이루어질 것으로 예상된다.

이러한 경제 환경이 중국 채권 및 주식시장에 주는 시사점은 명확하다.

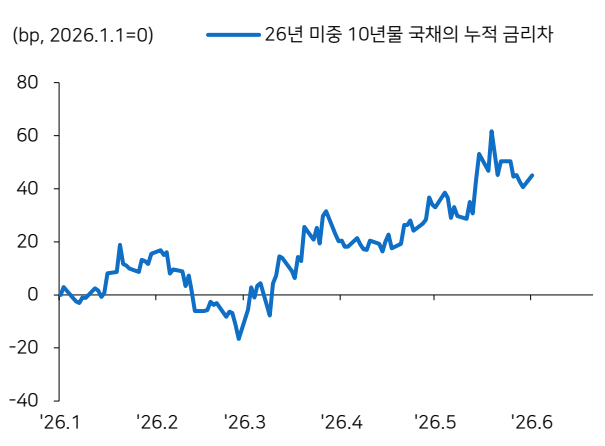
채권 금리는 글로벌 시장의 흐름과 달리 하향 안정화 추세를 보일 것이다. 채권 금리는 내수 경기 상황을 민감하게 반영하는데, 단기적으로 뚜렷한 내수 회복세를 기대하기 어렵기 때문이다. 물론 중국 내 물가의 반등과 해외 금리 인상 기조 등 대외 환경의 영향으로 금리의 추가 하락 폭은 제한적일 수 있으나, 전반적인 방향성은 우하향 기조를 유지할 전망이다.

그림9 중국의 장단기 국채 금리: '18년부터 우하향 추세



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

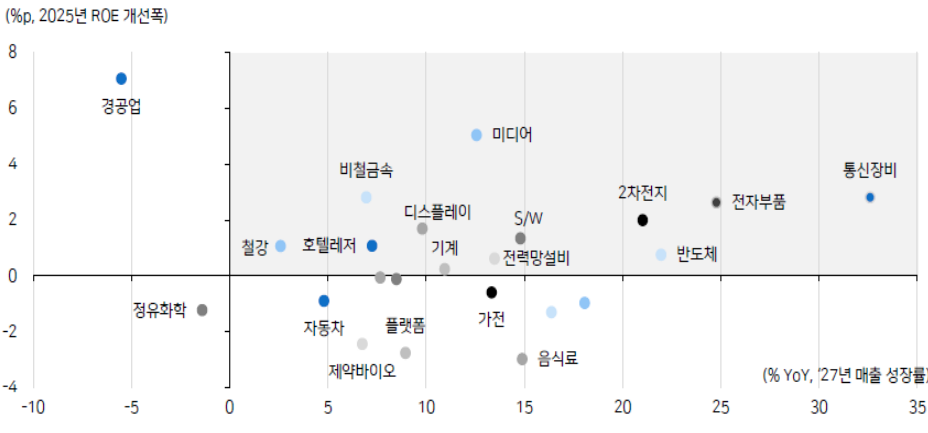
그림10 올해 미·중 10년물 국채의 누적 금리차 확대



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

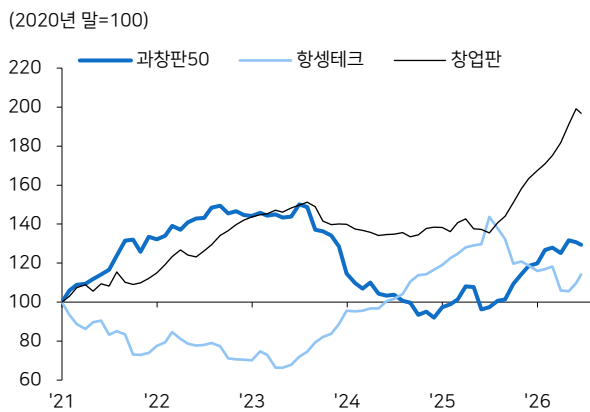
주식시장은 기술주 중심의 구조적인 상승장이 하반기에도 지속될 것으로 보인다. 전통 경기 부진으로 일반 상장사들의 이익 개선은 제한적인 반면, 반도체, 광모듈, PCB 등 IT 하드웨어와 2차전지 등 해외 수출 경쟁력을 갖춘 기업들은 실적 개선세를 이어가며 주가 상승을 견인할 것이기 때문이다(그림 11). 따라서 내수 경기 의존도가 높은 홍콩증시보다는 수출 기업 비중이 큰 본토 증시를 추천하며, 기술주 지수 중에서는 차스닥(Chinext)과 과창50(Star 50)에 대한 선호 의견을 유지한다(그림 12, 13).

그림11 중국 주요 업종별 실적 매트릭스: 음영 부분의 업종 실적 개선 가시성 높음



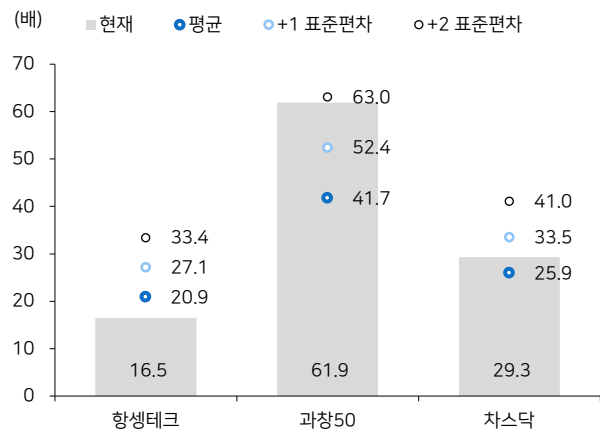
주: 중국과 홍콩에 상장된 대형기업 대상
 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 대표 기술주 지수들의 선행 주당순이익(EPS)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 대표 기술주 지수들의 12개월 선행 P/E 비교



자료: Bloomberg, 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 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.
