

2025. 4. 7 (월)

최설희의 Real China



글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설희
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

중국의 관세 맞대응과 베이징 풋

- ✓ 중국, 미국에 34% 보복관세 발동하며 worst 시나리오로 전개 중
- ✓ 내수 중심의 베이징 풋(put) 시점이 앞당겨질 가능성 상승, 통화 완화/재정 확대 여지 존재
- ✓ 중국증시 단기 변동성 확대 불가피, 단 중기적으로 저평가 및 베이징 풋에 하방 위험 제한적

중국의 보복관세 발동, worst 시나리오로 전개

34% 보복관세로 맞대응

우려가 현실이 되었다. 미국의 상호관세(34%)에 중국이 보복관세로 맞대응 했기 때문이다. 중국은 4월 10일부터 모든 미국산 제품에 34%의 추가 관세를 부과한다고 발표했다. 이는 지난 2월과 3월에 선별적 품목에만 관세를 부과하며 절제했던 입장과는 달리 예상보다 강도 높은 대응이었다.

또한 관세 외, 4일 중국 각 정부부처들은 다양한 제재 조치들도 동시에 발표 했다 <표 1>. 특히 이번 조치에서 타겟팅한 주요 산업들이 희귀 광물금속, 목축업(농산물) 및 군수기업이다. 모두 트럼프 연합의 핵심 지지층으로 의도된 타겟팅이라고 할 수 있다.

표1 중국 각 정부부처에서 4일 공동으로 발표한 미국기업 제재조치

정부부처	주요 규제 내용	비고
재무부	모든 미국산 제품에 34%의 관세를 추가 부과	4월 10일부터
상무부, 해관총서	1) 7가지 희토류 광물의 수출 제한	즉시 발효
해관총서	2) 목축업 안전을 보장하기 위해 6개 미국 농산물 기업의 중국수출 자격 정지	즉시 발효
상무부	3) 미국 군수기업 16곳에 이중용도 물품 수출 금지	즉시 발효
	4) 대만에 무기를 판매한 11개 미국기업, '신뢰할 수 없는 기업 목록'에 포함	
	5) 미국,인도의 의료용 CT X선관에 반덤핑 조사 착수	
	6) WTO에 미국의 상호관세 등 무역조치 제소	
시장감독관리총국(SAMR)	7) Dupont China에 반독점법 위반 조사 착수	4일 추가 -16%

자료: 중국 각 정부부처, 메리츠증권 리서치센터

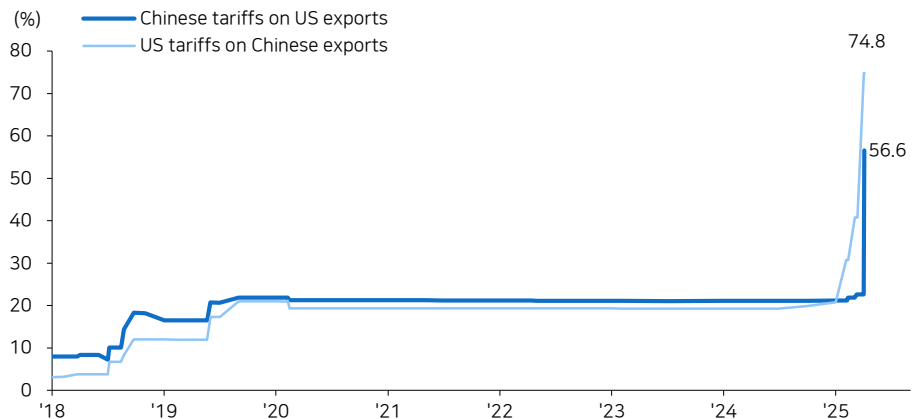
미국의 대중국 관세율 74.8%

이번 조치로 <그림 1>처럼 미국의 對중국 평균 관세율은 74.8%까지 상승했고, 중국의 對미국 평균 관세율은 56.6%까지 높아졌다. 트럼프 대통령은 사실상 취임 100일 안에 작년 선거에서 내세웠던 대중국 60% 이상 관세 부과 공약을 실현한 셈이다. 매우 빠른 속도와 강도다. 이에 중국도 작년 말부터 보여줬던 절제된 모습이 약화되며 강경하게 대응했다. 이는 적어도 단기적으로 베이징이 미국과의 무역 협상 기대가 약해졌음을 반영하며, 미중관계가 더 격화되는 계기로 작용하고 있다. 우려했던 worst 시나리오가 전개 되는 중이다.

양국 협상 여부에 주목

미중 통상마찰 여진은 남아있다. 중국의 보복관세에 미국이 추가 관세 부과 가능성도 있기 때문이다. 이런 국면에 전환점을 줄 수 있는 이벤트는 ▲ 양국 정상회담이 ▲ 정상 회담이 될 것이다. 6월 정상회담 가능성이 거론되었으나 4월에 관계가 격화되며 해당 일정 불확실성도 높아졌다. 다만 이처럼 높은 관세는 양국에 모두 재앙이기 때문에 우리는 여전히 협상 가능성을 열어두고 있다.

그림1 미국의 대중국 관세율 74.8%, 중국의 대미국 관세율 56.6%까지 상승



자료: PII, 메리츠증권 리서치센터

대중 관세가 중국 경기에 미칠 충격 -2.2%p 전후

이번 관세 인상으로 중국 GDP -2.2% 전후의 충격

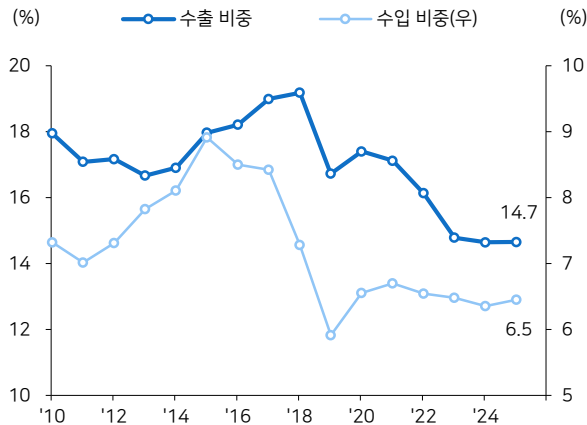
만약 협상이 이루어지지 않고, 미국의 대중국 평균 관세율이 74.8%가 유지된다면 중국의 연간 GDP에 주는 충격은 당연히 매우 크다. '18~'20년 미국의 대중국 관세가 19.3%까지 상승하며 전체 수출이 -3.0% 감소한 바가 있다. 이를 근거로 추산해보면 10% 관세가 부과될 때마다 중국 GDP 성장률에는 -0.4%p의 충격이 있다. 올해 미국의 대중국 평균 관세가 54%p 인상되었기에 중국 경기에 미칠 충격은 -2.16%p가 된다. 물론 <그림 2>처럼 과거 대비 중국의 대미국 수출 비중이 14.7%까지 하락해 과거보다 충격이 약할 수 있다. 확실한 것은 작년 5.0%의 중국 GDP 성장률에서 순수출 비중이 30%로 매우 높았는데, 올해 순수출 기여도는 마이너스를 기록할 가능성이 크다는 점이다(그림 3).

더 나아가 아직 충격의 크기를 가늠하기 어려운 것이 중국의 우회수출 물량에 미치는 영향이다.

우회수출 충격도 더해질 것

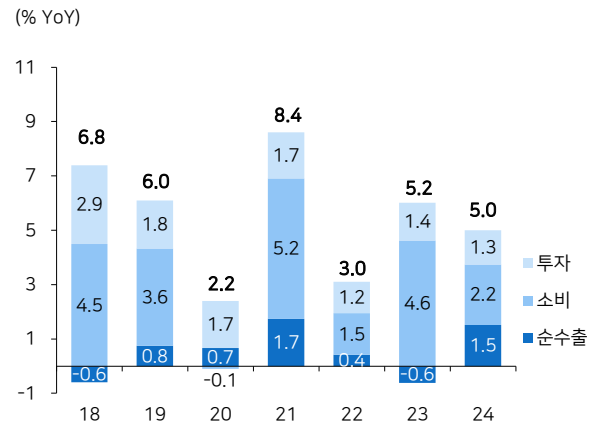
트럼프 1기에서 중국에만 고율 관세를 부과하며 많은 중국기업들이 베트남, 캄보디아 등 아세안과 멕시코 등 라틴아메리카에 공급망을 일부 이전하며 우회 수출 전략을 펼쳤다. 이를 억제하고자 트럼프 2기에서는 캄보디아 49%, 베트남 46%, 말레이시아 24% 등 동남아 국가에 고율 관세를 부과했다. 지난 수년간의 변화로 현재 중국의 지역별 수출과 수입에서 아세안 비중이 각각 16.5%, 15.5%로 1위이다(그림 4, 5). 따라서 향후 아세안 국가와 미국과의 협상 달성 여부는 중국기업에도 매우 중요하며, 높은 상호관세가 유지된다면 중국의 무역 환경은 예상보다 더 어려워 질 것이다.

그림2 중국의 대미국 수출 및 수입 비중: '18년부터 감소



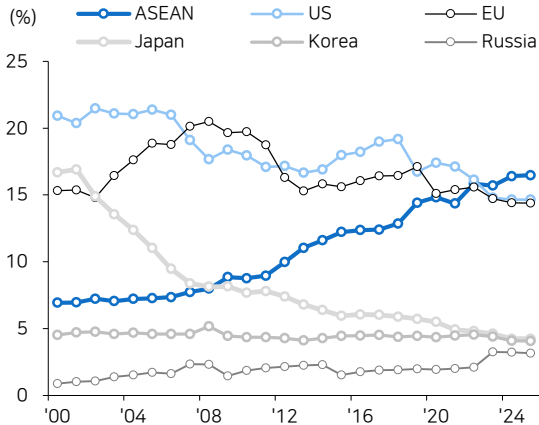
주: '25년은 2월까지의 12개월 Rolling sum 기준
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림3 '24년 중국 GDP 5.0%에서 순수출 1.5%, 기여도 30%



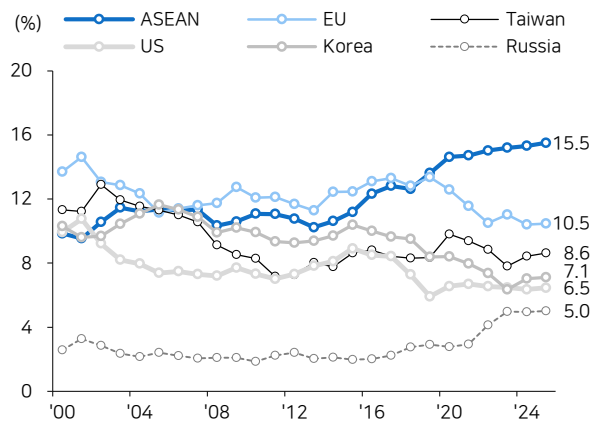
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 지역별 수출 비중: 아세안 16.5%로 1위



주: '25년은 2월까지의 12개월 Rolling sum 기준
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 지역별 수입 비중: 아세안 15.5%로 1위



주: '25년은 2월까지의 12개월 Rolling sum 기준
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

베이징의 풋(Put), 앞당겨질 수 있어

베이징 풋 시점 앞당겨질
가능성 상승

미국의 상호관세 부과로 인해 전세계 경기 둔화 위험이 높아지고 있다. 중국도 34%의 보복 관세를 발표하며 자국 경기에 미치는 충격을 고려 안했을 리가 없다. 상황에 따라 베이징의 풋(Put)이 앞당겨 발표될 수 있다.

우선, 통화완화 시기가 빨라질 수 있다. 작년 경제공작회의에서 '09년 이후 처음으로 '적당히 완화 기조'를 공식화한 바 있다<표 2>. 최근 미국의 고율 관세 조치로 미국발 경기 침체 가능성이 커지고 있으며, 이에 미국의 금리 인하 시점도 앞당겨질 것으로 예상되고 있다. 이런 국제 금융환경에 맞춰 중국 역시 기준율 또는 기준금리 인하 등 통화 완화 조치를 단행할 가능성이 높다.

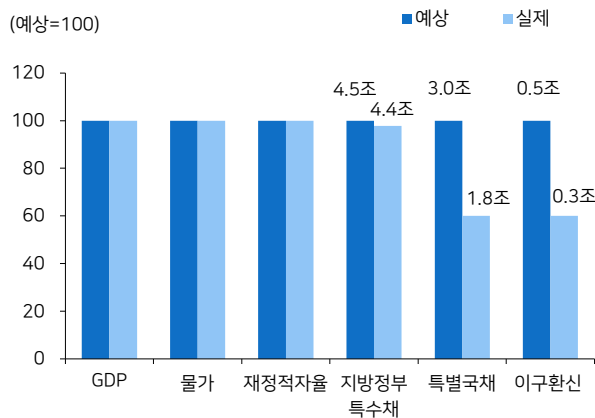
둘째, 재정 확장의 여력도 있다. 올해 3월 전인대 업무보고에서 중국은 예상보다 보수적인 재정지출 계획을 발표했다(그림 6). 이는 지출능력이 부족해서라기보다, 미중 간 불확실성 확대에 대비해 정책 여지를 남겨준 것으로 해석된다. 관세 충격이 크면 중국은 ▲ 이구환신 등 소비 부양규모 확대, ▲ 부동산 경기 부양책 강화 등 추가 조치들을 단행할 것이다. 이런 맥락에서 4월 말의 정치국회의가 중요한 관전포인트가 될 것이며, 다음으로 7월 말 정치국회의, 필요하면 '23년처럼 10월 전국인민대표대회 상무위원회를 통해 추경을 편성할 수도 있다.

표2 지난 30년간 중국의 통화정책 기조 변화: '25년부터 다시 완화로

기간	통화 기조	재정 기조
1993~1996년	적당히 긴축	적당히 긴축
1997~2006년	온건	적극
2007~2008년	긴축	온건
2009~2010년	적당히 완화	적극
2011~2024년	온건	적극
2025년	적당히 완화	적극

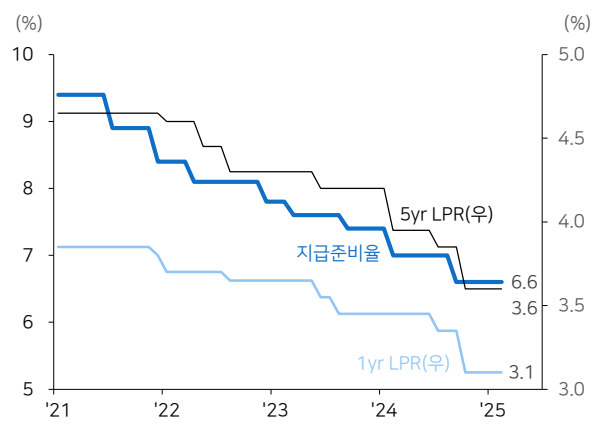
자료: 공산당 정치국회의, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '25년 재정지출 목표 예상 하회 → 추가 발표 여력 有



자료: 3월 전인대, 메리츠증권 리서치센터

그림7 통화완화 기조에서 기준율 및 금리 인하 여력 有



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 1기와 다른 중국의 내수 정책도 경기 하방 위험을 제한

트럼프 1기와 근본적 다른 점:
내수부양 정책으로의 선회

한편 트럼프 2기에 들어 태세전환한 중국의 내수 부양 정책도 트럼프 1기와 달리 경기의 하방 위험을 제한할 것으로 판단된다.

2018년 중화권 증시는 연간 고점대비 22~30% 하락한 적이 있다. 이는 트럼프 1기 행정부의 점진적인 관세 인상 충격도 있었지만, 중국의 내수 정책이 구조조정에 방점을 둔 영향이 더 컸다. <표 3>에서 보는 것처럼 '18년의 내수 정책은 디레버리징에 집중됐다. 1) 재정적자율을 3.0%에서 2.6%로 하향 조정했고, 2) 통화정책은 공급 총량을 제한했으며, 3) 연간 주요 과제에서 1순위로 공급측 구조개혁을 제시했다. 대내외 매크로 환경이 금융시장에 모두 비우호적이었다.

그러나 올해는 다르다. 중국은 마치 미국과의 장기전을 위한 것처럼 올해 재정과 통화정책의 지원 강도를 모두 높였고, 특히 전방위 내수확대를 1순위로 제시했다. 또한 3월 16일에 <내수 소비 촉진을 위한 행동 방안>을 발표하고 소득 증가부터 제품의 질 개선 등 다양한 분야에 대한 개선 방향을 제시했다. 이런 변화는 '18년 트럼프 1기 행정부와 본질적으로 다르며, 올해 내수 확대를 통해 외부 충격을 흡수하는 전략은 분명 경기 하방 위험을 완화하는데 도움될 것이다.

표3 중국 정책당국의 정책 기조: 2018년 (트럼프 1기) vs. 2015년 (트럼프 2기)

	2018년	2025년
정책 기조	구조조정에 방점	성장에 방점
재정정책	재정적자율 3.0% → 2.6%로 하향 조정	재정적자율 3.0% → 4.0%로 상향 조정
통화정책	통화공급 총량 제한	적절한 통화공급 유지
부동산	거주용이지 투기용 아님	시장 안정화, 추가 하락 통제
3대 중점업무	① 공급측 구조개혁의 심화 ② 혁신국가의 건설 ③ 기초 핵심분야 개혁 심화	① 전방위 내수 확대 ② 현대화 산업체계 가속화 ③ 기술교육 강화, 인재 육성

자료: 정부업무보고, 메리츠증권 리서치센터

표4 중국의 <소비 촉진 행동방안> 주요 내용 요약 (3/16)

구분	내용
소득 증가	① 근로소득의 합리적 증가, ② 자산 소득 경로 확대, ③ 농민 소득 증대, ④ 기업의 임금 체불 문제 해결
소비능력 보장 조치	① 출산 및 양육 지원 강화, ② 교육 지원 강화, ③ 의료 및 노후 보장 강화, ④ 저소득층 기본 생활 보장
서비스 소비의 질적 개선	① 노인 및 아동 서비스 보장, ② 생활 관련 서비스 소비 촉진, ③ 문화·스포츠·관광 소비 확대, ④ 겨울 스포츠 소비 촉진, ⑤ 외국인 관광객 소비 확대, ⑥ 통신, 의료, 교육 분야 개방 시범사업 확대
재화 소비 업그레이드	① 소비재 이구환신, ② 주택 재건축, 임대주택 증설 추진, ③ 자동차 관련 소비 확대
소비 품질 개선	① 로컬 브랜드 경쟁력 강화, ② 신형 소비 가속화, ③ 내수 및 외수 통합 수준 향상
소비 환경 개선	① 휴가 제도 및 권익 보장, ② 안전한 소비 환경 조성, ③ 도농간 소비 인프라 개선
소비 제한 해제	① 소비 제한조치 완화, ② 절차 간소화, 감독 강화
소비 지원책 개선	① 소비 촉진 정책의 조정 및 연계 강화, ② 소비 투자 확대 및 지원 강화, ③ 재정 정책의 소비 촉진 역할 강화, ④ 신용 지원 강화, ⑤ 소비 보장조치 개선

자료: 국무원, 메리츠증권 리서치센터

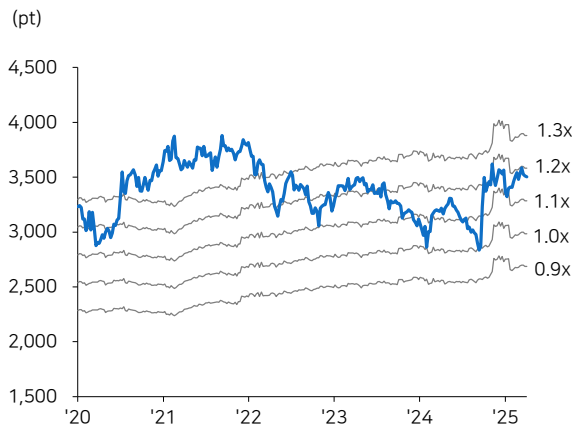
단기 중국증시 충격 불가피, 단 하방 위험 제한적

단기 증시 변동성 확대 불가피

예상보다 강하고 빠른 미중 관세 인상으로 인해 시장의 위험회피 심리가 확대되며 중국증시의 변동성은 높아지게 된다. 특히 지난 금요일 중국증시가 식목일로 휴장이었기에 7일(월) 증시 반영이 거칠 수 있다. 미국의 추가 관세 인상 등 위험까지 반영해 밸류에이션을 지난 5년의 -1 표준편차 레벨까지 반영해보면, 상해종합지수와 홍콩H지수의 하단은 각각 3,100pt(현시점 대비 -6.2%), 7,105pt(현시점 대비 -15.6%)로 추산된다.

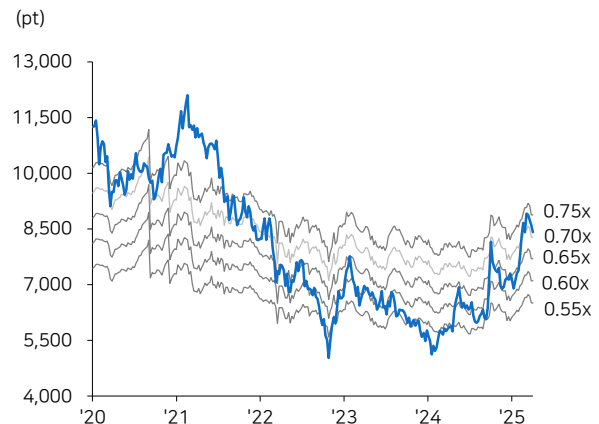
또한 관세 불확실성이 peak out 되기 전까지 해외 매출 비중이 높은 업종들은 피하고, 내수 중심 또는 낮은 변동성의 고배당 업종으로 대응할 필요가 있다. 즉 <그림 10>처럼 해외매출 비중이 높은 IT H/W, 가전, 자동차, 통신 등 업종은 피하고, 내수 비중이 높은 미디어, 음식료, S/W나 고배당 업종인 금융과 유틸리티로의 방어가 필요하다.

그림8 상해종합 -1 표준편차(1.1배) 하단: 3,100pt



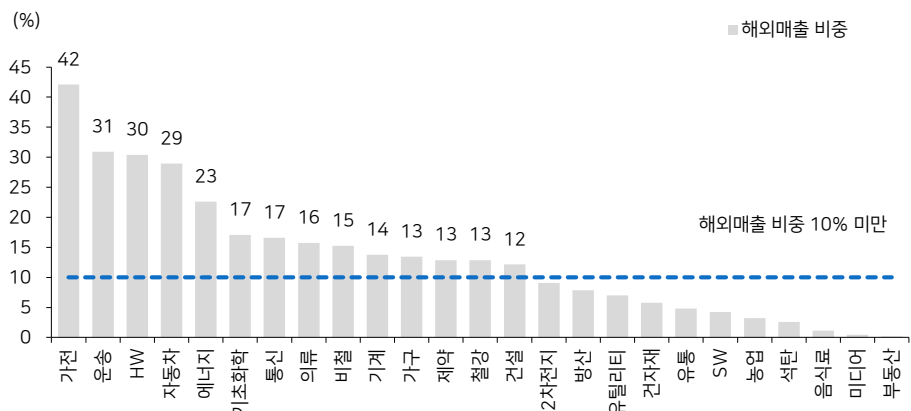
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림9 홍콩H지수 -1 표준편차(0.6배) 하단: 7,105pt



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 본토 상장사에서 업종별 해외매출 비중 비교 (2024년)

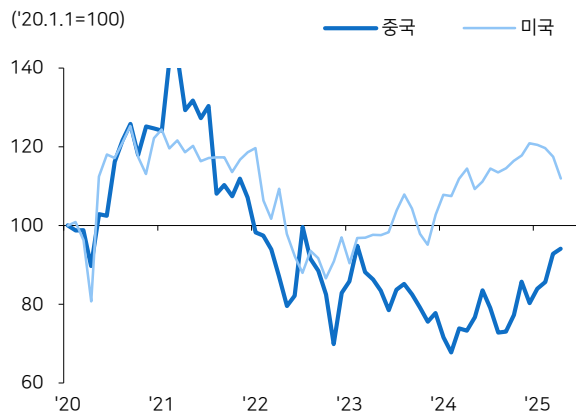


주: 해외매출 공시하는 기업들의 중위값 기준. 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

단 중기적으로 산업별 선두기업
매수 기회. s/w 업종 최선호

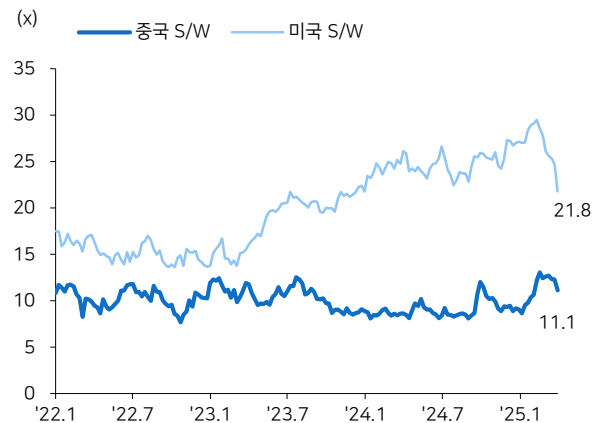
그러나 중기적으로 관세 정책은 미국 경제에 스태그플레이션 우려를 키우고, 연준의 정책 대응 여력을 제한할 수 있다. 이에 미국 금융시장은 리세션 트레이딩의 방향으로 흘러갈 수 있다. 반면 중국도 관세 충격이 크겠지만, 지난 수년간 경기가 바닥에 있었고 주식시장 및 부동산 등 자산 가격 하락이 충분히 진행되어 매크로 하방 위험도 제한적이다. 게다가 정부의 정책 대응 시점도 앞당겨지면 금융시장의 하방 리스크도 제한될 수 있다. 따라서 미중 마찰이 극단적인 상황으로 전개되지 않는다면 단기 조정 후 중국증시는 산업별 핵심 기업 중심으로 매매 기회가 발생할 것으로 예상된다. 우리는 생산성 향상을 통해 중국의 지속가능한 성장을 뒷받침 할 수 있는 중국의 IT 선두기업을 여전히 유망하게 보며, 특히 해외매출 비중도 적고 내수 회복의 수혜를 받을 수 있는 S/W 업종을 선호한다.

그림11 12MF PER 비교: 중국 저평가 vs. 미국 고평가



자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림12 12MF PER 비교: 중국의 S/W 저평가 매력 여전



자료: I/B/E/S, 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 해당 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.