

2025. 9. 22 (월)

최설희의 Real China



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

중국의 경제구조 전환(2): Top-down

- ✓ 부동산 부문에 대한 선제적인 디레버리징은 고점 대비 절반 하락, 추가 충격 제한적
- ✓ 같은 기간 무역흑자 사상 최대치 기록, 제조업 고도화가 빠른 수출 증가로 연결
- ✓ 단 제조업 고도화가 아직 내수 소비 회복으로 연결되진 못함, 여전히 테크 중심 투자가 주요 방향이 될 것

중국은 2020년 하반기부터 부동산 부문에 대한 선제적 디레버리징을 시작으로 경제구조 전환을 추진해 왔다. 주요 목표는 부동산 경기 의존도를 축소하고 제조업 고도화를 기반으로 한 지속가능한 성장 모델을 구축하는 것이다.

그로부터 5년이 지난 지금, 중국은 이러한 구조적 전환 목표를 얼마나 달성했을까? 본 보고서는 지난주 보고서(9/16, 중국의 경제구조 전환(1): Bottom-up)에 이어, 이번에는 탑다운 관점에서의 구조적 변화를 정리해 보았다.

투자구조의 리밸런싱: 부동산 하락 vs. 제조업·인프라 상승

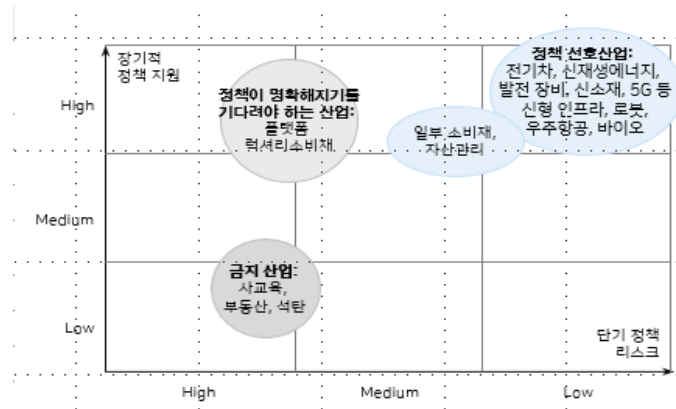
지난 5년간
전체 투자에서 부동산 비중 하락

올해 8월 기준, 중국의 고정자산투자에서 부동산개발 투자 비중은 '20년 말의 19.3%에서 11.2%로 8.1%p 하락했다. 같은 기간의 감소분은 제조업 투자(+6.2%p)와 인프라 투자(+3.5%p)가 대부분 흡수했다(그림 2).

특히 2023년 리오프닝 이후 전체 고정자산투자에서 설비투자 증가율이 건설투자 증가율을 크게 상회한다(그림 3). 이는 중국 정책당국이 강력하게 추진하는 제조업 중심의 고도화 전략이 실물투자 구조로 빠르게 전환되고 있음을 시사한다.

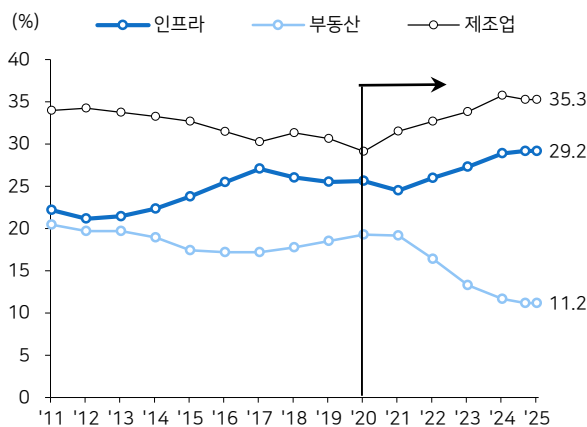
이러한 투자 구조의 변화는 단순한 비중 이동을 넘어 성장 엔진의 재편을 의미한다. 부동산 경기 부진은 올해로 5년째 이어지고 있지만 중국 경기에 주는 충격은 크게 약화되었다. 이는 첨단 제조업과 인프라 확충이 경기 순환을 이끄는 축으로 부상하고 있기 때문이다. 특히 반도체, 전기차, 인공지능(AI) 등 전략산업 분야의 투자 확대로 중국의 투자 구조는 질적 업그레이드 국면에 진입하고 있다.

그림1 '21년부터 본격적으로 추진된 중국 정부의 육성 산업과 규제 산업



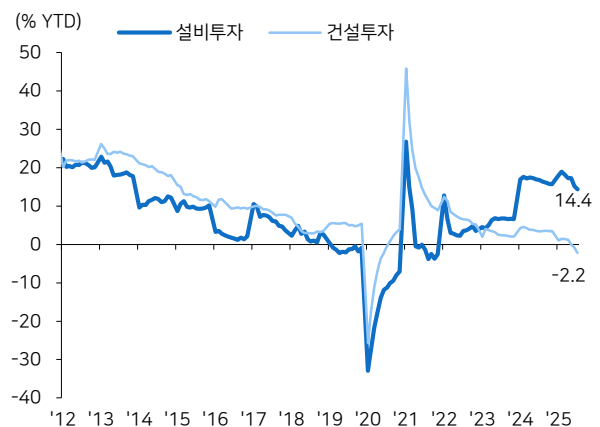
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 고정자산투자: 부동산 하락 vs. 제조업·인프라 상승



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 고정자산투자: 설비투자 증가 vs. 건설투자 감소



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

산업 고도화로 무역흑자 최대치

산업 고도화와 더불어
무역흑자 사상 최대치

코로나 이후 중국 매크로에서 가장 뚜렷한 변화 중 하나는 다시 수출 주도형 구조로 전환된 점이다. 부동산 부문 디레버리징으로 국내 투자와 소비가 구조적 둔화 국면에 진입했다. 한편 중국 정부가 전기차, 친환경 에너지, 반도체 등 전략 산업의 고도화를 적극 지원한 결과, 생산능력은 확대되었지만 제한적인 내수 흡수력으로 결국 초과 생산이 해외 수출로 연결된 것이다.

이 과정에서 미국 행정부의 기술 통제, 관세 인상 등 대외 불확실성도 많았지만 중국의 수출 증가세는 대체적으로 양호했다. 특히 올해 트럼프 2기 행정부의 출범으로 연초 글로벌 금융기관은 중국 수출이 전년동기대비 10~15% 감소할 것으로 전망했다. 그러나 올해 중국의 1~8월의 누적 수출액은 전년동기대비 5.9% 증가하며 시장 전망치를 크게 상회했다.

무역흑자가 부동산투자 하락을
일부 상쇄

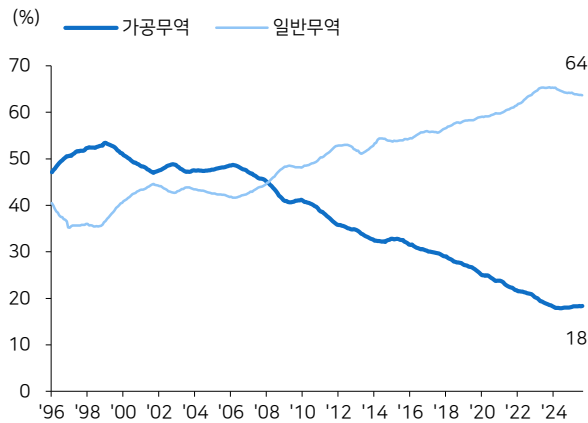
이런 결과에는 일부 선수요 반영 영향도 있겠지만, 수년간의 견조한 수출은 중국 제품의 수출 경쟁력 상승 때문으로 판단된다. ▲ 과거 저부가가치 위주의 수출 품목이 고부가가치 품목으로 전환되고, ▲ 수출 시장 또한 미국 외 지역으로 다변화되며 가성비비라는 강점이 견조한 수출 성과를 견인 중이다(그림 4, 5).

이에 따라 올해 중국의 무역흑자는 사상 최대치를 기록 중이며, GDP 대비 무역흑자 비중은 5.9%로 부동산투자 비중인 6.9%에 근접했다(그림 7). 이러한 추세가 지속된다면 부동산투자 부진은 무역흑자가 일정 부분 상쇄할 수 있을 것이다.

중국 경제구조 부동산 → 제조업
전환 진행 중임을 시사

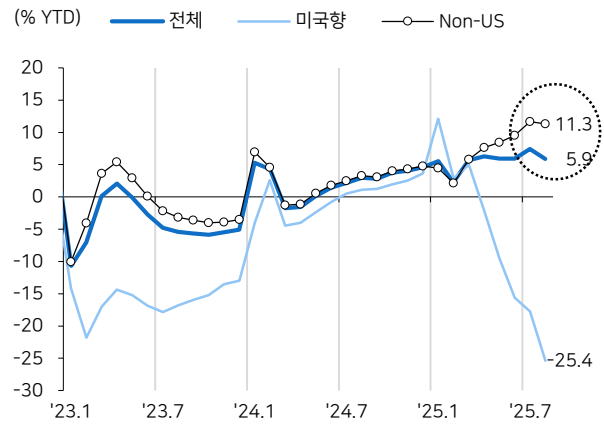
이 또한 중국 경제의 '부동산→제조업'이라는 성장축 전환이 본격화 되고 있음을 의미하며, 중장기적으로 경제 성장의 지속 가능성 강화 요인으로 작용 가능할 것이다. 다만 이런 변화는 한국, 독일 등 제조업 중심의 기타 국가들에게 새로운 긴장을 불러오고 있어 교역국의 산업 및 무역정책 변화를 계속 관찰할 필요가 있다.

그림4 중국의 수출 구조: 일반무역 비중 64%



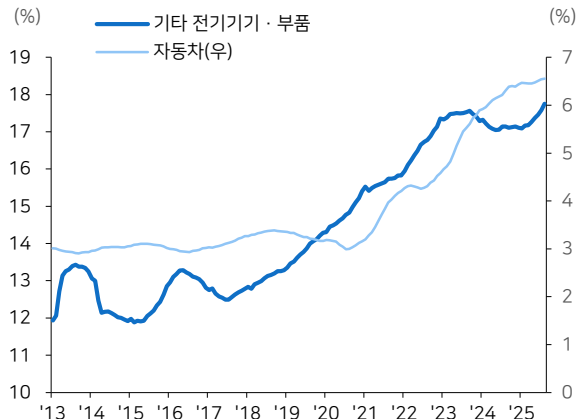
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 외 기타 지역으로의 수출은 상당히 견조



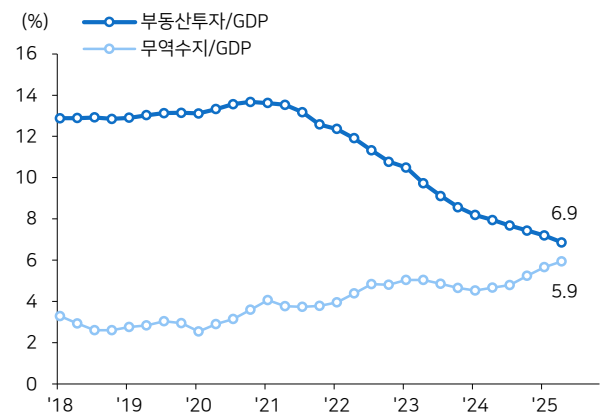
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국에서 전기기기·부품과 자동차 수출 비중 급성장



자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림7 GDP 대비 무역흑자 비중 5.9%, 부동산에 근접



주: 4분기 Rolling Sum 기준/자료: 해관총서, 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

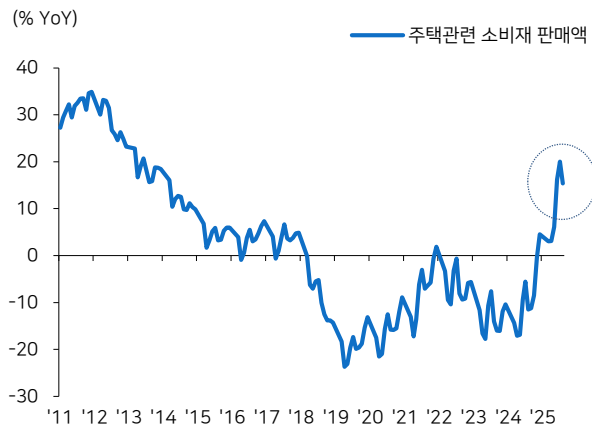
내수 소비 부양 = 장기 미션

산업 고도화에도
내수 소비 회복은 아직 미약

한편 중국의 내수 시장은 산업 고도화 진행에도 불구하고 여전히 뚜렷한 개선을 보이지 못하고 있다. 다음과 같은 2가지 배경에 주목한다.

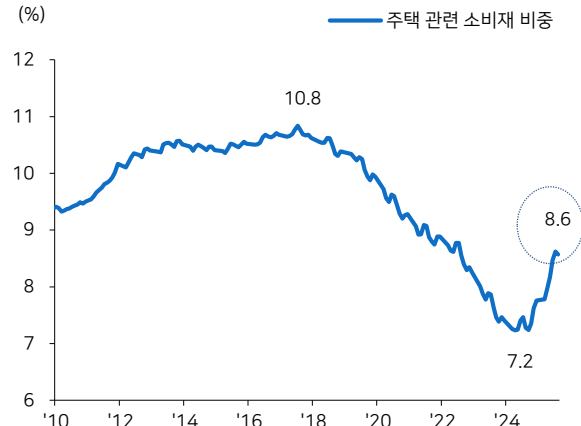
첫째, 중국 가계자산의 60~70%가 주택에 있는데, 주택 가격의 지속적인 하락에 소비 성향이 크게 낮아졌다. 특히 1~2선 도시의 중산층이 대표적인 피해자이다. 그나마 중국 정부가 작년 4분기부터 적극적인 이구환신 정책을 시행해 가전, 가구 및 전자재 등 주택 관련 소비재의 판매 반등이 재화 소비의 추가 하락을 방어했다(그림 8, 9). 다만 내년에 이구환신 정책이 이어지지 않는다면 재화 소비의 지속적인 반등도 기대하기 어렵다.

그림8 중국 재화소비에서 주택 관련 소비재 판매 증가율 추이



주: 주택 관련 소비재=가전, 가구, 전자재. 12개월 합산 Rolling 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

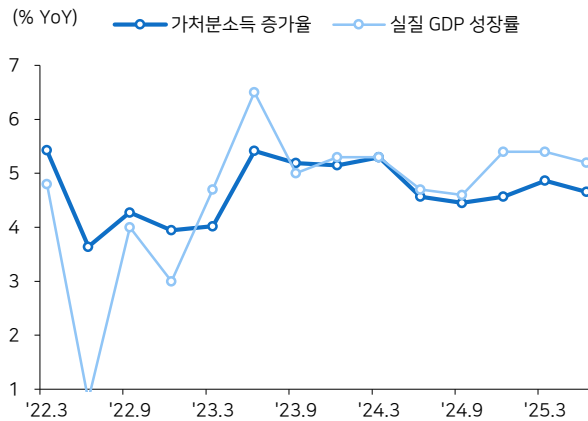
그림9 중국 재화소비에서 주택 관련 소비재 판매 비중 추이



주: 주택 관련 소비재 = 가전, 가구, 전자재. 12개월 합산 Rolling 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

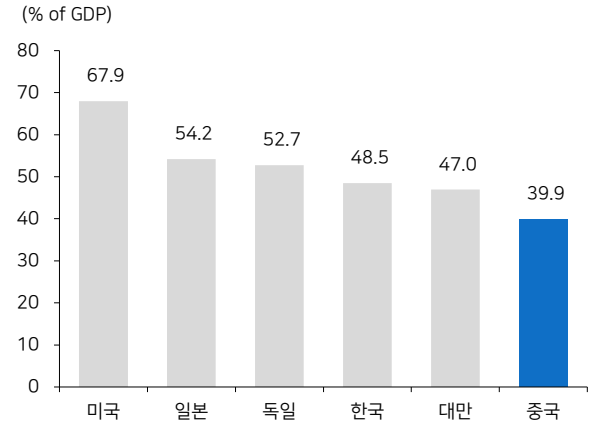
둘째, 제조업 고도화 정책 기조는 중국 내 자본 분배가 여전히 투자에 편중되도록 했다. 즉 제조업 설비 및 R&D 투자 비중의 상승은 기업과 정부부문에 더 많은 이익이 분배되도록 하나, 가계로의 이전은 약하다. 올해 2분기 실질 GDP 성장률이 5.2%를 기록했지만 가처분소득 증가율은 4.7%에 그쳤고, GDP 대비 민간 소비 비중은 39%로 기타 주요국 대비 낮다(그림 10, 11). 그 외에도 가열차게 진행되는 첨단 제조업에 의한 자동화는 높은 청년 실업률 문제 해결에 도움되지 않는다.

그림10 중국의 가계 가처분소득 증가율 < 실질 성장률



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림11 GDP 대비 민간소비 비중: 중국 비중 현저히 낮아



자료: 각 국 통계국, Wind, 메리츠증권 리서치센터

내수 회복을 위해선 구조적 개혁 필요

따라서 중국에서 내수 회복을 이끌려면 구조적 개혁이 필요하다. 1) 제조업의 생산성 향상분이 소득으로 연결될 수 있도록 하고, 2) 정부 정책을 통해 주택 자산시장의 가격 안정화가 필요하며, 3) 사회 안전망 강화를 통해 불확실한 미래의 지출 부담을 경감시켜 예방적 저축을 줄여야 한다. 또한 4) 서비스업 발전, 관광, 문화 콘텐츠, 헬스케어, 교육 등 고부가가치 서비스업에서 새로운 수요를 창출하고 AI 기반 서비스 산업 활성화가 필요하며, 5) 민간기업 규제 완화를 통해 정책 신뢰를 회복하고 고용 안정 및 소득 창출이 필요하다.

다행인 점은 중국 정부가 내수 부양의 방향을 분명히 하고 있다는 것이다. 8월 26일 발표된 "AI 플러스" 정책은 인공지능과 각 산업의 융합을 통해 새로운 소비 수요를 창출하겠다는 가이드라인을 제시했고, 9월 16일 발표된 "서비스소비 확대 방안"은 다양한 서비스업의 공급 확대를 통해 수요 진작을 강조했다. 앞으로 사회 안전망 강화를 위한 추가 대책도 나올 가능성이 크다. 과거처럼 정부 정책만으로 내수시장이 단기간에 급반등하기는 어렵겠지만, 정책 방향성이 타당하다는 점에서 소비의 완만한 우상향 흐름을 기대할 수 있다.

시사점: 내수 회복 시간 필요, 테크 중심의 투자 유효

중국 경기에서 부동산 부진 충격
약화되었으나 반등세는 아직 미약

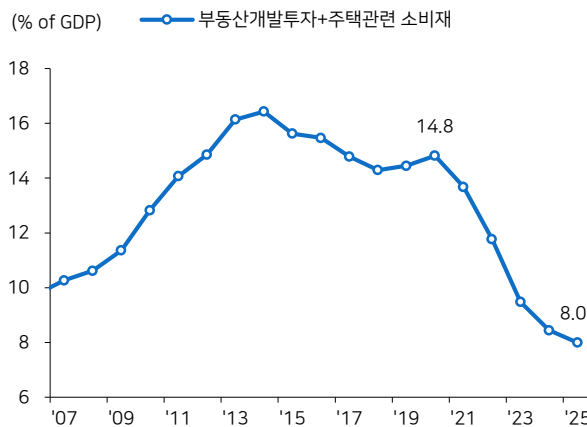
정리하면 지난 5년간 중국 경제는 부동산 부문에 대한 의존도를 많이 낮췄다. GDP 대비 부동산투자자와 관련 소비재의 판매 비중은 '20년 14.8%에서 현재 8%까지 낮아졌다(그림 12). 이를 대신한 것은 제조업 고도화와 이에 기반한 해외 수출 증가다. 중국 정부 또한 부동산 경기의 추가 하락을 경계하고 있어, 부동산 부진이 중국 매크로에 주는 충격은 저점을 통과한 것으로 보인다.

다만 부동산 가격이 계속 하락하고 있어 내수 소비 시장의 회복은 제한적이다. 다양한 내수 부양책이 발표되고 있지만, 구조적 개혁과 맞물려 있어 그 효과는 상당기간 뒤에 나타날 가능성이 높다. 이에 제조업 고도화와 내수 소비 회복의 디커플링 국면은 1) 부동산 가격이 반등하거나, 2) 국민들의 소득 증가로 소비가 본격 개선되기 직전까지 이어질 것으로 예상된다.

내수 소비가 회복되기 전까지
테크 중심의 투자 유효

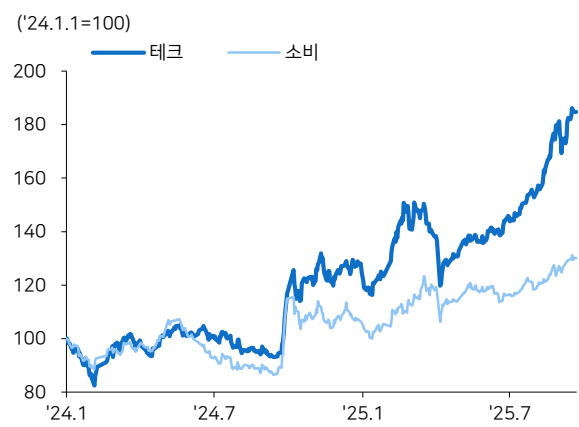
이에 중국 주식시장에서 테크 등 제조업 고도화 관련 산업의 구조적 장세가 주요 방향이 될 것이다. 바텀업으로 본 산업별 실적 방향과도 일치하다. 중국 테크 업종은 단기적으로 국경절 장기 연휴를 앞두고 차익실현 매물 출회 압력이 클 것이다. 그러나 10월 말의 15차 5개년 계획안 공개, 12월의 경제공작회의 등 정책 이벤트에서 내수 진작과 제조업 고도화에 관한 정책이 발표될 것이기에, 이번 조정장은 차이나 테크를 사야 하는 구간으로 생각한다.

그림12 중국 GDP에서 부동산 관련 산업 비중 절반 감소



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 주식시장에 테크와 소비 디커플링 확대



자료: Wind, 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.