Strategy Idea

▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6098-6619
seunghoon.lee@meritz.co.kr

중국 2Q GDP 서프라이즈 요인, 그리고 하반기 정책변수 점검

- ✓ 중국 2Q GDP 서프라이즈의 의미: 전 부문에 걸친 견고한 회복. 시크리컬에 호재
  - 당사 '17년 중국 GDP전망 6.8% 유지
- ✓ 성장세 개선 요인은 1) 대외여건 개선, 2) 부동산/인프라/소비 등 내수여건 안정
  통화정책 대응도 단기 유동성 조절에 집중하였으며, 실물수요에는 거의 영향 없었음
- ✓ 하반기 주목할 정책변수는 디레버리징 가속화와 재정자극 약화
  - 디레버리징 확대로 신용이용 악화 우려 있으나 정책금융/채권발행으로 일부 완충 가능
  - 재정자극 약화는 최종소비/인프라 투자 신장세 둔화를 통해 하반기 성장률 소폭 낮출 요인

중국 2Q GDP 서프라이즈의 의미: 예상보다 견고한 회복, 시크리컬에는 호재

중국 2Q GDP surprise @ 6.9%

17일 중국 국가 통계국은 중국의 2분기 GDP가 전년대비 6.9% 성장했다고 발표하였다. 이는 시장 예상치인 6.8%를 상회하는 실적임과 동시에, 작년 4분기 이후 3개 분기 연속 서프라이즈를 낸 것이다.

설비투자 둔화와 소매판매 개선을 제외하고는 당사 기존 전망에 부합하는 성장궤적

우리는 1분기 GDP발표 이후 이미 중국 경제전망을 6.8%로 상향 조정한 바 있었다. 주된 근거는 1) 대외여건 호전과 대내 이연수요가 맞물리면서 나타나는 중국 설비투자의 확대, 2) 부동산 가격 안정화 과정에서 나타나는 1~2급지 중심의 공급확대와 이에 따른 부동산 투자의 개선, 3) 인프라 투자와 민간소비의 전년 수준 유지였다. 2분기까지의 흐름과 우리의 기존 전망을 보면, 1) 설비투자가 다소 주춤한 반면, 2) 소매판매의 회복세가 당초 예상대비 견고한 것으로 나타난 점을 제외하고는 우리의 견해에 부합되는 움직임이 관찰되고 있다. 우리의 2017년 중국 GDP성장률 전망을 유지한다.

중국 경제가 투자 주도로 견고한 회복세를 보인다는 것은 소재/산업재 업황 개선 가능성을 시사

중국경제가 생각보다 견고한 것으로 확인되면서 글로벌 IB들의 전망치 상향 조정이 잇따르고 있다. 6.6%에 머무르고 있는 컨센서스가 우리의 전망치에 수렴할 가능성이 높아진 것이다. 중국 경제의 회복세가 강하다는 점, 그리고 이것이 투자 모멘텀 개선에 주로 기인한다는 점은 소재나 산업재로 대변되는 시크리컬 업종의 업황 개선 가능성이 있음을 시사한다. 3분기 IT와 시크리컬 업종 주가가 동반 상승할 것이라는 우리의 견해에 부합하는 것이기도 하다. 이번 전략공감2.0에서는 중국 GDP 서프라이즈에 기여한 요인들과 하반기 주요 정책변수를 점검해 본다.

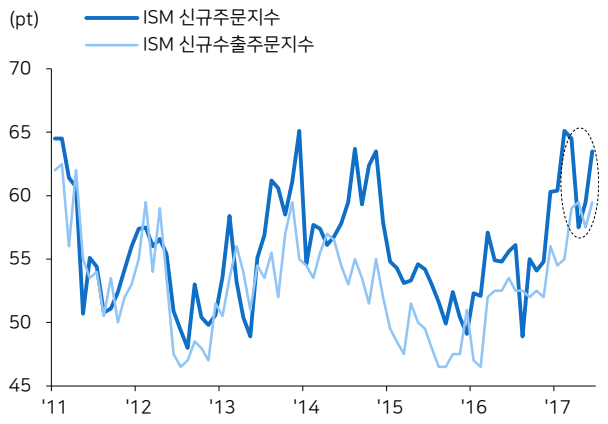
성장세 확대에 기여한 요인 (1): 대외여건 개선과 제조업 업황 호전

제조업/비제조업 PMI 동반 회복이 6월 실물지표 서프라이즈의 단초

2분기 GDP의 예상 상회는 함께 발표된 6월 실물지표가 일제히 기대치를 뛰어 넘은 것과도 연관이 있다. 첫번째 징후는 중국 6월 제조업/비제조업 PMI의 동반 상승에서 관찰되었다. 이는 비단 중국 제조업 PMI의 서프라이즈라는 표면적 사실에 그치지 않는다. 중국 PMI 신규수출주문 지수와 미국 ISM 신규주문지수가 동반 회복하면서, 선진국 수요개선에 따른 중국의 수출수요 확대 가능성이 확인된 것이다. 이는 중국의 제조업이 6월 들어 재고축적을 재개하고, 수입수요를 확대시키는 요인으로도 작용하였다.

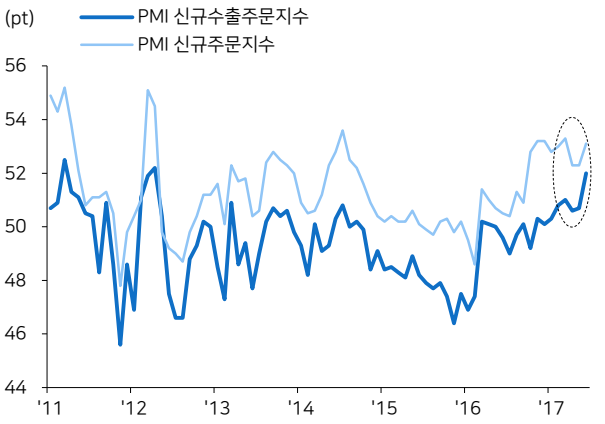
6월 비제조업 PMI에서도 건설업과 서비스업 지수의 동반 상승이 관찰되면서 부동산/인프라 투자, 소매판매가 공히 5월 대비 개선될 가능성을 암시한 바 있었다. 이에 대해서는 뒤에서 보다 자세히 다루도록 한다.

그림1 미국 ISM 신규주문 vs 신규수출주문



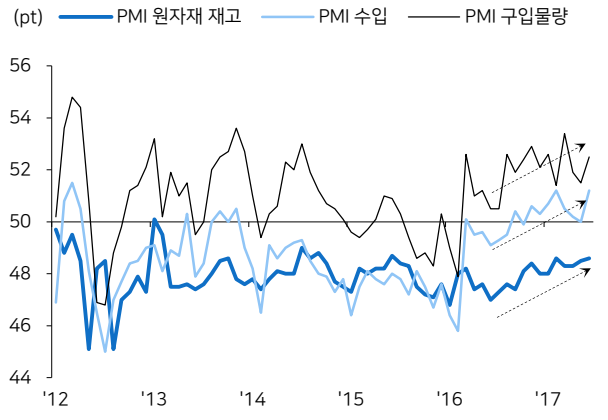
자료: Institute of Supply Management, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 중국 PMI 신규주문 vs 신규수출주문



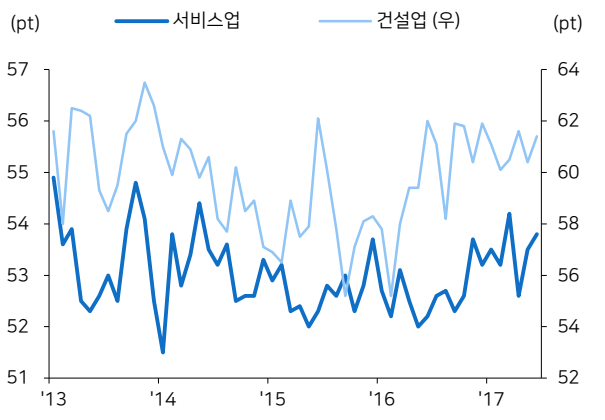
자료: 중국 물류구매연합회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 중국 재고지표 반등: 원자재 재고, 수입, 구입물량 PMI



자료: 중국 물류구매연합회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 중국 비제조업 PMI: 서비스업 vs 건설업



자료: 중국 물류구매연합회, 메리츠종금증권 리서치센터

선진국 수요개선과 수출 확대

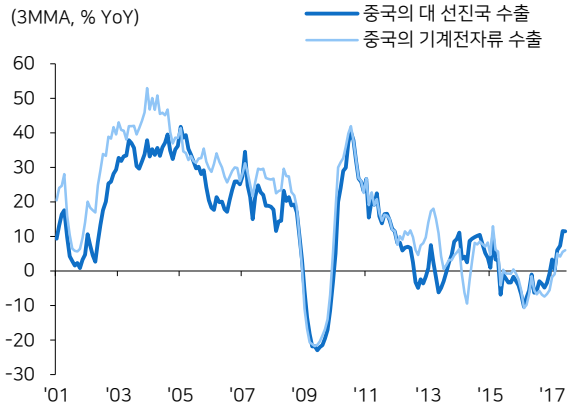
PMI 실적에서 드러났듯, 중국 6월 수출입 역시 예상을 상회하는 두 자리 수 증가세를 기록하였다. 6월의 경우 선진국향 수출이 15.9% 증가하면서 對 신흥국 수출 증가율인 13.1%를 상회했다.

중국의 선진국향 수출 확대는 IT를 비롯한 산업재 수출의 신장을 의미한다. 또한 이 같은 품목들이 Global supply chain과 연계되어 있다는 점에서 필연적으로 가공무역의 회복 역시 동반한다. 중국 GDP내 순수출기여도가 2개 분기 연속 (+)를 기록한 점을 감안시, 수입보다는 수출물량 확대가 더욱 두드러졌던 것으로 보인다.

중국 산업생산과 설비투자 수요 확대로 연결

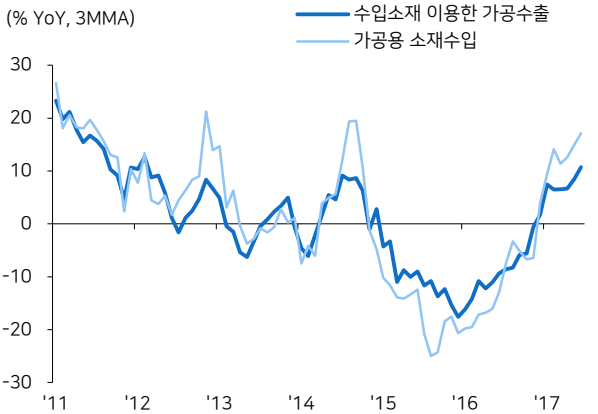
대외수요 회복은 중국의 산업생산 증가율 개선(실질 기준 4~5월 6.5% vs 6월 7.6%)과 설비투자 수요 확대(명목 기준: 4월 2.6% vs 5월 8.8%, 6월 7.0%)로도 연결되고 있다. 산업생산 중에서는 장비 제조업과 비철금속 제련업 등 산업재 수요와 연관된 업종의 부가가치 증가가 전반적인 개선을 견인하고 있다.

그림5 중국의 대 선진국 수출 vs 기계전자류 수출



자료: 중국 해관, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 중국 수입소재 이용한 가공수출 vs 가공용 소재수입

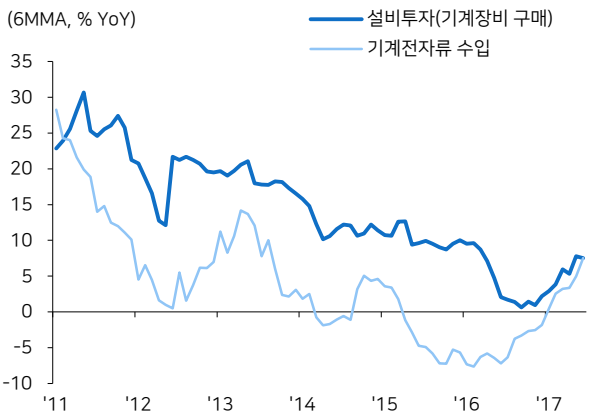


자료: 중국 해관, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 중국 실질 산업생산 증가율

자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 중국 설비투자 vs 기계전자류 수입



자료: 중국 해관, 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

성장세 확대에 기여한 요인 (2): 견고한 내수회복세

부동산/인프라 투자지표의 안정적인 신장세

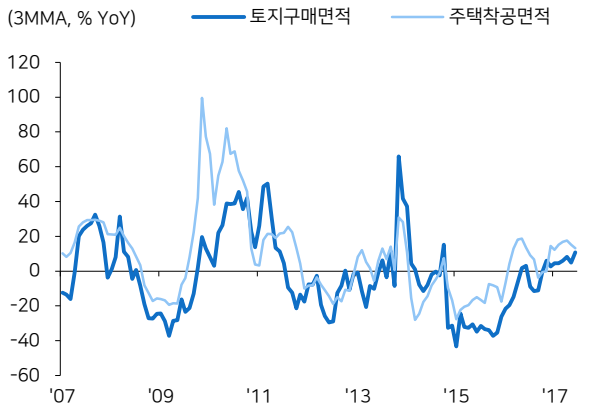
토지구매면적 증가세 개선 감안시, 하반기 부동산 투자 추가 회복 가능성도 배제하기 어려움

부동산과 인프라 투자 지표는 안정적인 회복세를 이어 갔다. 부동산 투자 증가율은 3~4월 9%대 중후반에서 5~6월 8% 내외로 둔화되었으나, 대체로 상업용 건물투자 부진에 따른 것이다. 주거용 건물투자는 6월 들어 신장세가 확대(10.8% vs 4월 9.1%, 5월 8.4%)되었다. 1Q와 2Q를 비교하면, 부동산 투자 증가율은 소폭 둔화(9.1%→8.1%)되었으나, 선행지표인 구매면적 증가율이 개선(5.0%→10.7%)로 개선된 점을 감안해 볼 때, 하반기 부동산 투자 신장세의 추가 개선 여지도 남아 있다. 인프라 투자 증가율은 1Q 23.4%에서 2Q 21.0%로 둔화되었으나 작년 수준(17.4%)을 상회하는 견고한 신장세를 시현 중이다. 부분적으로 예년 수준을 상회하는 상반기 재정조기집행(집행률 53%) 영향이 반영된 것으로 보인다.

소득증가에 기반한 내구재 중심 소비회복도 경기확장에 일조

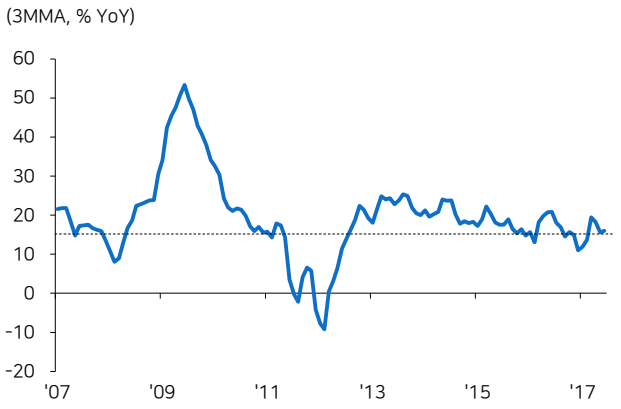
2분기 소매판매는 1분기(10%) 수준을 상회(10.8%)하였고, 6월에는 전년대비 11% 증가하며 2015년 12월 이후 가장 가파른 회복세를 보였다. 내구재(자동차, 가전 등)가 소비신장을 견인하고 있으며, 여기에는 실질 가처분소득의 회복(1Q 7.0% vs 상반기 7.3%)도 일조하고 있다.

그림9 부동산 투자지표: 토지구매면적과 주택착공면적



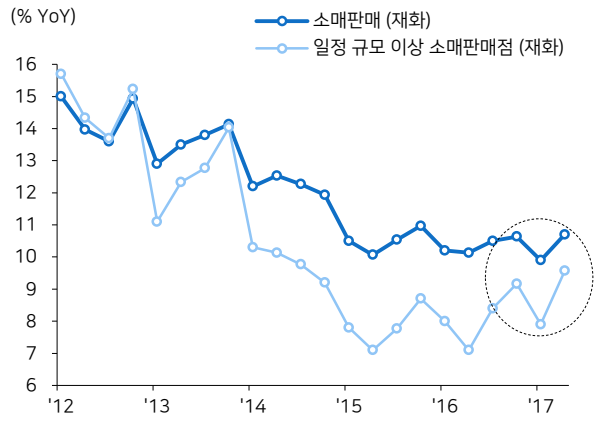
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 인프라 투자 증감률



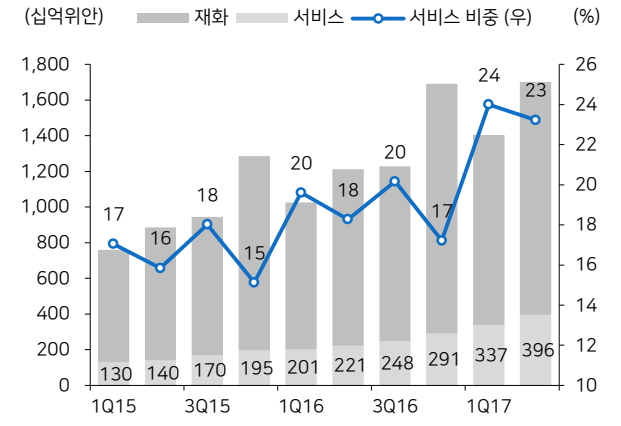
주: 운수창고, 환경, 유틸리티 포함 자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권

그림11 재화 소매판매 증가율



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 온라인 소매판매 breakdown: 재화 vs 서비스



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

통화정책 대응은 실물경제에 부정적 충격을 거의 주지 않았음

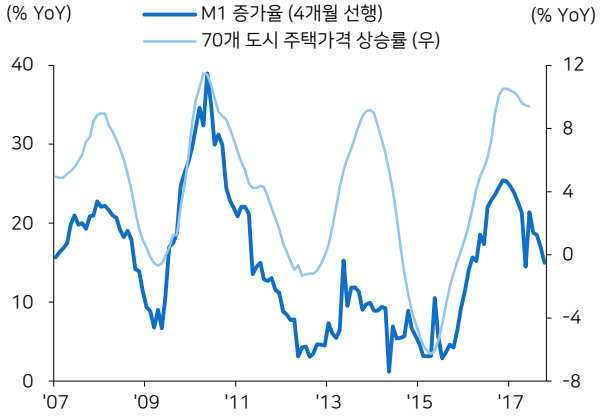
중국 정책당국, 단기유동성 조절과 실물 자금수요 용인 병행

또 한 가지 주목할 요인은 일부의 우려와 달리, 중국 정책당국의 단기 유동성 조절이 정작 실물경제에는 부정적 충격을 거의 주지 않았다는 것이다. 이는 중국의 유동성 조절이 주택시장을 비롯한 자산가격의 급등 내지는 과도한 변동성 확대 개연성을 차단하는 데에 목적이 있으며, 투자 등 실물과 연관된 수요의 경우 이와 별개로 신용공급을 용인할 것이라는 우리의 주장이 타당했음을 보여 준다.

기업대출 증가율 반등에 주목

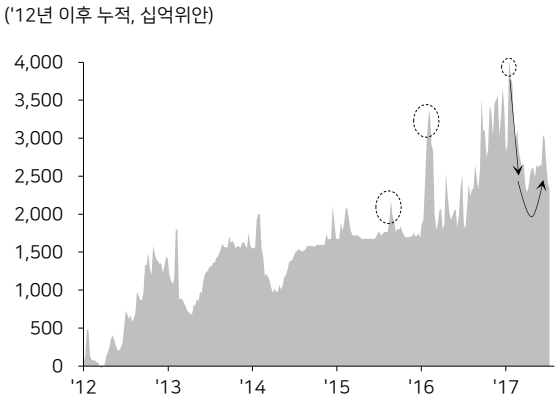
물론 인민은행이 2분기 중 단기유동성 관리 속도를 조절한 점을 배제하고 생각할 수는 없을 것이다. 그러나 더욱 중요한 것은 총사회융자 증가율이 상반기 내내 13%대를 유지했고, 은행대출 내에서 2분기 중 기업대출 증가세가 개선되었다는 점이다. 우리는 중국 정책당국이 기업대출에 대한 디레버리징 정책을 쓰는 가운데에서도 설비투자 등 실물경제와 연관된 기업신용 증가를 용인한 것으로 해석한다.

그림13 중국 M1 증가율과 70개 도시 주택가격 상승률



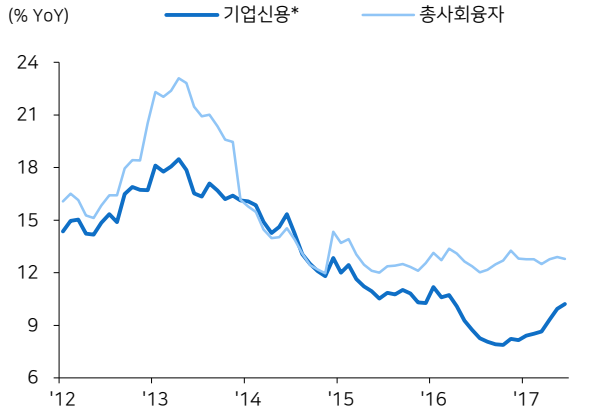
자료: 중국인민은행, 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 역레포 거래를 통한 단기자금시장 유동성 순공급액 누계



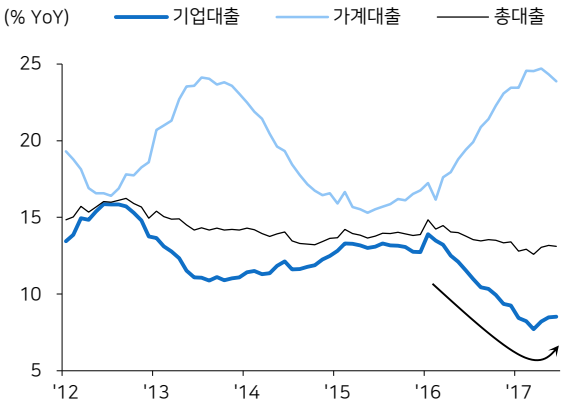
자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 총사회융자와 기업신용 증가율



자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 은행대출 증가율



자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

하반기 정책변수: 완만한 성장률 둔화 요인

본절에서는 중국의 정책변수를 점검하고자 한다. 하반기 중 주목해야 하는 변수로는 1) 기업부문 디레버리징 가속화 여부, 2) 부동산 규제 심화 여부, 그리고 3) 재정자극 약화 가능성 등을 들 수 있다.

1. 기업 디레버리징 가속화 가능성 vs 충격 완충 요인

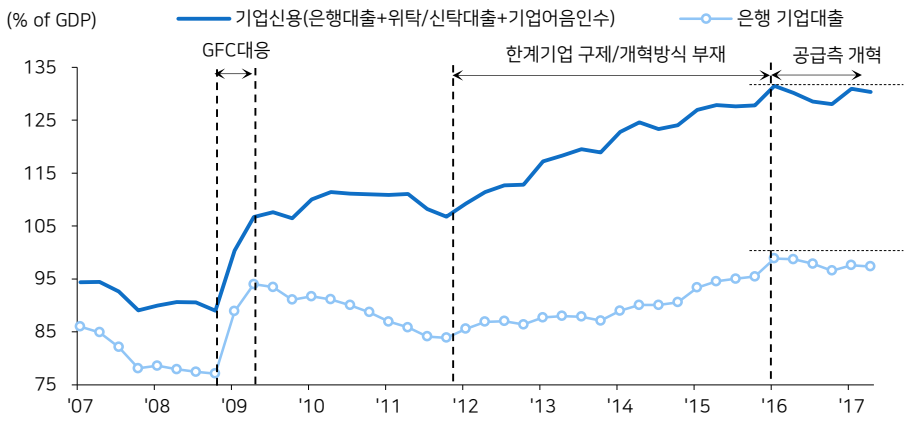
기업 디레버리징 가속화 가능성 vs 정책금융 확대, 채권발행 확대로 완충 가능

중국 정부가 경기회복에 대한 자신감이 생겨난 만큼 하반기에는 구조적 문제해결에 더욱 방점을 둘 것으로 예상한다. 특히 시진핑 주석이 지난 주말 중국금융공작회의에서 언급하였듯, 기업의 디레버리징을 최우선 과제 중 하나로 설정한 점은 기업신용의 증가세가 추가적으로 둔화될 개연성을 높이는 요인이다. 기업신용 증가세의 둔화는 신용이용 가능성 악화로 연결된다는 점에서 실물경기에는 부정적인 요인이지만, 이를 완충할 여러 정책옵션이 존재한다는 것을 감안시, 경제성장률의 큰 폭 둔화를 예상하기 어렵다.

정책옵션 중 하나로는 연초 이후 위축되어 왔던 정책금융의 재개를 들 수 있다. 이는 재정자극이 약화되는 하반기 중 PPP 프로젝트 확대를 통한 인프라 투자 지지하는 요인으로 작용할 수 있다는 점에서 주목할 옵션이다.

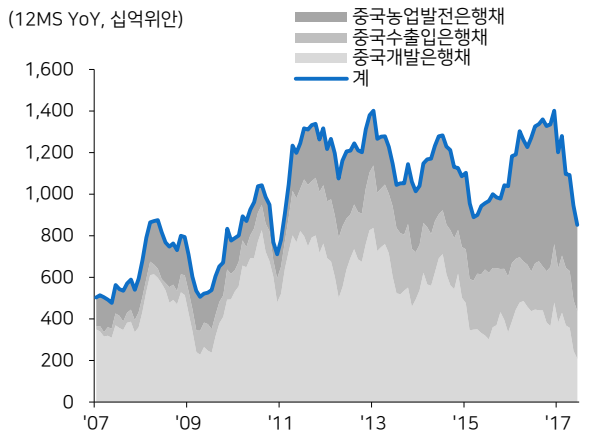
기업의 일반적인 자금수요의 경우는 채권발행을 통해 충당할 수 있을 것이다. 상반기 중에는 유동성 조절의 결과로 높아진 금리 수준에 부담을 느낀 기업들이 회사채 발행을 꺼리면서, 총사회융자 내 회사채 발행잔액 비중이 작년 4분기 11.5%에서 올 1분기와 2분기 각각 11.0%와 10.6%로 하락한 바 있었다. 그러나 하반기에는 외국인 투자자에 대한 채권시장 개방(채권통)의 영향이 점차 확대되면서 채권시장 취급상품의 다변화 및 금리 안정화를 기대할 수 있다. 실제 채권통 출범(7월 3일) 이후 1주일 간 중국의 정책금융 기관 및 공기업들이 약 400억 위안의 채권을 발행한 것이 그 변화의 시발점일 수 있다는 판단이다. 위안화 강세가 동반될 경우 외국인의 중국 채권 수요는 더욱 왕성해 질 가능성도 있다.

그림17 GDP대비 기업부채 비율



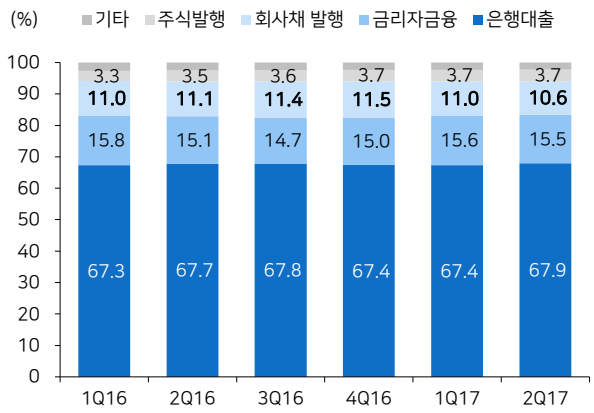
자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 중국 정책금융채 발행잔액 증분



자료: 중국 중앙청산소(CCDC), 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 총사회융자의 구성



자료: 중국인민은행, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 부동산 규제 강화 가능성은 낮아

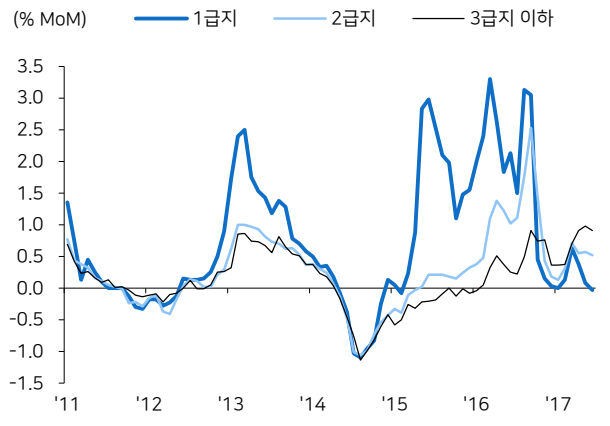
최근 가격 흐름 감안시 부동산 규제가 강화될 가능성 낮아

2015년 이후 부동산 정책이 완화된 것은 전국적으로 누적되어 있는 준공 후 미분양 주택(주택재고)을 소화하기 위함이었다. 1~2급지의 재고는 2011년 수준을 하회하여 수급이 타이트한 상태로 진입하였기에 완화적인 부동산 정책의 대상이기보다는 주택가격의 안정이 우선시되는 지역이 되었다.

3급지 이하 도시는 여전히 2011년 수준 대비 3배를 상회하는 재고가 쌓여 있다. 이들 지역의 경우는 아직도 완만한 부동산 가격 상승을 유도하여 거래 활성화 유인을 제공해야 하는 지역이다.

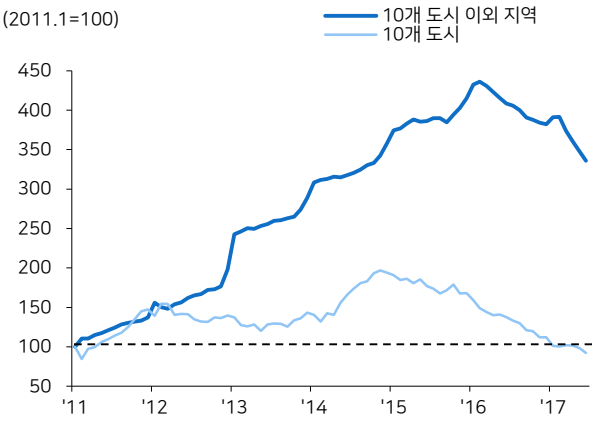
최근의 흐름은 1~2급지 주택가격의 하락 내지는 횡보, 3급지 가격의 상승세 지속으로 요약 가능하며, 이는 정부의 의도에 정확히 부합하는 움직임이다. 이를 감안시, 부동산 규제가 현 시점에서 더욱 강화될 가능성은 낮다. 경기에는 중립적일 것이라는 의미이다.

그림20 지역별 신규주택가격 상승률



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 중국 주택재고 추이



자료: 중국 국가 통계국, CREIS, 메리츠종금증권 리서치센터

3. 재정자극 약화

재정자극 약화는 하반기 성장률 둔화 요인

상반기 재정지출 규모는 10.3조 위안으로 올 한 해 중국 정부 예산인 19.5조 위안의 53.1%에 달하였다. 중국 정부가 재정지출 집행을 연말에 집행시킨 탓에 상반기 재정집행률이 저조했던 과거(과거 15년간 상반기 재정집행률 평균 39.8%)와는 분명 대조적인 모습이다. 하반기 잔여 예산은 9.1조 위안으로, 작년 하반기 예산집행액인 9.9조 대비 7.4% 적은 규모이다. 물론 우리는 지난 수 년간 중국 정부가 보여 주었던 것처럼 재정절벽과 유사한 상황을 용인하지 않을 것으로 예상하며, 이에 따라 기존 예산편성액 대비 일부 증액에 나설 가능성이 있다고 본다. 그렇다고 하더라도 상반기 16.1%(vs 예산 증가율 3.7%)에 달하는 지출 증가세가 연장될 가능성을 논하기는 어렵다.

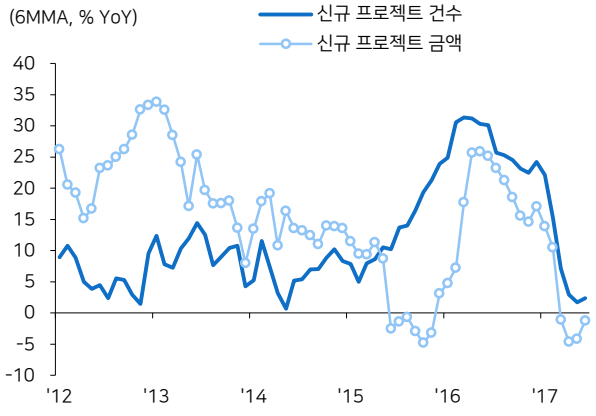
재정자극 약화에 따른 인프라 투자 증가율 둔화폭은 크지 않을 것

재정자극의 약화는 최종소비 기여도와 인프라 투자 증가율의 하락을 야기하는 요인이라는 점에서 하반기 중국경제 성장률은 상반기(6.9%)대비 낮아질 가능성이 높다고 본다. 그럼에도, 우리는 중국 경제가 하반기 평균 6.6~6.7% 내외 수준에서 안정화될 것으로 예상하고 있다. 이는 앞서 언급한 자금조달 옵션 및 민자를 통한 인프라 투자 증가세가 15% 내외 수준에서 지지될 가능성을 높게 보기 때문이다.

신규 프로젝트 건수/금액의 증가가 향후 인프라투자 지지에 기여할 가능성 유효

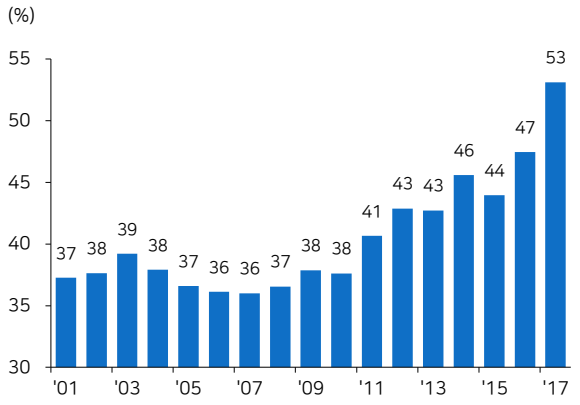
한 가지 희망은 중국 고정투자의 신규 프로젝트 건수와 금액이 상반기 중 위축되어 오다가 5월을 기점으로 반등의 조짐을 보이고 있다는 것이다. 6월의 경우 신규 프로젝트 건수와 금액은 전년대비 19.3%와 20.5% 증가한 것으로 나타났다. 이들 프로젝트 진행률이 높아지면서 인프라 투자 신장세가 지지될 가능성은 유효하다.

그림22 중국 고정투자: 신규 프로젝트 건수/금액 증가율



자료: 중국 국가 통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림23 중국 상반기 재정집행률



자료: 중국 재정부, 메리츠종금증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.
동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.