

Samsung Macro View

Chief Economist

신동석
d.s.shin@samsung.com
02 2020 7821

Economist

이승훈
sh213.lee@samsung.com
02 2020 7836

Strategist

전종규
juhn21@samsung.com
02 2020 7054

Research Associate

서정규
jungkyu-jk.seo@samsung.com
02 2020 7840

■ SAMSUNG MACRO VIEW

중국 방문기

중장기 성장 전략 변화의 불확실성

중국경제의 논점 변화

중국에서 단기부양책 실시를 기대하기는 어려워졌다. 이는 1) 중국경제의 둔화가 지난 2000년대 고속성장의 동인들이 약화된다는 측면에서 불가피한 현상인 데다, 2) 중국 정부의 걱정이 자산가격 버블의 조절과 장기 성장의 지속을 어떻게 달성할 것인가로 옮겨가고 있기 때문이다. 중장기 성장전략은 새로운 지도부에서 구체적인 그림이 그려질 것이며, 이 과정에서 개혁/구조조정 방식과 일정이 마련될 것이다. 향후 개혁/구조조정은 경제성장 급락을 촉발하지 않는 범위에서 2013년 하반기부터 본격화될 가능성이 높아 보인다.

2013년 실물경제 동향과 중장기 성장전략 논의

2013년 중국의 경제성장률은 당사의 기존 전망대로 7%대에 머무를 것이라는 의견이 지배적이다. 투자 측면에서는 기존 성장동력인 제조업과 부동산 투자의 증가세가 둔화되는 반면, 인프라와 서비스업 부문이 전반적인 고정투자 지지 요인이 될 것이다. 성장률의 수준은 대외변수에 의해 좌우될 가능성이 높아 보인다. 전통적인 통화정책 대응 가능성도 현저히 낮아졌다. 사회전체적인 자금조달에 큰 애로가 없는 데다, 인플레이션 위험성이 우려되기 때문이다. 향후 기준율과 정책금리는 현 수준에서 동결될 가능성이 매우 높다.

중장기 성장전략 변화의 키워드는 1) 경제 성장방식의 전환, 2) 산업구조 혁신과 신성장동력 발굴, 3) 경제체질 개선의 세 가지로 요약 가능하다. 이는 한국이나 일본이 구조변화에 경험한 바 있는 경제위기 가능성을 최대한 피하기 위한 선택이다.

투자전략 I: 내년 1/4분기까지 금융시장 안정 기대

이러한 관점 하에서의 금융시장 시사점은 다음과 같다: 1) 금년 말 내년 1/4분기 정도까지는 경기부양 기대와 정치적 불확실성 완화/해소에 따라 중국 금융시장 안정을 기대할 수 있다. 2) 내년 2/4분기 이후부터는 실제 경제정책에 대한 우려와 하반기 이후 구조조정에 대한 불안이 대두될 것이다. 이는 중국의 금융시장 불안을 가져올 수 있다. 3) 지방정부 부실문제 대응과 성장전략 변화는 1년 정도의 시간을 두고 구체적인 방안이 나올 것이다. 이러한 논의들이 진행되는 과정에서 발생할 불확실성 때문에 중국 내 고정자산투자는 점차 위축될 가능성이 높아 보인다. 공급과잉의 그림자가 남아있는 인프라 관련주는 지도부교체의 랠리기간을 trading 기회로 활용해야 함을 의미한다.

투자전략 II: 10년 주기설 - 성장 vs 과거청산

2013년 이후 중국 금융시장 흐름은 중국 시진핑-리커창 신지도부의 '정책적 선택'에 따라 극명한 변화가 나타날 수 있다. 중국 개혁개방 이후 있었던 두 번의 지도부교체와 두 번의 경제 구조개혁을 반면교사할 필요가 있다. 1993년 이후 장쩌민-주룽치 시대는 先성장, 後구조조정의 틀을 선택한 반면에, 2003년 후진타오-원자바오 교체기에는 초기부터 강력한 국영기업과 은행개혁이 단행됐다. I) 장쩌민 시기의 성장주도, 後구조조정의 정책과, II) 후진타오 시대의 先 과거청산-구조개혁 정책이 금융시장에 미친 간극은 대단히 컸다.

우리는 시진핑-리커창 지도부가 1년 정도의 정책적 Honeymoon 기간이 필요하다는 판단이나 점차 구조조정의 강도가 높아지는 수순을 예상한다. 시진핑 지도부가 강력한 구조개혁을 통해 정책적 리더십을 구축하고 2000년 이후 과도하게 투입된 산업별 중복투자의 폐단을 제거해야 하는 명분도 확보하고 있기 때문이다. 만일 2003~2004년 진행된 후진타오 방식으로 정책과 과정이 수렴하게 된다면 금융시장에 단기 충격이 동반될 수 있으나, 긴 안목으로는 중국의 산업구조와 주식시장 레벨-업을 위한 절호의 기회가 될 수 있다.

■ 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

■ 목차

I. 중국 방문기 요약	p2
II. 실물경제 전망 및 중장기 성장전략 논의	p5
III. 투자전략 시사점	p16
Appendix: 10년 주기설	p22

I. 중국 방문기 요약

(신동석)

단기부양 보다는 중장기 성장전략 설정에 관심 집중

연초 이후 두번째 중국 방문을 하였다. 9개월 사이 중국 경제상황은 상당한 변화를 겪었다. 실물부문의 경기둔화 양상이 확연해 지고 있으며, 중국 정부의 경기부양 의지도 높지 않음을 확인할 수 있게 되었다. 당사에서 면담한 중국 내 전문가들은 대부분 이러한 경향에 대해 분명히 인식하고 있었다. 상하이 소재 증권사 연구원들조차도 이제는 중국 경제가 과거와 같은 두 자릿수 성장세뿐 아니라 8~9%대 성장도 어려울 것이라는 사실에 공감하고 있다. 중국 경제 관련 논점은 1) 경기둔화에 대응한 단기부양책의 실시 여부에서 2) 중장기 성장전략 변화 방향에 대한 관심으로 옮겨가고 있다.

단기 부양정책 기대 약화의 배경: 경기 연착륙 목표의 수용

당초 중국정부가 12차 5개년 계획(2011~2015년)에서 경제성장 목표를 7%로 설정했을 때만 하더라도 실제 중국 경제성장률은 7%를 크게 상회할 것으로 기대했다. 이는 중국경제의 신규 고용창출을 위해서는 8%대의 성장이 필요하다는 2000년대 논리에 기반한 것이었다. 반면, 이번 2/4분기 GDP성장률이 전년대비 7.6%로 하락하였음에도 중국 정부의 대응이 미시적 조치에 그침에 따라 정책당국의 관심이 경기연착륙에 맞춰져 있다는 사실을 받아들이기 시작했다는 것이다.

고속성장 동인의 약화와 잠재성장률의 하락

최근 중국경제의 둔화는 장기성장률 혹은 잠재성장률의 하락을 감안할 때 자연스러운 현상으로 이해해야 한다. 잠재성장률의 하락은 지난 2000년대 고속성장의 동인들이 약화되고 있기 때문이다. 고속성장 동인으로는 1) 도시화 과정의 막대한 노동공급 증가, 2) WTO가입 초기 세계화의 수혜, 3) 시장화 과정에서 선진국 기술이전 등을 들 수 있다. 노동 공급 측면의 성장동력은 인구 노령화와 임금상승으로 서서히 성장 억제 요인으로 바뀌고 있다. 세계화는 글로벌 금융위기와 함께 더 이상 중국경제에 기회 요인이 되기 어려워지고 있다. 시장화는 2008년 이후 국가개입의 확대로 역풍을 맞고 있다. 이러한 성장 동력의 약화는 중국경제가 고속성장 단계에서 점진적 저성장 단계로 이행할 필요성을 높이게 된다.

부동산 경기과열과 자산가격 버블 우려

도시화 과정에서 부작용은 부동산 경기 과열과 자산가격의 버블 문제이다. 세계적인 경험을 보면 자산가격 버블 붕괴는 갑작스러운 경제성장의 정체로 연결되곤 하였다. 중국 정부의 걱정은 이제 자산가격 버블의 조절과 장기 성장의 지속을 어떻게 달성할 것인가에 있다. 최근과 같이 7%대의 성장은 다른 나라에 비하면 매우 높은 성공적인 연착륙으로 인식해야 한다는 것이다. 통화정책을 통한 부양책이 쉽게 선택될 수 없는 배경이 여기에 있다.

중장기 성장전략 관련 몇 가지 논의

중국 정부의 주된 관심은 향후 10년 정도의 경제성장률을 “평균” 7%선에서 유지하기 위해 경제성장 방식을 어떻게 전환해야 하는가에 있다. 중장기 성장전략은 새로운 지도부에서 구체적인 그림이 그려질 것으로 봐야 한다. 이 과정에서 개혁 혹은 구조조정 관련 방식과 일정이 마련될 것이다.

성장전략 변화와 관련된 구체적 논의는 본 보고서의 후반부에 자세히 정리한다. 여기에서는 성장전략을 수립하는 데 큰 영향을 미칠 것으로 예상되는 지방정부 구조조정과 선진국 금융위기와 관련된 논의 내용을 요약하였다.

첫째, 지방정부 및 부실은행 구조조정은 점진적일 것인가?

현 상황에서 급진적 구조조정을 선택할 가능성은 높지 않다. 미국 금융위기 사례에서 본 바와 같이 선불리 은행을 망하게 하는 것은 금융시스템에 과도한 충격을 줄 수 있기 때문이다. 점진적 구조조정은 일단 부실한 지방정부와 정부주도 사업에 은행의 신규 대출을 차단하고, 지방정부의 세수 확대를 통해 부채를 점차 줄여나가도록 하는 것이 가장 이상적이다. 그러나 세수기반 확대는 세금인하를 통한 내수기반 확충에 나서고 있는 중앙정부의 정책과 상반된 방향이다. 일부 지방정부는 현재 이자상환도 어려운 처지에 몰려 있다. 또한 정부에서 투자한 사업의 수익성이 너무 낮아 지방정부가 떠안게 될 원리금 상환부담이 점점 커지고 있다.

지방정부의 부외부채 문제가 잠복되어 있음

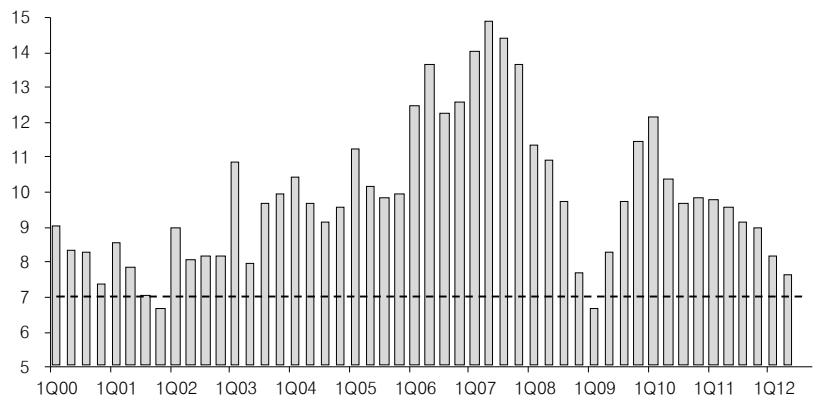
이러한 지방정부들은 자금조달을 위해 자본시장을 이용하기 시작했다고 한다. 최근 중국 내 회사채 발행이 급증한 배경 중 하나는 지방 정부에서 자신들이 소유한 기업으로 하여금 회사채 발행을 통해 자금조달에 나서도록 독려했기 때문이다 (off-balance sheet lending으로 표현). 중국의 지방정부 부실화 문제도 결국 유럽과 같이 시간 벌기 과정에 진입한 것으로 해석된다. 지방정부 대차대조표는 중앙정부의 신규 차입 억제 조치로 인해 점차 정상화되는 것처럼 포장될 수 있다. 반면, 지방정부 부실은 기업부문으로 전가되어 잠재적 부실이 오히려 확대되고 있다는 것이다. 이러한 경로의 특징은 1) 실질적인 지방정부 부채가 얼마나 증가하고 있는 지 알기 어렵게 되었고, 2) 수 개월 혹은 수 년 후 회사채 시장의 유동성이 부족해 지는 과정에서 지방정부와 기업부문의 동반 부실화가 확인될 것이라는 점이다 (CICC 투자전략 담당자).

2013년 중반 이후 구조조정 가시화될 가능성

일부 전문가들은 이러한 위험성을 감안할 때 새로운 지도부에서 이르면 2013년 중반부터 구조조정에 나설 것이라는 의견을 유지하고 있다. 막대한 외환보유액과 중앙정부의 재정여력을 감안할 때 구조조정 비용은 감내할 수준이다. 다만, 구조조정 과정에서 경제성장 둔화가 발생할 위험성이 존재하기 때문에, 경제성장률이 6% 이하로 과도하게 하락하는 수준의 구조조정은 선택하기 어려울 것으로 예상하고 있다 (국무원 연구원).

그림 1. 중국 GDP성장률 추이

(전년대비, %)



자료: 중국 국가 통계국, CEIC

둘째, 선진국 금융위기는 중국의 중장기 성장전략에 어떤 영향을 미칠 것인가?

선진국 금융위기에 따라 신자유주의에 입각한 자본주의 정책에 대한 반성이 부각되고 있다. 중국에서도 2008년 금융위기 직후부터 정부의 영향력이 강화되고 있다 (國進民退). 그러나 중국 정부의 기존 정책 기조인 시장화와 국제화 노선은 중장기적으로 유지될 것이다. 정부 간섭의 심화는 자원배분의 비효율성을 가져와 경제성장 정체에 원인이 되고 있기 때문이다. 지방정부 부실화 문제도 결국 정부주도 투자사업의 비효율성 때문이다. 투자수익률을 제고하기 위해서는 정부의 간섭을 줄이고 경쟁체제를 도입해야 한다 (이러한 주장은 국무원과 인민대 연구원들과의 토론에서 확인된 내용이다).

서비스 산업의 민영화에 앞서 도시 근로자 및 농민공에 대한 서비스 공급확대가 우선

중국은 아직 한국과 비교할 만큼 성장한 단계가 아니다. 한국과 다르게 중국은 여전히 정부 권한을 축소하여 경쟁을 통한 혁신이 나오도록 개혁을 해 나가야 한다. 물론 과거 급속한 성장 과정에서 발생한 문제점들의 해소를 위해 필요한 조치들도 병행해 가야 한다. 부동산 시장의 버블을 진정시키는 동시에 도시 빈부격차를 완화해 주는 방법으로 보장성 주택 공급을 확대하고 있는 것이 대표적인 사례이다. 서비스업 중에서 교육, 의료, 주택부문은 여전히 정부 주도로 서비스 공급 확대에 나서야 한다. 중산층 이하 계층에게 수혜가 가도록 하기 위함이다. 농민공 문제는 내수 관점에서 보면, 3억 명에 달하는 도시 근로자들이 도시에서 번 것을 농촌에서 소비하는 데 따르는 내수성장의 제약 요인으로 볼 수도 있다. 농민공들에게 도시 지역의 사회보장 서비스 공급을 확대하게 되면 도시지역에 정착하고 도시에서 소비하는 계층이 증가하는 효과를 불러올 것이다. 이러한 방식이 중국 고유의 분배 문제 해결 방법이 될 것이다 (인민대 연구원).

시장화와 국제화 흐름은 계속 유지될 것

금융부문의 경우에도 아직 중국의 금융산업은 선진국 대비 초보적인 발전단계에 머물러 있다. 금융산업의 자율성 제고와 개방은 불가피하다. 관건은 금융산업의 효율성 제고와 시스템 위험 확대가 함께 나타나는 문제이기 때문에 어느 정도의 속도로 국제화를 진행해야 할지를 결정해야 하는 데 있다. 선진국 금융위기 여파로 중국의 정책기조가 과거로 회귀할 가능성은 거의 없다고 할 수 있다 (국무원 연구원).

중국 금융당국은 자금배분의 효율성을 확대하는 방안에 대해 고심하고 있다. 경상수지 흑자의 감소에 따라 국내 유동성 공급에 있어서 정부나 인민은행의 역할이 커질 수 밖에 없기 때문이다. 자금배분의 효율성 제고를 위해서는 시장에서 금리가 결정되도록 하는 것이 중요함을 인식하고 있다. 상업은행의 독자적인 금리결정 권한은 점차 확대될 것이다.

금융시장 시사점

첫째, 금년 말 내년 1/4분기 정도까지는 경기부양 기대와 정치적 불확실성 완화/해소에 따라 중국 금융시장 안정을 기대할 수 있다.

둘째, 내년 2/4분기 이후부터는 실제 경제정책에 대한 우려와 하반기 이후 구조조정에 대한 불안이 대두될 것이다. 이는 중국의 금융시장 불안을 가져올 수 있다.

셋째, 지방정부 부실문제 대응과 성장전략 변화는 1년 정도의 시간을 두고 구체적인 방안이 나올 것이다. 이러한 논의들이 진행되는 과정에서 발생할 불확실성 때문에 중국 내 고정자산투자는 점차 위축될 가능성이 높아 보인다.

■ 목차

I. 중국 방문기 요약	p2
II. 실물경제 전망 및 중장기 성장전략 논의	p5
III. 투자전략 시사점	p16
Appendix: 10년 주기설	p22

II. 실물경제 전망 및 중장기 성장전략 논의

(이승훈)

실물경제 전망

2013년 경제성장률 전망은 당사의 기존 견해와 같이 7%대 후반에 머물 것이라는 의견이 지배적이었다. 2013년의 성장률이 2012년 대비 개선되느냐 추가적으로 둔화되느냐 정도의 차이가 있었을 뿐, 대체적인 전망치는 7.5%~8.0% 사이에서 형성되었다.

전망기관이 공통적으로 내놓은 답변은 투자가 금년 대비 미미하나 개선될 것이라는 점이었다. 고정투자 증가율 전망치는 2012년 20.0%에서 2013년 21.0% 내외로 개선된다는 것이었다. 개선 요인의 중심에는 인프라 투자와 더불어 서비스업(도소매, 의료, 교육, 문화) 투자가 자리하고 있다. 반면, 기존 성장동력이었던 제조업 투자나 부동산 투자에 대해서는 공히 횡보나 소폭 둔화를 전망하고 있었다. 이는 1) 기업마진의 악화가 지속되며 제조업 투자를 제약할 수 있고, 2) 부동산은 주택시장 규제의 장기화 가능성이 높아짐에 따라 거래회복 지연과 이에 따른 투자 증가세 둔화가 지속될 개연성이 있기 때문이다.

결국 글로벌 경기에 대한 인식차, 즉 중국의 수출성장률을 얼마나 예상하는가가 내년도 경제성장률의 향방을 가늠하는 중요한 변수가 되고 있음을 의미한다. 낙관론은 2013년 중국의 수출증가율이 10.0%에 달할 것을, 비관론은 6.5% 내외 수준을 전망하고 있다 (2012년 1~9월 수출증가율: 전년대비 7.4%).

일부에서는 명목 소비성장세가 2013년 중 둔화될 위험성도 제기되고 있다. 이는 1) 기업 실적의 악화가 소득증가율의 둔화로 연결될 수 있는 데다, 2) 전체 소비재판매의 약 1/3 정도를 차지하는 자동차와 가전제품 가격이 하락할 가능성이 존재하기 때문이다. 이러한 우려가 현실화될 경우, 소비성장세를 지속시키기 위한 정책적인 선택 방향(세제 개편, 보조금 제도 시행 등)이 중요해 질 수 있다.

표 1. 경제전망 요약

(전년대비, %)	2011	1H12	2012E	2013E
GDP	9.2	7.8	7.6	7.8
내수기여도 (%pts)	9.6	8.4	8.2	8.4
순수출기여도 (%pts)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.6)
소매 판매	17.1	14.4	14.2	15.0
고정자산투자	25.1	20.4	20.0	20.0
수출(BoP)	20.4	9.3	5.9	8.1
수입(BoP)	25.1	7.1	7.9	8.9
소비자물가	5.4	3.3	2.9	3.5
1년 예금금리(기말, %)*	3.50	3.00	3.00	3.00
위안/달러 (기말)	6.29	6.29	6.29	6.21

참고: 현지 증권사의 2013년 GDP전망치는 중신(7.5%), CICC(7.8%), 신은만국(7.9%), 해통(8.0%)

* 전망변경: 기존 전망치는 2012년 말과 2013년 말 공히 2.75%

자료: 삼성증권 추정

표 2. 제조업 기업의 영업현황

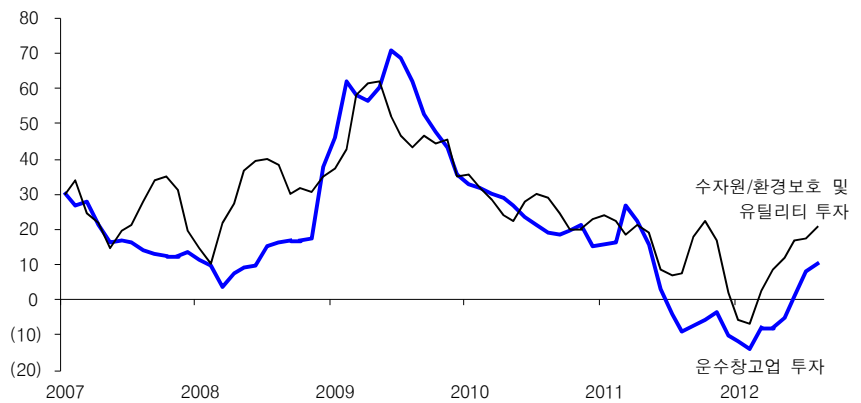
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
매출액 (십억위안)	31,359	39,972	50,002	54,252	69,774	84,332	57,640
순이익 (십억위안)	1,950	2,716	3,056	3,454	5,305	5,454	3,060
매출액증감률 (%)	26.2	27.5	25.1	8.5	28.6	20.9	10.2
순이익증감률 (%)	31.8	39.2	12.5	13.0	53.6	2.8	(3.1)
매출액 순이익률 (%)	6.2	6.8	6.1	6.4	7.6	6.5	5.3
산업별 매출액 순이익률 (%)							
가공식품	4.5	5.2	5.2	4.2	4.7	5.4	4.5
섬유 공업	3.8	4.2	4.5	3.9	4.7	5.4	4.5
석유제품	(2.1)	1.2	(4.4)	4.3	3.1	0.2	(1.3)
화학공업	5.6	6.9	5.8	5.1	6.1	6.6	4.7
비금속광물	5.5	6.9	7.3	6.5	7.2	8.2	6.1
철강 압연/제련	5.3	6.0	3.4	2.1	2.6	2.6	0.8
일반장비	6.3	6.6	6.7	5.9	6.6	7.0	6.0
전기장비	4.8	5.3	6.2	5.7	5.8	5.8	4.7

참고: * 1~8월 기준

자료: 중국 국가 통계국

그림 2. 인프라 투자 증가율 추이

(3개월 이동평균, 전년대비 %)



자료: CEIC

그림 3. 상해지역 주택시장 현황 추이

(만 제곱 미터)



참고: 8월 Month of supply 8.4개월 (적정재고수준은 3~4개월)

자료: Soufun.com, CEIC, 삼성증권 추정

통화정책 및 위안화 전망

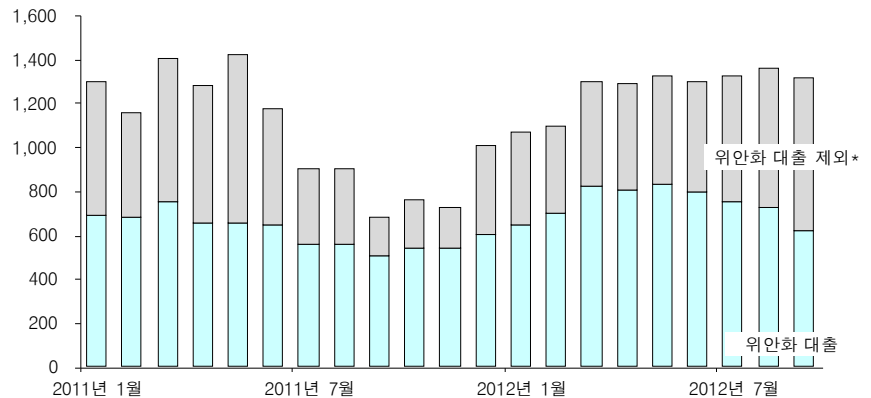
시장 참여자들이 기대하고 있는 추가 금리인하나 기준율 인하 역시 이전에 비해 선택될 가능성은 크게 줄어들었다. 중국 정책당국은 경기부양보다 경기연착륙에 더욱 무게를 두고 있으며, 현 상황에서 이 같은 전통적인 통화정책이 동원될 경우 효율성이 낮은 데다, 부작용 역시 클 수 있음을 우려하고 있다. 이에 따라, 당분간 인민은행의 통화정책은 역 Repo 거래를 통한 단기자금 공급이 주된 수단이 될 것이다.

효율성의 결여 이유로는 시중 유동성이 상대적으로 풍부하여 사회 전반적인 유동성 확충 필요성이 낮기 때문이다. 실제, 위안화 신규대출 규모는 예년에 비해 낮은 수준을 유지하고 있으나, 신탁대출/채권발행/주식발행 등을 통한 자금조달 상황은 양호한 것으로 나타나고 있다. 이는 중국의 월별 사회융자총액(Amount of social financing)이 연초 이후 다시 증가세로 전환된 것에서 잘 드러난다. 부작용으로는 자산가격과 실물부문 인플레이션 심화 위험성을 들 수 있다. 이를 반영하여, 당사의 통화정책 전망도 향후 기준율과 기준금리가 현 수준(기준율: 19.5%, 예금금리: 3.00%)에서 동결될 것이라는 견해로 변경한다. 당사는 연말까지 한 차례의 금리인하와 두 차례의 기준율 인하를 전망한 바 있었다 (표 1 참고).

위안화 변동에 대한 눈높이 역시 크게 낮아진 상태이다. 달러화 대비 위안화는 안정적인 움직임을 유지한다는 의견이 대다수이다. 이는 1) 경상수지/GDP 비율의 정상화, 2) 전반적인 성장속도 둔화, 3) 달러화 평가절상 가능성 등 요인들 때문이다. 세 가지 요인 모두 정부의 의지보다는 외환시장에서 결정되는 요인들인 것이다.

그림 4. 중국 사회융자총액 (Amount of social financing)

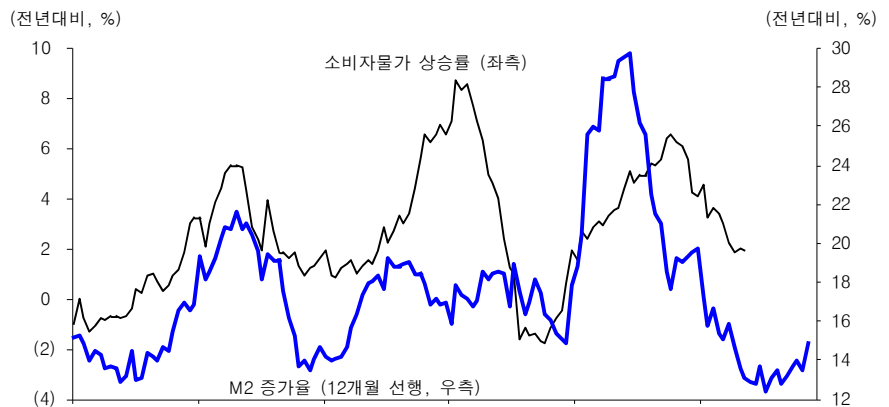
(3개월 이동평균, 십억위안)



참고: * 외화대출, 신탁대출, 주식/채권 발행 등 포함

자료: 중국인민은행, CEIC

그림 5. 중국 M2 증가율과 소비자물가 상승률 추이

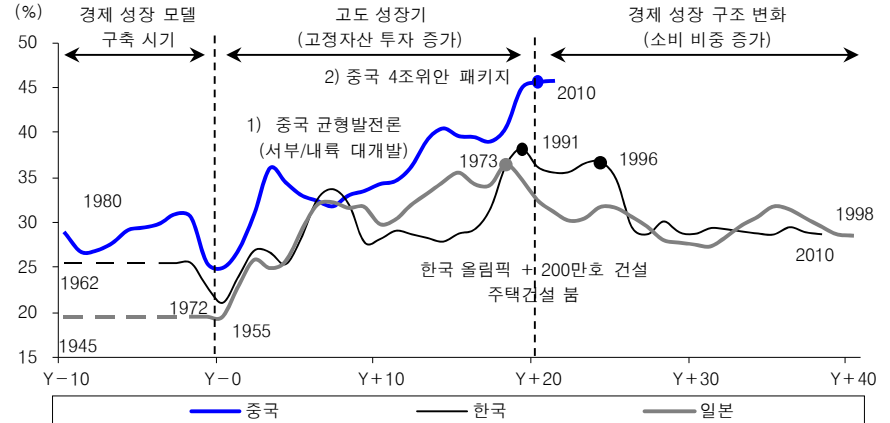


자료: CEIC

중장기 성장전략 변화 논의

당사의 탐방을 통해 논의되었던 중장기 성장전략 변화의 키워드는 1) 경제 성장방식의 전환, 2) 산업구조 혁신과 신성장 동력 발굴, 3) 경제체질 개선의 세 가지로 요약해 볼 수 있다. 이는 한국과 일본이 구조변화기 중 겪었던 경제위기 가능성을 최대한 피하기 위한 선택이다.

그림 6. 아시아 주요국 고정투자/GDP 비율 추이



자료: CEIC

1. 경제 성장방식의 전환

경제성장 방식의 전환은 경제성장의 구조를 수출과 고정투자 중심에서 민간소비 중심으로 변화시켜 연착륙을 유도한다는 것이다. 기존 성장동력을 완전히 포기하는 것이 아니라, 소비수요와 동시에 투자수요를 동시에 자극해 가며 장기 성장률을 7%대로 안정화 시키려 한다.

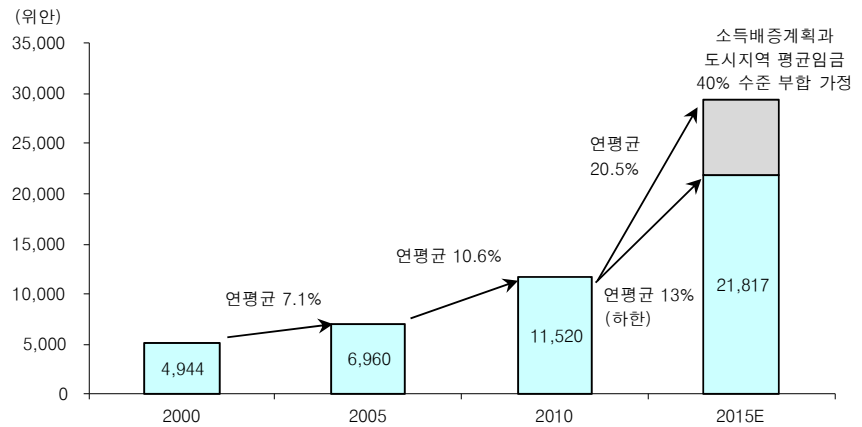
소비수요 자극은 소득증가를 통한 구매력 확대를 유도하는 것이 유효한 방법이다. 특히, 상대적으로 소비성향이 높은 저소득층의 소득수준 제고를 통해 그들의 구매력을 중산층 수준으로 끌어올리는 것에 집중한다. 이를 위하여 필요한 정책조합은 절대적인 소득증가 용인 외에 1) 최저임금 보장, 그리고 2) 감세정책 및 보조금 지급, 3) 회안전망 구축을 통한 예비적 저축 동기 감소 유도 등으로 요약된다.

투자수요 자극을 위한 방안으로는 1) 신규 인프라 투자 및 낙후 시설 개보수, 2) 보장성 주택 건립, 3) 신기술을 도입 과정에서의 투자 증가 등을 들 수 있다.

2. 산업구조 혁신과 신성장 동력 발굴

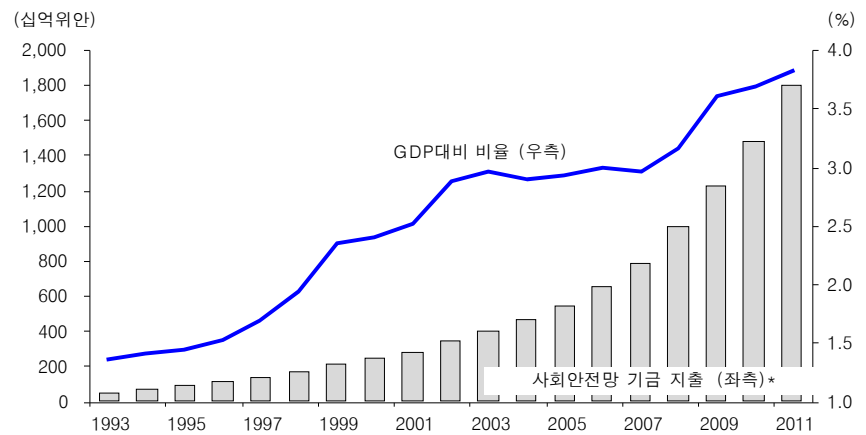
중국정부는 이미 1) 신재생에너지, 2) 신소재, 3) 바이오, 4) 전기차, 5) 첨단장비 제조업, 6) IT, 7) 에너지/환경보전 등 7개 산업을 신성장 산업으로 지정하여 투자를 확대하고 있다. 여기에 그치지 않고 서비스업 분야에 해당하는 문화, 스포츠, 관광 등에까지 눈을 돌리고 있으나, 현재까지 육성전략의 성공 여부는 불확실하다. 일부 전문가들은 정부주도로 산업을 육성했던 경우, 높은 ROI로 연결되지 못했다는 경험이 있다는 점을 우려하며, 신성장 동력 발굴에 Bottom-up approach가 더욱 유효할 것이라는 의견을 제시하였다.

그림 7. 12차 5개년 계획 상의 최저임금 인상 시나리오



자료: CEIC, 삼성증권 추정

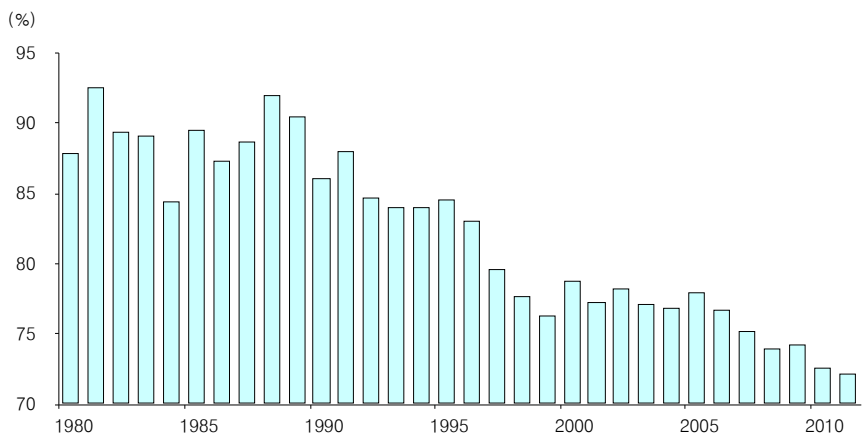
그림 8. 사회안전망 기금 지출 규모 추이



참고: * 연금, 의료, 상해, 실업, 출산 관련 기금 지출

자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 삼성증권 추정

그림 9. 중국 가계의 평균소비성향 추정 (전국 기준)



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 삼성증권 추정

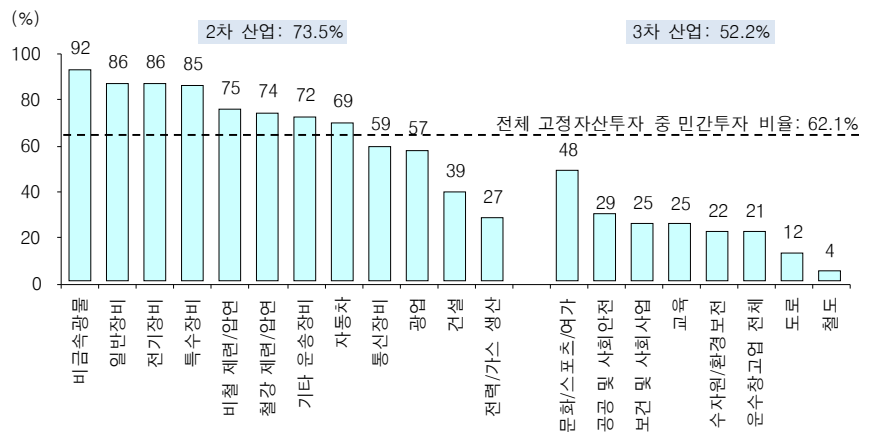
3. 경제체질 개선

2008년 이후 정부 영향력 확대로 육성시켜 나가야 할 서비스업에서의 민간 부문 재량이 크게 줄어들었다. 이에 따라 서비스업의 시장화를 전진시킬 필요성이 더욱 부각되고 있다. 이는 특히 금융부문에서 두드러질 것이며, 구체적으로는 1) 금융시스템 개혁, 2) 채권취급 기관의 확대 뿐 아니라, 3) 이자율 및 환율의 시장화의 형태로 나타날 것이다.

정부부문이 주도해 왔던 산업들에 민간투자를 확대시킬 필요성도 존재한다. 중국 정부는 지난 6월, '민간투자 장려 및 발전을 위한 36조 신개정안' 을 통해 그간 기간산업 및 사회복지에 투자하는 민간부문에 세제혜택을 부여하는 방안을 발표하였으나, 여전히 이들 산업에 대한 민간부문의 태도는 소극적이다. 보다 강한 조치인 법제화를 통한 민간투자 활성화를 유도해야 한다.

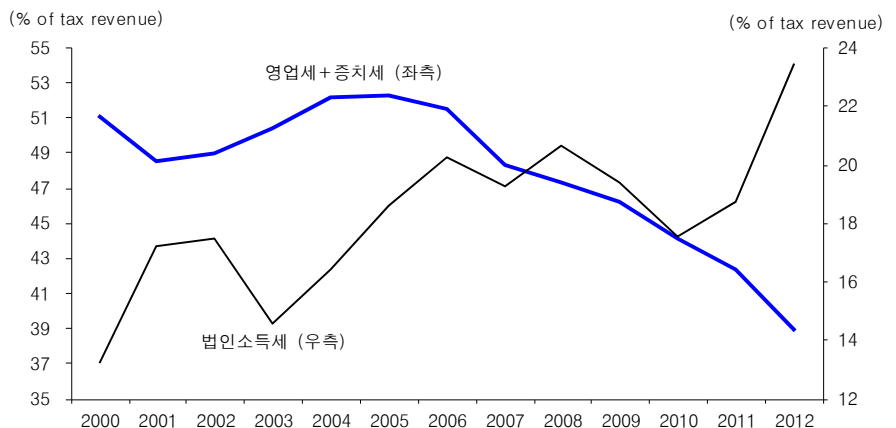
세금 관련 정책은 기업활동을 장려하는 방향으로 개혁해 나갈 것이다. 매출에 부과하는 세율은 낮추고, 이익에 부과하는 세율을 늘리는 것이 방안 중 하나일 수 있다. 이 같은 변화는 2012년 들어 두드러지게 나타나기 시작하였다.

그림 10. 산업별 고정자산투자 중 민간투자 비중 (2012년 1~8월)



자료: 중국 국가 통계국, CEIC

그림 11. 영업활동과 관련한 세금 비중 추이



참고: 2012년의 경우 1~8월 기준

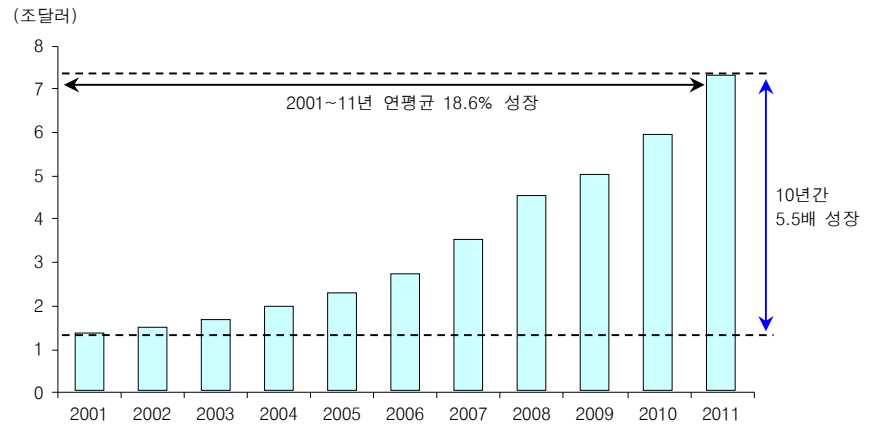
자료: CEIC

참고: 중국 성장전략 변화의 배경 및 전개과정

지난 10년은 수출의존형 고도성장 기간

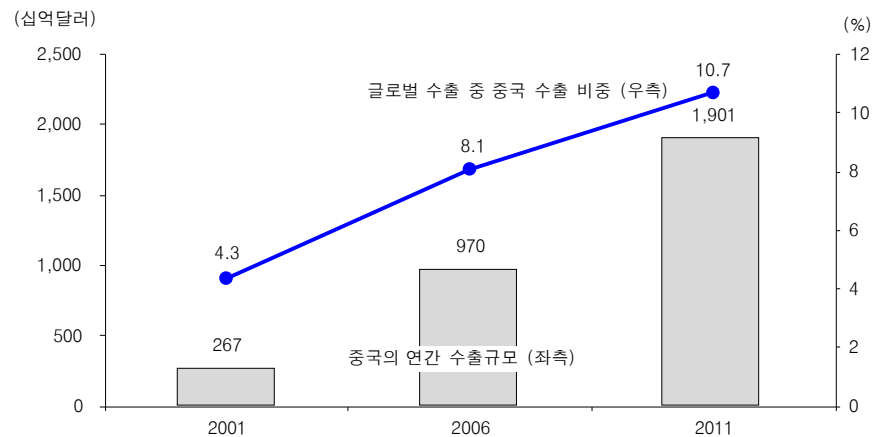
중국의 2001년 WTO 가입 이후, 10년간 수출에 의존한 고도성장을 향유해 왔다. 동 기간 중 명목GDP는 5.5배 성장하였으며, 연평균 시준으로는 18.6% 성장하였다. 세계화의 수혜로 중국의 연간 수출규모는 2001~2011년 사이 7.1배 성장하였으며, 글로벌 수출 중 중국 수출 M/S도 4.3%에서 10.7%로 크게 상승하였다.

그림 12. 중국의 명목 GDP추이



자료: 중국 국가 통계국, CEIC

그림 13. 중국 수출규모와 글로벌 수출 M/S



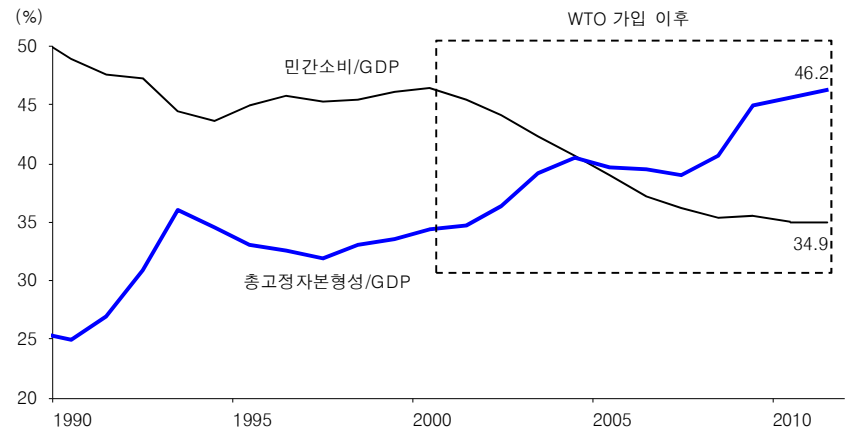
자료: IMF Direction of Trade Statistics, Thomson Reuters

투자 과잉에 따른 기형적인 경제구조 고착

이 같은 수출의존형 고속성장은 제조업 중심 고정투자의 급속한 확대에 연결되며 기형적인 경제구조를 고착화시켰다. 2011년 기준 총고정자본형성이 GDP에서 차지하는 비중은 46.2%로 역사상 최고치를 기록하고 있다.

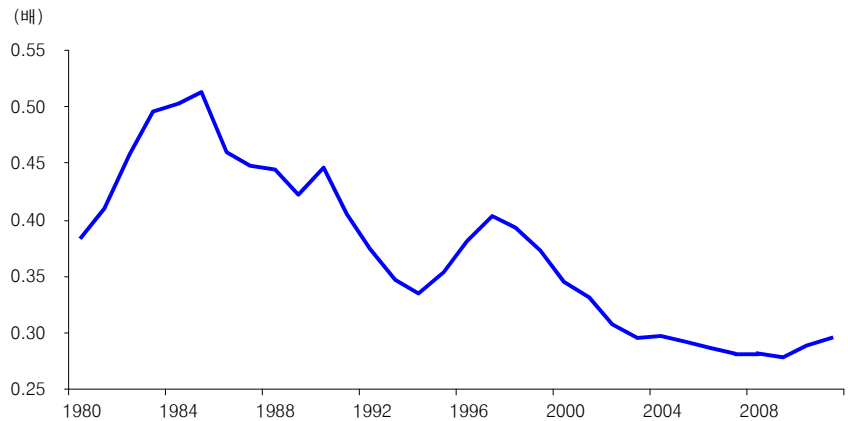
동부지역 중심, 도시 중심의 수출기지화 전략은 지역간/도농간/빈부간 격차를 심화시켰다. 2011년 기준 농촌의 1인당 소득은 도시의 인당 소득 대비 29%에 불과하여, WTO가입 이전인 2000년의 34% 대비 5%포인트나 하락하였다. 소득분위별 1인당 소득기준 최상위 계층의 소득 수준은 최하위계층의 11배에 달한다. 참고로, WTO가입 이전인 2000년 당시 최상위계층의 소득은 최하위계층 소득의 5.7배였다.

그림 14. 민간소비와 총고정자본형성의 GDP대비 비중 추이



자료: 중국 국가 통계국, CEIC

그림 15. 농촌소득/도시소득 비율 추이



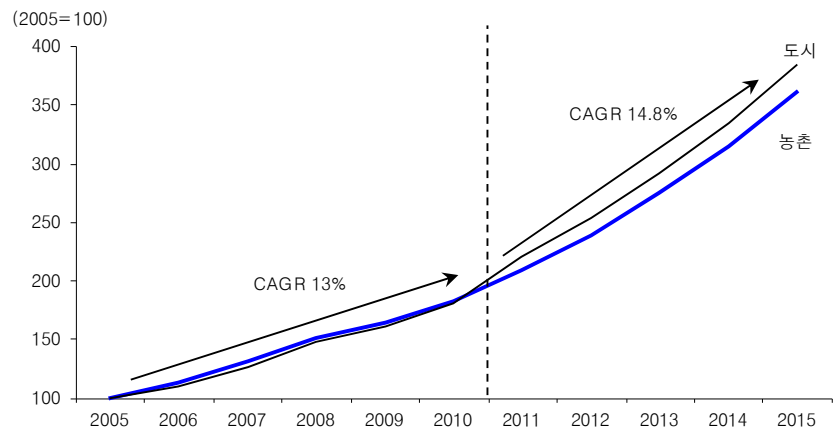
자료: 중국 국가 통계국, CEIC

임금인상 용인: 불균형 완화와 제조업 구조조정

중국 정책당국은 수출의존형 고도성장기에 발생한 불균형 문제를 해소하는 한편, 향후 민간소비 및 서비스업 발전을 위한 인민의 구매력 확대에 주력하고 있다. 대표적인 사례는 소득배증계획이다. 즉, 12차 5개년 계획 기간인 2011~15년 사이 소득이 두 배로 증가한다는 의미이다. 이 계획이 차질없이 진행된다면, 2015년까지 임금은 연평균 14.8% 증가하게 될 것이다.

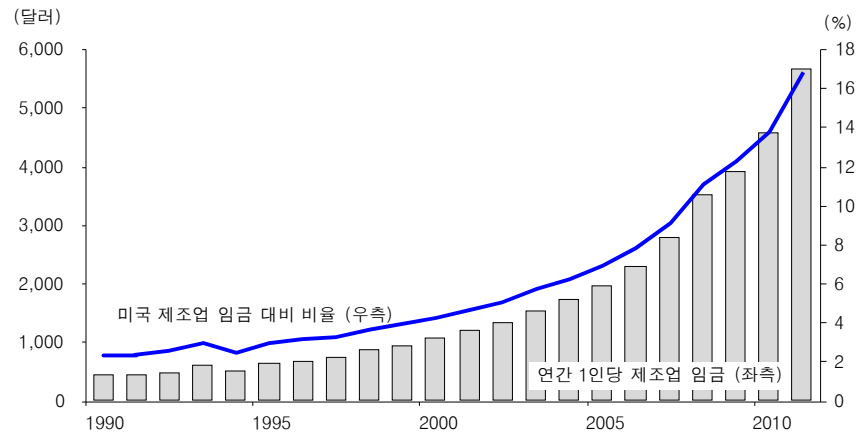
임금상승 지속의 시사점은 다음과 같다. 이미 2011년 기준 중국의 제조업 임금은 미국의 임금수준 대비 16.1%까지 상승하여, 저임금이라는 메리트를 점점 잃고 있다. 결국 저임노동에 기반한 산업들은 선진국으로 재이전되거나, 인건비가 상대적으로 저렴한 태국, 베트남 등지로 옮겨갈 가능성이 높다. 이 과정에서 중국은 고부가가치 산업 중심으로 경제구조를 재편해 나갈 것이다.

그림 16. 소득배증계획에 따른 임금수준 조망



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 삼성증권 추정

그림 17. 중국의 1인당 제조업 임금과 미국 제조업 임금 대비 비율



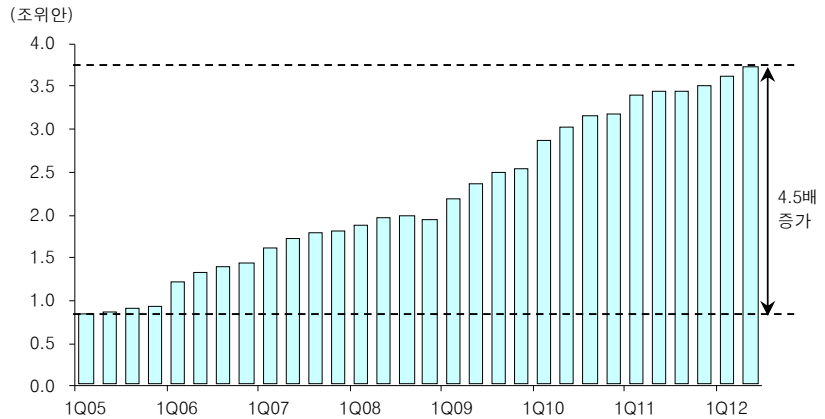
자료: CEIC, 삼성증권

부동산시장의 연착륙과 지방정부 채무 부실규모/처리방법이 관건

도시화 진전은 부동산 투자 붐을 촉발하였다. 특히 북경, 상해 등 1선 도시를 중심으로 한 투기적 주택수요까지 가세하면서, 부동산 개발업 대출은 2005년 이후 무려 4.5배나 증가하였다.

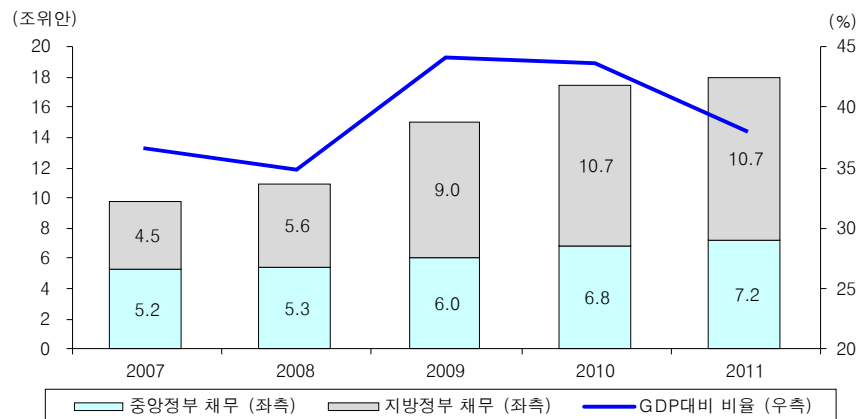
한편, 2008~09년 대규모 경기부양 과정에서 정책당국이 부동산 수요진작책 시행, 지방정부의 투자 제한 철폐를 결정하며, 지방정부 채무가 2008~2010년 사이 4.1조 위안(91%)이나 증가한 것도 문제이다. 2011년 말 잔액 10.7조 위안 중 어느 정도 규모가 부실화될 것인가, 이를 어떠한 방식으로 조정할 것인가가 향후 관건이 될 것이다.

그림 18. 부동산 개발업 대출 현황



자료: 중국인민은행, CEIC

그림 19. 중앙 및 지방정부 채무 추이

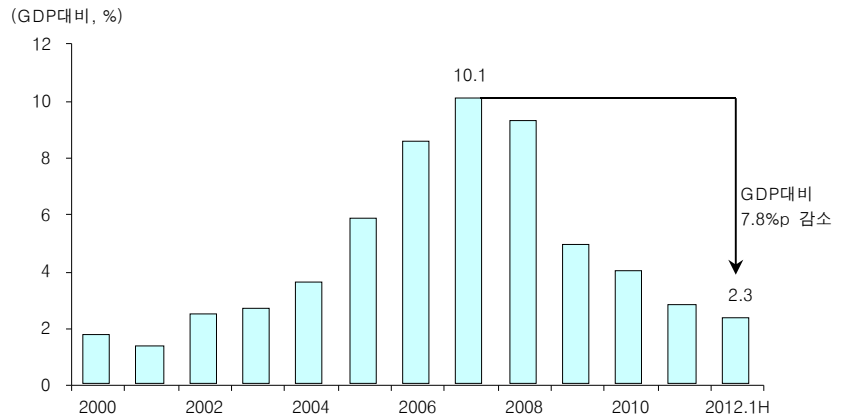


자료: CEIC, 삼성증권 추정

경상수지 흑자 축소의 의미

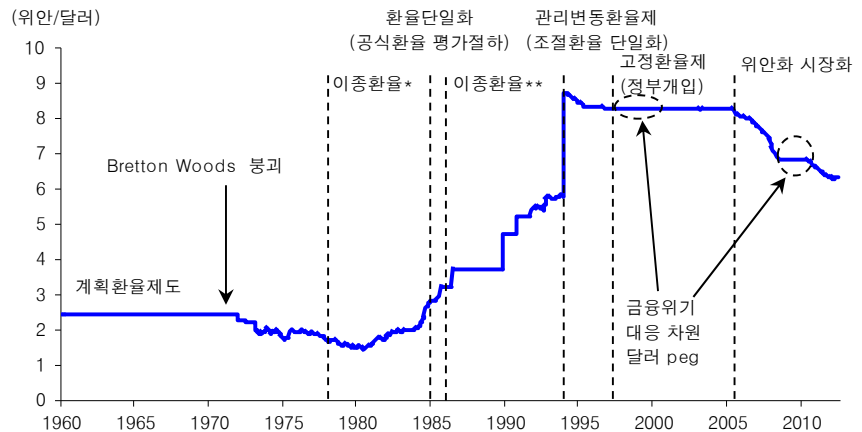
중국의 경상수지 흑자는 2007년 GDP대비 10.1%를 정점으로 2012년 상반기에는 GDP 대비 2.3% 수준으로 감소하였다. 이에 따라 선진국에서 주장해 왔던 경상수지 불균형이 곧 위안화의 저평가라는 등식이 깨지고 있다. 이는 과거와 같은 위안화 환율변동을 기대하기 어려움을 의미한다. 중국의 대다수 전망기관도 위안화 가치의 안정적 유지 가능성을 높게 보고 있다.

그림 20. GDP대비 경상수지 비중 추이



자료: 중국 국가 외환관리국(SAFE), CEIC

그림 21. 위안화 장기시계열과 환율 제도 변천



참고: * 공식환율(외자유치/관광거래), 내부결제환율(무역거래)로 이원화

** 공정환율(정부), 조절환율(기업간 외환/무역거래)로 이원화

자료: IMF, CEIC

■ 목차

I. 중국 방문기 요약	p2
II. 실물경제 전망 및 중장기 성장전략 논의	p5
III. 투자전략 시사점	p16
Appendix: 10년 주기설	p22

III. 투자전략 시사점

(전종규)

중국의 5세대 지도부 등장이 임박했다. 변화의 벽을 넘어야 한다. 중국의 5세대 지도부 출범은 1978년 덩소평의 개혁개방 이후 세 번째 최고 지도부 교체이자 세 번째 변화의 문인 셈이다.

중국 주식시장은 내년 1/4분기까지 안정세를 되찾을 것으로 예상된다. 중국의 시장참여자 등이 기대하는 것은 두 가지다. 첫째는 신지도부 출범을 앞두고 경기부양과 개혁정책에 대한 기대감이고, 두번째는 2013년 유로존의 최악상황 탈피와 미국의 완만한 경기회복에 따른 수요회복 기대감이 그 것이다. 관건은 그 이후의 상황이다.

먼저, 치열한 권력투쟁의 대상이었던 중국의 5세대 지도부 구성이 구체적인 윤곽으로 드러나면서 주식시장의 기대감을 되살릴 수 있을 것이다. 지난 8월 이후 나타났던 중국의 정치적 불확실성이 제거되면서 정부의 정책적 리더십 회복을 기대하는 것이다. 이는 지난 장쩌민과 후진타오 교체기에도 목격되었던 공통된 현상이다. 중국의 지도부 교체는 올해 11월 Political change(공산당 조직개편) → 2013년 3월 행정부 개편(총리 선임 등) → 2013년 9월 경제정책 점검(중전회의)으로 연결될 예정이다.

다만, 2013년 하반기 이후 주식시장은 시진핑-리커창 신지도부의 구조조정 강도에 따라서 다시 한번 굴곡의 시간을 맞이할 수 있다. 변화의 국면에서 고충수반은 일정부분 불가피하다. 다만, 강력한 구조조정에 의한 하락이라면 지난 2005~2007년 사이클처럼 중국 경제와 주식시장의 레벨-업을 위한 좋은 기회가 될 수 있다.

그림 22. 중국 지도부 교체 정치 스케줄



자료: 삼성증권 정리

세 번째 지도부 교체와 세 번째 개혁

중국을 개혁개방 이후 두 번의 지도부 교체와 두 번의 경제 구조개혁을 경험했다. 1993년 이후 장쩌민-주룽치 시대는 先성장, 後구조조정의 틀을 선택한 반면, 2003년 후진타오-원자바오 체제에서는 국영기업과 은행에 대한 강력한 개혁이 단행됐다. 시진핑-리커창 지도부 등장이 임박한 현재의 중국은 후진타오 교체기와 유사한 경제구조 개혁이 필요한 시점이다. 시진핑-리커창 체제의 변화는 과거청산-구조조정의 프레임에서 1) 경제 구조조정, 2) 지방정부와 은행권 부실처리, 3) 사금융 개혁이 강하게 추진되어야 한다.

표 3. 중국의 지도부 교체와 구조개혁

구분	지도부	기간	성장 vs 구조조정
1차 구조개혁	장쩌민-주룽치	1993~2002년	• 성장 우선정책 • 90년대 중반 이후 국영기업 Down-sizing 시행 • 성장버퍼: 부동산시장
2차 구조개혁	후진타오-원자바오	2006~2012년	• 균형과 배분 정책 • 집권 초기 강력한 은행개혁과 국영기업 민영화 • 성장버퍼: 수출과 제조업 & 균형개발 인프라투자
3차 구조개혁	시진핑-리커창	2013~2022년	• 7%대 성장 담보, 온건한 산업구조조정 시도 • 성장버퍼: 내수산업, 소프트웨어

자료: 삼성증권 정리

지난 두 차례의 지도부 교체에서 중국의 신지도부는 개혁을 통해 위기를 돌파해왔듯, 시진핑-리커창 체제의 정책 방향설정 키워드 역시 '개혁' 이 될 것이다. 시장의 기대는 1) 강력한 경기부양과 2) 구조조정이라는 두 가지 카드다. 이번 방문을 통해 확인한 중국의 학계와 증권가, 정부의 시각은 대체로 신지도부가 온건한 경기부양 - 완만한 속도의 구조조정의 틀을 유지할 것이라는 데 있다. 향후 중국 차세대 지도부 등장 이후 핵심 정책과 산업에 대한 시장의 시각과 우리의 베이스 시나리오는 다음과 같다.

- 1) 경기부양:** 신지도부의 경기부양 정책은 온건한 수준에 머무를 것이다. 2013년 외부환 경이 recession을 우려하는 국면이라는 점에서 방어적 차원의 경기부양책은 병행될 수 있으나, 향후 2~3년간 경제구조의 레벨-업을 위한 구조조정이 불가피하다는 점에서 7%~7.5% 수준의 경제성장을 용인할 가능성이 높다.
- 2) 과거청산-구조조정:** 시진핑-리커창 지도부 초기에 강력한 구조조정이 집행될 가능성은 낮다. 2003 ~ 2005년에 추진했던 구조재편 시기와 달리 대내외적인 경기둔화 우려가 높은 상황이기 때문이다. 당분간 12-5 규획에 따라 완만한 구조조정 강도를 높여 나갈 가능성이 우선은 높다. 다만, 후진타오 방식의 先 구조조정 後 질적 성장전략이 채택될 가능성도 남아있다. 시진핑 지도부가 강력한 구조개혁을 통해 정책적 리더십을 구축하고 2000년 이후 과도하게 투입된 산업별 중복투자의 폐단을 제어하는 명분도 확보하고 있기 때문이다. 구조조정에 대한 개혁강도는 2013년 하반기 이후 가능할 수 있을 것이다.
- 3) 신성장 동력:** 중국은 산업의 신성장 동력 보강을 통한 경제성장을 지지와 산업 레벨-업이 절실한 상황이다. 장쩌민 시기에는 부동산, 후진타오 시기에는 수출·제조업과 인프라투자가 성장동력이었다면 시진핑 시대는 중장기 성장전략 변화와 맞물려 민간소비와 이를 지지하는 소프트 인프라를 차세대 동력으로 육성하는 데 집중할 것이다. 중국의 고민은 기존 성장을 주도했던 산업의 구조재편이 미진한 가운데, 향후 2~3년간 성장의 버퍼를 제공할 수 있는 신성장 산업의 동력 역시 미진하다는 데 있다.

표 4. 신지도부 교체기 관련 중국 vs 우리의 시각

구분	주요내용	중국의 시각	우리의 시각
정책	경기부양	• 방어적 차원의 온건한 수준, 지준을 인하 • 향후 2~3년간 7~7.5% 수준의 경제성장률 감내	• 온건한 수준의 경기부양 조치 • 2013년 전년대 이후 정책적 리더십 회복
	과거청산-구조조정	• 제조업/금융/국영기업 전반의 구조적 재편 필요 • 완만한 속도의 구조재편	• 완만한 수준의 구조조정 • 단, 산업 구조조정의 단락에서 예상보다 강한 구조조정 발생 가능성도 존재
산업	신규 성장 동력	• 신흥 산업/금융/내수 소비산업	• 인프라와 소비 3.0: 에너지/헬스케어/레저/화장품.패션/인바운드/컨텐츠 등
주식시장	상해지수 흐름	• 단기 정책기대감 긍정적, 중장기 Box권 흐름 (2,000~2,400)	• 향후 6개월 긍정적, 2013년 하반기부터 모멘텀 둔화 가능성

참고: 중국 방문기관, 신은만국/해통/중신/CICC/국무원/인민대/베이천부동산개발/대외정책연구원

자료: 삼성증권 정리

주식시장 영향: 경험한 것(성장)과 경험하지 못한 것(급진적 구조재편)

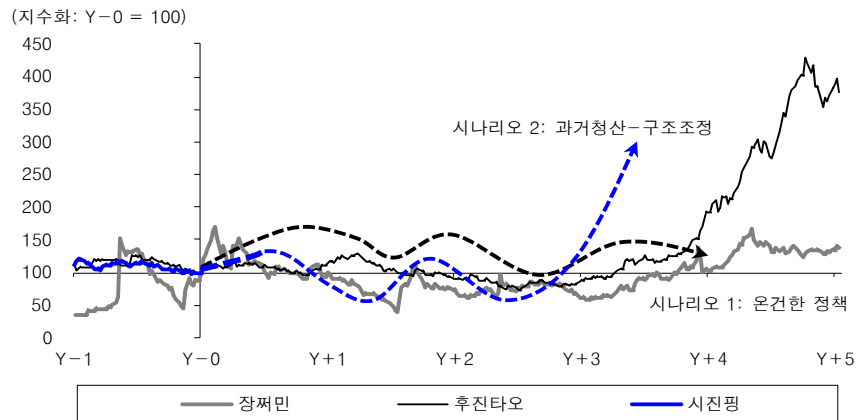
정책 이슈: 구조개혁 vs 성장

2013년 중국의 경기와 주식시장 흐름은 온전히 중국 시진핑-리커창 신지도부의 '선택'에 따라 커다란 변화가 나타날 수 있다. 신지도부의 정책선택이 '성장' 중심의 회귀인가, 비교적 강력한 과거청산-구조조정을 감내하는 개혁시도가 선행될 것인가에 따라 중장기적 변화가 불가피하기 때문이다. I) 장쩌민 시기의 성장주도, 後구조조정의 정책과, II) 후진타오 시대의 先 과거청산-구조개혁 정책이 금융시장에 미친 간극은 대단히 컸다.

전술한 바와 같이 시진핑-리커창 신지도부의 초기정책은 '온건한 구조조정'과 '온건한 (방어적) 경기부양'이 유력하다. 12-5 규획에 명시된 대로 2015년까지는 커다란 경제정책 변화가 없음을 의미한다. 만일 이러한 시장 컨센서스대로 정책이 진행된다면 중국 주식시장은 2015년까지 제한적인 박스권에 갇힐 가능성이 있다. 다만, 예상보다 강한 구조조정의 결과가 나타날 가능성도 배제할 수 없다.

이유는 1) 일본과 한국 등의 국가도 성장전략 전환 시점에 예외 없이 경제위기를 통해 구조적 조정이 진행되었듯이 중국이 이른바 인구(저가 노동력)·제도(시장경제 제도 전환)·글로벌화(2001년 WTO 가입)라는 3대 프리미엄이 약화되는 시점에 외부충격을 맞이하고 있다는 점과, 2) 시진핑-리커창 차세대 지도부의 상황이 정치적 안정성이 높았던 장쩌민 시대보다는 정치적 갈등구조가 남아있는 후진타오 시대와 유사하다는 점에서 예상보다 강한 개혁조치를 통해 정책 리더십 확보를 시도할 가능성이 남아있기 때문이다.

그림 23. 중국 지도부 교체기 주가흐름 비교 vs. 시나리오



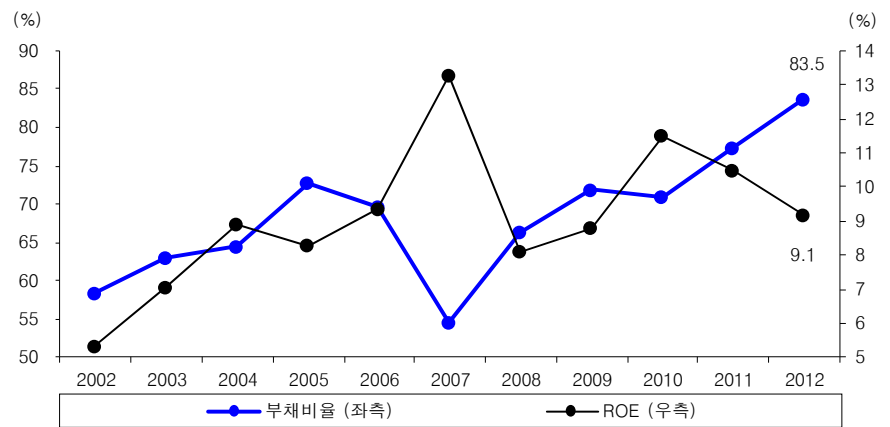
참고: 장쩌민 체제 기준시점 = 1993년 1월 1일
 후진타오 체제 기준시점 = 2003년 1월 1일
 시진핑 체제 기준시점 = 2012년 10월 14일
 자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

기업 이슈: 이익구조 vs 밸류에이션

중국 주식시장의 고민은 기업 이익구조의 훼손이고, 기대는 밸류에이션 매력이다. 올해 중국 상장 제조업기업은 12%의 감익이 예상되고 있다. 내년에는 글로벌 수요회복과 기저효과로 실적회복을 기대하고 있으나 눈높이는 회복수준을 넘어서지 못하고 있다.

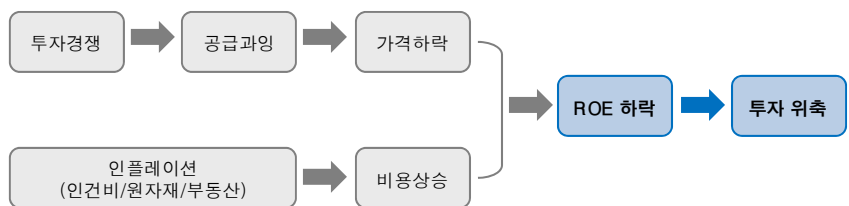
중국의 산업구조재편 필요성은 기업의 투자효율성과 이익구조에서 명확히 나타나고 있다. 중국 제조업 기업들의 공격적인 조달수요가 꾸준히 이어지면서 부채비율(83.5%)은 가파르게 상승하는 데 비해, 제조기업의 수익성을 대표하는 ROE는 한 자리 수(9.1%)로 떨어지면서 이익규모가 이자비용에도 미치지 못하는 기업이 속출하고 있다. 이러한 제조기업의 부채비율 상승과 수익성 훼손의 의미는 1) 제조업부문의 투자위축과 산업구조 조정이 나타나야 할 시점이며, 2) 중장기적으로는 기술의 Up-grade와 해외시장과 사업포트폴리오 다각화가 진행되어야 ROE의 회복을 담보할 수 있다는 데 있다.

그림 24. 중국 비금융 상장 기업 부채비율 및 ROE 추이



참고: 2012년 10월 12일 기준; 각 해당 년도 말 상장기업 기준; 2012년 부채비율은 직전분기 기준 ROE의 경우 당해 년도 Book value와 순이익 기준, 2012년은 직전 분기 Book value와 12개월 trailing 순이익 기준
자료: Bloomberg

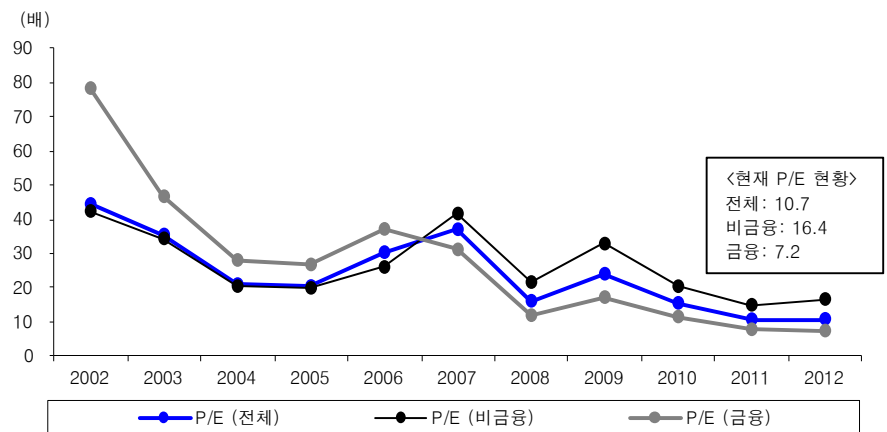
그림 25. 중국 기업 수익구조 훼손 과정



자료: 삼성증권 정리

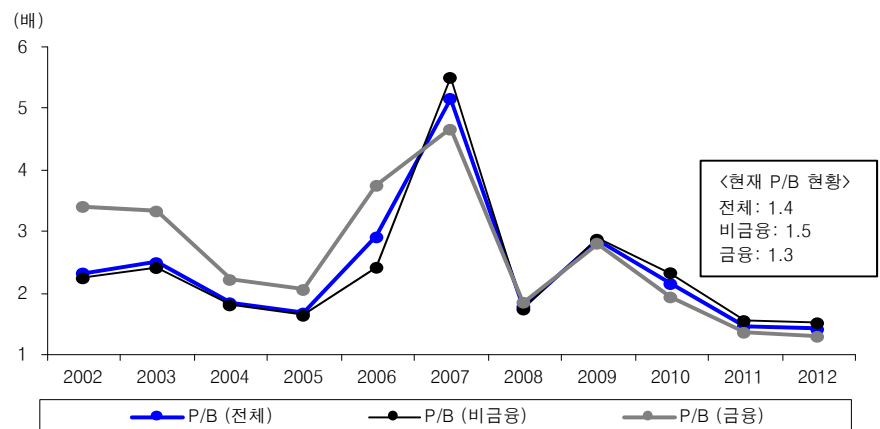
중국 주식시장의 밸류에이션은 역사적인 저점을 형성하고 있다. 2012년 기준 P/E가 10.7 배에 불과하다. 2007년 이후 중국 시장의 밸류에이션은 De-rating이 진행되고 있다. 이는 유동성 프리미엄이 축소되고 있음을 의미한다. 문제는, 전체 주식시장의 40% 이상을 차지하고 있는 금융업종을 제외하고 나면 제조업의 P/E는 16.4배로 여전히 글로벌 시장 대비 높은 수준에 위치하고 있다는 데 있다. 중국 시장의 밸류에이션 multiple 회복을 위한 전제조건은 1) 기업 이익 성장 모멘텀과 2) 유동성 회복이다.

그림 26. 중국 상해지수 P/E 추이



참고: 2012년 10월 14일 기준; 각 해당 년도 말 상장기업 기준;
 각 해당 년도 말 시가총액과 당해 순이익 기준; 2012년은 12개월 Trailing 기준
 자료: Bloomberg

그림 27. 중국 상해지수 P/B 추이



참고: 2012년 10월 14일 기준; 각 해당 년도 말 상장기업 기준;
 각 해당 년도 말 시가총액과 당해 Book value 기준; 2012년은 직전 분기 기준
 자료: Bloomberg

투자전략: 중국 지도부 교체기의 세 가지 전략

중국의 정치·정책적 전환기를 앞두고 단기적인 주가모멘텀 회복을 기대한다. 중국 주식시장은 두 가지 기대감과 세 가지 우려가 충돌하고 있다. 중국 주식시장의 모멘텀 회복을 기대하는 이유는 1) 차세대 지도부의 출범 스케줄이 가시화되면서 눈높이가 낮아졌던 정책 모멘텀 기대감이 회복될 수 있고, 2) 2013년 유로존 우려 완화와 미국의 수요회복에 대한 기대감이 향후 6개월간 나타날 수 있기 때문이다. 다만, 리스크에 대한 세 가지 우려 목소리에도 귀를 기울일 필요가 있다. 1) Earning risk, 기업실적 둔화, 2) 정책적 리스크, 3) 밸류에이션 multiple de-rating에 대한 우려가 그 것이다. 이는 내년 2분기 이후 채부상할 수 있는 화두다.

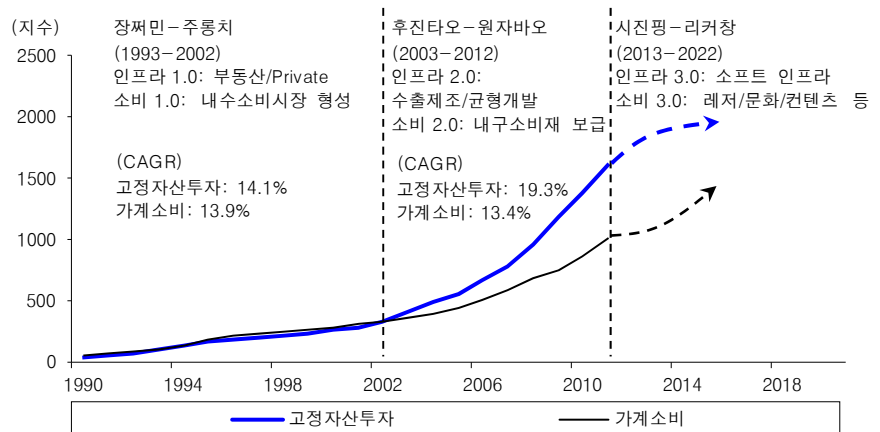
시진핑-리커창 지도부 등장 이후 더욱 명확해질 중국의 중장기 성장전략의 변화에서 차이나플레이의 투자전략은 세 가지 시사점을 포착할 수 있다.

첫째, 공급과잉의 그림자가 남아있는 과거산업(산업재/소재)에 대한 접근은 6개월간의 정책 기대감 랠리를 통해 trading 관점으로 제한할 필요가 있다. 중국의 슈퍼 인프라 사이클은 20년 사이클로 마무리되었다. 다만 소비인프라 구축의 투자확대는 여전히 기회요인으로 남아있다. 에너지·기기업종을 선호하는 이유다.

둘째, 중국 내수소비시장 성장은 시진핑-리커창 지도부의 절실한 과제가 되었다. 중국 내수소비시장의 성장을 3단계로 나눈다면 1) 장쩌민-주룽치 시대의 내수소비재 시장의 형성, 2) 후진타오-원자바오 시대의 1st 내구재 소비시대를 넘어, 3) 시진핑-리커창 시대의 Double-peak 소비 심화단계로 접어들 것이다. 우리가 주목하는 차이나 Consumption 3.0의 주인공은 W(Women)·B(Baby & Kids)·S(Silver)그룹의 문화/레저/화장품/패션/온라인쇼핑/In-bound/스마트디바이스/교육/게임·컨텐츠/헬스케어·커피/음료산업이다.

셋째, 중국의 신흥산업 육성계획과 관련된 부품·소재산업의 성장 기회는 중장기적으로 유효할 것으로 판단된다. 중국의 차세대 IT·전기차·첨단기계의 밸류체인으로 편입되는 기업들의 경쟁력 강화에 주목한다.

그림 28. 중국 세대별 지도부 산업 사이클



참고: 1993년 = 100 기준

자료: CEIC, 삼성증권

■ 목차

I. 중국 방문기 요약	p2
II. 실물경제 전망 및 중장기 성장전략 논의	p5
III. 투자전략 시사점	p16
Appendix: 10년 주기설	p22

Appendix. 10년 주기설 - 과거 정권 교체기 비교

(서정규/전종규)

중국이 전환기를 맞이하고 있다. 주지하는 바와 같이 중국의 최고 지도부교체라는 정치·정책적 중요한 변곡점에서 대내외적인 환경은 녹록치 않게 흘러가고 있다. 대외적으로는 유로존 위기로 촉발된 대외환경 악화가 본격적인 실물경기 둔화로 전염되고 있고, 내부적으로는 1978년 개혁개방 이후 거침 없는 고도 성장기를 거치면서 누적됐던 과잉투자 여파가 금융환경의 발목을 잡고 있다. 과거 중국 지도부 교체기의 금융환경과 정책비교를 통해 2013년 이후까지의 그림을 짚어본다.

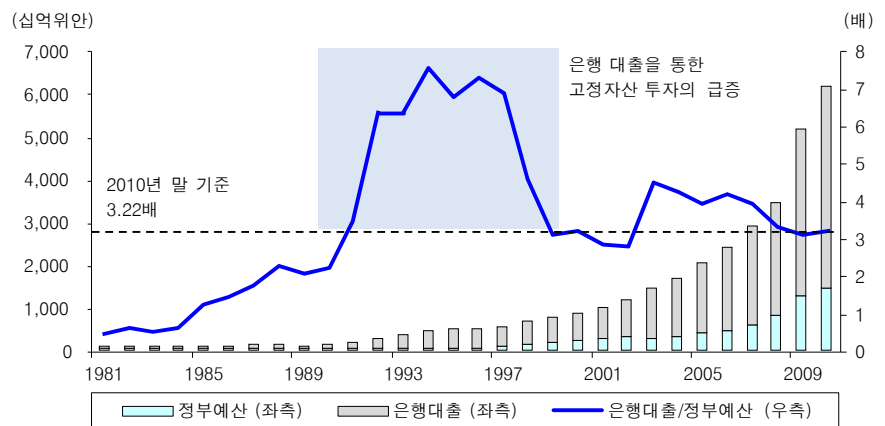
과거 중국의 4세대 장쩌민 지도부 교체시기와 2002년 후진타오 지도부의 등장 시기의 환경과 정책적 흐름을 비교해 보는 것도 좋은 반면교사가 될 것이다.

Case 1. 1993년, 장쩌민-주룽치 지도부 교체기: '성장 & 인플레이션'

1993년 장쩌민 지도부의 등장은 예고된 수순이었다. 장쩌민 체제는 1989년 천안문사태 이후 실질적인 최고지도부의 권력으로 편입된 이후, 1992년 14차 전국대표회의의 추인을 통해 공식적인 출범이 선포되었다.

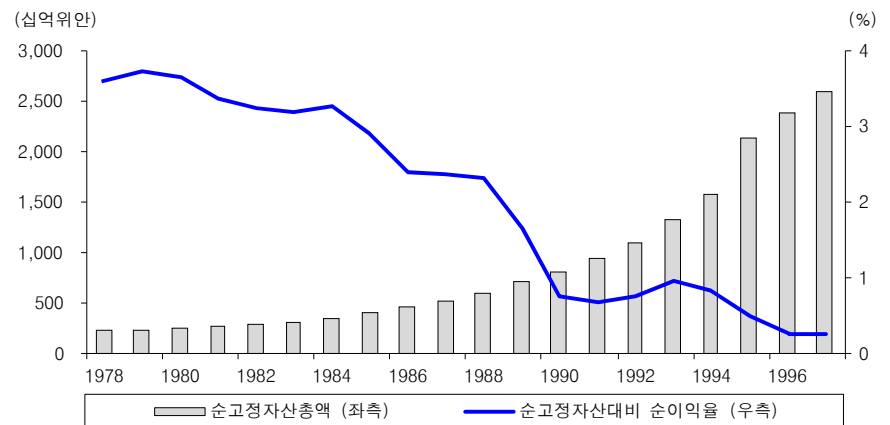
장쩌민 시대는 '성장'을 추종했다. 과학적 기술관과 중국식 사회주의 자본론으로 무장한 성장론을 담론으로 채택했다. 당시 중국의 거시적인 환경은 확장기로 1992년, 1993년 각각 전년대비 14%대의 경제 성장을 보인 반면, 드라마틱한 정책적 변화는 나타나지 않았다. 이는 장쩌민 체제가 정치적인 후원자인 등소평의 성장정책을 계승한다는 의미에서 큰 틀의 변화를 애써 할 필요가 없었기 때문이다. 따라서 이 시기에 중국이 이전에 경험하지 못했던 고성장의 열매를 거두었으나 한편으로는 높은 인플레이션과 막대한 국유기업과 은행의 부실을 축적하게 된다.

그림 29. 고정자산 투자 자금 원천: 정부 예산 vs 은행 대출



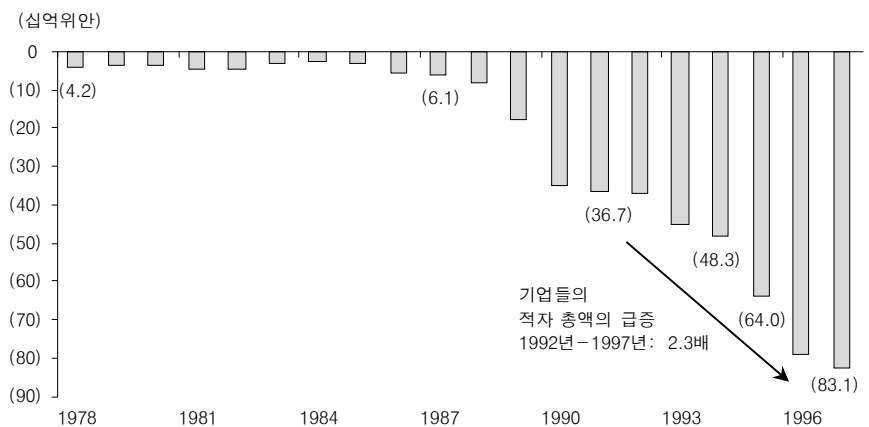
자료: 중국통계연감 (2011)

그림 30. 수익성 악화: 순고정자산총액 vs 국유기업 세전이익률



자료: 중국통계연감 (1998)

그림 31. 중국 적자기업 적자 총액 추이

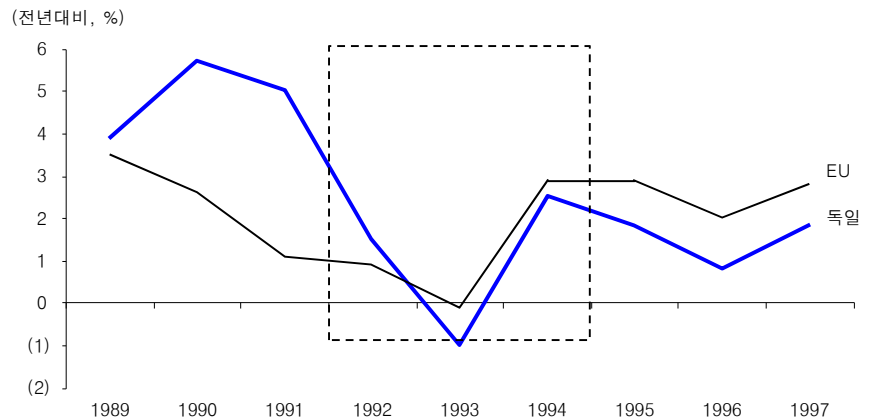


자료: 중국통계연감 (1998)

1993년 중국 정권 교체 전후 시기의 글로벌 경제환경은 경기 회복이 지연되는 환경 속에 처해 있었다. 주요 지역 중 미국, 영국 등 소수의 선진국만이 경기 회복의 조짐을 보였을 뿐, 대부분의 선진국들의 경기 회복은 지연되고 있었다. 당시 주요 지역의 경제환경을 요약해보면 다음과 같다.

- **유럽의 경기 회복 둔화 지속:** 냉전체제의 질서가 무너지며 1990년 독일 통일 이후, 경제 대국인 독일의 경제 성장 둔화로 유럽 경제는 진통을 앓고 있었다. 이와 함께 1992년 영국의 유럽 통화 제도 탈퇴 선언으로 유럽의 EC 통합이 난항¹을 겪고 있었던 것도 경기회복을 지연시키는 요인으로 작용하였다. 1993년 EU 경제는 0.1% 역성장하며 1992년의 0.9%에 비해 경제 환경이 크게 악화 되었다.
- **자유 무역 시대로의 진입 전 불확실성의 확대:** 유럽 지역이 EC 통합에 차질을 빚고 있던 가운데, 1986년부터 협상이 시작되었던 우루과이 라운드(UR)도 주요 국가의 이해관계로 인해 난항을 겪고 있던 것도 당시 세계 경제의 불안한 요인이었다. 반면 북미자유무역협정(NAFTA)은 타결이 되는 등 자유 무역 시대로의 진입하는 변화의 시기였다.
- **일본 버블 붕괴:** 1980년대 호황을 누렸던 일본 경제 성장률이 0%대로 급락하며 버블 경제 붕괴가 가시화되기 시작한 것도 당시 세계 경기 회복을 둔화시키는 요인으로 작용하고 있었다. 이후 일본은 장기간 저조한 경제 성장률을 지속하게 된다.
- **미국, 경기 회복 시작:** 1993년 클린턴 정부가 들어선 미국의 경우, 1986년 주택대부조합(Saving & Loans Association) 사태 후 구조조정이 일단락 되고 경제가 회복세로 전환되고 있었다. 1992년 미국 경제는 3.4% 성장하며 1991년 0.2% 역성장에 비해 크게 개선되었다. 이후 장기적인 침체로 빠지게 되는 일본과 달리 미국은 3%대의 견조한 성장을 지속한다.

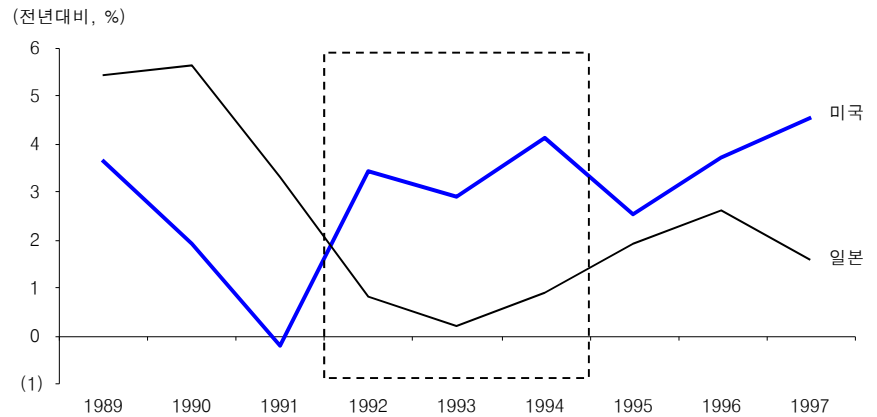
그림 32. 독일과 EU: GDP 성장을 추이 (1993년 정권 교체 전후)



자료: IMF

¹ 1992년 9월 영국이 유럽의 환율체제(European Rate Mechanism, ERM)로부터 탈퇴함으로써 1979년 창설되어 추진 중이었던 유럽통화제도(European Monetary System, EMS)가 흔들리고 있었다. 당시 통일 이후 독일이 극심한 경기 둔화를 겪고 있던 것과 영국 등 일부 국가를 제외한 EC국가들의 심각한 경기침체로 유럽 단일 시장 논의가 위협받고 있었다. 그러나 1993년 10월 독일의 비준 처리로 11월 유럽의 정치-경제 통합에 관한 마스트리히트 조약이 발효되며, 유로화 시대의 서막이 열렸다. (한국금융연감, 1993)

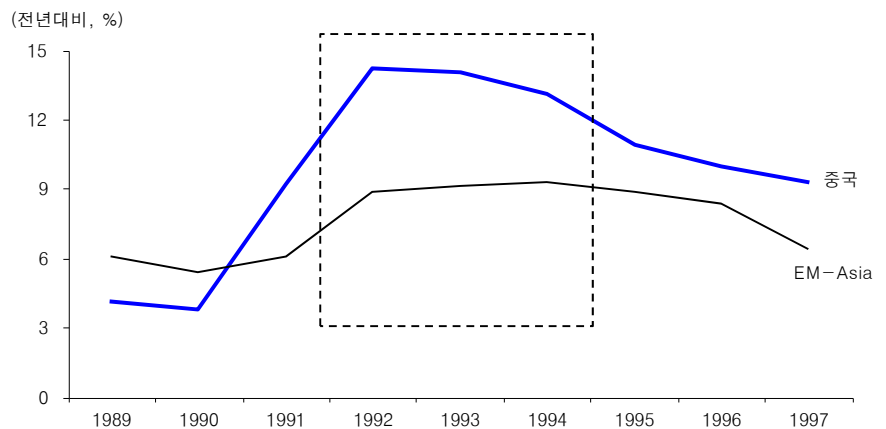
그림 33. 미국과 일본: GDP 성장률 추이 (1993년 정권 교체 전후)



자료: IMF

당시 중국을 비롯한 아시아 신흥시장의 성장세는 가속화 되고 있었다. 중국 GDP는 1992년 14.2%의 성장한 이후 1996년까지 세계 경제 회복에 발맞춰 두 자리 수 성장률을 지속하며 경기 과열의 우려가 제기되었다. 이와 마찬가지로 아시아 신흥시장 역시 1992년 8.9%, 1993년 9.1%의 견조한 성장세를 보이고 있었다. 이후 아시아 외환 위기 전까지 중국을 비롯한 아시아의 신흥 국가들은 세계 경제의 회복에 힘입어 높은 경제 성장률을 유지하였다.

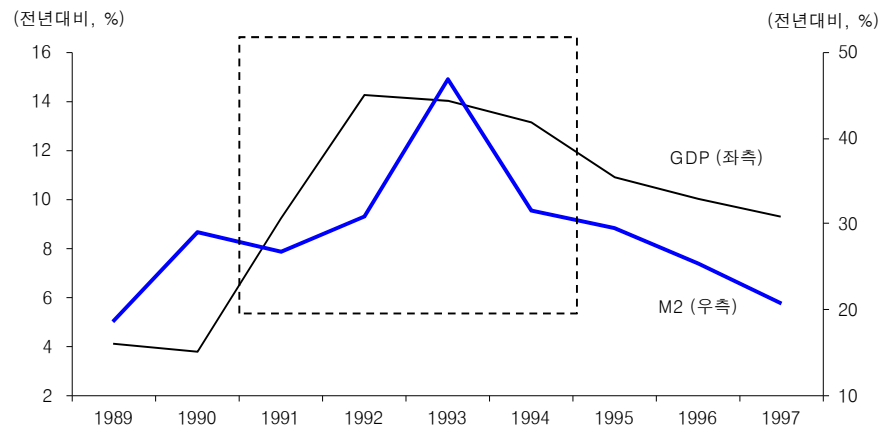
그림 34. 중국과 EM-Asia: GDP 성장률 추이 (1993년 정권 교체 전후)



자료: IMF

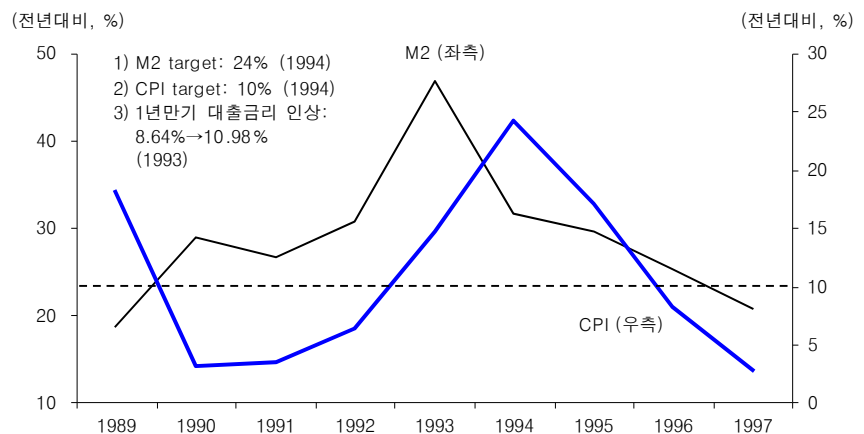
중국은 천안문 사태 이후 1990년부터 급격한 경제 성장을 보이기 시작한다. 주된 요인은 1) 정부 지출 증가 (1991년 정부지출 전년대비 18.2% 증가, 이후 3년간 10%를 상회하는 증가세 유지), 2) 부동산 투자 과열 등 고정자산 투자가 급증하였다. (부동산 투자 증가율: 1991년 32.7%, 1992년 117.5%, 1993년 165.0%) 이러한 중국의 급격한 성장은 통화량의 급격한 팽창과 물가 상승으로 연결되어 중국 경제 성장에 부담으로 작용하였다. 이를 해결하기 위해 정부는 1) 목표 M2 설정(1994년, 24%), 2) 목표 CPI 설정(1994년, 10.0%), 3) 1993년 대출 규제와 함께 기준 금리 인상(1년 만기 대출 금리, 8.64% → 10.98%)을 실시하였고, 그 결과 1996년 들어 통화량 증가율과 물가 상승률이 안정화 되었다.

그림 35. 중국: GDP 성장률과 M2 증가율 추이 (1993년 정권 교체 전후)



자료: IMF, World Bank

그림 36. 중국: M2 증가율과 CPI 상승률 추이 (1993년 정권 교체 전후)



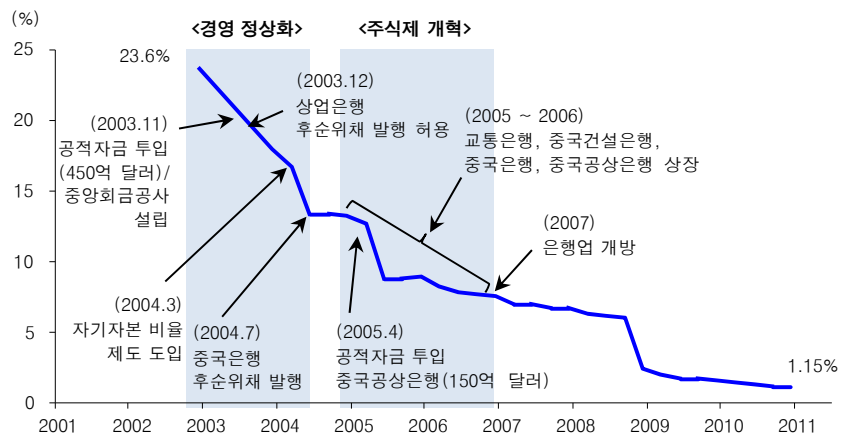
자료: World Bank

Case 2. 2003년, 후진타오-원자바오 교체기: '구조조정 & 디플레이션'

2003년 후진타오-원자바오 지도부의 시작은 '구조조정' 과 '디플레이션' 으로 정리된다. 선행적인 구조조정과 금융시장의 도약을 경험한 사례다. 후진타오-원자바오 지도부는 등장과 함께 강력한 과거청산-구조개혁의 기치를 걸었다. 대표적인 사례는 은행개혁·국유기업 민영화·금융시장 개방 이 세 가지다.

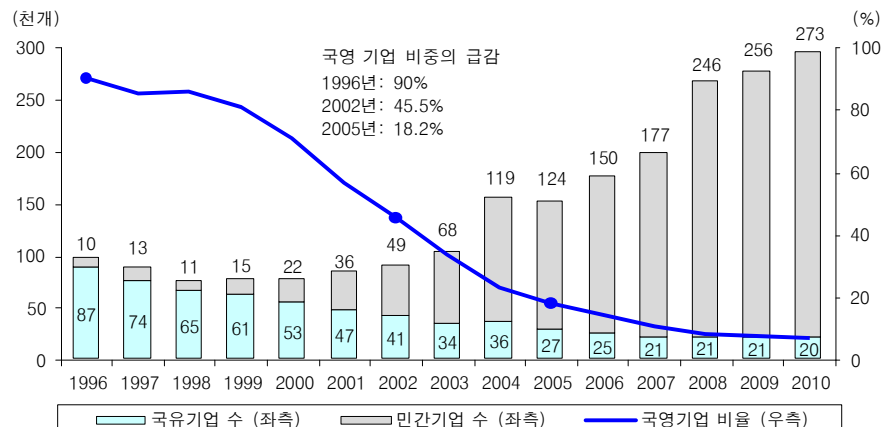
- **강도 높은 은행개혁:** 2003년부터 2005년까지 국유 상업은행에 600억 달러 수준의 공적자금을 투입하여 2002년 말 23.6%에 달했던 은행 NPL을 불과 2년 만에 절반 수준인 13.3%로 낮추는데 성공했다. 이는 시장이 예상치 못했던 'One-shot 은행 건전화 조치' 였다.
- **강력한 국유기업 개혁:** 장쩌민 지도부 후반부에 시작된 국유기업 민영화 개혁 또한 후진타오-원자바오 지도부 초기에 강하게 유지되면서 2002년 45.5%에 달했던 국유기업의 비중은 2005년 18.2%로 감소하게 된다.
- **금융시장 개방:** 주식시장의 개혁·개방이 본 궤도에 오르게 된다. 2003년 7월 QFII, 2005년 비유동주 개혁은 뒤 이은 주식시장의 레벨-업의 기초가 되었다.

그림 37. 중국 주요 은행 NPL 추이와 주요 은행 개혁 내용



자료: CEIC, 삼성증권

그림 38. 중국 국유기업 개혁



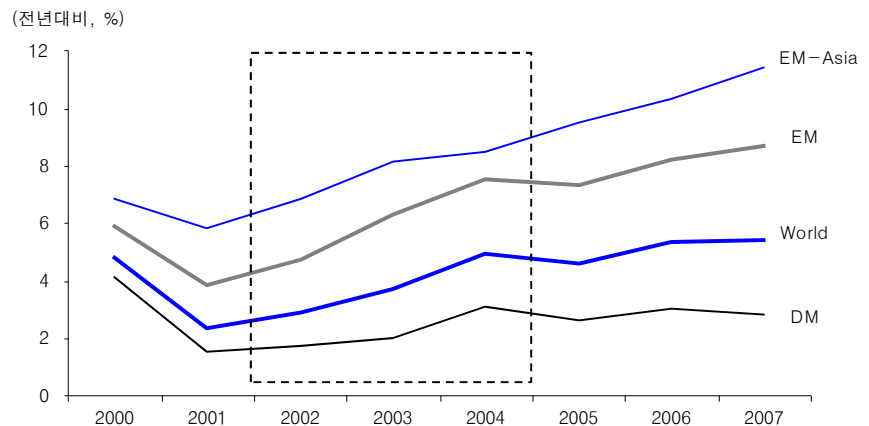
자료: World Bank, 삼성증권

후진타오의 구조개혁이 가능했던 이유는 두 가지다. 첫째, 중국 경기모멘텀이 강하게 유지되었다. 당시 글로벌 경기가 둔화되고 있었음에도, 중국은 2001년 WTO 가입으로 자유무역 질서 편입의 수혜를 받으며 고도 성장세를 지속하던 시기였기에 구조개혁에 따른 버퍼가 충분히 마련되었다. 둘째, 후진타오 등장 전후로 불안정했던 정치환경도 정책결정의 촉매가 되었다. 장쩌민 권력이 여전히 강하게 정책결정에 관여하고 있었다는 점에서 강력한 정책적 리더십 확보를 위해서 과거청산 - 구조개혁의 프레임이 필요했다.

후진타오-원자바오 지도부의 등장으로 산업 및 금융 기관 정상화가 이루어지고, 이후 인프라 투자가 주도하는 중국의 경제 성장은 더욱 가속화된다. 구조조정 이후 빠르게 진행된 중국의 성장은 글로벌 경제로 하여금 저가 상품에 의한 낮은 물가 상승 속에 높은 경제 성장률을 유지하는 골디락스를 맞보게 하였다. 2005년 이후 나타난 주식시장의 급등의 기초를 마련한 것도 바로 이 시기다.

2002년 중 글로벌 경기상황은 2001년 침체에서 다소 회복세로 돌아섰으나 완만한 수준이었다. 이라크 전쟁 등 불확실성이 지속되며 금융시장 움직임은 대체로 불안정하였으며, 경제지표들이 혼조 양상을 나타내어 경제주체들의 심리도 위축되는 등 경기회복세가 점차 약화되는 모습이었다. 특히 미국의 경우 엔론 사태, 이라크 전쟁 등으로 성장세가 불안한 모습을 보였고, 이에 따른 영향으로 유로 및 일본 경제도 미약한 회복세를 기록하였다. 그러나 SARS와 이라크 전쟁 종결 이후인 2003년 하반기부터 세계경제는 완전한 회복세로 전환되고 이후 안정적인 성장가도를 달리게 된다.

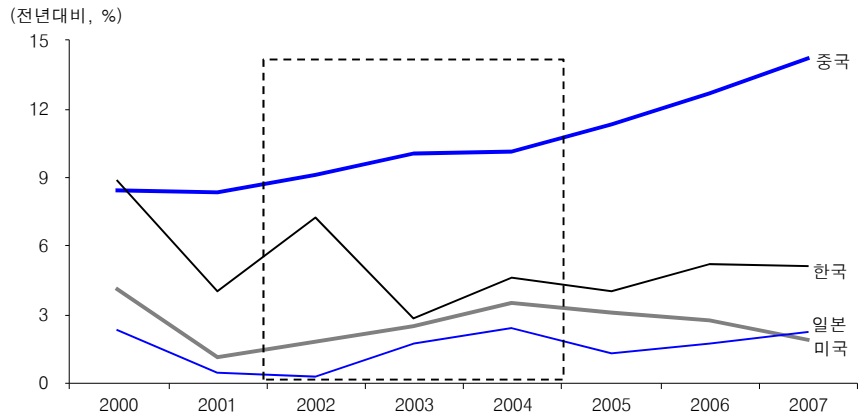
그림 39. 주요 지역 GDP 성장률 비교 (2003년 정권 교체 전후)



자료: IMF

글로벌 경기 회복세 전환으로 강도 높은 구조조정에도 불구하고 중국은 높은 성장세를 지속하게 된다. 이러한 중국의 높은 성장세는 아시아 주요국의 성장 및 글로벌 경기 회복의 선순환에 큰 영향을 미쳤다. 중국이 2003년부터 2007년까지 10% 이상의 성장률을 지속한 영향으로 아시아 이머징 국가의 경우 2003년부터 2007년까지 8% 이상의 높은 성장률을 보였고, 세계 경제 역시 4%대의 안정적인 성장세를 지속하였다(1980년 이후 세계 경제가 4% 이상의 성장률을 4년 이상 지속한 사례는 2004년부터 2007년이 유일). 동기간 중 한국 경제는 4~5%의 안정적인 경제성장을 기록하였다.

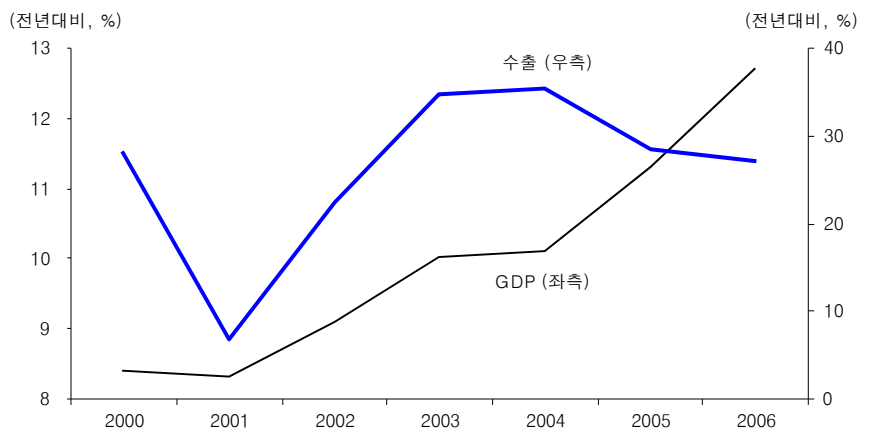
그림 40. 주요국 GDP 성장률 비교 (2003년 정권 교체 전후)



자료: IMF

당시 중국의 고속 성장이 이루어진 배경으로는 1) 글로벌 경기 회복으로 인한 수출 증가와 2) 고정자산 투자 증가를 들 수 있다. 2002년 하반기 SARS 문제가 일단락되고, 미국의 이라크 전쟁이 예상보다 조기에 마무리되는 등 그간 세계 경제 회복의 걸림돌이었던 요인들이 제거되면서, 세계 경제는 빠른 회복세로 전환된다. 2001년 세계 경기 둔화로 수출 증가율이 전년대비 6.8%에 불과했던 중국의 수출 성장세가 가속화되며 정권 교체 시기인 2003년 34.5%의 높은 성장률을 기록하였고, 이후 낮은 임금을 기반으로 한 중국의 수출은 세계의 공장 역할을 해내며 2007년까지 25%를 상회하는 높은 증가세를 유지하였다.

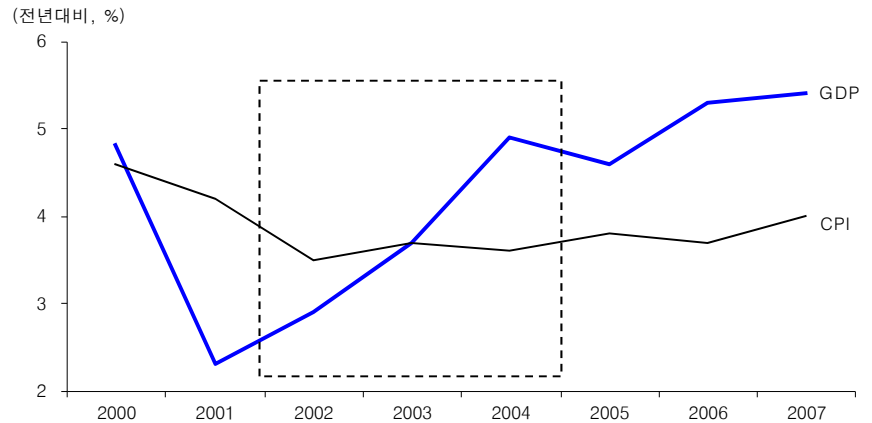
그림 41. 중국: GDP 및 수출 증가율 (2003년 정권 교체 전후)



자료: CEIC

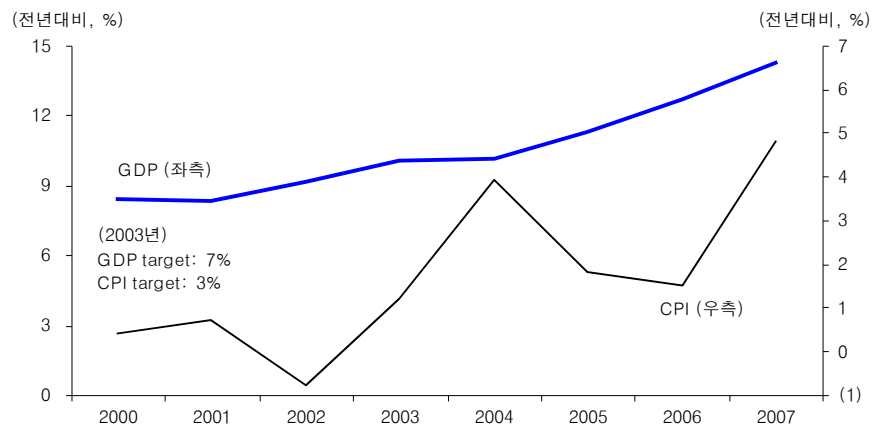
2003년 이후로 글로벌 경제는 고성장에도 불구하고, 낮은 인플레이션율을 시험하였다. Global outsourcing의 영향으로 중국의 낮은 노동비용으로 생산된 제품을 전세계가 향유할 수 있었기 때문이다. 중국의 경우 소비자물가 상승률은 2003년 1.2%를 기록한 이후 2007년까지 5%를 하회하는 안정적인 흐름을 보였다.

그림 42. 세계: 경제 및 CPI 성장률 비교 (2003년 정권 교체 전후)



자료: CEIC

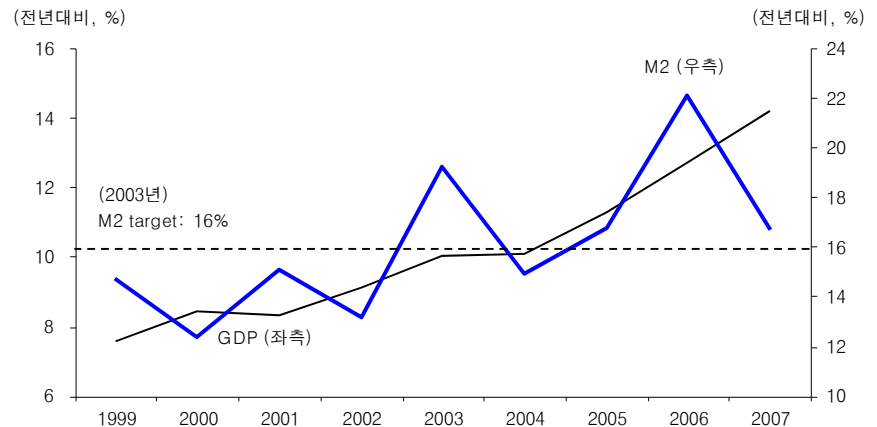
그림 43. 중국: 경제 및 CPI 상승률 비교 (2003년 정권 교체 전후)



자료: CEIC

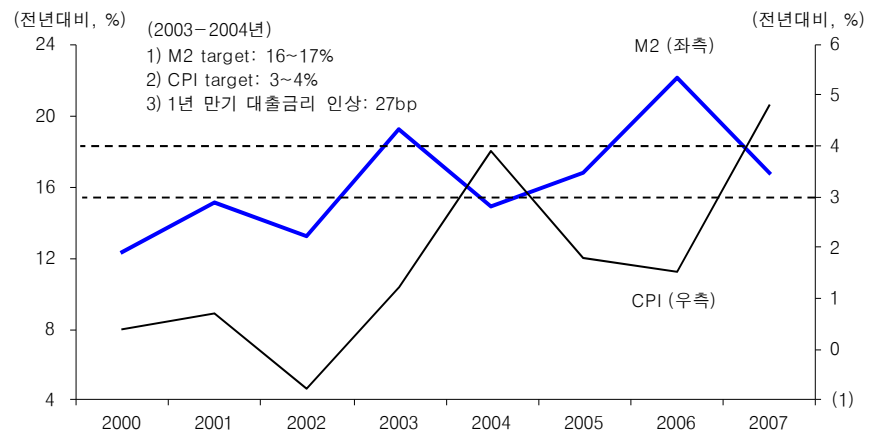
1993년과 1994년 높은 통화량 증가율(M2)이 20%대의 CPI 상승으로 연결되며 고통을 겪은 바 있는 중국 정부는 이후 지속적인 통화량과 물가 관리로 고속 성장을 지속하는 와중에도 물가상승세를 일정 수준에서 억제하는 데 성공한다. 이는 통화정책의 준칙을 마련하여 기준율, 기준금리 등을 통해 통화량과 물가의 급격한 변동을 지속적으로 관리하였기 때문이다. 당시 중국의 연간 M2 증가율은 10~20% 범위 내에서, 연간 CPI 상승률은 5% 이하에서 유지된다. 이러한 안정적인 경제 상황은 신정부가 정책을 수립하고 수행하는데 우호적인 환경으로 작용하였다.

그림 44. 중국: GDP 성장률과 M2 증가율 (2003년 정권 교체 전후)



자료: CEIC

그림 45. 중국: M2 증가율과 CPI 상승률 (2003년 정권 교체 전후)



자료: CEIC

■ Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

create[^] with you 삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객센터 접수 080 911 0900