

중국 경기 회복 판단의 갈림길

선임연구원 성연주 769-3805 cyanzhou@daishin.com

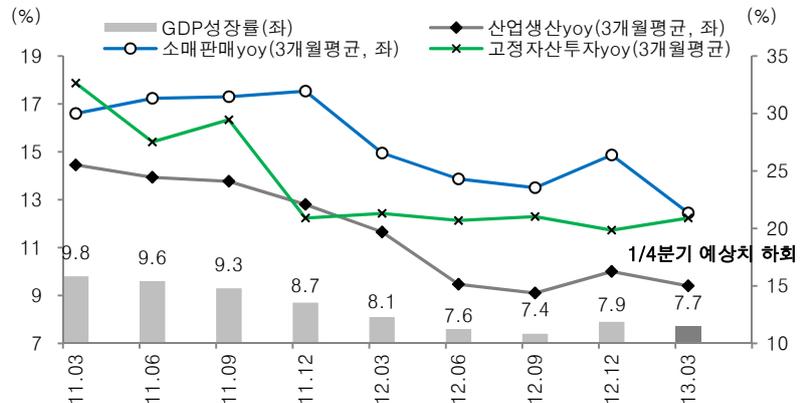
중국 2/4분기까지 경기 회복에 대한 기대감 낮추자

4월 15일 발표된 1/4분기 중국 GDP성장률은 예상치(8%)를 하회한 7.7%를 기록하면서 '8%' 기대감에 크게 못미쳤다. 가장 큰 원인은 GDP성장률에서 기여도가 큰 '2차 산업'의 중요 지표인 산업생산 3월 증가율(yoy)이 8.9%로 발표되면서 예상치(10.1%)를 하회했기 때문이다. 지난 1월~2월 9.9%로 발표된 산업생산 증가율이 전월(12월 10.3%)대비 둔화된 점을 감안하면 3월에 최소한 예상치(산업생산 1/4분기 9.4%, 4/4분기 10%)에 부합했어야 하는데 이를 하회하면서 GDP성장률도 8%를 밑돌았다. 이는 이미 3월 통계국 PMI지수 반등폭이 미미하게 발표된 점에서 생산 증가율 부진을 예고했다.

다행히도 1/4분기 산업생산, 소매판매, 고정자산투자 증가율을 살펴보면 투자 부분만 전분기 대비 반등했다. 비록 월별로 보면 3월 부동산 투자 증가율 둔화로 고정자산투자 증가율은 전월대비 0.3%p 하락했으나, 철로 등 인프라 투자 증가율은 상승세를 지속하고 있다. 또한 3월 신규대출 및 비은행대출 비중이 상승했다는 점에서 자금 수요도 증가하고 있다.

하지만 투자 증가율은 점차 회복되고 있는 상황에서 생산 증가율 반등은 지지부진한 이유는 무엇인가? 이는 수요가 증가하고 있지만 회복 속도가 더디기 때문에 재고조정이 지연되고 있다는 것이다. 이에따라 2/4분기 이후에서야 산업생산 반등폭도 확대될 것으로 예상된다. 따라서 투자, 소비 등 점진적인 내수 확대 정책에 따른 중국 중장기 성장 기조는 유지하지만, 2/4분기까지 중국 경기 회복에 대한 기대감은 낮춰야 된다는 판단이다.

그림 1. 중국 1/4분기 GDP성장률 예상치 하회 7.7% - 3월 산업생산 증가율 둔화 원인



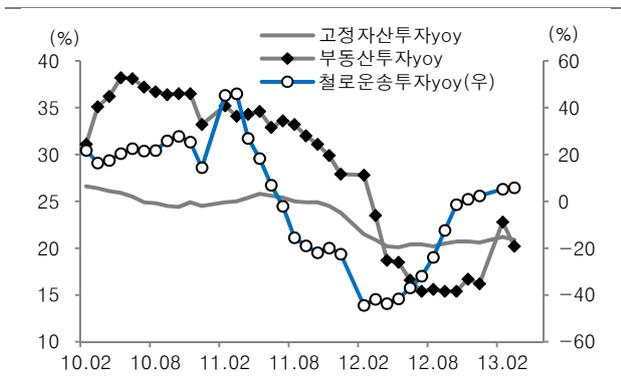
자료: Wind, 대신리서치센터

중국 1/4분기 투자 증가율 반등

1/4분기 산업생산, 소매판매, 고정자산투자 증가율(yoy)(9.4%, 12.5%, 20.9%, 4/4분기 10%, 14.9%, 19.8%)을 살펴보면 투자 부분만 전분기 대비 반등했다. 비록 월별로 보면 3월 부동산 규제 영향으로 부동산 투자 증가율이 둔화되면서 고정자산투자 증가율은 전월대비 0.3%p 하락했으나, 그외 철로 등 인프라 투자 증가율은 상승세를 지속하고 있다([그림 2] 참조). 특히 3월 중앙정부 및 민간기업 투자 증가율이 반등했다는 점에서 전인대 이후 투자 주체별 자금이 점차 투입되고 있다는 판단이다([그림 3] 참조).

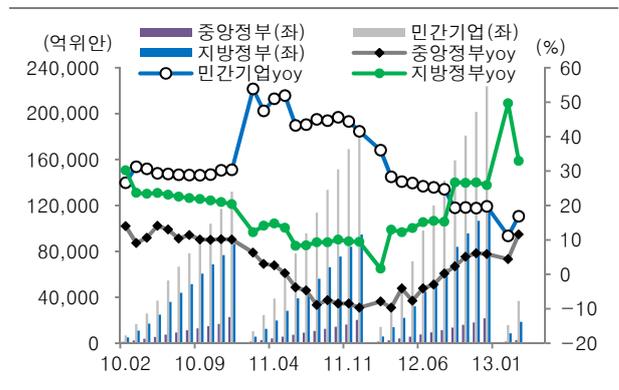
또한 3월 신규대출증가액이 1조 600억 위안으로 예상치(8,500억 위안) 및 전월(6,200억 위안)대비 큰폭으로 상승했다. 비록 은행 대출에서 중장기대출 비중이 단기 대출 비중보다 낮아졌지만, 전체 사회용자(은행 및 비은행 대출)에서 보면 비은행대출 비중이 상승하면서 신탁대출 및 기업채권을 통한 자금수요가 크게 증가했다([그림 4,5] 참조). 이는 인프라 관련 대출 수요가 계속 증가하고 있음을 말해준다. 이와 같이 자금 수요 및 인프라 투자 증가 추세가 지속되고 있다는 점에서 정책 효과 속도가 빠르지는 않지만 전인대 이후 점차적으로 나타나고 있다는 판단이다.

그림 2. 중국 1/4분기 고정자산투자 증가율 상승세 -3월 부동산 투자 ↓, 철로 투자 ↑



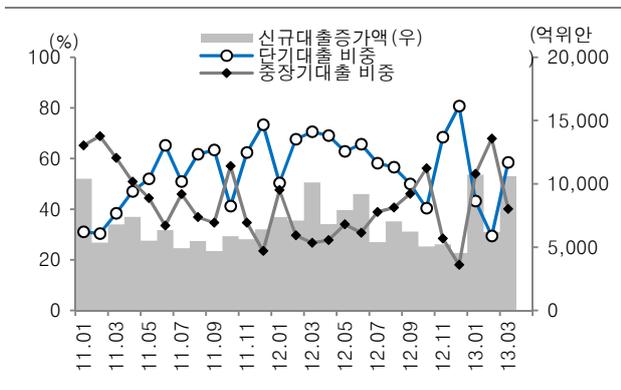
자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 3. 3월 고정자산투자에서 중앙정부 및 민간기업 투자 증가율 반등



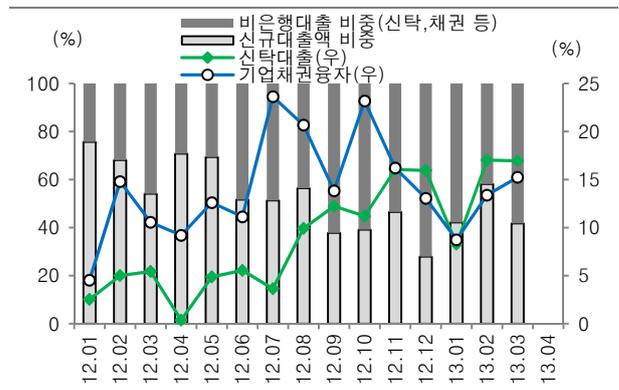
자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 4. 3월 신규대출증가액 1조600억위안 - 단기↑, 중장기↓



자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 5. 총 사회용자에서 신규대출(은행대출)↓,비은행대출↑



자료: Wind, 대신증권 리서치센터

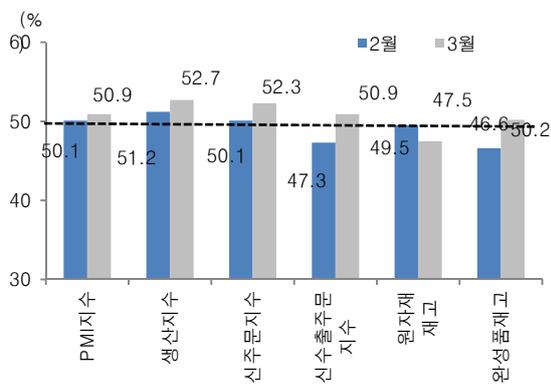
중국 1/4분기 생산 증가율 둔화 원인 - 수요 회복 속도 미미

비록 자금 수요 및 투자 등 점진적인 회복을 보이고 있지만, 생산 증가는 이에 못 미치고 있다. 지난 3월 PMI지수 반등폭이 예상치를 하회했고([그림 6] 참조), 3월 산업생산 증가율(yoy)도 예상치(10.1%)를 하회한 8.9%로 발표됐다. 업종별로 살펴 보면 철로/항공/운송 제조 및 전기기계 제조를 제외하고 대부분 업종 증가율 상승폭이 둔화됐다([그림 7] 참조).

그렇다면 투자 증가율이 점차 회복되고 있는 상황에서 생산 증가율 반등이 지지부진한 이유는 무엇인가? 지난 4월 2일 투자포커스[중국 애매한 PMI지수 원인 및 전망] 자료에서 밝혔듯이, 수요가 증가하고 있지만 회복 속도가 더디기 때문에 재고조정이 지연되고 있다는 것이다. [그림 8]와 같이 중국 명목수요 증가율(소비+투자+수출 합계의 증가율) 대비 명목공급 증가율(산업생산yoy) 추이를 살펴보면 3월에 상승 추세를 이어가고 있지만 여전히 마이너스 수준으로 향후 2~3개월 정도 재고 조정이 필요하다는 판단이며, 2/4분기 이후에서야 산업생산 반등폭도 확대될 것으로 판단된다.

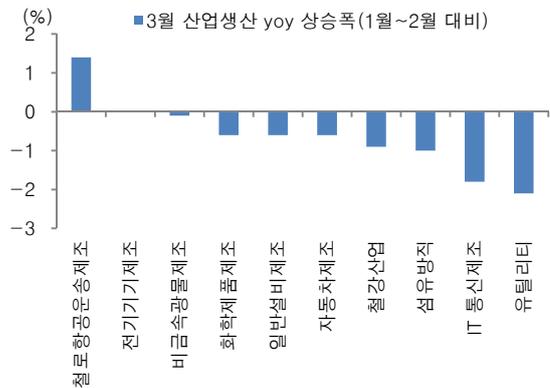
따라서 투자, 소비 등 점진적인 내수 확대 정책에 따른 중국 중장기 성장 기조는 유지 하지만, 2/4분기까지 중국 경기 회복에 대한 기대감은 낮춰야 된다는 판단이다. 즉 신정부 정책에 따른('신도시화 정책' 등) 투자, 소비 등 수요 증가폭 확대에 따른 생산 증가율이 반등하기까지 시간이 필요하다는 판단이다.

그림 6. 3월 통계국 PMI지수 반등폭 1%p 하회



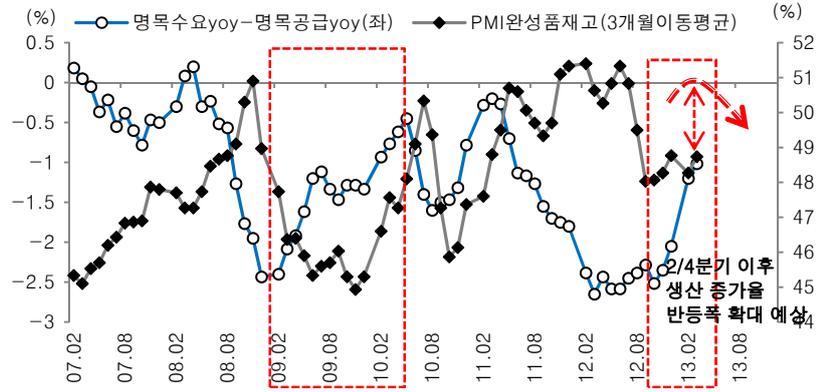
자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 7. 3월 업종별 산업생산 증가율 상승폭



자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 8. 중국 재고조정 지연으로 2/4분기까지 생산 증가폭 미미



주: 명목수요yoy(소비+투자+수출 합계 yoy), 명목공급(산업생산yoy)
 자료: Wind, 대신리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.