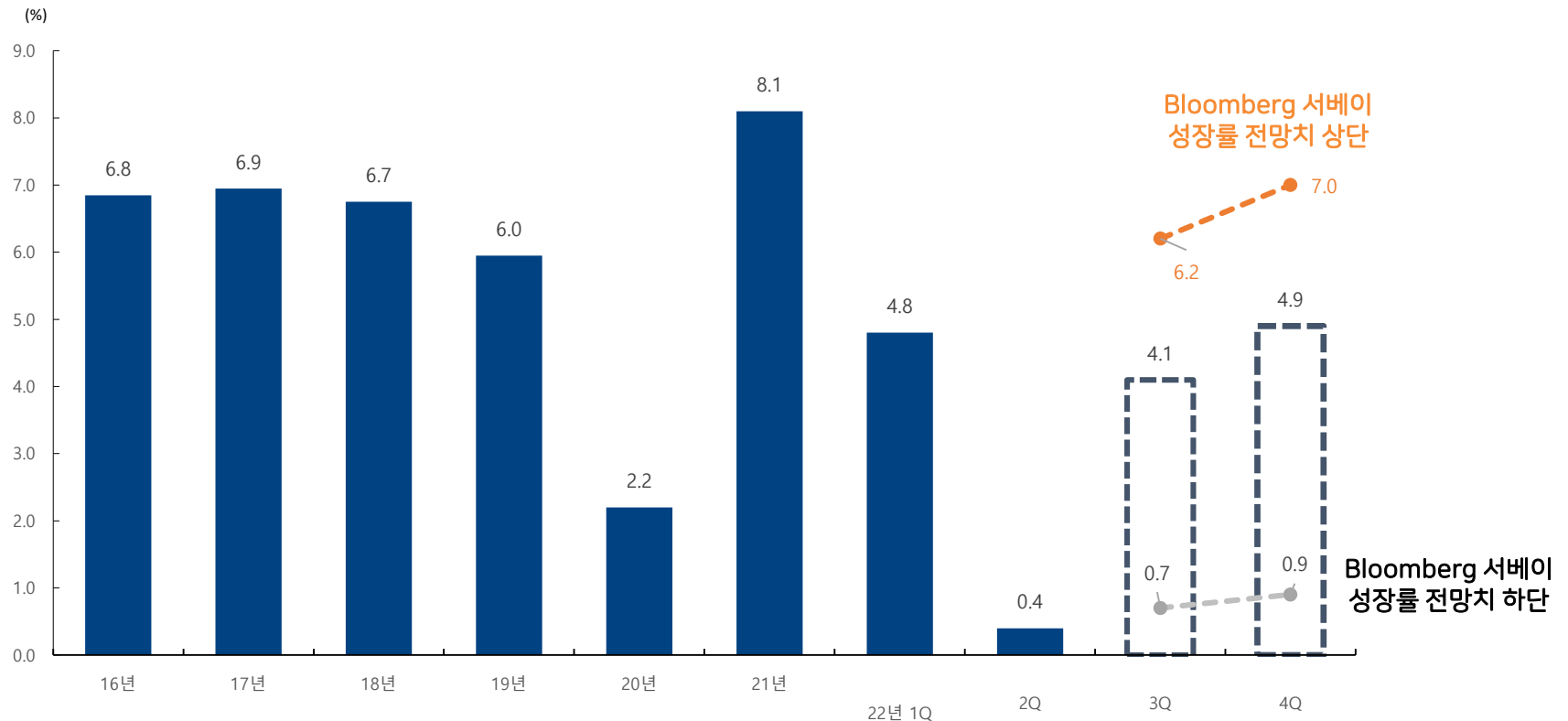


中 경제의 구조적 리스크 해부

- ▶ 중국 경기사이클에 대한 불확실성이 더욱 커지고 있음. 올해 중국 GDP 성장률은 팬데믹 당시인 2020년(2.2%)를 제외하면 1990년 3.9% 이후 가장 낮은 GDP 성장률을 기록할 공산이 높음
- ▶ 문제는 올해만의 성장률이 아님. 중국 경제가 소위 중진국 함정에 빠지면서 또 다시 성장률 수준이 한단계 내려앉을 리스크가 크다는 점임. 2000년대 고성장 흐름에서 2010년 중반 이후 부채 리스크와 투자과잉에 따른 구조조정 여파, 미-중 갈등으로 중성장 국면에 진입했던 중국 경제가 이번에는 저성장 국면으로 진입할 가능성이 커짐
- ▶ 중국의 저성장 압력 요인들은 다음과 같음
 - 1) 내수성장의 한계
 - 2) 공동부유로 대변되는 경제 패러다임 전환 후유증
 - 3) 디지털 경제로 대변되는 신성장 산업 중심으로의 산업 패러다임 전환 차질
 - 4) 미국과의 기술패권 경쟁에 따른 글로벌 공급망 내 중국 위상 약화 가능성
- ▶ 이와 같은 중국 경제의 저성장 압력 혹은 경기 경착륙 리스크를 뒷받침하는 지표와 정책들로는 고용시장 악화, 부동산 시장 경색 리스크 확대, 제로 코로나 방역 정책, 중국 정부의 성장 우선 정책 의지 약화 그리고 미-중간 통화정책 차별화 리스크 등을 들 수 있음
- ▶ 물론 인프라 투자 정책을 중심으로 한 경기 부양책, 견조한 수출 경기가 하반기 경기 경착륙 리스크를 방어해주는 역할을 할 것으로 기대됨. 그러나, 앞서 언급한 구조적 요인을 고려하면 중국 경기가 사실상 경기 경착륙과 연착륙 간 칼날에 서있다고 해도 과언이 아님
- ▶ 중국 경제의 중장기 저성장 압력과 경기 경착륙 리스크는 궁극적으로 국내 대중국 수출경기 및 구조에 큰 파장을 초래할 수 있음. 특히, 미국 주도의 공급망 재편이 본격화된다면 한-중 경제 관계 혹은 구조는 새로운 국면에 진입할 수 있음. 자주 회자되는 단어지만 한-중 경제 관계 역시 금·부정 여부를 떠나 뉴 노멀(New Normal) 국면으로 전환되고 있음

커지고 있는 중국 경기 경착륙 리스크 : 올해 GDP성장률이 3%대까지 추락할 가능성이 현실화되고 있음

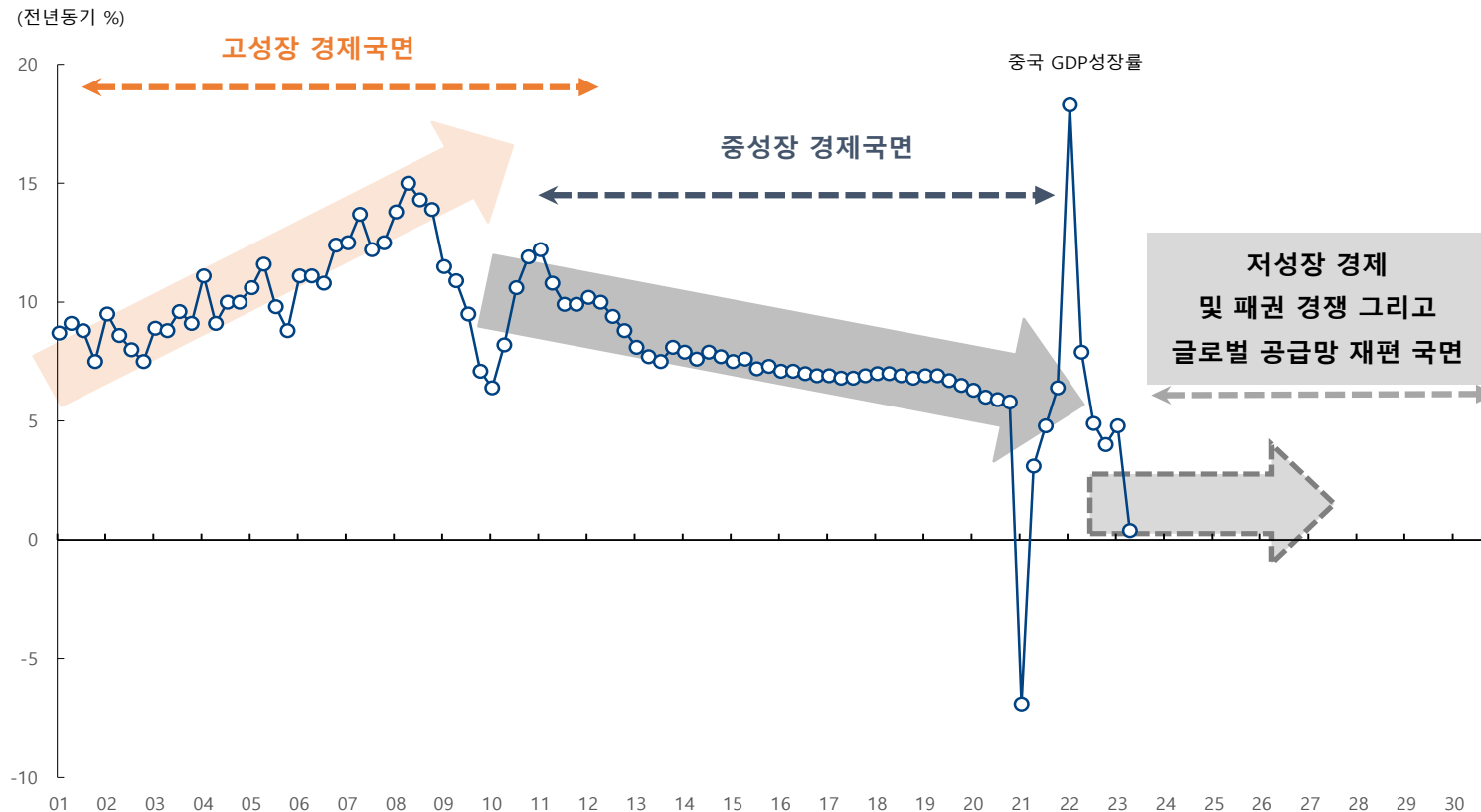
그림1. 중국 GDP성장률 추이: 하반기 성장률 전망이 엇갈리고 있는 가운데 올해 3%대 성장이 가시화되고 있음



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

2010년 중반과 유사한 과도기 국면에 접어든 것과 같은 모습을 보이는 중국 경제
→ 중국 경제, 소위 중진국 함정 리스크에 진입한 듯

그림2. 중국 GDP성장률 추이: 중국 경제, 2010년 중반 당시와 같은 구조적 전환점에 재차 진입한 것이 아닌가 하는 의구심이 듭니다



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

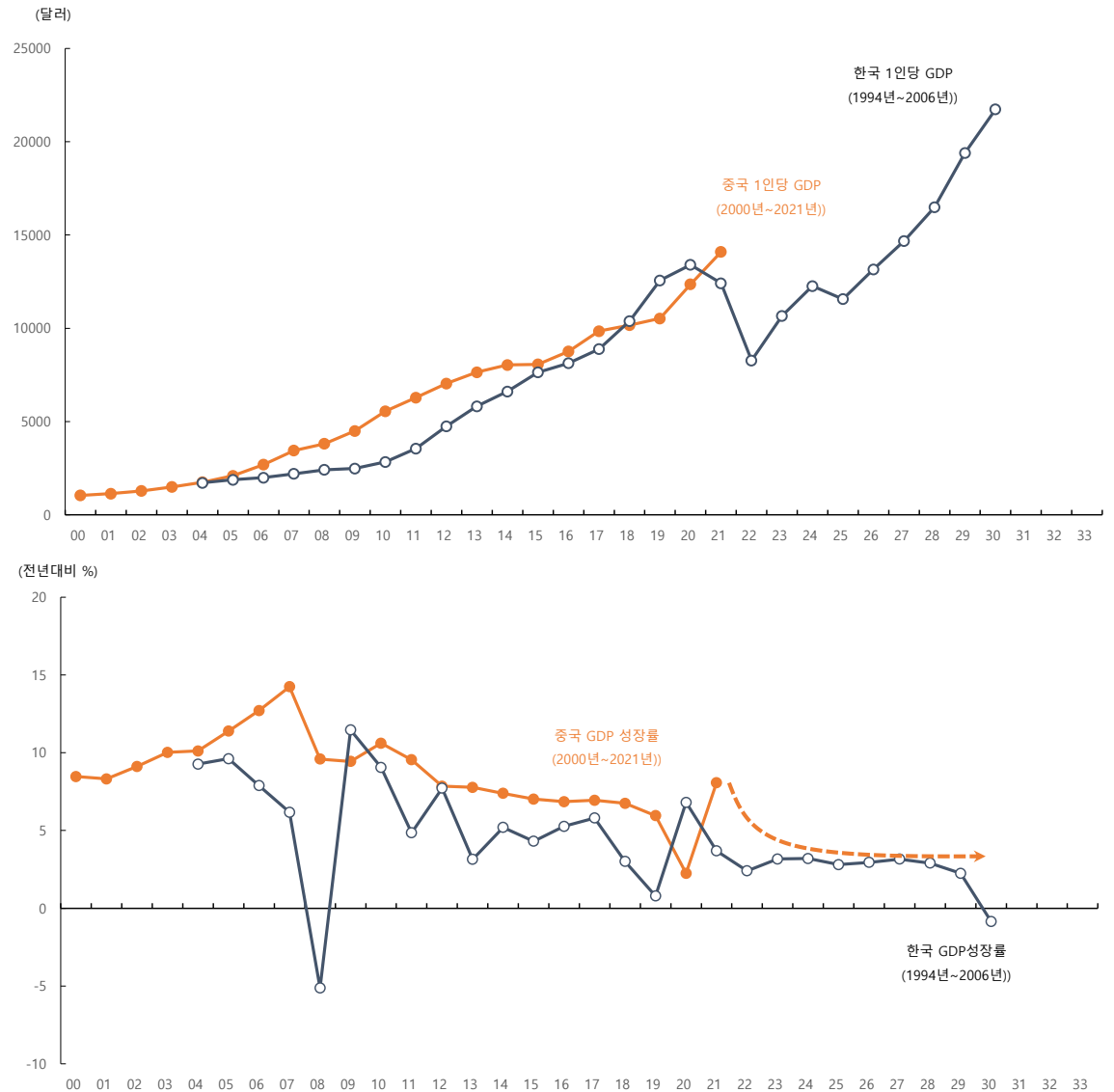
중진국 함정에 빠진 중국 경제

- 고령층의 인구 비중이 빠르게 증가하면서 중국은 '고령화 사회(2000년)'를 넘어 '고령사회(2021)'로 진입

※ 고령화 사회는 65세 인구 비중이 7%~14%, 고령사회는 14%~20%

성장 모멘텀 강화보다는 경제 안정에 초점을 맞춘 정책 추진이 예상됨

그림3. 중국의 소득 및 인구사이클 등을 고려할 때 중국 경제가 본격적인 중진국 함정에 진입하고 있음

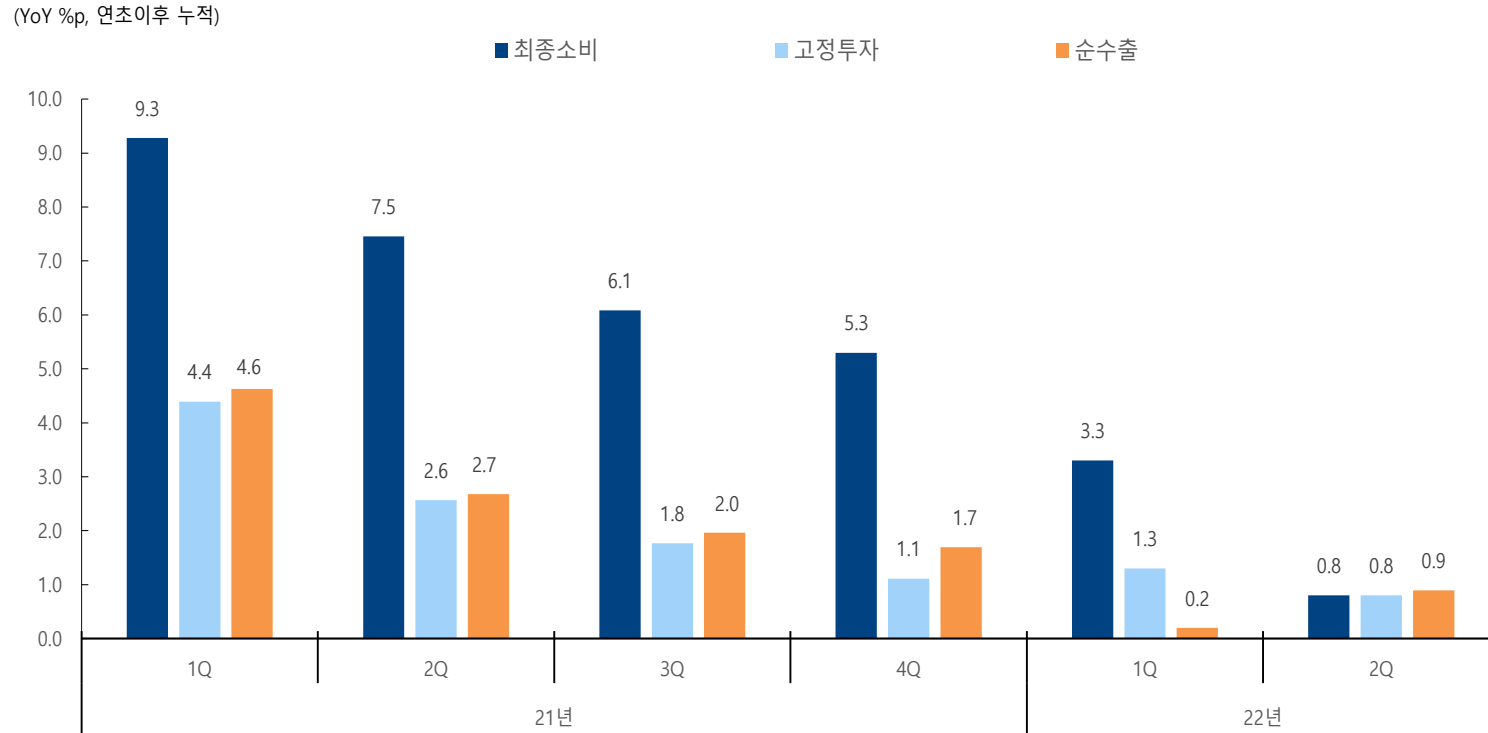


자료 : IMF, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

코로나19 이후 내수 부진 속에 그나마 수출이 경기를 방어해주고 있는 양상이 이어지고 있음

내수 비중 확대 정책이 전혀 실효를 얻지 못하고 있음

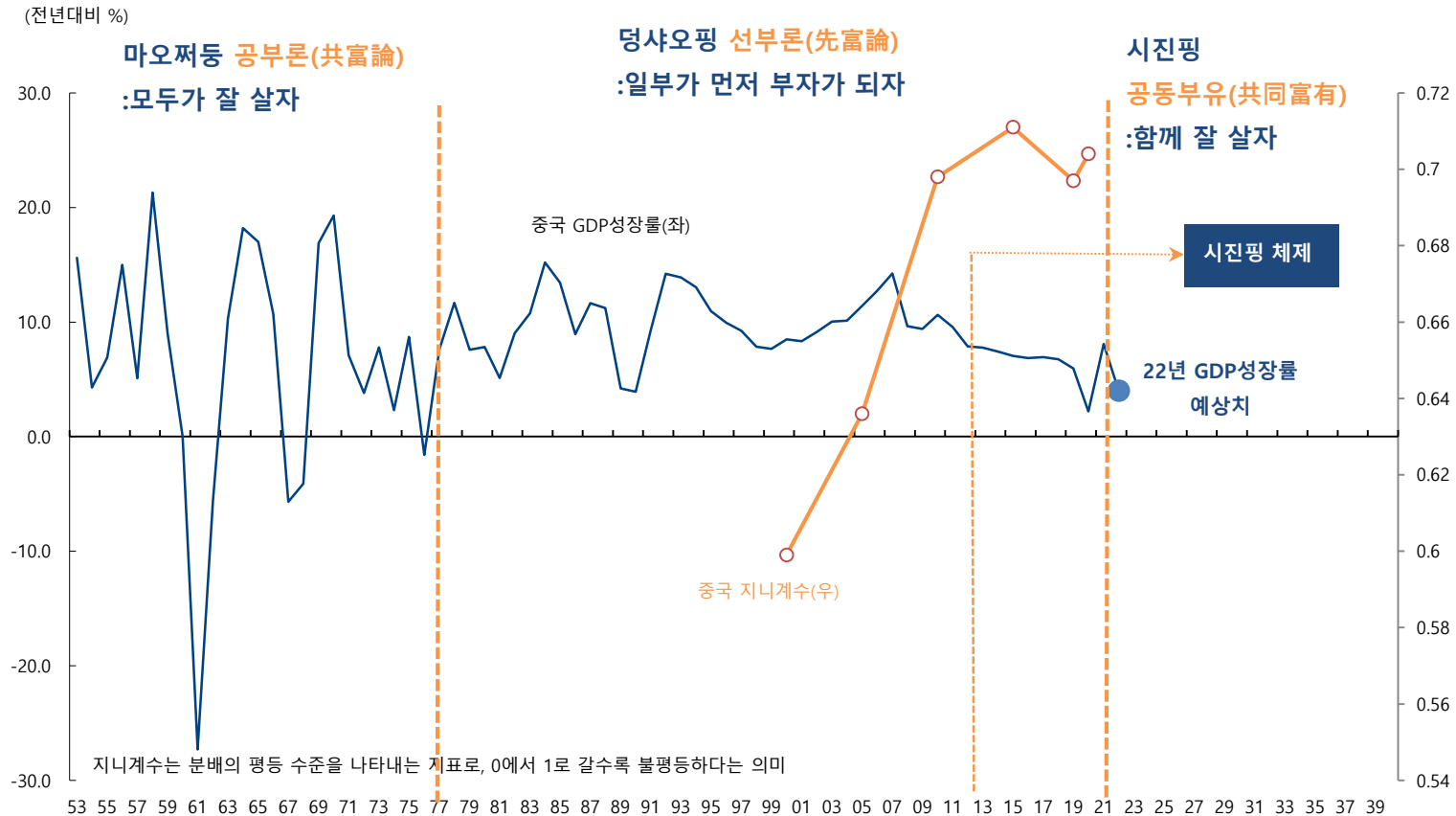
그림4. 코로나19 이후 소비 등 내수 성장기여도가 급격히 하락하는 가운데 그나마 수출 성장기여도가 경기 하방을 지지중임



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

시진핑 국가 주석이 내세운 '공동부유' 아젠다 역시 중국 경기에 부정적 요인인 동시에 중국 경제의 중진국 리스크를 대변해주는 것임

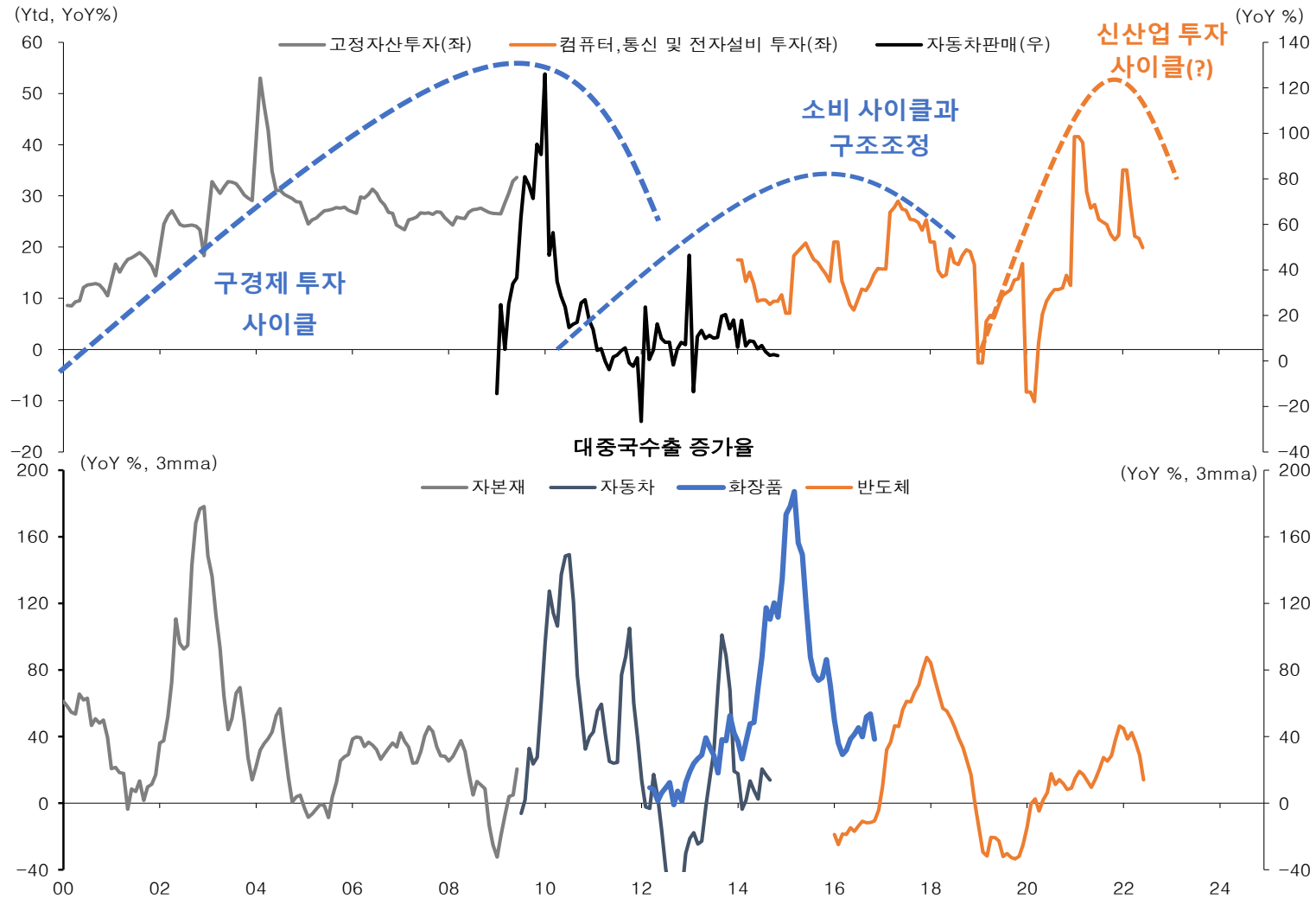
그림5. 공동부유 정책은 중국이 안고 있는 구조적 모순을 시사해주는 아젠다



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

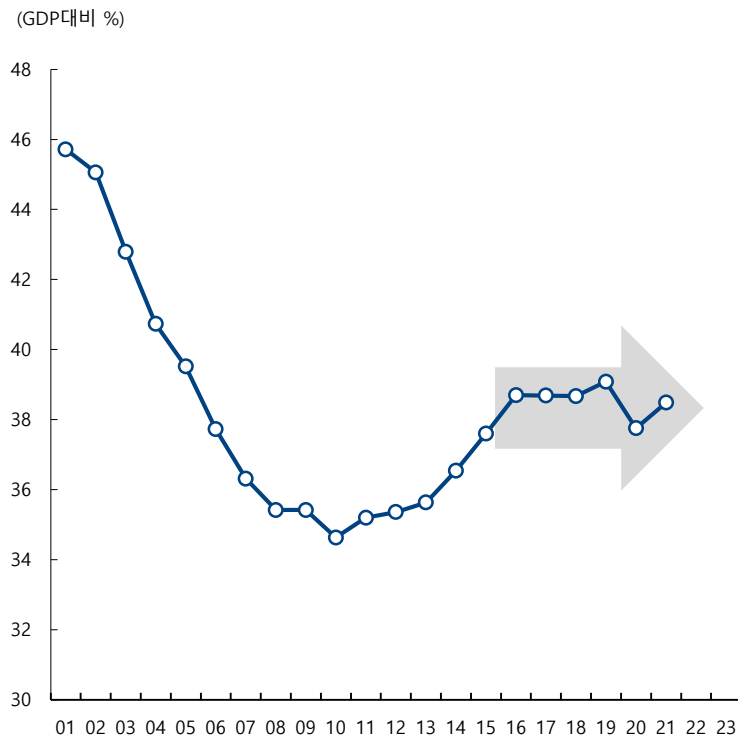
중국의 경제 및 산업 패러다임 전환 정책이 이전과 달리 암초에 부딪힌 상황임 : 미-중 패권 갈등

그림6. 중국 산업 패러다임 전환이 순조롭지 못한 상황임



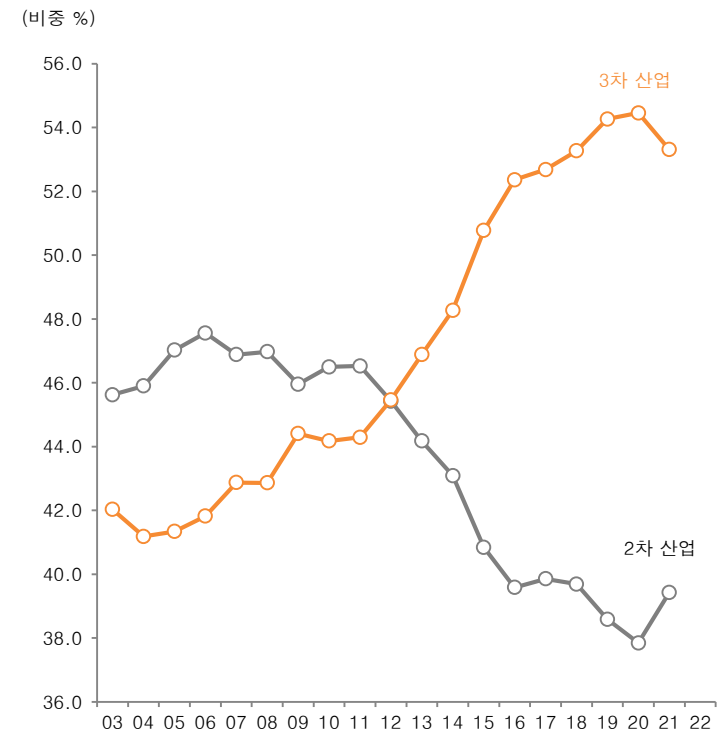
내수 확대를 위한 쌍순환 정책도 기대보다 성과를 내지 못하면서 소비 비중 확대 및 산업구조 재편이 원활히 추진되지 못하고 있는 것으로 판단됨

그림7. 쌍순환 정책 추진 등 소비 비중 확대 노력에도 불구하고 소비가 GDP에서 차지하는 비중은 횡보 중



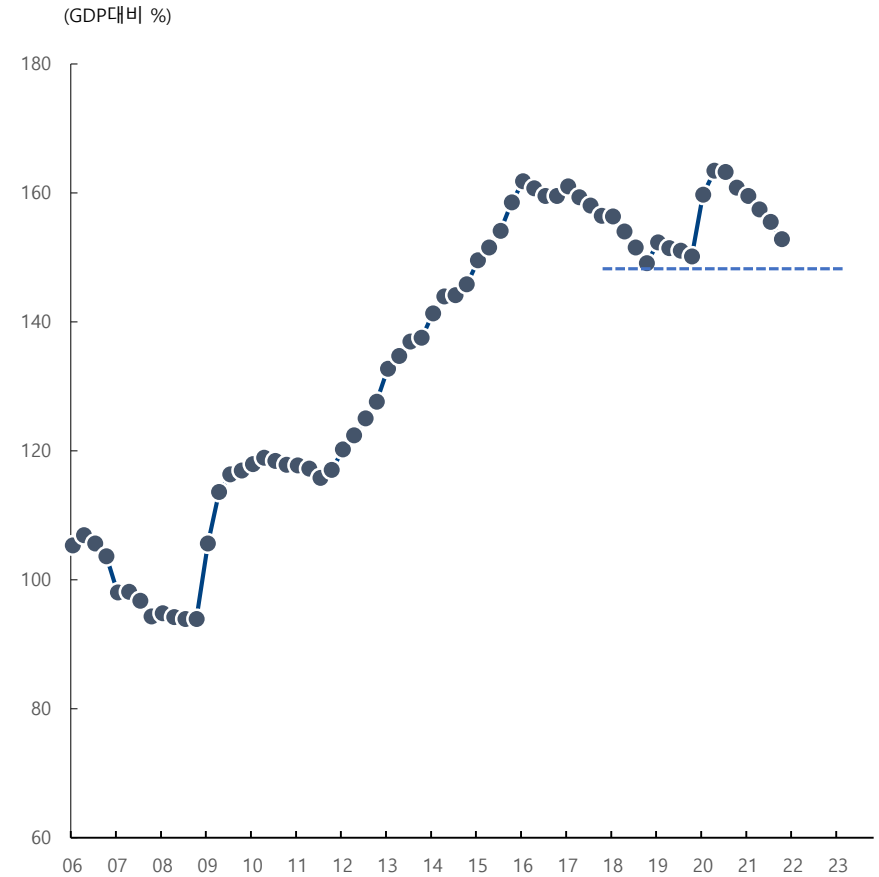
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림8. 산업구조의 재편도 기대에 못 미치는 상황임



부채 성장의 한계도 본격적으로 중국 경제에 반영되고 있음

그림9. 비금융기관 부채 추이



자료 : BIS, 하이투자증권 리서치센터

'안정 속 진전(온중구진: 穩中求進)' 기조 천명 : 진전은 없고 안정만 강조되는 분위기

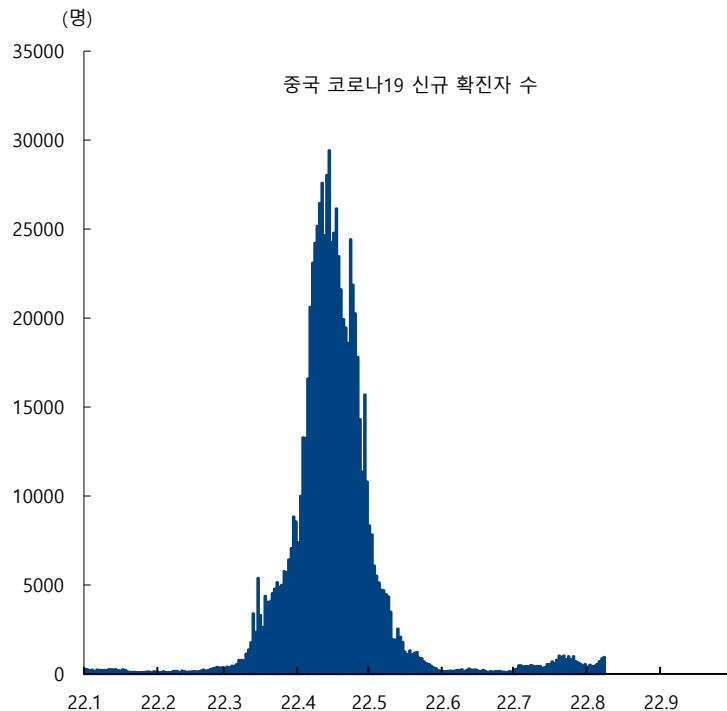
그림10. 7월 정치국 회의 주요 내용

	7월 회의	4월 회의
성장 목표	- 최선의 결과를 위해 노력할 것	- 성장과 사회 발전 목표를 달성하기 위해 노력할 것
통화 정책	- 유동성을 합리적으로 충분히 공급할 것 - 기업들을 위한 신용 지원을 증가시킬 것	- 다양한 통화정책 수단들을 사용할 것 - 친성장적인 정책들을 계획할 것
부동산 정책	- 부동산 시장을 안정시킬 것 - 주택 건설 프로젝트의 완공을 보장할 것 - 각 도시마다 특색에 맞는 정책들을 시행할 것	- 지역 특색에 맞게 부동산 정책을 발전시킬 수 있도록 지방정부를 지원할 것 - 부동산 시장의 안정적이고 지속적인 발전을 도모할 것
방역 정책	- 제로 코로나 정책을 유지 - 유행은 반드시 예방되어야 하고 즉시 통제되어야 할 것 - 경제 주요 기능을 보장하고 사회 안정을 유지할 것 - 방역정책과 경제 성장의 관계를 특히 정치적인 관점에서 필요가 있음	- 제로 코로나 정책을 고수하고, 사람들의 건강과 생명을 최대한 보호할 것
고용	- 고용을 안정화하는 데 집중할 것 - 대학 졸업생들과 같은 핵심 그룹 고용 개선에 힘쓸 것	- 고용시장을 확장하고 안정시킬 것
플랫폼 경제	- 플랫폼 경제의 규칙 있고 건강한, 지속가능한 발전을 도모할 것	- 플랫폼 경제의 건강한 발전을 도모하고, 이를 지원하기 위한 구체적인 방법을 강구할 것

자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

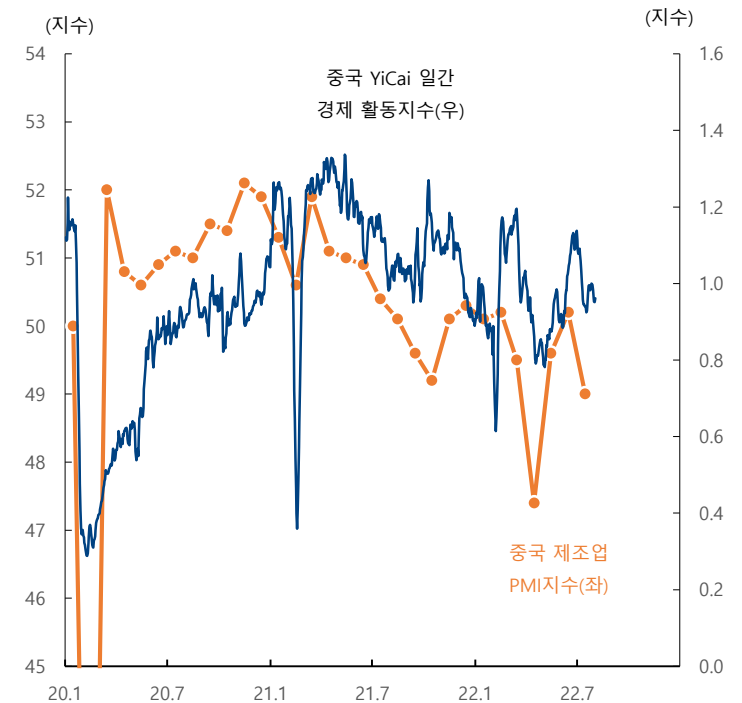
제로 코로나 방역 정책 유지 역시 하반기 중국 경제에 큰 부담

그림11. 중국 코로나19 확진자 수 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

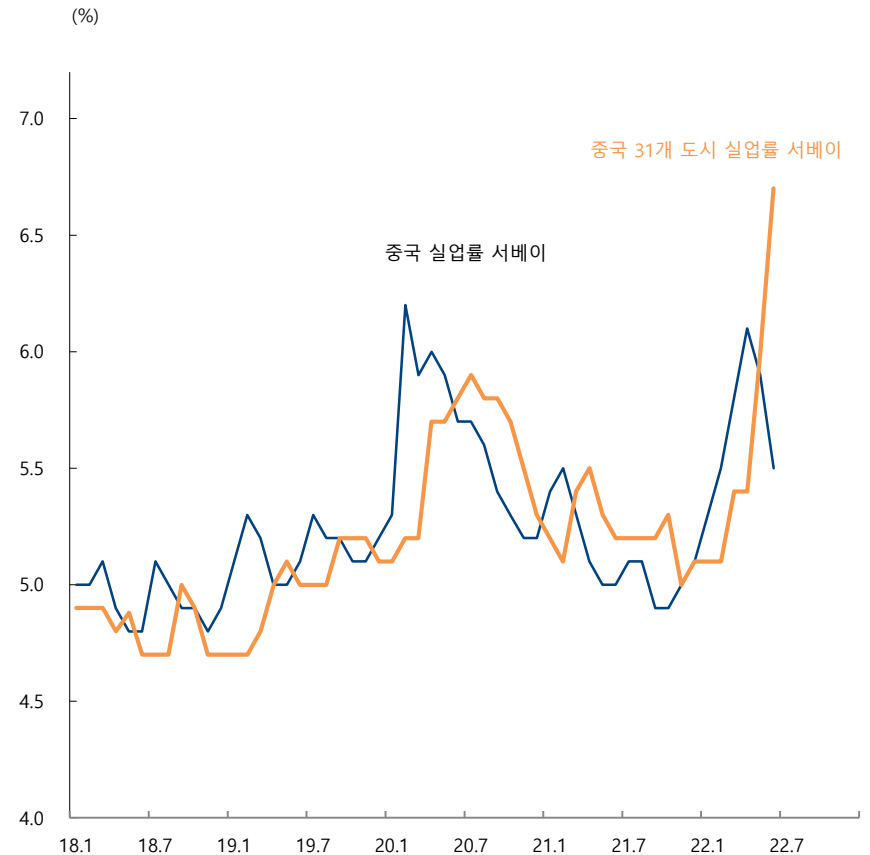
그림12. 제로 코로나 방역 정책 추진으로 경제 활동 정상화가 제대로 이루어지지 못하고 있음



중국 경제가 경착륙 리스크에 직면해 있음을 가장 잘 대변해주는 것은 고용시장

- 고용시장 악화는 봉쇄 조치에 따른 일시적 현상이 아닌 구조적 현상일 가능성이 높아 중국 경기, 특히 내수 경기에 상당기간 부정적 영향을 미칠 수 있음

그림13. 중국 실업률 추이



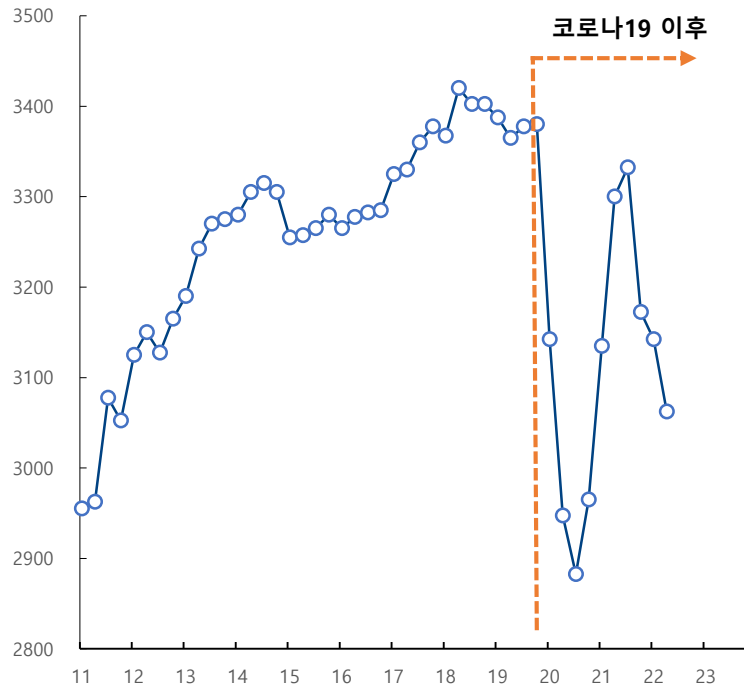
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

코로나 이후 중국 고용시장이 눈에 띄게 불안해짐. 신규 고용 증가 규모가 큰 폭으로 둔화

제조업에 이어 고용 증가세를 주도해야 할 3차산업의 경우 신규 고용 창출력이 미약

그림14. 중국 도시 신규 일자리 증가 추이

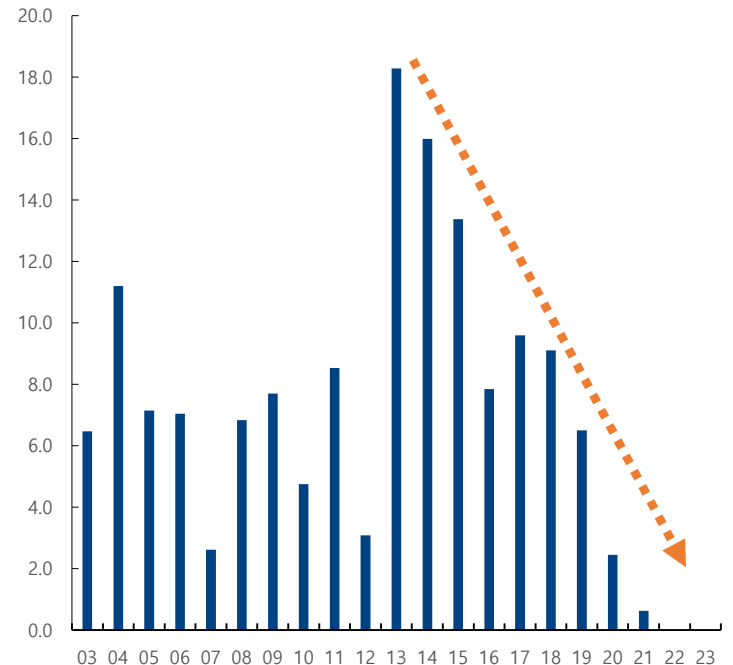
(전분기 대비 천명, 4분기 이동평균)



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

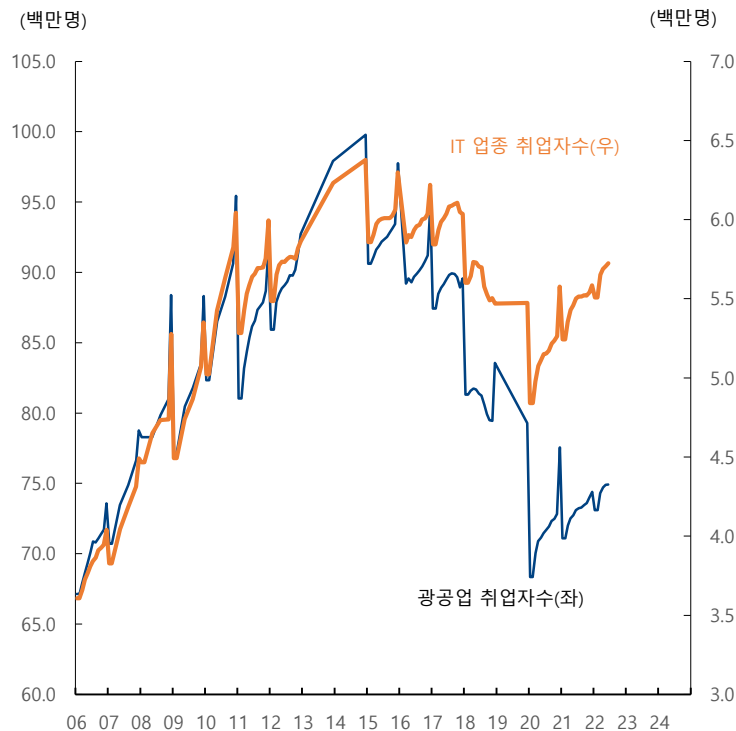
그림15. 서비스업 일자리 증가 추이 (연간 기준)

(전년대비 백만명)



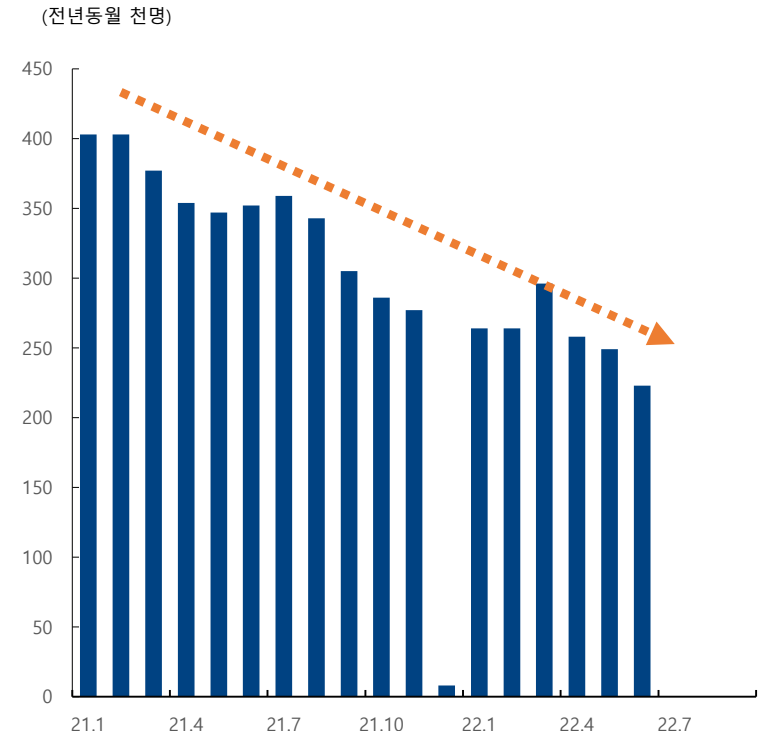
IT산업의 고용 창출 속도 역시 기대에 못 미치는 수준임

그림16. 광공업 및 IT업종 고용자 수 추이



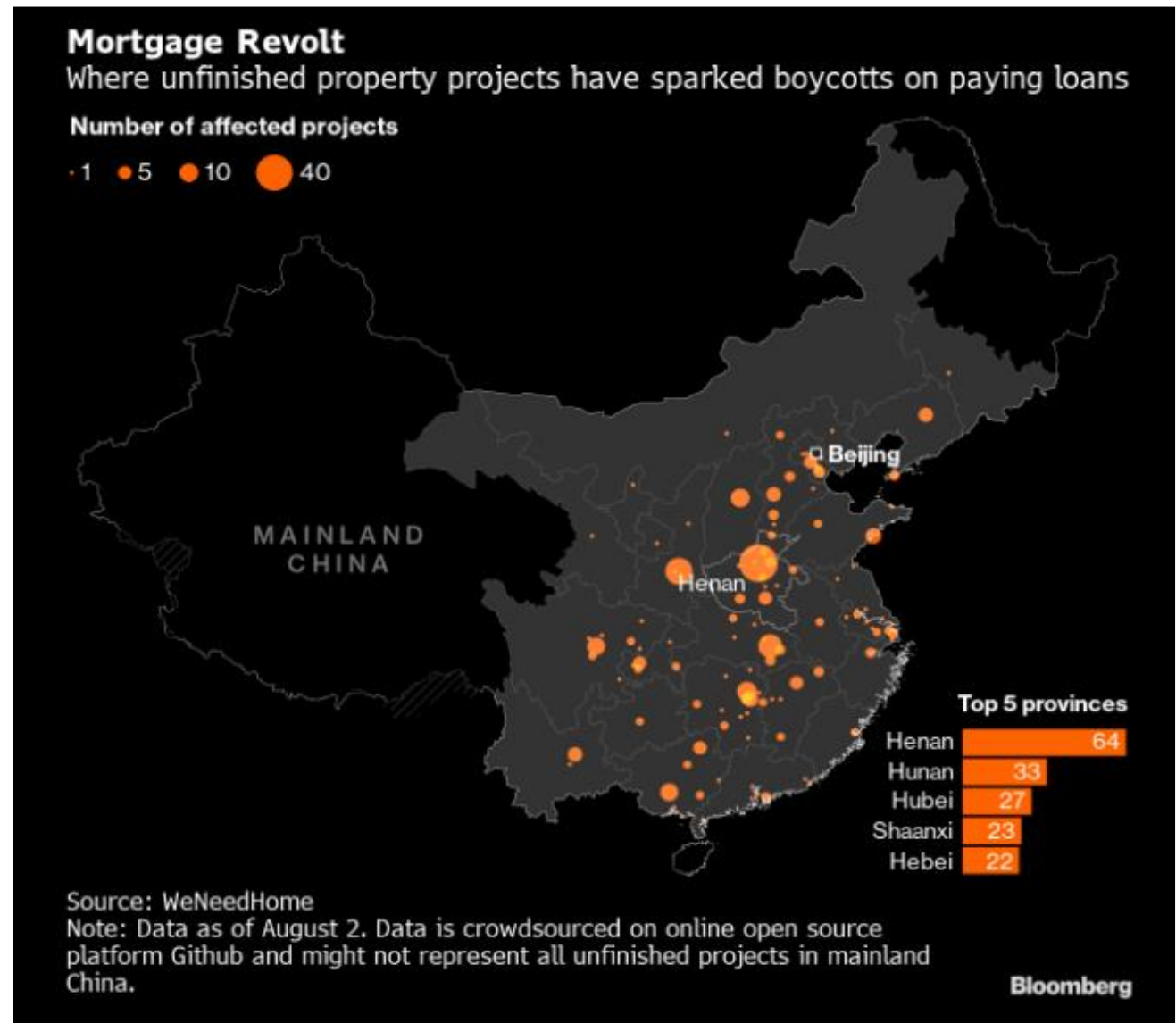
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림17. IT업종 일자리 수 증가도 최근 2년간 둔화 추세



흔들리는 중국 부동산 시장도
경기 경착륙 리스크를 높이는
요인

그림18. 중국 내 모기지 상환 거부 사태가 일어나고 있는 주요 지역



주택시장의 부진 현상은 경기부양책 추진에도 불구하고 심화되고 있는 추세임

그림19. 대도시 주택가격 추이

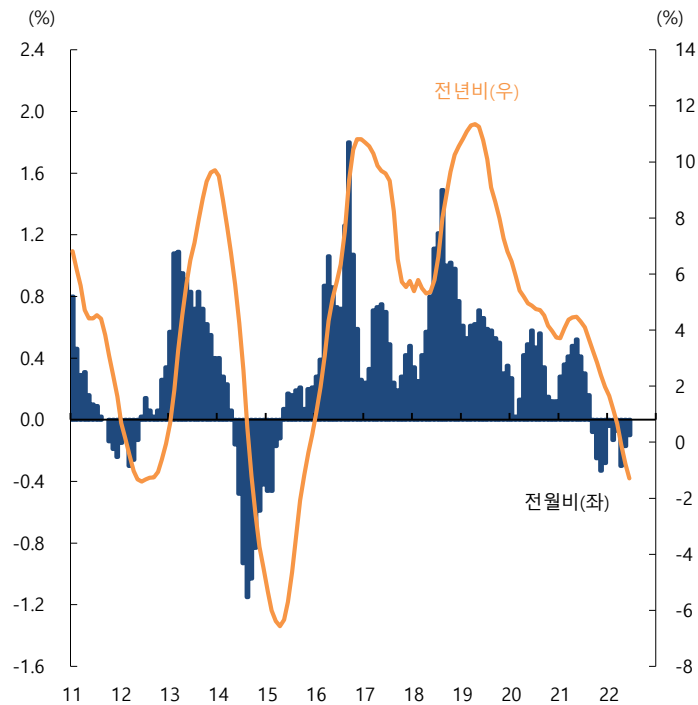
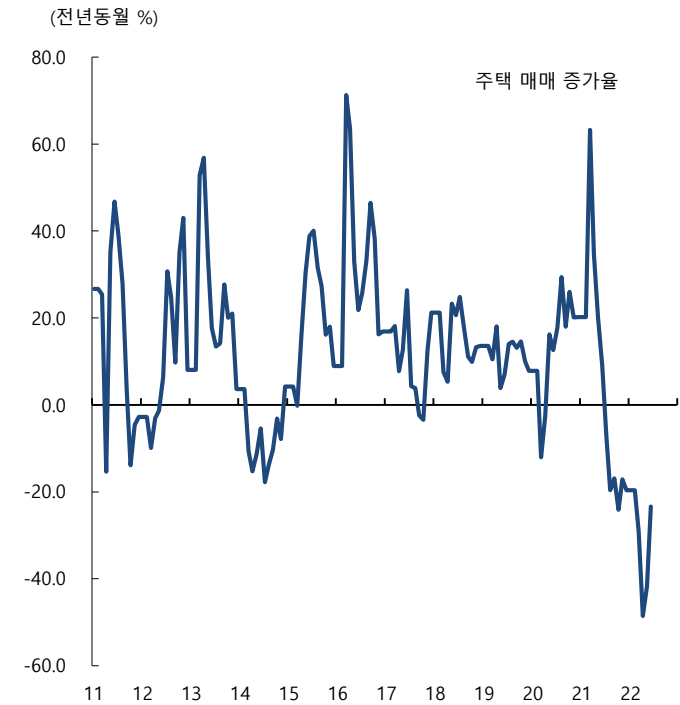


그림20. 회복 기미를 보이지 않고 있는 중국 주택 매매



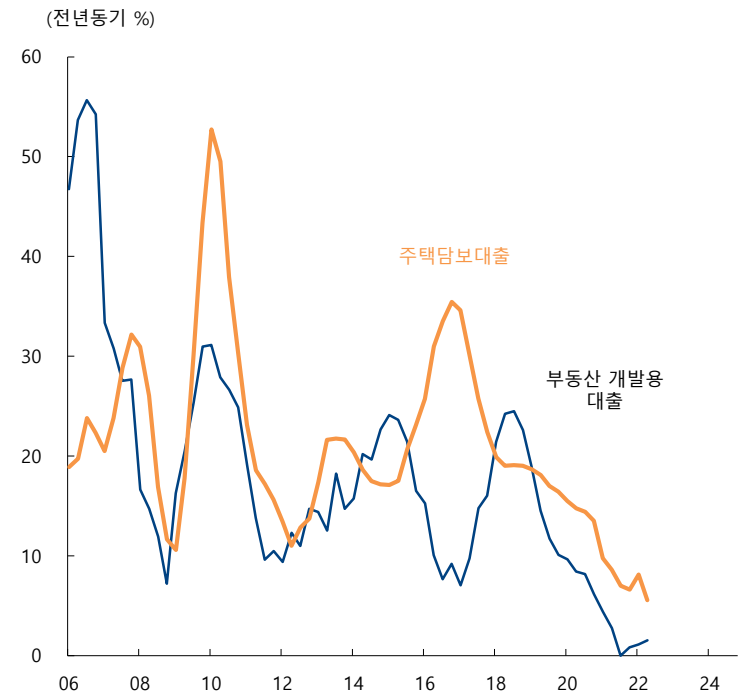
주택건설, 미분양 및 대출 증가율 추이 역시 부동산(=주택) 경기의 추가 둔화를 시사 중임

그림21. 건설 주택면적은 감소하고 있는 반면 완공 이후 미매각 주택면적은 증가



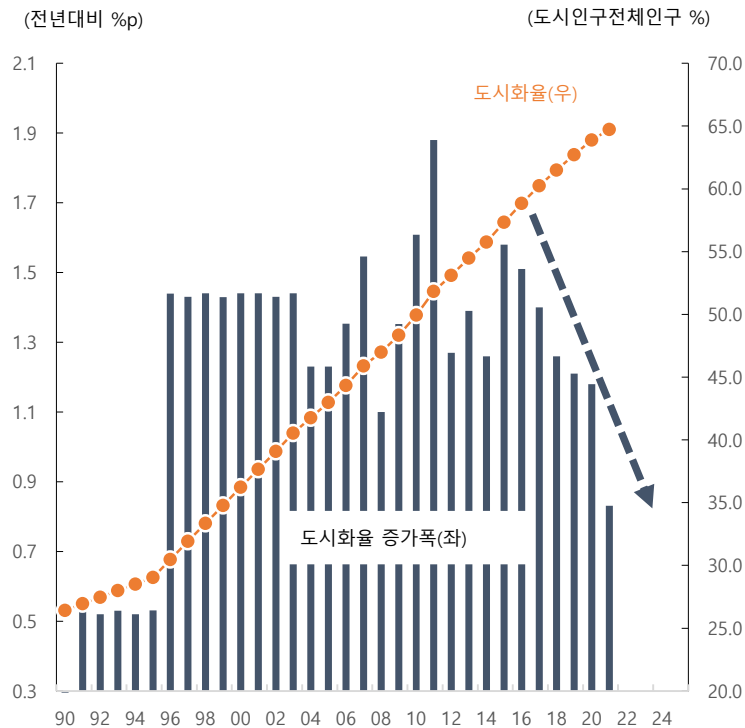
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림22. 부동산 대출 증가율은 급격히 둔화



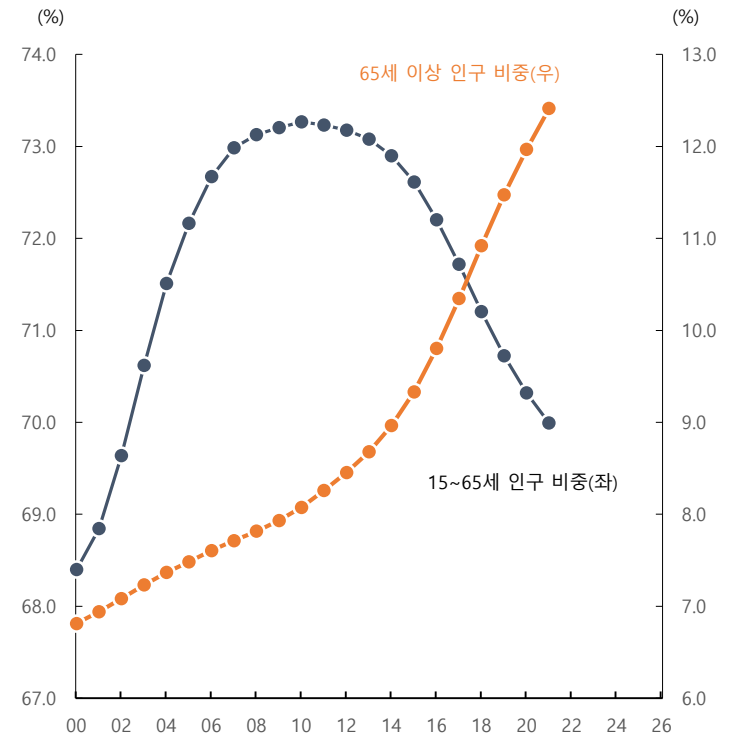
인구 고령화 사이클과 함께 도시화율 둔화도 부동산시장의 구조적 악재

그림23. 둔화되고 있는 도시화율



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림24. 고령화 사회에 접어든 중국

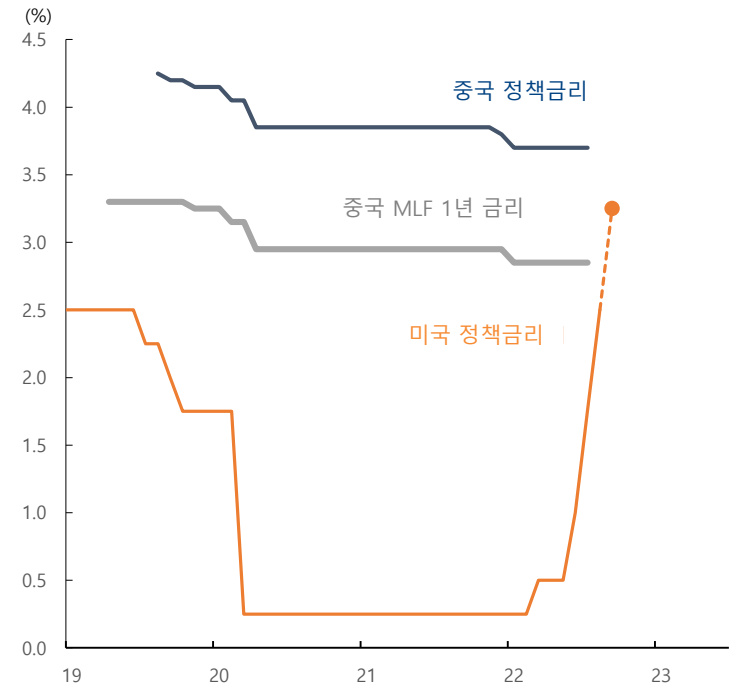


정책적 한계 : 미-중간 정책금리 차 축소 등으로 인해 중국이 금리 인하가 어렵다는 점도 부동산 경기 반등을 제약 혹은 부동산 관련 신용 불안을 확산시키는 요인

그림25. 미-중간 금리 역전 현상은 중국 통화당국의 정책 여력을 제약하는 요인



그림26. 미-중 정책 금리 추이



중국 GDP에서 부동산 관련 업종이 차지하는 비중은 25~30%

부동산 시장의 위축은 투자는 물론 소비사이클에도 부정적 영향을 미칠 수 밖에 없음

그림27. GDP 중 건설 관련 업종이 차지하는 비중

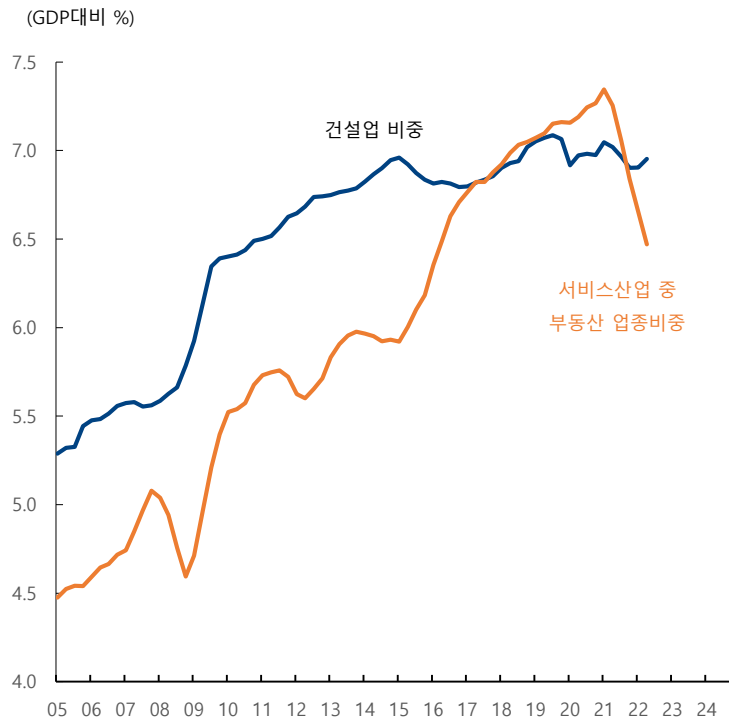
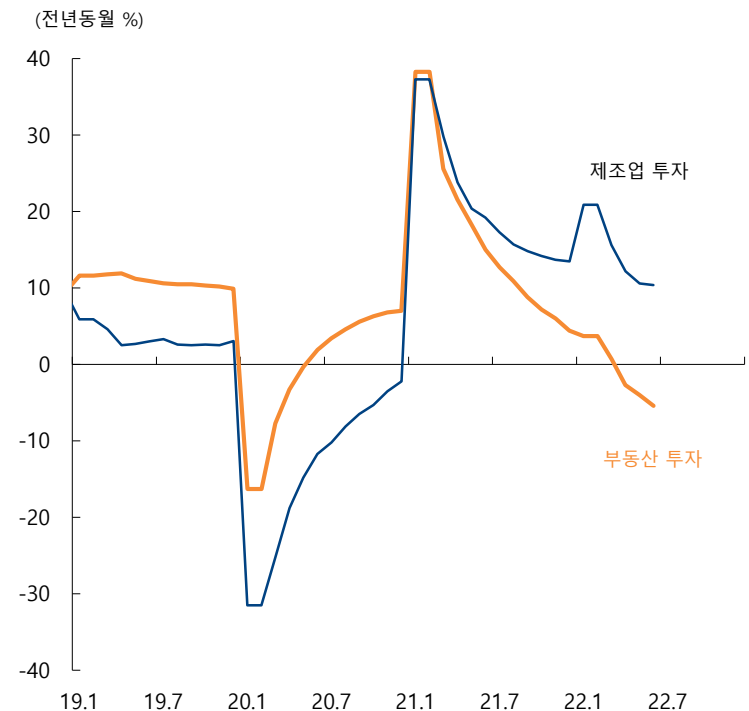


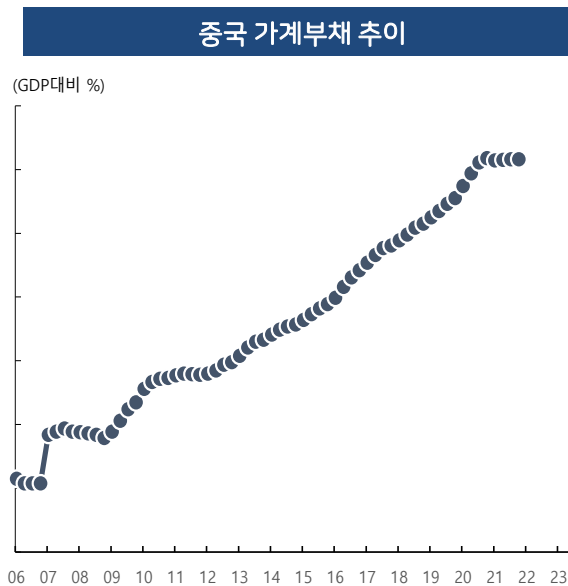
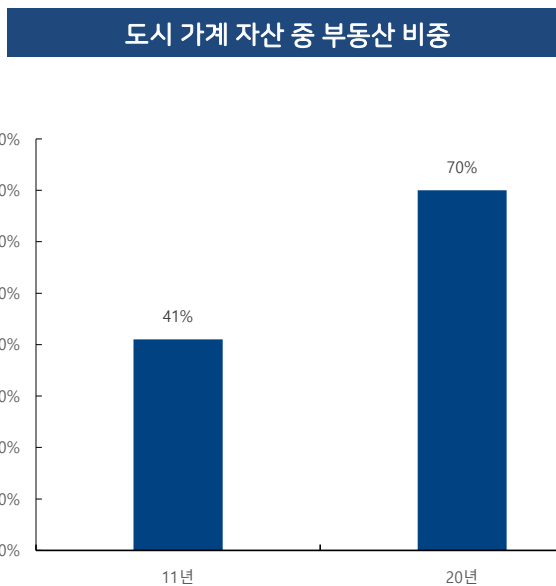
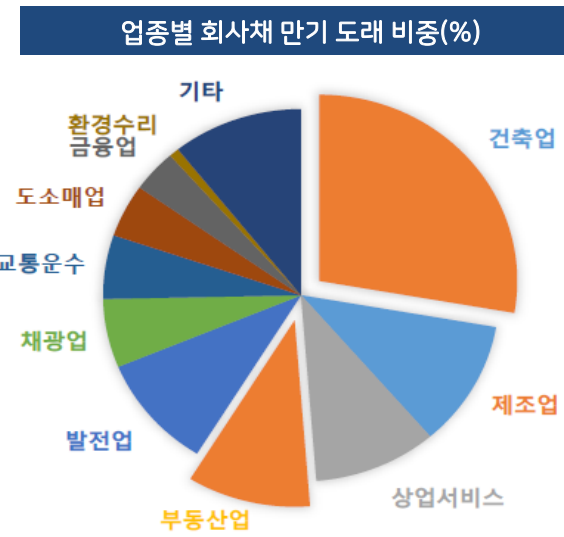
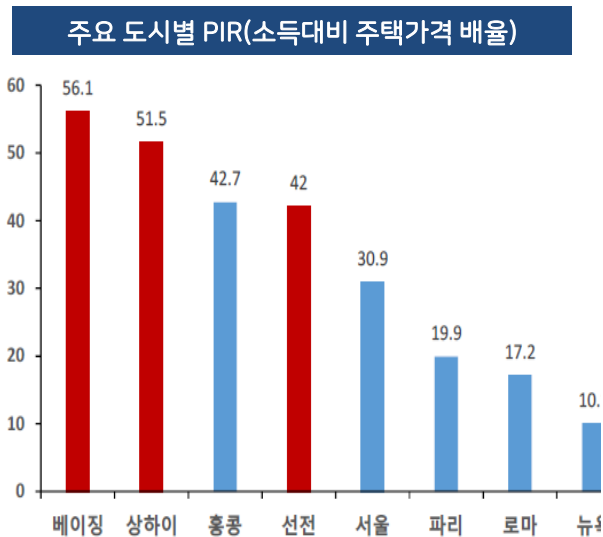
그림28. 제조업 투자와 부동산 투자 간 차별화 현상



부동산 시장의 위축은 경기 뿐만 아니라 신용 리스크에도 악영향을 미치는 요인임

중국 부동산 시장 위축에 따라 부실 관련 리스크 커지고 있음

그림29. 부동산 관련 지표들은 부동산 관련 신용 리스크가 불거질 수 있음을 시사 중임



다행히 전체 대출에서 부동산 대출이 차지하는 비중은 큰 폭으로 둔화되고 있음. 특히 부동산 개발 대출 비중의 감소는 부동산 관련 리스크를 선제적으로 방어하기 위한 중국 정부의 조치로도 해석할 수 있음

그러나, 부동산 시장 불안 확산 시 부동산 대출의 부실 리스크가 현실화될 가능성은 잠재해 있음

그림30. 전체 대출에서 부동산 관련 대출 비중

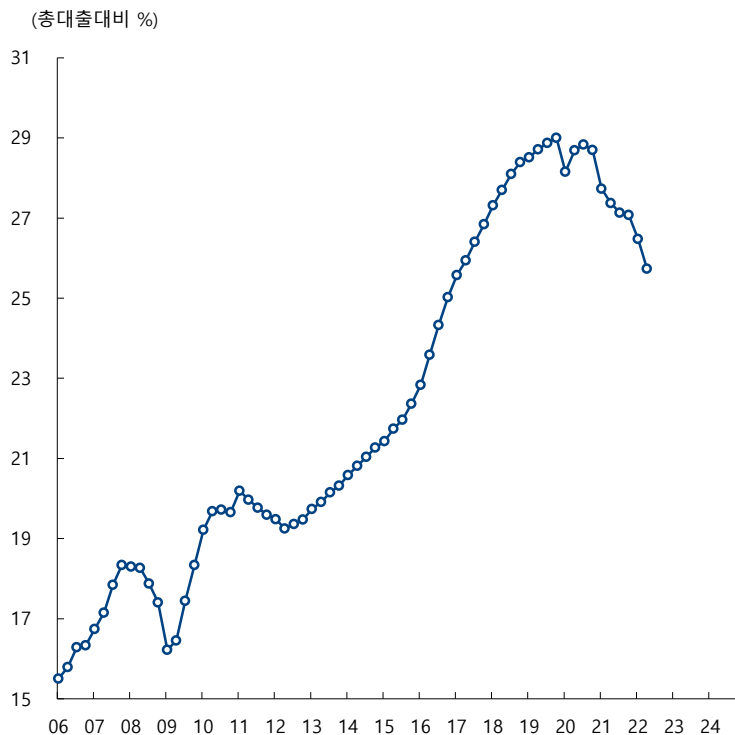
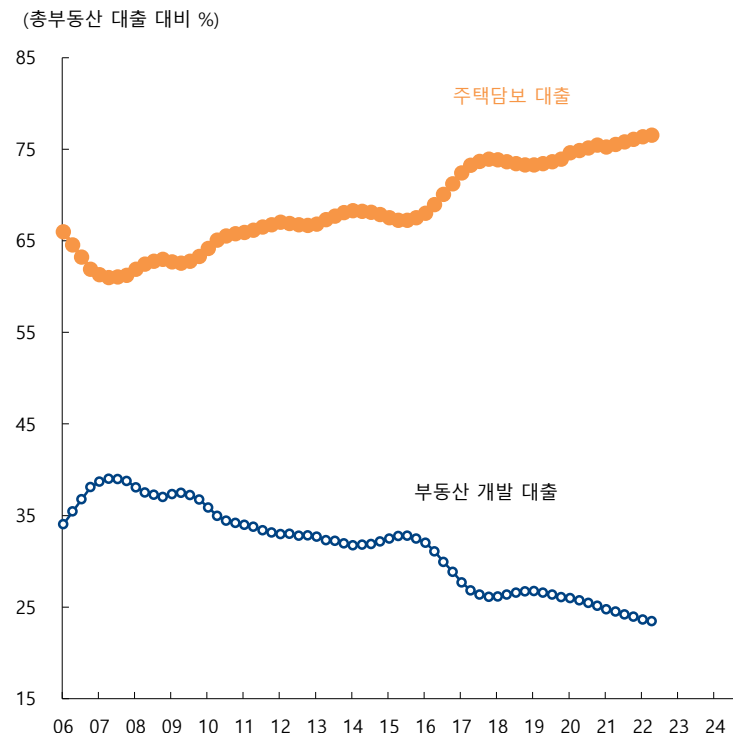


그림31. 부동산 대출 중 부동산 개발 대출 비중은 줄어 들고 있는 추세

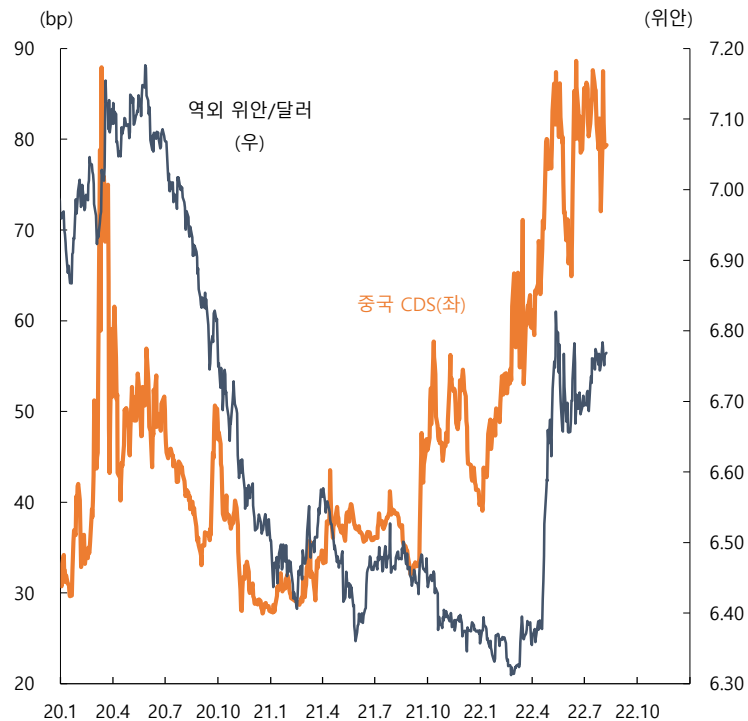


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

경기, 부동산 그리고 미-중 갈등으로 불안한 추세를 이어가고 있는 중국의 각종 신용 스프레드

신용 스프레드 안정이 회복되어야 경기 모멘텀도 강화될 것으로 예상

그림32. 중국 신용 불안을 뒷받침해주는 주요 신용 리스크 지표



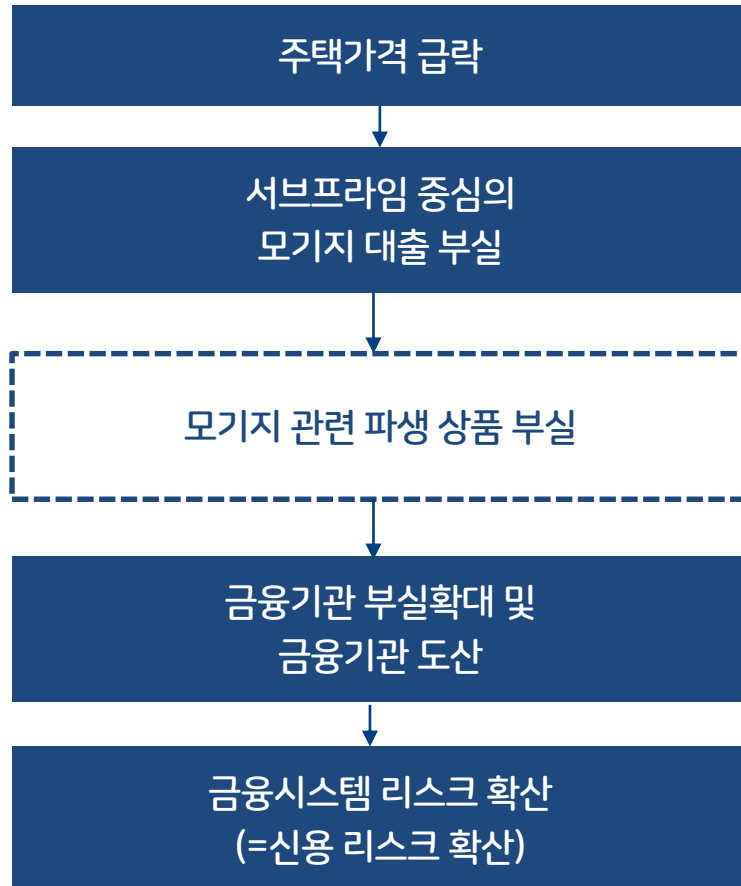
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림33. 하이일드 채권 가격의 급락 현상도 중국 신용 불안의 한 단면

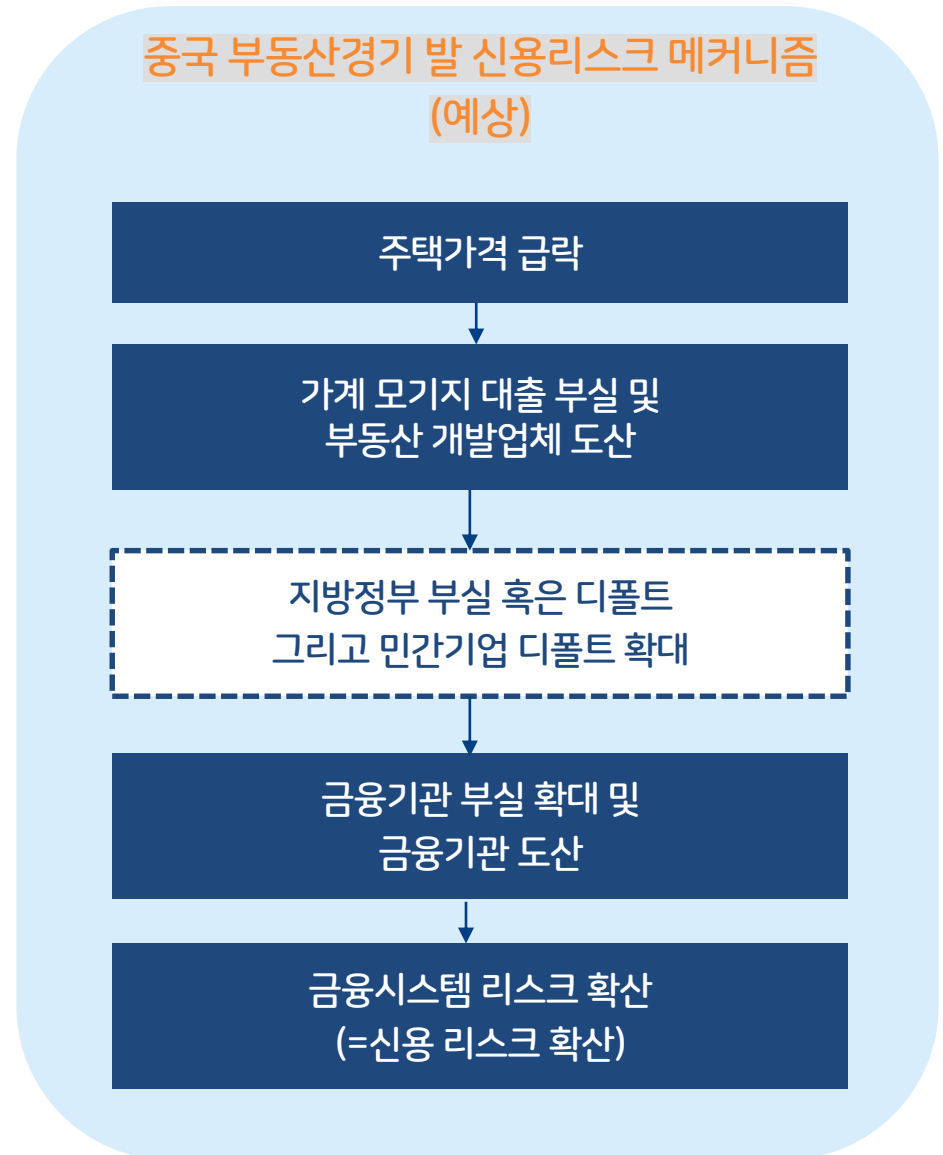


만약 중국 부동산 경기발 신용 리스크 현실화 시 예상 파급 경로

미국 서브프라임 발 금융위기 파급 경로



중국 부동산경기 발 신용리스크 메커니즘 (예상)



주택경기 경착륙은 지방정부 부실 리스크를 현실화시킬 수 있는 리스크임

그림34. 중국 지방정부 재정수지 추이

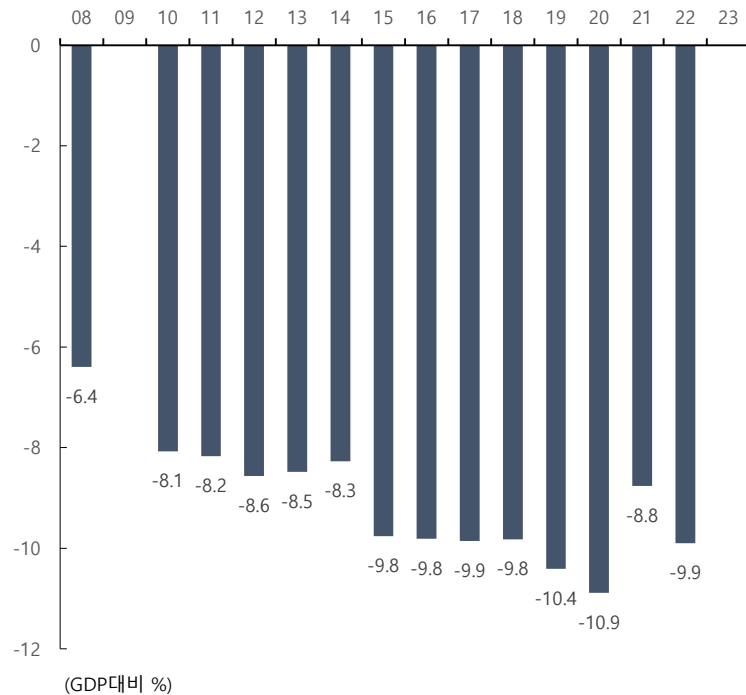
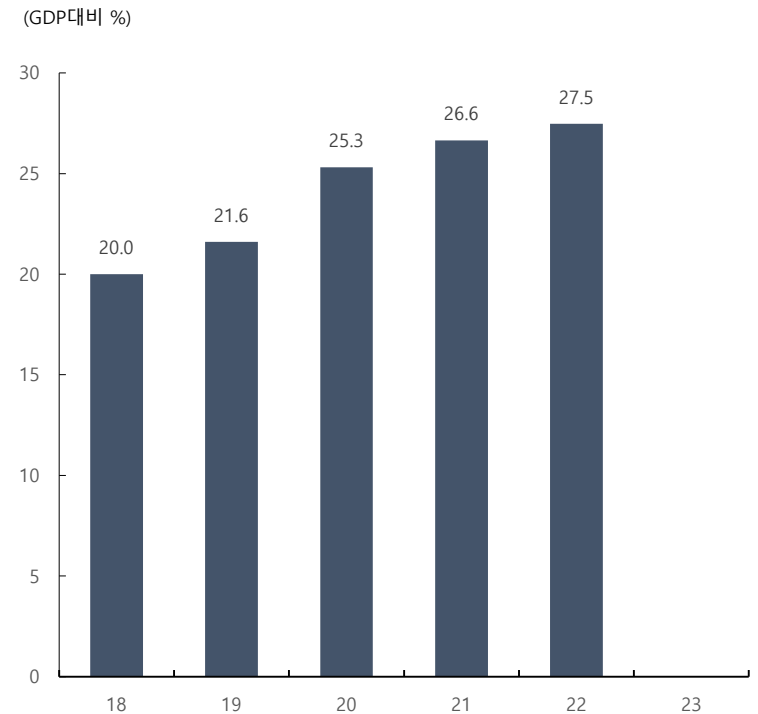
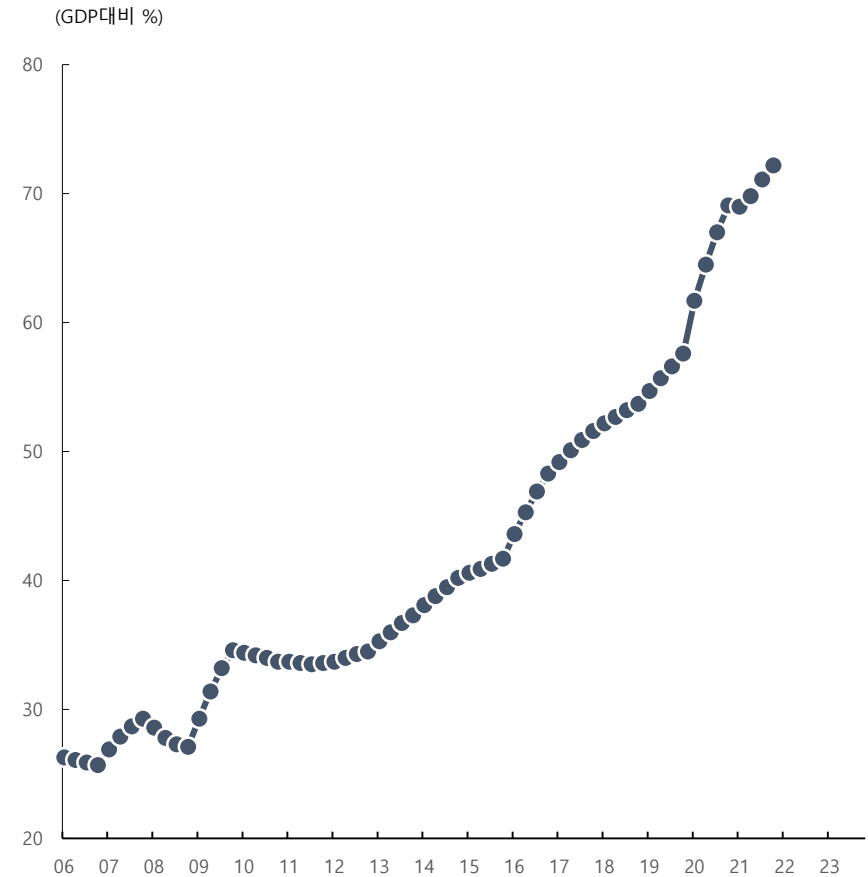


그림35. 중국 지방정부 부채 추이



코로나19를 기점으로 중국 정부의 부채 규모가 급속히 증가하고 있음도 주목해야할 부문

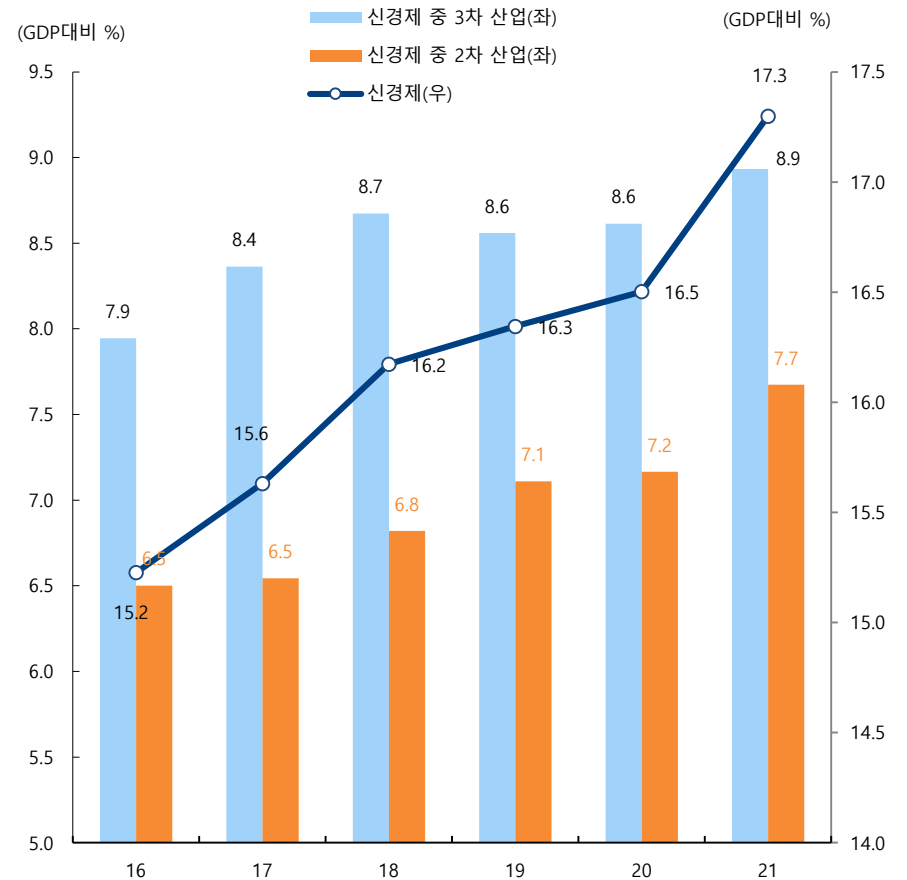
그림36. 중국 정부 부채 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

기대에 못 미치고 있는 중국 신경제 성장 속도

그림37. 중국 내 신경제 관련 지표



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

아직 구경제보다 IT업종의 투자 및 생산은 상대적으로 양호한 상황이지만...

그림38. IT업종과 구경제 업종 고정투자 추이

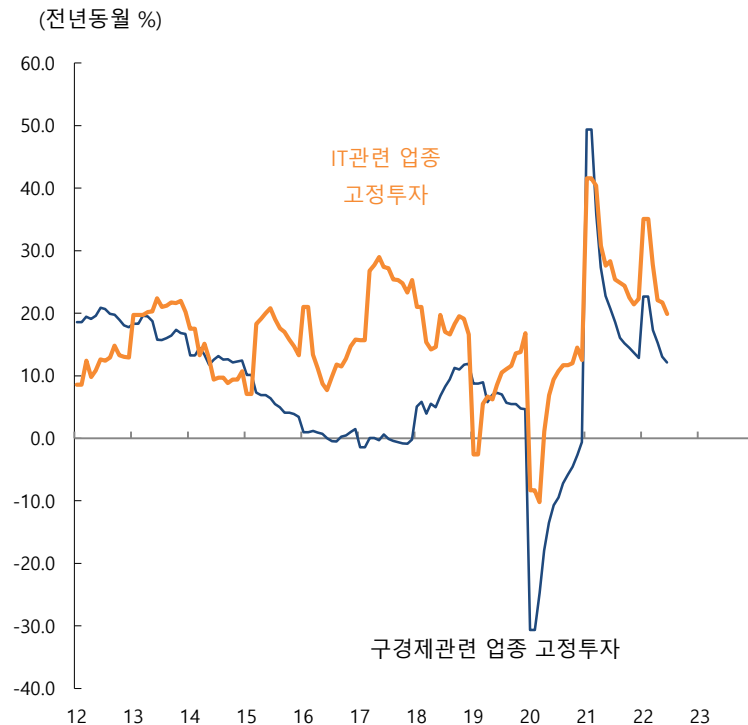
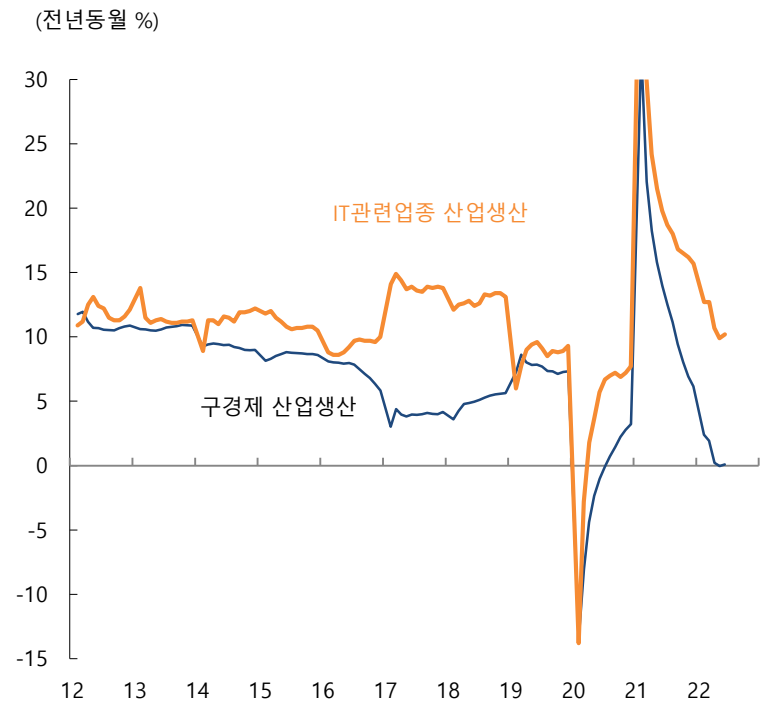


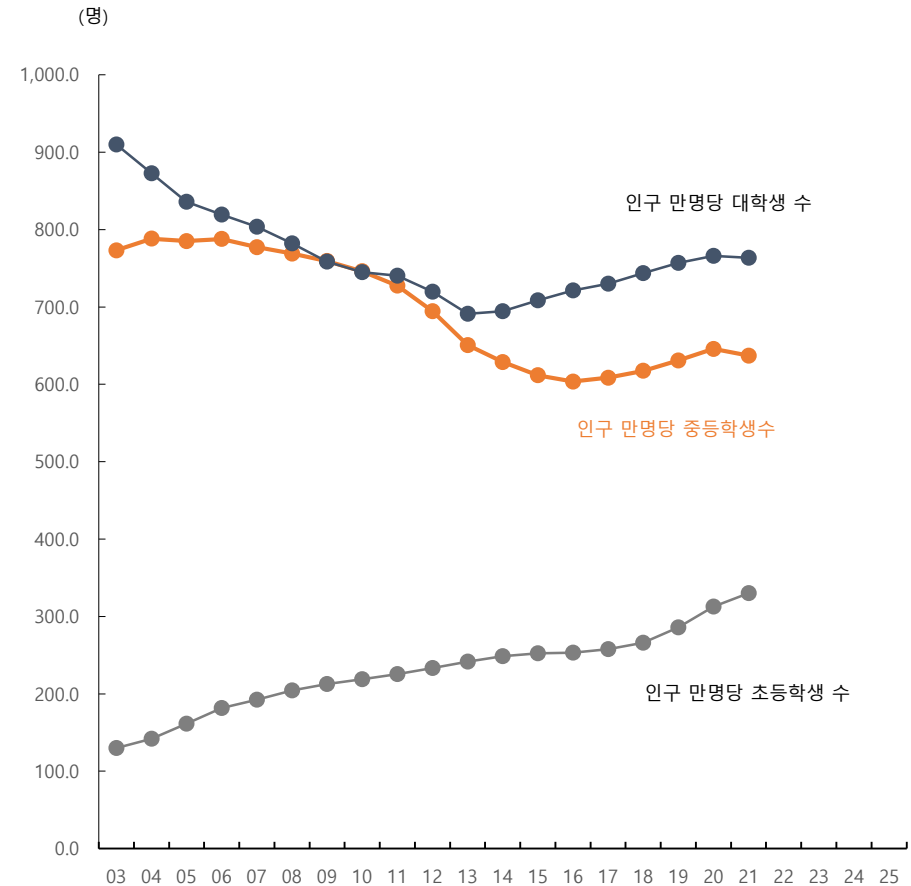
그림39. IT업종과 구경제 업종 산업생산 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

중국 내 교육 환경, 고등 인력의 부족 현상도
신경제 성장을 제약하는 요인일 수 있음

그림40. 중등 이상의 학력 비중이 예상보다 높지 않은 중국 현실



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

표1. 나토의 2022 전략개념 주요 내용

나토의 '2022 전략개념'에 주목

- 마드리드에서 개최된 나토 정상회담에서 '2022 전략개념'이 새롭게 채택됨. 나토의 전략개념은 회원국의 향후 10년간 활동 목표와 대응 범위 등 새로운 비전을 담는데, 1949년 나토 창립 이래 8차례 채택된 바 있고 이번 '2022 전략개념'은 2010년 발표한 7차 전략개념 이후 12년 만임

왜 '2022 전략개념'에 주목하나

- 신냉전 시대 본격화
- 우크라이나 전쟁에 미칠 악영향: 전쟁 장기화 가능성
- 중국과의 갈등 확산 가능성에 따른 공급망 리스크 확대



북대서양조약기구(나토)의 2022 전략개념 주요 내용

러시아

“회원국 안보와 유럽·대서양 지역의 평화안정에 가장 심각하고 직접적인 위협”

“러시아를 파트너로 간주할 수 없다”

중국

“중국의 명시적인 야망과 강압적인 정책은 우리의 이익, 안보, 가치에 도전한다”

“주요 기술·산업·전략물자·공급망 등을 통제하는 등 경제적 우위 활용해 영향력 확대 추구”

“우주·사이버·해양 영역에서 규칙에 기반한 국제질서 전복 시도”

“중국과 러시아의 전략적 관계 심화는 우리의 가치와 이익에 반한다”

“중국에 의한 유럽·대서양 지역에 대한 구조적 위협에 대응해야 한다”

인도-태평양

“인도-태평양 지역은 나토에 중요하다”

“지역을 넘어서는 도전과 공통의 안보 이해에 대응하기 위해 인도-태평양 내 파트너 국가들과 대화와 협력을 강화할 것”

북한

“이란과 북한, 핵·미사일 프로그램 계속 개발”

“시리아, 북한, 러시아, 화학무기 사용 의존”

나토의 2022 전략개념 주요 내용

출처: 나토 홈페이지

미국판 반도체 굴기 본격화

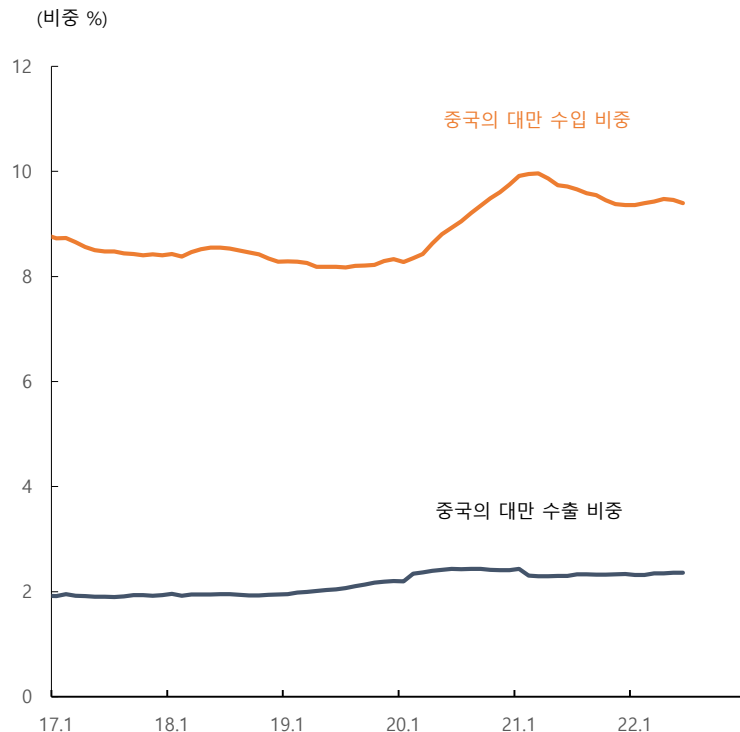
표2. 미국 '반도체과학법' 구성과 개요

주요 내용	Division A. CHIPS Act of 2022(미 반도체 지원법)
	<ul style="list-style-type: none"> - 반도체 제조시설 건설 직접 보조금 390억 달러(성숙공정 시설 보조금 20억 달러 포함) - 첨단 반도체 연구개발비 110억 달러(국가반도체기술센터, 첨단후공정생산프로그램 등) - 시설 및 장비투자 세액공제 25% 도입(반도체촉진법(FABS Act) 포함 및 통과)
	Division B. Research and Innovation(첨단기술 및 기초과학 R&D)
	Title I. Department of Energy Science for the Future(에너지부)
	<ul style="list-style-type: none"> - 핵융합, 핵물리학, 가속기 및 핵에너지 관련 기초과학 연구 - 바이오 에너지, 에너지 저장장치, 탄소포집 - 고성능 컴퓨팅, 양자 네트워크
	Title II. National Institute of Standards and Technology for the Future(국가기술표준원)
	<ul style="list-style-type: none"> - 측정과학(유전자 시퀀싱 등)을 위한 생물학, 생체계측학 및 인공지능, 중성자 산란 연구 - 국제 표준 개발 및 업데이트, 소프트웨어·사이버 보안 연구 - Manufacturing USA 등 제조업 발전을 위한 기술사업화 프로그램 확대
	Title III. National Science Foundation for the Future(국립과학재단)
	<ul style="list-style-type: none"> - 교육과정 전주기 STEM 교육 강화, STEM 교육 다양성 확대 및 연구 안보 강화 - 자원(농업, 에너지, 물), 기후변화 및 무인항공기·선박 외 기존 기초과학 연구 심화 - 기술혁신국 설치, 인공지능 연관 10대 핵심 기술 영역 R&D 집중
	Title IV. Bioeconomy Research and Development(바이오경제)
	<ul style="list-style-type: none"> - 대통령실 과학기술정책국의 합성생물학 연구개발 이니셔티브 작성 - 바이오경제 발전을 위한 범부처 위원회 및 12인 이상 산학연 자문위원회 설치 - 물리, 화학 등 기초학문과 첨단 ICT 기술 융합으로 합성생물학 및 바이오제조 역량 발전
	Title V. Broadening Participation in Science(다양성)
	<ul style="list-style-type: none"> - 연방 연구 자금 배분 및 STEM 인력 구성의 다양성 제고 - 소수자 교육기관(HBCU, TCU, MSI) 및 교외지역 STEM 교육 강화
	Title VI. Miscellaneous Science and Technology Provisions(기타)
	<ul style="list-style-type: none"> - 국가과학기술전략 및 경제안보 과학·연구·혁신 전략 작성 - 양자 통신, 블록체인, 암호화폐 분야 범부처 워킹그룹 운영 - 핵융합 등 핵물리 연구와 인프라 확충, 탄소저감 및 에너지 효율 제고(반도체, 철강)
	Title VII. National Aeronautics and Space Administration Authorization Act(우주항공국)
	<ul style="list-style-type: none"> - NASA의 탐사시스템개발국(ESDMD) 산하 'Moon to Mars' 프로그램 오피스 신설 - 2030년까지 인간 화성 탐사 목표, 저농축 우라늄 로켓 추진 기술 개발, 인공위성 공급망 강화 - 실험적 차세대 항공기, 무인항공기 및 첨단 천체 관측 망원경 발사, 소재부품장비 연구
	Division C. Supplemental Appropriations to Address Threats to the SCOTUS(미 헌법재판소)
	<ul style="list-style-type: none"> - 논쟁적 판결 이후 본인 및 가족들의 생명 위협에 시달리고 있는 헌법재판관들의 안전 보장을 위한 예산 확보 (브렛 캐버니, 클레런스 토마스, 소니아 소토마이어 등)

미국 주도의 신공급망 구축 전략의 여파는 중국 경제와 산업 패러다임 전환에 어려움을 가중시키고 있음

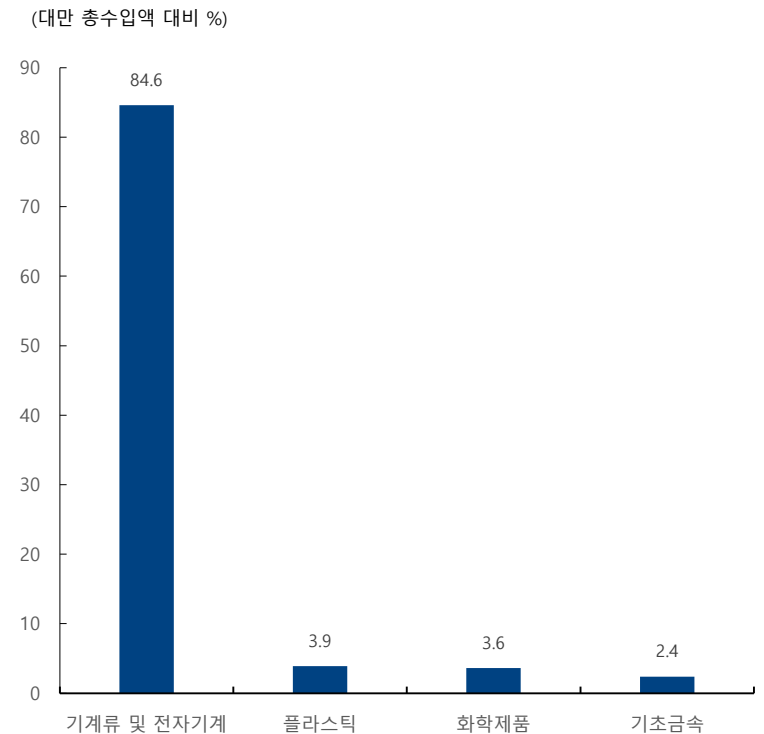
– 칩4 및 양안 리스크가 대표적인 사례. 특히, 중국의 대만 경제 제재 강화 시 공급망 혼란으로 중국 경기에 타격

그림41. 중국의 대만 수출 및 수입 비중



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

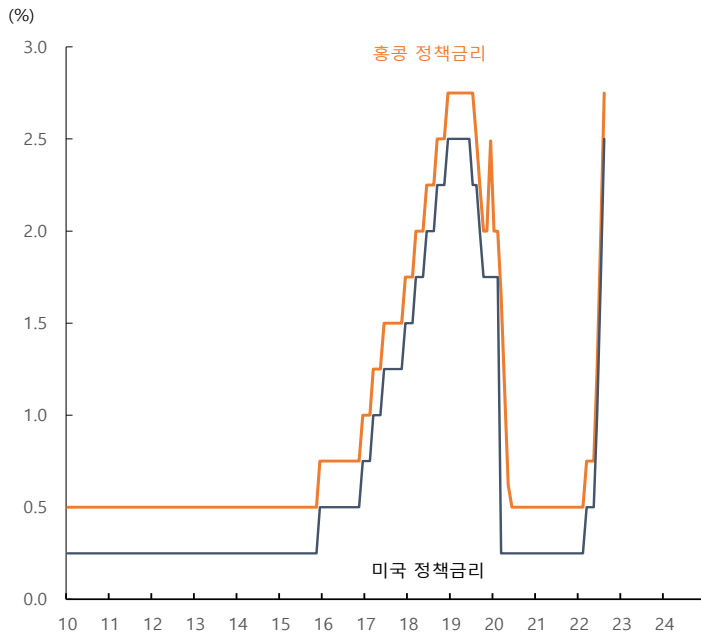
그림42. 중국의 주요 대만산 제품별 수입 비중



달러 페그제를 운용 중인 홍콩 달러 추이도 주시

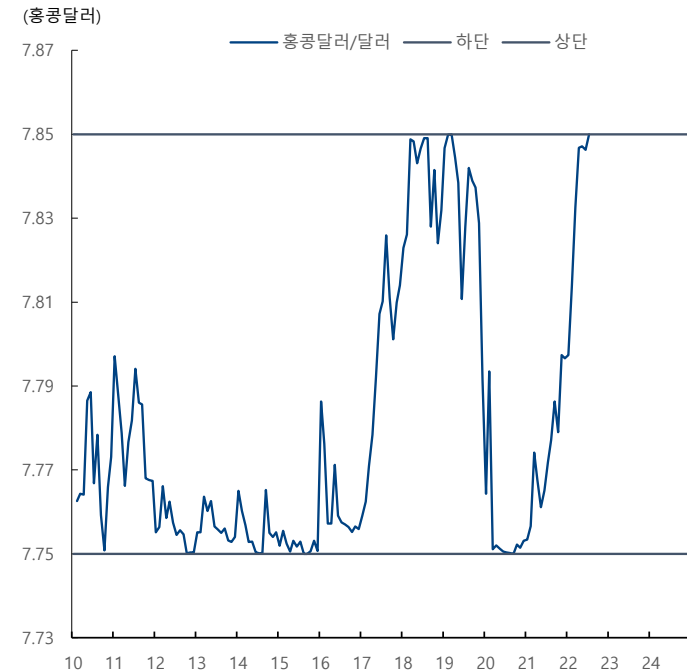
중국 경기 불안 확산 시 홍콩 달러의 달러 페그제에 대한 불안 심리도 확산될 수 있음

그림43. 경기 부진 속에 정책금리 인상 부담이 가중되고 있는 홍콩 경제



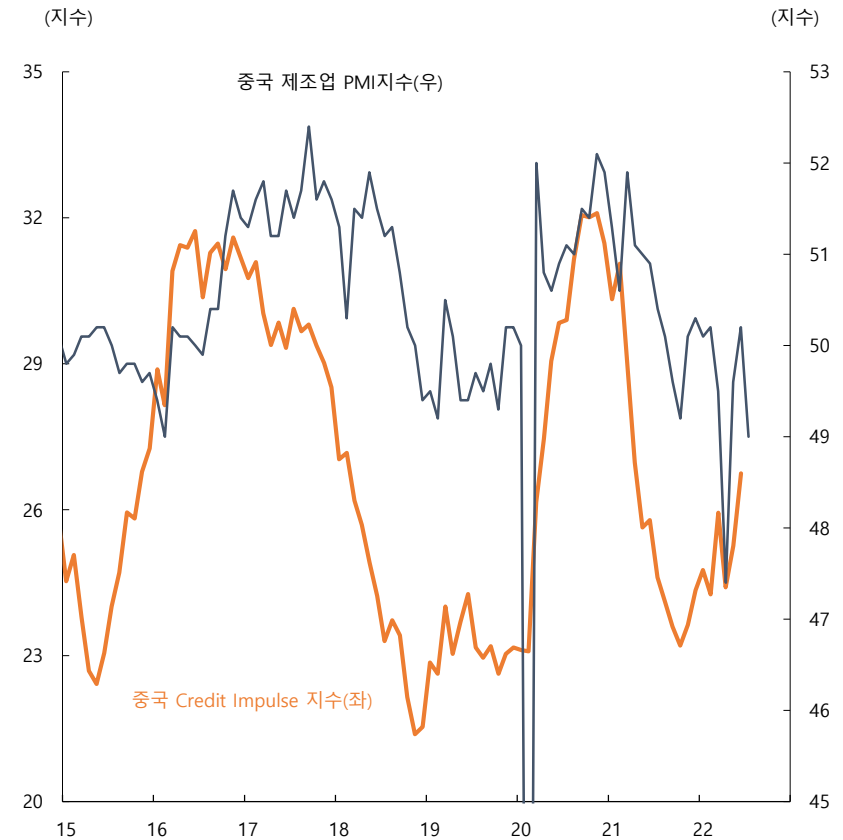
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림44. 밴드 상단에 위치해 있는 홍콩 달러



이전 대비 통화정책의 효과가 제한적인 상황

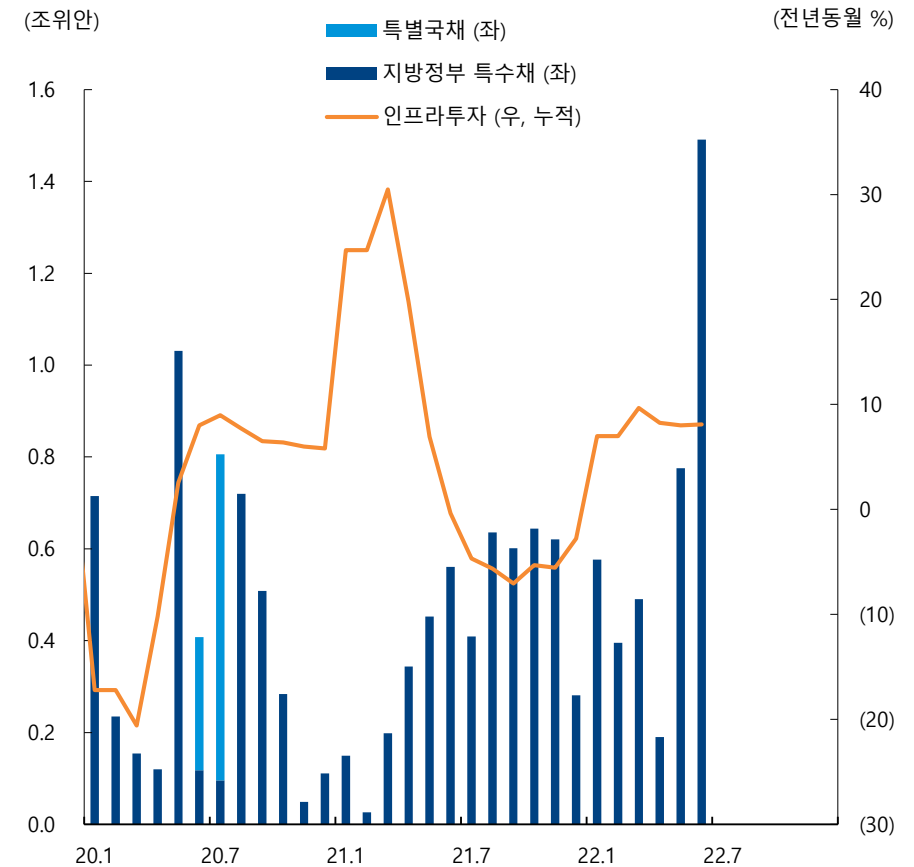
그림45. 통화 완화 정책 추진에도 제조업 경기는 답보 상태



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

인프라 투자를 통한 재정 부양책이 하방 경직성을 강화하고 있지만, 하반기 강한 인프라 투자 정책이 지속될지 여부는 미지수임

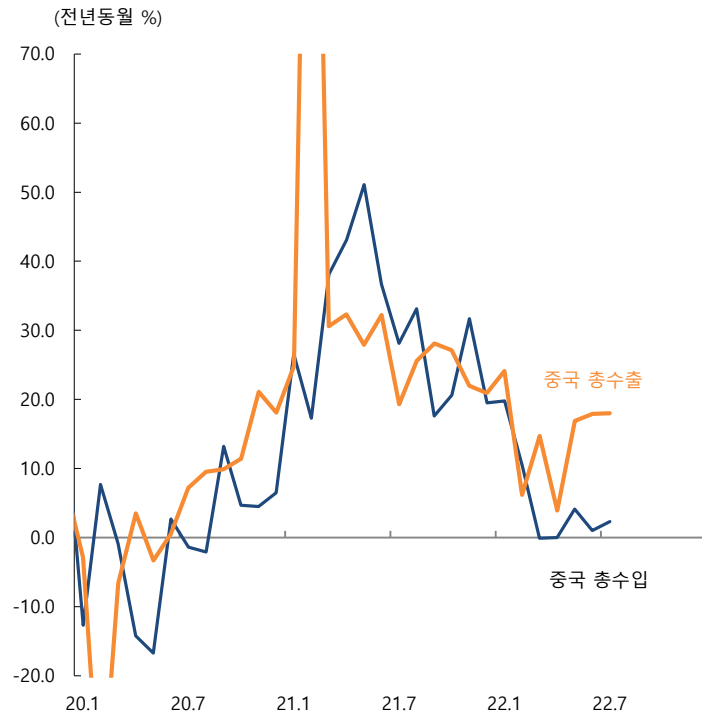
그림46. 인프라 투자 확대를 위해 지방정부의 특수채 발행이 급증했지만 하반기에도 특수채 발행이 급증할지는 미지수임



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

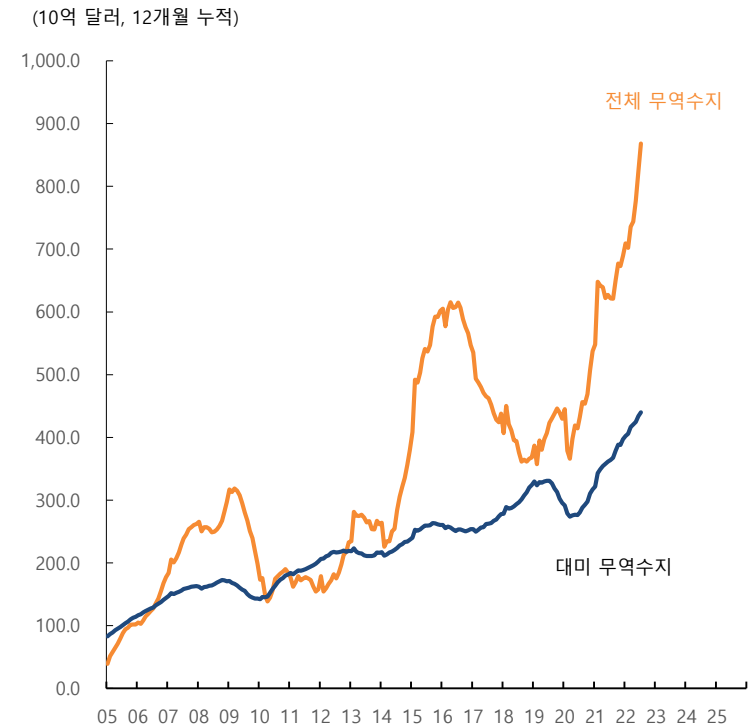
그나마 수출 경기가 중국 경기를 방어 중인데 하반기 수출 경기 역시 모멘텀 둔화가 예상되고 있음

그림47. 그나마 수출이 기대 이상으로 양호한 상황임



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

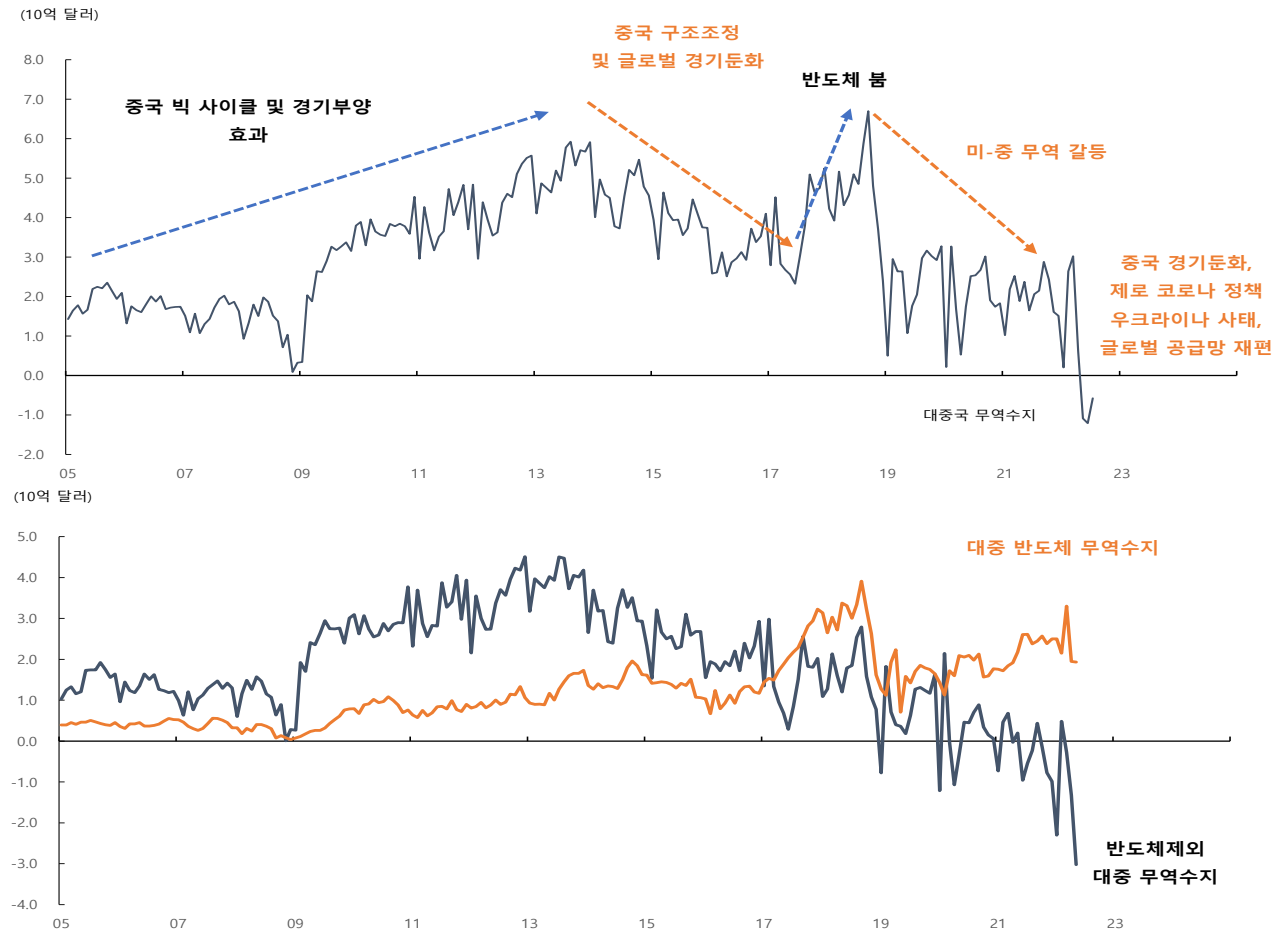
그림48. 원자재 가격 급등과 미-중 갈등에도 흔들림 없는 중국 무역수지



흔들리는 대중 수출사이클, 특히 무역수지 추이: 92년 이후 처음으로 3개월 연속 대중 무역수지 적자 기록

국내 대중국 수출 구조, 중국 저성장과 글로벌 공급망 재편으로 뉴 노멀 국면에 진입할 수 있음을 주목

그림49. 대중 무역수지 추이



Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 박상현, 류진이)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.