

## 제 목

## 2015년 중국 경제에 대한 홍콩시장의 전망

## 1. 2015년 중국경제전망

홍콩의 언론과 IB 등 금융계에서는 2015년 중국 경제가 잠재성장률이 둔화되는 가운데 부동산부문 조정과 과잉생산설비 축소 노력이 지속되고 New Normal의 본격 진입 선언에 따른 과도한 경기부양책 지양 등에 따라 금년에 이어 성장률둔화 추세가 지속될 것으로 전망

⇒ 2013년 7.7% → 2014년 7.3~7.4% → 2015년 7.0% 내외

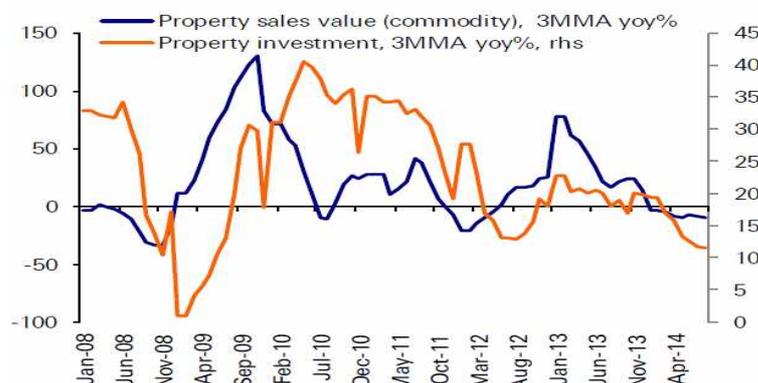
## (부분별 · 기간별 전망)

□ 부문별로는 부동산을 중심으로 한 투자부진이 성장률 둔화의 주 요인으로 분석

○ 2014년 시작된 부동산시장 침체 현상이 내년에도 지속될 것으로 전망하고, 이에 따라 부동산투자증가율이 금년 12% 수준에서 내년에는 10% 내외로 더욱 낮아질 것으로 예상 (특히, JP Morgan은 5~6%까지 하락 전망)

- 과거의 주택경기 주기(cycle)에서 주택판매액 전환점이 주택투자 전환점보다 7개월 정도 앞섰던 점을 감안할 때 최소한 내년 중반까지 부동산투자 부진이 지속될 것으로 전망 (Deutsche)

## 주택판매 및 주택투자



자료: Deutsche

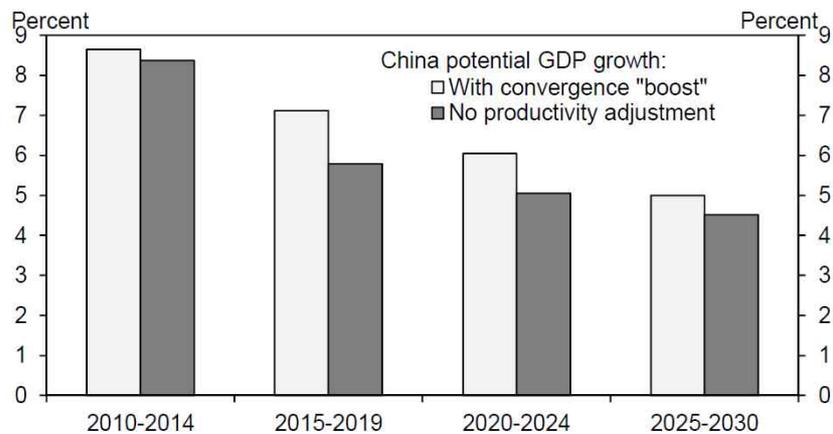
- 내년에는 그동안 조정폭이 적었던 북경과 해안지역(Jiangsu, Zhejiang, Fujian, Guangdong)의 부동산부문 조정이 본격화될 것으로 전망하면서, 중국 전체 부동산투자의 1/3을 차지하는 동 지역의 부동산투자증가율이 2015년 중반까지 10% 수준으로 낮아질 경우 중국의 경제성장률이 0.5%p(간접효과 포함시 0.6~0.8%p) 하락할 것으로 분석 (Deutsche)
- o 아울러 제조업투자도 과잉생산설비 조정이 지속되는 가운데 생산자물가의 장기 하락\* 등으로 기업의 수익성이 낮아져 부진한 모습을 지속할 것으로 예상
  - \* 중국의 생산자물가지수는 2011년 3월 ~ 2014년 11월까지 33개월 연속 하락세를 보이고 있으며, 동 기간중 하락률은 10% 수준에 달함
- o 다만, 인프라투자의 경우 지방정부의 투자여력 축소\*를 보전하기 위한 중앙정부의 대형 프로젝트(철도, 도로, 공항 등) 시행 등으로 비교적 높은 신장세 유지 전망
  - \* 재정개혁으로 지방정부에 대한 부채관리 강화, 부동산시장 침체에 따른 토지매각 수입 부진 등에 기인
- 한편 민간소비는 tight한 노동시장 여건\*과 견조한 소득증가에 힘입어 비교적 안정된 신장세가 지속될 것으로 예상하고, 대외부문도 풍부한 글로벌 유동성이 지속되는 가운데 선진국의 성장세가 확산되고 원자재 (commodity) 가격이 낮은 수준을 보임에 따라 개선될 것으로 전망
  - \* 2014년 1~9월중 이미 연간 일자리 창출목표(1,000만명)를 달성하였으며, 2014년 3분기 현재 구인/구직 비율이 1.09에 달하는 등 노동시장의 수요우위 지속
- 기간별로는 현재의 성장모멘텀 약화 추세가 당분간 지속되면서 2015년 1~2분기까지 성장률이 더욱 낮아질 것으로 예상(Goldman Sachs, Nomura, Deutsche, Barclays 등)
  - o 이에 따라 중국 정부의 각종 경기부양책이 내년 상반기에 집중되면서 하반기에는 성장률이 안정화 내지 소폭 반등할 것으로 예상

**(잠재성장률 하락 등 성장둔화에 대한 견해)**

- IB들은 중국의 인구구조 악화, 경제수준의 발달, 그동안 고도성장 과정에서 누적된 구조적 문제 등으로 잠재성장률이 지속적으로 낮아지고 있다고 분석

- Nomura는 중국의 잠재성장률이 이미 7% 이하로 하락하였다고 분석하고 환경문제, 디레버리징 등과 같은 장기 구조적 과제 등을 감안할 때 앞으로도 하락 추세가 지속될 것으로 전망
  - 그동안 중국 경제에 커다란 도움을 주었던 젊고 풍부한 잉여 노동력이 고갈되었으며, 노동력에 대한 수요가 공급을 이미 초과하고 있는 상태 지속
  - 정부(중앙+지방)가 거액의 재정적자(GDP의 10.1%, 2013년 기준)를 보이는 것은 잠재성장률이 실제성장률(7.7%, 2013년)보다 낮다는 것을 의미
- Goldman Sachs는 향후 중국의 잠재성장률이 현재 중국 지도부가 추진하고 있는 개혁정책의 성공 여부에 따라 커다란 차이가 나타날 것으로 분석하고, 앞으로 5년간(2015~2019년) 중국의 잠재성장률을 6.5% 수준\*으로 추정
  - \* 개혁의 성공적 추진으로 생산성이 향상되었을 경우와 그렇지 못한 경우의 평균치 기준

### 잠재성장률 전망



자료: Goldman Sachs

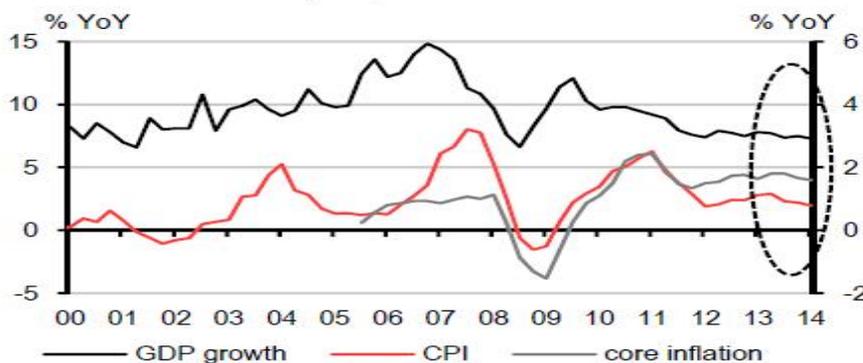
- 이와 같은 잠재성장률 하락과 현 지도부의 구조개혁 추진 의지 등을 감안할 때 내년도 중국 정부의 경제성장률 목표치는 금년(약 7.5%)보다 낮은 7.0% 수준으로 하향 조정될 것으로 예상
- 노동시장이 tight해지고 공해와 재정적자, 부동산시장 공실률과 같은 제약조건 감안시 지도부가 낮은 성장률 목표를 수용할 전망(Deutsche)
- 한편, IB들은 이러한 성장률 둔화가 경제의 rebalancing을 이룩하고 구조개혁을 가속화하는데 도움이 되는 등 긍정적 측면도 있다고 평가

- 그동안 중국 경제에서 지나치게 높았던 투자의 비중을 축소하고 과도한 부채수준을 감축(deleveraging)하는 등 경제의 균형을 높이는 계기가 될 수 있음
- 성장률 목표가 낮아지면서 국유기업 및 정부 예산시스템 개혁, 과잉설비 축소, 금리자유화, 공공요금 가격 조정, 환경보호 등 각종 개혁과제 추진 가속화 예상

### (인플레이션)

- 2015년 소비자물가상승률은 취약한 국내수요, 과잉설비 존재, 국제 상품 가격 하락 등의 영향으로 2.0% 내외의 낮은 수준을 지속할 것으로 전망
  - 아울러 정부의 소비자물가상승률 목표치도 금년(3.5%)보다 낮은 3.0% 수준으로 하향조정될 것으로 예상
- HSBC는 인플레이션 주기가 통상 경제성장률 주기를 후행한다는 점을 감안할 때 2011년 후반부터 시작된 인플레이션 둔화현상은 2010년 중반 이후 성장률 둔화에 크게 기인한 것으로 분석
  - 이 같은 디스인플레이션의 주된 원인은 수요부진이지만 다음과 같은 공급측면의 요인도 가세한 것으로 평가
    - 원유 등 상품가격이 2014년 하반기 급속히 하락
    - 부동산가격 하락도 임대료 하락을 통해 소비자물가 하락요인으로 작용
    - 돼지고기 등 식품가격의 안정세 유지

### 경제성장률 및 인플레이션



자료: HSBC

- 다만, Deutsche는 현재 시장에서 중국의 디플레이션 리스크에 대한 이야기가 많으나 다음과 같은 점을 감안할 때 2015년 하반기와 2016년에는 오히려 인플레이션이 더 큰 리스크 요인이 될 것이라고 주장
  - 현재 중국의 소비자물가상승률이 낮은 것은 주로 식품가격 때문인데, 돼지고기 등 식품가격이 2014년에 비정상적으로 낮았던 점을 감안하면 앞으로는 가격상승 리스크가 존재한다는 것을 의미
  - 통화정책 완화 사이클이 시작되어 2015년에는 통화공급이 증가할 것이며, 재정부담 등을 감안할 때 통화완화의 정도가 예상보다 더 커질 수 있음
  - 정부가 재정부담으로 수도 등 공공요금의 가격을 올리거나 보조금을 삭감할 가능성

## 2. 향후 정책대응 방향

대부분 IB들은 중국 정부가 성장률 목표치를 7% 수준으로 낮추더라도 국내부문을 중심으로 현재의 취약한 성장모멘텀을 감안할 때 동 목표치 달성도 용이하지 않을 것으로 평가

⇒ 경착륙 방지 등 경제의 안정적 운용을 위해 필요한 완화정책 추진 예상

### (통화정책)

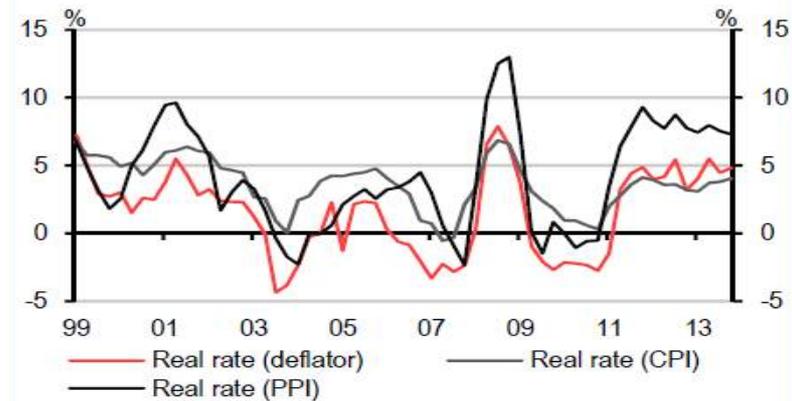
- 대부분 IB들은 11.22일 인민은행의 금리인하 조치가 기업의 자금조달비용을 경감하는데 미흡하였다고 평가하고\*\* 내년에는 경제활동이 더욱 부진해질 것으로 예상되는 만큼 경제안정을 위해 추가적인 금리인하가 이루어질 것으로 전망

\* 예금금리  $\Delta 25\text{bp}$ (3.0%→2.75%), 대출금리  $\Delta 40\text{bp}$ (6.0%→5.6%), 각각 1년만기 기준

\*\* 예금금리 인하와 함께 실행금리의 상하한율이 확대(기준금리  $\pm 10\%$  →  $\pm 20\%$ )됨에 따라 은행들이 예금유치를 위해 실행금리를 종전 수준(3.3%)으로 유지하면서 적정 예대마진 확보를 위해 상하한 규제가 없는 대출금리는 높게 운용하려는 경향에 기인

- HSBC는 11월 금리인하에도 불구하고 실질금리가 4~7%의 높은 수준을 유지하고 있어 투자활성화 등을 위해 금리인하가 필요하다고 분석

## 실질금리



자료: HSBC

- 금리인하 시기는 경기 하강압력이 큰 상반기에 주로 이루어지고, 인하 폭은 대체로 1~2차례에 걸쳐 25~50bp 수준이 될 것으로 예상
  - 최근 은행들의 무수익여신 증가와 11월 예대금리의 차등인하 등에 따른 수지부담을 감안할 때 향후 금리인하시에는 예대금리를 동일한 폭으로 조정할 것으로 예상(Barclays, Deutsche)
- IB들은 외화유입 축소 등으로 국내 유동성 공급요인이 줄어드는 가운데 금리인하의 효과를 극대화하고 금리자유화 추진(예금보험제도 도입 포함)에 따른 은행 수지부담 완화 등을 위해 지준율 인하도 이루어질 것으로 예상
- 인하시기는 금리인하와 동일하게 주로 상반기에 이루어지고, 인하폭은 대체로 2~3차례에 걸쳐 100~150bp 수준이 될 것으로 예상
  - 다만, Nomura는 매분기 50bp씩 4회에 걸쳐 총 200bp의 지준율 인하 예상
- 이와 함께 금융시스템에 충분한 유동성 공급을 위해 춘절 등의 기간에 공개시장조작과 단기대출제도 등을 적극 활용할 것으로 전망
- 일부에서는 수출경쟁력 확보 및 수입품에 의한 디플레이션 압력 완화를 위해 위안화 평가절하를 용인할 것으로 예상(BNP Paribas)

## (재정 정책)

- 그동안 중국의 인프라투자를 주도해왔던 지방정부의 역할이 향후 예산 제약 등으로 크게 위축될 것으로 예상됨에 따라 이를 보전하기 위해 대형 인프라 프로젝트를 중심으로 중앙정부의 재정활동이 크게 확대될 전망
  - 중국 국가발전개혁위원회(NDRC)는 2014년중 총 1조위안 규모의 인프라 투자를 승인하였으며 이중 대부분은 내년초 착공 예상
  - 이와 함께 2015년에는 총 400억달러 규모의 New Silk Road 사업도 본격 추진 예상
- 이에 따라 중앙정부의 재정적자/GDP 비율이 2014년 2% 초반에서 2015년에는 2% 후반으로 확대될 것으로 예상
  - 다만, 이와 같은 중앙정부의 재정 확대에도 불구하고 지방정부의 투자 감소분을 완전히 상쇄하지는 못할 것으로 분석