

## Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 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 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.



리서치센터 리포트  
바로가기

## 미-중 관세 전쟁: 중국 경제 취약점 점검

최악의 시나리오는 교착 장기화에 따른 글로벌 공급망의 탈중국화

- 단기적으로 관세 전쟁에서 중국이 유리한 입장. 이는 양국의 정치 체제, 금융시장 영향력, 정책 여력 등의 차이와 중국 경제의 구조 개선에서 비롯
- 미국이 우방국과 결집을 통해 글로벌 공급망의 탈중국화를 추진하는 장기전 시나리오는 중국 입장에서는 최악. 당사가 3~6개월 내 협상 타결을 전망하는 근거

관세 전쟁이 시작된 지 한 달 남짓이 지난 시점에서, 중국은 미국보다 유리한 입장에서 있다. 트럼프는 80년대 가장 낮은 대통령 지지율, 금융시장의 불안정 확대, 물가 상승 및 성장 둔화 우려 등으로 관세 정책 추진의 동력을 점차 상실해가고 있다. 반면, 중국은 GDP 대비 28%에 불과한 중앙정부의 부채 비율과 0%에 불과한 낮은 소비자 물가로 상대적으로 정책 여력이 높고, 외부의 압박에 대응하여 여론이 결집하고 있다. 경제적인 측면에서도 중국은 산업 구조의 전환과 수출 구조의 개선으로 트럼프 1기에 비해서는 나은 상황이다. 무엇보다 전기차, 태양광 등의 육성과 화학, 반도체 등에서 수입 대체 확대로 제조업 투자가 꾸준히 증가하면서, 주택시장 침체에서도 5%대 성장을 지속하고 있다. 수출에서의 지역적 다변화, 중간재 비중의 확대, 경쟁력 제고 등도 긍정적인 요인이다.

반면, 장기간 위축된 소비와 4년간 지속되고 있는 주택시장 침체 그리고 그로 인한 고용 불안은 중국 경제의 취약점이다. 지난해 4Q 이후 중국의 소비는 점차 개선되고 있으나, 주로 이구환신 정책 덕분이다. 주택시장은 지난해 9월 정책 전환 이후 거래가 증가하고 가격 하락 폭이 축소되며 회복 징후를 보이고 있으나, 여전히 선호도가 높은 1선 도시와 구축 중심의 회복은 한계이다. 또한, 3월 공식 실업률 5.2%에 비해 16.5%로 현저히 높은 청년 실업률과 '21년 이후 주택 건설 종사자의 급격한 감소는 내수 부진의 충격이 취약계층에 집중되고 있다는 점을 시사한다. 농민을 제외한 고용의 절반 이상을 담당하는 영세 기업 및 자영업자의 상황도 악화일로에 있다. 실제로 영세 기업 및 자영업자의 매출은 중국의 명목 GDP 성장률이 전년 대비 4.6%를 기록했던 '24년 4Q에도 -1.5%를 기록했다. 무엇보다, 이들이 극심한 내수 부진에 인력 감축으로 대응하면서, 수요 부족과 고용 축소의 악순환이 발생할 우려도 커지고 있다. 미-중 관세 전쟁이 중국 경제에 있어서는 (-) 수요 충격이라는 점에서, GDP의 2%를 넘는 대규모의 소비 진작 정책이 없다면 공급 측면에서 우위도 사실상 무용지물이다. 다만, 당사는 정책 우선 순위를 감안하면 대규모의 소비 진작 정책의 실현 가능성은 낮다고 판단한다.

현재 시점에서 미-중 관세 전쟁의 향후 경로와 결말을 예단하기는 어렵다. 단기적으로 중국이 우위에 있으나, 미국이 우방국과의 결집을 통해 중국과의 장기전 태세로 전환할 가능성도 배제할 수 없다. 이는 글로벌 공급망의 다변화 및 탈중국화를 의미하며, 중국 입장에서는 최악의 시나리오이다. 이처럼 관세 전쟁 장기화가 양국 모두에게 유리하지 않다는 점들을 감안할 때, 당사는 여전히 3~6개월 내 양국 간 협상 타결을 가장 유력한 시나리오로 유지한다.

## 미-중 관세 전쟁 Update

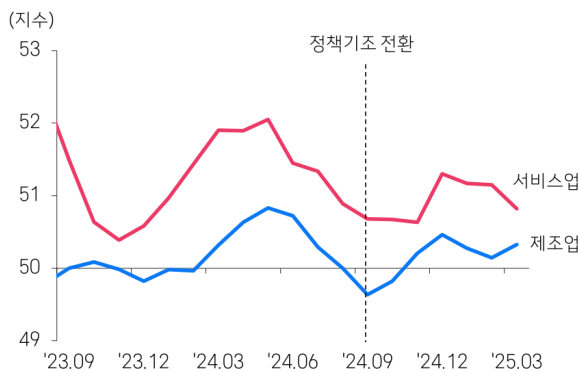
### 중국 경제 완만한 회복세; 관세 전쟁 장기화의 경제적 충격은 중국 GDP -2% 수준

중국 경제는 미국과의 관세 전쟁이 격화되는 상황에서도 완만한 회복세를 지속하고 있다. '25년 1Q 성장률을 전년 대비 5.4%로 시장 예상을 상회했으며, 3월 주요 경제 지표도 1~2월보다 개선되며 중국 경제의 회복세는 확대된 것으로 나타났다. 이러한 현상은 중국의 제조업 및 서비스업 PMI가 지난해 3Q를 완만하게 회복되고 있다는 사실과 일치한다. 물론 이는 높은 관세율의 영향이 현실화되기 전의 결과이다.

지난 '18~'19년 트럼프 1기 당시 미국의 대중국 실효 관세율이 15.4%pts 상승했을 때, 중국의 경제적 충격은 GDP는 -0.2~-0.3% 수준으로 추정된다. 당시 중국의 GDP 대비 미국 최종수요의 의존도가 3.5% 내외였고, 위안/달러의 상승으로 관세율 상승의 절반 정도가 상쇄되었다는 점을 감안하면, 관세의 미국의 중국산 수입 수요 탄력성은 대략 1.0을 가정한 결과이다. 미국에 대한 수출 의존도가 높은 지역과 그렇지 않은 지역을 나눠서, '18~'19년 두 지역의 경제 활동의 변화를 추적한 연구 결과에서도 유사한 결과가 도출된 바 있다(The Economic Impacts of the US-China Trade War, NBER WP 29315). 이번 트럼프 2기의 관세율 인상 폭은 사실상 교역중단 수준으로, 경제적 충격은 최소한 중국 GDP의 -2.0%를 넘어설 전망이다. 특히, 트럼프는 미국의 반도체 공급망 측면에서의 우위를 활용하여 중국을 압박하기 시작했고, 심지어는 우방국과 함께 중국을 압박한다는 복안도 갖고 있는 것으로 알려지고 있다. 협상 전략의 일환으로 보이나, 높아진 긴장 관계와 미국의 중국 견제 의도를 감안하면, 협상 타결 이후에도 중국에 대한 관세율은 높은 수준에 머물 가능성이 높다.

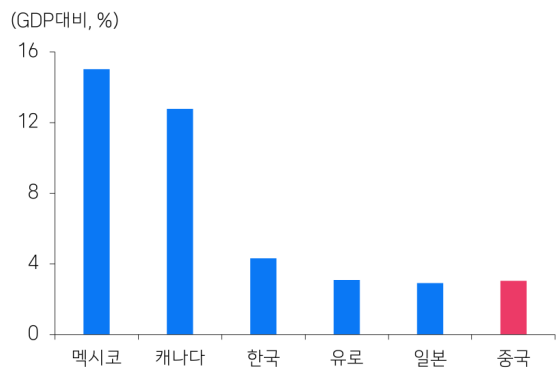
현재 시점에서 중국 경제의 향후 궤적을 예 측하기는 쉽지 않다. 조기 타결이 사실상 무산된 상태에서 당사의 기본 시나리오(70%)는 3~6개월 내 일정 수준(관세율 40~60%) 협상 타결이나, 관세 전쟁의 장기화 가능성(30%)도 작지 않다. 교착 국면의 장기화 가능성을 높이는 요인으로는 선호되는 협상방식의 차이와 미국의 전략부재이다. 트럼프는 정상간 1대 1 협상과 일괄 타결을 원하고 있으나, 시진핑은 막후 협상 방식을 선호한다. 또한, 서로 상대방에게 먼저 협상안 제시를 요구하고 있다. 이는 기본적인 게임 이론에 입각한 협상 방식이나, 현재로서는 기싸움 양상으로 흘러가고 있다. 한편, 중국보다 먼저 협상을 시작한 일본의 사례에서 알 수 있듯이, 미국은 90개국과 개별적인 협상을 진행하는 까닭에 상대방에 대한 요구 조건이 구체적이지 않다. 우방국과의 협상을 일단락한 이후 중국과의 협상에 나선다는 미국의 입장도 미-중 협상이 예상보다 장기화될 수 있는 요인이다.

### 중국의 PMI, 지난해 9월 이후 완만한 상승세



참고: 국가통계국과 차이신 지수 합의 3개월 이동 평균  
자료: 중국국가통계국, S&P Global, 삼성증권

### 중국의 미국 최종수요 의존도



자료: OECD, 삼성증권

### 정치 체제, 정책 여력 등에서 단기적으로는 중국이 미국보다는 유리한 입장

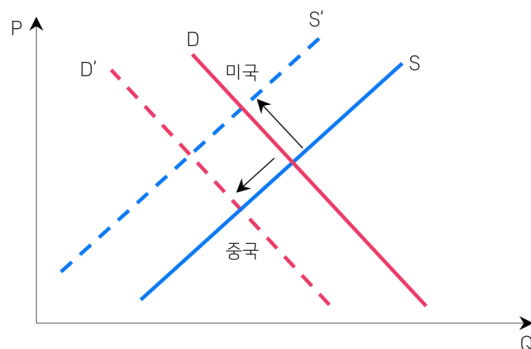
당연히 관세 전쟁의 장기화는 미국과 중국 양국 모두에게 불리하나, 당사는 단기적으로 중국이 상대적으로 미국보다 관세 충격에 대한 내성이 높다고 판단한다. 이는 무엇보다 양국 간 정치 체제와 정책 대응 여력 그리고 금융시장 개방 정도의 차이에서 기인한다.

미국은 매년 2년마다 하원의원의 전원, 상원의원의 1/3이 교체되며, 대통령 지지율이 수시로 조사된다. 물론 내년 11월 중간선거까지 트럼프는 자신의 정책을 고수할 수 있으나, 의원들은 상대적으로 여론 변화에 민감하다. 현재까지 공화당에 대한 트럼프의 장악력이 견고한 편이나, 관세 충격이 현실화될 경우 의회에서 이번 관세 부과에 법적 기반인 긴급조치 철회를 요구할 수도 있다. 반면, 중국의 경우에도 여론 변화에 일정 부분 반응하지만(예를 들어, '23년 12월 봉쇄 조치에 대한 반대 시위), 대체로 정책에 대한 반대 의견이 공개적으로 드러나지 않으며, 이번처럼 대외적인 압력이 고조될 경우에는 단일대오를 유지하는 경향이 더욱 강해진다. 그에 따라 중국은 관세 정책 장기화에 대한 정치적인 부담이 크지 않다.

정책적인 여력 측면에서도 중국이 상대적으로 유리한 입장에 있다. 관세 충격은 미국에게는 (-) 공급 충격, 중국에게는 (-) 수요 충격이다. (-) 공급 충격은 유가 급등과 같이 성장은 낮추고 물가는 높이는 효과를 초래한다. 이에 대한 교과서적인 해법은 충격이 일시적일 경우 통화 정책적인 대응은 자제하는 것이며, 구조적이거나 장기적일 경우에는 '70년대 말처럼 금리 인상이 해법이 될 수도 있다. 물론 당사는 관세 인상을 구조적인 충격으로 판단하지 않으며, 아울러 기본 시나리오하에서 거시경제적 영향도 미국의 물가 상승률(PCE 기준)을 1.5%pts 내외 상승과 성장률 -0.7%pts로 추정한다. 이러한 상황은 Fed의 이중 책무가 서로 상충되어, 통화정책적 대응을 제약하는 요인이다. 반면, 수요 충격은 금리 인하 및 재정지출을 통해 (-) 공급 충격보다는 상대적으로 치유가 수월한 편이다. 물론 환율이나 자산 가격에서의 부작용을 감내한다는 가정이 전제되어야 한다. 중국의 경우, '25년 1Q 소비자 물가가 전년 대비 -0.1%를 기록하며 수요 측 압력이 사실상 전무하며, 중앙정부의 부채 비율이 GDP의 27% 내외에 불과하여 정책 여력이 큰 편이다.

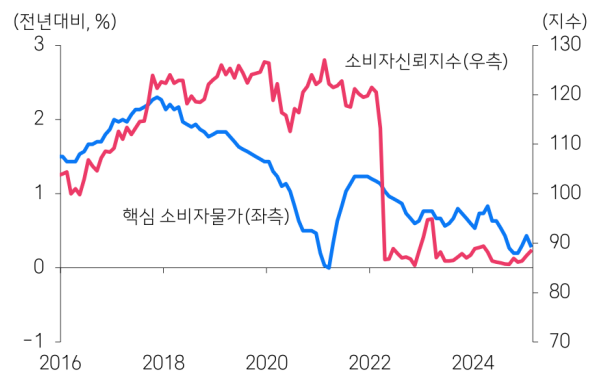
또한, 미국은 금융시장이 경제에 미치는 영향이 크다. 미국 가계는 자산의 50%를 주식으로 보유하며, 401k를 통해 은퇴 자금을 운용한다. 지난 4월 9일 상호 관세 철회를 이끌어낸 것도 주식, 채권, 통화의 지속적인 약세이다. 반면, 중국은 금융시장 개방도가 낮고, 내국인들의 주식 보유 비중도 크지 않다. 그에 따라 중국 정부는 금융시장보다는 실물 지표에 민감하게 반응할 가능성이 높다. 금융시장이 실물보다는 충격에 대해서 훨씬 빠르게 반응한다는 점에서 미국보다는 중국 정부가 다소 유리하다고 판단하는 이유다.

### 관세 인상: 중국은 (-) 수요 충격, 미국은 (-) 공급 충격



자료: 삼성증권

### 중국의 소비자 물가 0% 수준으로 수요 측 압력 전무한 상태



자료: 중국 국가통계국

## 관세 전쟁에서 중국의 강점 점검

### 산업 구조 전환은 중국 경제의 내성을 높이는 요인

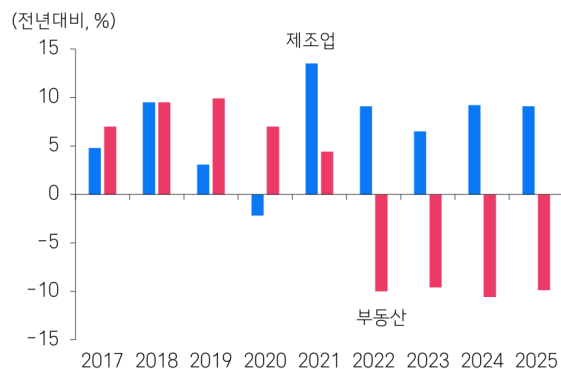
정치 체제 및 정책 여력의 차이 외에 당사가 주목하는 점은 트럼프 1기 이후 나타난 중국 경제의 구조적인 변화이다. 구조적인 변화는 1) 제조업 고도화의 진전, 2) 부동산에 대한 의존도 축소, 3) 수출 부문에서의 다변화 확대 등이며, 이러한 요인들은 관세 전쟁에서 중국의 입지를 강화하는 요인이다.

중국의 산업별 투자 추이를 살펴보면, 부동산 투자는 '21년 이후 줄곧 감소하는 반면 제조업 투자는 상당히 견고하다. '16년 전년 대비 9.9%였던 부동산 투자는 '21년 9월 중국 정부의 규제(3 Red Line)를 계기로 급감하여 '24년에는 -13.4%를 기록했다. 특히, 주택의 착공은 '20년 정점 대비 30% 수준까지 급감했다. 반면, 제조업 투자는 지난 8년간 평균 9.4%를 기록했으며, 글로벌 제조업이 둔화되기 시작한 '22년 이후에도 8% 내외의 높은 증가율을 기록했다. 이와 같은 제조업 투자의 확대는 부동산 투자의 감소를 어느 정도 상쇄하여, 주택시장 침체 국면에서도 중국의 성장률이 5% 내외를 기록했다.

제조업 투자의 증가는 기본적으로 시진핑 2기에 시작한 제조업 고도화 정책에서 비롯된다. 해당 정책은 과잉투자로 귀결되기도 했으나, 결과적으로 중국 제조업의 구조 전환을 가속화했다. 특히, 전기차 산업의 확대는 기존 내연기관 자동차 산업의 구조조정을 초래했으나, 그 과정에서 신규 투자수요가 확대되고 중국 내에서 전기차 공급망이 성장할 수 있는 토대가 되었다. 태양광 산업의 성장도 석탄발전 의존도를 낮추면서 중국에서 연관 산업이 성장하는 기회가 되었다. 결과적으로 중국의 제조업 고도화 정책은 기존 제조업 강국과의 경쟁을 통한 성장보다는 새로운 산업의 창출 측면에서 더욱 긍정적이었다. 반면, 수입 대체 성격이 강한 화학, 반도체 등에 대한 투자 확대는 전기차 등에 비해서는 효과가 크지 않았던 것으로 판단된다. 즉, 수입 대체라는 정책 목표는 달성했으나, 산업의 공급 과잉을 초래하여 투자의 효율성은 낮은 편이었다.

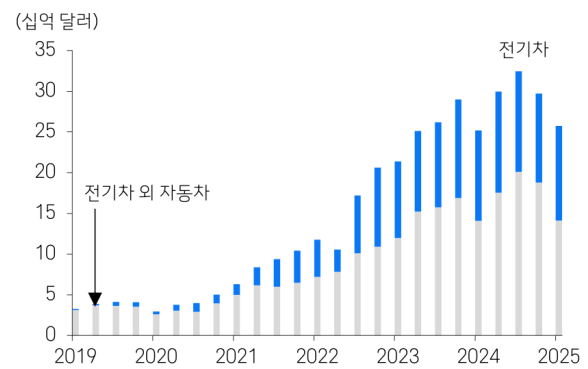
또한, '21년 9월 규제 강화로부터 시작된 주택시장 침체는 중국 경제를 수요 부족에 의한 디플레이션으로 몰고 갔지만, 한 때 25%에 달하던 부동산에 대한 의존도가 크게 낮아지면서는 긍정적인 측면도 있다. 만약, 주택시장 버블이 높아진 상태에서 관세 전쟁이 발발했다면, 중국 정부의 더욱 어려운 상황에 처했을 것이다. 특히, 지난해 10월 지방정부 우발채무 리스크를 경감한 정책(LGFV 채무를 지방정부로 이관)이 가장 효과적인 조치로 판단된다.

### '17년 이후 중국의 제조업 투자 vs. 부동산 투자



참고: '25년은 1~3월 누적 값, 명목 기준  
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

### 중국의 자동차 수출 추이



참고: 분기별 수출 금액  
자료: 중국 해관총서, 삼성증권

### 중국 수출의 다변화, 중간재 수출 비중 확대, 경쟁력 제고 등도 긍정적인 요인

초고율의 관세가 장기화되면, 지난해 5,243억 달러 규모의 상품(전체의 15%)을 미국에 수출했던 중국 으로서는 큰 타격을 입을 수밖에 없다. 양국의 관세 전쟁이 연말까지 지속될 경우, 올해 중국의 미국에 대한 수출은 절반 이하로 줄어든 전망이다. 그 효과만으로 '24년 5.9%였던 중국의 수출 증가율은 '25년 에는 -5%를 하회할 것이다. 지난 1Q 5.4% 성장에서 순수출의 성장기여도가 2.1%pts였다는 점을 감안 하면, 성장률 충격은 GDP의 -2.0% 내외로 추정된다. 다만, 수출 지역 및 품목의 다변화, 높아진 중간재 수출 비중, 낮아진 외자 기업의 수출 비중 등으로 전체 중국 수출은 0% 내외로 추정된다. 관세 전쟁의 장기화에 어느 정도 내성이 있는 셈이다. 자세히 살펴보면 다음과 같다.

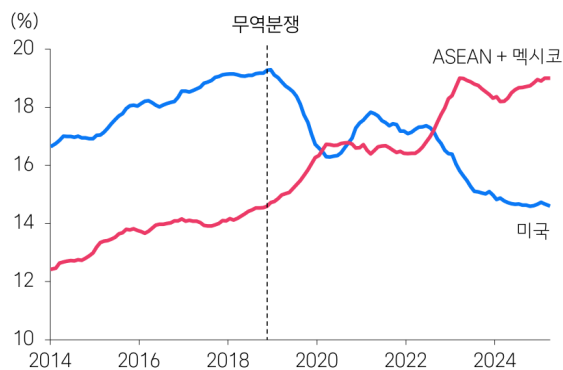
첫째, 중국의 수출 다변화 확대로 미국에 대한 의존도가 낮아졌다. '18년 트럼프 1기 무역 분쟁 이후 중 국의 우회 수출이 증가하면서 전체 수출 중 베트남, 멕시코 등 신흥 제조업 국가의 비중은 증가한 반면, 미국의 비중은 하락했고 그에 따라 중국의 수출 집중도도 하락했다. 또한, 중국은 미국 외 지역과의 교역 을 확대하려는 노력을 이어가고 있다.

둘째, 전체 수출 중 중간재의 비중이 상승하면서 수출 구조가 개선되었다. 중국 전체 수출 중 중간재의 비중은 '17년 42%에서 '23년 46%로 상승했으며, 이는 베트남, 멕시코 등 신흥 제조업 국가에 대한 중 간재 공급이 증가한 영향으로 판단된다. 따라서, 미국이 중국을 다른 제조업 국가들로 대체하더라도 결국 중국 중간재에 대한 수요는 이어질 가능성이 높아, 중국 수출에 대한 충격도 일부 완화될 수 있다.

셋째, 중국산 제품의 경쟁력이 높아졌다. 중국의 철강, 가구, 완구 등 저급 기술 제품은 높은 경쟁력(현시 비교우위 지수 기준)을 유지하고 있으며, 선박, 플라스틱, 승용차 등 중급 기술 제품도 경쟁력이 높아지 면서 세계 시장에서의 점유율이 확대되었다. 언론 보도나 산업계의 반응을 종합하면, 단기간 내 경쟁력 높은 중국 상품을 대체하기 어렵다는 것이 중론이다. 또한, 지난 3년 동안 다른 국가들의 생산자 물가는 꾸준히 상승했으나, 중국의 생산자물가는 되려 하락세를 보이면서 중국 수출품은 높은 가격 경쟁력을 갖고 있다.

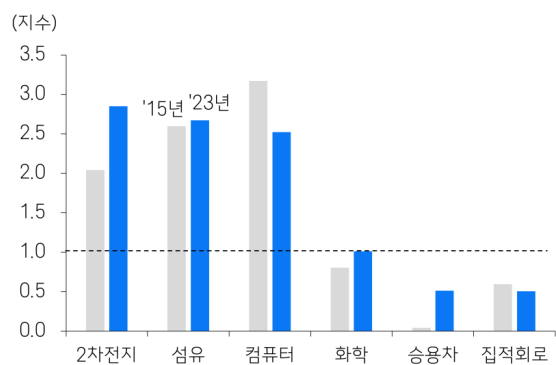
물론, 미국으로의 수출 판로가 막히면서 여타 국가들로 중국의 수출이 증가하며, 그 과정에서 해당 국가 들과 무역 마찰이 심화될 가능성도 있다. 다만, 관세 충격이 크다는 점을 감안하며 중국이 미국 외 지역 과 무역 분쟁을 일으킬 가능성은 낮다. 또한, 미국이 우방국과 함께 중국 포위하는 전략을 취할 수도 있 다는 점에서도 그러하다.

### 전체 수출 중 미국의 비중 하락



참고: 12개월 이동 평균  
자료: 중국 해관총서, 삼성증권

### 중국 주요 수출 품목의 비교 우위(RCA) 변화



참고: 비교 우위 지수 1 상회 시 세계 평균보다 높은 경쟁력을 의미  
자료: UN Comtrade, 삼성증권

## 중국 재정 정책 여력 점검

### (-) 재정 수입에도 지출은 확대: 중앙정부의 재정 여력은 충분

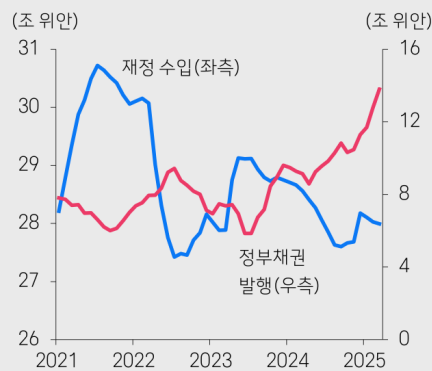
1분기 중국의 재정지출(일반 공공예산과 정부성 기금의 합)은 재정수입이 전년 대비 (-)를 기록하는 상황에서 5.6%를 기록하며 연간 계획(4%)을 상회했다. 부족분은 정부 채권으로 충당되었는데, 이는 중국 정부의 경기부양 의지를 반영한다.

중국 재정 수입의 감소는 경기 둔화 및 부동산 침체의 영향이 크다. '25년 1분기, 비세금성 수입은 일부 국유 금융 기업들의 배당과 지방정부의 자산 매각으로 증가했지만 세금 수입은 전년 대비 -3.5%, 토지 매각 수익은 -15.9%를 기록했다. 그에 따라 일반 공공예산과 정부성 기금 수입은 각각 -1.1%와 -11.0%를 기록했다. 그에 따라 중국 정부가 확장적인 재정 지출을 이어 나가기 위해서는 정부 채권 발행을 증가시킬 필요가 있다. 최근 중국 경기는 완만하게 회복하고 있으나, 관세 충격의 크기를 감안하면 세금 수입 개선 여지는 제한적이기 때문이다. 또한, 중국의 주택 거래가 회복세를 보였으나 이는 구축과 1선 도시 중심의 회복이었고, 신축이나 공급 과잉인 2~3선 도시의 주택 거래는 아직 부진하기 때문에 토지매각 수입도 저조할 가능성이 높다.

당사는 중국 정부가 재정 확대 여력을 충분히 갖고 있는 것으로 판단한다. 첫째, 중국 중앙정부의 부채 비율은 GDP 대비 26.2%(24년, IMF 기준)로 여전히 낮으며, '25년의 재정적자 목표도 GDP 대비 4%로 확대될 여지가 있다. 둘째, 중국 장기 국채금리가 하락하면서 채권 발행에 우호적인 여건이 형성되었다. 최근 중국 10년물 국채금리는 1.65% 내외로 역사적 저점 수준에 머무르고 있으며, 인민은행의 완화적인 통화정책과 낮은 인플레이션 등으로 낮은 수준을 유지할 가능성이 높다. 셋째, LGFV 부채를 적극적으로 차환하면서 지방정부 부채 관련 불확실성이 완화되었다. 이는 중국 지방 정부의 채권 발행과 재정 지출 모두에 긍정적인 요인이다.

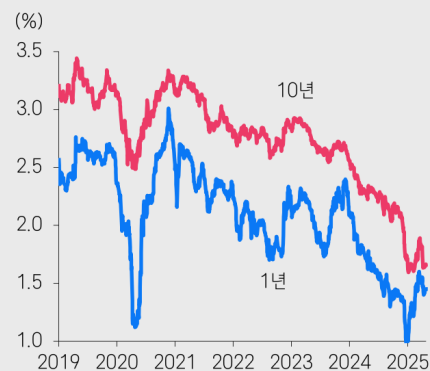
한편, 당사는 추가적인 재정 정책 발표 시점을 9월 정치국회의 전후로 전망한다. 무엇보다 3월 24일부터 발행이 시작된 특별국채로 조달된 자금을 소진하고 효과를 확인할 시간이 필요하다. 특히, '25년 1분기 재정 적자 규모는 약 2.3조 위안으로 신규 정부 채권 발행 규모보다 작아, 아직까지 특별국채 발행 규모는 올해 한도를 밑도는 것으로 추정된다.

#### 중국 재정 수입 감소하며 정부 채권 발행 증가



참고: 재정은 일반 공공예산과 정부성 기금을 포함, 12개월 이동합  
자료: 중국 재정부, 중국 인민은행, 삼성증권

#### 중국 국채금리는 역사적 저점 수준



자료: WIND



## 관세 전쟁의 풍향계

### 미국은 트럼프 지지율 추이; 중국은 위안/달러 환율과 정책 강도 추이

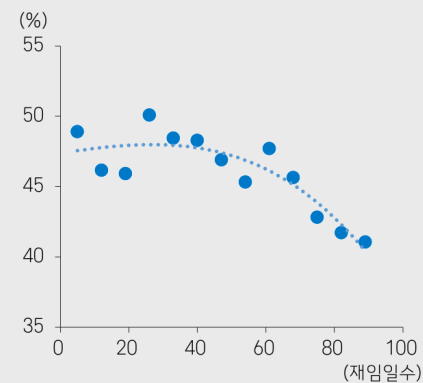
지난 4월 9일 상호 관세 철회는 주가, 달러, 채권 등의 지속적인 약세(금융시장 여건 악화)가 만들어 냈다. 당사는 금융시장 여건 악화와 함께, 미-중 관세 전쟁의 향방을 가늠할 수 있는 지표(indicator)로 트럼프 지지율과 위안/달러 환율 및 중국 정부의 정책변화로 판단한다.

4월 23일 Economist의 조사에 따르면, 트럼프의 지지율은 41%로 취임 당일보다 11%pts 하락하여 트럼프 1기보다 낮아졌다. 또한, 응답자들은 현재 가장 중요한 문제로 물가(inflation/prices, 29%), 일자리와 경제(jobs and the economy, 13%), 의료보험(health care, 12%)을 지목했다. 특히 물가와 일자리를 지목한 비율이 3월 이후 확대되어, 트럼프 관세 정책에 대한 미국인들의 높아진 우려를 반영했다. 내년 11월 중간 선거까지 19개월이 남은 상황이나, 관세 정책의 악영향이 명확한 상황에서 지지율 하락이 지속될 경우 관세 정책은 수정될 수밖에 없다.

한편, 위안/달러 환율은 중국 정부의 의도를 반영하는 지표이다. 관세 전쟁이 본격화된 3월 27일 이후 위안/달러는 안정적인 수준을 기록하고 있다. 물론, 유로화, 엔화 등이 5~6% 남짓 강세를 보인 것과는 차이는 있는데, 이는 미국과의 협상 진행에 차이를 반영했다고 볼 수 있다. 사실 외환시장의 위안/달러는 인민은행의 고시 환율의 상단에 머물고 있어, 위안화 약세 압력은 여전히 높다. 반면, '17년 이후 큰 폭의 (-)를 기록했던 경상수지의 오차 및 누락 오차(대체로 자본 이탈의 proxy로 활용)가 지난해 하반기 이후 위안화 약세 국면에서도 균형까지 회복되어, 외환시장에 대한 중국 정부의 통제가 한층 강화되었다. 결국, 최근의 위안화 안정은 중국 정부의 의도를 반영한 결과일 가능성을 시사한다. 그에 따라, 시장환율이 고시환율이나 다른 통화에 비해 현저하게 낮아지면 협상의 진전을, 그렇지 않고 현저하게 높아지면 협상의 후퇴를 의미한다고 볼 수 있다.

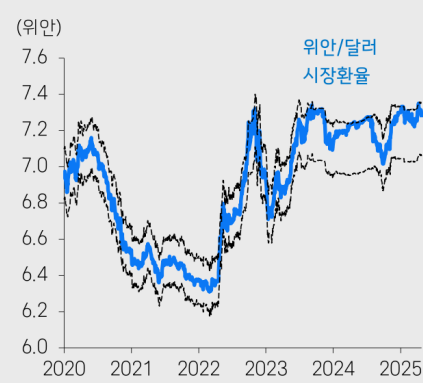
아울러, 관세 인상은 앞서 언급했던 것처럼 중국 입장에서 (-) 수요 충격을 의미한다. 정책 측면에서는 완화적인 통화재정정책이 필요하다. 다만, 양국 간 협상에서 큰 진전이 없는 상황에서 중국 정부가 예고 없이 또는 예상을 상회하는 완화적인 정책을 발표한다면, 이는 타결의 지연을 의미하는 징후가 될 수 있다. 그에 따라 매월 발표되는 정책금리(7일 reverse Repo 금리, MFL 금리, LPR 등)와 시장 예상과의 차이도 주목할 필요가 있다.

#### 트럼프 지지율 추이: 최근 급락



자료: Economist, 삼성증권

#### 위안/달러 환율: 시장 환율 vs. 고시 환율



자료: Bloomberg, 인민은행, 삼성증권

## 중국 경제의 취약점 점검

중국 경제에 긍정적인 측면만 있지는 않다. 당사는 중국 경제의 취약점으로 생산 대비 부진한 소비, 높은 청년 실업률로 대표되는 취약한 노동시장, 4년째 지속되고 있는 주택시장 침체 등으로 판단한다. 즉, 이러한 취약점으로 인해 중국도 관세 전쟁의 장기화의 부담이 크다.

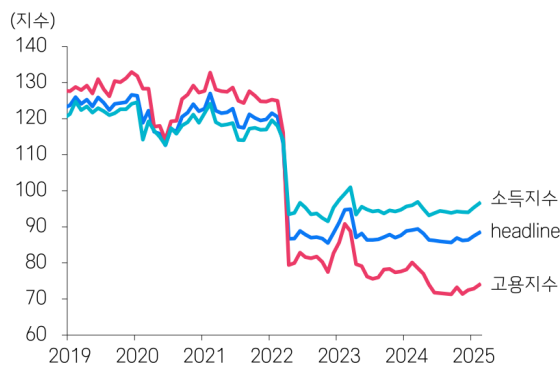
### 소비 및 고용 부진은 중국 경제의 취약한 고리

당사는 중국의 소비 회복세가 여전히 취약하다고 판단한다. '25년 3월 소매 판매는 전년 대비 5.9%를 기록하며 시장 예상을 상회했으나, 증가율이 높았던 품목은 이구환신 정책 대상이었다. 특히, 가전 판매가 전년 대비 35.1%를 기록했으며, 자동차 판매도 5.5%로 1~2월의 -4.4%에서 다시 (+)로 전환되었다. 반면, 해당 정책의 대상이 아닌 서비스업은 3월에 5.2%를 기록하며 전체 소매 판매 증가율을 하회했다. 소비 심리도 여전히 팬데믹 이후의 낮은 수준에서 벗어나지 못하고 있다. 국가통계국에서 발표하는 중국의 소비자지수(지수)는 '25년 2월 88.4를 기록하며 9월 이후의 회복세를 지속했다. 그렇지만 지수의 수준은 팬데믹 직전이나 장기 평균(107.8)보다 크게 낮은 수준이다. 이는 서비스 PMI가 최근 개선되었지만 장기 평균보다 크게 낮은 수준에 머물고 있는 현상과 같은 맥락이다.

중국 소비가 부진한 이유는 무엇보다 고용 불안이 심각한 수준에 달하기 때문이다. 실제로 팬데믹 기간 동안 소비자신뢰 지수 중 고용 지수는 전체 지수의 하락을 주도했으며, 소득 지수와 같은 다른 세부 지표와는 달리 팬데믹 종료 이후에도 내수 부진에 따라 하락세를 이어갔다. 이는 중국 가계의 고용에 대한 불안이 지속되고 있음을 시사하며, 이는 소비 부진으로 직결되고 있다는 의미이다. 중국 언론과 정부가 연일 고용의 중요성을 강조하는 것에서도 이러한 현상 때문이다.

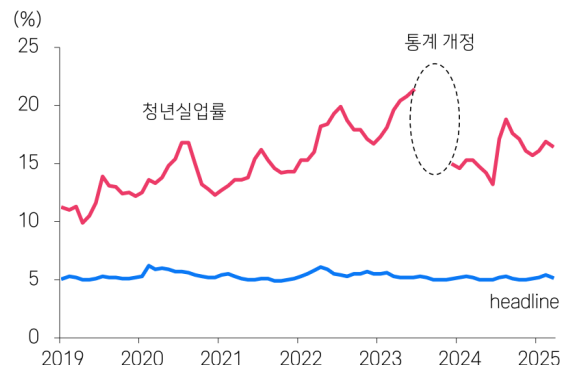
물론 중국의 공식 실업률은 3월 5.2%로 낮은 편이다. 다만, 16.5%에 달하는 청년 실업률에서 알 수 있듯이 내수 부진의 경제적 충격은 청년이나 농민공과 같은 취약 계층에 집중되고 있는 것으로 추정된다. 실제로 농민공의 비중이 높은 것으로 알려진 중국의 주택 건설 종사자는 '18년 3,591만 명에서 '23년에는 2,587만 명으로 크게 감소했다. '24년에는 주택 건설이 더욱 감소하여, 해당 산업의 종사자는 더욱 줄었을 것이다. 농민의 제외한 중국의 전체 고용의 50% 이상을 차지하는 영세 및 자영업의 상황도 녹록치 않다. 베이징대와 Ant Group이 함께 실시한 "중국 영세 경영자 조사"에 따르면, '24년 4Q 자영업자의 평균 영업 매출은 14.5만 위안으로 전년 대비 1.5% 감소했다.

### 중국 소비자신뢰 지수: 고용 지수가 하락을 주도



자료: 중국 국가통계국

### 중국의 청년 실업률은 높은 수준 유지



참고: 청년은 16~24세 기준, '23년 11월 데이터부터 재학생 미포함  
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권



또한, 응답자들은 수요 부족을 가장 큰 어려움으로 꼽았으며, 임대료, 원자재 값 등 비용 부담과 정부의 차별 대우, 벌금 부과 등도 부담이라고 토로했다. 주목할 점은 이들이 대응책으로 인력 감축을 실시(전체 응답자 중 34%)했다는 답변이다. 이는 수요 부족과 비용 부담으로 고용이 줄어들고, 이는 다시 수요 부족으로 이어지는 악순환이 진행되고 있음을 시사한다.

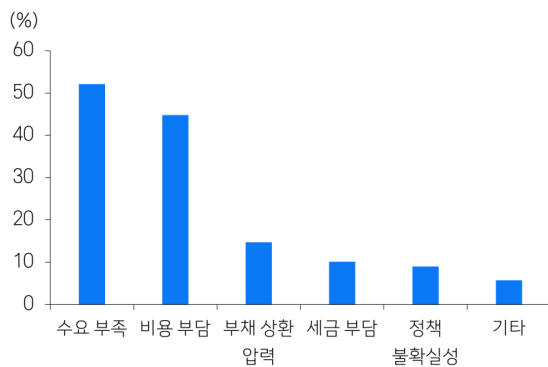
### 소비 증진을 통해 관세 인상의 영향을 전적으로 상쇄하기는 어려울 것

물론 소비와 고용은 경기 상황과 함께 주택 가격의 하락, 사회보장 제도 부족 등의 여타 요인에 의해서도 영향을 받고 있다. 우선, 중국 가계의 자산 중 부동산은 약 60%를 차지한다. 주택 가격이 정점 대비 평균 15% 내외 하락한 것을 감안하면, 가계 자산은 주택 가격 하락으로만 약 10% 감소했다. 또한, 중국의 교육, 보건 등 사회복지 지출은 GDP 대비 15% 내외로 독일, 일본, 미국 등 주요국보다 낮다. 실업보험과 연금 제도의 미비로 중국 가계는 예비적 저축을 늘릴 수밖에 없는 여건이다. 아울러, 여전히 생산 중심인 정책 기조도 소비와 고용에 긍정적이지 않다. 이구환신 정책은 소비 부진의 근본적인 원인을 해결하는 것이 아닌 임시방편이며, 공급 과잉 문제를 겪고 있는 제조업을 지원하는 것으로도 볼 수 있다.

이 같은 문제들은 단기간 내 해결되지 힘들기 때문에, 소비를 통해서 관세 전쟁의 영향을 상쇄하기 위해서는 현재 3,000억 위안 수준인 이구환신 정책을 획기적으로 확대할 필요가 있다고 판단한다. 판매 가격의 10% 내외 보조금을 제공한 이후 자동차, 가전, 휴대폰 등의 판매가 크게 증가했다는 점에서, 소비 증가율을 10%까지 끌어 올리기 위해서는 3조 위안(GDP의 2.2%) 규모의 보조금이 필요하다고 추정된다. 물론 금리 및 기준율의 인하, 규제 완화 등 여타 조치가 병행되면 필요한 규모는 줄어줄 수 있으나, 어찌 되었든 대규모의 보조금 지급이 필요하다는 사실에는 변함이 없다. 다만, 재정의 우선 순위와 여력을 감안할 때 실행 가능성은 낮다.

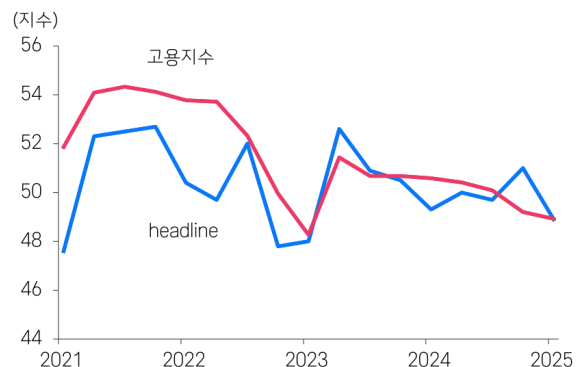
다만, 이구환신 정책은 수요를 늘리기보다는 구매 시점을 앞당기는 효과가 더욱 크다. 즉, 정책이 종료된 이후에는 증가한 만큼의 수요가 감소할 개연이 높다는 의미이다. 실제로 글로벌 금융위기 당시 '미국판 이구환신 정책(cash for clunkers)'을 연구한 결과에 따르면, 해당 정책은 장기적으로는 거의 효과가 없었다(The Effect of Fiscal Stimulus, NBER Working Paper No. 16351). 중국 정부도 이러한 점을 감안하여, 이구환신의 정책 규모와 지속 기간을 조정할 전망이다. 즉, 소비활성화를 통한 관세 전쟁의 영향을 상쇄하기는 사실상 불가능하다.

### 영세 및 자영업자의 경영난은 주로 수요 부족, 비용 부담에 기인



참고: '24년 4분기 조사 기준, 전체 응답자 중 비중  
자료: Peking University, 삼성증권

### 중국 영세 및 자영업자 신뢰 지수: 고용 지수 하락 지속



자료: Peking University, 삼성증권

### 중국 주택시장 점검: 중국 경제의 리스크 요인은 아니나, 그렇다고 회복의 동인도 아님

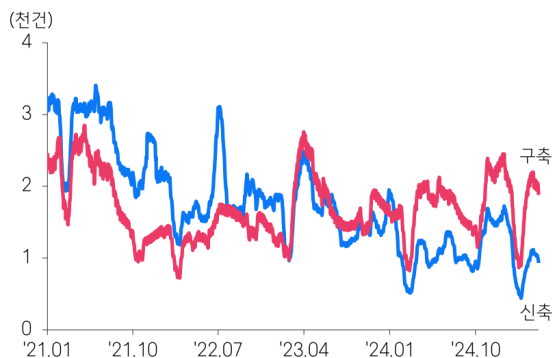
앞서 주택시장 버블이 관세 전쟁에 앞서 제거된 점을 긍정적으로 평가했다. 다만, 역사적으로 보면 주택 시장 버블 붕괴 이후 회복까지는 장기간이 소요되며, 이는 중국도 마찬가지일 것이다. 무엇보다 문제는 중국의 주택 공급 과잉은 상당히 심각하다는 사실이다. 도시 지역 주택의 공실율은 적정 수준을 훨씬 넘은 15~20%, 착공했으나 완공되지 못한 주택의 규모도 최소 4천만에서 최대 8천만 채로 추정된다. 다만, 주택시장의 부실이 다른 사례와는 달리 은행 등에 집중되지 않고 개인, 부동산 개발업체 등으로 분산되어 있다는 점은 버블 붕괴가 금융위기로 이어지지 않고 있다는 점이 긍정적이다. 반면, 가계가 부실의 짐을 짊어지면서 소비 위축이 장기화되고 있는 점은 부정적이다.

주요 지역을 중심으로 주택시장이 안정되는 징후가 나타나고 있는 점은 긍정적이다. 베이징, 상하이, 심천 등 1선 도시의 주택거래는 3월에는 전년 대비 38.5%, 4월에는 회복세가 주춤하여 1~20일 -2.0%를 기록했다. 이들 도시의 주택 가격도 3월에는 전월 대비로 소폭이나마 (+)를 기록했다. 해당 지역에서는 주택 신축용도의 토지매매도 증가하고 있다. 주택착공이 급감하여, 1선 도시에서는 1~2년 내 주택공급 부족이 나타날 가능성도 제기된다.

다만, 이러한 현상은 1선 도시, 그리고 구축에서만 나타나고 있다는 점은 한계다. 2~3선 도시의 주택거래는 4월에도 여전히 전년 대비 -10% 중반이며, 그나마도 구축 거래의 비중이 호황기에 비해 크게 높다. 또한, 주택 가격 하락 폭도 1선 도시보다 크다. 이는 1선 도시에 비해 선호도가 낮은 편이고, 공급 과잉도 심각한 편이기 때문이다. 이러한 점에서 당사는 단기간 내 중국 주택시장의 기초적인 회복 가능성이 낮다고 판단한다.

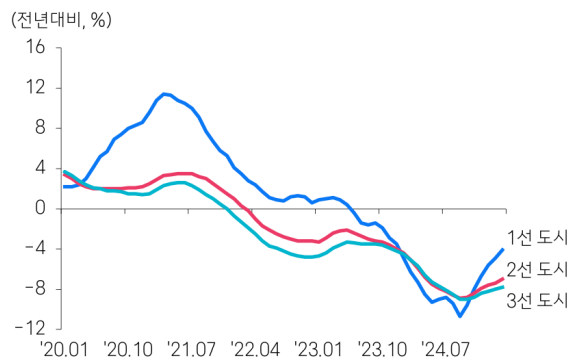
그에 따라 당사는 중국의 주택시장이 회복되기 위해서는 금리와 규제 측면에서 더욱 적극적인 대응이 필요하다고 판단한다. 또한, 구축 거래의 증가가 주택구매 심리의 회복을 나타낸다는 점에서, 신축 거래의 걸림돌로 작용하고 있는 부동산 개발업체에 대한 재무 리스크 우려를 덜 수 있는 조치도 필요하다. 결론적으로 중국의 주택시장이 위험의 진앙지가 되지는 않겠지만, 그렇다고 회복의 동인이 되기는 어렵다고 판단된다.

#### 중국 주택 거래는 구축을 중심으로 회복



참고: 12개 주요 도시 기준, 30일 이동 평균  
자료: WIND, 삼성증권

#### 중국 2, 3선 도시 주택 가격 하락세 지속



참고: 70개 주요 도시, 구축 주택 기준  
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

### 현 국면의 장기화는 오히려 중국에 불리; 3~6 개월 내 타협이 유력한 시나리오

양국은 관세 전쟁을 시작한 지 불과 한 달도 지나지 않았지만 이미 부담을 느끼고 있다. 미국이 휴대폰, PC 등에 대한 상호 관세를 유예하고, 중국은 반도체, 의료장비, 항공기 등에 보복관세 면제를 검토하고 있다. 다만 이러한 조치는 자신의 이익을 지키는 행위이지, 서로에 대한 유화책으로 간주하기는 어렵다. 사실 양국 간 밀접한 교역관계를 감안하면, 관세 전쟁은 누구에게 일방적으로 불리하거나 유리하지 않다. 상대방에게 출혈을 강요하면, 자신도 어느 정도의 손해를 감수해야만 한다.

단기적으로 정치 제도, 여론의 영향, 금융시장 개방도 등의 차이로 인해 중국은 미국보다 관세 전쟁에서 유리한 위치를 점하고 있다. 취임 100일을 전후로 실시된 조사에서 트럼프의 지지율은 40% 초반까지 하락했고, 특히 관세 및 경제정책 지지율은 30% 초반까지 급락했다. 5월 이후에는 관세 인상에 따른 물가 상승과 공급 충격이 더욱 확대될 가능성이 높다. 관건은 트럼프가 관세 인상의 장기적인 이익이 단기적인 손해보다 더욱 크다는 점을 미국 유권자들에게 성공적으로 설득하는지에 여부이다. 미국인들이 지난 '21년 이후 높은 인플레이션에 시름했고, 관세 인상의 장기적인 이익은 실현 가능성이 의심스러운 데 반해 단기적인 손해는 당장의 문제라는 점에서, 설득은 쉽지 않을 것이다. 즉, 고관세 정책의 추진 동력은 시간이 지날수록 약해질 수밖에 없다.

### 관세 전쟁의 장기화는 우방국을 통한 중국 봉쇄 가능성을 높이는 요인

그렇다고 마냥 중국이 관세 전쟁에서 유리한 입장은 아니다. 공급 측면에서 중국이 우위에 있으나, 중국의 약점은 수요이다. 중국 내수가 관세 충격을 온전히 흡수하지 못한다면, 공급 능력에서의 우위는 무용지물이다. 수요가 위축되면 재고가 쌓이고, 산업의 가동율은 더욱 낮아지고, 안 그래도 중국인들의 고용 불안이 큰 상황에서 저소득층을 중심으로 실업률은 높아질 것이다. 그에 따라, 이미 팬데믹 기간의 통제 위주의 정책으로 중국 정부에 불만이 높아진 상황에서 사회적인 불만은 더욱 높아질 개연성이 높다.

무엇보다 양국 간 대치 국면의 장기화는 중국 정부가 가장 우려하는 시나리오가 전개될 가능성도 높인다. 미국이 우방국과의 협상을 조기에 타결하여, 중국에 대한 관세율만을 높게 유지하며 중국 정부를 압박하는 상황이 그것이다. 관세율을 4월 2일 이전 수준으로 낮춘 후 중국에 대한 관세만을 점진적으로 높이고, 중국을 제외한 국가들에게 미국에 대한 수출품에서 중국산 비율을 낮추도록 요구하는 방안도 글로벌 공급망의 다변화 및 탈중국화를 가속할 수 있다. 결국, 중국 입장에서도 관세 전쟁 장기화는 불리하다.

현재 시점에서 미-중 관세 전쟁의 진행 경과와 결말을 예단하기는 어렵다. 각국의 정치 및 경제적인 구조가 정치 지도자들의 정책적 선택을 강하게 제약하지만, 정치 지도자들의 선호와 성향의 영향도 무시할 없기 때문이다. 이러한 점을 감안하여 당사는 3~6개월 내 양국의 협상 타결을 가장 유력한 기본 시나리오로 제시하면서도, 장기화 가능성을 배제하지 않는다. 다만 확실한 사실은 관세 전쟁은 단기적으로나, 장기적으로나 양국 모두에게 불리하며, 아울러 양국의 완전한 디커플링은 사실상 불가능하고, 가능하더라도 장기적인 과정이 될 것이라는 점이다.

Samsung Securities

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CRI