

지금 읽어야 할

## 중국 현장 답사기

Stock Story



2015. 10. 27

국내주식/시황 강현기  
02 369 3479  
hygkang@dongbuhappy.com

중국분석 박인금  
02 369 3269  
prj7890@dongbuhappy.com

## 한국 전통산업에 굴러온 여의주

이번 중국 탐방에서 초점을 맞춘 부분은, 중국 경제도 발전 단계의 보편성을 따른다는 것이다. 한 국가가 제조업에서 소비경제로 이전할 때에는 어려움을 겪기 마련이며, 그 중간 다리가 필요하다는 것이 역사의 교훈이다. 중국 정부의 선택은 ‘일대일로 사업’과 ‘위안화 평가절하’이다. 한국 주식시장의 참여자는 이곳에서 투자 기회를 찾을 수 있다. 결론적으로 한국 전통산업에 대한 투자를 추천한다. 철강, 건설기계, 화학, 조선 등이다.



## Summary

중국 탐방 첫 번째 방문지는 시안이었다. 내륙 교통의 요지인 이곳에서 일대일로 사업의 현황을 확인하기 위함이었다. 일대일로 사업이 본격화되지는 않았다. 그러나 이는 시간문제라 봐야 한다. 현지에서 눈치 빠른 알리바바가 미리 움직이는 것이 이를 방증한다. 여기서 한국 주식시장에도 투자 기회가 존재한다. 우선 철강 업종은 밸류에이션의 정상화가 이뤄질 것이다. 일대일로 사업에 따라 중국 내부의 강제 수요가 증가하게 된다. 다음으로 건설기계 업종은 올해 연말이 주가가 가장 할인된 시기가 될 것이다. 건설기계 구입은 연중 2월부터 5월까지 많다. 그것의 실적은 내년 1분기를 기점으로 개선될 수 있다. 따라서 올해 연말에 건설기계 업종의 주가가 가장 낮게 거래될 것이다.

중국 탐방 두 번째 방문지는 상해였다. 중국 경제와 무역의 중심지인 이곳에서 수출동향을 살펴보기 위함이었다. 각종 부양책에도 불구하고 아직 교역의 활성화를 체감하지는 않고 있었다. 다만, 향후의 기대감을 내비치고 있다는 점은 의미심장하다. 중국이 위안화 평가절하를 유도하여 수출 가격경쟁력을 제고시키기 때문이다. 이와 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략은 다음과 같다. 화학 업종의 상승세는 이어질 전망이다. 위안화 평가절하는 J커브 효과에 따라 시차를 두고 중국 수출의 활력을 불려올 것이다. 조선 업종의 상승세 역시 나타날 나라 본다. 조선 업종은 중국 해운사를 비롯한 주요 선주들이 유로존 QE 정책을 체감하는 것이 관건이다. 이때 대형 컨테이너선의 발주 기대가 커질 수 있다.

중국인 소비경제에 안착하는 데에는 상당한 시간이 필요하리라 판단한다. 첫 번째 걸림돌은 금융 부분의 낙후성에 있다. 소비경제에서 금융이 중요한 이유는 미래 소득을 현재 소비로 전환할 수 있기 때문이다. 그러나 현재 중국의 은행은 소비성 대출에 제한적인 구조를 가지고 있다. 두 번째 걸림돌은 정치 제도에 있다. 중국이 갈망하는 소비경제는 고부가가치를 창출하는 서비스업이 뒷받침된 상태를 말한다. 이를 위해서는 '정보의 대칭' 이 필요하다. 중국의 정치적 결단이 요구되는 것이다. 해당 관점에서 한국 주식시장에서의 투자 전략은 다음과 같다. 밸류에이션이 높은 중국 소비자 관련 업종의 비중을 보수적으로 가져가고, 밸류에이션이 낮은 중국 생산재 관련 업종의 비중을 확대하는 것이다.

중국 현지 업체의 반응을 정리하면 다음과 같다. 중국 일대일로 사업과 관련하여 바이오스틸 및 두산인프라코어 판매대리점 등은 아직 실적 호전을 체감하지 못하고 있었다. 바이오스틸은 2015년 3분기까지 동사의 순이익이 전년 대비 많이 감소할 것이라고 전했다. 두산인프라코어 판매대리점도 전년 대비 부진한 실적을 예상했다. 이는 중국 정부의 일대일로 사업이 아직 본격화되지 않은 때문이라고 판단했다. 중국 수출과 관련하여 시노펙 상해석유화학공과 중국해운컨테너의 반응은 엇갈렸다. 화학 업계에서는 그 개선이 본격적이지 않지만, 향후 기대감이 있었다. 해운 업계가 느끼는 압박은 다소 컸다. 중국의 위안화 평가절하가 이뤄지더라도 결국, 유럽 노선업황의 개선이 주요한 변수라고 언급했다.

## Contents

<b>I. 중국에서 꽃을 피우는 케인지안.....</b>	<b>4</b>
중국은 공급축소와 수요확대를 병행.....	4
중국 경제에 녹아있는 보편성의 원칙.....	5
<b>II. 시안의 성문을 두드리는 일대일로.....</b>	<b>8</b>
시안에서 시작되는 일대일로 사업.....	8
일대일로 사업의 현재와 미래.....	11
일대일로 사업에 존재하는 투자 기회.....	18
중국 일대일로 사업과 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략.....	19
<b>III. 상해의 수문에 일렁이는 수출활력.....</b>	<b>23</b>
상해가 주도하는 중국의 경제.....	23
수출을 간과할 수 없는 이유.....	25
수출을 개선시키기 위한 방안.....	26
중국 수출 및 위안화 평가절하와 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략.....	28
<b>IV. 불야성의 중심에서.....</b>	<b>32</b>
소비경제의 진행 상황.....	32
소비경제로의 이전에서 걸림돌 #1.....	37
소비경제로의 이전에서 걸림돌 #2.....	40
중국 소비경제 걸림돌과 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략.....	41
<b>V. 중국 현지 업체의 반응.....</b>	<b>43</b>
일대일로 사업 관련 기업.....	43
수출동향 관련 기업.....	46

## I. 중국에서 꽃을 피우는 케인지안

이번 중국 탐방을 통하여 얻은 과실은 명료하다. “공이 있는 곳이 아니라 공이 가는 방향으로 나아가라”는 금언을 따르자는 것이다. 중국이 다시금 케인지안식 부양책을 들고 나왔다. 이로 인하여 한국 주식시장에서 취해야 할 전략적 선택은 분명해졌다. 전통산업에 대한 투자를 추천한다.

### ■ 중국은 공급축소와 수요확대를 병행

#### 한국 전통산업의 밸류에이션이 정상화될 것

금융위기 이후 중국의 경제 정책은 세 번의 변화를 겪었다. 그때마다 한국 주식시장은 다르게 채색됐다. 이번에도 역시 마찬가지이리라.

엄밀히 말하면 한국 주식시장이 줄곧 부진했던 것은 아니다. 금융위기 이후 극복 과정에서 여타 주식시장보다 먼저 직전 고점을 넘어섰다. 한국 주식시장은 2007년 10월 금융위기 이전 KOSPI 최고점인 2064.85pt를, 2011년 1월에 재돌파했다. 38개월 만의 일이다. 참고로 미국 주식시장은 2007년 10월 금융위기 이전 S&P500 최고점인 1565.15pt를, 2013년 3월에 재돌파했다. 65개월이 걸렸다. 한국보다 미국이 27개월 느렸던 것이다. 그 이면에는 중국의 강력한 부양책이 있었다. 2009년부터 2011년까지 중국이 수요확대 정책을 시행했다. 중국에서 4조 위안의 재정지출과 10조 위안의 은행대출이 단행됐다. 이웃 나라의 부양책이 바다를 건너 한국 주식시장에도 영향을 미쳤던 것이다.

한국 주식시장의 다리가 풀린 것은 직전 4년간이다. 이때 한국 주식시장이 역사상 가장 좁고 긴 박스권을 만들었다. 해당 기간에 한국 주식시장의 PBR이 1배 언저리에 머무는 것이 당연하게 받아들여졌다. 우연치 않게 이 시기는 중국의 정책이 변경된 때와 일치한다. 중국 내의 과잉시설이 화두로 떠오르며 구조조정이 이뤄졌다. 2012년부터 2014년까지 중국이 공급축소 정책을 시행했다. 그들의 기침에 한국 주식시장이 놀라 넘어졌던 것이다.

2015년부터 바뀐 중국의 정책이 한국 주식시장을 또 다른 모습으로 변모시키리라는 점을 쉽게 유추할 수 있다. 이제 중국은 공급축소와 수요확대를 병행하는 정책을 사용하고 있다. 한쪽에서는 직전 진행했던 구조조정을 이어가고 있다. 다른 한쪽에서는 새로운 부양책을 펼치고 있다. 일대일로 사업과 위안화 평가절하가 그것이다. 이를 통하여 우리는 그간 중국의 정책 변화 과정에서 할 일만았던 한국 전통산업의 밸류에이션이 정상화될 것으로 판단한다[도표1].

도표 1. 중국의 정책 변화 과정에서 할인받았던 한국 전통산업의 밸류에이션이 정상화될 것



자료: Bloomberg, 동부 리서치

## 중국 경제에 녹아있는 보편성의 원칙

### 중국 경제도 보편성의 원칙에서 벗어나기는 힘들어

강조하고 싶은 점은 중국 경제가 보편성의 원칙에서 벗어나기는 힘들다는 것이다.

중국의 경제 발전 모델은 자본주의 체제 하에서 우수한 성과를 보였던 것을 추종했다.

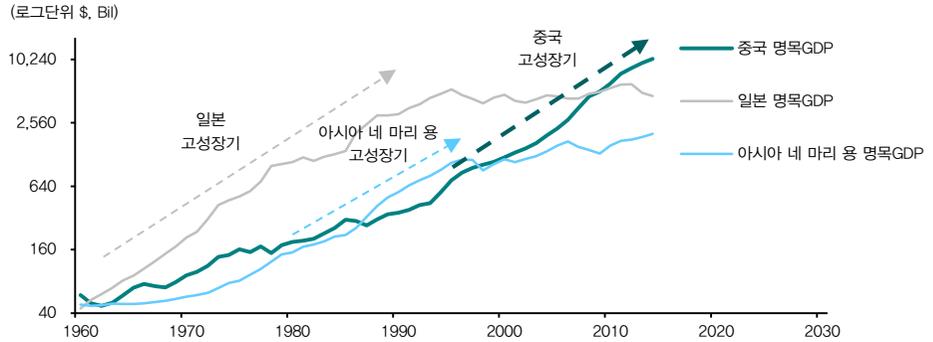
**첫째**, 생산요소 중 자본은 외자로 해결했다. 1978년 12월 제11기 공산당 중앙위원회 전체회의를 기점으로 정책 노선이 바뀐다. 개혁개방을 위시한 경제가 중심이 됐다. 이후 제정된 1979년 7월 중외합자경영기업법에서는 기업을 세 가지 형태로 분류했다. 합작기업(중국과 외국 자본이 결합), 독자기업(100% 외국자본), 그리고 합작기업(자본 출자와는 상관없이 계약에 기초한 기업 간 제휴) 등이다. 설립되는 기업 대부분이 외국인 투자를 통하여 이뤄졌다.

**둘째**, 생산요소 중 토지와 노동 등 중국이 비교우위에 있는 분야는 스스로 공급했다. 중국의 국토는 세계에서 네 번째로 넓다. 토지의 제공은 문제 될 것이 없었다. 중국의 인구는 세계에서 첫 번째로 많다. 특히, 개혁개방 초기에 중국은 세계 최저 수준의 국민소득을 기록했다. 1가정 1자녀 낳기 정책은 육아 부담을 던 여성의 인력을 경제 활동에 편입시키는 효과를 가져왔다. 이로써 주어진 공간에 투입되는 노동 비용이 최소화됐다.

**셋째**, 글로벌화가 진행되고 있었다는 시대적 조류를 충분히 활용했다. 중국이 생산요소의 투입을 해결할지라도 가장 중요한 것이 남아있었다. 중국으로부터 방대하게 산출되는 결과물을 흡수할 수 있는 시장의 존재 여부였다. 이는 글로벌화가 해결해줬다. 수 십 년 동안 세계는 수요와 공급이 분업화되는 현상을 거쳐왔다. 이러한 흐름에 기탁하여 중국은 세계를 시장으로 삼을 수 있었던 것이다.

이상 언급한 사항이 과거 동아시아 경제의 발전 요소와 별반 다르지 않다. 생산요소를 늘려서 나온 제품이 세계시장으로 흡수됐다. 이를 통하여 사회적 부가 축적되는 형태였던 것이다. 이는 일본 및 아시아 네 마리 용 등을 통하여 검증된 발전 모델이기도 하다[도표2].

**도표 2. 중국은, 일본 및 아시아 네 마리 용 등을 통하여 검증된 발전 모델을 채택**



자료: Bloomberg, 동부 리서치

### 중국에게 일본이 남긴 교훈

이 같은 관점에서 볼 때, G2의 위치에서 내려온 일본의 사례는 중국에게 많은 것을 시사한다.

잃어버린 20년에 진입하기 직전, 일본은 산업생산이 증가하면서 잉여 노동력이 고갈되는 현상을 경험했다. 임금 상승이 가파르게 진행되면서 생산요소의 비교우위가 상실된 것이다. 더구나 1985년에는 미국의 주도하에 이뤄진 플라자 합의로 말미암아 엔화 가치가 평가절상되며 수출 가격경쟁력이 저하됐다.

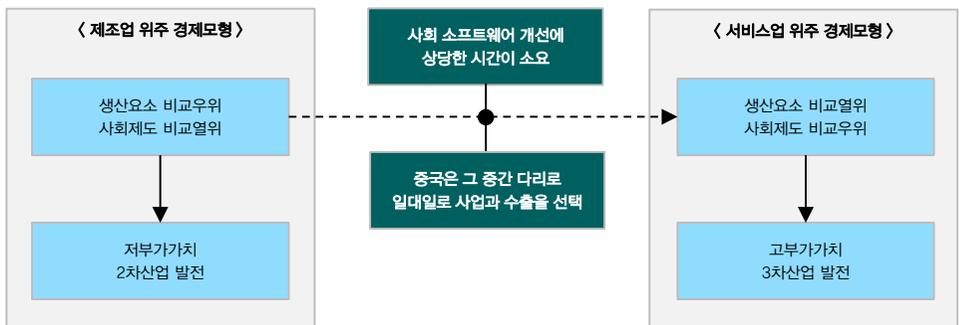
당시 일본은 경제 체질 개선에도 어려움을 겪었다. 일본은 기본적으로 정부가 경제에 적극적으로 개입하는 형태였다. 이에 관계형 금융이 뿌리내렸다. 사회의 최적 자본 할당을 이루기에 부적합했던 것이다. 반면, 미국은 시장형 금융에 기반을 둔다. 우수한 수익률을 가져다줄 수 있는 경제주체에 자본이 할당되었다. 이에 따라 IT 혁명 이후 미국과 일본의 격차는 더욱 벌어지게 된다.

일본이 이 같은 열세를 만회하기 위하여 행한 것은 소비경제로의 전환이었다. 자국 금융비용을 낮춰서 내수를 부양하겠다는 의도였다. 다만, 제조업의 경쟁력이 떨어지고, 고부가가치를 창출할 수 있는 혁신적 기술이 잉태되지 않은 상황에서, 경제 모형을 인위적으로 바꾸는 것은 무리가 있었다. 결국, 일본 경제의 가장 약한 연결고리에 문제가 생기며 쇠락의 길을 걷게 되었다. 이제 장기 저성장은 일본과 동의어로 사용되고 있다.

### 중국이 선택한 중간 다리

즉, 생산요소의 비교우위에 기반을 둔 제조업 위주의 국가가 소비경제 모형으로 전환하는 것은 상당한 모험이다. 그 중간 다리가 반드시 필요하다는 것이 역사의 교훈으로 남아있다. 여기서 중국이 선택한 중간 다리는 ‘일대일로 사업’ 과 ‘위안화 평가절하’ 라고 판단한다[도표3]. 그 속에 한국 주식시장에서도 투자 기회가 녹아 있음은 물론이다. 우리는 그것을 확인하기 위하여 중국의 시안과 상해를 다녀왔다.

도표 3. 중국이 선택한 중간 다리는 ‘일대일로 사업’ 과 ‘위안화 평가절하’



자료: 동부 리서치

## II. 시안의 성문을 두드리는 일대일로

중국 탐방 첫 번째 방문지는 시안이었다. 내륙 교통의 요지인 이곳에서 일대일로 사업의 현황을 확인하기 위함이었다. 도시 전체가 마치 공사 현장과도 같았다. 이에 따라 발생하는 먼지가 온 세상을 덮고 있었다. 놀라운 것은 이것이 은유법이 아닌 직설법이라는 것이다.

### ■ 시안에서 시작되는 일대일로 사업

#### 시안의 지리적 중요성

시안이 일대일로 사업에서 중요한 지역인 이유는, 중국 물류의 중심지 역할을 담당하기 때문이다.

중국 역사를 통틀어 시안의 지리적 위상은 대단하다. 이곳은 중국에서 탄생한 여러 나라 중에서 13개의 왕조가 수도로 정한 장소이다. 중국 역대 157명의 황제 중에서 130명의 거주지이기도 하다. 중국의 모든 부가 이곳을 통과했던 것이다. 이러한 부를 좇아 서역 상인들이 시안의 성문 아래에서 상업을 영위했다. 이곳이 바로 고대 실크로드의 발원지이다[도표4].

도표 4. 시안의 성문: 바로 고대 실크로드의 발원지



자료: 동부 리서치

현재도 시안의 지리적 중요성은 높다. 중국의 전통적 물류 네트워크는 북매남운(북쪽의 풍부한 석탄자원을 남쪽으로 운송)과 남양북조(남쪽의 풍부한 식량을 북쪽으로 조달)이다. 이들 두 가지가 만나는 곳이 바로 시안이다. 시안에서부터 서북 방향에 위치한 네이멍구는 자원의 전략적 요충지이기도 하다. 해당 지역에는 근래 중국의 에너지원으로 60%를 차지하는 석탄이 풍부하다. 70여 종의 비철금속이 매장되어 있다. 희토류 매장량은 전 세계의 40%, 중국의 87%에 달한다. 이곳의 천연자원이 시안을 경유하여 중국을 비롯한 세계 각지로 퍼져 나가는 것이다.

이 같은 시안을 방문한 결과 다음 두 가지 사실을 알게 됐다.

**첫째**, 시안 외곽에서 벌어지고 있는 일대일로 사업이 아직 본격적인 착공 단계에 진입한 것은 아니었다. 현지에 따르면 시안의 동부에는, 러시아에서 이곳 시안을 거쳐 유럽으로 연결되는 고속철도 공사가 진행된다고 한다. 또한, 같은 지역에 국제항무구역을 설치하여 톈진항, 대련항 등으로 연결하는 프로젝트도 계획 중이라고 한다. 그러나 이 같은 인프라 분야의 공사가 아직 본격화되지는 않았다. 흥미로운 것은 중국 기업 알리바바가 시안에 토지 사용권을 사들여서 물류 기지를 먼저 짓고 있었다는 점이다[도표5, 점선 표시 지역]. 일대일로 사업에 선제적으로 대응하는 것이다.

#### 도표 5. 알리바바가 짓고 있는 시안의 물류 기지



자료: 동부 리서치

**둘째**, 시안 내부에서는 도시화가 빠르게 진행되고 있었다. 이곳에서는 중학교 및 고등학교 입학 시점이 있는 기간에 의무적으로 건설 공사를 중지해야 한다. 도시 전체가 건설 현장이기에 소음이 굉장한 탓이다[도표6,7,8,9]. 더구나 시안은 분지이므로 먼지가 발생하면 쉽게 빠져나가지 못한다. 건설 공사로 인하여 발생한 먼지가 도시 전체를 뒤덮고 있어서 공기는 극도로 좋지 못했다[도표10,11]. 그 정도로 건설 공사를 많이 하고 있는 것이다.

도표 6. 시안 건설 현장 1



자료: 동부 리서치

도표 7. 시안 건설 현장 2



자료: 동부 리서치

도표 8. 시안 건설 현장 3



자료: 동부 리서치

도표 9. 시안 건설 현장 4



자료: 동부 리서치

도표 10. 건설 공사로 인하여 발생한 먼지 1



자료: 동부 리서치

도표 11. 건설 공사로 인하여 발생한 먼지 2



자료: 동부 리서치

그렇다면 시안의 상황을 통하여 유추할 수 있는 일대일로 사업의 향후 모습은 어떤 것인가?

## ■ 일대일로 사업의 현재와 미래

### 진행 상황

일대일로 사업의 실질적 착공이 본격화되는 것은 시간문제라 봐야 한다. 앞서 언급했듯 눈치 빠른 알리바바가 미리 움직이는 것이 이를 방증한다. 중국 정부가 추진해 온 관련 업무를 볼 때 그 신뢰가 더해진다.

지금껏 진행되고 있는 일대일로 사업의 현주소는 다음과 같다. 일대일로 사업의 구상은 2013년 9월 시진핑 국가주석이 카자흐스탄 나자르바예프대학교 연설에서 처음 밝혔다. 중국 내륙에서 출발한 육상 실크로드는 중앙아시아를 거쳐 유럽까지 연결하고, 중국 연해에서 출발하는 해상 실크로드는 동남아시아를 거쳐 유럽까지 연결하는 것이다. 중국은 일대일로 사업을 실현하기 위한 금융 플랫폼으로 2014년 10월 아시아인프라투자은행(AIIB)을 설립했다. 자본금은 500억 달러로 시작하며 그중 20%를 중국이 부담하는 형태이다. 현재까지 아시아인프라은행(AIIB)에 57개국이 참여했다. 이에는 영국, 독일, 프랑스 등 유럽 국가도 포함된다. 이로써 일대일로 사업에는 전 세계 인구의 63%인 44억 명이 관계하게 되었다.

일대일로 사업을 통하여 중국이 얻는 실익은 다음 세 가지다.

### 일대일로 사업을 통하여 중국이 얻는 것 #1

첫째, 중국이 아시아 인프라 투자를 주도할 수 있다.

아시아 내 인프라 수요는 2010년부터 2020년까지 총 8조 2000억 달러(9,000조 원)에 이르는 것으로 집계되고 있다. 아시아 인프라 수요를 지역별로 살펴보면 중국이 53.1%, 중국 외 지역이 46.9%를 차지한다. 남아시아 28.8%, 동남아시아 13.4%, 중앙아시아 4.5% 순이다[도표12]. 분야별 인프라 수요는 전력 48.7%, 교통 35.3%, 통신 12.6%, 물위생시설 3.4% 등이다[도표13].

도표 12. 아시아 인프라 수요: 총 8조 2000억 달러

(단위: %, \$ Bil)

중국 vs. 중국 외	지역	국가	비중(%)	인프라 투자(\$, Bil)
중국			53.1	4367.6
중국 외			46.9	3854.9
	남아시아		28.8	2370.5
		인도	26.4	2172.5
		방글라데시	1.8	144.9
		스리랑카	0.5	37.9
		기타국	0.2	15.2
	동남아시아		13.4	1104.7
		인도네시아	5.6	459.3
		말레이시아	2.3	188.1
		태국	2.1	172.9
		필리핀	1.5	127.1
		베트남	1.3	109.8
		미얀마	0.3	21.7
		캄보디아	0.2	13.4
		라오스	0.1	11.4
		기타국	0.0	1.1
	중앙아시아		4.5	373.7
		파키스탄	2.2	178.6
		카자흐스탄	0.8	69.5
		기타국	1.5	125.6
	기타아시아		0.1	6.0
<b>합계</b>			<b>100.0</b>	<b>8222.5</b>

자료: 아시아개발은행, 동부 리서치

도표 13. 아시아 인프라 필요 분야

(단위: %, \$ Bil)

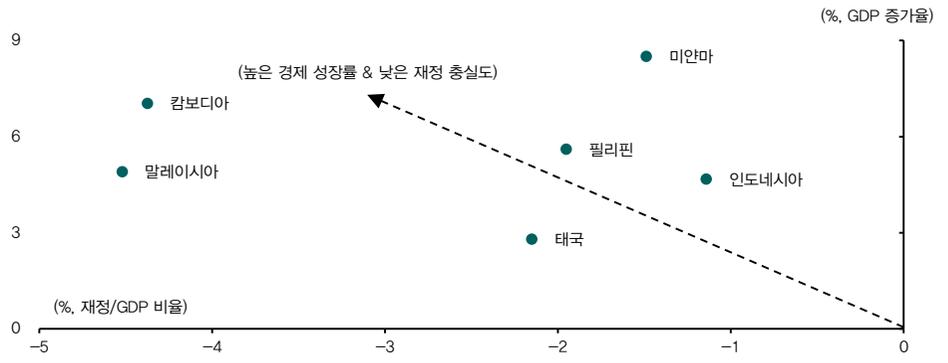
분야(대분류)	분야(세분류)	비중(%)	인프라투자(\$, Bil)
전력		48.7	4003.3
교통		35.3	2898.9
	도로	30.9	2543.0
	항만	3.1	256.7
	공항	0.8	64.3
	철도	0.4	35.0
통신		12.6	1040.1
	휴대폰	10.1	827.8
	전화기	1.9	153.9
	광대역	0.7	58.4
물위생시설		3.4	280.2
	위생시설	2.0	167.0
	물	1.4	113.2
<b>합계</b>		<b>100.0</b>	<b>8222.5</b>

자료: 아시아개발은행, 동부 리서치

중국 외 지역에서도 인프라 수요가 증대되는 것은 소비경제의 주변부 효과이다. 중국이 경제 모형을 전환하는 과정에서, 여타 지역으로 새로운 제조업 기지를 짓는 수요가 늘어나는 것이다. 특히, 주목받는 곳이 인도이다. 임금 인상의 정도와 노동 자원 등을 고려할 때, 인도가 차기 제조업 기지로 합당하다는 평가를 받고 있다. 이미 나렌드라 모디(Narendra Modi) 인도 총리는 100개의 스마트 시티를 구축하겠다고 언급한 바 있다. 그 외에도 미얀마를 비롯한 동남아시아 지역 등이 차기 제조업 기지의 대안으로 떠오르고 있다.

다만, 아시아 지역이 인프라 수요에 필요한 자본을 자체적으로 조달하기는 어렵다. 아직 그들 중앙 정부의 재정 충실도가 높지 않기 때문이다. 아세안 중 대부분 국가가 재정수지 적자를 기록하고 있다. GDP 대비 재정수지 적자 비율을 순서대로 열거하면 다음과 같다. 말레이시아 -4.52%, 캄보디아 -4.37%, 태국 -2.15%, 필리핀 -1.95%, 미얀마 -1.48%, 인도네시아 -1.14% 등이다[도표14]. 따라서 아시아 지역 인프라 시설에 자본을 투자하면, 이를 수년에 걸쳐 투자수익률로 회수하는 형태가 이뤄져야 하는 것이다.

도표 14. 아세안 중 대부분의 국가가 재정수지 적자를 기록



자료: Bloomberg, 동부 리서치

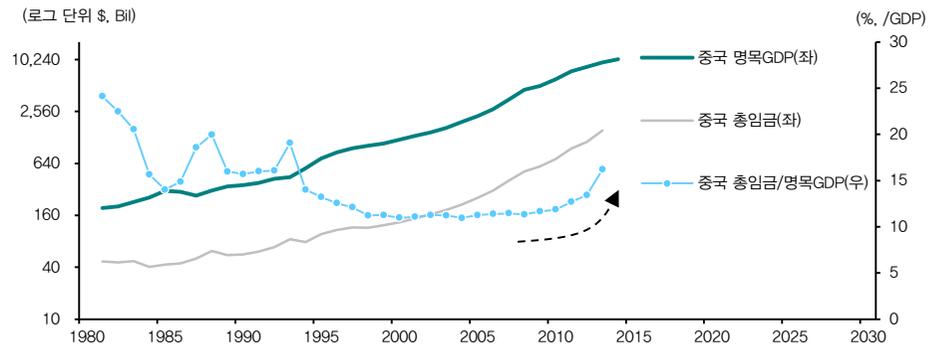
이로 말미암아 주요국에서는 선제적으로 움직이고 있었다. 사실 가장 빨리 구상안을 내어놓은 것은 미국이었다. 미국에서는 힐러리 국무장관이 아시아 인프라 수요에 대응하기 위한 기구를 설립해야 할 필요성을 언급한 바 있다. 물론, 이는 미국 자체의 문제가 누적된 상황에서 제안된 것이라 사업 계획이 추진되지 못했다. 일본도 발 빠른 대응을 하고 있었다. 아세안 지역 전반에 우호적 관계를 구축해왔던 일본은 아베노믹스 이후 ‘해외교통, 도시개발사업지원기구(JOIN)’를 출범시켰다. 중국은 위 언급한 주요국과의 경쟁에서 우위를 점하기 위해 일대일로 사업의 구상을 공표하고 아시아인프라투자은행(AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank)을 출범시켰다. 즉, 해당 지역의 모든 인프라 투자에서 중국이 주도권을 확보한 것이다.

## 일대일로 사업을 통하여 중국이 얻는 것 #2

둘째, 중국 내의 도시화를 가속시켜 성장력을 제고할 수 있다.

중국 경제는 이제 노동의 추가 투입으로 얻을 수 있는 산출물 증대에 한계를 느끼고 있다. 중국 역시 루이스 전환점을 지난 것이다. 흔히 ‘임금 상승 압력 없이 잉여 노동력이 흡수되는 순간’을 루이스 전환점(Lewisian turning point)이라고 한다. 이 분기점을 지나면 임금 인상이 가팔라지며, 저임금 노동에 의존한 제조업 발전이 한계에 이른다. 중국의 임금소득/GDP 비율을 살펴보면 1980년대부터 1990년대까지 지속적으로 하락했지만, 2000년 중반부터 상승하기 시작하여 2010년에 중국도 루이스 전환점을 지난 것으로 파악되고 있다[도표15].

도표 15. 2010년에 중국도 루이스 전환점을 지난 것으로 파악



자료: Bloomberg, 동부 리서치

중국이 고령화 사회로 이전하는 현상도 노동력의 감소에 지대한 영향을 주고 있다. 그 원인은 1980년부터 시행된 1가구 1자녀 정책이다. 이로 말미암아 중국의 유아 인구비율은 1980년 34%에서 2015년 현재는 17%까지 낮아졌다. 반면 65세 이상 노인의 비율은 1980년 5%에서 2015년에는 10%로 높아졌다[도표16, 17]. 문제는 그 시기가 너무 일찍 찾아왔다는 점이다[도표18]. 일본과 한국은 1인당 국민소득이 상당한 수준에 이르러 고령화 사회가 진행됐다. 하지만 중국의 경우는 1인당 국민 소득이 너무 낮은 수준에서 같은 문제가 불거졌다. 중국 사회가 부양 인구의 증가로 저성장의 늪에 빠질 수 있다.

도표 16. 인구구조: 과거 1980년

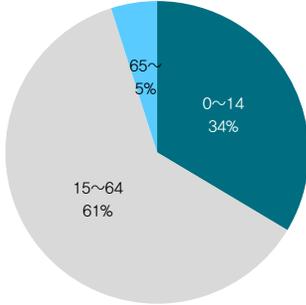


도표 17. 인구구조: 현재 2015년

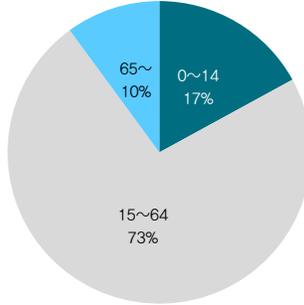
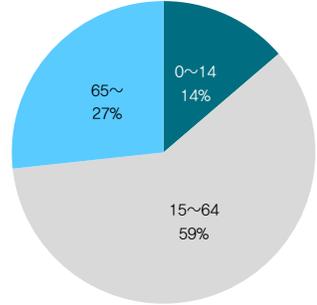


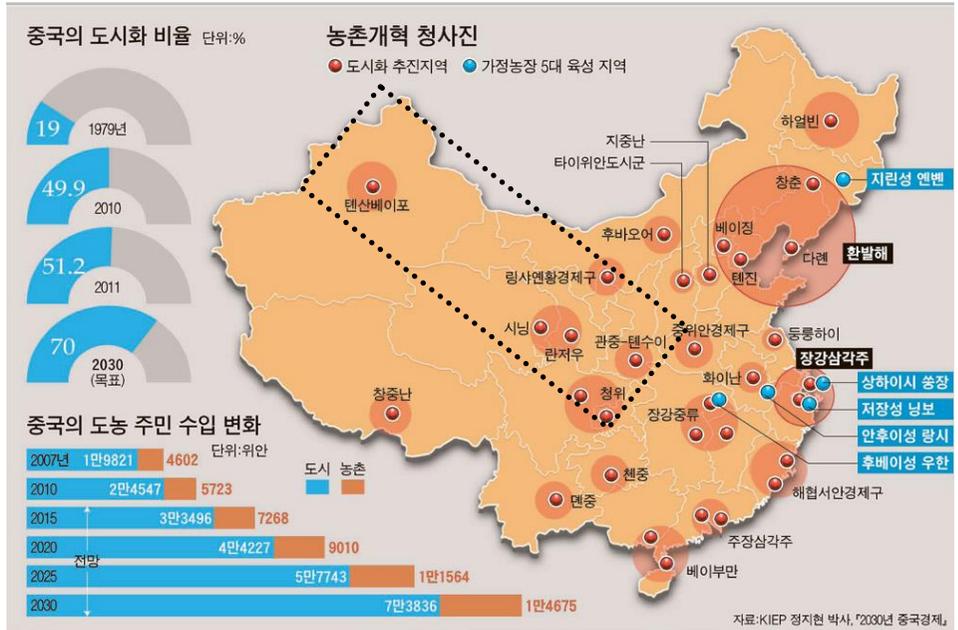
도표 18. 인구구조: 미래 2050년



자료: Bloomberg, 동부 리서치

이러한 문제를 해결하는 방법은 1차산업 분야의 노동력을 상위 산업에 재배치하는 것이다. 이를 통하여 사회 전체 노동인구 비중이 줄어들더라도 인구 보너스의 효과를 연장할 수 있다. 중국의 최근 경제 정책도 이에 맞춰지고 있다. 중국 내륙에 도시화를 진행하는 것은 바로 이 때문이다. 지금 비용 상승과 인력 부족에 시달리는 동부지역의 많은 제조업 시설은 향후 중부 내륙 지역으로 옮겨갈 전망이다. 우리가 방문한 시안도 그중 일부이다. 해당 지역에는 이미 도시화가 강하게 진행되고 있었다. 그리고 중국은 도시화에 필요한 사회 전반의 인프라를 일대일로 사업과 연동시킨다는 복안을 가지고 있다[도표19, 점선 표지 지역].

도표 19. 도시화되는 지역 중에서 상당수가 일대일로 사업과 교차



자료: 구글이미지, 동부 리서치

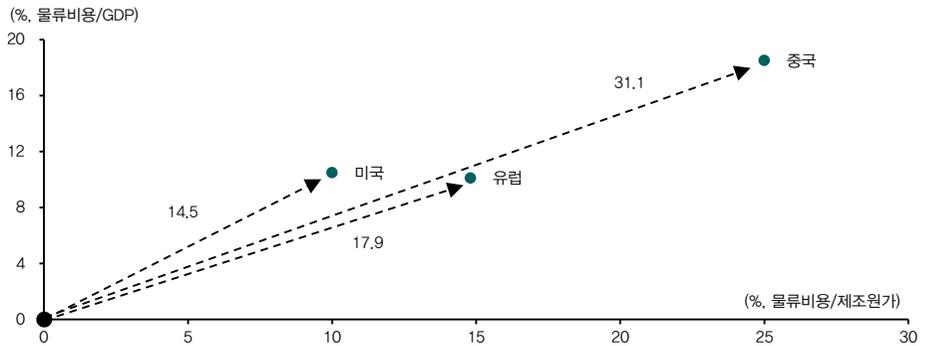
### 일대일로 사업을 통하여 중국이 얻는 것 #3

셋째, 중국이 소비경제로 이전하기 위해 필요한 물류비용 경감을 이룰 수 있다.

흥미로운 것은 중국에서 유독 온라인 쇼핑이 발전했다는 점이다. 중국 소비자는 한 달에 온라인 쇼핑을 8.4회 한다고 알려져 있다. 같은 기간 미국인 5.2회, 영국인 4.3회, 독일인 2.9회, 네덜란드인 2.8회, 프랑스인 2.6회, 스위스인 2.3회에 비하여 중국인이 유독 온라인 쇼핑을 더 많이 한다.

그 이유는 물류비용이 높은 탓이다. 상품의 전시가 필요한 오프라인 쇼핑의 단계를 건너뛰고, 바로 온라인 쇼핑으로 넘어간 것이다. 중국의 물류 산업 인프라는 여타 국가에 비하여 낙후되어 있는 것이 사실이다. 제조원가 대비 물류비용을 보면, 중국 25%, 미국 10%, 유럽 14.8%이다. GDP 대비 물류비용도 중국 18.5%, 미국 10.5%, 유럽 10.1%이다[도표20].

도표 20. 중국, 미국, 유럽의 제조원가 및 GDP 대비 물류비용



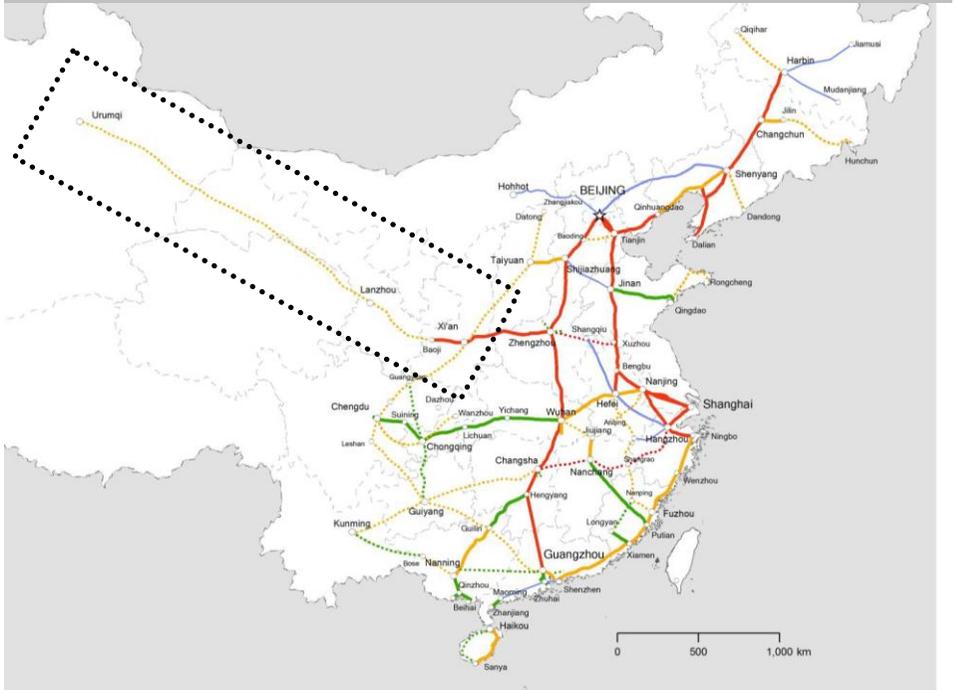
자료: 최용록 연구문, 동부 리서치

주: 도표 상에서 화살표의 길이가 물류비용을 의미

이 같은 사실은 중국이 소비경제로 이전하기 위해서 뛰어넘어야 할 부분이다. 해당 문제를 개선하기 위하여 중국 내의 인프라 구축이 필요한 것이다. 이는 철도와 도로 사업으로 나뉜다.

중국의 철도 사업을 보면, 2020년까지 그것을 10만km로 연장하는 것을 추진하고 있다. 중국의 철도 밀도는 세계 평균 1.92보다 낮은 1.24이다. 지역별로의 차등도 심하다. 동부지역의 철도 밀도가 2.96, 중부지역이 2.45, 서부지역이 0.62이다. 그러므로 동부지역은 효율성을 향상시키는 방향으로 철도의 속도 개선, 안전성 향상 등을 추진하고 있다. 중부지역은 동부와 서부를 연결하는 수평축 중심으로 추진하고 있다. 서부지역은 철도 노선을 신설하여 여타 지역과 교류가 가능하도록 추진하고 있다. 여기서 중부 및 서부지역을 중단하는 철도 건설이 일대일로 사업과 교차한다[도표 21, 점선 표시 지역]. 중국의 물류비용 경감 필요성과 맞아 떨어지는 것이다.

도표 21. 중부 및 서부지역을 종단하는 철도 건설이 일대일로 사업과 교차



자료: 구글이미지, 동부 리서치

중국의 도로 사업을 보면, 향후 30년간 각 도시를 연결하기 위하여 고속도로망을 8.5만km로 확장한다는 계획을 가지고 있다. 현재 중국의 도로 건설 역시 지역별로 불균형이 심하다. 동부지역은 전국 면적의 13.5%밖에 안 되지만, 전국 도로의 31.7%, 고속도로의 52.7%를 차지한다. 이에 따라 중부지역은 기본망, 서부지역은 간선 위주로 도로를 확충하려 한다. 시안에서도 기본망 도로 건설이 한창이었다[도표22,23]. 이는 일대일로 사업을 통해 확보되는 종단 철도와 연결되는 방식이다.

도표 22. 시안 도로 건설 현장 1



자료: 동부 리서치

도표 23. 시안 도로 건설 현장 2



자료: 동부 리서치

## 일대일로 사업에 존재하는 투자 기회

### 중국에서의 투자 기회는 정부 정책으로부터

지금 진행되고 있는 일대일로 사업에 투자 기회가 존재하는 것은 물론이다.

중국에서의 투자 기회는 정부 정책으로부터 나왔다. 정부가 추진하는 정책 산업에 각종 지원이 집중되는 탓이다.

그간 중국 부의 이동은 다음과 같다[도표24]. 2009년에서 2011년까지를 보자. 중국이 금융위기의 극복을 위해서 재정정책을 시행했을 때에는 중후장대 업종이 수혜를 받았다. 2012년에서 2014년까지를 보자. 중국이 내수 확대를 추진할 때에는 내수 관련 업종에 수혜가 집중됐다. 2015년부터를 보자. 중국이 일대일로 사업을 개시하면, 구경제 산업의 과잉이 상당 부분 해소될 수 있다. 아시아와 유럽을 잇기 위한 인프라 건설 과정에서 중국 내 제조업의 잉여 생산물이 소진되기 때문이다. 이러한 시기에 중국의 정책 수혜 업종이 직전과 달라질 수 있다. 가장 가능성이 큰 것은 2009년에서 2011년까지 최고의 수익률을 영위하다가 물러난 업종이 복귀하는 것이다.

도표 24. 최근 10년간 중국의 부자 1위

연도	이름	회사명	재산(CNY, Bil)	업종
2004년	황광위	평룬투자	11	부동산, 가전유통
2005년	황광위	평룬투자	14	부동산, 가전유통
2006년	장인	주룽제지	27	제지
2007년	양후이옌	비구이위안	130	부동산
2008년	황광위	평룬투자	43	부동산, 가전유통
2009년	왕촨푸	비아디	35	자동차, 휴대폰부품
2010년	중칭허우	와하하	80	음료
2011년	량원건	산이	70	중공업
2012년	중칭허우	와하하	80	음료
2013년	왕젠린	완다	135	부동산
2014년	미원	알리바바	134	전자상거래

자료: 각 언론사종합, 동부 리서치

## 중국 일대일로 사업과 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략

### 철강 및 건설기계에 대하여 점진적으로 접근

중국의 일대일로 사업과 관련하여 한국 주식시장에서의 투자 전략은 다음을 제시한다. 철강 및 건설기계 업종에 대하여 점진적으로 접근하는 것이다.

### 철강 업종은 밸류에이션의 정상화 단계로 이전

첫째, 철강 업종은 밸류에이션의 정상화 단계로 이전할 것이다.

중국의 바오스틸을 통해 다음의 사실을 알게 됐다.

2015년 3분기까지 동사의 순이익은 전년 대비 50%에서 60% 정도로 감소할 것이라 전망된다고 한다. 업황이 부진한 것이 가장 큰 이유이며, 위안화 평가절하로 환차손이 발생한 것도 영향을 미쳤다는 것이다. 일대일로 사업과 관련하여 아직 철강재 수요의 급격한 증가는 포착되지 않는다고 전했다. 다만, 일대일로는 장기적인 발전 전략이므로 철강재의 수요를 자극하리라는 기대감을 가지고 있었다.

현재 중국의 대표 철강사 대부분이 부진한 실적을 보이고 있다[도표25,26,27]. 위와 같은 코멘트가 나오게 된 배경은 충분히 이해할 만하다.

도표 25. 바오스틸 실적

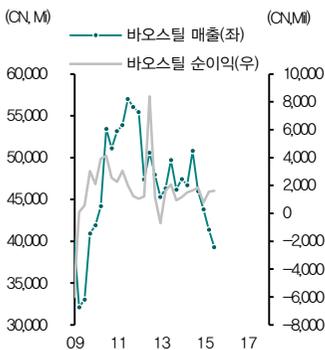


도표 26. 허베이시틸 실적

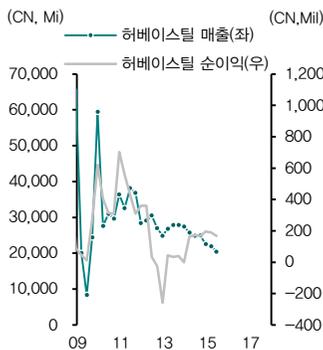
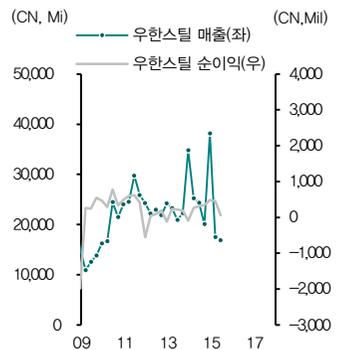


도표 27. 우한시틸 실적

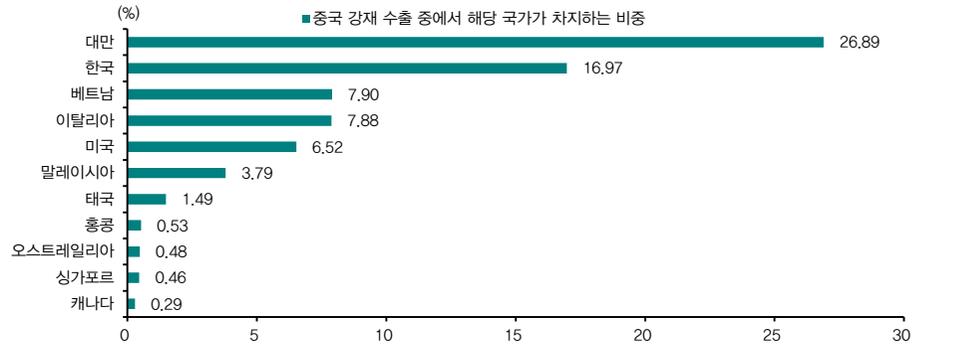


자료: Bloomberg, 동부 리서치

중국 정부는 철강산업의 공급 과잉을 해소하기 위하여 2005년부터 비효율적인 설비 폐쇄를 단행하고 있다. 이에 더하여 제12차 5개년 계획에서는 상위 기업의 적극적인 인수 및 합병을 통해 산업 집중도를 60%까지 높인다는 계획이다. 다만, 아직도 이러한 구조조정 계획이 완료된 것은 아니다.

이에 공급 과잉으로 인한 중국의 수출 물량 확대가 한국을 비롯한 아시아 지역 철강 시장에 악영향을 미치고 있다. 특히, 한국의 경우 중국산 강재가 가장 많이 유입되는 곳 중 하나다[도표28]. 한국의 철강 업종이 유독 부진한 것은 이 때문이다.

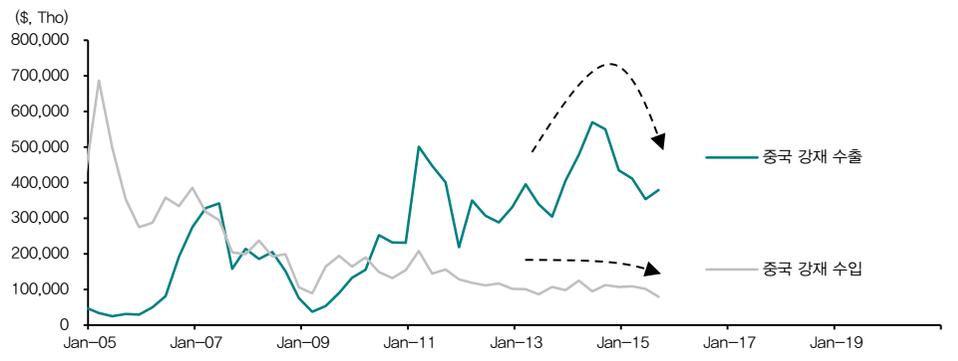
도표 28. 한국의 경우 중국산 강재가 가장 많이 유입되는 곳 중 하나



자료: Bloomberg, 동부 리서치

다만, 일대일로 사업을 통한 인프라 투자 활성이 이뤄진다면 중국 내부적으로 강재 수요가 증가하게 된다[도표29]. 중국 밖으로 나가는 강재가 줄어드는 것이다.

도표 29. 일대일로 사업이 본격화되면 중국 내부적으로 강재 수요가 증가



자료: Bloomberg, 동부 리서치

이는 시간이 지날수록 중국으로부터 유발되는 한국 철강 업종의 압박이 완화됨을 의미한다. 철강 업종이 밸류에이션의 정상화 단계에 이를 수 있다[도표30].

도표 30. 시간이 지날수록 중국으로부터 유발되는 한국 철강업종의 압박이 완화



자료: Bloomberg, Wsefn, 동부 리서치

건설기계 업종은 올해 연말이 관련 주가가 가장 할인된 시기

둘째, 건설기계 업종은 올해 연말이 관련 주가가 가장 할인된 시기가 될 것으로 판단한다.

중국 내의 두산인프라코어 판매 대리점에 방문한 결과, 다음의 사실을 알게 됐다.

일대일로 사업과 관련하여 판매 호전을 체감하지는 않는다고 한다. 오히려 판매 실적은 작년 대비 35%나 하락한 상황이라고 말했다. 판매 부진의 여파로 두산인프라코어 굴삭기는 현재 10% 할인되어 판매된다고 한다. 일반적으로 굴삭기 판매 성수기는 연중 2월부터 5월까지 이기에, 올해 추가적인 판매 개선을 기대하기 어렵다고 언급했다.

현재 중국 건설기계 상위 업체의 실적을 보더라도 업황의 부진을 엿볼 수 있다. 이는 현재 뚜렷하게 확인되지 않은 일대일로 사업의 착공과 궤를 같이한다[도표31,32,33].

도표 31. 산이중공 실적

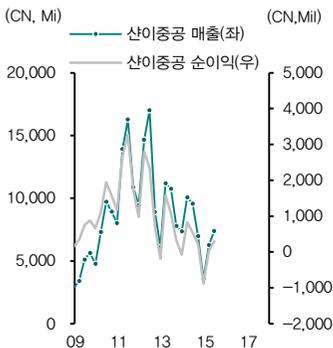


도표 32. 중렌중커 실적

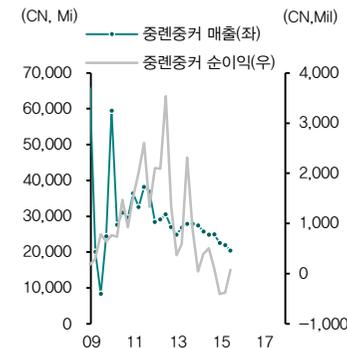
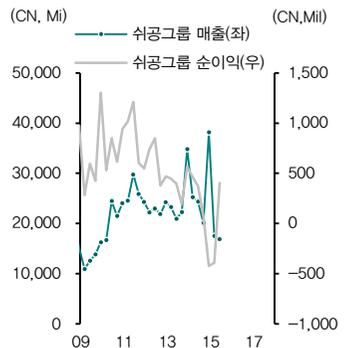


도표 33. 쉬공그룹 실적



자료: Bloomberg, 동부 리서치

그러나 시간을 두고 일대일로 사업과 관련한 발주는 늘어날 전망이다. 건설기계의 구입이 연중 2월부터 5월까지 많아진다면, 그것의 실적은 2016년 1분기를 기점으로 개선될 여지가 있다. 따라서 2015년 연말에 건설기계 업종의 주가가 가장 낮게 거래될 것으로 추정한다[도표34]. 이러한 기회를 이용할 필요가 있다.

**도표 34. 2015년 연말에 건설기계 업종의 주가가 가장 낮게 거래될 것**



자료: Bloomberg, 동부 리서치

### III. 상해의 수문에 일렁이는 수출활력

중국 탐방 두 번째 방문지는 상해였다. 중국 경제와 무역의 중심지인 이곳에서 수출동향을 살펴보기 위함이었다. 각종 부양책에도 불구하고 아직까지 교역의 활성화를 체감하지는 않고 있었다. 다만, 향후의 기대감을 내비치고 있다는 점은 의미심장하다.

#### 상해가 주도하는 중국의 경제

##### 장강삼각주의 중심지

중국 경제 전체에서 상해의 위상은 대단하다.

중국의 경제를 주도하는 지역은 세 곳이다. 장강삼각주, 주강삼각주, 환발해권 등이 그것이다[도표35]. 이들 세 지역은 중국 전체의 국토 면적에서 8%에 불과하다. 하지만 GDP의 63.1%, 수출입총액의 86.9%를 차지하고 있다. 해당 지역 외국인 투자도 중국 전체의 90%에 육박한다. 그중 최대 경제권은 장강삼각주 지역이다.

도표 35. 중국 주요 경제권: 환발해권, 장강삼각주, 주강삼각주(그림의 위에서 아래 순서대로)



자료: 구글이미지, 동부 리서치

장강삼각주 지역은 중국 전체의 국토 면적에서 2.2%를 차지하고 있다. 16개 도시의 면적은 총 10.02만km<sup>2</sup>로 9.9만km<sup>2</sup>인 한국과 비슷하다. 이곳은 중국 전체 GDP의 25.1%, 수출입총액의 36%를 점유하고 있다. 그 중심에 상해가 있다. 상해가 발전하기 시작한 것은 장쩌민 전 주석의 등극부터이다. 1990년대 초반 푸둥지역 개발을 시작으로 급속히 발전하기 시작했다. 이곳은 중요 공업기지가면서 금융, 물류, 무역, IT, 과학기술의 중심지다[도표36].

도표 36. 중국 경제의 중심지 상해를 상징하는 동방명주탑



자료: 동부 리서치

상해에서의 탐방을 통하여 알게 된 사실은 한 가지다. 현재 중국 수출 관련 산업의 업황은 좋지 못하다. 미국으로 향하는 물량은 견조하지만, 유로존의 회복을 피부로 느끼지 못하고 있다. 결국, 유로존이 관건이라는 것이다. 위안화 평가절하 이후 나타나는 수출 가격경쟁력 개선에 대해서는 아직까지 뚜렷한 효과를 체감하지 못하고 있다.

이하에서는 중국 수출의 향후 모습을 가늠해보고자 한다.

## 수출을 간과할 수 없는 이유

### 후발주자의 단점

중국이 지금껏 누렸던 후발주자의 장점이 단점으로 바뀔 수 있다. 이러한 과정에서 중국이 그동안 크게 지불하지 않았던 제도비용이 문제가 될 수 있다.

중국은 그동안 후발주자의 장점을 누렸다. ‘후발주자의 장점’이란, 뒤늦게 발전한 국가가 먼저 발전한 선진국을 모방하여 더 빨리 발전할 수 있다는 것이다. 중국이 개혁개방 이후 얻은 성과는 대부분 선진 자본과 기술을 채용하고, 자국의 토지와 노동을 활용하며, 글로벌화에 동참한 결과로 이룩한 것이었다.

이 같은 후발주자의 장점이 이제는 단점으로 바뀔 수 있다. ‘후발주자의 단점’이란, 뒤늦게 발전한 국가가 모방을 통하여 일정 부분 성장할 수는 있지만, 사회의 제도 개혁은 간과한다는 것이다. 후발주자의 장점이 역으로 작용하게 된다. 사실 중국도 기발전 모형의 복제를 통해 경제를 급격히 발전시킬 수 있었던 덕분에 제도 개혁의 압박이 적었다.

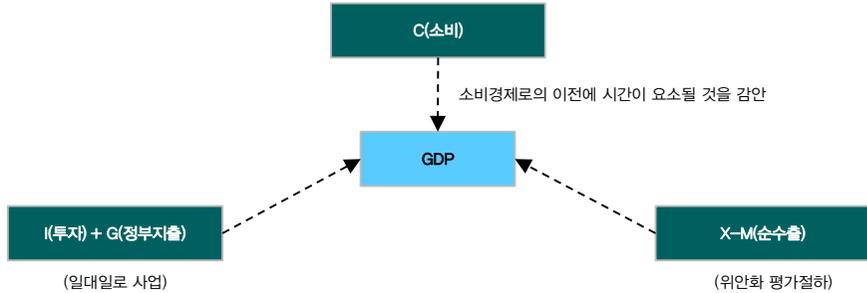
중요한 것은 후발주자의 단점이 제조업보다 서비스업에서 두드러진다는 점이다. 제조업과 서비스업의 발전에 필요한 제도는 다르다. 중국은 지금까지 외자를 끌어들이며 수출 주도형 제조업 형태로 경제를 발전시켰다. 이 과정에서 낮은 실물비용이, 높은 제도비용을 보충할 수 있었다. 그러나 실물비용을 떨어뜨리는 것이 한계에 이르면 그 사회의 성장은 정체된다. 세계 대부분의 국가가 중진국의 함정에 빠졌다는 사실은 이를 방증한다. 난관을 돌파하는 방법은 제도비용을 지불하여 사회의 소프트웨어 분야를 선진화시키는 것이다. 고부가가치를 창출할 수 있는 환경을 마련하고, 지적재산권을 보호하는 것 등이 이에 해당한다. 이것이 현재 중국에 충분한지는 의문이다.

### 기존 산업이 견조한 모습을 유지할 필요

따라서 중국은 소비경제로의 이전을 위한 제도비용의 지불 기간 동안, 기존 산업이 견조한 모습을 유지할 필요가 있다.

GDP를 분해하면 다음과 같다. ‘ $GDP = C(\text{소비}) + I(\text{투자}) + G(\text{정부지출}) + X-M(\text{순수출})$ ’으로 나뉜다[도표37]. 그간 지불했던 제도비용이 충분하지 않다면, 서비스업을 토대로 한 ‘C(소비)’가 전체 GDP를 이끌기에는 역부족이다. 이때에는 다른 분야가 부족한 것을 보충해야 한다. 하나는 ‘I(투자) + G(정부지출)’이다. 정부의 재정지출에 의한 투자를 진행하는 것이다. 앞서 언급했던 일대일로 사업이 이에 해당한다. 다른 하나는 ‘X-M(순수출)’이다. 수출활성을 추진하는 것이다. 이는 품질 대비 가격 경쟁력이 뛰어날 때 이를 수 있다. 물론 중국은 품질보다 가격 경쟁력에 의지해온 것이 사실이다. 문제는 최근 중국이 임금 상승 등으로 말미암아 생산요소의 비교우위가 감소했다는 점이다.

도표 37. GDP 분해를 통하여 엿보는 중국의 경제 전략



자료: 동부 리서치

이때 해결 방법은 환율을 관리하는 것이다.

## 수출을 개선시키기 위한 방안

### 환율 관리의 이중성

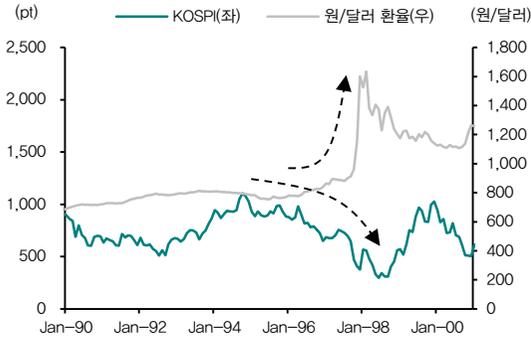
사실 중국의 입장에서 환율 관리가 단순하지만은 않다. 1997년 동아시아의 사례와 1985년 일본의 사례를 참고하여 그 피해가 작은 쪽을 선택해야 하기 때문이다.

1997년 동아시아의 사례는 외환보유고 확충의 필요성을 여실히 보여줬다[도표38]. 당시 태국 바트화의 폭락이 촉매로 작용하며 여타 동아시아 금융시장에서 해외 단기자본이 급속히 빠져나갔다. 이때 성장 잠재력이 충분한 국가조차 외환위기를 경험했다. 이를 통하여 중국은 외국인 직접투자를 제외한 단기자본 유입의 위험성을 인지했다. 그것을 대비하려고 충분한 외환보유고를 쌓아놓기 시작했다. 현재 중국의 외환보유고는 금융위기 이후 미국이 QE 정책을 통하여 시중에 풀었던 돈과 맞먹는다. 다만, 해당 정책의 단점은 자국 화폐 가치가 강세로 간다는 것이다.

1985년 일본의 사례는 자국 화폐 가치가 지나치게 강세로 갈 때의 위험성을 입증했다[도표39]. 1985년 미국 뉴욕의 플라자 호텔에서, 대외수지 적자국 미국과 흑자국인 일본 및 독일 간에 환율 조정 합의가 이루어졌다. 당시 엔화의 환율은 1달러 대 260엔이었지만, 3년 만에 120엔으로 급상승했다. 그 결과는 주지하는 바와 같다. 일본은 수출 부진 과정에서 소비경제로의 안착에도 실패하여 저성장에 빠졌다. 즉, 중국은 경제 모형 이전 시에 수출 가격경쟁력이 급격하게 하락할 경우 경제 성장이 퇴보할 수 있다는 교훈을 얻었다.

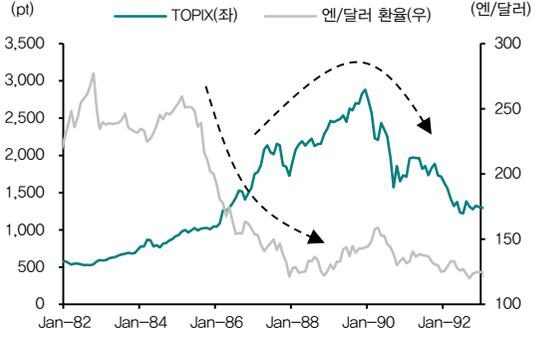
장고 끝에 최근에는 중국이 환율에 대한 결단을 내렸다.

도표 38. 화폐가치 하락이 위기 부른 경우: 97년 동아시아



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 39. 화폐가치 상승이 위기 부른 경우: 85년 일본



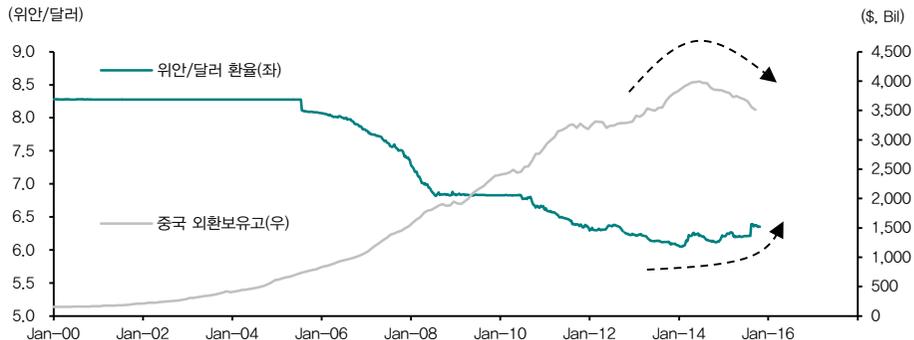
자료: Bloomberg, 동부 리서치

### 자국 화폐의 가치 하락

중국을 외환보유고의 확충에 집착하기보다, 자국 화폐의 가치 하락을 유도하는 방향으로 나아가고 있다.

중국이 달러를 쌓아만 둔다면, 위안화는 강세로 나아가게 된다. 이를 해결하는 수단이 일대일로 사업이다. 일대일로 사업에서 특징 중 하나는 관련국 인프라 투자에 중국이 상당한 자금을 투입한다는 점이다. 아시아인프라투자은행(AIIB)를 통하여 달러의 국외 유출을 진행한다. 이는 간단히 보면 위안화 평가절하를 유도하는 수단이 된다[도표40]. 유사 QE 정책을 시행하는 것과 마찬가지로 이 때 중국의 수출 가격경쟁력이 제고될 수 있음은 물론이다.

도표 40. 중국 외환보유고를 변화시켜 위안화 평가절하를 유도



자료: Bloomberg, 동부 리서치

이처럼 국부를 적극적으로 이용하는 것이 유리하다는 점은 중국 역사를 통하여 그들 스스로도 깨달은 것이다. 1896년 이전 250여 년 동안 청나라는 교역에서 그 대금을 은으로 받았다. 그 은전은 국고에 쌓아놓았다. 이때 자본이 창출할 수 있는 미래 투자수익률은 '0' 이 된다. 움직이지 않는 자본은 그 기능을 상실하기 때문이다. 하물며 지금 중국이 국고에 쌓아놓은 것은 종이돈인 달러다. 이를 품고 있기보다는 적극적으로 활용하는 방안을 강구하는 것은 당연하다.

## 중국 수출 및 위안화 평가절하와 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략

### 화학 및 조선 업종에 대해서 적극적 투자

중국의 수출 및 위안화 평가절하와 관련하여 한국 주식시장에서의 투자 전략은 다음을 제시한다.  
화학 및 조선 업종에 대해서 적극적 투자를 추천한다.

### 화학 업종의 상승세는 이어질 전망

첫째, 화학 업종의 상승세는 이어질 전망이다.

중국의 시노펙상해석유화공을 통해 다음의 사실을 알게 됐다.

중국의 화학산업에 있어서 부양책의 효과를 당장 체감하지는 않고 있었다. 다만, 화학산업의 특성상 향후 중국의 거시 환경에 따라 가변적 상황이 연출될 수 있다고 언급했다. 동사가 느끼기에 중국 화학산업의 수급은 여타 구경제 산업과 달리 안정된 상황이라고 한다. 화학산업에서 중국의 자급률이 상승한 것은 사실이지만, 아직 대량으로 수입해야 하는 제품이 두 가지 있다고 한다. PX의 경우 자급률이 30~40%, EG의 경우 자급률이 70% 수준이라고 전했다.

도표 41. 시노펙 실적

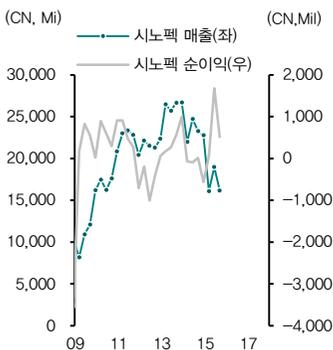


도표 42. 페트로차이나 실적

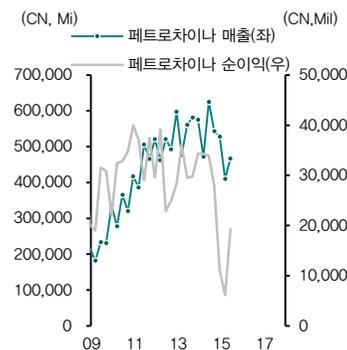
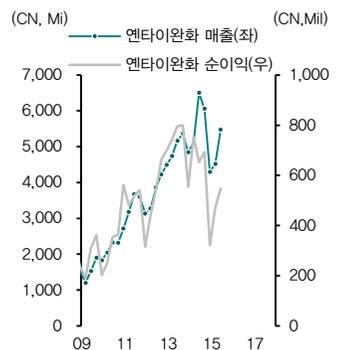


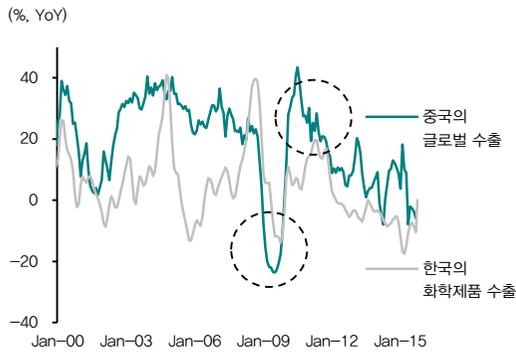
도표 43. 엔타이완화 실적



자료: Bloomberg, 동부 리서치

한국의 화학산업은 중국향 수출 비중이 크다. 이는 한국의 화학산업이 다시 중국의 수출 동향과 연계된다는 의미다[도표44]. 현재 중국이 시행하고 있는 위안화 평가절하는 J커브 효과에 의하여 시차를 두고 중국 수출의 활력을 불러올 것이다[도표45]. 이에 따라 한국의 화학산업도 긍정적 모습을 보이리라 전망한다.

**도표 44. 중국 수출경기와 연계되는 한국의 화학산업**



자료: Bloomberg, 동부 리서치

**도표 45. 중국의 수출경기는 위안화 가치의 변동에 영향**



자료: Bloomberg, 동부 리서치

더욱이 중국의 위안화 평가절하는 한국의 원화 가치 하락에도 영향을 준다[도표46]. 이는 Proxy Hedge 수요에 의한 공급상의 이유로 발생한다. 그 파생적인 효과로 한국 화학 업종의 주요 전방산업인 한국의 IT 및 자동차 업종이 가격경쟁력을 제고할 수 있다.

**도표 46. 중국의 위안화 평가절하는 Proxy Hedge 수요를 일으켜 원화 가치 하락에 영향**



자료: Bloomberg, 동부 리서치

따라서 지금 진행되는 위안화 평가절하와 연동한 한국 화학 업종의 투자는 타당하다[도표47]. 투자 대상물의 집중도 측면에서는 한국의 화학 기업 중에서 중국의 자급률이 떨어지는 것을 생산하는 데에 강점이 있는 기업을 선별하는 것이 효과적일 것이다.

도표 47. 위안화 평가절하와 연동한 한국 화학 업종의 투자는 타당



자료: Bloomberg, Wsetn, 동부 리서치

조선 업종의 상승세 역시 나타날 전망

둘째, 조선 업종의 상승세 역시 나타날 전망이다.

중국의 중국해운컨테이너를 탐방한 결과 다음의 사실을 알게 됐다.

글로벌 전체로 보면, 미국 노선의 업황이 가장 좋으며, 유럽 노선의 업황은 그들의 QE 정책에도 불구하고 아직까지 개선을 체감하지 못한다고 말했다. 향후 해운 업황은 유럽 노선의 회복이 어느 정도로 이뤄지느냐가 관건이라고 전했다. 다만, 유럽 노선에는 머스크라는 강력한 지배 해운사가 있으며, 그들과 경쟁하기 위해서는 대형 컨테이너가 필요하다고 한다. 향후 선박 발주의 계획을 가지고 있지는 않지만, 대형 컨테이너의 발주가 필요하다면 이는 주로 한국 업체를 통한다고 한다. 기술력 측면에서 중국 기업이 19,000TEU급 선박을 만들지 못한다는 것이다. 이는 여전히 한국 업체의 몫이라고 언급했다.

도표 48. 중국코스코 실적

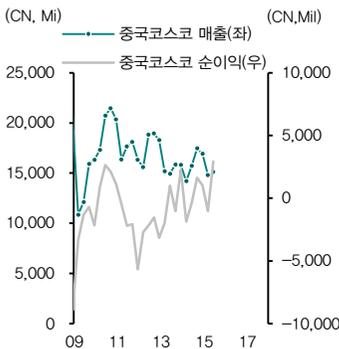


도표 49. 중국해운컨테이너 실적

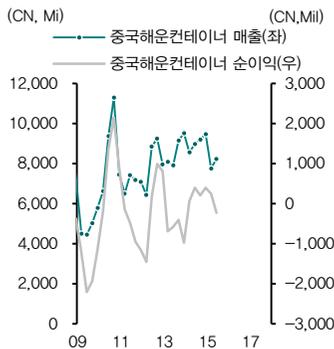


도표 50. 중국해운개발 실적



자료: Bloomberg, 동부 리서치

결국, 한국 조선 업종은 중국 해운사를 비롯한 주요 선주들이 유로존 QE 정책을 체감하는 것이 관건이다. 유로존 QE 정책에 의한 그들의 소비 활성이 나타난다면, 이는 해운업 전반의 유럽 노선 업황 개선으로 이어질 것이다. 이때 주요 선주들이 주도하는 대형 컨테이너선의 발주 기대가 나타날 수 있다.

과거 미국 QE 정책을 보더라도 그것이 시행된 6개월 이후에 본격적인 소비 회복이 나타났었다. 유로존 QE 정책은 2015년 초에 시행됐다. 2015년 하반기 이후부터 유로존의 기대인플레이션이 재차 반등하기 시작했다. 유로존 QE 정책의 실효성이 발현될 조짐이 보이고 있다[도표51].

도표 51. 2015년 하반기 이후부터 유로존의 기대인플레이션이 재차 반등



자료: Bloomberg, 동부 리서치

향후 한국 조선 업종 밸류에이션과 유로존 기대인플레이션의 동반 상승을 기대한다[도표52].

도표 52. 한국 조선 업종 밸류에이션과 유로존 기대인플레이션의 동반 상승



자료: Bloomberg, Wsetn, 동부 리서치

## IV. 불야성의 중심에서

중국 탐방 기간 중 시간을 내어서 푸동의 변화를 둘러봤다. 마치 중국인처럼 그들과 섞여 소비 거리의 중심지를 걸었다. 이곳 사람들에게서 소비경제로 향하는 모습이 진하게 묻어났다. 그러나 그것이 안착하는 시기가 문제다. 과연 중국이 원하는 3차산업으로의 경제 모형 전환이 순탄하게 이뤄질까?

### ■ 소비경제의 진행 상황

#### 경제 문제를 해결하는 것이 중국 역사에서 최우선 과제

과거 역사를 보면, 중국의 지배층이 가장 큰 관심을 뒀던 것은 하나다. 바로 민중이다. 따라서 중국을 다스리는 이들이 초점을 맞췄던 것은 민중의 호구지책이었다.

진시황릉 병마용은 아직도 그 위용을 뽐내는 황제의 무덤 중 일부분이다. 그러나 진나라는 2대를 버티지 못하고 멸망했다. 민중의 봉기에 의해서다. 이후로도 중국은 200년에서 300년마다 나라가 바뀌었다. 민중의 봉기는 4년에서 5년마다 나타났다. 대략 1.3%에서 2.5%의 확률로 정부군이 민중에게 참패하여 국가 존립에 위기가 닥쳤다. 외세에 의하여 국가가 무너진 것은 이보다 훨씬 드물었다.

민중에 의하여 비자발적으로 지배 계층이 물러나게 되면 그들의 말로는 두 가지다. 살든 지 죽든 지다. 이는 정치 이론과 결부된 문제이기도 하다. 만약, 정권 교체의 유연성이 담보된다면 지배 계층은 산다. 요즘 민주주의 국가에서 선거에 졌다고 목숨을 내어놓아야 하는 정치인은 없다. 만약, 정권 교체의 유연성이 담보되어 있지 않다면 지배 계층의 신변을 장담할 수 없다. 최근의 사례는 이집트를 포함한 MENA 사태가 될 것이다. 해당 지역 지배 계층은 대부분 비참한 최후를 맞았다.

여기서 지금의 중국을 살펴보자. 이들은 하나의 당에 의하여 지배되고 있다. 민중의 불만이 증폭될 때 유연한 정권 교체가 이뤄지기 힘든 것이다. 중국의 소수 민족인 회족이 운영하는 시장에 갔을 때 인상적인 입간판이 걸려 있었다. “국가를 사랑하는 것은 신앙과 같은 것이다.” 이는 그만큼 중국이 내부 문제에 대하여 촉각을 곤두세우는 것이라고 볼 수 있다[도표53]. 이와 더불어 경제 문제를 해결하는 것이 그들의 최우선 과제가 되어왔다.

도표 53. 중국의 소수 민족이 운영하는 시장에 걸린 입간판: 국기를 사랑하는 것은 신앙과 같은 것이다



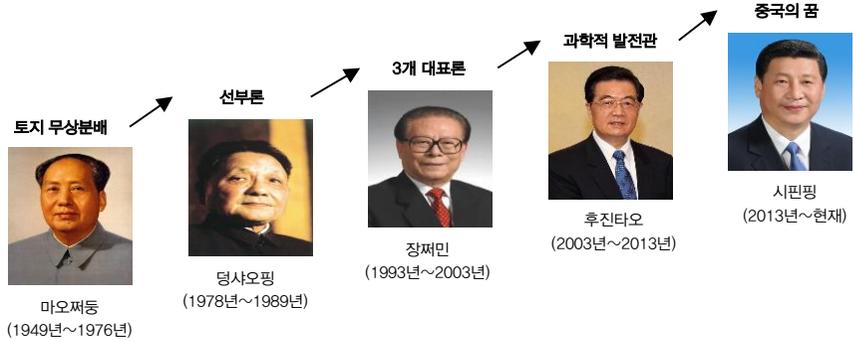
자료: 동부 리서치

### 중국의 꿈

그래서 중국 공산당의 역대 지도층은 모두 호구지책을 세웠다. 그것도 거창한 표어와 함께.

시대별 중국의 경제 정책을 열거하면 다음과 같다[도표54]. 마오쩌둥 시대의 경제 정책은 성공적이라고 말할 수 없다. 농민에게 토지를 분배한다고는 했지만, 생산량이 급격히 낮아져서 기아에 허덕이는 시간을 보냈다. 큰 변화는 1978년에 나타났다. 덩샤오핑이 흑묘백묘론을 들고나오며 ‘선부론’을 외친 것이다. 이후 후계자들은 그의 사상을 계승해나간다. 장쩌민은 ‘3개 대표론’을 주장했다. 후진타오는 ‘과학적 발전관’을 제시했다. 이제 시진핑은 ‘중국의 꿈’을 얘기하고 있다. 크게 보면 이들 모두는 경제적 부의 증가 즉, 호구지책으로 모아진다.

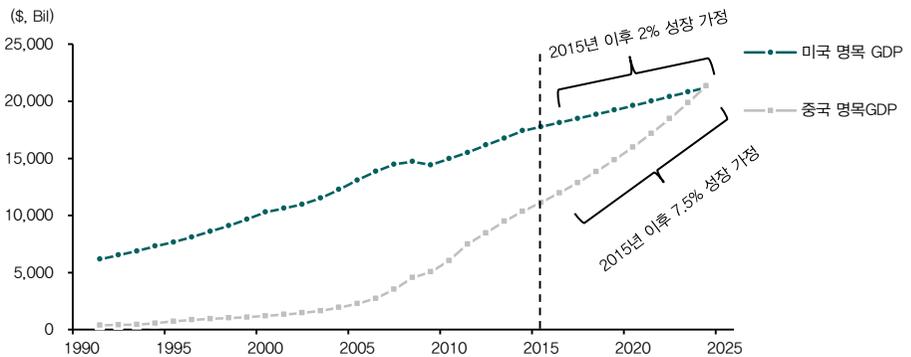
도표 54. 시대별 중국의 경제 정책



자료: 동부 리서치 주: 마오쩌둥과 덩샤오핑은 군권 확보 기간으로 구분

특히, 지금 우리가 주목해야 할 것은 시진핑 시대에 발의된 ‘중국의 꿈’이다. 이는 향후 10년 내에 중국 경제를 세계 1위로 올려놓겠다는 의미다. 중국의 GDP를 매년 7% 증반으로 유지하면 10년 뒤에는 미국을 넘어서게 된다[도표55].

도표 55. 중국의 GDP를 매년 7% 증반으로 유지하면 10년 뒤에는 미국을 넘어



자료: Bloomberg, 동부 리서치

중국이 이 같은 자신감을 내비치는 근거에는 ‘베이징 컨센서스’가 있다. 중국이 자신의 국정에 부합하는 경제 발전 모델을 찾았다고 주장한다. 중국이 개혁 개방을 한 1978년부터 최근까지 그들의 연평균 경제 성장률은 9.3%였다. 인구 13억 명 이상의 나라가 이처럼 탄력적으로 성장하는 것은 그들의 특수성에 기인한다고 말하는 것이다. 그리고 이제 소비경제로 나아가겠다는 계획을 진행하려 한다.

### 중국이 소비경제로 전환하기 위한 노력

지금 중국이 소비경제로 전환하기 위한 노력은 다음과 같다.

우선, 중국의 정부에 집중된 부를 민간에 이전하고 있다. 중국 전체로 보면 경제 규모가 세계 2위이지만, 개개인으로 보면 1인당 국민소득은 세계에서 중간이다. 현재 중국의 전체 국부 중에서 정부가 70% 민간이 30%를 차지하고 있다. 만약, 소득을 높인다면, 국부 중 일부를 민부로 전환하는 것이 가능하다. 현재 중국은 소득을 높이기 위해 최저임금제를 도입하고 있다. 그것을 매년 15% 이상씩 올리고 있는 실정이다.

다음으로, 중국의 부정부패를 척결하여 소비경제의 비용을 낮추려 한다. 중국에서 사업을 하려면 다음의 규칙을 따라야 한다고 알려져 있다. '3:3:4' 라는 상거래 법칙이다. 발주 기업에 대한 리베이트 30%, 관리에게 쓰는 뇌물 30%, 자사의 이익 40%라는 뜻이다. 이러한 관행은 최종재의 가격을 불필요하게 높이는 요인이 된다. 이에 시진핑 정부는 의법치국을 선언하며 부정부패에 칼을 들이대고 나섰다. 각종 판시를 타파하여 왜곡된 경제구조를 바꾸겠다는 의지다. 이를 통하여 소비경제의 비용을 낮추는 것이 목적이다.

도표 56. 푸동의 변화가



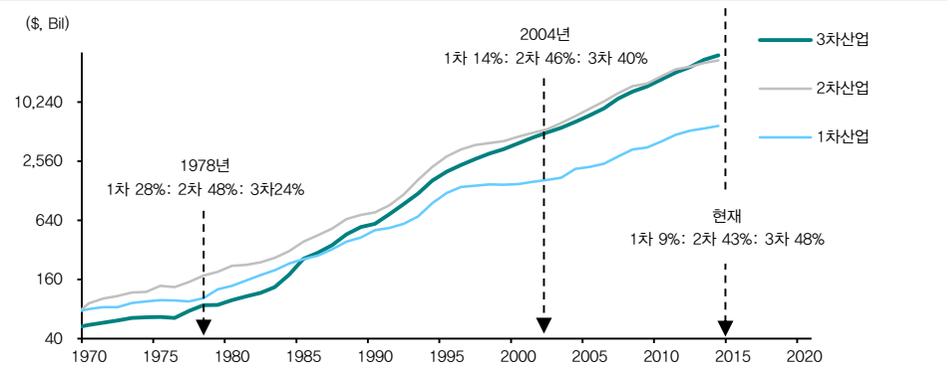
자료: 동부 리서치

### 중국이 진행하는 소비경제의 가시적 효과

중국이 진행하는 소비경제로의 이전 노력은 가시적인 효과를 내고 있다.

중국의 변화가 세계를 진동시키고 있다. GDP 구성을 보더라도 최근 중국의 3차산업 비중이 상승하고 있다[도표57]. 1978년 개혁개방 당시 1차산업 28%, 2차산업 48%, 3차산업 24%의 비율을 보였다. 그것이 점차 변화하여 현재는 1차산업 9%, 2차산업 43%, 3차산업 48%에 이르고 있다.

도표 57. 중국의 개혁개방 이후 지금까지 1, 2, 3차산업 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

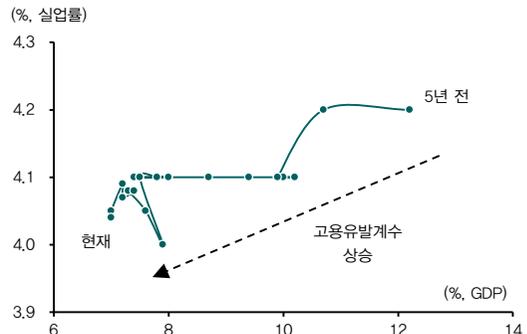
중국의 고용유발계수도 높아졌다[도표58, 59]. 2011년까지 중국의 GDP 1%당 고용유발계수가 80만 명 수준이었으나 2012년부터 중국은 3차 산업 비중이 높아지면서 고용유발계수가 150만 명으로 늘었다. 리커창 총리도 중국의 산업구조 개선에 따라 7% 성장으로도 연간 1,000만 명 이상의 고용이 가능해 740만 명의 대졸자 취업을 해결할 수 있다고 말했다. 이러한 부분이 중요한 이유는 사회 전반의 일자리 증대가 소득을 기반으로 한 소비경제에 필수이기 때문이다.

도표 58. 중국 GDP 증가를 하더라도 실업률 개선



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 59. 중국 GDP 증가를 당 고용유발계수 상승



자료: Bloomberg, 동부 리서치

그러나 중국이 소비경제로 전환하는 데에 어려움이 없는 것은 아니다. 이는 두 가지로 나눠 살펴 볼 수 있다.

## ■ 소비경제로의 이전에서 걸림돌 #1

### 금융 부분의 낙후성

소비경제로의 이전에서 첫 번째 걸림돌은 금융 부분의 낙후성에 있다.

도표 60. 중국 상해의 금융가 전경

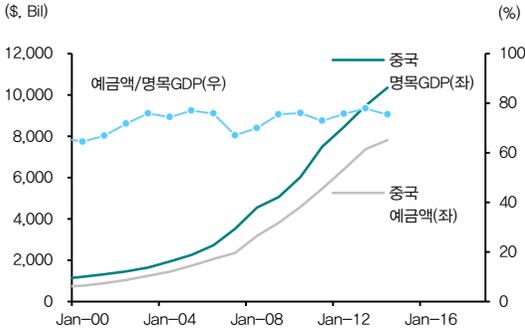


자료: 동부 리서치

소비경제에서 금융이 중요한 이유는 미래 소득을 현재 소비로 전환할 수 있기 때문이다. 사람은 가장 많은 돈을 써야 할 때 가장 가난하고, 가장 적은 돈을 쓸 때 도리어 가장 부유하다. 이런 ‘불균형’ 을 바로잡아 주는 조정자 역할을 하는 것이 바로 금융이다. 그러나 현재 중국의 은행은 소비성 대출에 제한적인 구조를 가지고 있다.

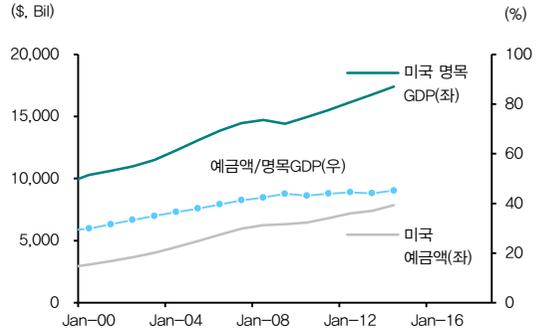
중국의 은행이 소비성 대출이 경직성을 보이는 이유는 관치 금융을 선택한 탓이다. 중국에는 국무원 소속의 전업은행(건설, 투자, 농업, 공상, 교통)이 있다. 이들이 금융권 대출 자산의 70%를 점하고 있다. 그 대부분이 국유기업향 대출로 쓰인다. 유지된 예금이 투자로 전용되는 것이다. 이점이 은행과 경쟁 관계에 있는 금융 부분의 개발 유인이 줄어든 이유이기도 하다. 이로 말미암아 중국의 예금은 GDP의 75%를 차지한다[도표61]. 참고로 미국의 예금은 GDP의 45% 수준이다[도표62]. 중국인 입장에서서는 예금 외에는 마땅한 금융상품이 드문 것이다.

도표 61. 중국의 예금이 GDP에서 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

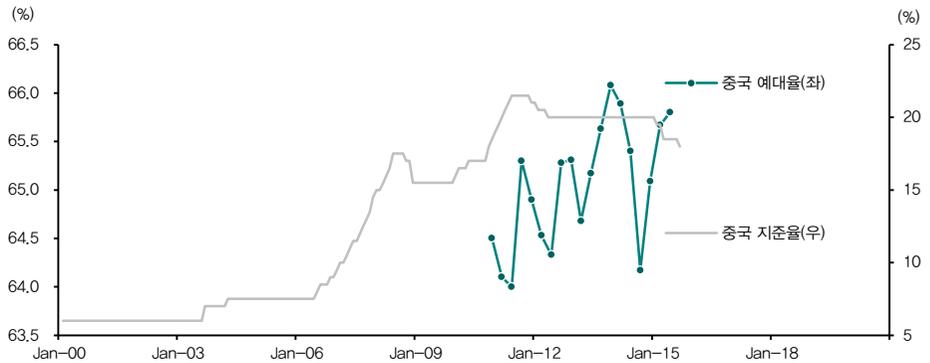
도표 62. 미국의 예금이 GDP에서 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

흥미로운 점은 중국 금융 부분의 낙후성이 은행 소비성 대출의 경직성을 추가로 유발한다는 것이다. 일반적으로 외환보유고가 쌓이면 환전을 통해서 국내 통화가 팽창한다. 통화 팽창은 인플레이션을 유발하는 잠재 불안 요소다. 대개의 국가는 중앙은행을 통하여 불태화간섭(과잉통화 흡수)을 한다. 다만, 중국은 금융 부분의 낙후성으로, 채권시장을 이용한 통화 흡수를 이루지 못하고 있다. 대신 중국은 직전까지 예대비율과 지급준비율을 불태화간섭 수단으로 활용했었다. 2015년 10월 이후에는 예대비율 규제 폐지가 이뤄지기에 지급준비율만으로 그 역할을 해나가야 한다. 중국 은행의 지급준비율이 여타국 대비 상당한 수준에 있는 것은 바로 이 때문이다[도표63].

도표 63. 중국 은행의 지급준비율이 여타국 대비 상당한 수준에 체류



자료: Bloomberg, 동부 리서치

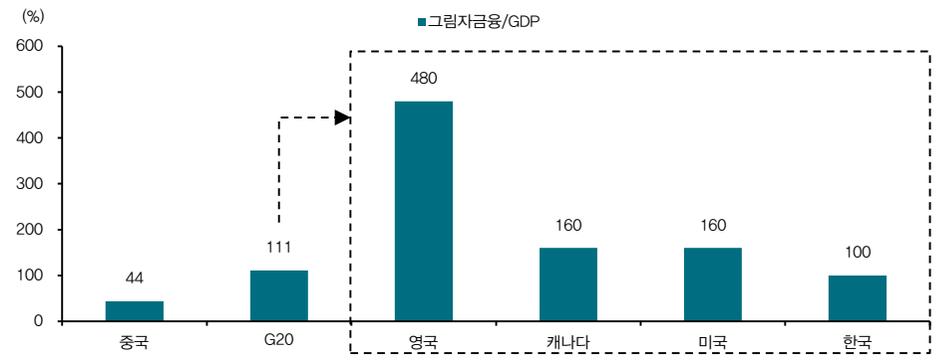
즉, 중국은 아직 소비경제를 지원할 수 있는 금융 시스템이 충분히 갖춰지지 못했다.

### 중국 금융 부분의 낙후성으로 인하여 파생되는 병폐

그 외에 중국 금융 부분의 낙후성으로 인하여 파생되는 병폐는 아래와 같다.

**첫째**, 그림자금융 문제의 발생이다. 그림자금융이란 ‘정규 금융시스템을 벗어난 기관 및 활동을 포함하는 대출 증가’ 를 말한다. 중국 은행의 대출이 경직적이므로 장외에서 형성되는 금리가 은행의 우대 대출 금리보다 5~7배나 높다고 한다. 은행의 대출 서비스를 이용할 수 없는 이들은 이러한 수준의 금리를 부담하고서라도 신용을 융통하고 있다. 다행스러운 점은 아직 중국의 GDP 대비 그림자금융 비중이 44%로 여타 국가에 비하여 높지 않다는 것이다[도표64]. G20 및 유로존 국가들의 그림자금융이 GDP 대비 111%이다. 영국 480%, 캐나다 160%, 미국 160%, 한국 100% 수준이다. 즉, 중국의 그림자금융은 아직 국가 전반의 금융산업을 불안하게 할 만큼 위협적이지 않다.

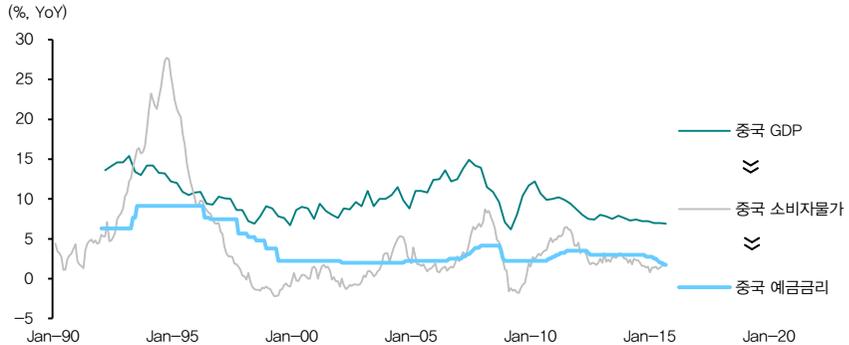
도표 64. 각국 GDP 대비 그림자금융 비중



자료: S&P, 동부 리서치

**둘째**, 부동산 시장의 과열이다. 국유 기업의 투자로 전용하기 위하여 중국 은행에 유지된 예금은 낮은 금리가 적용된다. 중국의 연평균 GDP 성장률보다 소비자물가상승률이 낮고, 이보다 낮은 위치에 예금 금리가 머물고 있다[도표65]. 이러한 상황에서 경제주체가 투자 대안 물을 찾는 것은 당연하다. 여타 금융 부분에서는 해결책이 없기에 마지막 방법으로 부동산 투자에 집중하는 것이다.

도표 65. 중국은 GDP 성장률 >> 소비자물가상승률 >> 예금금리의 순서가 형성



자료: Bloomberg, 동부 리서치

셋째, 자본시장 개방의 지연이다. 중국인들은 낮은 이자율을 받으며 저축하고 있다. 여기서 자본시장이 본격적으로 개방된다고 해보자. 외국 금융사들이 지금보다 높은 투자수익률을 보장하는 금융 상품을 중국인에게 선보일 때, 중국인은 자금을 이동시킬 가능성이 크다. 이때 그들의 저축률은 떨어질 것이다. 중국은 은행을 활용한 국유기업 자금 투입이라는 메커니즘을 더 이상 지속할 수 없게 된다. 즉, 중국은 자본시장 개방을 점진화하고 싶은 것이다.

## 소비경제로의 이전에서 걸림돌 #2

### 정치 제도

소비경제로의 이전에서 두 번째 걸림돌은 정치 제도에 있다.

중국이 갈망하는 소비경제는 단순히 소비가 중심이 된 사회가 아니다. 그것은 고부가가치를 창출하는 서비스업이 뒷받침된 상태를 말한다. 이를 토대로 나오는 높은 이익을 바탕으로 소비를 하는 것이다. 여기서 고부가가치 산업을 육성하기 위해서는 ‘정보의 대칭’ 이 필요하다.

‘정보의 대칭’ 에 대한 필요성을 설명하기 위하여 조지 애컬로프의 이론을 살펴보자. 그는 1970년에 ‘레몬시장 이론’ 을 발표했다. 레몬은 불량품을 뜻하는데, ‘시큼하고 맛있는 과일’이라는 의미에서 유래했다. 해당 이론의 기본 관점은 다음과 같다. 중고차 매매시장의 정보가 혼탁해 구매자가 좋은 차와 나쁜 차를 구별할 수 없게 되면, 차의 품질에 상관없이 구매자가 지급하려는 가격은 거의 같아진다. 이런 상황이 지속되면 좋은 차를 가진 사람은 더 이상 거래하지 않고 시장을 이탈하게 되어, 시장에는 질이 떨어지는 중고차만 남게 된다. 이 상황을 알게 된 구매자는 당연히 더 적은 가격을 내릴 것이고, ‘좋은 차’ 를 가진 판매자도 어쩔 수 없이 시장을 떠나게 된다. 결국, 중고차 시장은 아무도 찾지 않게 되는 것이다. 이런 ‘역선택’ 의 과정은 시장을 파산시킬

뿐 발전시키지 못한다.

서비스업에서 ‘정보의 대칭’이 중요하다는 점은 분명하다. 서비스업의 첨단인 금융업에 있어서야 두말할 나위가 없다. 그렇다면, 지금 중국에서 ‘정보의 대칭’이 이뤄지고 있는가? 이에 대하여 쉽게 긍정적 답을 내어놓기는 어렵다. 언론의 자유가 통제될수록 정보 수집의 유용성도 떨어진다. 그 결과 시장 참여자는 ‘정보의 비대칭’ 속에서 판단해야 한다. 정보의 혼탁성으로 인하여 서비스업에서의 거래 리스크가 커진다. 이는 거래 욕구를 떨어뜨린다. 즉, 서비스업으로의 이전을 위해서는 개방된 언론이 있어야 한다.

### 정보의 비대칭을 해결할 지의 여부는 정치적 결단에 달려

중국이 직면한 ‘정보의 비대칭’을 해결할 지의 여부는 정치적 결단에 달려있다. 중국 지도층이 혁신해야 하는 것이다. 서비스업이 발달한 나라일수록 세계인을 감동시키는 자체 브랜드가 있다는 사실은 음미해볼 만하다. 이들은 대부분 언론의 자유에 기반한 ‘정보의 대칭’이 높기 때문일 것이다. 작금의 중국이 이러한 위치에 이르렀는지는 확인하기 어렵다.

## 중국 소비경제 걸림돌과 관련한 한국 주식시장에서의 투자 전략

### 중국 소비재 관련 업종의 비중 보수적 vs. 중국 생산재 관련 업종의 비중 확대

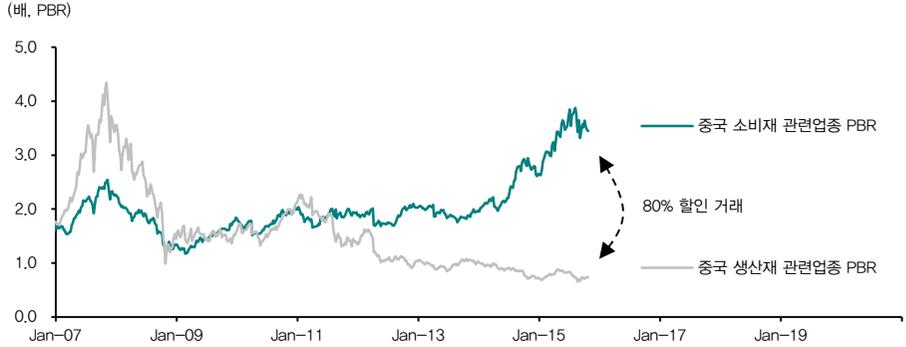
중국이 소비경제로 이전하는 데에 몇 가지 걸림돌이 있는 것과 관련하여 한국 주식시장에서의 투자 전략은 다음을 제시한다. 이제 밸류에이션이 높은 중국 소비재 관련 업종의 비중을 보수적으로 가져가고, 밸류에이션이 낮은 중국 생산재 관련 업종의 비중을 확대한다.

### 그간 할인받았던 주식의 정상화

그간 중국 소비재 관련 업종에 대하여 후한 평가를 내린 것은 아닌지 생각해야 한다.

2012년부터 2014년까지 중국 정부가 표명한 소비경제로의 이전을 따라 한국 주식시장에서도 관련 업종의 밸류에이션이 급상승했다. 현재 이들의 PBR은 평균 3.44배에 이르고 있다. 반면, 2015년부터 중국 정부가 거론하는 정책은 한국 주식시장에서 적극적으로 반영되지 않고 있다. 현재 생산재 업종의 PBR은 평균 0.73배에 불과하다. 엄밀한 의미에서 PBR은 장부에 표시되지 않은 무형의 자산을 측량한다. 소비재 관련 업종에 투자할 경우 우리는 장부보다 3배나 높은 가격을 치르는 것이다. 생산재 관련 업종에 투자할 경우는 장부보다 적은 가격을 지불하면 된다[도표66]. 더구나 생산재에 대한 중국의 지원 정책이 나왔다. 이치로 보면 무엇이 합리적인 투자인지 자명하다.

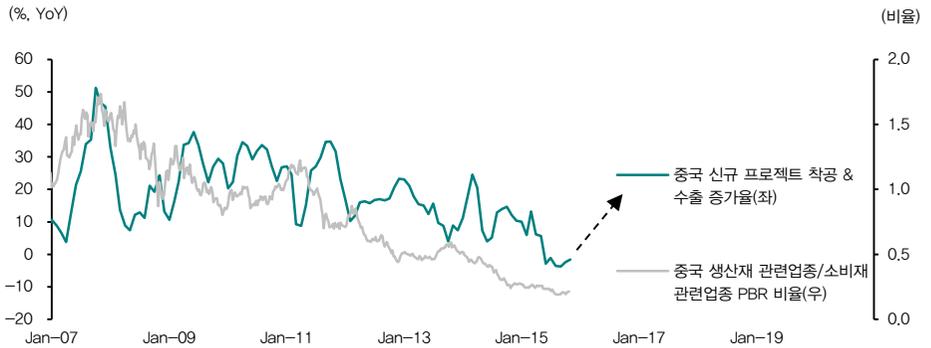
도표 66. 중국 소비재 관련 업종 PBR VS. 중국 생산재 관련 업종 PBR



자료: Wsetn, 동부 리서치

앞서 중국이 서비스업으로 이전하기 위해서 난관을 돌파해야 한다는 점을 살펴봤다. 더구나 중국 스스로도 소비경제로의 안착에 어려움을 인식하여 그 중간 다리로 일대일로 사업 및 위안화 평가 절하를 실시하는 판국이다. 이러한 정책 선회는 그간 할인받았던 주식의 정상화를 이끌 것이다. 이때 한국 주식시장에서, 소비재 관련 업종의 밸류에이션과 생산재 관련 업종의 밸류에이션 위치가 지금과는 달라질 수 있다[도표67].

도표 67. 중국 일대일로 사업 및 위안화 평가절하로 수출회복 시 한국의 생산재 관련 업종 각광받을 것



자료: Bloomberg, Wsetn, 동부 리서치

## V. 중국 현지 업체의 반응

중국 현지 업체들의 반응을 정리한 결과를 제시한다. 이는 바오스틸, 두산인프라코어 판매상 영흥 기계, 상하이페트로케미칼, 중국해운컨테이너 등에서 묻고 답한 내용이다.

### ■ 일대일로 사업 관련 기업

#### 바오스틸 미팅

**Q1.** 바오스틸은 2014년에 58억 위안의 순이익을 기록했습니다. 향후로는 순이익이 더욱 개선되기를 기대합니다. 자체적으로 판단하는 2015년, 2016년 순이익의 증가/감소 폭은 어느 정도입니까? 구체적인 이유는 무엇인지요?

**A.** 2015년 상반기 바오스틸의 순이익은 44억 위안을 기록했다. 1~3분기 순이익은 전년 대비 50%~60% 감소할 것으로 전망된다. 중앙은행의 환율개혁(위안화 절하)으로 인한 환차손이 일어났기 때문이다. 더불어, 철강의 공급과잉이 여전히 존재하며 다운스트림의 수요가 부진하여 철강사업 부문에 영향을 미쳤다.

**Q2.** 바오스틸의 총자산이익률이 안타깝게도 2010년 이후 줄어들고 있습니다. 수익성을 개선시키기 위해 자체적인 노력이 있을 것으로 생각합니다. 그 대략적인 계획이 있다면 무엇인지 말씀해주실 수 있는지요?

**A.** 당사는 내부경영 관리 및 통제를 강화하는 가운데, steel pipe, thick plate 등 적자가 심한 부문에 대한 관리를 강화하며 적극적으로 시장개척에 나설 예정이다. 이익창출능력을 향상시키며 적자 폭 축소에 힘을 쓸 예정이다. 또한, 시장의 발전방향에 맞지 않은 일정 부분, 예를 들어 바오스틸의 바오통(宝通) 및 러위징(罗泾) 공장을 가동중지를 시킬 전망이다. 향후, 쓰안장(湛江) 프로젝트에 집중할 것이다.

**Q3.** 바오스틸의 매출 90%가 중국 내에서 발생하고, 10%가 해외에서 발생하는 것으로 알고 있습니다. 향후 이러한 지역별 매출 구성을 변화시킬 계획은 없으신지요? 있다면 그 이유는 무엇인지요?

**A.** 당사는 중국 국내시장에 포커스를 맞출 예정이며 매출 중 10%는 해외에서 발생하는 정책 방향에 변함이 없다.

**Q4.** 최근 중국 정부가 시행하고 있는 일대일로 사업에 따라 철강재 수요가 많아질 것으로 판단하고 있습니다. 바오스틸에서 평가하는 일대일로 사업에 의한 실적 개선 효과는 어느 정도인지요?

**A.** 사실 아직까지는 철강재 수요의 급격한 증가는 포착되고 있지 않다. 일대일로는 장기적인 발전 전략으로 중국제조업의 해외수출에 도움이 되며 철강재의 수요에도 긍정적이다. 향후에 동사도 수혜를 받을 것으로 예상하고 있다.

**Q5.** 중국 정부는 지난 12차 5개년 계획에서 철강산업 상위 기업의 적극적인 인수, 합병을 통해 2015년까지 산업 집중도를 60%로 높인다는 구조조정 목표를 제시했었습니다. 현재에서 느끼는 산업 구조조정에 대한 진행 정도는 어떠하다고 생각하십니까?

**A.** 중국 국내 철강산업의 과잉생산능력 해소의 효과는 뚜렷하지 않으며 앞으로 갈 길은 멀다. 아직까지 인수 및 합병도 실질적인 진척이 없어 보인다. 국유기업개혁 방안이 점차 발표됨에 따라 우리도 철강산업의 건전한 발전을 기대하고 있다.

**Q6.** 끝으로 중국 철강업의 향후 전망에 대해서 한 말씀 부탁드립니다.

**A.** 중국 국내 철강산업의 공급과잉 상황이 단시간 안에 개선하기 쉽지 않다. 생산능력 과잉, 동질화 경쟁도 격화되었다. 따라서 낮은 수준의 철강재 가격은 장기적으로 지속될 것으로 보인다. 향후에 환경보호에 대한 기준이 높아짐에 따라, 철강기업의 경영원이 더욱 커질 전망이다. 이는 일부 기업의 도태를 초래할 것이다. 더불어, 국가 차원에서의 구조조정 정책 추진이 정상화 된다면 철강업의 상황이 점차 개선될 여지가 존재한다. '인터넷 + 철강'은 전통 철강산업에 발전방식의 전환기회를 제공해준다. 바오스틸도 이런 계기로 발전의 발판을 마련할 예정이다. (전자상 플랫폼을 통해, 철강기업들이 생산, 저장, 가공, 물류 등 단계에서 스마트화를 실현하며 인력과 물자를 절약하며 마케팅 비용 등 원가를 감소시키며 효율을 제고시킬 수 있다.)

### 두산인프라코어 판매상 영흥기계(永弘机械) 미팅

**Q1.** 두산인프라코어 상품은 '굴삭기, 로더, 지게차' 등이 있습니다. 그중 어떤 것은 주로 판매 하십니까?

**A.** 60% 이상은 굴삭기를 판매하고 있다. 하지만 최근 로더의 비중이 상승하는 추세다.

**Q2.** 주요 고객층은 누구입니까? 어느 지역에서까지 물건을 구매하러 오십니까?

**A.** 영흥기계는 두산인프라코어의 중국시장 판매상으로서 상해시, 강서성, 안휘성, 절강성, 산둥성

이렇게 5개 지역에서 판매를 맡고 있다. 본사는 산둥성에 있고, 분기별로 본사에서 기계를 출고해 각 지점으로 가는 형태이다. 굴삭기 판매의 성수기는 2-5월이며 이는 바이어들의 현금흐름 상황이 양호하기 때문이다. 상해지역은 규모가 상대적으로 작은 편이며 주요고객은 개인 고객이다. 작은 굴삭기는 도시 녹화산업에 많이 사용되고 있다. 그리고 최근 산림을 개척하는 데에 굴삭기가 많이 필요로 하는 상황이다. 주요 절강, 산둥, 안휘, 우한 등 지역이 있다.

**Q3. 두산인프라코어 상품에는 어떤 장점이 있다고 생각하십니까?**

**A.** 중국에서는 ‘두산인프라코어’ 라는 브랜드는 역사가 있다고 생각한다. 두산인프라코어 상품의 작업 동작 연속성이 뛰어나다. 디젤유를 절약할 수도 있고 오래도록 쓸 수가 있다. 10년 이상 된 두산인프라코어 제품을 시장에서 볼 수가 있지만, 10년 이상 된 삼일중공 제품은 보기 힘들다.

**Q4. 중국시장에서 최근 두산인프라코어의 점유율이 삼일중공에게 역전당했습니다. 그 이유는 무엇이라고 생각하십니까?**

**A.** 사실 신규 기계를 놓고 봤을 때 두산인프라코어와 중국 삼일중공의 제품은 크게 차이 나지 않는다고 본다. 다만, 삼일중공 자체가 ‘이구환신’ (以旧换新)라는 정책을 실시하고 있어서 경쟁력이 많이 높아졌다고 볼 수가 있다. 다만, 국가차원에서의 기계산업 보조정책이 아니라 삼일중공의 정책이다. 최근 몇 년동안 삼일중공, XCMG(徐工), YUCHAI(玉柴), LOVOL(雷沃) 등 중국산 브랜드는 부상하고 있다. 중국산 브랜드 굴삭기 가격은 두산인프라코어보다 2-3만 위안 낮다.

**Q5. 2015년 들어서부터(일대일로 발표 후부터) 판매실적은 좋아졌는지/나빠졌는지요? 체감하시는 변화가 있습니까?**

**A.** 사실 연초부터 지금까지 상해지역에서 판매되던 굴삭기는 50여 대에 불과했다. 올해 들어 시장 총 매출은 전년 대비 35% 감소했다. 부동산 투자의 감소를 비롯한 공사현장 착공은 원활하게 이루어지지 않았기 때문이다. 신실크로드 정책으로 수혜를 받으려면 아직은 더 많은 시간이 필요해 보인다. 특히 올해 5월 이후 방문하는 고객이 줄고 있다. 원자재 철 가격의 하락과 더불어 굴삭기 품목별 가격은 3만 위안 정도 하향 조정했다. 현재 두산인프라코어 굴삭기의 가격은 5-6톤 기계는 30만 위안, 20톤 기계는 80만 위안, 30톤 기계는 120만 위안 정도 된다.

**Q6. 향후 전망하시는 업황(판매전망)은 어떨 것으로 보십니까?**

**A.** 영흥기계 사장님이 업계의 제갈량으로 불린다. 업계관계자와 주기적으로 회의를 하고 업황 상황도 검토한다. 그분은 2018년이 되어야지만 굴삭기를 비롯한 공정기계산업은 완전히 회복될 것으로

로 전망하고 있다. 이런 힘겨운 시간은 우량한 회사를 선별하는 기회이기도 한다고 말한다.

## 수출동향 관련 기업

### 상하이페트로케미칼 미팅

**Q1.** 시노펙상하이석유화학은 2000년대 초중반에는 연간 순이익이 최대 39.7억 위안에 이르렀습니다. 다만 최근에는 2012년 -15억 위안, 2013년 19.2억 위안, 2014년 7.2억 위안 등으로 순이익 변동성이 큼니다. 그 이유는 무엇입니까?

**A.** 동사의 사업부문은 석유정제와 화학공업 2가지로 나뉜다. 석유정제부문의 이익은 2013년 국가 휘발유 및 디젤유 가격개혁으로 개선되었고 국제유가가 크게 파동이 일어나지 않는 이상 안정적인 수익을 얻을 수 있다. 화학공업부문은 화학제품의 주기성 및 국내 매크로환경에 따라서 결정이 된다. 그래서 최근 몇 년 동안의 순이익 변동성이 크다.

**Q2.** 시노펙상하이석유화학이 전망하는 2015년, 2016년 순이익 추이는 어떻습니까? 그렇게 생각하시는 이유는 무엇인지요?

**A.** 2015년 동사의 실적은 양호한 것으로 예상된다. 국제원유가격이 작년 하반기 대폭 하락 후 올해 들어 안정세에 접어들었다. 석유정제 부문의 이익은 회복되고 있다. 화학제품부문은 원유가격의 하락에 따라 원가가 절감되고 이익은 전년 대비 대폭 개선되었다. 국제원유가격과 국내 매크로 상황이 안정세를 유지된다고 가정하면, 2016년도 양호한 실적을 기록할 전망이다.

**Q3.** 중국 화학업계도 구조조정이 진행되고 있는 것으로 알고 있습니다. 이것은 어느 정도 진행된 것으로 평가하고 있습니까?

**A.** 국제유가하락의 영향으로 전통적인 화학제품의 원가는 많이 내려갔다. 이에 따라 중국 화학업계의 구조조정이 늦춰지고 있다.

**Q4.** 중국에서는 화학업계의 자금률과 기술을 높이고 있습니다. 현재 중국의 자금률은 어느 정도라고 생각하십니까?

**A.** 현재 중국은 많은 수입이 필요한 화공제품은 PX와 EG이다. 각각의 자금률은 30~40%와 70%이다.

**Q5.** 최근 중국의 신실크로드 사업, 유로존 QE 정책, 위안화 평가 절하 등 다양한 부양책이 나오고 있습니다. 이러한 발표가 있을 때마다 그 이후 체감하는 업황이 개선은 어느 정도입니까?

**A.** 아직까지 화공업종의 뚜렷한 수요개선은 못 느끼고 있다. 이런 정책들의 효과가 나타나려면 일정한 시간이 필요할 것이다.

**Q6.** 한국 화학기업들은 생산된 화학제품 중 많은 부분을 중국으로 수출하고 있습니다. 이렇듯 한국에서 들어오는 물량이 더욱 필요할 것으로 보시는지요? 단기적인 시각과 장기적인 시각으로 나눠서 바라봤을 때 어떠한 공급합니까.

**A.** 중국은 화공제품을 수입하는 경우는 2가지로 나뉜다. 1) 중국 국내 생산장치의 생산능력 부족 2) 기술측면에서 요구를 맞추지 못하는 등이 있다. ‘1)’번째 경우에서 경쟁력은 중국 국내 생산능력의 증가에 따라 약해질 것이고 ‘2)’번째 경우의 경쟁력은 더욱 긴 시간 지속할 것으로 생각된다.

**Q7.** 끝으로 화학업 전망에 대하여 종합적으로 한 말씀 부탁드립니다.

**A.** 개인적인 생각으로, 중국의 화공산업은 어느 정도 균형적인 단계에 진입했다. 향후에 고부가가치 제품에서 기술 및 생산량에서의 돌파가 필요하다.

### 중국해운컨테이너 상해사무실 미팅

**Q1.** 중국해운컨테이너의 순이익은 2009년 -65억 위안, 2010년 42억 위안, 2011년 -27억 위안, 2012년 5.2억 위안, 2013년 -26억 위안, 2014년 10.6억 위안 등으로 금융위기 이후 실적변동이 심합니다. 그 이유는 무엇인지요?

**A.** 2005~2008년은 중국해운업의 고속발전단계라고 볼 수가 있다. 글로벌 무역상황은 양호하며 중국수출도 안정적인 편이다. 반면에 해운사의 공급이 많지 않아 수요가 공급을 상회하는 시기이었다. 2008년 금융위기로 인해 중국수출은 유럽 및 미국의 수요는 부진했다. 공급이 수요를 크게 상회하면서 운임은 크게 하락했다. 2010년, 해운사들이 아무리 운임경쟁을 통해서 운임을 낮추더라도 수주를 받지 못하는 상황을 인지했다. 연맹을 통해서 운임에 대해 규제했다. 따라서 운임이 상대적으로 안정화 되었으며 해운사의 실적도 개선되었다. 2011년 들어, 운임이 상승하며 수요도 개선하기 시작했다. 일부 해운사가 이익을 창출하기 시작하며 기존 고객에 운임할인을 제공했다. 경쟁이 심해지면서 시장의 운임은 또다시 하락하기 시작했다. 몇 차례 이런 파동을 겪으면서 언급하셨던 실적변동이 심해졌다.

**Q2. 현재 중국해운컨테이너가 전망하는 2015년, 2016년 순이익 추이는 어떻게습니까? 그렇게 생각하시는 이유는 무엇인지요?**

**A.** 2015년, 해운업의 공급과잉이 심하다. 2011년, 12년부터 해운업 1위인 Maersk가 대형선박(컨테이너당 원가를 감소하는 효과를 일으켰음)를 발주하기 시작했다. 현재 상황에서, 대형선박이 없으면 유럽노선에서 경쟁우위가 없으며 대형선박을 갖고 있는 회사와 경쟁이 불가능하다. 특히 올해는 대량의 대형선박이 Delivery되는 만큼 운임상승은 기대하기 쉽지 않다. 내년에 글로벌 수요와 공급의 개선에 따라, 동사의 이익개선도 기대된다.

**Q3. 현재 중국 해운업계도 구조조정이 진행되고 있는 것으로 알고 있습니다. 이것은 어느 정도 진행된 것으로 평가하고 있습니까? 국가정책 차원에서 어떤 구조조정 방안이 시행될 예정입니까?**

**A.** 중국 정부 차원에서, 낡고 낙후된 선박을 해체하면 보조금을 지급해주는 정책이 실행되어왔다. 공급을 조정하는 정책이라고 볼 수가 있다. 하지만 해운업계에 많이 기대하고 있는 세수감면 정책은 없었다. 해운 기업에 있어서 크게 혜택을 받지 못한 상황이다. 구조조정은 복잡한 과정인 만큼 해운업계의 구체적인 구조조정 방안 및 로드맵은 아직 발표되지 않았다. 국가 고층 관련 인사들이 논의 중인 것으로 알고 있다.

**Q4. 최근 위안화 평가절하가 이뤄졌습니다. 이에 따르는 중국해운컨테이너의 수출 물량 증대의 효과가 나타나고 있습니까?**

**A.** 최근 몇 개월 동안의 수출이 역성장을 기록했다. 통상적으로 3분기는 해운업의 성수기이다. 하지만 올해 3분기의 수요는 많지 않다. 중국의 저렴한 인건비 및 원가의 경쟁우세도 점점 사라짐에 따라, 많은 아웃소싱 공장들이 동남아로 이전하고 있다. 위안화의 평가절하로 수출물량 증대의 효과가 아직 나타나지 못했다고 판단한다. 실제로 위안화 평가절하보다 유럽 및 미국의 수요상황이 더 중요한 요인이다.

**Q5. 중국으로 수입되어 들어오는 화물의 성격이 바뀌지는 않습니까? 예전에는 원재료가 주로 들어왔다가 고급 소비재가 더 많이 수입되는 분위기가 되면 운송업체 입장에서는 운반 화물의 가격이 높아지는 효과가 있을 것으로 예상되는데, 맞습니까?**

**A.** 예전에 수입되어 들어오는 화물이 폐지, 폐철강재, 폐플라스틱 위주였다. 최근 2년에, 양털, 곡물, 과일, 육류 등이 들어오고 있다. 하지만 아직까지 비중이 작다. 부가가치가 높은 소비재는 항공운송을 많이 사용하고 있다. (예를 들어, 분유를 비롯한 육아동 용품들이 많이 수입되고 있고 빠른 속도로 증가하고 있다.)아직까지 운반 화물의 가격이 높아지는 효과가 나타나지 않는다.

**Q6.** 최근 유로존 QE 정책이 시행되고 있습니다. 이는 유로존 소비를 증가시키려는 부양책입니다. 중국해운 컨테이너가 체감하는 유로존항 물동량은 실제로 늘어나고 있는지 궁금합니다.

**A.** 유럽노선의 수요상황은 개선되지 못한 반면에 공급이 증가했다. 소비가 크게 증가하지 못한 것으로 판단된다. 반면에, 미주노선의 수요가 안정적이며 긍정적이다.

**Q7.** 장기적으로 미주노선, 유럽노선, 아시아노선 어느 쪽에 집중하려고 합니까? 이유는 무엇입니까?

**A.** 동사의 노선은 유럽 및 미주를 위주로 한다. 매출 중 유럽, 미주, 호주, 아태지역, 중국 내부 연해노선의 비율은 약 30:30:15:16:9이다. 예전에 미주노선은 다소 유럽노선보다 비중이 작았는데 최근 2년에 거의 비슷한 수준으로 올라왔다. 미주와 유럽의 수요가 제일 많은 비중을 차지하므로 향후에도 이 2노선에 집중할 것이다.

**Q8.** 한국-중국 간 노선협의회에서 더 이상의 운임덤핑은 중지하자는 협의가 된 것으로 알고 있는데, 실제로 규제가 가능한 상황입니까?

**A.** 작년부터, 글로벌 톱 15위 해운사가 연맹을 맺는 상황이라고 볼 수가 있다. 특히 예를 들면, 2, 3위인 Mediterranean Shg Co, CMA CGM Group도 연맹을 맺어 노선배치 등을 비롯해 사업협력에 나서고 있다. 운임덤핑에 대한 태도는 모두 자제하는 모습이며 실제로 규제 가능한 상황입니다.

**Q9.** 중국해운컨테이너는 운임경쟁을 추가적으로 해서라도 하위업체의 경쟁력을 떨어뜨리려는 생각이 많습니까? 아니면 전체적으로 더 이상의 시황 하락 경쟁은 피하는 쪽의 방향을 취하려고 합니까?

**A.** 2009년에 해운사 1위 업체인 Maersk는 운임경쟁을 통해서 하위업체의 경쟁력을 떨어뜨리려는 시도를 해봤다. 결국은 파산되는 회사가 하나도 없었다. 해운회사는 정부지원기업이거나 국유기업인 경우가 대부분이라 적자가 심할 때 정부가 나서서 기업을 돕는다. 그래서 모든 해운회사들이 악성 운임경쟁을 하려고 하지 않는다. 올해의 운임은 계속 하락 추세이며 중간중간에 운임을 올리려는 시도도 있었지만 성공하지 못했다. 올해 3분기에 운임은 한번 상승했다가 1-2주 만에 다시 하락했다. 공급이 심하기 때문이다. 또한, 유가의 하락도 요인 중 하나이다.

**Q10.** 세계적으로 저성장이라는 얘기도 많고, 각국이 경기부양책을 써서 경기를 살리려고 노력하는 부분도 있습니다. 이렇듯 혼란스러운 가운데 향후 선박 발주를 계획하고 있는지 궁금합니다. 또한, 발주를 줄 때 중국 조선 업체와 한국 조선 업체 중에서 차이를 두는 부분이 있다면 무엇입니까?

**A.** 동사는 2018년 8척 13,500TEU급의 배를 인도받을 예정이다. 최근 2년 안에는 발주할 계획은 없

다. 조선업체의 선택에 있어서 한국업체의 기술발전은 아직 빠른 편이고 특히 대형 선박의 제조에 있어서 그렇다. 몇 년 전에, 한국 현대중공업에 19,000TEU의 선박 5척을 발주했다. 그때는 중국조선업체들이 그렇게 큰 선박을 제조하지 못한 상황이었다. 중국조선업체한테 발주하면, 가격측면에서도 유리하다. 중국 조선업체들의 능력 범위안에 제조 가능한 배이면 동사는 중국업체를 우선적으로 선택할 것이다.

**Q11. 중국 정부의 일대일로정책이 실행하고 나서 물동량이 많아졌습니까?**

**A.** 해상 실크로드는 남아시아에서 유럽까지 가는 노선이다. 일대일로정책은 분명히 기회이고 도전이다. 아직까지 초기 단계에 있어서 많은 시간이 필요하다. 또한, 해운업체에 수요상황에 매우 중요한 요소이다.

**Q12. 중국해운컨테이너와 COSCO와의 합병은 어디까지 진행했습니까?**

**A.** 합병이슈는 중국원양그룹과 중국해운그룹 2그룹 간의 합병이다. 중국원양그룹 산하 컨테이너 화물운송, 벌크선 운송, 항구, 물류 사업 등 다양하게 하고 있다. 두 모회사 산하의 자회사 사업 부문 간의 합병은 어떤 식으로 진행될 것인지 아직 발표되지 않았다. 좀 더 지켜봐야 할 것이다.

**Q13. 끝으로 해운업 전망에 대하여 종합적으로 한 말씀 부탁드립니다.**

**A.** Clarkson에 따르면, 15년의 공급증가율이 9.1%이며 수요증가는 3.5%이다. 16년의 공급증가는 5.4%이며 수요증가는 4.3%이다. 올해의 공급과잉이 심하지만 16년에 개선될 전망이다. 동사도 대형 선박을 보유하고 있어 컨테이너당 원가에 강점이 있다. 향후에 원가관리에도 신경 쓸 예정이다.

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

# ☀ 동부증권

## 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (동부증권빌딩 1~2층)

## 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 디지털벨리 02) 3281-1600 서울특별시 구로구 디지털로 285 (에이스타워타워 1차 3층)  
 도곡금융센터 02) 568-3700 서울특별시 강남구 언주로30길 39 (삼성SE타워 5층)  
 동부금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (동부금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)  
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7기독교방송 1층)  
 방배 02) 599-9922 서울특별시 서초구 방배로 208 (소암빌딩 2층)  
 서초 02) 597-9100 서울특별시 서초구 서초중앙로 125 (로이어즈타워 3층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 용산 02) 798-6060 서울특별시 용산구 서빙고로 69 (파크타워 102동 1층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (동부빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

## 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

## 대전·충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)  
 둔산 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

## 부산·경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 355 (대중빌딩 1층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역길 24 (영동프라자 1층)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐(트레이드센터 3층)  
 대구 053) 476-4000 대구광역시 남구 중앙대로 146 (외환은행빌딩 2층)  
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

## 광주·전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비야로마상환빌딩 4층)  
 첨단 062) 975-1000 광주광역시 북구 첨단연신로 97 (솔로몬타워 203호)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디칼센터 2층)

## 강원지역

강릉 033) 641-7800 강원도 강릉시 강릉대로 270 (구 고속버스터미널 건너편)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.