vol. 17 2017. 12. 5

12월 리서치센터 투자전략팀

The China Strategy

2018년 중국, 미리 보기

경제공작회의와 2018 증시전망

Part I 2018년 중국, 미리 보기
Part II 주식시장 전망

China Economy 정하늘
02 3779 8987
haneulj@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권

이베스트투자증권 **정하늘**입니다.

Part I 에서는 경제공작회의와 중국의 통화 · 재정정책 스탠스에 대해 살펴봤습니다.

중국 금융 당국의 디레버리징 기조 강화 발언의 영향으로 국채금리가 급등했다는 점을 고려할 때, 공식적인 정책 스탠스가 중요합니다.

우리는 2018 년 역시 '적극적인' 재정정책과 '완화적인' 통화정책 유지를 예상합니다.
한편 기준금리 혹은 그 역할을 대체하는 금리의 적극적인 금리인상이 아닌 단기금리, 창구지도, 규제강화 등의 디레버리징 정책을 추진할 것으로 판단합니다.

그리고 이와 관련해 Key Chart 는 '크레딧 스프레드'를 제시합니다.
이를 통해 금리 상승에 따른 중국 내 금융 리스크 확대 여부를 확인할 수 있을 것입니다.

Part II 에서는 2018 년 중국 주식시장을 예상해보았습니다.

주식시장의 방향성을 결정하는 주요 변수인
①수급(Liquidity), ②경기(Economy), ③가치평가(Valuation), ④기업실적(Earnings), ⑤투자심리(Sentiment)
등 다섯 가지 요인을 통해 중국 주식시장을 진단하고 전망했습니다.

금융당국의 디레버리징 기조가 금리 인상보다는 규제 혹은 창구지도 등을 통해 반영될 것임을 고려할 때, 개인 투자자의 유동성은 금리의 영향이 제한적일 것으로 판단합니다. 이에 따라 전반적인 수급 환경은 긍정적으로 판단한다.

이와 동시에 2017 년 전체적으로 지지부진했던 기업들의 실적에 비해 2018 년 매출액 증가율과 EPS 추정치가 지속적으로 상향 조정 되고 있음을 고려할 때, 내재가치의 상승의 여력이 확대되고 있다고 판단합니다.

당사는 2018 년 중국 주식시장에 긍정적 의견을 제시합니다.

L +　E (중립)　V +　E +　S (중립)

중국의 산업 변화, 그리고 그 속에서 한국 산업과 기업의 기회에 민감하게 반응하며
투자판단에 도움을 드릴 수 있는 애널리스트가 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

The China Strategy

2018 년 중국, 미리 보기

경제공작회의와 2018 증시전망

Contents

Part I 2018 년 중국, 미리 보기 4

Part II 주식시장 전망 16

Part I

2018 년 중국, 미리 보기

중국정부의 공식적인 정책 스탠스를 확인

경제공작회의에서 통화 · 재정정책의 정책 스탠스 발언에 주목해야할 것입니다. 중국 금융 당국의 디레버리징 기조 강화 발언의 영향으로 국채금리가 급등했다는 점을 고려할 때, 공식적인 정책 스탠스가 중요합니다.

우리는 2018 년 역시 '적극적인' 재정정책과 '완화적인' 통화정책 유지를 예상합니다. 한편 기준금리 혹은 그 역할을 대체하는 금리의 적극적인 금리인상이 아닌 단기금리, 창구지도, 규제강화 등의 디레버리징 정책을 추진할 것으로 판단합니다

가장 중요한 Key Chart 는 '크레딧 스프레드'를 제시합니다. 이를 통해 금리 상승에 따른 중국 내 금융 리스크 확대 여부를 확인할 수 있을 것입니다.

경제공작회의: 2018 년 중국, 미리보기

경제공작회의는 공산당 중앙과 국무원이 공동 주최하는 중요한 경제관련 회의로 1994 년부터 매년 12 월에 개최되어 다음해 중국의 경제정책 방향을 결정한다. 회의 참가자는 중국 당·정·군 및 중앙기업 지도부를 포함한다. 경제공작회의 개최 전 중앙 지도부는 일반적으로 1 개월 이상의 지역별 조사연구를 통해 경제정책을 연구한다. 회의에서는 당면한 중국경제를 파악하고 다음 해의 경제정책 기조를 결정한다.

2012 년부터 경제공작회의에서 제시된 정책 기조 혹은 거시경제정책은 稳中求进(안정 속 진보 추구)로 합리적 구간에서의 경기운용을 강조해왔다. 올해 경제공작회의 역시 전반적인 거시경제정책의 방향성은 동일할 것으로 판단한다. 지난 7 월 24 일 진행된 정치국회의에서 제시된 정책의 방향성 역시 **'구조개혁에 필요한 안정적인 경제발전을 유지'** 로 구조조정과 경기안정성 유지를 동시에 언급한 바 있기 때문이다.

이와 동시에 중국의 안정적인 통화정책, 그리고 적극적인 재정정책 스탠스는 2018 년에도 유지될 것이다. 중국 내 '개혁' 추진을 지속하기 위한 안정적인 환경 조성은 정부 주도의 재정 지출 확대로 이어질 것이다. 한편 공급측 구조개혁을 지속함과 동시에 기업부채와 그림자금융 문제를 선제적으로 해결하기 위한 디레버리징 정책을 예상한다. 경제공작 회의가 2018 년 3 월에 있을 양회를 준비하기 위한 것임을 고려할 때, 이번 회의 결과를 통해 2018 년 중국을 미리 살펴보자.

표1 과거 5 년간 경제공작회의의 주요 정책 과제

시기	경제공작회의에서 제시되는 다음 해의 주요 경제정책 과제(일반적으로 5~6 개)					
2012.12.15~16	안정적 경제성장	국가식량 안보	산업 구조조정	경제시스템 개혁	민생보장 강화	도시화 추진
2013.12.10~13	국가식량 안보	산업 구조조정	채무위험 방지	지역간 조화 발전	민생 개선	대외개방 확대
2014.12.09~11	안정적 경제성장	신성장동력 발굴	농업발전방식 전환	지역경제발전 특화	민생보장과 개선	
2015.12.18~21	과잉생산 해소	기업 비용절감	부동산재고 해소	효율적 공급확대	금융 리스크 예방	
2016.12.14~16	공급과잉 해소	재고 해소	레버리지 축소	기업 비용절감	유효공급 확대	

자료: 경제공작회의 공보, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2018 년 3 월까지의 주요 회의 일정: 3 월 양회를 준비하기 위한 회의들이 예정되어 있음

시기	전기 일정	회의	주요 내용
2017 년 12 월	2016.12.09	중앙정치국회의	중국 최고 지도부회의로 매달 개최. 12 월 회의는 차년도 경제정책을 논의
	2016.12.14~16	경제공작회의	2018 년의 경제정책의 방향성과 주요 과제를 결정하여 발표
	2016.12.19~26	전인대 상임위원회	2018 년 전인대에서 논의될 안건들을 구체적으로 논의
2018 년 1~2 월	(수시로 진행)	지역별 양회	3 월 전국 양회(전인대+정협)의 축소판으로 31 개 성/도시에서 진행
2018 년 2 월	2013.02.26~28	19 기 2 중전회	행정부 인사개편안 제출(3 월 전인대에서 최종 결정)
2018 년 3 월	2017.03.03~15	양회(전인대+정협)	2018 년 한 해의 경제정책에 대한 가이드라인을 제시하고 행정부의 인사개편안 통과

자료: 언론자료 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2018 년의 정책과제? 안정적 성장과 디레버리징의 조화

구분	2016 년(2015 년 12 월 18~21 일)	2017 년(2016 년 12 월 14~16 일)	2018 년(2017 년 12 월)
거시경제	• 총체적 안정, 안정 속 진보(稳中有进) • 안정 중 개선(稳中有好)	• 안정추세, 안정 중 개선방향(稳中向好) • 공급과잉과 수요구조 고도화 모순 조정, 경제성장 내생동력 부족, 금융 리스크 누적	• 구조개혁에 필요한 **안정적인 경제발전**을 유지
정책기조	• 경제운영의 합리적 구간 유지 • 총수요의 적절한 확대와 동시에 공급 구조조정	• 경제운영의 합리적 구간 유지 • 공급 구조개혁과 동시에 총수요를 적절히 확대	• 공급 구조개혁을 유지 • **성장률에 대한 부담완화**
재정정책	• 적극적 재정정책 • 재정정책 강화, 감세정책 시행 • GDP 대비 재정적자 비중의 단계적 제고 • 정부투자 증가에 따른 재정수입 감소 보충	• 적극적 재정정책 • 재정정책 유효성 강화 • 공급 측 구조개혁 추진에 부합하는 예산 배분 • 기업 세금부담 감소 • 민생보장 수용 보장	• 구조조정과 성장 유지 • 이를 위한 **재정투자 확대**
통화정책	• 안정적 통화정책 • 구조개혁에 부합한 금융 • 통화 환경 조성, 금융비용 절감 • 합리적 유동성 유지 및 신용대출 구조 최적화	• 안정적 통화정책 • 통화정책 안정, 중립 유지 • 통화공급 방식의 새로운 변화 적응 • 통화정책의 실물경제 전달 메커니즘 원활 소통 • 유동성 기본 안정 유지	• 지방정부, 기업 **디레버리징** • 다소 긴축적인 정책 전환
리스크 예방	• 공급측 구조개혁의 5 대 임무로 설정 • 지방정부 부채 리스크의 효율적 해결 • 지방정부의 채권발행 방법 개정 • 전방위 관리감독 강화, 융자행위의 규범화 • 금융리스크 예측경보 시스템 강화	• 금융리스크 예방 중점적 추진 • 자산버블 억제 및 시스템 리스크 발생 방지 • 사회주의 시장경제 방향 견지 • 민영기업 심리 안정 • 예측력 강화, 정부공신력 제고 • 사회 조화 안정 유지	• **금융 리스크(자산버블)**의 선제적인 완화를 위한 적극적인 정부 개입

자료: 경제공작회의 공보, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 3 월 5 일 전국인민대표대회 개막식에서 국무원 총리가 발표하는 중국의 경제운용목표: 2018 년 역시 안정적일 것

경제지표 구분	2008 년	2009 년	2010 년	2011 년	2012 년	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년
경제성장률	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	6.5~7.0%	6.5%	**6.5%**
CPI	4.8%	4.0%	3.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	**3.0%**
신규고용(만명)	1,000	900	900	900	900	900	1,000	1,000	1,000	1,100	**1,100**
도시 실업률	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	**4.5%**
재정정책	안정적	적극적	적극적	적극적	적극적	적극적	적극적	적극적	적극적	적극적	**적극적**
재정적자(억위안)		9,500	10,500	9,000	8,000	12,000	13,500	16,200	21,800	23,800	
of GDP				2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%	3.0%	3.0%	**3.0%**
통화정책	긴축적	적절히완화	적절히완화	안정적	안정적	안정적	안정적	안정적	안정적	안정적	**안정적**
M2 증가율		17.0%	17.0%	16.0%	14.0%	13.0%	13.0%	12.0%	13.0%	12.0%	

주: 2018 년의 경제운용목표는 당사의 전망치로 실제치와 차이가 있을 수 있음
자료: 국무원<정치업무보고(政府工作报告)>, 이베스트투자증권 리서치센터

재정정책 스탠스? 적극적 정책의 스탠스는 달라지지 않을 것

재정지출 규모는 9 월 중 2.0 조 위안을 기록하고 10 월에는 다시 1.1 조 위안 규모로 줄어들었다. 이는 재정지출 규모가 감소세로 전환된 것이 아니라 재정지출이 분기말에 집중되는 계절성이 반영된 것이다. 이에 따라 올해 12 월 중 재정지출 규모는 다시 반등할 것으로 예상(연중 최고치는 6 월의 2.7 조 위안)된다.

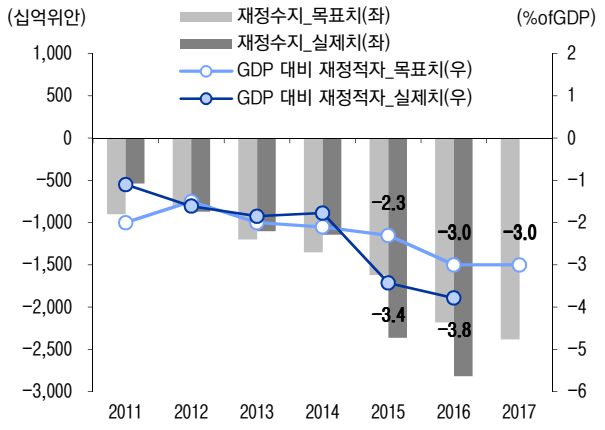
올해 10 개월 간 재정적자 규모는 목표(2.38 조 위안)의 53.1% 수준이다. 2016 년 동기간 누적 재정적자가 목표치의 50.5%였으므로 상대적으로 재정지출 규모가 많았다. 그러나 이에 큰 의미를 두기 어렵다. 구체적 목표인 GDP 대비 재정적자 비중이 중요하다고 판단한다. 3 분기 누적 재정적자 규모는 GDP 대비 -2.99%에 달한다. 그렇다면, 2018 년의 GDP 대비 재정적자 비중 목표치가 상향 조정될 수 있을까?

우리는 2018 년의 GDP 대비 재정적자 목표치를 3.0%로 동결 혹은 3.5%로 소폭 상향 조정될 것으로 예상한다. 그러나 사실상 2016 년 실제 GDP 대비 재정적자 비중이 3.8%를 기록했다는 점을 고려할 때, 경제공작회의 혹은 전인대에서 제시되는 목표치 간의 비교를 통해 정책 스탠스를 판단하는 것이 중요하다. 즉, 현재 시점에서 중국 통화당국의 재정정책 기조는 확장적인 스탠스를 유지할 것으로 전망한다.

한편 중국의 재정수지를 기준으로 재정정책의 방향성 전환을 논하기는 어렵다. 앞서 언급한 바와 같이 3 월 전인대에서 의도적인 재정지출을 위해서 재정수지를 적자로 제시함과 동시에 그 규모를 GDP 대비 어느 수준까지 확대할지를 결정한 바 있다. 이에 따라 중국의 재정수지가 적자이기 때문에 향후 재정수지 개선을 위해서 재정정책이 긴축적으로 전환될 것으로 예상한다는 것 자체가 다소 아이러니하기 때문이다.

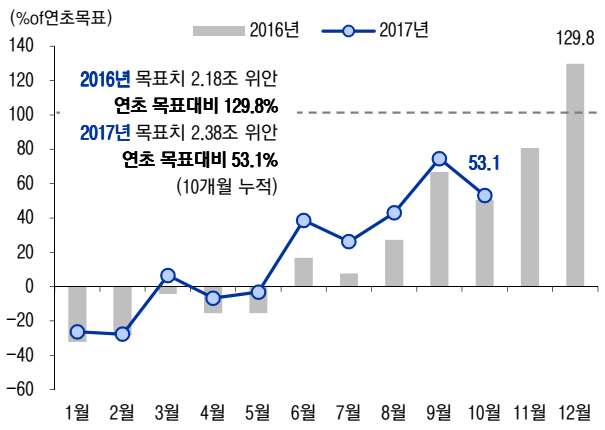
현재 중국의 정책 스탠스를 이해하는 가장 잘 나타내는 문장이 바로 '구조개혁에 필요한 안정적인 경제발전을 유지'라고 판단한다. 결국 중국정부는 기업의 디레버리징을 통한 구조조정과 적극적인 재정정책을 통한 경기안정성 유지라는 두 마리 토끼를 모두 잡고자 하는 시도는 계속될 것으로 판단한다.

그림1 2017 년의 GDP 대비 재정적자 목표는 3%



주: GDP 대비 재정적자 목표치는 GDP 규모와 관계없이 연초 목표치를 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2017 년 10 개월 누적 재정적자, 연초 목표의 53%



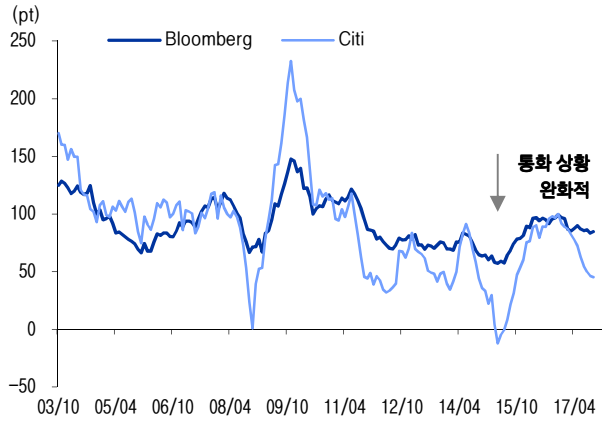
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

2018 년 통화정책 스탠스? 올해와 동일!

올해 금융공작회의와 정치국회의 등의 결과를 종합해보면, 중국정부가 제시하는 개혁은 크게 세 가지로 나뉜다. ①국유기업, ② 금융부문(금리, 환율, 자본계정), ③공급부문이다. 사실상 이러한 개혁은 갑자기 생겨난 정책기조라기 보다는 점진적으로 추진되고 있는 부문들이다. 결국 2018 년 정책 방향성은 달라지지 않는다. 다만 정책의 방향성은 점진적이나 지속적으로 전환되고 있다고 할 수 있다.

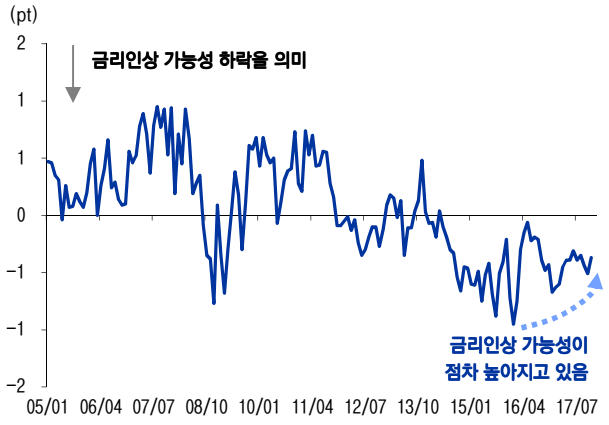
한편 중국정부는 여전히 안정적인 경제발전을 중요하게 생각하고 있음을 알 수 있다. 이를 중국 내 '개혁' 추진을 위한 안정적인 환경을 조성하기 위한 것으로 인식하고 있음을 고려할 때, 재정정책 스탠스의 변화 가능성은 매우 낮다. 한편 통화정책은 '디레버리징'을 통한 금융 리스크를 선제적으로 완화하겠다는 정부의 판단을 고려할 때, 미세조정 혹은 다소 긴축적인 통화정책으로의 전환이 예상된다.

그림3 중국의 Monetary Condition



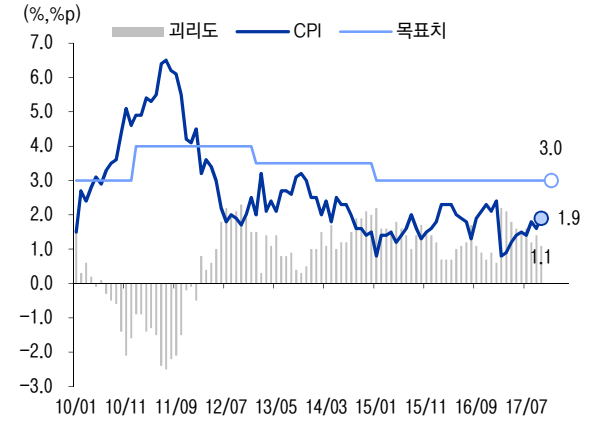
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 인민은행의 금리변동 가능성, 소폭 상승세



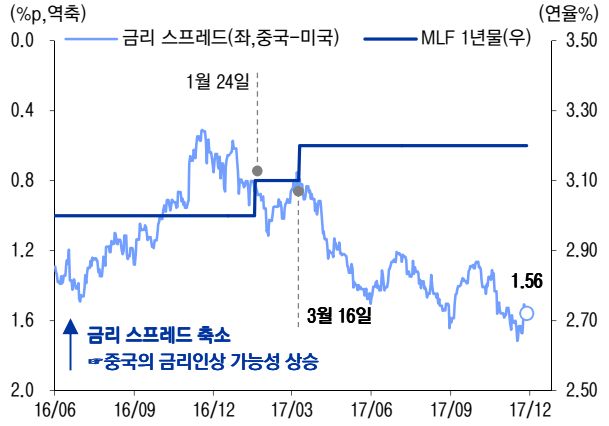
자료: Bloomberg, Nomura, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국의 인플레이션은 목표치를 크게 하회



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 MLF 금리인상? 中美 금리 스프레드 0.8%p 수준



주: 중국과 미국의 금리 스프레드는 10 년물을 적용
자료: CEIC, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

중국정부의 애매한 통화정책 스탠스, '시장'을 통한 조정을 기대

최근 중국 금융당국이 언급한 규제 대상은 그림자금융, 부동산, PPP, 인터넷 대부업(P2P 대출) 등 다양하다. 우리는 중국정부가 가장 강력하게 그리고 본격화된 규제를 적용할 분야를 '그림자금융'이라고 판단한다. 결국 WMP등 다양한 자산관리상품에 대한 규제가 될 것이다. 이는 중국 은행의 자산건전성 강화로 이어질 것으로 판단한다.

통화정책 기조에 대해 보다 정확한 내용은 12월 경제공작회의와 내년 3월 전인대에서 언급될 것으로 판단한다. 그러나 지금까지 발표된 규제 안에서 크게 달라진 의견이 나올 것으로 보기는 어렵다. 결국 큰 가이드라인은 중국 내 자산버블을 제한하는 등 리스크 관리로 이어질 것으로 판단한다.

중국의 국채금리 상승은 불안하다. 그럼에도 불구하고 현재 정책 스탠스가 금융위기 등 리스크가 부각되기 전에 선제적인 조정을 하겠다는 의미임을 고려할 때, 크게 우려할 필요는 없다고 판단한다. 그렇다면, 최근 잇따라 나오고 있는 통화긴축의 발언처럼 중국 인민은행(PBoC)은 기준금리 혹은 MLF 금리 등을 인상할까?

국채금리의 상승과 기준금리의 인상을 동일선상에서 논하기는 어렵다. 중국의 금리인상 가능성을 높이는 조건은 ①中美 금리 스프레드 축소에 따른 자본유출 가능성 증가, 그리고 ②물가상승 등이다. 그러나 현 국면에서 두 가지 조건 모두 만족하지 않는다. 결국 현시점에서의 중국 인민은행의 금리인상은 '디레버리징'만을 위한 결정일 수 밖에 없다.

우리는 결국 2018년 역시 중국 인민은행은 역RP 등의 단기금리를 소폭 올리는 등 금리조정과 창구지도를 통한 대출 억제, 그림자금융과 부동산 부문에 대한 규제강화를 통해 디레버리징을 추진하고자 할 것으로 판단한다. 결국 기준금리 혹은 그 역할을 대체하고 있는 금리에 대한 적극적인 금리인상은 쉽지 않다고 판단한다.

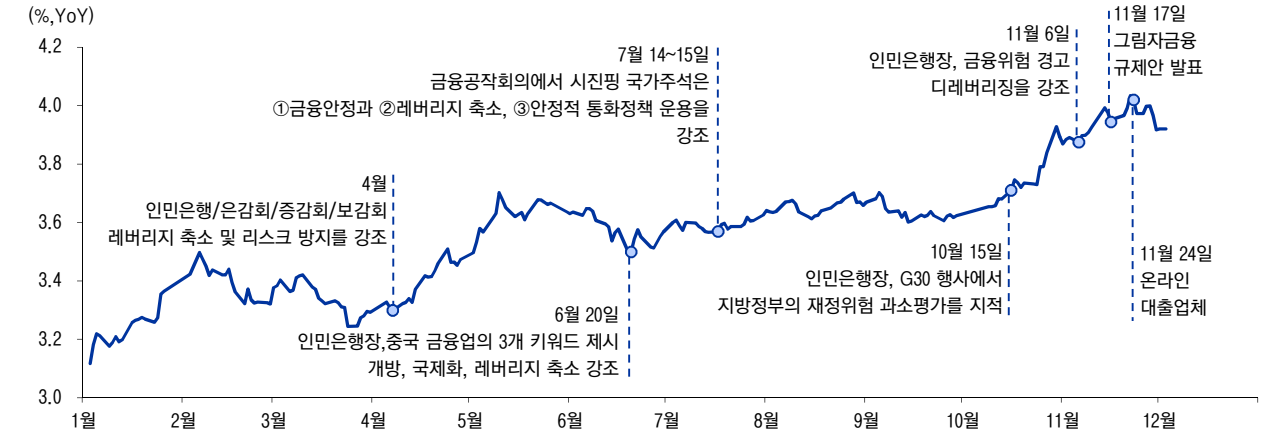
통화당국의 과도한 디레버리징 조치는 유동성 부족 리스크와 자산버블 붕괴를 초래할 수 있어 직접적인 개입은 줄이고 시장의 자원배분 기능이 충분히 발휘될 수 있도록 하겠다는 것이다. 물론 중국정부의 정책이 시장을 통해 효율적으로 조정될지 여부는 확신할 수 없다. 이에 따라 우리는 크레딧 스프레드를 통한 위기의 가능성과 동시에 인민은행의 분기별 통화정책 보고서를 통해 정책 스탠스의 변화를 모니터링 해야 할 것이다.

완화적이지만 '핀셋조정' 있을 것

10 년물 국채금리가 연초대비 25.8% 상승했다. 이는 12 월 금리인상 가능성이 점차 높아져가고 있는 미국의 이야기가 아니다. 이는 바로 2015 년 10 월 이후 단 한차례도 기준금리(1 년 만기 예대금리)를 인상하지 않은 중국의 이야기이다. 중국의 10 년물 국채금리는 연초 3.117%에서 3.920%(12 월 1 일 기준)까지 상승했다.

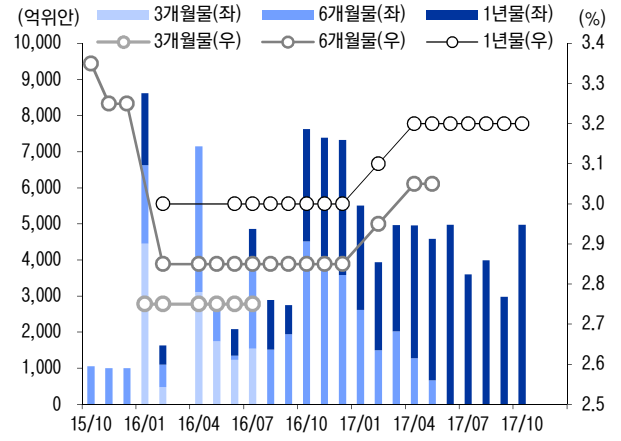
국채금리는 올해 연초부터 이어진 중국 통화당국의 디레버리징 발언 혹은 금융규제 등 정책 발표에 민감하게 반응했다. 실질적으로 중국 인민은행(PBoC)에서 발표한 중기유동성창구(MLF) 1 년물 금리는 3 월 이후 동결을 유지하고 있다. 한편 역 RP 금리는 11 월 이후 상대적인 장기물을 중심으로 점진적인 금리상승이 나타나고 있다. 그러나 국채금리의 상승속도와 비교한다면, 상대적으로 매우 안정적인 수준을 유지하고 있다.

그림7 중국 통화당국의 디레버리징 기조 발언 혹은 정책 발표 ☞ 중국 국채금리의 상승으로 반영



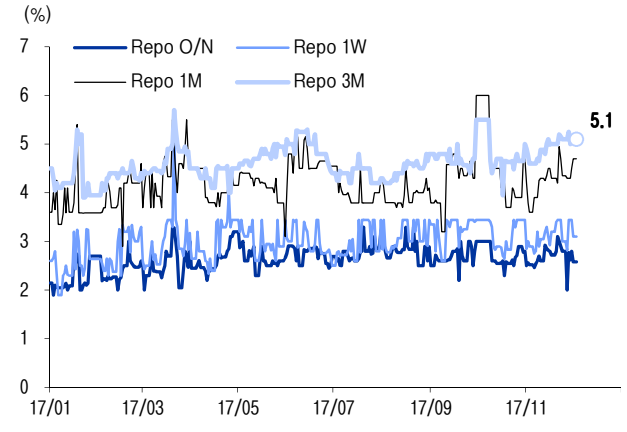
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 MLF 금리, 올해 1 월과 3 월 이후 동결 유지



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 역 RP 금리 중 장기물, 11 월 이후 인상



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

국채금리 상승의 파급효과

중국 3대 국책은행 중 하나인 수출입은행은 지난 11월 22일 저녁, 23일 예정된 100억 위안 규모(한화 1.6조 원)의 채권발행을 연기하기로 최종 결정했다. 이는 최근 시장 금리상승에 따른 조달비용과 차관비용 증가 등 부담에 기인한다. 물론 중국 예탁원에 발표한 공문 내 공식적인 채권발행 연기에 대한 언급은 없었다.

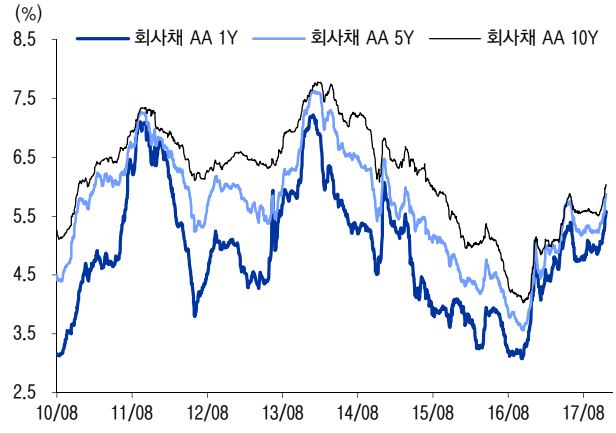
중국 국채금리 상승은 결국 기업들의 자금조달과 상환에 대한 우려감으로 반영될 수 있다. 톰슨로이터에 따르면, 올해 9월말 기준, 중국의 외화표시 채권 잔액은 1,000억 달러를 상회한다. 이와 동시에 Fitch는 해외 은행들의 중국 관련 익스포져는 올해 상반기 13% 증가해 1.9조 달러에 달한다고 언급했다. 결국 중국 기업들의 건전성 여부에 따라 관련 문제의 파급력이 결정될 것으로 판단한다.

물론 중국의 금융위기, 그림자금융 관련된 우려감의 역사는 이미 2013년부터 시작되었다. 매번 우려감이 제기될 때마다 중국의 금융위기가 발생할지 여부에 대한 설왕설래가 이어졌으나, 아직까지 큰 문제로 이어지지 않고 있다.

그러나 '그림자금융'의 이름에서도 알 수 있듯이 그 규모와 파급효과를 정확하게 파악하기는 어렵다. 그렇기 때문에 중국 내 금리상승 등 우려감이 제기될 때마다 매번 불안감으로 확산되고 있는 것이다. 우리는 2016년 하반기 전망 '금.수.저'부터 미국의 금리인상이 본격화되면서 중국 내 금융위기 우려감이 제기될 수 있음을 언급한 바 있다.

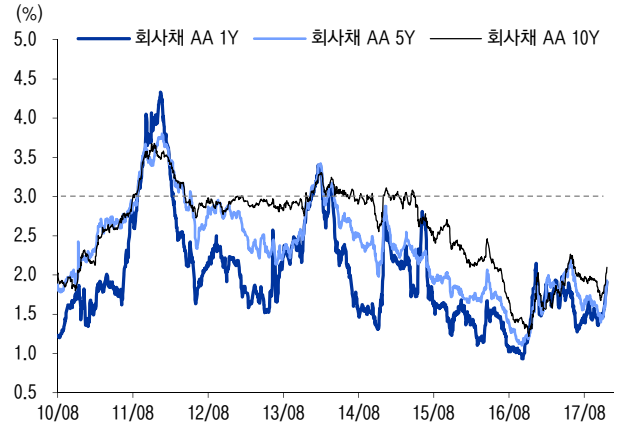
물론 중국 국채금리의 상승이 곧 중국의 그림자금융 붕괴로 이어질 것으로 보기는 어렵다. 다만, 그림자금융 혹은 중국 기업의 건전하지 않은 재정상태에 따른 우려감을 완전히 떨쳐버리기는 쉽지 않다. 이에 따라 우리는 Key Indicator로 '크레딧 스프레드'를 제시한다. 그림자금융 혹은 회사채 디폴트 등의 리스크로 회사채 금리가 급격하게 상승할 경우, 크레딧 스프레드가 확대되며, 이는 기업 리스크가 확대를 의미하기 때문이다.

그림10 회사채 금리, 9월 이후 상승하기 시작



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 크레딧 스프레드, 우려구간으로 보기는 어려움



주: 크레딧 스프레드는 국채와 회사채(AA) 간의 금리차를 의미
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

통화당국의 그림자금융 규제안 발표: 18 개월 후에 뵙겠습니다

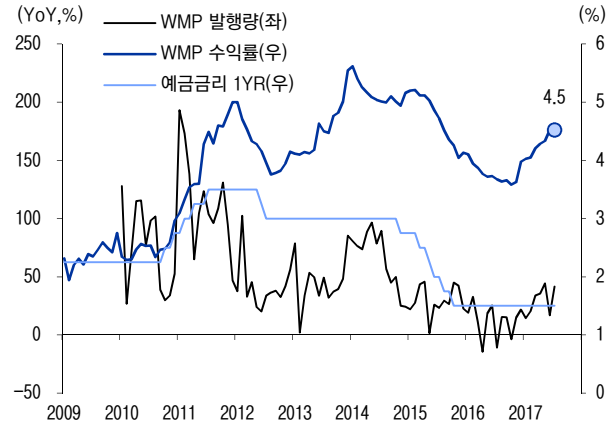
지난 17일, 중국 인민은행과 주요 금융감독기관에서 발표한 그림자금융(자산관리상품) 통합 규제안이 발표되었다. 여러 가지 내용이 포함되어 있으나, 가장 중요한 것은 관행에 대한 '신뢰'구조를 없애겠다는 것이다. 그러나 중국 내 언론보도 등 다양한 인터뷰에 따르면, 여전히 중국 내에서는 WMP 디폴트의 가능성이 낮다고 판단하고 있다. 이는 지방 중소형은행에서 시작되어 중국 내 시스템 리스크로 이어질 수 있기 때문이다.

지난 2014년, 공상은행(ICBC)은 자사에서 판매한 WMP가 디폴트 날 경우, 책임을 지지 않겠다고 공식 발표하면서 중국 내 그림자금융에 대한 우려가 확산되었다. 이를 기점으로 WMP 중 원금보장 상품이 사라지기 시작했다. 그러나 WMP는 암묵적인 원금보장이 관행화되어 있다. 이와 동시에 실제로 관련 상품에서 문제가 생기더라도 이를 판매한 은행이 책임질 것이라는 묵시적 관행에 대한 '신뢰'가 형성되어 있다.

물론 우리도 실제 중국정부의 정책의지가 어느 정도 수준인지 알 수 없다. 만약 그림자금융에 대한 문제들을 해결하고자 하는 의지가 강력하다면, 앞으로 18개월 (2019년 5월까지) 동안 WMP 디폴트가 잦아질 수 있다. 이와 동시에 은행들의 리스크가 확대되는 등 중국의 시스템 리스크에 대한 우려감이 제기될 가능성도 있다.

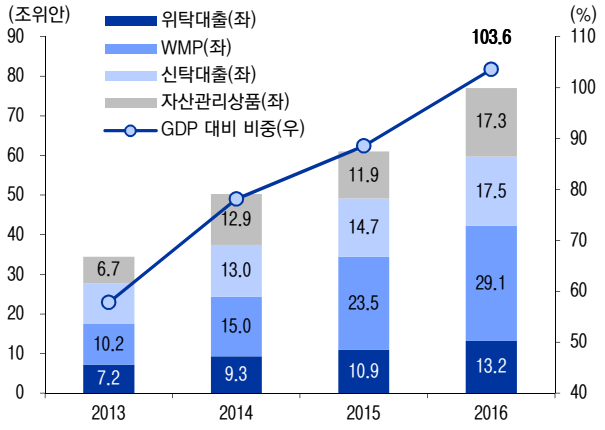
그러나 그간 중국정부가 추진해 온 금융규제 등을 살펴볼 때, 중국의 그림자금융 등 문제의 가장 심각한 환부를 도려낼 경우, 관련 규제 등의 강도가 지속적으로 강력할 것이라고 보기는 어렵다. 결국 '18개월'이라는 적응기간이 끝나고 나면, 중국의 금융기관들은 새로운 방법으로 당장의 문제가 되는 방식의 자금을 대체했을 것으로 판단한다. 물론 이 역시 '돌려 막기'에서 벗어나는 것으로 보기는 어려우나, 당장의 우려감에서는 조금 벗어날 수 있을 것으로 판단한다.

그림12 2016 년 10 월 수익률 상승으로 WMP 발행량 증가



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 그림자금융 규모: 2016 년 GDP 대비 103.6%



주: 은행대출보다 상대적으로 느슨한 규제를 적용 받는 상품

자료: CEIC, Bloomberg, 인민은행, 신탁업협회, 이베스트투자증권 리서치센터

무엇을 위한 디레버리징인가

금융규제 강화 움직임에 따라 국채금리가 상승하고, 그림자금융에 대한 규제안을 발표하는 등 중국정부는 최근 중국경기 내 불안요소들에 대해 선제적으로 조정하겠다는 의사를 내비치고 있다. 그리고 이러한 규제들에는 '부동산' 역시 포함되어 있다.

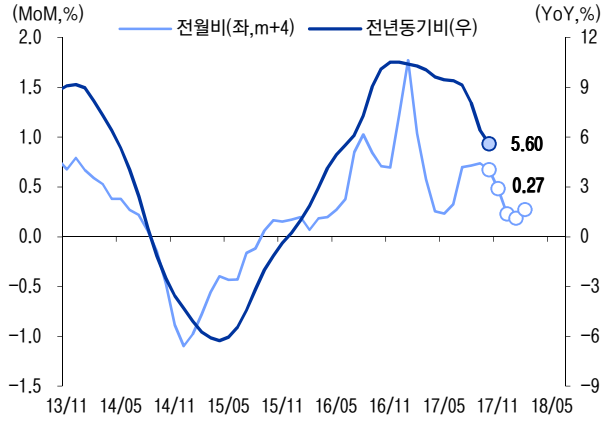
지난 11월 중순 중국 은행들은 개별적으로 부동산 Developer에 대한 채권과 대출 등에 대한 스트레스 테스트를 진행했다. 이는 당분간 주택경기의 하강흐름이 지속될 것이라는 전망을 전제로 하는 것이다. 이와 동시에 이러한 스트레스 테스트는 부동산 Developer를 포함하는 등 부동산 관련 대출을 조여나갈 것임을 의미한다.

한편 10월 70개 도시의 부동산 전월비 가격 증가율은 1, 2선 도시의 전월비 증가율의 방향성이 하락세에서 상승세로 전환되면서 반등했다. 이와 관련해 정부 관련인사는 현 시점에서 부동산 규제를 완화할 경우, 시장에 큰 변동성을 낳고 금융 리스크를 키울 수 있다고 강력한 의사를 전달했다.

우리는 이번 가격 증가율의 반등은 일시적인 것으로 판단한다. 이와 동시에 중국 내 금리가 상승하고 있다는 점을 고려할 때, 중국정부의 추가적인 규제정책이 발표되지 않더라도 이는 투기수요를 제한할 수 있다고 판단하기 때문이다.

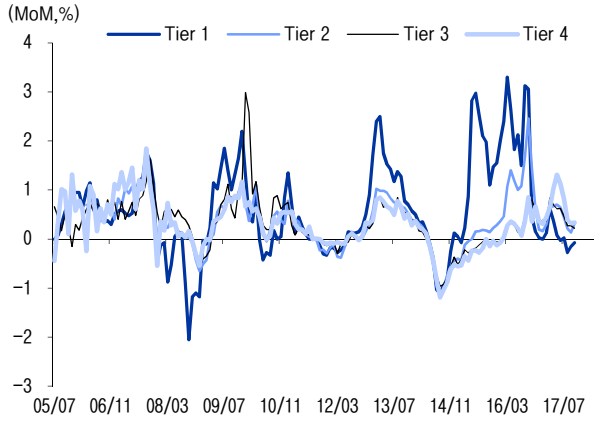
현재 시장에서 중국 부동산에 대한 시각은 크게 두 가지로 나뉜다. ①중국 부동산이 다시 개선될 것이라는 시각과 ②부동산 버블붕괴이다. 우리는 앞서 언급한 바와 같이 금리상승 구간에서의 부동산 경기개선을 기대하기는 어렵다고 판단한다. 이와 동시에 정부의 정책스탠스 역시 부동산 경기에 부정적이라는 점을 간과하기 어렵다.

그림14 10월 70개 도시의 부동산 전월비 증가율 반등



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 1, 2선 도시의 부동산 가격증가율 방향성 전환



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그렇다면, 부동산 버블붕괴의 가능성은 있는가? 물론 부동산 버블붕괴의 가능성이 있다. 실제로 중국의 부동산 가격은 2016년 이후 빠르게 상승해왔기 때문이다. 그러나 중국의 부동산을 한국의 그것과 동일시하기는 어렵다는 판단이다. 그렇다면 중국의 부동산 담보대출 규모와 금리 등을 좀 더 자세히 살펴보자.

금리 상승은 부동산 투기수요 억제뿐만 아니라 비용 증가에 따른 가계부담으로 이어질 수 있다. 2017년 주택판매와 가계 중장기대출을 비교할 때, 평균 LTV는 53.4%로 2016년보다 안정화되었다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 금리상승에 기인하는 것으로 판단한다. 실제 중국의 모기지대출의 가중평균 금리는 4Q16 4.52% ☞ 1Q17 4.55% ☞ 2Q17 4.69% ☞ 3Q17 5.01%로 점차 상승한 바 있다.

일반적인 부동산 버블붕괴는 과도한 대출의존도로 인해 금리인상이 현실화될 경우, 비용증가를 감당하지 못하는 가계가 많아지는 것을 의미한다. 그렇다면 중국은 어떠할까? 현재의 가계 중장기 대출잔액과 모기지대출 금리를 통해 추산한 결과, 부동산 가격 증가율 둔화에 따른 부동산개발투자가 부진할 수 는 있지만, 아직까지 중국 가계의 부동산 부담은 우리가 우려할만한 수준이라고 보기 어렵다.

모기지대출의 가중평균 금리 1%p 상승 시, (3Q17) 5.01% ☞ 6.01%

부동산 관련 비용을 금리 6.01%을 적용하여 추산하면,

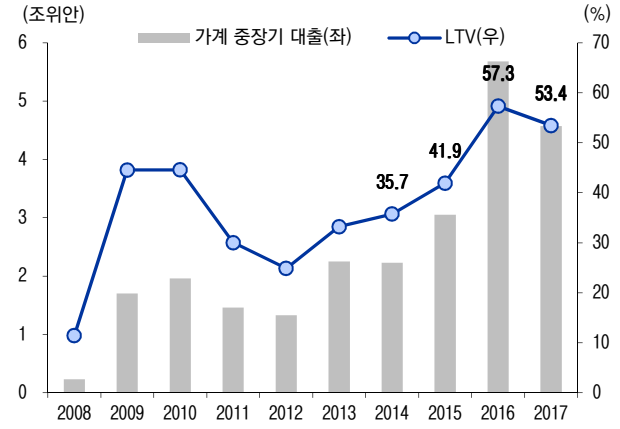
가계 중장기 대출잔액 55.6조 위안. 이자비용 3,343.1억 위안으로 556억 위안 증가

① 1인당 중장기 대출잔액 40,308.4위안. 이자비용 2,422.5위안

② 1가구당(평균 3.11명) 중장기 대출잔액 125,359.2위안. 이자비용 7,534.1위안

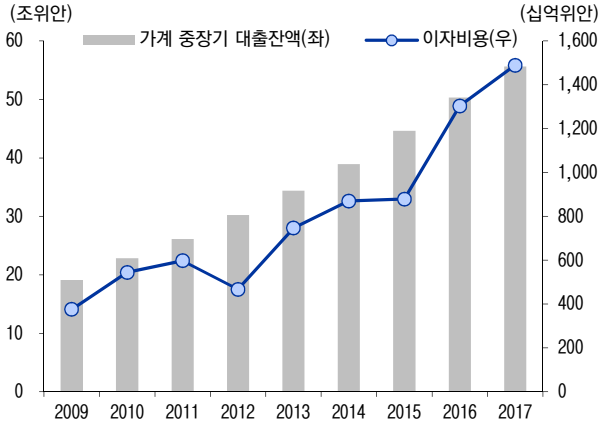
2017년 3분기 기준, 도시민의 1인당 가처분소득 27,430.5위안

그림16 중국의 연평균 LTV, 2017 년 이후 둔화



주 1: LTV 는 해당 시기의 '가계 중장기 대출/주택판매'를 적용
주 2: 2017 년은 10 월 누적 데이터를 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 금리 상승에 따른 모기지대출 비용 증가



주 1: 신규대출 중 가계 중장기대출 비중 44.9% 적용(2016 년 기준)
주 2: 2017 년은 10 월 누적 데이터를 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST China Economic Data Heat Map

1. 경기현황	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
경제성장률	YoY,%	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	n/a
경제성장률 추정	YoY,%	6.94	7.16	7.11	6.95	7.04	7.02	6.78	6.99	7.64	7.15	7.14	7.73	7.03	6.86	7.19	6.99
Keqiang Index	YoY,%	7.34	9.00	9.86	10.58	10.94	10.72	10.05	12.85	11.78	10.45	10.41	11.16	12.62	9.84	9.58	8.00
통계청 CLI Index	pt	98.75	98.96	99.43	99.66	100.03	99.81	99.66	99.53	99.88	100.06	100.35	100.50	100.46	100.40	100.41	100.59
OECD CLI Index	pt	99.10	99.08	99.05	99.02	99.01	99.00	98.99	99.02	99.10	99.21	99.49	99.76	100.05	99.56	99.70	n/a
통계청 제조PMI	%	49.9	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6
차이신 제조PMI	%	50.6	50.0	50.1	51.2	50.9	51.9	51.0	51.7	51.2	50.3	49.6	50.4	51.1	51.6	51.0	51.0
2. 투자	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
고정자산투자	YoY,%	3.89	8.19	9.02	8.75	8.77	6.52	8.87	8.87	9.54	8.13	7.83	8.77	6.51	3.84	6.21	3.16
제조업 투자	YoY,%	1.56	2.08	5.12	2.81	8.37	9.55	4.25	4.25	6.93	3.16	5.86	6.63	1.27	2.30	2.20	1.22
인프라 투자	YoY,%	12.77	16.89	15.22	14.63	13.66	5.49	20.90	20.90	16.82	17.09	13.72	17.01	15.43	11.20	15.69	12.52
수자원/환경	YoY,%	17.67	23.10	20.17	23.77	21.78	19.15	32.26	32.26	22.26	27.71	18.16	26.04	21.41	16.02	20.03	16.05
교통운수/창고	YoY,%	6.88	16.16	12.19	13.50	7.80	-5.25	18.79	18.79	16.93	14.79	11.27	13.60	18.14	8.12	20.83	11.27
유틸리티	YoY,%	8.53	3.12	10.15	-1.09	7.46	-1.53	0.94	0.94	3.78	-1.24	5.29	2.82	-2.67	6.16	-1.93	0.77
정보통신	YoY,%	33.48	21.69	9.68	2.32	3.10	-0.14	13.42	13.42	14.96	7.10	23.21	10.03	10.50	2.67	6.92	30.56
부동산/건축 투자	YoY,%	-0.13	4.03	8.04	7.01	5.25	9.01	5.78	5.78	5.48	5.98	3.51	2.80	2.25	2.84	2.13	1.88
3. 소비	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
소비심리지수	pt	106.8	105.6	104.6	107.2	108.6	108.4	109.2	112.6	111.0	113.4	112.0	113.3	114.6	114.7	118.6	123.9
소매판매	YoY,%	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0
규모이상 소매판매	YoY,%	6.9	7.2	7.1	7.0	7.0	7.0	6.8	6.8	7.9	8.3	8.5	8.8	8.7	8.6	8.5	8.4
자동차	YoY,%	7.9	8.6	9.1	9.1	9.5	10.1	-1.0	-1.0	2.3	3.4	4.2	5.2	8.1	5.9	6.2	6.3
음식료	YoY,%	11.4	11.2	11.1	10.8	10.7	10.5	9.6	9.6	10.5	12.1	13.8	10.6	10.3	10.7	10.3	10.2
유류제품	YoY,%	-1.4	-0.9	-0.5	0.1	0.6	1.2	14.0	14.0	13.0	12.8	12.0	10.6	9.8	9.1	9.0	8.9
의류	YoY,%	7.3	7.2	7.2	7.2	6.9	7.0	6.1	6.1	6.2	7.1	8.0	7.3	6.4	7.3	7.2	7.3
화장품	YoY,%	8.9	8.5	8.4	8.0	8.0	8.3	10.6	10.6	8.7	7.7	12.9	17.0	12.7	11.9	12.1	12.5
4. 부동산	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
부동산 경기지수	pt	100.4	100.4	100.5	100.8	100.9	101.0	100.8	100.8	101.1	101.2	101.2	101.4	101.4	101.4	101.4	101.5
70개도시 가격	YoY,%	6.1	7.3	9.0	10.1	10.5	10.5	10.4	10.3	10.0	9.6	9.5	9.4	9.1	8.1	6.4	5.6
전월비 가격상승	개	51	64	63	62	55	46	45	56	62	58	56	60	56	56	44	50
24개도시 거래량	채	202,273	154,619	157,644	222,246	141,161	141,021	168,757	85,760	123,464	173,941	135,716	112,190	149,220	102,921	111,276	141,070
1, 2선 도시	채	188,237	142,906	146,826	205,136	128,807	129,643	153,589	74,716	110,970	155,561	116,844	99,519	135,286	93,418	101,519	129,889
3, 4선 도시	채	14,036	11,714	10,818	17,110	12,354	11,378	15,168	11,045	12,494	18,380	18,872	12,671	13,935	9,504	9,757	11,181
주택 미분양 면적	백만 ㎡	431,830	425,440	413,670	410,390	404,570	402,570	407,250	407,250	390,820	377,820	364,750	351,690	341,810	331,940	322,560	314,840
부동산개발투자	YoY,%	1.4	6.2	7.8	13.4	5.7	11.1	8.9	8.9	9.4	9.6	7.3	7.9	4.8	7.8	9.2	5.6
토지매입면적	YoY,%	-28.0	-12.4	12.4	-0.1	6.2	2.1	6.2	6.2	5.0	13.6	-1.4	19.7	24.2	3.7	25.6	18.3
신규착공면적	YoY,%	8.9	3.5	-17.7	22.7	4.9	16.3	14.8	14.8	22.2	16.6	8.4	14.0	-4.9	5.3	1.4	-4.3
완공면적	YoY,%	30.0	1.0	-23.2	-20.9	5.5	5.3	15.8	15.8	13.7	-6.1	-12.4	1.3	-13.5	12.5	-17.2	-2.2
5. 수출입	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
수출	YoY,%	-4.4	-2.8	-10.0	-7.3	0.1	-6.1	7.9	-1.3	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9
반도체(IC)	YoY,%	-9.7	-24.4	-18.8	-19.6	-20.6	-26.1	-6.5	29.0	-25.6	-13.9	-7.4	0.2	10.0	28.9	19.6	15.2
철강	YoY,%	0.1	-5.2	-16.9	-10.5	-1.2	-5.8	4.7	0.9	19.4	7.6	5.8	-13.6	-10.1	-3.3	-17.2	-4.9
플라스틱	YoY,%	-2.0	-0.5	-7.8	-4.5	0.2	2.2	0.3	-14.1	17.8	3.9	7.6	10.2	9.7	1.8	7.0	1.9
LCD	YoY,%	-18.1	-18.3	-17.0	-5.5	-9.1	-20.9	0.9	19.0	-1.6	-12.4	-4.0	1.9	-1.9	1.4	5.6	-11.3
수입	YoY,%	-12.5	1.5	-1.9	-1.4	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2
철광석	YoY,%	-8.8	10.7	11.1	10.7	17.4	22.8	85.5	107.9	101.1	55.4	34.1	21.4	0.0	15.8	30.2	16.9
원유	YoY,%	-23.7	-5.6	2.2	0.6	16.0	17.0	72.3	69.4	99.1	50.1	50.3	33.3	11.8	9.8	29.4	29.1
비가공구리	YoY,%	-13.6	-6.7	-28.1	-34.4	-16.9	6.2	5.8	3.4	-6.9	-17.4	7.5	10.9	30.2	34.6	62.6	50.2
항공기	YoY,%	-21.6	11.4	-12.4	-37.9	-25.0	-28.4	146.9	-39.9	4.4	-22.1	71.8	-20.9	17.8	49.1	21.2	8.0
무역수지	백만달러	50,227	52,049	41,978	48,764	44,230	40,708	51,343	-9,148	23,916	38,033	40,794	42,753	46,736	41,919	28,605	38,185
6. 통화	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
외환보유고	십억달러	3,201	3,185	3,166	3,121	3,052	3,011	2,998	3,005	3,009	3,030	3,054	3,057	3,081	3,092	3,109	3,109
전월비 변동규모	십억달러	-4.1	-15.9	-18.8	-45.7	-69.1	-41.1	-12.3	6.9	4.0	20.4	24.0	3.2	23.9	10.8	17.0	0.7
중국 10년물	%	2.80	2.81	2.74	2.74	2.95	3.06	3.37	3.32	3.29	3.47	3.64	3.57	3.63	3.67	3.62	3.89
中美 금리 Spread	%p	1.35	1.23	1.14	0.92	0.57	0.62	0.91	0.93	0.91	1.19	1.43	1.26	1.33	1.54	1.29	1.51
1년물 MLF	%	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.10	3.10	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
Repo 1W	%	2.00	2.35	2.58	2.80	2.50	2.60	2.64	3.30	3.17	3.44	3.44	2.50	3.44	3.44	3.44	3.44
SHIBOR 1W	%	2.35	2.36	2.48	2.42	2.46	2.54	2.69	2.73	2.78	2.87	2.85	2.85	2.88	2.89	2.97	2.88
HIBOR 1W	%	0.09	0.11	0.15	0.20	0.20	0.62	0.22	0.20	0.22	0.19	0.18	0.37	0.19	0.27	0.67	0.72
CPI	YoY,%	1.80	1.30	1.90	2.10	2.30	2.10	2.50	0.80	0.90	1.20	1.50	1.50	1.40	1.80	1.60	1.90
PPI	YoY,%	-1.70	-0.80	0.10	1.20	3.30	5.50	6.90	7.80	7.60	6.40	5.50	5.50	5.50	6.30	6.90	6.90
M2	YoY,%	10.2	11.4	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.8	9.6	9.5	9.2	8.9	9.2	8.8
위안화 신규대출	십억위안	464	949	1,220	651	795	1,040	2,030	1,170	1,020	815	1,110	1,540	826	1,090	1,270	663
위안화 환율	위안/달러	6.65	6.69	6.68	6.76	6.89	6.94	6.86	6.88	6.90	6.89	6.86	6.77	6.73	6.60	6.64	6.64

주1: '中美 금리 스프레드'는 축소될 경우, 중국 내 금리인상 가능성이 높아짐. 스프레드가 확대되어 금리인상 가능성이 낮아질 수록 짙은 남색을 적용

주2: 위안화 환율의 경우, 달러대비 환율의 숫자가 낮아지는 것은 위안화 절상을 의미하므로 숫자가 낮아질수록 짙은 남색을 적용

자료: CEIC, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

주식시장 전망

주식시장의 방향성을 결정하는 주요 변수인
①수급(Liquidity), ②경기(Economy), ③가치평가(Valuation),
④기업실적(Earnings), ⑤투자심리(Sentiment) 등 다섯 가지 요인을 통해 중국 주식시장을 진단하고 전망하고자 합니다.

금융당국의 디레버리징 기조가 금리 인상보다는 규제 혹은 창구지도 등을 통해 반영될 것임을 고려할 때, 개인 투자자의 유동성은 금리의 영향이 제한적일 것으로 판단합니다. 이에 따라 전반적인 수급 환경은 긍정적으로 판단한다.

이와 동시에 2017년 전체적으로 지지부진했던 기업들의 실적에 비해 2018년 매출액 증가율과 EPS 추정치가 지속적으로 상향 조정 되고 있음을 고려할 때, 내재가치의 상승의 여력이 확대되고 있다고 판단합니다.

당사는 2018년 중국 주식시장에 **긍정적 의견**을 제시합니다.

L + E (중립) V + E + S (중립)

2018 년 중국 주식시장에 대해 긍정적인 시각을 제시

주식시장의 방향성을 결정하는 주요 변수로 ①수급(Liquidity), ②경기(Economy), ③가치평가(Valuation), ④기업실적(Earnings), ⑤투자심리(Sentiment)를 들 수 있다. 이 같은 다섯 가지 요인의 이니셜을 따 LEVES 라고 통칭한다. 위 다섯 가지 요인을 통해 중국 주식시장을 진단하고 전망하고자 한다.

금융당국의 디레버리징 기조가 금리 인상보다는 규제 혹은 창구지도 등을 통해 반영될 것임을 고려할 때, 개인 투자자의 유동성은 금리의 영향이 제한적일 것으로 판단한다. 물론 디레버리징 기조가 크레딧 디폴트로 이어질 가능성도 있다는 점을 고려할 때, 지속적인 모니터링이 필요하다. 전반적인 수급 환경은 긍정적으로 판단한다.

2017 년 전체적으로 지지부진했던 기업들의 실적에 비해 2018 년 매출액 증가율과 EPS 추정치가 지속적으로 상향 조정 되고 있음을 고려할 때, 내재가치의 상승의 여력이 확대되고 있다고 판단된다. 이와 동시에 상하이종합지수 12 개월 forward PER 과 PBR 은 각각 13.0 배, 1.5 배 수준으로 아직까지 밸류에이션 측면에서 여력이 있다고 판단되어 우리는 2018 년 중국 주식시장에 대해 긍정적인 시각을 제시한다.

표5 LEVES 분석:

구분	주요 내용
Liquidity +	여전히 중국 주식시장 내에서 개인 투자자의 비중이 절대적. 이들의 유동성에 가장 강력한 영향을 미치는 중국 증권사의 대주거래 업무는 2016 년 6 월 이후 재개된 상태. 현재 금융당국은 공통적인 규제보다는 개별 증권사에 자체적인 리스크 관리를 맡기고 있기 때문에 개인들의 레버리지 잔액 규모는 지속적으로 증가하고 있음. 한편 금융당국의 디레버리징 기조는 금리 인상보다는 규제 혹은 창구지도 등을 통해 반영될 것으로 판단함에 따라 수급 환경은 긍정적으로 판단
Economy 중립	중국 경기는 재고 확충이 다시 시작되는 하반기부터 개선될 것으로 판단. 소비의 경우, 1,600cc 이하 자동차에 대한 구매세 정책의 종료와 부동산 가격 증가율 부진의 영향으로 큰 폭의 개선을 기대하기는 어려울 것으로 전망. 고정자산투자는 2018 년 경기국면이 경기확장으로 진입하는 구간에서의 재고확충을 위한 투자개선을 기대할 수 있음. 인프라와 부동산 투자 모두 하반기에 의미 있는 투자증가를 기대할 수 있을 것. 글로벌 경기는 안정적인 수준의 완화기조가 지속될 것으로 예상됨에 따라 수출환경은 안정적. 한편 수입의 경우, 하반기 재고 확충시기에 증가하는 원자재 수입에 따라 개선될 것으로 판단
Valuation +	상해종합지수 12 개월 forward PER 과 PBR 은 각각 13.0 배, 1.5 배 수준. 2010 년 이후 12 개월 forward PER 과 PBR 의 고점이 각각 20.2 배, 2.77 배였음을 고려할 때, 아직까지 상승 여력이 남아있다고 판단. 2017 년 11 월말 기준 중국 본토증시의 시가총액은 GDP 대비 71.3% 수준. GDP 대비 시가총액이 70~120% 구간이 저평가된 투자기회를 제공하는 시점임을 고려할 때, 현재 중국 주식시장의 밸류에이션은 매력이 있는 상황. GDP 대비 120% 기준을 적용할 경우, 약 57%의 상승여력을 기대할 수 있음
Earnings +	상하이종합지수의 매출액 증가율은 2016 년 5.76%에서 2017 년 10.46%, 2018 년 11.78%로 상승세가 지속된다는 점을 고려할 때, 고속 성장기에서 중속 성장기로 전환 과정 중인 중국에 매우 우호적인 재료로 판단. 이와 동시에 2018 년 EPS 추정치 역시 지난 9 월부터 상향 조정되고 있어 중국 증시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단. 결국 주가는 내재가치에 수렴할 수 밖에 없다는 점을 고려할 때, 중국 주식시장의 실적 개선은 분명 주가에 긍정적으로 반영될 것
Sentiment 중립	경제지표의 시장 컨센서스가 하향 조정됨에 따라 Citi Economic Surprise Index 는 8 월 이후 하락세로 전환된 이후 11 월부터는 마이너스 구간에 머무르고 있음. 한편 RSI(Relative Strength Index, 상대적 강도지수)가 18.6%로 과매도 구간(RSI 30% 이하)에 위치해 있음. 3/4 분기 금융시장 투자의사가 32%로 3 분기만에 반등 중국 주식시장의 투자심리 지표가 모두 다른 방향성으로 발표되고 있다는 점을 고려할 때, 단기간 내 투자심리가 부정적으로 달라지거나 혹은 긍정적인 전환 등 급진적으로 달라질 가능성은 높지 않다고 판단

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

①수급(Liquidity)

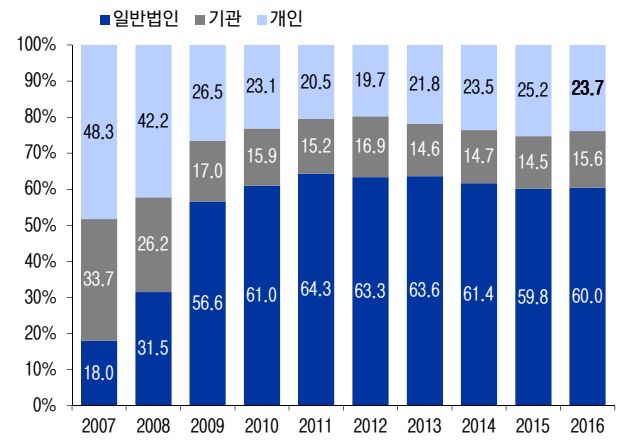
중국 주식시장에서 중요한 수급은, 바로 '개인'

한국의 기관, 외국인 등 투자주체의 매매동향을 실시간으로 확인할 수 있다. 반면 중국은 여전히 투자 주체별 매매동향 확인이 어렵다. ①증권거래소에서 연간기준으로 집계/발표하는 데이터 혹은 ②상장社의 분기보고서(대주주 명부)를 통해서만이 확인 가능하다. 상하이거래소에서 2016년까지 제공한 투자 주체별 현황을 살펴보자.

주식보유량을 기준으로 가장 많은 비중을 차지하는 투자주체는 바로 일반법인이다. 2016년 기준, 60.0%에 달하며, 그 다음이 개인 23.7%, 기관투자자 15.6%순이다. 중국에서의 일반법인이란, 국가가 보유하고 있거나 혹은 국유기업이 보유하고 있는 비유통물량을 의미한다. 결국 실제 유통되는 물량 중 기관과 개인의 비중을 다시 살펴보면, 주식보유량 기준에서는 개인 60.3%, 기관 39.7% 수준이다.

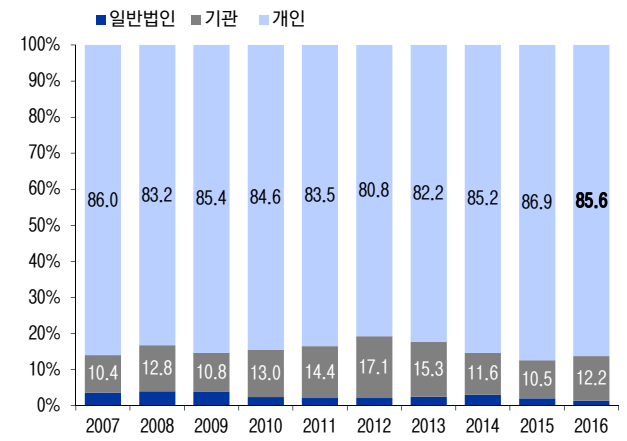
거래량은 개인의 비중이 더욱 높다. 2016년 기준, 개인 85.6%, 그 다음이 기관 12.2%, 일반법인 1.4%순이다. 실제 유통되는 물량을 기준으로는 개인 87.5%, 기관 12.5%이다. 최근 중국 주식시장에서의 기관투자자의 비중이 높아지고는 있으나, 아직까지 개인투자자의 비중이 절대적이다. 이에 따라 중국 주식시장은 기관투자자의 비중이 높은 시장보다 상대적으로 거래량 급증, 비이성적인 투자패턴을 보인다.

그림18 주식보유 기준, 투자자 구분: 개인 23.7%



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 거래량 기준, 투자자 구분: 개인 85.6%



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 2016 년 말 기준, 중국의 투자 주체별 비중: 실질적으로는 개인 60.3%

구분	일반법인	기관	개인		일반법인 제외 시	기관	개인
주식보유 비중 (%)	60.6	15.6	23.7	→		39.7	60.3

자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 투자 주체별 현황을 살펴보면, 결국 중국 주식시장에서 중요한 수급은 개인투자자임을 확인할 수 있다. 그리고 이들의 수급의 방향성의 현재를 살펴볼 수 있는 지표는 바로 '주식담보대출'의 규모이다. 최근 주식시장 내 거래량 중 대주거래 비중이 증가하고 있다. 이는 개인의 주식시장 참여도를 대변하는 지표이다. 그리고 방향성을 결정하는 정책은 바로 증권사의 대주거래 업무에 대한 금융당국의 가이드라인이다.

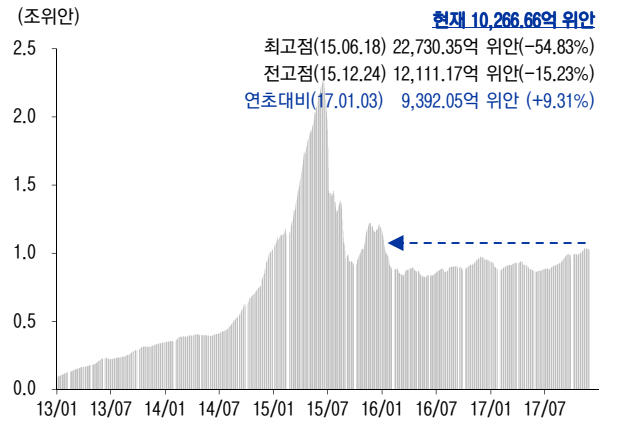
중국 증권사의 대주거래 업무는 2015년 상하이 A주 폭락 이후 잠정 중단된 바 있으나, 2016년 6월부터 재개되었다. 현재는 금융당국의 규제보다는 개별 증권사에서 자체적인 리스크 관리를 하고 있다. 금융당국의 추가적인 규제강화 없이도 금리인상은 개인 투자자들의 레버리지 규모를 위축시킬 것으로 판단된다. 금리인상 속도는 중국의 투자자산 간의 기대 수익률과 밸류에이션의 중요한 변화를 결정하는 요인이다.

표7 금융당국의 주식시장에 대한 스탠스? 신용대주 거래에 대한 정책을 통해 판단

시기	발표 기관	주요 내용
2014-02-01	상하이증권거래소	〈대주거래 실시 세칙〉 개정. 단일 종목의 대주 자금조달 수준이 통제 범위인 25%에 도달할 경우 익일 대주 통한 매수 잠정 중단, 대외공표. 해당 종목의 대주 통한 자금조달 수준이 통제 범위에서 20% 이하일 경우, 익일 자금조달 통한 매수를 허용
2015-04-17	중국증권업협회	증권는 대주 업무 관련 평가에 있어 관련 법규에 따라 증감회로부터 평가 받을 것. 대주 업무의 리스크 현황 점검과 동시에 문제 발견 시 즉각 조치. 2015 년 5 월 8 일까지 평가 완료 후 중국증권업협회로 보고
2015-07-01	증감회(CSRC)	〈증권사 대주 업무 관리 방법〉 발표. 증권사의 대주 업무 자격 조건 명시. 증권사 리스크 관리 강화
2015-07-09	보감회(CIRC)	자본시장의 안정적인 발전 도모 위해 주식 시장의 비이성적인 하락 방지. 투자자와 보험사의 합법적 권익 보호할 것. 보험 자산운용사 측은 보험자산관리 상품의 자금모집 시, 증권사에 자금조달 수익권 양도 및 회수
2015-08-03	상하이증권거래소	자금조달 업무 리스크 관리 강화 위해 증감회의 비준에 따라 〈대주거래 실시 세칙〉 개정. 고객은 대주거래 후 익일부터 직접 상환 시, 매도 시 거래가 잠정 중단
2015-11-30	상하이증권거래소	자금조달 업무 리스크 관리 강화 위해 증감회의 비준에 따라 〈대주거래 실시 세칙〉 개정. 투자자는 대주 통해 매입 시 자금조달 보증금 비율이 100% 미만일 수 없음. 자금조달 보증금 비율 = 보증금/(자금조달 매입 증권 수량 * 매입 가격) * 100%. 개정안 시행 전까지 자금조달 약정이 완료되지 않으면, 개정 전 비율로 집행
2016-12-02	상하이증권거래소	대주업무 리스크 관리 강화 위해 증감회의 비준에 따라 〈대주거래 실시 세칙〉 개정. 증권사는 매주 마지막 거래일 당일 종가로 PER 계산. 관련 규정에 따라 조정, 조정 후 전환율을 익일부터 효력 발생토록 할 것
2017-03-17	상하이증권거래소	PER 등을 종합적으로 고려, 〈세칙(개정)〉 제 24 조 규정에 따라 A 주 종목 가중 평가 실시. 가중 평가 방식은 가중 평가 지표 = 2 * (유통주 시가총액/상하이 A 주 유통주 시가총액) + (평균 거래금액/상하이 A 주 평균 거래금액). 각 회원사는 자체 리스크를 관리하며 자금조달 리스크에 대한 엄격한 관리 요구

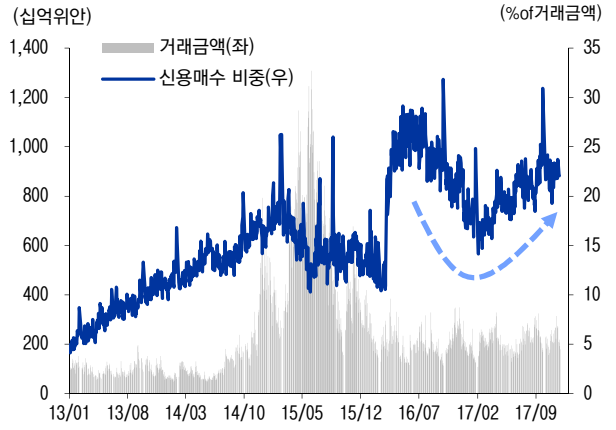
자료: 언론자료 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 12 월 1 일 기준, 레버리지 잔액 규모



자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 신용매수 비중의 증가☞개인투자자 참여 증가



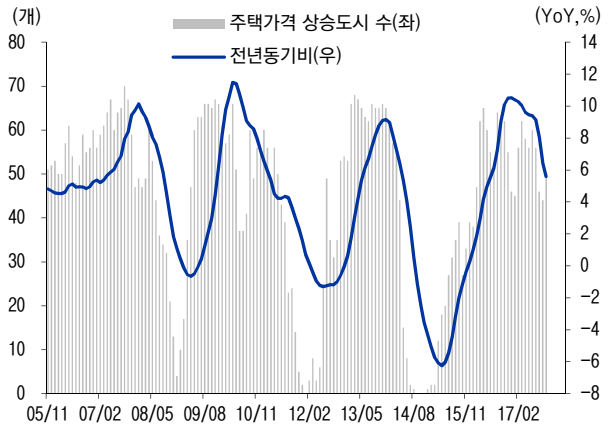
자료: WIND, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

금리 하락은 '현금'의 기대수익률은 하락하며 밸류에이션은 상승을 의미한다. 이에 따라 기대수익률이 높은 투자자산에 대한 니즈가 증가한다. 반면, 금리 상승국면에서는 '현금'의 기대수익률 상승으로 높은 기대수익률 보다는 안정적인 수익창출로 무게중심이 이동하게 된다. 결국 금리인상 국면에서는 주식 등에 대한 니즈는 낮아질 수 밖에 없다.

중국의 주요 투자자산인 WMP, 주식, 위어바오(余额宝), 국채, 예금 간의 수익률과 밸류에이션을 비교할 때, 현재는 주식시장이 단연 돋보인다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 국채금리의 급등, 그리고 정부의 디레버리징 강화 정책에 따른 금리인상 가능성은 주식시장으로의 자금유입에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

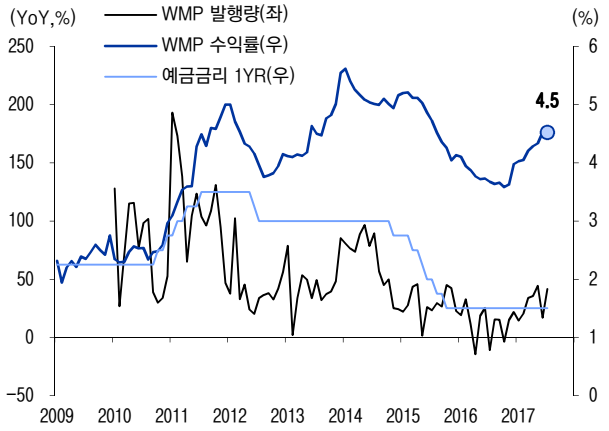
그러나 우리는 중국정부의 디레버리징 정책을 역RP 등의 단기금리를 소폭 올리는 등 금리조정과 창구지도를 통한 대출 억제, 그림자금융과 부동산 부문에 대한 규제강화 등으로 예상한다. 기준금리 혹은 그 역할을 대체하고 있는 금리에 대한 적극적인 금리인상은 쉽지 않다. 이에 따라 중국 주식시장에서 금리인상에 따른 영향은 제한적일 것으로 판단하며, 금융당국의 신용대주 거래의 정책스탠스가 더 중요하다고 판단한다.

그림22 부동산 가격 증가율, 하락세 지속 예상



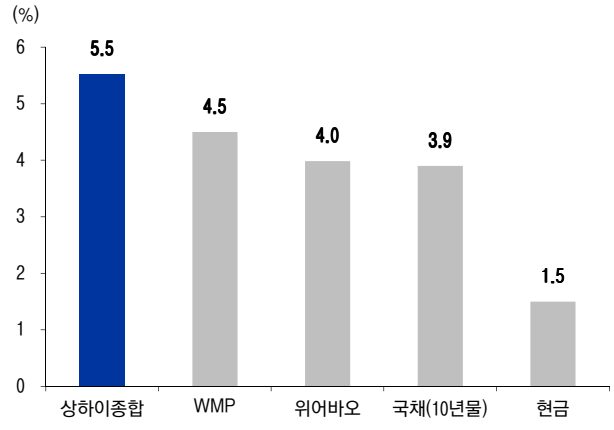
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 WMP 평균 수익률 4.5%



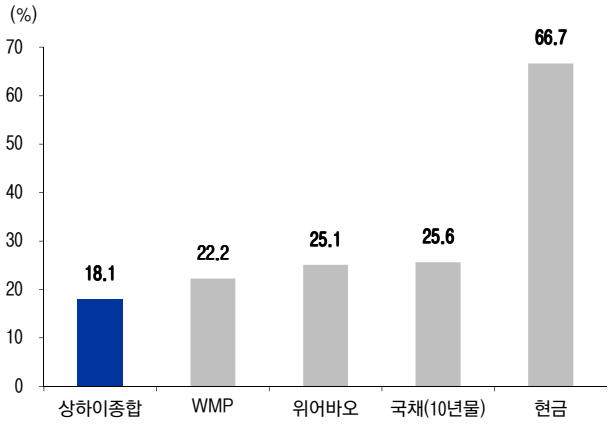
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 주요 투자자산의 기대수익률



주: WMP 는 2017 년 7 월 기준 수익률, 현금은 1 년만기 예금금리 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 주요 투자자산의 밸류에이션(P/E)



주: 상하이종합지수는 12 월 1 일 P/E 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

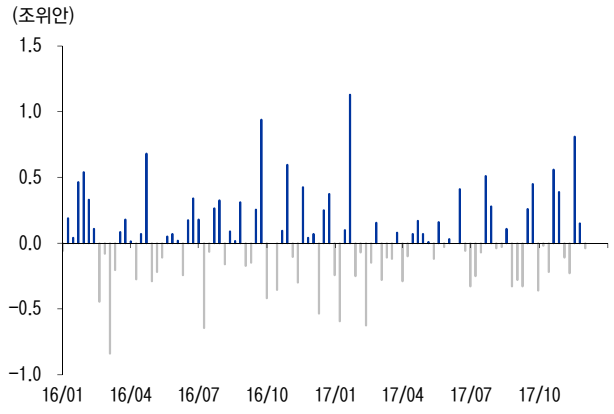
유동성 환경은 양호, 다만 지속적인 모니터링은 필요

중국 인민은행(PBoC)는 최근 유동성 공급확대를 통해 금융시장 변동성 확대에 대응하고 있다. 현재의 중국 통화상황지수(Monetary Condition Index)를 살펴보면, 조사 기관에 따라 구체적인 수치는 다르지만, 블룸버그와 씨티에서 조사한 지수 모두 하락하고 있는 모습을 보인다. 이는 중국의 통화상황이 완화적이라는 것을 의미한다.

이와 동시에 개인투자자의 방향성을 결정하는 신용대주 거래에 대한 금융당국의 규제는 2016년 6월 이후 완화된 상태로 유지되고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 중국 통화당국의 기준금리 혹은 그 역할을 대체하고 있는 금리에 대한 적극적인 금리인상은 쉽지 않다. 국채금리 인상이 반복되는 환경은 투자자들의 부담감으로 이어질 수 있다.

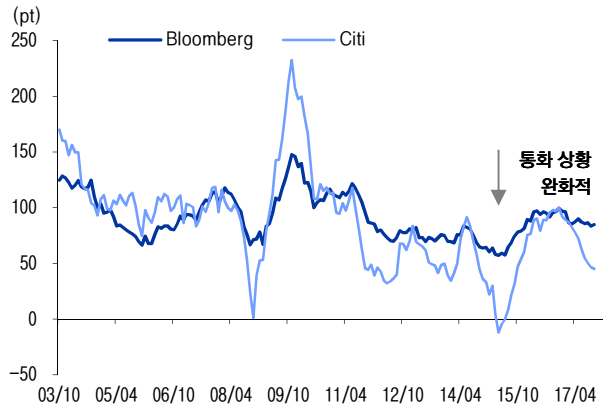
통화당국의 과도한 디레버리징 조치는 유동성 부족 리스크와 자산버블 붕괴를 초래할 수 있어 직접적인 개입은 줄이고 시장의 자원배분 기능이 충분히 발휘될 수 있도록 할 것이다. 물론 중국정부의 정책이 시장을 통해 효율적으로 조정될지 여부는 확신할 수 없다. 이에 따라 우리는 크레딧 스프레드를 통한 위기의 가능성과 동시에 인민은행의 분기별 통화정책 보고서를 통해 정책 스탠스의 변화를 모니터링 해야 할 것이다.

그림26 정부의 유동성 공급, 안정적으로 증가



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 중국의 통화상황지수(Monetary Condition Index)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 중국 통화지표 Heat Map

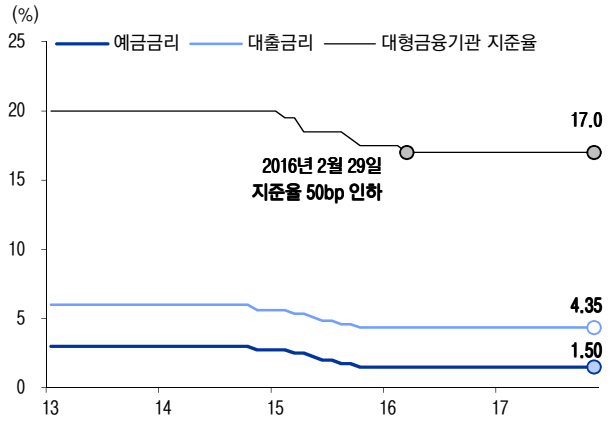
통화	단위	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17
외환보유고	십억달러	3,201	3,185	3,166	3,121	3,052	3,011	2,998	3,005	3,009	3,030	3,054	3,057	3,081	3,092	3,109	3,109
전월비 변동규모	십억달러	-4.1	-15.9	-18.8	-45.7	-69.1	-41.1	-12.3	6.9	4.0	20.4	24.0	3.2	23.9	10.8	17.0	0.7
중국 10년물	%	2.80	2.81	2.74	2.74	2.95	3.06	3.37	3.32	3.29	3.47	3.64	3.57	3.63	3.67	3.62	3.89
中美 금리 Spread	%p	1.35	1.23	1.14	0.92	0.57	0.62	0.91	0.93	0.91	1.19	1.43	1.26	1.33	1.54	1.29	1.51
1년물 MLF	%	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.10	3.10	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20
Repo 1W	%	2.00	2.35	2.58	2.80	2.50	2.60	2.64	3.30	3.17	3.44	3.44	2.50	3.44	3.44	3.44	3.44
SHIBOR 1W	%	2.35	2.36	2.48	2.42	2.46	2.54	2.69	2.73	2.78	2.87	2.85	2.85	2.88	2.89	2.97	2.88
HIBOR 1W	%	0.09	0.11	0.15	0.20	0.20	0.62	0.22	0.20	0.22	0.19	0.18	0.37	0.19	0.27	0.67	0.72
CPI	YoY,%	1.80	1.30	1.90	2.10	2.30	2.10	2.50	0.80	0.90	1.20	1.50	1.50	1.40	1.80	1.60	1.90
PPI	YoY,%	-1.70	-0.80	0.10	1.20	3.30	5.50	6.90	7.80	7.60	6.40	5.50	5.50	5.50	6.30	6.90	6.90
M2	YoY,%	10.2	11.4	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.8	9.6	9.5	9.2	8.9	9.2	8.8
위안화 신규대출	십억위안	464	949	1,220	651	795	1,040	2,030	1,170	1,020	815	1,110	1,540	826	1,090	1,270	663
위안화 환율	위안/달러	6.65	6.69	6.68	6.76	6.89	6.94	6.86	6.88	6.90	6.89	6.86	6.77	6.73	6.60	6.64	6.64

주1: '中美 금리 스프레드'는 축소될 경우, 중국 내 금리인상 가능성이 높아짐. 스프레드가 확대되어 금리인상 가능성이 낮아질 수록 짙은 남색을 적용

주2: 위안화 환율의 경우, 달러대비 환율의 숫자가 낮아지는 것은 위안화 절상을 의미하므로 숫자가 낮아질수록 짙은 남색을 적용

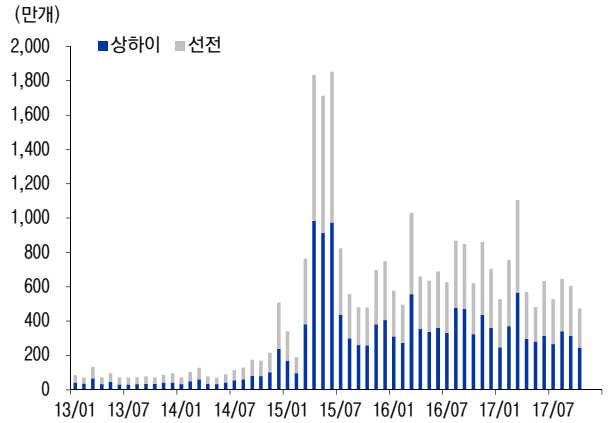
자료: CEIC, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 중국의 기준금리와 지준율



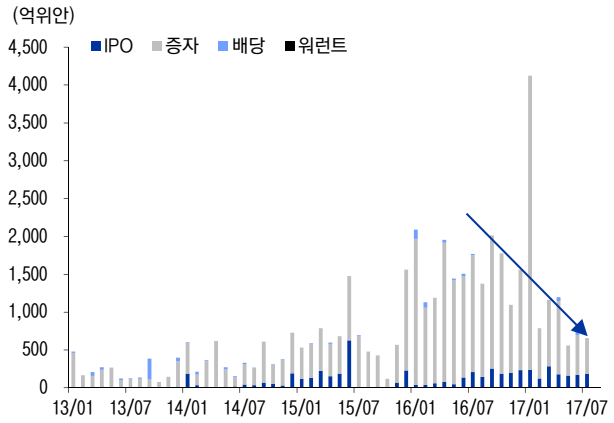
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 상하이와 선전거래소의 신규계좌 개설



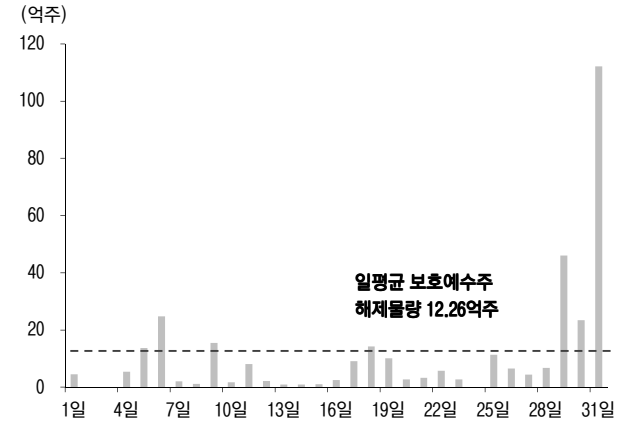
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 2017 년 이후 IPO 와 증자 규모 감소



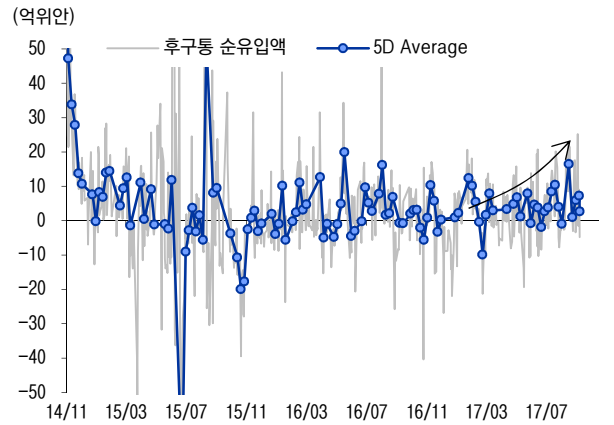
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 12 월 보호예수주 해제물량, 전월대비 155% 증가



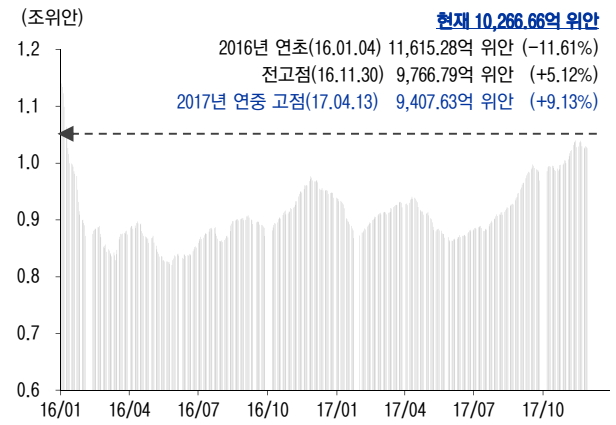
자료: 이스트머니(www.eastmoney.com), 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 후구퉁 유입급액, 지속적으로 증가



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 레버리지 규모, 2016 년 1 월 이후 최고치



자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

②경기(Economy): 경기순환 사이클의 회복을 기다리며

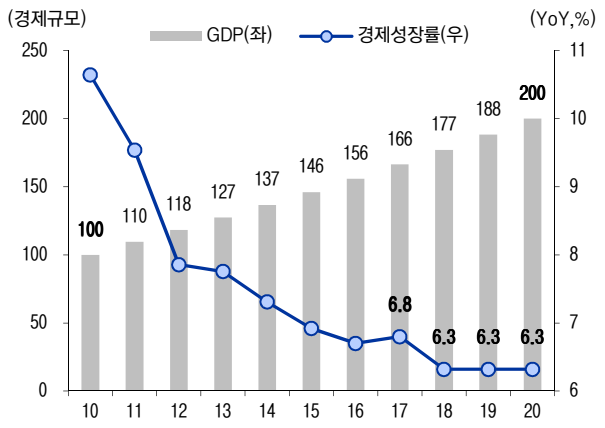
제19차 당대회를 기점으로 시진핑 공산당 총서기의 집권 2기가 시작되었다. 시진핑 총서기는 지난 2012년 제18차 당대회에서 2021년 샤오캉(小康) 사회 건설의 수치적인 목표로 2020년의 GDP를 2010년의 2배로 만들겠다고 공언했다. 2017년 4/4분기 경제성장률 6.6%로 가정할 때, 2018~2020년 3년간 평균 6.3%만 성장하면 가능하다.

2016년 하반기부터 2017년 상반기까지 이어진 소순환 사이클에서 나타난 경기회복의 영향으로 성장목표치 달성에 대한 부담은 완화되었다. 물론 중국의 경제성장률이 장기적으로 둔화된다는 시각에 동의한다. 그러나 재고 확충, 인프라 착공 수요 증가 등의 영향으로 소순환 사이클에서의 경기회복은 지속적으로 나타날 것으로 판단한다. 그리고 우리는 **2018년 하반기 중국의 경기회복을 기대**한다.

그림35 경제성장률 전망치: 장기적으로는 둔화되나, 소순환 사이클에서 경기회복

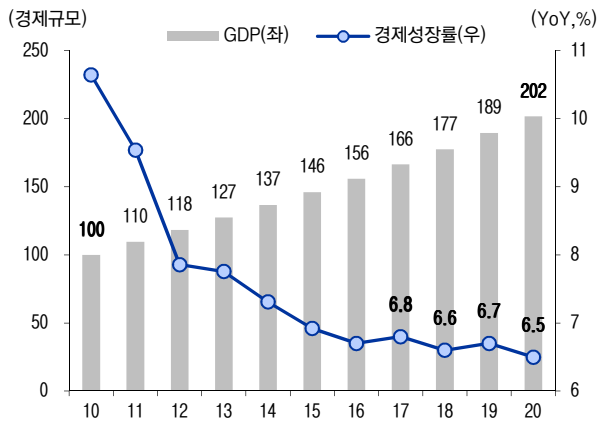
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 2018~2020 년 3 년 평균 성장률 6.3%면 충분



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 재고순환 등 경기지표를 고려한 당사 전망치



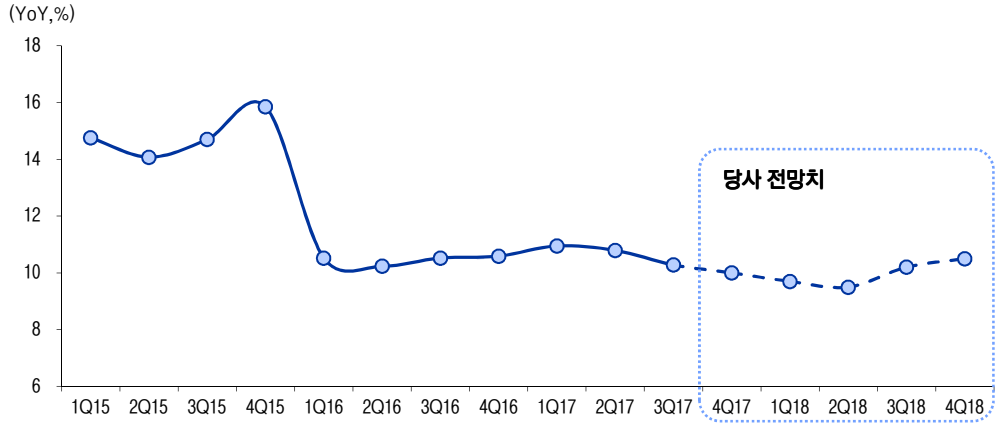
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

소매판매: 부동산 가격 증가율이 중요

전체 소매판매 중 비중이 가장 높은 품목은 단연 자동차이다. 올해 3분기 기준 28.5%에 달한다. 유류제품의 비중(12.7%)을 포함할 경우, 凡 자동차 소비 비중은 41.2%에 달한다. 결국 자동차 판매 증가율이 전체 소매판매 증가율을 결정하게 되는 구조이다. 한편 내수소비는 부동산 시장과 밀접한 관련이 있다. 2017년의 소매판매 증가율이 점진적으로 둔화되는 것 역시 부동산 가격 증가율이 점차 둔화되고 있기 때문이다.

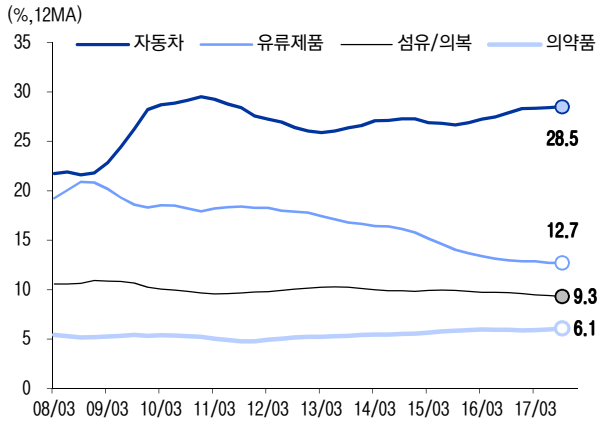
부동산 시장과 내수소비의 관련성은 '경기소비재'에서 더욱 두드러지게 나타난다. 물론 보조금 등 정책의 영향을 배제할 수 없으나, 일반적으로 부동산 가격 증가율은 자동차 판매와 궤를 같이 한다. 2016년 12월부터 부동산 가격 증가율이 둔화되기 시작했음을 고려할 때, 자동차 소비와 전체 소매판매의 부진은 사실상 불가피했음을 알 수 있다. 또한 부동산 가격 증가율의 회복이 나타나기 전에는 큰 폭의 소비개선을 기대하기 어렵다.

그림38 2018 년 중국 소매판매 증가율 전망



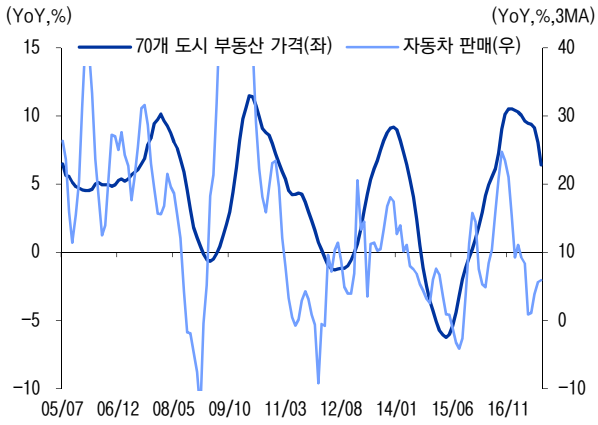
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 소매판매 증가율의 방향성, 자동차가 결정



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 부동산 가격증가율, 자동차 판매에 영향



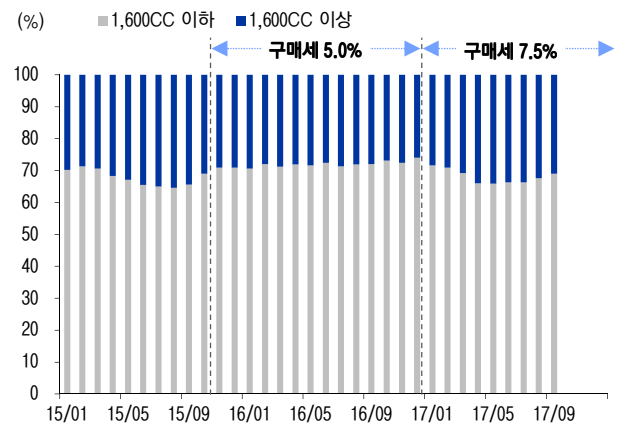
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

자동차 구매세 인하 정책의 마무리

2015년 10월부터 시작된 1,600CC 이하 자동차에 대한 구매세 인하 정책이 2017년으로 마무리된다. 2015년 10월부터 2016년 12월까지의 구매세는 5.0%, 2017년은 7.5%, 그리고 2018년에는 다시 10%로 정상화된다. 현재 승용차(중국 내 제조+CKD) 판매량 중 1,600CC 이하 자동차 비중은 9월 말 기준, 70%에 달한다. 이에 따라 올해 4/4분기 소형자동차 판매 증가에 따른 전체 자동차 판매 호조세가 전망된다.

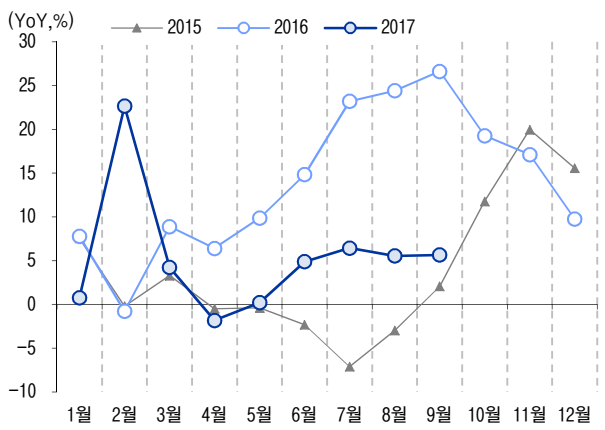
현재 2017년으로 마무리되는 구매세 인하 정책의 연장이 논의되고 있지 않다는 점을 고려할 때, 정책효과를 통한 자동차 판매 개선을 기대하기는 어렵다. 결국 실질적인 소득 증가, 부동산 시장 회복 영향에 따른 소비의 증가만을 기대할 수 있다. 가처분소득의 증가율이 지속적으로 증가하고 있다는 점은 전체 소비시장에 매우 긍정적이다. 결국 2018년 하반기 부동산 가격 증가율 반등은 소비시장 활성화로 이어질 수 있을 것이다.

그림41 1,600CC 이하 자동차 구매세 10%로 상향 조정



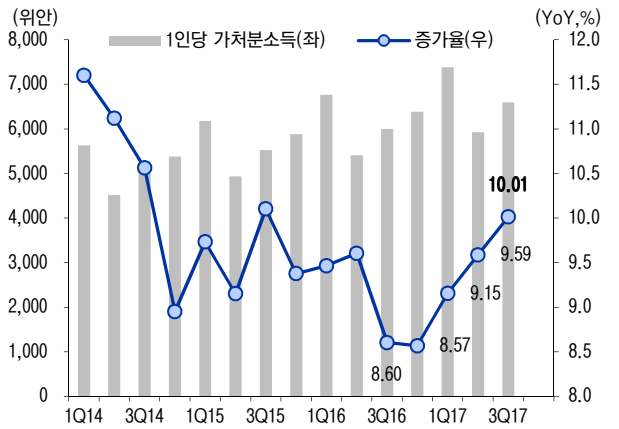
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 2018 년 하반기의 증가율 개선을 기대



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 1 인당 가처분소득의 지속적인 증가율 개선



주: 도시와 농촌 인구('16년 기준) 비중을 토대로 전국 평균의 가처분소득 추산
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 부동산 가격 증가율 추정: 2018 년 하반기 개선

차수	주기 (증가율 고점~증가율 고점)	기간 (개월)	하락기 (개월)	상승기 (개월)
1 차	2008 년 1 월~2010 년 4 월	28	16	13
2 차	2010 년 4 월~2013 년 12 월	45	27	19
3 차	2013 년 12 월~2016 년 12 월	37	17	21
4 차 추정	2016 년 12 월~2019 년 12 월	37	20	18
	하락기: 2016 년 12 월 ~ **2018 년 7 월(저점)**			
	상승기: **2018 년 7 월** ~ 2019 년 12 월			

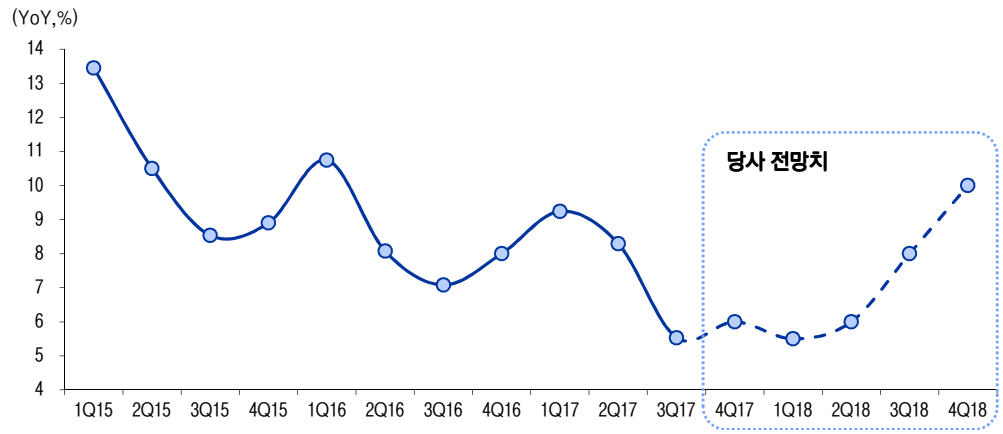
주: 2017년 10월 이후의 증가율은 3차('13.12~'16.12)주기의 증가율 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

고정자산투자: 인프라 투자와 부동산 모두 하반기 개선을 기대

2016년 하반기부터 2017년 상반기까지 이어진 소순환 사이클에서 나타난 경기회복은 고정자산투자의 개선에 기인한다. 구조개혁을 추진함과 동시에 안정적인 경기운영을 유지 즉, 경기 하방경직성 강화를 위해 중국정부가 선택한 것이 바로 인프라 투자확대였기 때문이다. 그러므로 투자증가율이 전체 경기의 방향성을 결정한 것이다.

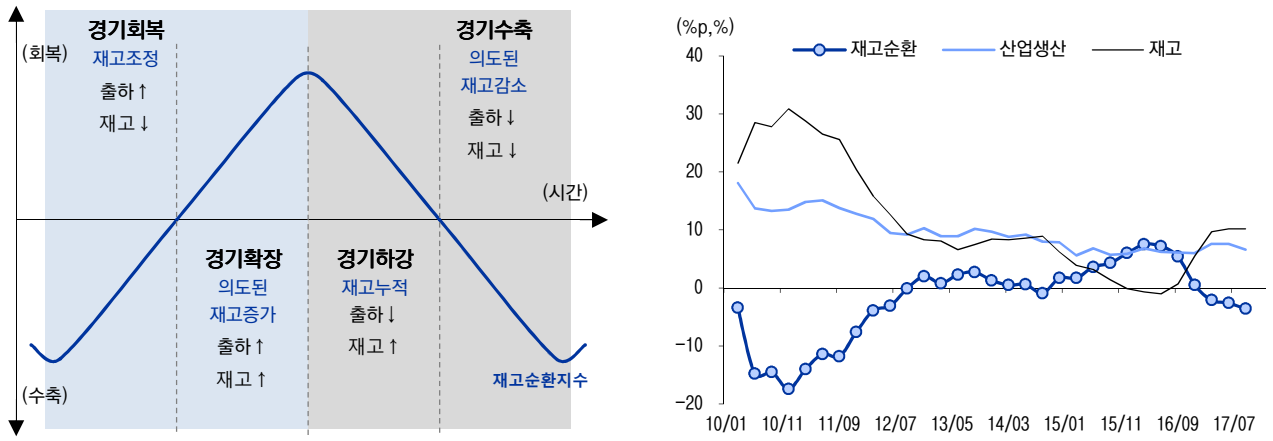
전체 고정자산투자 중 우리가 주목해야 하는 부분은 정부주도의 인프라와 민간의 경기회복에서 시작되는 부동산 투자이다. 민관합작투자(PPP)와 슝안신구, 그리고 부동산을 통해 2018 년의 방향성을 전망해보자. 한편 재고순환지수를 토대로 살펴보면, 현재는 경기수축 국면으로 판단된다. 이에 따라 추가적으로 2018 년의 경기국면이 경기확장으로 진입하는 구간에서의 재고확충을 위한 투자개선을 기대할 수 있을 것이다.

그림44 2017 년 고정자산투자 증가율 전망



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 현재 중국 제조업의 재고순환지수는 경기수축 구간. 경기확장구간으로의 진입은 restocking 수요 증가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

인프라 투자① 민관합작투자(PPP)

PPP 프로젝트의 진행과정은 '식별 ☞ 준비 ☞ 조달 ☞ 실행 ☞ 인도' 등 5 단계로 나뉜다. 지방정부에서 발주한 PPP 의 착공은 '실행' 단계 진입을 의미한다. 식별에서 실행까지 평균적으로 12.8 개월 소요된다. 한편 지방정부 PPP 중 아직까지 완공(인도)된 프로젝트는 없다. 결국 착공 중이거나 혹은 준비 중인 것이다. 현재까지 발표된 지방정부의 발주 프로젝트에 식별~실행 단계의 시차를 적용하면, 신규 착공 프로젝트는 3Q 17 를 고점으로 감소, 1Q 18 을 저점으로 다시 반등하기 시작할 것으로 전망된다.

분기별 데이터로 추산할 경우, 1Q18 의 신규착공 규모가 저점을 형성해 2/4 분기부터 착공규모가 반등하는 동일한 결과를 보인다. 그러나 이를 월별 데이터로 추산할 경우, 반등하는 시점은 6 월로 지연되는 등 3/4 분기부터의 반등으로 추정된다. 정확한 반등 시점은 추가적인 데이터를 토대로 확인해봐야겠으나, 3/4 분기까지의 데이터를 기준으로 2018 년의 움직임을 예상하자면 상반기보다는 하반기의 지표개선을 기대할 수 있다.

인프라 투자② 슝안신구

지난 7 월 18 일, 허베이성 소속 국유기업으로 중국 슝안건설투자그룹이 설립되었다. 국유기업이지만 독립법인으로 자체 운영되며 등록자본은 100 억 위안이다. 슝안건투의 핵심업무는 혁신적인 투자유치 방식을 통해 슝안신구 조성을 위한 자금을 확보하는 것이다. 다양한 루트로 사회자본을 흡수하고 PPP(민관합작프로젝트)도 함께 전개한다.

일반적인 PPP 착공시기를 고려할 때, 본격적인 착공은 2018 년 3/4 분기가 될 것으로 예상된다. 슝안신구 건설의 첫 번째 과제는 단연 인프라 구축이다. 허베이(河北) 성의 슝셴(雄縣), 룽청(容城), 안신(安新) 등 3 개 현(顯) 및 주변 지역은 모두 경제발전도가 낮은 지역으로 도로, 수도, 배관 등에 대한 인프라 수요를 기대할 수 있다.

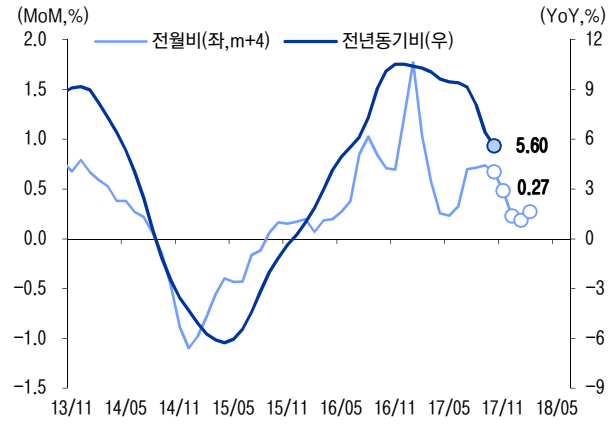
한편 지난 9 월 슝안신구의 토지징발이 시작되었다. 기존 주거지의 철거 및 이주 작업이 진행되고 있다. 그리고 10 월부터 1 차 건설 프로젝트가 본격적으로 시작되었다. 이는 하수도 배관, 주택건설 등을 포함한다. 2010 년 9 월부터 중국 국토부는 부동산 개발시기의 지연으로 토지를 1 년간 방치할 경우, 해당 '토지매입자격'을 박탈한다. 이에 따라 슝안신구의 본격적인 공사는 늦어도 2018 년 9 월 전에 시작될 것이다.

부동산개발투자

2017 년 9 월 중국 70 개 도시의 부동산 가격 전년동기비 증가율은 6.40%로 2016 년 12 월을 기점으로 10 개월 연속 둔화되고 있다. 전월비 증가율은 지난 5 월 0.74%를 고점으로 둔화되기 시작해 9 월에는 0.19%를 기록했다. 일반적으로 전월비 증가율이 전년동기비 증가율을 약 4 개월 정도 선행한다는 점을 고려할 때, 전년동기비 증가율 둔화세는 올해 4/4 분기에도 이어질 것으로 예상된다.

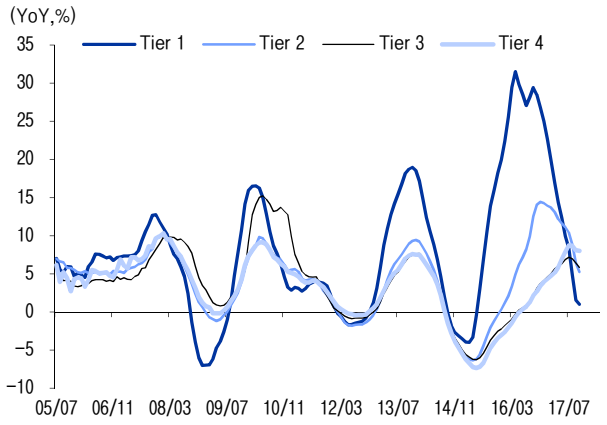
2008 년 이후 중국의 부동산 가격은 평균 37 개월을 주기로 오르고 내림을 반복했다. 그 중 하락기간은 평균 20 개월 수준이다. 2016 년 12 월부터 시작된 이번 주기에 평균 부동산 가격 증가율 주기를 적용하면, 부동산 가격 증가율의 저점은 2018 년 7 월로 추정할 수 있다. 물론 부동산 가격 데이터가 제한적이므로 주기의 정확한 추정은 어려우나 참고해 볼만하다. 결국 2018 년 하반기 부동산 가격 증가율이 반등하는 시점부터의 부동산發 수요 개선을 기대할 수 있다고 판단한다.

그림46 전년동기비 증가율의 상승폭 둔화세 지속



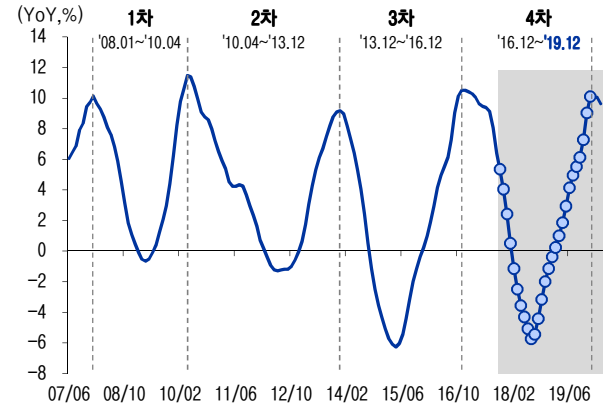
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 3,4 선 도시 위주의 부동산 가격 상승세 지속



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 이번 주기는 2019 년 12 월까지 이어질 것으로 추정되며, 증가율 저점은 2018 년 7 월로 추정



차수	주기 (증가율 고점~증가율 고점)	기간 (개월)	하락기 (개월)	상승기 (개월)
1 차	2008 년 1 월~2010 년 4 월	28	16	13
2 차	2010 년 4 월~2013 년 12 월	45	27	19
3 차	2013 년 12 월~2016 년 12 월	37	17	21
4 차 추정	2016 년 12 월~2019 년 12 월	37	20	18

하락기: 2016 년 12 월 ~ 2018 년 7 월(저점)
상승기: 2018 년 7 월 ~ 2019 년 12 월

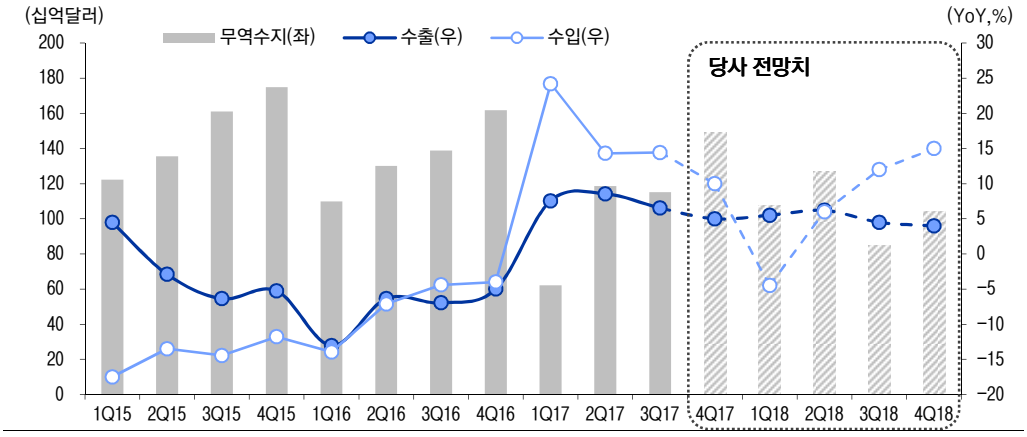
주: 2017 년 10 월 이후의 증가율은 3 차 주기의 증가율 데이터를 적용
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

수출입: 원자재 수요에 포커스

수출입은 중국 내외 경기상황에 따라 방향성이 달라진다. 향후 글로벌 경기는 안정적인 수준의 완화기조가 지속될 것으로 판단된다. 이에 따라 글로벌 경기의 점진적인 개선을 가정하여 중국의 수출입을 전망했다. 중국은 무역흑자를 기록함에도 경제성장률 산정에 포함되는 순수출은 상품수지와 서비스 수지를 포함하고 있어 기여도는 미미하다.

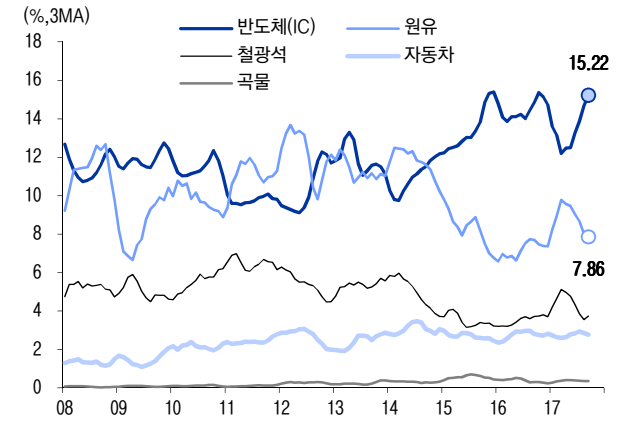
여전히 중국의 최대 수입품은 반도체(IC)이다. 중국정부가 첨단산업의 주요 원자재인 반도체의 자체생산을 목표를 공식화하고 산업의 수직계열화를 통해 보다 효율적인 구조로의 전환을 유도하고 있으나, 아직까지 목표를 이루지 못해 수입에 의존하고 있다. 이러한 구조는 지속될 것으로 판단된다. 이에 따라 수입 증가율의 방향성을 결정하는 것은 원자재 수입으로 재고 확충시기에 맞물려 수입 증가율 역시 개선될 것으로 전망한다.

그림49 2018 년 수출입 증가율 전망



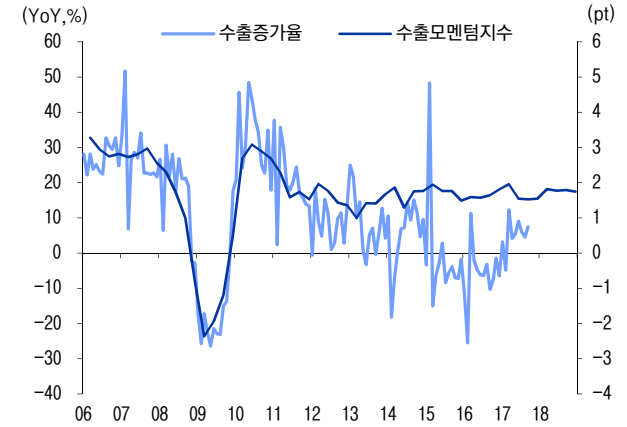
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 여전히 중국의 최대 수입품은 반도체



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 수출모멘텀 지수



주1: 수출비중 상위 20 개 국가의 경제성장률을 가중 평균하여 산출
주2: 수출비중 2017 년 3 분기 데이터, 경제성장율 Bloomberg 전망치 적용
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

③가치평가(Valuation)

중국의 주식시장, 실물과 비교하면 아직 여력이 남아있다

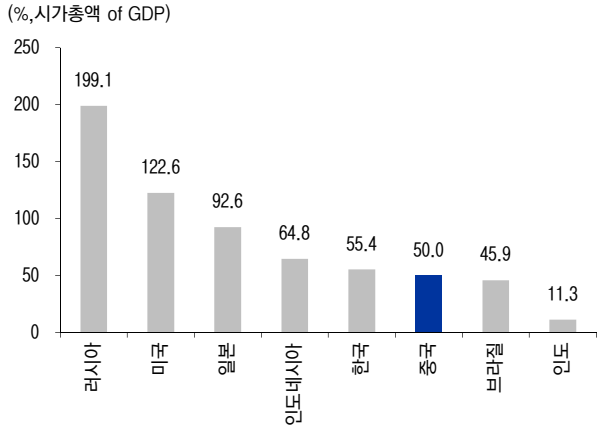
주식시장과 실물경기간의 비교에서 가장 자주 사용되는 지표가 바로 'GDP 대비 시가총액 비중'이다. 실제로 워런버핏은 증시버블을 판단하는 방법 중 GDP 대비 시가총액 비율이 가장 합리적이라고 주장한 바 있다. 저평가된 투자기회를 제공하는 체리피킹(Cherry Picking) 시점은 GDP 대비 시가총액 비중이 70% 이하일 때이다. 그리고 증시버블을 우려되는 시점은 GDP 대비 시가총액 120% 수준이다.

중국은 2013 년 40%에서 2014 년 57.9%까지 상승했다. 다시 말하면 2014 년의 중국 주식시장은 저평가된 투자기회를 제공하는 시점이었다. 외국인 개인투자자에게 시장을 개방하는 후강통 시작과 함께 상하이 증시의 가파른 상승세는 너무나 당연한 것이었다.

상하이 증시가 가장 높은 수준인 6,000pt 까지 상승했던 2007 년 당시 GDP 대비 시가총액은 121.1% 수준이다. 일반적으로 증시버블을 우려하는 기준으로 Pick-out 이 어느 정도 예상 가능한 수준이었다. 그러나 GDP 대비 시가총액의 70~120% 구간은 참고기준으로 활용할만한 가치는 있으나 절대적인 기준은 아니다. 이제 중요한 것은 현시점의 GDP 대비 시가총액이다.

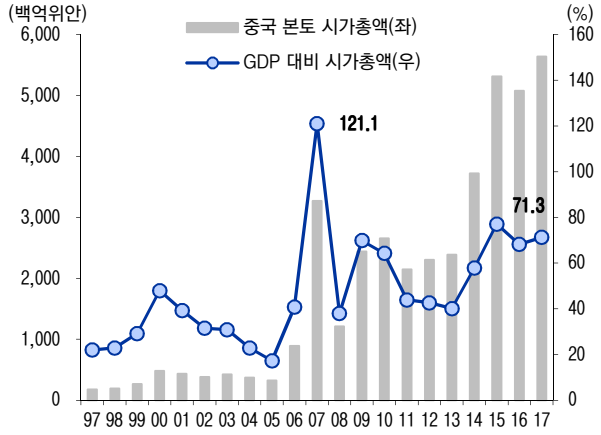
현재 중국 본토(상하이+선전) 시가총액은 약 56.4 조 위안 수준이다. GDP 에 ①2016 년을 대입할 경우, 75.8%, ②3Q17 의 연간화를 적용할 경우, 71.3% 수준이다. GDP 대비 시가총액 기준에서 버블우려가 제기되는 120%를 기준으로 상승여력을 추산하면 GDP 에 ①2016 년을 대입할 경우, 83.3 조 위안, ②3Q17 연간화를 적용할 경우, 88.6 조 위안으로 각각 47.8%와 57.1%의 상승여력이 있다고 추산할 수 있다.

그림52 주요 국가의 GDP 대비 시가총액



주 1: 시가총액은 유통주 기준의 시가총액을 적용(3 분기 말 기준)
주 2: GDP 는 3Q17 연간화(러시아, 브라질 2Q17)
자료: Bloomberg, IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 현재 중국은 71.3% 수준으로 추정



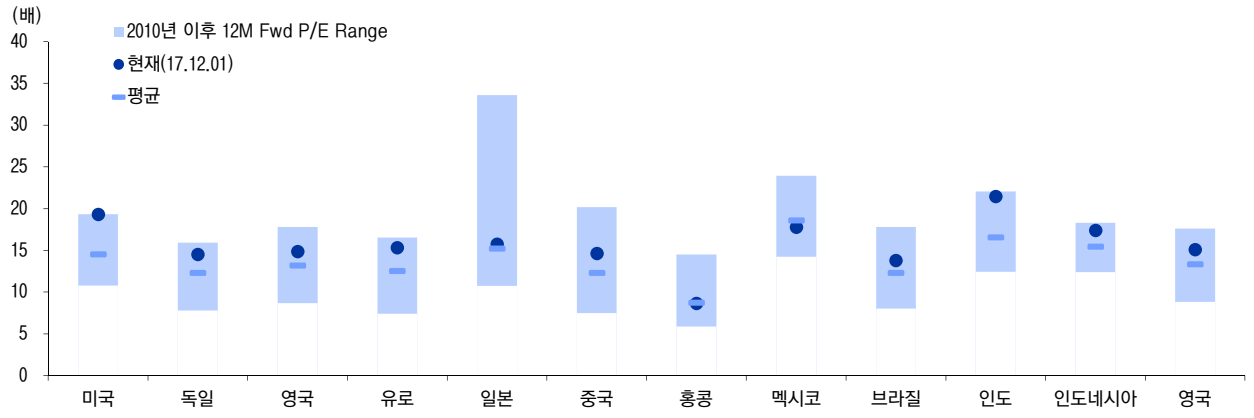
주: 2017 년은 시가총액은 11 월말 기준, GDP 는 3Q17 연간화
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

여전한 중국증시의 밸류에이션 매력도

현재 상하이 증시의 12M Fwd P/E 는 14.63 배(12 월 1 일 기준) 수준이다. 중국 증시의 점진적인 상승으로 밸류에이션 역시 점진적으로 상승해왔다. 현재 수준을 과거 고점들과 비교할 때, 아직까지 밸류에이션 측면에서는 여력이 있다고 판단한다. 과거 고점인 2015 년 6 월 20.2 배는 현재 상하이 증시의 5,150pt 수준이다.

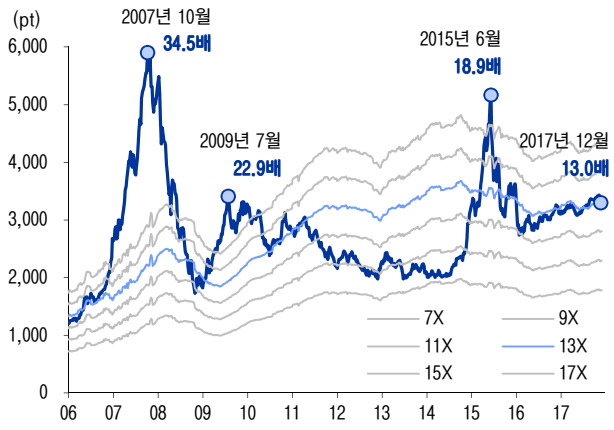
12M Fwd P/B 기준 현재 상하이 증시는 1.50 배 수준이다. P/E 와 마찬가지로 과거 전고점과 비교했을 때, 아직까지 버블을 논할만한 단계는 아니라고 판단된다. 또한 2010 년 이후 고점 수준(2010 년 1 월 2.77 배)을 현재에 대입해보면, 상하이 증시는 6,150pt 로 추산 가능하다.

그림54 중국의 밸류에이션, 전혀 부담스럽지 않은 수준으로 상승 여력이 남아있다고 판단



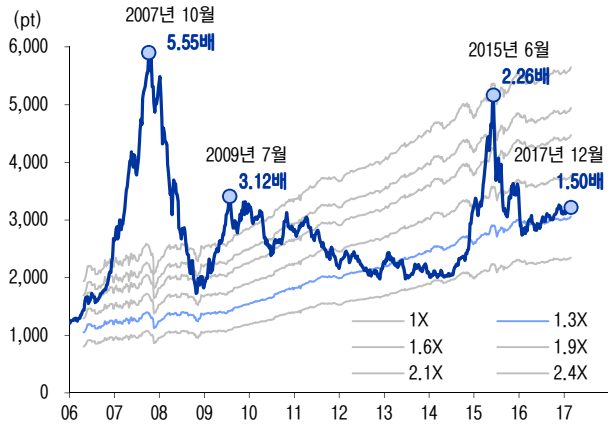
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 12M Fwd P/E Band



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 12M Fwd P/B Band



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

④기업실적(Earnings)

경제성장률 둔화는 문제가 아니다

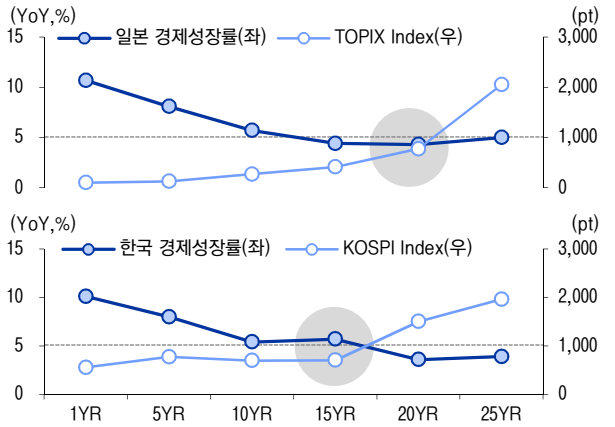
앙드레 코스톨라니의 '개와 산책에 나선 사람'에 대한 비유처럼 주가(개)가 펀더멘털(주인)을 앞서거나 혹은 뒤따라가는 등의 움직임을 보일 수는 있으나 결국 주가(개)는 내재가치(주인)에 수렴할 수 밖에 없다. 우리가 중국경기와 기업의 펀더멘털에 대해 간과할 수 없는 이유이다.

먼저, 경제성장률과 주가추이를 비교해보자. 현재 중국은 10%대의 고성장 구간을 지나서 6~7%의 중속 성장 구간에 진입했다. 고속성장기에 주식시장에 중요한 지표가 매출이었다면 이제는 이익의 성장이 중요한 시점이다. 그러므로 단순히 중국의 성장률이 둔화되고 있는 것과 주가 퍼포먼스를 비교해서 펀더멘털과의 괴리가 확대되었다 혹은 증시 버블이다라고 평가할 수는 없다.

물론 경제성장률과 주가추이가 함께 움직이지 않는 것이 낯설 수 있다. 그러나 이는 과거 일본과 한국에서도 나타났던 현상이다. 중국의 경우, 두 자리 수의 성장률이 지속됨에 따라 너무나 당연하게 가파른 경제성장률과 주가상승을 기대해왔던 것이다.

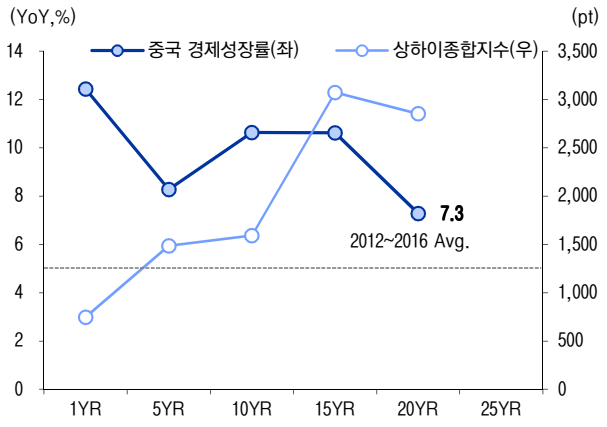
한국과 일본의 경험을 바탕으로 볼 때, 경제성장률 5% 수준에서 주가지수와 경제성장률의 상반된 흐름이 명확하게 나타나기 시작한다. 제조업 설비투자 감소와 산업간 구조조정은 자연스럽게 매출에서 이익지표로 중요도가 옮겨가게 된다. 현재 중국은 과도기적인 시점으로 아직까지 증시에서 매출의 영향도를 간과할 수는 없다.

그림57 일본과 한국의 사례: 경제성장률과 주가 추이



자료: Bloomberg, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 중국의 경우? 현재 구조조정 진행 중

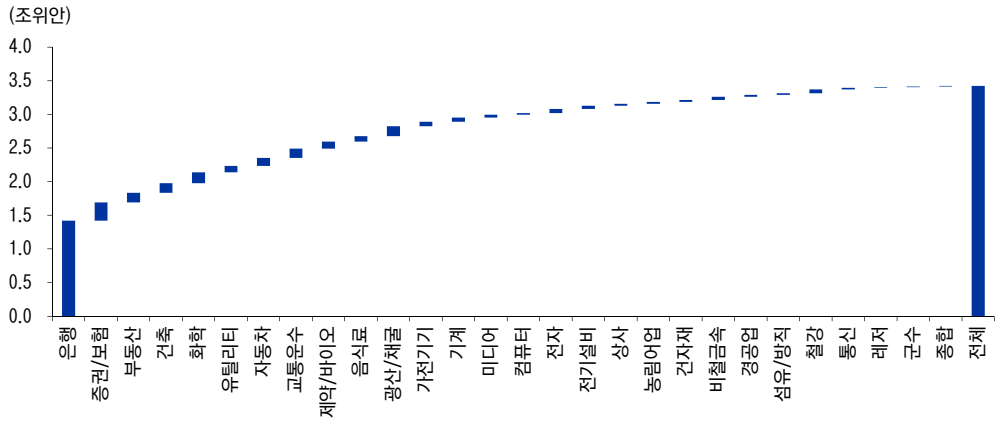


자료: Bloomberg, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

상해종합지수의 매출액을 기준으로 살펴보면, 2014 년 5.21%에서 2015 년 0.2%까지 증가율이 하락 후 2016 년 5.76%까지 반등했다. 그리고 2017 년 10.46%, 2018 년 11.78%로 지속적인 성장세가 예상된다. 한편 순이익 역시 마찬가지로 2016 년부터 반등하기 시작한 증가율은 2016 년 2.26%, 2017 년 18.99%까지 상승할 것이다. 현재 고속성장기에서 중속 성장기로 전환과정 중인 중국에 매우 우호적이다. 앞에서 언급한 바와 같이 매출액 기반의 성장률에서 이익 성장률이 중요해지는 시점임을 고려할 때, 순이익 증가율의 개선추세는 상하이종합지수 하방 경직성을 강화할 것이다.

WIND 에서 집계되는 중국 본토 애널리스트들의 상하이종합지수의 2017 년 EPS 추정치는 6 월 이후 큰 변화를 보이고 있지 않다. 그러나 2018 년 EPS 추정치는 9 월부터 상향 조정되고 있어 중국 증시에 우호적인 재료로 영향을 미칠 것으로 판단되다. 이는 순이익 추정치 역시 마찬가지다. 달려나가는 속도가 주춤해진 개(주가)의 목줄을 잡고 있는 주인(펀더멘털)의 스탠스가 점진적으로 개선되고 있다. 결국 주가(개)는 내재가치(주인)에 수렴할 수 밖에 없으므로 실적개선은 주가에 반영되기 시작할 것이다.

그림59 3Q17 중국기업의 실적: 금융주 비중이 전체의 49%에 달함



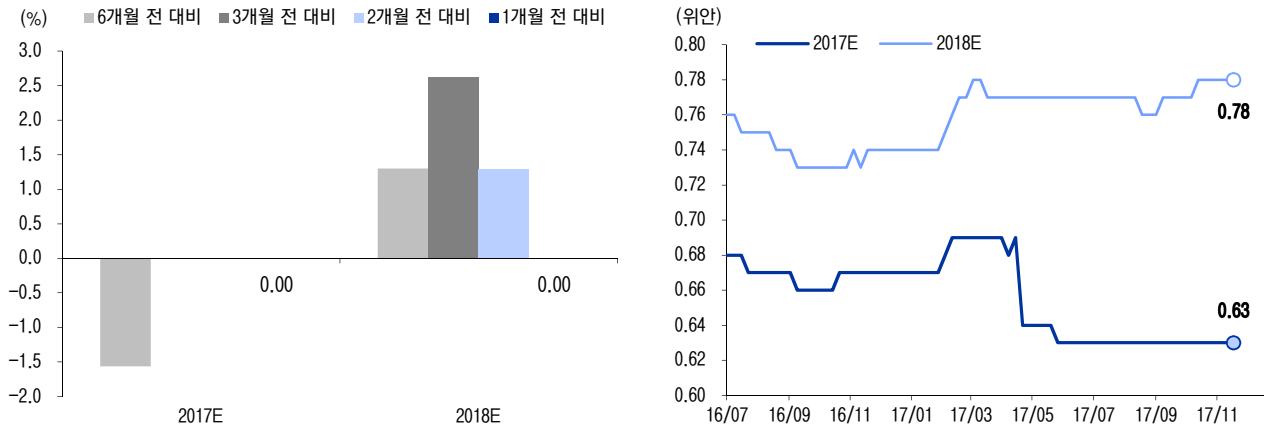
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 중국 증시의 실적(매출액, 순이익) 추정치

지수	구분	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
상하이종합지수	매출액(억위안)	235,687	236,170	249,771	275,888	308,400	341,000
	증가율(YoY,%)	*5.21*	*0.20*	*5.76*	*10.46*	*11.78*	*10.57*
	순이익(억위안)	21,619	21,691	22,181	26,393	29,845	33,473
	증가율(YoY,%)	*5.94*	*0.33*	*2.26*	*18.99*	*13.08*	*12.16*
선전성분지수	매출액(억위안)	41,029	44,402	53,096	64,520	76,547	89,930
	증가율(YoY,%)	*11.60*	*8.22*	*19.58*	*21.52*	*18.64*	*17.48*
	순이익(억위안)	2,961	3,531	4,423	5,613	7,041	8,574
	증가율(YoY,%)	*21.80*	*19.22*	*25.28*	*26.89*	*25.45*	*21.76*
홍콩 H 지수	매출액(억위안)	132,243	126,683	128,140	124,506	136,252	149,441
	증가율(YoY,%)	*9.12*	*-4.20*	*1.15*	*-2.84*	*9.43*	*9.68*
	순이익(억위안)	15,785	15,687	15,271	15,519	17,070	18,706
	증가율(YoY,%)	*5.91*	*-0.62*	*-2.65*	*1.62*	*10.00*	*9.58*

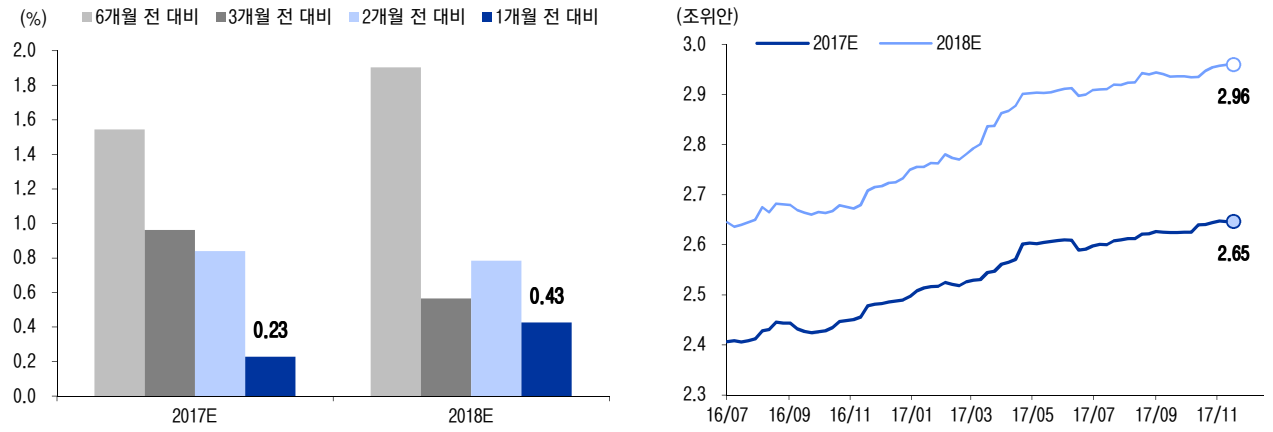
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 12 월 1 일 기준, EPS 추정치 변화



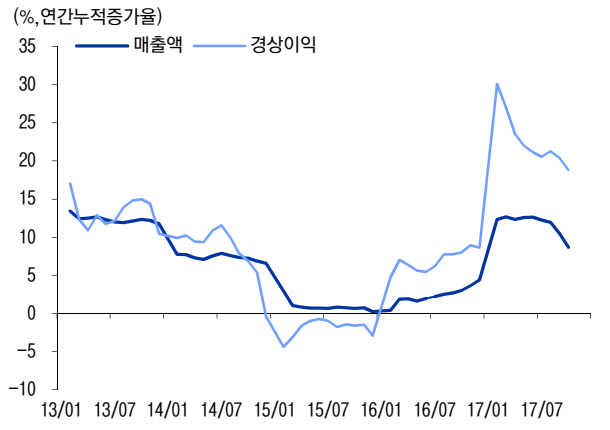
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 12 월 1 일 기준, 순이익 추정치 변화



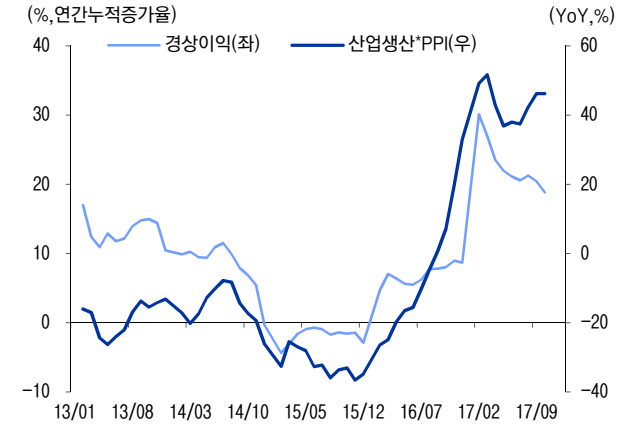
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 공업기업 월간 실적추이



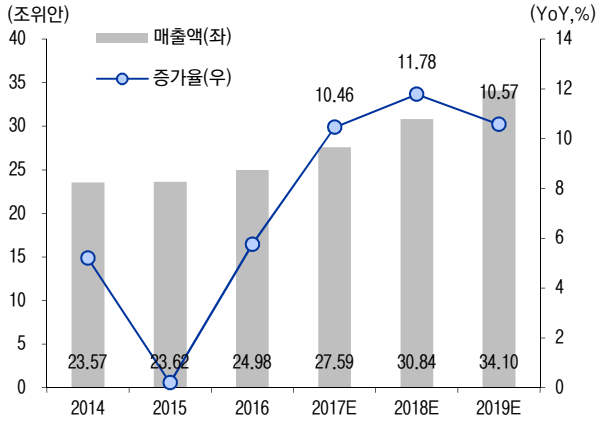
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 기업 실적개선은 지속되나, 증가율 둔화



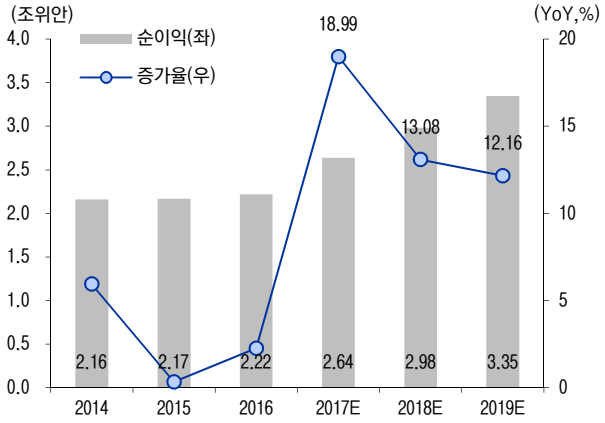
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 상하이종합지수 매출액 시계열



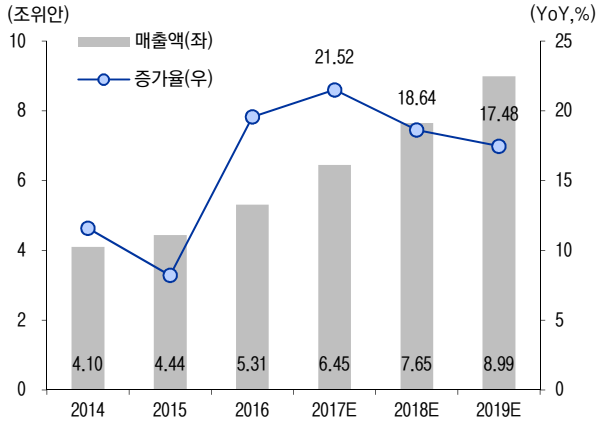
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 상하이종합지수 순이익 시계열



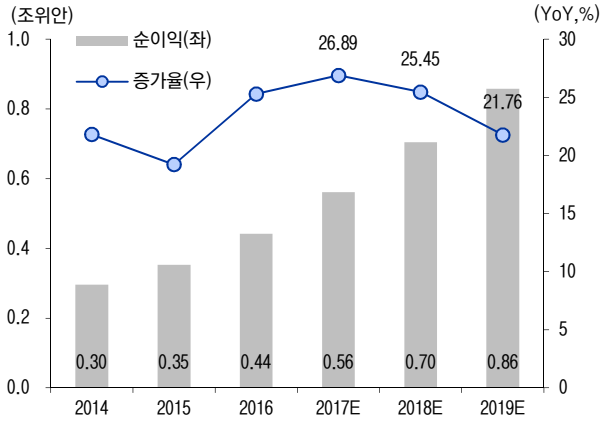
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 선전성분지수 매출액 시계열



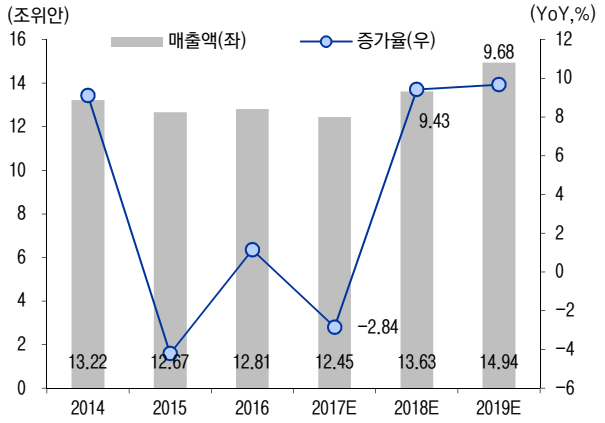
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 선전성분지수 순이익 시계열



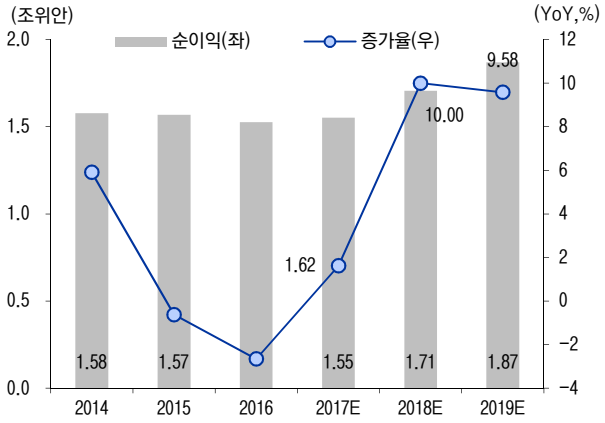
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 항셍 H 지수 매출액 시계열



자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 항셍 H 지수 순이익 시계열



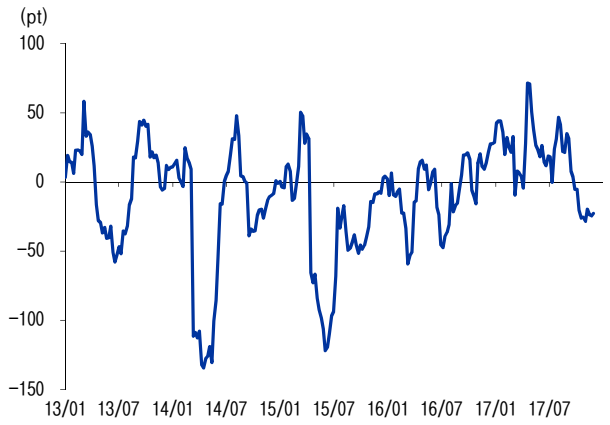
자료: WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

⑤투자심리(Sentiment)

경제지표의 시장 컨센서스가 하향 조정됨에 따라 Citi Economic Surprise Index 는 8 월 하락세로 전환된 이후 11 월부터는 마이너스 구간에 머무르고 있다. 한편 RSI(Relative Strength Index, 상대적 강도지수)가 18.6%로 과매도 구간(RSI 30% 이하)에 위치해있다. 3/4 분기 금융시장 투자의사는 32%로 3 분기만에 반등했다.

이처럼 중국 주식시장 투자자의 투자심리를 나타내는 각각의 지표가 모두 다른 방향성으로 발표되고 있다는 점을 고려할 때, 단기간 내 투자심리가 부정적으로 달라지거나 혹은 긍정적인 전환 등 급진적인 변화의 가능성은 높지 않다고 판단한다.

그림70 Citi Economic Surprise Index

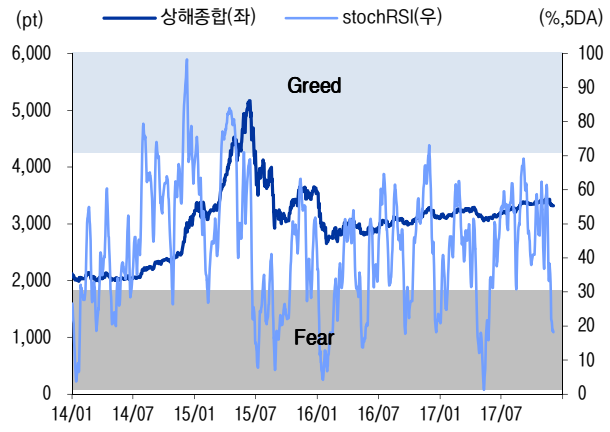


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 Citi Macro Risk Index

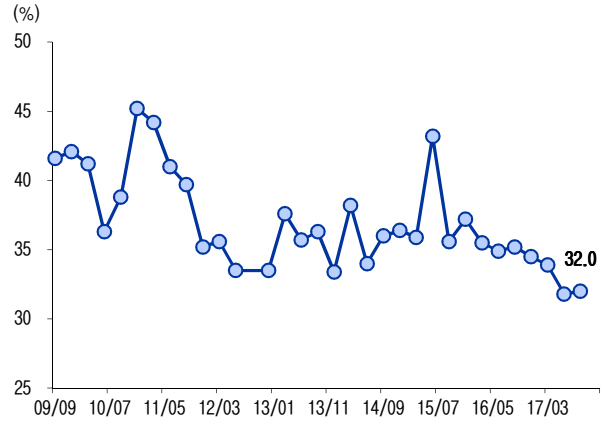
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 12 월 1 일 기준, stochRSI 18.60% 수준



주: stochRSI 가 70% 이상이면 과매수구간, 30% 이하면 과매도 구간
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 3Q17 금융시장 투자의사, 32.0%로 반등



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(정하늘, 최진영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.