

[투자전략]

2019년 중국을 중심으로 신흥국 부각

투자전략팀장 김종원

02-3787-2290

simon@hmcib.com

투자전략 강재현

02-3787-2188

jhkang@hmcib.com

Contents

Summary	3
이미 시작된 디커플링	4
중국 경기 부양정책 기대	10
2019년 실적개선 요인 분석	13
투자전략:중국 수혜주에 관심 필요	17



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

Summary: 2019년 중국을 중심으로 신흥국 부각

선진국과(미국) 신흥국, 디커플링은 이미 시작되었다!

- 4분기부터 미국 증시의 수익률이 부진하고 오히려 신흥국 증시의 수익률이 견조한 “디커플링”이 나타나고 있음
- 단순히 주가 흐름 뿐만 아니라 글로벌 투자자금이 미국 주식에서 유출되어 신흥국으로 이동하는 양상이 관찰됨
- 당사는 이러한 양상이 ‘19년 전반에 걸쳐 이어질 것으로 보고 있음. 즉, 非미국을 중심으로 투자매력이 재차 부각될 전망
- 이는 근본적으로 미국과 非미국의 경기 갭 축소에 기인
- 미국 경기: ‘19년 미국 경제에 세재개편 효과가 소멸되면 미국과 非미국의 GDP 갭은 축소될 수 밖에 없음
- 非미국 경기: ‘18년 내 이어졌던 신흥국 통화가치 약세, 하반기부터 시작된 유가 급락의 영향으로 非미국 교역조건이 ‘19년 중반부터 개선될 가능성이 있음. 또한 중국 경기 부양 기조 지속으로 중국 경기의 반등을 기대

2019년 실적 개선이 기대된다

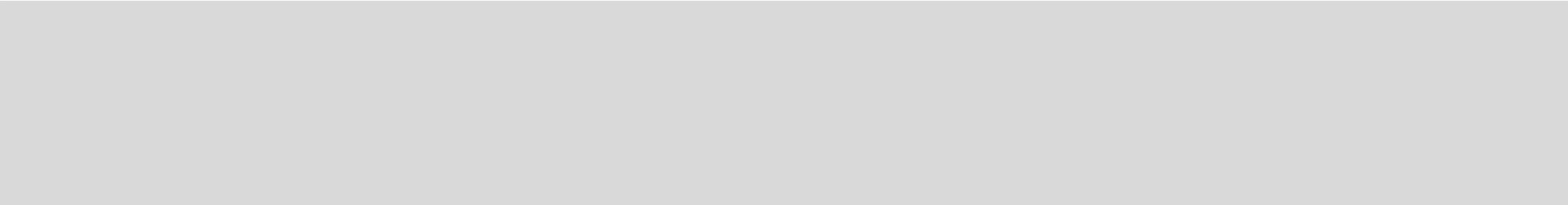
- 현재 19년 KOSPI 순이익은 전년대비 9.8조원 감소할 것으로 예상되고 있음
- 그러나 당사는 ① 유가 하락에 따른 생산비용 절감과 ② 중국 경기부양 기대로 개선 기대로 실적이 개선될 것으로 예상

투자전략: 중국 수혜주에 관심

- ‘19년 중국 경기부양책을 대비해 기계, 철강, 조선 등 중국 수혜주에 관심이 필요한 시점



이미 시작된 디커플링



한국과 미국, 90년 이후 총 9번 디커플링

과거 한국과 미국 증시 디커플링 다수 존재

- 90년 이후 한국과 미국 증시의 상반된 디커플링 국면이 총 9번 존재했음
- 1994년과 2001년은 미 증시 하락에도 불구하고 한국 KOSPI는 높은 수익률을 기록
- 이 밖에 총 7번의 경우는 (1993년, 1998년, 1999년, 2005년, 2007년, 2009년과 2010년) S&P500 대비 KOSPI가 10%p 이상의 연간 수익률 기록

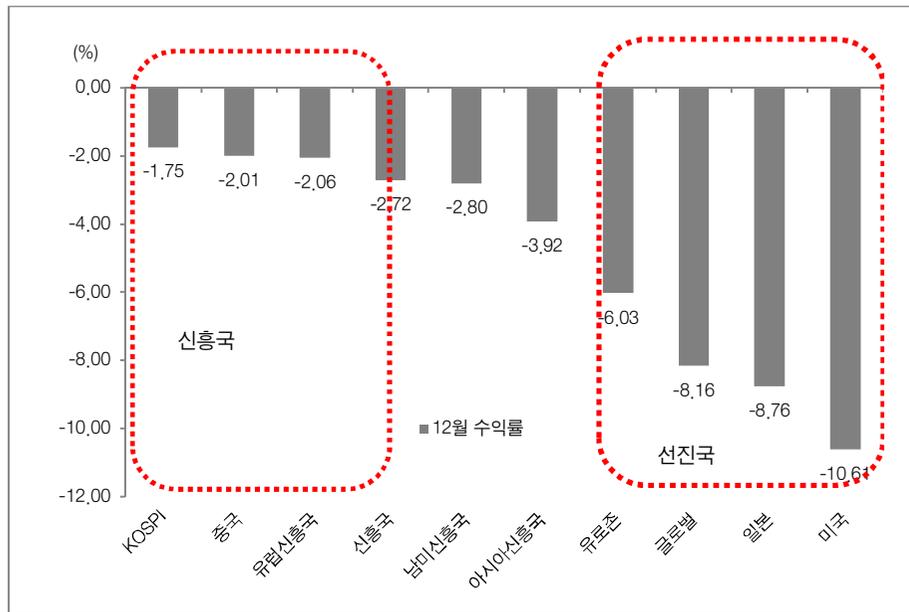
연도	S&P500 (%)	KOSPI (%)	디커플링 원인
1991	26.3	-12.2	89년 노태우 정권에서 투신사에 한국은행 특별융자 주식 매입할 수 있는 대출을 해주는 정책 반작용으로 90년 급락을 시작으로 이후 93년 말 전까지 하락세 유지
1994	-1.5	18.6	미국 : 경기 과열을 막기 위해 연준 의장인 그린스핀이 기준금리 인상을 단행(+3%p) 한국: 클린턴 북쪽 이슈와 김일성 사망 등의 대외적 혼란에도 불구하고, 한국 반도체를 중심으로 경기 호황
1995	34.1	-14.1	한국: 반도체 호황기 막바지 미국: 미국 증시를 중심으로 유럽증시의 강세장 미국의 금리 인상 전 대출을 끼고 있던 우리나라 기업들이 기준금리 인상으로 고전
1996	20.3	-26.2	미국: 클린턴 행정부 기간 미국 경기 호황에 따른 미 증시 강세 한국 94년 미국의 금리인상으로 인한 이머징 국가들의 위기 지속
1997	31.0	-42.2	미국 : 경기 호조 지속 한국: 1994년 금리 인상 기조로 이머징 마켓들 증시 하락세 시작되었으며, 97년 우리나라 IMF 외환위기 발발
2001	-13.0	37.5	미국: 글로벌 IT 버블 붕괴 한국: 원/달러 및 원/엔 환율의 약세, 2002년 월드컵 이슈와 내수경기 진작 정책
2011	0.0	-11.0	미국: 신용등급 강등에도 미 기업 실적 호조 한국: 유럽 국가부채 위기와 인플레이에 따른 글로벌 경기 둔화
2014	11.4	-4.8	미국 시장에 대한 의존도가 낮아진 구조적 원인과 글로벌 저성장 국면 속 낮아진 기업의 이익 증가율로 인한 이머징 시장의 매력도 하락 원화강세와 우리나라 기업들 실적부진, 낮은 배당성향 원인
2015	-0.7	2.4	미 금리 인상 가능성 불거짐 달러강세에 따른 엔화 약세 흐름을 원화도 동조

선진국과(미국) 신흥국, 디커플링은 이미 시작되었다!

18년 4분기 이후 선진국과(미국) 신흥국 디커플링 본격화

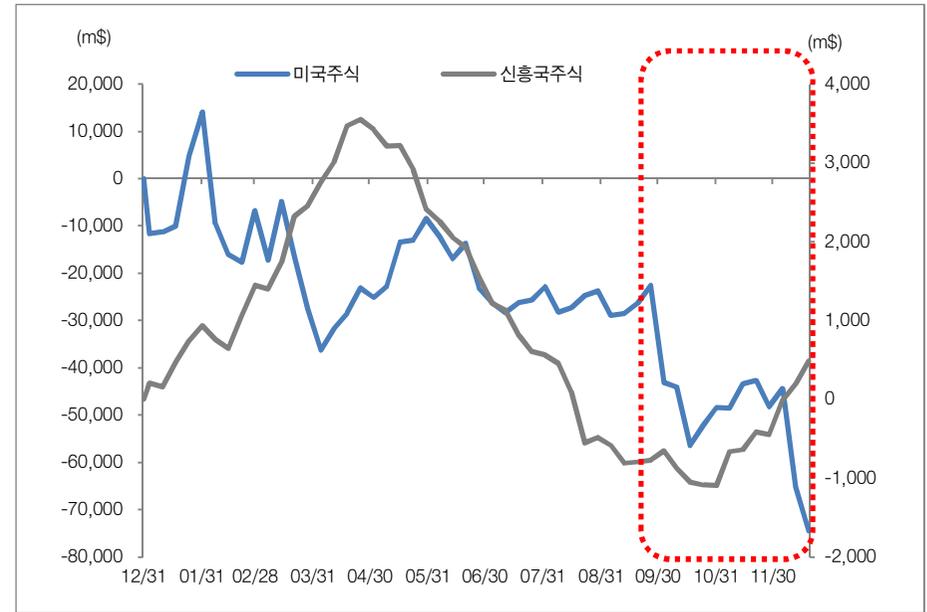
- 18년 12월 지역별 주식시장 수익률 동향은 미국을 중심으로 선진국 증시가 부진한 반면, KOSPI, 중국과 유럽 신흥국 등 신흥국 국가들이 상대적으로 견조한 흐름
- 글로벌 주식시장으로 자금흐름은 18년 4분기부터 신흥국으로 자금이 유입되고 있고 미국 주식에서는 자금이 크게 유출되고 있음

2008년과 2018년 월별 수익률 비교



자료 : Wisefn, 현대차증권

18 4Q 미국 주식 자금 유출, 신흥국 주식 자금 유입



자료 : Wisefn, 현대차증권

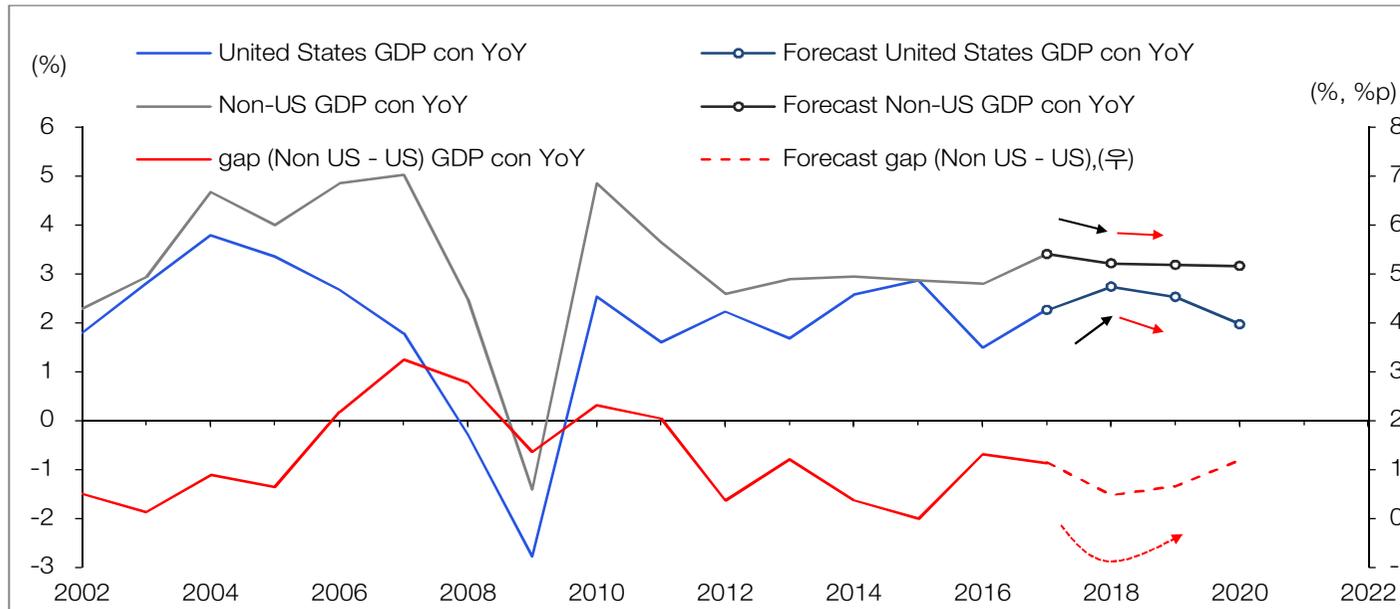


2019년 미국 대비 非미국 경기 부각될 전망

2019년 非미국의 GDP 갭은 축소될 전망

- 2018년 미국 경기는 트럼프 정부의 감세정책 효과로 연율로 환산한 분기 GDP가 18년 2분기와 3분기 각각 4.2%와 3.5%를 기록하며 경기 모멘텀이 부각
- 2018년 세제 개편 효과에 따른 호경기와 미 기업들의 실적개선 효과로 18년 3분기까지 미국 S&P500 지수는 9.0% 가까운 높은 수익률을 기록
- 2019년 미국 경제에 세제 개편 효과가 소멸되면 미국과 非미국의 GDP 갭은 축소될 수 밖에 없고 2019년은 非미국을 중심으로 투자매력 부각 전망

2019년 미국 대비 Non-US 경기 모멘텀 부각 전망



자료 : 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



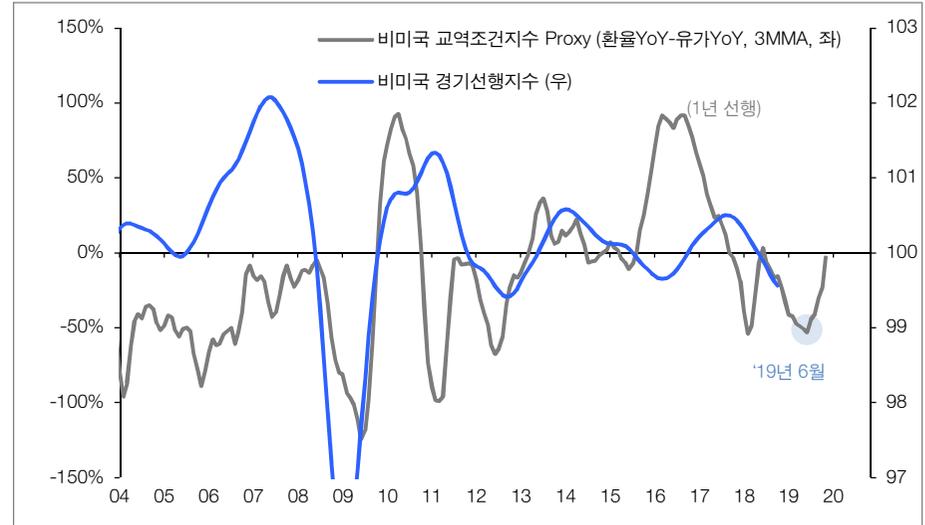
GLOBALITY

非미국 경기, 반등 가능하다: ① 교역조건 개선

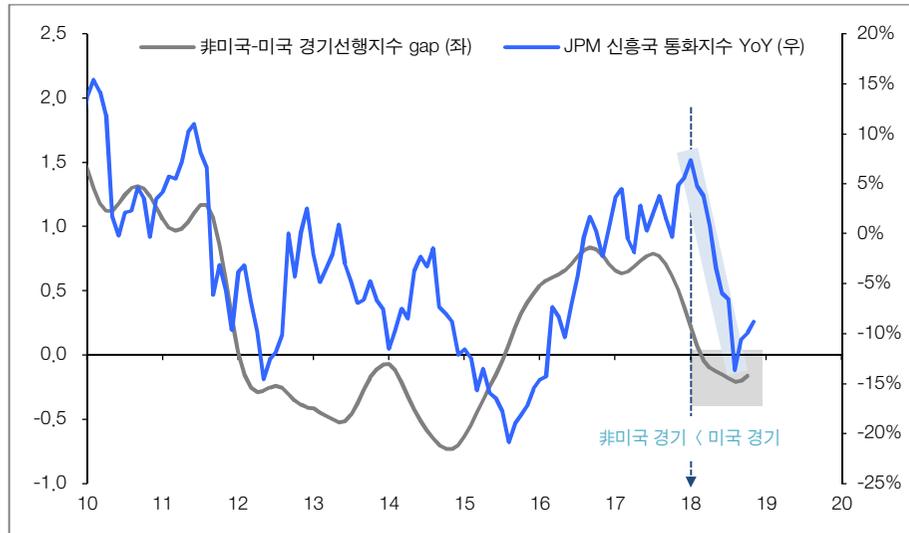
교역조건 개선에 따른 非미국 경기의 반등

- '19년 非미국 경기 반등의 동력 중 하나는 교역조건 개선임
- 연초 이후 미국 경기와 非미국 경기 간의 gap이 확대되면서 신흥국 통화 약세가 심화되었고,
- 특히 미국 원유 재고가 3분기부터 상승하기 시작하면서 유가가 급락했기 때문에
- 교역조건이 가파르게 개선되었음. 非미국 경기에 교역조건지수가 1년 선형함을 감안하면 최소 내년 6월부터는 경기 반등의 조짐이 보일 것으로 예상

非미국은 ①+②에 따른 교역조건 개선으로 '19년 경기 반등 가능

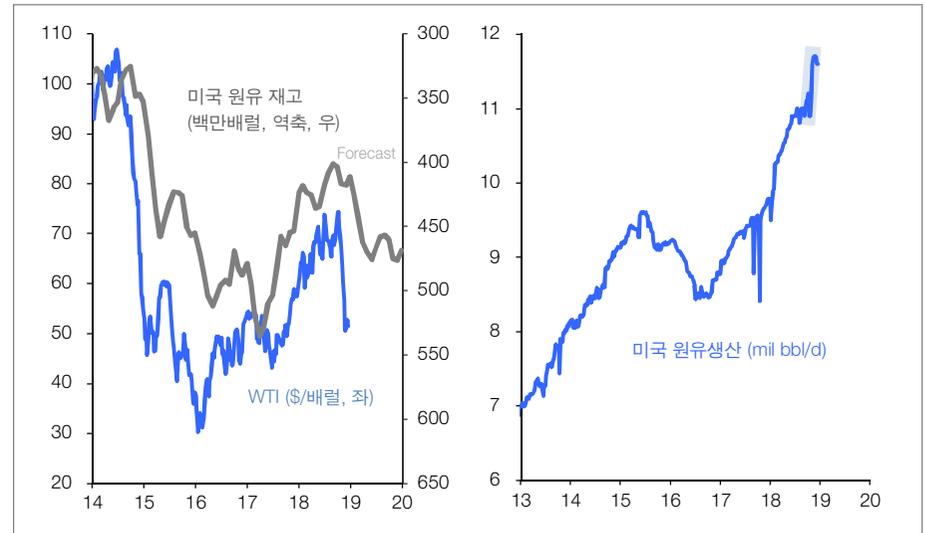


① '18년 미국과 非미국 경기 gap 확대로 인한 신흥국 통화 약세



자료 : Bloomberg, 현대차증권

② '18년 하반기 미국 원유 재고 증가 등에 따른 유가 급락



非 미국 경기, 반등 가능하다: ② 중국의 경기 부양 효과

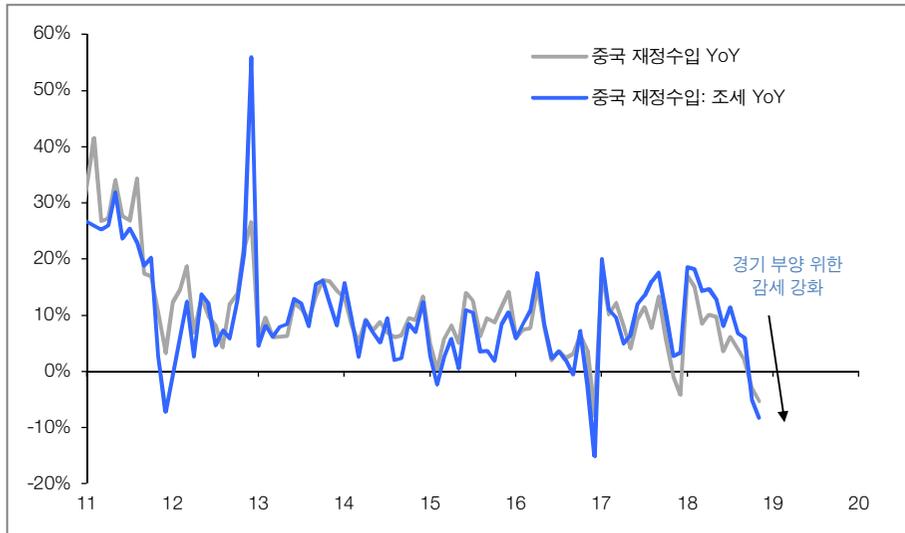
감세 등을 통한 확장적 재정정책

- 중국은 경기 부양을 위해 확장적 재정정책을 펼치고 있음. 최근 중국 재정수입 증가율 모멘텀이 크게 둔화되었는데, 이는 감세의 영향으로 볼 수 있음
- '19년에도 대규모 감세를 단행할 것으로 전망

지급준비율 인하의 효과

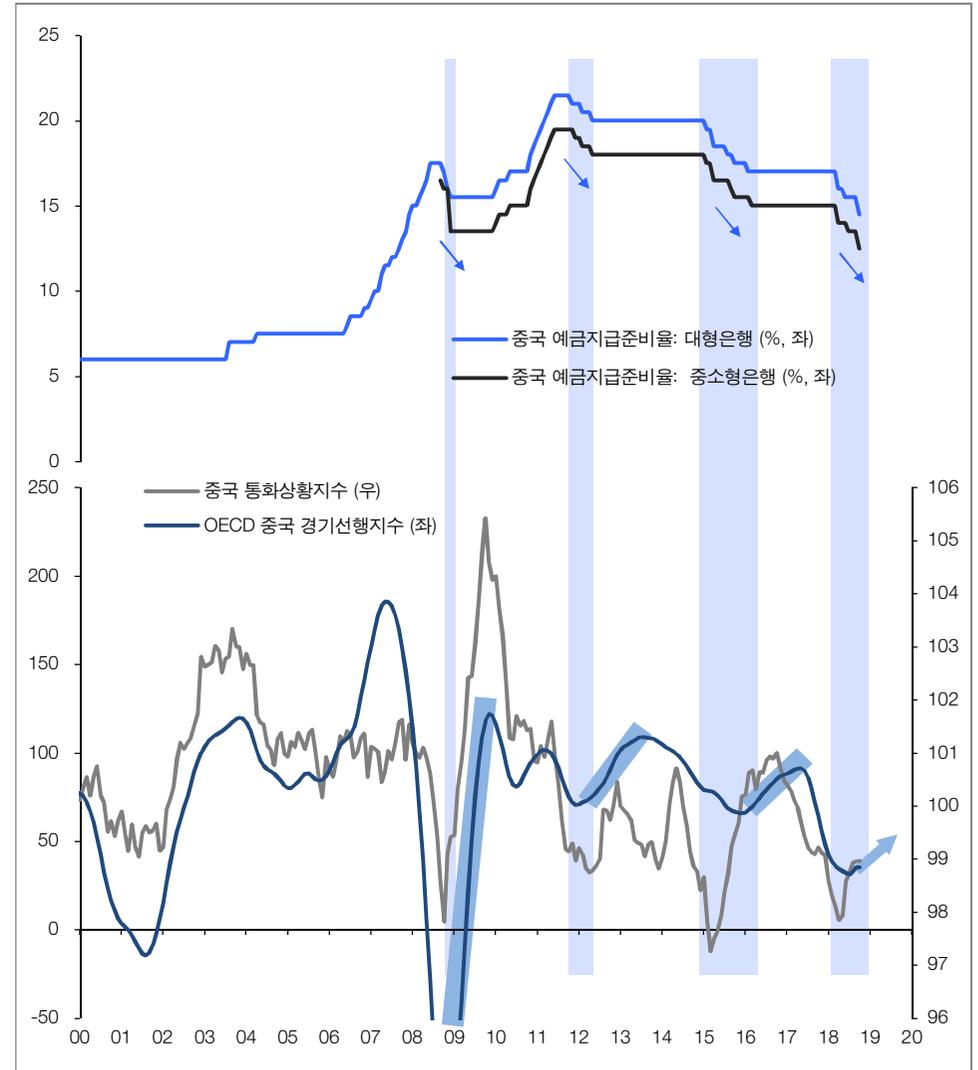
- 한편 연초 이후 단행해 온 지준율 인하의 효과가 '19년 중순부터 나타날 것으로 예상. 과거 평균적으로 첫 지준율 인하 단행 이후 1년 6개월 경과 시 경기가 반등하는 양상이 나타났음
- 내년 상반기에도 추가 지준율 인하가 예상되고 있음

중국은 경기 부양을 위해 감세를 강화하고 있음



자료: 중국 재무부, 현대차증권

연초 이후 이어져 온 지준율 인하 효과가 나타날 것



자료: 인민은행, Citi, OECD, 현대차증권



중국 경기 부양정책 기대

2019년 중앙 경제 공작회의: 중국 정부 경기부양 의지 확인

2019 중앙 경제 공작회의 : 재정, 금융과 투자 확대 기대

- 12월 19~21일 일정으로 2019년 중국 경제 공작회의가 마무리되었음
- 특징적인 점은 부가세 추가 인하 등 1) 재정정책을 적극적으로 확대하고 2) 지방정부 채무 건전화 정책을 (지방채 발행 확대) 통해 투자 확대를 유발, 3) 금융정책도 기준율 인하 및 유동성 공급으로 2018년 디레버리징에서 벗어날 것이 기대됨

	내용	
주요 Key Word	성장률 전망 : 6.5%를 유지 재정정책: 감세 등 적극적인 재정정책 금융정책: 온건한 금융정책을 펼치며, 유동성을 적절히 유지 미-중 무역분쟁 대응 : 지적재산권과 금융시장 개방확대	
7대 정책 방침	1. 고질량 발전	제조업과 서비스업 발전을 통해 제조 강국 건설 목표
	2. 내수시장 확대	교육, 양로, 의료와 문화 등 서비스업 환경 개선과 5G, IoT 등의 산업 육성 지속
	3. 향촌 경제 발전	농촌 활성화 전략 촉진
	4. 지역간 협력 발전	지역 조정 개발
	5. 경제시스템 개혁	경제 체제의 개혁 가속화 금융 인프라 개선과 감독 그리고 서비스 역량 강화
	6. 대외 개방 확대	대외개방 확대를 통해 수출시장 대원화시키고 수입규제를 완화해 무역원가 절감 계획 더 많은 분야의 외자독자기업 경영 허가 WTO 개혁에 적극 참여를 통한 무역과 투자 자유화 동참
	7. 민생보장 강화	빈곤지역 지원 확대와 식품 의약품 안전 강화 취업 우선정책을 통한 일자리 안정
거시정책	적극적 재정정책과 온건적 통화정책	



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

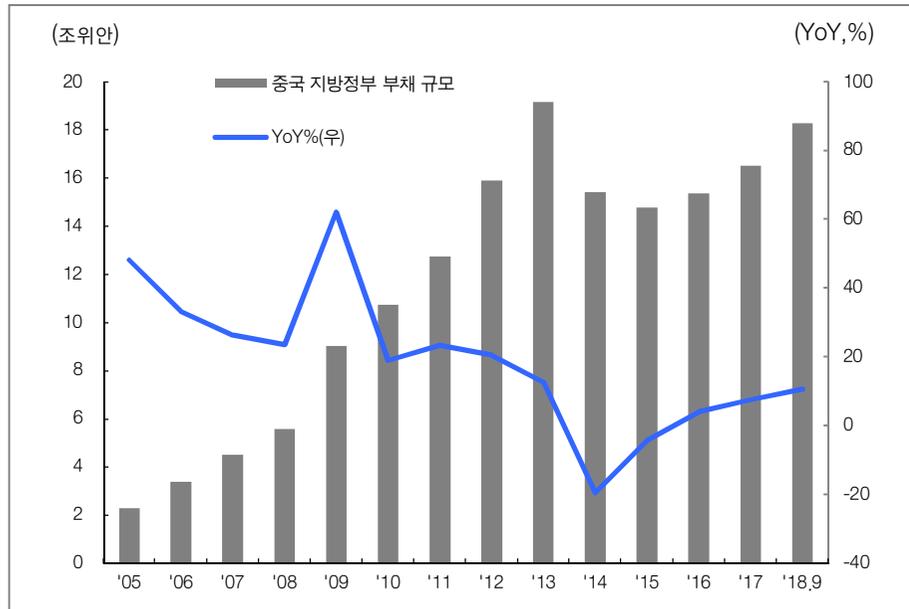


GLOBALITY

중국 채무 리스크 분석 : 지방정부 채권발행 재개로 리스크 완화

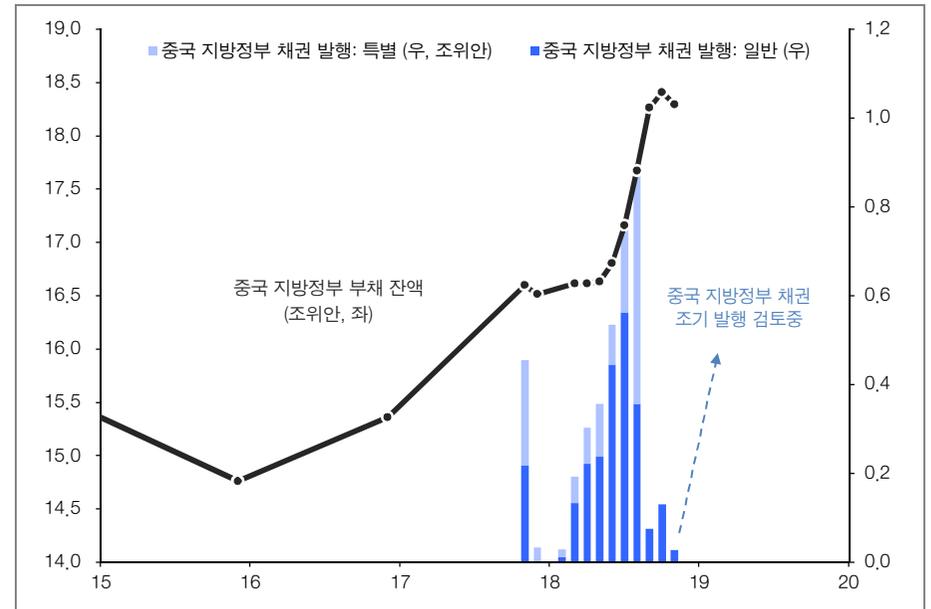
1. 중국 지방정부 부채는 2015년 이후 지방정부 채무 건전화 정책으로 부채 규모가 완화되었지만 2018년 다시 크게 증가하기 시작
2. 2018년 지방정부 부채 증가로 인프라투자가 감소하며 고정자산 투자 또한 감소
3. 2018년 12월 경제공작회의에서 지방정부의 특별채 발행 규모를 2018년 (1조 3,500억 위안) 보다 증가한 1조 9천억원 위안을 언급한 점을 감안, 인프라 투자에 더욱 박차를 가할 것으로 전망
4. 장기 저금리의 지방채가 발행되며 최근 높아진 지방정부 부채 규모는 하락할 것이며 더불어 지방정부의 인프라 투자 역력은 높아질 전망

2018년 중국 지방정부 채무가 가파르게 증가



자료 : 중국 재무부, 현대차증권

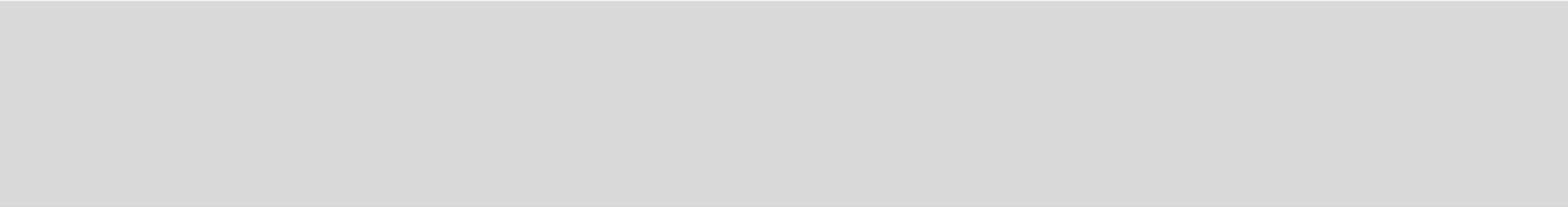
중국 지방정부 채권 발행 추이, 2019년은 확대될 예정



자료 : Markit, 현대차증권



2019년 실적개선 요인 분석



이익전망: 우려는 선반영, 개선 요인 다수 존재

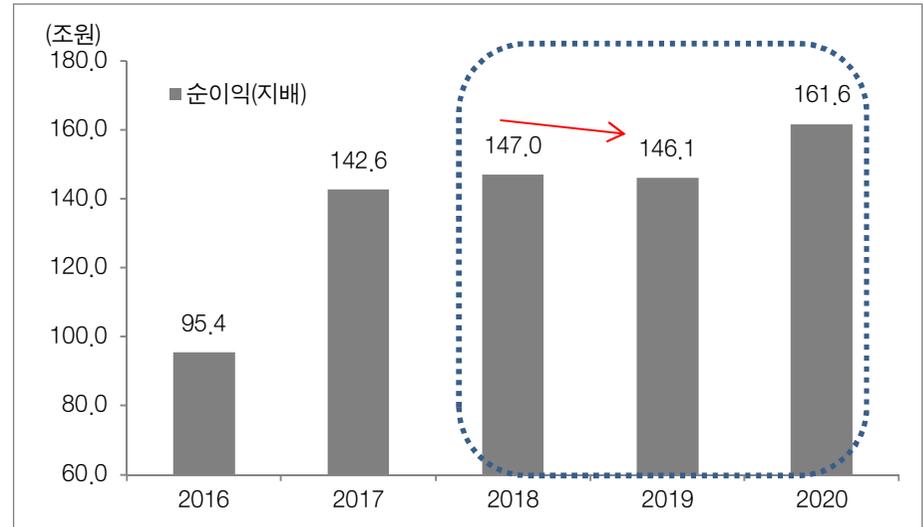
1. 2019년 실적 : 현재 컨센서스로는 감익

- 현재 컨센서스는 2019년 KOSPI 순이익은 반도체 업종의 순이익이 전년대비 9.8조원 가량 감소하며 감익을 예상하고 있음

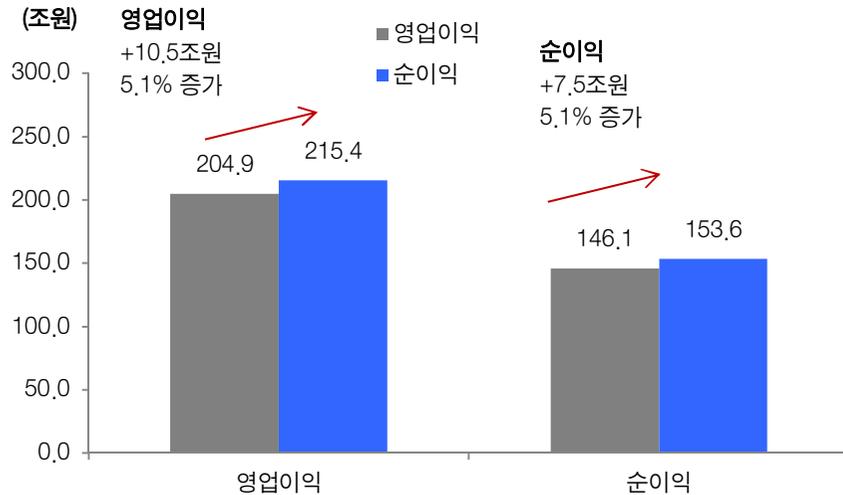
2. 2019년 생산비용 절감과 중국 경기부양 기대로 개선 기대

- 18년 말 WTI 국제유가는 배럴 당 \$45까지 하락
- 유가가 10% 하락하면 생산비용이 0.7%p 개선되는 원가 절감효과 발생
- 또한, 2019년 위안화가 안정과 중국 경기 모멘텀 부각은 2019년 실적개선 기대로 작용할 수 있을 전망

KOSPI 순이익 추이 및 전망

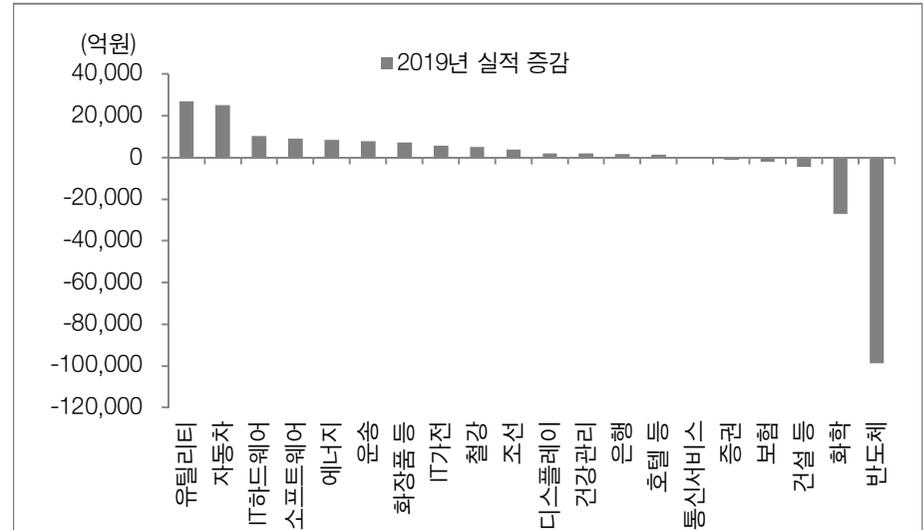


20% 하락할 경우 2019년 생산비용 절감효과 발생



자료: Wisefn, 현대차증권

전년대비 2019년 업종별 순이익 증감

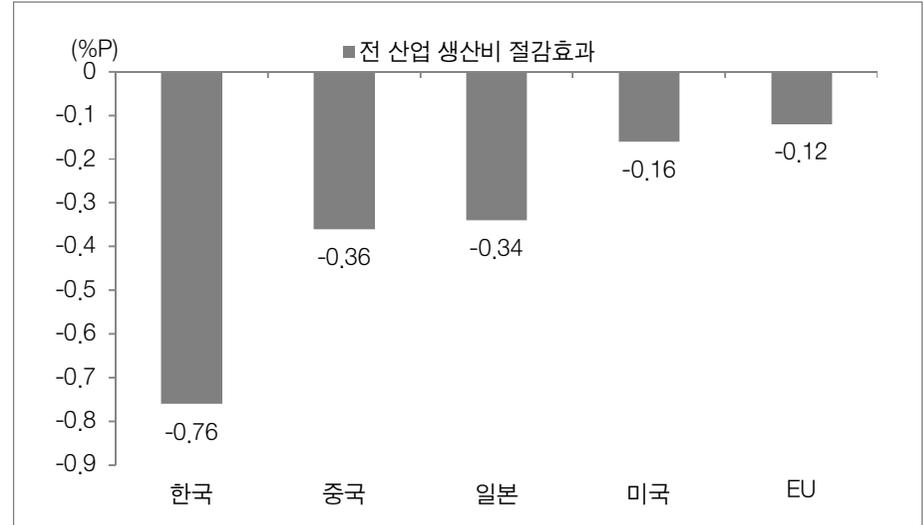


2019년 저유가 환경은 KOSPI 실적개선 요인으로 작용

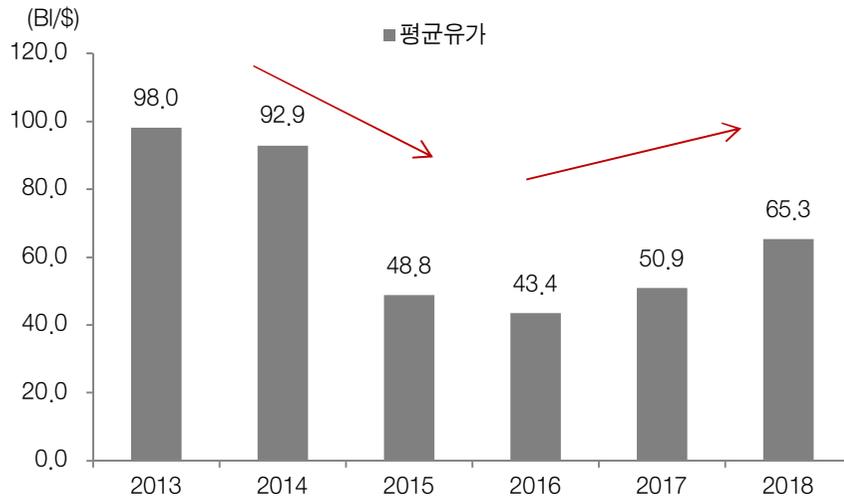
주요국 중 유가 하락에 따른 생산비 절감효과가 가장 높아

- 주요국 유가 10% 하락에 따른 생산비 절감효과를 분석하면 전산업 평균 생산비 절감효과가 0.76%p 절감되어 가장 높은 것으로 나타남
- WTI 국제유가 기준 연평균 유가 추이는 2016년 평균 배럴 당 43.4불까지 하락 한 이후 2017년과 2019년과 각각 상승했음
- KOSPI 매출 원가율을 분석하면 유가가 크게 하락한 2015년과 2016년 매출원가율이 각각 3.0%p와 1.4%p 하락
- 2018년 대비 (배럴 당 65.3불) 2019년 평균유가가 하락할 경우 상장기업의 생산비 절감효과가 기대됨

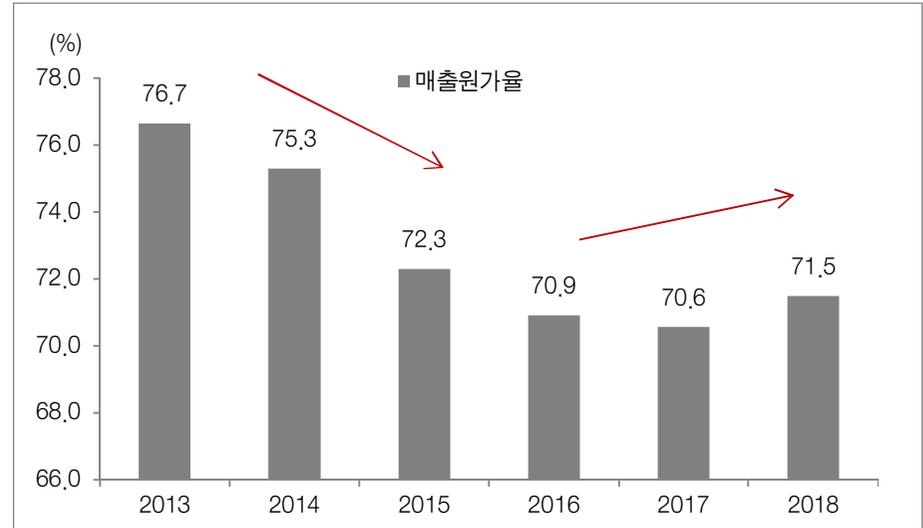
주요국 유가10% 하락시 생산비 절감 효과



연간 평균 국제유가 동향



KOSPI 매출 원가율 추이



자료: Wisefn, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



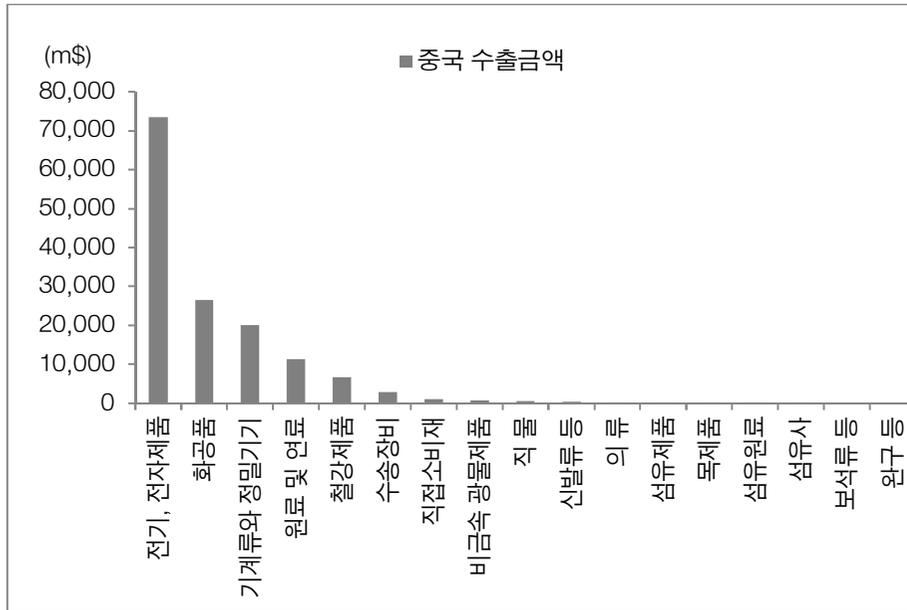
GLOBALITY

중국 경기 부양정책은 중국 관련 업종 실적개선 요인

중국 수출규모가 높은 업종 수혜 전망

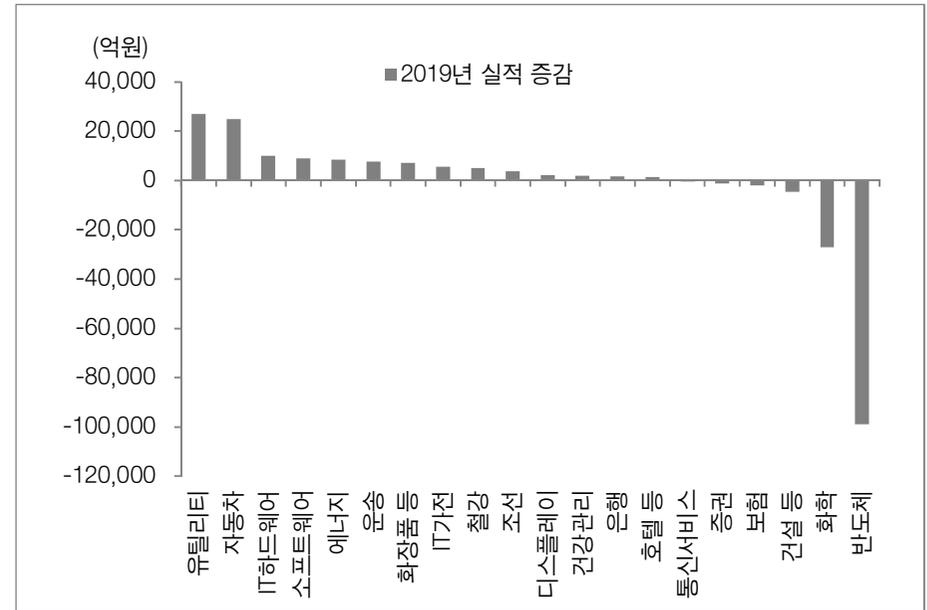
- 2018년 11월까지 업종별 중국 수출규모를 분석하면 전기, 전자제품, 화공품, 기계류, 철강 제품 등의 수출규모가 큰 것으로 나타남
- 현재 컨센서스에 따르면 2019년 반도체, 화학, 건설 등 업종의 실적이 전년대비 크게 감소할 것으로 전망됨
- 18년 12월 중앙 경제공작회의를 통해 2019년 중국의 경기 부양정책 의지가 확인된 만큼 감익 우려에도 불구하고 2019년 중국 수출이 높은 업종들의 실적 전망이 개선될 것으로 기대

2018년 업종별 중국 수출규모



자료 : Wisefn, 현대차증권

컨센서스에 따른 전년대비 2019년 순이익 증감규모



자료 : Wisefn, 현대차증권



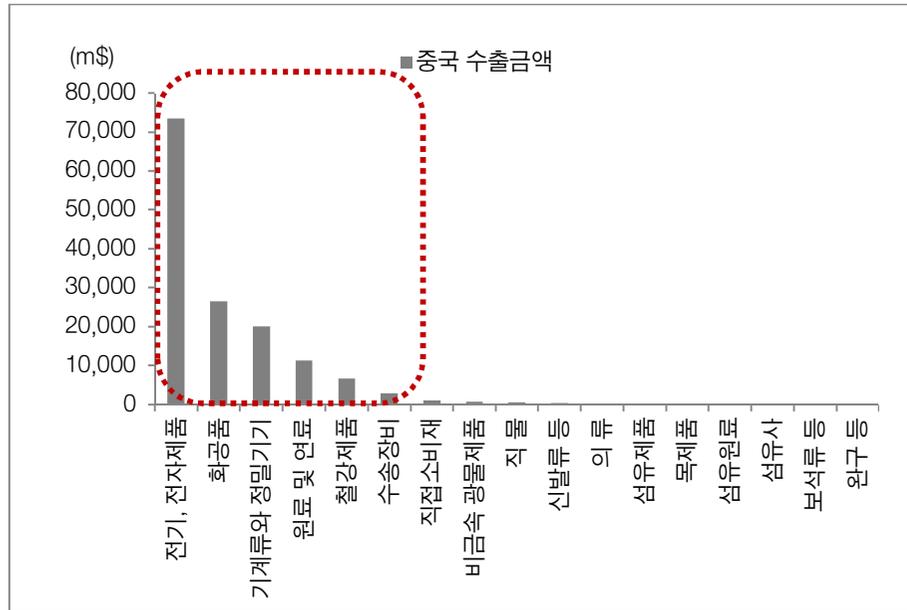
투자전략:중국 수혜주에 관심 필요

2019년을 대비한 투자전략: 중국 수혜주에 관심

중국 수혜주 관심

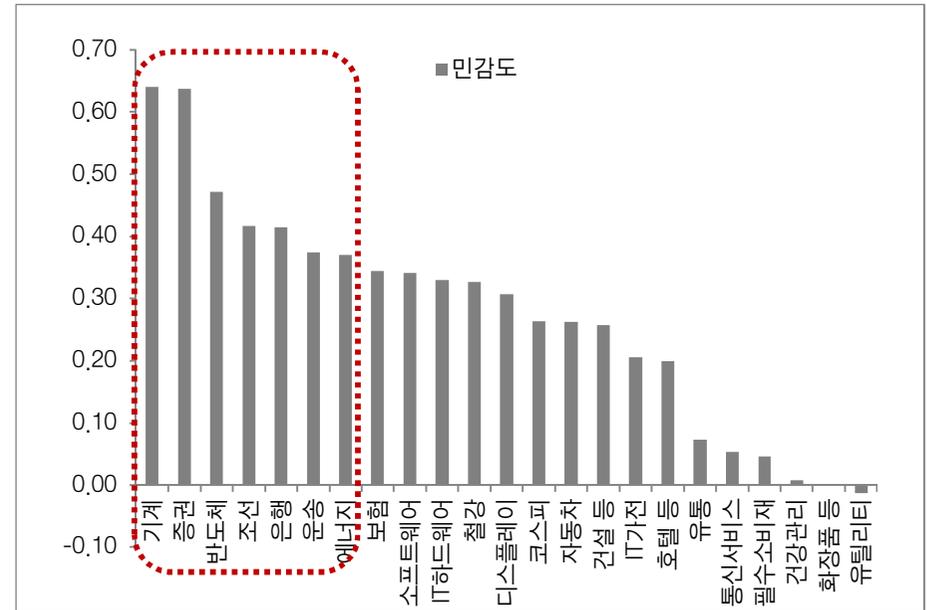
- 2018년 11월까지 업종별 중국 수출규모를 분석하면 전기, 전자제품, 화공품, 기계류, 철강 제품 등의 수출규모가 큰 것으로 나타남
- 최근 36개월 동안 업종별 상해증시 민감도를 분석하면 기계, 증권, 반도체, 조선과 운송 업종이 상대적으로 민감한 것으로 나타났음
- 2019년 중국 경기부양책을 대비해 기계, 철강, 조선 등 중국 수혜주에 관심이 필요한 시점

2018년 업종별 중국 수출규모



자료 : Wisefn, 현대차증권

업종별 상해증시 민감도



자료 : Wisefn, 현대차증권



감사합니다.

