



Kyobo Macro Study

China 는 지금

| Research Center |

Analyst

김형렬(주식)

임동민, 이영화(경제, 외환)

백윤민(채권)

유민선(화장품, 유통)

백광제(건설)

박건영(인터넷, 통신, 게임)

- **주식** - 치세의 간웅, 난세의 영웅
- **경제** - 미-중 무역협상과 경기부양정책의 영향
- **외환** - 위안화, 완만한 강세 전망
- **채권** - 온건한 통화정책 기조 유지
- **금융** - 중국 자본시장 개방과 MSCI 지수 편입 확대
- **건설** - 미-중 분쟁의 간접 영향, 주택에 수혜?
- **화장품** - 양호한 지표 속 옥석 가리기
- **통신/인터넷** - 5G 올인, 텐센트, 넷이즈 판호 발급

CON- TENTS

4	Keyword, Mind Map
5	주식 - 치세의 간웅, 난세의 영웅
7	경제 - 미-중 무역협상과 경기부양정책의 영향
9	외환 - 위안화, 완만한 강세 전망
11	채권 - 온건한 통화정책 기조 유지
13	금융 - 중국 자본시장 개방과 MSCI 지수 편입 확대
15	건설 - 미-중 분쟁의 간접 영향, 주택에 수혜?
17	화장품/유통 - 양호한 지표 속 옥석 가리기
19	통신/인터넷/게임 - 중국 5G 올인, 텐센트, 넷이즈 판호 발급

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

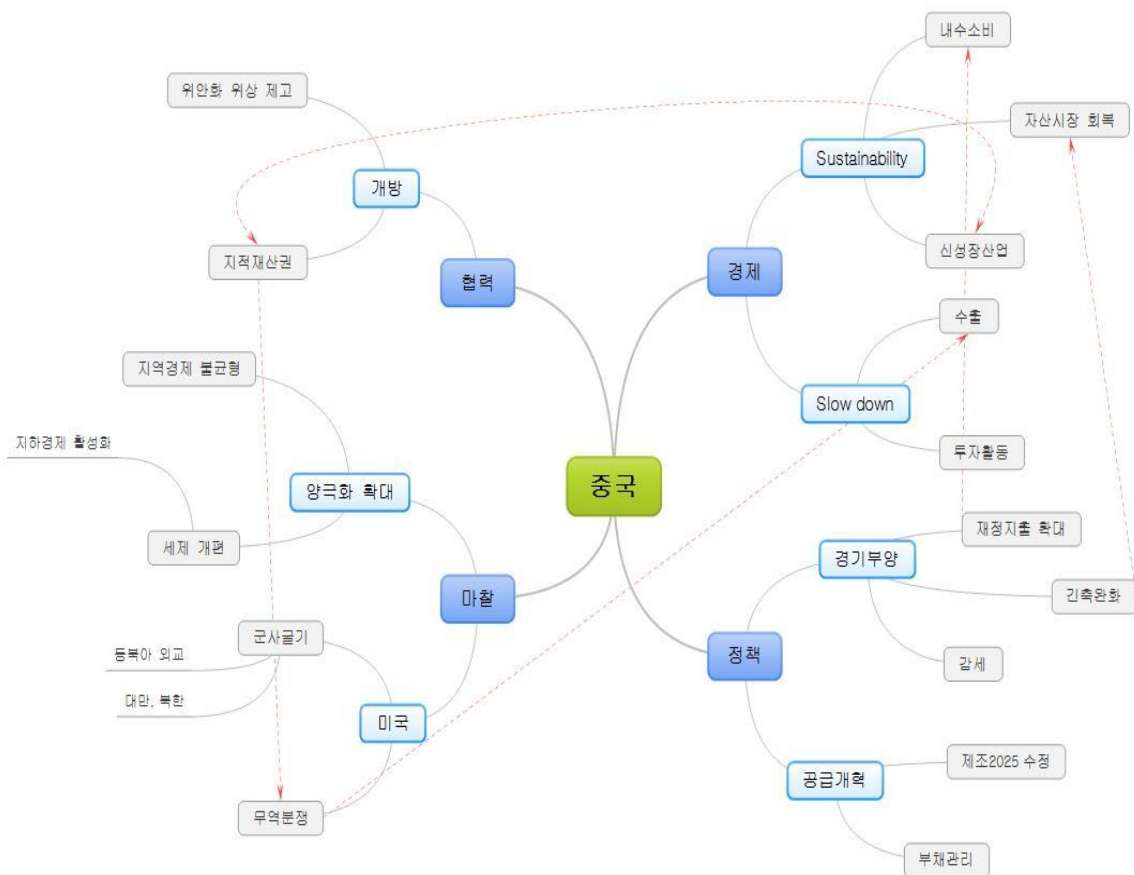
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



- ▷ 주식 - 글로벌 경기침체 및 선진국 투자매력 약화는 중국을 포함한 신흥국 투자자산의 순환적 기회 제공
- ▷ 경제 - 무역협상 타결은 중국에 대한 투자판단에 있어 위기에서 기회로 전환시키는 촉매제 역할
- ▷ 외환 - 중국 경기여건을 고려할 때 위안화 가치 회복은 쉽지 않지만, 불확실성 해소가 도움이 될 것
- ▷ 채권 - 온건한 통화정책은 유지되겠으나 급진적 금리인하와 대규모 부양정책 등장 가능성은 제한적
- ▷ 금융 - 중국 금융시장 개방은 이제 시작. 중국관련 투자상품에 대한 관심 모아질 것
- ▷ 건설 - 중국 이슈에 따른 건설산업의 영향은 중립적. 금리인상 우려 완화는 부동산 시장 안정에 도움
- ▷ 화장품/유통 - 국내 면세 매출, 괄목할 만한 성장 기대는 어려워. 하반기 실적개선 가시성에 따른 투자
- ▷ 통신/인터넷/게임 - 중국 5G에 올인, 판호 불확실성 점진적 개선 기대

Mind Map

#중국경제, #경제정책, #마찰과 협력



치세의 간웅, 난세의 영웅

Analyst 수석연구위원 김형렬

3771-9773, jeff2000@iprovest.com

- 2018년 중국증시는 -24.6% 급락해 부진했으나, 올해 연초 이후 약 20% 반등세를 보임
- 중국증시 회복의 1차 원인 ☞ 무역분쟁 해소 기대감, 경기둔화 위협에 맞서는 중국 정부의 정책기조 변화
- 중국증시 회복의 2차 원인 ☞ 저금리 환경 재현, 신흥국 투자매력 개선, 위안화 가치회복 기대
- 선진국 경제의 침체위기는 신흥국 투자자산을 포함한 위험자산의 순환적 투자기회를 제공할 수 있음
- 경기여건 악화에 즉각적이며 유기적 대응이 가능한 중국의 성장 잠재력은 높이 평가

중국 증시의 부진과 회복 과정

지난해까지 침체되었던 중국 주식시장의 회복에 따라 중국 뿐만 아니라 신흥국 투자자산에 대한 관심이 높아지고 있다. 2018년 중국증시의 침체는 대외적으로 미국과의 무역전쟁 시작으로 수출 경쟁력이 약화된 데 있고, 내부적으로는 당정의 부정부패 문제 해결, 자산시장(주식, 부동산)의 가격 억제 노력, 공급개혁 강화 등의 영향이 있던 것으로 분석된다. 앞선 변수가 완벽히 해소된 것은 아니지만, 미국과의 무역분쟁 해결 의지 및 시장개방 확대를 시작으로 중국 내의 투자기회를 글로벌 투자자에게 제공함으로써 공생의 길을 걷기 위한 정책기조의 변화가 주식시장에도 반영되는 것으로 보인다.

신흥국 주식시장과 호흡을 같이 하는 중국 증시

최근 MSCI 정기변경에서 알 수 있듯이 중국증시의 영향력은 더욱 확대될 것으로 보인다. 과거 중국증시와 신흥국 증시의 상관관계가 높았던 점을 고려하면 긍정적인 변화라고 할 수 있다. 비단 중국증시의 상승 뿐만 아니라 글로벌 채권가격 강세(금리 하락)의 변화는 고밸류에이션 비중이 높은 신흥국 증시가 상승하는데 간접적 도움을 주었던 것을 확인할 수 있다. 즉 중국증시의 상승이 정책기조의 변화 뿐만 아니라 증시 주변 여건이 추가 동력이 되어주고 있음을 알 수 있다.

위안화 가치 재평가 중국증시 투자매력 을 높일 수도..

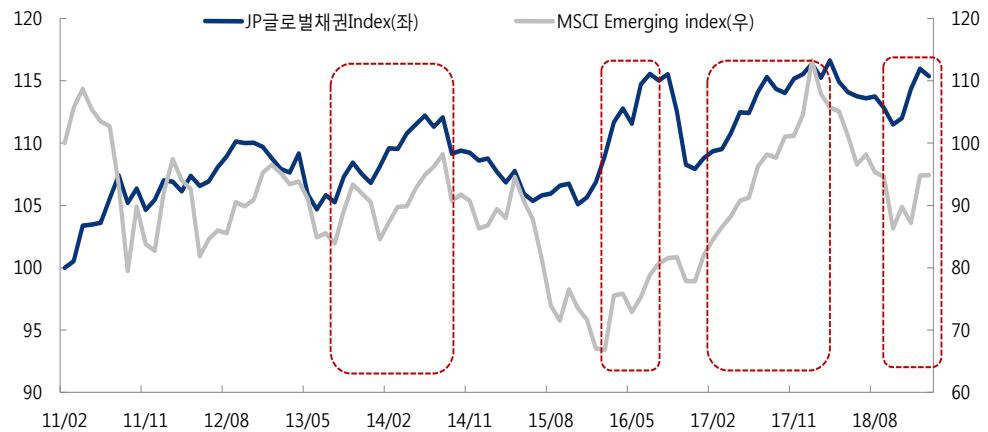
미국과의 무역분쟁과 성장 둔화 우려가 현재 위안화 약세에 반영되어 있고, 앞으로 재정지출을 확대하는 적자 운영의 계획을 고려하면 위안화 가치 회복은 쉽지 않아 보인다. 하지만, 현재 중국이 직면한 문제를 해결할 수 있다면 위안화의 절상압력이 강화될 것이고, 현재 위안화 표시 자산에 대한 저평가된 가치는 재평가 받을 여지가 크다.

글로벌 경제가 어려울 때 기회를 찾게 되는 중국

최근 중국증시 상승을 2004~2006년, 2014~2015년과 비교하는 것은 성급하다. 하지만 흥미로운 사실은 중국 증시가 강세를 보였던 시기가 미국 연준의 통화정책 기조의 변화가 있었던 시기라는 점이다. 중국 주식시장은 중국 안의 펀더멘탈도 중요하지만, 대외적은 투자환경의 변화가 더욱 중요함을 알 수 있다. 글로벌 경제의 회색빛 전망이 짙어질수록 중국에서 희망의 불빛을 찾으려 할 가능성이 크다는 점을 기억해 두자.

신흥국 주식시장

글로벌 채권시장의
변화에 따라
투자 결정



자료: 교보증권 리서치센터

신흥국 주식시장과
호흡을 같이 하는
중국증시



자료: 교보증권 리서치센터

위안화 가치에 대한
재평가, 중국증시의
투자판단에 중요한
바로미터



자료: 교보증권 리서치센터

미-중 무역협상과 경기부양 정책의 영향

Economist 연구위원 임동민
3771-9342, dmlim2337@iprovest.com

- 미-중 무역협상은 3~4월 정상회담에서 공식적인 합의문서 도출을 목표로 막판 진행 중
- 핵심 쟁점은 중국의 1) 무역흑자 축소, 2) 산업보조금 축소, 3) 강제기술 이전 금지, 4) 지적재산권 지불, 5) 환율조작 금지. 중국의 신규 외국인 투자법 초안 마련 등을 볼 때, 양측 협상간 진전이 관측
- 중국 전인대에서 경제성장률 목표 하향, 중국 제조 2025 수정, 감세 및 규제완화 등 경기부양 정책 제시
- 미-중 무역협상 잠정합의, 중국 전인대 중 관계개선 발표, 양국 정상회담, 중국 경기개선 순으로 전개

미-중 무역협약, 막바지 조율 과정. 미국의 요구에 대한 중국의 수용이 관찰

미국 무역대표부 라이트하이저 대표와 중국 왕서우원 상무부 부부장을 비롯한 양국 무역 협상진은 결과 도출에 주력하고 있음을 표명했다. 양국 무역협상진은 3~4월 트럼프 미 대통령과 시진핑 중 국가주석 간 정상회담에서 공식적인 합의 선언을 목표로 막바지 조율을 진행 중이다.

미-중 무역협상은 중국의 1) 무역흑자 축소, 2) 산업보조금 축소, 3) 강제기술 이전 금지, 4) 지적재산권의 지불, 5) 환율조작 금지 등 핵심쟁점에 대해 미국이 요구하는 실행 메커니즘을 중국이 수용하는지 여부에 초점이 맞추어져 있다. 최근 중국이 발표한 신규 외국인 투자법 초안을 보면 미국의 무역협상 요구가 반영된 측면이 많다. 따라서 미-중 무역협상은 2018년 대치 상황에서 2019년 조율 상황으로 개선되었으며 합의점을 찾는 방향으로 전개되고 있다.

무역협상 결과에 따라 2018년 중 부과되었던 양국의 관세가 인하, 또는 철회될 가능성도 관측되고 있다. 양국의 관세인하가 결정된다면 미국과 양국의 교역 위축 상황보다는 미국의 중국에 대한 투자증가, 중국의 미국에 대한 수입 증가 등으로 오히려 교역조건은 개선될 가능성도 있다.

중국 전인대, 경제전망 하향 및 경기부양 정책 발표

한편 중국은 2019년 3월 3일 전인대(전국인민대표회의)와 정협(전국인민정치협상회의)가 개최되었다. 올해 경제성장률 목표를 6~6.5%로 하향 조정하고, 부가가치세, 소득세 인하 등 감세와 재정지출 확대 등 적극적인 경기부양 조치 시행을 발표하였다. 미-중 무역협상과 관련해 주목할 것은 중국 제조 2025 발언을 지양해 현재 협상대상인 미국을 자극하지 않고 있다는 점이다. 결국 미국과 무역협상을 성공적으로 도출해 중국 경제의 하강위험을 제거하고, 내부적인 경기부양 정책을 통해 경기회복을 도모할 수 있는 기회를 타진하는 국면으로 판단된다.

중국에 대한 시각, 위기에서 기회로 전환시키는 관점

향후 중국 경제전망과 관련해서 1) 미-중 무역협상의 잠적 합의안 도출, 2) 중국 전인대에서 미-중 양국의 관계개선 발표, 3) 3~4월 양국 정상회담이 진행된 이후, 4) 중국 경기개선 시각 확대 등의 순서의 진행이 기본적인 상황전개 양상이 될 전망이다. 중국 경제에 대한 시각을 위기에서 기회로 전환시키는 관점이 요구되는 시점이다.

[도표 1] 중국의 신규 외국인 투자법 초안

항목	내용
강제기술 이전 금지	외국기업에 대한 광범위한 강제기술이전 금지조항 포함. 자발적 원칙과 무역규칙에 근거한 기술협력을 장려 외국기업의 영업활동에 대한 정부의 개입 및 시장진입 및 퇴출에 대한 비합법적인 환경 조성 원칙적 금지, 중국과 외국기업간 기술협작은 자발적 합의의 경우만 허용
외국기업의 내국민 대우	중국 내에서 외국 기업에 의해 생산된 물품에 대해 자국산 물품과 동등한 대우 명시 정부에 물품을 조달하거나 산업 표준화 과정에 있어서 외국기업이 동등한 대우를 받는 조항 포함
외국기업 금융규제 완화	외국기업의 금융거래와 자금조달 강화 및 규제완화, 외국기업이 주식 및 채권발행을 통한 자금조달을 허용. 해외송금시 위안화와 외화 중 기업이 선호하는 통화 사용 자율권 보장
해외투자관련 제도 개선	기존 3 개 외국인 투자관련법(외자기업법, 중외합작경영기업법, 중외합자경영기업법)을 통합. 외국인투자와 관련한 규정을 마련시 외국기업의 의견을 수렴하고 불만사항 처리 메커니즘 구축
중국기업 해외투자 보호	중국기업이 해외에서 차별적인 대우를 받았을 때 대응할 수 있는 보복조치 마련 중국이 해외투자와 외국인투자 등에서 차별적 대우를 받아 국가안보에 영향을 미칠 경우 이에 상응하는 조치 강화

[도표 2] 중국 전인대 주요 경제 목표 및 실적

항목	2019 년	2018 년		2017 년	
	목표	목표	실적	목표	실적
경제성장률	6~6.5%	6.5% 내외	6.60%	6.5% 내외	6.80%
GDP 대비 재정적자	2.80%	2.60%	4.20%	3.00%	2.90%
도시 신규고용	1,100 만 명	1,100 만 명 이상	1,361 만 명	1,100 만 명 이상	1,315 만 명
도시등록 실업률	4.5% 이하	4.5% 이하	3.80%	4.5% 이하	3.90%
CPI 상승률	3% 내외	3% 내외	2.10%	3% 내외	1.60%
M2 증가율	명목 GDP 증가 수준		8.10%	12% 내외	8.10%

[도표 3] 2019 년 중국 전인대 10 대 과제

분야	주요 내용
경제의 합리적 성장	제조업 부가가치 세율을 기존 16%→13%로 인하(운수/건설업은 10%→9%). 기업감세 및 사회보장 부담금 경감 약 2 조 위안. 고용 확대
시장역할 강화 및 경영환경 개선	시장진입 네거티브제도 구축. 경영 및 영업 허가증 분리를 통해 정부의 허가제도를 축소. 2 년 내 고속도로 하이패스 전면 실행 등
혁신 및 신동력 배양	혁신적인 과학기술 개발과 산업 응용체계 구축을 통해 신구동력의 전환을 추진. 특히 빅데이터, 인공지능, 차세대 정보기술, 바이오, 신재생 자동차 등 신중공업 클러스터 육성
내수 확대	신소득세법 정착을 통해 감세를 시행. 양질의 제품과 서비스 공급을 위해 민간자본의 진입장벽을 제거. 양로 서비스를 발전시키는 등의 복지도 강화. 철도 8,000 억 위안, 도로/수운 18 조 위안 투자 등
농촌 진흥	빈곤지역(3 구 3 주: 티베트/신장난강의 3 개구 및 임하주/노강주 등 3 개주 개발 및 발전 강화. 13 차 5 개년 계획에 언급된 빈곤 이주 계획 완성 등. 식량 생산량 안정을 위해 농지 8,000 묘 이상을 신규로 확대
신형 도시화	지역 불균형 발전 해소하고 노동의 융합발전을 추진. 서부지역 개발을 위한 정책수립과 소득세 혜택 유지. 서민주거 문제 해소를 위해 관련 시스템을 개혁
오염 방지	이산화황, 질소산화물 배출량 3%, 화학 산소량, 암모니아 배출량 2% 감소. 초미세먼지(PM 2.5) 축소 등 환경개선을 위한 기업의 책임 강화. 친환경 산업 육성 등을 통해 녹색발전 능력을 제고
중점영역 개혁	민간경제 발전 및 시스템 개선. 지방세 및 부동산세 시스템 개혁. 금융시스템 및 은행시스템 개혁. 국유기업 및 국유자산에 대한 감독을 강화하고 민간-국유간 혼합경영을 통해 기업의 지배구조 및 효율성도 제고
전면적 대외개방	국제협작 및 경쟁력 배양. 외자기업에 대한 네거티브 리스트 축소 등 시장진입 허용 확대. 수출시장 다변화 및 수출지원 정책 강화. 서비스 무역의 발전 촉진. 일대일로로 공동건설을 통해 국제협력을 강화. FTA 확대 등
사회 및 민생 개선	GDP 대비 재정성 교육비 4% 이상 및 중앙정부의 교육관련 지출 1 조 위안 이상을 유지. 취학전 교육 시스템 개선. 인당 의료보험 보조금 30 위안 증액. 중증질환 보조금 지급 비율을 기존 50%에서 60%로 확대

자료: 중국 국무원, 전인대, 교보증권 리서치센터

위안화, 완만한 강세 전망

Economist 수석연구원 이영화

3771-9113, young@iprovest.com

- 위안화는 중국 경기둔화 우려가 확산되면서 추가 약세 압력이 높아졌지만, 위안화는 미·중 무역협상 타결 기대와 인민은행의 적극적 대응 등으로 6.6~6.8위안 구간에서 안정적인 모습
- 무역협상은 전격적 타결보다는 추가관세 부과를 유보하고, 중국이 미국의 환율조정을 받아들이는 방식의 부분적 합의를 이뤄낼 가능성이 높음
- 위안화는 미 연준의 금리인상 속도 조절, 양회 개막 속 중국 부양책 기대, MSCI 중국 A주 비중 확대 등의 호재로 완만한 강세 전망

위안/달러,
경제지표둔화에도
추가절하 제한되며
안정된 모습

지난해 위안화는 연초 중국정부의 위안화 환율 안정화 노력 및 자본유출 통제 강화로 강세흐름을 이어갔지만, 무역분쟁이 장기화되면서 빠르게 하락하였다. 현재, 중국경제는 오랫동안 경기둔화 및 하강 국면을 지나는 과정이며, 작년 12월 이후 중국 성장률 및 제조업, 교역지표 부진이 본격화되면서 경기둔화 우려가 확대되고 있다. 다만, 위안화 같은 경우 경제여건상 절하 압력이 크지만, 미·중 무역협상 타결에 대한 기대감과 인민은행의 위안화 환율 안정 의지로 추가 절하가 제한되며 6.6~6.8위안 구간에서 안정된 모습을 보이고 있다.

미·중 협상
전격적 타결보다는
환율조정으로
형태 전환

협상시한을 연장한 미·중 무역협상은 마무리단계에 접어들었지만, 전격적인 타결보다는 양국이 점진적인 절충점을 모색하고 있는 것으로 보인다. 현재 미국이 대중 추가관세 부과를 유보하고, 중국이 미국의 환율조정을 받아들이는 방식으로 부분적 합의를 이뤄낼 가능성이 높다. 지적재산권과 관련해 중국과 미국의 합의도출이 쉽지 않겠지만, 환율 조정에 있어서는 미국의 요구를 수용하며 위안화의 점진적 평가절상을 허용할 것이다. 무역분쟁 장기화로 중국 경제가 급격한 하락세를 나타냄에 따라, 위안화 가치 하락을 제어하지 않으면 자본유출이 이어져 궁극적으로는 신흥국가가 반복적으로 겪은 외환위기에 빠질 위험이 있기 때문이다. 또한, 중국은 경상수지 흑자가 지속되고 있고, 여전히 충분한 외환보유고를 갖추고 있어 위안화의 점진적 절상을 유지할 수 있다.

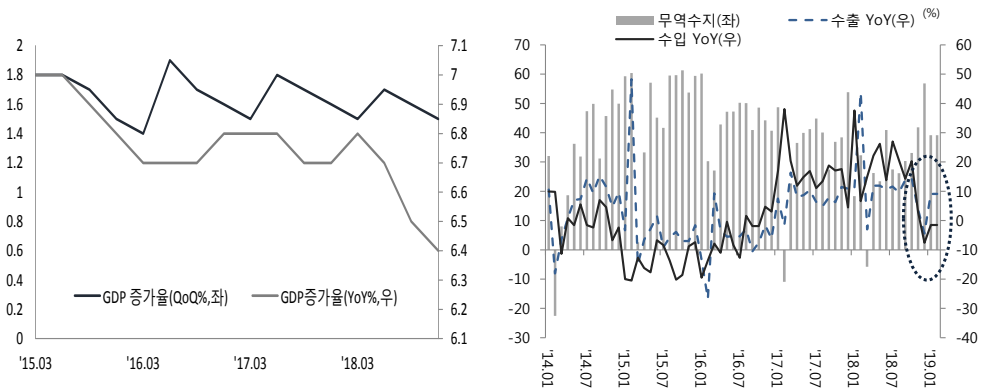
연준 금리인상 속도
조절, MSCI 편입 확대 등의 호재도
위안화 강세재료

연준의 금리인상 속도조절, 양회 개막 속 중국 부양책 기대, MSCI의 중국 A주 비중 확대 등의 호재도 위안화 강세 재료로 작용할 전망이다. 지난해 연준이 4차례의 금리인상을 단행한 반면에, 중국은 국내경기 둔화를 방지하기 위해 4차례 기준율을 인하를 통해 유동성을 공급했다. 그 결과 양국간 금리차가 축소되며 위안화 가치가 절하되었다. 연준의 금리인상 속도조절로 미·중 금리차로 인한 자본유출 압력이 완화되면 달러화 약세-위안화 강세 구도로 전환되며 중국의 자본유출 우려도 완화될 것으로 판단된다. 중국 양회에서는 과거와 같은 대규모 부양책을 기대하기 어렵다는 점에서 정책 서프라이즈 가능성은 낮지만, 시장 분위기 전환의 터닝 포인트가 될 것이라는 기대는 유효하다. 또한, 해외투자자들이 보유한 위안화 표시 금융자산 증가세도 여전히 지속되고 있어 위안화는 강세요인이 우세할 것으로 보인다.

중국 GDP,
금융위기이래 최저

중국 수출수입 급감

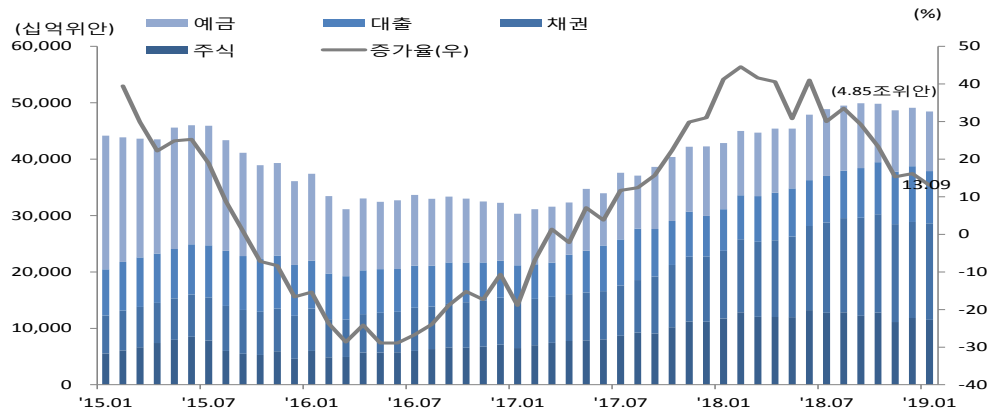
중국 GDP 및 수출입 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

해외투자자들이 보유
한 위안화 표시 금융
자산 증가 지속

외국인 위안화 표시 금융자산 보유액 증가세 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 금리인상 마무
리 이후 위안화 가치
는 절상되는 경향

과거 미 금리인상 전·후 중국 위안화 가치 변동

시기	FFR	-18M	-12M	-6M	인상기간내	+6M	+12M
94.02.03~95.02.01	3 → 6	-3.2477	-2.9066	-2.9204	0.2576	0.138	0.1252
99.06.29~00.05.16	4.75 → 6.5	0.0008	0.0012	0.0000	0.0009	0.0009	0.0008
04.06.29~06.06.29	1 → 5.25	0.0006	0.0009	0.0003	0.2811	0.191	0.3804
15.12.17~현재	0.5 → 2.5	-0.2575	-0.2865	-0.2742	-0.237	-	-
15.12.15~16.12.13	0.25 → 0.5	-0.2515	-0.2689	-0.2533	-0.44	0.1106	0.2828
16.12.13~17.03.16	0.5 → 1	-0.6939	-0.4432	-0.3167	0.0043	0.3454	0.5632
17.03.16~17.06.15	1 → 1.25	-0.5281	-0.376	-0.2233	0.0902	0.1985	0.3691
17.06.15~17.12.14	1.25 → 1.5	-0.3455	-0.226	0.0971	0.1985	0.1706	-0.2983
17.12.14~18.03.22	1.5 → 1.75	-0.0924	0.2956	0.1824	0.2743	-0.5221	-
18.03.22~18.06.14	1.75 → 2	0.303	0.5469	0.2399	-0.0667	-0.5059	-
18.06.14~18.09.17	2 → 2	0.3749	0.39	0.2178	-0.4553	-	-
18.09.17~18.12.20	2 → 2.5	0.0215	-0.3044	-0.5222	-0.028	-	-
18.12.20~현재	2.5 → 2.5	0.0085	-0.3065	-0.4112	0.1643	-	-

주: 위안화 환율을 이용하여 시산한 위안화의 절상(+) 절하(-) 폭임

자료: 교보증권 리서치센터

중국, 온건한 통화정책 기조 유지

Fixed Income 수석연구원 백윤민

3771-9175, yoonmin1983@iprovest.com

- 중국 실물경제 둔화에 대한 우려가 지속되면서, 인민은행도 기준율 인하 등을 통해 적극적인 경기방어에 나서고 있는 중
- 전인대에서 올해 중국 경제성장률 목표를 6.0~6.5%로 하향. GDP 대비 재정적자 비율은 2.8%로 소폭 확대되면서 확장적 재정정책 운용 예고
- 중국 경기하방 압력이 지속되고 있다는 점에서 인민은행은 완화적인 통화정책 스탠스 유지 전망. 다만 대내외 요인들을 감안하면, 이전과 같이 정책금리 인하를 동반한 대규모 부양책 시행 가능성은 낮음

전인대, 구조개혁 보다 성장에 무게

지난 3/3일부터 중국 양회가 시작됐다. 금번 전국인민대표회의(전인대)에서는 올해 주요 경제 지표 목표치와 10대 정책 방향을 제시했다. 시장에서 가장 관심을 가진 올해 중국 경제성장률 목표는 6.0~6.5%로 작년 6.5%내외보다 하향 조정됐으나, GDP 대비 재정적자 비율도 2.8%로 소폭 상향 조정됐다. 전반적으로 구조개혁보다는 성장에 초점을 맞춘 것으로 보이며, 이에 따라 확정적인 재정정책 운용이 기대되고 있다.

중국 인민은행, 온건한 통화정책 기조 유지

중국 실물경제 둔화 우려가 이어지면서, 인민은행도 완화적인 통화정책 스탠스를 유지하고 있다. 특히 인민은행은 올해 들어서 1월에만 벌써 2차례의 기준율 인하를 단행했다. (대형은행 14.5% → 13.5%, 중소형은행 12.5% → 11.5%) 중국 춘절을 앞두고 자금 수요에 대한 대응 차원이기도 하지만, 경기하방 리스크가 지속되면서 선제적인 유동성 공급 확대를 통한 경기 방어에 대한 이유가 컸다고 본다.

다만, 금리인하 및 대규모 부양책 가능성은 낮음

최근 미·중 무역협상과 같은 불확실성 요인들이 완화되고 있지만, 여전히 중국 경제에 대한 하방 압력이 지속되고 있다. 향후 중국 인민은행이 완화적인 통화정책 스탠스를 유지하는 가운데, 추가 기준율 인하와 같은 조치를 시행할 수 있다는 기대감을 갖게 하는 이유다.

다만 중국 인민은행의 완화적인 통화정책 스탠스가 유지된다고 하더라도 과거와 같이 기준금리 인하를 비롯해 대규모 부양책을 시행하지는 않을 것으로 예상된다. 이미 양회가 개막하기 전 리커창 총리도 양회를 앞두고 대수만관(大水漫灌)을 하지 않겠다고 밝히면서 대규모 부양책 시행 가능성을 일축했다.

또한 최근 연준이 정책금리 인상 속도 조절에 나서고 있지만, 아직 금리인상 사이클 종료를 단언하기 이른 상황이고, 위안화 환율이 추가적으로 절하되는 것도 중국 정부에도 부담으로 작용할 수 있다는 점에서 정책금리를 조정에는 신중한 태도를 유지할 것으로 보인다.

전인대, 올해 중국
경제성장률 목표
6.0~6.5% 제시

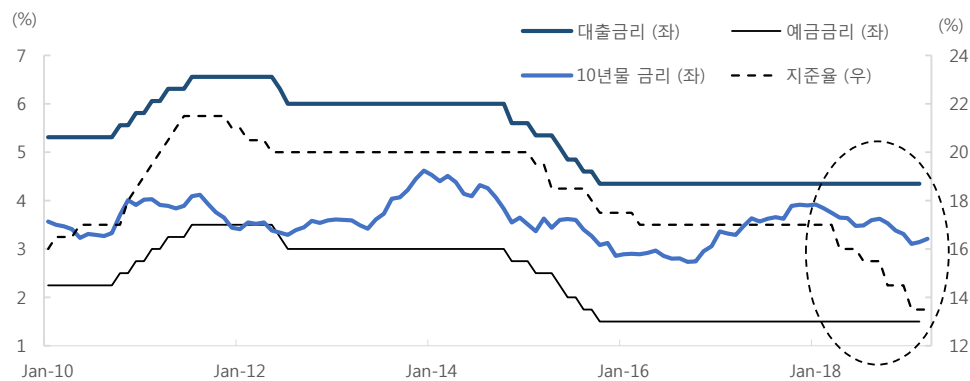
전인대 주요 경제 목표 및 실적

	2019년 목표	2018년		2017년	
		목표	실적	목표	실적
경제 성장률	6~6.5	6.5 내외	6.6	6.5 내외	6.8
GDP 대비 재정적자	2.8	2.6	4.2	3.0	2.9
도시 신규고용(만명)	1,100	1,100 이상	1,361	1,100 이상	1,315
도시등록실업률	4.5 이하	4.5 이하	3.8	4.5 이하	3.9
CPI 상승률	3 내외	3.0 내외	2.1	3.0 내외	1.6
M2 증가율	명목 GDP 증가 수준	NA	8.1	12.0 내외	8.1

자료: KCIF 재인용, 교보증권 리서치센터

인민은행, 기준율
인하 등을 통해
적극적으로 경기
방어 중

중국 기준금리 및 국채 금리 추이



자료: PBOC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

중국, 유동성 공급 기
대감 확대
디레버리징 기조는
다소 완화 예상

중국 M2 및 금융권 대출 증가율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

중국 자본시장 개방과 MSCI지수 편입 확대

Analyst 연구위원 김지영
3771-9735, pooha279@iprovest.com

- 중국 자본시장의 대외개방은 끊임없이 확대 진행되고 있음
- 최근 MSCI의 중국 A주 대형주 비중 연내 5 → 20%로 확대 발표
- 당분간 중국 펀드에 대한 관심 증가 예상

중국 자본시장 개방

중국의 자본시장 개방은 ‘자본계정 태환 개혁과 금융업 개방 및 환율 형성 메커니즘 개혁은 상호 협조하여 공동 추진한다’는 원칙 아래 진행되어 왔다. 2018년 12월 29일 기준 총 152개 적격국내기관투자자(QDII)가 1032.33억달러의 한도를 승인 받았고(그중 은행업계 148.4억달러, 증권업계 461.3억달러, 보험업계 339.53억달러, 신탁업계 83.1억달러의 한도 승인), 287개 적격외국인기관투자자(QFII)는 1010.56억달러, 위안화 적격외국인기관투자자(RQFII)는 6466.72억달러의 한도를 승인 받았다(자본시장연구원 자료 발췌).

[도표 1] 중국 자본시장의 대외개방

구분	기간	내용	관리부서
주식시장	2016~2018 년	- QFII 제도의 외환관리와 관련하여 건전성 감독(prudential supervision) 개선 - 송금비율 제한 폐지, 보호예수기간 폐지 - QFII 가 보유한 증권자산의 역내 환헤지(hedge) 거래 허용	국가외환관리국
	2019 년 01 월 04 일	- QFII 의 총 한도를 1,500 억달러에서 3,000 억달러로 상향 조정	
	2019 년 01 월 31 일	- 중국증권감독관리위원회(이하 증감회)는 QFII 와 RQFII 제도를 통합하고 시장 진입요건을 완화하며 투자범위를 확대할 계획이라고 발표	
역내 증권투자 외환관리	2018 년	- QFII 송금비율 제한과 QFII 와 RQFII 관련 보호예수기간을 폐지 - QFII 와 RQFII 의 환헤지 거래 허용	국가외환관리국
자본시장 상호연계	2016 년 12 월	- 선강통(深港通, 선전-홍콩 교차거래)의 정식 개통	
	2017 년 7 월	- '채권통(債券通) 중 Northbound(홍콩→중국 본토 투자) 개통 - 2018 년 '채권통' 보안	
	2019 년	- 후룬통(沪伦通, 상하이-런던 교차거래) 개통 준비 중	
	2018 년 3 월	- 역외 레드칩 기업들의 역내 거래소에서 주식 또는 중국주식예탁증서(CDR) 발행 지원	국무원 판공청
은행간 채권시장	2018 년 6 월	- 「중국인민은행의 위안화 거래 관리 관련 문제에 대한 통지」 발표 - 역내 중개은행, 역외 청산은행, 역외참가은행이 경상계정과 직접투자, 승인된 증권투자 등 자본과 금융계정의 국경간 위안화 결제를 위해 위안화 거래 업무를 할 수 있다고 규정 - 총 89 개 3 차기관이 외환시장에 진입(2018. 6 기준)	인민은행

자료: 자본시장연구원, 교보증권 리서치센터

MSCI지수 중국A주
편입 확대
→ 중국펀드 관심 ↑

지난 3월 1일 모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI)은 EM 지수 내 중국 A주 대형주의 확대 편입 및 중형주의 추가 편입을 결정했다. 이에 신흥시장(EM) 지수 내 중국 A주 비중 확대를 최종 확정함에 따라 관련주에 투자하는 중국 펀드에 대한 기대감이 높아지고 있다. 최근 중국 펀드들이 3개월간 20%대의 높은 수익률을 기록하면서 고점 논란이 일었지만, 이번 MSCI의 발표로 인해 당분간 중국 펀드에 대한 관심 증가가 예상된다.

[도표 2] 2019 년 MSCI 리밸런싱 스케줄

2019 년 05 월 31 일	- 중국 A주 대형주(5%→10%) - 중국 청판지수 27개 종목(10%) - 사우디 (50%) - 아르헨티나 ADR 100%
2019 년 08 월 30 일	- 중국 A주 대형주(10%→15%) - 사우디 (50%→100%)
2019 년 11 월 29 일	- 중국 A주 대형주(15%→20%) - 중국 A주 중형주(20%) - 중국 청판지수 27개 종목(10%→20%)

자료: 신문기사 참조, 교보증권 리서치센터

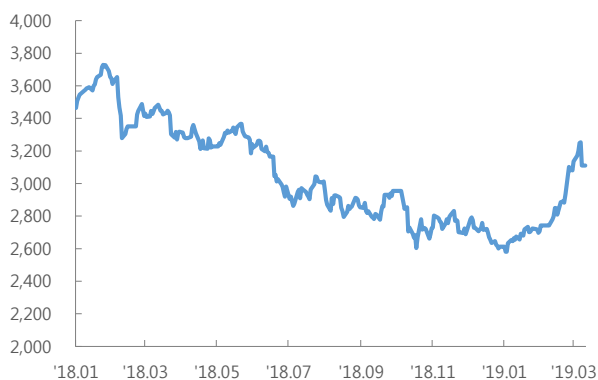
[도표 3] 중국본토펀드 수익률_(2019.3.7 기준)

(단위: 십억원)

펀드	설정일	설정액	1개월	3개월	1년
한국투자 KINDEX 중국본토레버리지 CSI300 증권상장지수투자신탁(주식혼합파생형)(합성)	2015.05.20	770 억원	38.88%	50.31%	-18.53%
미래에셋 TIGER 차이나 A 레버리지증권상장지수투자신탁(주식혼합-파생재간접형)(합성)	2014.08.28	1,450 억원	38.24%	50.19%	-17.22%
삼성 KODEX 심천 ChiNext 증권상장지수투자신탁(주식-파생형)(합성)	2016.11.07	80 억원	33.94%	29.42%	-8.08%
한화 ARIRANG 심천차이넥스트증권상장지수투자신탁(주식-파생형)(합성)	2016.11.07	30 억원	33.51%	29.04%	-8.65%
신한 BNPPSMART 중국본토중소형 CSI500 증권상장지수투자신탁(주식-파생형)(합성 H)	2015.06.05	130 억원	27.75%	26.50%	-16.11%

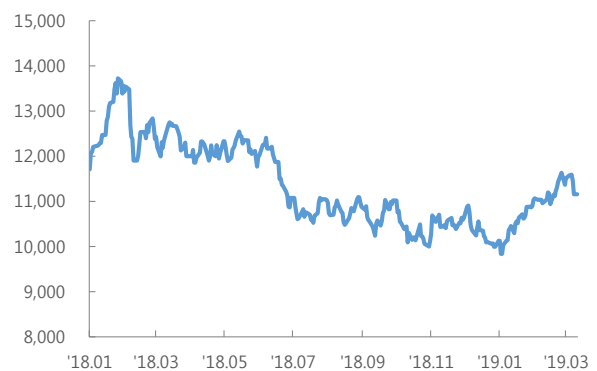
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 중국 상하이 A 지수 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 홍콩 H 지수 추이



자료: 교보증권 리서치센터

미·중 분쟁의 간접 영향, 주택에 수혜?

Analyst 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com

- 중국발 매크로 이슈? ☞ 건설업종에 직접적인 영향은 미미
- 미중 분쟁 여파에 따른 글로벌 매크로 변화에 간접적 영향
- 원/달러환율 : 상고하자, 국내 건설에 미치는 영향 중립적, 예외적으로 금호산업 원화강세 수혜
- 금리인상 우려 완화 ☞ 신규 주담대 금리 급락, 부동산 시장 재차 부각
- 전년비 신규 분양 확대 종목 주목 ☞ 대우건설, 코오롱글로벌, 금호산업

이슈에 대한

담당 분야 영향

국내 건설업종에 대한 중국발 매크로 이슈 영향은 미미하다. 한국과 중국의 건설시장은 공히 폐쇄적인 구조를 가지고 있고, 상호간 발주·수주의 교류가 극히 드물기 때문이다. 한·중 이외의 해외 시장에서는 수주 경쟁시 환율의 영향을 받기도 했지만, 최근에는 중국의 자금력 + 한국의 기술력을 바탕으로한 컨소시엄 형태의 계약이 확대되고 있어 수주시 한·중간 환율 영향도 예전에 비해 점차 약화되고 있는 추세이다. 다만 한·중간이 아닌 미·중 분쟁 여파에 의한 매크로 변화는 간접적으로 국내 건설업종에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

분석 및 전망

지난 1월 FOMC에서 연준은 금리인상 속도조절을 공식화했고, 2월 금통위는 설비 및 건설투자의 조정, 수출 증가세 둔화 등 경기둔화에 대한 우려에도 불구하고 향후 금리 인하 가능성을 일축하며 기준 금리를 현 1.75%로 동결했다. 미국의 급격한 금리 인상에 따른 국내 주택시장 위축을 우려하던 시기와는 확연히 바뀐 분위기이다. 당사에서는 ① 미국 대차대조표 축소 정책 조기 종료시 하반기 원화 강세로 전환, ② 경기 및 대외 불확실성 요인들이 완화된다면 하반기 한차례 국내 추가 금리 인상이 가능 할 것으로 보고 있다.

투자 아이디어

환율 변화 효과는 대체로 중립적이다. 1) 원화 약세시 해외 수주 경쟁력 상승, 해외 마진 개선 효과가 있으나, 기존 해외 미청구공사가 증가하는 단점이 있고, 2) 반대로 원화 강세시 미청구 감소, 해외 부채 감소효과가 있으나 해외 마진은 악화된다. 예외적으로 항공 자회사를 보유한 금호산업의 경우는 원화 강세시 지분법 이익 급증의 효과를 보이기도 한다. 반면 금리 변화 효과는 보다 명확하다. 지난 보고서(서울 공급 부족은 FACT, 9/5)에서 미 금리인상 우려 불구, 미 금리인상에 대한 신규 주택담보대출 선반영으로 신규 주담대 금리와 기준금리 간 금리 갭이 발생했고, 기준금리 동결 기조 지속시 신규 주택담보 대출 금리가 하락할 가능성이 높다고 언급한 바 있다. 이후 한차례 국내 기준금리 인상('18.11)이 있었음에도 불구하고, 신규 주담대 금리는 지속 하락해 전년말부터 기준 주담대 금리를 하향 돌파했다. 이는 부동산 시장의 투자 매력 증가, 시중 유동성 유입 확대로 국내 주택 시장 분위기를 다시 반전 시킬만한 재료로 보고 있다. 전년비 신규 분양물량이 늘어나는 건설업체에 주목한다.

Top-Pick : 대우건설, 중소형주 관심 : 코오롱글로벌, 금호산업

환율 영향?

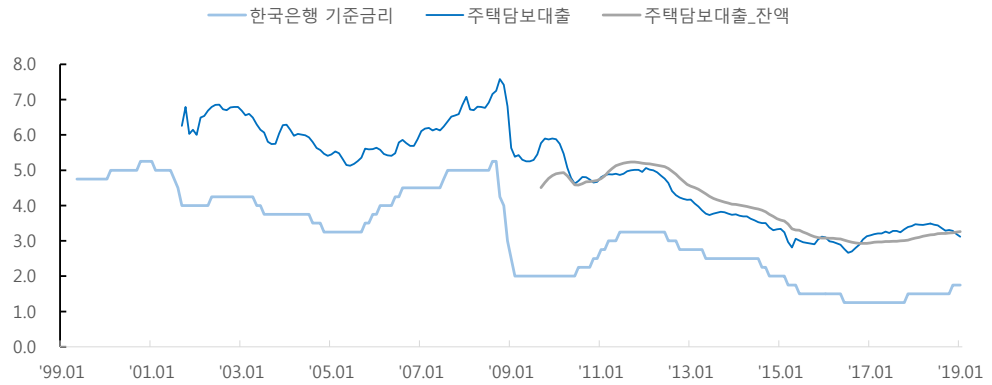
대체로 중립적이거나
해외 신규 수주에는
긍정적



자료: 교보증권 리서치센터

한미 금리 인상 우려 둔화

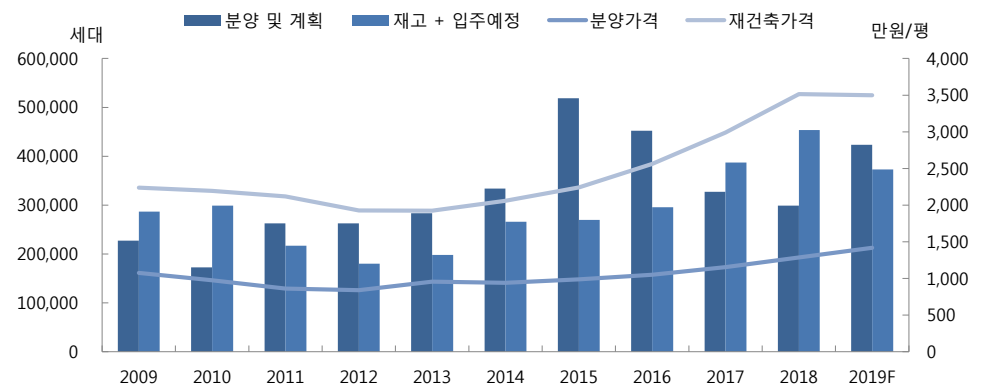
신규 주담대 금리 하
락, 부동산 시장 매력
재차 부각



자료: 교보증권 리서치센터

우려와 달리

분양시장
(분양물량 + 가격)
크게 개선 中



자료: REPS, 교보증권 리서치센터

양호한 지표 속 옥석 가리기

Analyst 책임연구원 유민선
3771-9468, msyoo@iprovest.com

- 1월 일본 백화점 면세 매출 YoY 7.7% 감소, 2년만의 첫 감소세
- 국내 면세 매출, 전년도 높은 베이스로 3월 큰 YoY 증가율 기대 어려움
- 2월 중국향 화장품 수출 YoY 53% 증가, 홍콩향 화장품 수출 3개월만 플러스 성장 전환

3월 면세 데이터 중요, 큰 YoY 증가율 기대 어려워

9일 일본 언론에 따르면, 1월 일본 백화점의 면세 매출이 YoY 7.7% 감소했으며 이는 2년만의 첫 감소세로 밝혀졌다. 구매단가도 YoY 8.4% 하락한 63,000엔을 기록했다. 일본의 면세 매출 증가율 하락세는 2018년말부터 시작되었으나 최근 증가세 마이너스 전환은 1월부터 시행된 전자상거래법에 의한 파이공발 수요 위축 의심을 불러일으키고 있다.

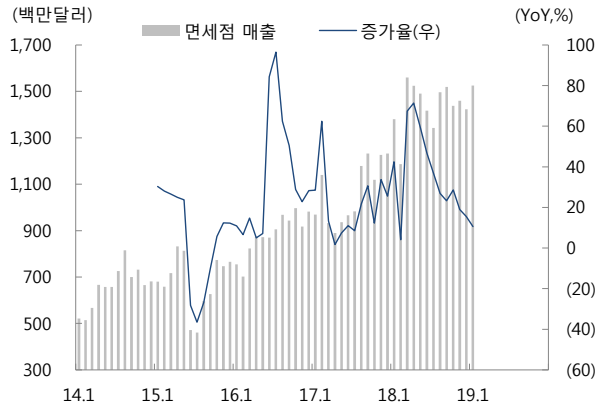
국내 상황은 아직 양호하다. 1월 국내 면세점 매출은 YoY 10.5% 증가한 15.3억달러를 기록했다. YoY 성장세는 11월부터 10% 중후반대로 내려온 상황이나 2017년 3월 이후 파이공이 견인한 구매단가 상승은 2019년 1월까지도 832달러로 견조하게 유지되면서 시장 기대치를 상회했다. 2월은 미드 싱글 내외의 시장 성장률을 보이고 있는 것으로 파악된다. 다만, 3월은 전년도 파이공이 구매단가를 상승시키며 전체 면세 시장 고성장을 견인하기 시작한 시점으로 큰 YoY 증가율을 기대하기 힘들어 보인다. 3월 파이공의 트렌드를 면밀하게 트래킹하며 조심스럽게 대응하는 것이 중요해 보인다.

2월 중국향 화장품 수출 YoY 53% 증가

2월 수출 데이터도 나쁘지 않은 상황이다. 2018년 중소형 브랜드들의 고성장으로 인해 전체 화장품 수출은 YoY 24% 증가한 48.6억달러를 기록했다. 2019년 1월 데이터는 부진했으나 2월 한국의 화장품 수출(TRASS 기준)은 YoY 25% 증가한 3.7억달러로 시장의 기대치를 충족했다. 중국향 화장품 수출은 1.7억달러(YoY 52.7%)로 수출 비중은 44.2%로 YoY 8.1% 상승했다. 홍콩향 화장품 수출은 0.7억달러(YoY 1.5%)로 3개월만에 플러스 성장 전환에 성공했다.

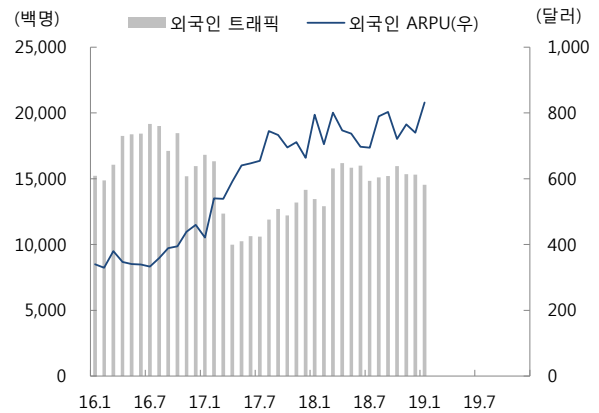
양호한 업종 데이터 가운데, 상반기 화장품 업종은 관련 뉴스 이벤트 등에 인해 실적보다는 주가가 먼저 움직이는 상황이 연출될 것으로 전망한다. 다만, 하반기로 갈수록 실적 가시성이 높은 업체들 위주의 옥석 가리기가 진행될 것으로 예상한다. 이에 부합하는 업체들은 LG 생활건강, 애경산업, 네오팜, 씨티케이코스메틱스 정도로 본다.

[도표 1] 면세점 월별 매출 동향



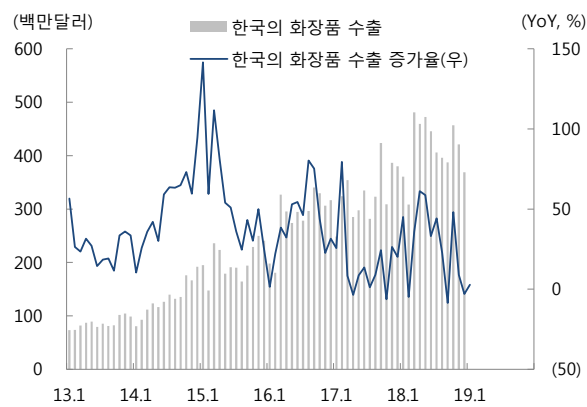
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 면세점 외국인 트래픽/ARPU 추이



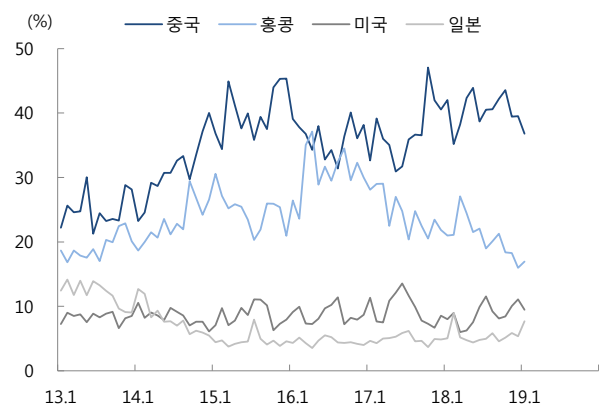
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 한국의 화장품 수출



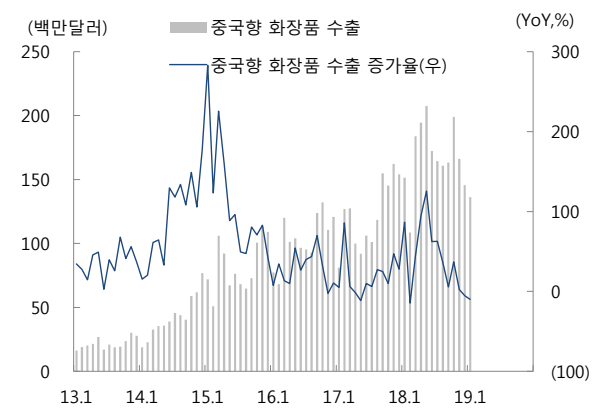
자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 한국 화장품 수출 국가별 비중



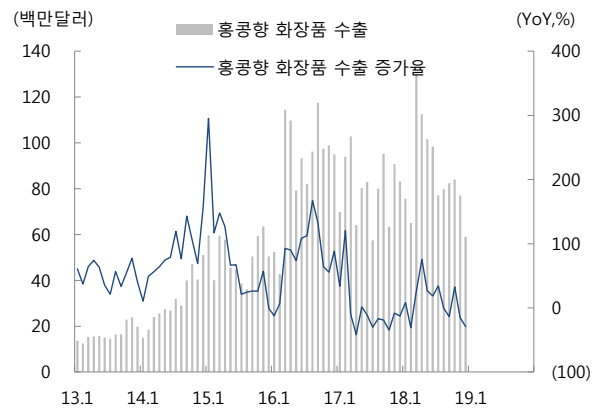
자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 대 중국 화장품 수출



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 대 홍콩 화장품 수출



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

중국 5G 올인

Analyst 책임연구원 박건영

3771-9351, kypark@iprovest.com

- 중국 정부 5G 올인, 2019년도 미국보다 더 큰 규모의 CAPEX 투자 전망
- 중국은 5G를 어떻게 준비해왔고, 앞으로 무엇을 기대하는 것인가?
- 커져가는 화웨이(Huawei)의 영향력

중국 통신3사 합산 CAPEX, 미국 통신4 사 합산 CAPEX 초과

중국 주요 통신사들은 3Q19에 5G 시범 가동을 목표로 하고 있다. 따라서 올해부터 본격적인 CAPEX 증가가 전망된다. 중국 통신 3사(China Mobile, China Unicom, China Telecom)의 합산 2019년 예상 합산 CAPEX는 3,100억위안(460억달러)으로 추정되며, 이는 미국 통신 4사(Verizon, AT&T, T-Mobile, Sprint)의 예상 합산 CAPEX 330억달러를 초과한다. 중국 정부는 중국 통신 3사에게 베이징, 상하이 등 주요 도시에서 5G 시범 테스트를 진행하라고 요구 중이다. 중국의 '5G 선도 국가' 타이틀을 얻기 위한 갈망은 지속될 것으로 예상된다.

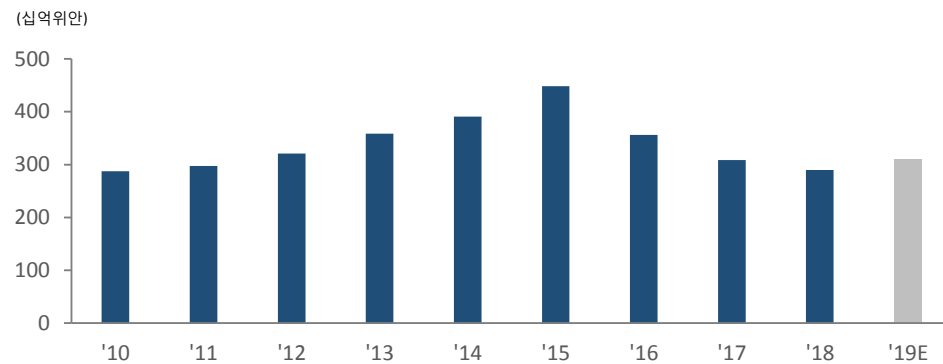
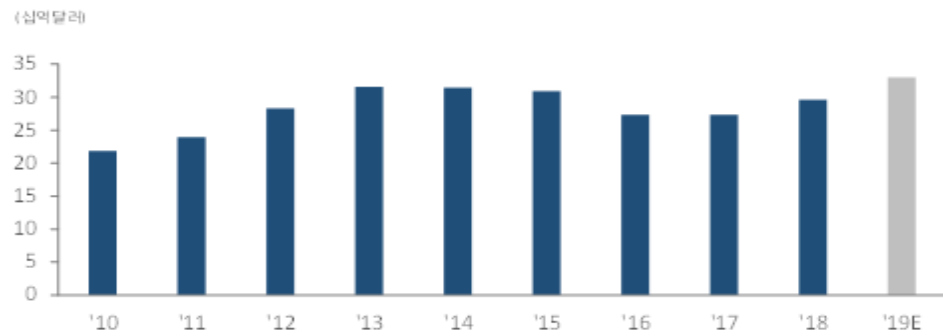
'5G 선도 국가' 타이 틀을 넘어 거대 기술 기업의 탄생 기대

중국 정부의 주도하에 5G에 대한 연구를 2013년부터 본격적으로 시작했다. 중국 정부, 주요 통신사가 5G에 공격적으로 투자함으로써, 중국은 '5G 선도 국가'라는 타이틀 획득뿐만 아니라 Google, Facebook, Apple과 같은 거대 기술 기업이 중국에서 탄생도 기대하고 있다. 과거 4G 도입 후 Youtube, Instagram, Uber와 같은 강력한 플랫폼이 탄생했고, 이를 통해 Google, Facebook과 같은 거대 기술 기업들이 빠른 속도로 성장했다. 또한 거대 기술 기업의 등장으로 고용창출을 기대하고 있다. 중국 정부 산하 연구 기관 CAICT(China Academy of Information and Communication Technology)에 따르면 5G는 2030년까지 중국 내부적으로 800만개 이상의 일자리를 창출할 것으로 예상하고 있다.

화웨이 미국 배척됐 음에도 불구하고, 영향력 확대

중국 정부, 주요 통신사의 공격적인 5G 투자로 화웨이(Huawei)는 중국 내에서 압도적으로 영향력을 키워나가고 있다. 화웨이는 미국에서 배척됐음에도 불구하고 2018년 말 기준 글로벌 통신 방위 시장에서 매출 점유율 28%로 1위를 차지하고 있다. 2019년 1월 베이징 통신 업계에 따르면 화웨이는 한국에 5,000여개가 넘는 5G 기지국을 선적했고, 전세계 선적 5G 기지국은 25,000대(전체에서 20%에 해당하는 물량)이다.

미국 4대 통신사
CAPEX 추이(위)
중국 3대 통신사
CAPRX 추이(아래)



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

화웨이 5G 장비 쓰는 회사 및 기지국
물량(누계 기준)

발표 시점	상용공급 계약 업체(개사)	선적 기지국(대)
'18 년 11 월 20 일	22	10,000
'18 년 12 월 18 일	25	10,000
'18 년 25, 27 일	26	10,000
'19 년 1 월 15 일	30	25,000

자료: 베이징 통신업계 소식통, 교보증권 리서치센터

텐센트, 넷이즈 판호 발급

Analyst 책임연구원 박건영

3771-9351, kypark@iprovest.com

- 2019년 3월 8일 텐센트, 넷이즈 판호 발급
- 외자 판호 발급 기대감 유효
- 미르 IP 보유한 위메이드 가장 매력적

2019년 3월 8일, 판호 추가 발급(텐센트, 넷이즈 게임 포함)

중국정부는 2018년 12월, 9개월만에 판호 허가를 시작하면서 이후 4차례 내자 판호를 발급했다. 최근 2019년 3월8일 중국 정부가 95개의 게임에 대해서 판호를 추가 발급했다. 중국 정부는 중소형 자국 게임 개발사의 게임 위주로 판호를 발급해 주는 추세를 보여주었지만, 이번에는 중국 대형 게임 개발/퍼블리셔인 텐센트(Tencent), 넷이즈(Netease)의 게임이 포함되어 있었다. 2018년 12월부터 현재까지 판호를 승인 받은 게임은 총 726개이다.

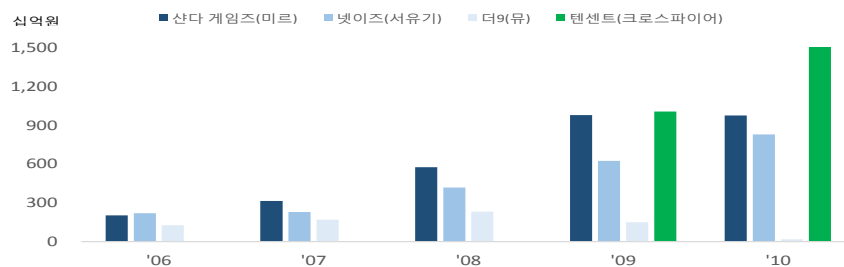
외자 판호 발급 기대감 유효

2018년 12월 기준 대기중인 내자 판호 게임은 3,000건 이상이다. 현재 내자 판호 발급 속도를 고려하면 올해 하반기부터는 외자 판호 발급에 대한 기대감이 높아질 수 있는 구간이라고 판단한다. 국내 게임사의 경우 넷마블, 펠어비스, 위메이드, 웹젠의 주가에 긍정적으로 작용할 수 있는 이벤트라 판단한다.

2000년 대 초반 중국 게임시장에서 성공한 IP 보유한 위메이드 주목

당사는 2000년 대 초반 중국 게임 시장 초기에 성공한 IP를 보유한 국내 회사에 주목한다. 따라서 미르 IP를 보유한 위메이드의 신규 게임 출시와 중국 진출 가능성을 배제해서는 안 된다. 2000년 대 초반 산다 게임즈가 ‘미르의 전설’을 중국 현지에 퍼블리싱하여 게임 순위 1등을 차지하는 동시에 번처 신화를 이루었다는 점을 고려하면 중국 내 미르 IP의 영향력을 크다고 판단된다. 또한 위메이드의 경우 최근 중국 게임사(37게임즈, 킹넷, 산다 게임즈)와 미르 IP 저작권과 관련된 소송 중 37게임즈와 승소 판결을 받으면서 미르 IP 홀더로서 입지를 중국에서도 다지고 있다.

중국 2000년대 게임 시장, 한국 게임 IP 퍼블리싱한 중국 게임사 매출 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터