까마귀 전략

Part 2. 3분기 중국 전망과 전략

중국, G20 이후 바뀌지 않는 세 가지

하나금융투자 리서치센터 글로벌리서치팀

중국/신흥국전략 김경환

E-mail: khstyle11@hanafn.com / Tel : 02-3771-7616

하나금융투자

[요약] 중국, G20 이후 바뀌지 않는 세 가지

G20 결과 Base 시나리오 부합 : 하반기 미중 '스몰딜' 타결, 중국 내수경기는 연착륙 기대

- 6월 29일 오사카 G20 회의에서 미중 양측은 정상회담을 통해 다시 휴전을 선언, 최악의 국면을 모면했다. 금번 휴전은 연초 '90일 협상'과 유사한 국면이나, 양측의 입장과 협상카드가 더 노출된 만큼 결론 도달 과정은 더 빠를 수 있다. 금번 재협상은 중국이 좀 더 주도권을 가질 것이며, 11차 협상 결렬 이후 류허 부총리가 제시한 '양보 불가한 3대 원칙'(①관세 철폐, ②상품 구매량, ③균형 잡힌 합의문)에 대한 진전이 필요하다. 특히, 양측 입장 차가 큰 ③번 합의문에 대한 조율이 협상 타결의 관건이 될 것이다. 우리는 빠르면 3/4분기 양측이 ①, ②번 문제를 해결하고, ③번 '균형 잡힌 합의문'과 관련된 조율이 이뤄진 '스몰딜' 타결 가능성이 높다고 판단한다. 트럼프는 중간 전리품(수입확대/시장개방 등)을 취하고, 합의문 관련 입장 차(보조금/지재권/환율 등 문제 명시 수준)를 중국 측 스케줄에 맞춰 속도조절에 들어가는 것이 가장 현실성 높은 타결 시나리오다. Base 시나리오 하에서 중국정부는 중장기 디레버리징/공급개혁 프레임 유지, 경기방어 수준(무리하지 않는)의 부양책을 선택할 것이다. 중국경제는 2020년까지 내수 중심 6% 성장과 7위안 환율 사수가 가능하고, 증시는 소비/금융주가 견인 완만한 실적 장세가 예상된다.

중국, G20 이후 바뀌지 않는 세 가지 : ①내수경기 저점 반등, ②신중한 통화/금융정책, ③중국 제조기업 경쟁력 약화

- **G20 이후 바뀌지 않는 세 가지를 주목해야 한다. 첫째,** 3/4분기 중국 내수경기의 저점 반등이 예상된다. 무역협상이 파국을 모면함에 따라 대외 영향이 작은 내수경기는 3/4분기부터 빠르게 안정될 것이다. 7월 중하순 정치국회의에서 경기부양책이 소폭 강화되고, 상반기 누적된 감세효과와 인프라투자 강화가 내수경기 반등을 유도할 전망이다. 내수 관련 핵심지표인 '주택판매와 경기소비'가 3년 저점, '재고/이익사이클'이 2년 저점이라는 점에서 하반기 상승확률이 매우 높다고 판단한다. **둘째,** 통화/금융완화 정책은 신중한 스탠스를 유지할 것이다. 극단적인 상황이 아니라면 금융시스템 안전과 디레버리징 미션을 포기하지 않을 것이다. 또한, 5월 중소형 도시은행의 법정관리를 계기로 금융당국의 리스크관리가 강화될 수 있다는 점이 부담이다. 중소형은행의 전체 자산 비중은 20%에 불과하나, 최근 5년간 빠른 확장으로 인해 사회융자총액의 증가 기여도가 30%에 육박해 유동성 확장을 제약할 수 있다. **셋째,** 중국 제조기업의 경쟁력이 빠르게 약화될 수 있다. 이는 ①수출경쟁력 하락(가중평균 관세 +11% / 실질환율 강세), ② 보조금 축소(제조업 상장기업 이익의 최대 12%)와 금융비용 상승, ③민영 제조기업 부채 위험(과잉/수출업종 자금난) 등 세 가지 측면이다.
- **3/4분기 중국 전략은 다음과 같다.** 첫째, 하반기 중국 내수시장의 회복과 높은 수출경합도의 공통분모를 가진 국내 IT/핸드폰/조선/자동차 업종을 주목한다. 둘째, 하반기 중국발 가격상승 관련 수혜 업종을 주목한다. 구체적으로 ①CPI 상승 및 매출회복 수혜가 예상되는 음식료/유통/자동차/레저, ②상반기 대비 수급개선이 예상되는 철강/화학/제지 업종을 주목한다.
- 한편, 중국증시는 6월 중 경기/실적 확신이 부족한 유동성/외인수급 기반의 불안정한 상승을 보였다. 3/4분기 2차 반등 재개를 위한 조건은 ①내수경기/실적 턴어라운드, ②외국인 수급 복귀. 외국인 수급은 회복했으나, 경기 바닥확인과 실적 회복에 대한 확신이 아직 부족하다. 당초 6월 지수 조정을 기반으로 제시한 7월 반등 확률은 낮아지고, 에너지 축적기간이 추가로 필요해 보인다. 다만, 3/4분기 선제적으로 이익회복이 예상되는 대형 소비/금융주의 경우 7월말 이후 외국인/로컬기관의 러브콜이 계속될 가능성이 높아 지수 조정을 기회로 계속 매집할 것을 권고한다.

Strategist/선진국전략 이재만 | 중국/신흥국전략 김경환

G20 미중 정상회담, 일단 최악은 막았다

- 6월 29일 오사카 G20 회의에서 미중 양측은 정상회담을 통해 무역전쟁에 대해 다시 휴전을 선언, 최악의 국면은 다시 모면
- 양측은 지난 5월 11차 회의를 마지막으로 중단된 협상을 재개, 상호간 보복행위를 잠정적으로 중단. (미국의 3,250억$ 추가 관세, 화웨이 제재 VS 중국의 보복관세, 희토류 수출 제한, 대두 수입 제한, 블랙리스트 등)
- 금번 휴전은 연초 아르헨티나 G20 이후 '90일 협상'과 유사한 국면이나, 상반기 양측의 입장과 협상카드가 대부분 노출된 만큼 금번 협상의 결론 도달 과정은 예상보다 빠를 수 있음
- 금번 재협상은 중국이 좀 더 주도권을 가질 전망. 중국 입장에서는 11차 협상 결렬 이후 류허 부총리가 제시한 '양보 불가한 3대 원칙'(①관세 철폐, ②상품 구매량, ③균형 잡힌 합의문)에 대한 진전이 중요. 특히, ①과 ②번 문제보다는 입장 차가 큰 ③번 합의문에 대한 조율이 금번 협상 타결의 관건
- 우리는 빠르면 3/4분기 중 양측이 ①, ②번 문제를 해결하고, ③번 '균형 잡힌 합의문'과 관련된 조율이 이뤄진 '협의'의 스몰딜 타결 가능성 높다고 판단. 트럼프는 중간 전리품(수입확대/시장개방 등)을 취하고, 합의문 관련 입장 차(기술이전/보조금/지적재산권/환율 등 문제에 대한 명시 수준)를 중국 측 스케쥴에 맞춰 속도조절에 들어가는 것이 가장 현실성 높은 타결 시나리오

미중 무역협상 : 4대 쟁점 사항에서 양국의 입장차

쟁점 사항	미국 입장 (2018년 문건기준)	중국 입장 (언론종합)
무역불균형	• 무역수지 개선 노력(미국산 수입품 확대) • 위안화 의도적 평가절하 금지 • 미국산 수입 품목 수량, 금액, 상품의 계량적 명확화	• 이미 충분한 수준의 수입 이행 • 환율 조작행위 없음 • 수입 규모는 단시간 내 제시 불가, 충분한 검토 후 공동 협의
관세	• 중국 보복성 조치 불가 • 대미 관세 부과 철회 요구 • 비관세 장벽 철폐로 미국산 제품의 수입제한 완화	• 공정, 형평성 위배돼 수용 불가 • 관세는 양국 공동 철회 필요 • 미국부터 최근 보호무역주의 철폐
기술 및 지적재산권	• 산업보조금 철폐(특히 '중국제조2025' 관련 산업) • 기술이전 금지 및 지적재산권 보호 명문화	• 합법적 범위 내 기간산업 육성, 내정 간섭에 대한 불만 • 국무원 행정규칙 등으로 초안 마련 중
대내외 투자	• 미국 내 국가안보 관련 민간산업 투자 금지 • 네거티브 리스트 개선 • 서비스 및 금융시장 개방	• 투자 자율성 제한은 불합리 • 국무원 주도 초안(외상투자법) 준비, 이미 전인대 통과한 사안 • 점진적 개방 수준 확대, 이미 금융권 일부 개방 조치 시행

자료 : 한국 수출입은행, 중국리포트 재구성, 하나금융투자

당사 Base 시나리오에 부합 : 하반기 '스몰딜' 타결, 내수경기는 연착륙 기대

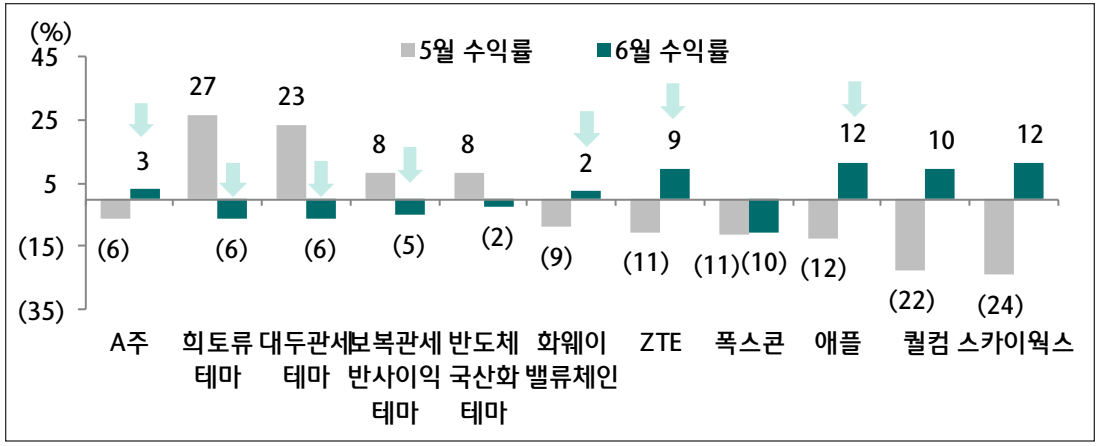
- 금번 결과는 당사 예측 Base 시나리오에 부합 : 2,500억$ 품목 관세 유지-잔여 품목 부과 유예, 하반기 '협의'의 스몰딜 타결
- 하반기 중국정부는 방어적인 대내외 정책기조 유지, 중장기 디레버리징/공급개혁 프레임 유지, 경기 방어 수준의 부양책 선택
- 동 시나리오 하에서 2020년까지 내수 중심 6% 성장과 7위안 환율 사수 가능. 증시는 소비/금융주 견인 완만한 실적 장세 가능

시나리오	중국정부의 정책과 대응 전략	전망			중국증시 전략
		성장률	이익	환율	
Base 시나리오(70%) - 협상형 지구전 - 2,500억달러 품목 관세 유지 - 3,200억달러 잔여 부과 유예 - 하반기 '협의' 내용 타결	• 방어적인 대외정책, 안정적인 내부정책 • 중장기 디레버리징/공급개혁 프레임 유지 • 7월말 정치국회의에서 부양책 소폭 강화 • 2019년 성장 안정, 2020년 성장 둔화 재개 • 통화정책 : 상대적으로 완화적인 스탠스, 하반기 2-3회 지준율 인하, 콜금리 소폭인하, 2019년 사회융자총액 증가율 현 10% 유지 • 재정정책 : 통화정책 대비 완화적, 감세정책 현행 유지, 인프라투자 강화 • 부동산 정책 : 규제 소폭 완화, 주택거래 촉진 • 한편, 하반기 미 FOMC 기준금리 1회 인하	실질GDP 2019년 연간 6.2% 2020년 연간 6.0%	A주 순이익 2019년 연간 3.6% 2020년 연간 5.5%	위안화 2019년 6.7-6.9 위안 (기말)	• 비중확대 관점 유지 • 하반기 실적장세 전환 • 소비/금융주 실적 턴어라운드 • 지수보다는 종목 압축형 유리 • 대형주/1등주, 가치주/배당주 • 홍콩H > CSI300 > MSCI China • 음식료/유통/제약/레저/은행 • 시클리컬/기술주/중소형 축소
Best 시나리오 (20%) - 중단기 휴전 - 500억달러(1차) 관세 유지 - 2,000억달러 품목 관세 취소 - 3,200억달러 잔여 관세 취소 -하반기 포괄적인 내용 타결	• 적극적인 대외개방, 구조개혁 위주 내부정책 • 중장기 디레버리징/공급개혁 프레임 강화 (중소형은행 규제강화) • 7월말 정치국회의에서 구조개혁 강화, 인위적인 부양 자제 • 2019년 성장 반등, 2020년 성장 횡보 • 통화정책 : 사실상 중립적인 스탠스 전환, 하반기 1회 지준율 인하, 콜금리 유지, 2020년 사회융자총액 증가율 현 10% 하회 • 재정정책 : 통화정책 대비 완화적, 감세정책 및 인프라투자 유지 • 부동산 정책 : 규제 소폭 완화, 주택거래 촉진 • 한편, 하반기 미 FOMC 기준금리 불변	실질GDP 2019년 연간 6.3% 2020년 연간 6.2%	A주 순이익 2019년 연간 9.0% 2020년 연간 7.5%	위안화 2019년 6.5-6.7 위안 (기말)	• 비중확대 관점 유지 • 하반기 실적/유동성 효과 동반 • 단기 기술주/중기 소비금융 • 지수와 종목 압축형 동반 호조 • 단기 중소형/기술주, 중기 대형 • CSI300 > MSCI China > 홍콩H • 중기 외국인/기관 선호 가전/음식료/유통/제약/증권 등 비중확대

자료 : 하나금융투자

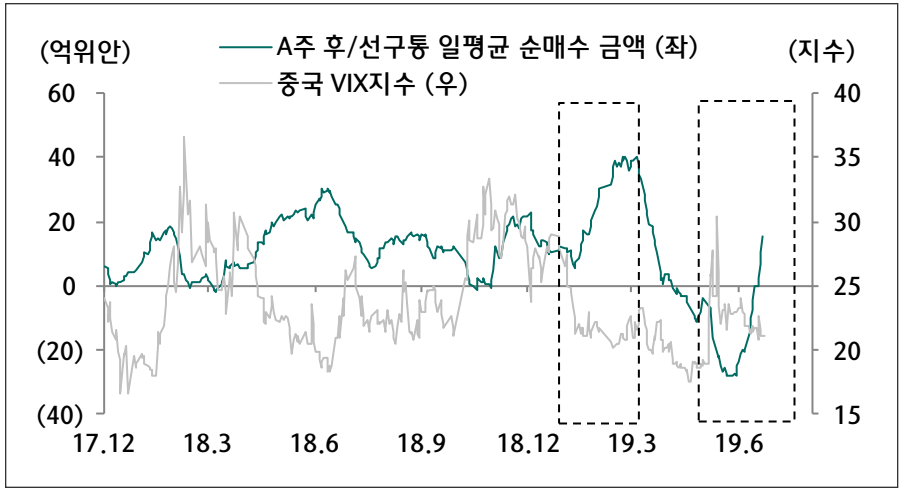
시장은 '단기 휴전'을 이미 선제적으로 반영 → 3/4분기 낙관론 우위 신중한 행보

A주 시장 주요 무역전쟁 관련 테마/종목 주가 : 5월과 6월 반대 양상



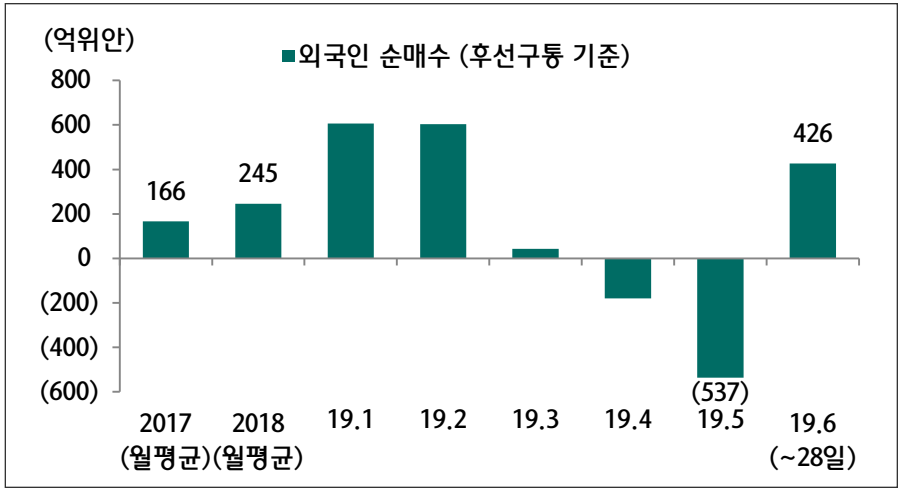
- 5월 무역협상 중단과 양측의 강공전환에 따라 A주 전체 시장이 급락한 가운데 일부 무역전쟁 테마(희토류/대두/보복관세)는 급등, 화웨이 밸류체인 및 전자 등 급락
- 다만, 6월 이후 중국 기관과 외국인 자금은 글로벌 정책 완화 기대와 함께, 무역협상 재개와 단기 휴전에 배팅. A주와 미국의 무역전쟁 피해 종목/테마주의 주가 반등
- 3/4분기 시장은 무역분쟁의 반복된 패턴에 따라 신중한 낙관론 속 계속 확실한 것(실적/반사이익)에 배팅할 전망 : 중국은 소비/금융, 한국은 경쟁우위 수출업종

6월 이후 A주 시장 외국인자금 순매수 전환



자료 : Bloomberg, Wind, 하나금융투자

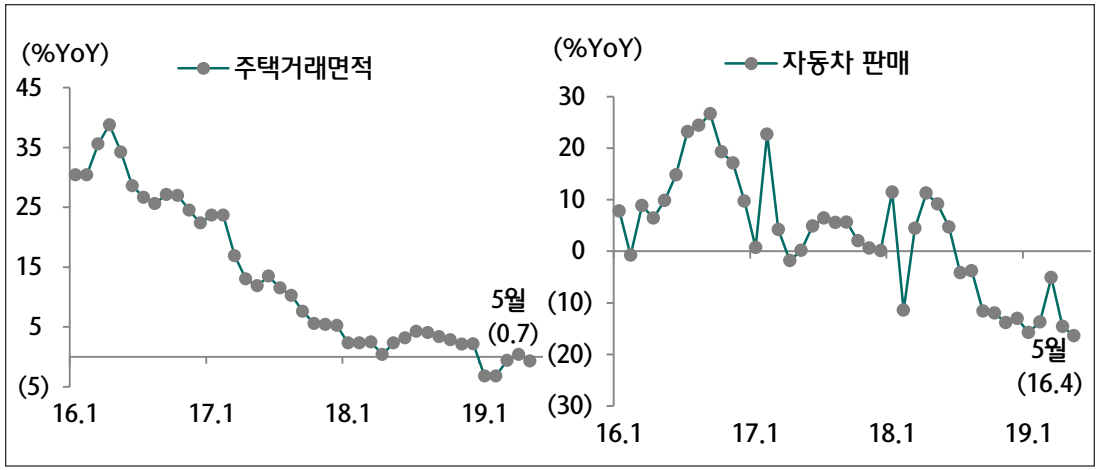
→ 6월 순매수 규모는 1-2월 최고치의 80% 수준



자료 : Wind, 하나금융투자

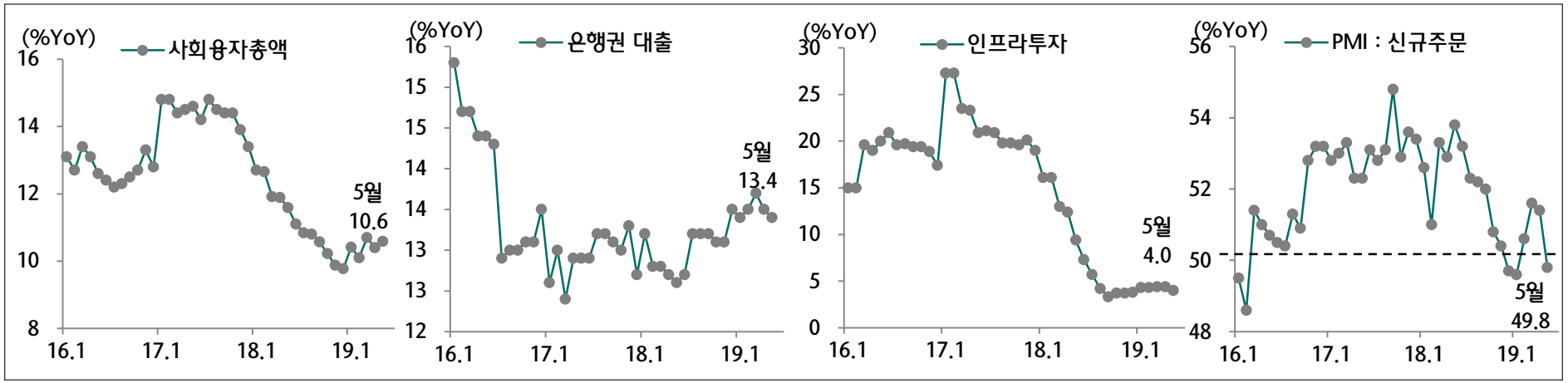
한편, 중국경제는 2/4분기 바닥확인에 실패 : 6대 선행지표의 부진

내수시장의 핵심 지표인 '주택판매(거래)'와 '자동차' 반등 지연



- 5월 중국의 6대 선행지표는 1개(사회융자총액)을 제외하고 모두 하락. 4월 6개 지표 중 2개 상승(3월 6개 모두 상승)에 그친 이후 2개월 연속 모멘텀 약화
- 2018년 이후 두 가지 구조적인 변수(디레버리징/무역전쟁)로 선행과 동행지표간 시차가 축소되고 있다는 점을 감안해도, 2019년 중국 경기의 저점은 2/4분기 이후로 연기될 가능성이 높아지고 있음
- 선행지표 부진의 특징은 ①연초 유동성과 재정지출 효과의 지연(혹은 축소), ②내수보다는 수출 및 관련 제조업 부진 지속, ③내수 핵심 지표인 주택판매와 경기소비재(자동차)의 장기 조정이 계속된다는 점

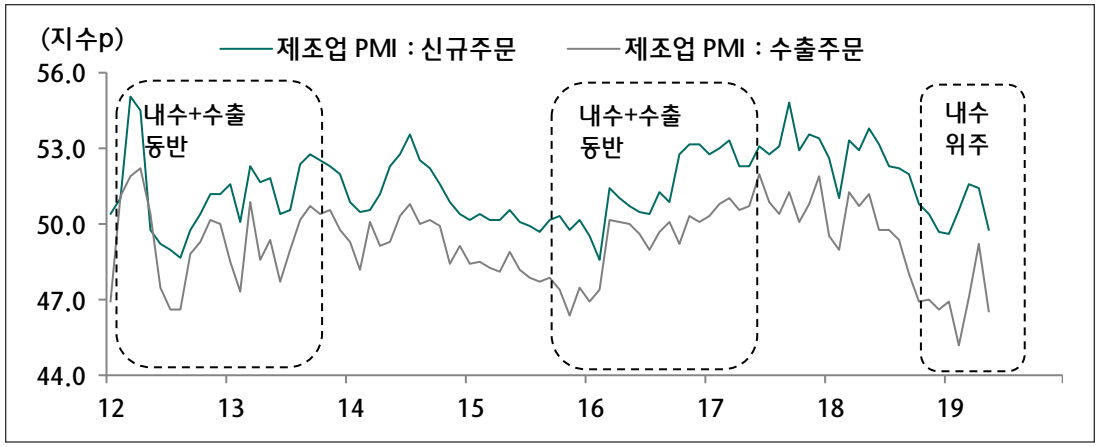
유동성/대출을 제외한 기타 지표의 등락 반복되는 모습



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

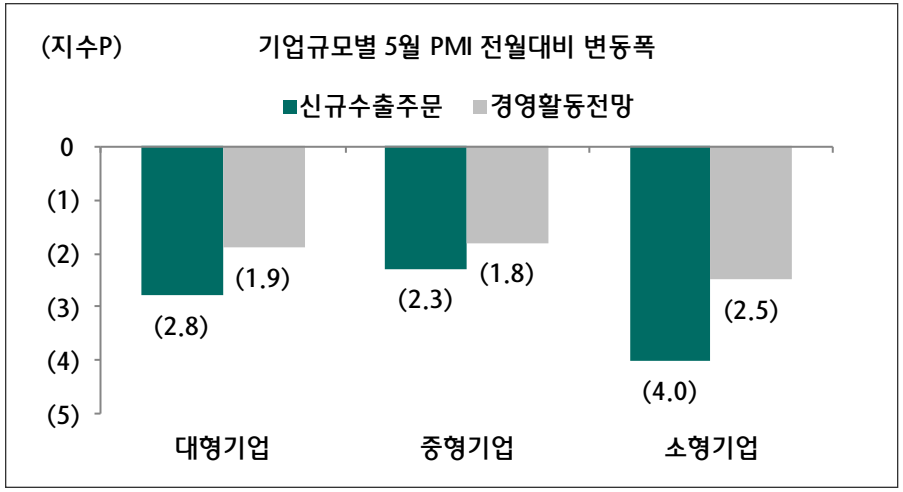
한편, 중국경제는 2/4분기 바닥확인에 실패 : 수출과 제조업, 소비경기 하락

제조업 PMI 신규주문 VS 수출주문 : 6월 신규 수출주문 재차 하락



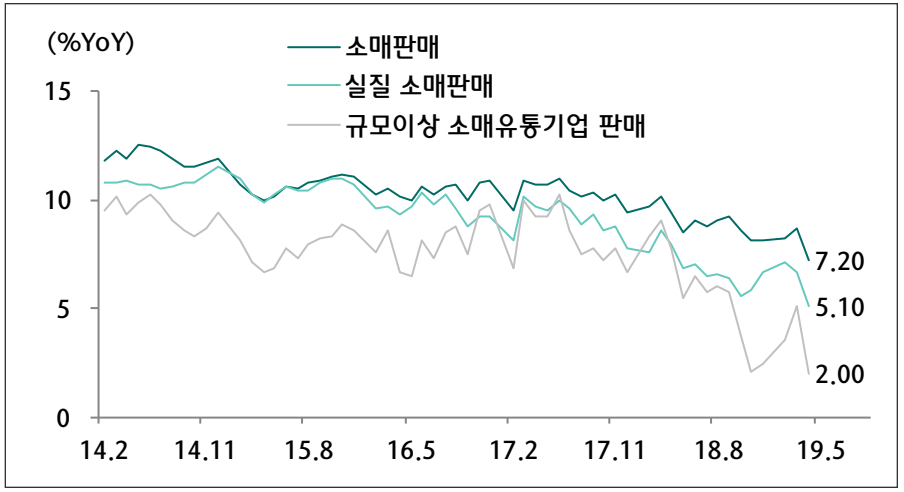
- 2/4분기 경기 동행지표 부진의 특징 : ①1/4분기 선행지표 반등의 2/4분기 동행지표 확산 지연, ②수출중심으로 제조업(중소/민영기업)과 산업생산 부진, ③내수는 건설/서비스업 안정, 경기소비재 중심 소비 부진
- 한편, 소비경기도 표면적으로 하강압력 지속. 소매판매는 2016년 연간 10.4% 증가를 기록한 이후 상반기 7% 대까지 하락. 대형 소매유통 기업의 '규모이상 소매기업 매출' 증가율은 더욱 빠르게 둔화, 2016년 8.1%, 2018년 5.7%, 2019년 4월에는 전년비 2% 증가

수출관련 제조업과 중소기업의 부진 심화



자료 : Wind, 하나금융투자

명목 소비지표 역시 빠르게 둔화

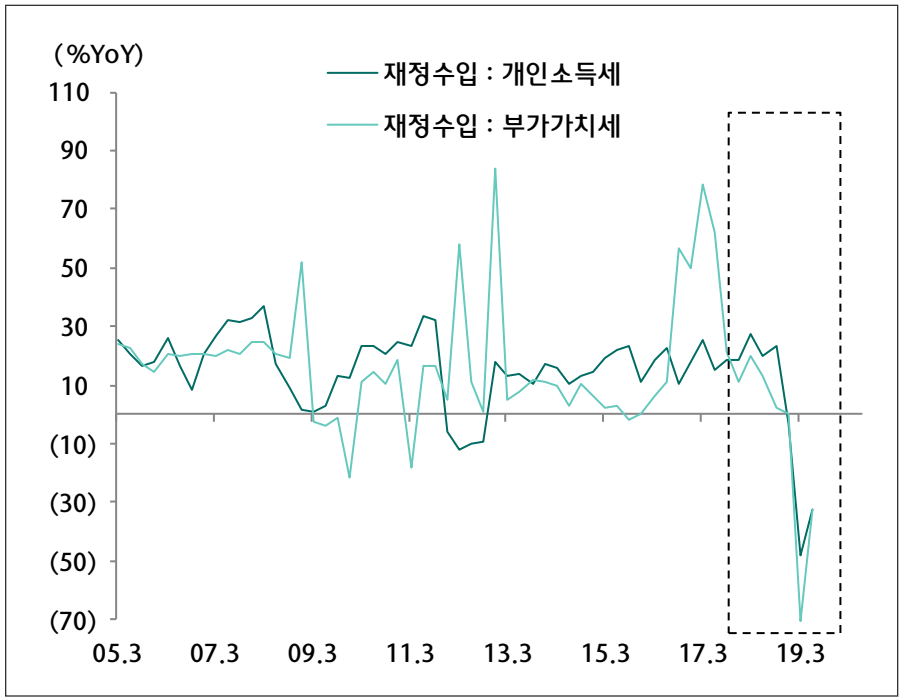


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ① 내수경기 저점 반등 : 7월 중앙정치국회의

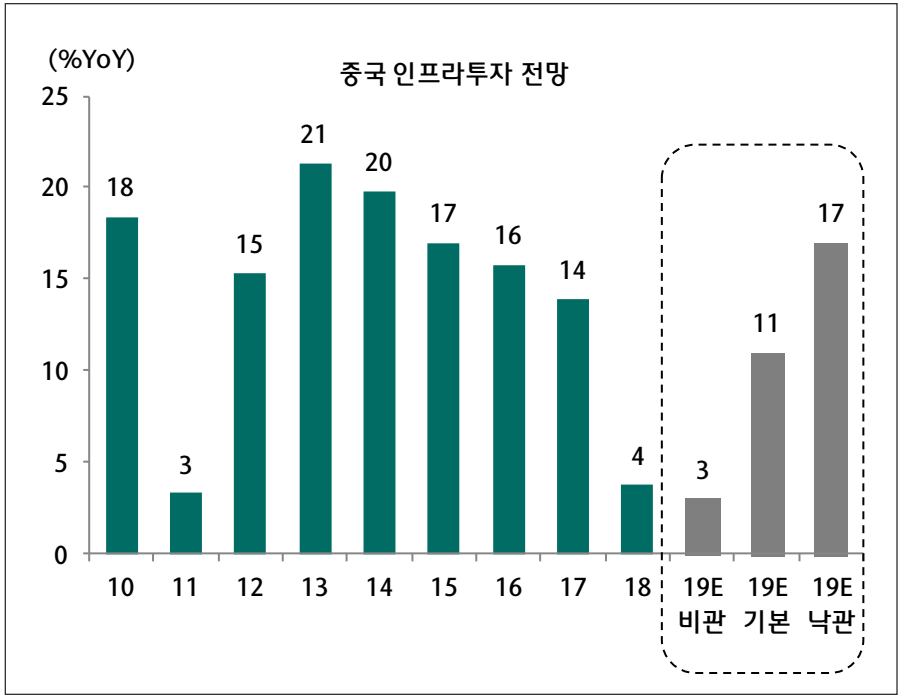
- 3/4분기 중국 내수경기의 저점 반등 : 무역협상 파국을 모면함에 따라 가장 영향이 작은 내수경기는 3/4분기부터 빠르게 안정
- 하반기로 갈수록 재정정책의 내수경기 견인차 역할 점차 확대될 전망 : 상반기 감세효과, 3/4분기 인프라투자 추가 확대
- 무역협상 장기화에 따라 중국정부의 완화적인 정책기조 최소 1-2개 분기 연장될 전망
- 가장 가까운 7월 중하순 중앙정치국회의에서 경기부양책 소폭 강화 예상 : 인프라투자, 주택판매 촉진, 내구재부양책 보완

상반기 개인소득세, 부가세 수입 급감 → 누적된 감세효과 기대



자료 : Wind, 하나금융투자

중국 인프라투자 전망 : 역U자형 회복, 연간 두자릿 수 전망



주 : 2019년 전망 시나리오는 당사 전망치
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ① 내수경기 저점 반등 : 감세효과 가시화

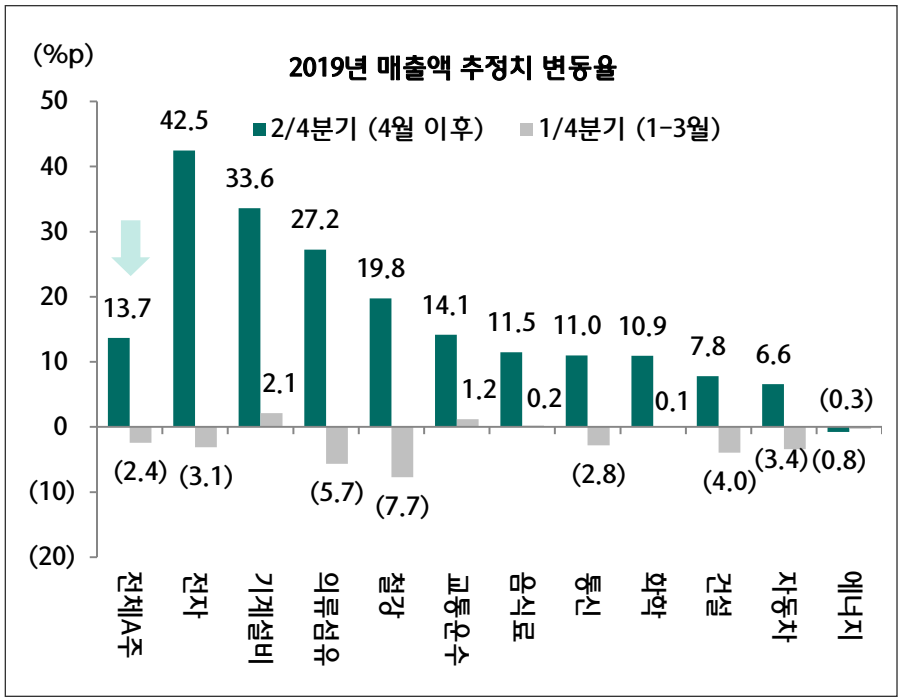
- 4월 적용 부가가치세 인하, 5월 적용 기업 사회비용지출 감면은 제조업(원자재/자동차/가전/소비재)의 비용부담 크게 완화
- 2019년 제조업의 부가가치세 인하 효과 6-10%대 예상 : ①관세 상승 완충, ②가격인하 통해 하반기부터 Q회복 촉진 예상
- 실제로 감세효과가 클 것으로 기대되는 제조업(화학/기계/전자/의류/철강/교통운수)의 2019년 매출액 추정치는 4월 이후 평균 40%-10%까지 상향되면서 전체 A주 시장 평균 상향률(+13%)를 크게 상회 → 하반기 판매량 바닥권 반등 기대

A주 상장기업 VAT 인하 효과 : 제조업 중심 6-10% 증익효과

		부가가치세 (억 위안)	감세액 (억 위안)	순이익 (억 위안)	감세효과 (%)
A주 전체	A주	20,162	2,064	34,279	6
	A주(금융, 석유 제외)	11,739	1,363	16,564	8.2
감세효과 5% 이상 업종	에너지	3,309	465	1,004	46.3
	화학	3,355	472	1,438	32.8
	기계설비	535	75	552	13.6
	자동차	983	138	1,177	11.7
	철강	604	85	736	11.5
	의류	154	22	202	10.7
	가전	522	73	704	10.4
	헬스케어	766	108	1,102	9.8
	음식료	518	73	800	9.1
	통신	202	14	159	8.7
	전자	341	48	856	5.6
	건설	1,061	72	1,408	5.1

주: 감세효과=감세/순이익
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

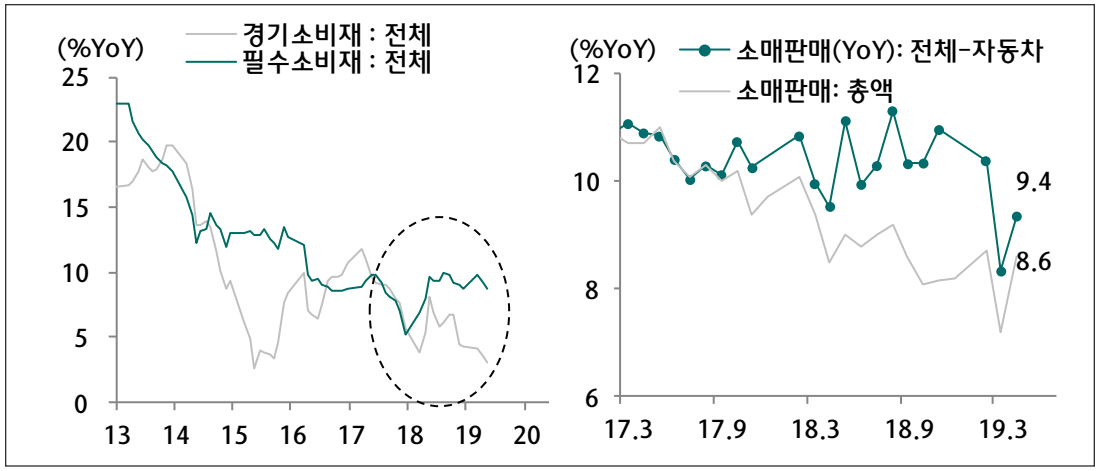
2019년 매출액 추정치 변동 : 감세 수혜산업 상향 폭 크게 확대



자료: Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ① 내수경기 저점 반등 : 소비 업그레이드 진행 중

중국 필수소비재 판매와 자동차 제외 소매판매 증가율 양호



- 중국 소비지표의 부진은 순환적(명목GDP), 구조적(가계부채), 통계적(자동차)요인이 복합적으로 작용한 결과. 그러나, 중첩 악재는 상반기 정점 통과 예상
- 특히, 통계적인 측면에서 소매판매는 높은 자동차 비중과 일부 서비스/신흥소비 통계의 누락으로 인해 실제 소비경기를 과소평가. 실제로 자동차를 제외한 소매판매 증가율은 2017-2018년 안정적인 흐름 유지
- 소비 고도화를 반영하는 ①외식소비, ②택배이용건수(+온라인GMV), ③통신기기 소비, ④황금연휴 여행소비 등 지표는 최근 3년간 높은 레벨을 유지

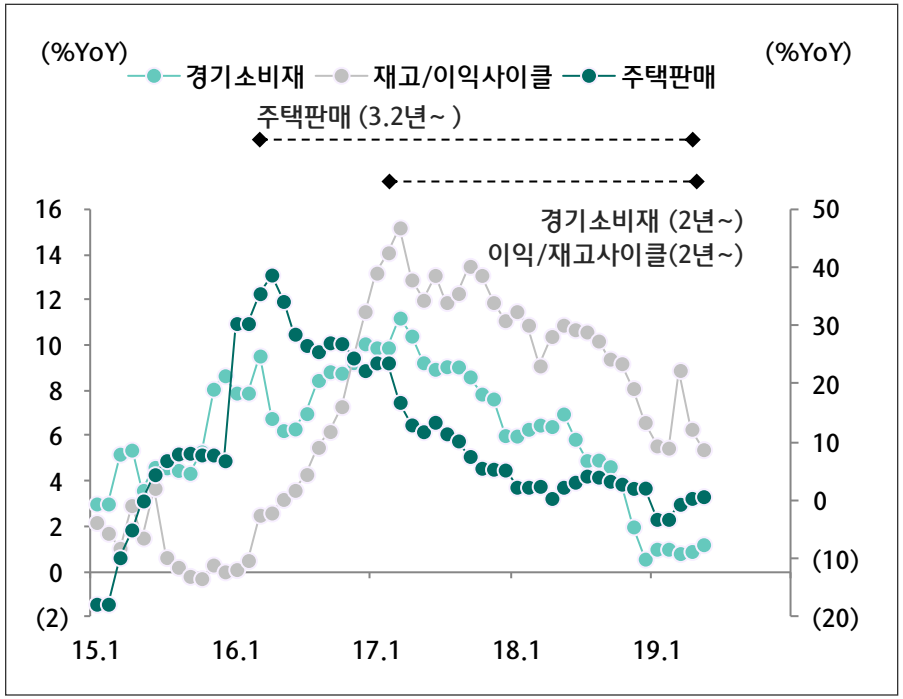
한편, 소매판매에 통계적으로 누락된 소비고도화 관련 지표는 고공행진 지속

자료 : Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ① 내수경기 저점 반등 : 재고조정 마무리 국면

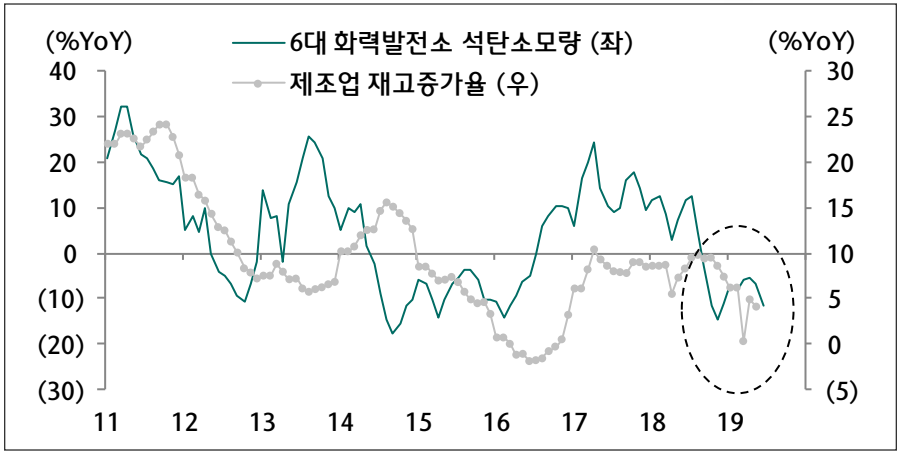
- '주택판매와 경기소비'가 3년 저점, '물가/재고/이익사이클'이 2년 저점이라는 점에서 하반기 상승확률이 매우 높다고 판단
- 하반기 무역분쟁 여전히 위협적이나 ①2018년 대비 정책 신뢰도 높고, ②구조조정 초기성과(=디플레압력↓=수출영향↓=물가 하방경직성↑)로 인해 내수경기 턴어라운드 가능할 전망

주택/물가/재고/이익사이클 순환적인 Rock-Bottom

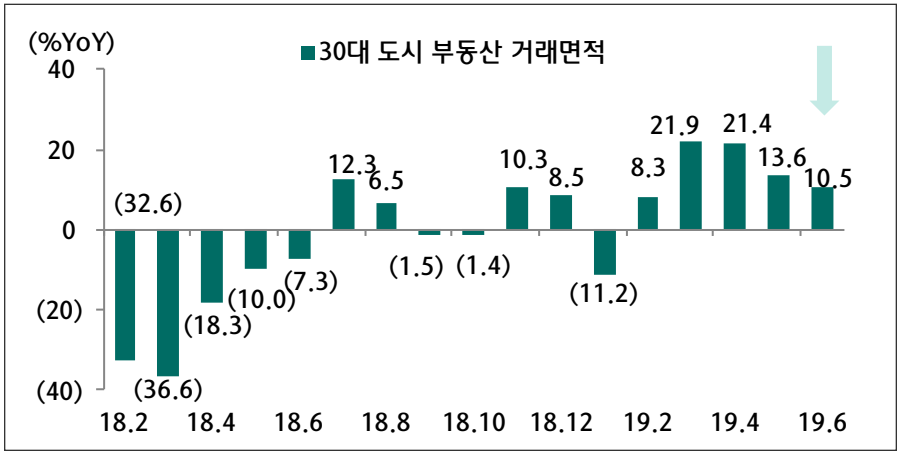


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

2/4분기 이후 산업생산 Proxy와 재고증가율 급격히 둔화



내수경기 핵심 바로미터인 주택판매(분양시장) 등락 지속

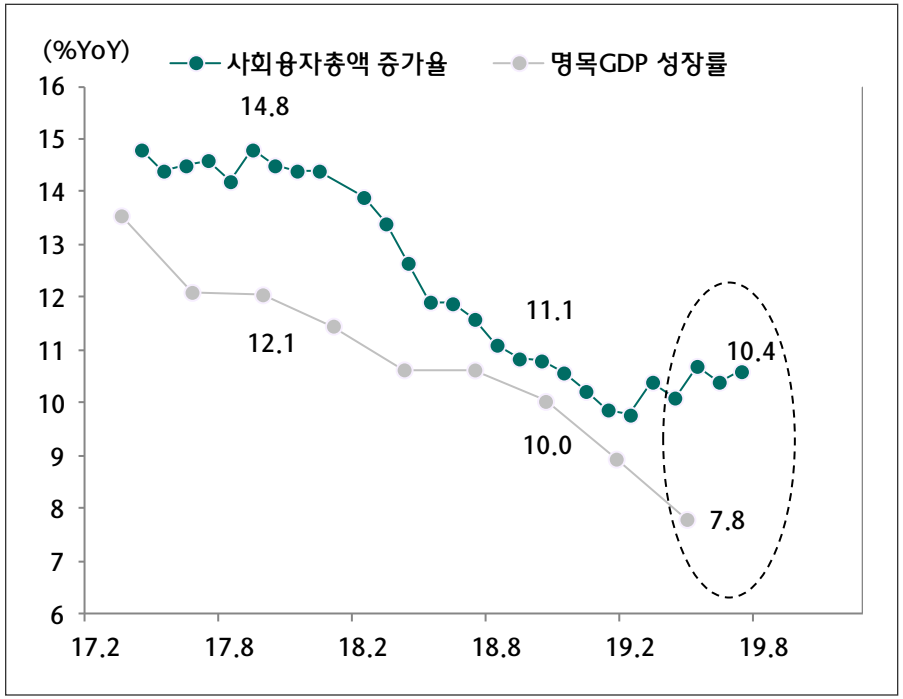


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ② 신중한 통화/금융정책 : 무리한 정책 제한적

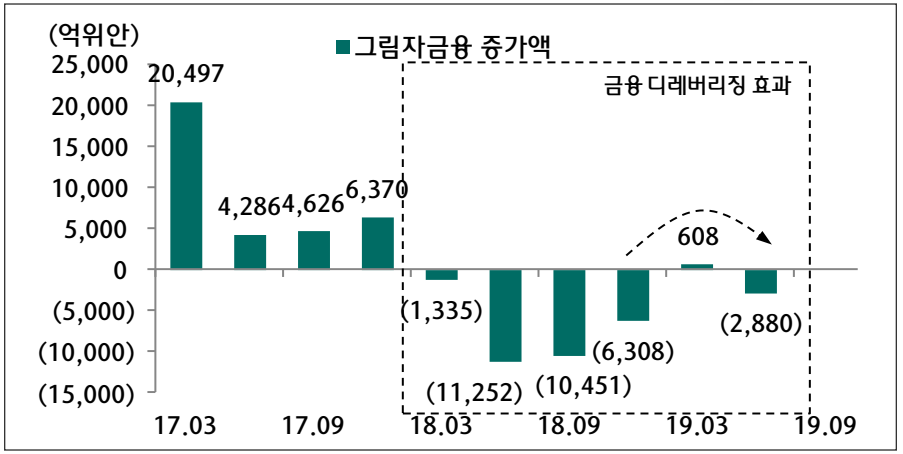
- 극단적인 상황이 아니라면 하반기 중국의 통화/금융완화 정책은 신중한 스탠스 유지 할 것. 미 연준의 스탠스 변화와 무관하게 금융시스템 안전과 디레버리징 미션 포기하지 않을 것
- 실제로 인민은행은 2/4분기 통화보고서에서 단기 경제 운용을 위해 부채비율 상승 등 구조적인 위험을 키우지 않겠다고 강조

하반기 TSF와 명목GDP의 큰 폭 괴리 확대 용인하지 않을 전망

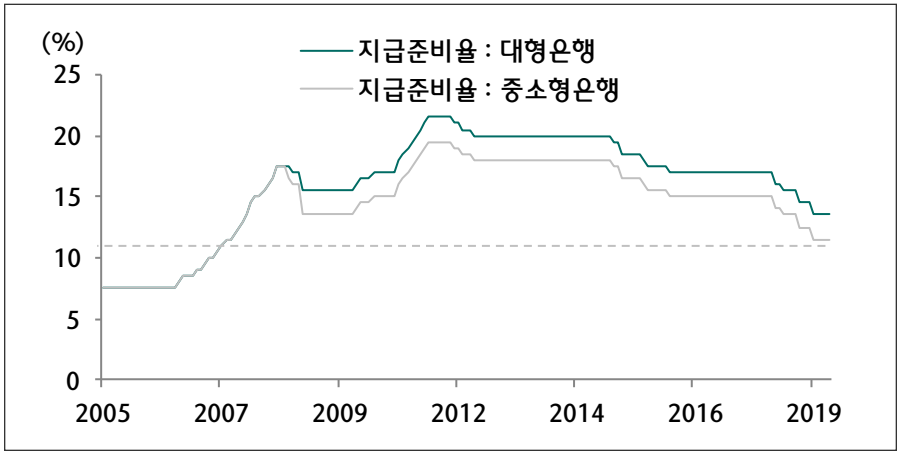


주 : TSF = Total Social Financing (사회융자총액)
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

2/4분기 사회융자총액 중 그림자금융 순증액 급격히 감소



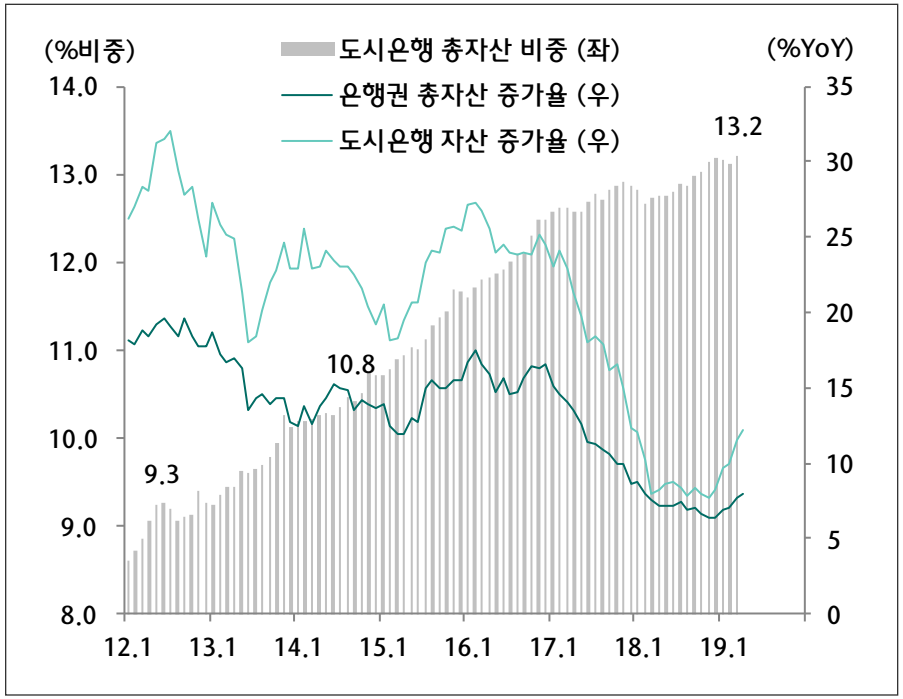
지급준비율 2008년 이후 최저 → 공세적인 인하 가능성 제한적



주 : 그림자금융(사회융자총액 기준) = 미할인어음+위탁대출+신탁대출
자료 : Wind, 하나금융투자

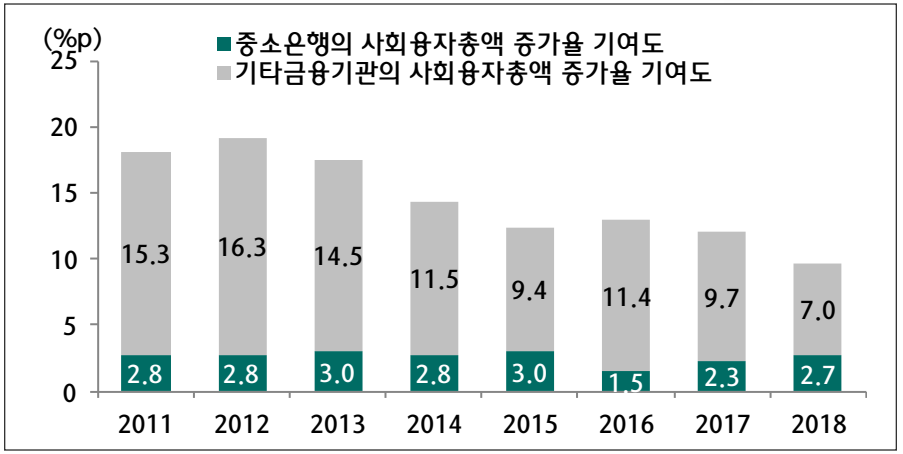
G20 이후 바뀌지 않는 것 ② 신중한 통화/금융정책 : 중소형 은행 위험

- 5월 중소형 도시은행(내몽고 포상은행)의 법정관리를 계기로 하반기 금융당국의 리스크관리 강화될 전망. 일부 중소형은행(도시/농촌)에 대한 업무제한, 은행간업무 위축 초래 불가피
- 중소형은행의 자산 비중은 20%에 불과하나, 최근 5년간 빠른 확장으로 인해 사회융자총액의 증가 기여도 30%에 육박해 하반기 유동성 확장 억제 요인이 될 수 있음

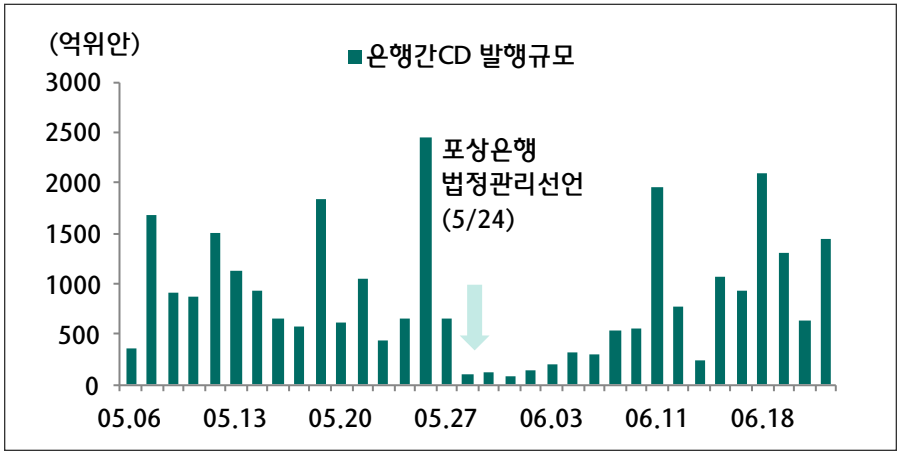


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

중소은행의 사회융자총액 순증기여도 30%대 육박



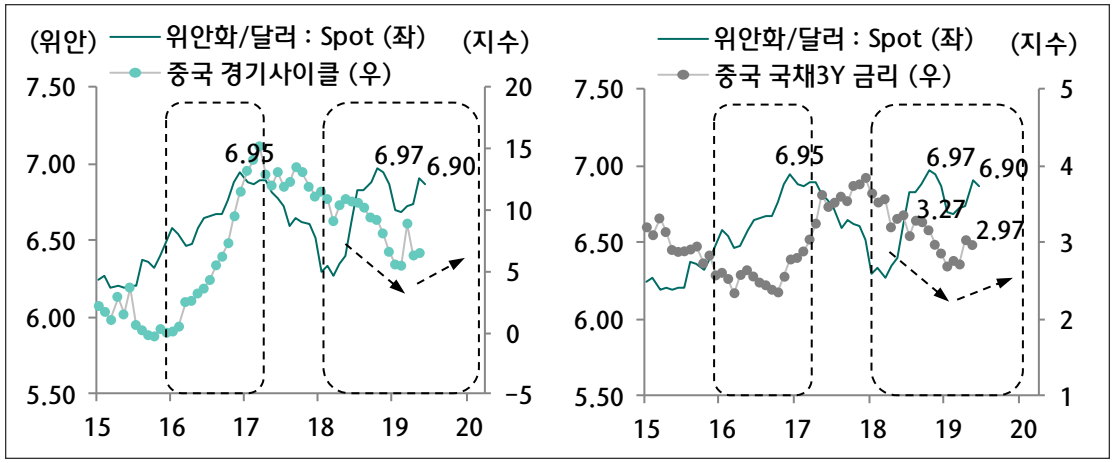
5월 하순 포상은행 사태 발생 시 은행간 CD발행 등 크게 위축



자료 : Wind, 하나금융투자

G20 이후 바뀌지 않는 것 ② 신중한 통화/금융정책 : 위안화 환율은 안정

위안화 환율 펀더멘털/금리 환경 : 2018년은 하강 VS 2019년 상승 직전

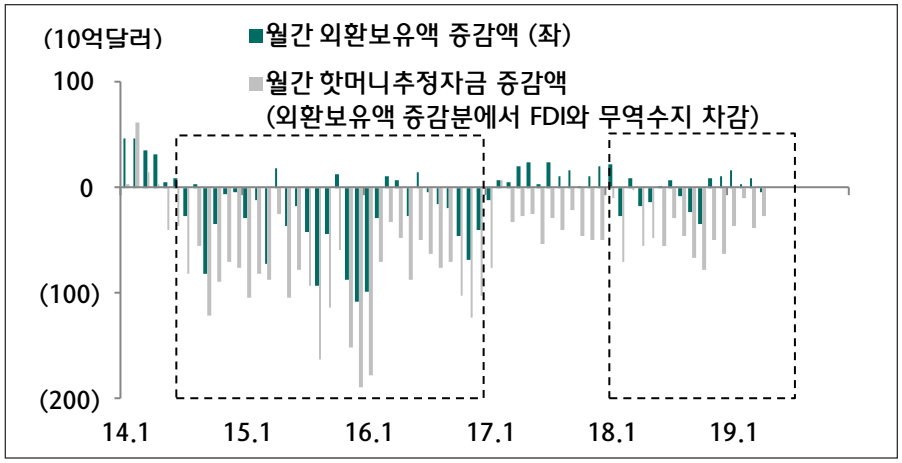


- 히반기 위안화의 향방은 ①미중 무역협상 진행상황, ②펀더멘털과 금리차, ③중국정부 정책의도 및 통화정책에 따라 결정 →세가지 요인 모두 위안화 환율의 안정적인 흐름을 지지
- 특히, 인민은행의 신중한 통화정책 가능성으로 인해 미중 금리차 안정적으로 유지 가능. 수급측면에서 추세적인 절하 가능성 제한
- '7위안 사수' 충분히 가능할 것으로 판단 : 2018년 하반기는 경기/금리 하락기, 2019년은 경기 상승초기, 물가/금리/미중금리차 모두 확대 상승(확대) 국면

미중 금리차 : 2018년 빠르게 축소 VS 2019년 확대 재개

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

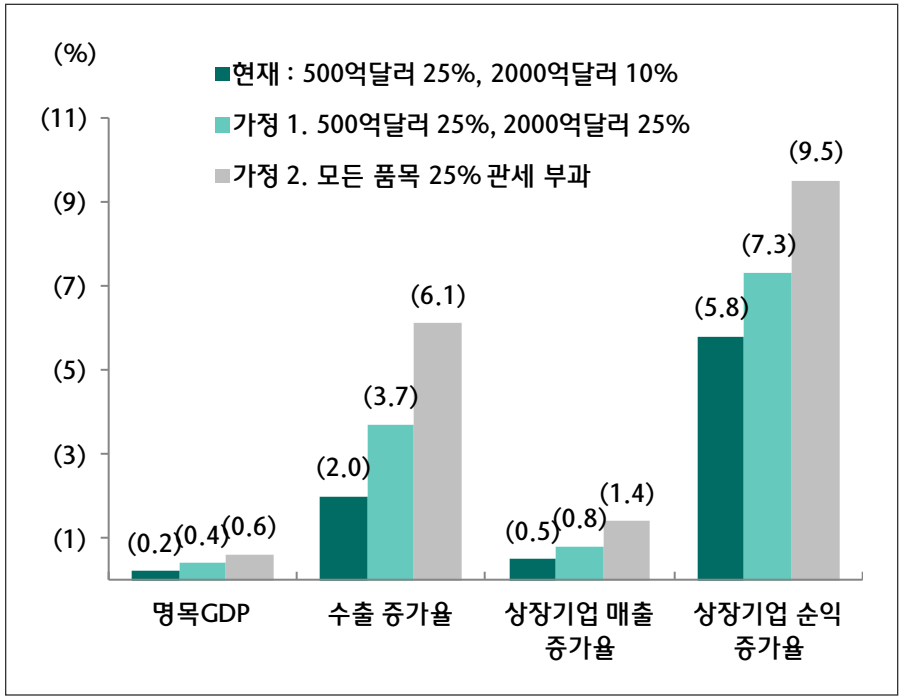
수급 : 외환보유액, 핫머니 유출입, 국제수지 밸런스 안정적



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

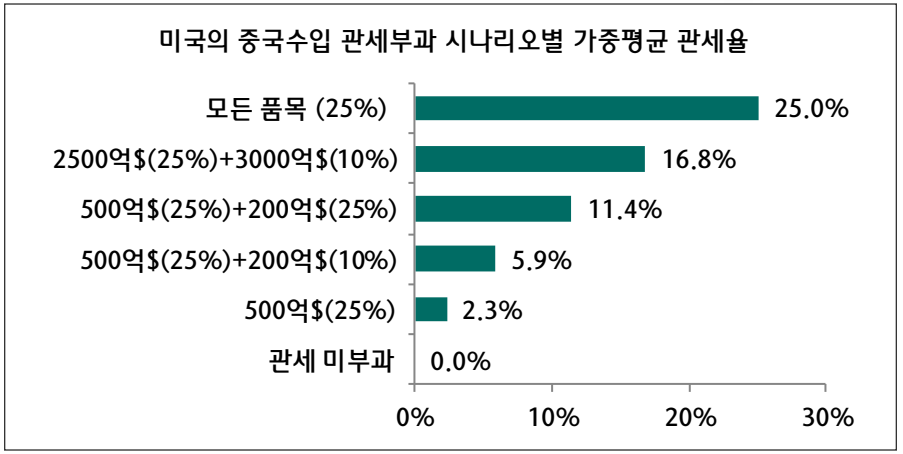
G20 이후에 바뀌지 않는 것 ③ 제조기업 경쟁력 약화 : 수출경쟁력

- G20 이후 무역협상 재개에도 불구하고, 기존 2,500억달러 품목에 대한 관세는 유지되며 중국 수출과 제조기업의 가격 경쟁력을 심각하게 위협 : 가중평균 관세율 +11.4% 상승
- 전 품목 관세 부과 시 평균 관세율 25%, 상장기업(비금융) 이익 10% 이상 감소. 여기에 2013년 이후 추세적으로 상승(고평가)하는 위안화 실질환율도 중국 수출에 큰 부담으로 작용

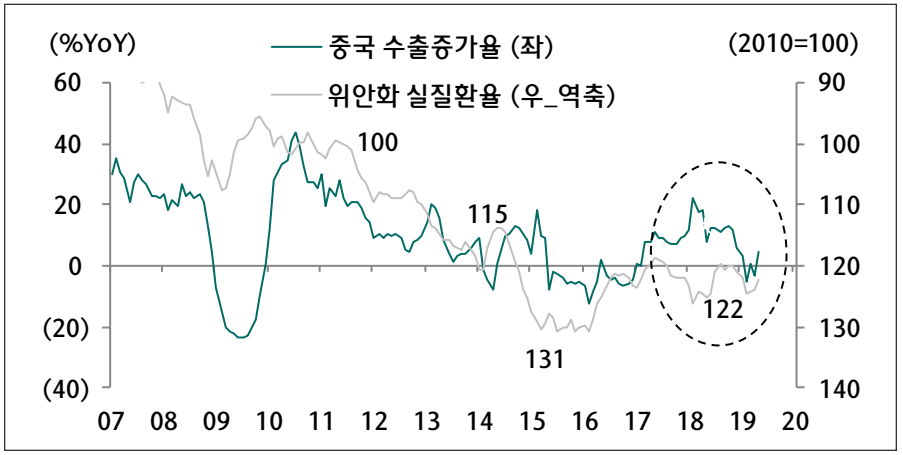


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

현 수준의 무역분쟁이 유지되어도 평균 관세는 11% 상승



2010년 이후 위안화 실질환율 추세적인 상승세 유지

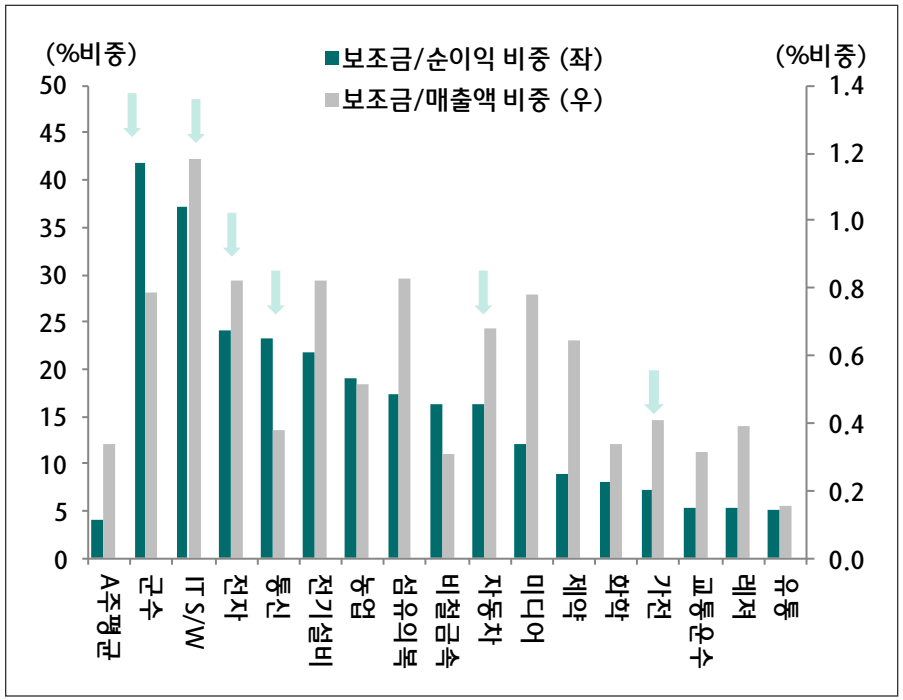


주 : 위안화 실질환율의 상승은 고평가(강세)를 의미
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

G20 이후에 바뀌지 않는 것 ③ 제조기업 경쟁력 약화 : 보조금과 금융비용

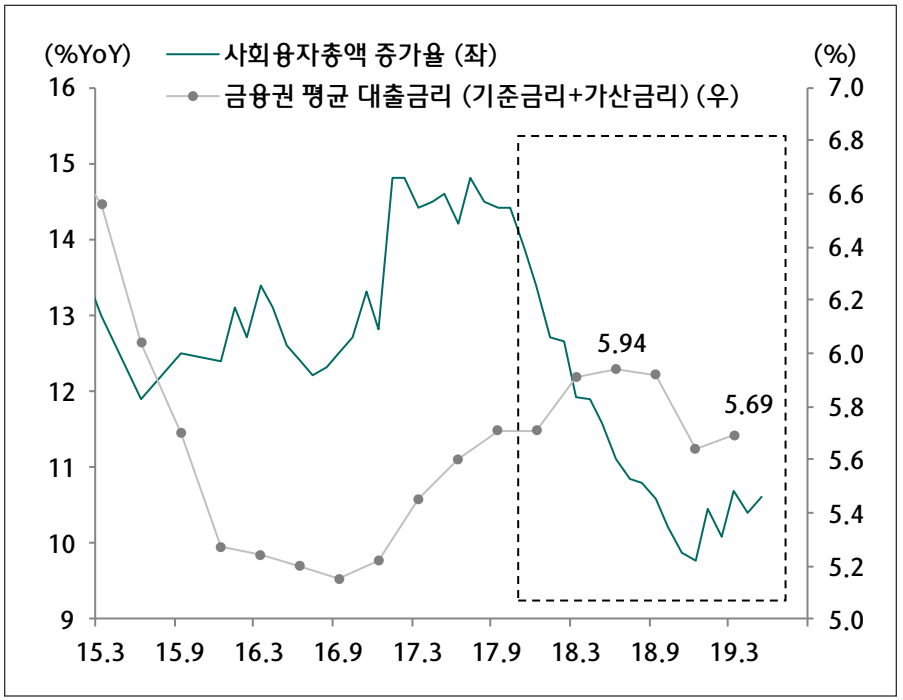
- 미중 협상이 순조롭게 진행되어도 중국 제조기업에 대한 정부의 보조금 지급과 금융혜택은 계속 축소될 것
- 최근 5년간 A주 상장기업 기준 정부 보조금의 순이익 비중은 최소 5%에서 12% 육박 : 2018년은 크게 축소되어 약 5% 기록
- 정부 보조금 의존도가 높은 IT전자, 통신, 기계, 자동차, 미디어, 군수 업종 성장세/이익 위축 불가피
- 또한, 디레버리징 확경 속 전체 대출금리 상승이 불가피하고, 국유기업 대상 금융혜택 축소 및 민영기업 조달금리 상승도 부담

A주 업종별 정부 보조금 의존도 비교



주 : 2018년 연간 보고서 기준
자료: Wind, 하나금융투자

디레버리징 환경 속 은행권/非은행권 조달금리 상승 불가피

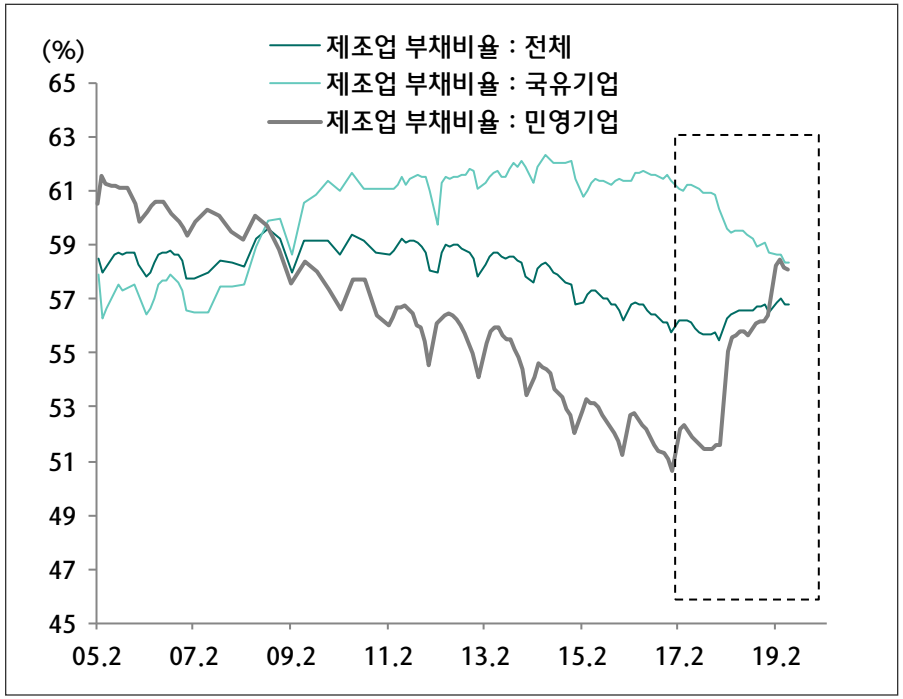


자료: Wind, 하나금융투자

G20 이후에 바뀌지 않는 것 ③ 제조기업 경쟁력 약화 : 민영기업의 부채 위험

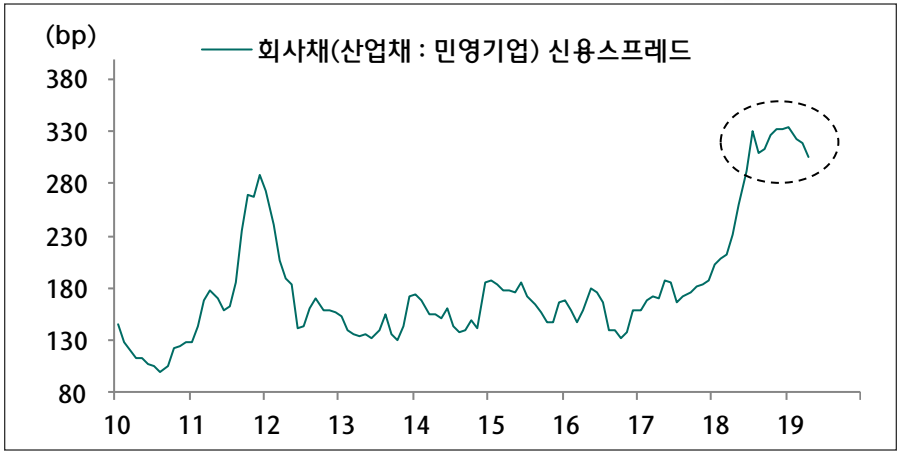
- 중국 제조업을 중심으로 산업구조/금융/환경규제 관련 '국진민퇴(國進民退) 현상 심화 → 특히, 민영기업의 구조적인 산업 불균형과 융자난(難)으로 인해 부채 위험 빠르게 상승
- 2019년 금융당국의 중소/영세기업 대출지원에도 불구 일부 과잉업종 및 수출업종의 민영기업 연쇄 도산 불가피할 전망

제조업 주체별 부채비율 : 2017년 이후 민영기업 급상승

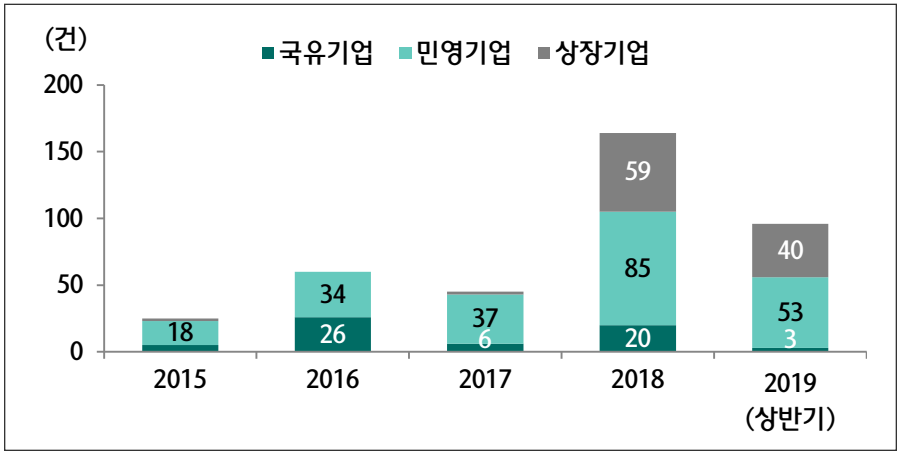


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

민영기업 발행 채권의 신용 스프레드 고공행진 지속



채권 시장 디폴트 발생 건수 : 2018년 이후 민영기업 발생 급증

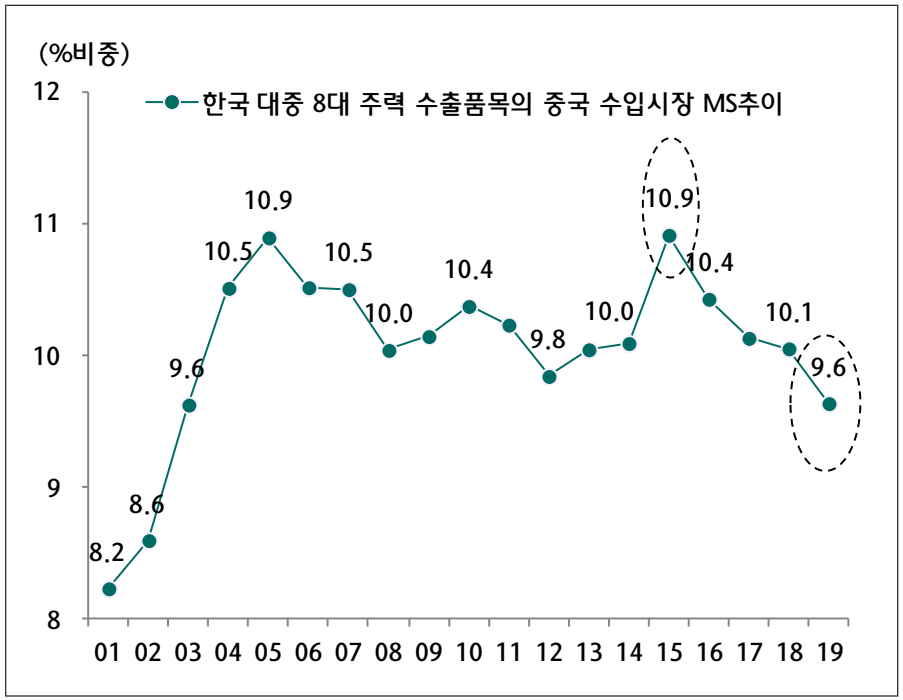


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

전략 1. 중국 내수 회복 및 높은 수출경합도 공통분모 : IT/핸드폰/조선/자동차

- 하반기 국내 중국 관련주 전략의 핵심 두 가지 : ①중국 내수시장 반등 및 MS 회복 수출업종, ②중국과 수출경합도 높은 국내 업종
- 하반기 국내 중국 모멘텀의 탄력적인 회복 조건(대중 수출과 MS 회복) : ①중국 가공무역, ②주택판매, ③경기소비재 회복
- 가공무역을 제외한 주택판매와 경기소비재 2-3년 저점 반등, 한국의 중국 수입시장 MS 반등 예상 → 전자, 자동차, 화학, 기계
- 중국 수출기업 경쟁력 약화에 따라 미국/글로벌 시장 한중 수출경합도 높았던 업종 중장기 수혜 → 전자(핸드폰), 가전, 조선

국내 수출품목의 중국 수입시장 MS 추이 : 2019년 9% 기록



주 : 2019년은 1-5월 누적 기준
자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

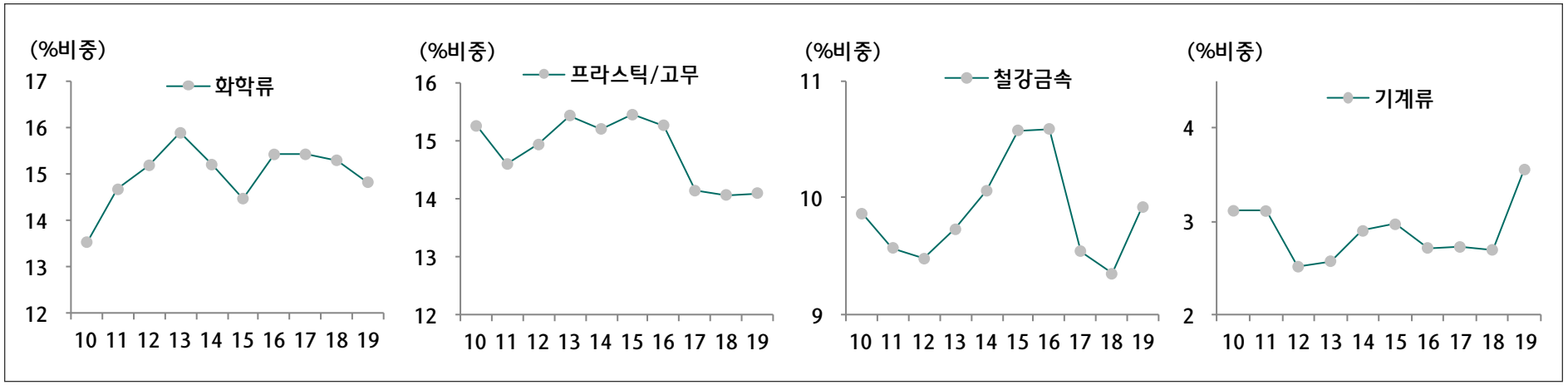
한중 수출업종의 글로벌/미국시장 경합도

업종	미국 수입시장 한중 경합도	글로벌 시장 한중 경합도	중국제품 글로벌 점유율
통신기기	0.845	0.623	45.3
정유	0.643	0.938	4.6
조선	0.558	0.697	18.5
IT H/W	0.512	0.245	45.2
전자	0.505	0.622	20.7
기계장비	0.468	0.512	14.4
가전	0.353	0.451	36.4
철강	0.279	0.475	13.5
화학	0.265	0.305	9.6
자동차	0.223	0.429	4.0
의류섬유	0.177	0.321	40.0

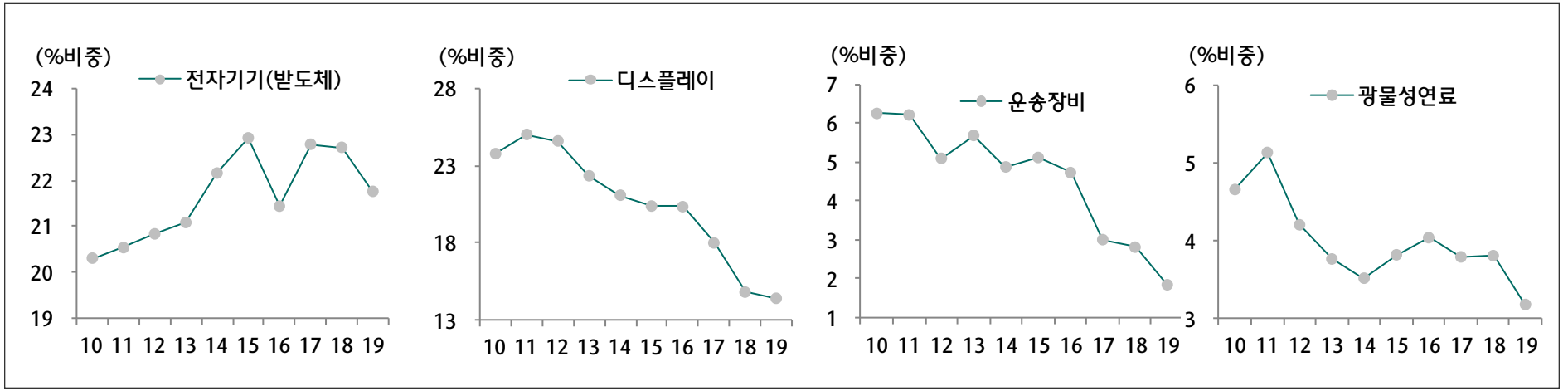
주 : 미국시장 경합도는 2016년, 글로벌 경합도와 MS는 2017년 기준
자료: CEIC, KITA, 산업연구원, 하나금융투자

전략 1. 중국 내수 회복 및 높은 수출경합도 공통분모 : IT/핸드폰/조선/자동차

한국 8대 주력 수출품의 중국 수입시장 MS 추이 : 프라스틱/고무, 철강금속, 기계류 MS는 대체로 상승 (화학은 안정적)



한국 8대 주력 수출품의 중국 수입시장 MS 추이 : 디스플레이와 운송장비(자동차) 추세 하락, 전자와 에너지 일시적 하락

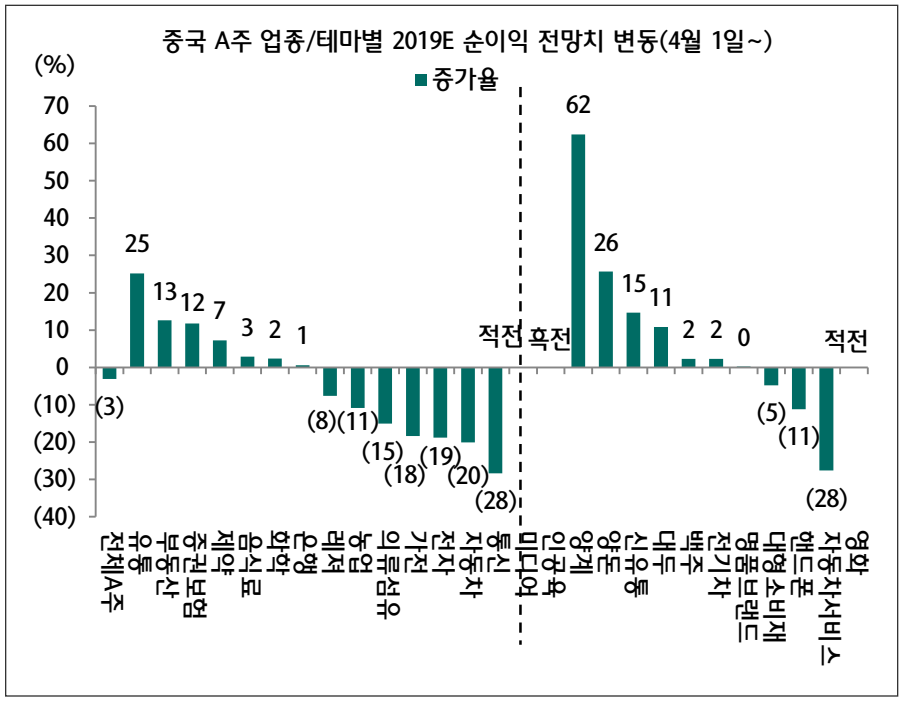


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

전략 2. 하반기 중국발 가격상승 수혜 업종 주목 : CPI 상승 및 소재 업종

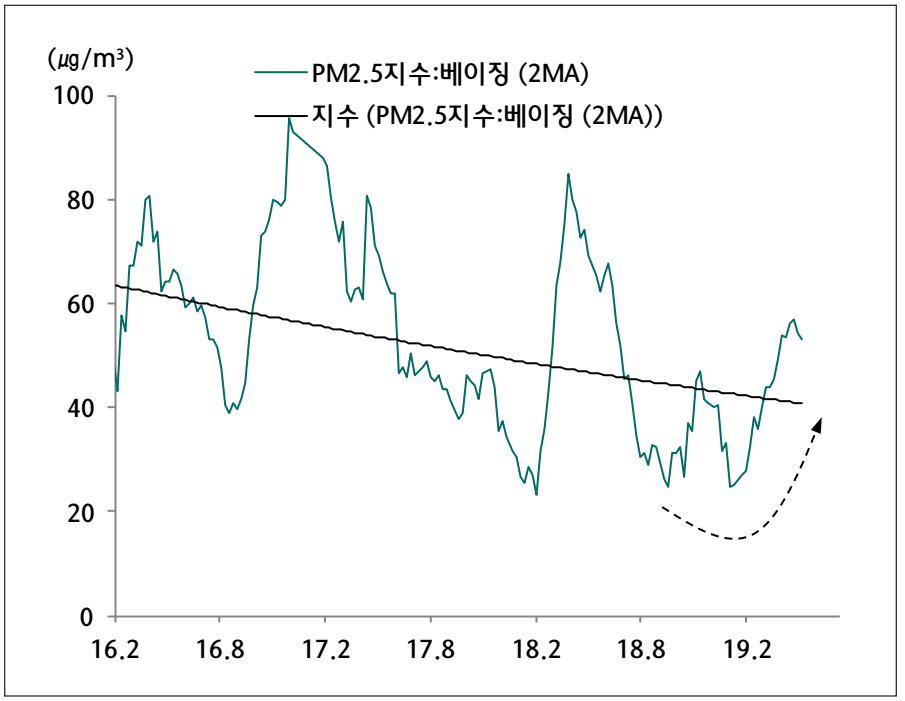
- 하반기 중국발 가격상승 수혜 업종 주목 : ①CPI 상승 및 매출회복 수혜, ②상반기 대비 수급개선이 예상되는 소재 업종 주목
- 2/4분기 이후 A주 이익 추정치 상향 업종/테마는 타이트한 수급기반 CPI 상승 수혜 : 유통, 음식료, 농업, 제약, 돈육, 백주, 대두
- 3/4분기 감세효과와 매출 턴어라운드 기대 높은 내수 업종은 주로 경기소비재 : 부동산, 자동차, 여행레저
- 이밖에 하반기 환경규제 정상화와 공급축소 예상되는 소재 업종의 가격/스프레드가 상반기 대비 개선 전망 : 철강, 화학, 제지

중국 A주 내수업종/테마지수 순이익 전망치 변동 (4월 이후)



자료: Wind, 하나금융투자

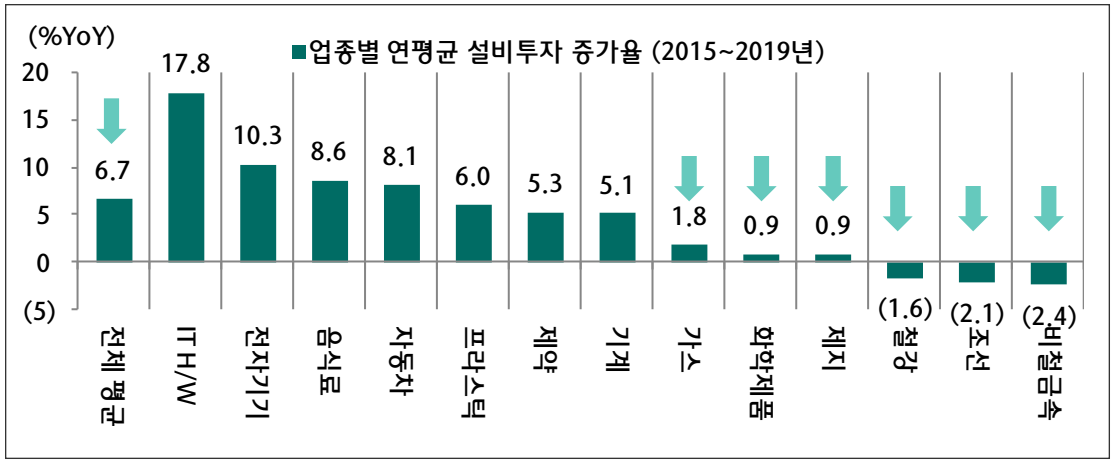
하반기 중국 환경규제 강도 정상화 예상 → 공급축소 기대



자료: Wind, 하나금융투자

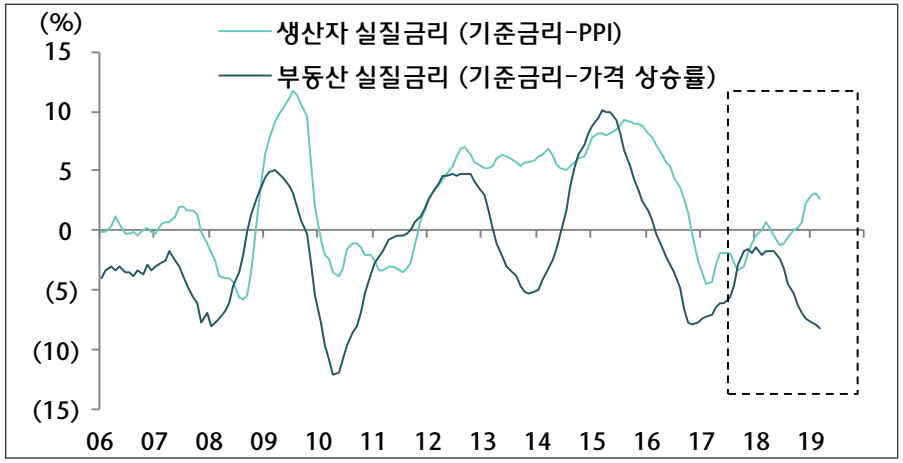
전략 2. 하반기 중국발 가격상승 수혜 업종 주목 : CPI 상승 및 소재 업종

업종별 연평균 설비투자 증가율 : 2020년 원자재/소재 공급충격 예상



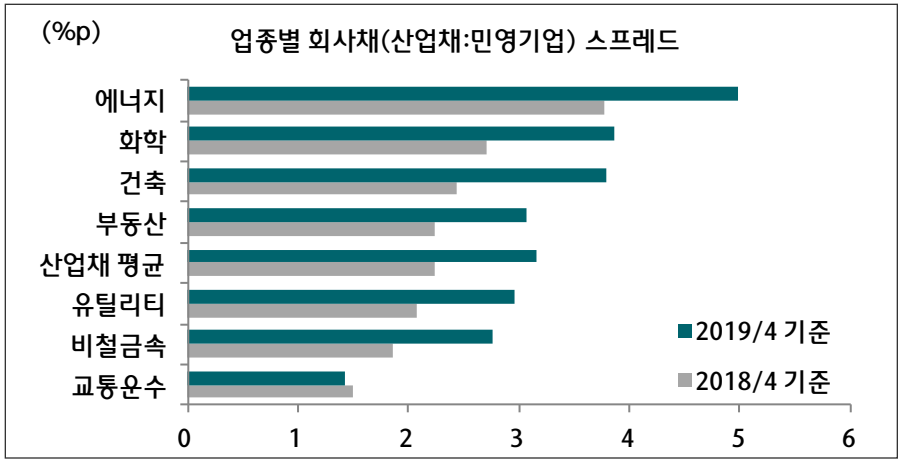
- 디레버리징 프레임 유지로 인해 전통 제조업(에너지/소재/산업재)관련 중소/민영기업 중심 신용위험 확대, '국진민퇴' 해결 구조적으로 어려움
- 전통제조업 민영기업은 단기 대출상환은 가능하나 결국 성장성과 이익이 문제. 2020년까지 디폴트 확대와 구조조정 가속화 예상. 환경규제 역시 정상화
- 중국 소재/산업재의 중장기 투자기회는 2015-2016년과 같은 공급 충격이 제공, 2019년 하반기-2020년 타이트한 수급과 가격상승 및 국내 반사이익 기대

구조적인 자금난으로 중소/민영 제조기업 부도압력 상승



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

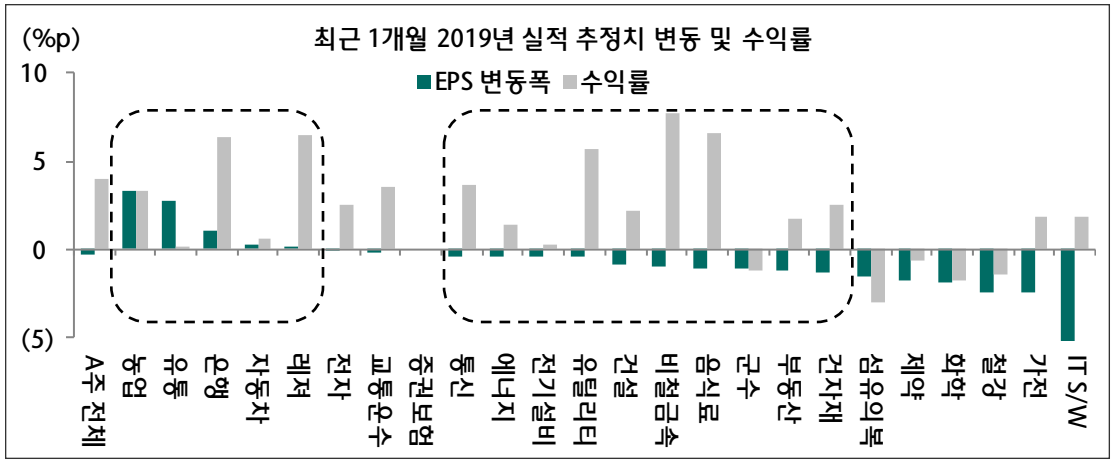
소재, 태양광, 산업재 민영기업의 디폴트 압력 오히려 확대



자료 : Wind, 하나금융투자

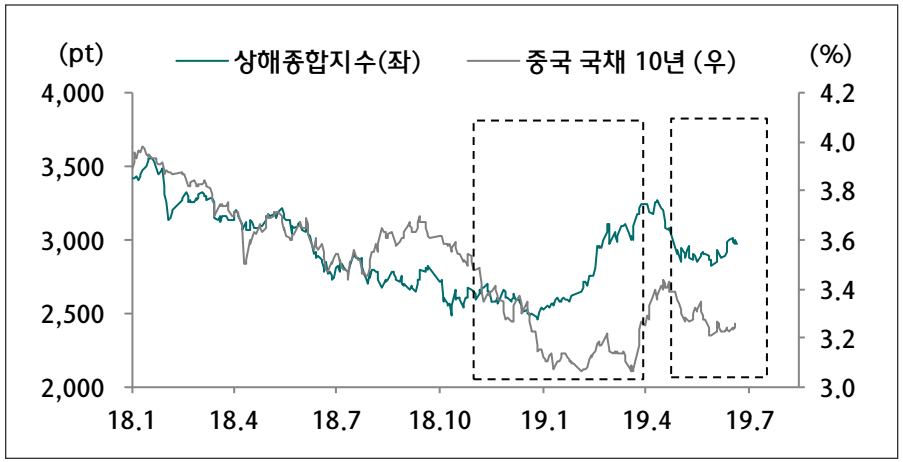
중국증시 전망 : 6월은 1/4분기와 유사하게 유동성/외인수급 기반 불안한 반등

6월 중국증시의 반등은 실적보다는 유동성 및 외국인 수급 기반



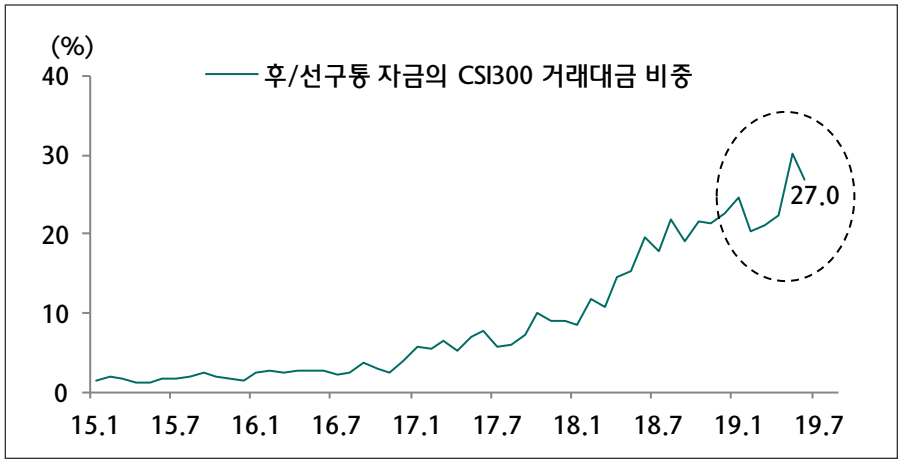
- 6월 중국증시의 반등은 1/4분기 강세와 유사하게 펀더멘털이 아닌 유동성, 재정정책, 무역협상 재개 기대를 반영한 것. 그러나, 4월 하순 이후 지수 급락원인과 마찬가지로 유동성(통화정책)과 외국인/로컬기관 수급 불확실성 높아 여전히 불안정한 상승으로 판단
- 3/4분기 2차 반등 재개를 위한 조건은 ①내수경기/실적 턴어라운드, ②외국인 수급 복귀. 6월 이후 외국인 수급 회복했으나, 경기 바닥확인과 실적 회복에 대한 확신 부족. 당초 6월 지수 조정을 근거로 제시한 7월 반등 확률은 낮아지고, 에너지 축적기간 추가 필요

중국증시와 금리 추이 : 6월 이후 중국/미국발 유동성 기대



자료 : Wind, 하나금융투자

6월 외국인 순매수 전환과 함께 거래대금 기여율 상승



자료 : Wind, 하나금융투자

중국증시 전망 : 7월 발표 2/4분기 실적과 내수 경제지표 확인 필요

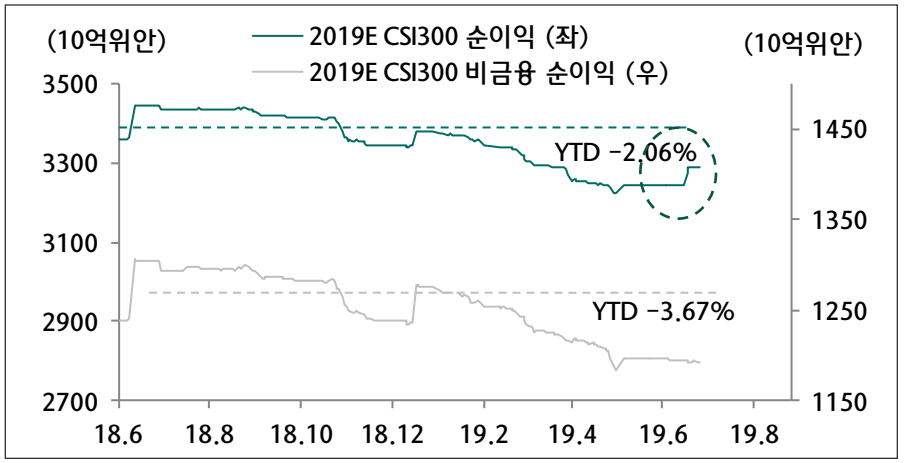
탑다운 측면 : 2/4분기 이익모멘텀 하향조정 지속, 3/4분기 반등 주목

- 탑다운 측면 2/4분기 중국 이익 모멘텀은 하향조정 지속. 특히 제조업(비금융) 업종을 중심으로 이익/실적 하향조정 계속되는 모습 → 3/4분기 정책 효과와 내수경기 턴어라운드, 물가 안정에 대한 선제적인 확인이 필수
- A주 시장은 7월-8월 중 발표되는 2/4분기 실적에 대한 확인 필수. 부진한 제조업(비금융) 대비 금융과 소비업종의 2019년 이익 추정치 하향조정은 사실상 마무리 국면. 대형주/국유기업 중심으로 예상보다 양호한 2/4분기 실적 기대

비금융(제조업) 이익 증가율 반등 지연, 3/4분기 반등 타진

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

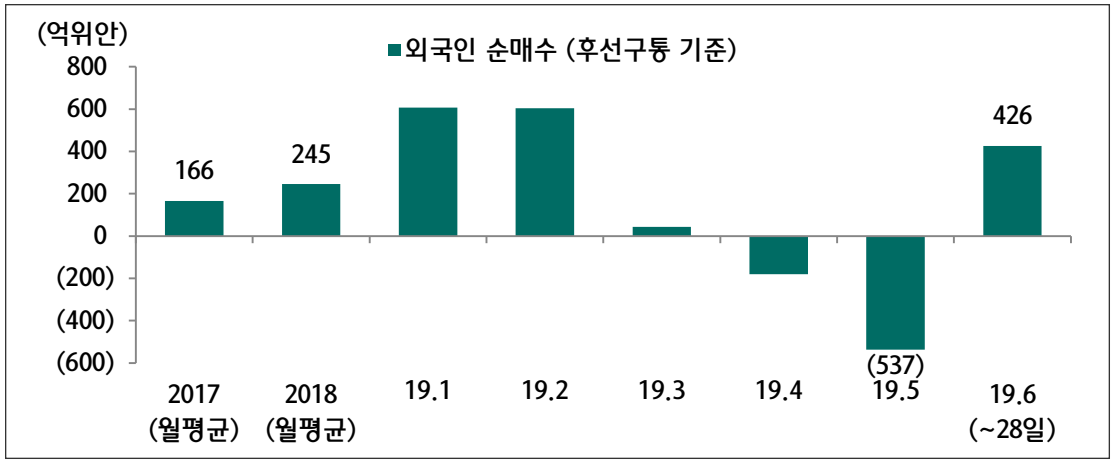
금융과 소비업종 비중 높은 전체 A주 시장 이익 추정치 안정적



자료 : Wind, 하나금융투자

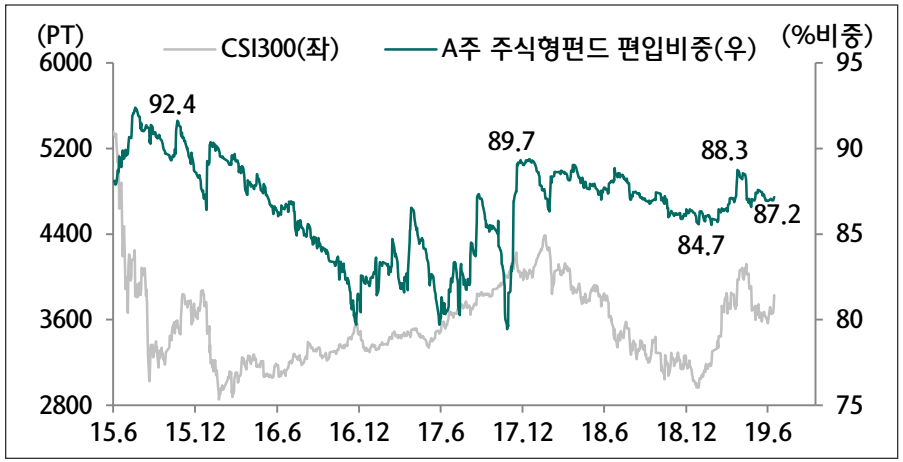
중국증시 전망 : 외국인과 기관은 7월말-8월 실적과 정치국회의가 변수

수급을 리딩하는 외국인 자금은 6월 순매수 전환, 3/4분기 매수 강화



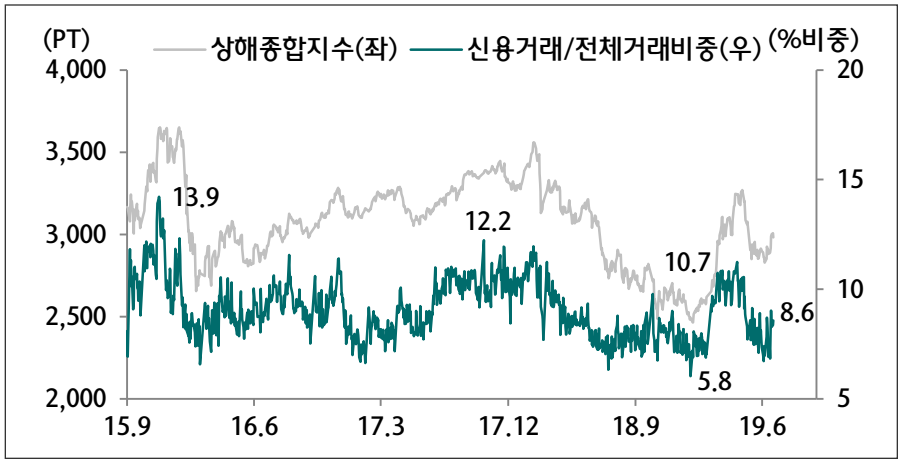
- 외국인과 로컬 기관 수급은 7월 순매수 강도 약화 예상. 정치국 회의와 실적시즌 통과하는 7월말-8월부터 매수강도 회복 타진 예상
- 로컬 기관과 개인은 뚜렷한 과열징후 없으나, 정책과 유동성에 대한 민감도 높아 7월에는 불확실성 높다고 판단. 실적과 정부정책이 예상 수준에 부합한다면 8월부터 매수세 강화 예상

기관 : 주식비중 급상승 이후 하락, 실적시즌 동향 주목



자료 : Wind, 하나금융투자

개인 : 레버리지 자금 부담 낮아, 하반기 자금유입 재개 예상

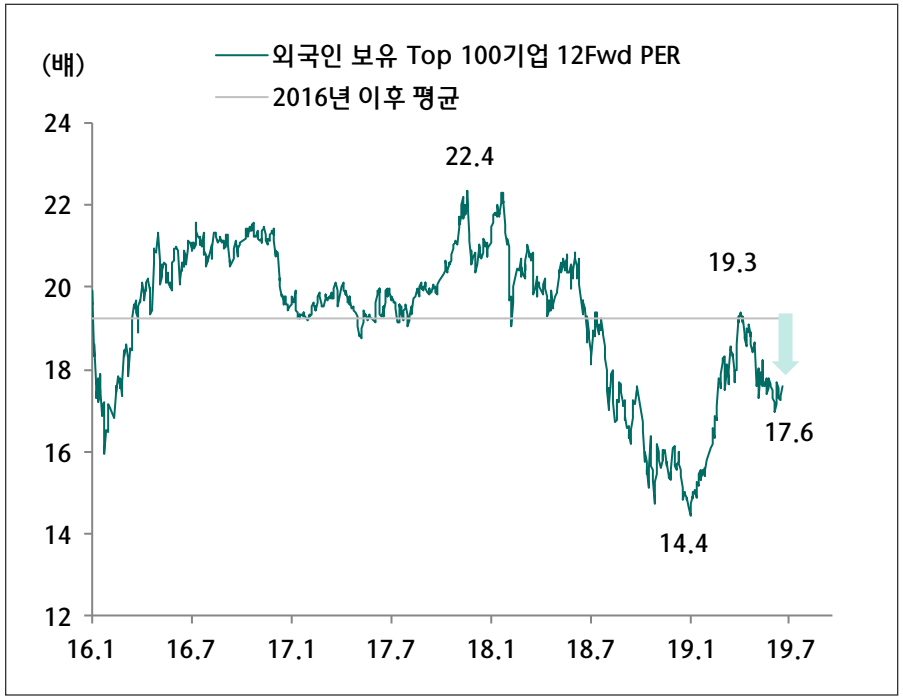


자료 : Wind, 하나금융투자

중국증시 전망 : 3/4분기 대형주 매집, 외국인 선호 업종 주목

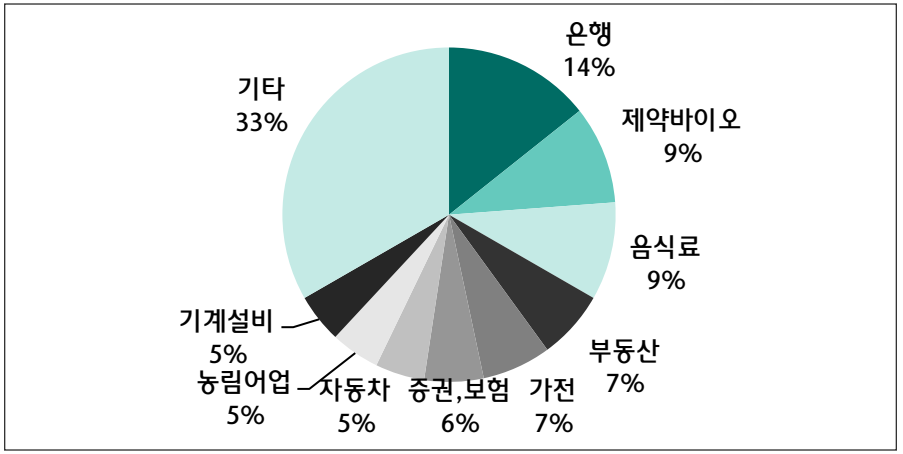
- 6월 기준 외국인 보유 Top 100개 기업의 12개월 선행 PER은 17배로 2016년 이후 평균 19배를 하회, 뚜렷한 과열 징후 X
- 3/4분기 시장 변동성 확대 시 외국인 보유 비중이 높은 금융/제약/음식료/가전/자동차 1등주 꾸준히 매집 권고 → 2020년까지 구조적(산업집중도/외국인), 순환적(이익) 기회 상존

A주 시장 외인 보유 Top 100 종목 평균 PER 추이

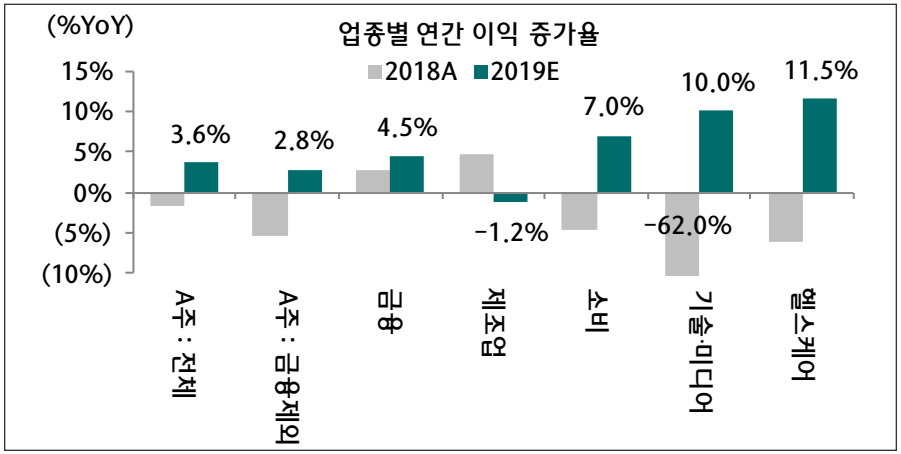


자료 : Wind, 하나금융투자

A주 시장 외인 보유 Top 100 종목 : 소비/금융 비중 절대적



업종별 2019년 이익 증가율 전망 : 소비재/제약 안정적

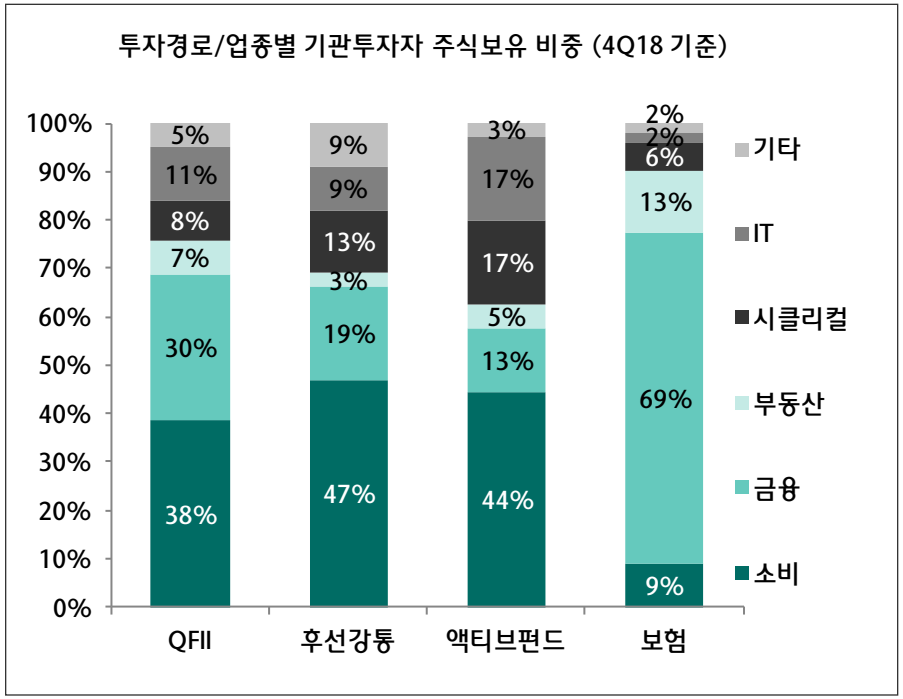


자료 : Wind, 하나금융투자

중국증시 전망 : 3/4분기 대형주 매집, 외국인 선호 업종 주목

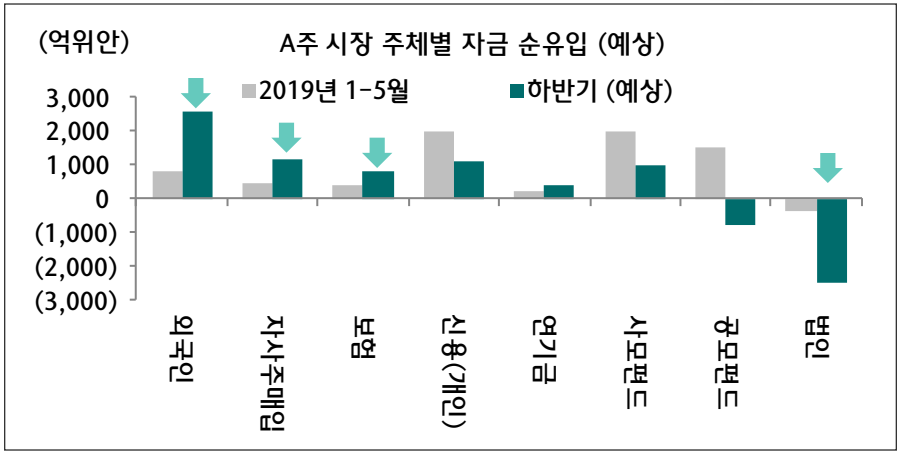
- 하반기 외국인의 수급과 선호업종을 추종하는 전략 유지
- 최근 3년간 외국인 매수의 70%는 6대 업종(음식료/가전/증권 보험/은행/제약)과 1등주에 집중 (28개 업종 중 20개 업종)
- 외국인, 자사주매입(대형국유), 보험(금융)계 자금 유입이 지속되는 소비/금융업종 대형주 매수

기관투자자별 주식보유 업종 : 외국인/기관은 소비/금융 선호

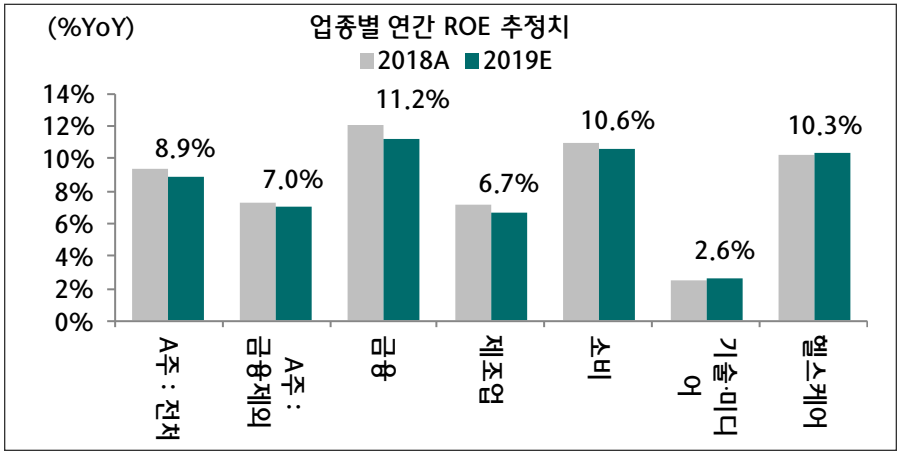


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

하반기 외국인/자사주매입/보험계 자금 유입 주목



2019년 A주 업종별 ROE 전망 : 금융, 소비, 헬스케어 안정적

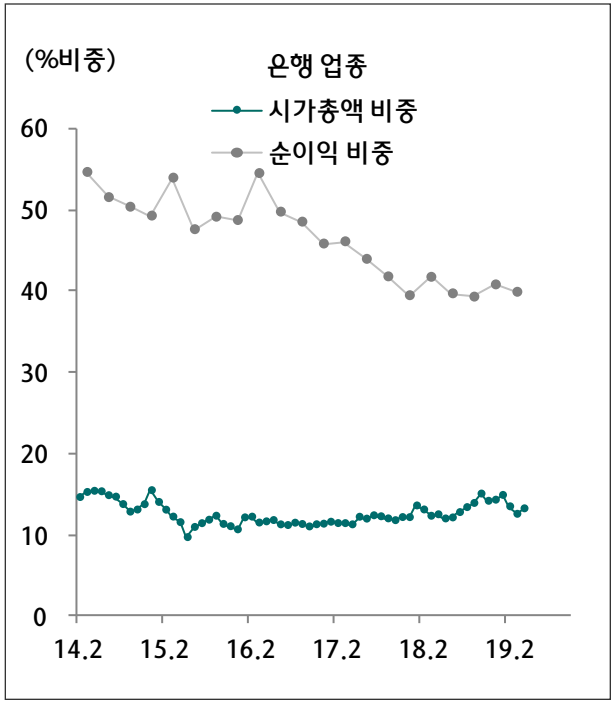


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

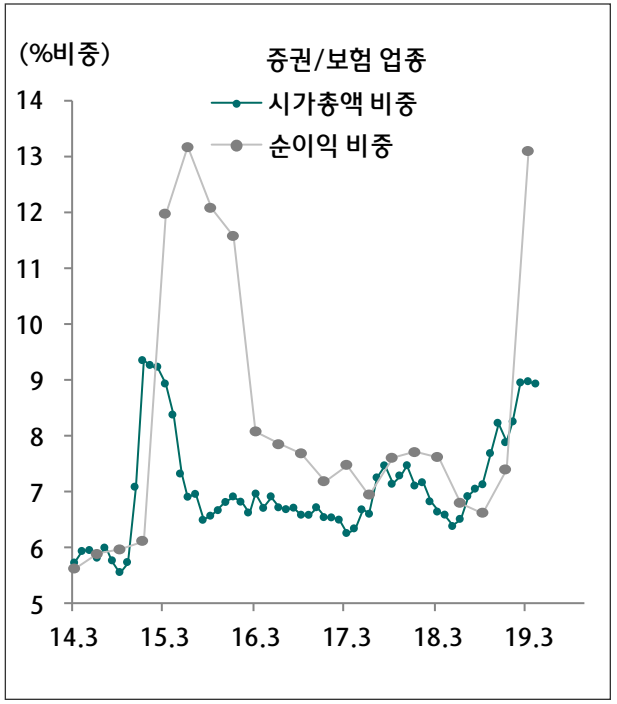
중국증시 전망 : 구관이 명관, 금융/부동산 단기 비중확대

- 하반기 금융과 부동산 업종 비중확대 의견 : 중장기 기회보다는 단기적으로 극심한 저평가와 안정적인 이익성장이 매력 요인
- 중국 은행과 부동산업은 2012년 이후 빅사이클 정점통과와 정부 규제강화에 따라 밸류에이션 디레이팅 심화
- 다만, ①이익 대비 시가총액 비중과 기관 편입비중 과도하게 낮고, ②하반기 3년만에 이익사이클 회복이 매력적

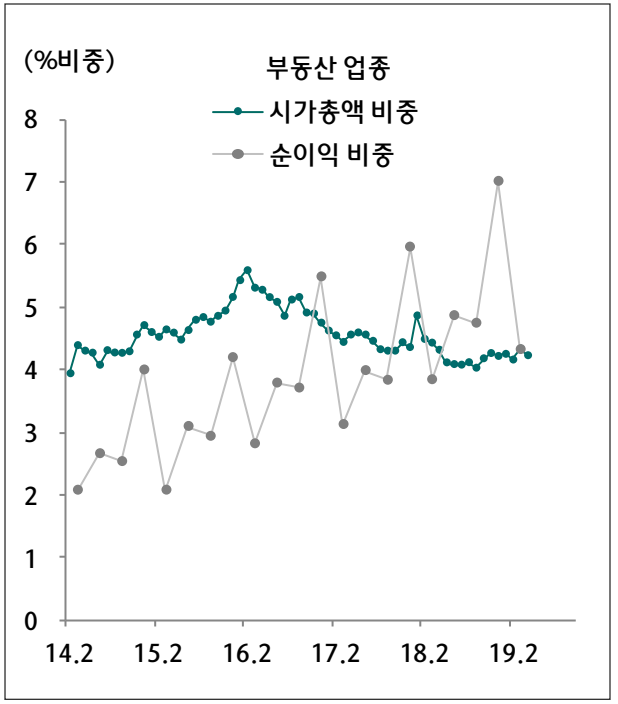
은행업 순이익/시총 비중 비교



증권/보험업 순이익/시총 비중 비교



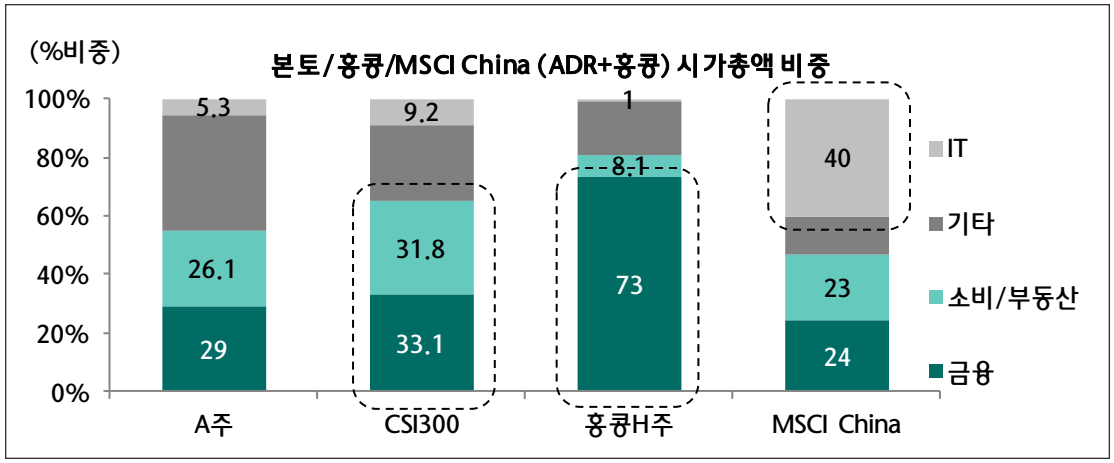
부동산업 순이익/시총 비중 비교



자료 : Wind, 하나금융투자

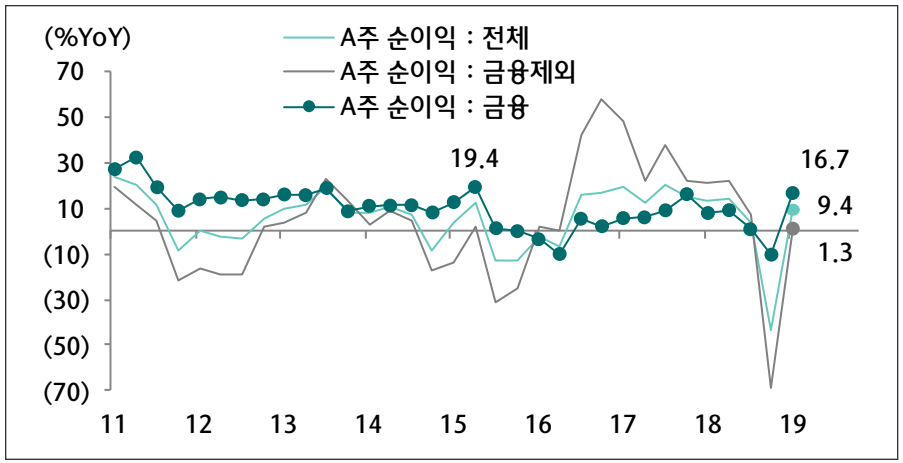
중국증시 전망 : 지수 선호도 홍콩H(단기) > CSI300(중기) > MSCI China 순

본토/홍콩/MSCI China 시총 비중 비교 : 소비, 금융, IT가 차별화 요인



- 하반기 중국 지수형 전략은 결국 IT/금융/소비 업종 비중에 따라 크게 차별화 예상. 금융 비중 높은 홍콩 H지수 단기 매력도 최선호. 2020년까지 보유한다면 여전히 본토 대형지수(CSI300)가 우위라고 판단
- MSCI China는 절대적으로 높은 IT 비중과 수급 변동성에 따라 하반기 매력도 낮다고 판단 : 수출과 정치 불확실성 노출도 높고, 타결 시에도 보조금/정부정책의 실적의존도 높아 급격한 변화 가능성 상존

1/4분기 금융업 순이익 전체 크게 상회, 2015년 이후 최고

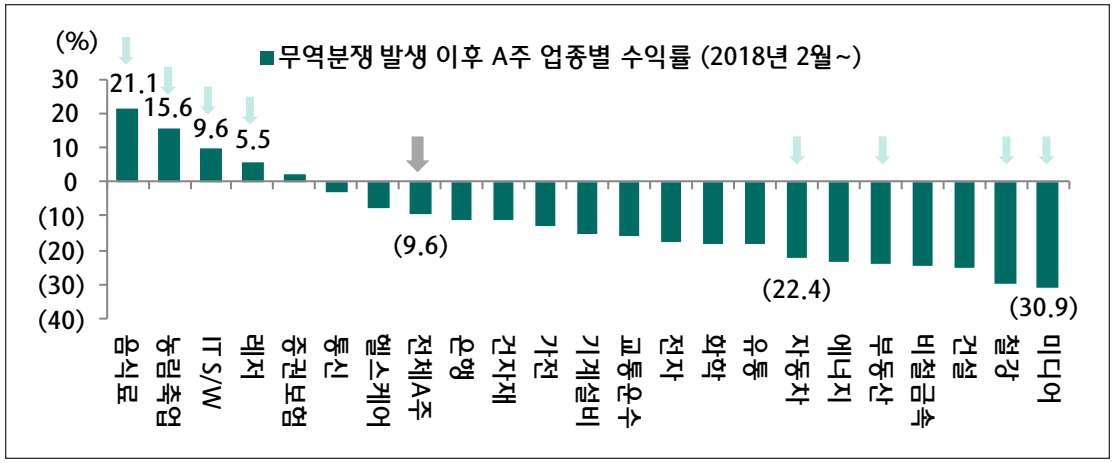


AH 프미리엄 지수 : A주 프리미엄 단기고점, 홍콩매력도↑

자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

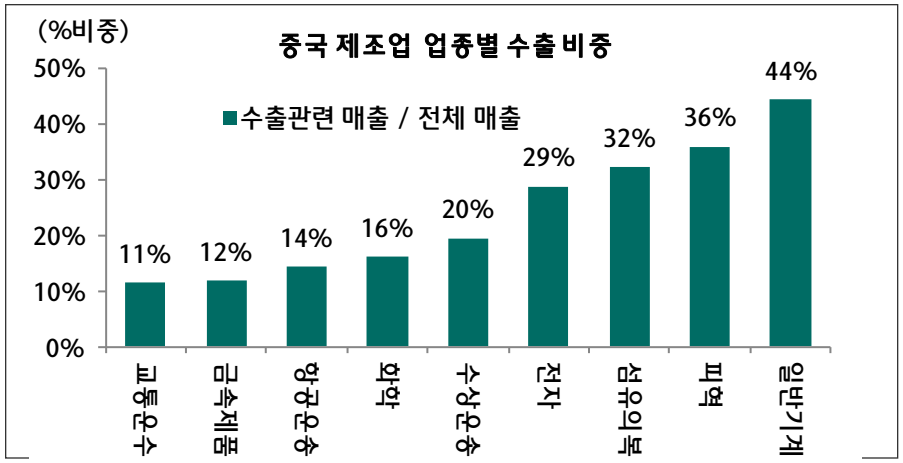
중국증시 전망 : 중기적으로 시클리컬/기술주/중소형주 축소

무역분쟁 16개월간 A주 업종 Winners & Losers : 결국은 소비와 금융

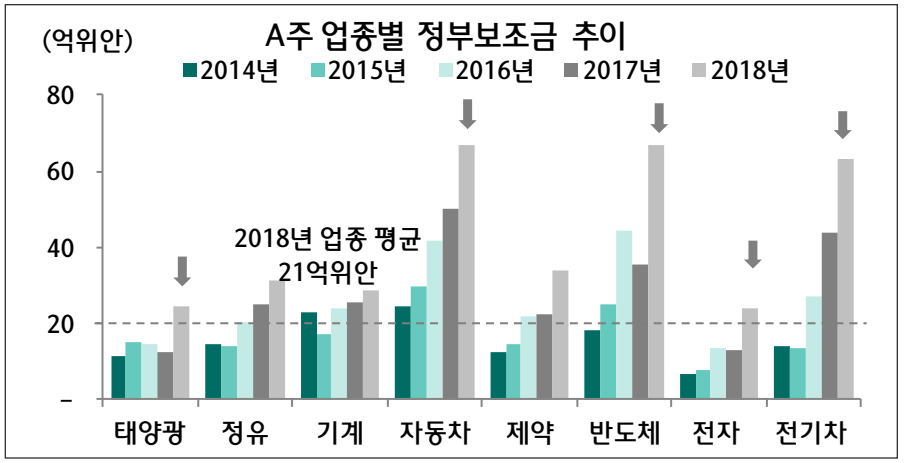


- 중기적으로 확실한 안전지대는 결국 중국의 내수와 금융. 불확실성을 이기는 중국 투자전략은 ①수출의 존도가 낮으며, 중기적으로 내수관련 이익 사이클 반등이 예상되는 업종, ②정부보조금 의존도가 낮고, 부양책(감세/산업정책)에 탄력적이며, ③고정비, 인건비, 금융비용 등 부담이 낮은 국유기업 비중이 높은 업종을 선택하는 것
- 이러한 관점에서 중기적으로 A주(심천)/홍콩/ADR 관련 중국 시클리컬/기술주/중소형주 축소

중국 제조업 업종별 수출 비중 : 전자/기계/섬유의복 高



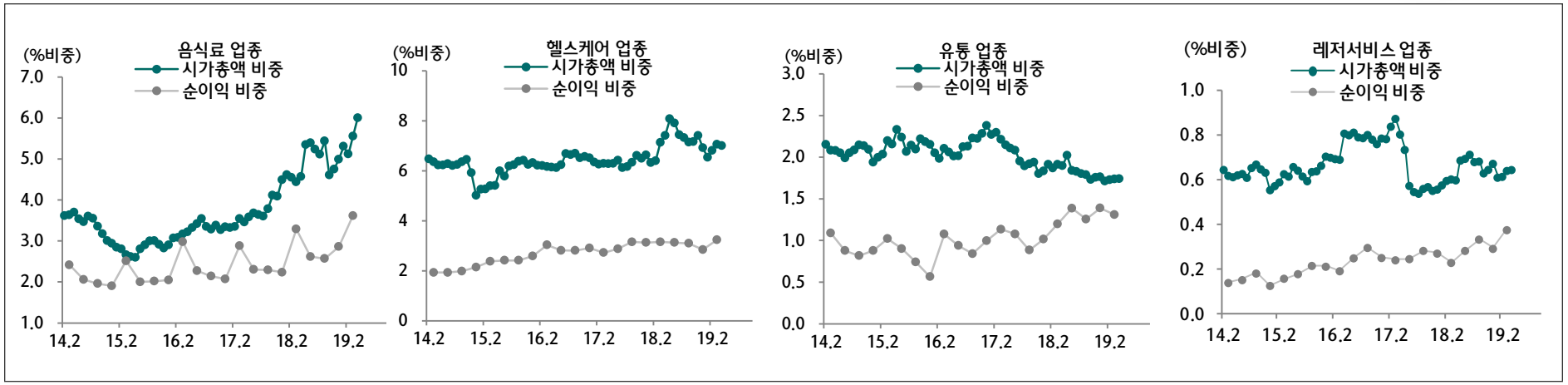
A주 상장기업 업종별 정부보조금 : 자동차/전자/기계 高



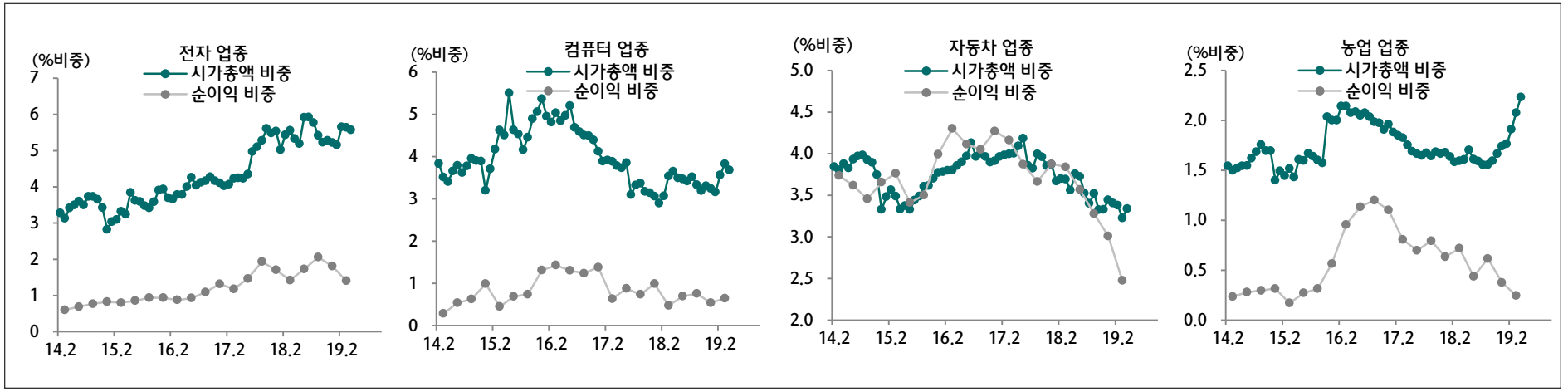
자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

중국증시 전망 : 중기적으로 진짜 주도 업종 주목 → 음식료, 제약, 유통, 레저

A주 업종별 시가총액-이익 비중 추이 : 2018년 이후 음식료, 제약, 유통, 가전, 레저가 '진짜' 주도 업종



A주 업종별 시가총액-이익 비중 추이 : 반면, 2018년 이후 전자, 컴퓨터, 자동차, 농업은 '버블'논란이 계속될 수 있음



자료 : Wind, 하나금융투자

하반기 추천 업종/종목 : 음식료, 제약, 유통, 은행, 부동산, 가전

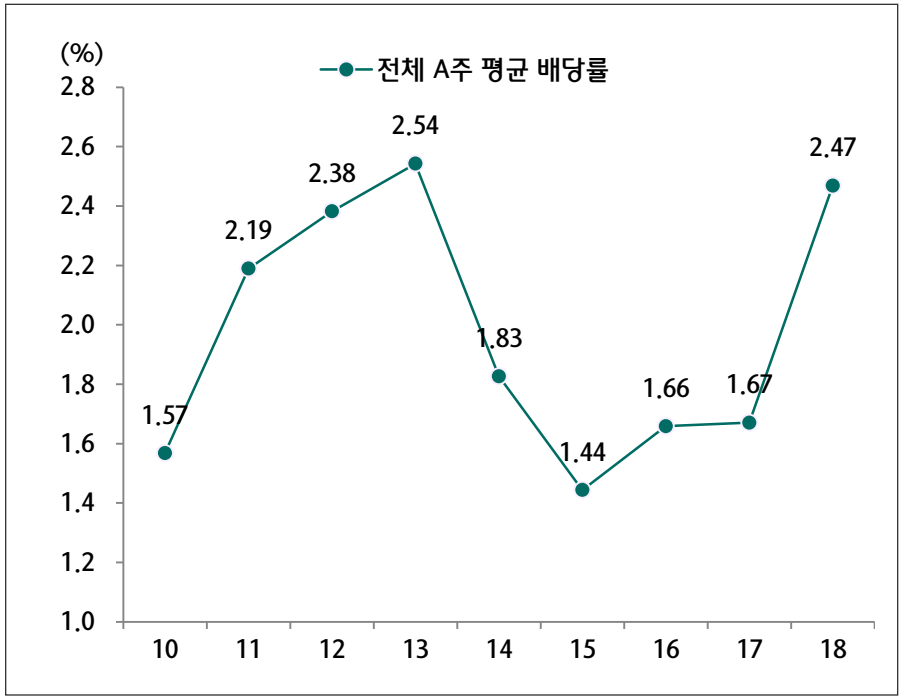
업종	종목명	종목코드	시가총액 (억 위안)	PER (배)	2019E ROE (%)	2019E 매출액 (%,YoY)	2019E 순이익 (%,YoY)	소개
음식료	해천미업	603288.SH	2,523.8	48.0	31.3	16.6	20.5	• 중국 대표 간장 및 조미료 업체
	오량액	000858.SZ	3,921.2	23.1	22.9	23.0	26.9	• 브랜드 가치를 인정 받는 중국 2등 백주업체
헬스케어	항서제약	600276.SH	2,656.9	50.2	21.6	29.2	30.2	• 중국 대표 항암제 및 마취제 제약사
	러푸의료	300003.SZ	422.6	24.7	21.6	31.8	40.4	• 중국 대표 의료기기 기업, 스탠스, 심장박동기 등 심혈관 의료기기 생산
유통	SUNING	002024.SZ	1,002.7	8.1	13.1	28.2	7.3	• 중국 대표 가전 및 전자기기 유통업체
	용휘마트	601933.SH	948.4	39.0	11.4	22.1	64.4	• 중국 대표 유통업체로 신선식품 전용 마트 및 편의점 운영
은행	초상은행	600036.SH	8,436.7	9.3	16.3	9.4	12.8	• 초상그룹 산하의 중국 최초 주식 출자 상업은행
	흥업은행	601166.SH	3,789.2	5.7	14.0	15.7	9.5	• 중국 은행 브랜드가치 8위의 푸지엔성 상업은행
부동산	화하행복	600340.SH	864.7	5.7	28.3	27.8	28.8	• 중국 허베이성 일대 부동산 개발업체, 주로 상업용 부지 개발
	완커	000002.SZ	2,997.8	7.4	21.7	24.1	21.5	• 중국 대표 부동산 개발업체
보험	평안보험	601318.SH	13,773.5	10.0	21.0	15.5	29.6	• 중국 대표 민영 종합보험사
여행	중국국제여행	601888.SH	1,470.2	31.7	23.8	-0.3	50.0	• 중국 대표 여행사로 최대 면세점 사업 영위, 주요 국제공항 면세점 입점
교육	신동방	EDU.US	892.2969	28.0	17.7	26.3	50.7	• 중국 최대 교육업체로 방과후 교육, 온라인 교육, 영어교육 사업 영위
가전	GREE가전	000651.SZ	3,242.5	11.2	26.8	7.4	10.6	• 중국 최대 에어컨 생산업체

주: PER은 12개월 Trailing 기준, 시가총액 제외한 나머지 수치는 2019년 전망치 기준
자료: Wind, 하나금융투자

하반기 추천 업종/종목 : 배당주

- 2019년 상반기 성장률과 물가 하락으로 인해 시중금리 밴드 하향조정 지속 → 연간으로 볼 때 중국 배당우량주 매력적
- 수급 측면에서 2019년 로컬기관(보험사/운용사)과 외국인의 배당주 투자 확대. 중장기 A주 기업 배당성향의 제고와 자산군 내 상대적인 매력도(부동산/WMP상품/채권 대비) 상승

2015년 이후 전체 A주의 평균 배당률 빠르게 상승



자료 : Wind, 하나금융투자

하나금융투자 추천 A주 배당주 15選

종목 티커	종목명	업종	PER	순이익	배당률		
			2019E	2019E	2018E	3년 평균	현재
600028.SH	시노펙	정유	9.5	19.5	11.1	6	9.6
600104.SH	상해자동차	자동차	8.1	7.1	6.9	5.9	6.6
601288.SH	농업은행	은행	5.8	8.7	4.6	4.8	4.4
601398.SH	공상은행	은행	6.2	7.5	4.6	4.5	4.3
600377.SH	강소호녕고속	교통운수	11.5	1.1	4.5	4.5	4.4
601939.SH	건설은행	은행	6.3	8.4	4.6	4.4	4.1
600023.SH	저장유한공사	유틸리티	9.8	27.5	3.6	4.3	3.7
000651.SZ	거리전기	가전	8.7	9.8	0	3.4	0
000002.SZ	완커A	부동산	6.9	24.4	3.8	3.3	3.3
600048.SH	바오리부동산	부동산	6.8	25.1	3.4	3	3
600585.SH	해라시멘트	건자재	6.0	3.8	4.1	2.8	3.5
000333.SZ	메이디그룹	가전	13.4	13.1	3.2	2.6	2.5
002304.SZ	양허구편	음식료	16.6	19.7	2.7	2.4	2.3
000568.SZ	노주노교	음식료	16.6	24.2	3.1	2.3	2.6
600519.SH	귀주모태주	음식료	23.0	17.8	1.9	1.6	1.5

주: 현재 배당률은 2019.02.14 기준. TTM기준. 순이익은 YoY 증가율
자료: Wind, 하나금융투자