



김경환의 탄탄(談談)대록

중국 6% 성장률이 깨진다면...

건국 70주년 이벤트와 국경절 연휴가 끝난 중국은 본격적인 10월 정치경제 이벤트에 돌입한다. 우리는 금번 자료에서 6% 사수가 힘겨운 성장률 얘기를 하고자 한다.

3/4분기 성장률, 잘해야 6.0% 예상: 3/4분기 실질GDP 성장률(2/4분기 YoY 6.2% 성장)은 6% 사수가 쉽지 않을 전망이다. 이는 ①성장률의 Proxy인 산업생산(7-8월 4.6%), 전력소비(3.1%), 석탄소모량(-8.0%) 증가율이 급락했고, 9월 역시 제한적인 회복이 예상된다는 점, ②7-8월 수출, 투자, 소비 모두 2/4분기 대비 둔화되었다는 점, ③8월 이후 강화된 경기부양책의 시차 때문이다. 당사의 전망치는 YoY 6.0%~5.9%이며, 두 수치 모두 1992년 통계 이후 최저(1Q09 6.4%/2Q19 6.2%) 기록이다. 만약 6%가 깨지면 분기 기준으로 2019년 성장목표 '6.0-6.5%' 밴드를 이탈하며, 2020년 '샤오캉사회' 달성 목표(2010년 GDP총량을 2020년에 두 배로)를 위한 분기 성장률(2020년까지 분기 평균 6.13%) 역시 하회하게 된다.

정책과 금융시장 시사점 : 가장 중요한 것은 '6%'의 상징성과 이에 대한 중국정부 입장 및 금융시장 반응이다. 우선 정책 스탠스는 중장기 프레임 변화와 단기 부양책의 강도를 주목한다. 두 가지 시나리오를 예상한다. ①10월 당 이벤트에서 성장률과 고용(혹은 소득성장) 목표를 분리하고, 조기 하향조정을 암시하는 것이다. 무역협상과 상관없이 하강압력을 인정(혹은 대외환경 탓)하고, 무리한 부양책보다는 중장기 숙제(디레버리징/공급개혁/부동산억제)에 집중하면서 중장기 정치적 부담을 제거하는 것, ②혹은 단기 부양책의 강도를 높여 적정 성장률 유지와 고용안정을 병행하고, 무역협상 역시 좀 더 전향적인 입장을 견지하는 것이다. 금융시장의 경우 기업이익 추정치(명목GDP연동)와 위안화(중장기 절상/절하 압력)가 민감할 수 있는데, ①번 정책 경로일 경우 기업이익은 10월말 실적 발표와 함께 2020년 추정치에 대한 하향조정 가능성, 위안화는 역외/선물환율을 중심으로 절하 압력이 강화될 수 있다. 반면에 ②번의 정책 경로와 무역협상의 '스몰딜' 타결이 가능하다면, 2020년까지 5%대 성장률과 추세 하락에 대한 우려는 1회성 이벤트로 제한될 수 있다.

중국과 국내 관련주 전략 : 4/4분기에는 중국 성장률의 레벨 보다는 이익 사이클에 집중해야 한다. 특히, 중국 시클리컬 업종과 국내시장이 체감하는 중국 성장률은 이미 2018년 2%대를 하회했다는 점(순수출+고정자본형성 성장기여도 1.6%p, 그림 6번 참고)에서 연중 6%와 5%대 성장률 차이는 크지 않다. 오히려 하강의 끝자락에 도달한 이익사이클에 주목할 필요가 있다. 기업이익을 약 3-9개월 선행하는 경기 지표는 상반기 바닥확인 성공, 관련 기업의 3/4분기 실적부터 안정을 찾게 될 전망이다. 기업이익 관련 동행지표군(PPI/재고/생산) 역시 역대 사이클 순환 기간(평균 36개월)을 이미 훌쩍 넘은 평균 42개월을 통과하며 반등을 암시했다. 우리는 4/4분기 중국/홍콩증시에 대해 비중확대 의견을 유지하며, 10월 성장률과 환율 이슈로 인한 조정은 매수기회라고 판단한다(업종전략은 그림 10-14번 참고).

Investment Strategy

China



중국/신용국전략 김경환
02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

RA 정진수
02-3771-3453
jinsoo87@hanafn.com

Compliance Notice

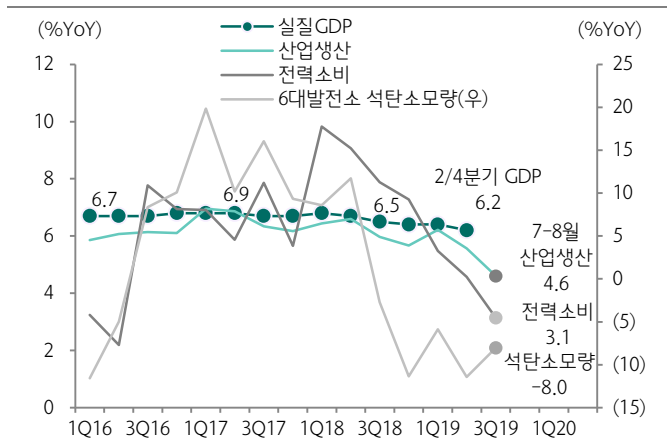
본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 4/4분기 중국 정치/경제 이벤트 정리

날짜	이벤트	세부 내용
10월 1일	건국 70주년 & 국경절 연휴	• 건국 70주년 행사 및 열병식 등 이벤트
10월 10~11일	제13차 미중 무역협상	• 스몰딜 타결 및 추가적인 협상 지속 여부, 화웨이/중국기업 규제 조치 완화 여부
10월 15일	미국 전체 중국제품에 5% 추가 관세 부과	• 미국, 중국제품 5,500억달러 전체에 기존 관세에 5% 추가 관세 부과 예정
10월 18일	중국 3/4분기 GDP와 9월 경제지표	• 3/4분기 성장률과 경제지표 반등 성공 여부 주목, 4/4분기와 2020년 정책 스탠스 좌우
10월 중	19기 4중전회	• 당 중앙위원 전체회의 1년 6개월 만에 소집 : 중국특색 사회주의, 중장기 개혁, 홍콩
10월 말	중앙정치국회의	• 부동산, 통화정책에 대한 판단 주목 (2018년은 10월 31일 개최)
11월 11일	광군절	• 하반기 소비경기와 심리 회복 여부 주목
11월 16일	APEC 정상회담	• 오사카 G20 이후 미중 정상 첫 조우?
11월 중순	화웨이 임시면허 기간 종료	• 미국 행정부, 화웨이 임시면허 기간 추가 연장 여부 주목
12월 상순	경제공작회의	• 2020년 6% 성장률 사수와 디레버리징 및 구조개혁 사이 정책 밸런스 결정 주목
12월 15일	미중 4차 추가 관세 부과	• 미국, 9월 1일에 발표한 일부 품목에 대해 관세 부과 중국 역시 일부 품목 추가 적용
12월 상순	경제공작회의	• 2020년 6% 성장률 사수와 디레버리징 및 구조개혁 사이 정책 밸런스 결정 주목

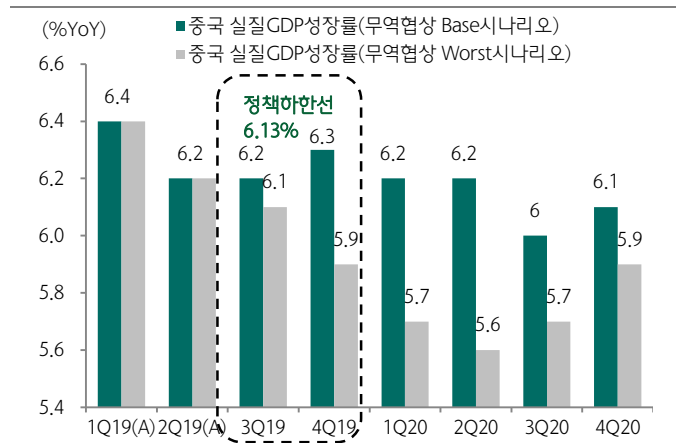
자료: 하나금융투자

그림 1. 중국 3/4분기 성장률 6% 사수 힘겨울 전망



자료: Wind, 하나금융투자

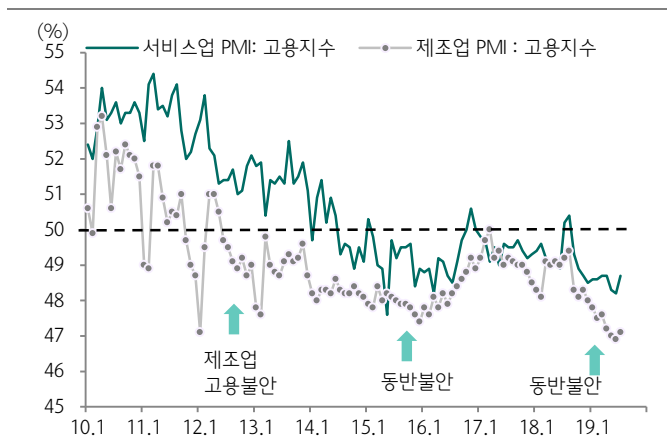
그림 2. 무역협상 시나리오에 따른 2020년 분기별 성장률 전망



주: 2019년 3/4분기 ~ 2020년 분기 성장률은 당사 전망치

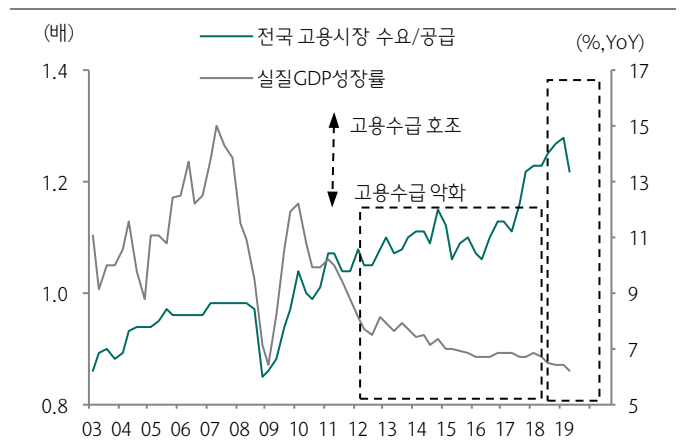
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 3. 2018년 이후 서비스와 제조업 고용지수 동반 하락



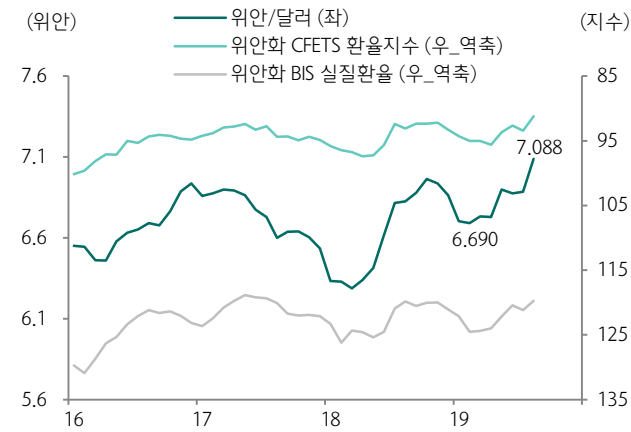
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 4. 성장률과 고용수급 연동성 약화: 성장과 고용목표 분리 여부 주목



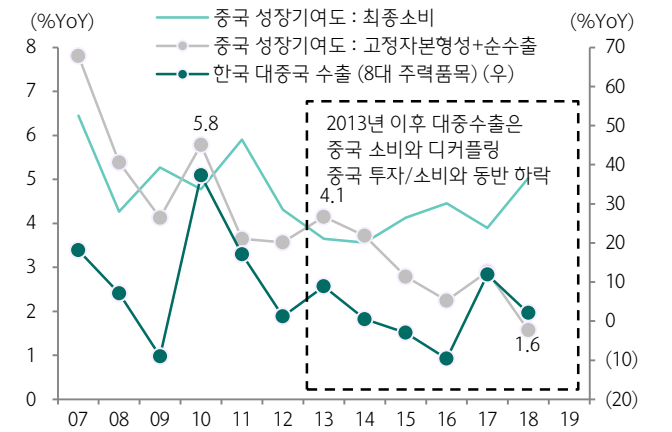
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 5. 6% 성장을 하회 시 중기 환율 절하 압력 확대될 가능성



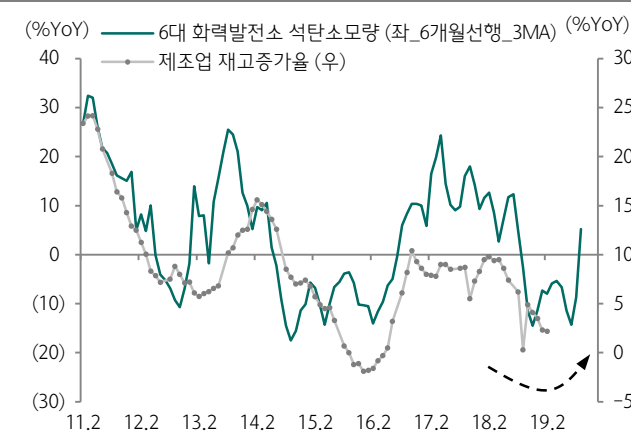
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 6. 한국 및 중국 시클리컬 인식 중국 성장률은 이미 2%대 하회



자료: CEIC, 하나금융투자

그림 7. 산업생산 및 재고확장 관련 Proxy 바닥권 반등 재개



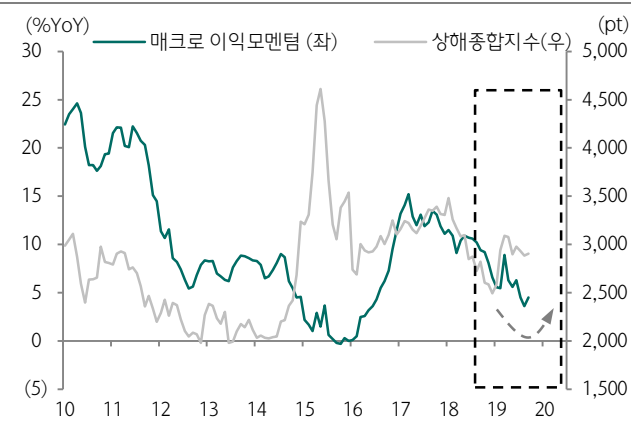
자료: Wind, 하나금융투자

그림 8. 기업이익 동행지표 역대 최장 조정 → 순환적인 반등 임박



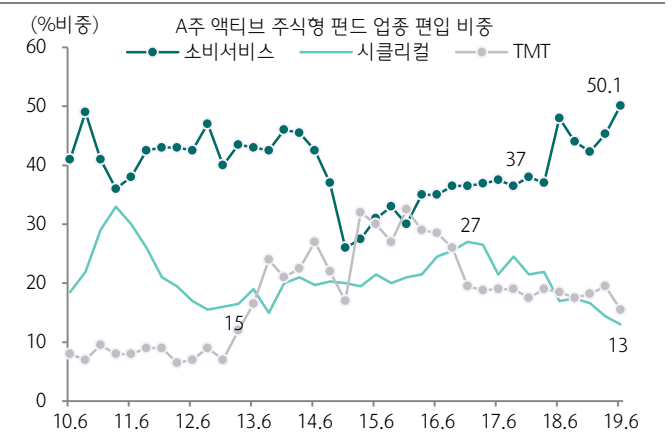
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 9. 4/4분기 중국/홍콩증시 비중확대 : 기업이익 사이클 바닥권



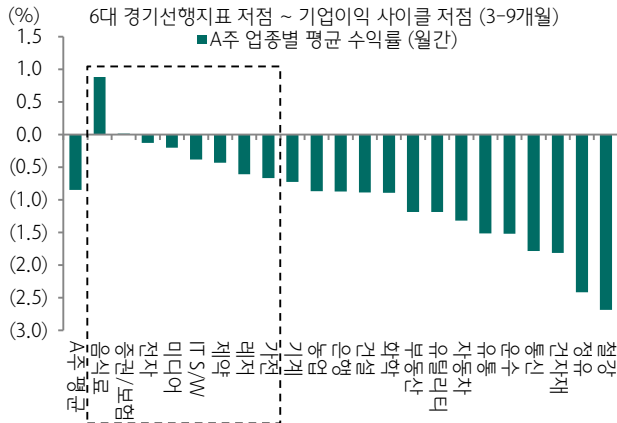
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 10. 4/4분기 중국/홍콩증시 비중확대 : 시클리컬 '빈집' 상태



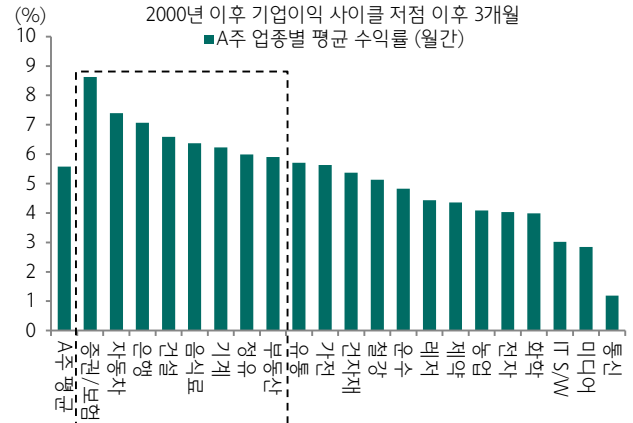
자료: Wind, 하나금융투자

그림 11. 선행지표 저점-이익 사이클 저점 강세 업종 : 음식료, 가전, 증권, 전자, S/W, 미디어, 레저 (2019년 2/4분기~ 현재)



주 : 역대 사이클은 2005년-2006년, 2008년-2009년, 2012년-2013년, 2014년-2016년, 2019년-현재 등 다섯번의 사이클 평균 업종 월간 수익률 반영
자료: Wind, 하나금융투자

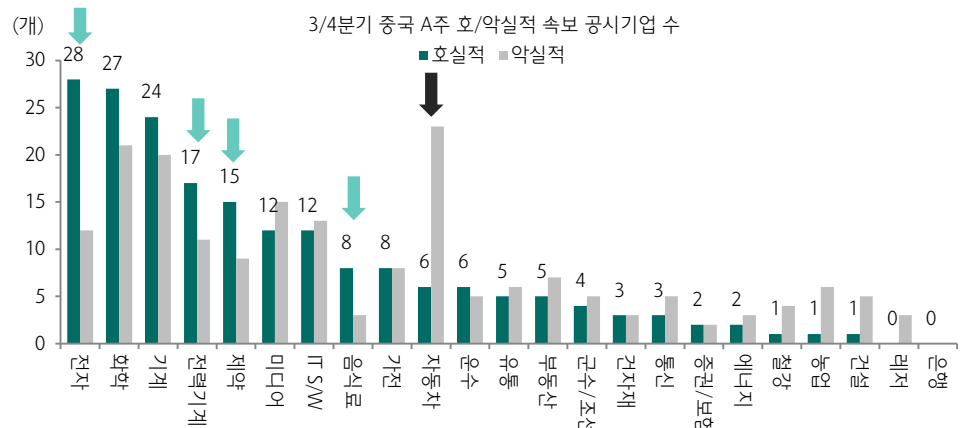
그림 12. → 이익 사이클 저점 이후 3개월 강세 업종 : 증권, 은행, 자동차, 건설, 기계, 정유, 부동산 (2019년 4/4분기-2020년 상반기 예상)



주 : 역대 사이클은 2005년-2006년, 2008년-2009년, 2012년-2013년, 2014년-2016년, 2019년-현재 등 다섯번의 사이클 평균 업종 월간 수익률 반영
자료: Wind, 하나금융투자

그림 13. A주 3/4분기 실적 속보 공시기업의 호실적/악실적 비교 (10월말까지 실적 발표)

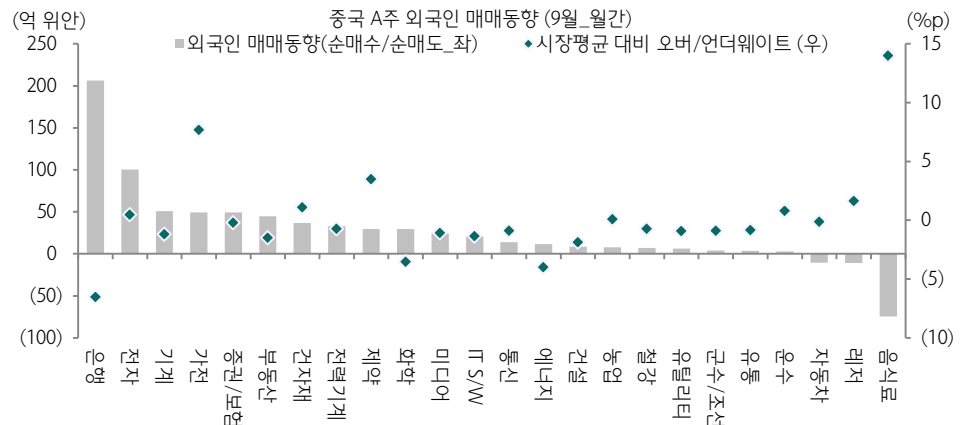
A주 기준 3/4분기 실적시즌부터 전자 및 일부 시클리컬(화학/기계/운송) 업종 실적 반등 예상



자료 : Wind, 하나금융투자

그림 14. A주 액티브 펀드 업종별 편입비중의 벤치마크 대비 오버/언더웨이트 (2019년 상반기 기준)

9월 이후 중국 로컬기관은 편입비중이 크게 낮은 업종을 중심으로 바닥잡기 시작. 대체로 은행, 시클리컬, 전자 업종이 해당. 4/4분에도 큰 틀에서 시클리컬 비중확대 지속될 전망



자료 : Wind, 하나금융투자

주간 중국 지표 동향

■ 주요 부동산 지표

- 9월 마지막주 중국 30개도시 부동산 거래면적 YoY +19%로 2주 연속 증가세 유지
- 특히 2선 도시 YoY +31%, 3선도시 YoY +17% 증가하며 부동산 시장 견인, 1선도시도 YoY -2%로 감소폭 크게 축소
- 10월 8일 모기지 기준금리를 LPR 금리로 대체한 이후의 부동산 시장 변화 관심 필요

■ 주요 가격 지표

- 연휴전 세 차례의 중앙정부 비축육 방출에도 불구하고, 연휴간 돈육가격 강세 지속
- 10월 첫째 주 돈육 평균 도매가는 WoW +3% 상승한 36.2위안/kg, 이는 YoY +79%나 상승한 수준
- 수요 성수기인 국경절 연휴 종료 이후 돈육가격 하향 안정화 여부 및 정부의 추가적인 공급 확대 대책 주목 필요

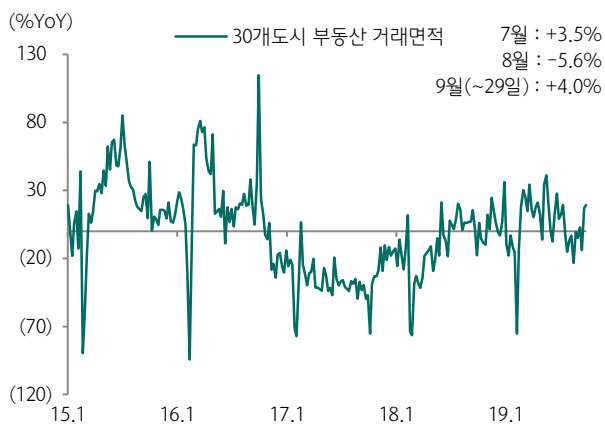
■ 주요 업황 지표

- 연휴전 대기환경 개선을 위해 정부가 철강사 고로 가동을 통제하면서 고로가동을 일시적 급락
- 전국 고로가동을 57%대로 하락, 중국의 핵심 철강산지인 당산시 고로가동률은 44% 수준까지 급락
- 연휴 중 각지 철강사 고로 가동 통제 해제 조치 하달 시작하면서 고로가동을 회복 예상

■ 주요 환율 지표

- 연휴간 위안화 역외환율 -0.4% 하락(절상)한 7.1128위안/달러(10월 4일 종가 기준)
- 이번주 제13차 미중 실무협상 결과에 따른 위안화 환율 변화 주목 필요

(하이라이트) 부동산 거래면적 증가율 2개월 만에 반등



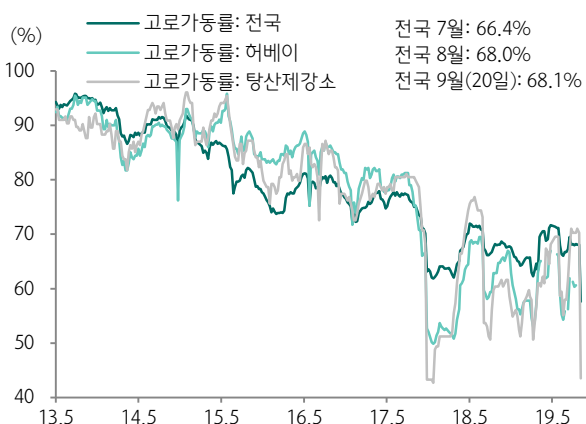
자료: Wind, 하나금융투자

(하이라이트) 연휴간 중국 돈육 도매가 추가 급등



자료: Wind, 하나금융투자

(하이라이트) 국경전 연휴 앞두고 고로 가동을 급락



자료: Wind, 하나금융투자

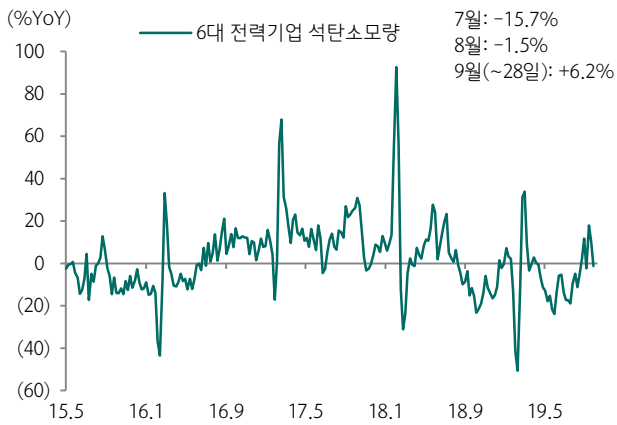
(하이라이트) 연휴간 역외 위안화 환율 소폭 하락(절상)



자료: Wind, 하나금융투자

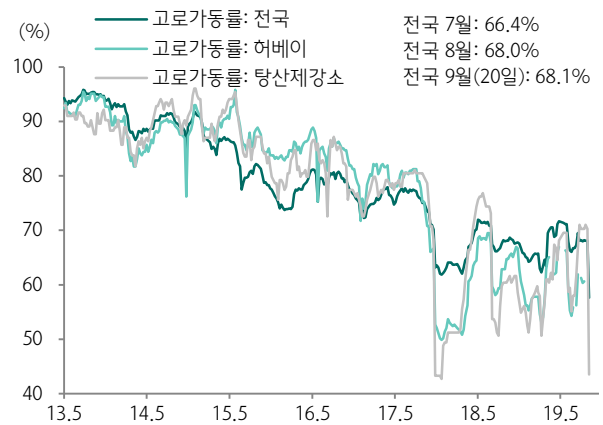
I. 주요 업황 지표 Chart Book

그림 1. 6대 전력기업 석탄소모량 (주간)



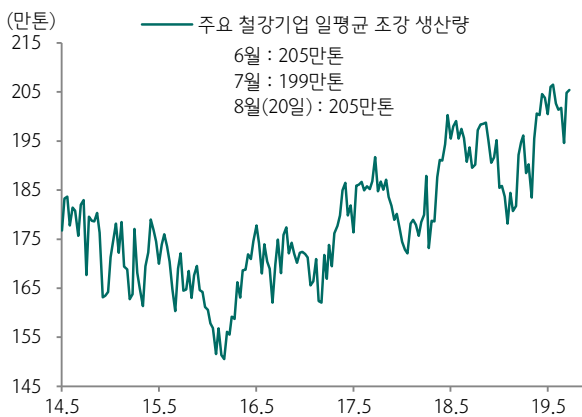
자료: Wind, 하나금융투자

그림 2. 고로 가동률 (주간)



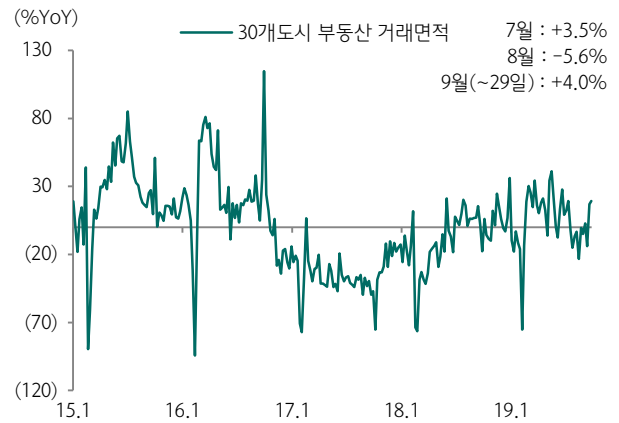
자료: Wind, 하나금융투자

그림 3. 주요기업 철강 생산량 (주간)



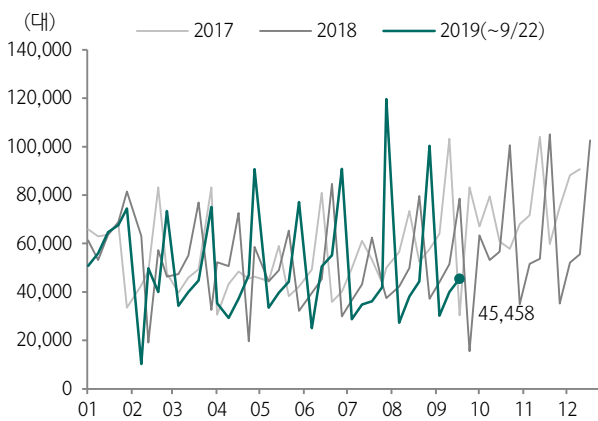
자료: Wind, 하나금융투자

그림 4. 30개도시 부동산 거래면적 증가율 (주간)



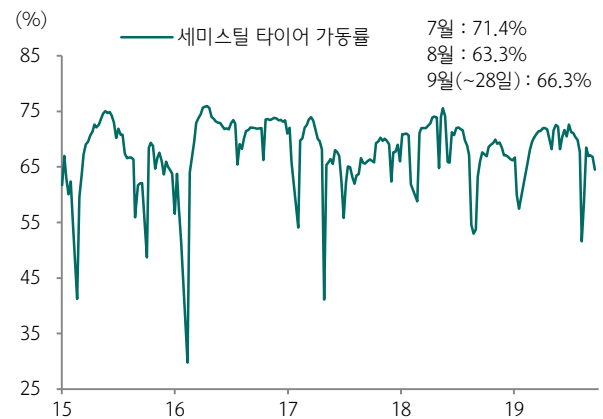
자료: Wind, 하나금융투자

그림 5. 승용차 평균 판매량 (주간)



자료: Wind, 하나금융투자

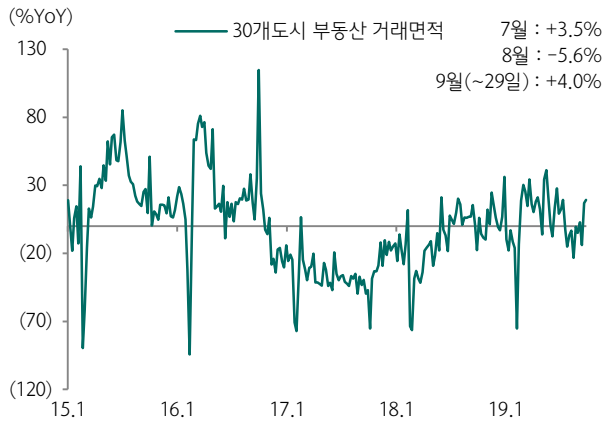
그림 6. 자동차 타이어 가동률 (주간)



자료: Wind, 하나금융투자

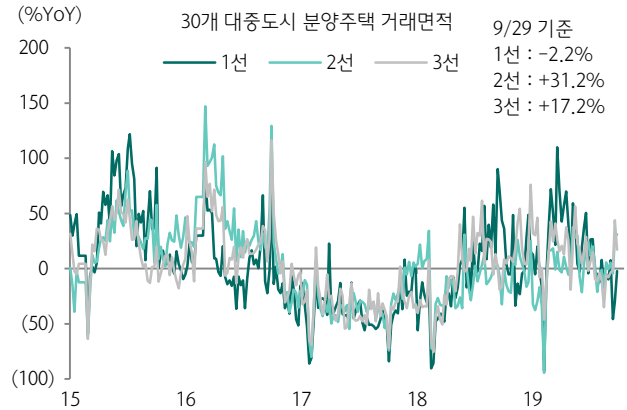
II. 부동산 지표 Chart Book

그림 1. 30개 대중도시: 전국 부동산 거래면적 (주간)



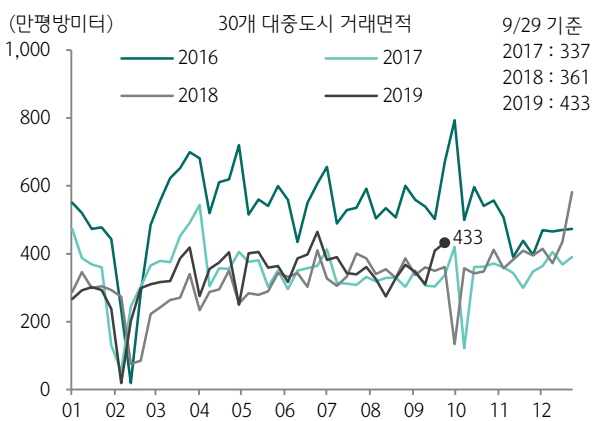
자료: Wind, 하나금융투자

그림 2. 30개 대중도시: 1~3선 도시 부동산 거래면적 (주간)



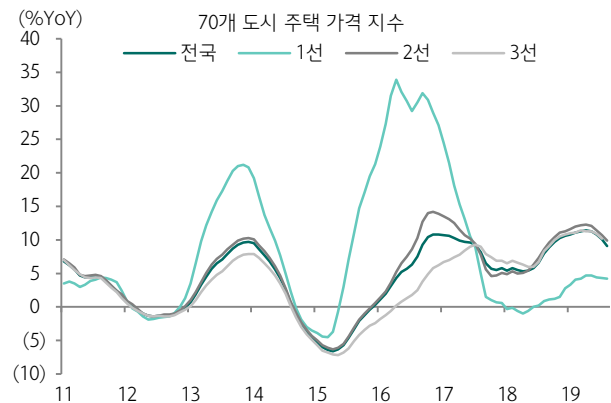
자료: Wind, 하나금융투자

그림 3. 30개 대중도시: 연도별 거래면적 (주간)



자료: Wind, 하나금융투자

그림 4. 70개 도시 주택가격 지수 (월간)

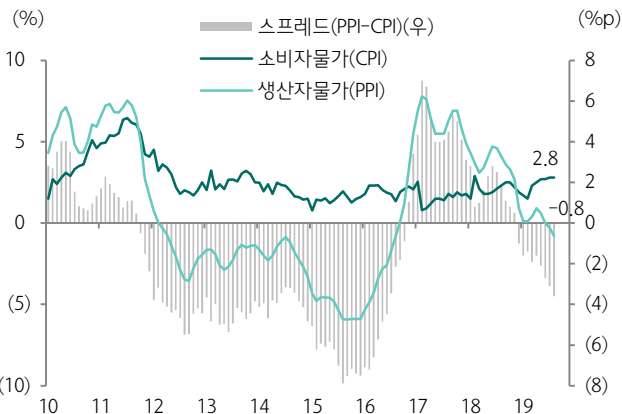


주: 2019/8 기준

자료: Wind, 하나금융투자

III. 가격 지표 Chart Book

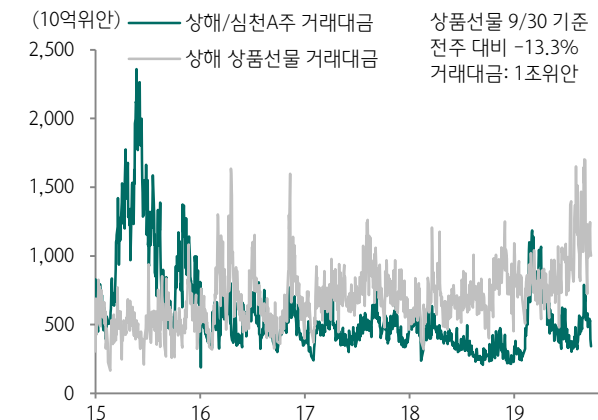
그림 1. 물가 동향: 소비자/생산자 물가 스프레드 (월간)



주: 2019/8 기준

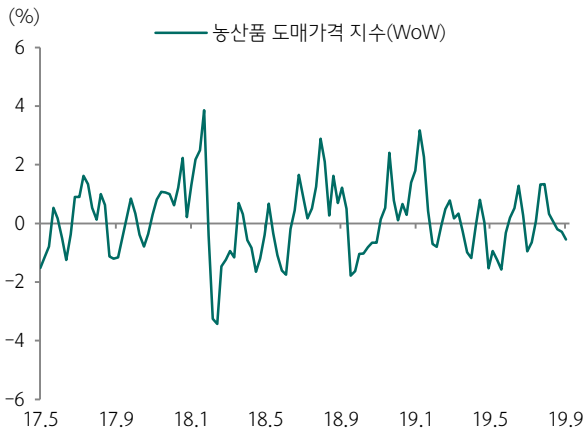
자료: Wind, 하나금융투자

그림 2. 상품선물 일일 거래대금 (일간)



자료: CBIC, 하나금융투자

그림 3. 식품가격 동향: 농산물 (주간)



주 : 2019/9/28 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 4. 식품가격 동향: 돈육 (주간)



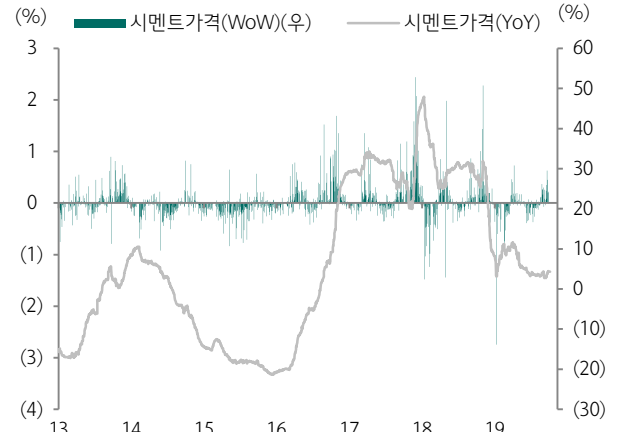
주 : 2019/10/4 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 5. 원자재가격 동향: 철강 현물 (주간)



주 : 2019/9/30 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 6. 원자재가격 동향: 시멘트 (주간)



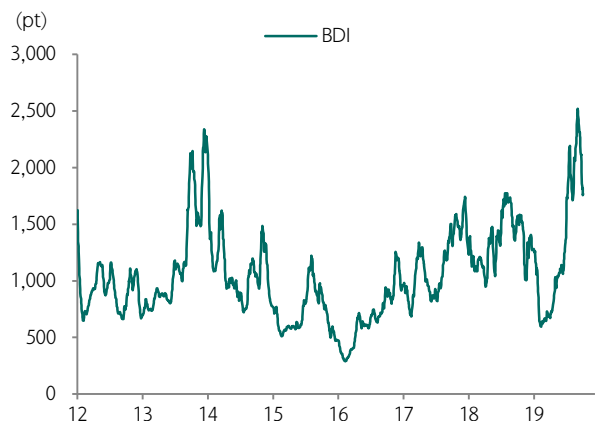
주 : 2019/10/07 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 7. 원자재가격 동향: 석탄 (주간)



주 : 2019/9/27 기준
자료: Wind, 하나금융투자

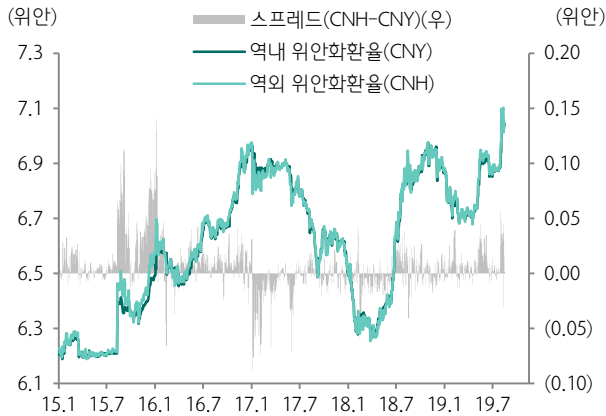
그림 8. 화물 물동량: 벌크선 운임지수 (주간)



주 : 2019/10/04 기준
자료: Wind, 하나금융투자

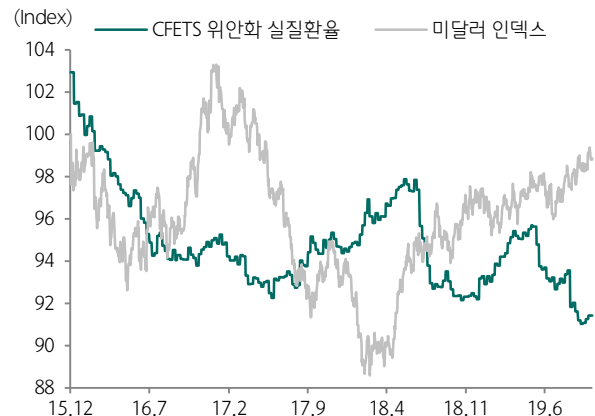
IV. 금융리스크 & 정책 지표 Chart Book

그림 1. 환율 동향: 역내외 위안화환율 스프레드 (일간)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

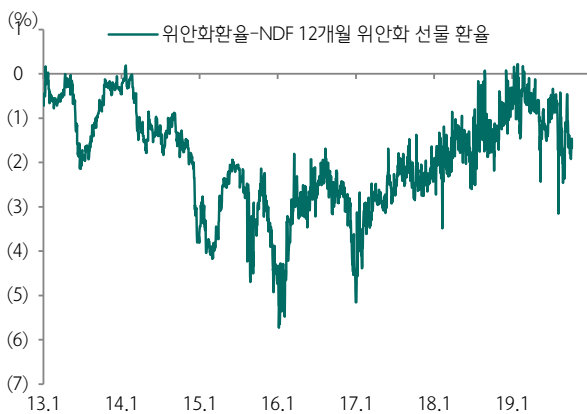
그림 2. 환율 동향: 환율바스켓(CFETS) 및 미달러인덱스 (일간)



주 : 2019/10/07 기준

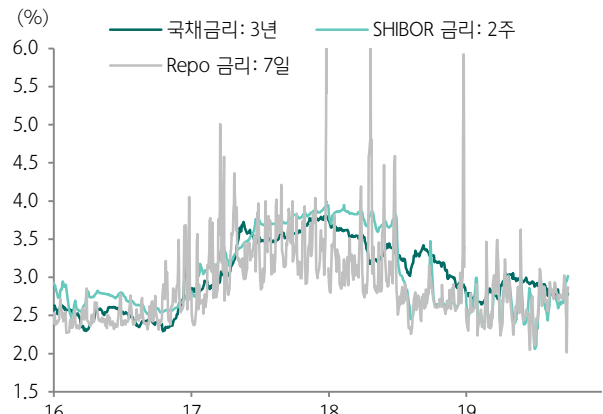
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 환율 동향: 위안화 환율 절상/절하 압력 추이 (일간)



주: 스프레드 축소는 절상, 확대는 절하 기대감을 시사, 2019/10/07 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

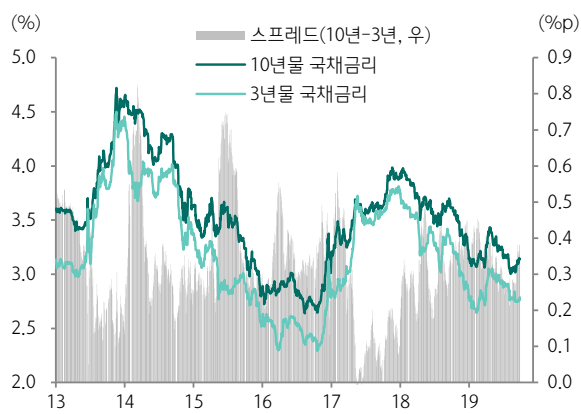
그림 4. 시장금리 동향: 국채, SHIBOR, REPO 금리 (일간)



주 : 2019/9/30 기준

자료: Wind, 하나금융투자

그림 5. 채권시장 동향: 국채 장단기 스프레드 (일간)



주 : 2019/9/30 기준

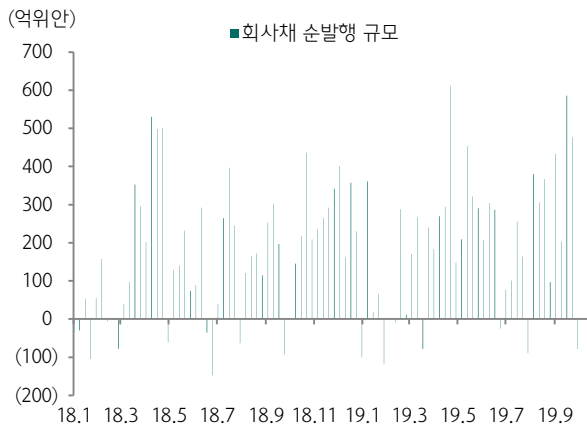
자료: Wind, 하나금융투자

그림 6. 채권시장 동향: 회사채 신용 스프레드 (일간)



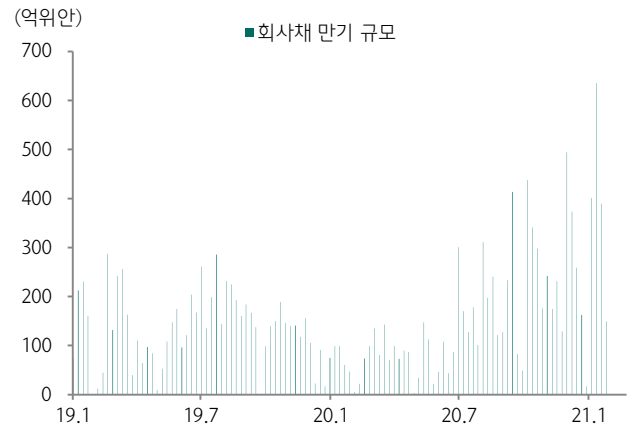
자료: Wind, 하나금융투자

그림 7. 채권시장 동향: 회사채 순발행 규모 (주간)



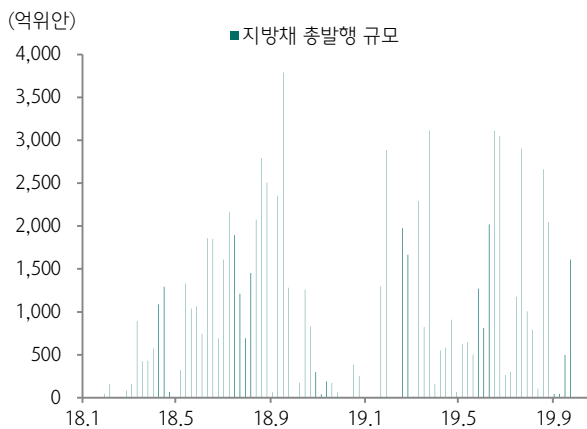
주 : 2019/9/30 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 8. 채권시장 동향: 회사채 만기도래 규모 (주간)



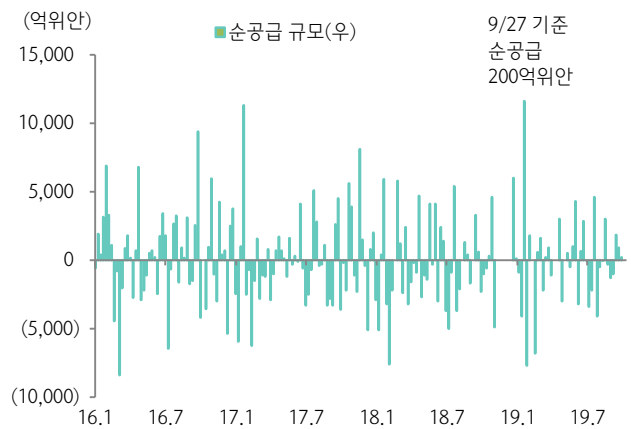
주 : 2019/9/30 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 9. 채권시장 동향: 지방채 총발행 규모 (주간-재정정책 바로미터)



주: 2019/9/23 기준
자료: Wind, 하나금융투자

그림 10. 유동성 공급: 공개시장 조작 (주간-통화정책 바로미터)



자료: Wind, 하나금융투자