



2019년 11월 5일 | 하나금융투자 2020년 전망

2020년 중국/신흥국 증시전망 이머징 라이징

Part 1. 2020년 신흥국 증시 전망 | 이머징 라이징

Part 2. 중국/홍콩증시 전망 | 미워도 다시 한번

Part 3. 2020년 개별국가 증시전망 | 경기회복 기대감이 필 무렵

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

신흥국전략 이재선
02-3771-3624
jaesun0216@hanafn.com

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

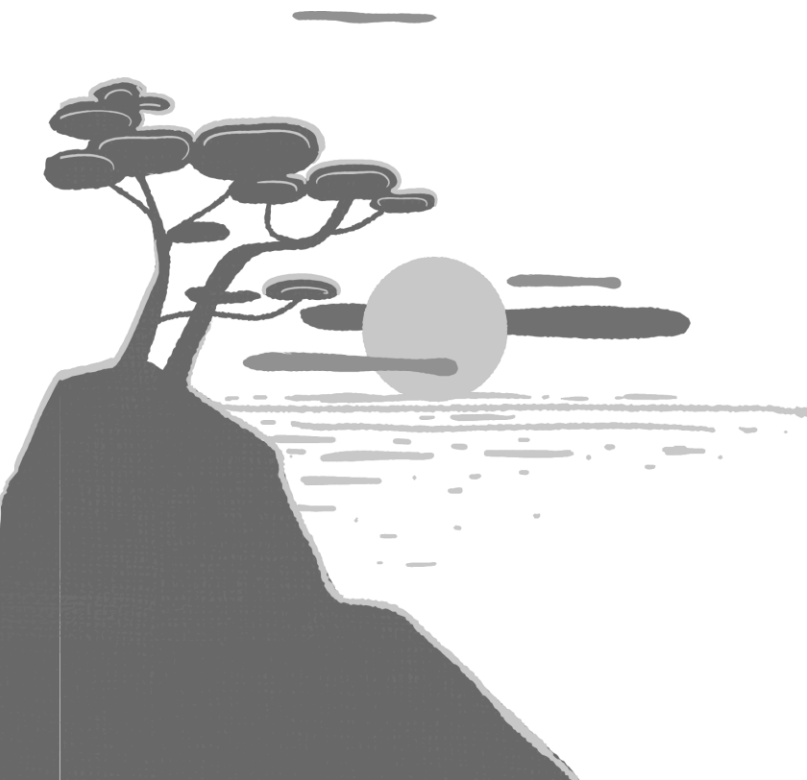
Contents

2019년 11월 5일 | 하나금융투자 2020년 전망
2020년 중국/신흥국 증시전망

Part 1. 2020년 신흥국 증시 전망	이머징 라이징	6
-------------------------	---------	---

Part 2. 중국/홍콩증시 전망	미워도 다시 한번	16
--------------------	-----------	----

Part 3. 2020년 개별국가 증시전망	경기회복 기대감이 필 무렵	45
-------------------------	----------------	----





Compliance Notice

본 조사자료는 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Executive Summary

Part 1. 2020년 신흥국 전망

[2020년 신흥국 증시 전망] 이머징 라이징

2020년 EM에 대한 비중확대 의견 제시. 1st pick: 중국/인도/브라질, 2nd pick: 베트남/인도네시아

- 1) 가능성이 높아진 달러 약세 : 미국 재정수지 적자 확대
- 2) EM-DM 성장률 스프레드 확대 : 2020년 글로벌 경제 성장률을 견인하는 국가는 인도 및 브라질/멕시코/러시아
- 3) DM 대비 양호한 이익 모멘텀: FY20 EPS 증가율은 MSCI 기준 EM(+13.5%), S&P 500(+10.5%), DM(+9.5%)

Part 2. 2020년 중국/홍콩증시 전망

[2020년 중국/홍콩증시 전망] 미워도 다시 한번

- 2020년 親중국 자산의 부활, 중국/홍콩증시 상승 여력 20% 전망. 2020년 매크로/정책 관련 세 가지 기회(①실적/환율 반등, ②무역전쟁 임시휴전, ③정책여력)속에서 중국/홍콩증시 실적장세 전환. 기업이익 증가세와 수익성 모두 4년 만에 반등, A주 순이익 연간 15% 증가/ROE 11~12%대 회복. 상반기 지수형 전략 우위, 단기 홍콩H지수/연간 상해종합 및 CSI300 추천
- 중장기 업종별 1등주 전성시대 지속. 2020년 소비주 독주 현상 종료. 증권과 전자가 새로운 주도 업종인 가운데, 상반기 금융 및 시클리컬 업종 조합 추천. 2020년 전자/통신/증권(연간)/은행/부동산/자동차/철강/건설/레저/미디어 관련 1등주 추천

Part 3. 2020년 개별국가 증시전망

[2020년 개별국가 증시전망]

- 1) 인도 SENSEX Target point 38,000~46,000pt, 정부와 중앙은행의 정책 공조 기대감 점증
- 2) 브라질 Bovespa, 98,000~120,000pt, 공기업 민영화, 세제개혁 단행 시 추가 상승 유효
- 3) 베트남 VN Target point , 910~1,150pt, 미중 무역분쟁에 베트남 수출은 반사이익 지속. 다만 외국인 수급 여력 제한적
- 4) 인니 JCI Target point 5,900~6,700pt, 조코노믹스 모멘텀이 하단 지지. 그러나 수출 둔화+낮은 유동성은 해결과제

1st pick: 중국 / 인도 / 브라질 , 2nd pick: 베트남 & 인니

선호도	국가	경제	정책	이익	밸류에이션	통화
1st Pick	중국 (19/25점)	★★★★☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
	인도 (19/25점)	★★★★☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
	브라질 (18/25점)	★★★★☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
2nd Pick	인니 (17/25점)	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆
	베트남 (16/25점)	★★★★☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★★☆☆	★★★☆☆☆

주: ()각 5점, 총 25점 만점

자료:하나금융투자

2020년 중국/신홍국 중시전망 | 이머징 라이징

Part 1. 2020년 신홍국 중시 전망

이머징 라이징

하나금융투자 리서치센터 글로벌 리서치

신홍국 전략 이재선

E-mail: jaesun0216@hanafn.com / Tel : 02-3771-3624

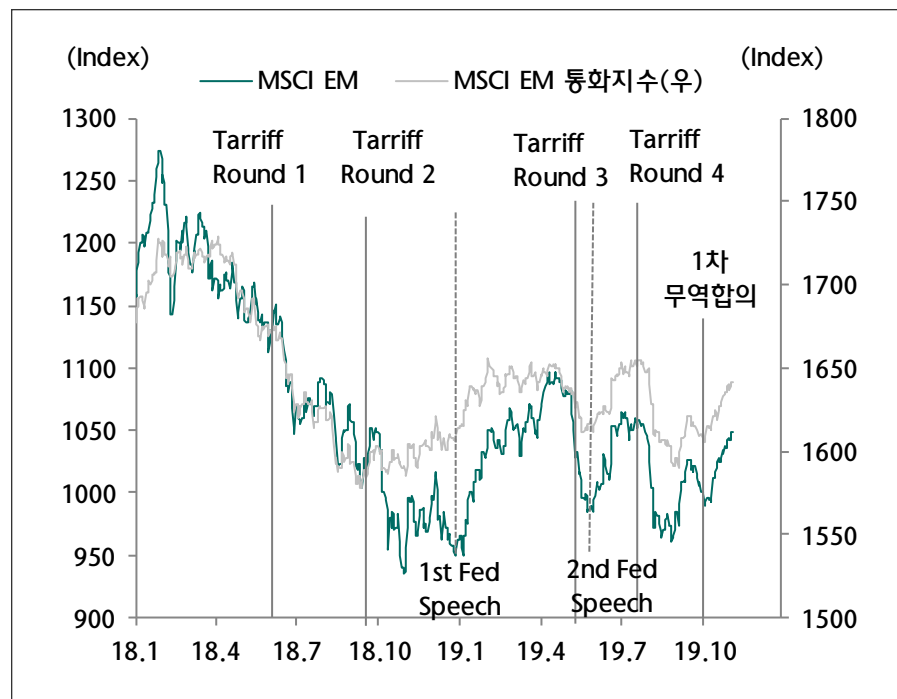


 하나금융투자

EM, 미중 간 총 4차례 관세 부과 시점에 조정 → 원가격을 회복하는 시나리오를 반복

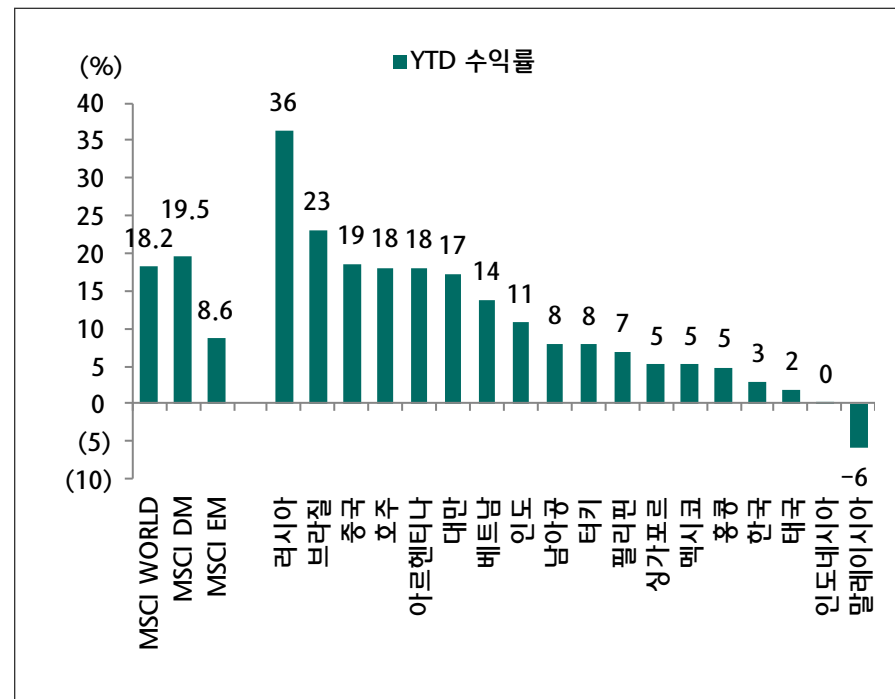
- 상반기: 미중 무역분쟁 격화에 따른 인내의 구간, 달러 강세에 따른 증시 매력도 약화
- 하반기: 미 연준의 필두로 한 주요국의 부양적 통화 정책 + 미중 무역합의 도달 이후 개별국가 수익률 차별화
- 주요국 퍼포먼스: 원자재&라틴 국가 선전 러시아(+36%), 브라질(+23%)

F(MSCI EM)=(미중 무역분쟁, Fed의 통화기조)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연초 이후 EM 국가별 YTD 수익률



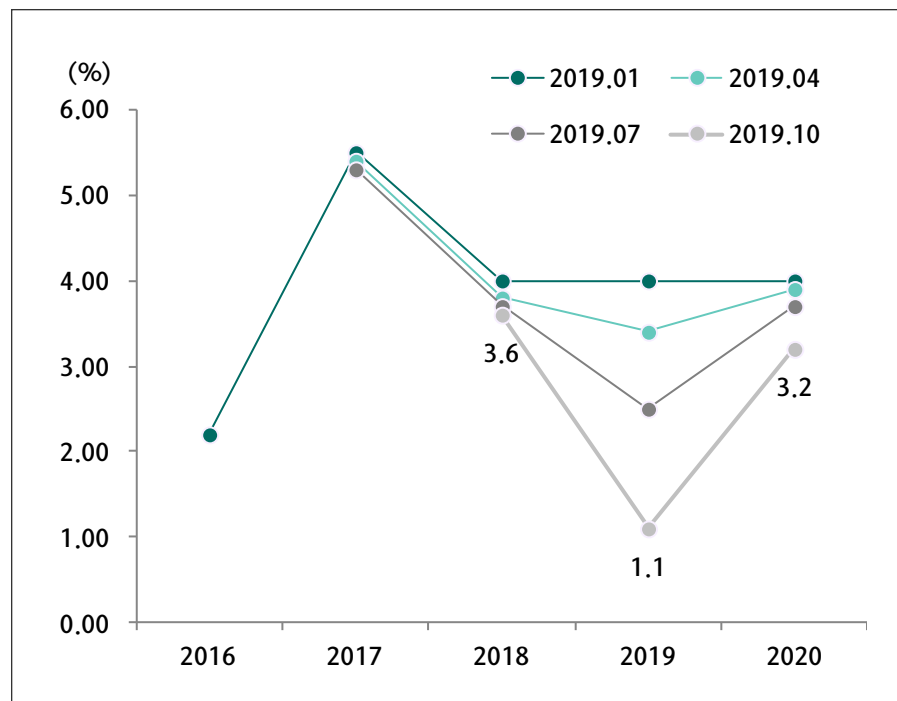
주: 1월 1일~11월 1일 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2019년 대비 약화될 것으로 전망되는 미중 무역분쟁 변수

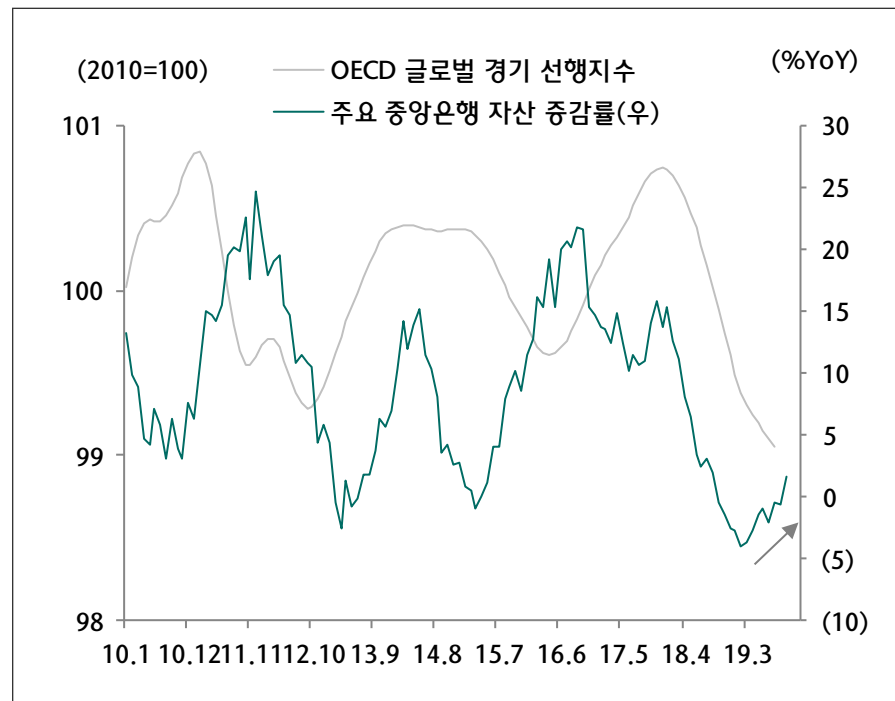
- IMF, 미중 무역분쟁 등의 영향으로 국제 교역 증가율 전망치 지속적으로 하향 조정
- 그러나 중앙은행들의 완화적 통화 정책이 지속되며 미중 무역분쟁 변수를 약화 시킬 것으로 전망
- 또한 IMF는 주요국가들의 재정정책이 예상보다 총 수요를 더 끌어올릴 수 있다고 설명

IMF, 2020년 글로벌 교역량 증가율 3.2%로 하향조정



자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

그러나 중앙은행들의 완화적 통화 정책이 지속되는 점 주목

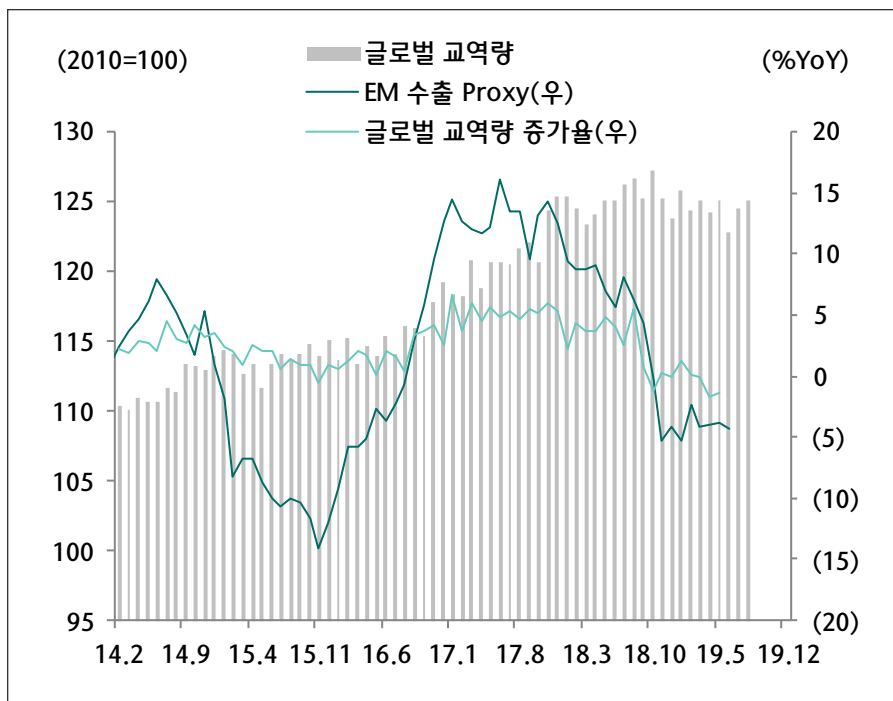


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 글로벌 교역 증가율 전망치는 3.2%

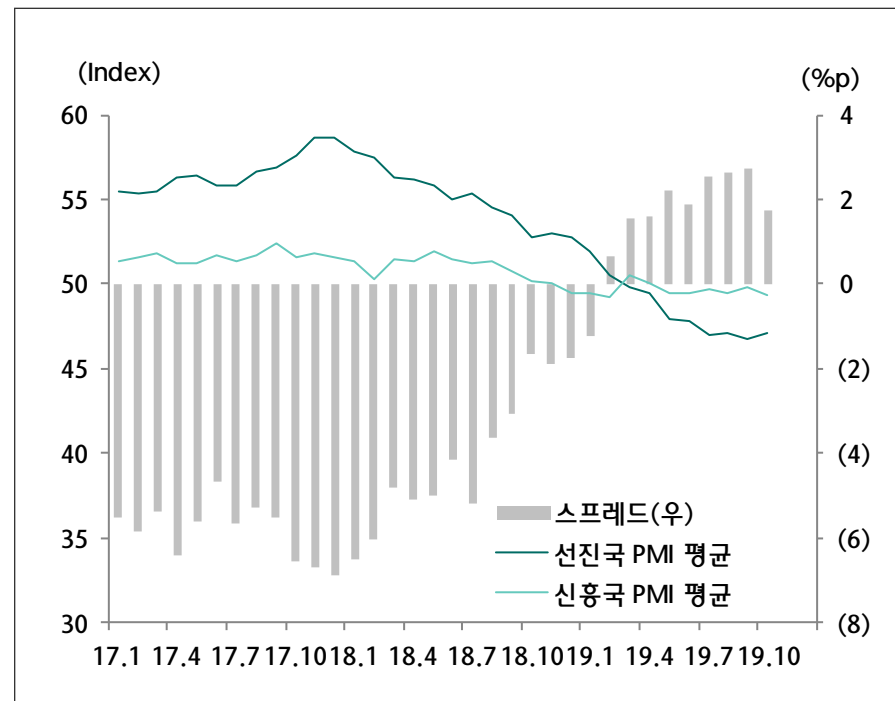
- IMF는 2019년 세계 교역 증가율 전망치를 1.1%로 제시, 사실상 정체돼있는 상태로 전망
- 그러나 2020년 교역 증가율 전망치는 기저효과 등을 감안해 3.2%로 제시
- 글로벌 교역량 증가율과 EM 증시는 높은 상관관계를 지니기에 이는 긍정적인 부분으로 작용할 가능성이 높아
- 부양정책과 2019년 대비 개선될 금융 및 매크로 컨디션을 반영하여 신흥국 제조업 PMI와 선진국 제조업 PMI 스프레드 격차는 금년 들어 확대

글로벌 교역량 증가율과 상관관계가 높은 EM 경기



주: EM 수출] 대표 Proxy인 한국/중국/대만 수출 3개월 이동평균
자료: Bloomberg, 하나금융투자

신흥국 제조업 PMI와 선진국 제조업 PMI 스프레드 격차, 금년 들어 확대

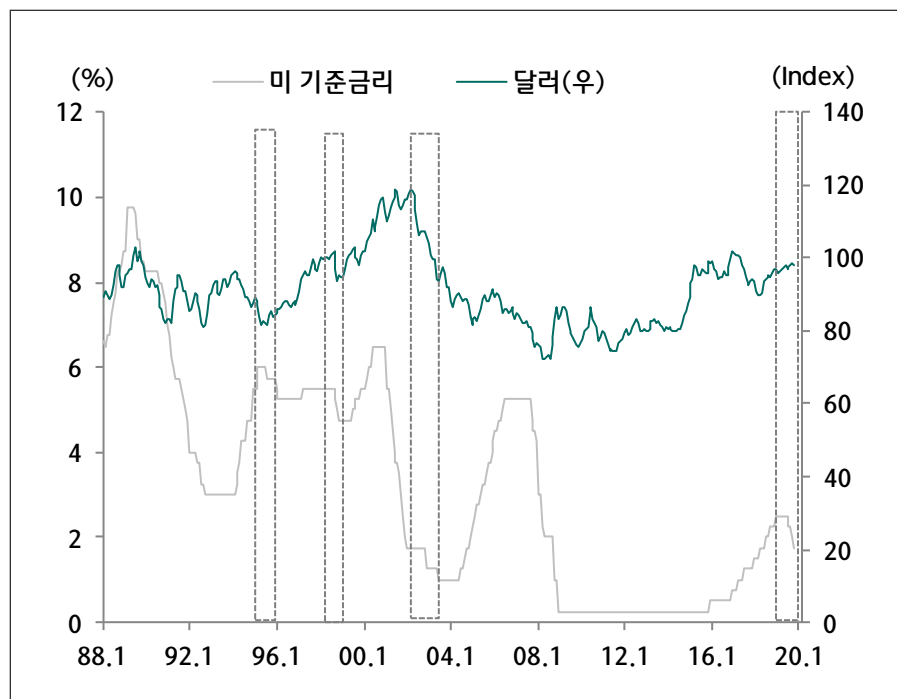


주: 선진국(미국, 독일, 영국, 유로존) 신흥국(중국, 브라질, 인도, 러시아, 멕시코)
자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 EM을 살펴봐야 하는 이유 1) 달러 약세 가능성

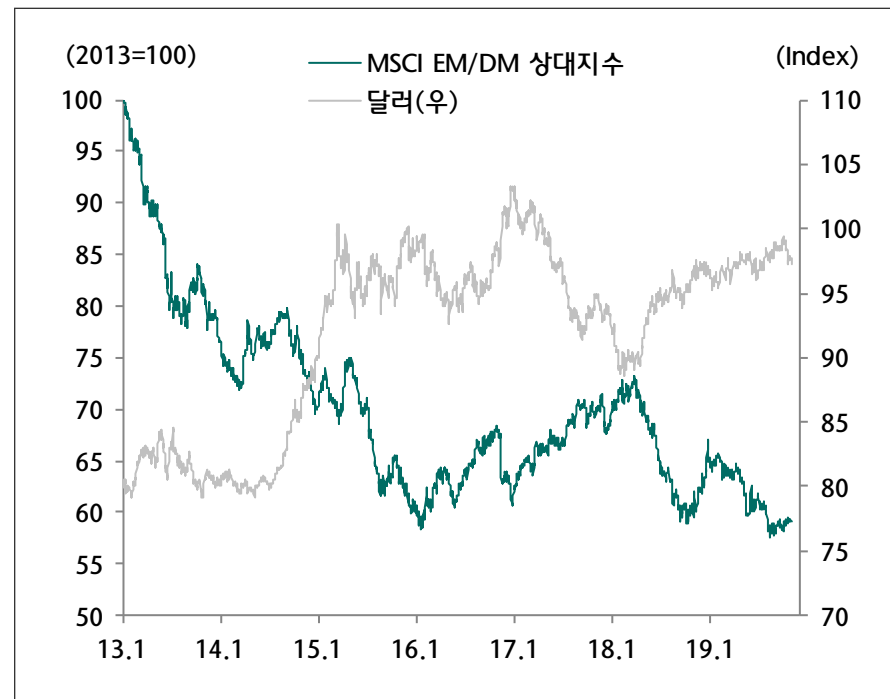
- 달러는 재정정책 효과 약화, 연준의 보험성 금리 인하 영향을 반영해 하방압력이 높아질 것으로 판단
- 미국의 2020년 재정수지 적자는 1조 달러를 넘어설 것으로 추정. 2020년은 11월 대통령 선거를 앞두고 트럼프 정부가 재정 지출도 크게 확대하지 못하는 한 해일 가능성이 높은 상황
- 달러 약세 가능성은 EM 증시에 우호적인 환경을 조성

미국 정책 금리 & 달러 인덱스



주: 박스는 미 연준이 보험성 금리 인하를 단행하였던 구간
자료: Bloomberg, 하나금융투자

달러 & MSCI EM/DM 상대지수 추이

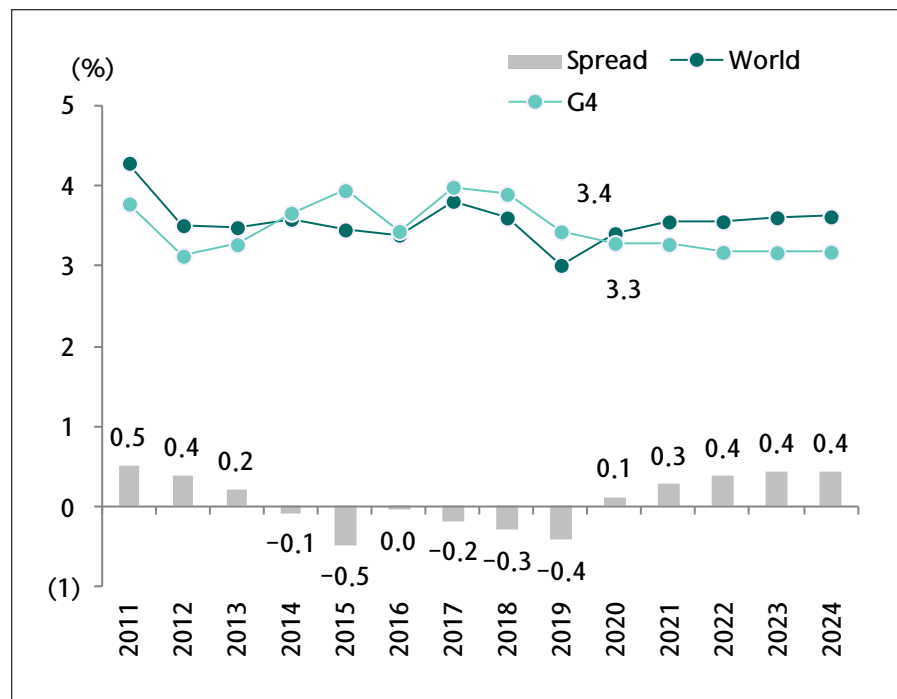


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 EM을 살펴봐야 하는 이유 2) EM-DM 성장률 스프레드 확대

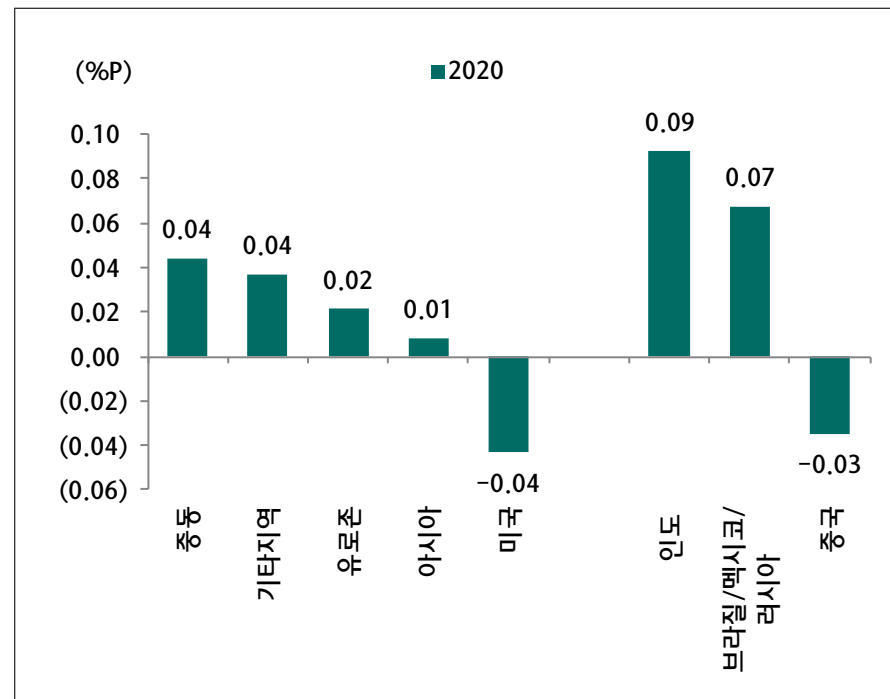
- 2020년을 기점으로 G4(중국, 유로존, 일본, 미국)이 글로벌 성장률을 지탱하는 동력이 약화 될 것으로 전망
- 반면 2020년 전체 글로벌 경제 성장률을 견인하는 국가는 아시아 신흥국(인도) 및 BRICS 및 라틴국가 (브라질/멕시코/러시아)에 쏠릴 것으로 전망

2020년을 기점으로 G4가 글로벌 성장률을 지탱하는 동력 약화



주: G4(중국, 유로존, 일본, 미국)
자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

2020년 경제 성장률 견인 국가; 인도 및 라틴 국가에게 쏠림

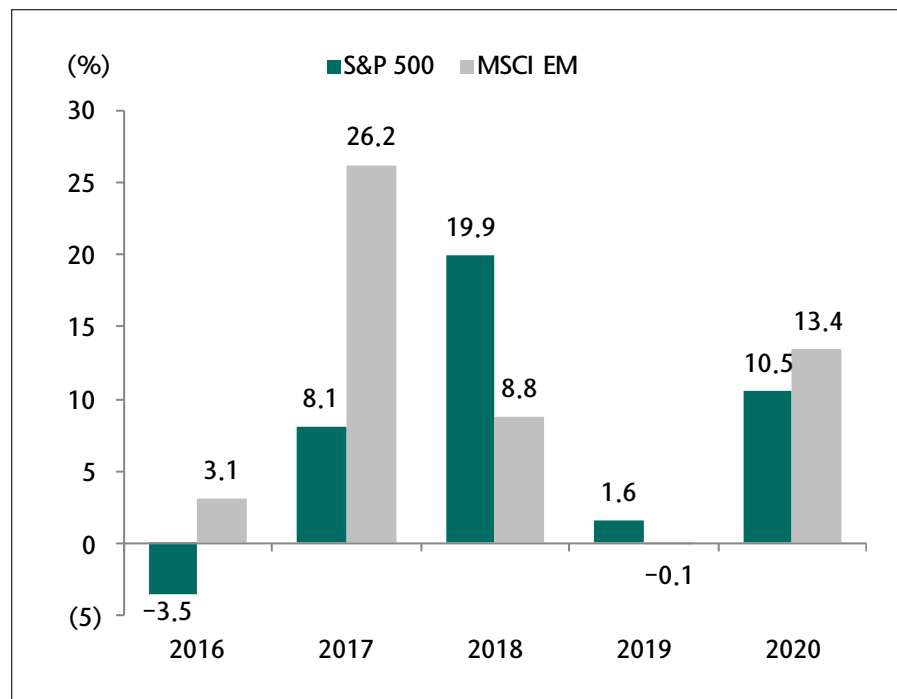


자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

2020년 EM을 살펴봐야 하는 이유 3) 어닝

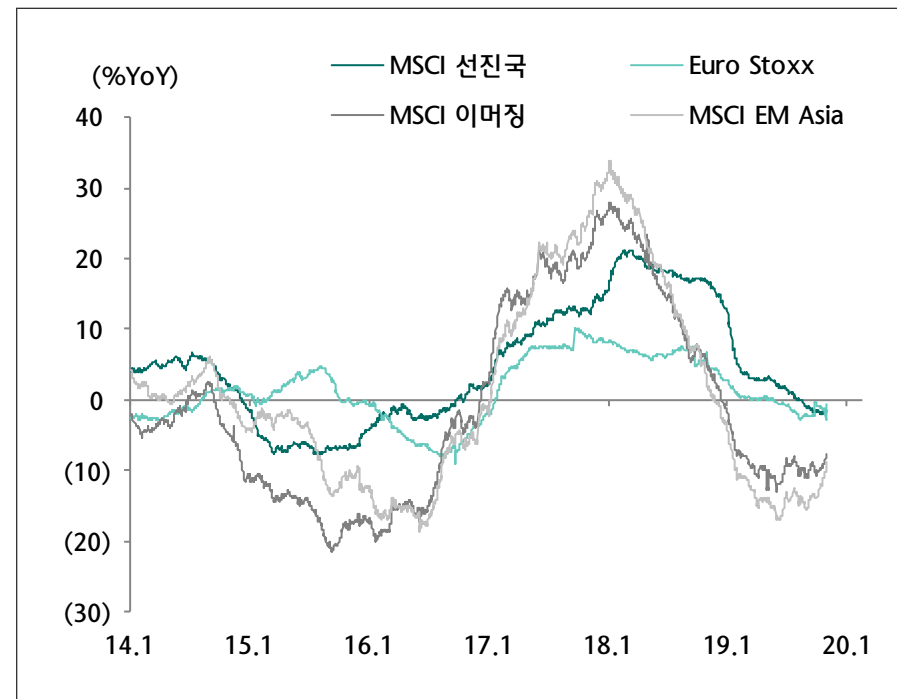
- 2020년 이익모멘텀은 EM 증시가 상대적으로 높음
- 지역별로는 FY20 EPS 증가율은 MSCI 기준 EM(+13.5%), S&P 500(+10.5%) DM(+9.5%) 순
- 국가별로는 한국(+28.3%), 베트남(+21.8%), 인도(+21.1%) 이익의 상대적 개선이 두드러져

2020년 이익모멘텀, 미국 S&P 500 < MSCI EM



주: 10월 둘째주 기준
자료: FactSet, 하나금융투자

MSCI 이머징 12M Fwd EPS, 10월 이후 개선 중

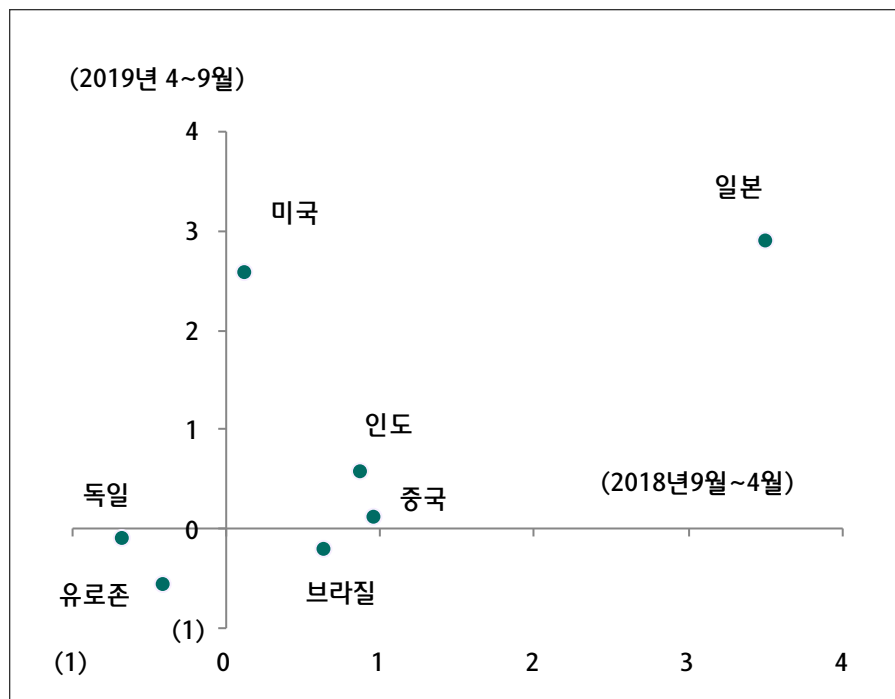


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 EM을 살펴봐야 하는 이유 4) 밸류에이션

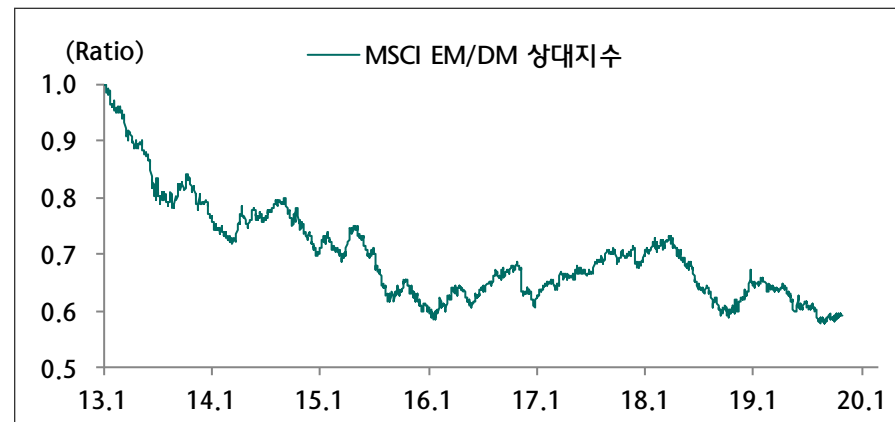
- EM 밸류에이션은 DM 대비 낮은 수준에서 여전히 트레이딩 되고 있는 상황
- 미국은 4월 이후 IMF가 산출한 적정 가치 모델에서 고평가. 반면 이머징 증시는 미중 무역전쟁과 글로벌 불확실성에 적정가치 수준에 근접한 수준을 보임
- MSCI EM LTM PER은 미국 대비 약 32%, DM 대비 약 25%할인

미국, 일본; 고평가 vs 이머징(인도, 중국) & 유로존(독일); 저평가



자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

MSCI EM PER은 미국 대비 약 32%, DM 대비 약 25%할중



	LTM P/E	EM % Discount to DM
MSCI EM	13.3	-
MSCI World	17.8	25
S&P500	19.5	32

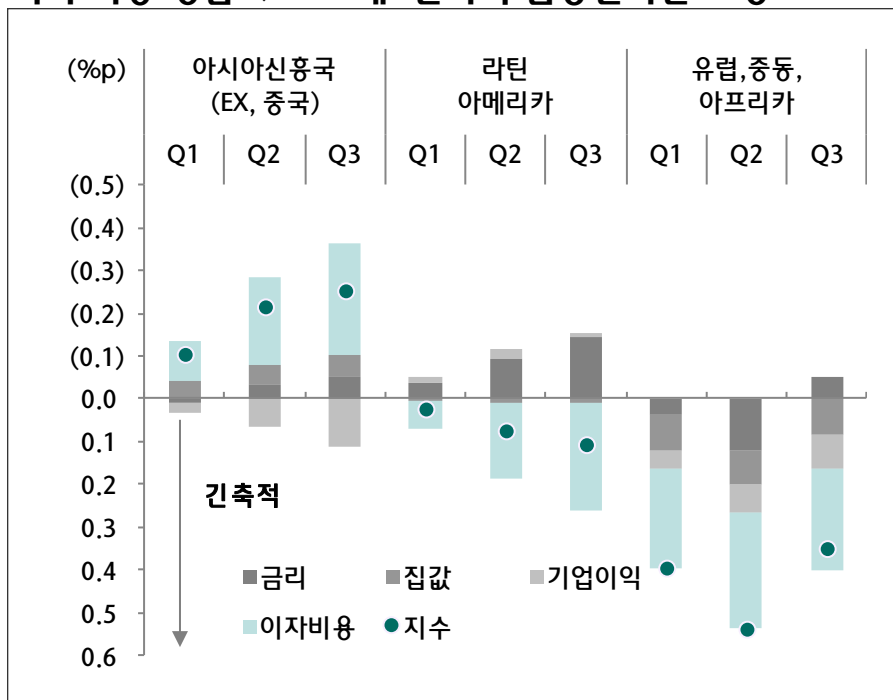
주: 10월 초 기준

자료: Factset, 하나금융투자

2020년 EM을 살펴봐야 하는 이유 5) 개별 국가 부양 여력 확대

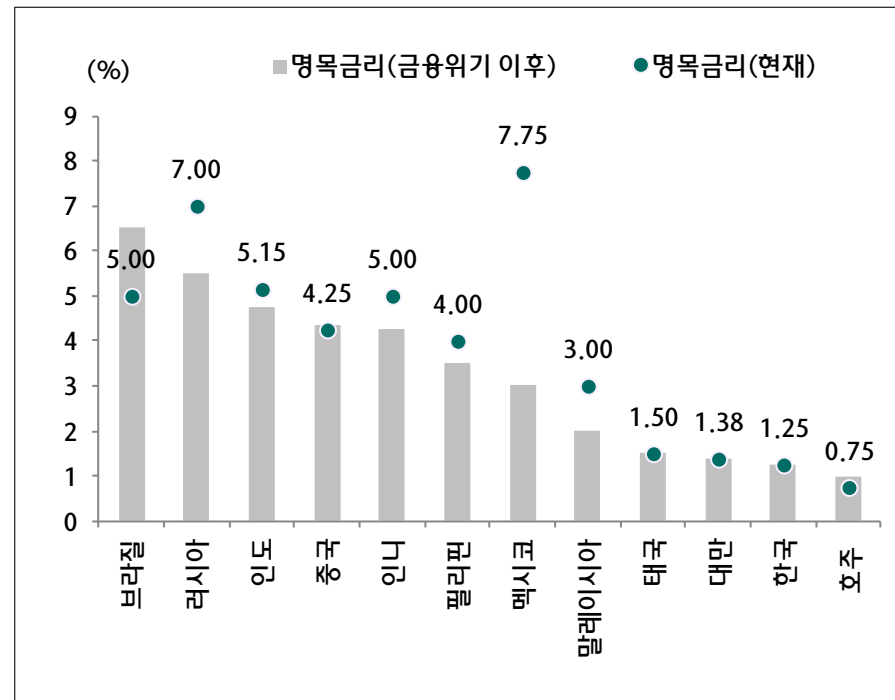
- 미 연준의 금리 인하에 따른 이자 비용 경감이 완화적 금융조건 조성에 일조 하였으며, 해당 시점 이후 신흥국들의 통화, 재정 정책 대응력 강화
- 글로벌 통화 정책 공조가 유지되는 가운데 선진국 대비 신흥국의 높은 금리를 감안하였을 때, 주요 신흥국들은 내년까지 추가 금리 인하에 나설 가능성이 높은 상황

미 연준의 금리 인하에 따른 이자 비용 경감 → EM 내 완화적 금융조건 조성



자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

금융위기 이후 주요 신흥국 명목금리 추이

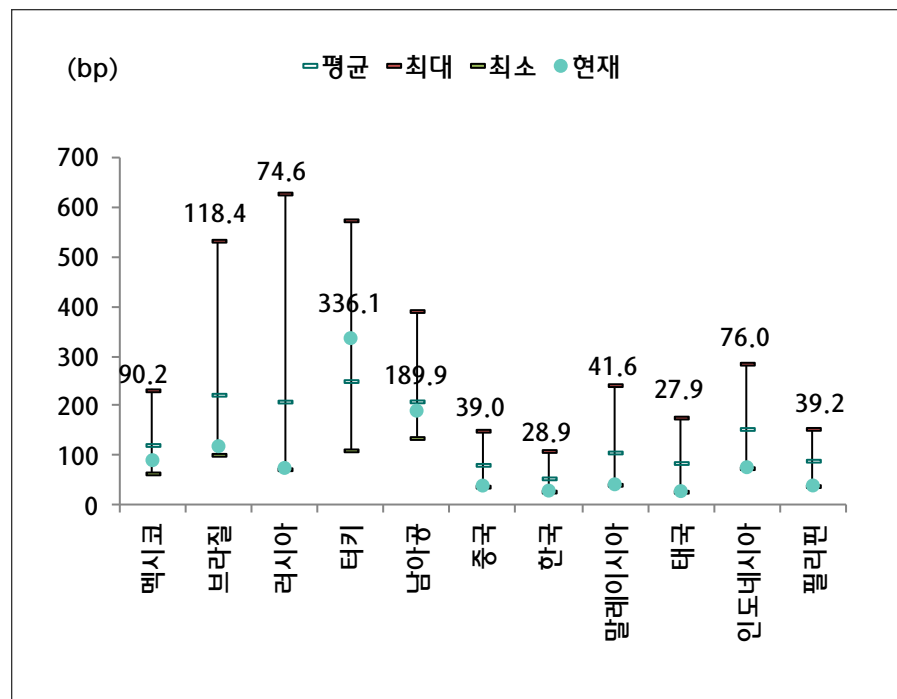


자료: Bloomberg, 하나금융투자

일부 국가는 재정 정책 강화 움직임

- 2013년 유로존 위기 이후 신흥국들의 재정수지, 단기외채비율이 일부 국가(터키, 아르헨티나)를 제외하고 낮아진 점을 감안하였을 때, 신흥국 중앙은행들의 금리 인하에 따른 급격한 통화절하 가능성은 제한적. 주요 신흥국 CDS 프리미엄 또한 5년래 최저치
- 인도/인니/브라질 등 주요 국가들의 적극적인 재정 부양 노력도 내년 EM 중시 회복세를 뒷받침 할 것
- 통화정책과 재정정책 여력이 양호한 국가 관심이 유효한 시점

주요 신흥국 CDS 프리미엄 5년래 최저



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2019~2020년 재정정책 강화 국가

국가	재정정책
중국	- 인프라 투자, 세금 감면, 사회 간접자본 확대 등을 포함하는 \$ 2500 억달러 규모 (GDP 대비 1.8%) 수준의 재정 부양 정책 실행 중 - 추가 인프라 지출 확대를 위한 지방채 발행 전망
홍콩	- 세금감면+사회보조금을 지급하는 (GDP 대비 0.7% 수준)의 재정부양 패키지 예상
인도	- 농민 보조금, 사회 보조금 지급 + 인프라 투자 확대 - 중앙은행이 정부에 지급하는 배당금 규모 확대 1.47조루피, GDP 대비 0.7%pt 수준 - 상업/국책 은행에게 7000억 루피 유동성 공급
인도네시아	- 사회보장 정책, 인프라 투자 강화, 세금 감면 정책 (법인세, 소득세 감면) 실시 예상
브라질	- 연금개혁 최종통과 이후 재정건전성 개선 점차 가시화 될 것 - 차후 공기업 민영화, 조세개혁에 집중

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 중국/신홍국 증시전망 | 이머징 라이징

Part 2. 중국/홍콩증시 전망

미워도 다시 한번

하나금융투자 리서치센터 글로벌리서치팀

중국/신홍국전략 김경환

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

RA 정진수

E-mail: jinsoo87@hanafn.com / Tel : 02-3771-3453

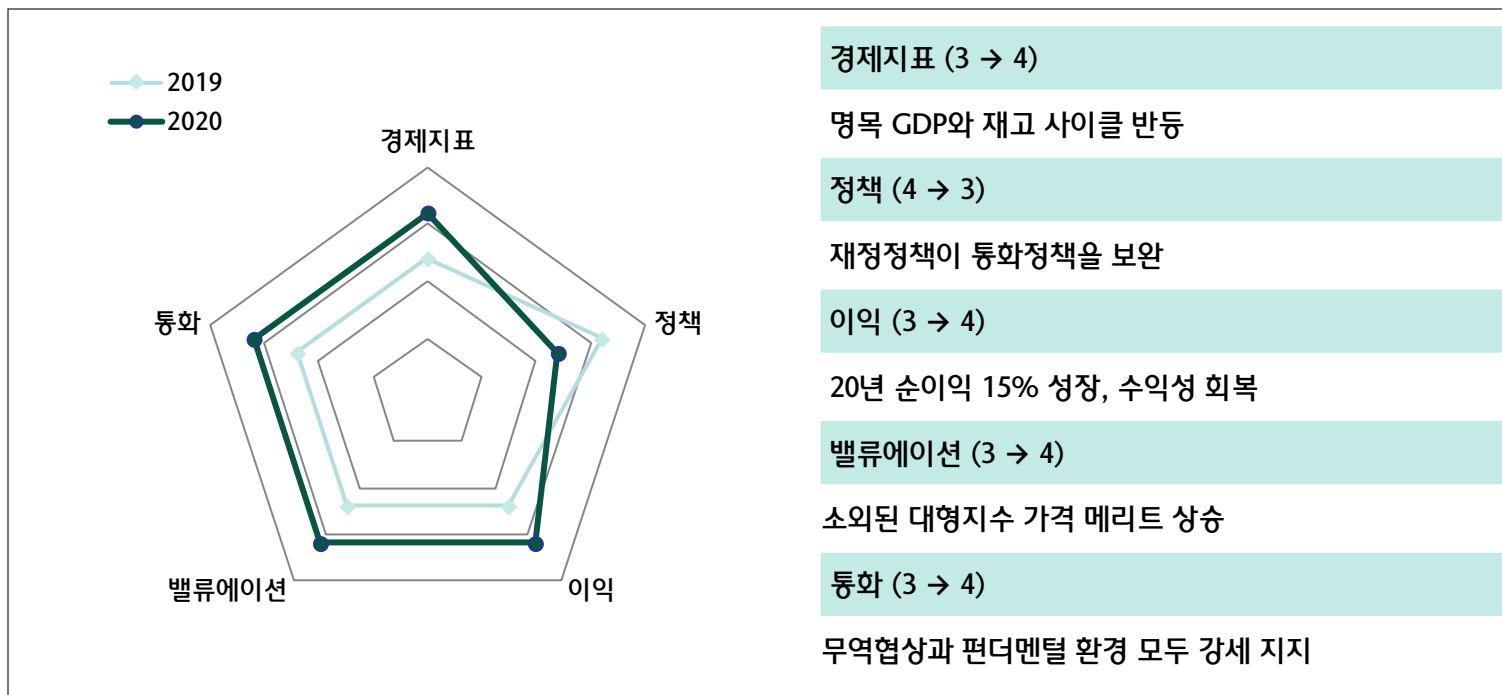


 하나금융투자

중국 상해종합지수, Target 2,910p~3,750 pt

- 상단 3,750pt: 매크로/이익 사이클 2016년 반등 직전과 유사. 2016년 이후 평균 PER 15.5배(TTM) 반영
- 하단 2,910pt: 무역전쟁 이전 장기불황구간(2012-2014년)의 하단 적용. 성장률과 환율 안정으로 하방경직성 강화

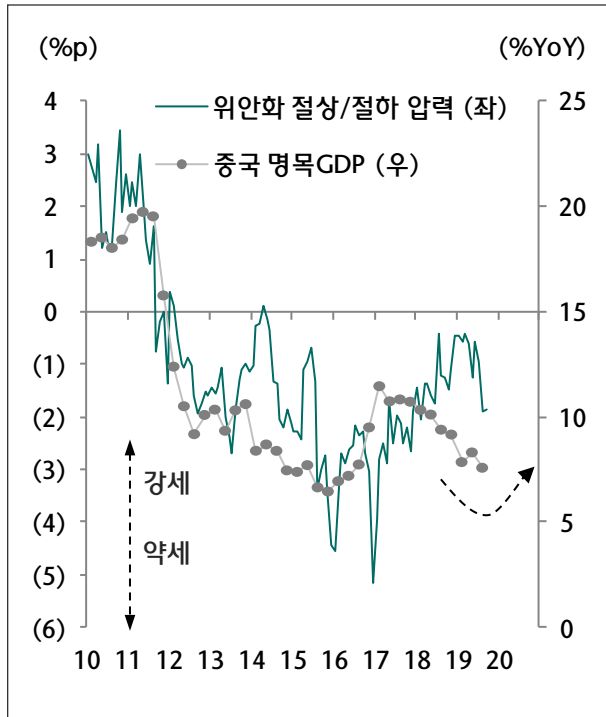
중국 A주 Scoring Factor(19점/25만점), 매크로/환율/이익 사이클 턴어라운드



자료: 하나금융투자

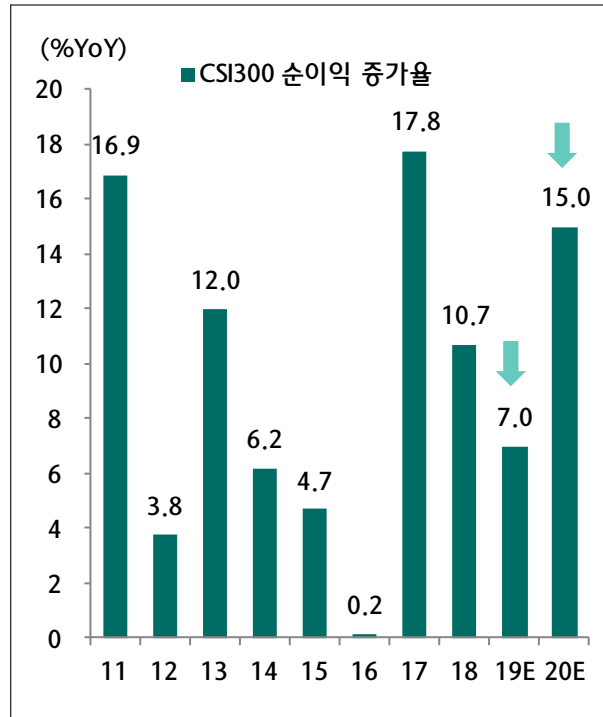
[요약] 미워도 다시 한번 : 親중국 자산의 부활, 본토증시 상승여력 20%

매크로/환율 : 명목GDP와 환율 반등



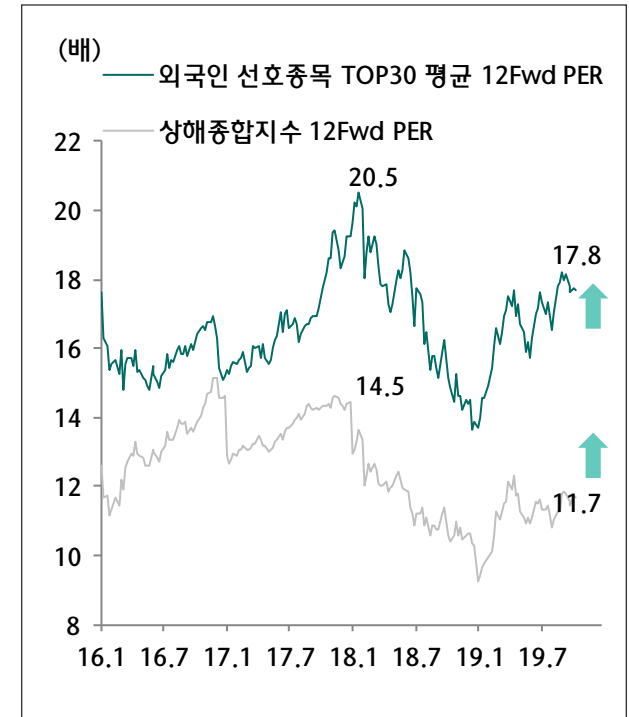
- 2020년 위안화와 親중국 자산/업종의 역풍
- 2020년 명목GDP 사이클 반등 (실적/환율)
- 2020년 6위안대 복귀, 연중 6.5~6.8위안
- 설비투자(10년)와 재고(3년) 저점의 만남

기업이익 : 증가세와 수익성 동반 반등



- 2020년 A주 순이익 연간 15% 증가
- 4/4분기 바닥확인, 2020년 턴어라운드
- A주 ROE 4년 만에 반등, 11~12%대 회복
- 2016년 이후 두 번째 실적장세 전환

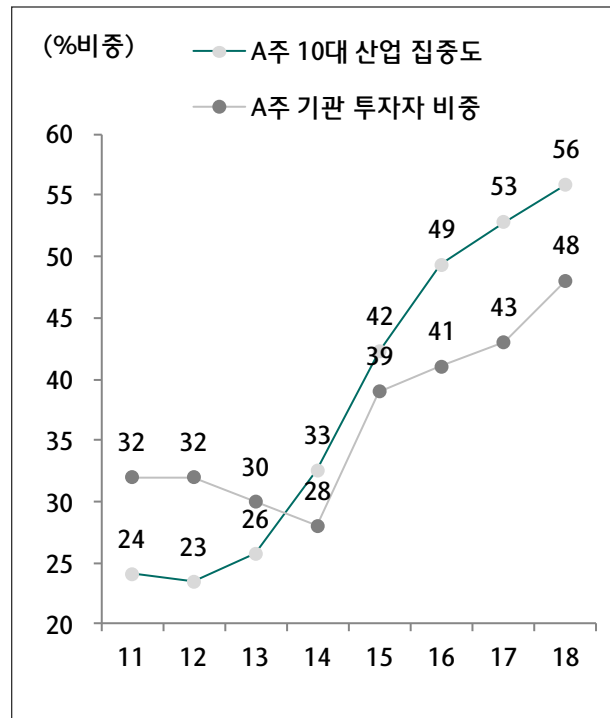
지수 : 소외된 지수의 반등 (상해/홍콩)



- 2019년 소외 업종과 지수의 추격 (금융/전통)
- 상반기 지수형 전략 우위, 홍콩과 상해 주목
- 상해종합 연간 예상밴드 [3,750p~2,910p]
- 홍콩H지수 연간 예상밴드 [12,300p~9,300p]

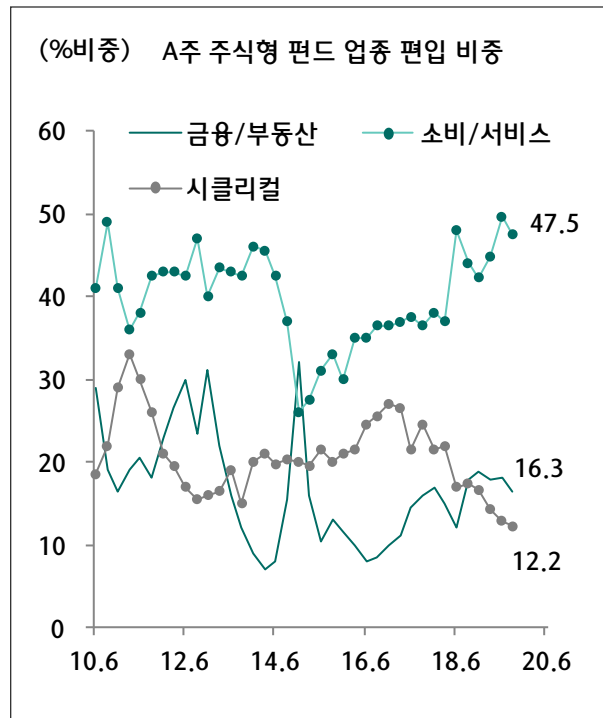
[요약] 미워도 다시 한번 : 전자/증권 주도업종, 시클리컬/금융/소수 소비주

업종 전략 : 1등주 전성시대 지속



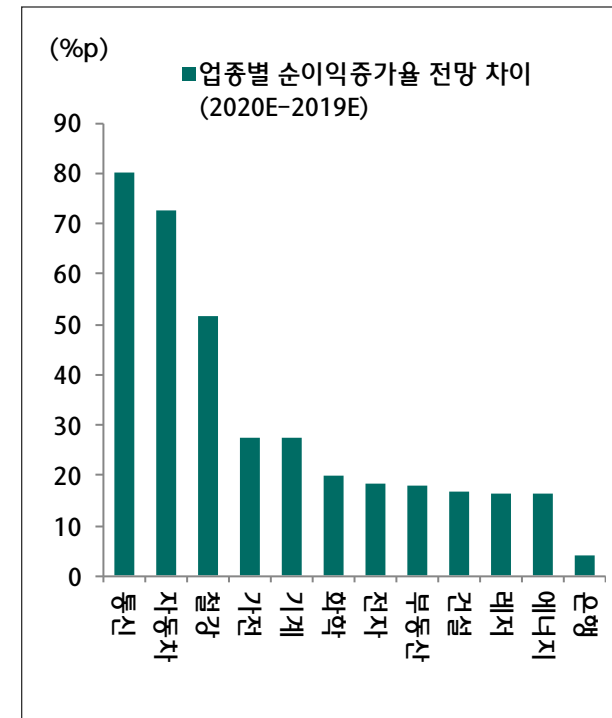
- 기관 수급 집중도와 산업 집중도 동반 상승
- 중장기 A주 시장 강자독식 구도 불변, 업종별 1등주의 전성시대 계속
- 다만, 2020년 외국인 영향 단기 정점통과, 소외 업종 1등주 상대적인 강세 예상

업종 전략 : 소비주 독주에서 분산으로



- 2020년 소비주 극단적인 쏠림현상 완화
- 실적 장세 전환, 소외 지수/업종추격
- 매크로 /수급 변화에 따라 주도 업종 변화

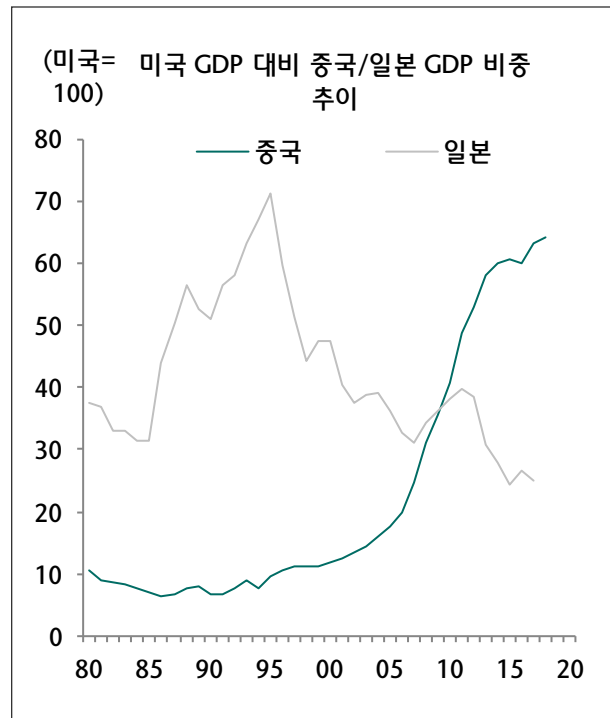
업종 전략 : 증권/전자 + 시클리컬



- 2020년 주도 업종은 전자와 증권
- 상반기 Pair 업종 : 금융, 시클리컬
- 하반기 Pair 업종 : 소비/서비스
- 전자, 통신, 증권 (연간) + 은행, 부동산, 자동차, 철강, 건설, 레저, 미디어

[무역 전쟁 2년] 3대 함정에 직면한 중국

투키디데스의 함정 : G2 패권전쟁



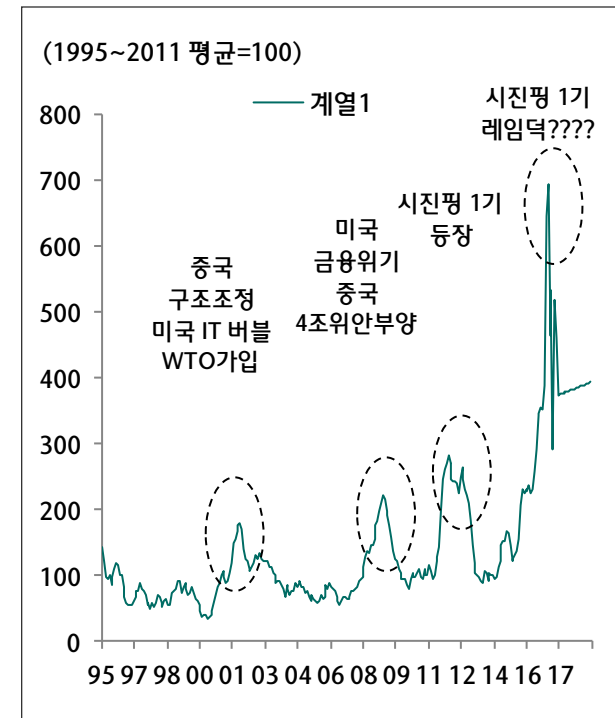
- 패권국과 도전국의 불가피한 전쟁
- 통상/환율/금융/기술/군사 광범위한 영역
- 2018년 이후 트럼프 정부의 견제 예상상회
- 제조업 및 수출 고도화 전략 차질

중진국 함정 : 소득 만달러 이후 진통

국가 성장률	미국	일본	한국
1인당 GDP 10,000달러 달성 시점	1978년	1983년	1999년
달성 2년 차 GDP성장률	3.2%	4.5%	8.9%
달성 3년 차 GDP성장률	(0.3%)	5.2%	4.5%
달성 10년 평균 성장률	3.1%	3.8%	4.7%

- 2019년 중국 1인당 GDP 만달러 시대 진입
- 노동력, 자본, 부동산, 임가공 모델의 한계
- 생산인구와 도시화 속도 정점 통과
- 대외 불확실성 속에서 산업 고도화와 소비 고도화가 속제

타키투스의 함정 : 정부/정책 신뢰도 하락



- 타키투스의 함정 : 정부나 조직의 신뢰도 훼손 의미. 정치 불확실성과 정책 실효성 하락
- 집권 2기의 다양한 증장기 과제(질적성장/디레버리징/공급개혁/환경/일대일로)로 인해 기업과 지방정부의 '관망심리' 확산
- 대미관계/일대일로/홍콩문제 악화 및 외국자본 유출 등 대외관계 고립

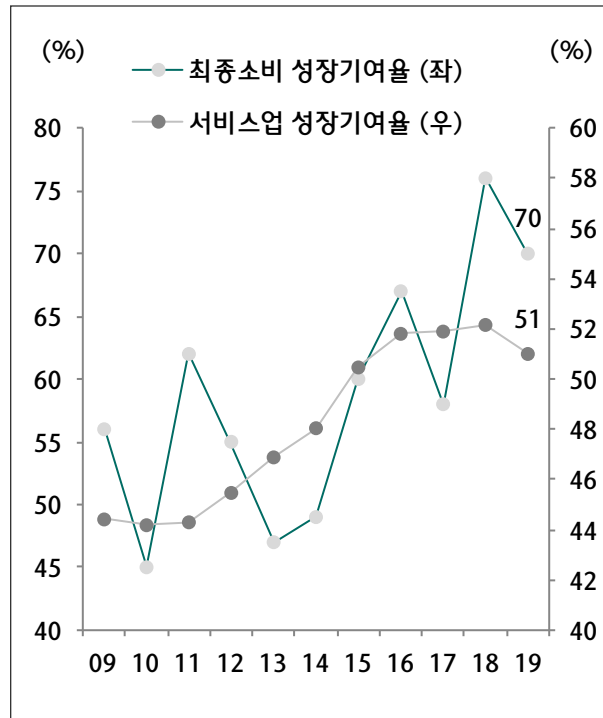
[무역 전쟁 2년] 중장기 해법 ①내수활성화, ②인민에 투자, ③과감한 개방

1. '投物'시대에서 '投人'시대로

'신(新)인프라'		'구(舊)인프라'
• 인공지능 • 신에너지차 • 제약바이오 • 빅데이터 • 인터넷 • 신유통 • 5G • 스마트공장, 로봇	• 환경보호 • 첨단교통 • 첨단인프라 (HDVC) • 항공	• 교통시설 • 수력건설 • 도시건설 • 유틸리티 • 복지 철도/고속도로/도시인프라 등

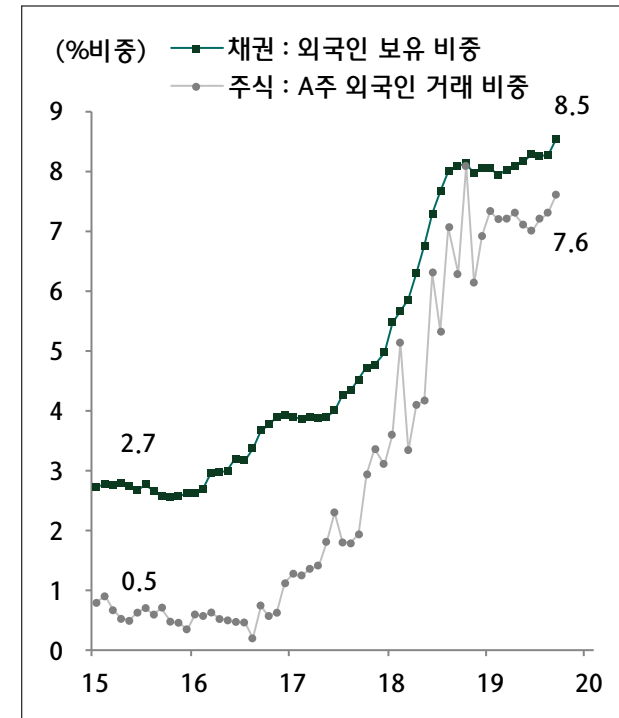
- 내수중심 성장을 위해 '인민'에 투자
- '성장률'보다 '고용', '소득', '삶의 질'
- 전통SOC와 부동산 중심의 투자가 아닌, '인민'의 삶을 위한 신형 인프라투자 확대
- 5G, AI, 제약, 물류망, 클라우드, 신에너지
- 환경, 철도(지하철), 공항, 항공

2. 소비/서비스업 고도화 전략



- 소비/서비스업 양적 성장과 고도화 전략
- 대외의존도 축소와 생산성 촉진
- 난립형 산업 성장 방지 (산업집중도↑)
- 소비세/소득세/증치세 과감한 인하
- 의료/교육/인터넷/외식/금융산업 장려
- 3-4선 도시 주택공급/재정지원 강화

3. 과감한 대외개방



- 2차 대 개혁개방 시대 도래 (1차 1978~95년)
- 내부문제(부채축소/FDI축소)와 대외도전(미국과 반대전략)에 대응키 위한 자발적 대외개방
- 전면적인 금융/서비스업개방. 자본시장, 상업은행, M&A 등 외국인 제한 빠르게 철폐
- 외국자본의 脫중국을 막기 위한 非미국 선진국 및 주변국 대상 우호적인 전략 전환

[무역 전쟁 2년] 세 가지 '해법'에 배팅한 A주 시장 (인민/新인프라/개방/1등)

- 무역전쟁 2년간 A주 시장은
지수 부진 속에서도 '세 가지
해법' 관련 주에 편중현상 심화

1. '인민' 소비 고도화와
지출변화(백주, 면세점, 제약,
보험)
 2. '인민' 삶의 질 향상
(5G, 클라우드, AI, 고가가전)
 3. '개방' 외국인 선호 1등주
(농업, 전자, 음식료, 증권, 가전)
 4. 무역전쟁 장기화 활로
(반도체, OLED, 5G, 군수)
- 경기/실적 사이클과 정책부재에
따라 시클리컬 철저히 배제
(부동산, 기계, 소재, 자동차)

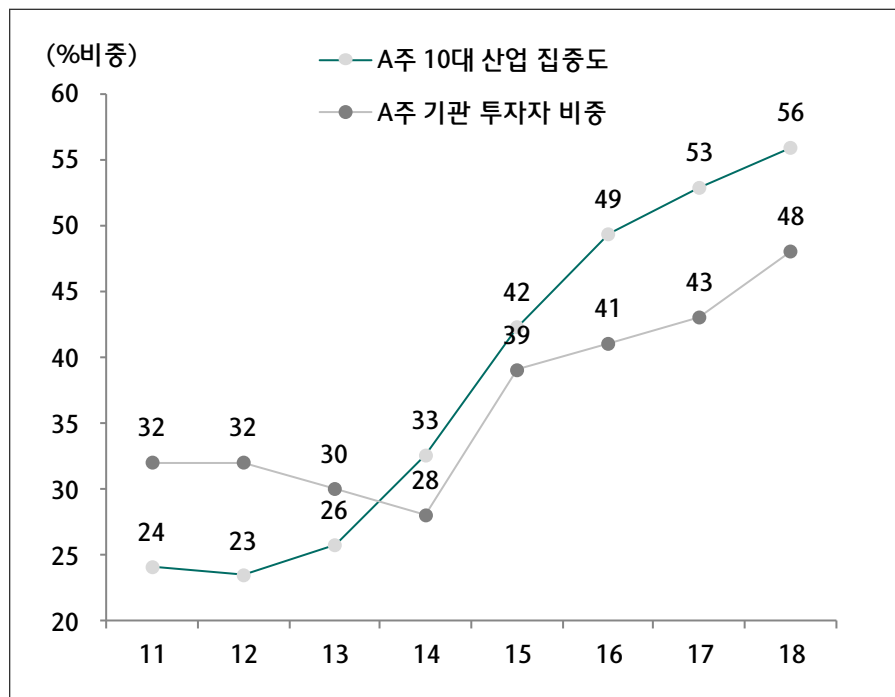
수익률 상위 업종 (2018.2~)		소비 ↓ 금융·테크 ↓ 시클리컬	거래대금 상위 테마 (2018.2~)		수익률 상위 테마 (2018.2~)	
업종	수익률(%)		테마	거래대금	테마	수익률(%)
농업	24.0	↓	백주	123	양돈산업	54.4
음식료	20.9		외국인 선호	98	5G	24.5
IT S/W	10.7		선두기업(테크)	89	백주	21.6
레저	2.8		MSCI편입	88	클라우드	18.5
증권/보험	(2.0)		선두기업	79	선두기업(테크)	7.1
제약	(3.5)		국산화혁신	75	외국인 선호	6.7
전자	(5.7)		인공지능(AI)	63	인공지능(AI)	3.8
은행	(7.5)		클라우드	62	국산화혁신	0.6
군수/조선	(10.3)		양돈산업	52	MSCI편입	(9.3)
시장평균(A주)	(11.2)		OLED	48	OLED	(9.3)
가전	(12.2)		일대일로	48	선두기업	(13.2)
건자재	(14.2)		희토류	45	희토류	(14.7)
통신	(14.4)		하이난자유무역	39	일대일로	(17.0)
기계	(20.8)		5G	38	리튬배터리	(25.2)
전력기계	(21.4)		리튬배터리	37	하이난자유무역	(28.4)
운송	(21.5)		국유기업개혁	37		
화학	(22.6)		전기차밸류체인	36		
유틸리티	(22.8)		보복관세	35		
유통	(27.7)		블록체인	34		
부동산	(28.0)		승안신구개발	30		
자동차	(28.6)		화웨이 밸류체인	27		
건설	(32.7)		신재생에너지	23		
에너지	(32.8)		미세먼지	18		
미디어	(33.0)		대마산업	15		
철강	(38.4)		쓰레기재활용	11		

주: 거래대금(억 위안)은 종목당 월 평균

[무역 전쟁 2년] A주 시장 수급과 업종 집중도 상승 → ‘강자독식’에 배팅

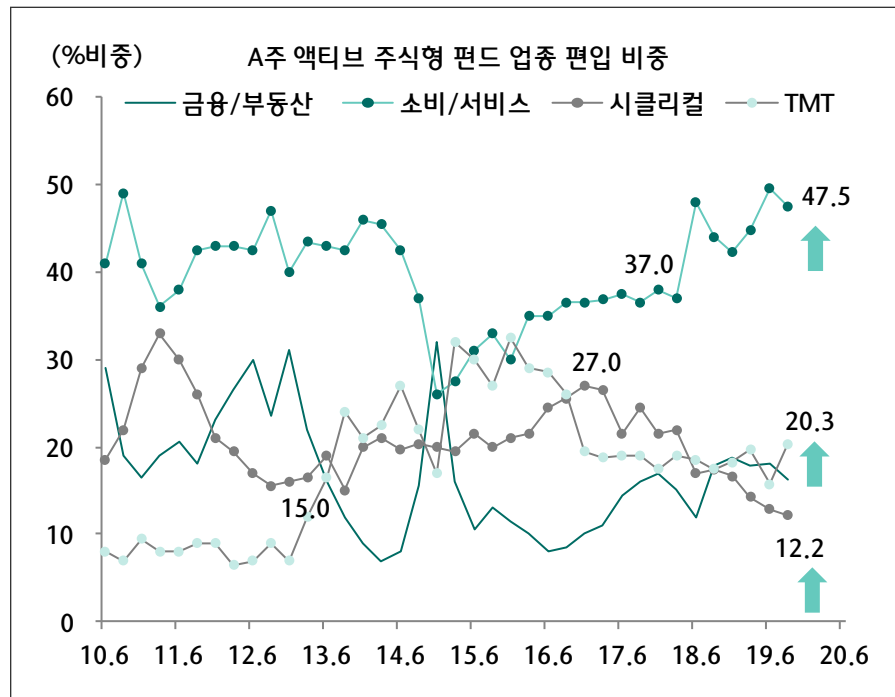
- 2018년 이후 가장 뚜렷한 변화는 A주 시장 수급(외국인/기관)과 업종(소비/서비스) 및 1등주 편중현상
- 이는 2016년 이후 ①산업집중도 상승, ②외국인 및 로컬기관 비중 과반 육박, ③무역전쟁 및 수출/고정투자 부진이 만든 결과
- 특히, 2년간 범 소비업종(음식료/제약/가전/레저/전자) 편입비중 극단적으로 확대, 범시클리컬(소재/산업재/부동산) 철저히 외면
- 장기적으로 중국 A주 시장의 세 가지 편중현상(업종/수급/1등주)은 계속될 것으로 판단

2015년 이후 산업집중도와 수급집중도 동반 상승



주 : 10대 업종은 GIGS 분류 기준
자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

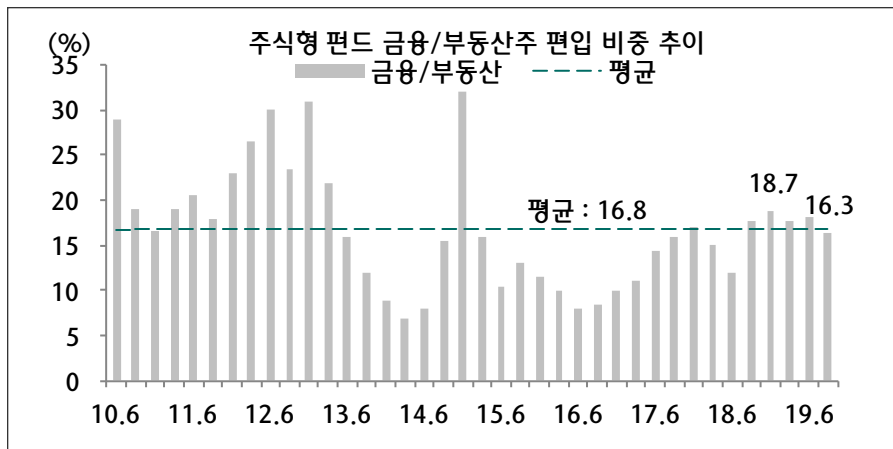
A주 펀드 업종 편입 비중 : 로컬기관/외인 업종 편중현상 지속



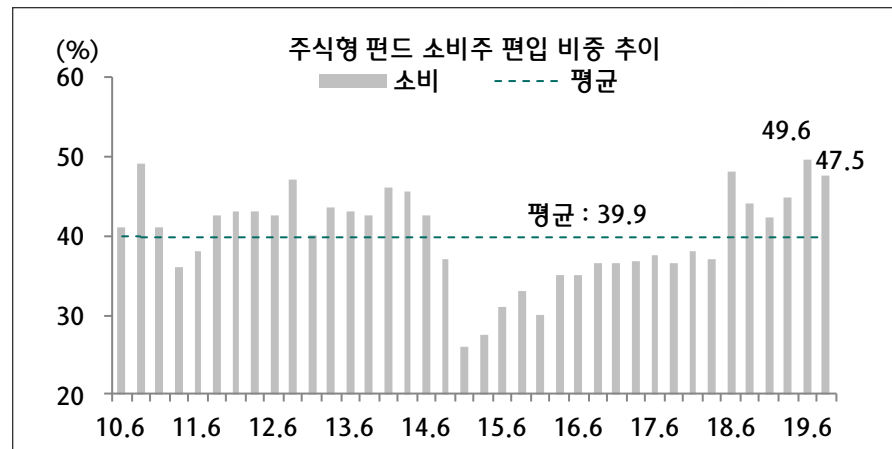
자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[무역 전쟁 2년] A주 시장 수급과 업종 집중도 상승 → 소비/전자에 올인

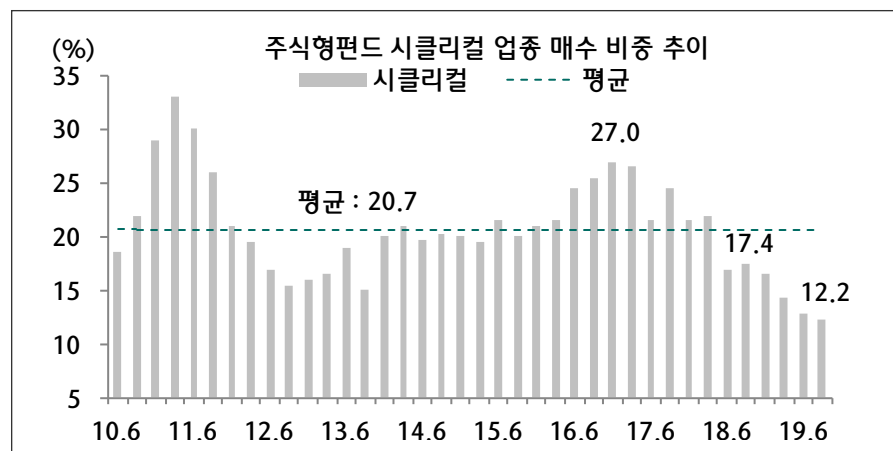
A주 펀드 금융/부동산 편입 비중 : 18%→16% (3/4분기)



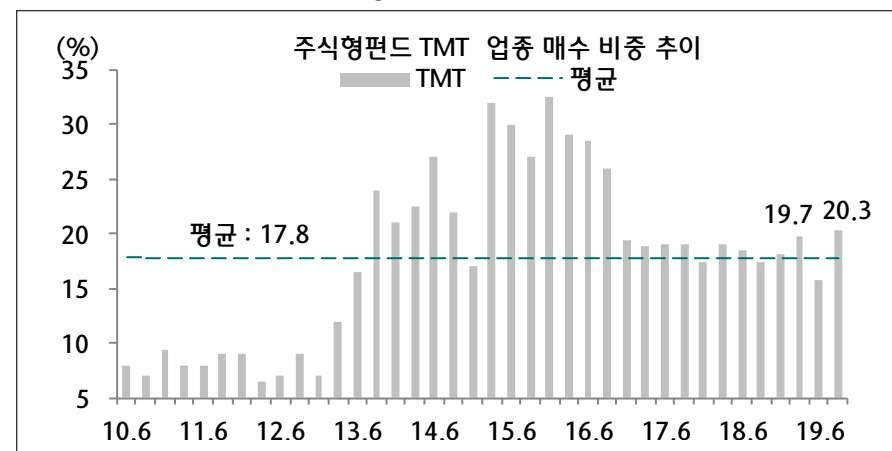
A주 펀드 소비서비스 편입 비중 : 49%→48% (3/4분기)



A주 펀드 시클리컬 편입 비중 : 13%→12% (3/4분기)



A주 펀드 TMT 편입 비중 : 16%→20% (3/4분기)



주 : 금융/부동산 = 은행/증권/보험/부동산

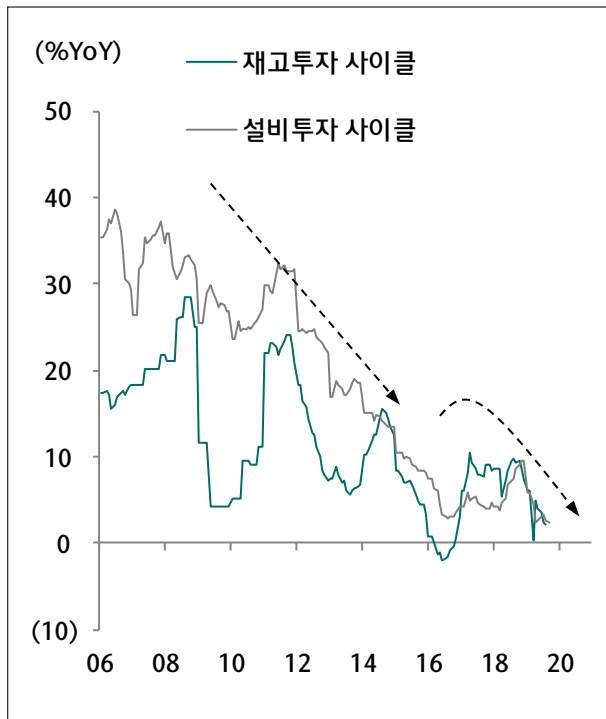
주 : 시클리컬 = 정유/석탄/비철금속/철강/화학/건설/기계/군수/전력설비

주 : 소비/서비스=자동차/가전/음식료/섬유의복/유통/외식/여행/농림어업/제약주 :

TMT(테크/미디어/통신) =통신/미디어/전자/SW/반도체 등 포함

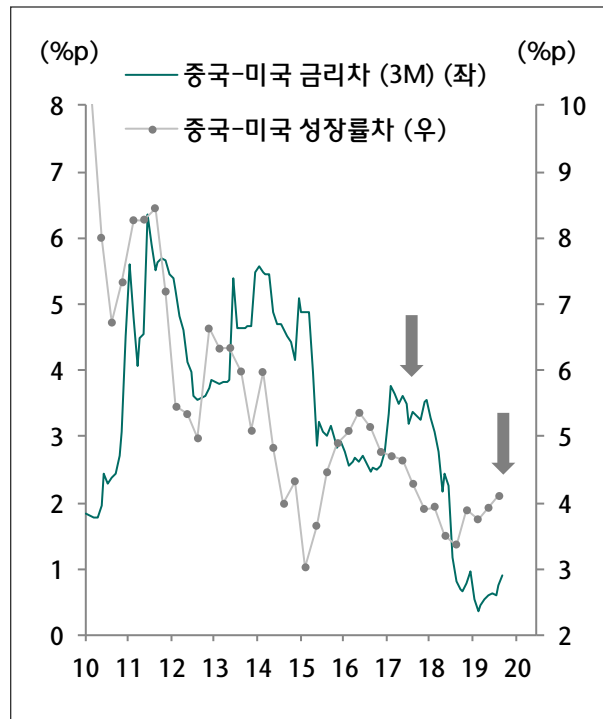
[매크로/정책] 세 가지 기회

첫 번째 기회 : 사이클



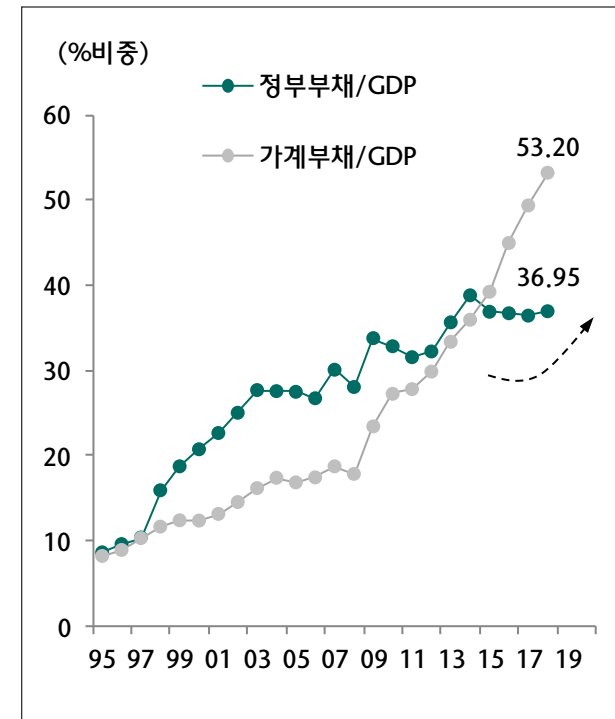
- 2020년 위안화와 親중국 자산/업종의 역풍
- 2020년 명목GDP와 재고 사이클 반동
- 설비투자(10년)와 재고(3년) 저점의 만남
- 재고 레벨 장기 바닥권 시클리컬 업종 관심

두 번째 기회 : 시간은 나의 것



- 2020년 G2 협상은 중국에 유리한 게임
- 리더 잔여임기와 펀더멘탈 측면 중국 우위
- 4/4분기 '스몰딜' 시작, 2020년 임시 휴전
- 관세 후퇴 수준과 위안화 절상의 줄다리기
- 2020년 상반기 위안화 환율 6위안대 복귀

세 번째 기회 : 정책 여력

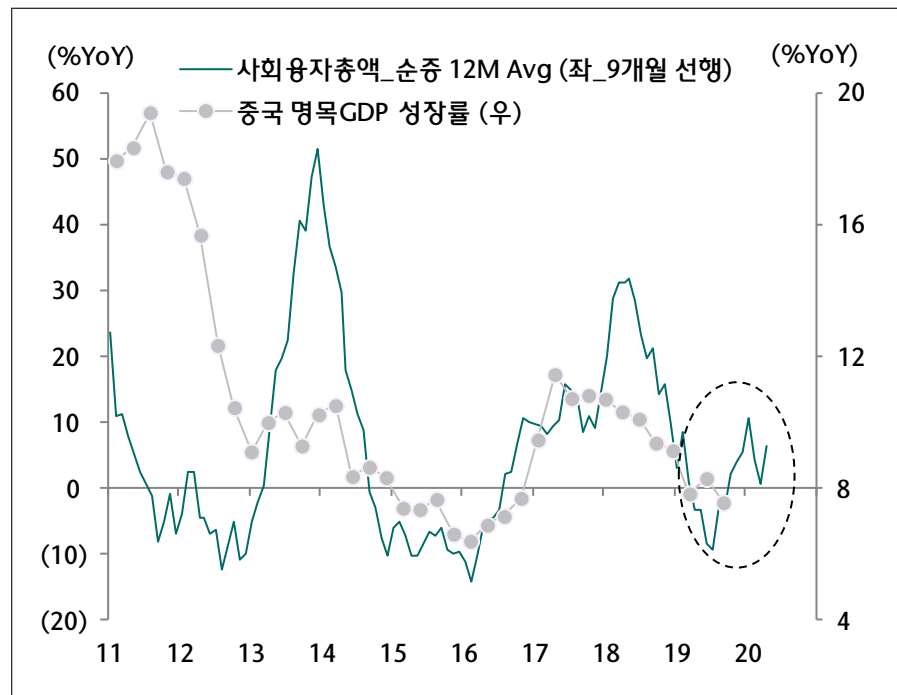


- 2019년 중앙정부 힘빼고, 가계와 시장에 의존
- 2020년 재정정책 여력 충분, 통화정책을 보완
- 상반기 인프라투자, 하반기 감세정책
- 후행적인 금리인하(20-30bp), 산업규제 완화

[매크로/정책] 기회 1. 2020년 명목GDP와 기업이익 사이클 반등

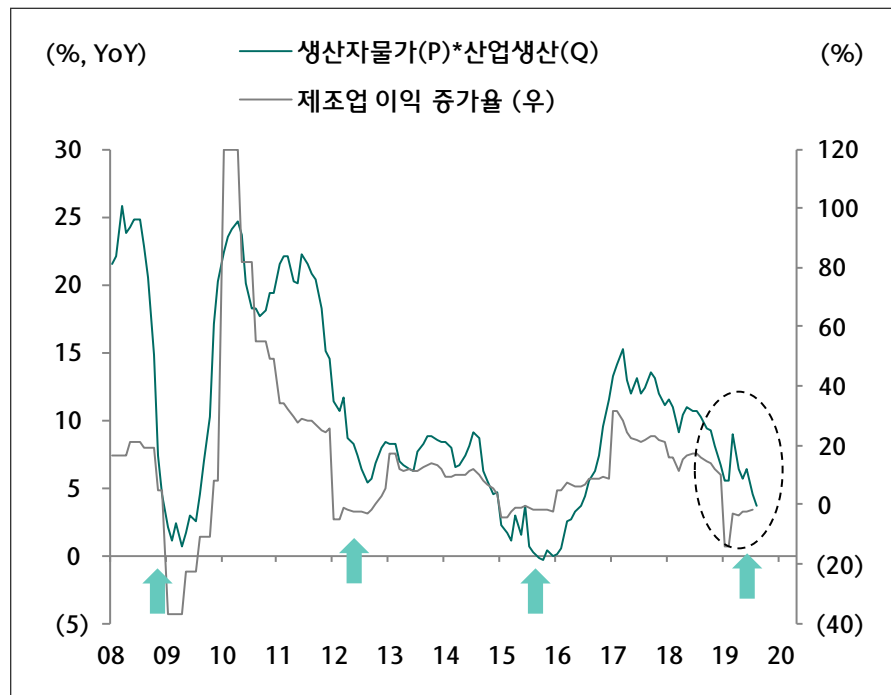
- 첫 번째 기회는 2020년 명목GDP와 재고 사이클 3년 만에 반등 : 실질 성장을 레벨보다는 하강 사이클 마무리와 반등 주목
- 기업이익과 환율 방향성과 연동되는 명목GDP는 3/4분기 중 10개 분기 연속 하락하며 금번 사이클의 바닥에 근접
- 명목GDP는 ①유동성 효과(TSF 2-3분기 후행), ②재고/가격(PPI) 사이클 반등, ③재정정책 효과에 따라 4/4분기-상반기 반등 재개
- 기업이익 선행지표 2019년 상반기 바닥확인 → 기업이익 3/4분기 바닥확인, 2019년 4/4분기 턴어라운드 재개

2019년 4/4분기-2020년 명목GDP 성장을 반등 예상



자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

중국 기업이익, 3년 조정 마무리 → 4/4분기부터 반등



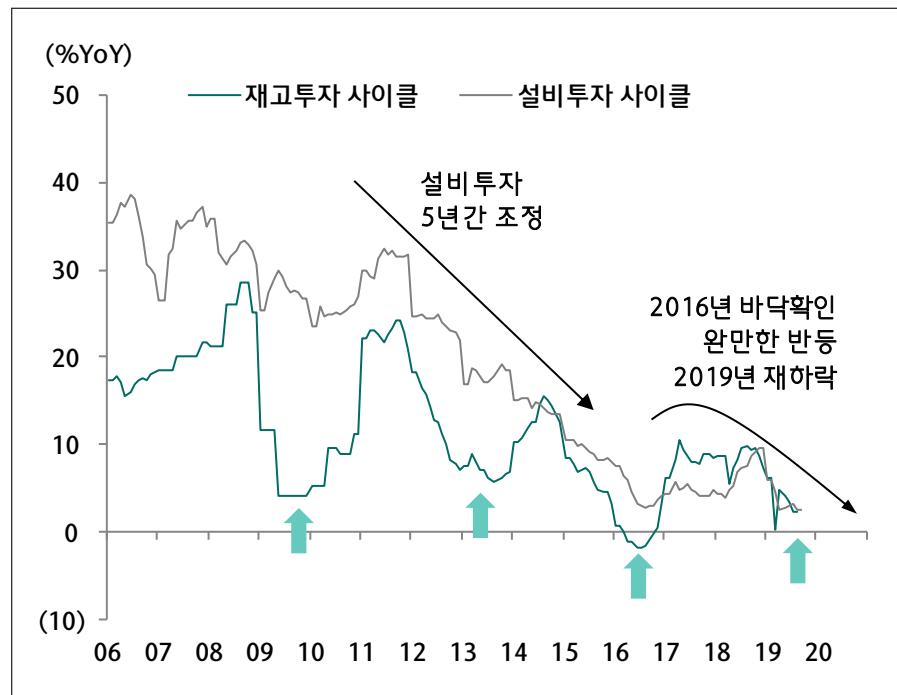
주: 2019년 GDP 성장기여율은 1/4분기-3/4분기 누적 기준

자료: CEIC, Wind, 하나금융투자

[매크로/정책] 기회 1. 단순 '기저효과'는 아닐 것

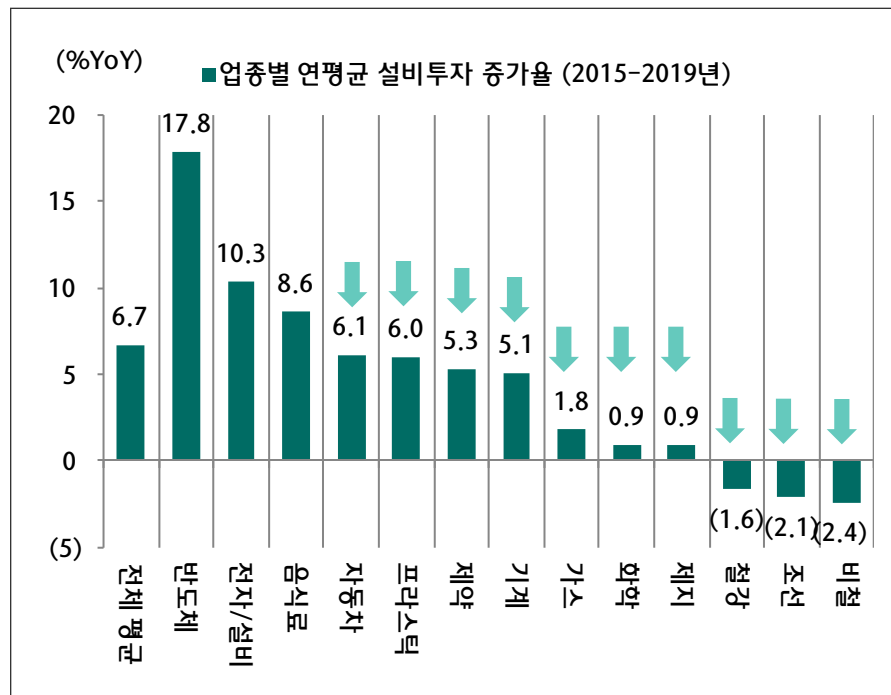
- 2020년 재고 사이클 강도에 대한 우려는 여전히 상존 → 우리는 과거 대비 타이트해진 공급 환경(설비투자)을 주목
- 2020년은 중국의 설비투자 사이클(5-10년)과 재고 사이클(3-4년)의 저점이 만나는 시기
- 중국 설비투자 증가율은 2011년 이후 9년간 둔화, 2016년 반짝 반등 이후 재하락 : 일부 산업(전자/내수) 제외 바닥권 진입
- 설비투자 증가율이 여전히 높아 재고 사이클이 짧았던 2013년과 차이점 → 2020년 재고레벨 낮은 산업 중심 재고투자 재개

2020년 설비투자 사이클(10년)과 재고 사이클(3년)의 저점



자료: Wind, 하나금융투자

최근 5년간 업종별 설비투자 증가율 : 대체로 빠르게 둔화

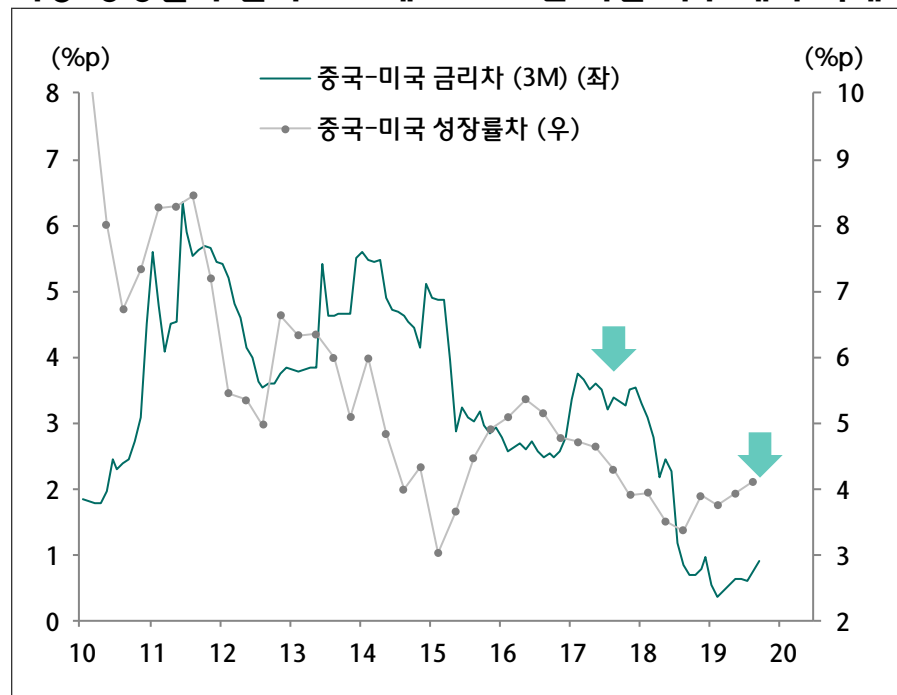


자료: Wind, 하나금융투자

[매크로/정책] 기회 2. 2020년 무역전쟁 임시 휴전 전망

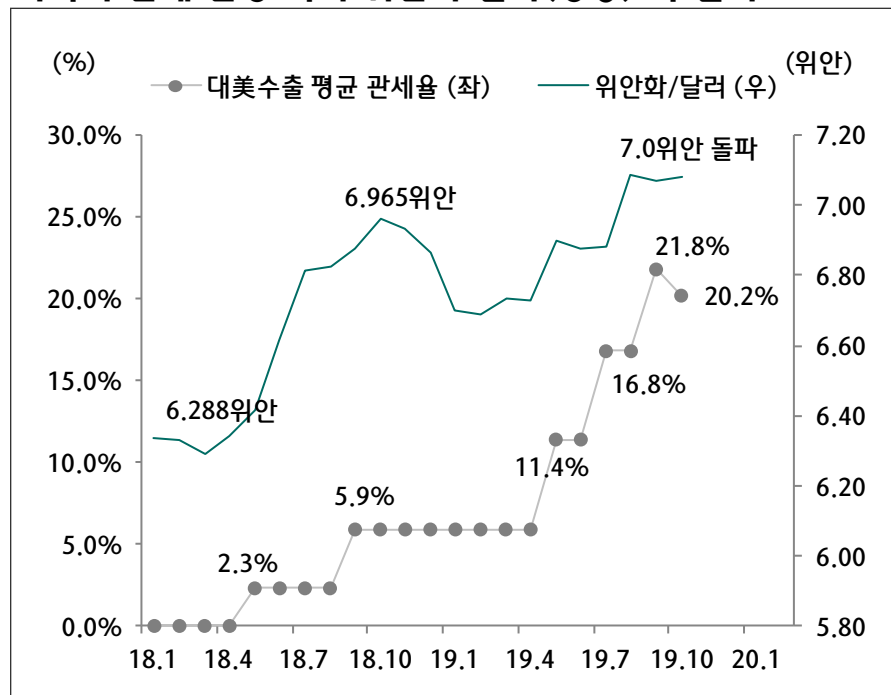
- 2020년 미중 협상은 양국 정치사이클(잔여임기 트럼프 1년 vs 시진핑 3-8년)과 펀더멘탈 측면에서 중국이 더 유리한 게임
- 특히, 미중 성장률/금리/금융시장 상대강도 차이가 컸던 2018년 대비 2020년 중국의 상대적인 체력이 더 양호
- 4/4분기 '스몰딜' 타결 → 2020년 상반기 관세, 기업, 환율, 수입 제재 일부 되돌림 → 2020년 사실상 임시 휴전 예상
- 2020년 양측 협상은 '관세율 후퇴수준과 위안화 절상'의 줄다리기 → 위안화 4/4분기말 7위안대 유지, 2020년 6위안대 복귀

미중 성장률과 금리 스프레드 2018년 저점 이후 재차 확대



자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

미국의 관세 인상 폭과 위안화 절하(상승) 폭 일치

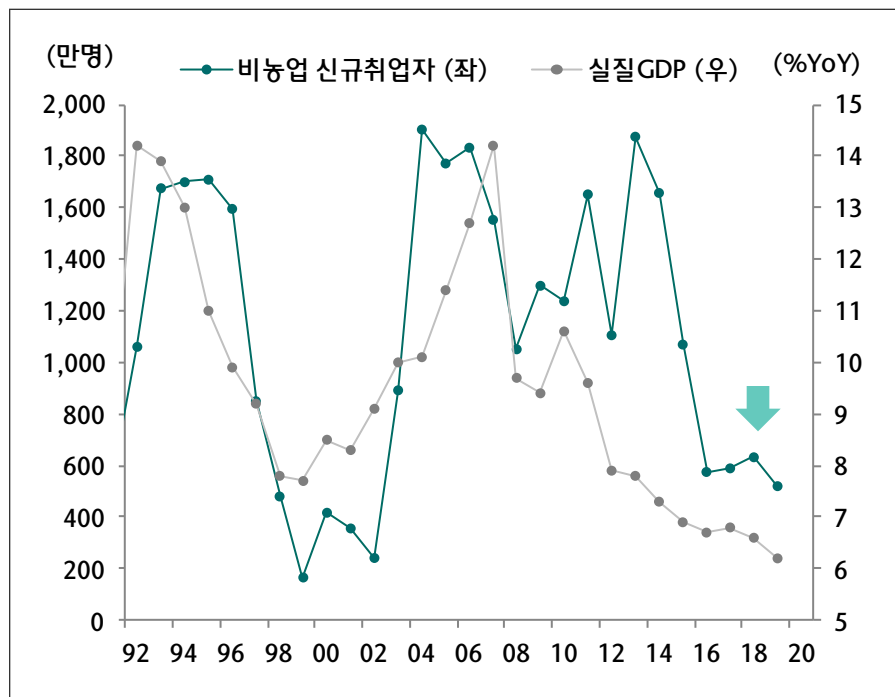


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[매크로/정책] 기획 3. 2020년 재정정책 중심 부양책 지속

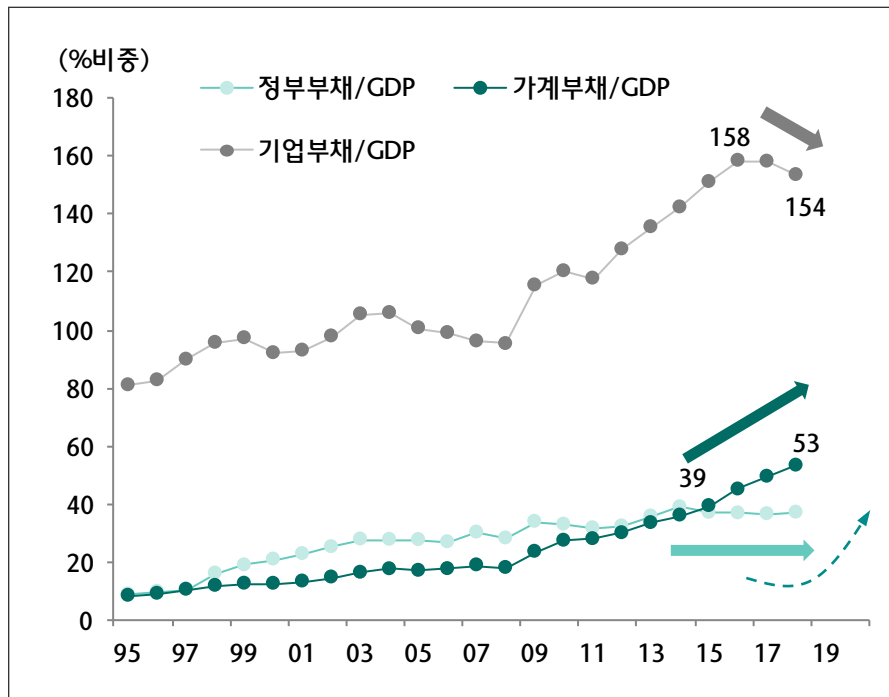
- 2019년 단기(성장/고용)와 중장기(디레버리징/구조전환) 밸런스에 집착한 결과로 2020년 단기 정책 과제 여전히 상존
- 2020년 재정정책 대폭 강화(1H 인프라+정부소비/2H 감세), 금리인하(20-30bp), 자동차/인터넷/서비스업 등 산업규제 완화 예상
- 2020년 상반기 재정정책이 통화정책 강도를 압도할 가능성, 2019년에 이어 소비세/증치세 인하 기조 유지
- 고용 비중이 큰 내수 산업(인터넷/헬스케어/유통/자동차)을 중심으로 2018년 이후 강화된 각종 규제가 계속 완화될 전망

실질 성장률과 신규취업자 추이 : 2020년 고용정책 강화 필요



자료 : Wind, 하나금융투자

2020년 중앙정부 레버리지 재차 상승할 전망

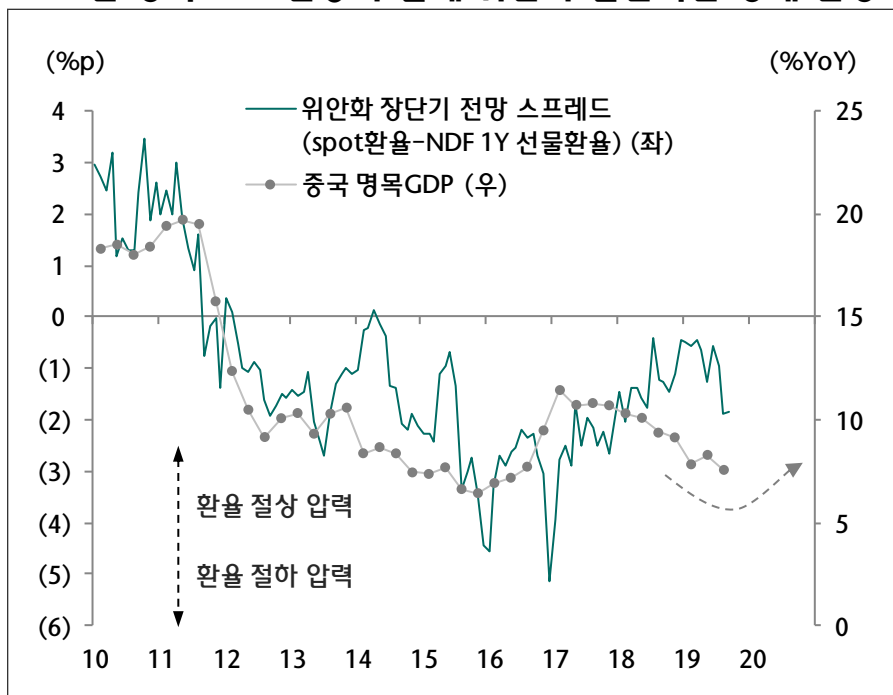


자료 : Wind, 하나금융투자

[매크로/정책] 위안화 점진적인 강세, 2020년 6위안대 복귀 전망

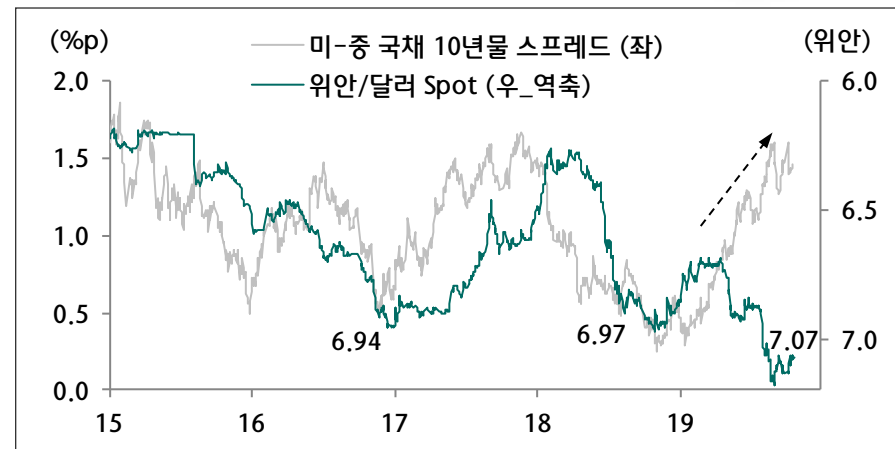
- 위안화 환율 2020년 6위안대 복귀, 연중 6.5~6.8위안 전망
→ 2018-19년 '非중국'에서 2020년 '親중국' 자산 비중 확대
- 2020년 위안화는 ①중국 명목GDP/재고사이클 반등, ②장기 강달러기조 완화, ③협상 통한 대미 수출 관세율 하락 가능성에 따라 펀더멘털 및 정책의도 측면에서 강세기조 전환 예상

2020년 명목GDP 반등과 함께 위안화 점진적인 강세 전망

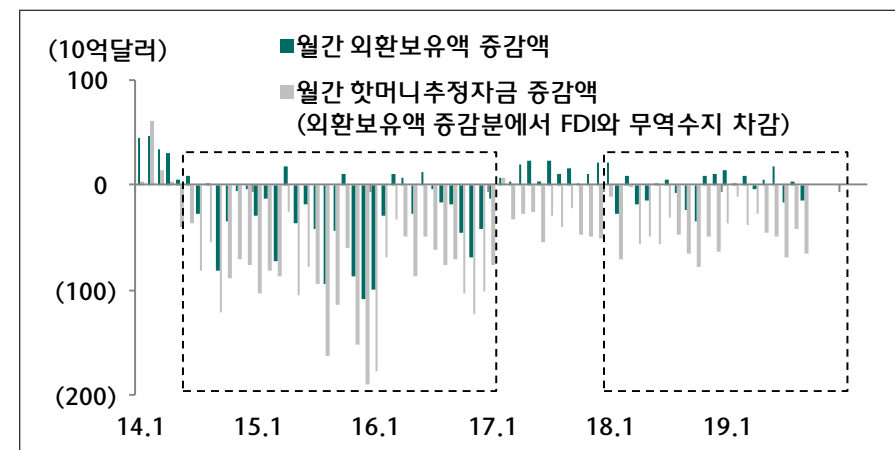


자료 : Bloomberg, Wind, 하나금융투자

무역전쟁 변수를 제외하면 미중금리차는 위안화 강세 지지



중국 외환 수급 예상보다 안정적 → 포트폴리오 자금 유입 확대

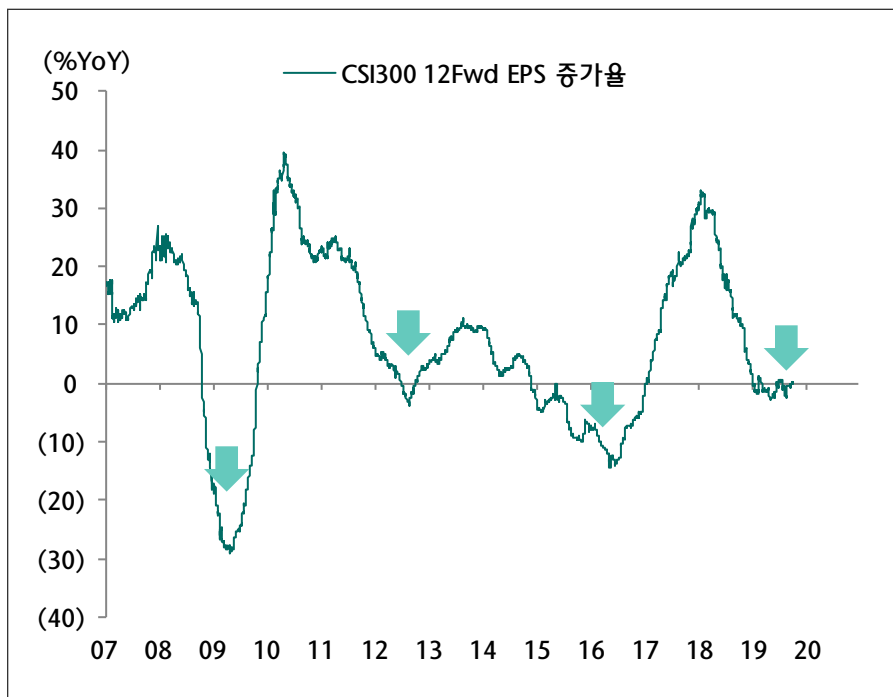


자료 : Bloomberg, Wind, 하나금융투자

[기업이익] 2020년 A주 순이익 연간 15% 증가, ROE 4년 만에 반등

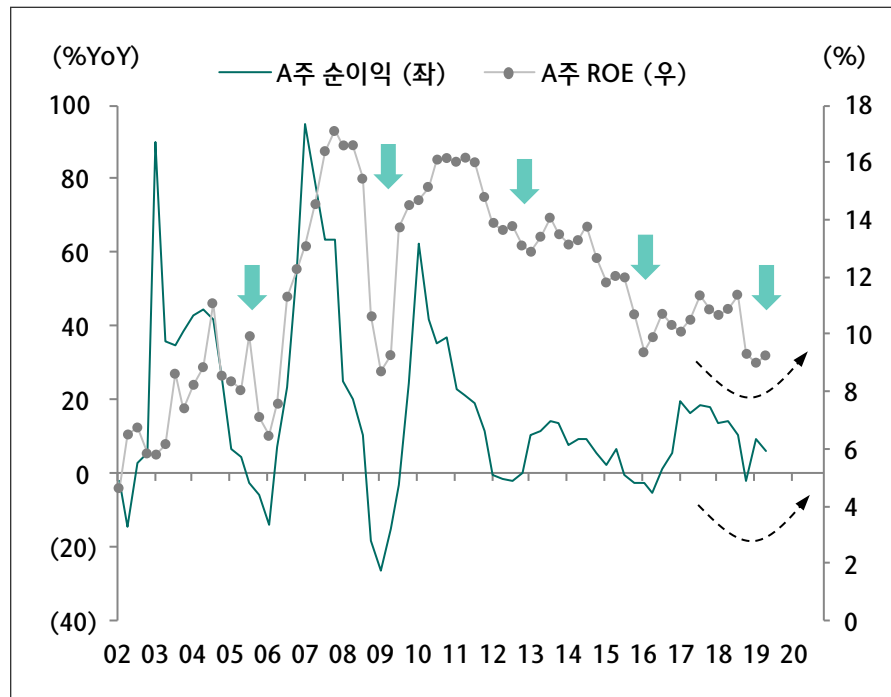
- 매크로 관점에서 2016년-2017년 약 5년 만에 반등했던 중국 기업이익은 무역전쟁과 내수부진으로 2년간 재차 하락
- A주 기업이익 4/4분기 반등, 2020년 연간 15% 증가 : 2020년 수출과 투자 성장기여도 회복, 설비투자과 재고사이클 턴어라운드
- 2020년 A주 ROE는 2016년 이후 약 4년 만에 반등 전망 : ①금융/부동산/전통산업 수익성 회복, ②2019년 이후 감세 효과
- A주 ROE 회복, 2019년 9%대 수준(2005년 이후 평균 12%대)에서 2020년 11-12%대로 상승 전망

A주 기업이익 3/4분기 저점, 4/4분기 반등 재개 전망



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

2020년 A주 순이익 연간 15% 증가, ROE 4년 만에 반등

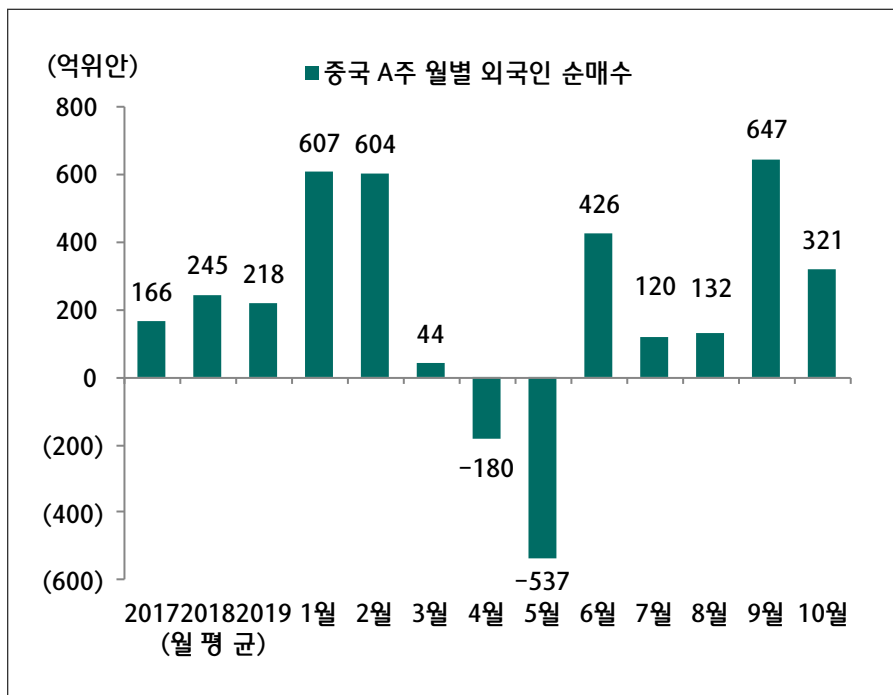


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[수급] 외인 영향력 단기 고점통과 → 2020년 기관과 개인 수급부담 낮은 편

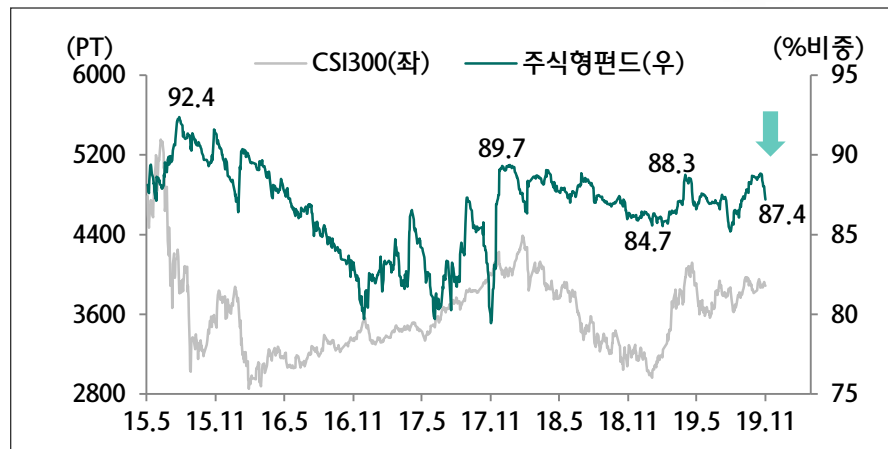
- 2020년 외국인 수급 : 2019년 MSCI 3차 편입 이후 새로운 이벤트 부재, 상반기 순매수 강도 단기 약화→ 위안화 추이 관련
- 2020년 기관 : 주식 편입비중 급락, 2020년 상반기 반등 기대
- 2020년 개인 : 레버리지 비중 낮아 신규 유입 규모 점차 확대될 전망. 부동산 규제 장기화로 일부 자금 낙수효과 예상

외국인 : 11월 MSCI 3차 편입 이후 단기 매수강도 약화 예상

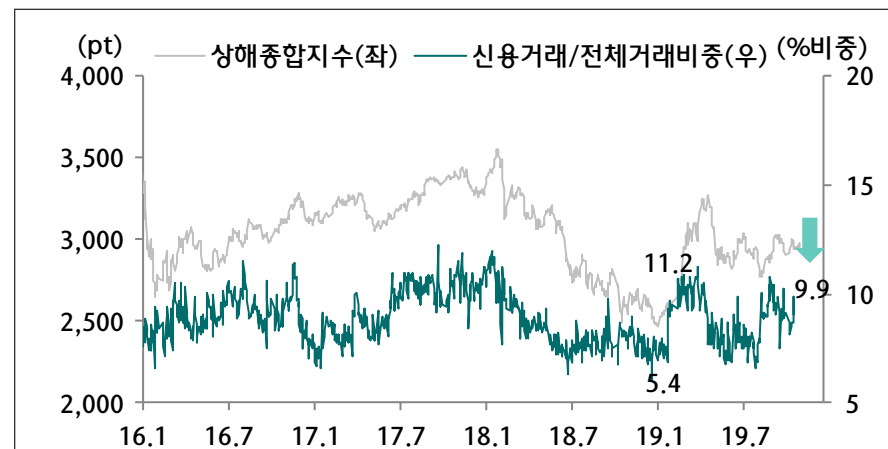


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

기관 : 2020년 상반기 이익사이클 회복과 함께 반등 기대



개인 : 레버리지 자금 부담 낮아, 2020년 자금유입 재개 예상

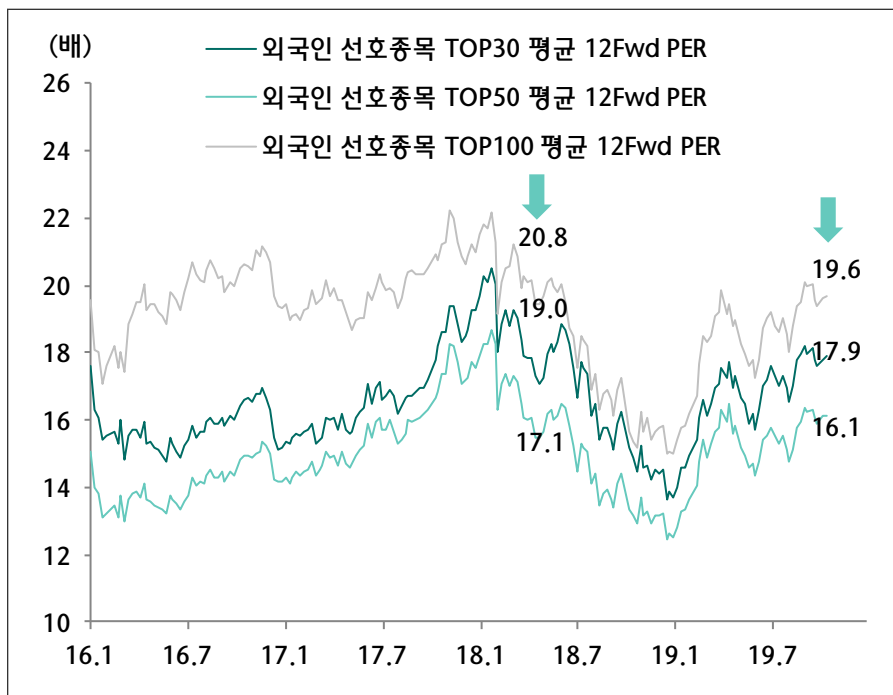


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[수급] 외인 영향력 단기 고점통과 → 외국인 선호 업종/종목 단기 변동성 경계

- 2019년 11월 MSCI A주 3차 편입(심천 미들캡 200개 편입)을 마지막으로 편입 비중 및 종목 수 상향조정 단기 종료
- 금융당국의 획기적인 조치가 없다면, 글로벌지수 편입 이벤트(MSCI/FTSE/S&P) 효과 단기 정점통과. 상반기 위안화 흐름이 관건, 일부 외국인 선호 집중 종목/업종 변동성 불가피

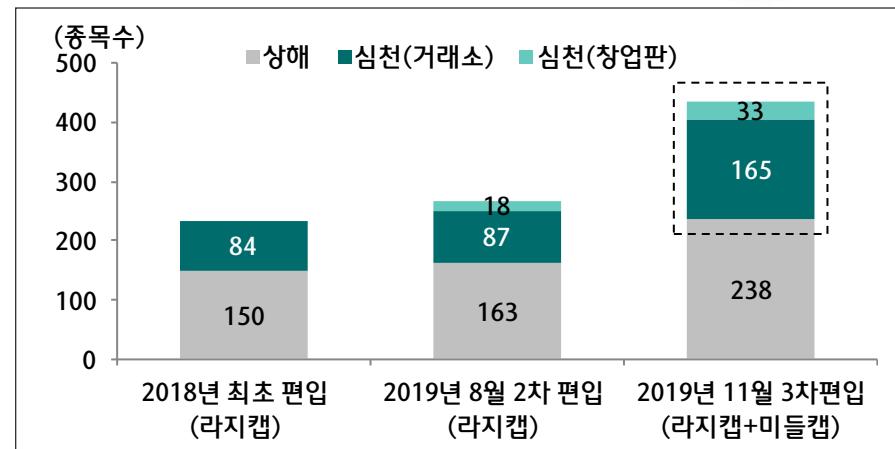
외국인 선호 Top 30/50/100 종목 밸류에이션 추이



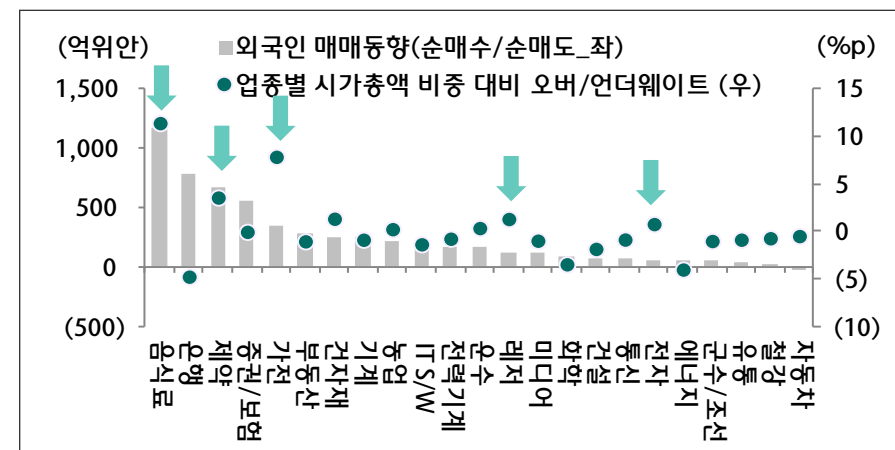
주 : 2019년 10월 기준

자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

11월 3차 편입과 함께 A주 MSCI 편입비중/종목 확대 마무리



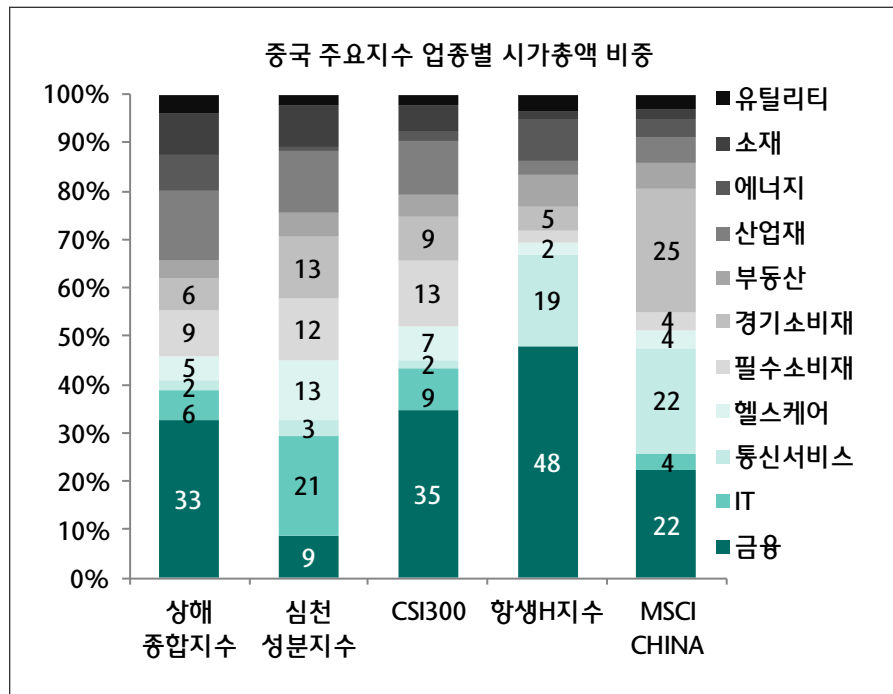
2019년 A주 외국인 순매수 : 11월 이후 단기 정점통과 예상



[전망] 지수별 매력도 : 단기 홍콩H지수, 연간 CSI300/상해종합 추천

- 2020년 중화권 지수별 매력도 : 홍콩H지수(6개월)=CSI300/상해종합(연간) > 심천성분/CSI500(중소형) > MSCI China
- 2020년 중화권 지수별 주가흐름의 차이는 금융/전통산업 및 대형주 비중 차이에 따라 차별화될 가능성
- 2020년 홍콩H, 상해종합, CSI300 우위 : 매크로/환율/이익사이클 반등 초기, 2019년 소외 업종(금융/전통산업)의 회복 기대
- 2020년 심천/창업판/MSCI China 상대 열위 : 시종금리 하락 제한, 외국인 수급 축소로 성장/소비/중소형주 비중 높아 불리

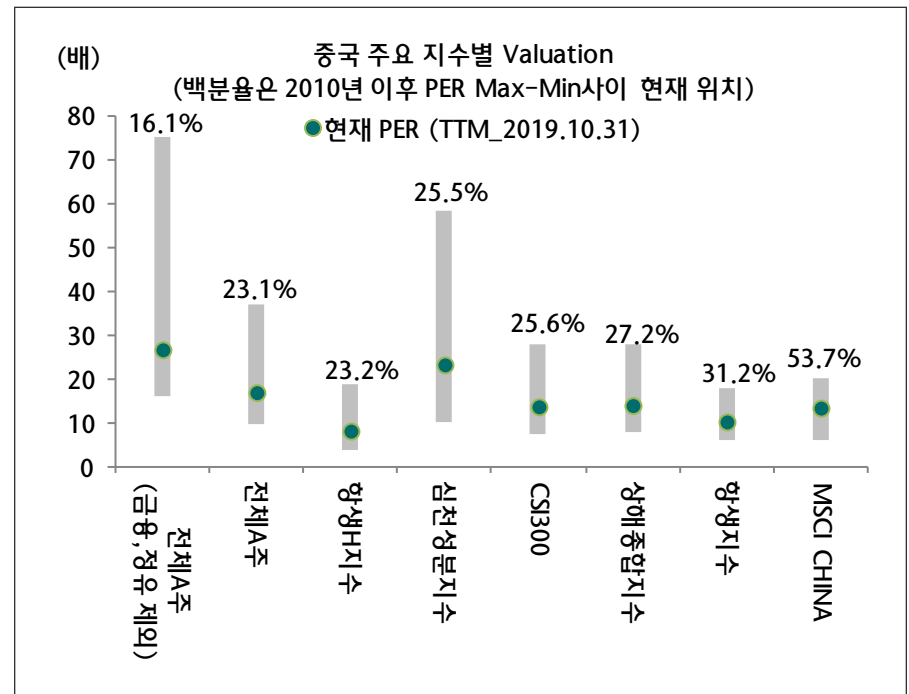
중국 주요 지수 업종별 시가총액 비중 : 금융과 전통산업 주목



주 : 2019년 10월 기준

자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

중국 주요 지수별 Valuation : 소외지수와 업종의 추격 예상

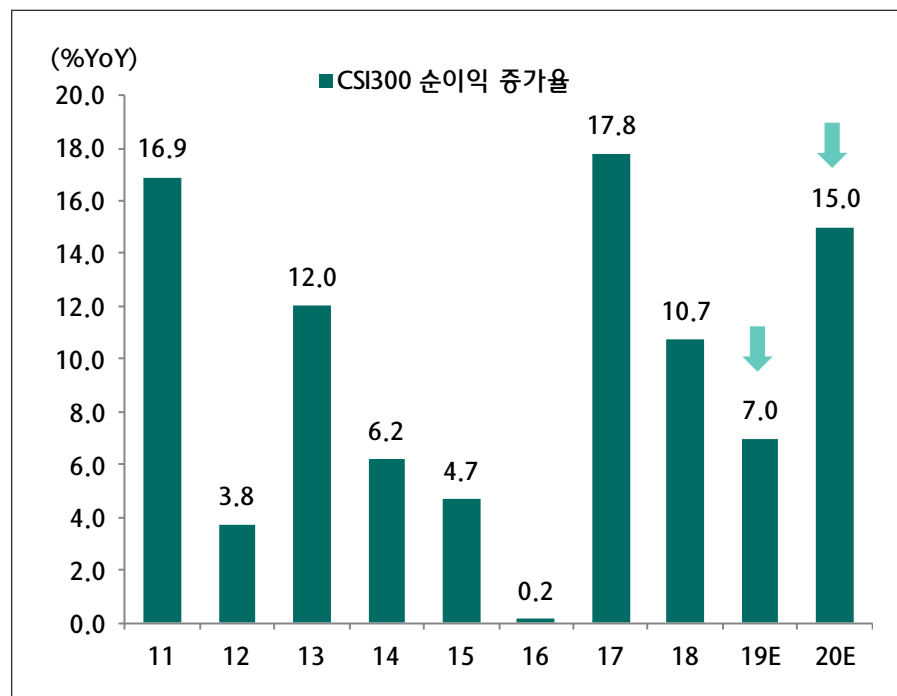


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[전망] 상해종합 예상밴드 3,750p~2,910p 제시

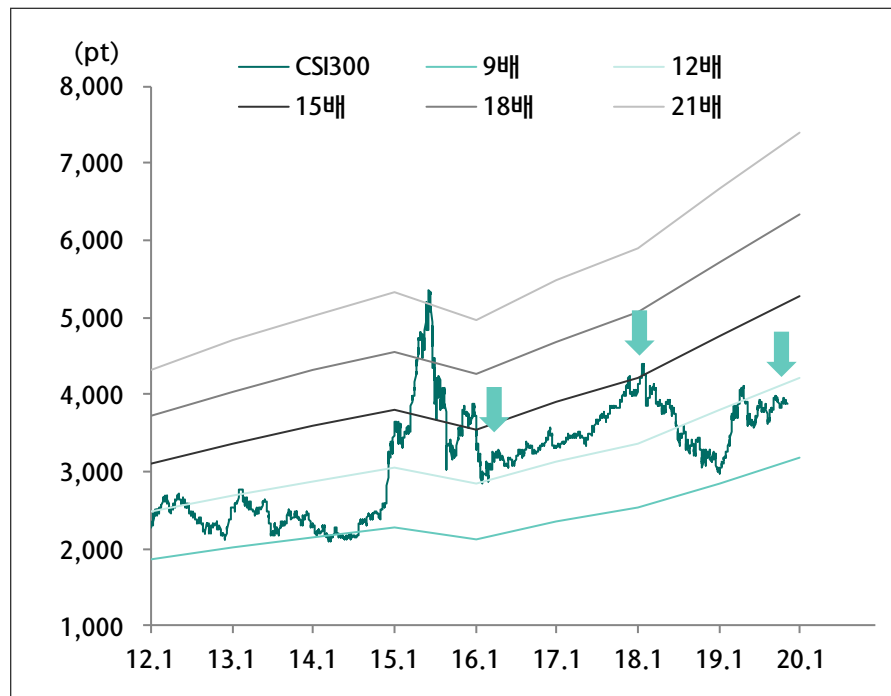
- 2020년 상해종합 예상밴드 3,750p~2,910p 제시 : 지수 상단은 2016년 이후 평균 PER 15.5배(TTM) 반영
- 2020년 A주 상장기업 순이익 YoY 15% 증가(2019년 예상 YoY 7~8%), 2020년 ROE는 2016년 이후 약 4년 만에 반등
- 재고/이익 사이클 3년 만에 턴어라운드, 무역전쟁 불확실성 점진적인 해소, 재정정책 중심의 부양책 효과 등 기대
- 상반기 지수형 실적장세, 저평가 지수 및 소외 업종 1등주 관심 → 하반기 종목형 장세 전환, 소비/기술주 아웃퍼폼 재개

CSI300지수 순이익 증가율 : 2020년 10~15% 증가 전망



주 : 2019년과 2020년 전망치는 하나금융투자 추정
 자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

CSI300지수 밸류에이션 밴드 : 2016년 이후 평균 중하단

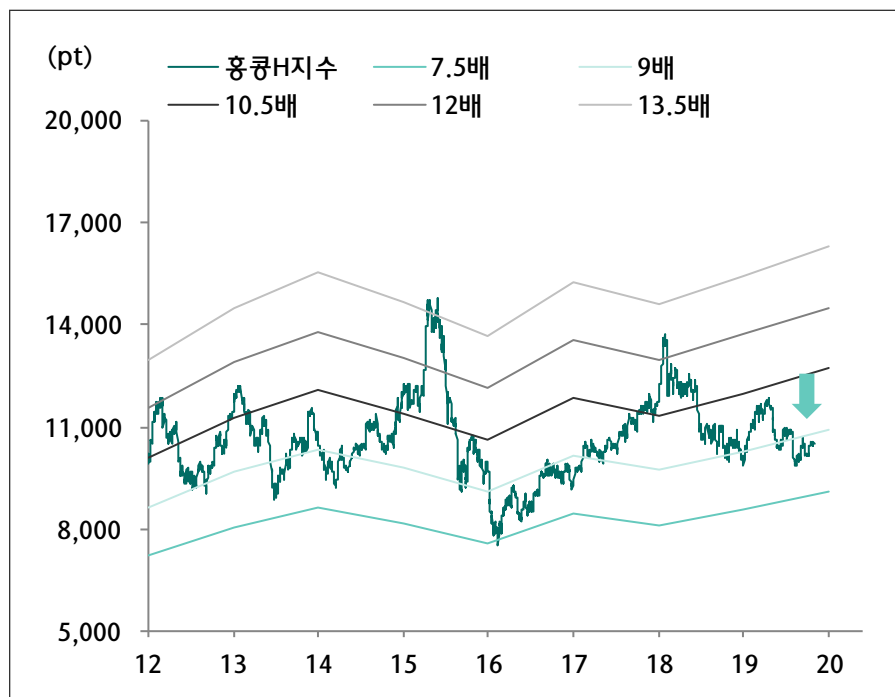


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[전망 : 홍콩] 홍콩H지수(HSCEI) 예상밴드 3,750p~2,910p 제시

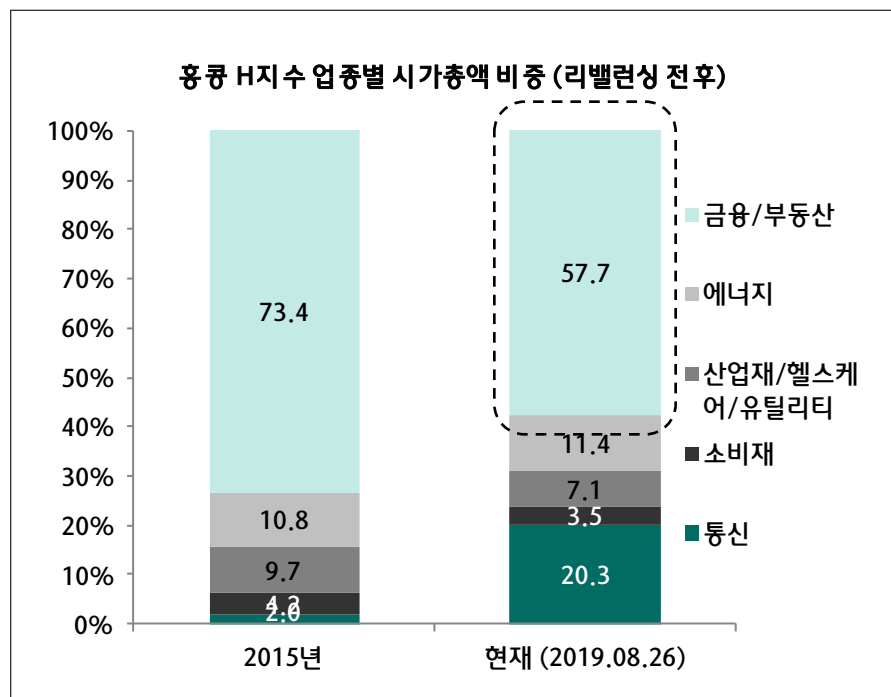
- 2020년 홍콩H지수(HSCEI) 예상밴드 12,300p~9,300p : 중국 이익사이클 반등 초기 A주보다 탄력적인 회복, 상고하저 패턴 예상
- 지수 상단 2010년 이후 평균보다 낮은 9.4배 적용(TTM), 하단은 역대 위기(IT버블/리먼사태/위안화쇼크) 평균 PBR 0.8배 적용
- 2020년 비중확대 근거 : ①중국 이익사이클 반등과 구조적인 특성(금융/전통산업 비중高), ②대내외 악재로 중화권 내 가장 낮은 밸류에이션과 A주 대비 디스카운트, ③달러강세 진정과 위안화 회복, ④본토(기업부채)와 홍콩(시위) 관련 시스템 리스크 제한적

홍콩H지수 밸류에이션 밴드 : 2016년 이후 평균 수준



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

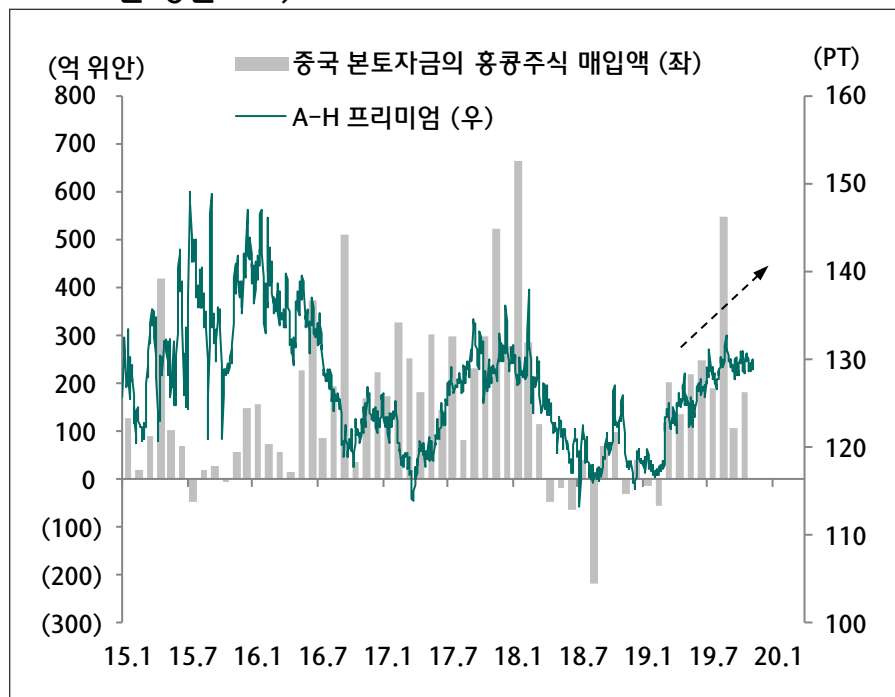
업종별 시가총액 비중 : 여전히 높은 금융/전통산업 비중



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[전망 : 홍콩] '차이나 디스카운트' 과도, 상반기 A주 대비 탄력적인 회복 예상

- 홍콩H지수의 특징 : ①높은 금융/전통산업 비중, ②본토와 EM대비 큰 폭 할인, ③A주 대비 할인, ④위안화/달러 가치 연동. 은행과 전통산업 비중 높아 '차이나 디스카운트'에 가장 민감
- 2020년 '디스카운트' 크게 해소 예상 : 2019년 이후 시장 위험지표 안정적, 시위기간 본토자금의 홍콩주식 매수(강구통) 역으로 확대, AH지수 역대 최고수준(현재 130, 10년 평균 115)



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

홍콩 AH 프리미엄 지수 추이 : 2017년 이후 최고 수준



홍콩H지수와 달러지수 : 위안화와 정, 달러와 역의 관계

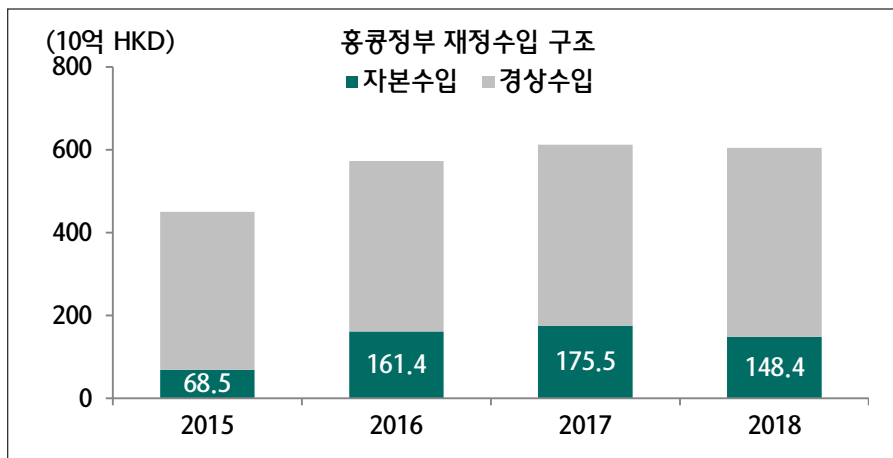


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[전망 : 홍콩] 정치리스크 단기 정점통과 → 해결을 위한 장기전은 이제 시작

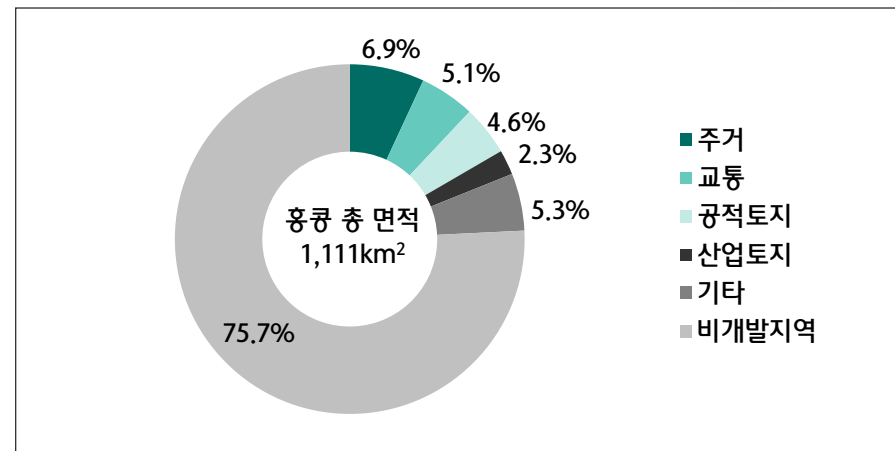
- 홍콩 시위문제는 복합적이며 장기적인 문제. 현지에서는 주택공급과 주거문제를 핵심원인 중 하나로 제시. 2020년 주식시장에서 주목해야 할 포인트는 정부의 '재벌개혁'과 '부동산 대책'
- 구조적인 주택공급 부족은 ①소수 개발상의 토지점유와 중국/홍콩정부와의 유착, ②재정수입의 부동산 의존도 상승, ③토착민 이주와 그린벨트 문제에 기인. 역대 홍콩수반 모두 공급확대를 천명했으나, 2000년 이후 정부목표의 60% 달성에도 미달
- 중앙정부, 2020년 홍콩관련 중장기 대책 지속 발표 예상 : 고립이 아닌 공생, 채찍보다 당근형 정책. 1)재벌 개혁과 부동산 공급정책, 2)홍콩경제와 지역경제 일체화 장기로드맵 제시

부동산 관련 재정수입 비중 25% 육박

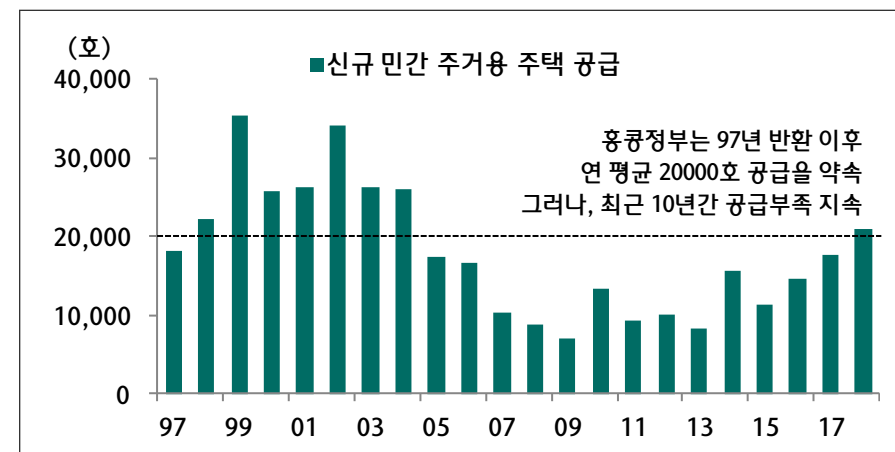


자료 : 홍콩재경국(FSTB), 하나금융투자

홍콩 전체면적 중 택지사용 비중은 25%대에 불과



최근 10년간 정부의 약속에 한참 미달하는 주택공급량

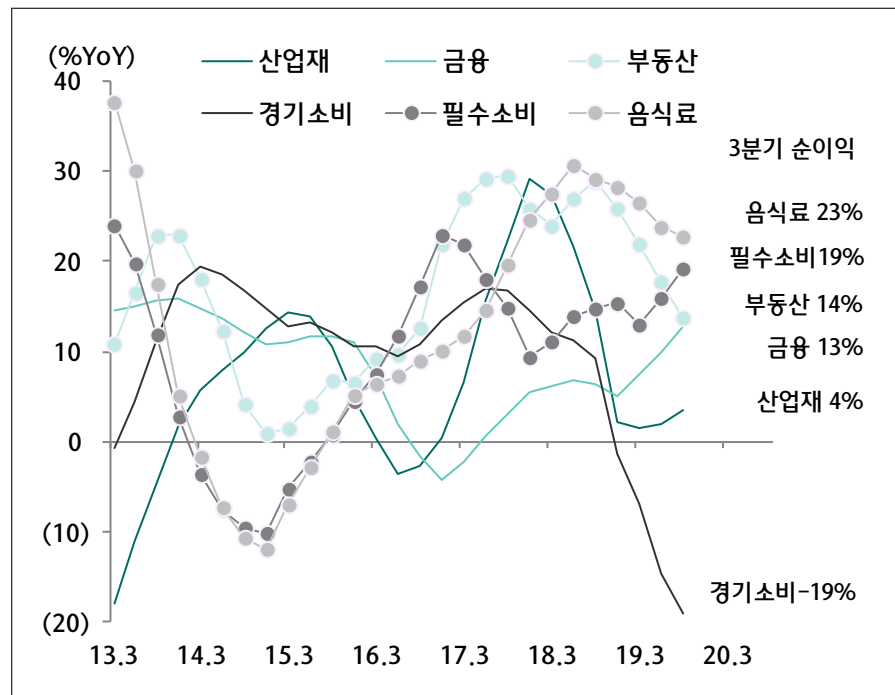


자료 : CEIC, 홍콩 국회자료실, 하나금융투자

[업종 전략] 2020년 새로운 주도 업종 탄생 주목 (소비/서비스 → ????)

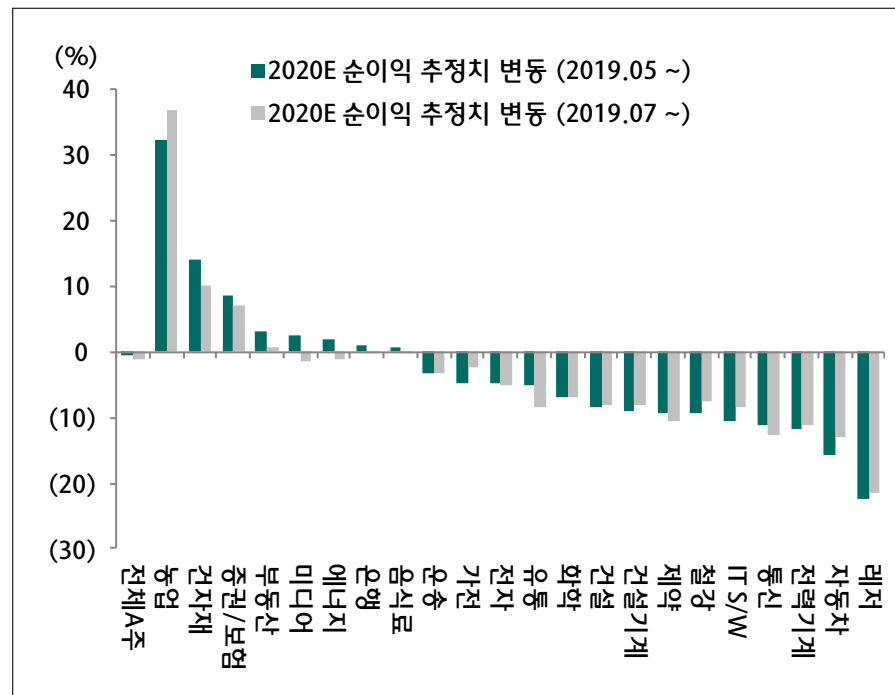
- 주도 업종 전환의 4대 변수 : ①매크로/정책/무역협상 구도 변화, ②수급주체 변화, ③실적 차별화 무산, ④대안 업종 부상
- 최근 10년 A주 시장 총 4회 주도 업종 사이클 : 2007-09년 금융/부동산(유동성), 2010-12년 1차 소비주 랠리, 2013-15년 TMT(기술/미디어/통신), 2016년 이후 현재 2차 소비주 랠리 → 지속기간 10-13개 분기, 소비주에 일부 기술주 동반 랠리
- 2020년에는 ①매크로 및 ②수급환경의 변화가 예상됨에 따라, 주도 업종의 변화와 2019년 소외 업종의 추격 국면 예상

3/4분기 실적 업데이트 : 여전히 범 소비주가 고성장 지속



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

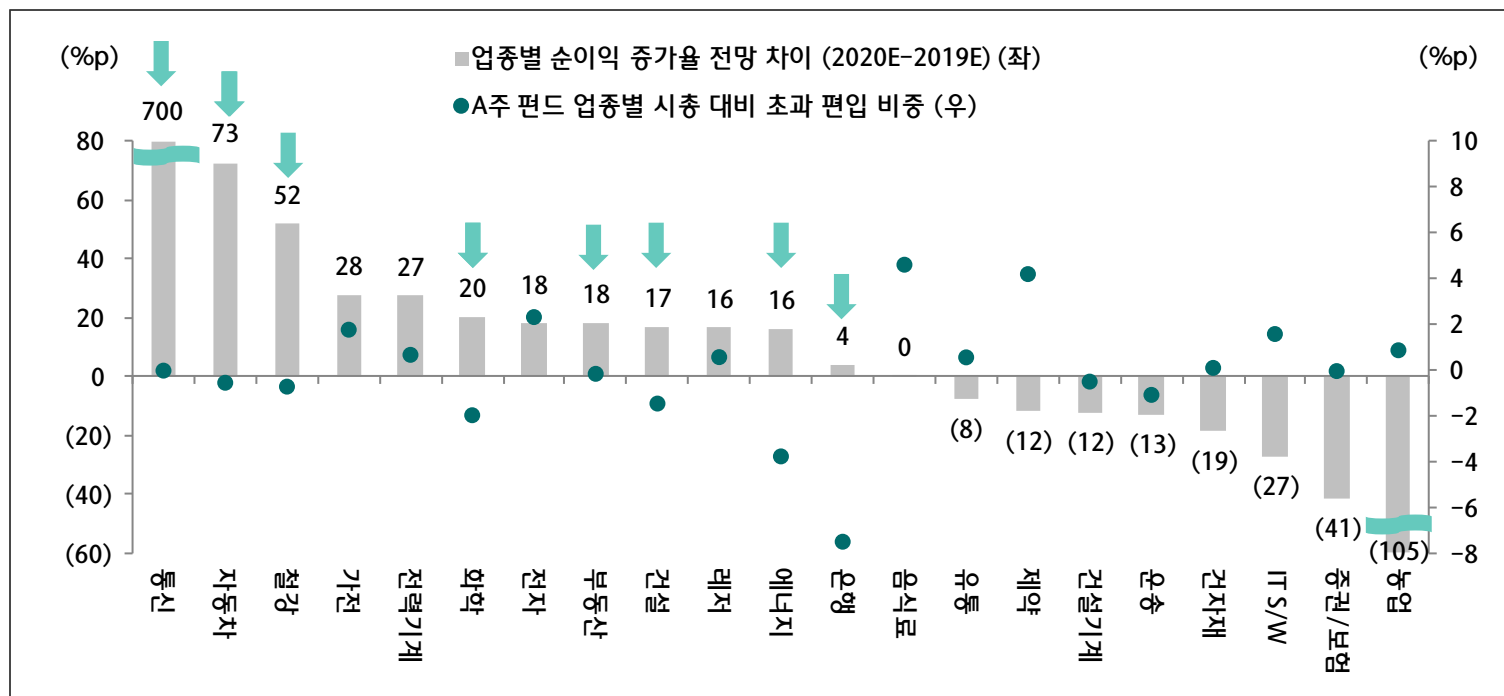
3/4분기 실적 업데이트 : 아직, 큰 변화가 없는 이익추정치



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

[업종 전략] 주도 업종 ‘전자/증권’, Pair 상반기 ‘시클리컬’/하반기 ‘소비’

- 2020년 중국 포트폴리오 : 연간 주도 업종 ‘전자(5G/HW)’와 ‘증권’, 상반기 ‘금융/시클리컬’+하반기 ‘소비서비스’ 비중확대
→ 전자, 통신, 증권 (연간) + 은행, 부동산, 자동차, 철강, 건설, 레저, 미디어
- 1. 매크로/재고 사이클 : 은행/부동산/건설/기계/화학/음식료 (상반기), 자동차/통신(5G)/전자(HW)/증권 (연간)
- 2. 2020년 이익 턴어라운드 & 수급 ‘빈집’ : 통신/자동차/철강/화학/부동산/건설/은행
- 3. 밸류에이션 메리트 : 건설/부동산/철강/통신/레저/전자/자동차/미디어

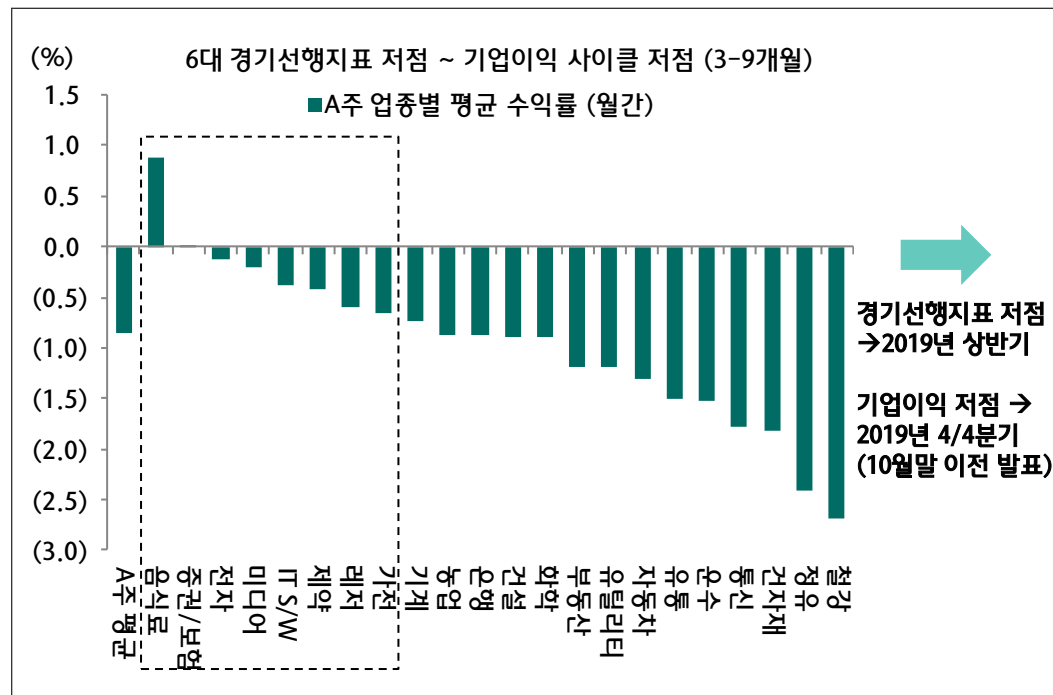


자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

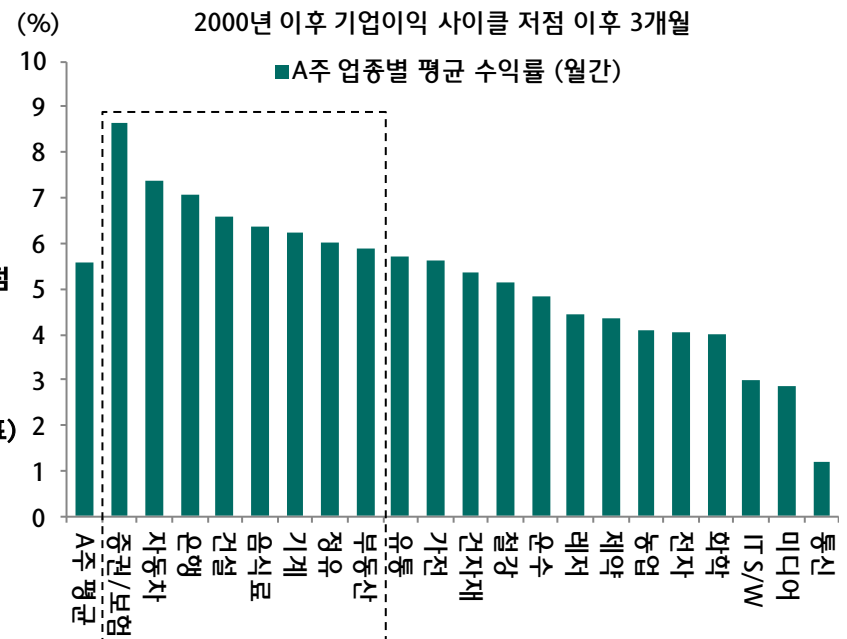
[업종 전략] ① 매크로 사이클 반등 수혜 : 은행/자동차/부동산/기계/건설

- 2020년 상반기 ①스몰딜 타결, ②추가 부양책, ③중기 이익사이클 바닥확인 감안할 때 시클리컬 업종 점진적 비중확대 권고
- 업종전략은 A주 시장 역대 ‘경기사이클 저점-기업이익 저점-반등’ 구간 강세 업종을 참고할 필요
- 선행지표 저점-이익 사이클 저점 강세업종 : 음식료, 증권, 전자, S/W, 미디어, 레저, 가전 (2019년 2/4분기~ 현재)
- 이익 사이클 저점 확인 이후 강세업종 : 증권, 은행, 자동차, 건설, 기계, 정유, 부동산 (2019년 4/4분기~ 2020년 상반기)

① 선행지표 저점-이익 사이클 저점 강세 업종



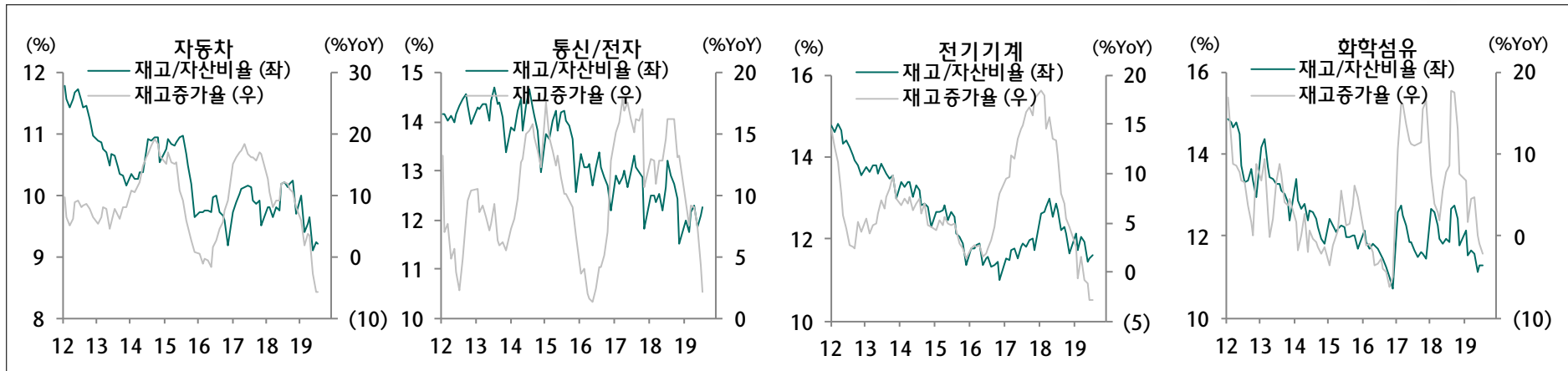
② 이익 사이클 저점 이후 3개월 강세 업종



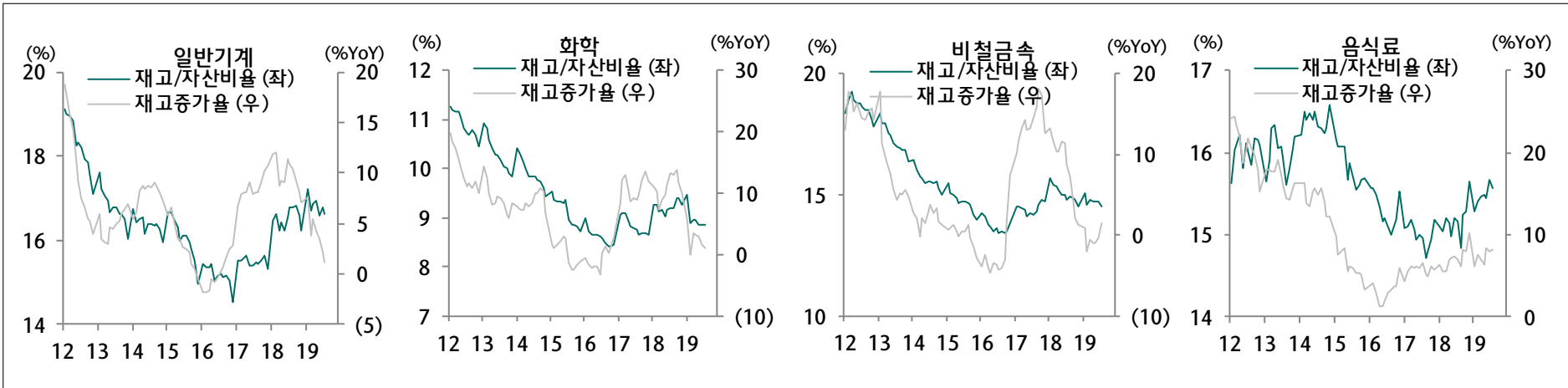
주 : 역대 사이클은 2005년-2006년, 2008년-2009년, 2012년-2013년, 2014년-2016년, 2019년-현재 등 다섯번의 사이클 평균 업종 월간 수익률 반영
 자료: Wind, 하나금융투자

[업종 전략] ② 재고 사이클 반등 수혜 : 자동차/통신/전자/기계/화학/음식료

1. 재고 레벨↓/재고 증가율↓ : 자동차/통신/전자/화학 (재고 레벨과 증가율 모두 중단기 하단 → 턴어라운드 기대)



2. 재고 레벨↑/재고 증가율↓ : 기계/화학 (단기 턴어라운드) ◀▶ 3. 재고 레벨↑/재고 증가율↑ : 음식료/비철금속 (가격상승)

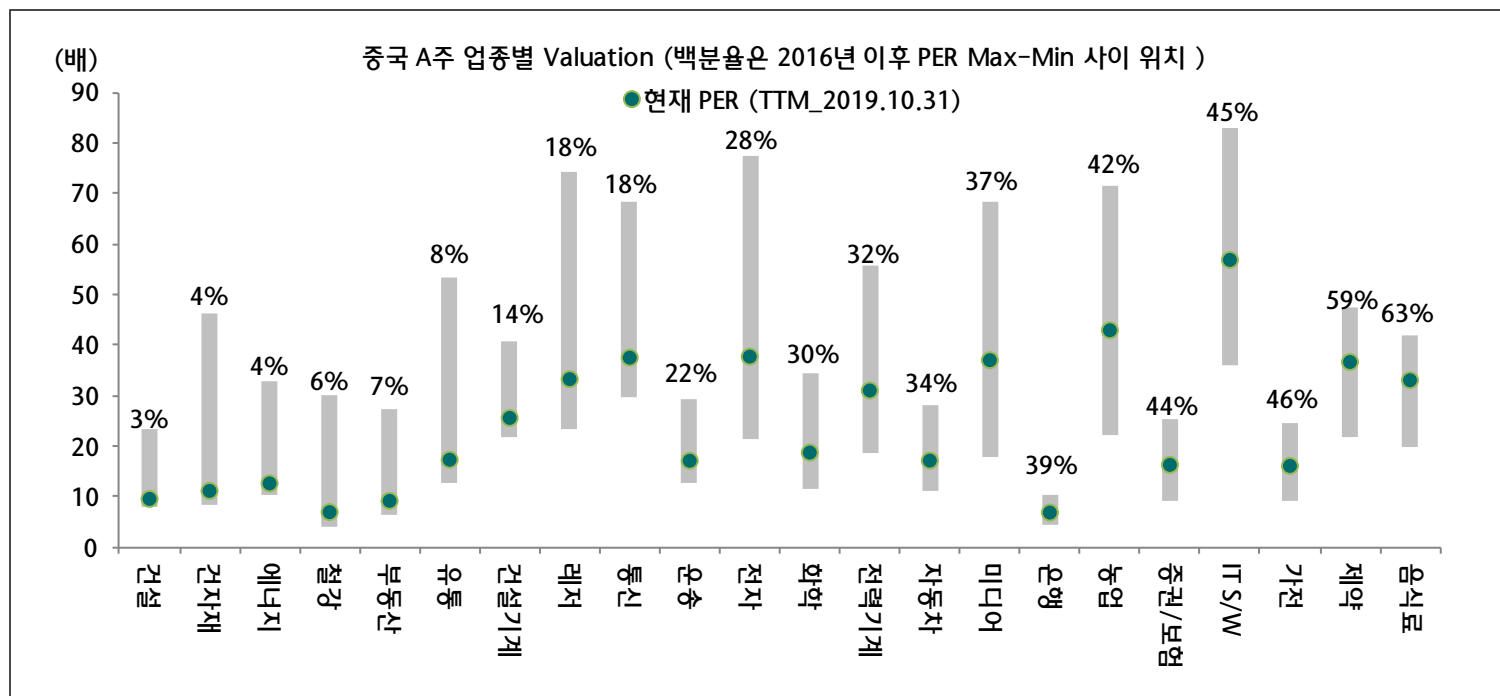


자료 : CEIC, Wind, 하나금융투자

[업종 전략] ③ 밸류에이션 메리트 : 건설/부동산/철강/통신/레저/전자/미디어

- 2016년 이후 A주 시장 밸류에이션이 PER 최대값-최소값 사이 16-27% 구간에 위치한 가운데, 업종별 위치와 메리트 주목
- 2020년 업종 밸류에이션이 2016년 이후 최대값-최소값 사이 10% 이하 : 건설, 에너지, 철강, 부동산, 유통
- 2020년 업종 밸류에이션이 2016년 이후 최대값-최소값 사이 10-20% : 기계, 레저, 통신, 운송, 전자, 화학
- 역대 업종 밸류에이션 대비 상대적으로 낮은 업종 : 전자, 미디어, 자동차

중국 A주 업종별 Valuation (백분율은 2016년 이후 PER Max-Min 사이 위치)



자료 : Wind, Bloomberg, 하나금융투자

2020년 중국 A주 추천 업종/종목

업종	종목명	종목코드	시가총액 (억 원)	2020E PER (배)	2020E ROE (%)	2020E 매출액 (%,YoY)	2020E 순이익 (%,YoY)	비고
5G	ZTE	000063.SZ	1,411	21.8	4.4	16.8	172.4	• 통신장비 및 스마트폰 제조업체
	봉정홀딩스	002938.SZ	1,020	27.6	11.0	7.7	9.1	• 통신장비용 회로기판 생산업체
전자	폭스콘	601138.SH	3,046	14.8	8.1	6.6	5.8	• 세계 최대 전자제품 OEM 업체
	하이커비전	002415.SZ	3,023	19.3	18.5	20.2	14.4	• 중국 보안영상장비 1등 기업
	고어텍	002241.SZ	603	34.0	5.0	35.1	45.7	• 핸드셋 부품 기업
증권	중신증권	600030.SH	2,629	17.6	2.0	20.5	42.9	• 중국 전 부문 1위 증권사
	해통증권	600837.SH	1,622	16.2	1.6	35.5	71.1	• 자산관리 및 IB부문 강자
화학	만화화학	600309.SH	1,432	11.4	12.4	10.9	1.8	• 세계 최대 PTA 생산기업
기계	삼일중공	600031.SH	1,134	8.9	14.4	33.1	80.7	• 중국 굴삭기 1등 기업
	걸예주식	002353.SZ	294	17.9	10.6	43.1	103.0	• 유전 시추장비 생산기업
자동차	상해자동차	600104.SH	2,746	8.0	4.1	(4.1)	(13.6)	• 중국 완성자동차 1등 기업
	화역자동차	600741.SH	792	10.6	6.2	(4.0)	(13.9)	• 중국 자동차 부품 1등 기업
건설	중국건설	601668.SH	2,200	4.7	2.5	12.7	10.3	• 부동산, 인프라 건설 수주하는 1등 종합 건설사
	중국철도건설	601186.SH	1,274	5.6	2.5	10.2	14.6	• 중국 인프라 및 철도건설 1등 기업
	중국화학	601117.SH	295	9.1	2.8	20.7	36.1	• 중국 화학 및 에너지 플랜트 EPC 기업
철강	바오산철강	600010.SH	625	29.9	2.1	(3.7)	(38.2)	• 중국 최대 종합 철강사
	마안산철강	600808.SH	205	6.1	4.8	(3.7)	(48.8)	• 안위성 철강사, 바오산철강과 흡수합병
부동산	완커	000002.SZ	2,998	6.1	3.1	25.4	22.0	• 중국 부동산 개발 1등기업
	초상사구	001979.SZ	1,482	6.6	4.3	27.8	21.2	• 중국 광둥지역 부동산 개발기업
레저	중국국제여행사	601888.SH	1,764	33.8	15.4	(1.1)	51.3	• 중국 최대 여행사 및 면세점 운영기업
미디어	삼칠인터넷	002555.SZ	386	16.1	20.0	54.6	100.7	• 웹/모바일 게임 개발사 및 퍼블리셔

주: 2019.10.31 기준

자료: Wind, 하나금융투자

2020년 중국/신홍국 증시전망 | 이머징 라이징

Part 3. 2020년 개별국가 증시전망

경기회복 기대감이 필 무렵

하나금융투자 리서치센터 글로벌 리서치

신홍국 전략 이재선

E-mail: jaesun0216@hanafn.com / Tel : 02-3771-3624

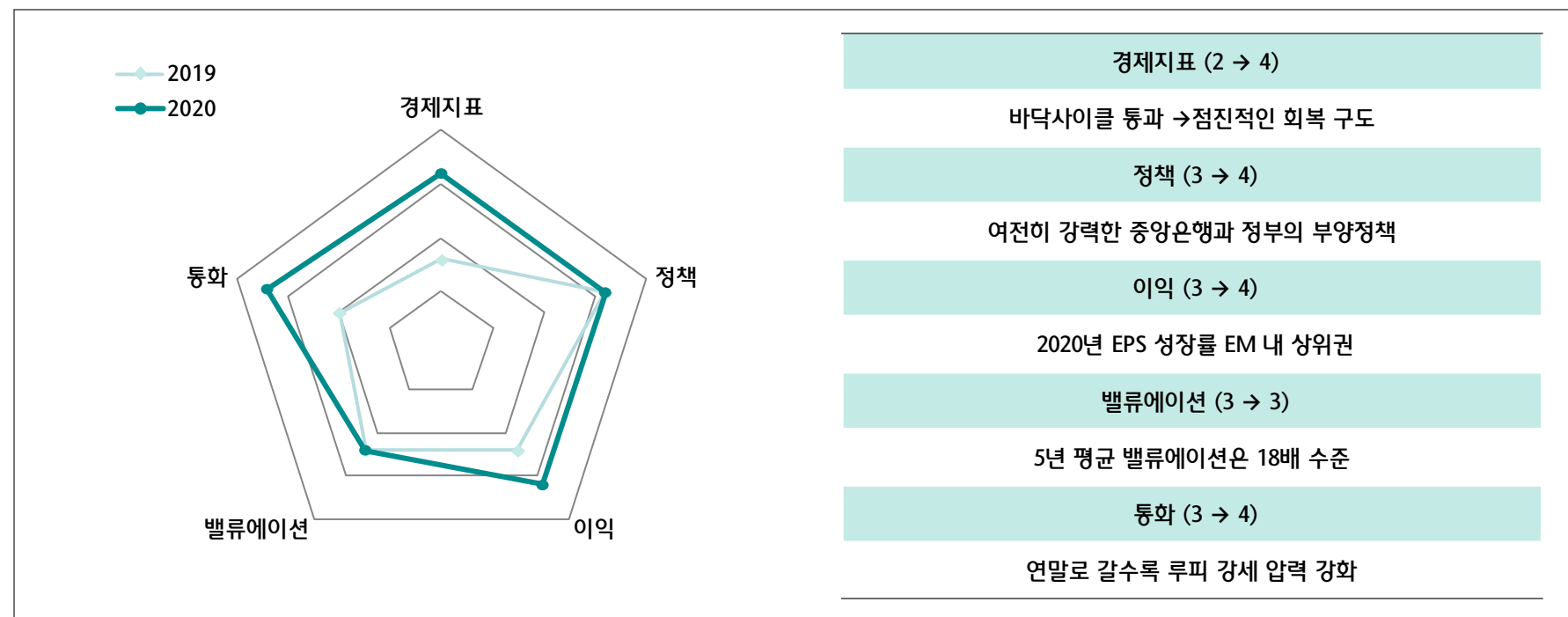


 하나금융투자

1. 인도 SENSEX, Target 38,000~46,000 pt

- 상단 46,000pt: 이익 상향조정, 경제 개선이 예상되기에 리레이팅 가능성 무게
- 하단 38,000pt: 2019년 연평균 수준인 38,000pt에서 하방경직성 강화
- 루피/달러, 연말로 갈수록 강세 압력 강화

인도 Scoring Factor(19점/25만점), 정책 모멘텀 및 통화 안정성에 프리미엄 부여

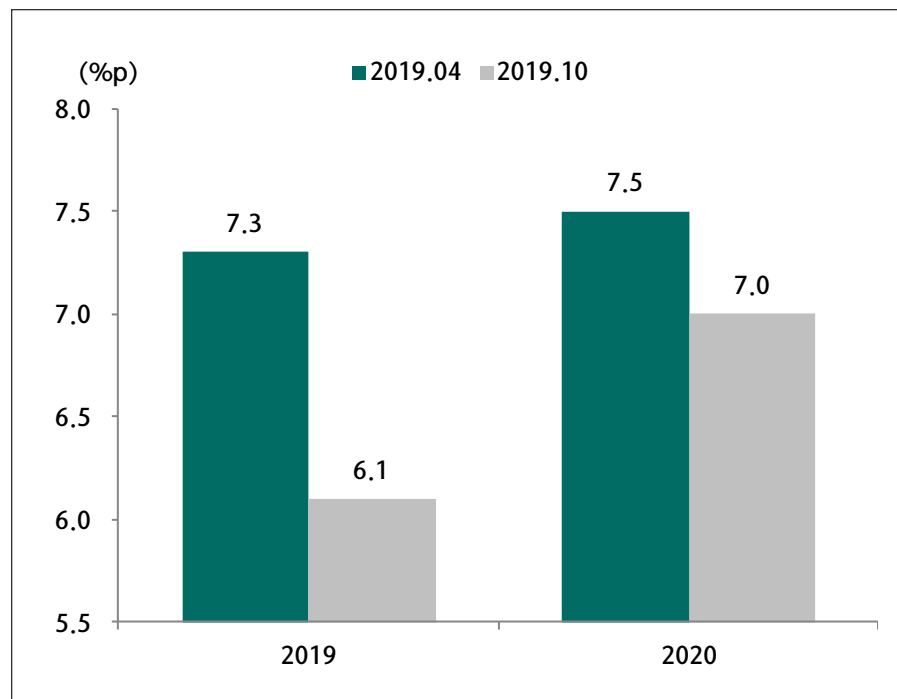


자료: 하나금융투자

2020년, 인도 경제 성장을 7.0% 성장 전망

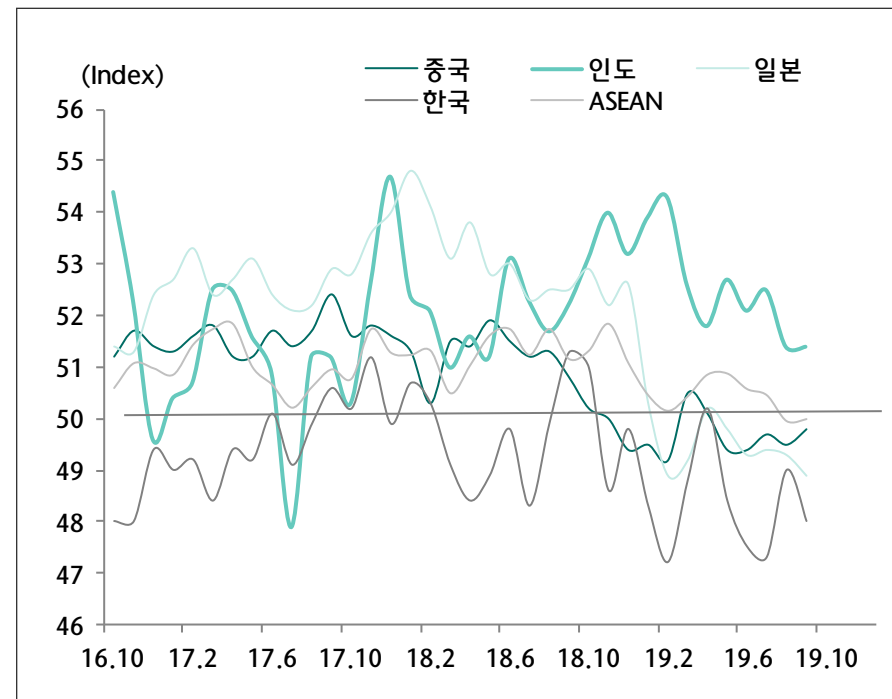
- 인도는 2019년 사실상 시계제로 경기 상황을 겪었으나, 주요기관들은 인도가 2020년은 7.0% 이라는 높은 성장률을 달성할 것으로 예상. 상향조정 근거는 재정+통화 정책 공조. 2019년 이후 진행된 재정 정책 강화 및 법인세율 인하에 따른 기업 이익 상향조정을 긍정적으로 평가
- 인도는 미중 무역분쟁에 따른 관세 인상 여파에서 상대적으로 피해갈 수 있는 국가. 수출 Exposure가 여타 국가들보다 낮기 때문

인도 2020년 경제 성장률, IMF 7.0% 전망



자료: IMF(2019.10), 하나금융투자

여타 국가 대비 높은 제조업 PMI



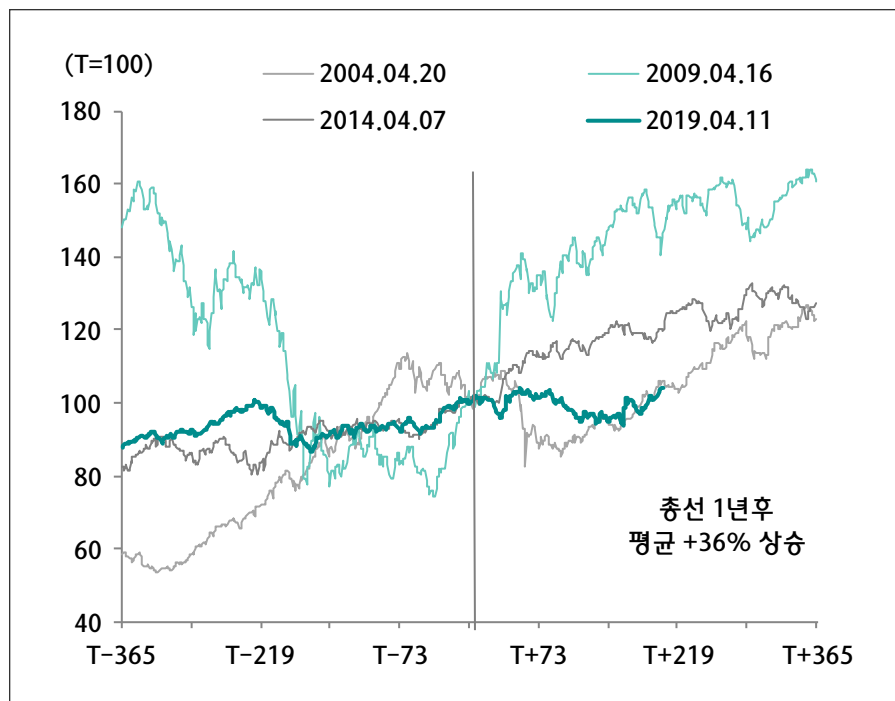
주: ASEAN 국가(인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 베트남)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

총선에도 탄력 받지 못한 이유; 얼어버린 경제

- 인도의 2019년 2Q GDP는 5.0%을 기록, 6년래 사상 최저치를 기록
- 주요 원인은 소비 및 제조업 둔화
- GDP 구성 중 소비는 2Q 3.0% 수준 성장에 그치며 2017년 이후 최저수준 기록. 특히 자동차 판매 위축 강도가 심화되며 전반적인 소비 침체 경기 반영 (9월 자동차 판매 증가율: -22.1%)

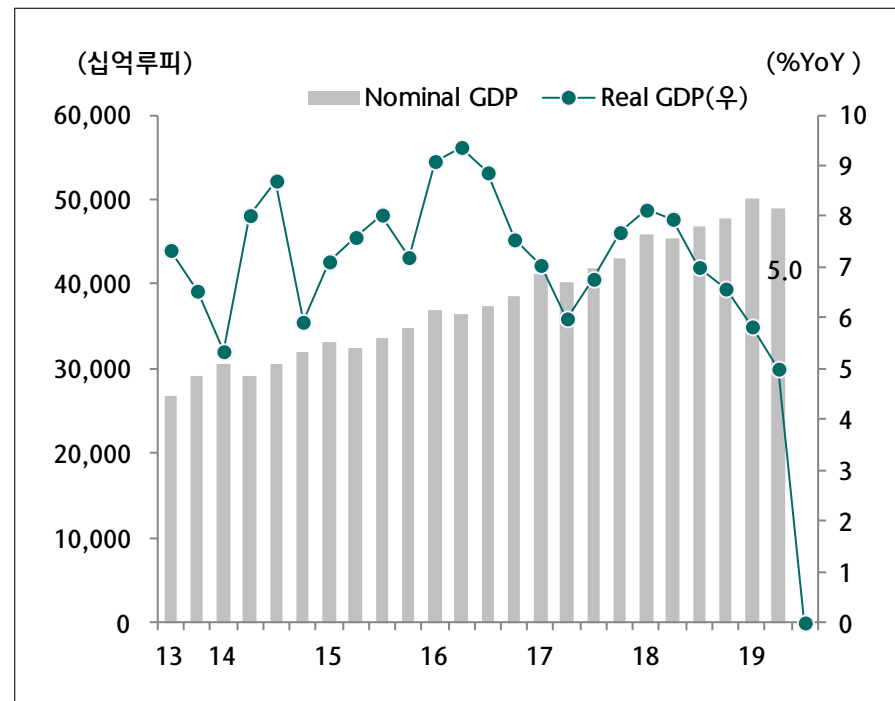
통상적으로 총선 이후 인도 증시는 상승



T= 총선일 시점

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2Q GDP, 5.0% 기록하며 6년래 사상 최저치 기록



자료: CEIC, 하나금융투자

정부, 경기부양에 All-in

- 이에 다시 인도 정부와 중앙은행이 움직이기 시작. 8월 23일 시타르타 재무장관은 투자 활성화를 위해 1) 외국인과 국내 투자자들에 대한 양도소득세 중세 방침을 철회하였으며, 2) 연간 2,000만루피(약 3억 4,000만원) 이상 고소득자에게 소득세 할증 폭을 25~37%로 확대하는 이른 바 ‘수퍼리치 과세’를 2022년까지 잠정 보류. 해당 조항은 자국내 고소득자뿐만 아닌, 외국인 투자자들도 범위에 적용되며 시장 투자심리를 위축시킨 바
- 또 다른 정책은 내수 부양에 초점. 정부는 자동차 재고처리를 지원하기 위해 1) 2020년 3월까지 취득하는 차량에 대한 15% 추가적인 감가상각을 허용함과 동시에 지금까지 금지되었던 2) 정부 신차 구입 구매를 허용하는 방안을 마련

주요 정책 방향

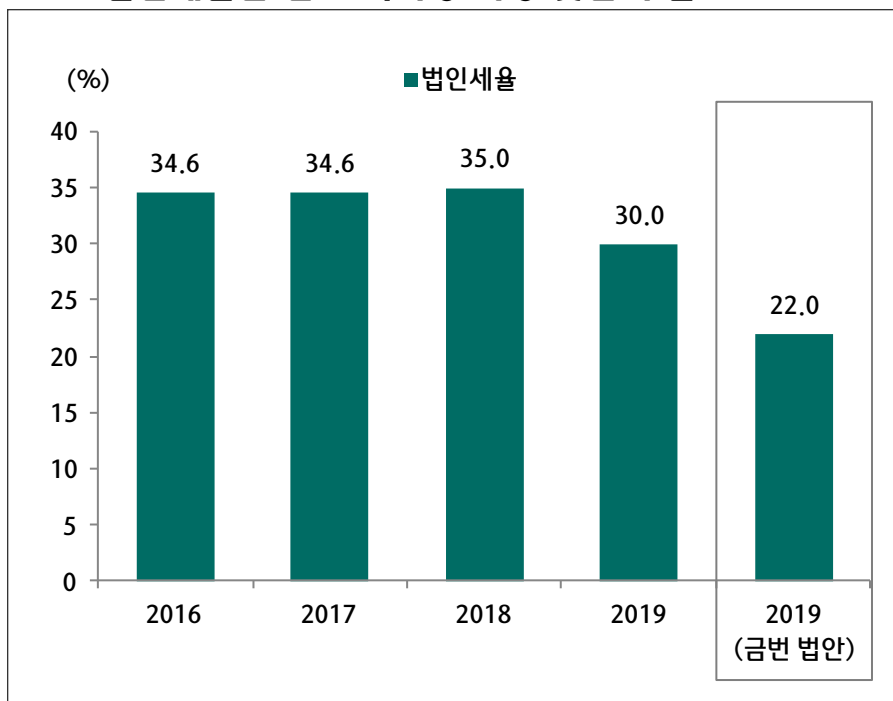
섹터	내용
세금	- 자본 시장에 대한 투자 활성화를 위해 외국인 및 자국민 투자자들에 대한 장-단기보유주식 양도소득세 중세 방침을 철회 - 산업진흥청(DPIIT)에 등록된 스타트업들에는 엔젤 택스 면제
은행	- 국영 은행권에 7,000억 루피 규모의 자본 주입이 실시될 것, 이에 따라 시중에는 5조 루피 규모의 유동성이 공급될 전망 - 중앙은행의 레포 금리 인하가 시중 은행들의 대출 금리에도 반영될 것, 이에 따라 대출 비용이 감소될 전망
비상업금융(NBFCs)	- 최대 1조루피 규모 NBFC 채권 매수 부분 보증
인프라	- 2020년 예산안에 100조루피 규모 대규모 인프라 프로젝트 구체적인 방안 발표
자동차	- 자동차 업계의 재고 처리를 지원하기 위해 2020년 3월까지 취득하는 차량에 대한 15%의 추가적인 감가상각을 허용 - 또한 2020년 3월까지 취득하는 BS-VI 차량들도 전체 등록 기간 동안 운행될 수 있을 것 - 고연식 차량의 운행을 막는 내용의 신규 폐차 정책을 발표할 예정 - 정부 부처의 신차 구입 금지 방침을 철회

자료:인도 재무부, 하나금융투자

모디 내각의 또 다른 부양정책은 법인세 인하

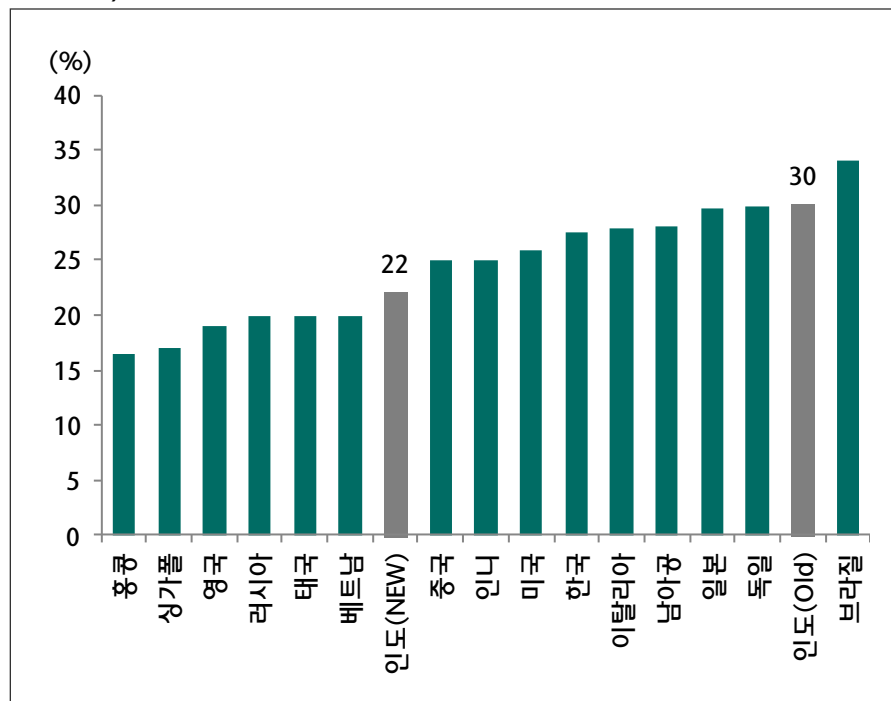
- 인도 재무부, 1) 현 회계연도(2019년 04월 ~ 2020년 03월)부터 제조업체들의 법인세율을 기존 35%에서 25% 전격 인하 (실효세율; 30% → 22%) 2) 10월 1일 이후 신규 설립된 제조업체들에 한해서는 17%의 법인세율(실효세율 15%) 적용
- 22% 법인세율은 인도 역사상 가장 낮은 수준. 해당 세율 적용 시 인도 법인세율은 아시아 국가 중 가장 낮은 편에 속하게 됨
- 법인세 인하, 중장기 적으로 외국 제조업체들 자본유입 및 내수 활성화 진작 도모 예상

22% 법인세율은 인도 역사상 가장 낮은 수준



자료: 인도 재무부, 하나금융투자

22% 법인세율, 해외 제조업체들의 주요 생산기지 국가인 베트남, 태국 수준에 근접하는 세율

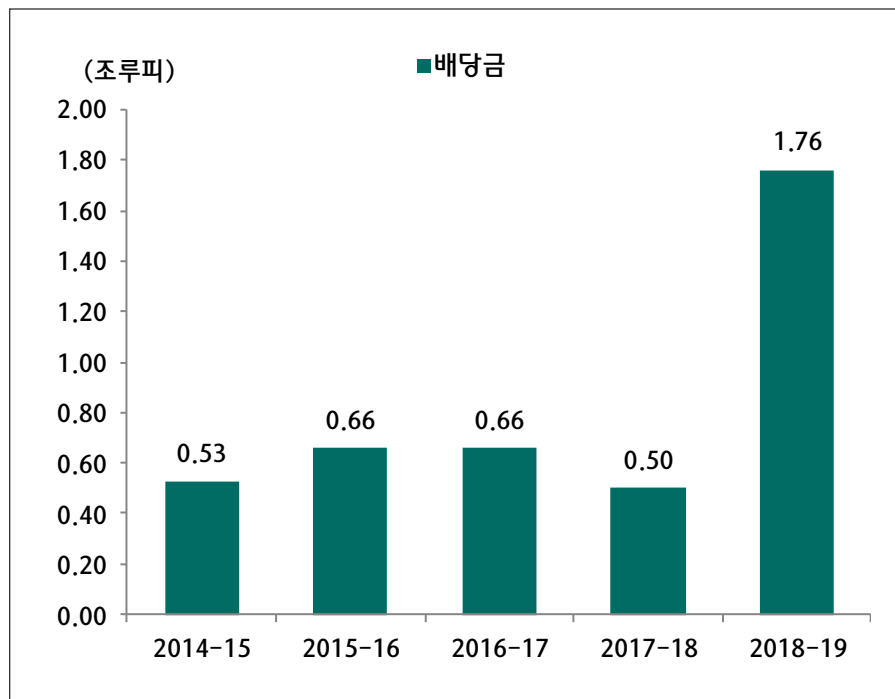


자료: 각국 재무부, 하나금융투자

중앙은행의 자금 수혈 뒷받침

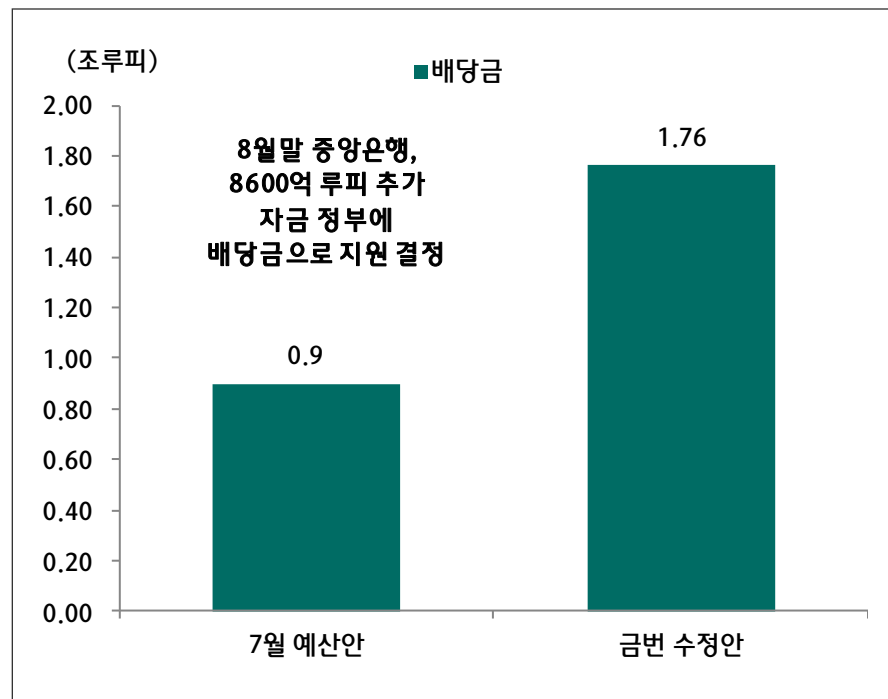
- 인도 중앙은행은 정부에게 지급하는 배당금을 역대 최대 규모인 1.76조 루피(29조 7,900억원)로 편성
- 인도 중앙은행은 투자 및 화폐 발행에서 파생된 수익을 매년 정부에게 배당금 형태로 지급 하는데, 금번 중앙은행의 결정은 증세 철폐, 은행권 금융지원 등에 따른 정부의 재정적 압박을 경감시켜줄 목표로 풀이
- 정부는 배당금 등을 활용해 국영은행에 7,000억 루피(11조 7,000억원) 규모 자본 유입을 실시할 예정

중앙은행은 정부에게 지급하는 배당금을 역대 최대 규모인 1.76조 루피(29조 7,900억원)로 편성



자료: 인도중앙은행, 하나금융투자

배당금 규모는 7월 회계연도 예산안에서 발표된 배당금 수익인 9,000억 루피 보다 8,600억 루피 초과

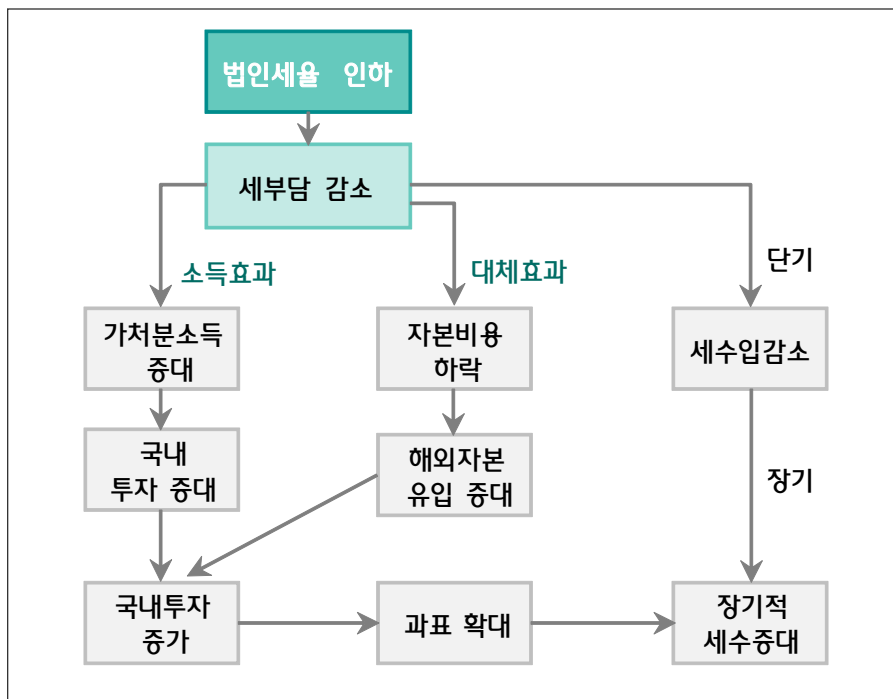


자료: 인도중앙은행, 하나금융투자

시장이 재정적자 확대 우려를 뒤로하고 금번 법안에 화답한 이유

- 시장이 재정적자 확대에 의한 구축효과보다는 소득효과로 경제 성장이 촉진될 가능성을 높게 보았기 때문. 금번 법인세 감면은 인도 내수 기업들의 수익성 증가를 6~7%p 견인 할 것으로 예상
- 모디 총리 '제조업 2025'의 일환인 외국기업들의 자본유입 촉진에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 이는 다시 가처분 소득 증대 → 투자 활성화 → 일자리 창출 → 소비심리 회복이라는 선순환 구조를 이끌 가능성이 높음
- 정부 또한 단기간 세수 충격을 방지하기 위해 공기업 민영화, 대외 채권 매각, 중앙은행에서 조달된 배당금 등을 적극적으로 이용할 것으로 보임. 법인세 인하에 긍정적인 부분에 좀더 비중을 두어야 된다고 판단되는 이유

구축효과보다는 소득효과로 경제 성장 촉진



자료:한국은행,하나금융투자

공기업 민영화,중앙은행에서 조달된 배당금 등 이용 예상 (단위:천만루피)

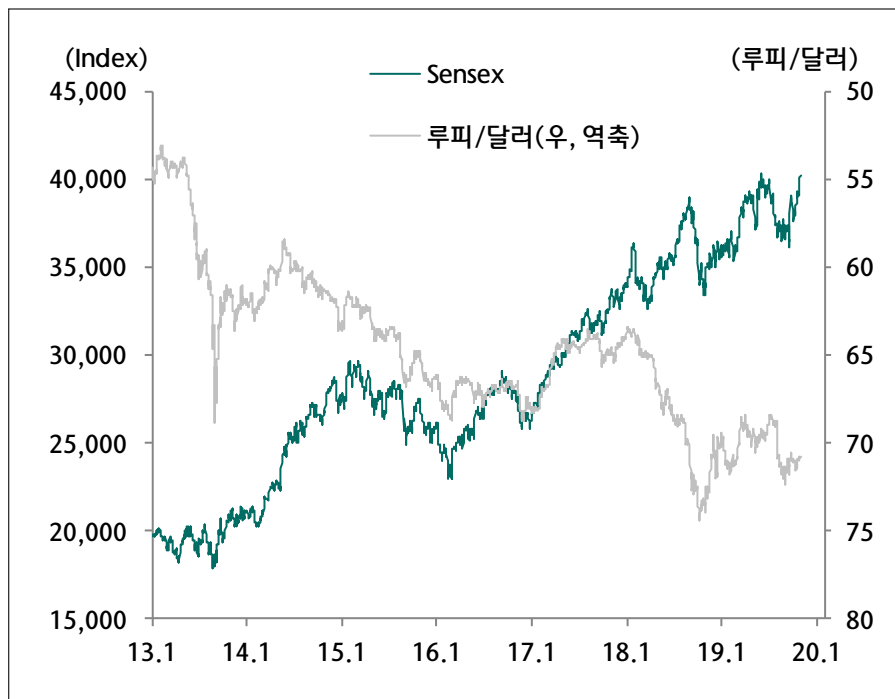
	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	증감률(%)
경상수입	1,505,428	1,725,738	1,729,682	1,977,693	14.34
조세수입	1,269,454	1,480,649	1,484,406	1,705,046	14.86
비조세수입	235,974	235,089	245,276	272,647	11.16
자본수입	712,322	716,475	727,553	806,507	10.85
용자회수	17,473	12,199	13,155	12,508	-4.92
공기업주식매각	100,000	80,000	80,000	90,000	12.50
차입/기타부채	594,849	624,276	634,398	703,999	10.97
총수입	2,217,750	2,442,213	2,457,235	2,784,200	13.31
비제도지출	1,944,305	2,141,772	2,140,612	2,447,907	14.36
제도지출	273,445	300,441	316,623	336,293	6.21
총지출	2,217,750	2,442,213	2,457,235	2,784,200	13.31
재정적자	594,849	624,276	634,398	703,999	10.97

자료:인도 재무부, 하나금융투자

이제 관건은 경제지표 회복

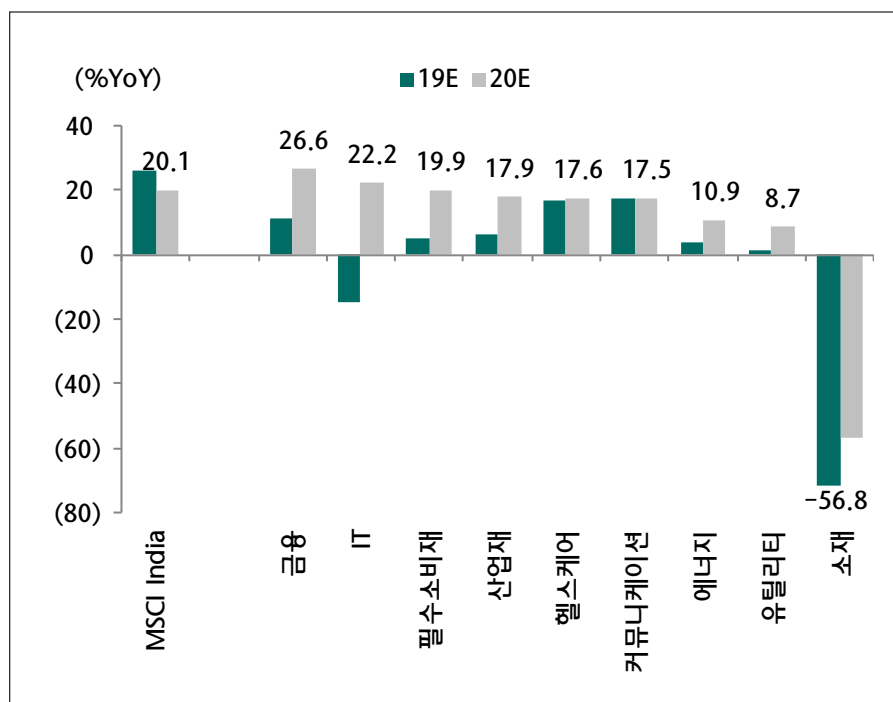
- 그간 부진했던 경제지표 턴어라운드, 법인세 인하에 따른 기업들의 이익 상향조정이 이뤄진다면, 인도 증시의 추세적 상승 가능
- 밸류에이션 부담이 상존하나, 인도 증시에 또 다른 매력적인 투자포인트는 이익 개선
- FY 2020 주요국 EPS 성장률을 살펴보면 한국(+28%), 베트남(+22%) 다음 인도의 이익모멘텀(+21%)이 높아
- 업종별로는 금융과 IT 업종이 이익 개선 양호

SENSEX & 루피/달러 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

MSCI India 이익모멘텀, EM 주요국 중 상위권

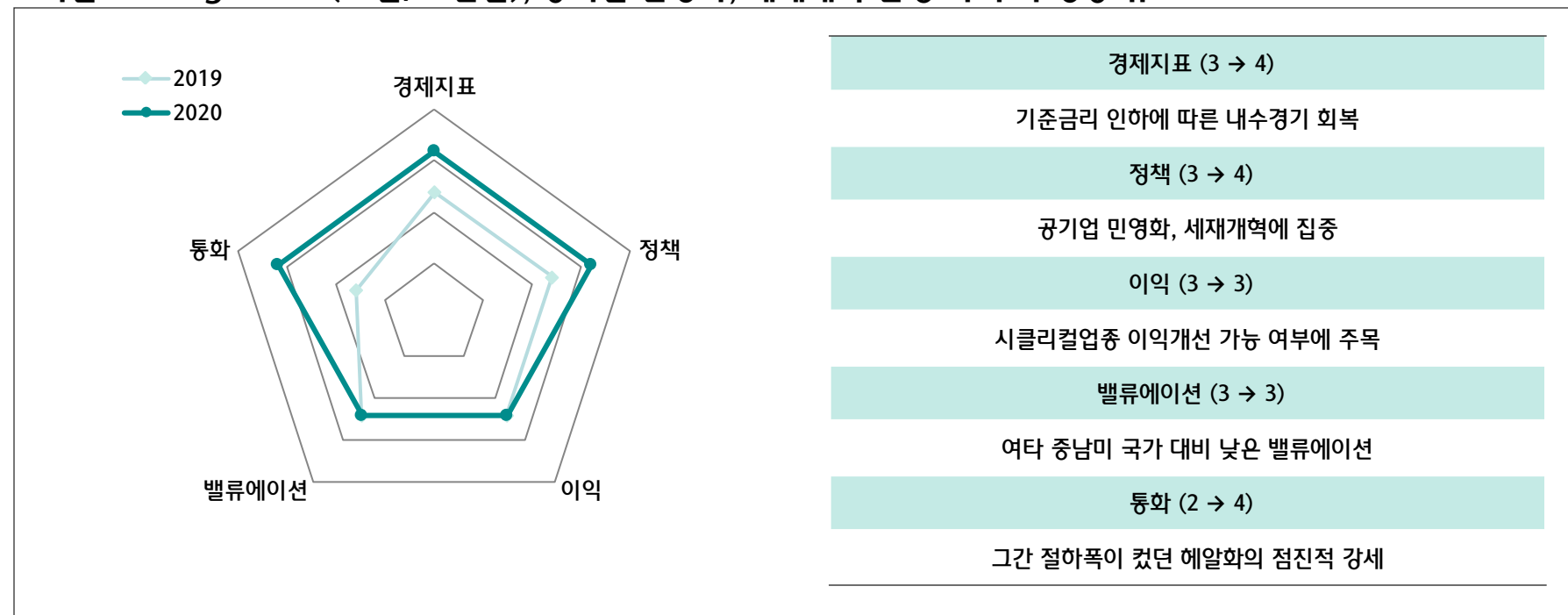


주: 10월 둘째주 추정치 기준
자료: Factset, 하나금융투자

2. 브라질 Bovespa, Target 98,000~120,000 pt

- 상단 120,000pt: 공기업 민영화, 세제개혁 단행 시 리레이팅 가능
- 하단 98,000pt: 2019년 연평균 수준인 98,000pt에서 하방 경직성 확보
- 헤알, 점진적인 강세 압력

브라질 Scoring Factor(18점/25만점), 공기업 민영화, 세제개혁 단행 시 추가 상승 유효



자료: 하나금융투자

2020년 브라질, 공기업 민영화와 세금 제도 개편에 박차를 가하는 한 해

- 2020년 브라질은 공기업 민영화와 세금 제도 개편에 박차를 가할 것으로 예상
- 민영화 대상에는 국영우편회사 코헤이우스(Correios)를 비롯해 9개가 포함, 9개 자산 총액은 170억 헤알(약 5조 원)로 추산. 연방정부 소유 공기업 민영화는 의회의 승인을 받아야 함
- 정부는 민영화 계획이 정상적으로 추진되면 최대 4천500억 헤알(약 134조 원)에 달하는 비용을 절감할 수 있을 것으로 기대

브라질 주요 개혁 Tracker

제도	영향	Difficulty	통과 시점
연금개혁	향후 10년간 1.072조 헤알(312조원) 절감	높음	10/22 최종 통과
군인 연금개혁	향후 10년간 923 억헤알 절감	높음	2020 1Q
세금 개혁	여타 국가대비 복잡한 세금 구도를 지닌 브라질	중간	2020 2Q
중앙은행 독립성	중앙은행 총장 4년 임기 구도	낮음	--
Transfer of Rights	광구의 독점 운영권을 Petrobras에서 공개입찰 형식 전환 1000억헤알 수입 예상	중간	11/6 경매 재개
BNDES (국영 경제 사회개발은행)	공공분야 지출에 대한 정부 개입을 축소	낮음	2019 2Q
최저 임금 개혁	매년 190억 헤알 절감	높음	2019 2Q
급여세 감면혜택 축소	매년 96억헤알 절감	높음	2020 2Q

자료: 브라질 재무부, 하나금융투자

자산매각 & 민영화 진행 상황

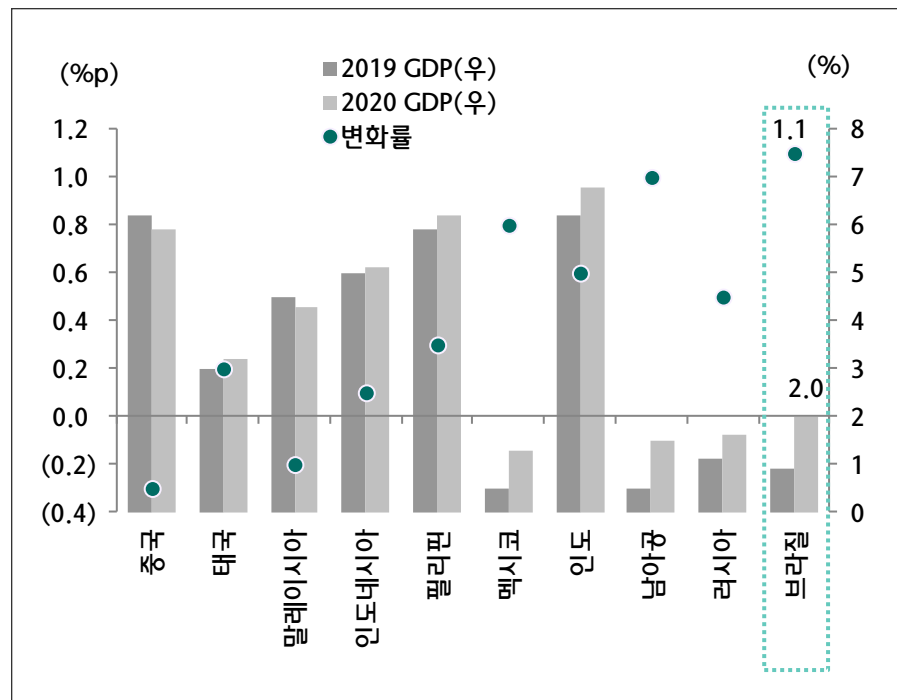
기업	진행상태	영향	통과 예상시점
자산매각			
Banco de Brazil	제안 상태	n/a	--
Caixa Economica Federal	매각 작업중	600억헤알 차익 예상	--
Petrobras	매각 작업중	216억헤알 차익 예상	--
민영화			
Electrobras	제안 상태	120억헤알 차익 예상	--
Correios	제안 상태	n/a	--
LOTEX	입찰 중지	6420억헤알 차익 예상	--
CASA DE Moena	제안 상태	--	2020 4Q
Telebras	제안 상태	--	2020 4Q
Dataprev	제안 상태	--	2020 4Q

자료: 브라질 재무부, 하나금융투자

브라질 2020년 경제 성장률, 연금 개혁안 통과와 기저효과 감안 높아

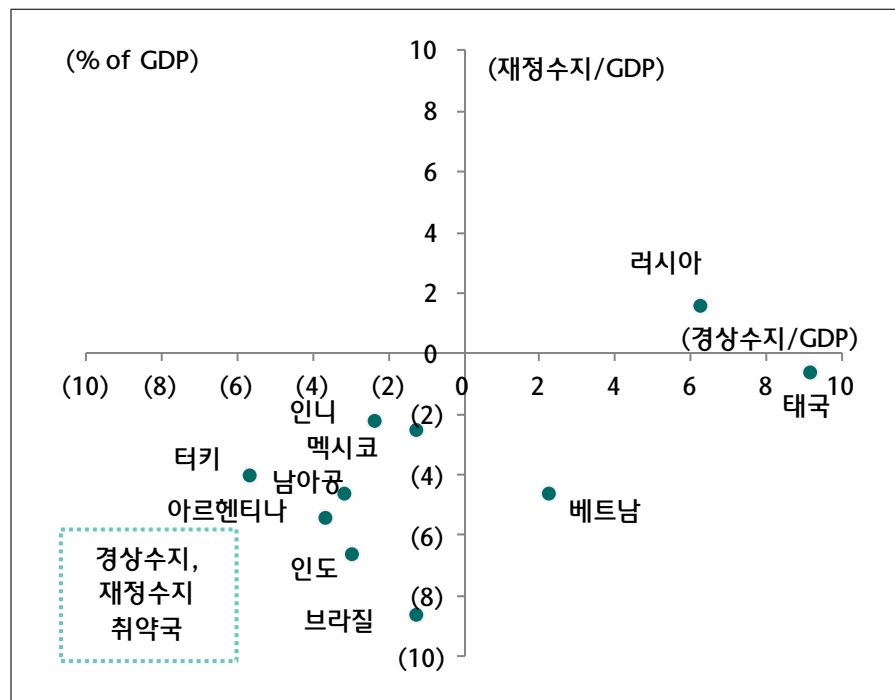
- 무엇보다 연금 개혁안이 최종 통과 된 점, 이에 브라질 경제 성장률이 2020년 2.0% 수준까지 전망되는 점을 고려 할 필요
- 금번 통과된 연금 개혁안에 따라 브라질 정부는 향후 10년간 2000만달러 세금 절약이 가능한 상황

2020 브라질 경제 성장률, 최대 2.0% 수준까지 상승 전망



자료: IMF(2019.09), 하나금융투자

과도한 연금 지출에 EM 내 재정건전성이 가장 안 좋은 국가

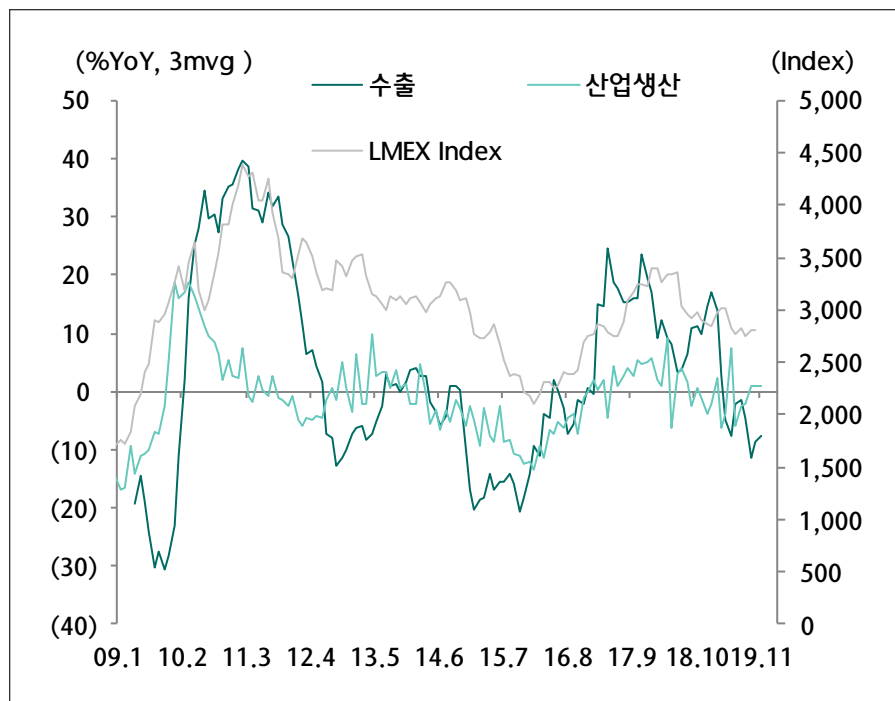


자료: Bloomberg, 하나금융투자

낮은 제조업 및 수출 비중

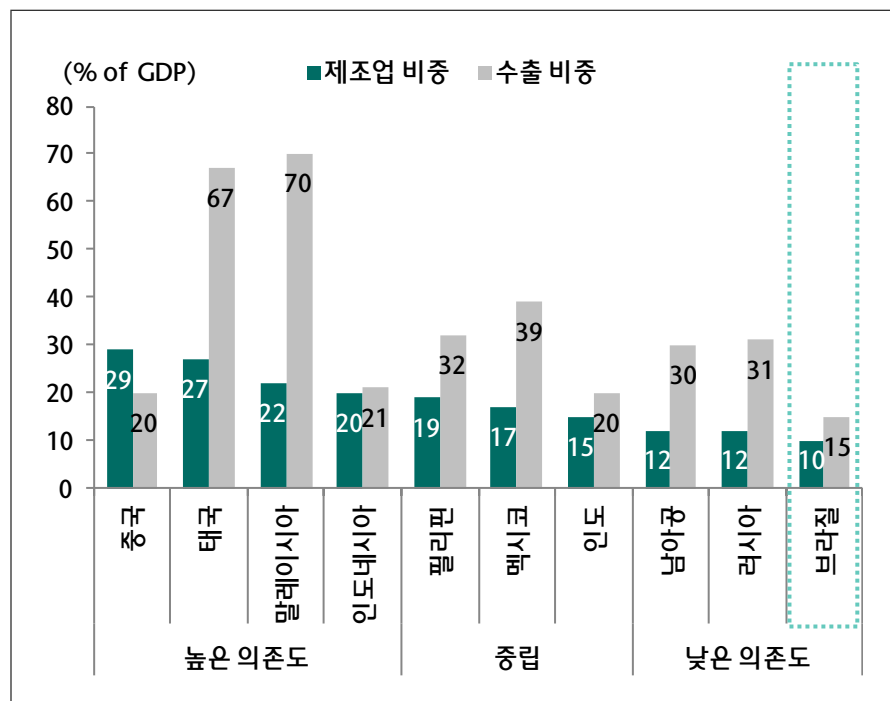
- 브라질은 내수, 서비스업 비중이 GDP 내 많이 차지하고 있으며, EM 국가 내에서도 상대적으로 낮은 제조업과 수출 비중을 보유
- 그렇기에 원자재 가격의 추세적 반등 및 글로벌 교역량 회복이 제한되더라도, 해당 영향력은 여타 국가 대비 미미할 것으로 예상

브라질 수출 & PMI & 원자재 가격 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

낮은 제조업 및 수출 비중

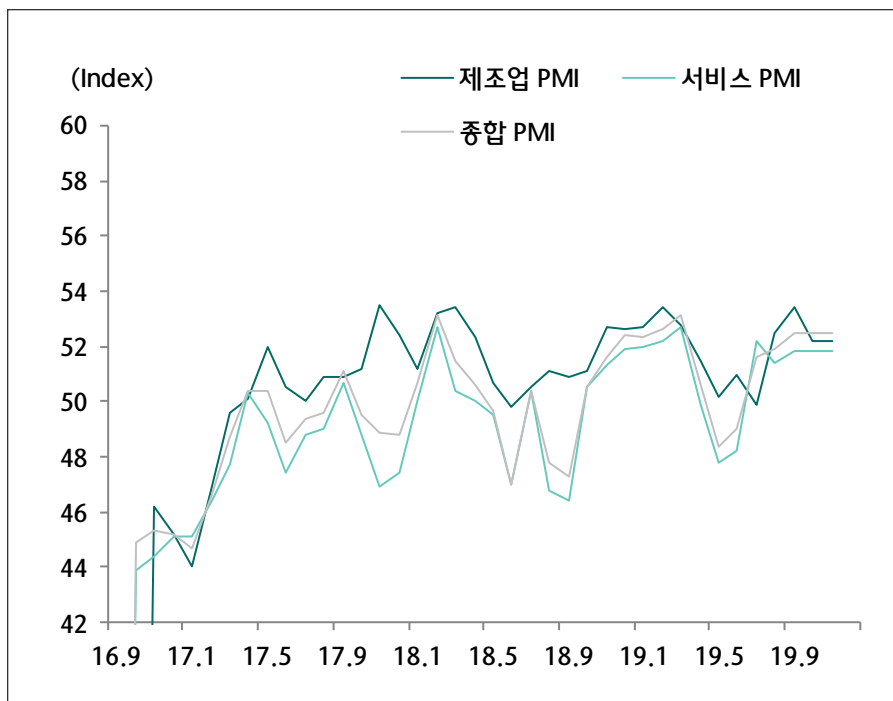


자료: CEIC, 하나금융투자

내수 시장 개선에 대한 기대

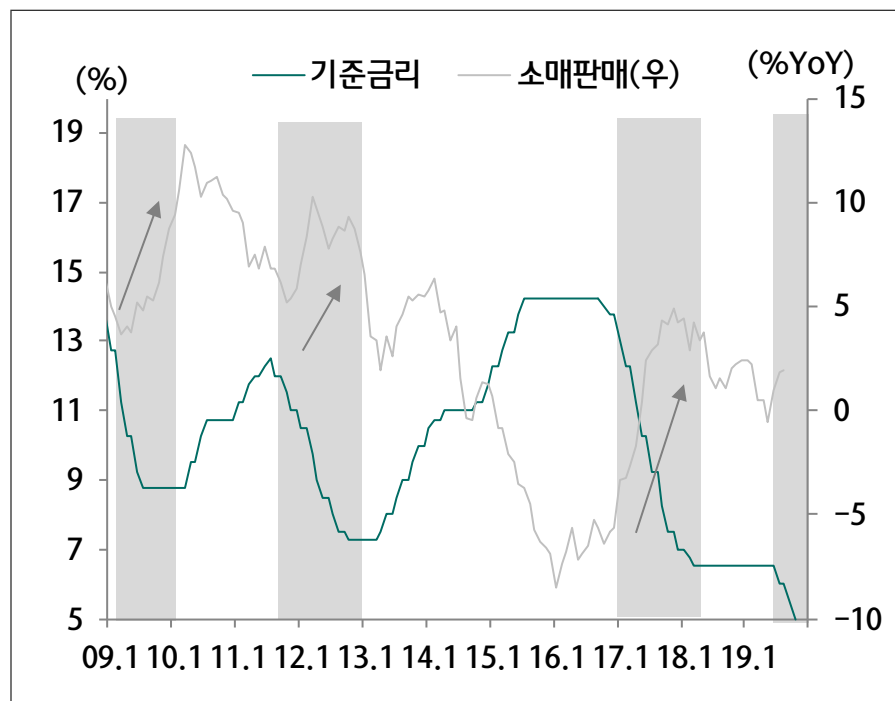
- 브라질의 소프트 데이터는 내수 경기 회복 기대 심리를 반영 중
- 제조업과 서비스 PMI는 지난 5월 연금 개혁안 통과 가능성이 가시화된 이후 점차 상승 추세에 있음
- 역사적으로 기준금리 인하 사이클 구간에 소매판매, 소비 심리 등 내부 경기 데이터는 증가하는 경향을 지녀

제조업 및 서비스 PMI 지난 5월 기점으로 반등 중



자료: CEIC, 하나금융투자

기준금리 인하 사이클 내 소매판매 성장률은 증가하는 경향

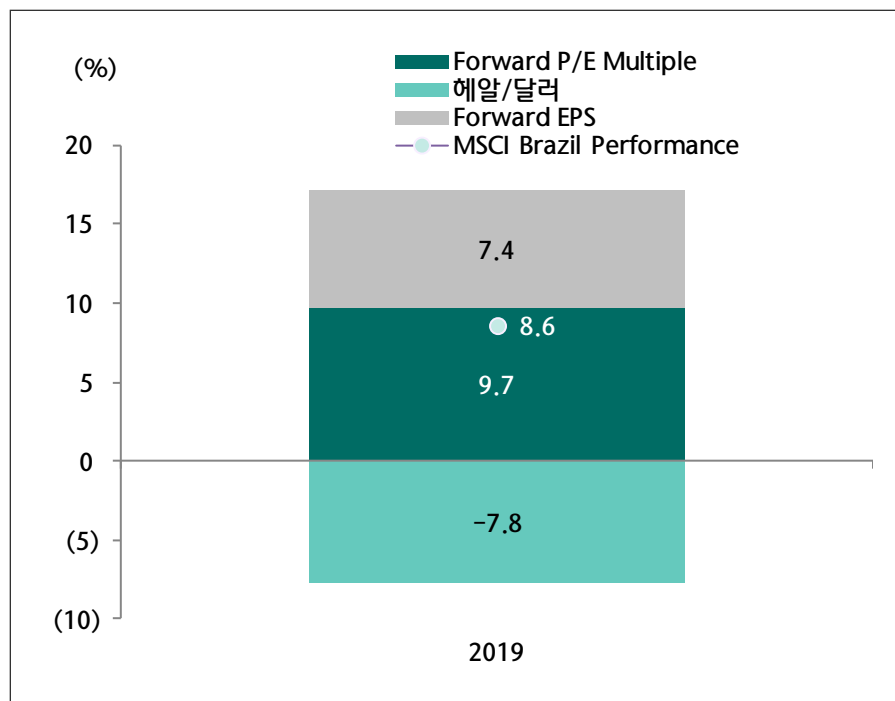


자료: CEIC, 하나금융투자

헤알/달러의 점진적 강세+이익 개선=추세적 상승

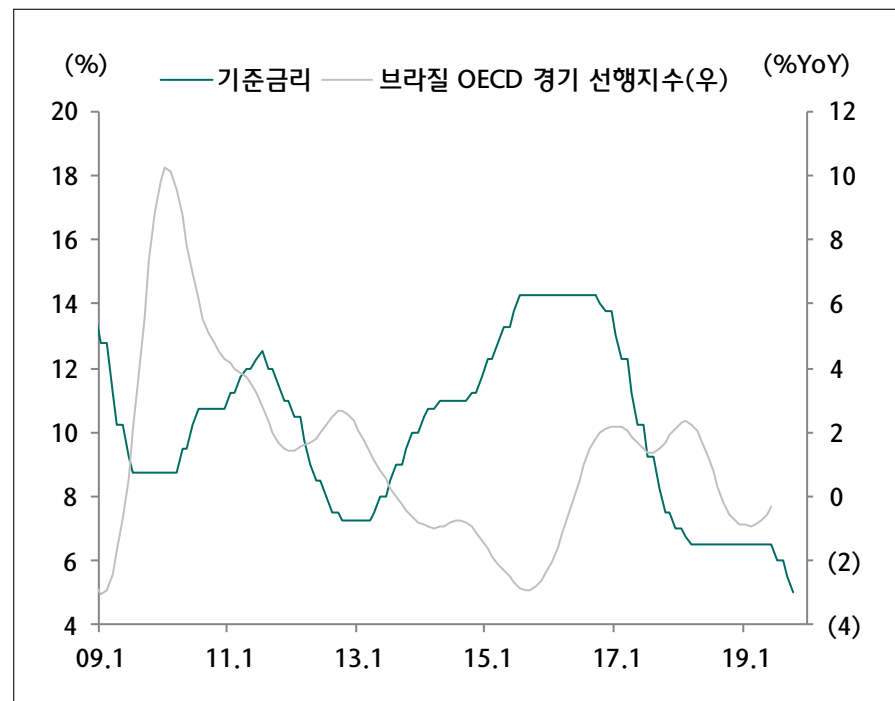
- 브라질은 2019년 기준금리를 6.5%에서 5.0%까지 총 150bp 인하
- 대부분의 EM 국가에서는 금리 인하를 경기 부양 시그널로 받아드려 통화 절하 압력이 강하지 않았으나, 브라질은 금융위기 이후 최저치까지 하향조정 된 기준금리에 헤알화 가치 3분기 중으로 급락, 4.2헤알 수준까지 근접
- 그러나 헤알화 절화폭은 과도한 수준이었다고 판단
- 2020년은 통화의 점진적 강세와 이익 개선이 중시 상승을 견인하는 재료

브라질 중시 견인, P/E와 이익 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

기준금리 인하 구간 브라질 경기 회복 가능성 점중

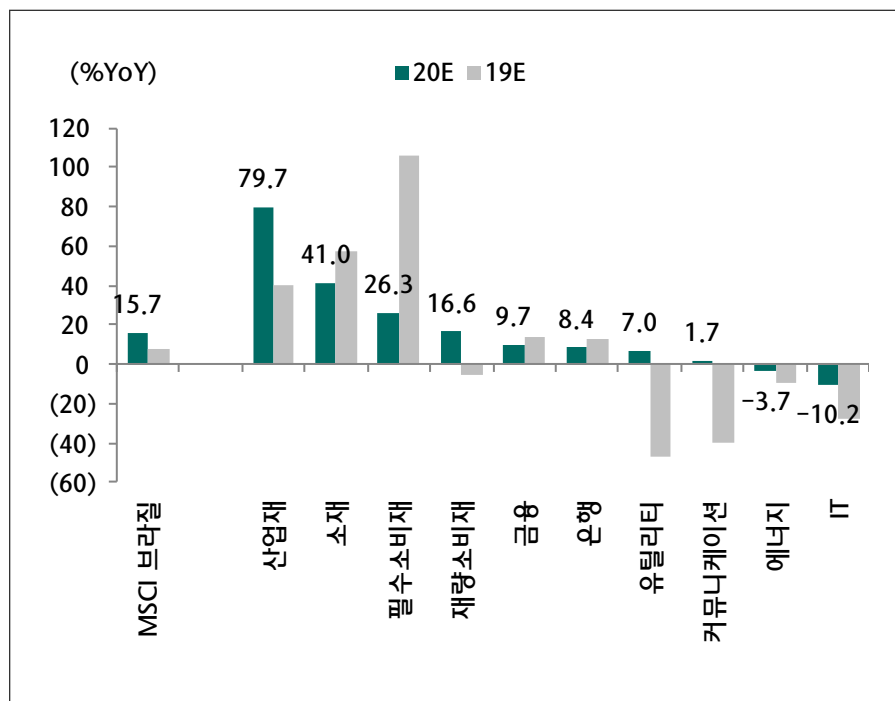


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2019년에 이온 양호한 어닝

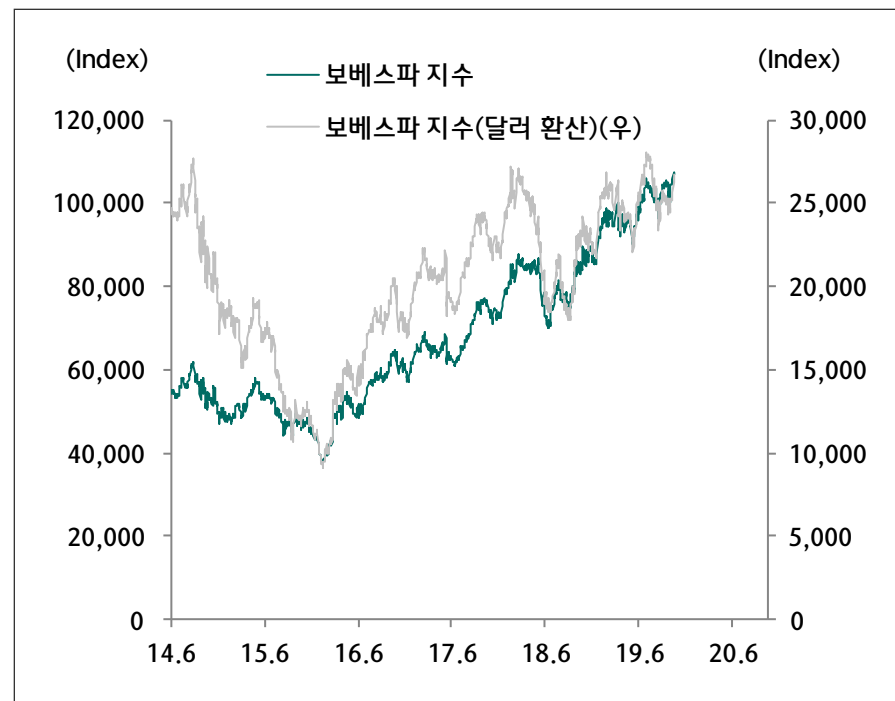
- 브라질의 어닝은 EM 국가 내에서도 양호한 상황
- 2020년은 발레, 페트로브라스 등 대형 기업들을 중심으로 산업재와 소재 중심으로 이익 개선이 점쳐질 것
- 브라질 추세적 상승에 대한 기대감이 유효한 시점

브라질 중시 이익



자료: Bloomberg, 하나금융투자

보베스파 & 달러환산 추이

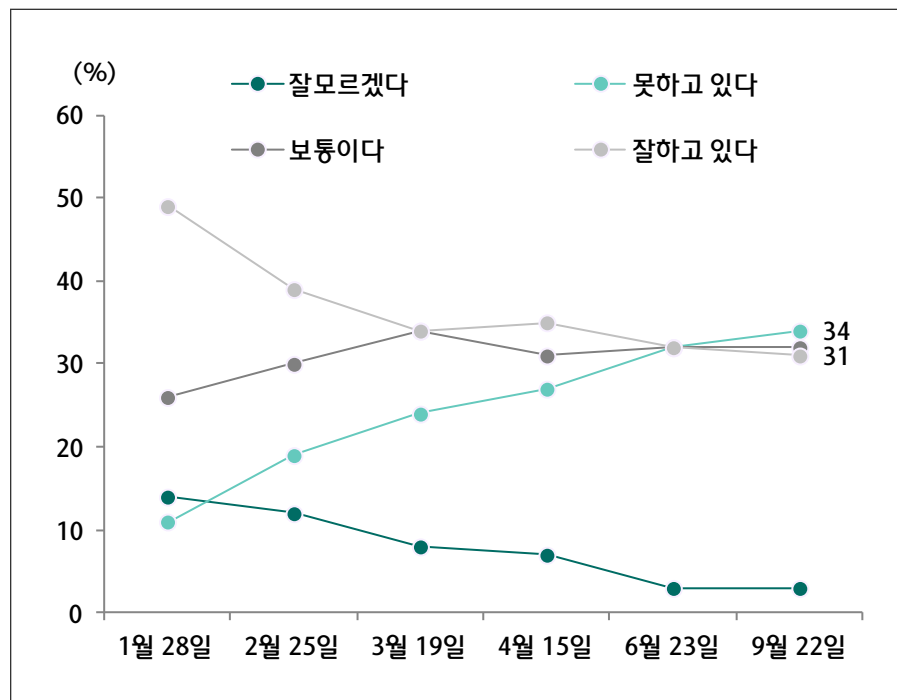


자료: Bloomberg, 하나금융투자

보우소나루 정치 기반 중요

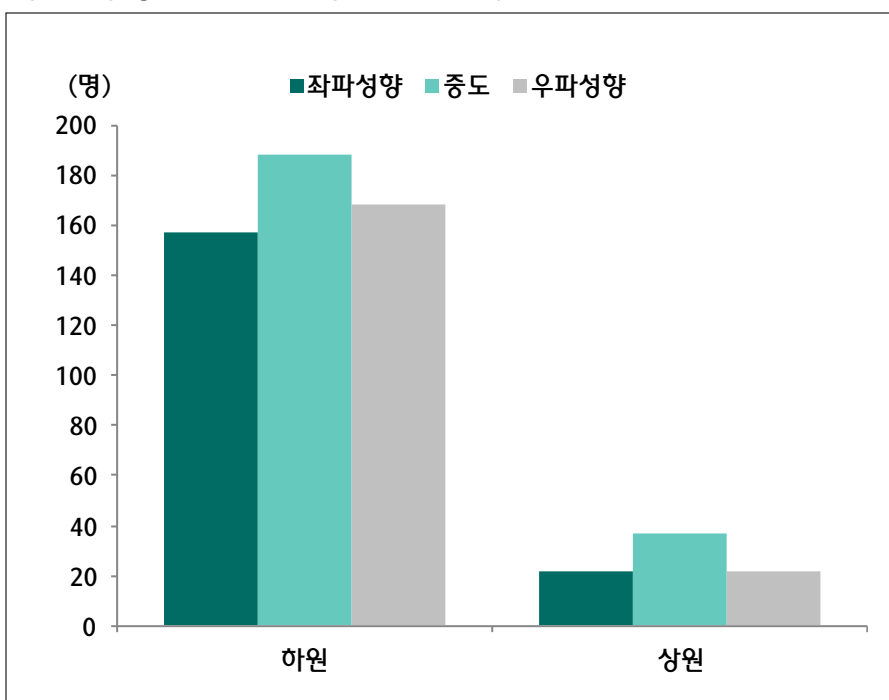
- 리스크를 꼽자면 보우소나루의 차후 정치 행보
- 보우소나루의 지지율은 취임 초기 기준 1990년대 역대 대통령 중 가장 낮은 수준을 기록
- 현재 소속인 PSL(여당)을 탈퇴하고 다른 정당으로 옮겨 갈 가능성이 높은 상황. 현재 하원에 단 1석이라도 의석을 보유한 정당은 27개이며, 이 가운데 확실한 여당 역할을 해온 정당은 사회자유당 뿐

보우소나루 지지율 추이



자료: Ibope, 하나금융투자

정치 성향별 브라질 상/하원 구성

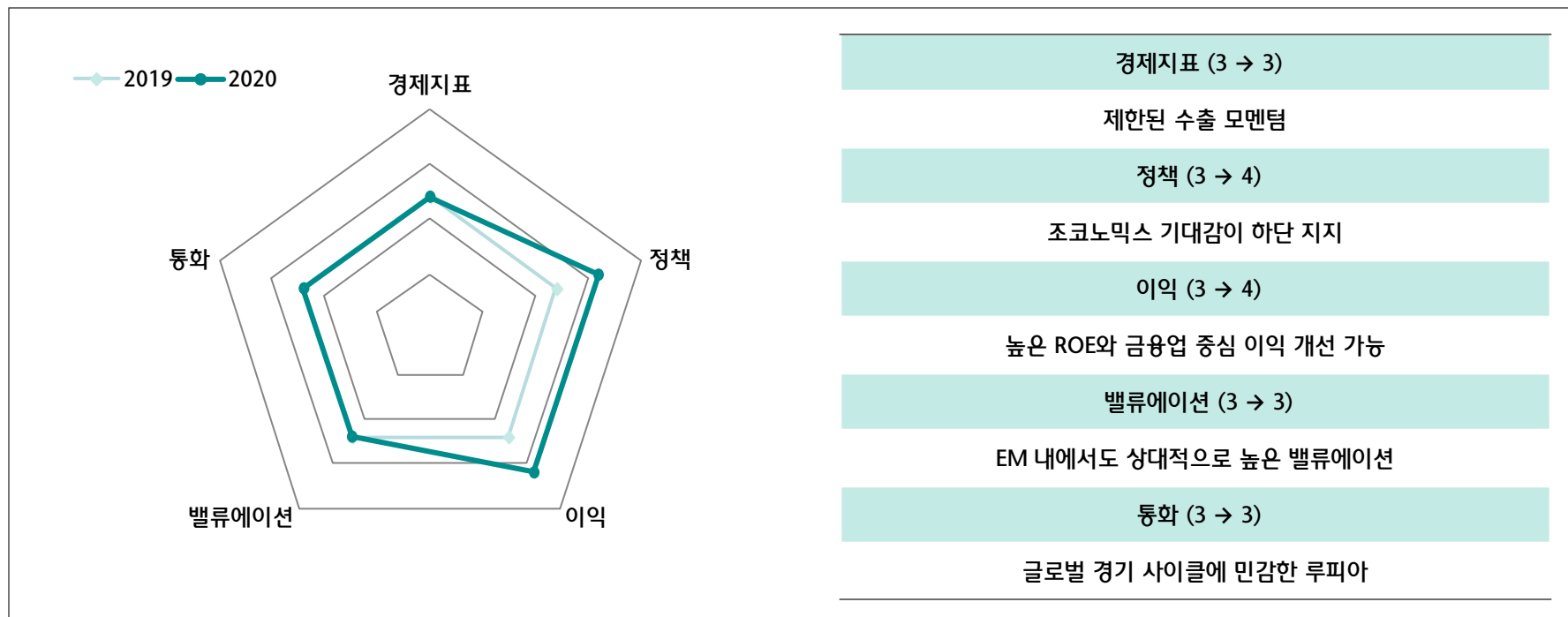


자료: Ibope, 하나금융투자

3. 인도네시아 JCI, Target 5,900~6,700 pt

- 상단 6,700pt: 2018년 횡보장 PER 하단 평균이었던 16배
- 하단 5,900pt: 미중 무역분쟁 격화 시점이었던 2018년 연평균 에서 하방경직성 강화
- 루피아: 제한적인 강세 예상

인도네시아 Scoring Factor(17점/25만점), 조코노믹스가 하단 지지. 그러나 여전히 제한된 펀더멘탈 개선 여력

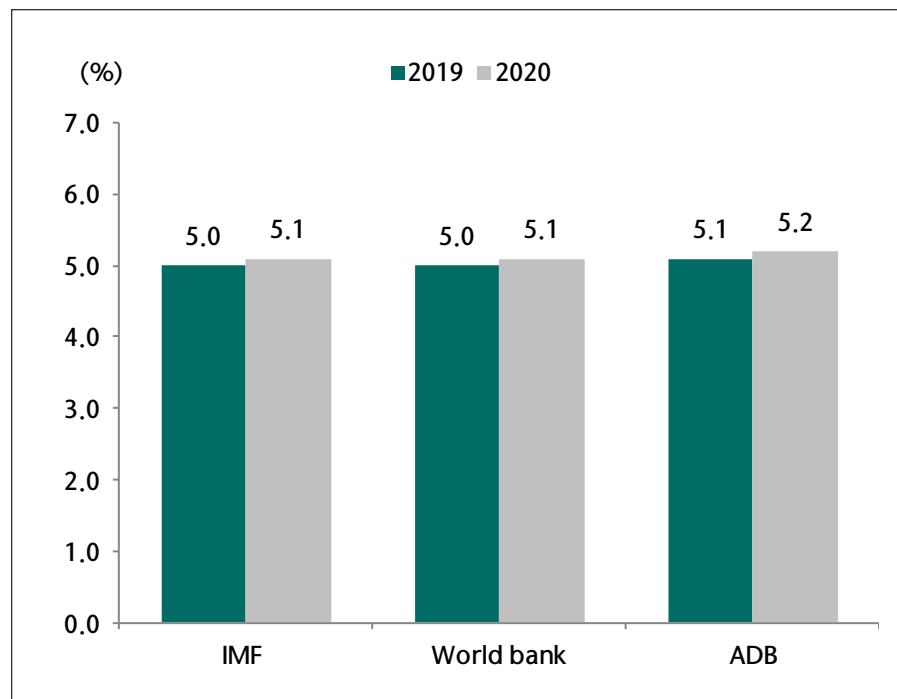


자료: 하나금융투자

인니, 2020년 5.0% 성장 지속 전망

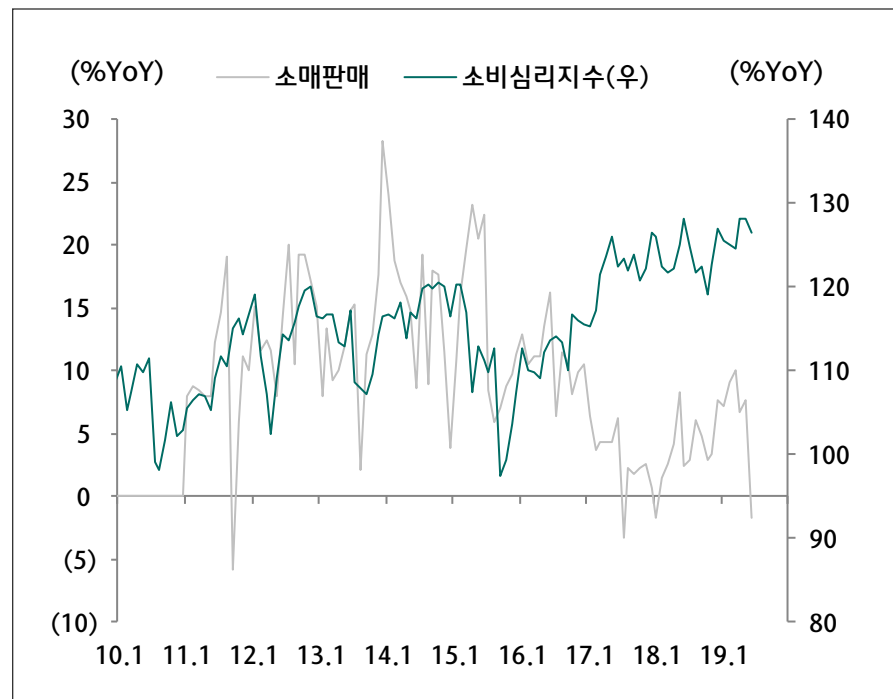
- IMF는 2020년 조코위 대통령의 정책 개혁 추진을 긍정적으로 평가, 경제성장을 5.0% 성장 전망
- 조코위 2기 정부는 1기에 추진하던 인프라 개발, 산업고도화, 디지털 경제 육성, 외국인투자 활성화 등의 주요 경제정책을 지속·강화할 것
- 내수 경기는 양호. 조코노믹스 기대감에 인니 소비자심리 지수는 2010년 이후 최대치까지 상승

인니, 2020년 경제 성장을 목표치 5.0%



자료: 각 주요 기관, 하나금융투자

소비자 심리 지수 2010년 이후 최고치

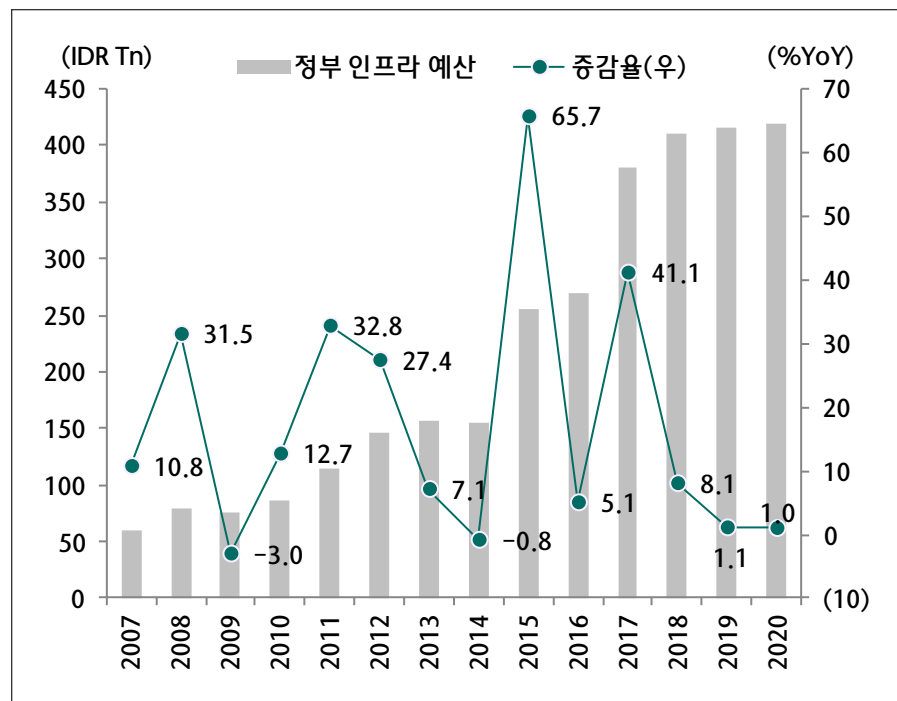


자료: CEIC, 하나금융투자

법 개정 → 외국인 자본 유치 → 인프라 모멘텀 중장기적으로 유효

- 조코위 대통령은 그간 공약으로 내세운 정책을 향후 임기 5년 동안 단계적으로 실행할 것
- 우선 취임식 이전부터 강조한 ‘노동법 개정’을 추진할 것으로 보임. 인도네시아는 특정 해고 사유(자진퇴사, 정년, 수습기간, 사망)을 제외 노동법원의 판결에 의해서만 해고가 가능한 ‘해고 허가제’ 준수. 이는 외국기업들 자본유치에 부담이 되는 요소
- 세금/법 개정 추진이 점진적으로 진행된다면 FDI유입 → 인프라 투자 유치의 선순환 구조를 형성할 것으로 예상. 조코위 정부는 수도 이전 총 비용 중 55%를 민관합작투자사업(PPP)로 마련한다는 계획

인프라 예산은 예년과 비슷하지만



자료: CEIC, 하나금융투자

노동법 개정 등으로 FDI 유치 강화 예정

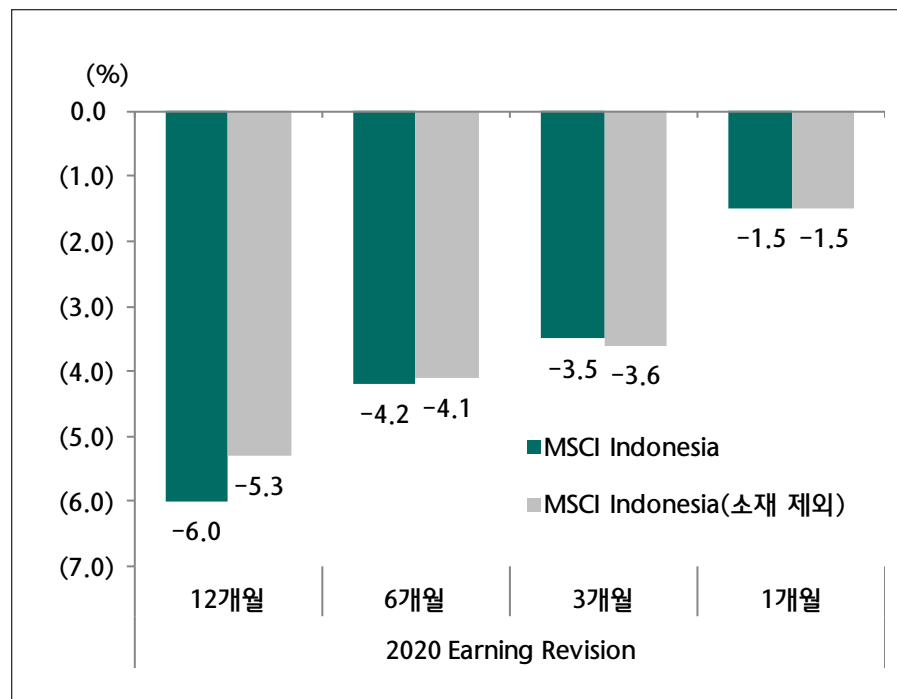
	Measures	Details	Status
세금	법인세 인하	2021년 이후 기업세를 단계별로 현행 25%에서 20%로 인하(2021년 22%, 2023년 20%)	2019년말 드래프트 완성; 2020년 중 법안 발효 추진 목표
	개인소득세 인하	자카르타 IPO 증시 활성화를 위해 신규상장 기업들에게 기존 25%에서 향후 5년간 법인세 17% 적용	
	VAT 면제	구글이나 아마존 같은 해외 IT 기업 유치를 위해 VAT 면제 추진	
법규	노동법	특정 해고 사유(자진퇴사, 정년, 수습기간, 사망)을 제외한 노동법원의 판결에 의해서만 해고가 가능한 ‘해고 허가제’ 폐지 규정 추진	

자료: 인도네시아 선거관리위원회(KPU) (2019.5.발표 기준), 하나금융투자

어닝 리비전 감익폭은 줄어드는 중

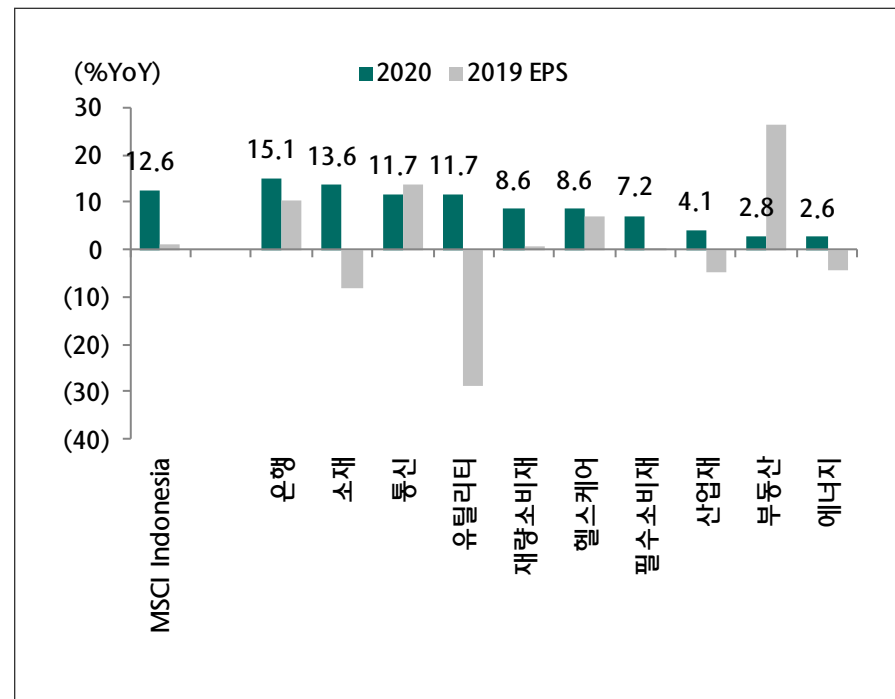
- 소재와 산업재가 원자재 가격 부진으로 금년 이익개선세가 더디었으나, 기저효과 및 원자재 가격 추가 하방압력이 제한되며 2020년 이익 플러스 증가율로 전환 예정
- 은행업종의 어닝도 긍정적. 금리 인하 시 대출 증가가 소비 심리 개선 → 금융업종의 이익 상승으로 귀결

어닝 리비전 감익폭 줄어드는 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

금융 업종 위주 이익 회복 가능

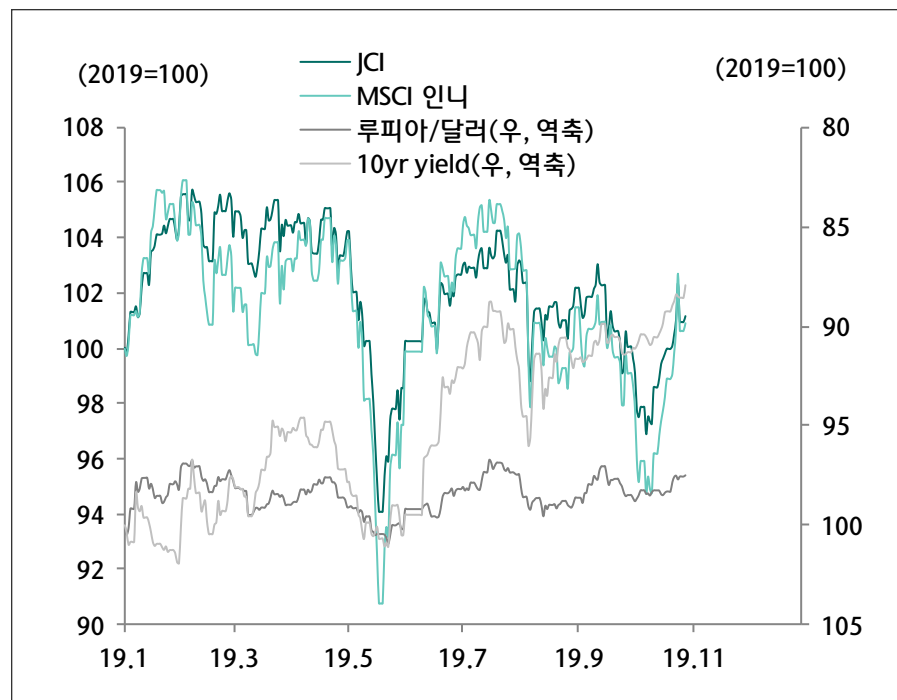


자료: Datastream, 하나금융투자

다만 증시는 어닝보다 장기물 일드와 높은 상관성을 보이는 경향

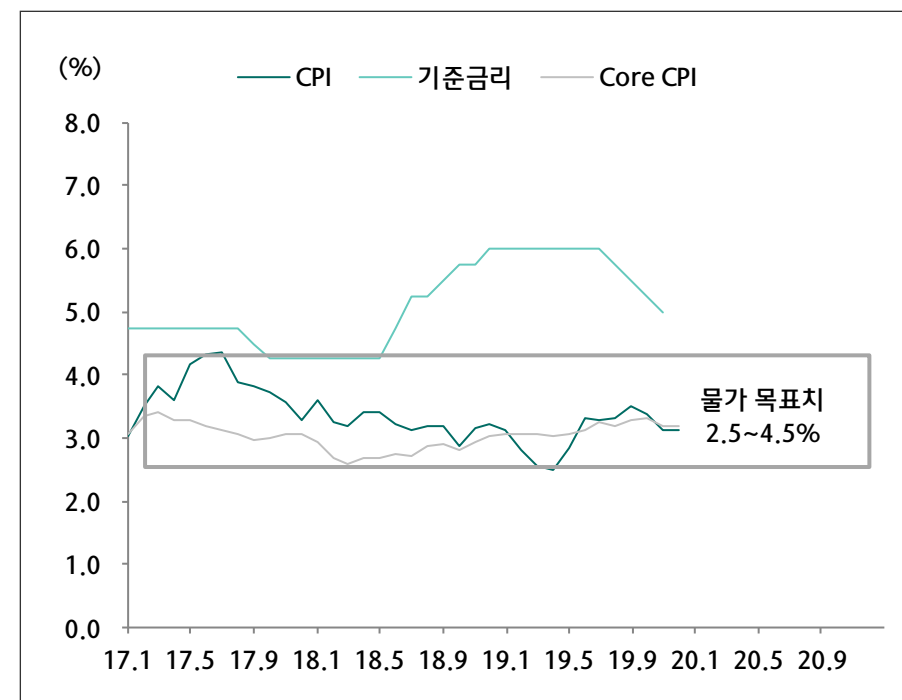
- 증시는 장기물 일드와 5월 이후 높은 상관관계 시현
- 금리 인하 기대감에 10년물 금리는 5월 이후 150bp 이상 하락, 증시는 +12% 이상 상승
- 이미 인도네시아는 100bp 금리인하를 단행한 상황. 통화 약세 또한 감안해야 하기에 향후 인하 행보는 신중해질 가능성이 높음

증시는 5월 이후 금리에 더 민감 (금리 하락=증시 상승)



자료: CEIC, 하나금융투자

7월부터 4개월 연속 100bp 기준금리를 인하한 인니

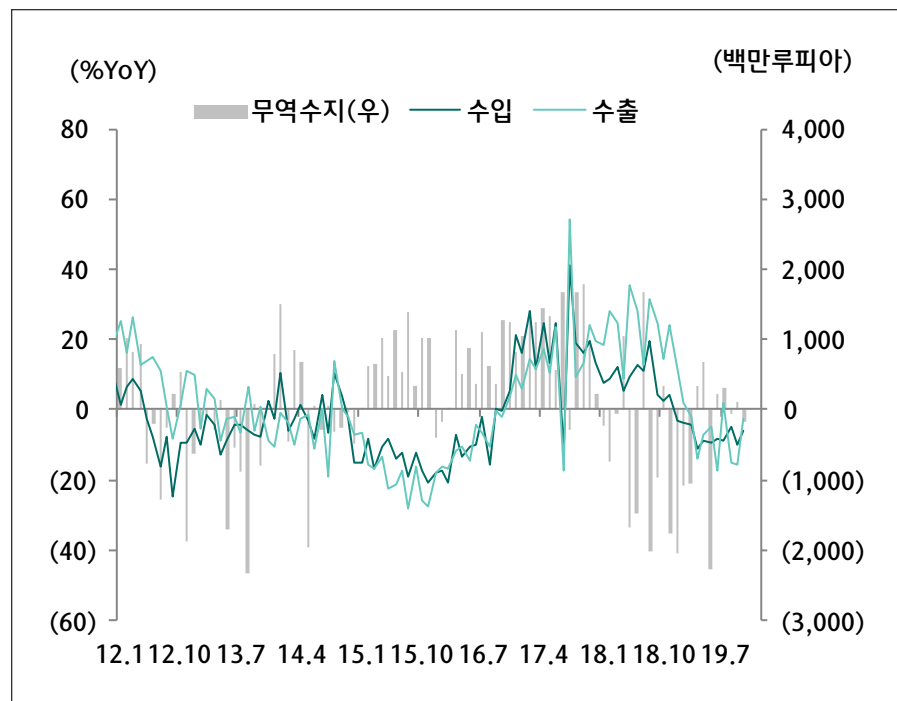


자료: CEIC, 하나금융투자

여전히 걸림돌인 수출 개선 가능성

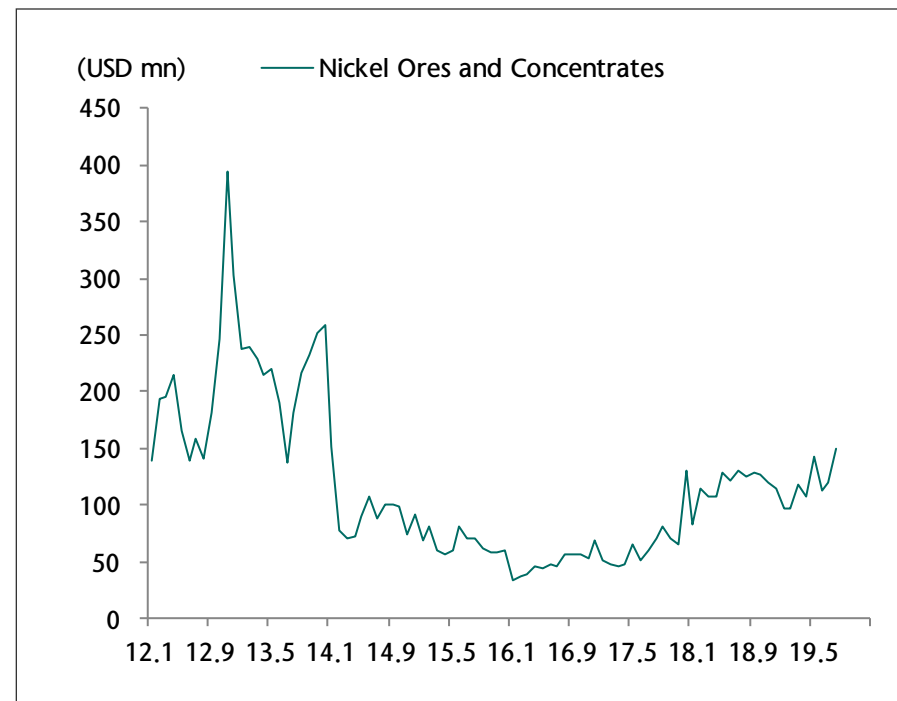
- 조코위, 11월 1일 기점으로 니켈 수출 일시적으로(약 1~2주) 중단
- 향후 전면금지 가능성이 높아지는 상황. 인니가 목적을 두고 있는 자국 내 광업 육성 기조는 중장기적으로 광산업에 긍정적
- 다만 인도네시아 수출 회복에 있어 단기적으로 중립적
- 원광 수출 전면 금지 구간이었던 2014~2017년 인니 수출 둔화. 석탄/팜오일 등 중 원자재 가격 약세 또한 모멘텀 약화 일조

인니 전체 수출 추이



자료: CEIC, 하나금융투자

인니 니켈 원광 수출 추이

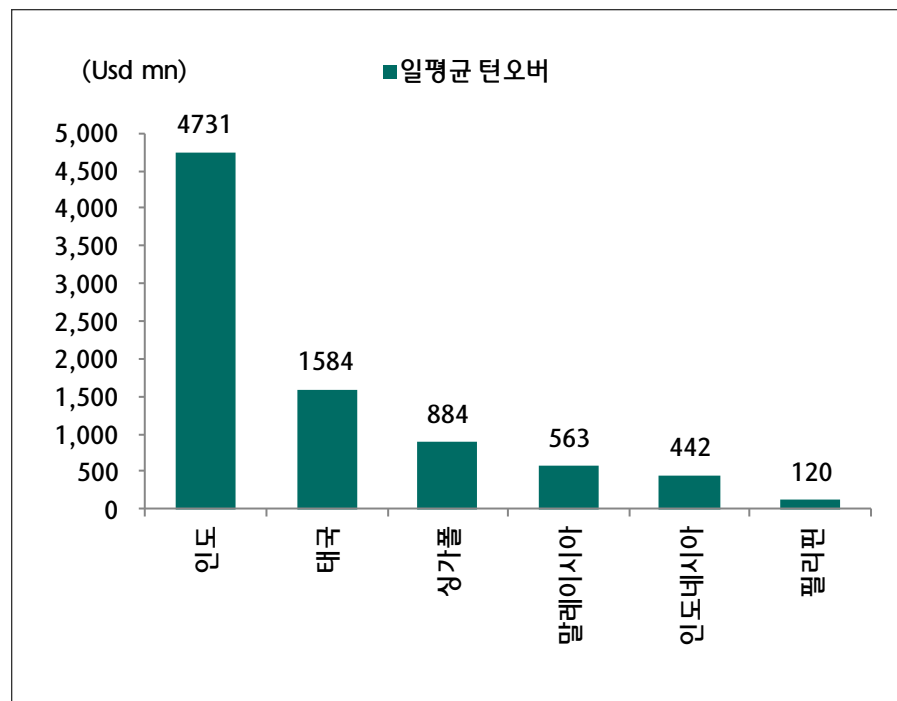


자료: CEIC, 하나금융투자

낮은 유동성 또한 해결과제

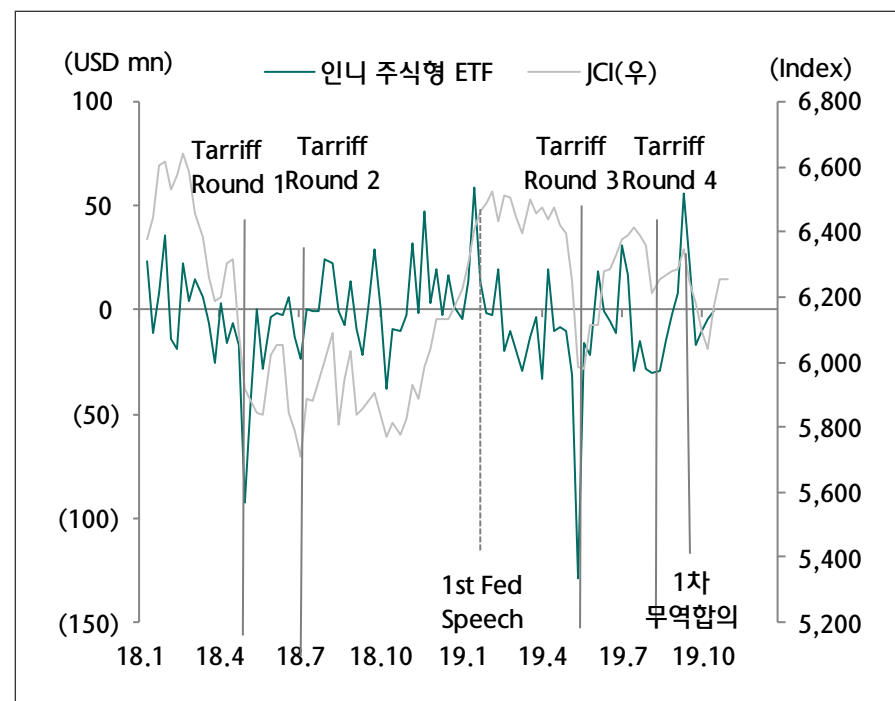
- 인니 증시의 고질적 문제인 낮은 유동성 또한 해결과제. 인도네시아 증시는 GDP 대비 시총이 47%에 불과. 여타 아세안 증시(75~189%) 대비 낮은 수준
- 또한 필리핀 다음으로 일평균 턴오버가 낮은 아세안 국가
- 그렇기에 외부 변수에 더 취약. 인니는 수출 익스포저가 높은 국가이기에 그간 미중 무역분쟁 변수에 수급 변동성이 확대되는 장세 시현

일평균 턴오버, 아세안 국가 중 필리핀 다음으로 낮음



자료: 2018년 기준, World Federation Exchange, 하나금융투자

그렇기에 외부변수에 더 취약

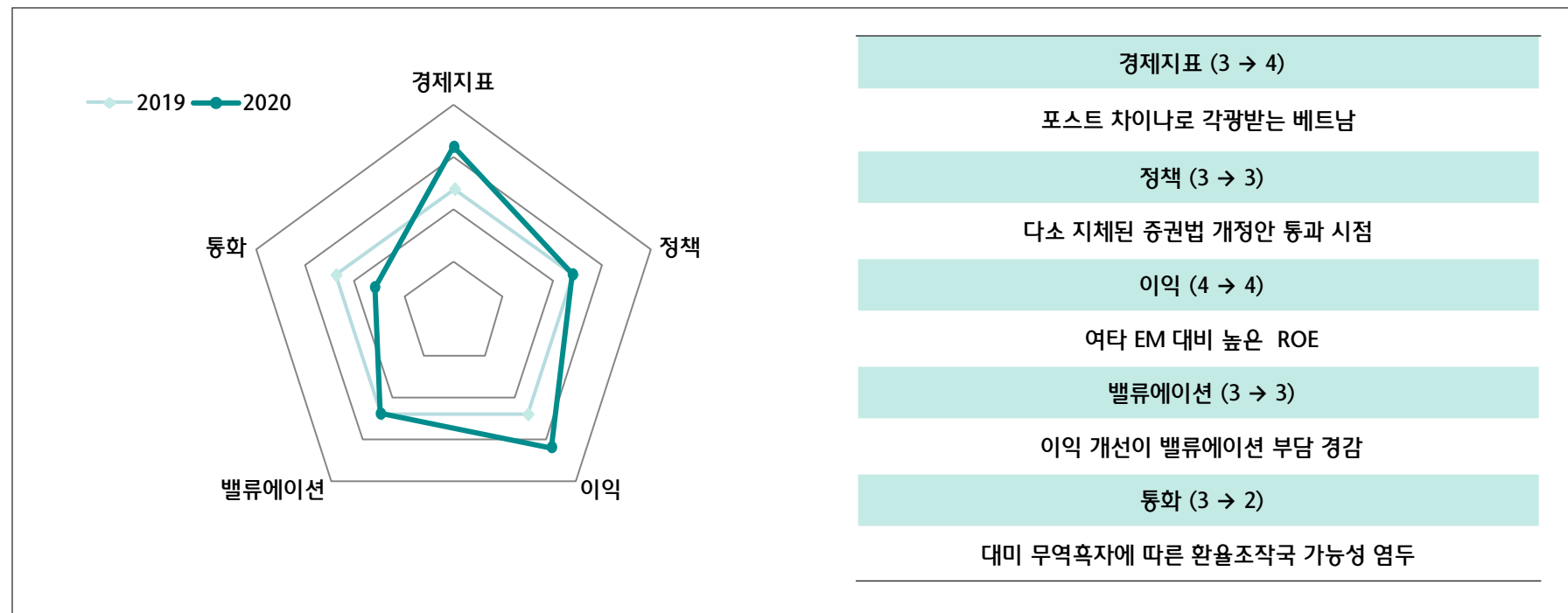


자료: EPFR, 하나금융투자

3. 베트남 VN Target point , 910~1,150pt

- 상단 1,150pt: 2020년 정부 목표인 수출 연평균 7% 달성 시 수출 증가율과 방향성을 같이하는 증시에게 긍정적
- 하단 910pt: 2019년 미중 무역분쟁 재점화 이후 저점 수준인 910pt에서 하방경직성 강화
- 동: 제한적인 절하 압력 지속

베트남 Scoring Factor(16점/25만점), 미중 무역분쟁 반사이익 지속. 다만 외국인 수급 여력 제한적

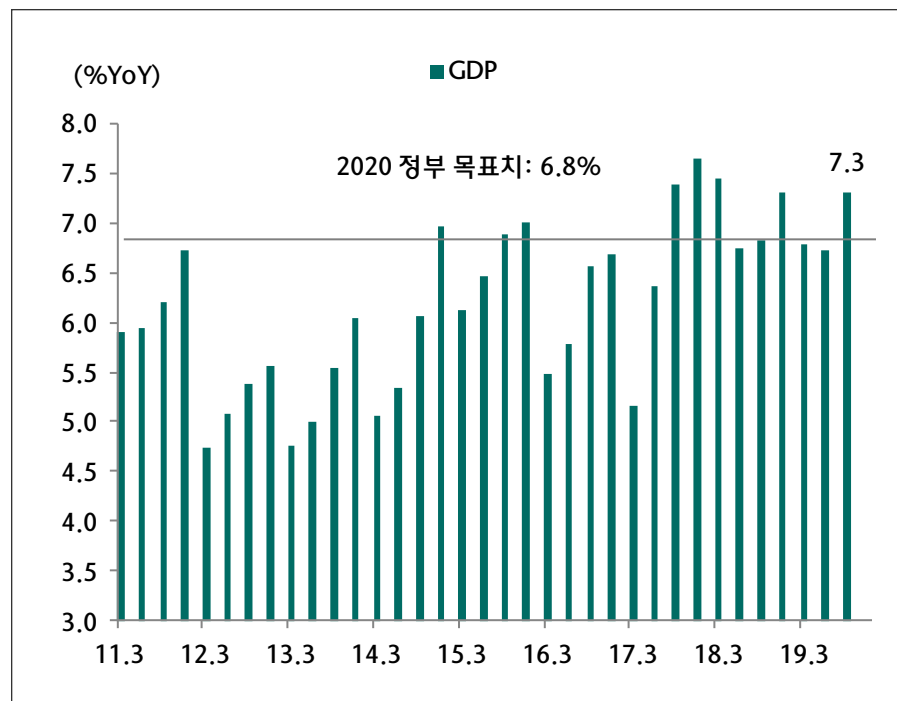


자료: 하나금융투자

베트남, 3Q 성장률 7.3% 돌파

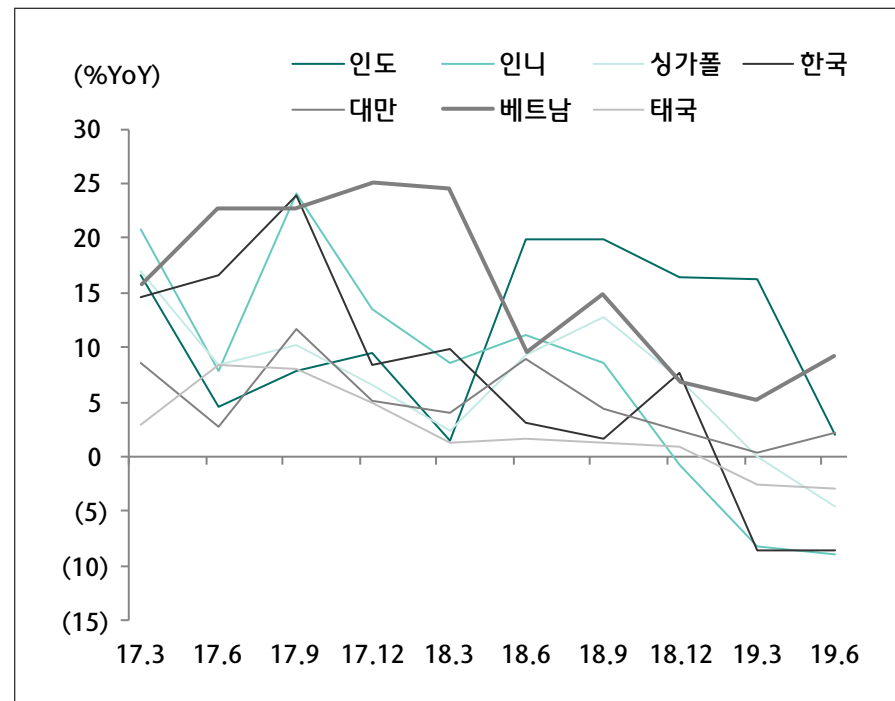
- 2019년 베트남 성장률은 시장예상치와 정부 최대 목표치(6.8%)를 뛰어넘는 괄목한 성과를 시현
- 베트남 1~9월 성장률이 6.98%로 10년래 최고치를 기록 한 점을 감안하였을 때, 올해 GDP 성장률은 지난해 7.08%를 상회할 가능성이 더욱 높아져
- 베트남 성장을 견인한 것은 제조업. 세부항목을 살펴보면 제조 및 가공 분야 성장률이 11.37%를 기록하며 성장을 견인

베트남 3Q 성장률, 7.31% 기록



자료: CEIC, 하나금융투자

베트남 성장을 견인하는 것은 역시 제조업

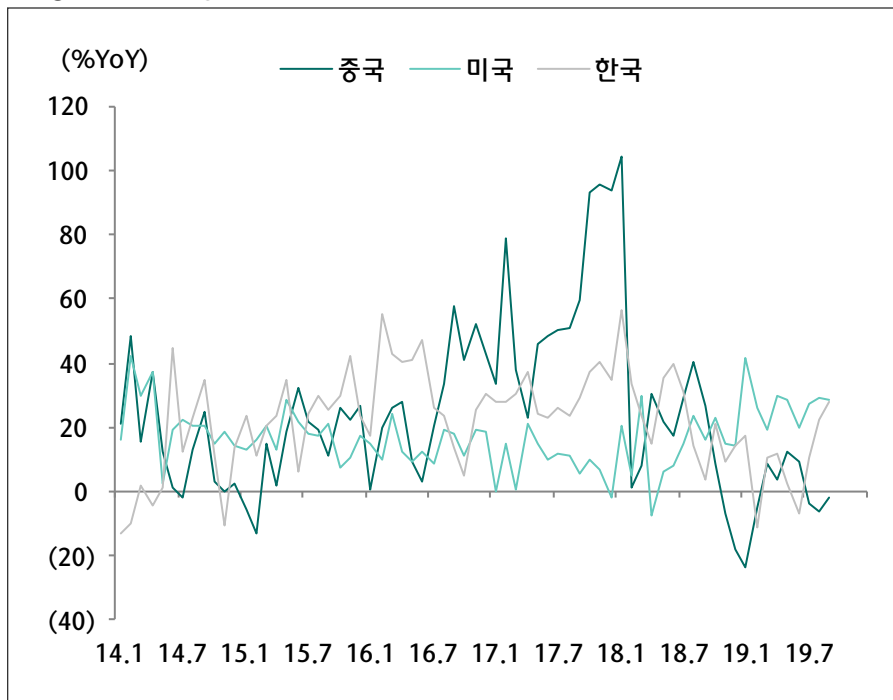


자료: CEIC, 하나금융투자

공급망 변화에 최전방에 위치한 국가

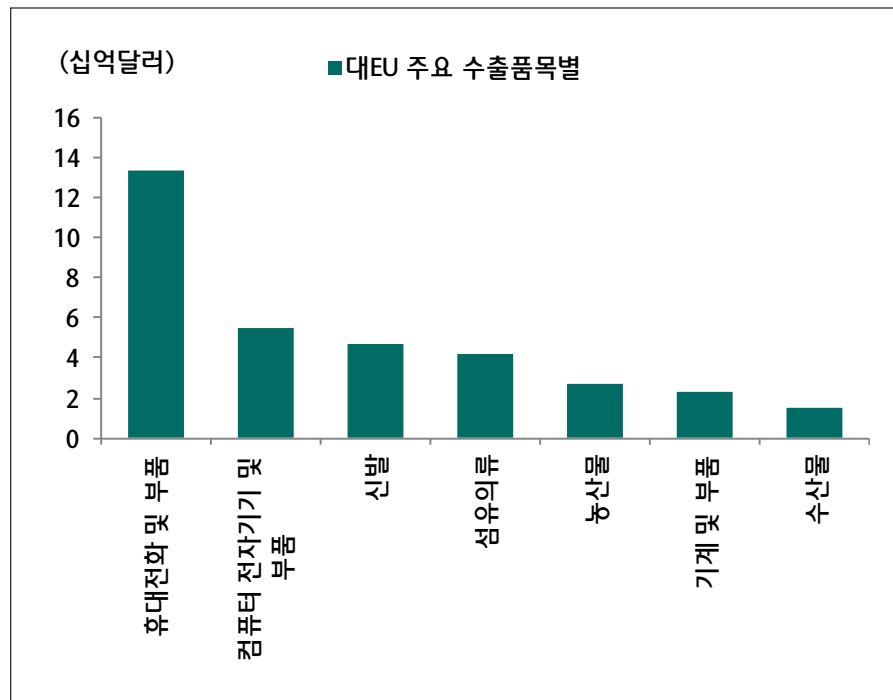
- 베트남의 주요 수출 상대국은 미국(19%)과 EU(19.6%). 2019년 3분기 분기 대미수출 규모는 소비재(섬유, 핸드폰, 가전) 품목 중심으로 20%대 성장세를 시현. 이는 글로벌 밸류체인 이동에 최전방에 위치해 있음을 시사하는 대목.
- 베트남의 또 다른 투자포인트는 주요 수출 국가들과의 무역협정 강화 움직임. 2019년 6월 30일에는 EU와 FTA정식 체결, 2020년 비준 예상. 또한 9월 아세안 10개국과 한중일, 호주/뉴질랜드/인도 등 16개국이 참여하는 역내포괄적경제 동반자협정 (RECP)이 협상 최종단계에 들어선 상태

대미 수출 20%대 성장세 유지,
미중 무역분쟁 반사이익 국가 재확인



자료: CEIC, 하나금융투자

대 EU 주요 수출 품목은 중국과의 경합도가 높은 품목들



자료: CEIC, 하나금융투자

다양한 세제혜택과 저렴한 인건비를 앞세운 해외 자본 유치 강화

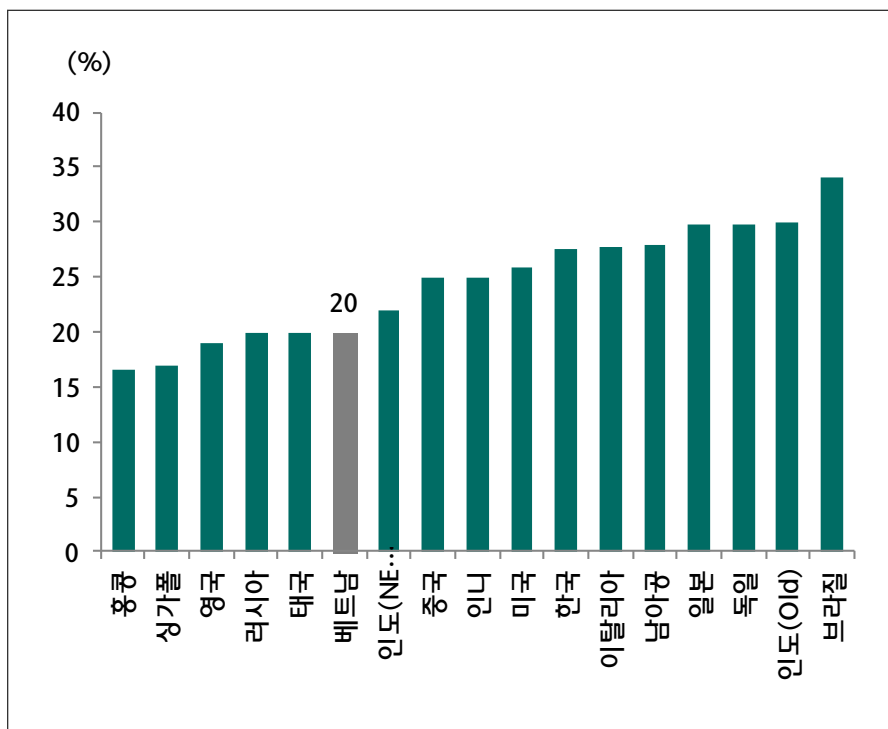
- 이와 더불어 베트남은 해외 기업들의 생산기지로 각광받고 있는 상황. 특히 중국에 생산거점을 두었던 해외기업들은 공장 이전 후보지로 베트남을 가장 많이 꼽음
- 베트남의 법인세율은 20%로 동남아시아 내 낮은 편에 속해 외국인 투자자들에게 중장기적으로도 매력적

글로벌 주요기업들의 탈 중국화 현상; 공장 이전국가로 베트남을 가장 많이 꼽아

	기업	분야	계획	공장 이전 국가
1	아마존	IT	킨들 E-리더기와 디지털 기기 ECHO 생산라인 중국 외 국가로 이전	베트남
2	삼성전자	IT 하드웨어	중국 내 있는 마지막 공장 폐쇄 계획	인도,베트남
3	폭스콘	IT 하드웨어	생산라인을 중국 이외 다른 국가로 확장	인도,베트남
4	델	IT 하드웨어	약 30% 가량 노트북 생산라인 중국 외 국가로 이전	필리핀,대만, 베트남
5	애플	IT 하드웨어	중국 내 위치한 주요 공급업체 생산라인의 약 15~30% 이전 명령	동남아시아
6	닌텐도	IT 하드웨어	스위치 비디오게임 생산 라인 일부분을 중국 외 국가로 이전	동남아시아
7	샤프	IT 하드웨어	개인 컴퓨터 생산라인을 중국 외 국가로 이전	대만,베트남
8	크룩스	신발	2020년까지 미국 제품 전체 생산라인의 30% 가량을 차지하고 있는 중국 내 비중을 10%로 감축	베트남
9	현대차	자동차	베이징 공장 가동 중단	인니,베트남
10	해스브로	장난감	대부분 생산라인을 중국에서 이전	인도,멕시코, 베트남

자료: 언론취합, 하나금융투자

베트남의 법인세율은 20%로 동남아시아 내 낮은 편

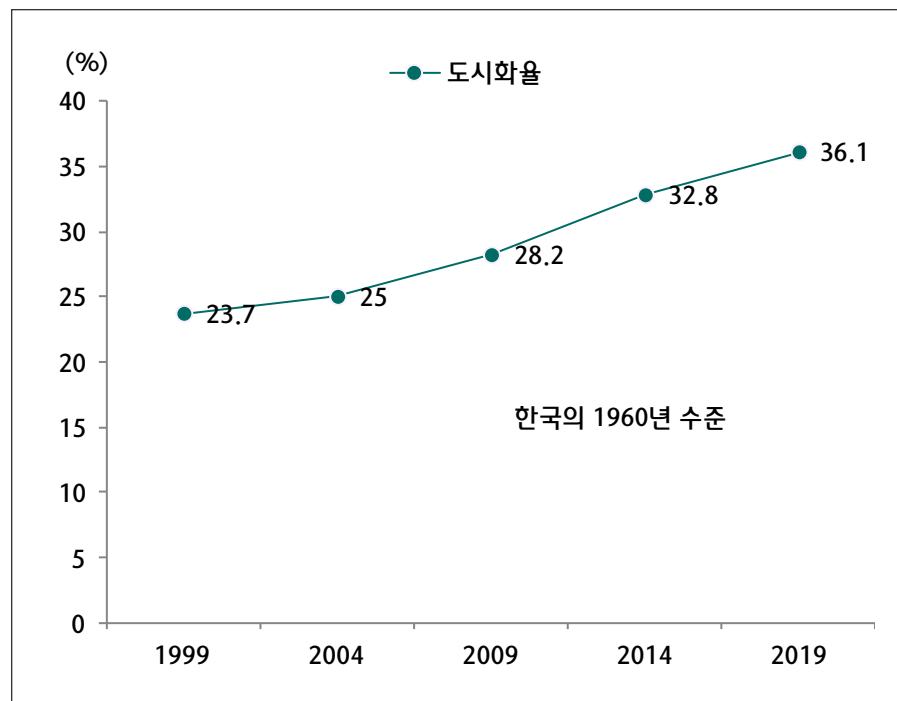


자료: 각국 재무부, 하나금융투자

중장기적으로도 고부가가치 창출 가능성이 높은 국가

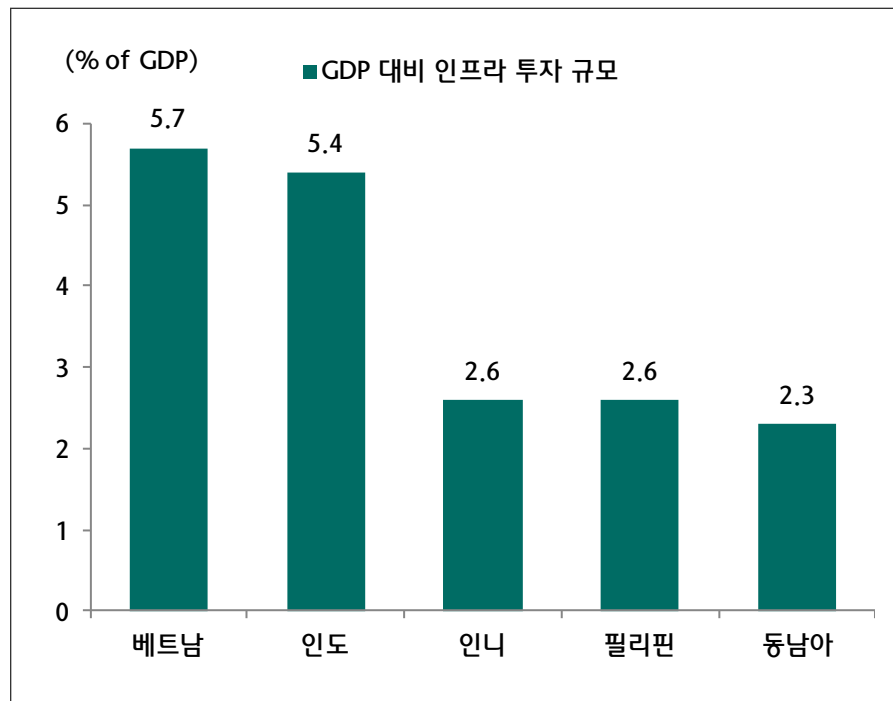
- 현재 베트남의 도시화율은 36%로 소득 수준에 비해서도 낮은 편
- 2013~2018년 베트남의 도시인구 증가율은 연 3.2%로 총 인구 증가율 (1.1%)을 크게 상회
- 베트남은 인프라 투자 또한 적극적. 베트남 정부의 스마트시티 조성 계획은 2015년부터 본격적으로 논의, 외국인 투자 개방도 이와 무관하지 않음

낮은 도시화율



자료: World Bank 추정, 하나금융투자

적극적인 인프라 투자(인프라 대비 GDP)

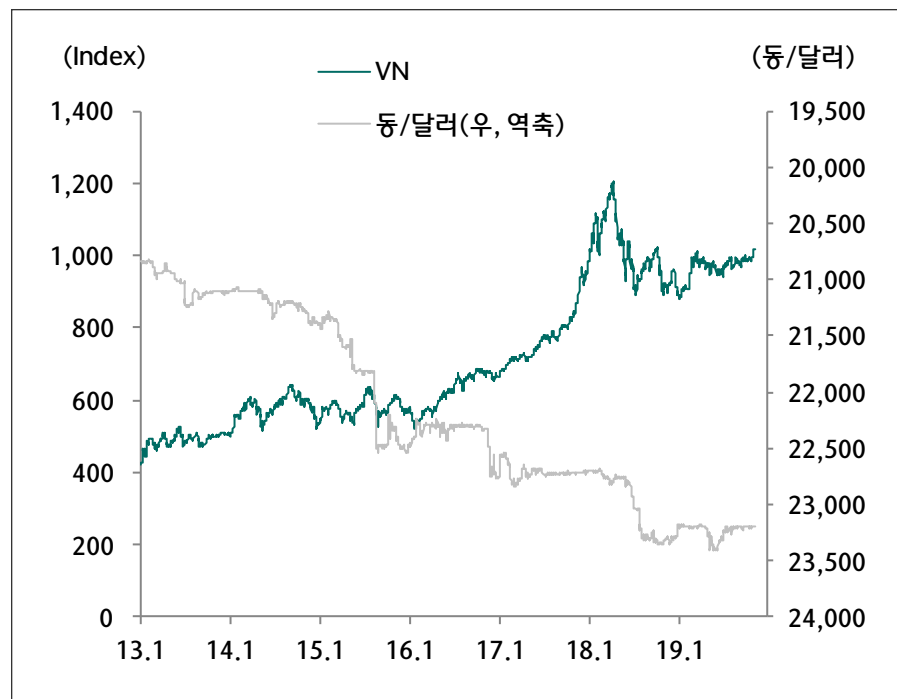


자료: 아시아개발은행 (ADB), 하나금융투자

Risk, 환율보고서 주의보

- 현재 베트남 외환시장은 “바스켓(Basket) 환율 제도” 운용. 중앙은행 고시 환율(central rate) 기준 일일 변동폭(3%) 제한
- 베트남 동화는 중앙은행에 의해 최근 10여년간 지속적인 절하
- 베트남은 미국이 제시하는 3가지 중 외환시장 제외 2가지에 부합. (지난 1년간 200억 달러를 초과하는 대미무역흑자 & GDP 의 2%를 초과하는 경상수지 흑자)

베트남 동화 10여년간 절하 지속



자료: CEIC, 하나금융투자

미국은 앞서 5월 발표된 환율보고서에서 베트남을 관찰대상국으로 새로이 지정

	대미 무역수지 (USD Bil., Trailing 4Q)	경상수지% (% of GDP, Trailing 4Q)	외환시장조작 순매수	
			GDP 대비 2% 이상 순매수	12개월 중 6개월 이상 지속
중국	419	0.4	-0.2	yes
멕시코	82	-1.8	0.0	no
독일	68	7.4	--	--
일본	68	3.5	0.0	no
아일랜드	47	9.2	--	--
베트남	40	5.4	1.7	no
이탈리아	32	2.5	--	--
말레이시아	27	2.1	-3.1	no
인디아	21	-2.4	-1.7	no
캐나다	20	-2.7	0.0	no
태국	19	7.0	0.0	no
스위스	19	10.2	0.3	no
한국	18	4.7	-0.2	no

자료: CEIC, 하나금융투자

Risk 2, 증권법 개정안 지연

- 수급에 결정적인 역할을 할 증권법 개정안 또한 2020년말~2021년초 법안 통과가 미뤄진 상황
- 상위 대형주들의 외국인 지분한도는 유동성 부족

베트남 국영기업에 대한 외국인 소유지분 상한선

베트남 국영기업에 대한 외국인 소유지분 상한선 비교	
현행	개정안
1) 국영기업 49%	1) 국영기업: 제한없음
단, 국제협정 및 국내법 외국인에 외국인 소유지분이 명시되어 있는 분야는 해당법에 따라 상한선 상향가능	단, 국제협정 및 국내법 외국인에 외국인 소유지분이 명시되어 있는 분야는 해당법에 따름
(안보관련 분야 제외)	(안보관련 분야 제외)
2) 은행 및 항공 분야는 30%	2) 은행 및 항공 분야는 30%에서 상향

자료: 베트남 재무부, 하나금융투자

대형주 외국인 지분한도 제한에 유동성 모멘텀 부재

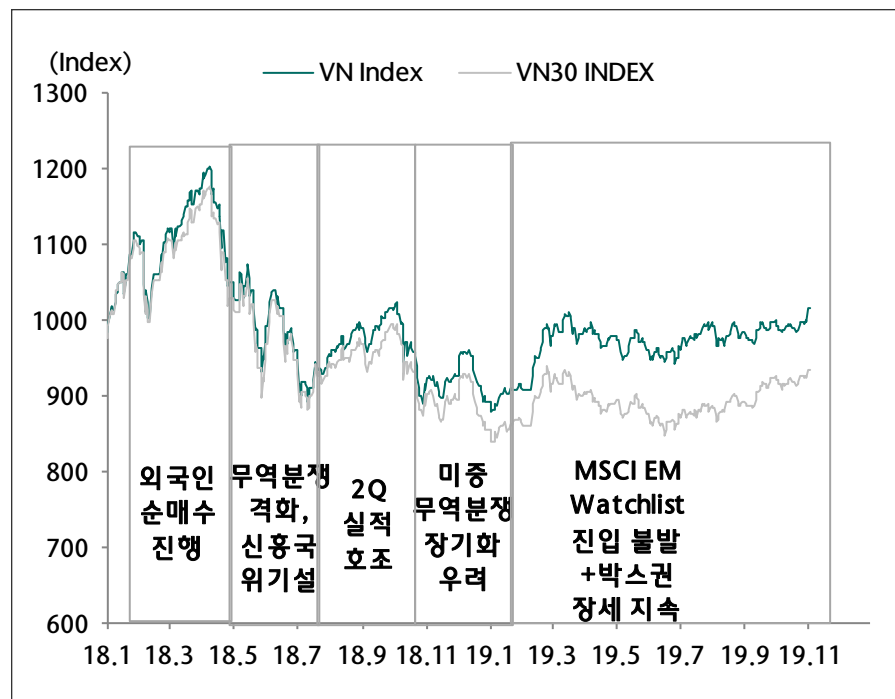
티커	기업	1W(%)	YTD(%)	외국인 지분한도
VIC	빈그룹	0.0	22.8	2.2
VCB	베트남 무역은행	0.8	60.6	0.6
VHM	Vinhomes JSC	-1.2	16.5	3.4
VNM	베트남 유제품	1.4	10.7	4.1
GAS	페트로베트남 가스	1.2	18.0	4.5
SAB	사이공 비어 알코올 베버리지	0.0	-5.4	3.7
MSN	마산그룹	-1.8	-2.5	0.9
TCB	VietnamTechnological	-2.5	-7.9	0.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

VN Target Point, 950~1,150pt

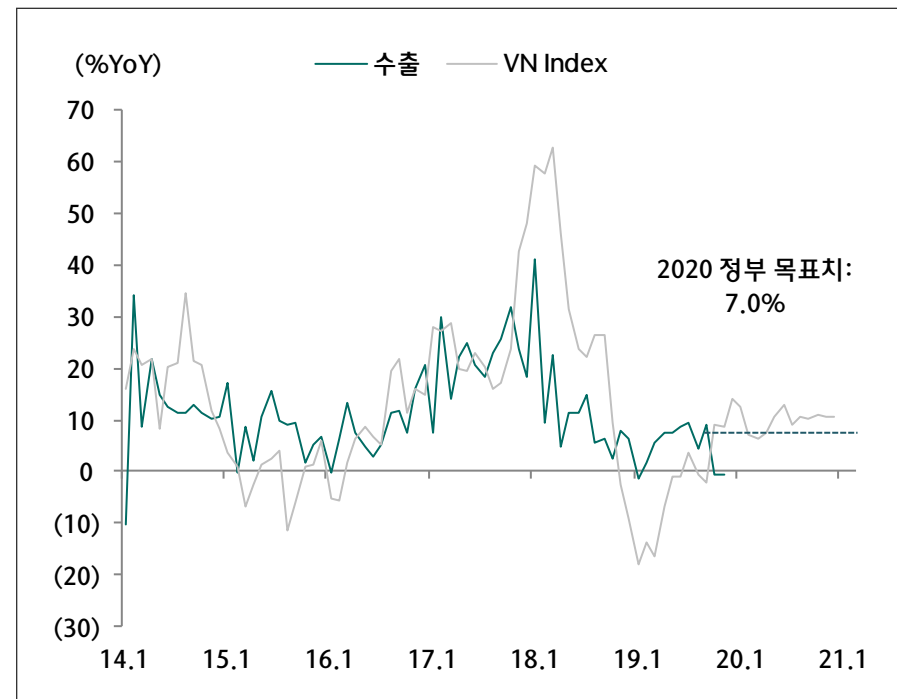
- VN 지수는 높은 성장률에도 불구하고 MSCI EM 워치리스트 진입 가능성 약화에 박스권 장세 연초 이후 지속
- 해당 부분을 감안하였을 때, 제한적인 상승세 2020년에도 지속될 가능성이 높다고 판단
- 정부의 2020년 수출 증가율 목표치는 7.0%, VN 지수와 상관관계가 높기에 2020년 VN 지수 상단은 1,150PT

VN 인덱스 & VN 30 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

수출 목표치 7.0%, VN 상단 1,150pt



자료: Bloomberg, 하나금융투자

iShares Core MSCI Emerging Markets ETF(IEMG): Core에 집중

ETF Overview

- MSCI Emerging Market Investable Index를 기초자산으로 하는 신흥국 주식형 ETF
- 총 1786개 종목으로 구성, 비중 상위 종목은 신흥시장 주요 선두 기업으로 구성
- 국가별 비중: 중국(29.4%), 한국(12.4%), 대만(12.3%), 인도(9.4%), 브라질(7.7%), 남아공(4.8%)

Key Data

상장거래소	미국
기초자산	MSC EM Investable Market Index
보수율(%)	0.14
시총(\$)	\$54,218,068,967
현 주가(11/1)	\$51.96

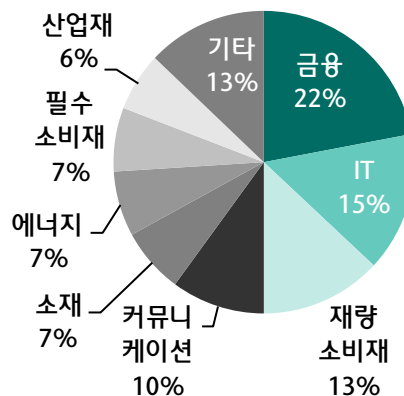
투자 포인트

- 미중 무역분쟁에 시장이 학습효과 구간에 접어든 가운데, 달러의 추가강세가 제한된다면 EM 주요국가 중심으로 수급 개선 가능할 것
- 여타 신흥국 ETF 비교해서 운용보수가 0.14%로 저렴, 운용전략 상 장기성장 추구
- Vanguard FTSE EM ETF(VWO)과 달리 한국 중시 포함, iShares MSCI EM ETF(EEM)에 비해 중소형주 비중이 많고 & 보유종목이 2배 이상
- 보다 종합적 투자 가능

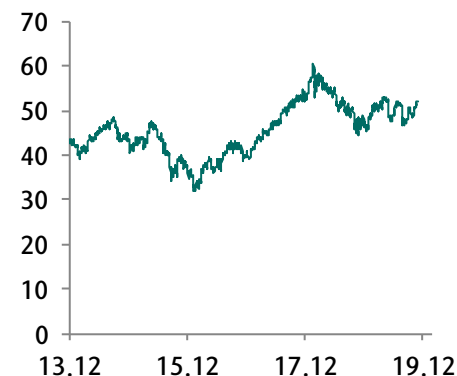
주요 기업

순위	기업	국가	비중
1	텐센트 홀딩스	중국	3.98
2	알리바바	중국	3.94
3	TSMC	대만	3.57
4	삼성전자	한국	3.24
5	중국건설은행	중국	1.21
6	Naspers	남아공	1.10
7	평안보험	중국	1.05
8	릴라이언스 인더스트리	인도	0.89
9	차이나 모바일	중국	0.84
10	HDFC	인도	0.76

주요 섹터 비중



Stock Price



iShares MSCI India ETF(INDA): 대표적인 인도 주식 ETF

ETF Overview

- 대표적인 신흥시장 인도 주식에 투자하는 '인도 주식 ETF'
- 인도 주식 ETF 중에서 가장 펀드 규모가 크고 거래량도 많은 편
- 인도 주식 전체 시총의 85%를 커버

Key Data

상장거래소	미국
기초자산	MSCI India Total Return Index
보수율(%)	0.68
시총(\$)	\$5,051,688,151
현 추가(11/1)	\$35.56

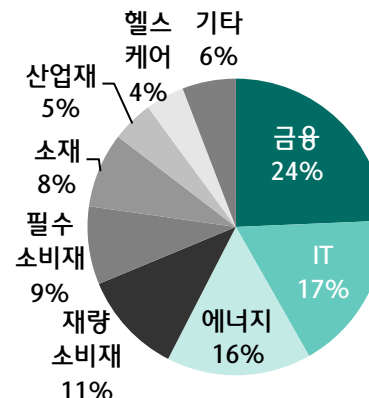
투자 포인트

- 2019년 경기 침체 위기에서 벗어난 인도 경제 성장률 7.0% 달성에 주목
- 인도 정부의 법인세 인하에 따른 주요 기업들의 이익 추정치 상향조정
- 모디정부 2기가 추진하는 '인프라' 및 '제조업' 중심 개혁 모멘텀 지속 예상
- 중앙은행의 연내 4차례 금리 인하에 따른 민간 대출 & 신용이 증가한다면 금융(은행)업종에게는 긍정적

주요 기업

순위	기업	업종	비중	YTD
1	릴라이언스 인더스트리	에너지	11.31	29.8
2	HDFC 은행	금융	9.62	8.1
3	인포시스	IT	8.28	5.0
4	타타 컨설팅 서비스	IT	5.62	18.6
5	AXIS BANK	금융	3.88	20.7
6	힌두 유니레버	소비재	3.83	19.8
7	ICIC 은행	금융	3.08	28.4
8	ITC	IT	2.65	-7.2
9	바티 에어텔	통신	2.24	30.0

주요 섹터 비중



Stock Price

