



김경환의 탄탄(談談)대록

홍콩 이슈, 조금 비틀어서 보자

2003년과 2020년 홍콩의 평행이론? : 2003년 1/4분기 SARS가 홍콩을 강타한 가운데 당시 동젠화 행정장관은 홍콩 기본법 23조에 근거해 국가보안법 제정을 추진했다. 입법회를 장악한 친중파를 믿고 법안 통과를 자신했지만, 7월 1일(홍콩 반환 기념일) 50만명의 반대 시위와 재야단체(민간인권전선)의 입법부 포위 경고에 백기를 들고 포기한다. 시간을 돌려 2020년, 역시 코로나19가 중국 전역을 강타한 가운데 전인대는 홍콩 입법회 대신 홍콩 국가보안법을 상정했다. 2020년 9월로 예정된 홍콩 입법회 선거에서 친중파의 승리와 법안 상정을 기대하기 어렵기 때문이다.

미중 분쟁이 가세한 2020년 : 재선을 노리는 트럼프의 대中 공세는 무역합의 파기와 같은 강한 한방보다는 금융/산업/기업(화웨이/대만기업/中ADR/블랙리스트)으로 다각화 하는 전략이다. 이를 아는 중국이 홍콩의 국보법 카드를 꺼낸 것은 본인들의 강온전략을 의도적으로 한번 더 강조한 것이다. 즉, 홍콩과 대만 이슈는 공세적으로, 무역합의와 산업 이슈는 방어적으로 대응하는 것이다. 문제는 중국, 中ADR, 대만에 이어 홍콩 증시와 환율이 또 다시 미중 분쟁의 전장이 되었다는 점이다.

위험한 홍콩, 하지만 냉정히 생각해 볼 몇가지 이슈 : 시장이 우려하는 것은 ①미국의 홍콩 특별지위 박탈, ②대규모 시위 발발과 홍콩경제 추가 위축, ③극심한 자본유출로 귀결될 것이다. 우리는 홍콩증시 특유의 복합적인 문제와 중장기 디레이팅 우려를 인정하지만, 시장 투자자가 냉정히 생각해 볼 몇가지 이슈를 제시한다.

첫째, 미국이 홍콩의 특별지위 박탈을 대선 전까지 할 수 있을까? : 전인대 통과 법안의 최종 입법과 효력 발생까지 2-3개월, 이후 미국의 인권법 평가와 보고서 발간을 위한 물리적인 시간은 11월 대선까지 타이트한 편이다. 그리고 미국과 영국 등 금융기관의 홍콩 투자도 고려해야 한다. 2017년 기준 홍콩증시의 영국/미국/본토 투자자의 비중은 각각 23%/20%/22%이며 부동산은 더 클 것으로 추정한다.

둘째, 대규모 시위 가능성과 파괴력 : 국보법 제정은 대부분의 홍콩인이 반대할 이슈지만, 반대의 강도와 방식은 다를 수 있다. 2년이 넘는 서비스업 충격과 코로나에 따라 피로도는 쌓였고 의견도 일부 엇갈릴 수 있다. 실제로 11월 구의원 선거 당시 범민주와 친중 후보의 당선 비율은 81%와 19%지만, 득표율은 58%와 42% 였다.

셋째, 안정적인 환율과 유동성 환경 : 2020년 이후 홍콩달러는 2019년과 반대로 페그 범위(7.75-7.85)의 하단을 터치하는 강세를 보이고 있다. 이는 캐리 트레이드(Libor-Hibor역전)와 본토 자금(주식/IPO) 때문으로 판단된다. 홍콩 리스크의 발단인 미 금리인상과 캐리자금 이탈 우려가 낮아졌다는 점은 불행 중 다행이다.

넷째, 중국 펀더멘털 회복에 대한 기대감 : 3/4분기까지 정치 리스크에 노출된 홍콩증시가 기댈 곳은 본토 경제의 회복과 자금 유입이다. 2018년 기준 홍콩 거래소 시가총액 60%, 순이익 55%는 본토 기업이 창출한다. 밸류에이션을 논하기 어려운 구간이지만, 중장기 우려와 단기 가격 메리트 사이에서 일부 업종의 차별화는 시작될 수 있다. 우리는 5월-6월 중국 투자/소비/생산이 계속 반등할 것으로 전망한다.

결론 : 상기 이슈가 하반기 중화권 지수 선포수(CSI300 >MSCI China >홍콩)를 바꾸지는 못하지만, 홍콩 포지션 고민을 위한 시간적 여유를 허락할 것으로 판단한다. 미중 분쟁의 바로미터인 MSCI China와 CNH의 7월 이후 반등 시점을 주목한다.

Investment Strategy

China



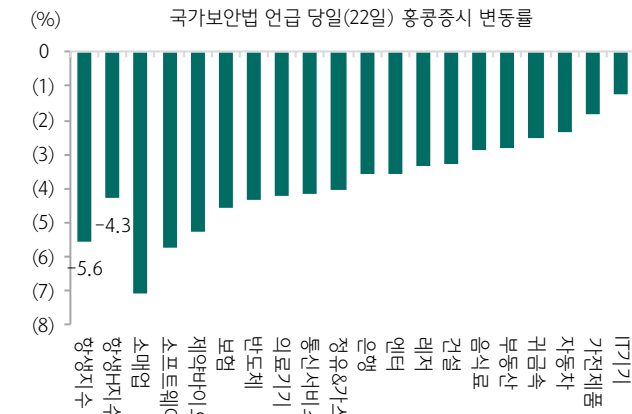
중국/신용국전략 김경환
02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

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

Compliance Notice

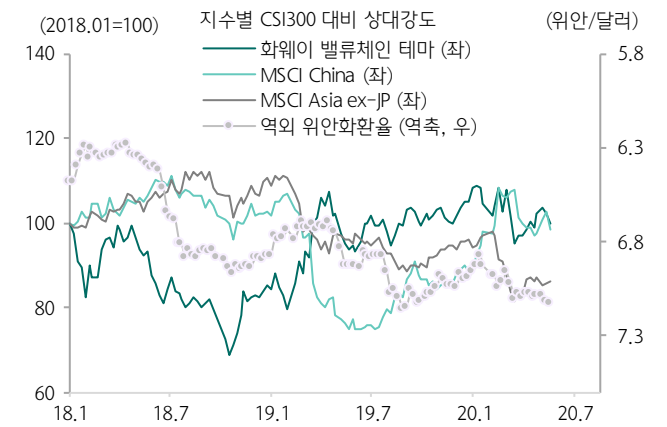
본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그림 1. 전인대 개막일 홍콩중시 급락, 본토 관련 업종 낙폭 확대



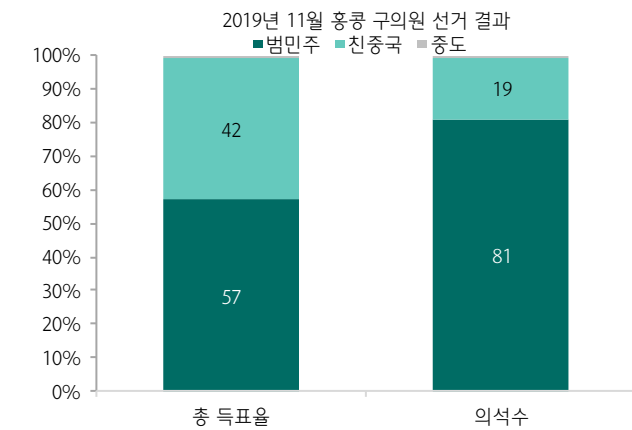
자료: Wind, 하나금융투자

그림 2. 트럼프의 공세와 화웨이, MSCI China(홍콩+ADR), CNH 추이



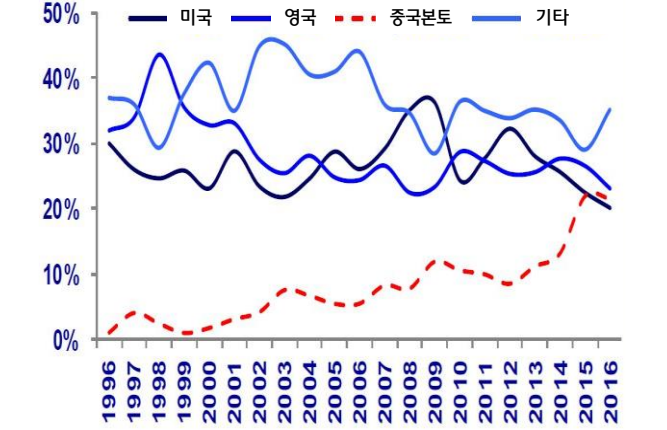
자료: Wind, CEIC, 하나금융투자

그림 3. 홍콩 구의원 선거의 진영 득표율은 생각보다 양분된 의견을 시사



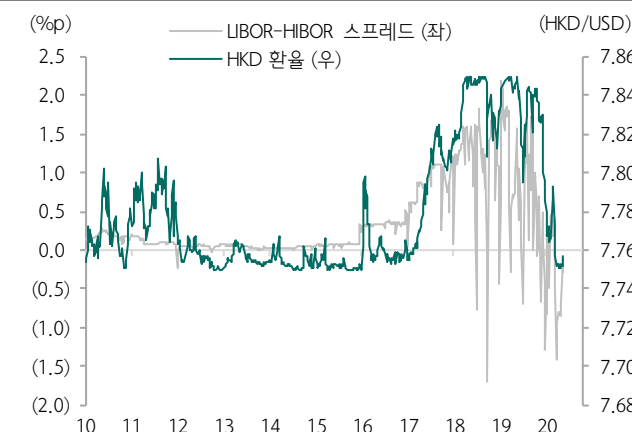
자료: 홍콩언론, 하나금융투자

그림 4. 홍콩거래소 투자자 : 영국/미국/본토 비중 각 23%/20%/22%



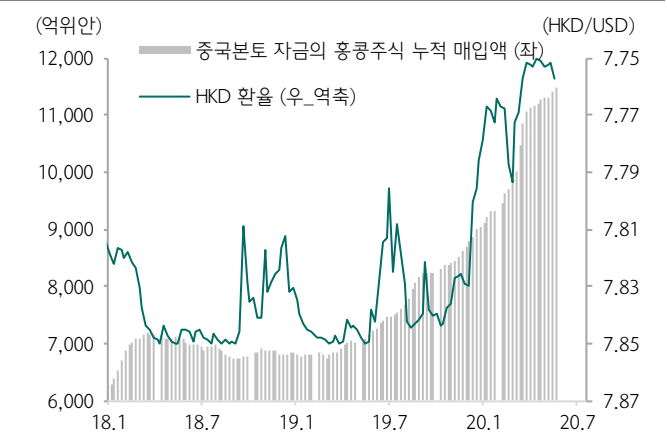
자료: Wind, CEIC, 하나금융투자

그림 5. 2020년 홍콩달러 강세 : 미-홍콩 금리차 확대로 캐리자금 유입



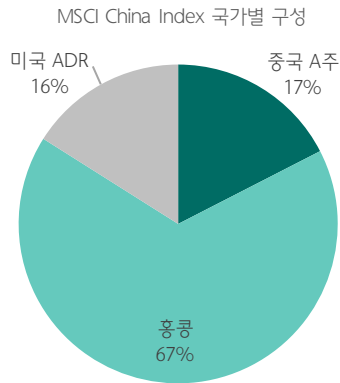
자료: Wind, CEIC, 하나금융투자

그림 6. 2020년 홍콩달러 강세 : 본토 자금 유입 지속 (주식/IPO투자)



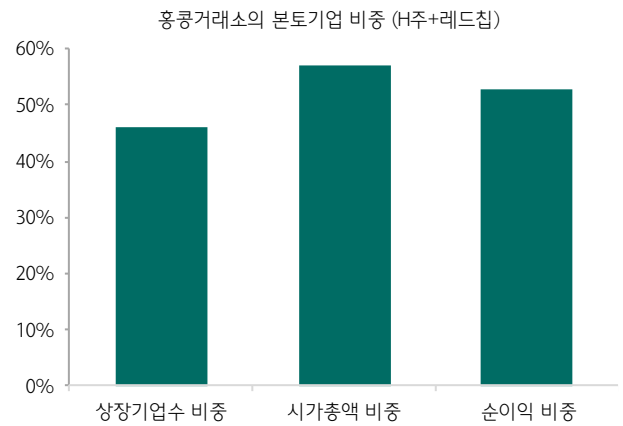
자료: Wind, CEIC, 하나금융투자

그림 7. MSCI China 지수 구성 : 홍콩 67%, 중 ADR 16%, A주 17%



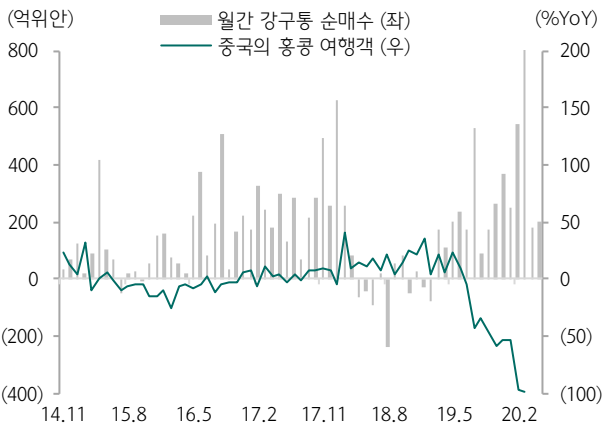
주: 2020년 5월 24일 시가총액 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 홍콩거래소의 본토기업 비중 : 모든 항목 50~60%대 수준



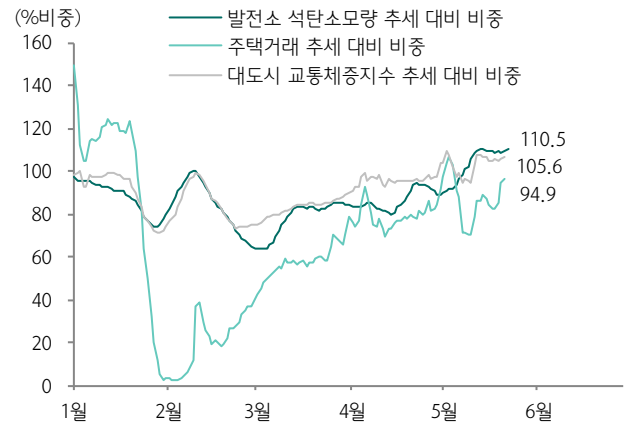
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 중국 여행객 감소 불구, 중국 본토 자금(강구통) 유입 지속



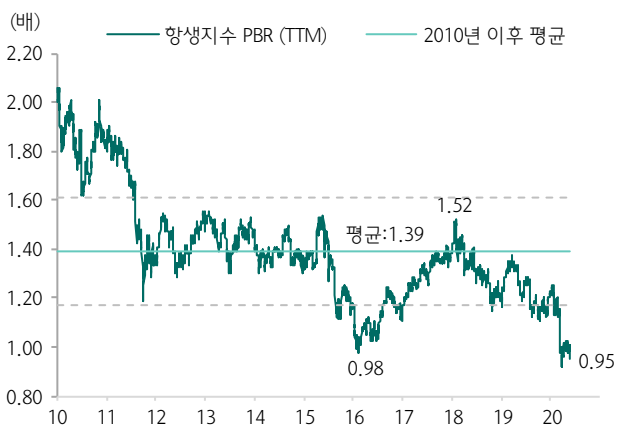
자료: Wind, 하나금융투자

그림 10. 5월 이후 중국 경제활동 Proxy 빠르게 반등



자료: Wind, 하나금융투자

그림 11. 홍콩恒生지수 PBR 추이 (TTM 기준) : 2010년 이후 최하단



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. MSCI China 지수 PBR 추이 (TTM 기준) : 2010년 이후 중하단



자료: Bloomberg, 하나금융투자