

2022

하반기 전망

중국주식 정정영
jeongyoung@hanwha.com
3772-7473

중국주식 F&Q (Positive)

오해는 풀고 변화를 주목

| 2022년 6월 8일 |

종목

BYD (002594 SZ)
LONGI (601012 SH)
MINGYANG (601615 SH)
NAURA (002371 SZ)
BAIDU (9888 HK)

ETF

CSOP Hang Seng Tech (3033 HK)
Global X China EV/Battery (2845 HK)
Global X China Clean Energy (2809 HK)

| Contents |

| | |
|---|----|
| I. 핵심요약..... | 03 |
| II. 주요 그림..... | 04 |
| III. 20차 당대회를 해석하는 방법..... | 05 |
| 1. 지도부 교체 → 주식시장 반등?..... | 05 |
| 2. 시진핑 vs. 리커창이 아니다..... | 07 |
| 3. 리커창 총리의 부각은 경제 부양책 강화의 시그널..... | 09 |
| IV. 동태적 제로코로나를 해석하는 방법..... | 22 |
| 1. 올해 동태적 제로코로나 종료 가능성은 제한적..... | 22 |
| 2. 중국이 제로코로나를 강행하는 이유는 성공사례가 확인됐기 때문..... | 25 |
| 3. 만약 끝난다면, 언제가 될까?..... | 29 |
| V. 빅테크 반등을 해석하는 방법..... | 31 |
| 1. 규제 마무리를 넘어 지원으로..... | 31 |
| 2. 실적 전망 하향조정 마무리 가능성..... | 34 |
| VI. 투자전략 - 다시 성장주로..... | 37 |

I. 핵심요약

5월부터 중국/홍콩 증시의 반등이 두드러지고 있다. 그럼에도 불구하고 아직 중국 시장에 대한 오해와 불안함을 떨치지 못하는 투자자들이 많다. 대표적으로 중국의 경기 하방압력이 확대되면서 리커창 총리가 시진핑 주석의 자리를 대체할 것이라는 의견이 확산되고 있고, 미국의 금리 인상이 본격화되면서 중국 주식시장으로부터 대규모 자금 이탈이 진행되고 있다는 점이다. 동태적 제로코로나 기조가 유지되면서 중국 정부가 사용할 수 있는 지원책이 제한적이라는 걱정도 여전하다.

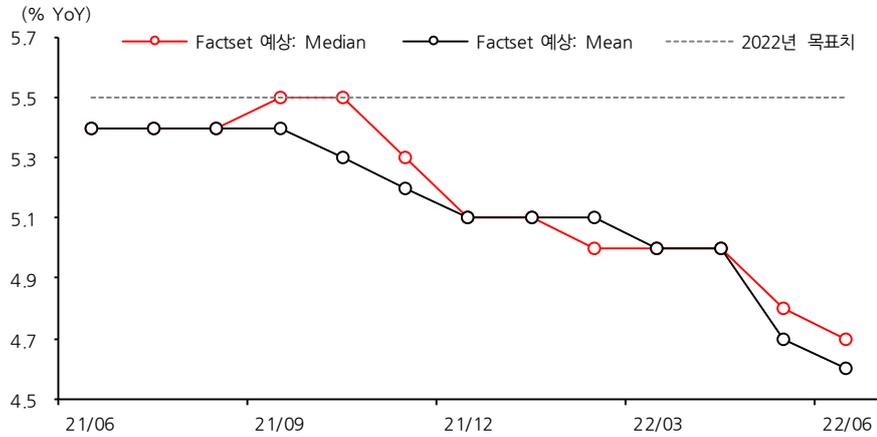
이번 자료를 통해 우리는 중국 정부가 현재의 경제상황과 주식시장을 바라보는 관점을 살펴봤고, 추세를 이탈한 지표들을 정상화시키겠다는 의지를 반영하는 '실질적인 액션'을 확인했다. 결론은 아래와 같다:

- ✓ 중국 정부는 2분기 중국 경제/주식시장의 최악의 구간임을 인정. 5월부터 본격적인 부양 기조로 전환했으며, 기대보다 회복 속도가 더디다면 추가 정책 지원도 가능 (부동산대출 금리 하한 혹은 기준금리 인하 등)
- ✓ 동태적 제로코로나는 내년 1분기 이후에나 완화될 가능성에 무게. 정치 이벤트를 고려한다면 시진핑 주석의 3연임이 확실시되는 당대회보다는 내년 3월 개최 예정인 양회가 중요. 중국도 두번째 확산세를 겪으면서 '학습효과'에 노출되기 시작. 제로코로나 & 락다운 충격에 대한 불확실성은 축소될 것
- ✓ 중국 정부의 플랫폼경제 (빅테크기업) 지원 기조 주목. 중요한 건 지원을 결정한 이유가 '고용창출'이라는 점. 2020년보다 부진한 상황을 지내고 있는 중국 입장에서 고용 영향력이 큰 민간경제 회복/활성화는 반드시 필요한 조치
- ✓ 일련의 경제 지원책 발표 이후 중국 정부의 정책 방향성은 구조적으로 성장하는 혁신산업 (신재생/테크 등) 지원으로 전환. 극도의 공포심이 해소되면서 외국인자금도 5월 하순부터 중국 주식시장으로 본격적으로 복귀. 기존의 정상적인 투자 로직으로 회귀 필요

중국이 최악의 상황을 지날 수 있도록 정부가 실질적인 액션을 취하고 있다면, 올해 초 나타난 비이성적인 투자 행태 역시 정상화시킬 필요가 있다. 우리는 중국 정부가 2020년부터 구조적 성장 산업으로 제시하고 있는 신재생 (태양광/반도체)와 신에너지자동차 (전기차), 반도체, 빅테크를 유망업종으로 제시한다. 각 업종별 유망종목은 BYD Company (전기차; 002594 SZ), Longi Green Energy Tech (태양광; 601012 SH), MingYang Smart Energy (풍력; 601615 SH), NAURA Technology Group (반도체; 002371 SZ), Baidu, Inc. (빅테크; 9888 HK), ETF는 항생테크지수 추종 ETF인 3033 HK, 전기차 테마 ETF인 2845 HK, 신재생 테마 ETF인 2809 HK다.

II. 주요 그림

[그림1] 글로벌 IB 들의 2022 년 중국 경제성장률 전망치는 계속 하향 조정



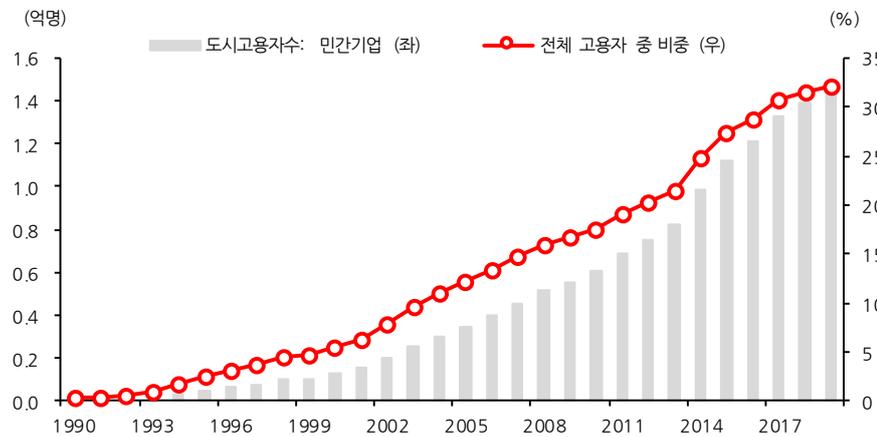
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 이제 두번째 확산기를 겪은 중국. '학습효과'를 사용할 수 있는 단계로 진입



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국 전체 고용의 30% 이상을 민간기업이 담당. 영향력 큰 플랫폼경제 활성화 필요



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

III. 20 차 당대회를 해석하는 방법

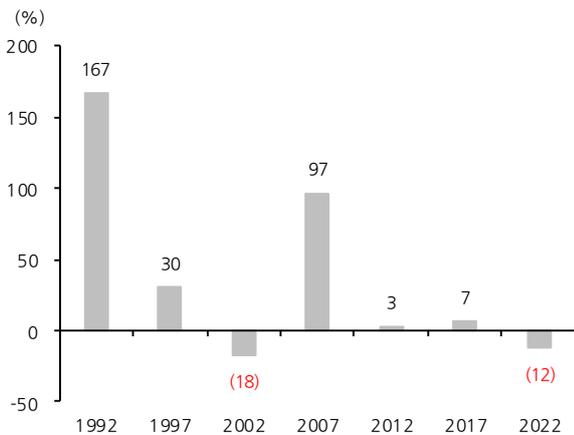
1. 지도부 교체 → 주식시장 반등?

하반기 당대회를 앞두고 중국 정부가 주식시장 반등을 이끌 것이라는 기대가 높아지고 있다. 그러나 다른 나라들과 달리 중국은 ‘지도부 교체 = 주식시장 반등 견인’이라는 논리가 통하기 어렵다. 정권 강화를 위해 ‘자본주의의 산물’이라고 볼 수 있는 주식시장을 강조하는 건 어울리지 않기 때문이다. 투자자들에게는 아쉽지만 중국 정부가 바라보는 주식시장은 부동산/고용 등 실물경제가 안정적으로 유지될 수 있도록 자금을 지원해주는 ‘유동성 창구’로서의 역할에 머물러 있다. 매 당대회 시즌의 주가 수익률은 참고용으로만 해석해야 한다.

1990년 이후 진행된 6차례 당대회에서 상해종합지수는 5차례 상승, 1차례 하락했다. 확률적으로 본다면 당대회 개최해에 주식시장이 상승 마감할 확률은 83% 이상이다. 유일하게 하락한 2002년의 연간 수익률은 -18%였고, 올해 연초대비 수익률은 -12%다 (6/3 종가 기준).

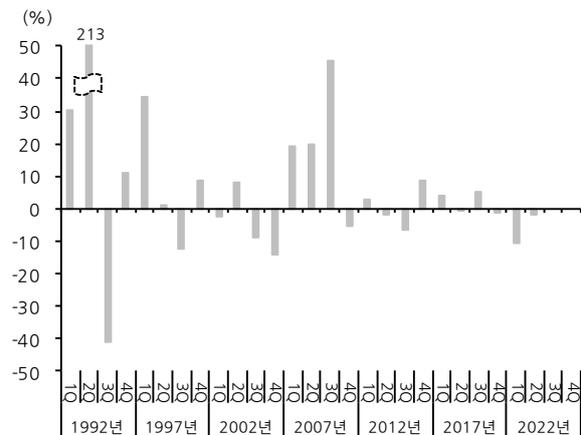
다만, 수익률 주기를 조금 더 짧게 살펴보면 (분기별 수익률) 뚜렷한 패턴은 확인되지 않는다. 일반적인 당대회 개최 일정 (10월말~11월초)을 고려해 3분기에 주가 수익률이 다른 분기보다 좋을 것이라는 기대는 과거 수익률에서 확인할 수가 없다. 특히 2010년대 이후에는 주가 변동성이 크게 줄었다. 어떤 한 분기를 특정해서 주가 수익률이 두드러질 것으로 예상하는 건 추측에 불과하다. 섹터별로도 유의미한 결과는 확인되지 않는다. 2002~2017년 분기별 수익률 최상/최하위 섹터는 모두 다르다. 같은 해 안에서도 한 업종이 시장을 이끌어 가는 모습도 부재하다.

[그림4] 과거 6 차례 당대회 해에는 5 차례 상승장



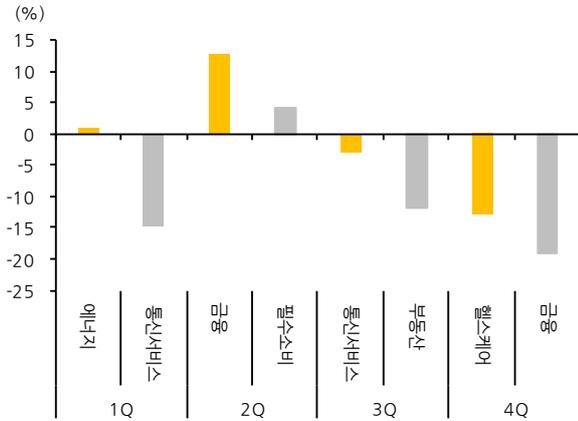
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 분기별로 뚜렷한 패턴은 확인되지 않음



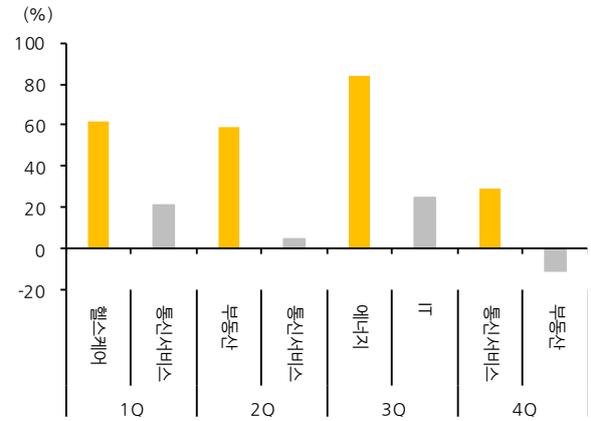
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2002년 분기별 수익률 최상/최하위 섹터



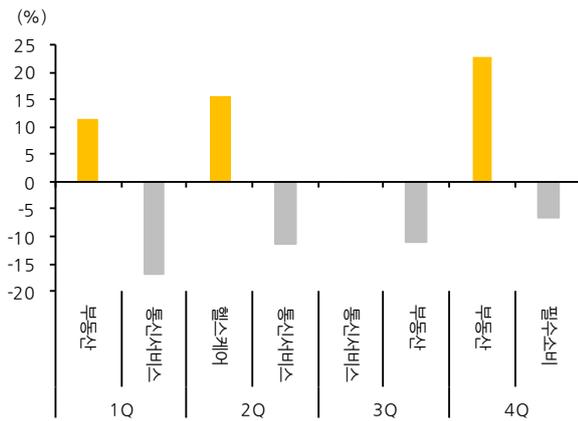
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2007년 분기별 수익률 최상/최하위 섹터



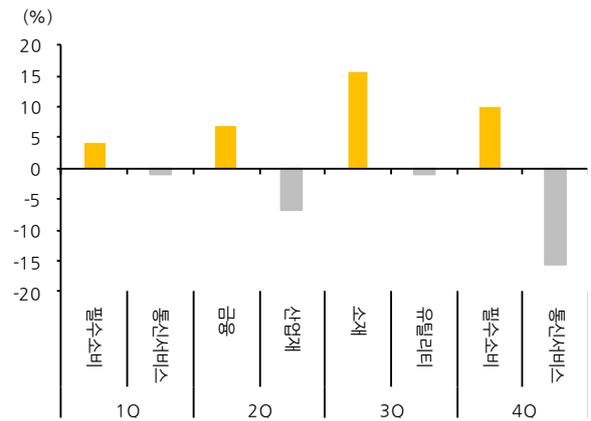
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2012년 분기별 수익률 최상/최하위 섹터



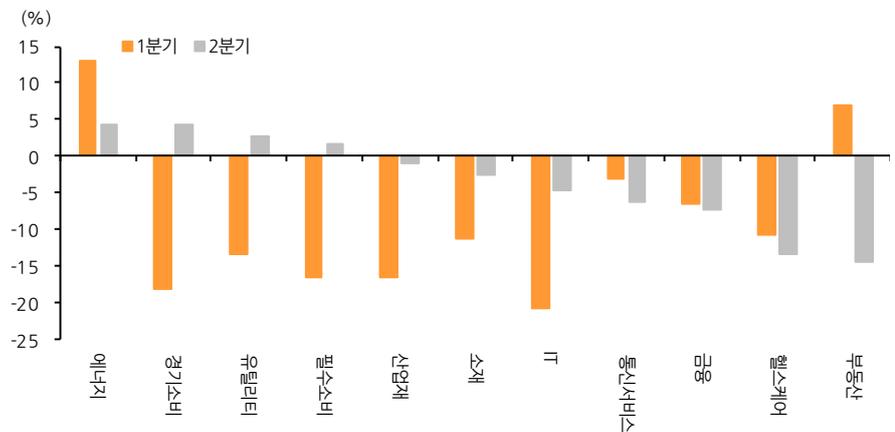
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2017년 분기별 수익률 최상/최하위 섹터



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2022년 1~2분기 섹터별 수익률 변화



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2. 시진핑 vs. 리커창이 아니다

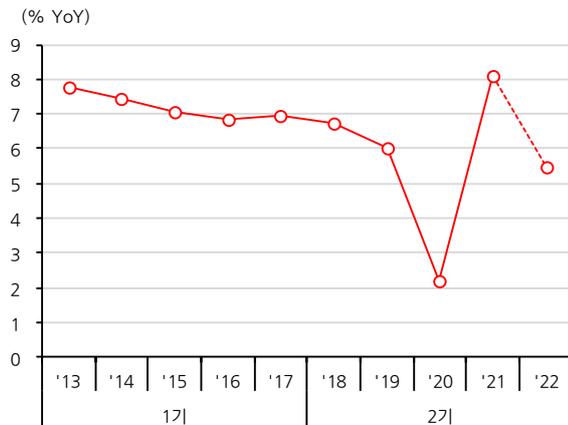
주식시장 부양 외에도 중국 정권 교체설 (시진핑 주식→리커창 총리)도 불거지고 있다. 특히 이번 당대회는 지난해부터 중국 경제 및 주식시장에 그다지 우호적인 태도를 보이지 않았던 시진핑 주석의 3연임이 공식화될 수 있는 자리만큼 교체 가능성에 대한 다양한 해석과 추측이 난무하고 있다.

최근 리커창 총리의 활동이 부각되기 시작하면서 정권 교체설은 더욱 힘을 얻고 있다. 올해 초 상해시 코로나19 확산 및 락다운으로 인해 중국 전반적인 경제 활동이 충격을 받았다. 동태적 제로코로나 기조를 유지하고 있기 때문에 경제를 정상화시키는 데도 일부 한계에 부딪힐 수 밖에 없는 구조다. 리커창 총리가 직접 등판하는 횟수가 늘어나기 시작했고, 리커창 총리는 등판 때마다 ‘경제가 최악을 지나고 있다’고 강조했다.

시장 관점에서 바라봤을 때 합리적인 결정을 내리고 경제와 민생을 지키려는 건 리커창 총리일 것이다. 실제로 5월 리커창 총리가 등판하기 시작하면서 경제의 저점을 기대하게 됐고, 주식시장도 반등하기 시작했다. 그러나 이를 정권 교체의 시그널로 해석하는 것은 과도하다는 판단이다.

이유는 간단하다. 상황이 악화될수록 중국 경제 전반을 관리하는 국무원의 수장인 리커창 총리가 부각되는 것은 당연한 수순이며, 강조하고 있는 경제지원책도 기존의 당 수뇌부가 결정한 방향성에서 크게 벗어나지 않는다 (인프라투자 강화, 동태적 제로코로나 기조 유지 등). 중국의 경제를 이끌어가는 주체가 시진핑에서 리커창으로 전환됐다고 보기에는 어렵다. 또한 3월 양회에서 리커창 총리는 올해가 본인 임기의 마지막 해라는 점을 언급한 바 있다 (올해는 이번 지도부의 마지막 해이자 나 (리커창)의 총리 임기 마지막 해).

[그림11] 시진핑 정부 출범 이후 경제성장률 추이



주: 2022년은 연간 목표치 (5.5% 전후)
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 시진핑 정부 출범 이후 본토/홍콩 추가추이

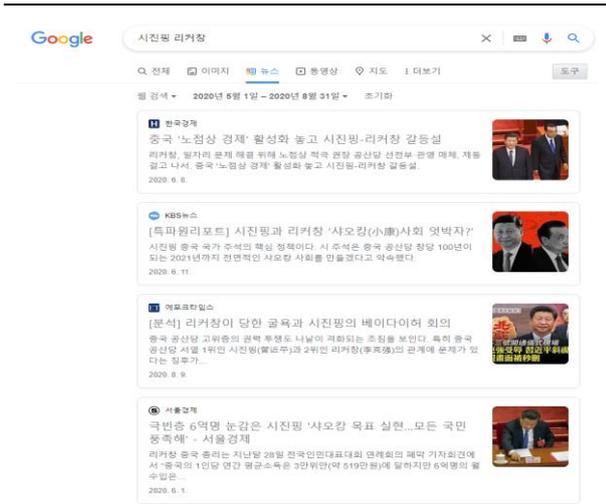


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

최근 뉴스 헤드라인을 장식하는 ‘교체, 갈등, 엇박자’ 표현은 2년전에도 있었다. 올해 시진핑 주석과 리커창 총리의 갈등을 야기한 키워드가 ‘동태적 제로코로나’였다면, 당시에는 ‘노점상 경제’였다. 특히 2021년 전면적인 샤오캉사회 달성 선언을 앞두고 리커창 총리가 ‘빈곤 문제가 아직 해결되지 않았다’는 뉘앙스로 노점상 경제를 활성화해야 한다고 주장했다. 당시 중국 관영매체에서는 ‘노점상 경제’라는 단어 사용을 금지하고 기존 보도 내용을 삭제해왔다. 사실상 시진핑 주석 중심의 권력 체계를 다시 한 번 강화한 것으로 해석된다.

올해도 달라질 것은 없어 보인다. 시진핑 주석은 공산당 이론자인 치우스(求是)를 통해 중국과 공산당의 방향성에 대한 가이드라인을 제시하고 있으며, 주요 부처들의 경제 지원책은 여전히 ‘시진핑 신시대 중국 특색의 사회주의 사상 지도 하에~’로 시작되고 있다. 시진핑 주석 3연임 가능 여부는 더 이상 논의거리가 아니다. 불확실성을 야기할 이슈가 아니라면 하반기 중국 시장을 바라볼 때 크게 고려할 문제가 아니다.

[그림13] 2020년 5~8월 ‘시진핑 리커창’ 검색 결과



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 2022년 6월 5일 ‘시진핑 리커창’ 검색 결과



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 시진핑 주석은 <치우스> 통해 중국 및 공산당 방향성 제시

| 차수 | 계재일 | 제목 |
|-----|------------|--|
| 1기 | 2022-01-01 | 역사를 교훈 삼아 미래를 만들고, 열정적으로 몰두하며 전진하자 |
| 2기 | 2022-01-16 | 중국의 데이터경제를 강화해가자 |
| 3기 | 2022-02-01 | 중대한 임무를 맡을 수 있는 국가기둥이 되자 |
| 4기 | 2022-02-15 | 중국 특색의 사회주의 법치제도 지속하고 발전을 추진하자 |
| 5기 | 2022-02-28 | 중앙인민대표대회 코멘트 |
| 6기 | 2022-03-16 | 중국인민정치협상회의 설립 70주년 축하사 |
| 7기 | 2022-04-01 | 삼농 (농촌/농업/농민) 문제 해결을 당 최고 임무로 설정. 농촌진흥을 위해 전력을 다하라 |
| 8기 | 2022-04-16 | 중국 사회보장사업의 고품질 발전을 추진하라 |
| 9기 | 2022-05-01 | 과학기술강국 건설 가속화. 기술 자립자강을 이루자 |
| 10기 | 2022-05-16 | 중국 발전의 주요 이론과 실질문제를 명확하게 인지하라 |
| 11기 | 2022-06-01 | 인간과 자연이 공존할 수 있는 현대화를 이루자 |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

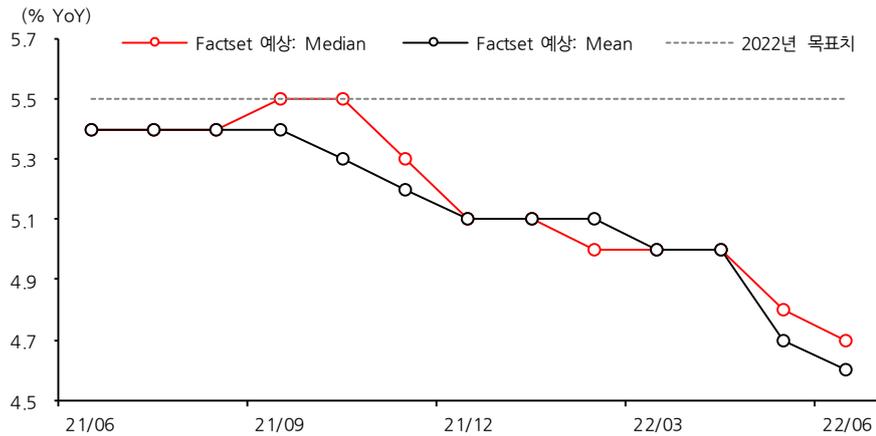
3. 리커창 총리의 부각은 경제 부양책 강화의 시그널

리커창 총리로 정권이 교체되는 것이 아니라면, 최근의 행보는 어떻게 이해해야 할까?

앞서 언급한 바와 같이 경제 전반을 관리해야 하는 리커창 총리가 부각되고 있다는 점은 역설적으로 ‘중국의 경제 상황이 녹록치 않으며, 강력한 부양조치가 필요’하다는 것을 의미한다. Factset에 따르면 최근 1년간 2022년 중국 경제성장률 전망치는 계속 하향 조정되고 있다. 최근 (6/3) 전망치는 4.6~4.7%로 3월 양회에서 제시한 목표치 (5.5% 전후) 대비 1%p 가까이 낮은 수준이다. 2분기 경제는 역성장을 예상하고 있다.

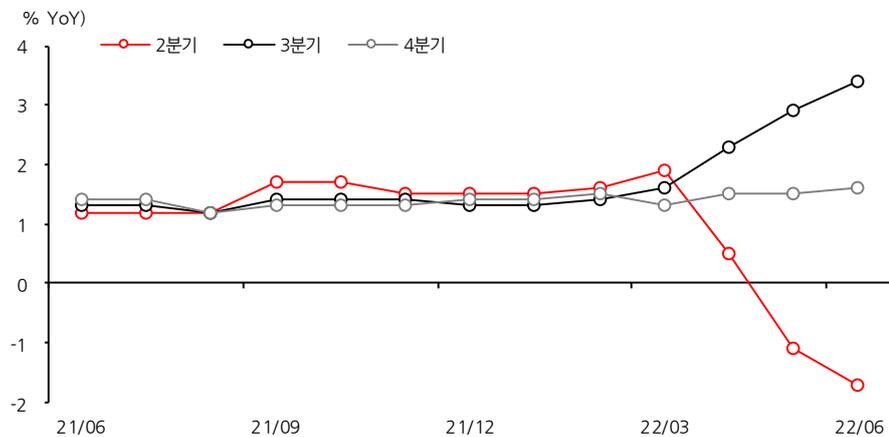
올해 1분기 4.8%의 경제성장률 기록 이후 경제성장 목표 달성 가능성에 대한 의문이 증폭됐고, 연초부터 ‘립서비스’에만 머물렀던 중국 정부에 개인/기관/외국인 투자자 모두 등을 돌리기 시작했다. ‘실질적인 액션’을 기다려왔던 투자자들은 ‘중국 정부가 정책을 사용하지 않는 것이 아니라, 못하는 것’이라는 평가까지 내리기 시작했다.

[그림15] 중국 2022년 연간 경제성장률 목표치 전망치 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 중국 2022년 2~4분기 경제성장률 목표치 전망치 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

변화는 4월 말부터 가시화됐다. 왕이밍 인민은행 통화정책위원은 4월 보아오포럼 아시아 연차회의에서 ‘더 강력한 정책 통해 2분기 경제성장률을 반드시 5% 이상으로 돌려 놓겠다’고 강조한 바 있다. 올해 들어 중국 경제성장 목표에 대해 정부 관계자가 공개석상에서 구체적인 숫자를 제시한 것은 이례적이라는 판단이다.

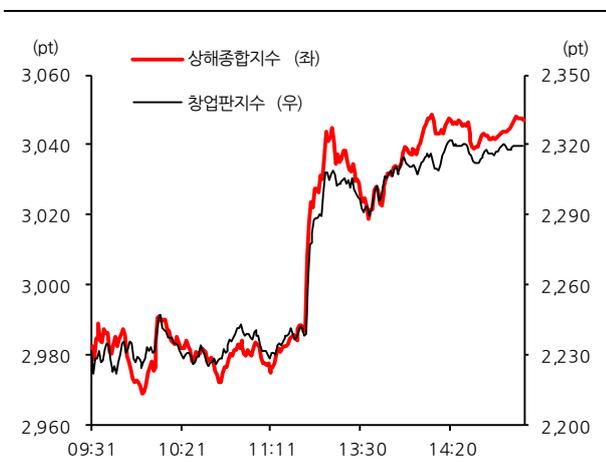
특히 4~5월 상해 락다운 충격으로 생산/소비 활동이 전반적으로 둔화된 가운데 나온 발언이었기 때문에 중국의 정책 변화에 대한 기대가 다시 살아나기 시작한 것으로 보인다. ‘정말 2분기 경제성장률을 5%대로 끌어올릴 수 있는지’를 고민하기 보다는 그동안 ‘아무것도 하지 않았던 중국 정부가 긴급함을 드러내고 있다는 것’이 포인트다.

중국 정부가 기대심리를 개선시키고 경제 회복을 위해 적극적인 액션을 취할 것이라는 건 4월 정치국회의에서 드러났다. 일반적으로 중국의 주요 회의 내용이나 정책은 늦은 저녁이나 주말에 발표되어 왔는데, 이번 4월 정치국회의는 달랐다.

- 코로나19 방역: 동태적 제로코로나 유지. 생명 보장 최우선
- 경기부양: 경제성장률 목표 달성에 총력. 인프라투자 강화. 코로나19 충격 산업지원
- 산업지원: 각 지방정부 상황에 맞는 부동산 정책 시행. 플랫폼 경제 발전 추진
- 구조적변화: 공급측 개혁 추진. 기술국산화 가속화
- 인재육성: 기초연구 분야 인재 중점 육성

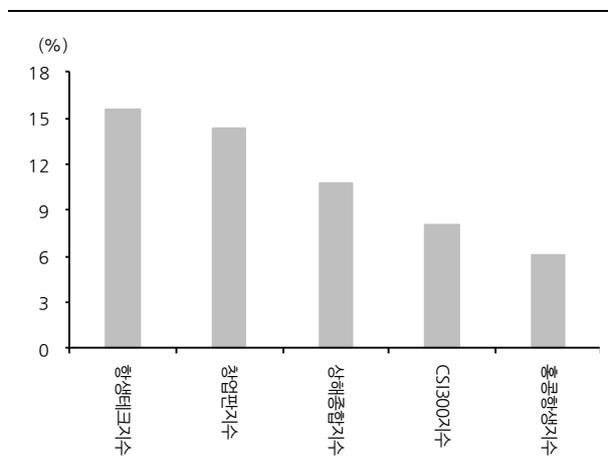
4월 정치국회의록 발표는 오후 12시 (한국시간 13시)에 발표됐고, 오전까지만 해도 부진했던 주요 지수는 상승 마감했다. 5월 노동절 연휴를 앞두고 최대한의 기대감을 심어 주겠다는 의도였고, 이는 실질적인 행동으로 이어졌다. 연휴 이후부터 리커창 총리를 중심으로 한 지방정부 및 주요 부처들의 경기 부양책이 연이어 발표됐다. 상해종합지수는 4월 저점 (4/26 2886.43pt)에서 10.7% 반등했다.

[그림17] 2022년 4월 29일 중국 증시 주요지수 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 4월 저점 이후 중국 주요지수 반등폭



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

무엇보다 뚜렷한 변화는 리커창 총리의 강력한 발언이다. 올해 리커창 총리가 주재하는 국무원 상무회의는 15차례 개최됐는데, 4월 이후에만 8차례 진행됐다. 4월 하순경부터는 고용, 물류, 경제 정상화 등 키워드를 중심으로 각 지방정부와 정부 관계자에 노골적이고 강력한 주문을 제시하고 있다. 5월 23일에 열린 상무회의에서 리커창 총리는 각 '현재 상황이 급박하다는 것을 인지해야 하며 경제 안정화를 위해 전력투구해야 한다'고 강조했다. 동시에 각 지방정부의 경제 지원책 운영상황을 직접 감독할 것이라고 밝혔다.

- 재정: 연간 2.64조위안 감세 목표, 중소기업/소상공인 사회보험료 정책 도입 연기
- 금융: 중소기업/소상공인 전용 대출 (인클루시브금융) 쿼터 2배 확대
- 공급망: 기업 생산 재개 지원, 물류활동에 불합리한 정책 전면 폐지
- 소비/투자: 600억위안 규모 승용차 구매세 점진적 감면, 8월까지 특수채 발행 완료
- 에너지 안보: 석탄 생산/공급 보장
- 실업/취약계층 보호

[표2] 리커창 총리는 올해 들어 15 차례 국무원 상무회의 주재

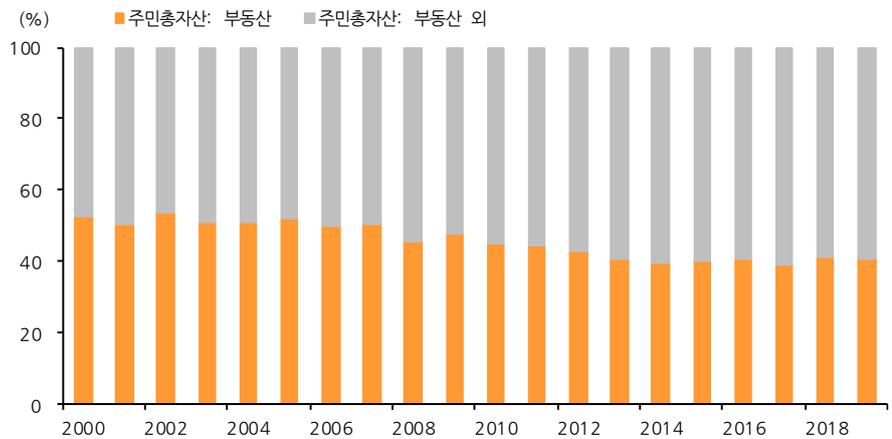
| 월 | 개최일 | 주제 |
|----|------------|---|
| 1월 | 2022-01-04 | 행정허가 리스트 관리 전면 실시, 기업신용리스크 분류 관리 시행 |
| | 2022-01-10 | 14차 5개년 계획 및 특별 프로젝트 추진, 유효투자 확대 |
| | 2022-01-19 | 춘절연휴 석탄/전력/기름/가스 공급 보장, 일부 감세 정책 연장 |
| 2월 | 2022-02-14 | 2022년 정부공작보고 준비, 공업경제 성장 & 서비스경제 지원 강화 |
| 3월 | 2022-03-14 | 정부공작보고 업무 분장, 안정적인 경제운영 보장 요구 |
| | 2022-03-21 | 대규모 증치세 환급 실시 결정, 자본시장의 안정적인 발전 추진 |
| | 2022-03-29 | 주요 안전사고 방지, 유효투자 강화 통한 경제성장 촉진 |
| 4월 | 2022-04-06 | 코로나 19 충격 산업에 대한 양로보험 지원, 적절한 통화정책 수단 운용 |
| | 2022-04-13 | 소비촉진 정책 준비, 수출세 환급 등 지원 강화, 시장주체들의 자금조달 비용 절감 |
| | 2022-04-20 | 농업생산 보장, 주요 농산품 안정 공급 보장 |
| | 2022-04-27 | 고용 정책 강화, 교통/물류 보장 |
| 5월 | 2022-05-05 | 중소기업 및 소상공인 지원 강화 및 고용 안정화, 공급체인 안정화 |
| | 2022-05-11 | 고용 보장 위한 재정/통화정책 강화, 유효투자 확대 |
| | 2022-05-23 | 일련의 경제 지원책 통해 중국 경제의 정상화 궤도 안착 총력 |
| 6월 | 2022-06-01 | 일련의 경제 지원책 출시 가속화, 기초생활 보장 |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

1) 부동산 지원 & 금리 인하

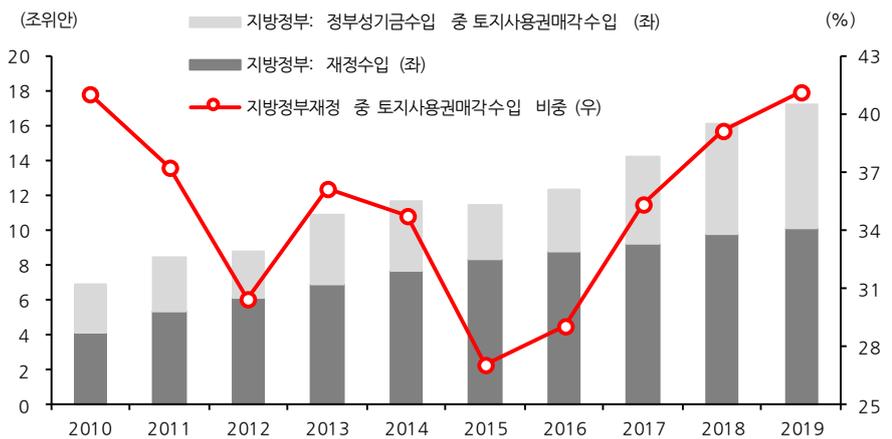
중국인들의 전체 자산 중 부동산 비중은 40.4%에 달한다 (비금융자산의 93%). 중국 지방정부 재정의 40%는 토지사용권 매각을 통해 확보된다. 부동산 거래/개발 활성화의 전제조건인 부동산 기업들의 토지 구매가 이뤄지지 않는다면 지방정부 재정에 직접적인 충격을 미칠 수 밖에 없다. 부동산 시장이 안정적으로 유지되지 않는다면, 소비/투자 등 전반적인 경제 활동은 지금보다 빠르게 위축될 것이다.

[그림19] 중국인 보유자산 중 부동산 비중은 40% 이상 (비금융자산의 93%)



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

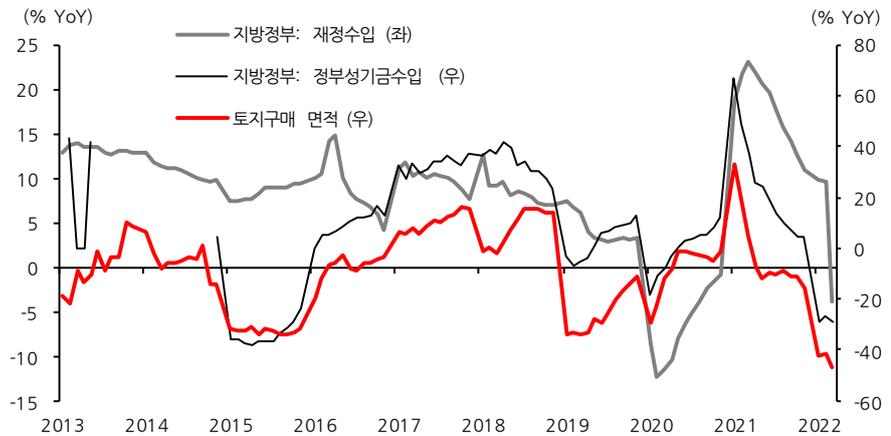
[그림20] 중국 지방정부 재정 중 40%가 토지사용권 매각 수입



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

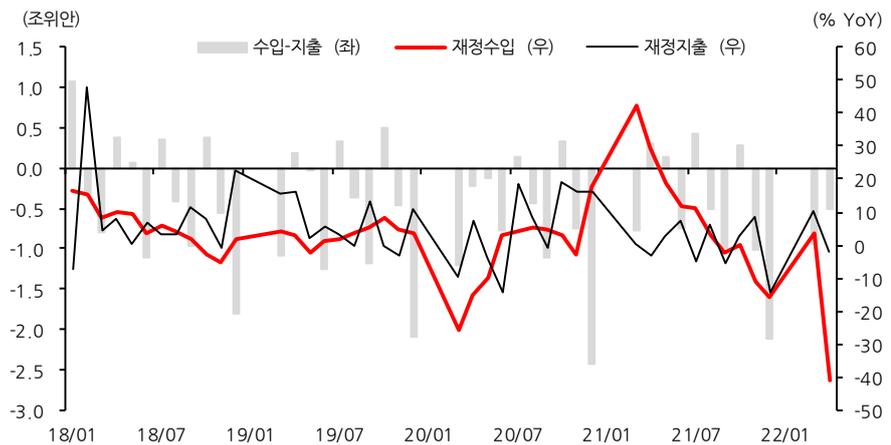
실제로 4월 중국 중앙정부 재정수입은 41.3% 급감했고, 지방정부 재정수입도 코로나19 이후 처음으로 역성장을 기록했다. 재정부와 각 지방정부 담당자는 4월 재정수입 급감의 이유를 '중국 정부의 감세 및 환급 정책 때문'이라고 밝혔다. 앞서 언급한 바와 같이 2020년 코로나19 이후 중국 정부의 재정정책은 '시장 주체들에 대한 감세'가 핵심이기 때문에 상대적으로 안정적인 수입이 유지될 수 있는 부동산 시장에 대한 의존도는 더욱 높아질 수 밖에 없다.

[그림21] 중국 주요 부동산 디벨로퍼들의 토지 구매 급감 → 지방정부 재정 타격



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 올해 4월 중국 재정수입 급감 (-41.3% YoY)

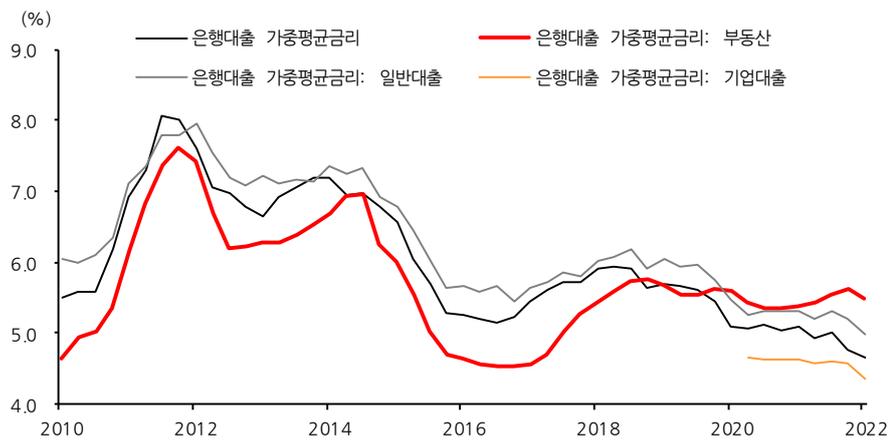


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

부동산 시장이 정부의 의지와는 다른 방향으로 흘러가면서 5/15 인민은행과 은행보험 감독관리위원회는 부동산대출 금리 하한을 낮추는 특단의 조치를 발표했다. 이번 조정 이전부터 주요 은행들이 대출 금리를 LPR 수준까지 인하한 상태였고, 일부 지역은행은 LPR보다 낮은 수준의 부동산대출 상품을 판매하고 있었다. 2019년 LPR 개혁 이후 중국 정부가 유지해온 부동산 대출 금리 하한 기준은 'LPR보다 낮을 수 없다'였다. 부동산 시장에 포커스를 둔다면 이번 조치가 LPR 인하보다 강력하게 해석될 수 있다. 2분기 중국 부동산 시장의 저점을 기대하게 하는 핵심 조치로 작용할 것으로 예상된다.

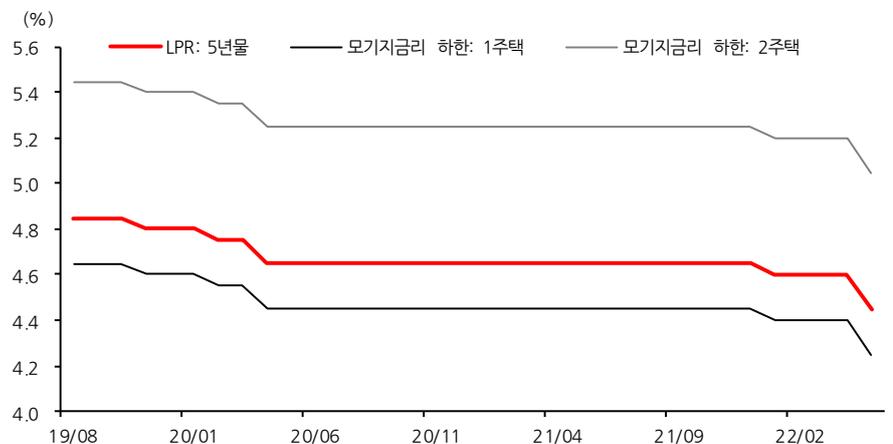
- 1주택: 기존 규정은 부동산대출 금리 하한이 LPR보다 낮을 수 없었지만, 이번 정책 개정을 통해 LPR-20bp까지 가능
- 2주택 이상: 현행 규정 유지 (LPR+60bp 이상)

[그림23] 2020년부터 중국 부동산 대출 금리는 일반 대출금리 보다 높은 수준



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 인민은행은 부동산대출 금리 (첫주택)를 LPR 대비 최대 -20bp 인하하도록 규정 변경

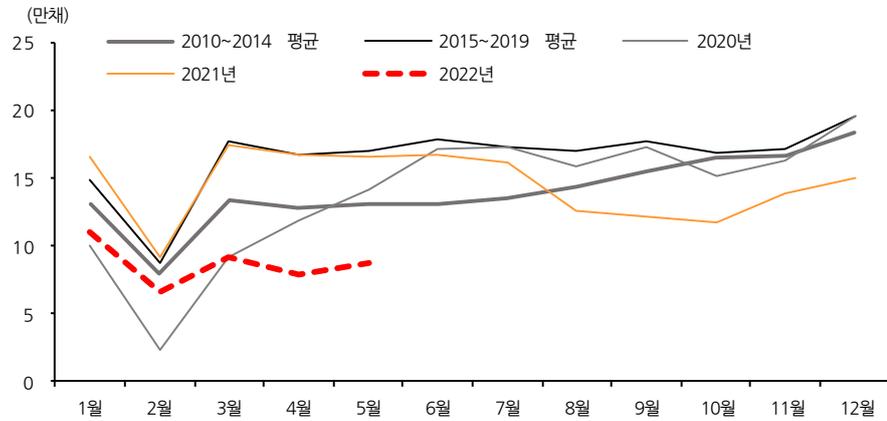


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

별써 중국 정부의 부동산 살리기 정책 효과가 나타나고 있다는 평가는 시기상조겠지만 5월 중국 부동산 거래는 4월대비 개선됐다. 물론 아직 기존의 추세에 미치지 못하고 있으며, 무엇보다 2020년 코로나19 충격 이후의 회복 속도도 따라가지 못하고 있다. 부동산 시장을 포함한 중국 경제의 회복 속도는 2020년 코로나19 때와는 다르다.

부동산금리 하한 인하는 인민은행을 포함한 중국 금융당국의 승부수라고 생각한다. 과거보다 부동산 시장이 활발해지는 건 어려울지 몰라도 최소한 추세선(정상궤도)에 도달하게 만드는 것이 중국 정부의 목표로 보인다. 6~7월 중국 부동산 시장의 회복이 더디다면 3분기 추가 하한 인하 혹은 금리 인하 가능성도 배제할 이유가 없다.

[그림25] 중국 주요 30개 도시 부동산거래는 2020년 코로나 19 충격 보다도 부진

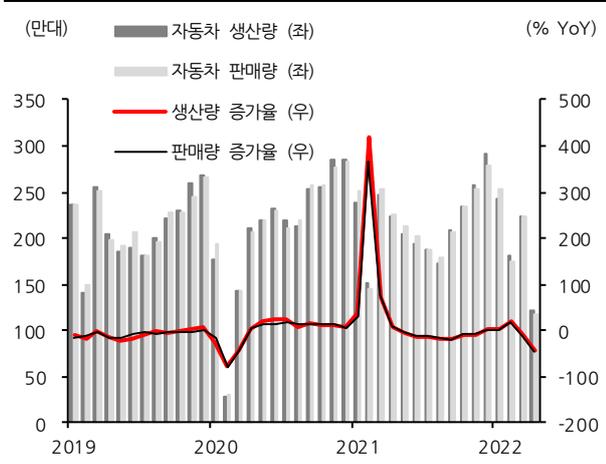


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2) 소비 촉진

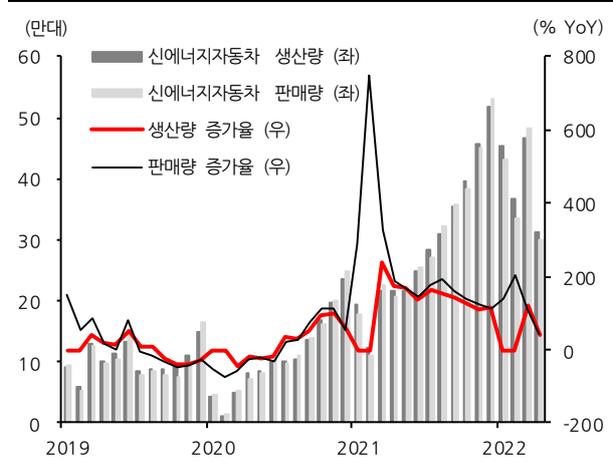
4~5월 상해 락다운으로 가장 큰 충격을 맞았던 산업은 무엇보다 자동차였다. 상해시는 중국 전체 자동차 생산의 11%를 차지한다. 상해와 비슷한 시기에 코로나19 확산세가 있었던 광둥성과 길림성까지 포함한다면 총 36%의 자동차 생산이 영향을 받은 것이다. 수요에 대한 우려도 여전한 가운데 생산까지 제한되면서 4월 중국 자동차 생산/판매량은 각각 전년동기대비 -46%, -48% 급감했다. 내연차 대비 상대적으로 견고한 모습을 보여왔던 신에너지자동차 생산/판매도 2020년 12월 이후 처음으로 두자리대 성장률까지 둔화됐다.

[그림26] 중국 자동차 생산/판매량 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 중국 신에너지자동차 생산/판매량 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중국 자동차 생산기지는 비교적 전국적/균형적으로 분포되어 있으나,

| 비중 (%) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 변화 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 동부-화둥 | 16 | 16 | 17 | 16 | 16 | 17 | 19 | 18 | 17 | 17 | 19 | |
| 서남 | 20 | 20 | 20 | 22 | 21 | 21 | 17 | 16 | 17 | 18 | 17 | |
| 동부-화남 | 9 | 12 | 10 | 11 | 11 | 12 | 12 | 13 | 13 | 14 | 16 | |
| 중부-장강 | 16 | 14 | 14 | 16 | 17 | 17 | 15 | 16 | 16 | 16 | 16 | |
| 동부-화북 | 20 | 19 | 19 | 18 | 18 | 17 | 17 | 18 | 18 | 16 | 14 | |
| 동북 | 14 | 15 | 16 | 14 | 13 | 13 | 14 | 15 | 14 | 12 | 12 | |
| 서북 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | |
| 중부-황하 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | 2 | 3 | |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 상반기 코로나 19 확산세가 두드러졌던 광둥/상해/길림 지역은 중국 자동차 생산에서 중요한 위치

| 비중 (%) | 2012 | 2014 | 2016 | 2018 | 2020 | 2021 | 2022 | 변화 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 광둥 | 8 | 9 | 10 | 11 | 13 | 13 | 15 | |
| 상해 | 10 | 10 | 9 | 11 | 11 | 11 | 11 | |
| 길림 | 10 | 10 | 9 | 10 | 11 | 9 | 10 | |
| 호북 | 8 | 7 | 9 | 9 | 9 | 8 | 8 | |
| 중경 | 10 | 10 | 9 | 6 | 6 | 8 | 8 | |
| 광시자치구 | 8 | 9 | 9 | 8 | 7 | 7 | 7 | |
| 안휘 | 5 | 4 | 5 | 3 | 4 | 6 | 5 | |
| 북경 | 8 | 9 | 8 | 6 | 7 | 5 | 3 | |
| 허북 | 4 | 4 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | |
| 산둥 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 | 4 | 5 | |
| 절강 | 2 | 1 | 2 | 4 | 4 | 4 | 5 | |
| 요녕 | 4 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 | 2 | |
| 섬서 | 3 | 2 | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 | |
| 강소 | 4 | 5 | 5 | 4 | 3 | 3 | 3 | |
| 천진 | 3 | 2 | 2 | 3 | 4 | 3 | 2 | |
| 사천 | 2 | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 | 2 | |
| 허남 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| 강서 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | |
| 복건 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| 허남 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

상해 락다운 해제와 함께 자동차 생산은 재개되고 있고, 중국 정부는 전체 소매판매의 10%를 차지하는 자동차 판매를 회복시키기 위해 총력을 다하고 있다. 중국 재정부의 앞서 국무원 상무회의에서 언급한 바와 같이 600억위안 규모 승용차 구매세를 면제한다고 (배기량 2,000cc 이하 & 판매가 30만위안 이하 승용차) 발표했다. 신에너지자동차 구매세 면제는 이미 진행되고 있기 때문에, 이번 조치는 사실상 내연차를 대상으로 한다.

재정부 관계자는 이번 조치 혜택 차량은 870만대에 다할 것으로 내다봤으며, 중국승용차정보연석회는 구매세 면제를 통해 200만대 이상의 판매가 증가할 것으로 예상했다. 올해 중국승용차정보연석회의 중국 승용차 판매량 전망치는 기존 1,900만대였는데, 이번 조치로 2,100만대로 상향조정됐다. 2021년 판매량 (2,150만대)과 유사하다.

같은 날 4개 중국 부처는 26개사 70개 신에너지자동차 모델을 대상으로 자동차하향 정책을 실시한다고 밝혔다 (산서/길림/강소/절강/하남/산둥/호북/호남/해남/사천/감숙 등 11개 지역에서 3~4선 도시 결정해 시행). 2021년 신에너지자동차 하향정책으로 판매된 자동차는 106.8만대로 (+169.2% YoY)로 전체 판매량의 30%를 견인했다. (내연차 대상의) 승용차 구매세 면제 소식에 앞으로 신에너지자동차는 소외받는 것이 아니냐는 걱정이 많았지만, 역시나 기우에 불과하다. 이미 둔화되고 있는 내연차 시장을 일시적으로 반등시켜 경제 회복을 도모하는 것과 구조적으로 성장하고 있는 신에너지자동차 시장을 비교하는 것 자체가 무리다. 중국 신에너지자동차 시장에 대한 걱정은 불필요하다.

[표5] 올해 말까지 26개사 70개 신에너지자동차 모델에 대해 자동차하향 정책 실시

| 완성차기업 | 모델명 | 완성차기업 | 모델명 | 완성차기업 | 모델명 | 완성차기업 | 모델명 |
|------------|---------------|-------------|-------------|------------|--------------|-------------|-----------|
| 제일자동차 | 홍치 E-QM5 | 상해 GM 우링 | 홍광 Mini EV | 길리자동차 | 지허 C | 웨이마 | 웨이마 EX5-Z |
| 동평자동차 | 평선 E70 | | 바오쥘 Kiwi EV | | 지허 A Pro | | 웨이마 E5 |
| | 치전 D60EV | | 우링롱광전동차 | 디하오 EV Pro | 웨이마 W6 | | |
| | 치전 T60EV | 우링 Nano EV | 장성자동차 | 오우라 굿캣 | 신하이스EV | | |
| | 핑싱 S50EV | 뵈팅 NAT | | 오우라 굿캣 GT | 화천신웬 | 하오웨이하오EV | |
| | 동평 EX1Pro | 동평샤오강 | 핑광 Mini EV | 장화이자자동차 | 스하오 E10X | 예마자동차 | 신웬 T50EV |
| 동평훈다 MN-V | 동평샤오강 EC36 | | 스하오 E40X | | 레이딩망귀 | | |
| 중경자동차 | Lumin | 광저우아이온 | AION Y | | 스하오 E50A | 위지에자동차 | 레이딩망귀 Pro |
| | 뵈뵈 E-Star | | AION S | | 스하오 E50A Pro | | 핑커뒤뒤 |
| | 이동 EV460 | | AION Plus | BYD | 하이툰 | 허황치처 | 허황 Z03 |
| | 창안루이싱 EM60 | AION V Plus | E2 | | 지마이자자동차 | 링바오 BOX Pro | |
| | 창안즈싱 9EV | 광저우도요타 | 원 Pro | | | 링바오 COCO | |
| | 창안싱카EV | 포톤핑징 EV | 진 Plus EV | | NETA | 송 Plus EV | |
| | 창안오우상 EV | 베이징자동차 | 송 Plus EV | NETA V | | | |
| 창안오우상창싱 EV | 베이징 EU7 | NETA V Pro | 링파오 T03 | | | | |
| 상해자동차 | Clever | 치루이 | 샤오마이 EQ1 | 링파오 C11 | 신지아오자동차 | 지아오샤오링 | |
| | 룽웨이 i6 Max EV | | QQ 뵈치린 | 링파오 | | | |
| 페이디에 | 페이디에 Q2 | | 아이루이저 e | | | 링파오 C11 | |
| | | | 다마이 | | | | |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

3) 인프라투자 강화

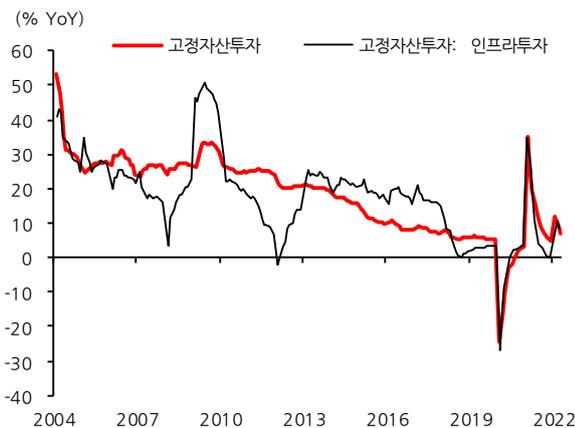
마지막으로 강력한 주문은 인프라투자다. 지난해 말부터 중국 정부가 강조해 온 ‘인프라 투자 조기 집행’이 1분기에는 성과를 거두며 경제성장률 하단을 지지했다. 1분기 중국 인프라투자 (누적)는 전년동기대비 10.5% 증가하며 2021년 5월 이후 다시 두자릿대 성장률로 복귀했고, 전체 고정자산투자 증가율은 9.3%에 달했다.

지난해 말 중국 정부가 강조한 인프라투자 사이클은 1분기에 최대한의 역량을 집중하고 남은 2~4분기에는 속도 조절을 통해 경제 회복을 도모하는 것이었다. 그러나 1분기 경제성장률이 4.8%로 내려앉았고, 상해 락다운 이후 2분기 경제성장률에 대한 우려가 크게 부각되기 시작했다. 인프라투자를 강조할 수 밖에 없게 되어버린 것이다. 4/29 중앙 정치국회의를 주재한 시진핑 주석부터 인프라투자를 강화하라는 주문이 재개되고 있다.

중국 정부의 인프라투자 속도/강도를 확인할 수 있는 지표는 지방정부 특수채권이다. 기존 중국 정부가 제시한 지방정부 특수채권 발행 완료 시기는 9월말까지였다. 그러나 점차 발행 완료 목표 시점이 앞당겨지고 있다. 5/23 국무원 상무회의에서 리커창 총리는 ‘8월말까지 지방정부 특수채권 한도를 대부분 발행하라’고 지시했고, 재정부는 ‘6월까지 대부분 발행하고 8월에 소진 완료하겠다’고 밝혔다. 2분기를 경제 저점으로 만들겠다는 중국 정부의 의지를 보여주는 결정이라고 판단한다.

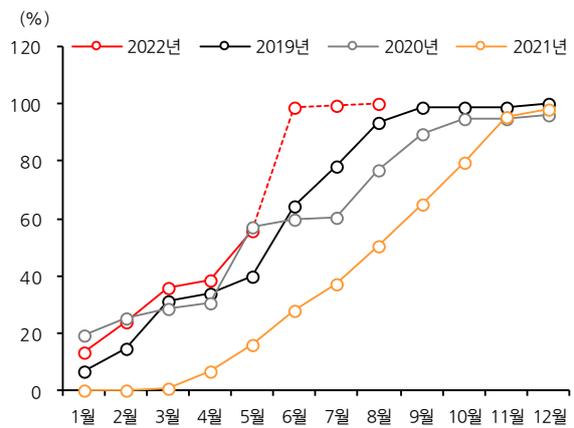
1~5월 지방정부 특수채권 발행 규모는 2.03조위안으로 연간 한도 (3.65조위안)의 56% 수준이다. 남은 6월동안 대부분의 발행을 완료하겠다는 목표를 제시한 만큼 데이터상으로는 6월에 시장 예상대비 강력한 회복 시그널이 감지될 수 있다. 6월에만 1.6조위안 이상이 발행되기 때문이다.

[그림28] 중국 인프라투자 및 고정자산투자 증가율



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 지방정부 특수채권 발행 추이



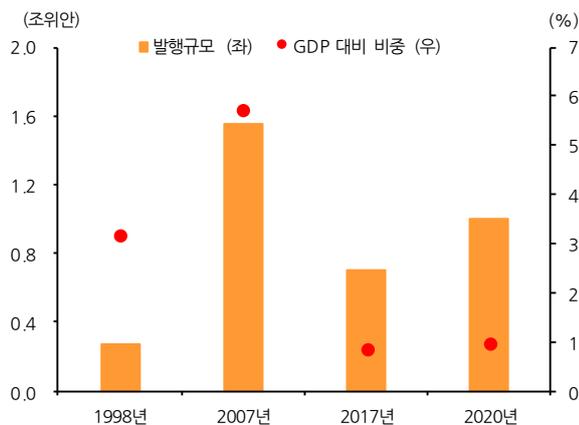
주: 6~8월은 예상 추이
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

특별국채 발행에 대한 기대도 합리적이다. 기존 운영되고 있는 재정정책 및 각종 지원책 외에도 현지에서 가장 활발하게 논의되고 있는 건 특별국채다. 2020년 코로나19 이후 중국의 재정정책은 감세 중심으로 진행되고 있으며, 중요한 재정수입원인 부동산 시장의 부진이 계속되면서 재정수입도 원활하지 못하기 때문이다. 현재 상황만으로는 적극적인 재정지출에는 한계가 있다고 생각한다

특별국채는 뚜렷한 목표와 목적성을 갖고 발행되는 추가자금이다. 공공예산이 아닌 정부성기금예산 항목에 잡히기 때문에 재정적자에도 포함되지 않는다. 즉 필요한 곳에, 필요한 시기에, 필요한 만큼 자금을 투입할 수 있다는 의미다. 지금까지 특별국채는 4차례 발행됐는데, 시기마다 사용목적에는 차이가 크다. 가장 최근의 발행 시기는 2020년 코로나19 충격에 대응하기 위함이었다. 지금의 중국 경제가 2020년만큼 어렵다는 것 (혹은 그 이상)이 시장의 평가다. 특별국채 발행 가능성을 높게 점치는 이유 중 하나다. 올해 특별채권 발행이 재개된다면 인프라투자 강화 용도로 사용될 가능성이 높다고 판단한다.

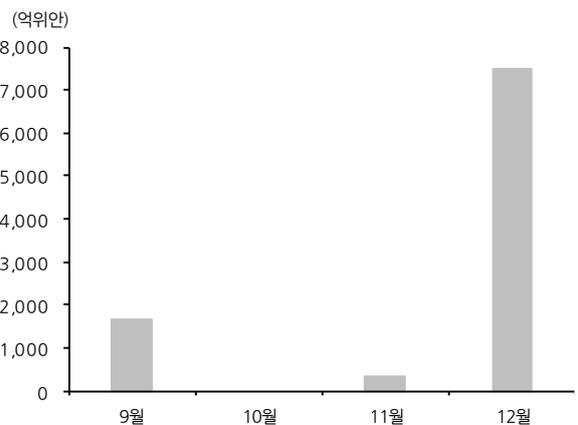
- 1998년 (2,700억위안): 4대 국유은행 (농업은행 933억위안, 공상은행 850억위안, 건설은행 492억위안, 중국은행 425억위안) 자본금 확충 및 금융위기 리스크 대응
- 2007년 (1.55조위안): 중국투자공사 (CIC) 설립 자본금 & 외환 투자 및 관리능력 제고 위함
- 2017년 (6,964억위안): 2007년 일부 만기 물량 대응
- 2020년 (1조위안): 공공위생 등 인프라 및 코로나19 방역 관련 지출 지원

[그림30] 지금까지 중국 특별채권 4 차례 발행



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 올해 9월부터 9,500 억위안 규모 만기도래 예정



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 4차례 특별채권 발행 리뷰

| 발행 결정일 | 발행차수 | 발행규모 (억위안) | 발행금리 (%) | 발행일 | 만기일 | 비고 |
|----------|------|---------------|-------------|------------|------------|------|
| 1998년 2월 | 1차 | 2,700 | 7.20 | 1998-08-18 | 2028-08-18 | 30년물 |
| 2007년 6월 | 1차 | 6,000 | 4.30 | 2007-08-29 | 2017-08-29 | 10년물 |
| | 2차 | 319.7 | 4.68 | 2007-09-17 | 2022-09-18 | 15년물 |
| | 3차 | 350.9 | 4.46 | 2007-09-21 | 2017-09-24 | 10년물 |
| | 4차 | 363.2 | 4.55 | 2007-09-28 | 2022-09-29 | 15년물 |
| | 5차 | 349.7 | 4.49 | 2007-11-02 | 2017-11-05 | 10년물 |
| | 6차 | 355.6 | 4.69 | 2007-11-16 | 2022-11-19 | 15년물 |
| | 7차 | 7,500 | 4.45 | 2007-12-11 | 2022-12-11 | 15년물 |
| | 8차 | 263.2 | 4.41 | 2007-12-14 | 2017-12-17 | 10년물 |
| 2017년 | 1차 | 4,000 | 3.60 | 2017-08-29 | 2024-08-29 | 7년물 |
| | 2차 | 2,000 | 3.62 | 2017-08-29 | 2027-08-29 | 10년물 |
| | 3차 | 360 | 3.59 | 2017-09-18 | 2022-09-19 | 5년물 |
| | 4차 | 340 | 3.59 | 2017-10-30 | 2022-09-19 | 5년물 |
| | 5차 | 264 | 3.59 | 2017-11-27 | 2022-09-19 | 5년물 |
| 2020년 5월 | 1차 | 500 | 2.41 | 2020-06-19 | 2025-06-19 | 5년물 |
| | 2차 | 500 | 2.71 | 2020-06-19 | 2027-06-19 | 7년물 |
| | 3차 | 700 | 2.77 | 2020-06-24 | 2030-06-24 | 10년물 |
| | 4차 | 500 | 2.45 | 2020-06-30 | 2025-06-30 | 5년물 |
| | 5차 | 700 | 2.79 | 2020-06-30 | 2030-06-30 | 10년물 |
| | 6차 | 500 | 2.73 | 2020-07-01 | 2027-07-01 | 7년물 |
| | 7차 | 700 | 2.78 | 2020-07-02 | 2030-07-02 | 10년물 |
| | 8차 | 700 | 2.93 | 2020-07-07 | 2030-07-07 | 10년물 |
| | 9차 | 500 | 2.68 | 2020-07-08 | 2025-07-08 | 5년물 |
| | 10차 | 700 | 2.98 | 2020-07-09 | 2030-07-09 | 10년물 |
| | 11차 | 500 | 2.69 | 2020-07-14 | 2025-07-14 | 5년물 |
| | 12차 | 700 | 2.86 | 2020-07-16 | 2030-07-16 | 10년물 |
| | 13차 | 700 | 2.78 | 2020-07-21 | 2030-07-21 | 10년물 |
| | 14차 | 700 | 2.77 | 2020-07-23 | 2030-07-23 | 10년물 |
| | 15차 | 700 | 2.80 | 2020-07-28 | 2030-07-28 | 10년물 |
| | 16차 | 700 | 2.85 | 2020-07-30 | 2030-07-16 | 10년물 |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

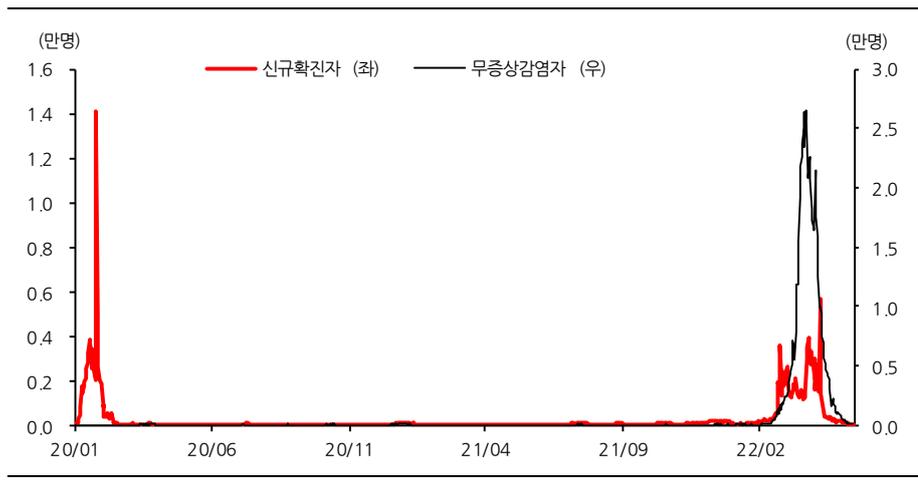
IV. 동태적 제로코로나를 해석하는 방법

1. 올해 동태적 제로코로나 종료 가능성은 제한적

지난해 중국 증시의 핵심 키워드가 ‘규제’였다면 올해는 단연 ‘제로코로나’다. 2021년 11월 중국 정부가 ‘동태적 제로코로나’라는 개념을 본격적으로 제시하기 시작하면서, 코로나19 대응에 대한 새로운 국면이 펼쳐지고 있다. 시진핑 주석은 중국 코로나19 대응 기조에 대해 ‘버티면 승리할 것’이라며 동태적 제로코로나 유지를 강조하고 있다.

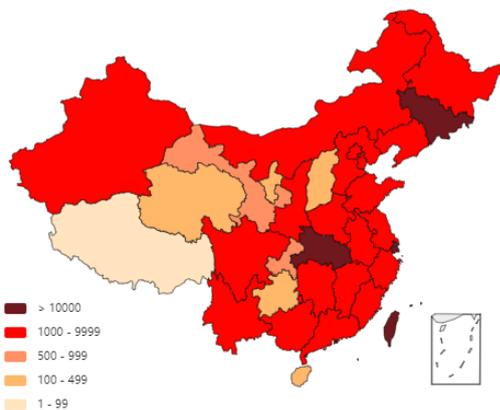
중국 정부의 해석에 따르면 ‘동태적 제로코로나’는 ‘코로나 확진자수를 0명으로 만드는 것’이 아닌 ‘확산 위기를 조기에 발견하고, 지역사회 감염을 막는 것’이다. 어떤 부분에 집중하느냐에 따라 해석에 일부 차이가 있을 수 있지만, 반년가량 보여준 모습을 보면 결국 ‘확산세에 대해서는 엄격한 봉쇄 조치를 할 것’이라는 것이 중국 경제 및 주식시장에 가장 큰 리스크로 반영되고 있다.

[그림32] 2020년 만큼 위협적이었던 2022년 상반기 중국의 코로나 19 확산세



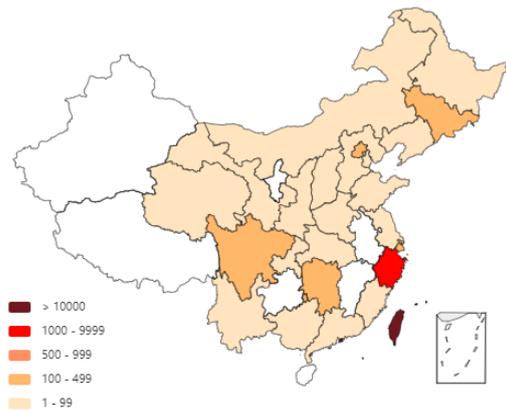
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 이미 한차례 중국 전국으로 확산된 코로나 19



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 락다운에도 불구하고 여전히 대부분 지역에서 확산

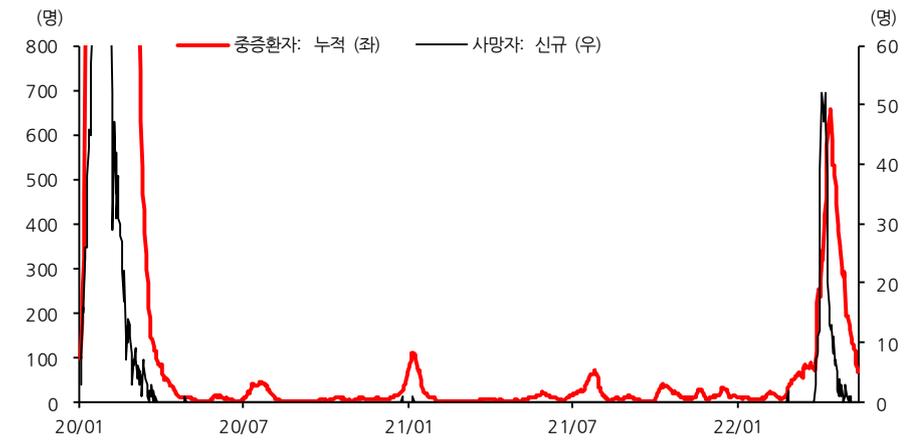


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

‘중국의 동태적 제로코로나 기조가 언제 끝날까?’라는 질문은 더 이상 무의미한 것으로 생각한다. 이미 중국 정부는 지금의 방역 기조를 유지해갈 것이라고 밝혔다. 가장 대표적인 사례가 상해시다. 3월 중순까지만 하더라도 상해시는 ‘중국뿐만 아니라 전세계적으로 중요한 도시이기 때문에 함부로 봉쇄할 수 없다’는 의지를 강하게 내비쳤다. 그러나 ① 결국엔 중앙정부 차원의 ‘제로코로나 대응 원칙’에 따라야 했고, ② 오미크론이라는 변이 바이러스에 대해 명확한 인지가 부족했으며 (2020년 이후 첫 테스트), ③ 미비한 의료대응 능력 (백신접종률 등)도 뒤늦게 확인됐기 때문으로 판단한다.

그동안 중국 편에 서있던 WHO도 중국의 제로코로나 정책에 반기를 들었다. 심지어 중국의 정책 기조가 ‘기본적인 인권’을 침해한다는, 중국 정부가 민감하게 받아들일 수 있는 문제까지 거론했다. 정치적인 해석을 배제하더라도 국제사회에서 중국의 제로코로나가 정상적이지 않은 수단임은 분명한 것으로 보인다. 그럼에도 중국 정부는 현재의 제로코로나 기조를 유지하겠다는 방침이다.

[그림35] 중국 코로나 19 중증환자 & 사망자 줄고 있지만 여전히 불안한 상황



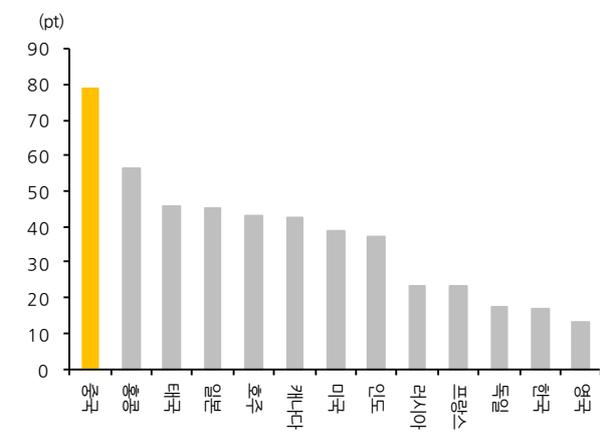
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 중국 코로나 19 백신접종 속도는 둔화되는 상황



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 여전히 강력한 봉쇄조치를 선택하고 있는 중국



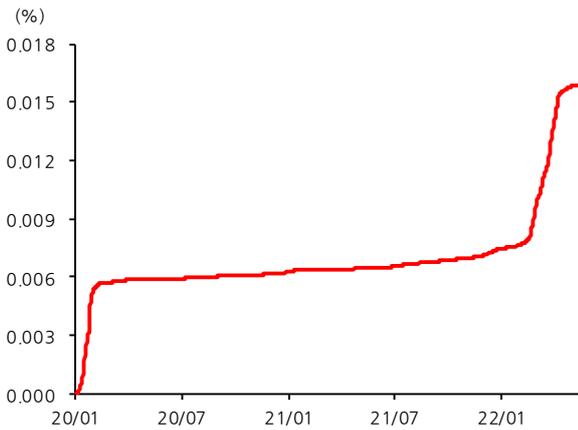
주: 코로나19 엄격성지수 (Stringency Index), 5/15 이후 기준

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 외교부는 ‘중국이 락다운을 강행하지 않을 경우 1.12억명의 유증상감염자 (그 중 270만명은 중증)와 155만명의 사망자가 발생할 수 있다’는 복단대학교의 연구자료 (5/10 Modeling transmission of SARS-CoV-2 Omicron in China)를 근거로 WHO과 다른 국가들의 비판을 반박했다.

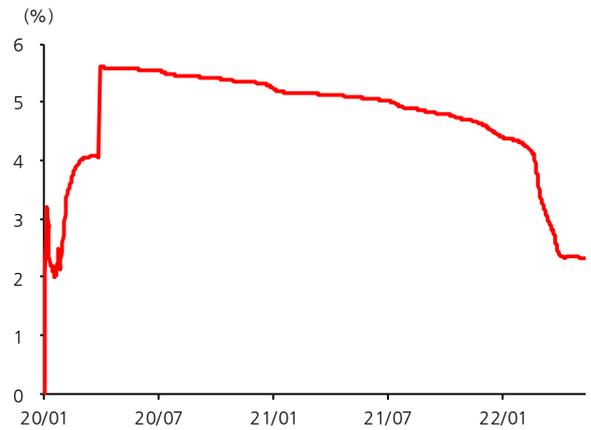
중국 전역으로 코로나19 확산 범위가 넓어지기는 했지만, 감염률 (누적확진자/전체인구)은 0.02%에도 미치지 못한다. 치명률 (누적사망자/누적확진자)도 2%대 중반에서 하락세가 멈췄다. 중국의 ‘동태적 제로코로나’ 해제는 고령자 중심의 확진/사망으로 모든 데이터들을 급등하게 만들 가능성이 높다. 연구자료에서는 3월 중순 기준, 60세 이상 고령자 중 5,200만명이 백신 1차 접종에 머물러 있어, 60세 이상 백신 미접종자가 전체 사망자의 3/4를 차지할 것으로 내다봤다.

[그림38] 중국 코로나 19 감염률



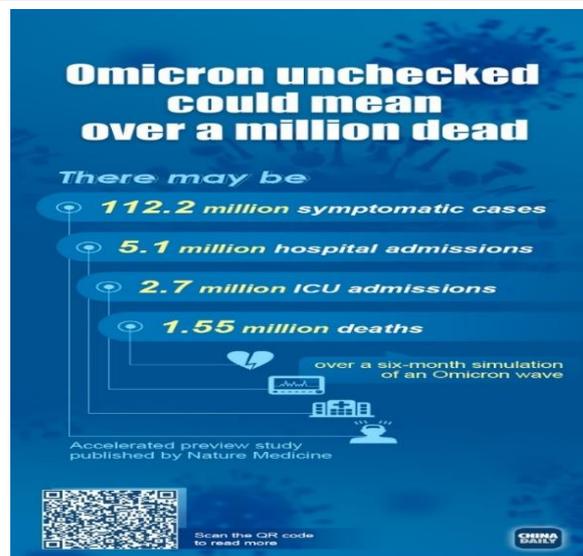
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 중국 코로나 19 치명률



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 제로코로나 완화시 155 만명 사망 가능성을 들며 WHO 의견 반박



자료: ChinaDaily, 한화투자증권 리서치센터

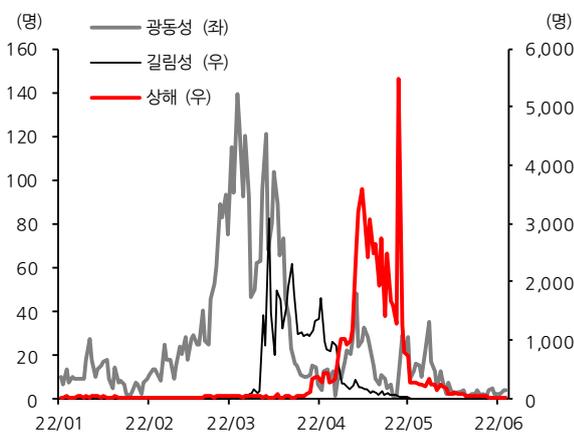
2. 중국이 제로코로나를 강행하는 이유는 성공사례가 확인됐기 때문

중국이 원하는 코로나19 통제는 어떤 모습일까? 지난해 말에 제시한 ‘동태적 제로코로나’와 연초에 보급했던 자가진단키트를 고려해보자면 코로나19를 완전히 통제하는 건 불가능하다는 것은 일정 수준 인지한 것으로 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 동태적 제로코로나는 확진자를 0명으로 만드는게 목적이 아닌, 확산 범위를 최소화시키겠다는 의지가 더 크기 때문이다. 전국으로 자가진단키트를 유통시켰다는 점은 검사 범위와 수량을 늘려 조기에 코로나19 감염 지역/인원을 확인하고 대응하겠다는 뜻으로 풀이된다.

중국 경제에 영향을 미칠 것을 알고도 중국 정부가 상해 락다운을 추진했던 이유는 직전에 있던 광둥 (심천/길림성 코로나19 대응 성공 때문으로 판단한다. 두 지역의 코로나19 대응은 상해시와 달랐고, 경제적으로도 상반된 결과를 이끌었다. 광둥성과 길림성은 중국 정부가 원하는 조기 통제를 통해 방역에 나름 성공적인 성과를 거둔 반면, 상해는 3개월 가까운 시간동안 락다운 해제도 발표하지 못했다. 각 지역의 물동량 지표로 해석할 수 있는 교통혼잡지수는 3월 이후 뚜렷한 차별화를 보인다. 일주일만에 봉쇄를 해제했던 광둥성은 큰 변화가 미미했고, 길림성은 0.5개월 만에 빠르게 회복 중이다. 반면 상해는 여전히 회복세가 보이지 않는다.

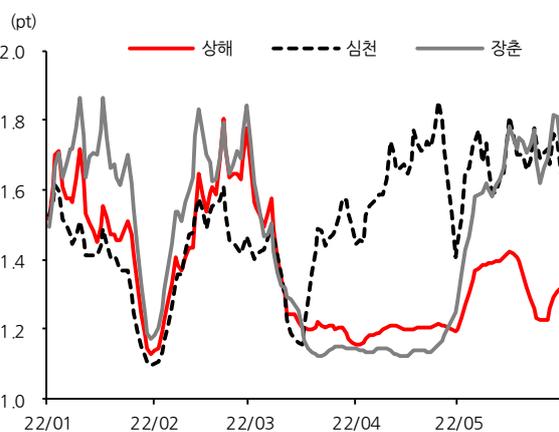
상해보다도 경제적 영향이 큰 광둥은 (생산/소비 모두 상해보다 광둥이 큼) 2주일만에 확산세를 효과적으로 통제했다고 평가받았다. 특히 평가가 갈린 부분은 사망자 여부다. 중국 정부 통계에 따르면 코로나19로 인한 사망자는 2021년 1월 1명 이후 없었다. 최근 다시 사망자가 확인됐는데, 588명의 사망자가 이번 상해시 코로나19 확산기에서 발생했다 (중국 전체 사망자의 11.4%). 정부의 정책 기조가 강력한 것이 아니라 상해가 제대로 대처하지 못했다는 평가가 가능하다. 중국 정부 입장에서는 광둥성이라는 핵심 경제 구역에서 동태적 제로코로나의 성공사례를 확인했고, 생산 활동도 안정적으로 유지됐기 때문에 다른 지방정부에도 같은 주문을 반복하고 있다. ‘이들도 했는데, 왜 너희는 성공하지 못하냐?’라는 논리가 적용되고 있는 것이다.

[그림41] 2022년 광둥/길림/상해 코로나 19 확진자 추이



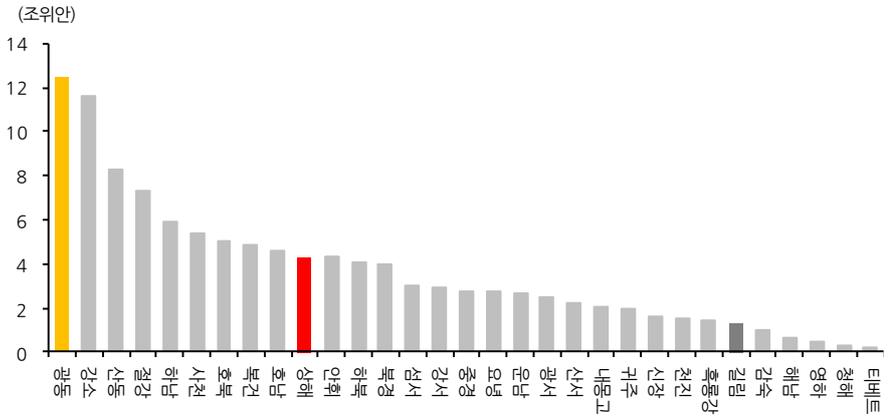
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 상해/심천/장춘시 교통혼잡지수 회복세 차별화



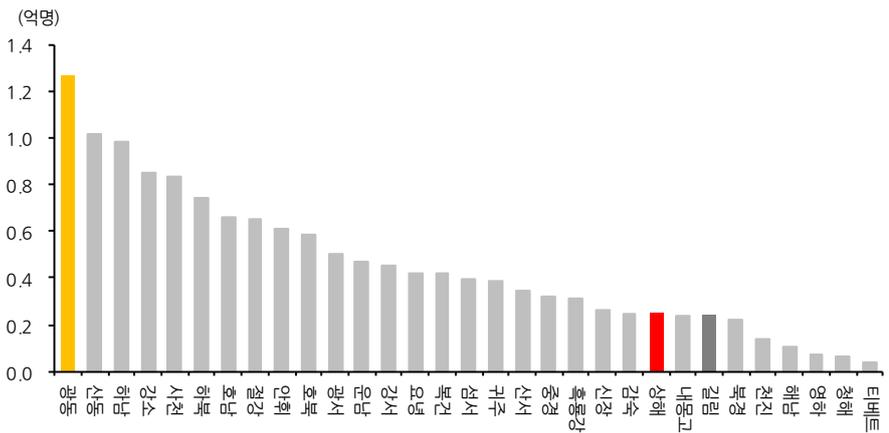
주: 교통혼잡지수 5일 평균 사용
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 2021년 상해/광둥/길림 GDP 순위



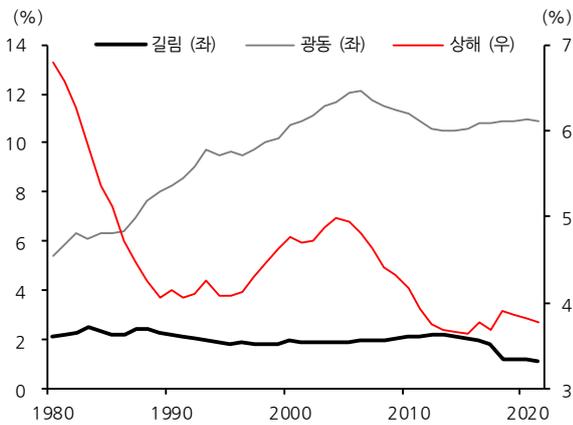
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 2021년 상해/광둥/길림 상주인구 순위



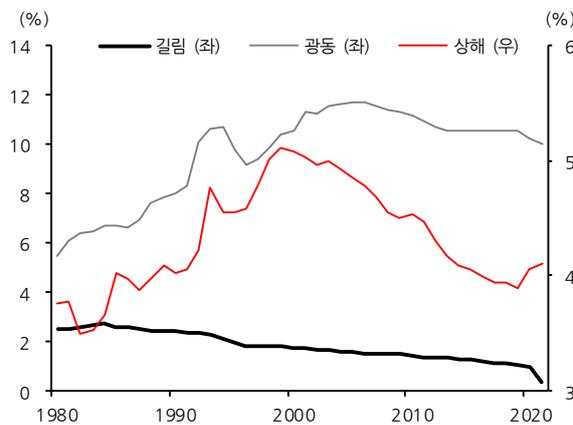
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 2021년 중국 GDP 중 상해/광둥/길림 비중 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 2021년 중국 소매판매 중 상해/광둥/길림 비중 추이

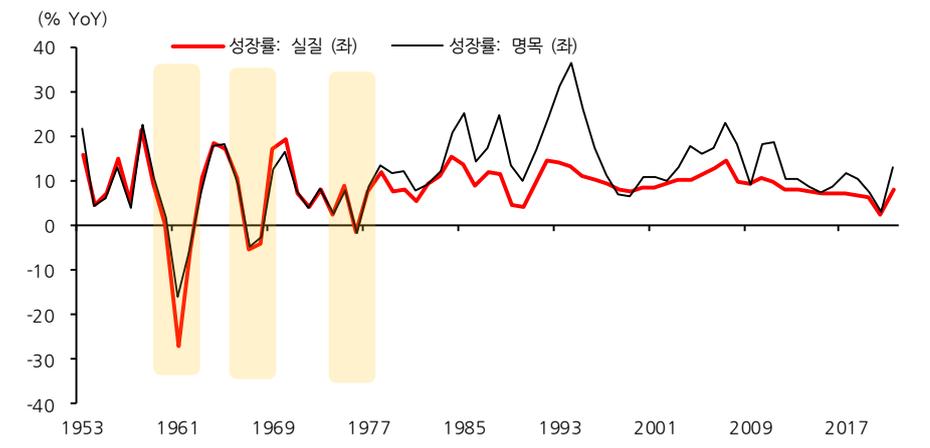


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 경제는 1976년 문화대혁명 종료 이후 역성장을 한 기록이 없다. 1997~1998년 아시아 금융위기, 2008~2009년 리먼사태, 2014~2015년 미니불황 시기에도 성장세를 이어갔다. 사실상 현재 주식시장에 참여하고 있는 투자자 대부분은 중국 경제의 ‘연착륙 혹은 경착륙’에 대해서는 걱정하겠지만, ‘침체 혹은 몰락’에 대한 체감은 할 수 없었던 세대다.

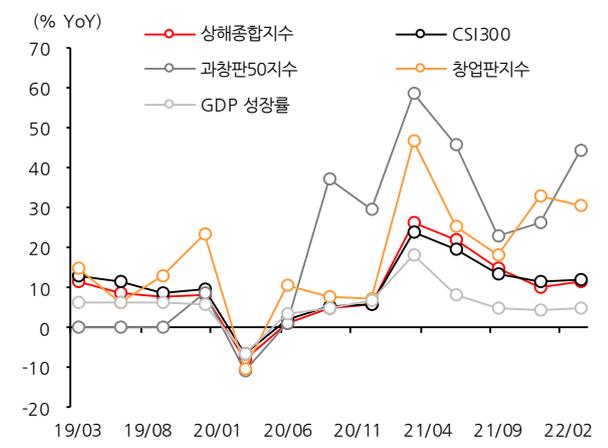
이번 주가 충격은 생각보다 견고했던 펀더멘탈에도 불구하고 길고 깊게 진행됐다. 코로나19 락다운으로 인해 40여년만에 중국 경기가 역성장 할 수 있다는 막연한 걱정이 불거졌기 때문이다. 이번 주가 조정은 미중 무역분쟁 & 미국의 기준금리 인상 사이클과 겹치면서 급락했던 2018년 하반기 이후 펀더멘탈과 가장 큰 괴리를 보이는 모습이었다. 최근 가장 낮은 경제성장률을 보였던 2020년에도 중국은 2.3% 성장했고, 기업이익도 1Q20을 저점으로 크게 반등했다.

[그림47] 중국 경제는 문화대혁명 종료 (1976년) 이후 역성장 경험 전무



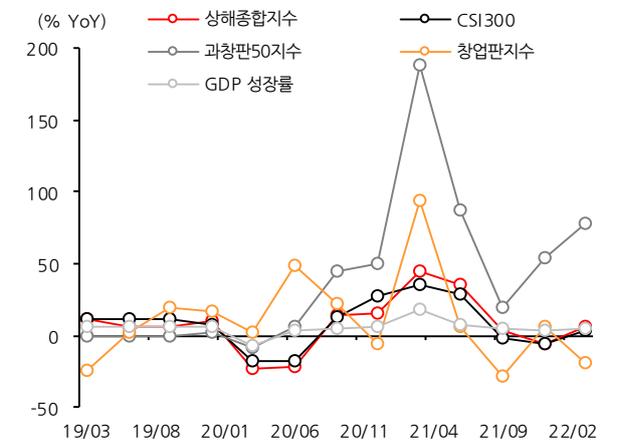
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 2019년 이후 중국 GDP 및 주요지수 매출 성장률



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 2019년 이후 중국 GDP 및 주요지수 순이익 성장률

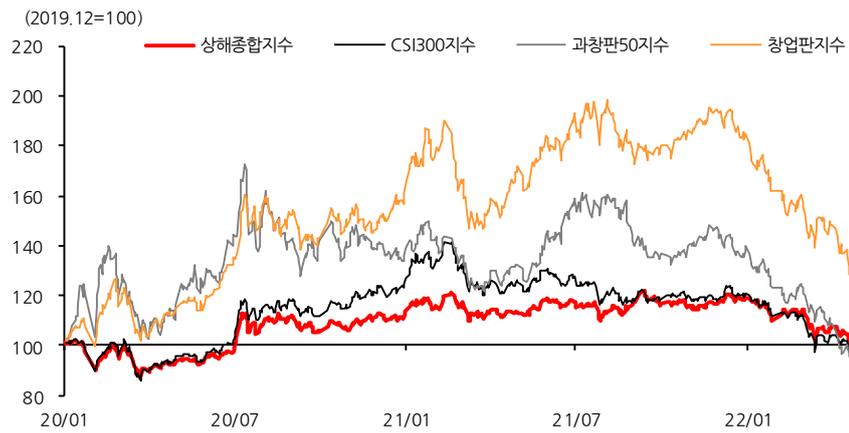


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

이번 주가 조정은 펀더멘탈 대비 과도했다고 판단한다. 올해 중국 경기 침체를 예상했던 만큼 2022년 EPS 전망치는 2020년 코로나19 충격만큼 하향 조정된 상황이다. 현 상황에서 이익 전망치가 더 낮아질 가능성은 크지 않다고 생각한다. 실제로 1분기 실적 발표가 완료된 5월부터 2022년 EPS 전망치가 추가 하향 조정 되는 모습은 확인되지 않는다. 그동안 ‘언제 해소될지’가 관건이었던 상해 락다운 이슈도 6월 중순을 목표로 두고 진행되고 있기 때문에, 앞으로 이익 전망치는 우상향될 가능성이 더 크다.

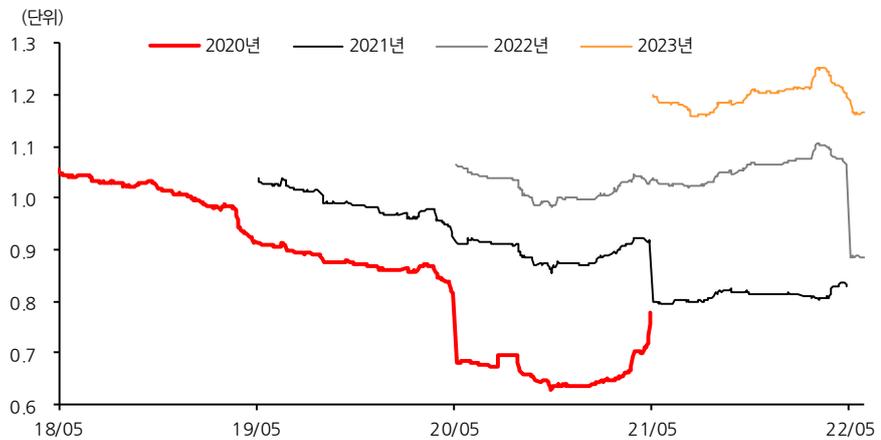
올해 하반기 시장은 2023년 이익 전망을 주시할 텐데, 내년 상해종합지수 EPS 증가율 전망치는 31%로 올해 (17%)의 1.9배다. 올해 이익 전망치가 낮아진데 따른 기저효과도 함께 반영되면서 큰 폭으로 성장할 것으로 예상되고 있다. 주가는 올해 펀더멘탈과 크게 떨어진 괴리를 축소함과 동시에 내년 이익 성장에 대한 기대를 함께 반영해가면서 반등 기회를 모색할 것이다.

[그림50] 펀더멘탈 대비 주가 낙폭은 과도



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 2022년 EPS 전망치는 이미 2020년만큼 하향 조정



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

3. 만약 끝난다면, 언제가 될까?

중국의 제로코로나 기조 완화를 위한 절대적인 기준은 중국 정부가 ‘중국 내 코로나19 위험이 끝났다’는 공식 발표가 될 것이다. 2020년 9월 9일, 중국은 대대적으로 코로나19 방역조치에 역량을 발휘한 4명에 국가훈장과 명예칭호를 수여했다. 사실상 중국 내 코로나 종식을 선언한 것이다. 당시 중국 본토 코로나19 확진자는 25일 연속 발생하지 않았다 (해외유입 확진자는 계속 발생). 그렇다면, 사실상 예측이 불가능한 제로코로나 종료 시점을 고민해보는다면 언제쯤이 될까? 정치 이벤트 & 백신 접종 속도 등 현재 중국 상황을 고려했을 때, 제로코로나 기조를 완화하기 가장 좋은 시점은 내년 2분기가 될 가능성이 높다고 본다.

정치적으로 해석해보는다면, 당대회와 시진핑 주석 3연임 여부는 논의거리가 될 수 없다. ① 2017년 10월 본인의 이름을 딴 ‘시진핑 신시대 중국 특색의 사회주의 사상’을 당정에 삽입시켰고, ② 2018년 3월에는 개헌을 통해 ‘국가주석 2연임 초과 금지’ 조항을 정식으로 폐기했으며, ③ 2021년 11월 6중전회에서는 마오쩌둥 (1945년), 덩샤오핑 (1981년)에 이어 중국 역사상 세번째로 역사결의를 채택했다.

중국 지도부 인선 관련 통용되던 ‘칠상팔하 (68세 이상은 최고 지도부인 정치국 상무위원회에 포함될 수 없다)’ 역시 시진핑 주석이 흔들어 놓았다. 시진핑 주석은 1953년생으로 내년에 69세가 된다. 앞서 언급한 바와 같이 시진핑 주석의 3연임은 이미 결정된 사안으로 이해하는 것이 합리적이다.

그렇다면 20차 당대회 다음으로 중요한 이벤트를 확인해야 하는데, 가장 가까운 건 2023년 3월에 개최될 것으로 예상되는 양회 (전인대/정협)다. 20기 지도부가 출범한 이후 맞이하는 첫 대형 정치 이벤트로, 새로운 5년을 여는 중요한 자리가 된다. 올해 경제 성장 목표 달성이 어렵다는 평가가 대다수인 가운데, 다음해 양회에서의 코멘트에 이목이 집중될 수 밖에 없다. 코로나19 대응 조치에 정치적 이슈를 고려해보는다면 내년 2분기까지 동태적 제로코로나19 완화 가능성은 크지 않다.

[그림52] 정치적 이벤트의 무게를 생각한다면 당대회 보다는 내년 3월 예정인 양회

'시진핑 2기' 5년간 열린 중대회

| 시기 | 행사 | 주요 안건 |
|--------------|----------|-------------------------|
| 2017년 11월 | 19기 당대회 | 시진핑 집권 2기 개막 |
| | 19기 1중대회 | 시진핑 중앙위 총서기 선임 |
| 2018년 1월 | 2중대회 | 시진핑 국가주석, 리커창 총리 재추대 논의 |
| 2018년 3월 | 3중대회 | 국가주석 3연임 제한 철폐 |
| 2019년 10월 | 4중대회 | 중국 특색 사회주의 완비와 현대화 논의 |
| 2020년 11월 | 5중대회 | 14차 5개년 경제개발계획 심의 |
| 2021년 11월 | 6중대회 | 공산당 사상 3번째 '역사 결의' 심의 |
| 2022년 가을(예정) | 7중대회 | 20기 당대회 준비 |



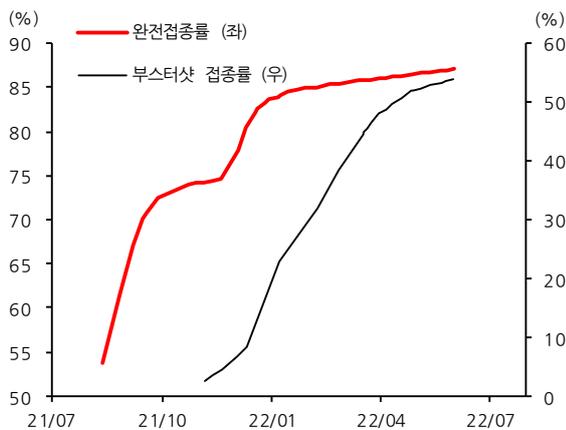
자료: 한국경제, 한화투자증권 리서치센터

코로나19 백신 접종 및 치료제 보급 속도를 고려해도 내년 2분기가 적절한 것으로 판단한다. 중국 코로나19 백신 접종률은 85%에 도달한 이후 정체되어 있다. 백신 접종률이 상당 수준 올라왔기 때문에 문제가 없다고 볼 수 있지만, 중국 정부가 고민하고 있는 부분은 부스터샷의 속도와 60세 이상 고령층에 대한 백신 접종률이 기존 완전접종을 만큼 빠른 속도로 오르지 않는다는 점이다. 60세 이상 고령자 중 5,200만명은 백신 1차 접종에 머물러 있으며, 부스터샷 접종률은 이제 막 50%를 넘어섰다. 현재까지의 속도로 부스터샷 접종률이 지금의 완전접종률 수준까지 올라오기 위해서는 최소한 내년 2분기까지는 기다려야 할 것으로 보인다.

중국도 국산 코로나19 치료제를 연구/개발 중이다 (5월 말 기준, 11개 중국 제약바이오 기업이 개발). 가장 이른 시기에 보급될 것으로 예상되는 치료제는 Junshi Bio가 임상시험을 진행 중인 VV116인데, 중국 현지에서는 하반기 임상시험 통과 및 연말 신약시판 허가신청서 (NDA)를 제출할 것으로 예상하고 있다. VV116이 실제로 양산되고 전국에 보급되기 위해서는 최소한 내년 1분기 이후까지의 시간이 필요하다고 생각한다.

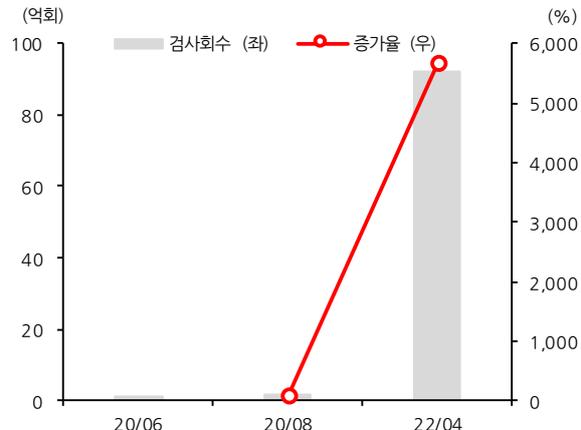
그렇다면, 계속 중국의 동태적 제로코로나에 겁먹고 있어야 할까? 그보다는 우리나라를 포함한 다른나라들이 수차례의 코로나19 확산세를 겪으면서 사용했던 ‘학습효과’를 이제 중국에서도 사용할 수 있다는 관점으로 전환할 필요가 있다. 다른 나라들이 2020년 첫 확산 이후 2.5년이 넘는 시간동안 대규모 확산기를 겪은 것과 비교해 중국은 상해를 중심으로 한 이번 확산기가 2020년 코로나19 이후 첫 대규모 확산이었다. 이번 사태로 중국 정부도 코로나19 재확산에 대응하는 매뉴얼을 구축하고 시스템화 시킬 수 있게 됐다. 상해 외 지역은 상해 사례를 벤치마크 삼아 방역과 생산활동을 함께 보장하는 방안을 준비해둘 것이다. 주요 경제지역 중심으로 락다운이 또 한번 진행되더라도 상해시만 크기의 충격과 변동성은 제한적일 것으로 예상된다.

[그림53] 중국 코로나 19 백신 접종률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 중국 코로나 19 검사는 빠르게 진행



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

V. 빅테크 반등을 해석하는 방법

1. 규제 마무리를 넘어 지원으로

우리는 지난 자료들을 통해 중국 정부의 빅테크 규제는 2021년 말 정점을 지났다고 언급해왔다. 특히 지난해 3분기 중국 정부가 규제를 연이어 발표한 이후 4분기부터 각 빅테크 기업들은 정부 규제 가이드라인에 맞춰 사업/인력을 재편하겠다는 의지를 보였다.

알리바바는 전자상거래 사업 관련 인력을 줄이는 반면 클라우드 R&D 인력은 계속 충원했고, 텐센트도 메타버스 기술을 강화하겠다고 밝혔다. 바이두는 베이징 동계올림픽을 계기로 자율주행차 상용화를 개시했다. 그동안 전자상거래/온라인광고 등 성장성은 둔화되지만, 독점적 성격을 띠는 사업을 영위하면서 민생 경제에 피해를 끼친다는 이유로 규제를 받았던 만큼 플랫폼 기업들은 대대적인 구조조정을 통해 살아남는 길을 찾았다. 이미 중국 정부의 새장 (가이드라인)에 들어온 새 (플랫폼기업)들을 추가 규제할 필요성은 크지 않다.

명확한 변화는 지난 3월 시진핑 주석의 경제 책사인 류허 부총리가 주재한 금융안정위원회 회의 회의부터였다. 류허 부총리는 회의에서 '예측가능한 감독관리'를 약속하며 '빠른 시일 내에 대형 플랫폼기업 구조조정을 완료'하겠다고 밝혔다. 규제 관련 가장 큰 불확실성이었던 '추가 규제 가능성'과 '규제 마무리' 관련 발언 모두 2021년과는 달리 끝을 향해가는 기조로 전환됐다. 이후에도 주요 정부 관계자들은 플랫폼/디지털 경제를 지원하겠다는 발언을 반복하면서 규제 완화를 시사했고, 인민은행 통화정책위원을 맡았던 리다오쿠이 칭화대학교 교수는 공개석상 (다화 프라이빗 은행 2022 투자 포럼)에서 '중국 정부의 빅테크 규제가 사실상 마무리됐다'고 밝혔다. 6/6 로이터통신에 따르면 중국 정부가 디디추싱에 대한 국가안보 조사를 마무리하고 중국 내 신규 사업을 재개하도록 (신규 사용자 APP 다운로드 등)을 준비중이라는 소식이 전해졌다.

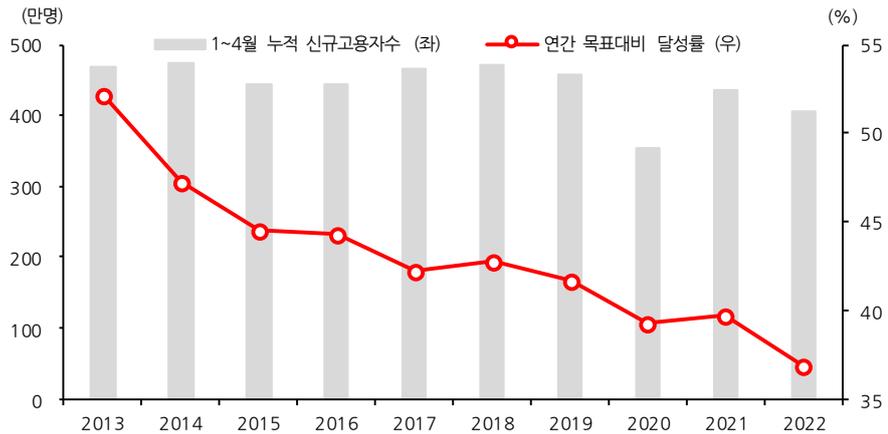
[표기] 지난 3월, 시진핑 주석의 경제 책사 류허 부총리는 금융안정위원회 회의에서 플랫폼 규제 마무리를 시사

| 항목 | 금융안정위원회 코멘트 | 우리의 해석 |
|----------|---|--|
| 거시경제 | - 1분기 경제는 확실하게 진작시킬 필요 - 통화정책은 경제 지원에 맞게 운용 - 안정적인 신규대출 증가 유지 | - 지난해 말부터 강조한 '1분기 정책역량 집중'의 연장선 - 2월 대출수요 둔화 확인 이후 추가 조치 기대 (지준율/LPR 인하 여력 존재) |
| 부동산 | - 효과적/효율적 리스크 완화 대응방안 연구 - 새로운 산업발전 모델로의 전환 가속화 | - 부동산기업 구조조정 & 양질의 프로젝트 인수 지원 강화 - 회의 이후 주요 금융부처에서 부동산시장 안정화 의지 피력 - 정부 예상보다 더딘 부동산 시장 회복이 이유 (부동산세 사법도입 연기, 2월 부동산대출 수요 급감) |
| ADR | - 미 금융당국과 긴밀하게 소통 중. 일부 진전 확인 - 중국기업들의 해외 증시 상장 지원 | - 외국기업책임범은 사실상 중국기업을 타겟으로 했다는 평가 - 중국 정부가 협의 통해 해결하고 싶은 부분은 금융의 정치화 |
| 플랫폼 경제 | - 안정 속 진전 (온중구진) - 규범/투명/예측가능한 감독관리 실시 - 빠른 시일 내 대형플랫폼기업 구조조정 마무리 | - 일반적으로 경제 안정화를 위해 사용되는 온중구진 언급. 추가 규제에 대한 우려를 크게 완화 - 대형 플랫폼기업 구조조정은 앵트그룹과 디디추싱을 의미하는 것으로 판단 |
| 금융시장 안정화 | - 본토-홍콩 금융당국 소통 강화 | - 중국 정부는 이번 증시 조정이 최근 매크로 환경의 혼란을 틈탄 외국계 공모도 세력 때문이라고 판단 - 금융시장 안정화 기대 |

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

그러나 추가 규제가 발표되고 있지 않다는 점은 시장이 이미 인지하고 있는 부분이다. 핵심은 ‘더이상 규제를 하지 않는 것’보다 중요한 건 ‘앞으로 지원하겠다는 것’인데, 이 역시 5월부터 정부 관계자들의 발언에 변화가 보이고 있다. 리커창 총리와 류허 부총리를 비롯한 중국 주요 경제부처 담당자들은 ‘고용 활성화를 위해 플랫폼 경제를 지원할 것’이라고 밝혔다. 그동안 시장이 기다렸던 규제 마무리에서 플랫폼 경제 회복 지원이라는 기조가 시작된 것이다. 핵심은 ‘고용 활성화’라는 지원의 이유다. 중국 경제에서 부동산만큼 중요한 분야는 고용이다. 올해 중국의 도시신규고용 목표는 1,100만명, 실업률은 5.5% 이내다. 지난해 (신규고용 1,100만명, 실업률 5.5% 전후)보다 강력한 목표치를 제시했지만, 실상은 2020년 코로나19 충격보다 부진하다. 4월 중국 실업률은 6.1%로 2020년 3월 이후 최고 수준이며, 목표치 대비 초과율을 본다면 오히려 2020년보다도 심각하다. 물론 2분기 경제를 올해 저점으로 만들겠다는 정부의 의지는 확인됐지만, 고용 시장이 이를 온전히 받아들일 수 있을지는 미지수다. 리커창 총리는 통화/재정정책의 중심을 고용으로 맞추고 운용하라고 지시했다.

[그림55] 신규고용 목표 달성 속도는 계속 둔화



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 실업률은 이미 2022년 목표치를 크게 상회



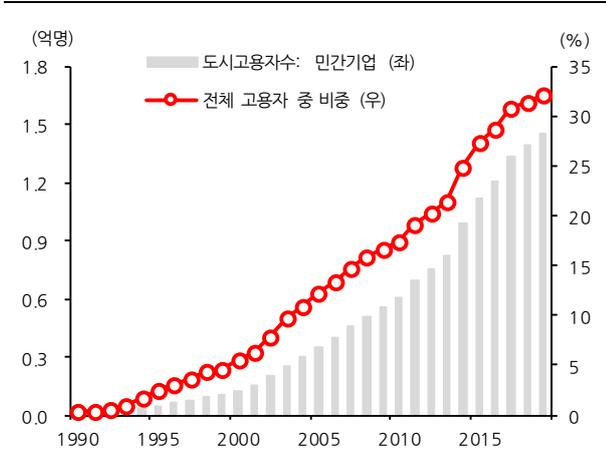
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

고용이 흔들리는데 플랫폼경제를 지원하겠다는 이유는 무엇일까? 중국 도시고용 중 민간기업이 30% 이상을 차지한다. 나머지 국유기업, 외자기업, 자영업자들은 새로운 일자리를 창출하는데 한계가 있다. 결국 신규고용은 민간경제, 그 중에서도 영향력이 큰 빅테크기업이 이끌어 가야 하는데, 규제 영향이 지속되면서 신규 투자 및 채용을 진행하기 어려운 상황이다. 올해 대졸자는 역대 최대 규모인 1,076만명에 달한다. 역대 가장 심각한 취업난이 코 앞에 다가왔다.

신규고용을 창출하지 못하는 수준에서 머물렀다면 규제 완화 시사 발언이 없었을 수도 있다. 사업 영위 혹은 확장에 어려움을 느낀 주요 빅테크기업들은 대규모 감원을 결정했다. 기업/사업부문별로 차이는 있지만 외신/현지보도에 따르면 20~30% 수준에 달하는 인력을 줄이고 있다고 전해졌다. 이미 공식 실업률이 코로나19 이후 최고 수준까지 치솟은 가운데, 빅테크 기업들의 감원은 중국 정부 입장에서 부담이 될 수밖에 없다.

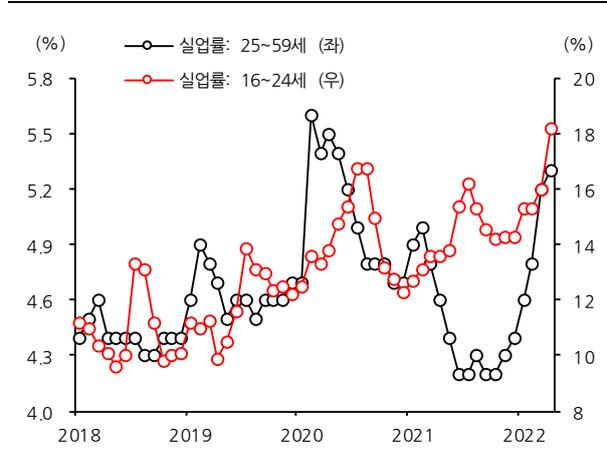
실제로 집계되어 발표되지는 않지만, 민간경제에서 영향력이 큰 빅테크기업들이 대규모로 감원을 진행한다면 하위 그룹의 기업들의 인력 감축은 더 심각하게 진행되고 있을 가능성이 높다. 정치적 의도였든, 경제 기초체력에 대한 오판이었든 이미 신규고용은 더 디고 실업률은 치솟는 상황이다. 지금 당장 ‘실질적인 액션’이 필요한 중국 정부다

[그림57] 중국 전체 고용 중 민간경제가 30% 차지



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 연령대 불문하고 지난해 말부터 실업률 급등

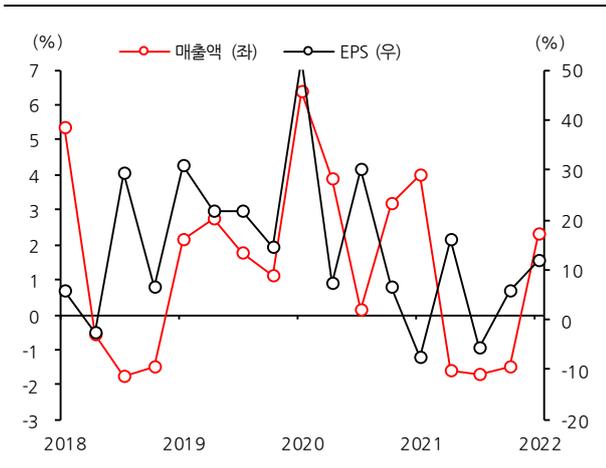


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2. 실적 전망 하향조정 마무리 가능성

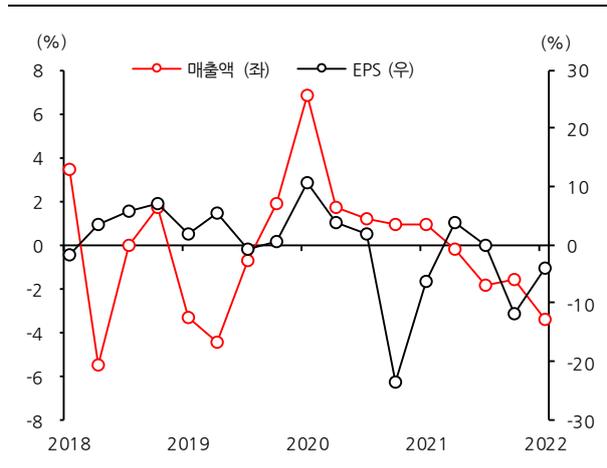
1분기 주요 빅테크 기업의 실적을 한단어로 요약하면 ‘서프라이즈’ 그 자체다. 미성년자 게임 이용 제한 충격이 가시화되고 있다고 밝힌 텐센트를 제외하면 1분기 실적을 발표한 대부분의 기업들이 시장 예상을 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 물론 그만큼 눈높이가 낮아졌다는 의미이기도 하겠지만, 시장 예상보다 펀더멘탈이 견고하다는 의미이기도 하다. ① 4~5월 경제를 저점으로 만들겠다는 중앙정부의 의지가 명확하고, ② 지방정부가 중앙정부의 스탠스에 맞는 실제 지원책들을 발표하고 있으며, ③ 1분기 실적이 시장 예상치 대비 높았다는 점을 고려하면 2~4분기 중국 빅테크기업 실적 추정치가 큰 폭으로 하향 조정될 가능성은 크게 줄었다는 판단이다. 홍콩 상장 기업들의 매출은 90% 이상이 중국에서 발생한다. 중국 경제가 저점을 다지고 반등하는 시나리오가 실현된다면 이익 추정치에 대한 걱정도 3~4월 대비 줄어들 것이다.

[그림59] 알리바바 매출액/EPS 서프라이즈율 추이



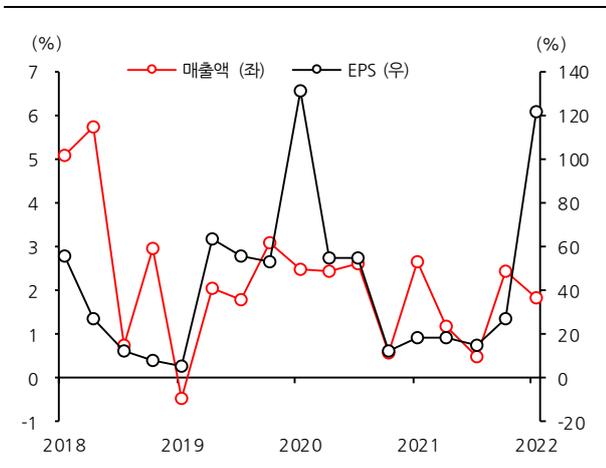
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 텐센트 매출액/EPS 서프라이즈율 추이



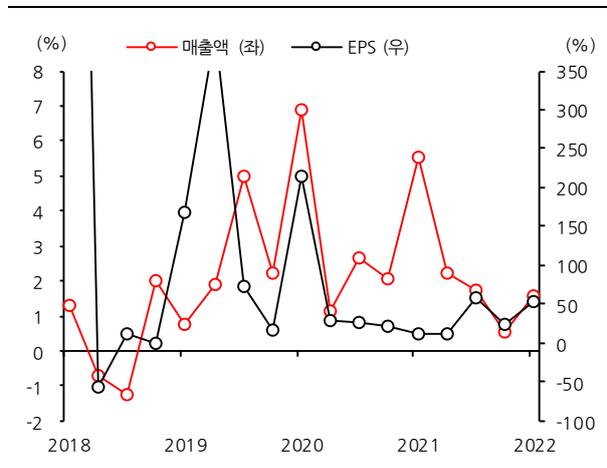
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 바이두 매출액/EPS 서프라이즈율 추이



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 징둥 매출액/EPS 서프라이즈율 추이

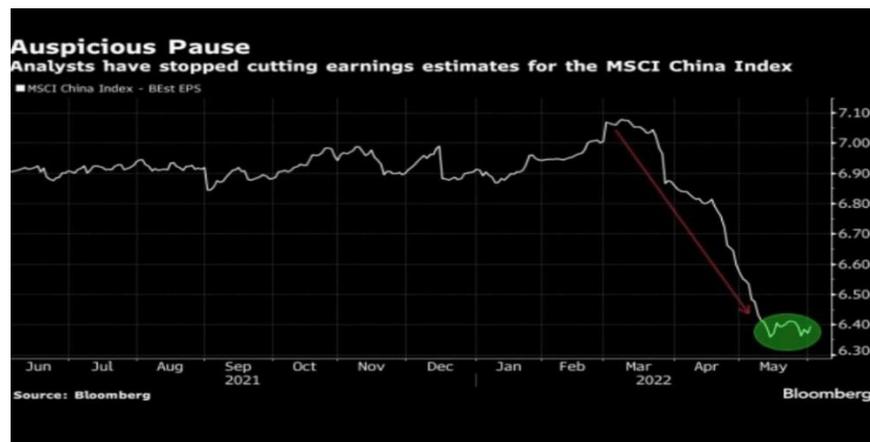


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

블룸버그는 MSCI CHINA의 EPS 추정치 하향조정이 일단락됐다고 보도했다. 실적 추정치는 언제든지 바뀔 수 있지만, 주요 빅테크 기업의 1분기 실적 발표 이후 중국 정부의 지원책이 연이어 제시되는 가운데 글로벌 IB들의 이익 추정치 하향조정 추세가 숨고르기 국면에 진입했다는 점은 기업 펀더멘탈과 밸류에이션에 대한 재평가가 진행되고 있다고 해석할 수 있다. Factset에 따르면, 중국 대표 빅테크 (BATJXM; Baidu, Alibaba, Tencent, JD, Xiaomi, Meituan) 대부분 5월 대비 6월의 2022년 EPS 추정치가 재차 하향조정 되는 모습은 확인되지 않는다.

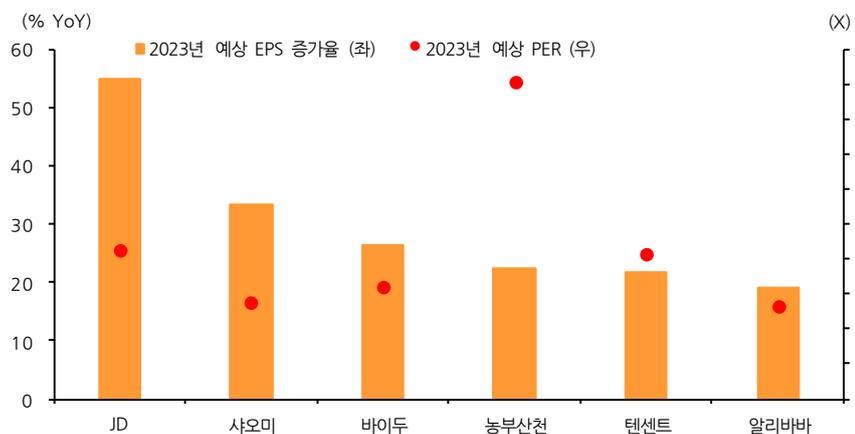
저렴해진 밸류에이션에도 과감하게 빅테크 비중을 높이지 못했던 추가규제 가능성과 펀더멘탈 부진 리스크가 점차 해소되고 있다. 2021년 2월 규제 이전 수준까지 회복하기 위해서는 중국 경제가 정상궤도에 오르고 규제가 끝났다는 공식 발표가 필요하겠지만, 최악은 지나고 있다는 기대만으로도 중국 빅테크 기업들의 밸류에이션 매력을 부각시켜 줄 수 있다고 판단한다. 중국 대표 빅테크 (BATJX)의 2023년 평균 PER은 17배인데, 생수기업 농부산천은 45.3배다. 2023년 평균 EPS 증가율은 31%다. 농부산천은 22%다.

[그림63] 블룸버그는 MSCI CHINA의 EPS 추정치 하향조정이 일단락됐다고 보도



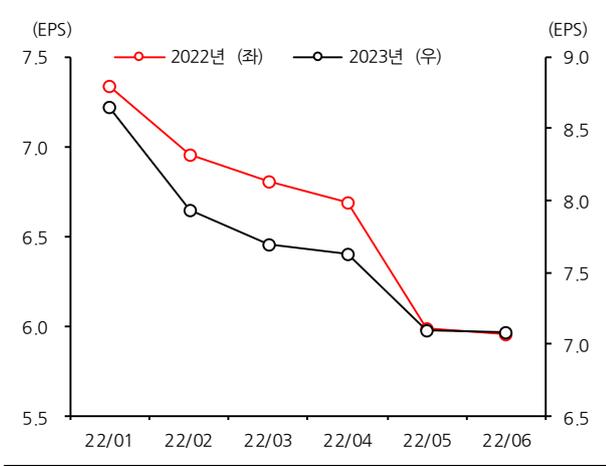
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 생수기업보다도 저렴한 빅테크기업 밸류에이션



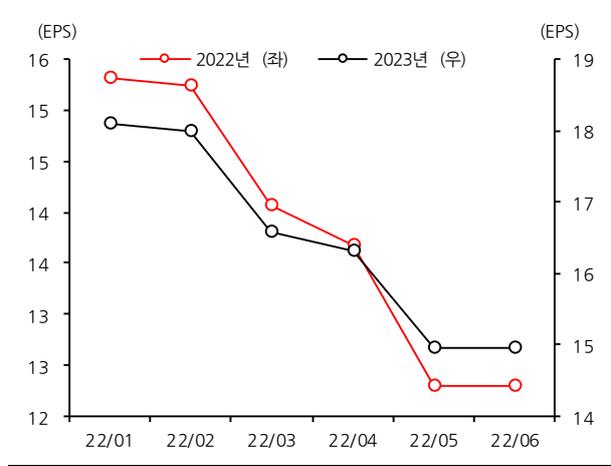
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 연초 이후 알리바바 2022~2023년 EPS 추정치 변화



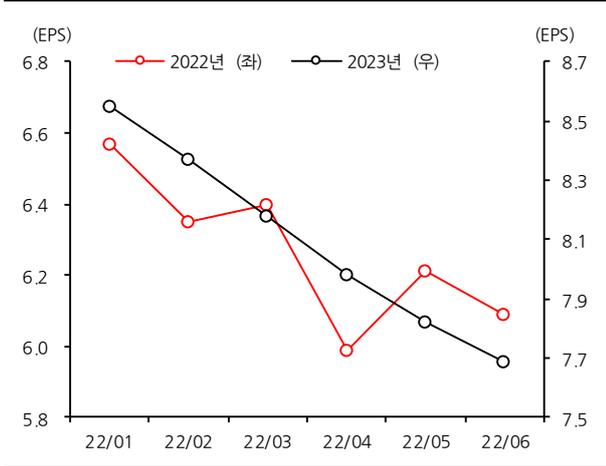
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 연초 이후 텐센트 2022~2023년 EPS 추정치 변화



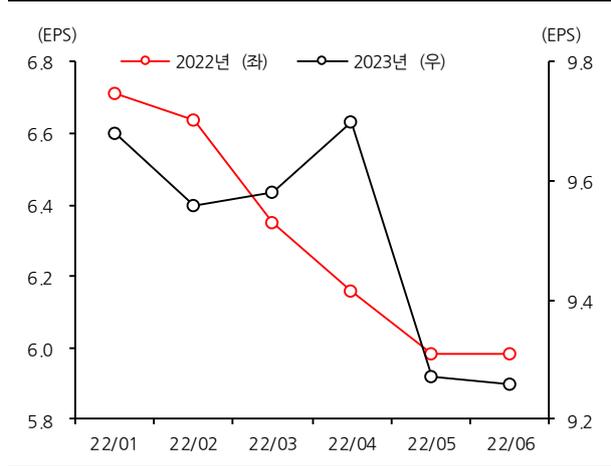
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 연초 이후 바이두 2022~2023년 EPS 추정치 변화



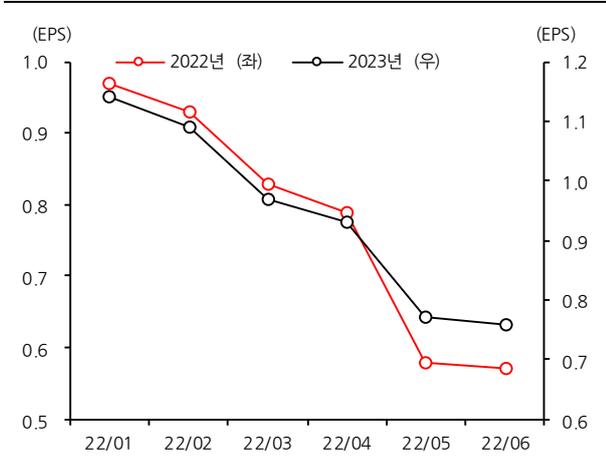
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 연초 이후 징둥 2022~2023년 EPS 추정치 변화



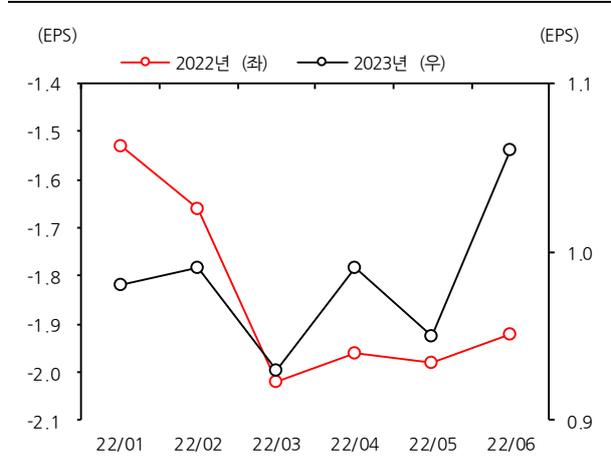
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 연초 이후 샤오미 2022~2023년 EPS 추정치 변화



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 연초 이후 메이탄 2022~2023년 EPS 추정치 변화



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

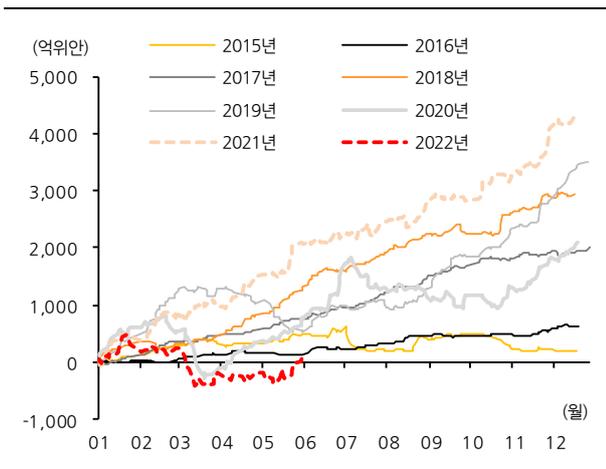
VI. 투자전략 - 다시 성장주로

경제가 저점을 다지는데 계속 혼란스러울 필요는 없다

상해 락다운 및 경제 침체 우려와 함께 극도의 공포심리가 이끈 중국 주식시장은 부진을 면치 못했다. 2020~2021년 대규모 유동성 공급에 힘입어 상승했던 주요 지수는 상승분을 모두 반납했고, 상승한 업종은 에너지가 유일했다. 외국인들은 러-우 사태를 ‘중국의 대만 침공 가능성’으로 해석하면서 대규모 이탈했다.

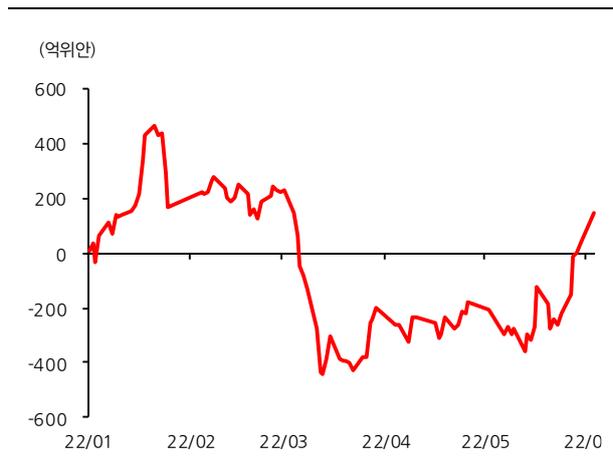
1분기 중국 주식시장 변동성을 확대시켰던 불확실성 요인들이 명확해지고 있다. ① 2분기 경제를 저점으로 만들겠다는 중국 정부의 의지는 명확하고 강력하다. ② 상해시는 6월 중순 락다운 완전 해제를 목표로 하고 있으며, 북경시도 방역을 점차 완화하고 있다. ③ 중국의 변화를 감지한 외국인자금은 6월부터 본격적으로 중국 주식을 순매수하고 있다. 부동산 시장 회복 여부 등 아직 모니터링 해야 할 지표가 남아있기는 하지만, 1분기 외는 다른 국면이 전개되고 있으며, ‘U자’ 반등에 대한 기대는 유효하다는 판단이다.

[그림71] 외국인자금은 다시 중국 시장으로 복귀 중



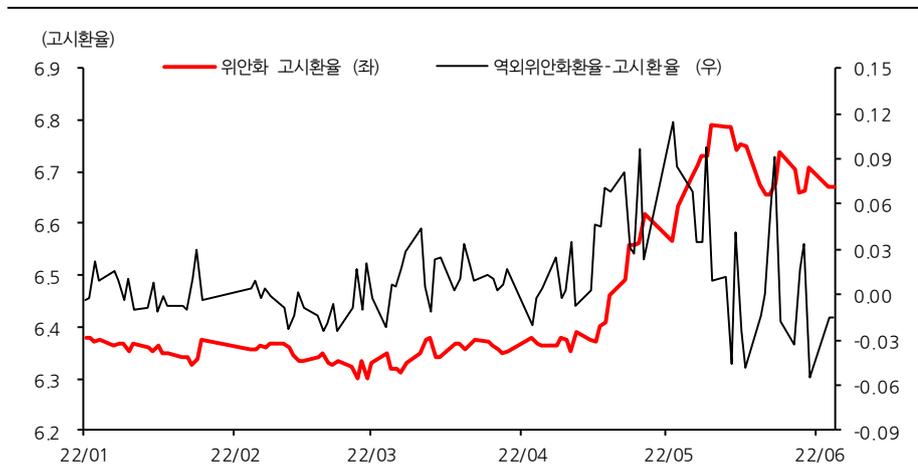
자료: Windt, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 6월 들어 본격적으로 순매수 전환



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 위안화 환율에 대한 기대도 여전



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

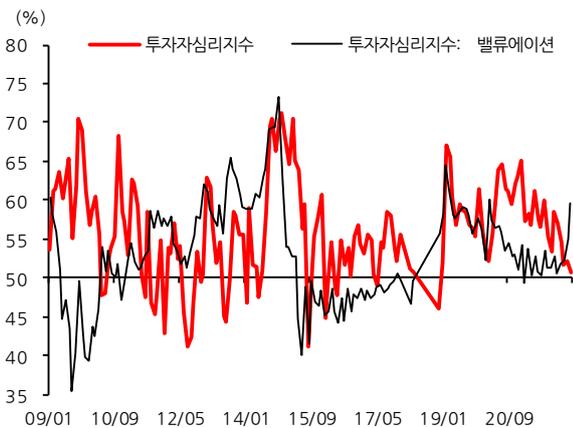
극도의 공포심리가 해소되고 경제/기업이익이 정상화 궤도에 오르기 시작한다면, 일시적으로 정상적인 논리에서 벗어난 투자 패턴이 다시 돌아온다면 앞으로 어디에 투자해야 할까? 우리는 기존의 투자 로직으로 돌아갈 필요가 있다. 중장기 구조적 성장주에 대한 우려는 불필요하다.

중국 정부가 경제 하방압력에 대응하기 위해 일시적으로 취하는 인프라투자 등에 대한 관심은 지난해 말부터 올해 초 단기 트레이딩 관점에서 마무리됐다는 판단이다. 경기 하강사이클에서는 정책 강화 기대감이 관련 업종의 매력을 극대화시킬 수 있겠지만, 일련의 지원책이 발표된 이후 경제 반등 사이클을 기다리는 시점에서는 이익 성장이 두드러질 성장주에 집중하는 것이 합리적이라고 생각한다.

실제로 경제 부양 관련 조치가 이어진 후 중국 정부의 정책 방향성은 구조적 성장 업종에 대한 지원책이다. 5/30 중국국가발전개혁위원회와 에너지국은 <차세대 신재생에너지 고품질 발전 가이드라인>을 통해 2020년 시진핑 주석이 발표한 ‘2030년 태양광/풍력 발전 규모 12억kW 설치’ 목표를 재강조했다. 2021년 중국 태양광/풍력 발전 규모는 6.4억kW에 불과하다. 10년 내 2배 가까이 증가시킬 계획이다 (연평균 7% 성장).

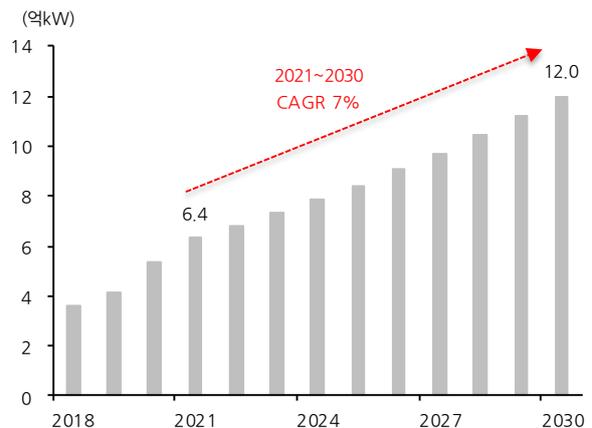
6/6 심천시는 <심천시 반도체 및 집적회로 산업클러스터 육성/발전 계획 (2022~2025)>를 발표하면서, 2025년까지 반도체 및 집적회로 산업 규모 확대, 국산화율 제고, 핵심기술 확보 등 목표를 제시했다. 산업규모는 2,500억위안 도달을 목표로 매출액 100억위안 이상의 팹리스기업 3개와 20억위안 이상의 파운드리기업 3개를 육성시키겠다고 밝혔다. 같은 날 발표한 <전략신흥산업 발전 및 미래산업 육성 가이드라인>에서도 반도체 산업 육성을 강조했다. 대표적으로 12인치 반도체칩 생산라인 확대 및 제3세대 반도체 등 핵심 프로젝트 건설을 적극적으로 지원할 예정이다.

[그림74] 중국 투자자심리지수 밸류에이션 부문 급등



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 태양광/풍력 발전설비 2030년까지 cagr 7% 성장 기대



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

하반기 유망 업종은 전기차/신재생 (태양광/풍력)/반도체/빅테크다. 각 업종별 유망종목은 BYD Company (전기차; 002594 SZ), Longi Green Energy Tech (태양광; 601012 SH), MingYang Smart Energy (풍력; 601615 SH), NAURA Technology Group (반도체; 002371 SZ), Baidu, Inc. (빅테크; 9888 HK)를, ETF는 항생테크지수 추종 ETF인 3033 HK, 전기차 테마 ETF인 2845 HK, 신재생 테마 ETF인 2809 HK를 제시한다.

[표8] 하반기 유망종목 및 ETF

| 구분 | 테마 | 종목명 | 종목코드 | YTD 수익률 (%) | 2023년 | | |
|------|------|-----------------------------|-----------|-------------|---------|---------|--------------------|
| | | | | | PER (X) | PBR (X) | EPS GROWTH (% YoY) |
| 개별종목 | 전기차 | BYD Company | 002594 SZ | 18.7 | 75.4 | 8.2 | 58.9 |
| | 태양광 | Longi Green Energy Tech | 601012 SH | -1.2 | 25.7 | 6.3 | 28.2 |
| | 풍력 | MingYang Smart Energy | 601615 SH | 2.8 | 13.1 | 2.1 | 12.8 |
| | 반도체 | NAURA Technology Group | 002371 SZ | -16.0 | 63.5 | 7.4 | 41.0 |
| | 빅테크 | Baidu, Inc. | 9888 HK | 1.2 | 16.5 | 0.6 | 29.5 |
| ETF | 항생테크 | CSOP Hang Seng Tech | 3033 HK | -19.1 | - | - | - |
| | 전기차 | Global X China EV/Battery | 2845 HK | -19.5 | - | - | - |
| | 신재생 | Global X China Clean Energy | 2809 HK | -10.3 | - | - | - |

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 6월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (정정영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.1% | 4.9% | 0.0% | 100.0% |