

2023 연간전망

중국주식 중국도 이제부터 일상생활 복귀

2023년에는 중국 동태적 제로코로나 정책의 점진적 종료를 예상하고 있습니다. 2022년 하반기부터 과학/정밀 방역 및 경제 부작용 최소화를 이유로 실질적인 변화가 시작됐습니다. 중국의 일상생활 복귀는 이미 진행 중입니다.

| 2022년 11월 25일 |

관심 종목 1880 HK | 600029 CH | 002371 CH | 600570 CH | 601668 CH
ETF 3033 HK | 2806 HK



| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 중국이 바뀌어야 할 세가지 이유.....	04
1. 물가: 안정 아닌 위기 반영	04
2. 재정: 비어가는 곳간	13
3. 심리: 더 나빠지기 어려울 정도로 악화	25
III. 투자전략: 중국 내수 확대의 의미	35
1. 내수 확대는 곧 소비 회복과 금리 상승을 의미	36
2. 내수 확대는 곧 위안화 사용 확대를 의미	43
3. 내수 확대는 곧 질적 발전 (기술국산화)	49
IV. 관심 종목/ETF	53

I. 핵심 요약

동태적 제로코로나 출구전략이 준비되고 있다

중국의 아집이 계속되기
어려운 이유를 보자

2020년 코로나19 팬데믹 이후 중국의 정책은 ‘아집’이었다. 글로벌 투자자를 등졌을 뿐만 아니라, 중국 내부적으로도 노이즈가 커졌다. 대외 불확실성에도 ‘중국 스스로 경제는 살릴 것이다’라는 믿음으로 투자되어 왔던 자금들은 실망 넘어 공포 국면으로 진입하고 있다. 다만 이제는 이러한 아집이 계속될 수 있을 것이냐에 대한 고민을 해볼 시점이 가까워졌다고 생각한다. ① 의도적인 수요 억제 정책으로 관철아 보였던 ‘물가’, ② 부동산 규제와 함께 비어버린 ‘재정’, ③ 중국인들의 얼어붙은 ‘심리’를 고려해 2023년부터는 중국이 아집을 내려놓을 가능성이 높다고 생각한다.

- 물가: 전세계가 인플레이션 걱정일 때, 중국은 디플레이션 걱정
- 재정: 비어가는 곳간. 전통적인 경기 부양책 사용 여력 축소
- 심리: 최악 반영하는 심리. 역설적으로 소폭 개선만으로 회복 가능

마지막 남은 아집은 ‘동태적
제로코로나’

비상식적인 아집 중에서도 핵심은 ‘동태적 제로코로나’다. 중국은 가장 ‘과학적인 방역’이라고 주장하고 있지만, ‘과학적’임을 증명하는 ‘숫자’는 제시하고 있지 않다. 우리는 지난해 연간전망에서 중국의 동태적 제로코로나 정책을 과학적으로 해석하기 위해 치명률의 변화가 중요하다고 강조한 바 있다. 그동안 전세계 추세에서 이탈되어 있던 중국의 코로나19 치명률은 연말부터 정상 궤도에 진입할 것으로 보인다. 동태적 제로코로나가 과학적임을 믿는다면, 내년부터 중국의 동태적 제로코로나19 정책 완화를 기대하는 것이 합리적일 것이다.

투자전략: 외면 받은 업종
주목

2023년 상해종합지수 예상 밴드를 2,850~3,900pt으로 제시한다. 내년은 중국 정책 변화의 시점이다. 그동안 외면 받은 업종에 주목할 때라고 생각한다. 투자 키워드는 ‘리오프닝 (제로코로나 완화), 대외 투자 (일대일로), ‘중국제조2025 (첨단기술)’다.

- 리오프닝: 시장은 이미 3월 양회 이후 점진적인 리오프닝을 기대. 정책 변화에 대한 유의미한 코멘트가 제시될 1~2분기까지 리오프닝 관련 업종의 상대적인 강세를 전망. 3분기에는 실제 소비 회복 점점 구간 진입 예상
- 대외투자 (일대일로): 20차 당대회보고에 포함된 ‘국내대순환 중심의 쌍순환’은 ‘원자재 공급-제련-생산-유통-소비’까지 모든 밸류체인을 구축하겠다는 의미. 가장 약한 고리인 원자재 공급 위해 일대일로 & 위안화 사용 확대 가속화 예상
- 중국제조2025: 2018년 이후 ‘중국제조2025’는 ‘신형인프라’라는 단어로 교체. 이와 별개로 중국제조2025에 대한 평가는 시진핑 임기 기간에 나올 수 밖에 없는 상황. 지난 7년동안의 투자보다 남은 3년동안의 투자가 중요해진 상황

II. 중국이 바뀌어야 할 세가지 이유

1. 물가: 안정 아닌 위기를 반영

낮아도 너무 낮은 물가. 안정
아닌 위기를 반영

전세계적으로 인플레이션 걱정이 높은 반면, 낮아서 걱정인 국가가 있다. 중국이다. 중국은 2020년부터 본격적으로 추진된 수요 억제 정책으로 압도적으로 낮은 수준의 물가가 유지되고 있다. ‘물가가 낮는데 무슨 걱정이냐’는 질문이 가능하다. 헤드라인 숫자만 보면 중국 경제가 안정적으로 유지되는 것 같아 보이지만 속을 뜯어보면 위기를 반영하고 있는 중이다.

소비자물가는 정부 목표
크게 하회

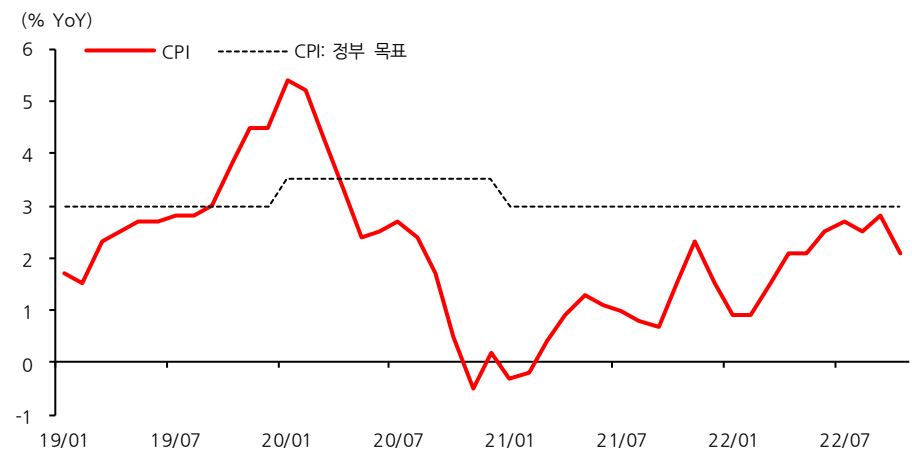
2022년 10월 중국 소비자물가(CPI)는 전년동월대비 2.1% 상승하는데 그쳤다. 1~10월 누적으로 보면 2.0%에 불과하다. 2022년 연초에 중국 정부가 제시한 목표는 ‘3% 전후’다. 연간으로 가장 높았던 레벨은 9월의 2.8%다. 지금 중국의 물가는 과도하게 낮다.

최근 2~3년간의 과격한 정책을 돌아해보면 물가가 오를 수 없는 이유가 확인된다. 동태적 제로코로나로 사람들의 이동 자체를 막았고, 이는 자연스럽게 외식 포함한 레저/문화 물가 상승을 억제했다. 올해 하반기부터 부양 기조로 선화하기는 했지만 2021년부터 본격적으로 도입된 ‘3대 레드라인’으로 부동산 시장이 급격하게 위축되면서 자연스럽게 주거 물가 역시 제한적이었다.

* 중국 정부가 공식적으로 통계를 발표하지는 않지만, CPI 항목별 비중은 식품/담배/주류가 30%, 주거가 22.12%, 레저/교육/문화가 13.65%를 차지한 것으로 추산

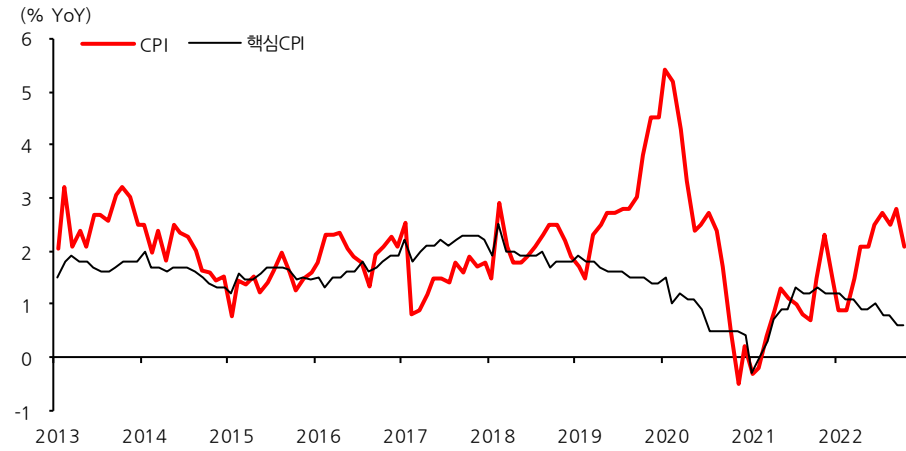
식품과 에너지를 제외한 핵심CPI는 더 큰 문제를 보여준다. 10월 중국 핵심CPI는 전년동월대비 0.6% 상승하는데 그쳤다. 지난해 10월 이후 추세적으로 하락하고 있으며, 4개월 연속 0%대가 지속되고 있다. 6월(+1.0%)을 제외한다면 4월 이후 7개월 중 6개월 동안 0%대를 기록했다.

[그림1] 중국 정부 소비자물가(CPI) 목표 vs. 실제치 추이



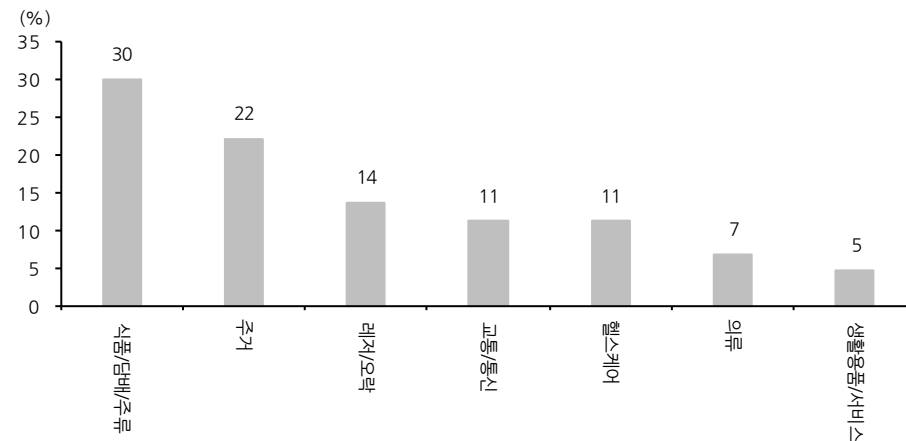
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 CPI & 핵심 CPI 추이



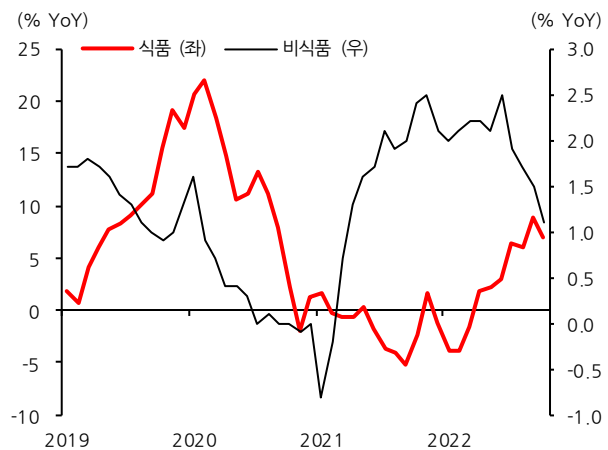
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국 CPI 항목별 비중 추산



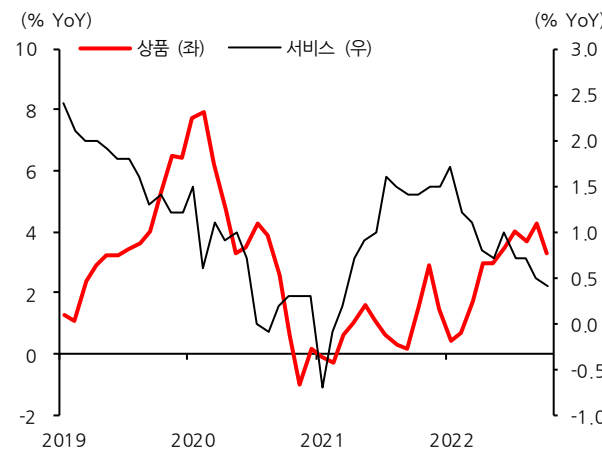
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국 식품 vs. 비식품 물가 추이



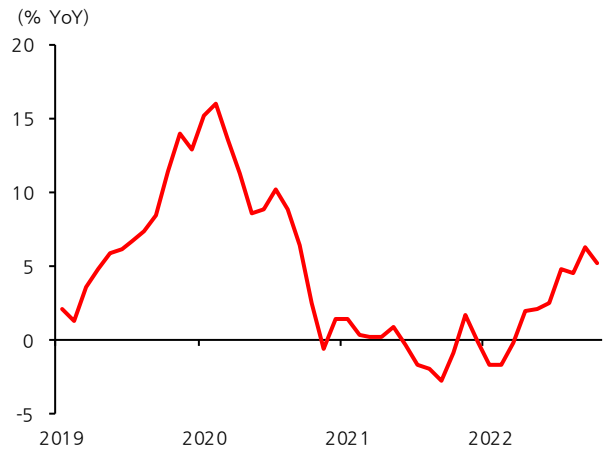
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 상품 vs. 서비스 물가 추이



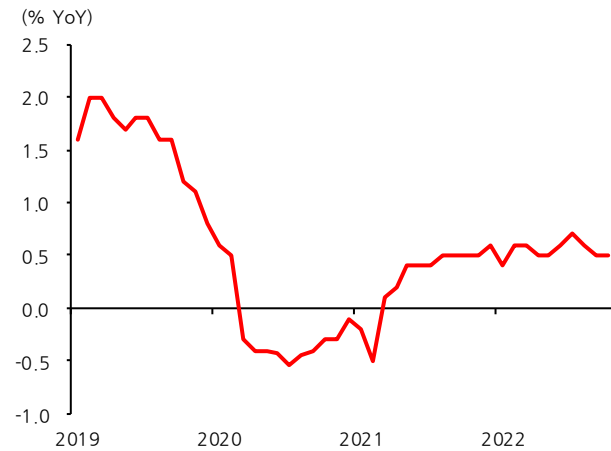
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 식품/담배/주류 물가 추이



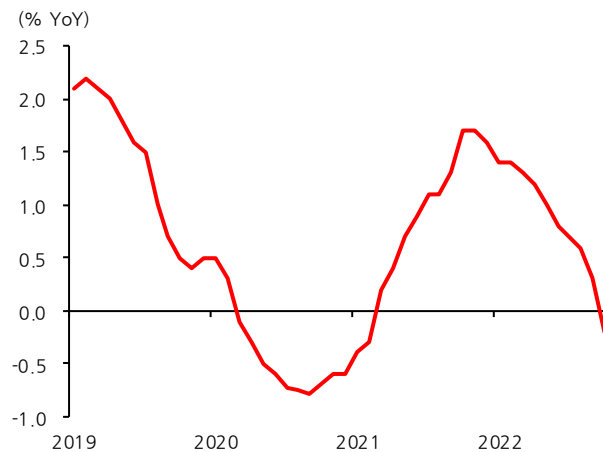
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 중국 의류 물가 추이



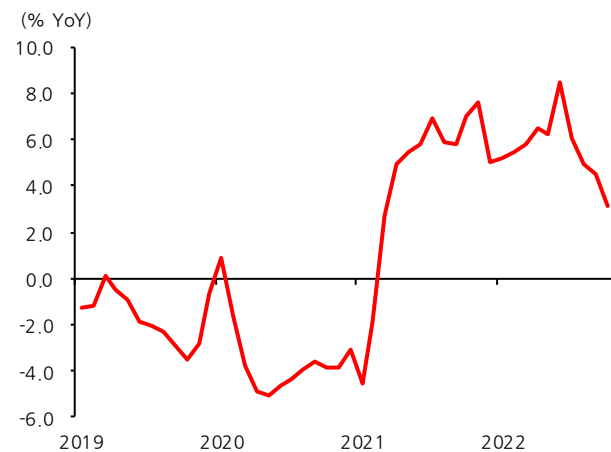
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 중국 주거 물가 추이



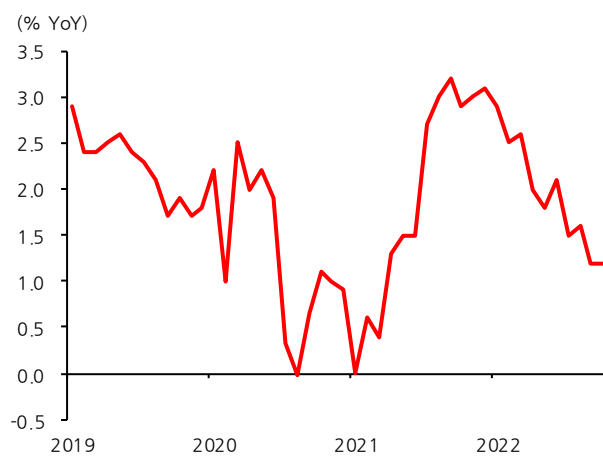
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 교통/통신 물가 추이



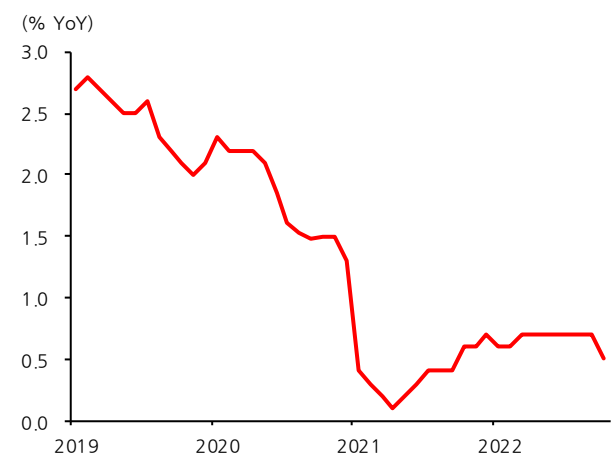
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 중국 교육/문화/레저 물가 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 중국 헬스케어 물가 추이



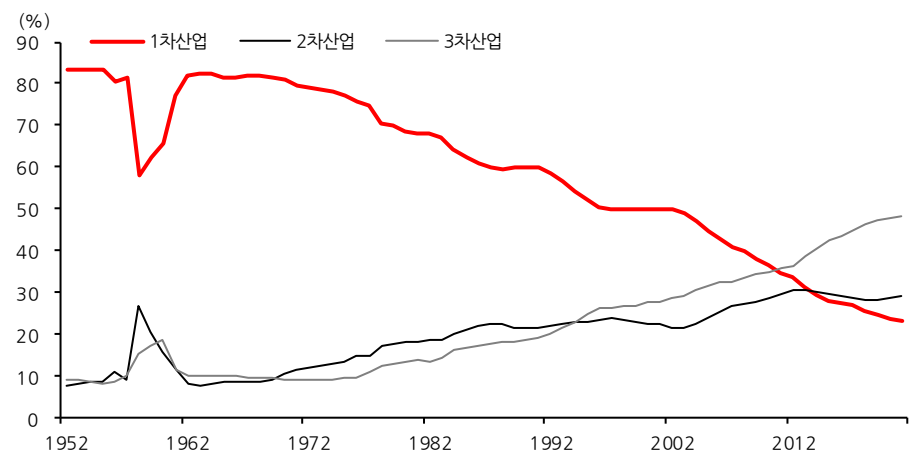
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

서비스와 부동산은 중국 경제의 기초

주목할 점은 외식 포함한 서비스업과 부동산업은 중국 경제의 기초라는 점이다. 2021년 중국 3차산업 고용자수는 전체 고용자의 48%로 가장 큰 비중을 차지했고, 중국 주민 가계자산 & 지방정부 세수 수입의 40% 이상이 부동산에 의존하고 있다.

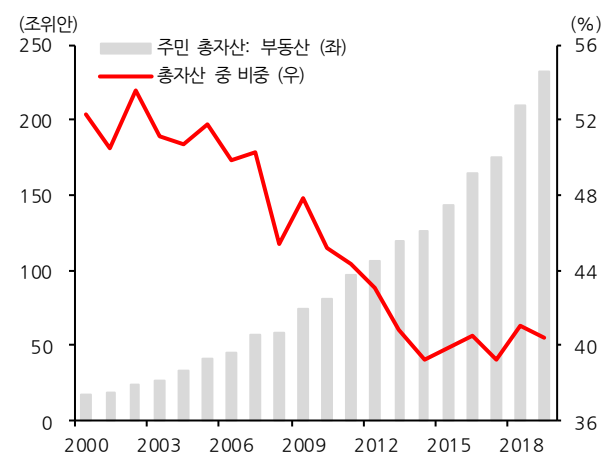
가장 근본적인 분야에 직접적인 타격을 가한 결과는 초라했다. 중국의 경제성장률은 2020년 코로나 충격 때보다도 부진할 것으로 예상되고 있다. 2022년 3월 양회에서 중국 정부가 제시한 경제성장률 목표치는 '5.5% 전후'였는데, 1~3분기 경제성장률은 3.0%에 불과하다. 연간 목표 성장률 달성이 불가하다는 점은 중국 정부도, 시장도 이미 인지하고 있다.

[그림12] 중국 1~3차산업 고용자 비중 변화



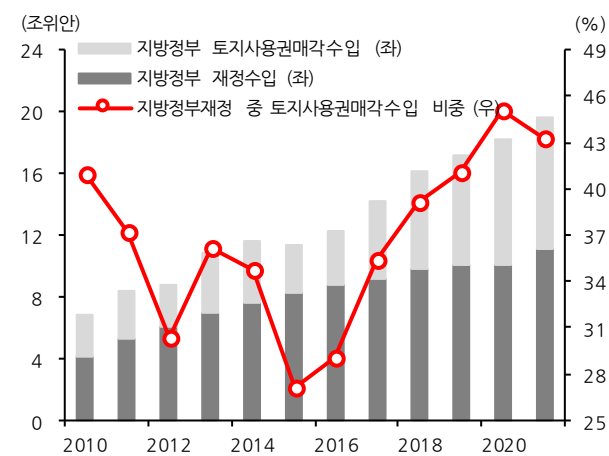
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 중국 가계자산 중 부동산 노출도



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 중국 지방정부 재정 중 부동산 노출도



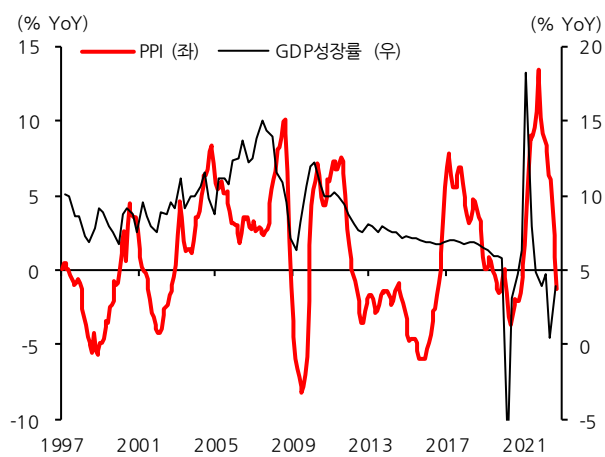
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

PPI: 2020년 이후 다시
마이너스

CPI만 문제가 아니다. 2022년 10월 중국 생산자물가지수 (PPI)는 전년동월대비 -1.3% 하락하며 2020년 12월 (-0.4% YoY) 이후 22개월 만에 마이너스 전환됐다. 지난해 높은 기저 영향이라는 평가도 있지만, 추세적으로 낮아졌다는 점이 핵심이다. 그동안 믿어왔던 자동차 제조업에서까지 문제가 확인되고 있다. 지난해 낮은 기저 (2021년 9월 -0.2%, 10월 -0.3%)에도 불구하고 2022년 9월부터 다시 마이너스 구간으로 진입했다.

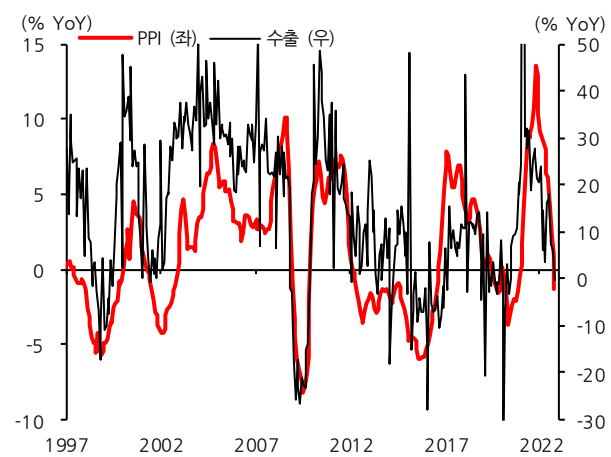
중국 PPI와 경제성장률은 높은 상관관계를 보인다. PPI 마이너스 구간 진입은 중국 경제가 둔화 넘어 침체 위기로 진입할 수 있다는 시그널로 해석될 수 있다. 특히 PPI와 수출 증가율이 동반 마이너스 국면에 진입한 경우 위기감은 더 크게 작용했다. 10월 중국 PPI와 수출은 각각 전년동월대비 -1.3%, -0.3% 상승하며 마이너스를 기록했다. 중국 코로나19 확산으로 중국 전체 경제가 마비됐던 2020년 5월 이후 (PPI -3.7%, 수출 -3.5%) 29개월 만에 처음이다.

[그림15] 중국 PPI 경제성장률 추이



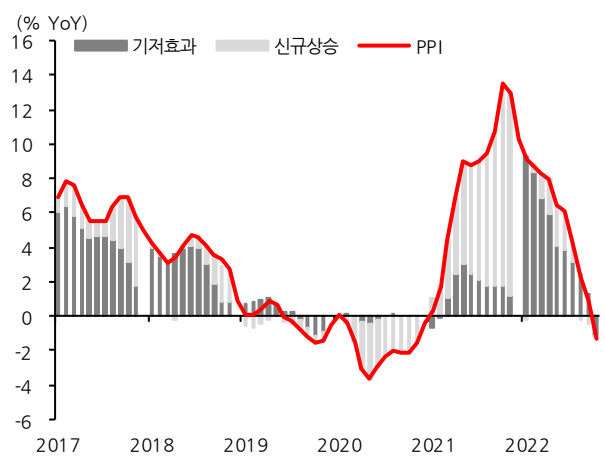
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 중국 PPI & 수출 증가율 추이



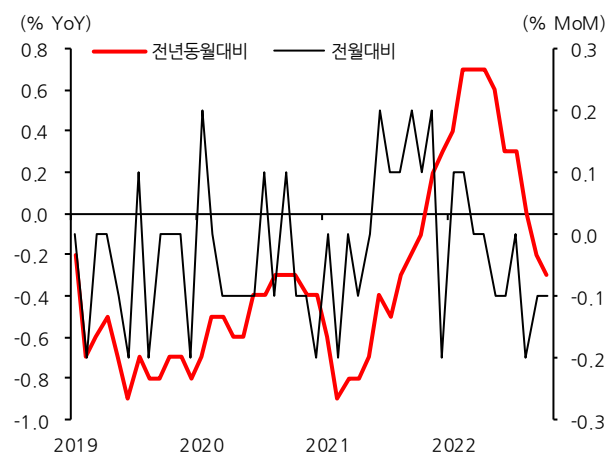
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 중국 PPI 상승분 중 기저효과 vs. 신규상승 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 중국 자동차 제조업 PPI 추이



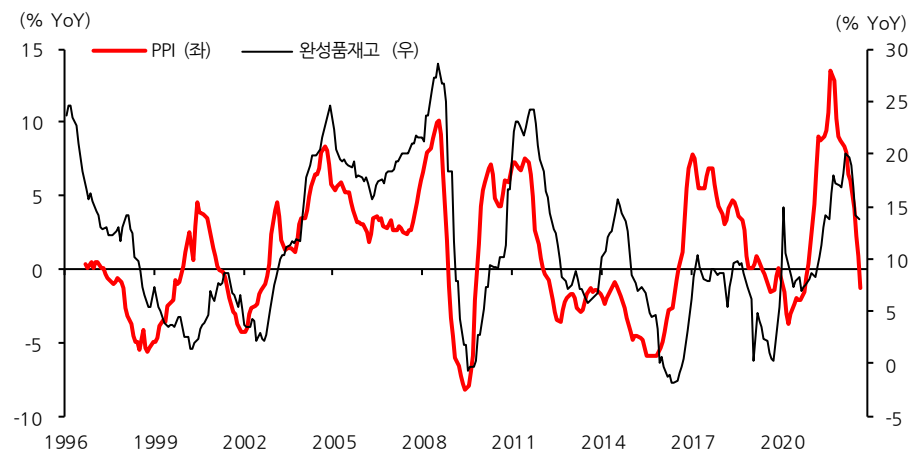
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

이유는 다르지만 올해도
과잉재고가 문제

시진핑 정부 출범 이후 세 번째 PPI 하락기다. 첫번째는 2013~2016년 과잉재고 해소 구간이었고, 두번째는 2019~2020년 미중 무역분쟁 및 코로나19 충격에 따른 경기 둔화 구간이었다. 2013~2016년 공급측 밸런스 조정 실패에 따른 과잉재고와 이유가 다르지만, 올해도 결국 재고가 문제다. 이번엔 수요 부진이 원인이다.

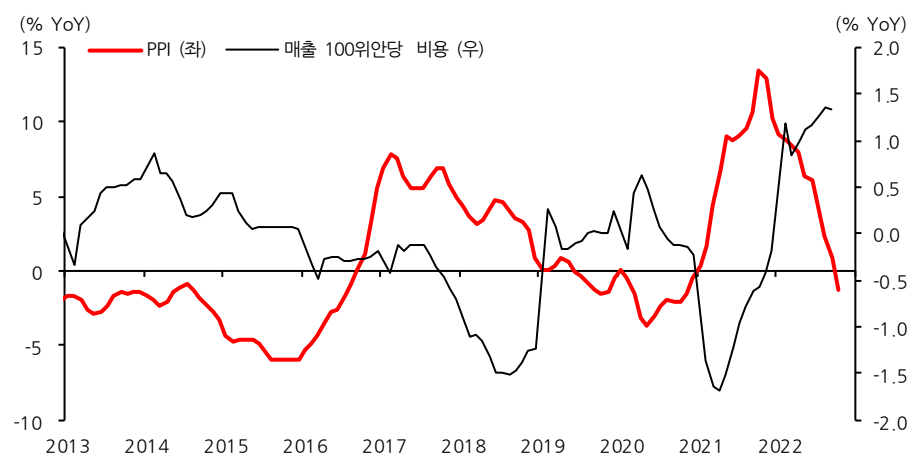
올해 중국 완성품 재고는 2012~2013년 이후 가장 빠른 속도로 증가했다. 2022년은 중국 기업들이 마진을 포기하면서까지 생산을 유지했지만, 내수 부진으로 완제품이 재고로 쌓여버리는 결과가 초래됐다. 완제품 판매를 위해 기업들은 출고가를 낮출 수밖에 없었고 (PPI 하락), 팔수록 경영환경이 적자를 기록하는 악순환이 반복됐다. 경제 전반의 활력은 둔화될 수 밖에 없다.

[그림19] 중국 PPI & 완성품 재고 증가율 추이



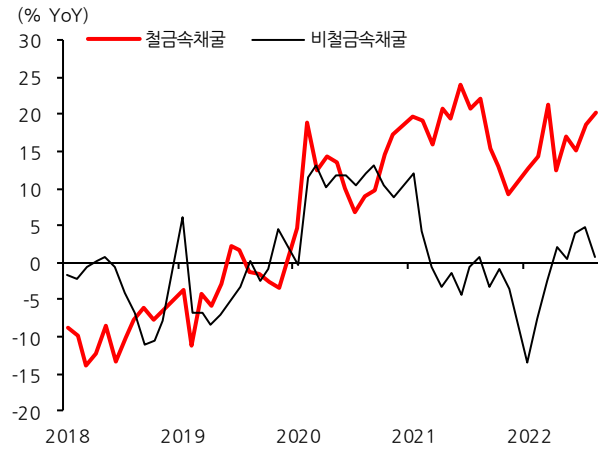
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 중국 PPI & 매출 100위안 당 비용 추이



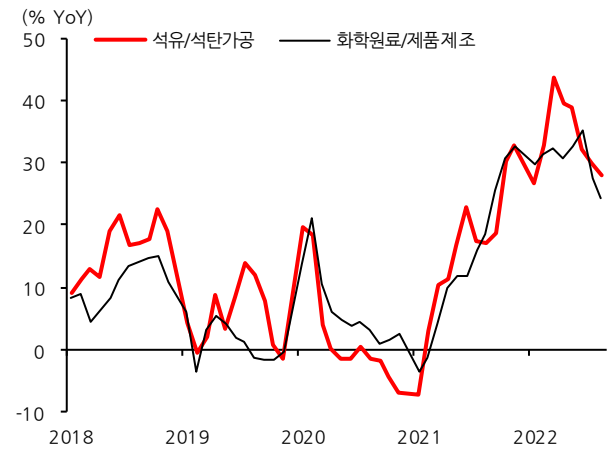
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 중국 철금속 & 비철금속 채굴업 재고



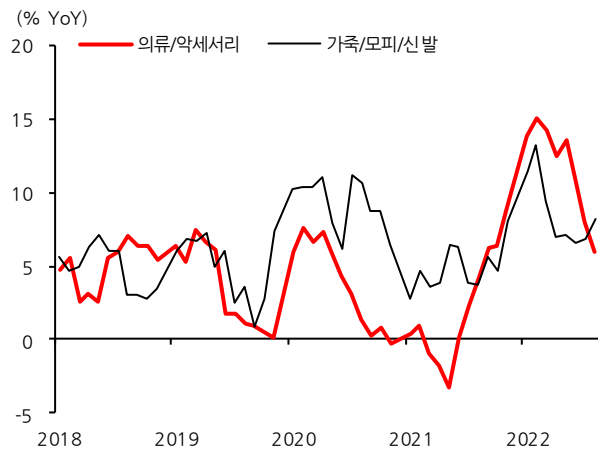
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 중국 석유/석탄가공 & 화학원료/제품 제조업 재고



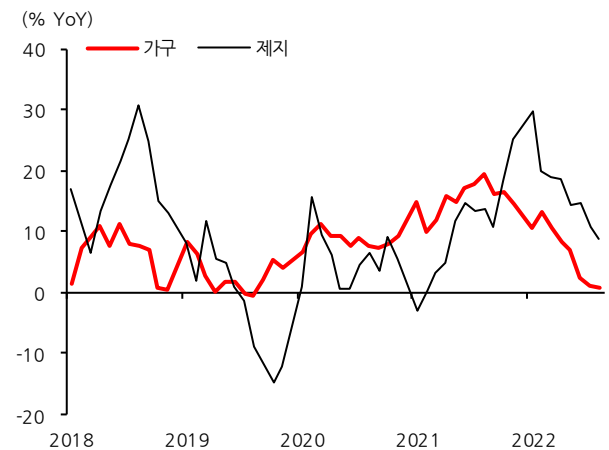
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 중국 의류/악세서리 & 가죽/모피/신발 제조업 재고



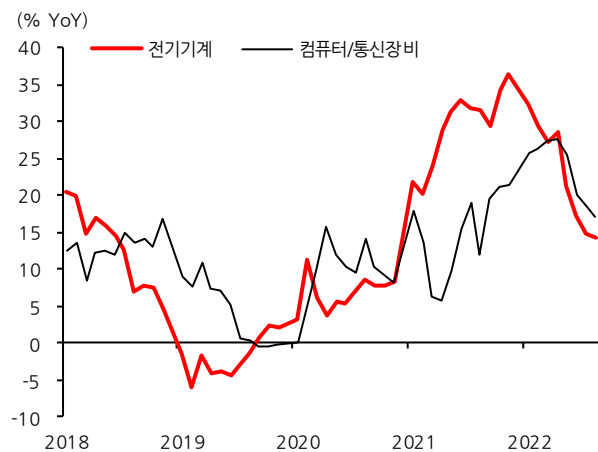
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 중국 가구 & 제지 제조업 재고



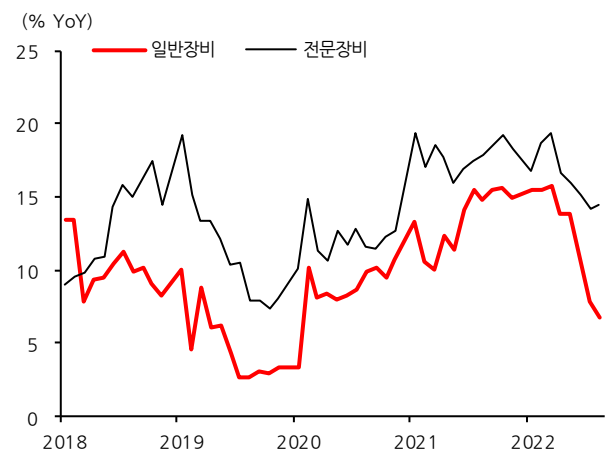
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 중국 전기기계 & 컴퓨터/통신장비 제조업 재고



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 중국 일반 & 전문장비 제조업 재고



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

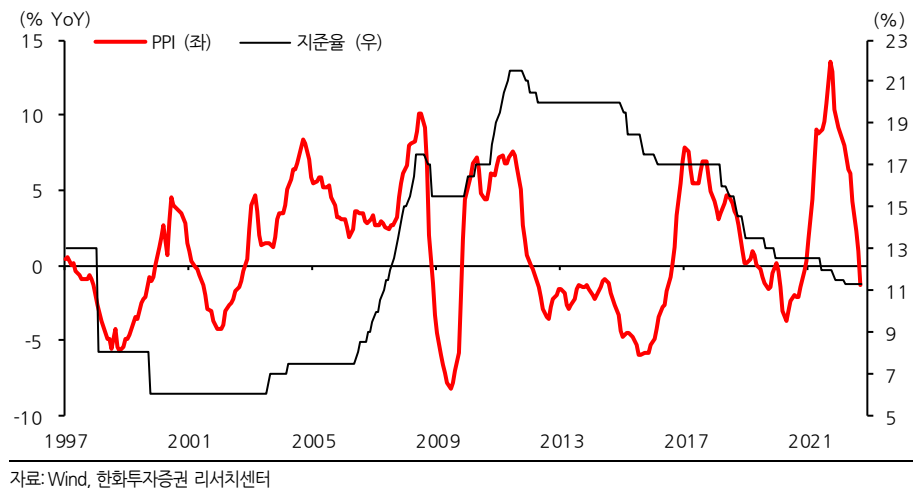
과거 재고소진 방법은
전통적인 부양책이었으나

중국 내수 부진으로 재고가 쌓여가고 있다는 현실은 확인했다. 문제는 ‘어떻게 대응할 것이냐’인데, 과거 과잉재고 소진 구간에서의 선택은 ‘대대적인 부양’이었다. 중국 PPI와 재고 증가율은 높은 상관관계를 보이는데, 중국 정부는 PPI/재고 증가율 상승 구간에서 금리를 인상하거나 동결했고, 유동성 공급을 줄였다. 반대로 PPI/재고 증가율 하락 구간에서는 금리 인하와 유동성 공급을 늘리며 대응했다.

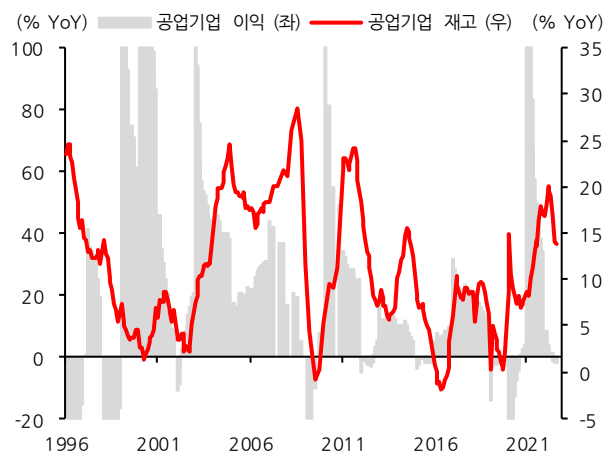
동태적 제로코로나가 전통
정책을 왜곡

이번엔 달랐다. 이번 PPI/재고 증가율 상승 사이클에서 금리 인하와 유동성 공급을 동시에 추진했다. 글로벌 원자재 가격 급등 영향에서 완전히 자유로울 수는 없는 가운데, 코로나19 충격에 대응하기 위해 유동성을 공급했던 것이다. 다만 과거와 달리 생산자물가 급등 사이클에서 유동성을 추가 공급했음에도 불구하고, 동태적 제로코로나 정책이 내수 회복을 제한했다. 중국 공업기업이익은 7월부터 3개월 연속 마이너스 구간에 진입했고, 감소폭이 확대되고 있다 (7월 -1.1%, 8월 -2.1%, 9월 -2.3%). 공업기업이익이 마이너스 구간으로 진입하고 다시 빠져 나오는 데까지는 일반적으로 10개월의 시간이 소요되어 왔다.

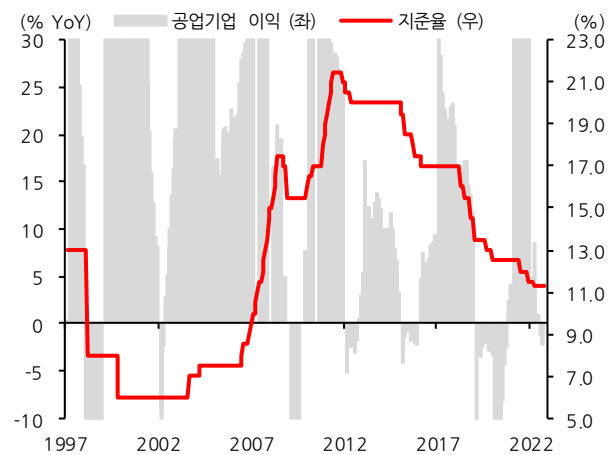
[그림27] 중국 PPI & 지준율 추이



[그림28] 중국 공업기업 이익 & 재고 추이



[그림29] 중국 공업기업 이익 & 지준율 추이



문제는 언제까지
전통 지원책이 이어질 수
있느냐는 것

문제는 동태적 제로코로나로 전통 부양책 효과가 왜곡된 가운데, 중국 정부가 ‘동태적 제로코로나 전환없이 언제까지 전통 부양책을 이어갈 수 있을 것이냐’이다. 시중에 공급된 유동성은 초과 수준이다. 지금까지 중국 정부가 유지했던 건 명목 경제성장률과 통화공급 증가율을 맞추는 것이었는데, 그 괴리는 이미 크게 벌어졌다.

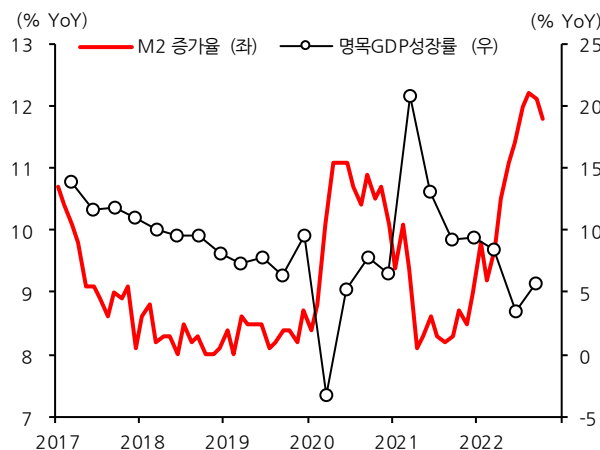
올해 하반기 들어 중국의 동태적 제로코로나 출구전략 언급이 많아지고 있는데, ‘중국 정부의 잘못된 판단과 결정이 정말 중국 경제를 침체 그 이상으로 몰아갈 수 있다’는 막연한 상상이 현실에 가까워지고 있기 때문이라고 생각한다.

물가는 경제 성과 아닌
희생 성과

물가는 고용과 함께 중국 공산당의 당위성을 보장하는 가장 중요한 지표다. 올해 전세가가 인플레이션으로 고생한 시기였던 만큼, 헤드라인 상으로 안정적이었던 중국 물가는 자체적으로 ‘역시 중국 공산당’이라는 평가가 가능할지 모른다. 그러나 이제는 다르다. 낮은 물가가 중국 공산당의 경제 정책 효과가 아닌 의도적인 희생을 통해 이룬 성과라는 점을 인지하고 있다. 중국인들은 지쳤고, 실망했고, 무기력해지고 있다. 활력이 없는 시장에서는 어떤 정책도 효과적일 수 없다.

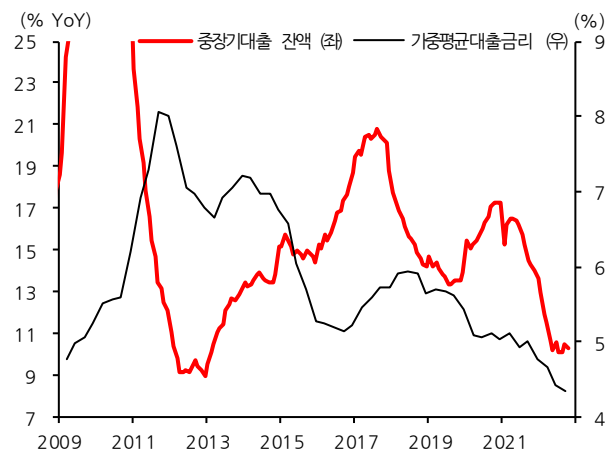
중국 정부의 적극적인 대출 확대 의지에도 불구하고 중장기 대출잔액 증가율은 2011~2012년 이후 최저 수준까지 하락했다. 그때와 가장 다른 점은 금리다. 2011~2012년 중국 금융기관 가중평균대출금리는 7%대였으나 지금은 4.3%까지 낮아진 상황이다. 올해 들어 과거 ‘금리 하락 구간에서 중장기대출이 증가하는 패턴’은 확인되지 않는다. 정부가 돈을 주려고 하고 있음에도 중국인들이 그 돈을 받지 않는 상황이 계속되고 있는 것이다.

[그림30] 중국 경제성장률 & M2 증가율 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 중국 중장기대출 잔액 & 가중평균대출금리 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2. 재정: 비어가는 공간

중국의 재정정책은
감세와 환급

하고싶은 일을 하려면 가진 게 있어야 한다. 시중에 풀 수 있는 돈은 풀어났다. 더 뭔가를 보여주고 싶다면 돈이 더 필요하다. 그러나 중국 정부는 가진 게 없다. 돈을 구해와야 하는데, 돈을 벌어들일 방법이 없다. 2018년부터 중국 정부가 본격적으로 운영하기 시작한 재정정책 기조는 ‘덜 걷겠다’이다. 감세와 환급 정책을 강화하고 있다.

2016~2017년 5,000억대에 불과했던 중국 정부의 감세 목표 (2016년 5,000억위안; 2017년 5,700억위안)는 2018년 1.1조위안을 넘어 2019년부터 본격적으로 2조위안대에 진입했다 (2019년 2.0조위안; 2020년 2.5조위안, 2022년 2.5조위안). 감세 목표를 제시하지 않은 2021년을 제외한 지난 4년 동안 중국은 목표 대비 많은 수준의 감세를 이뤄냈다. 2017~2021년 매년 실제 감세 규모는 1조위안, 3조위안, 2.36조위안, 2.5조위안, 1조위안으로 각각 당해 년도 GDP의 1.2%, 1.4%, 2.4%, 2.5%, 1.0%를 차지했다.

정부 공간이 채워지는
속도는 더디고,

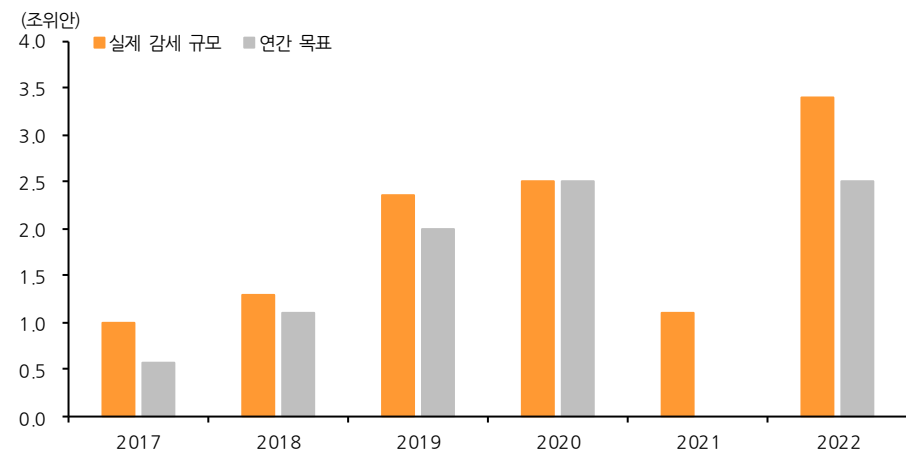
1~10월 중국 재정수입은 173,397억위안으로 2022년 연간 예산 목표의 82.5%를 달성했다. 헤드라인 숫자로만 보면 생각보다 양호한 재정수입 활동이 이어지고 있는 것으로 보인다. 과거와 비교하면 올해 중국 정부의 재정 공간이 채워지는 속도는 현저히 더디다. 최근 5년간 1~10월 목표 대비 재정수입 평균 달성 속도는 88.9%다.

1~3분기 중국 재정적자는 37,238억위안으로 이미 2021년의 86%에 달한다. 경제 성장은 추세적으로 둔화되고 있는데, 최근 2~3년 동안의 수요 억제 정책으로 경기는 침체 국면 진입 문턱에 위치해 있다. 그리고 지금까지 급격하게 늘어난 재정적자를 메꿀 수 있는 여력은 부족하다.

재정 수지는 악화

2021년 중국 재정적자를 목표는 2.8%로 2020년 (3.6%) & 2021년 (3.2%)보다 낮다. 다만 경제규모가 계속 커지고 있기 때문에 실제 지출 규모 역시 증가할 수밖에 없다. 실제 재정적자는 중국 정부의 목표치를 크게 넘어서고 있다. 위 언급한 바와 같이 중국 정부가 ‘덜 걷겠다’는 기조를 유지하면서 재정수지는 더욱 악화될 수밖에 없는 구조다.

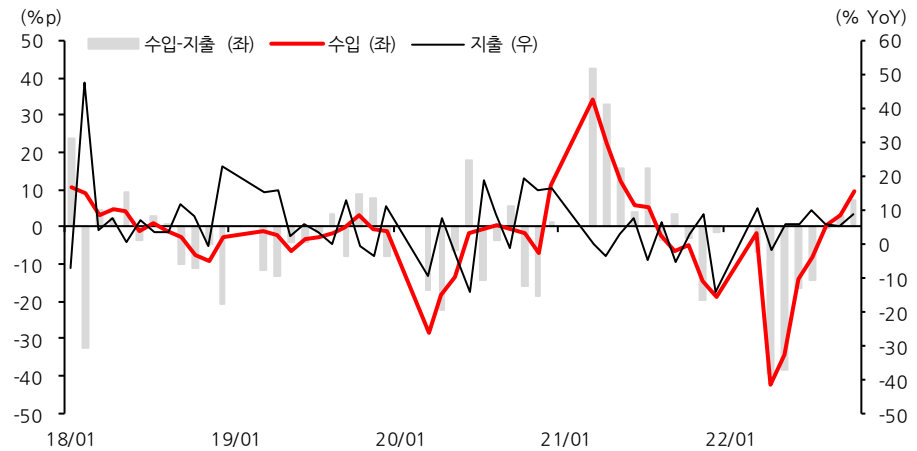
[그림32] 중국 연간 감세 목표 & 실제 감세 규모 비교



주: 2022년은 중국 세무총국 추산 데이터 반영 (9/20 기준; 감세 + 환급)

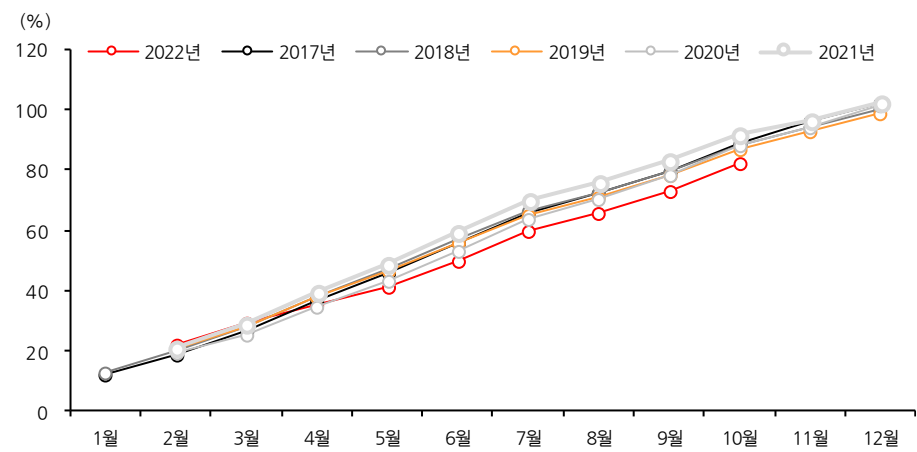
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 중국 재정수입 vs. 재정지출 증가율 추이



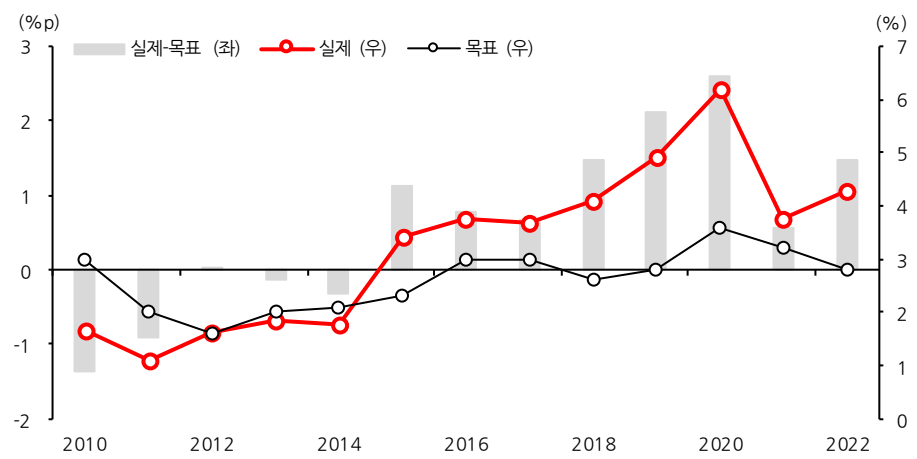
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 중국 목표 대비 재정수입 달성 속도 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 중국 연간 재정적자율 목표 vs. 실제 재정적자율 비교



주: 2022년은 1~9월 기준

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국은 부동산 정책 전환을 선택

비어가는 공간을 채우기 위해 중국 정부가 우선 결정한 방향은 부동산 규제 완화였다. 중국 부동산 정책 기조 전환의 시작은 2022년 5월로 거슬러 올라간다. 최근 부동산 정책을 보면 중국의 변화가 유의미하다는 것을 알 수 있다.

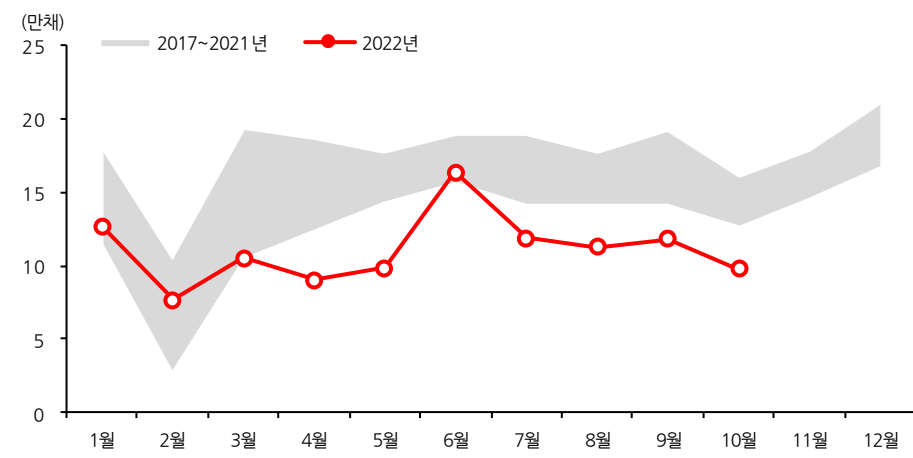
지난해 중국 정부는 부동산 버블을 ‘시스템적 금융 리스크를 야기할 수 있는 가장 위험한 회색코뿔소’로 표현한 바 있다. 다만 잊지 말아야 할 포인트는 중국 정부가 ‘문제’ 삼기 시작한 것은 쉽게 ‘문제’가 되지 않는다는 점이다. 2020년 8월 중국 정부는 부동산 시장에 대해 3대 레드라인을 제시하며 부동산 개발사들의 차입을 제한하기로 결정한다. 3대 기준에 모두 미달되는 레드라인에 포함되는 부동산 개발사는 유이자 부채를 추가할 수 없었고, 오렌지라인은 5% 미만 옐로우라인은 10%, 그린라인은 15%까지 유이자 부채 증가율을 허용했다.

부동산 시장의 버블 증가 속도가 빠르고 일부 기업은 본업인 부동산 개발뿐만 아니라 과도한 레버리지를 통해 다른 사업에도 진출하고 있는 상황이 파악됐기 때문이다. 에버그란테 (China Evergrande Group)로 알려져 있는 헝다그룹을 중심으로 중국 부동산 시장에 대한 과격한 디레버리징이 시작됐다. 부동산 개발사에 대한 구조조정 & 역외채권 (달러채) 상환 불이행 등 우려에도 시장은 ‘지금까지 그래왔듯 부동산은 중국 정부가 통제할 것이다’라는 믿음을 유지했다. 그러나 규제는 생각보다 긴 시간 동안 유지됐고 동태적 제로코로나 기조까지 더해지면서 중국의 내수 경기는 역대 최악의 시기를 겪었다.

2020년 코로나19 충격보다 부진한 중국 부동산

중국 부동산 거래는 2020년 코로나때보다도 부진하다. 1분기까지는 유사한 추이로도 보였지만, 3~4월 상하이 락다운을 시작으로 부동산 거래시장은 급격하게 위축되기 시작했다. 1~9월 중국 30개 주요도시 부동산 거래량 기준으로 보면, 2022년 평균/총거래량은 2010년 수준으로 돌아갔다. 거래시장이 위축되면서 부동산 개발사들의 유동성 환경이 더욱 악화됐고, 이는 부동산 시장의 근간을 흔들어 놓았다.

[그림36] 중국 30 개 주요도시 월간 부동산 거래량 비교

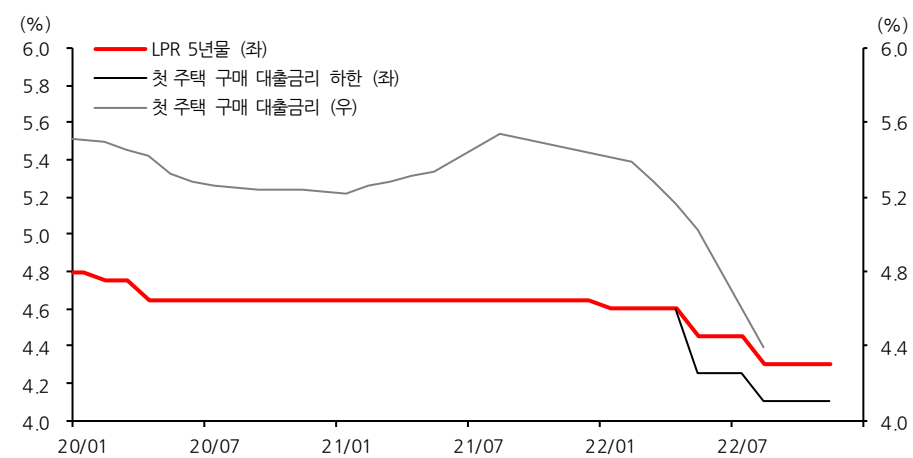


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

인민은행의 첫번째 승부수

2022년 5월, 중국 정부는 거래시장의 급격한 위축에 대응하기 위해 승부수를 던진다. 부동산 대출 금리에 연동되는 기준금리 (LPR 5년물)를 인하했을 뿐만 아니라 첫 주택 구매 대상자에 한해 대출금리 하한을 낮췄다. 2019년부터 중국 정부는 은행들의 이익을 실물경제에 양도하라는 양이 (讓利)를 지시하고 있다. 중국의 은행/부동산 시스템이 쉽게 망가지지 않을 것이라는 가장 큰 이유이기도 하다. 인민은행의 대출 하한 인하폭 결정 근거가 대중에 공개되지는 않았지만, 명확한 내부 기준없이 공표될 가능성은 없다. 은행들이 기준금리보다 20bp 낮은 대출을 시행해도 충분한 기초체력과 건전성을 보유하고 있다고 해석하는 것이 타당하다.

[그림37] 중국 LPR 및 첫 주택 구매 대출금리 추이



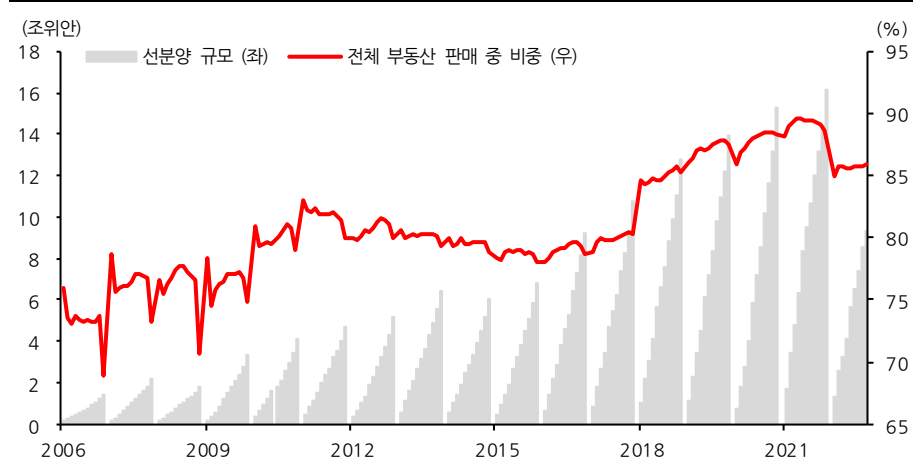
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

길지 않았던 정책 효과

단기적이거나 부동산 시장은 중국 정부의 변화에 반응했다. 1년 넘는 시간 동안 부동산 시장에 특별한 호재를 던져주지 않았던 중국 정부가 부동산 시장 지원을 약속하면서 5~6월 중국 부동산 시장 거래는 예년 수준으로 회복하는 흐름을 보였다. 아쉬운 점은 위에 언급한 바와 같이 단기적이었던 점이다. 효과는 두 달에 그쳤다. 중국 정부가 챙기지 못한 부분에서 또 한 번 문제가 발생했기 때문이다.

대표적인 사례는 2022년 6~7월 중국에서 불거진 부동산대출 상환 거부 시위 사태다. 그동안 부동산 문제 관련 일부 산발적 시위는 있었으나, 대규모 시위는 처음이라는 평가다. 대출을 받아 부동산을 선분양 받은 수분양자들은 인도는커녕, 공사 자체가 멈춰있는 상황을 바라볼 수밖에 없었다. 원칙대로라면 부동산 개발사들은 선수금을 공사 비용으로만 사용해야하며 에스스로 계좌에 별도로 예치해두어야 한다. 그러나 암암리에 해당 자금으로 다른 지역의 토지를 신규 구매해 선분양을 진행하고, 여기서 받은 선수금으로 기존 공사 비용을 대체하는 ‘돌려막기식’ 행태가 반복됐다. 부동산 시장 호황기에는 큰 문제가 없었다. 시장 안에서 충분한 유동성이 돌았기 때문이다. 그러나 중국 정부가 3대 레드라인을 본격 도입하면서 기존의 돌려막기가 어렵게 됐고, 중국 전역에서 공사 중단 사태가 이어졌다.

[그림38] 중국 부동산 선분양 비중



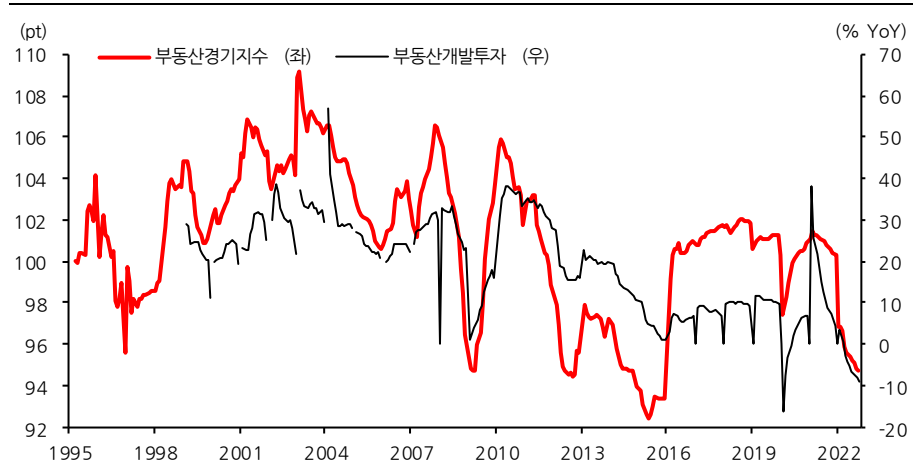
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

최고지도부의 부동산 시장 개입 시작

결국 8월부터 부동산 시장에 대한 중국 정부의 정책 기조는 규제에서 부양으로 완전히 선화한다. 7월, 중국공산당 최고지도부 회의인 정치국회의에서 ‘부동산 건설/인도가 민생 보장의 기초’라는 문구를 언급한다. 중국 최고지도부가 건설/인도를 언급 및 강조한 건 처음이다. 중국의 최고지도부가 직접 개입하지 않으면 사태가 더 악화될 수 있음을 인지한 것이다.

올해 중국의 부동산경기지수는 직전 강력한 부동산 규제를 단행했던 2011~2013년보다도 부진하다. 신규 착공/준공 모두 통계 집계 이래 최악을 보이고 있다. 중요한 점은 경제 성장의 강도다. 2011~2013년은 상대적으로 높은 경제성장률을 유지했던 시기다. 이 기간 중국 경제성장률은 각각 9.6%, 7.9%, 7.8%다. 지금과는 다르다. 중국 경제성장률이 한 자리대로 낮아진 지는 오래됐고, 동태적 제로코로나 정책 장기화로 올해 경제성장률은 2020년을 제외하고 최저 수준까지 낮아질 것으로 예상되고 있다.

[그림39] 중국 부동산 개발투자 증가율 & 부동산경기지수 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

부동산 버블에 대한 중국
정부의 입장 변화

3대 레드라인 정책이 종료되지는 않았지만, 그 성과가 확보됐다는 뉘앙스의 정부 관계자 발언이 확인되고 있다. 9월 23일, 중국 금융 시스템 전반을 관리하는 중국은행보험감독관리위원회 관계자는 ‘부동산 버블 감소 추세가 실질적인 전환을 맞이했다’고 밝혔다. 정부 표현의 변화는 지난 2년여 동안 이어진 과격한 디레버리징이 효과를 발휘했다고 이해할 수도 있겠지만, 숨통을 끊는 방식의 정책이 중국 전체 경제를 망가뜨리고 있다고 평가했을 가능성이 높다.

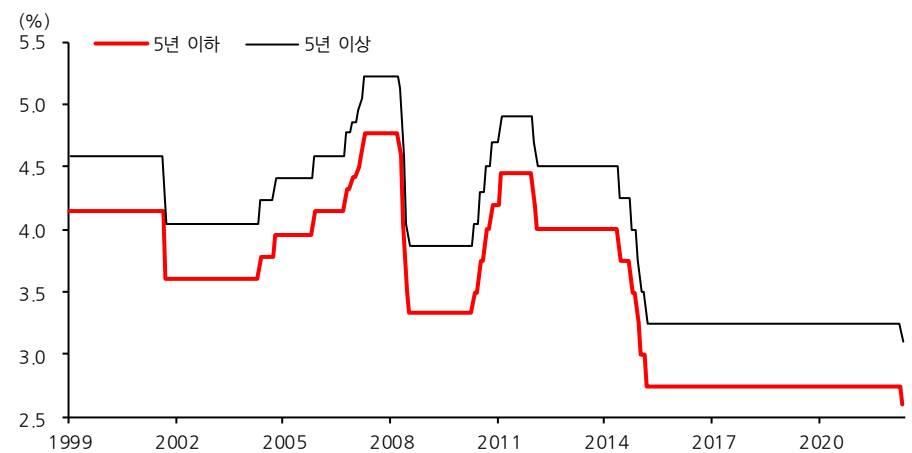
- 2020년 8월: 부동산 버블은 시스템적 금융 리스크 야기할 회색코뿔소
- 2021년 3월: 부동산 버블이을 효과적으로 통제 중. 여전히 경계
- 2022년 3월: 부동산 버블 감소 추세 진입
- 2022년 9월: 부동산 버블 감소 추세 실질적 전환 맞이

최고 지도부 개입 이후
본격적인 정책 변화

시장 수요 되살리기 위한 총력전도 이어졌다. 인민은행은 5월에 던졌던 승부수를 다시 한 번 꺼내 들었고, 강도는 당시보다 강해졌다. 2022년 들어 수요 시장을 억제한 적은 없었다. 민간 개발사에 대한 규제로 부동산 시장 전망이 미로에 빠지면서 수요단에서 부동산에 손을 떼고 관망세로 전환한 것이었다.

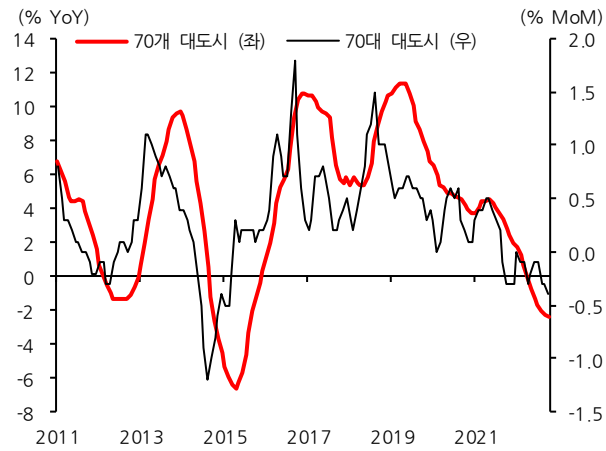
- ① 인민은행: 첫 주택 구매 대출금리 하한을 취소할 수 있도록 규정 변경 (2022년 6~8월 전월비/전년대비 신규주택가격 하락 도시 대상)
- ② 인민은행: 첫 주택 구매 주택공적금 대출금리를 15bp 인하
- ③ 재정부: 부동산 양도세 환급 결정 (기존 주택 판매 이후 1년 내 주택 재구매 납세자 대상. 정책 시행 기한은 2023년 12월 31일까지)

[그림40] 중국 정부는 2015년 7월 이후 처음으로 주택공적금 대출금리 인하



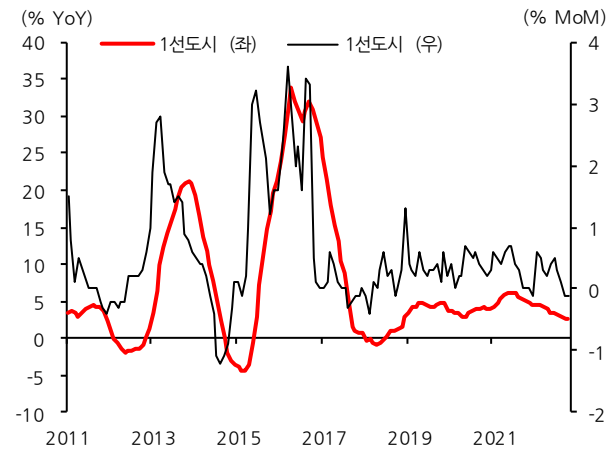
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 중국 70개 주요도시 부동산 가격 추이



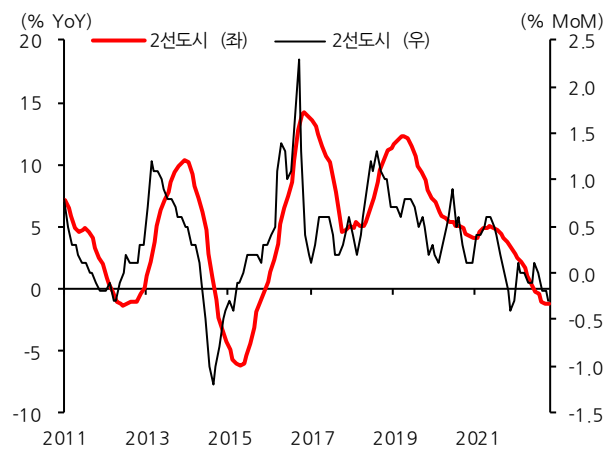
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 중국 70개 주요 1선도시 부동산 가격 추이



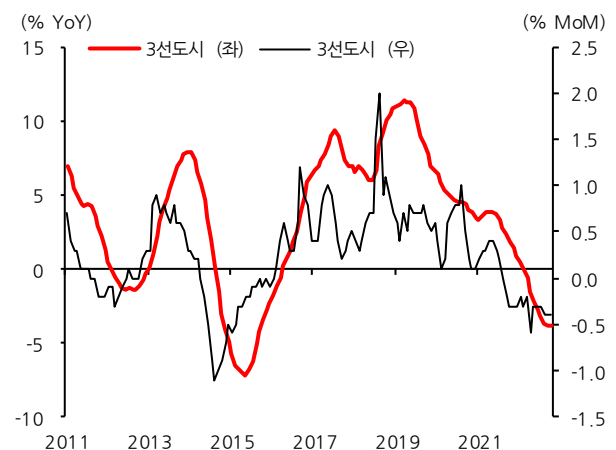
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 중국 70개 주요 2선도시 부동산 가격 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 중국 70개 주요 3선 이하 도시 부동산 가격 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

지난 8월, 중국 정부는 6개 핵심 지방정부 (광둥/강소/절강/산둥/하남/사천)에 납세의 의무를 다할 것을 공개적으로 주문했다. 6개 지방정부가 중국 GDP에서 차지하는 비중은 45%에 달한다. 중앙정부 체력이 부족하니 돈 잘 버는 지방정부에 수혈을 요청하는 것이다.

핵심은 해당 6개 지방정부의 경제구조다. 6개 지역의 GDP에서 1~3차 산업 평균 비중은 각각 6.4%, 40.9%, 52.7%다. 이 지역이 돈을 벌어 중앙정부에 납입해야 한다면, 그 지역에서 잘 운영되고 있는 산업이 안정적이어야 할 것이다. 그러나 최근 2~3년 동안 중앙정부가 취한 정책 방향성으로는 해당 지방정부의 경제를 안정적으로 유지하기 어렵다. 적어도 해당 정부들이 돈을 벌게 해주려면 결국 서비스업 경제를 회복시키는 방법을 돌아와야 할 것이다.

(조위안) (%)

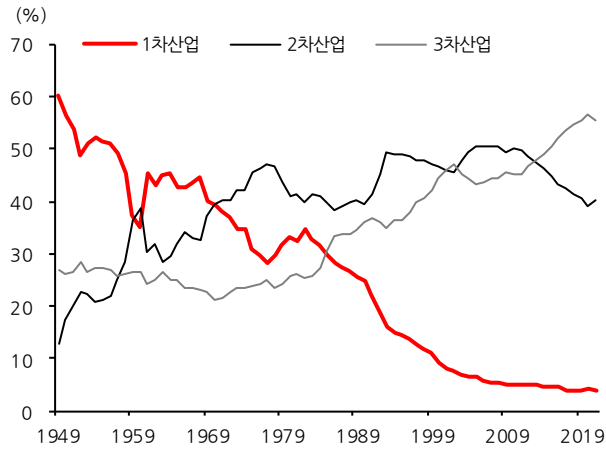
6개 지방정부 GDP 합계 (좌) 중국 GDP 비중 (우)

연도	6개 지방정부 GDP 합계 (조위안)	중국 GDP 비중 (%)
1952	0	28
1954	0	25
1956	0	28
1958	0	25
1960	0	22
1962	0	25
1964	0	22
1966	0	25
1968	0	22
1970	0	25
1972	0	22
1974	0	25
1976	0	28
1978	0	32
1980	0	35
1982	0	35
1984	0	32
1986	0	35
1988	0	38
1990	0	35
1992	0	38
1994	0	40
1996	0	42
1998	0	45
2000	0	48
2002	0	45
2004	0	48
2006	0	48
2008	0	45
2010	0	42
2012	0	40
2014	0	38
2016	0	35
2018	0	32
2020	0	30

[illegible]

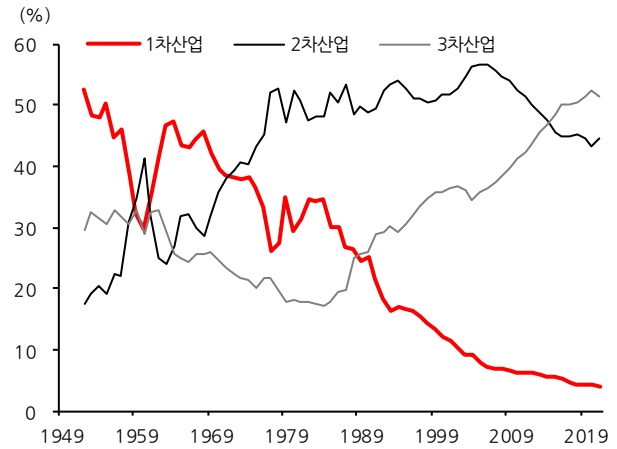
20

[그림47] 광둥성 GDP 구성



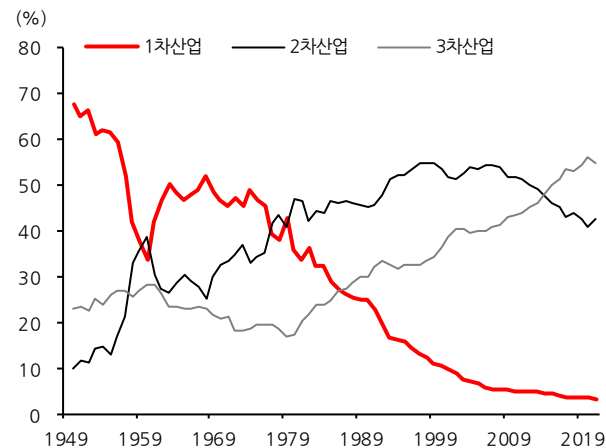
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 강소성 GDP 구성



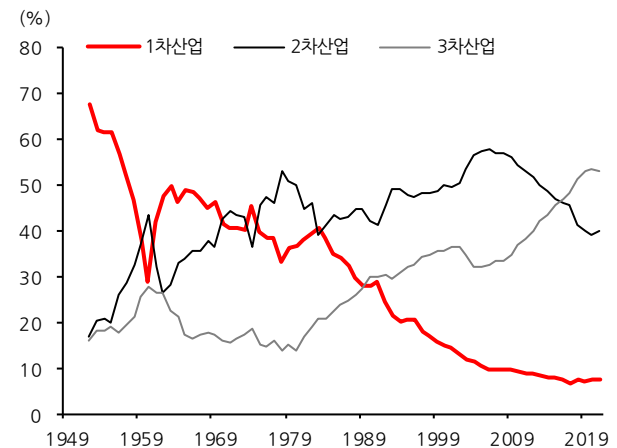
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 절강성 GDP 구성



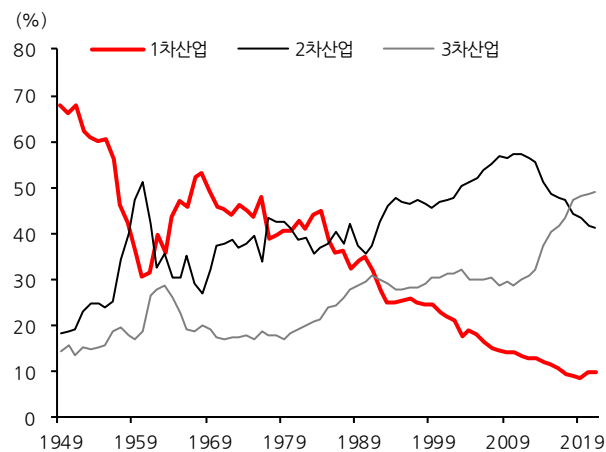
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 산둥성 GDP 구성



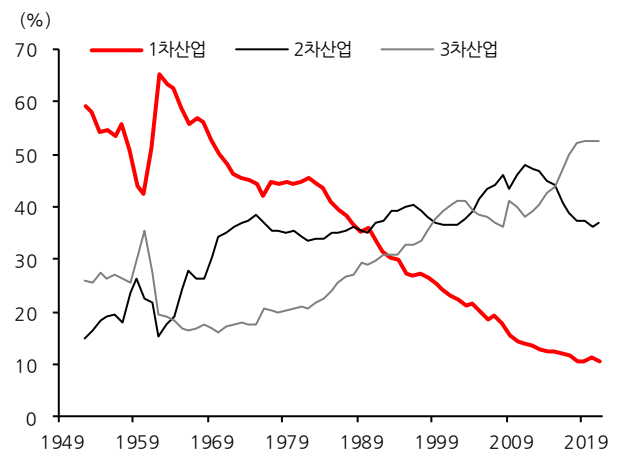
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 하남성 GDP 구성



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 사천성 GDP 구성

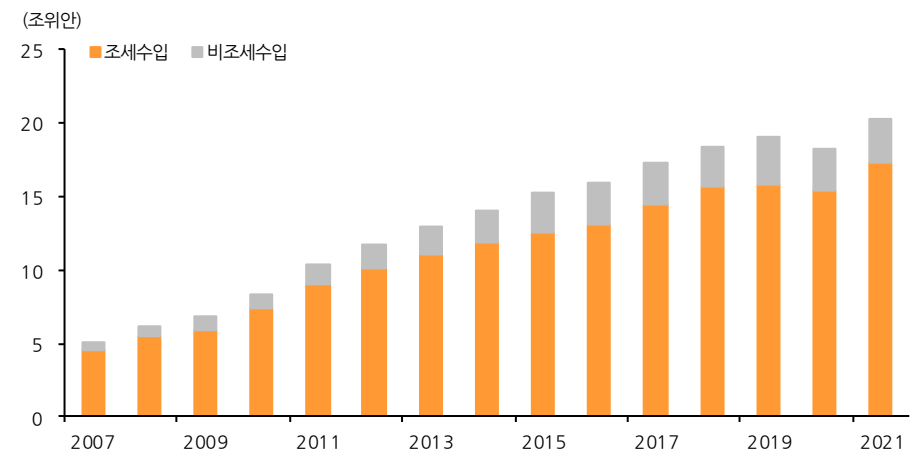


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

수요 없는 생산으로
악순환 반복

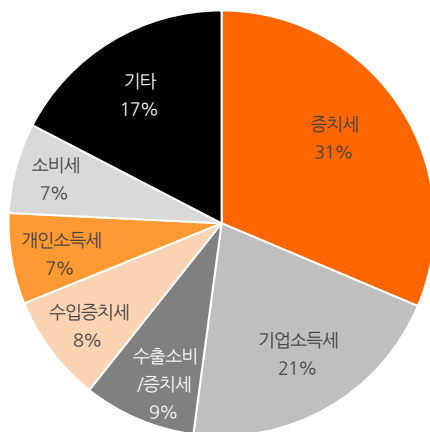
결국 필요한 건 내수 활성화다. 중국 세수 항목 별 비중을 살펴보면 조세수입이 85%, 비조세수입이 15%를 차지한다. 조세수입에서는 우리나라 부가세로 해석되는 증치세가 37%, 기업소득세가 24%로 가장 높은 비중을 차지한다. 기업들은 생산/유통/판매를 통해 돈을 벌며 고용을 늘리고, 고용자는 벌어들인 수입으로 소비를 해야한다. 한 나라의 경제가 움직이는 기본적인 메커니즘이 동태적 제로코로나라는 아집으로 멈춰 섰다. 중국 정부가 폐쇄루프 정책을 통해 생산을 유지하도록 지원해주는 했지만, 앞서 언급한 바와 같이 수요가 없는 생산은 오히려 기업들의 부담만 가중시켰다. 다른 나라들은 금리 상승에 따른 부채 부담이 문제였다면, 중국은 정부가 야기한 수요 침체가 문제다.

[그림53] 중국 재정 조세 vs. 비조세수입 추이



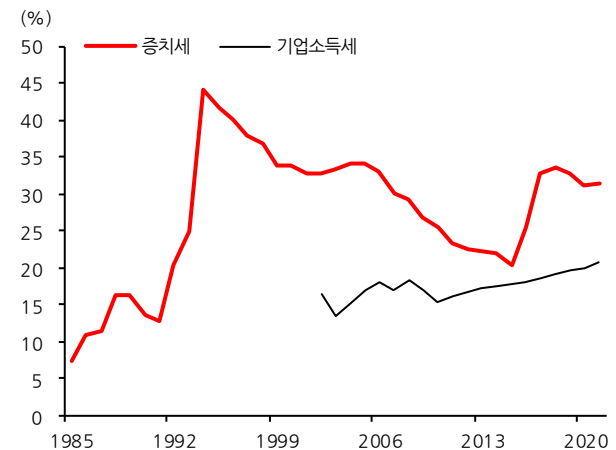
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 중국 조세수입 항목별 비중 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 중국 증치세/기업소득세 비중 추이

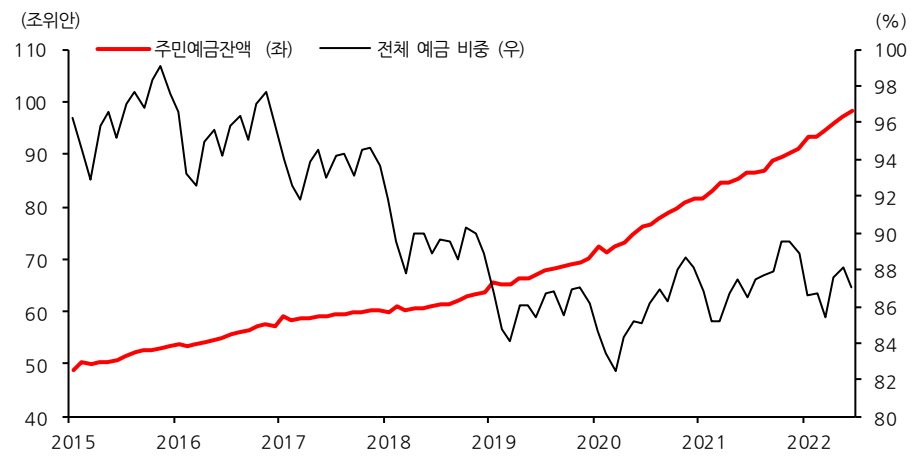


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

가계 예금 잔액은 충분한 상황

정부의 정책만 전환된다면 실탄은 확보되어 있는 것으로 보인다. 중국 내 유동성이 예금에 몰려있다는 점이다. 2022년 10월 기준 중국 금융기관 예금 잔액은 115.2조위안으로 2021년 중국 GDP (114.4조위안)보다 많다. 2022년 상반기 기준, 가계 예금 잔액은 98.2조위안에 달한다. 6월 전체 잔액 (112.8조위안)의 87%가 가계 예금이다.

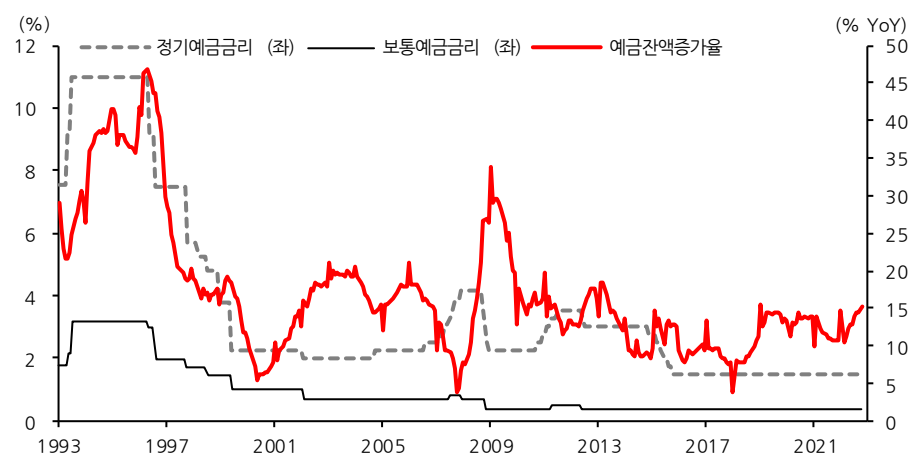
[그림56] 중국 가계 예금 잔액 및 전체 예금 잔액 비중 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 정부의 추세적인 금리인하 정책으로 사실 중국의 예금/대출 금리 모두 역사적으로 낮은 레벨을 보이고 있다. 중국 정기예금금리 (1년물)는 1.5%, 보통예금금리는 0.35%에 불과하다. 사실상 제로금리를 표방하며 시중 유동성의 활발한 움직임을 기대하고 있으나, 현실은 그렇지 못하다. 1%대 예금금리에도 불구하고 벌어들이는 돈은 추가 수익을 바라기보다는 안전한 은행에 예치해 두는 악순환의 고리가 끊어지지 않고 있다.

[그림57] 중국 가계예금 잔액 및 전체 예금 잔액 비중 추이



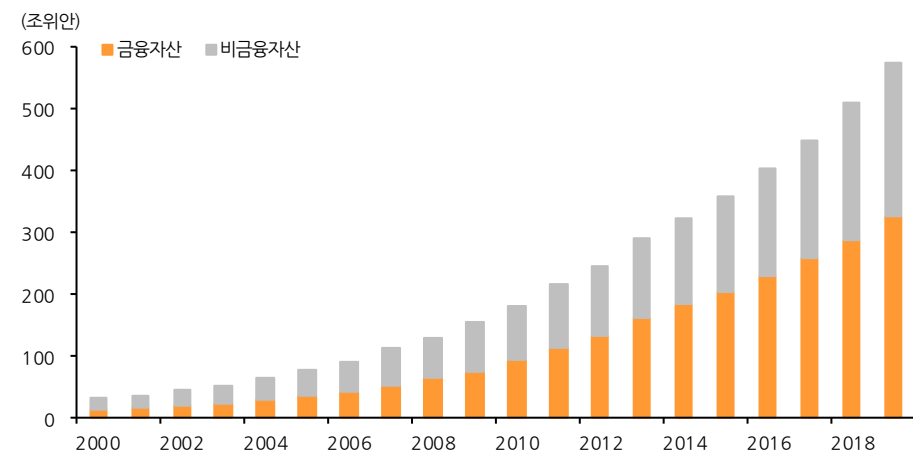
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

주식 선호하는 중국인

주목할 점은 중국인들의 가계 자산 중 주식 비중이 작지 않다는 것이다. 중국 가계 총자산 (575조위안) 중 금융자산은 56.6%, 비금융자산은 43.4%를 차지한다 (2019년 기준, 이하 동일). 금융자산 중 비중이 가장 큰 항목은 주식/지분 (52.4%)이다. 총자산의 29.6% 규모에 달한다.

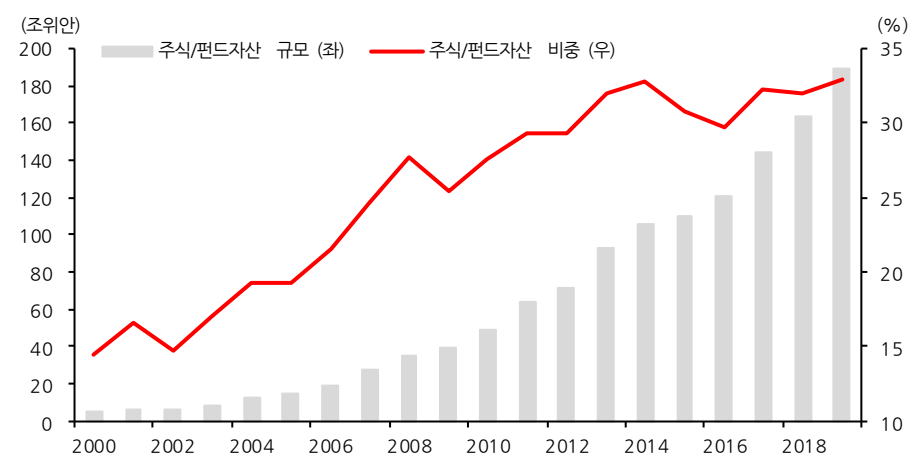
중국인들도 주식을 선호하지만 부동산 및 동태적 제로코로나 정책으로 실물경제가 위축되면서 현금 확보에 대한 필요성이 우선 부각되었을 것으로 생각한다. 그 어느 시기보다 낮은 금리가 유지되더라도 투자 아닌 예금을 선택하는 가장 큰 이유일 것이다. 여기서 주목할 점은 현금 확보 필요성을 느끼게 만든 부동산 및 동태적 제로코로나가 2022년 하반기부터 본격적인 변화를 보이고 있다는 점이다. 중국 통계국에서 발표하는 실물지표는 후행적이고, 주식시장은 기대를 반영한다.

[그림58] 중국 금융자산 & 비금융자산 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 중국 주민총자산 중 주식/펀드자산 규모 및 비중 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

3. 심리: 더 나빠지기 어려울 정도로 악화

역대 최악의 소비심리

중국 소비자심리지수는 통계 집계 이래 최저 수준까지 하락했다. 주목할 점은 지금의 레벨이 2020년 코로나19 첫 충격때보다도 낮고 오래 지속되고 있다는 점이다. 어떤 전염병인지, 치명률은 어느 수준 인지도 확인되지 않았던 2020년보다도 몇차례 확산 & 통제를 겪으며 코로나19에 익숙한 지금 소비자 심리가 훨씬 더 악화된 것이다.

이러한 반응은 어떤 의미일까? 적어도 코로나19에 대해서는 ‘아무 것도 모르는 공포’보다 ‘알고도 맞이할 공포’가 더 크게 작용한 것으로 보인다. 2021년 12월 본격적으로 시행된 동태적 제로코로나는 명목상 과학/정밀 방역을 강화하겠다는 것이었으나, 중국인들에게는 ‘언제 어떻게 봉쇄당할지 모른다’는 공포로 다가왔다.

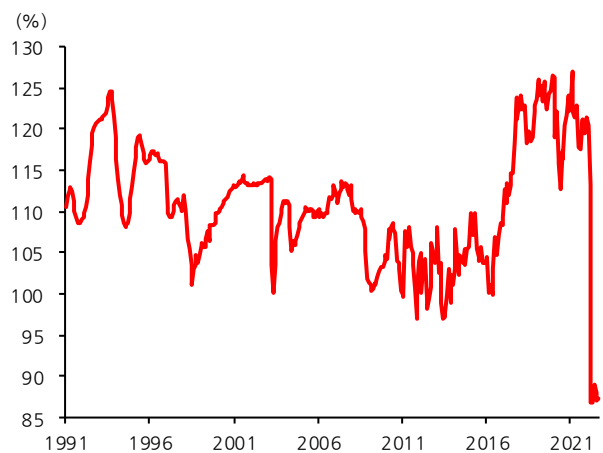
기억으로 남은 ‘겪어본 공포’는 중국 소비심리 회복을 제약하는 가장 큰 요인으로 작용하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 주요 지표가 보여주는 중국의 경제는 둔화가 아닌 침체이며, 중국 정부는 이에 대응하기 위해 가용 수단을 총동원하고 있다. 그러나 실물 경제 회복의 전제조건인 심리 회복이 가시화될 기미가 보이지 않았다.

최악은 역설적으로 더 나빠지기 어렵다는 의미

그렇기에, 앞으로 우리가 판단할 것은 훼손된 심리 지표가 회복할 수 있을지 없을지인데, 중국 소비/투자 심리 모두 최악의 국면을 겪고 있다. 역설적으로 더 나빠지기 어렵다. 지금의 소비심리 위축을 야기한 건 무엇보다 동태적 제로코로나다. 전제조건이 바뀐다면 앞으로의 전망과 기대도 바뀔 가능성이 높다.

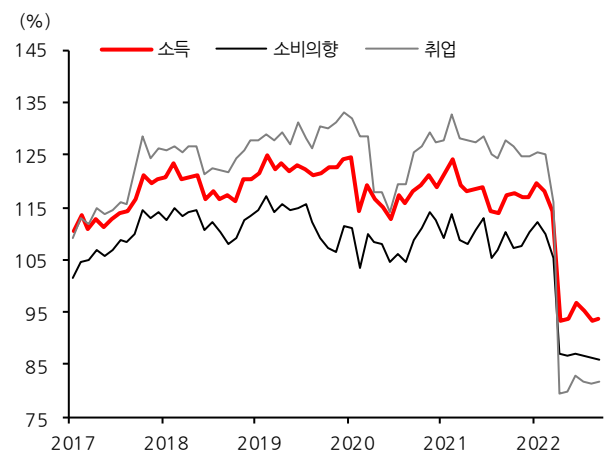
대표적인 사례가 중국 공산당 20차 당대회를 앞두고 중국 및 해외 주요 지역에서 발생한 시진핑 및 동태적 제로코로나 반대 움직임이다. 국지적인 반대 시위도 계속되고 있는 것으로 알려져 있다. 국가 특성을 배제하더라도 정부 결정에 대한 대규모 시위는 이례적이다. 그동안 정부 정책에 ‘나름대로의’ 신뢰를 보여온 중국인들이 반기를 들기 시작했다. 심리 변화가 행동의 변화를 야기했고, 중국 정부는 이에 호응하고 있다.

[그림60] 중국 소비자심리지수 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 중국 소비자심리지수 세부 지표 비교

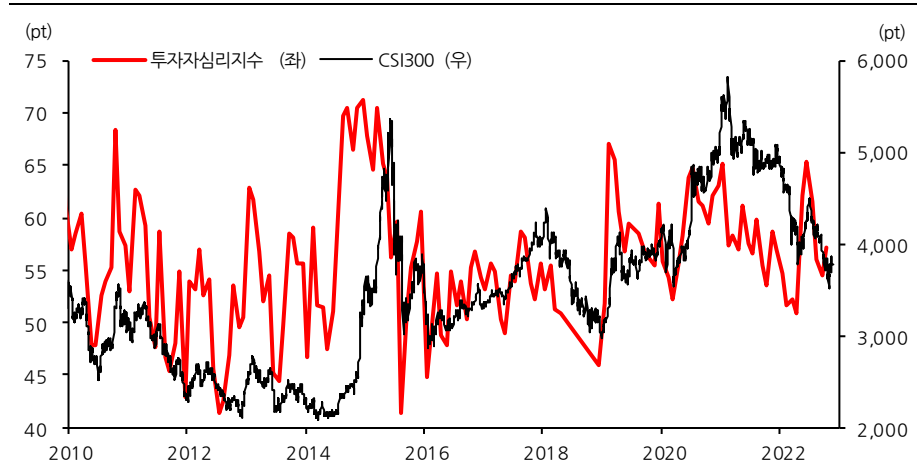


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

투자자심리지수도
지지부진한 상황

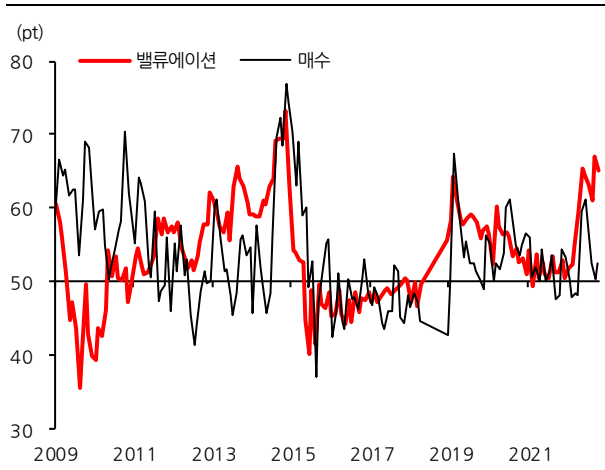
주식시장을 선행하는 투자자심리지수 역시 쉽게 회복하지 못하고 있다. 2022년 10월 중국 투자자심리지수는 57.2pt로 7월 이후 50pt선을 벗어나지 못하고 있다. 소비자심리지수와 유사하다. 여전히 코로나19 확산으로 상해시 락다운이 진행됐던 ‘아는 공포’에서 쉽게 헤어날 수 없고 있는 것으로 보인다.

[그림62] 중국투자자심리지수 & CSI300 추이



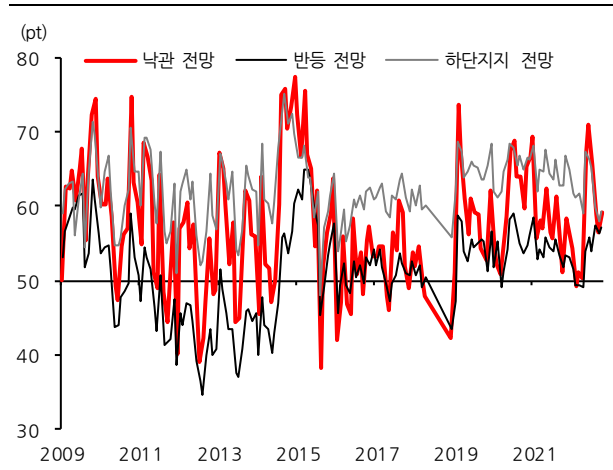
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 투자자심리지수 세부항목 (밸류에이션/매수) 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

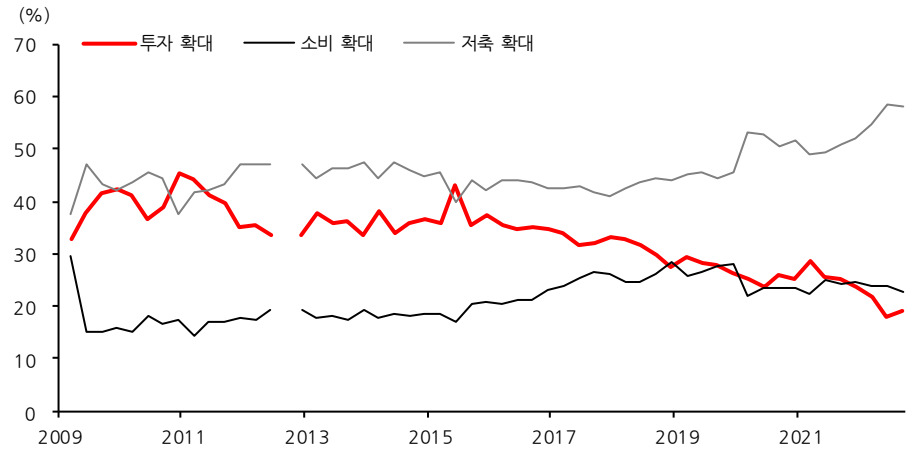
[그림64] 투자자심리지수 세부항목 (전망) 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

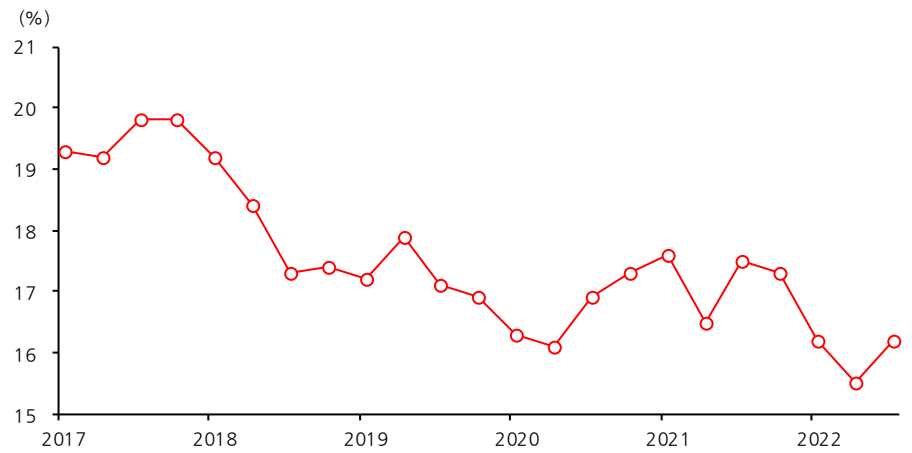
매 분기마다 인민은행이 2만명의 예금자 대상으로 진행하는 서베이에서도 투자를 늘리겠다는 답변 비중은 추세적으로 하락했다. 반대로 저축을 늘리겠다는 답변은 본격적으로 50%를 넘어서면서 안전자산 선호 그 이상으로 위축된 심리를 반영하고 있다. 위 언급한 바와 같이 낮은 금리에도 저축을 늘리려는 성향이 더 강해지고 있는 것이다. 불안감 때문이다.

[그림65] 인민은행 서베이 중 투자/소비/저축 확대 의향 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 투자 의향 중 주식투자 희망 비중

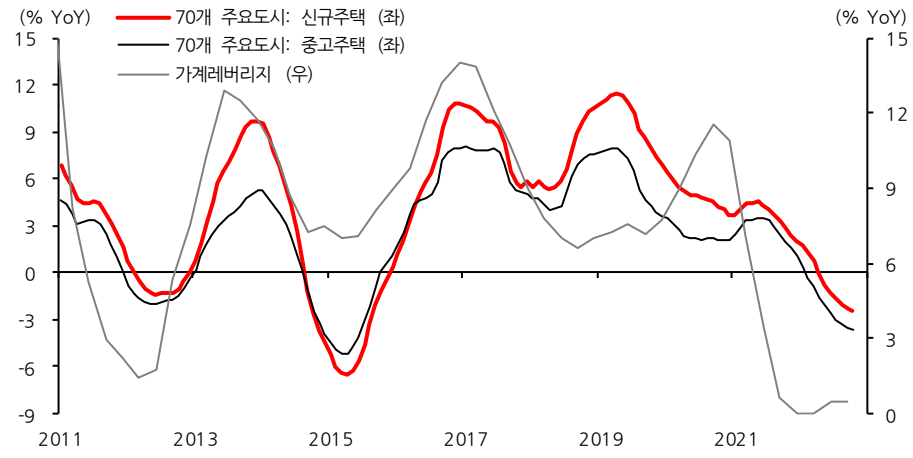


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

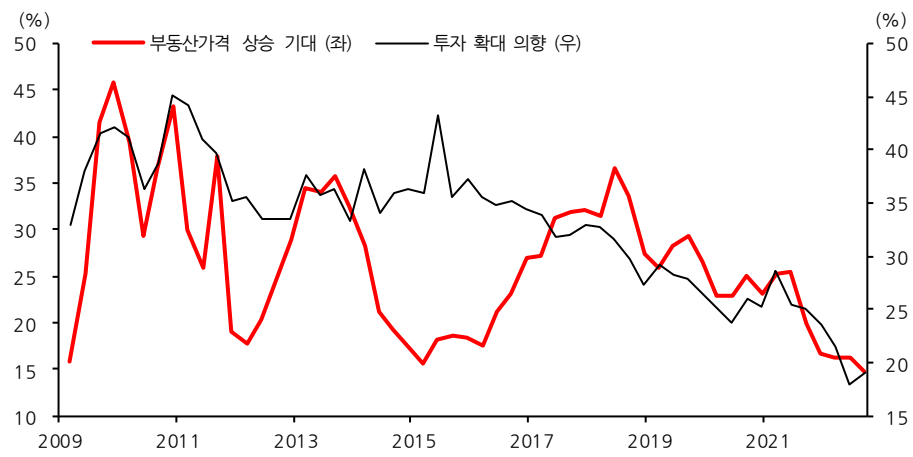
부동산가격 상승 기대가 필요한 상황

무엇보다 레버리지 확대 심리를 반영하는 것은 부동산 투자일 것이다. 그리고 부동산 투자는 앞으로 중국의 부동산 가격이 오를 것이라고 예상 혹은 기대가 살아나야 가능할 것이다. 그러나 중국 부동산가격 상승을 기대하는 의견은 많지 않다. 인민은행 서베이에 따르면 중국 부동산 가격 상승을 기대하는 답변은 14.8%로 통계 집계 이래 최저 수준까지 하락했다. 전저점을 기록했던 2015년 3월보다도 시장을 부정적으로 보고 있는 것이다.

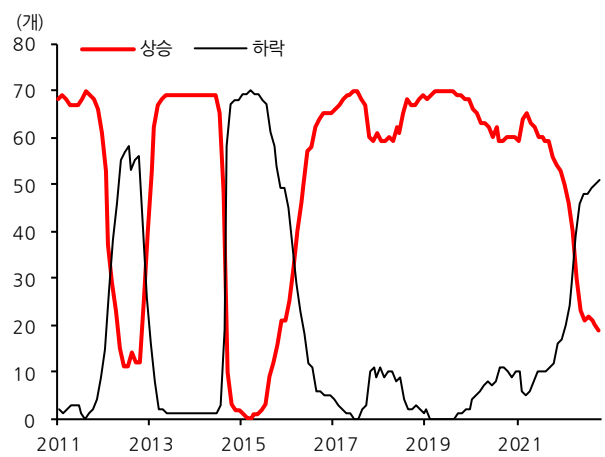
[그림67] 가계레버리지가 회복하기 위해서는 부동산가격의 상승이 필요



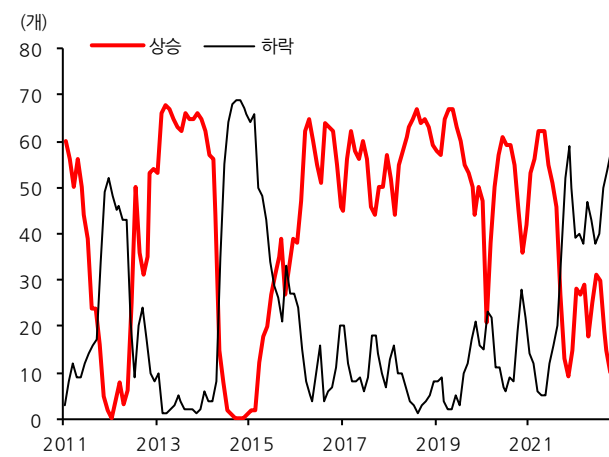
[그림68] 2014~2015년 금융버블 제외하고 부동산가격 상승 기대와 투자 확대 의향은 동행



[그림69] 중국 부동산가격 상승/하락 도시 수 (전년동월대비)



[그림70] 중국 부동산가격 상승/하락 도시 수 (전월대비)

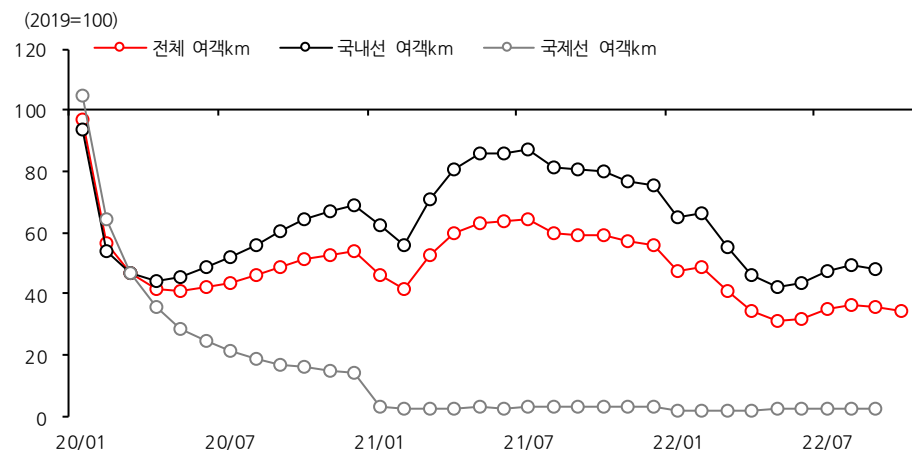


5월부터 시작된 동태적 제로코로나 변화

그 어느 상황보다 ‘결자해지’라는 표현이 어울리는 시기다. 2020년 코로나19 이후 ‘시진핑의 아집’으로 불려왔던 중국의 제로코로나 정책에 변화가 나타나고 있다. 본격적인 시작은 지난 5월 리커창 총리였다. 리커창 총리는 3~4월 상해 락다운으로 중국 경제가 예상보다 큰 충격을 받기 시작하자 본격적으로 내수 소비 회복 촉진과 함께 대외 개방에 대한 의지를 드러냈다. 5월 국무원 상무회의를 통해 역내외 여객운송을 점차 늘려갈 것이며, 외국계기업 인사들의 왕래를 지원하겠다고 밝혔다.

중국 국내/국제선 여객km는 5월 이후 유의미한 변화를 보이기 시작한다. 특히 국제선의 반등이 두드러지고 있는 상황이다. 중국 주요 항공사들은 중동/중앙아시아를 중심으로 국제선을 증편하고 있다. 2022년 10월부터 2023년 3월까지의 중국 동춘계 2022/23 운항계획에 따르면 총 127개 항공사가 매주 104,573편의 항공편을 운행할 예정이다. 그 중 국제선은 840편 (420편)으로 2021/22보다 +106% YoY 증가했다.

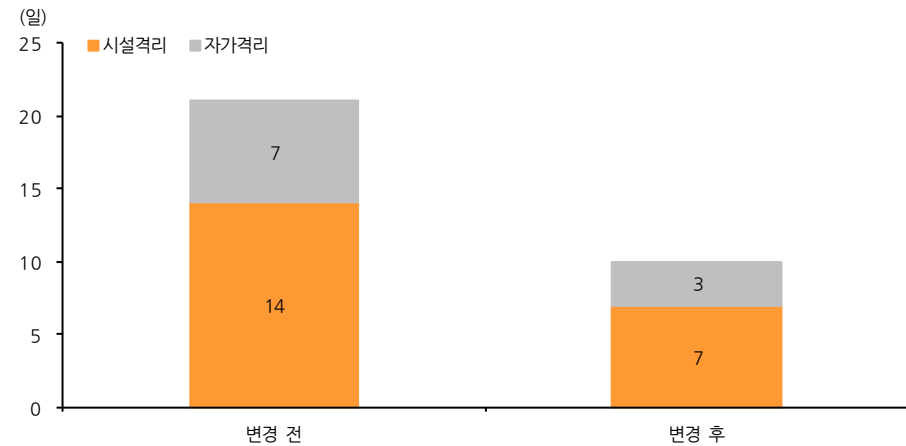
[그림71] 중국 국내/국제선 여객 km 회복 강도 (2019년 대비)



실질적인 전환은 6월 제9차 방역지침

실질적인 전환은 6월 〈코로나19 방역 지침 (제9차)〉 발표 이후 본격화됐다. 9차 방역 지침에서 가장 두드러진 분야는 밀접접촉자 및 해외입국자에 대한 격리 기간이 절반 이상 축소됐다는 점이다. 기존 21일 (지정격리/의학관찰 14일 + 자가격리 7일)에 달했던 격리기간이 10일 (지정격리/의학관찰 7일 + 자가격리 3일)로 줄었다. 확산 위험을 경계하겠다는 의지는 여전했지만 격리 기간의 축소는 ① 곧 외부 활동을 위한 장애물이 줄었다는 의미이자, ② 과학적으로 코로나19 바이러스 확인에 소요되는 시간이 길지 않음이 확인된 것으로 해석됐다. 이미 추가 정책 효율화 가능성을 내포한 정책 변화였다.

[그림72] <코로나 19 방역 지침 (제 9 차)>에서 밀접접촉자 및 해외입국자 격리기간 절반으로 축소



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

20차 당대회 앞두고 방역
강화되면서 정책 효과 미미

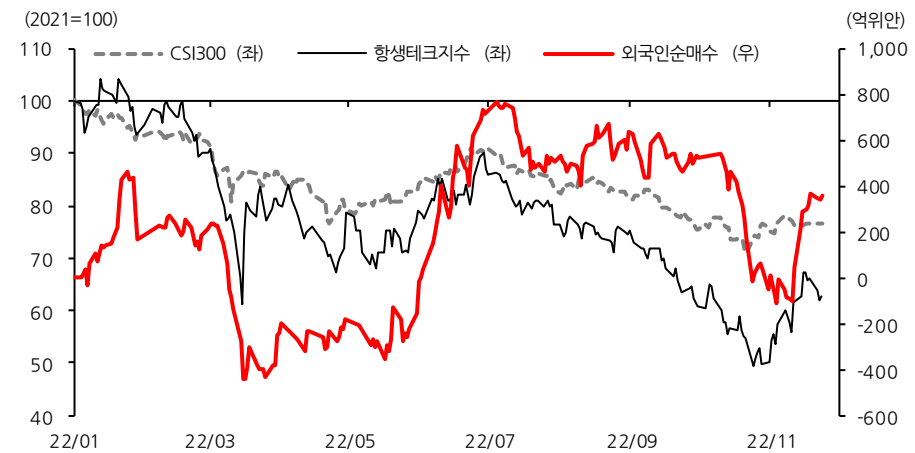
리커창 총리의 정책 전환 효과는 길지 않았다. 각 지방정부의 방역 담당자들은 1~2명의 신규확진자만 발생해도 주변 지역까지 봉쇄하는 방식으로 동태적 제로코로나 정책을 유지했다. 중앙정부가 ‘획일적이고 임의적인 정책 시행은 불허한다’고 강조해왔으나, 지방정부에서 실제로 코로나19를 통제하는 데에는 의미가 없었다. 사실 여부는 확인되지 않았지만, 10월 중국 공산당 20차 당대회를 앞두고 각 지방정부에서 코로나19 확산을 막기 위해 사활을 걸었다는 평가가 많은 시기였다는 점을 기억할 필요가 있다.

그러다 보니 7월부터 10월 당대회 전까지, 중국의 신규 지도부 출범에 대한 기대보다는 우려가 앞섰다. 퇴임을 앞둔 리커창 총리의 친(親)시장 정책보다 3연임이 확실시됐던 시진핑 주석의 권력 강화가 결국 동태적 제로코로나를 더욱 강력하게 유지할 것으로 해석됐기 때문이다. 이 기간 중국 CSI300은 -19%, 항생테크지수는 -43% 하락했고, 외국인자금은 -731억위안 순유출됐다. 시진핑의 존재만으로도 전 세계 경제와 금융시장에 먹구름이라는 평가가 압도적이었다.

외국인 탈 (脫) 중국 가속화
우려 확대

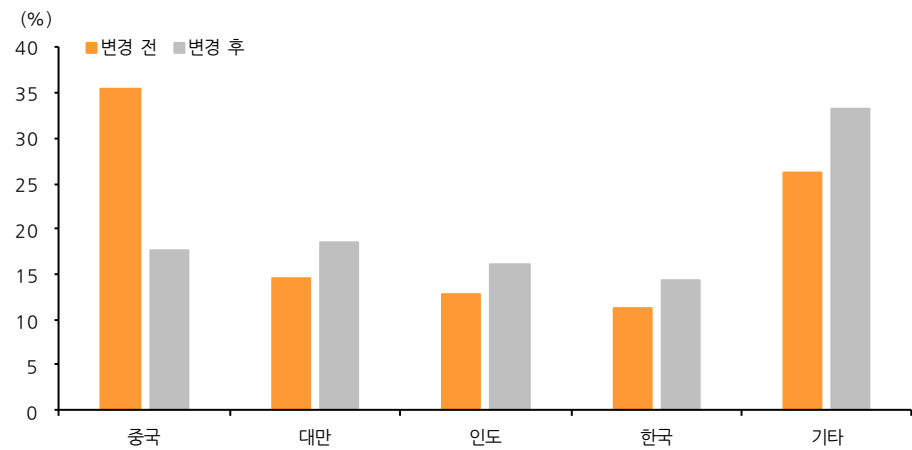
같은 기간 텍사스교직원연금 (TRS) 등 글로벌 연기금에서 중국 노출을 줄이겠다는 계획이 발표됐다. 텍사스교직원연금은 지금의 벤치마크 (MSCI Emerging Market → 50% MSCI Emerging Market + 50% MSCI Emerging Market ex China) 교체를 통해 단계적으로 중국 투자 비중을 기존 3.0%에서 1.5%까지 줄일 예정이다. 반대로 대만/인도/한국 등 지역 비중을 높일 것으로 밝히면서 차이나런 (China run)에 대한 해석이 주류를 이뤘다.

[그림73] 연초대비 CSI300/항생테크지수 및 외국인의 중국주식 순매수 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 텍사스교직원연금 (TRS), 중국 투자 비중 축소 계획



주: 100% MSCI Emerging Market → 50% MSCI Emerging Market + 50% MSCI Emerging Market ex China

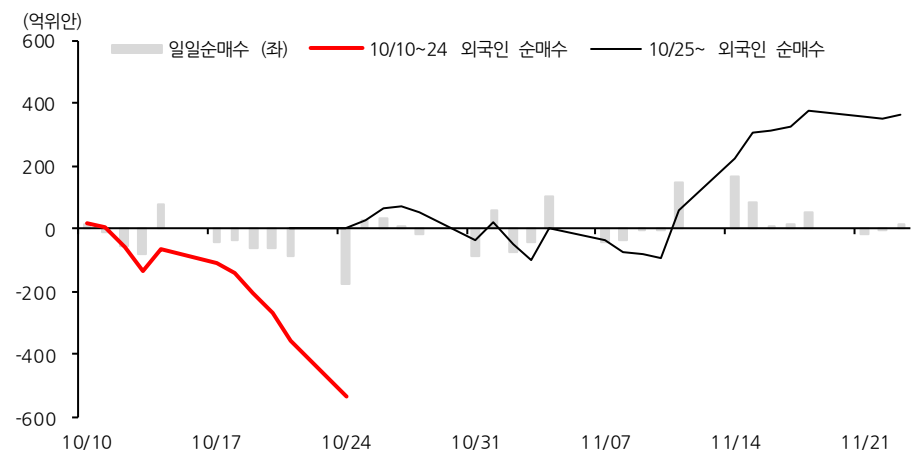
자료: 텍사스교직원연금 (TRS), 한화투자증권 리서치센터

루머만으로도 중국 시장 내 자금 재유입

그러나 주목할 점은 이러한 해석들이 중국이 동태적 제로코로나를 추가 완화하면서 바뀌었다는 것이다. 중국 20차 당대회 종료 이후부터 블룸버그 등 외신 뿐만 아니라 중국 내부적으로도 ‘중국 정부가 코로나19 출구전략을 모색 중’이라는 루머가 확산됐다. ‘시진핑의 책사’로 불리는 왕후닝 중앙서기처 서기를 중심으로 ‘중국 리오프닝 TF’가 구축됐다는 내용까지 포함됐다. 중국 주요 관영언론은 사실을 통해 시장의 루머가 빠르게 확산되고 있으며 시장 혼란을 야기하고 있다는 어조를 내비쳤다.

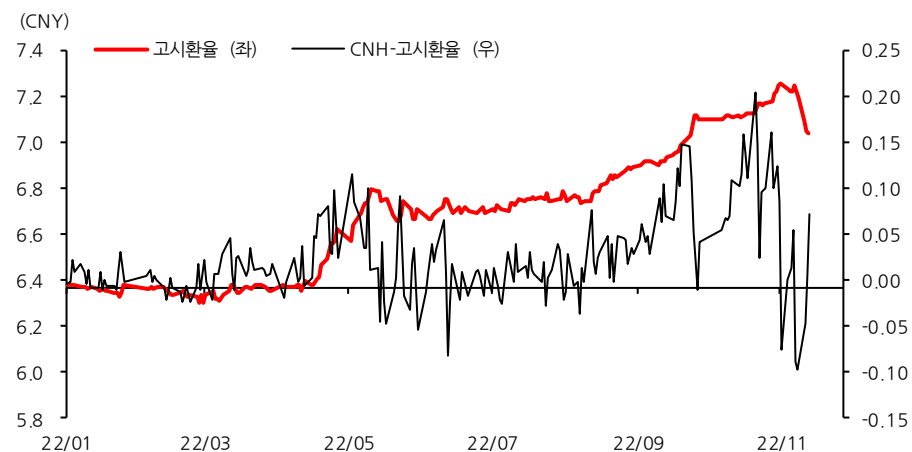
2주 가까운 시간 동안 매일같이 새로운 루머가 형성됐고, 중국 정부의 기조 전환에 주는 반응하기 시작했다. 10/24 시진핑 3연임 확정 소식이 전해진 이후 외국인은 2014년 후/선강통 채널 개통 이래 최대 규모의 일일 순매도를 기록했고 (-179억위안), 위안화 환율도 7.3대를 넘어섰다. 그러나 10/25~11/15까지 외국인은 중국주식을 재차 304억위안 순매수 했고, 위안화 환율은 7.0대까지 낮아졌다.

[그림75] 2022년 10월 이후 외국인 순매수 추이: 당대회 종료 반영 (10/24) 전후 비교



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 중국 위안화 고시환율 vs. 역외위안화 환율 차이 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

최고지도부가 결자해지를 결정	11/10 시진핑이 결자해지를 결정했다. 앞서 리커창 총리가 주재한 국무원 회의가 아닌 중국 최고지도부 회의인 ‘중앙정치국 상무위원회회의’에서 중국의 코로나19 방역 상황을 점검하고 ‘20개 조치’를 통해 방역 효율 제고 & 경제 부작용 최소화를 강조했다. 그동안 중국 주요 부처에서 ‘방역과 경제 간 균형을 맞추겠다’고 강조해왔으나 시진핑 주석이 직접 일선에 나와 동태적 제로코로나 정책의 방향을 바꾼 건 이례적이었다. 동태적 제로코로나를 견지해야 한다는 입장은 여전했으나 파급력은 기존 담당자들과는 달랐다. 중앙정치국 상무위원회회의에서 언급된 ‘20개 조치’는 그 다음날 바로 발표됐다. 11/11 중국국가위생건강위원회는 <코로나19 방역 최적화 및 과학/정밀 조치 관련 통지>를 통해 제9차 코로나19 방역 지침 조항을 일부 수정 및 업데이트했다. 과학/정밀 수준을 높이고 경제 부작용을 최소화하겠다는 기존 입장이 반영됐다. 8월부터 시작된 부동산 정책 기조 전환 (규제→부양)에 이은 코로나19 정책 변화는 그동안 중국 시장을 짓눌렀던 ‘시진핑 3연임 공포’와 ‘경기 침체 우려’를 동시에 해소시키는 결정으로 해석될 가능성이 높다.
확진자 늘어나도 과학/정밀 방역 강조하는 중국 정부	눈에 띄는 변화는 밀접접촉자 및 해외입국자에 대한 격리기간 축소 (10일 → 8일)와 n차 밀접접촉자 추적을 중단하겠다는 것이다. 코로나19 감염 여부를 확인하는데 오랜 시간이 필요하지 않고, 확산 위험도 어느정도 감수하겠다는 해석이다. 내년 3월 개최 예정인 양회 (전국인민대표대회+정치협상회의) 이전 대규모 확산을 경험하겠다는 의미로 풀이된다. 중국 코로나19 확진자가 2만명을 넘어선 가운데 중국 관영언론은 매일 ‘과학/정밀 방역의 중요성’을 강조하고 있다. 핵심은 중앙 정부의 정책 전환 이후 지방 정부와 관계부처의 반응이다. <통지> 발표 이후 주요 지방 정부에서는 ① PCR 전수조사를 폐지하거나, ② 현재 격리 중인 인원에게 조건 부합 시 격리 해제를 결정했다. 11/12 진행된 중국국가위생건강위원회 브리핑에서는 ‘최근 방역 조정이 격리 필요성이 낮아진 것을 의미하지는 않음. 중국 코로나19 상황 변화에 따라 향후 격리조치 추가 최적화 배제하지 않을 것’이라고 밝혔다.

[표1] 중국 코로나 19 방역 최적화 20 개 조치

No.	항목	변경 전	변경 후
1	밀접접촉자 격리기간 축소	10 일 (7 일 집중격리 + 3 일 자가격리)	8 일 (5 일 집중격리 + 3 일 자가격리)
2	밀접접촉자 확정	실시간/즉각적인 밀접접촉자 판정. 밀접 접촉자의 밀접접촉자 판정 중단	
3	고위험지역노출인원 격리기간 축소	7 일 집중격리	7 일 자가격리
4	관리구역 조정	- 고/중/저 3 개 구역	- 고/저 2 개 구역으로 변경. 통제 인원 최대한으로 축소 - 고위험지역 5 일 연속 신규확진자 미 확인 시 저위험지역으로 전환
5	폐쇄루프 종료 인원 격리	7 일 집중 혹은 자가격리	5 일 자가격리
6	코로나 19 미발생 지역 감독 강화	- 제 9 차 방역지침 준수 강화. PCR 검사 범위 임의 확대 금지 - 감염원/전파경로 불분명 시에만 전수조사 실시	
7	항공편 서킷브레이커 취소	탑승 전 48 시간 이내 PCR 음성 확인 2 회	PCR 음성 확인 1 회
8	비즈니스/스포츠 인사 관리	- 해외 비즈니스/스포츠 인사 '점대점' 이동 추진 - 비즈니스활동 및 훈련/경기는 폐쇄루프 실시. 국인 입장 시 부스터샷 접종 완료 필요	
9	양성 판정 기준	해외입국자 Ct 값 < 35, 격리해제인원 35 < Ct 값 < 40	
10	해외입국자 격리	10 일 (7 일 집중격리 + 3 일 자가격리)	- 8 일 (5 일 집중격리 + 3 일 자가격리) - 최초 격리 이후, 도착지 격리 면제
11	의료자원 보장		
12	코로나 19 백신 접종 추진		
13	코로나 19 관련 약물 비축 가속화		
14	중점 기관/취약계층 보호 강화		
15	4 개 초기 (조기발견/보고/격리/치료) 강화		
16	확일적 대응 금지	임의 수업/생산 중단, 미허가 교통 통제, 봉쇄 등 금지	
17	격리인원 서비스 보장 강화		
18	학교 방역 최적화		
19	기업/산업단지 방역 최적화		
20	봉쇄인원 해산 질서 유지		

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자전략: 중국 내수 확대의 의미

우려보다 기대를 키울 시점

2023년 상해종합지수 예상 밴드를 2,850~3,900pt으로 제시한다. Base 시나리오 기준 타겟은 3,550pt로 현 주가대비 15%의 상승여력이 존재한다. 2023년 상해종합지수 EPS 컨센서스 289pt에 시진핑 주석 2기 당시의 평균 per인 12.3배를 적용했다. 시진핑 3연임에 대한 공포는 과도했고, 이미 시장에 반영됐다고 생각한다. 앞서 언급한 바와 같이 투자자들이 우려했던 부분은 '시진핑 3연임' 자체가 아닌 '3연임에 의한 시장친화적이지 않은 정책의 연장'이었다. 시진핑 3기 지도부 확정 이후 부동산 회복 지원은 더 강해졌고, 동태적 제로코로나는 정밀/과학 방역이라는 이름으로 완화되고 있다. 우려보다는 기대를 키울 시점이라고 생각한다.

1~2분기 상승 이후,

1~2분기는 동태적 제로코로나 정책 변화 기대가 시장을 이끌 것으로 예상된다. 3월 양회에서 지도부 인사들의 국가직이 확정되고 나면 구체적인 경기 부양책이 이어질 가능성이 높다. 통화/재정 등 전통적인 지원책을 사용하지 않더라도, 질서 있는 동태적 제로코로나 정책 개선 자체가 부양 효과를 낼 수 있을 것으로 예상된다.

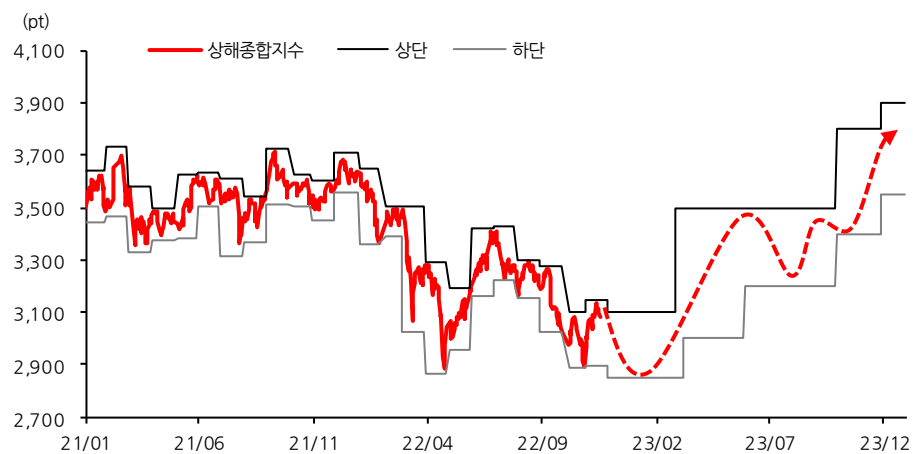
3분기에는 실제 회복 여부
확인 필요

3분기에는 저항선 테스트가 예상된다. 1~2분기는 방역 정책 전환 기대와 단계적 변화가 시장을 이끌었다면, 3분기에는 실제 오프라인 경제활동의 회복 여부를 확인하는 시기가 될 것으로 보인다. 대표적으로 5월 노동절 연휴, 7~8월 여름휴가 시즌, 10월 국경절 연휴 등 중국의 대표 소비 기간이 2분기 말 ~ 3분기에 집중되어 있다. 중국 정부의 정책 전환 시도에도 실물경제 개선이 뒷받침되지 못한다면 주가 반등은 제약될 수 있다.

4분기 연말 랠리 기대

4분기는 추가 상승을 기대한다. 3분기 실물경제지표의 개선은 4분기 시장에 하단을 지지하는 재료로 해석될 수 있다. 반면, 3분기 경제 회복이 예상보다 더디다면 1~3분기 동안 제한적으로 사용했던 전통적인 통화정책을 재개할 가능성이 높다. 중국 정부 싱크탱크인 중국사회과학원 세계경제정치연구소 부소장은 '2035년 중장기 목표 달성을 위해 2023년 최소 6.4%의 경제성장률이 필요하며, 충분한 고용을 이끌기 위해서는 6.8%가 필요하다'고 강조하고 있다.

[그림77] 2023년 상해종합지수 예상밴드 2,850~3,900pt 제시



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

1. 내수 확대는 곧 소비 회복과 금리 상승을 의미

중국도 일상생활 복귀.
동태적 제로코로나 종료
가능성 高

2023년 중국의 내수 확대는 곧 동태적 제로코로나 종료 및 소비 확대를 의미할 것으로 생각한다. 앞서 언급한 바와 같이 중국 경제는 둔화를 넘어 침체 국면에 가까워지고 있다. 2022년 하반기부터 부동산 정책은 완전한 부양 모드로 전환했고, 남아있는 경제 회복 제약 요소인 동태적 제로코로나도 내년 중으로 끝날 가능성이 높다고 생각한다.

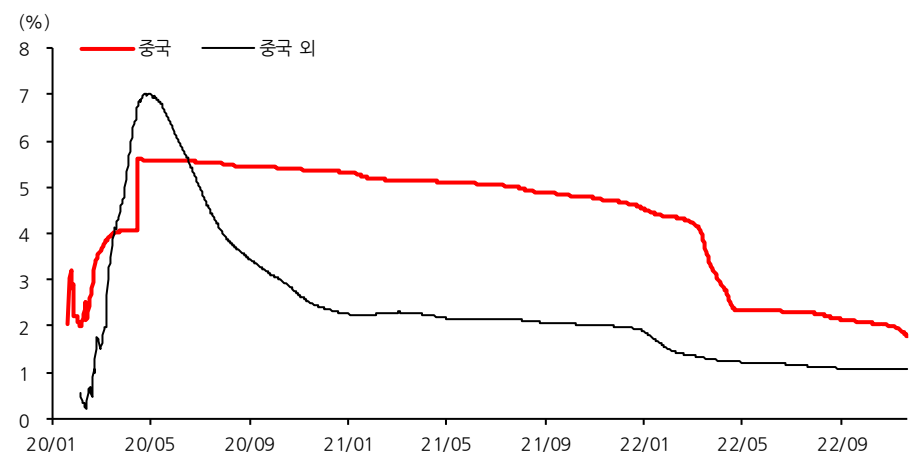
중국 정부는 동태적 제로코로나가 리오프닝보다 과학적이라고 주장해 왔다. 최근 시진핑의 결자해지에서 우리가 그 주장을 믿는다면 내년 중으로 중국의 동태적 제로코로나가 취소될 가능성을 높게 보는 것도 합리적인 것이다. 가장 과학적인 지표는 코로나 19 치명률이다. 우리는 지난해부터 2022년 중국의 코로나19 관련 지표는 확진자보다 사망자가 중요하며, 치명률의 하락이 방역 정책의 시작일 가능성을 언급한 바 있다.

동태적 제로코로나의
과학성은 '치명률' 참고

2020년 상반기까지 중국을 제외한 글로벌의 코로나19 치명률이 중국보다 높았다. 전면 봉쇄를 결정한 중국은 상대적으로 확산이 더뎠고, 덕분에 사망자도 비교적 적게 유지됐다. 반면 다른 나라들은 코로나19 확산에 속수무책으로 당하며 확진자와 사망자가 모두 급증하는 국면을 맞이했다. 그러나 2020년 하반기부터는 상반된 추이를 보인다. 중국 제외 다른 나라들의 치명률이 빠르게 하락한 반면 중국은 4~5%대의 높은 수준이 오래 유지됐다.

동태적 제로코로나와 위드코로나 정책 결과가 만들어낸 차이였다. 다른 나라들은 코로나19 바이러스가 야기하는 사망위험을 점차 낮게 평가하고 위드코로나로 전환, 사망자 대비 확진자가 빠르게 증가하면서 치명률이 낮아졌다. 반면 중국은 국지적인 봉쇄를 통해 확산 자체를 막으면서 사망자와 확진자 모두 제한적으로 증가하는 모습을 보여왔다. 치명률이 낮아지기 어려운 구조였다.

[그림78] 중국 및 중국 제외 글로벌 코로나 19 치명률 모두 1%대로 진입



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국도 1%대 치명률까지
하락

그러나 2022년 3~4월 상해시 코로나19 확산 이후로 중국의 치명률이 빠르게 하락했다. 치명 위험을 테스트하기 위한 의도적인 결정이었다고 보기에는 경제적 충격이 컸다. 과도한 해석은 불필요하나 결론적으로 전세계 치명률과 유사한 궤도로 진입하는 결정적인 계기가 됐다. 11/23 기준 중국 코로나19 치명률은 1.78%, 중국 제외 전세계 치명률은 1.05%로 모두 1%대 진입했다. 시계열을 조금 앞당겨 보면, 중국 코로나19 치명률이 1%대로 진입한 시기는 11/2의 1.99%다.

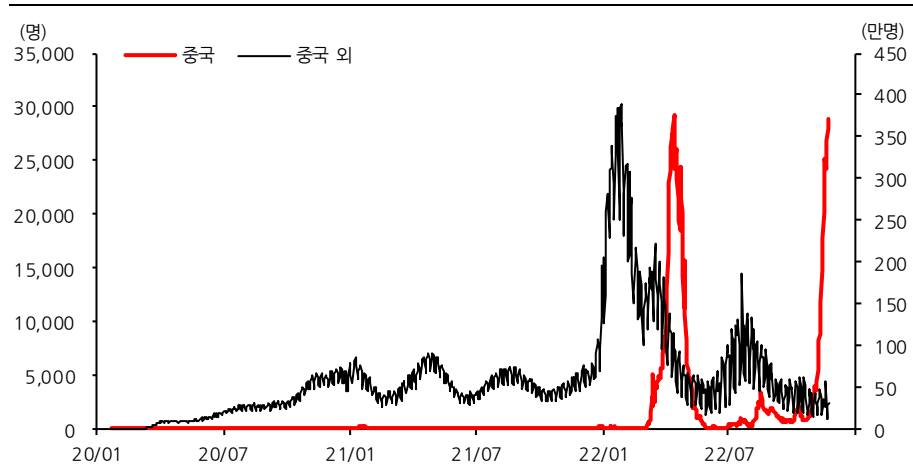
재미있는 점은 11월부터 중국 다수 지역에서 무료 PCR검사를 종료하고, 광시/광둥/안후이 등 일부 지역에서는 기차/비행기 등 이동수단 탑승 시 코로나19 음성 결과 확인을 취소한다고 밝혔다. 지난 9/8 중국 국무원에서 국경철 연휴 전후로 대규모 코로나19 확산 방지 차원에서 기차/비행기/고속철 등 탑승 48시간 내의 음성 증명서를 확인한다는 조치를 10/31까지 결정한 바 있다. 해당 정책 종료 이후 중앙정부 차원에서 특별한 변화는 없었고, 지방정부에서는 자연스럽게 음성 증명을 취소하기로 결정했다.

전세계적으로 동태적 제로코로나가 ‘시진핑의 머리에서 나온 정책이고, 전혀 과학적이지 않다’는 주장이 주류였다. 그러나 중국 코로나19 방역 정책 전환 시점과 치명률 1%대 진입 시점이 가깝다는 건 중국 정부가 나름대로 ‘과학적임’을 증명하고자 하는 의지가 반영된 결과라고 생각한다. 앞서 언급한 바와 같이 중국 정부는 더 이상 n차 밀접접촉자를 추적하지 않는다고 밝혔고, 밀접접촉자/해외입국자에 대한 격리기간도 축소할 계획이다.

3월 양회 앞두고 대규모
확산 한차례 경험 계획

결국 대규모 확산을 용인하겠다는 의미이며, 이는 곧 치명률의 하락을 뜻한다. 중국 내부적으로 과거만큼 중증 혹은 사망에 대한 우려를 크게 가지고 있지 않는 것으로 판단한다. 내년 3월 양회에서 지도부 인원들의 국가직이 확정되고 난 이후 동태적 제로코로나 완화는 더욱 가속화될 전망이다.

[그림79] 중국 & 중국 외 전세계 코로나 19 확진자 추이



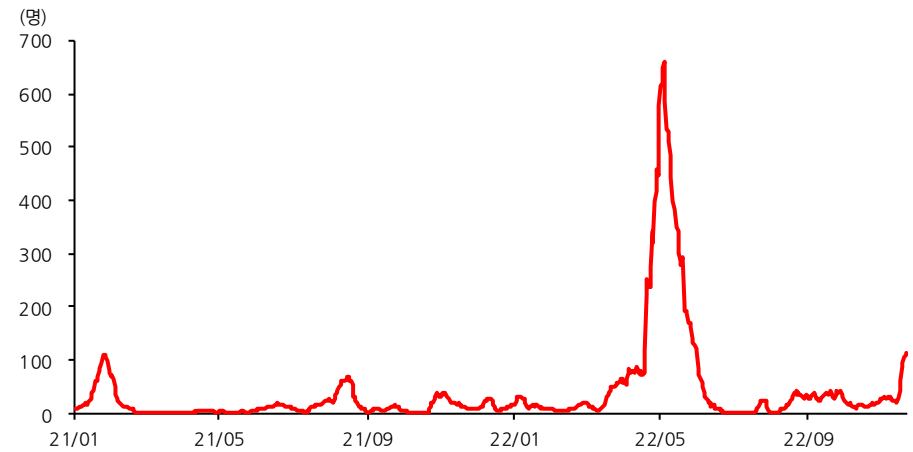
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

주요 도시에서 중증 현황 직접 코멘트

다수 지역에서 코로나19 전수조사를 취소하겠다고 밝힌 가운데, 광저우/베이징 등 주요 인구밀집 도시에서는 코로나19 방역브리핑을 통해 점차 코로나19 중증률을 발표하고 있다. 그동안 중증/치명률에 대한 데이터 노출을 줄여왔던 중국 정부였기에 지금의 행보는 충분히 유의미하다고 평가한다. 치명률이 추가로 낮아질 수 있음을 시사하는 변화라고 생각한다:

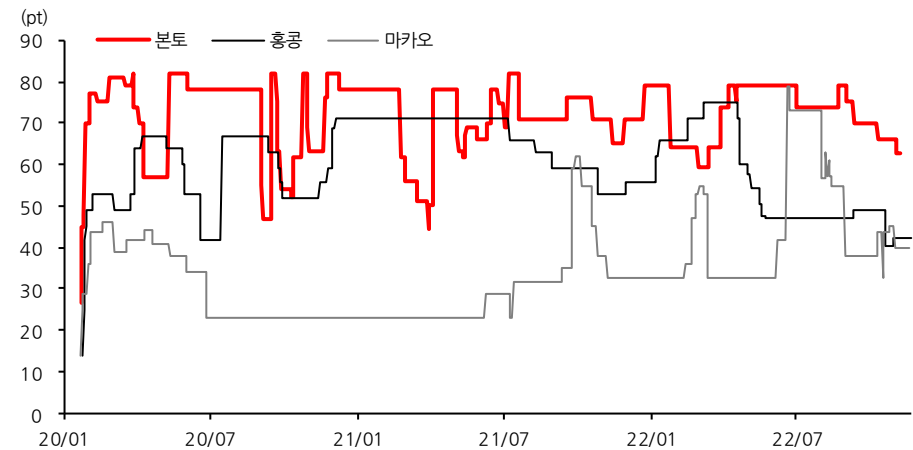
- 광저우: 3.3만여명 확진자 중 중증/위중환자 없음 (10/22~11/14)
- 베이징: 1,187명 확진자 중 중증환자 2명 (10/27~11/13)
- 중경: 8,000명 이상 확진자 중 중증환자 3명 (11월 이후)
- 정저우: 최근 확산기에서 중증/위중환자 없음

[그림80] 중국 주요 지방정부에서는 중증/위중환자가 많지 않다는 코멘트 시작



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 중국 코로나 19 엄격성지수는 다시 하향 시작



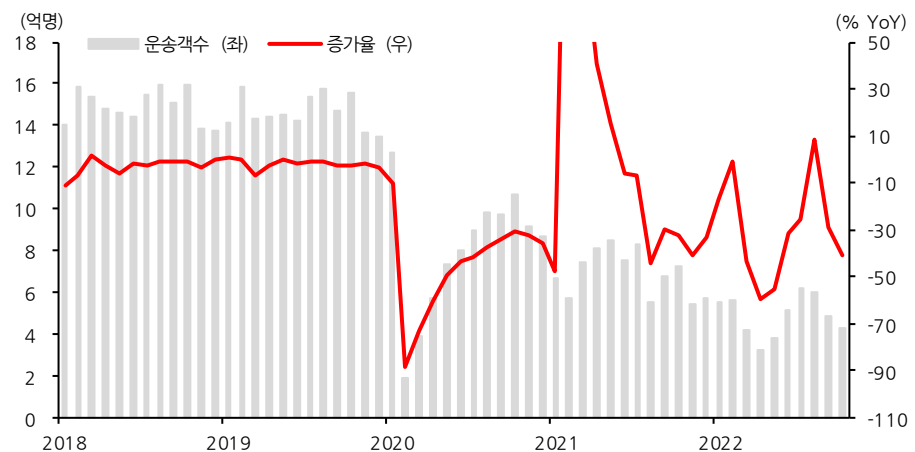
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국 정부는 국내 여행 제한 전면 취소

코로나19 이후 주요 연휴기간 여행객/여행 매출 회복에 대한 기대는 매번 꺾여왔다. 국지적인 락다운이 지속되면서 중국인들은 기존의 비행기/기차를 통한 중장거리보다는 캠핑 등 단거리 중심으로 여행 패턴이 바뀌었다. 이에 따라 1인당 지출 규모는 줄어들 수 밖에 없었고, 산업 전반적으로 ‘회복’이라는 단어와는 멀어지게 됐다. 그러나 중국 정부가 중국 국내 여행 제한 취소를 명시화하면서 제도적으로 회복에 대한 기대를 다시 가져볼 수 있는 상황이다. 최종적으로 수요단의 심리 개선이 산업 전반의 이익 회복의 강도를 결정하겠지만, 턱어라운드 기대를 높여 갖는 것이 합리적일 것으로 생각한다.

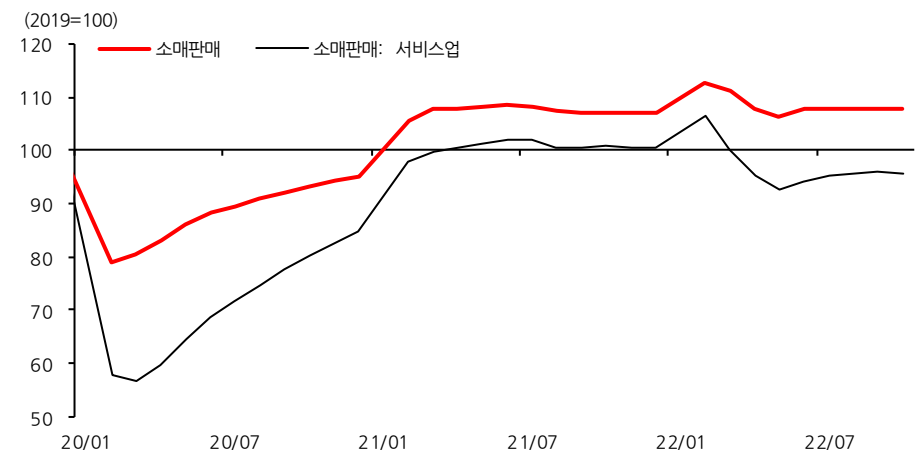
2023년 동태적 제로코로나 해제와 함께 주목받을 분야는 단연 리오프닝 관련 서비스업종이다. 11/15 중국 문화여행부는 중국 정부의 방역 조치 조정에 따라 앞으로 중국 국내 성(省) 간 여행에 대해 위험지역(고/저위험지역 관리 중)과 무관하게 사업을 진행할 수 있도록 여행 제한 규정을 취소했다. 중국 국내 여행 희망자는 48시간 내 PCR 음성 확인서만 지참하면 자유롭게 중국 국내 여행이 가능하다. 사실상 중국 국내 여행에 대한 규제는 전면 해제했다고 평가한다. 내수 확대 & 국내 여행 재개 수혜가 예상되는 대표 산업은 면세점이다. 10/28 중국면세그룹은 전세계 최대 단일 면세점인 ‘cdf 하이커우 국제면세몰’을 공식 오픈하면서 관광객 맞이에 들어섰다.

[그림82] 중국 운송객수는 코로나 19 이후 회복 부재



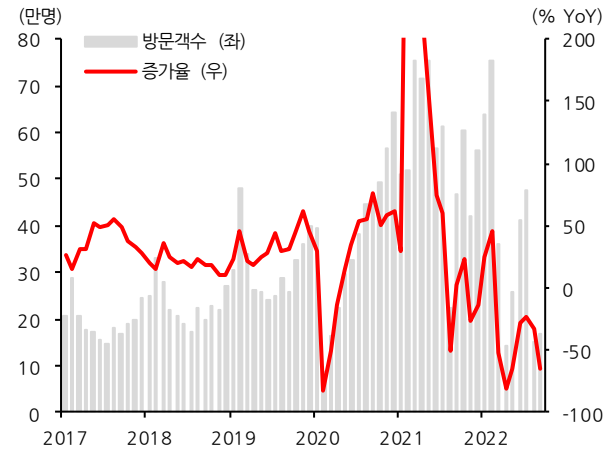
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 중국 소매판매 중 서비스업 회복이 상대적으로 더딘 상황



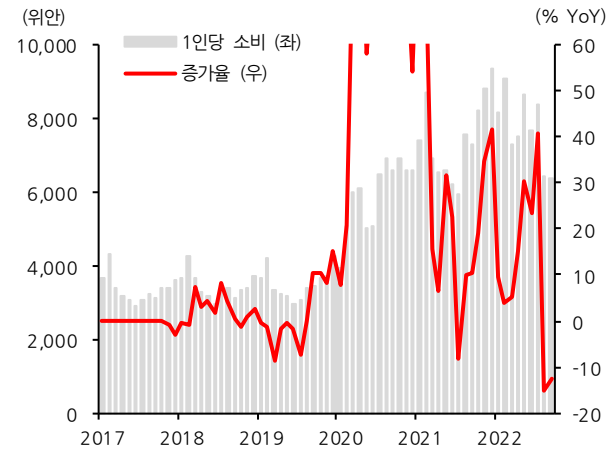
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 중국 해남도 면세점 방문객수 및 증가율 추이



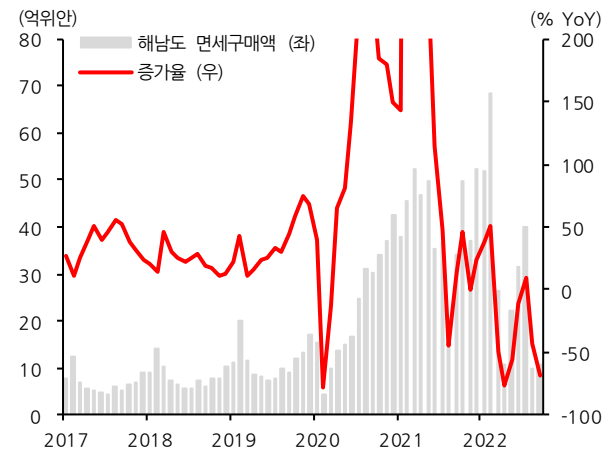
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 중국 해남도 면세점 1인당 소비규모 및 증가율 추이



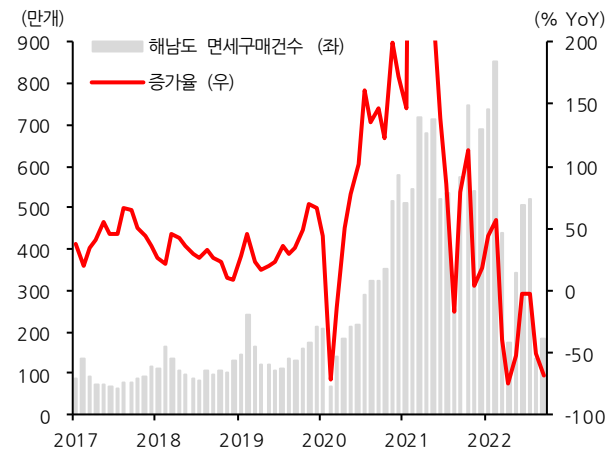
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 중국 해남도 면세점 면세구매액 및 증가율 추이



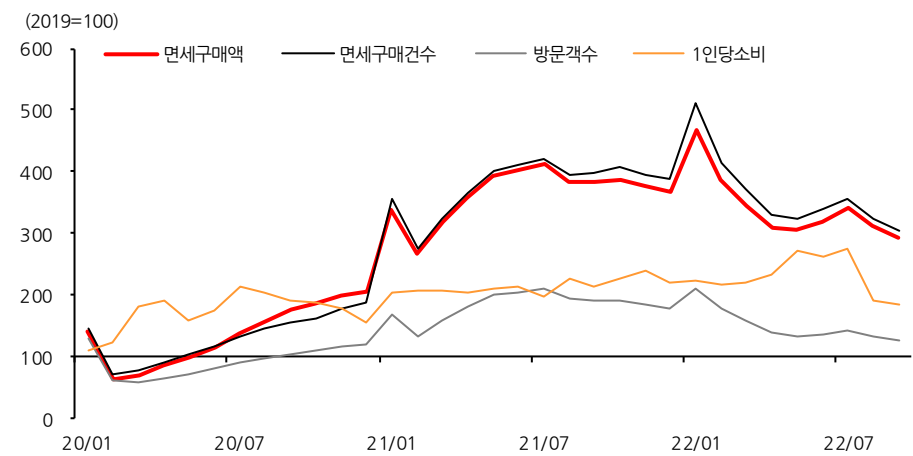
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 중국 해남도 면세점 면세구매건수 및 증가율 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 중국 해남도 면세구매액/구매건수/방문객수/1인당소비 회복 강도 (vs. 2019)



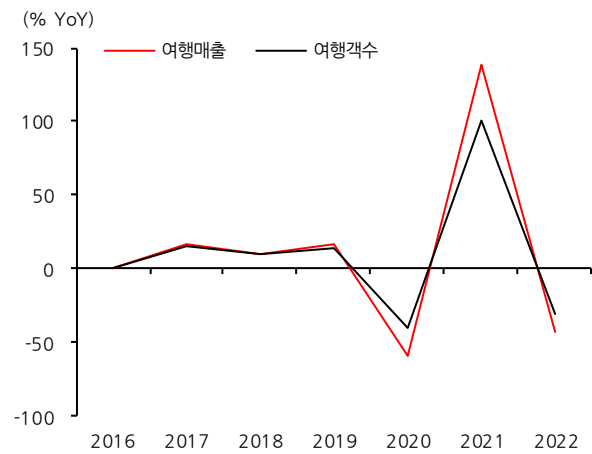
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

생각보다 엄격할 회복 강도
평가

주가 관점에서 보면 투자 기간은 우선 상반기로 제한하는 것이 좋을 것으로 보인다. 동태적 제로코로나 완화에 대한 기대와 중국 정부의 실질적인 변화는 내년 초까지 계속될 것이며 주가는 이 모멘텀을 반영할 것이다. 그러나 2분기부터는 ‘정말 회복되고 있는지’ 확인할 가능성이 높다. 3월 양회 이후 유의미한 정책 전환이 이뤄진다면 가장 가까운 5월 노동절 연휴의 오프라인 경제활동 회복 강도를 주목하기 시작할 것이다.

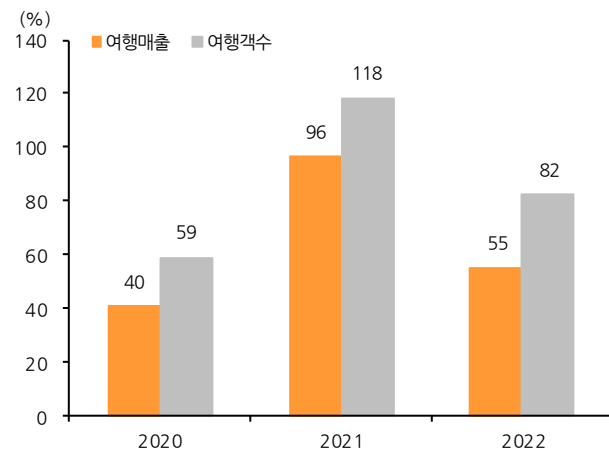
중국 여행소비 성수기는 크게 5월 노동절 연휴, 7~8월 여름휴가 시즌, 10월 국경절 연휴로 볼 수 있다. 사실 2020년 코로나19 충격 이후 중국 주요 연휴 시즌의 오프라인 경제활동 회복 기대는 매년 꺾여왔다. 기대치가 상당히 낮아져 있는 만큼 회복 서프라이즈를 보일 수도 있겠지만, 생각보다 엄격한 기준으로 회복 강도를 점검할 가능성을 배제할 수 없다.

[그림89] 중국 노동절 연휴 여행객수 및 여행매출 증가율 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

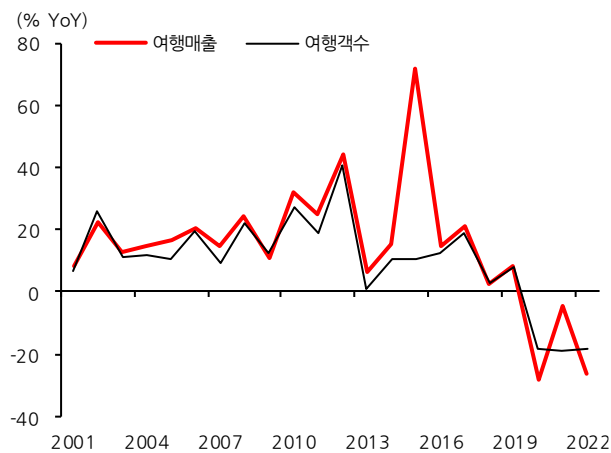
[그림90] 중국 노동절 연휴 여행객수 및 여행매출 회복강도



주: 2019년 대비

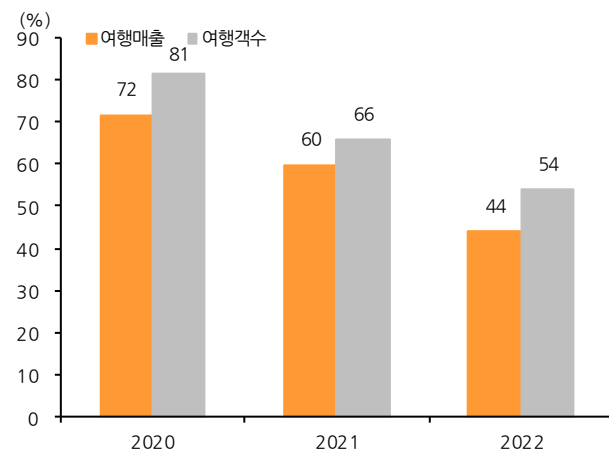
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 중국 국경절 연휴 여행객수 및 여행매출 증가율 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 중국 국경절 연휴 여행객수 및 여행매출 회복강도



주: 2019년 대비

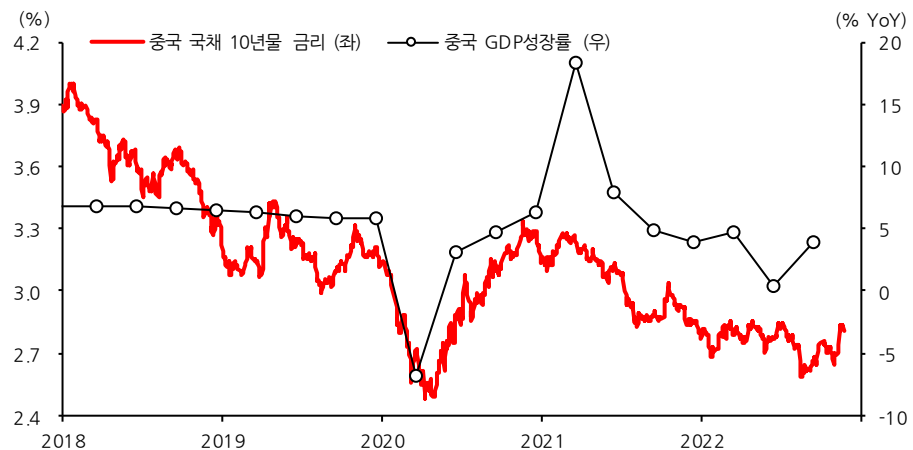
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2023년 중국 금리 상승 & 위안화 강세 전환 예상

중국의 내수 회복은 곧 금리 상승과 위안화 강세를 의미할 것이다. 올해 중국 10년물 국채금리는 2.5%대까지 하락하면서 2020년 코로나19 첫 충격시기만큼 낮아진 바 있다. 2021년 강한 회복 이후 동태적 제로코로나 유지되면서 추가 개선 모멘텀이 소실된 이유가 크다. 2019년 중국 국채 10년물 평균 금리는 3.18%, 올해 평균은 2.75%다. 올해 하반기부터 본격화된 중국 정부의 정책 지원 효과는 내년 1분기말부터 점진적으로 반영될 가능성이 높다. 내년 중국 국채 10년물 금리는 3%대 진입을 시도할 것으로 보인다.

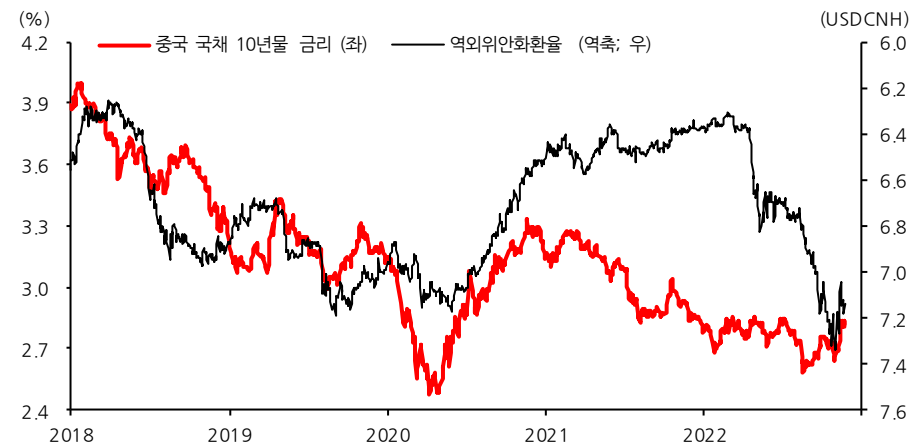
2022년 위안화 평가절하가 급격하게 느껴진 이유는 2021~2022년 펀더멘탈 대비 견조했던 위안화가 다시 짧은 기간 동안 정상 궤도로 복귀했기 때문이다. 2021년은 생각보다 수출 경기 호조세가 지속됐고, 올해 초 보인 중국 위안화 강세는 유로/엔화가 달러대비 특히 약했기 때문이다. 2018~2019년과 비교해보면 지금의 위안화가 펀더멘탈에 부합하는 레벨이라고 해석할 수 있다. 내년부터 중국 경제 회복 & 국채금리 상승이 기대되는 가운데, 위안화 추가 약세 가능성은 제한적이라고 판단한다. 위안화 환율은 내년 1분기 후반부터 6위안대로 낮아질 것으로 예상된다.

[그림93] 중국 국채 10년물 금리 & GDP 성장률 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 중국 국채 10년물 금리 & 역외위안화 환율 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

2. 내수 확대는 곧 위안화 사용 확대를 의미

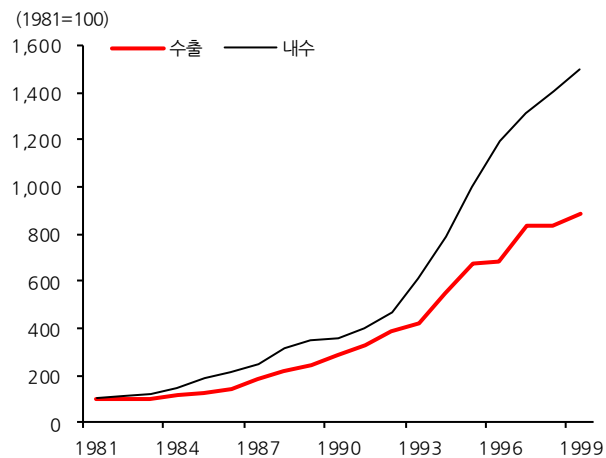
쌍순환은 중국 내수가 중심

19차 당대회와 달리 20차 당대회 보고에서는 ‘내수 확대’를 강조했다. 2020년 5월 정치 국회의에서 처음으로 제시된 ‘쌍순환 (국내 대순환 중심으로 대내외 상호 신발전 국면 촉진)’이 공식 기입됐다. 쌍순환에 대한 해석은 여전히 분분하다. 우리는 중국이 ‘대내외 시장을 유기적으로 연결하겠다는 의지이나 중심은 내수’라고 판단한다. 특히 쌍순환이 중국 스스로의 고립을 의미한다는 해석도 존재하는데, 이보다는 중산층 확대 (공동부유)와 해외 소비 복귀 (내국인 면세점) 등 중국 자체 소비 능력을 높이는 것이 핵심으로 생각한다.

1981~1999년까지는 내수, 2001년 WTO 가입 이후부터는 수출이 경제 성장을 주도했다. 재밌는 부분은 시진핑 주석 집권 (2012년) 시기에 정점을 보였던 수출과 내수의 경제 성장 기여도 차이는 시진핑 2기부터 변화를 보였다는 점이다. 다시 내수와 수출의 성장 속도가 바뀌기 시작한 것이다. 2020~2021년은 코로나19 영향으로 내수는 부진, 수출은 고성장하는 모습을 보인 바 있는데, 시진핑 주석이 나아가고자 하는 내수 중심의 경제 성장은 이미 시진핑 주석 집권 직후부터 시작됐을 가능성이 높다.

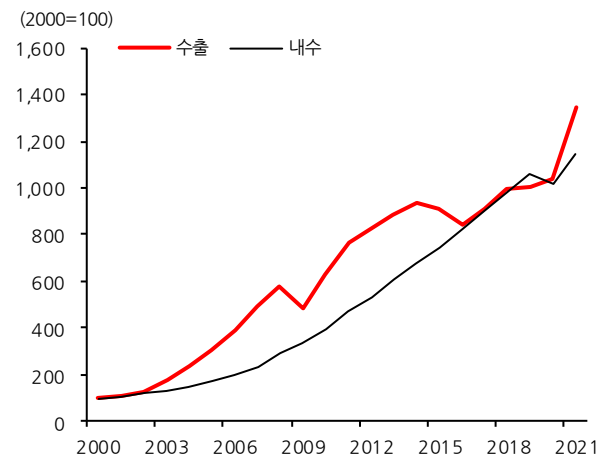
수출이 고성장을 보여왔다는 점은 반대로 그만큼 중국 경제의 대외 의존도가 높아졌다는 것을 의미한다. 개혁개방의 일환으로 세계의 공장 역할을 자처했던 만큼 수출 의존도를 낮추는 것이 쉽지는 않겠지만, 국가 자체를 ‘수출 주도형 국가’로 만들지 않으려는 의지가 반영되고 있다고 생각한다. 이러다 보니 최근 중국 경제를 바라보는 시각은 공동부유를 통해 경제가 후퇴할 것이라는 평가가 많다. 대외 교류를 끊는 것으로 해석되고 있기 때문이다. 그러나 20기 지도부가 추진하는 공동부유의 핵심은 1980~90년대에 보였던 경제일 것으로 예상된다. 수출도 성장을 하지만 중국 경제 발전에 대한 영향력은 내수가 더 크게 자리잡게 하기 위함이다.

[그림95] 과거 (1981~1999) 중국 시장은 내수 중심이었는데...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] ... 2000 년 이후 국제시장 의존도가 높아진 상황



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

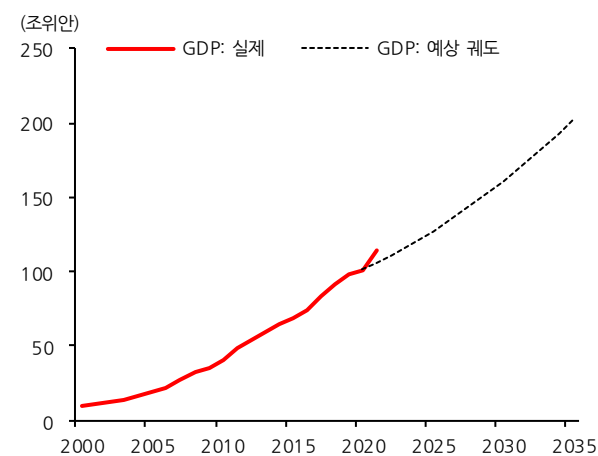
중국 경제는 여전히 '성장'이 중심

나아가고자 하는 프레임은 같지만 경제의 후퇴로 볼 수는 없다. 2020년 11월 중국공산당 19기 5중전회에서 제시한 중장기 목표는 중국이 여전히 성장을 추구한다는 것을 분명하게 제시했다. 2035년 장기 목표에 따르면 2035년까지 중국 경제총량 (GDP) 혹은 1인당GDP를 2020년의 2배로 증가시킬 계획이다. 시진핑 주석은 중장기 목표 발표 자리에서 '충분히 가능하다'고 강조했다. 중국 정부의 계획대로라면 2035년까지 연평균 4.7%의 성장률이 필요하다. 연평균 4.7% 경제성장률은 2014년 시진핑 주석이 제시한 '뉴노멀 (New Normal)'에 부합하는 수준으로 평가한다.

중국 싱크탱크는 2023년 최소 6.4% 성장을 필요 주장

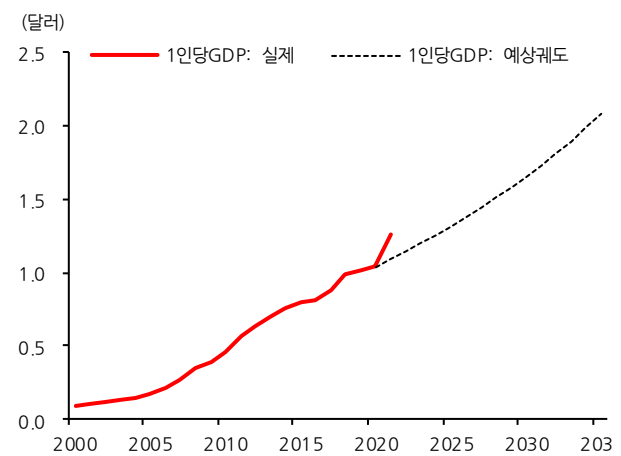
14차 5개년 계획 (2021~2025) 기간 동안의 성장률 목표는 제시하지 않았지만, 과거 5개년 계획 목표를 고려해 본다면 과도하게 높지도 낮지도 않은 목표 설정이다. 2006년 11차 5개년 계획 내 경제성장 목표는 7.5%였는데, 12차에서 7.0%, 13차에서 6.5%로 낮아졌다. 실제 달성치의 빠른 하락 속도를 고려한다면 중국 정부가 예상하고 있는 잠재성장률은 4.5~5.5% 수준일 가능성이 높다. 중국 정부 싱크탱크인 중국사회과학원 세계경제정치연구소 부소장은 2035년 중장기 목표 달성을 위해 2023년 최소 6.4%의 경제성장률이 필요하며, 충분한 고용을 이끌기 위해서는 6.8%가 필요하다고 강조했다.

[그림97] 중국 명목 GDP 및 2035년까지의 예상 추이



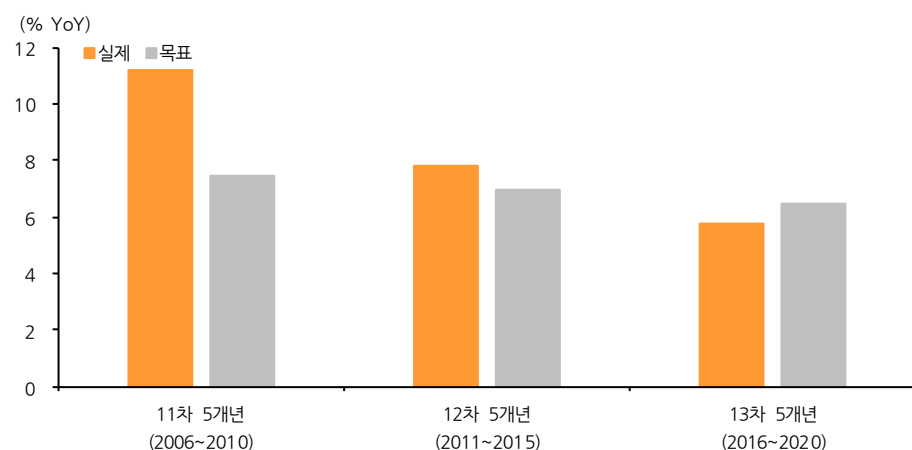
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 중국 1인당 GDP 및 2035년까지의 예상 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 중국 11~13 차 5개년 계획 경제성장 목표 및 실제 추이



주: 13차 5개년 계획에서 2020년 코로나 제외한 4년 (2016~2019) 연평균 성장률은 6.6%

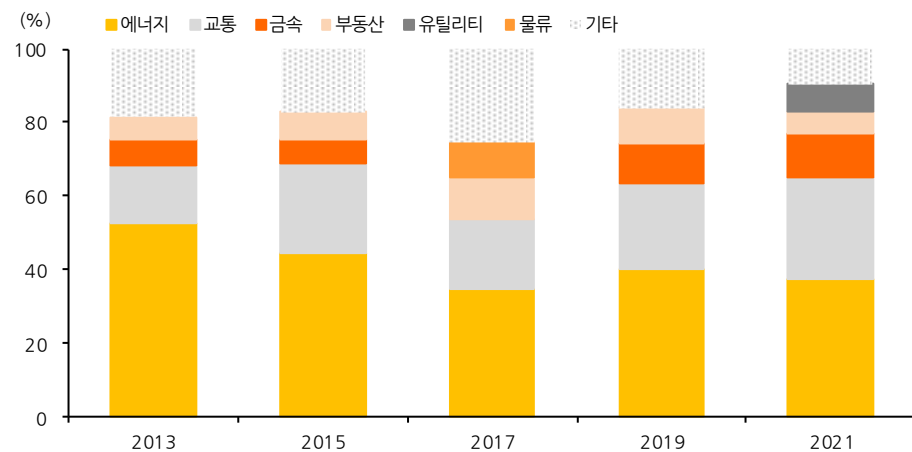
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국의 내수는 밸류체인을 만들겠다는 의미

다만 앞으로의 내수 확대 방향은 기존과 같지 않을 것으로 예상된다. 중국이 내수를 확대/촉진한다고 하면 더 많은 소비활동을 이끌 것으로 예상하는 것이 일반적이다. 이에 우리나라뿐만 아니라 주요국들은 중국의 수입이 늘어날 것으로 기대한다. 첫번째 투자 전략에서 제시한 내용과 유사한 톤이다. 중국의 내수 활성화를 고민할 때 틀린 생각은 아니겠지만 시진핑 주석이 강조하고 있는 국가 안보 관점에서 내수를 생각해 본다면, 중국이 수입을 늘리는 방식보다 대외 투자를 늘릴 가능성도 열어둬야 한다고 생각한다.

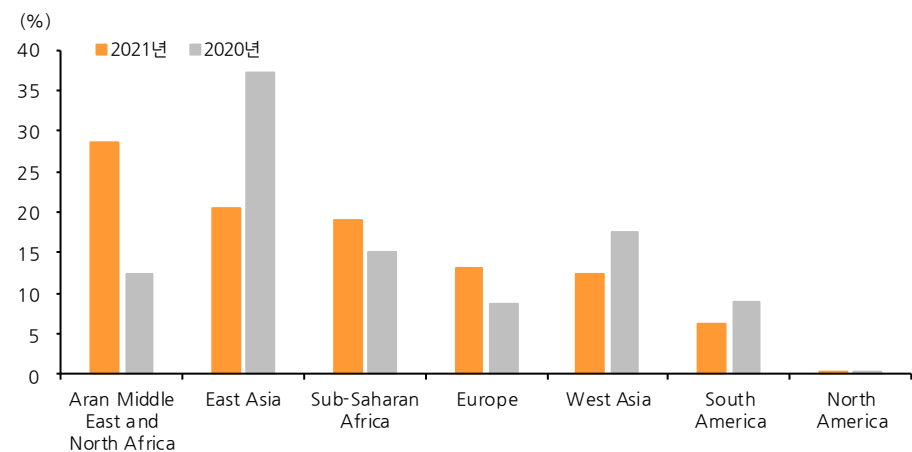
우리는 20차 당대회보고에 포함된 국내대순환 중심의 쌍순환을 ‘원자재 공급-제련-생산-유통-소비’까지 중국 자체 밸류체인을 구축하겠다는 의미로 해석한다. 가장 약한 고리인 안정적인 원자재 공급 위해 일대일로와 위안화 사용 범위 확대를 추진할 것으로 예상된다. 이는 즉 위안화를 중국 밖으로 뺄겠다는 의미로도 해석된다. 디지털 위안화 보급 가속화도 기대할 수 있다.

[그림100] 일대일로 투자 중 비중 가장 높은 분야는 에너지. 2021년에 유틸리티 비중 급등



자료: Green Finance & Development Center, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 2021년에 동아시아 투자 줄이고 아랍/중동/아프리카 투자 확대



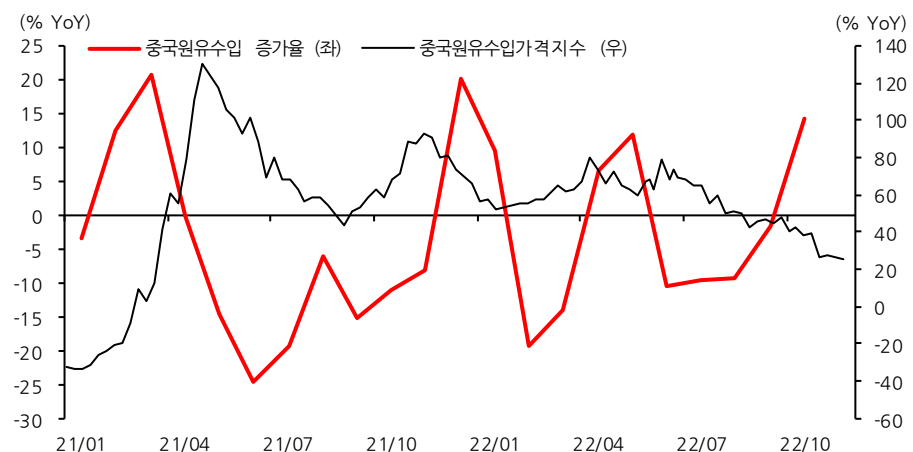
자료: Green Finance & Development Center, 한화투자증권 리서치센터

시진핑이 사우디를 가는 이유

지난 3월 사우디가 대중 수출 물량에 대해 달러가 아닌 위안화 표시를 고려 중이라는 뉴스가 보도됐다. 2016년부터 논의되어 왔던 것으로 알려진 사우디 원유의 위안화 결제 사안이 최근 미국과 사우디 간의 불편한 관계를 등에 업고 급물살을 탈 것이라는 의견이 많았다. 이후 양국 간 협의 내용이 다뤄진 보도는 확인되지 않고 있다. 다만, 최근 다수 외신에서 2022년 12월 시진핑 주석의 사우디 방문 계획을 다루고 있다. 중국 정부의 공식 입장 확인은 없지만, 최근 시진핑 주석의 외교 행보를 고려한다면 완전히 배제하기도 어렵다. 올해 연말이 아니더라도 조만간 방문할 가능성을 높게 보고 있다.

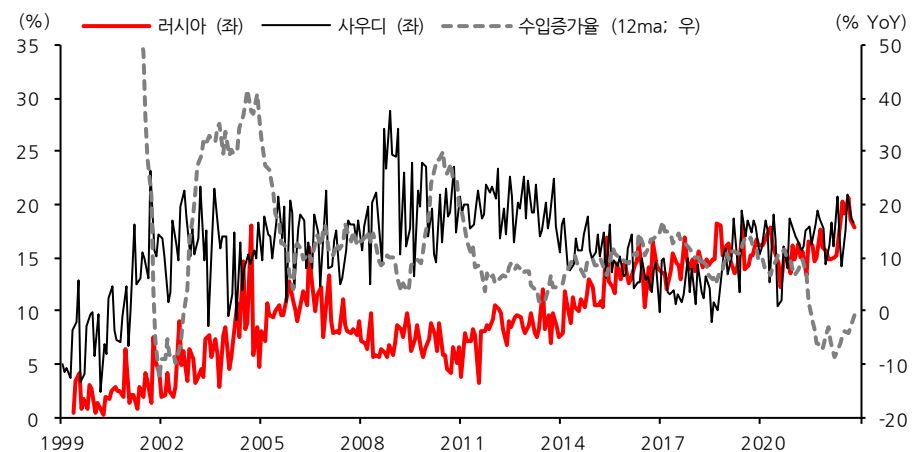
시진핑 주석이 사우디를 가는 이유는 무엇일까? 우리는 '앞으로 늘어날 원유 수요에 대응하기 위해 사우디 물량이 필요하고, 그 물량을 위안화로 결제하는 메커니즘'을 완성하기 위함이라고 생각한다. 중국 정부의 방역 정책 변화를 본다면, 내년부터 중국은 동태적 제로코로나를 추가 완화할 가능성이 높다. 제로코로나의 완화는 곧 원자재 수요의 회복을 의미한다. 지난해부터 중국은 원유 수입가격 부담이 높아지는 구간에서 원유 수입을 줄이는 패턴을 보여왔다. 중국의 최대 원유 수입국은 사우디다. 내년 수요 회복을 고민하고 있는 중국 입장에서는 사우디로부터 안정적으로 물량을 확보해야 한다.

[그림102] 수입가격 부담 구간에서 원유 수입 줄이는 중국



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 2017년부터 다시 사우디 원유 수입 비중 늘리는 중국



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

원유는 사실상 전세계적으로 달러로만 거래되고 있다. 반대로 이는 중국이 사우디 원유를 위안화로 결제하고 싶어하는 가장 큰 이유다. 달러 패권에 도전하겠다는 것은 아닐 것이며, 불가능 하다는 점도 알고 있을 것이다. 다만, ‘최소한’ 중국이 사용할 물량만큼은 ‘내 돈’으로 사야 안정적인 공급이 가능하다는 논리는 최근 시진핑이 강조하는 ‘에너지 안보’에서 반복적으로 언급될 가능성이 높다. 3월에 보도된 사우디의 대중 수출 물량 위안화 결제 고려도 사우디 측에서 고려했다 기보다는 중국 측에서 먼저 제안했을 가능성이 높다: “우리 (중국)가 너희 (사우디) 원유 더 많이 살테니, 위안화로 결제하자”

[그림104] 2022년 3월, 사우디가 중국 수출 물량에 대해 위안화 결제 도입을 고려한다는 보도

◆ WSJ NEWS EXCLUSIVE | MIDDLE EAST

Saudi Arabia Considers Accepting Yuan Instead of Dollars for Chinese Oil Sales

Talks between Riyadh and Beijing have accelerated as the Saudi unhappiness grows with Washington

자료: WSJ, 한화투자증권 리서치센터

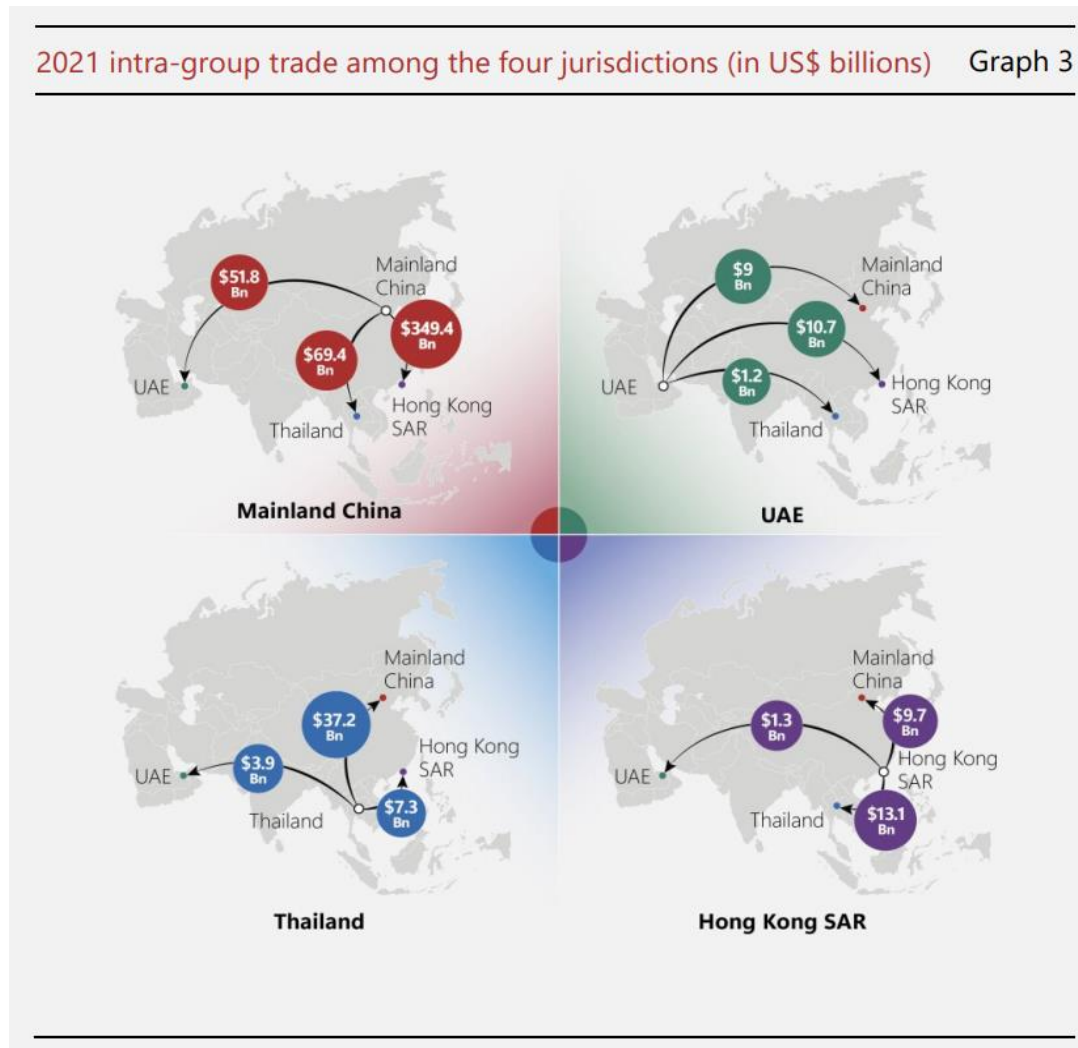
일대일로는 위안화 보급
채널로 사용될 가능성

일대일로 투자 확대와 위안화 사용 확대를 추진하는 동안 시스템적으로도 변화를 꾀하고 있다. 정보통신정책연구원에 따르면 중국 정부는 공격적으로 디지털 위안화를 중국 밖으로 빼내고 있다: ① 기존의 핀테크 기술과 결제 네트워크를 통해 전자상거래, 관광 등 국경간 소매 결제 부문에 디지털 위안화 사용을 독려하고 있고, ② 일대일로, 대만구 등 무역 및 경제적 이해관계 지역 기반 네트워크를 활용해 국경간 소매 결제 및 B2B 거래에 디지털 위안화 사용을 확대하고 있으며, ③ 아프리카 지역에서 등 중국의 이동 통신 인프라를 활용하여 보급 범위를 늘려가고 있다.

최근 중국은 국제결제은행 (BIS) 주관 하에 진행된 m-CBDC Bridge (홍콩/태국/UAE/중국 참여) 테스트를 마무리했다. 국제결제은행은 ‘중국의 디지털 위안화가 세계 최대 규모의 크로스보더 CBDC 테스트에서 두각을 나타냈다’고 평가했다. 시스템상으로 중국은 그 어떤 나라들보다도 빠르고, 대규모로 디지털 위안화 보급을 준비 중이다.

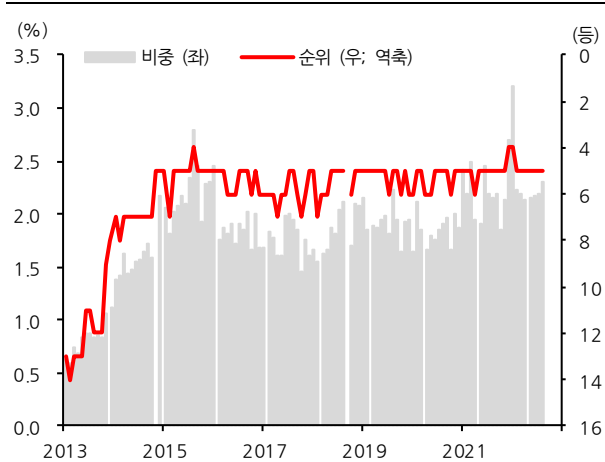
중국의 위안화 국제화는 2013년부터 본격화 됐지만, 성과는 미미하다. 국제결제비중에서 중국 위안화 비중은 2%대에 불과하고, 전세계 외환보유고에서도 영향력은 미미하다. 현 단계에서 위안화 국제화와 디지털 위안화는 ‘달러 패권에 대한 도전’보다는 ‘자체 결제 권역 구축 통한 원자재 공급 안정화’ 관점에서 보는 것이 합리적이다. 위안화가 아직 달러를 대체할 만큼 신뢰도 높은 통화가 아니라는 점도 인지해야 한다. 중국이 원하는 것은 ‘최소한’ 중국이 필요한 물품에 대한 위안화 결제다.

[그림105] m-CBDC Bridge 테스트에서 가장 활발한 거래 보인 중국의 디지털 위안화



자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터

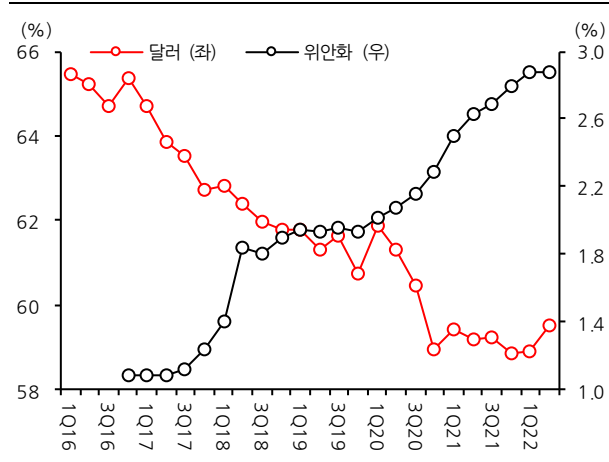
[그림106] 아직 달러 대체 통화로 보기는 어렵지만...



주: 위안화국제결제비중 추이

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 자체 결제 권역 구축 위한 위안화 보급 가속화



주: 외환보유액 통화구성 (COFER) 내 위안화 비중 추이

자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

3. 내수 확대는 곧 질적 발전 (기술국산화)

Q보다 P를 높이는 방법: 중저속 성장을 의미하는 뉴노멀은 시진핑 정부의 경제 컨셉이다. 과거와 같이 과도한 레버리지를 이용한 성장은 앞으로 찾아보기 힘들 것으로 생각한다. 이런 의미로 중국의 내수 확대는 질적 발전, 즉 기술국산화를 뜻한다.

시간이 지날수록 중국 정부가 제시하는 ‘기술국산화’의 의미가 미묘하게 달라지고 있음을 주목한다. 2010년대 초중반까지만 하더라도 주로 혁신능력/시장점유율 제고 등 중국 시장 내 외국기업들의 영향력을 줄이는데 중점을 뒀다면, 중후반부터는 본격적으로 기술력 제고, 자체 공급망 구축 등 중국 내부적으로 밸류체인을 구축하는 방향으로 전략의 중심이 바뀌고 있다.

[표2] 시간 지날수록 ‘기술국산화’에 대한 중국 정부의 방향성은 ‘자체 밸류체인 구축’으로 전환 중

시기	계획	자체 혁신능력 (Indigenous Innovation)	대외기술 의존도 (Dependence on foreign tech)	시장점유율 (Market share of domestic products)	국산화 (Indigenization)	자급보장 (Self-Guarantee)		공급능력 (Supply Capacity)	자급률 (Self-sufficiency)	시장자급률 (Market Sufficiency)
2006 년	2020 년 중장기계획	●	●	●						
	11 차 5 개년 계획	●	●		●			●		
2010 년	7 대 신흥전략산업	●		●					●	
2011 년	12 차 5 개년 계획	●								
2015 년	중국제조 2025	●	●	●		●	●			
2016 년	혁신주도형 발전전략	●						●		
	13 차 5 개년 계획	●			●			●		●
2018 년	중국제조 2025 로드맵	●		●				●		●
2021 년	14 차 5 개년 계획	●						●		●

자료: CMG Research, 한화투자증권 리서치센터

중국제조2025는 30년짜리 장기계획

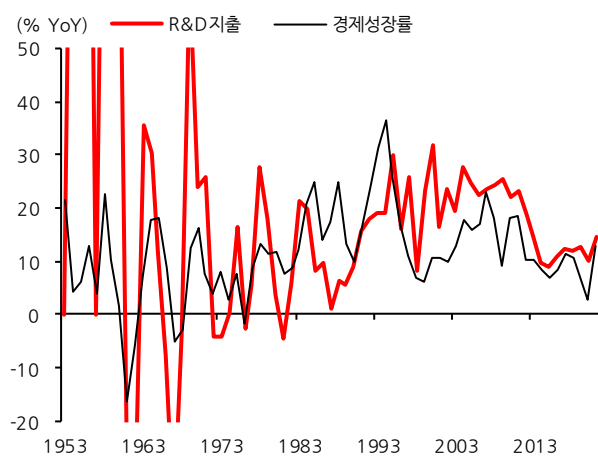
최근에는 ‘신형 인프라’라는 단어로 중국의 기술국산화가 표현되고 있으나, 미중 기술 갈등이 불거지기 전까지만 하더라도 전세계적으로 사용됐던 표현은 ‘중국제조2025’다. 중국제조2025는 2015년 제시된 목표로 2045년까지 30년간의 장기 계획이다. 세계의 공장으로 저부가가치 제품 제조/수출 기지 역할을 해왔던 중국이 앞으로는 첨단기술 주도권을 가져오겠다는 의지를 전세계에 선포한 것으로 해석됐다. 2025년까지 핵심기술 자급력을 70%까지 끌어올리겠다는 공격적인 목표를 제시하면서 중국의 첨단기술 지원이 본격적으로 시작됐다:

- 1단계 (2015~2025년): 제조업 경쟁력 크게 제고, 독일/일본 수준으로 높여 글로벌 제조 강국 대열에 진입
- 2단계 (2025~2035년): 세계 제조 강국의 중위 수준까지 제조업 경쟁력 제고
- 3단계 (2035~2045년): 전세계 제조업 제1강국으로 성장, 세계시장 선도

10년 단위로 경쟁력을 높이겠다는 중국 정부의 1차 목표는 3년 뒤 평가받는다. 중국제조2025 제시 이후 지금까지 7년의 시간보다 앞으로의 3년이 더 중요한 이유다. 2023년은 미국과의 기술 갈등이 불거진 최근 4~5년보다도 강력한 기술국산화 추진이 진행될 것으로 예상된다.

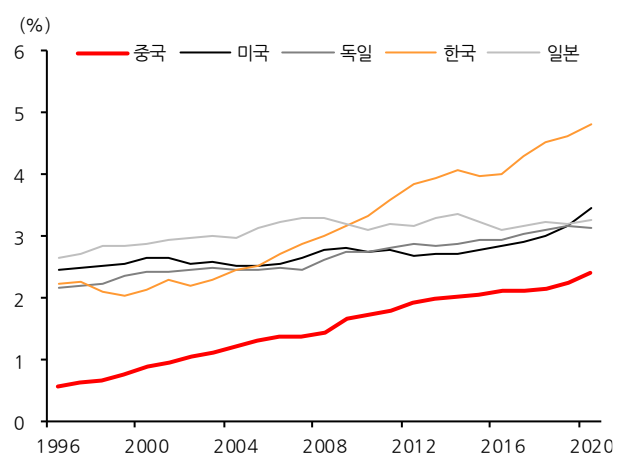
중국 R&D 지출 증가율은 경제성장률과 동행하는데, 중국의 GDP 대비 R&D 지출 비중은 주요 제조업 강국에 비해 현저히 낮은 수준이다. 2023년 양회에서는 첨단기술 투자 관련 강력한 추진 의지가 반영된 목표치가 제시될 가능성이 높다고 생각한다.

[그림108] 중국 R&D 지출은 경제성장률과 동행하는데...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] GDP 대비 R&D 지출 비중은 주요국 대비 현저히 낮음

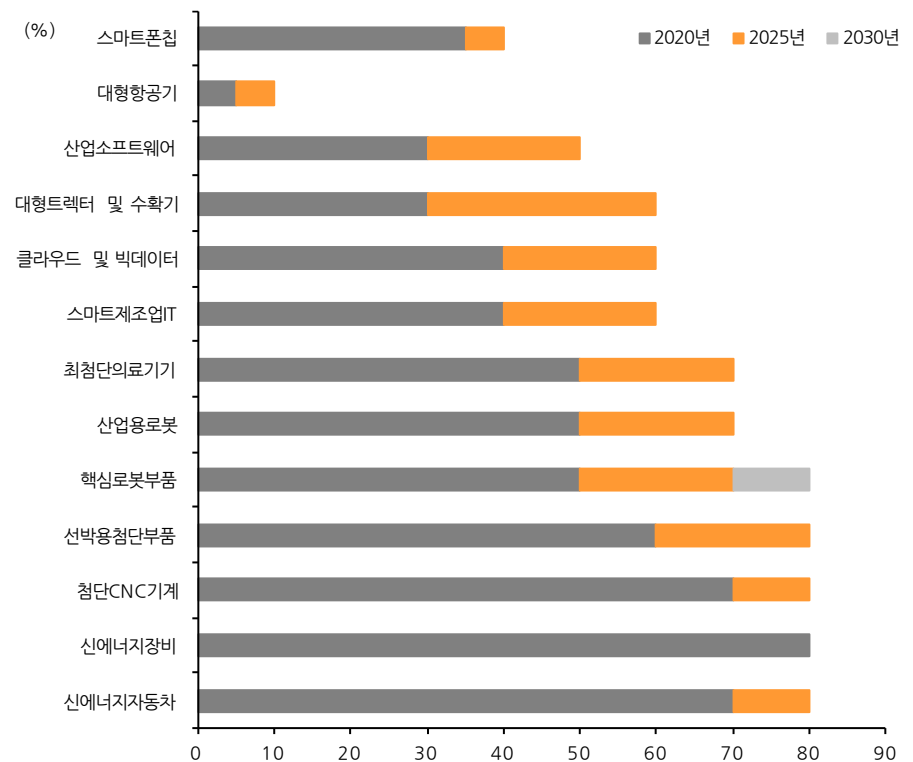


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

반도체/소프트웨어/첨단장비
주목

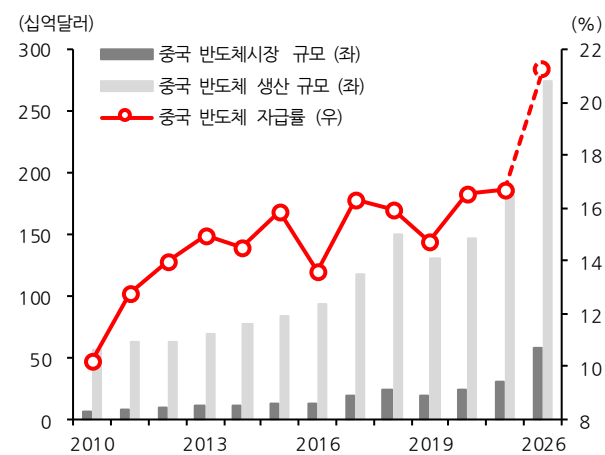
내년부터 중국 정부가 강력하게 지원할 첨단기술은 ① 2025년까지의 달성 목표는 비교적 높은 반면 2020년과의 기술차가 비슷한 산업 혹은 ② 목표 대비 자급률이 상당 수준 낮은 산업일 가능성이 높다. ①은 산업소프트웨어, 대형트랙터 및 수확기, ②는 스마트폰 칩과 첨단CNC장비가 대표적이다. 특히 ②가 중요하다고 생각되는데, 반도체 자급률은 20% 미만 (IC Insights), 첨단CNC장비 자급률은 10% 미만 (중저사양은 80% 이상)으로 알려져 있다.

[그림110] 중국제조 2025에서 제시한 첨단기술 자급률 목표



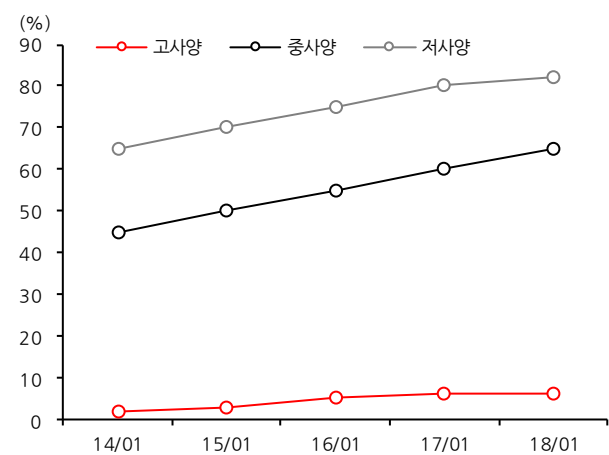
자료: 국제무역연구원, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 중국 반도체 자급률은 20% 미만으로...



자료: IC Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 첨단 cnc 장비 자급률은 10% 미만으로 알려짐



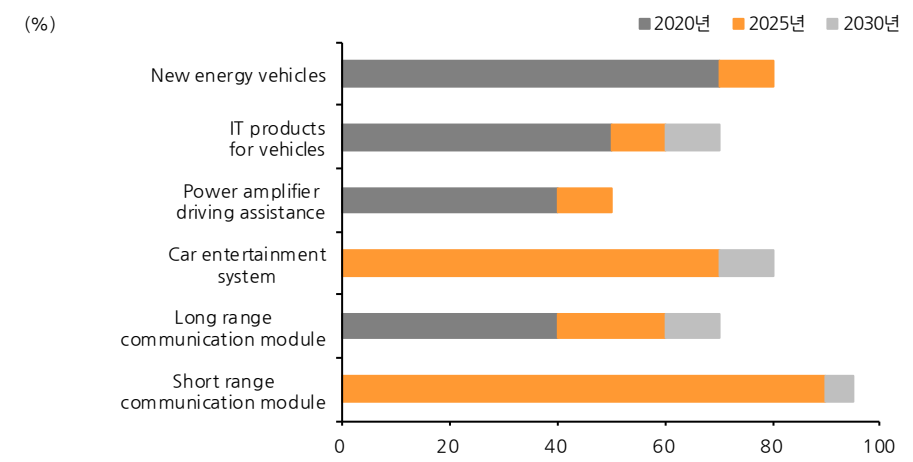
자료: Guanyan, 한화투자증권 리서치센터

신에너지자동차 투자는 쉬어갈 가능성

신에너지자동차 및 신에너지장비는 이미 중국이 전세계 밸류체인을 장악했다고 봐도 무방하다. 내년부터 관련 분야에 대한 지원은 상대적으로 줄어들 가능성을 염두해두어야 한다고 생각한다.

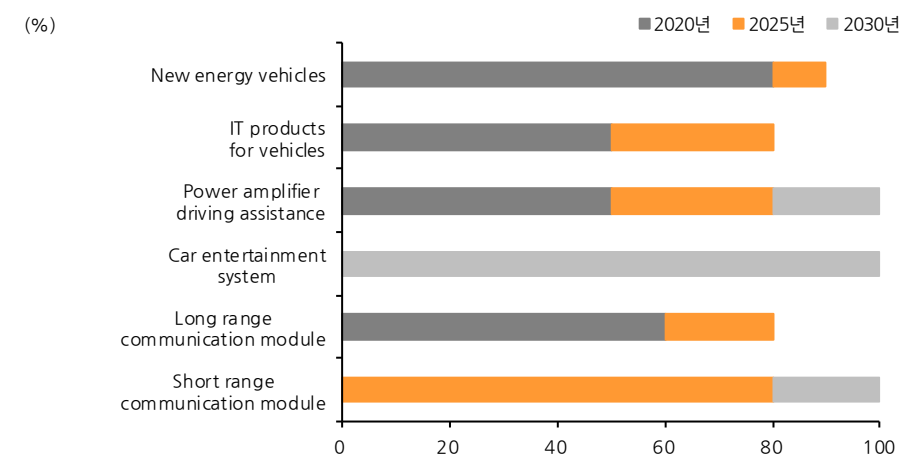
다만, 신에너지자동차 분야에서 기존 목표와 달라진 점이 있는데, 바로 Car entertainment system 분야다. 2015년에 최초 제시한 신에너지자동차 발전 로드맵에서는 Car entertainment system 자급률을 2025년까지 70%, 2030년까지 80% 도달하는 목표를 제시한 바 있다. 2017년 신규 로드맵에서는 2030년까지 자급률을 100% 올리는 계획으로 바뀌었다. 시간이 소요되더라도 중국 스스로 생태계를 구축하겠다는 것으로 해석된다. 중국 빅테크 기업을 중심으로 차량용 OS를 개발해 중국 전기차 기업들에 서비스를 제공하는 방식으로 정부 목표가 현실화되고 있다. 반대로, 앞으로 중국 전기차 시장에 진입할 때 해외기업이 반드시 거쳐야 할 관문이 될 가능성이 높다.

[그림113] 2015 년 최초 제시한 신에너지자동차 로드맵보다...



자료: MERICS, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 2017 년 로드맵에서 더 높은 기준 요구



자료: MERICS, 한화투자증권 리서치센터

IV. 중국주식 관심 종목/ETF

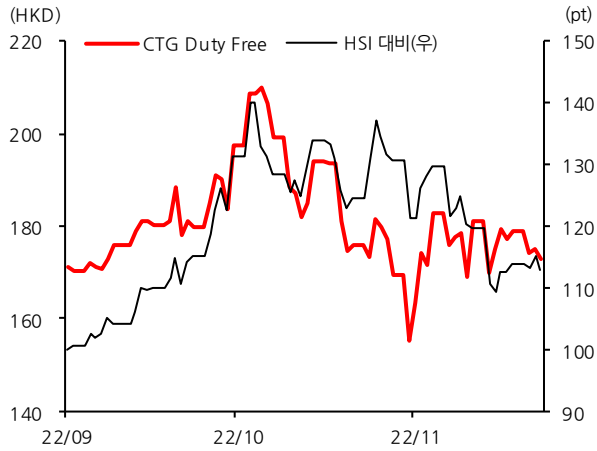
[표3] 2023 년 중국주식 관심 종목/ETF

종목코드	종목명	테마	2023 년			
			EPS Growth (% YoY)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)
1880 HK	China Tourism Group Duty Free Corporation Limited	리오프닝: 면세	-	-	-	-
투자포인트	- 중국 정부의 동태적 제로코로나 완화 및 중국 내국인 면세점 활성화 방안 최대 수혜 예상 - 10/28 전세계 최대 단일 면세물 'cdf 하이커우 국제면세물' 공식 오픈 - 코로나 19 영향 상대적으로 적었던 2021 년에 빠른 회복력 보인 경험. 2023 년에도 재현 가능성 高					
600029 CH	China Southern Airlines Company Limited	리오프닝: 항공	102.6	281.2	2.4	2.0
투자포인트	- 5 월 이후 중국 정부는 국내/국제선 항공편 증편 지시. 11 월 시진핑 주석 주도 하에 코로나 19 방역 효율 제고 - 중국문화여행부는 코로나 19 위험지역과 무관하게 중국 지역간 여행을 허가한다고 발표. 사실상 중국 국내 여행 제한 전면 해제 - 점진적인 방역 조정에 따른 이동제한 해제로 2023 년 본격적인 실적 턴어라운드 기대					
002371 CH	NAURA Technology Group Co.,Ltd.	기술국산화: 반도체	34.9	44.0	5.6	13.1
투자포인트	- 미중 기술 패권경쟁 이어지는 가운데 중국 반도체 국산화 모멘텀 지속. NAURA 매출의 99%가 중국 - 중국 대표 파운드리 SMIC/화홍반도체 CAPEX 투자 계속되면서 반도체장비 판매도 호조 ● SMIC 는 3 분기 실적 발표를 통해 CAPEX 목표를 상향조정 (50 억달러 → 66 억달러)					
600570 CH	Hundsun Technologies Inc.	대외투자: 위안화	38.2	46.2	9.5	21.4
투자포인트	- 중국 보험/운용사/신탁사 IT 서비스 시장점유율 80% 이상 차지 - 디지털위안화 시범적용 이후 크로스보더 결제까지 사용 범위 확대. 중국 금융 시스템 업그레이드 수혜 예상 -恒生전자는 2021 년부터 주요 상업은행에 디지털위안화 결제 솔루션 제공					
601668 CH	China State Construction Engineering Corporation Limited	대외투자: 일대일로	12.2	3.6	0.5	14.3
투자포인트	- 2023 년 중국 주택 경기 최악 구간 통과 전망. 전체 매출 61% 차지 (2021 년 기준)하는 주택 시공 매출 증가 기대 - 1H22 해외매출 +26.6% YoY. 글로벌 코로나 19 영향 완화되면서 해외 사업 확장 가속화 - 2022 년 10 월 공사: 사우디 네옴시티 프로젝트 중 도시교통터널 2, 3 기 확보 (78.6 억위안 규모)					

ETF 코드	ETF 명	테마	AUM	PER	PBR	비용
3033 HK	CSOP HS TECH (ETF)	빅테크	20,566	-	2.0	1.04
투자포인트	- 중국 30 개 빅테크로 구성된 항상테크지수를 추종하는 ETF - 업종별로는 인터넷(44.4%), 소프트웨어(13.6%) 중심 - 핵심기업으로는 전자기기 제조기업 Xiaomi(8.3%), 게임기업 Tencent(8.2%), 전자상거래기업 JD.com(7.7%)					
2806 HK	GX CN Consumer Brand (ETF)	소비	509	65.5	4.2	0.70
투자포인트	- 2806 은 중국 대표 소비재 기업에 투자하는 ETF - 업종별로는 음료(23.6%), 가구(21.0%), 소매업(19.3%) 등 - 핵심기업으로는 가전제품제조기업 메이디그룹(8.6%), 주류업체 의빈오량액(8.3%), 귀주모태주(8.3%)					

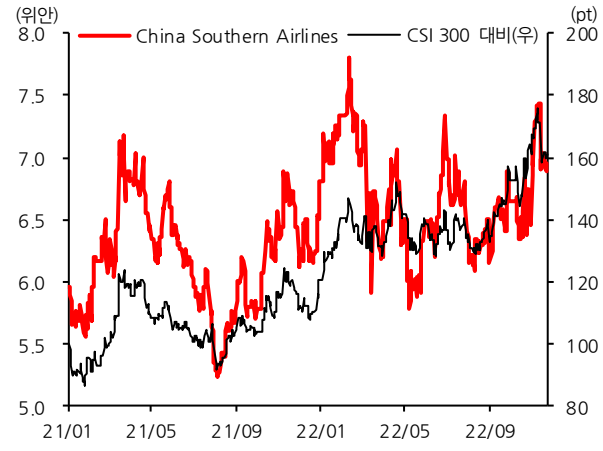
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] China Tourism Group Duty Free Corporation Limited



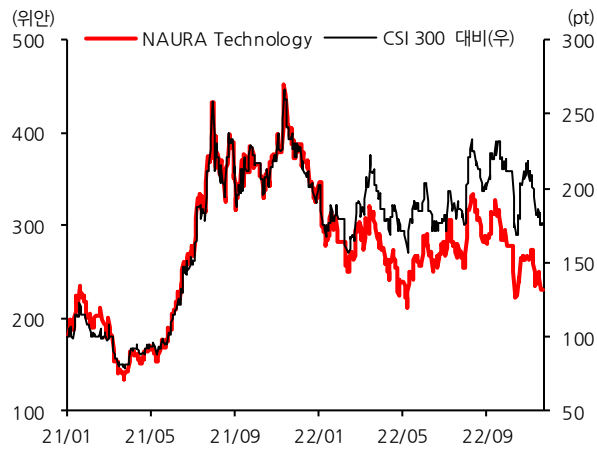
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] China Southern Airlines Company Limited



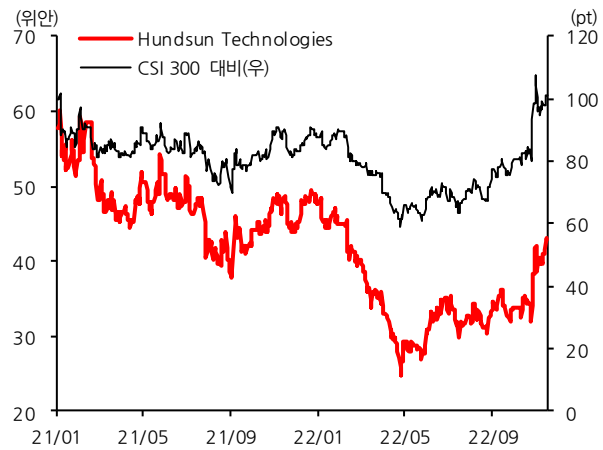
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] NAURA Technology Group Co.,Ltd.



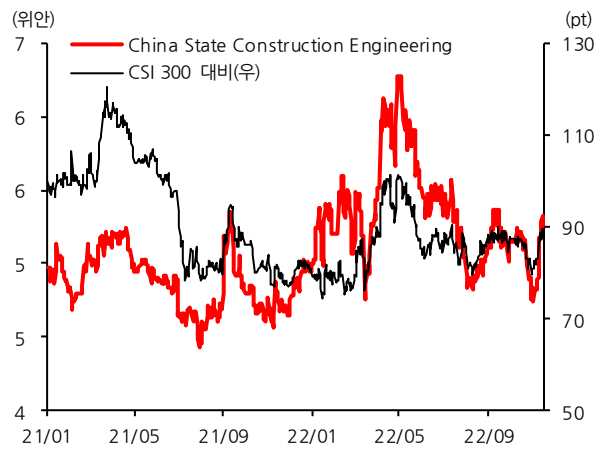
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] Hundsun Technologies Inc.



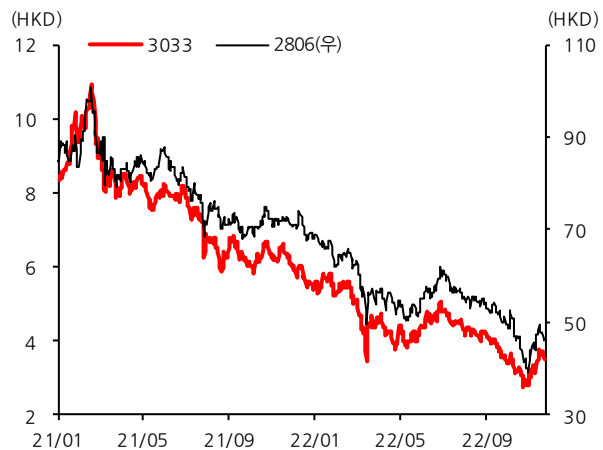
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] CSCEC Limited



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 3033 & 2806 (ETF)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 24일)

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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%