

중국 투자전략

2019년 차이나 리스크의 온도

한정숙 China Market Analyst
02) 3774-1836
suehan@miraeasset.com

Contents

[요약] 2019년 차이나 리스크의 온도	3
I. 중국 크레딧 리스크의 재조명	5
II. 기업특징간 차별적 리스크 관리 필요	9
III. 불리한 환경을 대하는 중국 정부의 자세	17
IV. 높은 불확실성 속의 중국 투자전략	22
[결론] 홍콩보다 본토에 대한 투자 긍정적	30

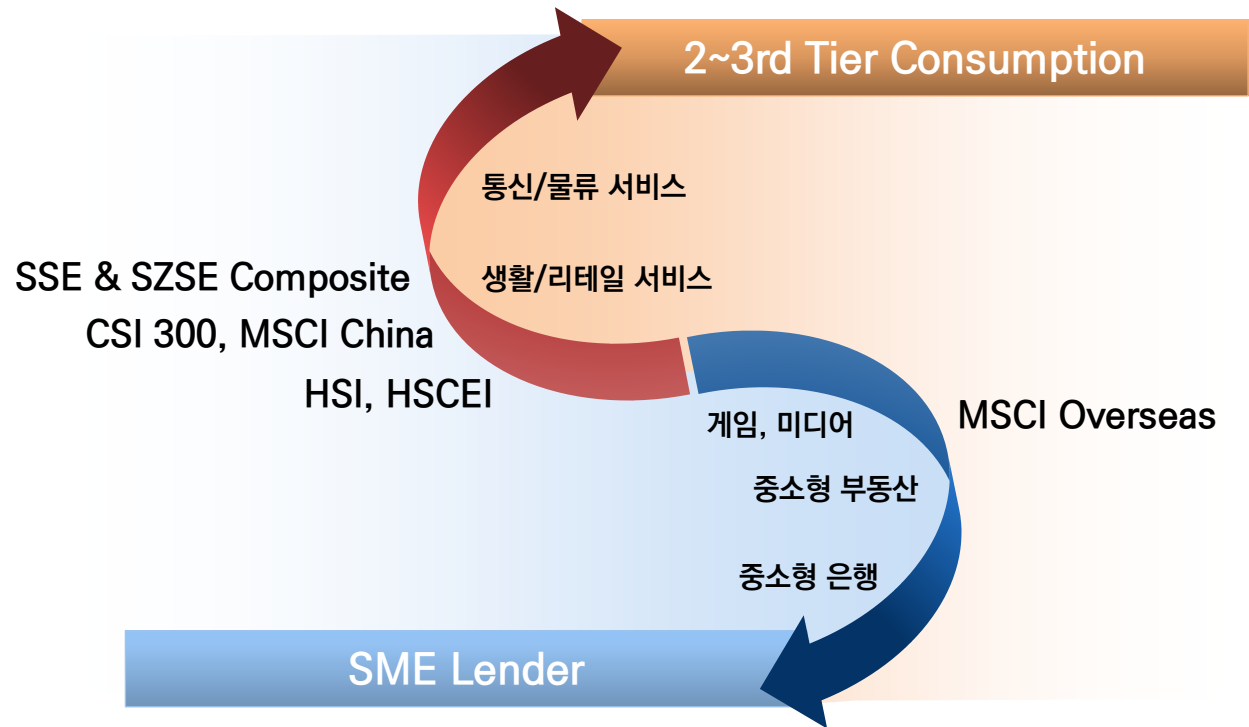
[중국 투자 전략] 2019년 차이나 리스크의 온도

- 2019년, 경기의 둔화 속도가 가속화 될 것이란 우려로 중국 정부는 기업의 채무부담 완화에 초점을 맞출 것으로 전망. 디레버리징에 대한 정책은 다소 약화되는 반면, 민영기업에 대한 정책 지원을 보다 강화할 것으로 판단. 한편, 내수시장을 적극적으로 확대하는 동시에 미국 이외의 다른 국가들과의 경제 공조에 집중해 미국의 통상압력을 방어할 것으로 예상
- 대내외 경기에 대한 불확실성이 높기 때문에 그 동안 누적되어 왔던 리스크에 대한 관리가 더욱 요구되지만, 동시에 더 많은 투자의 기회도 존재. 특히 정부의 정책 방향이 미-중 무역갈등의 영향이 컸던 첨단산업을 영유하고 있는 민영기업을 향하고 있다는 점을 주목할 필요. 여기에 개인소득세 개혁에 따른 소비확대를 함께 고려한다면, 통신서비스와 물류서비스 등 소비관련 서비스를 제공하는 산업과 기업에 대한 투자 유망
- 반면, 기업과 경기 전반에 있어 채무부담이 확대되는 가운데, 크레딧 리스크에 대한 시장의 경계감이 높아질 것으로 예상. 따라서 내년 채권만기가 집중되어 있는 중소형 부동산에 대해서는 보수적인 접근 필요. 여기에 중소기업과 민영기업 대출을 늘리라는 정부의 요구로 중소형 은행의 부실화 가능성을 열어둘 것을 제안
- 전반적인 지수의 큰 반등은 어려워 보이는 가운데, 금융비중이 높은 홍콩보다는 본토로의 투자전략이 유리할 것으로 전망. 또한 민영기업에 대한 지원 강화로 우량주에 집중된 지수보다는 더욱 많은 산업과 기업을 포괄하고 있는 상해종합지수나 심천종합지수가 상대적으로 긍정적. 한편, 게임 및 콘텐츠에 대한 정부의 검열 강화에 따라 관련 기업의 비중이 높은 MSCI Overseas에 대해서는 상대적으로 보수적인 전략 제시

China Market Strategy

- Index: SSE & SZSE Composite ≥ CSI 300, MSCI China > HSI, HSCEI ≫ MSCI Overseas
- Theme: Buy 2~3rd Tier Consumption, Sell SME Lender
- Sector: Good Telecom/Logistic/Living/Retail Service
Bad SME Bank/Properties, Game/Media

2019 China Index, Theme & Sector Position

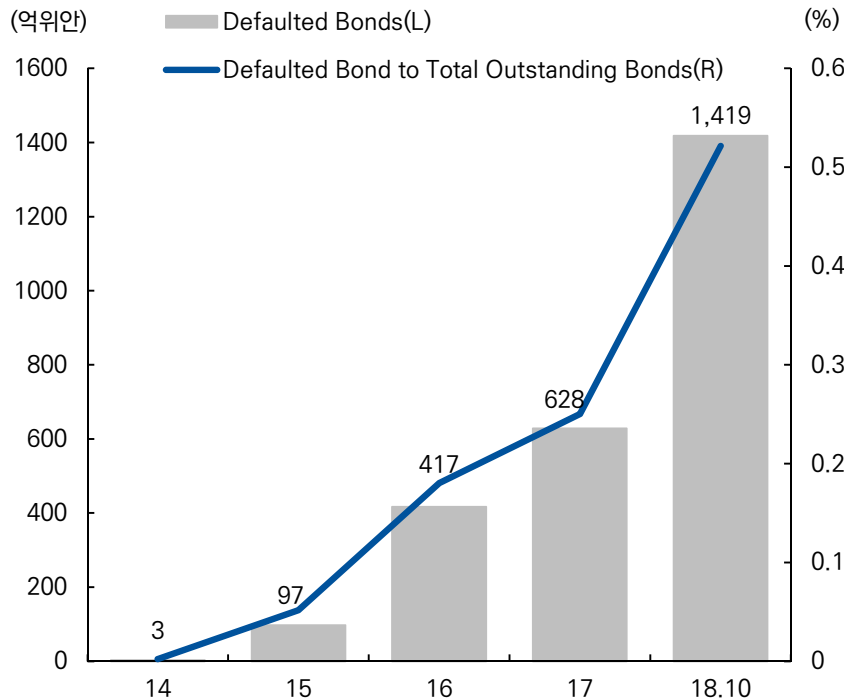


자료: 미래에셋대우 리서치센터

연말 연초의 단골 손님, 중국 크레딧 리스크

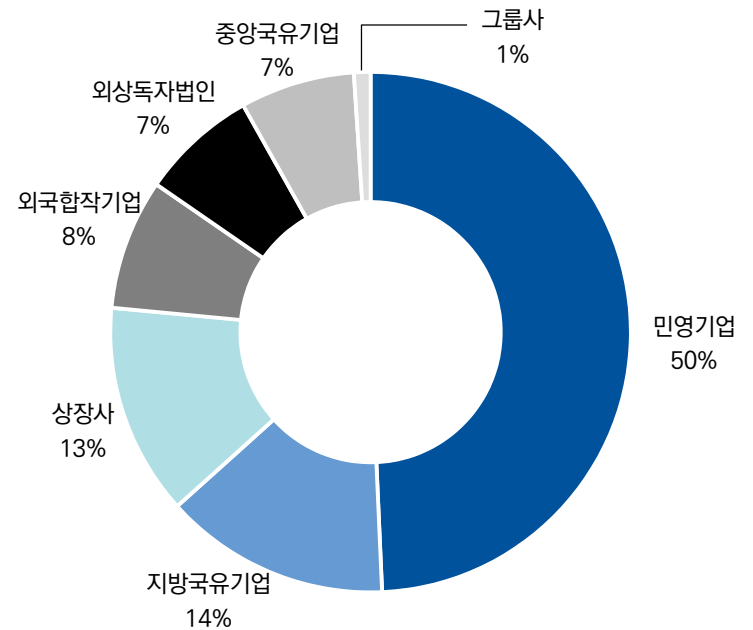
- 국내외 글로벌 시장에서 중국 크레딧 리스크와 재무지표에 대한 신뢰도 재조명. 긴장의 끈을 놓을 수 없는 중국 투자에 대해서는 내년에도 리스크 관리가 반드시 동반되어야 할 필요
- S&P는 중국 지방정부의 숨겨진 부채가 40조 위안 혹은 그 이상일 수 있으며, 이로 인해 지방정부자금조달기구(LGFV)의 추가 디폴트가 나올 가능성에 대해 경고
- 회사채 디폴트 빈도가 상반기 24건에서 7~10월에만 86건으로 급증, 그 중 50% 민영기업

Rising Public Bonds Defaults



주: 2018년은 10월 말 누적 기준
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

2018 Defaulted Bond

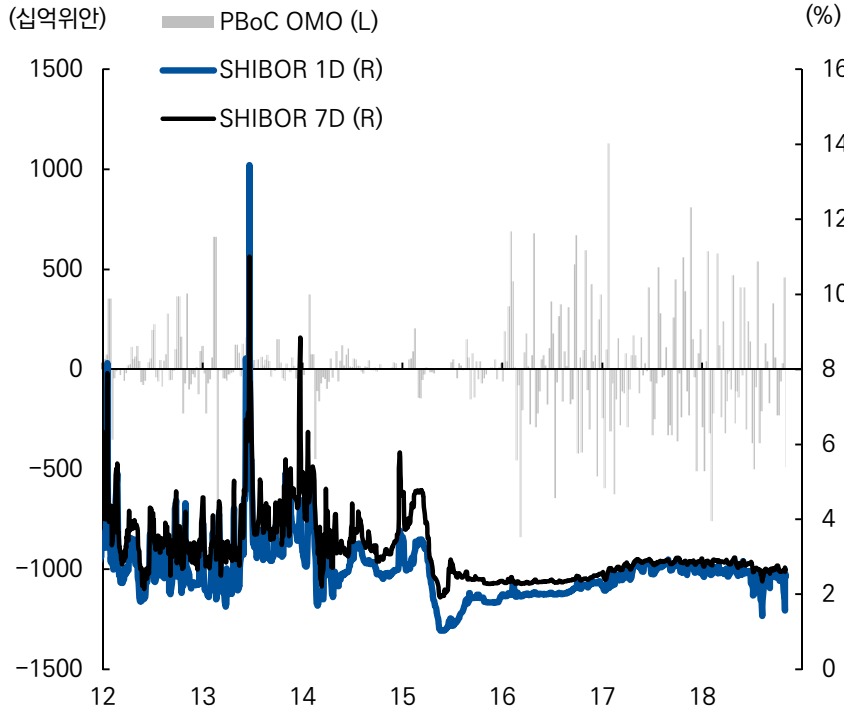


주: 2018년 10월 말 누적 기준
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

2013년, 2016년과 같은 차이나 포비아 확산 중

- 2013년 인민은행 WMP 상품 판매 금지 = 정부의 미숙한 대응 → Shibor 금리 1일물 13%까지 급등
2016년 수급불안 + 서킷브레이크 + 개혁의지 강화 = 취약한 금융 제도 → 첫 거래일 7~8% 폭락
두 사례 모두 중국을 시작으로 불안감이 확산되며 글로벌 금융시장의 변동성 확대를 야기
- 대외적으로 미국 통상압력 지속, 대내적으로 디레버리징에 대한 후유증이 누적되어, 중국 기업들의 채무부담은 내년에 더욱 가중. 이는 불안한 투자심리를 확대하면서 중국증시의 걸림돌로 작용 전망

PBoC Open Market Operation and SHIBOR



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

SSE Composite Index and USDCNY



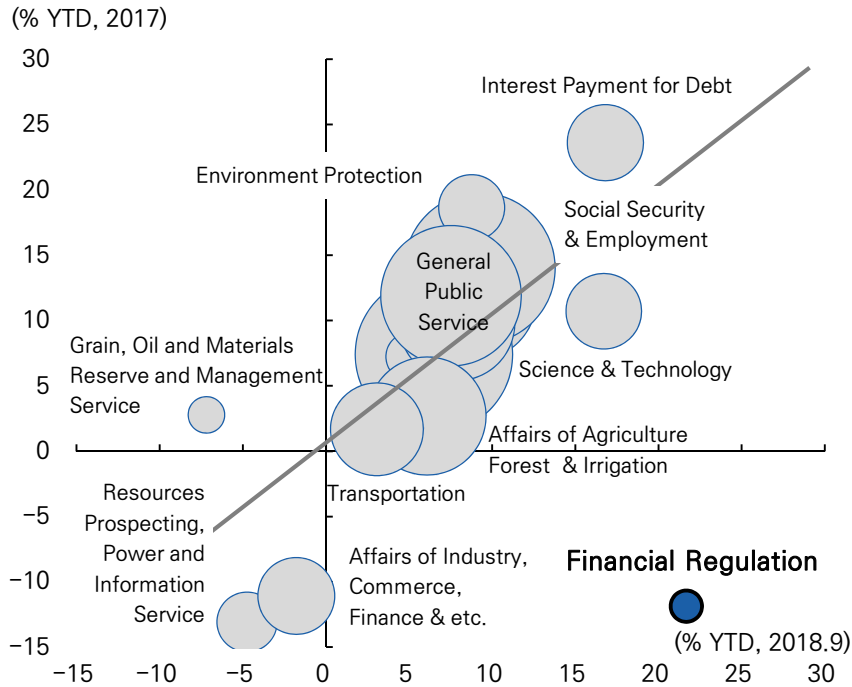
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I-2. 기업들의 채무부담 확대로 ST 기업 수 증가

정부의 금융제도 제고 의지 강화에 따른 영향

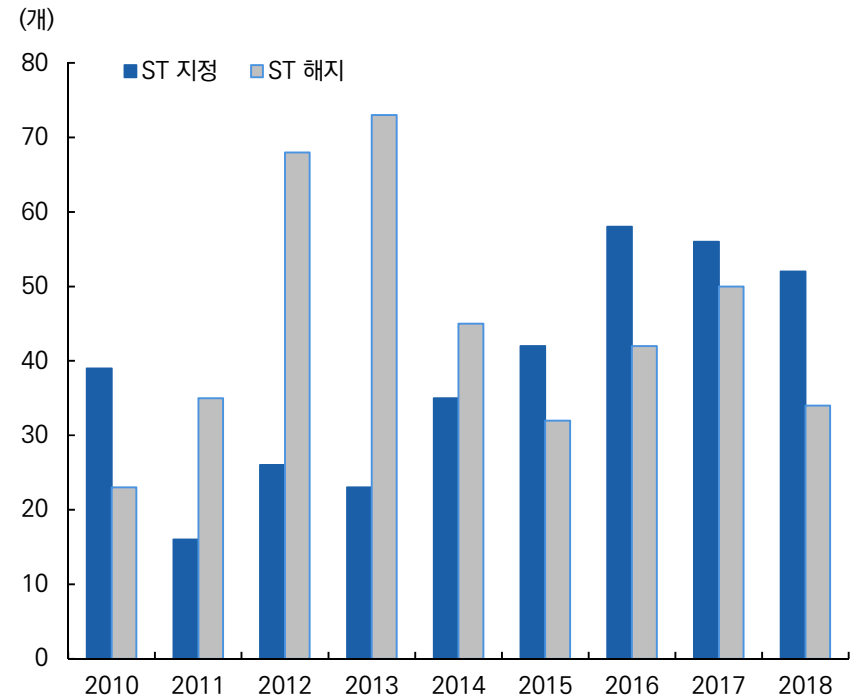
- 시진핑 집권 이후 정부의 디레버리징 의지는 꾸준했고, 올해도 금융제도 개선을 위한 많은 자원 투입
- 지난달 말 재정부는 지방정부에 잠재적 채무 및 자산 상황을 파악한 후 보고하도록 조치. 기업들에 대해서도 회계감사 강화, 샤오미 등 회계장부상의 오류가 개별 주가에 적지 않은 영향
- 한국의 관리대상 종목과 유사한 성격인 ST(Special Treatment)로 지정된 종목의 수는 예년과 비슷하게 유지되고 있는 반면, 해지된 종목 수는 크게 감소

Government Expenditure



주: 원의 크기는 2018년 9월 누적 정부지출 규모
자료: Ministry of Finance, 미래에셋대우 리서치센터

ST 지정 및 해지 기업 수



주: 2018년은 10월말 기준
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

I-2. 기업들의 채무부담 확대로 ST 기업 수 증가

금융시장 조절을 위한 다양한 수단들이 마련된 점은 긍정적

- 1) 중국의 현금 흐름을 주시하면서, 2) 유동성 긴축에 따라 부채 부담이 커질 수 있는 산업과 기업에 대해서는 접근을 보수적으로 할 필요. 민영기업 유동성은 증시 흐름에 따라 공급량 결정, 국유기업 재무상황은 경기에 민감하게 반응 전망
- 다만 현재 중국 정부는 과거의 미흡했던 경험을 반면교사 삼아 민첩하게 경기와 시장에 대응하고 있고, 금융시장을 조절할 수 있는 다양한 수단들이 확보된 부분이 과거와 달라진 긍정적인 모습

인민은행의 통화정책 수단

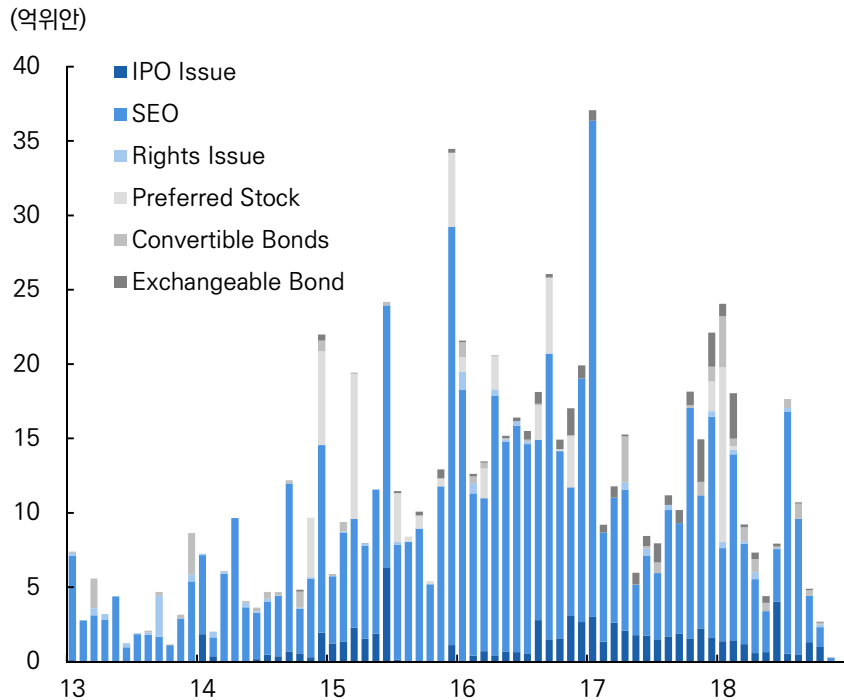
정책수단		집행시기	만기(Tenor)	거래방식	도입	비고
지급준비율		부정기 조절	--	--	1985	지준부리 1.62%, 초과부리 0.72%
융자	재융자(relending)	인민은행 임의 결정	1년 이내	무담보 대출	1985	농촌 관련 등 정책적 지원이 필요한 상업 은행에 융자
	재할인(rediscount)	금융기관 요청시	--	어음 재할인	1985	
기준금리		상업은행 예금/대출 기준금리	부정기 조절	--	--	
공개시장조작	REPO	매주 화/목	주로 7일, 14일	Repo/역Repo	1998	
	중앙은행어음(Central Bank Bill)	매주 화/목	주로 3개월, 1년	발행/상환	1998	통화안정증권과 유사
	단기유동성공급제도(Short-term Liquidity Operations, SLO)	자금시장 shortage 발생시 수시 시행	7일 이내	Repo/역Repo	1998	근래 활용빈도 증가 일시적 단기금리 급등 억제
대기성여신(Standing Lending Facility, SLF)		금융기관 요청시	주로 2~4주	담보부 대출	2013	Fed의 Discount Window, ECB의 Marginal Lending Facility를 벤치마크 했으나 익일물이 아닌 기간물
중기유동성지원창구(Medium-term Lending Facility, MLF)		금융기관 요청시	3~12개월	담보부 대출	2014	
담보보완대출(Pledged Supplementary Lending, PSL)		인민은행 임의 결정	1~3년	담보부 대출	2014	인프라투자 등 정책사업에 대한 선별적 자금공급
임시유동성지원창구(Temporary Liquidity Facility, TLF)		인민은행 임의 결정	28일	담보부 대출	2017	대형상업은행을 대상으로 한시적으로 유동성을 공급

자료: PBoC, 미래에셋대우 리서치

직접금융 감소, 신용대주 감소

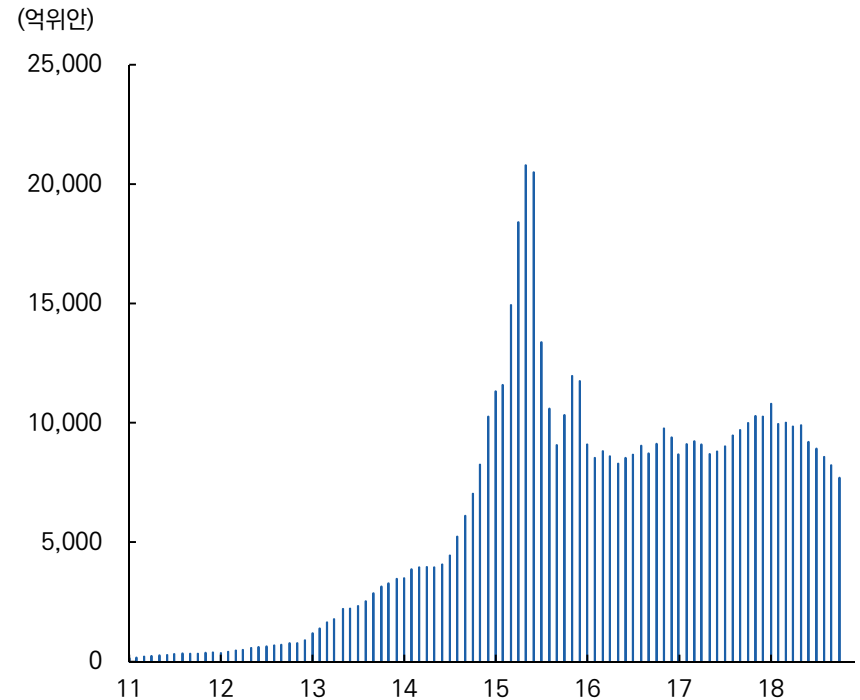
- 상장사들은 IPO, 증자, 우선주, 전환사채 발행 등을 통해 자금조달을 적극적으로 해왔음
- 그러나 정부의 디레버리징 강화와 불리한 대외 환경으로 경기 회복에 대한 기대감이 낮아짐
- 이에 따라 현재 상장사들의 직접금융을 통한 자금조달 규모는 2014년래 최저치를 기록
- 여기에 연초 이후センチ멘트의 부진으로 신용대주 잔액이 감소하면서 주식시장 수급에 영향

상장사들의 직접금융을 통한 자금조달



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

신용대주 잔액 추이

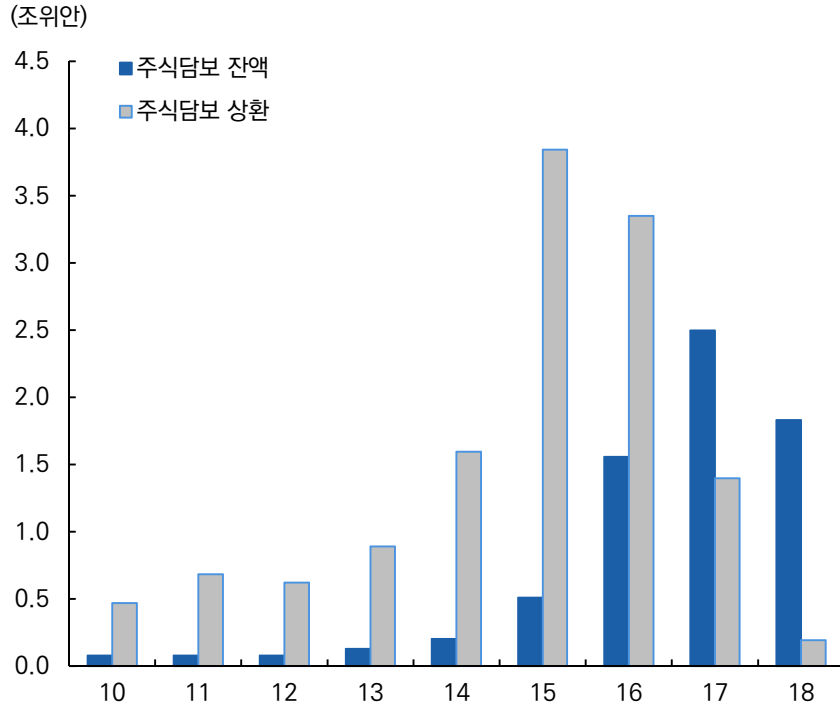


자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

담보 주식 상환비율 크게 감소

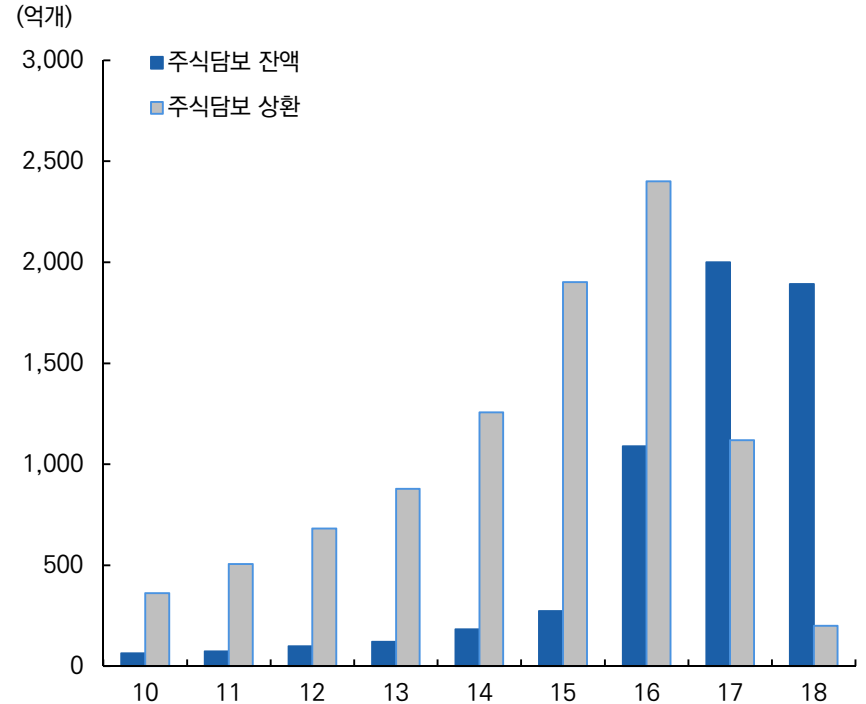
- 주식을 담보로 하여 자금조달을 한 상장기업의 가치는 5조 위안. 그 중 10월 말까지 저당주식의 잔액은 2조 위안에 달함
- 한편 2016년까지는 저당주식의 상환 규모가 계속 증가했으나, 2017년 이후 감소하기 시작하여 올해 1,927.5억 위안을 기록. 이는 시장 가치 기준으로 전체 저당주식에서 9.5%의 비중만을 차지

저당주식의 잔액 및 상환 건수



주: 2018년은 10월말 기준
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

저당주식의 잔액 및 상환 가치



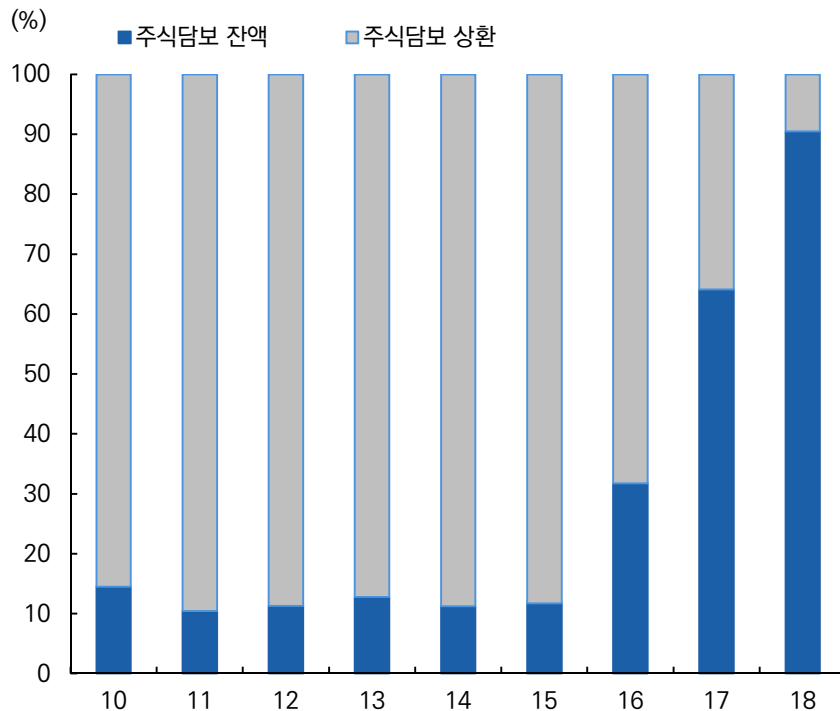
주: 2018년은 10월말 기준
자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

II-1. 주가하락으로 민영기업 부담 가중

주가의 가파른 하락이 민영기업에 더욱 부담

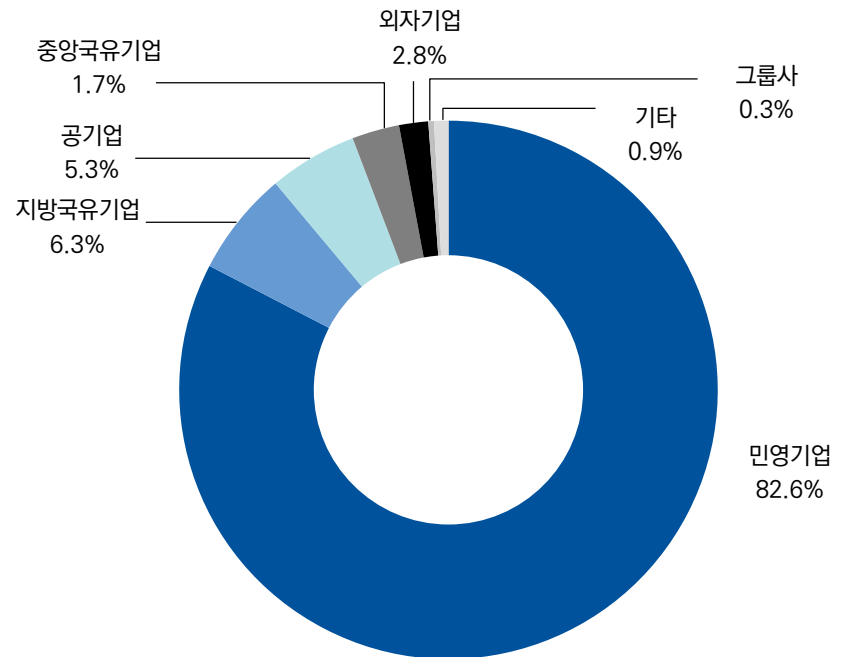
- 올해 10월 이후 중국증시가 가파르게 하락하면서, 4년래 최저치를 기록함에 따라, 자금조달 여력이 부족한 기업들은 담보를 늘리거나 매각 후 자금을 상환해야 했음
- 특히 전체 저당주식에서 민영기업이 보유하고 있는 비율이 82.6%에 달하기 때문에, 최근 주가의 파른 하락으로 상대적으로 민영기업의 채무부담이 커졌을 것으로 생각

저당주식의 잔액과 상환의 시장가치 비중



주: 2018년은 10월말 기준
 자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

2018년 기업 형태별 저당주식 보유 비중

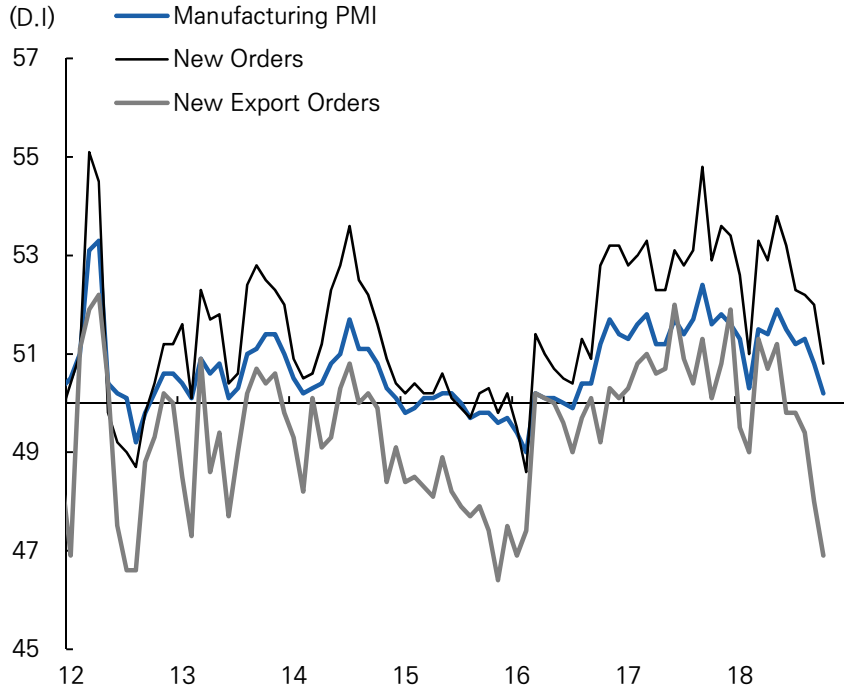


주: 2018년 10월말 기준
 자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

국진민퇴 논란 확산

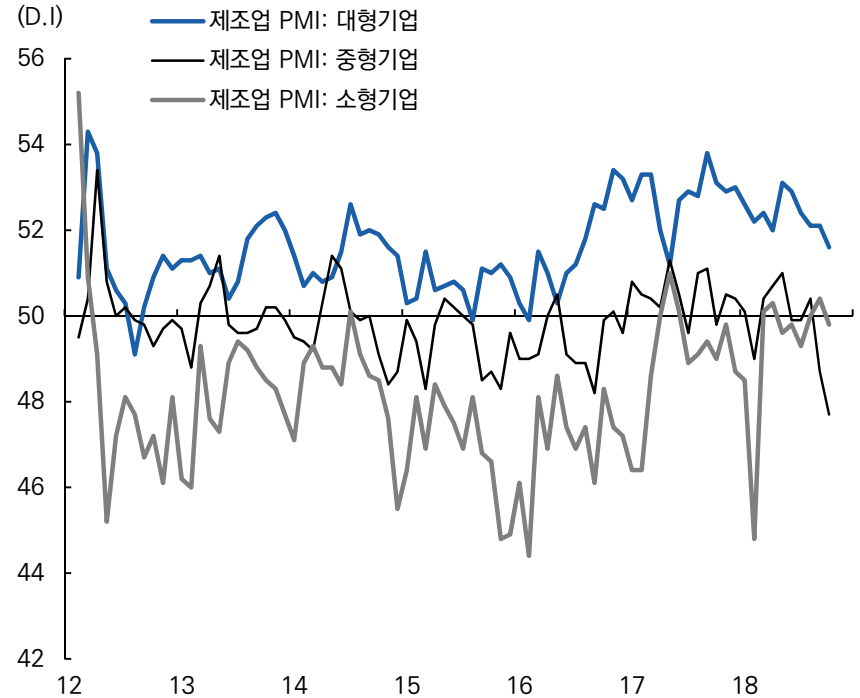
- 디레버리징의 압력과 함께 미국의 통상마찰로 국진민퇴(國進民退)에 대한 논란 확산
- 인민은행에 따르면 민영기업이 전체 경제에 미치는 영향은 60% 이상인 반면, 중국 전체 은행권 대출에서 민영기업이 차지하는 비중은 25%에 그치고 있음
- 때문에 경기의 하방압력 확대를 방어하기 위해서는 민영기업에 대한 정부의 지원이 필요한 상황

Manufacturing PMI



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

기업 사이즈별 제조업 PMI

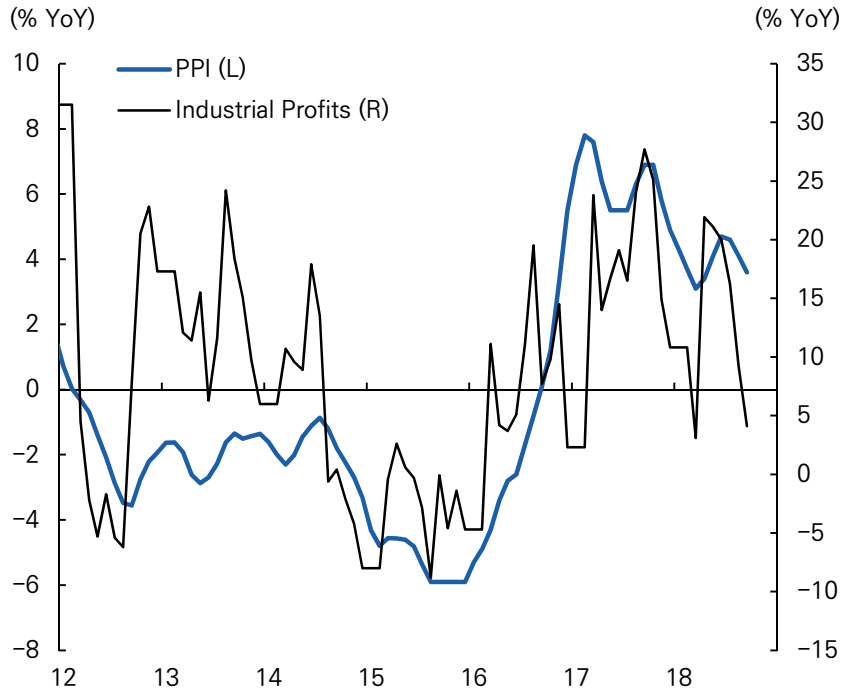


자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

디플레이션 압력 해소 이후 기업들의 재고 증가

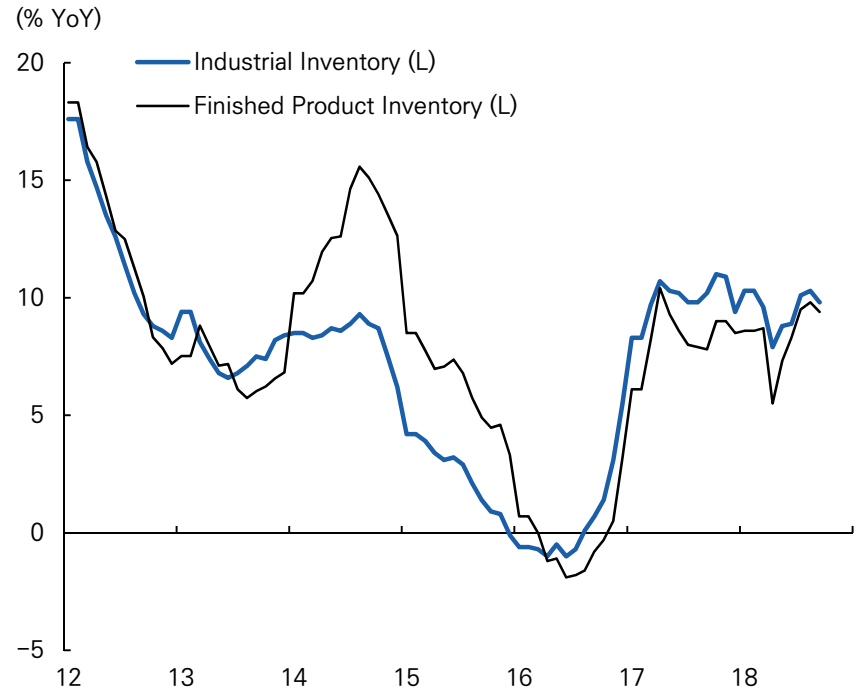
- 2016년 생산자물가가 4년만에 플러스로 전환되면서 중국은 디플레이션 압력에서 벗어날 수 있었고, 이는 2015년 상해종합지수의 고점 5,178pt에서 반토막이 난 중국증시의 완만한 상승을 견인
- 기업들이 생산량을 늘려온 가운데, 대내 경기의 하방압력 확대와 대외 수요의 감소로 민영기업의 자금난이 가속화 된다면, 국유기업과 경제 전반으로 시스템 리스크가 전이될 가능성 존재
- 경기 민감도가 높은 국유기업 역시 부실화의 압력에서 자유로울 수 만은 없다는 판단

PPI and Industrial Profits



자료: National Bureau of Statistics, 미래에셋대우 리서치센터

Industrial and Finished Product Inventory

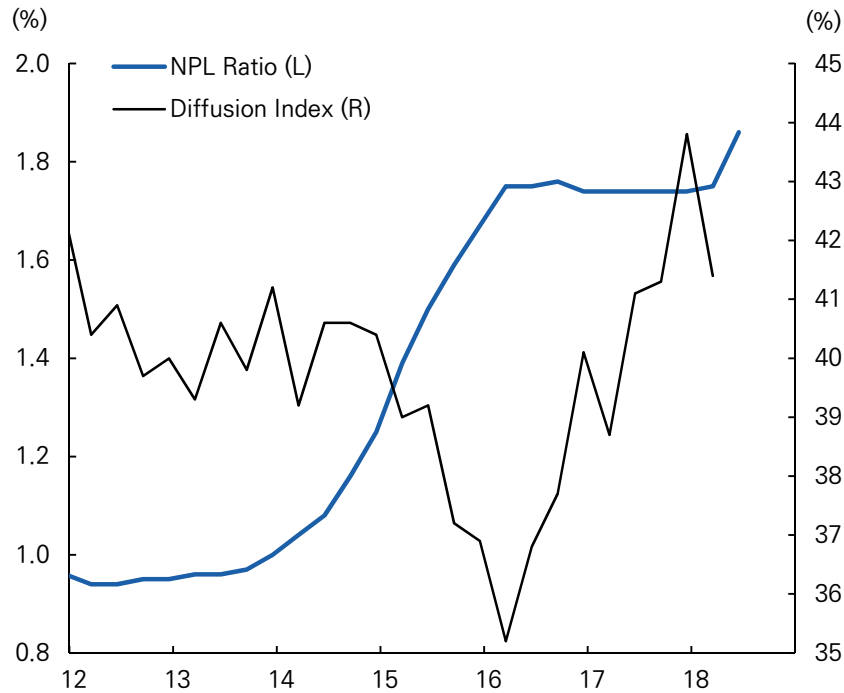


자료: National Bureau of Statistics, 미래에셋대우 리서치센터

국유기업 30%가 적자

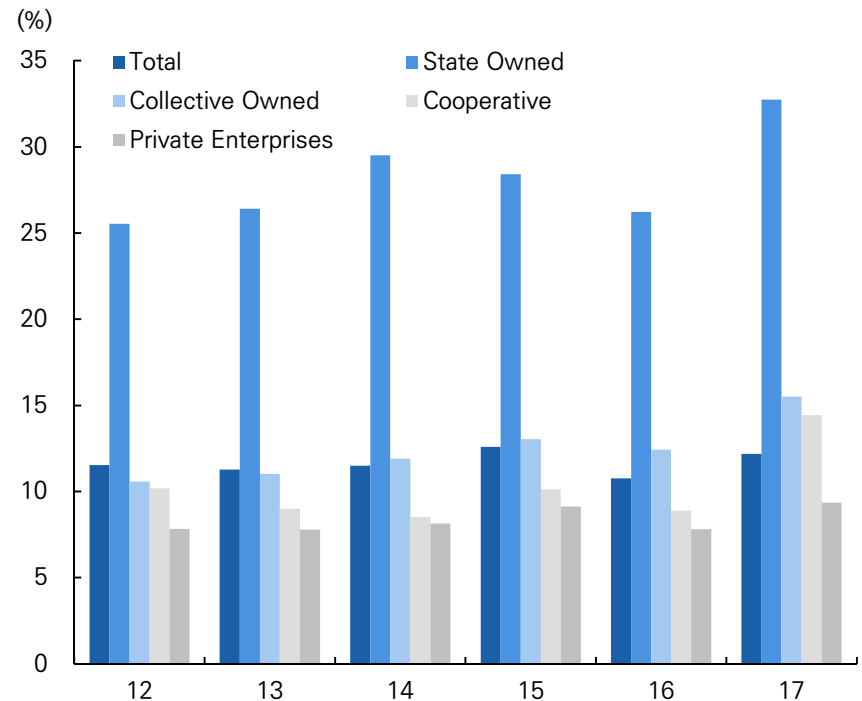
- 최근 재고 증가 속도가 다시 빨라진 가운데, 대내외 수요의 부진으로 경기에 대한 기대감이 낮아짐
- 기업들의 과잉생산은 미래의 부채부담을 가중시킬 수 있음
- 특히 제조업에서 국유기업의 30% 이상이 적자를 기록
- 따라서 국유기업의 재무상태를 안일하게만 바라보기는 어렵다고 판단

NPL Ratio and Production Capacity Utilization



자료: China Banking & Insurance Regulatory Commission, PBoC, 미래에셋대우 리서치센터

Loss Making Industrial Enterprise



자료: National Bureau of Statistics, 미래에셋대우 리서치센터

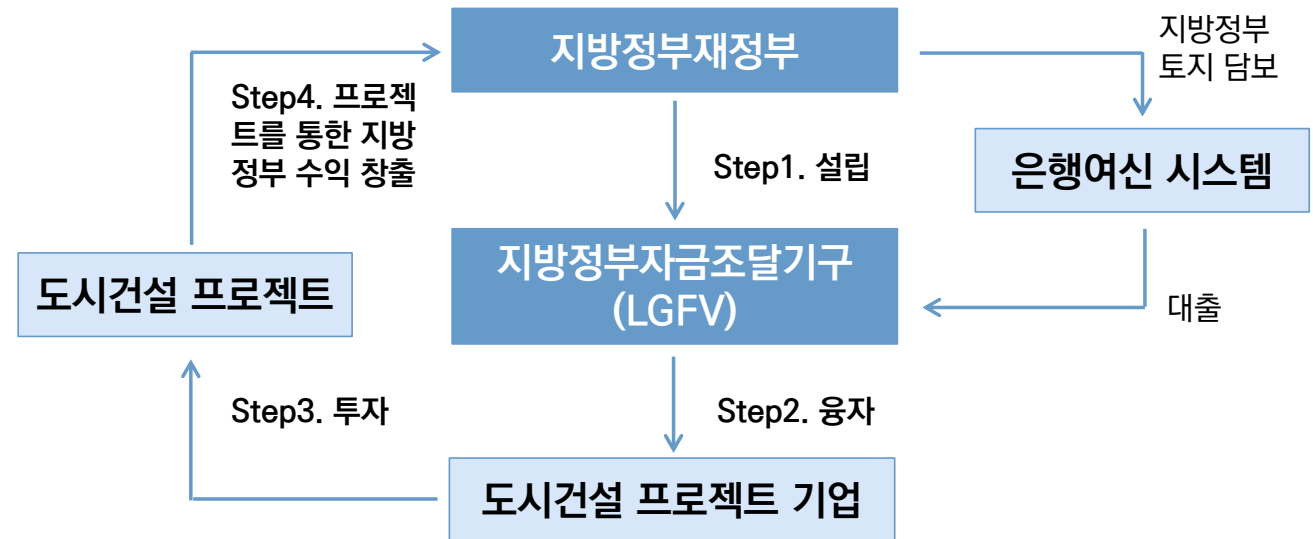
중국의 핵심 자금흐름도

- 중국의 시스템 리스크가 어디까지 번질 수 있는지를 분석하기 위해서는 핵심 Money Flow 확인 필요
- 지방정부는 지방정부투자기관(LGFV)을 설립하여 토지, 주식, 국채 등의 자산을 담보로 하여 상품을 조합해 현금흐름에 따라 가치를 평가
- 지방정부가 투자하고 있는 건설 프로젝트가 자금부족으로 중단되면 부채 상환 능력이 사라지게 됨

지방정부자금조달기구(LGFV) 메커니즘

크레딧 리스크 전이 가능성 점검 순서

- 1) 도시건설 프로젝트와 관련된 부동산 및 과잉생산 산업과 기업 동향
- 2) 부실부채에 대한 은행의 완충능력
- 3) 지방정부의 재정상황

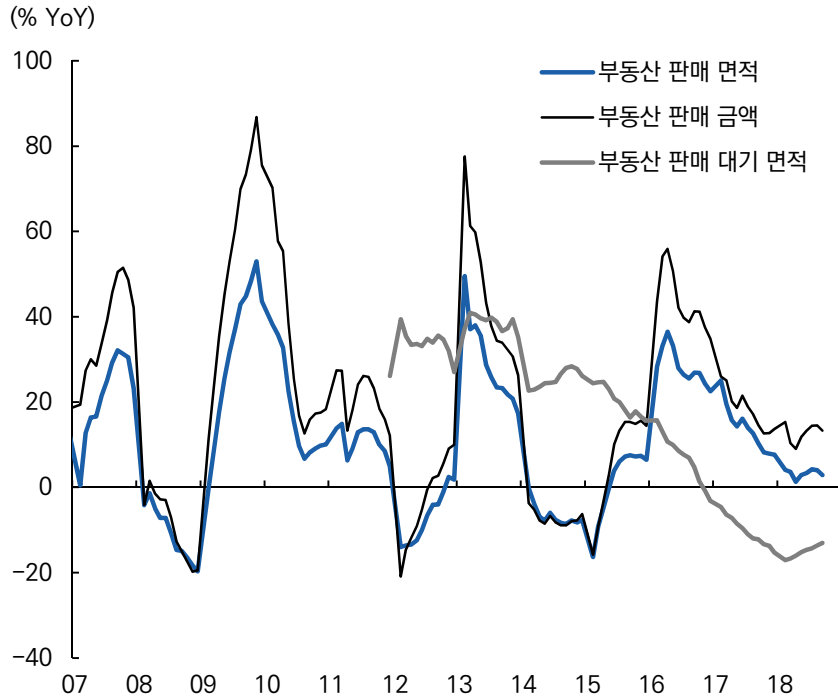


자료: 미래에셋대우 리서치센터

나쁘지 않은 부동산 경기, 정부의 내수시장 부양

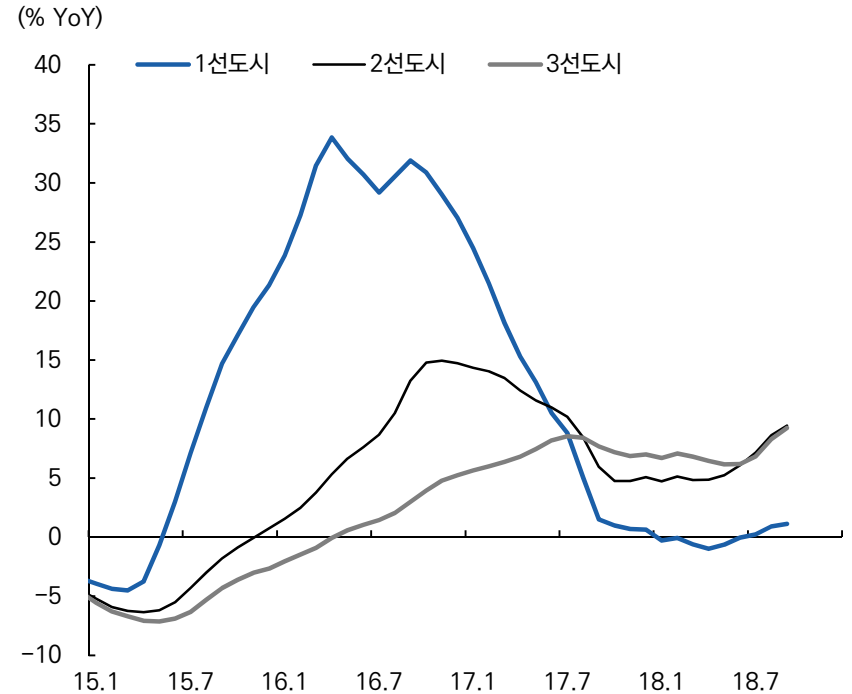
- 도시건설 프로젝트는 국유기업이 사업을 영유하는 경우가 많음
- 실물경기 둔화에도 부동산 경기가 크게 나쁘지 않다고 판단. 부동산 판매면적 증가율이 최근 주택을 중심으로 반등세, 전년 대비 하락하던 1선도시의 부동산 가격은 하반기 이후 상승세로 전환
- 여기에 정부 지원정책에 따른 내수시장의 개선으로 경기 전반의 수요가 확대된다면 크레딧 리스크에 대한 경계심도 완화될 것으로 예상

부동산 판매 면적 및 금액과 재고



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

지역별 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

공산당 중앙정치국 회의

- 10월 31일 중국 공산당 중앙정치국회의를 개최했고, 경기의 하방압력이 확대되었음을 공식적으로 평가. 향후 경기부양을 위한 적극적인 정책 지원에 대한 방향을 제시. 또한 정책 효과의 제고를 위해서는 재정과 통화정책간의 조화, 즉 Policy Mix가 필요하다고도 강조
- 올해 1~3분기에 경제가 전반적으로 안정적인 수준을 유지하고 있다고 평가. 한편, 최근 하방압력이 확대되면서 중소기업과 민영기업의 경영난이 심해졌고 장기간 누적된 리스크가 표면위로 드러나고 있다고 진단. 외부환경이 급변하고 있기 때문에 안정적인 경제를 운영과 선제적이며 신속한 대응 필요

중앙정치국회의: 경제상황 진단

7월 31일	10월 31일
▶ 상반기 중국경제는 전반적으로 안정적이었으며, 안정속 양호한 발전 지속	▶ 1~3분기중 중국경제는 전반적으로 안정적인 가운데 안정속 발전 지속
▶ 주요 경제지표의 합리적 범위 유지	▶ 주요 경제지표의 합리적 범위 유지
▶ 현재의 경제는 안정적인 가운데 변화를 겪고 있으며 외부환경도 크게 변화 - 주요 문제 파악 및 해결방안 강구	▶ 현재의 경제는 안정적인 가운데 변화를 겪고 있으며 경제의 하방압력 증가
▶ 3대 특별과제 및 개혁개방을 가속화	▶ 일부 기업의 경영애로가 증가
▶ 경제구조 최적화, 금융위험 예방, 생태환경개선, 국민 성취감 향상	▶ 장기간 누적된 리스크가 노출

자료: 정부망, 미래에셋대우 리서치센터

완화적인 통화정책과 적극적인 재정정책 의지

- 향후 정책방향에 대해서는 경제의 하방압력이 증가하고 있다는 인식하에 경기 부양을 더욱 적극적으로 할 것이며, 동시에 공급측 구조개혁 역시 일관되게 추진할 방침
- 또한 역분쟁 지속에 따른 부작용을 완화하기 위하여 자주적 역량 강화, 개혁개방 확대, 중소기업과 민영기업의 어려움 해결 등을 향후 정책의 중점 방향으로 제시
- 이강 인민은행 총재, 유동성 공급을 통해 안정적인 경제 환경을 제공. 류쿤 재정부장, 재정정책이 보다 미래 지향적으로 내수 수요를 확대하고 구조개혁을 지원하는데 더 큰 역할 필요

10월 31일 중앙정치국회의

향후 경제정책 방향

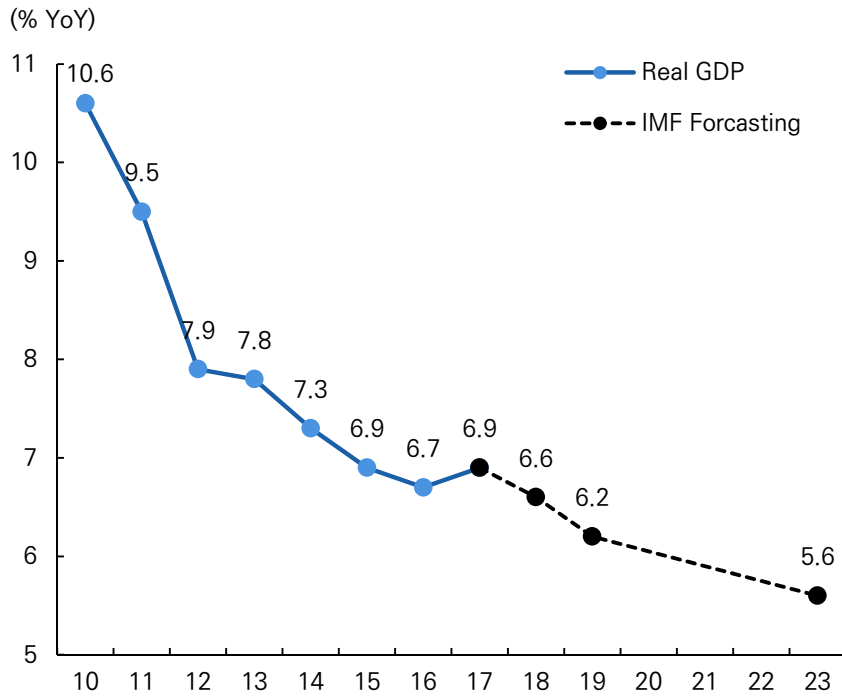
- ▶ 적극적 재정정책과 안정적인 통화정책 실시, 자주적 역량 강화, 꾸준한 질적발전 추구
 - ▶ 고용, 금융, 대외무역, 외자, 투자 및 시장심리를 안정적으로 유지
 - ▶ 외국기업의 합법적 권익을 보호함으로써 외국자본을 효과적으로 이용
-
- ▶ 중국경제에 나타난 문제점을 해결하기 위해 안정적인 성장세 유지, 공급측 구조개혁 기조 유지
 - ▶ 외부환경 변화에 효과적으로 대응
 - ▶ 경기 운영 기조를 안정적으로 유지
-
- ▶ 민영기업 및 중소기업의 어려움을 해결
-
- ▶ 개혁개방 확대, 주요 부문의 모순점 해결
 - ▶ 자본시장 구조개혁 및 시장 활력 제고(激发市场活力)를 통한 자본시장의 건전한 발전 도모
-
- ▶ 업무방식 개선으로 정책효과가 빨리 나타나도록 세심한 주의가 필요
 - ▶ 개혁개방 40주년 기념 및 중국에서 최초로 개최될 세계수입박람회의 성공적 개최
-
- ▶ 동계기간중 주민생활 향상 - 농민공 임금체불 방지
 - ▶ 산업 및 자연재해 예방
 - ▶ 전반적인 사회 안정성 제고

자료: 정부망, 미래에셋대우 리서치센터

디레버리징 약화, 정책지원 강화

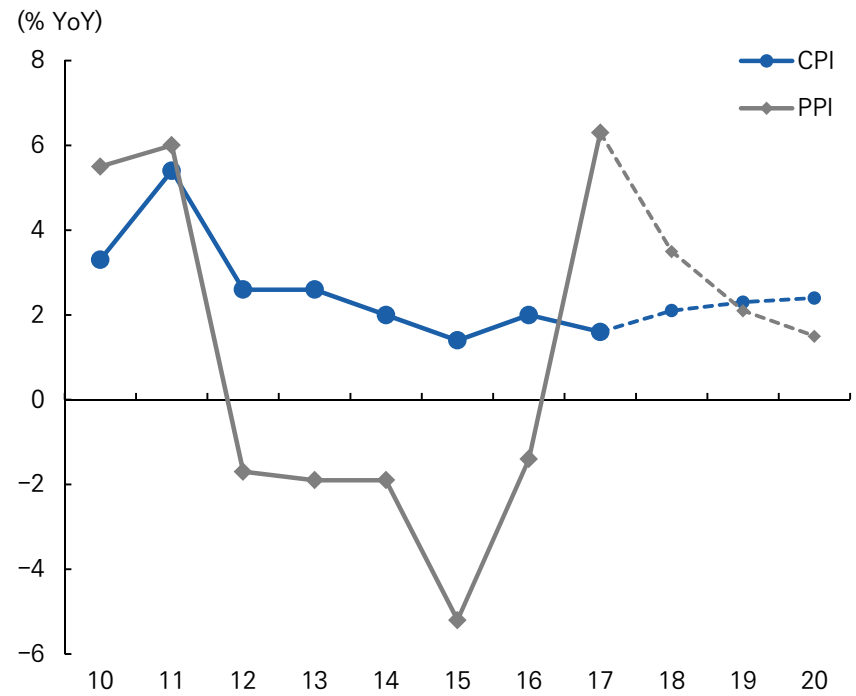
- 현재 중국 기업들의センチメント가 크게 악화되어 있는 상황에서, 경기의 둔화속도가 더욱 빨라질 가능성
- 때문에 디레버리징과 금융의 관리감독에 대해서는 예년보다 강도가 다소 악화될 것으로 판단
- 동시에 우선적으로 적극적인 정책 지원 강화로 경기의 하방압력을 방어할 것으로 전망
- 한편 인민은행은 중국 경제 및 금융시스템에 반영되어 있는 리스크는 통제 가능하다고 언급

GDP Growth and Forecasting



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

CPI and PPI Forecasting



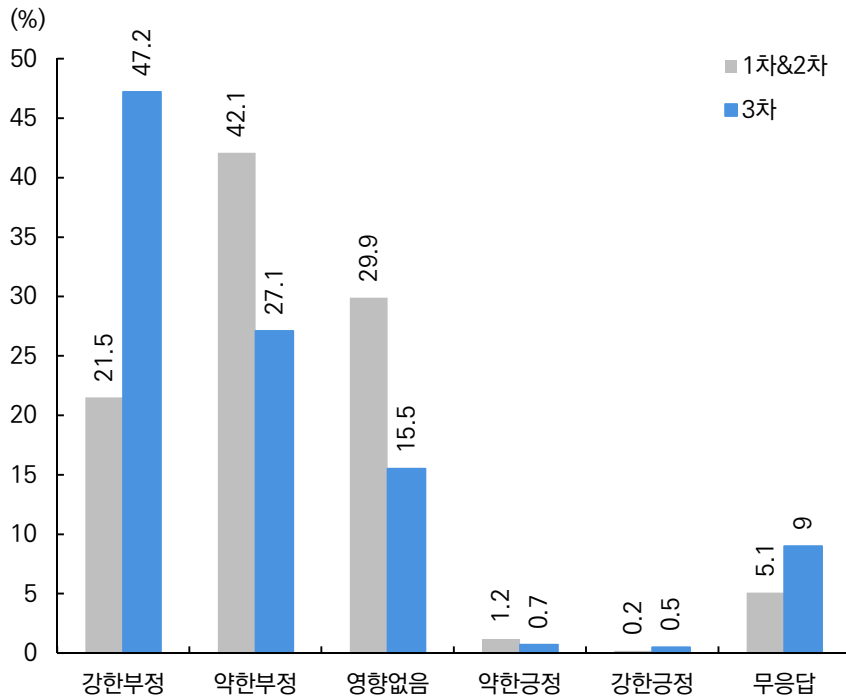
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

III-2. 시장 개방 가속화로 미국의 통상압력 영향 방어

중국에 진출한 해외 기업, 3차 관세부과 우려 확대

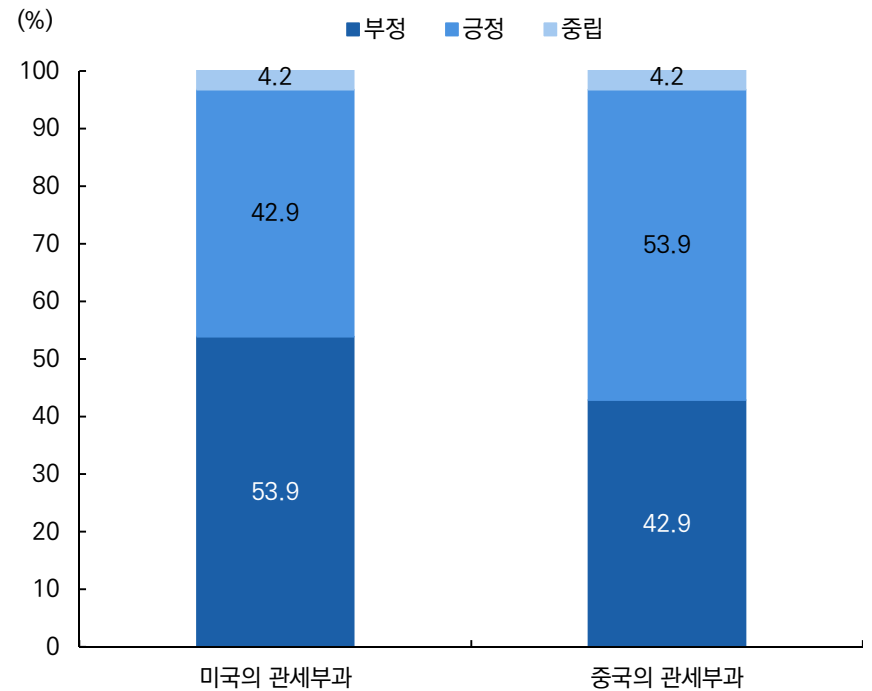
- 기업 주도의 투자 확대로 경기가 선순환 사이클로 진입하기 위해서 부진한センチメント를 달래줄 필요
- 미국의 3차 관세가 추가로 부과된다면, 중국에 진출한 미국기업 74.3%, EU기업 절반 가까이 부정적인 영향이 있다고 응답
- 국내 기업의 경우 타국대비 영향 덜하나, 중소기업보다 대기업이 보수적인 응답. 또한 중국 내 수요부진에 대한 영향이 큰 것으로 조사됨

중국에 진출한 미국기업의 3차 관세에 대한 영향 조사



자료: AmCham China, 미래에셋대우 리서치센터

중국에 진출한 EU기업의 3차 관세에 대한 영향 조사

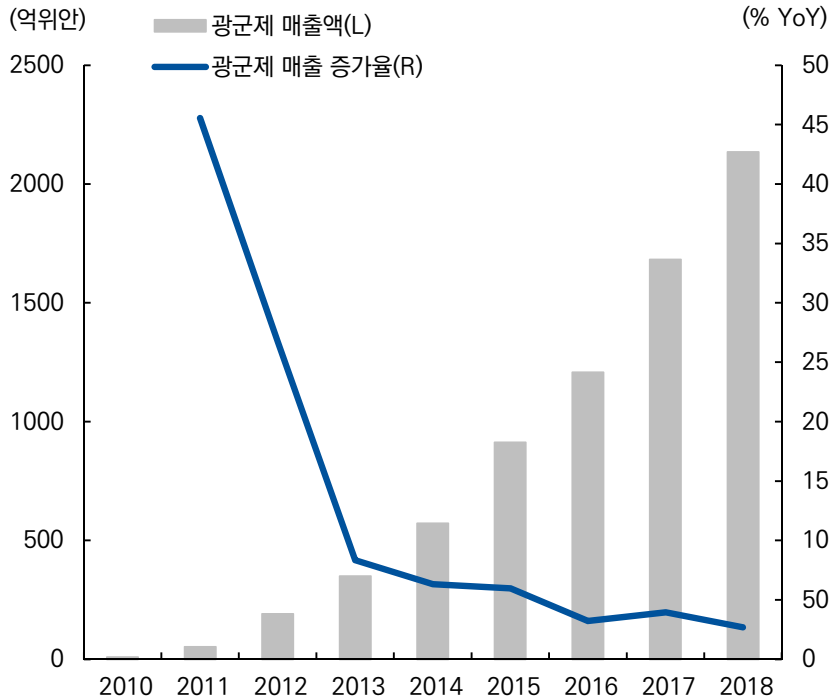


자료: AmCham China, 미래에셋대우 리서치센터

세제 혜택, 시장 개방 → 對중 수출 기업 긍정적

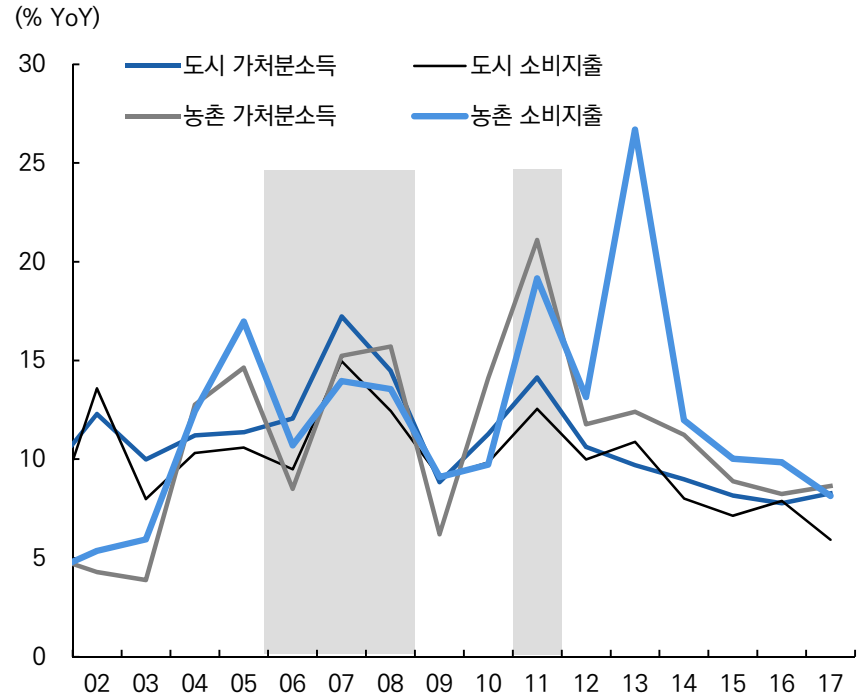
- 11월 5~10일 상하이 국제수입박람회에서 시진핑 주석은 15년간 30조 달러의 상품과 10조 달러의 서비스를 수입하겠다고 선언했고, 예상을 뛰어 넘어 578.3억 달러의 구매의향 계약서 체결. 또한 11일 광군제 행사에서 2,135억 위안의 역대 최대 매출액 기록 달성
- 개인 세금부담 경감은 소득증대 효과를 야기하고, 이는 소비확대를 견인할 전망이다. 여기에 6월 네거티브 리스트 축소로 해외기업들의 진입 장벽이 낮아졌기 때문에, 對중국 수출 기업들에 대한 수요 증가 예상

광군제 매출액 및 매출 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

도농간 가처분소득 및 소비지출 추이



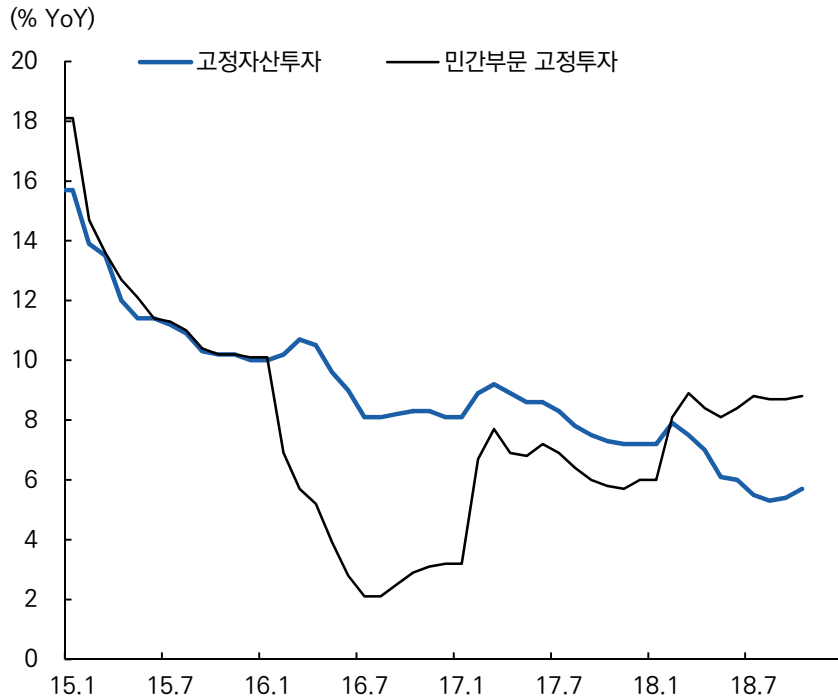
주: 농촌의 경우 2013년 이전은 일반소득 증가율, 음영표시는 개인소득세 개정 시기
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

IV-1. 민영기업에 대한 정부의 적극적인 지원

금융당국의 민영기업에 대한 지원 확대

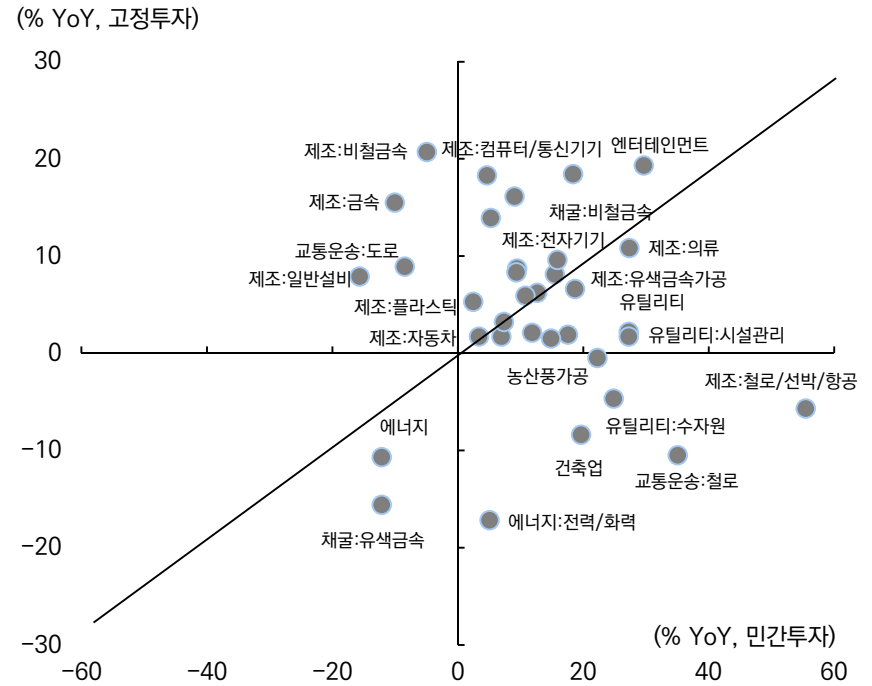
- 연초 이후 인민은행과 은보감회 등 금융당국에서는 민영기업 자금난을 해소하기 위해 여러 대책 마련
- 10월 미국과의 무역분쟁이 격화되면서 중국 정부의 민영기업에 대한 지원 확대
- 이러한 영향으로 민간투자의 증가율은 고정자산투자의 둔화에도 안정적인 흐름

고정투자 및 민간투자 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

세부항목별 연초 이후 누적 고정투자 및 민간투자



주: 2018년 10월 기준
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

민영기업의 자금공급 채널 확대

- 내년 중국 정부의 정책방향은 리스크 관리보다는 더욱 시급한 경기의 하방압력 방어에 집중 예상
- 적극적인 재정정책과 완화적인 통화정책 기조를 이어갈 것이나, 정책 방향은 선별적으로 진행될 전망. 특히 민영기업으로의 유동성 공급 채널이 확대될 것으로 판단
- 인민은행은 금융기관에 대한 장기자금 공급을 확대, 은행들의 거시건전성평가(MPA) 기준 개정으로 금융기관의 민영기업 신용대출 지원 장려. 또한 민영기업의 지분과 채권 발행 통한 융자 지원방식 활용

중국 정부의 중소기업 및 민영기업 지원 대책

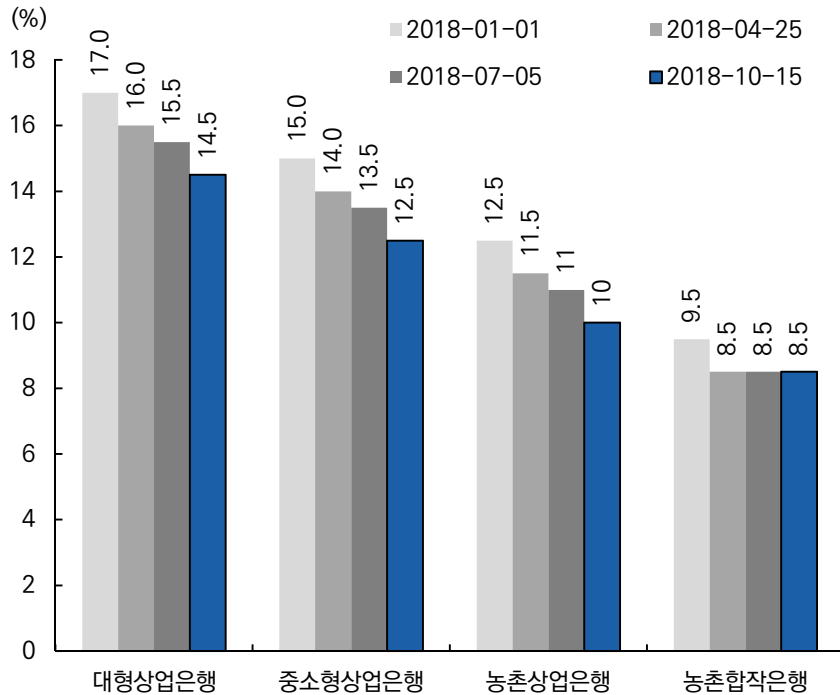
2018.10.20	시진핑 국가주석, '중국 경제의 민영기업 지위와 역할을 의심해서는 안된다. 민영경제를 부정하고 악화하려는 행동은 잘못된 것이다.'라고 언급
2018.10.22	인민은행, 금융기관의 중소 민영기업 재대출 및 재할인 한도를 기존의 1,500억 위안에서 3,000억 위안까지 확대
2018.11.1	시진핑 국가주석, 민영기업 좌담회 주재한 자리에서 감세, 융자난 해소, 기업가 신체 안전 및 재산보호 등 민영 기업 지원 등 여섯가지 방안제시
2018.11.7	인민은행, 신용대출, 채권발행, 주식담보대출 리스크 해소를 위한 민영기업 자금난 해소 강조
2018.11.8	은보감회, 은행권 신규대출 비중에서 민영기업 비중 5년내 50%까지 늘릴 것
2018.11.9	인민은행, 중소기업 대출금리 1분기 대비 100bp 인하, 건당 1,000만 위안 이하 중소기업 대출도 MLF 담보물 범위 포함

자료: 정부 발언 정리, 미래에셋대우 리서치센터

대출 쿼터 확대 조치

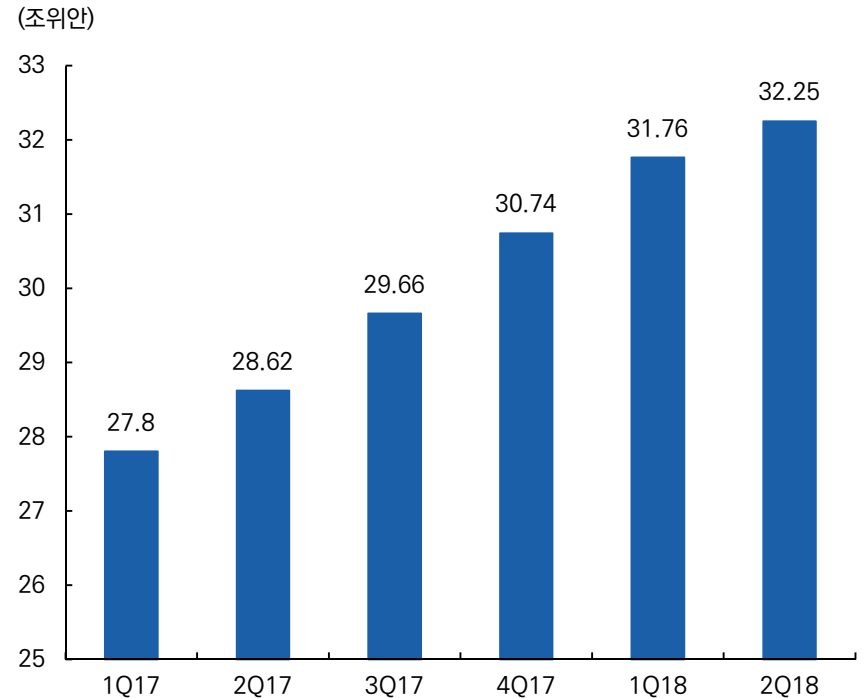
- 올해 인민은행이 네 차례에 걸쳐 지급준비율을 인하한 데 이어, 시진핑 주석은 대형은행에는 전체 대출의 1/3을, 중소형 은행에는 전체 대출의 2/3 이상을 민영기업 대출로 채워 3년 후 은행권 전체 신규대출에서 민영기업이 차지하는 비중을 절반 이상까지 늘릴 것을 지시
- 중소기업 대출업무와 은행 내부심사에 있어 은행권이 좀더 적극적으로 중소기업의 대출 지원, 민영기업 대금을 상환하지 않는 지방정부는 국고자금을 털어서라도 청산하도록 중앙정부가 지시

올해 인민은행의 선별적 기준을 인하



자료: PBoC, 미래에셋대우 리서치센터

중소기업 대출 잔액

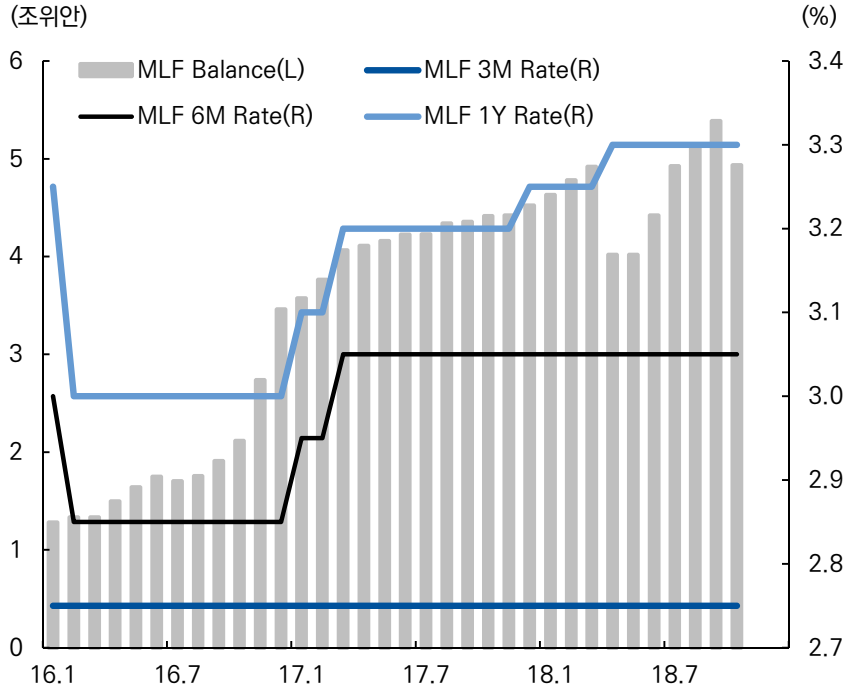


자료: PBoC, 미래에셋대우 리서치센터

조달금리 인하 요구

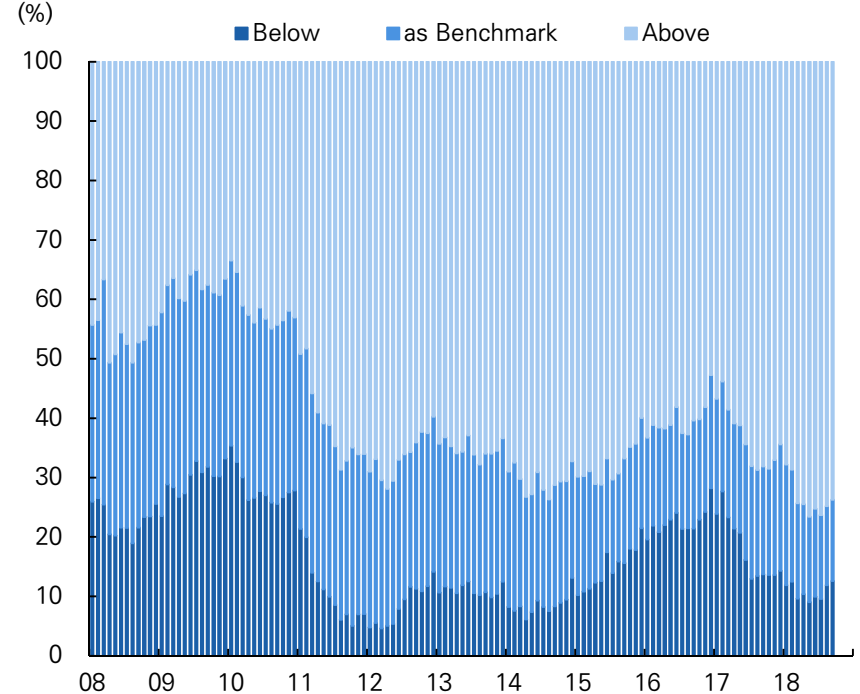
- 한편 리커창 총리는 9일 국무원 상무회의에서 시중 상업은행에 4분기 민영 중소기업에 대한 신규대출 금리를 1분기 대비 100bp 낮출 것을 요구. 또한 MLF 적격 담보품 범위를 기존의 중소기업 대출 건당 500만 위안 이하로 제한했던 것을 건당 1,000만 위안 이하로 상향조정
- 현재 벤치마크 대비 높은 대출금리를 지급하고 있는 비중이 70%를 상회하고 있어 자금조달 비용 부담이 높았던 민영기업은 이번 정부의 조치로 인해 부담감이 크게 경감될 것으로 예상

MLF Rate and Balance



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Executed Benchmark Lending Rate



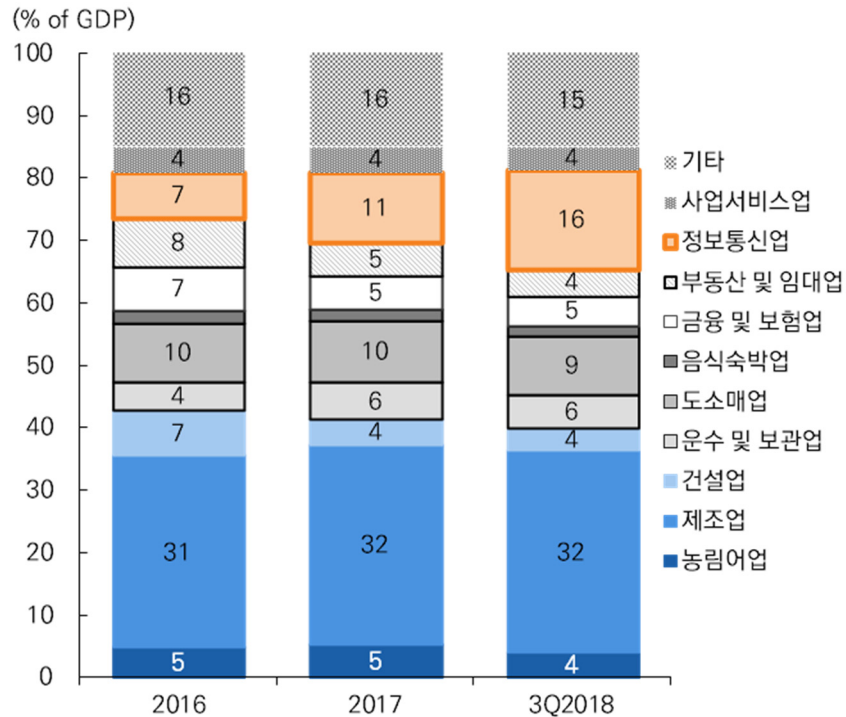
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

IV-2. 통상마찰의 경계감이 높았던 섹터 중심의 회복

첨단산업의 지원 강화는 필수불가결

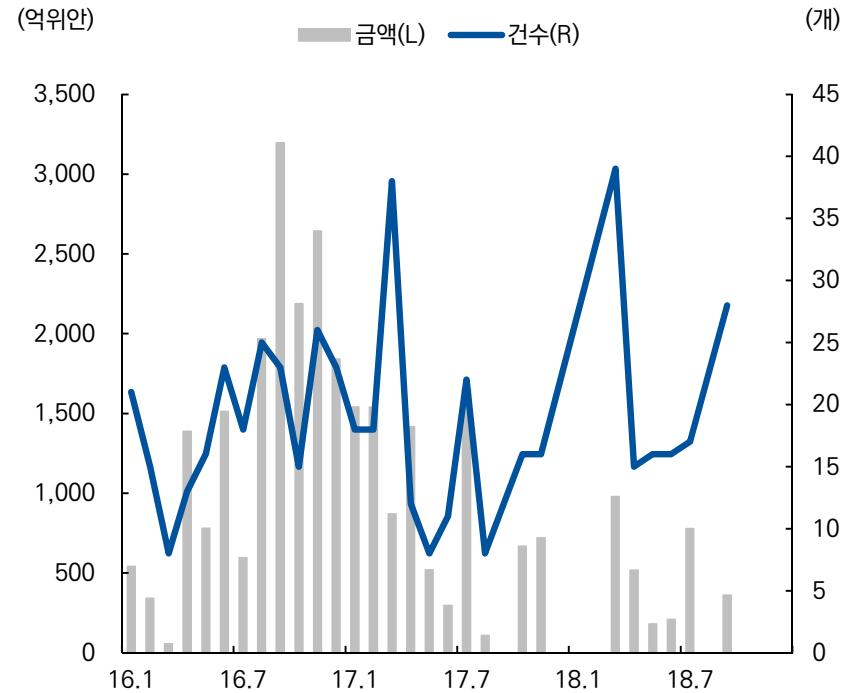
- 중국 정부는 요소비용 우위를 기반으로 한 성장모델에서 과학기술 혁신형 발전 모델로의 전환을 추진
- 과거 알리바바와 샤오미 등의 성공사례가 트리거로 작용, 2015년 상반기 매일 1만개의 기업이 탄생하는 새로운 창업 붐이 확산되어 첨단산업의 약진을 이끌 수 있었음
- 첨단제조업이 중국 경기에 미치는 영향이 지속적으로 높아지는 점을 감안, 이와 관련 있는 민영기업 중심으로 지원을 강화하여야 경기 전반의 하방압력 방어 가능

중국 경제 내 산업별 비중 변화



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

발개위 프로젝트 승인



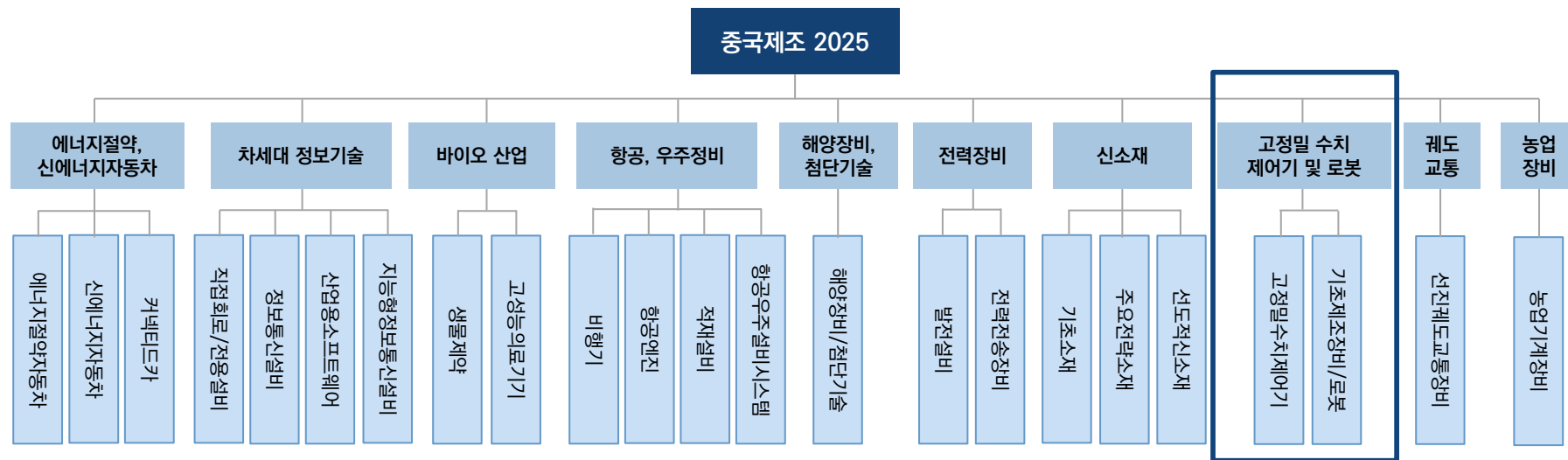
자료: NDRC, 미래에셋대우 리서치센터

IV-2. 통상마찰의 경계감이 높았던 섹터 중심의 회복

시진핑 주석은 AI와 첨단 기술주의 지원장려 강조

- 미국의 무역제재는 중국 첨단산업을 타겟으로 하고 있어, 관련 사업을 영유하고 있는 민영기업을 중심으로 재무 상황이 낙관적이지 않음
- 시진핑 주석은 정치국 회의에서 AI의 핵심기술을 확보할 것으로 밝혔고, 국제수입박람회에서도 AI 기술의 국제 협력을 강화할 필요에 대해 강조. 또한 현재 선전 거래소에 상장되어 있는 ChiNext와는 별도로 상하이에 첨단 기술주를 대상으로 하는 ‘커창판’을 개설할 방침

‘중국제조 2025’의 핵심 산업



자료: 공업정보화부, 미래에셋대우 리서치센터

IV-2. 통상마찰의 경계감이 높았던 섹터 중심의 회복

고부가가치 산업은 육성, 동시에 과잉생산은 경계

- 중국 정부의 정책지원은 산업별로 차별적일 것으로 예상. 태양광과 전기차에 대한 보조금 지급은 축소되고 있는 반면, 로봇과 관련해서는 지속적으로 보조금 지급이 확대
- 고부가가치를 창출하는 신흥산업과 서비스업에 대한 육성은 촉진하나, 과잉산업에 대해서는 경계를 늦추지 않고 구조조정을 지속적으로 추진할 전망

중국 보조금 지원 및 축소 방안

산업군	날짜	보조금 내용
태양광	2017년 12월	2018년 태양광 보조금을 kWh당 0.55~0.75위안으로 전년대비 12~15% 인하
	2018년 5월	NDCR, 투자 과열 현상 방어위해 발전소 건설 요건 강화 및 보조금을 축소 정책 발표
전기차	2013년	중앙 및 지방정부, 자동차 1대당 각각 6만 위안씩 최대 12만 위안까지 보조금 지급
	2016년	보조금 지급 범위 전국으로 확대
	2016년 말	재정부담과 부정지급 문제 대두로 정책 개정을 통한 보조금 축소
	2017년	재정부, 신재생에너지 차량에 대한 정부 보조금 단계적으로 감축 결정 전년대비 2017~2018년 20%, 2019~2020년 40% 감축, 2020년 보조금 제도 완전 폐지
로봇		선전시: 2014~2020년 연간 5억 위안, 로봇, 웨어러블, 스마트장비 산업에 지원
		둥관시: 2014~2016년 연간 2억위안, 근로자의 로봇 대체 프로그램 시행
		광둥성: 2016년 4월, 로봇발전 기금 3억 6천만 위안 지원

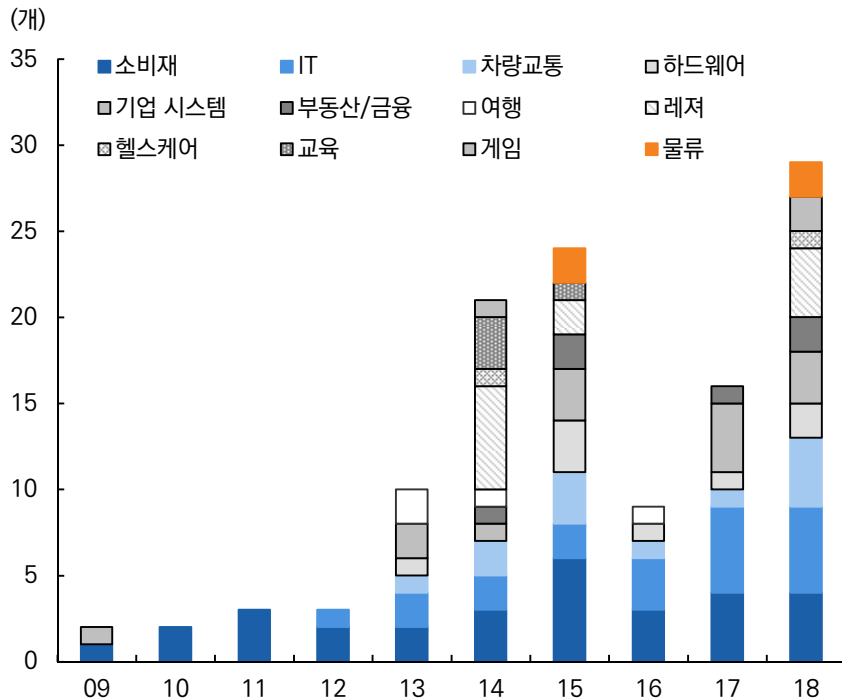
자료: NDCR, 공업정보화부, 재정부, 미래에셋대우 리서치센터

IV-2. 통상마찰의 경계감이 높았던 섹터 중심의 회복

향후 첨단산업 내 민영기업 투자 긍정적

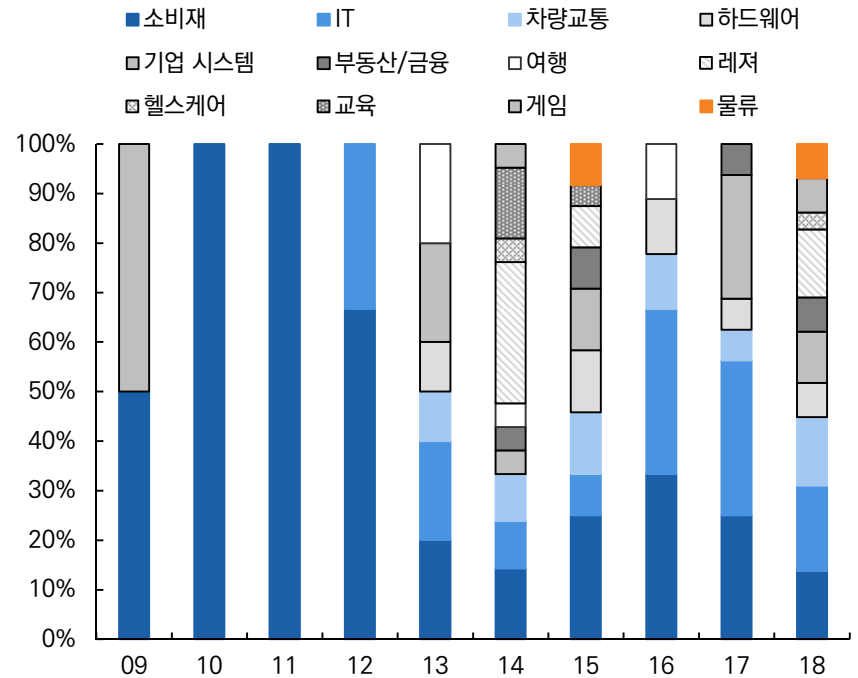
- 연말 이후 미국과의 무역마찰에 대한 경계심이 완화된다면 첨단산업을 영위하고 있는 민영기업에 대한 투자가 긍정적일 것으로 예상. 현재 발개위 프로젝트의 승인건수가 증가하고 있는 가운데, 알리바바의 벤처캐피탈에 대한 투자가 작년 대비 증가한 점을 주목할 필요
- 알리바바는 4년만에 물류 투자를 집행했고, 헬스케어와 차량교통에 대한 투자자 증가한 점을 고려한다면, 정부에서 풀린 유동성은 이와 관련된 민영기업으로 유입될 가능성이 높다고 판단

알리바바 부문별 투자 건수



자료: Newseed, 미래에셋대우 리서치센터

알리바바 부문별 투자 비중

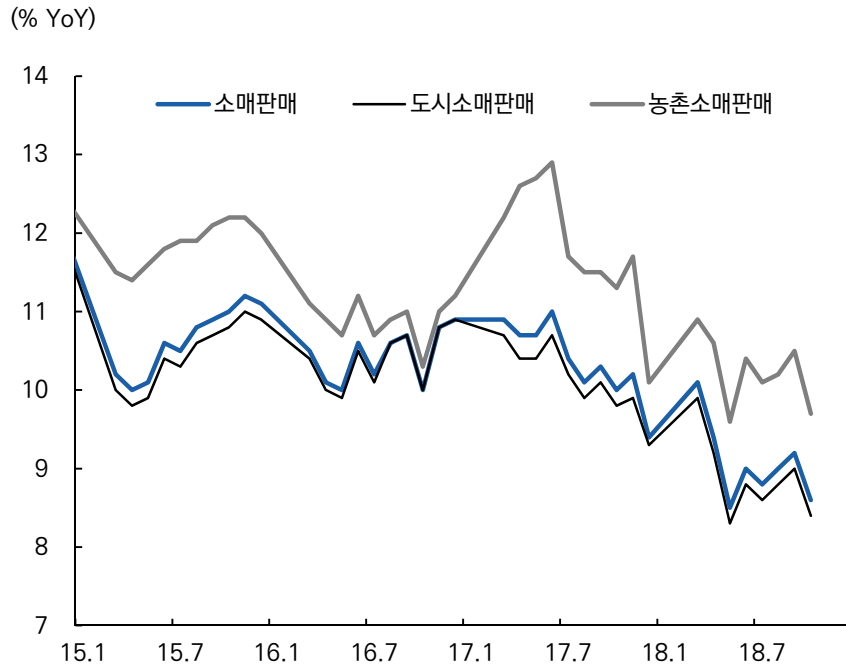


자료: Newseed, 미래에셋대우 리서치센터

소비관련 서비스 제공 산업과 기업 유망

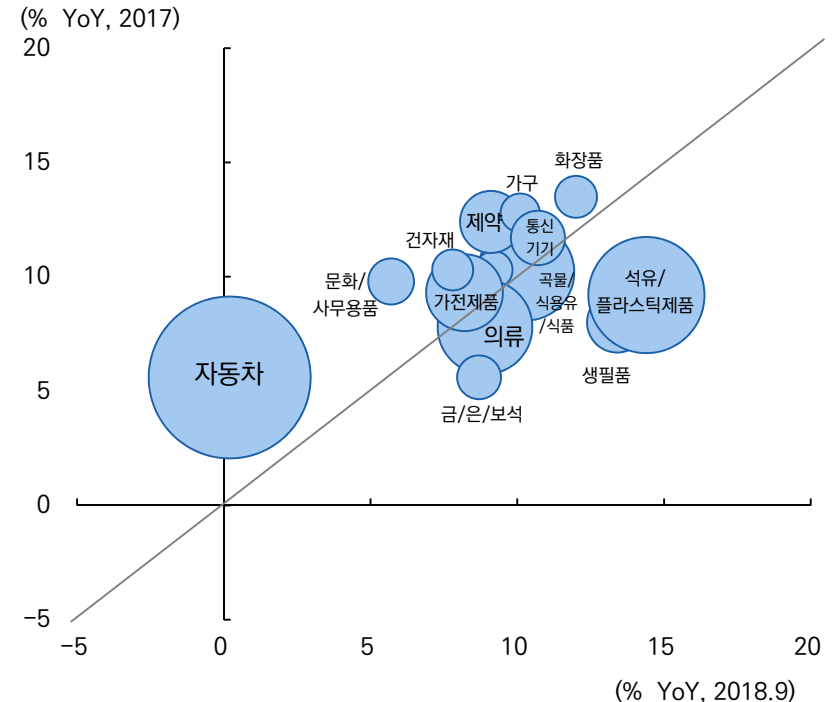
- 종합해보면, 미-중 무역갈등에 대해 중국 정부는 미국 이외의 다른 국가들과의 경제 공조에 집중하는 동시에, 내수시장 확대를 적극적으로 진행. 동시에 민영기업을 중심으로 자금조달 환경이 개선되어 경기 둔화에도 안정적으로 유동성을 확보할 수 있을 것으로 예상
- 정부의 정책 방향이 미-중 무역갈등의 영향이 컸던 첨단산업을 영유하고 있는 민영기업을 향하고 있다는 점을 주목할 필요가 있으며, 여기에 개인소득세 개혁에 따른 소비확대를 함께 고려한다면, 소비관련 서비스를 제공하는 산업과 기업이 유망

중국 소매판매 증가율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

세부항목별 누적 소매판매 증가율

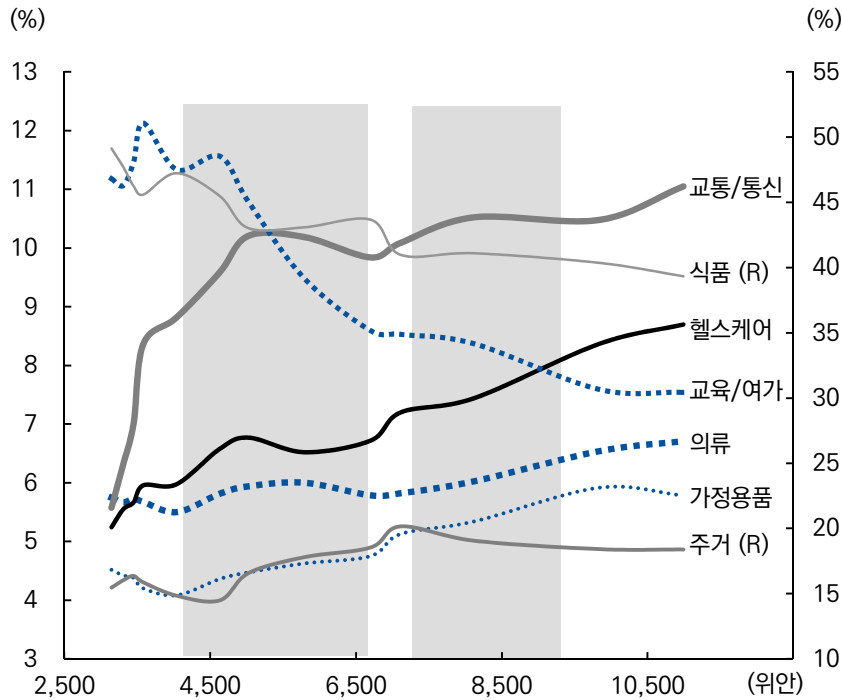


주: 원의 크기는 2018년 9월까지 누적 소매판매 규모
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

통신, 물류, 생활, 리테일 서비스의 투자전략 유리

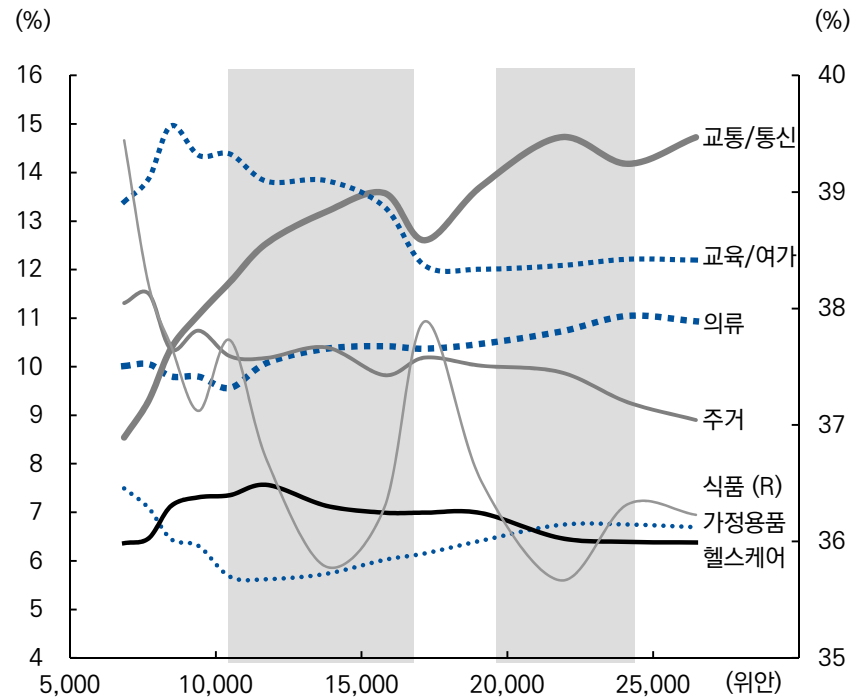
- 정부의 개인소득세 개혁으로 농촌지역의 소비증가가 예상
- 교통/통신, 패션/의류, 화장품, 헬스케어, 가정용품에 대한 수요가 확대될 것으로 판단
- 특히 농촌지역의 소비 증가는 물류업에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망
- 통신, 물류, 생활, 리테일 서비스에 대한 투자가 유망

농촌지역 소득변화에 따른 소비지출 비중 변화



주: 2001~2013년 데이터, 음영표시는 개인소득세 개정 시기의 소득수준
 자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

도시지역 소득변화에 따른 소비지출 비중 변화

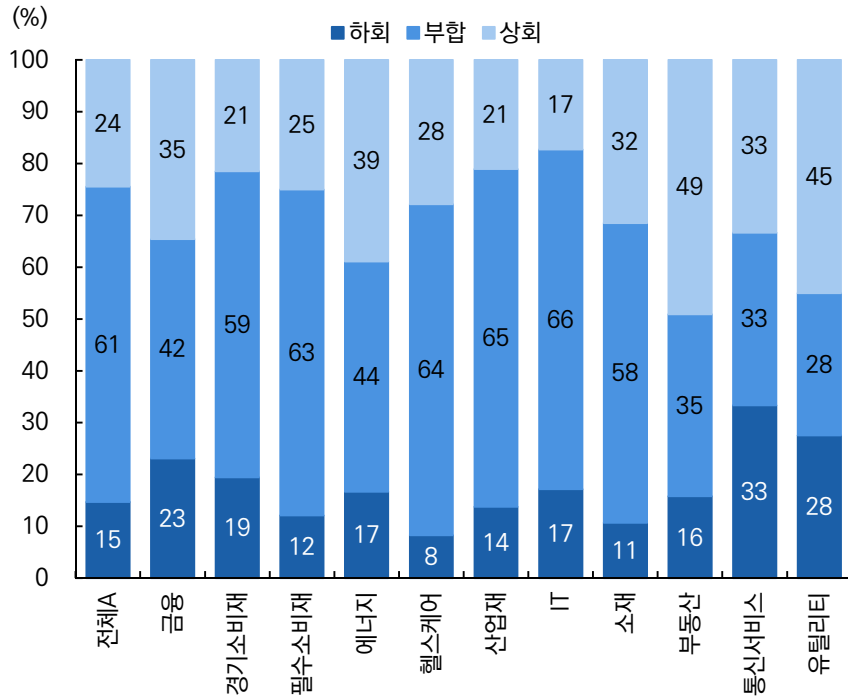


주: 2001~2013년 데이터, 음영표시는 개인소득세 개정 시기의 소득수준
 자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중소형 부동산과 은행 보수적 접근 필요

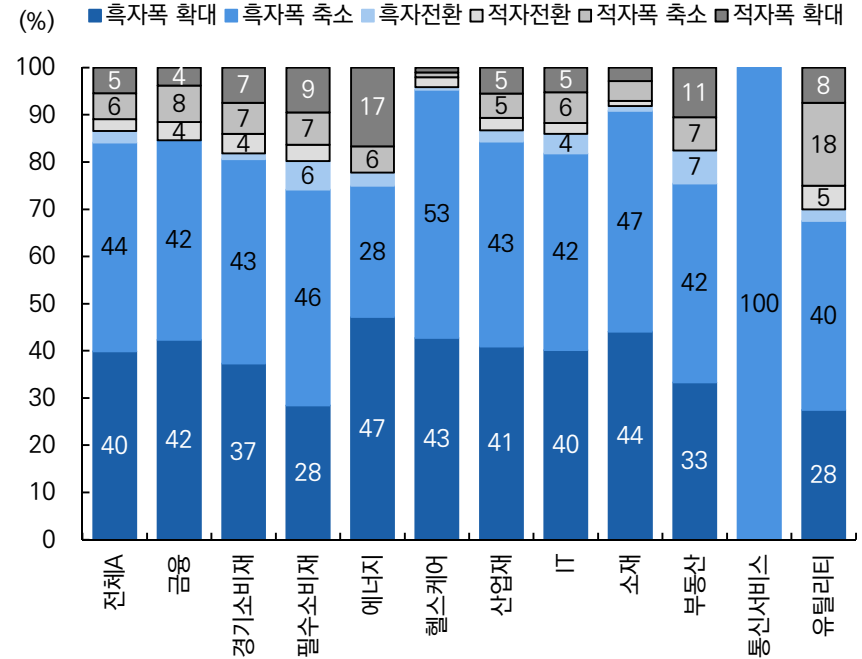
- 기업과 경기 전반에 있어 채무부담이 확대되는 가운데, 크레딧 리스크에 대한 시장의 경계감이 높아질 것으로 예상
- 따라서 내년 채권만기가 집중되어 있는 중소형 부동산에 대해서는 보수적인 접근이 필요
- 여기에 중소기업과 민영기업에 대한 대출을 늘리라는 정부의 요구로 중소형 은행의 부실화 가능성을 열어둘 것을 제안

전체 A주 섹터별 3/4분기 실적 결과



자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

전체 A주 섹터별 3/4분기 순이익 변화

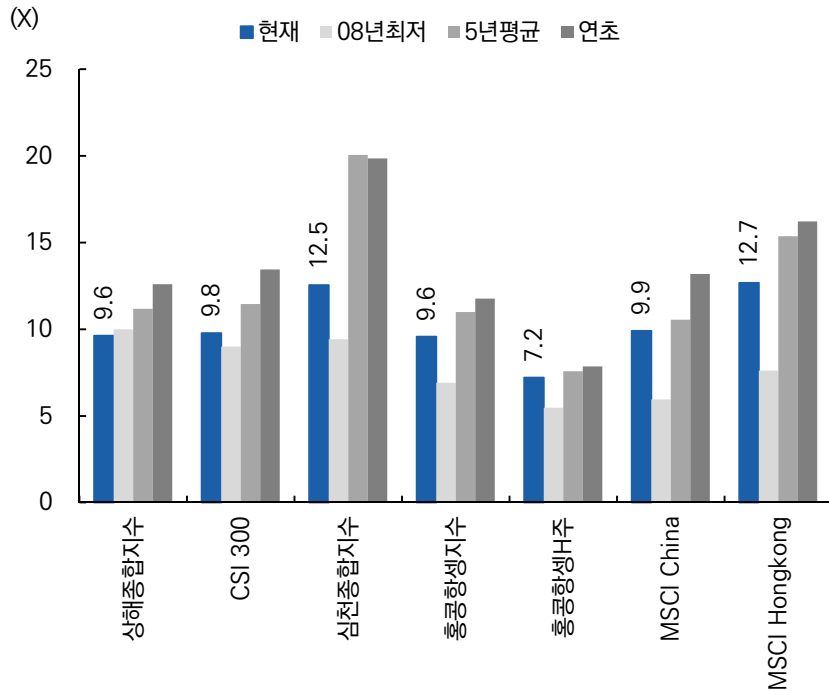


자료: Wind, 미래에셋대우 리서치센터

상해종합지수나 심천종합지수에 대한 투자전략 추천

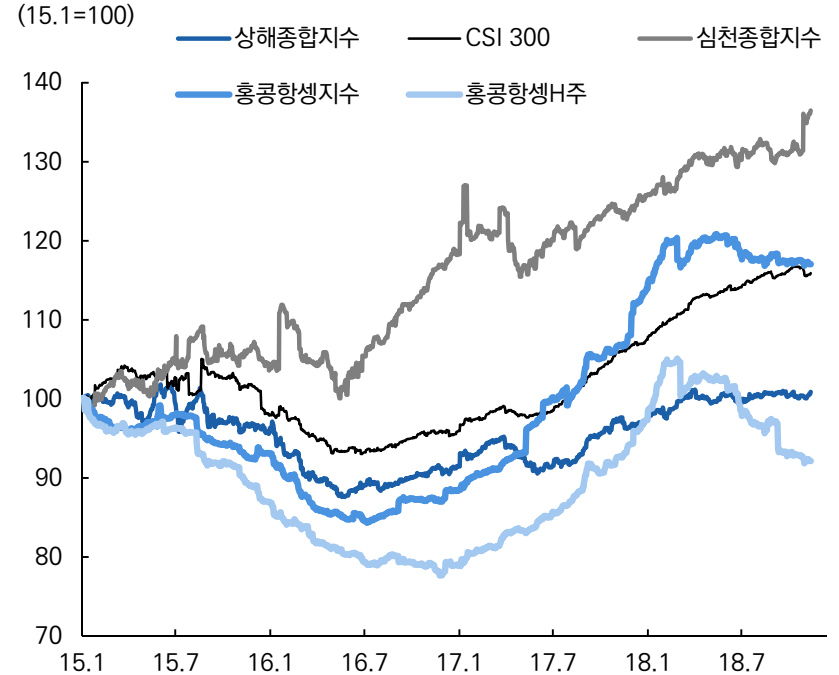
- 전반적인 지수의 큰 반등은 어려워 보이는 가운데, 금융비중이 높은 홍콩보다는 본토로의 투자 전략이 유리할 것으로 전망. 특히 민영기업에 대한 지원 강화로 우량주에 집중된 지수보다는 더욱 많은 산업과 기업을 포괄하고 있는 상해종합지수나 심천종합지수가 상대적으로 긍정적
- 한편 게임 및 콘텐츠에 대한 정부의 검열 강화에 따라 관련 기업의 비중이 높은 MSCI Overseas에 대해서는 상대적으로 보수적인 전략을 제시

지수별 12FW PER 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

지수별 12FW EPS 추이

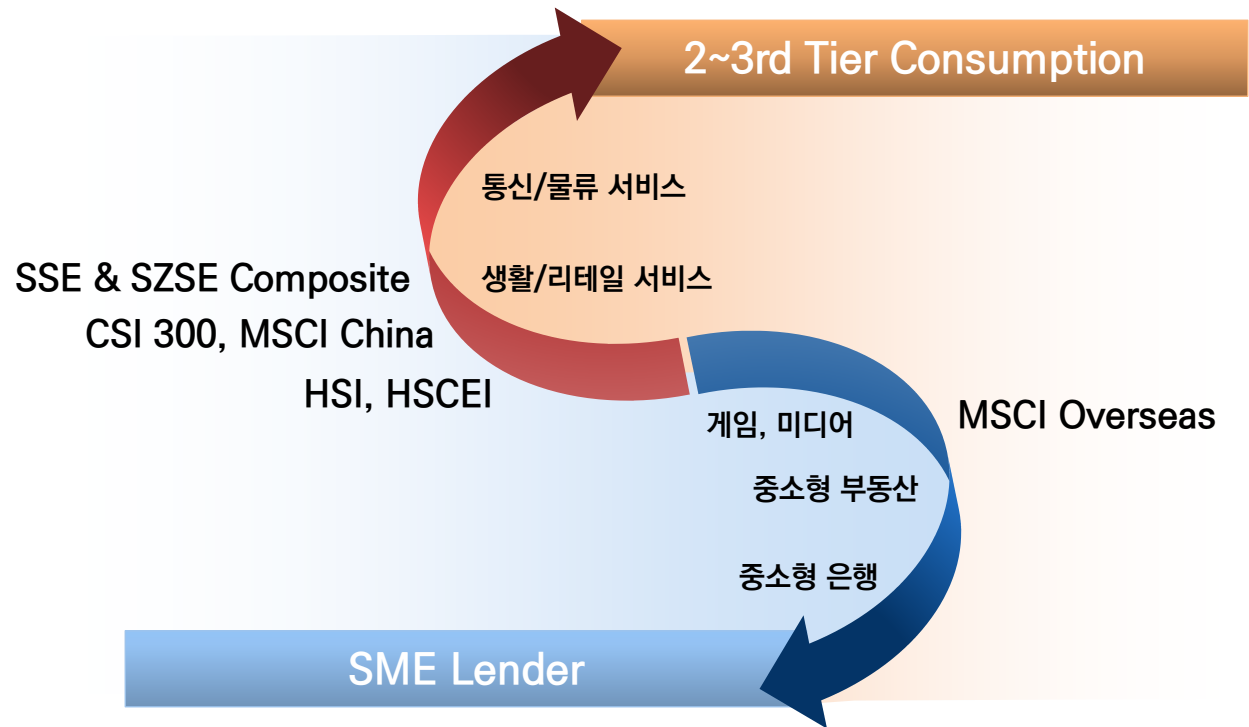


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

China Market Strategy

- Index: SSE & SZSE Composite ≥ CSI 300, MSCI China > HSI, HSCEI ≫ MSCI Overseas
- Theme: Buy 2~3rd Tier Consumption, Sell SME Lender
- Sector: Good Telecom/Logistic/Living/Retail Service
Bad SME Bank/Properties, Game/Media

2019 China Index, Theme & Sector Position



자료: 미래에셋대우 리서치센터