

# 중국 투자 전략

2024년  
4월

## 2024년, 환승(换乘) 차이나

이인구  
02-3774-1793  
Ingu.lee@miraeeasset.com

---

# 중국 투자 전략

2024년, 환승(换乘) 차이나: (1) 저점 확인?

# 중국 증시 바닥?

## 3년 간의 기간 조정 이제는 바닥인가?

- 2021년 2월 18일을 고점으로 중국 증시는 대략 3년 간의 장기 하락 추세를 지속 (금융위기 이후로는 2009년 8월부터 2013년 6월까지 4년 가까운 하락이 최장 기간의 약세장)



자료: 카이로스, 미래에셋증권 디지털리서치팀

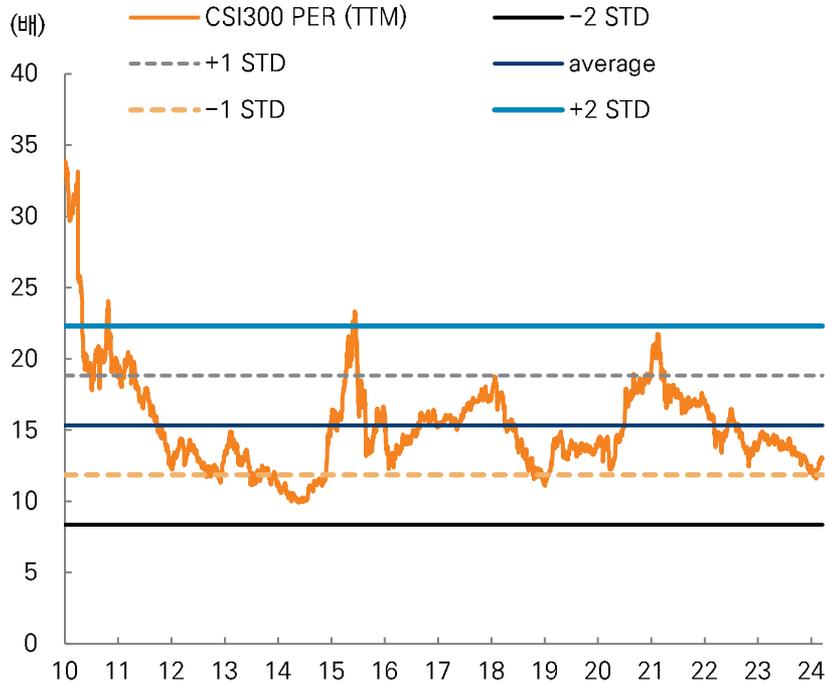
# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검

### 1) Valuation

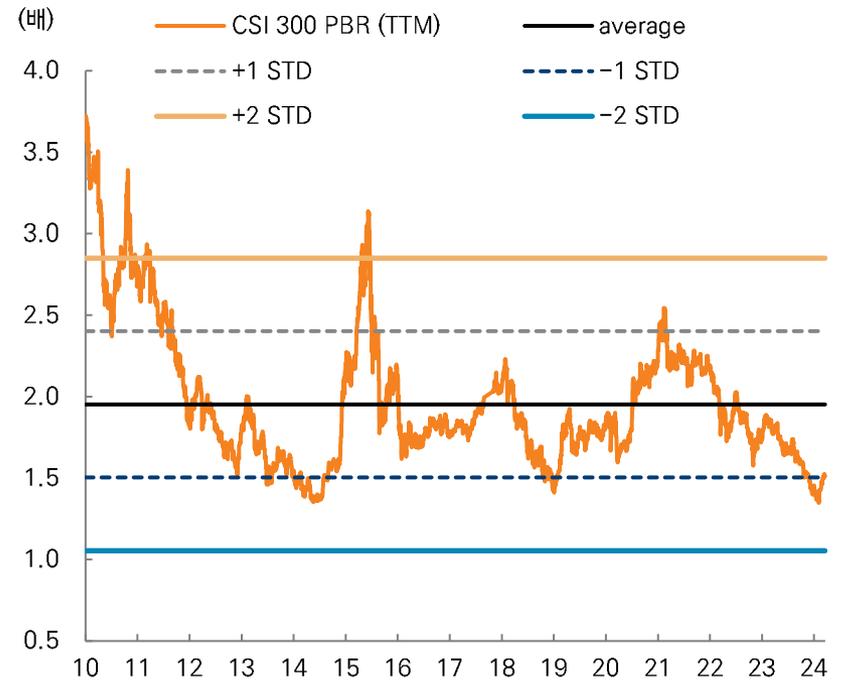
- 장기간의 주가 하락으로 밸류에이션은 역사적으로 매우 낮은 수준
- CSI300지수의 12M Trailing PER은 2019년 바닥 수준까지 하락 후 반등 (다만 2014년 수준까지 조정되지는 않았음)
- CSI300지수의 12M Trailing PBR은 2024년 2월 1.35배를 기록 (이는 2014년 주가 바닥 시기 보다도 더 낮은 수준)

CSI300지수 PER 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

CSI300지수 PBR 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

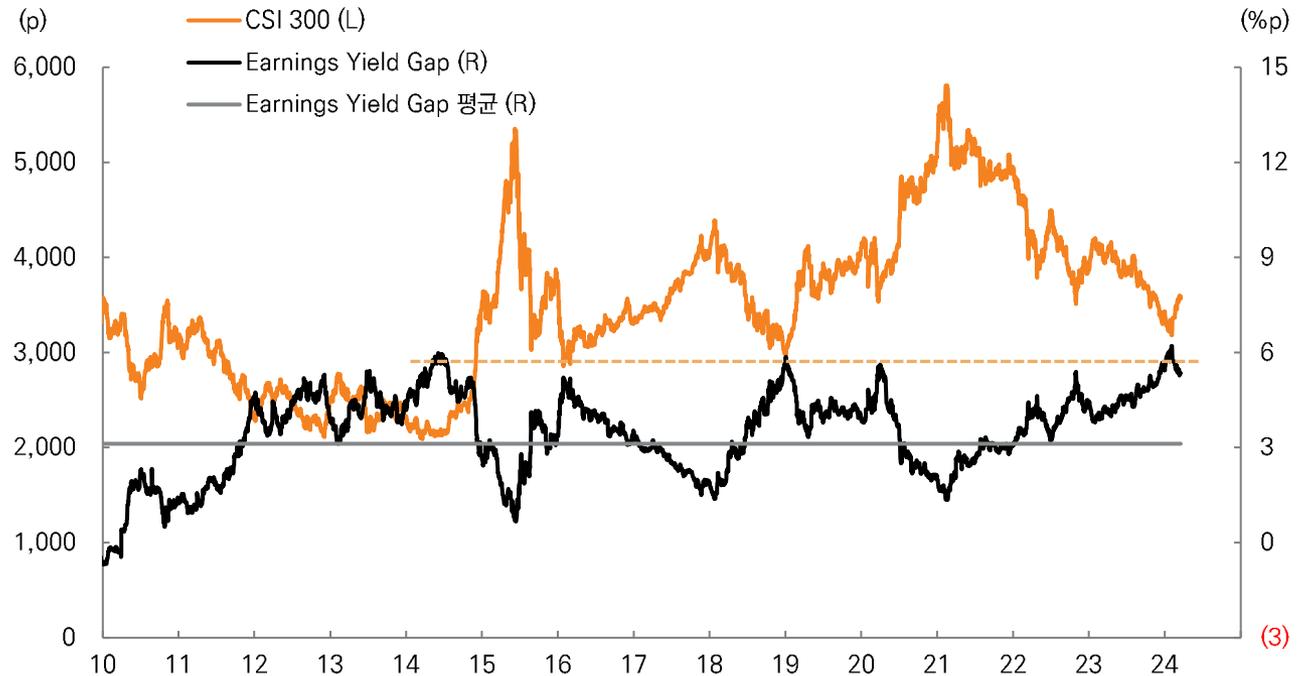
# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검

### 1) Valuation

- Earnings Yield Gap의 경우 올해 들어 2014년, 2019년, 2020년 고점 수준 이상으로 확대
- 시장 금리의 하락으로 채권 투자의 매력도가 낮아졌고, 주식의 상대적인 투자 매력도가 높아짐
- Earnings Yield Gap은 2010년 이후 중국 증시의 저점을 판단해 주는 주요한 지표
- 전통적인 밸류에이션 기준에서 중국 증시는 이번 하락 사이클의 최저점을 지나고 있다고 판단

중국 증시 Earnings Yield Gap 추이와 CSI300 지수 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

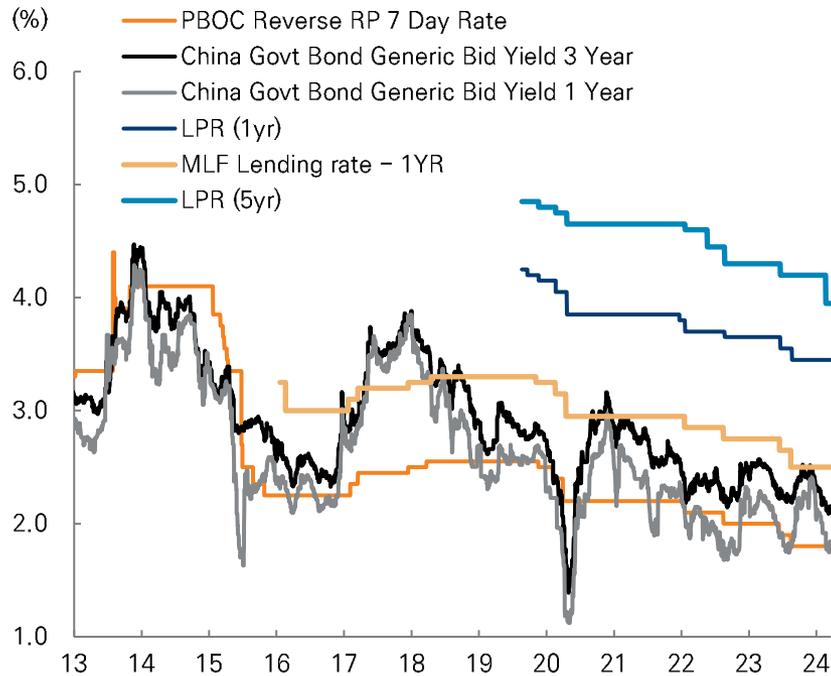
# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검

### 2) Liquidity

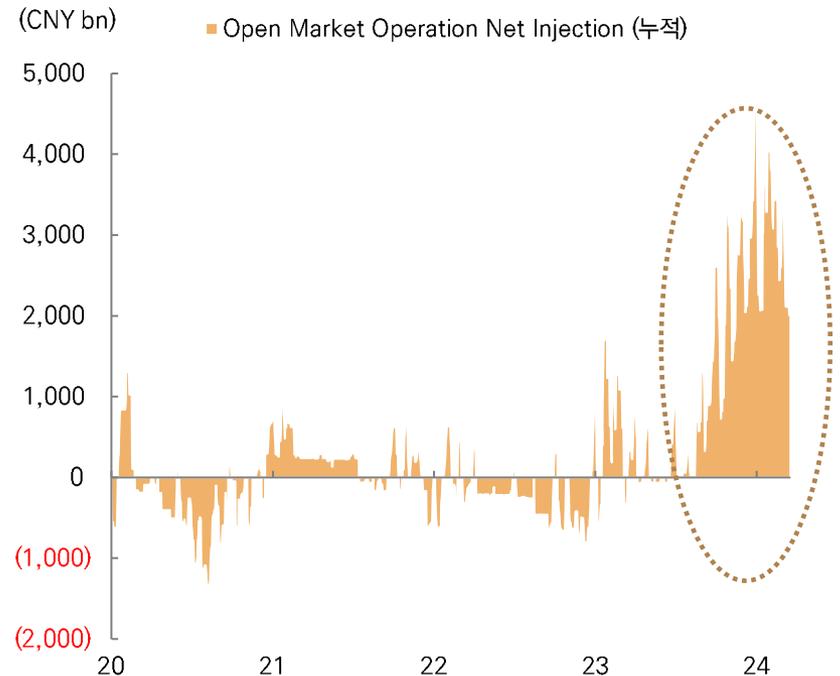
- 중국 PBOC는 2020년 이후 금리 인하 기조 유지. 2023년 코로나 봉쇄 조치의 해제 이후에도 내수 경기 회복이 더디게 진행되며 시장 금리 반락. 기준금리 인하 사이클 지속
- 2024년 2월 20일 LPR(5yr) 금리를 4.20%에서 3.95%로 25bp인하하며 시장 예상보다 큰 폭의 인하, 부동산 시장의 매수 심리 개선을 위해 장기물을 인하
- 2023년에는 경기 부진에도 불구하고 위안화의 약세 우려로 적극적인 금리 인하보다는 공개시장조작을 통해 시장에 유동성을 공급

중국 주요 정책 금리 및 시장 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

PBOC 공개시장조작을 통한 유동성 순 공급



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀  
주: repo, reverse repo, SLO, SLF, MLF, TMLF 통계를 포함

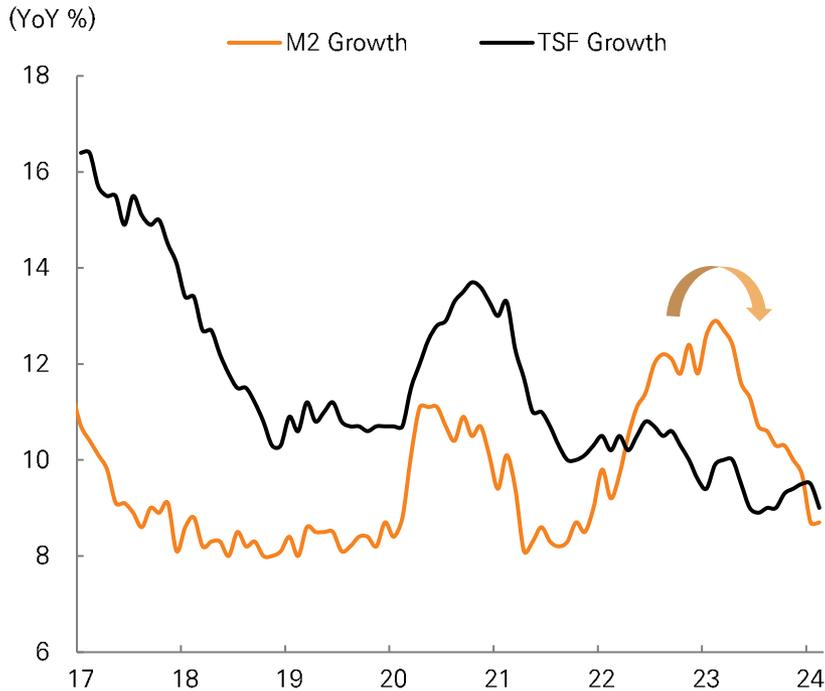
# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검

### 2) Liquidity

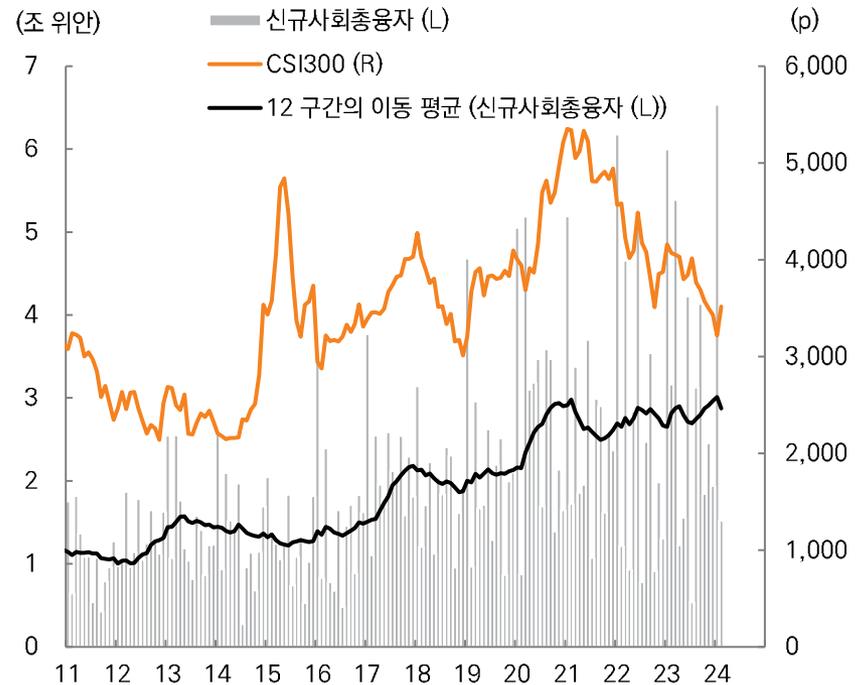
- 정부의 기준금리 인하, 지급준비율 인하, 공개시장조작 등을 통한 시중 유동성 공급에도 불구하고 M2증가율 등 통화공급량 증가율은 지속적으로 하락
- 또한 경제 주체들의 자금 수요를 대변하는 사회총용자규모 증가율 역시 낮은 수준을 유지하고 있어 중국 경제 내에 유동성이 풍부하게 공급되고 있지는 못한 상황
- 장기적으로 신규사회총용자의 추세와 주식시장의 변곡점 및 전반적인 주가 추세가 유사하게 진행되어 왔다는 점에서 전반적인 유동성 여건 개선이 주가의 추세적인 반등을 위한 필요 조건

M2증가율과 사회총용자규모 증가율 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

신규사회총용자 규모 추이와 CSI300 지수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

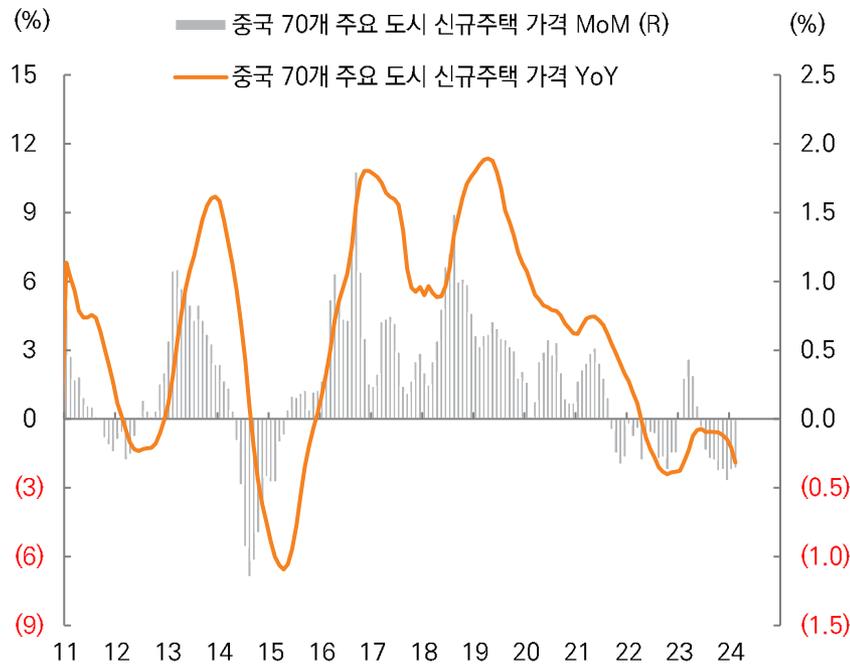
# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검

### 3) Economic Momentum

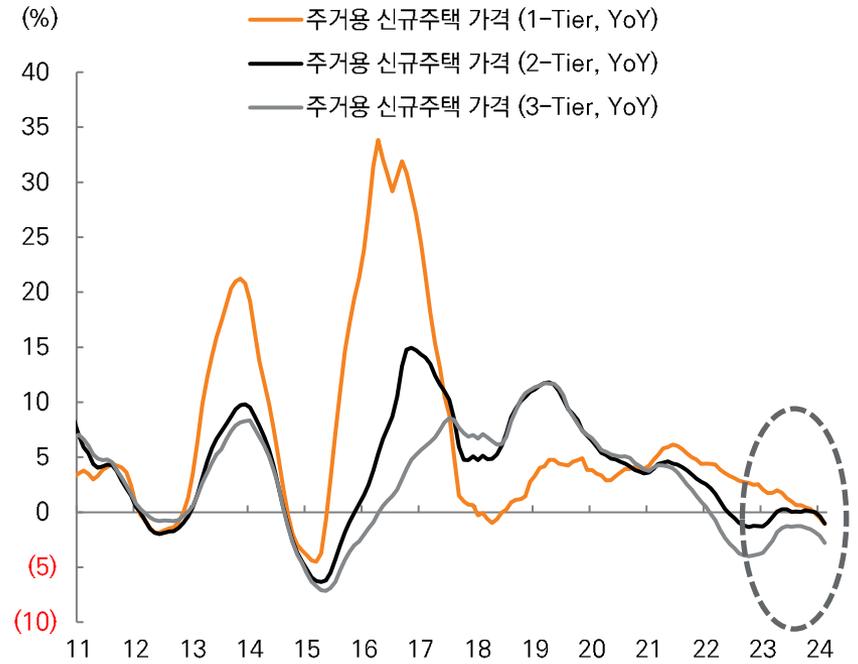
- 부동산 시장의 안정이 지연되며 소비 심리의 회복도 더디게 진행
- 중국 70개 주요 도시의 신규주택 가격은 2023년 코로나 봉쇄가 완전히 해제되었던 1~2분기 사이 전월대비 상승하기도 했지만 하반기 재차 하락추세로 돌아섬
- 특히 2,3선 도시에 비해 주택 수요가 유지되며 가격 하락이 크지 않았던 1선도시들의 주택 가격도 2023년 12월 부터는 전년동기대비 하락 추세로 전환

중국 주요 도시 주택 가격 변화율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

도시 별 신규주택 가격 변화율



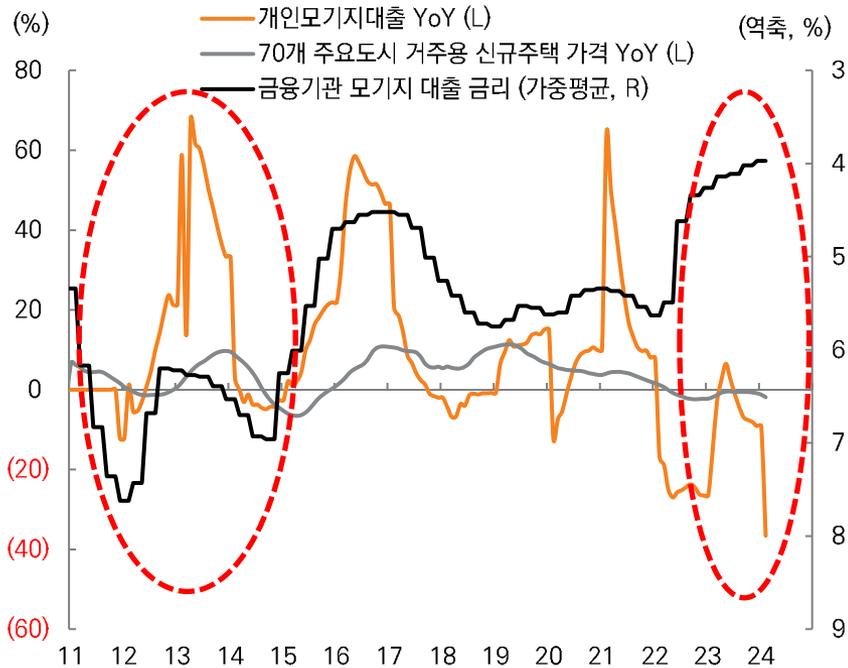
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검 3) Economic Momentum

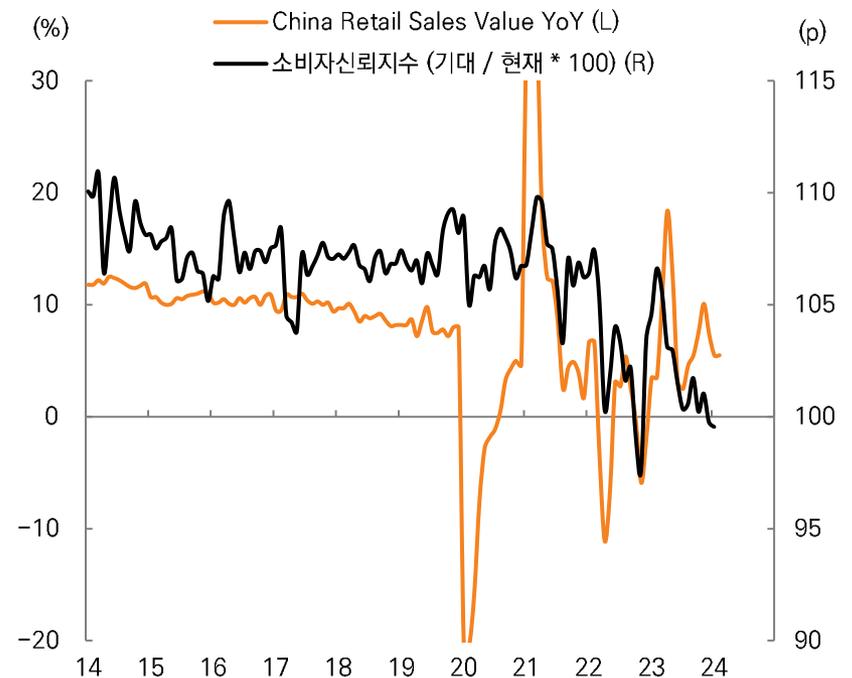
- 시장 금리의 하향 조정과 모기지 금리의 하락에도 불구하고 개인 모기지대출 증가율은 추세적 반등을 이어가지 못함. 2023년 상반기에 부동산 시장은 일시적인 회복을 보였지만 하반기 재차 약세 흐름으로 돌아섬. 특히 2010년 이래 최저 수준의 모기지금리 여건에서도 모기지대출 증가율은 급감  
→ 중국 부동산 시장에서 매수 심리가 실종 상태임을 방증
- 중국 경제의 가장 큰 부분을 차지하는 부동산 시장이 회복되지 못하며 개인들의 소비심리는 여전히 큰 폭으로 개선되지 못하고 소매판매 역시 시장 기대치에는 미치지 못함

### 모기지 금리를 내려도 주택 매수 심리는 살아나지 않아



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

### 예상 보다 더딘 소비 심리 회복



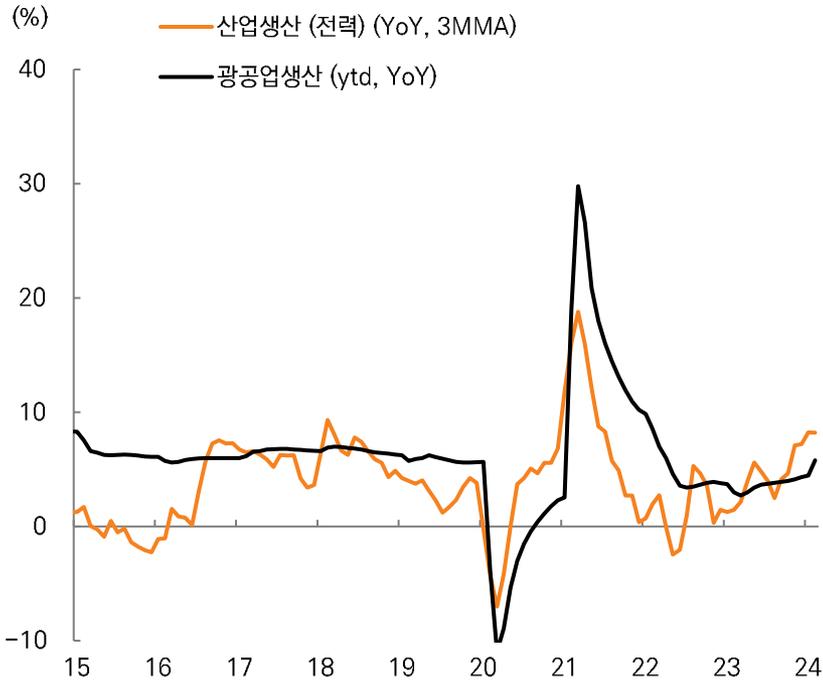
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 중국 증시 바닥?

## 투자를 위한 시장 여건 점검 3) Economic Momentum

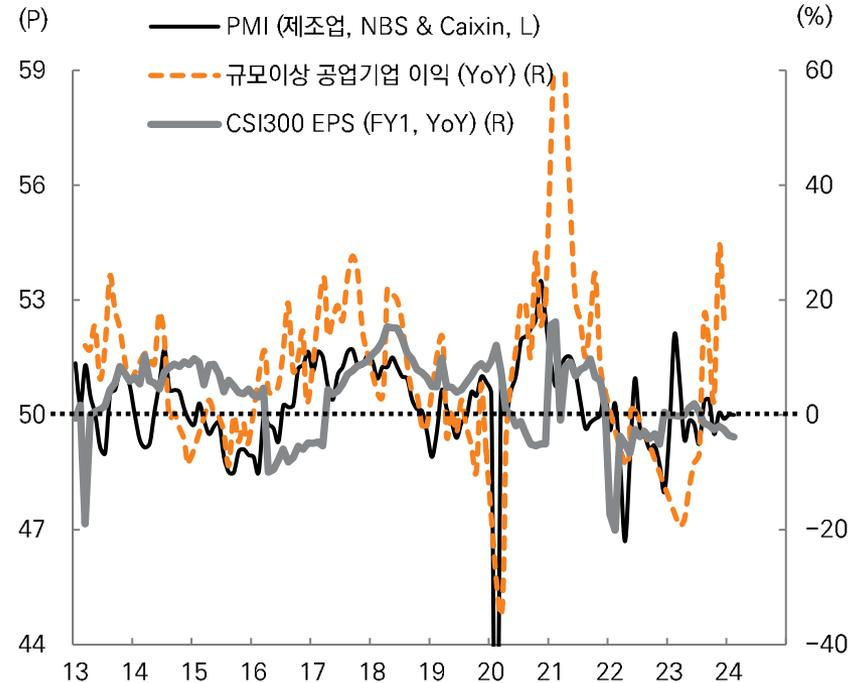
- 반면, 정부의 경기부양 정책 영향으로 산업생산 등 제조업 활동은 개선 중. 특히 **전력생산량 증가율은 Covid-19 이전 수준으로 회복**했다는 점은 주목할 만
- 과거 중국 경기 및 기업이익의 선행지표 역할을 해 왔던 PMI제조업 지수는 국가통계국 지표와 Caixin 지표 간에 괴리가 커지며 방향성이 뚜렷하지 못한 상황. CSI300 지수의 올해 예상 EPS 전년동기대비 증가율 역시 여전히 마이너스 권에 머물고 있음. 시장에서는 본격적인 경기 회복과 기업 이익 증가를 기대하고 있지는 않은 상황

### 정부의 핵심 제조업 부양 의지로 산업 동향은 개선 중



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

### 기업 이익 회복 추세 지속될 지 주목할 필요



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 중국 증시 바닥?

## 관심도를 높일 타이밍!

- 부인할 수 없는 가격 매력! (다만, 가격이 싸다는 것이 가격의 상승을 보장할 수는 없다!)
- 정부의 금리 인하 및 유동성 완화 기조가 지속되고 있다는 점은 긍정적 (다만, 아직까지 공격적인 유동성 완화 조치가 나오고 있지는 않은 상황)
- 급격한 경기 부양 정책을 추진하기 보다는 장기적 차원에서 경제 및 산업 체질 업그레이드를 목표로 구조 개혁을 진행 중 (부동산 등 현재 당면한 문제들에 대한 적극적인 해결이 필요)



---

# 중국 투자 전략

2024년, 환승(换乘) 차이나: (2) 새로운 주도주?

# 주목할 산업/테마 점검

## 3년 간의 조정과 반등, 시장이 던지는 힌트는?

- Covid-19 이후의 중국 증시는 급반등, 장기 조정, 반등 국면으로 구분할 수 있음
- Covid-19 이후 중국 증시의 급등과 하락 국면에서 주도 섹터 움직임 비교  
: 급반등과 장기 조정 국면에서는 소재, 산업재, 소비재, 헬스케어 섹터 등의 변동이 두드러짐  
2024년 반등 랠리에서는 IT, 통신 섹터의 강세가 눈에 띈



자료: 카이로스, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 3년 간의 조정과 반등, 시장이 던지는 힌트는?

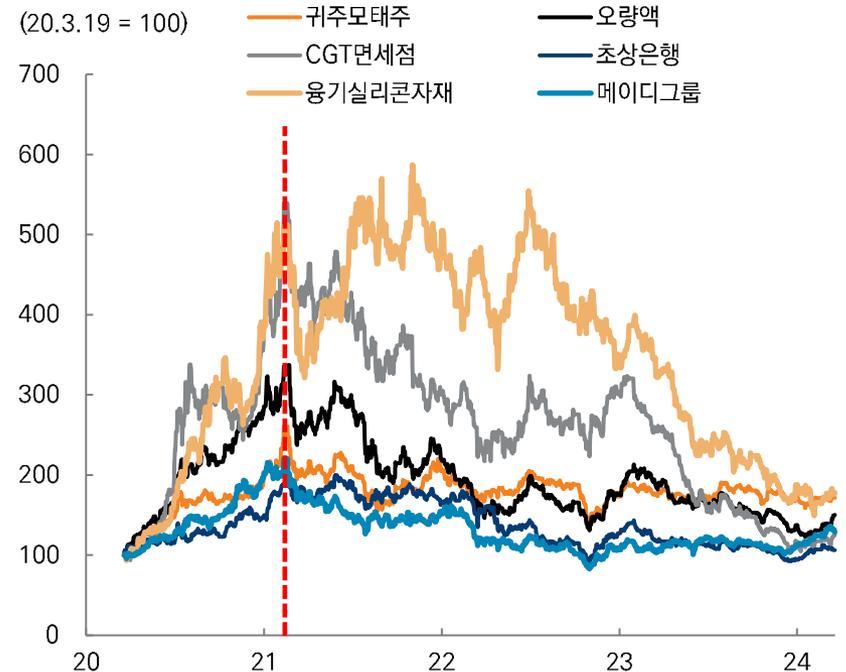
- Covid-19 발발에 따른 급락 후 급반등 구간: 중국 증시는 약 1년 간의 가파른 상승 랠리. Covid-19에 따른 경기 충격을 상쇄하기 위해 정부는 적극적인 경기 부양, 소비 지원 정책을 펼침
- CSI300지수 내 지수 상승기여도(2020.3.19~2021.2.18) 상위 종목들  
: 대부분이 소비재 (귀주모태주, 오랑액, CGT면세점, 메이디그룹 등)  
: 정부의 정책적 지원 산업 (용기실리콘자재)
- 상승 추세 진입 이후 시장 고점까지 지속적인 상승 흐름 유지

CSI300지수 PER 추이

구분 (단위 %)	급반등 (20.3.19~21.2.18)	조정 (21.2.18~ 24.2.2)	반등 (24.2.2 이후)
에너지	14.3	62.7	4.9
소재	119.8	(48.2)	20.3
산업재	74.7	(49.3)	15.4
경기소비	102.2	(51.0)	16.2
필수소비	126.4	(46.7)	11.3
헬스케어	87.3	(61.5)	14.2
금융	27.5	(34.4)	5.2
IT	31.5	(51.0)	23.9
통신	(11.2)	(19.0)	19.8
유틸리티	12.6	32.2	5.8
CSI 300	60.7	(44.9)	12.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

Covid-19 이후 CSI300 지수 상승 기여도 상위 6개 기업의 주가 추이



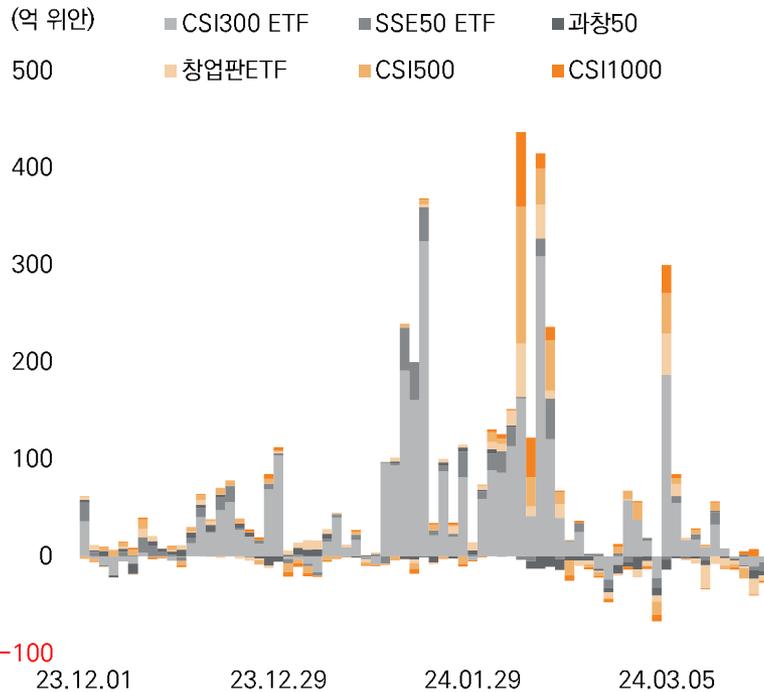
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 3년 간의 조정과 반등, 시장이 던지는 힌트는?

- 2024년 1월 시장 급락 이후 정부 관련 펀드 중심으로 시장 안정을 위한 매수 자금 투입
- 1월 말 ~ 2월 사이 정부 관련 펀드 꾸준히 주요 지수형 ETF 매수
- 정부의 다양한 주식시장 안정화 정책과 ETF 투자 등의 움직임으로 시장 저점 매수를 노린 해외 자금의 투자도 순 유입되며 중국 증시 빠르게 안정화 되는 모습
- 정부의 집중 지원 산업에 주목: AI, 디지털경제, 고품질 발전, 신에너지, 신소재, 신약, 바이오, 저공경제, 양자컴퓨터 등

중국 주요 ETF의 일간 순유입 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

2024년 중국 정부의 경기활성화 및 금융시장 안정화 조치

구분	시기	내용	기관
통화/재정	2024년 1월	농업, 소상공인 지원을 위한 재대출 금리 25bp 인하	인민은행
	2024년 2월	LPR 5년물 금리 25bp 인하 (4.20% → 3.95%)	인민은행
	2024년 3월	GDP 성장목표 5% 내외. 적극적 재정정책, 안정적 통화정책 강조	양희 전인대
	2024년 3월	향후 장기 특별국채 지속 발행 예정. 올해 1조위안 규모 선발행	국가발개위
	2024년 3월	지준율 추가 인하 가능성 시사	인민은행
증시	2024년 1월	CSI300 지수 ETF 국가대표 자금 투입	증감회
	2024년 1월	기관 공매도, 알고리즘 매매 금지	증감회
	2024년 2월	국유기업 CEO 대상 시총관리 임무 부여	국자위
	2024년 2월	증감회 주식 교체	증감회
	2024년 3월	상장회사 배당 강화 촉진	증감회
산업	2024년 2월	대형 국유기업이 AI개발 확대	국자위
		디지털 경제 고품질 발전을 위한 AI+액션플랜 가동	
	2024년 3월	신흥산업 및 미래산업 적극 육성 : 신에너지, 신소재, 신약, 바이오, 저공경제, 양자컴퓨터 등	양희 전인대
	2024년 3월	대규모 설비 갱신과 소비재 이구환신 추진	국가발개위
	2024년 3월	신3대산업(전기차, 태양광, 2차전지) 수출 강화	국가발개위
2024년 3월	이구환신, 서비스 소비 진작	상무부	

자료: 국가발개위, 증감회, 상무부, 언론사, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 3년 간의 조정과 반등, 시장이 던지는 힌트는?

- 반등 구간 시장 관심 종목: 2024년 2월 저점 이후의 반등 랠리 기간 중 과거 6개월 대비 거래대금이 급증하면서 주가 상승이 두드러졌던 기업
  - 과거 주도주들의 부재: 소비재(백주), 제약/바이오, 전기차 산업체인(배터리), 신에너지(태양광, 풍력)
  - IT섹터의 두드러진 강세: 대부분 IT 하드웨어 관련 기업 (부품, 통신장비, 전자장비, 반도체 등)

### 2024년 시장 저점 이후 반등 랠리 기간 중 시장 관심 종목

코드	기업명	섹터	GICS 산업	시가총액 (CNY bn)	등락률 (%)	거래대금 (20D/6M %)
002281 CH	광신과기	IT	전자 장비 기기 & 부품	32	85	107
002916 CH	선난씨키트	IT	전자 장비 기기 & 부품	46	76	200
603019 CH	중과서광	IT	IT 하드웨어	77	70	188
601138 CH	폭스콘산업인터넷	IT	전자 장비 기기 & 부품	458	66	150
300308 CH	중지쉬창	IT	통신 장비	142	61	73
002463 CH	호사전자	IT	전자 장비 기기 & 부품	60	53	110
000938 CH	즈광	IT	전자 장비 기기 & 부품	66	52	173
601865 CH	플랫글라스	IT	반도체 & 반도체 장비	60	49	115
300223 CH	원정반도체	IT	반도체 & 반도체 장비	32	48	160
002414 CH	가오더적외선	IT	전자 장비 기기 & 부품	32	46	146
002340 CH	거린메이	소재	금속 & 채광	31	42	83
002156 CH	통푸마이크로	IT	반도체 & 반도체 장비	39	41	77
601168 CH	시부광업	소재	금속 & 채광	47	41	95
000977 CH	낭조정보	IT	IT 하드웨어	59	40	71
601567 CG	삼성전기	산업재	전기 장비	41	39	85
603979 CG	진청신광업	소재	금속 & 채광	32	39	80
000733 CH	전화테크	IT	전자 장비 기기 & 부품	33	38	106
002049 CH	자광국미	IT	반도체 & 반도체 장비	59	38	127
600160 CH	절강거화	소재	화학	57	36	146
601360 CH	360시큐리티	IT	소프트웨어	65	35	86
688187 CH	CRRC Times Electric	산업재	기계	50	34	103
000063 CH	ZTE	IT	통신 장비	129	34	100
000831 CH	중국희토류자원기술	소재	금속 & 채광	31	34	156
000630 CH	통링비철금속	소재	금속 & 채광	51	32	147

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

주: 'CSI800지수 + CSI1000지수' 내 기업, 시가총액 300억 위안 이상, 등락률 '평균+1Std' 이상, 6개월 평균 거래대금 대비 20일 평균 거래대금의 비율 '평균+1Std' 이상 기업.

통계 산정 기간은 시장 2024.02.02 ~ 2024.03.15

# 주목할 산업/테마 점검

## 폭스콘산업인터넷 사례: AI서버 제조 선두 기업으로 변신 중

- 폭스콘산업인터넷: 통신네트워크 설비와 클라우드 설비 제조 기업. 클라우드 설비 사업 내 주요 제품군은 고성능 서버와 냉각 설비 등 (최근 GPU모듈, 마더보드, 서버/Rack 등이 부각됨)
- 과거 저 부가가치 ODM 제조가 대부분의 사업 영역이었고, 매출이나 이익 성장이 정체되었으며 이익률도 낮아(순이익률 4% 초중반) PER은 10~15배 사이에 머물러 있었음
- 한편, 2023년부터 전세계적으로 AI 시장이 확대되기 시작했고, 동사는 NVIDIA에 GPU모듈을 독점 공급하고 있는 것이 알려지며 시장의 주목을 받기 시작

폭스콘산업인터넷과 NVIDIA의 주가 추이



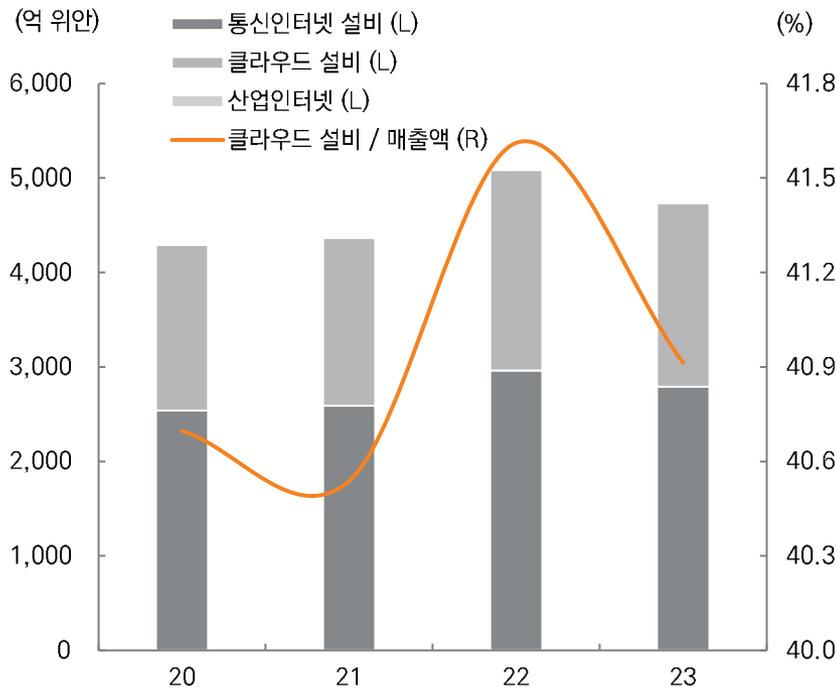
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 폭스콘산업인터넷 사례: AI서버 제조 선두 기업으로 변신 중

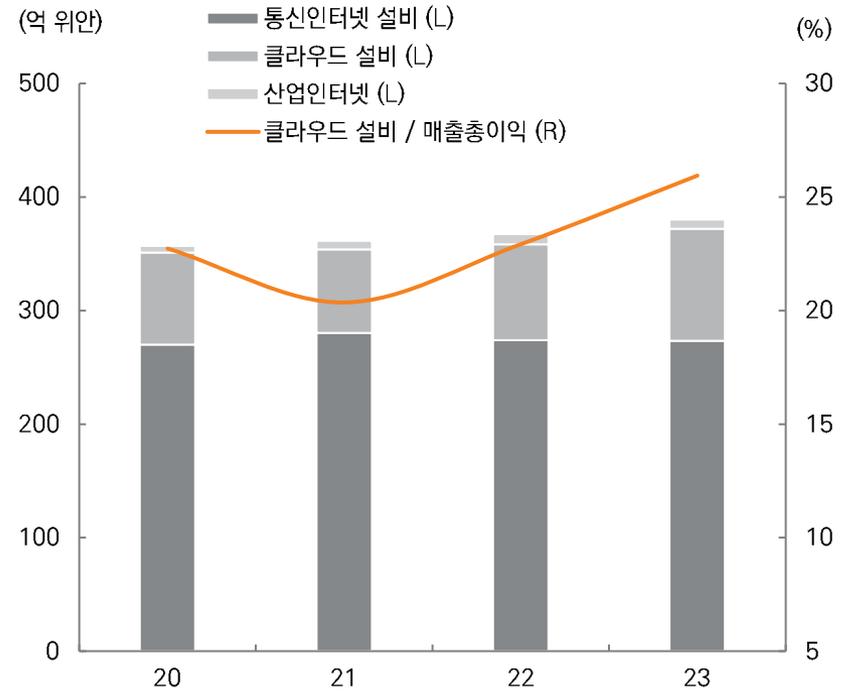
- 2023년 전체 매출액은 전년대비 감소: 애플 향 매출의 부진과 클라우드 설비 사업 중 전통 서버 고객으로부터의 주문 감소의 영향으로 외형적인 부분에 있어서는 시장 기대치에 미치지 못함
- 한편, 회사 전체의 매출총이익은 전년대비 3.5%증가. 이는 클라우드 설비 사업 부문의 매출총이익이 전년대비 17.1% 개선된 것에 기인. 전통 서버 수요가 부진했음에도 불구하고 AI서버 매출이 큰 폭으로 증가. AI서버의 매출총이익률은 10%이상일 것을 추정되며 AI서버 매출 비중이 높아지며 회사 전체의 이익률은 꾸준히 개선될 것으로 기대

사업부문별 매출액과 클라우드 설비 사업의 매출액 대비 비중



자료: Wind, 미래에셋증권 디지털리서치팀

사업부문별 매출총이익과 클라우드 설비의 전체 매출총이익 대비 비중



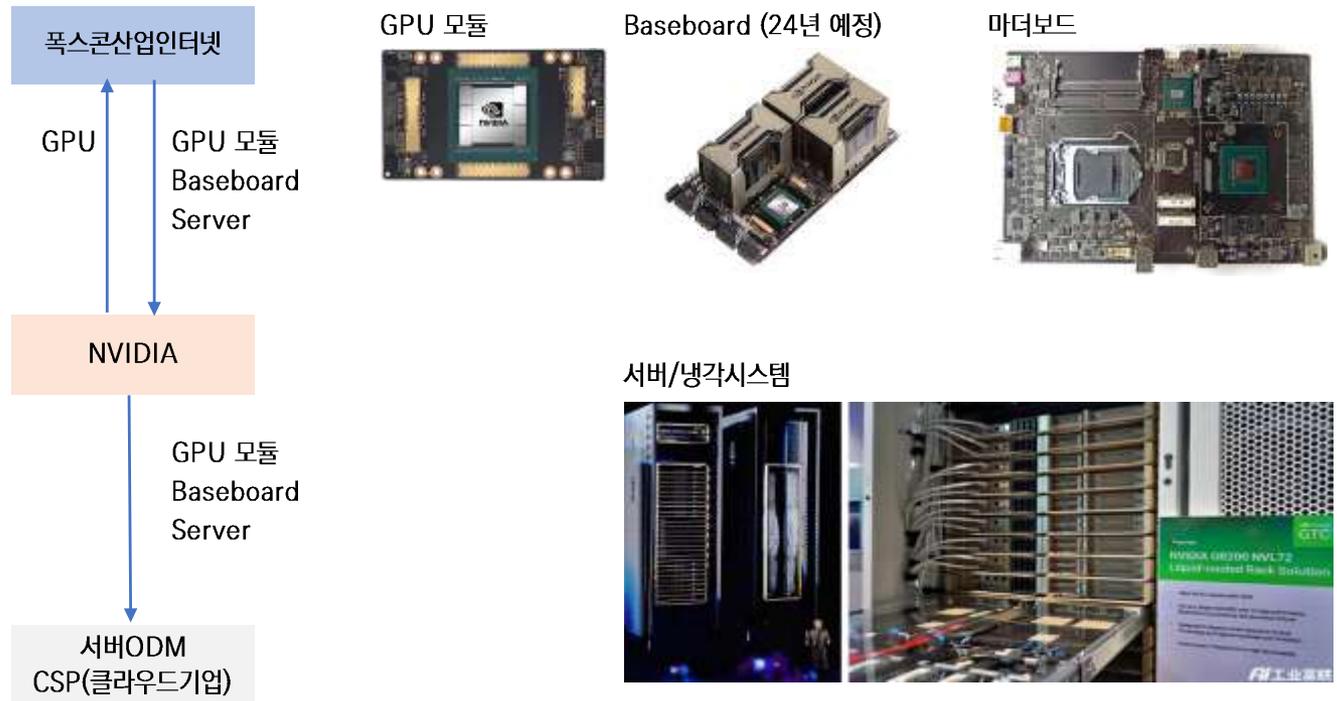
자료: Wind, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 폭스콘산업인터넷 사례: AI서버 제조 선두 기업으로 변신 중

- 동사는 NVIDIA로부터 GPU를 받아 모듈을 만들어 제공하는 유일한 공급업체
- GPU Baseboard의 경우는 Wistron이 주요 공급업체이지만 2024년부터는 동사도 공급 예정
- 마더보드의 경우는 동사 뿐만 아니라 Quanta, Inventec, SuperMicro 등 다수 업체가 공급
- 서버 및 Rack도 동사를 포함한 다양한 기업들이 공급 중
- 그러나 동사의 경우는 올해부터 Baseboard를 공급하게 된다면 GPU모듈, Baseboard, 마더보드, 서버에 이르는 모든 제품 군을 공급하는 유일한 업체가 될 것. 향후 NVIDIA 성장의 가장 큰 수혜 전망

### NVIDIA와 폭스콘산업인터넷의 AI GPU 서버 관련 사업 흐름도



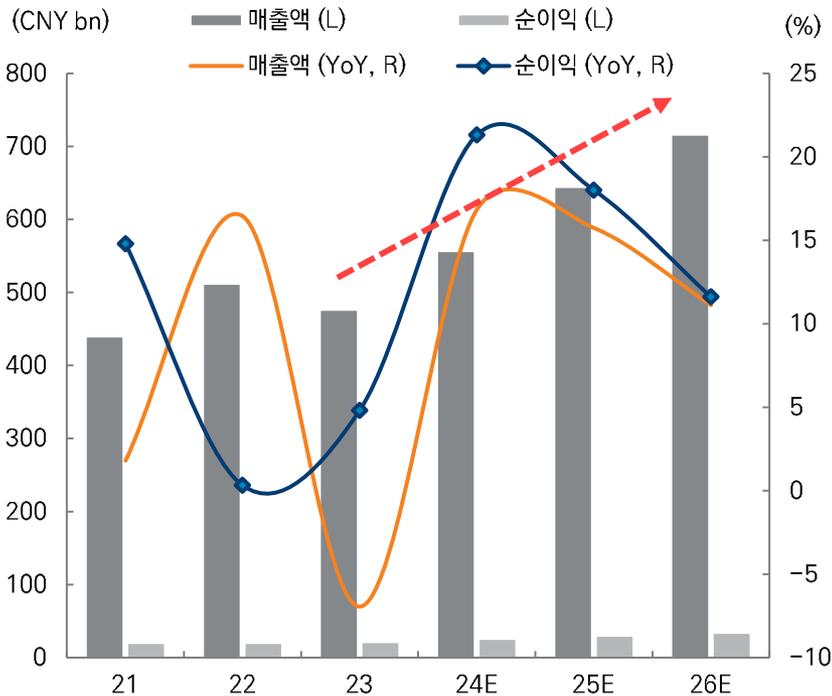
자료: Wind, 회사, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 폭스콘산업인터넷 사례: AI서버 제조 선두 기업으로 변신 중

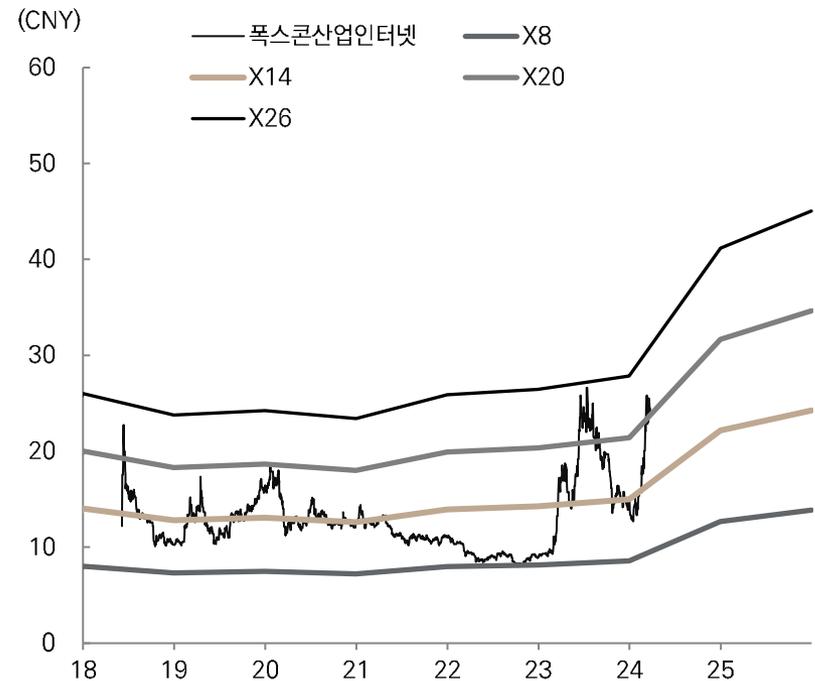
- AI서버 매출액의 고성장이 예상되는 가운데 동사의 2024년, 2025년 매출액 증가율은 각각 +16.8%, 15.7%를 전망. 지배주주귀속순이익 증가율은 각각 +21.3%, +18.0% 예상 (wind consensus)
- 2023년 1분기 이후 주가 랠리를 기록하며 현 주가 수준의 밸류에이션 매력은 높지 않지만 2024년부터 성장률의 수준이 한 단계 올라간다는 점에서 장기적으로 관심도를 높일 필요

매출액 및 순이익 추이와 전망



자료: Wind, 미래에셋증권 디지털리서치팀

폭스콘산업인터넷의 PER 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 글로벌 AI산업 성장 국면에서 중국 기업 투자 접근 방식은?

- 2023년부터 전세계적으로 AI 산업에 대한 열풍이 일어나고 있지만 대부분의 수혜는 미국 등 선진국 중심으로 나타나고 있음. 중국 대표 인터넷 기업인 바이두나 텐센트 모두 LLM 기반 AI 서비스를 선보이고 있지만 중국 이외의 지역에서 큰 주목을 받고 있지 못하며 상업화에 대한 전망도 부정적
- 내적 장애물: 데이터 프라이버시, 콘텐츠 검열 등과 같은 중국 정부의 인터넷 산업에 대한 규제
- 외적 장애물: 미국과의 갈등으로 고성능 GPU 조달에 차질을 빚고 있음
- 결국 이런 상황에서 전세계 적으로 사용될 수 있는 LLM AI가 나오기 어려운 상황

### 미국 인터넷 대표 기업과 중국 인터넷 대표 기업 주가 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 주목할 산업/테마 점검

## 글로벌 AI산업 성장 국면에서 중국 기업 투자 접근 방식은?

- 그러나 제조 강국으로의 수혜는 존재. 전세계 AI 가속기, 서버, 통신/네트워크 장비를 공급하는 제조 공장으로서의 역할과 이에 따른 수혜는 장기적으로 지속될 전망
- **광통신(모듈) 장비, 교환기:** 중지쉬황 (300308), ZTE(000063.SZ), 천부광통신 (300394)  
**PCB:** 생이테크놀로지 (600183), 싱썬씨키트 (002436), 선난서키트 (002916)  
**GPU모듈/서버/냉각시스템 등 서버관련 인프라:** 중과서광 (603019), 폭스콘산업인터넷 (601138.SH), 낭조정보(000977), 선저우디지털그룹 (000034)

### 중국 AI 산업 관련 핵심 인프라 기업

세부산업	기업명	코드번호	주요 사업
광통신(모듈)	중지쉬황	300308 CH	고속 광모듈 제품
	ZTE	000063 CH	데이터 센터 교환기, 데이터 센터용 통신 장비
	천부광통신	300394 CH	고속 광모듈 제품
PCB	생이테크놀로지	600183 CH	PCB/CCL, 데이터통신 기판, 위성통신용 기판
	싱썬씨키트	002436 CH	PCB 및 IC기판 제조
	선난서키트	002916 CH	PCB 및 IC기판 제조
GPU모듈/서버	중과서광	603019 CH	고성능 컴퓨터 솔루션, 액체 냉각 제품
	폭스콘산업인터넷	601138 SH	AI서버, GPU모듈 (NVIDIA 공급상)
	낭조정보	000977 CH	AI 서버, 메모리 제품
	선저우디지털그룹	000034 CH	화웨이와 합자회사 '선저우쿤타이'를 설립, 서버 생산

자료: Wind, 미래에셋증권 디지털리서치팀

---

# 중국 투자 전략

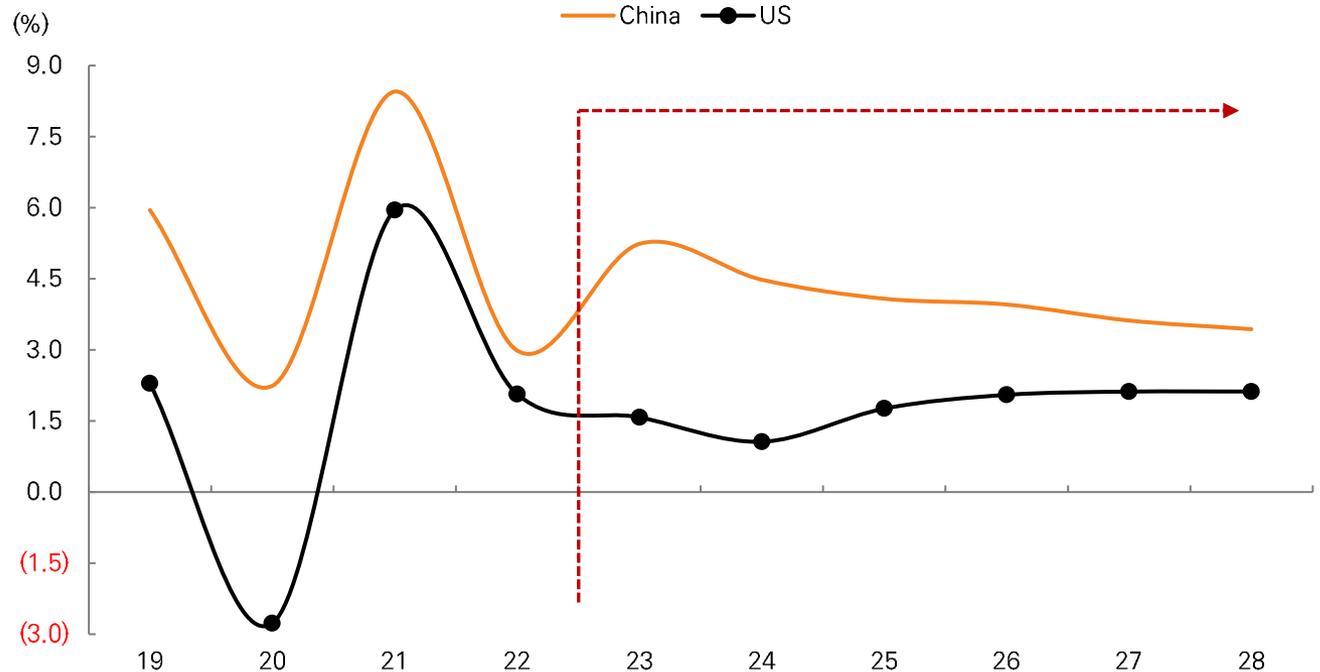
2024년, 환승(换乘) 차이나: (3) 장기 자산 배분

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 미국과 중국의 Economic Divergence

- 중국의 경제성장률은 2023년 5%를 소폭 웃도는 수준을 기록 후 장기적으로 점차 낮은 수준으로 수렴
- 반면, 미국의 경제성장률은 2024년을 저점으로 장기적으로 성장률이 완만하게 높아질 것으로 전망
- 미국과 중국의 경제 여건에 장기적인 변화가 생기고 있다는 전망이 반영된 것

미국과 중국의 GDP성장률 추이 및 전망



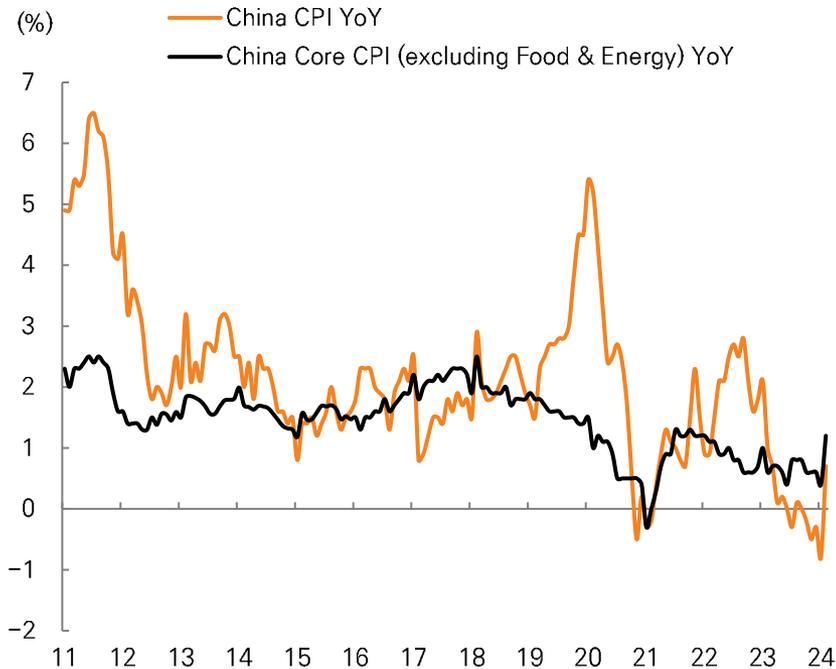
자료: IMF, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

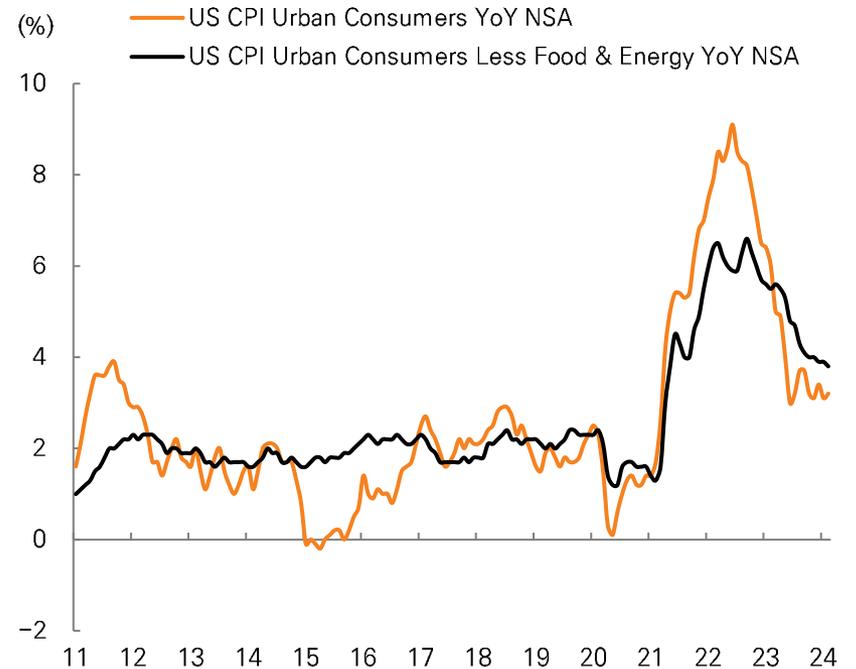
## 미국과 중국의 Economic Divergence

- 중국 CPI상승률은 2023년 하반기 내내 마이너스 영역을 유지. 2024년 2월에 플러스 전환했지만 지속적인 물가 상승 여부는 추가적으로 지켜볼 필요. 이와 별개로 핵심 물가상승률은 2018년 정점을 찍고 꾸준히 낮아지는 추세
- 미국의 CPI상승률은 2022년 한 때 9.1%를 기록. FED의 기준금리 인상 조치로 물가 상승 속도는 둔화되고 있지만 여전히 3%대 수준. 또한 Core CPI상승률은 여전히 3%후반에서 4%대 기록하며 높은 수준 유지

중국 소비자물가지수 상승률 추이



미국 소비자물가지수 상승률 추이



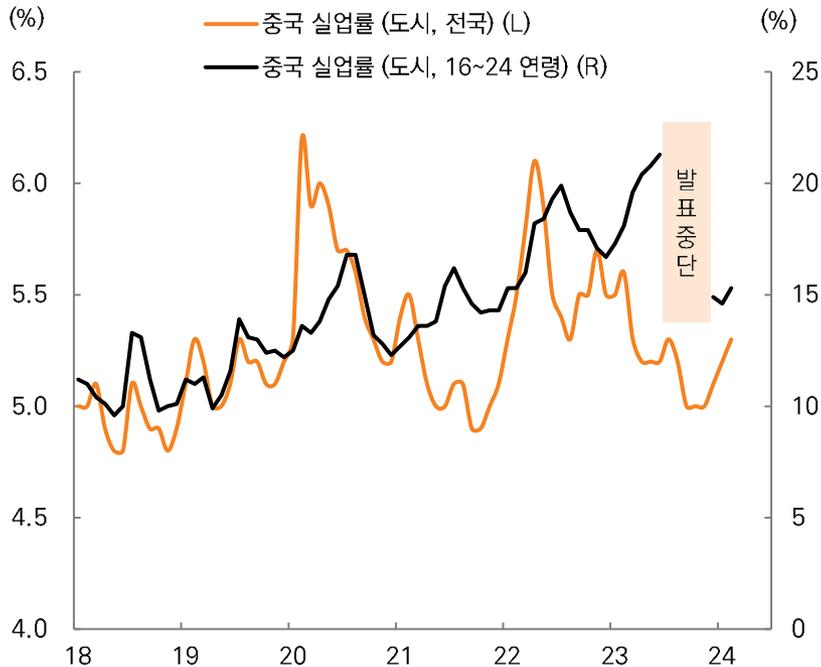
자료: Bloomberg 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 미국과 중국의 Economic Divergence

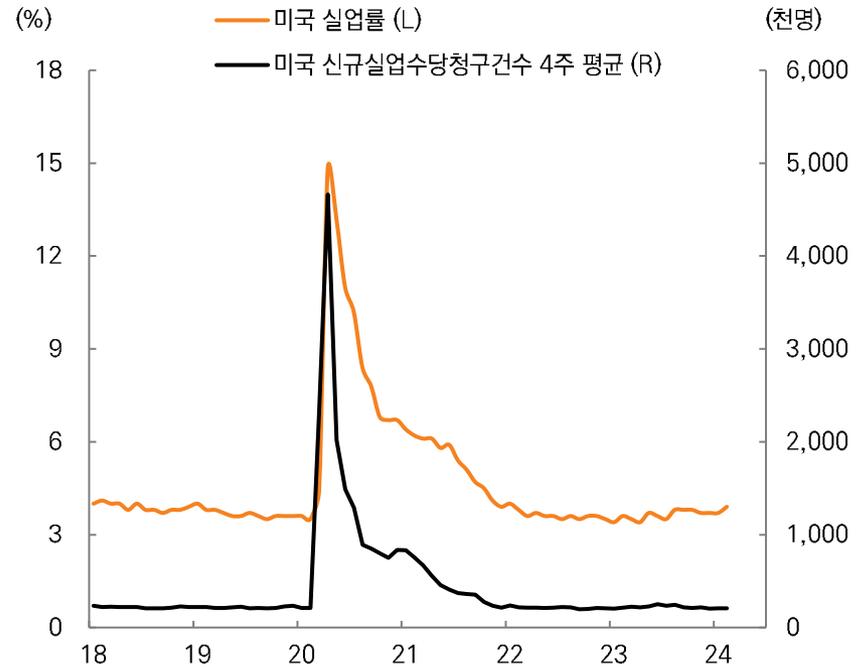
- 중국의 도시 전체 실업률은 하향 안정화 되고 있는 것으로 나타나지만 16세에서 24세 청년 실업률은 2023년 6월 21.3%로 사상 최고치를 기록. 정부는 청년실업률 통계를 발표 잠정 중단한 후 집계방식을 조정 해 2023년 12월 부터 다시 발표
- 미국 실업률은 최근 소폭 오름세를 보이고 있지만 여전히 3%를 유지. 실업률 변화에 대해 선행적으로 정보를 제공해 주는 신규실업수당 청구건수 역시 20만 명 초반대를 유지하며 고용시장 호황을 반영

중국 실업률 통계



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀  
 주: 중·고교, 대학 등에 재학하는 학생을 통계 대상에서 제외하는 방식으로 실업률 집계 방식 변경

미국 고용 관련 통계



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

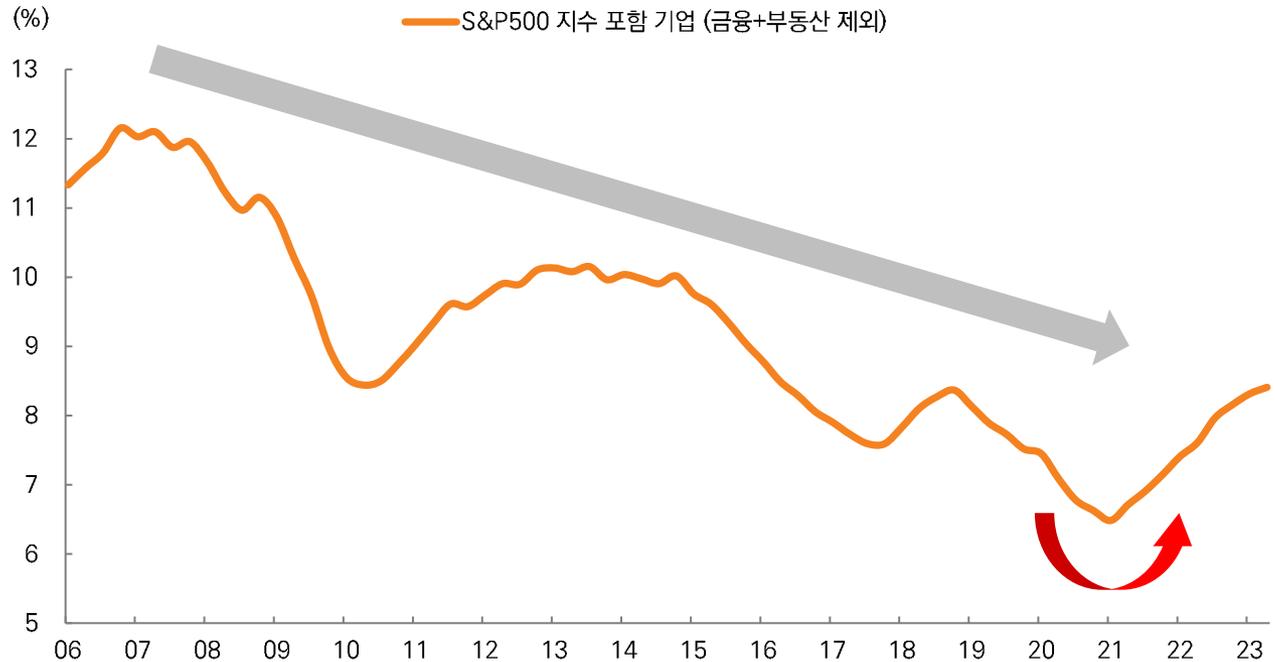
## 미국 경제의 성장 요인:

### 신규 투자 붐

- 1) 국가별 무역장벽,
- 2) 독자적인 공급망 재건

- ‘Bidenomics’의 성공적 결과인가?
- 미국 주요 상장 기업들은 지난 15년 간 신규투자에 보수적. 브랜드를 강화하는 대신 글로벌 제조업 공급망(중국을 포함)을 통해 제조를 분담시키고, 전세계에 제품을 유통하는 비즈니스를 구축해 옴
- 그러나 2021년을 바닥으로 미국 기업들의 자본적지출(CAPEX) 비율이 빠르게 반등하는 것을 확인

미국 ‘Capex / (고정자산 + 무형자산)’ 비율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

주: 주: 미국 S&P500지수 내 구성 종목 기준, Capex는 과거 4분기 누적, 자산부채표 상의 고정자산 및 무형자산은 기말 데이터를 사용해서 비율 계산

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 미국 경제의 성장 요인: 신규 투자 붐

- 1) 국가별 무역장벽,
- 2) 독자적인 공급망 재건

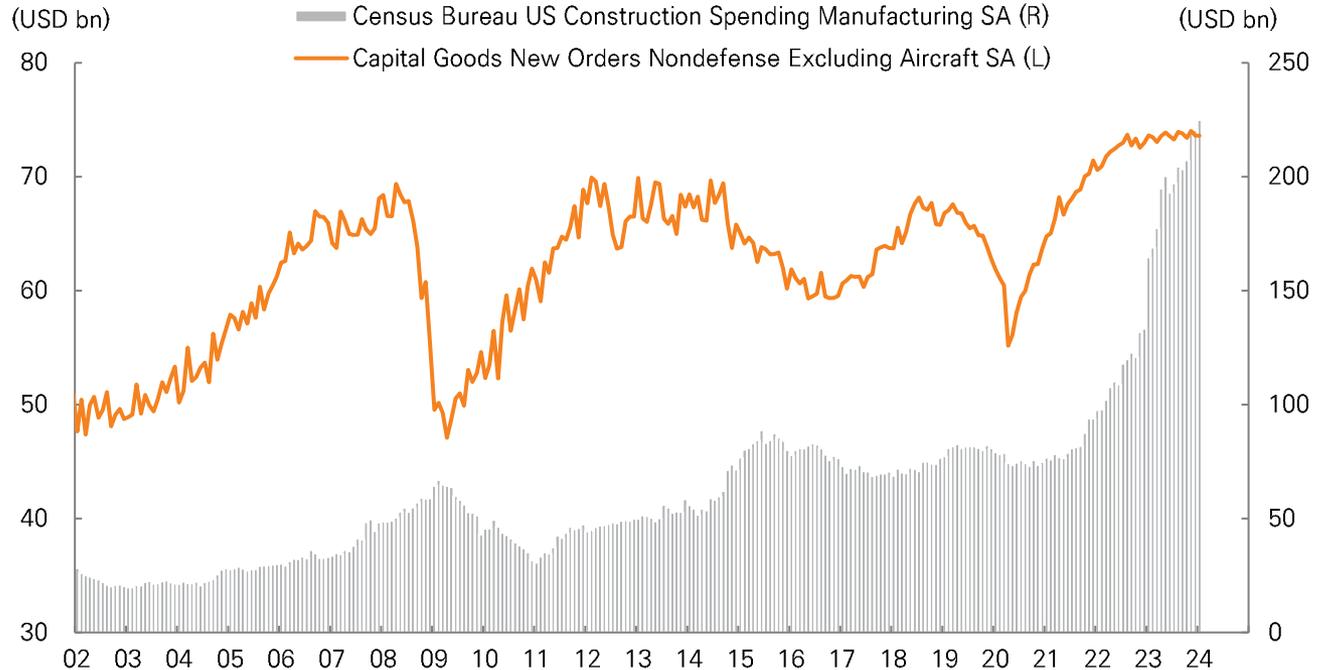
- 내구재 소비 통계 내 ‘항공기 제외, 비국방 내구재 신규 주문’은 역사적 고점 수준을 유지: 제조업체들의 투자 활동을 가장 잘 대변하는 통계로 알려져 있으며 미국 경기선행지수 구성 지표
- 투자 지표 내 ‘제조업 건설 투자’ 지표는 2021년 하반기 이후로 급격한 증가 추세: 바이든 정부의 ‘CHIPs Act’에 따른 영향이 큰 것으로 평가

### 미국의 투자 유인 세금 혜택 정책

**IRA(Inflation Reduction Act):** 기업들이 클린에너지 분야에 투자하도록 2,120억 달러의 세제 혜택을 제공

**CHIPs Act:** 미국 내 반도체 활동을 확대하는 기업들에게 520억 달러의 세제 혜택을 제공 → 현재까지는 **CHIPs Act**가 미국 내 제조업 투자 활성화에 큰 영향을 주고 있다고 평가 받음. 반도체 산업은 2,000억 달러 이상의 신규 미국 내 투자 프로젝트를 발표. 2021년 바이든 대통령 취임 이후 공장에 대한 건설 지출은 50%증가

### 미국 투자 관련 지표의 급격한 개선



자료: Bloomberg, Census Bureau, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 중국은 과잉 투자: 제조업 지원 정책의 부산물

### 1) 중국 내 Overcapacity, 2) 덤핑 수출과 무역 마찰

- 현 중국 정부는 사회 자금이 부동산으로 쏠리는 현상을 경계
- 과학기술 육성과 제조업 고도화, 반도체, 신에너지 등 신기술 기반 제조 분야에 대한 지원 강화
- 이에 따라 관련 기업들은 시장 금리보다 저리의 대출과 보조금 지원 등을 통해 과감한 투자
- 이러한 제조업 중심의 정부 지원은 제조업 전반에 걸쳐 과잉투자를 낳고 있고, 이에 따라 시장에 제품의 공급과잉, 가격 하락, 기업 수익 악화 등의 현상으로 이어지고 있어 중국 경제의 구조적인 디플레이션 상황을 야기하고 있음

중국 산업별 대출액 추이: 중국 정부의 과학기술, 제조업 육성 정책에 따른 은행 대출 구조의 변화



자료: PBCO, atlanticcouncil.org, 미래에셋증권 디지털리서치팀

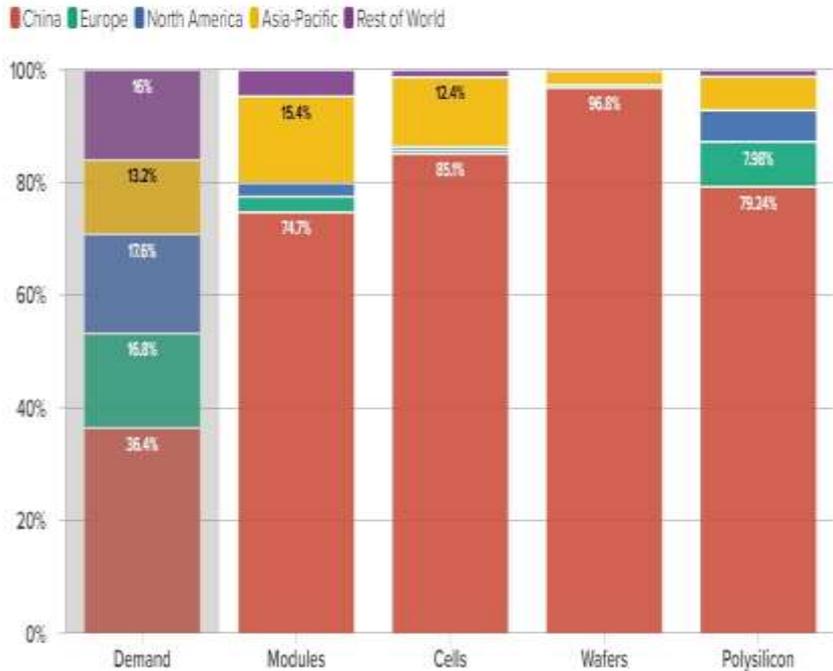
# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 중국을 과잉 투자: 제조업 지원 정책의 부산물

- 1) 중국 내 Overcapacity,
- 2) 덤핑 수출과 무역 마찰

- 국가별 태양광 수요량으로 보면 중국은 전세계에서 36%를 차지하지만 태양광 설치를 위한 모든 업스트림 산업 체인에서 전세계 수요량을 커버할 정도의 공급 시설을 투자한 상황으로 태양광 산업은 중국의 과도한 투자로 인해 심각한 공급 과잉 상황에 놓임
- 배터리 산업도 유사: 2025년 중국 배터리 수요는 약 1,000~1,200GWh(기가와트시)로 전망되는 반면 배터리업계의 생산능력 확충 계획은 이미 4,800GWh에 달하는 상황으로 향후 상당한 공급과잉이 예상

국가별 태양광 수요 비중과 세부 산업 체인 별 공급 비중



자료: IEA, atlanticcouncil.org, 미래에셋증권 디지털리서치팀

배터리 산업도 공급 과잉 상황 진입



자료: CRU, FT, 미래에셋증권 디지털리서치팀

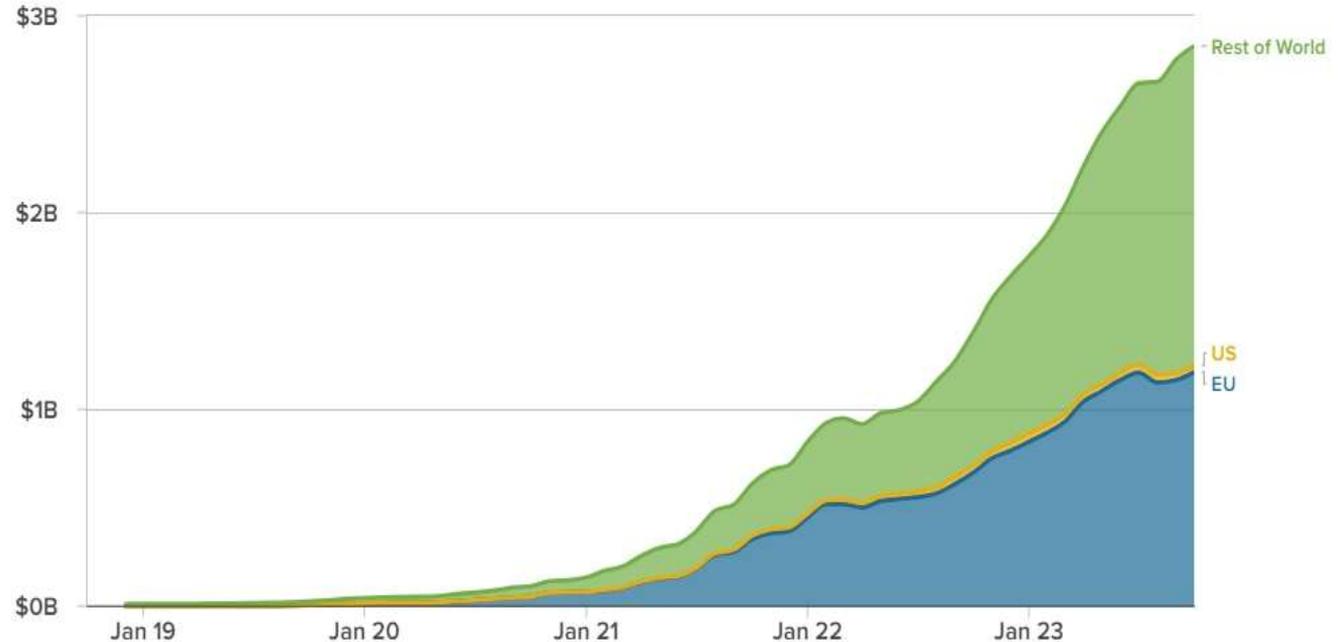
# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 중국은 과잉 투자: 제조업 지원 정책의 부산물

- 1) 중국 내 Overcapacity,
- 2) 덤핑 수출과 무역 마찰

- 태양광, 전기차, 풍력터빈 등 다양한 제품군에서 중국의 저가 제품 수출이 증가하는 중. 이에 따른 무역마찰과 세계적인 디플레이션 수출의 가능성도 주목할 필요
- 과거 국가간 무역 장벽이 낮았던 상황에서는 전세계적인 물가 안정화에 기여할 수도 있겠지만 현재와 같이 미국, 유럽 등이 자국내 생산 기지 확보와 자국 기업에 대한 보호 장벽을 높이는 상황에서는 중국이 전세계로 디플레이션을 수출하며 내수 부진을 벗어나기가 어려울 수 있음

중국 전기차 수출액 (12개월 평균)



자료: General Administration of Customs, atlanticcouncil.org, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

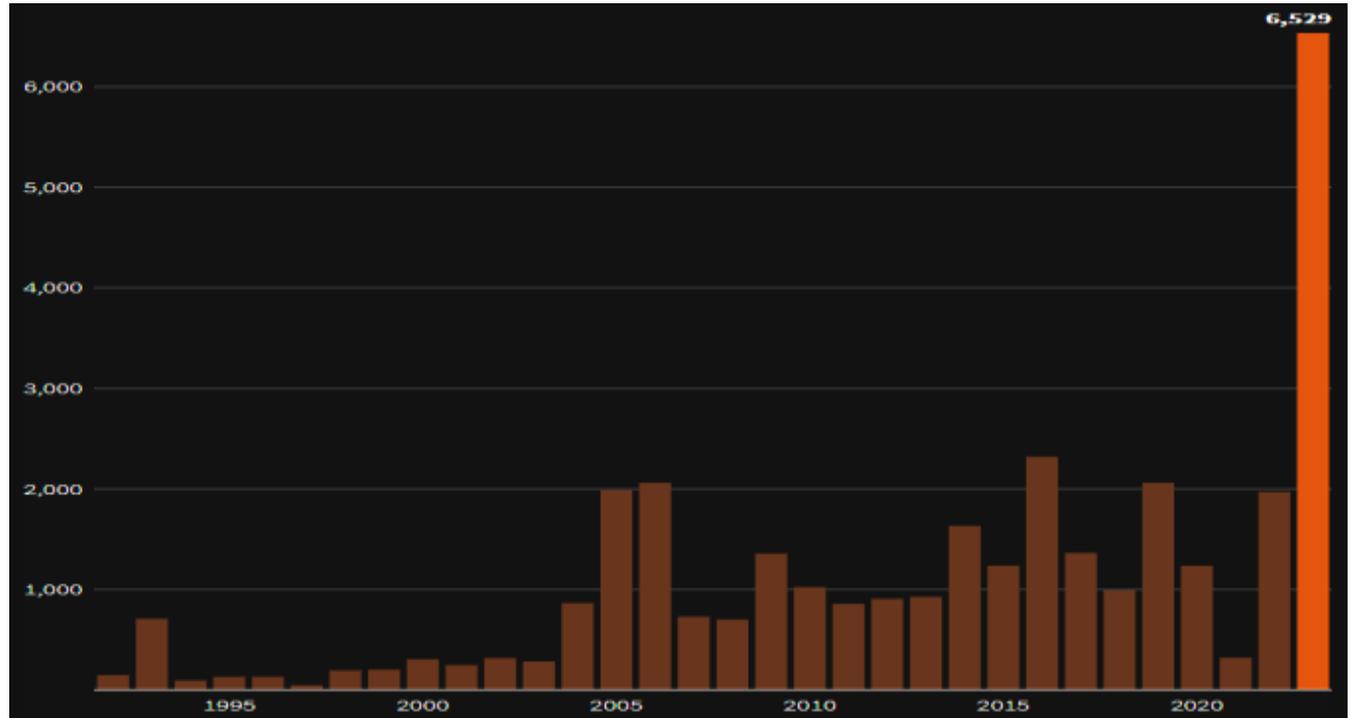
**결국,  
중국의 디플레이션 리스크는  
장기적인 현상이 될 수 있어**

- 중국 내 공급 과잉 이슈, 정치적 불안정, Covid-19 발발에 따른 봉쇄 조치에 대한 실망감  
→ 해외 자본의 중국 내 투자 부진. 중국의 자본 및 노동력도 해외로 이탈  
→ 이는 중국의 잠재성장률을 떨어뜨리는 요인이 될 수 있음
- 투자 이민이 불가하거나 미국 비자를 받기 어려운 개인들은 편법을 통해서도 미국으로 이주. 미국 CBP 통계에 따르면 2023년 회계연도 전 미국 국경 지역에서 발견된 중국 국적자는 45,500명 (11개월 누적, 2022년은 28,000명). 주요 밀입국 지역인 미국-멕시코 국경지역의 이주자 수 급증

## 이동 경로

항공 → 에콰도르(중국 국적자 비자 면제국) → Darien Gap(파나마, 콜롬비아 국경지대) → Fronton, Texas(미국, 멕시코 국경지대)

미국-멕시코 국경을 통해 이주한 중국인 수



자료: U.S. Customs and Border Protection (CBP) data, Reuters, 미래에셋증권 디지털리서치팀  
주: FY2023 data from Oct 2022 - March 2023

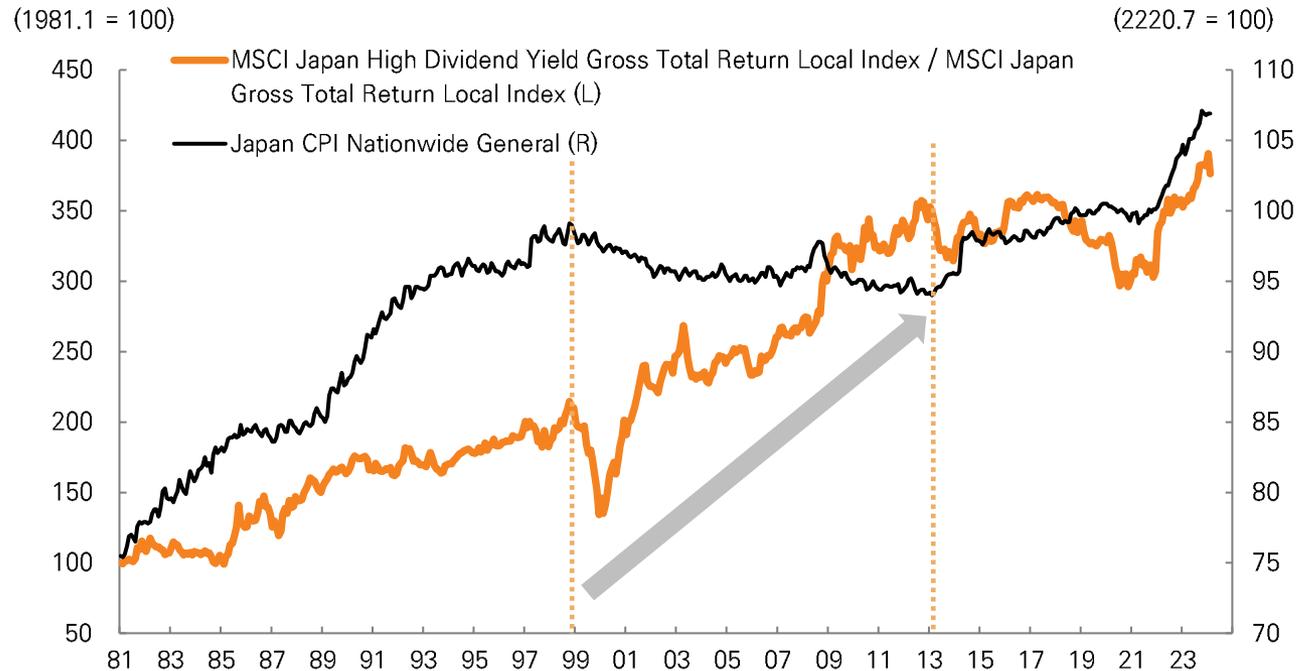
# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

## 디플레이션에서 살아남기:

### 1) Cash is King

- 중국은 디플레이션(경제 전반에 상품과 서비스의 가격이 지속적으로 하락) 국면으로 전환되는 양상
- 산업 전반의 과잉투자 + 국내 및 해외 수요의 부족 → 물가 하락과 수요 부진의 반복, 악순환 고리 → 현재 소비를 미래로 연기 → 기업 수익 감소로 투자 및 생산 축소로 대응 → 고용 감소 및 임금 하락
- 자산 가격의 하락으로 **화폐(현금) 가치 상승, 현금이나 현금에 준하는 채권 비중을 높이는 전략 필요**
- 일본의 디플레이션 시기 **고배당주가 시장을 큰 폭으로 아웃퍼폼 (Bond-like Equity)**

일본의 소비자물가지수 추이와 고배당주의 시장대비 상대주가 흐름 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

# 장기적 관점에서의 전략적 투자 방향

디스플레이에서 살아남기:  
2) 확고한 비즈니스 모델  
+ 높은 현금 창출 능력

- 과점 산업 내 선도 기업, 높은 브랜드 인지도의 소비재 기업 등 확고한 비즈니스 모델로 경제 상황이나 업황의 영향을 덜 받으면서 꾸준히 수익을 내고 현금을 창출하는 기업들에 주목

## CSI800 지수 내 기업들 중 현금창출 능력이 뛰어난 기업들

코드	섹터	기업명	중문명	시가총액	FCF Yield (2021)	FCF Yield (2022)	FCF CAGR (2018-2022)
601318 CH	금융	Ping An Insurance Group Co of China Ltd	中国平安	817	47.9	81.7	21.7
601628 CH	금융	China Life Insurance Co Ltd	中国人寿	826	73.8	66.6	20.6
601699 CH	에너지	Shanxi Lu'an Environmental Energy Development Co Ltd	潞安环能	56	9.8	56.5	42.0
601555 CH	금융	SooChow Securities Co Ltd	东吴证券	41	26.0	51.5	43.4
600546 CH	산업재	Shanxi Coal International Energy Group Co Ltd	山煤国际	37	48.6	35.4	52.7
601898 CH	에너지	China Coal Energy Co Ltd	中煤能源	102	44.9	32.0	46.4
000983 CH	에너지	Shanxi Coking Coal Energy Group Co Ltd	山西焦煤	57	20.4	27.2	47.3
601225 CH	에너지	Shaanxi Coal Industry Co Ltd	陕西煤业	180	31.6	24.8	32.2
600188 CH	에너지	Yankuang Energy Group Co Ltd	兖矿能源	132	17.9	20.8	34.6
600918 CH	금융	Zhongtai Securities Co Ltd	中泰证券	49	5.6	17.4	113.7
601857 CH	에너지	PetroChina Co Ltd	中国石油	1374	8.5	15.3	19.2
600109 CH	금융	Sinolink Securities Co Ltd	国金证券	34	8.1	15.0	51.8
600741 CH	경기소비재	Huayu Automotive Systems Co Ltd	华域汽车	59	13.5	13.4	11.7
601618 CH	산업재	Metallurgical Corp of China Ltd	中国中冶	64	13.8	13.1	61.6
001872 CH	산업재	China Merchants Port Group Co Ltd	招商港口	38	19.6	12.9	20.7
600219 CH	소재	Shandong Nanshan Aluminum Co Ltd	南山铝业	37	6.1	12.1	140.2
000708 CH	소재	Citic Pacific Special Steel Group Co Ltd	中信特钢	74	9.7	11.8	73.1
601319 CH	금융	People's Insurance Co Group of China Ltd/The	中国人保	225	60.5	11.2	21.9
600018 CH	산업재	Shanghai International Port Group Co Ltd	上海集团	118	9.7	9.7	33.2
600398 CH	경기소비재	HLA Group Corp Ltd	海澜之家	34	18.4	9.6	13.1
601298 CH	산업재	Qingdao Port International Co Ltd	青岛港	37	5.8	9.2	43.4
003816 CH	유틸리티	CGN Power Co Ltd	中国广核	144	9.6	9.1	257.1
603939 CH	필수소비재	Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	益丰药房	35	5.3	8.9	91.5
601728 CH	통신서비스	China Telecom Corp Ltd	中国电信	503	15.2	8.2	31.9
600489 CH	소재	Zhongjin Gold Corp Ltd	中金黄金	54	6.9	7.4	58.2
002027 CH	통신서비스	Focus Media Information Technology Co Ltd	分众传媒	105	12.3	7.3	33.2
002032 CH	경기소비재	Zhejiang Supor Co Ltd	苏泊尔	37	4.6	6.9	13.7
601958 CH	소재	Jinduicheng Molybdenum Co Ltd	金钼股份	35	3.6	6.6	95.8
002223 CH	헬스케어	Jiangsu Yuyue Medical Equipment & Supply Co Ltd	鱼跃医疗	34	4.0	6.4	46.3
600132 CH	필수소비재	Chongqing Brewery Co Ltd	重庆啤酒	41	5.3	5.5	44.3

구분	선정기업 수	지수 내 구성 기업 수	선정 비율
에너지	9	21	43
소재	5	139	4
산업재	11	151	7
경기소비재	6	57	11
필수소비재	7	46	15
헬스케어	11	80	14
금융	7	89	8
IT	8	144	6
통신서비스	3	23	13
유틸리티	1	30	3
부동산	0	20	0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 디지털리서치팀

주: CSI800지수에 포함된 기업들 대상, 과거 5년 연속 FCF가 플러스를 기록한 기업, FCF의 CAGR이 10% 이상인 기업, 시가총액 300억 위안 이상인 기업들을 선정.

2022년의 FCF Yield가 높은 순으로 재정렬

# Compliance

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 미래셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.