

코로나 19 이후 G2 의 운명

코로나 19 와 중국의 홍콩 국가보안법 통과를 계기로 미/중 갈등은 더욱 복잡해짐.

19 세기 독일/영국 사례를 보면 관세 인상/기술 제한은 부작용이 컸음. 장기적으로 미/중 디커플링과 중국 자산에 대한 기회를 예상.



Strategist 허재환
Tel. 02)368-6176
jaehwan.huh@eugenefn.com

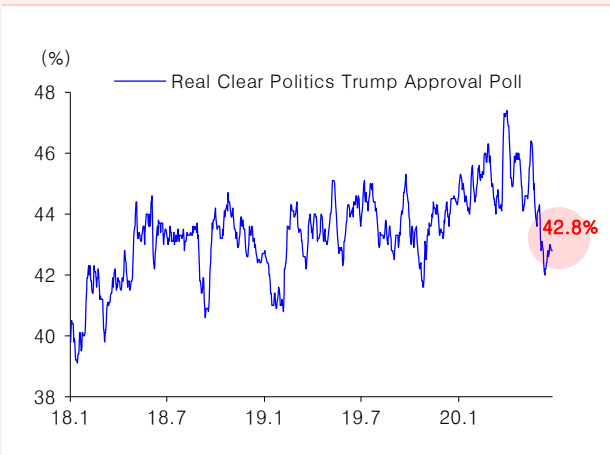


Summary

<EUGENE's View>

11 월 미국 대선을 앞두고 1 차 미/중 무역합의가 파기될 가능성은 낮다. 그러나 코로나19 에 대한 중국 책임론과 홍콩 국가보안법을 계기로 미/중 갈등은 단순한 잠재적 위협 요인이 아니라, 되돌리기 어려운 갈등 국면으로 전환되었다. 이러한 미/중 갈등 양상은 19 세기 영국/독일 패권경쟁과 유사하다. 당시 독일 GDP 가 영국과의 격차를 줄이는 과정에서 독일 증시가 강세를 보였다. 현재 중국은 부채 부담 때문에 관세 갈등 및 코로나19 위기에 도 경기 부양에 소극적이다. 그러나 중장기적으로 미국과의 디커플링을 통해 중국 자산에는 기회 요인이 될 전망이다.

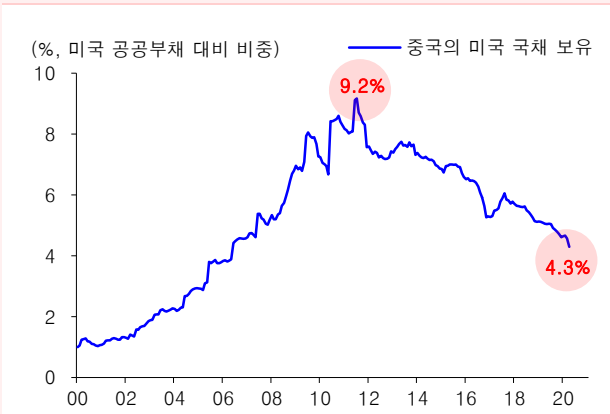
코로나19 이후 40% 초반대까지 떨어진 트럼프 지지율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 지난 6/23 일 피터 나바로 백악관 무역/제조업 정책 국장은 미중 1 차 무역합의가 끝났다고 발언함. 이후 발언을 번복하며 해프닝으로 끝났음. 그러나 6/30 일 미국은 홍콩의 특별지위를 박탈했고, 중국도 홍콩 국가보안법을 통과시킴. 양국 관계는 시한폭탄처럼 불안함.
- 11 월 미국 대선을 앞두고 트럼프 대통령이 당장 1 차 무역합의를 포기하지는 않을 것임. 그러나 **트럼프 대통령 지지율이 40%대 초반까지 하락한 만큼 11 월 이전 미/중 갈등은 다시 높아질 가능성이 높음.**
- 2018~19 년 학습효과를 감안하면 미/중 관세갈등 재현 시 위험자산 가격이 하락하는 가운데 미국 이외 증시가 부진하고, 달러가 강세로 반전될 가능성이 높음.

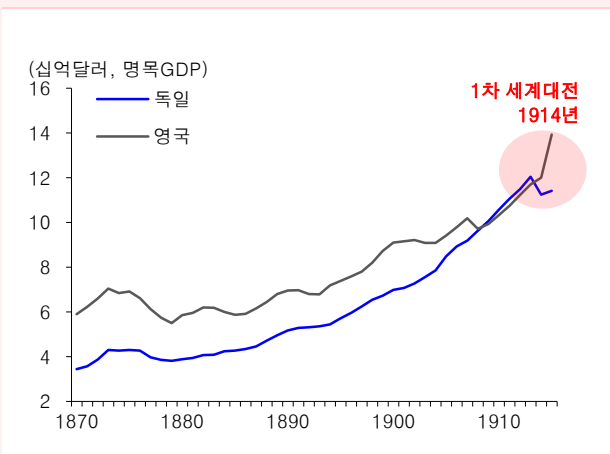
중국의 미국 국채 보유 비중 4%대로 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 중국은 적극적인 대응을 자제하고 있음. 미국 국채 매각은 이론적으로 가능하나, 미국 국채 시장에서 차지하는 비중이 4~5%로 크게 감소했음. **치명적인 타격을 주기 어려움. 중국 정부는 최대한 시간을 벌고자 방어적일 전망.**
- 중국 정부의 현실적인 대응 수단은 제한적임. 1) 신뢰할 수 없는 기업 리스트 2) 미국 기업들의 마카오 영업 제한 3) 대미 희토류 수출 금지, 4) 미국 Tech 제품 수입 금지 등이 있음. 하지만 중국의 피해도 만만찮음.
- 대신 중국 정부는 '서부대개발'과 '공급개혁' 등 **내수 확대와 국유기업 개혁에 주력**하고 있음. 미국 의존도를 낮추기 위한 현실적인 대안

1 차 세계대전 직전 영국 경제 규모를 상회한 독일



자료: JORDÀ-SCHULARICK-TAYLOR MACROHISTORY DATABASE, 유진투자증권

- 이러한 미/중 패권갈등은 19 세기 영국/독일 간 갈등과 매우 유사함.
- 당시 영국은 자유 시장경제를 표방하며, 산업혁명을 주도했음. 영국을 따라잡기 위해 독일은 **국가주도로 영국 기술을 모방하고, 자국기업을 성장**시켰음. 영국 전신기술을 복제해 자국 시스템을 발전시켰고, 베를린-바그다드 철로 건설을 추진했음. **영국은 독일에 대해 관세를 인상하고, 기술 접근을 제약**했음.
- **영국의 관세 인상 등 각종 견제 정책은 오히려 영국에 부정적**이었음. 반면 다른 유럽국가들이 독일 제품에 더 의존하면서 경제력 격차는 축소되었음. 1 차 세계대전 직전 독일은 영국 GDP 를 따라잡게 됨. 이 과정에서 독일 증시가 영국보다 강세를 나타냄.

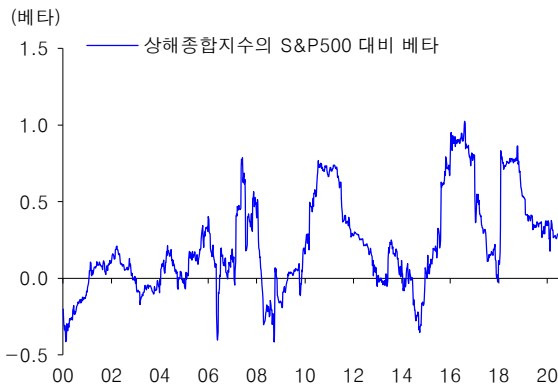
미국 대비 중국 통화량 확대 미미, 중국 증시 상대적 약세



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 단기적으로 미/중 갈등 국면에서 중국 증시가 강세를 보이기는 어려움. 중국은 부채 부담이 높아 미/중 관세갈등 국면과 코로나 19 위기에도 과도한 경기 부양책을 쓰지 않고 있음. 중국 정부는 인프라 투자 이외 적극적인 부양책을 사용하지는 않을 전망이다.
- 이는 중국 및 신흥국 증시에 부정적일 전망이다. 중국 M2 증가율이 미국 M2 증가율보다 낮을 때 중국 증시는 부진했음. 중국 부양책 기대가 낮다는 것은 그만큼 중국 수요에 민감한 원자재 및 신흥국 주식시장 전망에 부담.
- 이러한 환경은 통신/Tech 업종에게는 유리하나, 소재/산업재/금융 산업에게는 비우호적일 것으로 예상됨.

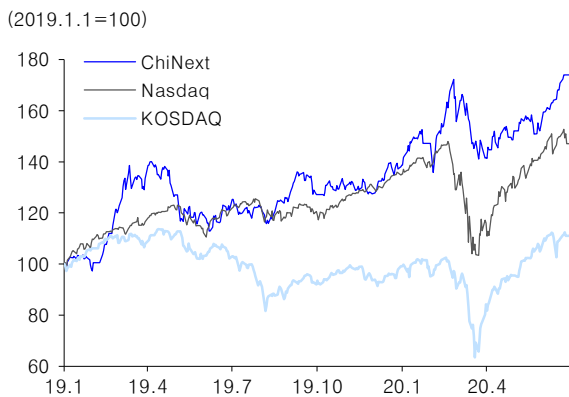
미/중 갈등 이후 중국 본토증시의 미국 증시에 대한 민감도 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 장기적으로 미국과 중국 간 디커플링이 예상됨. 미국과 중국 모두 상호 의존도를 낮추기 위한 노력이 장기화될 것으로 보임.
- 동행 관계가 유지되고 있으나, 중국 본토 증시의 미국 증시에 대한 민감도는 2016~17년 이후 점차 낮아지고 있음(베타 하락). Tech와 에너지 산업을 제외하면 중국 기업들의 미국 매출 비중도 높지 않음.
- 중국 본토증시의 베타 하락은 해외 투자자들의 중국 증시 비중 확대 요인이 될 수 있음. 한국 증시에서도 미국 대비 중국 영향력이 더 확대될 전망이다.

코로나19 이후 나스닥과 함께 중국 ChiNext 시장 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 장기적으로 중국 성장기업들과 내수 기업들이 유망할 전망이다.
- 기업 규모뿐 아니라 성장성 측면에서 미국과 견줄 만한 나라는 중국밖에 없음. 중국 유니콘 기업 수는 미국의 절반이나, 중국 내수 시장 확대와 더불어 계속해서 늘어날 것으로 예상. 코로나 19 이후 나스닥시장이 강세를 보인 것과 마찬가지로 중국 ChiNext 시장이 강세를 보임.
- 시장 내부적인 변화도 상당함. 중국 본토증시에서도 시가총액 1위 기업이 공상은행에서 귀주모태로 바뀌었음. 중국에서도 전통 산업의 영향력이 축소 반면, 소비 및 건강관리/Tech 산업의 영향력이 확대되고 있음. 중국 Local 시장에서 지배력이 높은 업체들에 대한 관심은 유효함

Contents

I. 하반기 위험 요인, 미/중 갈등	6
코로나 19와 홍콩 국가보안법 통과로 더 악화된 G2 관계	6
당장 1차 무역합의 파기 가능성은 낮아	7
미국 관세 인상에 대한 학습효과	8
II. 향후 중국의 대응 방법	10
강경 대응 자제, 방어적 대응 국한	10
현실적인 중국의 대응 방법	11
내수 강화를 위한 '서부대개발'과 '공급개혁'	12
III. 19세기 영국과 독일 사례	14
현재 미/중 갈등은 19세기 독일/영국 경쟁과 유사	14
청나라 시대 이후 오랫동안 독일을 벤치마크한 중국	15
200년전 영국/독일과 현재 미/중 갈등과 유사점	16
19세기 영국의 관세 인상 불구, 독일 교역우위 유지	17
영/독 격차 축소 국면에서 독일 주식시장 강세	18
IV. 미/중 갈등이 금융시장에 주는 시사점	19
당장 중국/신흥국 증시 강세 기대는 어려워	19
Tech와 방어적 섹터로 선별적 접근	20
그러나 중장기적으로 미/중 디커플링, 중국 영향력 확대	21
나스닥만큼 강한 ChiNext, 중국 성장주 관심	23
중국 내수기업 유망	25

I. 하반기 위험 요인, 미/중 갈등

코로나19와 홍콩 국가보안법 통과로 더 악화된 G2 관계

2020 년 하반기 위험 요인 중 하나는 미/중 갈등이다. 2019 년 11 월 미/중 무역갈등은 겨우 봉합되었다. 그러나 코로나19 이후 미/중 관계는 더 복잡해졌다. 트럼프 정부가 코로나 19 확산에 대한 일부 책임을 중국에게 묻고 있기 때문이다.

지난 5 월 이후 미국의 대중 정책은 강화되고 있다(도표 1). 연방퇴직기금에서 중국 주식 투자를 중단시킨 것을 시작으로, 화웨이에 대한 반도체 수출을 규제했다. 회계기준을 위반한 외국기업들의 상장을 폐지할 수 있는 외국기업책임법을 통과시켰다. 중국 정부가 끌고 싶어하는 위구르족 탄압 관련 제재 법안도 만들었다.

여기에 트럼프 대통령은 중국의 홍콩 국가보안법 제정 이후 홍콩 특별지위 박탈 절차를 시작하겠다고 했다. 당장 무역전쟁은 없지만, 미국의 중국에 대한 압박은 Tech 기업, 금융, 인권 등 폭넓게 확대되고 있다.

더군다나, 지난 6/23 일 피터 나바로 백악관 무역/제조업 정책국장은 중국이 바이러스를 퍼뜨렸다고, 트럼프 대통령이 1 단계 무역합의 폐기를 결정했다고 언급하기도 했다(도표 2).

이후 번복되기는 했으나, 미/중 관계가 악화된 것을 부인하기는 어렵다. 향후 중국 정부의 대응은 어떤 것이 있을 수 있고, 그에 따른 시사점은 무엇인지 고민해 볼 만한 시점이다.

도표 1 5 월 이후 강화되는 미국의 대중 정책

날짜	내용
06 월 29 일	■ 미 상무장관, 홍콩의 특별대우 중단 (수출 면허 예외 등), 홍콩에 美산 군수장비 수출 중단
05 월 29 일	■ 트럼프, 홍콩 특별지위 (1992년 제정된 홍콩정책법 상 특혜) 박탈 절차 시작
05 월 28 일	■ 남중국해 파라셀 군도 해역에 美 함정 파견
05 월 28 일	■ 美 법무부, 25억 달러 규모의 북한 돈세탁에 관여한 혐의로 중국 국적의 은행 관계자 5명 기소
05 월 27 일	■ 美 하원, 위구르족 탄압 관련 中 관료 제재 법안 통과
05 월 25 일	■ 외국인 노동자의 입국 규제를 연장하거나 확대하는 추가 행정명령에 서명 예정 보도 (美 유학생의 34%는 중국인)
05 월 22 일	■ 美 상무부, 대량살상무기(WMD) 및 위구르 인권탄압 이유로 33개 中 회사와 기관을 블랙리스트에 포함
05 월 20 일	■ 美 상원, 중소기업이 美증시에 상장할 수 없도록 할 수 있는 ' 외국기업책임법 ' 만장일치로 통과
05 월 15 일	■ 美 상무부, 화웨이 에 대한 반도체 수출 규제 강화, 美 기술 활용 해외 기업이 화웨이에 반도체 공급시 美 허가 필요, 화웨이 역시 美 반도체 구입시 허가 필요
05 월 13 일	■ 美 상무부, 화웨이 등 국가안보 위협 기업의 통신장비 사용금지 행정명령(2019년 5월 시작)을 2021년 5월까지 추가 1년 연장
05 월 12 일	■ 트럼프, 美 연방퇴직저축투자위원회(FRTIB)에 中 주식 투자 계획 중단 지시

자료: 유진투자증권

도표 2 미중 1 차 무역합의 폐기를 언급했다가 번복한 피터 나바로 백악관 무역제조업 정책 국장



자료: 연합뉴스

당장 1 차 무역합의 파기 가능성은 낮아

1 차 미/중 무역합의가 파기될 가능성은 낮다. 미중 무역분쟁은 2018 년 이후 거의 2 년에 걸쳐 진행되었다(도표 3). 지난 1 월에 우여곡절 끝에 합의에 도달했다. 공식적으로 합의한 지 반년 정도 지나지 않았다. 미국도 중국도 당장 관세전쟁을 할 여건이 아니다.

우선, 트럼프 대통령의 지지율은 40%대 초반대로 하락했다(도표 4). 트럼프 대통령 지지율이 코로나19 직전 47%대였다. 코로나19 이후 평가가 악화되었다. 지금보다 경기 상황이 나쁘지 않았던 2018~19 년에도 미/중 관세 분쟁은 주식시장과 경제에 썩 좋지 않았다. 지금 관세를 올리면서까지 갈등을 악화시킬 가능성은 낮다.

더군다나, 미국의 대중국 무역적자가 이제 겨우 축소되고 있다(도표 5). 4,000 억 달러대까지 확대되던 무역적자가 최근 3,147 억 달러로 감소했다. 중국의 대미 수입이 늘어나지는 않았다. 중국의 대미 수출이 빠르게 감소한 것이다.

1 차 무역 합의 이후 미/중은 상호 합의의 결과를 분기 및 반기별로 확인하기로 했다. 그런데 코로나 19 로 올해 상반기 무역합의 성과를 평가하기가 쉽지 않다.

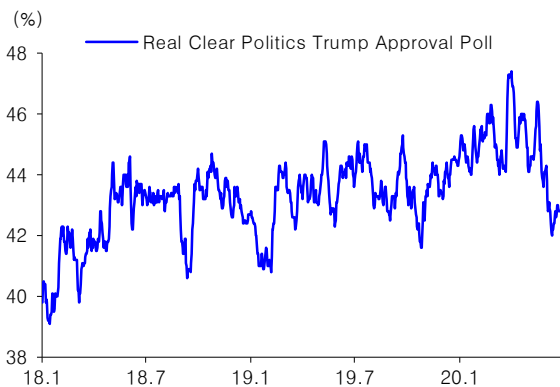
미국 입장에서는 적어도 3 분기까지 중국의 미국산 제조업/에너지/농산물 수입이 늘어나는지 여부를 확인할 필요가 있다. 미국이 지금 당장 1 차 무역합의를 파기하기에는 지금까지 미국이 얻은 성과가 별로 없다. 올해 하반기에는 양국 모두 지켜볼 가능성이 높다.

도표 3 미/중 무역분쟁 일지

미국 - 중국 무역분쟁 주요 일지	
미국	중국
(현지시간 기준) 2018년	
트럼프, 500억 달러 규모 중국산 제품에 관세 부과	3.22
중국의 대미 투자제한 등의 내용 담은 행정명령 서명	4.2
통상장비 등 25% 관세 대상 500억 달러 규모 품목 발표	4.3
	4.4
340억 달러 규모 중국산 제품에 25% 관세 발표	7.6
160억 달러 규모 중국산 제품에 25% 관세 부과	8.23
2천억달러 규모 중국산 제품에 10% 관세 부과	9.24
2019년	
2천억 달러 규모 중국산 제품 관세율 10%에서 25%로 인상	5.10
재무부, 중국을 환율조작국으로 지정	6.1
1,120억달러 규모 중국산 제품에 15% 관세 부과	8.5
미중 무역협상 1단계 합의 발표	9.1
트럼프 1단계 무역합의안 승인	10.11
	12.12
2020년	
재무부, 중국에 대한 환율조작국 지정 해제	1.13
미중 1단계 합의안 서명	1.15
지난해 12월 15일부터 시행 계획이던 1600억 달러 규모에 대한 관세 부과 철회. 다른 1200억달러 규모에 부과해 15% 관세를 7.5%로 축소	
	미국산 돈육 등 8개 품목에 25%, 120개 품목에 15% 관세 부과
	미국산 대두, 자동차 등 106개 품목에 25% 관세 부과 방침 발표
	같은 규모 미국산 45개 품목에 25% 관세 부과 같은 규모로 25% 관세 부과
	600억 달러 규모 미국산 제품에 5~10% 관세 부과
	600억 달러 규모 미국산 제품 관세율 5~25%로 인상
	750억 달러 규모 미국산 제품에 5~10% 보복 관세
	미국산 농산물 대폭 구매, 지적재산권 보호와 금융서비스시장 개방 등 강화 약속
	4개 부문에서 향후 2년간 2천억 달러 제품 구매 (공산품 777억, 농산물 320억, 에너지 524억, 서비스 379억 달러)

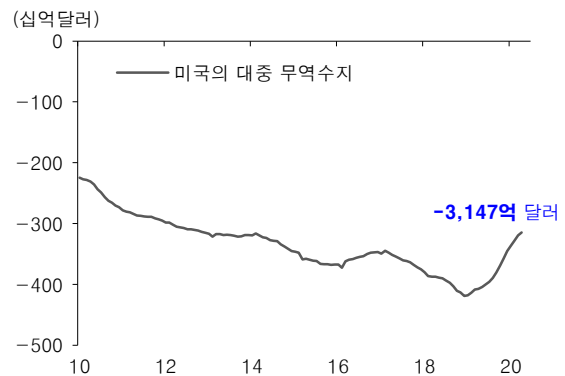
자료: 연합뉴스

도표 4 40% 초반대로 하락한 트럼프 대통령 지지율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 5 2019년 하반기 이후 美의 對中 무역적자 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

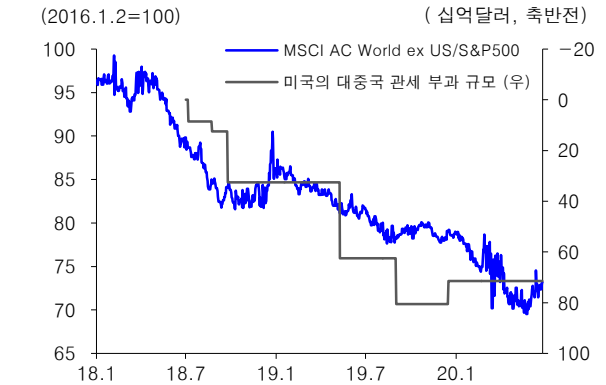
미국 관세 인상에 대한 학습효과

1 차 미/중 무역합의가 파기될 경우 가장 쉽게 생각할 수 있는 위협은 1) 미국이 중국산 제품에 대해 관세를 올리거나, 2) 중국을 제차 환율조작국으로 지정하는 것이다.

금융시장은 미/중 갈등에 대해 나쁜 기억을 갖고 있다. 2018~2019년 미/중 간 관세 갈등이 높아졌다. 동 기간 동안 미국 이외 글로벌 주식시장은 부진했다(도표 6). 반면, 미국의 대중국 관세 부과 규모가 멈추거나, 중단되었을 때 미국 이외 주식시장이 강했다.

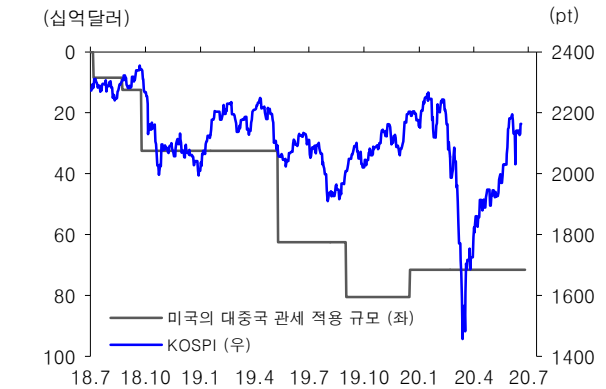
한국 주식시장도 그랬다. 미국의 대중국 관세 압박이 높아지는 국면에서 KOSPI 는 한 단계 내려 앉았다(도표 7). 미중 무역갈등이 높아지고 관세 갈등이 심해지는 경우, 미국 이외 글로벌 주식시장은 생각보다 부진할 가능성이 높다.

도표 6 미국 관세 인상 국면에서 미국 이외 증시 부진



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7 미국 관세 인상 국면에서 KOSPI 부진



자료: Bloomberg, 유진투자증권

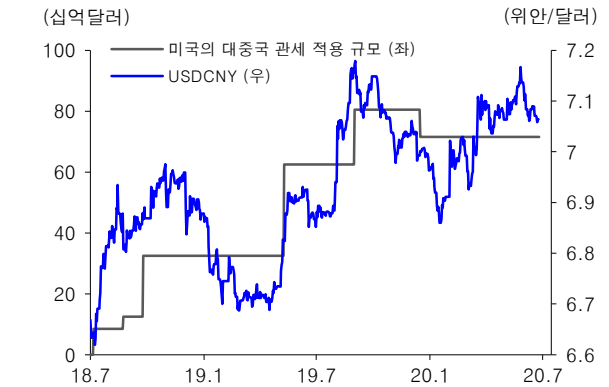
미/중 갈등은 중국 위안화 등 아시아 통화에도 부정적일 가능성이 높다.

미국의 대중국 관세 부과 규모가 늘어나는 국면에서 위안달러는 상승했다(도표 8). 즉 위안화 가치가 달러 대비 하락했다. 미국의 관세 부과 규모만큼 위안화가 절하되면 중국 수출과 기업들에게 미치는 부정적 영향이 상쇄되기 때문이다.

원달러 흐름도 위안달러에 연동되어 움직였다(도표 9). 미국의 대중국 관세 적용 규모가 늘어날 때마다 원달러도 계단형으로 올랐다. 그만큼 원화 가치가 하락한 것이다.

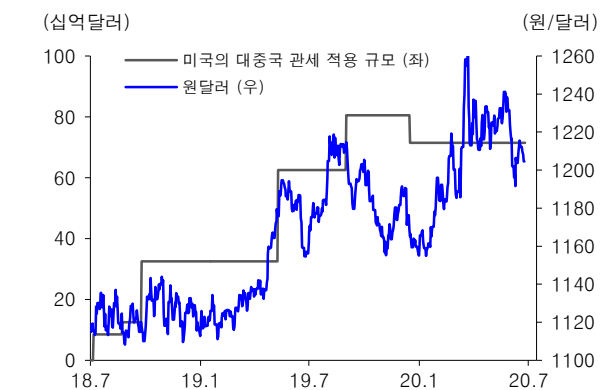
금융시장은 직전 위기에 대한 학습효과에 민감하다. 1차 무역합의가 파기될 경우, 안 그래도 코로나19 이후 경기 회복에 대한 우려가 남아 있는 상황에서 위험자산 가격은 크게 흔들릴 가능성이 있다.

도표 8 미국 관세 인상 국면에서 위안달러 상승(위안화 약세)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9 미국 관세 인상 국면에서 원달러 상승(원화 약세)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

II. 향후 중국의 대응 방법

강경 대응 자제, 방어적 대응 국한

험악해지고 있는 미/중 관계에 비하면 중국의 대응은 조용하다. 홍콩 국가보안법을 제정했다. 서방 국가들의 반대를 무릅썼다. 그러나 이는 국내 문제로 볼 수 있다. 이를 제외하면 중국 정부의 이렇다 할 만한 보복이나 대응이 뚜렷하지 않다(도표 10). 코로나 19 에 대한 책임을 묻는 추궁에 대해서도 중국 정부는 트럼프 대통령을 겨냥하지 않았다. 대신 폼페이오 국무장관을 비난했다.

중국 정부는 직접적인 대치를 피하면서 시간 벌자는 쪽으로 방향을 정한 것으로 보인다. 객관적으로 중국은 경제적으로, 군사적으로 미국에 비해 열위에 있기 때문이다.

중국 정부가 1 단계 무역합의를 준수하려는 최소한의 노력은 할 것으로 예상된다. 굳이 미/중 관계를 더 악화시킬 필요는 없다. 그러면 서도 중국 정부는 약해 보이고 싶지는 않다.

중국이 꺼낼 수 있는 정책 카드로 중국이 보유하고 있는 미국 국채 매도가 언급된다. 1 조 달러의 미국 국채 보유 규모는 상당하다.

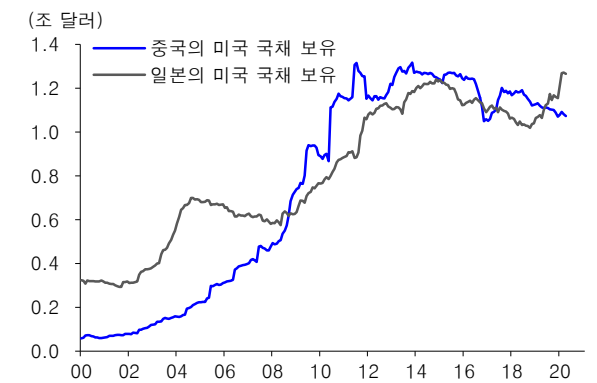
그러나 중국의 미국 국채 보유 규모는 2014~15 년 이후 감소하고 있다(도표 11). 현재 미국의 국채 잔액 또는 공공부채 대비로는 4.3%에 불과하다(도표 12). 중국 정부가 미국 국채를 매도한다고 해서, 일부에서 우려하는 재앙이 벌어질 정도는 아니다.

도표 10 중국의 대응, 홍콩 보안법 이외 강경한 대응을 찾아 보기 어려워

날짜	내용
06월 30일	■ 中 전인대 상무위원회, 홍콩 국가보안법 통과, 7/1일부터 발효
06월 1일	■ 中, 농산물 수입 공기업들에게 美 대두, 돼지고기 수입 중단 지시, 그러나 이후 사실 부인
05월 28일	■ 홍콩 보안법 전인대 통과(찬성 2,878표, 반대 1표)
05월 27일	■ 주석단, 홍콩 보안법 강화 개정안 승인 ■ (차별 대상을 '행위'에서 '행위와 활동'으로 넓힘)
05월 22일	■ 전인대 개막일 홍콩보안법 초안 공개
05월 15일	■ 애플, 보잉, 퀄컴 등을 '신뢰할 수 없는 기업 리스트'에 추가 검토

자료: 유진투자증권

도표 11 2014~15년 이후 중국의 미국 국채 보유 규모 감소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 12 중국의 미국 국채 보유 비중 4.3%에 불과



자료: Refinitiv, 유진투자증권

현실적인 중국의 대응 방법

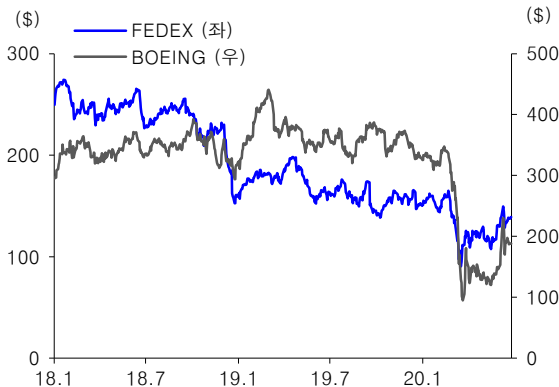
중국 정부가 대응할 수 있는 현실적인 방법은 크게 네 가지다.

- **‘신뢰할 수 없는 기업 리스트(unreliable list)’**: 보안 등 이유로 해당 기업들의 중국 내 영업을 막는 것이다. 가장 자주 언급되는 기업들이 Fedex, 보잉 등이다(도표 13).
- **마카오에서 미국 기업 영업 제한**: 이미 마카오와 라스베가스 는 비교 대상이 아니다. 마카오 카지노 매출은 362억 달러로 라스베가스 매출 73억 달러보다 5 배 많다. 미국 리조트/레저 업체 들에게 직접적인 타격이 예상된다(도표 14).

- **희토류 수출 제한**: 2011~12년 센카쿠열도를 둘러싼 갈등 당시 중국은 일본에 대해 전방위적으로 압박을 가했다. 중국에서 반 일 시위와 불매운동이 2년간 벌어졌다. 뿐만 아니라 중국 정부는 희토류 수출을 제한했다. 당시 일부 희토류 가격은 단번에 6 배 올랐다(도표 15).
- **중국 매출 비중이 높은 미국 Tech 기업들의 영업 제한**: 가장 가능성이 높다. 예를 들어, 퀄컴과 시스코 등은 매출에서 중국 비중이 상당하다(도표 16). 중국도 피해가 적지 않겠으나, 미국 기업들에 대한 직접적인 피해가 예상된다.

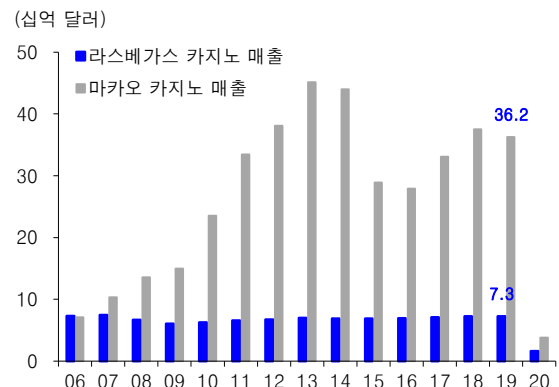
이상의 네 가지 방법은 미국 경제에 아주 치명적이지 않다. 한파로 시원한 한방이 없다. 중국 경제나 기업들에게도 피해가 있다. 중국 정부가 자극적인 대응을 자제하는 이유다. 하반기 미/중 갈등이 금융시장에 심각한 영향을 주지는 않을 것으로 예상된다.

도표 13 중국 매출 비중이 높은 미국 운송 및 항공기 기업



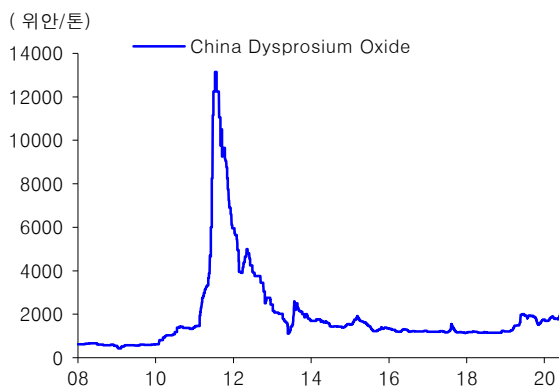
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14 마카오 카지노 매출은 라스베가스의 5 배



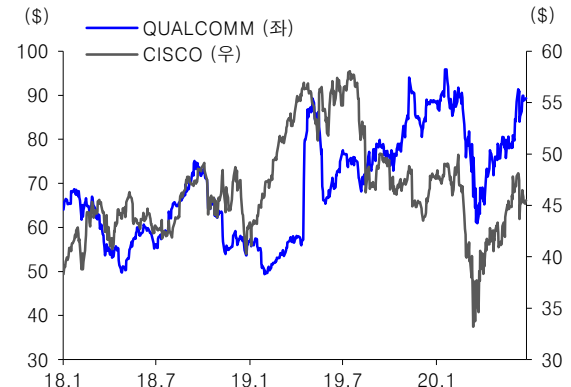
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15 일본과의 분쟁 당시 희토류 가격 급등



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 16 중국 매출 비중이 높은 미국 Tech 기업



자료: Bloomberg, 유진투자증권

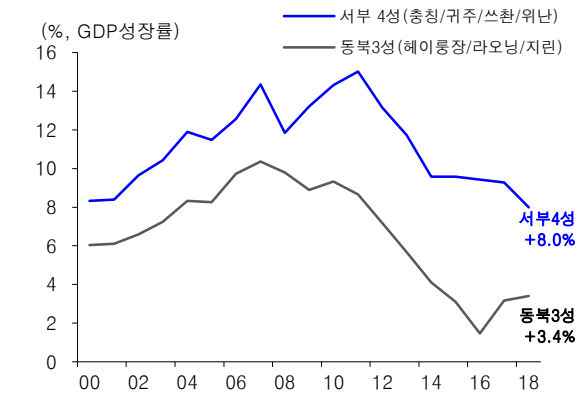
내수 강화를 위한 '서부대개발'과 '공급개혁'

대신 중국은 자립과 내수 강화를 통해 미국에 대한 의존도를 낮출 것으로 예상된다. 구체적인 방법으로 생각해 볼 수 있는 것은 '서부대개발'과 '공급측 개혁'이다.

서부대개발은 이미 20년 이상 진행되었다. 중국 면적의 2/3 이상이지만 동부 지역에 비해 낙후된 서부지역 개발을 통해 내수를 확대할 수 있다. 지난 5월말 전인대에서 중국 정부는 2035년까지 서부지역 현대화 계획을 재차 강조했다(도표 19). 2035년까지 서부 지역 인프라를 확대해, 동부지역 생활 수준으로 향상시키겠다는 것이다.

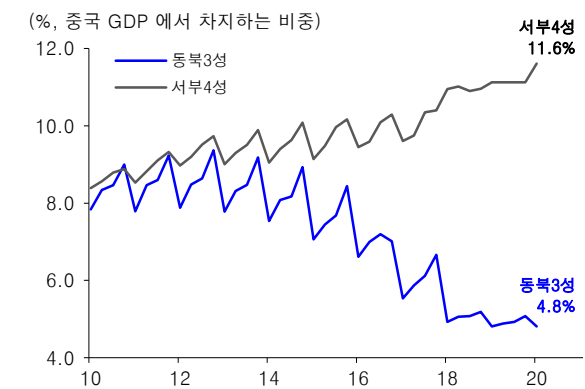
실제로 서부 4성, 충칭/귀주/쓰촨/위난 성의 최근 GDP 성장률은 8.0%로 동북 3성 성장률보다 2배 이상 빠르다(도표 17). 서부 4개성이 중국 GDP에서 차지하는 비중은 11.6%로 늘어나고 있다(도표 18). 이번 서부대개발 계획에는 신에너지와 인프라가 핵심이다.

도표 17 동북 3성에 비해 2배 이상 빠르게 성장 중인 서부



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 18 서부지역의 GDP 비중 10%를 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

공급측 개혁도 새로운 계획은 아니다. 2012 년말 시진핑 주석이 취임한 이후 지속적으로 강조되고 있다.

이번 5 월 전인대 이후 중국 정부가 강조한 것은 세 가지다. 1) 국유 기업들의 독점력을 축소하고, 대신 중소기업을 지원하겠다는 것과 2) 철강/석유화학 산업 등 공급과잉 산업들에 대한 구조조정과 3) 디지털 공급사슬을 구축하겠다는 것이다.

즉 외형 성장보다는 질적 성장을 추구하고, 기업들의 수익성을 개선 시키겠다는 것이다. 중국 정부는 중국 기업들의 체력을 강화하는 것이 최선의 대안이라고 생각하는 듯 하다. 장기전을 준비하는 것이다.

도표 19 중국 서부대개발 계획

의미	<ul style="list-style-type: none"> 중국 전체 면적의 2/3를 차지하고 있으나 상대적으로 인구가 적고 자연 조건이 좋지 않아 경제가 낙후된 서부지역을 개발하여 중국의 지역 간 경제격차를 해소하는 사업
지역	<ul style="list-style-type: none"> 6개 성, 1개 직할시, 5개 자치구와 3개 자치주를 포함하여 중국 영토의 71.4%에 해당
중장기 계획	
2000~2010	<ul style="list-style-type: none"> 기초 단계: 인프라 확충과 시장메카니즘 조성, 특화 산업 육성
2011~2030	<ul style="list-style-type: none"> 발전가속화 단계: 서부지역 인프라 공고화 및 경제산업화 등 <ul style="list-style-type: none"> - 2020년까지 서부지역의 생태환경, 상업환경, 개방환경, 혁신환경 등을 개선 - 2035년까지 서부지역 사회주의 현대화를 실현하고, 공공서비스/인프라 시설을 확대하며, 서부지역 생활 수준을 동부지역 수준으로 향상
2031~2050	<ul style="list-style-type: none"> 전면적 현대화 단계: 산악 및 농업지대 등 외곽지역 개발 가속화 및 서부지역 주민 생활수준 향상 등

자료: 유진투자증권

도표 20 중국 공급측 개혁

기업 지원 확대	<ul style="list-style-type: none"> 중소기업, 자영업자 비용 경감 및 대출 지원 등 코로나19 위기 극복 지원
제조업의 질적 발전 촉진	<ul style="list-style-type: none"> 제조업 핵심 경쟁력 제고, 중장기 대출 지원 철강 및 석유화학산업 구조조정 및 개혁 추진 친환경제조 프로젝트 시행
산업 공급 사슬 안정	<ul style="list-style-type: none"> 산업생태계를 주도 기업 육성, 선진제조업 클러스터 구축 산업인터넷 혁신 발전 촉진으로 경쟁력 있는 산업사슬 구축 물류, 운송 네트워크 구축 및 기업의 핵심 물자비축 확대 지원
신성장동력 육성	<ul style="list-style-type: none"> 디지털 공급사슬 구축, 디지털 상거래 발전 디지털경제혁신발전시험지구 건설 등 '디지털 경제'의 중점 육성 빅데이터 전략 및 '인터넷플러스' 혁신 정책
식량안보 농산물시장 공급 안정	<ul style="list-style-type: none"> 농업 공급 구조개혁 심화, 과학기술 역할 강화, 농산물 콜드체인 인프라 건설, 농촌 전자상거래 발전, 주요 농산물 수입 다원화 등을 추진
에너지	<ul style="list-style-type: none"> 에너지원의 안정적인 생산 공급 시스템 구축
안보 보장	<ul style="list-style-type: none"> 국내외 에너지시장 리스크 대응방안 마련 석유 및 가스 파이프라인 네트워크 구축

자료: 유진투자증권

III. 19 세기 영국과 독일 사례

현재 미/중 갈등은 19 세기 독일/영국 경쟁과 유사

궁극적으로 미/중 갈등은 장기화될 가능성이 높다. 그렇다면 미/중 갈등은 향후 어떻게 전개될 것이며, 금융시장에 주는 시사점은 무엇일까?

미/중 갈등은 80 년대 미/일과도 비교할 수 있다. 당시 미국과 일본은 패권경쟁으로 보기는 어렵다. **패권 경쟁 측면에서는 19 세기 영국과 독일 간 경쟁을 비교해 볼 필요가 있다.** 정치/사회/경제적인 측면에서 미국/일본 간 경쟁에 비해 지금과 유사점이 많다.

19 세기 영국은 지금 미국과 같다. **자유 시장 경제체제였다. 산업혁명을 주도하면서 기술적으로 우월했다.** 반면 독일은 현재 중국과 유사했다. 독일 정치체제는 **독재였다.** 경제는 **정부주도였다.** 영국의 산업화를 **그대로 따라하는(copy) 전략**이었다. 독일 금융기관들에게 영향력을 행사해 **자국 산업을 육성**시켰다(도표 22). 이러한 과정에서 독일 GDP 는 1900 년대 초 영국을 따라잡았다(도표 21).

문제는 이러한 독일의 성장방식에 **영국이 불만을 가지기 시작하면 서부터다.** 이후 영국과 독일은 관세 인상, 지적재산권 분쟁 등을 거치면서 갈등 관계가 이어졌다. 결국 1 차 세계대전으로 이어졌다.

도표 21 1 차 세계대전 직전 영국 경제 규모를 상회한 독일

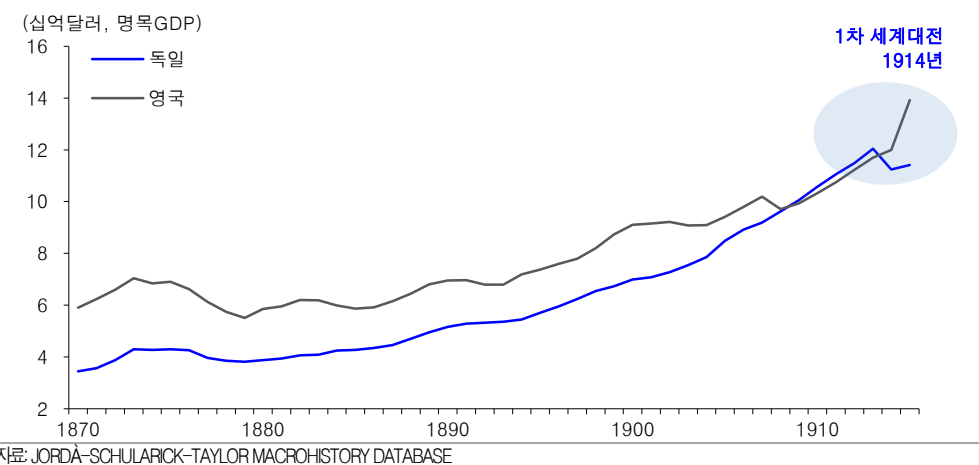


도표 22 19 세기 영국 vs. 독일 간 패권 경쟁과 현 국면의 유사점

	19 세기 영국	19 세기 독일	20~21 세기 중국
시스템	자유 시장경제	독재, 정부주도, 자국 산업 보호 발전	공산당 및 정부주도 사회주의
당시 산업화	1차 산업혁명 주도	영국보다 100년 산업화 후행	1978년 이후 산업화
주도 인물		비스마르크 총리	등소평 개혁개방/산업화 주도
경제 주도	시장 경제, 경쟁 중심	공정경쟁보다 국가의 힘이 중요 국가 주도 경제/기술 발전	정부 주도 산업화 및 기술 발전
발전 모델	독일의 발전 방식 불만 및 견제	영국의 발전모델 따라하기(copy) 자국 발전 계획, 자국 산업 육성 전략 독일은행의 전폭적인 지원	짜퉁으로 R&D 비용/시간 절약 5개년 국가주도 발전계획 국유은행들이 정부 계획 지원

자료: 유진투자증권

청나라 시대 이후 오랫동안 독일을 벤치마크한 중국

흥미로운 점은 중국의 성장 모델이 독일과 유사한 것은 상당히 오래된 일이라는 점이다. 단적으로 보여주는 에피소드가 있다.

중국 근대화의 시초라고 할 수 있는 **이홍장**은 청나라 말기 부국강병을 위해 양무운동(서구화를 통한 자강운동)을 주도했다(도표 23). 당시 이홍장은 **독일 철혈 재상 비스마르크**를 존경해, 평소 그의 사진을 지니고 있었다고 할 정도였다(도표 24). 오토 폰 비스마르크 총리는 군비확장을 통해 독일 제국을 통일한 인물이다.

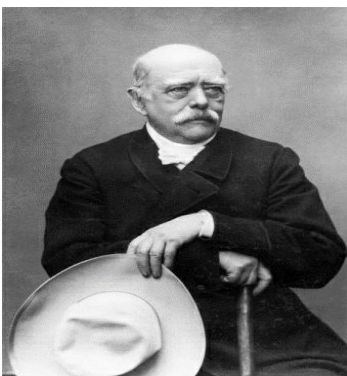
이홍장이 존경하는 또 다른 인물은 대포왕으로 유명한 **알프레드 크루프**다(도표 25). 알프레드 크루프는 20 세기 초 유럽 최대 기업이 되는 크루프사(Krupp)를 키운 인물이다. 99 년에 티센(Thyssen)과 합병해 탄생한 티센크루프(ThyssenKrupp)의 전신이다.

도표 23 청나라 근대화의 시초 이홍장



자료: Google Image

도표 24 독일 오토 폰 비스마르크 총리



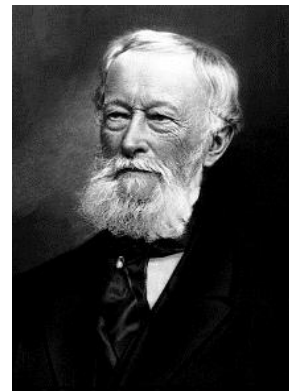
자료: Google Image

알프레드 크루프는 영국에 이어 후발 산업국가인 독일에서 철강산업을 비약적으로 발전시켰다. 품질이 좋은 철을 활용해 대포 등 무기를 개발했다. 독일이 산업국가이자, 막강한 군사 국가가 되는 데 기여했다. 독일 비스마르크 총리와 크루프 모두 유사한 시기에 국가 주도 경제 성장 모델을 강력하게 추구한 인물들이다.

훗날 대만 총통이 되는 **장개석**도 종종 후임자들에게 독일 비스마르크 총리가 어떻게 독일을 통일했고, 독일 통일을 당시 중국에 적용할 수 있을지에 대해 연구했다. **중국이 공산화된 이후에도 산업화 과정에서 중국인들이 벤치마크한 것은 독일이었다.**

반면 19 세기 영국은 독일의 이러한 가파른 산업화와 성장을 일종의 Cheating 으로 인식했다. 영국 언론에서는 종종 독일인들이 영국의 제조업 기밀을 빼돌린다고 보도하기도 했다. 지금 미국 정부가 중국에 대한 비판과 다르지 않다.

도표 25 독일 대포왕, 알프레드 크루프



자료: Google Image

200 년전 영국/독일과 현재 미/중 갈등과 유사점

영국/독일 패권 경쟁 양상은 현재 미/중 갈등과 매우 유사하다.

- **기술/통신 스탠더드**: 당시 영국이 기술적 우위를 가질 수 있었던 것은 무선 전신기술 덕분이었다. 영국 전신기술은 글로벌 스탠더드였다(영국 점유율 60%). 독일은 빌헬름 2 세 주도로 독자 시스템을 개발했다. 독일 내 영국 시스템 사용을 금지했다. 현재 중국이 미국 인터넷 업체들을 규제하고, 자국 업체들을 지원하는 것과 같다.
- **기술 습득방식**: 19 세기 영국은 독일이 기술을 훔쳐 영국 기술을 따라잡고 있다고 인식했다. 이에 영국은 독일 제품에 대한 관세를 인상했다. 제품에 원산지를 강제로 표시했다. 그러나 독일은 지속적인 기술절도와 정부주도의 과감한 기술투자로 기술력을 강화했다.

- **금융**: 영국은 무역금융/해상 보험 등 다양하고 압도적인 금융시스템을 구축하고 있었다. 영국은 자국의 우위에 있는 시스템과 정보를 이용해 부채부담이 높은 독일을 늘 압박했다. 독일은 영국 금융시스템 의존도를 낮추기 위해 노력했다. 현재 중국이 달러의존도를 낮추려는 것과 같다.
- **인프라**: 영국의 영향력을 벗어나고 했던 독일은 베를린-바그다드-걸프만을 잇는 대규모 철도계획(1,000 마일)을 추진했다. 현재 중국의 일대일로 계획과 같다. 당시 영국과 현재 미국의 해상 장악력(군사력)을 피해 육지로 영향력을 확대하려고 했다.

200 년 전의 일이긴 하나, 현재 미/중 갈등이 1 차 세계대전 이전 영국/독일 간 갈등 양상과 유사하다는 점은 흥미롭다.

도표 26 19 세기 영국/독일 갈등과 현재 미/중 갈등

	영국 vs. 독일	현재
기술/통신 스탠더드	<ul style="list-style-type: none"> ■ 무선 전신기술 경쟁 (Radio Telegraphy) <ul style="list-style-type: none"> - 영국 1895년 이탈리아 출신 Marconi 발명 - 영국 해군이 발명 지원 - 영국 해저케이블 네트워크 60% 점유 - 독일 빌헬름 2세, 독자 전신시스템 개발 - 독일 내 영국 시스템 금지, 독일 대형 전신업체 설립 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ICT (정보 통신 기술) <ul style="list-style-type: none"> - 중국 페이스북/구글/트위터 금지 - 알리바바/텐센트/바이두 지원 - 중국 5G 기술을 스탠더드로 만들고자 경쟁 (화웨이/ZTE) - 미국, 국가 주도의 통신 스탠더드 주도 시도 혐오
기술 습득 방식	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기술 절도(Theft)와 기초 기술 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 19세기 후반, 영국은 독일 제품의 원산지 표시를 강제 - 영국, 독일 제품에 대한 관세 인상 - 독일, 지속적인 기술 절도 및 투자로 기술력 강화 - 1901~1932년 노벨과학상 독일 33명, 영국 18명, 미국 6명 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기술 절도(Theft)와 기초 기술 투자 <ul style="list-style-type: none"> - 중국, 해외 과학 인재를 본국으로 송환 - 실리콘밸리에 연구소 설립, AI 등 기술 습득 - 미국 지적재산 절도의 절반 - Made in China 2025 - 중국 대학들의 발전
금융	<ul style="list-style-type: none"> ■ 영국 무역금융, 해상보험 등 금융서비스에서 강점 유지 <ul style="list-style-type: none"> - 원자재 의존도가 높은 독일/오스트리아의 지불 계획 인지 - 독일, 영국 금융시스템으로 벗어나기 위해 노력 - 독일, 금융개혁을 통해 종합금융 서비스 제공 	<ul style="list-style-type: none"> ■ -미국은 달러시스템, 신용평가기관 등 금융 강점 보유 <ul style="list-style-type: none"> - 중국은 SDR 가입, 위안화 국제화 노력 - 상하이를 뉴욕/런던과 같은 금융 중심지로 발전 계획
인프라	<ul style="list-style-type: none"> ■ 독일, 베를린에서 바그다드 및 걸프만까지 철로 건설 사업(1,000 마일) 계획 <ul style="list-style-type: none"> - 영국의 해상장악력을 피하고, 중동/아프리카로 영향력 확대 - 오토만 제국을 개방시켜, 수출 확대 목적 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국의 일대일로 (2013년) <ul style="list-style-type: none"> - 남중국해, 대만 등 미국의 해상장악력을 피하고, - 중동 및 중앙아시아, 유럽으로 영향력 확대 목적

자료: The Washington Quarterly/Fall 2018, 유진투자증권

19세기 영국의 관세 인상 불구, 독일 교역우위 유지

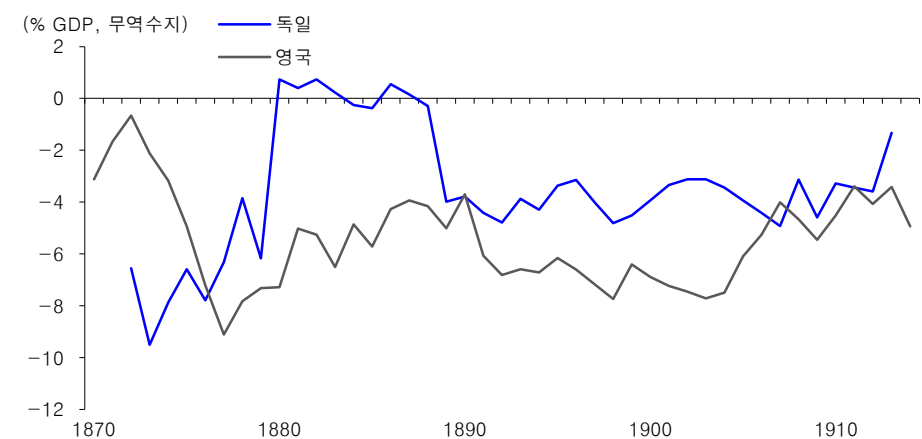
여기서 주목할 점이 하나 있다. 바로 관세 영향이다. 19세기 당시 지금 미국처럼 영국은 독일 및 다른 국가들 제품에 대해 관세를 인상했다. 자국 생산업체들에게 한시적으로 도움이 되지만, 궁극적으로 효과적이지 않았다.

19세기 후반 영국은 Merchandise Marks Act 라는 법안을 통과시켰다. 독일의 짝퉁 제품이 위협이 되자, 영국 정부가 제품 원산지를 강제로 표시하게 했고, 독일 및 독일 제품이 포함된 다른 국가들의 제품에 대한 관세를 올렸다. 트럼프 정부가 5G 관련 중국 제품 사용을 못하게 하고, 중국 제품에 대해 관세를 올린 것과 유사하다.

그러나 결과는 영국 정부가 의도했던 것과 달랐다. 19세기 후반 관세인상 이후 독일 무역수지가 악화되기는 했지만, 1차세계대전 전까지 독일 무역수지는 영국 무역수지보다 양호했다(도표 27). 영국은 관세를 올릴수록 고립되었던 것이다. 당시 영국에 철강 등 공산품을 의지하던 유럽 국가들은 오히려 독일에 의지하게 되었다.

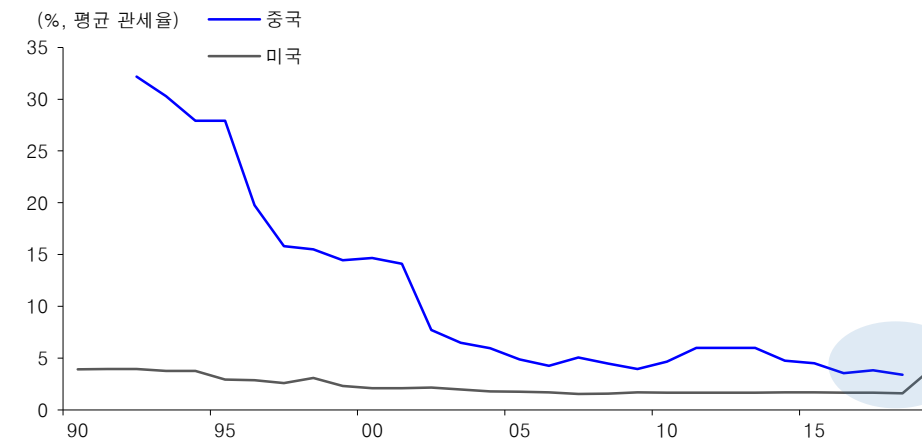
지금도 유사할 수 있다. 미국의 평균 관세율은 높아지고 있다. 반면 중국은 미국 이외 국가들의 제품에 대해서는 관세율을 높이지 않고 있다(도표 28). 미국이 다른 국가 제품에 대한 관세를 올리는 등 자국 우선주의로 쏠릴수록, 미국은 고립될 가능성이 높다. 장기적으로 중국이 교역에 대한 경쟁우위를 가지게 될 가능성이 있다.

도표 27 19세기 후반 영국의 관세 인상 불구, 독일 무역수지 우위 유지



자료: JORDA-SCHULARICK-TAYLOR MACROHISTORY DATABASE, 유진투자증권

도표 28 미국의 관세 인상, 반면 중국은 미국 이외 국가들에 대한 관세 인하 또는 유지



자료: World Bank, 유진투자증권

영/독 격차 축소 국면에서 독일 주식시장 강세

19세기 영국과 독일 간 경쟁과 영국의 고립 정책은 장기적으로 주식시장에 대한 시사점이 있다.

19세기 후반 이후 1차 세계대전 전까지 독일 증시가 영국보다 강했다. 앞서 언급했듯이 영국이 국제적으로 고립되는 국면에서 독일 기업들의 영향력이 확대되었기 때문이다.

무엇보다 1900년대 초반 당시 금융위기를 겪은 이후 독일 주식시장의 강세가 두드러졌다. 1907~1908년은 독일 GDP가 영국 GDP를 능가하던 시기였다(도표 29).

물론 지금 미/중 경제 규모와는 달랐다. 미국과 중국 간 GDP 격차는 축소되었으나, 아직 중국 GDP는 미국 GDP의 60% 정도다.

그러나 소비시장 규모에서 중국과 미국 간 격차는 감소했다. 달러 기준으로 중국 소매판매는 2018년 초 미국 소매판매 규모를 거의 따라잡았다(도표 30). 이후 위안화 약세 및 최근 코로나 19 위기로 중국 소매판매 시장 규모는 재차 감소 중이다. 하지만 미/중 간 격차가 상당히 축소된 것만은 분명하다.

도표 29 19세기 후반 이후 독일 주식시장이 영국보다 우위

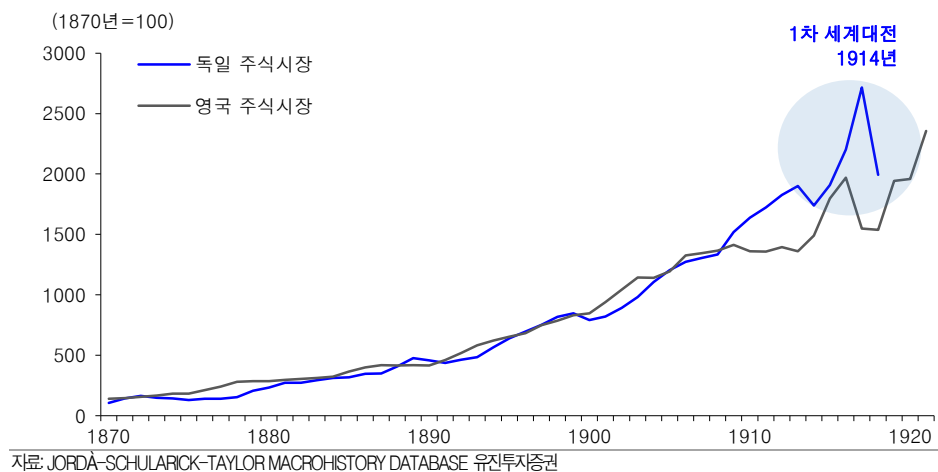
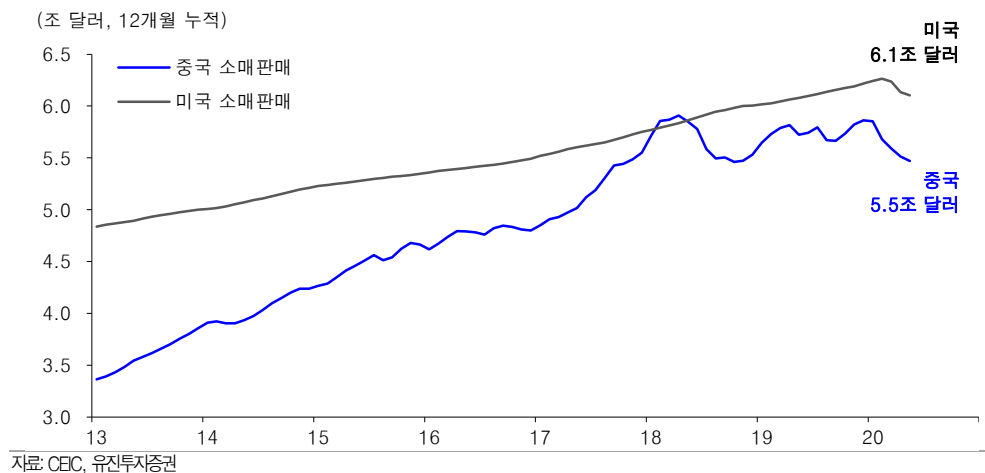


도표 30 최근 다시 감소하고 있지만 중국 소매판매 시장은 미국 시장에 육박



IV. 미/중 갈등이 금융시장에 주는 시사점

당장 중국/신흥국 증시 강세 기대는 어려워

19세기 영국/독일의 사례는 미/중 패권경쟁에 있어 장기적으로 중국 자산에 기회 요인이 있음을 시사한다. 그러나, 2018~2019년 이후 현재 금융시장은 딱히 그렇지 않았다. 왜 그럴까?

여러 이유 중 하나는 중국 부채 부담 때문이다. 코로나19 위기로 중국 통화량도 늘어나고 있다. 하지만 미국 M2 증가 속도(23%yoy)에 비해 중국 M2 증가율(7.5%yoy)은 크게 낮다(도표 31). 중국은 글로벌 금융위기였던 2008~2009년과 2016~2017년 신흥국 위기 당시에 늘어났던 부채 부담 때문에 현재 부채 확대에 소극적이다.

미/중 무역갈등도 한몫 했다. 대미 교역 피해를 상쇄하려면 내수 부양이 필요하다. 그러나 부채 부담 때문에 중국은 이렇다 할만한 내수 부양을 하지 못하고 있다.

도표 31 코로나위기 이후 미국에 비해 중국 M2 증가율 미미

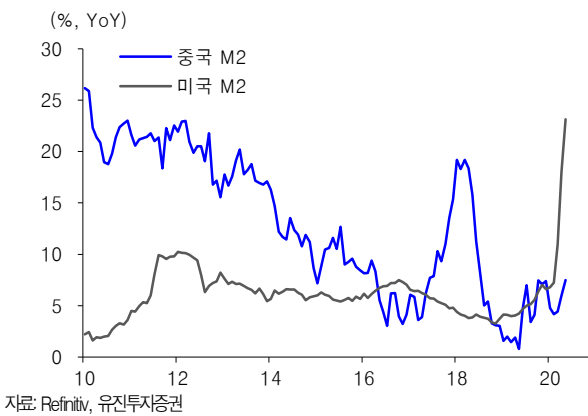


도표 32 중국 통화량 확대 국면에서 중국 증시 우위

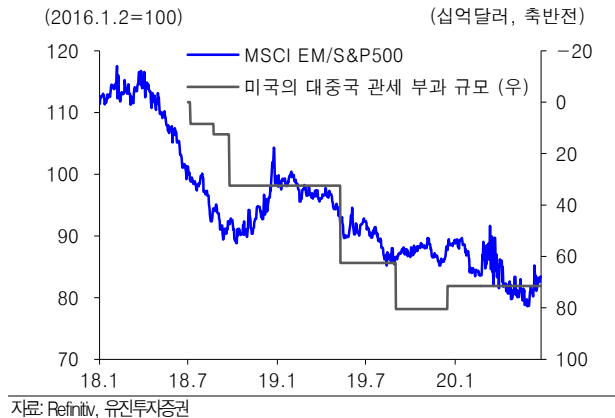


미/중 주식시장 성과 차이는 이 때문이다. 중국과 미국의 통화량 증가율 차이와 주식시장의 상대강도는 관련성이 높다(도표 32). 중국은 부양책을 아끼고 있다. 현재 중국에서는 이를 상쇄할 만한 수요 진작 요인이 부족하다. 미국이 점차 고립주의로 돌아서고 있는 상황에서도 중국 증시가 상대적으로 약한 이유다.

코로나19 위기에도 중국 부양책이 적극적이기 어렵다. 미/중 무역갈등이 결코 끝나지 않았다는 점도 간과하기 어렵다. 이러한 점을 감안하면 중국을 포함한 신흥국 주식시장이 상대적으로 강해지기는 쉽지 않을 전망이다. 한국 주식시장에서 외국인 투자자들이 최근 코로나19 이후 주가 반등 국면에서도 소극적인 이유일지 모른다.

실제로 미국의 대중국 관세 인상 국면에서 미국 주식시장 대비 신흥국 주식시장은 약세를 나타냈다(도표 33). 재차 미/중 갈등의 수위가 높아지는 국면이라면 올해 하반기에도 신흥국 주식시장 비중을 중장기적으로 높이는 쉽지 않아 보인다.

도표 33 미국 관세 인상 국면에서 신흥국 증시 부진



Tech 와 방어적 섹터로 선별적 접근

주식시장 내부적으로 중국 및 신흥국과 관련된 섹터들이 불리할 가능성이 높다. 전통적으로 신흥국 증시는 에너지/소재/산업재 그리고 금융 섹터 비중이 높다.

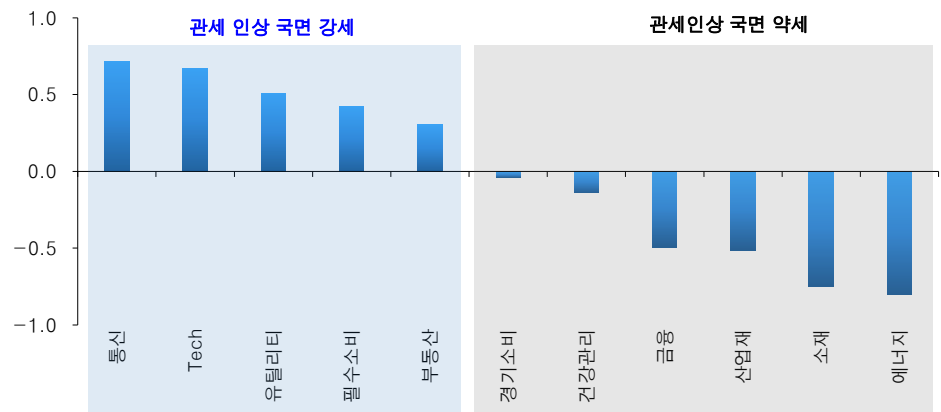
2018년 하반기 이후 2019년 말까지 미국의 대 중국 관세가 인상 되던 1년 반 동안 미국과 한국 주식시장에서도 마찬가지로였다. Tech 와 통신 서비스 산업 주가가 강했던 반면 에너지/소재 등 전통 구경제 산업들의 주가가 부진했다.

미국 주식시장에서는 에너지/소재/산업재 섹터가 부진했다. 반면 통신서비스/Tech/유틸리티/필수소비 섹터가 강했다(도표 34). 한국 주식시장에서는 Tech/통신 업종이 강한 반면 소재/필수소비/건강관리 업종이 약했다(도표 35). 공통적으로 Tech/통신 서비스 업종이 강했음을 알 수 있다.

코로나19 이후 건강관리 업종에 대한 관심이 높아진 차이점을 제외하면, 미/중 무역갈등 국면에서 Tech 와 방어적인 섹터가 강했음을 알 수 있다.

도표 34 미국의 대중 관세 인상 국면에서 미국 통신/Tech/유틸리티/필수소비 섹터 강세

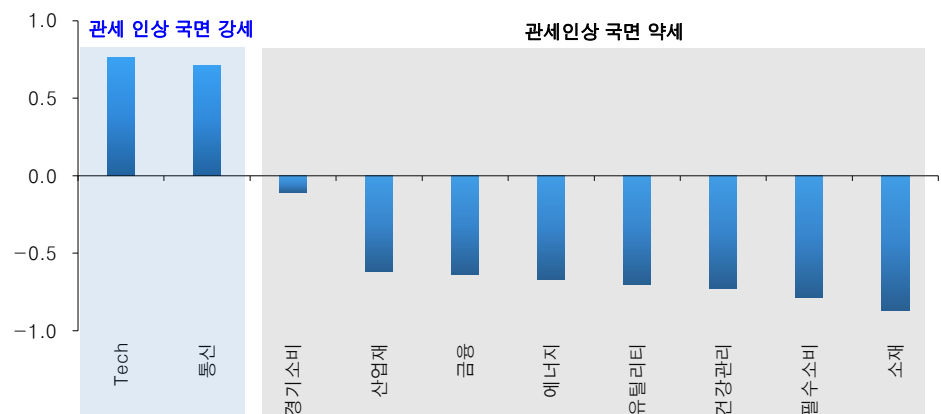
(美的 對中 관세인상 규모와 상대강도)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 35 미국의 대중 관세 인상 국면에서 한국 Tech 와 통신 업종 강세

(美的 대중 관세 인상과 상대강도간 상관계수)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 중장기적으로 미/중 디커플링, 중국 영향력 확대

중장기적으로는 미국과 중국 간 디커플링 가능성이 높다. 미국 정부도 관세 인상과 Reshoring 을 통해 중국에 대한 의존도를 낮추려고 한다. 중국은 달러 의존도를 낮추고 내수를 성장시켜 미국 의존도를 낮추려고 한다. 지금은 아니지만 중장기적으로 마찬가지다.

아직 중국 본토증시와 미국 증시 간 상관관계가 높다(도표 36). 2000 년대 이후 중국 경제가 교역과 금융시장 측면에서 글로벌 경제에 본격적으로 편입되면서 관련성이 높아졌다.

그러자 2016~17 년 이후 중국 본토증시의 미국 S&P500 에 대한 베타는 점진적으로 떨어지고 있다(도표 37). 거의 1 에 달했던 베타는 현재 0.5 수준으로 하락했다. 미국 증시와의 동행성은 유지되고 있지만, 민감도는 떨어지고 있다.

도표 36 중국 본토증시와 미국 증시 간 상관관계수, 아직은 (+)

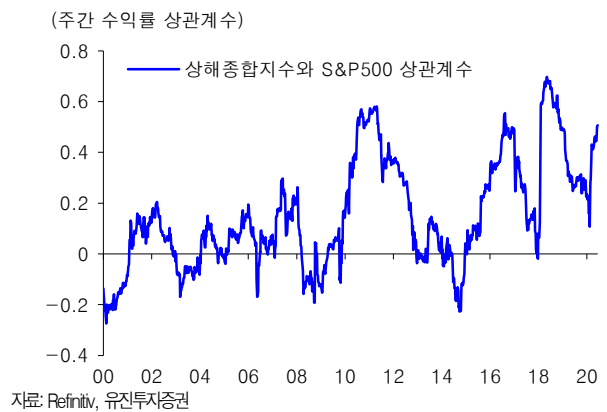
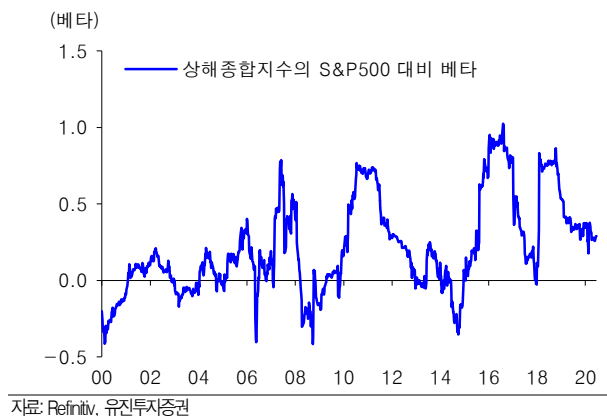


도표 37 미/중 관세 갈등 이후 중국 본토증시의 베타 하락



중국 경제와 주식시장의 대외 의존도가 점차 낮아지고 있기 때문으로 풀이된다. MSCI 중국지수의 섹터들의 미국 매출 비중을 보면 Tech 와 에너지를 제외하면 3% 미만이다(도표 38). 미국 없이 중국 경제가 나홀로 성장하기는 어려울 것이다. 그러나 이전에 비해 중국과 미국의 관련성은 점차 감소하고 있다는 것은 분명하다.

미국과 중국의 디커플링은 의미가 있다. 우선 미국 증시가 하락해도 중국 증시에 미치는 영향이 크지 않을 수 있다. 미국 주식에 대한 헤지 수단으로 중국 증시가 활용될 수 있음을 의미한다.

다음으로는 한국 증시에서 중국 영향력이 더 확대될 가능성이 높다. 아직 한국증시는 중국 본토보다 미국에 대한 베타가 높다. 미국 증시에 더 민감하다. 그러나 2018 년 이후 중국 증시에 대한 베타가 높아지고 있다. 장기적으로 중국의 영향력이 확대될 가능성이 높다(도표 39).

도표 38 MSCI 중국의 미국 익스포저 그다지 높지 않아

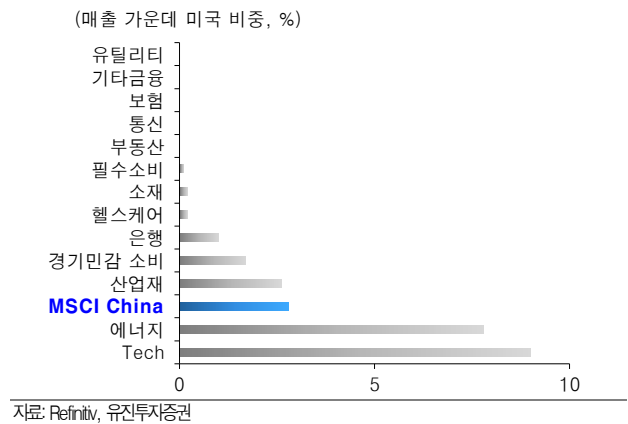


도표 39 아직 한국은 미국과 중국증시 변화에 예민



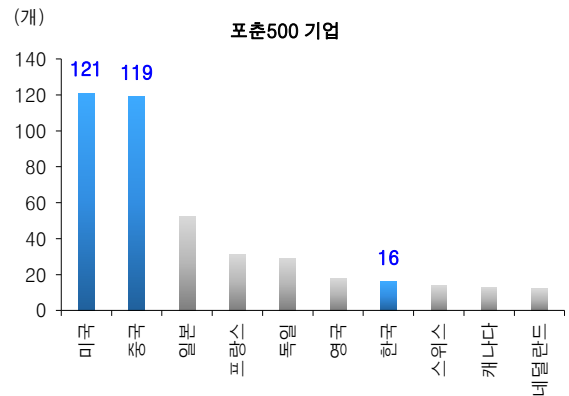
나스닥만큼 강한 ChiNext, 중국 성장주 관심

중국 자산과 기업들의 성장 잠재력은 장기적으로 과소평가해서는 안될 것 같다.

성장 잠재력과 경쟁력을 기업들의 규모로만 판단하기는 어렵다. 그러나 **중국 기업들의 규모는 미국과 견줄 만하다**. 2019년 기준 세계에서 자산 또는 매출 규모가 큰 포춘500에 포함된 미국 기업의 수는 121 개다. 중국 기업의 수는 119 개다. 그 뒤를 일본/프랑스/독일이 뒤따르지만 1~2 위와 차이가 크다(도표 40).

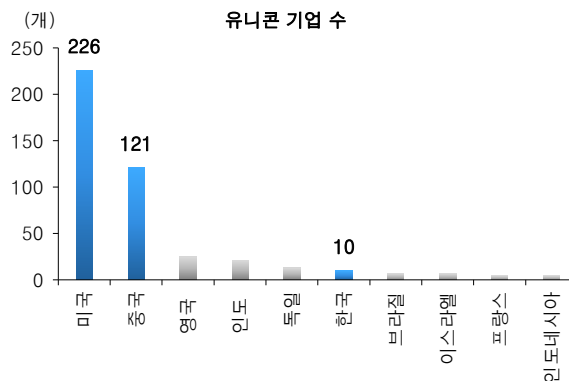
유니콘 기업들의 수도 비교해 볼 만하다. 유니콘 기업이 많다는 것은 성장성이 높은 기업들이 많다는 의미다(도표 41). CB Insights에 따르면, 유니콘 기업들이 가장 많은 국가는 미국이다(226 개). 그 다음 중국이다(121 개). 2 배 차이가 있다. 하지만 성장성 측면에서 중국은 유일하게 미국과 경쟁할 만하다.

도표 40 포춘 500에서 미국과 중국 기업 수 비슷



자료: Fortune500, 유진투자증권

도표 41 유니콘 기업에서는 미국이 중국보다 앞서



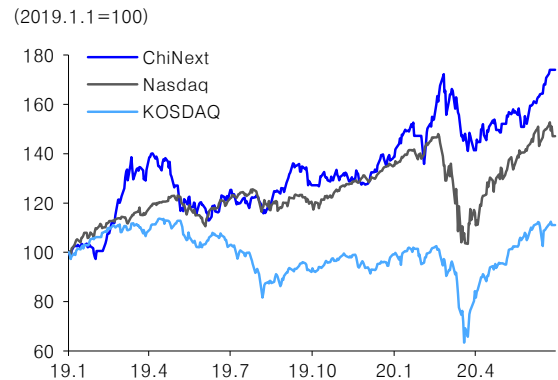
자료: CB Insights, 유진투자증권

최근 코로나 19 이후 주가도 마찬가지다. 기술주 중심의 미국 나스닥지수가 사상 최고치를 경신했다. 코스닥지수도 코로나 19 이전 수준을 회복했다. 중국 기술주 중심의 ChiNext 지수도 강세를 나타냈다. 2018~2019 년 미/중 무역갈등이 심해진 이후 오히려 중국 ChiNext 지수는 나스닥지수보다도 강하다(도표 42).

ChiNext 지수의 업종 구성은 중국 본토 상해종합지수와 상당히 다르다. 헬스케어 업종 비중이 37% 이상된다. 그 뒤를 자동차 기업 중심으로 산업재, Tech, 핀테크 업종이 따르고 있다(도표 43).

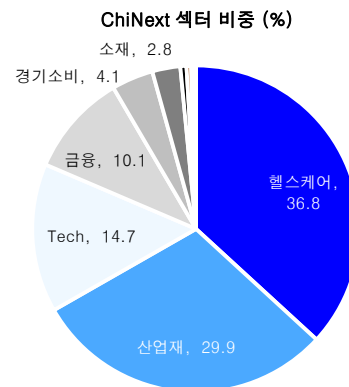
미/중 무역갈등과 미국의 Tech 기술 제한 조치들이 장애물이 되겠지만, 혹시 모르는 다음 위기 이후 미국에 견줄 수 있는 성장 기업들은 결국 중국에서 나올 가능성이 높다. 중장기적으로 중국 성장기업들에 대한 관심은 유효하다.

도표 42 2019 년 이후 나스닥보다 강한 ChiNext



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 43 ChiNext 는 헬스케어/자동차/Tech/자동결제 중심



자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 내수기업 유망

중국 Local 내수(소비/건강관리/Tech) 관심도 필요하다.

최근 중국 본토증시 시가총액 1 위 기업이 바뀌었다. 중국 백주기업 귀주모태 시가총액이 세계 1 위 자산규모를 자랑했던 공상은행을 능가한 것이다(도표 44). 항서제약도 시가총액 11 위까지 올라왔다.

은행 등 금융주들이 위상이 낮아진 것은 중국만의 일은 아니다. 코로나19 이후 중국에서도 소비와 건강관리 산업 영향력이 커지고 있음을 시사한다.

상해증시에 비해 성장 산업 비중이 높은 심천증시도 마찬가지다(도표 45).

심천종합지수의 시가총액 상위 종목들을 보면 1 위는 귀주모태와 유사하다고 볼 수 있는 오량예 이빈이다. 그 뒤를 메디디그롭과 거리전기 등 가전업체들이 따르고 있다. 배터리 제조업체 CATL은 시가총액 3 위다. 의료장비 업체 선전 멘드레이 바이오는 4 위다.

중국 시가총액 상위업체들의 변화는 현재 중국이 내수 소비/Tech/헬스케어 산업 중심으로 전환되고 있음을 시사한다. 내수시장에서 점유율이 높은 Local 기업들의 위상이 높아질 것으로 예상된다.

도표 44 상해종합지수 시가총액 상위 15개

순위	기업명	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	비중 (%)	시가총액 (십억달러)
1	귀주모태	38.9	33.1	13.5	7.5	259.2
2	공상은행	5.8	—	0.7	5.8	252.7
3	건설은행	5.8	—	0.7	0.2	216.9
4	평안보험	9.4	—	2.0	3.2	186.7
5	농업은행	5.5	—	0.6	4.1	164.6
6	중국은행	5.5	—	0.6	3.0	154.0
7	초상은행	8.3	—	1.5	2.9	125.3
8	교통은행	4.9	—	1.0	0.8	107.2
9	페트로차이나	—	3.7	0.6	2.8	104.7
10	중국생명	17.3	—	1.7	2.4	98.4
11	항서제약	71.8	23.9	19.9	1.4	69.7
12	시노펙	29.6	7.9	0.6	1.6	64.6
13	중국양쯔전력	18.8	14.8	2.8	0.9	59.3
14	포산헤이션	63.6	35.2	24.2	0.0	56.7
15	흥업은행	4.8	—	0.6	1.2	46.5

자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 45 심천종합지수 시가총액 상위 15개

순위	기업명	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	비중 (%)	시가총액 (십억달러)
1	우량예 이빈	32.0	25.3	8.8	2.5	92.7
2	메디디그롭	17.0	26.2	4.1	1.6	59.2
3	CATL	72.8	12.8	9.9	1.5	53.6
4	선전멘드레이 바이오	63.5	27.7	19.6	1.4	51.5
5	그리전기	14.6	24.5	3.1	1.3	48.8
6	Luxshare	51.4	26.3	16.9	1.0	48.5
7	차이나방커	6.7	22.6	1.6	1.0	42.4
8	Hikvision	20.7	30.1	6.3	1.1	40.1
9	Muyuan Foods	8.6	34.5	12.2	0.6	39.9
10	평안은행	8.0	—	0.8	1.0	35.2
11	S.F. 익스프레스	39.8	14.7	5.8	0.9	34.6
12	Byd	84.5	2.9	3.2	0.5	25.6
13	Aier Eye Hospital	104.7	22.4	26.9	0.5	25.1
14	Offcn Education	69.7	56.5	50.1	0.7	24.4
15	ZTE	30.2	17.1	4.8	0.5	24.0

자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2020.6.30 기준)