

| 2021년 08월 10일 | 키움 리서치 이슈분석

## 중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 경제 불균형, 당국의 규제라는 두가지 리스크로 중국증시에 대한 의구심이 높아지고 있음. 정치적 요인을 고려하면 규제가 장기화될 가능성 염두. 중국에서는 본토 중소형 성장주에 대한 투자매력이 높아질 것으로 판단. 한편 미-중 갈등은 장기간 계속될 것으로 예상되나, 하반기에는 국지적인 마찰음 정도에 그칠 것으로 생각. 여타 국가에 미치는 영향력으로 제한될 것으로 전망. 한편 중국 규제 리스크는 수급관점에서 국내증시에 호재로 작용할 수 있을 것으로 판단.

China Equity/Strategist **홍록기** 02-3787-4733 hongluckiee@kiwoom.com

Economist **김유미** 02-3787-5161 helloym@kiwoom.com

Strategist **한지영** 02)3787-5241 hedge0301@kiwoom.com

RA **조소정** 02-3787-3693 sojcho@kiwoom.com

RA **김지현** 02-3787-3761 jeehyun12@kiwoom.com





## 목차

<b>I. 중국 리스크의 본질과 기회 불균형 회복, 당국의 규제</b>	<b>4</b>
Post-코로나 국면, 중국경제 민낯	4
: 불균형 회복, 이를 위한 정책지원 기대	
당국의 산업 규제 릴레이. 끝일까? 시작일까?	18
<b>II. 리스크 점검, 미중 갈등</b>	<b>33</b>
미중 분쟁, 지금 어디쯤 와 있나?	33
<b>III. 중국발 리스크에서 찾는 기회</b>	<b>53</b>
새롭게 출현한 악재, 중국 리스크	53
중국발 불안이 한국 증시에게 주는 위안과 기회	55
MSCI 리밸런싱 발 패시브 수급 불안은 이제 그만	57
(결론) 끝나지 않은 강세장	61

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료를 무단으로 인용, 목제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관할법에 의하여 민·형사상의 책임을 지게 됩니다.

KIWOOM 이슈 분석

## 중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다



### 중국 리스크의 본질과 기회: 불균형 회복, 당국의 규제

상반기 중국경제는 정책 정상화 기조 아래 견조한 모습을 보임. 그러나 1)생산·수요, 2)인플레이, 3)고용, 4)소득 간 불균형 등 위험 요인도 커짐. 하반기 중국경제 둔화는 불가피, 이를 위한 정책 미세조정이(상반기대비 완화) 이뤄질 것으로 전망. 그럼에도 불구하고, 현재 중국 증시는 규제 우려로 투자심리가 크게 위축. 20차 당대회(22년 10월)에서 시진핑 3기 지도부로 교체 예정. 정치적 요인에 의해 규제가 장기화될 가능성 염두. 규제 장기화 시, 본토증시 특히 중소형 성장주 투자매력이 높아질 듯, 플랫폼 기업의 장기적으로 투자매력은 여전하나, 단기적으로는 보수적인 접근 권고

### 하반기 미중 갈등, 국지적인 충돌 이슈

미중 양국은 외견상 경쟁하고 대립하는 구도가 지속될 것으로 예상. 다만, 양국 모두 내년에 중요한 정치 이벤트를 앞둔 만큼 리스크를 크게 키울 정도의 직접적인 충돌은 피할 가능성이 높음. 향후 전개될 미중 갈등의 양상은 관세 중심의 무역분쟁보다 가치와 이념 공세를 통한 첨단기술 경쟁 등에 중점을 두고 진행될 것으로 전망. 미국의 탈중국화 추진이 국내 대중국 수출 우려를 높일 수 있으나 미중 경제의 디커플링은 단기에 달성하기 어려움. 이에 하반기 미중 갈등 이슈는 일단 국지적인 마찰음 정도로 볼 수 있으며 여타 국가에 미치는 부정적인 영향도 비교적 제한적일 것으로 예상

### 중국발 리스크에서 찾는 기회

중국 정부의 규제 리스크 확대가 국내 강세장 추세 경로를 이탈시키지 않을 전망

- 1) 7월 말 이후 중국 정부 규제 리스크로 중화권 증시 급락세 출현. 이로 인해 한국 등 주요국 증시로 부정적 충격 전이에 대한 불안감이 확산
- 2) 중국 이슈가 악재로서 한국 증시에 미치는 영향은 제한적. 오히려 중국 정부 규제의 불확실성이 한국 증시에 대한 외국인 수급 여건을 호전시킬 수 있는 요인
- 3) MSCI 등 글로벌 메이저 지수 산출업체들의 중국 편입 비중 확대가 추가적으로 이루어질 가능성도 고려 시, 과거처럼 외국인 패시브 수급 불안은 없을 것으로 예상



## 중국 리스크의 본질과 기회 불균형 회복, 당국의 규제

China Equity Strategist 홍록기  
02) 3787-4733  
hongluckiee@kiwoom.com

### Post-코로나 국면, 중국경제 민낯 : 불균형 회복, 이를 위한 정책지원 기대 하반기, 중국경제 하강 압력은 자연스럽게 높아질 듯

Covid19 Pandemic 국면에서, 글로벌 경제는 점차 회복되고 있다. 중국경제 또한 가파른 회복세를 보였다. 2020년 상반기 중국경제는 Covid19 영향으로 역대 최저 수준을 성장률을 보였다. 이후 부양책 효과가 반영되면서, 2020년 하반기에는 상대적으로 견조한 모습을 보였다.

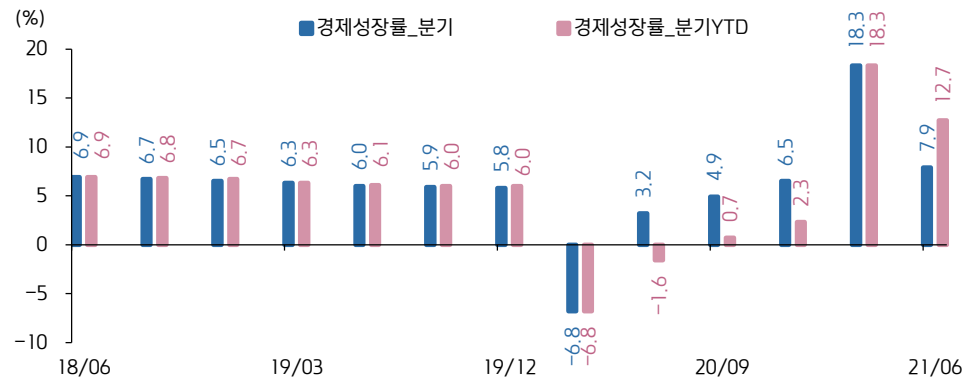
2021년 상반기, “정책 정상화” 기조 아래, 중국당국 정책은 중립적인 모습을 보였다 (상대적으로 긴축). 모습을 보였다. 시장 예상보다 당국의 정책지원이 둔화되었음에도 불구하고, 상반기 중국경제는 기저효과 영향으로 폭발적인 성장세를 보였다. 1Q 중국 경제는 전년대비 18.3% 성장, 2Q에는 전년대비 7.9% 성장, 상반기 기준으로는 전년대비 12.7% 성장했다.

그러나 2021년 하반기 중국경제 성장률은 기저효과가 감소하면서 상반기 대비 둔화될 것이다.

하반기 첫 경제지표인 7월 중국의 관영/민영 PMI 에서도 경기 둔화 조짐이 포착되었다. 여전히 경기확장 국면(50선 이상)을 유지하고 있으나, 전월대비 둔화되는 흐름이 이어지고 있다. 특히 비제조업보다 제조업이 시장 예상보다 빠르게 둔화되고 있다. 7월 제조업 PMI 는 50.4, 차이신 제조업 PMI 는 50.3을 기록하면서 시장 컨센서스보다 더욱 빠르게 둔화되는 모습을 보였다.

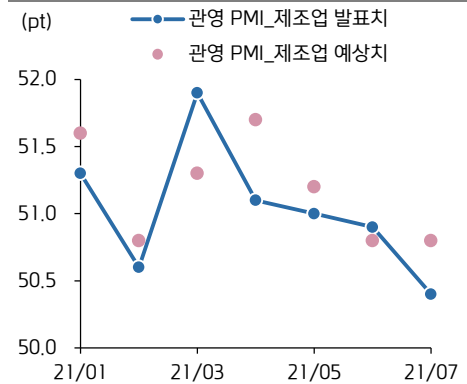
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 분기 및 누적 경제성장률 추이



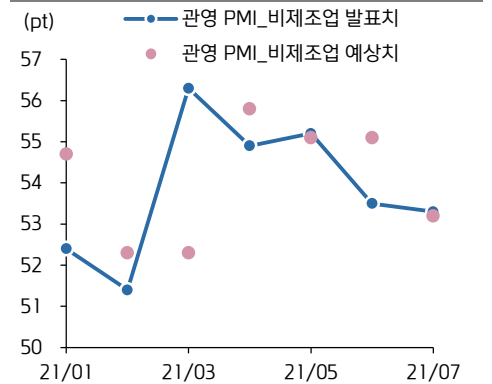
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 관영 제조업 PMI



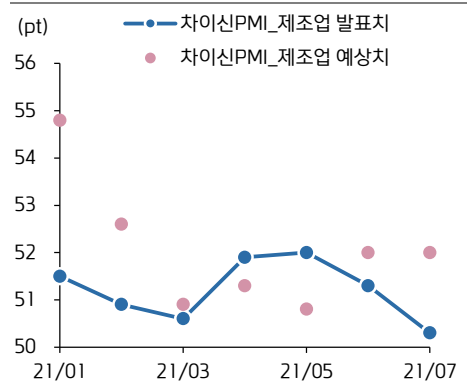
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 관영 비제조업 PMI



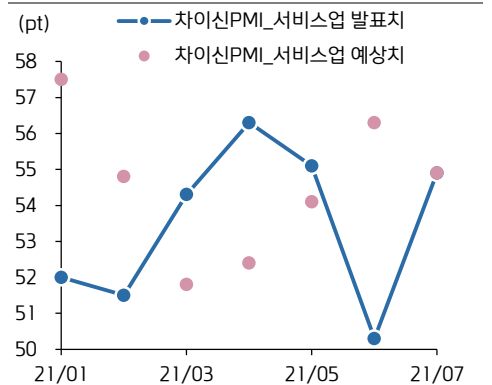
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 차이신 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 차이신 서비스업 PMI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 상반기 정책지원 둔화 속 불균형 회복세 (1)

### : 양호한 기업 공급능력, 여전히 부족한 수요

정책 정상화 기초 아래, 상대적으로 정책지원에 약해졌다. 그럼에도 불구하고 상반기 중국경제 헤드라인 지표들은 기저효과 영향으로 견조한 회복세를 보였다. 그러나 **세부적으로는 중국경제에 당면한 문제점들이 포착되었다.**

가장 큰 문제는 Covid19 이후 계속되고 있는 **기업공급능력 대비 부진한 수요**이다.

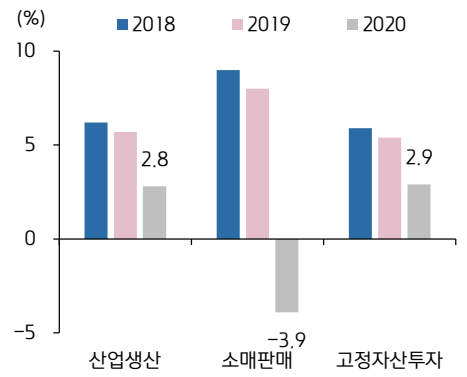
2020년 중국 실물지표를 살펴보면, 산업생산은 Covid19 이후 부양책 효과가 가장 빠르게 반영되면서, 전년대비 2.8% 성장했다. 반면 소매판매는 전년대비 3.9% 감소했다. 한편 고정자산투자가 전년동기대비 2.9% 성장, 기업 투자가 크게 확대된 것으로 보여진다. 그러나 이를 민간기업과 국영기업으로 나눠서 살펴보면, 국영기업 고정자산투자가 전년대비 5% 성장한 반면, 민간기업의 고정자산투자는 전년대비 1% 증가하는데 그쳤다.

당국의 지시대로 움직이면서, 부양책 효과가 빠르게 반영될 수 있는 기업 생산능력 및 국영기업 투자는 빠르게 늘어나면서, 2020년 중국경제 회복세에 일조했다. 반면 민간기업 투자활동이나 개인 소비는 당국의 독려에도 불구하고, Covid19에 의한 불확실성으로 부진했던 것으로 생각된다.

2021년 상반기, 중국 실물지표는 견조한 흐름을 보였다. 특히 기저효과가 더욱 큰 소매판매가 상대적으로 높은 성장률을 유지하고 있다. 그러나 Covid19 기저효과를 제외한다면, 소비 및 투자 성장률은 2019년 당시 수준에 크게 미치지 못하고 있는 것으로 판단된다.

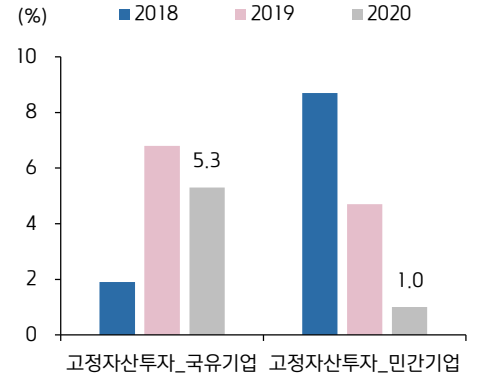
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 3대 실물지표 추이



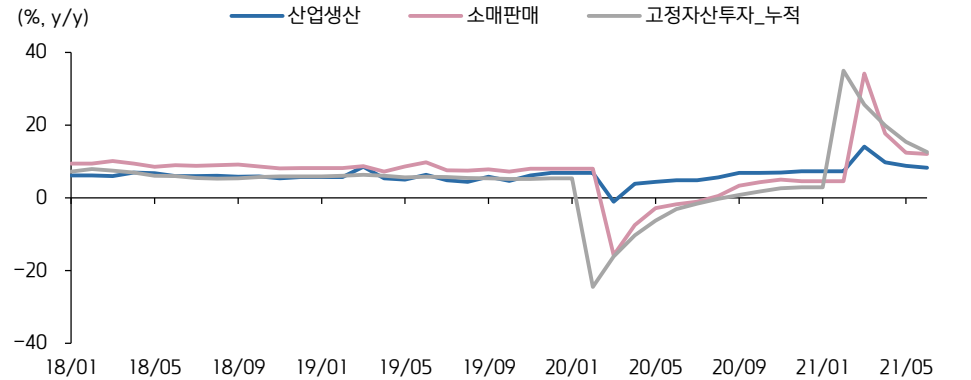
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 국영기업 및 민간기업 투자 추이



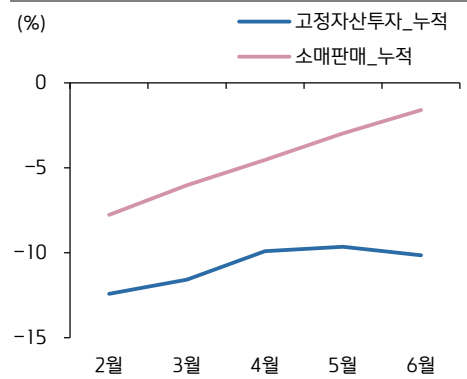
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 월간 3대 실물 지표 추이



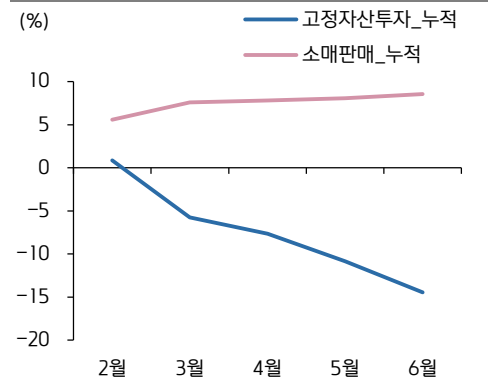
자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

20,21년 평균 중국 수요, 19년 대비 성장률



자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치

21년 중국 수요, 19년 대비 성장률 추이



자료: 국가통계국, Wind, 키움증권 리서치

## 상반기 정책지원 둔화 속 불균형 회복세 (2)

### : 업스트림 vs 미드, 다운스트림 마진 불균형

중국 기업 생산능력은 당국의 부양책 효과가 빠르게 반영되면서 견조한 흐름을 보이고 있다. 그러나 밸류체인별로 살펴보면, 인플레이션 압력 격차가 상당하다. **업스트림에서 다운스트림으로 가격 전가가 제대로 이뤄지지 않고 있는 것으로** 보여진다. 또한 최종 수요자인 개인 소비 회복세가 여전히 미약하여, 일반 소비자와 밀접한 **소비재 기업의 경우 마진 압박이 더욱 심각하다.**

2021년 상반기 중국 생산자 물가가 큰 폭으로 상승하면서, 소비자 물가와 괴리가 1993년 7월 이래 최대 수준으로 벌어졌다. 6월 중국 생산자 물가는 전년동기대비 8.8% 상승했다. 5월 대비(YoY+9%) 증가 폭이 소폭 감소하면서 Peak-out 되는 흐름은 긍정적이다. 그러나 평균 물가 상승률을 계산하면, 상반기 중국 생산자물가는 전년대비 5.2% 상승했고, 소비자물가는 전년대비 0.5% 상승하는데 그쳤다.

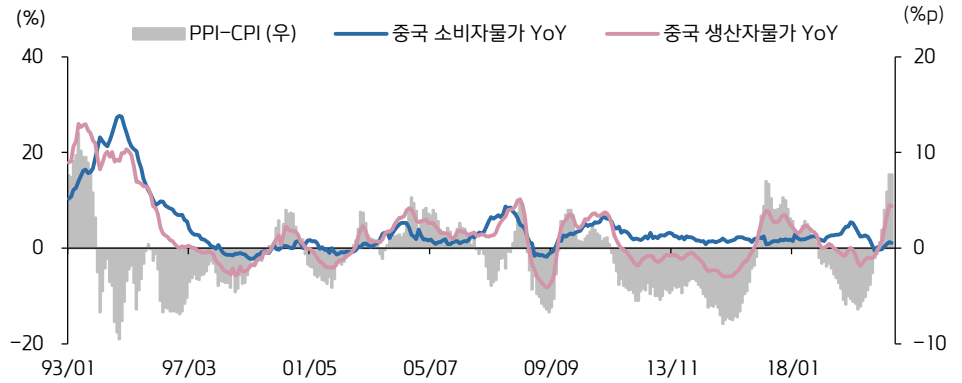
또한, 생산자 물가의 세부항목을 살펴보면, 밸류체인별로 인플레 압력 차이가 더욱 벌어진다. 업스트림에 근접할수록 물가 상승률이 높고, 다운스트림에 근접할수록 인플레 압력이 너무 낮다. 다운스트림 기업의 마진 압박이 심했을 것으로 생각된다.

6월 기준, 중국 생산재 생산자 물가는 전년대비 11.8% 상승, 상반기 평균 상승률이 6.9%를 기록했다. 생산재 생산자 물가 세부항목을 살펴보면, 6월 채굴 생산자 물가는 전년대비 35.1% 상승, 원자재 생산자 물가는 전년대비 18% 상승했다. 그리고 제조업 생산자 물가는 전년대비 7.4% 성장하는데 그쳤다. 상반기 평균 상승률 기준으로, 채굴, 원자재, 제조업 생산자 물가는 각각 19.4%, 10.7%, 4.4% 기록하면서 큰 편차를 보였다.

소비자와 가장 밀접한 소비재 기업의 마진 압박은 더욱 심했을 것이다. 6월 소비재 생산자 물가는 전년대비 0.3% 상승하는데 그쳤다. 상반기 평균 상승률은 0.1%에 불과하다. 또한 소비재 생산자 물가의 경우, 하반기 델타 변이 영향으로 Covid19가 재확산에 다시 둔화될 가능성도 있다. 때문에 밸류체인별 마진 불균형은 쉽게 해소되기 어려울 것으로 생각된다.

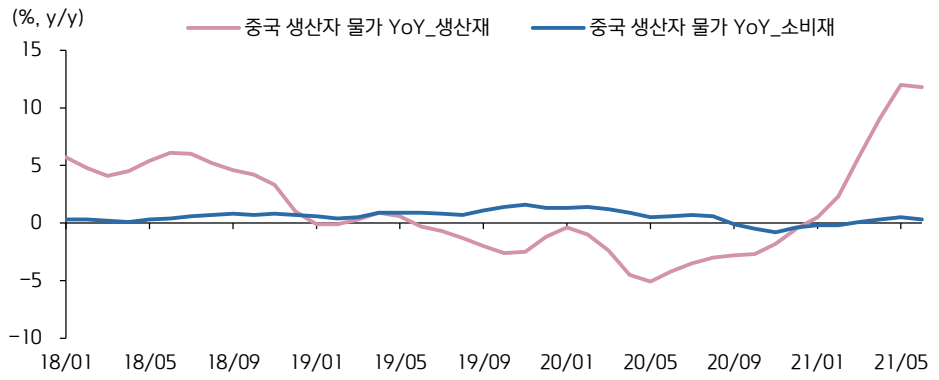
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 생산자 물가 및 소비자 물가 추이



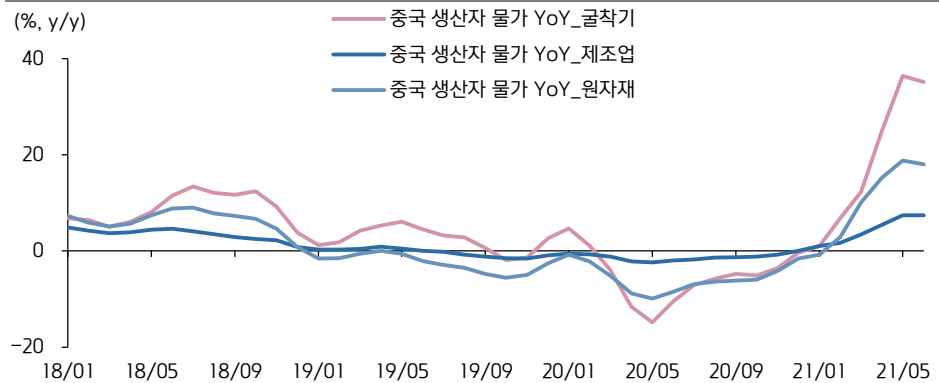
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 생산재 및 소비재 생산자 물가 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 생산재 생산자 물가 세부항목 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 상반기 정책지원 둔화 속 불균형 회복세 (3)

#### : 저소득층, 중형 이하 기업의 고용 환경은 다시 악화

중국당국은 장기적으로 내부 수요에 의한 경제 성장 구조를 구축하기 위해 노력하고 있다. 이를 위해 Covid19 이후 억눌린 소비를 늘리기 위한 정책을 꾸준히 펼치고 있다. 그러나 개인 소비 회복세는 여전히 미약하다. 2021년 상반기 소비심리는 당국의 정책 정상화 기조 아래 다시 위축되고 있다.

소비심리에 영향을 미치는 고용 및 소득과 관련하여 헤드라인 지표는 Covid19 이전 수준을 회복했다. 그럼에도 불구하고, 소비심리가 위축된 요인은 고용 환경과 소득의 편향된 회복에 의한 것으로 판단된다.

먼저 고용환경을 살펴보면, 15~24세 이하의 실업률이 다시 높아지고 있다. 이는 교육수준이 상대적으로 낮은 청년층을 위한, 또는 소득이 낮은 일자리가 충분치 않음을 시사한다.

중국 전체 월간 도시 실업률은 Covid19 직후, 한때 6.2% 수준까지 치솟았다. 그러나 2021년 6월 월간 도시 실업률이 5%를 기록, 정상적인 수준으로 돌아왔다. 전체 실업률은 하향 안정되었으나, 연령별로 살펴보면, 오히려 고용 환경이 더욱 악화된 것으로 생각된다. 2021년 6월 기준, 25~59세 실업률은 4.4%에 불과하다. 그러나 16~24세 실업률은 13.8%로 매우 높다.

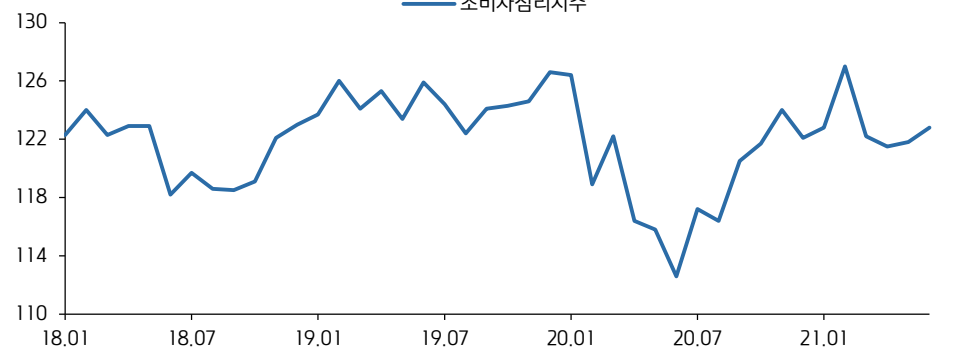
Covid19 이후, 16.8%까지 치솟았던 당시와 비교하면 양호한 수준이라 할 수 있다. 그러나 상반기 정책 정상화 영향으로 정책 지원이 둔화되면서, 15~24세 이하 실업률은 2020년 12월을(12.3%) 기점으로 다시 높아지고 있다.

기업 규모별로 살펴보면, 대형 기업을 제외하고, 중형 이하 기업의 고용 환경은 다시 악화된 것으로 판단된다. 중국 취업 사이트 Zhaopin에서 집계되는 기업 규모별 취업 기대지수에 의하면, 대기업을 제외하면, 채용자 대비 구직자 비율이 더 높다. 즉 중형 이하 기업은 고용을 추가로 늘리기 어렵고, 개인의 경우 취업이 여의치 않은 상황이다.

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

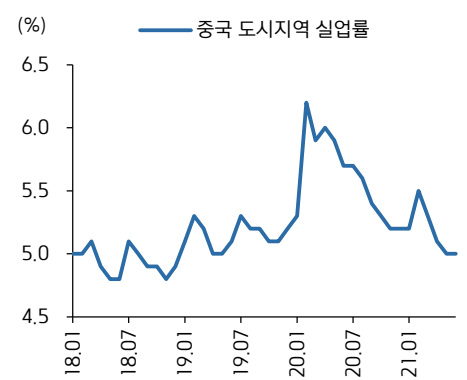
중국 소비자 심리 지수 추이

(2017.12=100)



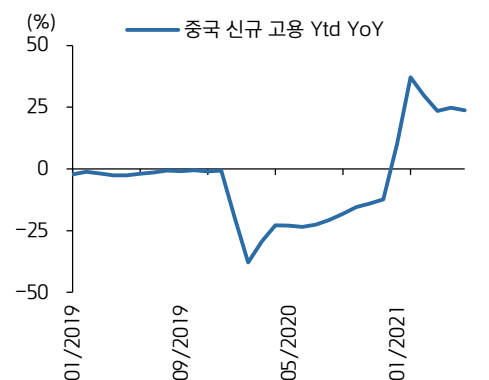
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 월간기준 전체 실업률 추이



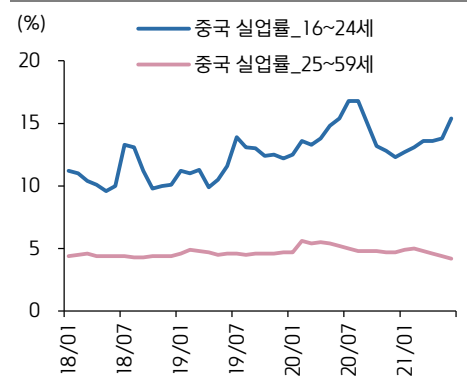
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신규고용 증가율 추이



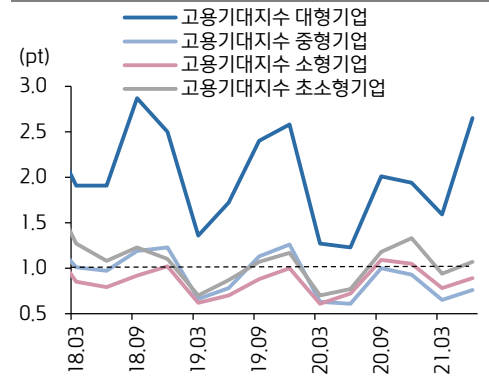
자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 연령별 실업률 추이



자료: 국가통계국, CEIC, 키움증권 리서치

중국 Zhaopin 고용지수 추이



자료: Bloomberg, Zhaopin, 키움증권 리서치  
주: 기준선(1)을 넘어서면 고용환경 양호, 아래면 나쁨 의미

## 상반기 정책지원 둔화 속 불균형 회복세 (4)

### : 노동 소득 성장 부진 vs 투자 소득 성장세가 두드러짐

가처분 소득은 역시 Covid19 영향으로 2020년 1분기 마이너스 증가율을 기록했다. 그러나 이후 빠른 속도로 회복, 2021년 상반기 중국 가처분 소득(중위값 기준)은 전년대비 11.6% 성장했다. Covid19 발생 이전인 19년 상반기와 비교하면 12.2% 성장하면서 안정된 흐름을 회복한 것으로 판단된다.

그러나 가처분 소득을 항목별로 살펴보면, 그러나 일반 직장인이나 자영업자의 소득을 의미하는 임금 소득 및 순 영업이익 소득 증가율과 상대적으로 자산가들의 소득을 반영하는 순 자산 소득 및 이전 소득 증가율은 큰 차이를 보였다.

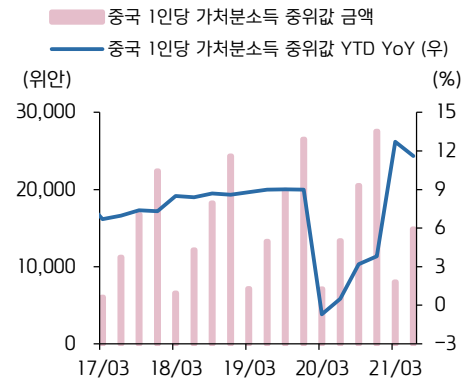
연간기준으로 2020년 가처분 소득은 Covid19에 의한 경기 둔화에도 불구하고 전년대비 4.7% 성장했다. 그리고 임금 소득은 전년대비 4.3% 성장했고, 순 영업이익 소득은 전년대비 1.1% 늘어나는데 그쳤다. 2019년 당시 (전년대비)증가율이 각각 +8.6%, +8.1%에 달했던 것을 고려하면, 성장세가 크게 둔화되었다. 한편 2020년 순 자산 소득과 이전 소득은 전년대비 6.6%, 8.7% 성장하면서, 성장 폭이 소폭 둔화되는데 그쳤다.

2021년 상반기 중국 임금 소득 및 순 영업이익 소득은 전년대비 12.1%, 17.6% 성장했다. 그리고 순 자산 소득과 이전 소득은 전년대비 15.0%, 9.1% 성장했다. 2021년 상반기 기준으로, 일반적인 소득(임금 소득+순 영업이익 소득)과 자산가의 소득(이전 소득+순 자산 소득)으로 분류해서 19년도 당시와 비교하면, 자산가 소득은 18.6% 성장했고, 일반 소득은 14.2% 성장하는데 그쳤다.

2020년 및 21년 상반기 세부항목을 살펴보면, 결국 중국 전체 가처분 소득 회복은 Covid19 이후 유동성 공급이 늘어나면서, 주식, 부동산 등 자산 가격 상승에 의한 비중이 상당했던 것으로 생각된다. 특히 가처분소득 내 비중이 상대적으로 높고 일반적인 소비심리에도 영향력이 더욱 크다 볼 수 있는 임금 소득과 순 영업이익 소득 성장세가 상대적으로 둔화되었다. 이는 개인 소비 회복세를 늦추는 요인으로 작용했을 것이다.

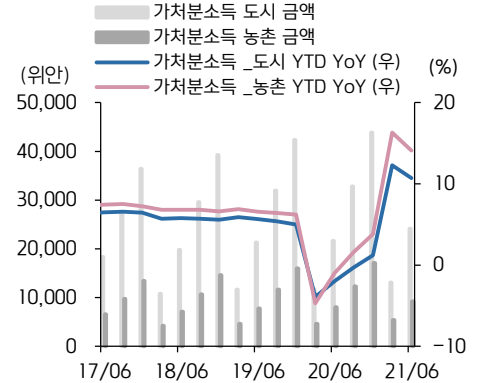
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 가처분 소득 금액 및 추이



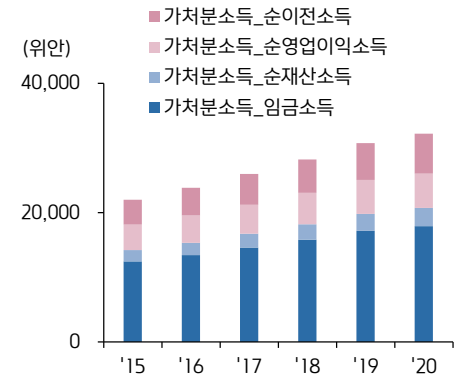
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

도시/농촌 가처분 소득 금액 및 증가율 추이



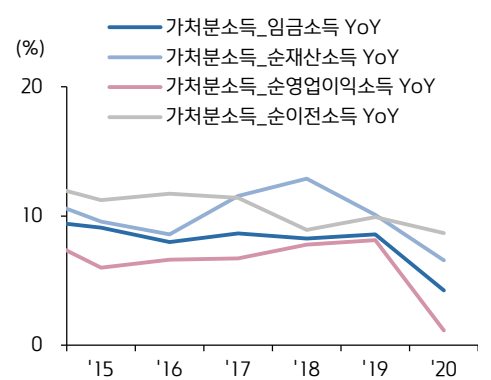
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

연간기준, 중국 항목별 가처분 소득 추이



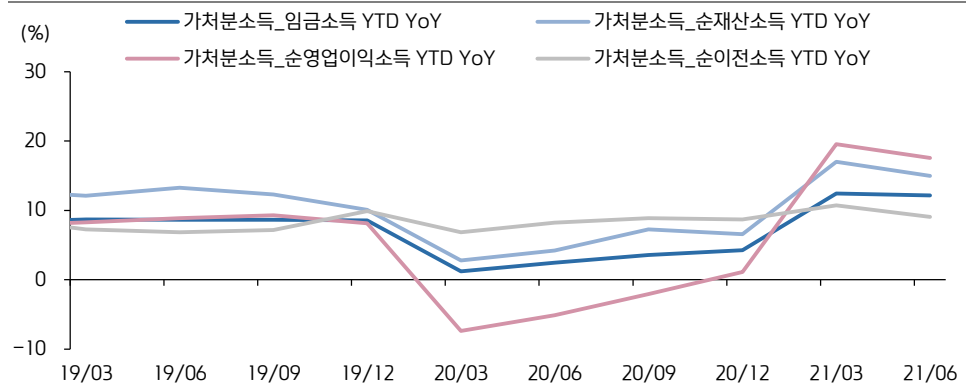
자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

연간기준, 중국 항목별 가처분 소득 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

분기 기준, 중국 항목별 가처분 소득 증가율 추이



자료: 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 하반기 정책 미세조정은 필수불가결

앞서, 상반기 정책 정상화 기조 아래 발생한 중국경제의 불균형 회복세에 대한 문제점을 지적했다. 또한 하반기에는 기저효과가 감소하면서, 전체적인 경제성장을 또한 다소 둔화될 수밖에 없다.

때문에 당사는 **중국당국이 경기 하강 속도를 제어하기 위한 정책 미세조정에 나설 것으로 전망한다**. 상반기 대비 정책이 완화되면서, 유동성 공급이 더욱 늘어날 것으로 생각한다. 하반기에도 중국경제는 전년대비 6% 성장할 것으로 판단한다.

중국당국은 하반기에도 중립적인 통화정책을 강화할 것이다. 그러나 전반적으로 살펴보면, **상반기 대비 완화적인 통화정책이 기대된다**. 특히 금리정책으로, **추가적인 지급준비율(이하 기준율) 인하 가능성도 상당할 것으로** 생각된다.

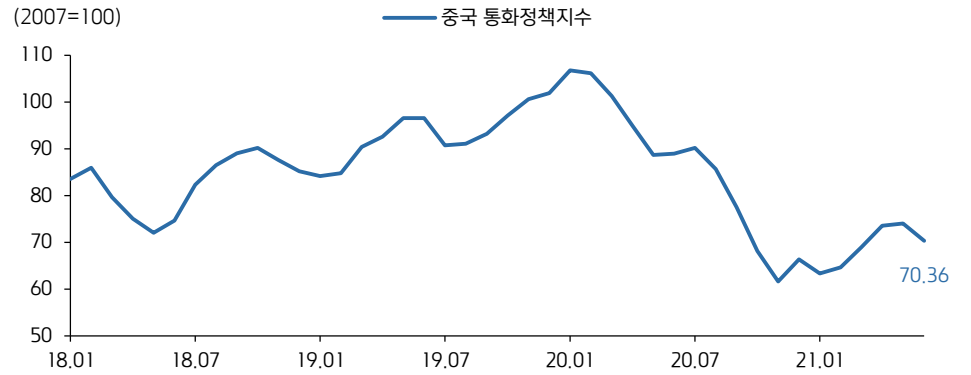
이미 7/15일 인민은행은 한차례 전면적인 기준율 인하를 단행한 바 있다. 당시 인민은행은 통화정책 완화에 대한 시장의 과도한 기대감에 대한 우려를 표했다. 동시에 기존의 신중한(중립) 통화정책을 강조, 유동성 공급 규모보다 효율성을 높이는데 주력하겠다고 부연했다.

기준율이 50bp 인하되면서, 시중에 공급되는 유동성은 약 1조 위안으로 추정된다. 그러나 7월 만기도래한 4,000억 위안 규모의 MLF 중 3,000억 위안이 상환되었다. 그리고 8월에는 7,000억, 9월에는 6,000억 위안 규모의 MLF가 만기도래 될 예정이다. 이에 기준율 인하에도 실제 공급되는 유동성은 최대 7,000억 위안 혹은 더욱 적을 것으로 계산된다.

인민은행의 신중론에도 불구하고, 당사는 기준율 인하에 의한 유동성 공급 규모가 시장이 기대하는 수준에 못 미친다고 보여진다. 이에 당사는 하반기 기준율이 1회 추가로 인하될 가능성도 있을 것으로 생각한다. 신용공급 또한 당국의 완화 스탠스에 따라 다시 늘어날 것으로 전망하며, 전반적인 공급 속도는 연초의 언급대로 명목 성장률에 부합할 것으로 생각된다.

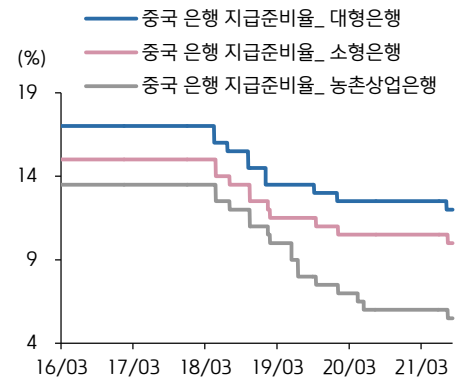
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 통화정책 지수 추이



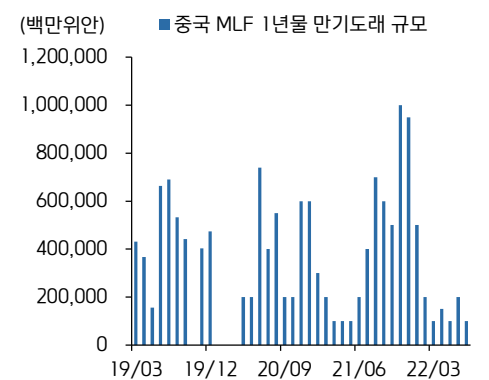
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 낮을수록 상대적 완화, 높을수록 상대적 긴축을 의미.

중국 기준율 추이



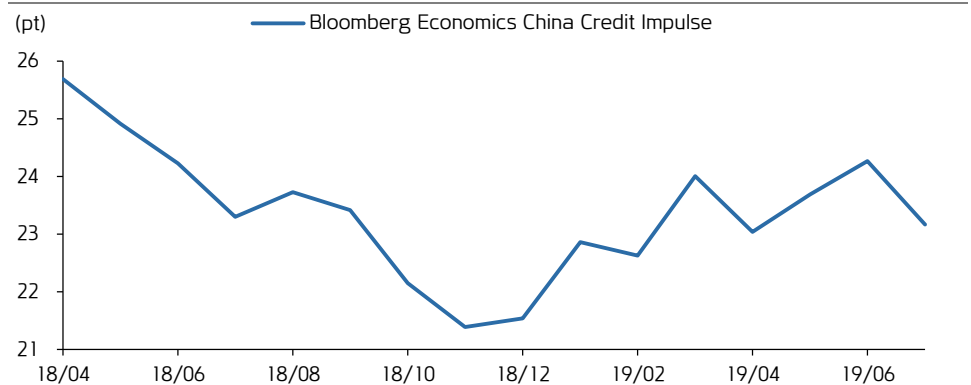
자료: 중국인민은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 월별 MLF 만기도래 추이



자료: 중국인민은행, CEIC, 키움증권 리서치

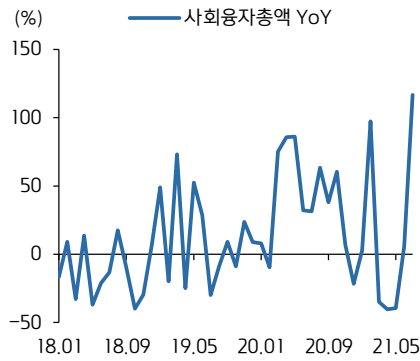
중국 Credit Impulse 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

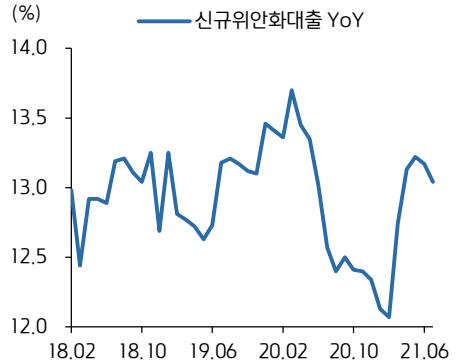
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 사회용자총액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신규 위안화 대출 증가율 추이



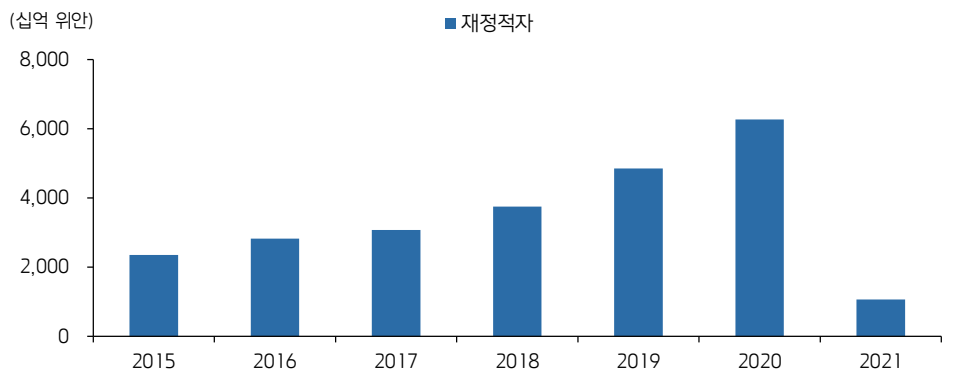
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한편 하반기에는 재정정책의 역할이 보다 높아질 것으로 예상된다. 적극적인 재정정책 기조 아래 적자 폭이 추가로 확대되고, 지방정부 (인프라)특수채 발행속도도 더욱 가팔라질 것으로 생각한다.

한편 재정정책 역시 상반기에는 상대적으로 소극적인 모습을 보였다. 2021년 7월 누적기준 중국 재정적자는 1조 632억에 그쳤다. (인프라)특수채권 발행 규모도 상대적으로 적었다.

하반기 재정적자폭이 더욱 확대될 것으로 전망된다. 특히 지방정부의 (인프라)특수채 발행이 더욱 가팔라질 것으로 전망된다. 이에 인프라 투자가 상반기대비 늘어나면서, 경기 회복에 일조할 것으로 생각한다.

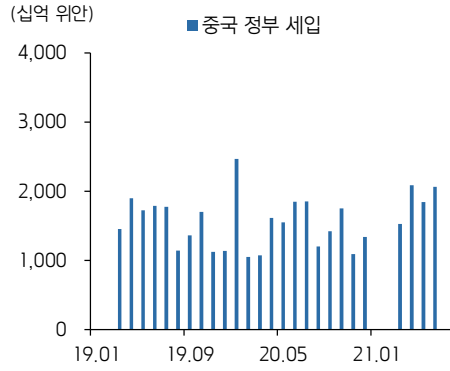
중국 연간기준 재정적자 폭 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

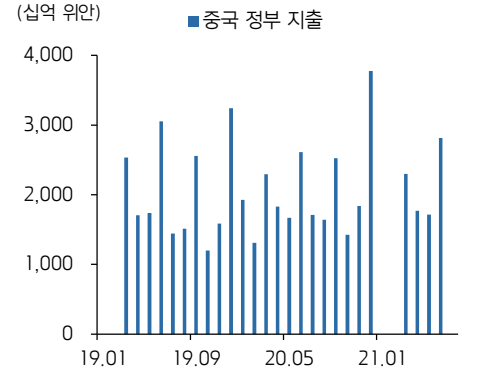
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 월별 재정수입 추이



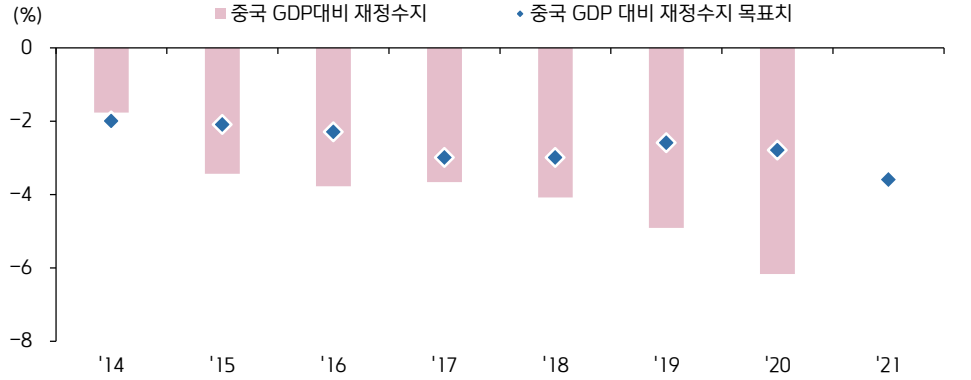
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 월별 재정지출 추이



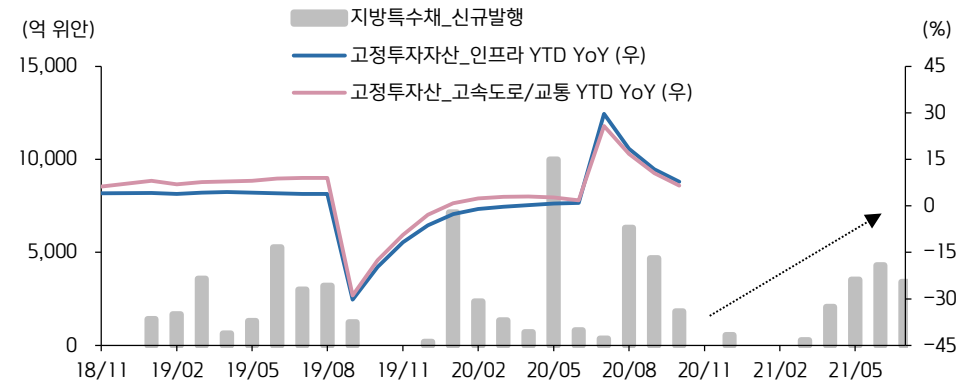
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 연간 목표 및 실제 재정적자 추이



자료: 언론종합, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 인프라 채권발행 및 인프라 투자 증가율 추이



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 인프라 관련 투자 증가율을 지방채 발행 이후 약 6개월 후행

## 당국의 산업 규제 릴레이. 끝일까? 시작일까?

### 다방면에 걸친 중국당국의 규제 스탠스에 중화권 증시 투자심리 위축

7월 초만해도 당국의 정책 미세조정 움직임에 중화권 증시는 건조한 모습을 보였다. 그러나 7월 말 각종 규제가 쏟아지면서, 투자심리가 급격하게 위축되었다. 중화권 증시 내에서, 본토보다 역외, 중소형주 보다 대형주 낙폭이 두드러지는 모습을 보였다. 7/26~27일 양일간 본토에서 상해종합은 4.8% 하락, 대형주로 구성된 CSI300은 6.6% 하락했다. 역외 증시를 살펴보면 홍콩항셱종합은 9.3% 하락, 항셱테크는 14% 하락했다.

항셱테크의 경우, 2021년 Ytd 기준 20% 넘게 하락하면서, 중화권 증시 중 가장 부진한 모습을 보여주고 있다. 항셱테크는 알리바바, 텐센트 등 중국의 대형 플랫폼, 인터넷 기업들로 구성된 지수이다. 대형 플랫폼 및 인터넷 산업에 대한 규제는 어느 산업보다도 강하게 진행되고 있기 때문인 것으로 보여진다.

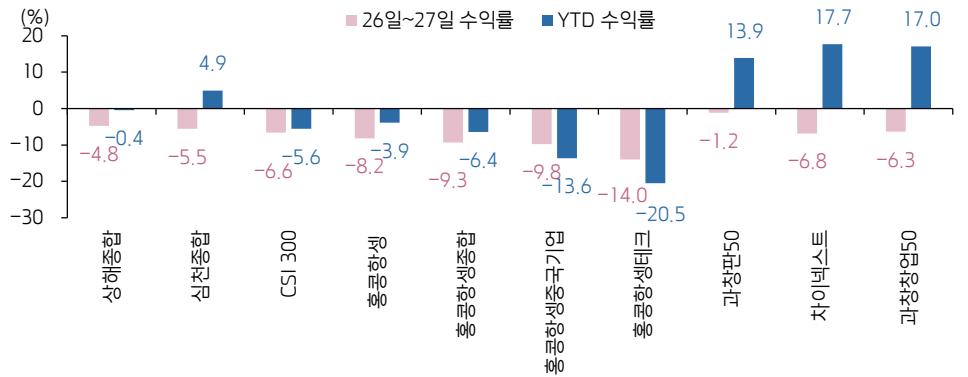
중국당국은 오래전부터 대형 플랫폼 및 인터넷 기업들의 반독점 행위에 대해 비판해 온 바 있다. 2020년 연초 중국당국은 플랫폼 반독점 기업들이 시장 지배적 지위를 구축하고, 이를 남용하는 행위를 규제하기 위한 초안을 만들었다. 이후 연말연초를 기점으로 추가적인 규제안을 내놓고, 기업들에 벌금을 부과하는 등 실질적인 규제를 가하기 시작했다. 특히 해외상장된 플랫폼 기업에 대해서는 “국가안보”를 근거로 보다 강력한 규제가 가해졌다.

현재 중국당국의 규제는 플랫폼 뿐만 아니라, 사교육 업체들, 부동산, 헬스케어, 게임 산업 등으로 확산되고 있다. 특히 사교육 기업들에 대한 규제는 상대적으로 강한 편이다. 이제 자본시장을 통한 자금조달, 인수합병 및 외국인 자본 투자가 금지되고, 신규 설립도 원칙적으로 불가능해진다. 기업 활동이 크게 제한되면서, 교육 기업의 비영리화가 전격적으로 이뤄질 수도 있다. 부동산 관련 규제는 결국 1선 도시의 투기 수요를 막는데 집중될 것으로 보여진다.

한편 그 외 게임, 제약 등 기타 산업들에 대한 규제는 아직까지는 심각한 수준은 아니라 판단된다. 그러나 향후 규제 강도가 더욱 높아지거나, 다른 산업으로 확장될 가능성도 배제하기 어렵다.

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중화권 증시 수익률



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 본토 증시 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 기술주 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 항생테크, 시가총액 상위 10개 기업 리스트 정리

기업명	시가총액 십억 HKD	항생테크 비중 %
Meituan	1,310.4	8.35
알리바바 그룹 홀딩	4,207.7	8.23
텐센트 홀딩스	4,354.5	7.59
샤오미 집단	661.0	7.54
Kuaishou Technology	353.2	7.49
JD 닷컴	861.8	6.46
JD Health International Inc	243.3	5.66
넷이즈	454.9	2.47
바이두	455.4	1.64
비리버리	241.8	1.49

자료: HangSeng Indexes, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 플랫폼 규제 타임라인

2020-01-02	국가시장감독관리총국, 플랫폼 반독점법 제정 계획 발표
2020-10-20	국가시장감독관리총국, '온라인 거래 관리감독 방법' 초안 발표
2020-10-24	마윈, 상하이 금융포럼에서 중국 금융시스템 비판
2020-11-04	앤드그룹, 상해 커황판/홍콩 IPO 철회
2020-11-06	국가시장감독관리총국 등, 27 개 중국 대형 플랫폼 기업 소환하여 '인터넷 경제 질서 규제에 관한 행정지도 회의' 개최
2020-11-10	국가시장관리총국, 중국 인터넷 기업 반독점법 초안 발표
2020-11-19	국무원, 국가시장감독총국의 건의에 따라 '반독점 전담 연석회의' 설치
2020-12-11	정치국회의에서 6대 정책 가이드라인 내 반독점법 강화 관련 내용이 포함됨
2020-12-14	국가관리총국, 알리바바/텐센트/펑차이 등 반독점법 위반으로 각각 50 만 위안 벌금 부과 1) 알리바바, 온.로프라인 유통 통합 전략의 일환으로 백화점 기업 '인타이상업'의 지분 73.79%를 신고 없이 인수하면서 반독점법 위반. 2) 텐센트, 독서콘텐츠 서비스 '위예원'의 지분을 사전신고 없이 100% 인수 3) 펑차오, 올해 경쟁사 '중유즈디'의 지분 100%를 사전 신고 없이 인수
2020-12-16~18	2020 년 중앙경제공작 회의에서 시장 내 반독점 규제를 '21 년 8대 업무 중 하나로 제시
2020-02-08	국무원, '플랫폼 영역에 대한 반독점 위원회 지침' 발표
2021-03-12	국가시장관리총국, 12 개 플랫폼 기업 반독점법 위반으로 각각 50 만 위안 벌금 부과
2021-04-10	시장감독관리총국, 알리바바의 반독점법 위반으로 182 억 2,800 만 위안 벌금 부과
2021-04-27	전국민대표대회 상무위원회 28 차 회의에서 <개인정보보호법(초안)>에 대해 논의, 유저가 많고, 사업 구조가 복잡한 온라인 플랫폼 기업의 경우, 외부 인력으로 구성된 독립기관을 설립, 자체 개인정보 처리 활동을 감독하도록 요구
2021-04-30	중국 금융당국, Tencent/ JD Finance/ Bytedance/ Meituan Finance/ Didi Finance/ Lufax 등 13 개 금융 업무를 영위하는 플랫폼 기업을 소집하여 면담 진행. 모바일 결제, 신용평가, 자본시장 등 업무와 금융 소비자 권익 보호 등 면에서 시장 요구를 제시. 기업 내부적으로 문제점을 조사하고, 명확한 시점이 포함된 시정 방안을 제출하도록 요구. 이와 별개로 금융당국의 조사가 계획됨.
2021-05-01	국가시장감독총국, <온라인 거래 감독 관리방안> 본격 시행. 위 문건은 라이브 커머스 거래 중 플랫폼 경영자가 이행하여야 할 의무를 규정.
2021-06-01	중국최고인민법원, '인터넷 플랫폼 기업 위법 10 대 사례' 발표
2021-06-23	앤트그룹, 중국 국영기업과 신용정보 합작 기업 설립 예정
2021-07-20	공신부, 아마존 쇼핑/ Huya 스트리밍/ Yonghui/ Anjuke/ East Money 등 소비자 권익을 침해한 145 개 모바일 어플리케이션을 대상으로 내부 개선 마무리를 요구, 위반시 법령에 따라 처벌 예정
2021-07-27	시장감독총국 등 7 개 부처, 외식 배달원 권익 보장 요구 문건을 공동 발표. 1) 플랫폼 기업들의 알고리즘을 통한 배달원 평가를 중단, 2) 플랫폼 및 외부 협력사가 배달원의 사회보험보험 가입을 독촉하도록 요구, 3) 배달 주문 수, 정시 도착 비율, 온라인 대기 비율 등의 평가 기준을 합리적으로 수립하고 배송 시한 요구를 적절히 완화
2021-08-03	플랫폼 내 허위 정보 게시 및 규정에 따라 ZA Online(6060.HK)를 보험 약관과 보험비 미사용 등 위법 행위 명목으로 145 만 위안의 과징금을 부과, 이는 중국 첫 온라인 보험 플랫폼 대상 행정 처벌 사례

자료: 현지언론, 키움증권 리서치센터

그 외 산업에도 규제가 진행되고 있음

분야	날짜	내용
부동산	2021.08	베이징시: 이혼한 부부가 이혼 전 보유한 주택 수가 구매제한 정책에 부합하지 않을 경우, 이혼 후 3년 내 양측 모두 베이징시 내 주택 구입 금지  항저우시: 구매 제한 지역 내 주택 구입 시 현지 호적 등록자 (5년 미만)의 경우, 2년 연속 이상의 사회보장보험 납부 이력 요구. 비 현지 호적의 경우 4년 연속 이상
	2021.07	주택건설부, 인촨/진화/취저우/취안저우/후이저우 등 5개 도시를 부동산 시장 중점 모니터링 도시로 지정. 현지 정부 담당자를 소환하여 상반기 부동산 이슈의 감독을 상화하도록 요구
	2021.07	주택건설부/NDRC/시장감독총국/CBIRC 등 8개 부처, <부동산 시장 질서 규범화 관련 통지> 발표. 3년 내 부동산 시장 질서의 뚜렷한 개선을 목표로 제시, 하반기 부동산 시장 규제가 강화될 것으로 전망.
비료	2021.08	시장감독총국, 칼리 비료 등 화학 비료의 매점매석, 가격 인상 행위와 관련하여 기업에 입법 조사 진행
게임	2021.08	최근 대표 게임업체를 소집하여 온라인 게임 중독 방지 관련 비공개 회의를 진행. 연령 등급제를 모든 게임에 적용할 것으로 재 강조하며, 판호 승인 시스템에도 연령 등급제를 도입할 계획. 당국은 미성년자 보호 관련 작업을 지속적으로 추진하고 있다고 밝히며, 게임기업들의 중독 예방 매커니즘을 확실히 구축할 것으로 주문.
교육	2021.08	베이징시 장감독국, 방과 후 교육기관의 조사를 지속하는 가운데, Xueda, 51Talk, ABC 외국어학원 등의 위법 광고, 무허가 교육, 가격 위법, 불공정 경쟁 행위 등에 따라 법적 처벌. Xueda에게 123.5만 위안의 과징금 부과  중앙위원회판공청 및 국무원판공청, <의무교육 과정 내 학생의 숙제 부담 및 방과후 교육 부담 추가 경감 관련 의견>을 공동 발표, 1) 입시형 교육 기관의 주식시장 자금 조달 금지, 상장사의 입시형 교육기관 투자 금지, 해외 자금의 M&A, VIE 구조 등을 통한 입시형 교육기관 통제 금지 2) 온라인 교육의 개별 수업 시간을 최대 30분, 21시로 제한, 수업간 휴식시간을 최소 10분 보장, 3) 주요 매체, 공공장소, 주거지 내의 방과 후 교육 업체 광고를 금지, 4) 방과 후 교육 업체의 허위 가격 제시 등 불공정 경쟁, 독점 행위를 엄격하게 규제
	2021.04	베이징시 시장감독국, GSX/ TAL Edu./ Koolearn Tech./ Gaosi Edu.emd 방과후 교육 기관의 불법 가격 책정과 허위 광고 행위에 대해 50만 위안의 과징금 부과
전자담배	2021.04	공신부/국가담배전매국, <담배 전문판매법 시행조례 (의견수렴안)>을 공동 발표. 전자담배에 결련형 담배와 동일 기준의 규제를 적용하도록 조치.
제약	2021.04	국가의료보장국/재정부/위생건강위원회 등 주요 부처,약품 판매 과정 중 뇌물 수수 등 위법 행위 관련 규제 조치를 발표

자료: 현지언론, 키움증권 리서치센터

## 중국당국의 현 규제는 시진핑 3기 지도부를 위한 포석

현재, 중국당국 규제가 현수준에서 일단락될지, 스탠스가 더욱 강화될지 예단하기 어렵다. 시진핑을 중국의 **중고속경제성장 시대의 청사진을 그리는 첫 번째 지도자**로써 해석한다면, 규제는 보다 **장기적인 관점에서 접근하는 것이 합리적으로** 생각된다.

덩샤오핑의 개혁·개방 이후, 중국은 양적팽창에 의한 고속 경제성장을 이어왔다. 그리고 공산당 지도 아래, 흑묘백묘 정책, 즉 자본주의든 공산주의든 상관없이 경제성장이 우선시되었다. 그러나 고속 경제성장이 끝났고, 향후 장기적인 경제 성장 전략이 필요하다. 부의 재분배, 질적성장 흐름에서 공산당의 색채가 더욱 강화될 것으로 생각한다.

중국의 고속 경제성장시대가 마무리되고, 등장한 시진핑 주석은 1기 지도부 시절 신창타이(新常态, 중고속 경제성장시대)를 위한 기틀을 마련했다. 경제적으로는 공급과잉 해소 정책을 펼쳐, 무분별한 양적 팽창에 의한 잠재적인 리스크를 제어하기 위해 노력했다. 내부적으로는 따후파이잉(打虎拍蠅, 호랑이와 파리 잡기) 정책으로 지위고하를 막론하고 강도 높은 부패척결에 성공했다. 그리고 이는 시진핑의 장기집권을 가능케했다는 평가를 받는다. 대외적으로는 일대일로 전략을 통해 중국의 영향력을 과시했다.

2017년 10월 당대회에서 2기 지도부가 시작되면서, 주석 3연임 금지 조항을 폐지하여 장기집권 가능성을 열어두고, 이를 위한 당헌 수정을 완료했다. 2050년까지 중국의 청사진을 제시하면서, 시장의 이목을 모았다. 그러나 2기 지도부 초반부는 미-중 갈등으로 많은 어려움을 겪었다. 내부적으로 강경한 대외정책에 대한 비판도 있었고, 미국의 압력으로 경제정책에 대한 일부 수정도 이뤄졌다. 2기 지도부 중반부에는 Covid19에 의한 경기둔화 압력이 높아지면서, 이를 해결하기 위한 부양책이 최우선 시되었다.

2022년 10월 20차 당대회가 예정되어있다. 이번이 없다면, 시진핑 주석의 3번째 지도부가 시작될 것이다. 마오쩌둥을 제외하고, 처음으로 3연임에 나서는 시진핑 주석은 안정적인 시작을 위해 2기 지도부의 성과를 강조할 것이다. **당의 색채를 강조하면서, 이를 위해 각 산업에 대한 규제가 이어질 가능성이 높다고** 생각된다.

실제, 산업에 따라서 세부 사항은 차이를 보이고 있지만, 기본적으로는 민생안정(혹은 민생증진), 양극화 해소 등을 공산당의 기본을 강조하고 있다.

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

시진핑 1기 지도부 및 2기 지도부의 특징 정리

시진핑 1기 지도부 2012.11 - 2017.10		시진핑 2기 지도부 2017.11 - 현재 (2022.10)	
12차 5개년 계획(2011~2015년)이 후진타오 주도하에 이미 결정됐기 때문에, 이전 정책을 계승하면서 변화를 모색함. 13차 5개년 계획(2016~2020년)부터 본격적인 국가 전략 시행. 시진핑 주석은 해당 기간 동안 군사적 개혁을 단행, 당내/군사적 권력을 더욱 공고하게 만들, 과잉생산을 비롯한 국유기업들의 비효율성 개선을 본격적으로 시행 일대일로 정책을 통한 '차이나 머니' 파워를 과시. 첨단 기술 독립을 위한 과학/정보기술 투자에 적극적인 모습		트럼프 당선 이후, 미-중 갈등 본격적으로 심화. 이후 관세 전쟁은 전자 기술, 체제 등 여러 영역으로 파생됨. 무역전쟁 휴전 이후 COVID19 팬데믹 발생, 엔택트 서비스에 대한 수요 증가로 플랫폼 기업들이 폭발적으로 성장 이에 중국 당국은 플랫폼 기업들에 대한 규제를 점차 강화하기 시작	
1기 지도부 주요 이벤트		2기 지도부 주요 이벤트	
2013.11	일대일로 전략 발표. (중국-중앙아시아/러시아/유럽을 잇는 육상 실크로드, 중국-동남아/인도, 중동/아프리카/유럽으로 이어지는 해상실크로드 구축)	2018.3	도널드 트럼프 대통령, 통상법 301조 조사 결과 발표. 트럼프 대통령은 연간 500억 달러 규모의 중국 수입품에 25% 고율 관세 부과를 허용하는 행정명령에 서명.
2014.12	중국경제공작회의에서 중국 경제의 고속성장 시대 마감, 중간 속도 성장 진입을 공식 천명. 이에 국유기업 개혁의 본격적 시행, 더 높은 대외 개방 계획 발표	2018.3	중국 헌법 내 주석 3연임 금지 규정 폐지. '2기 초과 연임 불가' 문구 삭제, 시진핑 주석의 장기 집권 토대 마련
2015.2	리커창 총리, 국무원 상무회의 내 '중국제조 2025' 강조. '중국제조2025'는 중국을 제조업 강국으로 진화시키기 위한 10개년 계획. (한편 9월에 구체적 계획 발표, 23개 중점 발전방향과 10대 영역 제시)	2018.4	중국은 25%의 관세를 부과할 500억 달러 규모 미국 수입품 품목 제시. 이후 미-중 양국의 관세 전쟁 시작
2015.3	리커창 총리, 처음으로 '인터넷+'라는 용어 언급. '인터넷+'는 모바일인터넷, 클라우드, 빅데이터, 사물인터넷 등 산업을 의미 위 정책으로 전자상거래, 핀테크 산업 활성화, 글로벌 경쟁력 확보 계획	2019.1	(2018.12 G20 정상회담에서 잠정 휴전 합의 후) 미-중 양국은 첫 무역 협상을 진행.
2015.10	중공중앙, <중국공산당 청렴자율준칙>, <중국공산당 기율처분조례> 개정안 배포 (공산당 당원들의 도덕 구속 강화, 기율의 마지노선을 담은 문건)	2019.3	중화인민공화국 외국인(기업) 투자법' 통과. (2020년 1월 부터 시행) 대외 개방을 확대를 위해 외국인 투자 기업의 지식재산권 보호, 기술 이전 강요 금지, 독자 투자 기업 허용
2015.11	<중공중앙의 국민경제와 사회발전 제13차 5개년 계획 제정에 관한 건의> 통과 (소강사회 건설을 위한 새로운 목표 등 제시)	2019.5	워싱턴 DC에서 개최된 무역협상이 결렬됨. 트럼프 대통령, 미국 기업들이 외국인 장비 사용 금지 행정명령에 서명. 상무부, 미 정부 허가 없이 미국 기업과 거래할 수 없는 기업 리스트 발표. 인텔, 퀄컴 등 미국 반도체 회사들은 화웨이에 대한 반도체 공급 중단.
2015.12	두 자녀 정책 본격적으로 시행, '인구계획 생육법 개정'에 대한 결정' 발표. 개정된 내용에서는 국가가 1가구 두 자녀 출산 정책을 제정, 늦은 결혼과 늦은 출산을 더 이상 장려하지 않는다고 명시.	2019.8	미국, 중국을 환율조작국으로 지정.
2016.1	아시아인프라투자은행(AIIB) 출범, 중국이 주도하여 창설한 다자간 금융기관 설립. 아시아지역 인프라 투자를 늘리고, 경제통합 프로세스 추진, 아시아 회원국의 투자 환경 개선이 주 목적으로 알려졌다.	2019.10	미-중 양국은 무역협상 내 부분적 합의인 미니딜을 이끌어냄. (이후 미-중 무역 전쟁 휴전 맞이)
2016.9	G20 정상회의, 항저우에서 개최		'사회주의 제도 견지와 국가 통치 체계 현대화에 대한 결정문' 발표. 시진핑 시대의 특색 사회주의 제도 하에 공산당 통치 목표/임무에 대한 내용.
2016.10	<새로운 형세 내 당내 정치생활에 대한 준칙>, <중국공산당 당내 감독 조례> 발표. 당원들이 시진핑 주석을 주축으로 긴밀하게 단결, 전면적인 중립지대를 추진해야 한다는 내용.	2019.12	COVID19 공식 확진자 발생.
2017.1	미국 도널드 트럼프 대통령 취임	2020.1	국가시장감독관리 총국, 플랫폼 반독점 제정 계획 발표
2017.6	증감회/교육부/인사부, 대학생들의 무분별한 대출 사업 규제에 합의. P2P 금융으로 인한 사회 내 전반적인 부작용, 이에 대한 당국의 후행적 제재 시행.	2020.10	국가시장감독관리 총국, '온라인 거래 관리 감독 방법' 초안 발표
2017.7	국무원, 'AI 발전 규칙' 발표. 2030년까지 자국 핵심 산업 육성, 추가적 지원 계획 발표.	2020.12	중앙경제공작 회의에서 반독점 규제를 2021년 8대 업무주 하나로 제시
2017.10	인민은행-홍콩금융관리국, 공동으로 '채권통' 발표. 본토-홍콩 채권 시장 간의 거래를 활성화하는 것이 주 목적.	2021.1	조 바이든 미국 대통령 당선
	중국 공산당 19차 당회의 개최, 시진핑 주석 1기 집권 종료, 2기 개막 연설에서 '50년까지 세계 1위 국가가 되겠다'는 청사진을 밝혔	2021.4	알리바바, 반독점법 위반으로 182억 위안 벌금 부과

자료: 현지언론, 키움증권 리서치센터

## 규제 장기화 시, 중국 전략: 본토 증시 선호

중국당국의 규제 스탠스는 2022년 10월 당대회까지 장기화될 경우, 본토증시 선호 심리가 더욱 두드러질 것으로 예상된다. 지역별로 선호도는 본토, 홍콩, 미국(ADR) 순으로 전망한다.

미국에 상장된 기업(ADR)에 대한 투자심리는 더욱 위축될 것으로 전망한다. 최근에도 디디추싱이 상장된 직후(디디글로벌), 중국당국은 국가안보 위반을 근거로 강력한 규제 조치를 취했다. 이후 증권분야 위법행위에 대한 법적 대응에 대한 의견을 발표했는데, 중국기업의 해외 상장에 대한 규제가 핵심으로 보여진다. 특히 미래 주요자원인 데이터에 대한 보안을 강조했다. 데이터에 대한 당국의 영향력을 높이기 위한 조치는 계속될 것으로 생각한다.

해외상장 관련 규제에 대한 우려가 높아지면서, 중국 기업들은 미국 상장을 중단하고, 자국 내 상장을 검토하고 있는 것으로 파악된다. 또한 향후 ADR 기업들의 경우 중국 복귀가 더욱 빨라질 가능성도 있다.

중국 기업의 자국 상장 가능성이 높아질 경우, 홍콩 증시에 대한 관심이 높아질 것이다. 당국이 중국 금융 허브로써 홍콩시장을 강화하고 있다. 또한 미국 상장된 ADR 기업 이장에서도 홍콩 복귀가 가장 매력적인 선택지이다. 때문에 장기적으로 홍콩증시의 잠재적인 투자 매력도는 상당하다.

그러나 최근 부동산에 대한 규제 스탠스나, 향후 서비스 업종을 중심으로 규제가 더욱 확산될 수 있다는 점을 고려하면, 본토증시 대비 홍콩증시 투자심리가 더욱 억눌릴 가능성이 높다고 보여진다. 본토증시의 경우, 상해종합을 중심으로 제조업 비중이 상대적으로 높다. 반면 홍콩증시는 부동산 및 서비스업종 비중이 상대적으로 높기 때문이다.

해외상장에 대한 규제가 강화되고 있음

7/6 일 증광증양판공청/ 국무원판공청  
(증권 분야 위법행위 법적 대응에 대한 의견(关于依法从严打击证券违法活动的意见))

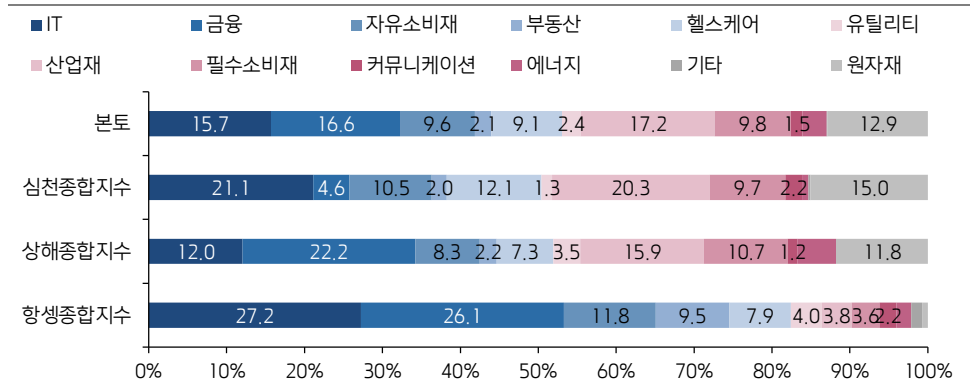
<b>목적</b>	자본시장 내 사법적 시스템 마련, 위법 행위 제한, 투자자 권익 보호, 자본시장의 질서 및 기능 유지를 위해 위법 행위 단속을 강화
<b>목표</b>	자본시장 위법 행위 제한을 위한 사법적 책임제도 개선 '22년까지 자본시장 내 위법행위에 대한 사법적 시스템 마련, 증권법 위반에 대한 처벌 수위 강화, 투자자 권익 구제 통로 확대 등  '25년까지 자본시장 내 시스템 개선, 중국의 특성을 반영할 수 있는 증권법 체제 완성, 증권 분야 사법시스템 투명성/규범성/공신력 제고, 증권 분야 내 행정/사법적 규제 정비

주요 내용

<b>해외 상장에 대한 규제 강화</b>	중국기업의 해외 유가증권 발행, 개인정보 관리 규정에 대한 법률 강화. 해외 증시 상장사 규제에 대한 법률적 체계를 확립, 국무원 내 해외 증시 상장에 대한 규정 개정을 통해 중국 국내 산업과 관리감독 기관의 권한/책임을 더욱 명확하게 명시. 데이터 보안, 글로벌 트레픽 등에 대한 규정 강화 예정. 해외 상장 기업들에 대한 데이터 관리 책임 강화
<b>증권 분야의 법적 역량 및 전문성 제고</b>	중국의 시스템에 걸맞는 증권 분야 사법 시스템을 더욱 완비할 수 있도록 법적 역량을 육성. 빅데이터/ 인공지능/ 블록체인 등 기술을 사용하여 증권 선물 시장에 대한 관리 감독을 강화, 위법 행위에 대한 사전적 예방/ 실시간 적발 등이 가능하도록 노력.

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

중국 본토(상해+심천), 상해종합, 심천종합, 홍콩항셱종합 업종 비중 비교



자료: Bloomberg, HangSeng Index, 키움증권 리서치

## 규제 장기화 시, 중국 전략 II: 중국 중소형 성장주 선호.

경제 및 정치적 관점에서, 하반기 정책 영향력은 더욱 높아질 것이다. 이에 정책 수혜 업종에 대한 선호심리는 계속될 것으로 판단한다. 연초부터 중소형 성장주 지수(과창판50, 창업판50, 상창50)가 아웃퍼폼하는 모습이 이어지고 있다.

**하반기에도 중소형 성장주 투자매력이 더욱 높아질 것으로 전망한다.** 특히 규제 관련 불확실성이 상존하고 있는 헬스케어 비중이 높은 창업판보다, IT 기초 인프라 비중이 높은 과창판50 투자매력이 가장 높다고 판단한다.

경기 모멘텀 관점에서, 하반기 지방정부 (인프라)특수채 발행 속도가 높아지면서, 인프라 투자가 늘어날 것으로 전망한다. 그 중 기초 IT 인프라를 구축하기 위한 신형 인프라 투자도 동반 확대되는 흐름이 예상된다.

정책 모멘텀 관점에서, 중국당국의 중소형 성장주 육성에 대한 의지가 더욱 강화될 것으로 생각한다. 중국당국은 2019년부터 상해 거래소에 과창판, 과창판50 지수를 차례로 출범했다. 이후 과창판50과 창업판50가 합쳐진, 상창50 지수를 만들었다.

특히 과창판 50의 경우 상장속도가 빠르고, 상장조건 또한 상대적으로 낮다. 이는 중국 중소형 성장주(특히 IT) 기업들이 상장을 통한 자금조달이 늘어나는데 일조했다. 앞서 언급했듯이, 미국 및 홍콩 시장의 투자심리가 위축되면서, IPO 자금이 본토로 유입되는 속도가 더욱 가팔라지고 있다.

특히 과창판, 창업판 등 중소형 성장주로 집중적으로 유입되고 있다. 이미 IPO 준비가 시작된 것으로 파악되는 기업 모집자금을 계산해보면, 과창판, 창업판으로 유입되는 자금 규모는 전체의 80%에 달한다.

중소기업의 전통적인 금융시장을 통한 자금조달 활성화는 Debt 중심의 금융시장에서 Equity 중심의 금융시장으로 진화하기 위한 중국당국의 정책 방향에 부합하다. 또한 미-중 갈등 당시, 미국은 중국정부가 대규모 보조금을 활용하여 기업을 육성하는 것을 비난한 바 있다. 미-중 갈등 불확실성을 낮출 수 있다는 점도 긍정적 요인이다.

중국 과장판-창업판50(shuangchuang50)출범, 중국 중소형 성장주 특징 정리

지수	상황 50	과장판 50	창업판 50
<b>선정 조건</b>	(1) 과장판 혹은 창업판에 상장된 종목 (2) 상장한지 1개 분기가 지난 종목 (상해 혹은 심천 증시 내 일 평균 시가총액 상위 30위 기업은 예외) (3) ST, *ST 종목이 아닌 종목	(1) 과장판 상장 종목 (2) 상장한지 6개월 초과. (과장판 상장 12개월이 지난 종목이 100개 이상~150개 정도가 되면, 상장 12개월 초과로 조정될 예정) (3) 상장 후 일평균 시가총액이 과장판 상위 5위인 경우, 정기 리밸런싱 심사 마지막 날에서 10거래일 기준 상장 3개월을 채우는 종목 (4) 상장 후 일평균 시가총액이 과장판 상위 3위지만, 조건 (3)을 채우지 못한 경우, 상장 1개월 이상되었다면, 위원회 논의 후 선정 가능	창업판 모든 종목
<b>스크리닝 방법</b>	(1) 미래 산업에 속해 있는 기업 중 투자가치가 있다고 판단되는 종목들을 선정.   *미래 산업: 차세대 IT 산업, 첨단 제조업 산업, 신소재 산업, 바이오 산업, 신재생에너지, 전기/수소차 (신재생에너지 자동차), 친환경 기업, 디지털 혁신 산업 등 (2) 선정된 종목들을 지난 1년간 일 평균 시가총액을 기준으로 순위 나열, 그 중 상위 50위를 선정	(1) 지난 1년간 일평균 거래규모를 내림차순으로 나열, 그 중 하위 10% 선정 제외 (2) 그 후 대상 종목들을 지난 1년간 일평균 시가총액을 내림차순으로 나열, 그 중 상위 50위를 선정	최근 6개월간 일평균 거래규모 내림차순으로 나열 섹터 별 비중 고려하여 종목 50개 선정
<b>리밸런싱 주기</b>	매 분기 조정 진행 매년 3, 6, 9, 12월 두번째 금요일의 다음 거래일부터 적용	매 분기 조정 진행 매년 3, 6, 9, 12월 두번째 금요일의 다음 거래일부터 적용	매년 6월과 12월 두번째 금요일의 다음 거래일부터 적용 리밸런싱 기준은 적용 2주 전에 공시
<b>산출 방식</b>	시가총액 가중	시가총액 가중	시가총액 가중
<b>종목 수</b>	50개	50개	50개
<b>지수 상장일</b>	2021-06-01	2020-07-23	2014-06-18

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

중국 과창판 및 창업판 IPO 조건 정리

지역 (보드)	설립 연도	상장기준	상장재무조건	상세조건
중국 상해 (과창판)	2019	고성장 혁신기업 + 등록제	1) 시가총액 + 순이익	예상 시가총액 10억 위안 이상 + 최근 2년간 평균 순이익 흑자, 동기간 누적 순이익 5000만 이상 ----- 예상 시가총액 10억 위안 이상 + 최근 1년간 순이익 흑자, 매출 1억 위안 이상
			2) 시가총액 + 매출액 + R&D 지출	예상 시가총액 15억 위안 이상 + 최근 1년간 매출 2억 위안 이상 ----- 예상 시가총액 15억 위안 이상 + 최근 3년간 누적 연구개발비가 최근 3년 매출액의 15% 이상 차지
			3) 시가총액 + 매출액 + 현금흐름	예상 시가총액 20억 위안 이상 + 최근 1년간 매출 3억 위안 이상 ----- 예상 시가총액 20억 위안 이상 + 최근 3년간 누적 경영활동 현금흐름 금액 1억 위안 이상
			4) 시가총액 + 매출액	예상 시가총액 30억 위안 이상 + 최근 1년간 매출 3억 위안 이상
			5) 시가총액 + 기술성과	예상 시가총액 40억 위안 이상 + 주요 사업 또는 제품이 정부기관의 승인을 받고, 시장 성장이 높으며 현재 단계적 성과 이룩 ----- (의약 산업에 속한 기업은 최소 1개 이상의 핵심 제품이 임상 2상을 받아야 함)
중국 심천 (창업판)	2009	고성장 혁신기업 + 심사제	1) 순이익	설립 3년 이상 + 최근 2개 회계 연도 흑자 + 순이익 누적 1000만 위안 이상
			2) 매출 + 순이익	최근 1년 흑자 기록, 매출 5000만 이상

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

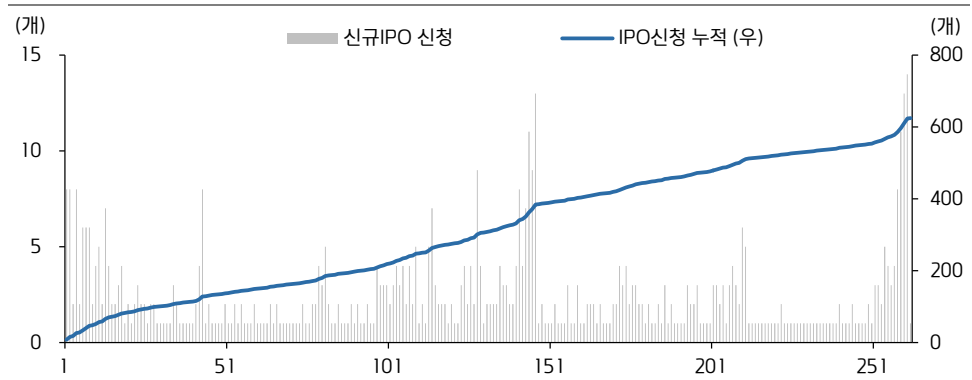
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국본토 내 IPO 예상기업 및 예상발행규모 정리

지수	기업 수		모집 자금	
	개	비중	억 위안	비중
상해메인	106	13%	1,139	14%
심천메인	92	11%	769	9%
Chinext	436	54%	3,116	38%
과창판	177	22%	3,203	39%
전체	811	100%	8,227	100%

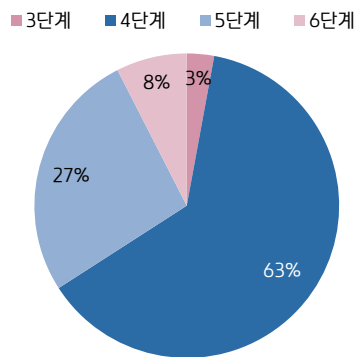
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 과창판 내 IPO 신청 수리되는 기업 수가 최근에 급증



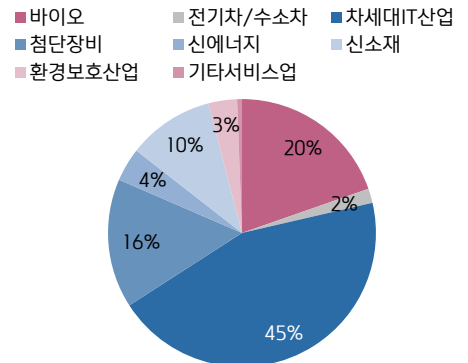
자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 과창판 내 IPO 예정기업 단계별 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 과창판 내 IPO 예정기업 업종별 비중



자료: Wind, 키움증권 리서치

중국 과창판 ipo 단계 설명

단계	절차 내용
1 단계	발행인 이사회 결의, 주주총회 승인
2 단계	발행인 상장신청, 거래소 신청수리
3 단계	거래소 상장심사
4 단계	거래소 심사의견확정
5 단계	증감회 최종결정
6 단계	주권 발행중, 심사완료

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

중국 과창판 ipo 단계 설명 II

유형	상장 후 예상 시가총액	최근 1년 매출	순이익	기타
1	10억 위안 이상	1억 위안 이상	최근 2년 누계 500만 위안 이상 최근 1년 플러스 (+)	
2	15억 위안 이상	2억 위안 이상		최근 3년 누적 연구 개발비가 최근 3년 누적 매출액의 15% 이상
3	20억 위안 이상	3억 위안 이상		
4	30억 위안 이상	3억 위안 이상		
5	40억 위안 이상			<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주요 업무와 상품이 관련 국가 기관의 승인을 받은 기업</li> <li>- 시장점유율이 높고 지속 성장하고 있는 기업</li> <li>- 잘 알려진 투자기관으로부터 일정 금액의 투자를 받은 기업</li> <li>- 신약 개발 임상 2기 승인을 받은 의약 기업의 경우</li> <li>- 기타 뚜렷한 기술 우위를 가진 기업 등</li> </ul>

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

## 규제 장기화 시, 중국 전략III: 대형 플랫폼 기업은 장기 관점에서 투자 매력은 유효하나 단기적으로 보수적 접근 필요

규제의 강도나 기간을 고려하면, 금번 규제의 핵심은 결국 플랫폼 기업이다. 이는 미래 주요 자원인 데이터에 대한 정부의 영향력을 높이기 위한 일환으로 해석된다.

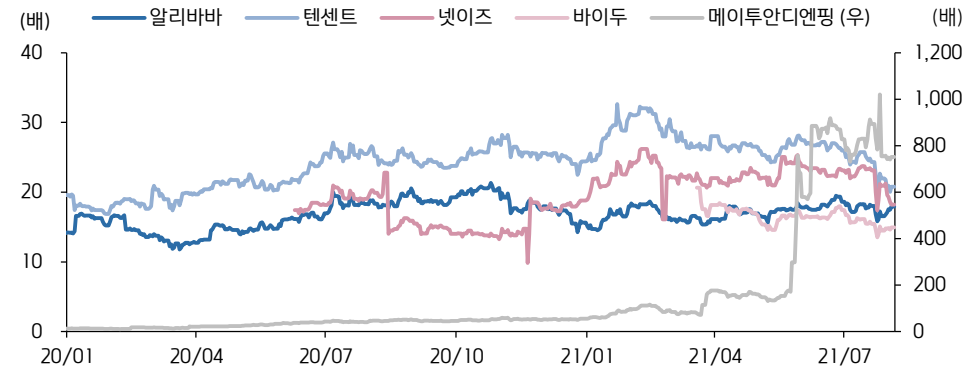
끊임없이 변화하는 테크 트렌드나 최근 시장의 관심이 주목된 메타버스를 위한 각종 플랫폼에 대한 수요 등을 고려하면, 대형 인터넷, 플랫폼 기업은 미래의 주요 경제성장 축 중 하나이다. 때문에 당사는 플랫폼 기업에 대한 규제는 정부의 영향력을 높이면서, 장기적으로는 공생의 길을 택할 것으로 생각한다. 다만 일각의 우려처럼 국유화 가능성은 극히 제한될 것으로 전망한다.

장기간 이어진 주가 하락으로 대형 플랫폼 기업들의 밸류에이션 매력은 오히려 높아졌다. 그러나 단기적으로는 여전히 보수적인 접근이 합리적으로 생각한다.

그러나 장기관점에서는 투자매력이 여전히 있다고 보여진다. 1기 지도부 당시 중국의 명품 주(酒)인 귀주모태도 규제 우려로 주가가 큰 폭으로 하락한 바 있다. 2012년 부채 척결 정책으로 고급선물이 금지되면서 귀주모태 주가는 약 55% 하락했다. 그러나 해당 규제가 기업의 펀더멘탈에 미치는 영향력은 매우 제한되었다. 장기적으로 보면 귀주모태는 안정된 실적 성장세를 이어가고 있으며, 주가는 규제 우려가 사라지면서, 폭발적인 성장세를 보인 바 있다.

당사는 플랫폼 기업들의 경우, 역시 규제가 기업의 펀더멘탈 훼손으로 이어질 가능성은 제한될 것으로 생각한다. 또한 당국의 규제 우려가 해소될 경우, 기업들의 투자심리가 다시 회복될 것으로 전망한다.

중국 대형 인터넷, 플랫폼 게임들 밸류에이션



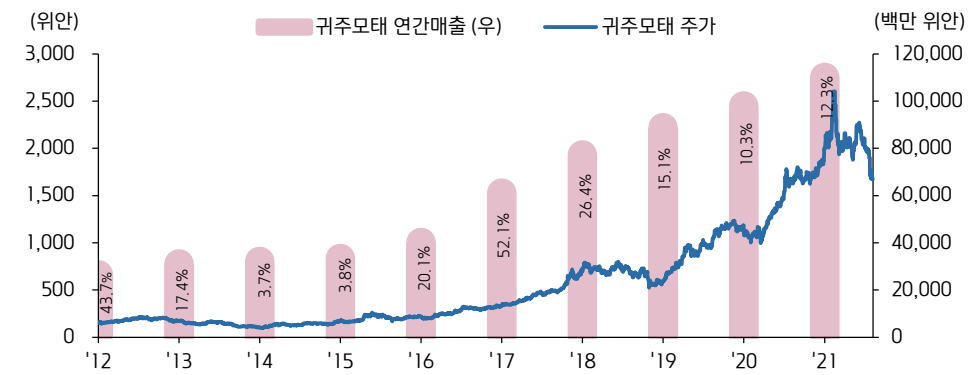
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

시진핑 1기 지도부 기간 귀주모태 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 귀주모태 주가 및 매출 추이



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치



## 리스크 점검, 미중 갈등

Economist 김유미

02) 3787-5161

helloym@kiwoom.com

### 미중 분쟁, 지금 어디쯤 와 있나?

#### 예열 단계에 있는 미중 갈등

최근 중국 정부가 사교육, 빅테크, 게임업체 등에 대해 규제를 강화하면서 중국을 바라보는 금융시장 참가자들의 시각은 우려가 크다. 어떤 분야에 규제를 추가로 단행할지 이로 인한 경제 및 금융시장의 부정적 영향력이 어느 정도일지를 놓고 불확실성이 커질 수 있기 때문이다.

중국 정부가 산업 규제 등을 내놓으며 내부적인 통제 또는 단속에 나서는 배경에는 다양한 이유들이 거론될 수 있으나 그 중 미국과의 갈등도 어느정도 영향을 미쳤을 것으로 보인다. 지난 2018년 미국 트럼프 정부의 관세 부과를 통한 무역 분쟁은 지난 해 코로나 충격 이후 소강상태를 보이고 있다. 하지만, 최근 미중 갈등이 인권 및 가치 문제로 확산되면서 분쟁이 장기화될 것이란 경계감이 확산되면서 중국 정부로 하여금 내부 통제의 필요성을 높였을 수 있다.

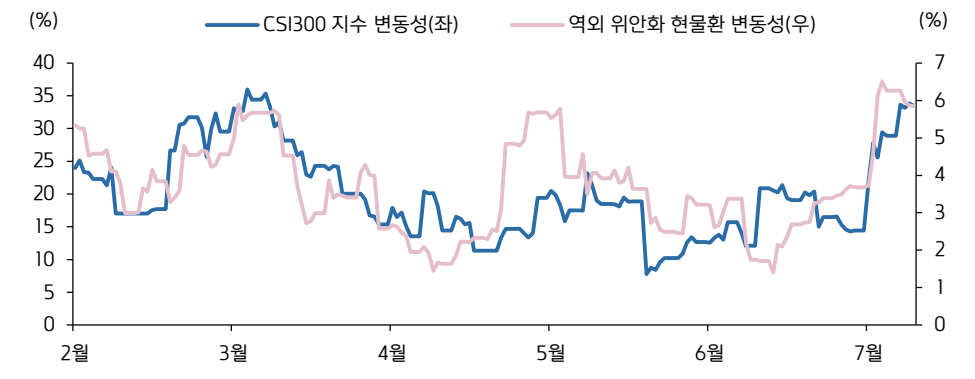
하반기 중 미중 갈등은 점차 부각될 것으로 예상된다. 국지적인 마찰음이 중국 내에서 수시로 제기되면서 중국 금융시장을 바라보는 우려의 시각 역시 쉽게 해소되기 어려워 보인다. 특히, 2022년 하반기 중국과 미국은 각각 당대회와, 중간선거라는 중요한 정치 이벤트를 앞두고 있는 만큼 내년에는 양국의 갈등 양상이 심화될 것으로 예상된다.

다만, 지난 2018년~2019년처럼 관세부과를 통한 무역 분쟁으로 다시 확산될 가능성은 낮게 보는 만큼 경제나 여타 국가에 미치는 충격 역시 제한적일 것으로 전망한다. 향후 전개될 미중 갈등의 양상은 종전 관세 중심의 무역분쟁보다 가치와 이념 공세를 통한 첨단기술 경쟁 등에 중점을 둘 것으로 보여 일단 하반기에는 국지적인 충돌 정도가 예상되기 때문이다.

바이든 정부는 기업 제재뿐만 아니라 규제와 동맹 구축을 통해 공급망의 탈중국화를 추구할 것이다. 이는 중국의 가치 및 체제를 두고 갈등과 대립이 빈번해질 수 있음을 시사한다. 더불어 중국 정부는 첨단기술의 자립을 위한 지원을 보다 강화하고 내부 통제 및 체제와 민생 안정에 중점을 둘 것이다. 이 과정에서 중국 정부는 안정적인 경제성장을 위한 내수 부양을 지속할 수 있으며 이를 통한 수요는 경기의 안정성 측면에서 한국 경제에도 우호적일 것으로 기대한다.

물론, 미국의 탈중국화가 빠르게 진행되면서 갈등의 양상이 심화될 경우 한국의 대중국 수출에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나, 미국의 주요 산업 공급망에서 중국이 차지하는 비중이 높은 상황에서 중국과의 디커플링이 단기에 이루어지기 어렵다면 그 충격 역시 당장의 이슈는 아닐 것으로 예상된다. 이에 하반기 중 미중 갈등 이슈는 일단 양국간 국지적인 마찰을 내는 변수로 보고 있으며 여타국가 미치는 부정적인 영향력도 제한적일 것으로 보고 있다. 이를 자세히 살펴보면 다음과 같다.

2021년 중 중국 CSI300지수와 위안/달러 변동성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 미중 무역 합의, 낮은 중국 이행률과 변화된 미국 시각

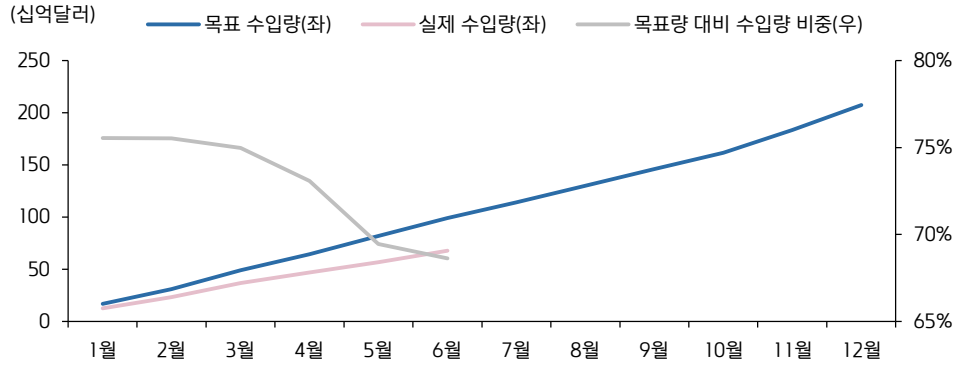
2020년 1월 15일 미중 양국은 1단계 무역 합의안에 정식으로 서명하면서 1년 반 동안 이어온 미중 무역전쟁이 일단락되었다. 미국은 1,600억 달러 규모의 대중 수입품에 부과하기로 예정된 15% 관세 부과 계획 철회와 1,120억 달러 규모 수입품에 부과하던 관세를 15%에서 7.5%로 인하하기로 결정하였다.

그리고 중국은 2년간 2,000억 달러 규모의 상품 및 서비스 추가 수입을 결정하고, 지적권 보호와 기술이전 강요 금지, 환율 조작 금지, 금융시장 외국인 지분제한 철폐 등의 이행을 약속하였다. 무역 합의 이행에서 가장 주시하고 있는 부분은 중국의 미국산 제품 수입이라 할 수 있다. 2020~2021년 동안 약 2천 억달러 규모를 수입해야 하는 것으로 2019년과 비교해 2배 이상 늘어나야 하는 것이다.

피터슨 국제경제연구소에 따르면 코로나 팬데믹 상황으로 인해 첫 해인 2020년에는 중국의 미국산 제품의 수입 규모가 목표치의 58% 수준에 머물면서 합의 이행에 차질을 빚었다. 그리고 2021년 6월 현재에도 중국의 미국 제품의 전체적인 수입량은 목표치의 약 69%에 그치고 있다. 항목별로 살펴보면 농산품의 합의 이행률은 87%로 상대적으로 높지만, 공산품은 66%, 에너지는 52%에 그치며 중국의 합의 이행 의지가 높지 않

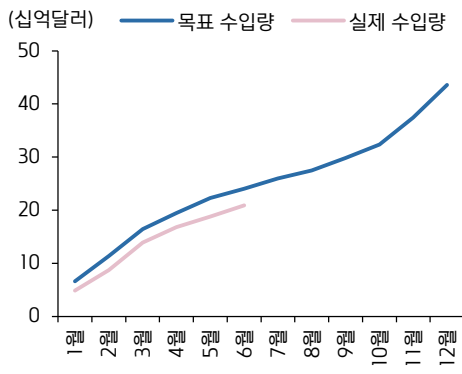
음을 짐작해볼 수 있다. 또한, 최근 중국에서는 무역 합의 이행의지를 피력하면서도 구매 부담을 줄이기 위한 재협상의 필요성을 계속해서 내비치는 상황이다.

2021년 중국의 미국산 수입량 목표치와 실제 수입규모, 그리고 합의 이행률



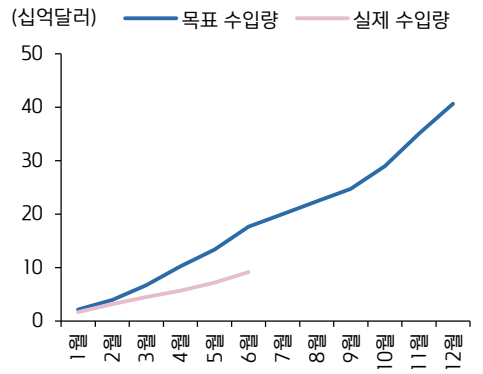
자료: 피터슨국제경제연구소, 키움증권 리서치센터

2021년 중국의 미국산 농산물 수입량 목표치와 실제 수입량



자료: 피터슨국제경제연구소, 키움증권 리서치센터

2021년 중국의 미국산 에너지 수입량 목표치와 실제 수입량



자료: 피터슨국제경제연구소, 키움증권 리서치센터

하지만, 미국 바이든 정부 역시 무역협상과 관련하여 트럼프 정부에 비해 공격적이지 않은 상황이다. 바이든 대통령 취임 이후 약 3개월이 지난 이후에야 양국의 통상 당국이 유선으로 현안을 논의한 정도에 머물고 있기 때문이다. 지난 5월 말 미국 무역대표부 대표와 중국 류허 부총리는 전화통화로 미중 1단계 합의를 포함해 현안에 대한 입장을 교환하기도 했지만 원론적인 수준에 그쳤다는 시장 평가이다. 그 만큼 무역협상의 중요도나 시급성이 이전에 비해 떨어졌다고 볼 수 있다.

이는 미국과 중국이 경제적인 측면에서 서로 상호보완적인 관계가 강하다는 점에 기인한다. 양국이 경제적, 글로벌 가치 사슬 측면에서 너무 얽혀있다는 점에서 과거 구소련에게 취했던 것처럼 미국이 중국을 일반적으로 공격하기에는 미국 역시 이해관계 측면

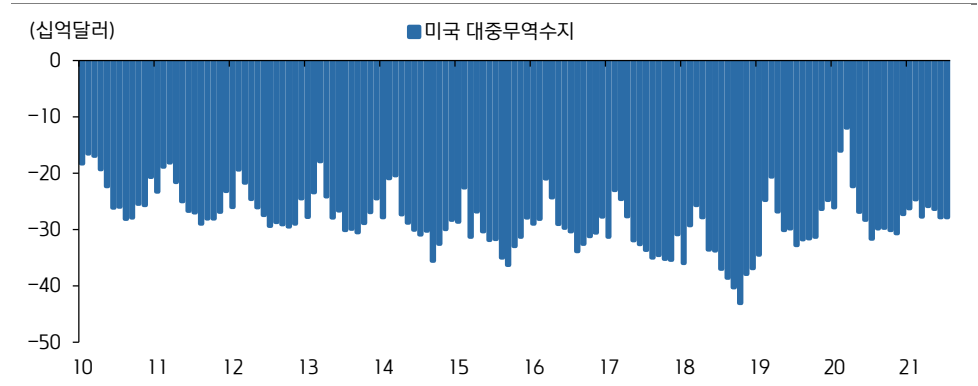
에서 쉽지 않다는 것이다. 따라서 양국 경제의 디커플링이 어렵다면 바이든 정부 입장에서 트럼프의 일방주의가 만들었던 무역분쟁과 부작용을 지속해서 끌고 갈 유인이 크지 않을 수 있다.

중국은 글로벌 시장을 공유하면서 광범위한 부품 공급망을 공유하는 만큼 미국 내에서도 중국과의 전면적인 디커플링은 막대한 경제적 비용과 미국의 글로벌 경쟁력 손실로 이어질 수 밖에 없다. 이를 반영하듯 지난 7월 미국 옐런 재무장관은 외신과의 인터뷰를 통해 미중 1단계 무역협정이 근본적인 문제를 다루지 않았음을 비판하고 “관세는 소비자에게 일종의 세금”이라며 미국 정부가 미국 소비자에게 피해를 입힌 것이라고 덧붙였다.

또한, 최근 8월 초 미국의 가장 영향력 있는 비즈니스 그룹 30여 개 바이든 정부에 중국과 무역협상을 재개하고 미국 경제 발목을 잡는 수입품 관세를 인하하라고 요구하고 있다. 물론, 바이든 정부에서도 트럼프 정부가 부과하였던 관세를 지속하고 있고 기업 제재 역시 계속하며 중국에 대한 강경한 입장이 쉽게 바뀌기 어려움을 보여준다. 하지만 옐런 재무장관의 발언이나 미국 내 기업들의 움직임 등은 향후 트럼프 정부가 중국과 맺은 무역협정에 바이든 정부가 변화를 줄 여지는 있어 보인다.

따라서 미중 갈등 전개에 있어 관세를 통한 무역분쟁 이슈는 우선 순위에서 밀릴 가능성이 높을 것으로 예상된다. 더불어 무역분쟁을 통한 갈등이 소강상태에 머문다면 대외적으로 미중 갈등 이슈가 여타 국가의 경제나 무역에 미치는 부정적인 영향도 제한될 것으로 기대한다.

미국의 대중 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

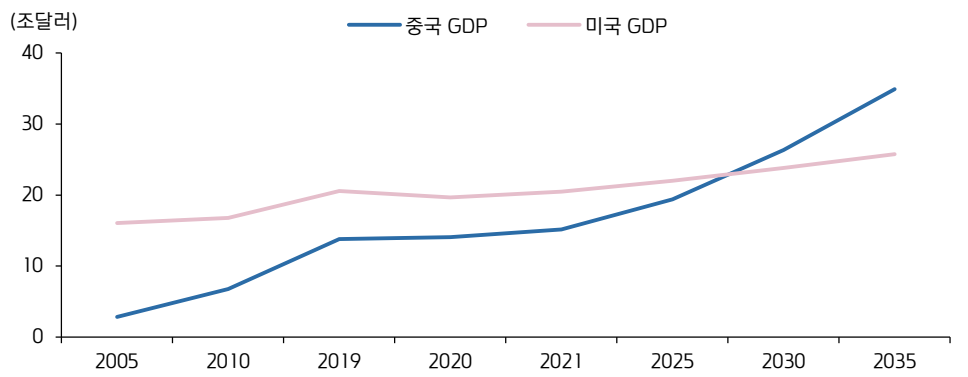
## 미중 갈등, 미국이 바라보는 시각

미중 무역합의가 만약 합의대로 이행되어 무역수지 불균형이 어느정도 해소된다고 해서 미중 관계가 긍정적인 진전을 보일 것이라고 금융시장에서는 기대하지 않는다. 애초부터 미중 갈등은 패권경쟁에서 시작되었던 만큼 장기간에 걸쳐 분야별 시차를 두고 단계적으로 확대되는 양상을 보일 가능성이 높기 때문이다.

국제 정치와 관련한 일부 연구에서는 과거 냉전의 사례를 고려했을 때 미중 갈등의 경로는 무역 → 첨단기술 → 가치·규범 → 에너지 → 통화 → 군사안보 등의 수순이 될 수 있다고 예측하고 있다. 그런 관점에서 볼 때 중요한 기점의 하나로 미중 GDP 역전이 일어나는 2030년 전후를 지목하고 있다. 중국과 미국의 경제력 역전이 나타났을 수 있는 2030년 전 양국은 기술 및 경제, 가치와 규범 영역에서 첨예한 경쟁과 대립을 벌일 수 있다는 것이다.

2021년에서 2030년 사이에는 경제 규모 측면에서 미국은 중국의 도전을 계속 받는 만큼 이를 저지하기 위하여 첨단기술과 가치·규범을 둘러싼 대립이 빈번해질 수 있다. 이에 기술 패권 경쟁이라는 표현의 형태로 중국에 대한 수출 규제와 동맹국 경제 강압, 기술 동맹의 형태를 취할 수 있다. 또한, 가치 측면에 있어 중국 공산당의 인권침해 문제 등에 대한 공세를 지속할 가능성이 높다.

미국과 중국의 GDP 규모와 전망치



자료: WORLD ECONOMIC LEAGUE TABLE 2021, 키움증권 리서치센터

최근 미국은 국가 안전과 지식재산권 침해, 국유기업 문제 등 다양한 이유를 들어 중국이 추진하고 있는 산업 정책에 제동을 걸고 있으며 그 대상도 반도체, 5G네트워크 장비, 슈퍼컴퓨터 등 광범위한 영역에서 이루어지고 있다. 관세 부과는 중국과의 합의 이후 별다른 움직임을 보이지 않고 있으나 미국 기술 및 장비 사용 제한 대상으로서 수출

통제 기업리스트(Entity List) 추가 및 미국에서의 중국기업의 투자제한 등 다양한 형태의 제재는 지속되고 있다. 특히 현재까지 Entity List에 올라간 대다수의 중국기업들이 AI, 5G, 슈퍼컴퓨터 등 첨단기술 관련 기업이 해당되고 있으며 이들은 첨단 반도체 의존도가 높은 기업이다.

미중 기술 패권 경쟁 측면에서 핵심 쟁점은 일단 반도체가 되고 있다. 중국의 반도체에 대한 통제를 강화하는 경우 중국의 첨단산업은 타격이 불가피하기 때문이다. 미국의 목표는 중국의 반도체 굴기를 최대한 지연시키고 미국 중심 공급사슬의 안정성을 제고하는 가운데 중국과의 기술 격차를 유지하는 것이다. 이를 위해 바이든 정부는 세 가지 측면에서 전략을 밝히고 있다.

우선, 대중 수출 규제이다. 바이든 정부는 슈퍼컴퓨터에 제공되는 반도체 칩을 설계하는 기업을 거래 제한 리스트에 추가하는 등 중국을 직접 상대하며 압박하고 있다. 이는 현재 중국의 반도체 기업들에 어려움으로 나타나고 있으며 대표적인 반도체 기업인 칭화유니는 현재 채무 불이행을 선언한 상태이다.

다음은, 동맹구축이다. 이전 트럼프 행정부와 달리 바이든 정부는 대중 견제를 위해 양자 및 다자 협력 강화라는 카드를 활용, 기술 동맹의 필요성을 강조하고 있다. 미국의 탈중국화 전략이 양자 경쟁만으로는 달성할 수 없다고 판단하고, 국제적인 연대와 압박을 병행하는 것이다. 올해 백악관 반도체 CEO 회의에 미국 기업 이외에 한국 삼성과 대만TSMC 등이 함께 초대된 점이 이를 잘 보여주는 부분이며 동시에 외국인의 자국 투자를 통한 자체적인 공급 능력 확보에 주력하고 있다.

마지막으로 미국 내 제조역량 강화이다. 미국 내 기술혁신 및 제조 역량 강화에 더 많은 관심을 보이며 적극적으로 투자에 나서고 있으며 재정지출 계획에도 이에 대한 부분이 구체화되고 있다. 올해 7월 미국 상원은 미래 기술, 과학, 연구 분야에 향후 5년간 최소 2천억 달러를 투자하는 내용을 포함한 패키지 법안인 '미국 혁신경쟁법(USICA)'을 통과시켰으며 현재 하원에서 검토 절차가 진행 중이다.

미국은 중국 견제 패키지 법안을 통해 중국에 장기적으로 대응할 정책 수립을 위한 법적 근거로 삼으려 하고 있다. 미국 혁신경쟁법은 7개의 세부 법안으로 그 중 '전략적 경쟁법'과 '중국도전 대응법'은 직접적으로 중국 견제를 내용으로 하는 법안으로 평가되고 있다. 미국 하원 내에서도 자체적으로 중국 견제와 관련한 법안을 마련 중인 만큼 상하원간 협의와 조정을 통해 광범위한 대중국 제재 법안 패키지가 현실화될 가능성이 높다.

미국은 현재 중국에 대해 수출 규제라는 형태를 취하는 동시에 자체적인 역량 제고 및 외국의 투자와 동맹 구축을 병행하고 있다. 그 예로 미국 혁신경제법의 내용 중 중국을 경제하기 위해 인권 탄압에 악용될 만한 품목의 수출 통제 및 관련 수입 금지를 동맹국과 공동으로 시행해야 한다는 규정은 이를 잘 보여준다.

이처럼 과거 트럼프 정부가 중국에 대해 규제의 형태로만 접근하며 일방적이었다면 바이든 정부는 다자주의 측면에서 동맹을 통한 중국의 고립을 함께 취하고 있다는 점이 차이이다. 바이든 정부는 인권과 민주주의 가치를 전면에 내세워 중국 첨단 기술분야의 발전을 저지하기 위한 국제적 연대를 구축하고자 하고 있음을 고려할 때 이는 보다 중국의 반도체 중심의 기술 패권에 있어 더욱 어렵게 만들 수 있다.

미국의 중국기업 Entity List 추가 추이

일시	이유	산업	기업수
2018/10	국가안보	반도체	1개사
2019/05	국가안보	5G	68개사
2019/06.	국가안보	슈퍼컴퓨터	5개사
2019/08	기술탈취, 국가안보	원자력 발전	4개사
2019/08	국가안보	5G, 반도체	46개사
2019/10	신장위구르 인권	AI	28개사
2020/05	신장위구르 인권	AI, 로봇, 사이버보안, 슈퍼컴퓨팅	24개사
2020/07	신장위구르 인권	바이오, 고속철도	11개사
2020/08	국가안보	반도체, 5G	38개사
2020/08	남중국해	ICT, 해저케이블, 건설	24개사
2020/12	국가안보, 인권	드론, 반도체, 우주항공	60개사
2021/01	남중국해	에너지	1개사
2021/04	국가안보	슈퍼컴퓨팅 반도체	7개사
2021/06	신장위구르 인권	반도체 및 에너지	5개사

자료: 미 상무부, 키움증권 리서치센터

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

미국 바이든 정부의 반도체 부문 목표, 전략, 수단, 손실

내용	
<b>목표</b>	중국의 반도체 굴기를 최대한 지연시키고, 미국 반도체 공급망의 안정성을 제고하는 가운데 중국과의 기술 격차를 유지
<b>전략 1) 대중 수출 규제</b>	기존 미 상무부, 첨단 반도체 장비와 소프트웨어의 중국 수출 제한, 바이든 정부는 슈퍼컴퓨터에 제 공되는 반도체 칩 설계 기업을 거래 제한 리스트에 추가하는 등 중국을 직접 상대하며 압박
<b>전략 2) 동맹 구축</b>	이전 트럼프 행정부와 달리 대중 견제를 위해 양자 및 다자 협력 강화라는 카드를 활용 기술동맹의 필요성 강조. 예) 백악관 반도체 CEO회의에 미국 기업 이외에 한국 삼성, 대만TSMC, 네덜란드 NXP 초청 반도체 부문에서 양자 혹은 다자 기술협력 강화
<b>전략 3) 미국 내 제조역량 강화</b>	미국 내 기술혁신 및 제조역량 강화에 더 많은 관심을 보이며 적극 투자. 올해 초에 통과된 'Chips for America Act', 반도체 제조 시설 지원을 내용으로 하는 'The American Foundries Act'도 논의 중

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

미국혁신경쟁법의 구성 및 주요내용

세부 법안명	상임위	주요내용	중국 연관성
CHIPS and USA Telecom Act	국토 안보위	동 법이 규정하고 있는 반도체 산업 진흥 예산 520억 달러를 미국 반도체 산업을 발전시킬 세부프로그램에 투입하는 내용 반도체 산업에서 미국의 기술 우위 유지, 중국산 통신장비 의존 방지	중
Endless Frontier Act	상무위	향후 5년간 연구개발자금 1,200억 달러를 국립과학재단, 상무부, 에너지부, NASA에 배정, 국립과학재단(NSF) 내 기술국 신설, 연구안보 강화, STEM 인재 양성 촉진	하
Strategic Competition Act	외교위	전략적 경쟁법, 중국 위협에 대비한 국제협력, 미국 가치 수호, 수출통제 강화 (국제정치)인도-태평양 지역 내 동맹국과 협력, 중국의 외교안보적 위협에 대응 (경제-통상) 중국의 지적재산권 침해, 강제기술이전, 보조금 이슈, 홍콩을 통한 규제우 회 등 중국과의 경제 통상분야 쟁점을 지적, 관련 보고서 제출 및 대응을 촉구 (미국의 가치 수호) 인권, 공정, 자유, 투명성 등 미국의 가치를 반영하여 중국을 압박 하기 위한 조항, 위그루 인권 탄압에 대한 보고서 작성의무와 제재부과가 대표적	상
Securing America's Future Act	국토 안보위	중국산에 대응할 Buy American 적용 강화, 사이버 안보 인력 양성	중
Meeting the China Challenge Act	금융위	중국 도전 대응법, 중국 인권탄압 등 행위에 대응할 기준 및 신규 제재의 적극 활용. 주로 금융, 중국의 미국 시장 교란(불법적인 시장 장악, 자금세탁) 등 영역 에서 중국의 국가 안보위협에 대처하기 위해 미국이 현존하는 제재 및 신규 제 재를 더욱 적극적으로 활용할 수 있게 하는 내용	상
Trade Act of 2021	재무위	미중 통상분쟁 장기전 대비, 중국의 지식재산권 탈취, 디지털 검열, 관세 회피 등 이슈에 대응하면서도 장기적으로 대중국 규제로 인한 미국의 부작용을 최소화 하기 위한 무역통상 분야의 개혁 내용을 입법화 - 무역법 301조 대중 추가 관세 면제 절차 재개, 일반특혜관세(GSP) 및 기타수 입관세임시철폐제도 재개, 강제노동/지재권 탈취제품 수입금지 등	상

자료: KITA재인용, 키움증권 리서치센터

바이든 정부에서도 중국에 대한 가치와 이념 공세는 지속될 것으로 보인다. 그 예로 미중 앵커리지 고위급 회담에서 블링컨 국무장관이 회의 서두부터 시장, 홍콩, 대만 문제를 거론하며 중국을 압박하는 이례적인 모습을 보였다. 또한, 바이든 정부는 신장 위구르 민족에 대한 인권 및 종교 탄압에 대해 집중적으로 문제를 제기하고 신장산 수입 제품의 금지 등 경제 제재를 통해 중국을 압박하고 있다. 홍콩, 신장/위구르의 인권침해 부각은 중국 공산당과 시진핑 체제의 정당성을 공격할 수 있는 부분이다.

바이든 정부는 트럼프 정부와는 달리 중국 인권침해에 대해 단독으로 비판을 하기보다는 국제적 공조를 추진하고 있다. 최근 미국이 홍콩 보안법 등의 추진에 있어서도 G7 국가와 공동으로 성명을 발표한 점은 이를 잘 보여준다. 또한, 대만을 활용한 중국의 비민주적 체제에 대한 공세를 이어갈 수 있다. 대만의 비공식적 교류를 강화하는 움직임이 이어질 수 있으며 실제로 지난 2021년 6월 미국 상원 3명이 대만을 방문하였다. 이는 미국과 대만이 1979년 단교한 후 미국 상원의원이 최초로 대만을 방문한 사례이다.

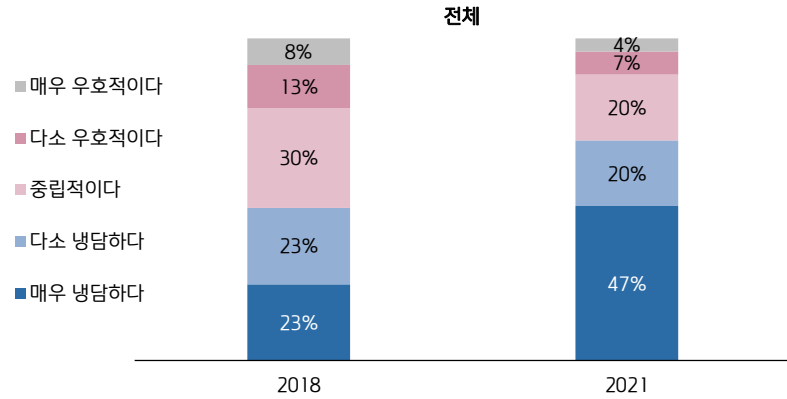
바이든 정부는 트럼프 정부의 중국 체제와 공산당에 대한 직접적인 공세는 자제하는 대신 간접적인 압박의 방식을 취할 수 있다. 중국의 비민주성, 인권 탄압 등의 이슈를 집중 제기하고 제재를 동원하면서 중국 체제의 취약성을 간접적으로 노출시키는 것이다. 더불어 민주주의 진영과의 연대를 통해 상대적으로 반중국 움직임을 확산시키는 수단을 고려할 수 있다.

2022년 10월에는 미국에서 중간선거가 예정되어 있다. 현재 상원은 공화당, 하원은 민주당으로 양분되면서 바이든 정부의 정책 추진력을 제약하고 있다. 이에 내년 중간 선거에서 상하원 모두 민주당이 장악하기 위한 정치적인 수단의 하나로 미중 갈등이 이용될 수 있는 상황이다.

미국 여론조사업체 퓨리서치(Pew Research) 자료에 따르면 중국에 대한 부정적인 견해를 묻는 질문에 매우 냉담하다고 응답한 비중이 2018년 23%에서 2021년 47%로 확대되었다. 또한 2020년과 비교해 올해 미국인들이 중국에 대해 우려의 강도가 높아진 부분은 중국으로부터의 사이버 공격과 중국의 인권문제를 꼽고 있다. 이는 내년 미국 중간선거를 앞둔 상황에서 내부 정치적으로 중국과의 관계 설정과 어떤 부분에 맞춰 공세를 펼칠지를 짐작해볼 수 있다.

미국인의 중국에 대한 견해 변화 서베이

2018년 이후 중국에 대한 부정적 견해



자료: Pew Research Center, 키움증권 리서치센터

미국인의 중국 이슈들에 대한 응답 중 우려의 비율

	2020	2021	전년대비 변화율
중국으로부터의 사이버공격	58%	65%	+7%
중국의 인권 정책	43%	50%	+7%
중국에 대한 미국의 일자리 감소	47%	53%	+6%
중국의 국방력 강화	46%	52%	+6%
중국의 기술력 강화	41%	47%	+6%
중국과 홍콩 사이의 긴장	26%	31%	+5%
미국의 대중무역적자	42%	43%	+1%
중국과 대만 사이의 긴장	-	28%	-

자료: Pew Research Center, 키움증권 리서치센터

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

미국 바이든 시대 미국과 중국간 관계 (2021년)

일자	내용
2/5	바이든 대통령 취임 후 처음으로 미·중 외교 수뇌부의 전화통화
3/10	미국의 중국산 의약품에 대한 관세 제외 확대
3/11	미국과 중국, 바이든 대통령 취임 후 첫 고위급 회담 개최
3/12	화웨이 포함한 5개 중국 기업이 미국 통신 규제 당국의 블랙리스트에 오름
3/17	미국이 알래스카 회담에 앞서 중국 본토와 홍콩 당국자 24명을 제재 미국 통신 규제 기관은 국가 안보 우려로 중국 통신 회사들에 대한 반발 움직임
3/18~20	미국과 중국이 알래스카에서 첫 고위급 회담을 개최
3/22	유럽연합, 미국, 영국 그리고 캐나다가 신장 위구르 자치구에 인권 문제와 관련해 중국을 제재
4/8	미국의 중국 슈퍼컴퓨터 업체 7곳 블랙리스트 추가/ 미 상원 2021년 대중 전략법 도입
4/16	미국과 일본, 중국 부상에 대응하기 위한 동맹 강화 서약
4/21	미국 상원 외교위원회, 2021년 대중전략법 승인
5/26	중국과 미국이 바이든 대통령 취임 후 첫 무역회담을 개최
6/3	바이든, 트럼프 시대의 미국 투자 금지를 중국 기업에 확대
6/8	미 상원, 중국과 경쟁하기 위한 2021년 혁신 및 경쟁법 승인
6/9	바이든 정부 틱톡과 위챗을 금지하려는 트럼프의 시도 철회, 하지만 철저한 검토는 지속
6/10	중국과 미국이 2주 만에 무역 및 투자 관련 3번째 회담을 개최 중국은 미국과 유럽연합의 제재에 대항하는 새로운 법을 승인
6/11	중국의 외교장관 양과 미국 국무부 장관 블링컨의 전화통화
6/13	G7 정상들은 신장 위구르 자치구 및 홍콩과 관련해 중국 비판
6/14	NATO는 세계 안보 도전을 선언하며 중국으로 관심을 집중
6/23	미국, 신장 위구르 자치구로부터의 태양광 패널 소재 수입 금지
7/9	미국의 경제 블랙리스트에 23개의 중국 기업 추가
7/23	중국, 7명의 미국 시민과 기업에 제재
7/25~26	미중 양국 대면 고위급 대화, 중국에서 미국 국무부 부장관과 왕이 중국 외교부장과 회담 - 중국, 미중 관계에 있어 물러설 수 없는 세 가지 '마지노선'을 명확히 제시
7/30	'강경파' 친강 신임 주미 중국대사 부임, 미중 관계의 긴장 수위가 한층 높아질 것으로 시장 평가
8/5	바이든 정부, 대만에 첫 무기 수출 승인

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

## 미중 갈등, 중국이 미국을 바라보는 시각

중국은 첨단기술 특히 반도체 기술혁신과 관련해서는 미국의 규제 등에 의해 공식적인 접근이 제한된 상황이다. 하지만, 중국의 반도체 자급률은 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 2020년 기준 중국의 반도체 자급률은 15.9%로 중국 제조2025에서 목표로 했던 수준(2020년 40%, 2025년 70%)에 미치지 못하고 있다.

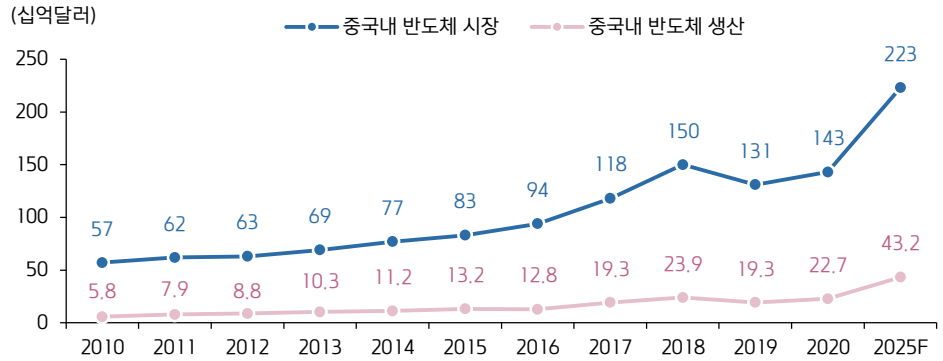
이런 상황은 중국 정부로 하여금 향후 국내 투자를 통해 기술 혁신 노력을 더욱 집중하도록 만들 것이다. 중국 정부는 지난 2019년부터 화웨이 수출 통제 등 미국의 첨단기술 관련한 견제가 본격화된 이후 제조업 및 기술 자립화를 천명하고 있다. 2021년 3월 중국은 전인대에서 '14차 5개년 계획(2021~2025)'을 통해 사회주의 국가 건설을 위한 목표와 추진 방향을 제시하며 특히 과학기술의 자립과 자강을 강조하였다. 첨단 산업을 중심으로 한 자체적인 혁신을 통해 외부 의존도를 줄이고, 산업 전반의 자립도를 키워 장기적으로 지속 가능한 경제구조를 스스로 만들겠다는 것이다. 이는 지난 7월 '기술의 자립자강'을 공식적으로 밝힌 공산당 100주년 기념식에서도 잘 보여준다.

또한 올해 8월 초 외신에서는 중국 정부가 자국산 부품 비율을 최대 100%로 규정한 제품을 구매하도록 하는 내용의 정부 조달 지침을 내렸다고 기사화한 적이 있다. 중국 내 병원과 기업 등에 전달된 이 문건은 의료 장비, 검사 기계, 광학 장비 등 315개 품목에 대해 부품의 25~100%를 중국산으로 해야 한다고 규정 등을 포함하고 있다.

미중 갈등이 장기화할 것에 대비하여 중국은 공급망의 자립도 제고를 통한 자국 산업을 육성하고, 연구 개발을 통한 기술 자립, 그리고 수입선 다변화를 통한 자생적 경제 등을 지향하겠다는 의지가 강하다. 다만, 중국의 독자적인 기술 등 자립을 위해서는 정부와 기업 협력 과정이 필요하며 그 과정에서 중국 정부 지원이 다양한 형태로 나타날 수 있다. 중국정부는 14차 5개년 계획을 통해 주요 산업과 전략적 신흥 산업과 관련해 자본을 집중할 것임을 밝힌 바 있다.

주요 내용으로 반도체 등 특정 산업군의 육성, 제조업 전반의 부담 경감, 국유기업의 연구비 개발 확대 등을 포함하는데, 이는 향후 외부로부터의 보조금 논란을 자극할 수 있다. 보조금과 국유기업 이슈는 미국이 계속해서 중국에 지적해온 문제로 향후에도 이 부분에 대한 비판을 강화할 가능성이 높다는 점에서 미중 갈등을 격화시키는 요인이 될 수 있다.

중국 반도체 시장 규모와 중국 내 반도체 생산 역량



자료: 대외경제연구원 자료 재인용(IC Insights 전망), 키움증권 리서치센터

14차 5개년 계획 기간 중국의 경제·산업 발전 중점 프로젝트

분야	주요내용
<b>성장모델</b>	국내·국제 대순환의 쌍순환 전략을 추진하고, 소비·투자의 확대 및 고도화 추진 국가전략 과학기술 역량 강화
<b>대외개방</b>	넓은 범위와 높은 수준의 대외개방을 위해 개방형 경제의 새로운 체제를 구축하고 일대일로 공동협력 수준의 질적 제고를 도모하며, 글로벌 거버넌스의 개혁·건설에 적극적으로 참여 - WTO 등 다자무역체제를 계속해서 지지하는 한편, RCEP, 한·중·일 FTA, CPTPP 등 자유무역시범구 업그레이드 전략을 적극 추진
<b>경제안보</b>	대외개방에 따른 안전보장 체계 구비: 자국 핵심 이익과 산업 보호를 병행
<b>국유기업 개혁·보조금</b>	경제운용에 국유기업 역할 유지 · 확대 혼합 소유제, 개혁 지속
<b>환경이슈</b>	2060년 탄소중립 목표를 위하여 2030년까지 이산화탄소 배출 방침 제정
<b>인권/영토</b>	홍콩에 대한 중앙의 행정권 강화, 대만독립 등 분열 활동은 결연히 저지

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

14차 5개년 계획 중 공급망 안정성 확보 목표

정책목표	주요 내용
· 현대적 산업 체계 발전 및 경제기반 구축 · 제조강국 전략/ 산업망 · 공급망 현대화	· 관련산업 공급망 다원화 추진 및 국제협력 강화 · 핵심 산업망은 국내에 유지, 중서부/동북부 지역의 산업 이전 수용능력 강화 · (의료, 재난대비 등) 긴급 물자의 생산기지 증설, 저장 능력 강화
· 국내·국제 대순환/ 쌍방향 투자 수준 제고	· 산업·공급망의 원활한 작용 추진: 외국인투자 유입과 해외투자 진출을 결합한 산업망 구축을 통해 글로벌 자원 및 생산요소 시장의 효율적 활용 · 국내기업의 글로벌 공급망 진출 지원 및 글로벌 경영능력 수준 제고
· 높은 수준의 대외개방, 협력과 상생의 새로운 국면/ 높은 수준의 개방 경제체제	· 외국과의 경제 마찰에 대한 타당한 대응 (역대 '규획중 최초로 언급) · 주요 자원 및 상품의 '글로벌 공급망 위험 사전경고 메커니즘' 구축 · 글로벌 공급망 보장에 관한 국제협력 강화

자료: KITA 재인용, 키움증권 리서치센터

중국 정부는 가치·체제 갈등에 대하여 기존의 방어적인 태도에서 벗어나 적극적으로 대응할 것으로 보인다. 지난 7월 미국 바이든 정부 출범 이후 중국에서 고위급 회담이 개최되었으나 갈등은 오히려 심화되는 모습을 보였다. 중국은 자신들의 관심사안 목록을 미국에 전달하였으며 중국 특색 사회주의 전복 시도, 중국 발전 방해, 신장, 티벳, 홍콩, 타이완 등 중국 주권 침해를 해서는 안 된다는 세 가지 마지노선을 명확히 제시하였다.

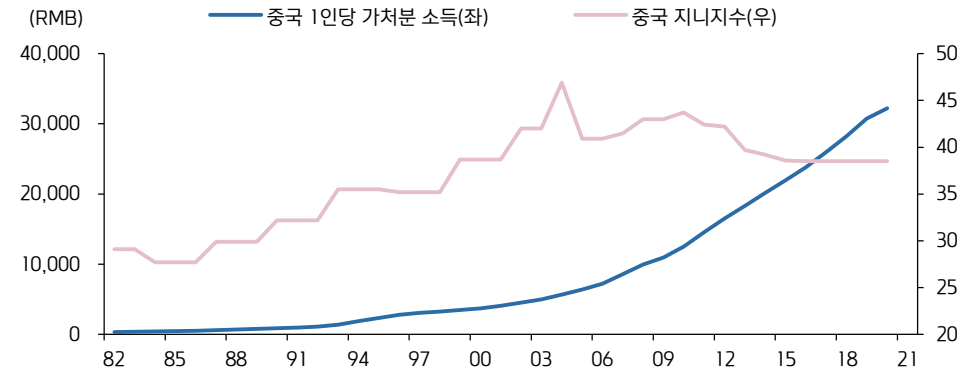
트럼프 정부 당시 미국의 내정간섭과 인권 문제에 대한 공세에 다소 방어적으로 접근 하였던 중국 정부의 태도와는 다른 방식으로 봐야 한다. 특히, 중국 정부는 대만과 관련 주권 문제에 보다 민감하게 대응하고 있다. 중국 정부는 지난 6월 미국과 대만의 관계 강화 움직임과 관련하여 “중국의 완전한 통일은 역사적 필연이며, 대만독립은 전쟁을 의미한다”라고 경고한 바 있다.

국제정치 관련 전문가들은 대만이 중국에서 분리되어 나가는 경우를 세 가지 정도로 정리하고 있다. 대만 당국에 의한 독립 선언, ‘대만 독립’에 대한 국민투표 실시, 미국의 대만에 대한 외교적 승인의 경우이다. 독립과 관련한 대만의 움직임은 중국 입장에서는 용납할 수 없는 레드라인(red line)으로 간주하고 있지만, 미국 역시 이전보다 적극적으로 대만과 유대관계를 형성하려는 노력을 펼치고 있어 대만을 둔 양국의 갈등은 심화될 가능성이 높아 보인다.

2022년 10월은 시진핑 체제의 세 번째 연임을 결정하는 당대회가 예정되어 있다. 중국은 과거 중요한 국내 정치 일정을 앞두고 있는 경우, 외부의 불안정성과 불확실성을 해소 또는 안정적으로 관리하려고 시도하는 경향을 보여 왔다. 하지만, 정치적인 큰 이벤트를 앞두고 체제의 안정성과 정당성에 대한 민감성은 더욱 높아질 것이며 외부 공세에 대한 융통성은 줄어들 것이다.

미국의 공세가 체제에 위협을 줄 수 있는 사안이라면 오히려 체제의 정당성과 안정성 확보를 위하여 내부 체제 단속과 관리에 집중할 것이며 대외적으로는 미국의 인권 공세를 내정간섭으로 규정하며 더욱 강경한 태도를 보일 가능성이 높다. 미중 갈등에 있어 바이든 정부가 가치·규범에 중점을 둔다면 그 만큼 시진핑 정부 역시 공산당 집권의 안정화를 위한 내부 통합과 역량 강화에 우선순위를 둘 것으로 보인다. 특히, 민생 안정 측면에서 분배 및 소득 강화를 통해 불균형 해소의 필요성이 증대되고 있으며 이를 해소하기 위한 부양 조치와 규제 등을 통해 내부 결집과 통합을 도모하고자 할 것이다.

중국 1인당 가처분소득과 중국 지니지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 바이든 정부의 대중국 인권 및 가치 공세 및 중국 정부 대응

내용	
2021. 1월	2021년 1월 미국 정부는 신장산 면화, 토마토 가공품이 위구르족의 강제노동으로 생산된다며 수입을 전면 금지
3월	유럽연합(EU)이 위구르족에 대한 인권 탄압에 관여했다며 신장 공안(公安) 고위 관리들을 제재 하자 미국도 이에 연대하여 참여.
4월	미국 국무부는 4월에 <2020년 국제종교자유보고서>를 발표하고 중국이 신장 위구르족 무슬림을 탄압하고 있고 신장 지역의 '직업교육훈련센터'가 사실상 '옥외 감옥'으로 운영되고 있다고 비난하면서 국제사회의 호응을 견인
5월	미국 당국, 일본 의류업체 유니클로가 생산한 셔츠 등의 수입을 금지. 중국 신장위구르 자치구에서 생산한 면제품 사용 금지 조치를 위반한데 기인.
6월	미국 국무부 동아태 차관보 지명자, 15일(현지시간) 중국이 인권 유린과 불공정한 무역 관행을 저지르고 있다면서 이에 대한 책임을 묻겠다는 강경 입장 표명 미국이 중국 신장위구르자치구에서 생산한 태양광 패널 재료의 수입을 금지하는 방안을 검토한다는 보도
7월	미국은 9일(현지시간) 중국의 소수민족 인권 탄압, 군 현대화 등을 문제 삼아 모두 34개 기관을 제재 대상에 포함 미 상원, 14일(현지시간) 중국 신장위구르자치구에서 강제노동이 자행된다는 인식 아래 이 같은 내용을 담은 '위구르족 강제노동 방지법안'을 만장일치로 가결  중국, 미국 제재 대상인 신장 지역 지원 강화 시사

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

## 미중 갈등, 가치·이념 대립 지속하나 직접적인 리스크는 최소화할 듯

미국과 중국 양국은 외견상 경쟁하고 대립하는 구도는 지속될 것으로 본다. 다만, 양국 모두 내년 큰 정치 이벤트를 앞둔 만큼 양국 모두 내부적인 복잡한 정치 및 경제 상황 등을 고려해야 한다. 미중 갈등이 심화되면서 오는 국내 정치적인 저항과 경제적인 부담, 이로 인한 피로감 등이 오히려 역효과를 갖고 올 수 있기 때문이다.

외견상 대립 구도를 이어가나 리스크를 크게 크게 키울 정도의 직접적인 충돌은 피할 가능성이 높음을 시사한다. 지난 관세부과에 따른 무역분쟁이 갖고 온 양국의 경제적 피해와 피로도가 대표적이다. 이를 고려할 때 바이든 정부는 중국과의 충돌에서 부담이 상대적으로 크지 않으면서 미국의 정체성을 시현할 수 있는 가치와 이념 공세에 보다 무게를 둘 것으로 보인다.

바이든 정부는 국내적으로 해결해야 할 과제들이 산적해 있기 때문에 정치적으로 안착 하기까지는 직접적인 경제적 실익과 효능이 크지 않은 중국에 대한 가치 공세가 유용한 카드로 사용될 수 있다. 가치와 민주주의의 수호라는 명목 하에 첨단기술 경쟁 및 수출이나 기업을 견제하는 정책을 펼치며 견제수단으로 활용할 것이다.

중국 역시 크게 다르지 않다. 바이든 정부의 인권과 민주라는 가치와 이념 공세가 지속되는 한 시진핑 정부는 수세적 위치에서 맞대응을 계속할 수 밖에 없다. 가치 및 이념 문제는 타협을 이루기 어려운 이슈인 만큼 장기간 대립 상황이 지속될 것이다. 그리고 이를 명분으로 오히려 내부적인 결집과 통제를 보다 강화하며 정책적으로 내부 안정화에 주력할 가능성이 있다.

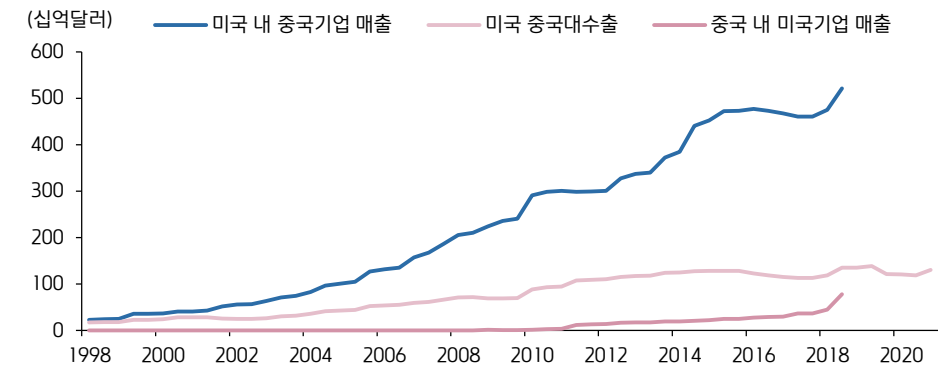
다만, 가치나 이념 공세 그 자체가 바로 양국 간 갈등과 경쟁의 핵심적인 영역이 되지는 않을 것이다. 가치와 규범을 통한 중국 압박에서 미국은 분명 우위에 있지만 그 실질적 효과를 극대화하기 위해서는 장기적으로 고강도의 압박을 지속할 수 있는가 불확실하기 때문이다.

대표적으로 미국 정부가 신장-위구르 생산품 수입 금지와 관련한 '중국 위구르 강제 노동금지법' 법안이 올해 7월 상원에서 통과하였다. 그러나 이 법안을 놓고 코카콜라와, 나이키 등이 법안 저지를 위한 로비 활동을 벌인 것으로 최근 기사를 통해 알려졌다. 이는 미국 정부의 가치·이념을 통한 제재의 장기적인 지속성에 의구심을 갖게 하는 부분이다.

하지만, 미중 갈등이 경제적인 충격을 최소화하면서 각자의 정치적인 이해관계를 최대화하는 쪽으로 맞춰진다 하더라도 그 과정은 중국 금융시장에 대한 불확실성을 계속 키우는 변수가 될 것으로 예상된다. 올해 말 미중 1차 무역 합의 종료와 내년 2월 북경 올림픽을 앞두고 미국 측이 코로나19의 우한 기원과 인권문제로 보이콧을 결정할 수 있다.

또한, 오는 9월 미국은 일본, 호주, 인도 등 쿼드(Quad) 진영 3개국과의 대면 정상회담을 추진하고 있다. 여기에 오는 10월 이탈리아에서 개최될 G20(주요 20개국) 정상 회의에 맞춰 시진핑 중국 국가주석과 대면 회담을 계획하고 있다. 쿼드가 중국을 견제하기 위해 만든 4개국 안보 협의체라는 점을 고려할 때 하반기 미국 정부는 동맹 구축을 통한 중국을 견제하는 움직임이 강화되며 미중 갈등은 이제부터 수시로 잡음을 낼 것으로 보인다.

#### 미국과 중국과의 경제적 관계



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 미중 갈등이 일단, 국지적 마찰음이라면 한국 경제 미치는 부담도 제한

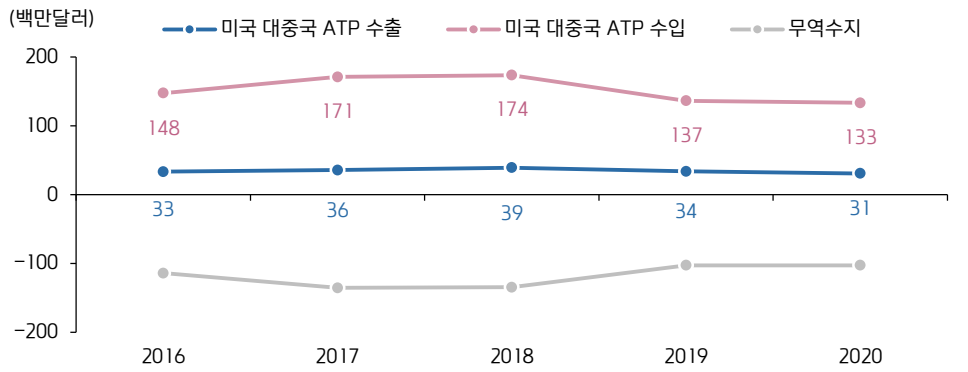
미중 갈등이 앞서 언급했듯이 외견상 대외적으로 갈등과 경쟁을 계속해서 자극하되 리스크를 크게 자극할 직접적인 충격은 제한적이라고 본다면 한국 경제에 미치는 부정적 영향력도 크지 않을 것으로 예상된다.

관세를 통한 미중 무역분쟁의 확산이 제한적이고, 미국이 중국에 대한 첨단기술 경쟁의 견제가 중국 기업 규제와 민주 진영을 중심으로 한 동맹 구축에 맞춰진다면 단기적으로 글로벌 수요에 미치는 영향력도 제한될 수 있다. 이와 더불어 중국 정부가 내부 결집을 위해 통제와 부양이라는 두 트랙 조치를 함께 가져갈 것으로 보는 만큼 내수 부양을 통해 중국 경제의 안정적인 성장은 대외 수요 측면에서 우호적일 수 있다.

물론, 미중 갈등 속에서 미국 정부가 동맹을 통한 구축이 한국 정부로 하여금 정치적인 불확실성과 마찰을 낼 소지는 분명히 있다. 또한 반도체 기업을 중심으로 미국 내 투자가 이어질 경우 국내 경제에 주는 고용이나 투자의 효과가 약화될 가능성도 장기적으로 우려의 부분이다. 또한, 미국이 기술 패권 경쟁을 넘어서 탈중국화를 위한 중국에 대한 공격이 더욱 심화될 경우 국내 대중국 수출에 미치는 부정적인 영향에 대한 우려가 확대될 수 있다.

그러나 미국의 주요 산업 공급망에서 중국이 차지하는 비중이 높은 상황에서 탈중국화가 조기에 이루어지기 어려우며 이를 고려할 때 단기적으로 충격은 제한될 여지가 있다. 미국은 향후 고기술 산업으로 분류되는 ATP(Advanced Technology Products) 상품 수입에서 중국을 배제하려는 움직임이 비교적 강할 것으로 보인다. 하지만, 미국의 ATP 수입에서 중국은 대부분 상위권에 머물고 있으며 중국 생산 ATP 중 상당부분이 중국에 진출한 첨단 해외기업이 차지하고 있음을 고려할 때 단기에 미국이 중국과의 경제적 고리를 잘라내기 어려울 것으로 예상된다.

미국의 대중국 ATP 수출과 수입 무역수지



자료: US Census Bureau, 키움증권 리서치센터

주: 1) ATP는 고기술(high technology) 산업으로 분류된 10여 개 산업에서 선두 기술이 내재된 상품으로 정의  
 2) ATP 관련 10여개 산업은 Biotechnology, Life Science, Opto-Electronics, Information & Communication, Electronics, Flexible Manufacturing, Aerospace, Weapons, Nuclear Technology 등 총 10개 부문

## 미국의 대중국 ATP 수출 (백만달러)

일시	2017	2018	2019	2020	전체 비중	2019년 대비 변화(%)
Biotechnology	852	964	1,074	1,851	63	-19.0
Life_Science	3,447	3,711	3,865	4,213	13.7	8.0
Opto-Electronics	467	607	748	449	1.5	-20.5
Information & Communications	4,809	4,503	3,988	3,275	10.6	-2.5
Electronics	6,004	6,092	6,932	11,103	36.1	24.6
Flexible Manufacturing	2,769	2,955	3,890	5,040	16.4	28.8
Advanced Materials	231	279	272	256	0.8	-1.9
Aerospace	14,623	16,303	18,271	4,439	14.4	-57.6
Weapons	3	3	4	2	0.0	0.0
Nuclear Technology	231	228	97	133	0.4	4.7
Total	33,436	35,647	39,141	30,762	100	-9.0

자료: US Census Bureau, 키움증권 리서치센터

## 미국의 대중국 ATP 수입 (백만달러)

일시	2017	2018	2019	2020	전체 비중	2019년 대비 변화(%)
Biotechnology	194	266	215	485	0.4	125.6
Life_Science	2,595	2,639	2,517	3,088	2.3	22.7
Opto-Electronics	5,312	5,391	4,045	3,130	2.3	-22.6
Information & Communications	155,592	157,118	123,992	121,693	91.2	-1.9
Electronics	4,476	5,129	3,320	3,203	2.4	-3.5
Flexible Manufacturing	1,348	1,448	894	872	0.7	-2.5
Advanced Materials	413	426	261	192	0.1	-26.4
Aerospace	1,027	1,150	1,129	641	0.5	-43.2
Weapons	137	140	125	162	0.1	19.6
Nuclear Technology	25	67	15	8	0.0	-46.7
Total	171,119	173,773	136,514	133,474	100	-2.2

자료: US Census Bureau, 키움증권 리서치센터

중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

미국의 분야별 ATP 수입 한국과 중국 비교 (단위: 백만달러)

산업	한국	중국	산업	한국	중국
Biotechnology	1,819 (3.30)	485 (0.88)	Flexible Manufacturing	519 (4.00)	872 (6.71)
Life_Science	348 (0.62)	3,088 (5.51)	Advanced Materials	174 (6.32)	192 (6.98)
Opto-Electronics	1,115 (4.32)	3,130 (12.12)	Aerospace	767 (1.96)	641 (1.64)
Information & Communications	12,489 (4.86)	121,693 (47.35)	Weapons	2.0 (0.19)	162 (15.47)
Electronics	2,262 (5.63)	3,203 (7.97)	Nuclear Technology	10 (0.49)	8 (0.39)

자료: US Census Bureau, 한국경제연구원 자료 재인용, 키움증권 리서치센터  
 주: 괄호 안은 해당 산업의 미국 수입 중 각국의 비중(%)

다만, 단기적으로는 한국 수출에 미치는 영향력이 제한될 수 있겠지만 미국의 공급망 탈중국화가 장기화되고, 내년 중 미중 마찰이 심화될 경우에는 한국의 대중국 수출에도 점차 부담으로 작용할 것이다. 우리의 대중국 수출이 ICT 분야를 중심으로 이루어지고 있기 때문에 중국의 수출 위축은 간접적으로 국내에도 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 2019년 기준 홍콩을 통한 간접교역이 포함된 한국의 대중국 ICT 수출액은 817억 달러로 중국의 대한국 수입액의 47.1%를 차지하고 있다. 특히 반도체 관련 제품 수출의 41.4%가 중국으로 수출되고 있어, 미중 기술 패권 전쟁이 전면전으로 확대될 경우 한국의 대중국 수출이 직접적 타격을 받을 가능성은 염두에 둘 필요가 있다.

한국의 대중 ICT 제품 수출

구분	중국의 대한국 수입			한국의 대중국 수출		
	수입액 (억 달러)	비중 (%)	한국 점유율(%)	수출액 (억 달러)	비중 (%)	한국 수출비중(%)
전 상품	1,736	100	8.4	1,362	100	25.1
ICT 전체	817	47.1	17.2	512	37.6	36.2
- 컴퓨터 및 주변기기	68	3.9	11.6	46	3.4	32.7
- 통신장비	39	2.3	9.2	39	2.8	21.6
- 소비전자	3	0.2	2.7	2	0.2	7.9
- 전자부품	667	38.5	19.3	358	26.2	39.5
* 반도체(HS 8542)	633	36.5	20.8	326	23.9	41.4
- 기타	39	2.3	23.6	68	5.0	41.0

자료: 대외경제정책연구원 재인용, 키움증권 리서치센터  
 주: UN의 ICT 분류 기준(2019년 기준)



## 중국발 리스크에서 찾는 기회

Strategist 한지영  
02) 3787-5241  
Hedge0301@kiwoom.com

### 새롭게 출현한 악재, 중국 리스크

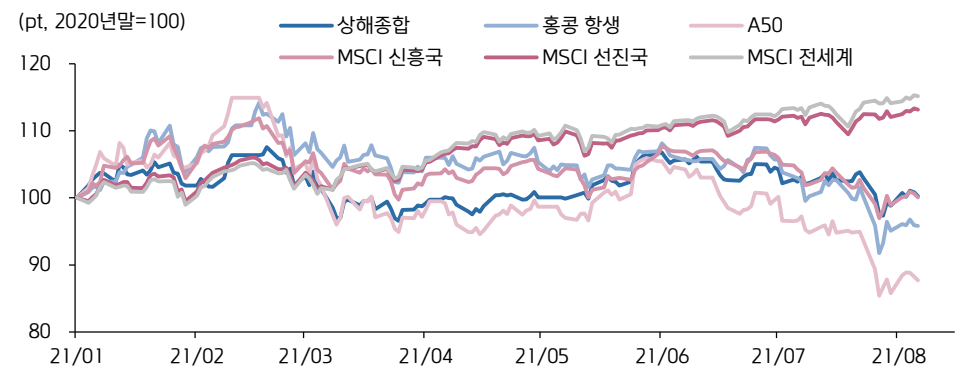
#### 정부 규제가 유발한 중화권 증시 불안

7월 이후 국내 증시는 호재는 출현하지 않은 채, 델타 변이 확산, 고 인플레이션, 연준의 조기 긴축, 실적 피크아웃 등 기존 악재성 재료만 누적되면서 투자 심리가 위축된 상황이다. 그 가운데, 7월말 새로운 악재성 뉴스플로우가 시장 참여자들의 투자심리 회복을 지연시키는 요인으로 작용했다.

중화권 증시 급락이 그것이다. 작년 10월 엔트파이낸셜 상장 취소 사태부터 중국 정부는 자국 기업 규제 강화 기초에 들어갔지만, 올해 7월말부터는 인터넷, 플랫폼, 음원, 미디어, 사교육 등 전방위적인 규제에 나섰다. 7월 이후 8월 현재(~6일)까지 상해종합(-4.1%), A50(-12.0%), 항생(-9.4%) 등 중화권 증시는 MSCI 전세계(+2.7%), MSCI 선진국(+1.6%) 등 여타 증시에 비해 크게 부진한 주가 흐름을 보이고 있다.

금번 중국 정부의 규제 강화에서 기인한 중화권 증시 급락 충격이 해당 대륙만의 일이 아닐 수도 있다는 것이 문제다. 한국 등 여타 아시아 국가들로 충격이 지속적으로 전이될 수 있다는 불안감이 시장 참여자들 사이에서 부각되고 있는 모습이다. 이미 선진국 대비 신흥국의 주가 부진 현상은 10년 넘게 이어지고 있는 상황인데다, 상대강도로 비교해봐도 2005년 이후 최저수준을 기록했다. 한국을 포함한 신흥국 증시의 상대적 부진이 중국발 리스크로 장기화 될지 모른다는 우려가 들만한 시점이다.

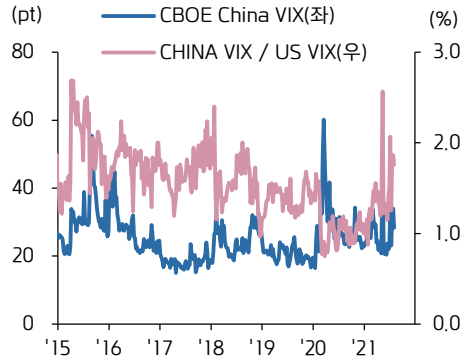
7월 말 이후 중국, 홍콩 등 중화권 증시는 중국 정부의 전방위적 규제 리스크로 급락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

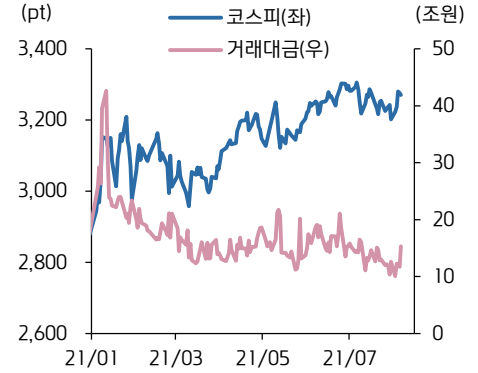
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

중국 증시의 절대 및 상대적 변동성 확대



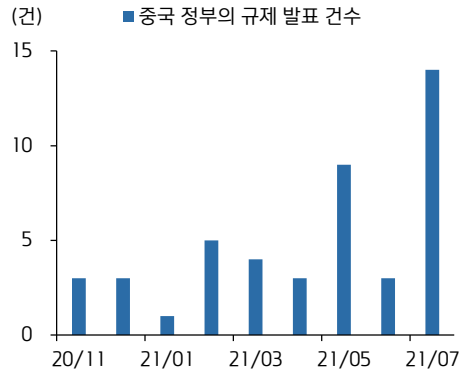
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

7월 이후 코스피 부진에는 중국 리스크도 기여



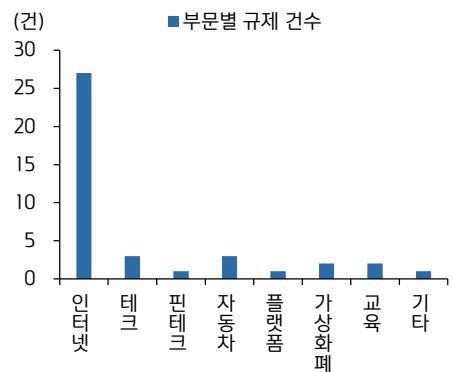
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

2020년 10월 이후 중국 정부 규제건수



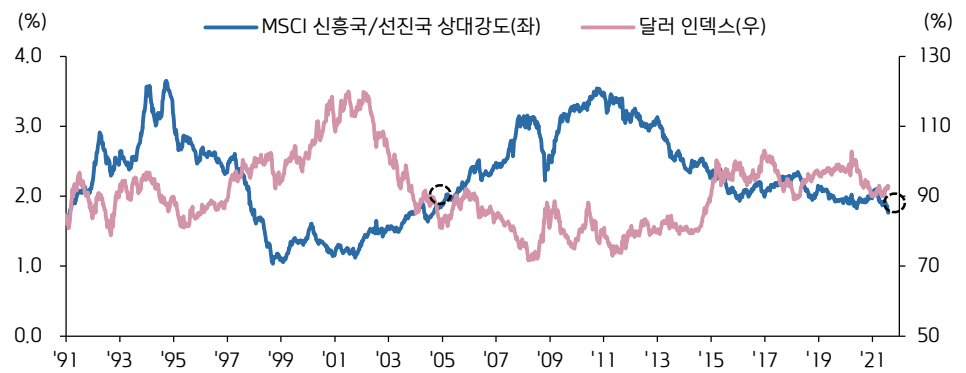
자료: WSJ, 키움증권 리서치센터

부문별 규제 건수



자료: WSJ, 키움증권 리서치센터

선진국 대비 신흥국 증시의 상대강도는 2005년 수준으로 되돌림



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 중국발 불안이 한국 증시에게 주는 위안과 기회

### 중국 증시의 투자 매력 회복 지연은 한국 증시의 액티브 수급 개선 기회

중국발 리스크가 한국 증시에 악재로서 미치는 영향력은 크지 않을 것으로 전망한다. 투자 심리상으로는 단기적으로 부담 요인이 될 수 있지만, 한국 경제 펀더멘털이나 한국 기업 실적 저해를 유발하지 않을 것으로 판단한다. 중화권 증시 급락은 불평등 해소 및 인구감소 문제 대응과 더불어, 데이터 권력을 지닌 플랫폼 업체들에 대한 중국 정부의 지배력 강화 등 사회주의 기초를 유지시키기 위한 정부의 의도적인 정책 성격이 강하다. 이를 감안했을 때, 중국 정부 입장에서 자본주의 색깔을 완전 쳐버린 채, 중국 경제와 중국 증시를 근본적으로 훼손시키지 않을 것으로 예상된다.

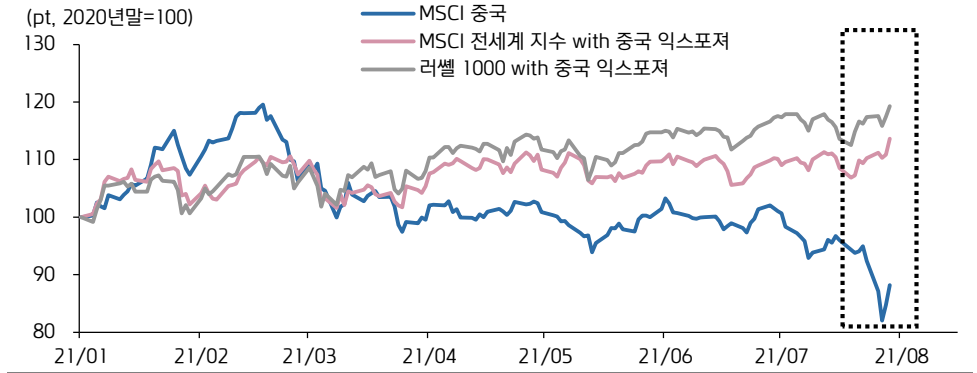
중국에 대한 사업 익스포저가 높은 해외 기업들의 주가를 통해서도 이를 확인할 수 있다. MSCI 전세계 지수와 미국 러셀 1000 지수 내 기업 중 중국 익스포저 비중이 높은 기업들로 구성된 지수를 보면, 7월 말 중국 증시가 급락할 때 오히려 견조하게 상승하는 모습을 보였다는 점을 참고해볼 필요가 있다.

외국인들의 중국 증시에 대한 투자 채널이 중국 정부의 규제 불확실성 증폭으로 상당 부분 제한되어 있다는 점에 주목할 필요 있다. 미국 증권거래위원회에서도 향후 미국 내 상장할 중국 기업들에게 지배구조, 중국 정부의 개입 리스크를 공개하지 않으면 IPO를 허용하지 않겠다고 밝힌 바가 있다. 중국 내에서도 성장성이 유효한 4차산업, 플랫폼 업체들에 대한 투자 매력도가 감소하고 있는 것으로 보인다.

지금 한국 증시에서 가장 풀리지 않는 의문은 외국인의 공격적인 순매도이다. 연초 이후 현재 외국인은 코스피에서 약 24조원대의 대규모 순매도를 했다. 연준 긴축 우려 등 매크로 불확실성에서 기인한 측면이 컸지만, 올해 남은 기간에는 매크로 불확실성 완화로 외국인 순매수가 재개될 가능성이 크다. 이에 더해 중국 기업들에 대한 외국인들의 투자 유인 감소는 국내 증시에서 액티브 성격의 외국인 수급 여건을 호전시킬 수 있는 또 다른 계기가 될 수 있을 것으로 전망한다.

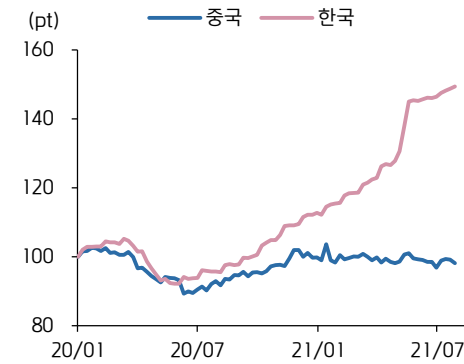
한국 증시는 작년 이후 폭발적인 이익 성장을 둔화는 불가피하지만, 이익 자체는 레벨업이 되고 있다. 중국과의 12개월 선행 EPS를 비교해봐도, 2020년 이후 중국은 정체된 반면 한국은 우상향 하고 있다. 한국 증시의 이익 레벨업 추세가 지속됨에 따라, 상대적 밸류에이션 상으로도 중국(PER 14.9배 VS 한국 11.1배)에 비해서도, 연초의 절대적인 밸류에이션 상으로도(1월 평균 PER 15.7배 VS 현재 11.1배) 한국 증시의 투자매력이 높아지고 있다. 이는 중국 증시에 자금을 투입하길 주저하는 외국인들에게 한국 증시가 대안적인 투자처로 부상할 수 있음을 시사한다.

중화권 증시 급락에도 중국에 대한 익스포져가 높은 해외 기업들의 주가는 오히려 상승



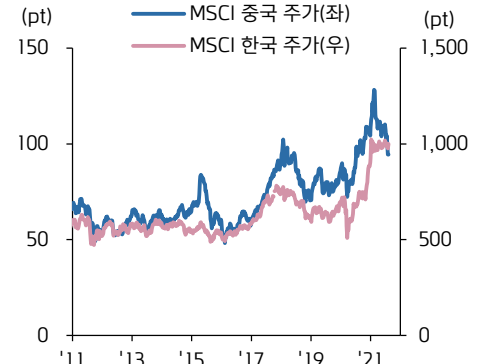
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2020년 이후는 완전히 탈동조화



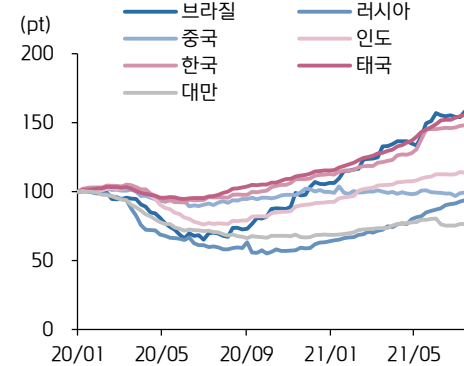
자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: MSCI 지수 EPS 기준

이익 전망 차이는 양국간 증시 차별화를 유발



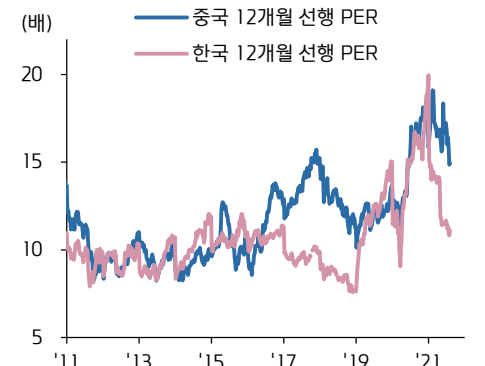
자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: MSCI 지수 기준

한국의 이익 전망은 신흥국 중 탑 티어



자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: MSCI 지수 기준

밸류에이션 매력도 한국이 더 높은 상황



자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: MSCI 지수 기준

## MSCI 리밸런싱 발 패시브 수급 불안은 이제 그만

### 중국 이외의 증시로 잠재적인 패시브 수급 유입 확대 가능성

외국인 액티브 자금처럼, 이른 시일 내 일어날 것으로 보이지는 않으나 중장기적으로 패시브 성격의 외국인 수급 여건도 개선될 수 있다.

최근만큼의 공격적인 매도는 아니지만, 그에 못지 않게 외국인 순매도가 거셌던 시기가 있었다. 2019년 MSCI의 신흥국 지수 내 중국 비중 확대에 의한 기계적인 외국인 매도 사태가 그에 해당된다. 2019년 3월 MSCI는 신흥국 지수내 중국 A주 편입 비중을 기존 5%에서 20%로 확대하면서 5월, 8월, 11월 세차례에 걸쳐서 리밸런싱을 단행한다고 밝혔다. 그 과정에서 신흥국 지수 내 한국 비중 축소는 불가피 했다. 당시 외국인은 5월 2.4조원, 8월 2.3조원, 11월 3.2조원 한국 증시를 순매도 했다. 물론 5월, 8월에는 미중 무역분쟁이 재차 격화되고 있었던 상황이기도 했으나, 이 같은 MSCI 지수 리밸런싱 이벤트도 외국인의 한국 매도에 기여를 한 것으로 판단한다.

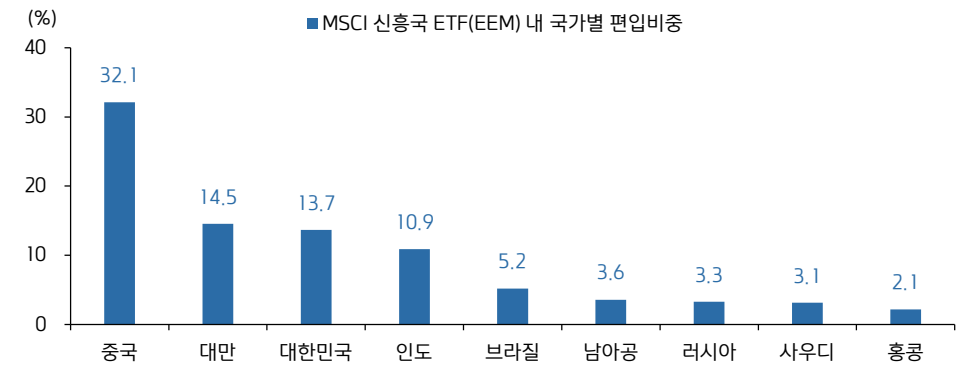
이번 중국 정부 규제 리스크가 내년 10월까지 장기화될 것으로 예상되는 만큼, MSCI의 중국 비중 상향 가능성은 희박해 졌다고 판단한다. 실제로 MSCI가 지수 내 국가 편입 비중을 결정할 때, 크게 1) 경제 발전 수준, 2) 시가총액 및 유동성, 3) 시장 접근성을 중시한다. 그 중에서 시장 접근성을 고려할 때, a) 외국인 투자자 차별 및 제한 여부, b) 자본 유출입 용이성, c) 정부 개입과 관련된 제도의 안정성 등을 중시한다는 점에 주목할 필요가 있다. 물론 단기적으로는 신흥국 향 패시브 매도 물량으로 한국 증시도 부정적 영향을 받을 수 있다. 그러나 중국 규제 리스크 장기화 시에는 MSCI 등 글로벌 메이저 지수 산출업체들의 중국 증시 편입 비중 확대 제한, 더 나아가 한국 등 중국 이외의 국가들에 대한 비중 확대도 현실성 있는 시나리오라고 판단한다.

2019년 중 외국인의 공격적인 순매도는 MSCI 리밸런싱 이벤트에서 주로 기인



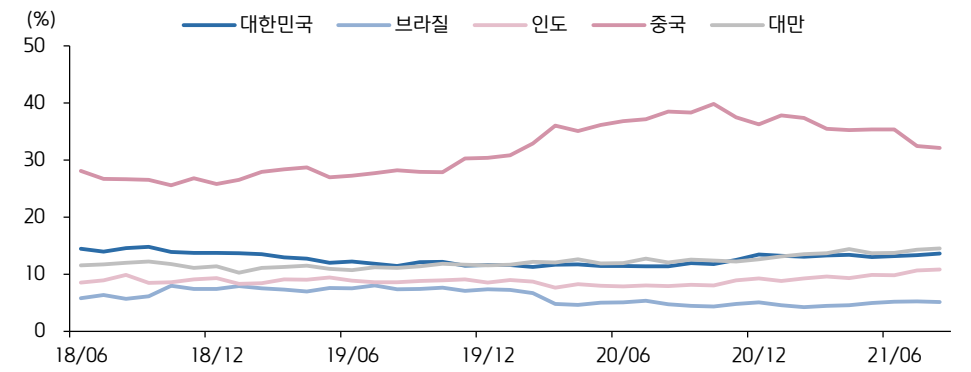
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

MSCI 신흥국 지수 내 국가별 편입 비중 (8월 6일 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 신흥국 지수 내 국가별 편입 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 시장 분류 기준(Market Classification Framework)

기준	프론티어	신흥국	선진국
<b>A. 경제 발전 수준</b>			
A1. 경제 발전의 지속가능성	요구사항 없음	요구사항 없음	1인당 GNI가 World Bank 고소득 기준치*의 25%를 3년 연속 상회
<b>B. 사이즈 및 유동성</b>			
B1. 아래 표준 지수 기준을 충족하는 기업 수	2	3	5
기업 규모(전체 시가총액)**	USD 1,171mm	USD 2,343mm	USD 4,685mm
유가증권 규모(유동 시가총액)**	USD 88mm	USD 1,171mm	USD 2,343mm
유동성	2.5% ATVR	15% ATVR	20% ATVR
<b>C. 시장 접근성</b>			
C1. 외국인 주주에 대한 개방성	최소한의 수준	상당함	매우 높음
C2. 자본 유입/유출의 용이성	최소한의 수준	상당함	매우 높음
C3. 자본 유입/유출의 용이성	보통	양호	매우 높음
C4. 운영 체계의 효율성	높음	높음	제한없음
C5. 투자상품의 이용가능성	보통	보통	매우 높음
C6. 제도의 안정성	최소한의 수준	상당함	매우 높음

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

참고: \* 2019년 기준 고소득 기준치: 1인당 GNI 12,536달러(World Bank)

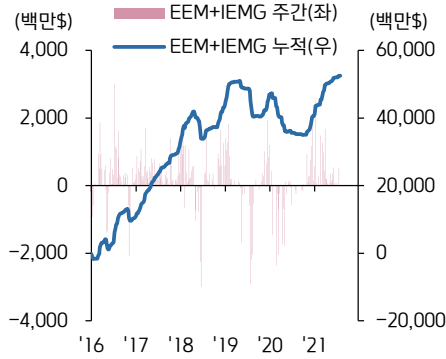
MSCI 시장 접근성 평가(MSCI Global Market Accessibility Review)

C. 시장 접근성	해당 시장에서 글로벌 투자자의 투자활동이 원활한지 판단
<b>C1. 외국인 주주에 대한 개방성</b>	<b>국내외 투자자들에 대한 차별 및 제한 여부</b>
투자자 자격요건	외국인 기관투자자(QFII) 자격을 비롯한 투자자 자격 요건을 두고 국내외투자자들간 차별이 있다면 낮은 평가를 받음.
외국인 지분보유 한도 수준	외국인 투자자들 접근이 제한되는 부분이 3년 연속 시장의 10% 이상을 차지한다면 낮은 평가를 받음.
외국인 지분보유 초과한도	외국인 지분보유 한도를 넘어가면 기존투자자와 신규투자자 간 불공정한 대우가 발생. 낮은 foreign room으로 인해 MSCI country Investable Market Index (IMI)에서 해당 주식을 제외함으로써 IMI에 발생하는 변화분이 1% 이상 3년연속 지속되는 경우 낮은 평가.
외국인 투자자들에 대한 동등한 권리	외국인 및 소액 주주들에 대한 의결권 제한, 낮은 외국인 지분 한도, 차등의결권의 일반적인 사용 등 요소들을 고려
<b>C2. 자본 유입/유출의 용이성</b>	<b>업무 중단, 지연, 비용 비효율성 여부</b>
자본 유출입 제한	자본통제를 부과한 기록이 있는 경우 낮은 평가.
역외 환율 시장의 자유도	선진국의 경우 역외 환율 시장과 완전교환가능통화가 존재. 역외 환율시장의 부재는 중개수수료와 제한적인 선택지로 인해 더 높은 비용을 지불하게 되어 효율적인 거래를 제한.
<b>C3. 운영 체계의 효율성</b>	<b>보유자산의 식별과 보호, 운영 리스크 완화, 거래, 청산, 결제, 대행 등의 업무가 비용효율적으로 작동하는지 판단.</b>
진입	
투자자 등록 및 계좌개설	전체 과정 중 요구되는 문서 수와 유형, 소요되는 시간 등을 고려하여 다양한 자산군의 관리에 용이하도록 하는지 판단.
체계	
시장 규제	금융시장, 증권거래소 및 기타 금융기업들의 규제 체계의 선진성, 접근가능성(영문포함), 명료성, 신속한 집행 등을 판단. 일관성 부족과 외국인 투자자들에 대한 예상치 못한 정책 변화는 부정적으로 평가.
정보 비대칭성	정보의 품질, 적시성, 영문공시 자료의 접근성, 경제성, 국제회계기준을 채택한 현지 회계기준의 체계 등 고려.
인프라	
청산 및 결제	증권대금동시결제(DVP)를 포함한 국제결제은행의 기준에 기반하여 원활한 청산 및 결제 시스템, 사전 자금 조달 요건 및 관행의 부재, 당좌대출의 가능여부, 포괄적인 관리 가능여부 등을 판단.
매입-매도 대행	브로커로부터 계좌와 자산의 접근이 제한되어 안전이 보장되는지 여부, 글로벌 대행업무를 수행하는 은행의 수 등 고려.
청산기관 및 예탁원	중앙 또는 독립된 청산기관과 중앙 예탁원의 존재 여부. 발행 또는 대행 기관이 청산업무를 하고 있다면 부정적으로 평가.
매매	다수의 계좌에 동일한 가격으로 그룹화된 매매를 할 수 있는 인프라 환경과 브로커들의 수, 수수료 수준 등 브로커들의 경쟁력 등 평가
양도	장의 거래와 현물 양도에 있어서 비용절감 및 효율성 여부를 고려
주식대여 및 공매도	선진국의 경우 위험헤지와 정량적 자산관리, 여러 금융상품(선물, ETF 등)간 차익거래를 위한 주식대여 및 공매도 관행에 명확한 기준을 확보하고 있으며, 이러한 활동을 규제한다면 부정적인 평가를 받을 수 있음.
<b>C4. 투자상품의 이용가능성</b>	<b>ETF, 선물, 옵션, 구조화 상품 등 다양한 투자 상품한 이용가능성. 이에 대한 거래소의 법적 또는 자연적 독점은 글로벌 투자기관들의 접근을 제한하고, 현지 규정 위반을 초래하므로 부정적인 평가를 받을 수 있음.</b>
<b>C5. 제도의 안정성</b>	<b>정부의 개입 기록과 외국인 투자제한 수준은 자유시장 경제체제의 안정성에 대한 지표로 활용.</b>

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

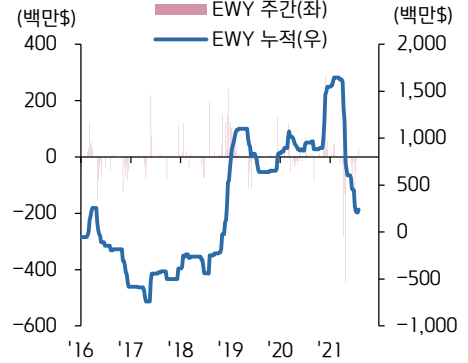
중국 리스크 점검과 시장 전략 : 리스크가 강할수록 기회도 많다

신흥국향 ETF 펀드 플로우, 단기 유출은 경계



자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: iShares ETF 시리즈

한국향 ETF 펀드플로우, 유입 확대 가능성



자료: Refinitive, 키움증권 리서치센터  
주: iShares ETF 시리즈

지난해 말 이후 미국의 요청으로 MSCI, FTSE 등 주요 지수에서 퇴출된 중국 기업 리스트

기업명	업종	S&P	FTSE	NASDAQ	MSCI	NYSE
중국중차	열차제조	○	○	○	○	
중국교통건설	공공시설건설	○	○	○	○	
중국화학	건설 및 설계	○	○		○	
중핵건설	산업(원전) 건설	○	○			
중국위성	소위성 생산	○	○		○	
중국건설국제	공공시설건설	○				
중국철도건설	철도건설	○	○		○	
중과서광	컴퓨팅솔루션	○	○		○	
하이크비전	보안장비제조	○	○		○	
SMIC	반도체 파운드리	○			○	○
차이나텔레콤	통신서비스	○	○		○	○
차이나유니콤	통신서비스	○	○		○	○
차이나모바일	통신서비스	○	○		○	○
CNOOC	해양 석유 생산				○	
중국광해전력	원자력 발전				○	
중국조선중공업	함선용 설비 생산				○	
량조국제	IT 솔루션				○	

자료: 키움증권 리서치센터

## (결론) 끝나지 않은 강세장

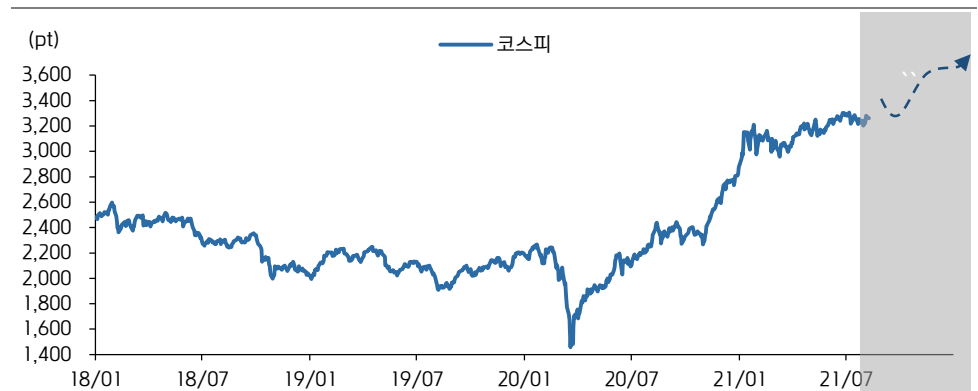
### 대외 불안 요인들은 많지만, 시장의 방향은 바뀌지 않았다

이번 규제 사태로 인해 중국은 자본주의 색채를 버리고 다시 과거의 사회주의 국가로 회귀하고 있다는 지적들도 시장 곳곳에서 제기되고 있다. 그러나 중국은 반 자본주의 정책, 사회주의 정책을 추구하려는 것이 아니다. G2 국가에 걸맞는 위상을 갖고, 이와 동시에 시진핑 장기 연임 목적의 민간 기업 통제를 위한 전략적인 어젠다를 실천하려는 의도가 크다. 그 과정에서 규제 리스크로 인한 중국 증시 조정이 불가피하게 일어난 것으로 보인다. 즉, 중국은 정부가 주도하는 (미국식, 서양식이 아닌) 그들만의 자본주의 정책 노선을 타고 있는 것으로 생각한다.

중국 정부의 규제 리스크는 향후 1년 정도 장기화될 소지는 있다. 이로 인해 중국 기업들에 대한 투자 매력 감소, 전반적인 중국 증시의 상대적 부진 현상은 이어질 수 있다. 그러나 앞서 논의 했듯이, 한국 등 여타 주요국들로 부정적인 충격의 지속성은 크지 않을 것으로 예상된다. 오히려 중국 증시를 둘러싼 규제의 불확실성이 인접국가 한국 증시에게는 새로운 상승 동인을 제공해 줄 수 있을 것으로 전망한다.

중국 문제와 더불어 델타 변이 확산, 연준 조기 테이퍼링 우려 등으로 현재 국내 증시는 좀처럼 상승 모멘텀이 나타나지 않는 것은 사실이다. 하지만 소강 국면에 진입한 것이지 상실 국면에 진입한 것은 아니다. 매크로 상 불확실성은 상존하고 있지만, 국내 수출 대형주들을 중심으로 한 코스피의 이익 레벨업 추세가 유효하다는 점, 연말 이후의 미국 인프라투자 등을 통한 전세계 성장 모멘텀 재확보가 예상된다는 점을 반영하면, 국내 증시의 상승 추세는 훼손되지 않았다고 판단한다.

코스피 예상 레인지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터