



헤드라인 지표와 기저효과에 가려진 부분(요약)

1. 정책 방향성이 명확한 중국과 본토 증시의 차별화

- 하반기 상해지수의 수익률은 -1.4%, '미국 상장 중국 기업'은 -25.4%, 홍콩 H지수는 -14.9%
- '미국 상장 중국 기업'과 홍콩 H지수에는 경기소비재 등 중국 정부의 규제 대상이 되는 산업의 비중이 상당. 반면 상해는 산업재 등 온건한 태도를 취하고 있는 산업의 비중이 높은 편
- 사회, 경제적 문제를 해결하기 위한 중국 정부의 노력은 단기간에 종료될 사안이 아닌 것으로 판단

2. 두 가지 문제에 직면한 원자재 수출국

- 하반기 원자재 가격은 WTI -7.9%, 철광석 -31.3%, 옥수수 -15.5% 등. 주요국 정부의 개입 역시 강화되는 양상
- 원유 시장은 미국 셰일기업들의 회복을 제한했던 변수들도 완화되는 중. 최근 광업/석유가스 부문의 실업률은 빠르게 하락하는 추세
- 원자재 수출국인 브라질은 신흥국 최대 재정적자국. 향후 예상되는 원자재 가격 하향 안정과 긴축 정책에 취약한 흐름을 보일 전망

3. 다시 한번 디플레 우려에 직면한 일본

- 일본의 물가는 10개월 연속 하락세가 진행 중. 그럼에도 불구하고 BOJ는 스텔스 테이퍼링에 돌입. 정상화 없는 긴축이라는 점에서 부정적으로 평가
- 일본은 9/29일 자민당 총재 선거, 10/22일 중의원 선거가 예정. 자민당은 최근 8건의 지역선거에서 모두 패배, 스가 총리의 지지율은 28%까지 하락. 당분간 예상되는 정치적 불확실성 역시 투자매력을 낮추는 요인

1. 정책 방향성이 명확한 중국과 본토 증시의 차별화

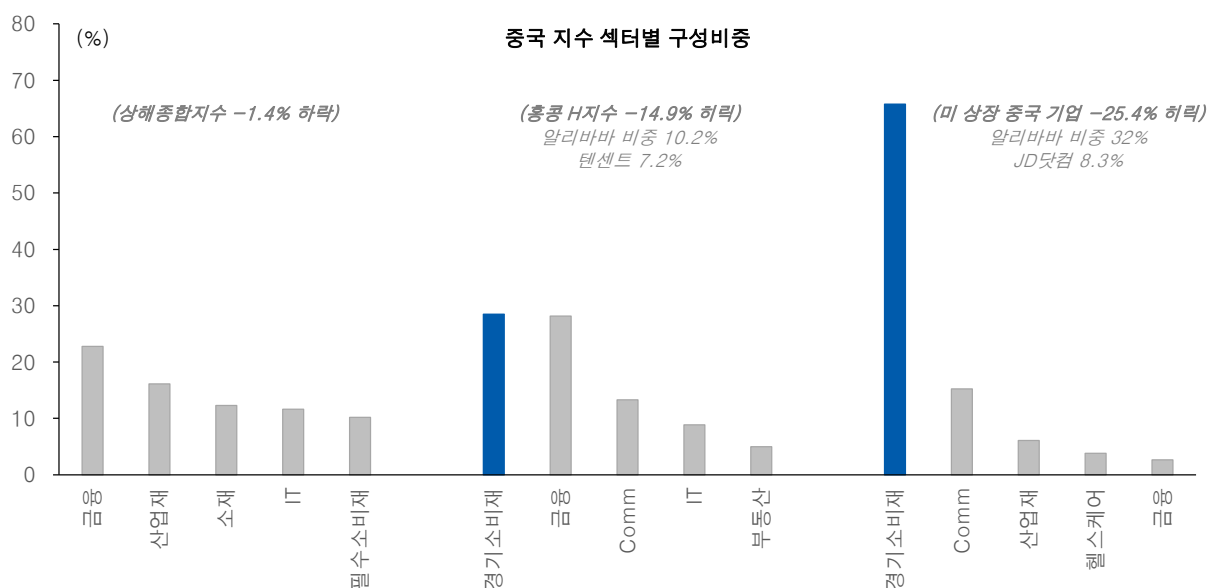
최근 중국 증시에서 주목할만한 특징은 본토 지수와 해외 지수(미국, 홍콩) 간 수익률 괴리가 크게 발생하고 있다는 점이다. 하반기 상해지수의 수익률은 -1.4%, '미국 상장 중국 기업'은 -25.4%, 홍콩 H지수는 -14.9%를 기록하고 있다.

본토와 해외 지수의 수익률 차별화는 중국 정부의 정책 방향을 명확히 보여주는 결과로 볼 수 있다. 중국 정부의 정책은 신경제 산업과 구경제 산업(또는 제조업)을 향한 온도차가 뚜렷하다.

'미국 상장 중국 기업'들과 홍콩 H지수에는 '경기소비재, 커뮤니케이션' 등 중국 정부의 규제 대상이 되는 산업의 비중이 크다. 반면 상해지수는 '산업재, 소재' 등 중국 정부가 온건한 태도를 취하고 있는 산업의 비중이 높은 편이다.

최근 규제의 대상이 된 업종의 주가 하락폭이 과도해 보이는 것은 사실이다. 그러나 사회, 경제적 문제를 해결하기 위한 중국 정부의 노력 역시 단기간에 종료될 사안이 아닌 것으로 판단된다. 제조업 연관 업종의 투자 비중을 늘리는 것이 장기적으로 더 나은 선택이 될 것으로 보인다.

[차트1] 미국에 상장된 중국 기업들과 홍콩 H 지수에는 중국 정부의 규제 대상이 된 산업이 포진



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 두 가지 문제에 직면한 원자재 수출국

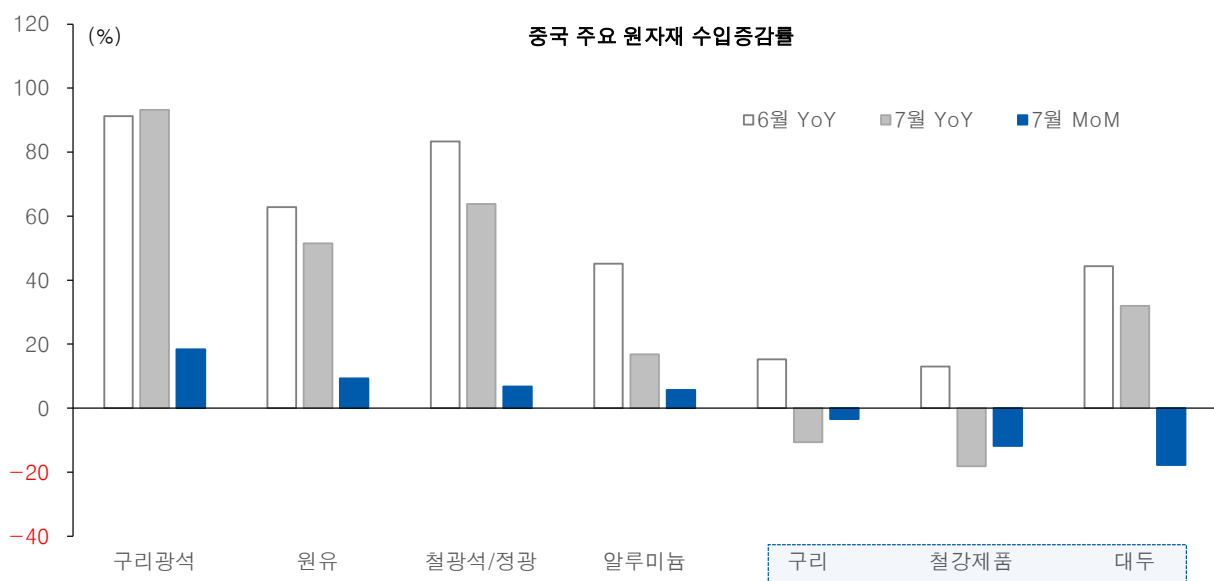
슈퍼사이클 재도래 가능성이 제기됐던 원자재 가격은 하반기 WTI -7.9%, 철광석 -31.3%, 옥수수 -15.5% 등의 하락세를 보이고 있다. 최근 경제지표의 흐름을 잘 반영한 결과라 생각된다.

원자재 가격 안정을 위한 주요국 정부의 개입도 강화되는 양상이다. 중국 정부는 철강 생산량 규제, 증치세 환급 폐지 등 다양한 조치를 시행 중이고, 미국은 물가 상승세가 지속됨에 따라 OPEC+에 증산을 요청한 상태다.

원유 시장은 미국 셰일기업들의 회복을 제한했던 변수들도 완화되고 있다. 광업/석유가스 부문의 실업률은 빠르게 하락하고 있고, 셰일기업들의 BEP는 14년 통계작성 후 최저치, 유정 당 생산성은 최근 2년간 약 70% 증가했다.

원자재 수출국인 브라질은 신흥국 최대 재정적자국이기도 하다. 향후 예상되는 원자재 가격 하향 안정과 긴축 정책에 취약한 흐름을 보일 것으로 전망된다. 최근 연준 위원들의 테이퍼링 지지 발언은 미국 국채금리 상승, 달러 강세, 신흥국 통화의 약세로 연결되고 있는데, 브라질 헤알화는 그 중에서도 높은 변동성을 보이고 있다.

[차트2] 정부 규제 여파로 중국의 원자재 수입이 둔화되기 시작. 특히 구리와 철강제품에 대한 수요 변화가 뚜렷



자료: 유안타증권 리서치센터

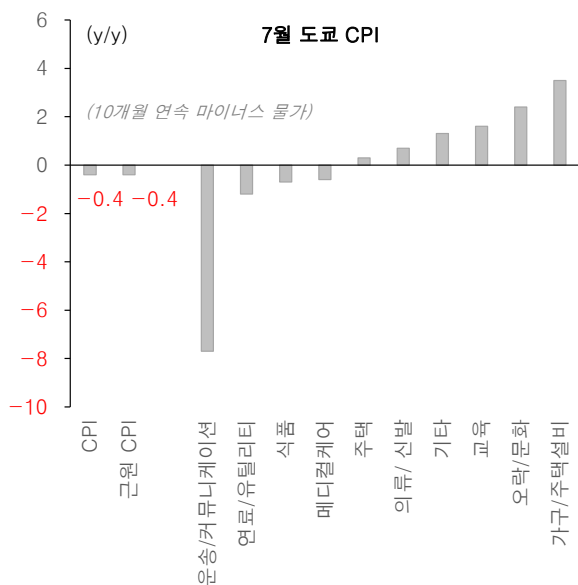
3. 다시 한번 디플레 우려에 직면한 일본

글로벌 중앙은행의 긴축 전환은 급락했던 물가의 회복에 기반하고 있다. 최근 많은 국가에서는 물가상승세가 부담이 되는 수준까지 진행됐다. 그러나 일본의 경우 오히려 10개월 연속 물가하락세가 나타나고 있다.

BOJ는 디플레 국면이 우려되는 상황임에도 불구하고 스텔스 테이퍼링에 돌입한 것으로 조사되고 있다. BOJ의 국채보유 금액은 지난 2월을 정점으로 완만하게 감소하고 있고, 최근 증시 ETF와 J-Reit도 전혀 매입하지 않았다. 정상화 없는 긴축이라는 점에서 긍정적으로 평가하기 어려운 내용이다. 7월말 수정 경제전망을 발표한 IMF는 주요 선진국 중 유일하게 일본의 올해 GDP 성장률 전망치를 하향(4월 +3.3%→+2.8%)했다. 이러한 내용이 증시 흐름의 차별화로도 연결되고 있는 것으로 보인다.

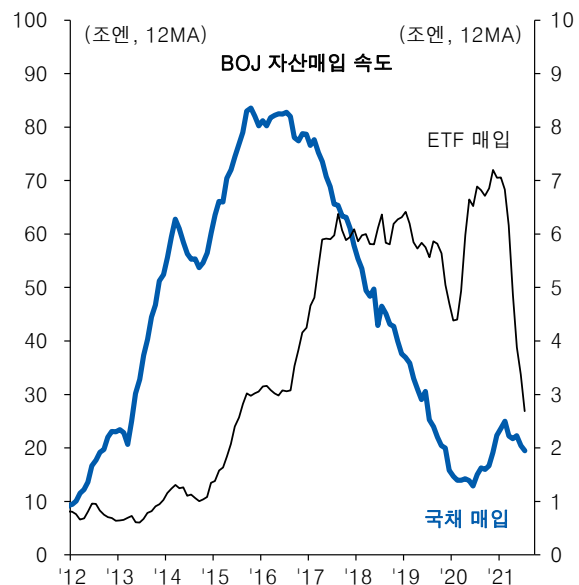
일본은 9/29일 자민당 총재 선거, 10/22일 중의원 선거가 예정되어 있다. 스가 총리가 이끄는 자민당은 최근 8건의 지역선거에서 모두 패배했고, 스가 총리의 지지율은 28%까지 하락한 상태다. 당분간 예상되는 정치적 불확실성 역시 일본 증시에 대한 투자매력을 낮추는 요인이 될 것으로 보인다.

[차트3] 10 개월 연속 하락세를 보이고 있는 일본의 물가.
글로벌 트렌드와 차이



자료: 유안타증권 리서치센터

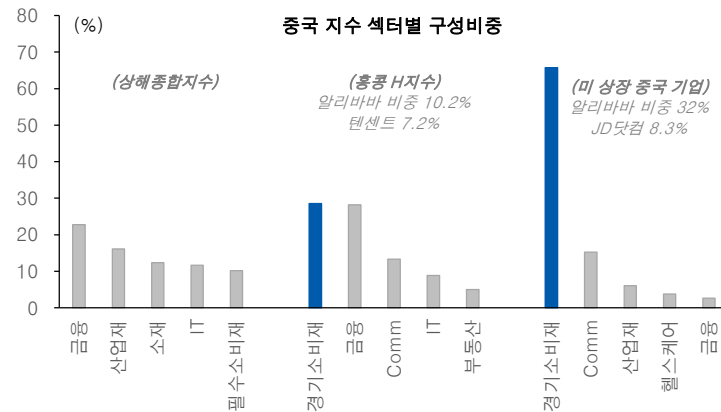
[차트4] BOJ는 긴축 여건이 마련되지 않은 상태임에도 테이퍼링을 진행 중



자료: 유안타증권 리서치센터

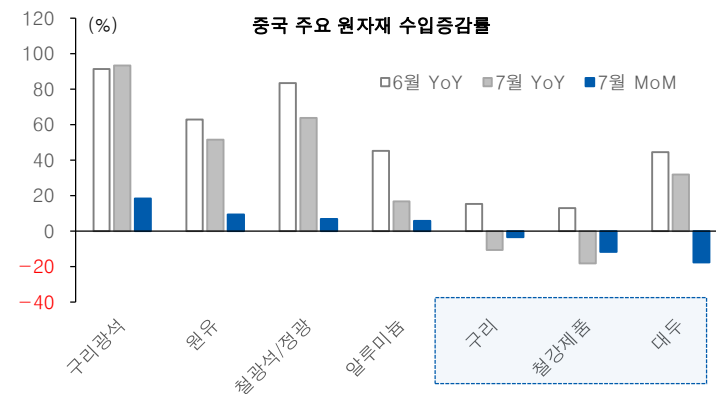
Key Chart

미국에 상장된 중국 기업들과 홍콩 H 지수에는 중국 정부의 규제 대상이 된 산업이 포진



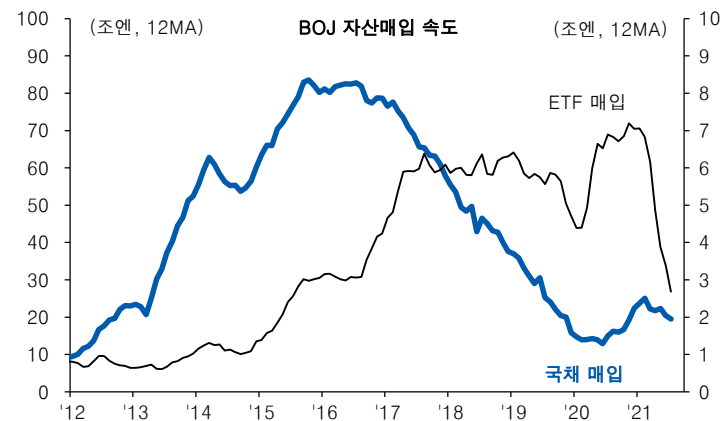
자료: 유안타증권 리서치센터

정부 규제로 중국의 원자재 수입이 둔화되기 시작. 특히 구리와 철강제품의 변화가 뚜렷



자료: 유안타증권 리서치센터

BOJ 는 긴축 여건이 마련되지 않은 상태임에도 테이퍼링을 진행 중



자료: 유안타증권 리서치센터