



중국의 뒤늦은 외출

오늘부터 모든 날이 지름일거야

- Part I 지방 양회로 바라본 보복 소비
- Part II 리오프닝 & 부동산 → 실적 추가 개선
- Part III 화장품: 오늘부터 모든 날이 지름일거야
- Part IV 의류: 세계 1위 패션 시장 중국이 온다
- Part V 금융: 중국 은행주에 주목하는 이유

이베스트투자증권 리서치센터의 **이베스트 탐구생활 vol. 3**을 소개합니다.

세번째 주제는 **‘중국의 뒤흔은 리오프닝과 이에 따른 보복 소비’**입니다.

2022년 12월 중국 국민들의 요구에 따라 리오프닝이 본격화 됐습니다.

시장은 중국인들의 높은 저축률을 바라보며 보복 소비에 기대를 걸고 있습니다.

반면, 실제 소비는 시장의 기대와 다른 모습을 보이고 있습니다.

올해 춘절 연휴기간 중국 내 여행 매출액은 전년대비 +29.9% 증가했으나 여전히 2019년 수준을 밑돌고 있습니다.

난징시 모 상가 인근의 교통량은 20~30% 회복됐지만 이렇다 할 보복 소비 효과는 보지 못하고 있습니다.

원도쇼핑만이 즐비한 상황에서 보복 소비에 대한 기대감은 점점 식어가고 있습니다.

그러나 그렇기에 상상이 아닌 정책이라는 팩트가 중요한 때입니다.

2023년 1월 지방정부 양회가 끝이 났습니다. 올해 주요 과업은 보복 소비 유도 위한 정책 메커니즘의 변화였습니다.

1)교통 인프라와 연계한 리오프닝, 2)주택 관련 내구재 소비(비중: 38%) 위한 부동산 경기 활성화가 그것입니다.

특히, 3)높은 가계 저축을 소비와 투자로 유도하기 위한 고용 대책은 **보복 소비의 전개 시점**을 알려주고 있습니다.

이번 자료에서는 지방정부 양회에서 발표된 정책을 중심으로 2023년 중국경제와 중국증시의 방향,
그리고 보복 소비 수혜를 받을 것으로 예상되는 의류/럭셔리, 화장품, 은행 업종들을 살펴봤습니다.

Part I

원자재/중국경제

Analyst 최진영
02 3779 8689
jychoi@ebestsec.co.kr



Part II

퀀트/패시브

Analyst 정다운
02 3779 8923
dw.jung@ebestsec.co.kr



Part III

유통/인터넷/플랫폼

Analyst 오린아
02 3779 0053
lina.oh@ebestsec.co.kr



Part IV

음식료/화장품/의류

Analyst 오지우
02 3779 8431
jiwoo.oh@ebestsec.co.kr



Part V

금융

Analyst 전배승
02 3779 8978
bsjun@ebestsec.co.kr



자료는 크게 **5 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 지방 양회로 바라본 보복 소비]

중국의 리오프닝에 대한 기대감과 의구심이 혼재한 가운데, 정책의 중요성이 그 어느 때보다 커지는 때입니다. 지난 1 월 31 개 지방정부 양회가 폐막했습니다. 회의의 핵심은 보복 소비를 위한 정책 메커니즘의 변화였습니다. 오프라인 소비와 부동산 경기 활성화, 그리고 높은 저축률을 소비와 투자로 유도할 고용 패키지까지 준비했습니다. 이 같은 대책하, 보복 소비의 전개 시점은 고용의 계절성(3~6 월)에 맞춰 본격화될 것입니다.

[Part II. 리오프닝 & 부동산 → 실적 추가 개선]

2023 년 글로벌 증시를 긍정적으로 평가하지만, 단기적으로는 밸류 부담이 부각될 수 있는 시점입니다. 따라서 선별적 대응이 필요하고, 그 선택지로 중국을 제시합니다. 2023 년 중국은, 2022 년보다 더 큰 이익 증가가 기대되고, 전망 역시 추가 상승하고 있습니다. 이를 주도한 것은 내구소비재와 은행 업종인데, 리오프닝과 부동산 경기 활성화를 감안하면, 여전히 추가적인 개선 여력이 남아있다고 판단하기 때문입니다.

[Part III. 화장품: 오늘부터 모든 날이 지름일거야]

2026 년 중국 1 인당 화장품 소비 금액은 2021 년 대비 55.4% 증가한 1,040 위안 수준으로 증가할 전망입니다. 특히 올해는 리오프닝으로 중국 화장품 시장의 정상화를 예상하는 만큼, 이 시장을 공략하는 전세계 화장품 업체 점유율을 가르는 중요한 시기가 될 것으로 판단합니다. THAAD 에 따른 한한령과 코로나 19 를 지나며 1)온라인 채널이 대세가 되었고, 2)중국 브랜드들의 품질이 향상되었고, 이에 따라 3)귀차오 소비가 정착되었기 때문입니다. 따라서 올해 리오프닝 효과가 강하게 나타날 시 화장품 업체들의 기초 체력과 달리 실적에는 일부 착시가 있을 수 있고, 이에 단기 실적 상승 효과를 제외하더라도 중국 시장 변화에 대해 인지하고 전략을 수정한 업체들이 중장기적 관점에서는 경쟁 우위에 있다고 판단합니다.

[Part IV. 의류: 세계 1 위 패션 시장 중국이 온다]

중국은 글로벌 1 위 규모의 의류 시장입니다. 중국 전체 소매판매 내 음식료(필수소비재) 비중은 코로나 19 발생 전인 2019 년 5.0%에서 2022 년 6.1%로 확대됐습니다. 반면, 의류(경기소비재) 비중은 2019 년 3.3%에서 2022 년 3.0%로 -0.3%p 축소됐습니다. 올해 정상화가 이루어진다면, 자연스럽게 선택형 경기소비재에 대한 소비가 늘어날 것으로 전망합니다. SPA 패스트리테일링(유니클로), 럭셔리 에르메스, LVMH(루이비통, 디올), 케링(생로랑, 구찌) 등 글로벌 패션 기업들도 가장 큰 성장이 기대되는 2023 년 중국 시장에 드라이브를 걸고 있습니다.

[Part V. 금융: 중국 은행주에 주목하는 이유]

리오프닝은 중국 은행권 실적에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상합니다. 금리인하 기조가 마무리 수순을 밟게 됨에 따라 순이자마진은 안정화될 것으로 보이며, 경기개선과 부동산시장 부양조치 효과로 자산건전성 우려는 완화될 가능성이 높습니다. 높은 ROE 와 자본비율을 확보하고 있어 수익성과 안정성을 겸비한 대형 국유은행 위주로 긍정적 접근을 권고합니다.

이베스트 탐구생활

중국의 뒤늦은 외출: 오늘부터 모든 날이 지름일거야

Contents

Part I	지방 양회로 바라본 보복 소비	5
Part II	리오프닝 & 부동산 → 실적 추가 개선	27
Part III	화장품: 오늘부터 모든 날이 지름일거야	38
Part IV	의류: 세계 1위 패션 시장 중국이 온다	53
Part V	금융: 중국 은행주에 주목하는 이유	65

기업분석

프로야 (603605 CH)	80
F&F (383220)	84
LVMH (MC FP)	89
공상은행 (601398 CH)	93

PartI

지방 양회로
바라본
보복 소비

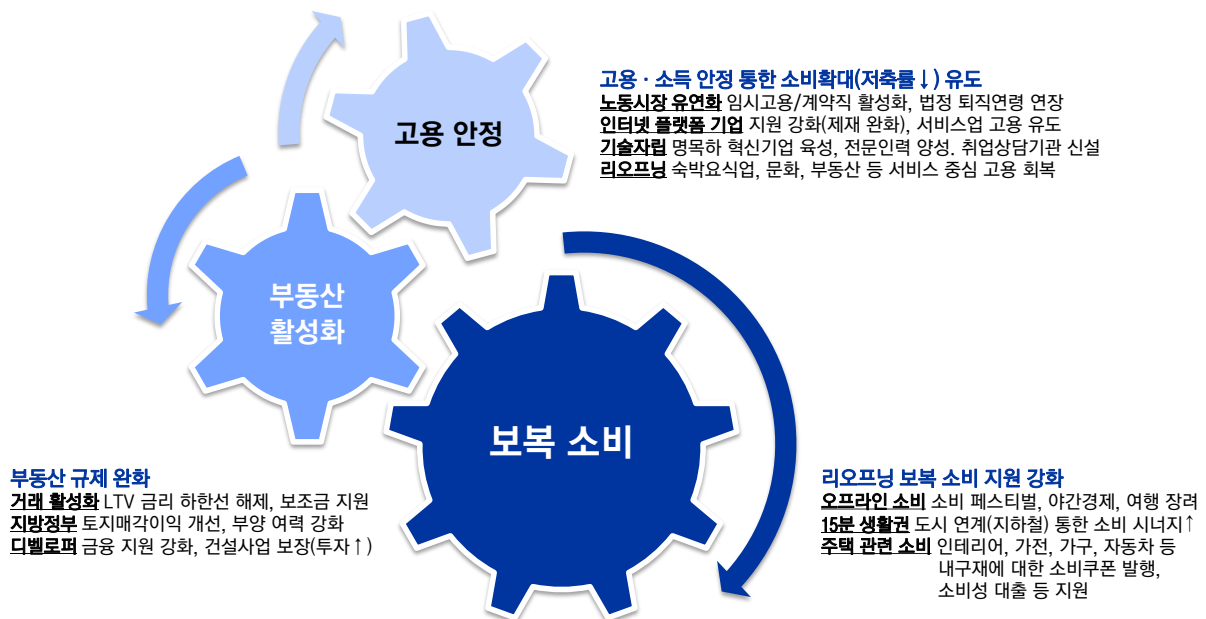
지방정부 양회, 내수 확대를 말하다

2023년 키워드: 보복 소비, 부동산, 고용

2022년 12월, 중국 공산당 중앙경제공작회의에서 지도부는 중국경제가 '수요위축 + 공급충격 + 기대약화'라는 3대 하방압력에 여전히 노출된 상태라 강조했다. '안정(穩)'이라는 단어는 2021년(17차례)과 2020년(13차례)보다 많은 31차례 등장했다. 이 같은 시각은 2023년 1월 폐막한 지방정부 양회를 통해서도 확인됐다. 지방정부들의 올해 GDP 성장률 목표치(가중평균)는 지난 목표치 대비 0.46%p 하향된 5.6%로 제시됐으며 상향한 지역은 31곳 중 4곳에 그쳤다. 부동산 디벨로퍼의 디폴트 가능성과 지방정부 부실 문제, 고용, 공급망 등 시스템 리스크와 관련된 현안들이 집중 거론됐다.

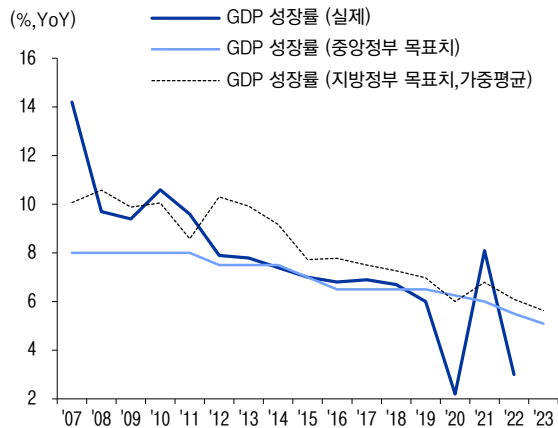
그러나 리오프닝이 재개된 현 시점에서 2022년 상황과 지금을 단순 비교할 수 없다. 특히, 당면한 위기와 우려가 클수록 중국정부의 정책 실행력이 제고될 수 있다는 점까지 감안해야 한다. 실제로 지방정부들은 올해의 최우선 과업을 지난해에 이어 '내수 확대'로 선정했다. 최종재 최대 소비국 미국의 소비력 둔화가 진행되는 상황에서 소비와 투자를 통해 순수출 둔화를 상쇄하겠다는 의도로도 해석할 수 있다. 이미 지방정부 양회를 통해 경기 방어를 위한 정책 메커니즘이 도출됐다. 리오프닝 통한 보복 소비와 이를 지원 자격할 부동산 시장 활성화, 그리고 고용 안정이 2023년의 Key이다. 중국의 정상화와 정책이 전개되는 가운데, 이제는 소비 회복의 정도와 본격적으로 정상화될 시점에 주목해야 될 때이다.

그림1 2023년 중국의 경기 하드랜딩 방어 위한 정책 메커니즘, 보복 소비 + 부동산 시장 활성화 + 고용 안정



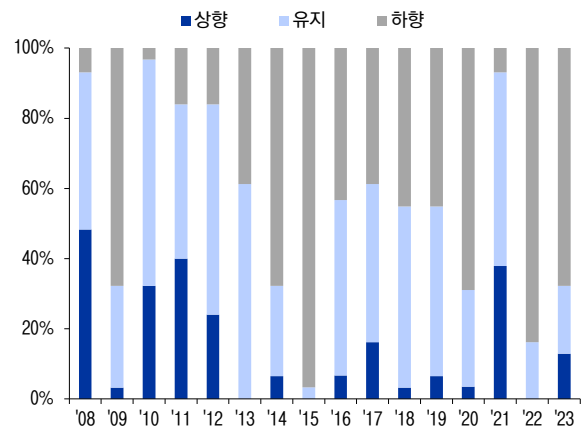
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 중국 지방정부, 2023년 GDP 성장률 목표치 5.6% 제시



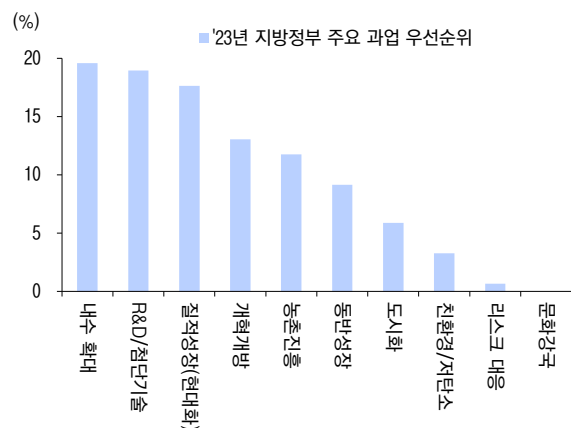
주: 2023년 중앙정부 목표치는 중국 사회과학원 건의안 적용
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 이는 경기 하방 리스크에 대한 우려를 반영한 것



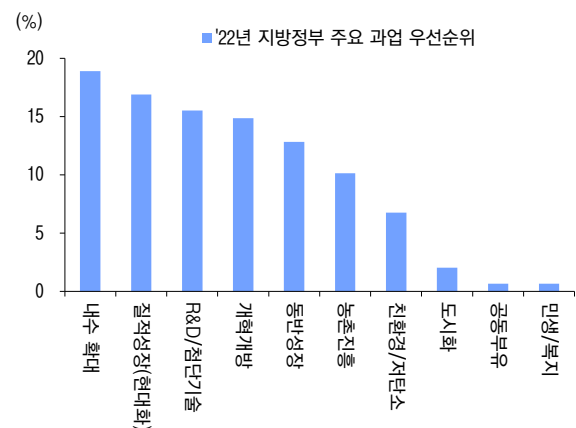
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 그렇기에 올해 주요 과업 우선순위 중 최우선은 내수 확대



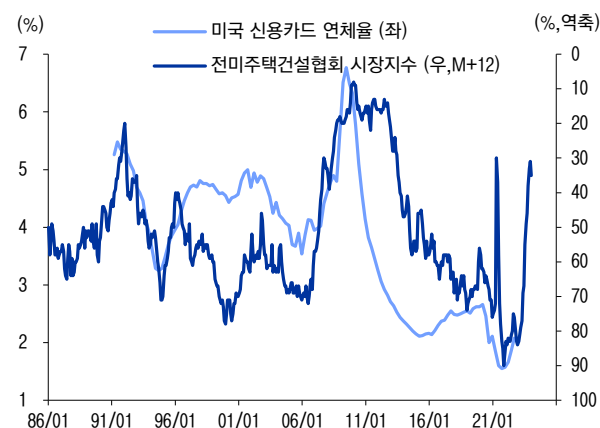
주: 지방정부 주요 과업 가운데 Top3 정책 기준
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 부동산 위기가 절정에 달했던 2022년 우선순위와 동일



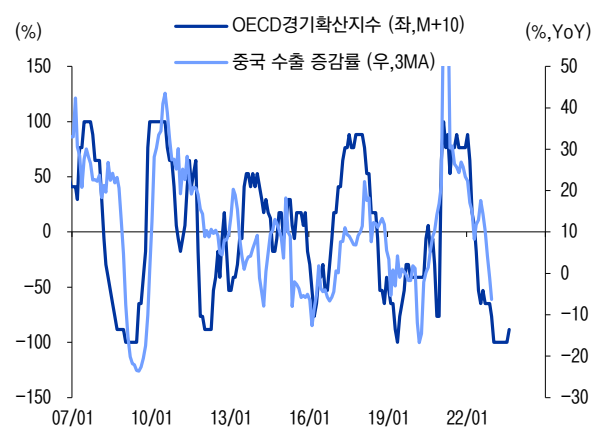
주: 지방정부 주요 과업 가운데 Top3 정책 기준
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 최종재 최대 소비국 미국의 소비력은 여전히 부진



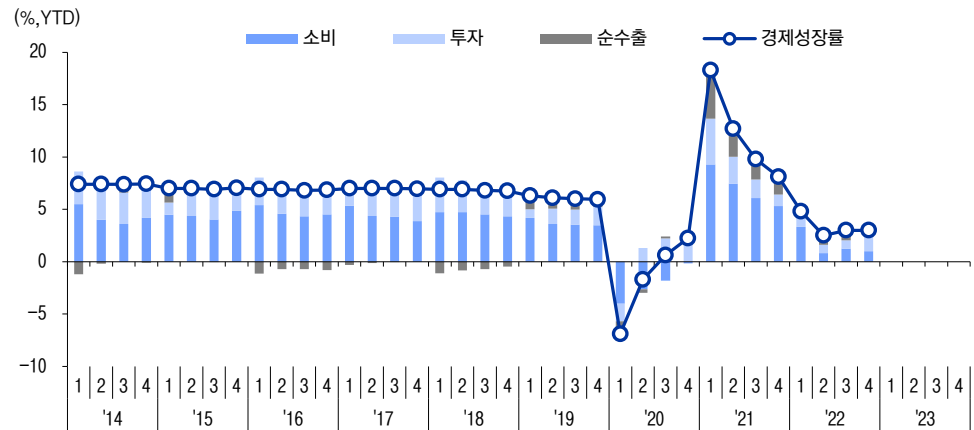
자료: NAHB, Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 이 같은 상황에서 순수출 기여도는 기대 이하일 수밖에



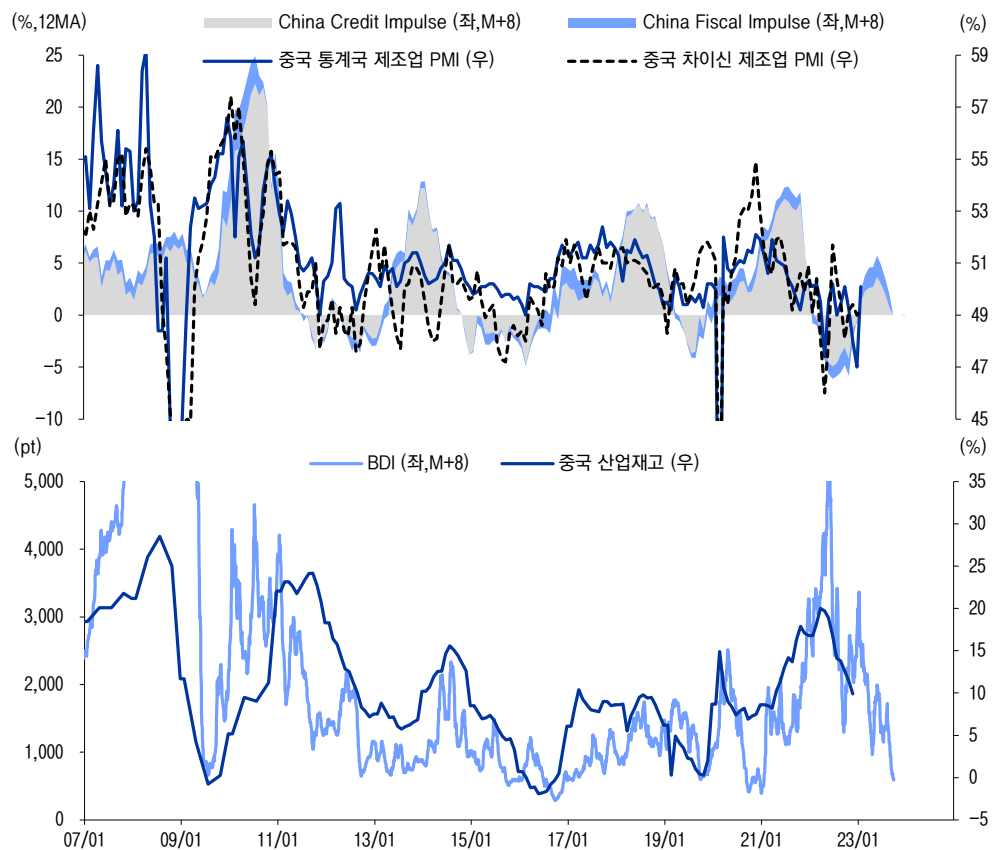
자료: OECD, 중국해관총서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 올해 내수 확대 과업이 지정된 것은 순수출보다는 소비와 투자의 역할이 중요하다는 것을 암시



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 리오프닝 전개 중인 가운데 지방정부의 추가 대책 + 후행적으로 반영될 부양책 효과까지 기대



자료: 중국통계국, 중국인민은행, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 내수 전략(2022~2035): 장기적 관점에서 의문인 블록화 경제 + 공동부유론, 그나마 사이클 측면에서 긍정적인 내수 확대

구분		주요 내용
소비	전통소비 지속발전 능력 제고	교통 인프라 (지하철, xEV 충전시설, 주차장) 통한 소비 환경 조성, 도시간 소비 시너지 촉진 . 의식주 소비 품질 제고. 부동산 시장 안정 유도, 유관 소비 (인테리어, 가전, 가구, 자동차 등 내구재) 유도
	서비스 소비 촉진	지역 우수 문화재 관리 강화, 국내 여행 소비 활성화 . 고령화 사회 도래에 따른 실버산업 육성 의료 서비스/품질 개선. 교육 수준 제고 위한 질적 교육 발전 촉진, 교육 서비스 소비(아동 위탁) 장려. 체육시설, 공원 등 스포츠/레저 환경 조성 , 국민 건강 증진. 정부 행정 서비스 간소화
	신소비 육성	온·오프라인 소비 연계 위한 환경 (5G 인프라, 무인기 배송 서비스, 스마트 매장 등) 조성 인터넷 통한 비대면 행정, 의료, 학습 서비스 활성화. 공유경제 발전 위한 관련 소비상품 (교통, 숙박시설, 여행시설 등) 개발
	저탄소/친환경 소비 촉진	탄소중립 정책하 내구재 상품 품질 제고, 저탄소/친환경 제품(xEV, 스마트 가전 등) 개발 정부 및 공공기관의 저탄소/친환경 상품 중심 매입 확대 . 폐기물자 재활용 위한 플랫폼 구축, 저탄소/친환경 제품으로의 사용비율 제고
투자	제조업 투자 확대	전통산업 투자확대, 첨단 제조업으로의 전환 촉진. 법인세 경감 통한 기업 수익성 제고 첨단기술 개발 지원 강화
	국가 인프라망 완비	징진지, 창장삼각주, 광둥-홍콩-마카오 대만구 등 주요 핵심 경제벨트의 교통 인프라 구축 에너지 저장시설, 파이프라인, 송전시설, 수리공정 등 핵심 인프라 건설
	신형 인프라 설비 구축	빅데이터 중심 국가경제 구축. 물류, 에너지, 환경보호, 기상이변, 공공시설 등 부문에 대한 AI 및 클라우드 컴퓨팅 활용도 제고
동반 성장	신형 도시화	호적제도 개선, 상주인구 도시화 촉진 . 노후주거단지 재건축 추진. 인구밀도 조절 위한 위성도시 개발 공공시설 위생관리 강화. 도농, 동부-중부-서부 동반성장 촉진
	농촌 현대화	농촌 인프라망 구축 통한 시장경제 활성화 . 농촌 지역 주택시공 안전 기준 확립 농촌 지역의 주택 관련 소비 (인테리어, 가구, 가전, 자동차 등) 유도 . 지역 관광상품 개발
공급 품질 제고	신산업/신제품 육성	산업 디지털화 촉진, 자원 관리/분배능력 제고. 기초과학연구센터 건설, 제약/바이오, 유전자 기술 응용산업 육성. 항공/우주산업 R&D 투자 확대
	전통산업 업-그레이드	제조업 첨단화(스마트화), 제조업-인터넷 융합발전 촉진. 석유화학/철강산업의 구조 전환 통한 녹색성장 도모
	브랜드 강화	첨단제조업, 현대 농산품 등 국제표준 확립/선점. 중국(중화) 브랜드 육성, 친환경 문화 접목
시장/유통 시스템 현대화	분배능력 시장화	공정한 고용 환경 조성, 근로자 권리 보장. 지적재산권, 특허권 등 거래소 구축 에너지광물 재산권, 환경보호, 안전 등 제도적 기준 확립
	물류 현대화 구축	15분 생활권 구축 , AI/인터넷 기술 통한 스마트 상권 활성화 철도-해운-운송 확일화된 유통 메커니즘 확립
개혁 개방	소비 메커니즘 개선	독과점 서비스 소비 부문 진입장벽 완화, 시장경쟁 유도. 교육, 과학기술, 문화, 위생, 스포츠 등 부문에 대한 대대적 개혁 추진. 소비자 권리 보호(식의약품, 제품 품질, 위생 등)
	자금조달 시스템 개혁	신형 인프라, 신형 도시화, 교통/수리공정 등 주요 인프라 사업에 대한 진입장벽 완화 민간자본 참여 유도. 공유경제-비공유경제 공생 도모. 투자심사 간소화 추진
	기업 경영활동 지원	정부 개입 최소화 추진, 심사제도 간소화. 재산권, 지적재산권 보호 강화
	대외개방	첨단제조, 첨단기술, 현대 서비스 산업에 대한 외국인 투자 장려. 외자 진입장벽 완화 역내 전략적 동반자 관계 확대, 자유무역구 통한 전략적 무역협력 강화
공동 부유	1차 분배 지속	근로자 소득 증진, 고용 질적 수준 (고부가가치) 제고 . 첨단기술기업 육성 통한 전문기술인력 육성 소득증진 유도. 국민 교육을 제고, 저소득층 → 중산층 편입 확대 목표
	재분배 시스템 보완	세제 개편 통한 재분배 초점. 개인소득세, 재산소득, 자본이득세 등 제도 보완 고소득자에 대한 세금 관리능력 강화. 교육, 노인복지, 의료, 주거보장 등 기초 공공 서비스 보편화
	3차 분배 추진	기업/고소득층 기부채납, 자선사업 등 공익성 방식 통한 자발적 사회환원(세금감면 혜택 부여) 장려
안전보장 능력 제고	식량안보	비농업화 지양, 경작지 보호제도 추진. 식량 비축 및 생산능력 제고 정부 관리감독 하 종자개발 산업화 촉진
	에너지안보 강화	석유 및 천연가스 비축능력 제고. 셰일오일 개발규모 확대. 에너지 탐사사업에 대한 민간기업 진출 허용 광산수명 연장. 전략광물 매장 현황/평가 추진
	공급망 보장능력	원료, 기술, 완제품까지의 주요 공급라인 확보, 공급망 안정성 확립 민생경제 유관 산업(에너지, 필수소비재 등) 공급능력 보장
	간접 대응능력 제고	전염병, 천재지변 등 대비 위한 안전관련 제품 생산능력 확보. 치장물자 비축 수준 제고

자료: 중국정부 공식사이트, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2023년 지방정부 양회에서 발표된 주요 경제지표 목표치

구분	경제성장률				소매판매				고정자산투자			
	'23년 목표 (%,YoY)	전년 대비 (%p)	'22년 목표 (%,YoY)	'22년 실제 (%,YoY)	'23년 목표 (%,YoY)	전년 대비 (%p)	'22년 목표 (%,YoY)	'22년 실제 (%,YoY)	'23년 목표 (%,YoY)	전년 대비 (%p)	'22년 목표 (%,YoY)	'22년 실제 (%,YoY)
베이징	4.5	-0.5	5.0	0.7	-	-	-	-	-	-	-	-
톈진	4.0	-1.0	5.0	1.0	6.0	-1.0	7.0	-	3.0	-2.5	5.5	-
허베이	6.0	-0.5	6.5	3.8	6.0	-2.0	8.0	2.0	6.5	보합	6.5	8.0
산시	6.0	-0.5	6.5	4.4	7.0	보합	7.0	-	7.0	-1.0	8.0	-
네이멍구	6.0	보합	6.0	4.2	-	-	-	-	10.0	-	-	17.0
랴오닝	5.0	-0.5	5.5	2.1	7.0	-1.0	8.0	-	10.0	보합	10.0	3.6
지린	6.0	보합	6.0	-1.9	7.0	+0.5	6.5	-	7.0	보합	7.0	-
헤이룽장	6.0	+0.5	5.5	2.7	6.0	-	-	-	8.0	-	-	-
상하이	5.5	보합	5.5	-0.2	-	-	-	-	-	-	-	-
장수	5.0	-0.5	5.5	2.8	-	-	6.5	0.2	-	-	-	3.8
저장	5.0	-1.0	6.0	3.1	4.5	-1.5	6.0	3.7	6.0	보합	6.0	9.0
안휘	6.5	-0.5	7.0	3.5	9.5	+0.5	9.0	0.2	10.0	보합	10.0	9.0
푸젠	6.0	-0.5	6.5	4.7	10.0	+1.0	9.0	3.3	6.0	-0.5	6.5	7.5
장시	7.0	보합	7.0	4.7	8.5	-1.5	10.0	5.3	8.0	보합	8.0	8.6
산둥	5.0	-0.5	5.5	3.9	-	-	-	-	-	-	-	6.1
허난	6.0	-1.0	7.0	3.1	8.0	보합	8.0	-	10.0	보합	10.0	6.7
후베이	6.5	-0.5	7.0	4.3	10.0	보합	10.0	2.8	-	-	10.0	15.0
후난	6.5	보합	6.5	4.5	5.0	-	-	2.4	7.0	-0.5	7.5	6.6
광둥	5.0	-0.5	5.5	1.9	6.0	-0.5	6.5	-	8.0	보합	8.0	-
광시	5.5	-1.0	6.5	2.9	6.5	-1.5	8.0	-	8.0	-2.0	10.0	-
하이난	9.5	+0.5	9.0	0.2	10.0	-1.0	11.0	-9.2	12.0	+4.0	8.0	-4.2
충칭	6.0	+0.5	5.5	2.6	6.0	-1.0	7.0	-	10.0	+4.0	6.0	-
스촨	6.0	-0.5	6.5	2.9	-	-	8.0	10.1	-	-	8.0	0.9
구이저우	6.0	-1.0	7.0	1.2	7.5	-	-	-	5.0	-	-	-
윈난	6.0	-1.0	7.0	4.3	10.0	+2.0	8.0	-	9.0	+2.0	7.0	7.5
시장	8.0	보합	8.0	1.1	10.0	보합	10.0	-	13.0	-	-	-
샨시	5.5	-0.5	6.0	4.3	6.0	-1.5	7.5	-	8.0	+1.0	7.0	8.0
간수	6.0	-0.5	6.5	4.5	10.0	+2.0	8.0	-	10.0	+1.0	9.0	10.1
칭하이	5.0	-0.5	5.5	2.3	-	-	8.0	-	-	-	-	-
닝샤	6.5	-0.5	7.0	4.0	5.0	-3.0	8.0	0.0	10.0	+2.0	8.0	10.2
신장	7.0	+1.0	6.0	1.1	12.0	+6.0	6.0	-	11.0	+1.0	10.0	-

자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

리오프닝과 인프라의 시너지

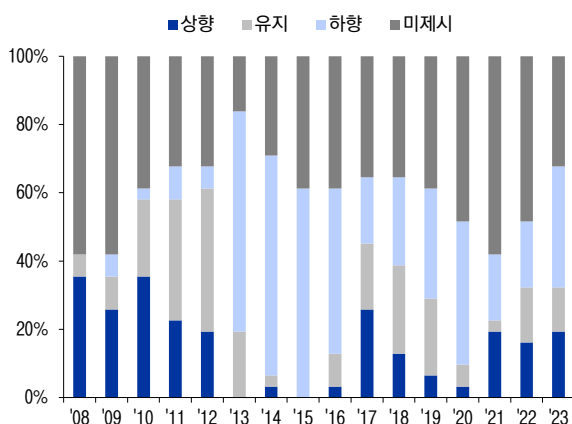
15분 도시생활권 교통혁명이 말하는 소비

지방정부들은 2023년 소매판매 목표치를 평균 +7.6%yoy로 제시했다. 이는 2022년 목표치를 0.4%p 하회하며, 중국발 코로나19 사태가 발생했던 2020년 목표치와 동일한 수준에 그쳤다. 그러나 제로코로나 정책의 유무를 감안하면 이는 보수적인 수치로 볼 수 있다. 중국인들의 외출은 올해 가장 중요한 키워드이다.

이미 보복 소비를 위한 세부 정책안들이 발표됐다. 대부분의 지방정부들은 각종 야외 행사(소비 페스티벌, 영화제, 박람회, 관광 프로젝트 등)를 개최함으로써 오프라인 소비(숙박요, 식음, 여행, 여가생활, 야간경제 등)를 이끌어내겠다는 계획을 마련했다. 이뿐만 아니라 인테리어, 가구, 가전/전자기기, xEV 등 주택 관련 내구재 소비까지 지원하기 위해 이구환신/가전하향(예: 소비쿠폰 발행) 조치를 추가 강화하기로 결정했다. 소비의 38%에 달하는 주택 관련 소비를 통해 소매판매 증감률의 추가 둔화를 방어하겠다는 의지로도 해석이 가능하다.

특히, 중요한 점은 현시점부터 리오프닝과 교통 인프라의 시너지 효과가 더욱 더 극대화될 것이라는 점이다. 바로 지하철이다. 13차 5개년 동안 교통 인프라의 핵심이 지역 간 물류를 활성화시킬 철도/고속철도 사업이었다면, 14차 5개년에는 도시와 도시 간 여가 소비를 활성화시킬 지하철/외곽순환철도 사업이 핵심이다. 지하철/외곽순환철도 사업은 14차 5개년 계획에서 제시했던 목표치를 이미 90.5% 달성한 상태이다. 이를 바탕으로 2021년 제시됐던 1시간 도시생활권 구축 사업은 15분 도시생활권으로 전환됐다. 교통 인프라라는 환경이 조성된 가운데 리오프닝 효과에 주목할 시점이다.

그림10 소매판매 목표치는 전년보다 하향됐지만



자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 제로코로나 정책의 유무가 큰 차이 만들어낼 2023년



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 13차 5개년 계획의 목적, 철도 통한 지역 간 물류



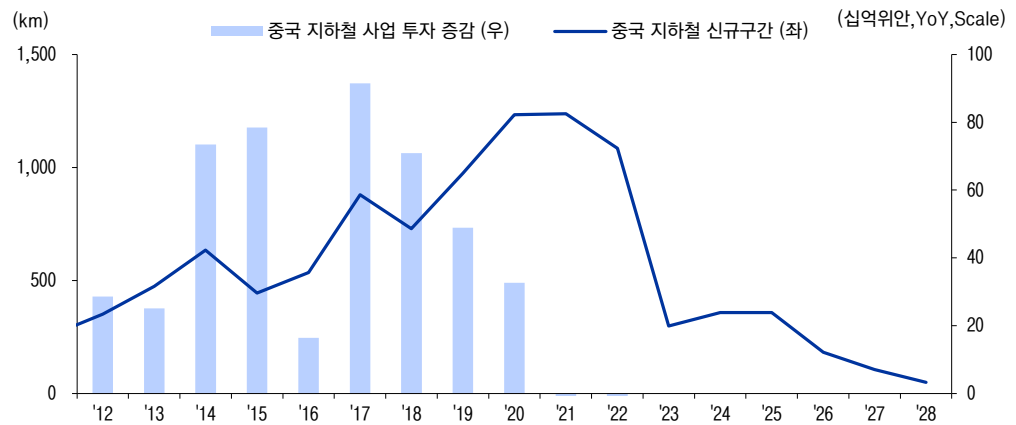
자료: 중국정부 공식사이트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 14차 5개년 계획, 지하철 통한 도시 여가 소비 활성화



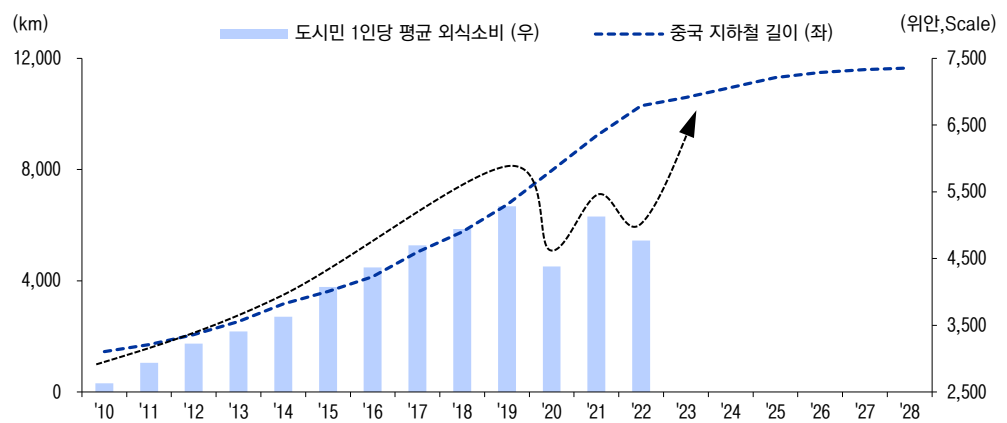
주: 광저우시 중심의 지하철 + 고속철도 인프라
자료: Zhihu.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 2022년 도시와 도시 연결하는 지하철 인프라 사업은 90.5%(14차 5개년 계획 기준) 달성



주: 2023~2028년 지하철 신규구간은 개통 예정구간
자료: 중국교통운수부, 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 2023년은 지하철 인프라와 리오프닝(외식, 쇼핑, 문화생활 등) 간 시너지 기대되는 시점



주: 2023~2028년 지하철 길이는 개통 예정구간 포함
자료: 중국교통운수부, 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2023년 지방정부 소비정책 + 생활형 SOC 지출계획: 15분 도시생활권 + 야외 활동 + 주택 관련 소비 지원에 집중

지역	주요 내용
베이징	15분 도시생활권 (80개) 구축, 역세권 확장. 디지털/친환경/ 여행 소비 장려. 주택 인테리어/xEV /노인복지 서비스 소비 지원 테마파크, 문화시설, 공원(14건), 농촌 근린생활시설(100만㎡), 산책로(100km), 녹지보도(50km) 건설. 농촌화장실(100건) 유지보수
톈진	국제소비센터 구축. 소비 페스티벌 /박람회 개최. 자동차/여행 소비 촉진. 편의점(80건), 농산물 시장(8건), 컨벤션센터(1건) 노인복지센터(30건), 주차공간(5,000건), 공원(50건), 체육시설(250건), 녹지보도(50km), 산책로(20km), 자전거도로(15km) 건설
허베이	15분 도시생활권 , 국제소비센터 구축. 라이브 커머스 활성화. 감세 + 준조세 인하. 숙박요식업 지원 강화 주택 인테리어/xEV/가전제품 /노인복지 서비스 소비 촉진. 문화관광벨트(3건), 체육시설(1만건) 건설
산시	소비쿠폰 발행, 가전하향/이구환신 추진. 스마트 상권 구축, 야간경제 활성화, 여행 소비 장려 주택 인테리어/xEV /노인복지 서비스 소비 지원. 주차장, 공원(100건), 기숙학교(100건) 건설
네이멍구	국제소비센터 구축. 상권 활성화, 소비 페스티벌 개최. 온라인 소비(600억위안) 지원 강화. 유치원/중학교(880건), 화장실(6만건) 체육시설(32건), 스케이트장(33건), 운동장(103건), 공원(38건), 산책로(335km), 여행도로(10건) 건설
랴오닝	국제소비센터(2건) 구축. 친환경 및 스마트 제품 중심 가전하향/이구환신 추진. 야간경제 /라이브 커머스 활성화 주택 인테리어 /노인복지 서비스/교육/의료/문화 소비 지원. 공원 건설
지린	15분 도시생활권 구축. 야간경제 활성화, 영화제 개최. 소비쿠폰 발행, 자동차/가전제품/농촌/여행 소비 지원 컨벤션센터, 노인복지센터/경로식당(200건), 운동장(32건), 산책로(100건), 녹지공원(150건) 건설. 화장실(4.7만건) 유지보수
상하이	15분 도시생활권 , 국제소비센터 구축. 소비 페스티벌 개최, 야간경제/여행 /라이브 커머스 소비 활성화 경로식당(40건), 중학교/유치원(15건), 박물관, 공원(120건), 녹지보도(200km), 공원벤치(5,000건) 건설
장쑤	국제소비센터(3건) 구축. 소비 페스티벌 개최, 숙박요식업 소비 정상화. 주택 인테리어/xEV/가전제품 /노인복지 서비스 소비 지원
저장	15분 도시생활권 (3,000개) 구축. 야외 공연 (3,000회) 개최. 문화관광사업(3,000억위안) 투자 확대 도서관(200건), 박물관(200건), 문화시설(100건), 강당(500건), 체육시설(1,000건), 공원(200개), 산책로(2,500km) 건설
안휘	15분 도시생활권 구축. 여행/오프라인 소비 활성화. xEV /노인복지 서비스 소비 지원. 해외 온라인 소비 제고(+30%)
푸젠	15분 도시생활권 (2개), 국제소비센터 구축. 영화제 개최. 주택 인테리어/가전제품/가구/xEV /노인복지 서비스 소비 지원 경로식당(300건), 노인복지시설(50건), 주차장(2만건), 공원(3건) 건설. 유치원(150건) 유지보수
장시	15분 도시생활권 구축(위성도시 건설). 소비 페스티벌 개최, 야간경제 활성화. 이구환신/가전하향 추진 노인복지 서비스/교육/의료/문화 소비 지원. 공원(3건), 경로원(200건) 건설. 농촌 화장실(20만건) 유지보수
산둥	15분 도시생활권 구축. 소비 페스티벌 개최. 소비쿠폰 발행, 가전제품/숙박요식업 /노인복지 서비스 소비 지원. 관광지(10개) 건설
허난	국제소비센터(2건) 구축. 위성도시 건설. 감세 + 준조세 인하. xEV/스마트 전자제품 /노인복지 서비스 소비 지원 기숙학교(100건), 주차장(10만건), 노인복지센터(200건) 건설
후베이	15분 도시생활권 구축. 주택 인테리어/친환경 가전제품/xEV 소비 지원. 숙박요식업/문화/여행 소비 장려. 박물관, 공원(2건) 건설
후난	국제소비센터 건설. 주택 인테리어/스마트 가전제품/xEV/숙박요식업 /노인복지 서비스/의료/문화 소비 지원 확대
광둥	국제소비센터 구축. 면세점/야간경제 활성화. 주택 인테리어/가전제품/xEV 소비 지원. 숙박요식업/여행 /노인복지 서비스 소비 장려
광시	15분 도시생활권 , 스마트 상권 구축. 소비 페스티벌 개최, 야간경제 활성화 숙박요식업/여행 지원(관광지 개방시간 연장, 관광상품 개발) 강화. xEV 및 가전제품 이구환신/가전하향 추진. 산책로 유지보수
하이난	국제관광소비센터 건설. 소비 페스티벌 개최. 관광객 유치(+20%), 면세업 매출 800억위안 목표. 감세 + 준조세 인하 친환경 가전제품 가전하향/이구환신 추진. 유치원(30건) 건설
충칭	15분 도시생활권 , 국제소비센터 구축. 야간경제/여가/여행 소비 활성화. 친환경 가전제품/스마트 가구/xEV 소비 장려 유치원, 주차장(2만건), 공공화장실, 휴게소, 산책로, 공원(113건), 녹지보도(100건) 건설
스촨	15분 노인복지 서비스 생활권 , 국제소비센터(면세점), 스마트 상권 구축. 소비 페스티벌 , 영화제 , 야외 공연 개최 라이브 커머스 활성화. xEV /노인복지 서비스/교육/의료/문화 소비 지원. 유치원(200건), 문화시설(3건), 공원(6건) 건설
구이저우	15분 도시생활권 , 국제소비센터 구축. 소비 페스티벌 개최. 소비쿠폰 발행, xEV/스마트 가전제품 중심 이구환신/가전하향 추진 주택 인테리어/xEV/가구 /노인복지 서비스/교육/의료/문화 소비 지원. 유치원(70건), 화장실(15만건) 건설
윈난	15분 도시생활권 , 국제소비센터 구축. 주택 인테리어/xEV /노인복지 서비스/교육/의료/문화 소비 지원. 온라인 소비(+20%) 제고
시장	숙박요식업 상권 구축. 야간경제/노점상 경제 활성화. 감세 + 준조세 인하. 소비쿠폰 발행, xEV/가전제품 소비 확대 주택 인테리어/교육/의료/문화 소비 지원. 관광객 유치 (+30%), 관광업 매출 확대(+25%). 공원(3건) 건설
산시	내수 확대 3년 행동계획 수립. 15분 도시생활권 구축. 문화제 개최 , 관광객 유치 지원. xEV/친환경 가전제품 소비 장려 농촌 온라인 소비 시스템 개선. 주차장, 문화시설, 노인복지센터, 공원(5건) 건설. 산책로(10건) 유지보수
간쑤	소비 페스티벌 개최. 야간경제/여행 활성화. 주택 인테리어/xEV /노인복지 서비스 소비 장려. 박물관, 공원 건설
칭하이	15분 도시생활권 구축. 관광벨트 통한 여행 수요 제고, 야간경제 활성화. 친환경 가전제품/xEV 중심 이구환신/가전하향 추진
닝샤	소비 페스티벌/박람회 개최, 오프라인 소비 활성화. 감세 + 준조세 인하. 주택 인테리어/가전제품/가구/xEV/숙박요식업 소비 지원 노인복지 서비스/여가/문화/교육/의료 소비 장려. 기숙사(130건), 운동장, 공원(25건) 건설. 화장실(2.56만건) 유지보수
신장	15분 도시생활권 구축. 야간경제 활성화, 관광객(2억명) 유치 목표. 가전제품/가구/xEV 소비 장려. 유치원, 주차장, 공원 건설

자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 2022년 지방정부 소비정책 + 생활형 SOC 지출계획: 야외 활동 + 주택 관련 내구재 소비에 국한

지역	주요 내용
베이징	15분 문화생활권 구축. 친환경 가전제품 소비 장려. 감세 + 준조세 인하. 문화시설(5건), 녹지(978ha.), 녹지공원(50건) 건설
허베이	야간경제/농촌소비 활성화. 감세 + 준조세 인하. xEV 소비 정책 수립. 온라인 소비확대(+10%) 편의점(800건), 체육시설(1만건), 유아원(160건), 농촌진흥단지(2,115건) 농촌화장실(70만건) 건설
산시	상권 조성, 야간경제 활성화. xEV/친환경 가전제품 소비 장려 여행도로(2,500km), 유아원(100건), 교육시설(500건), 농촌진흥단지(3건) 건설. 농촌화장실(33만가구) 개선
네이멍구	1시간 운송생활권 구축. 야간경제 활성화. 친환경 이구환신/가전하향 시행. 문화/여행/스포츠/의료 소비 지원 감세 + 준조세 인하. 아동위탁시설, 노인복지센터, 일반화장실(11만건) 건설
랴오닝	국제여행도시 구축. 친환경 이구환신/가전하향 시행. 온라인 소비 장려. 노인복지센터(30건), 농촌진흥단지(1,000건) 건설
지린	소비 페스티벌 추진. 여행 소비 활성화. 농촌진흥단지(1,000건) 건설
헤이룽장	유아원(200건) 건설
상하이	국제소비센터(4건) 구축. 면세점 경제/브랜드 경제/야간경제 활성화. xEV공공버스(3,000대) 신규도입 유아원(13건), 아동위탁시설(60건), 교육시설(17건), 노인복지센터(50건), 농촌진흥단지(19건), 여행단지(3건), 녹지공원(120건) 녹지(1,000ha.), 녹지보도(200km), 하천보도(140km) 건설
장쑤	국제소비센터(2건) 구축. 소비 페스티벌 개최, 야간경제/친환경 소비 활성화. 감세 + 준조세 인하. xEV/가전제품 소비 지원
저장	15분 문화생활권 구축. 여가소비/야간경제 활성화. 친환경 이구환신/가전하향. 감세+준조세 인하 유아원(100건), 아동위탁시설(150건), 교육시설(600건), 농촌진흥단지(310건) 건설. 중소형 강하류(500km) 유지보수
안휘	감세 + 준조세 인하. 유아원(300건), 체육시설(3,500건), 관광지(2,000건) 건설. 가족농장(18.7만건) 조성
푸젠	도시생활권 확충 통한 소비환경 개선. 여행매출 확대(+20%)목표. 생활형SOC 확대 통한 사회적 지출비용 경감 유아원(200건), 아동위탁시설, 노인복지센터(70건), 일반복지시설(1.5만건), 녹지공원 건설
장시	소비촉진 행동계획(2022~2024) 추진. 감세 + 준조세 인하(2,000억위안). 이구환신/가전하향 시행. 노인복지센터(120건) 건설
산둥	문화/여행 소비시즌, 소비 페스티벌 등 전개. xEV 소비 지원. 온라인 소비 장려 문화센터(4건), 녹지도로(500km), 교육시설(115건), 양로원(130건), 농촌진흥단지(620건) 건설
허난	국제소비센터(2건) 구축. 농촌소비/야간경제 활성화. 감세 + 준조세 인하. 소비쿠폰 발행, 자동차/가전제품/가구 소비 지원 문화센터(3건), 녹지(627.7ha.), 농촌진흥단지(200건) 건설
후베이	국제소비센터(4건) 구축. 문화-여행 소비 도시(4건) 조성. 소비 페스티벌 개최. 감세 + 준조세 인하. xEV/가전제품 소비 지원 문화센터(115건), 노인복지센터(80건), 아동위탁시설(4만건) 건설
광둥	광저우/선전 국제소비도시 조성, 인프라 통한 도시 접근성/소비 증진. 자동차/가전제품 소비 지원 숙박요식업/스포츠/의료 소비 활성화, 농촌 소비촉진. 감세 + 준조세 인하. 문화센터(3건) 건설
광시	주말/야간경제 활성화. 이구환신/가전하향 추진. 감세 + 준조세 인하 전자상거래 종합시범구(2건), 유아원(85건), 여행산업단지(5건) 건설. 환경복원사업(357건) 추진
하이난	면세점매출 1,000억위안 목표. 자동차 판매 중 xEV 비중 제고(30%). 감세 + 준조세 인하 농촌진흥단지(110건), 농촌화장실(5만개) 건설. 녹지공원 조성
충칭	국제소비센터(2건) 구축. 농촌소비/온라인 소비 장려. 이구환신/가전하향 추진. 감세 + 준조세 인하 문화센터(5건), 농촌진흥단지(200건), 농촌화장실, 도시자연공원(2건), 녹지(33,333ha.) 건설
스촨	국제소비센터(4건) 구축. 소비 페스티벌 개최. 이구환신/가전하향 추진. 유아원(200건), 교육시설(4건), 농촌진흥단지(5건) 건설
구이저우	여행소비 확대(+10%). 문화센터(100건), 유아원(100건), 노인복지센터(20건), 체육시설(1,300건), 녹지보도(100km) 건설
윈난	해적판 근절 통한 소비환경 개선. 소비 페스티벌 개최. 이구환신/가전하향 추진 문화센터(6건), 유아원(200건), 농촌진흥단지(1,716건), 농촌화장실(8만건) 건설
시장	휴일/야간경제 활성화, 관광지/요식업 상권 개선. 의료건강 보조금 지급. 감세 + 준조세 인하
산시	국제소비센터 구축. 소비촉진 행동계획(2022~2024) 추진. 여가/여행/건강 소비 장려. 소비쿠폰 발행, 이구환신/가전하향 재개 녹지공원(3건), 농촌진흥단지(235건) 건설
간쑤	국제소비센터(5건) 구축. 소비 페스티벌 개최. 19대 여행지 개선, 문화-여행 경제권 조성 교육시설(23건), 노인복지센터(120건), 농촌진흥단지(4,546건), 농촌화장실(40만건), 녹지보도(10,000km) 건설
칭하이	친환경 가전제품 중심 이구환신/가전하향 추진. 노인복지 서비스 소비 장려
닝샤	여행매출 제고(+20%). 감세 + 준조세 인하. 문화센터(3건), 농촌진흥단지(50건), 농촌화장실(3만건), 녹지도로(100km) 건설
신장	야간경제 활성화. 숙박요식업/스포츠/오락 서비스 소비 장려. 물류서비스 선진화, 온라인 소비환경 구축 여행 인프라 개선, 2022년 여행객 2.5억명 목표. 온라인 의료 서비스 개선

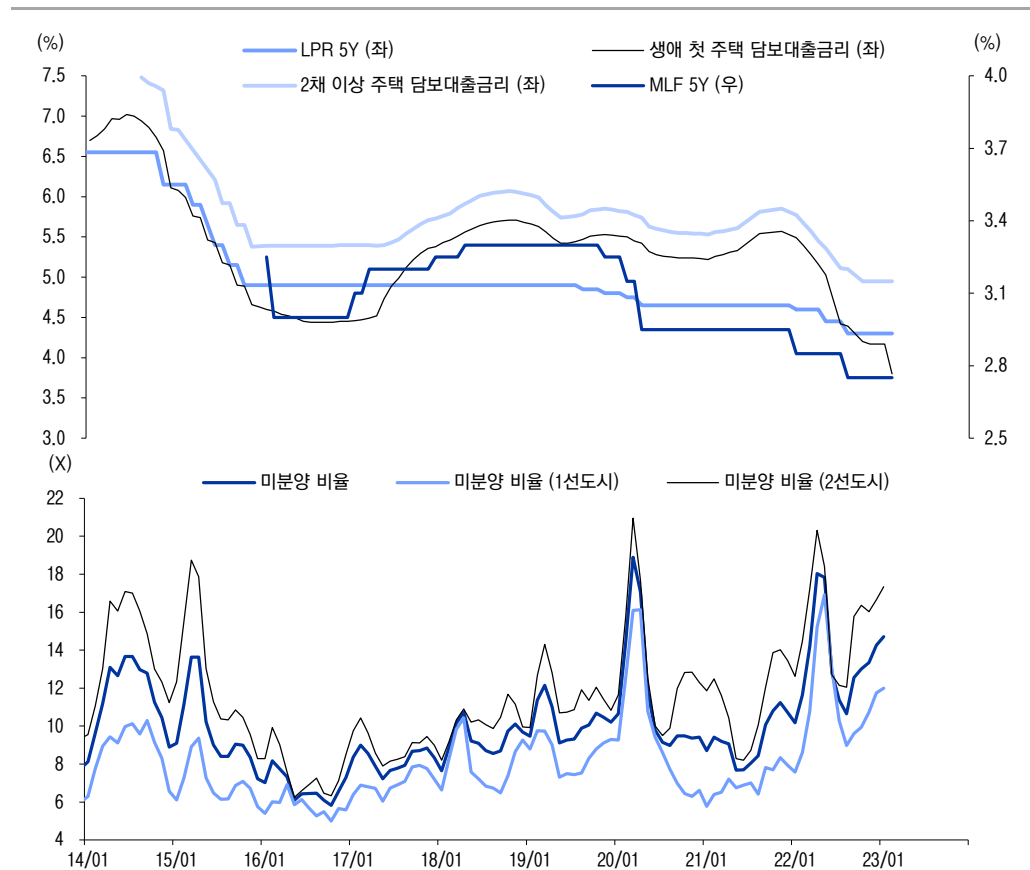
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

부동산의 귀환, 보복 소비 지원 사격

중국정부가 부동산 경기를 부양하는 이유

2023년 1월부터 주요 도시들의 생애 첫 주택 담보대출금리는 평균 3%대로 인하됐다. 인민은행 측에서 생애 첫 주택 담보대출금리 하한선을 해제(3개월 연속 분양가 하락 시)한 직후 나온 첫 결과이다. 부동산 경기 하드랜딩 방어 위한 비장의 카드는 이번만이 아니다. 13개 도시에서는 LTV 규제에 이어 주택매입 보조금 지급기한이 연장됐다. 40여개 도시에서는 전매제한과 가격 상한제가 전격 해제됐으며, 30개 도시에서는 자녀가 주택 매입 시 부모의 청약 적립금 지원이 허용됐다. 2020년 8월부터 전개된 부동산 탄압이 완화로 전격 선회한 것이다. 이처럼 당국이 부동산 경기를 재활성화시키는 이유는 모두 내수 확대에 목적을 두고 있다.

그림16 생애 첫 주택 담보대출금리 하한선 해제, 미분양 물량 소화할 수 있는 여건 조성



자료: 중국인민은행, CEIC, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 부동산 거래량은 리오프닝 전개됨에 따라 후행적으로 회복될 것으로 예상



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2020년 8월부터 강화된 부동산 규제는 2021년 헝다그룹 디폴트 리스크를 기점으로 이미 완화 선회

시기	주요 내용
2020년	5월 인민은행, 부동산을 경기 부양 위한 단기적 정책 도구로 활용하지 않을 것
	8월 주택건설부 + 인민은행, 부동산 디벨로퍼에 대한 3대 레드라인 원칙 발표. 준수 시 유이자부채 증가율(연간 5~15%) 허용 (준수 사항: 순부채비율 100% 이하, 유동부채 대비 현금성 자산 1배 이상, 선수금 제외한 자산부채비율 70% 이하)
	9월 은보감회, 소액대출기업 자금의 부동산 시장 유입 원천 차단
	12월 공산당 중앙경제공작회의, 자본의 무질서한 확장 + 독점적 행위 억제할 것
2021년	3월 양회, 부동산은 투기가 아닌 거주 위한 것. 토지 + 주택 가격 예측 가능한 범위로 안정시킬 것
	4월 공산당 중앙정치국 회의, 임대주택 + 공유재 주택 공급 확대. 학군 지역에 대한 부동산 투기 행위 모니터링 강화
	은보감회 + 주택건설부, 부동산 자금조달에 대한 모니터링 강화, 부동산 시장으로의 자금유입 원천 차단할 것
	7월 인민은행, 부동산 디벨로퍼 대상으로 연간 토지 매각대금 대비 매입대금 비중 40% 미만으로 제한
	8월 은보감회, 은행 + 보험 자금의 부동산 시장 유입 원천 차단할 것
	부동산 디벨로퍼 헝다그룹 디폴트 리스크 ↑
2022년	10월 은보감회, 생애 첫 주택 담보대출 지원 강화
	12월 공산당 중앙정치국 회의, 보급자리주택 분양 안정화 유도, 주택 실수요 회복 지원
	3월 양회, 부동산은 투기가 아닌 거주 위한 것이라는 정책 슬로건 유지하되, 미분양 해소 위한 지역별 차별화된 정책 추진
	4월 공산당 중앙정치국 회의, 부동산 시스템 리스크 가이드라인 사수. 부동산 정책 보완 통해 주택 실수요 지원
	7월 공산당 중앙정치국 회의, 은행 정책자금 + 인프라 건설 투자자금 통해 부동산 디벨로퍼에 대한 자금조달 지원 강화 (건설사업 보장). 지자체별 자체적인 정책 통한 부동산 시장 안정 주문
	8월 주택건설부 + 재정부+인민은행, 계약이 불가능한 주택 건설사업에 대해 정책자금(2,000억위안) 동원
	6대 대형은행 통한 자금조달 추진
	11월 인민은행 + 은보감회, 부동산에 대한 16대 규제 방안 마련. 디벨로퍼에 대한 대출 상환 연장
2023년	증감회, 부동산 디벨로퍼 상장사들을 대상으로 자금조달, 구조조정, 상장 재개, 해외상장, REITs 등 사업 지원 결정
	12월 류허 부총리, 부동산은 국가경제의 근간인 산업. 부동산 경기 하방 리스크에 적극 대응할 것이며 이를 통해 부동산 시장에 대한 신뢰도를 회복시킬 것
	공산당 재경위원회, 여전히 제도적 문제 탓에 주택 매매가 어려운 실정, 부동산 시장의 소비력을 제고할 방침
2023년	1월 공산당 중앙경제공작회의, 지역별 차별화된 부동산 정책 추진. 주택 수요 회복 + 청년들의 주거난 문제 동시 해결 주문
	인민은행, 우량 부동산 디벨로퍼 30곳에 한해 3대 레드라인 원칙 완화 예고
2023년	인민은행 + 은보감회, 분양가가 3개월 연속 하락 시 생애 첫 주택 담보대출금리 인하 또는 금리 하한선 해제 결정

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 2023년 지방정부 부동산 정책: 지방정부들은 별도로 전보다 강화된 부동산 지원책까지 마련

지역	주요 내용
베이징	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 임대주택(17만채) 건설. 노후주거단지(400건), 농촌 안전 D등급 주택(20만㎡) 재건축
톈진	저소득 계층 주택 보조금(4억위안) 지급 . 노후주거단지(410만㎡) 재건축. 이주민/청년 임대주택(0.9만채) 건설
허베이	주택 실수요 보장 . 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성. 임대주택(3.5만채) 건설. 노후주거단지(1,816건) 재건축. 판자촌(12만채) 재개발
산시	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 주택 실수요 보장 . 이주민/청년 주거난 해소 부동산 디벨로퍼 디폴트 리스크 사전 예방 . 노후주거단지(1,855건) 재건축
네이멍구	부동산 가격 안정화, 부동산시장 회복 도모(주택 실수요 보장) . 부동산 시장 선순환 구조 구축 임대주택(1.1만채) 건설. 노후주거단지(1,602건), 농촌 안전D등급 주택(3,000채) 재건축. 판자촌(1.5만채) 재개발
랴오닝	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 시장 회복 도모 (주택 건설사업, 실수요 보장) 임대주택(3만채) 건설. 노후주거단지(1,200건), 안전 D등급 주택(0.6만건) 재건축
지린	부동산은 국가 경제의 핵심 산업. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 주택 실수요 지원 (주택 보조금 지급 기한 연장/임대주택 공급 강화), 세제혜택 정책 마련. 부동산 경기 하방 리스크 사전 예방 (부동산 디벨로퍼 자금조달 지원, 부동산 건설사업(1.5만채) 보장 노후주거단지(800건), 농촌 안전 D등급 주택 재건축. 판자촌(1.9만채) 재개발
상하이	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 시장 회복 도모 . 임대주택(7.5만채) 건설. 안전 D등급 주택 재건축
장쑤	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 주택 실수요 보장 . 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소 노후주거단지, 농촌주택(10만가구) 재건축. 판자촌 재개발
저장	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 시장 회복 도모 (주택 건설사업, 실수요 보장). 이주민/청년 주거난 해소 임대주택(20만채) 건설. 노후주거단지(600건) 재건축
안휘	부동산 시장 회복 도모 (주택 실수요 보장). 이주민/청년 주거난 해소 임대주택(11.3만채) 건설. 노후주거단지(1,000건) 재건축. 판자촌(17.7만채) 재개발
푸젠	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 경기 침체 극복 (주택 실수요 보장). 이주민/청년 주거난 해소. 노후주거단지(2,580건) 재건축
장시	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 경기 침체 극복 (주택 건설사업, 실수요 보장) 부동산 디벨로퍼 디폴트 리스크 사전 예방 (자금조달 확대). 노후주거단지(37.56만가구) 재건축. 판자촌(13.2만채) 재개발
산둥	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 이주민/청년 주거난 해소(4만가구 보조금 지원) 임대주택(8.3만채) 건설. 노후주거단지(69.95만가구) 재건축. 판자촌(8.99만채) 재개발
허난	부동산 시장 활성화 (주택 실수요 보장, 생애 첫 주택 담보대출 지원 강화, 다주택자 규제 완화). 이주민/청년 주거난 해소 노후주거단지(38만가구) 재건축. 판자촌(27만채) 재개발
후베이	주택 실수요 개선 . 임대주택(10만채) 건설. 노후주거단지(4,000건) 재건축. 판자촌(4.8만채) 재개발
후난	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 경기 침체 극복 (주택 건설사업, 실수요 보장). 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성 이주민/청년 주거난 해소. 도시화 진척도 가속화(+1%p). 노후주거단지(4,331건), 재건축. 판자촌(2.1만가구) 재개발
광둥	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산시장 회복 도모 (주택 실수요 보장) 부동산 디벨로퍼 디폴트 리스크 사전 예방 (자금조달, 주택 건설). 이주민/청년 주거난 해소
광시	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 회복 도모 (주택 건설, 실수요 보장). 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성 이주민/청년 주거난 해소. 임대주택(6만채) 건설. 노후주거단지(18.07만채) 재건축. 판자촌(2,230채) 재개발
하이난	보금자리주택 관리제도 개선. 보금자리주택/임대주택(6.2만채) 건설. 노후주거단지(410건) 재건축
충칭	부동산 투자 활성화 (주택 건설사업, 실수요 보장). 이주민/청년 주거난 해소. 임대주택(8.1만채) 건설. 노후주거단지(2,069건) 재건축
스촨	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 경기 활성화 (주택 건설사업, 실수요 보장). 부동산 개발사업 디폴트 리스크 사전 예방 (자금조달 확대). 임대주택(10만채) 건설. 노후주거단지(5,200건) 재건축. 판자촌(6.7만채) 재개발
구이저우	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 경기 하방 리스크 사전 예방 , 부동산 회복 도모. 노후주거단지(2.13만가구) 재건축 판자촌(16.76만가구) 재개발
윈난	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 디벨로퍼 지원 강화 (주택 건설사업 보장). 도시화율 53% 목표. 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소. 임대주택(5만채) 건설. 노후주거단지(1,500건), 농촌 주택(10만가구) 재건축. 판자촌(6만채) 재개발
시장	도시화율 38% 목표. 노후주거단지 재개발. 보금자리주택(2만채) 건설
산시	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 경기 하방 리스크 사전 예방 (부동산 건설사업 보장)
간쑤	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 시장 회복 도모 (주택 실수요 보장) 장기임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소. 노후주거단지(1,251건) 재건축
칭하이	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 회복 도모 (주택 실수요 보장). 노후주거단지(3.4만채) 재건축. 농촌 주거환경(4만가구) 개선
닝샤	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 마련. 부동산 시장 안정적 성장 지원 (주택 실수요 보장) 이주민/청년 주거난 해소. 도시화율 67.6% 목표. 임대주택(0.6만채) 건설. 노후주거단지(2만가구) 재건축. 판자촌(3,000채) 재개발
신장	부동산 시장 회복 도모 (주택 실수요 보장). 공공임대주택(5.44만채) 건설. 노후주거단지(1,152건) 재건축. 판자촌(4.96만채) 재개발

자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2022년 지방정부 부동산 정책: 부동산 규제가 완화됐던 2022년과 비교해보더라도 올해는 긍정적인

지역	주요 내용
베이징	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 시장 발전 촉진 (주택 건설사업 보장) 다자녀 가구 주거난 대책 수립(부동산 임대시장 관리 강화). 임대주택(15만채) 건설. 노후건물 엘리베이터 도입(200건)
톈진	부동산 시장 발전 촉진 (주택 건설사업, 실수요 보장). 도시화 추진. 임대주택 공급 확대
허베이	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 주거환경 개선(노후주거단지 관리). 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성. 임대주택(4.5만채) 건설. 노후주거단지(3,698건), 농촌 안전 D등급 주택(3,077가구) 재건축. 판자촌(11.7만채) 재개발
산시	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진 (임대주택, 주택 매입 지원)
네이멍구	도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 임대주택(1.2만채) 건설. 노후주거단지(21.37만가구) 재건축. 판자촌(1만채) 재개발
랴오닝	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진 임대주택(3.2만채) 건설. 노후주거단지(1,000건), 농촌 안전 D등급 주택(0.8만가구) 재건축
지린	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 시장 안정적 발전 도모 (주택 실수요 보장). 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성. 주택준공 검수기간 단축(→10일). 노후주거단지(1,100건) 재건축. 장애인가정 주택(0.5만가구) 리모델링
헤이룽장	부동산 시장 안정적 발전 유도 (주택 수요 보장). 임대주택(1만채) 건설. 노후주거단지(35만가구) 재건축. 판자촌(1.3만가구) 재개발
상하이	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 가격 안정화 메커니즘 구축. 부동산 시장 발전 촉진 (임대주택, 주택 매입 지원) 임대주택(17.3만채) 건설. 노후주거단지(1,000m) 재건축, 엘리베이터(2,000건) 도입
장쑤	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 시장 지원 강화 (주택 건설사업, 실수요 보장) 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성. 저소득층 주택 수요 보장(임대주택 건설). 임대주택(14.8만채) 건설
저장	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 리스크 사전 예방 (주택 실수요 보장). 임대주택(30만채) 건설. 노후주거단지(600건) 재건축
안휘	임대주택(9.85만채) 건설. 노후주거단지(1,000건) 재건축. 판자촌(9.68만채) 재개발
푸젠	부동산 리스크 대응능력 강화 . 임대주택(7만채) 건설
장시	부동산 시장 발전 촉진 . 임대주택(6.28만채) 건설. 노후주거단지(1,062건) 재건축. 판자촌(7.91만채) 재개발
산둥	도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 임대주택(8.9만채) 건설. 노후주거단지(67.1만가구) 재건축. 판자촌(7.6만채) 재개발
허난	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산 안정적 성장 유도 . 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주택 수요 보장 임대주택(7만채) 건설. 판자촌(20만채) 재개발
후베이	임대주택(6.7만채) 건설. 노후주거단지(3,053건) 재건축. 장애인가정 주택(1.8만가구) 리모델링. 판자촌(4.8만채) 재개발
후난	부동산 시장 발전 촉진 (도시 재개발 사업 추진). 장기 임대주택 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소
광둥	무분별한 부동산 개발사업 지양. 부동산 디폴트 리스크 사전 예방. 주택 실수요 보장 . 주거환경 개선 임대주택(25만채) 건설. 노후주거단지(1,000건) 재건축
광시	도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소 임대주택(6.1만채) 건설. 노후주거단지(12만채) 재건축, 엘리베이터 도입
하이난	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 임대주택, 주택 매입 지원 강화 장기 임대주택/보급자리주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민/청년 주거난 해소. 공공임대주택(6.4만채) 건설. 노후주거단지(608건) 재건축
충칭	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 부동산시장 발전 촉진 (부동산 가격 안정 메커니즘 구축). 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성 이주민/청년 주거난 해소. 메가시티 건설. 노후주거단지(1,277건) 재건축. 판자촌(1.5만가구) 재개발
스촨	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 정책 지원 강화 (주택 실수요 지원) 부동산 리스크 사전 예방 (부동산 디벨로퍼 디폴트 리스크 전이(→금융/사회) 차단) 임대주택(7.8만채) 건설. 노후주거단지(5,300건) 재건축, 엘리베이터 도입(5,800건). 판자촌(3.5만채) 재개발
구이저우	부동산 가격 안정화, 시장 발전 촉진 . 상주인구 도시화를 제고(57%). 임대주택(3.7만채) 건설
윈난	도시별 차별화된 부동산 정책 추진 . 상주인구 도시화를 제고(52%). 무분별한 건설사업 지양 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성, 이주민 주거난 해소. 노후주거단지(1,500건), 농촌 안전 D등급 주택(8만가구) 재건축
시장	부동산 시장 발전 촉진 (주택 실수요 개선). 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성 공공임대주택(2,580채) 건설. 노후주거단지(31건) 재건축. 판자촌(0.5만가구) 재개발
산시	도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 경기 하방 리스크 사전 예방 (주택 보증금 감면, 주택 매입 지원) 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성. 임대주택(8.8만채) 건설. 노후주거단지(2,192건) 재건축
간쑤	주택 공급 보장 시스템 개선. 주택 공적금 규제 완화
칭하이	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 도시별 차별화된 부동산 정책 추진. 부동산 시장 발전 촉진 (부동산 가격 안정화, 주택 실수요 보장) 장기 임대주택 중심 부동산 시장 조성. 임대주택(1만채) 건설. 판자촌(6.89만채) 재개발
닝샤	부동산은 투기가 아닌 거주 목적. 주택 실수요 보장 . 도시화를 제고(+1%p) 노후주거단지(5만가구), 농촌 안전 D등급 주택(0.3만채) 재건축. 판자촌(3,800채) 재개발
신장	부동산 시장 발전 촉진 (주택 실수요 개선). 임대주택(8.47만채) 건설. 노후주거단지(1,273건) 재건축. 판자촌(9.84만채) 재개발

자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

1)의도된 규제 완화, 소비를 이끌 주택 관련 내구재

지방정부의 부동산 규제 완화와 주택 관련 내구재(인테리어, 가구, 가전, xEV 등)에 대한 보조금 확대(또는 연장) 조치는 결코 우연이 아니다. 과거 부동산 경기 반등 시의 소비 패턴을 살펴보면 인테리어와 가구 소비가 가장 먼저 반응했으며, 가전/음향기기와 자동차의 경우 일정가량 시차를 두고 회복됐다. 즉, 부동산 정책은 내수 확대를 위해 짜인 각본을 의미한다.

중국 인민은행의 서베이를 살펴보면 중국인들은 여전히 투자보다 저축을 선호하고 있지만 이전만큼 과도하지 않았다. 이는 부동산 규제 완화와 리오프닝(거래량 회복)이라는 환경이 부동산 투자 수요를 자극하기 시작했다고 볼 수 있다. 또한 '주택수요 활성화 → 주택 관련 내구재 소비'라는 과거 소비 패턴의 재개를 암시하기도 한다. 2022년 12월 소매판매 증감률은 리오프닝에도 불구하고 정상 수준을 밀돌고 있다. 그러나 소매판매에서 38%를 차지하는 주택 관련 내구재 소비는 이제부터가 시작이며, 이는 전체 소매판매 증감률 회복을 다시 한번 리드할 것이다.

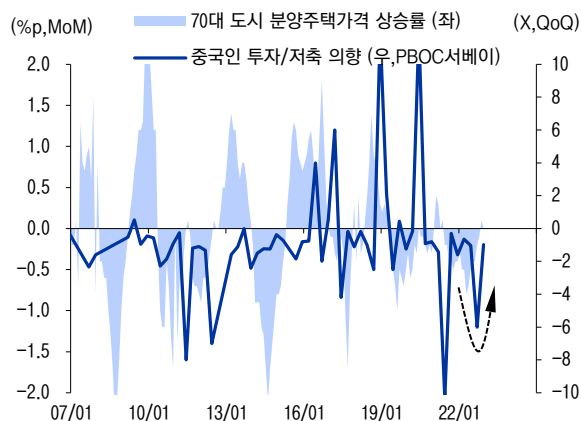
표8 과거 부동산 경기 반등 후 인테리어 → 가구 → 가전 → 자동차 순으로 소비 회복, 이 같은 패턴은 이번에도 동일할 것

(%,YoY)	M-0	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	M+7	M+8	M+9	M+10	M+11	M+12
소매판매	12.2	11.9	12.1	12.5	12.8	13.0	13.2	12.6	13.1	13.6	13.3	13.4	14.1
자동차	11.8	9.9	7.7	11.8	12.2	11.1	10.4	9.4	11.2	14.4	11.8	12.1	16.4
석유제품	9.4	8.8	10.3	12.6	11.4	10.6	11.7	7.8	9.3	14.2	13.9	12.9	15.5
식품	14.4	15.3	19.3	18.2	19.3	20.2	18.1	18.0	16.6	16.4	15.7	15.7	15.4
섬유/의류	16.4	14.9	16.2	15.9	15.4	15.2	15.6	15.4	12.3	12.4	11.7	11.5	13.3
도서류	1.7	12.9	22.0	16.6	9.3	18.9	10.7	11.2	8.0	3.2	11.8	8.3	6.6
스포츠용품	10.0	10.9	10.7	11.9	14.2	17.6	16.5	15.1	13.5	13.1	12.4	10.2	9.6
가전/음향기기	11.4	13.6	12.2	10.6	10.3	13.2	14.1	15.9	21.2	20.6	12.0	8.3	7.7
의약품	16.3	18.6	17.9	19.5	16.8	19.9	17.9	14.5	16.5	13.5	16.1	14.0	13.8
일용품	17.4	16.6	18.2	15.4	18.2	19.6	17.1	18.9	18.5	15.8	14.7	13.9	14.6
통신기기	21.1	20.8	25.4	18.7	16.4	17.5	18.0	13.0	9.3	8.9	10.4	11.2	9.5
주류/담배	18.8	17.5	19.7	17.2	17.8	20.9	16.6	18.7	17.5	15.5	13.8	16.5	14.7
문화/사무용품	23.0	15.6	16.1	16.4	12.3	15.4	14.7	11.6	14.6	12.2	10.9	13.1	11.0
주얼리	18.9	17.1	19.2	16.9	23.0	25.2	17.1	18.8	32.3	24.5	15.6	20.2	19.6
화장품	16.5	16.3	16.0	13.3	14.0	16.4	15.9	15.7	11.9	12.9	11.6	13.0	16.7
건축/인테리어	23.4	28.4	30.9	22.3	19.4	24.7	24.4	26.8	24.9	14.4	7.6	12.1	8.2
가구	27.6	23.3	27.6	23.2	21.2	20.6	25.7	26.2	27.3	24.8	18.9	19.5	17.7
음료	16.9	11.9	16.1	15.2	16.0	18.6	13.9	14.8	15.0	13.0	10.9	15.4	15.0

주: 춘절 효과(1~2월) 및 2009년 QE 구간 배제

자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 투자보다 높은 저축 선호도, 그래도 이전보다 둔화



자료: 중국통계국, 중국인민은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 부동산 경기 회복은 38% 달하는 주택 관련 소비 ↑



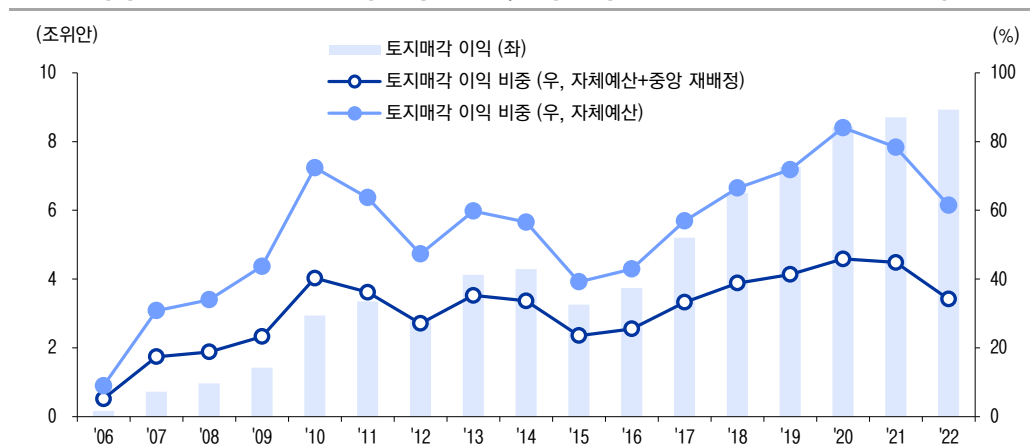
자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

2)부동산이 강해지면 지방정부 부양 여력도 강해진다

지방정부들이 중앙정부보다 부동산 규제 완화에 적극적인 이유는 재원 탓이 크다. 지방정부의 세입예산(중앙정부 재배정 예산 제외) 중 토지매각 비중은 61.4%에 이른다. 부동산 경기가 지금보다 안정됐던 2019~2020년 평균치가 78%인 점 감안하면 절대적이라 볼 수 있다. 제로코로나 조치로 방역활동(PCR 검사, 격리시설 유지보수 등)이 장기간 전개되는 과정에서 재원은 빠르게 고갈됐다. 즉, 부양책을 위한 지방정부의 재정 여력이 부재했다는 의미이다.

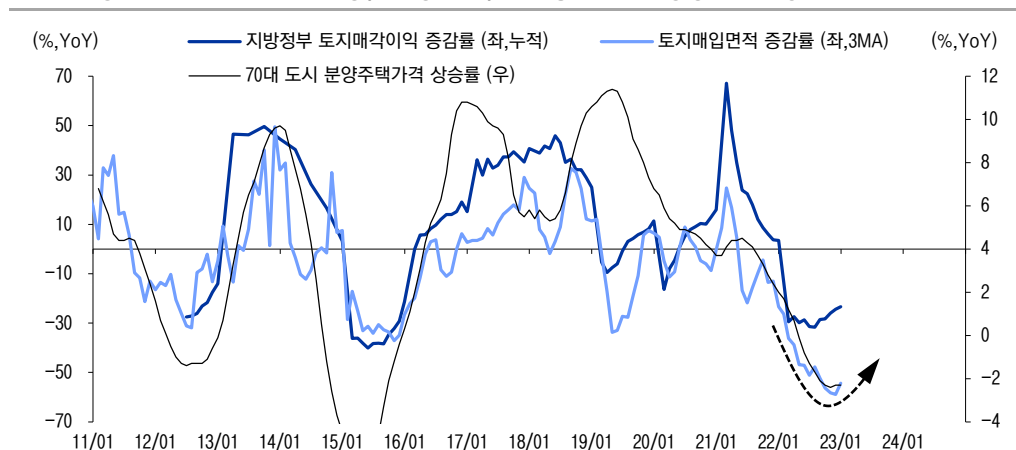
그러한 점에서 현 상황에서의 부동산 경기 반등은 필수불가결하다. 리오프닝하 부동산의 전방수요라 볼 수 있는 분양주택가격 상승률은 낙폭을 줄이고 있으며, 토지매입면적은 바닥을 다지고 반등했다. 그러나 외부 활동이 상대적으로 적은 동절기와 코로나19의 계절성(동계 또는 하계기간 확산)이 종료된다면 주택 거래량 회복속도는 더욱 가팔라질 것이며 가격 역시 이를 뒤따를 수 있다. 이는 중국정부의 세출예산 중 85%를 차지하는 지방정부의 재원이자, 중국의 보복 소비의 원동력이 될 것이다.

그림20 지방정부의 재원 대부분은 부동산 통해 조달, 부동산 경기 둔화 전만 하더라도 70% 이상 차지



자료: 중국재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 부동산 규제 완화 + 리오프닝(거래량 회복)은 후행적으로 지방정부의 부양여력 회복을 의미



자료: 중국재정부, 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

3)대외 불확실성 상쇄할 부동산개발투자

2023년 1월, 당국은 부동산 디벨로퍼 중 우량기업 30곳에 한해 3대 레드라인(준수 사항: ①순부채비율 100%↓ ②현금성 자산/유동부채 1배↑ ③자산부채비율 70%↓) 기준 완화를 예고했다. 지방정부들은 건설사업 보장을 목적으로 자금조달 지원책까지 내놓았다. 이전과 달리 규제 완화에 적극적인 이유는 중국 공산당의 아킬레스건인 주거난 따른 민생 문제(3대 레드라인 조치 → 디벨로퍼의 ①신용경색 ②주택 실수요 위축 따른 매출감소 → ①은 행대출 상환 지연 ②건설사업 중단 → 입주 예정자 주거난 발생)가 부각됐기 때문이다.

중요한 것은 정책 스탠스의 전환이 경기 반등으로 귀결될 수 있다는 점이다. 부동산과 건설업종의 GDP 비중은 13.5%에 그치지만, 전자재, 주택 관련 소비까지 포함할 경우 25~30%로 확장된다. 즉, 지금의 부동산 규제 완화는 경기 하드랜딩 방어를 의미하는 것이다. 이는 대외 불확실성(순수출 둔화)에 노출된 상황에서 더더욱 중요할 수밖에 없다. 당장은 디벨로퍼들의 디폴트 리스크가 상존해 있다. 하지만 이들의 회사채(AAA 이하 등급) 만기 시점을 보면 리스크는 하반기부터 톤-다운이 가능하다. 부동산 규제 완화 + 부동산 거래 활성화 시기에 맞춰 올해 부동산개발투자의 점진적 회복이 예상되는 부분이다.

그림22 재약화된 디벨로퍼 재무구조, 그러나 실수요 감소 + 공사 중단 따른 민생 문제로 규제 완화 예고

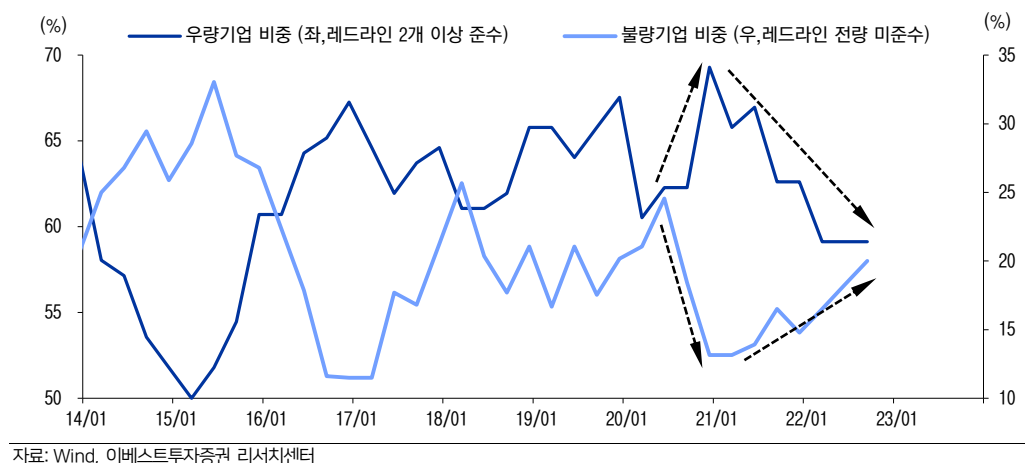


그림23 자산부채비율과 순부채비율 추이

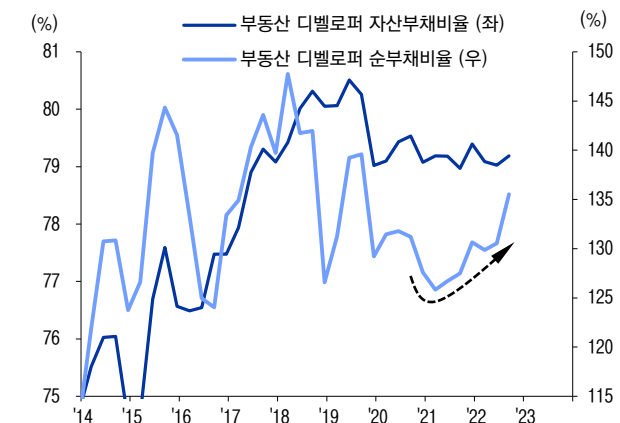


그림24 현금성 자산/유동부채 추이

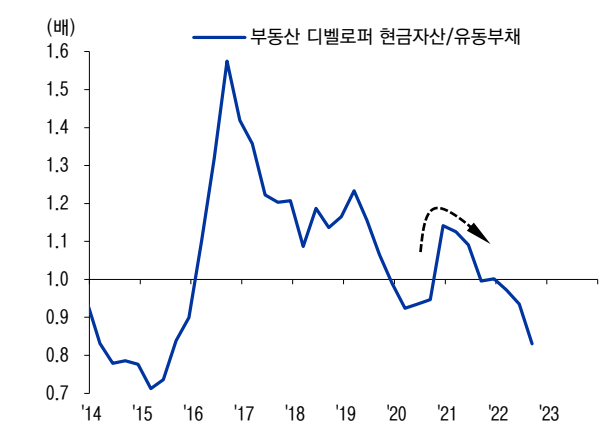
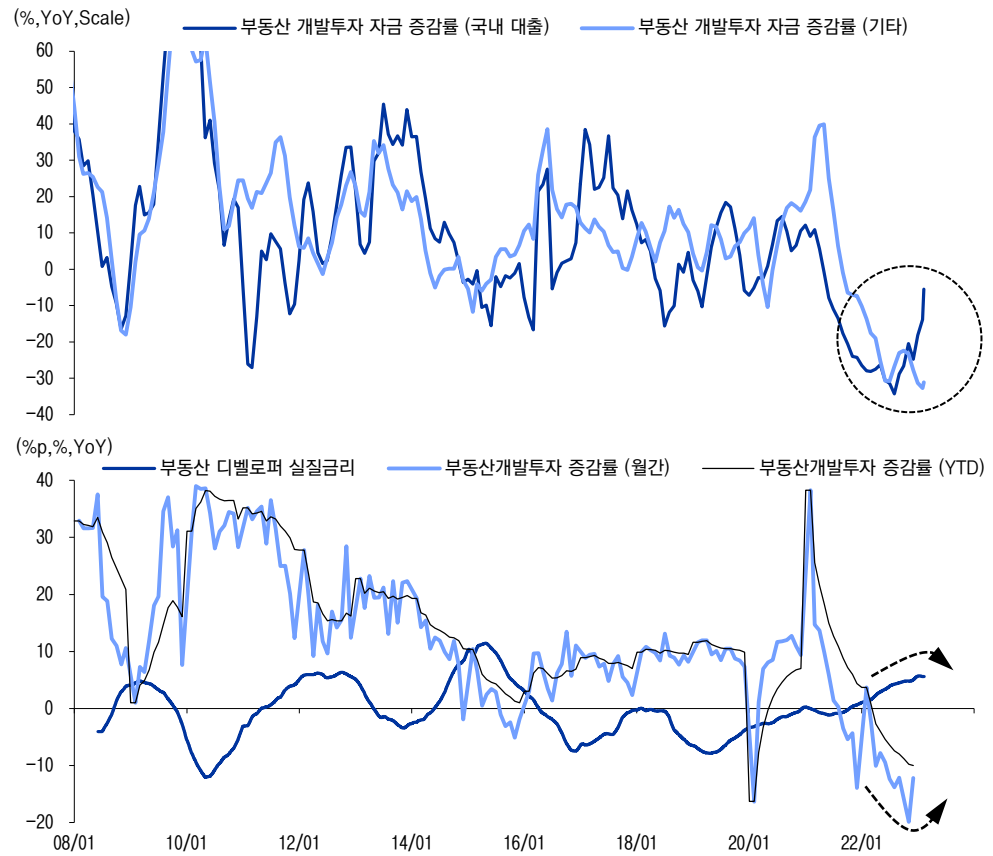
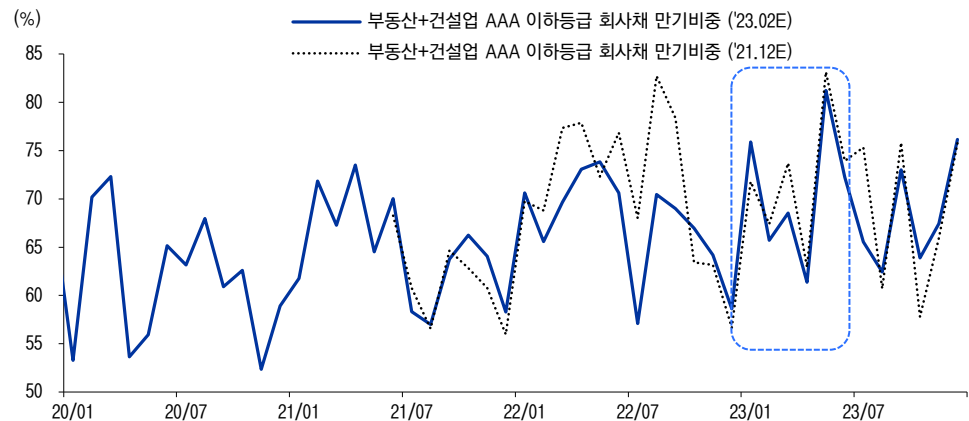


그림25 잠시 물러선 중국정부, 디벨로퍼에 대한 자금조달 재개는 부동산개발투자 기대 요인



자료: 중국통계국, Wind, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 디벨로퍼 디폴트 리스크 상존. 다만, 만기 시점 감안하면 올해 하반기부터 리스크 톤-다운 예상



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

고용이 알려주는 보복 소비 전개 시점

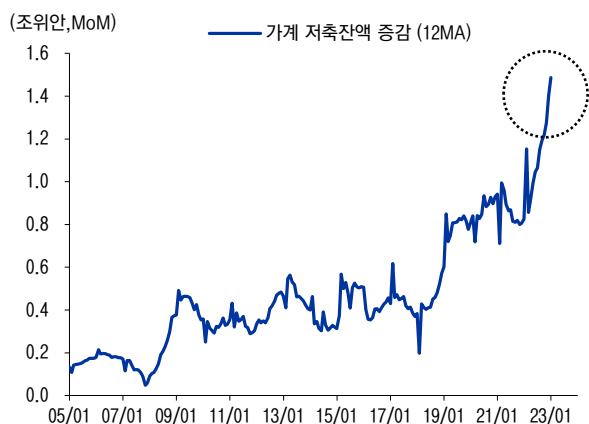
고용이 좋아지면 어렵히 낮아질 저축률

중국의 가게 저축잔액은 역대급으로 급증했다. 리오프닝이 본격화되면서 보복 소비에 우호적인 환경이 조성됐다. 그러나 소비와 함께 가처분소득마저 둔화된 정황을 놓고 보면 제로코로나 조치로 인한 단순 저축률 상승이기보다 실업난으로 인한 불가피한 선택으로 해석할 수 있다. 쉽게 말하면 미래가 불안해서 지출을 줄였다는 의미이다.

그러한 점에서 중국정부의 고용 대책은 시의적절하다. 2023 년 1 월 시진핑 중국 공산당 총서기는 국민들의 소비확대를 위한 소득 안정 메커니즘을 구축하라고 주문했다. 이에 대다수 지방정부들은 평생직장보다는 평생고용 메커니즘을 구축하기 위해 노동시장 유연화(임시고용직/계약직 활성화, 권리(의료보험) 보장, 임금체불 근절 등) 방안을 채택했다. 이는 고령화 대응 위한 법정 퇴직연령 연장 계획의 일환이기도 하다. 또한 2021 년까지만 하더라도 제재 대상이었던 인터넷 플랫폼 기업과 함께, 기술자립을 명목으로 첨단기술기업 지원을 통한 고용 유도 계획까지 세웠다. 2023 년 신규고용 목표치는 1,690 만명으로 전년보다 상향됐다. 중앙정부의 신규고용 목표치가 1,100 만명대인 점을 감안하면 터무니없는 수치라 여길 수 있지만 실업난 해소를 위한 의지로도 볼 수 있다.

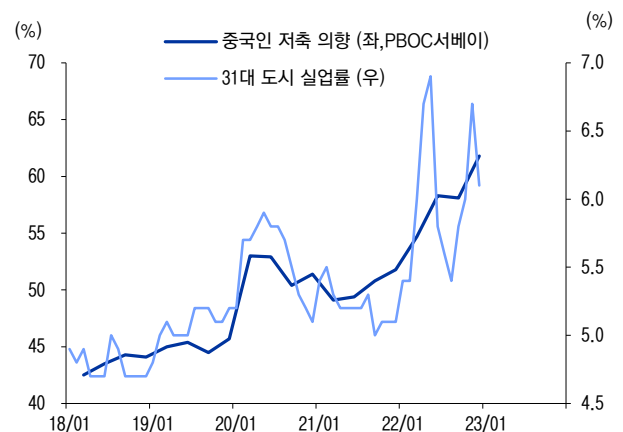
이러한 고용 대책은 보복 소비가 전개될 시점까지 말해주고 있다. 중국의 신규고용은 계절적으로 3~6 월에 집중되어 있다. 만약 3 월부터 신규고용이 과거 평균치를 상회한다면 기업들의 당해 연도 채용 여력은 높다는 의미이며, 당연히 가게 저축잔액 감소와 보복 소비가 본격적으로 전개될 수 있다. 2020 년 제한적인 리오프닝 상황 속에서도 서비스 중심의 고용 회복이 확인되자 소비 반등이 이뤄졌다. 전보다 한층 더 완화된 리오프닝 상황에서 고용 지표와 보복 소비가 기대되는 부분이다.

그림27 중국 가게 저축잔액은 역대급으로 급증



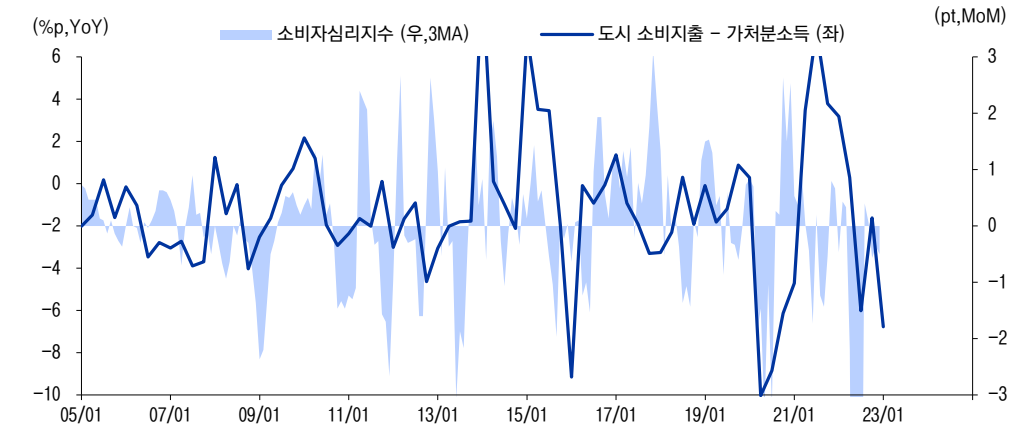
자료: 중국인민은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 높아진 저축률의 원인, 불안정한 고용



자료: 중국인민은행, 중국인력자원·사회보장부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 제로코로나 탓에 소비를 못한 것도 문제였지만 실직으로 인한 소득 감소도 컸던 것



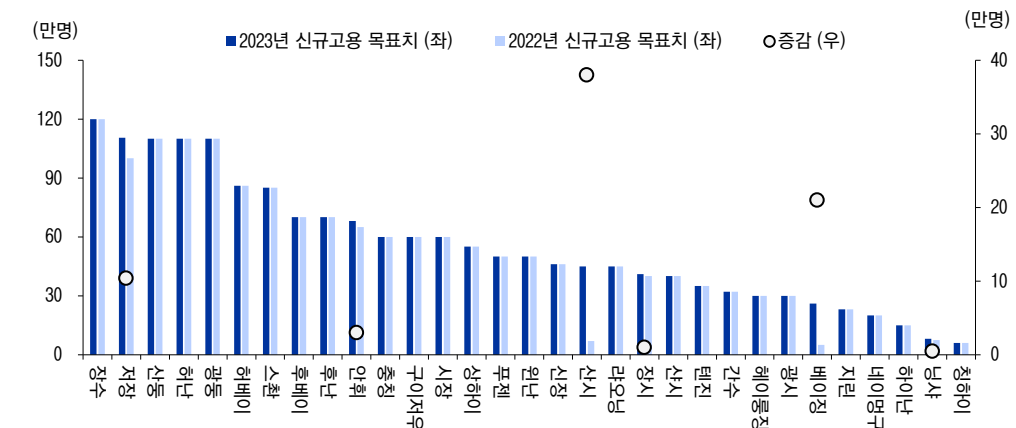
자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 그렇기에 중요한 고용. 시진핑 공산당 총서기, 국민들의 소득 안정 통한 소비 유도 대책 주문



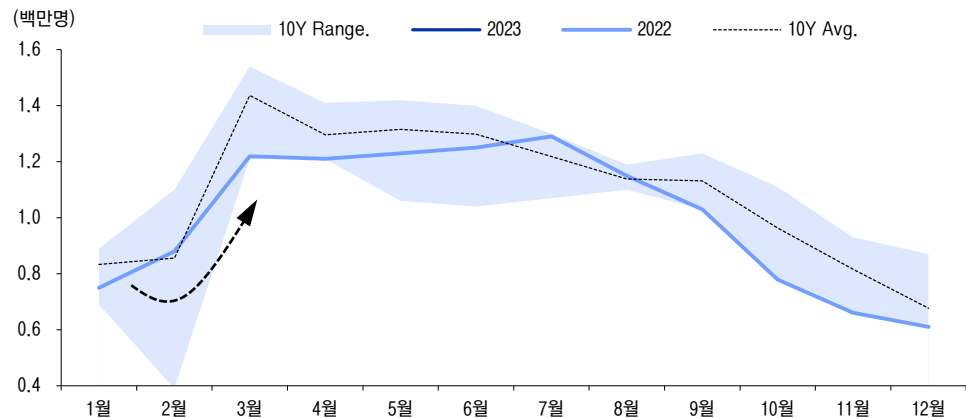
자료: 중국정부 공식사이트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 지방정부들은 신규고용 목표치 전년대비 상향(2023 년: 1,690 만명), 노동시장 유연화 카드까지 동원



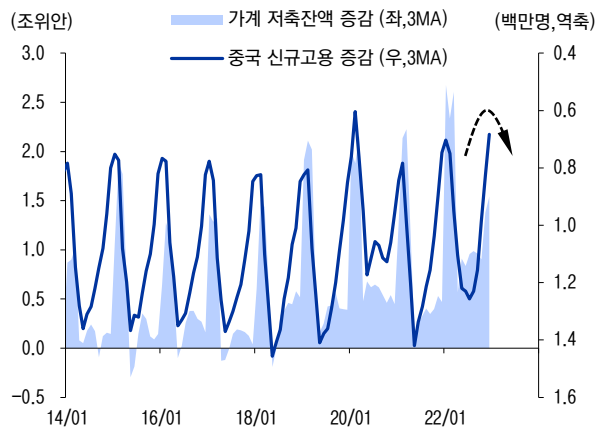
자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 계절적으로 3~6 월은 기업들의 당해 연도 채용 여력 확인할 수 있는 구간, 양회 이후가 중요한 이유



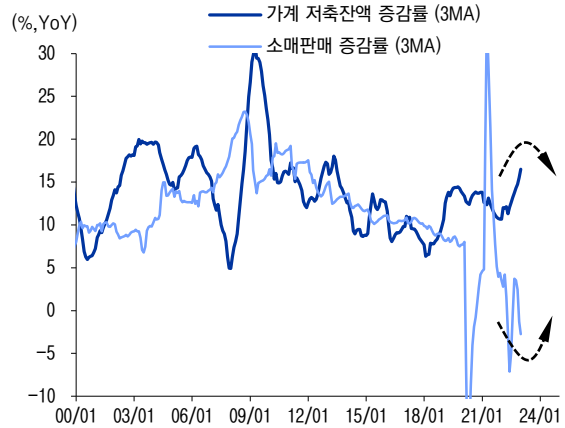
자료: 중국인력자원·사회보장부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 고용이 개선되면 어렵히 낮아질 저축률



자료: 중국인력자원·사회보장부, 중국인민은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 보복 소비도 이와 같은 수순으로 전개될 것



자료: 중국통계국, 중국인민은행, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 2020년 제한적인 리오프닝 당시 확인됐던 소비 회복, 전보다 완화된 리오프닝 상황에서 보복 소비 기대

(%,YoY)	M-0	M+1	M+2	M+3	M+4	M+5	M+6	M+7	M+8	M+9	M+10	M+11	M+12
소매판매	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6	34.2	17.7	12.4
자동차	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.3	11.8	11.2	12.0	11.8	6.4	48.7	16.1	6.3
석유제품	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.9	-14.5	-11.8	-11.0	-11.0	-3.8	26.4	18.3	20.3
식품	19.2	18.2	11.4	10.5	6.9	4.2	7.8	8.8	7.7	8.2	8.3	6.5	10.6
섬유/의류	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.5	4.2	8.3	12.2	4.6	3.8	69.1	31.2	12.3
도서류	3.6	-11.5	10.8	17.0	12.8	15.2	5.8	5.4	10.6	7.7	23.6	38.8	11.2
스포츠용품	-7.1	11.6	15.4	19.8	7.6	8.9	8.0	6.3	24.0	2.2	44.4	23.6	23.9
가전/음향기기	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.2	4.3	-0.5	2.7	5.1	11.2	38.9	6.1	3.1
의약품	8.0	8.6	7.3	9.7	5.3	6.2	9.6	10.8	12.8	12.1	11.5	8.0	7.3
일용품	0.3	8.3	17.3	16.9	6.9	11.4	10.7	11.7	8.1	8.0	30.7	17.2	13.0
통신기기	6.5	12.2	11.4	18.8	11.3	25.1	-4.6	8.1	43.6	21.0	23.5	14.2	8.8
주류/담배	6.3	12.9	16.7	19.2	10.7	12.9	22.0	16.9	21.6	17.1	33.3	22.3	19.0
문화/사무용품	6.1	6.5	1.9	8.1	0.5	9.4	12.2	11.7	11.2	9.6	22.2	6.7	13.1
주얼리	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.5	15.3	13.1	16.7	24.8	11.6	83.2	48.3	31.5
화장품	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.2	19.0	13.7	18.3	32.3	9.0	42.5	17.8	14.6
건축/엔지니어	-13.9	-5.8	1.9	2.2	-2.5	-2.9	0.5	4.2	7.1	12.9	43.9	30.8	20.3
가구	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.9	-4.2	-0.6	1.3	-2.2	0.4	42.8	21.7	12.6
음료	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.0	3.1	17.6	15.1	11.4	20.9	47.4	26.2	15.6

주: 춘절 효과(1~2월) 배제

자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 2023년 지방정부 고용 + 창업 지원 정책: 노동시장 유연화 + 플랫폼 및 첨단기술기업 지원 통한 고용 유도

지역	주요 내용
베이징	대졸자 취업/창업 지도 강화. 농촌인구 취업 지원. 플랫폼 기업 지원 통한 고용창출 유도. 혁신기업 육성, 전문기술인력 양성
톈진	노동시장 유연화 , 임시고용직/계약직 권리 보장. 대졸자/퇴역군인/농민공 취업난(2만명) 해소. 혁신기업(60개), 플랫폼 기업 육성
허베이	취업지원기관 신설(퇴역군인 취업 보장/미취업 가정 제로화). 첨단기술기업(8,800개) 육성 (R&D 투자비용 공제), 전문기술인력 양성
산시	저소득층 → 중산층 편입 촉진. 대졸자 취업 지원 강화. 플랫폼 기업 성장 유도, 첨단기술기업 육성
네이멍구	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화, 임금체불 근절). 대졸자 취업을 90% 목표, 직업교육(25만명) 추진 저소득/장애인(19.71만명) 취업 지원. 첨단기술기업(700개) 육성, 전문기술인력 양성
랴오닝	미취업 가정 제로화. 대졸자/퇴역군인/농민공 취업 지원 강화. 플랫폼 기업 지원 강화, 전문기술인력(1,000명) 양성
지린	저소득 계층 취업 지원 강화, 미취업 가정 제로화 목표. 플랫폼 기업 지원 통한 고용 창출 유도, 혁신기업(315개) 양성
상하이	임시고용직/계약직 권리 보장 . 대졸자/퇴역군인 취업 지원 강화, 직업교육 시스템 개선. 첨단기술기업 육성, 전문기술인력 양성
장쑤	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 대졸자/농민공/퇴역군인 취업 지원 강화. 첨단기술기업 지원 확대, 혁신기업(300개) 육성
저장	임시고용직/계약직 권리 보장 . 저소득층 → 중산층 편입 촉진. 플랫폼 기업 지원 확대. 혁신기업(100개) 육성, 전문기술인력(40만명) 양성
안휘	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화), 근로자 권리 보장 강화. 창업 플랫폼 확대. 대졸생/농민공/퇴역군인 취업 지원. 전문기술인력 양성
푸젠	대만계 주민에 대한 취업/창업 지원제도 보완. 플랫폼 기업 지원 강화 . 대졸자/농촌주민/퇴역군인 취업 지원 확대
장시	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 미취업 가정 제로화 목표. 장애인 일자리 보장(1만명) 대졸자/농민공/퇴역군인/저소득층 취업 지원 강화. 창업 대출자금 마련(150억위안). 첨단기술/혁신기업(20개) 육성, 전문기술인력 양성
산둥	공정한 취업 환경 보장. 노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 창업 지원 강화, 일자리(60만개) 확보 첨단기술/혁신기업(1,100개) 육성, 청년인재(70만명) 양성
허난	대졸자/농민공/저소득층 취업 지원 강화, 직업교육(300만명) 추진. 첨단기술/혁신기업(2,200개) 육성, 전문기술인력(200만명) 양성
후베이	임시고용직/계약직 권리 보장 (임금체불 근절). 대졸자/퇴역군인 취업 및 창업 지원 강화, 대졸자 일자리(40만명) 확보 첨단기술기업(5,000개) 육성, 전문기술인력(1.35만명) 양성
후난	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화, 임시고용직/계약직 권리 보장). 도시 고용능력 제고, 창업 인큐베이터/창업센터(400개) 건설 대졸자/퇴역군인/농민공/저소득층 취업 지원. 첨단기술/혁신기업(1,200개) 육성, 전문기술인력 양성
광둥	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 창업 지원 강화, 직업교육 지원. 대졸생/농민공/저소득층/퇴역군인 취업 지원 강화 플랫폼 기업 지원 통한 고용 창출 확대, 전문기술인력 양성
광시	임시고용직/계약직 권리 보장 . 창업 장려, 대졸자 취업을 90% 목표 저소득층/농민공/미취업 가정/장애인 취업 지원 강화, 퇴역군인 우선 직무교육 시행. 첨단기술/혁신기업(1,400개) 육성
하이난	근로자 권리 보장능력 제고. 대졸자 취업 지원 강화(취업설명회 개최, 취업지원센터(200건) 신설 등) 첨단기술기업(500개) 육성, 전문기술인력(15만명) 양성
충칭	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 대졸자/농민공/퇴역군인/저소득 계층 취업난 해소. 창업 지원 강화. 첨단기술기업 육성
스촨	고용 창출능력 높은 산업 적극 지원, 미취업 가정 제로화 목표. 근로자 권리 보장 강화(임금체불 근절) 대졸자/농민공/퇴역군인 취업 지원 강화, 전직 운동선수 체육교사 임명. 혁신기업(100개) 육성, 첨단기술인력 양성
구이저우	취업/창업 지원정책 개선, 도시 일자리 확대. 직업교육 추진(농업직업교육(2만명), 대기업 취업보장반(1.5만명) 목표) 퇴역군인 취업/창업 지원 강화. 실업자(13만명) 재취업 보장. 첨단기술기업(600개) 육성, 전문기술인력(30만명) 양성
윈난	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 공정한 취업시장 조성. 대졸자 취업 지원 강화(창업교육(6만명) 추진) 첨단기술기업(4,000개) 육성, 전문기술인력 양성
시장	근로자 권리 보장능력 제고. 대졸자 취업을 95% 목표. 농촌인구(60만명) 고용 유도
산시	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화, 임금체불 근절). 취업 플랫폼 활성화, 대졸자/농민공/퇴역군인 취업 지원(직무교육) 강화 기업 보조금 및 자금조달 지원, 첨단기술/혁신기업(3,700개) 육성
간쑤	대졸자 일자리(1만개) 확보. 농민공/퇴역군인/저소득 계층 취업 지원 강화. 첨단기술/혁신기업(360개) 육성, 전문기술인력 양성
칭하이	저소득층 → 중산층 편입 촉진. 근로자 권리 보장 강화(임금체불 근절). 대졸자 취업을 85% 목표, 직업교육(10만명) 추진 첨단기술기업(40개) 육성, 전문기술인력 양성 (인재 채용활동 전개)
닝샤	노동시장 유연화 (임시고용직 활성화). 대졸자 취업을 90% 목표, 취업 설명회 개최. 저소득층/퇴역군인/대졸자 취업 지원 강화, 직업교육(5만명) 추진. 창업 지원금(졸업 후 24개월원). 첨단기술기업(100개) 육성, 전문기술인력(1만명) 양성
신장	임시고용직 권리 보장 . 인재양성기금(100억위안) 활용, 미취업 가정 제로화 목표 대졸자/저소득층/퇴역군인 취업 지원 강화, 직업교육(150만명) 추진

자료: 개별 중국 지방정부 정부업무보고 종합, 이베스트투자증권 리서치센터

PartII

리오프닝 & 부동산
→ 실적 추가 개선

다가오는 선별의 시기

2022년의 되돌림과 밸류 부담

글로벌 증시가 동반 하락한 2022년을 뒤로하고, 2023년 1월에는 가파른 상승세가 나타났습니다. 주목할 만한 부분은, 2022년 더 크게 하락한 증시일수록 1월에는 더 크게 하락했다는 점입니다. 일반적으로 매크로 우려 요인이 개선될 때, 이러한 양상의 반전이 나타난다는 점에서 상승 추세의 시작에 대한 기대가 일부 나타나고 있다.

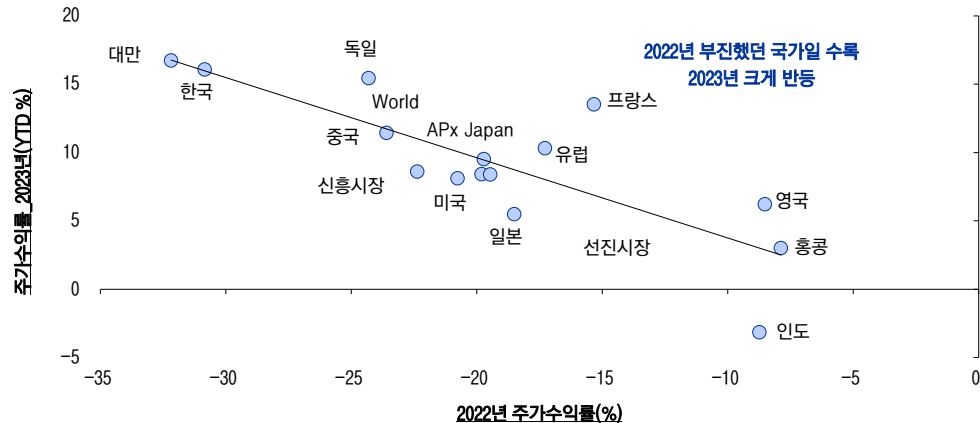
그러나 2023년 주가 상승은 PER(12MF, 이하 생략) 멀티플 확장으로 설명된다. 반대로 EPS(12MF, 이하 생략)은 대부분의 증시가 동반 하락했다. 특히 2022년 수익률과 마찬가지로, EPS의 하락 폭과 2023년 수익률은 역의 상관관계를 보인다.

결과적으로 1월의 상승은, 2022년의 되돌림으로 해석된다. 여전히 부진한 환경임에는 틀림 없지만, 이미 이를 반영하여 극단적으로 쏠렸던 수급이 되돌려진 것으로 판단한다. 극단적인 쏠림은 2022년 연말 역대 최고치를 기록한 S&P 500의 Put/Call Ratio, 역사적인 고점권에서 일부 하락한 달러인덱스의 CFTC 선물 포지션, 그리고 역사적인 저점권에서 일부 반등한 S&P 500의 CFTC 선물 포지션에서 확인된다.

다만 주가가 반등하는 와중에도 가파른 하락세를 이어 간 EPS로 인해, 주요 증시는 대부분 밸류 부담에 직면했다. 주요 증시 대부분의 PBR과 PER 레벨이 최근 5년 평균 전후까지 올라섰다. 최근 5년에는 COVID 이후 유동성 폭증에 따른 밸류 확장기가 포함돼 있다는 점에서, 밸류 부담은 보다 높은 수준으로 평가할 수 있다. 더불어 이익이 부진할수록, 주가가 더 큰 폭으로 상승했다는 점도 밸류 상의 부담으로 작용할 수 있다.

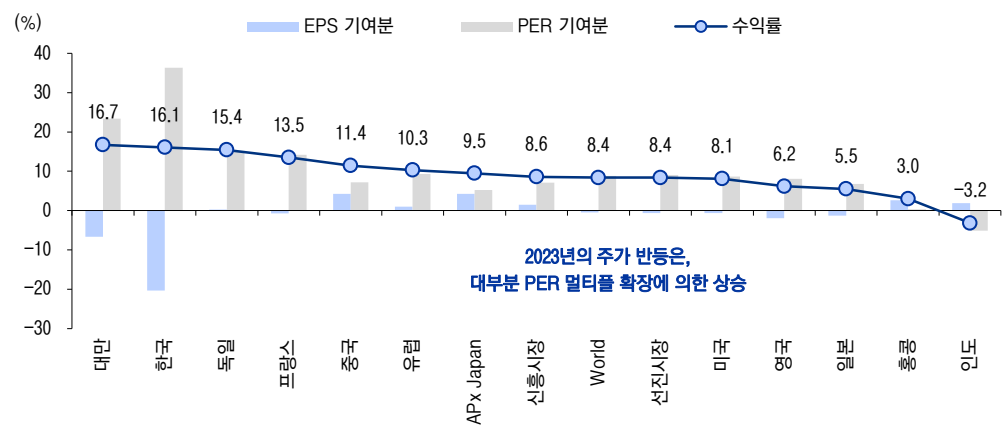
따라서 향후 주가의 핵심 변수로 이익을 제시한다. PER 관점에서 주가가 추가 상승하기 위해서는 밸류 확장 또는 이익 기대 상승 둘 중 하나가 필요하다. 그러나 당장 이익 기대 상승을 기대하기 어려운 시점이다. 때문에 밸류 확장을 그나마 기대할 수 있는데, COVID 시기와 같은 유동성 확대는 불가능한 일이다. 이익 개선을 기대를 선반영하는 밸류 확장이 유일한 지수 상승 시나리오이다. 즉, 컨센서스에 앞선 이익 개선 기대가 필요한 시점으로 판단하며, 이익을 핵심 변수로 제시하는 것이다.

그림35 주요 증시 수익률: 2023년 수익률은, 2022년 수익률의 역순



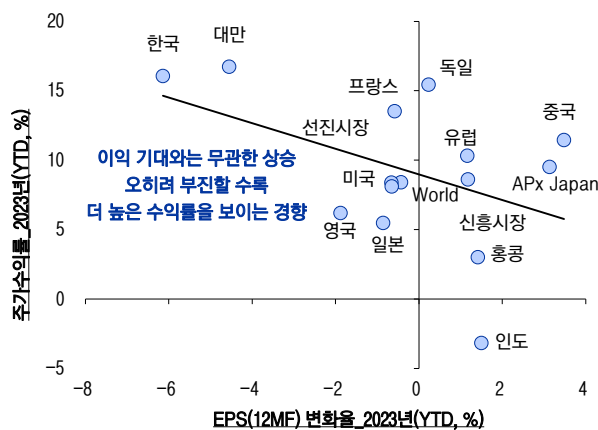
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 2023 년(YTD) 주요 증시 수익률 분해: EPS 기여분과 PER 기여분



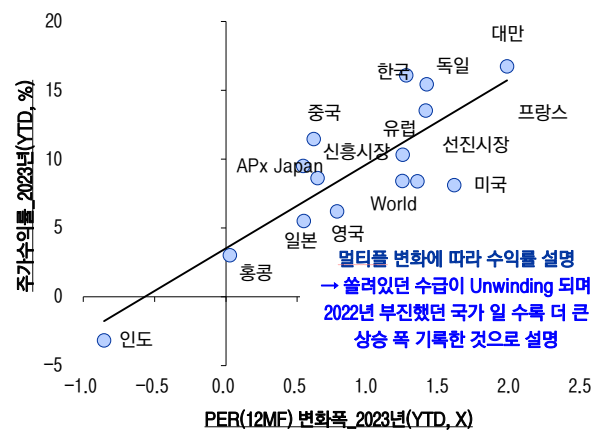
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 2023년 EPS 변화와 수익률 산포도



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 2023년 PER 변화와 수익률 산포도



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 S&P 500 Put/Call Ratio: 2022 년 말 역대 최고치 경신

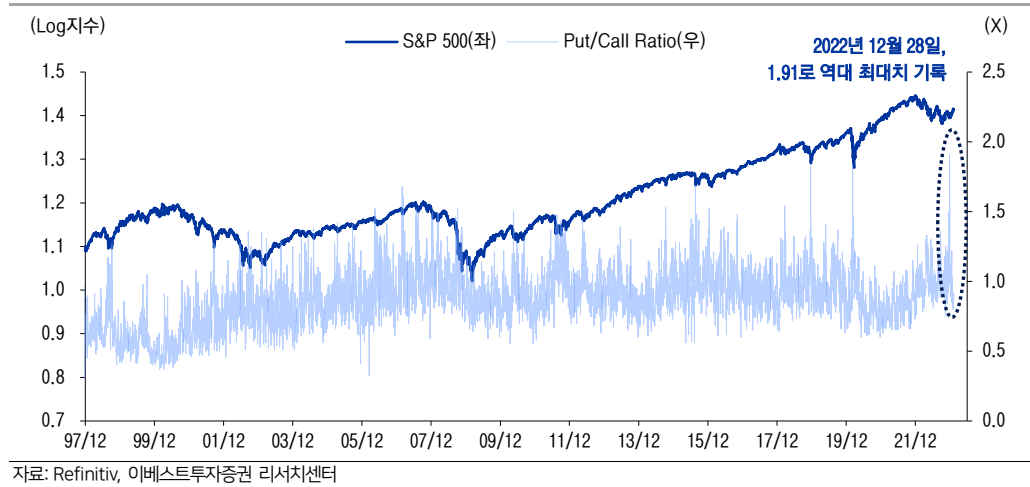


그림40 S&P 500 선물 포지션: 극단적인 숏의 되돌림

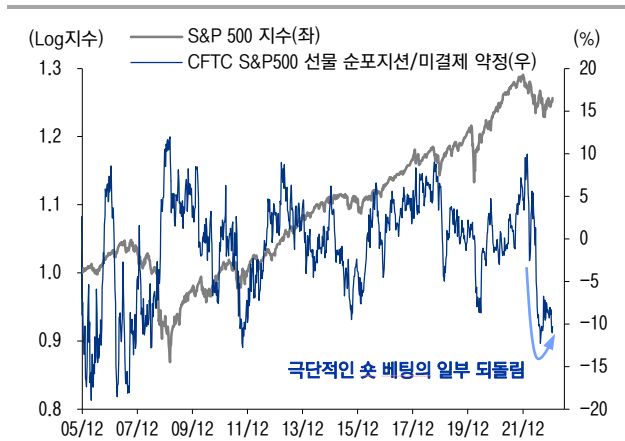


그림41 달러인덱스 선물 포지션: 극단적인 롱의 되돌림

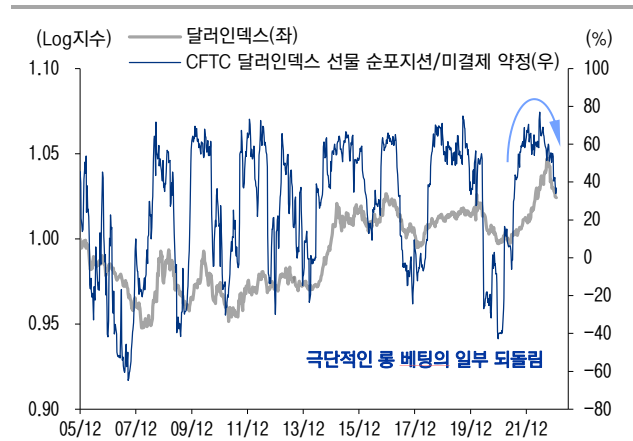


그림42 PBR(12MF) 5 년 Range 대비 현재 위치

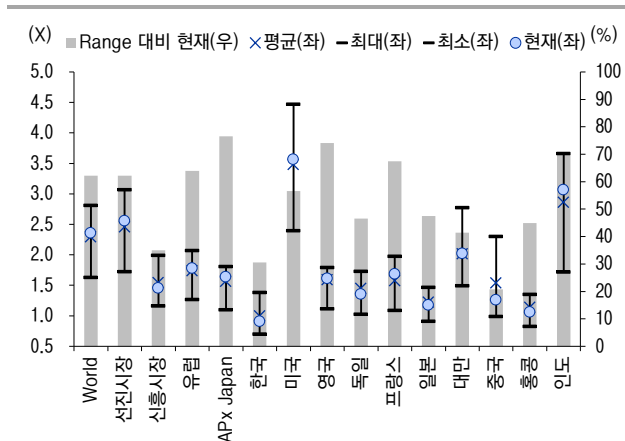
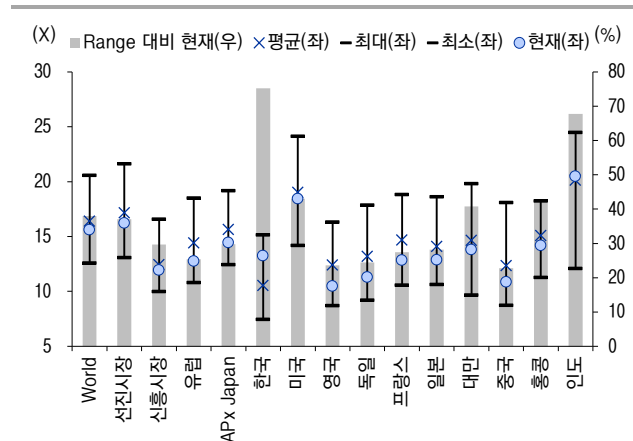


그림43 PER(12MF) 5 년 Range 대비 현재 위치



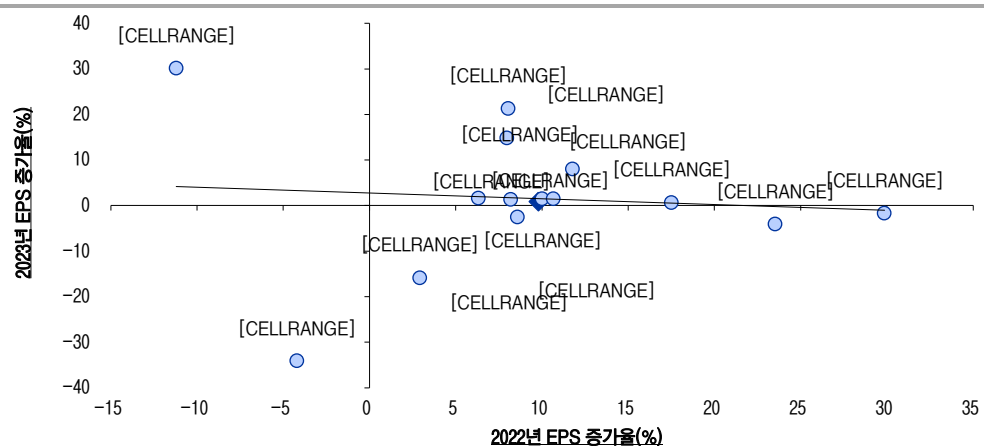
리오프닝 & 부동산 ⇒ 실적 추가 개선

실적 개선 기대 중인 중국

이익이 중요한 시기에, 개선 기대감이 가장 높은 국가는 중국이다. 중국은, 2022년보다 이익 증가가 더 높을 것으로 기대되는 몇 안 되는 증시 중 하나이다. 더불어 중국은 2023년과 2024년 EPS 증가율 컨센서스가 상승 중이라는 점도 긍정적이다. 글로벌 증시는 2023년 EPS 증가율이 가파르게 하락하고 있는 상황이기 때문에 더욱 돋보이는 부분이다.

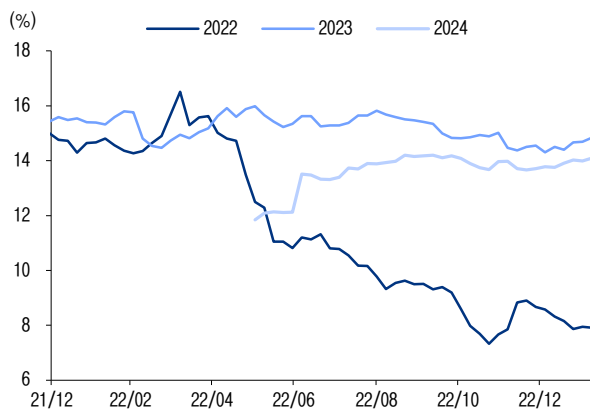
업종 별로 보면, 2022년 감익 폭이 컸던 운송(91.4%), IT S/W(61.4%) 등의 이익 증가율이 돋보이는 상황이다. 한편 필수소비재는 2022년 56.6%로 높은 이익 증가율을 기록한 데 이어 2023년에도 29.1% 증가할 것으로 기대되고 있다. 한편 이익 비중을 감안한 업종별 기여도 측면에서는 은행, 자본재, 소재, 운송 등 경기 민감 업종이 합산 이익 증가를 주도할 것으로 기대되고 있다.

그림44 2023년 이익 기대가 양호한 중국



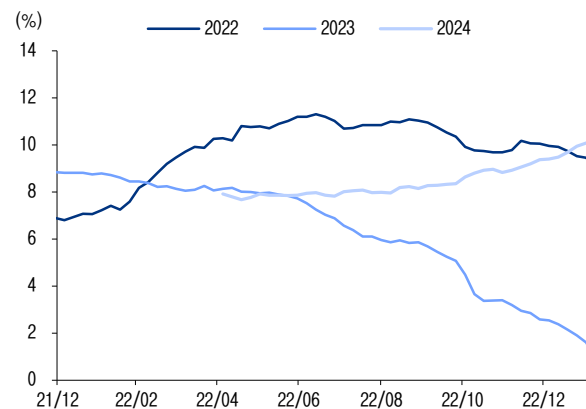
주: MSCI 기준 추가지수 활용
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 중국 연도별 EPS 증가율 컨센서스 추이



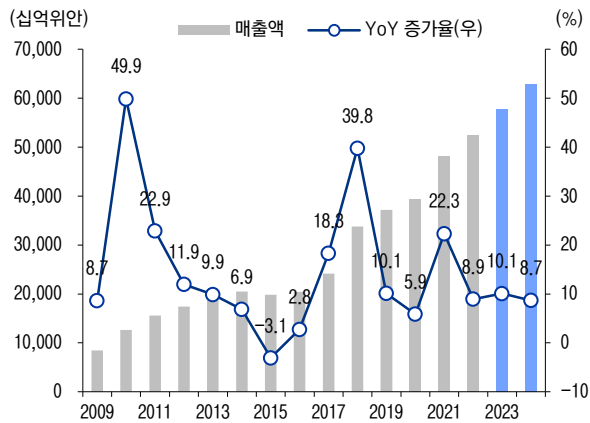
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 MSCI ACWI 연도별 EPS 증가율 컨센서스 추이



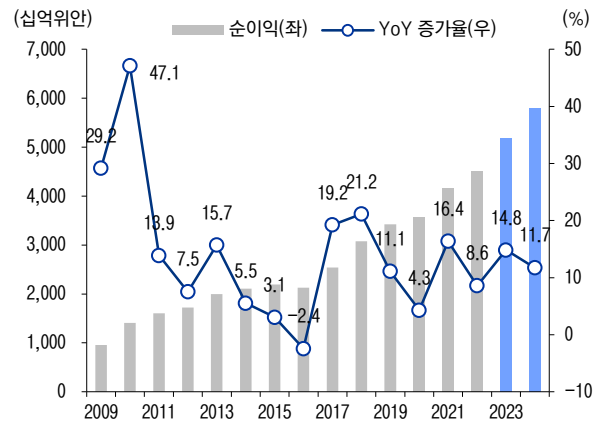
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 CSI 300 & CSI 500 합산 매출액 추이



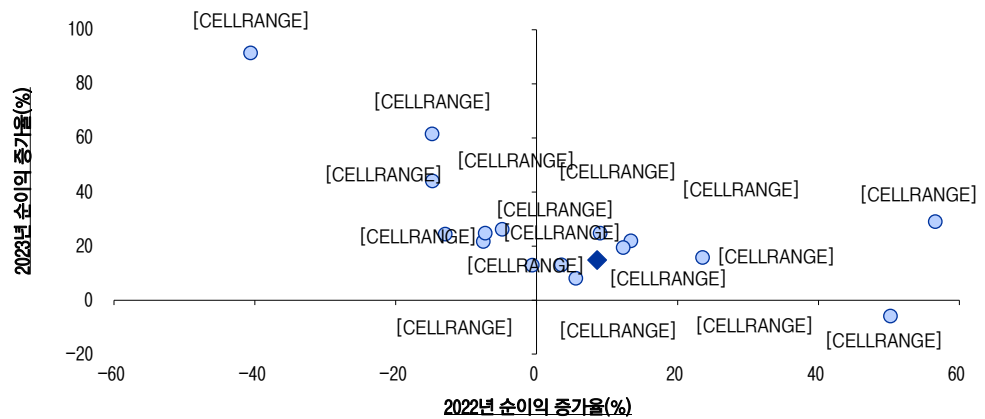
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 CSI 300 & CSI 500 합산 순이익 추이



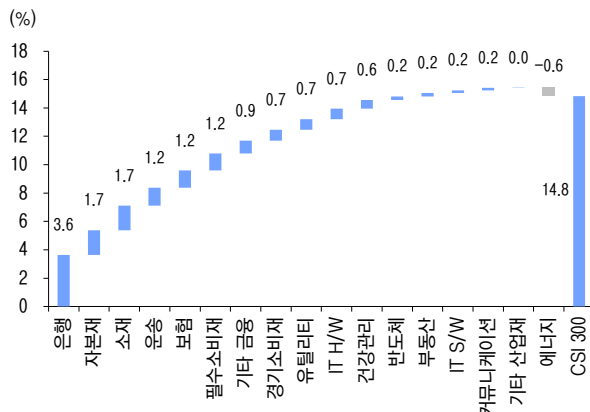
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 업종별 순이익의 증가율: 2022 년과 2023 년



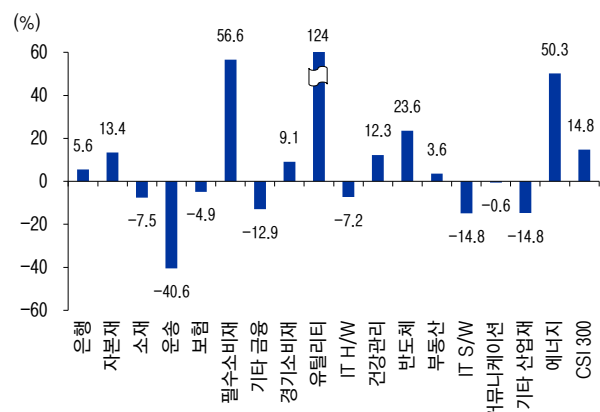
주: CSI 300과 CSI 500 합산 순이익 기준
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 2023 년 업종별 순이익의 증가율 기여도



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 2023 년 업종별 순이익의 증가율



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

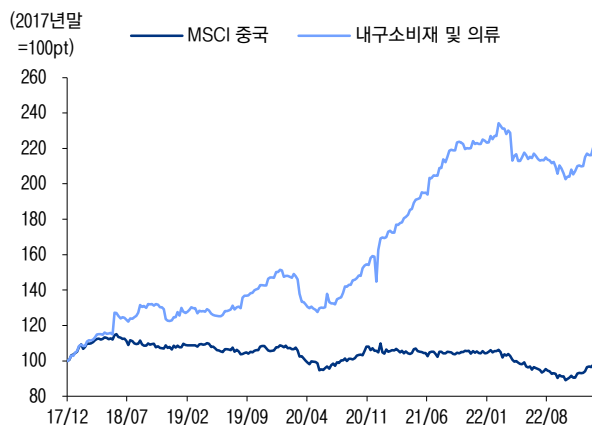
내구소비재, 은행 주도 이익 추가 개선

내수 확대, 리오프닝 등은 직접적으로 경기소비재, 특히 내구소비재 및 의류에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다. 더불어 은행은 부동산 시장 활성화에 따른 실적 개선을 기대할 수 있는 업종이다. 따라서 2개 업종을 선호 업종으로 제시한다.

내구소비재 및 의류와 은행 업종의 EPS(12MF)는 2022년 11월 초 저점 기록 후 이미 반등 중이다. 전체 지수의 EPS 컨센서스 상승을 주도하고 있는데, 이와 같은 흐름이 지속될 수 있다는 점에서 긍정적이다.

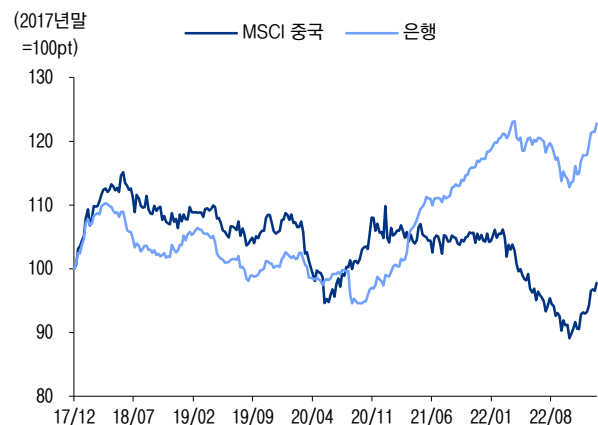
내구소비재 및 의류는, 리오프닝에 따른 이익 개선을 기대할 수 있다. 지하철 이용객수와 교통혼잡지수가 해당 업종 EPS의 변화에 6~주 가량 선행하는 모습이 확인되는데, 지하철 이용객수와 교통혼잡지수는 모두 연말 연초 저점을 기록한 후 반등하는 모습이 확인되기 때문이다. 더불어 리오프닝에 따라 해당 지수가 추가적인 개선세를 보일 개연성이 높다는 점은, 이익 개선 기대가 이어질 수 있음을 의미한다.

그림52 내구소비재 및 의류 업종 EPS(12MF) 추이



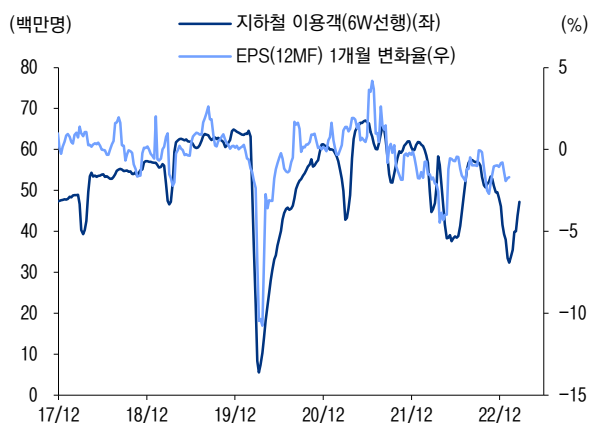
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 은행 업종 EPS(12MF) 추이



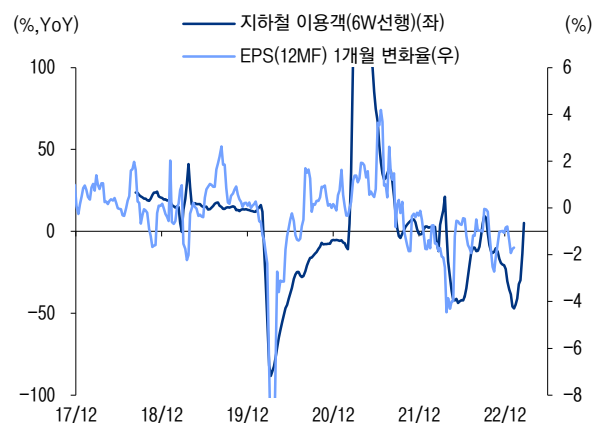
자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 지하철 이용객 수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



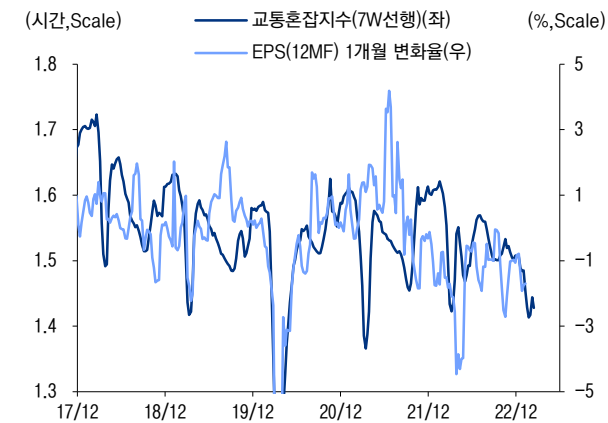
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 지하철 이용객 수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



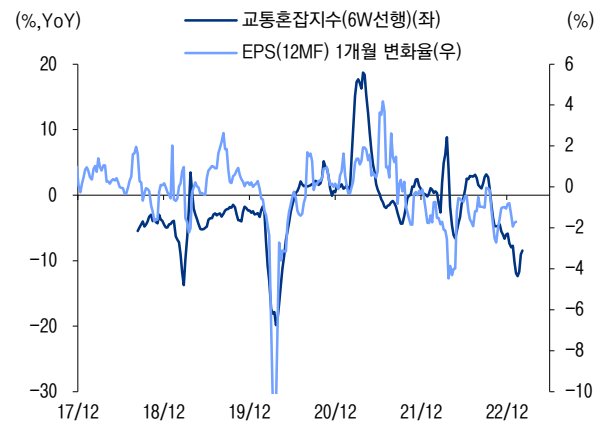
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 교통혼잡지수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



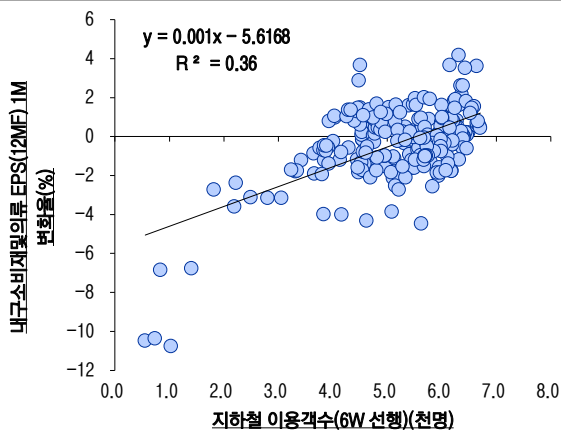
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 교통혼잡지수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



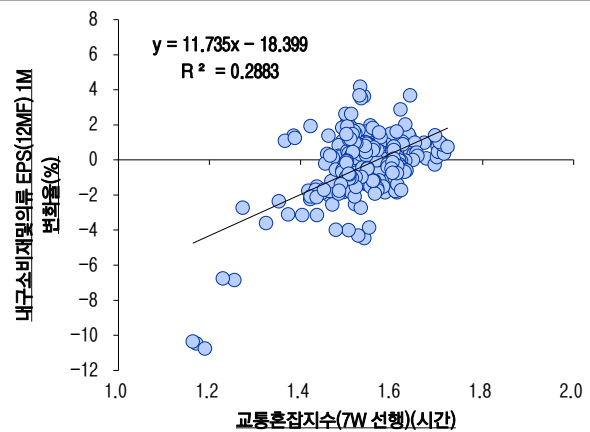
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 지하철 이용객 수와 내구재 및 의류 EPS 변화율 산포도



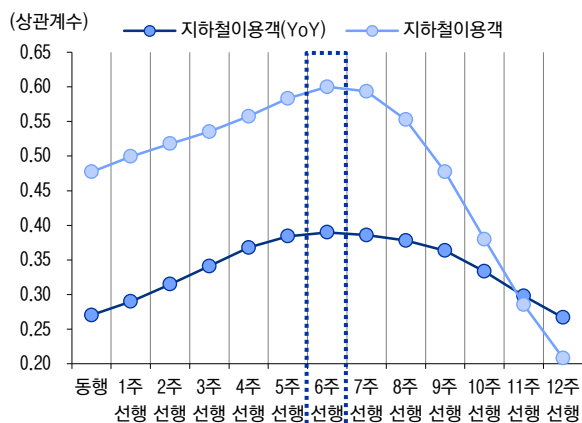
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 교통혼잡지수와 내구재 및 의류 EPS 변화율 산포도



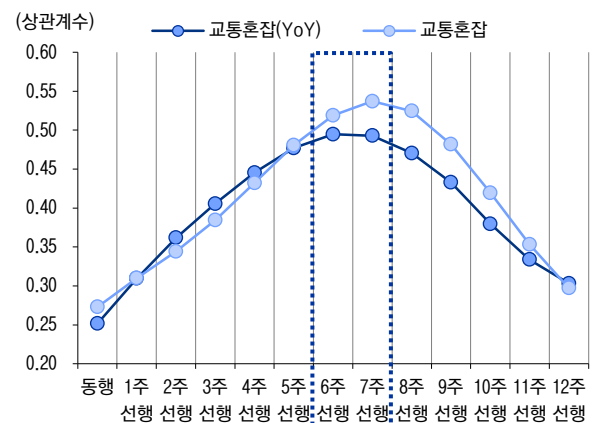
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 교통혼잡지수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

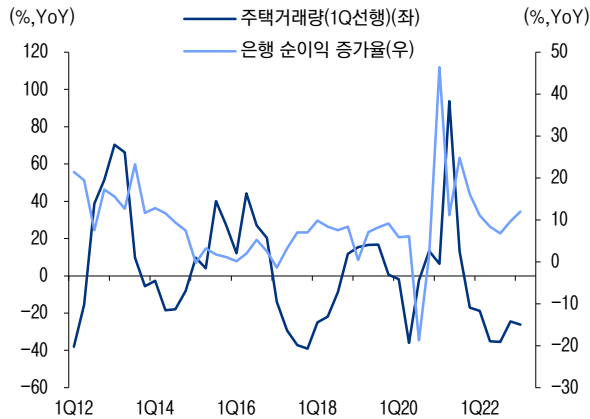
그림61 교통혼잡지수와 내구재 및 의류 EPS 변화율



자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

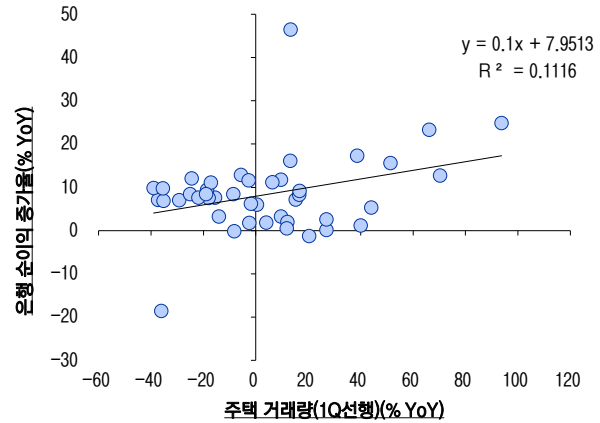
부동산 시장 활성화 측면에서도 살펴보자. 은행 업종의 합산 순이익 증가율(YoY)은 주택 거래량(YoY)에 1개 분기 후행하는 모습을 보인다. 중국 정부의 부동산 시장 활성화에 대한 당위성이 높아진 상황이기에 해당 업종의 이익 개선 가시성을 높게 평가할 수 있는 부분이다.

그림62 주택거래량과 은행 순이익 증가율(YoY)



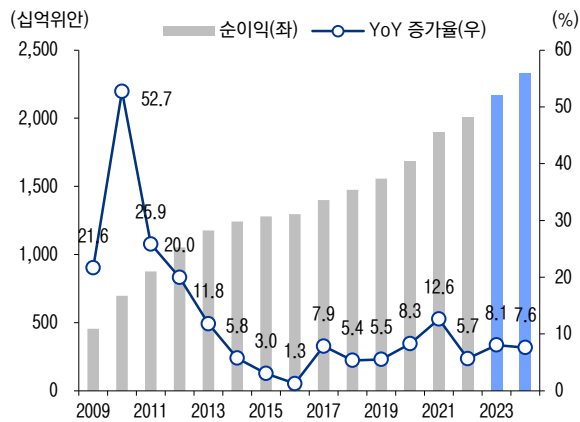
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 주택거래량과 은행 순이익 증가율(YoY) 산포도



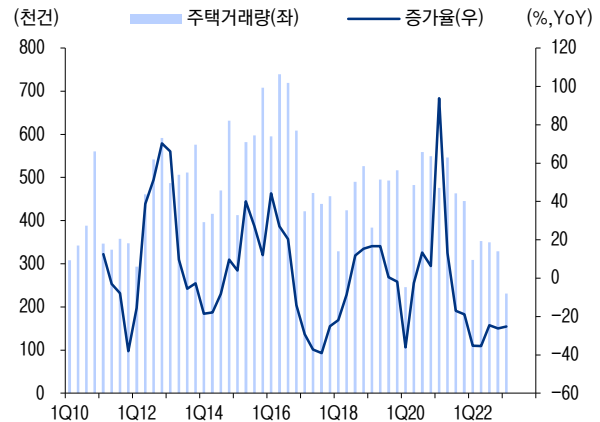
자료: Wind, Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 은행 업종 연간 순이익 추이



자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터


















































































그림65 분기별 주택거래량 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

경기소비재 개별 종목(CSI 300 또는 CSI 500 구성종목)

표11 경기소비재 구성종목: 자동차 및 부품, 가정용 내구재, 전문소매, 호텔/레저, 섬유/의복/사치품, 복합소매, 판매업체

No.	티커	종목	업종	시가총액 2023.2.10 (CNY mln)	주가		중국 매출 비중 (FYQ,%)	실적 추이(분기)		2023년선 변화		Valuation		
					추이 20일	증가 2023.2.10 (CNY)		4Q21 ~ 1Q23		1M전 대비		PER 12MF	PBR 12MF	ROE 12MF
								매출액 (% YoY)	EPS (% YoY)	매출 (%)	EPS (%)			
1	002594	비야디	자동차	742,308		281.86	70.4			3.6	4.6	33.2	6.02	18.1
2	601633	장성 자동차	자동차	216,370		31.29	88.2			-2.7	-8.6	29.4	3.77	12.8
3	600104	SAIC 자동차	자동차	174,002		14.83	92.7			0.2	-0.4	7.7	0.57	7.4
4	000625	충칭장안자동차	자동차	119,294		13.67	n/a			-1.1	2.4	15.7	1.90	12.1
5	601238	광저우 기차 집단	자동차	101,108		11.63	97.5			0.7	-1.2	10.7	1.10	10.3
6	000800	이치 재량 집단	자동차	39,289		8.41	n/a			0.0	-	14.2	1.43	10.1
7	600418	안후이 장화이 자동차	자동차	36,343		16.57	73.6			0.5	-12.8	85.0	2.26	2.7
8	600166	베이치 푸젠 기차	자동차	26,846		3.34	88.5			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
9	689009	Ninebot Ltd	자동차	25,798		36.03	51.4			-	-	34.4	4.57	13.3
10	600006	둥펑 자동차	자동차	12,051		6.00	n/a			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
11	600660	푸야오 파라공업집단	자동차 부품	96,729		38.24	51.6			-0.0	-0.4	19.2	3.19	16.6
12	601689	Ningbo Tuopu Group Co Ltd	자동차 부품	80,249		72.51	72.1			-1.0	-0.4	33.1	5.41	16.4
13	002920	Huizhou Desay Sv Automotive Co	자동차 부품	68,879		123.52	91.8			-0.1	-0.2	42.7	8.79	20.6
14	600741	화위 기차 계통	자동차 부품	58,193		18.38	75.9			-	-	7.6	0.96	12.5
15	601799	청저우 상위 차동	자동차 부품	38,573		134.45	68.2			-	-	24.7	3.75	15.2
16	688819	Tianneng Battery Group Co Ltd	자동차 부품	37,624		38.54	99.4			-3.3	-2.4	14.9	2.33	15.7
17	601966	산둥 링롱 볼텍	자동차 부품	33,635		22.68	52.9			-0.7	-2.5	25.4	1.72	6.8
18	603596	Bethel Automotive Safety Syste	자동차 부품	31,953		77.26	81.7			-0.2	0.4	30.2	6.10	20.2
19	002850	Shenzhen Kedall Industry Co Lt	자동차 부품	31,405		133.59	96.6			-1.0	-0.5	20.8	4.12	19.9
20	601058	싸이론 집단	자동차 부품	30,642		9.96	23.1			-	-	13.2	2.16	16.4
21	603786	Keboda Technology Co Ltd	자동차 부품	26,897		66.28	64.5			-	-	37.3	5.26	14.1
22	600699	광성 전자	자동차 부품	22,298		16.23	23.8			0.1	-	23.2	1.74	7.5
23	000887	안후이 중딩 실패 부품	자동차 부품	20,281		15.34	44.6			-0.2	0.2	14.6	1.71	11.7
24	688208	Autel Intelligent Technology C	자동차 부품	18,379		40.50	10.9			-1.9	-0.7	39.3	5.24	13.3
25	000581	웨이푸하이테크놀로지	자동차 부품	17,967		18.81	97.2			-	-	7.8	0.88	11.3
26	000559	완상 첼차오	자동차 부품	17,584		5.30	83.8			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
27	002048	닝보 화상 전기	자동차 부품	12,811		15.67	82.9			-	-	9.6	0.96	9.9
28	000333	메이디 그룹	가정용 내구재	362,655		51.62	59.9			-0.2	-0.4	10.7	2.18	20.3
29	600690	하이얼 자가	가정용 내구재	239,378		26.16	49.4			-0.1	-0.1	14.0	2.35	16.8
30	000651	거리 전기기기	가정용 내구재	193,808		34.27	64.5			-0.1	0.1	6.8	1.49	21.8
31	603833	OppelIn Home Group Inc	가정용 내구재	76,565		125.16	97.5			0.0	-0.6	23.4	3.93	16.8
32	000100	TCL 과기 집단	가정용 내구재	72,007		4.20	64.0			-0.1	-0.4	11.9	1.23	10.3
33	603486	Ecovacs Robotics Co Ltd	가정용 내구재	54,484		94.63	63.9			0.2	0.2	25.8	6.50	25.2
34	002032	자강 푸포일	가정용 내구재	42,375		52.18	65.2			-1.2	-0.4	18.2	4.58	25.2
35	603816	구자 가가/항저우	가정용 내구재	35,574		43.10	58.4			0.1	0.5	16.5	3.08	18.7
36	688169	Beijing Roborock Technology Co	가정용 내구재	33,639		357.52	42.4			-0.2	-0.6	23.2	2.96	12.7
37	002508	항저우 로발 가전기기	가정용 내구재	28,449		29.85	99.4			-0.3	-0.2	13.2	2.41	18.2
38	002444	항저우 위싱 과기	가정용 내구재	26,278		21.76	4.7			0.3	-0.3	14.0	1.73	12.4
39	600060	하이신 스사양 과기	가정용 내구재	19,856		15.12	42.1			-2.9	3.2	10.4	1.02	9.8
40	002429	선전 MTC	가정용 내구재	18,958		4.17	55.0			-	-	13.2	1.24	9.4
41	002572	췌메이아 홀 물택션	가정용 내구재	18,847		20.57	99.0			0.0	-0.4	13.2	2.47	18.6
42	603355	KingClean Electric Co Ltd	가정용 내구재	17,547		30.43	29.1			0.0	0.4	16.4	3.37	20.5
43	002925	Xiamen Intretech Inc	가정용 내구재	15,403		19.60	7.9			-	-	16.0	2.56	16.0
44	002705	Guangdong Xinbao Electrical Ap	가정용 내구재	14,936		17.99	22.1			-0.1	-0.1	11.9	1.85	15.5
45	002242	지우양	가정용 내구재	14,281		18.54	58.6			-0.8	-0.6	17.3	3.08	17.8
46	600839	쓰촨 창홍 전기	가정용 내구재	13,676		2.95	78.1			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
47	601888	중국야행집단	전문 소매	422,681		204.42	n/a			-0.8	-0.4	32.5	7.93	24.4
48	600655	상하이 위위안 여유상성	전문 소매	30,705		7.84	97.4			-	-	7.6	0.77	10.1
49	600398	하이판즈자 집단	전문 소매	21,993		5.07	95.8			-0.4	-0.2	8.5	1.17	13.9
50	600297	광후이 기차 복무 집단	전문 소매	18,328		2.25	n/a			-2.5	-8.2	12.0	0.41	3.4
51	000069	선전 화차오청	호텔, 레스토랑 & 레저	43,572		5.29	99.7			-4.8	-14.9	12.2	0.51	4.2
52	300144	송청 퍼포먼스 개발	호텔, 레스토랑 & 레저	39,282		14.96	n/a			0.6	1.6	45.2	4.58	10.1
53	600258	BTG 호텔스 그룹	호텔, 레스토랑 & 레저	27,944		24.87	n/a			0.3	-2.2	34.0	2.40	7.0
54	300979	Huail Industrial Group Co Ltd	섬유, 의류 & 사치품	72,497		61.86	-			-	-	18.4	4.34	23.6
55	002867	Chow Tai Seng Jewellery Co Ltd	섬유, 의류 & 사치품	16,553		15.04	n/a			-	-	11.1	2.16	19.6
56	002563	자강 세미트 가먼트	섬유, 의류 & 사치품	14,908		5.51	99.8			-0.5	-0.7	14.0	1.23	8.8
57	600859	왕푸징 집단	복합 소매	31,962		28.04	n/a			-0.3	-0.9	29.5	1.54	5.2
58	000785	췌판즈자 신펑스 집단	복합 소매	28,194		4.30	100.0			-	-	11.2	1.21	10.8
59	600704	우창 중다 집단	판매업체	25,041		4.80	90.3			n/a	n/a	n/a</		

자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

한국 종목: 중국 기대감이 부각 중인 종목

표12 한국 종목: 화장품/의류, 호텔/레저, 게임, 건강관리 등을 중심으로 기대감 부각

No.	코드	종목	업종 W126 기준	시가총액 2023.2.10 (십억)	주가 추이 일강 40D	주가 2023.2.10 (원)	PBR(2019년말 이후)				영업이익 컨센서스		OP주이 분기별 3Q21~ 2023	PER 12MF (X)	PBR FQO (X)	ROE 12MF (%)
							최고	최저	현재 /평균 (%)	(현재-최저) / (최고-최저) (%)	4주전 대비 2023 (%)	현재 1Q23 (%)				
1	A051900	LG생활건강	화장품, 의류, 완구	10,917.1		699,000	6.2	1.6	-49.7	11.8	-6.8	-24.8		22.8	2.14	9.5
2	A090430	아모레퍼시픽	화장품, 의류, 완구	8,949.4		153,000	4.5	1.3	-18.2	27.6	+3.9	-13.8		37.3	2.19	5.7
3	A383220	F&F	화장품, 의류, 완구	5,861.0		153,000	20.5	6.2	-35.8	9.3	-5.1	-6.4		10.9	7.54	46.8
4	A002790	아모레G	화장품, 의류, 완구	3,669.4		44,500	2.4	0.7	-14.8	29.6	+9.5	-5.7		23.7	1.18	5.2
5	A192820	코스맥스	화장품, 의류, 완구	917.0		80,800	4.0	0.8	-39.6	18.2	+2.6	-26.2		11.1	1.41	12.3
6	A352480	씨엔씨인터내셔널	화장품, 의류, 완구	328.0		32,750	5.3	1.4	25.6	27.7	+14.4	n/a		13.0	2.45	15.5
7	A241710	코스메카코리아	화장품, 의류, 완구	110.5		10,350	1.5	0.5	-26.4	24.8	-	n/a		11.7	0.73	5.9
8	A005490	POSCO홀딩스	철강	25,371.4		300,000	0.7	0.3	-2.4	38.1	-11.2	-33.9		7.3	0.42	6.4
9	A004020	현대제철	철강	4,483.8		33,600	0.5	0.1	-17.6	32.4	-12.0	-25.5		5.0	0.23	4.6
10	A012330	현대모비스	자동차	19,611.3		208,000	1.0	0.4	-22.1	15.0	-3.7	-7.7		6.1	0.50	8.0
11	A204320	HL만도	자동차	2,235.2		47,600	2.3	0.6	-27.4	22.4	-2.0	+4.0		8.5	0.94	10.9
12	A259960	크레프톤	소프트웨어	8,719.9		177,100	15.1	1.4	-67.8	0.7	-9.8	-7.8		16.7	1.54	9.4
13	A251270	넷마블	소프트웨어	5,337.7		62,100	3.2	0.6	-47.1	9.3	-32.6	-61.0		167.3	0.88	0.4
14	A112040	위메이드	소프트웨어	1,375.5		40,700	28.2	1.0	-39.5	7.9	-18.7	-56.5		17.3	3.16	14.8
15	A376300	디어유	소프트웨어	1,164.8		49,350	407.4	4.4	-69.4	1.0	+0.1	-		37.6	8.31	19.4
16	A194480	데브시스터즈	소프트웨어	678.7		57,200	13.5	0.4	-8.0	25.0	+8.6	+300.0		13.1	3.66	28.6
17	A128940	한미약품	건강관리	3,486.0		277,500	6.5	3.3	-14.5	19.2	+5.6	+0.1		29.7	3.95	12.0
18	A048260	오스템임플란트	건강관리	2,828.3		187,800	11.0	4.7	27.3	61.0	-0.9	-4.1		15.1	8.55	40.7
19	A145020	휴젤	건강관리	1,657.2		133,800	4.3	1.6	-24.4	14.5	+6.0	-2.7		26.9	1.97	9.3
20	A145720	덴티움	건강관리	1,384.7		125,100	3.2	1.3	38.3	82.0	-1.3	-2.1		11.6	2.84	25.0
21	A195940	HK이노엔	건강관리	1,138.8		39,400	2.0	0.8	-18.5	12.2	+2.4	+12.9		19.4	0.96	4.9
22	A200130	콜마비엔에이치	건강관리	853.8		28,900	7.7	1.6	-42.4	8.4	+6.0	n/a		12.2	2.08	15.3
23	A287410	제이시메디칼	건강관리	660.2		9,260	39.9	n/a	-21.1	n/a	-0.1	-19.1		16.9	9.36	35.9
24	A043150	바텍	건강관리	501.3		33,750	2.8	1.2	-16.2	17.5	-2.3	n/a		7.1	1.47	18.4
25	A099430	바이오플러스	건강관리	486.0		8,390	10.2	3.6	-12.4	14.2	-2.2	n/a		17.3	4.51	23.8
26	A119610	인터로조	건강관리	389.9		29,500	2.6	1.6	-1.2	46.4	+0.8	n/a		12.6	2.03	15.2
27	A003220	대원제약	건강관리	356.0		16,210	2.6	1.1	-14.8	23.1	+0.3	-2.5		9.4	1.42	14.4
28	A228670	레이	건강관리	333.2		23,600	7.1	2.2	-31.8	17.1	-20.2	n/a		18.5	3.05	n/a
29	A149980	하이로닉	건강관리	106.3		7,540	2.9	0.7	-0.7	43.7	n/a	n/a		n/a	1.68	n/a
30	A009150	삼성전기	IT하드웨어	10,972.5		146,900	2.9	1.2	-23.9	16.6	-17.4	-41.6		16.1	1.45	8.9
31	A008770	호텔신라	호텔, 레저서비스	3,265.4		83,200	6.8	2.8	7.0	55.2	-6.4	-22.0		23.2	5.00	21.4
32	A034230	파라디이스	호텔, 레저서비스	1,671.8		18,320	1.5	0.8	8.9	66.7	+20.0	n/a		36.3	1.23	3.4
33	A114090	GKL	호텔, 레저서비스	1,274.2		20,600	3.5	1.3	62.4	100.0	+2.2	n/a		16.8	3.45	17.8
34	A032350	롯데관광개발	호텔, 레저서비스	1,131.0		15,500	26.1	1.8	-44.6	9.9	-9.0	+11.5		-98.8	4.15	-3.8
35	A011780	금호석유	화학	4,183.2		142,700	2.7	0.6	-37.1	6.3	-24.3	-39.6		7.6	0.71	10.2
36	A004000	롯데정밀화학	화학	1,501.6		58,200	1.3	0.5	-23.4	21.8	-23.9	-13.8		5.4	0.66	11.4
37	A178920	PI첨단소재	화학	966.2		32,900	6.7	2.5	-29.0	9.7	-23.9	-87.3		20.1	2.91	13.4
38	A041510	에스엠	미디어, 교육	2,730.7		114,700	3.9	1.0	68.4	100.0	+1.8	+5.7		25.4	3.91	12.7
39	A253450	스튜디오드래곤	미디어, 교육	2,446.8		81,400	6.7	2.8	-18.6	20.3	-7.9	-8.9		31.1	3.59	9.8
40	A079160	CJ CGV	미디어, 교육	911.5		19,100	36.4	1.4	-76.9	2.7	+7.2	-76.8		-25.6	2.33	-9.7
41	A419530	SAMG엔터	미디어, 교육	380.1		44,250	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a		n/a	0.00	n/a
42	A271560	오리온	필수소비재	4,783.9		121,000	3.7	1.6	-23.2	12.1	+0.9	-3.3		12.8	1.81	13.1
43	A189980	홍국에프엔비	필수소비재	113.2		2,820	2.8	0.5	-13.9	33.3	-6.6	-		n/a	1.26	n/a
44	A028670	팬오션	운송	3,175.3		5,940	1.5	0.5	-26.8	15.5	-3.2	-9.2		4.9	n/a	12.5
45	A004170	신세계	소매(유통)	2,156.1		219,000	0.9	0.5	-16.5	7.9	-8.4	-9.8		6.0	0.55	8.4
46	A362320	청담글로벌	소매(유통)	264.7		12,880	4.0	2.4	26.0	85.2	-	-		n/a	3.75	n/a
47	A267270	현대건설기계	기계	1,020.5		51,800	1.0	0.2	17.2	53.6	+2.1	-12.3		7.8	0.64	8.7
48	A002380	KCC	건설, 건축관련	2,106.1		237,000	0.7	0.2	-13.9	28.9	-13.4	-10.8		7.3	0.35	5.6
49	A204620	글로벌텍스프리	은행	191.0		3,480	2.3	1.2	36.7	97.2	n/a	n/a		n/a	2.23	n/a
50	A051360	토비스	디스플레이	187.3		11,410	1.0	0.5	43.5	100.0	+2.8	n/a		6.9	0.98	12.9

자료: Refinitiv, 이베스트투자증권 리서치센터

PartIII

오늘부터
모든 날이
지름일거야

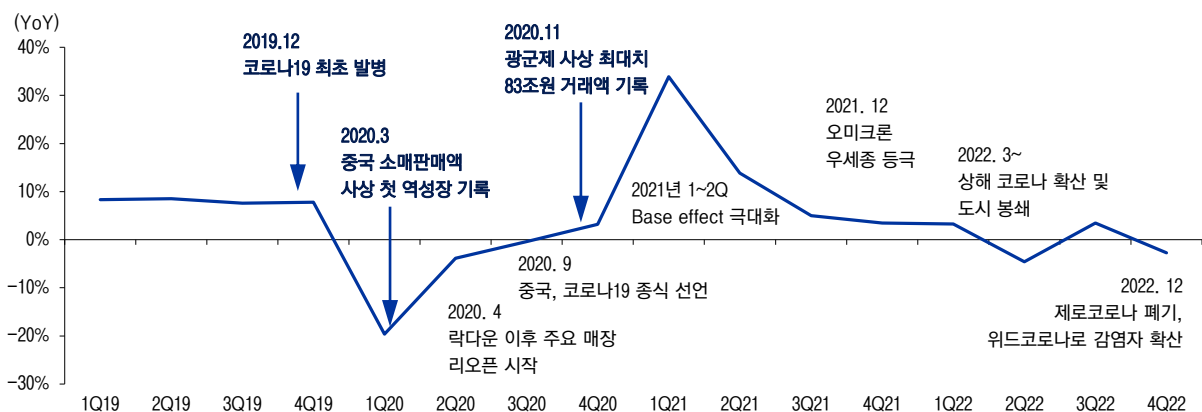
오늘부터 모든 날이 지름일거야

1. Zero와 With로 갈 길 잃었던 소비

2019~2020년: 성급했던 종식 선언

중국 소매판매는 2020년 코로나19 영향으로 인해 1990년 이래 처음으로 역성장했고, 단기간에 큰 폭으로 소비가 위축되었다. 회복도 갑작스레 빨랐다. 타 국가들에서 코로나19가 확산하는 동안 중국의 소매점 및 주요 소비재 업체들의 매장은 2020년 4월부터 영업 재개를 시작했고, 2020년 9월 중국은 코로나19 전쟁에서 승리했다고 발표하는 등 종식에 대한 기대감도 커졌다. 이를 뒷받침 하듯 같은 해 광군제에는 역대 최대치 거래액을 기록하기도 했다. 2021년 상반기까지 기저효과가 유효했던 모습이지만, 오미크론이 우세종으로 등극하면서 상황은 뒤바뀌었다.

그림66 중국 소매판매액 성장률 및 코로나 19 관련 이벤트



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

2022년: 상반기 봉쇄, 하반기 감염

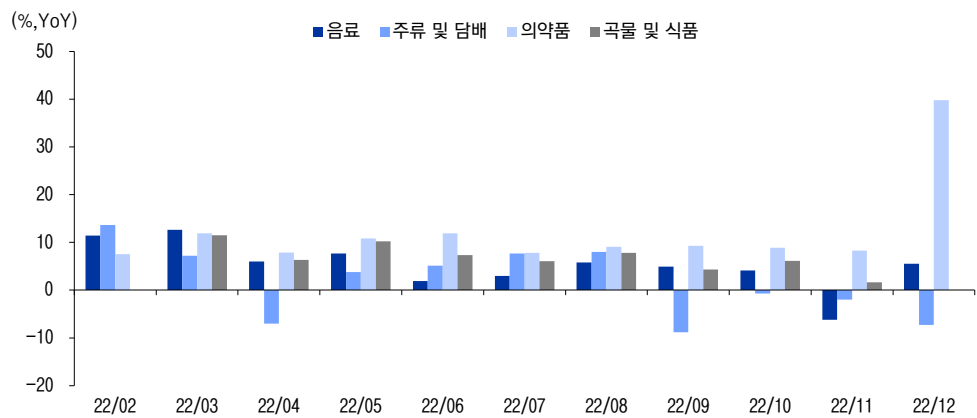
2022년 연간 중국 소매판매액은 전년대비 0.2% 감소한 43조 9,733억위안을 기록했다. 분기별로 보면 1Q22 베이스가 높았음에도 경기 둔화에 대응해 중국 정부가 경기 부양에 나서며 소비는 YoY 3.3% 증가했고, 이에 회복에 대한 기대가 시장 전반에 있었다. 다만 확진자 증가로 인해 상하이 봉쇄가 3월말부터 시작되며 2Q22 소매판매액은 YoY 4.6% 감소했다. 3분기는 1분기 대비 월등히 낮은 베이스에도 YoY 3.5% 성장하는 데에 그쳤고, 3분기 GDP 및 소비지표 발표도 예정일을 하루 앞두고 연기되는 등 중국 관련 불확실성을 확대시켰다. 4분기는 감염자 급증에 따라 YoY 2.7% 감소하며 부진했다. 중국은 그동안 '제로 코로나'로 엄격한 방역 통제 정책을 이어가다 지난 해 말 뒤늦게 '위드 코로나'로 전환했지만, 감염자가 급증하며 연간 소비는 힘을 못쓰고 마감했다.

2. 2023년, 품목별 회복 속도는 다를 것

코로나19 시기: 먹고 사는데 중요한 품목은 곳곳했다

2023년 중국 리오프닝으로 소비가 정상화된다면, 품목별로 회복 속도를 전망해 볼 필요가 있다. 코로나19 및 소매판매 둔화에도 꾸준했던 소비가 있고, 위축이 컸던 소비도 있기 때문이다. 대표적으로 식품과 음료, 주류 등은 2022년 한 해 어려운 환경 속에서도 꾸준히 성장했다. 이들은 필수 소비재이기에 2022년 베이스가 다소 높았음에도 거의 매일 성장을 이어갔고, 제로 코로나 정책 폐기로 확진자가 급증하자 의약품 소비는 12월 큰 폭의 성장을 보이기도 했다.

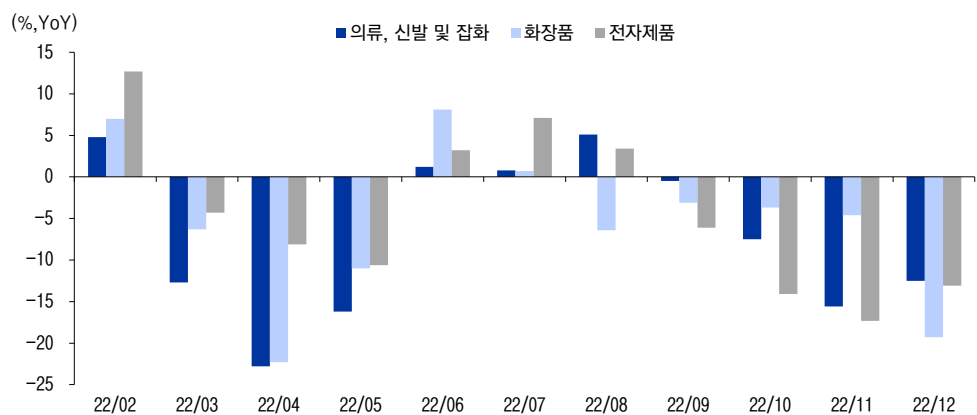
그림67 생존에 필요한 소비: 증가세 꾸준히 유지



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

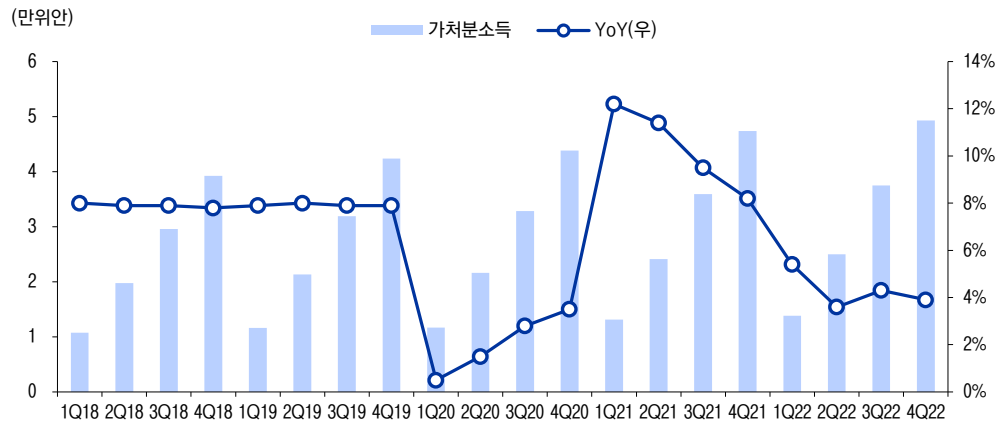
반면 소비를 보류할 수 있는 의류, 신발 및 잡화, 화장품 등은 성장폭이 급격히 꺾였다. [그림68]에 나타나듯 3월부터 상해 봉쇄에 따른 영향이 5월까지 이어진 것을 확인할 수 있고, 4분기에도 소비 감소폭이 크게 나타났다. 이 품목들은 회복 탄력성이 더욱 크게 나타날 것으로 예상하며, 이 분야에 속하는 기업들은 실적 개선이 두드러질 것이다.

그림68 보류 가능한 소비: 감소폭이 크게 나타남



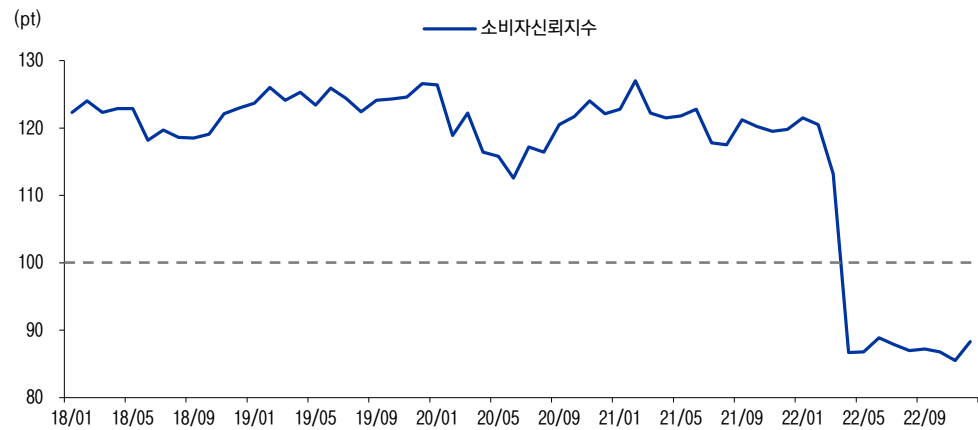
자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 중국 도시 주민 1인당 가처분소득



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 중국 소비자신뢰지수는 바닥을 찍은 상황



자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

변화로 알록달록, 중국 화장품 시장

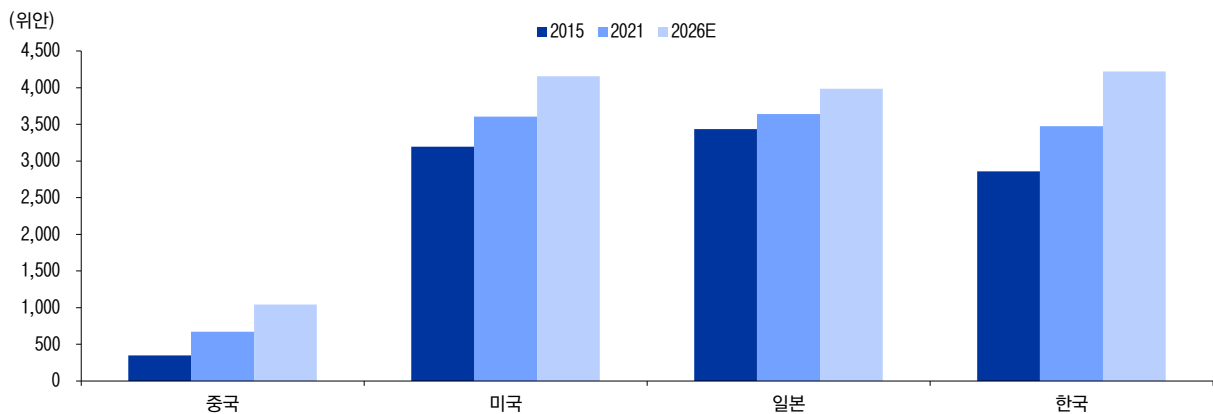
1. 착시 조심: 메가 트렌드는 바뀐 게 없다

실적 개선 폭이 커보여도, 기초 체력 확인은 필수

2021년 중국 1인당 화장품 소비 금액은 670위안을 기록해, 2015년 대비 1.9배 증가했다. 이는 2026년까지 55.4% 증가한 1,040위안 수준으로 증가할 전망이다. 그럼에도 여전히 선진국 소비 금액 대비해서는 1/4에 불과하다. 중국 화장품 시장은 전체 소매판매액을 상회해서 성장해왔기에, 다수의 글로벌 뷰티 업체들이 포화된 자국 시장 이후의 성장 동력으로 삼고있다. 올해는 리오프닝으로 정상화를 예상하는 만큼, 향후 화장품 업체들의 중국 시장 점유율 우위와 열위를 가르는 중요한 시기가 될 것으로 판단한다.

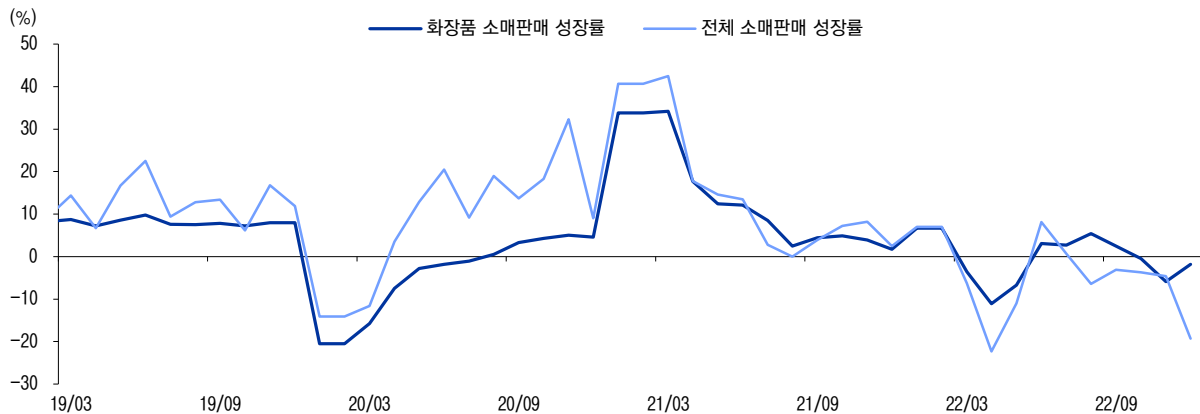
리오프닝으로 2023년 중국 화장품 소비가 회복되겠지만, 시장의 변화는 반드시 인지할 필요가 있다. THAAD에 따른 한한령과 코로나19를 지나며 1)온라인 채널이 대세가 되었고, 2)중국 브랜드들의 품질이 향상되었고, 이에 따라 3)귀차오 소비가 정착되었기 때문이다. 따라서 올해 리오프닝 효과가 강하게 나타날 시 화장품 업체들의 기초 체력과 달리 실적에는 일부 착시가 있을 수 있다. 이와 더불어 코로나19 동안 큰 폭으로 낮아진 베이스도 성장폭을 커 보이게 하는 요인이겠다. 이에 단기 실적 상승 효과를 제외하더라도 중국 시장 변화에 대해 인지하고 전략을 수정한 업체들이 중장기적 관점에서는 경쟁 우위에 있다는 판단이다.

그림71 1인당 화장품 소비 금액: 중국은 한국의 20%에 불과, 여전히 성장 여력 충분



자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 중국 전체 vs. 화장품 소매판매액 성장률: 화장품 소비는 대체로 보류됨



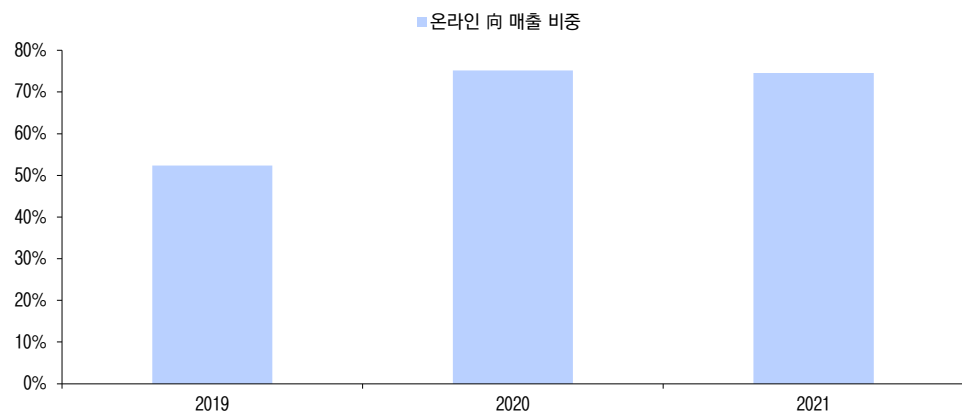
자료: 중국통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 이제 온라인 비중 50%는 기본

로컬 브랜드들은 온라인으로 전환 완료

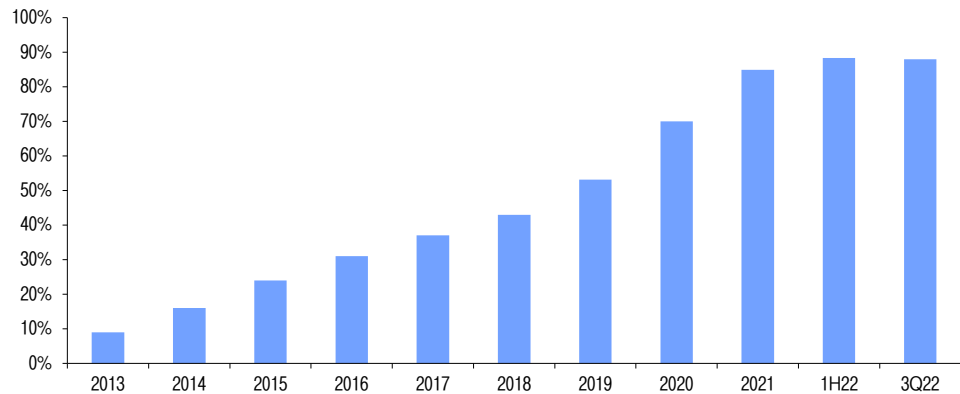
코로나19 이전부터 중국 화장품 시장 내 온라인 매출 비중 확대는 주요 트렌드였다. 중국 로컬 브랜드 중 좋은 성과를 거두고 있는 프로야의 온라인 매출 비중은 2022년 3분기 88.3%에 달했다. 거의 온라인으로 모든 매출을 올린다 봐도 무방할 정도다. KANS(韓束) 브랜드를 운영하는 상메이 그룹 또한 온라인 向 매출 비중이 75%에 달하며, 이는 2019년 52.4% 수준에서 크게 상승한 수치다(온라인 직접 판매 및 온라인 유통채널을 통한 판매, 온라인 벤더를 통한 판매 포함).

그림73 상메이 그룹 온라인 向 매출 비중



자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 프로야 온라인 向 매출 비중



자료: 프로야, 이베스트투자증권 리서치센터

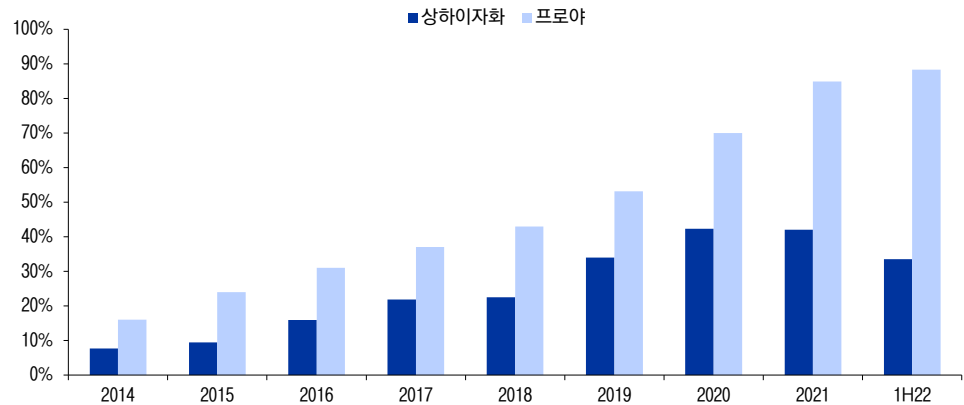
반면 오프라인 매장은 코로나19 및 봉쇄 영향을 거치면서 자연스럽게 정리되었고, 많은 업체들이 전략적 집중을 위해 매장을 닫는 추세다. 상메이 그룹의 오프라인 채널(sell-in 및 sell-out 합산 기준)은 2019년 106개에서 2022년 6월말 기준 30개로 급감했다. 아모레퍼시픽의 중국 사업도 비슷한 작업을 단행했다. 한 때 600여개 가까이 되었던 중국 이니스프리 원브랜드샵 매장을 그동안 줄여왔고, 올해 상반기 중에는 모두 철수할 예정이다. 이와 더불어 마몽드 백화점 매장도 지난 해 하반기 철수를 완료해, 중국 사업 수익성 개선에 도움을 줄 전망이다.

온라인 채널 확대를 통한 수익성 제고 주목

온라인 매출 비중 확대를 통한 수익성 제고도 눈여겨 볼 하다. 프로야의 온라인 매출 비중은 2013년 9%에 불과했으나, 2022년 상반기 88.3%까지 상승해 같은 기간 영업이익률은 14.8% 수준에 달했고(YoY +1.7%p), 3분기 또한 88% 수준으로 비슷한 흐름을 이어갔다. 상메이 그룹 또한 온라인 매출 비중을 확대하면서 2019년 영업이익률은 4.0% 수준에서 2021년 11.7%까지 개선되었다. 2022년 상반기는 영업이익률 하락이 불가피했지만, 틱톡과 콰이쇼우 등에서 빠르게 점유율을 늘려가며 올해는 개선을 기대하고 있다.

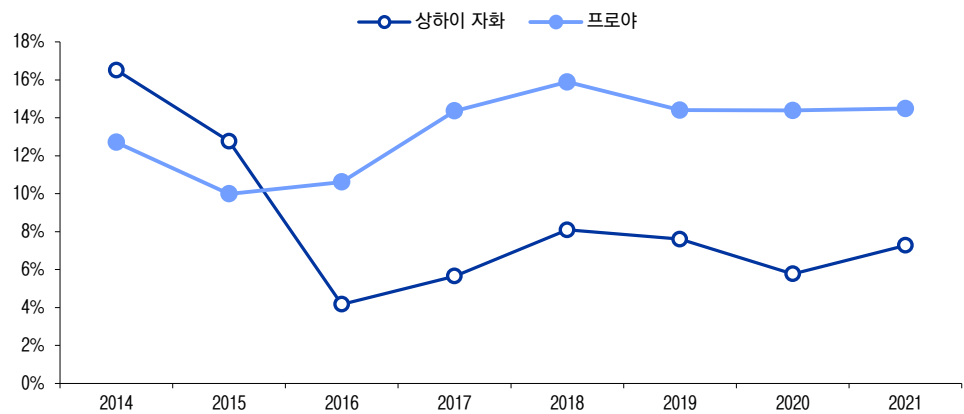
실제로 중국 로컬 브랜드 중 상장 업체인 상하이자화의 2022년 반기말 기준 온라인매출액 비중은 33.5%로 Peer 대비 낮은 수준이었는데, 이에 영업이익이 전년비 대비 62.4% 감소했고 영업이익률도 10.1%p나 하락했다. 봉쇄 영향으로 오프라인 채널 타격이 불가피했다. 다만 같은 시기 프로야의 영업이익은 YoY 59.2% 증가했고 영업이익률도 2.2%p 개선되었다는 점을 고려하면, 온라인에서의 주도권을 잡은 브랜드와 그렇지 않은 브랜드의 차이는 앞으로 더욱 벌어질 수밖에 없다는 판단이다.

그림75 상하이자화 vs. 프로야 온라인 매출액 비중 추이



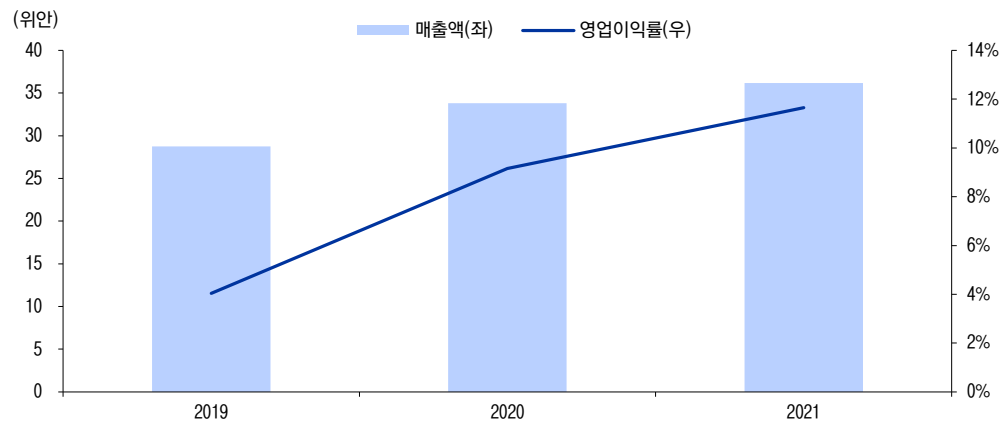
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 상하이자화 vs. 프로야 영업이익률 추이



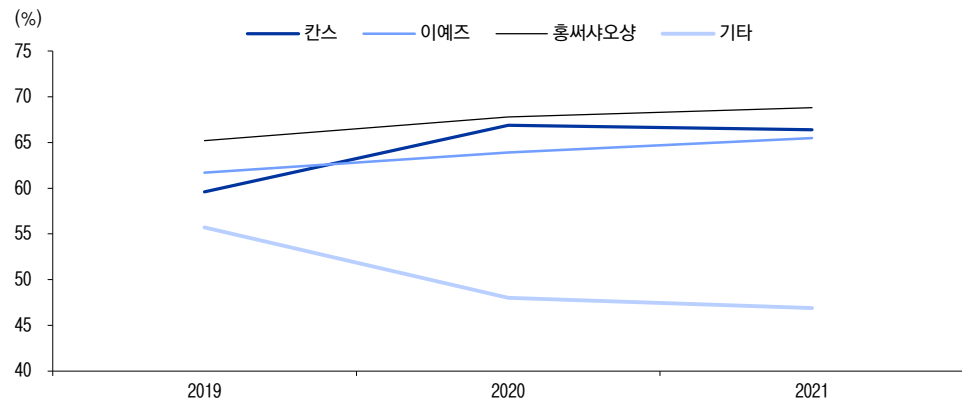
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 상메이그룹 영업이익률 추이



자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 상메이그룹 브랜드별 매출총이익률 추이



자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

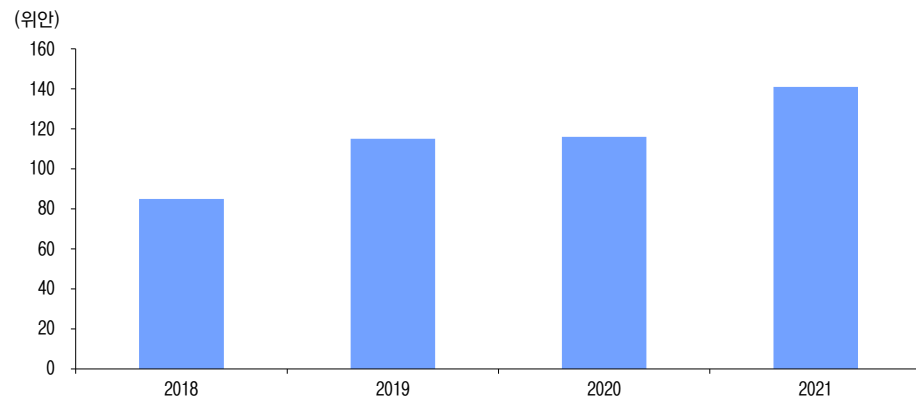
3. 무효능? 비사용!

중국 화장품 시장 선진화 → 효능 중시 트렌드 지속

중국 소비자들의 효능 중시 트렌드도 지속될 것으로 판단한다. 화장품 시장 내 제품들의 전반적인 품질 향상이 예상되기 때문이다. 중국 시장감독관리총국은 2021년 4월 화장품 효능 평가 규범(化妝品功效宣稱評價規範), 8월 화장품 생산 및 운영 감독 관리 조치(化妝品生產經營監督管理辦法)를 발표하면서, 가품 화장품과 불량 화장품에 대한 단속을 강화하고 품질 및 효능에 대한 기준을 높였다.

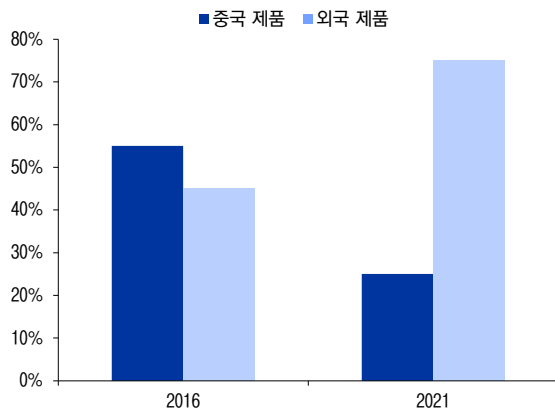
이 규범으로 중소 규모의 난립하던 업체들이 정리되고 중국 시장 내 화장품 품질이 높아지면, 효능을 중시하는 트렌드는 이어질 것으로 전망된다. 특히 중국 로컬 브랜드들의 품질이 개선되면 1)가격 상향이 가능해져 브랜드 이미지 제고가 가능하고, 결국 글로벌 럭셔리 제품들과도 맞붙을 수 있는 기회가 된다. 더불어 중국 내 소비 주도층 사이에 귀차요, 애국소비라 불리는 트렌드가 확산하고 있기 때문에, 결국 2)중국 로컬 브랜드와 비슷한 품질의 해외 브랜드는 로컬 브랜드로 대체될 공산이 크다.

그림79 프로야 객단가 추이: 꾸준히 상승 중



자료: 프로야, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 2021년 중국 및 수입제품 검색어 점유율



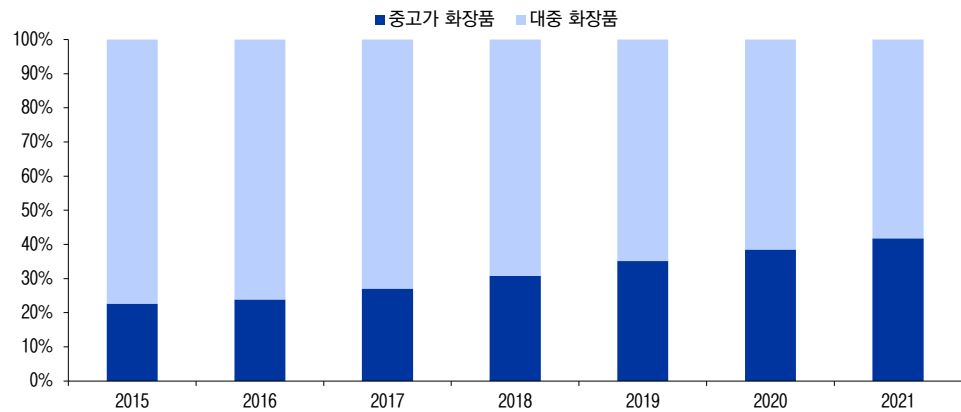
자료: Baidu, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 귀차오 관련 10대 이슈

순위	검색 내용
1	국산 디지털
2	국산 패션
3	국산 화장품
4	국산 영화
5	국산 만화
6	국산 음악
7	국산 문학
8	국산 음식
9	문화 유산
10	첨단 기술

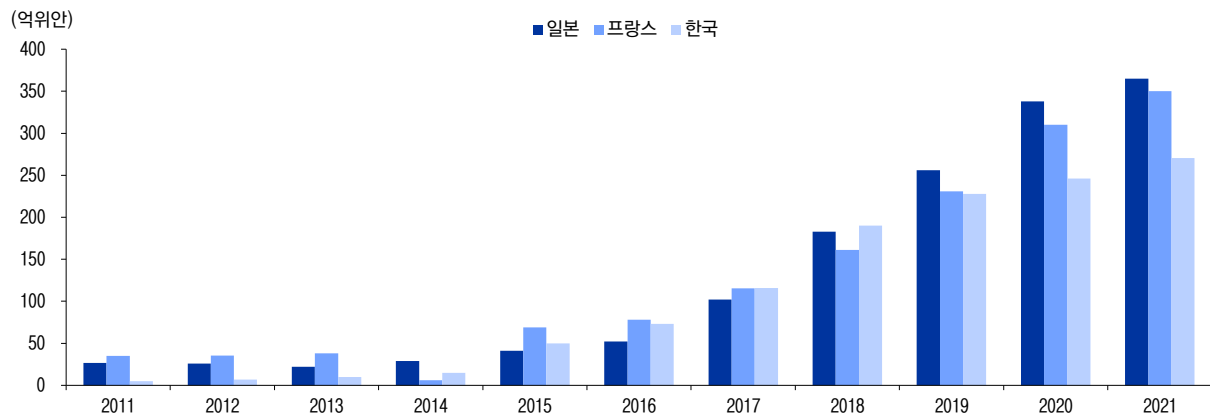
자료: Baidu, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 중국 화장품 가격대별 시장 점유율 추이: Trading up 진행 중



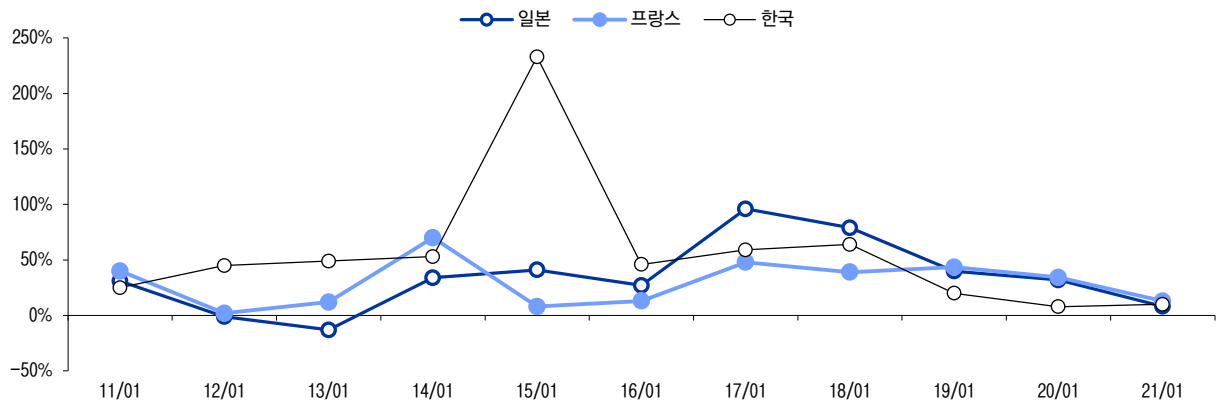
자료: GuanyanTianxia, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 중국의 수입 화장품 국가별 수입금액: 고가 화장품 확대로 한국은 수입대상국 1위에서 3위로 하락



자료: 중국해관총서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 중국의 수입 화장품 국가별 수입금액 성장률



자료: 중국해관총서, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 로컬 브랜드들도 R&D 강화 중

효능 중시 트렌드에 발맞춰 중국 로컬 브랜드들은 R&D를 강화하고 제품력 제고에 힘쓰고 있다. 상메이 그룹의 KANS(韓束) 브랜드는 한류가 인기를 끌던 시기 브랜드 이름부터 한국의 韓자를 따서 만들었고 모델도 한국인을 기용했었다. 반면 현재는 이러한 마케팅 없이도 성장을 이어가고 있는데, 그 이유는 회사가 효능에 집중하고 있기 때문이다.

상메이는 시세이도, SK-II, P&G, Kanebo, 유니레버 출신 R&D 인력들로 자체 연구팀을 꾸렸고, 이를 통해 원료 및 기술을 활발하게 개발 중이다. 이에 2022년 상반기 기준 상메이가 자체 개발한 처방을 바탕으로 생산된 화장품 매출액이 전사 매출액의 97%에 달했다. 동사의 대표 기술인 듀얼 박테리아(TIRACLE), 포도씨 안티에이징 기술(E-AGSE)을 적용한 제품들의 매출액 기여도 또한 2019년 35.2%에서 2022년 상반기 60%까지 상승해, 브랜드사의 품질 제고와 소비자의 효능 선호를 확인할 수 있는 대목이다.

이러한 내용을 바탕으로 상메이 그룹은 2022년 12월 홍콩 증시에 상장을 마쳤고 (2145.HK), 많은 중국 브랜드들이 이러한 전략을 바탕으로 상장을 이어갈 것으로 본다. 또한 상장을 통해 확보한 운영 자금으로 지속해서 품질 및 브랜드 이미지 제고에 힘을 쓸 것으로 판단한다.

그림84 상메이 대표 브랜드 KanS(韓束) 최근 광고



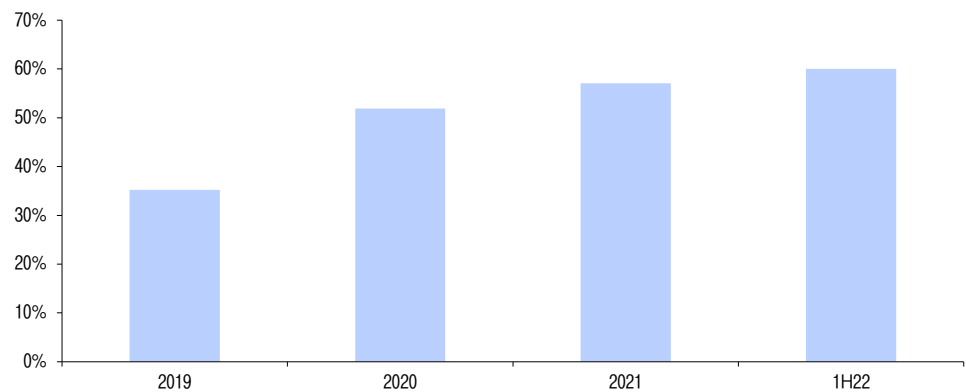
자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 과거 KanS(韓束) 광고



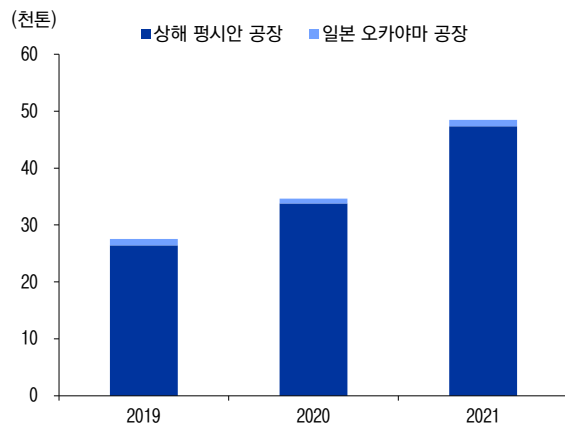
자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 상메이: 자체 개발 기술 적용한 제품 매출 비중



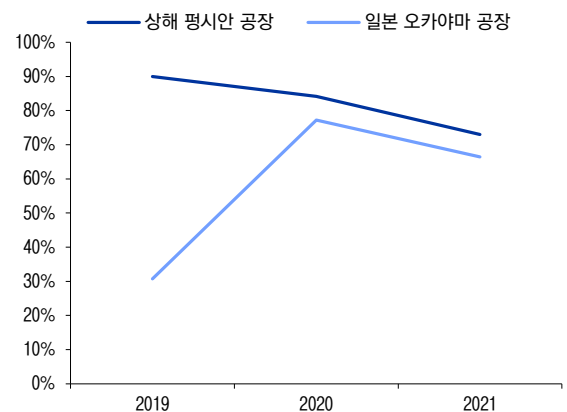
자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 상메이 공장별 연간 캐파



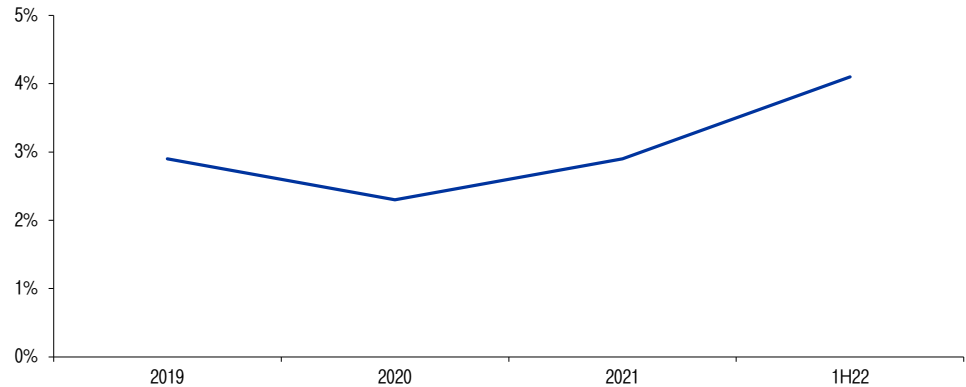
자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 상메이 공장별 가동률 추이: 코로나 영향 일시 부진



자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 상메이 매출액 대비 R&D 투자 추이

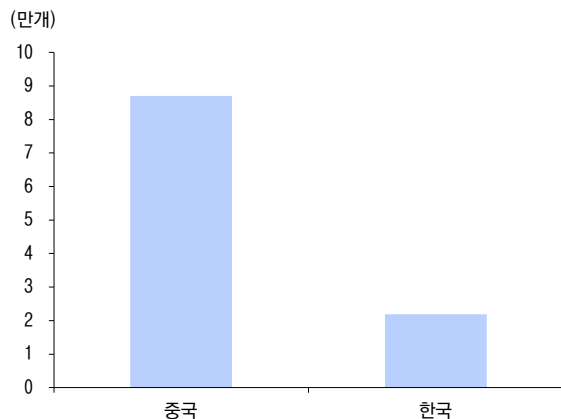


자료: 상메이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 브랜드, 생기고 없어질 것

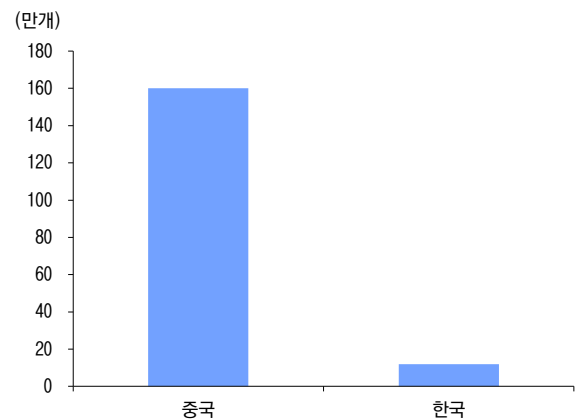
중국 화장품 시장 내 파편화는 빠르게 진행되고 있다. 성숙 시장인 한국과 같은 기준으로 비교해 봐도 시장 규모 대비 브랜드 수가 많기 때문이다. 중국 내 시장점유율 1위인 로레알이 점유율 11.3%에 불과한 것도 비슷한 맥락이라 볼 수 있겠다. 2021년 8월 기준 중국 내 등록된 화장품 브랜드는 87,000개, 등록된 제품 수는 160만개 수준이었다. 중국 화장품 시장은 한국 대비 3배가 큰데, 2021년 기준 한국 화장품 제조판매업자가 총 22,000개 수준이라는 점을 고려하면 브랜드 차이는 4배로 더 크다. 엔데믹으로의 전환을 앞둔 올해는, 더욱 많은 브랜드들이 시장에 들어올 것으로 전망된다.

그림90 중국 vs. 한국 화장품 브랜드 갯수 비교



자료: NMPA, 대한화장품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 중국 vs. 한국 화장품 제품 갯수 비교

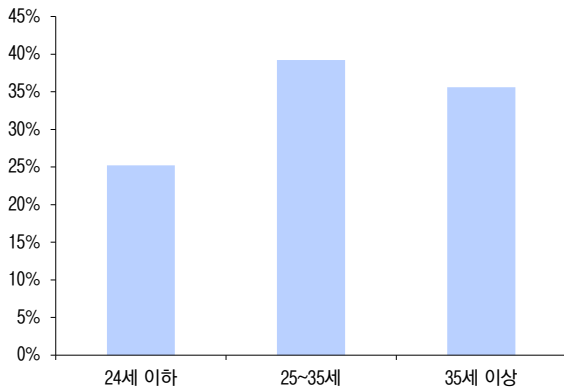


자료: NMPA, 대한화장품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 상황에서 여타 아시아 국가 대비 아직 낮은 자국 브랜드 비중, 귀차오 소비 고착화는 한국 화장품 브랜드들에게는 풀어야 할 숙제다. 웨이신에 따르면 전자상거래 플랫폼에서 3~4선 도시의 15~24세 소비자의 화장품 판매액은 73%를 차지한다. 이들은 태어나자

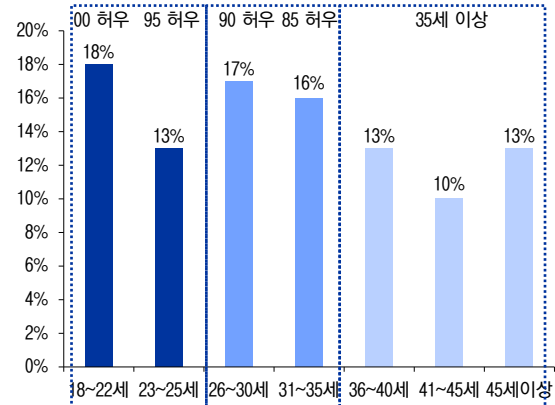
마자 1)중국의 경제가 비약적으로 발전하는 모습을 보며 자라왔기에 자국 브랜드의 품질 열위에 대한 고정관념이 없다. 더불어 2)한자녀 정책 영향으로 형제가 없어 인터넷에서의 또래 소통에 익숙하고 민감하게 반응한다. 이를 이용해 중국 로컬 브랜드들은 온라인 채널과 SNS 마케팅 집중으로 시장 점유율을 늘려왔다.

그림92 2019년 왕스이 소비 연령층 분포



자료: SYNTUN, 이베스트투자증권 리서치센터

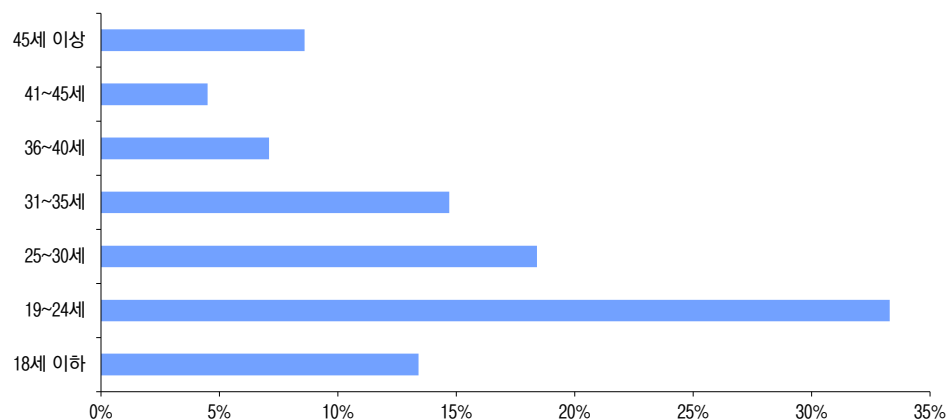
그림93 2021년 왕스이 연령층 분포: 링링허우(00后)로 이동



자료: SYNTUN, 이베스트투자증권 리서치센터

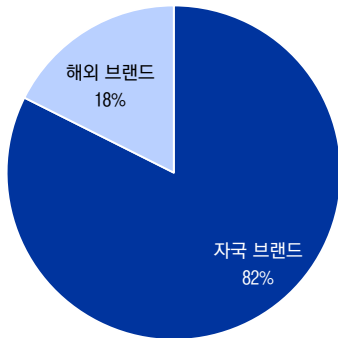
따라서 한국 업체들은 이들의 자국 브랜드에 대한 신뢰와 자부심을 넘어서는 강력한 포지셔닝이 필요하다는 판단이다. 럭셔리, 가성비, 효능 그 무엇이 되었든 확실한 경쟁력을 내세워야 하며, 온라인을 기반으로 한 효율적인 채널 운영과 마케팅 전략이 절실한 시기라고 본다.

그림94 중국 화장품 소비자 연령층 분포(2020년 기준)



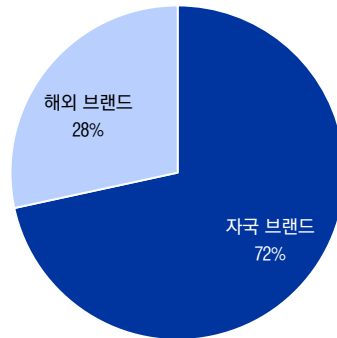
자료: GuanyanTianxia, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 한국: 자국/해외 브랜드 비중



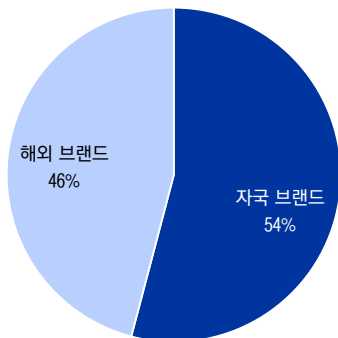
자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 일본: 자국/해외 브랜드 비중



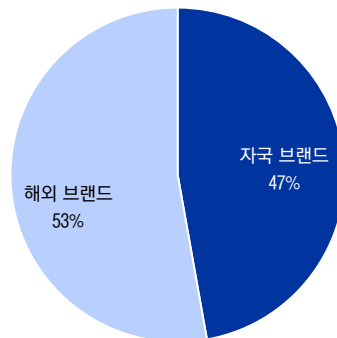
자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 미국: 자국/해외 브랜드 비중



자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 중국: 자국/해외 브랜드 비중



자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 2020~2022 년 상하이 매출 10 대 화장품 브랜드

순위	기초화장품/바디케어용품			색조 화장품		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
1	로레알	로레알	로레알	퍼펙트 다이어리	퍼펙트 트다이어리	MAC
2	올레이	에스티로더	위노나	아르마니	화시즈	화시즈
3	에스티로더	랑콤	랑콤	화시즈	3CE	3CE
4	랑콤	후	에스티로더	3CE	컬러키	입생로랑
5	후	위노나	올레이	MAC	에스티로더	에스티로더
6	시세이도	시세이도	PROYA	입생로랑	랑콤	나스
7	SK-II	PROYA	시세이도	랑콤	CPB	CPB
8	설화수	헬레나루빈스타인	QUADHA	메이블린	MAC	랑콤
9	위노나	SK-II	Skin Ceuticals	에스티로더	입생로랑	메이크업포에버
10	Skin Ceuticals	라메르	SK-II	자방시	아르마니	TIMAGE

주: 음영이 중국 자국 브랜드

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PartIV

**세계 1위
패션 시장
중국이 온다**

의류: 중국이 중한 이유

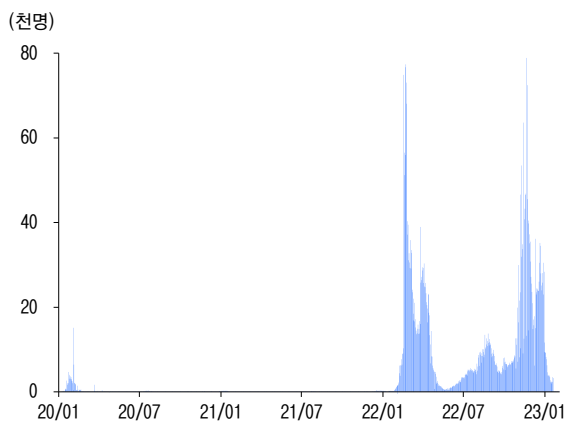
안 팔리던 게 팔린다

1979년 개혁개방 이후 의류 산업은 중국 경제의 중요한 산업 중 하나로 자리잡았다. 중국 의류 시장은 2015년부터 안정적인 성장세를 유지해왔으나, 2019년 12월 코로나19 충격을 가장 먼저 받으면서 여성, 남성 의류 부문 모두 -10% 이상 역신장했다. 중국 의류 소매 판매도 1Q20 -34.9% YoY → 2Q20 -8.3% YoY 감소했다.

다만 제로 코로나 정책에 기반한 엄격한 방역과 봉쇄로 코로나 초기 진압에 성공했고, 1차 회복은 가장 먼저 찾아왔다(중국 의류 소매판매: 3Q20 +1.5% YoY → 4Q20 +5.6% YoY). 중국 소매판매는 2020년 8월부터 YoY 플러스 전환하며, 2022년 3월 강력한 락다운을 시행하기 전까지 신장세가 지속된 바 있다. 타 국가들처럼 보복소비 현상도 발생했다(1Q21 +52.6% YoY → 2Q21 +16.0% YoY).

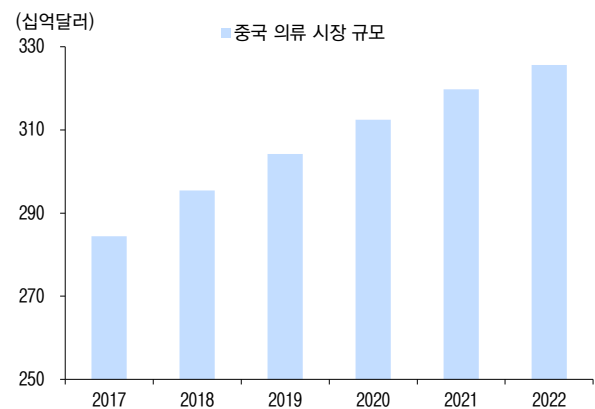
2022년 3월, 상해 등 중국 주요 도시에서 오미크론이 대유행하면서 제로코로나 정책이 극에 달하기 시작했다. 감염자가 1명이라도 발생하면 밀접 접촉자는 물론 2차 접촉자까지도 강제 격리시키는 식이었다. 외출 자체가 원천 봉쇄되자 자연히 의류 산업도 타격을 받았다. 2022년 연간 중국의 의류 소매판매액은 43조 9,732억 위안으로, 2021년 대비 -5.7% 감소했다(월별 성장률: 1~2월 +5% → 3월 -13% → 4월 -23% → 5월 -16% → 6월 +1% → 7월 +0.8% → 8월 +5% → 9월 -0.5% → 10월 -8% → 11월 -16% → 12월 -13%).

그림99 중국 코로나 확진자 수 추이



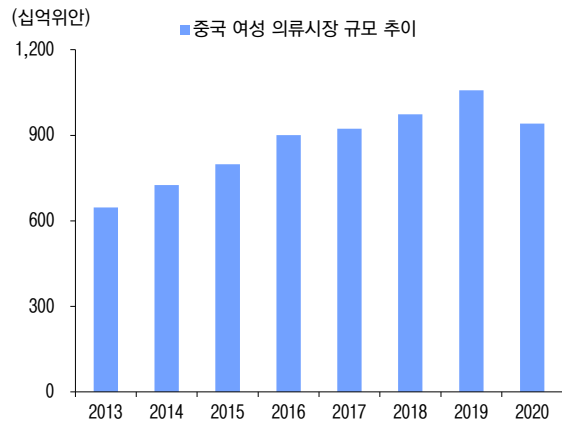
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 중국 의류 시장 규모 추이



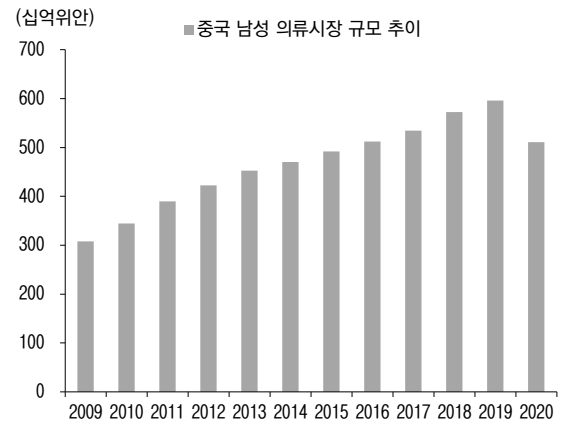
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 중국 여성 의류 시장 규모



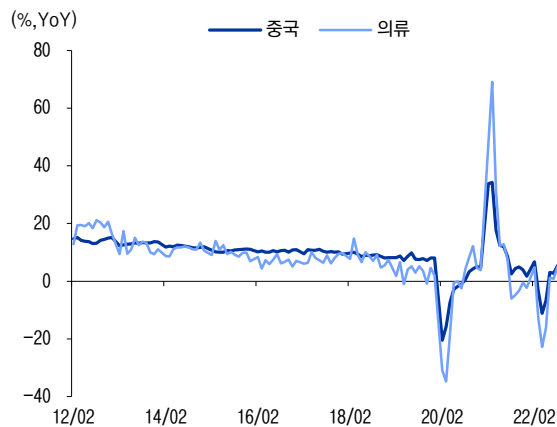
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 중국 남성 의류 시장 규모



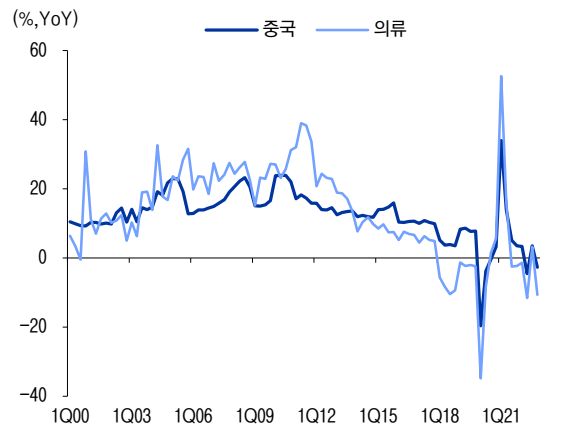
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 중국 소매판매: 전체 vs. 의류(월별)



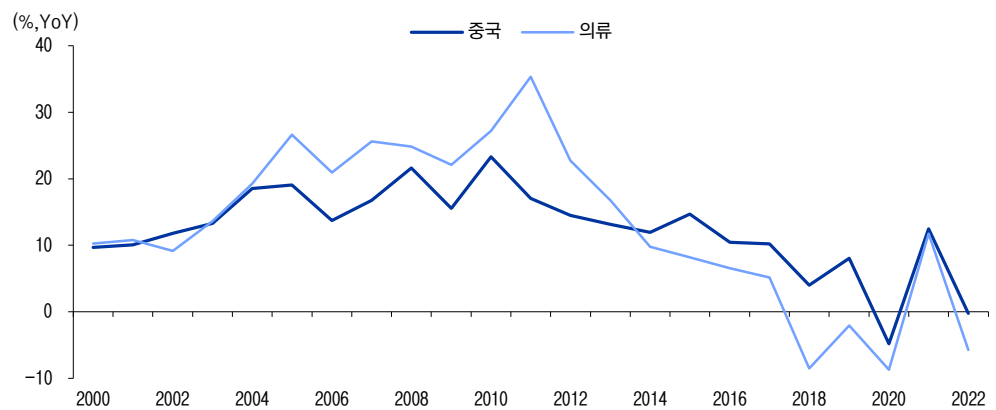
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 중국 소매판매: 전체 vs. 의류(분기별)



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 중국 소매판매: 전체 vs. 의류(연간)



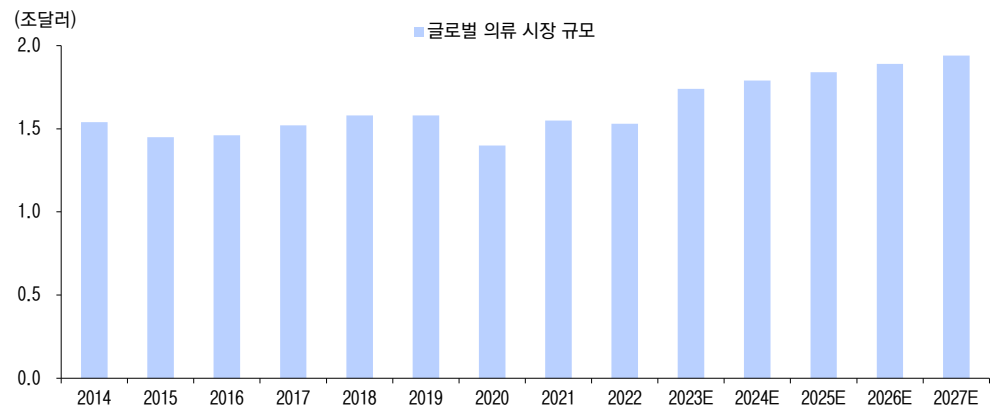
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 의류 시장 규모 1위

중국의 의류 시장은 글로벌 1위 규모이다. 2022년 글로벌 의류 시장 규모는 1.5조달러로 추산되며, 그 중 중국 시장은 3,256억달러로 약 20% 이상을 차지하고 있다. 상위 10개국 내 중국이 차지하는 비중은 32%에 달한다(2위 미국 28%, 3위 인도 8%, 4위 일본 7%, 5위 독일 6%). 하지만 규모에 비해 아직 성장 여력은 크다. 중국의 인당 의류 소비(연간)는 약 300억달러로, 시장 규모가 더 큰 미국, 유럽, 일본의 약 30~50% 수준에 불과하다.

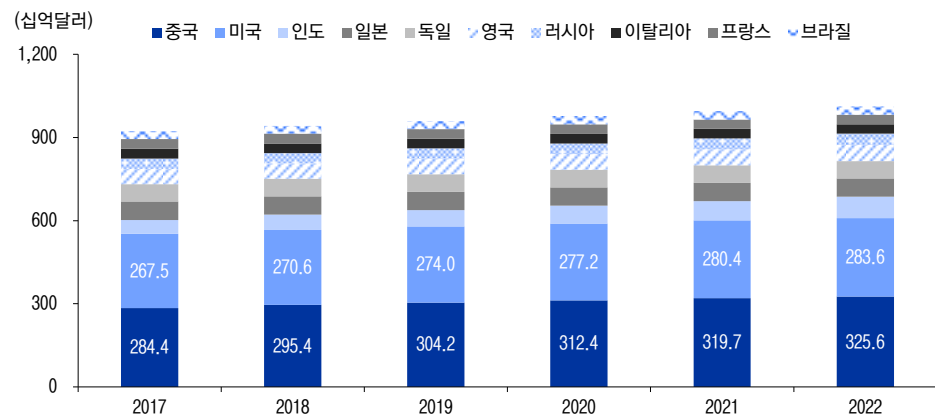
글로벌 패션 업체들도 중국에서의 성공을 위해 다분히 노력 중이다. 일본 유니클로의 중국 매장 수는 2020년 8월 767개로, 당시 일본 직영점 수인 764개를 처음으로 앞질렀다. 이는 2015년 8월 기준 387개에서 5년 만에 2배 가량 늘어난 숫자였다. 2023년 1월 말 기준 유니클로의 국가별 매장 수는 일본 808개(직영 점 798개, 프랜차이즈 10개), 중국 927개, 한국 125개, 홍콩 32개, 대만 71개, 유럽 95개, 북미 61개, 남아시아/오세아니아 315개로 중국이 가장 많다. 유니클로의 중국 시장 장기 목표는 매장 수 3,000여개, 매출액 2조엔이다.

그림106 글로벌 의류 시장 규모



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 세계 패션시장 규모 순위: 1위 중국 > 2위 미국 > 3위 인도



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

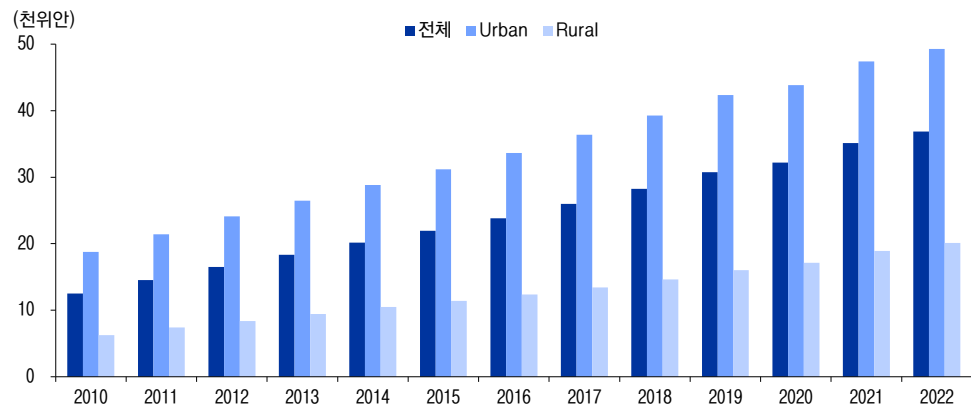
소비 여력 증가

중국 소비자들의 소비 여력 또한 늘고 있다. 중국의 1인당 GDP는 2019년 1만 달러를 돌파하였으며, 1인당 가처분소득도 매년 증가세이다. 2022년 중국의 1인당 가처분소득은 전년 대비 +5.0% 증가하여 3.7만위안을 돌파했다. 전년 대비 증가폭은 감소했으나(2020년 +4.7% → 2021년 +9.1% → 2022년 +5.0%), 코로나19 확산 및 락다운, 중국 경기 하방 압력 증대 등 불확실성이 확대되는 상황에서도 증가세를 유지한 점이 긍정적이다.

도시주민 기준 1인당 가처분소득은 전년 대비 +3.9% 증가한 4.9만위안으로, 5만위안 돌파를 목전에 두고 있다. 농촌주민 가처분소득 증가세가 가장 높다는 점(+6.3% YoY), 여전히 차이는 존재하지만 도농 간 격차가 점차 줄어들고 있다는 점도 긍정적이다.

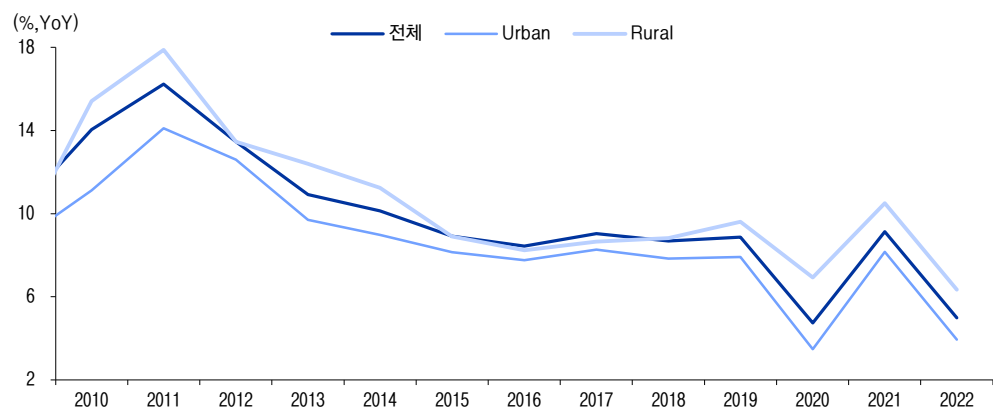
향후 전망도 낙관적이다. 맥킨지글로벌연구소(MGI)가 진행한 소비자 조사에 따르면, 54%의 응답자가 향후 5년간 가계소득이 눈에 띄게 증가할 것으로 예상했다. 미래 소득 증가에 대한 자신감은 중국 소비 회복에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

그림108 중국 1인당 가처분소득 추이



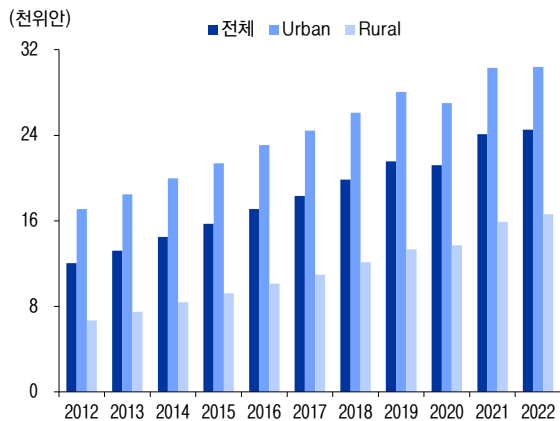
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 중국 1인당 가처분소득 증감



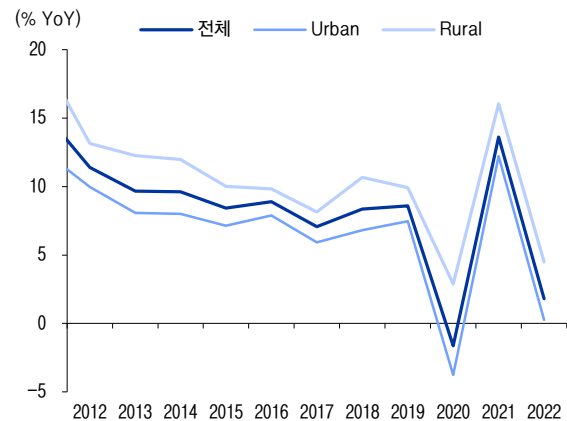
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 중국 1인당 소비지출 추이



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 중국 1인당 소비지출 증감



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

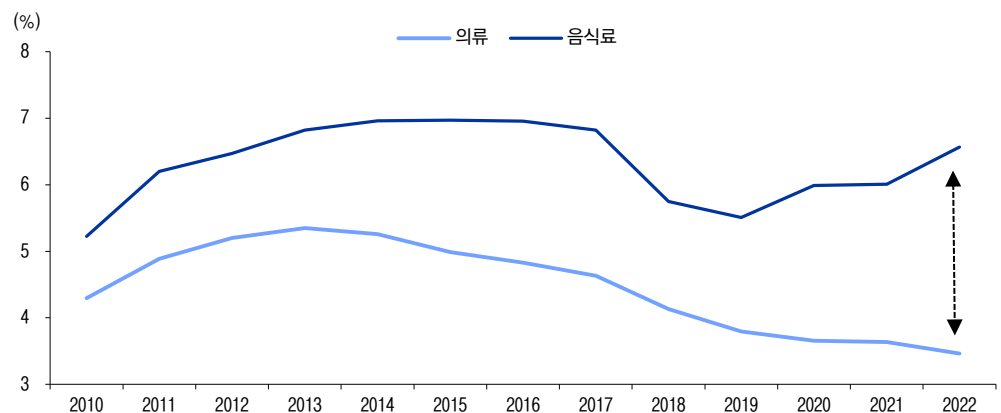
보복소비는 선택형 소비재로

팬데믹 영향 하에서 지난 3년간 중국 소비자들은 음식료품, 생활필수품, 의약품 등 필수형 소비를 늘리고, 의류, 가전, 가구 등 선택형 소비를 줄였다. 산발적인 코로나 사태와 봉쇄 조치로 집에 있는 시간이 늘어났기 때문이다.

전체 소매판매 내 음식료(필수소비재) 비중은 코로나19 발생 전인 2019년 5.0%에서 2022년 6.1%로 +1.1%p 증가했다(2019년 5.0% → 2020년 5.5% → 2021년 5.5% → 2022년 6.1%). 반면, 의류(경기소비재) 비중은 2019년 3.3%에서 2022년 3.0%로 -0.3%p 하락했다(2018년 3.6% → 2019년 3.3% → 2020년 3.2% → 2021년 3.1% → 2022년 3.0%).

양회 전후로 코로나19 상황이 진정되고 정상화가 이루어진다면, 자연스럽게 의류, 신발, 화장품, 오락, 스포츠용품 등 선택형 경기소비재에 대한 소비가 늘어날 것으로 전망한다.

그림112 중국 소매판매 내 비중: 음식료 증가 vs. 의류 감소



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

잘 팔리던 게 더 잘 팔린다 – 1)스포츠

중국 스포츠웨어 시장은 꾸준히 성장할 전망이다. 중국 정부는 스포츠 산업을 주요 장려 산업으로 지정하며, 2025년까지 스포츠 산업 규모 목표를 5조위안(vs. 2020년 2.7조위안)으로 제시한 바 있다. 1인당 가처분 소득 증가, 코로나19 이후 건강 관리 욕구 증가 등은 스포츠 시장의 성장을 가속화시키겠다. 2022년 베이징 동계올림픽 이후에는 스키, 아이스 스케이팅 등 새로운 아웃도어 스포츠에 대한 수요가 크게 늘기도 했다.

정부의 스포츠 산업 발전 정책

중국은 <12·5 계획> 이래 모든 국민의 건강 수준 제고와 운동·스포츠 소비 및 산업의 급속한 발전을 추진하기 위해 스포츠 관련 정책을 지속적으로 발표하고 있다. 2014년 10월 국무원에서 발표한 체육 산업발전 및 체육 산업 소비촉진에 대한 의견(关于发展体育产业促进体育消费的若干意见)에 따르면, 정부는 2025년까지 스포츠 산업 규모를 5조 위안까지 육성하고 인당 평균 운동 가능 면적을 2㎡, 정기적으로 운동하는 스포츠인구 5억 명 달성이라는 목표를 세웠다. 2021년에는 '14·5' 스포츠발전 계획("十四五"体育发展规划)을 통해 2035년까지 전체 인구대비 스포츠 활동 인구 비중을 약 45%까지 늘리고, 인당 스포츠 시설 면적을 2.6㎡로 설정했다.

표15 중국 주요 스포츠산업 장려정책

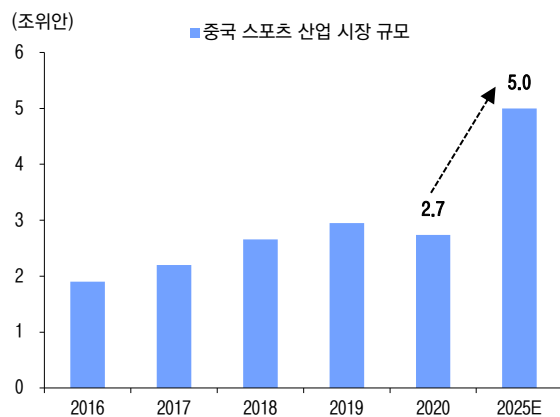
발표시기	정책	발전목표	
		산업 규모	참가 인원 수
2014.1	체육 산업발전 및 체육산업 소비촉진에 대한 의견 《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2025년까지 스포츠 산업 규모 5조 위안 달성	2025년까지 스포츠 인구 5억 명 도달
2016.5	체육발전 "13·5" 계획 《体育发展“十三五”规划》	2020년까지 스포츠 산업 규모 3조 위안 달성	2020년까지 스포츠 인구 4억 5000만 명 도달
2016.6	전민건강계획(2016-2020) 《全民健身计划(2016-2020)》	2020년까지 스포츠 관련 소비 규모 1조5000억 위안 달성	2020년 매주 최소 1회 체육단련에 참가하는 인원 수 7억 명에 도달, 스포츠 인구 4억3500만 명에 도달
2016.11	등산/실외 운동산업 발전 계획 《山地户外运动产业规划》	2020년까지 산지·실외 스포츠 산업 규모 4000억 위안 달성	-
2016.11	겨울스포츠 발전 계획(2016-2025) 《冰雪运动发展规划(2016-2025)》	2020년까지 중국 겨울스포츠 산업 규모 6000억 위안 달성, 2025년 1조 위안 목표	-
2019.8	(국무원) 체육 강국 건설에 대한 통지 《国务院办公厅关于印发体育强国建设纲要的通知》	2035년까지 스포츠 산업 국민경제의 주요 지주 산업으로 부상	2035년까지 전체 인구의 약 45%를 스포츠인구로 육성하고 인당 평균 운동사용 가능 면적을 2.5㎡로 설정
2021	'14·5' 스포츠발전 계획 ("十四五"体育发展规划)	스포츠산업 증가치가 GDP 대비 차지하는 비중을 2%로 늘리고, 스포츠 소비 규모는 2조 8천억 위안 목표	2035년까지 전체 인구 대비 스포츠활동 인구 비중을 45%까지 늘릴 것. 1인당 스포츠 시설 면적 2.6㎡ 목표

자료: KOTRA, 중국정부망, 국가스포츠총국, iResearch, KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 스포츠 산업 총 규모는 2016년 1조 9,000억위안에서 2019년 2조 9,000억위안까지 증가했다. 2020년 코로나의 영향을 받아 소폭 하락했으나, 2025E까지 스포츠 산업 규모는 5조위안에 이를 것으로 예상된다. 정부의 전폭적인 지지를 바탕으로 2018년 이후 중국 전체 GDP에서 스포츠 산업이 차지하는 비중이 1%를 초과하고 있으며, 생산 증가 속도는 +10% 이상을 유지해 같은 기간 GDP 증가속도를 크게 상회하고 있다.

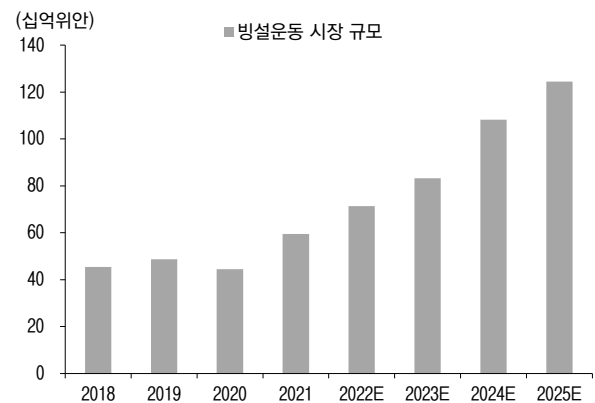
1인당 스포츠 소비 지출도 증가세이다. 2021년 1인당 소비 지출 순위는 식품·담배·술(29.8%), 주거(23.4%), 교통·통신(13.1%)에 이어 교육·문화·오락(10.8%)이 4위를 차지했다. 2020년 주민 1인당 스포츠 소비는 1,330위안으로 2014년 926위안보다 +43.7% 증가했다.

그림113 중국 스포츠 산업 시장 규모: 2025E 5조위안



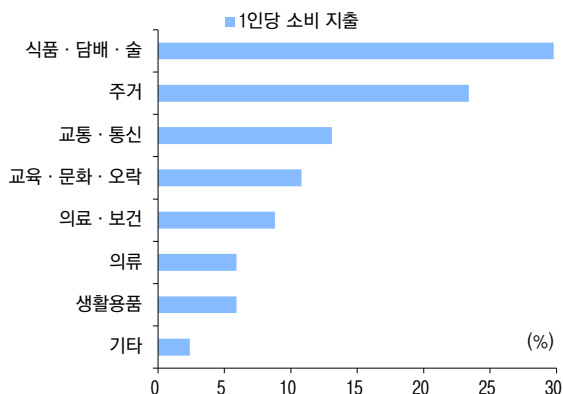
자료: 국가통계국, iResearch, KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 고급 아웃도어 스포츠의 부상: 베이징 올림픽 효과



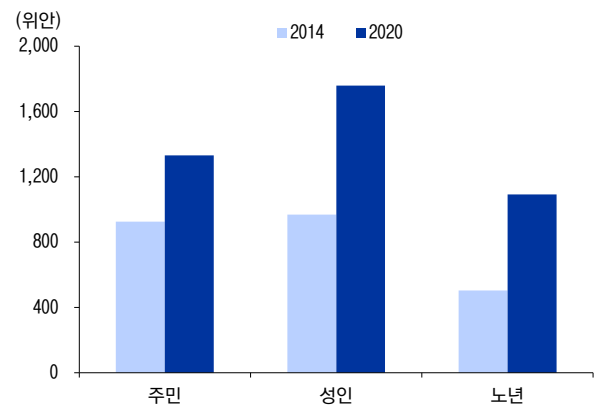
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 중국 1인당 소비 지출 구조(2021년 기준)



자료: 국가통계국, iResearch, KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 1인당 스포츠 소비지출: 2014년 vs. 2020년



자료: 국가통계국, iResearch, KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

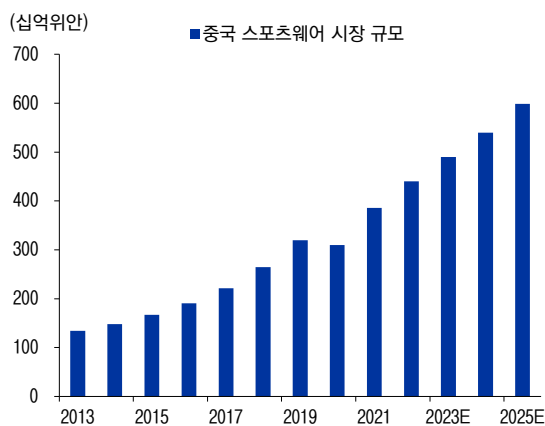
스포츠웨어의 일상화

중국 스포츠웨어 시장은 2022년 4,400억위안 규모로 추산된다. 향후 연평균 +10% 이상의 성장을 지속해 2025E 매출 규모는 5,990억위안을 초과할 것으로 전망된다. 일상 속 스포츠 참여율이 높아지면서 '캐주얼 스포츠웨어'가 특히 각광받고 있다. 단순히 스포츠를 위한 옷, 신발이 아니라 일상에서도 입을 수 있는 평상복 수요가 늘어나고 있는 것이다.

복종 간의 경계가 허물어지는 것은 전세계적인 트렌드이다. 캐주얼 스포츠웨어, 워크레저(Workleisure), 고프코어(Gorpcore), 유니섹스(Unisex) 등이 이에 해당한다. 코로나19 이후 재택근무가 크게 늘어나면서 원마일웨어가 유행했던 것도 이러한 트렌드를 가속화시켰다. 중국 또한 트레이닝복 수요가 크게 증가하면서 의류 산업 전체에서 차지하는 시장 비중은 2016년 8.8%에서 2020년 13.3%로 증가했다.

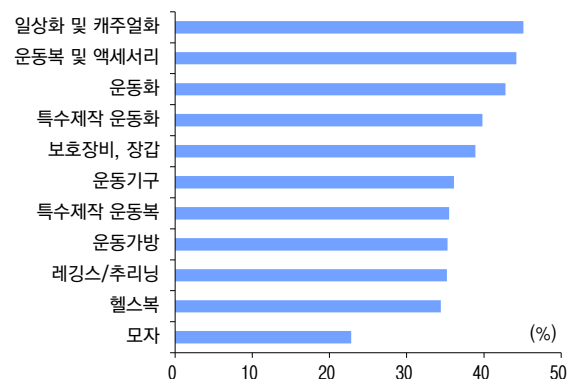
룽싱방직유한회사(榮興紡織有限公司) 대외무역 파트 쉬저지아(徐澤加)는 인터뷰에서 '스포츠 의류는 전통적인 캐주얼 패션의 대명사인 청바지처럼 앞으로 평상복 트렌드를 이끄는 패션 아이템이 될 것'이라고 전망했다.

그림117 중국 스포츠웨어 시장 규모



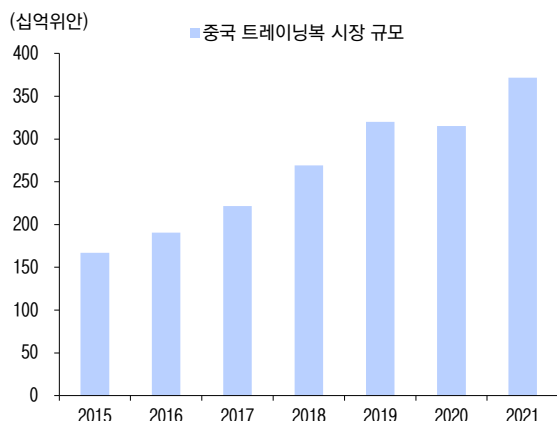
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 중국 18~35세의 국산 스포츠 브랜드 구매 구성



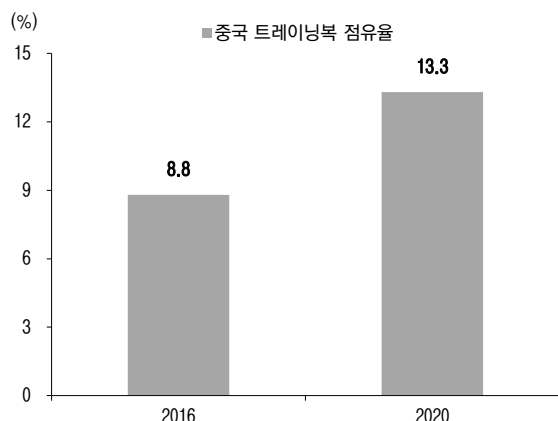
자료: iResearch, KITA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2022년 2월 소비자온라인연구소 (iResearch 소비자연구원, n=3,271)

그림119 중국 트레이닝복 시장 규모



자료: Huajing, 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 중국 의류 시장 내 트레이닝복 점유율



자료: Qianzhan, 이베스트투자증권 리서치센터

잘 팔리던 게 더 잘 팔린다 - 2)럭셔리

중국의 소비 범위는 일반 소비재를 넘어서 하이엔드 소비로도 발전하고 있다. 모건 스탠리에 따르면 유럽/미국 명품 그룹 판매의 중국 소비자 의존도는 리치몬트 44%, 버버리 42%, 케링 38%, 에르메스 37%, LVMH 32%, 티파니 27%, 타페스트리 12%등으로 조사됐다. 중국인들의 명품 소비는 2019년 전세계 시장의 33%에 달했다.

그러나, 2022년 중국 명품 소비는 세계 시장의 17% 수준까지 급감했다. 럭셔리 소비 감소 요인은 중국 당국의 방역정책으로 인한 유통인구 감소, 실업률 상승, 소득 불안정 등이다. Bain&Company에 따르면 2022년 중국의 럭셔리 시장 매출액은 전년 대비 -9.6% 감소한 4,250억위안으로 5년 만에 마이너스 성장했다. 품목별로 보면 명품 시계 -20~25%, 패션 및 생활용품 -15~20%, 뷰티 제품 -6%, 보석 및 가죽제품이 -10~15% YoY 감소했다.

2023년, 중국이 세계 최대의 명품 소비국으로 다시 부상하는 것은 시간 문제이다. 1)중국 관광객들의 유럽 쇼핑 여행이 다시 시작될 것이다. 코로나19 팬데믹 전에는 고정적으로 패션쇼 등 이벤트를 찾았던 중국 바이어들은 지난 1월 말 진행된 파리패션위크 기간에도 여전히 다 돌아오지는 않은 상태다. 중국인들은 아시아 여행 재개를 시작으로 올 여름 파리, 밀라노, 런던으로 돌아와 명품을 구입할 것이다.

2)중국 소비자들은 럭셔리 제품 가격 상승에 크게 영향을 받지 않을 것이다. 2020년 기준 중국의 부유층 인구 수는 262만명으로 전체 인구 14억 5,000만의 0.2% 비중을 차지하는 반면, 이들이 보유한 자산은 전체의 35%를 차지한다(초상은행-Bain&Company, 2021년 중국 개인 자산 보고서). 이들은 명품에 28만위안을 소비하고, 전체 연령 중 30세 이상 부유층의 명품 소비액이 가장 높다.

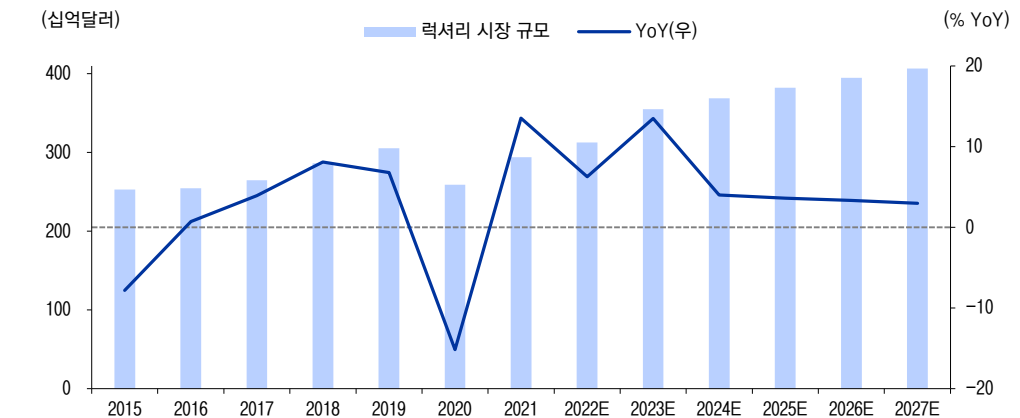
3)중국 명품 첫 구매자들의 40%가 25세 이하로 나타나는 등 Z세대의 영향력도 갈수록 커질 전망이다(올리버 와이먼). 1995년 이후 태어난 지우우허우(95後), 2000년 이후 태어난 링링허우(00後)는 인터넷, SNS, 스마트폰과 같은 기술제품에 가장 큰 영향을 받는 소비군으로, 중국의 가장 중요한 소비 성장 동력원으로 주목된다. 인구는 약 3억 2천만명으로 추산되며, 2035년까지 소비 규모는 16조 위안으로 전망되고 있다.

중국 시장에 드라이브 거는 명품 기업들

럭셔리 기업들은 2023년 중국 시장에 대해 매우 낙관적이다. LVMH(루이비통, 디올 등), Tapestry(코치) 등은 지난 3년간 새로운 플래그십스토어를 런칭하는 등 중국 내 투자를 2배 이상 늘렸고, 에르메스도 최근 난징시 고급 쇼핑몰인 데지 플라자에 2층짜리 초대형 플래그십스토어를 런칭시키며 등 중국 시장에 드라이브를 걸고 있다.

중국 소비 업계 미래에 대한 낙관에 투자도 늘고 있다. LVMH 산하 사모펀드 엘 캐터튼은 지난해 10월 쓰촨성 청두 첨단개발구에 회사 최초의 위안화 펀드를 출범했다. 당초 계획했던 20억위안보다 더 많은 자금이 모집됐으며, 모집액은 미용용품, 식품, 패션 등 소비 업종 기업들에 주로 투자된 것으로 알려졌다.

그림121 글로벌 럭셔리 시장 규모 추이



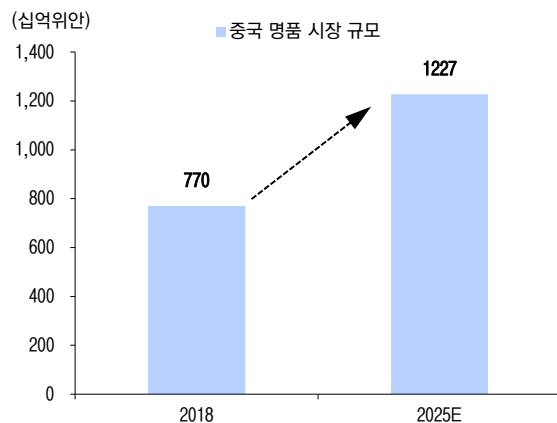
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 2021년 국가별 럭셔리 시장 규모: 중국 2위

순위	국가	규모(십억달러)	성장률(YoY)	비중(%)
	글로벌	349.6	13.3	
1	미국	70.4	10.2	20.1
2	중국	58.1	38.4	16.6
3	일본	28.1	10.8	8.0
4	프랑스	20.5	5.4	5.9
5	영국	19.1	13.5	5.5
6	이탈리아	16.2	7	4.6
7	한국	14.2	4.6	4.1
8	독일	13.2	10.8	3.8
9	대만	8.5	5.7	2.4
10	홍콩	8.3	20	2.4

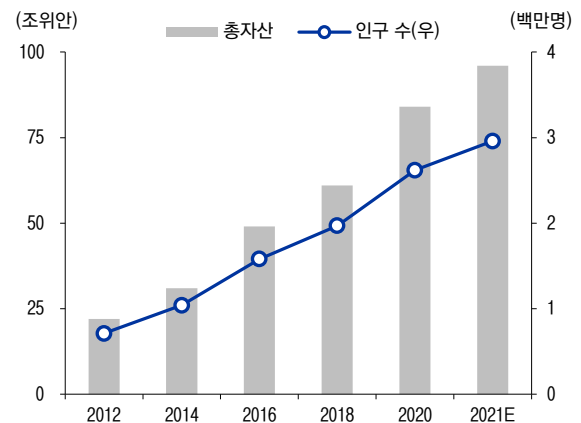
자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 중국 럭셔리 시장 규모



자료: Qianzhan, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

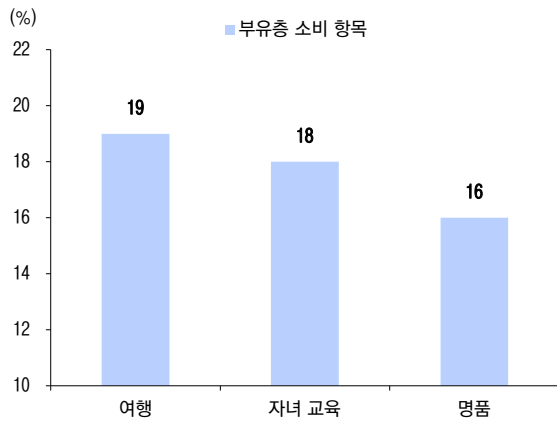
그림123 중국 부유층 총자산 및 인구 수



주: 부유층=자산 1,000만위안 이상

자료: 한국무역협회, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

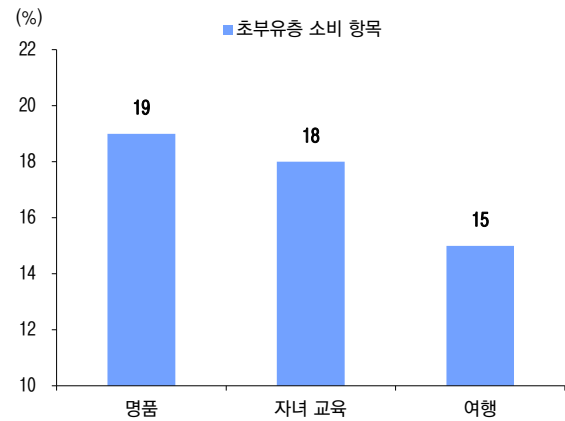
그림124 중국 부유층 소비 항목



주: 부유층=자산 1000만원 이상

자료: 한국무역협회, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

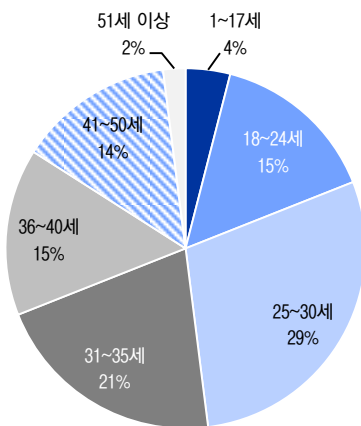
그림125 중국 초부유층 소비 항목



주: 초부유층=투자 가능 자산 1억 위안 이상

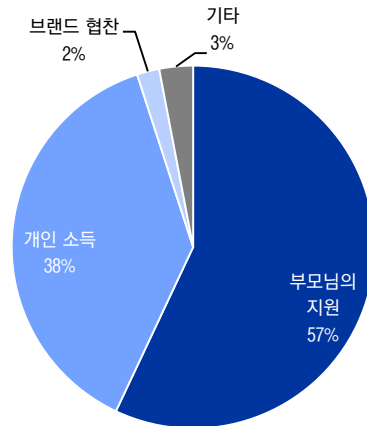
자료: 한국무역협회, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 중국 명품 소비자 연령 분포



자료: 21세기상업평론, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 중국 밀레니엄 세대의 명품 소비 능력



자료: 진바연구센터와 텐센트 연구 보고서, KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 Hermes: 중국 난징 플라자 플래그십 스토어



자료: Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

PartV

중국 은행주에 주목하는 이유

리오프닝과 경기회복: 중국 은행주에 주목하는 이유

2023년 주요국 가운데 유일하게 경기반등 예상

최근 IMF가 발표한 세계경제전망 보고서(World Economic Outlook: 2023.01)에 따르면 2023년 전세계 경제성장률은 2.9%로 예상되어 2022년의 3.4%에 비해 낮아질 전망이다. 특히 미국과 유럽의 경제성장률은 각각 1.4%, 0.7%에 그쳐 선진국 경기는 사실상 침체국면(recession) 진입이 예상된다. 고물가와 고금리 환경의 여파이다.

하지만 중국의 경우 글로벌 주요국 가운데 유일하게 2022년 대비 2023년 경제성장률이 상승할 가능성이 높다. 제로코로나 정책의 여파로 2022년 경제성장률이 급락했으며 2023년에는 리오프닝 효과로 반등할 것으로 예상되기 때문이다.

2022년 중국 GDP증가율 3.0%는 코로나 국면인 2020년을 제외하면 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수준이며 추세적인 성장률 둔화흐름을 감안해도 하락 폭이 크게 나타났다. 2022년 2분기에는 상해 봉쇄조치로 GDP증가율이 전분기대비 마이너스(-)를 기록했으며 하반기에도 평균 2% 수준의 낮은 성장세가 이어진 결과이다. 코로나 직전인 2017~19년만 해도 중국은 6~7%의 경제성장률을 기록했었다. 따라서 2023년 봉쇄조치가 해제되고 위드 코로나 국면이 전개될 경우 GDP증가율은 적어도 5%대로 반등할 가능성이 높다. IMF 역시 23년 중국의 경제성장률을 5.2%로 전망하고 있다.

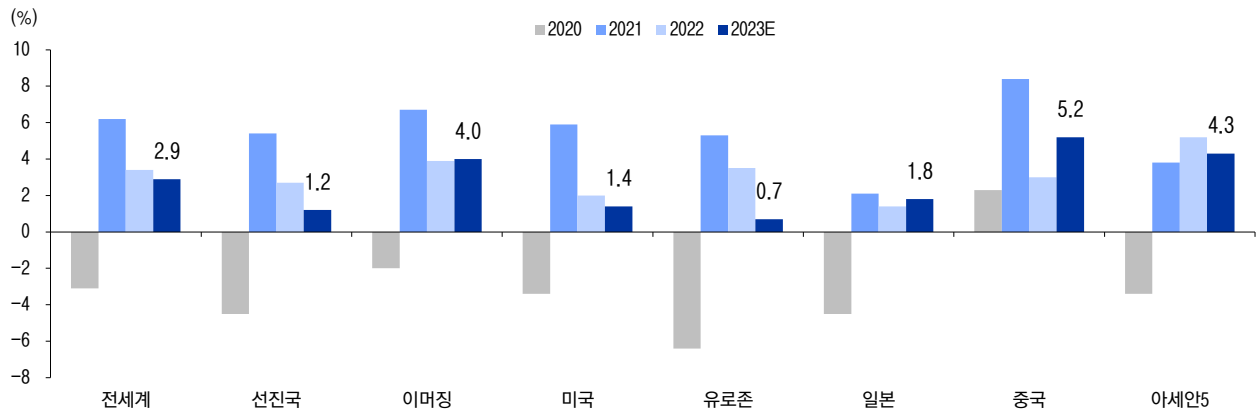
리오프닝과 경기회복은 중국 은행권에 긍정적

과거에 비해 중국 경제성장률의 절대수준은 분명 낮아졌으나 글로벌 경기흐름과 차별성을 보일 가능성이 높다는 측면에서 2023년에는 주요국 은행주 가운데 중국 은행주에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

향후 경기 방향성을 시사하는 OECD 경기선행지수를 봐도 중국의 경우 최근 들어 낙폭이 축소되고 있다. 코로나 봉쇄조치 영향으로 선진국에 앞서 경기선행지수가 둔화국면으로 진입한 반면 반등 시점 또한 상대적으로 빠르게 나타날 것으로 보인다.

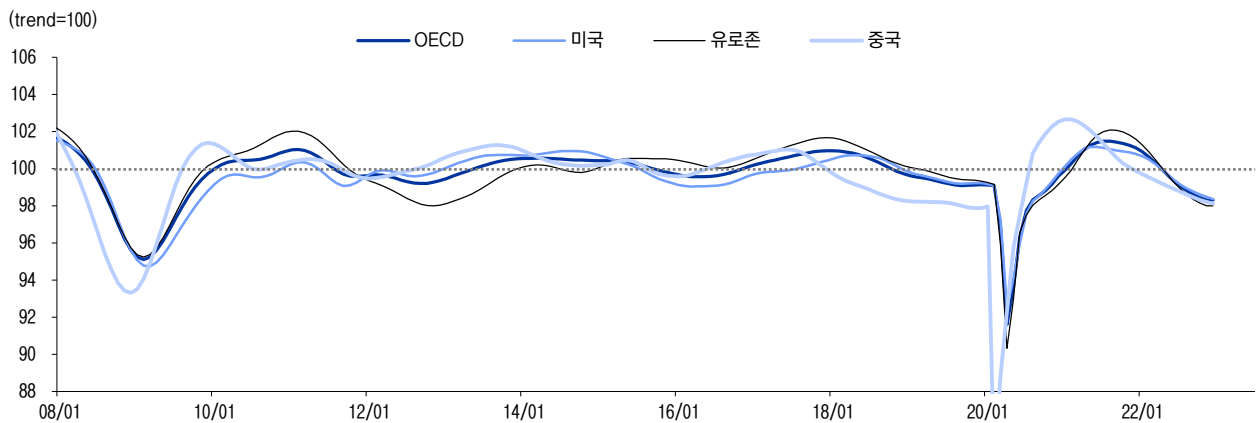
2023년 중국의 리오프닝과 경기회복은 은행권의 성장성과 수익성에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 또한 중국 은행주의 저평가 배경으로 작용하고 있는 건전성 우려 또한 완화시켜 줄 것으로 기대된다.

그림129 2023년 주요국 경제성장률 전망



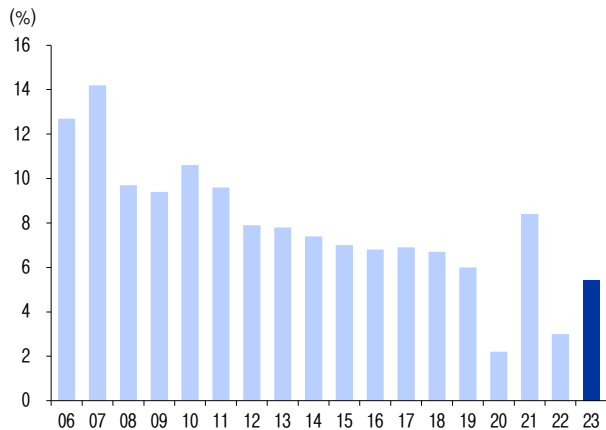
자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 주요국 OECD 경기선행지수



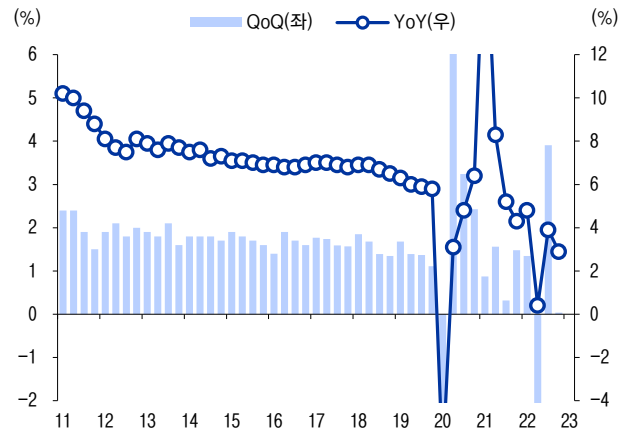
자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림131 중국 연간 경제성장률 추이 및 예상



자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림132 중국 분기별 경제성장률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

23년 금리인하 일단락 예상. 금리사이클 차별화 국면

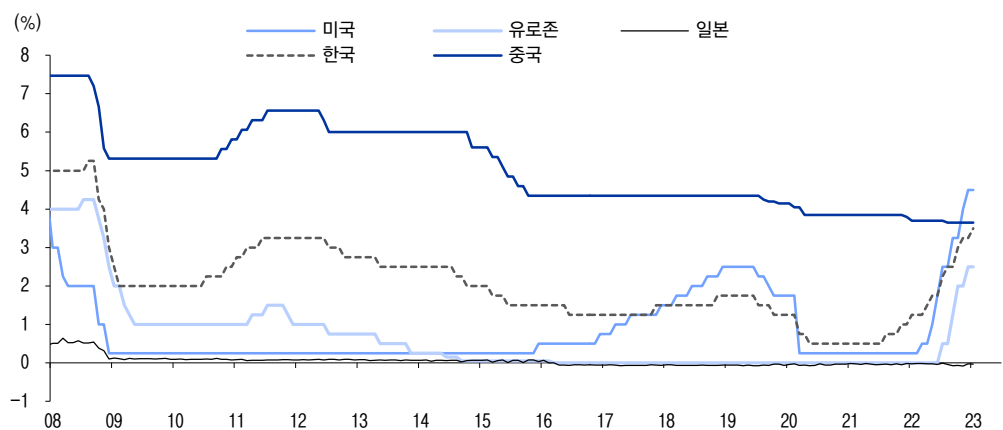
코로나 국면 이후 중국의 기준금리 방향성은 선진국과 다른 양상을 보여왔다. 코로나 봉쇄 조치로 경기부진이 심화된 반면 물가상승률은 2%대에 그쳐 선진국의 8~10%수준 대비 현저하게 낮게 유지되면서, 글로벌 금리인상 사이클이 본격화된 2022년 들어서도 중국은 금리인하 기조를 이어갔다. 실제로 중국의 정책금리 역할을 하는 LPR(Loan Prime Rate: 대출우대금리)은 2022년 중에도 15~35bp(1년물~5년물) 인하가 단행되었다.

하지만 리오프닝이 본격화된 이후로는 금리인하 조치가 일단락될 가능성이 높다. 최근 상승세가 둔화되긴 했지만 생산자물가 증가율이 한때 10%를 상회했고 공급차질이 지속되면서 생산원가 부담이 확대되고 있어 향후 경기회복이 가시화될 경우 중국 역시 인플레이압력이 본격화될 수 있기 때문이다.

통화량 증가율 측면에서 봐도 물가상승 압력은 누적되고 있다. 22년 이후 실물경기 부진이 심화된 반면 M2 증가율은 오히려 상승폭이 확대되면서 현재 10%를 상회하고 있는데, 향후 경기가 회복될 경우 금융당국이 지속적으로 확장적 통화정책 기조를 이어가기는 쉽지 않을 전망이다.

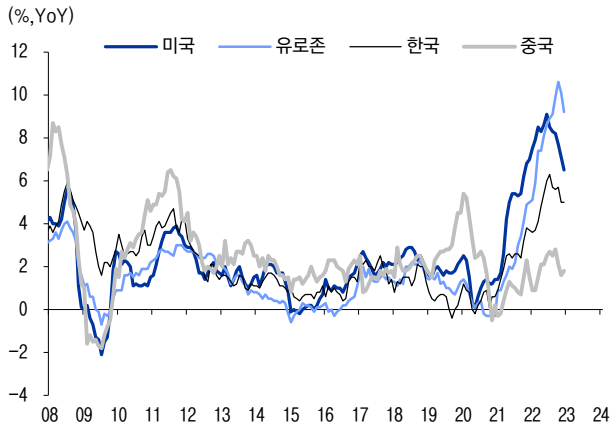
결국 2023년 중 중국은 기준금리 인하사이클은 종료하고 동결 혹은 상승국면으로 전환할 것으로 예상된다. 주요 선진국의 경우 한두 차례 추가적인 금리인상 이후 금리정점이 예상되는데 반해, 중국은 뒤늦게 인상기조에 동참할 것으로 보이고 이는 주요국 대비 중국은 행권의 실적에 차별적인 요인으로 작용할 가능성이 높다.

그림133 주요국 정책금리 추이



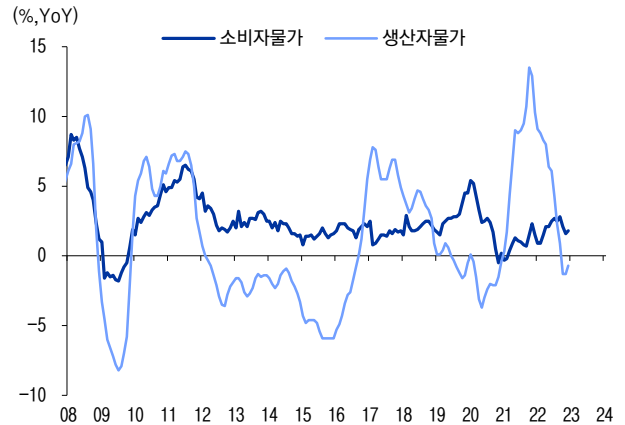
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림134 주요국 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 중국 소비자물가와 생산자물가 증가율



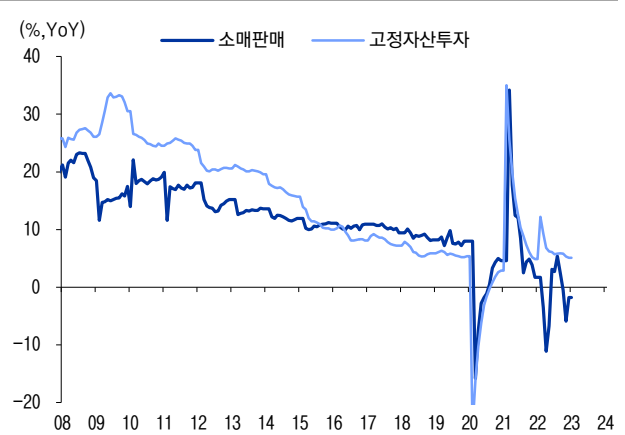
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림136 중국 통화량과 산업생산 증가율



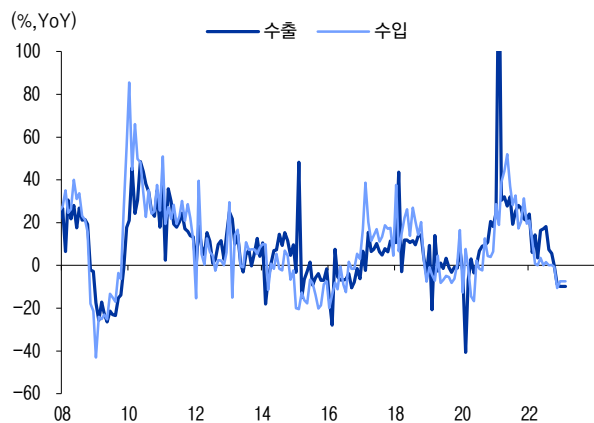
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 중국 소매판매와 고정자산투자 증가율



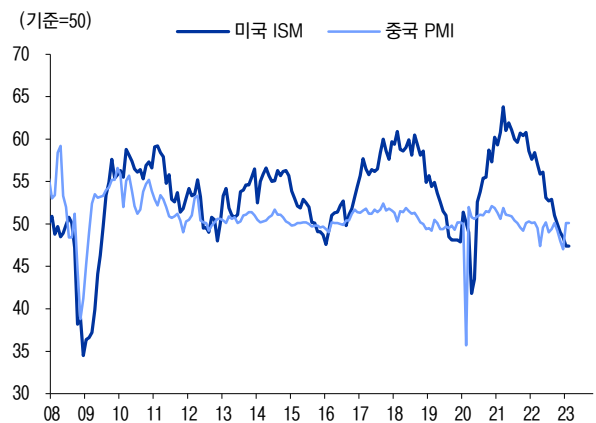
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 중국 수출입 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 제조업 체감경기



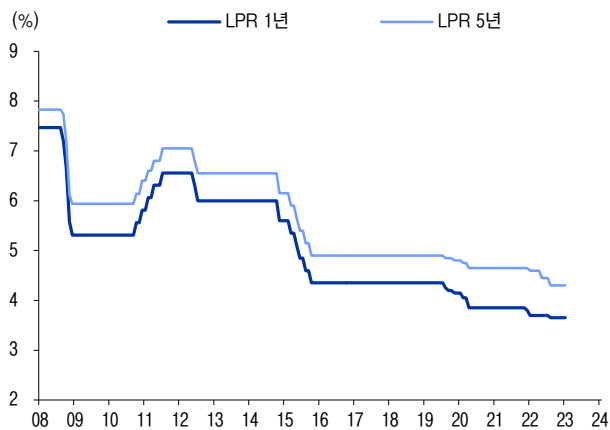
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

순이자마진 안정으로 이자이익에 긍정적 영향 예상

2022년 9월 누적기준 중국의 5대 국유은행(공상, 건설, 중국, 농업, 교통)의 평균 순이자마진은 1.96%로 2022년 연간 2.07%에 비해 11bp 하락했다. 2021년 중에도 NIM이 7bp 하락한 바 있는데 이는 코로나 국면 이후 경기침체 과정에서 단행된 정책금리(대출금리:LPR)의 지속적인 인하에 기인한다.

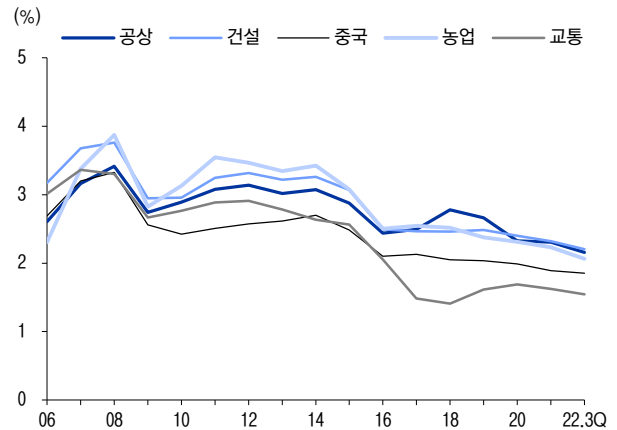
하지만 23년에는 리오프닝 과정에서 금리인하 사이클이 종료되면서 순이자마진은 안정화될 가능성이 높고, 이는 은행권 이자이익에 긍정적으로 작용할 전망이다. 현재 5대 은행의 이자이익 증가율은 6% 수준으로 코로나 이전의 8~9%에 비해 둔화된 상태이다.

그림140 중국 대출금리 추이



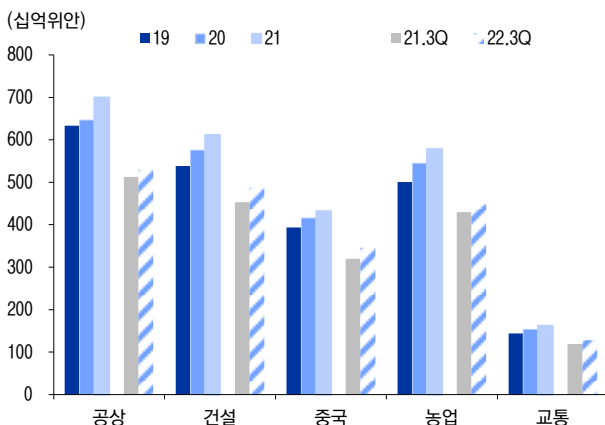
주: LPR(Loan Prime Rate): 18개 상업은행 대출우대금리. 인민은행이 취합해서 발표
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 중국 국유은행 순이자마진



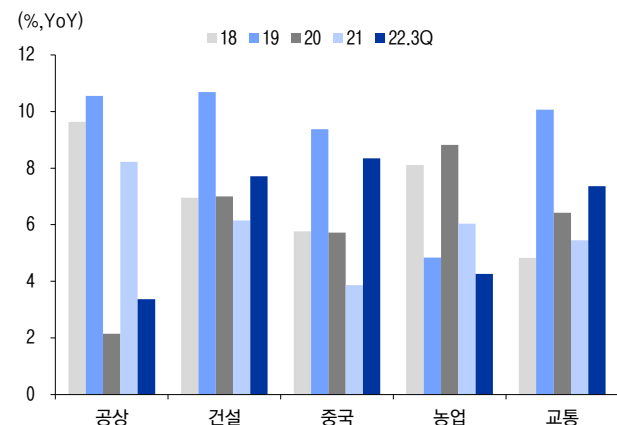
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 중국 국유은행 이자이익 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 중국 국유은행 이자이익 증가율



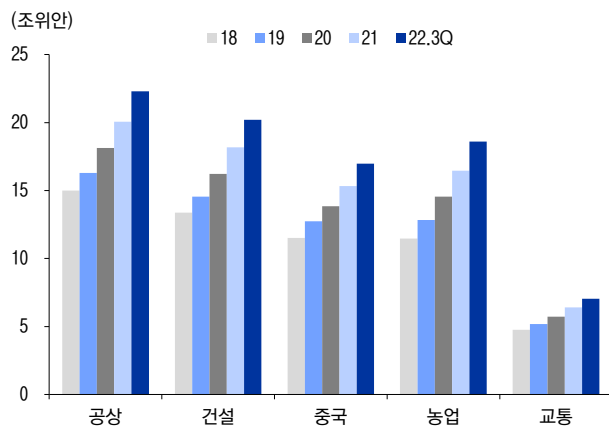
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

은행권 대출이 중국경제 내 자금공급 역할을 담당

중국 최대은행인 공상은행과 건설은행의 총대출 규모는 20조위안(3,700조원)을 상회하고 있으며 중국, 농업, 교통은행의 총대출 역시 평균 15조위안(2,800조원)에 달한다. 글로벌 초대형 은행임에도 중국 국유은행은 높은 대출성장세를 기록하고 있는데, 22년 9월말 5대 은행의 총대출 증가율은 평균 12.8%를 기록 중이다.

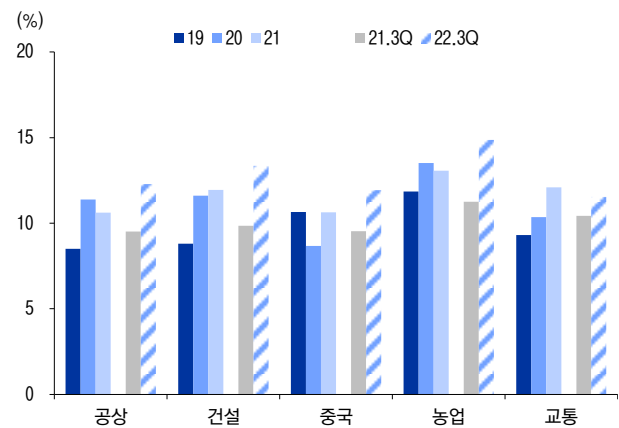
이는 국유은행이 중국 내 기업과 부동산 개발사업 등에 자금을 공급하는 역할을 담당하고 있기 때문이며 경기부진 환경에서도 오히려 대출성장률이 높게 나타나는 이유이다. 실제로 중국 은행권 대출증가율은 명목 GDP증가율을 지속 상회해왔다. 추세적인 NIM 하락에도 이자이익 증가세가 유지된 점 또한 은행권의 높은 대출성장률을 배경으로 꼽을 수 있다.

그림144 중국 국유은행 총대출 규모



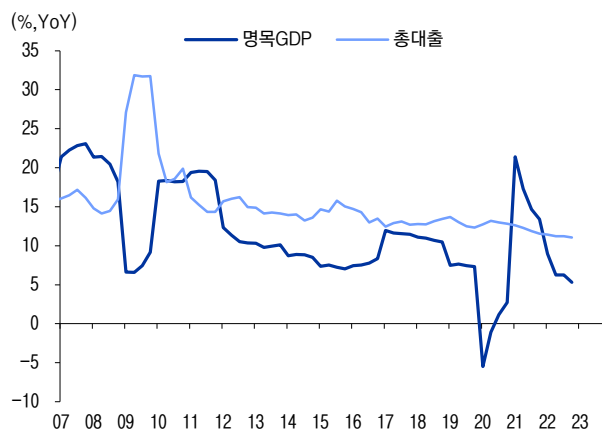
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림145 중국 국유은행 총대출 증가율



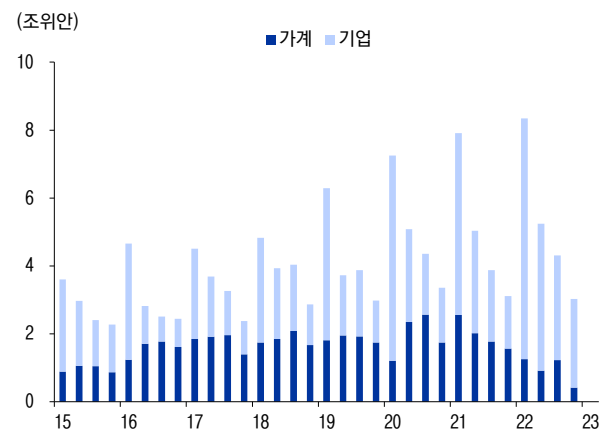
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림146 중국 명목 GDP와 은행권 총대출 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림147 중국 은행권 부문별 신규대출 규모



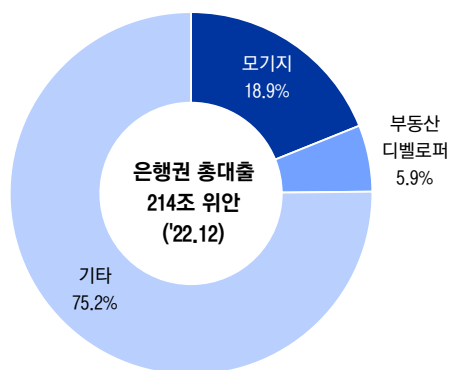
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

높은 대출성장세 유지될 전망

리오프닝 이후에도 중국 은행권의 대출증가율은 높게 유지될 것으로 예상된다. 경기여건 개선 시 통화완화 강도는 약화될 수 있으나 중소기업 등 여전히 재무건전성이 취약한 경제 주체들에 대한 자금공급 역할은 지속될 가능성이 높은데다 최근 부동산 규제완화 효과로 주택 및 건설관련 대출확대가 예상되기 때문이다.

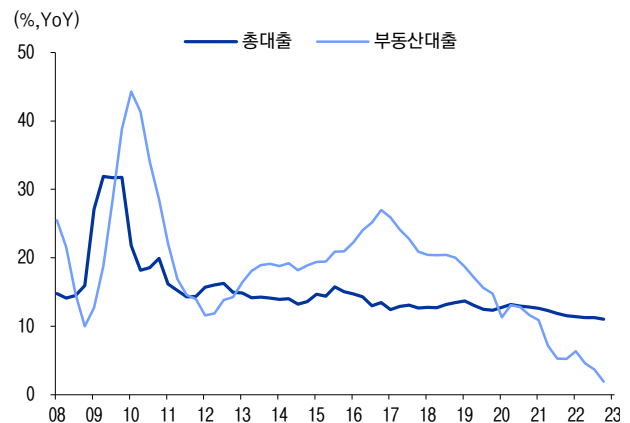
중국 은행권 총 대출 214조위안 가운데 부동산대출은 53조위안으로 1/4을 차지한다. 과도한 부동산버블에 대한 경계로 부동산 규제가 지속되면서 과거 20%를 상회하던 부동산 관련대출 증가율은 22년말 2% 수준까지 하락했다. 하지만 주택시장 침체가 코로나 봉쇄조치와 동시에 나타나면서 미분양 급증 등 사회전반의 문제로 대두되었고, 이를 해결하기 위해 최근 중국 정부는 부동산시장 정책을 규제완화 기조로 선회했다. 낮아진 금리수준과 경기 회복, 부동산시장 부양책은 가계 모기지과 부동산 디벨로퍼 관련 대출수요 확대에 나타날 가능성이 높다.

그림148 중국 은행권 총대출과 부동산 대출 구성



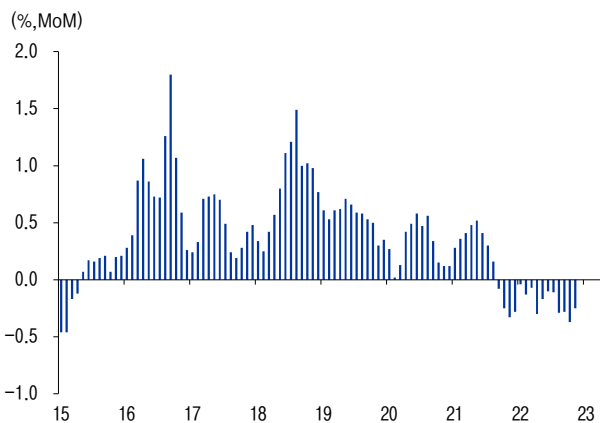
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림149 총대출과 부동산대출 증가율



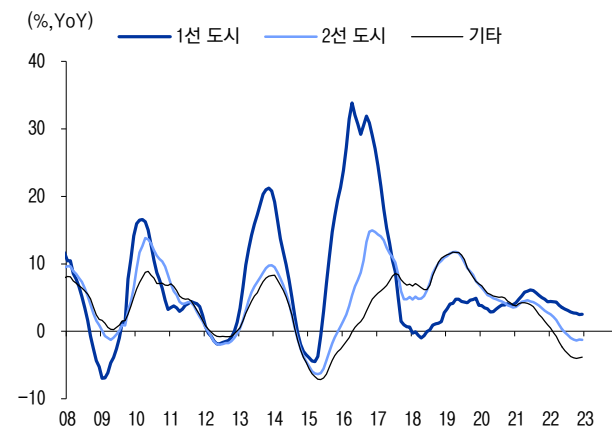
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림150 70 개도시 신규 주택가격 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림151 중국 지역별 주택가격 증가율



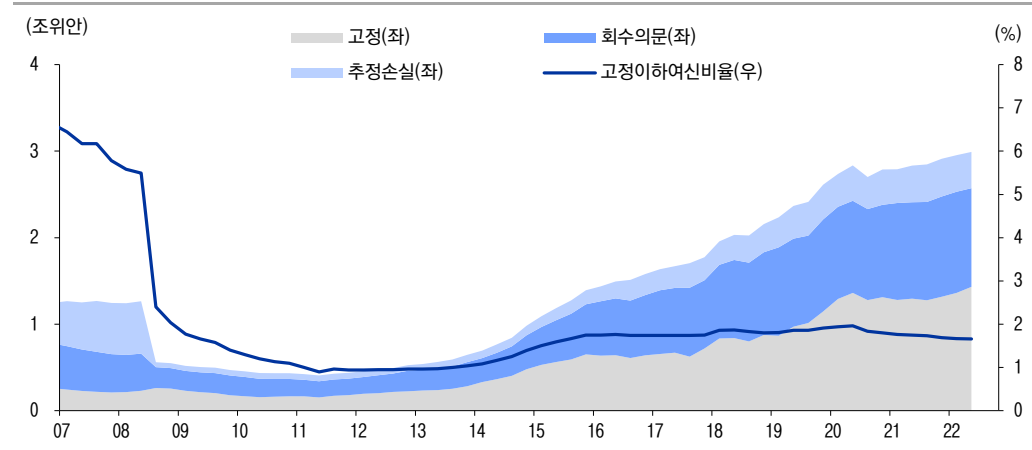
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

자산건전성 우려, 추가 확대되지는 않을 것으로 예상

중국 주요 은행주의 예상 ROE는 평균 11%에 달한다. 반면 PBR은 0.45배로 글로벌 은행 중 한국 은행과 함께 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 이는 중국의 과중한 기업부채와 부동산시장 불안으로 대표되는 은행권 자산건전성 우려가 주가에 반영되어 있기 때문인 것으로 우리는 파악하고 있다.

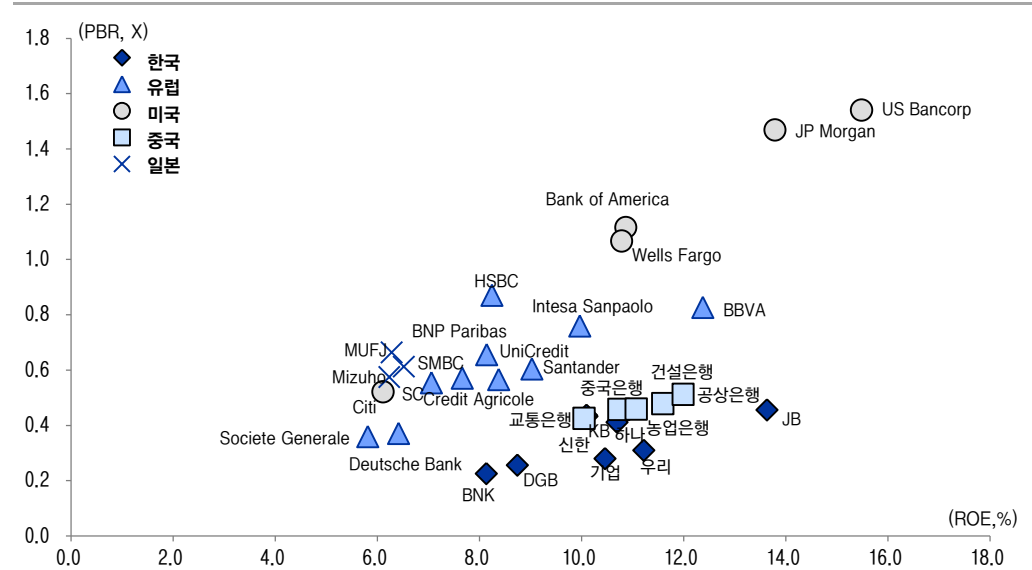
실제로 중국 은행권의 부실채권 총액은 지속 증가하고 있으며 22년 3분기말 약 3조위안 수준을 기록 중이다. 5년전 대비 규모가 두배 가량 늘었는데 특히 연체가 누적된 회수의문이나 추정손실 위주로 부실이 확대되었다. 하지만 이는 앞서 살펴본대로 총대출 규모가 지속 확대되면서 NPL이 동반 증가하는 구조이며, 총여신 대비 고정이하여신(NPL비율)의 경우 2% 미만에서 안정적으로 유지되고 있다.

그림152 중국 은행권 부실채권 추이



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림153 글로벌 은행주 밸류에이션



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대형은행 대손부담 크지 않아

특히 대형은행에 한정해서 본다면 자산건전성 우려가 확대될 가능성은 낮다고 판단한다. 중국 은행권은 규모에 따라 크게 4가지로 분류할 수 있는데, 초대형 국유은행인 대형 상업은행(Large Commercial Banks), 주식제상업은행(Share Holding Banks), 도시상업은행(City Commercial Banks), 지방상업은행(Rural Commercial Banks)으로 나뉜다.

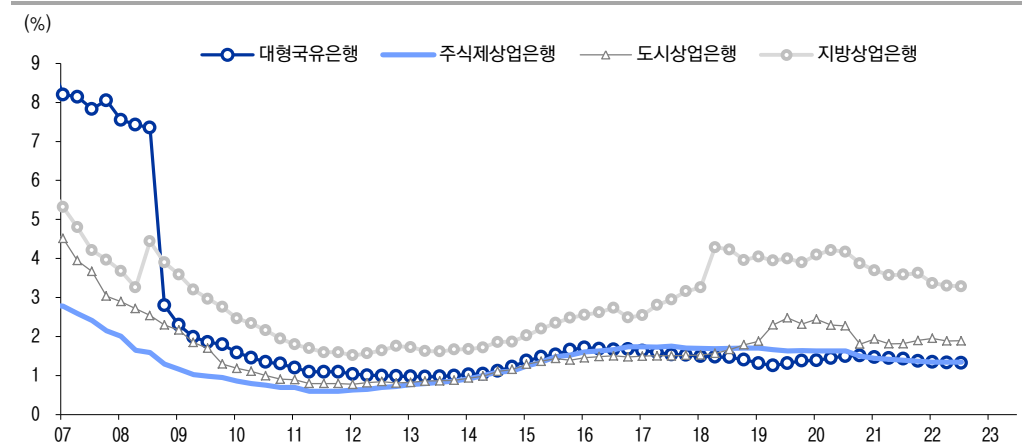
대형상업은행과 주식제상업은행은 주식시장에 상장되어 있으며 도시상업은행과 지방상업은행은 조합형태의 비상장 은행이다. 업권별로 고정이하여신비율을 살펴보면 도시상업은행과 지방상업은행이 전체 은행권 NPL상승을 주도하고 있으며, 대형 은행의 경우 경기부진에도 상대적으로 매우 양호한 자산건전성 추이를 보이고 있다. 실제로 대형 상업은행과 주식제상업은행 모두 NPL비율은 22년 9월말 1.3% 수준까지 지속 하락했다.

도시상업은행과 지방상업은행의 고정이하여신비율은 각각 1.9%, 3.3%로 상대적으로 높은 수준이며 코로나 국면을 거치며 비교적 크게 상승했다. 규모가 작고 재무건전성이 취약한 중소기업이나 지방 부동산경기 부진이 배경으로 작용했을 것으로 파악된다. 다만 2021년 이후로는 도시상업은행과 지방상업은행 모두 추가적인 자산건전성 악화는 나타나지 않고 있다.

향후 리오프닝과 경기회복, 부동산 규제완화 효과를 감안하면 중국 은행권 건전성 부담은 완화될 가능성이 높다고 판단한다. 특히 대형은행의 경우 충분한 대손충당금을 적립을 통해 손실흡수능력을 확보하고 있어 우려가 낮다. 5대 국유은행 평균 NPL 커버리지비율은 220% 수준이며 농업은행의 경우 300%에 달한다. 2020년 코로나 직후 일시적으로 하락했으나 전반적으로 상승추세를 보이고 있다.

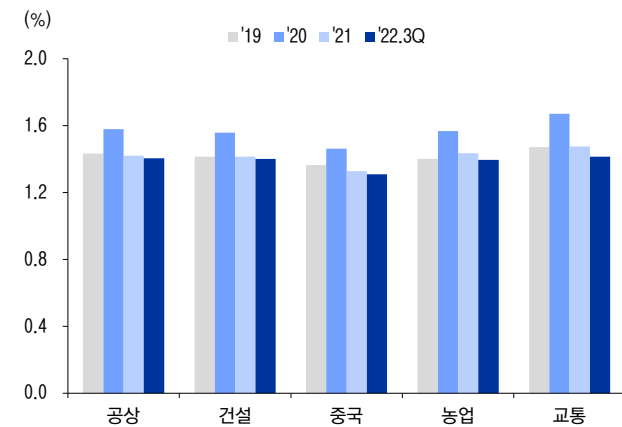
2022년 3분기 누적기준 5대 은행의 대손비용률은 평균 95bp를 기록 중이다. 2019~21년과 동일한 수준인데 경기침체 과정에서도 대형은행의 충당금 부담은 크게 증가하지 않았다. 향후에도 대형은행의 대손을 흐름은 안정적인 가능성이 높다고 판단한다.

그림154 중국 은행권 부실채권비율 추이



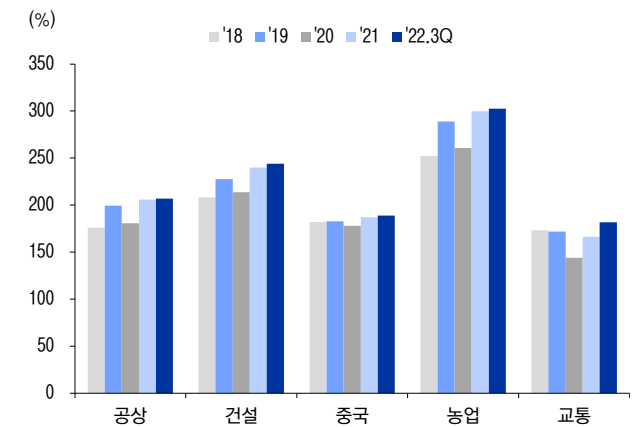
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림155 중국 국유은행 고정이하여신비율



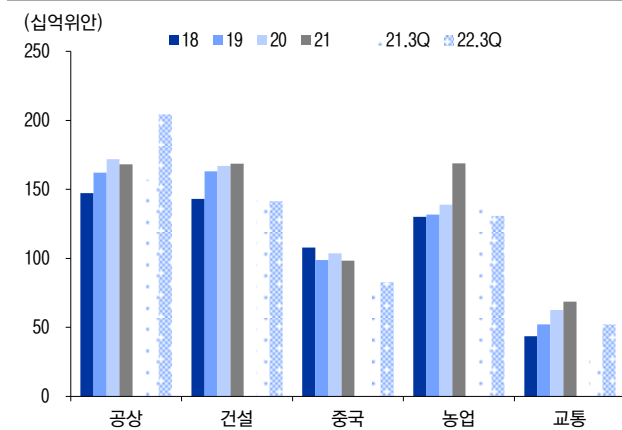
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림156 중국 국유은행 총당금 커버리지비율



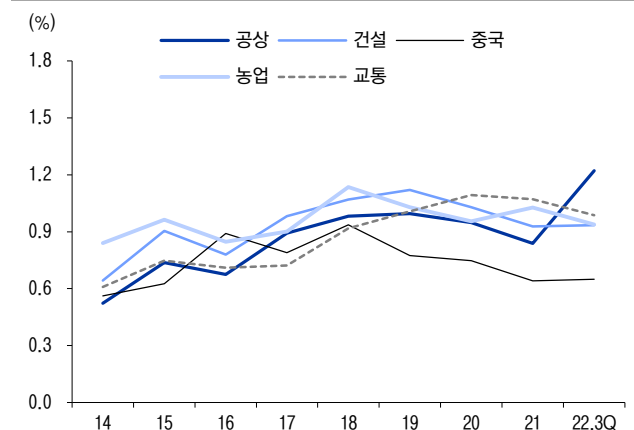
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림157 중국 국유은행 대손비용 추이



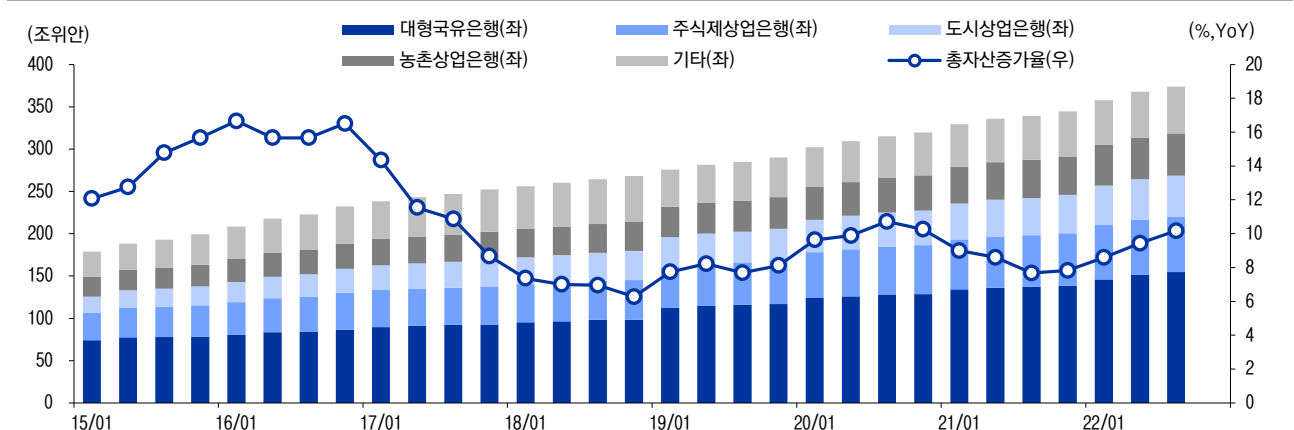
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림158 중국 국유은행 대손비용률



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림159 중국 은행권 총자산 규모와 증가율



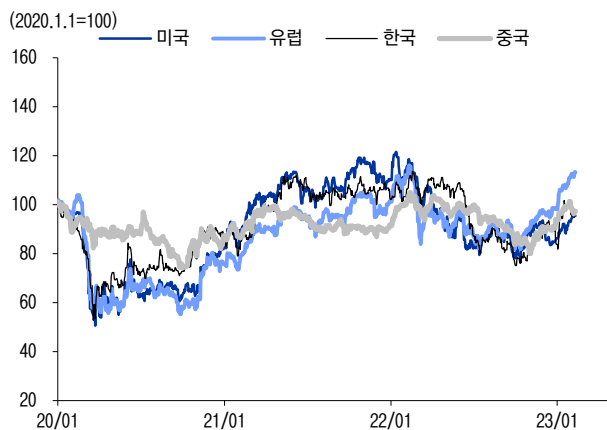
자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 은행주 반전 기대. 대형은행 위주 접근 권고

중국 은행주의 경우 미국, 유럽 등 주요국 은행주와 대체로 비슷한 주가흐름을 보여왔다. 다만 2021~22년 글로벌 경기회복과 금리인상 기조에서 선진국 은행주가 큰 폭으로 상승하는 구간에서도 횡보흐름을 보여왔고, 이후 조정구간에서도 뚜렷하게 차별화되는 모습을 보이지 못하고 있다. 시장대비 수익률을 보면 중국 은행주의 경우 주요국 은행주 가운데 가장 저조한 모습인데 리오프닝 기대감이 중국 증시에는 반영된 반면 지속적인 금리인하와 부동산시장 부진이 은행주에는 부정적으로 작용한 영향으로 풀이된다.

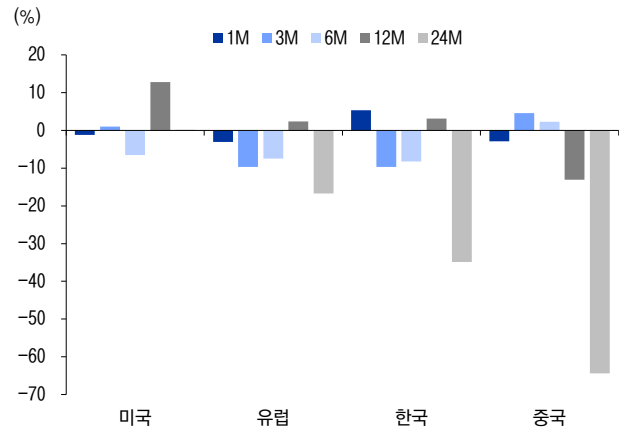
하지만 실제로 리오프닝이 본격화되고 금리인하 기조가 일단락될 경우 은행주 주가는 반전의 계기를 마련할 것으로 예상된다. 적어도 22년 대비 23년 경기전망이 긍정적이라는 측면에서 실적과 수익성 개선이 예상되고 글로벌 은행주 대비로도 상대적으로 우수한 성과를 기대해 볼 수 있다. 자산건전성 우려는 중국 은행권이 장기적으로 풀어야 할 과제이나 대형 국유은행에 한정해서 본다면 리스크가 확산될 가능성은 극히 낮아 보인다.

그림160 주요국 은행업지수 상대주가



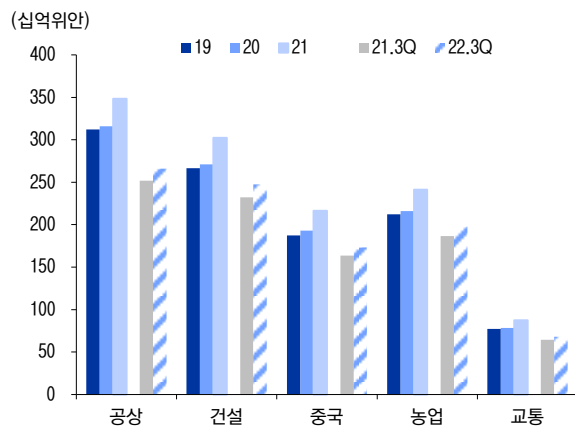
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 중국 은행주는 5대 국유은행 주가 평균

그림161 주요국 은행주 시장대비 상대수익률



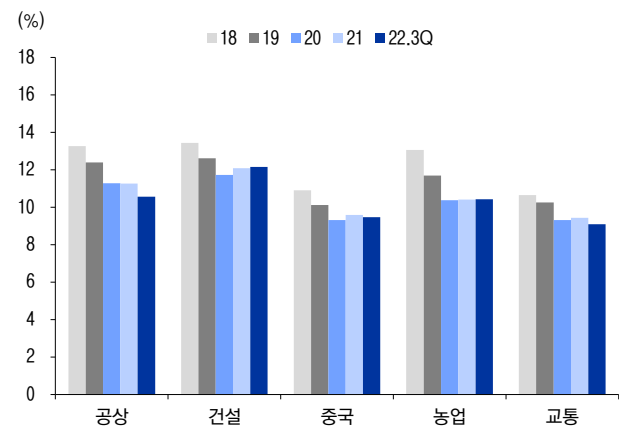
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 중국 은행주는 5대 국유은행 주가 평균

그림162 중국 국유은행 순이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림163 중국 국유은행 ROE 추이



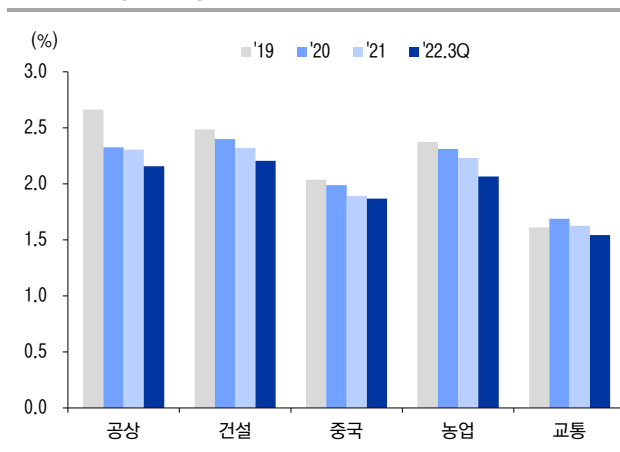
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

공상은행과 건설은행 선호, 수익성과 안정성 견비

대형은행 가운데서는 공상은행과 건설은행의 투자매력도가 높다고 판단한다. NIM의 절대 수준이 높아 수익성 확보에 유리한데다 건전성지표도 양호한 수준을 보이고 있기 때문이다. 중국은행과 교통은행의 경우 충당금 커버리지 비율이 상대적으로 낮고, 농업은행은 NIM 수준이 30bp 가량 낮게 형성되어 있다. 이로 인해 공상은행과 건설은행의 ROE는 11% 수준으로 10% 미만인 나머지 은행에 비해 높다.

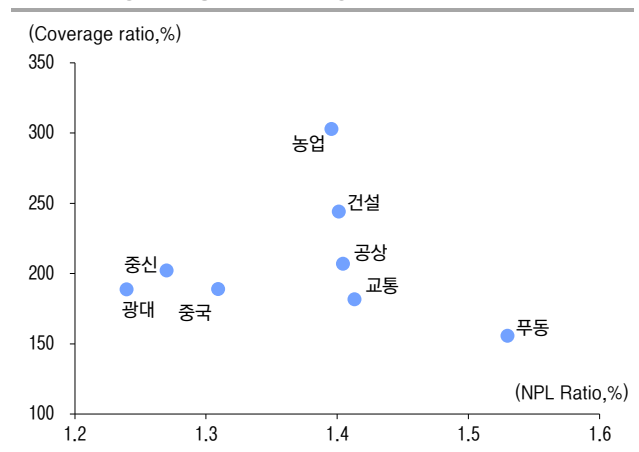
또한 보통주자본비율의 경우도 유일하게 13% 이상을 유지하고 있어 향후 대손부담이 증가하거나 실적 변동성이 커진다고 해도 재무안정성 유지가 가능한 장점이 있다. 충분한 자본버퍼를 바탕으로 안정적인 배당을 기대할 수 있어 배당투자 관점에서도 긍정적 접근이 가능하다. 참고로 중국 대형은행의 배당성향은 일정하게 30% 수준에서 유지되고 있으며, 평균 6%대 배당수익률을 기대할 수 있다.

그림164 중국 은행별 순이자마진 비교



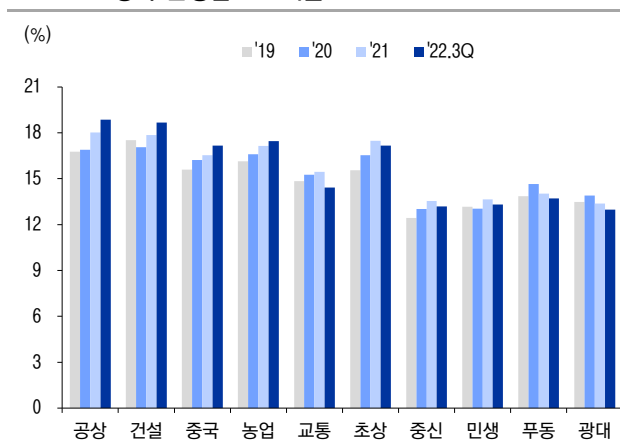
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림165 중국 은행별 자산건전성 비교



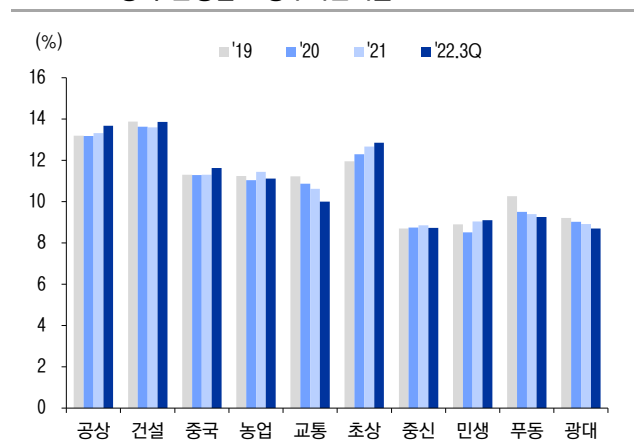
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림166 중국 은행별 BIS 비율



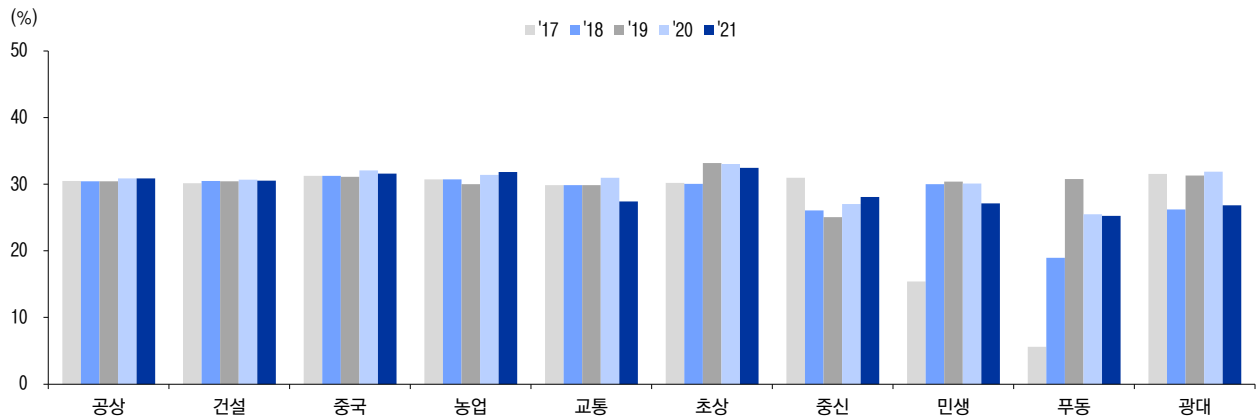
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림167 중국 은행별 보통주자본비율



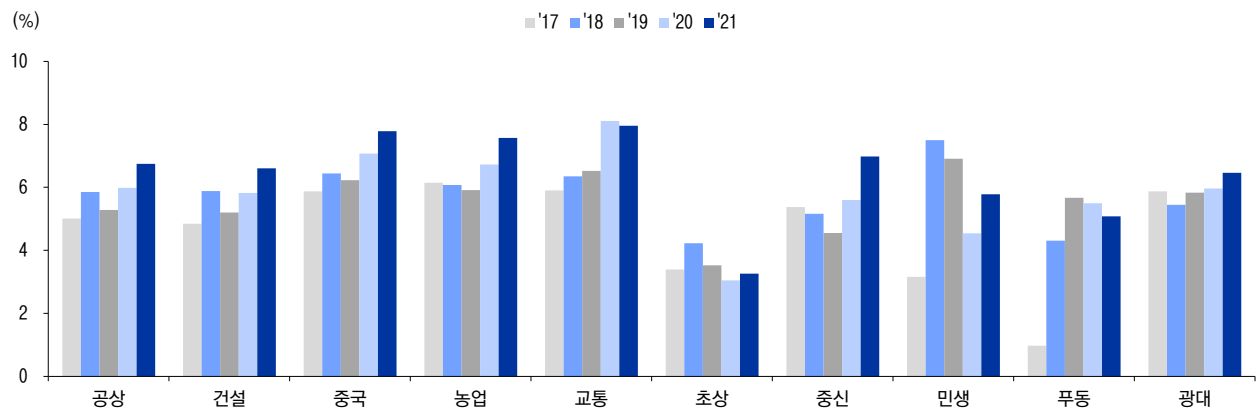
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림168 중국 은행별 배당성향



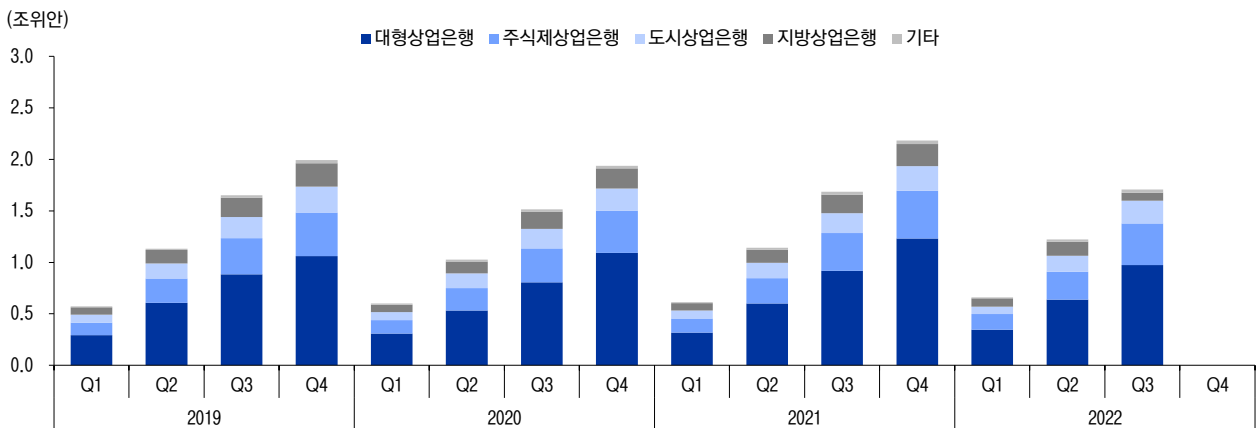
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림169 중국 은행별 배당수익률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림170 중국 은행권 누적 합산순이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

프로야 (603605 CH)	80
F&F (383220)	84
LVMH (MC FP)	89
공상은행 (601398 CH)	93

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
프로야	Not Rated	Not Rated
F&F	Buy(유지)	230,000 원(유지)
LVMH	Not Rated	Not Rated
공상은행	Not Rated	Not Rated

프로야 (603605. CH)

봉쇄가 뭐예요? 먹는 건가요?

2022년 봉쇄에도 호실적 지속

프로야의 2022년 3분기 매출액은 YoY 22.1% 증가한 13.4억위안, 영업이익은 YoY 26.1% 증가한 2.2억 위안으로 2022년 내내 봉쇄 영향에도 양호한 실적을 이어갔다. 동사의 2022년 4분기 실적은 공시 전이지만, 지난 광군제 행사에서 좋은 성과를 거뒀다는 점을 고려하면(기초 부문 프로야 6위, 색조 부문 차이탕 10위), 연간 실적도 양호하게 마무리했을 것으로 추정된다. 2022년 화장품 업종 내 원가 상승에 대한 압박이 있었고 메인 브랜드인 Proya의 자체 생산 비중은 80% 수준으로 높은 편임에도 3Q22 프로야의 매출총이익률은 72.0%로 전년동기대비 5.9%p 상승했다. 이는 온라인 직판 비중 증가와 동사의 히트 제품인 에센스 카테고리 확대 등에 따른 것이다. 동사는 꾸준히 온라인 채널에 집중해, 2022년 3분기 영업이익률도 YoY 0.5%p 개선된 16.5% 수준을 기록해 긍정적이었다. 온라인 채널별로 보면 3Q22 티몰 45%, 더우인 15%, 징동 10% 등이었으며 이는 2022년 상반기와 비슷한 흐름을 이어갔다.

최근 동사의 온라인 판매에서 눈에 띄는 점은 KOL을 통한 방송이 아닌 자체 방송을 늘려가고 있다는 점이다. 2022년 3분기 누적으로 더우인 내 프로야 브랜드의 자체 방송 비율은 60% 수준으로 효율적 마케팅 집행을 위한 노력이 지속되고 있다. 이와 더불어 차이탕 브랜드의 흑자전환도 고무적이었는데, 1~3분기 누적으로 매출액은 110% 이상 증가한 3.4억위안을 기록했고 2022년 상반기 BEP 도달에 이어 안정적인 수익성을 증명했다. 프로야는 2020년부터 1억 위안 이상의 매출액 규모를 가진 슈퍼 단일 제품 위주에 집중하자는 대형 단일 품목(大单品) 전략을 펼치고 있는데, 프로야 브랜드 다음으로 성과를 보여줄 성장 동력을 확보한 상황이다.

중국 화장품 시장 트렌드에 가장 잘 부합

프로야의 주가는 2022년 상반기 봉쇄로 인해 일시적 부진을 겪었던 시기를 제외하면 꾸준히 우상향 해 왔다. 과거 채널 확장 위주로 시장을 공략했던 중국 로컬 브랜드 업체들이 점차 브랜드 리빌딩과 타겟 마케팅으로 젊은 세대의 소비를 이끌어 내고 있고, 프로야는 이와 관련 선봉장 역할을 하고 있다. 2023년 컨센서스 예상 실적 기준 P/E Multiple은 67.5배에 달하지만, 업종 내 1)중국 리오프닝, 2)자국 브랜드 선호, 3)온라인 강세 트렌드에 가장 잘 부합하는 종목이라 판단한다.

Financial Data

(억위안)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (위안)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	17.8	2.6	2.4	2.0	0.9	27.5	292.4	22.1	16.7	3.9	19.9
2018	23.6	3.8	3.9	2.9	1.0	10.8	410.9	30.6	19.7	5.2	18.2
2019	31.2	4.5	4.6	3.9	1.4	36.1	499.2	44.9	33.6	8.7	21.1
2020	37.5	5.4	5.5	4.8	1.7	20.9	594.2	75.1	58.4	14.9	21.5
2021	46.3	6.7	6.7	5.8	2.1	21.1	736.5	72.6	54.9	14.5	21.9

자료: 프로야, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2023. 2. 14

유통/인터넷/플랫폼

Analyst 오린아

02-3779-0053

lina.oh@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	Not Rated
------	-----------

현재주가	180.09 CNY
------	------------

블룸버그 컨센서스 목표주가	191.49 CNY
----------------	------------

Stock Data

거래소	상해증권거래소
SSE (2/13)	3,284.16 pt
시가총액	511 억위안
발행주식수	283,520 천주
52 주 최고가/최저가	185.34/110.79 CNY
90 일 일평균거래대금	23,916 만위안
기관투자가 유통주식	48.0%
배당수익률(21.12)	0.35%
SSE 대비 상대수익률	1 개월 3.8%
	6 개월 4.2%
	12 개월 57.9%
주주구성	Hou Juncheng 34.5%
	HONG KONG SECURITIES 23.1%
	Fang Yuyou 15.7%

Stock Price

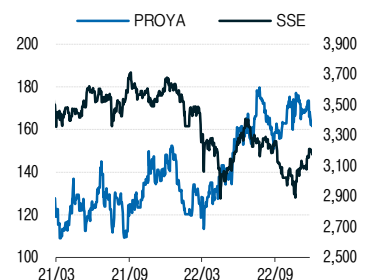
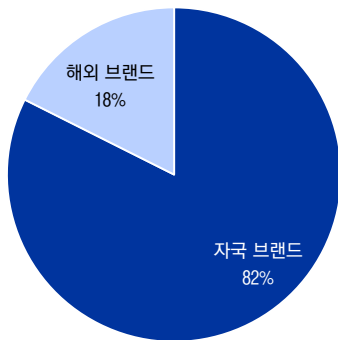
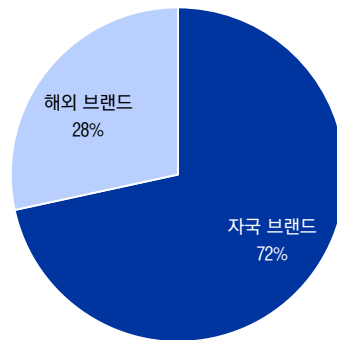


그림171 한국: 자국/해외 브랜드 비중



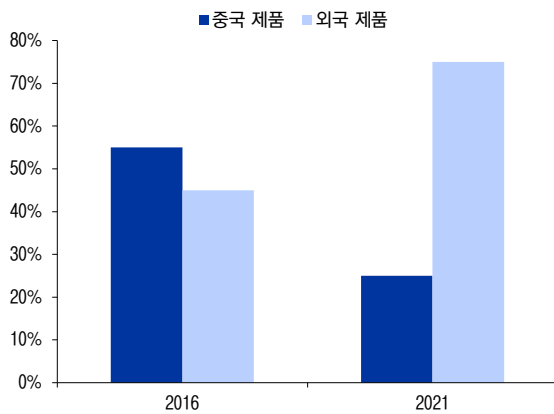
자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림172 일본: 자국/해외 브랜드 비중



자료: Frost & Sullivan, 이베스트투자증권 리서치센터

그림173 2021년 중국 및 수입제품 검색어 점유율



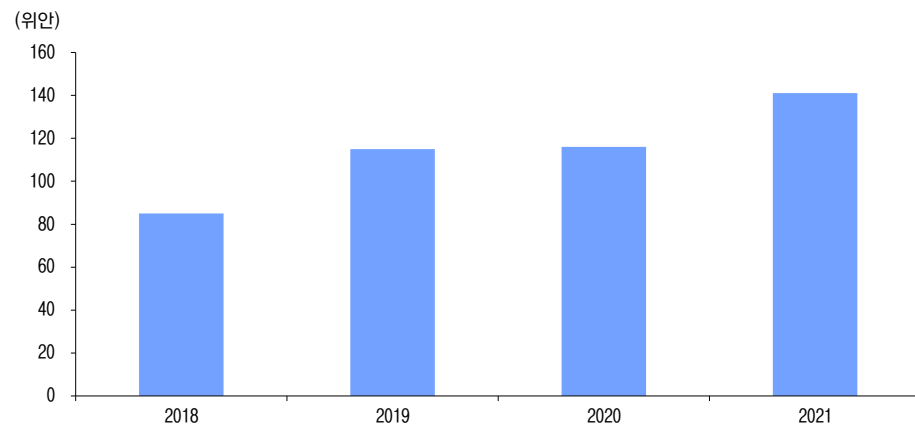
자료: Baidu, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 귀차오 관련 10대 이슈

순위	검색 내용
1	국산 디지털
2	국산 패션
3	국산 화장품
4	국산 영화
5	국산 만화
6	국산 음악
7	국산 문학
8	국산 음식
9	문화 유산
10	첨단 기술

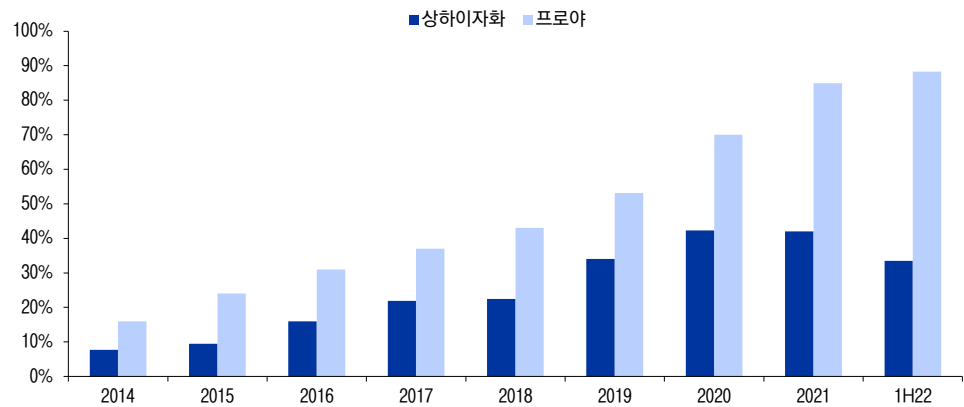
자료: Baidu, 이베스트투자증권 리서치센터

그림174 프로야 객단가 추이: 꾸준히 상승 중



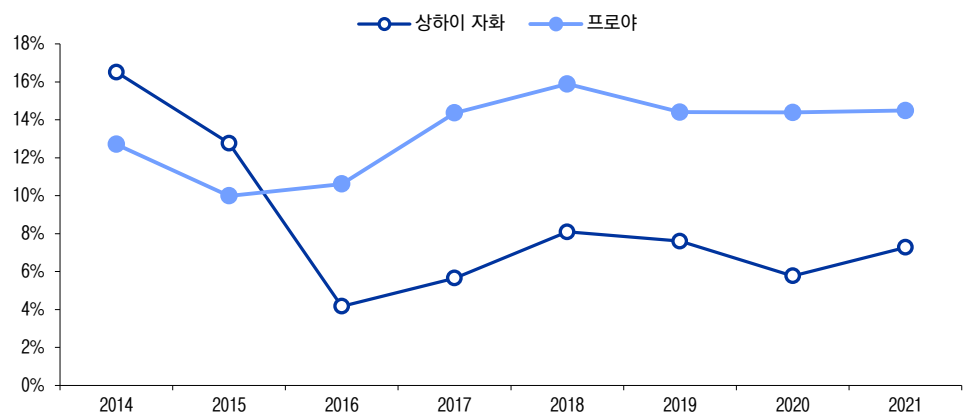
자료: 프로야, 이베스트투자증권 리서치센터

그림175 상하이자화 vs. 프로야 온라인 매출액 비중 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림176 상하이자화 vs. 프로야 영업이익률 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

프로아 (603605 CH)

재무상태표

(억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	14.7	18.2	19.1	23.4	31.6
현금 및 현금성자산	11.9	11.3	11.7	14.0	23.8
매출채권 및 기타채권	0.5	1.0	2.0	2.9	1.4
재고자산	1.9	2.3	3.1	4.7	4.5
기타유동자산	0.2	3.4	1.6	0.7	0.8
비유동자산	8.4	10.4	10.7	12.9	14.7
관계기업투자 등	0.0	0.0	0.7	0.9	1.3
유형자산	7.7	9.6	9.0	9.2	10.6
무형자산 및 기타	0.7	0.8	1.0	2.8	2.9
자산총계	23.0	28.6	29.8	36.4	46.3
유동부채	7.6	10.3	8.7	11.3	10.2
매입채무 및 기타채무	3.8	6.5	5.8	7.3	6.4
단기금융부채	3.1	3.0	2.6	3.6	2.8
기타유동부채	0.8	0.8	0.4	0.3	1.0
비유동부채	0.8	1.3	0.3	0.3	7.2
장기금융부채	0.3	0.9	0.0	0.0	7.0
기타비유동부채	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
부채총계	8.5	11.6	9.1	11.6	17.5
지배주주지분	14.6	16.9	20.3	23.9	28.8
자본금 및 주식발행초과금	9.8	10.1	10.0	10.0	10.0
이익잉여금	4.8	7.0	10.1	13.7	18.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.4	0.9	0.1
자본총계	14.6	17.0	20.7	24.8	28.9

현금흐름표

(억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	3.1	5.0	2.3	3.2	8.2
당기순이익(손실)	2.0	2.9	3.9	4.8	5.8
감가상각&무형자산상각	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7
기타비현금항목조정	0.3	0.5	0.5	0.7	1.0
연전자본 변동	0.4	1.3	-2.7	-2.7	0.7
투자활동 현금	-0.9	-4.5	-0.6	0.1	-3.4
고정&무형자산 변동	-0.8	-2.3	-1.6	-1.8	-1.9
장기투자순변동	0.0	0.0	-	-	-0.7
인수 등으로 인한 순현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	-2.2	1.0	2.0	-0.8
재무활동 현금	5.7	-0.1	-2.0	-0.3	5.0
배당금의 지급	0.0	-0.6	-0.9	-1.2	-1.4
차입금의 증가(감소)	-1.2	0.3	-1.3	0.8	6.5
자본의 증가(감소)	7.2	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
중단사업 현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 프로아, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	17.8	23.6	31.2	37.5	46.3
매출원가	6.8	8.5	11.3	13.7	15.5
매출총이익	11.0	15.1	20.0	23.8	30.8
판매비 및 관리비	7.6	10.3	13.9	16.6	21.9
영업이익	2.4	3.9	4.6	5.6	6.7
(EBITDA)	2.9	4.1	5.0	5.9	7.4
세전계속사업이익	2.4	3.9	4.6	5.5	6.7
당기순이익	2.0	2.9	3.9	4.8	5.8
매출총이익률 (%)	61.7	64.0	64.0	63.6	66.5
영업이익률 (%)	14.4	15.9	14.4	14.4	14.5
EBITDA 마진률 (%)	16.4	17.4	16.0	15.8	15.9
당기순이익률 (%)	11.1	12.1	12.7	12.7	12.7
ROA (%)	10.6	11.1	13.4	14.4	13.9
ROE (%)	19.9	18.2	21.1	21.5	21.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
투자지표 (x)					
P/E	22.1	30.6	44.9	75.1	72.6
P/B	3.9	5.2	8.7	14.9	14.5
EV/EBITDA	16.7	19.7	33.6	58.4	54.9
배당수익률 (%)	-	0.7	0.5	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	9.8	32.4	32.3	20.1	23.5
영업이익	48.6	46.5	19.9	19.9	24.4
세전이익	37.7	60.7	17.6	20.0	22.0
당기순이익	30.1	43.9	38.8	19.7	24.0
EPS	27.5	10.8	36.1	20.9	21.1
주당지표 (위안)					
EPS	0.9	1.0	1.4	1.7	2.1
BPS	5.2	6.1	7.2	8.5	10.2
DPS	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6

F&F (383220)

핀 중국 수혜주

2023. 2. 14 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02-3779-8431

jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

락다운 때도 좋았지만

F&F의 2023년 1분기 예상 실적은 매출액 4,948억원(+13.2% YoY), 영업이익 1,464억원(+8.8% YoY, OPM 29.6%)으로 전망된다. 전 분기 선제적인 출고 조정을 진행했던 결과, 1~2월 중국 대리상들의 보유 재고가 빠르게 줄고 있다.

[MLB 국내] 1분기 내수 매출액 764원(+4.4%), 면세 매출액 578억원(-14.5%)을 기록할 전망이다. 면세 채널 역성장 폭은 매 분기를 거듭하면서 개선되고 있다 (2Q22 -38%→3Q22 -24%→4Q22 -15%). 키즈 매출액은 345억원(+15.1%)으로 전년 높은 기저에도 불구하고 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다. 12월 말 기준 MLB 국내 매장 수는 205개(+8개점 YoY), 키즈 매장 수는 104개이다.

[Discovery] 매출액 1,201억원(+8.2%)을 기록하겠다. 디스커버리는 작년 아웃도어 의류 업황 호조로 역대급 실적을 달성했기에 올해 기저 부담을 고려할 필요가 있다. 12월 말 기준 국내 매장 수는 총 278개이다(+21개점 YoY).

[MLB 중국] 매출액 1,753억원(+16.2%)을 달성할 전망이다. 오프라인 매출액은 1,549억원, 온라인 매출액은 204억원으로 각각 YoY +15.7%, +20.0% 성장할 전망이다. 12월 말 기준 중국 MLB 매장 수는 865개(대리점 797개, 직영점 68개; 팝업 제외 시 840개)이다.

[MLB 홍콩] 매출액 123억원(+18.1%)을 기록하며 두 자릿수 성장세를 이어갈 전망이다. 12월 말 기준 매장 수는 홍콩 11개, 마카오 3개, 대만 17개이다.

투자의견 Buy, 목표주가 230,000원 유지

F&F에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 230,000원을 유지하며, 업종 내 Top-Pick으로 매수 추천한다. 1)밸류에이션: 목표주가는 Target P/E 17배를 적용하여 산출하였으며, 당사 예상 실적 기준 12MF P/E 10배에 거래 중으로 충분한 주가 리레이팅 가능성이 있다. 2)중국 수혜주: 중국 리오프닝에 따른 큰 폭의 실적 개선이 기대된다. 2023E 중국 매출액은 8,415억원(+44.9%), MLB 면세 매출액은 2,989억원(+25.1%)로 추정한다. 중국 사업 시작 초기보다 절대적인 성장률은 뒤떨어지지만 여전히 높은 성장률이며, 부진한 업황 속 호실적과 모멘텀을 두루 갖춘 유일한 기업이다. 3)사업 확장: MLB 싱가포르(싱가폴·말레이시아·인도네시아) 사업 확대, MLB 필리핀·캄보디아 추가 진출, Sergio Tacchini 아시아권 확장, 테일러 메이드, 엔터 사업 시작(SBS 8인조 걸그룹 오디션 유니버스 티켓) 등 기대할 거리가 넘친다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	230,000 원
현재주가	151,100 원
상승여력	52.2 %

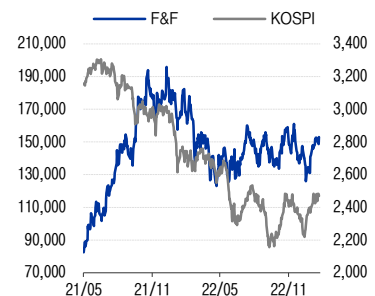
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (2/13)	2,452.7pt
시가총액	57,882 억원
발행주식수	38,707 천주
52 주 최고가/최저가	182,400 / 123,000 원
90 일 일평균거래대금	283.35 억원
외국인 지분율	13.0%
배당수익률(22.12P)	0.7%
BPS(22.12P)	22,860 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 10.8%
	6개월 4.0%
	12개월 -6.1%
주주구성	F&F 홀딩스 (외 10인) 59.4%
	국민연금공단 (외 1인) 7.3%
	자사주 (외 1인) 0.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	1,482	424	431	312	8,167	-	351	23.1	21.6	13.2	-
2022P	1,809	522	534	386	10,077	23.4	579	15.0	10.3	6.6	54.2
2023E	2,265	678	732	530	13,823	37.2	730	10.9	7.6	4.2	47.3
2024E	2,690	817	871	631	16,441	18.9	855	9.2	5.9	3.0	38.0

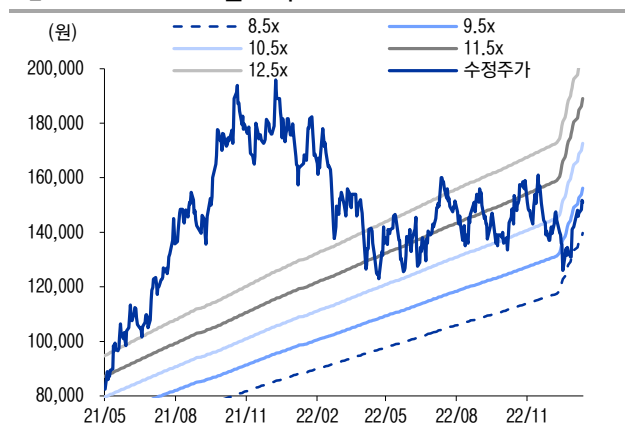
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표18 F&F 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	437.1	371.4	441.7	558.9	494.8	496.6	577.1	696.7	1,482.1	1,809.1	2,265.2
국내	280.8	246.0	222.9	381.5	293.1	289.6	259.1	453.3	1,065.6	1,131.2	1,295.2
MLB 내수	70.0	67.6	62.4	76.0	76.4	73.9	67.1	90.2	222.1	276.0	307.6
MLB 면세	67.6	57.9	51.5	62.0	57.8	82.0	71.0	88.2	299.4	239.0	298.9
MLB 키즈	30.0	21.1	27.5	32.0	34.5	25.4	31.5	37.1	94.9	110.6	128.5
디스커버리	111.0	96.7	79.0	205.0	120.1	103.6	85.0	231.2	439.1	491.7	539.9
해외	161.3	118.9	217.2	146.3	194.6	198.6	307.1	231.7	424.5	643.6	932.0
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.3	17.3	12.3	14.1	13.5	20.5	42.2	50.7	60.4
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	120.6	175.3	176.6	285.6	204.1	382.4	580.7	841.5
- 오프라인	133.8	89.6	188.5	88.6	154.9	151.6	268.5	154.7	321.5	500.5	729.6
(1)대리점	124.5	85.2	176.5	72.3	143.4	145.7	253.5	135.1	299.5	458.5	677.7
매장 수	539	656	728	797	857	927	997	1,030	474	797	1,030
(2)직영점	9.3	4.4	12.0	16.3	11.4	5.9	15.0	19.6	22.0	42.0	51.9
매장 수	23	25	41	68	68	69	69	70	22	68	70
- 온라인(티몰)	17.0	17.6	13.5	32.0	20.4	25.0	17.1	49.4	61.5	80.1	111.9
매출액 YoY (%)	57.4	18.9	34.3	-0.8	13.2	33.7	30.7	24.7	76.9	22.1	25.2
국내	23.3	1.7	12.7	-4.2	4.4	17.7	16.2	18.8	33.4	6.2	14.5
MLB 내수	57.7	28.5	40.9	-5.9	9.2	9.3	7.5	18.7	6.4	24.3	11.5
MLB 면세	3.4	-38.1	-23.6	-15.2	-14.5	41.6	37.8	42.2	84.4	-20.2	25.1
MLB 키즈	39.5	17.9	17.0	0.0	15.1	20.4	14.5	15.9	50.4	16.5	16.2
디스커버리	18.5	28.1	30.6	-2.1	8.2	7.1	7.6	12.8	22.0	12.0	9.8
해외	170.3	69.7	66.0	-10.8	20.6	67.1	41.4	58.4	334.8	51.6	44.8
MLB 홍콩	2.4	22.6	26.2	28.1	18.1	20.6	19.5	18.7	82.4	20.2	19.2
MLB 중국	204.7	77.1	65.7	-19.8	16.2	64.7	41.4	69.3	413.0	51.9	44.9
- 오프라인	242.2	86.7	66.8	-27.1	15.7	69.2	42.4	74.7	768.8	55.7	45.8
(1)대리점	242.0	91.9	63.4	-34.7	15.2	71.0	43.6	86.9	826.4	53.1	47.8
(2)직영점	244.4	22.2	140.0	51.9	23.1	33.5	25.2	20.5	370.5	90.7	23.8
- 온라인(티몰)	63.5	38.6	36.4	12.3	20.0	42.0	26.8	54.4	63.9	30.2	39.7
영업이익	134.6	95.0	138.4	154.5	146.4	136.7	188.1	207.2	424.1	522.4	678.4
영업이익 YoY (%)	94.5	25.9	44.5	-15.9	8.8	44.0	35.9	34.1	246.1	23.2	29.8
OPM (%)	30.8	25.6	31.3	27.6	29.6	27.5	32.6	29.7	28.6	28.9	29.9

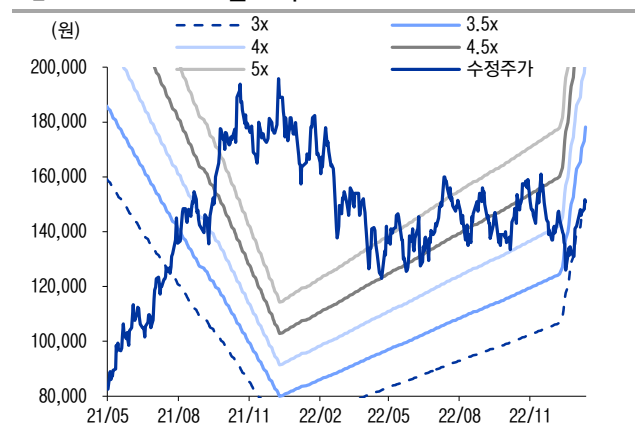
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림177 F&F PER 밴드 차트



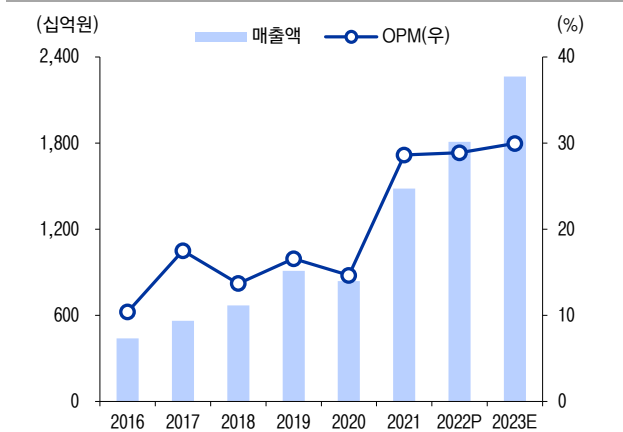
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림178 F&F PBR 밴드 차트



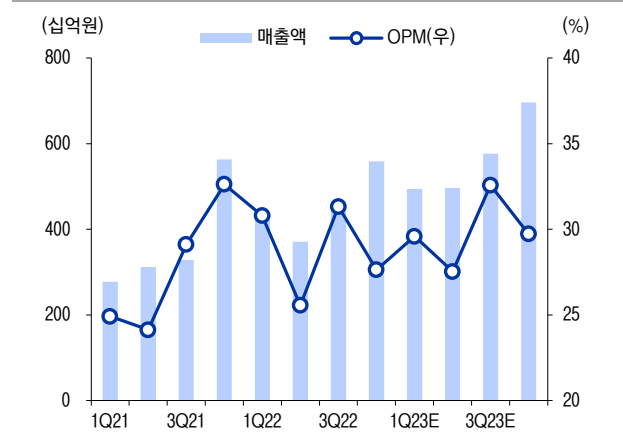
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림179 F&F 연간 실적 추이 및 전망



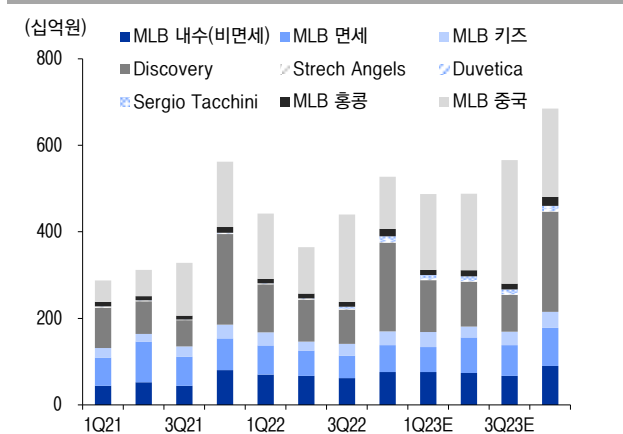
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림180 F&F 분기 실적 추이 및 전망



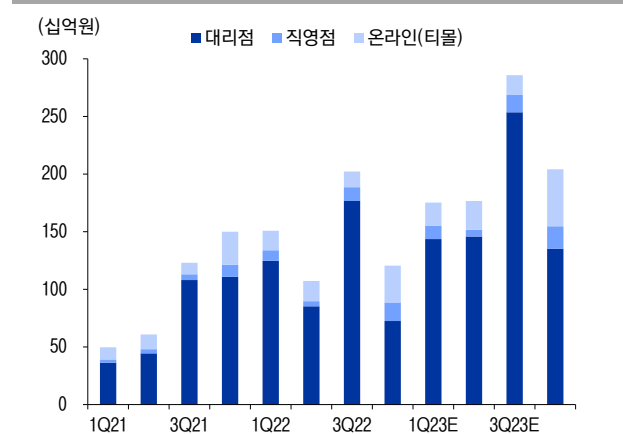
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림181 F&F 부문별 매출액 추이 및 전망



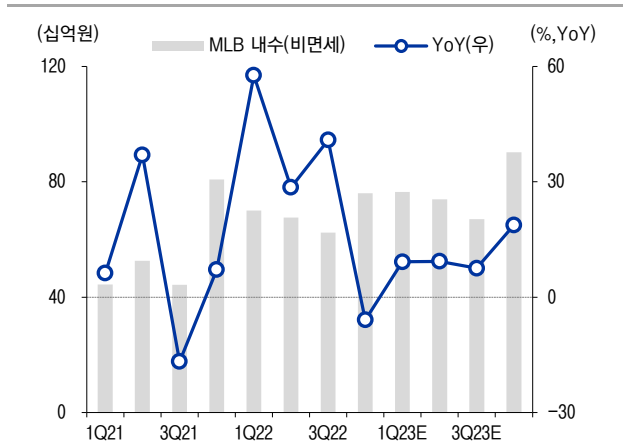
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림182 MLB 중국 채널별 매출액 추이 및 전망



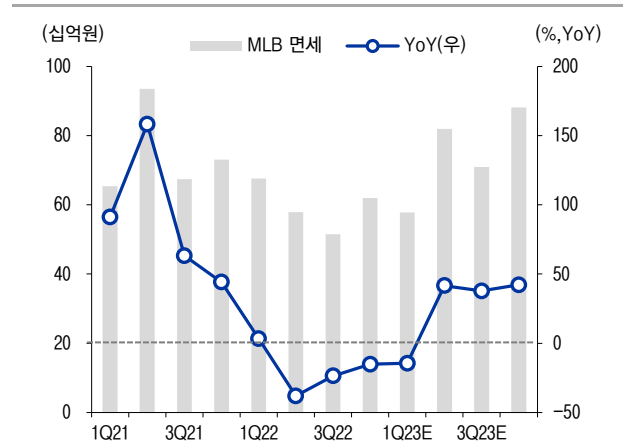
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림183 MLB 내수 매출액 추이



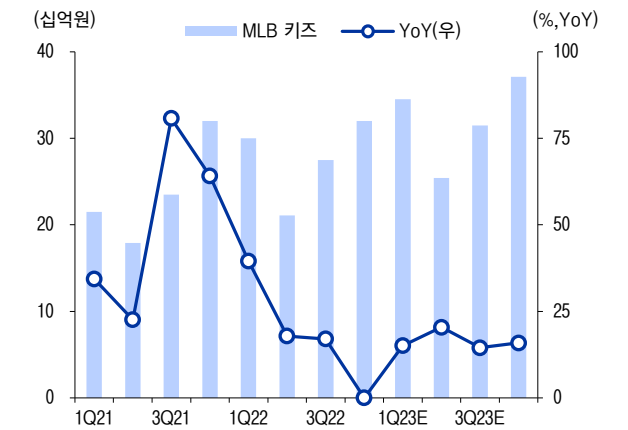
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림184 MLB 면세 매출액 추이



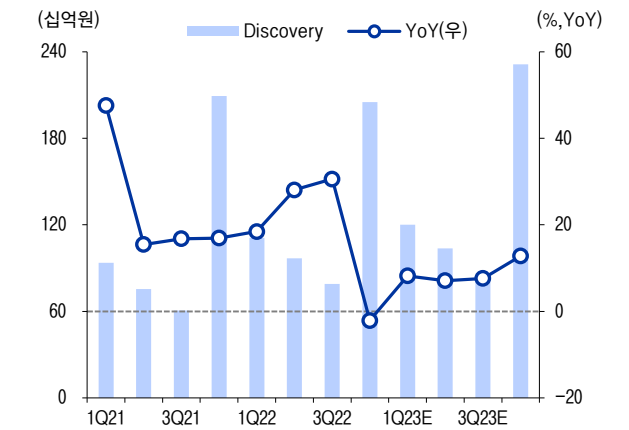
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림185 MLB 키즈 매출액 추이 및 전망



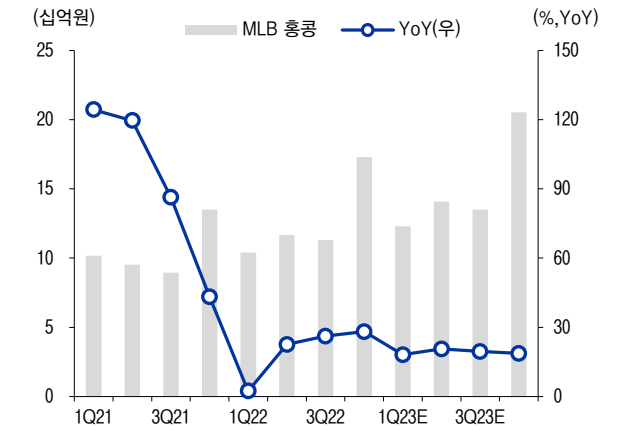
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림186 디스커버리 매출액 추이 및 전망



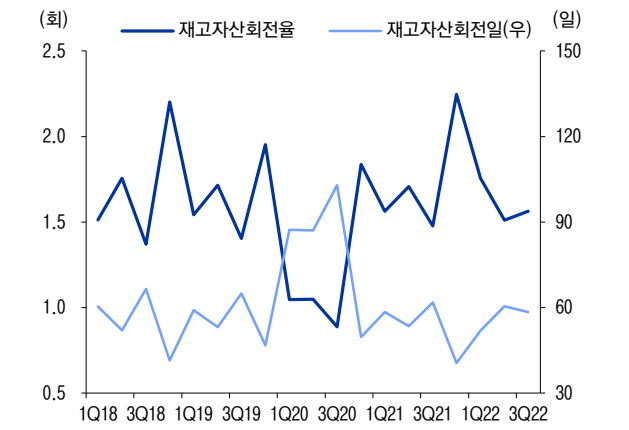
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림187 MLB 홍콩 매출액 추이 및 전망



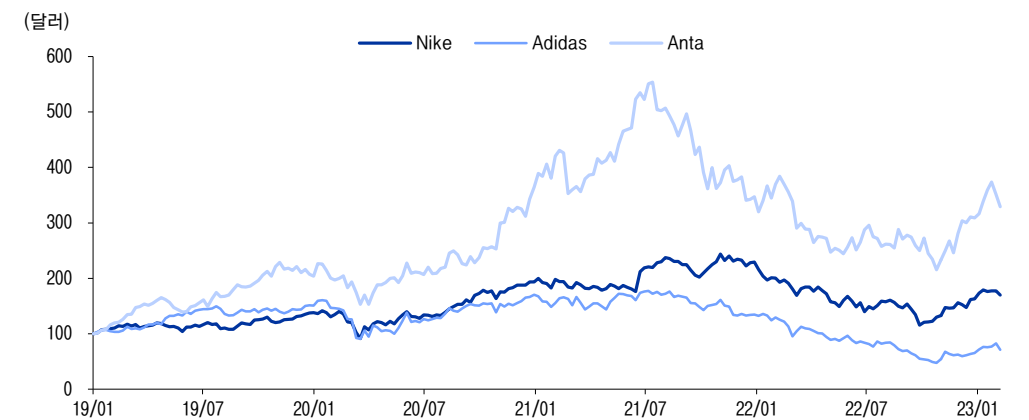
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림188 F&F 재고자산회전율 vs. 재고자산회전일



자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림189 글로벌 스포츠웨어 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

F&F (383220)

재무상태표

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	584	686	1,232	1,843
현금 및 현금성자산	15	145	568	1,090
매출채권 및 기타채권	118	133	166	190
재고자산	242	358	446	509
기타유동자산	209	50	52	54
비유동자산	562	897	902	924
관계기업투자등	375	580	603	628
유형자산	72	66	40	30
무형자산	17	126	128	130
자산총계	1,146	1,583	2,133	2,768
유동부채	564	658	720	767
매입채무 및 기타채무	188	238	296	338
단기금융부채	241	318	318	318
기타유동부채	135	102	106	110
비유동부채	35	39	39	39
장기금융부채	30	30	30	30
기타비유동부채	6	8	9	9
부채총계	599	696	759	806
지배주주지분	547	876	1,363	1,951
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314
이익잉여금	232	576	1,063	1,651
비지배주주지분(연결)	0	11	11	11
자본총계	547	887	1,374	1,962

현금흐름표

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	292	282	471	575
당기순이익(손실)	232	386	530	631
비현금수익비용가감	131	136	0	-14
유형자산감가상각비	27	51	45	31
무형자산상각비	1	6	7	7
기타현금수익비용	103	23	-153	-153
영업활동 자산부채변동	-39	-112	-60	-42
매출채권 감소(증가)	-40	15	-33	-24
재고자산 감소(증가)	-98	-99	-88	-63
매입채무 증가(감소)	74	3	59	42
기타자산, 부채변동	24	-32	3	3
투자활동 현금	-568	-131	-6	-10
유형자산처분(취득)	-12	-19	-18	-22
무형자산 감소(증가)	-5	-11	-9	-9
투자자산 감소(증가)	-533	-8	27	26
기타투자활동	-18	-93	-5	-5
재무활동 현금	158	-20	-42	-42
차입금의 증가(감소)	162	38	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-58	-42	-42
배당금의 지급	0	42	42	42
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	-115	130	423	523
기초현금	129	15	145	568
기말현금	15	145	568	1,090

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,482	1,809	2,265	2,690
매출원가	403	533	659	786
매출총이익	1,079	1,276	1,606	1,904
판매비 및 관리비	655	753	928	1,087
영업이익	424	522	678	817
(EBITDA)	351	579	730	855
금융손익	1	0	-9	-9
이자비용	5	10	12	12
관계기업등 투자손익	-1	24	51	51
기타영업외손익	0	-13	12	12
세전계속사업이익	431	534	732	871
계속사업법인세비용	91	147	202	240
계속사업이익	232	386	530	631
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	312	386	530	631
지배주주	313	386	529	630
총포괄이익	233	386	530	631
매출총이익률 (%)	72.8	70.5	70.9	70.8
영업이익률 (%)	28.6	28.9	29.9	30.4
EBITDA 마진률 (%)	23.7	32.0	32.2	31.8
당기순이익률 (%)	21.0	21.4	23.4	23.4
ROA (%)	-	28.3	28.5	25.7
ROE (%)	-	54.2	47.3	38.0
ROIC (%)	-	82.5	95.3	106.5

주요 투자지표

	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)				
P/E	23.1	15.0	10.9	9.2
P/B	13.2	6.6	4.2	3.0
EV/EBITDA	21.6	10.3	7.6	5.9
P/CF	19.9	11.1	10.9	9.4
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)				
매출액	-	22.1	25.2	18.7
영업이익	-	23.2	29.8	20.4
세전이익	-	23.8	37.2	18.9
당기순이익	-	24.0	37.2	18.9
EPS	-	23.4	37.2	18.9
안정성 (%)				
부채비율	109.4	78.5	55.3	41.1
유동비율	103.6	104.3	171.0	240.5
순차입금/자기자본(x)	45.6	21.2	-17.1	-38.7
영업이익/금융비용(x)	89.5	51.4	54.4	65.5
총차입금 (십억원)	271	348	348	348
순차입금 (십억원)	249	188	-236	-759
주당지표 (원)				
EPS	8,167	10,077	13,823	16,441
BPS	14,284	22,860	35,581	50,919
CFPS	9,481	13,640	13,851	16,108
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100

LVMH (MC FP)

2023. 2. 14 **음식료/화장품/의류**

Analyst 오지우

02-3779-8431

jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

세계 최대의 명품 소비자 기업

초거대 럭셔리 왕국

LVMH는 유럽 증시 시가총액 1위 기업이자, 글로벌 럭셔리 시가총액 1위 업체다. 1987년 루이비통과 모엣 헤네시의 합병으로 이루어졌으며, CEO 베르나르 아르노 하에서 공격적인 M&A를 통해 패션/레더, 시계/주얼리, 향수/화장품, 리테일(세포라 등), 와인/스피리츠 분야의 유수 브랜드들을 관리하고 있다. 현재 LVMH 그룹에 소속된 브랜드는 루이비통, 크리스찬 디올, 불가리, 펜디, 셀린느, 벨루티, 겐조, 지방시, 마크제이콥스, 로로피아나, 도나 카란, 티파니앤코, 베네피트 등이 있다.

LVMH 4Q22 매출액 +12%

LVMH의 4분기 매출액은 223억 4,660만유로(+11.5% YoY)를 기록하며 연중 내내 두 자릿수 성장세를 지속했지만, 1~3분기 성장률보다는 부진했다(1Q22 +29.0% → 2Q22 +27.3% → 3Q22 +27.4% → 4Q22 +11.5 %). 주 요인은 중국 실적 부진 때문이었는데, 산발적으로 이어진 중국 도시 락다운과 제로코로나 정책 폐지에 따른 감염 확산 및 매장 운영 차질에 기인한다.

사업부문별 성장률은 패션/레더 +13%, 리테일 +20%, 시계/주얼리 +7%, 향수/화장품 +11%, 와인/스피리츠 +9%다. 지역별 성장률은 아시아(일본 외) -9%, 미국 +13%, 유럽(프랑스 외) +28%, 프랑스 +39%, 일본 +39%다.

2022년은 미국이었다면, 2023년은 중국

LVMH의 2022년 연간 실적은 매출액 791억 8,400만유로(+23.3% YoY), 영업이익 209억 1,500만유로(+21.5% YoY, OPM 26.4%), 지배주주순이익 140억 8,400만유로(+17.0% YoY, NPM 17.8%)를 달성하며 어려운 매크로 환경 하에서도 호실적을 이뤄냈다. 그 중 루이비통의 매출액은 역대 처음으로 200억 유로를 넘어섰으며, 이는 그룹 전체 매출의 25% 수준이자 2018년 대비 2배다.

동사의 2022년 호실적은 미국 시장의 덕이 크다. 작년 강달러로 미국인의 구매력이 확대되면서 미국인 관광객의 유럽 내 소비가 급증했다. 3Q22 미국 내 매출 증가율은 11%로 전 분기보다 둔화된 반면, 유럽 내 매출은 +36% 급증했다.

2023E 실적은 중국 시장이 견인할 전망이다. 제로코로나 정책의 폐지로 1)중국 소비자들의 미뤄온 소비력이 치솟고, 2)높아진 제품 가격에 대한 저항은 없을 것이며, 3)유럽 쇼핑여행 또한 재개되면서 전세계 럭셔리 시장 성장을 이끌겠다.

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

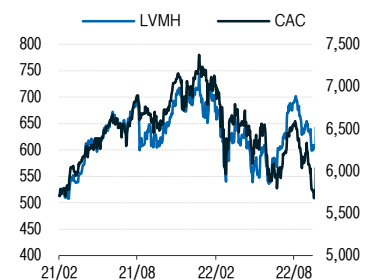
현재주가 **797.6 EUR**

블룸버그 컨센서스 목표주가 **842.2 EUR**

Stock Data

거래소	EN Paris
CAC (02/12)	7,129.73 pt
시가총액	4,004 억유로
발행주식수	502,048 천주
52 주 최고가/최저가	830.5/535 유로
90 일 일평균거래대금	2.8 억유로
기관투자가 유통주식	74.29 %
배당수익률(22.12)	1.77 %
CAC 대비 상대수익률	1개월 0.1 %
	6개월 5.6 %
	12개월 14.5 %
주주구성	<div> <div>GROUPE ARNAULT 48.3%</div> <div>CAPITAL GROUP 3.0%</div> <div>블랙록 2.2%</div> </div>

Stock Price

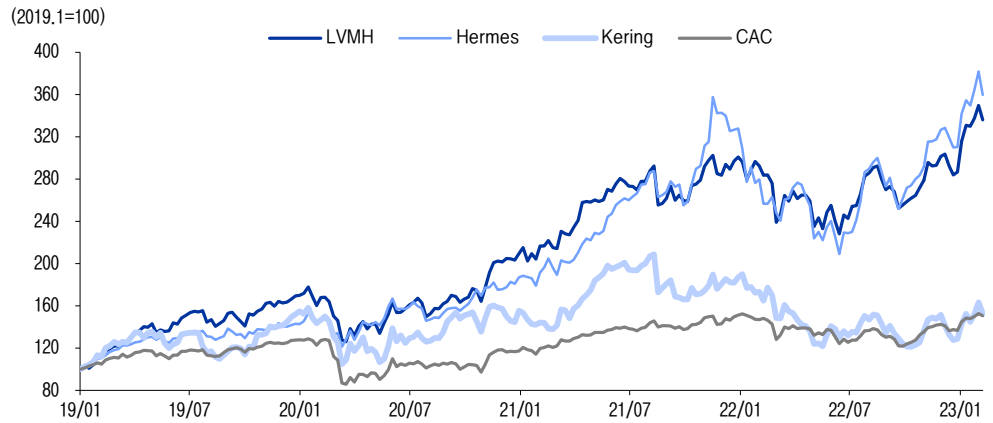


Financial Data

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	영업이익률	EBITDA 마진	ROE
(백만유로)				(EUR)	(%)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)
2018	46,826	9,854	6,354	12.6	18.4	20.4	4.0	21.0	26.0	20.7
2019	53,670	11,245	7,171	14.3	12.7	29.1	5.7	21.0	30.5	20.8
2020	44,651	8,014	4,702	9.3	-34.5	54.8	6.9	17.9	31.5	12.7
2021	64,215	17,142	12,036	23.9	156.2	30.4	7.8	26.7	35.8	28.5
2022	79,184	20,964	14,084	28.1	17.4	24.2	6.2	26.5	34.3	27.6

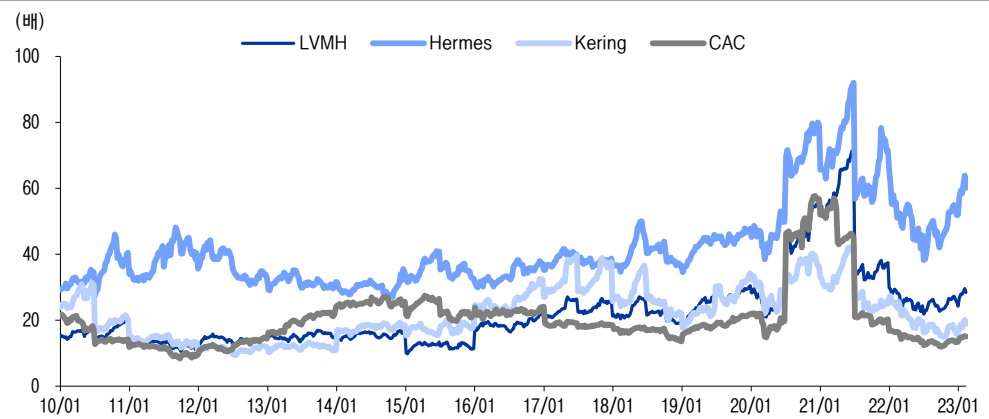
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림190 글로벌 럭셔리 업체 상대주가 추이



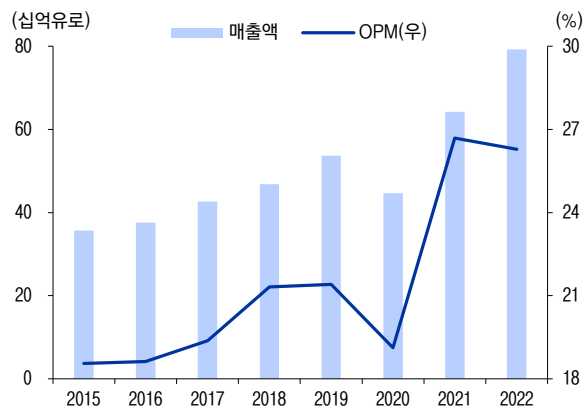
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림191 글로벌 럭셔리 업체 P/E 밸류에이션 추이



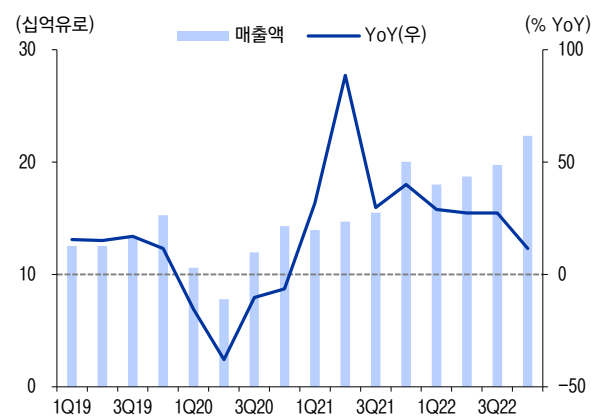
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림192 LVMH 연간 실적 추이



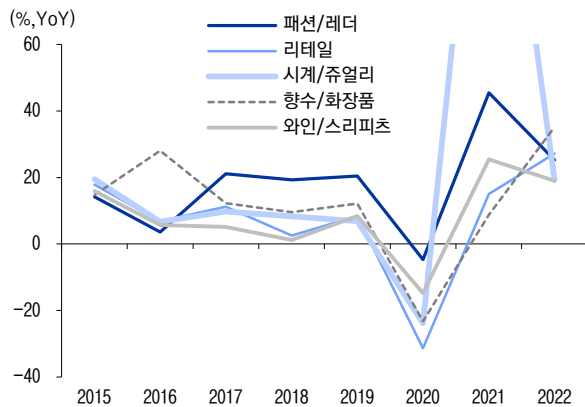
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림193 LVMH 분기 실적 추이



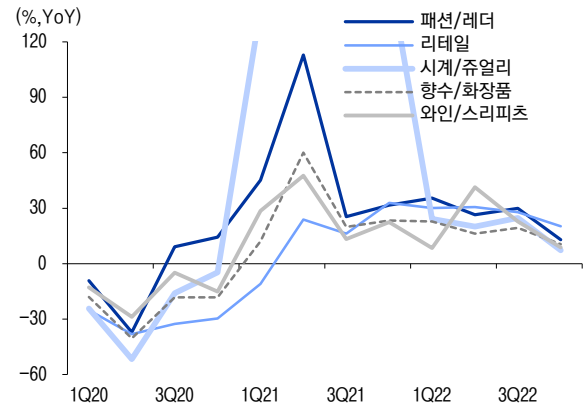
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림194 LVMH 부문별 실적 추이(연간)



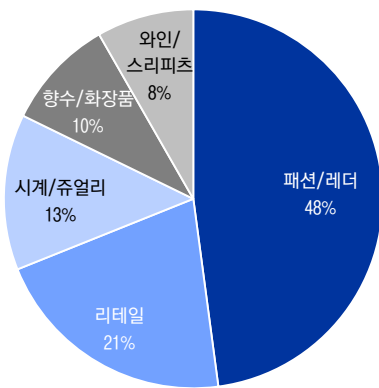
주: 2021년 시계/주얼리는 티파니 인수 영향
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림195 LVMH 부문별 실적 추이(분기)



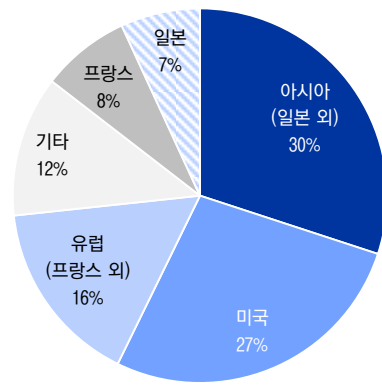
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림196 LVMH 부문별 매출 비중(2022년 기준)



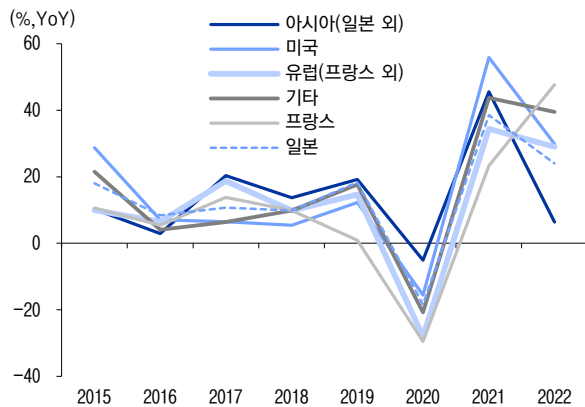
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림197 LVMH 지역별 매출 비중(2022년 기준)



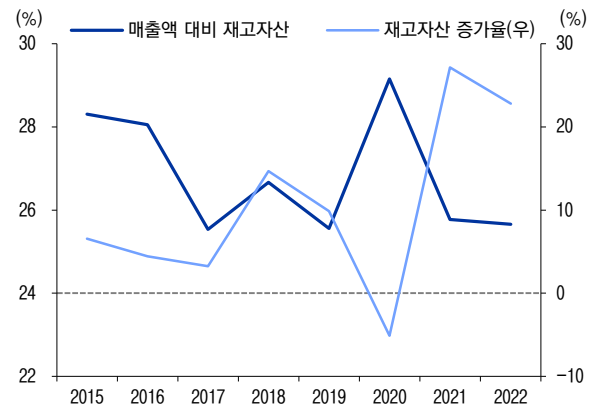
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림198 LVMH 지역별 실적 추이(연간)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림199 LVMH 매출액 대비 재고자산 vs. 재고자산 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

LVMH (MC FP Equity)

재무상태표

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	23,551	26,510	39,973	34,301	39,740
현금 및 현금성자산	5,276	6,406	20,715	10,565	10,852
매출채권 및 기타채권	3,222	3,450	2,756	3,787	4,258
재고자산	12,485	13,717	13,016	16,549	20,319
기타유동자산	538	588	574	1,091	1,261
비유동자산	50,749	69,997	68,698	91,010	94,906
관계기업투자 등	1,100	915	739	1,363	1,109
유형자산	15,112	30,942	30,745	33,898	37,670
무형자산 및 기타	34,537	38,140	37,214	55,749	56,127
자산총계	74,300	96,507	108,671	125,311	134,646
유동부채	16,833	22,623	25,318	27,989	31,543
매입채무 및 기타채무	8,310	9,197	8,288	11,924	9,999
단기금융부채	5,027	9,783	12,801	10,462	11,991
기타유동부채	3,496	3,643	4,229	5,603	9,553
비유동부채	23,510	35,519	44,524	48,413	46,499
장기금융부채	6,005	15,474	24,730	24,052	23,156
기타비유동부채	17,505	20,045	19,794	24,361	23,343
부채총계	40,343	58,142	69,842	76,402	78,042
지배주주지분	32,293	36,586	37,412	47,119	55,111
자본금 및 주식발행초과금	2,450	2,471	2,377	2,377	1,440
이익잉여금	28,816	32,844	35,363	43,399	51,092
비지배주주지분(연결)	1,664	1,779	1,417	1,790	1,493
자본총계	33,957	38,365	38,829	48,909	56,604

현금흐름표

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	8,508	11,647	10,909	18,658	17,841
당기순이익(손실)	6,354	7,171	4,702	12,036	14,084
감가상각&무형자산상각	2,302	5,108	6,050	5,830	6,226
기타비현금항목조정	939	532	523	366	550
운전자본 변동	-1,087	-1,164	-366	426	-3,019
투자활동 현금	-3,457	-5,868	-2,951	-15,989	-5,927
고정&무형자산 변동	-3,131	-3,294	-2,478	-2,664	-4,969
장기투자순변동	-405	-2,582	-473	-13,325	-958
인수 등으로 인한 순현금	0	0	0	0	0
기타투자활동	79	8	0	0	0
재무활동 현금	-4,323	-4,734	7,403	-15,156	-12,686
배당금의 지급	-2,715	-3,678	-2,434	-3,753	-6,354
차입금의 증가(감소)	-645	-1,160	10,173	-8,615	-2,868
자본의 증가(감소)	-246	54	27	-552	-1,604
기타재무활동	-717	50	-363	-2,236	-1,860
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

자료: LVMH, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(백만유로)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	46,826	53,670	44,651	64,215	79,184
매출원가	15,625	18,123	15,871	20,355	24,988
매출총이익	31,201	35,547	28,780	43,860	54,196
판매비 및 관리비	21,221	24,071	20,433	26,722	33,178
영업이익	9,854	11,245	8,014	17,142	20,964
(EBITDA)	12,156	16,353	14,064	22,972	27,190
세전계속사업이익	9,489	10,714	7,364	17,208	20,113
당기순이익	6,354	7,171	4,702	12,036	14,084
매출총이익률 (%)	66.6	66.2	64.5	68.3	68.4
영업이익률 (%)	21.0	21.0	17.9	26.7	26.5
EBITDA 마진률 (%)	26.0	30.5	31.5	35.8	34.3
당기순이익률 (%)	13.8	13.7	11.3	18.7	17.6
ROA (%)	8.8	8.4	4.6	10.3	10.8
ROE (%)	20.7	20.8	12.7	28.5	27.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	20.4	29.1	54.8	30.4	24.2
P/B	4.0	5.7	6.9	7.8	6.2
EV/EBITDA	11.3	15.9	23.4	18.8	14.7
배당수익률 (%)	2.2	1.6	0.9	1.0	1.8
성장성 (%)					
매출액	9.8	14.6	-16.8	43.8	23.3
영업이익	21.4	14.1	-28.7	113.9	22.3
세전이익	17.8	12.9	-31.3	133.7	16.9
당기순이익	18.1	13.4	-31.1	137.9	16.1
EPS	18.4	12.7	-34.5	156.2	17.4
주당지표 (유로)					
EPS	12.6	14.3	9.3	23.9	28.1
BPS	64.2	72.6	74.2	93.6	110.0
DPS	6.0	4.8	6.0	10.0	17.0

공상은행 (601398 CH)

2023. 2. 14

금융

리오프닝과 경기회복으로 긍정적 실적 전망

Analyst 전배승

02-3779-8978

bsjun@ebestsec.co.kr

국내 은행지주 10배의 중국 최대 국영은행

공상은행은 중국 최대 국영은행으로 2022년 9월말 기준 총자산은 39.6조위안(약 7,300조원), 자본총계 3.4조위안(약 640조원)으로 국내 대형 은행지주의 10배 수준. 중국A주와 홍콩H주에 동시상장 되어 있으며 시가총액은 1.2조위안(약 220조원). 국내은행과 마찬가지로 기업대출과 가계대출을 취급하고 국영은행 특성상 기업대출 비중이 65%로 높음. 이자수익의 총수익의 90%로 대부분을 차지

금리인하와 경기부진에도 안정적 실적흐름

2022년 3분기 누적순이익은 2,658억위안으로 전년동기대비 5.6% 증가. 꾸준한 자산성장을 바탕으로 외형과 이익규모가 지속 확대되고 있음. 매년 10% 수준의 대출성장률을 기록 중이며 3분기 총대출 또한 전년동기대비 12% 증가. 국영은행으로서 중국 내 기업에 대한 자금공급 역할을 맡고 있어 경기부진에도 높은 대출 성장세가 이어지고 있음. 이자이익은 2022년 들어 정체양상을 보이고 있는데 이는 인민은행의 정책금리 인하에 따른 순이자마진 하락에 기인. 3분기 누적 대손 비용률은 1.29%로 전년동기대비 20bp 가량 상승했으며 제로코로나 정책으로 인한 내수위축과 부동산시장 조정 영향으로 풀이됨. 하지만 NPL비율은 1.40%로 하락세를 유지하고 있는데다 충당금커버리지 비율은 200%를 상회하는 등 건전성 지표 흐름은 안정적

리오프닝과 경기회복으로 2023년 이익모멘텀 강화 예상

2022년에는 실적정체가 불가피하나 2023년 이익모멘텀은 강화될 전망. 리오프닝과 경기회복이 실적개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 예상되기 때문. 금리인하 기조가 일단락 되면서 NIM 하락 폭이 둔화되는 가운데 경제성장률 회복과 부동산 경기 부양조치로 자산건전성 측면의 부담 또한 낮아질 것으로 전망. 특히 동사의 경우 우량기업 및 핵심지역 부동산 익스포저 비중이 높을 것으로 보여 건전성 관리가 상대적으로 용이할 것으로 예상. PBR 0.5배(A주 기준)의 현 주가는 12% 수준의 예상 ROE 대비 저평가 정도가 크다고 판단

Not Rated

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **4.29 CNY**

블룸버그 컨센서스 목표주가 **4.90 CNY**

Stock Data

거래소	상해 거래소
CSI300 (2/13)	4,143.57 pt
시가총액	14,632 억위안
발행주식수	269,612,200 천주
52 주 최고가/최저가	4.89/4.01 위안
90 일 일평균거래대금	85,107 만위안
기관투자가 유통주식	95.7 %
배당수익률(21.12)	6.1 %
CSI300 대비 상대수익률	1개월 -3.1 %
	6개월 -2 %
	12개월 -5.7 %
주주구성	China Investment 46.3 %
	중화인민공화국 재정부 41.2 %
	National Social 4.4 %

Stock Price

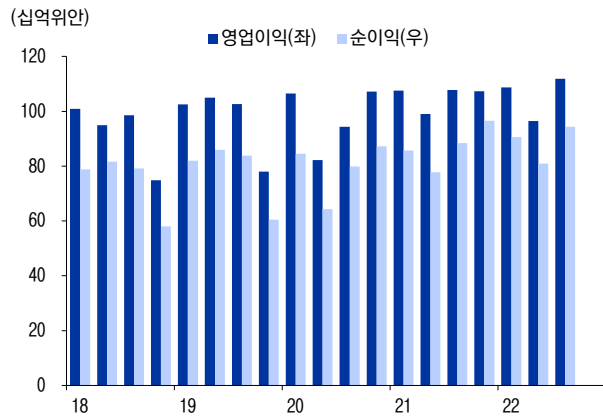


Financial Data

	순이자이익	비이자이익	영업이익	순이익	EPS	증감률	PER	PBR	ROA	ROE
(십억위안)					(위안)	(%)	(배)	(배)	(%)	(%)
2017	522	-37	362	286	0.79	3.5	6.1	0.8	1.1	14.3
2018	573	-56	369	298	0.81	2.6	5.2	0.7	1.1	13.7
2019	633	-82	389	312	0.86	5.4	5.8	0.7	1.1	13.1
2020	647	-85	390	316	0.92	7.4	5.2	0.6	1.0	12.0
2021	700	-110	422	348	0.94	2.1	4.6	0.5	1.0	12.2

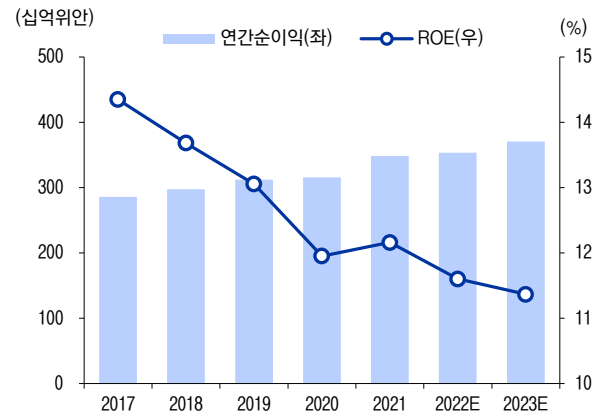
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림200 영업이익 및 순이익 추이



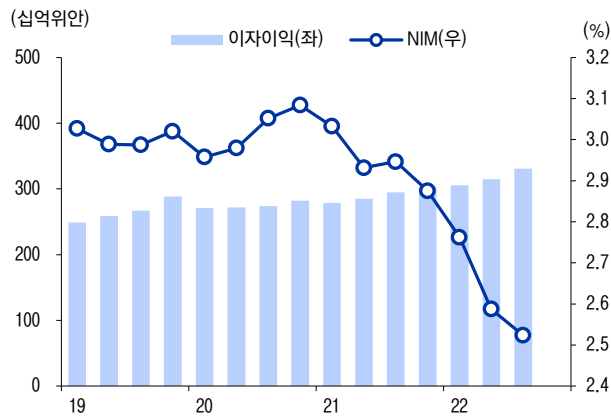
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림201 연간 순이익, ROE 추이 및 예상



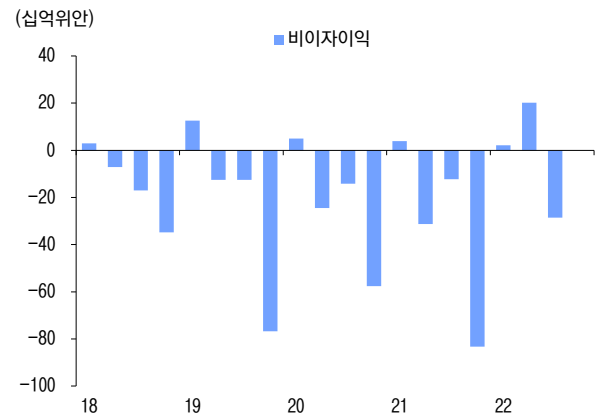
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림202 이자이익, 순이자마진 추이



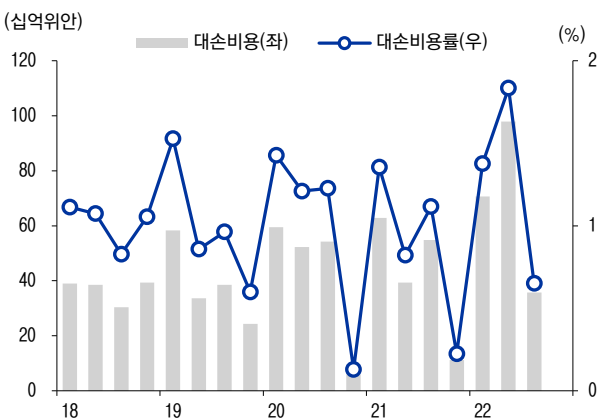
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림203 비이자이익 추이



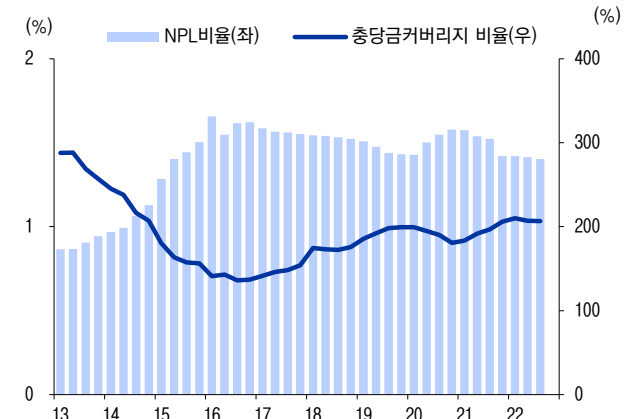
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림204 대손비용 추이



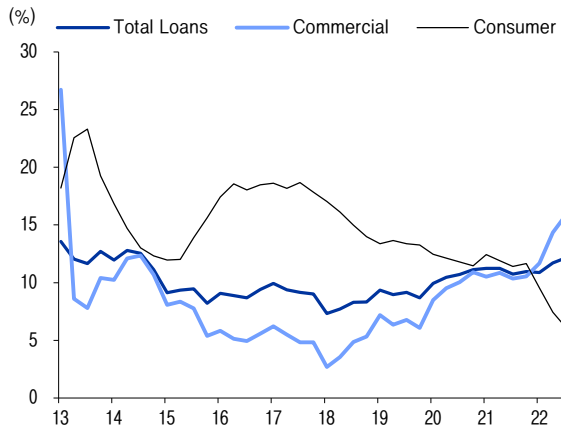
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림205 NPL 비율 및 총당금커버리지 비율 추이



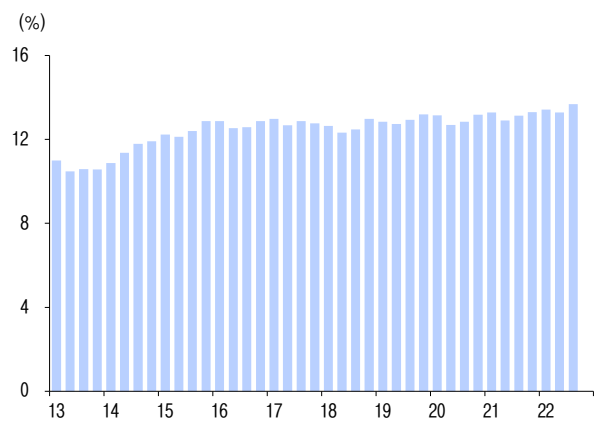
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림206 대출증가율 추이



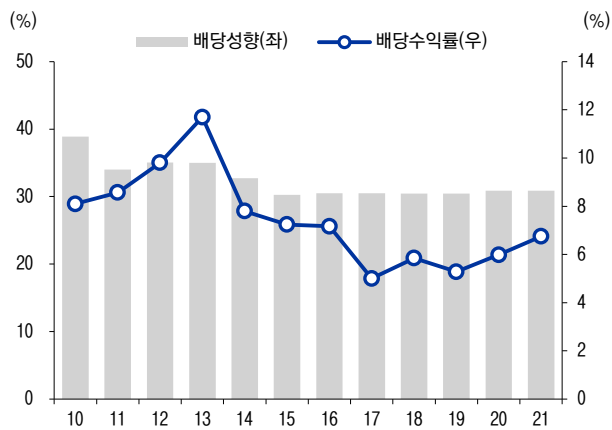
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림207 보통주자본비율(CET1) 추이



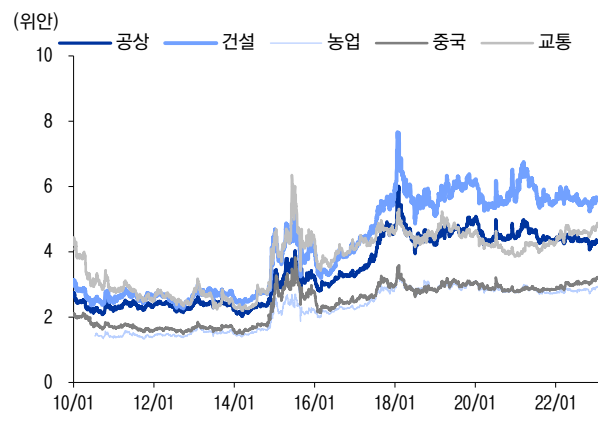
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림208 배당성향 및 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림209 중국 주요은행 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

공상은행 (601398 CH)

재무상태표

(십억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
현금및현금성자산	5,448	5,069	5,205	5,359	4,589
유가증권	1,937	2,236	2,439	2,603	2,427
총대출	14,233	15,420	16,761	18,624	20,667
(대손충당금)	340	413	478	488	604
기타자산	4,128	4,562	5,225	6,271	6,884
자산총계	26,087	27,700	30,109	33,345	35,171
총예금	19,487	21,750	23,333	25,470	26,732
단기차입금	1,997	2,234	2,732	2,960	3,404
기타부채	2,463	1,371	1,352	2,005	1,760
부채총계	23,946	25,355	27,417	30,436	31,896
자본잉여금/기타자본	456	457	578	747	728
이익잉여금	1,685	1,888	2,114	2,163	2,547
자본총계	2,141	2,345	2,692	2,910	3,275

손익계산서

(십억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
이자수익	862	948	1,064	1,093	1,171
이자비용	340	376	431	446	472
순이자이익	522	573	633	647	700
대손비용	124	147	162	172	168
비이자이익	-37	-56	-82	-85	-110
영업이익	362	369	389	390	422
영업외이익	-3	-3	-3	-2	-3
세전이익	365	372	392	392	425
순이익	286	298	312	316	348
EPS (위안)	0.79	0.81	0.86	0.92	0.94

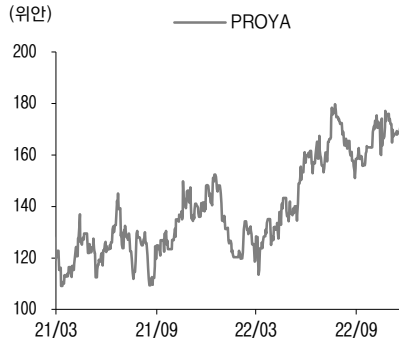
주요 투자지표

(십억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
Valuation					
PER (x)	6.1	5.2	5.8	5.2	4.6
PBR (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
Price/Sales (x)	1.7	1.4	1.4	1.2	1.1
Price/Cashflow (%)	3.1	13.3	5.4	1.1	1.2
수익성/효율성					
NIM (%)	2.5	2.5	2.8	2.8	2.3
배당수익률 (%)	5.0	5.0	5.8	5.3	6.0
영업이익률 (%)	52.1	49.8	49.2	43.5	48.1
순이익률 (%)	41.2	40.1	39.4	35.2	39.7
ROA (%)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	14.3	13.7	13.1	12.0	12.2

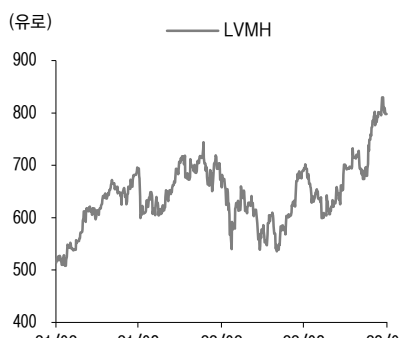
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터


주요 재무지표

(십억위안)	2017	2018	2019	2020	2021
성장성(%)					
총자산증가율	8.1	6.2	8.7	10.7	5.5
총부채증가율	8.1	5.9	8.1	11.0	4.8
자기자본증가율	8.1	9.5	14.8	8.1	12.6
영업이익증가율	0.3	2.1	5.4	0.2	8.2
순이익증가율	2.8	4.1	4.9	1.2	10.3
EPS 증가율	3.5	2.6	5.4	7.4	2.1
안정성 (%)					
재무레버리지(x)	12.2	11.8	11.2	11.5	10.7
BIS 비율	15.1	15.4	16.8	16.9	18.0
기본자본비율	13.3	13.5	14.3	14.3	14.9
보통주자본비율	12.8	13.0	13.2	13.2	13.3

프로야 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(위안)		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.02.14	변경	오린아										
		2023.02.14	NR	NR										

F&F 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(원)		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.06.15	Buy	600,000	63.2		25.9							
		2021.10.15	변경	커버리지아웃										
		2022.10.31	신규	오지우										
		2022.10.31	Buy	250,000	-35.6		-41.9							
		2023.01.26	Buy	230,000										

LVMH 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(유로)		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.02.14 변경		오지우										
		2023.02.14 NR		NR										

공상은행 목표주가 추이	투자 의견 변동내역													
(위안)	중국 공상은행	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.02.14 변경	2023.02.14 NR	전배승 NR										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자: 최진영, 정다운, 오린아, 오지우, 전배승).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)