

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 6. 14 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2023년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

4. 글로벌 투자전략_ 行(행) - 중국 전망: 내재화 가속

칼럼의 재해석

하반기 건화물 시장 성수기가 다가온다

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 23일 발간된
[2023년 하반기 전망 시리즈 4- 글로벌 투자전략: 行] 임



▲ 글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설화
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 4-2 (해설판)

[중국 전망] 내재화 가속

- ✓ 하반기 중국 경기는 느린 재화 소비와 부동산 회복 불확실성에 완만한 회복 예상
- ✓ 금리 인하, 자동차 등 중심의 경기부양책 출범이 예상되나, 강도 높은 부양은 제한적일 전망
- ✓ 뚜렷한 매크로 모멘텀 부재로 증시는 횡보 흐름 예상, 지수보다는 ① IT 인프라 투자 확대 및 내재화 수혜인 기술주와 ② 고배당·저평가 매력의 국영기업 ETF에 투자하는 바벨전략 제시

하반기 중국 경기 회복의 2가지 걸림돌: 소비와 부동산

하반기 중국 소비,
완만한 회복세 예상

리오프닝에 대한 연초 시장의 기대와 달리 올해 상반기 중국의 경기 회복은 느렸다. 특히 가계의 재화 수요가 더디게 회복하면서 중국 국민들의 전반 체감 경기도 경제지표 대비 미약했다.

이런 현상이 나타난 근본적인 원인은 가처분소득의 느린 회복 및 미래 소득에 대한 중국 가계들의 기대치가 약하기 때문으로 판단된다. 올해 1분기 도시 가처분소득은 전년동기대비 4.0% 증가에 그치며 1분기 GDP 성장률인 4.5%를 하회했다. 코로나19 직전인 '14~'19년에 통상 도시의 가처분소득 증가율이 평균 8%로, GDP 성장률(평균 6%) 대비 약 2%p 높았던 것과 대조된다(그림 1). 또한 리오프닝에도 1분기 청년 실업률이 20.4%라는 사상 신고치를 경신한 것도 소비 심리 회복에 어려움을 더하고 있다(그림 2).

따라서 중국 소비가 회복되려면 도시의 가처분소득 증가율이 앞으로 2~3개 분기 동안 GDP 성장률을 상회해야 할 것이다. 그래야 국민들의 소비 심리가 개선되며 소비 지출을 점차 늘 수 있다. 이런 맥락에서 본다면 하반기에도 중국의 자생적인 민간 소비가 유의미하게 회복하기는 쉽지 않아 보인다.

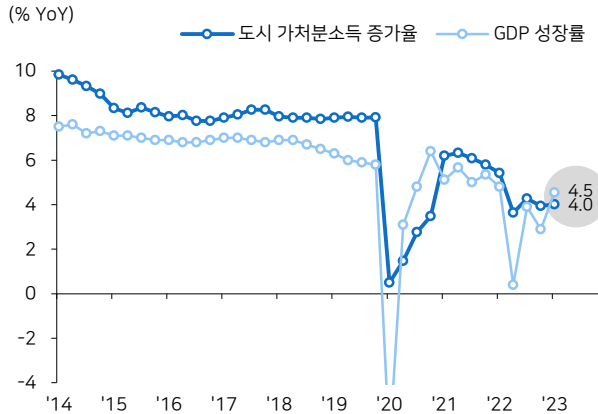
서비스와 재화 소비
차별화 양상 지속

한편 상반기에 나타났던 서비스와 재화의 소비 차별화 현상은 지속될 전망이다. 올해 하반기 중국은 추석과 국경절 연휴가 겹치면서 9월 29일부터 10월 6일까지 총 8일의 휴가가 예정되어 있다. 이 기간 동안 중국 국내 여행은 물론 해외 여행까지 빠르게 증가할 전망이며, 외출 수요 증가로 신발/의류 등 수요 회복도 양호할 것으로 예상된다. 1~4월까지의 소비 품목별 증가율은 보면 요식업 등 서비스업 증가율은 19.8%로 모든 품목 중에 가장 높았고, 금은주얼리(18.5%)와 신발/의류(13.4%) 등 외출 관련 소비재도 동반 빠르게 상승했다(그림 4).

자동차는 정책지원 강화,
통신기기/가전은 완만한 회복 기대

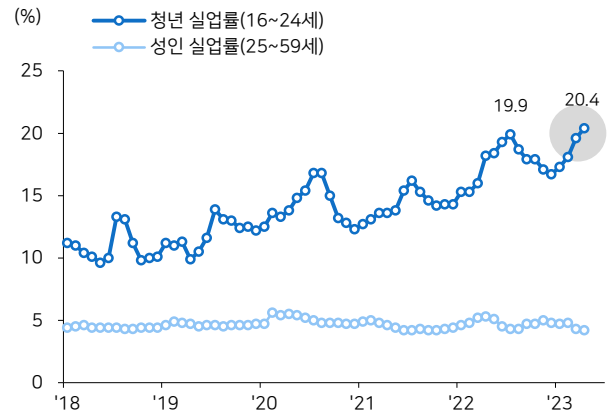
그 외, 자동차는 제품의 가격 인하, 정부의 전기차 세제 혜택 등 지원에 힘입어 완만한 개선 추세를 이어갈 전망이다. 상반기 부진했던 통신기기는 하반기에 아이폰 15 신제품 출시 등 효과와 더불어 개선되고, 가전과 인테리어 전자재는 주택 완공 및 교부가 빠르게 이루어지면서 점차 개선될 것으로 기대된다.

그림1 중국 가계의 소비 부진: 가처분소득 증가율 < GDP



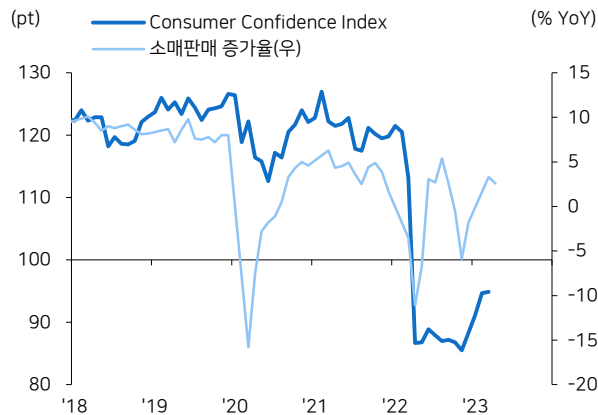
주: '21년 증가율은 '20~'21년 2년 연평균 증가율 기준
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림2 잘 해결되지 않는 청년 실업률 문제



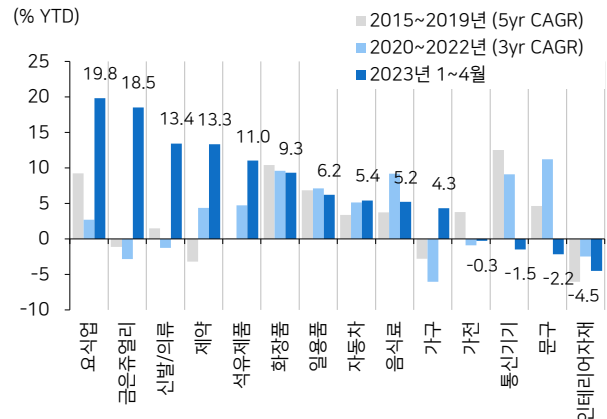
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림3 여전히 취약한 가계 소비심리지수



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림4 올해 1~4월 소비 품목별 증가율



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

하반기 경기 회복의 다른 걸림돌: 부동산 경기 회복 지속가능성

하반기 중국 경기 회복을 가늠하는 다른 한가지 변수는 부동산 경기 회복의 지속 가능 여부이다. 4월 중국의 신규주택 판매액은 전년동기대비 16.7% 증가했고, 기존주택 거래면적도 전년동기대비 60% 증가하며 '17년 이후의 최고치를 기록했다(그림 5, 6). 시장 예상보다 빠른 회복에 금융시장은 환호했지만, 4월부터 거래지표들의 전월비 증가율이 둔화되기 시작했다. 연초의 반짝 반등이 주로 작년 4분기 코로나 확산으로 늘렸던 수요가 일시적으로 폭발된 것으로 확인되면서 하반기 거래량 회복에 대한 불확실성이 다시 높아졌다.

투자지표 부진은 지속성 약화요인

사실 더 우려스러운 것은 부동산 투자의 선행지표 부진이다. 통상 거래량이 늘면 디벨로퍼들이 시차를 두고 투자가 늘어났다. 이는 2008년 글로벌 금융위기 이후 중국에서 나타났던 전형적인 패턴이었다. 그러나 올해에는 거래량이 늘어남에도 부동산 투자의 선행지표인 신규 착공면적은 4월에 전년동기대비 20.7% 하락하며 부진했다(그림 7). 또 신규 착공면적의 선행지표인 디벨로퍼들의 토지매입액 증가율도 3월의 4.6%에서 1.3%로 둔화됐다(그림 8).

그림5 신규주택 거래지표: 가격은 상승 vs. 판매면적 감소

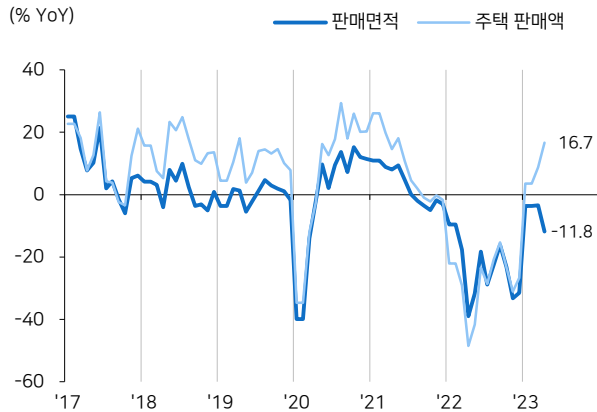


그림6 기존주택 거래지표: '17년 이후의 최고치

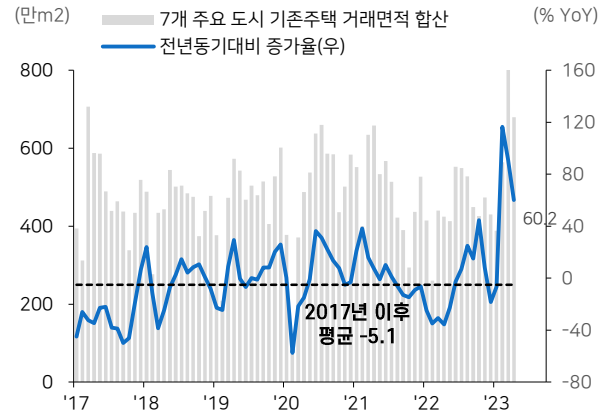


그림7 중국 부동산 투자 차별화: 신규착공 vs. 완공

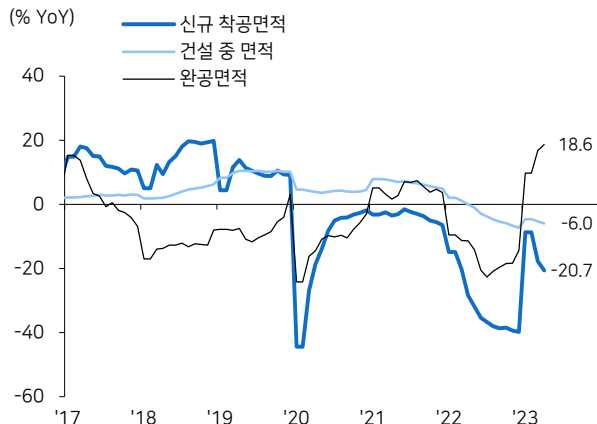
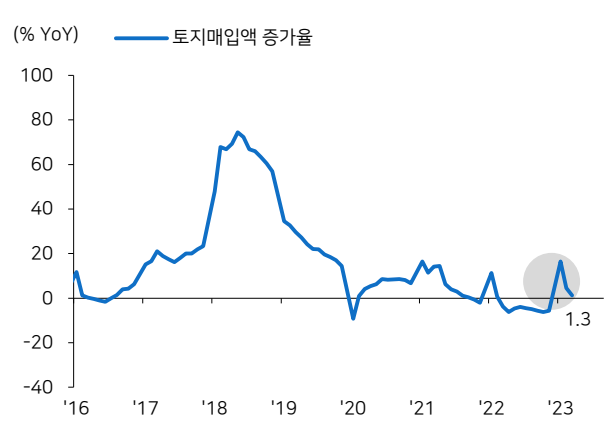


그림8 중국 디벨로퍼들의 토지매입액 증가율 다시 둔화



투자 부진의 주요 원인은
디벨로퍼 유동성이 정상화되지
못했기 때문

대신 완공면적만 전년동기대비 18.6% 증가했다. 이는 현재 중국 부동산 투자는 주로 완공면적에 의해 견인되고 있으며, 완공 프로젝트가 종료되면 새로운 투자가 나타날 가능성이 낮아짐을 시사한다. 지속가능성 측면에서는 부정적인 신호다.

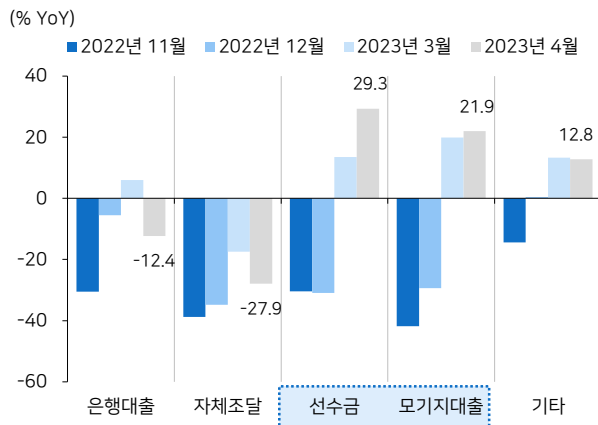
이런 현상이 나타난 이유는 중국 부동산 디벨로퍼의 현금흐름이 여전히 취약하기 때문으로 판단된다. 작년 11월 중국 정책당국이 융자를 비롯한 다양한 금융지원 정책을 발표하며 유동성 경색 리스크가 크게 완화되었다. 그러나 정부의 지원은 최소 유동성 지원에만 국한된 것으로 판단된다. 올해 4월까지 중국 디벨로퍼들의 자금조달 채널별 현황을 보면, 은행대출과 회사채 발행을 통한 자체조달은 전년동기대비 각각 12.4%, 27.9% 감소했다. 현재 유동성은 대부분 주택 구매자들의 계약금과 모기지대출을 통해 이루어지고 있다(그림 9). 즉 앞으로 거래량이 줄어든다면 디벨로퍼 중심으로 다시 유동성 위기가 발생할 가능성이 존재한다.

완만한 재화 소비와 부동산
경기 회복의 불확실성 →
금융시장 모멘텀으로 작용 어려워

따라서 상반기 중국의 경기 회복은 예상보다 느렸지만 하반기에도 넘어야 할 매크로 어려움은 여전히 크다. 특히 올해 상반기 기저효과가 가장 강한 구간을 통과하고 있어 중국 매크로 지표들의 전월비 증가율은 3분기 둔화, 4분기 소폭 반등의 흐름을 보일 전망이다.

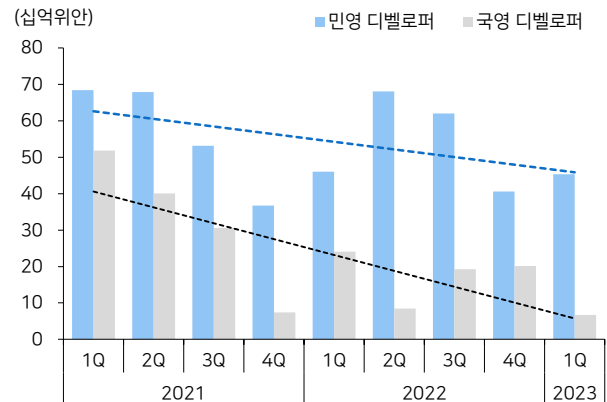
당사 이코노미스트는 올해 중국의 연간 GDP 성장률을 5.5%로 전망한다. 작년 락다운으로 연간 성장률이 3.0%인 것을 감안하면 2년 평균 성장률은 4.3%이다. 코로나 직전의 6% GDP 성장률과는 여전히 거리가 멀다. 비록 중국이 전세계에서 가장 먼저 경기 회복 사이클에 진입했지만 완만한 회복 속도는 금융시장에 강력한 모멘텀으로 작용하지 못하고 있다.

그림9 중국 디벨로퍼들의 자금조달 채널별 현황



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국영과 민영 디벨로퍼들의 역대 채권 발행액: 감소세



주: 국영 디벨로퍼에는 중앙국영과 지방국영 디벨로퍼 합산 기준
자료: 중국 채권시장, Wind, 메리츠증권 리서치센터

중국 정부의 경기부양책과 파급력

중국 경기부양책에 대한
기대 상승

그러다 보니 하반기 중국 정책당국의 경기부양책 출범 기대감이 높아지는 상황이다. 현재 시장에서 예상하는 경기부양책으로는 1) 대출금리의 기준인 최우대금리(LPR)를 10bp 전후 인하하는 것, 2) 1선도시 중심의 강도 높은 부동산 규제 완화와 3) 인프라투자를 지탱하기 위한 정책성은행의 대출 한도 확대 등이 있다.

금리 인하를 비롯한 선별적
부양은 가능

당사는 중국의 경기부양책에 관해 부양 의지와 여력이 있는지가 더 중요하다고 생각한다. 우선, 올해 연초 중국은 5%의 GDP 성장률 목표를 제시했다. 1분기 4.5% 성장률을 기록했고 2분기 7% 및 하반기 분기별 평균 5.0%의 전년동기대비 성장을 기록한다면 연간 5.4%는 무난히 달성할 수 있다. 정부가 제시한 5% 성장 목표를 상회하기에 굳이 경기부양을 해야 할 명분은 크지 않다는 판단이다.

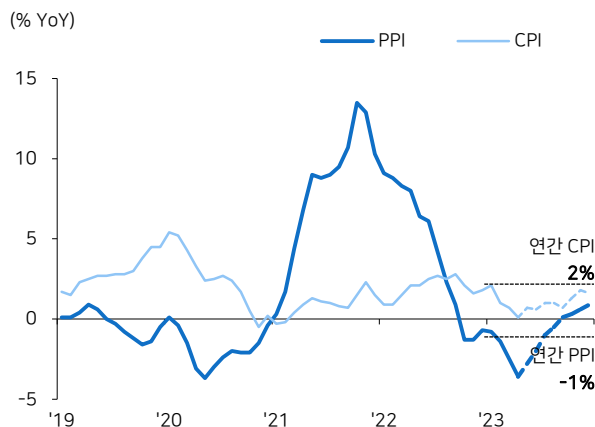
대신 올해 중국 경기가 산업별 차별화 흐름을 보인다는 점에서 자동차를 비롯한 일부 소비 부양책은 가능할 전망이다. 또한 앞서 설명했듯이 부동산 거래량이 하반기에 예상보다 빠르게 감소한다면 디벨로퍼의 유동성 위기로 이어질 가능성이 높아 5년물 최우대금리(LPR) 인하 조치가 예상된다(그림 12). 다행히도 중국의 물가 압력은 크지 않다(PPI 연간 증가율 전망치는 -1%)(그림 11).

단 강도 높은 부양책 출범 가능성
제한적

한편 경기부양의 강도는 매우 강하지 않을 것으로 판단된다. 재정정책이든 통화정책이든 이미 상반기에 상당 부분 소진되었기 때문이다. 지방정부의 특수채 발행은 4월까지 이미 연간 한도의 52%를 상회했고, 월간 신규 위안화 대출도 예년 같은 시기에 비해 훨씬 많았다(그림 13, 14).

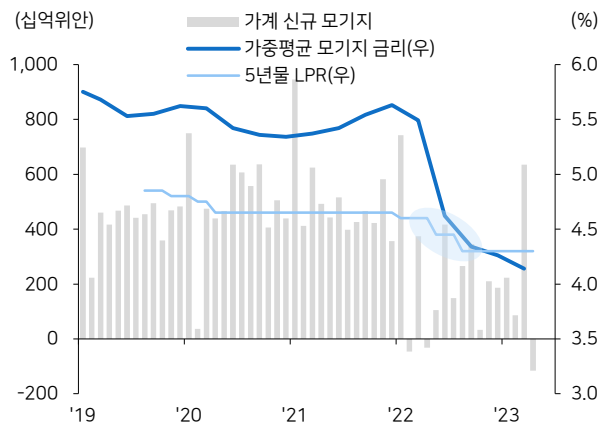
따라서 중국의 경기부양책은 3분기 경제정책 방향을 결정하는 7월 말의 정치국회의를 앞두고 발표될 가능성이 높다고 예상되나, 부양 강도는 경기의 추가 냉각을 방어해주는 수준일 뿐 신규 강력한 수요를 견인할 수준은 아닐 것으로 판단한다.

그림11 '23년 중국의 연간 물가 상승 압력은 높지 않아



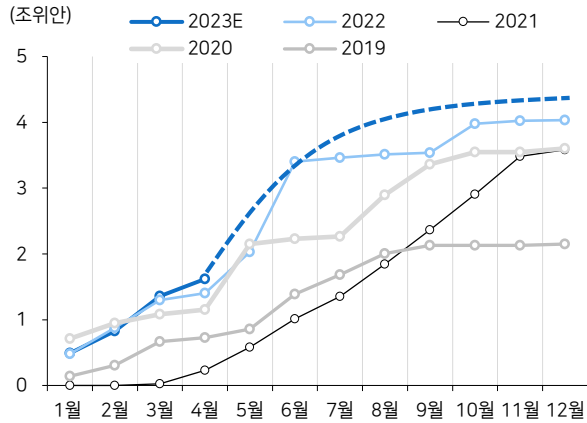
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림12 하반기 부동산 경착륙 방어 위해 5Y LPR 인하 가능



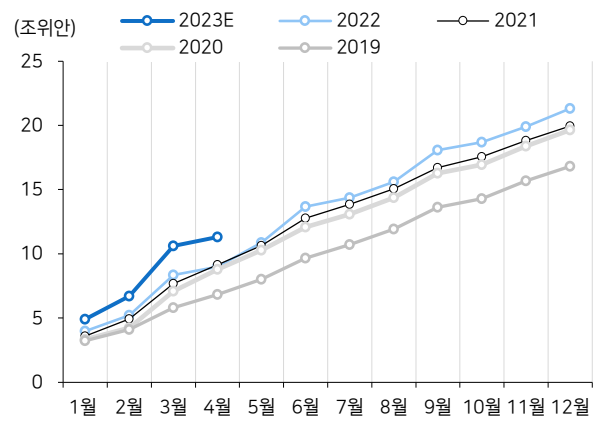
자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 지방정부의 특수채 발행 진도: 상반기 집중



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 월간 신규 위안화 누적 대출액: 예년대비 증가



자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

구조적 변화에서 찾는 투자기회1: 산업발전 및 내재화 수혜인 기술주

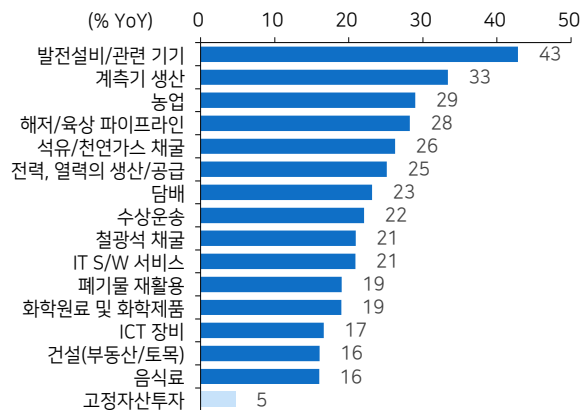
하반기 구조적 변화에 따른
투자기회 모색 필요

하반기에도 중국에서 뚜렷한 매크로 모멘텀이 부재하면서 주식시장에서 구조적인 성장 산업에 대한 투자 기획에 주목해야 한다는 생각이다. 이와 관련하여 필자는 다음과 같은 2가지 기회에 주목한다.

1) 정부 주도의 첨단제조업
고도화 가속, 관련 기술주 주목

첫째는 중국 정부가 주도하는, 첨단제조업 육성에 따른 로컬 기술주에 대한 투자이다. 코로나19를 겪으면서 중국의 고정자산투자에서 국영기업들의 투자가 전년동기대비 15%에 달할 정도로 약진 중이다. 이에 비해 민간기업 투자는 6.7% 감소했다. 국영기업들의 투자는 주로 ① 농산물, ② 원자재, ③ 신재생(전력) 및 ④ 첨단제조업과 연관되어 있는데 사실상 국영기업들이 공급망 자립을 위해 대규모 투자를 하고 있었던 것이다(그림 15, 16). 이 중 신재생과 첨단 제조업이 높은 성장을 구가하는 부문이다.

그림15 '23년 중국 제조업에서 높은 투자 증가율의 산업들



주: 발전설비/관련 기기에는 모터, 변압기, 컨트롤러, 태양광 장비, 전선 등 포함
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중국정부 주도의 투자는 공급망 자립에 집중

안보 영역	세부 산업
① 농산물	농업
	음식료
② 원자재	철광석 채굴
	석유/천연가스 채굴
③ 신재생	해저/육상 파이프라인
	발전설비/관련 기기
	2차전지/태양광
④ 첨단제조	전력, 열력의 생산/공급
	IT S/W 서비스
	ICT 장비
	화학원료 및 화학제품
	계측기

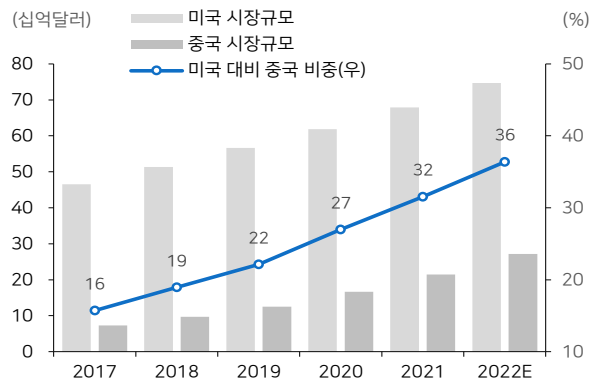
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

특히 미국의 기술 제재에 대비해 향후 상당 기간 동안 중국은 첨단 제조업에 대한 산업정책을 지원할 것으로 예상된다. 시진핑 3기 지도부에 진입하면서 생산성을 향상해줄 수 있는 디지털경제의 구축이 가속화되고 있는데, 이는 데이터센터를 비롯한 IT 인프라의 투자 증가로 연결된다. 현재 중국 데이터센터 시장 규모는 '17년 미국의 16%에서 '22년 미국의 36%까지 상승한 것으로 조사되며, 올해 3대 국영 통신사들이 컴퓨팅 관련 투자를 전체 예산의 27%까지 늘리면서 연평균 성장률이 36%에 달한다.

과거 중국 주식시장에서 정부 주도 산업이 주도주

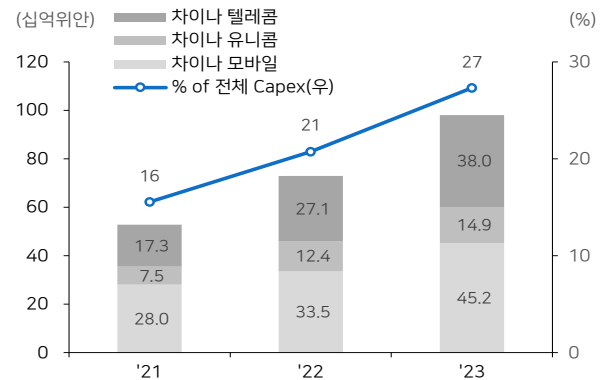
이런 변화는 중국 국내의 IT 기업들에게 호재로 작용할 전망이다. 산업의 확대는 물론 내재화에 따른 수요 상승의 수혜를 받을 수 있기 때문이다. 과거 경험상 중국 주식시장에서 정부 정책이 주도하는 산업들은 강력한 주가 상승세를 보여줬다. '06년부터 지금까지 테마 기준으로 각 테마들은 대체적으로 시작점 대비 시장율 약 200%p 아웃퍼폼했다(그림 19). 이번 시진핑 3기 지도부의 전략적 추진 산업이 '기술자립+디지털경제'이라는 점에서 기술주 강세는 중장기 관점에서 이제 시작에 불과할 것으로 판단된다.

그림17 중국과 미국의 데이터센터 시장 규모 비교



주: 적용환율은 1달러=7.0위안 / 자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림18 중국 통신사 컴퓨팅 투자 비중: 16% → 27%



자료: 각 통신사 사업보고, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국의 부양 정책과 주식시장 주도주



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

구조적 기회에서 찾는 투자기회2: 고배당 국영기업

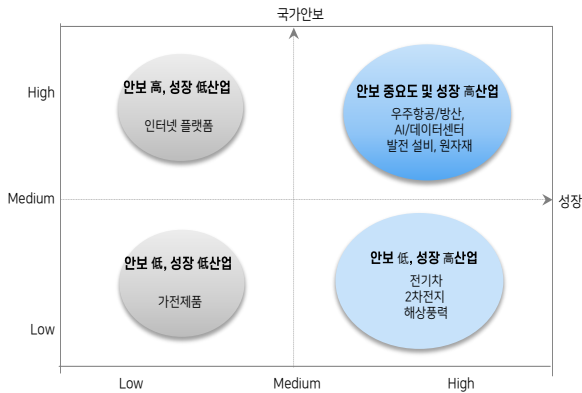
2) 고배당, 저평가의 국영기업 가치 재평가에 주목 필요

다른 한가지 기회는 국영기업에 대한 투자이다. 중국의 치국 패러다임은 과거 '성장'에서 근래 '성장과 안보의 균형적인 관리'로 전환됐다. 이런 패러다임의 변화는 <그림 20>에서 보는 것처럼 성장과 국가안보라는 제1사분면에 포함된 산업에서 중앙 국영기업의 중요도가 높아질 수 밖에 없다. 통신, 우주항공, 방산, AI(데이터 산업), 에너지 등이 1사분면의 대표적인 산업들이 되겠다. 따라서 해당 국면에 포함된 국영기업들은 일반 국영기업 대비 기업가치 재평가가 이루어져야 할 것이며, 이런 움직임은 '22년 방산 기업 주가에서 이미 반영되고 있다(그림 21).

중국 저금리 기조에서 국영기업 고배당 매력 부각

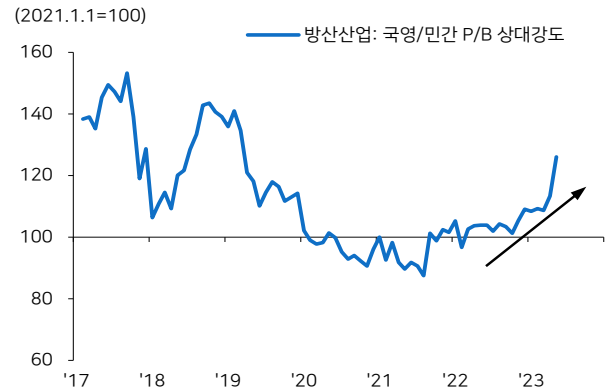
올해 중국 국영기업에 주목해야 하는 다른 이유는 고배당 매력이다. 중국의 중앙 국영기업의 평균 배당수익률은 3~4%이고, '22년에는 주가 하락에 5%까지 상승했다. 이에 반해 중국의 10년물 국채금리는 리오프닝에도 2.7%까지 하락하면서 현재 국영기업의 배당수익률과 국채 금리 스프레드가 크게 확대되었다(그림 22). 한국도 '19년 저금리 환경에서 고배당 투자 방식이 시장 관심을 받았던 것처럼 중국도 비슷한 투자 스타일이 관심을 받고 있다.

그림20 1사분면에 포함된 산업에서 국영기업의 중요도 상승



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 방산산업 내 국영기업 P/B 상대강도: '22년부터 상승



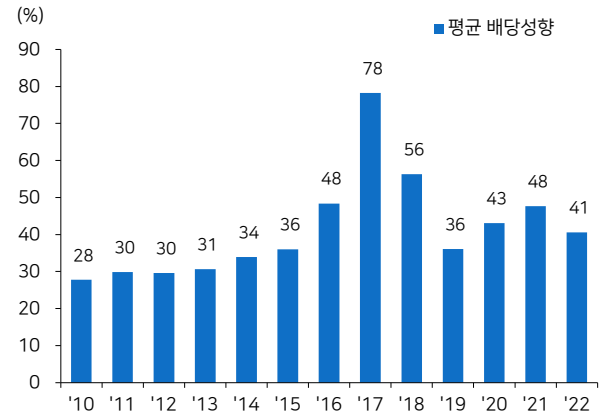
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림22 중앙국영기업의 배당수익률과 중국 10년물 국채금리



주: 5/19일, 배당수익률은 12개월 trailing 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림23 주요 국영중앙기업들의 연간 평균 배당성향 추이



주: 2010년부터 꾸준히 배당을 시행한 22개 주요 중앙국영기업으로 정리
자료: 각 기업 재무제표, Wind, 메리츠증권 리서치센터

하반기 중국 주식시장 투자전략: 바벨전략

하반기 중국투자는 바벨전략

결론적으로 하반기 중국 경기의 완만한 회복 흐름이 금융시장에 뚜렷한 투자 모멘텀을 제공하기 어렵다는 점에서 중국 주식시장 투자에 대해서는 중립 의견을 제시한다.

주요 지수는 박스권 흐름

하반기 중국 주요 지수에 대한 예상 밴드로는 1) 상해종합지수를 3,000~3,500pt (지수 EPS 11% 증가, Target P/E 11.5배로 가정)로 상반기와 동일하게 제시하고, 2) 홍콩H지수는 6,400~7,600pt(지수 EPS +7%, Target P/E 6.5배)를 제시하면서 상단을 상반기의 8,700pt에서 내렸다. 본토대비 홍콩증시의 지수 상단을 하향 조정한 이유는 소비재 기업들의 예상보다 약한 이익과 Non-China 금융시장의 중국대비 양호한 흐름에 따른 해외자금의 유출 불확실성을 감안했다.

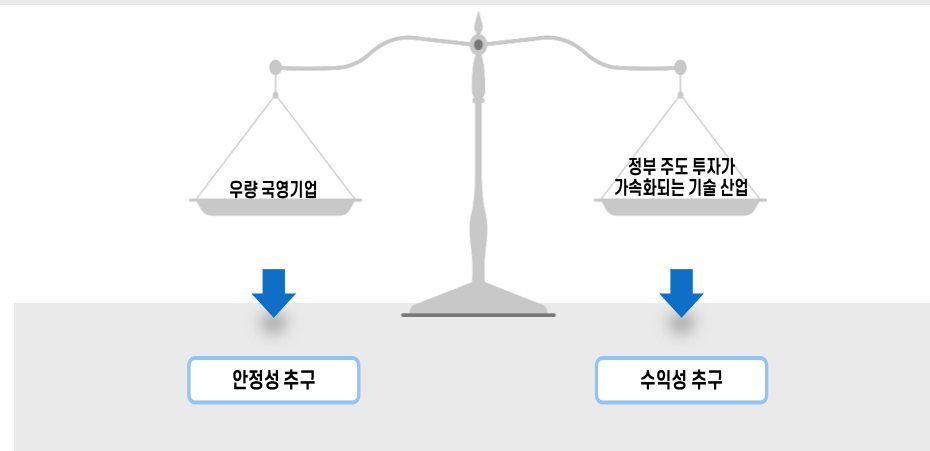
국영기업과 기술주 투자로 포트폴리오 구성

대신 지수보다 앞서 설명한 2가지 구조적인 성장 기회에 주목하면서, 이를 활용한 바벨전략으로 중국증시에 대응할 것을 제안한다. 즉 우량 국영기업 투자로 안정성을 확보하는 반면 신기술 발전 및 내재화 수요 증가의 수혜를 받는 기술주로 수익성을 추구하는 것이다(그림 24).

국영기업투자는 ETF로 대응

국영기업 투자는 직접 매매가 가능한, 본토에 설정된 국영기업 ETF로의 대응을 추천한다. 중국 증시에 상장되어 있는 국영기업들은 주로 은행, 에너지, 증권/보험, 통신, 유틸리티 등 전통산업에 분산되어 있다. 이는 해외투자자 입장에서 매력적인 투자 산업이 아니고, 동종산업이 해외기업보다 밸류에이션이 높아 개별 종목보다는 ETF로의 접근이 더 효과적일 수 있다. <표 1>에는 현재 후선강통을 통해 외국인 이 직접 매매 가능한 ETF는 총 9개를 정리했으며, 위험 선호도에 따라 차별적 선택이 가능하다.

그림24 하반기 중국 주식시장 투자전략: 바벨전략



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 국영기업 투자는 개별 종목보다는 ETF로 대응

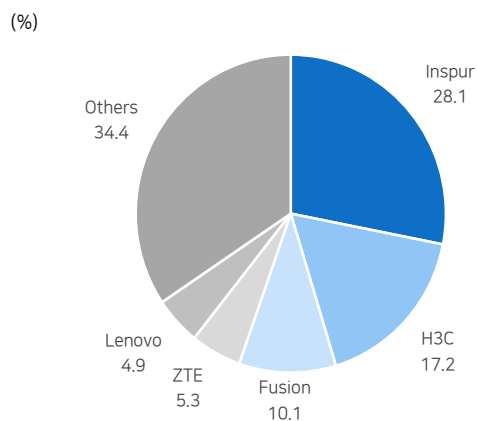
코드	ETF 명칭	주가	AUM	AUM 변화폭	P/E	P/B	거래소	운용사
		(%, YTD)	(십억위안)	(%, YTD)	(x)	(x)		
1	510880.SH 고배당ETF	12.5	15.1	-2.2	5.8	0.7	상하이	Huatai-pb
2	510810.SH 상하이 국영기업 ETF	5.5	7.3	4.0	12.6	0.9	상하이	China Universal
3	516970.SH 인프라50 ETF	17.0	7.0	-20.5	8.6	0.9	상하이	Guangfa
4	512950.SH 중앙국영기업 개혁ETF	11.4	5.8	2.9	12.5	1.4	상하이	China AMC
5	512960.SH 중앙국영기업 구조조정 ETF	11.5	5.4	-3.4	12.5	1.4	상하이	Bosera
6	159959.SZ 중앙국영기업 ETF	11.2	3.0	14.0	12.5	1.4	선전	YH Fund
7	515600.SH 중앙국영기업 혁신 ETF	18.5	2.8	45.1	12.4	1.3	상하이	Guangfa
8	515180.SH 고배당 ETF(E Fund)	9.6	2.7	55.9	6.2	0.7	상하이	E fund
9	515680.SH 중앙국영기업 혁신 ETF	18.9	2.1	9.0	12.4	1.3	상하이	JS fund

주: 5월 19일 외국인들이 직접 매매가 가능한 본토 상장 ETF 기준으로 정리
 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

기술주 투자는 IT 인프라 확대 및
 내재화 수혜가 예상되는 선두기업

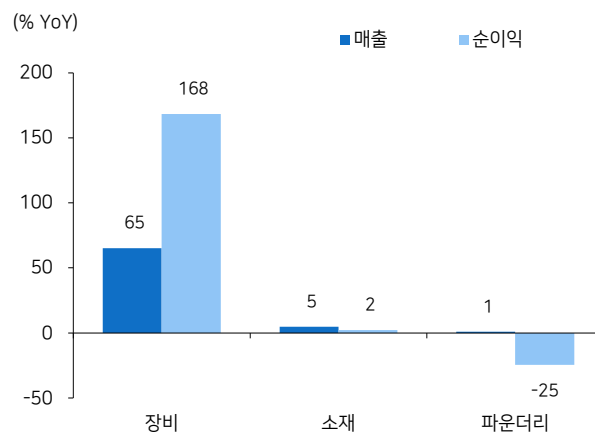
한편 기술주 투자는 AI 및 데이터센터 등 IT 인프라 확대에 따른 수혜 기업들에
 주목한다. 관련한 분야로는 1) 서버 선두기업 및 통신사, 2) 광트랜시버 대표 기업
 들과 3) 반도체 내재화 수혜가 가시화되는 국산 반도체 장비 및 소재 기업들이다.
 관련한 대표기업들과 투자포인트는 <표 2>에 정리했으니 참고 바란다.

그림25 중국의 AI서버 기업들의 시장점유율



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

그림26 1Q23 중국 반도체 밸류체인별 매출 및 순이익 비교



자료: 각 밸류체인 기업 사업보고서, Wind 메리츠증권 리서치센터

표2 중국의 디지털경제 구축 및 기술 내재화 부문의 영역별 대표 기업과 투자포인트

	종목	코드	시가총액 (십억위안)	주가 수익률(%)			'23년 실적 전망 (십억위안, % YoY)			12M Fwd (x)		투자포인트
				1개월	3개월	6개월	매출액	영업이익	순이익	P/E	P/B	
서버	Inspur	000977.SZ	57.2	-6.4	7.1	66.4	82.7 18.9	2.9 32.4	2.7 24.4	21.6	3.3	중국 AI서버 점유율 1위, AI 투자확대 수혜
	ZTE	000063.SZ	145.7	-5.1	18.2	31.6	138.2 12.4	11.6 31.6	9.9 22.0	15.7	2.6	대표적인 통신장비기업, 디지털경제 구축 수혜
	Sugon	603019.SH	69.0	-1.6	69.3	86.8	15.3 17.2	2.5 30.5	2.0 30.5	34.2	3.5	하드웨어에서 소프트웨어까지 데이터센터 통합 솔루션 제공 기업, 정부 주도의 투자 확대에 따른 ROE 개선
	팍스콘	601138.SH	321.0	-15.8	66.4	80.6	574.5 12.2	26.3 20.0	23.7 18.2	13.5	2.7	전세계 Top tier 서버 공급업체로 북미 빅테크들의 AI서버 투자 확대의 수혜 기대
	China Mobile	600941.SH	1306.7	-11.9	22.8	40.5	1,029.4 9.8	177.1 9.8	136.4 8.7	14.6	1.5	중국의 최대 통신사, 클라우드 사업 고성장 및 수익성 개선, 고배당
	China Telecom	601728.SH	505.2	-17.5	7.2	49.0	527.6 11.1	45.8 10.9	31.1 12.6	17.2	1.3	중국의 대표 통신사, 클라우드 사업 고성장 및 수익성 개선, 고배당
광트랜시버	Innolight	300308.SZ	74.9	25.6	180.5	212.8	11.3 17.2	1.7 25.6	1.5 23.0	49.8	4.0	AI 트랜시버의 국내외 선두기업, 800G 트랜시버 제품 양산 본격화
	Eopotolink	300502.SZ	33.6	-17.0	115.0	141.4	3.8 13.5	1.0 1.0	0.9 0.3	37.1	5.3	AI 트랜시버의 국내외 대표기업, 800G 트랜시버 제품 양산 본격화
	HG Tech	000988.SZ	31.3	-4.6	60.8	76.5	15.2 26.7	1.4 33.7	1.2 34.0	25.8	3.1	광트랜시버 신제품 출시 및 전기차 파워트레인 쿨링(PCT) 사업의 빠른 성장에 실적 개선 기대
반도체	북방화장	002371.SH	159.6	-6.6	26.6	30.7	20.0 35.9	3.9 34.8	3.2 37.7	49.3	7.5	중국에서 식각 및 증착 장비를 자체 기술로 보유한 대표 장비기업, 반도체 내재화 수혜 기대
	AMEC	688012.SH	101.2	-11.0	56.1	58.8	6.2 31.7	1.6 23.0	1.4 21.9	71.0	5.9	중국 식각장비 선두기업, 반도체 내재화에 따른 실적 개선 기대
	Yoke Tech	002409.SZ	33.4	7.1	39.2	19.4	5.6 31.1	1.0 60.0	0.9 66.7	38.2	4.0	전구체/포토리스트/불화수소를 확보한 로컬 반도체 대표 소재 기업. 또한 LNG 보냉재가 중국 조선소에 공급되면서 빠른 매출 성장 시현
	SMIC	0981.HK	243.8	-12.2	25.3	22.4	46.7 -8.8	5.1 -51.7	6.4 -49.6	26.9	1.0	중국의 대표 파운더리 기업, 반도체 업황 회복 및 내재화 수혜
	Huahong	1347.HK	35.3	-27.4	-11.6	1.7	17.9 2.5	2.7 -31.9	2.6 -18.6	12.2	1.3	중국의 두번째 파운더리 기업, 자동차용 반도체 중심으로 생산하며 업황 회복 및 내재화 수혜

주: 5/19 종가, Wind 컨센서스 기준
 자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

오정하 연구원

하반기 건화물 시장 성수기가 다가온다 (Tradewinds)

4개 건화물 전 영역에서 약세를 보이던 BDI(건화물선 운임 지수)가 중국 철광석 수입 증가에 힘입어 반등을 시작했다. 지난 3주간의 건화물 운임 약세는 우크라이나 곡물을 수송하던 Panamax 선박이 넘어오며 Capesize 수요를 약화시켰기 때문이다. 그러나 중국향 호주·브라질 철광석 수출량이 늘어났고, 기니가 인도네시아의 보크사이트 수출량을 대체하며 물동량 증가에 따라 건화물 운임이 상승했다. 중국의 철광석 재고는 낮고, 수요는 전년대비 많은 상황에서, 하반기 건화물선 성수기도 다가오고 있다. 건화물 운임 추가 상승을 기대한다면 BDRY ETF에 주목할만하다.

건화물 시장 반등

Capesize 5TC +36% WoW

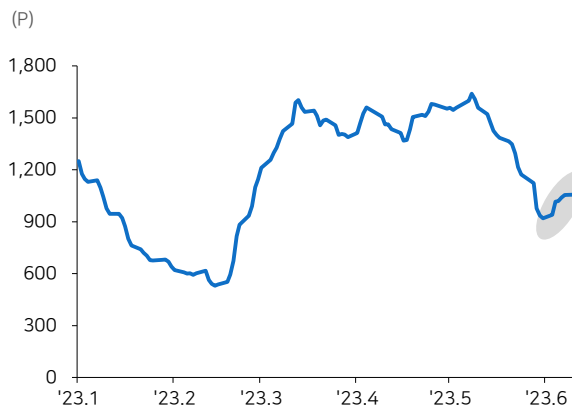
- 1) 호주·브라질 철광석 수출 증가
- 2) 기니 보크사이트 수출 증가

Baltic Exchange에서 발표하는 Baltic Dry Index(BDI, 건화물선 운임 지수)가 4주만에 반등했다. 건화물은 석탄·철광석·곡물과 기타화물 4가지로 구분되는데, 전 화물에서 모두 부진했다. 그러나 최근 중국 정부의 부동산 부양 정책으로 철광석 수요가 증가하며 6월 9일 Capesize 5TC 기준 일주일 새 36% 상승했다. Capesize 5TC는 Capesize 선형 주요 5개 노선의 평균 운임을 의미한다.

호주-중국 철광석 수송 Capesize 운임과 BDI의 상관계수는 0.9435에 달한다. C10 호주-중국 항로 운임은 전주대비 46%, C14 브라질-중국 항로도 22% 상승했다. 지난 주, Rio Tinto는 호주 Dampier-중국 Qingdao항로 Capesize선박을 톤 당 8.70달러에 계약했는데, 6월초에는 톤당 7.55달러를 지불한 바 있다.

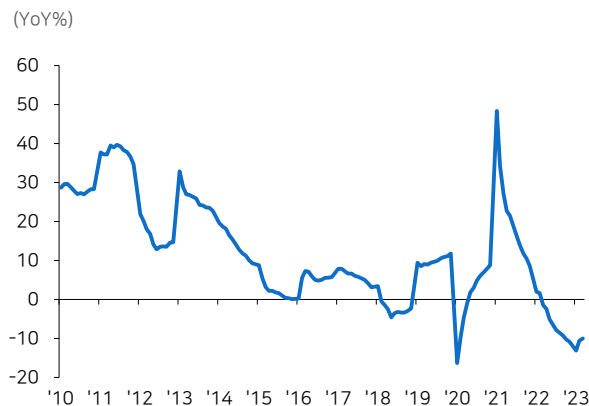
지난 3주간의 Capesize 운임 하락은 우크라이나 곡물을 수송하던 Panamax 공급이 넘어오며 일부 철광석 업체들이 Capesize대신 Panamax를 계약했기 때문이다. 그러나 호주·브라질 철광석과 기니 보크사이트 수출량 증가로 물동량이 증가하며 최근 운임 반등이 이어졌다. 중국의 철광석 재고는 낮고, 수요는 전년대비 많은 상황이다. 증가한 물동량은 유지될 개연성이 높다.

그림1 BDI 4주만에 반등



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 BDI와 호주-중국 철광석 Capesize 운임 상관계수는 0.94



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

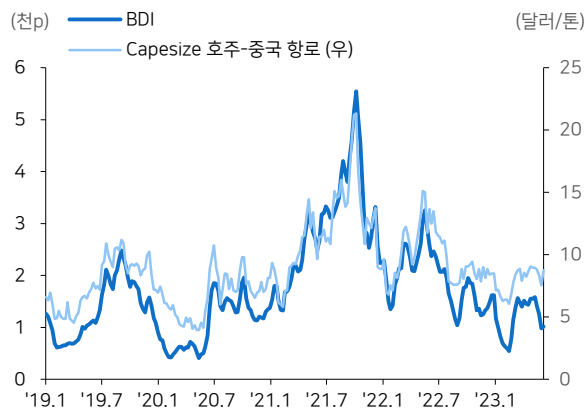
건화물 운임 상승을 기대한다면, BDRY에 주목

유일한 운임 선물 ETF, BDRY:
Capesize 50%
Panamax 40%
Supramax 10%

Breakwave Dry Bulk Shipping ETF (NYSE: BDRY)는 운임선물을 다루는 유일한 ETF로 벌크선에 집중한다. BDI의 1~6개월 사이의 근월물로 구성된 포트폴리오에 투자하며, 가중평균 만기는 3개월이다. BDRY가 보유한 선물 계약은 Capesize 50%, Panamax 40%, Supramax 10%로 구성되어있으며, 필요 시 매년 12월 초 재구성을 거친다.

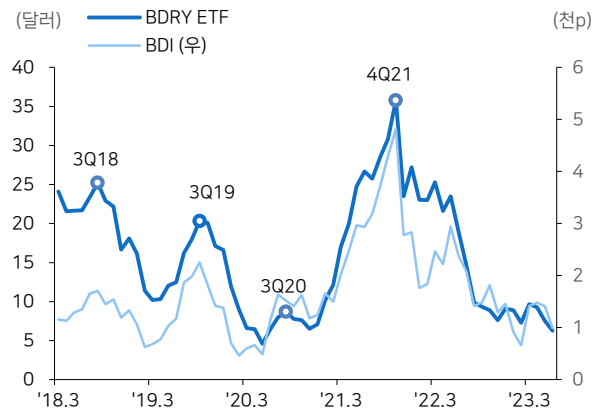
선물운임거래계약(FFA)은 실물거래에서의 위험을 회피하기 위해 체결하는 운임 선도거래계약으로서 선물거래라고 할 수 있다. 선사나 화주가 운임변동에 따른 리스크를 축소하기 위해 장기운송계약을 체결하거나 선물거래를 통해 단기현물시장의 운임변동 위험을 헷징한다.

그림3 BDI와 호주-중국 철광석 Capesize 운임 상관계수는 0.94



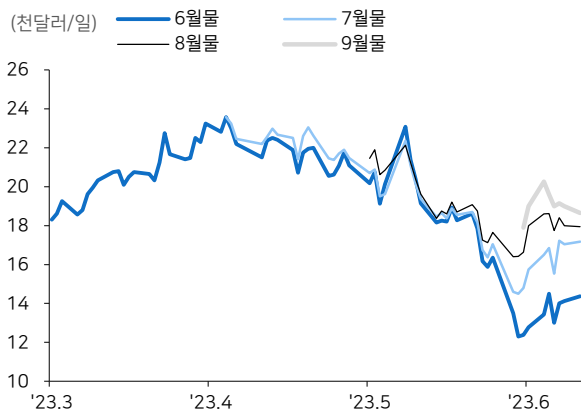
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 BDRY ETF 가격 추이



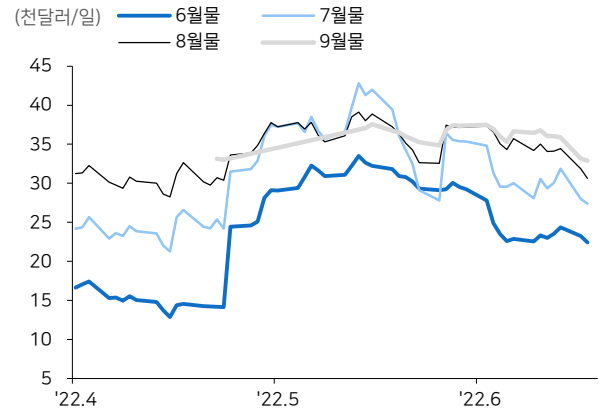
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Capesize 5TC FFA 가격 추이 (2023년 6월 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Capesize 5TC FFA 가격 추이 (2022년 6월 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz 3Q23 BDI 추정치: 1,922p
7~10월물 모두 BDI와 연동 시
상승여력 최대 16% 추정

그림 5번에 따르면 최근 콘탱고 기울기가 낮아졌는데, 이에 따라 6월물을 10월물로 리밸런싱하며 발생하는 롤오버 비용은 줄어들 개연성이 있다. 3분기 계절적 성수기가 도래하며 건화물선 운임 급등 기조로 접어들면, 기초자산 구성항목인 7~10월물의 용선료 상승에 따른 ETF 가격 상승을 기대한다.

10월물에 대한 리밸런싱 시 추세상 용선료는 건화물선 사이즈별로 Capesize 19,394달러/일, Panamax 13,209달러/일, Supramax 13,749달러/일이다. 3분기 메리츠 BDI 추정치에 근거한 벌크선 용선료의 업사이드는 Capesize 기준 18.9%이다. 이를 기초자산 구성항목인 7~10월물의 동일하게 적용하면 ETF 가격은 7.16달러 수준으로 추정한다. 11월물 리밸런싱(롤오버)전 까지 15.7%의 상승여력을 내포하고 있다.

표1 BDRY ETF 구성종목 (PDF)

(건, 달러)	선형	수량	가격	비중
6월물	Capesize	935	14,057	21.0%
	Panamax	840	9,161	12.3%
	Supramax	235	8,558	3.2%
7월물	Capesize	430	17,075	11.7%
	Panamax	535	10,232	8.7%
	Supramax	130	10,163	2.1%
8월물	Capesize	430	17,789	12.2%
	Panamax	535	11,246	9.6%
	Supramax	130	11,704	2.4%
9월물	Capesize	430	18,636	12.8%
	Panamax	535	12,211	10.4%
	Supramax	130	12,467	2.6%
시장가치			68,341,700	
현재가격			6.19	

주: 2023년 6월 13일 기준
자료: ETFMG, 메리츠증권 리서치센터

표2 10월물 매입 시 시나리오

(건, 달러)	선형	수량	가격	비중
7월물	Capesize	935	17,075	23.4%
	Panamax	840	10,232	12.6%
	Supramax	235	10,163	3.5%
8월물	Capesize	326	17,789	8.5%
	Panamax	511	11,246	8.4%
	Supramax	117	11,704	2.0%
9월물	Capesize	326	18,636	8.9%
	Panamax	511	12,211	9.1%
	Supramax	117	12,467	2.1%
10월물	Capesize	326	19,394	9.3%
	Panamax	511	13,209	9.9%
	Supramax	117	13,749	2.4%
시장가치			68,341,700	
가격			6.19	

주: 수량은 BDRY ETF 방법론에 따라 최근월물 40%, 차월물 60% + Capesize 50%, Panamax 40%, Supramax 10% 반영하여 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 차월물 리밸런싱 이후 Meritz 추정치 적용 시나리오

(건, 달러)	선형	수량	가격	비중
7월물	Capesize	935	20,306	24.0%
	Panamax	840	11,613	12.3%
	Supramax	235	11,027	3.3%
8월물	Capesize	326	21,155	8.7%
	Panamax	511	12,763	8.3%
	Supramax	117	12,699	1.9%
9월물	Capesize	326	22,162	9.1%
	Panamax	511	13,859	9.0%
	Supramax	117	13,527	2.0%
10월물	Capesize	326	23,064	9.5%
	Panamax	511	14,991	9.7%
	Supramax	117	14,918	2.2%
시장가치				79,077,252
Upside (%)				+15.7%

주: 10월물 용선료는 Meritz 3분기 추정 BDI를 대입한 추정치
자료: 메리츠증권 리서치센터

우호적인 건화물 시장 수급:
Capesize 수요 5% 증가
VS 공급 3% 증가 (Bimco)

Capesize 운임은 여전히 중국 경기 회복에 대한 우려로 수요 증가분을 따라잡지 못하고 있다. Capesize 6월물은 5월말 저점에서 반등했으나 여전히 콘탱고 상황이다. Bimco에 따르면, 2023년 5월말 기준 Capesize 수요는 5% YoY 상승한 반면 선복량은 3% YoY 증가했다. Bimco는 앞으로도 브라질 및 기니 수출량 증가, 러시아산 석탄 수출량 증가로 수요는 4%대 성장률을 전망했다. 반면 선복량은 2% YoY 증가가 예상된다.

6월초, 중국이 부동산 시장 지원 방안을 마련하고 있다고 보도된 바 있다. 예상보다 약한 자구책이 발표되더라도 하반기 성수기가 도래함에 따라 건화물 시장 운임에 주목할 필요가 있다.

원문: Capesize spot rates 'hesitant' despite 5% rise in demand, Bimco's Filipe Gouveia says (Tradewinds)

Capesize bulker market gains 36% as iron ore demand rises (Tradewinds)