

# Strategy

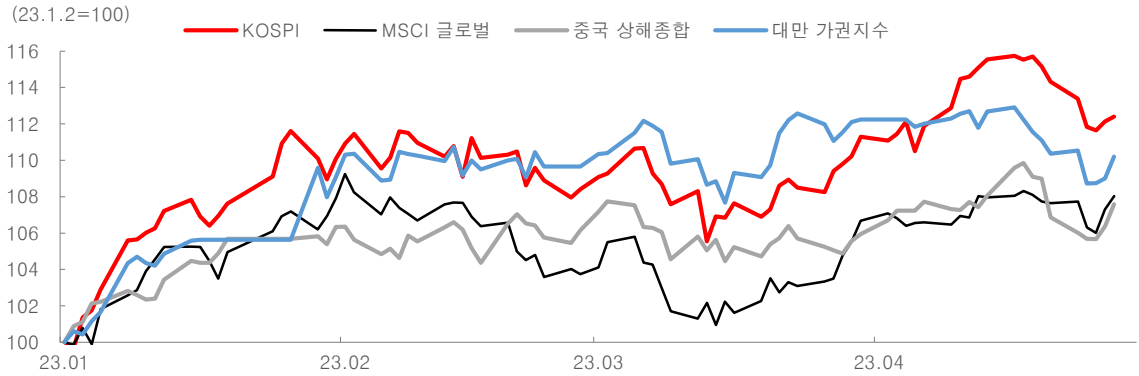
Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

## 중국 변수를 어떻게 봐야하나... (경기, 한중 관계)

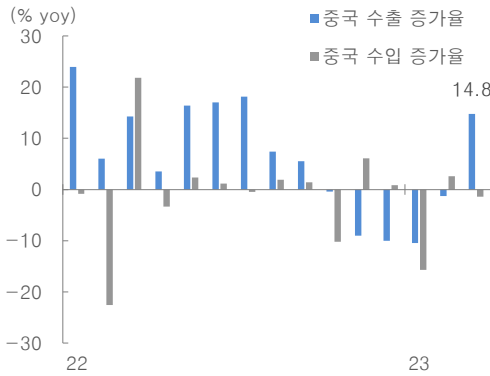
- 연초 이후 글로벌 증시가 1월 고점권을 벗어나지 못하는 상황에서 중국과 한국을 필두로 신흥아시아 증시는 차별적인 강세, 지수 레벨업 국면을 보였다. 중국 경기 회복과 반도체 업황 개선(삼성전자 감산 서프라이즈) 기대가 반영된 결과라고 본다. 그러나 4월 중순 이후 중국, 한국, 대만 증시는 글로벌 증시대비 부진한 흐름을 기록 중이다.
- 약세반전의 트리거는 4월 18일 중국 실물지표 결과였다. 13일 3월 수출 서프라이즈(예상치 -7.1%, 결과 +14.8%)에 경기회복 기대를 한껏 높였지만, 3월 광공업생산, 고정자산투자 부진, 예상치 하회로 경기회복 기대와 속도에 대한 의구심이 커졌기 때문이다. 3월 소매판매는 예상치(+7.5%)를 크게 상회한 10.6% 서프라이즈를 기록했지만, 3월 광공업생산은 전년대비 3.9% 성장에 그치며 컨센서스(+4.4%)를 하회했다. 고정자산투자도 전년대비 5.1% 성장으로 예상치(5.7%)를 크게 하회한 것은 물론, 1 ~ 2월(5.5%)보다 둔화되었다.
- 중국 경기회복이라는 방향성은 유효하지만, 내수소비, 서비스업 중심의 경기회복 세로 제한되고 있음을 확인한 것이다. 소비 개선에 이은 제조업 회복, 투자 확대로 이어지는 경기회복 선순환 사이클로 진입하지는 못한 것으로 볼 수 있다. 이를 계기로 중국 상해종합지수는 4월 18일 고점(18일 실물지표 확인 이후)을 기록한 뒤 글로벌 증시대비 부진한 흐름을 이어가고 있다. 중국발 훈풍이 흔들리고 있는 것은 물론, 글로벌, 특히, 신흥아시아 경기, 금융시장, 증시에 대한 기대심리에도 제동이 걸린 것이다.
- 게다가 4월 30일 공개된 4월 통계국 PMI도 부진한 결과를 보였다. 중국 제조업, 비제조업 PMI 모두 전월대비 둔화될 것으로 예상했지만, 예상치를 크게 하회했고, 제조업 PMI는 50을 하회하며 수축국면으로 전환되었다. 4월 통계국 서비스업 PMI는 56.4로 3월(58.2)대비 하락했지만, 여전히 확장국면에 위치해있다.
- 문제는 제조업 PMI였다. 4월 제조업 PMI는 49.2로 예상치(51.4)를 크게 하회하는 쇼크를 기록, 확장국면 진입 4개월만에 수축국면으로 진입했다. 3월 실물지표에서도 확인되었던 서비스, 내수소비에 국한된 경기반등, 회복이 지속될 경우 중국 경기회복 속도와 강도에 대한 의구심을 넘어, 경기회복 지속 여부에 대한 우려가 커질 수 있다.
- 4일 발표되는 4월 차이신 제조업 PMI도 수축국면으로 진입할 가능성이 높다. 3월 차이신 제조업 PMI는 50으로 레벨다운되면서 확장과 수축국면의 기로에 서 있는데, 4월 예상치(50.3)를 소폭 하회할 경우 다시 수축국면으로 진입할 수 있다. 이 경우 중국 경기회복에 대한 의구심이 증폭될 수 있다. \* 다음 페이지에서 계속됩니다

그림 1. 4월 중순 이후 부진하는 KOSPI와 중국, 대만 증시



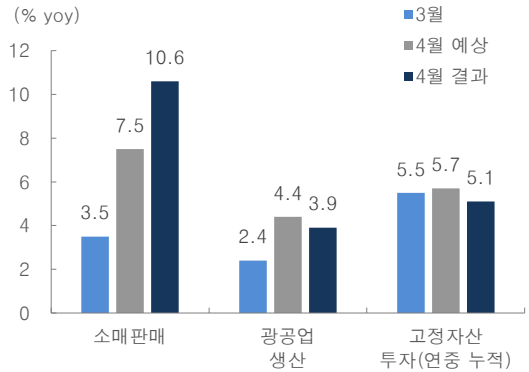
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 3월 중국 수출 서프라이즈, 경기회복 기대 심리 증폭



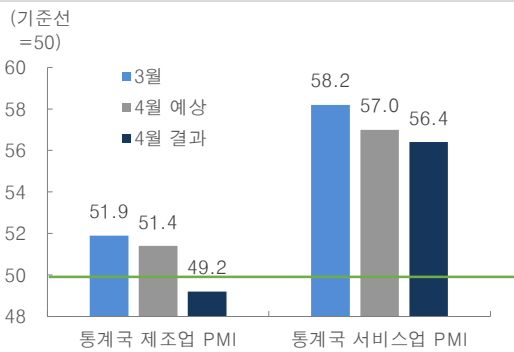
자료: 중국 해관총서, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 3월 중국 실물지표, 소비만 서프라이즈, 선순환 고리 약화, 경기회복 속도 의구심



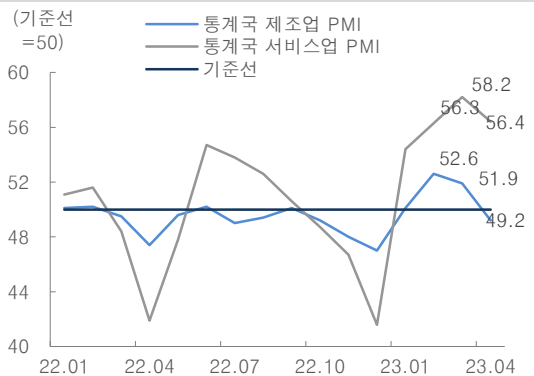
자료: 중국 통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 4. 중국 통계국 PMI 예상치 하회. 제조업은 50을 하회, 수축국면으로 전환되는 쇼크



자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

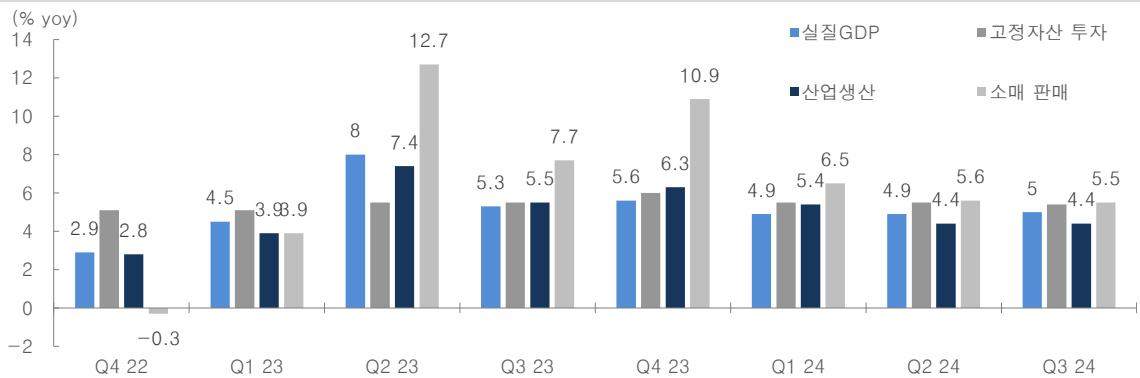
그림 5. 서비스업 경기는 양호하다고 볼 수 있지만, 제조업 부진은 중국 경기 불안심리 자극



자료: 중국 국가통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국의 경기회복세가 유효하고, 당분간 지속될 것이라고 전망한다. 문제는 실제 중국 경기 회복세보다 앞서간 기대감이다. 따라서 경제지표를 확인하는 과정에서 경기회복 속도와 강도에 대한 기대감과 결과 간의 괴리로 인한 변동성 확대는 불가피하다.
- 물론, 그동안 경제지표가 예상보다 강했던 것이 사실이다. 하지만, 그로 인해 중국 경제지표 서프라이즈 인덱스가 150%를 넘나들고 있다. 이는 2006년 이후 최고치로, 경기에 대한 눈높이가 역사적 최대 수준까지 높아져 있음을 의미한다. 즉, 향후 경제지표들을 확인하는 과정에서 컨센서스보다 투자자들의 기대보다 부진할 가능성을 경계해야 한다.
- 중국 경기회복 속도, 강도에 대한 우려가 유입될 경우 주식시장의 단기 변동성 확대는 불가피하다. 위안화, 원화 약세 압력이 높아지며 외국인 수급에도 부정적일 것이다. 그러나 이 또한 시간이 지나면 다시 중국 경기 방향성에 투자할 기회라고 본다. 기대와 현실 간의 간극을 좁히는 과정이지 경기 방향성은 바뀌지 않는다고 생각한다. \*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 6. 중국 경기회복이라는 방향성은 유효하다고 판단. 문제는 과도한 기대감



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

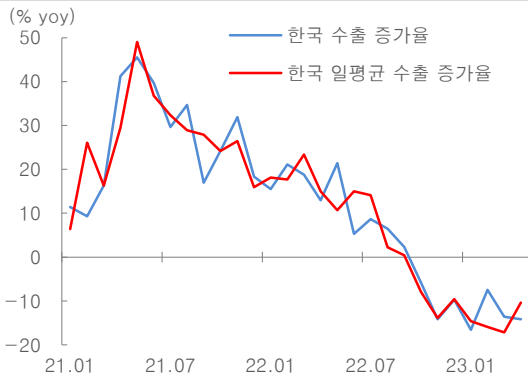
그림 7. 중국 경제지표를 바라보는 눈높이는 2006년 차이나 붐 수준. 눈높이 조정, 기대감 완화 과정 필요



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

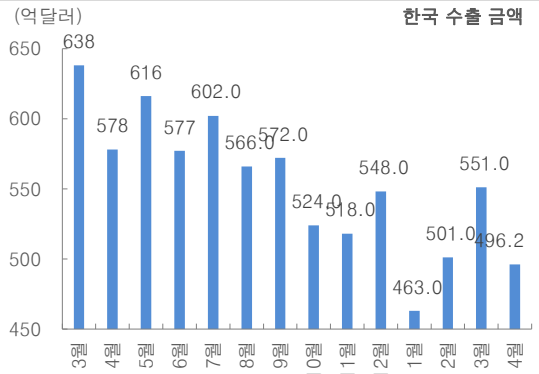
- 한국 증시는 중국 변수에 있어서는 이중고를 겪고 있다. 중국 경기회복이 내수, 서비스업에 국한되면서 한국으로 수혜가 기대만큼 크지 않고, 최근 악화된 한/중 관계가 수출 회복에 걸림돌이 될 수 있기 때문이다. 이는 5월 1일 공개된 수출 데이터를 통해 가능할 수 있다.
- 일단, 한국 4월 수출은 글로벌 경기둔화, 반도체 업황 부진, 조업일수 감소(1일), 22년 4월 수출의 기저효과(역대 4월 중 최고 실적(578억 달러))의 영향으로 -14.2% 감소했다. 4월 수출 규모는 496.2억달러로 3월 551억대비 감소했다. 일평균 수출증가율은 -10.4%로 3월 -17.2%에서 큰 폭 회복세를 보였다. 아직은 수출이 부진하지만, 점진적인 개선세를 보이고 있다고 평가할 수 있다.
- 여기서 주목하는 부분은 대중국 수출이다. 4월 중국 수출은 95.2억달러로 전년대비 26.5% 감소했다. 수출규모는 3월(104.2억달러)대비 감소했지만, 전년대비 감소폭은 33.4%에서 개선되었다. \*다음 페이지에서 계속됩니다

그림 8. 한국 수출증가율 -10% 수준에서 등락 반복



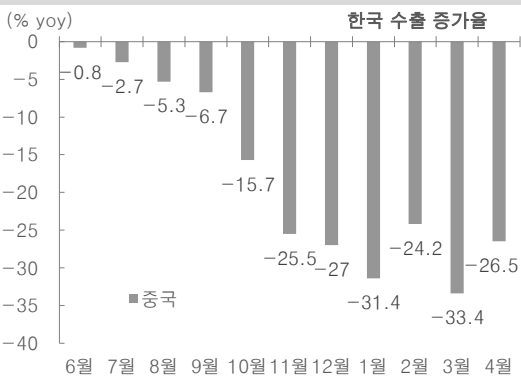
자료: 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 9. 수출금액 496 억달러로 2 월보다 낮아져



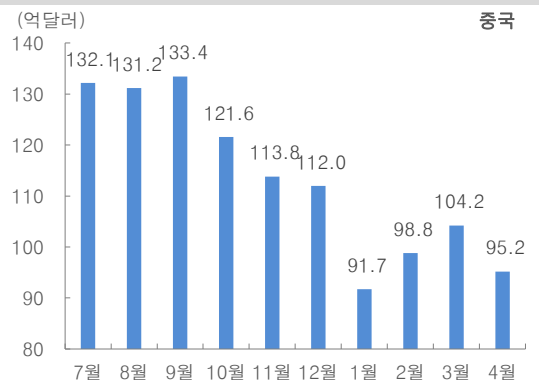
자료: 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. 대중국 수출증가율은 마이너스 폭 축소



자료: 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

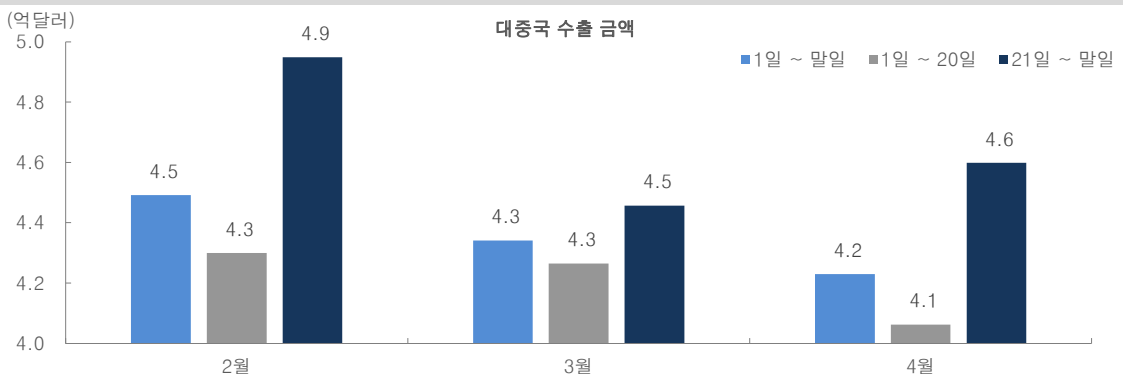
그림 11. 대중국 수출금액 95 억달러로 레벨다운



자료: 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

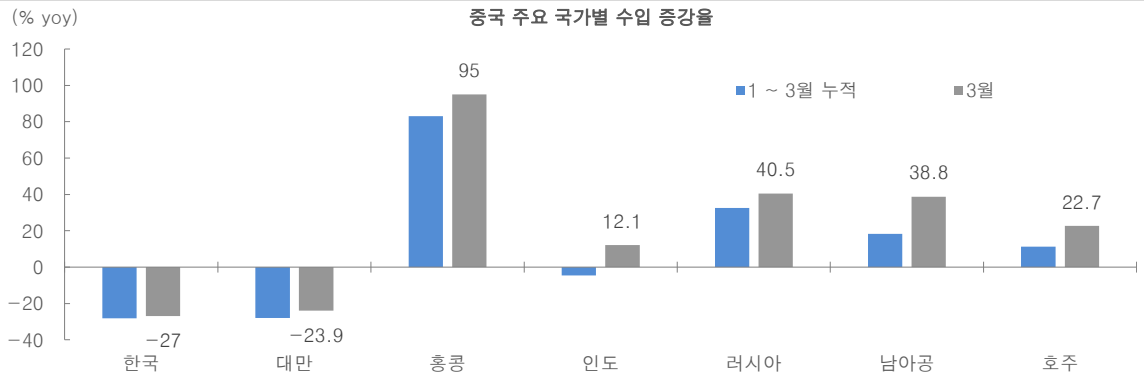
- 한중 관계 악화를 가늠하기 위해서 21일 ~ 30일까지 수출을 구분해서 살펴보았다(한중 관계 악화로 증시 충격이 가해졌던 시점 21일). 2월부터 4월까지 1일부터 말일까지, 1일부터 20일까지, 21일부터 말일까지 대중국 일평균 수출금액을 산출한 것이다.
- 그 결과 대중국 4월 수출금액은 2월, 3월대비 감소했지만, 매일 21일 이후 말일까지 수출금액은 오히려 3월대비 증가세를 보였다. 아직 한중 관계 악화로 인한 교역, 경제 충격은 제한적임을 알 수 있다.
- 물론, 한중 관계 악화로 인한 교역, 경기부담은 여전한 것이 사실이다. 추후 새로운 조치로 인해 한국 경제와 교역에 실질적인 충격을 가할 수도 있다. 하지만, 최근 중국의 행보를 보면 무조건 한국을 배제하고 가기도 어려운 상황이라고 본다.
- 이번 중국 제조업 PMI 쇼크에서 볼 수 있듯이 현재 중국 경기는 소비, 서비스업에 치우친 회복세를 보이고 있다. 한 쪽으로 기운 회복은 오래 못 간다. 소비 - 생산 - 투자 간의 선순환 사이클이 형성되어야 추세적인 경기회복을 기대할 수 있다.
- 이러한 측면에서 4월 시진핑 주석이 중국에 있는 한국 기업을 방문한 것에 주목할 필요가 있다. 제조업 경기를 살리기 위해 한국, 대만과의 관계 개선이 필요함을 보여주는 부분이라고 생각한다.
- 악화된 한중 관계가 언제 완화 무드로 전환될지 장담하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 중국 변수에 주목하고, 한국 경제, 교역, 금융시장에 훈풍을 기대하는 이유는 중국도, 한국도 서로에게 필요성이 커졌기 때문이다. 서로 관계가 더 악화되지만 않는다면 경제적으로 좀 더 우호적인 분위기가 형성될 것으로 예상된다. 2분기, 3분기 KOSPI의 차별적 강세는 여전히 유효하다는 판단이다.
- 다만, 중국 경기회복 속도에 대한 논란과 4월 수출 부진 등의 여파로 5월 16일 중국 실물경제지표를 확인하기 전까지는 등락이 불가피할 전망이다. 또다시 16일 중국 실물경제지표 결과에 따라 매매강도를 조절해야 하겠지만, 현재로서는 중국 경기회복, 한국 수출 개선, 반도체 업황 개선이라는 방향성 투자는 유효하다.
- 5월 기대심리가 후퇴하는 과정에서 증시 변동성이 커진다면 비중확대 기회로 활용할 것을 권고한다. 방향성의 문제라기보다는 시간의 문제라고 보기 때문이다. 시간과 변동성을 분할매수로 극복하는 구간이라고 생각한다.

**그림 12. 4월 21일 ~ 말일까지 대중국 수출금액은 3월보다 높아. 아직 한중 관계 악화로 인한 실질적인 피해는 제한적이라고 생각**



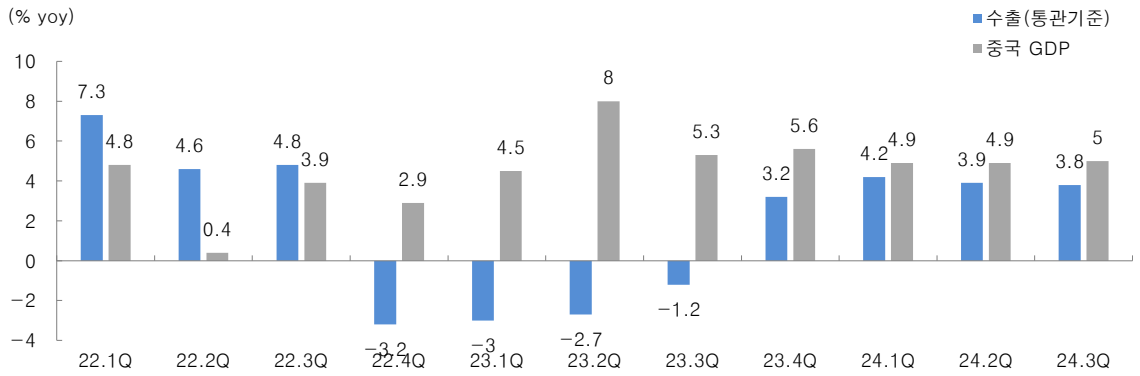
자료: 산업통상자원부, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 13. 중국은 아직 한국, 대만과의 교역에 소극적인 상황



자료: 중국 해관총서, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 14. 중국 경기 턴어라운드, 회복과 맞물린 한국 수출 회복 가능성. 방향성은 여전히 유효하다는 판단



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---