KB China Focus

중국, 저가의 끝은 어디인가? ② 전자상거래

KB증권

아시아주식 Strategist 박수현
shpark@kbfg.com
연구원 김승민
seungmin_kim@kbfg.com
연구원 노승국
seongguk.roh@kbfg.com

아시아주식

2024년 8월 30일

더 많은 리포트 보기

정책 지원: ① 디지털 실크로드 전략, ② 해외 물류센터 확보, ③ 글로벌 유통채널 강화

지난 2024년 6월 중국 상무부 등 9개 부처가 공동으로 <크로스보더 이커머스 수출 지원을 위한 해외 물류센터 건설 의견>을 발표했다. 이커머스 기업이 해외사업 확장을 위해 물류센터를 건설하는 것은 자연스럽지만, 정부가 나서서 해외 물류센터 구축을 지원하는 이유는 무엇일까? 해당 정책에서 가장 여러 번 강조되는 단어인 대형 이커머스 기업간 '데이터 공유, 빅데이터 분석, 효율성 제고'에 그 목적이 있다.

2015년 발표했던 중국제조 2025 (국산화율 제고)와 일대일로 전략을 기반으로 고부가가치 상품 (통신장비, 스마트폰, 자율주행차 등)들을 해외로 공급하고, 이를 통해 디지털 실크로드 (글로벌 디지털 인프라에서의 영향력 강화)를 구축하고자 했으나, 미국의 제재로 계획을 실행하기 어려워졌다. 이에 따라 방향을 변경해서 크로스보더 이커머스 저가전략을 활용한 해외시장 진입, 거래 데이터 확보, 해외 물류센터 구축, 글로벌 유통채널 강화를 도모하고 있다.

경기 진단: 중국이 저가상품을 선호하게 된 이유. 불가피한 해외시장 진출, 다음 타자는 틱톡샵

중국은 무역분쟁, 코로나 장기 봉쇄, 공동부유에 의한 산업규제 영향으로 내수시장이 급격히 악화되었다. 특히 부동산 시장에 대한 압박이 주택가격 하락으로 이어지면서 소비심리 약화가 장기화되고 있다. 중국 서부, 중부, 동부 지역 중 GDP에서 차지하는 비중, 기여도가 가장 높은 동부지역은 무역중심지, 금융중심지 역할을 담당하고 있기 때문에 이러한 경제, 정치적 충격에 따른 여파가 크게 나타났다. 동부지역은 1인당 평균급여, 가처분소득이 가장 빠르게 하강하고 있으며, 업종 기준으로도 고임금 산업인 IT/Tech, 금융, 부동산, 헬스케어 등의 임금 증가율이 지난해 중하위권으로 진입했다. 전국 기준 평균 임금 및 가처분소득은 과거 추세 회복이 어려운 상황이며, 이는 중국 소비 트렌트가 가성비, 저가상품으로 집중되고 있는 배경이다.

중국 이커머스 시장이 성숙기에 접어들었고, 내수경기 부진으로 경쟁이 치열해지면서 기업들은 해외시장 진출에 적극적이다. 중국 내수시장의 저가제품 선호현상이 강화되면서, 박리다매 전략에 따른 공급물량 확대, 진출 국가 확장 기조가 더욱 강화될 전망이다. 한국 시장에 진출한 알리익스프레스, 테무, 쉬인에 이어 라이브커머스 형태인 틱톡샵이 합류할 예정이다.

산업 점검: 중국 크로스보더 이커머스 산업 성장에 따른 기회와 위험요인

중국 크로스보더 이커머스 산업이 성장하면서 세 가지 기회요인을 기대할 수 있다. 첫째, 이커머스 데이터를 확보하게 되면 품목별 수요를 사전에 파악해 풀필먼트 서비스를 더욱 효율적으로 제공할 수 있게 된다. 또한 품목별로 생산 물량, 시기에 대한 예측이 정교해질 수 있어, 제조단가를 추가로 인하할 수 있다. 둘째, IRA에 대응하기 위한 우회 수출 거점을 마련하고, 장기적으로 물류 비용도 인하할 수 있는 여력이 생긴다. 셋째, 중기적 관점으로는 이커머스 기업들의 적극적인 해외 유형자산 확보로 영업외수익도 확보가 가능해진다. 위험요인으로는 미국 및 동맹국의 대중 무역 규제 강화, 로컬기업과의 경쟁 과열로 인한 지출이 확대될 가능성이 있다.

투자 아이디어: P를 낮추는 구간에는 생산 확대와 연동되는 '유틸리티, 운송' 선호

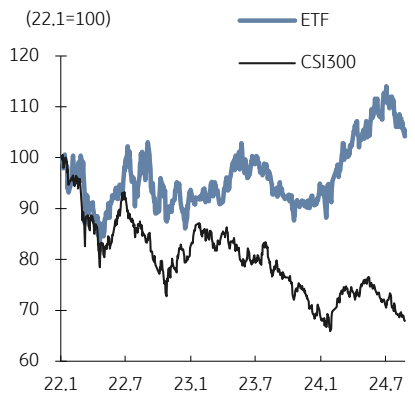
P를 낮추는 저가전략이 지속되는 구간에는 Q가 빠르게 팽창한다고 해도, 기업이익 개선을 기대하기는 쉽지 않다. 이커머스 생태계 내에서 상품을 제조하고, 판매하는 미드, 다운스트림 기업보다는, 단가와 무관하게 물량 (Q)과 거래건수 (반품)가 확대될수록 이익 증가와 연결되는 유틸리티와 운송 섹터가 상대적으로 긍정적이다. 유틸리티는 중국 본토에 상장된 전력 ETF (159611 CH)를 선호하며, 해당 ETF는 후선강통처럼 직접 투자가 가능하다.

<크로스보더 이커머스 수출 지원을 위한 해외 물류센터 건설 의견> 핵심내용 요약

정책명	크로스보더 이커머스 수출 부문 해외 창고 건설에 관한 의견
발표일	2024년 06월 12일
주요 내용	1. 크로스보더 이커머스 기업 양성 2. 금융방면 지원 강도 제고 3. 관련 인프라 및 물류 시스템 구축 4. 업계 관리감독 개선 5. 업계 기준 수립 및 국제협력 강화

자료: 정부 홈페이지, KB증권

CSI300 vs. 전력 ETF 수익률



자료: Wind, KB증권

디지털 실크로드와 저가전략의 연결고리

2015년 발표한 중국제조 2025 & 일대일로 정책이 저가전략과 연결되는 중

美, 중국 견제로 중국제조 2025 대신 "디지털 실크로드 + 저가 전략" 추진 중

미국의 견제로 중국이 언급을 중단한 중국제조 2025는 일대일로 세부 방안인 디지털 실크로드와 저가전략으로 새로운 돌파구를 마련 중이다. 중국제조 2025는 10대 신흥산업 (차세대 IT/Tech, 데이터 처리 공작기계 및 로봇, 항공우주 설비, 해양 엔지니어 설비, 철도교통, 에너지 절감 및 신에너지차, 전력 장비, 농업 기계, 신소재, 바이오 의약)의 국산화율을 2020년에는 40%, 2025년에는 70%까지 끌어올리겠다는 계획으로, 중국 정부가 중점적으로 육성하고자 했던 반도체 미세화 공정 및 통신기술은 화웨이를 필두로 빠르게 국산화가 전개 중이었다. 화웨이는 중국제조 2025에 기반한 기술력 확보 뿐 아니라 디지털 실크로드 전략 (Digital Silk Road, DSR)에 의해서 전세계 수출 물량 확대, 방대한 데이터 확보 채널까지 구상 중이었던 것으로 짐작된다. 그러나 예상치 못한 미국의 강력한 견제로 화웨이의 5G 통신장비 수출이 대부분 막히게 되었고, 반도체 규제도 강화되면서 중국 정부의 첨단기술 확보 & 글로벌 디지털 인프라 구축 계획이 모두 수포로 돌아갔다.

이커머스 기업, 데이터 및 유통망 확보 위해 노력

통신장비와 같이 기술력을 요하는 제품에 대한 수입은 미국과 동맹국들이 철저히 차단하고 있기 때문에, 중국제조 2025는 고품질 발전, 신품질 생산이라는 단어로 교체해서 중국 내부 개발에 집중하고, 디지털 실크로드 전략은 틱톡에 이어 알리, 테무, 쉬인의 저가전략을 활용해 데이터와 유통망 확보에 힘을 쓰고 있다. 틱톡은 SNS로 시작해 라이브커머스로 사업 영역을 확대하고 있으며, 다양한 개인정보와 데이터들을 수집하고 있는 것으로 추정된다. 미국 정부가 틱톡의 미국시장 퇴출을 요구하는 이유도 국가안보 차원에서 틱톡이 위협을 줄 수 있다는 명분에 의한 것이다. 이커머스 기업인 알리, 테무, 쉬인은 크로스보더 시장에 진출하면서 글로벌 물류 인프라 자산들을 매수할 수 있는 당위성을 가지고 있다. 미국의 압박에도 불구하고 글로벌 공급망에서 중국이 역할을 지속하기 위해서는, 공급 및 물류 채널을 중국 내부 뿐 아니라 해외에서도 확장해야 할 필요성이 높아지고 있기 때문에 이러한 전략을 취하고 있는 것이다.

표 1. 중국제조 2025 항목별 국산화율 제고 목표

세부 분야	목표	기타
무선 모바일	80% (일반 장비)	글로벌 시장 점유율
차세대 인터넷 망	60% (광통신)	글로벌 시장 점유율
고성능 컴퓨팅 및 서버	40%	글로벌 시장 점유율
스마트 제조 핵심 IT 장비	60%	국내 시장 점유율 국제 선진 수준까지
첨단 공작기계	80%	국내 시장 점유율
로봇	70%	국내 시장 점유율
핵심 부품	70%	국내 시장 점유율
범용 항공기 및 헬리콥터	40%	글로벌 시장 점유율
신에너지 자동차	80%	-
신소재	90%	국내 시장 점유율

자료: <중국제조 2025> 핵심 분야 기술 로드맵 - 국가제조강국건설전략자문위원회, KB증권

표 2. 일대일로 - 디지털 실크로드 전략 내용 요약

구분	내용
정책 명	디지털 실크로드 (Digital Silk Road, DSR)
주요 내용	일대일로 (Belt and Road Initiative) 전략의 중요한 요소 디지털 기술과 인프라를 통해 전 세계적으로 영향력 확대
단계	2013~15년: "일대일로" 구축 단계 2015~17년: "일대일로" 발전 + 디지털 경제 단계 2017~현재: 정식 "디지털 실크로드" 발표 및 추진
목표	전통 인프라 투자 뿐만 아니라 정보통신 기술 (ICT), 전자상거래, 인공지능 (AI), 스마트 도시, 디지털 금융 등의 디지털 경제 분야에서 중국의 글로벌 입지를 강화하는 것

자료: 정부 홈페이지, KB증권

크로스보더 전자상거래 지원 방안에서 노골적으로 드러난 디지털 실크로드 계획

중국 정부,
이커머스 기업의 데이터 활용 활성화 강조

중국이 올해 6월 12일 발표한 '크로스보더 이커머스 수출 지원을 위한 해외 물류센터 건설 의견' 정책에는 이커머스 기업들이 확보한 데이터 및 정보 활용 중요성이 여러 차례 강조되었다. 정부 차원에서 업계 내 대형기업들이 확보한 데이터를 상호간에 공유하고, 금융기관들도 해당 데이터를 기반으로 이커머스 밸류체인에 금융서비스를 확대하도록 지시하고 있다. 데이터 활용 방식은 빅데이터 분석, 클라우트 컴퓨팅, 인공지능 등 다방면으로 분석해 연구개발, 마케팅, 수요 예측 등을 하도록 명시되어 있다.

표 3. 크로스보더 이커머스 수출 지원을 위한 해외 물류센터 건설 의견 정책

정책 명	크로스보더 이커머스 수출 부문 해외 창고 건설에 관한 의견
발표일	2024년 06월 12일
발표 부처	9개 부처: 상무부, 발개위, 재정부, 교통운수부, 인민은행, 해관총서, 세무총국, 금융감독관리총국, 국가인터넷정보 판공실
목적	대외 무역의 새로운 형태인 크로스보더 이커머스 지원 및 해외 무역 인프라를 확보해 국제경제 협력 분야의 우위 획득 등
주요 내용	1. 크로스보더 이커머스 경영 기업 적극 양성 2. 금융 방면 지원 강도 제고 3. 관련 인프라 및 물류 시스템 구축 4. 관리감독 개선 5. 업계 기준 수립 및 국제협력 강화 촉진

자료: 정부 홈페이지, KB증권

정책을 통해 이커머스 기업들의
해외 진출 촉진

데이터 활용에 대한 디테일한 지시사항 이외에도 적극적으로 해외 물류센터를 투자할 수 있도록 민간 자본의 참여를 독려하는 내용이 포함되어 있으며, 재무적 투자자도 펀드를 구성해 크로스보더 이커머스 기업의 해외 물류센터 건설을 지원하도록 했다. 이러한 투자가 진행될 경우 세금공제 등 혜택도 부여할 예정이라고 밝혔다. 디지털 실크로드 전략과 해당 정책이 연결되는 가장 핵심내용은 마지막 항목인 '국제 교류 및 협력 지속'에서 확인할 수 있다. 해당 항목에서는 WTO, BRICS, APEC, G20 등 활동에 적극 참여하고, 결제시스템 등 국제 결제 표준, 규정 수립에 동참해야 한다고 강조했다. 또한 CPTPP (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, 포괄적·점진적 환태평양경제동반자협정), DEPA (Digital Economy Partnership Agreement, 디지털경제동반자협정)와 같이, 중국이 아직 가입하지 못한 무역협정에도 적극적으로 참여할 수 있도록, 관련 규정, 요구 조건 등을 충족하기 위한 시범적 도입 계획도 정리되어 있다.

표 4. 중국 크로스보더 이커머스 지원 정책 발표 내역

발표 시기	정책명	발행 주체	주요 내용 및 특징
2013년 8월	크로스보더 이커머스 소매 수출 관련 정책 의견	국무원	최초로 크로스보더 이커머스를 주제로 한 단독 문건, 크로스보더 이커머스 소매 수출에 대한 정의 제시, 12개의 구체적인 지원 정책 및 행동강령 포함
2015년 3월 ~ 2022년 11월	크로스보더 이커머스 종합 시범지역 설립 관련 문건 발표, 총 7회	국무원	항저우 지역에 크로스보더 이커머스 비즈니스 종합 시범 구역 설립 허가 발표 이후, 현재까지 총 7번, 165개 시범 구역 설치 발표
2020년 10월	대외 무역 혁신 발전에 대한 의견	국무원	대외무역에 있어서, "크로스보더 이커머스"라는 새로운 형태의 발전 방식 지지하며 적극적으로 관련 시범 지역 설립 추진. 해외 창고 건설 추진. B2B 분야 또한 발전 촉진. 크로스보더 산업 연맹에 설립 의견 제시. 무역관련 종합 서비스 기업의 발전 독려, 관련 감독 시스템 설립 고려
2021년 11월	14.5 (十四五) 대외무역 고품질 발전 계획	상무부	크로스보더 이커머스 등 새로운 형태의 무역 방식 발전 독려. 정보화, 스마트화, 다원화, 로컬화된 해외 창고 육성. 해외 창고 (海外仓)를 통해 스마트 물류 플랫폼 건설 추진, 이를 바탕으로 새로운 무역 물류 네트워크 형성
2022년 1월	해외/국내 판매 통합화 발전에 대한 의견	국무원	2025년까지 해외판매와 국내 판매를 동시에 진행할 수 있는 능력을 갖추고, 해당 과정에서 크로스보더 이커머스의 중추적 역할 강조. 이는 쌍순환의 일부
2022년 1월	14.5 (十四五) 디지털 경제 발전 계획	국무원	크로스보더 이커머스 발전 전폭 지지, 관련 종합 시범 구역 건설 추진. 해외 창고 전문 기업, 우수 산업단지 육성하여 크로스보더 이커머스 밸류체인 및 에코시스템 건설
2022년 6월	무역 "신 업태" 관련 위안화 결제 관련 공지	인민은행	은행 및 결제기관이 새로운 형태의 해외 무역의 발전을 지원하도록 지도. 관련 서비스의 범위 확대, 디지털화, 편의성 제고 및 위안화 결제 시 발생할 수 있는 리스크 헷지 서비스 제공할 것.
2022년 9월	무역 발전을 위한 몇 가지 정책 조치	상무부	크로스보더 이커머스 종합 시범 구역의 범위 확대, 크로스보더 이커머스 셀러 지원 정책 발표 등, 셀러 및 물류 기업에 대한 지원 확대
2023년 1월	크로스보더 이커머스 수출 시 반송 관련 세금 징수 관련 공지	세무총국	반품, 판매지연 등 원인으로 인해 6개월 내 수출 반송 물품 (식품 제외)에 대해, 수입관세 및 수입 관련 부가가치세, 소비세 면제
2024년 6월	크로스보더 수출 관련 해외 창고 건설에 관한 의견	상무부 등 9개 부처	크로스보더 이커머스 관련 참여 기업 및 클러스터 육성. 금융 지원 및 인프라, 물류 시스템 건설 강화. 관리 감독 및 서비스 개선. 관련 업계 표준 수립

자료: 정부 홈페이지, KB증권

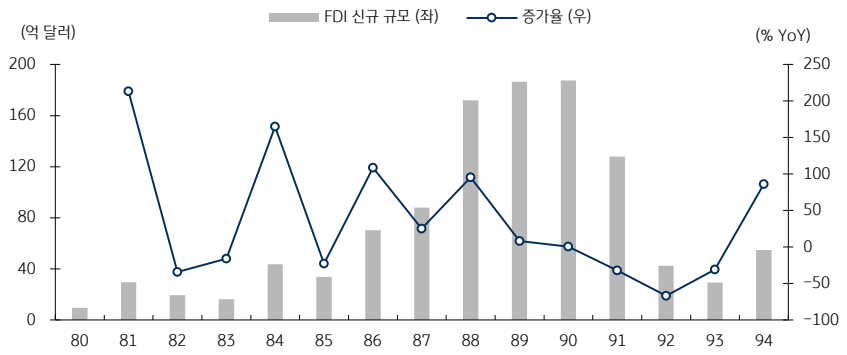
해외 유형자산 확보에 진심인 중국, 일본 사례 벤치마킹 중

중국 정부, 국내 자금 반출에 대해 엄격 다만, 이커머스 기업들의 글로벌 물류센터 투자에 대해서는 적극적으로 독려

지난 1991년~2001년 일본이 미국 주도로 플라자 합의를 진행한 이후 잃어버린 10년을 겪으면서, 자산가격 하락세가 장기화된 바 있다. 해당 기간 일본은 적극적으로 투자했던 해외 부동산으로 일본 자산가격 하락에 따른 부정적 영향을 일부 상쇄할 수 있었다. 중국은 일본과 달리 중국 내 자금의 해외 반출을 엄격하게 정부 통제 하에서 가능하도록 설계되어 있다. 따라서 중국 정부의 승인 없는 대규모 해외투자는 사실상 불가능하다. 그럼에도 불구하고 지난해부터 중국 이커머스 기업들의 전세계 물류센터 투자가 굉장히 활발하게 진행되고 있다는 것은, 앞서 언급한 정부 정책이 이미 선제적으로 적용되고 있었으며, 정식으로 정책이 발표된 이후 보다 본격화될 가능성이 있다는 것이다.

잃어버린 10년 (1991~2001년) 이전까지 일본의 대미국 FDI 규모 높은 수준 기록

그림 1. 일본의 대미국 FDI 규모 및 증가율 추이



자료: Wind, KB증권

해외자산 매입 주체 상이
일본: 가계와 기업이 주도적
중국: 정부 지원 하에 이커머스 기업 진행

일본은 기업 및 가계가 주도적으로 자산가격 하락을 대비해 해외자산을 매수했다면, 중국은 정부가 정책적으로 지원해 중국 내수 부진 영향을 축소하기 위해 해외자산 매입을 이커머스 기업을 통해 진행하고 있다는 판단이다. 이와 동시에 글로벌 공급망 채널에서의 입지도 강화되는 일석이조의 효과를 도모하고 있는 셈이다.

1980년대 일본의 주요 제조업/금융기관, 적극적으로 미국 부동산 시장에 진출

표 5. 미국 부동산 시장에 투자한 일본 주요 기업

시기	기업	매입 부동산	금액 (억 달러)	지역
1986	Shuwa Corporation	Arco Plaza	6.20	Los Angeles
1986	Daiichi Real Estate	Tiffany Building	0.94	New York
1986	Mitsui Real Estate	Exxon Building	6.10	New York
1986	Kato Kangaku Company	Tower 49	3.04	New York
1986	Shuwa Investment Corporation	ABC Building	1.75	New York
1987	Kokusai Motorcars	Hyatt Regency Maui Hotel	3.19	Hawaii
1987	Nomura Securities / Eastdil Realty	919 Third Ave	3.25	New York
1987	Sumitomo Realty & Development Co	666 Fifth Avenue	5.00	New York

자료: <America's Japanese Landlords>, <Shuwa's Great American Gamble> 등 언론 종합, KB증권

[참고] 일본의 잃어버린 10년과 해외 부동산 투자

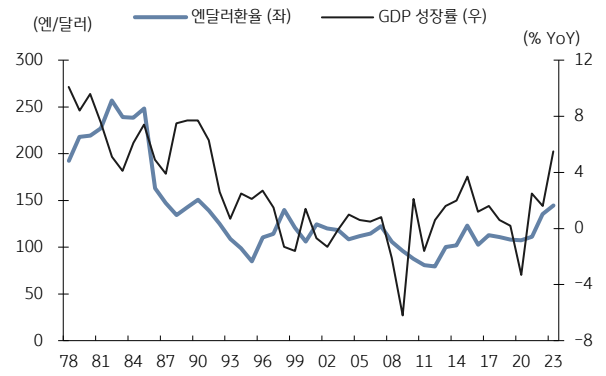
1985년 플라자 합의 이후 엔고 현상 이에 일본 정부 통화 및 재정정책 실시

1980년대 일본의 대미무역 흑자 가파른 상승세 지속. 이로 인해 미국과 일본의 무역마찰이 발생했고, 1985년 플라자 합의 (Plaza Agreement)를 통해 미 달러에 대한 엔화 50% 절상을 결정. 엔고 현상이 이어지자, 일본 정부는 통화정책을 크게 완화했고, 경기 부양을 위한 재정정책을 실시. 기준금리인 공정할인율을 1985년 말 5.0%에서 1987년 2.5%까지 인하. 이후 1987년 일본 내수 진작 및 수입 확대를 요구하는 루브르 합의 (Louvre Accord)가 이루어지면서 내수 확대를 위해 5조 엔 상당의 재정지출 확대와 1조 엔 규모의 감세 등을 실시

일본 국내 자산 가격 급등으로 기업들 해외 자산 투자 (부동산, M&A 등) 적극적

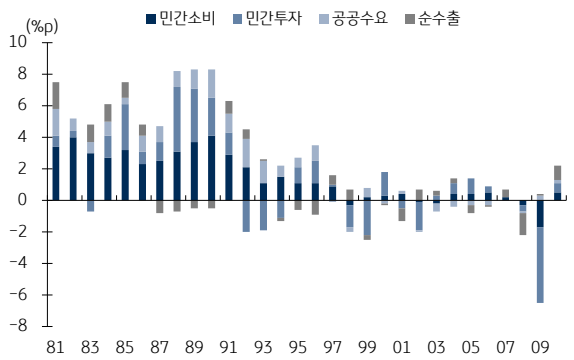
1985년 플라자합의로 엔고 현상이 이어지고, 기준금리 인하로 일본 국내 주식과 부동산 가격이 급등하자, 일본 기업들은 해외 자산 (부동산)에 투자하기 시작. 뿐만 아니라 89년 미쯔비시지쇼가 록펠러그룹의 주식 80%를 14억 달러로 매입하면서 록펠러센터의 소유주가 되자 미국 시장 내에서 큰 이슈가 됨. 그 중 해외 부동산 구매 시 대부분은 70%를 미국 은행에서 융자를 받고, 나머지 30%는 일본 은행이 보증하는 형태로 투자함. 당시 일본 은행들이 부동산 대출을 풀어주면서 은행 이자를 신규 차입한 자금으로 납부

그림 2. 엔/달러 환율과 일본 경제 성장률 추이



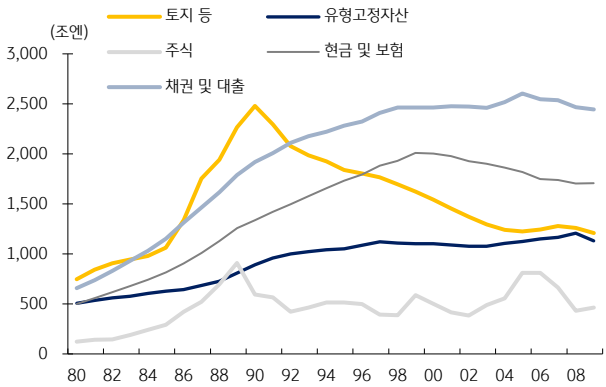
자료: 일본 내각부, KB증권

그림 3. 일본 경제 성장률, 부문별 성장기여도



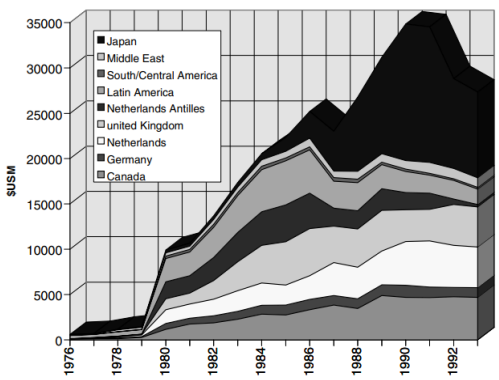
자료: 일본 내각부, KB증권

그림 4. 일본 자산규모 추이



자료: 일본 내각부, KB증권

그림 5. 미국 부동산 시장 내 FDI 국가별 규모



자료: US Department of Commerce, Survey of Current Business, KB증권

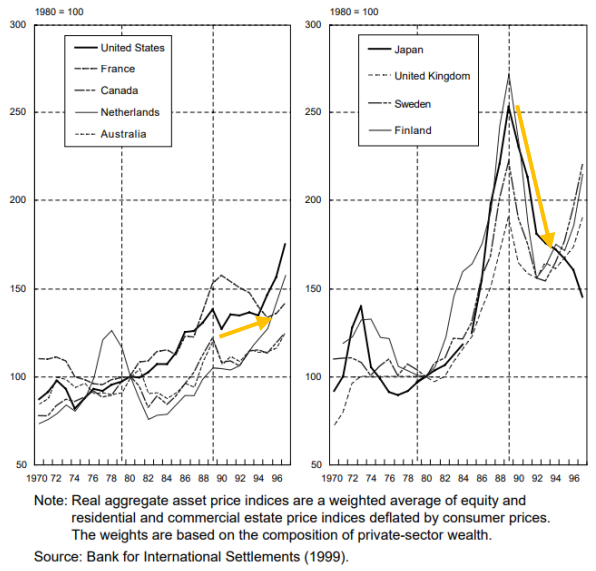
1980년대 일본 기업과 금융기관의 미국 부동산 시장 투자 규모는 3,000억 달러로 추산

Los Angeles Times 기사에 따르면, 다수의 일본 기업과 금융기관들이 미국 부동산 시장에 3,000억 달러 (1980년대 전체)를 투자. 일본 기업들은 일본 내 높은 가격의 토지 및 부동산을 담보로 미국 부동산 투자를 적극적으로 함. 대표적으로 Shuwa Corporation (제조업), Daiichi Real Estate (부동산), Mitsui Real Estate (부동산), Kato Kagaku Company (제조업), Shuwa Investment Corporation (부동산), Kokusai Motorcars (제조업), Nomura Securities / Eastdil Realty (금융회사), Sumitomo Realty & Development Co (부동산) 등이 로스엔젤레스 (Arco Plaza), 뉴욕 (Tiffany Building 등), 하와이 (Hyatt Regency Maui Hotel), 캘리포니아 (Pebble Beach Golf Club) 지역 내 상업 부동산에 투자

일본 정부의 급작스러운 기준금리 인상으로 일본 자산 가격 급락, 다만 해외 자산 가격의 완만한 상승세로 일부 상쇄

1985년 플라자 합의 이후, 일본 정부는 경기 침체 우려로 기준금리를 1년 (1989~1990년)에 2.5% → 6.0%까지 인상하자 일본 자산 가격이 급작스럽게 하락하기 시작. 반면 해외 자산 가격은 완만한 상승세를 보이며 일본의 자산 가격 하락을 일부 상쇄. 이에 일본 기업들은 금리 인상이 이뤄지던 1990년에도 미국 부동산 투자를 지속해 역대 최고 수준을 기록

그림 6. Real Aggregated Asset Prices



자료: <The Asset Price Bubble and Monetary Policy> - Kunio Okina, Bank for International Settlements, KB증권

그림 7. 1980년대 미국 부동산 투자한 일본 주체 관련 신문 기사

Echoes of the 80's: Japanese Return to U.S. Market

Share full article

By Terry Pristin
Jan. 26, 2005

Japanese investment in United States real estate soared in the 1980's, as companies and financial institutions poured nearly $300 billion into high-profile properties like Rockefeller Center in New York and the Pebble Beach Golf Club in California. But the value of many of these assets plunged by as much as 50 percent in the early 90's, and for more than a decade, the Japanese have been sellers rather than buyers.

Japanese investors--largely corporate real estate investors, banks and insurance companies--bought an estimated $5 billion to $6 billion worth of American real estate last year, a prodigious feat that is likely to be at least equaled in 1987, real estate experts believe. Shuwa alone purchased $1.6 billion worth of property in 1986 and plans to spend an additional $1 billion this year.

자료: Los Angeles Times, KB증권

글로벌 유통채널 강화하기 위한 거점 마련

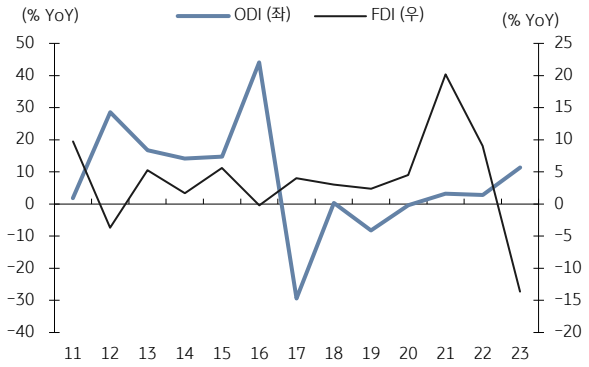
중국 기업들의 해외 진출 가속화로 유통망과 운송 채널 확보 필수. 유통 기업의 물류기지 확보 및 공유가 유리한 방법

IRA 영향으로 중국 기업들은 너도나도 출해 (出海) 즉 생산기지 이전을 하고 있다. 생산기지를 해외로 이전해 수출을 진행하게 되면 인프라를 새롭게 구축해야 한다. 그중 모든 산업을 아우르는 인프라는 유통망과 운송 채널 확보이다. 이를 위해서는 기본적으로 물류센터 부지를 여러 지역에 마련하는 것이 중요하다. 비용 효율화를 제고하려면 모든 산업이 별도의 물류센터를 보유하기 보다는, 전자상거래와 같은 유통업 기반의 기업이 물류기지를 확보하고, 필요에 따라 산업별로 물류 인프라를 공유하는 방법이 유리할 것이다. 중국 정부가 외화 반출을 극도로 경계함에도 적극적으로 기업들의 해외진출 및 물류센터 투자를 지원하는 핵심 이유인 것으로 판단한다.

알리익스프레스 한국 물류센터 투자 예정 다만 드러나지 않는 방식을 이용할 것

알리익스프레스가 지난 2024년 3월 향후 3년간 11억 달러 (한화 약 1.5조원)에 달하는 자금으로 한국 물류센터 투자를 진행할 예정이라고 밝힌 바 있다. MSCI Real Capital Analytics 등 확인이 가능한 데이터를 통해서 실제로 투자가 집행되고 있는지 점검해보고자 했으나, 알리익스프레스 이름으로 직접 투자를 집행한 이력은 찾아볼 수 없었다. 미국과 긴밀한 관계를 유지하고 있는 한국에 대한 대대적인 물류센터 투자는 새로운 경계심을 유발할 수 있기 때문에, 한국 현지기업과 결합한 컨소시엄 형태의 투자 혹은 펀드를 구성해 매수를 진행했을 가능성이 있다. 이러한 경우 어떤 기업이, 어느 지역에 투자를 집행했는지 확인이 어렵기 때문에 중국기업들이 수면 위에 드러나지 않고 물류센터에 대한 장악력을 강화하는 수단으로 활용할 수 있다.

그림 8. 중국 FDI vs. ODI 추이

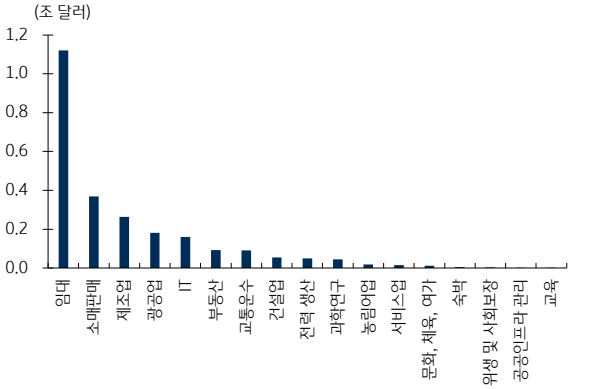


자료: Wind, KB증권

그림 9. 알리익스프레스, 한국 물류센터 투자 계획 발표

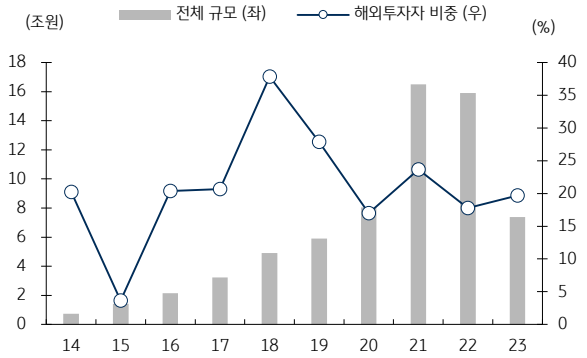
자료: 연합뉴스, KB증권

그림 10. 중국 ODI 산업별 규모



자료: Wind, KB증권 / 주: 기준 2021년

그림 11. 한국 물류센터 거래 규모 및 해외투자자 비중



자료: MSCI Real Capital Analytics, KB증권

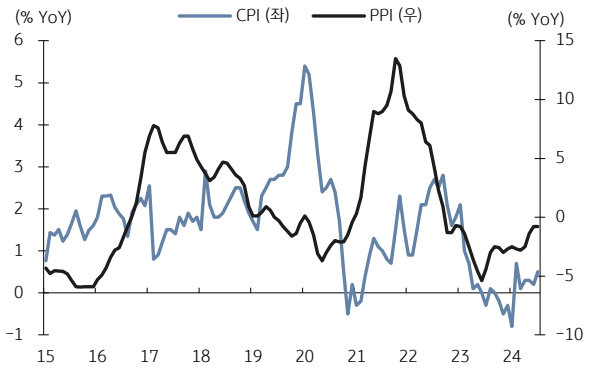
중국 내수시장이 저가상품을 선호하게 된 이유

더디게 전개 중인 고용, 임금 회복, 정책 지원에도 강한 내수 반등 어려울 전망

중국 내수경기 더딘 회복 지속, 고용, 임금 영향으로 낮은 물가 지속

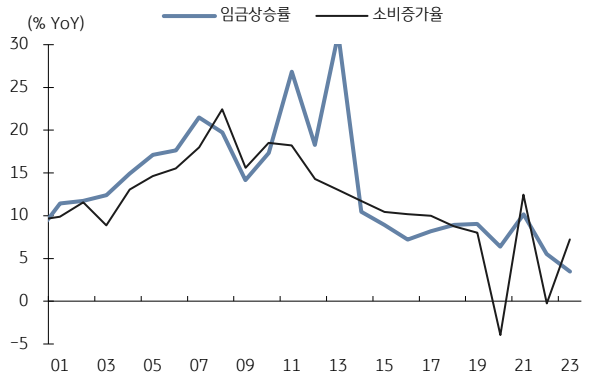
중국은 2024년 4분기에도 기대했던 강한 내수경기 반등이 나타나기 어려울 전망이다. 정부가 연이어 소비 및 부동산 시장을 지원하기 위한 정책 (부동산/내구재 이구환신, 모기지 금리 인하 등)들을 쏟아내고 있지만, 일부 경기 하방 압력을 완화하는 것에 그칠 것으로 보인다. 내수 회복을 위해서 선행되어야 하는 고용과 임금 개선이 나타나지 않고 있어, 소매판매, 부동산 등 주요 경기 지표들은 부진한 흐름을 이어가고 있다. 현재 중국 소비자물가 (CPI +0.3%, 7월 기준)는 저조한 수요로 인해 17개월 연속 1%를 하회 중이다.

그림 12. 중국 CPI vs. PPI 추이



자료: Wind, KB증권

그림 13. 중국 소비증가율 vs. 임금상승률 추이

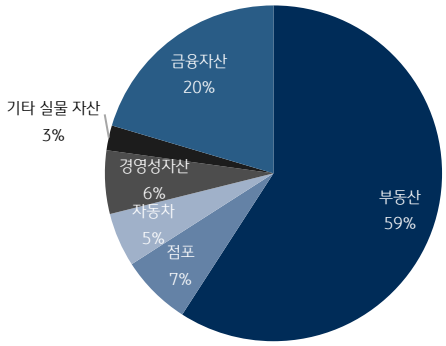


자료: Wind, KB증권

가계 예금 줄이고 있지만, 정부 정책 불신으로 안전자산 (채권)에 집중

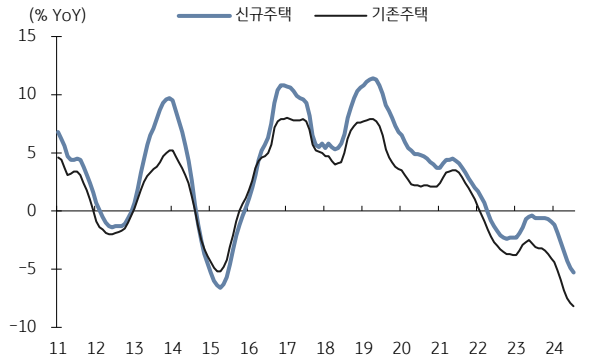
중국 가계는 봉쇄, 고용 불안, 부동산 구조조정 등 정부 정책에 대한 불신과 소득 감소로 2021년 8월 이후 22개월간 초과저축을 늘려왔다. 중국 가계자산에서 부동산이 차지하는 비중은 59%로 가장 크기 때문에, 주택가격 하락과 실업률 상승으로 인한 모기지 대출 상환 불확실성이 높아질수록 가계는 지출에 소극적일 수밖에 없다. 다만 2023년 하반기부터 적극적으로 정부가 부동산 지원 정책을 발표하면서 예금잔액이 감소했고, 실물경제로의 자금 유입을 기대했지만, 대부분 안전자산인 채권형 펀드로 유입된 것으로 나타났다.

그림 14. 중국 가계자산 구성



자료: Wind, KB증권 / 주: 2019년 기준

그림 15. 중국 70대 도시 기준 기존 vs. 신규주택 가격 증가율

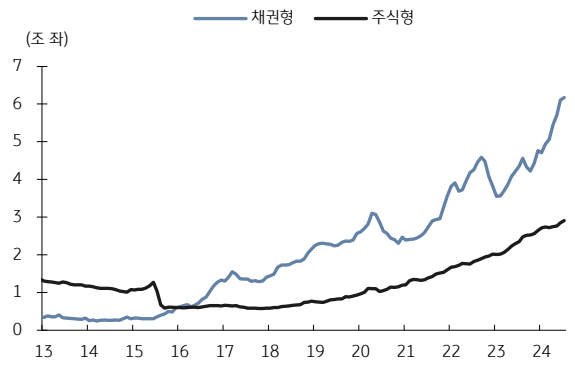


자료: Wind, KB증권

그림 16. 중국 대출잔액 vs. 예금잔액 추이

자료: Wind, KB증권

그림 17. 중국 공모펀드 주식형 vs. 채권형 총좌수 추이



자료: Wind, KB증권

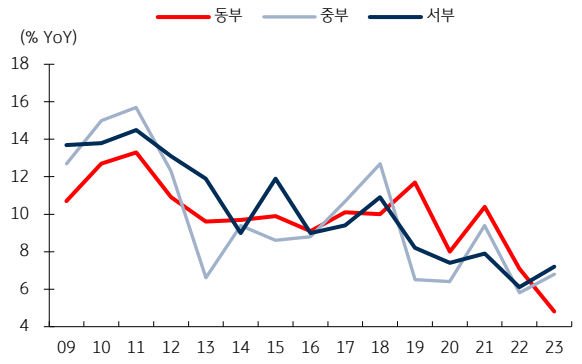
공동부유, 부동산 구조조정 등 영향으로 지역별, 업종별 임금상승률 격변기 전개

중국 경제가 부진의 늪으로 빠지게 된 주요 원인은 1) 코로나, 2) 공동부유 (산업규제), 3) 부동산 구조조정, 4) 미중갈등 네 가지로 정리할 수 있다. 1번 코로나 장기 봉쇄로 인한 후유증은 상당 부분 회복되었지만, 2~4번은 다방면으로 중국 경제의 하방 압력을 가중시키고 있다. 특히 내수경기를 악화시킨 주범은 공동부유로 인한 산업규제와 부동산 구조조정 이었는데, 이로 인해 지역별 급여와 가처분소득, 업종별 임금상승률이 격변기를 지나고 있다.

가장 높은 소득수준 나타내는 동부지역, 2023년 유일하게 1인당 평균급여 증가율 하락

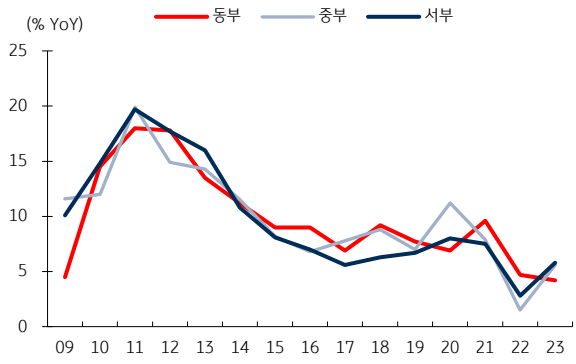
전통적으로 중국은 동부연안 지역이 가장 높은 소득과 소비성향을 나타냈다. 동부연안은 본토의 금융 및 무역중심지인 상하이를 기반으로 대규모 금융기업, 수출주도형 기업들이 자리한 곳이며, 알리바바의 본사도 상하이와 근접한 항저우에 위치하고 있다. 동부지역은 중국 경제 성장을 주도하면서 교육, 의료 등 다양한 인프라가 구축되었고, 동부연안 지역의 주거수요도 급증해 중국 내에서 가장 높은 PIR (Price to Income Ratio)을 기록해왔다. 올해 중국 통계국이 발표한 2023년 동부, 중부, 서부지역 1인당 평균급여 증가율을 살펴보면, 동부지역이 유일하게 가파른 하락을 나타내 기타지역 증가율을 하회하고 있다. 민간기업과 국유기업을 나눠서 보면 산업규제 영향으로 동부지역에 자리한 민간기업의 1인당 평균급여가 국유기업 대비 더 큰 폭으로 감소한 것을 알 수 있다.

그림 18. 국유기업: 동부, 중부, 서부지역 1인당 평균급여 증가율



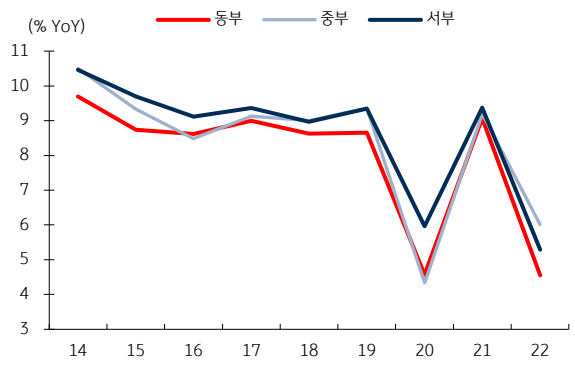
자료: Wind, KB증권

그림 19. 민간기업: 동부, 중부, 서부지역 1인당 평균급여 증가율



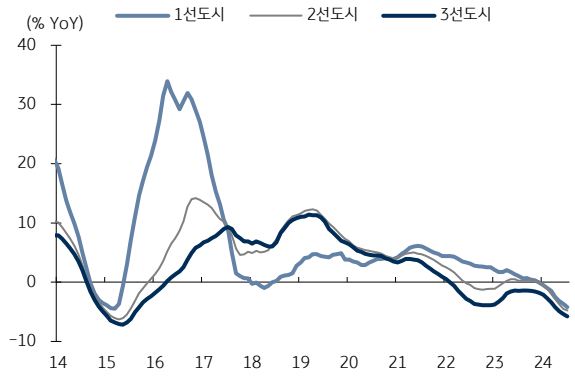
자료: Wind, KB증권

그림 20. 중국 동부, 중부, 서부지역 가처분소득 증가율 추이



자료: Wind, KB증권

그림 21. 중국 70대 도시 가격 추이: 1선, 2선, 3선

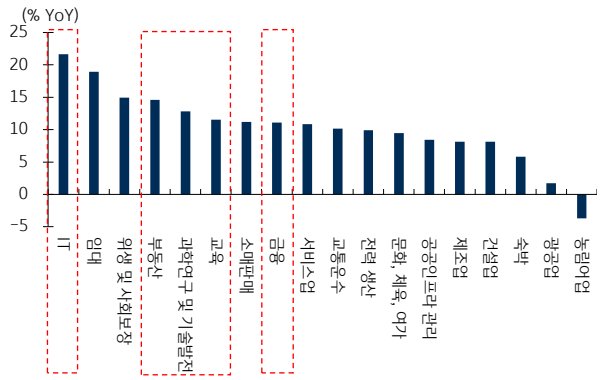


자료: Wind, KB증권

동부지역 가처분소득도 가장 가파르게 하락 중. 여전히 가성비 소비가 선호되는 배경

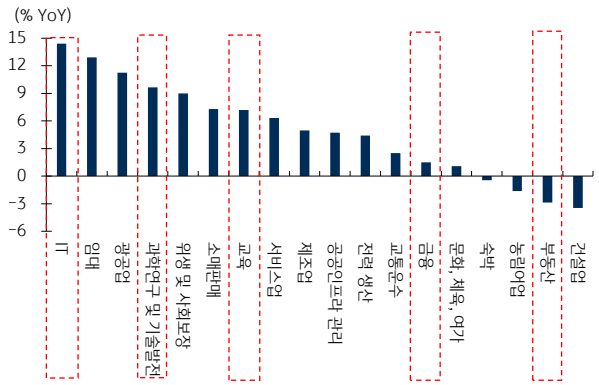
동부지역은 전국 GDP에서도 큰 기여를 하고 있으며, 소득규모도 가장 높다. 그러나 기타 지역 대비 임금상승률 및 가처분소득 증가율이 빠르게 하강하고 있기 때문에, 정부가 예상을 크게 상회하는 재정을 투입해 이구환신 (내구재/부동산) 정책을 전개하는 것이 아니라면, 그 효과는 경기 하방 압력을 완화하는데 그칠 수 있다. 또한 중부, 서부지역의 임금 수준은 동부지역 대비 양호하나, 주택가격은 더 빠른 속도로 하락하고 있어 소비여력이 크게 확대되기는 어려울 전망이다. 올해 여전히 가성비 소비가 선호될 것으로 보는 배경이다.

그림 22. 중국 업종별 임금상승률: 10년 평균



자료: Wind, KB증권 / 주: 2014~2022년

그림 23. 중국 업종별 임금상승률: 최근



자료: Wind, KB증권 / 주: 2022년 기준

업종별로 가장 높은 임금상승률 나타내던 분야 둔화폭 확대. 저가 수출 영향으로 광공업, 제조업 상대적으로 양호

업종별로도 가장 높은 임금상승률을 나타내던 부동산, 금융, IT, 교육, 과학기술 연구 등이 과거 10년 대비 최근 발표연도 기준 각각 -17%p, -10%p, -7%p, -4%p, -3%p 둔화되었고, 이에 따른 영향으로 고임금 집단의 소비심리가 여전히 냉각되어 있을 가능성이 있다. 임금상승이 빠르게 하락한 산업 중 대표적으로 부동산, 금융, 교육은 정부가 공동부유 기조로 전개하던 산업규제에 큰 타격을 받은 산업들로, 정확한 기간을 확정하기는 어렵지만 상당기간 고용확대와 임금상승을 규제 이전 수준으로 되돌리기는 어려울 전망이다. 반면 과거 10년 대비 임금상승률 순위가 상승한 업종 중에서 광공업, 제조업은 그 배경을 자세히 살펴볼 필요가 있다. 2023년 이후 데이터가 공개되지 않았지만, 지난해부터 중국 정부가 저가 수출 물량 확대에 더욱 집중했던 점을 고려하면, 해당 산업들의 임금 둔화폭은 상대적으로 양호한 수준을 나타낼 가능성이 있다. 공동부유, 산업규제로 고용시장이 악화된 산업의 하방 압력을 광공업, 제조업이 일부 완화시켜준 것이다.

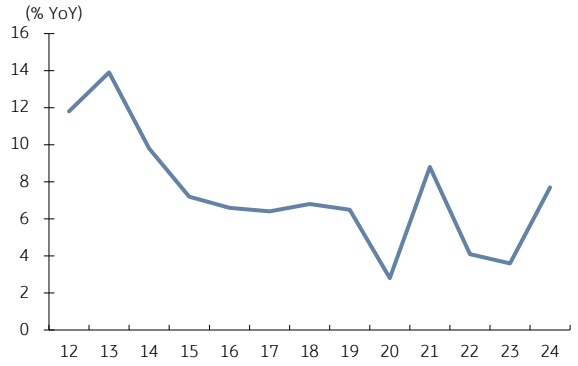
저소득층인 농민공도 월평균 급여 과거 10년 평균 7.3% 하회한 3.6%

중국은 2019년 이후 고임금 소득층이 집중되어 있는 지역과 업종의 타격이 상당히 컸던 것으로 나타났는데, 그렇다면 저소득층인 농민공은 어떨까? 전국 기준 (대도시, 대도시 제외 모두 포함) 농민공의 월평균 급여는 지난 10년간 평균 7.3% 증가했으나, 2023년에는 3.6%로 둔화되었다. 다행히 가장 최근자인 2024년 3월 기준 발표된 농민공의 월평균 급여는 7.7%로 급등했는데, 크게 두 가지가 영향을 미친 것으로 보인다. 1) 농민공의 평균 연령이 2014년 38세에서 2023년 43세로 증가하고, 농민공 수의 증가율이 과거 3%대에서 2%대로 둔화되면서 고용시장에서 수요보다는 공급 이슈로 상승한 것으로 보인다.

24년 3월 기준 농민공 급여 급등한 이유
1) 농민공 노령화, 공급 감소
2) 농민공 종사 업종 변화 (건설 → 도소매 유통, 운송)

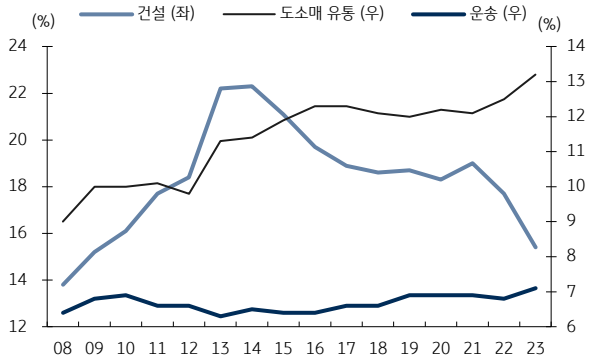
2) C커머스의 해외 확장전략에 따른 영향이다. 농민공의 종사 업종 변화를 살펴볼 필요가 있는데, 정부의 부동산 구조조정과 농민공 고령화로 건설업에서 빠르게 도소매 유통과 운송업으로 전환되고 있다. 해당 두 가지 업종에 가장 큰 기여를 하고 있는 분야는 단연 전자상거래로, C커머스 확장전략이 고용시장의 부담을 일부 덜어주고 있는 것으로 나타났다

그림 24. 중국 농민공 월평균 급여 증가율 추이



자료: Wind, KB증권 / 주: 2024년은 3월 기준

그림 25. 중국 농민공 종사 업종 변화 추이

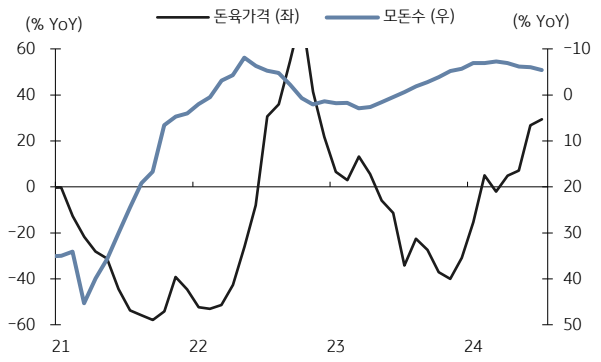


자료: Wind, KB증권

모돈수 감소로 소비자물가 상승할 가능성. 그럼에도 고용환경, 임금수준 고려 시 강한 수요 자극 어려울 전망

중국의 디플레이션 국면 종료는 공급 이슈가 아닌 근본적인 수요개선이 나타나야 한다. 중국 소비자물가에서 돈육이 가장 큰 비중을 차지해, 최근 나타난 모돈수 감소는 돈육가격 상승을 유발할 가능성이 있다. 다만 앞서 정리한 고용환경과 임금수준을 고려하면 올해 정부의 정책적인 지원에도 불구하고 수요를 강하게 자극하기 어려울 전망이다. 하반기 본격적인 국채발행과 부동산 지원방안에 힘입어 추가로 내수경기가 둔화되는 것은 방어할 것으로 예상하며, 소비자물가는 2025년부터 1%대로 진입이 가능할 전망이다.

그림 26. 중국 모돈수 vs. 돈육가격 추이



자료: Wind, KB증권
주: 모돈수는 역축

그림 27. WTI 가격 추이

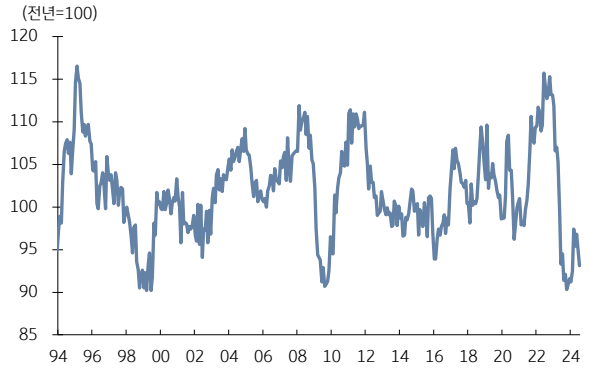
자료: Wind, KB증권

3저 (低) – 낮은 물가, 금리, 환율이 지속, 저가 수출물량 밀어내기 연말까지 지속될 전망

과거 수출가격지수 100 하회 기간 감안, 연말까지 저가 수출 강화 예상

중국은 더딘 내수경기 회복에 따른 경기 하방 압력을 완화하기 위해 순수출 기여도를 제고하고 있다. 3저 (低) – 낮은 물가, 금리, 환율이 지속되면서 수출가격지수는 11개월 연속 100을 하회하고 있다. GDP 성장률을 서비스와 제조업으로 나누어서 살펴보면, 서비스업은 2023년 기저효과로 고점을 형성한 이후 하락세를 지속 중인 반면, 제조업은 3분기 연속 상승 중이다. 원유와 같은 핵심 원자재 가격이 예상치 못한 이벤트로 급등하지 않는다는 가정하에, 중국의 저가 수출물량 밀어내기 전략 강화는 연말까지 (최장기간 수출가격지수 100 하회 기간 감안) 지속될 가능성이 있다.

그림 28. 중국 수출가격지수 추이



자료: Wind, KB증권

그림 29. 중국 GDP 성장률: 서비스 vs. 제조업

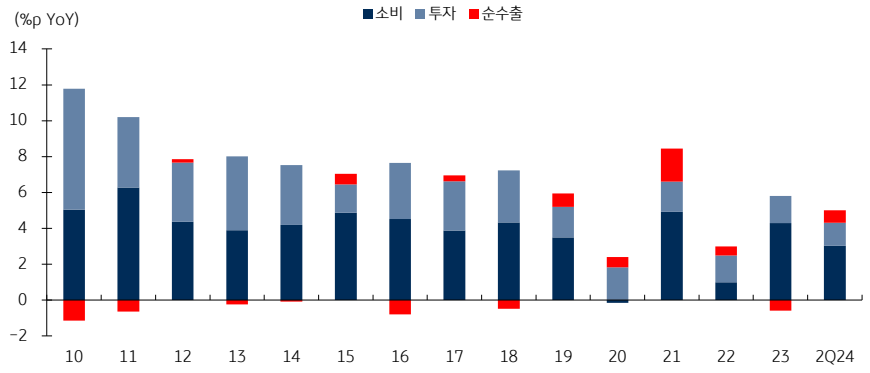
자료: Wind, KB증권
주: 명목 GDP의 전년대비 증감율

내수 부진으로 이익 희생
'생산 & 고용' 초점 맞춰 경기 운영 중

중국의 GDP 항목별 성장 기여도는 코로나 이후 내수경기가 둔화되면서, 소비가 아닌 순수출과 투자가 높은 기여를 나타내고 있다. 내수가 회복을 나타내지 못하자, 이익을 포기해서라도 '생산 & 고용'에 초점을 맞춰 경기를 운영 중인 것이다. 미국, 유로존 등 주요 선진국 국가들은 중국의 저가 수출 전략을 비판하고 있지만, 중국으로서는 경기의 버팀목으로서 역할을 담당하는 수출의 기여도를 결코 낮출 수 없는 상황이다.

중국은 코로나 이후 지속되고 있는 내수경기 둔화로 소비가 아닌 순수출과 투자가 높은 기여를 나타내는 중

그림 30. 중국 항목별 GDP 성장 기여도 추이



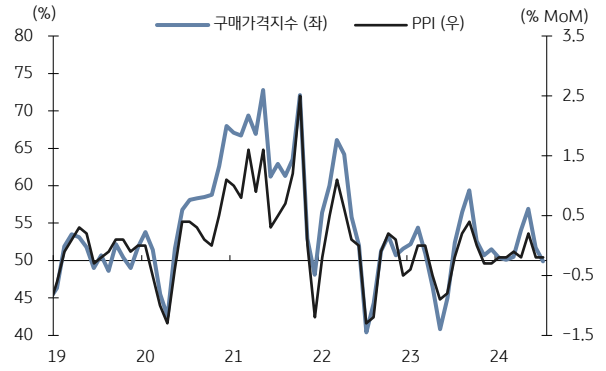
자료: Wind, KB증권

기업재고 확장 사이클 확인되지 않음. 제조업 이익 눈높이 낮출 필요

정부의 경기부양책 발표에도 기업재고 확장은 확인되지 않음

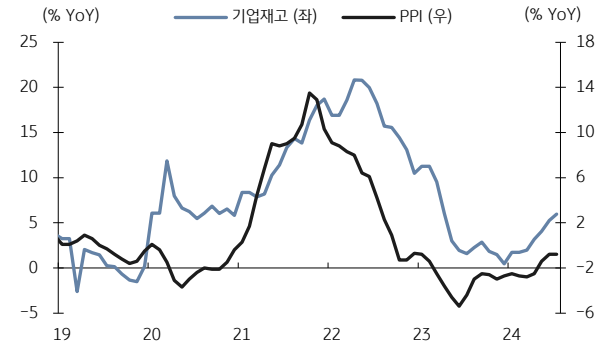
올해 중국 정부가 다양한 소비부양 정책을 발표 중이지만, 여전히 기업재고 확장 사이클은 나타나고 있지 않다. PPI는 마이너스폭을 소폭 축소한 것에 그쳤고, PPI와 높은 상관관계를 나타내는 제조업 PMI 세부지수인 원자재 구매가격지수와는 최근 들어 괴리가 확대되고 있다.

그림 31. 중국 제조업 PMI 원자재 구매가격지수 vs. PPI 추이



자료: Wind, KB증권

그림 32. 중국 기업재고 vs. PPI 추이



자료: Wind, KB증권

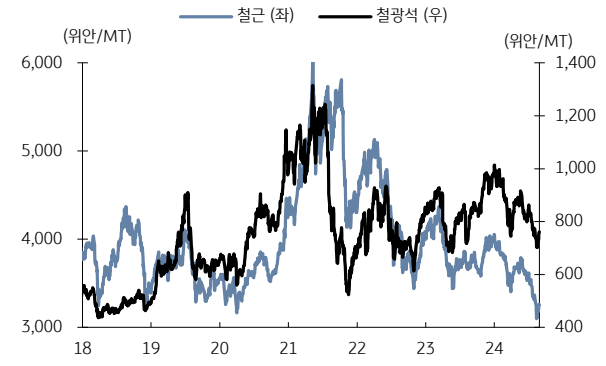
철광석 & 철근 가격 괴리 확대, 중국 제조 마진 포기 전략 지속

글로벌 AI 인프라 확장 사이클에 진입하면서, 구리, 은과 같은 원자재 가격이 급등하고 있다. 이러한 신규 수요 발생에 의한 가격 상승이 아닌 철광석의 경우, 가격이 전고점을 상회해 올라가지 못하고 있다. 중국 선물시장에서의 철광석 가격과 완성품인 철근의 가격 괴리는 2023년 하반기부터 꾸준히 확대되고 있으며, 이는 중국이 제조마진 (P)을 희생해 물량 (Q)를 확장하는 전략을 고수 중임을 확인할 수 있다.

그림 33. 중국 구리 vs. 은 선물가격 추이

자료: Wind, KB증권

그림 34. 중국 철광석 선물 vs. 철강재 가격 추이



자료: Bloomberg, KB증권

중국 전자상거래 산업 현황 점검

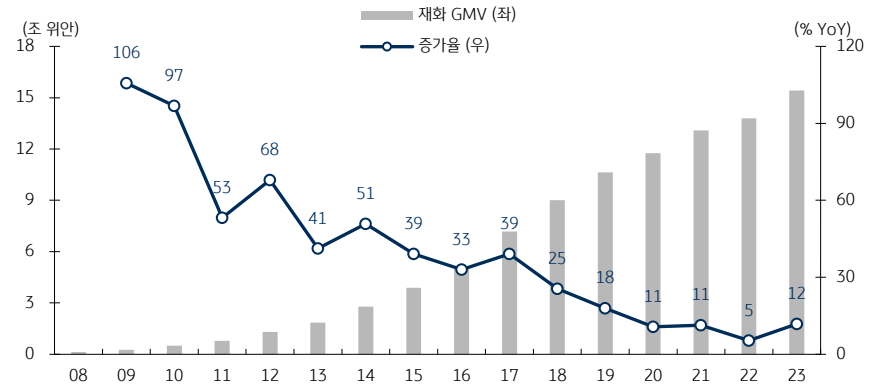
높은 인터넷 보급률, 고령화 고려 시 중국 전자상거래 성장은 마무리 단계

내부 경쟁 심화, 불가피한 해외시장 진출

중국 전자상거래는 인구보너스 효과, 가처분소득 증가, 인터넷 보급률 상승 등 영향으로 가파른 성장세를 나타낸 바 있다. 그러나 2019년을 기점으로 중국 전자상거래 GMV (거래액, Gross Merchandise Value)는 고성장기를 지나 2022년에는 한자릿수 성장율에 그쳤다. 2023년 기준 중국의 인터넷 보급률은 이미 80%에 달하며, 2022년 중국 인구가 감소하기 시작했다. 중국 모바일/PC 인터넷 사용자수는 모두 10.9억명으로 2023년 기준 전체 인구의 약 3억명이 등록되지 않은 상황이다. 해당 인구수가 전자상거래 사용이 불가한 아동, 노령 인구일 가능성을 감안하면 중국 전자상거래 성장은 마무리된 것으로 보인다. 더불어 부진한 중국의 고용시장 및 소비경기 영향으로 향후 중국 전자상거래 산업은 성장에 대한 기대보다는 내부 시장점유율 변동에 따른 기업 옥석 가리기가 더욱 중요해질 전망이다.

중국 이커머스 GMV 성장세 둔화 중

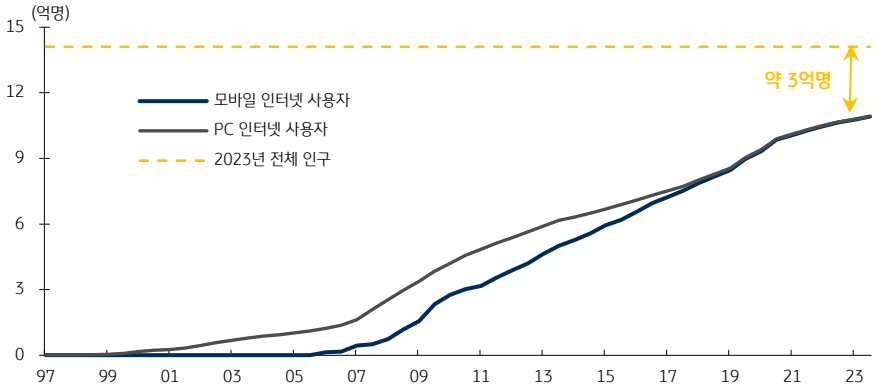
그림 35. 중국 국내 이커머스 실물 상품 GMV 및 증가율 추이



자료: Wind, KB증권

중국 이머커스 사용자 더 이상 증가하기 어려운 상태

그림 36. 중국 인터넷 사용자수 추이



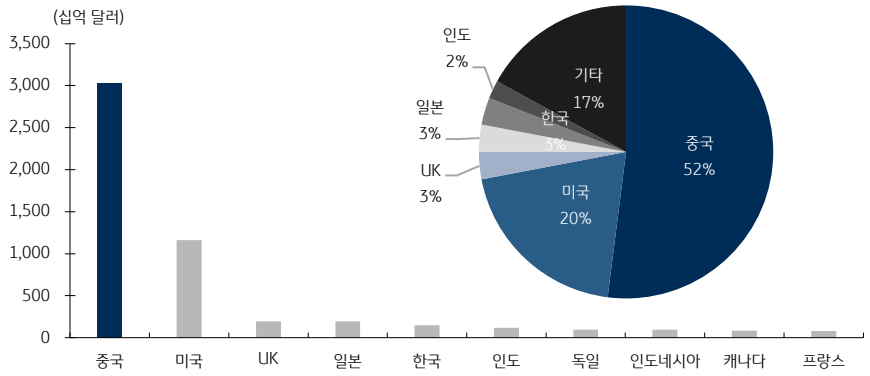
자료: Wind, KB증권

글로벌 기준, 중국 전자상거래 시장의 비중은 매우 큰 편

글로벌에서 전자상거래 시장에서 중국이 차지하는 비중은 52%로 가장 높다. 고성장기를 거쳐 전세계 최대 규모를 확보하고 있음에도, 중국 내부 경쟁은 치열하게 전개되고 있다. 틱톡이 2019년 라이브커머스를 통해서 신규로 시장에 진입했으며, 핀둬둬도 빠르게 시장점유율을 확장해 나가면서 기존 강자인 알리바바와 징동의 비중이 꾸준히 감소하는 추세이다.

글로벌 전자상거래 시장에서 높은 비중차지하는 중국

그림 37. 글로벌 전자상거래 규모 및 국가별 비중



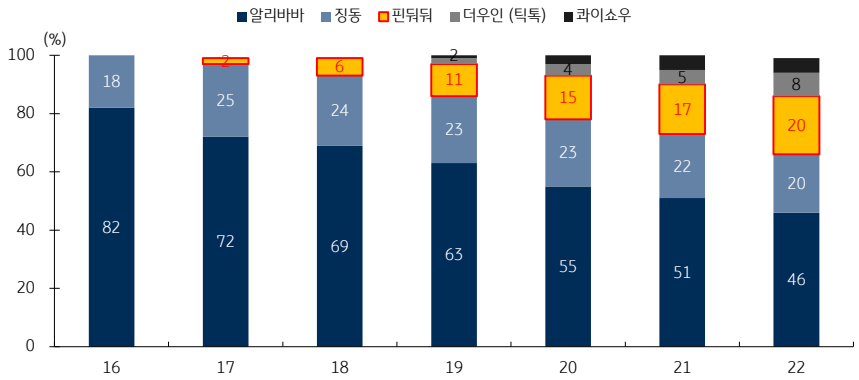
자료: eMarketer, KB증권 / 주: 2023년 4월 기준

산업 규모 성장세 둔화 + 경쟁 심화 → 수익성 악화

소비경기 부진에 경쟁까지 치열해지면서 기업들의 가격인하와 출혈경쟁이 심화되고 있다. 특히 임금하락으로 가성비를 중요시하고, 저가상품 선호현상이 지속되면서 중저가 라인업 비중이 높은 핀둬둬와 틱톡으로 MAU (Monthly Active User)가 집중되어 과열된 경쟁 대비 수익성은 둔화되는 국면이 이어지고 있다. 그럼에도 저가상품의 다양화와 내구성 제고 등 품질 개선 노력이 동반되었으며, 중저가 특성상 박리다매 논리에 의해 생산규모는 꾸준히 증가세를 나타냈다.

중국 이커머스 플랫폼 간 경쟁 과열

그림 38. 중국 이커머스 산업 시장점유율 추이

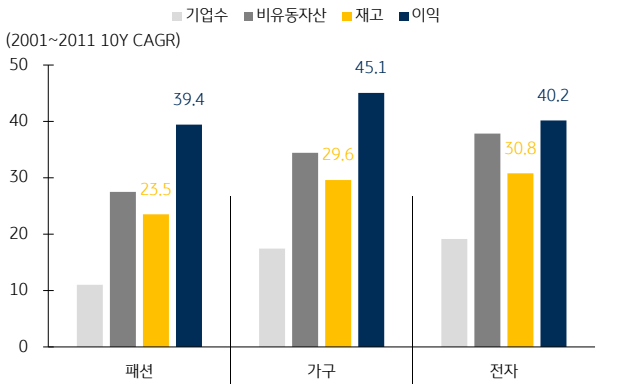


자료: Momentum Works, KB증권

크로스보더 이커머스 플랫폼의 주요 거래 품목은 공급과잉 현상 지속 중

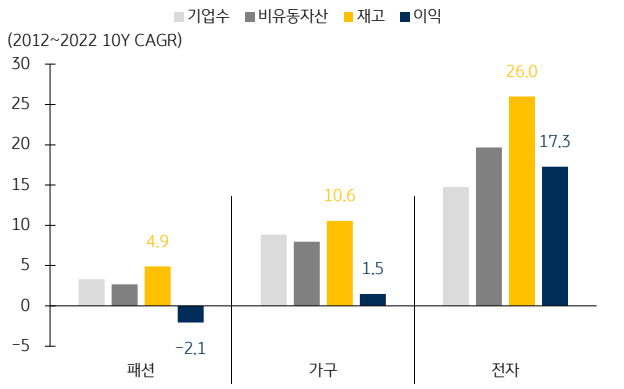
중국 정부는 부정하고 있지만, 크로스보더 이커머스 플랫폼에서 주로 판매하고 있는 품목은 공급과잉 현상이 지속되고 있다. 2022년 기준 중국의 B2C 역직구 플랫폼에서 가장 많이 판매된 품목 1~3위는 패션 잡화, 소비전자, 가구 산업이었다. 중국의 수출 비중에서 민영기업은 63.6%를 차지해 가장 높기 때문에, 이들이 생산하는 패션 잡화, 소비전자, 가구와 연결된 재무 데이터를 살펴보면, 2001~ 2011년 이익 증가율은 비유동자산 및 재고자산 증가율을 상회했으나, 2012~2022년에는 이익 증가율이 현저히 둔화된 것으로 나타났다.

그림 39. 2001~2011년 역직구 상위 품목산업 주요 계정 증가율



자료: Wind, KB증권

그림 40. 2012~2022년 역직구 상위 품목산업 주요 계정 증가율

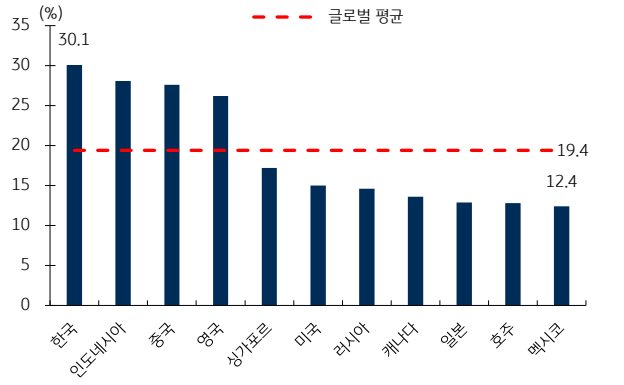


자료: Wind, KB증권

중국 대비 낮은 선진국의 이커머스 침투율

주요 선진국들은 중국 대비 이커머스의 침투율이 낮다. 중국의 이커머스 침투율은 30%에 가깝지만, 2023년 글로벌 평균 기준 이커머스 시장 침투율은 19.4%로 잠재 수요가 여전히 크다. eMarketer에 따르면 2027년까지 글로벌의 이커머스 침투율은 22.6%까지 상승해 전체 이커머스 거래액은 8.0조 달러 (약 56조 위안)에 이를 전망이다.

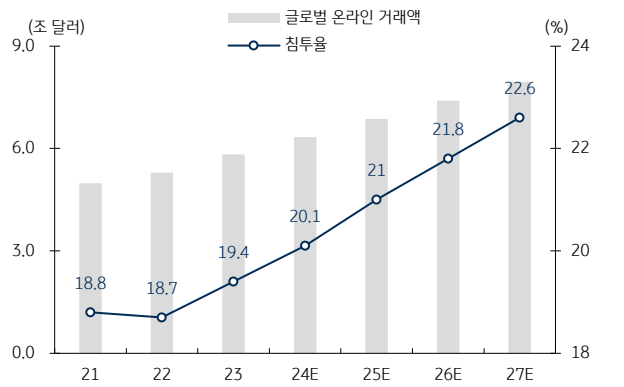
그림 41. 글로벌 이커머스 침투율 비교



자료: emarketer, 영국 통계국, CBRE, Wind, KB증권

주: 이커머스 침투율은 소매판매 중 온라인 거래액의 비중

그림 42. 낮은 침투율, 글로벌 이커머스 산업 성장 여력 존재



자료: eMarketer, KB증권

[참고] 해외시장 진출 핵심지역으로 부상 중인 한국, 알테쉬 다음은 '틱톡샵'

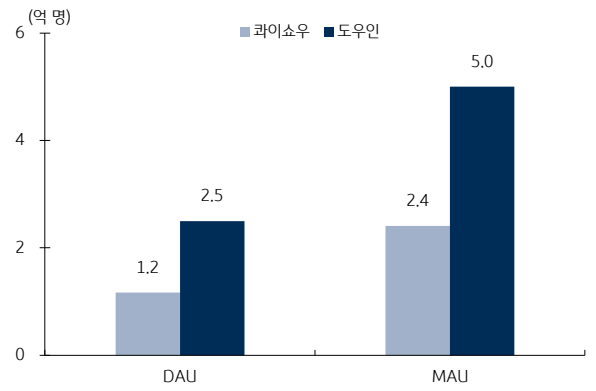
숏폼 플랫폼 도우인 (틱톡): 국내에서 해외로 광고에서 이커머스로

2016년 9월 바이트댄스가 런칭한 숏폼 플랫폼 "도우인 (틱톡)"은 개인 맞춤형 추천 알고리즘을 바탕으로 빠르게 숏폼 채널을 장악했다. 2018년 기준 도우인은 약 70%의 숏폼 트래픽을 독점하고 있었으며, 도우인은 숏폼 트래픽을 활용한 수익화 방안으로 1) 라이브 방송에서 스트리머가 판매하는 온라인 굿즈 혹은 시청자가 BJ에게 선물하는 가상선물 "별풍선"에 대한 수수료 수취, 2) 광고료 수입을 선택했다.

도우인은 견고한 트래픽을 바탕으로 광고시장에서 빠르게 점유율을 확보했다. 2018년 숏폼 플랫폼이 본격적으로 광고시장에 진입한 이후, 2019년부터 도우인은 두각을 나타내기 시작했다. 특히 도우인은 바이두의 시장점유율을 잠식하면서 빠르게 시장점유율을 확보하는 양상을 보였는데, 이러한 현상은 두 기업의 매출액에서도 그대로 드러났다. 2018년 바이두의 매출액은 1,022.8위안, 바이트댄스의 매출액은 약 525억이었으나, 2019년 광고시장에서 점유율 잠식현상과 동시에 2019년 바이트댄스 매출액은 바이두의 1,074.1억을 상회한 약 1,100억 위안을 기록했다. 2019년을 기점으로 숏폼 플랫폼 도우인은 서치 플랫폼 바이두를 추월했다.

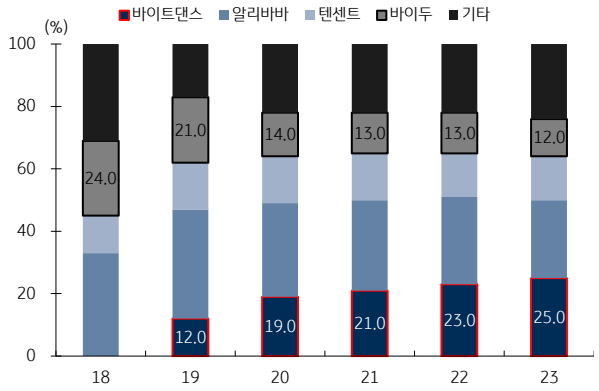
2020년 기준 광고시장에서 도우인보다 더 높은 시장점유율을 갖고 있는 기업은 알리바바가 유일했다. 2020년 광고시장 점유율은 1위 알리바바 (30%), 2위 바이트댄스 (19%), 3위 텐센트 (15%), 4위 바이두 (14%)로, 이미 도우인은 텐센트 대비 높은 점유율을 확보했다. 다만 매출액 기준으로는 3위인 텐센트와 1위 알리바바에 못 미치는 수준을 기록하고 있었으므로, 바이트댄스는 이커머스 사업 부문을 따로 신설해 바이트댄스가 운영하고 있던 모든 어플 내에 있던 커머스 사업을 통합해 관리하면서 이커머스 사업을 본격적으로 전개하기 시작했다.

그림 43. 도우인 vs. 콰이쇼우, 2018년 MAU, DAU 비교



자료: 콰이쇼우 IPO, 2018년 도우인 데이터 보고서, KB증권

그림 44. 2018~2023 광고시장 점유율



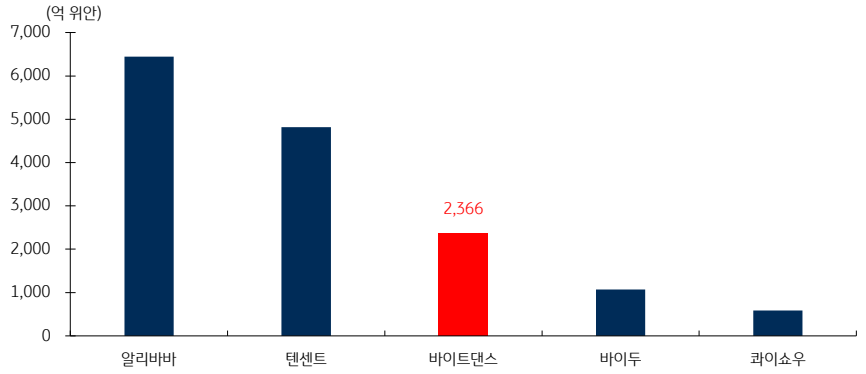
자료: IMZ lab, 199IT, KB증권

2018년부터 도우인에 커머스 기능 추가, 숏폼에서는 타사와 공생 관계 유지, 라이브커머스는 자사 커머스 기능만 허락

2020년 본격적으로 커머스 사업을 진행하기 전인 2018년 3월부터 도우인에도 커머스 기능을 넣기 시작했다. 처음에는 타오바오 등 타사 이커머스 상품 링크를 제공해 유입되는 트래픽에 대해 수수료를 받는 방식으로 커머스 기능을 사용자에게 학습시킨 후, 5월부터 도우인 내에 쇼핑 미니 프로그램을 런칭해 직접 커머스 서비스를 제공했다. 2019년 상품을 서치할 수 있는 검색기능 추가, 셀러향 종합 머천트 솔루션을 시작했다. 2020년 8월부터 타사 커머스로 넘어가 발생한 거래에 대해서는 20% 수수료, 자사 플랫폼 이용시 5% 수수료만 수취했다. 다만 이 때도 여전히 "숏폼"에서는 외부 커머스 링크를 제공해 타사 커머스로부터 광고비를 받으면서 공생 관계를 유지했다. 2021년에는 본격적으로 해외시장 진출에 나서면서, 2023년 미국 진출, 같은 해 한국에 상표를 등록한 것으로 보도되었다.

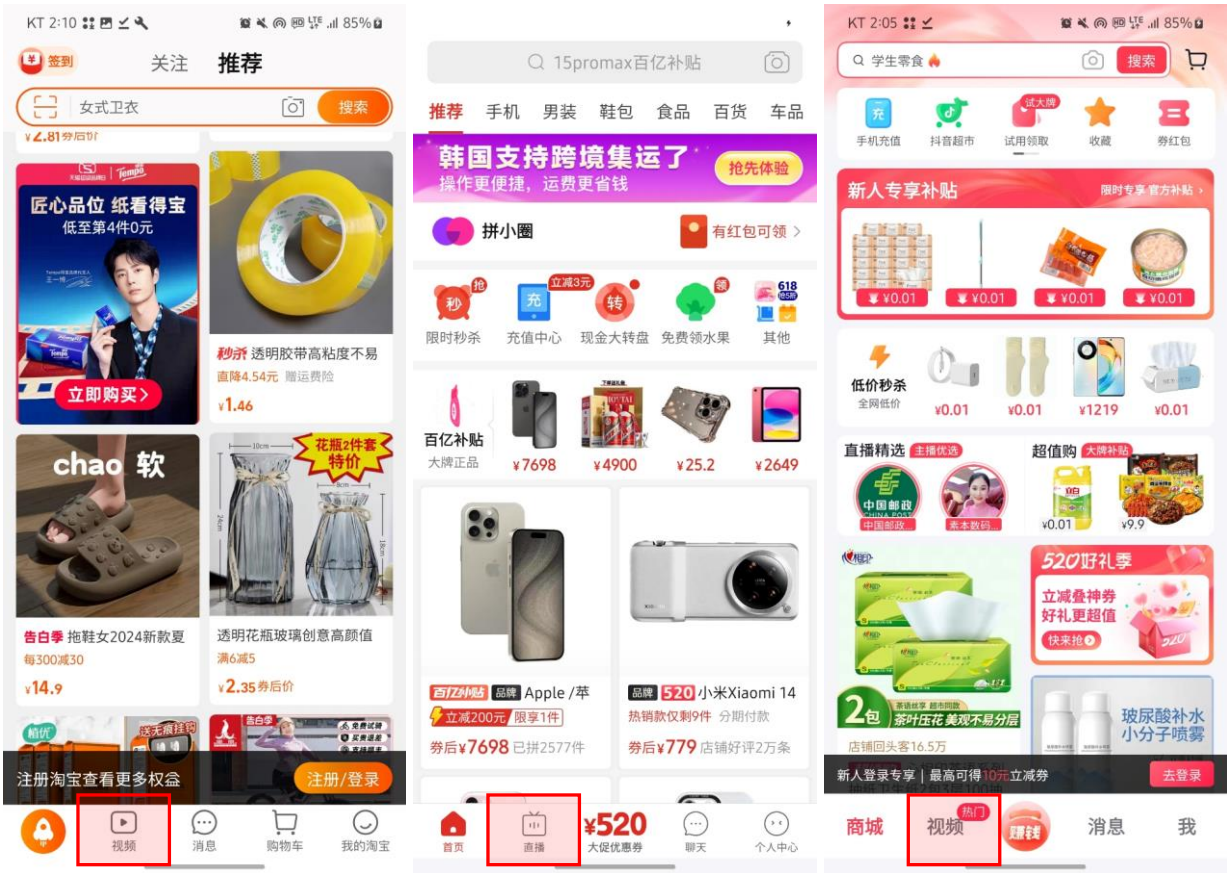
무서운 기세로 치고 올라온 도우인 (바이트댄스)

그림 45. 2020년 광고업계 Top4 기업 매출액 비교



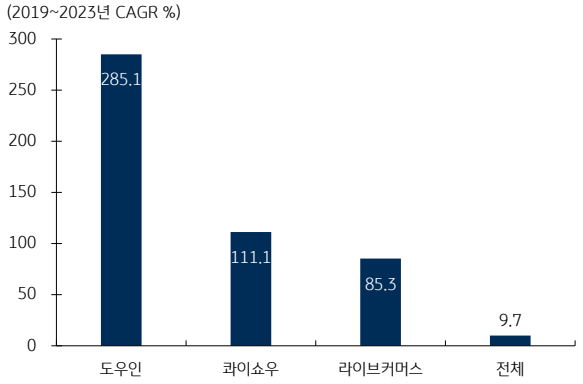
자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 바이트댄스 매출액은 추정치

그림 46. 타오바오 (좌) vs. PDD (중) vs. 도우인 (우) UI 비교



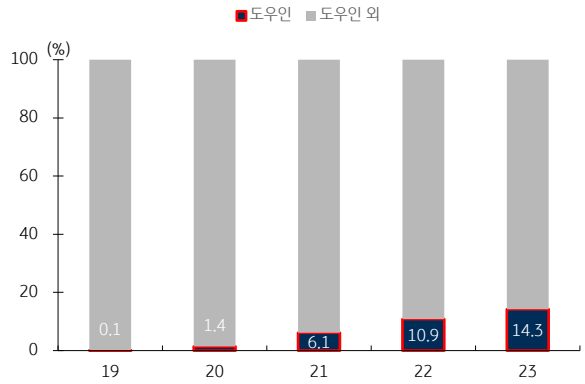
자료: 타오바오, PDD, 도우인, KB증권

그림 47. 최근 4년간 커머스 연평균 성장률 비교



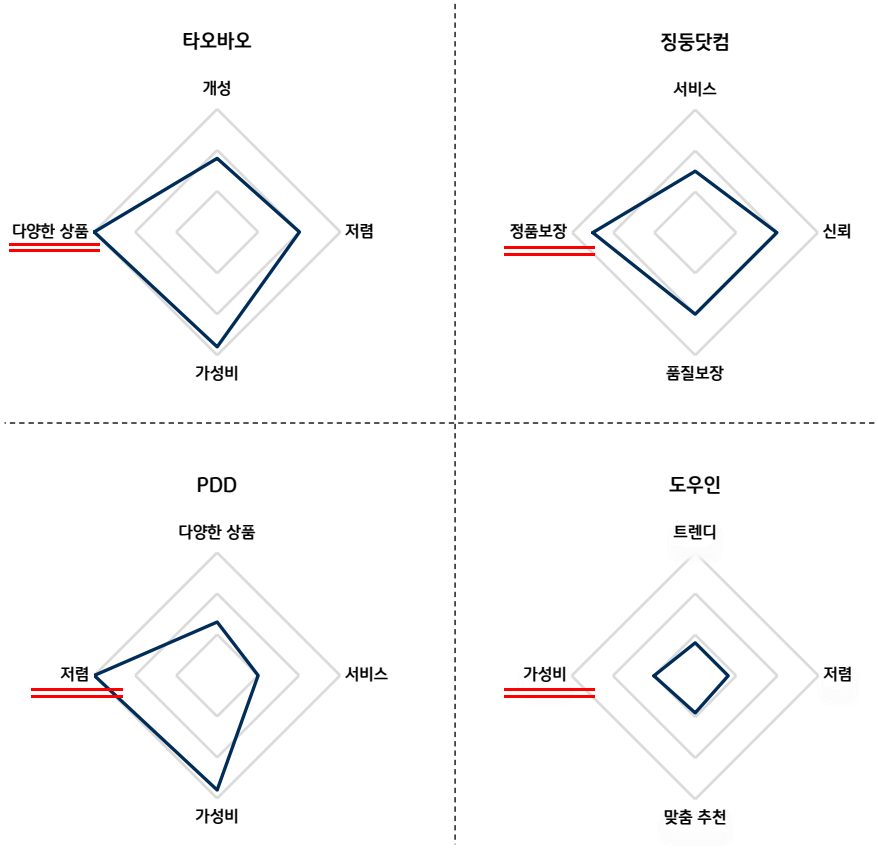
자료: Wind, 언론보도, KB증권

그림 48. 도우인의 중국 이커머스 GMV 점유율



자료: Wind, 언론보도, KB증권

그림 49. 2023년 중국 인터넷 쇼핑 유저의 이커머스 별 취급 상품 평가



자료: iResearch, KB증권

중국 크로스보더 이커머스 산업 성장에 따른 기회와 위험요인

① 기회요인: 데이터 수집 → 품목별 수요 (풀필먼트) 파악, 제조단가 추가 인하 가능

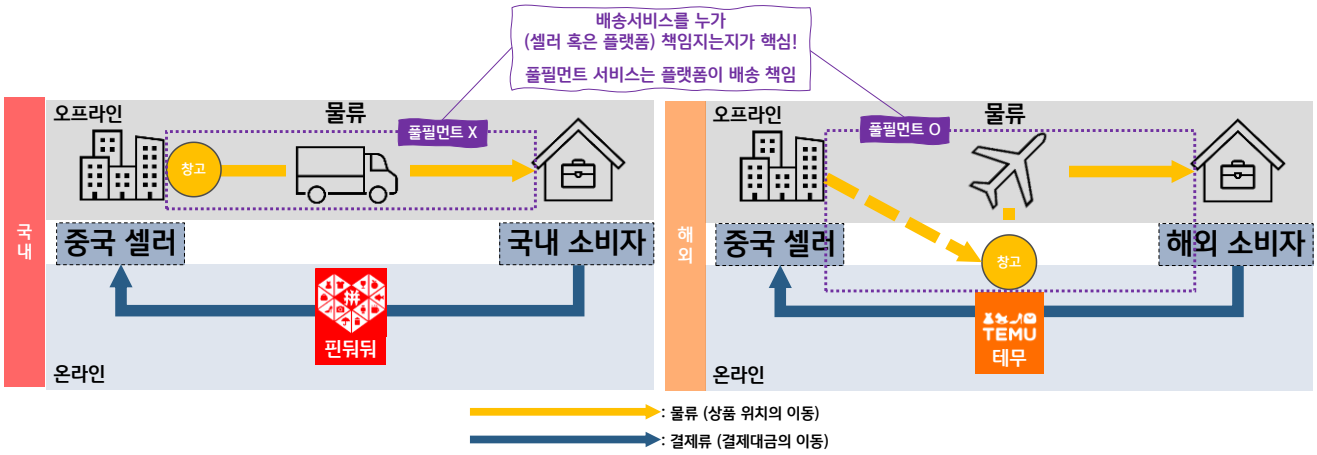
거래수수료 수취에서 끝나지 않는 C커머스 플랫폼

중국 정부가 발표한 크로스보더 이커머스 산업 지원 방안에서 확인할 수 있듯이, C커머스는 상품 거래 활성화 뿐 아니라 이를 기반으로 한 데이터 수집과 활용에 목적이 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 이커머스 데이터를 확보하게 되면 품목별 수요를 사전에 파악해 풀필먼트(상품 제조, 물류센터 이동, 고객 배송 등) 서비스를 더욱 효율적으로 제공할 수 있게 된다. 또한 품목별로 생산 물량, 시기에 대한 예측이 더욱 정교해질 수 있어, 제조단가를 추가로 인하할 수 있다.

데이터 수집을 통해 더욱 개선된 서비스 제공 및 원가절감 가능

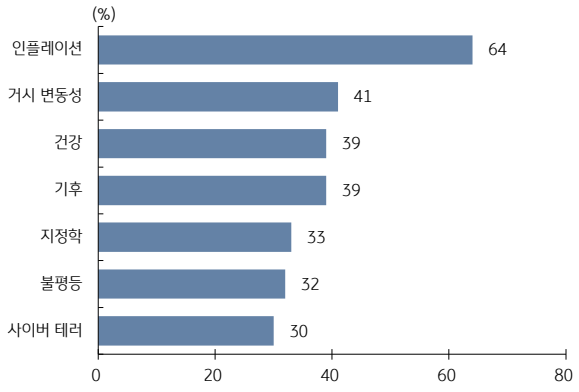
또한 검색건수가 급증하는 키워드와 특정 트렌드에 따라 상품 제작과 마케팅에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 테무와 쉬인은 상품의 제조만 셀러에게 맡기고, 이후 온라인 점포 관리, 재고 관리, 배송, CS 등 모든 과정을 직접 관리한다. 따라서 더 종합적인 시각으로 빅데이터 확보 및 분석에 따른 적용이 가능하고, 효율성 제고, 단가 인하가 빠르고 보다 정확하게 적용될 수 있는 구조인 것이다. 확보된 데이터가 많을수록 이러한 성과를 도출하는 과정은 더욱 단축되고, 정교해질 가능성이 높다.

그림 50. 풀필먼트 서비스 개념도: PDD의 국내 사업 (無 풀필먼트) 해외 사업 (有 풀필먼트) 비교 예시를 통해 이해하는 풀필먼트 서비스



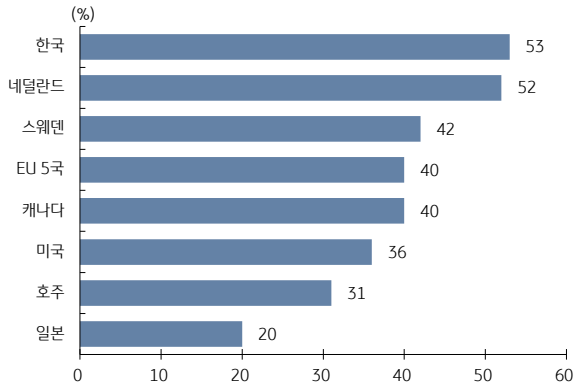
자료: KB증권

그림 51. 무엇이 향후 1년간 당신의 국가에 가장 큰 위협인가?



자료: PwC, KB증권

그림 52. 지난 3개월, 저가 제품 전환한 경험이 있는 응답자 비율



자료: McKinsey & Company, KB증권

② 기회요인: IRA 우회 수출 거점 마련 가능, 운송 비용 인하 여력 확보

해외 물류센터 확보는 IRA에 대응하기 위한 전략 중 하나일 가능성

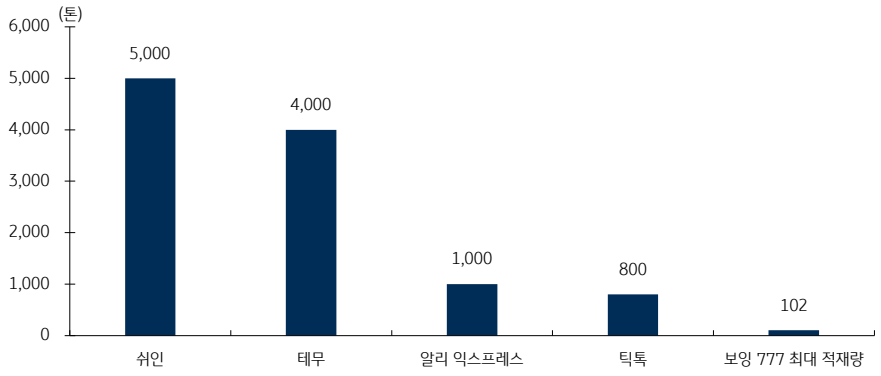
중국 정부가 정책적으로 해외 물류센터 확보를 지원하고 나선 이유는 IRA를 대응하기 위한 전략 중 하나로 판단한다. 중국에서 생산한 제품이 우회수출로 기타 국가를 거쳐야 한다면, 지리적으로 가까운 한국이 좋은 선택지일 것이다. 미국의 대중 제재는 강화될 가능성이 높기 때문에, 전세계 주요 무역 거점에 물류센터를 구축해 최종수출국으로 배송되는 기간과 비용을 감축할 수 있을 전망이다.

또한 확보한 물류 인프라를 기반으로 해당 국가에서 지불해야 하는 운송 비용 인하 여력도 추가로 확보할 수 있을 것이며, 글로벌 핵심 사이트별로 물류망이 탄탄하게 갖춰지면 온라인 뿐 아니라 오프라인 사업 진출도 용이해질 수 있다. 중국 내부 경기 악화로 해외진출이 필수적인 상황에서 이러한 확장적 기조는 충분히 강화될 여지가 있다는 판단이다.

테무의 일일 항공화물 운송량은 보잉 777 기준 약 40대

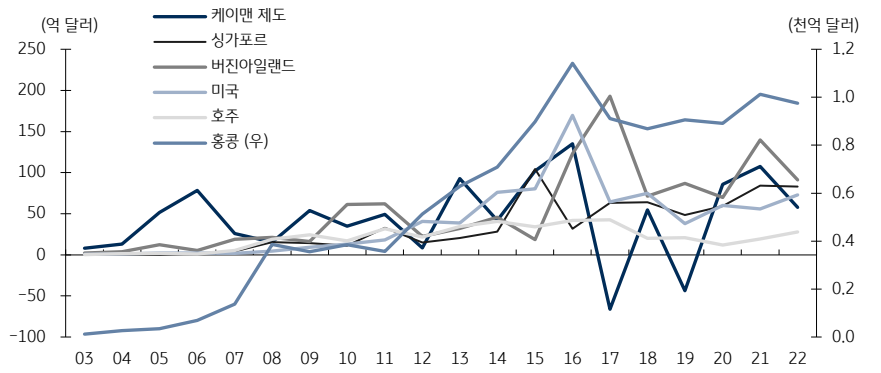
보잉 777은 세계에서 가장 크고 성능이 뛰어난 화물기 중 하나, 최대 적재량은 약 102톤

그림 53. 주요 중국 역직구 플랫폼 별 일일 항공 화물 운송량 비교



자료: Cargo Facts Consulting, KB증권 / 주: 2024년 4월 발표 기준

그림 54. 중국 ODI 국가별 추이 (상위 5개)



자료: Wind, KB증권 / 주: 홍콩 제외 상위 5개국

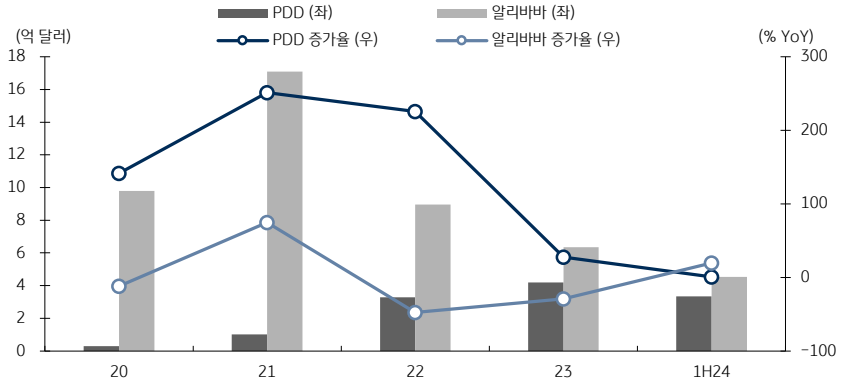
③ 기회요인: 중기적으로 크로스보더 이커머스 기업은 영업외수익 확보 가능

물류센터 등 해외 유형자산 매입은 중국 기업의 본업 외 수익 창출 기회

중국 정부와 기업의 니즈는 달랐지만 모두 같은 목표를 향해 나아가고 있다. 기업은 내수경기 둔화 지속으로 해외진출이 필요하고, 정부는 디지털 실크로드 및 중국제조 2025를 이어가기 위해 전세계 다양한 데이터와 공급망 입지를 강화해야 한다. 중국 크로스보더 이커머스의 해외 확장으로 매출규모 증가 뿐만 아니라 물류센터를 포함한 유형자산을 확보하면서 영업외수익 증가로 내수 부진에 따른 부정적 영향을 일부 상쇄할 수 있을 전망이다. 중국 소비경기가 빠른 시일내에 회복되기 어렵다는 점에서, 크로스보더 이커머스 기업들의 해외 물류센터, 지역별 사옥, 연구개발 센터 등 여러 상업용 부동산 매입 수요가 생길 수 있다.

해외 유형자산 매입을 통해 향후 영업외수익 증가 전망

그림 55. 알리바바, 핀둬둬 영업외수익 & 증가율 추이



자료: Wind, KB증권 / 주: GSD 기준

표 6. 알리바바 해외 진출 내역 정리

Aliexpress 타임라인
- 2010년 정식 런칭 시작
- 2012년 러시아 런칭
- 알리익스프레스의 경우 정확한 런칭 날짜를 공개하지 않았으나, 2013년 당시 러시아, 미국, 브라질, 우크라이나, 벨라루스 순으로 거래가 많이 발생한다고 공식 발표
- 현재는 200개 이상 국가에서 서비스 중

자료: 언론종합, KB증권

표 7. 핀둬둬 (테무) 해외 진출 내역 정리

TEMU 타임라인
- 2022년 9월 TEMU 런칭
- 2023년 3월 호주와 뉴질랜드에서 런칭
- 2023년 4월 프랑스, 독일, 이태리, 네덜란드, 스페인, 영국 서비스 시작
- 2023년 7월 일본, 한국 런칭
- 2023년 11월 라틴 아메리카 지역 서비스 런칭
- 2024년 1월 남아프리카 서비스 런칭
- 현재 78개국 대상 서비스 제공 중

자료: 언론종합, KB증권

미국의 탈 중국 공급망 기조 지속으로 물류센터 및 이커머스 수출 늘어날수록 제재 수위 높아질 수 있음

① 위험요인: 미국 및 동맹국의 대중 무역 규제 강화

미국의 대중 규제는 무역, 금융, 기술 등 다방면에 걸쳐 진행 중이다. 아직까지 이커머스에 대한 제재 방안이 발표되지는 않았지만, 옴니버스 중국 법안 (Omnibus China Bill, 중국에 대응하기 위한 다양한 법적 규제와 조치들을 하나의 법안으로 통합하는 포괄적 입법 제안, 2024년 법안 발의 가능성 높음), 국방수권법 (National Defense Authorization Act – NDAA, 매년 의회에서 통과되는 법안으로, 미국의 국방 예산과 정책을 승인) 등 데이터 안보 이슈, 대중국 투자 및 중국의 해외투자 규제와 같은 내용을 기반으로 중국 이커머스 기업 제재 방안을 발표할 가능성이 있다.

미국의 이러한 조치들은 중국에 의존하는 공급망을 미국 또는 우방국으로 재조정하고, 중국에 대한 경제적 의존도를 줄이는 것이 주요 목적이기 때문에, 중국이 해외에 물류센터를 확장하고 크로스보더 이커머스 영역에서 높은 시장점유율을 확보할수록, 대중 제재의 범위와 수위가 더욱 확장 및 강화될 수 있다는 판단이다.

표 8. 트럼프 vs. 해리스 대중 제재 언급 내용 정리

항목	해리스	트럼프
무역 스탠스	자유주의적	보호주의적
중국 관련 발언/행보	- 상원의원 시절 홍콩 및 위구르 지역 인권 옹호 법안 공동 발의 - 전당대회 연설, 중국 언급 횟수: 1회 - 중국 정부 전복 (顚覆)을 공개적/계획적 목표로 삼지 않음 - 러닝메이트 팀월즈, 과거 중국에서 교사로 활동	- 중국산 제품 모두에 60% 관세 부과 - 전당대회 연설, 중국 언급 횟수: 14회 - 중국에 공개적으로 강경한 태도 - 러닝메이트 JD 밴스, 중국이 미국의 최대 위협이라고 언급

자료: 언론종합, KB증권

표 9. 2024년 글로벌 주요국 중국 상품에 대한 관세 인상 발표 내역

국가	시점	내용
미국	2024년 5월	중국산 전기차 100%, 반도체/태양광패널 50%, 리튬이온 배터리, 철강, 알루미늄 등 25% 관세 예고
EU	2024년 6월	중국산 전기차에 기존 관세 10%에 더해 최대 17.4~38.1% 관세율 추가 부과 예고
캐나다	2024년 8월	중국산 전기차 100%, 철강 25% 부과 예고

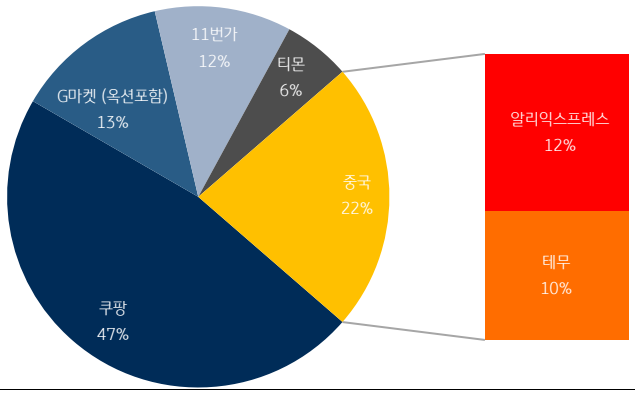
자료: 언론종합, KB증권

② 위험요인: 진출한 지역의 로컬기업과 경쟁 과열

C커머스의 영향력 확대될수록 로컬 이커머스 기업의 견제 수위 상승 가능성

중국 이커머스 기업이 전세계 주요 지역에서 시장점유율을 빠르게 제고할수록, 현지기업과의 경쟁이 치열해질 가능성이 있다. 현재 중국이 주력으로 진출하고 있는 지역들은 미국, 유로존, 한국, 일본과 같은 온라인 마켓이 어느정도 활성화된 곳들이다. 로컬기업들이 시장 장악력을 확보하고 있는 상황에서, 중국 이커머스 기업들이 초저가 컨셉으로 새롭게 진출하거나 마케팅 포인트를 변경해서 진입 중인데, 중국 기업들이 강력한 경쟁업체로 부상할 경우 현지기업들은 프로모션 강화 & 유통망 추가 개선 & 서비스 품질 제고 등으로 경쟁력을 강화할 것으로 보인다. 로컬기업과의 경쟁이 과열국면으로 진입하면, 마진 압박을 받으면서 마케팅 비용 확대, 물류센터 투자 등을 감행하고 있는 중국 이커머스 기업들의 부담은 더욱 커질 수 있다.

그림 56. 한국 이커머스 시장에서 중국 커머스가 차지하는 비중

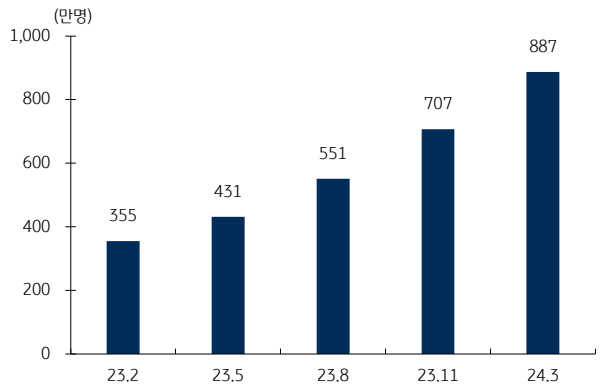


자료: 각 사 공시, KB증권

견제에 대응하기 위해 C커머스 플랫폼은 로컬에 진출한 "중국 물류사"와 협업 예상

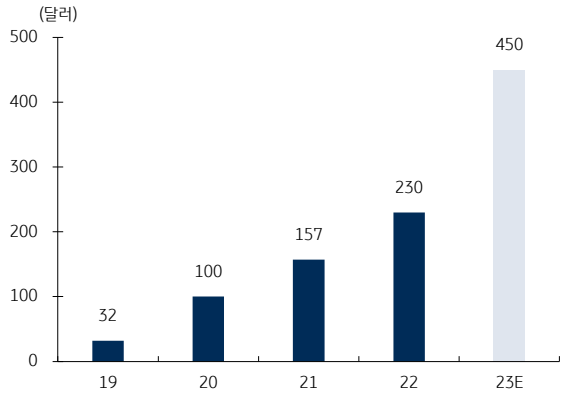
중국 이커머스 기업들이 현지기업들과 과열 경쟁에 시달리게 될 경우, 물류비용을 더욱 낮추기 위해 현지에 진출한 중국 물류회사와의 협업으로 물류센터를 확보하고 배송시스템을 구축하는 방안을 고려할 수도 있다. 알리바바는 물류 자회사인 차이냐오 네트워크를 통해 크로스보더 이커머스를 지원하고 있다. 중국 물류회사인 순펑 익스프레스 (SF Express)는 2010년 한국에 진출해 장기간 한국시장에 대한 인프라를 구축해 왔으며, 쉬인, 틱톡샵 등 추가로 한국 이커머스 시장에 진입하는 기업들의 주요 파트너로 역할을 함께할 가능성이 있다.

그림 57. 알리익스프레스 한국 이용자 수



자료: Wind, KB증권

그림 58. 쉬인 연간 매출 추이



자료: 파이낸셜타임스(FT) 추정, KB증권

투자 아이디어

P를 낮추는 구간에는 생산 확대와 연동되는 '유틸리티, 운송' 선호

중국 크로스보더 이커머스의 해외 진출 방안과 중국 정부의 정책 방향성+중국 저물가 기조 겹쳐 C커머스의 저가전략은 상당기간 지속되어야 하는 상황

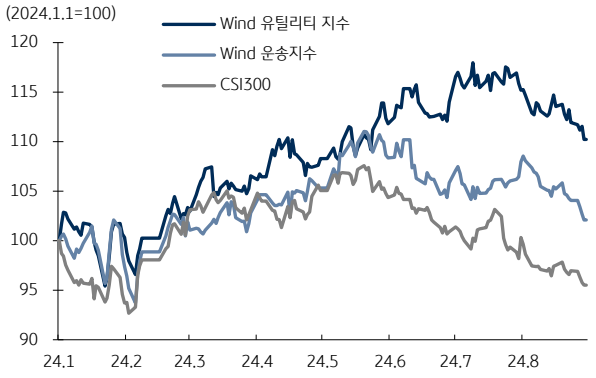
중국 크로스보더 이커머스 기업이 해외 지역으로 확장 전략을 펼치면서, 진입초기 빠른 시장 점유율 확장 수단으로 큰 폭의 단가 (P)를 낮추는 초저가 방안을 활용하고 있다. 올해 중국 정부가 새롭게 발표한 해외 물류센터 구축 지원 방안도 큰 그림으로는 데이터 확보와 공급망 역할 강화를 주요 목적으로 설정하고 있으며, 해당 목적을 달성하기 위해서 상당기간 저가전략을 지속해야 할 전망이다. 또한 정부의 경기부양책 발표에도 불구하고 연말까지 소비자물가 1%대 달성이 어려워 보이며, 소매판매도 연간 3%대에 머물 것으로 예상해 저물가, 저금리 기조에 따른 저가공급이 이어질 수 있다는 판단이다.

P를 낮춰야 하는 상황에서는, 미드/다운스트림의 이익성은 악화될 가능성 높으나, 반대로 유틸리티, 운송 등 섹터는 Q 증가로 인한 수혜 기대 가능

운송섹터에서는 해운이 가장 양호한 흐름 기록할 전망

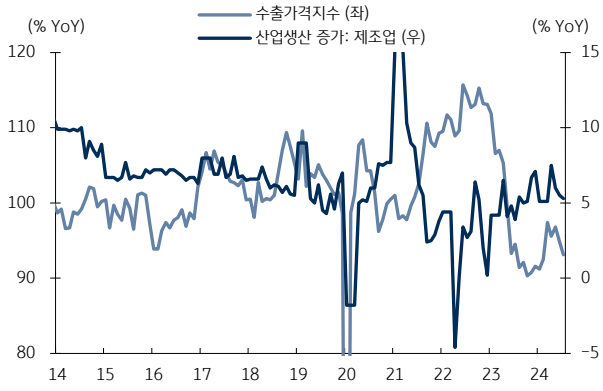
P를 낮추는 저가전략이 지속되는 구간에는 Q가 빠르게 팽창한다고 해도, 기업이익 개선을 기대하기는 쉽지 않다. 이커머스 생태계 내에서 상품을 제조하고, 마케팅 및 판매하는 미드스트림, 다운스트림에 해당되는 기업보다는, 단가와 무관하게 생산물량 (Q)과 주문건수 (반품 포함)가 확대되면 이익 증가와 연결되는 유틸리티, 운송 섹터가 상대적으로 긍정적인 흐름을 나타낼 전망이다. 유틸리티는 중국 본토에 상장된 전력 ETF (159611.SZ)를 선호하며, 해당 ETF는 후선강통처럼 직접 투자가 가능한 종목이다. 운송 섹터는 세부 분류 중에서 크로스보더 이커머스 물량 확대에 따른 해운이 가장 양호한 흐름을 나타낼 것으로 예상한다.

그림 59. 중국 CSI300 vs. 유틸리티, 운송 지수 수익률



자료: Wind, KB증권

그림 60. 중국 수출가격지수 vs. 산업생산 증가율 추이

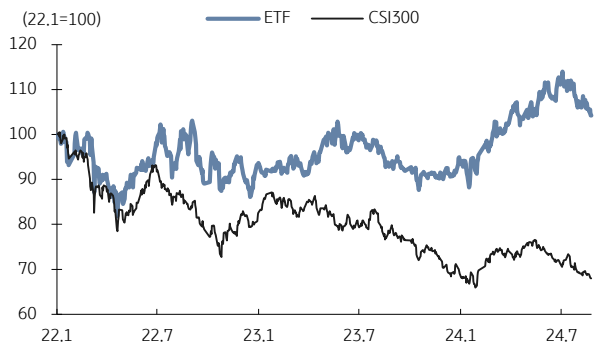


자료: Wind, KB증권

GS CSI ALL HSARE ELECTIVC UTILITIIES ETF (159611 CH)

- 해당 ETF는 CSI All Share Electric Utilities Index를 추종
- 전체 비중 중 유틸리티가 95%를 차지하며, 외국인 투자 가능한 중국 본토 상장 ETF 중 유일하게 유틸리티 (전력) 관련한 ETF
- 중국의 저가물량 공급 전략으로 생산량이 늘어나면서 유틸리티 기업들의 수혜가 예상

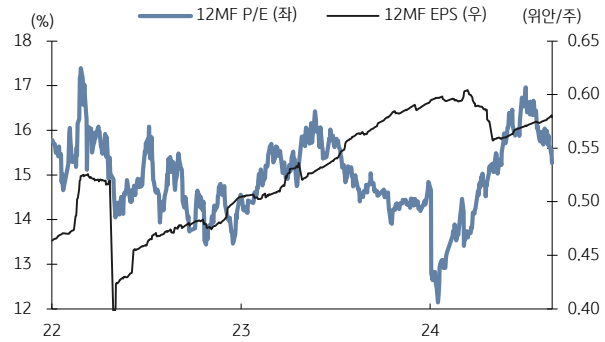
ETF 기초정보 및 성과 비교



현주가 (위안, 8/29/2024)					0.988
펀드 유형					지수 추종 패시브
기초 지수					CSI All Share Electric Utilities Index
AUM (억 위안)					18.56
운용보수 (%)					0.600
운용사					GF Fund Management Co Ltd
설정일					01/07/2022
수익률(%)	1W	1M	3M	YTD	1Y
ETF	-2.6	-6.4	-4.8	13.8	11.3
CSI300	-1.1	-3.3	-9.3	-4.5	-13.5
차이 (%p)	-1.5	-3.0	4.5	18.3	24.8

자료: Bloomberg, KB증권

ETF 기초 지수 이익 및 멀티플



	FY22 A	FY23 A	FY24 E	FY25 E	FY26 E
매출액 (억 위안)	15,885.7	17,501.3	18,449.8	19,206.5	20,350.9
매출액 증가율 (% YoY)	13.3	3.9	5.4	4.1	6.0
EPS (위안)	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
EPS 증가율 (% YoY)	108.7	73.6	30.3	13.4	10.2
P/E (배)	31.6	19.6	15.2	13.7	12.5
PEB (배)	-	0.1	0.8	0.7	-
배당수익률 (%)	1.9	2.3	2.4	-	-

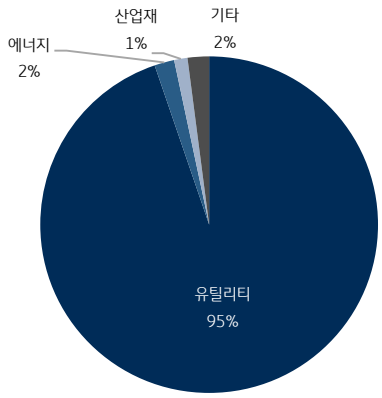
자료: Wind Consensus, KB증권

상위 10개 ETF 편입 종목

순위	종목명	티커	비중 (%)
1	CHINA YANGTZE POWER CO LTD	600900	1.2
2	CHINA NATIONAL NUCLEAR POW	601985	9.8
3	CHINA THREE GORGES RENEWAB	600905	8.6
4	SDIC POWER HOLDINGS CO TLD	600886	5.4
5	GD POWER DEVELOPMENT	600795	5.1
6	HUANENG POWER INTL INC	600011	4.7
7	SICHUAN CHUANTOU ENERGY	600674	4.6
8	CGN POWER	003816	3.4
9	ZHEJIANG ZHENENG ELECTRIC	600023	2.6
10	HUADIAN POWER INTL CORP	600027	2.4

자료: Bloomberg, KB증권

ETF 산업 비중



자료: Bloomberg, KB증권

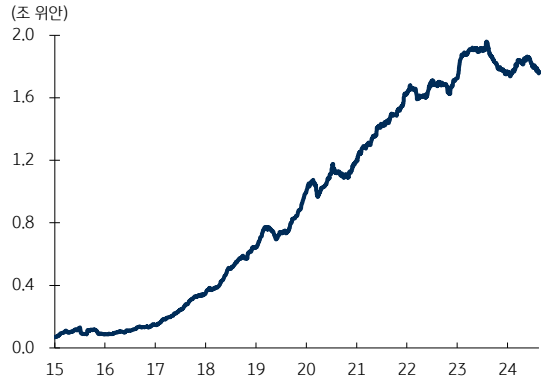
Chart Book

표 10. 중국 주요 지수 수익률 추이

	종가	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1M 추이
상해종합지수	2,823.1	(0.9)	(0.9)	(2.0)	(9.3)	(6.4)	(5.1)	
심천종합지수	1,510.4	1.1	0.4	(3.1)	(12.9)	(11.5)	(17.8)	
CSI300	3,277.7	(0.8)	(1.1)	(2.7)	(9.3)	(6.8)	(4.5)	
Star50	679.6	0.8	(0.9)	(4.3)	(7.5)	(15.9)	(20.2)	
ChiNext	1,987.5	1.4	0.1	(4.2)	(13.4)	(12.7)	(21.8)	
항셍지수	17,786.3	(0.5)	0.8	4.6	(3.7)	7.7	4.3	
홍콩H지수	6,247.1	(0.9)	0.4	4.4	(4.7)	10.0	8.3	
홍콩테크지수	3,461.2	(1.1)	(1.4)	1.4	(8.1)	0.9	(8.1)	

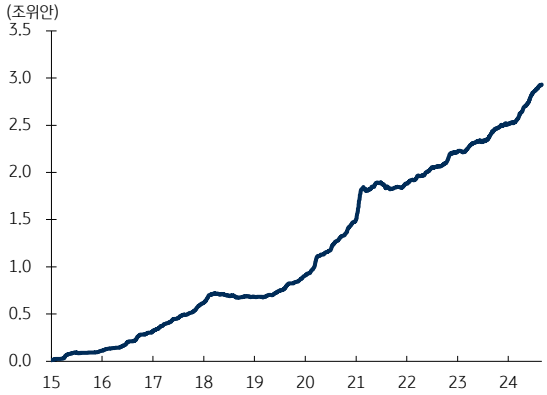
자료: Wind, KB증권 / 주: 2024년 8월 29일 기준

그림 61. 외국인 중국주식 (루구통) 누적 순매수 추이



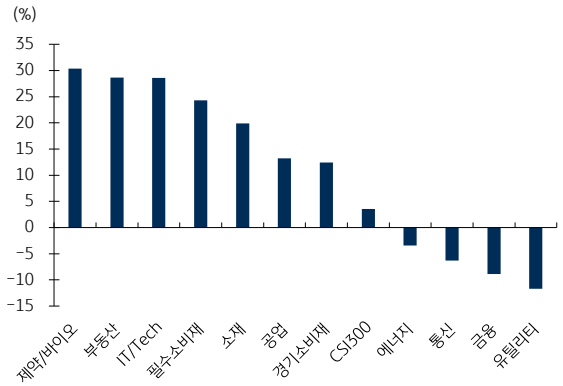
자료: Wind, KB증권

그림 62. 중국인 홍콩주식 (강구통) 누적 순매수 추이



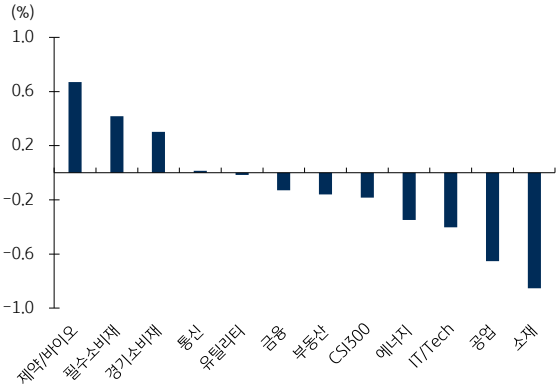
자료: Wind, KB증권

그림 63. 주간 중국증시 섹터별 등락률



자료: Wind, KB증권

그림 64. 주간 중국증시 섹터별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Wind, KB증권

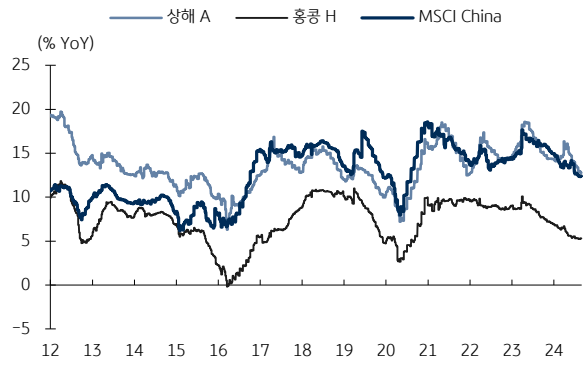
그림 65. 상해종합지수 12개월 선행 P/E 추이

자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 66. 상해종합지수 12개월 선행 P/B 추이

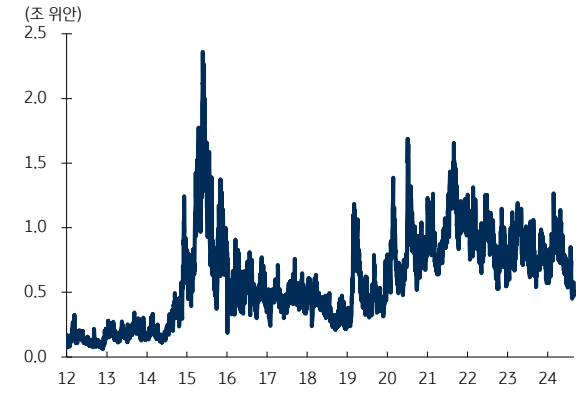
자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 67. 중국 주요지수 EPS 증가율 추이



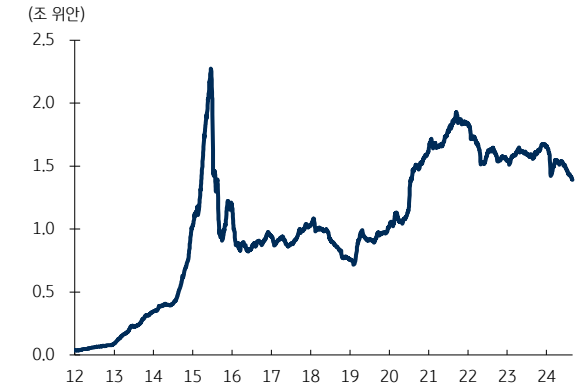
자료: LSEG Consensus, KB증권

그림 68. 중국증시 거래대금 추이



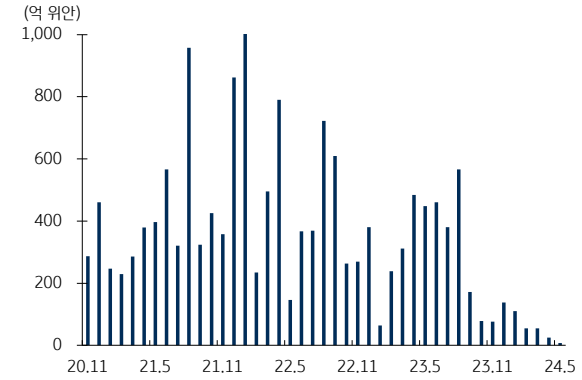
자료: Wind, KB증권

그림 69. 중국 증시 (상해/심천) 신용잔고 추이



자료: Wind, KB증권

그림 70. 중국 A주 IPO 규모 추이



자료: Wind, KB증권

긍정적	다소 긍정적	중립	부정적

표 11. 아시아 증시 리뷰 및 프리뷰

구분	리뷰	프리뷰	월간 밴드 및 선호 섹터
중국	- 7월 글로벌 주식시장은 엔 캐리 트레이드 청산, 美 경기 불확실성, 중동 전쟁 등으로 높은 변동성을 나타낸 반면, 중국증시는 상대적으로 양호한 흐름 기록 - 기타 국가 대비 낙폭은 제한적이었으나, 부진한 내수경기 지표가 연이어 발표되면서 상승 추세를 형성하지는 못함	- '은행주 ETF + HSCEI' 조합 제시. 고배당 선호현상은 연말까지 지속될 전망. 시장 평균 배당성향 대비 높은 대형 국유 및 주식제 은행 긍정적 - 월간 홍콩 > MSCI China > 본토 순으로 선호. 역사적 밸류에이션 멀티플, 미국 금리인하 사이클 영향으로 홍콩주식 9월 말 이전까지 양호한 흐름 예상	상해종합지수: 2,790~2,960pt 추천 섹터: 고배당 (은행)
일본	- 7월 예상치 못한 BOJ의 금리 인상, 미국의 경기 부진 우려로 엔 캐리 트레이드 자금 회수 → 가파른 엔화 절상 우려 크게 확산 - 이에 42,222pt까지 올랐던 Nikkei225 지수는 8월 초 31,400pt까지 급락 - 예상치 못한 금융시장 변동성에 BOJ의 긴축 속도 조절 언급하며 바닥 대비 20% 반등 성공	- 자민당 총재 선거 결과에 따라 통화정책의 매파적 기조 전환 우려는 단기 멀티플 부담 - TOPIX, 글로벌 경기 불안 확산 시기 평균 12MF P/E 14~15배에서 횡보 예상. 24년 평균 NT Ratio 14.3배 적용 시 Nikkei225 37,578.5~40,262.7p - 정권 교체에도 금융시장 개혁 지속 전망. NISA 수혜 기대되는 고배당 ETF (1577 JP)에 중장기 관심	Nikkei225: 37,580~40,260pt 추천 섹터: 고배당, 거버넌스 개혁
인도	- 미국 경기 침체와 엔 캐리 트레이드 청산 우려로 인한 글로벌 금융시장 하락세에 인도 증시도 영향을 받았으나, 양호한 경기 및 기업이익으로 비교적 낮은 변동성 보임 - 다만 최근 외부 이슈 진정에도 주가가 하락한 이유는: (1) 통화정책회의에서 FY25 1Q GDP 전망 하향 조정, (2) 힌덴버그 리서치, 인도 증권거래위원회 위원장의 아다니 그룹 역외펀드 투자 및 주가 조작 지시 의혹을 제기한 보고서를 발표했기 때문	- 인도 인프라 투자 확대 및 높은 경제 성장 지속 예상 - (1) FY25 예산안에서 인프라 투자, 고용 확대 의지 확인, (2) 가처분소득 증가로 소비시장 활성화 기대, (3) 미국 초당적으로 인도와 협업 강화 전략 제시 - 단기 양호한 내수경기, 디왈리 축제 앞두고 소비재 최선호, 중장기 투자 사이클 확대로 은행주 긍정적	SENSEX: 79,500~84,000pt 추천 섹터: 소비재, 금융 (은행)

자료: KB증권

표 12. 추천종목 및 ETF 리스트

국가	ETF명 및 티커	추천 이유 및 ETF 설명	최근 3개월 주가 추이
중국	HWABAO 은행주 ETF (512800 CH)	중국의 부진한 경제지표 발표로 고배당 테마로 관심이 집중될 것으로 예상. 글로벌 주요국 은행 섹터 P/B, ROE를 참고하면 중국 은행주의 추가 업사이드 기대 가능 구간 판단	
중국	Kodex 차이나H (099140 KS)	9월 말 이전까지 역사적 밸류에이션 멀티플 및 미국 금리인하 사이클을 고려해 홍콩주식이 상대적으로 양호한 수익률을 기록할 것으로 판단	
일본	넥스트 펀드 노무라 ETF 70 (1577 JP)	중장기적으로 금융시장 개혁 테마 긍정적 평가. 정권 교체에도 금융시장 개혁 지속 전망. 신 NISA 제도 통한 수급 집중될 일본 고배당 ETF 투자 의견 유효	
인도	Columbia India 소비주 ETF (INCO US)	인도 정부의 고용 확대 정책과 10~11월 디왈리 축제를 앞두고 음식료, 자동차, 가전 등 소비 증가 예상	
인도	ISHARES MSCI INDIA ETF (INDA US)	내구제 교체에 따른 신용카드 사용자가 늘어날 수 있다는 점과 인도 정부의 인프라 투자 확대 및 제조업 육성 정책으로 자금조달 수요 확대가 예상. 은행 비중 높은 해당 ETF 긍정적 평가	

자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 자료 공표일 현재 [KODEX 차이나H]에 대한 주식 등의 유동성공급자 입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.