

# China

## 정부가 키운 중국의 다음 숙제





# TABLE OF CONTENTS

|           |                 |    |
|-----------|-----------------|----|
| <b>01</b> | 부채 의존 재정        | 05 |
| <b>02</b> | 언제까지 감당할 수 있을까? | 13 |
| <b>03</b> | 일본과 다른 점        | 23 |
| <b>04</b> | 시장 질서 회복의 시간    | 31 |
| <b>05</b> | 경기보다 이익         | 41 |

# SUMMARY

그동안 정부 지원에 의해 첨단 산업을 육성한 중국은 부동산 규제 이후 재정 수입이 불안정해지며 부채에 의존한 재정으로 빠르게 변화하고 있다. 공식적인 정부 부채 규모로는 GDP의 70% 수준이나 숨겨진 부채까지 합산하면 올해 정부 부채 규모가 GDP 규모를 넘어설 것으로 추정된다.

재정 수입이 감소하고 있기 때문에 중국 부채에 대한 우려는 커질 전망이다. 그러나 중국은 신흥국임에도 불구하고 일본과 유사하게 본국 통화 표시 중심의 장기채로 부채를 구성했으며 대부분을 상업 은행이 보유하고 있다. 높은 저축률과 금융시스템에 대한 정부의 통제력이 강하다는 점도 부채 우려를 낮추는 요인이다. 다만 정부의 낮은 조달금리를 위해 예금금리를 낮게 유지하는 것은 내수 확대에 충돌하는 정책으로 지속 가능한 재정을 위해서는 명목성장률을 정부 조달 금리보다 높게 유지해야 한다.

1980년대 이후 일본은 저가 공급 등 경쟁 우위가 생산 생태계에 존재했던 기업들은 경쟁력을 유지하지 못했고 자체적으로 기술과 브랜드, 경영권을 보유하고 있던 기업들은 산업 내 경쟁력을 유지하는 데에 성공했다. 다행히 중국은 전기차를 비롯해 많은 첨단 제조 분야에서 두각을 나타내고 있으며 AI 산업 패러다임 변화에도 빠르게 적응하고 있어 중국 기업들의 경쟁력은 상당기간 유지될 것으로 전망한다.

오히려 중국은 투자 트렌드에 민감하게 반응해 과잉 투자, 과잉 경쟁, 정부 의존으로 전환되는 악순환에 빠질 가능성이 있다. 이제는 정부 주도의 육성에서 벗어나 시장이 승자와 패자를 가릴 수 있는 환경을 조성하는 반내권 정책 성공 여부가 중요하다. 관건은 민간 투자의 회복 여부이다.

반내권과 같은 공급 정책이 실시되는 기간 중국 증시에서는 이익이 회복되는 기업의 주가가 강했다. 성장과 리플레이션 두개의 이익 사이클 중 이익은 증가했으나 주가는 상대적으로 덜 오른 비철금속/전기장비/증권보험 등 업종에 관심이 필요해 보인다.

# 01

## 부채 의존 재정

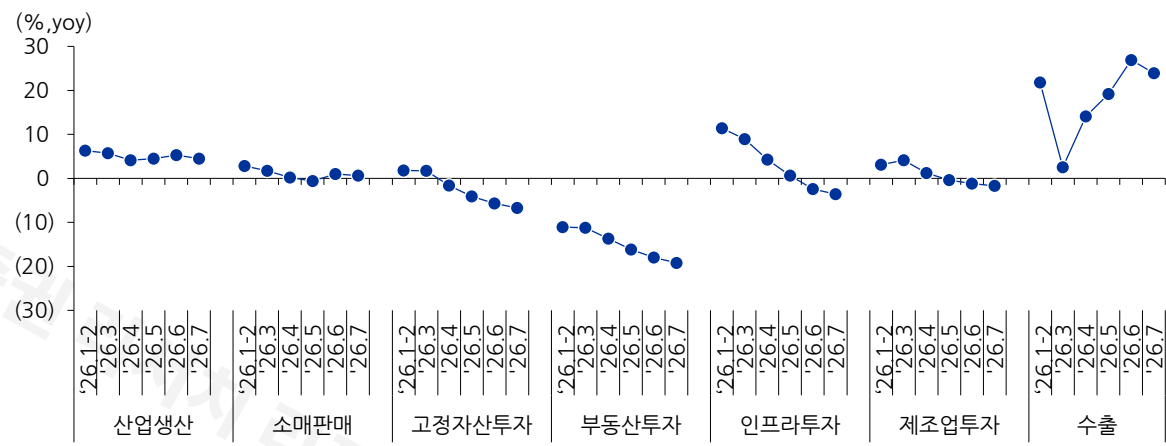
'21년 이후 가파르게 증가하는 중국 정부 부채

# 계속되는 경기 양극화

## 첨단 기술 VS. 내수

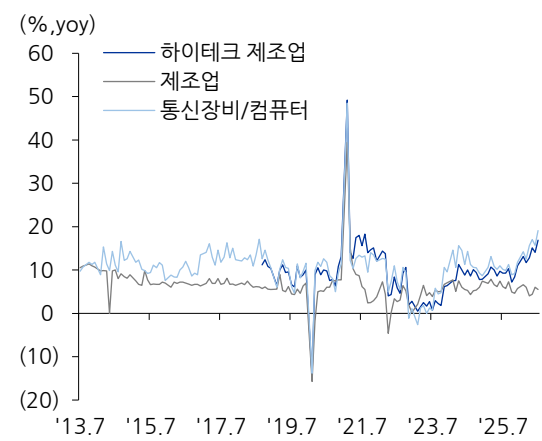
- 현재 중국 경기는 모든 분야에서 양극화가 진행 중.
- 전체 경기 지표는 하락 추세이나 생산, 투자, 수출 각 분야에서 첨단 제조업은 경기 호조를, 그 외 업종, 특히 내수 관련 업종은 부진.

## 2026 중국 경기 지표 추이



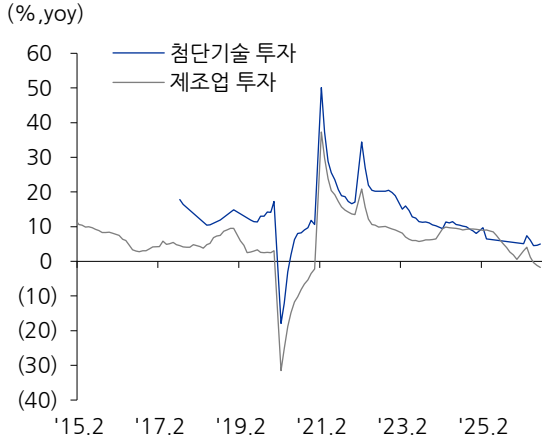
자료: Choice, 유진투자증권

## 산업생산



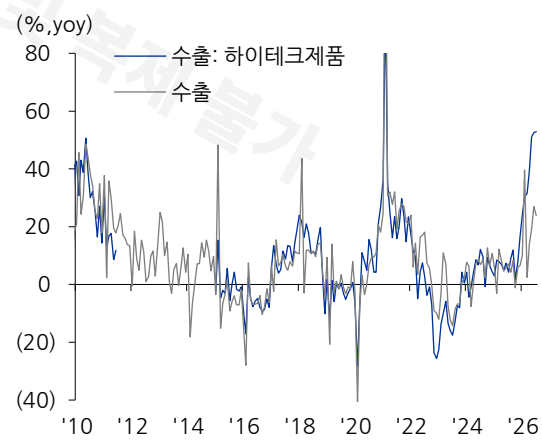
자료: Choice, 유진투자증권

## 고정자산투자



자료: Choice, 유진투자증권

## 수출



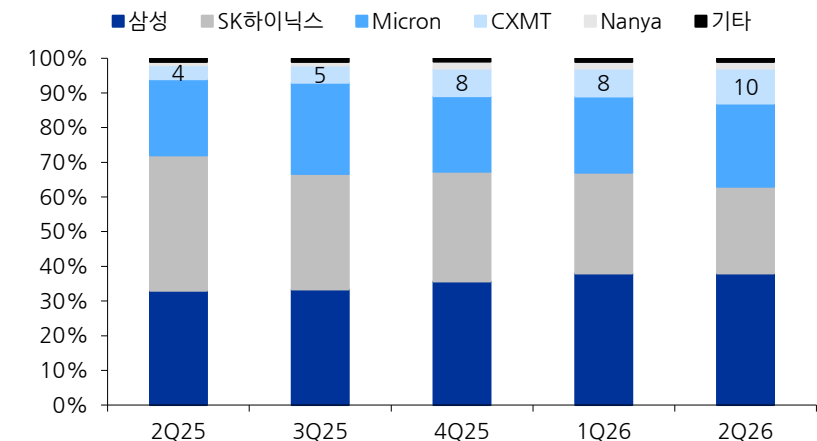
자료: Choice, 유진투자증권

# 정부 보조의 성과

## AI 모델, 반도체 돌파

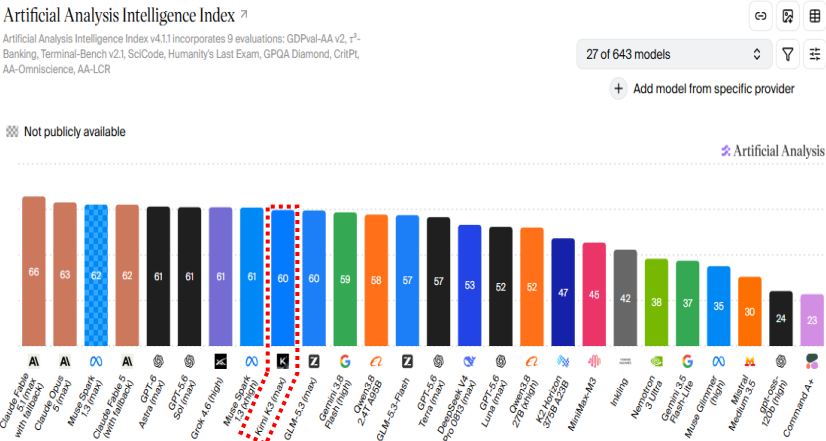
- 다행히 10여년 간의 정부 보조 성과가 나타나고 있음.
- 올해 7월 Moonshot AI가 Kimi K3 AI 모델을 공개. 미국 빅테크가 주도해 온 최상위 AI 모델 경쟁에 중국 기업이 존재감을 드러냄.
- CXMT도 2Q26 전세계 DRAM 시장점유율 10%로 두 자릿수를 기록. 2Q25의 4%에서 크게 상승한 수준. 9월 초 CXMT가 HBM3E의 소량 생산을 시작했다는 뉴스도 보도.
- YMTC또한 2Q26 14%의 NAND 시장점유율을 기록. 2Q25의 9%에서 큰 폭 상승.

### 전세계 DRAM 시장 점유율



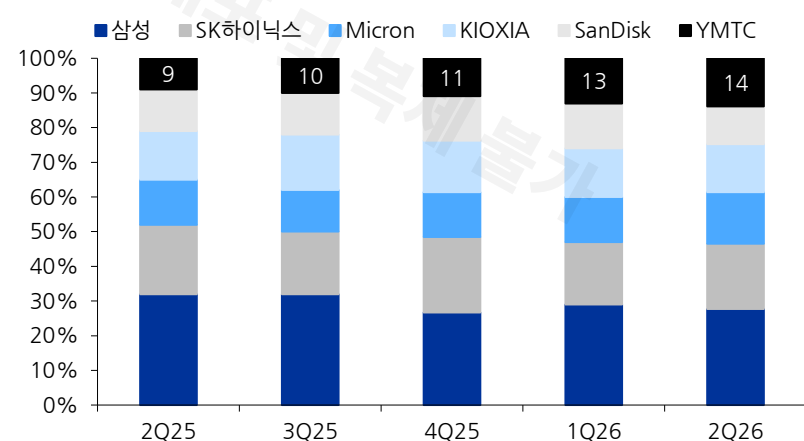
자료: Counterpoint, 유진투자증권

## AI 모델 성능 지수



자료: Artificial Analysis, 유진투자증권

### 전세계 NAND 시장 점유율



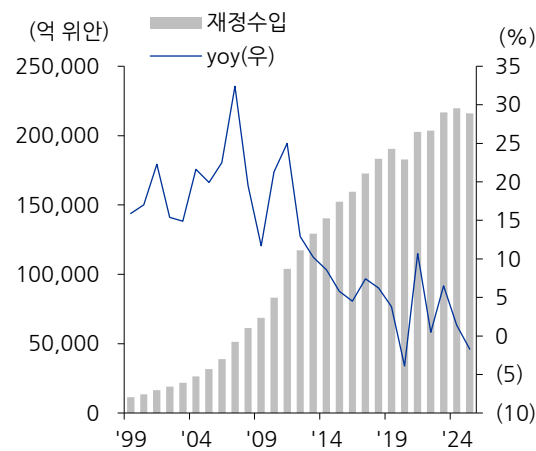
자료: Counterpoint, 유진투자증권

# 내수 부진으로 재정 수입 감소

## 역대 최고 무역흑자에도 기업 소득세도 늘지 않아

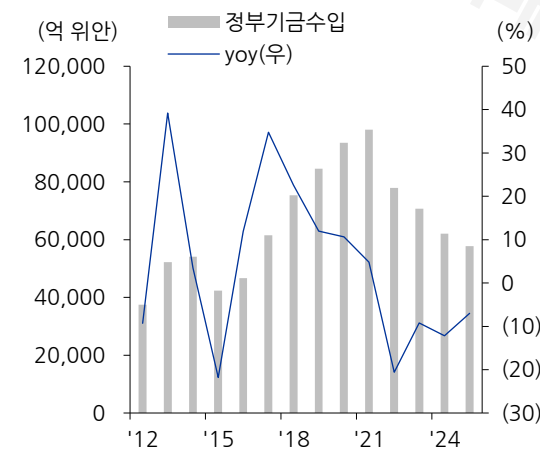
- 중국은 그간 정부 지원으로 첨단 제조업을 육성해옴.
- 그러나 코로나19 이후 내수 부진과 부동산 경기 부진으로 재정 수입과 정부 기금 수입이 모두 감소.
- 중국의 상품무역흑자는 1.2조 달러까지 확대되었으나 기업소득세는 2023년부터 약 4조 위안에서 유지되고 있음.

내수 부진으로 재정수입 부진



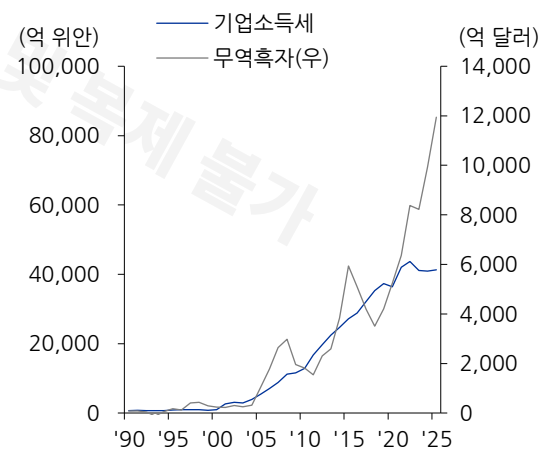
자료: Choice, 유진투자증권

부동산 부진으로 기금수입 4년 연속 감소



자료: Choice, 유진투자증권

역대 최고 무역흑자에도 기업소득세 유지



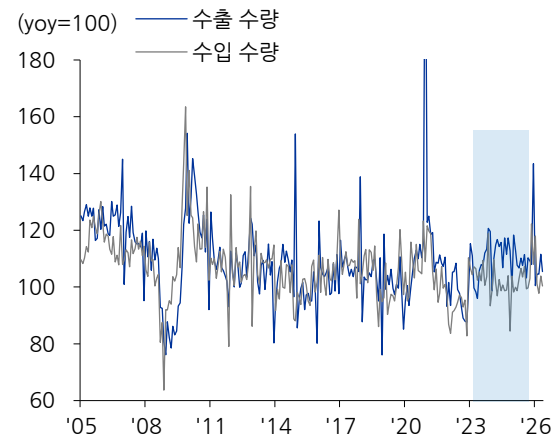
자료: Choice, 유진투자증권

# 기업소득세 징수 부진의 이유

## 저가 밀어내기로 마진 악화

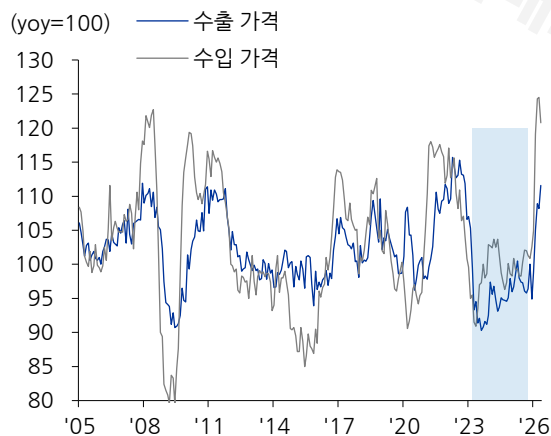
- 그간 중국 제조업 경쟁력이 강화되면서 글로벌 시장점유율이 확대. 내수 부진으로 인해 수입 수요가 약해진 점도 흑자 확대에 한몫.
- 다만 중국 기업들은 최근 몇 년간 내수 부진이 이어지면서 재고를 밀어내고 해외 시장점유율을 확보하기 위해 공격적으로 가격을 낮춤.
- 가격 인하로 기업의 마진이 악화됨에 따라 기업 소득세를 충분히 징수하기 어려워 졌음.
- 또한 현재 중국 수출이 특히 많이 늘어나는 첨단 제조업의 경우 정부가 세제 혜택을 주는 대상임.

수출 수량은 늘었으나



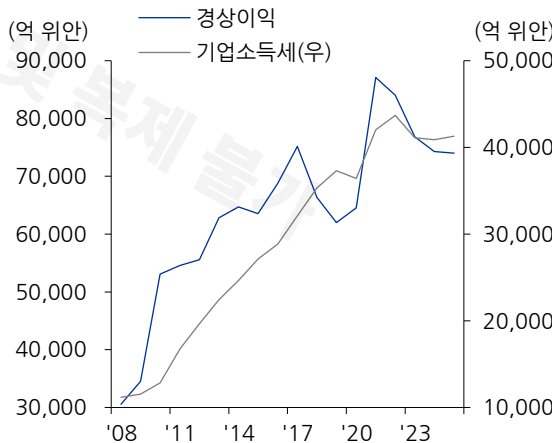
자료: Choice, 유진투자증권

수출 가격은 하락



자료: Choice, 유진투자증권

기업 마진 악화



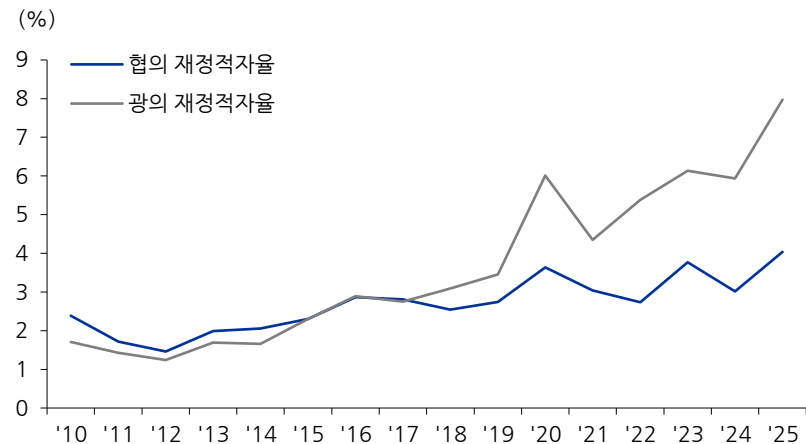
자료: Choice, 유진투자증권

# 부채에 의존하는 재정으로 변화

## '21년 이후 정부 부채비율 가파르게 상승

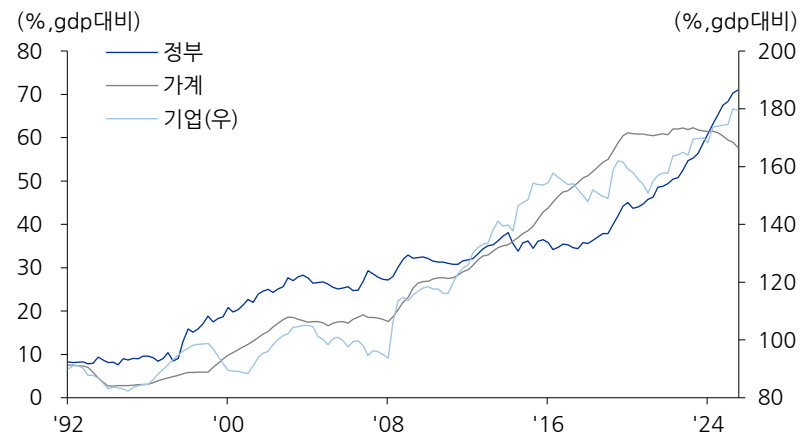
- 재정 수입 부진으로 인해 중국은 점차 중앙정부와 채권에 의존하는 재정으로 변화하고 있음.
- GDP 대비 중국 정부 부채비율은 '25년 68.4%에서 2Q26 71%로 상승.
- 2Q26 기준 GDP 대비 지방정부의 부채비율은 40.4%, 중앙정부의 부채비율은 30.5%에 달함.

## 2025년 광의재정적자율 약 8%



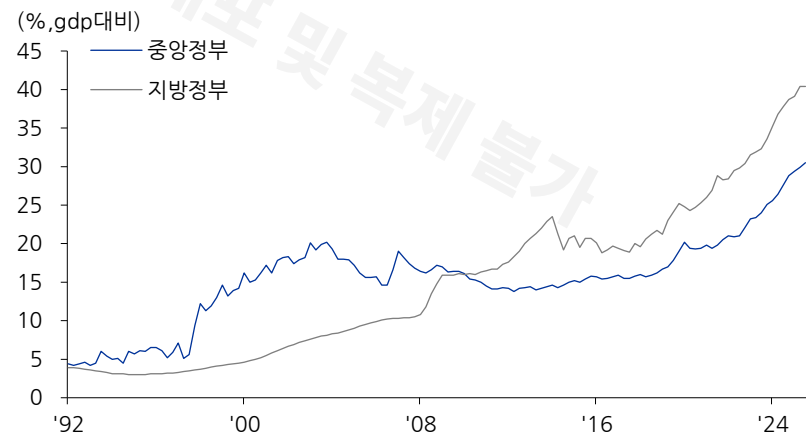
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 정부 부채비율 가장 가파르게 상승



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## GDP 대비 정부 부채비율 71%



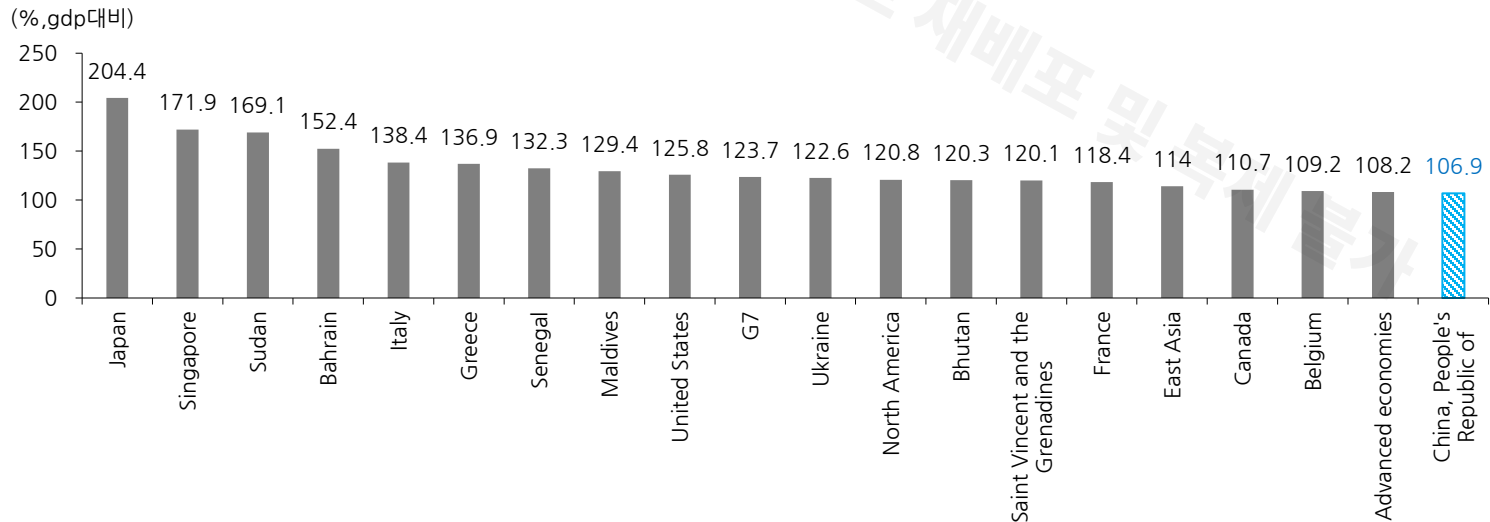
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 정부 부채 부담 증가 전망

## GDP보다 많아질 중국의 정부 부채

- IMF에 따르면, 지방정부의 음성부채를 포함한 중국의 정부 부채비율은 '25년 말 기준 99.2%, '26년 말 기준 106.9%에 달할 것으로 추정.
- 재정 수입이 감소하고 있다는 점에서 중국 정부 부채 부담에 대한 우려가 커질 전망.
- 일본은 GDP 대비 200%에 달하는 정부부채를 수십 년간 유지 중.
- 그 배경에는 엔화 표시 장기 국채가 대부분이고, 국내에 거대한 저축 기반이 있고, 일본은행이 금리를 극단적으로 낮춰 이자 부담을 억제하였으며, 정부가 상당한 금융자산도 보유하고 있었기 때문.

글로벌 GDP대비 정부 부채비율



자료: IMF, 유진투자증권



# 02

## 언제까지 감당할 수 있을까?

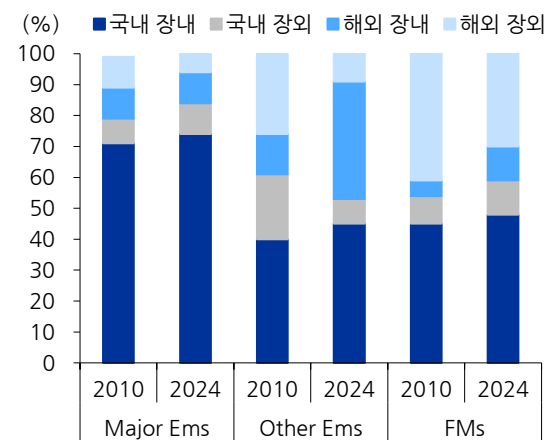
정부 금리보다 높은 명목 성장률이 중요

# 메이저 신흥국 부채 일본화

## 현지 통화 발행, 만기 연장

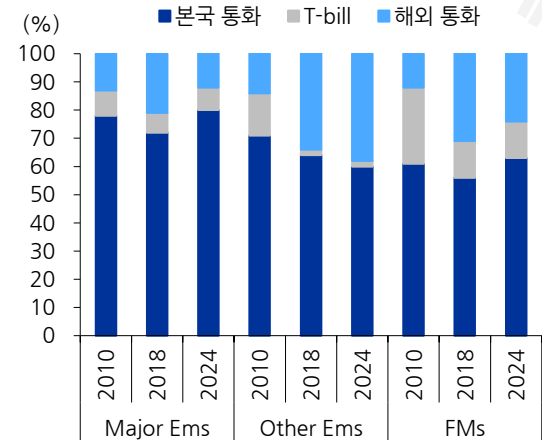
- 최근 메이저 신흥국 부채는 일본과 비슷한 모습. 2010년 이후 대규모 순 외화 발행을 자제함.
- 반면 다른 신흥시장 및 프론티어 시장은 현지 통화 채권 시장이 덜 발달되어 여전히 외화 부채에 크게 의존하는 모습.
- 중국을 포함한 주요 신흥국은 주로 국내 채권 시장에서 현지 통화로 발행. 이를 통해 차환 위험을 완화할 수 있음.
- 또한 거시 경제 안정과 기관 투자자 확대로 만기 구조를 평균 7년까지 연장.

메이저 신흥국 74% 국내 채권 발행



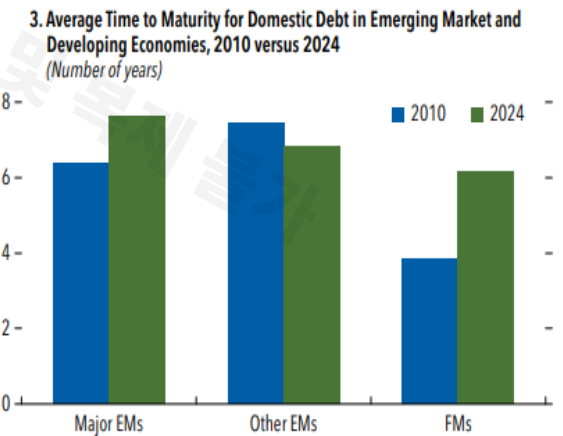
자료: IMF, 유진투자증권  
주: 메이저 신흥국 14개국: 중국, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 페루, 칠레, 폴란드, 헝가리, 남아공, 루마니아

메이저 신흥국 차환 위험 완화



자료: IMF, 유진투자증권  
주: 메이저 신흥국 14개국: 중국, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 페루, 칠레, 폴란드, 헝가리, 남아공, 루마니아

평균 만기 7년까지 연장



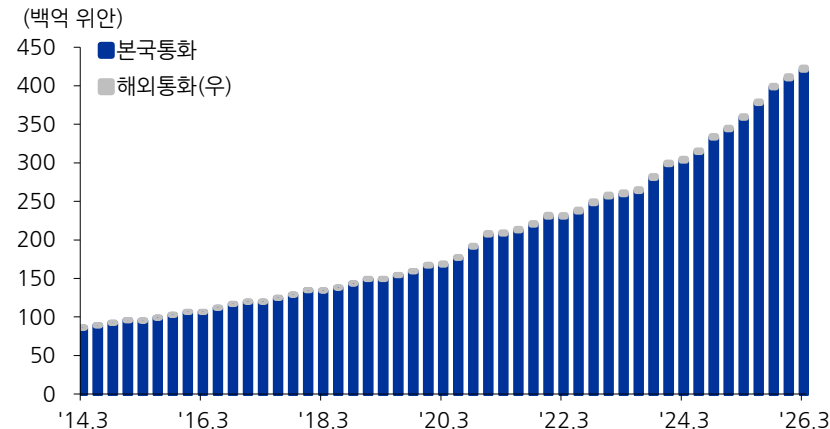
자료: IMF, 유진투자증권  
주: 메이저 신흥국 14개국: 중국, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 페루, 칠레, 폴란드, 헝가리, 남아공, 루마니아

# 일본과 비슷한 중국의 부채 구조

## 위안화 표시 국채, 장기채 중심

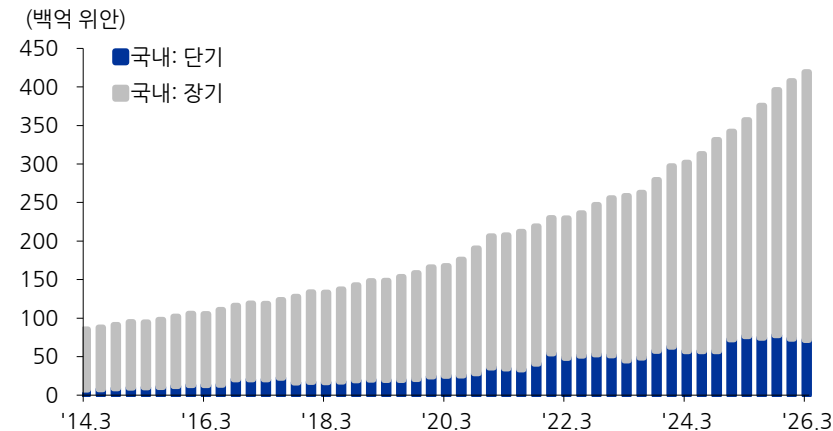
- 중국의 부채 구조는 일본이랑 매우 비슷함.
- 99%가 위안화 표시 국채로 발행되며 80% 이상이 장기 채권으로 발행.
- 따라서 남미 국가처럼 환율 하락, 외화부채 폭증, 국가 부도로 연결될 가능성이 낮음.

## 위안화 표시 국채가 99%



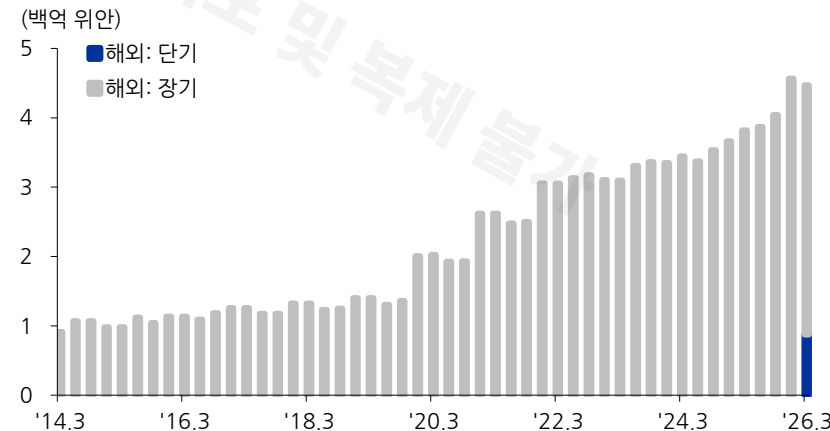
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 위안화 표시 채권



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 해외 통화 표시 채권



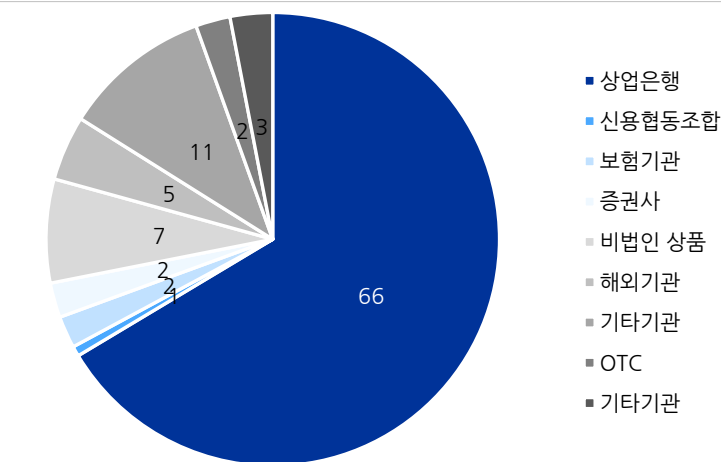
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 내부적으로 부채 흡수가 쉬운 구조

## 은행 중심 보유, 높은 국가 저축률

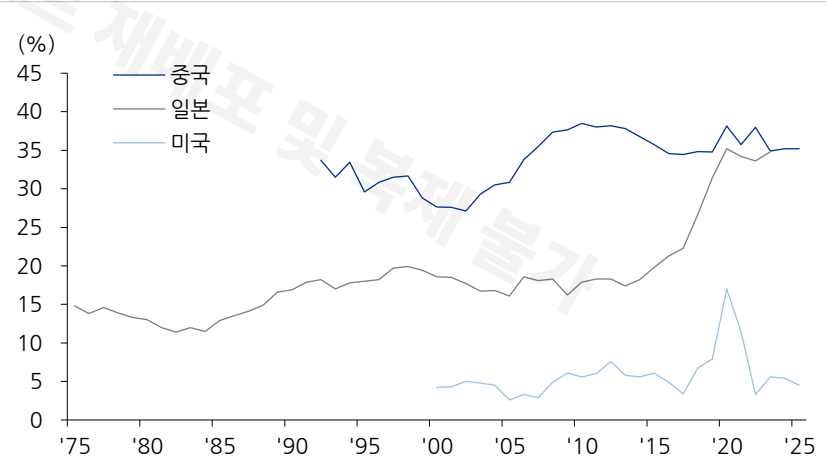
- 중국은 정부 부채를 내부적으로 흡수하기 쉬운 구조를 가지고 있음.
- 중국 국채를 가장 많이 보유하고 있는 곳은 중국 상업은행(66%), 그리고 중국 보험, 기관 등이 보유하고 있으며, 해외 기관 보유 비중은 약 5% 수준.
- 또한 예금은 은행의 자산으로 국채나 지방채를 추가 매입할 수 있는 여력으로 볼 수 있는데 중국의 국가저축률은 '25년 기준 35%로 매우 높음.

중국 국채 보유 비중



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

높은 중국의 국가 저축률



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 정부가 통제하는 금융시스템

## 부채 치환 프로그램으로 리스크 완화

- 금융시스템을 정부가 통제하고 있다는 점도 리스크를 낮춤.
- 필요하면 정부가 고금리 부채를 저금리 지방채, 중앙정부 국채로 교환 가능.
- 2015년부터 중국 정부는 지방정부의 숨겨진 부채를 저금리 장기 채권으로 치환하는 프로그램을 진행 중.
- '23년 말 중국 정부가 확인한 지방정부의 음성부채 잔액은 14.3조 위안으로, '24년 말 5년간 진행하는 10조 위안 규모의 채권 전환 패키지를 발표.
- 해당 조치로 기존에 '28년까지 연평균 2.86조 위안을 처리해야 했던 지방정부는 연평균 4,600억 위안 정도만 자체 처리하면 됨.

## 부채 치환 프로그램

| 시기             | 프로그램             | 주요 방식               | 규모         | 핵심 목적/대상                                |
|----------------|------------------|---------------------|------------|-----------------------------------------|
| 2015~2018      | 1차 대규모 부채치환      | 지방정부 치환채권           | 12.2조 위안   | 2014년 말 이전 은행대출 등 비채권 형태의 지방정부 부채 → 지방채 |
| 2019~2021.9    | 현·시 부채치환 시범      | 치환채 + 특수재융자채        | 약 0.77조 위안 | 고위험 현·시 중심 음성부채 정리                      |
| 2021.10~2022.6 | 전역 음성부채 청산 시범    | 특수재융자채              | 약 0.50조 위안 | 베이징·상하이·광둥 등 음성부채 청산 시범                 |
| 2023~24        | 바스켓 부채치환         | 특수재융자채 등            | 약 3조 위안대   | LGFV·지방정부 음성부채 유동성 위험 완화                |
| 2024.11~2026   | 신규 6조 위안 치환 프로그램 | 지방정부 특별채 한도 확대      | 6조 위안      | 기존 음성부채 → 공식 지방정부채                      |
| 2024~2028      | 신규 특수채 활용        | 매년 신규 특별채 중 0.8조 위안 | 4조 위안      | 음성부채 상환 재원 확보                           |
| 2029년 이후       | 판자촌 개혁 관련 음성부채   | 기존 계약대로 상환          | 2조 위안      | 판자촌 개혁 관련 장기 음성부채                       |

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 부채 치환 규모

| 연도   | 6조 직접 치환 | 신규 특수채 | 연간 정책지원 |
|------|----------|--------|---------|
| 2024 | 2.0조     | 0.8조   | 2.8조    |
| 2025 | 2.0조     | 0.8조   | 2.8조    |
| 2026 | 2.0조     | 0.8조   | 2.8조    |
| 2027 | -        | 0.8조   | 0.8조    |
| 2028 | -        | 0.8조   | 0.8조    |
| 합계   | 6.0조     | 4.0조   | 10.0조   |

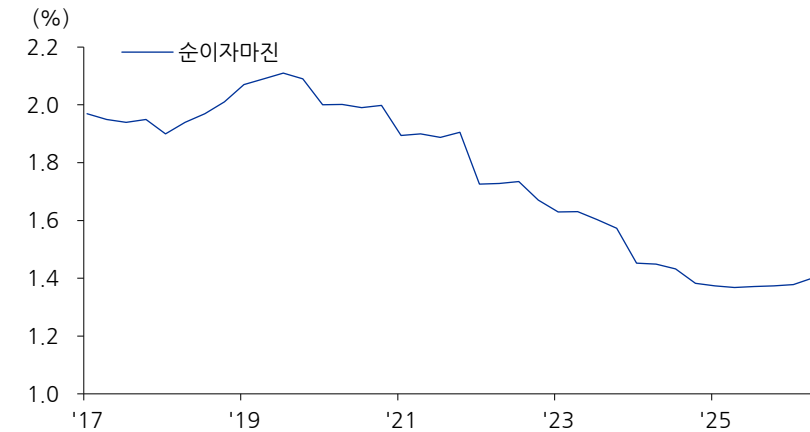
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 낮은 조달금리를 위한 예금 금리 인하

## 은행의 수익성 감소

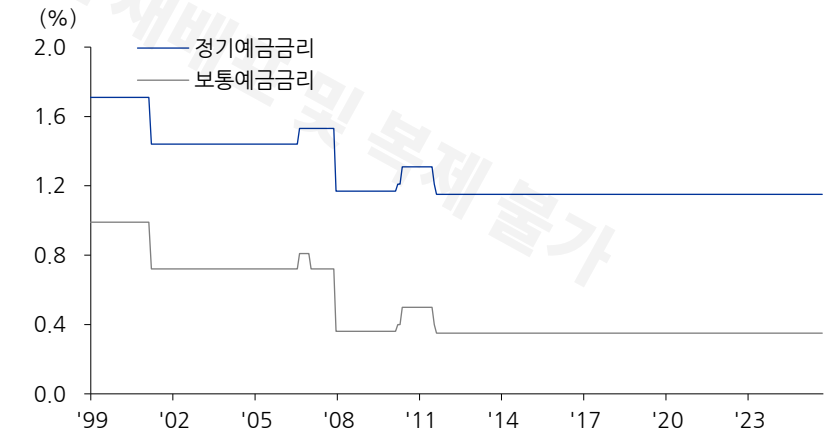
- 예금 금리를 낮게 유지해서 낮은 조달금리를 통해 은행의 국채 매입을 확대하는 구조를 장기간 유지할 수도 있음.
- 다만 정부가 낮은 금리로 돈을 빌린다는 것은 누군가 낮은 금리로 돈을 빌려준다는 뜻. 그 비용은 은행 → 가게 순으로 부담하게 됨.
- 정부와 기업이 조달금리를 낮추면 은행의 자산 수익률이 하락. 은행의 수익성 감소. '25년 말 중국 상업은행의 평균 순이자마진(NIM)은 1.37%로 역사적 저점을 기록.
- 은행의 수익성 감소로 중국 정책 당국은 예금 금리도 인하하도록 유도. 현재 중국의 정기 예금 금리와 보통 예금 금리는 각각 1.15%, 0.35%로 역사적 저점 수준.

중국 상업은행 평균 순이자마진(NIM)



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 상업은행 예금 금리



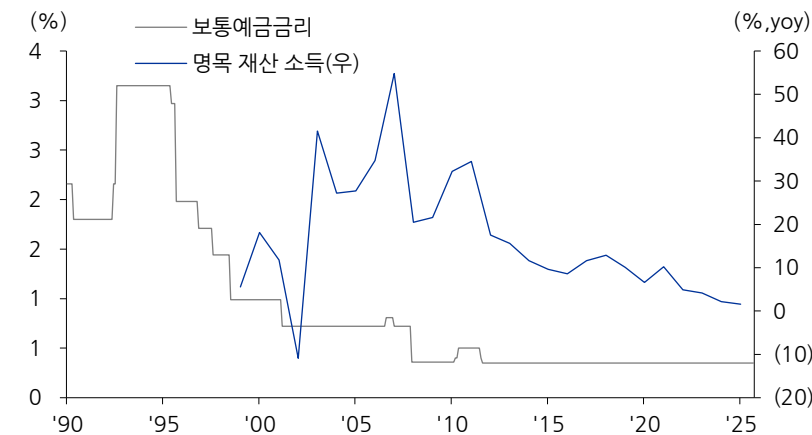
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 예금 금리 인하의 부작용

## 예방적 저축 증가, 소비 위축

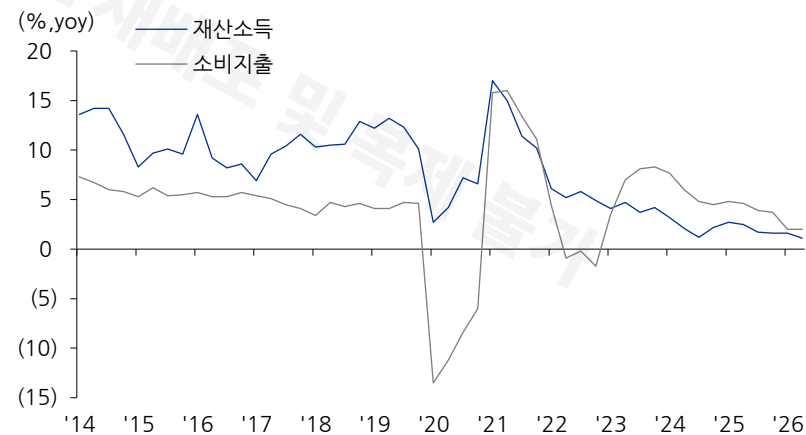
- 중국 경제의 최우선 과제는 투자와 수출 중심에서 소비 중심으로 전환하는 것.
- 그런데 예금 금리를 인하하면 금융소득이 줄어들고 이자소득이 줄어들면서 오히려 소비를 줄이고 예방적 저축을 더 늘림.
- 결국 정부의 저금리 자금조달은 가계의 소비 위축으로 연결됨. 이는 정부의 소비 확대 정책과 충돌하는 부분.

예금금리 하락으로 가계 명목 재산 소득 증가율 둔화



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

재산 소득의 둔화로 소비 지출도 위축



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 지방정부의 부담

## 중국 순금융자산 비중 7%

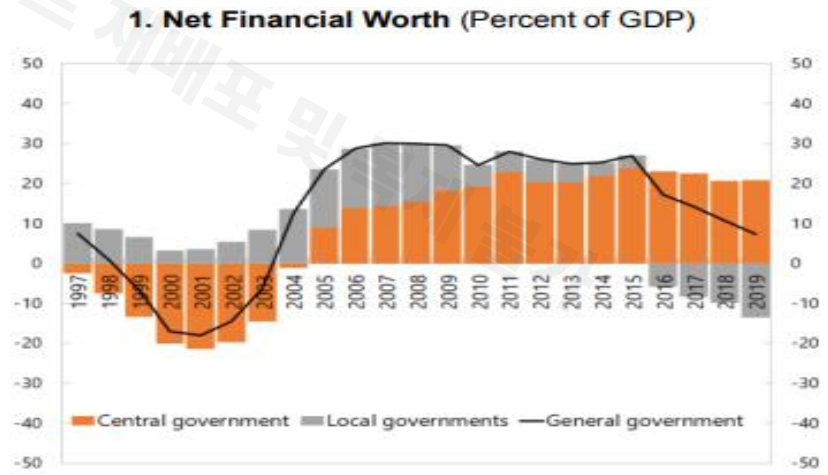
- 지방정부 또한 중앙정부가 모든 지방정부 부채를 대신 갚아주는 것이 아니기 때문에 이자를 내거나 투자할 자금이 필요.
- 부동산을 통한 재정 수입이 줄어든 상황이기 때문에 지방정부는 부채를 갚기 위해 보조금, 불필요한 인프라 투자 등 지출을 줄이거나, 국유 자산을 팔거나, 중앙정부의 이전지출을 더 받아야 함.
- '19년 기준 중국 정부의 순금융자산은 GDP의 7%로 양수를 기록 중이나 '07년도를 정점으로 지속 하락 중.

'17년 GDP 대비 총자산, 총부채, 공기업 지분 비중

|               | 재정부<br>총자산 | 재정부<br>총부채 | 금융 자산<br>공기업 지분 |
|---------------|------------|------------|-----------------|
| 국유기업          | 221        | 142        | 60              |
| 중앙정부          | 92         | 62         | 19              |
| 지방정부          | 129        | 80         | 41              |
| 국유 금융 기관      | 290        | 261        | 19              |
| 중앙정부          | 179        |            | 12              |
| 지방정부          | 79         |            | 4               |
| 기타            | 32         |            | 3               |
| 정부 행정 및 사회 단체 | 36         | 11         | 25              |
| 중앙정부          | 5          | 1          | 4               |
| 지방정부          | 31         | 10         | 21              |

자료: IMF, 유진투자증권

'19년 중국 순금융자산 GDP의 7%



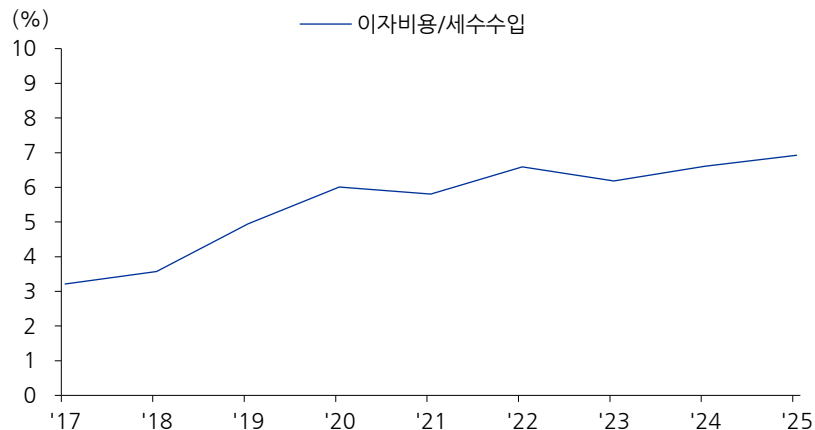
자료: IMF, 유진투자증권

# 아직 여유가 있는 중앙정부

## 명목 경제성장률 사수가 중요

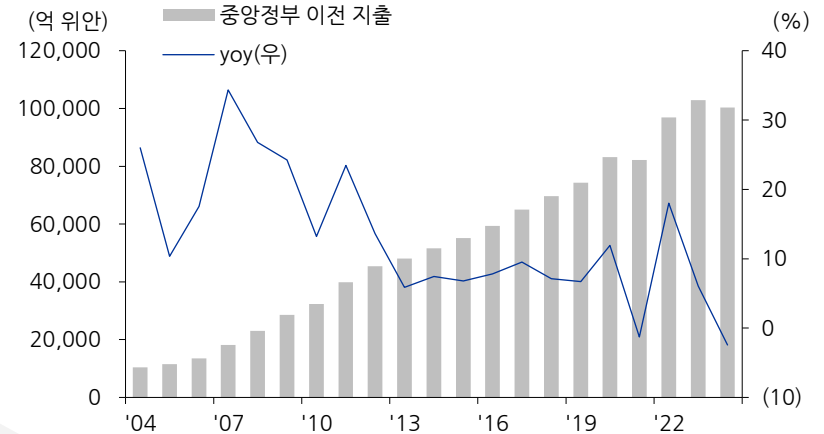
- 국유 자산은 당장 현금화하기 어렵기 때문에 결국 상대적으로 여유가 있는 중앙정부가 이전 지출을 늘려 더 많은 부담을 떠안는 방향이 됨.
- '26년 중앙정부는 지방정부로의 이전 지출을 10조 위안 이상으로 유지하며, 특별국채를 통해 대형은행의 자본 확충도 진행하고 있음.
- 중앙정부의 세수 수입 대비 이자 비용은 7% 수준. 향후 5년간은 고금리의 LGFV를 저금리의 국채로 치환하는 것이 더 바람직함.
- 그리고 GDP 대비 부채 비중 보다 명목 경제성장률이 정부 금리보다 높은 상태가 유지되는 것이 중요.

## 중국 정부의 세수수입 대비 이자비용 7%



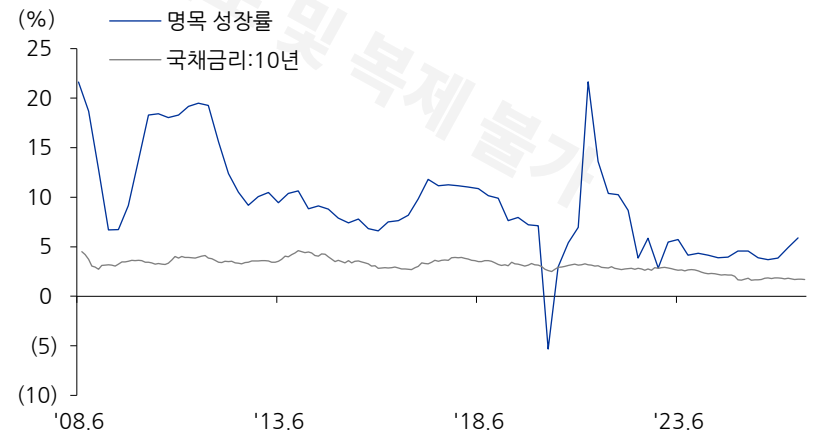
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 중앙정부 이전 지출 10조 위안 이상 유지 예정



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 명목 경제성장률이 정부 금리보다 높아야



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권



# 03

## 일본과 다른 점

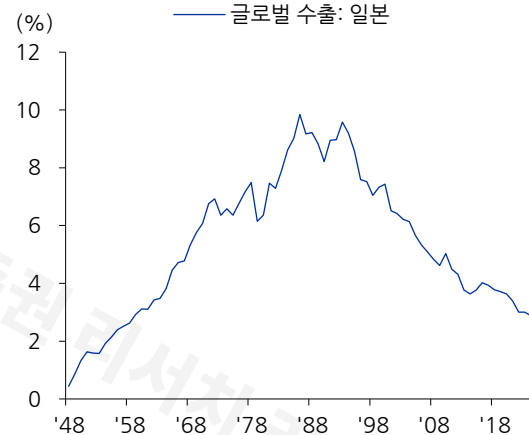
자체 기술, 브랜드 확보가 중요, 다만 과잉 투자는 경계해야

# 일본 수출 경쟁력 약화 과정

## 최종 소비재 경쟁력이 먼저 약화

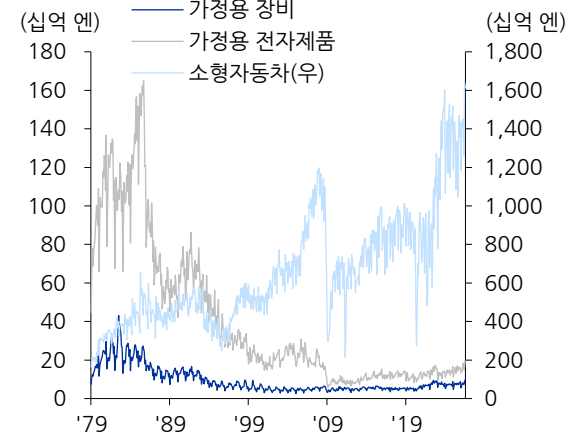
- 1980년대 후반 일본의 버블 형성과 1990년대 초반의 버블 붕괴, 그리고 민간의 부채를 정부가 떠안으며 일본은 장기 저성장에 진입.
- 1970~1980년대 저렴한 엔화 가치와 압도적인 품질 관리를 바탕으로 일본은 자동차, 가전제품, 반도체, 전자부품, 정밀기계 등 분야에서 미국 시장을 장악하며 글로벌 수출 패권을 확보.
- 일본이 미국 제조업의 핵심 영역을 잠식하면서 1985년 9월 플라자합의를 체결. 엔화 가치가 급격하게 상승. 가장 먼저 약해진 것은 최종 소비재인 가정용 전자제품.
- 일본 기업들이 전자제품에서 경쟁력을 잃자 전자부품/중간재/자본재 수출로 사업영역을 이동하거나 해외 현지 생산 또는 한국/대만/중국 등 인건비가 저렴한 아시아로 생산기지를 이전.

## '80년대 후반 이후 일본의 수출 경쟁력 약화



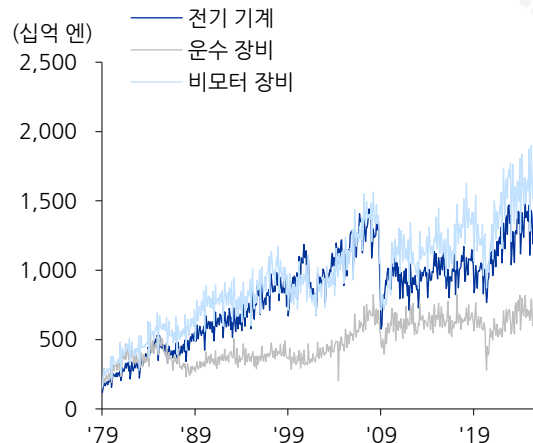
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 최종 소비재 수출 경쟁력 약화



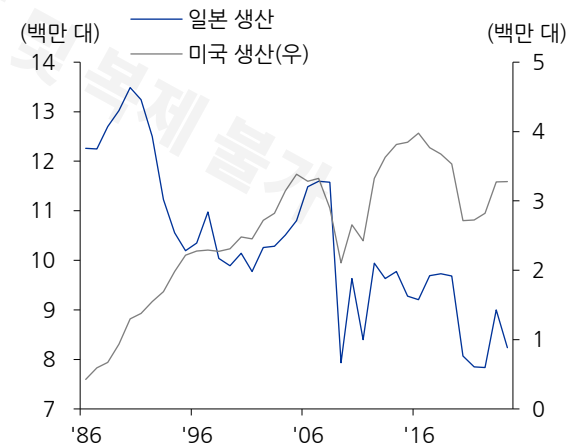
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 전자부품/장비 수출 경쟁력은 유지



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 자동차 생산 기지 이동



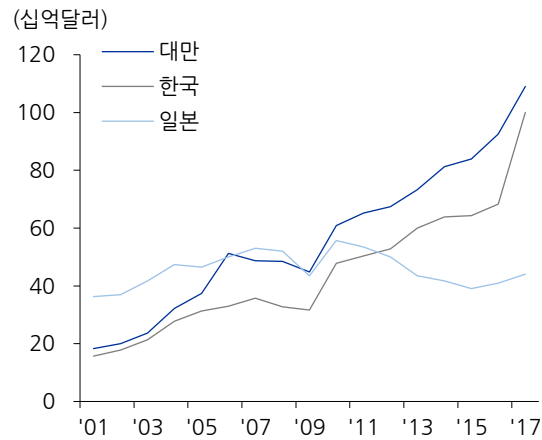
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 투자 둔화에도 살아남은 것

## 자동차, 첨단 소재, 정밀 기계

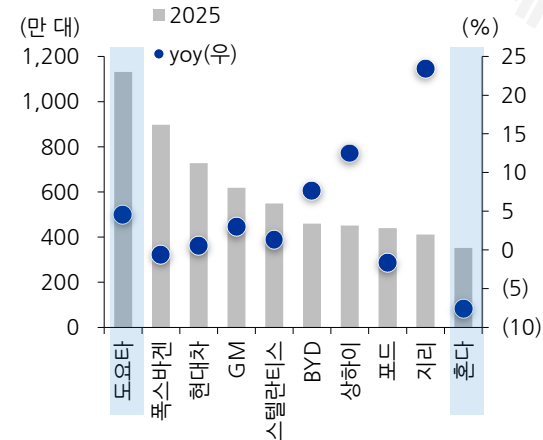
- 일본이 생산 기지를 아시아로 이전하면서 아시아 제조업 생태계가 자체적으로 성장.
- 시간이 지남에 따라 한국/대만/중국 기업들이 적극적으로 투자하며 일본이 있던 영역까지 침범하기 시작.
- 반면 일본 기업들은 버블 붕괴 이후 투자가 둔화되었고 OS, SW 등 글로벌 산업 패러다임 변화에 따라가지 못하고 경쟁력이 약화됨.
- 그럼에도 불구하고 일본 기업들이 살아남은 영역이 있음. 자동차와 첨단 제조업 소재, 정밀 기계 장비 등 낮은 인건비보다 정밀도, 신뢰성, 제어기술, 공정 노하우, AS 등이 중요한 분야에서는 경쟁력을 유지.

전자 부품 등 관련 수출액



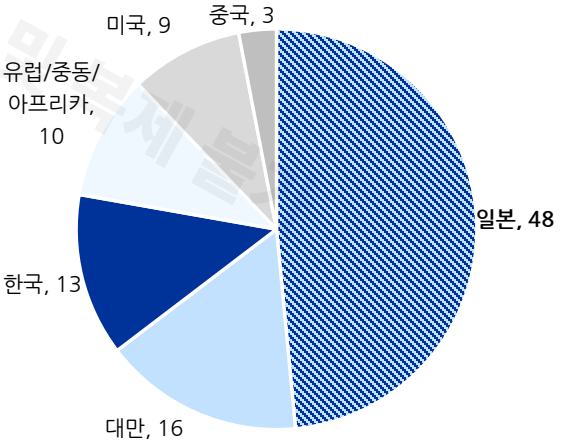
자료: Choice, 유진투자증권

글로벌 자동차 판매 Top10



자료: 가이스자자동차(2025), 유진투자증권

반도체 소재 분야에서 일본 경쟁력 유지



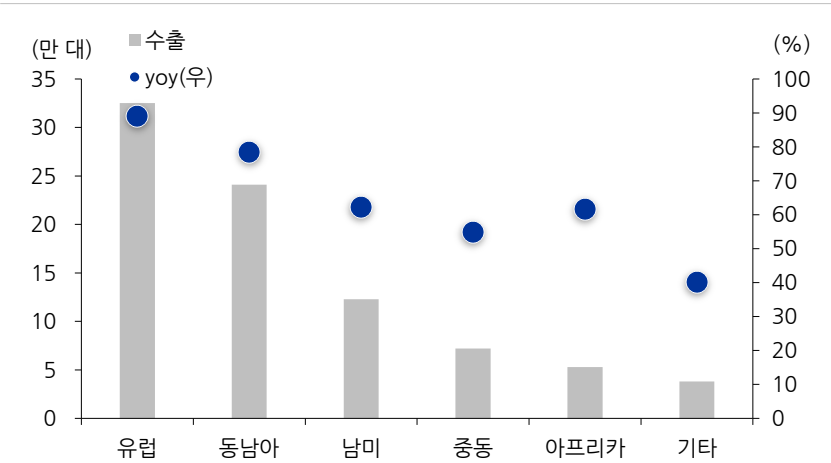
자료: KOTRA, 유진투자증권

# 자체적 기술과 브랜드가 중요

## 중국, 일본 자동차 형에 가까운 산업 多

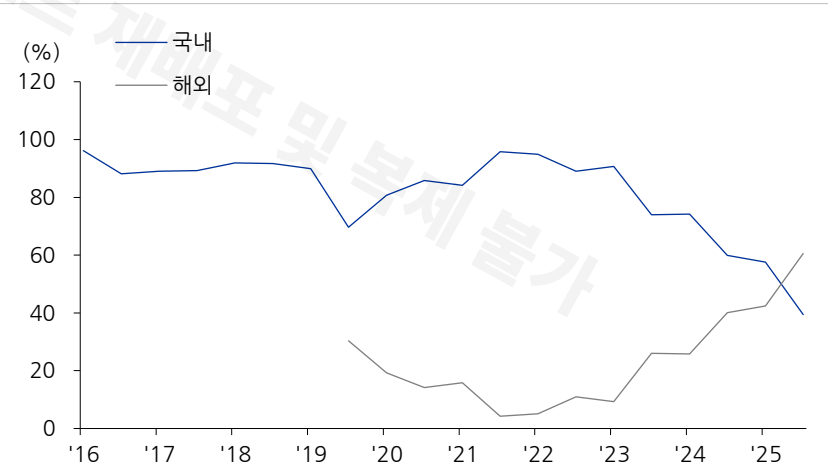
- 자체적으로 기술과 브랜드, 경영권을 보유하고 있던 일본 기업들은 산업 내 경쟁력을 유지하는 데에 성공, 반면 저가 공급 등 경쟁 우위가 생산 생태계에 존재했던 기업들은 경쟁력을 유지하지 못함.
- 중국은 일본 자동차 형에 가까운 산업이 많음. 중국의 전기차는 유럽과 동남아 지역에서 판매량이 지속 증가하고 있으며, 생산 기지 현지화, 배터리 수직계열화 등을 통해 글로벌 점유율을 확장하고 있음.
- 해외 생산이 확대되면 중국 수출과 GDP 내 제조업 국내 생산 비중이 하락하겠으나 중국 기업의 글로벌 이익은 오히려 증가할 가능성.

‘26년 1-4월 중국 전기차 지역별 수출



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

BYD 이익 비중 ‘26년 해외가 국내 넘어서



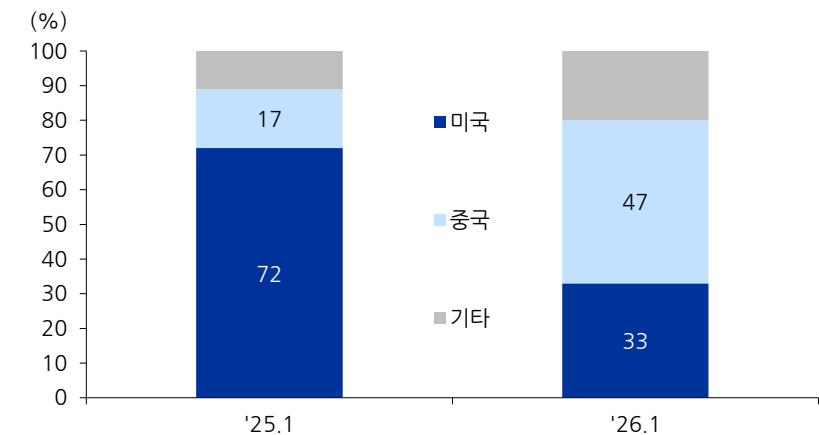
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 中, 산업 패러다임 변화 선도

## 글로벌 첨단 제조 시장에서도 中 경쟁력 부각

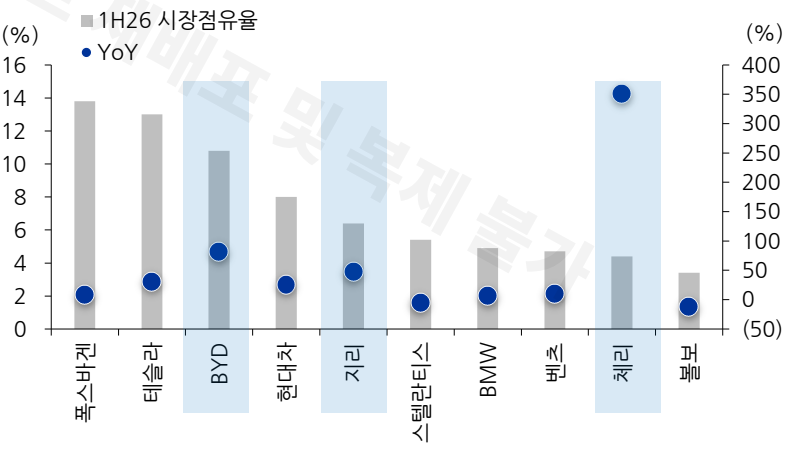
- 또한 중국은 AI로 넘어가는 산업 패러다임 변화에도 빠르게 따라가고 있음.
- 전기차 외에도 이차전지, 태양광, 로봇, 조선, 광모듈 등 글로벌 첨단 제조 시장에서도 중국의 경쟁력이 부각.
- 15.5계획도 단순히 반도체 공장을 더 짓고 로봇을 더 만들자 보다는 AI 인프라부터 응용까지 한꺼번에 구축하겠다고 명시하고 있음.
- 핵심부품만 공급하는 전략으로 갔던 일본과 달리 중국은 완제품, 부품, 소재, 장비, SW까지 모두 국산화를 시도 중이라는 점에서 세계 시장에서 중국의 경쟁력이 쉽게 약화되지는 않을 것으로 예상됨.

글로벌 LLM 토큰 사용량



자료: Openrouter, 유진투자증권

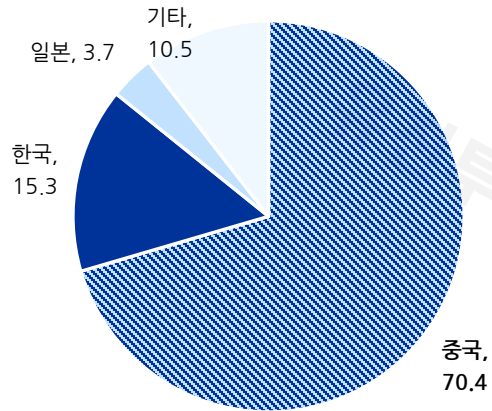
1H26 비(非)중국 글로벌 전기차 인도량 Top10



자료: SNE Research, 유진투자증권

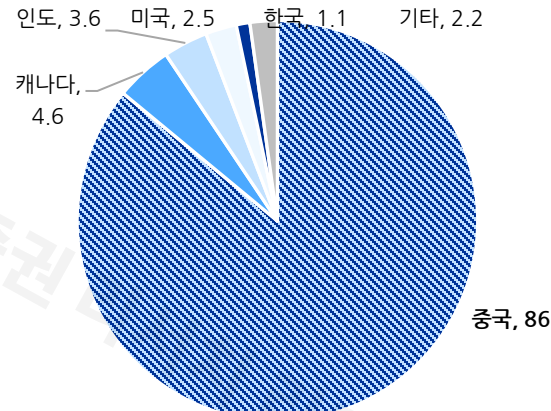
# 글로벌 시장에서의 중국 점유율

이차전지 중국 비중 70.4%('25년)



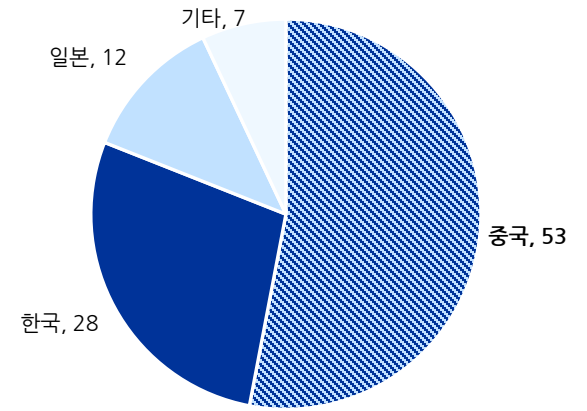
자료: SNE Research, 유진투자증권

태양광 패널 중국 비중 86%('24년)



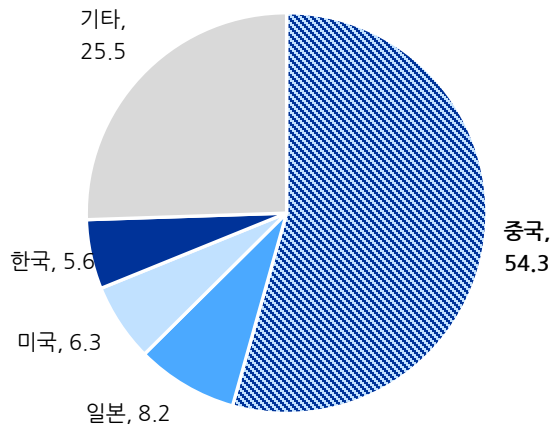
자료: 한국수출입은행, 유진투자증권

조선업 중국 비중 53%('25년)



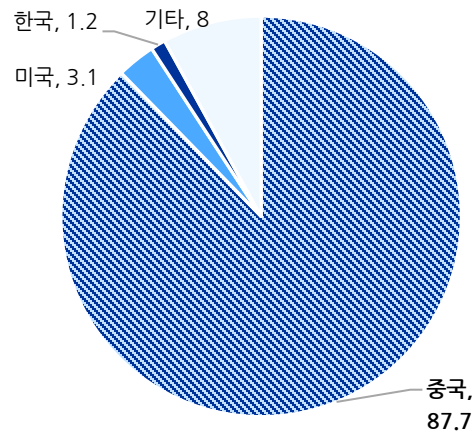
자료: 클락슨리서치, 유진투자증권

산업용 로봇 중국 비중 54.3%('24년)



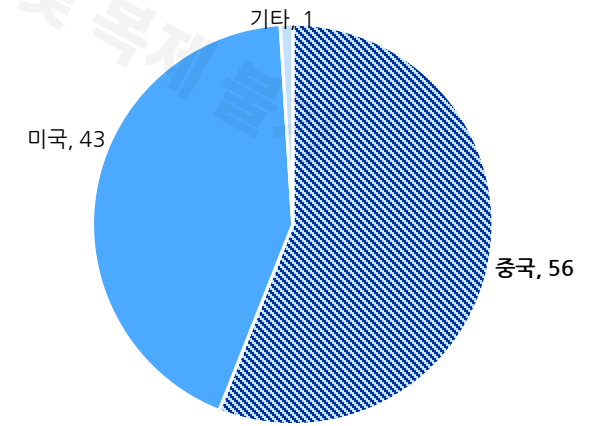
자료: IFR, 유진투자증권

휴머노이드 중국 비중 87.7%('25년)



자료: Counterpoint, 유진투자증권

1.6T 광모듈 중국 비중 56%('25년)



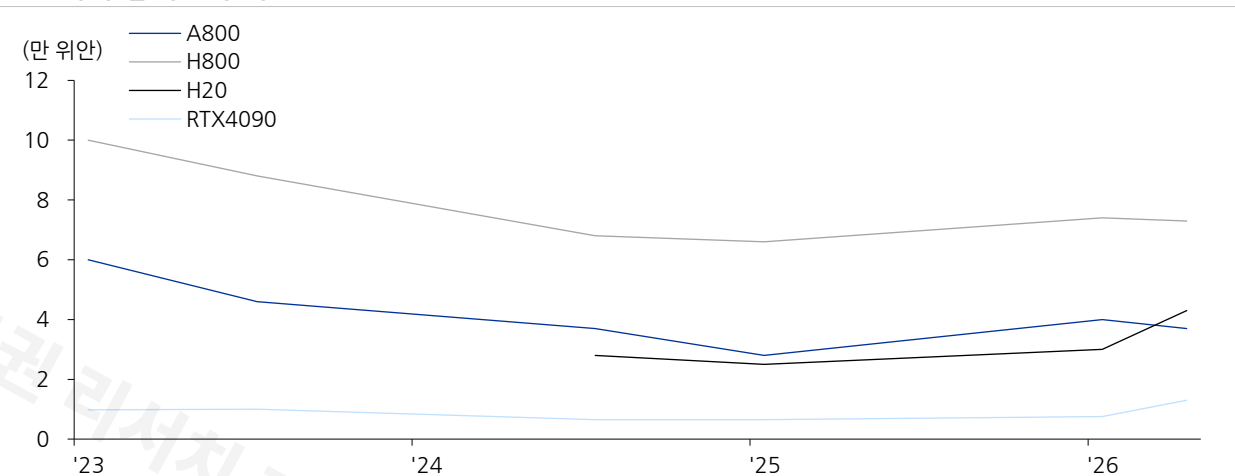
자료: 장강증권, 유진투자증권

# 다만 과잉 투자 경계는 필요

## 가격 경쟁, 정부 의존의 악순환 가능성

- 다만 중국은 오히려 트렌드에 너무 민감하게 반응해 모두가 똑같은 산업에 투자하려는 문제가 존재함.
- 새로운 산업에 너무 많은 자본이 투입되고, 과잉 공급 → 가격 경쟁 → 기업 수익성 악화 → 정부 지원 의존의 악순환이 반복될 가능성.
- '24년 중국은 화학, 음식료, 물류, 방직 등 비IT 기업들도 IDC 투자에 뛰어들었음. 수요 대비 서버/랙 Capa가 급증하면서 '25년 4-5월 일부 지역에서 IDC 서버 임대료가 하락. AI 수요가 증가한 현재도 고성능 서버가 아닌 구형 서버 임대료는 하방 압력이 지속.
- 중국 공신부에서도 올해 미래산업 정책을 설명하며 일부 신산업에 중복 배치 현상이 존재한다고 지적하며 맹목적으로 유행을 따라 우르르 뛰어들지 말 것을 요구함.

IDC 서버 임대료 추이



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

비IT 기업의 IDC 투자

| 회사                       | 종목코드      | 기존 주력 사업 | 발표일        | AI 컴퓨팅 사업 진출 내용                                        |
|--------------------------|-----------|----------|------------|--------------------------------------------------------|
| HONGBO                   | 002229.SZ | 복권 인쇄    | 2022-08-15 | 베이징 AI 혁신 역량강화센터 건설에 참여                                |
| JiangSu Jinji Industrial | 300798.SZ | 염료       | 2023-08-28 | 전액 출자 자회사를 설립해 첨단 컴퓨팅 서비스 사업 영위 예정                     |
| Lotus Holdings           | 600186.SH | 식품 조미료   | 2023-09-29 | 자회사가 NVIDIA H800 시리즈 컴퓨팅 서버 330대 구매 계약 체결              |
| HANGJIN TECHNOLOGY       | 000818.SZ | 화학       | 2023-11-27 | 컴퓨팅 스케줄링 센터 구축, 고효율 컴퓨팅 1.9억 위안 규모 구매. 관련 기업 지분 25% 취득 |
| Jinzi Ham                | 002515.SZ | 식품가공     | 2023-12-12 | 약 4.01억 위안을 투자해 컴퓨팅 임대 사업 추진                           |
| Annil                    | 002875.SZ | 아동복      | 2023-12-15 | 현금 4.4억 위안으로 컴퓨팅 클라우드 서비스 업체 지분 22% 인수 예정              |
| HUAFU FASHION            | 002042.SZ | 방직       | 2024-01-03 | 자회사가 3,000 PFLOPS 규모 AIGC 스마트 컴퓨팅 센터 프로젝트 건설 계획        |
| Qunxing Toys Joint-Stock | 002575.SZ | 완구       | 2024-01-19 | 차이나모바일 저장법인으로부터 2.76억 위안 규모 GPU 컴퓨팅 클러스터 서비스 구매        |
| Shanghai Anoky           | 300067.SZ | 염료       | 2024-02-07 | 현금 1억 위안으로 컴퓨팅 가속 서버 임대·관리업체 상하이 형충 지분 10% 인수          |
| Henglin Home Furnishings | 603661.SH | 가구       | 2024-02-28 | 약 100% 프리미엄을 주고 컴퓨팅 서버 임대업체 상하이 형충 지분 3.98% 인수 예정      |

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권



# 04

## 시장 질서 회복의 시간

반내권 2단계 진입, 민간 투자 회복이 관건

기업 이익 회복 → 세수 회복

- 이제 중국은 정부 주도의 산업 육성에서 벗어나 시장이 승자와 패자를 가리도록 해야함. 이를 위한 정책이 반내권 정책.
- 반내권 정책은 재정 지속가능성 정책의 일부로 볼 수 있음. 기업의 출혈경쟁을 방지하는 것과 더불어 정부 조달/입찰 문제, 지방 투자 유치 경쟁, 법률 제도 보완 등 6가지 방면으로 심도 있게 정비하기 때문.
- 중국 정부는 공급과잉을 줄여 가격과 기업이익을 회복시키고, 명목성장률을 올려 세수를 회복시키는 데 성공해야 함.
- 그래야 중앙정부가 늘리고 있는 부채를 장기적으로 감당할 수 있음.

반내권 정책

| 구분          | 정책 대상      | 주요 내용 및 규제 조치                                                                                                                                     |
|-------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 전통 산업       | 철강         | • 신규 생산능력 증설 엄격 금지 및 생산량 감축 총량제 실시<br>• 고급 특수강 등 고부가가치 제품 중심으로 품질 업그레이드 유도                                                                        |
|             | 석탄         | • 연간 석탄 생산량을 48억 톤 내외로 통제<br>• 공고된 생산능력을 초과하는 무단 생산(월 배분량의 10% 초과 등) 적발 시 생산 중단 및 엄격 처벌<br>• 고도의 스마트화가 보장되는 대형 스마트 탄광 위주로 재편                      |
|             | 시멘트        | • 2025년 말까지 클링커 생산능력을 18억 톤 내외로 엄격 관리<br>• 생산 피크제(错峰生产, 시기별 교차 생산) 상시화<br>• 노후 생산능력을 도태시키는 엄격한 '생산능력 대체' 규정 적용                                    |
| 신흥 산업       | 전기차, 태양광 등 | • 수익성을 악화시키는 '출혈 가격 경쟁' 억제 및 업계 자율 협약 유도<br>• 단순한 가격 인하가 아닌 기술 혁신과 품질 향상을 통한 질적 경쟁으로 전환 촉진                                                        |
| 지방정부 행위 규범화 | 지방정부       | • 기업 유치를 위한 불공정한 세금 감면 및 차별적 보조금 지급 금지<br>• 지역 산업 기반을 무시한 신흥산업에 대한 맹목적 중복 투자 억제<br>• 지역 시장 보호주의 타파 및 '전국통일대시장' 건설 추진                              |
| 법률 및 제도적 기반 | 시장 및 일반 기업 | • 공평경쟁심사조례(公平竞争审查条例): 정부의 정책이 공정 경쟁을 해치지 않도록 사전 심사 의무화<br>• 불공정 정책 제보 메커니즘 도입 (신고 접수 시 60일 내 심사 완료)<br>• '물량으로 가격을 만회'하려는 악성 경쟁 위반 기업은 신용불량 명단 등재 |

자료: 유진투자증권

# 3차례의 공급 정책

## 가장 성공적이었던 '16년 공급 정책

- 역사적으로 중국은 2010년, 2016년, 2021년 3차례 공급측 정책을 실시함.
- 2010년 5월 철강/시멘트/알루미늄 등 산업의 공급 과잉 해소와 단위 GDP당 에너지 소비량 20% 감축 목표 달성을 위해 전력을 차단해 생산을 제한하는 공급측 정책을 진행. 7-11월 공급이 급격하게 축소되며 가격이 상승, 그러나 11월 이후 수요 둔화로 인해 다시 하락.
- 2016년 공급측개혁은 2010년과 달리 생산량이 아니라 생산능력을 제거. 한계/낙후 설비를 폐쇄하고 신규 증설을 제한하며 좀비 기업을 퇴출. 공급 축소와 함께 판자촌개혁, 인프라 투자, 글로벌 경기 회복 등 수요 회복이 함께 진행되며 정책 효과가 증폭.
- 2021년에는 탄소 중립을 위한 공급제한을 진행. 고에너지 소비 업종에 대해 강력한 전력 제한과 생산 제한을 걸면서 공급이 급격히 감소, 관련 제품 가격과 주가가 빠르게 상승. 10월 이후 정부가 정책을 선회하면서 수요 둔화, 강세장 종료.

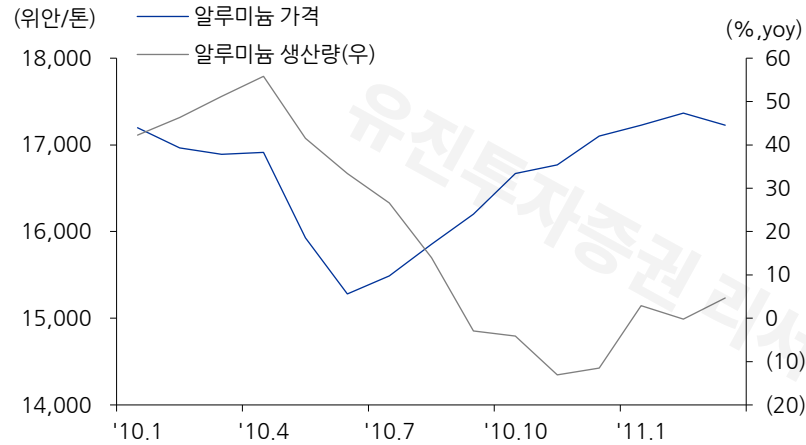
### 공급측 개혁 당시 경기민감주 상대적 강세



자료: Choice, 유진투자증권

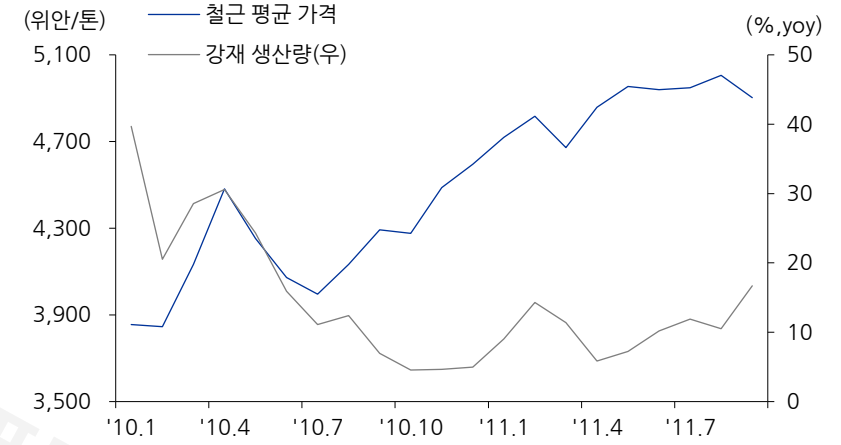
# 2010년 전기 제한 정책

## 알루미늄 생산량 감소, 가격 상승



자료: Choice, 유진투자증권

## 철근 생산 감소, 가격 상승



자료: Choice, 유진투자증권

## 공급 개혁 당시 비철금속 주가 강세



자료: Choice, 유진투자증권

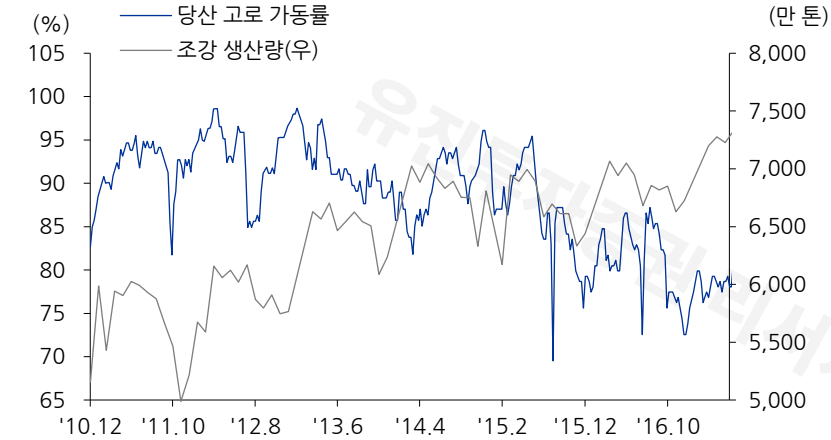
## 공급 개혁 당시 건자재 주가 강세



자료: Choice, 유진투자증권

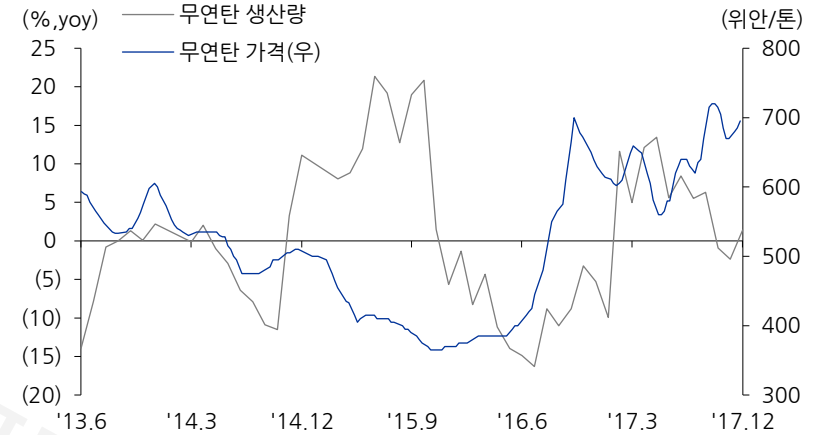
# 2016년 공급측 구조 개혁

## 고로 가동률 하락



자료: Choice, 유진투자증권

## 무연탄 생산량 감소, 가격 상승



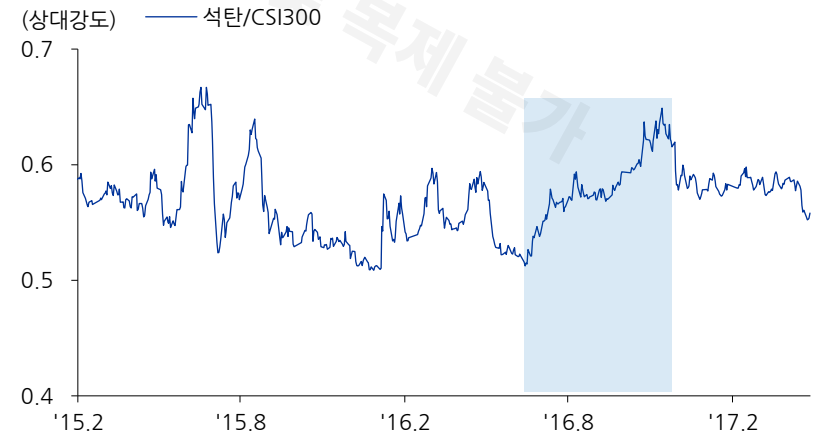
자료: Choice, 유진투자증권

## 알루미늄 생산량 감소, 가격 상승



자료: Choice, 유진투자증권

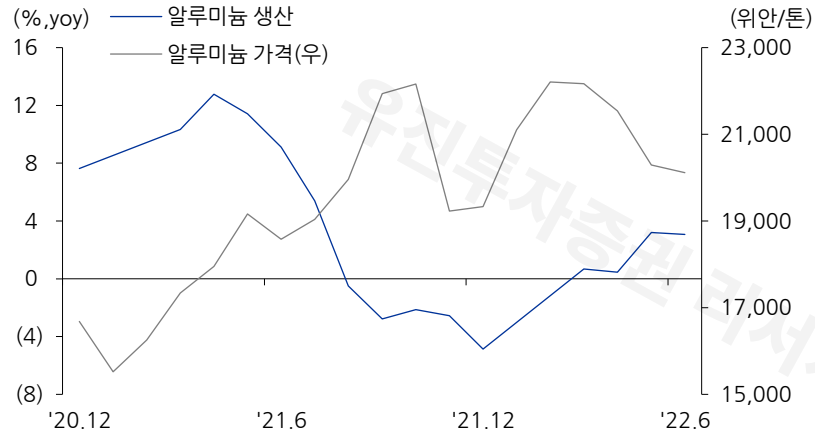
## 석탄 가격 상승에 따라 석탄주가 강세



자료: Choice, 유진투자증권

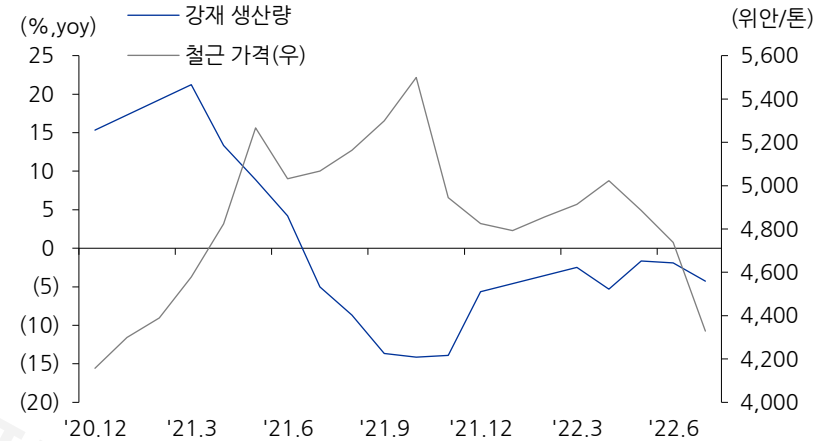
# 2021년 탄소중립을 위한 공급 제한

## 에너지 소비 많은 알루미늄 산업 구조조정



자료: Choice, 유진투자증권

## 에너지 소비 많은 철강 산업 구조조정



자료: Choice, 유진투자증권

## 비철금속 가격 상승 기대로 주가 상승



자료: Choice, 유진투자증권

## 철강 업종 주가도 마찬가지로



자료: Choice, 유진투자증권

# 성패를 갈랐던 것은 수요

## 경쟁 질서 개선을 위해 온건한 수요 지원 전망

- 이전 공급 정책의 성패를 갈랐던 것은 결국 수요. 공급만 줄여서는 강세장이 오래가지 못함.
- 반내권의 중심에는 태양광, 전기차, 인터넷 플랫폼 등 신경제 산업이 있음.
- 해당 산업은 지나친 투자와 경쟁으로 판매량은 계속 증가하는데 기업들의 저가 경쟁으로 수익성이 악화됨.
- 제품 차별화가 거의 없는 원자재와 달리 제품 차별화가 큰 산업이기 때문에 감산보다는 품질 향상, 경쟁 질서 개선이 필요.
- 따라서 이번 공급 정책은 2015년과 같은 강력한 공급축소와 수요부양보다는 온건한 수요 지원과 공급측 무질서 경쟁 정리가 정책의 주가 될 것.

공급측개혁과 반내권 정책 비교

| 구분    | 2016~17 공급측 개혁   | 2024~25 반내권      |
|-------|------------------|------------------|
| 주요 대상 | 철강·석탄·시멘트 등 전통산업 | EV·태양광·플랫폼 등 신산업 |
| 문제    | 물리적 공급과잉         | 불공정·저가 경쟁, 지방보호  |
| 정책수단  | 행정적 감산·폐쇄        | 법률·산업자율·기준 강화    |
| 공급조정  | 빠르고 강제적          | 점진적·질서 있는 퇴출     |
| 수요정책  | 부동산·인프라 강한 부양    | 제한적·선별적 부양       |
| 목표    | 감산→가격상승          | 경쟁질서→수익성 개선      |
| 결과 기대 | 업스트림 전면적 상승      | 업종별 구조적 기회       |

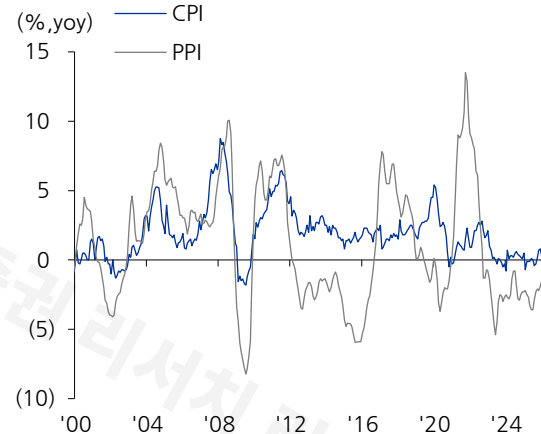
자료: 유진투자증권

# 반내권 2단계 진입

## 민간 투자 회복이 관건

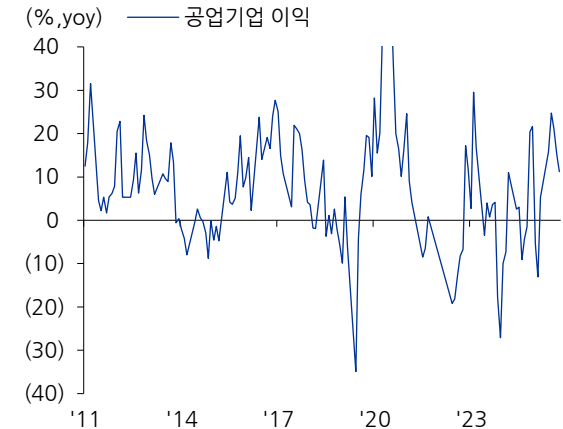
- 반내권 정책이 본격적으로 시행된 지 1년이 지남.
- PPI가 반등했고, 규모이상 공업기업 이익의 회복도 시작되었음.
- 중요한 다음 단계는 가동률의 상승과 민간 투자의 증가.
- 반내권 정책의 성공 여부가 이 단계에서 판가름 될 전망.
- 특히 민간투자가 살아난다면 현재의 정부 부채에 의한 성장에서 벗어날 수 있을 전망.

### PPI 반등



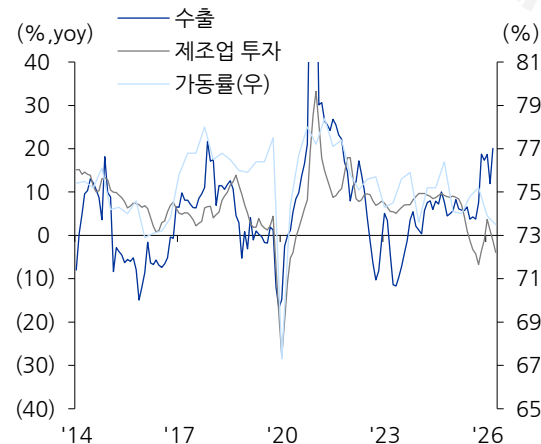
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 규모이상 공업기업 이익 회복



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 가동률 회복은 아직



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

### 민간 투자 회복도 아직



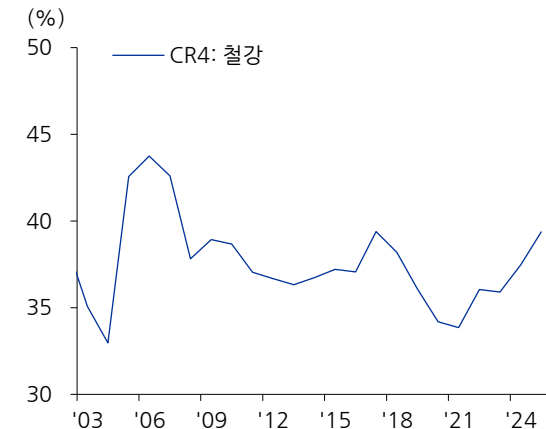
자료: Choice, 유진투자증권

# 반내권 수혜 업종

## 단기 소재/비철금속, 중장기 AI/반도체/첨단제조

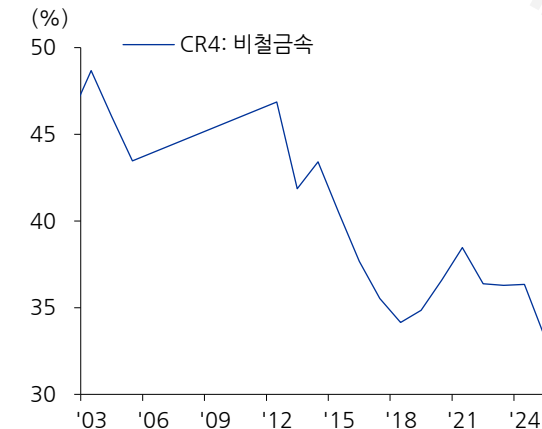
- 반내권 정책은 산업집중도가 높을수록 정책 효과가 큼.
- 기업 수가 적을수록 감산 협조, 가격 규율, 산업자율이 유지되기 쉽기 때문. 알루미늄, 폴리실리콘 등 소재, 비철금속 업종이 해당됨.
- 따라서 단기적으로 반내권 정책의 수혜는 소재/비철금속 업종이, 중장기적으로는 국가 생산성 향상을 위한 재정 지원 분야 조정에 따라 AI, 반도체, 첨단제조 산업의 수혜를 예상.

CR4 철강 39.4%



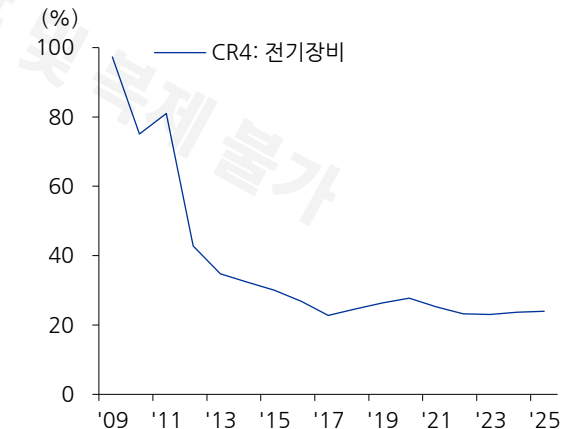
자료: Choice, 유진투자증권

CR4 비철금속 33.3%



자료: Choice, 유진투자증권

CR4 전기장비 24%



자료: Choice, 유진투자증권



# 05

## 경기보다 이익

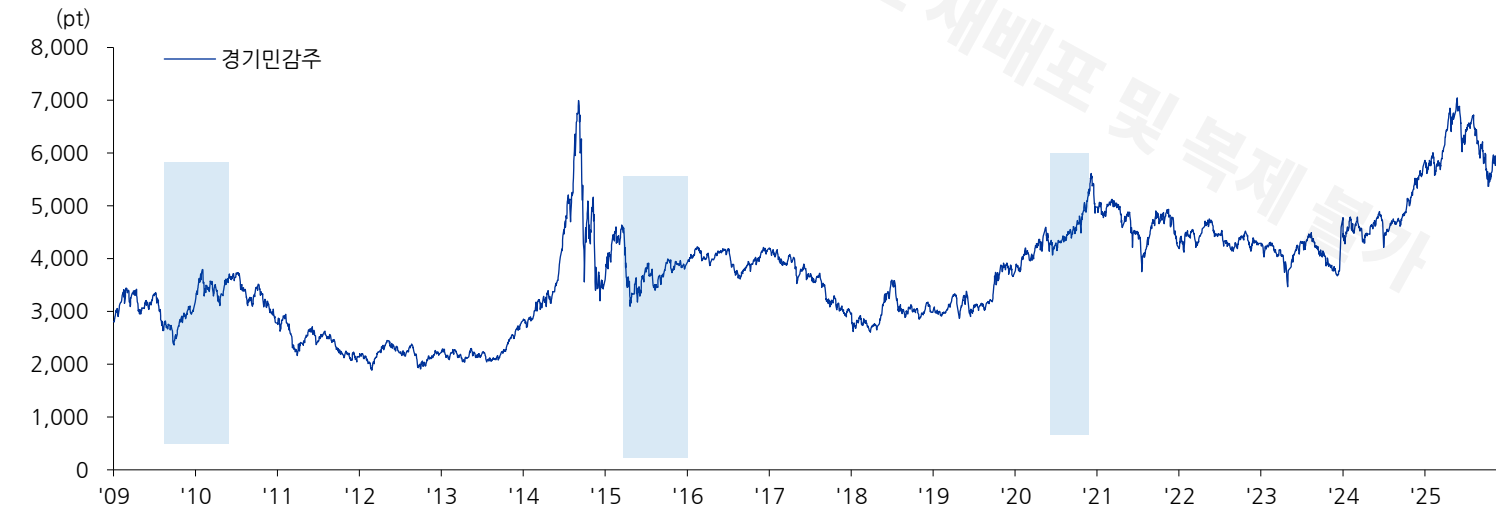
비철금속/전기장비/금융

# 이익 회복에 주목

## 이제 정책을 선행하는 주가

- 중국 증시는 경기 회복보다 이익 회복에 주목할 필요가 있어 보임.
- 2021년 공급 정책은 생산 감소보다 주가가 더 빠르게 움직였음.
- 과거 공급 정책의 경험으로 가격 상승에 대한 기대가 주가에 선 반영되었기 때문.
- 정책이 성공적이었던 2015년보다 2021년에 경기민감주 주가가 더 가파르게 상승.
- 경제 성장률이 다소 정체되더라도 상장기업의 수익성이 개선된다면 주가는 상승할 수 있음.

공급 정책 시행 당시 경기 민감주 강세



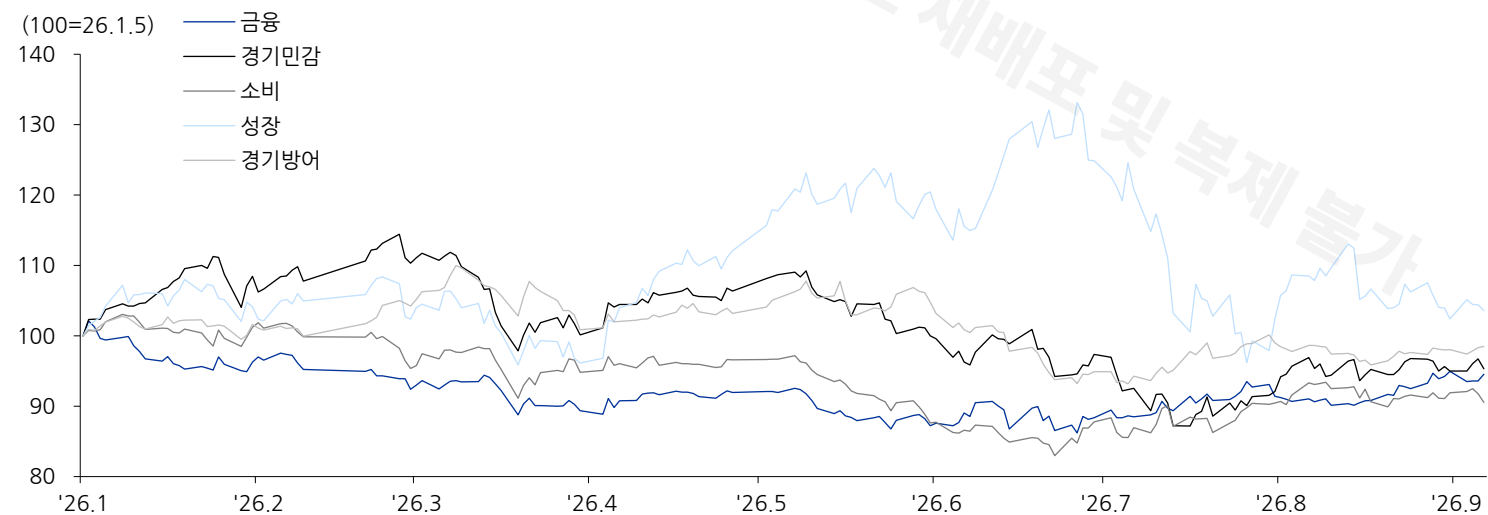
자료: Choice, 유진투자증권

# 두 개의 이익 사이클

## 집중에서 확산으로

- 중국 증시에는 두 개의 이익 사이클이 존재.
- 1) 성장 사이클: 신규 수요원인 AI Capex 증가에 따른 반도체, 서버, PCB, 광모듈, 광섬유, 전력, 자동화 관련 업종.
- 2) 리플레이션 사이클: 반내권, 공급 조정에 따른 가격 상승과 수익성이 개선되는 비철금속, 화학, 전력기기 관련 업종.
- 올해 상반기가 AI 중심의 좁은 강세장이었다면, 하반기에 접어들면서 이익 개선 업종으로 확산되는 넓은 강세장으로 접어들.

올해 상반기는 AI 중심의 좁은 강세장, 하반기 들어 확산



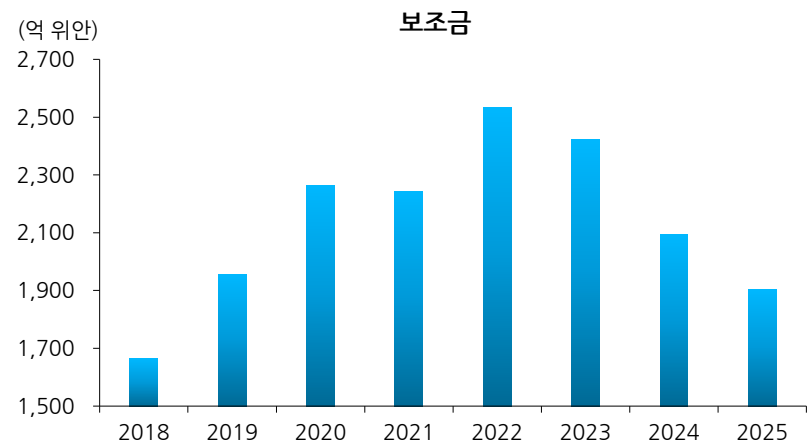
자료: Choice, 유진투자증권

# 보조금 감소에도 일부 업종 이익 개선

## 전자/자동차/비철금속/금융

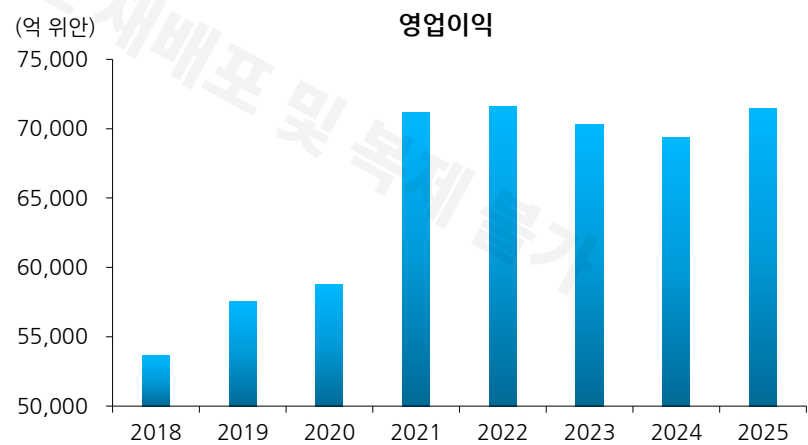
- 정부의 기업 보조금은 2022년 정점을 기점으로 감소하고 있음.
- 보조금이 감소했음에도 불구하고 상장기업의 영업이익은 2025년 들어 개선.
- 대부분의 업종의 보조금이 줄어들었으나 전자, 자동차, 비철금속, 금융 등 업종의 영업이익은 증가함.

중국 상장사 보조금 추이



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

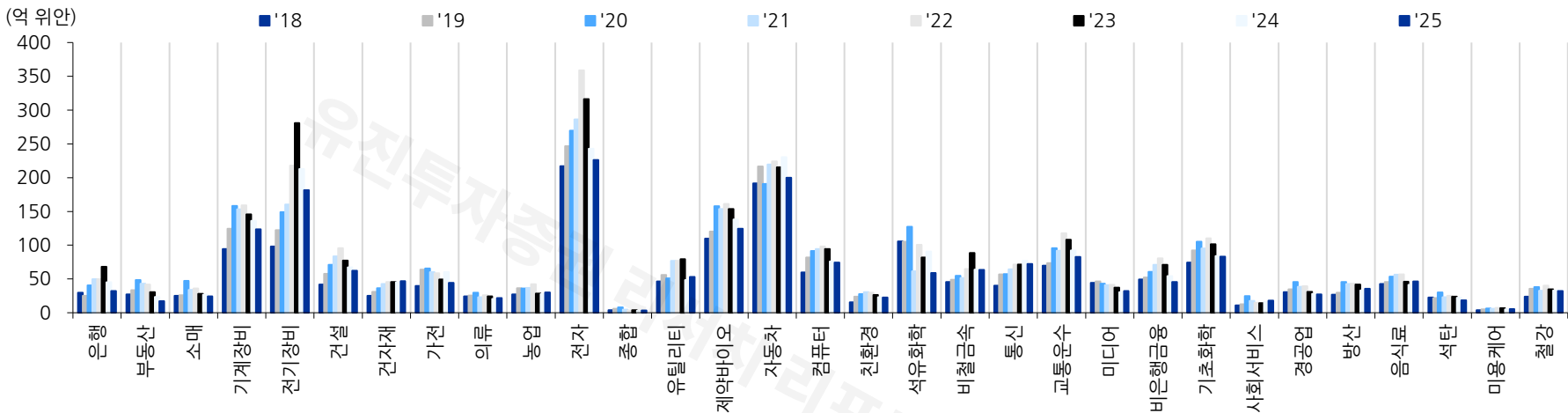
중국 상장사 영업이익 추이



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

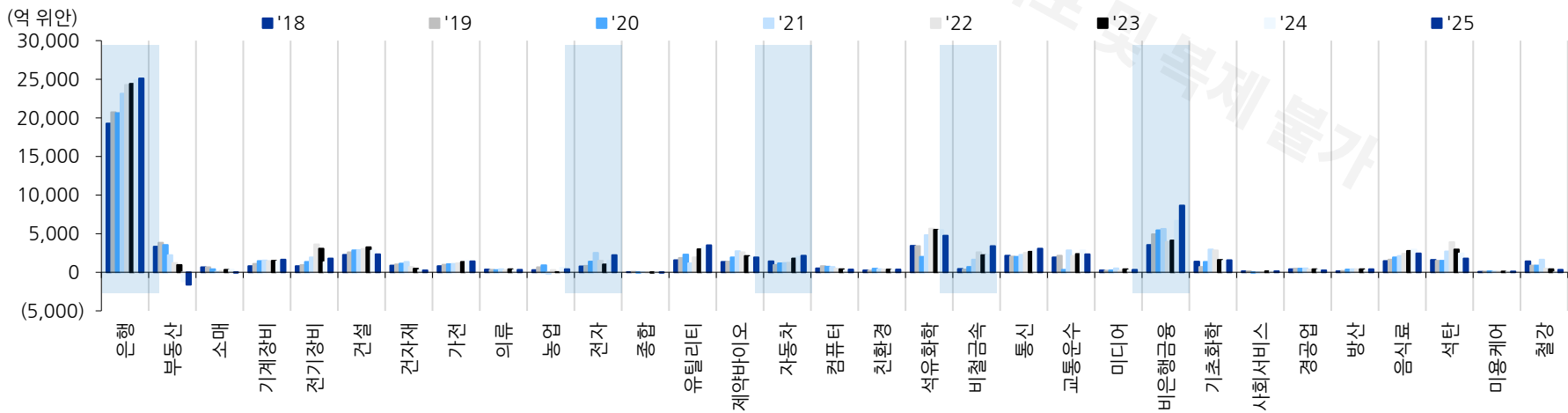
# 보조금 감소에도 일부 업종 이익 개선

업종별 보조금 추이



자료: Choice, 유진투자증권

업종별 영업이익 추이



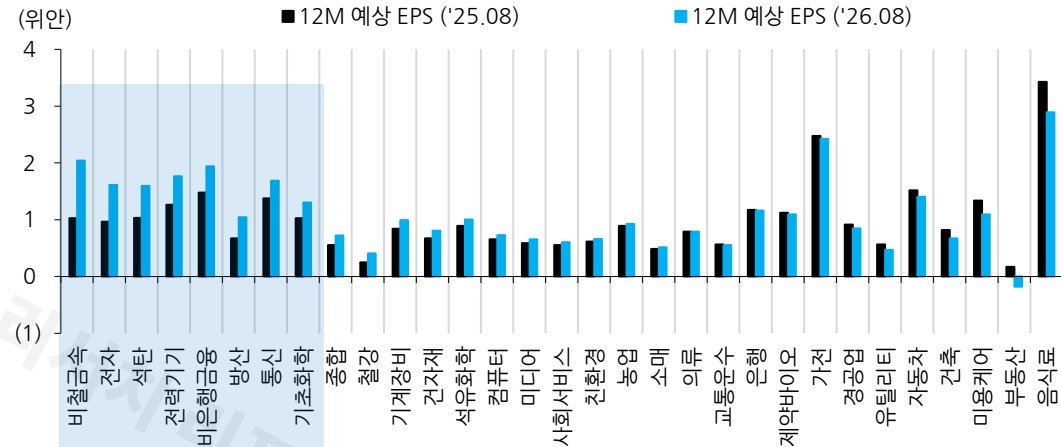
자료: Choice, 유진투자증권

# 이익 증가하고 주가는 덜 오른 업종

## 비철금속/전기장비/증권보험

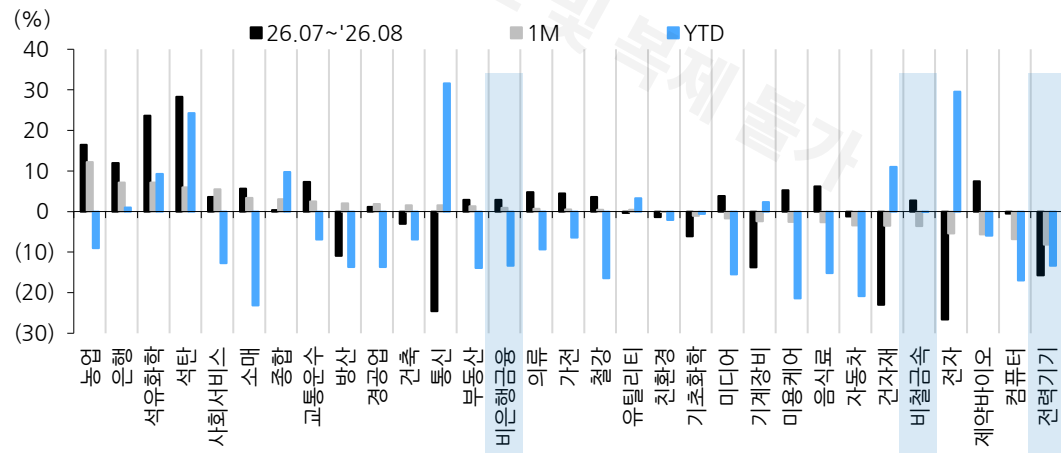
- 특히 작년 대비 올해 이익 컨센서스가 상향 조정된 업종으로는 비철금속, 전자, 석탄, 전기장비, 비은행금융, 방산 등이 있음.
- 이익 추정치가 상향 조정된 것과 달리 그 중 주가가 덜 오른 업종으로는 비철금속, 전기장비, 비은행금융 등이 있음.

## 이익 추정치 변화



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 주가 상승률



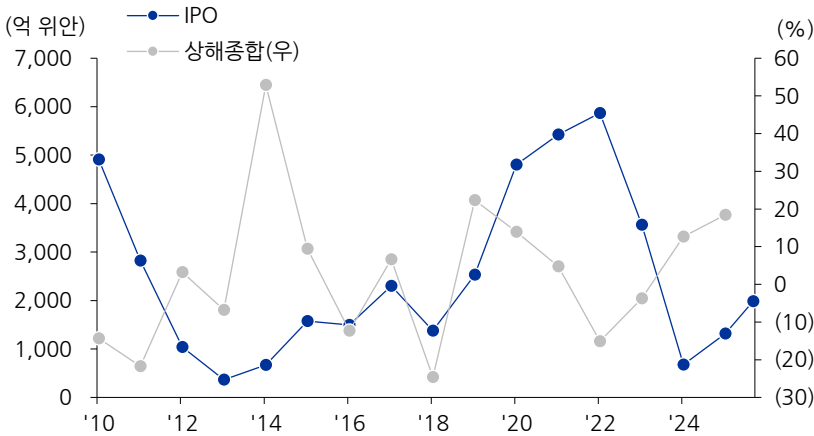
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 활발해진 중국 IPO

## 가장 많은 자금을 조달한 산업, 반도체

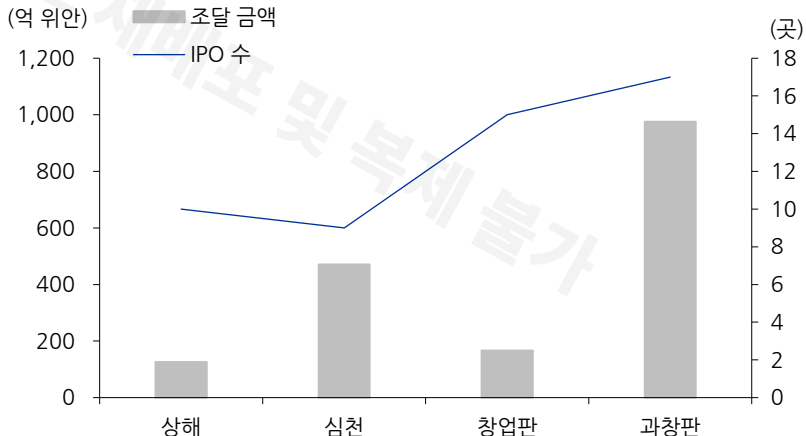
- 올해 중국의 IPO가 활발하게 진행되고 있음. 8월 말 기준 상장한 기업 수는 104곳으로 전년동기대비 55.22% 증가. 조달금액은 작년 연간 조달금액을 넘어선 1,918.8억 위안으로 192.44%yoy 증가함.
- 가장 많은 자금을 조달한 곳은 과창판으로 총 17개 기업이 975.33억 위안을 조달. 창업판은 15개 기업이 166억 위안을, 상해 메인보드에는 10개 기업이 125.3억 위안을, 심천 메인보드는 9개 기업이 471억 위안을 조달.
- 산업 중 가장 많은 자금을 조달한 산업은 반도체. 올해 IPO 기업 중 반도체 기업은 11곳에 불과했으나 조달금액은 815.4억 위안으로 전체 IPO 금액의 43%를 차지.

1-8월 IPO 규모 '25년 연간 규모 넘어서



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

과창판 IPO 조달금액 가장 커



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# IPO 대풍년의 영향?

## 유동성 충격 과거보다 크지 않을 것

- IPO 대풍년으로 주식 공급이 늘어남에 따라 유동성 부담이 증가할 가능성.
- 2007년 11월 PetroChina가 상해에 상장해 668억 위안을 조달하면서 상해종합지수는 상장 후 3개월 동안 -18% 하락한 바 있음.
- 다만 PetroChina가 상장할 당시 조달한 자금규모가 월 일평균 거래대금의 58%, 시가총액은 전체 시가총액의 25%에 육박해 증시에 큰 영향을 주었음.
- 반면, 2020년 이후 중국에 상장한 기업들은 IPO 규모가 400억 위안 이상이라도 일평균 거래대금의 2~4% 수준, 전체 시가총액에서는 0.5~3%에 불과함.
- 현재 중국 시장의 체급을 고려할 때, IPO 풍년이 시장 유동성에 주는 충격은 과거보다 크지 않을 전망.

## 2005년 이후 중국 10대 IPO 리스트 (억 위안, %)

| 코드                                | 기업명 | 상장일        | 업종    | IPO | 상장일 시가총액 | IPO/당월 일평균 거래대금 | 상장일 시가총액/전체 시가총액 |
|-----------------------------------|-----|------------|-------|-----|----------|-----------------|------------------|
| 601288.SH ABC Bank                |     | 2010-07-15 | 은행    | 685 | 7890     | 46.2            | 4.2              |
| 601857.SH PetroChina              |     | 2007-11-05 | 석유화학  | 668 | 74828    | 58.4            | 24.6             |
| 601088.SH China Shenhua Energy    |     | 2007-10-09 | 석탄    | 666 | 12932    | 22.5            | 4.9              |
| 688825.SH CXMT                    |     | 2026-07-27 | 전자    | 666 | 32772    | 1.7             | 3.1              |
| 601939.SH China Construction Bank |     | 2007-09-25 | 은행    | 581 | 16181    | 25.1            | 6.5              |
| 688981.SH SMIC                    |     | 2020-07-16 | 전자    | 532 | 2883     | 4.1             | 0.4              |
| 600941.SH China Mobile            |     | 2022-01-05 | 통신    | 520 | 8801     | 4.9             | 1.1              |
| 601668.SH CSCEC                   |     | 2009-07-29 | 건축    | 502 | 1959     | 16.3            | 0.8              |
| 601728.SH China Telecom           |     | 2021-08-20 | 통신    | 479 | 5055     | 3.6             | 0.7              |
| 601398.SH ICBC                    |     | 2006-10-27 | 은행    | 466 | 10974    | 119.2           | 8.1              |
| 601318.SH Ping An Insurance       |     | 2007-03-01 | 비은행금융 | 389 | 3110     | 26.7            | 2.8              |

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

## 상장일 전후 3개월 상해종합지수 수익률

| 코드                                | 기업명 | 상장일        | T-3M~T-1D | T-1M~T-1D | T-2W~T-1D | T-1W~T-1D | T    | T+1D~T+1W | T+1D~T+2W | T+1D~T+1M | T+1D~T+3M |
|-----------------------------------|-----|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 601288.SH ABC Bank                |     | 2010-07-15 | -22.0     | -3.9      | 3.0       | 2.0       | -1.9 | 5.7       | 9.2       | 7.5       | 22.6      |
| 601857.SH PetroChina              |     | 2007-11-05 | 26.7      | 4.1       | -0.7      | 3.4       | -2.5 | -7.9      | -6.5      | -10.5     | -18.4     |
| 601088.SH China Shenhua Energy    |     | 2007-10-09 | 50.5      | 7.9       | 3.8       | 2.5       | 0.4  | 6.6       | 1.0       | -7.0      | -4.9      |
| 688825.SH CXMT                    |     | 2026-07-27 | -6.5      | -5.3      | -4.6      | 1.3       | 1.2  | -1.3      | 2.8       | 0.6       | 0.6       |
| 601939.SH China Construction Bank |     | 2007-09-25 | 34.1      | 7.4       | 2.4       | 1.2       | -1.1 | 2.3       | 5.3       | 2.5       | -4.1      |
| 688981.SH SMIC                    |     | 2020-07-16 | 19.6      | 16.3      | 11.1      | -1.2      | -4.5 | 3.6       | 2.4       | 4.7       | 3.9       |
| 600941.SH China Mobile            |     | 2022-01-05 | 1.8       | 0.7       | 0.2       | 0.1       | -1.0 | 0.1       | -1.0      | -6.5      | -8.7      |
| 601668.SH CSCEC                   |     | 2009-07-29 | 43.2      | 17.4      | 9.3       | 7.0       | -5.0 | 5.0       | -4.7      | -12.4     | -9.4      |
| 601728.SH China Telecom           |     | 2021-08-20 | -1.3      | -2.1      | 0.0       | -1.7      | -1.1 | 2.8       | 4.5       | 5.4       | 3.9       |
| 601398.SH ICBC                    |     | 2006-10-27 | 7.4       | 5.7       | 1.8       | 1.0       | -0.2 | 3.3       | 4.2       | 13.3      | 59.5      |
| 601318.SH Ping An Insurance       |     | 2007-03-01 | 37.2      | 3.4       | -0.8      | -3.9      | -2.9 | 4.7       | 5.5       | 13.8      | 43.0      |

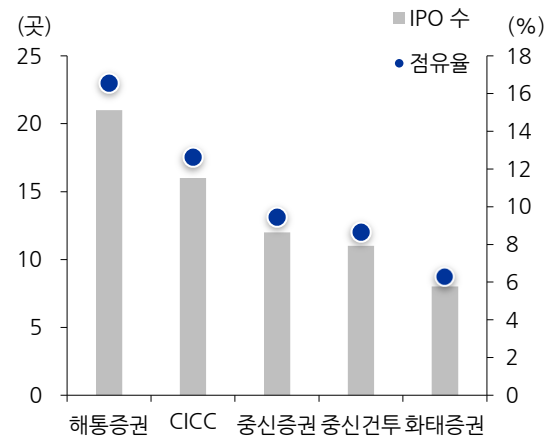
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

# 증권사 실적 개선 기대

## 주요 증권사의 경쟁력 부각

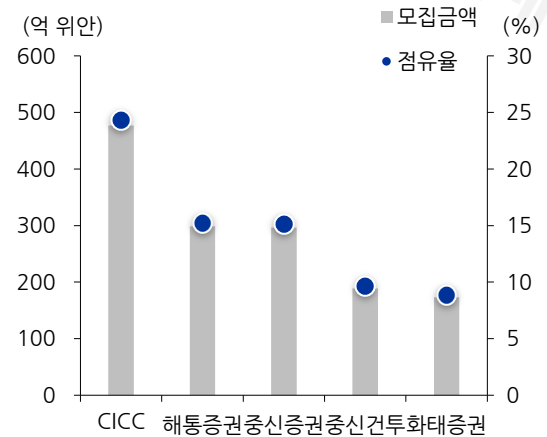
- 올해 30개 증권사가 IPO의 주관 및 인수 업무에 참여, 해통증권이 21건으로 1위, CICC가 16건, 중신증권이 12건으로 그 뒤를 이음.
- 모집금액 기준으로는 CICC가 476.9억 위안으로 1위, 해통증권과 중신증권이 각각 298.4억, 296.2억 위안으로 2,3위를 기록.
- IPO 주관 및 인수 수입 기준으로는 CICC, 해통증권이 각각 12.2억, 11.7억 위안으로 1,2위를 기록.
- 올해 IPO 주관 평균 수수료율은 3.42%로 전년동기의 5.2%대비 1.79%p 하락하였으나 주요 증권사들의 전략이 단순 수수료 수익에서 후원+공동 투자+직접투자로 전환되면서 주요 증권사의 경쟁력이 부각.

IPO 주관 수 Top5



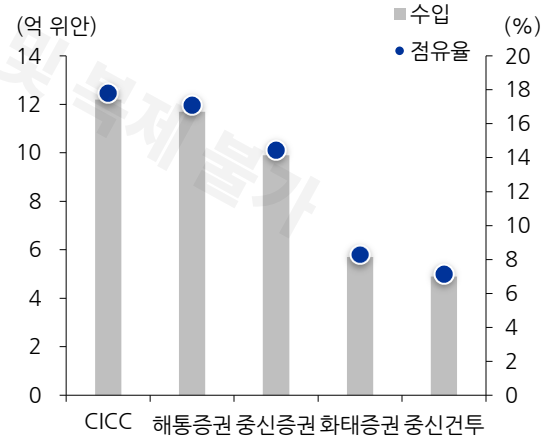
자료: Choice, 유진투자증권

IPO 모집금액 Top5



자료: Choice, 유진투자증권

IPO 주관 및 인수 수입 Top5



자료: Choice, 유진투자증권

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가