SAMSUNG
EQUITY
STRATEGY

2021. 10. 26

글로벌투자전략팀

전종규
Strategist
juhn21@samsung.com

Macro Team

정성태
Economist
sungtai.chung@samsung.com

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

2022년 공동부유 투자전략

무엇을 사고 무엇을 팔 것인가

- 공동부유 패러다임: 마오쩌둥 공부론, 덩샤오핑 선부론에 이은 세 번째 정책 전환
- 배경: 부의 재분배, 불평등 축소를 통해 내수진작과 중국경제의 지속가능성을 제고
- 투자전략: ① 부동산/교육/은행업종 Short, ② 친환경/국산화/신형인프라 Long, ③ 중장기 관점 플랫폼/여유 소비재 보유

공동부유 어젠다가 공표된지 2개월이 지났다. 내년 중국 최고 지도부 교체와 경제운용전략이 구체화되는 시점까지 공동부유 패러다임에 따른 산업과 자본시장의 환경변화가 빠르게 이루어질 것이다. 공동부유의 담론에 대응하는 투자전략을 정리해 보았다.

공동부유: 불평등을 해소하기 위한 중국식 재분배 정책

공동부유는 중국 경제의 지속가능성과 성장잠재력을 높이기 위한 새로운 경제전략이다. 중국중부가 공동부유를 추진한 이유는 지난 40여 년간 성장중심의 전략이 초래한 불평등 확대가 중국경제의 아킬레스 건이라고 판단했기 때문이다. 공동부유의 주된 내용은 취업환경 개선, 노동 및 자본 소득 향상 등을 통해 중산층의 확대를 추진하며, 사회보장, 주택, 의료, 교육 등 공공서비스 수준을 높이고 격차는 줄이는 것이다. 이를 실현하기 위한 재원은 세제 개혁과 더불어 고소득 및 대기업의 자선활동을 통해서 마련하려고 한다.

공동부유는 재분배 확대정책이라는 점뿐만 아니라 정책결정 과정에서 투명성이 떨어지고, 당장은 초기 단계여서 정책방향의 불확실성이 높고, 정치적인 의도가 개입되어 있다는 점에서 금융시장에 있어서는 리스크 요인이다. 그러나 공동부유 정책은 사실상 재정확장 정책이고, 민간소비 비중을 높이는 여러 정책을 추진하고 있고, 불평등 해소가 중국의 장기적인 안정성을 높일 수 있다는 점에서는 긍정적인 부분도 공존한다.

투자전략: 세 가지 투자 아이디어

공동부유 시대의 투자 키워드는 차별화, 정부규제(Regulation), 혁신(Innovation), 이 세 가지로 판단한다. 공동부유가 그리고 있는 정부정책과 산업지도에 따라서 다음과 같은 세 가지 투자 아이디어를 제시한다.

첫째, 부동산, 교육, 은행업종에 대해 비중축소를 제시한다. 공동부유의 정책 타겟은 중산층의 비용절감이라는 점에서 의/식/주 기초산업은 부정적인 영향이 불가피하다. 특히 시진핑 주석은 사교육/주거비용 절감에 초점을 맞추고 있다. 부동산개발업체와 교육산업은 구조재편이 불가피할 것이며 구조조정 사이클에서 은행의 크레딧 비용부담도 확대될 것이다. **둘째, Long "국책산업(친환경/국산화/신형인프라)" 이다**. 시진핑 주석은 마오쩌둥의 공부론 답습론에 대해서 "국가 경쟁력 강화" 관점에서 명확히 선을 긋고 있다. 정부의 정책지원은 친환경과 혁신 키워드에 집중될 것이다. 전기차 밸류체인, 국산화(IT 부품, 바이오시밀러), 신형인프라를 주목한다. **셋째, 중장기적 관점에서 플랫폼과 여유소비재의 보유 의견**을 제시한다. 플랫폼 규제는 새로운 룰의 확정과 대표기업 징벌확정에 따라 정점을 통과할 것이다. 내수진작에 따른 플랫폼의 성장여력을 감안할 때 밸류에이션 매력이 남아 있다. 더불어 시진핑 주석은 중산층의 소비 여력 확대에 정책의 초점을 맞추고 있다는 점에서 중산층의 소비확대 수혜섹터인 여행레저/화장품/스포츠/백주는 중장기 성장 스토리를 주목한다.

Prologue

공동부유 패러다임 시프트

시진핑 주석의 공동부유 어젠다가 공표된 지 2개월이 지났다.

공산당 창당 백주년 행사(7월 1일) 직후인 8월 18일, 시주석은 '공동부유'를 새로운 정책 로드맵으로 제시하였다. 공동부유 어젠다는 마오저뚱의 〈공부론〉, 덩샤오핑의 〈선부론〉과 차별화되는 개념이다. 마오저뚱 시대의 국가 주도 경제발전 모델은 시행착오로 인해 실패하였고 덩샤요핑이 주창하였던 〈선부론〉의 경우, 첫 번째 백년 계획 완성과 중산층 사회 건설로서 그 쓰임새가 종료되었다고 선언한 것이다. 중국이 2049년 초강대국으로 부상하고자 하는 두 번째 백년 계획은 중국식 국가 자본주의 강화, 공동부유가 수단으로 채택되었다.

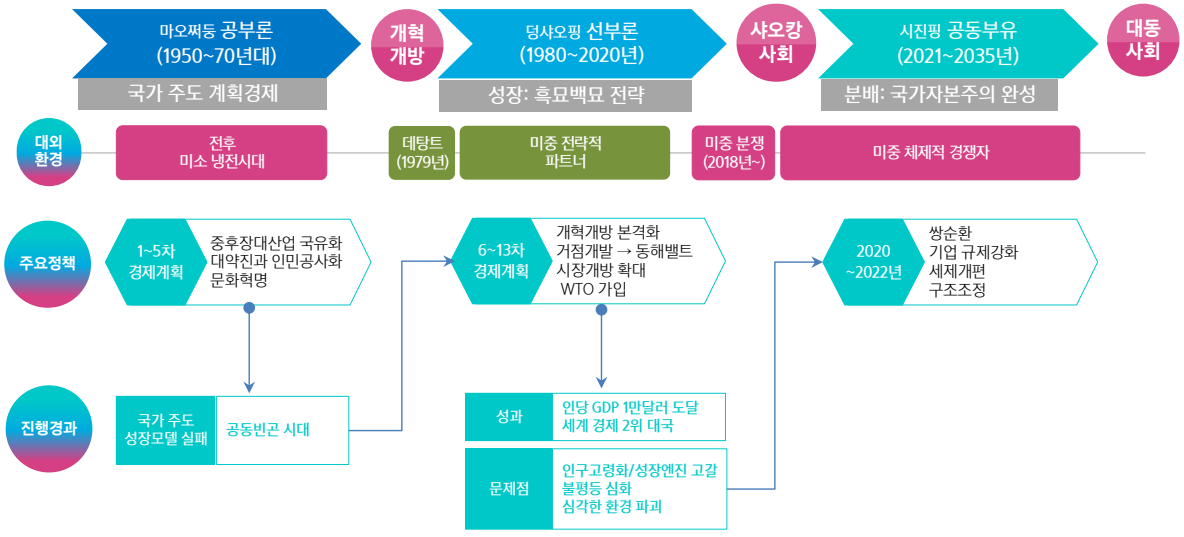
* 중국은 덩샤오핑의 개혁개방 이후 경제발전 단계를 ① 빈곤탈출(온반, 1980~2000년) → ② 중산사회(소강, 2001~2020년) → ③ 선진국 진입(대동, 2021~2035년)으로 설정

중국은 공동부유 패러다임에 의해서 정치/경제/사회적인 변화가 이어질 것으로 예상된다. 2023년 최고지도부 교체와 경제운용전략이 구체화되는 시점까지 공동부유 정책의 세부적인 조치와 법제화가 이어질 것이고 산업과 자본시장, 가계부문의 환경변화가 빠르게 이루어질 것이다. 공동부유의 담론에 대응하는 새로운 투자지도가 필요하게 되었다.

주요정책

공동부유는 불균형 축소와 부의 재분배 관점에서 민생과 중산층의 소비 여력 확대에 정책의 초점을 맞추고 있다. 구체적으로는 3단계 분배(① 노동에 의한 분배, ② 수입과 세제에 의한 분배, ③ 자선과 기여에 의한 분배)론을 제시하였는데 이에 따르면 3급지 이하 다인구지역의 소득배증을 위해 최저임금상향 조정이 이어질 것이고 부자증세와 양도세 확대, 상속/증여세 도입이 예상되며 국가가 주도하여 부가가치의 배분을 기업에서 소비자로 이전시키는 정책이 예상된다. 의식주, 교육/게임산업을 넘어 부동산/금융업종까지 이익의 축소가 나타날 수 있다.

마오쩌둥 이후 정책 패러다임 시프트



자료: 삼성증권

정부의 고민

지난해 중국은 쌍순환을 새로운 경제전략으로 제시한 바 있다. 그러나 일 년도 채 지나지 않아 쌍순환이라는 단어는 공식석상에서 사라지고, 플랫폼, 게임, 사교육, 핀테크에 대한 규제가 강화되더니 최근에는 사회주의적 색채가 짙은 공동부유가 전면에 등장했다. 불과 수개월 사이에 무엇이 달라졌을까?

코로나 충격으로 취약점 노출

무엇보다 코로나19의 확산이 있었다. 당사는 지난해 쌍순환 전략을 분석하면서, 중국의 구조적 문제로 빈부격차 확대, 인구절벽, 부채 급증, 금융시장 낙후, 환경오염 악화 등을 지목한 바 있다. 코로나19는 이러한 중국경제의 취약점들을 더욱 악화시켰다.

첫째, 2015년 이후 공급 측 개혁 및 부채축소 정책을 통해서 줄여 놓은 중국기업의 GDP 대비 부채비율이 다시 이전으로 돌아갔다. 몇 년간 경기둔화를 감내하며 줄여 놓은 부채가 다시 증가하며, 그간의 노력이 무위로 돌아간 것이다. 물론 중국에서만 부채가 증가한 것은 아니다. 대부분의 국가에서 정부, 기업, 가계 부채가 크게 증가했다. BIS 집계에 따르면, 조사대상 국가들의 2020년 말 GDP 대비 부채비율은 전년대비 평균 44.7%pts 늘었고, 그 중에서 정부부문이 21.9%pts, 기업부문이 14.7%pts, 가계부문이 8.1%pts 늘어났다. 부채증가는 그만큼 불가피했다. 그렇다 하더라도 중국의 기업부문 부채는 전 세계에서 가장 높은 수준이라는 점에서 더욱 심각하다.

둘째, 그렇지 않아도 높았던 불평등이 코로나로 더욱 악화되었다. 소득 불평등 정도를 나타내는 중국의 지니 계수는 1990년 0.32로 평등한 분배상태였으나, 2019년에는 0.47로 악화되었다. 해당 수치는 심각한 사회적 갈등을 초래할 수 있는 수준이다. 게다가 코로나로 분배구조는 더욱 악화되었다. 가처분소득을 기준으로 도시의 상위 20% 가구소득 대비 하위 20%의 비율은 2019년에는 5.89였으나 코로나가 유행한 2020년에 6.16으로 높아졌다. 코로나로 불평등은 더욱 악화되고, 성장률도 낮아지면서 불평등 해소는 중국지도부에게 나중의 문제가 아니라 당장 해결해야 하는 발등의 불이 되었다.

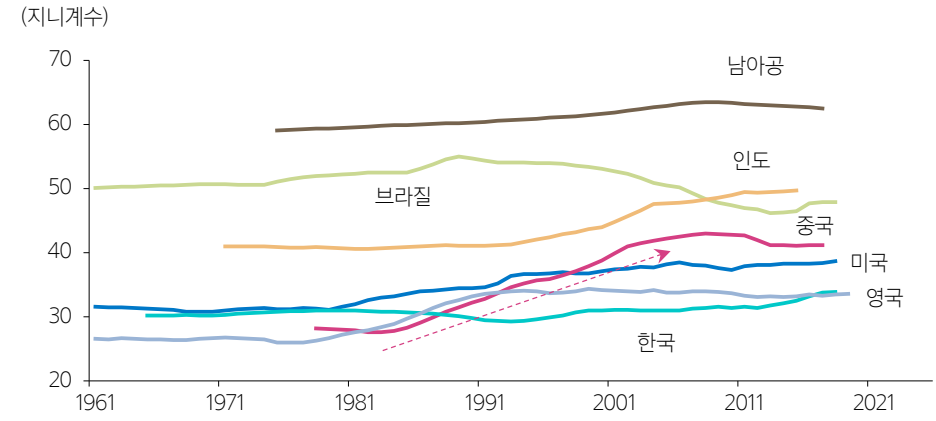
셋째, 인구절벽도 심화되었다. 지난 7월 발표된 2020년 중국 통계에 따르면 중국의 인구는 14.1억 명으로 2019년에 비해 170만 명, 0.12% 늘어나는데 그쳤다. 2019년의 430만명보다 줄어들었다. 물론 코로나로 인해 2020년에는 대부분의 국가들처럼 혼인 건수와 신생아 출산이 급감하기는 했고, 코로나가 통제된 후에는 혼인이나 출생 건수가 늘어날 것이다. 인구감소 추세를 돌이키는 것은 매우 어렵다.

더욱 불리해진 대외여건

또 다른 변화는 대외환경이 중국에 더욱 불리하게 바뀌었다는 점이다. 우선, 2020년 11월 미국 대선에서 민주당 바이든 후보가 대통령으로 선출되었다. 무역수지 개선에 중점을 두었던 트럼프와는 달리, 바이든 정부는 인권, 양안관계 등 중국과의 전선을 전방위적으로 확대하고 있다. 신장-위구르 지역에서 생산된 태양광과 면화의 수입금지 조치, 대만과의 관계정상화 등 바이든 당선 이후 미국의 행보는 미-중간 갈등이 봉합되기는커녕 확대되고 장기화될 가능성을 높이고 있다.

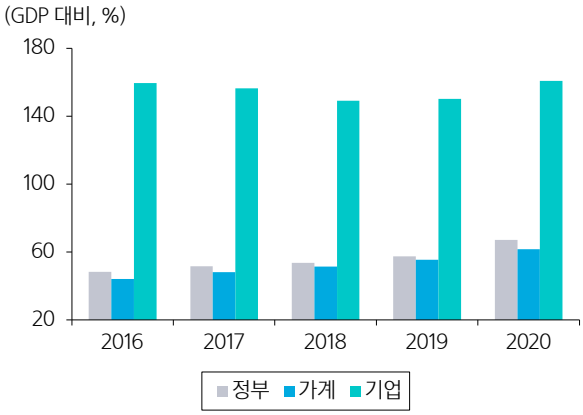
더불어 미국, 유럽 등에서 코로나 확산에 대한 중국책임론이 상승하는 것 또한 부담이다. 현재는 미국과 유럽 모두 코로나 수습에 매진하고 있어 당장 중국을 압박할 것이라고 보기는 어렵다. 중국을 둘러싼 대외환경이 지난해에 비해 크게 악화되었으며 앞으로도 크게 개선될 가능성은 낮아졌다. 외부순환을 활용하여 경제를 한 단계 도약시키겠다는 쌍순환 전략의 한 축이 위태로운 상황이다.

중국 소득불평등, 1980년 이후 급상승



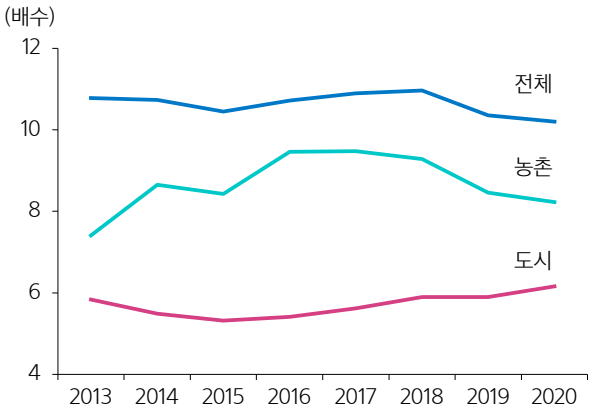
자료: SWIID

중국 기업부채규제 전 수준으로 회귀



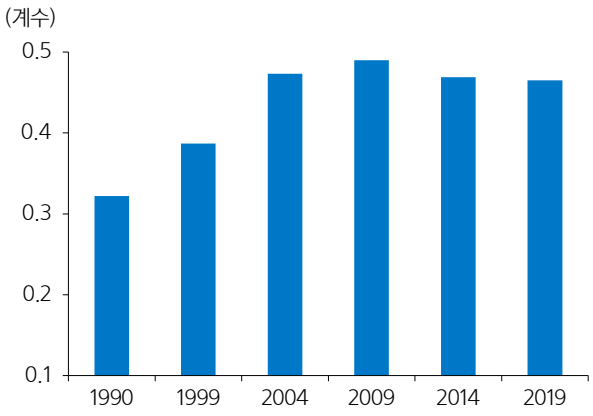
자료: BIS, 삼성증권

중국 소득 5분위 배율 추이



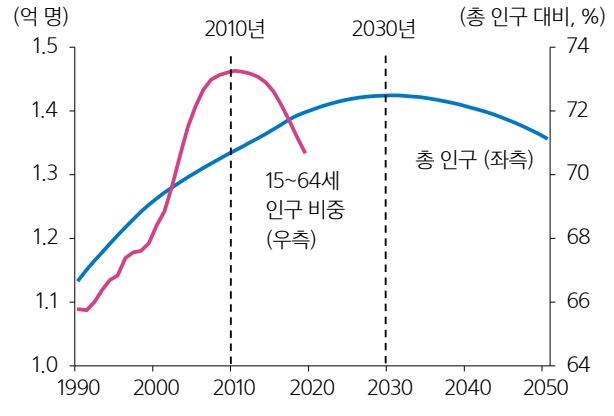
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 지니 계수는 0.45 이상으로 높은 수준



자료: World Bank, 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 인구 추이 및 전망



자료: World Bank, 삼성증권

공동부유는 중국식 사회주의의 마지막 단계

공동부유라는 단어가 공산당 문헌에 공식적으로 등장한 것은 1953년 12월로, 당시 중국공산당중앙은 "농업생산협력사 발전에 대한 결의(关于发展农业生产合作社的决议)"라는 문건을 발표했고, 그 중에 "농민들이 점차 빈곤을 완전히 탈출할 수 있도록 하고, 공동부유와 보편번영의 생활을 갖도록 한다."라는 문구가 포함되어 있었다.

또한 1985년 덩샤오핑은 미국 기업가 대표단과 회견에서 "일부 지역과, 일부 사람이 먼저 부유해진 다음, 다른 지역과 사람을 돕고 이끌어, 공동부유를 점차 달성한다"고 발언했으며, 1990년에는 공산당중앙 인사들과 대담 중 "공동부유는 우리가 개혁을 시작할 때부터 말한 것으로, 장래의 언젠가는 중심 과제가 될 것이다. 사회주의는 일부가 부자고 대다수가 가난한 그런 모습이 아니다. 사회주의의 최대 우월성은 바로 공동부유이며, 이는 사회주의의 본질을 나타나는 것이다"라고 밝힌 바 있다. 한편, 덩샤오핑은 1979년 오히라 마사요시 일본수상을 접견하며 소강사회(小康社會)라는 개념도 제시했는데, 이는 중국의 주된 목표로 설정된 바 있다.

덩샤오핑 이후 지도자들도 공동부유에 대해서 언급했는데, 장쩌민은 "효율과 공평을 모두 고려한다. 시장을 포함한 각종 조절수단으로 선진을 장려하고, 효율을 높이고, 합리적으로 소득 수준 차이를 늘리지만, 양극화는 방지하여 점진적으로 공동부유를 실현한다."라고 발언했다. 장쩌민 후임이었던 후진타오도 과학발전관을 제창하며 "인민의 각종 권익을 보장하고, 공동부유의 길을 걷는다"라고 언급한 바 있다. 시진핑도 제 19차 전인대(2017년)에서 2035년 목표로 "인민생활이 더 여유로워지고, 중등 소득 인구 비중이 높아지며, 도시와 시골 간 발전 및 주민생활수준 차이를 축소하고, 기본공공서비스 균등화를 기본적으로 실현하고, 전체 인민의 공동부유를 위해 견실한 발걸음을 내딛는다"라고 언급했고, 2050년 목표에선 "전체인민의 공동부유를 기본적으로 실현, 중국 인민들이 더욱 행복하고 안녕한 생활을 향유한다"라고 발표했다.

정치적 수사에서 실현해야 하는 목표로 제시

덩샤오핑 등 중국 최고지도자의 발언에서 알 수 있는 사실은 공동부유는 중국공산당의 궁극적인 목표이나, 당장의 목표는 아니었다는 것이다. 오히려 성장중심의 경제정책에 대한 반감을 누그러뜨리는 정치적 수사(rhetoric) 정도였다고도 볼 수 있다. 그러나 올해 8월 17일부터 공동부유는 정치적 실체가 되었다. 시진핑 주석은 중앙재경위에서 공동부유를 주요한 정책기조로 전면에 내세웠다. 시주석은 "효율과 공평 간 관계를 정확하게 처리"할 것을 강조했으며, 공동부유는 사회주의의 본질적 요구라며 "공동부유는 전체 인민의 부유를 뜻하고, 인민의 물질생활, 정신생활 모두 부유해야 한다. 소수만 부유한 것은 아니며, 획일화된 평균주의도 아니다. 단계에 맞춰 공동부유를 진행해야 한다'고 밝혔다.

시주석의 발언에서 주목해야 점은 첫째, 2017년에는 2035년 달성될 것으로 제시되었던 공동부유가 2021년에는 단계적으로 진행하는 목표로 제시되었으며, 그에 따라 이전보다는 구체적인 정책목표가 되었다. 둘째, 올해 3월 전인대에서 14.5 규획이 확정된 상태에서 중장기 목표가 새로이 제시되었다. 구체적인 내용에서 공동부유와 14.5 규획 간에는 큰 차이가 없을 수 있으나, 전혀 새로운 용어가 사용되었다는 점은 주목할 필요가 있다. 이는 정책의 초점이 달라질 것이라는 신호이다. 셋째, 물질뿐만 아니라 정신의 부유함을 강조했고, 공동부유를 사회주의 본질적 요구라고 언급했다. 대체로 이러한 발언들은 대외보다는 대내적인 필요에 따라 나타난다. 즉, 공동부유는 내년으로 예상되는 지도부 교체를 앞두고 코로나로 높아진 사회적 불안에 대응할 필요도 있었을 것으로 판단한다.

저장성 사례

그렇다면 중국정부는 무엇을 하겠다는 것인가? 현재까지 중앙정부 차원에서 공동부유 달성을 위한 구체적인 정책방안이 제시되지는 않았다. 그러므로 지난 6월 저장성을 공동부유시범구역으로 지정하며 발표한 문서(저장성의 공동부유시범구역 발전에 대한 의견, 关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见)가 실마리가 될 수 있다고 판단한다.

동 문서에서는 불평등 개선방안으로 노동 및 자본소득 증대(1차 분배), 공공지출 확대를 통한 복지확대(2차 분배), 그리고 자발적인 기부를 통한 선부론의 실현(3차 분배) 등을 제시하고 있다. 1차 배분은 요소시장에서 불평등 개선)은 최저임금 상향, 중산층 이하의 자산취득 증대를 통한 자본소득 확대, 일자리 창출 등이 주된 방안이다. 2차 배분은 의료, 교육, 주거 등 기본적인 공공 서비스의 확대 및 지역간 균형달성으로 요약할 수 있다. 3차 배분은 자선사업, 이전지출을 장려하여 취약계층 및 지역에 대한 지원을 강화하고자 한다. 아울러 성장에 대한 언급도 포함되어 있다. 공동부유 기반마련 항목 아래 핵심기술 개발, 산업경쟁력 제고, 생태환경 보호, 법치 강화, 독점규제 등을 제시했다. 주요 정책에서 볼 수 있듯이, 중국의 공동부유 정책은 용어와는 달리 개혁개방 이전의 정책을 답습하는 것이 아니라, 그간 선진국들이 도입/운영해 온 사회복지 정책에 가깝다고 판단한다.

저장성 공동부유시범구역 중점 내용 요약

분류		세부내용
공동부유 달성		
소득불균형 개선	취업 환경 개선	일자리 창출, 공평한 취업환경 조성, 취업계층 취업 보조
	노동 소득 향상	기업의 임금상승 여력 확대, 노동소득 분배율 제고, 최저임금 조정, 유급휴가 실시
	자본 소득 향상	토지 및 재산권을 통한 중산층 및 저소득층 자본소득 향상, 투자상품 확대, 배당 확대, 직원의 자사주 보유 확대, 농촌집단재산권 제도 개혁
	중산층 확대	기술직, 연구직, 스타트업 및 일부 고급 농민 인력의 저변 확대; 저소득층의 생산력 제고; 종신 직업기술 연수 제공; 고시 선발, 평가 제도 개선
공공 지출확대	공공서비스 개선	도시와 농촌에 공공서비스 균등 보급, 의무교육 수준 균형 발전, 공공위생 체계 구축, 의료자원 균형 배치
	균등 발전	도농간 격차 축소, 각종 인프라 균형 보급, 농민공 자녀에게 의무교육 균등 제공
	거주 환경 개선	취약계층에 주택 공급, 부동산 과열 지구 임대 주택 공급 확대, 낙후된 주거단지 재개발, 부동산 투기 방지
	사회보장 개선	사회보장 공공서비스 플랫폼 구축, 양로보험 체계 개선. 의료 및 실업보험 보완, 취약계층 처우 개선
선부론 실현 (기부활성화)	자선사업 확대	고소득자, 기업의 자선활동 독려, 사회적 책임 강화 및 공익사업 참여 장려, 자선활동 공신력, 투명성 제고
	지역 지원체계 마련	동-서부 간 문화/산업 협력 강화, 도서산간지역 이전지출 확대, 성(省)급 이하 지역 재정권 개혁
공동부유 기반 마련		
질적발전 강화	혁신역량 강화	핵심 기술 개발; 인터넷/헬스케어/신소재 등 신기술 연구단지 조성; 기술응용 및 산업화 지원
	산업 경쟁력 제고	전통산업 첨단화/스마트화/친환경화 추진, 전략적인 신흥 산업 양성, 농업 현대화
	경제순환 개선	생산/분배/유통/소비 각 단계의 효율 제고, 공급 측 개혁 지속, 양질의 상품 및 서비스 제공
	경제주체 효율성 제고	시장-정부간 연계 강화, 국유자본/플랫폼/독점기업 관리감독 강화, 재산권 보호, 불필요한 규제 제거
사회안정 조성	문화생활	애국주의/사회주의 교육, 공동부유 문화 조성, 중화우수전통문화 계승, 혁명문화 선전
	생태환경	국가생태문명 시범구역 건설, 엄격한 생태환경보호 실시, 생활방식 친환경화 전환
	디지털 개혁	디지털 개혁으로 행정 효율 제고, 스마트 행정 시스템 도입
	법치 강화	공공법률 서비스 보완, 정부 관리감독 체계, 전방위적 행정집법 체계 구성; 위기 대처 능력 향상

자료: 저장성의 공동부유시범구역 발전에 대한 의견(关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见), 삼성증권 정리

주요 정책의 시행은 점진적일 것

공동부유 추진은 급작스럽게 발표되었으나, 주요 정책의 추진은 대부분 점진적이며, 온건하게 이루어질 것으로 예상한다.

첫째, 그간 중국정부는 각종 정책들을 소규모 실험을 통해서 효과가 입증되고 나서야 전국적으로 적용하는 신중한 모습을 보여왔다. 개혁개방 초기 동부 연안지역을 먼저 개방한다든지, 금융부문 개혁개방 조치를 상하이 일부 지역에 한정했던 사례가 대표적이다. 특히나 불평등 축소를 위한 정책은 당국의 의도와는 다르게 나타날 수 있다는 점에서 더욱 신중하게 접근할 것이다. 최저임금 상승이 노동수요를 줄여서 단기에 실업률을 올릴 수도 있고, 기업의 임금상승 여력 확대 및 노동소득 분배율 제고 정책이 자본 수익률 저하를 초래하여 투자부진으로 이어질 가능성도 충분하다. 6월 저장성을 시범지구로 지정한 것은 효과적인 정책을 모색하려는 중국정부의 노력이며, 이는 앞서 언급한 것처럼 이전의 여러 개혁정책에서 보여주었던 모습과 같다.

둘째, 시범지구로 지정된 저장성의 목표가 2025년으로 설정되어 있다는 점에도 주목해야 한다. 이는 저장성에서의 추진실적 및 과제를 분석한 후 공동부유 정책이, 2025년 이후 전국적으로 광범위하게 실행될 수 있을 것으로 예상하는 이유이다. 실제로 저장성에 부과한 목표는 아래의 표와 같으며, 마지막 항목에서 '공동부유 체제와 정책체계를 수립, 복제 및 보급할 수 있는 성공경험 형성'을 지목했다.

셋째, 앞서 언급한대로 향후 중국정부의 정책을 가늠할 수 있는 시범지구인 저장성에서 추진 중인 정책 중 상당수는 이미 시행 중인 것들이 많다. 부동산 투지방지, 주거단지 재개발 등은 2008년 이후 중국정부가 줄곧 시행해 온 정책이며, 최저임금 제도, 일자리 창출 등도 마찬가지다. 이는 정책 변화가 크지 않을 수 있다고 해석될 수도 있고, 다르게 보면 이미 시행 중인 여러 정책들을 공동부유로 포장했다고 볼 수도 있다. 물론 기존 정책이더라도 규모나 범위에서는 이전과는 확연하게 차이가 날 것으로 예상한다.

넷째, 공동부유의 핵심인 공공지출 확대는 실제로는 자금조달까지 고려해야 한다. 즉 광범위한 조세제도 개혁과 지출구조 조정을 수반할 수밖에 없다. 예를 들어, 원활한 사회복지를 위해 추진하는 성(省)급 이하의 재정권 개혁은 지방재정에서 중앙정부 지원 및 토지판매 의존도를 줄이는 대신, 변동성이 낮은 세원을 확보해야 하는 작업을 거쳐야 한다. 중앙정부와 지방정부의 세목교환이 필요하며, 반대급부로 중앙정부 입장에서는 지방정부 지출에 대한 감시제도를 강화하려고 할 것이다. 또한 토지 및 주택에 대한 양도소득세, 상속증여세 등 자산불평등을 낮출 수 있는 조세제도도 도입해야 한다. 그 과정에서 광범위한 조세저항이나 자본의 해외도피 등이 수반될 수도 있으므로, 조세제도의 전면적인 개편은 수월한 과제가 아니다. 지출구조 조정도 마찬가지다. 축소되는 분야에서의 반발이나 저항을 줄여나가는 일도 쉬운 과제는 아니다. 실제로 언론보도에 따르면, 부동산 관련 세제를 주요 30개 도시로 확대하려던 시진핑 주석의 계획이 공산당 내 강한 반발로 좌초된 것으로 전해지고 있다.

저장성 공동부유 시범구역 목표는 발전모델 형성

분류	세부 내용
기본 목표	저장성 공동부유 시범구역 발전에 실질적인 진전을 달성
경제 발전	경제 발전의 질적 제고, 1인당GDP 중등발전경제체 수준 도달, 기본적인 공공서비스 균등화 달성
격차 축소	도시-향촌간, 주민간 소득 및 생활수준 차이 축소, 저소득층의 소득과 사회복지 수준 제고, 중등소득 그룹이 주체가 되는 올리브형 사회구조 형성,
발전 모델 형성	공동부유 시스템과 정책 프레임을 수립, 복제, 보급할 수 있는 성공경험 마련

자료: 삼성증권 정리

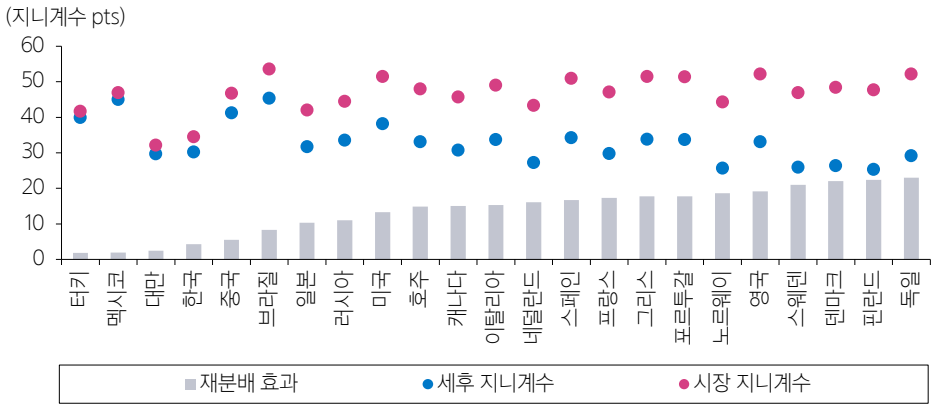
높아지는 불평등에는 다소 무관심했던 그간의 중국정부 정책기조

공동부유 정책은 그간 중국경제의 취약점으로 지적되던 지역간 불균형 발전, 계층간 불평등을 해소한다는 점에서 중장기적으로 긍정적이라고 판단한다. 중국의 불평등 수준은 심각한 사회적 불안을 초래할 수 있는 수준까지 높아졌다. 여러 연구에 따르면, 높은 불평등은 재분배 정책에 대한 정치적 요구 증대를 초래하며, 이는 결국 경제성장을 저해하게 된다. 국제연합에서는 지니계수가 0.4를 넘게 되면, 사회적 붕괴가 초래될 수 있다고도 경고한 바 있다.

문제의 심각성에 비해 중국정부의 소득불평등 개선 노력은 크지 않았다. 2017년 IMF 조사에 따르면, 중국의 소득불평등 수준은 크게 높아져 있으나, 조세 및 재정을 통해 불평등을 완화 조치(세전 불평등에서 세후 불평등을 차감한 수치)는 미미한 수준이었다. 이는 중국의 성장률이 높았기 때문에 가능했다. 1978년 개혁개방 이후 중국의 소득은 187배 이상 증가했고, 최근 들어 낮아졌지만 코로나 이전까지 연간 성장률은 6% 내외였다. 고성장을 통해 불평등에 대한 불만을 해소할 수는 구조였던 셈이다. 그러나 과거에 비해 낮아진 성장률, 특히 코로나로 사회적 불안이 가중된 상태에서, 중국정부는 그간 미뤄놓았던 과제를 시작하지 않을 수 없었다.

어떤 측면에서 중국정부는 불평등 확대를 조장하기도 했다. 대표적인 사례가 농민공에 대한 사회적, 경제적 차별이다. 농민공은 임금수준도 낮은데다 도시호적을 갖지도 못해 주거, 의료 등에서 차별을 받았으며, 심지어, 농민공 자녀는 교육에서 철저하게 배제되어 있었다. 또한 농민공의 존재는 농촌의 집단재산권 개혁에도 걸림돌로 작용했다. 도시로 떠난 농민공의 몫을 얼마로 책정할 것인가가 과제였기 때문이다. 물론 중국정부가 불평등 축소를 방관하지만은 않았다. 후진타오 시기에는 농촌에 대한 각종 지원을 늘려, 노동간 격차를 축소시키는데 어느 정도 성과를 거두었다. 그러나 대체로는 지역간, 계층간 불평등 확대를 오히려 조장했다고도 볼 수 있다. 공동부유에 호구제도로 인한 차별 해소, 농촌집단재산권 제도 개혁, 농민공 자녀에 대한 의무교육 균등제공, 도시와 농촌에 공공서비스 균등 보급 등이 명시된 것은 그간의 제도적 차별을 시정하겠다는 정책의지의 표현이다.

주요국의 소득재분배 효과



자료: IMF(2019), 삼성증권

불평등 해소

중국은 40년에 걸친 고속성장 기간에 ① 인구절벽, ② 불평등 심화, ③ 환경파괴라는 후유증을 남겼다. 시진핑 주석이 이에 대응하는 개혁조치로 내 놓은 것이 각각 인구개혁, 공동부유, 친환경 패러다임이다.

중국의 불평등 수준은 후진타오 지도부 이후 다소 개선되고 있다. 중국 내 소득불평등은 지난 30년간 증가한 후 2008년을 기점으로 완화되고 있는데 이러한 현상은 후진타오 지도부 이후 재균형정책(Re-balancing), 즉 중서부 인프라개발 정책과 최저임금상향 조정과 같은 정책적 요인이 투입된 데다 가처분소득 증가에 따른 사회적 현상(쿠즈네츠 파동)으로 설명할 수도 있다.

시진핑 지도부의 공동부유 어젠다는 강력한 대평등 정책이다. 선진국의 경우 2차 세계대전 이후 불평등이 축소되는 대평등(Great leveling)이 진행되었는데 전후 전개된 증세, 인구 고령화, 임금인상과 교육수준 상향 평준화가 그 이유로 제시되고 있다. 중국은 금융위기 이후 매우 빠른 속도로 저가 노동력의 소진(임금 인상)과 인구 고령화가 나타나고 있는데 공동부유 어젠다는 국가 주도의 대평등화 정책으로 세제개혁과 생산수단 국유화, 자본소득 조정이 이루어질 가능성이 높다.

표. 불평등 심화/완화 요인 비교

구분	불평등 심화 요인	완화요인
선진국	① 기술혁신/자본의 노동력 대체 ② 전쟁 ③ 펜데믹	① 증세 ② 인구고령화 ③ 교육, 자본수익률 감소
중국	선부론 세계화	① 세제개혁(소득/법인세) ② 인구고령화/사회보장제도 확대 ③ 생산수단 국유화, 자본소득 조정

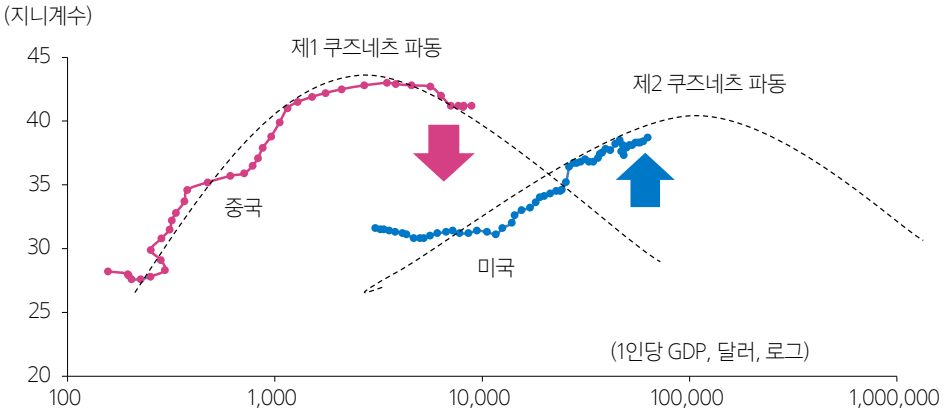
자료: 밀라노비치 <왜 우리는 불평등해졌는가>, 삼성증권

표. 주요국가 불평등 파동

	불평등 정점 (쿠즈네츠 파동 정점)			불평등 저점			불평등완화 기간
	정점년도	지니계수	인당 GDP	저점년도	지니계수	인당 GDP	
미국	1933	0.51	4,800	1979	0.35	19,000	46
영국	1867	0.57	3,000	1978	0.27	13,000	111
일본	1937	0.55	2,300	1981	0.31	14,000	44

자료: 밀라노비치 <왜 우리는 불평등해졌는가>

불평등 수준: 중국은 완화, 미국은 심화 사이클



자료: SWIID, Wind

위험요인: 낮은 투명성, 초기 단계에서의 정책 구체성 결여, 정치적인 의도

공동부유의 첫 번째 리스크는 정책 기획과 집행 과정의 투명성이 낮다는 것이다. 일반적으로는 정책의 효과, 법적인 요건 등을 사전에 공론화 과정을 거치는데 반해, 중국에서는 그러한 과정이 생략되기도 한다. 물론 이러한 점이 강력한 정책추진력이라는 장점이 되기도 하나, 공동부유 사례는 충격이 컸다. 청소년 온라인 게임 이용시간 제한 정책이 대표적이다.

둘째, 정책적 혼선이 야기하는 위험이 존재한다. 공동부유 정책은 세부적인 조치가 아직 미흡하다는 점에서 정책 초기에 나타나는 혼선이 빚어지고 있다. 특히 최고 지도부의 정책 의도를 과잉해석 하는 경향은 혼란을 더욱 부추기고 있다. 세부적인 정책이 확정되는 시점까지 혼선이 계속될 수 있다.

셋째, 공동부유 정책 추진에는 정치적 의도가 개입되어 있을 가능성이 크다. 2022년 최고지도부가 새롭게 구성될 예정으로, '애국주의/사회주의 교육, 공동부유 문화 조성, 중화우수전통문화 계승, 혁명문화 선전'을 공동부유의 목표 중 하나로 내세웠다는 점은 정치적 색깔이 매우 짙다. 공동부유가 코로나로 사회적 불만이 높아진 상황을 타개하기 위한 정치적인 슬로건일 수도 있다는 의미이다. 그에 따라 실질적인 소득 불평등을 개선할 수 있는 여러 조치는 미뤄지고, 이른바 '3차 배분'(자발적인 기부 확대)'만 강화될 가능성도 있다. 반면 정부의 공공지출 확대를 뒷받침해야 하는 조세제도 개혁은 상당기간 미뤄지면서, 지출만 커져 이미 높은 수준에 있는 지방정부 부채가 더욱 증가할 가능성도 있다.

기회요인: 재정확대 수반, 민간소비 확대, 중국경제 지속가능성 확보

공동부유 정책에는 리스크만 있는 것이 아니라 기회요인도 있다. 첫째, 공동부유 정책은 사실상 재정확장 정책이다. 중국정부는 그간 등한시했던 주택, 의료, 교육, 사회 안전망에 대한 투자를 늘리고, GDP의 0.8%까지 증가한 환경에 대한 투자는 더욱 강화할 방침이다. 이는 부동산 등 유형자산에 대한 투자 확대를 통한 성장이 어려워진 상황에서 새로운 유효수요를 창출할 수 있는 방안이기도 하다.

둘째, 공공지출 확대는 가계의 저축성향을 낮추어, 민간소비 확대로 이어질 가능성이 높다. 중국인들의 높은 저축률은 낮은 공공지출에서 비롯되었다. 그러므로 공공지출 확대는 불확실성을 낮추어 예비적 동기에 의한 저축 욕구를 완화시킬 것으로 예상된다. 지난해 발표된 쌍순환 정책에서는 민간소비 확대를 위한 실질적인 방안이 제시되지 않았다. 반면 공동부유에서는 공공지출 확대를 명시적으로 내세웠다는 점에서, 중장기적으로 중국인들의 여유소비가 늘어날 가능성이 높아졌다.

셋째, 중장기적으로는 중국경제의 지속가능성을 높아질 수 있다. 변동성이 높은 투자에서 변동성이 낮은 소비로 성장의 축이 옮겨지는 효과에서 비롯된다. 또한 불평등이 일정 수준 이상으로 높아지면, 정치적, 사회적 불안이 심화되어 성장률이 낮아진다. 따라서 공동부유 정책이 성공하여, 중국의 불평등 수준이 낮아지게 되면 단기적으로는 성장률이 낮아지더라도 중장기적인 성장률은 높아질 수 있다고 판단한다. 예를 들어, 농민공 가족에게 주택, 교육, 의료 등 기본적인 사회보장이 확대되는 경우 중장기적으로 농민공 자녀의 인적자본 형성을 제고시키는 효과도 기대할 수 있다.

표. 공동부유 위험요인과 기회요인

구분	Key word	주요 내용
위험요인	① 정책적 불확실성 증가	- 공론화 과정 생략, 정책적 충격 가능성 내포
	② 시행초기의 정책 혼선	- 세부정책 확정시점까지 시행착오 및 정책 조율 필요
	③ 과도한 정치색 우려	- 3연임과 지도부 교체시점, 정치적 구호에 치중될 가능성
기회요인	① 실질적인 재정확대 효과	- 공동부유 인프라 확충을 위한 주택/의료/교육 재정자극
	② 민간소비 증대 효과	- 가계저축률 축소와 가처분소득 증가 효과
	③ 지속 가능한 성장모델 구축	- 변동성이 낮은 내수소비 중심의 성장 전략 지지

자료: 삼성증권 정리

투자전략

세 가지 투자 키워드

주식시장은 공동부유의 투자지도를 그리기 시작했다. 공동 부유 정책이 확산되고 정착되는 과정에서 산업구조와 금융시장의 지각변동은 불가피할 것이다. 공동부유 시대의 투자 키워드는 차별화, 정부규제(Regulation), 혁신(Innovation), 이 세 가지로 판단한다.

첫째, 차별화(Decoupling)이다. 시진핑 주석은 덩샤오핑 〈선부론〉의 성장 중심에서 분배로 정책목표를 변경하였다. 40년에 걸친 선부론은 양적 경제성장을 이루어냈으나 불평등 확대와 성장엔진 고갈이 한계점으로 노출되었다. 공동부유 산업정책에 따라서 발빠른 산업구조 재편과 강력한 Active 주식시장 흐름이 이어질 것으로 예상한다. 시진핑 주석이 제시한 산업구조 재편의 키워드는 ① 민생, ② 법치, ③ 국가 경쟁력 제고이다. 국가 자본주의 성격이 더 강해지면서 사회적 역할이 강조되는 산업군의 주식시장 비중은 지속적으로 축소될 것이다.

둘째, 정부 규제(Regulation)이다. 올해 주식시장의 최대 화두는 홍색규제였다. 정책 당국의 기업 규제 조치는 플랫폼/빅테크를 넘어 기초산업과 서비스 업종까지 영향력이 확대되었고 지난 8월 11일 '5개년 법치 계획' 이 발표되면서 정부 규제 리스크는 "중국식 자본주의, 산업 패러다임의 재설정"이라는 큰 그림의 변화로 인식되기 시작하였다. 공동부유 시대의 규제는 '민생과 법치'의 두 가지로 구분할 수 있는데 의식주, 교육/게임산업을 넘어 부동산/금융업종까지 소비자 비용 축소, 기업의 수익성 감소가 예상되는 반면에 플랫폼은 반독점과 개인정보보안 중심의 새로운 룰 셋팅에 방점이 있다.

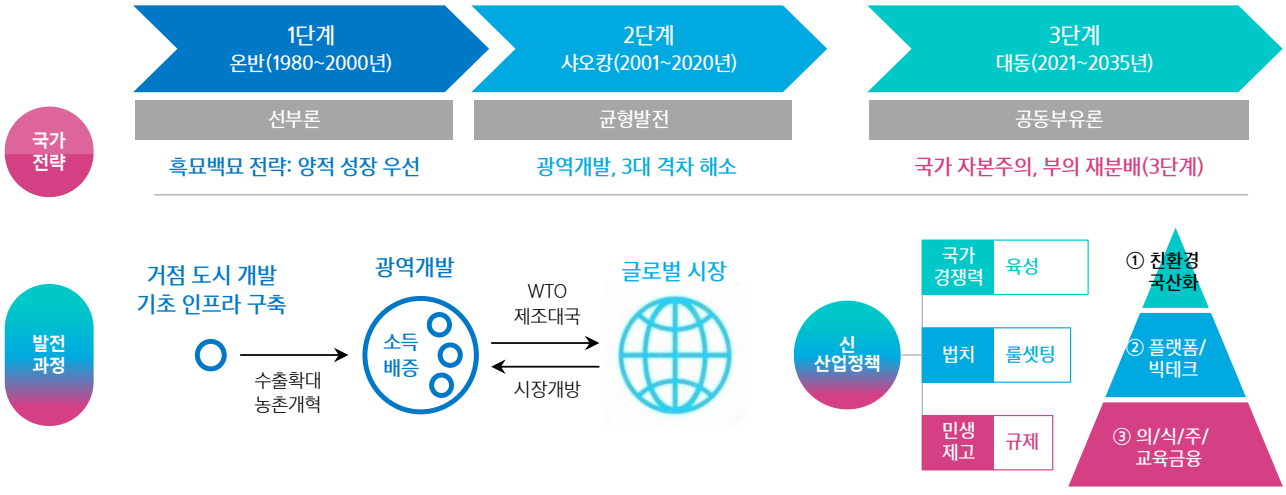
셋째, 혁신(Innovation)이다. 금융시장이 우려하는 것은 국가주도 산업재편이 초래하게 될 혁신의 부재와 경쟁력 약화이다. 시진핑 주석은 국가 경쟁력 강화를 위한 혁신산업에 대해서는 강한 지지를 보내고 있다. 친환경밸류체인/국산화/신형인프라가 그 대상이다.

시진핑 신산업 패러다임 영향

키워드	개념	주요내용	산업 영향
① 민생	부의 재분배	세제개혁, 사회적 기업	기초산업 사회적 기업역할 강화
② 법치	새로운 룰의 정립	공정경쟁/개인정보보안 강화	플랫폼 비즈니스 모델 재정립
③ 국가 경쟁력	첨단 산업패권	친환경/국산화/신형인프라 확대	산업 패러다임 전환

자료: 삼성증권 정리

공동부유 산업 패러다임 변화



자료: 삼성증권

달라지는 투자의 지도

선진국 금융위기 이후 글로벌 주식시장 흐름은 신경제를 대표하는 "빅테크"에 의해 주도되어왔다.

중국 또한 인터넷 모바일의 시장침투와 플랫폼의 폭발적인 사업확장으로 IT 하드웨어와 플랫폼기업의 외형성장이 돋보였다. MSCI China 기준, 최근 10년간 지수의 상승률은 91.0%에 불과하였으나 섹터 수익률은 IT 953.0%, 헬스케어 219.9%에 달하고 있다. * 차이나 플랫폼기업의 경우 홍콩시장에 동시상장이 본격적으로 진행된 2019년 이후 퍼포먼스가 반영되어 상대적으로 수익률이 낮게 측정되었다.

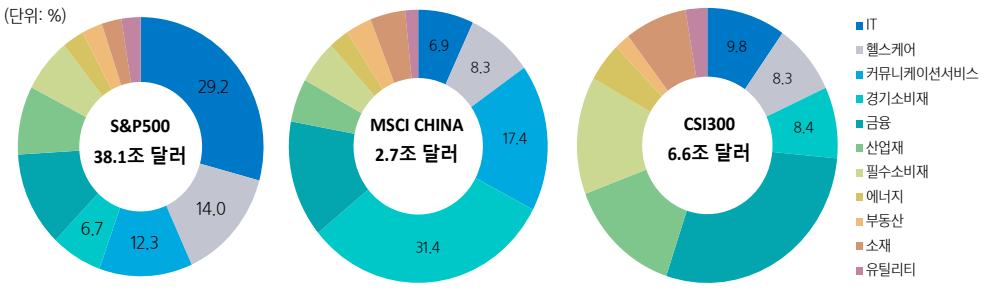
우리가 주목하는 것은 공동부유 패러다임으로의 전환과정에서 나타나게 될 증시의 변화이다. 공동부유 패러다임은 향후 5~10년에 걸쳐 중국 본토와 홍콩증시의 구조적인 변화를 가속시켜나갈 것인데 전통적인 기초 산업군의 구조조정과 혁신생태계의 확장이 동시에 진행될 것이다. 글로벌 신경제를 주도하고 있는 미국 S&P 500의 경우 IT 29.2%, 헬스케어 14.0%, 커뮤니케이션 12.3%, 경기소비재 6.7% 등 신경제 비중이 올해 3분기말 기준 62.2%에 달하고 있다. MSCI China는 홍콩의 증시개혁을 통해 신경제 비중이 64.1%에 도달하는 반면에 본토증시는 CSI300 기준, 여전히 전통적인 금융주 28.6%와 시클리컬이 31.1%로 구경제가 59.7%를 차지하고 있고 신경제 비중은 26.5%에 불과하다.

표. MSCI China 섹터별 수익률

구분	연초 이후	3개월	1년	3년	5년	10년
전체	-11.5%	-6.1%	-7.6%	34.3%	51.4%	91.0%
경기소비재	-17.5%	-7.3%	-19.6%	72.1%	64.8%	59.3%
커뮤니케이션	-12.9%	-7.4%	-10.2%	24.6%	7.1%	17.8%
금융	-9.1%	0.1%	-3.7%	-6.0%	0.8%	29.7%
헬스케어	-2.7%	-16.1%	9.6%	77.8%	128.3%	219.9%
산업재	10.3%	0.3%	21.7%	23.4%	17.3%	38.1%
부동산	-22.0%	-10.0%	-22.6%	-5.6%	25.1%	NA
IT	-17.2%	-9.5%	3.6%	101.4%	150.9%	953.0%
필수소비재	-16.3%	-7.2%	-2.6%	72.0%	120.3%	61.8%
에너지	33.8%	21.6%	41.1%	-26.0%	-10.8%	-37.7%
유틸리티	11.3%	-0.1%	29.8%	25.2%	37.1%	138.6%
소재	19.7%	2.9%	37.3%	65.4%	123.0%	88.6%

자료: Bloomberg

신경제 비중: 미국과 MSCI China 60% 돌파



참고: 2021년 9월말 기준
자료: Bloomberg, MSCI

표. 미국 시가총액 TOP-10 기업 변화

(십억 달러)	2000년말		2010년말			2021 3Q		
기업명	섹터	시가총액	기업명	섹터	시가총액	기업명	섹터	시가총액
GE		475	엑슨모빌		369	애플		2,339
엑슨모빌		302	애플		296	M/S		2,119
화이자		290	M/S		239	알파벳		1,780
CISCO		275	버크셔		198	아마존		1,664
씨티그룹		257	GE		195	페이스북		957
월마트		237	월마트		192	테슬라		777
M/S		231	알파벳		190	버크셔		618
AIG		228	쉐브론		184	엔비디아		518
머크		216	IBM		182	비자		489
인텔		202	P&G		180	제이피모간		489

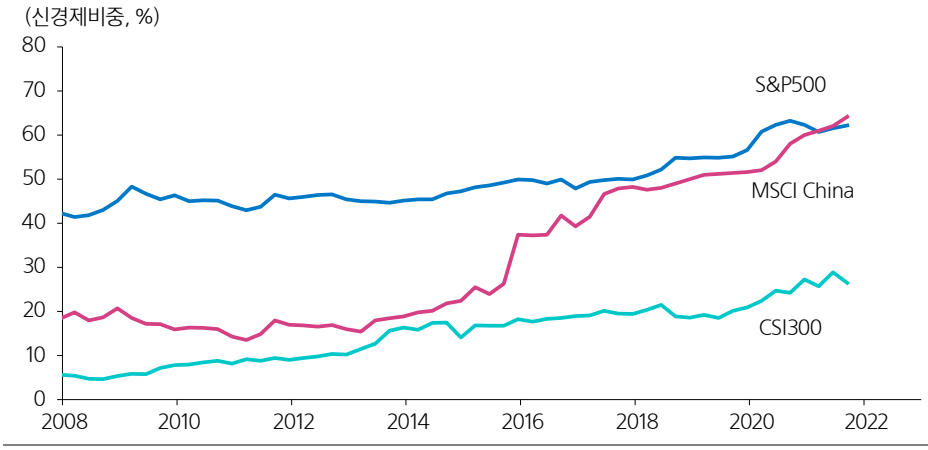
자료: Bloomberg

표. 중국 시가총액 TOP-10 기업 변화

(십억 달러)	2000년말		2010년말			2021 3Q		
기업명	섹터	시가총액	기업명	섹터	시가총액	기업명	섹터	시가총액
페트로차이나		29.31	페트로차이나		303.3	텐센트		568.7
중국석유화공		13.34	공상은행		233.4	알리바바		397.2
바오산철		8.19	건설은행		222.3	마오타이		356.7
푸둥발전은행		6.04	중국은행		140.0	공상은행		243.2
레노버		4.7	농업은행		135.0	초상은행		198.1
선넝에너지		3.9	중국해양석유		106.0	메이투안		194.2
민성은행		3.6	중국석유화공		101.6	CATL		190.0
핑안은행		3.41	중국생명보험		97.7	건설은행		181.2
광둥전력발전		3.34	선화능원		76.1	페트로차이나		161.0
쓰촨창훙전기		3.21	핑안보험		72.7	농업은행		156.2

자료: Bloomberg

금융위기 이후 미국/중국 증시에서 신경제가 차지하는 비중 변화



자료: WID

투자 아이디어 ① Short 부동산, 교육, 은행업종

부동산, 교육, 은행업종에 대해 비중축소를 제시한다. 공동부유의 정책 타겟은 중산층의 비용절감이라는 점에서 의/식/주 기초산업은 부정적인 영향이 불가피하다. 특히 시진핑 주석은 사교육/주거비용 절감에 초점을 맞추고 있다. 소비자의 가처분소득 증가 효과가 가장 큰 부문이다. 헝다 그룹 파산 문제가 쏘아 올린 신호는 1998년 주택상품화 이후 이어져 온 역사상 최대의 주택호황 사이클이 종료됨과 있음과 동시에 "부동산 개발업체 전성시대"가 끝났음을 선언하는 것이다.

2000년 이후 중국 부동산 업계는 5차례의 주택 인플레이션 사이클을 통해서 매출은 24.4배, 영업이익은 무려 210.1배나 증가하였다. 중국 정부는 헝다 사태 이후 부동산 개발업체에 대한 부실처리와 국유화를 가속시켜나갈 것이다. 부동산 개발업체는 본격적인 구조조정이 이제 시작점에 섰다. 교육산업 또한 공동부유의 중심에 서 있다. 중국의 교육산업은 2019년 기준, 3.1조 위안 규모로 추정되고 있는데 소황제 세대를 양육하는 중산층의 부담이 높은 입시관련 사교육 비중이 67.5%를 차지하고 있다(유아/K12/고등교육 비중이 각각 17.9%, 37.7%, 11.9%). 중국 정부의 의지는 사교육 비용 중에서 2조 위안에 달하는 입시관련 사교육 부담을 제거하겠다는 것이다.

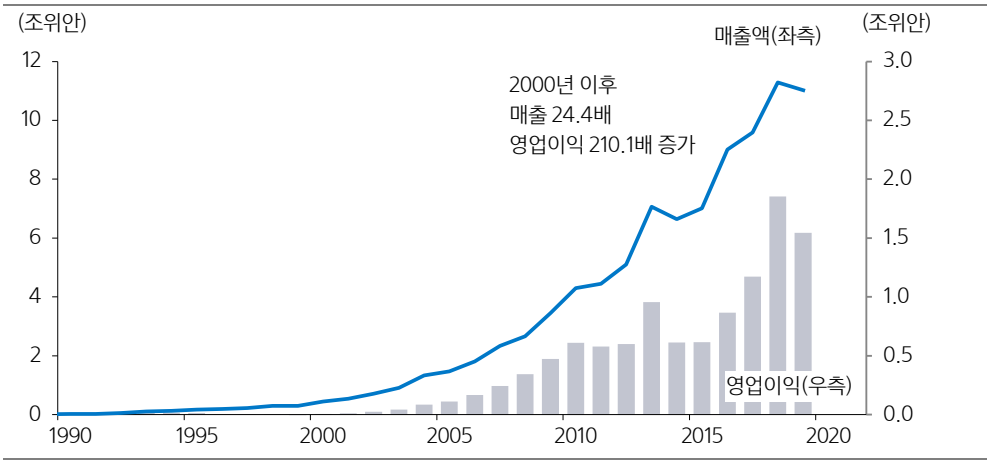
시진핑 주석은 부동산 개발업체의 구조조정과 교육 시스템 전환을 통해 공동부유의 사회적 지지를 확보하고(Populism) 소비시장의 확장을 주도하게 될 터인데 부동산/교육업체의 이익 축소가 불가피하고 구조조정에서 발생하는 크레딧 비용은 은행의 부담으로 작용하게 될 것이다. 은행업종의 경우 전통산업 구조조정까지 포함해서 대대적인 Clean-up 사이클이 예고되어 있다.

표. 중국 부동산/교육산업의 비중

구분 (조 위안)		2000년	2010년	2019년	CAGR (2000~2019년)	GDP 대비 비중
GDP		10.0	41.2	98.7	12.8%	-
상해증시	매출	6.0	17.5	52.7	12.1%	53.3%
	영업이익	0.5	2.2	5.6	13.1%	5.7%
부동산	매출	0.5	4.3	11.0	18.3%	11.1%
	영업이익	0.1	0.6	1.5	32.5%	1.5%
교육	매출	0.2	0.9	3.1	15.5%	3.1%

자료: Wind, Bloomberg

2000년 이후 중국 부동산개발업체 급성장



자료: WID

투자 아이디어 ② Long 친환경, 국산화, 신형인프라

공동 부유가 초래할 차별화 장세에서 친환경, 국산화, 차세대 인프라 관련 섹터에 대해서 비중확대 의견을 제시한다. 공동부유 패러다임은 혁신의 부재와 경쟁력 약화를 야기할 수 있다는 점에서 마오쩌둥의 실패사례가 제기되고 한다.

시진핑 주석은 마오쩌둥의 공부론에 대해서도 "국가 경쟁력 강화" 관점에서 명확한 차별화를 제시하고 있다. 산업정책의 중심에 민생과 함께 국가 경쟁력 강화 지원을 명시한 이유이다. 중국 정부의 지원정책은 친환경 패러다임과 혁신에 집중될 것으로 판단한다. 가장 주목되는 섹터는 전기차/2차전지 밸류체인, 국산화(IT 부품, 바이오시밀러), 차세대 통신인프라/인공지능 관련 섹터이다.

올해 정책 리스크에도 불구하고 전기차/2차전지 밸류체인은 압도적인 외형성장과 주가상승률을 기록한 바 있다. 중국 내수 자동차 판매 부진에도 불구하고 전기차 판매량은 지난해 172만 대에서 올해는 3백만 대를 돌파할 것으로 예고되고 있다. 내연자동차 시대가 마무리되면서 중국은 전기차/자율주행시장에서 강력한 리더십을 구축해나가고 있다. 2030년까지 중국의 자동차시장, 모바일 운송체계의 세대교체가 이어질 것이다.

국산화는 미중 분쟁으로 인해 첨단산업 패권경쟁의 핵심으로 부상되었다. 중국 정부는 반도체, IT부품과 바이오시밀러 등에서 강력한 부흥정책을 유지하게 될 터인데 Copy cat 시대가 종결되면서 제조 2025는 사실상 무력화되었다. 중국 정부는 광대한 내수시장을 발판으로 시장 대개방과 국산화를 통해 첨단산업의 경쟁력 확보에 나설 것으로 예상한다.

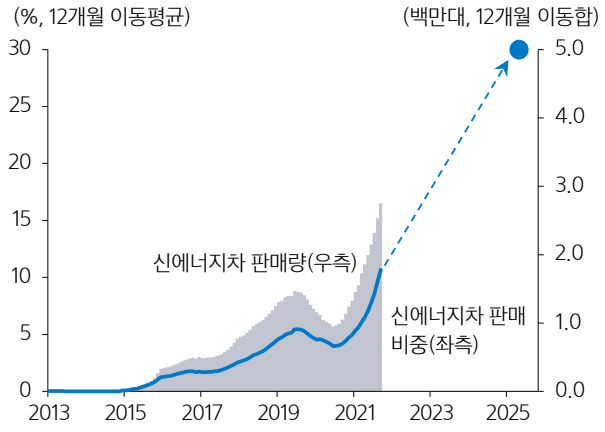
중국의 대대적인 투자 사이클은 마무리되었다. 중서부 남부의 지역인프라 확충이 남아있는 가운데 시진핑 지도부의 인프라투자는 ▲5G ▲특고압 송전설비 ▲고속철도 ▲전기차 충전시설 ▲데이터센터 ▲인공지능 ▲산업 인터넷망의 7대 '신형인프라'에 집중하고 있다. 전국토의 균형발전과 고도의 인프라 구축은 대동사회로 이동하기 위한 마지막 대형 프로젝트가 될 것이다.

시진핑 정책수혜 그룹

키워드	정책목표	핵심 밸류체인
'① 친환경	친환경 패러다임 전환	전기차/2차전지, 태양광/풍력, 원전
② 국산화	IT/바이오 신성장기업 육성	IT 부품/반도체, 바이오시밀러
③ 신형인프라	7대 신형인프라 구축	차세대 통신 인프라, 데이터센터, UHV, 인공지능, 고속철도

자료: 삼성증권 정리

전기차 판매 3백만 대 돌파 예상



자료: Wind, 삼성증권 추정

중국 7대 신형인프라 규모

프로젝트	예상 투자규모
5G 인프라	5년간 최대 3.5조 위안
데이터센터	2024년까지 1,000억 위안 초과
UHV	장기적으로 4,500~5,000억 위안 유지
고속철도	2020년 투자규모 6천억 위안 초과
전기차 충전소	2025년까지 700~1100억 위안
인공지능	2025년까지 2천억 위안 초과
산업 인터넷	2025년까지 6천억 위안 초과

자료: 언론보도 정리

투자 아이디어 ③ 중장기 플랫폼 & 여유소비재 보유

중장기적 관점에서 플랫폼과 여유소비재 섹터의 보유 의견을 제시한다. 중국 플랫폼은 시진핑 기업규제의 직격탄을 맞았다. 지난해 10월 마윈 사태를 기점으로 촉발된 정부 규제는 ① 반독점(불공정경쟁), ② 핀테크, ③ 개인정보 보안을 포괄하며 빅테크 산업 전반으로 확대되어왔다. 공동부유 패러다임에 입각해서 평가할 때 기초산업/교육/부동산과는 달리 민생의 이슈가 아니라 플랫폼/빅테크는 새로운 룰 세팅(법치)의 대상으로 판단한다.

플랫폼 기업에 대한 규제 리스크는 연내 정점을 통과할 것으로 판단하고 있다. 우리는 플랫폼 규제의 정점통과 시점을 새로운 룰의 확정과 대표기업에 대한 징벌확정으로 제시하여왔는데, 디지털 이코노미의 확장 구간에서 불공정경쟁과 개인정보 보안의 문제에 대한 반독점법 수정안은 지난해 1월 확정되었고 정책 로드맵이 완성하는 단계에 진입하고 있다. 알리바바에 이어 메이투안과 대표기업에 대한 징계가 확정되면서 주식시장도 주가의 바닥 타진이 이루어지고 있다.

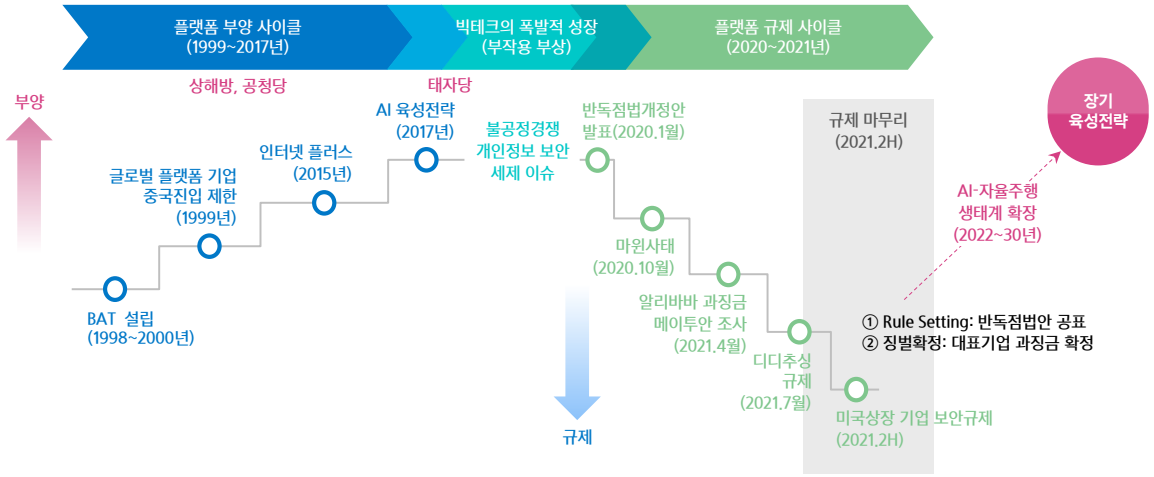
표 1. 정부 규제 비교

구분	① 플랫폼	② 부동산	③ 교육
주요정책	반독점, 핀테크, 개인정보 보안 (불공정 경쟁 및 정보보안)	부동산업체 구조조정(3Red line) 부동산세 도입, 거래세 인하	방과후학습, 영리활동 금지, 자본시장을 통한 자본확충 금지
대상업체	알리바바, 메이투안, 텐센트, 디디추싱 등	부동산 업체 전반	교육 업체 전반

자료: 삼성증권 정리

시진핑 주석은 불균형 축소와 부의 재분배 관점에서 민생과 중산층의 소비 여력 확대에 정책의 초점을 맞추고 있다는 점에서 중산층의 소비확대 수혜섹터인 여행/화장품/엔터테인먼트는 또 하나의 중장기 성장 스토리가 남아 있다. 중국 내수시장 규모는 지난해 말 기준 6조 달러에 달하는데 정부의 가처분소득 증가 전략과 공동 부유 정책의 효과로 중산층 소비여력 증가가 이어질 경우 2030년까지 내수시장 규모는 12조 달러를 돌파할 수 있다. 내수시장 성장과정에서 소비여력은 필수소비재에서 여유소비재로 빠르게 이동하고 있다.

플랫폼 정부정책 변화



자료: 삼성증권

표. 공동부유 투자 아이디어 Summary

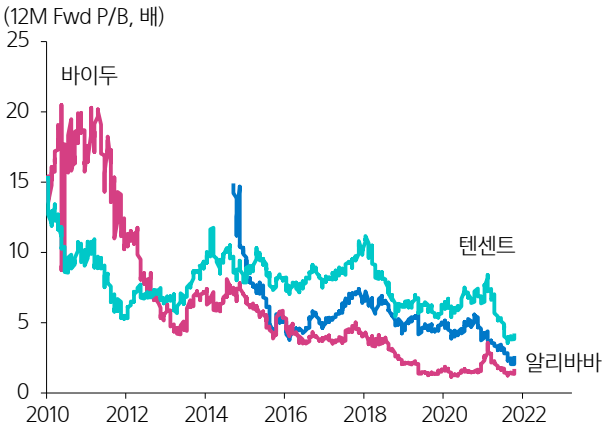
투자 아이디어	섹터	Key comment	주요기업
Short 기초산업	부동산	- 부동산개발이익 축소, 구조조정	만과, 보리부동산, 항대
	교육	- 사교육 영리활동 규제, 자본시장 규제	TAL, 신동방
	은행	- 전통산업 구조조정과 크레딧 비용 증가	공상은행, 건설은행
Long 국책산업	전기차/2차전지	- 중장기 전기차/자율주행시장 성장 가속	CATL, BYD, 은첩
	국산화	- 첨단산업 경쟁 심화, IT/바이오 국산화	커창판 ETF, 우시바이오
	차세대 인프라	- 7대 신형 인프라 투자 확대	국전남서, 항생전자, 중국핵전
중장기 보유 플랫폼/여유소비재	플랫폼	- 반독점법안 마무리단계, 대표기업 과징금 확정	알리바바, 텐센트, 메이투안
	여유 소비재	- 민간부문 여유소비 시장 성장 촉진	리닝, 해천미업, 오량액

자료: 삼성증권 정리

플랫폼 주가 추이

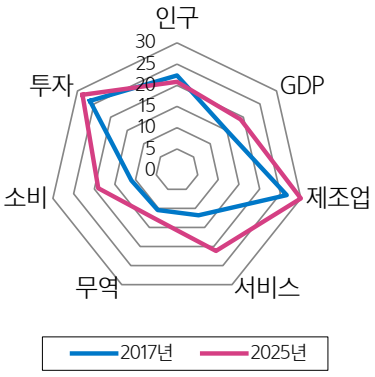
자료: Bloomberg

플랫폼 밸류에이션 역사적 저점에서 반등



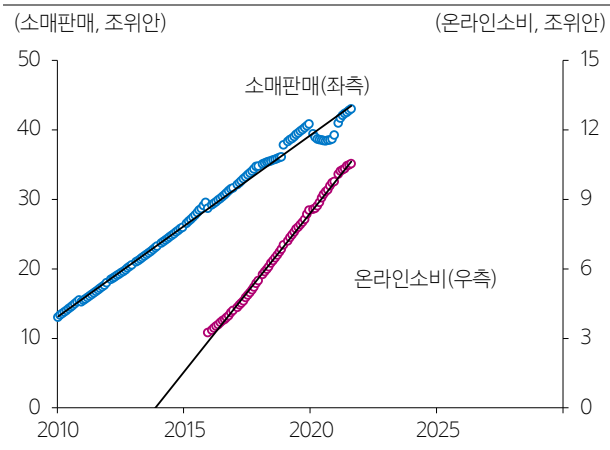
자료: REFINITIV

중국 소비중심의 성장전략: 전 세계에서 차지하는 비중 변화



자료: 세계은행, 삼성증권 추정

중국 내수소비시장 성장 추이



자료: CEIC

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI Interbrand Best Korea Brands 2020 MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM