

China  
Focus

2016. 8. 17

## 선강통시대 개막과 투자전략

## 자본시장 체질개선 기대 vs. 차별화 핵심

## China Research Team

## 전종규

Strategist

juhn21@samsung.com

02 2020 7054

## 이승훈

Economist

sh213.lee@samsung.com

02 2020 7836

## 변경록

Research Associate

kr.byeon@samsung.com

02 2020 7389

## 박수현

Research Associate

sh914.park@samsung.com

02 2020 7390

8/16일 중국 주식시장 마감 이후 중국 국무원과 증감회는 각각 홍콩-심천거래소간의 교차매매, 선강통 시행을 전격적으로 발표하였다. 2014년 하반기 후강통 이후 강력한 유동성 팽리를 경험하였던 국내외 투자자들은 중국 선강통 실시를 전후한 중국 증시의 흐름을 주목하게 될 것이다. 선강통 발표의 의미와 투자전략을 점검해보고자 한다.

## 선강통 진행경과: '12월, 선강통 시대 개막'

선강통 시대가 도래하게 되었다. 8/16일 주식시장 마감 이후 중국 국무원이 전격적으로 선강통 승인을 발표하였고 증감회와 홍콩 거래소는 기자회견을 통해 올해 12월 선강통 시대가 개막될 것으로 예고하였다. 중국 본토증시의 본격적인 개방을 의미하는 후강통 실시 이후 2년 만에 심천시장이 외국인 투자자에게 개방되는 것이다. 중국 주식시장은 2003년 7월 QFII, 2011년 7월 RQFII, 그리고 2014년 11월 후강통 이후 네 번째 주식시장 개방조치가 이루어지게 되었다.

## 선강통 효과: '주식시장 체질개선 vs. 차별화'

선강통 이슈는 금융시장에서 기다렸던 이벤트이다. 중국 자본시장은 (1) 투자자 구성, (2) 상장기업 재무제표 및 공시 투명성, (3) 관리감독체계 수준 면에서 취약한 평가를 받고 있다. 자본시장 외국인 개방 가속화는 과도한 개인투자자 중심에서 기관/외국인 으로의 매매주체가 일부 이양되고 상장기업의 회계 불투명성과 관리감독체계를 한 단계 끌어올리는 계기가 될 것으로 기대한다. 다만, 후강통을 통해 과도한 유동성팽리의 후폭풍을 이미 경험했던 투자자들은 2015년 2분기와 같은 유동성 버블 Dejavu를 재현하지는 않을 것으로 예상된다. 3~4분기 중국 증시에서 중요한 화두는 과잉 유동성 유입이 아닌 '차별화'가 될 것이다. 밸류에이션을 무시한 무분별한 개별투자는 위험하다.

## 증시 전망: '상대적 안정세 유지 예상'

3분기 중국 본토증시는 "상대적인 안정세"를 유지할 것으로 예상된다. 중국 정부의 자본시장 추가 개방 이슈가 구체화 되면서 우호적인 환경이 당분간 더 이어질 것으로 기대하는 것이다. 6월 Brexit 이후 중국 증시가 견조한 흐름을 나타냈던 이유는 크게 1) 글로벌 불확실성 완화(소프트 브렉시트 & Fed 긴축 리스크 완화), 2) 중국 경착륙 리스크 완화(무역/생산자물가지수 등 일부 실물지표 개선 및 위안화 안정화), 3) 자본시장 건전화 조치에 대한 기대가 나타났기 때문인데, 8/16일 국무원과 증감회의 발표로 인해 선강통 기대는 현실화 되었다. 올해 하반기 상해종합지수 기준 예상 밴드는 2,800p~3,400p로 다소 상향 조정한다. 상해증시는 자본시장 추가개방과 자본시장 건전화 조치가 현실화되면서 역사적 평균 밸류에이션 수준으로 수렴해 나갈 것으로 예상하는 것이다.

선강통 진행경과

12월 선강통 개막 예고

국무원, 증감회 선강통 발표

본격적인 선강통 시대가 도래하였다. 8/16일 주식시장 마감 이후 중국 국무원이 전격적으로 선강통 승인을 발표하였고 증감회와 홍콩 거래소는 기자회견을 통해 올해 12월 선강통 시대가 개막 될 것으로 예고하였다. 중국 본토증시의 본격적인 개방을 의미하는 후강통 실시 이후 2년 만에 심천시장이 외국인에게 개방되는 것이다. 선강통은 공식적으로 언급된 것이 2014년 8월이었으나 후강통 실시 이후 과도한 유동성 풀림현상과 정책당국의 미진한 증권감독 시스템으로 인해 예상 보다 늦게 출발점에 서게 되었다.

중국 본토증시 전면 개방

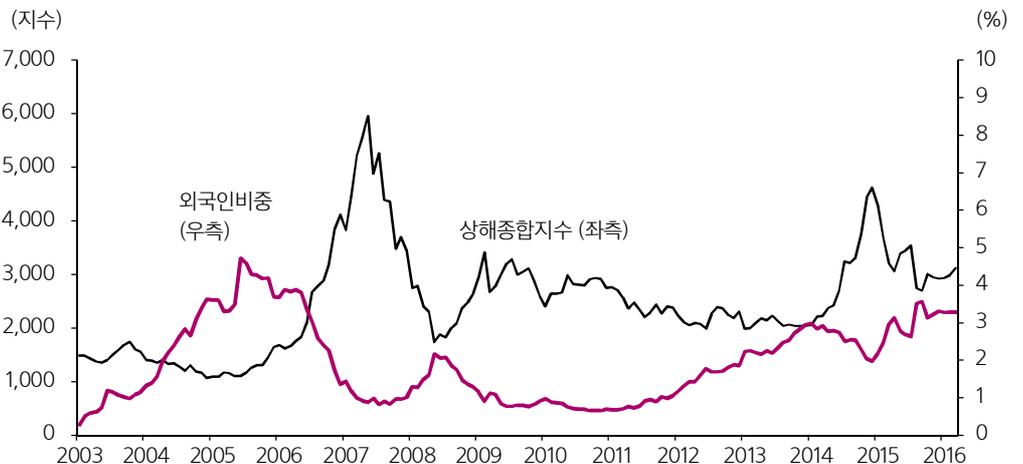
중국 주식시장은 2003년 7월 QFII, 2011년 7월 RQFII, 그리고 2014년 11월 후강통 이후 네 번째 주식시장 개방조치가 이루어지게 되었다. 증감회는 8/16일 기자회견을 통해서 시총 60억 위안이 상 종목에 대해서 총액 쿼터제한 없이 교차매매를 허용하는 선강통안을 발표하였다. 이번 선강통 실시로 중국 주식시장은 자본시장의 성숙도가 한 단계 더 도약하는 계기가 마련되었고 투자자에게는 심천증시가 상해증시와 신, 구경제와 대형, 중소형주로 차별화된 시장임을 감안할 때 이번 개방조치로 인해 후강통과는 또 다른 투자 기회를 제공받게 될 것으로 예상된다.

표 1. 중국 주식시장 개방 진행경과

	QFII	RQFII	후강통	선강통 (증감회 기자회견 기준)
도입시기	2003년 7월	2011년 7월	2014년 11월 17일	2016년 12월 예상
투자자	해외 적격 기관투자자	중국계 해외 기관투자자	해외 개인/기관 투자자	해외 개인/기관 투자자
투자한도	1,500억 달러	5,800억 위안	총액 쿼터 해제	총액쿼터 없음(일일 제한 130억)
투자대상	중국 본토 주식, 채권	중국 본토 주식, 채권	SSE 180, SSE 380, 상해-홍콩 동시상장 기업	심천성분지수 중 시총 60억 위안 이상, A-H 동시상장 18개 기업
통화	달러 base	위안화	위안화	위안화
투자규제	주식 50% 이상	규제 없음	롱숏 매매규제, T+2내 공휴일 매매규제 등	미정
자금회수	외환관리국 규제	규제 없음	규제 없음	규제 없음
세금	배당소득세 10%	배당소득세 10%	배당소득세 10%	후강통과 동일 예상

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

그림 1. 중국 주식시장 개방 vs. 상해종합지수 추이



자료: CEIC

심천거래소 개요

중국 신경제 대표 & 밸류에이션 프리미엄

심천증시는 '신경제' 를 대표하는 거래소

심천증권거래소는 1991년 6개의 상장사와 함께 출범하였다. 심천거래소는 메인보드, 중소기업(中小板, SME Board), 창업판(創業版, ChiNext)으로 구성되어 있다. 이는 메인보드로만 구성되어있는 상해거래소와의 가장 큰 차이점으로, 2005년 이후 심천거래소의 특화전략과 중국 정부의 1) 자본시장 다원화, 2) 중소기업의 직접금융시장 구축을 통한 중소기업시장 육성전략이 맞물리면서 확연하게 구분이 시작된 것이다. 특히, 창업판의 경우 메인보드, 중소기업보다도 상장요건을 크게 완화한 시장으로 성장잠재력이 큰 소형주들로 구성되어 인큐베이터 시장으로 불리우고 있다.

밸류에이션 프리미엄에 대한 평가가 필요

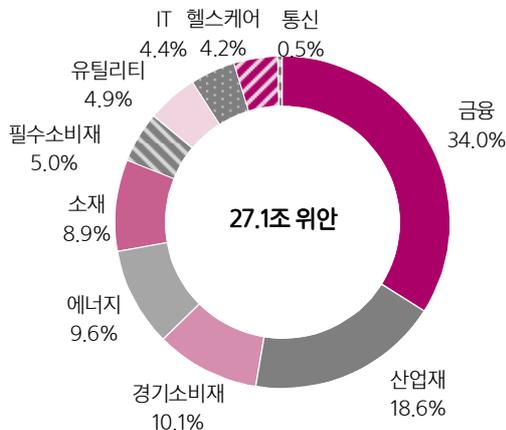
심천거래소는 신경제를 대표하는 기업들이 다수 상장되어 있는 만큼 시가총액 기준으로 신, 구경제가 비교적 고르게 분포되어 있다는 것이 강점이다. 상해거래소와 홍콩 H중시가 금융, 에너지, 산업재 업종과 같은 구경제 비중이 지나치게 높아 밸류에이션 디스카운트 요인으로 지적되고 있는 것과 대비된다. 심천시장의 밸류에이션은 상해시장 대비 2.1배 프리미엄으로 거래되고 있다. 창업판 출범 이전인 2009년 이전에는 상해와 심천지수의 밸류에이션은 비슷한 흐름을 보였으나, 창업판 출범 이후 중소기업 및 벤처 캐피탈들의 상장이 본격화되면서 두 지수의 밸류에이션 차별화가 지속적으로 나타나고 있는 것이다.

그림 2. 중국 상해종합지수 vs. 심천종합지수 12개월 Forward P/E 밸류에이션 추이



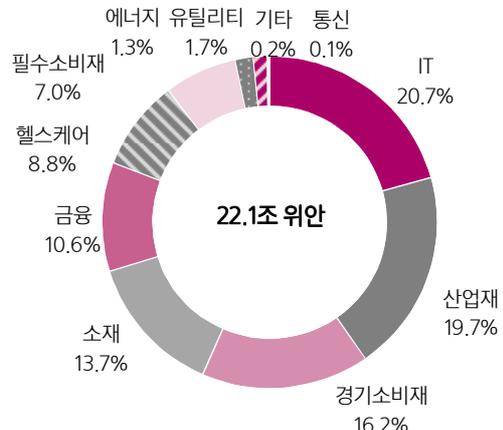
자료: Thomson Reuters

그림 3. 상해종합지수 업종별 비중



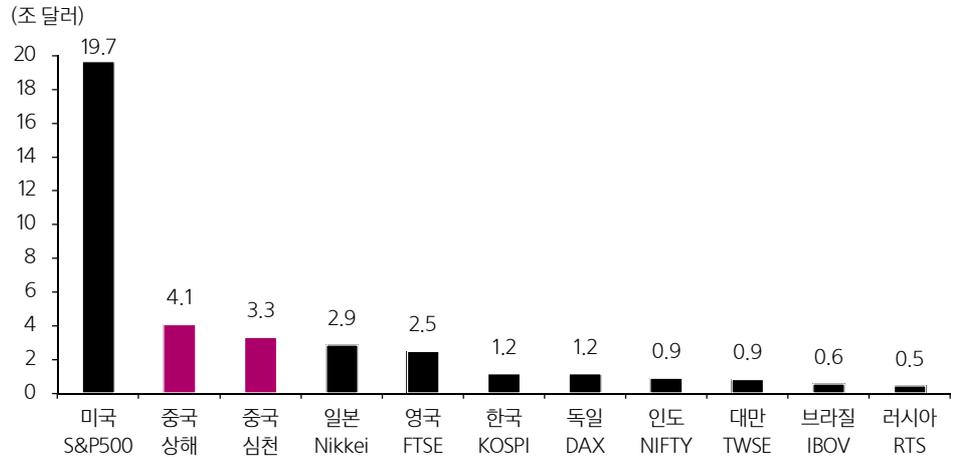
자료: Bloomberg

그림 4. 심천종합지수 업종별 비중



자료: Bloomberg

그림 5. 글로벌 증시 시가총액 비교



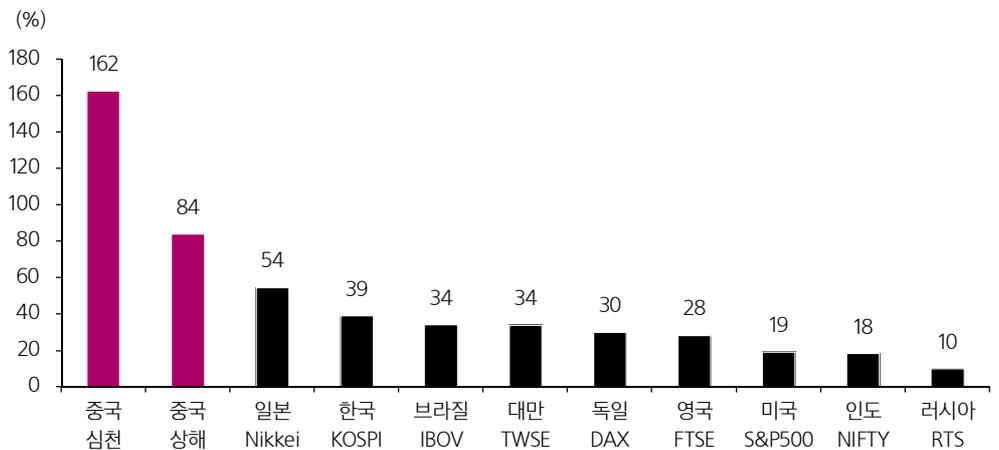
참고: 16년 8월 15일 종가기준  
 자료: Bloomberg

그림 6. 상해종합지수 vs. 심천종합지수 시가총액 추이



자료: Bloomberg

그림 7. 거래소별 회전율 비교



참고: 최근 1개월 평균 거래소별 회전율  
 자료: Bloomberg

선강통 효과

주식시장 체질 개선 vs. 차별화

중국 증시의 레벨업 과정

선강통 이슈는 금융시장에서 기다렸던 이벤트이다. 중국 자본시장은 (1) 투자자 구성, (2) 상장기업 재무재표 및 공시 투명성, (3) 관리감독체계 수준 면에서 취약한 평가를 받고 있다. 자본시장 외국인 개방 가속화는 과도한 개인투자자 중심에서 기관/외국인으로의 매매주체가 일부 이양되고 상장기업의 회계 불투명성과 관리감독체계를 한 단계 끌어올리는 계기가 될 것으로 기대하는 것이다. 중국 증시의 수급주체가 기관과 외국인으로 점진적으로 교체되는 것은 한국과 대만사례에서 확인하였듯이 자본시장 발전과정에서 중요한 우호지분을 확보하는 과정이다.

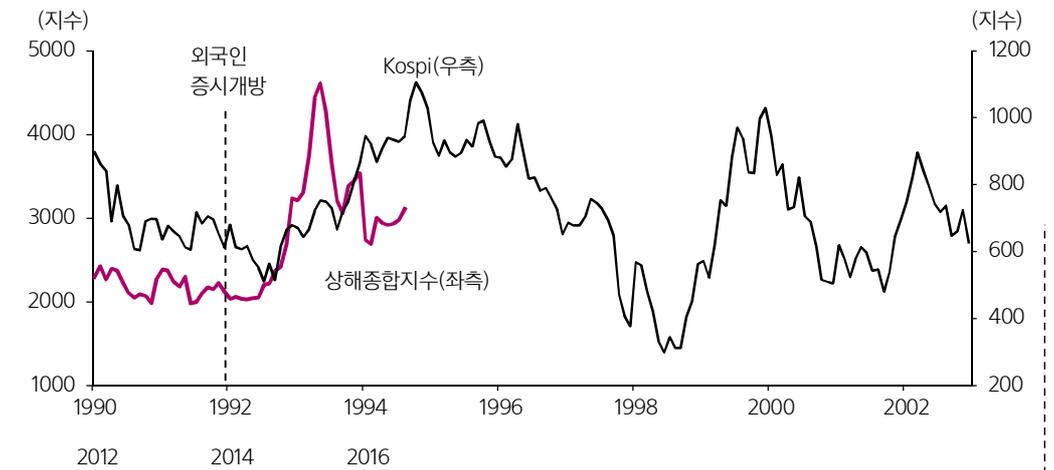
과잉 유동성 유입은 경계 대상

중국 금융시장은 올해 상반기부터 선강통 실시를 전후로 한 수급개선과 증시 안정화 기대가 존재하여 왔다. 다만, 단기적인 기대심리로 인해 심천증시와 상해증시로 유동성밸리로 연결되는 것은 또 하나의 리스크가 부상하는 것이다. 후강통을 통해 과도한 유동성밸리의 후폭풍을 이미 경험했던 투자자들은 2015년 2분기와 같은 유동성 버블 Dejavu를 재현하지는 않을 것으로 예상된다. 3~4분기 중국 증시에서 중요한 화두는 과잉 유동성 유입이 아닌 '차별화'가 될 것이다.

높은 밸류에이션 부담 감안, 성장주 옥석가리기가 중요

선강통을 통해 글로벌 투자자는 시가총액 3.3조 달러로 성장한 심천시장, 그리고 중국 신경제에 대한 직접 투자기회를 획득하였다. 심천시장은 전술한 바와 같이 민영기업·성장주·중소형주(창업판 포함) 중심으로 구성되어 있으며 중국 시진핑 지도부가 강조하고 있는 신창타이(新常态, New normal) 경제구조로의 구조재편을 주도하는 업종과 기업들이 다수 포진되어 있으나 '차별화'가 가장 중요하다. 중국 개인투자자들은 '성장'과 '테마'에 민감한 투자자가 다수를 차지하고 있다. 성장주에 대한 밸류에이션이 이미 높게 평가되어 있다는 점을 감안하여야 한다. 심천시장은 중장기 성장모멘텀이 강하게 유지되는 기업만이 높은 성장과 높은 수익률을 이어가는 차별화된 시장이며 성장주에 대한 옥석가리기가 가장 중요하다.

그림 8. 자본시장 개방기 비교: 상해증시 vs. Kосpi 추이



자료: Bloomberg, CEIC

증시 전망

상대적 안정세 지속 예상

자본시장 개방기대 현실화

3분기 중국 본토증시는 “상대적인 안정세”를 유지할 것으로 예상된다. 중국 정부의 자본시장 추가 개방 이슈가 구체화 되면서 우호적인 환경이 당분간 더 이어질 것으로 기대하는 것이다. 6월 Brexit 이후 중국 증시가 견조한 흐름을 나타냈던 이유는 크게 1) 글로벌 불확실성 완화(소프트 브렉시트 & Fed 긴축 리스크 완화), 2) 중국 경착륙 리스크 완화(무역/생산자물가지수 등 일부 실물지표 개선 및 위안화 안정화), 3) 자본시장 건전화 조치에 대한 기대가 나타났기 때문인데, 8/16일 국무원과 증감회의 발표로 인해 선강통 기대는 현실화 되었다.

하반기 상해증시 예상밴드:  
2,800~3,400p 상향조정

올해 하반기 상해종합지수 기준 예상 밴드는 2,800p~3,400p로 다소 상향 조정한다. 상해증시는 자본시장 추가개방이 현실화되면서 디스카운트 해소 과정이 더 연결될 것으로 예상하는 것이다. 8/16일 현재, 중국 증시의 12개월 Forward P/E 밸류에이션은 13.4배로 여전히 역사적 평균 14.1배 대비 디스카운트 영역에 머물러 있다.

하반기 정책모멘텀:  
자본시장 건전화

하반기 중국 증시가 주목하는 정책 기조의 키워드는 ‘자본시장 건전화’이다. 중국 증시흐름과 가장 상관관계가 높은 (1) 펀더멘탈, (2) 정부정책, (3) 유동성/밸류에이션, 이 세 가지 변수 중에서 펀더멘탈 요인이 ‘L’자형 완만한 경기둔화 흐름으로 상수화되면서 정부 정책 모멘텀에 따라 밸류에이션이 판가름나는 구도에서 상반기가 ‘경기부양’ 기대로 움직여 왔다면 하반기는 자본시장 건전화에 대한 기대가 증시 회복세를 견인하는 것이다.

3,4분기 중국 정부는 자본시장 선진화를 위한 단기, 중장기 로드맵을 예고하고 있다. 중국은 13.5 경제규획 기간 중에 성장전략의 전환과 Credit boom의 문제 해결을 위해 공급측 개혁을 강화하고, 자본시장 체질강화를 위해 올해 12월 선강통 실시와 더불어 4분기에는 지방양로보험의 증시 투입이 본격화 될 것이다. 중장기적 관점에서는 13.5 경제규획 기간 동안 중국 본토증시는 ‘(1) 개방, (2) 기관화, (3) 개인 금융자산의 Re-allocation’ 이라는 긍정적인 변화를 예상한다.

표 2. 하반기 중국 증시 변수 전망

구분	전망	
기회요인	공급측 개혁	- 철강, 석탄 등 공급과잉 국유기업 통폐합, 유휴설비 감축 강화 - 대형 국유기업 M&A, 공급과잉 의무감축 Action plan 가동
	자본시장 개방	- 12월 선강통 실시
	유동성	- 개인: 선강통 가시화로 투자심리 개선 - 기관: Risk-off 다소 완화, 지방양로보험 증시 투입(1,000억 위안 규모) - 외국인: 후강통, 선강통 신규자금 유입
	밸류에이션	- 밸류에이션 디스카운트 영역
중립	실적 모멘텀	- 경기민감주 중심 실적 회복세 - 대형 은행주 실적전망 하향조정세 완화
	경기둔화	- 성장전략 전환, 공급과잉 부문의 경기후퇴 진행 - 부동산 투자증가율, 민간부문 제조업 투자 둔화
리스크	위안화 약세	- 바스켓 통화와 연계된 점진적인 위안화 약세 - 급격한 자본유출 가능성은 제한적

자료: 삼성증권



삼성증권주식회사

04514 서울특별시 중구 세종대로 67 삼성본관빌딩 12층 리서치센터  
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungpop.com)

## 신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 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 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.