2023. 4. 26 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

中 양호한 경제지표와 체감 경기의 괴리

칼럼의 재해석

H&M과 쉬인을 따돌리는 자라

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

▲ 글로벌 투자전략-신흥국
Analyst 최설화
02. 6454-4883
xuehua.cui@meritz.co.kr

中 양호한 경제지표와 체감 경기의 괴리

- ✓ 중국 출장에서 확인한 중국 경제지표 서프라이즈와 체감 경기간의 온도차
- ✓ 중국 국민들의 소비심리 회복의 2가지 장애: 1) 가처분소득의 느린 증가 및 경기 회복 지속성에 대한 의구심, 2) 정책 우선순위 변화에 따른 단기 제한적 낙수효과
- ✓ 주식투자 아이디어: ① 중국증시 단기 변동성 확대, ② 명품 소비주, ③ 중장기 기술주

중국 경제지표 서프라이즈 vs. 체감 경기 온도차

중국 경제지표 서프라이즈에도 로컬 체감 경기는 미온적

지난주(4월 16일~21일) 중국 베이징과 상하이에 출장을 다녀왔다. 이번 출장 목적 중 하나는 리오프닝 이후의 중국 내수시장 회복 강도를 가늠하기 위해서였다. 특히 18일에 발표된 중국의 1분기 GDP와 소매판매가 예상치를 크게 상회하며 회복에 대한 기대감을 끌어올리기도 했다.

그러나 아쉽게도 회복 강도에 대한 중국 현지 지인들의 소비심리 개선과 체감 경기는 지표만큼 강하지 않았다. 미래 소득 증가에 대한 불안감이 지속되었기 때문이다.

바쁘지만, 수입 증가 여부 불투명, 금융권/공기업 연봉 삭감

A씨는 중국 에스테틱을 대상으로 한국 화장품을 유통하는 기업의 대표이다. 그는 올해에만 벌써 2번이나 한국을 방문했고, 조만간 한국에서 중국 고객을 위한 단체 연수 프로그램을 시행할 예정이다. 그는 리오프닝 이후 몸과 마음이 모두 바쁘다고 했다. 작년에는 락다운을 핑계로 고객 관리에 소홀했지만, 올해 더 이상 안 하면 고객을 잃을 수도 있겠다는 불안감에 열심히 일하는 중이라고 했다. 그러나 연초 경영 상황을 보면 아직 작년보다 더 높은 매출을 달성할 수 있을지 아직 판단하기 어렵다고 덧붙였다.

B씨는 베이징의 탑 증권사 애널리스트이다. 그는 '올해 국영 증권사 임직원들의 연봉이 평균 30~40% 삭감되었다'고 알려줬다. 공동부유 기조 속에서 금융권의 연봉이 과도하게 높다는 이유로 감독당국의 시정조치가 내려졌기 때문이다. 공무원들도 작년부터 연봉이 15~20% 감소한 것으로 파악되며 소득 감소로 본인도 예전보다 지출에 신중해졌다고 덧붙였다.

이동은 늘었으나 인당 지출액은 감소

한편 C씨는 모 국영기업 8년차 직장인이다. 노동절 연휴를 맞아 어디 여행 계획이 있냐고 물었더니, 요즘 중국에서 핫 플레이스인 산둥성 즈붜(淄博) 라고 답했다. 즈붜시는 베이징에서 고속철도로 약 2시간 20분 거리에 있는 3선 도시로 인당 GDP는 1만 달러이다. 꼬치 음식이 유명한데 리오프닝 후 인기가 급상승하면서 인산인해를 이루고 있다. '굳이 거기까지 가서 꼬치를 먹어야 하냐?'는 나의 질문에 A씨는 '돈은 없고 여행은 하고 싶은데 이 도시가 2가지를 모두 만족할 수 있다'는 것이다. 간접적인 소비의 다운그레이드이기도 하다.

올해 1분기 중국 하이난의 면세 매출도 비슷하다. 방문자수는 224만명으로 전년동기대비 27% 늘었고, 매출액도 방문자수 증가에 전년동기대비 15% 증가했다. 그러나 인당 매출액은 7,545위안으로 전년동기대비 오히려 10%, 전분기대비 16% 감소했다(그림3, 4).

물론 이들이 전체 중국을 대표할 수는 없다. 그러나 리오프닝에도 중국증시의 상대적 부진과 소비재주 약세는 로컬 심리의 취약함을 방증해주고 있다.

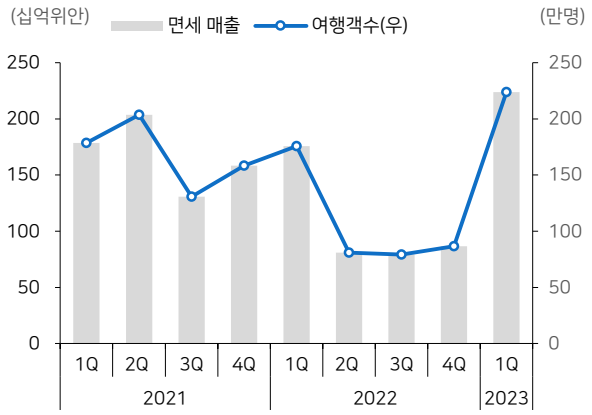
그림1 중국 산둥성 즈붜시의 유명 요리 – 꼬치

자료: Baidu

그림2 5월 노동절 국내 여행 핫플레이스: 즈붜시

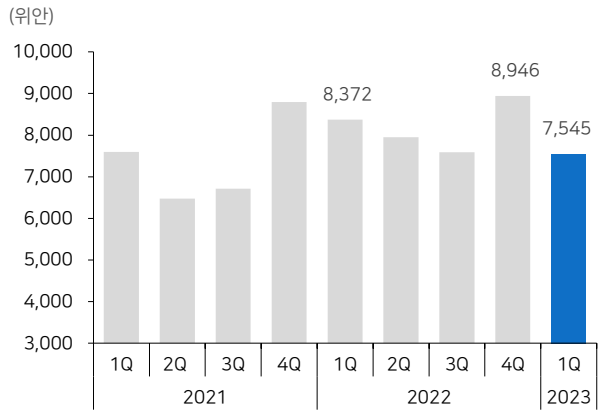
자료: Baidu

그림3 올해 1분기 하이난 면세매출 및 여행객수 모두 증가



자료: 하이커우 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림4 단, 인당 면세 지출액은 감소: -10% YoY, -16% QoQ



자료: 하이커우 해관, 메리츠증권 리서치센터

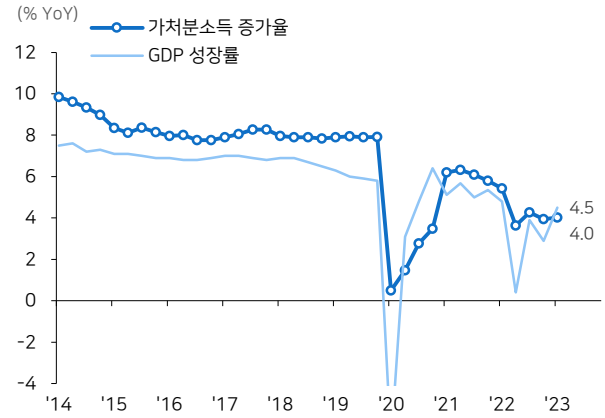
로컬 심리 회복이 느린 2가지 이유

1) 가처분소득의 느린 회복과 경기 회복 지속성에 대한 의구심

첫째, 가처분소득의 회복이 느리다. 올해 1분기 중국의 GDP 성장률이 4.5%를 기록했지만 가처분소득은 전년동기대비 4.0% 증가에 그쳤다(그림 5). 통상 가처분소득이 GDP 성장률을 상회했던 것과 대조적이며 청년 실업률의 사상 신고치도 가계의 소비 심리 회복을 지연시키는 직접적 원인이 되겠다.

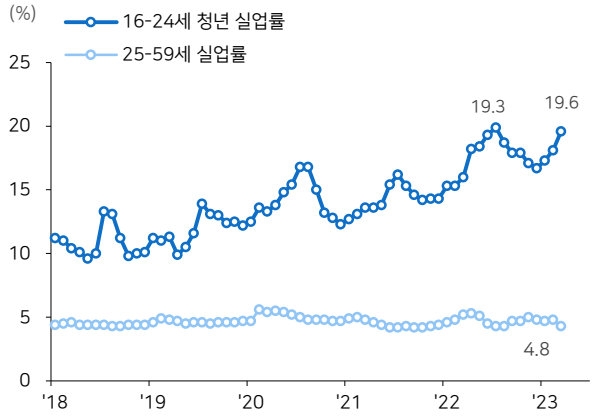
여기에 향후 경기의 지속적인 회복에도 여전히 의구심이 크다. 1분기 꾸준한 통화공급에도 소비자물가(CPI)는 전년동기대비 0.7%로 매우 낮았다. 3월 8개 주요도시의 기존주택 거래면적도 전년동기대비 71% 증가하며 '17년 이후의 최고치를 기록할 정도로 호황이었으나, 이런 높은 증가세가 지속 가능할지가 미지수라는 것이 현지 반응이다(그림 8). 또한 설령 이런 호황이 유지되더라도 주택가격이 빠르게 오르면 결국 정책당국이 다시 규제 모드로 전환하지 않을까 하는 우려도 컸다. 리오프닝과 작년 기저효과로 경제지표가 양호할지 몰라도 가계의 가처분소득 증가 기대까지는 이어지지 않는 분위기이다.

그림5 1Q23 중국 가처분소득 증가율: GDP 성장률 하회



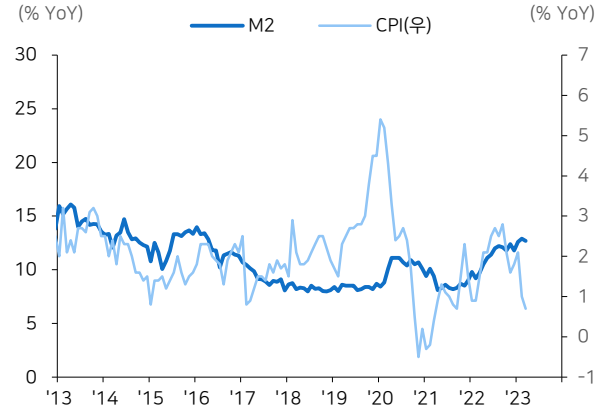
주: 21년은 2년 연평균 성장률 기준. 자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 전체 실업률 하락, 단 청년 실업률은 상승



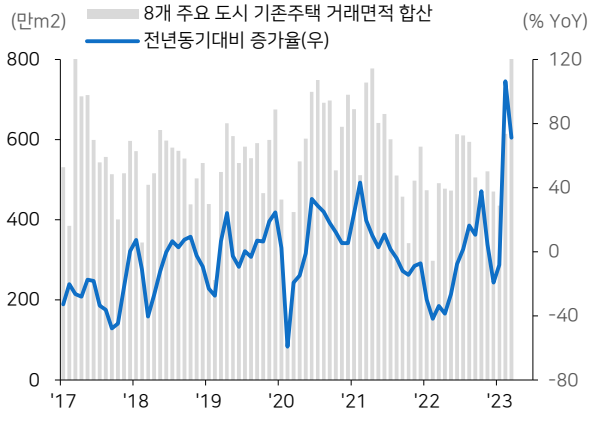
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 통화량(M2) 공급 증가 vs. 소비자물가 하락



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 전국 2주택 거래면적: 2017년 이후 최고치



자료: 각 지역 부동산등록관리국, 메리츠증권 리서치센터

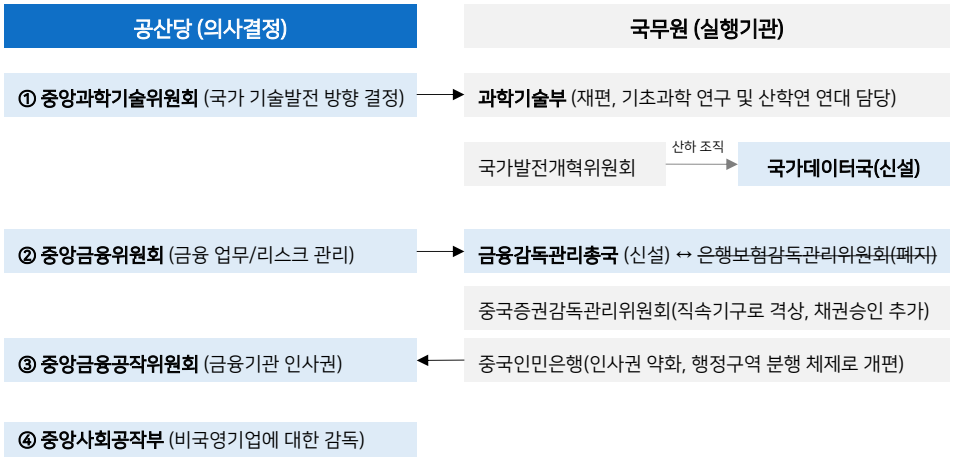
2) 정책의 낙수효과 제한적

둘째, 정책당국의 정책 우선 순위가 경기부양보다 산업정책에 더 집중되면서 과거보다 가계에 대한 단기 직접적인 낙수효과가 줄었다.

2008년 금융위기 이후 중국의 정책 우선 순위는 경기부양이었다. 즉 경기가 부진할 때마다 정책당국은 통화완화(금리 및 지준율 인하), 부동산 부양 등 강도 높은 매크로 정책을 시행해왔다. 결과적으로 경기가 다시 살아나며 기업의 실적 개선은 물론, 자산 가격 상승에 부의 효과가 나타나면서 가계의 소비 증가로의 선순환 사이클이 이루어졌다.

그러나 2018년 미중 갈등이 본격화되었고, 시진핑 3기 지도부의 정책 패러다임에서는 공급망 안전, 국가 안보가 경제 성장만큼 중요해졌다. 이에 따라 이번 양회에서도 시장 예상을 하회하는 5%의 보수적인 성장률 목표를 제시하는 대신, 1998년 이래 최대 규모의 공산당 및 국무원 조직 개편을 통해 중앙과학기술위원회, 과학기술부 및 국가데이터 관리국을 신설했다. 게다가 디지털 차이나, 공급망 안전을 구축하기 위한 과정에서 국영기업의 역할이 더욱 강조되고 있어, 국민들에게 떨어지는 낙수효과 기대도 약해졌다.

그림9 **중국 공산당 및 국무원 조직개편**



자료: 국무원, 메리츠증권 리서치센터

주식시장에 주는 시사점

주식시장에 주는 시사점

1) 당분간 중국시장 눈높이 낮추기

첫째, 당분간 중국 주식시장에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있겠다. 2분기 정책 방향을 결정하는 정치국회의에서 1분기의 양호한 경제지표에 근거하여 경기부양 강도를 낮추고 산업정책 및 구조개혁에 집중할 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 이는 물론 중국 경기가 여전히 완만한 회복 추세에 있어 이로 인한 증시의 하방 리스크가 크지는 않겠지만, 정책 기조의 변화는 로컬의 투자심리 회복을 지연시키는 요인으로 상승폭을 제한할 수 있다.

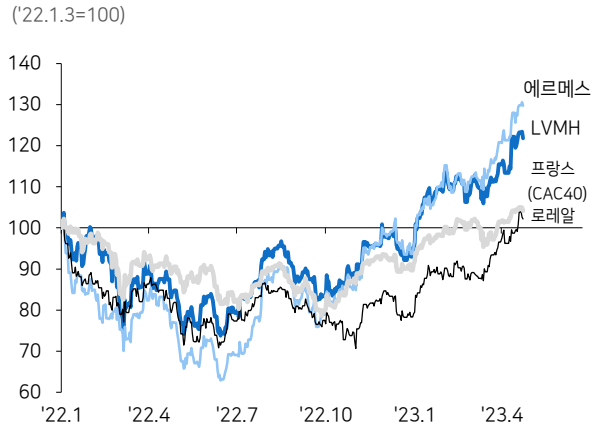
2) 명품 소비재 강세 지속 예상

둘째, 소비재에 대한 선별적인 접근이다. 리오프닝 이후 서비스 소비는 빠르게 회복되고 있지만 상당 부분 주가가 선반영 되었다. 한편 재화소비의 회복은 여전히 느리고 차별화가 심하지만 이 중 여전히 명품 소비재 시장은 추가 회복이 가능해 보였다. 작년 9월 락다운 기간에도 명품 소비가 일반 소비재에 비해 양호했었는데, 이번 탐방에서는 더욱 강력한 수요 회복을 확인할 수 있었기 때문이다. 마침 명품 소비재 기업들도 리오프닝에 맞춰 중국 본토에 더 많은 매장 설립과 풍부한 제품 라인업을 선보이면서 매출 성장을 견인 중이다. 유럽 증시에서 이미 많은 명품 소매기업 주가가 연초대비 30% 이상 상승했다. 그러나 중국 소비 양극화 지속과 향후 해외여행 증가에 따른 명품 소비 증가가 기대된다는 점에서 주가의 추가 상승이 기대된다.

그림10 베이징 SKP 명품 백화점 내 루이비통 매장 대기줄

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 리오프닝 수혜인 유럽증시의 명품 소매기업들



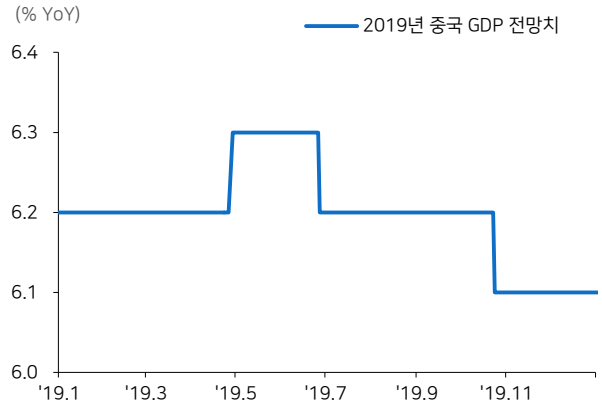
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

3) 연간 중국증시 TMT 섹터의 상대적 강세 예상

셋째, 올해 연간으로 중국 본토증시에서 통신, 테크, 미디어 중심의 TMT 섹터의 상대적 강세 랠리가 지속될 가능성이 높다는 판단이다. 가계의 가처분소득이 예상보다 빠르게 늘어나지 않는다면 실제 소비의 회복은 완만한 반면, 새로운 지도부의 제조업 고도화, 디지털 차이나의 전략적 추진 등 구조적인 전환이 더 빠르게 일어날 가능성이 높기 때문이다. 특히 미국의 대중국 기술 제재가 강화될수록 지원 강도는 더욱 커질 전망이다. 이는 흡사 2019년의 움직임과 비슷하다. 그때에도 연간 경제성장률은 상고-하저의 흐름인 가운데 2차전지와 IT H/W 중심의 차스닥 지수가 강했다.

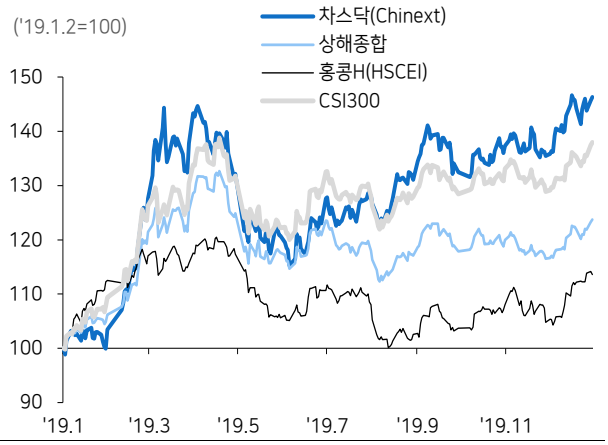
단기적으로 TMT 섹터는 3월부터의 빠른 주가 상승과 미국의 기술투자 제재 가능성에 변동성이 확대되겠지만, 오히려 이번 기회를 저가매수의 기회로 활용할 필요가 있겠다. 지수 기준으로는 과창50(Star50), 산업으로는 통신, 미디어(게임)를 선호한다.

그림12 2019년 중국 GDP 성장률 전망치, 하반기 하향 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 '19년 중국증시: 하반기에 차스닥 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

하누리 수석연구원

H&M 과 쉬인을 따돌리는 자라 (The Wall Street Journal)

브랜드 '자라'로 유명한 스페인의 인디텍스는 2022년 매출 기준 패스트 패션 업계 1위 기업이다. 인디텍스의 1월 말 결산 작년 매출은 전년 대비 18% 증가한 326억유로다. 당기순이익 또한 27% 늘어난 41억 유로로 발표됐다.

패스트 패션 4대 업체였던 인디텍스, H&M, 일본의 패스트리테일링, 미국 갭 그리고 고속 성장중인 중국 쉬인의 지난해 실적을 비교해보면 인디텍스 342억달러, 쉬인 227억 달러, H&M 224억 달러, 패스트리테일링 190억달러, 갭 156억달러 순이다..

또한 급속도로 따라오던 경쟁사 중국 온라인 패션 쉬인이 여러 장애물들에 마주하고 있다. 오프라인 매장의 강점을 지닌 자라와 반대로 쉬인은 온라인에서 높은 GMV 성장률과 방문자 수를 기록 중이다. 하지만 타겟 소비자 층이 유사한 또 다른 중국 이커머스 기업 '테무'가 쉬인의 발목을 잡고 있다. 패스트 패션 산업 경쟁자들의 시장 경쟁이 심화되고 가치 소비 트렌드가 올라오는 현재, 비즈니스 전략의 선택이 중요한 시기로 보여진다.

패스트 패션 1위 '자라'

2022년 패스트 패션 1위 자라

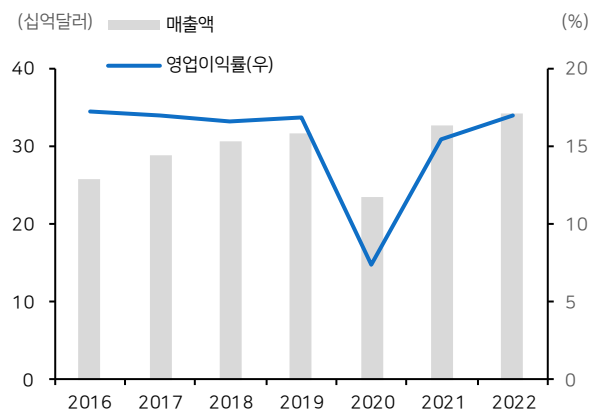
브랜드 ' 자라' 로 유명한 스페인의 인디텍스는 2022년 매출 기준 패스트 패션 업계 1위 기업이다. 인디텍스의 1월 말 결산 작년 매출은 전년 대비 18% 증가한 326억유로다. 당기순이익 또한 27% 늘어난 41억 유로로 발표됐다.

패스트 패션 4대 업체였던 인디텍스, H&M, 일본의 패스트리테일링, 미국 갭 그리고 고속 성장중인 중국 쉬인의 지난해 실적을 비교해보면 인디텍스 342억달러, 쉬인 227억 달러, H&M 224억 달러, 패스트리테일링 190억달러, 갭 156억달러 순이다.

H&M을 따돌리는 자라

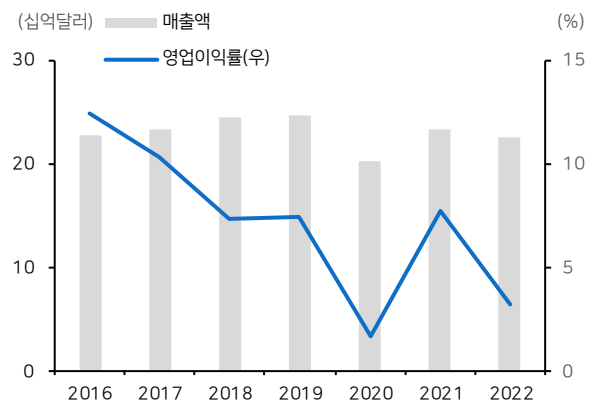
인디텍스의 실적에서 주목할 점은 과거 매출액과 영업이익률 측면에서 차이가 크지 않던 H&M과 성장 차이가 벌어졌다는 것이다. 시장의 평가를 종합해보면 품질 향상으로 자라의 제품이 경쟁사 대비 고급스럽다는 소비자들의 인식으로 비용 인플레이션의 상황에서 가격 인상 여력을 더 확보할 수 있었기 때문으로 보인다.

그림1 INDITEX 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 H&M 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

비즈니스 모델

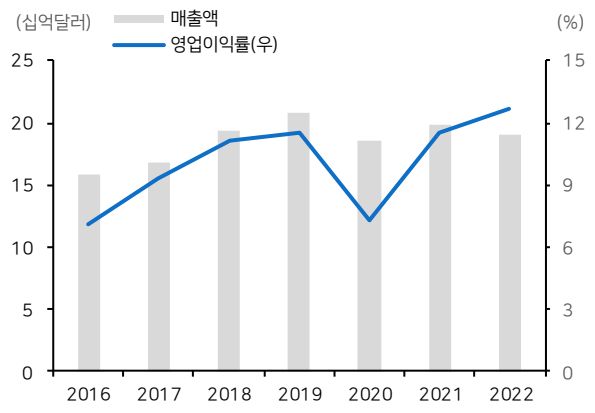
매장 감소에도 증가한 매출

괄목할만한 사실은 인디텍스의 매출 326억유로는 팬데믹 이전 2019년 대비 25% 증가한 수치다. 작년 러시아-우크라이나 전쟁으로 러시아와 우크라이나 내 500개 이상의 매장이 문을 닫았고 팬데믹으로 중국 상당수 매장이 폐점했음에도 이뤄낸 성과이기 때문이다. 매장을 줄이고도, 전체 매출이 오히려 증가한 것이다.

낮은 아시아 의존도 및 소량 적기 생산

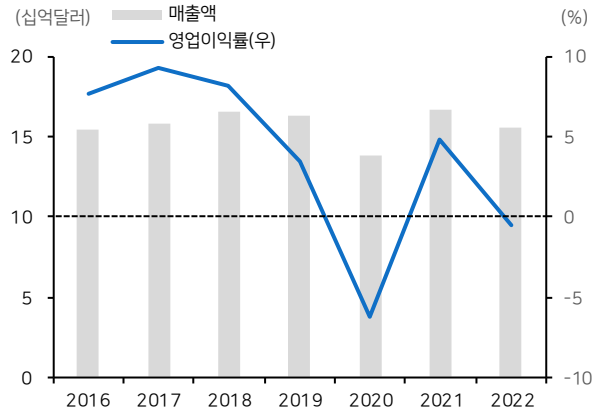
인디텍스가 경영환경 악화에도 불구하고 경쟁사들을 격차를 벌릴 수 있었던 요인에 대해 당사는 비즈니스 모델의 우수성을 꼽는다. H&M이 아시아 생산 의존도가 높은 것과 달리 자라는 인근 포르투갈, 모로코, 튀르키예 등 핵심 유럽 시장에 가까운 지역에서 의류를 생산하므로 유통 시간을 단축시킬 수 있었다. 또한 소량 적기 생산으로 과잉 재고를 예방하고 정상가 판매를 유지할 수 있었다. 중국 온라인 패션 쉬인의 등장으로 자라와 H&M이 패스트 패션 시장 점유율을 일부 빼앗기겠지만 자라와의 고객층 교집합이 크지는 않은 것으로 보인다.

그림3 Fast Retailing 매출액 및 영업이익률



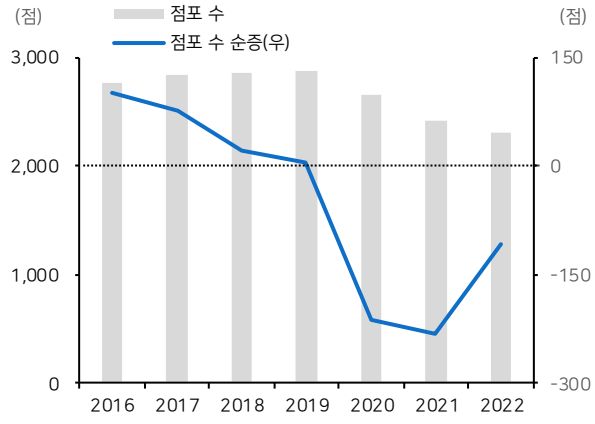
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GAP 매출액 및 영업이익률



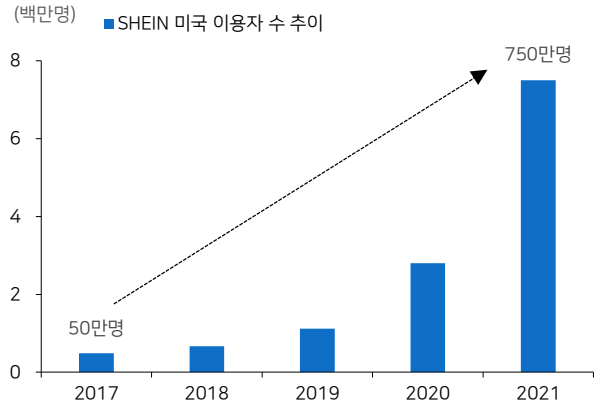
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 자라 점포 수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SHEIN 미국 이용자 수 추이



자료: Airnow, Daxue Consulting, AppMagic, 메리츠증권 리서치센터

발목 잡히는 쉬인

쉬인을 위협하는 테무의 등장

또한 급속도로 따라오던 경쟁사 중국 온라인 패션 쉬인이 여러 장애물들에 마주하고 있다. 오프라인 매장의 강점을 지닌 자라와 반대로 쉬인은 온라인에서 높은 GMV 성장률과 방문자 수를 기록 중이다. 하지만 타겟 소비자 층이 유사한 또 다른 중국 이커머스 기업 '테무'가 쉬인의 발목을 잡고 있다.

미국 내 중국 업체 간의 경쟁

테무는 중국 이커머스 3위 업체 핀뚜어뚜어의 온라인 플랫폼으로 지난 9월 미국 시장에 진출하자마자 3개월간 웹 사이트 방문자 수 4,450만 건을 돌파하며 공격적인 마케팅을 펼치고 있다. 최근 쉬인이 같은 중국 기업인 테무를 미국 법원에 영업권 침해로 고소한 것을 보면 쉬인 또한 테무의 존재감을 의식할 수 밖에 없는 듯하다.

또한, 쉬인의 불공정 비즈니스 관행 폭로를 목적으로 하는 '셧다운 쉬인 (Shut down SHein)' 캠페인 단체가 등장했다. 공급망 노동력을 착취하고 미국에서 수입을 금지하고 있는 중국 신장 위구르 면화를 사용하고 있다는 것이 주된 논지이다. 패스트 패션 산업 경쟁자들의 시장 경쟁이 심화되고 가치 소비 트렌드가 올라오는 현재, 비즈니스 전략의 선택이 중요한 시기로 보여진다.

원문: *Zara Extends Lead Over H&M, Faces Down Threat From Shein (Wall Street Journal)*