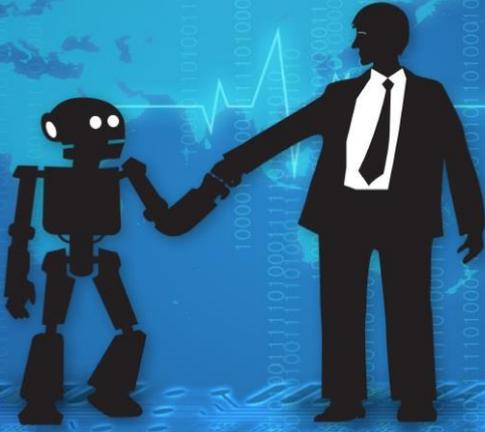


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2017. 5. 10 (수)

MERITZ Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

코스톨라니의 눈으로 본 KOSPI

오늘의 차트

Risk 지표 점검: Risk-on 심리 지속 전망

칼럼의 재해석

중국, 일대일로 전략으로 전세계를 아우르다

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시정조정 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 투자전략팀) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ **주식시황**
Analyst **정다이**
02. 6098-6692
daijeong@meritz.co.kr

코스톨라니의 눈으로 본 KOSPI

- ✓ KOSPI 역대 최고치 갱신. 큰 조정 없이 1개월 누적 수익률 6.5% 기록중
- ✓ 1분기 발표기업 실적 어닝프라이즈 비율 55%에 달해. KOSPI 이익전망치 추가 상향 기대
- ✓ 견조한 간접투자 수요 및 증시대기자금 고려할 때 거래대금 증가 가능성 높다는 점 긍정적

KOSPI 빠른 속도로 상승

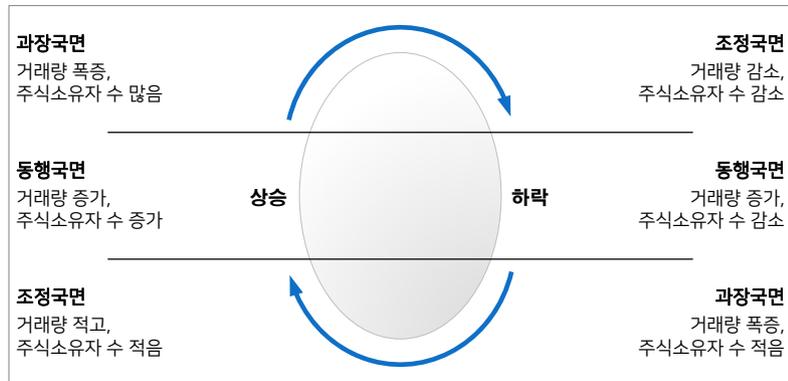
8일 KOSPI 지수는 역대 최고치를 갱신했다. 프랑스 대선일 이후 5.9% 상승한 2,292.8pt를 기록 중이다. 큰 조정이 없는 상황에서 한달 누적 수익률이 5%를 상회한 것은 2010년 말 이후로 최초이기 때문에 단기 차익 실현의 욕구가 생기기도 한다. 그러나 지금은 한동안 듣지 못했던 '역대 최고'의 수익어가 붙는 시장이다. 단기적으로 대응하기 보다는 보다 장기적인 관점에서 시장 국면을 판단하고 대응할 필요가 있다.

코스톨라니의 달걀 시황을 결정짓는 두 개의 축

1. 거래량
2. 주식소유자

앙드레 코스톨라니는 주식 시장의 시황을 6단계로 나누어 투자에 활용하곤 했다. 시장의 장기 변동을 크게 강세장과 약세장으로 구분한 후 조정국면, 동행국면, 과장국면의 세단계로 나누어 상승 및 하락 사이클을 분석했다. 이 방법론의 핵심은 식시장에서 주가는 매수자와 매도자의 거래에 따라 결정이 되며, 현재 주식을 소유하고 있는 사람의 특성과 거래량을 통해서 향후 방향성을 진단할 수 있다는 점이다.

그림1 코스톨라니의 달걀



자료: <돈, 뜨겁게 사랑하고 차갑게 다루어라, 앙드레코스톨라니, 미래의창>, 메리츠증권 리서치센터

코스톨라니의 달걀 이론에서 설명하는 여섯가지 단계

주가의 변화는 여섯 단계를 거쳐 이뤄진다. 첫번째 단계는 상승장의 조정국면이다. 경기 전망이나 주식 시장 상황이 안 좋은 상황에서 전반적인 거래량은 침체되고 소신과 투자자만이 '덤핑 가격'에 주식을 매수한다. 소신과 투자자의 참여로 주가는 저점에서 현실적인 수준까지 상승하고 비관론은 완화된다. 새로운 투자자가 주식시장에 참여하고 거래량 증가와 주가 상승이 동시에 일어나는 동행 국면으로 발전한다. 시장의 낙관론이 확대되고 거래량이 증가한다. 주식시장의 분위기는 고조되고 주가의 상승을 좇는 부화뇌동과 투자자가 시장에 참여하기 시작하고 세번째 단계인 과장 국면으로 진입하게 된다. 내가 산 주식을 다른 사람들이 더 높게 사리라는 확신과 낙관이 만연하고 주가는 상승세를 이어간다. 이 때 풍부한 유동성 환경이 전제된다면 이런 과장 국면이 지속되곤 한다. 신용을 활용한 투자가 늘어나기 때문이다.

주가가 최고점을 기록한 후 조정 받는 네 번째 국면, 하락장의 조정국면에 진입하면 거래량이 감소하게 된다. 매수자와 매도자의 가격 기대가 달라 거래가 활발히 이뤄지지 않는 것이다. 주가 하락이 지속되면 시장의 비관론이 확대되고 이 때 주식 매도가 확대된다. 거래량과 주가 하락이 동반하는 동행국면으로 진입한다. 이 때 신용을 사용했던 부화뇌동과 투자자의 투매가 발생하곤 하는데 주가 하락을 가속화 시키는 요인이 되기도 한다. 주가가 더 하락하기 전 주식을 매도하려는 투자자들이 늘어나며 거래량은 급증하고 주식 소유자가 급감하는 과장국면에 진입하며 주식시장의 상승, 하강 운동은 일단락되게 된다.

코스톨라니의 눈으로 본 한국시장 상승단계 → 동행단계로 발전

코스톨라니의 달걀 이론을 한국 시장에 적용해 보면 현재 KOSPI는 상승장의 동행국면으로 볼 수 있다. 주가 상승이 시장의 낙관론을 확산시켰고, 거래대금 증가로 이어지고 있기 때문이다. KOSPI 20일 평균 거래대금은 5/9일 4.7조원까지 증가했다. 동행단계에서 주가 상승을 뒷받침하는 것은 두 가지다. 시장의 낙관론을 뒷받침할 수 있는 이익전망치 개선이 이어져야 하고 투자자들의 거래가 활발히 일어나야 한다.

그림2 KOSPI 연도별 일평균 거래대금과 지수 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림3 KOSPI 20일 평균 거래대금과 지수 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

KOSPI 이익 전망치는 상향 조정될 수 있을까?

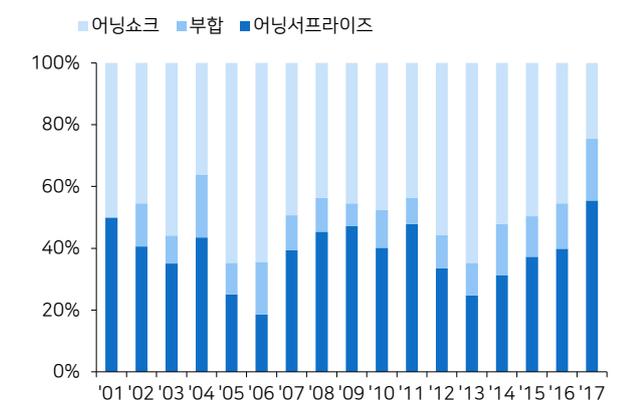
1분기 실적발표 결과
중간 집계

5/7일 기준으로 전체 KOSPI 시가총액의 71.3%에 달하는 159개 종목의 실적이 발표됐다. 이중 시장 컨센서스와 비교 가능한 종목 110개 중 55.5%가 어닝 서프라이즈(영업이익 전망치 5% 상회), 24.5%가 어닝 쇼크를 기록했다. 2001년 이후 평균적으로 1분기 실적발표 기업 중 38.5%가 어닝서프라이즈, 49.3%가 어닝쇼크를 기록했다는 사실을 감안할 때 기업 이익 전망치는 추가적으로 상향 조정될 수 있다.

표1 KOSPI 1분기 실적 발표 결과 중간집계

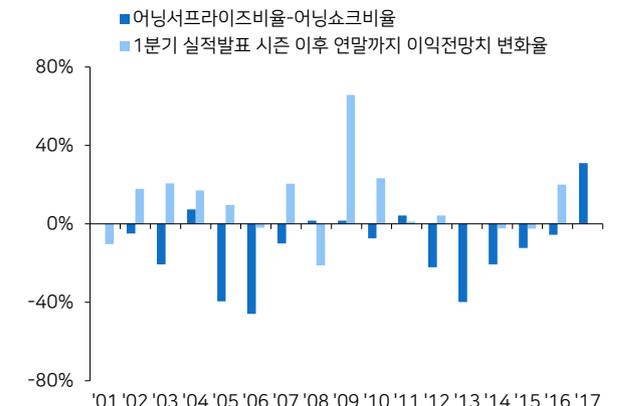
(십억원,%)	1분기			컨센서스%			QoQ%			YoY%		
	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익
반도체	56,914.4	12,376.4	9,393.2	2.5	5.9	7.3	-3.1	15.0	9.9	6.4	70.8	64.4
자동차	51,498.5	2,649.1	3,052.5	2.8	-2.4	9.0	-5.4	1.2	30.7	2.4	-15.0	-18.1
소프트웨어	3,278.4	448.0	302.9	5.7	-0.4	-5.1	-6.8	-4.1	-0.3	20.3	15.1	1.2
상사,자본재	17,298.8	501.8	441.5	4.1	14.7	25.3	-9.3	5.5	5.6	11.1	흑전	흑전
철강	20,382.6	1,759.6	1,212.0	7.3	41.2	48.6	0.3	97.3	304.4	21.3	82.4	122.5
화학	17,499.5	2,161.6	1,544.4	1.3	1.4	0.1	11.5	36.4	86.0	28.9	51.8	29.7
통신서비스	12,728.1	1,030.3	922.4	0.0	0.3	5.4	-5.7	44.6	33.6	2.2	7.6	6.3
화장품,의류,완구	5,682.6	1,078.5	575.7	-1.6	-3.1	-13.6	13.5	109.6	124.9	4.7	-3.4	-11.4
에너지	16,587.2	1,328.2	1,233.6	1.6	6.0	35.6	13.3	9.1	310.2	28.7	-0.6	24.7
필수소비재	1,811.4	425.6	258.2	3.4	1.2	-17.9	10.7	37.0	-37.7	9.4	1.2	-15.3
조선	13,705.3	704.4	472.1	11.9	62.8	79.2	-2.5	35.1	흑전	-2.9	80.3	67.5
건강관리	1,598.3	142.8	82.6	1.6	33.7	-17.2	0.5	106.0	18.8	14.0	33.0	-37.6
IT가전	15,962.0	854.2	876.1	0.9	54.0	107.7	-0.7	흑전	흑전	8.9	흑전	흑전
디스플레이	7,062.2	1,026.9	633.5	-0.1	12.5	1.8	-11.0	13.6	-20.6	17.9	2,498.4	25,863.1
비철,목재등	2,281.1	318.0	223.4	-0.5	20.6	14.2	-6.4	7.3	2.7	16.0	40.3	33.1
IT하드웨어	3,215.2	92.3	38.8	2.9	-16.9	-51.2	-5.4	29.4	-25.0	14.9	113.1	102.5
운송	4,217.5	219.0	263.8	3.6	4.2	45.8	2.6	36.2	1,972.3	7.2	5.3	37.9
건설,건축관련	16,045.6	870.4	361.4	2.5	14.0	-12.6	-13.5	흑전	흑전	4.3	48.9	102.7
기계	2,864.0	224.9	79.2	-24.9	-21.1	-33.1	-3.9	39.0	흑전	7.7	27.1	21.5
호텔,레저서비스	1,305.9	14.8	6.3	8.6	-34.3	-63.9	7.5	-33.4	37.3	15.1	-25.9	-52.6
미디어,교육	1,609.7	99.4	67.7	0.1	-0.6	-9.2	-15.7	29.3	84.5	1.9	-2.6	-16.0
유틸리티	830.9	117.2	85.1	-1.3	-29.5	-34.5	25.7	1,250.2	128.3	-6.4	-38.5	-36.8
전체(금융 제외)	274,379.2	28,443.4	22,126.4	2.6	7.7	10.8	-2.5	31.4	56.5	9.1	51.6	47.5
은행		4,805.5	3,813.1		24.0	27.3		407.6	130.1		41.7	31.1
보험		1,350.3	1,000.8		13.2	11.3		192.6	190.1		59.9	56.7
증권		97.8	80.9		7.4	13.6		43.4	40.8		43.7	61.1
전체(금융 포함)		34,697.0	27,021.2		9.9	12.9		50.0	66.8		50.4	45.3

그림4 연도별 1분기 실적 어닝쇼크/서프라이즈/부합 비율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1분기 실적발표 결과와 이익전망치 상향/하향 비율



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 지수 및 12개월 선행 EPS



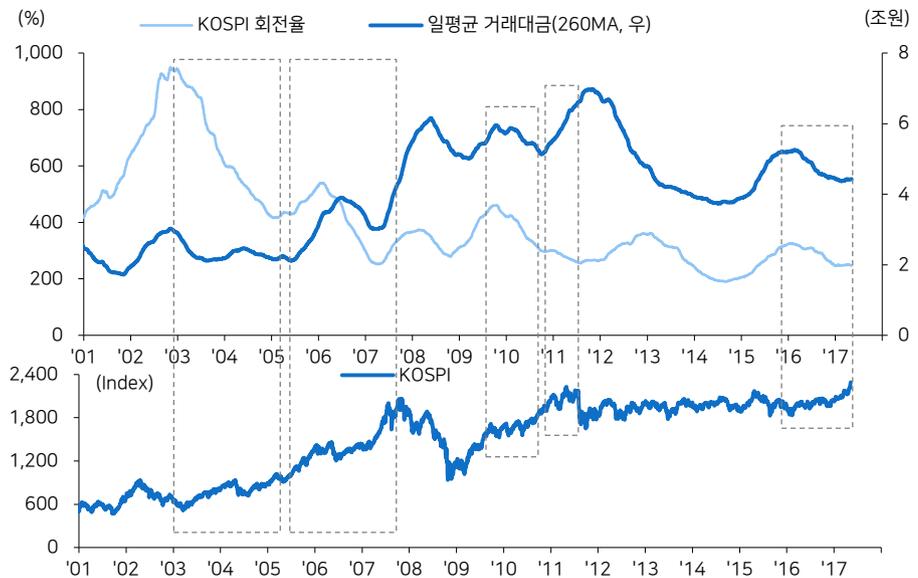
자료: I/B/E/S, Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

주식시장 거래가 활성화될 수 있을까?

KOSPI 지수 역사적 최고점 갱신에도 KOSPI 회전율 및 거래대금 증가세 관찰되지 않아

코스톨라니 달걀 이론에서 주가의 추세를 강화시키는 두번째 요인은 거래량이다. 매도자가 팔고자 하는 가격에 사려는 사람이 있어야 하고, 매수자가 더 비싼 가격에 주식을 매도하는 과정이 반복되며 주가 상승이 이어질 수 있다. 그러나 금융위기 KOSPI 연간 회전율은 200%대까지 하락했고 여전히 크게 개선되지 못한 상황이다. 일평균 거래대금으로 봤을 때도 상황은 비슷하다. 금융위기 직후에 일평균 거래대금(260일 이동평균)은 7조원까지 증가하기도 했지만 현재는 일평균 4.4조원 수준에 불과하다.

그림7 260일 KOSPI 회전율과 일평균 거래대금(260일 이동평균)



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

과거 증시 활성화가
주가 추가 상승 모멘텀이
되었던 사례 분석

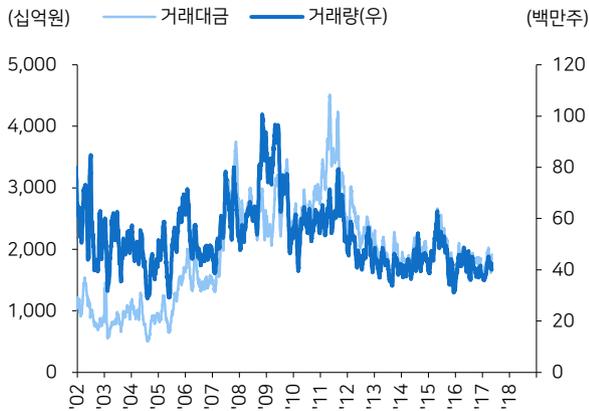
과거 침체된 유동성 환경에서 시장 거래 활성화가 지수 추가 상승으로 이어진 사례는 1) 2004~2006년, 2) 2010~2011년 주식시장 상황을 들 수 있다.

첫번째 시기에는 국내 간접투자 문화가 급격히 정착되었던 시기로 투신권을 중심으로 기관 매수세가 급증했다. 반면, 외국인 투자자의 거래대금도 급증했는데 미국 금리인상에 따른 유동성 위축과 차익실현 매도 물량이 출회한 결과였다.

두번째 시기에는 일종의 종합자산관리서비스인 랩어카운트가 부상하며 개인투자자의 거래가 증가했고, 저금리 상황이 지속되며 보험 및 연기금의 주식투자 비중이 확대되었다.

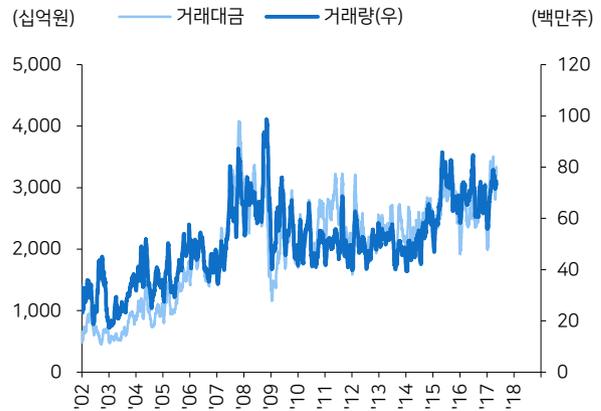
두 가지 사례가 주는 시사점은 1) 새로운 금융상품의 출현 등 주식시장에 새로운 유동성이 공급될 수 있는 계기가 마련되거나 2) 저금리 상황 속 수익 자산에 대한 시장의 요구가 지속되는 가운데 위험자산 선호 심리가 회복될 때 시장의 거래량이 크게 증가할 수 있다는 점이다.

그림8 KOSPI 기관 거래대금(20MA)과 거래량(20MA) 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림9 KOSPI 외국인 거래대금(20MA)과 거래량(20MA) 추이



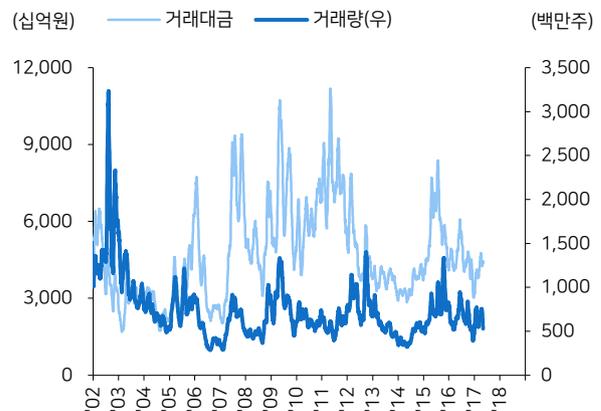
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림10 연간 누적 투자주체별 거래대금

(조원)	기관	금융투자	투신	은행	보험	연기금	외국인	개인
2001	160	32	70	14	12	6	103	719
2002	248	48	106	19	12	12	171	1,066
2003	211	37	95	15	8	13	170	715
2004	218	24	102	15	9	21	251	642
2005	290	31	138	18	13	35	325	957
2006	386	47	196	21	19	37	441	870
2007	605	77	292	28	36	67	672	1,449
2008	641	82	312	22	47	73	658	1,275
2009	673	94	361	22	58	81	505	1,712
2010	658	127	245	30	78	84	574	1,540
2011	831	147	283	34	96	113	630	1,888
2012	588	91	176	21	81	101	554	1,217
2013	464	104	131	17	64	96	566	917
2014	461	99	125	13	67	98	586	875
2015	505	118	121	12	65	130	682	1,432
2016	442	130	92	7	55	104	645	1,106

자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림11 KOSPI 개인 거래대금(20MA)과 거래량(20MA) 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

간접투자 수요 견조하게 유지중

금융위기 이후 저금리 상황이 지속되며 국내 투자자의 수익성 확보를 위한 노력은 계속되고 있다. 대표적인 간접투자인 펀드 수탁고는 2017년 3월 486조원으로 2010년 이후 증가세를 유지하고 있다. 금융위기 이후 국내 주식형 펀드 규모는 50% 급감했지만 대체 투자 상품의 개발 및 투자자 안전자산 선호 강화로 채권형 펀드, MMF, 기타 펀드로 자금유입이 빠르게 확대되었다는 점이 특징적이다.

**최근 주식형펀드 높은 수익률 기록, 다른 펀드 유형 대비 투자매력도 높아졌음
증시 대기자금 200조원 상회**

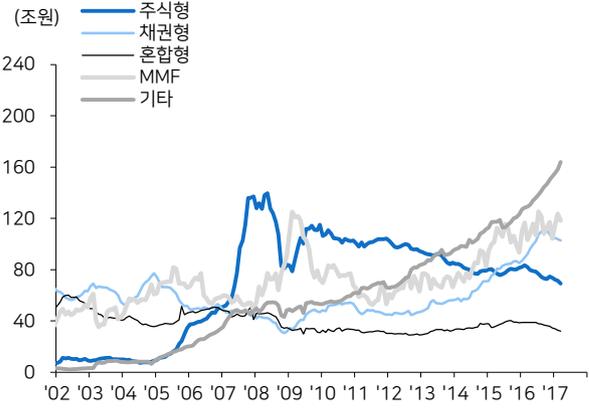
주식형 펀드의 최근 3년간 누적 자금 유출입을 확인했을 때 국내 투자자의 주식형 펀드에 대한 투자심리가 완전히 확인됐다고 보기 어렵다. 국내 주식형 펀드로부터의 자금 유출이 지속되고 있기 때문이다. 그러나 주식형 펀드 수익률이 다른 펀드 대비 높을 뿐만 아니라 증시 대기자금이 211조원에 달한다는 점을 감안할 때 국내 증시의 유동성 환경은 개선될 가능성이 높아 보인다.

그림12 국내 펀드 수탁고 추이



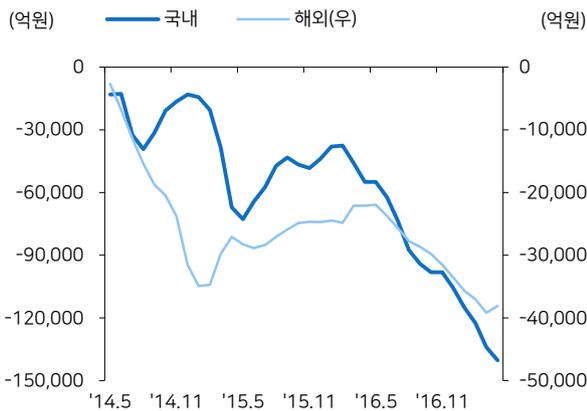
자료: 금융투자협회, 메리츠증권리서치센터

그림13 유형별 펀드 수탁고 추이



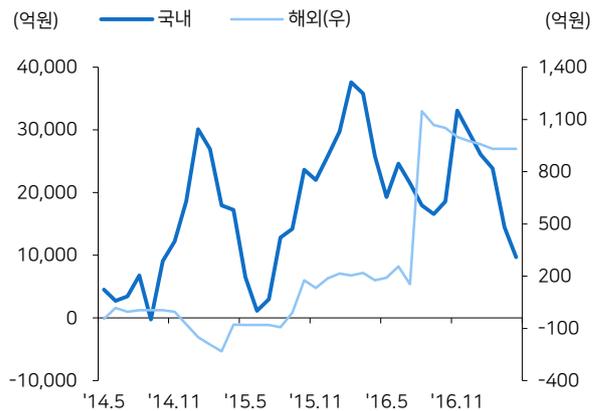
주: 기타에는 부동산, 파생상품, 특별자산간접투자기구 등 포함
자료: 금융투자협회, 메리츠증권리서치센터

그림14 주식형펀드(ETF 제외) 최근 3년간 누적 순유입



자료: 금융투자협회, 메리츠증권리서치센터

그림15 주식형펀드(ETF) 최근 3년간 누적 순유입



자료: 금융투자협회, 메리츠증권리서치센터

표2 펀드 유형별 기간 누적 수익률

	펀드수	순자산 (억원)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	1Y(%)	3Y(%)	YTD
일반주식	1,449	167,882	3.37	7.04	10.76	6.39	7.33	8.12
중소형주식	252	29,123	2.28	7.28	6.16	-5.01	10.06	5.07
배당주식	266	46,772	3.14	6.89	10.96	7.48	23.87	7.45
K200인덱스	284	116,291	4.77	8.75	16.78	22.04	21.22	12.45
일반주식혼합	219	33,468	2.07	4.17	6.92	6.84	11.63	5.01
공격적자산배분	104	2,938	2.1	4.18	7.37	7.19	4.91	5.2
일반채권	192	49,099	0.13	0.32	0.5	1.15	8.15	0.59
초단기채권	94	64,321	0.12	0.38	0.76	1.4	5.52	0.58
중기채권	147	36,489	0.07	0.12	-0.94	-0.3	10.01	0.29
우량채권	80	14,404	0.06	0.16	-0.28	0.26	7.48	0.34
일반채권혼합	706	101,421	0.98	2.49	2.85	1.04	6.87	2.4
보수적자산배분	163	9,739	1.01	2.55	1.61	1.29	5.65	2.07
MMF	225	1,127,381	0.1	0.32	0.64	1.28	5.03	0.45
채권알파	224	26,320	0.13	0.49	1.11	1.46	9.05	0.65
시장중립	114	3,516	0.33	0.63	0.81	0.55	4.72	0.48
공모주하이일드	20	3,871	0.22	0.34	2.08	3.09	21.25	1.23
부동산임대	6	1,487	0.14	0.58	1.99	3.8	98.03	1.19
부동산대출채권	7	2,568	0.51	-11.31	-11.7	-14.97	-19.34	-8.94
특별자산	7	1,222	0.32	1.03	2.12	4.31	-9.76	1.47
ELF	334	26,443	0.62	6.74	16.82	36.72	25.35	12.52
라이프사이클	15	11	1.78	3.18	5.9	5.86	3.69	4.44
베어마켓	38	23,464	-4.73	-8.05	-14.11	-17.96	-15.25	-11.26

자료: 메리츠증권리서치센터

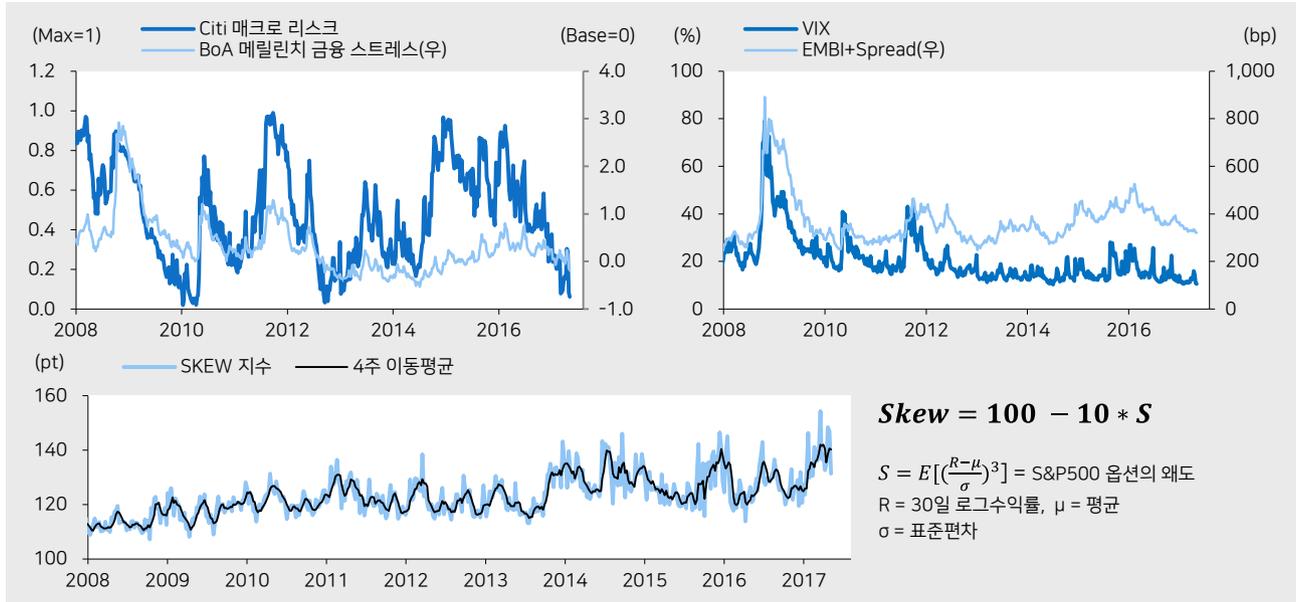
그림16 주식 관련 단기금융상품 추이



주: 투신의 MMF + 증권의 고객예탁금과 CMA
 자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

오늘의 차트 박주선 연구원

Risk 지표 점검: Risk-on 심리 지속 전망



자료: Bloomberg, CBOE, 메리츠증권증권

사상 최고치를 동반 경신하고 있는 글로벌 주요 증시

주식 시장은 강세장에 진입한 것일까. KOSPI는 5월 4일 2241.24pt로 마감하며 전고점(2011년 4월 11일)인 2231.38pt를 가뿐히 넘어섰다. KOSPI만이 아니다. 지난주에는 미국 S&P500, Nasdaq, 독일 DAX, 범유럽지수인 Stoxx50 등도 사상 최고치를 기록했다.

불확실성 완화에 리스크 지표는 안정화, 투자자들의 위험자산 선호심리는 확대

글로벌 증시 선전 속 주요 리스크 지표들은 안정화된 모습이다. 변동성지수(VIX)는 10.57pt로 금융위기 발생 이전 최저 수준으로 내려왔다. Citi 매크로 리스크 지수는 0.061로 금융위기 이후 고점 대비 -68%가량 하락했고, BoA 메릴린치 금융 스트레스 지수는 -0.21로 2014년 8월 이후 가장 낮다. 트럼프 정책 및 프랑스 대선 불확실성 등을 비롯한 시장의 리스크 요인들이 완화되고, 경기 회복 기대감, 기업 실적 호조 등이 맞물리면서 위험자산 선호심리가 확대된 결과로 보인다.

Skew 지수 상승은 하락(조정)의 가능성을 의미하지만, 투자자들의 risk-on 심리는 지속될 것

다만, S&P500의 옵션 가격을 바탕으로 산출되는 Skew 지수는 4주 이동평균 기준 역사상 +2 표준편차 수준을 상회하고 있다. Skew 지수는 S&P500 선물시장에서 하락에 베팅하는 투자자들이 많을 때 상승하며, 꼬리위험(tail risk)을 가늠하는 지표로 사용된다. 그러나 최근의 Skew 지수 상승은 리스크 확대보다는 증시 급등에 따른 조정의 시그널로 해석될 수 있다. 고점 돌파에 따른 일시적 조정은 불가피한 것일지 모르지만, 여타 리스크 지표의 안정으로 투자자들의 risk-on 심리는 당분간 지속될 것으로 생각한다.

칼럼의 재해석

중국, 일대일로 전략으로 전세계를 아우르다 (Financial Times)

중국의 일대일로(一帶一路) 전략이란 중국을 시작점으로 중앙아시아, 동남아시아, 중동 등을 거쳐 유럽, 아프리카까지 육·해로로 연결해 연선 국가들과 경제협력을 강화하는 대규모 프로젝트이다. 중국 정부 당국은 일대일로 전략의 중점 협력으로써 '5통(五通)'을, 기본 사업 방향으로써 '6대 경제회랑(經濟走廊)'을 설정하여 각 경제회랑의 특성에 맞는 프로젝트를 진행시키고자 한다. 현재 가장 빠른 진행을 보이고 있는 권역은 중국-파키스탄, 중국-몽골-러시아이다.

중국이 일대일로 전략을 국가정책으로 결정하여 추진하는 이유는 크게 세 가지이다. 1) 새로운 수요창출과 국가 간 산업협력을 통해 공급과잉을 해소하고, 2) 중앙아/동남아/중동 등 새로운 시장으로 진입할 기회를 창출하면서 신성장동력을 마련하며, 3) 낙후된 중서부 내륙지역에 프로젝트를 집중하여 지역 간 불균형을 해소하기 위함이다. 부수적으로는 중앙아시아와 연계한 송유/가스관 건립을 통해 안정적인 에너지원 확보까지 고려할 수 있다. 그러나 원대한 구상과 실행에도 불구하고 대내외적으로 극복해야 할 제약요인들이 존재한다. 다음주 개최되는 일대일로 정상회담을 통해 일대일로 전략의 정책 구체화와 추진속도가 불길 기대해본다.

중국의 꿈(中國夢)의 시작, 일대일로 전략

5월 14~15일
일대일로 회의 개최

다음 주 14~15일 이틀 간 중국 베이징에서 일대일로 정상회의가 개최될 예정이다. 이번 회의의 주요 의제는 1) 국가간 일대일로 전략 발전 연계와 2) 후론후통(互聯互通: 정책/인프라/무역/통화/민심 5가지 부문에서 서로 연결되고 통한다) 추진 과정에서의 구체적인 사업 합작으로 요약할 수 있다. 다소 추상적인 의제 설정에도 불구하고 금융시장 참여자들이 중국의 일대일로에 관심을 갖는 이유는 일대일로 프로젝트의 구체화가 중국에는 글로벌 인프라 투자붐으로 연결되면서 세계수요 진작에 크게 기여할 가능성을 기대하기 때문이다.

산업연구원이 중국 평안증권의 조사를 재인용한 추정에 따르면, 2010년 이후 10년간 아시아 기초인프라 건설수요는 추가 신규수요 5.4조 달러와 보수/개선비용 2.6조 달러를 포함하여 총 8조 달러에 달할 것으로 예상되고 있다. 이를 10년간 균등 배분하더라도 매년 글로벌 GDP의 7~10%에 달하는 규모라는 점에서 가벼이 볼 문제는 아닌 것이다.

이번 칼럼의 재해석에서는 1) 일대일로 전략이 무엇이며, 2) 중국이 어떤 이유로 일대일로 전략을 추진하는지, 그리고 3) 다음주 있을 회의와 관련하여 당면한 과제에는 어떤 것들이 있는지를 살펴 보도록 한다.

일대일로란 무엇인가?

일대일로 전략
= 실크로드 경제벨트
+ 21세기 해상 실크로드

일대일로(一帶一路) 전략은 중국 당나라와 명나라 시대의 실크로드를 차용해 중국에서 중앙아시아, 동남아시아, 중동 등을 거쳐 유럽, 아프리카까지 육·해로로 연결해 연선 국가들과 경제협력을 강화하는 대규모 프로젝트이다. 구체적으로는 1) 육상으로 중국-중앙아시아-유럽을 연결하는 '실크로드 경제벨트'와 2) 해상으로 중국-동남아시아-서남아시아-유럽-아프리카를 잇는 '21세기 해상 실크로드'로 분류된다. 신중국 설립 100주년이 되는 2049년까지의 이어지는 장기 계획으로 전형적인 중국의 '굴기(崛起)'를 보여 주는 사업이라 할 수 있겠다.

일대일로 사업은 2013년 9월과 10월 중국 시진핑 주석의 카자흐스탄/인도네시아 순방기간에서 처음으로 전략 구상이 발표된 이후 같은 해 11월 개최된 18기 3중 전회에서 전략 방안이 공식적인 국가전략으로 결정되었다. 2014년 12월 중국 내에서 400억 달러 규모의 실크로드기금이 조성된 이후에도 구체적인 로드맵의 부재로 사업 전반에 대한 의구심이 많았던 것이 사실이다.



자료: 중국 언론 종합, 연합뉴스(2015.01), 메리츠증권증권 리서치센터

실체가 없던 일대일로 계획은 2015년 3월 중국 국가발전개혁위원회, 외교부, 상무부가 공동 발표한 '실크로드 경제벨트와 21세기 해상 실크로드 건설추진의 전망과 행동' 문건을 통해 구체화되기 시작한다. 문건에서는 사업과 관련한 총론이 주된 내용을 이루고 있다.

**일대일로 중점 협력 방식
: 5통(五通)**

그 첫째로 일대일로 전략의 중점 협력 방식으로 '5통(五通)'을 제시하였으며, 그 주요 내용으로는 1) 관련국 정부들과 일대일로에 대한 정책교류 및 경제발전 협력도모, 2) 교통/에너지/통신 인프라 건설을 추진하여 관련국들을 상호 연결하여 국제 운송로를 구축, 3) 일대일로 관련국들과의 투자 및 무역 활성화, 4) 일대일로 전략을 위한 자금조달 원활화(AIIB 및 실크로드 기금), 5) 일대일로 관련국 간의 인적/문화/학술 교류 협력을 들 수 있다.

**일대일로 핵심 구역
: 6대 경제회랑**

다음으로, 일대일로 사업의 기본 방향으로 '경제회랑(經濟走廊)'이라는 개념이 정립되었다. 경제회랑은 일대일로 사업의 중점 구역을 의미하는 것으로, 문건을 통해서 연선국가 간 육로 및 해상 통로를 구축함에 있어 구역별 프로젝트가 기초를 제공할 것임이 언급되었다.

뒤이어 2015년 5월 '유라시아 상호연계소통 산업대화'에서 '6대 경제회랑(經濟走廊)'을 제시하면서 사업의 윤곽은 더욱 구체화된다. 6개 권역은 1) 중국-파키스탄, 2) 중국-중앙/서남아시아, 3) 중국-미얀마-방글라데시-인도, 4) 중국-몽골-러시아, 5) 신유라시아, 6) 중국-중남반도이며, 앞의 두 권역은 석유/가스 수송 등 자원확보가, 나머지는 교통 인프라 구축이 주요 사업으로 설정되었다.

표1 일대일로 전략의 5통(五通)	
항목	내용
정책 소통(政策沟通)	<ul style="list-style-type: none"> 정부 간 다차원적 정책교류 매커니즘 형성 각 연선 국가간 경제발전 전략 계획 역내 협력 계획 추진
인프라 연통(设施联通)	<ul style="list-style-type: none"> 인프라와 기술표준 시스템을 구축 우선 부족하고 복잡한 교통로 건설을 시작으로 국제 운송로 구축 항만 기초 인프라 건설 추진 에너지 기초 인프라 상호연결과 협력 강화 국가 간 광케이블 통신망 건설 추진
무역畅通(贸易畅通)	<ul style="list-style-type: none"> 무역 단일창구 건설 투자 및 무역장벽 해소 상호 투자영역 확대 및 관련 국가 산업화 발전 추진
자금 융통(资金融通)	<ul style="list-style-type: none"> AIB 및 실크로드 기금 창설 및 운용 금융 관리감독 협력 강화
민심 상통(民心相通)	<ul style="list-style-type: none"> 유학생 규모 확대 및 인적 협력 관광 협력 강화 주변국과 전염병 정보 및 치료 기술 교류, 전문인력 육성 등에 협력

자료: 发改委, 外交部, 商务部, 《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》(2015. 3)

중국-파키스탄, 중국-몽골-러시아
경제회랑이 진행속도 가장 빠름

이들 경제회랑 중 진전이 상대적으로 빠른 것은 1) 중국-파키스탄 경제회랑과 2) 중국-몽골-러시아 경제회랑이다. 중국-파키스탄 회랑은 2015년 4월 시진핑 주석의 파키스탄 순방중 체결한 61개의 프로젝트/MOU(이 중 34개는 교통인프라/에너지) 중 이미 460억 달러의 프로젝트가 계획/추진 중이다. 또한 2020년까지 중국 신장카스에서 과다르항까지 3,000km 노선 내 철도, 도로, 석유/가스공유관, 광케이블, 산업단지건설 등을 추진할 예정이다.

중국-몽골-러시아 경제회랑은 기존 3국이 개별 추진해오던 프로젝트들과 연계성이 강한 점이 빠른 진전에 기여하였다. 몽골 정부는 997km의 중국-몽골-러시아를 잇는 고속도로 건설과 1,100km의 전기철도 노선, 석유/가스송유관 건설 이니셔티브를 발표한 상태였고, 러시아도 철도운송 전략을 통해 극동지역의 천연자원 운송로를 확충하고, 횡단철도 구축 등을 추진 중이었기 때문이다.

그림2 6대 경제회랑 노선도



자료: 腾讯财经(finance.qq.com, 2015년 5월 28일), 메리츠증권 리서치센터

경제회랑	협력 대상국	주요 경로	중점 분야
중국-파키스탄 경제회랑	중국, 파키스탄	· 중국 신장카스-홍치라푸-파키스탄 소스트-쿤자랍-이슬라마바드-라호르-카라치-과다르항	철도, 도로, 석유 및 가스수송관, 광케이블, 산업단지 등
중국-미얀마-방글라데시-인도 경제회랑	중국, 미얀마, 방글라데시, 인도	· 방글라데시 디카-중국 쿤밍-인도 콜카타-미얀마 만달레이	철도 및 도로
중국-몽골-러시아 경제회랑	중국, 몽골, 러시아	· 중국 징진지-후허하오터-몽골 울란바토르-러시아 울란우데-모스크바 · 중국 하얼빈-장춘-선양-다리엔-만저우리-러시아 치타 *양방향 구상 중	고속운송통로
신유라시아 경제회랑	중국, 러시아, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 우즈베키스탄, 투르크메니스탄, 이란, 터키, 우크라이나 등	· 중국 옌원강-정저우-시안-란저우-우루무치-카자흐스탄 악토가이-아리스-러시아 스몰렌스카야-브란스크-벨라루스 브레스트-폴란드 바르샤바-독일 베를린-네덜란드 로테르담	국제 철도간선
중국-중앙아시아-서남아시아 경제회랑	중국, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 타지키스탄, 우즈베키스탄, 투르크메니스탄, 이란, 터키 등	· 투르크메니스탄-우즈베키스탄 중부-카자흐스탄 남부-중국 아라산카이(기타동 노선) · 투르크메니스탄-타지키스탄-키르기스스탄-중국 우차(건설 중 노선)	석유 및 가스 수송관
중국-중남반도 경제회랑	중국, 베트남, 태국, 말레이시아, 싱가포르 등	· 중국 난닝-베트남 하노이-빈-태국 콘캄-방콕-송클라-말레이시아 쿠알라룸푸르-싱가포르	철도 및 도로

자료: 중국 일대일로 전략의 추진현황 평가와 향후 대응과제, KIET산업연구원(2016.12), 메리츠증권증권 리서치센터

중국의 일대일로를 추진하는 이유는 무엇일까?

중국의 일대일로 추진 배경

지금까지 2013년 구상이 제기된 이후 현재까지의 진전 사항을 살펴 보았다. 여기에서는 중국이 도대체 어떤 이유로 아시아/유럽/중동을 잇는 대규모 프로젝트를 추진하는지에 대해 살펴보기로 한다.

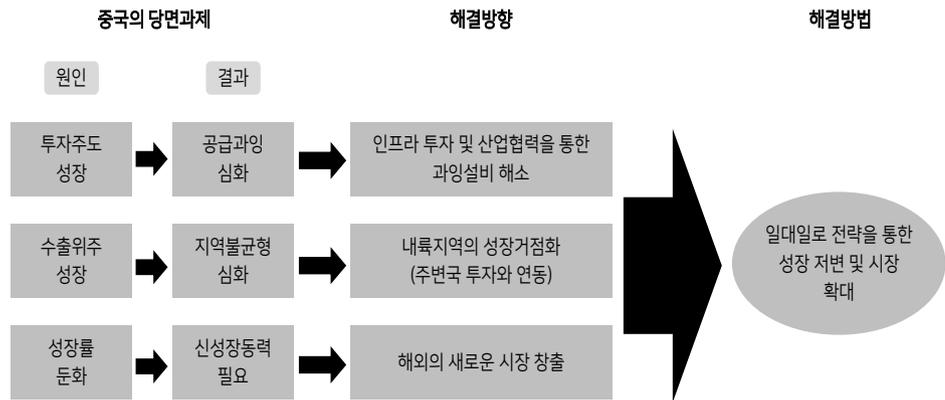
개혁개방 이후 중국 고속성장
그러나 현재는 성장속도 감소,
동부 해안지역과 내륙지역 간
소득격차 축소세는 정체 중

주지하다시피 중국은 1978년 개혁개방과 2001년 WTO 가입을 거치면서 수출과 고정자본 투자에 힘입어 연평균 경제성장률 10%의 고속 성장을 향유해 왔다. 그러나 금융위기 전후 이러한 성장방식의 한계에 봉착했고, 현재는 6%대의 '중속성장기'에 접어들면서 새로운 경제 성장동력을 필요로 하는 상황에 이르렀다. 금융위기 이전까지의 제조업 투자 급증은 위기 이후 국내외 수요위축 구간을 거치면서 생산능력 과잉이 심화되는 결과로 이어졌다. 또한 2000년대 들어 서부대개발 등 지역균형 발전 전략 도입 이후 동부 연해 지역과 중서부 내륙 지역간의 소득격차가 축소되어 왔지만, 최근에는 그 흐름이 정체되는 모습이다.

일대일로 추진은
수요 창출을 통한 공급과잉 해소,
새로운 성장동력 확보,
내륙지역 개발을 위한 것

중국이 앞장서서 일대일로 전략을 추진하려는 이유는 바로 이들 두 가지 문제를 중점적으로 해소하기 위함이다. 일대일로를 통해 국내외 인프라 투자를 구축하는 과정에서 1) 새로운 수요창출과 국가간 산업협력을 통해 공급과잉을 해소하고, 2) 중앙아시아/동남아시아/중동 등 새로운 시장으로 진입할 기회를 창출하면서 신성장동력을 마련하며, 3) 일대일로 프로젝트의 중국 내 거점을 중서부 내륙으로 설정, 주변국 투자와 연동된 내륙 지역 발전과 지역간 격차 해소 효과를 기대해 볼 수 있다. 부수적으로 중앙아시아와 연계한 송유/가스관 건립을 통해 안정적인 에너지원의 확보까지 고려할 수 있다. 그 구체적 내용은 다음과 같다.

그림3 중국 경제 현안과 일대일로 전략의 관련성



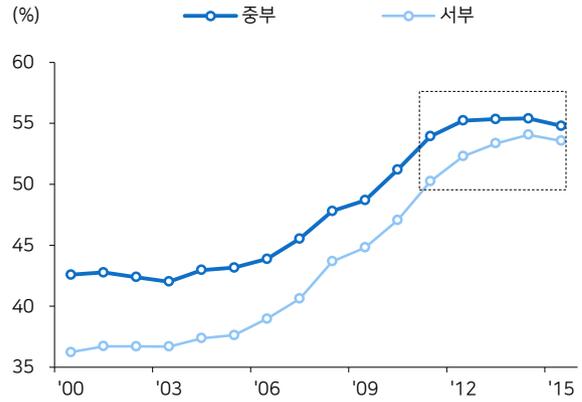
자료: 중국 일대일로 전략의 추진현황 평가와 향후 대응과제, KIET산업연구원(2016.12), 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국 GDP성장률



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 동부지역 대비 중/서부 지역의 1인당 GDP 비율



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

① 과잉생산 문제 해소

: 인프라 투자로 막대한 수요 창출하여 잉여 생산력 소비

위기 이후 글로벌 수요위축 과정을 거치면서 중국 제조업의 공급과잉이 심화되었다. 중국 정부는 새로운 성장동력을 마련하는 한편 과잉생산 문제를 해소하기 위해 일대일로를 통해 연선국가인 중앙아시아, 동남아시아, 서남아시아 등 신흥시장에 철도, 발전소, 통신장비 수출을 피한다고 볼 수 있다. 여기에, 인프라 투자를 확대하여 자국 내 잉여생산력을 소비하려 한다. 2013년 시진핑 주석이 일대일로 구상을 제안한 후 2016년 6월 말까지 중국철도공사와 중국교통건설그룹 등 대형 국유기업이 진행중인 시범적 성격의 대형 교통 인프라 프로젝트 38건 중 26개가 연선국가의 중점 도로와 항구 건설 프로젝트라는 점이 그 증거이다.

② 안정적인 에너지 수입원 확보

: 에너지 매장량 풍부한 지역과 교통 인프라 구축

중국은 지속적인 경제발전을 위해 에너지공급원의 다각화를 필요로 한다. 에너지 수입 의존도 높은 중국은 일대일로 노선을 통해 에너지 매장량이 풍부한 중앙아시아와 중동으로부터 안정적으로 원유와 가스를 수송하려 한다. 중국-중앙아시아 가스 수송관 3개는 이미 완공되어 운송 중이고 현재 운송 중이며 현재 건설 중인 제4수송관이 완공되면 중국은 가스 수입의 40%를 중앙아시아에 의존하게 된다.

그림6 중국-중앙아시아 가스 수송도



자료: 일대일로 다이제스트, 성균중국연구소 편저(2016.1), 메리츠증권 리서치센터

③ 중국 내 지역 균형 발전 : 낙후된 서부 지역에 프로젝트 집중

서부 대개발 프로젝트에서 더 나아가 일대일로 전략을 통해 중서부 내륙지역과 중앙아시아, 동남아시아 국가들을 연결하여 낙후된 지역 경제를 활성화하려 한다. 아래 표 3은 중국의 성별 일대일로 중점 사업을 열거한 것인데, 대부분 프로젝트가 서부 내륙의 낙후된 지방에 집중되어 있음을 알 수 있다. 중국은 신장위구르자치구와 간쑤성을 중앙아시아와 연계하는 한편, 윈난성과 광시성의 경우 동남아시아로 통하는 육/해상 교통물류허브 구축을 추진 중이다.

표3 중국 각 성(省)별 일대일로 추진 계획

지역	성(省)	추진 내용
동북 지역	헤이룽장성, 지린성, 랴오닝성	①중-러 철도 통로, 지역철도망 정비, ②베이징-모스크바 유라시아 고속운수 회랑
	상하이시	①중국(상하이)자유무역시범구, ②상하이 국제허브공항 기능 강화
동부 지역	저장성	①해양경제발전시범구, ②저우산군도 신규 개발
	푸젠성	①21세기 해상실크로드 핵심지구, ②푸젠핑탄개발협력구 기능 강화, ③해협녹색경제시범구
	광둥성	①주강삼각주 개발, ②광저우 국제허브 공항
	광시성	①아세안과의 인접성 발휘, ②베이부만경제구, 주강-서강경제벨트, ③해상실크로드 주요 관문
서부 지역	윈난성	①메콩강유역개발(GMS)협력, ②주변국과 국제운송로 건설
	쓰촨성	①서부개발개방 주요 거점, ②청두 내륙개방형 경제 강화
	산시성	①종합경제문화 중심, ②시안내륙형개혁개방신기지
	시장티벳자치구	①네팔 등 접경국가와 무역 및 관광 협력
	칭하이성	①시닝 개발개방
	간쑤성	①종합경제문화 중심, ②란저우 개발개방
	신장위구르자치구	①서부개방 창구, 교통허브, ②상무물류, 문화과학 중심
	닝샤회족자치구	①닝샤내륙개방형 경제시범구 건설
	네이멍구자치구	①러시아, 몽골과 연계

자료: 일대일로 다이제스트, 성균중국연구소 편저(2016.1), 메리츠증권 리서치센터

대내외적 불안요인들을 극복해야 할 것

일대일로 전략의 단기적 해결과제들

원대한 구상과 실행에도 불구하고 일대일로를 지속 추진하는 데 있어서는 대내외적으로 남아 있는 제약 요인들과 추진 과정에서 각국이 제기할 수 있는 의구심과 경계감들을 극복해야 할 것이다. 결국, 극복해야 할 요인들을 풀어 가는 것이 다음 주 의 일대일로 회의와 6월 예정된 제주 2차 회의에서 중점적으로 논의될 내용일 것으로 예상된다. 대표적 사례들을 들어본다면 다음과 같다.

- **지정학적 불안 요인의 완화:** 한 가지 사례는 지정학적 불안 요인의 완화이다. 중국-파키스탄 경제회랑은 불안정한 부족 지역을 포함하고 있으며, 핵심지역인 과다르항은 반정부세력과 정부군이 수십 년간 싸웠던 지역의 한 가운데에 있다. 중국은 지난 해 시진핑 주석이 수 년간 견지해온 '타국 내정에 간섭하지 않는다'는 원칙을 폐기해 가면서까지 파키스탄에 중국-파키스탄 회랑 건설에 반대하지 않을 것을 종용한 바 있었고, 파키스탄 정부는 12,000명 규모의 군사력을 현장에 배치하였다. FT는 중국-파키스탄 국경지역의 경우 양국간 진도율의 현격한 차이가 있음을 언급하고 있는데, 중국측 지역은 현대식 건물이 즐비한 반면, 파키스탄측 지역의 경우 공사 초기 단계에 머물러 있다고 밝히고 있다. 정정 불안에 따른 프로젝트 지연의 결과일 수 있다.
- **관련 사업의 수익성 검증:** Economist에 따르면, Zhongda China Petrol이라는 중국 국영 석유회사는 키즈기즈스탄의 Kara-Balta 지역의 대규모 석유정제 시설을 건립하였다. 그러나 시설 건립 이후 시설의 6% 미만을 가동할 수 있는 원유만을 조달할 수 있음을 알게 되었다. 해당국의 부총리와 환경단체의 반대에도 불구하고 사업의 수익성에 대한 충분한 검토 없이 건설이 진행된 것이다.
- **관련국 참여도 제고:** 일대일로 전략이 중국 주도이나 실질적 성과를 이루려면 관련국의 참여 여부와 참여도 제고가 필수적일 것이다. 일부 국가에서 일대일로 전략이 중국의 해외 정치적 영향력을 확대하기 위한 수단이라는 우려가 제기된 것은 이들 국가들의 프로젝트 참여를 제한하는 요인이 될 수 있다. 예를 들면 호주 정부는 미국과의 동맹협력 관계에 대한 우려로 일대일로 전략의 호주 진출을 거부한 바 있다.

원문: *China encircles the world with One Belt, One Road strategy, May 4, 2017*