

전략공감 2.0

Strategy Idea

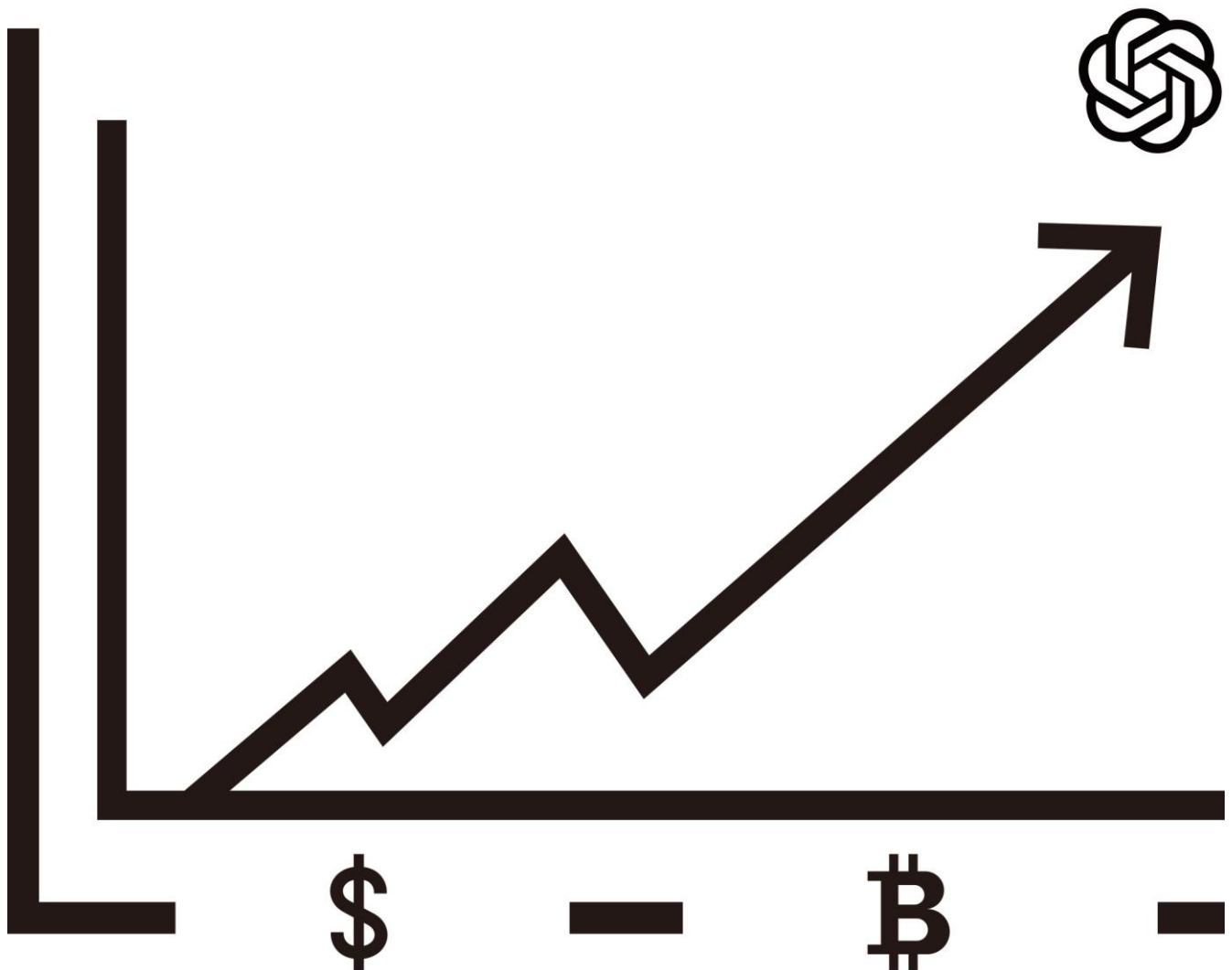
트럼프즘에 대한 중국의 대응법

오늘의 차트

위험 선호도(Equity Risk Premium) 트렌드

칼럼의 재해석

M7 수익률 전망 둔화의 피난처가 될 중형주



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

트럼프즘에 대한 중국의 대응법

- ✓ 트럼프즘에 대한 중국의 대응법: ① 경기부양, ② 기술자립, ③ 다극적 외교. ②③번은 명약관화
- ✓ 관세 등 경기 충격은 지난번처럼 위안화 약세로 대응하기보단 강한 내수 진작으로 대응 예상
- ✓ 부양 강도는 12월 경제공작회의와 3월 양회 통해 확인. 트럼프 취임 이후 세부조치 구체화 예상
- ✓ 경제공작회의 앞두고 중국증시에 정책 기대 재부각 예상되나 취임 전까지 바벨전략 유지

중국은 트럼프즘(Trumpism)의 최대 피해국

'25년 트럼프 2.0 행정부 시작

2025년 중국은 트럼프 2.0 행정부와 만나게 된다. 바이든 행정부가 중국과의 디리스팅(de-risking)에 기반한 대중 우위로 중국과의 경쟁적 공존을 추구했다면, 미중관계를 제로섬 게임으로 인식하는 트럼프 대통령은 집권 후 중국에 대한 견제와 압박을 더욱 강력하게 시행할 것으로 예상된다.

주요 고위직 인사들은 대중국 강경파, 미중관계 리스크 상승

<표 1>에서 정리한 것처럼 트럼프 2기 행정부의 고위직 인사들은 대부분 매파적인 대중국 성향들을 갖고 있다. 이들은 트럼프 당선인의 충성한 지지자들이어서 트럼프 2.0 행정부의 대중국 정책은 1기때보다 더 빠르게 집행될 가능성이 높다.

중국 정책당국도 민주당보다 정책 변화를 예측할 수 없는 트럼프 대통령의 당선이 '25년 외부 불확실성을 더 높이는 요인이고 경제 악재로 작용할 가능성이 높다는 것을 인지하고 있다. 이런 우려에도 중국 내 일각에서는 국제관계를 거대로 인식하는 트럼프 성향을 고려해 조건만 충족한다면 미국과 협상 가능성이 있다는 기대가 존재하기도 한다. 단 전반적인 국제 정서가 중국에 불리하게 전개되고 있다는 점은 명백한 사실이다.

표1 트럼프 2.0 행정부의 고위직 인사들의 대중국 입장은 대부분 매파적

직책	이름	대중국 입장
부통령	JD. 밴스	중국을 '미국의 최대의 위협'이라 강조, 트럼프의 대중 정책 지지
국무장관	마르코 루비오	중국과 이란에 매파적인 인물
국가안보보좌관	마이크 월츠	중국을 '존재론적 위협'으로 간주하는 강경파
정책담당 부비서실장	스티븐 밀러	반이민 정책의 설계자로, 중국과 관련된 이민 정책에 영향을 미칠 수 있음
국방장관	피트 허그세스	구체적인 중국 입장은 없으나, '미국 우선주의에 진심'인 사람
주중 미국 대사	데이비드 퍼듀	대만의 민주주의를 지지, 대중 강경. 트럼프의 충실한 지지자

자료: 트루소셜, 각종 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

중국의 대응법

중국은 경제, 기술 및 외교 3가지 분야에서 대응법 촉구

트럼프 2.0 행정부에 대비해 중국 정부도 다양한 대응 전략을 준비하고 있을 것이다. <표 2>는 통상무역(경제), 기술 및 외교 등 3가지 부문에서 현재 중국이 취하고 있는 대응 조치들이다.

기술자립과 다극적 외교 방향은 명약관화

이 중에서 가장 확실한 것은 기술 자립과 외교 부문이다. 중국은 트럼프 1기 때 기술 자립을 강조했던 것처럼 내년에도 로컬 공급망 구축에 더욱 박차를 가할 것이다. 트럼프 1기 때에 비해 고무적인 점은 화웨이가 하드웨어와 소프트웨어에서 모두 독자적인 생태계를 구축해가고 있고, CMXT(창신메모리)도 생산라인을 구축하는 등 일부 성과가 나타나고 있다는 점이다. 앞으로 기술 분야에서의 중국의 내재화는 더욱 가속화될 전망이다.

외교 분야에서 중국은 다극적 국제 질서 구축을 위해 힘쓰고 있다. 최근 한국을 포함한 29개 국가에 일방적으로 비자 면제 정책을 시행했으며 글로벌 사우스 국가들과의 협력도 강화하고 있다. 바이든 행정부와 달리 트럼프 2.0 행정부가 다른 국가들과의 갈등을 확대할 경우 이는 중국에게 외교적 틈새를 활용할 수 있는 기회를 제공할 가능성이 있다.

표2 통상무역, 기술 및 외교 3가지 분야에서의 중국 정부 대응 방향

영역	대응 방향	방법론
통상무역 (60% 관세)	내수 진작	- 확장적 재정 - 통화완화 - 부동산 부양 - 이구환신 확대
	위안화 절하	- '18년 관세 부과 당시 역외위안화(CNH) 11.1% 절하 - '19년 추가 관세까지 역외위안화(CNH) 총 15% 절하
기술 견제	기술 자립	- CMXT, 화웨이 등 로컬기업 생산라인 구축 - 제3국을 통해 AI칩 구매 확보 - 3,440억 위안의 반도체 산업 육성 자금 조성
외교	다극화 국제질서 구축. 기타 국가와 관계 개선	- 29개 국가에 일방적 중국 비자 면제 허용 - 동남아, 중동, 아프리카, 중남미 등 글로벌 사우스 국가들과 전통적 및 비전통적 안보 협력을 확대 - 진일보 대외개방 (주식시장, 의료기관 등 서비스업)

자료: 메리츠증권 리서치센터

관건은 외부 충격을 어떤 강도의 내수부양으로 상쇄할 것인지 여부

관건은 미국의 관세 충격을 어떤 강도의 경기부양으로 상쇄할 것인가 하는 것이다. 트럼프 2.0 행정부가 60% 이상의 관세를 중국산 제품에 부과할 경우 중국의 실질 성장률은 1.0~2.5% 하락 할 것으로 전망된다. 이 충격을 만회하기 위해 중국 정책당국은 내년에 1) 강력한 내수 진작 정책을 펼치거나, 2) 위안화 절하를 통해 관세 상승 악영향을 상쇄하려고 할 것이다.

2018년 미중 무역전쟁 당시, 중국은 관세 충격을 대응하기 위해 '18년 한 해에만 위안화를 11% 절하했다. '18~'19년 2년간 위안화의 총 절하폭은 15%에 달했으며, 같은 기간 중국의 전체 수출액 감소폭은 '17년 말 대비 3%에 그쳤다. 이를 통해 중국은 이번에도 위안화 절하를 통해 관세 상승에 대비할 가능성이 있다.

현재 위안화 레벨과 국내외 환경
감안 시 위안화 약세로 대응은
어려울 전망

그러나 이번에는 '18년처럼 큰 폭의 위안화 절하 가능성은 낮아 보인다. 1) 현재 역외위안화 환율이 달러 당 7.28위안으로 '18년 상반기 평균 레벨인 6.8위안/달러 대비 많이 높다. 현 수준에서 10% 절하를 용인해도 위안화는 달러 당 8.0위안을 상향 돌파하며 '07년 이후의 최고치가 된다. FDI 및 외국인 자금이 중국에서 유출되는 환경에서 큰 폭의 위안화 절하는 중국에게 부담이다(그림 1~3).

내수 부양 > 위안화 약세 허용

또한 위안화 약세가 빠르게 진행된다면 트럼프 행정부가 중국을 '환율조작국'으로 지정하며 양국 관계가 악화는 물론 금융시장 불안을 심화시킬 수 있다. 이는 디플레이션으로 내수 경기도 불안한 중국에게 좋은 선택은 아니다. 따라서 이번 외부 압력을 상쇄하기 위해 중국 정부는 위안화 약세 허용보다는, 강력한 내수 진작 정책을 내놓을 가능성이 더 높다고 생각된다.

그림1 지난 30년간 위안화 환율 추이: 추가 10% 절하를 허용한다면 '07년 이후 최고치 예상

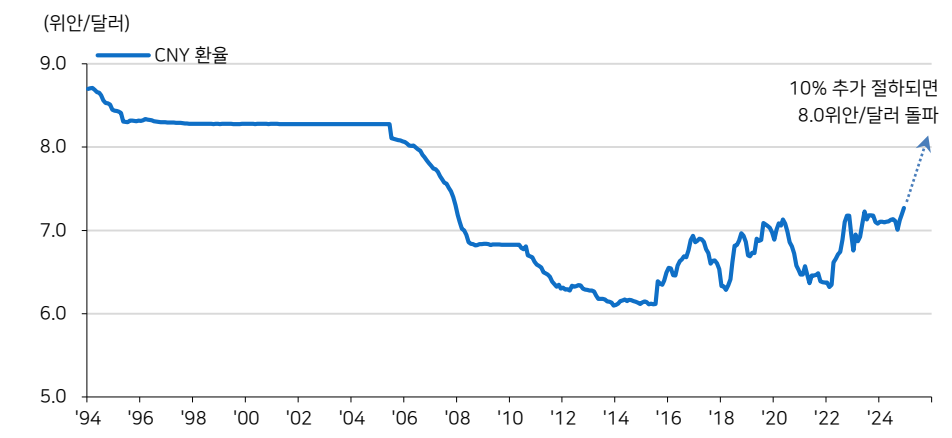


그림2 중국 FDI: '22년부터 빠르게 감소

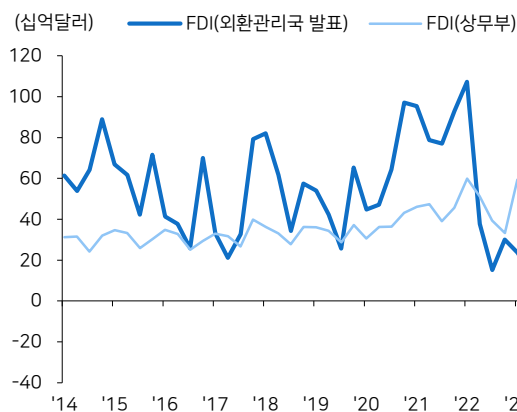
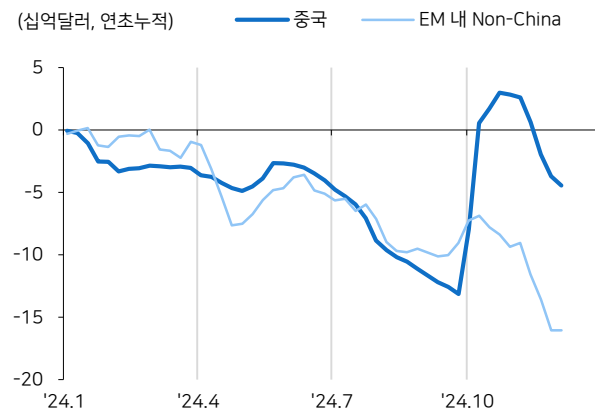


그림3 글로벌 펀드 자금 Flow: 중국 포함 EM 자금 유출



내수 진작을 위한 2가지 중요한 이벤트

내수 부양 강도를 확인하는 2가지
이벤트: 경제공작회의와 전인대

중국 정부의 내수 진작 강도를 확인하기 위해서는 앞으로 2가지 이벤트에 주목해야 한다. 바로 12월 중순에 열리는 경제공작회의(CEWC)와 내년 3월 5일로 예정된 전국인민대표대회(전인대)의 정부업무보고이다.

경제공작회의 12월 중순 예상
관전포인트는 물가 부양 여부

'24년 경제공작회의의 정확한 개최일은 아직 공식 발표되지 않았다. 9일에 방향을 결정하는 정치국회의가 개최되었고, 2~4일 뒤 경제공작회의가 진행되는 점을 감안하면 중순에 열릴 것으로 예상된다('22년: 15~16일, '23년: 10~11일).

이번 경제공작회의에서 중국은 강한 경기부양 의지를 드러낼 것이다. 대외 불확실성이 높아지고 미국도 금리 인하에 진입할 것이기 때문이다. 9일에 공개된 정치국회의에서도 작년보다 강한 경기부양 의지를 나타냈다<표 3>. 단 구체적인 목표 등 세부 내용 공개는 제한적일 것이다.

이번 회의에서 가장 주목해야 할 문구는 **내년도 물가에 대한 정부 입장이다**. 이는 현재 디스플레이션에서 벗어나기 위한 가장 직접적인 언급으로, 중국이 양적완화(QE)를 실시하거나 부동산 가격의 상승을 용인할 의지가 있다는 신호로 해석될 수 있기 때문이다. 정치국회의에서도 2011년 이후 처음으로 통화정책 기조를 '온건'에서 '적당히 완화'로 수정했다. 강도 높은 통화완화는 물론 물가 상승을 언급하면 중국판 QE 가능성도 높다고 생각한다.

표3 23년 vs. 24년 12월 정치국회의 정책 기조 비교

영역	23년	24년
재정정책	적극적	더 적극적
통화정책	온건	적당히 완화
역주기정책	지속성, 안정성 유지	일반적이지 않는 수단, 정책 패키지 출범
부동산	주택교부, 투기하는 것이 아님	안정화
주식시장	-	안정화
소비	내수 확대	소비진작, 전방위 내수 확대
기술	산업 고도화	생산력 발전
개혁·개방	대외 개방 확대	대외개방 확대, 무역 및 외자 안정화
리스크 관리	효과적 방지	효과적 방지

자료: 공산당 정치국회의, 메리츠증권 리서치센터

표4 지난 30년간 중국의 통화정책 기조 변화: '25년부터 다시 완화로

기간	통화 기조	재정 기조
1993~1996년	적당히 긴축	적당히 긴축
1997~2006년	온건	적극
2007~2008년	긴축	온건
2009~2010년	적당히 완화	적극
2011~2024년	온건	적극
2025년	적당히 완화	적극

자료: 공산당 정치국회의, 메리츠증권 리서치센터

3월 전인대에서 경제발전 목표 발표→숫자 통해 부양 강도 확인

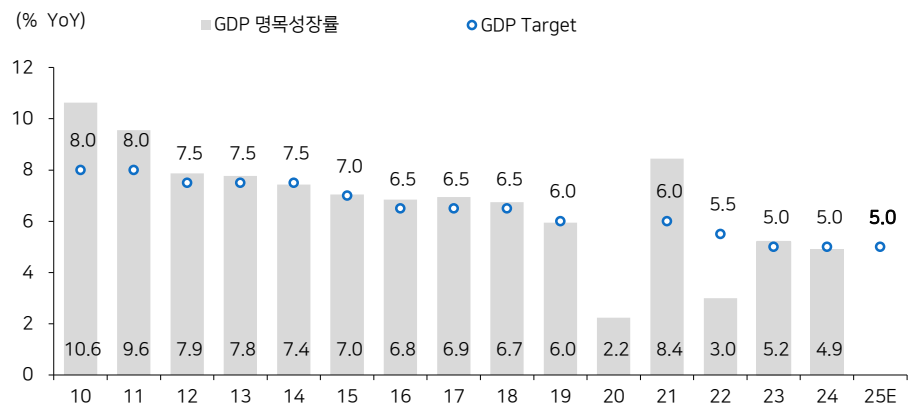
두 번째 주요 이벤트는 내년 3월 5일 개최 예정인 전인대 정부업무보고이다. 이 자리에서 리창 국무총리는 2025년 경제 발전 목표를 제시할 예정이며 여기에는 GDP 성장률 목표와 재정적자 비율 등이 포함된다. 이를 통해 중국 정부의 내수 진작 정책 강도를 가늠할 수 있다.

현재 시장 컨센서스 GDP 성장률 5% 전후 유지, 광의 재정지출은 GDP의 8.5% 이상으로 높음

현재 시장 참여자들은 중국이 2025년에도 5% 전후의 성장률 목표를 유지할 것으로 전망하고 있다. 이를 위해 재정정책은 1) GDP 대비 재정적자 비율을 3%에서 3.5~4.0%로 상향 조정되고, 2) 3조 위안의 특별국채(1조 위안은 상업은행 자본금 확충에 사용)와 4조 위안의 지방정부 특수채가 발행될 것으로 기대한다.

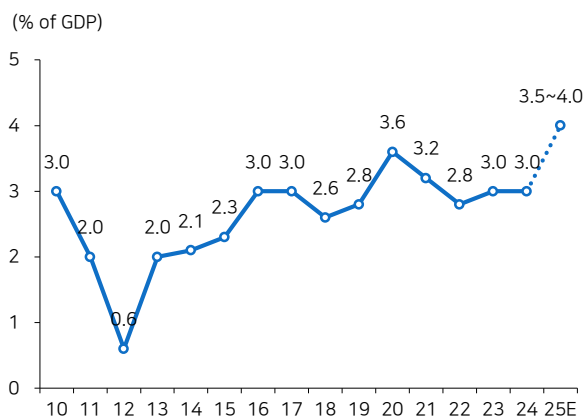
이러한 정책이 실현될 경우 '25년 중국의 광의 재정지출은 GDP 대비 8.5~9.0%에 달할 것으로 추산된다. 이는 직전 고점인 '20년의 8.3%를 상회하는 수준으로 중국 정부의 강력한 경기부양을 기대하고 있음을 시사한다.

그림4 '25년 중국 정부는 5.0% 전후의 GDP 성장률 목표 설정 가능성 높아



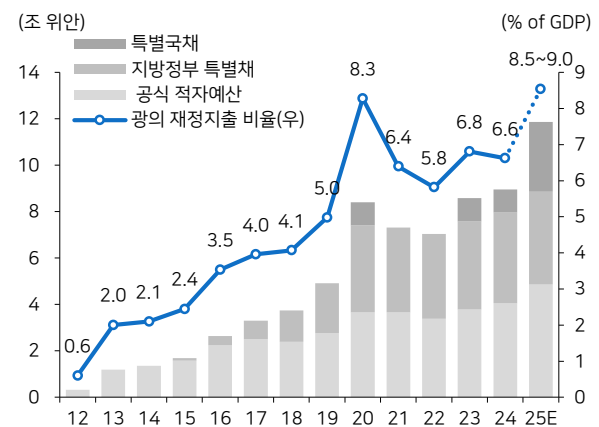
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국의 재정적자율 추이: '25년 4.0%로 상향될 전망



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '25년 광의 재정지출은 GDP의 8.4%로 '20년 상회



주: '24~'25년 명목 GDP 성장률 5.0%로 가정. 재정전용분은 제외
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

다시 불거지는 정책 기대, 그러나 여전히 바벨전략으로

경제공작회의 앞두고 정책 기대
불거질 것, 기준율 25bp 인하
가능성도 존재

올해 경제공작회의를 앞두고 중국의 정책 기대는 다시 불거질 전망이다. 또한 지난 9월 26일 인민은행에서 필요하면 4분기에 추가적으로 기준율을 25-50bp 인하할 수 있다고 발언했기에 12월 중 기준율 인하 가능성도 높다. 이는 10월부터 정책 모멘텀 소강에 다소 부진했던 중국 주식시장에 긍정적으로 작용할 전망이다.

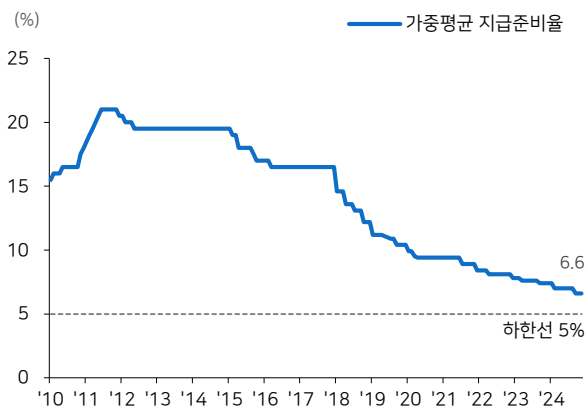
단 트럼프 취임 전까지 세부 조치
발표 가능성 낮을 전망

그러나 항상 그랬듯이 경제공작회의 결과가 시장 예상과 비슷하거나 하회할 경우 다시 차익매물이 출회할 수 있다. 오는 경제공작회의 결과가 시장 예상을 상회하려면 1) 물가 부양 또는 2) 소비 보조금 지급 등을 포함한 신규 수요 창출 조치들이 예상보다 강하게 발표되어야 한다. 확장적 재정과 통화완화, 기술 자립은 익숙히 알고 있는 내용들이기 때문이다. 필자는 중국의 경기 부양책들이 지금보다는 내년 1월 20일 트럼프 대통령이 취임하고 나서 더 구체화 될 것으로 예상한다. 따라서 경제공작회의 이후 중국증시 변동성은 다시 높아질 수 있다.

지수 박스권 횡보 예상, 고배당과
IT 업종의 바벨전략 유지

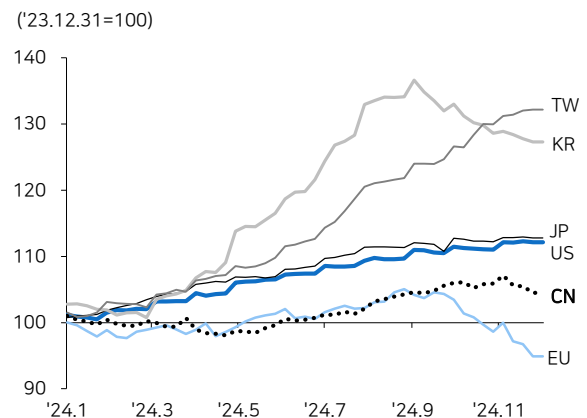
명확한 방향성이 나타나기 직전까지 중국은 여전히 바벨전략으로 대응할 필요가 있다. 12월까지 중국증시에서 선호하는 업종은 연간전망에서 제시했던 은행을 포함한 고배당과 IT 업종이다. 12월의 기준율 인하 가능성 및 10년물 국채금리가 2%를 하회하는 등 환경은 고배당 자산에 대한 수요를 자극할 수 있기 때문이다. 한편 IT 업종은 기술 자립 및 실적 전망치 상향 조정의 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다(그림 9).

그림7 12월 중국 기준율 25bp 인하 가능성 높아

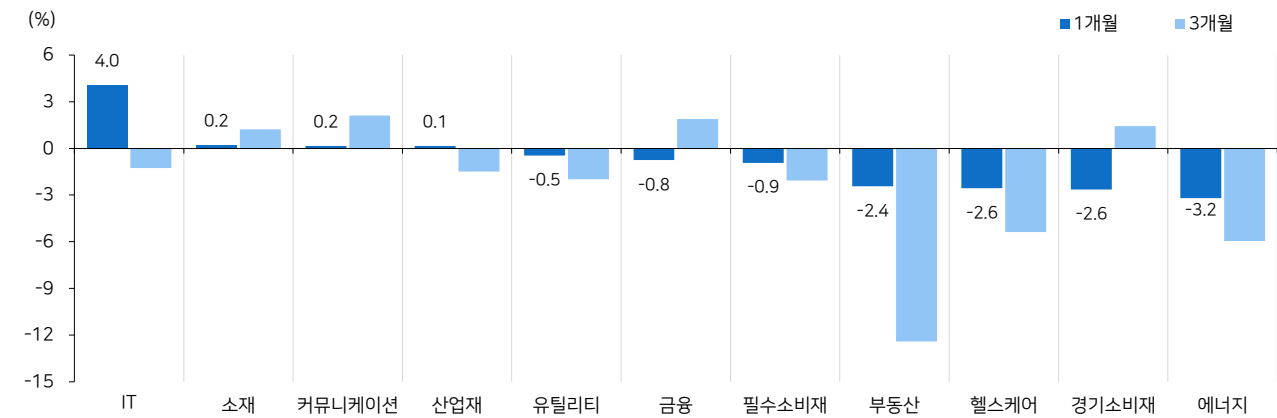


자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국기업 12개월 예상 EPS 추정치 하향 조정 중



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림9 MSCI CHINA 업종별 12개월 예상 EPS 변동폭


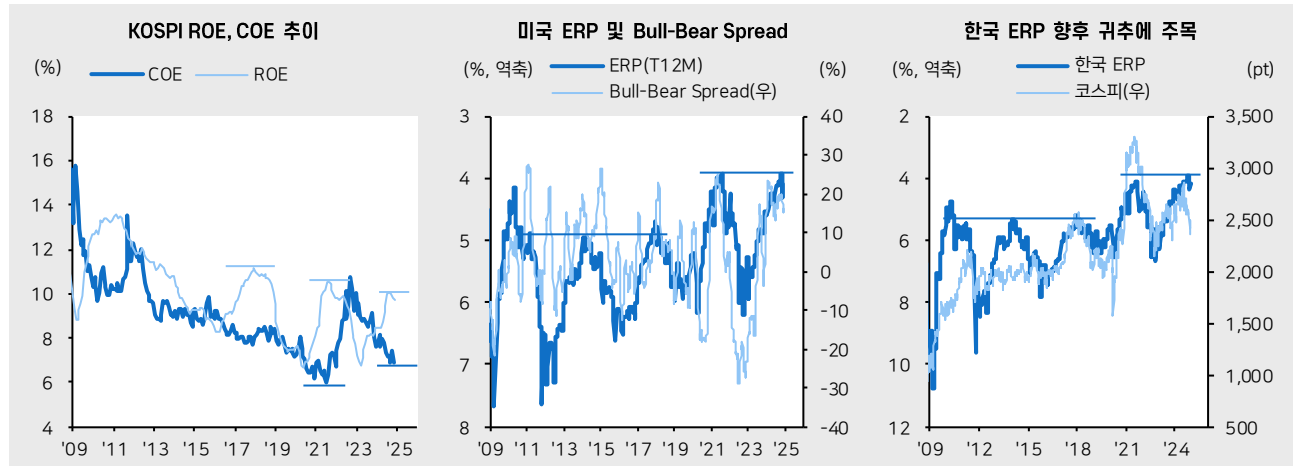
주: 12월 6일 기준

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이상현 연구원

위험 선호도(Equity Risk Premium) 트렌드



자료: Fnguide, Refinitiv, Aswath Damodaran, AAIL, 메리츠증권 리서치센터

코스피 ROE 트렌드: 상단 시험 중

코스피 '24년 3분기 실적발표 완료된 가운데 코스피 순이익 컨센서스는 3개월 전 대비 2024년 5.7%, 2025년 7.7% 하향 조정되며 12개월 선행 순이익은 3.0% 하향 조정된 220.6조원을 기록하고 있다. 순이익 컨센서스 하향 조정에 따라 12개월 선행 ROE 또한 월말기준 8월 10.1%에서 11월 9.7%로 하락 전환에 대한 우려가 있다.

기업 적정가치 측면에서 ERP 트렌드 주목

최근 국내 증시 약세와 관련하여 기업 적정가치(Fair Value) = $(ROE - g) / (COE - g)$ 측면에서 COE(Cost of Equity)의 구성 요소인 ERP(Equity Risk Premium)의 귀추에 주목이 되는 바이다. 미국 개인투자자 협회(American Association of Individual Investors)의 투자자 심리 서베이에서 확인할 수 있듯이 위험 선호도가 높아질 경우 ERP가 하락하고 위험 회피 심리가 높아질 경우에는 ERP가 상승한다.

미국 ERP 트렌드: 하단 시험 중

미국 iERP의 경우 9월말 3.94%로 코로나19 시기(3.91%) 위험선호도 수준까지 하락한 후 지지선에서 소폭 상승하였다(11월 4.07%). Aswath Damodaran 교수의 Market Implied Equity Risk Premium 방법론을 한국 ERP에 적용할 경우 한국 CDS Premium이 과거 대비 낮은 수준으로 유지되고 있어 한국 ERP 또한 4.1% 수준으로 하단을 시험 중에 있다.

ERP 트렌드 관점 한국은 위험선호이나 최근 실질 환경은 위험회피

ERP 관점에서 낮은 CDS Premium 고려 시 증시 환경은 위험선호도가 높다고 볼 수 있다. 다만 '21년 코로나 시기 풍부한 유동성을 바탕으로 코스피 3,300pt 돌파한 점과 달리 실질적 최근 환경은 1) 외국인 코스피 순매도, 2) 코스피 12개월 선행 PER 표준편차 -1.5배 수준 도달 등 쉽지 않은 형국이다. 미국 ERP 트렌드에서 이탈한 현 상황이 지속될 것인지 수급 여건을 극복하고 회복할 수 있을지 한국 증시 위험선호도 추이에 주목이 된다.

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

M7 수익률 전망 둔화의 피난처가 될 중형주 (Bloomberg)

중형주(S&P Midcap 400)는 지난 30년 동안 S&P 500 과 소형주(Russell2000)보다 누적 수익률을 상회하고 있다. 중형주의 경우 연평균 성장률이 12%가 넘고, 대형주의 경우 약 11%를 기록하고 있다. 중형주는 토끼와 거북이 우화에서 거북이와 같은 존재이며, 이는 지수의 구성과 역사적 기록에 의해 입증된다. 꾸준히 성장하는 "구경제" 산업의 경우 지수 규칙에 따라 시가총액이 180 억 달러를 초과하면 대형 주식으로 전환됩니다. 이것이 부분적으로 S&P Midcap 400 이 전체적으로 시총 상위주에 훨씬 덜 집중되어 있는 이유이다 M7 기업의 성장에 대한 전망이 M7 을 제외한 다른 S&P500 기업 수준으로 둔화될 것으로 예상되는 가운데 중형주 투자는 M7 쏠림의 여파에 훌륭한 피난처가 될 수 있을 것이다.

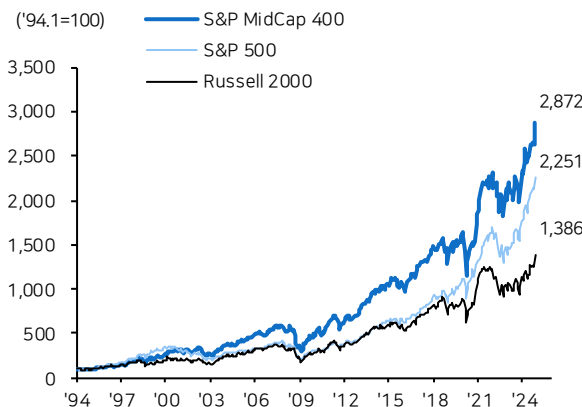
지난 30년간 누적 수익률이 가장 높은 중형주

중형주(S&P Midcap 400)는 지난 30년 동안 S&P 500과 소형주(Russell2000)보다 누적 수익률을 상회하고 있다. 중형주의 경우 연평균 성장률이 12%가 넘고, 대형주의 경우 약 11%를 기록하고 있다.

중형주는 토끼와 거북이 우화에서 거북이와 같은 존재이며, 이는 지수의 구성과 역사적 기록에 의해 입증된다. 산업, 금융 및 경기소비재 주식은 중형주 지수에서 가장 큰 부문 가중치를 차지한다(각각 23%, 18% 및 14%). 반면 S&P 500은 반도체, AI 소프트웨어 등 IT(32%) 비중이 가장 크다.

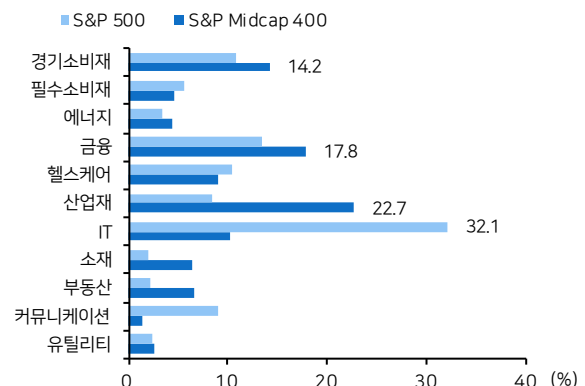
S&P 500은 승자가 점점 더 큰 가중치를 차지하는 반면, 패자는 줄어들고 지수에서 탈락하는 모멘텀 거래와 비슷한 방식으로 운영된다. 모멘텀 거래는 효과가 있을 때는 매우 좋은 성과를 거둘 수 있으나 그 반대의 경우의 변동성 또한 크다.

그림1 지난 30년간 누적 수익률 가장 높은 중형주



주: Total Return Index 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중형주 산업 구성은 산업재, 금융, 경기소비재 순



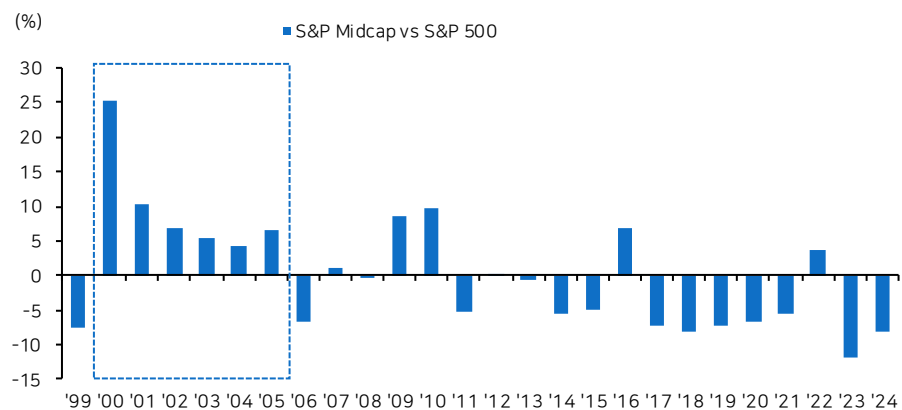
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

꾸준히 성장하는 "구경제" 산업의 경우 지수 규칙에 따라 시가총액이 180억 달러를 초과하면 대형 주식으로 전환됩니다. 이것이 부분적으로 S&P Midcap 400이 전체적으로 시총 상위주에 훨씬 덜 집중되어 있는 이유이다.

상대적으로 중형주는 닷컴 버블 붕괴와 회복 초기(2000~2005년)에 양호한 성과를 보였다. IT버블 이후의 이러한 회복력이 수십 년 동안 중형주의 성과가 뛰어난 이유를 설명했다. 다만 그 황금기는 아직 의미 있는 수준으로 재현되지 않았고, 30년 누적 수익률의 성과에도 불구하고 인기가 없는 이유를 설명한다.

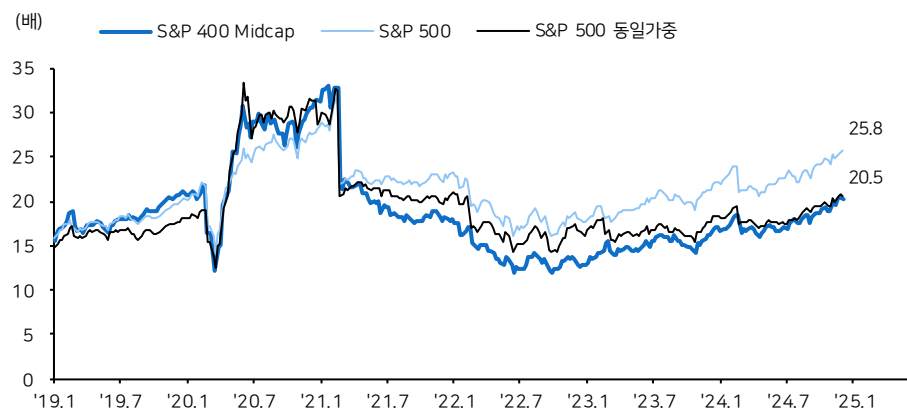
특히 중형주는 지난 10년 중 8년 동안 S&P 500보다 실적이 저조했다. 그 기간 동안 실망스러운 실적을 내는 가장 좋은 방법은 구글, 아마존, 애플, 메타, 마이크로소프트 등을 포함하는 Magnificent 7 성장주에 투자하지 않는 것이었으나, 중형주 투자는 사실상 그렇게 하기로 한 결정이었다.

그림3 과거 IT버블 이후 6년간의 회복기 동안 중형주가 S&P500을 상회



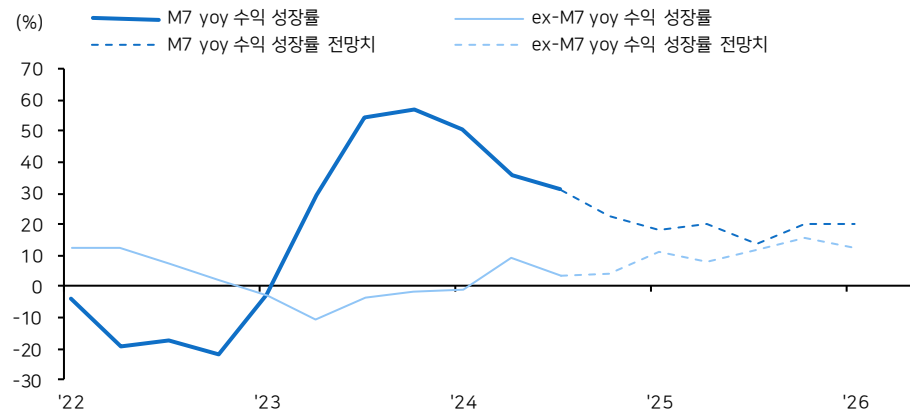
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중형주 12MF PER, S&P500 대비 저렴



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 M7 수익 성장률 전망은 M7 제외 수준으로 둔화 예상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 10년간의 성과 부진에도 불구하고 IT버블 당시의 회복력과 현재 대형주 지수 대비 저렴한 밸류에이션은 중형주에 있어 상당부분 매력으로 다가온다. M7 기업의 성장에 대한 전망이 M7을 제외한 다른 S&P500 기업 수준으로 둔화될 것으로 예상되는 가운데 중형주 투자는 M7 쏠림의 여파에 훌륭한 피난처가 될 수 있을 것이다.

원문: *Mid-Caps Could Be the Magnificent Refuge Tech Investors Need*